

わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料(平成5年冬) —

[要 旨]

1. わが国経済は依然として調整局面にある。住宅投資は回復歩調にあり、公共投資も増勢をみているが、設備投資が製造業中心に減少を続けているほか、個人消費も所得形成の鈍化と支出態度の慎重化を背景に減速傾向にあることから、最終需要は全体として停滞局面を脱していない。この間、生産面においては、なお明確な反転を示すに至っていないが、生産抑制が継続される中で、生産財・建設財中心に在庫調整が進みつつある。

物価面では、国内卸売物価が弱含みで推移しているほか、消費者物価についても、これまで高止まり傾向にあったサービス価格の上昇率に低下の兆しが見られるなど、落着き傾向が明確化している。一方、経常収支黒字は、昨年初にかけて大きく拡大した後も、輸入数量の伸び悩み等を背景に、なお幾分拡大気味で推移している。

2. 金融面をみると、長・短市場金利は、景気減速や累次にわたる公定歩合引下げ等を反映して、ほぼ一貫して低下基調をたどっており、貸出金利もこれに応じてかなり低下している。一方、金融機関貸出については、景気調整下での企業投資の減退や不動産をはじめとする資産価格・取引の低迷を背景に、借入れ需要は引続き停滞基調にあるが、企業の手元圧縮余地が縮小していることに加え、金融機関の融資伸長への意欲が徐々に高まりつつあるよううかがわれることもあって、これまでのようなテンポでの増勢鈍化には歯止めが掛かりつつある。こうした中で、マネーサプライ(M₂+CD)の伸び率にも、漸く下げ止まりの兆しが見られる。

3. 今後の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、欧州経済は当面停滞持続を免れないとしても、アジア諸国が中国も含め今後とも高めの成長を続けるとみられることに加え、米国経済においても、このところ回復の足取りが確かさを増しており、これまでに比べれば順調な景気回復が期待されることから、全体として昨年比若干の好転が見込まれている。

4. 次に国内経済を展望すると、設備投資の回復の遅れを背景に、少なくとも本年前半まで民間需要は停滞基調を脱し切れないとみられるが、一方でストック調整はすでにかなりの進展をみており、また雇用情勢についても、時短の推進継続の展望等を背景に、急激な悪化は回避されうと思われれることを踏まえると、民間需要がさらに一段と冷え込むリスクも小さいと考えられる。こうした中で総合経済対策の効果が本格化してくるにつれ、今後景気は緩やかながらも回復方向に向かうことが期待される。ただ、これまでの景気調整の深まりに伴って、企業収益

の水準がすでに相当低下している一方で、生産の回復テンポも当面緩慢なものにとどまると見込まれることを考えると、企業の景況感が目立った回復を示すに至るまでには、なおしばらくの時日を要するとみておく必要がある。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給に当面目立った引締まりが生ずることは考え難く、国内卸売物価、消費者物価とも、安定基調で推移することが見込まれる。

一方、対外収支面については、輸出数量が緩やかながらも増勢を続けること、製品の高付加価値化等を背景に輸出価格も上昇基調にあること、貿易外収支の面でも、投資収益収支、海外旅行収支とも黒字拡大方向に作用することを考えると、目先き経常黒字の明確な縮小は考えにくい。もっとも、今後は生産の回復に伴って輸入数量の伸びが高まってくるとみられるため、黒字幅のさらなる大幅な拡大に至ることはないものと期待される。

6. 以上のように、わが国経済は、在庫調整の進捗等に伴って、景気底入れに向けての条件が次第に整えられつつある中、これまでの財政・金融政策の効果浸透に支えられて、今後回復方向に向かうことが期待される。ただ、少なくとも本年前半までは、民間需要は回復力に乏しい展開となる可能性が高く、その足取りには不確かな面も残ろう。そうした中で、80年代後半以降の長期にわたる景気拡大と資産価格上昇の下で生じたさまざまな行過ぎの是正に向けて、企業や金融機関においては、経営のリストラクチャリングの動きが進められつつある。こうした状況を踏まえつつ、日本銀行としては、金融・経済情勢の展開について、今後とも注意深く見守っていく所存である。

(目 次)

- | | |
|----------------|---------------|
| 1. 最近の経済情勢 | 3. 当面の経済情勢の展望 |
| (景気は調整局面続く) | (1) 海外経済の動向 |
| (物価は安定基調) | (2) 国内経済の展望 |
| (対外収支黒字は高水準持続) | (3) 物価情勢の展望 |
| | (4) 対外収支面の動向 |
| 2. 最近の金融情勢 | (5) 結 び |
| (為替・金融市場の動向) | |
| (金融機関貸出の動向) | |
| (マネーサプライの動向) | |

1. 最近の経済情勢
(景気は調整局面続く)

わが国経済は、設備投資、個人消費中心に

最終需要が引続き停滞する中で、依然として調整局面にある(図表1)。

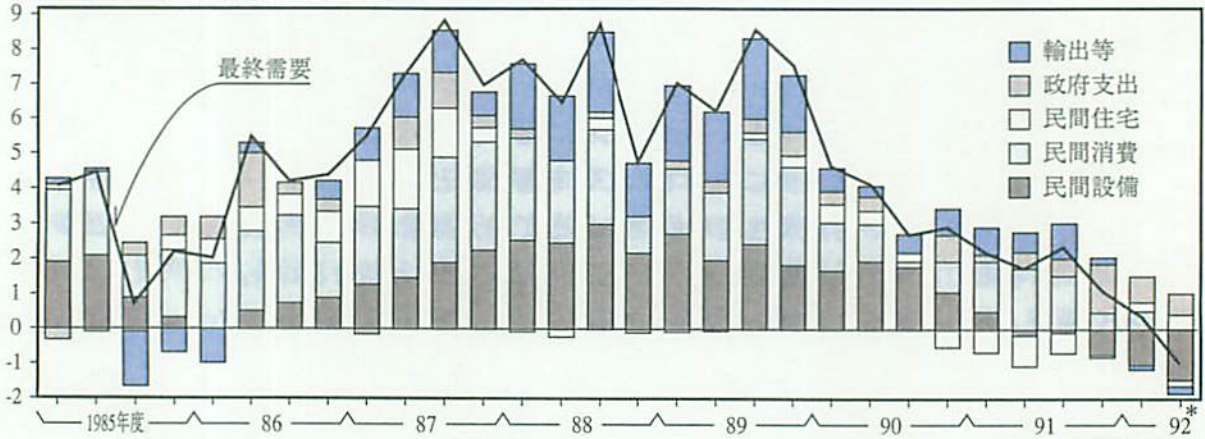
すなわち、住宅投資は回復歩調にあり、公

(図表1)

最終需要の動向

(1) 最終需要の推移

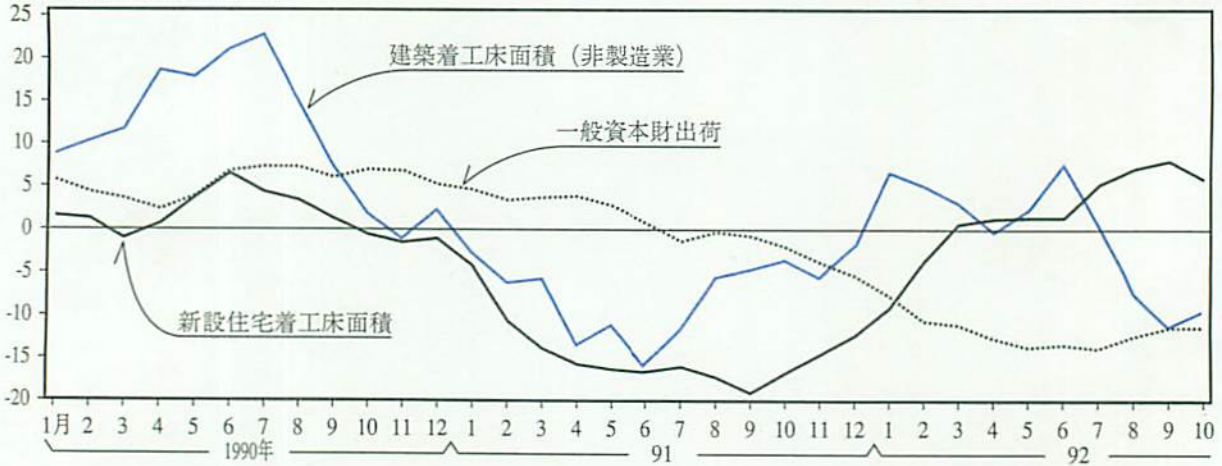
(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



* 2期移動平均

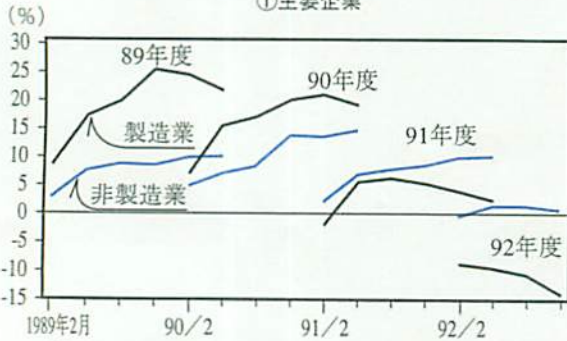
(2) 関連指標の動向

(3か月移動平均、前年比 %)

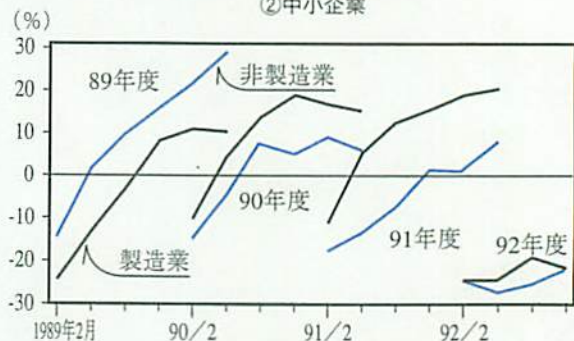


(3) 「短観」設備投資計画の修正状況

① 主要企業



② 中小企業



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、建設省「住宅着工統計」「建築着工統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

共投資も増勢をみているが、設備投資が製造業中心に減少を続けているほか、個人消費も所得形成の鈍化と支出態度の慎重化を背景に減速傾向にあることから、最終需要は全体としてなお停滞局面を脱していない。設備投資に関しては、これまでの大幅な投資圧縮によって、過剰資本ストックの調整が進展していることから、マイナス幅は今後次第に縮小していくことが期待され、また個人消費についても、これまでのパターンから考えると、消費性向の今後一層の累積的な低下は想定し難い。ただ、「11月短観」の設備投資計画において、自動車、電機の下方向修正が目立つことや、建築着工等にみられる中小企業非製造業投資の回復の鈍さは、耐久財を中心とする消費不振が設備投資に波及しつつあることを示唆しており、民間需要の早急な回復を期待することは難しいとみられる。

こうした状況下、多くの業種ではなお生産抑制を続けざるをえない情勢にあり、生産レベルの切下げに伴う収益悪化を反映して、企業マインドもさらに慎重化している（「主要短観」製造業業況判断D.I.、8月△37→11月△44）。もっとも、生産面においては、なお明確な反転を示すには至っていないが、振れを伴いつつも、生産財・建設財中心に緩やかながら在庫調整が進みつつあり、在庫

面からの生産下押し圧力が緩和しつつある一方、最終需要財出荷にもならしてみれば下げ止まりの兆しがみられるなど、景気底入れに向けての条件が次第に整いつつあるよううかがわれる（後掲図表2）。したがって、今後民間需要の一段の冷え込みがない限り、総合経済対策の効果が本格化してくるにつれて（注1）、生産・出荷は緩やかながら回復に向かう環境にあるものと考えられる。

（物価は安定基調）

こうした中で物価面をみると（後掲図表3）、国内卸売物価は、建設・住宅関連の一部を除くと、製品需給の全般的な引緩みを背景に、引続き弱含みで推移している。また、消費者物価（生鮮食品を除くベース）についても、卸売物価（とくに最終財価格）の安定を反映して、商品の上昇率が一段と低下しているほか、これまで高止まり傾向にあった民間サービス料金の上昇率にも、漸く低下の兆しがみられ始めており、全体として落ち着き傾向が明確化している。この間、企業向けサービス価格も、騰勢鈍化傾向を続けている。

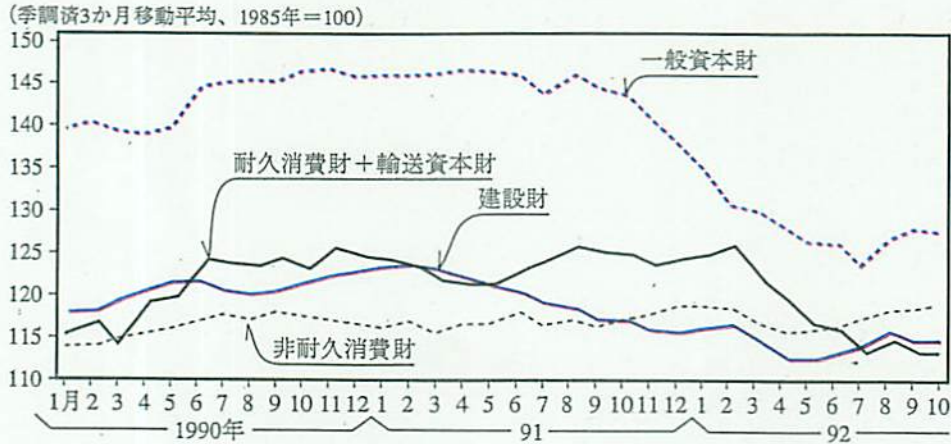
一方、不動産市場をみると、中・低価格物件中心にマンション需給には改善傾向がうかがわれているが、オフィス需給に関しては、需要が一段と低迷する中で、首都圏

（注1）昨春の公共事業前倒し執行時には、建設財出荷等の実物面への効果が表面化するまでにかなりの時間を要したが、これまでのメーカー・流通段階での在庫調整進捗を踏まえると、総合経済対策の効果は、よりスムーズに浸透するものと期待される。

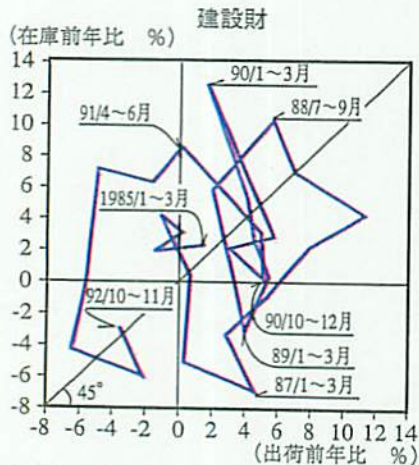
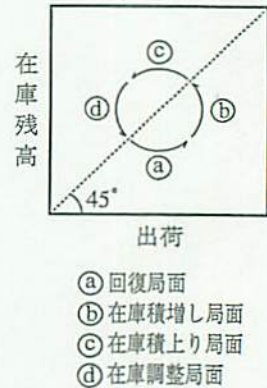
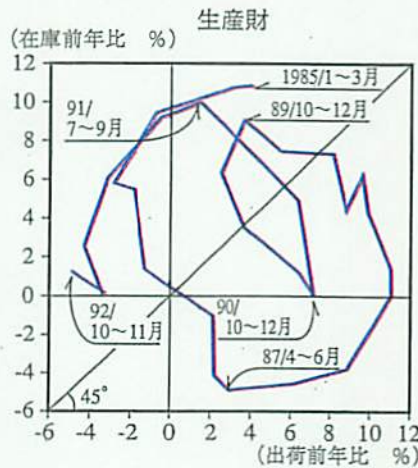
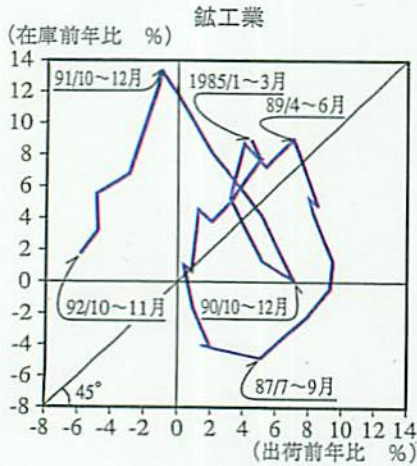
中心に今後とも大型ビルの竣工が続くため、
 緩和傾向の持続が予想されており、地価に
 ついても、商業地中心に下落傾向が続いて
 いる模様である。

(図表2) 生産・出荷・在庫の動向

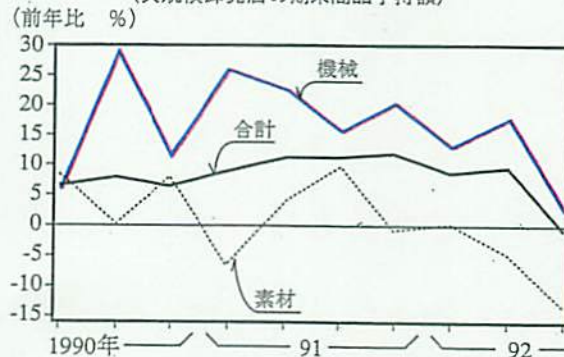
(1) 最終需要財出荷の動向



(2) 在庫循環の推移



<参考> 流通在庫の動向 (大規模卸売店の期末商品手持額)

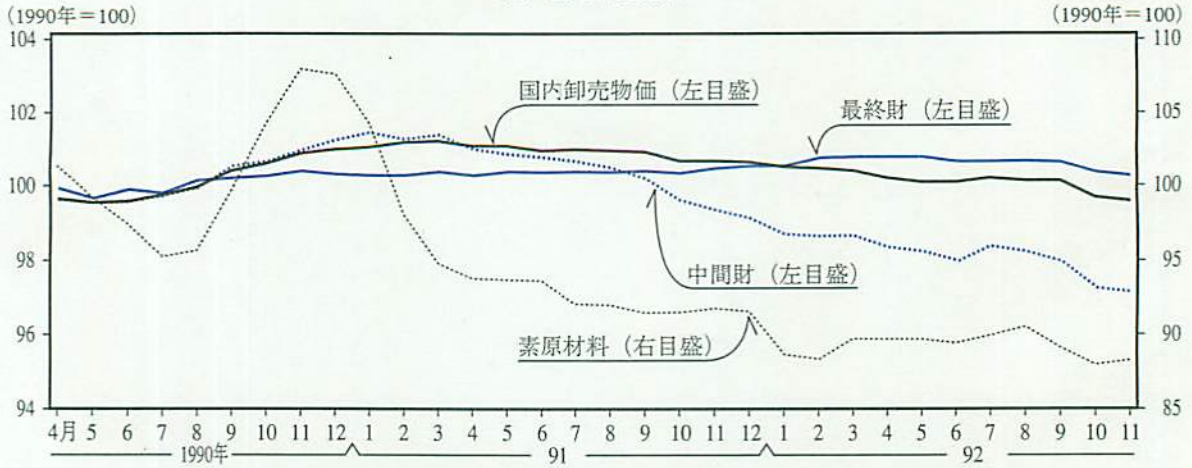


(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」「商業動態統計」

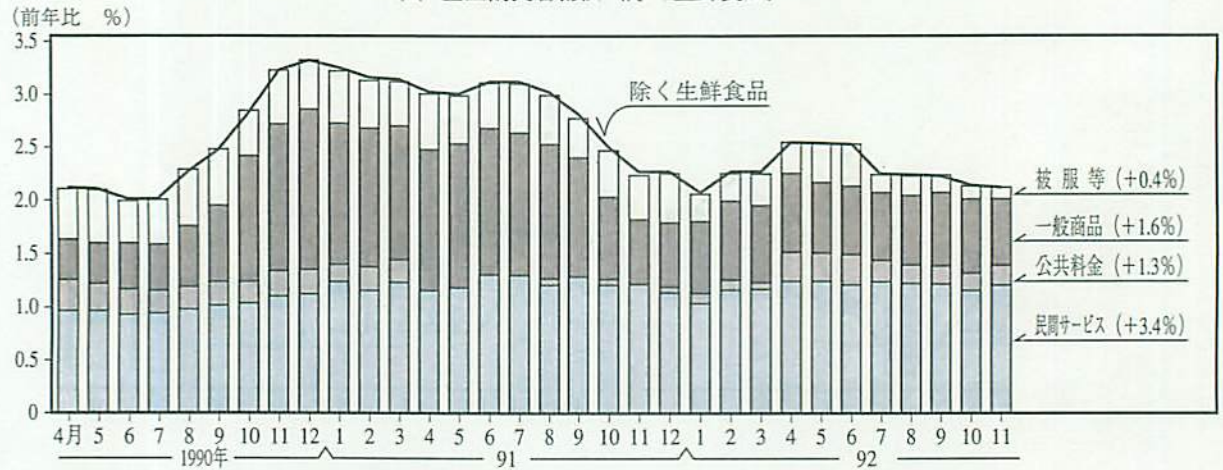
(図表3)

物 価 の 動 向

(1) 国内卸売物価



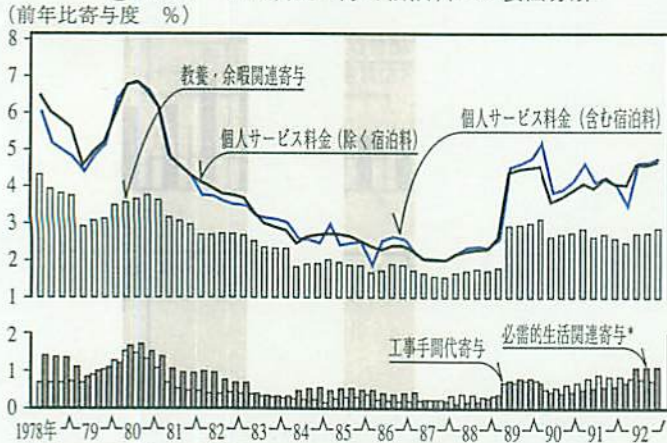
(2) 全国消費者物価 (除く生鮮食品)



(注) 内訳項目の () 内は92年11月の各項目の前年比上昇率。

(3) 個人サービス料金

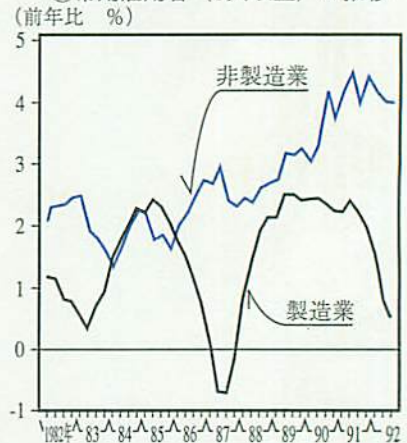
①個人サービス料金<除く宿泊料>の要因分解



(注) * 洗濯代、理髪料、入院費 (分婉費) 等。
シャドローは景気後退局面。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」、労働省「毎月勤労統計」

②常用雇用者 (5人以上) の推移



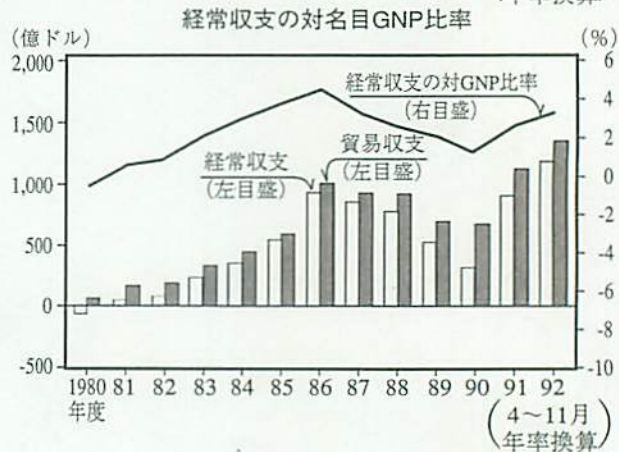
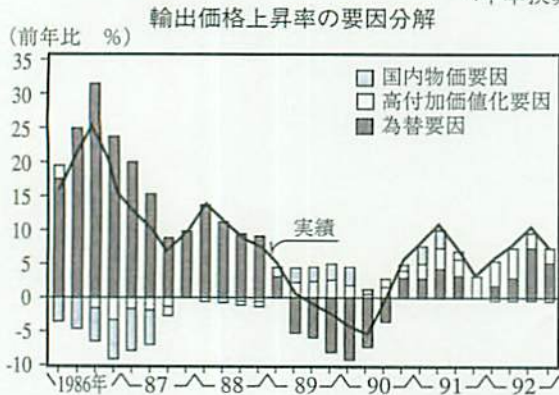
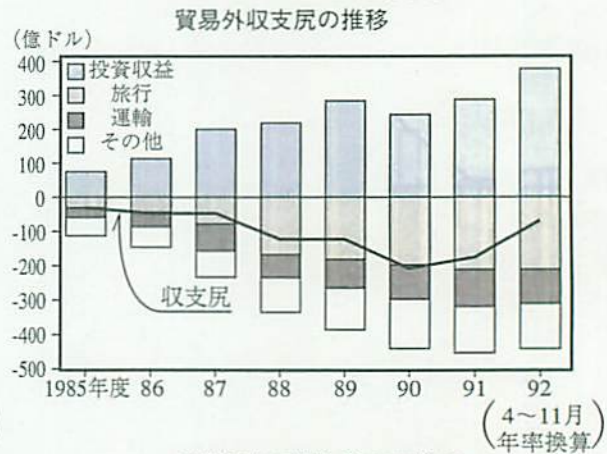
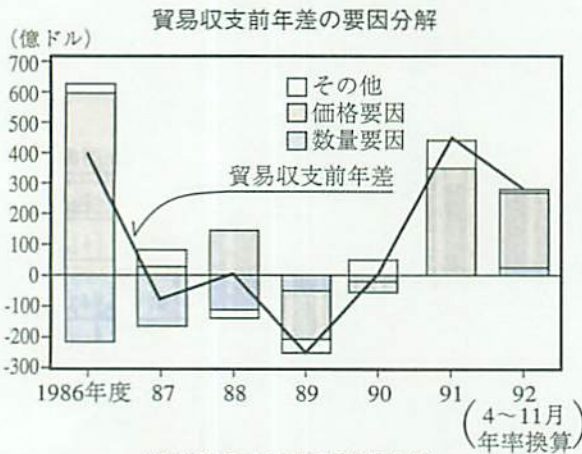
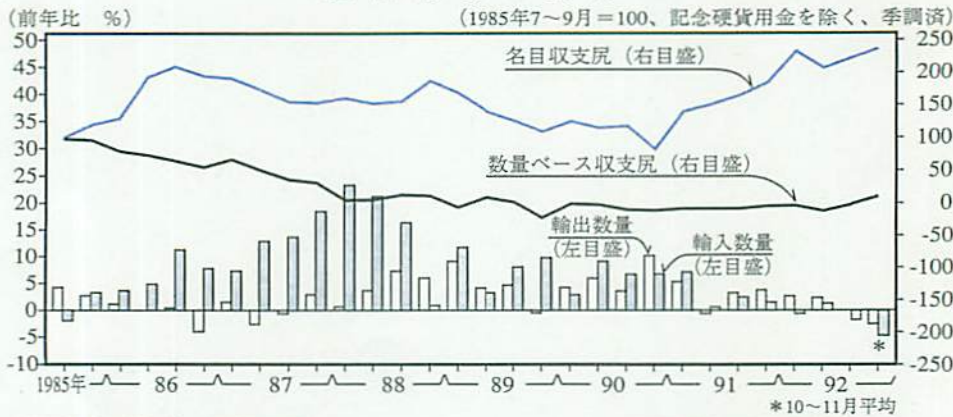
(対外収支黒字は高水準持続)

一方、対外収支面をみると(図表4)、貿

易収支黒字は、91年から昨年初にかけて大き

く拡大した後、なお幾分増大気味に推移して

(図表4) 対外収支の動向
通関収支の動向



(注) 要因分解式は以下のとおり。

$$\frac{\Delta P}{P} = \underbrace{\Delta \left(\frac{P}{E} \right) / \left(\frac{P}{E} \right)}_{\text{高付加価値化要因}} + \underbrace{\Delta \left(\frac{E}{W} \right) / \left(\frac{E}{W} \right)}_{\text{為替要因}} + \underbrace{\Delta W / W}_{\text{国内物価要因}}$$

ただし、P：通関輸出価格指数(ドルベース)

E：輸出物価指数(ドルベース)

W：国内卸売物価指数

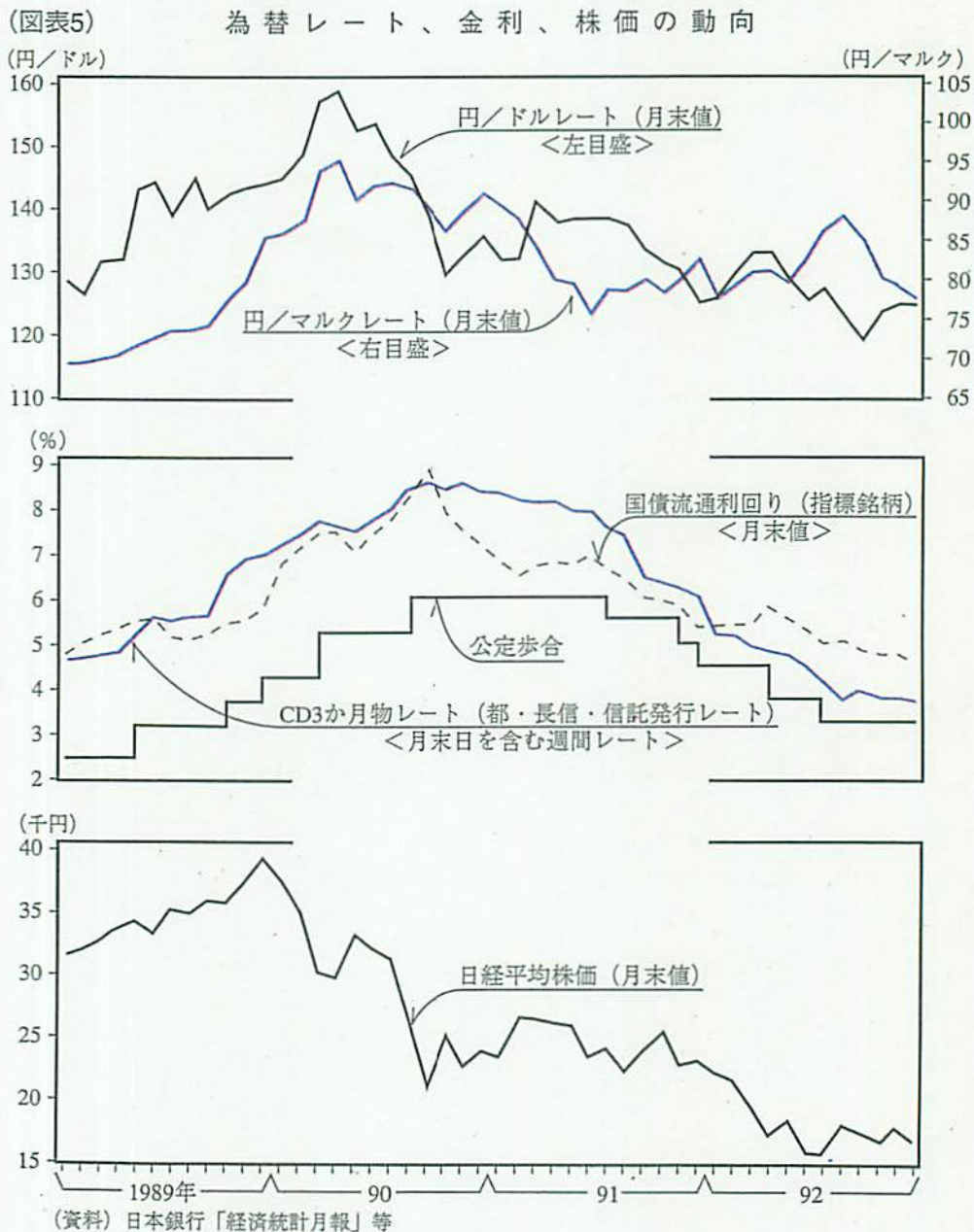
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支月報」「卸売物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」

いる。これには、輸出数量が緩やかながらも増勢を続ける中で、生産調整継続の下で輸入数量が伸び悩んでいること、さらに価格面でも為替円高や製品の高付加価値化等を反映してドル建て輸出価格が上昇傾向にあることが影響しているものとみられる。加えて、貿易外収支の面では、これまでの経常黒字拡大に伴って対外純資産が増加していること等から、投資収益のネット受取超幅が拡大してい

る一方、このところの海外旅行者数の伸び悩みを背景に、海外旅行収支の赤字幅拡大は衣服気味となっており、これらが貿易外収支の赤字幅縮小を通じて、経常黒字押上げ方向に作用している。

2. 最近の金融情勢 (為替・金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると(図表5)、まず



為替市場においては、円／ドル相場は、昨春以降高水準のわが国対外黒字、米国金利の低下傾向等を背景に概ね円高基調で推移し、昨秋には欧州通貨情勢緊張の影響等もあって一時120円／ドルを上回る場面もみられたが、その後は、米国景気の回復期待の高まりもあって、幾分円安気味に推移している。

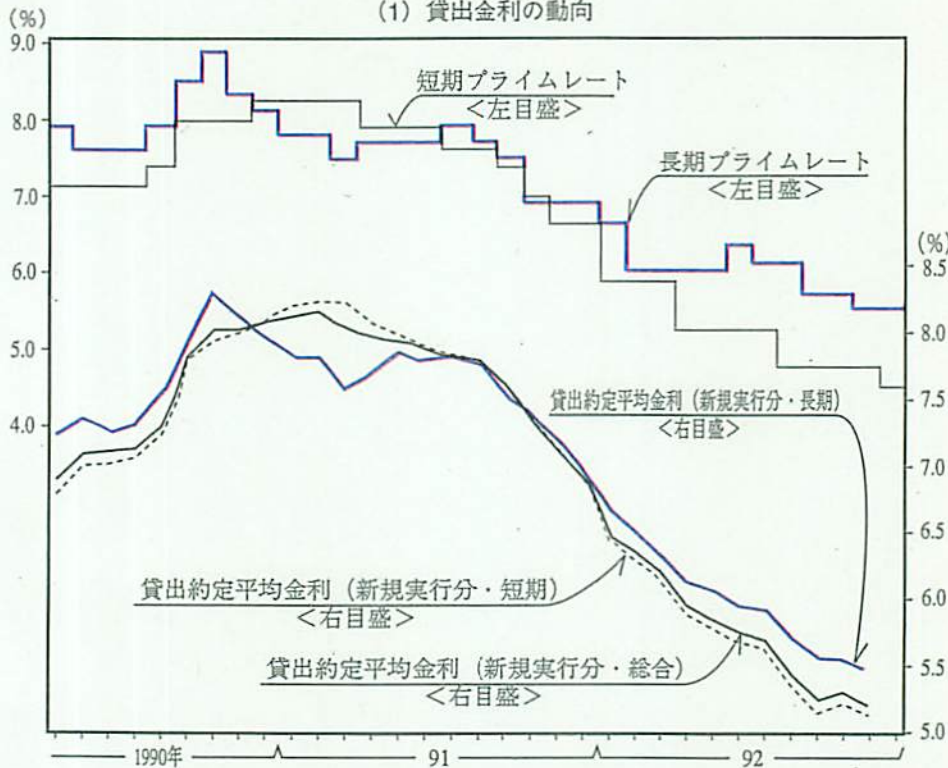
一方、国内金利についてみると、景気減速

や累次にわたる公定歩合引下げ等を反映して、短期市場金利がほぼ一貫して低下基調をたどっているほか、長期市場金利もかなりの低下をみている。こうした長・短市場金利の低下を受けて、長期・短期プライムレートは、昨夏以降もおのおの2度にわたって引下げられており、貸出金利は歴史的にみてもかなりの低水準となっている（図表6）。

(図表6)

貸出金利等の推移

(1) 貸出金利の動向



(2) 貸出約定平均金利（総合、ストックベース）の低下状況

<今回>

(単位 %)

	都 銀	地 銀	地 銀Ⅱ	信 金
ピーク時点	7.895 (1990年12月)	7.775 (91年2月)	8.078 (91年7月)	7.959 (91年7、8月)
1992年11月 <ピーク比>	5.605 < Δ2.290 >	5.692 < Δ2.083 >	6.336 < Δ1.742 >	6.502 < Δ1.457 >
都銀追随率	—	91.0	76.1	63.6

<前回>

(単位 %)

	都 銀	地 銀	地 銀Ⅱ	信 金
ピーク時点	9.058 (1980年7月)	8.829 (80年8月)	8.987 (80年8月)	9.109 (80年10月)
1982年6月 <ピーク比>	7.009 < Δ2.049 >	7.281 < Δ1.548 >	7.840 < Δ1.147 >	8.419 < Δ0.690 >
都銀追随率	—	75.5	56.0	33.7

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

この間、株価については、企業業績の悪化や景気の先行き不透明感等を背景に、昨年中はかなりの下落となったが（年末日経平均、91年23千円→92年17千円）、年明け後も低水準の出来高が続く中で、概ね16千円台で一進

一退の動きとなっている。

（金融機関貸出の動向）

次に、金融機関の貸出動向をみると（図表7、後掲図表8）、借入れ需要は、景気調整下

（図表7） 金融機関貸出の動向
（1）5業態計の総貸出推移

（単位 平残前年比 %）

	1992年				92年			
	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	9月	10月	11月	12月
都 銀	5.0	4.0	2.8	2.0	2.5	2.0	1.7	2.1
長 信	1.2	0.6	△1.2	△2.3	△1.8	△2.2	△2.4	△2.2
信 託	1.3	0.1	△0.6	0.4	△0.8	0.4	0.5	0.4
地 銀	5.1	4.5	4.5	4.4	4.4	4.8	4.7	3.8
地 銀 II	4.0	3.3	3.2	2.9	3.0	3.1	3.0	2.6
5業態計	4.1	3.3	2.4	2.1	2.2	2.2	2.0	2.0
円貸出	4.7	4.1	3.5	3.1	3.2	3.1	3.0	3.1
インバ	△1.0	△4.7	△7.1	△7.4	△7.0	△6.6	△7.1	△8.6

（2）円貸出の推移

（単位 末残前年比、（ ）内期中増加額前年比 %、〈 〉内実額 百億円）

	1992年7~9月		10~12月		当初見込み
	実 績		実 績		
都 銀	3.4	(△76.1)	3.4	(0.7)	2.8 (△31.3)
長 信	0.6	(△57)	0.0	(△55.9)	△0.4 (△94.7)
信 託	5.5	(64.5)	5.2	(△18.7)	5.1 (△31.8)
地 銀	5.8	(△25.8)	4.1	(△46.2)	4.8 (△25.8)
地 銀 II	4.7	(△ 6.2)	4.1	(△23.7)	4.3 (△15.6)

（3）外銀・信金・生保の円貸出

（単位 前年比 %）

	1992年				92年				
	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	8月	9月	10月	11月	12月
外 銀 (平残)	△11.6	△14.1	△12.2	△11.7	△11.9	△9.1	△10.1	△12.1	△12.9
信 金 (末残)	6.1	5.0	5.1	n.a.	4.5	5.1	5.8	3.9	n.a.
生 保 (末残)	12.8	11.6	12.4	n.a.	10.9	12.4	11.8	n.a.	n.a.

（注）1. 信金は総貸出（インバを含む）。

2. 生保貸出は生命保険協会調べ、27社ベース。

（資料）日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

(図表8)

貸出関連統計の動向

(1) 資本市場における民間資金調達

(単位 億円、() 内前年比 %)

	調達計	普通社債	うち私募債	うち外債	エクイティ・ファイナンス	うちワラント
1989年度	282,878 (45.7)	19,117 (7.0)	3,402 (18.5)	8,425 (12.3)	263,761 (49.6)	90,951 (82.6)
90年度	99,525 (△64.8)	48,948 (2.6倍)	8,561 (2.5倍)	19,727 (2.3倍)	50,577 (△80.8)	30,229 (△66.8)
91年度	144,655 (45.3)	79,890 (63.2)	16,518 (92.9)	39,105 (98.2)	64,765 (28.1)	42,112 (39.3)
92年7~9月	23,034 (△43.9)	19,981 (14.2)	2,356 (△50.9)	10,925 (33.2)	3,053 (△87.0)	1,964 (△88.0)
10~12月	27,793 (△18.9)	17,820 (△25.8)	1,356 (△53.0)	8,574 (△41.0)	9,973 (△ 2.7)	7,572 (41.1)

(注) 10~12月のエクイティ・ファイナンスは増資を除いたベース。

(2) 中小企業の動向

(単位 末残前年比 %)

	中小企業金融公庫 貸出	国民金融公庫 貸出	全銀中小企業向け 貸出	信用金庫 貸出
1991年度末残高 (兆円)	7.8	7.5	219.1	62.5
91年 7~9月	4.4	6.4	1.2	9.1
10~12	6.2	6.5	2.5	8.5
92年 1~3	6.7	7.5	0.7	6.1
4~6	7.9	8.3	0.9	5.0
7~9	6.4	7.8	2.0	5.1
10~11	6.5	7.7	(10月) 2.9	3.9

(3) 個人向け貸出の動向

(単位 前年比 %)

	住宅信用			消費者信用 (全銀)	
	合計	全銀	住宅公庫	新規貸出	残高
1991年度末残高 (兆円)	82.9	43.7	39.2	—	20.4
91年 7~9月	7.0	5.6	8.5	△26.8	15.6
10~12	6.7	6.0	7.5	△14.1	11.0
92年 1~3	6.3	5.5	7.1	△13.2	6.8
4~6	5.3	3.9	6.8	△ 5.9	4.6
7~9	5.0	2.9	7.4	△13.3	1.2

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

での企業投資の減退や不動産をはじめとする資産価格の低下、資産取引の低迷等を背景に、引続き停滞基調にあるが、これまでのようなテンポでの増勢鈍化には、さすがに歯止めが掛かりつつあるようにうかがわれる。

すなわち、設備投資が減少を続け、在庫圧縮が進められている状況下、企業の資金需要が停滞基調にあることに変わりはなく、また、大企業については、普通社債・CP発行等の金融機関借入れ以外の資金調達も引続き順便に推移している。ただ、大企業、中小企業を問わず、手元圧縮余地がすでになんかなり縮小している中で、メーカー下請・流通関係等中小企業の一部で滞貨・減産資金需要が増加しつつあるほか、決算・賞与資金や大企業のエクイティ償還資金等についても借入れ増の動きがみられるなど、これまでの借入れ返済優先の姿勢には、ここへきて若干変化の兆しが見られる。一方、個人の住宅ローンについては、住宅着工の回復にもかかわらず、物件の低価格化に加え、住宅金融公庫の融資枠拡大の影響もあって、民間ローンの増勢は鈍化を続けている。また、消費者ローンに関しても、借入れ需要が減退する一方で、返済遅延の事例が増加していること等を背景に、金融機関サイドの取組み姿勢も慎重化していることから、増勢鈍化が一段と明確化している。

この間、金融機関の融資姿勢をみると、不良資産の償却負担が引続き収益圧迫要因とし

て作用することが予想される中で、審査基準の見直しやリスクに見合った貸出金利設定を進めるなど、基本的には慎重なスタンスを続けている。また、BIS規制の下で、長い目でみて資産の増加と自己資本の充実テンポの間にバランスをとることが求められているという事情もあって、これまでの金融緩和期にみられたほどの量的拡大に傾斜した姿勢はみられていない。しかしながら、融資残高の伸び悩みが長期化する中で、経営基盤縮小への懸念が次第に強まりつつあるのも事実であり、ごく最近では営業店指導、金利設定等の面をみても、都市銀行中心に金融機関の貸出伸長への意欲が徐々に高まりつつあるようにうかがわれる(注2)。もとより、こうした動きが直ちに貸出実績の伸長につながっているわけではないが、前述のような企業サイドの借入れ姿勢の変化に応じて、資金供給面からこれに対応しうる環境は十分に整ってきているものと考えられる。

(マネーサプライの動向)

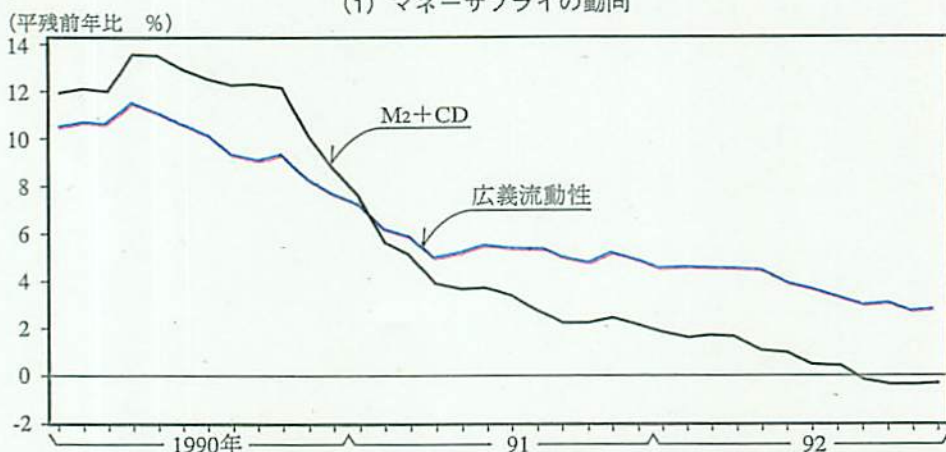
以上のように、金融機関貸出が低迷基調を続ける中で、金融機関の預金吸収は、法・個人預金とも引続き低調地合いにあり、M₂+CDの平残前年比は10~12月△0.5%と7~9月(同△0.0%)に引続きわずかながらマイナスの伸びを記録した。また、より広範囲の金融資産を含む広義流動性でも、同+2.5%(7~9月同+3.1%)と一段と伸

(注2) 具体的には、業績評価等を通じての営業店指導の強化に加え、営業店の貸出要員の増強や、不良案件の本部集中による営業店の負担軽減、優良先・新規開拓先への付利基準の弾力化、金利スワップを利用した比較的有利の中期固定金利貸出枠の拡大など、さまざまなかたちでの貸出伸長策が講じられている。

びが低下している（図表9）。もっとも、前
述のとおり金融機関貸出の増勢鈍化に歯止め

が掛かりつつある一方で、ネット財政資金
（法人税を中心とする税金の減少、公共事業

(図表9) マネーサプライ等の動向
(1) マネーサプライの動向



(注) 広義流動性=M2+CD+郵便貯金+農漁協・信組・労金の預貯金(含むCD)+全国銀行信託
勘定の信託元本+債券現先+金融債+国債+投資信託+金外信託+外債

(2) 都銀、地銀、地銀IIの預金吸収(実質預金+CD)

(単位 平残前年比 %、百億円)

	1992年			92年			
	4~6月	7~9月	10~12月	10月	11月	12月	12月平残
3 業 態 計	0.5	△0.7	△1.3	△1.5	△1.4	△1.1	40,002
うち自由金利定期	8.8	10.0	9.9	10.7	10.8	8.1	19,491
うち都 銀	△1.9	△3.3	△3.9	△4.6	△4.0	△3.0	19,103
地 銀	3.4	2.4	1.8	2.2	1.9	1.3	15,133
地 銀 II	1.5	0.2	△0.5	△0.2	△0.3	△1.0	5,766

(注) 自由金利定期にはスーパー定期を含む。

(3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、百億円)

		1992年			92年			
		4~6月	7~9月	10~12月	10月	11月	12月	12月残高
末 残 前 年 比	個人預金	3.2	2.9	2.0	2.9	2.4	2.0	20,950
	ワイド	8.2	1.7	0.4	1.5	1.0	0.4	799
	ビッグ	8.9	7.7	7.0	7.5	7.4	7.0	3,175
	ヒット	4.5倍	4.4倍	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(9月) 260
	郵 貯	13.3	11.0	9.8	10.8	9.7	9.8	16,648
	合 計	8.0	6.9	5.4	6.3	6.2	5.4	41,571
平 残 前 年 比	法人預金	△ 3.1	△ 5.9	△ 7.0	△ 7.8	△ 7.1	△ 6.2	9,011
	定期性	△10.7	△11.0	△10.3	△11.7	△ 9.0	△10.0	6,361
	流動性	26.7	11.3	2.9	5.6	△ 1.3	4.4	2,650

(注) 1. 個人預金は都銀、地銀、地銀II合計。法人預金は都銀、上位地銀計。

2. 個人預金等の10月以降の合計値はヒットを除いたベース。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「経済統計月報」等

前倒し等に伴う支払い増)がマネー押上げ方向に寄与し始めていることから、ごく最近では、マネーサプライの伸び率にも漸く下げ止まりの兆しがうかがわれている。

こうした状況下、先行き1~3月についても、金融機関貸出の急速な回復はもとより期待しえないとしても、ネット財政資金が引続きマネー押上げ方向に働くとみられることから、M₂+CDは前年並みの残高(前年比0%前後)までには回復する可能性が大きいとみられる。

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の動向

次に、以上の点を踏まえて、内外金融経済の今後の展望について考えてみると、まず今年の海外経済に関しては(後掲図表10)、欧州諸国の停滞持続は免れないとしても、アジア諸国が引続き高めの成長を続けるとみられることに加え、米国においてもこれまでに比して順調な景気回復が期待されることから、全体として昨年比若干の好転を見込むことができよう。

まず米国経済については(後掲図表11)、雇用の回復の遅れ等を背景に、これまでの景気回復テンポは極めて緩慢なものにとどまっていたが、このところ回復の足取りに漸く着実味が加わりつつあるようにはうかがわれる。すなわち、設備投資が、キャッシュ・フローの改善を背景に、合理化・省力化投資を中心とした回復傾向を示しているほか、個人消費に関しても、昨年末のクリスマス商戦が好調裡に終息したことが伝えられている。もっとも、先行きの回復テンポについては、設備投資は今後とも比較的順調な回復を展望しうるが、個人消費に関しては、企業の慎重な雇用態度や家計の債務返済の動きがなお尾を引くとみられることから、全体として過去の景気

回復局面に比べると緩やかなものにとどまる公算が大きい。

一方、EC諸国についてみると、ドイツでは、実質GDP成長率が2四半期連続でマイナスを記録するなど、このところ景気の減速傾向が鮮明化しているが、マネーサプライ・物価の上昇率が高止まりを続けるなど、依然積極的な景気刺激策を採ることは難しい情勢にあり、当面は停滞基調を免れないと予想されている。また、他の諸国についても、総じて景気低迷が続く下で、昨年秋のERM通貨再調整後、各国とも従来よりは景気に配慮した金融政策スタンスに転じているが、英国を除くと利下げ幅が比較的小幅にとどまっております。この面から景気全般を大きく浮揚させることは期待し難いとの見方が一般的である。

この間、アジア諸国については、韓国、台湾等NIEs諸国の景気が昨年来減速傾向にあるが、インフラ関連を中心とする財政支出増や域内貿易の拡大に支えられて、全体としては今後も高めの成長持続が見込まれている。なお、中国では足元2桁を超える経済成長が続いており、これがアジア経済全体を底支えしてきているが、今後急激な引締め政策が採られない限り、本年も高成長が続くものとみられている。

(2) 国内経済の展望

次に、わが国経済の先行きを展望すると、最大の焦点は、景気が現在の停滞基調を脱し、その先緩やかなりとも回復方向へ向かう道筋を、どの程度の確かさをもって展望しうるかにある。換言すれば、生産・出荷が本年前半中にも明確な立上がりに転じうるか否かの見極めが重要であるが、この点、先に述べたとおり、在庫調整に伴う生産下押し圧力が徐々に減衰しつつある中で、公的需要については

(図表10)

海外経済の動向

(1) 実質GNPの推移

(単位 前年比 %)

	1989年	90年	91年	92年			
				10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
米 国	2.5	0.8	△1.2	0.6	2.9	1.5	3.4
内需(寄与度)	1.9	0.4	△1.8	△0.4	3.0	3.4	4.2
外需()	0.6	0.5	0.6	0.9	△0.1	△1.8	△0.7
E C	3.3	2.8	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	4.0	4.9	3.6	1.3	1.2	1.1	△0.1
フ ラ ン ス	4.1	2.2	1.2	1.8	2.7	2.2	1.5
英 国	2.1	0.7	△2.5	△1.7	△1.4	△0.7	△0.7
ア ジ ア N I E s	6.6	7.0	7.3	7.0	6.7	5.8	n.a.
韓 国	6.8	9.3	8.4	7.4	7.4	5.9	3.1
台 湾	7.3	5.0	7.2	7.5	6.9	6.3	5.2

- (注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。
 2. ドイツは、旧西ドイツ地域の計数。
 3. 米国、フランス、英国は実質GDPを使用。
 4. アジアNIEsは各国の1989年GNPウエイトにて算出。

(2) 物価の推移

(単位 前年比 %)

	1989年	90年	91年	92年				
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	生産者物価(最終財)	5.1	4.9	2.1	0.4	1.3	1.6	1.5*
	消費者物価 (同・除く食品・エネルギー)	4.8	5.4	4.2	2.9	3.1	3.1	3.1*
		4.5	5.0	4.9	3.9	3.8	3.5	3.5*
ド イ ツ	消費者物価	2.8	2.7	3.5	4.3	4.5	3.4	3.7*
フ ラ ン ス	消費者物価	3.6	3.4	3.2	3.0	3.1	2.7	2.3*
英 国	消費者物価	7.8	9.5	5.9	4.1	4.1	3.6	3.3*
韓 国	消費者物価	5.7	8.6	9.3	7.2	7.0	6.0	5.4**
台 湾	消費者物価	4.4	4.1	3.6	4.2	5.5	4.3	5.1**

- (注) *は10、11月の平均。**は10月の計数。
 ドイツは、旧西ドイツ地域の計数。
 (資料) 各国政府・中央銀行統計、EC委員会資料

総合経済対策の効果が本格化してくる状況下、当面民間最終需要の動向が鍵を握るとみられる。すなわち、今後の民間最終需要については、①ストック調整の進展に伴い、経済の内部に生じてくる自律的な回復力と、②これまでの景気調整の深まりが所得形成の鈍化、マインド面での慎重化を通じて最終需要をさらに下押し力、の綱引きとしてとらえら

れようが、とくに前者に関しては、設備投資を巡る資本ストック調整の深度の見定めが、後者に関しては、雇用調整が深刻化するリスクの評価が、重要なチェック・ポイントとなるものと考えられる(注3)。

以下では、上記の点を念頭に置きつつ、最終需要の動向についてやや子細に検討していくこととしよう。まず、最終需要の大きな流

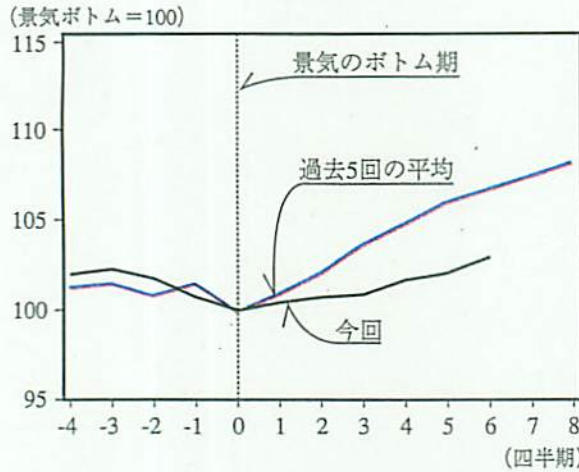
(注3) なお、こうした最終需要の動向は、当然のことながら、在庫調整との関連でも重要である。すなわち、現在のところ、耐久消費財関連を除く大方の業種では、速からず在庫調整を終える見通しにあるが、これも官公需を含めた今後の最終需要の動向次第であり、これまでの経験に照らしても、出荷が明確に上向くことなく、生産抑制のみで調整が完了することは考えにくい。

(図表11)

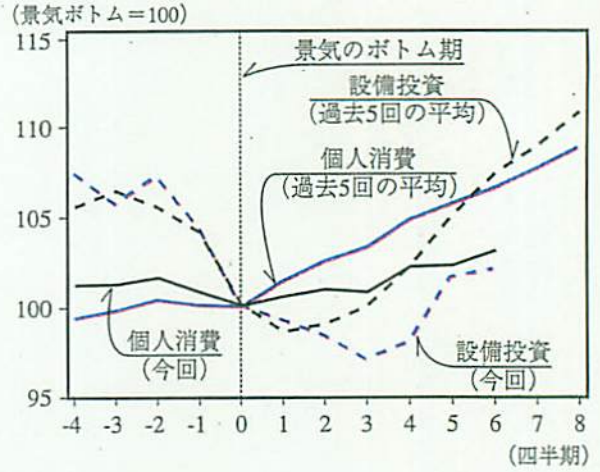
米 国 経 済 の 動 向

(1) 実質GDPの局面比較

①実質GDP.

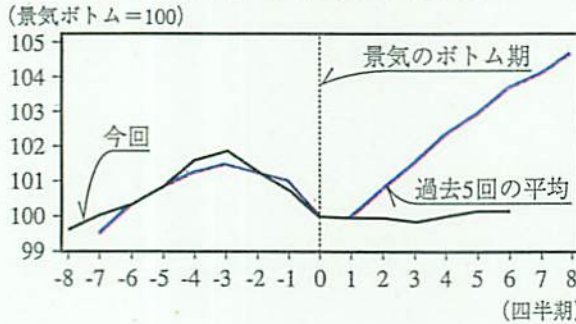


②うち個人消費、設備投資

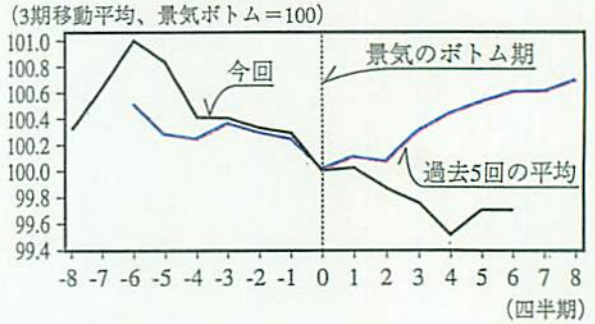


(2) 個人消費の動向

①非農業部門雇用者数の局面比較

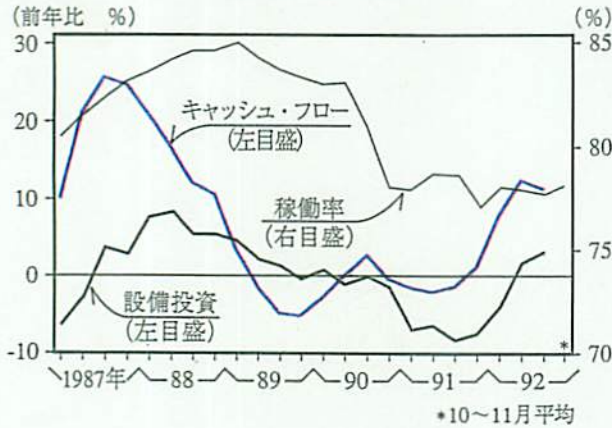


②消費性向の局面比較

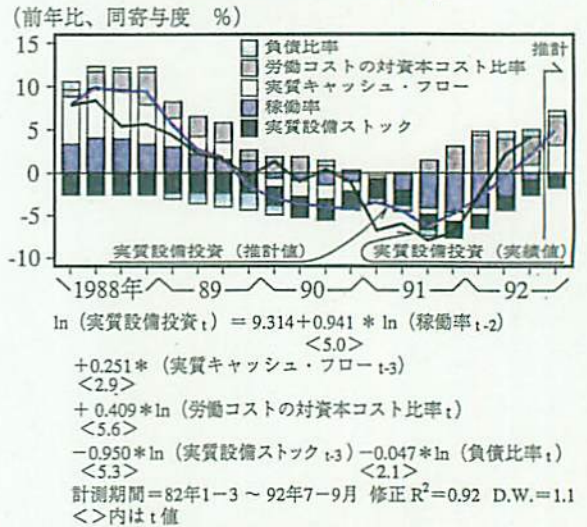


(3) 設備投資の動向

①設備投資の推移



②実質設備投資の要因分解



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、FRB「Federal Reserve Bulletin」、米国労働省「Monthly Labor Review」

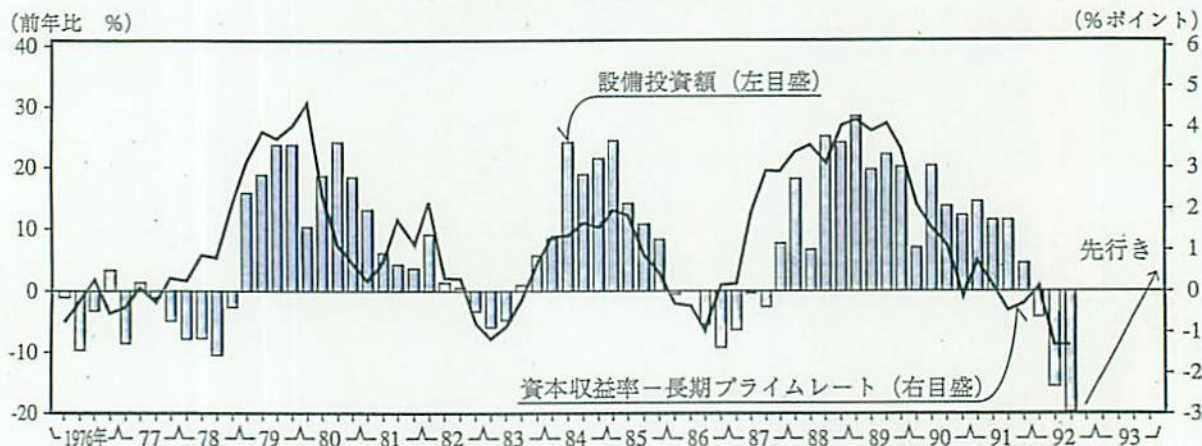
れを規定する設備投資についてみると、製造業に関しては（図表12）、これまでの大幅な

投資圧縮の結果、ストック調整圧力はすでに相当緩和していると思われるが、企業収益の

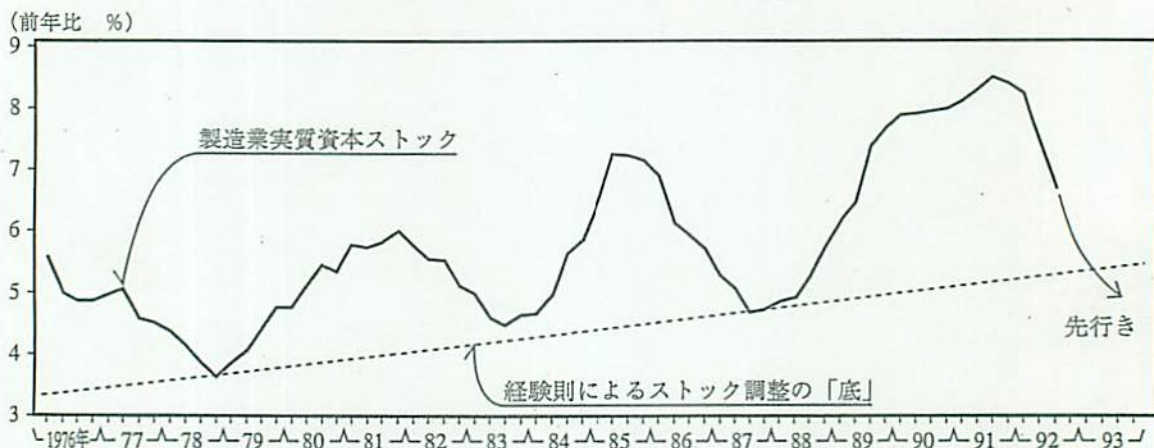
（図表12）

製造業設備投資の動向

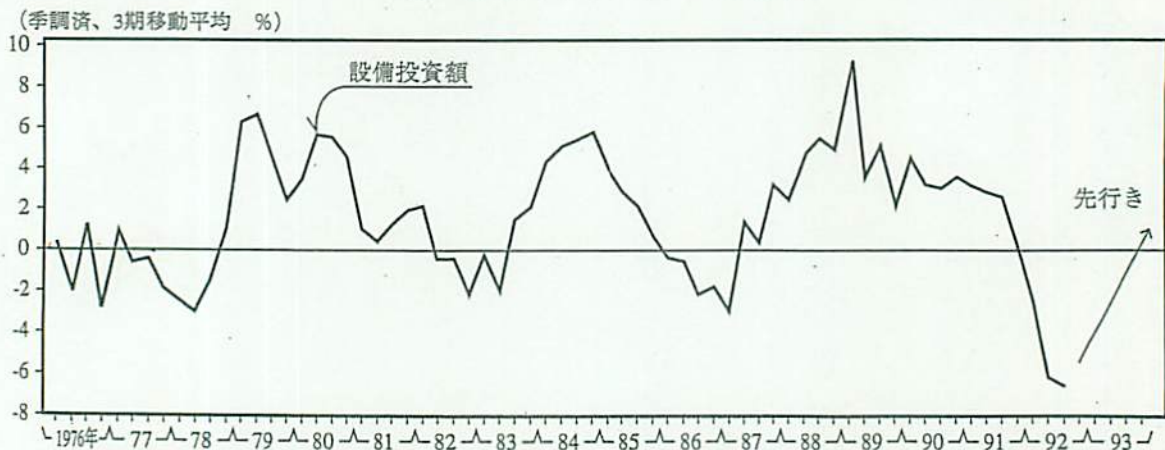
（1）投資採算と製造業設備投資の関係



（2）資本ストックの循環的変動



（3）設備投資フローの動向



（資料）日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

大幅な悪化や、現在の投資マインド委縮等を踏まえると、少なくとも本年前半までは、大企業中心に減勢が続く可能性が高い。こうした設備投資調整の深まりには、①過去の資本ストックの積上がりが大きかっただけに、その調整もおのずと深いものとなりうることに加え、②自動車、電機といった裾野の広い基幹産業において、これまでにない設備投資調整が行われていること、③「円高不況」時等に比して、企業のリストラの方向性が見定め難く、差し当たり縮小均衡的なセンチメントが支配的であること等が影響しているものとみられる。また、このことは、最近における企業の固定費削減努力と併せ、80年代後半以降の高成長からの調整局面で、企業戦略の再構築の動きが、少なくとも短期的にはデフレ方向に作用していることを示すものととらえることもできる。もっとも、この場合、資本ストックの伸び率は、80年代の経験則から想定されるボトムを早晚かなり下回るに至るとみられるだけに、公共投資の乗数効果等によって、生産・収益が回復に転ずれば、中小企業を中心に比較的スムーズな投資回復を想定することが自然であろう(注4)。

一方、非製造業の設備投資に関しては(後

掲図表13)、製造業以上に見極めにくい側面もあるが、①電力や運輸・通信を中心としたインフラ関連中心に、大企業投資が比較的底固く推移するとみられることに加え、②中小企業投資が90年度後半から低迷していることもあって、資本ストックの伸び率がかなりの低下をみていること、③過去の財政出動の時には、建設関連中心に非製造業の設備投資が比較的速やかな立上りを示したことを勘案すると、金利低下効果にも支えられて、緩やかな回復を期待することができよう。もっとも、大宗を占める中小企業非製造業の設備投資回復テンポは、①個人消費が低迷する中で、ビジネスの先行きにいまひとつ自信がもてないこと、②これまでの金融緩和局面とは異なり、金融機関による投資案件の積極的な開拓に多くを期待できないこと等を考えると、ごく緩慢なものにとどまる可能性が大きいとみられる。

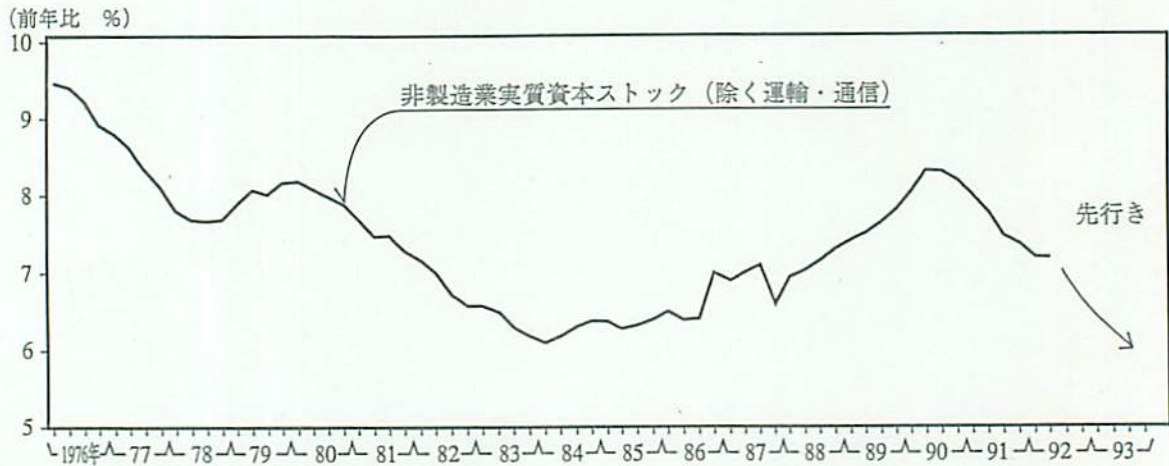
次に、個人消費の前提をなす雇用面をみると(後掲図表14)、全般に労働需給が引緩みに向かう中で、①厳しい生産調整にもかかわらず、企業がこれまで雇用の温存を図ってきた結果、収益が大きく圧迫されていることや、②時間外労働が大幅に圧縮されていること等

(注4) 資本ストックの伸び率低下は、生産回復局面での稼働率を押し上げる方向に作用する。加えて、企業が固定費圧縮に取り組んできた結果として、損益分岐点稼働率がある程度低下をみていることもあり、緩やかな生産回復の下でも、収益の増加率は比較的大きなものとなりうる点に留意が必要である(ただし、損益分岐点稼働率の水準自体はなお高めであるため、企業収益の水準は、なおしばらく低いものにとどまろう)。

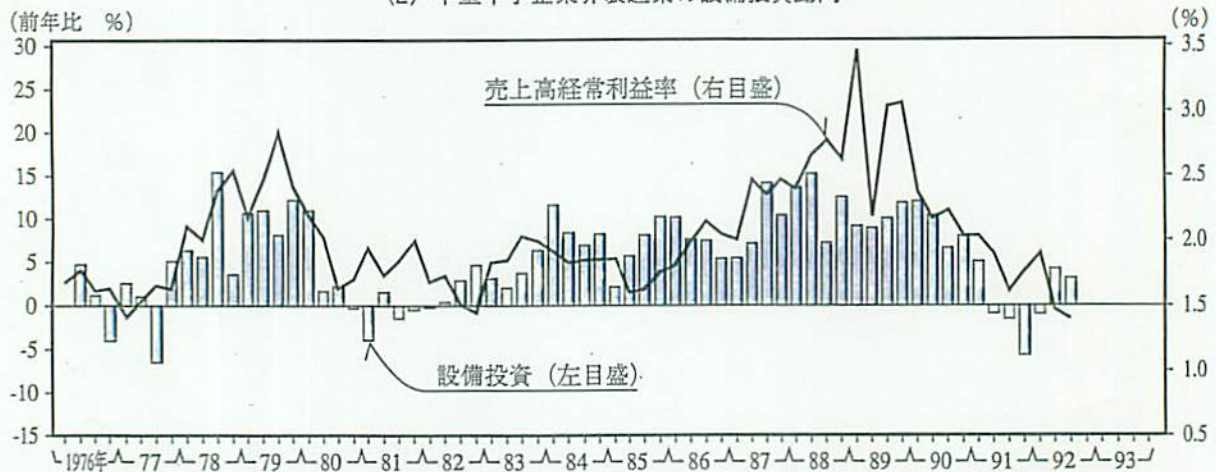
(図表13)

非製造業設備投資の動向

(1) 非製造業における資本ストック調整

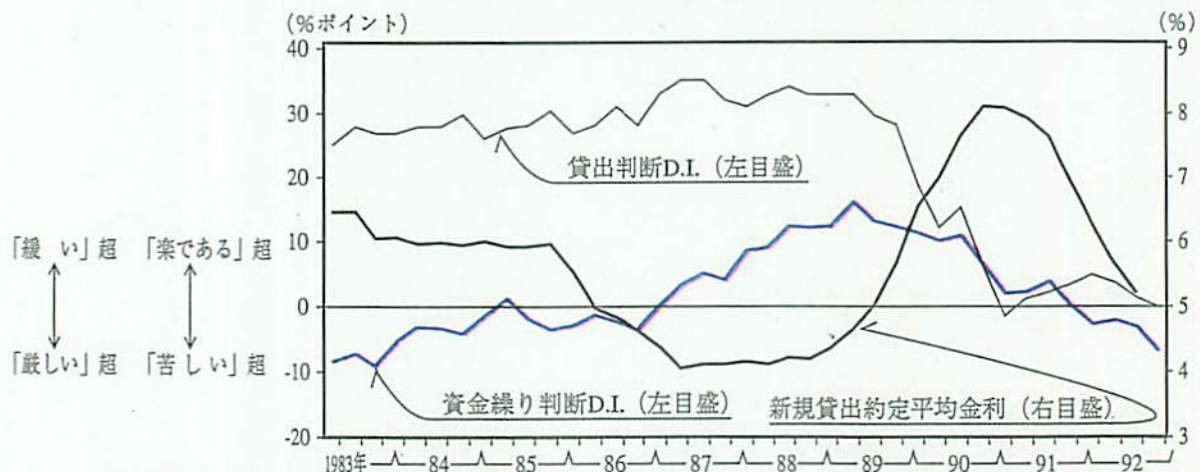


(2) 中堅中小企業非製造業の設備投資動向



(注) 中堅中小企業非製造業 (資本金10億円未満) の設備投資はGNP、資本ストック統計および法人季報をもとに日本銀行調査統計局で算出。

(3) 中小企業非製造業を巡る金融環境 (全国短観)



(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

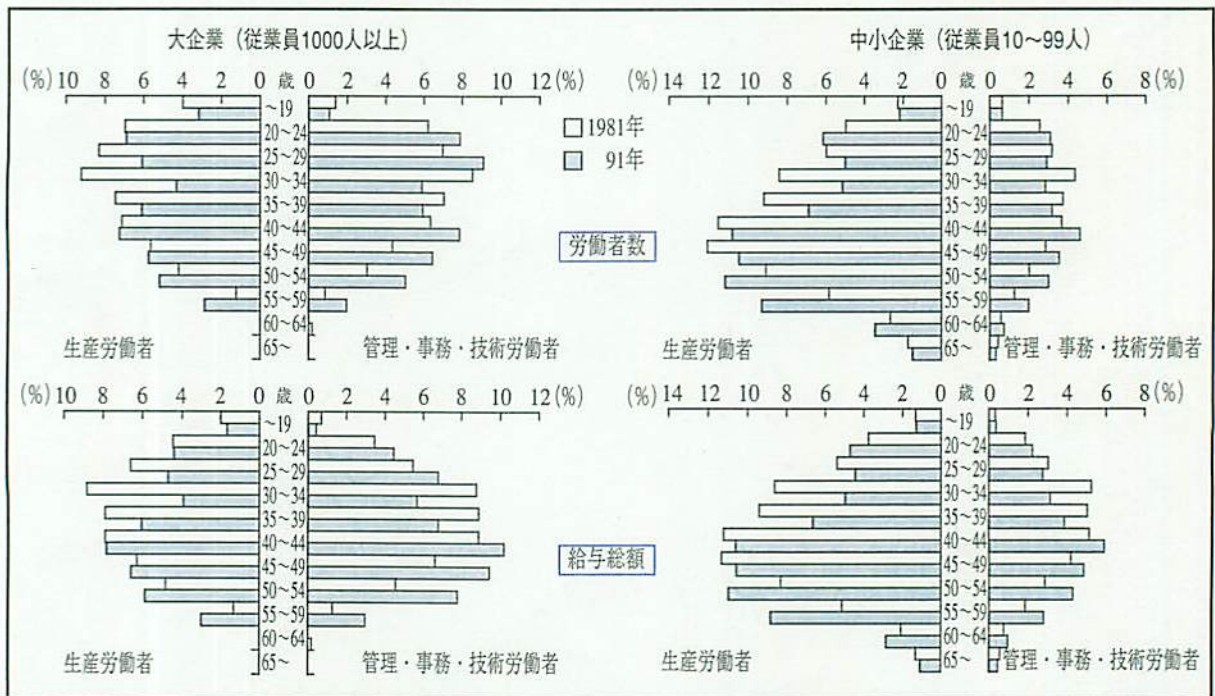
からみて、雇用調整圧力が高まりつつあることは否定し難いようにも思われる(注5)。しかしながら、もともと労働力人口の伸びが低下しつつあることに加え、①時短の進展が今後とも雇用下支え要因として作用すること、②特別給与等のウエイト上昇もあって、近年は賃金変動の弾力性がさらに高まる方向にあること、③中小企業非製造業においては、景気拡大局面において急増した未充足労働需要がなおかなり残存しているとみられること、といった雇用調整圧力緩和要因の存在(後掲図表15)を考え併せると、マクロ的にみた雇用情勢の急激な悪化は差し当たり回避しうるも

のと思われる。もっとも、大企業での雇用調整、中小企業(とくに非製造業)での雇用増という構図の下で、労働需給のミスマッチの拡大が消費者心理に及ぼす影響には注意を要しよう。

個人消費については(後掲図表16)、これまで低迷基調をたどってきたが、これは、所得の増勢鈍化に加え、雇用情勢の悪化懸念、耐久消費財のストック調整、逆資産効果、さらには消費態度の「堅実化」といった社会心理的な要因等が複合的に作用した結果と考えられる。先行きについても、これら要因の影響を定量的に評価することは極めて困難なだけに、見定め難い部分が大いだが、耐久消費

(注5) なお、製造業について部門別・年齢別人員構成をみると、大企業においては、管理部門(とくに賃金の高い中・高年層)のウエイトが上昇しており、このことがいわゆる「企業内失業」論の土壌をなしているものと考えられる。反面、中小企業では、生産現場での労働者の高齢化が著しく、潜在的な労働需要には根強いものがある点にも留意が必要である。

製造業における人員構成の変化



(資料) 労働省「賃金構造基本統計調査報告」

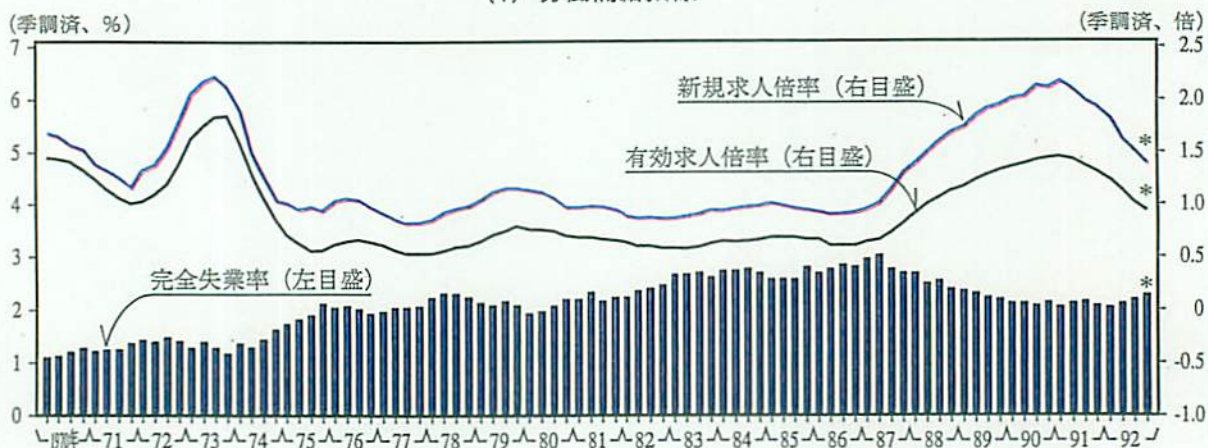
財のストック調整もそれなりに進展している
 ことに加え、前述のように雇用情勢の急激な

悪化が避けられるとすれば、個人消費のさら
 なる減速は一応回避しうるものと思われる。

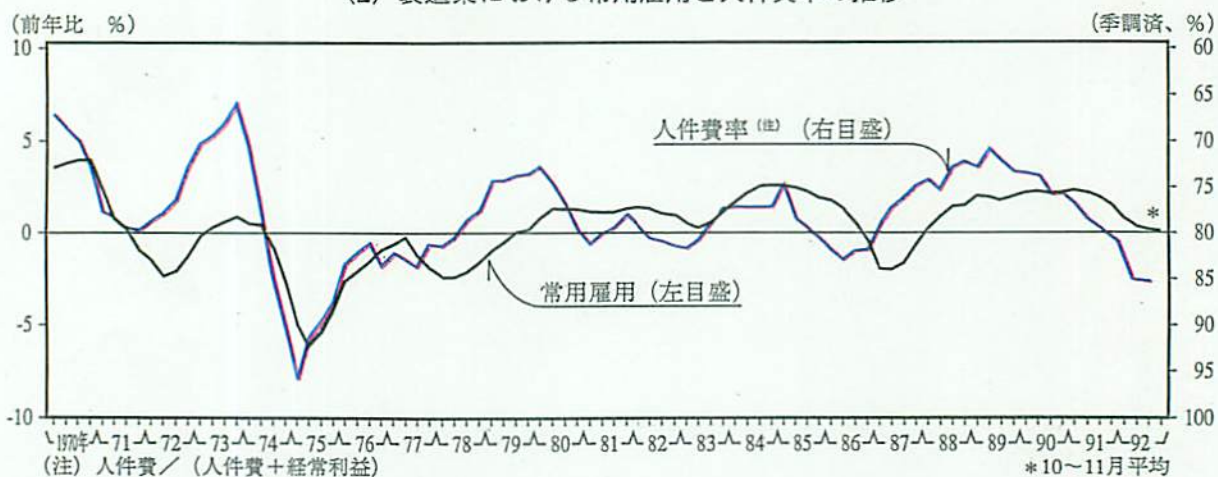
(図表14)

労働需給の動向

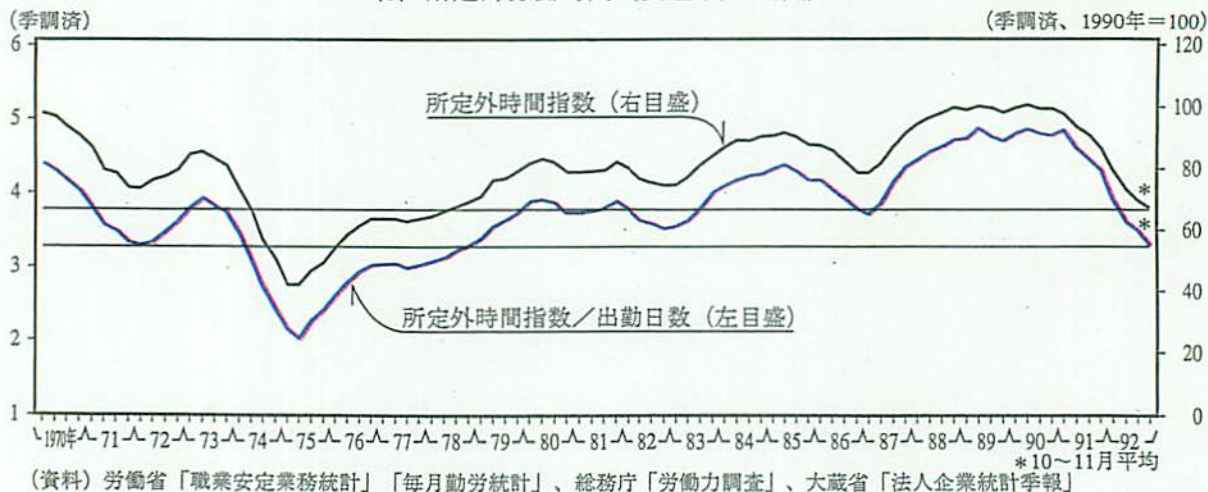
(1) 労働需給指標



(2) 製造業における常用雇用と人件費率の推移



(3) 所定外労働時間（製造業）の推移

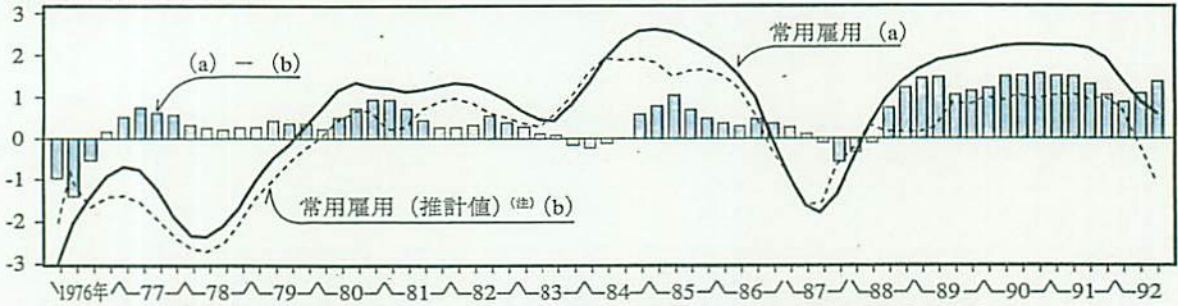


(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、大蔵省「法人企業統計季報」

(図表15) 雇用調整圧力緩和要因の評価

(1) 時短による雇用創出効果 (製造業)

(3期移動平均、前年比 %)

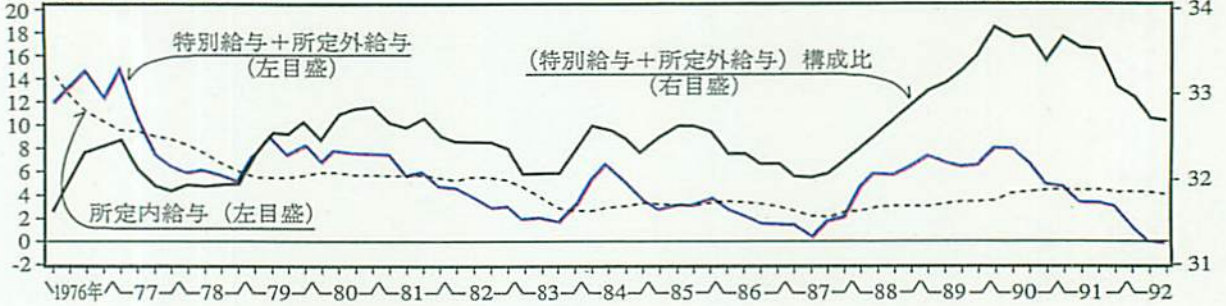


(注) 所定内労働時間前年並みの仮定の下で、当期の労働投入量を確保するのに必要な雇用の伸び。

(2) 賃金変動の弾力化

(3期移動平均、前年比 %)

(季調済3期移動平均 %)



<参考> 名目賃金関数の推計 (製造業)

() 内 t 値

推計期間	α	β	γ	δ	\bar{R}^2	D.W.
1972年1-3	$\Delta 0.038$	0.524	0.033	0.120	0.808	2.58
~79年10-12月	($\Delta 1.90$)	(2.96)	(6.64)	(0.80)		
80年1-3	0.002	0.724	0.003	0.339	0.729	1.38
~92年7-9月	(0.42)	(9.61)	(2.92)	(7.43)		

(推計式)

$$\Delta W = \alpha + \beta \Delta p + \gamma B + \delta \Delta P$$

W: 現金給与指数

p: CPI (後方4期移動平均)

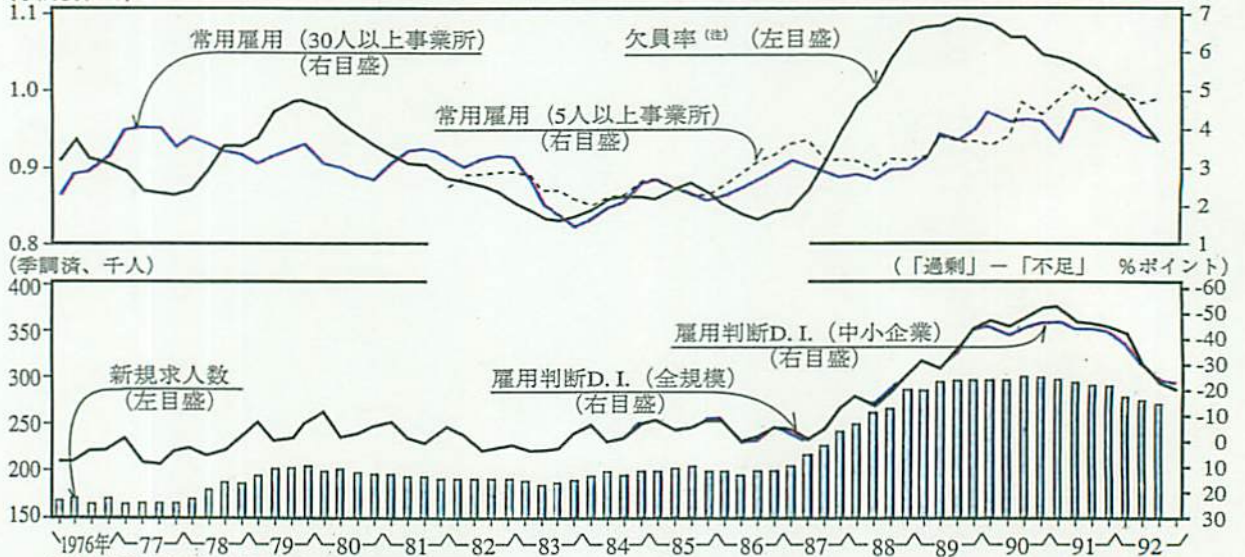
B: 有効求人倍率 ()

P: 労働生産性 (=IIP<製造業>/雇用者数<製造業>, 後方4期移動平均)

(3) 中小非製造業の雇用吸収余力
(建設業、卸・小売業、サービス業の合計ベース)

(季調済、%)

(前年比 %)



(注) 新規求人人数 / (雇用者数 + 新規求人人数)

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

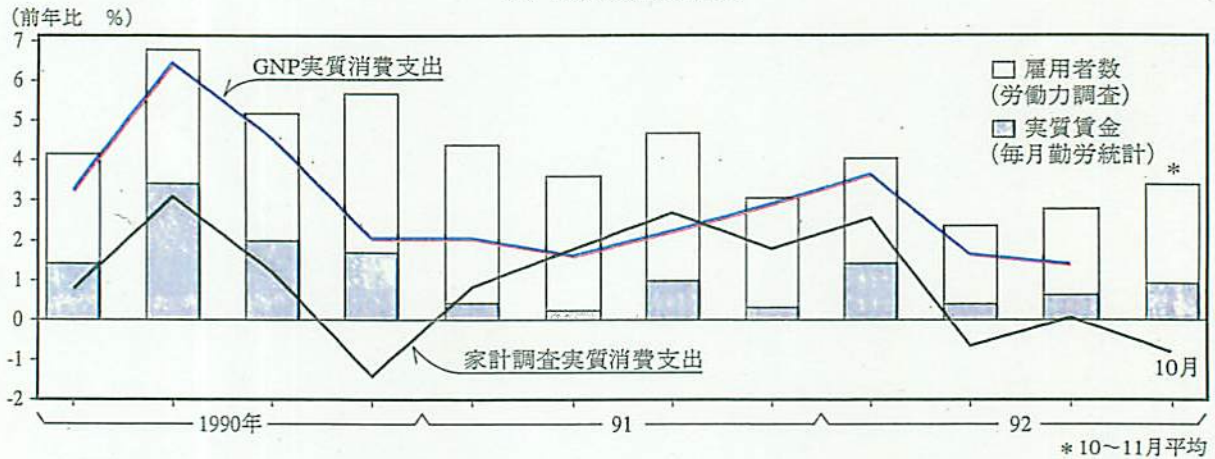
したがって、①生産・収益が回復に向かう局面では、所定外給与が持直してくることに加

え、消費者コンフィデンスも時間外労働の動向を反映して回復に転ずる可能性があるこ

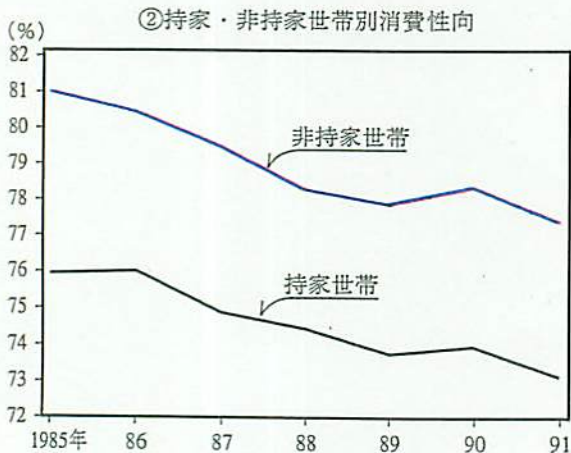
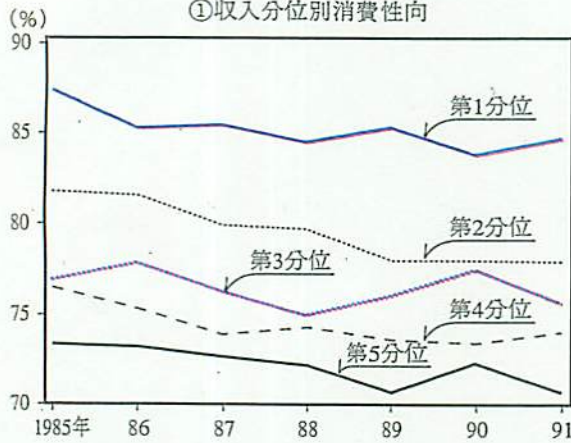
(図表16)

個人消費の動向

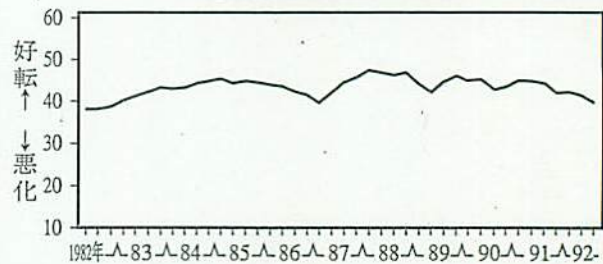
(1) 個人消費関連指標



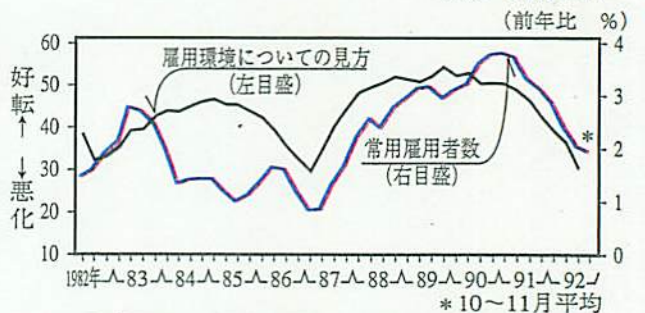
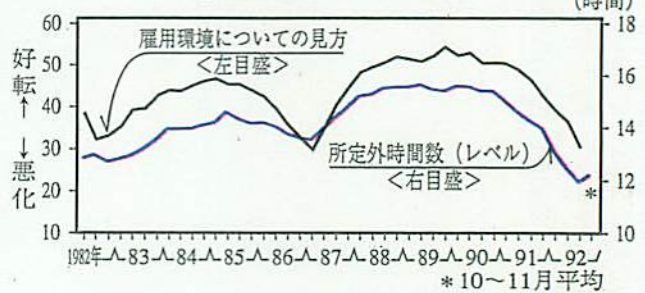
(2) 世帯特性別消費性向
① 収入分位別消費性向



(3) 消費マインドの動向
① 消費者態度指数の推移



② 雇用環境についての見方



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「消費動向調査」、総務庁「家計調査」「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」

と、さらには②消費者物価の一段の安定が実質所得を押し上げる方向で作用すること等を考えると、個人消費も年後半に向けて緩やかながら回復に向かうことが期待できよう。

一方、住宅投資については（後掲図表17）、①金利低下効果に加え、②ストック調整の進展、さらには③世帯数の増加や建替需要の動向からみて、潜在的な住宅需要はかなり高水準にあるとみられること等を勘案すると、今後とも緩やかな増加基調をたどる公算が大きい。

この間、外生需要についてみると、前述のような海外経済環境を前提とすれば、わが国にとっての海外需要は幾分改善する方向にあり、輸出数量は今後とも緩やかな増勢を持続する可能性が高い。一方、財政支出に関しては、総合経済対策の効果本格化から、公共投資が本年前半のGNP成長に大きく寄与することが期待される。なお、公共投資の景気押し上げ効果は、年後半以降減衰に向かうものとみられるが（注6）、93年度政府予算の公共事業費は、前年度補正後対比で減少ながら、GNPベース公共投資でみると、①総合経済対策の効果がかなりの程度93年度にずれ込むことに加え、②財投関連の公共投資や地方単独事業の伸長等から、93年度についても引続きかなりの伸びとなり、景気下支えに寄与するとみられる点に留意すべきであろう。

以上みてきたように、設備投資の回復の遅れを背景に、少なくとも足元から本年前半にかけては、民間需要は総じて停滞基調を脱し切れない可能性が高いと考えざるをえない。しかしながら、今次景気調整をもたらした基

本的な背景をなすストック調整については、企業設備、住宅、耐久消費財のすべてにわたって、程度の差はあれ、かなり調整が進んでいることを踏まえると、雇用情勢の急激な悪化が回避される限り、民間需要がさらに一段と冷え込むリスクは小さいと一応考えられよう。こうした中で、今後総合経済対策の効果が本格化してくれば、生産・出荷が徐々に立上がり、景気全般も緩やかながら回復方向に向かうことが期待される。ただ、企業収益の水準がすでに相当低下している一方で、生産の回復テンポは当面緩慢なものにとどまる可能性が高く、企業の景況感が目立った回復を示すに至るまでには、なおしばらくの時日を要するものとみておく必要がある。

（3）物価情勢の展望

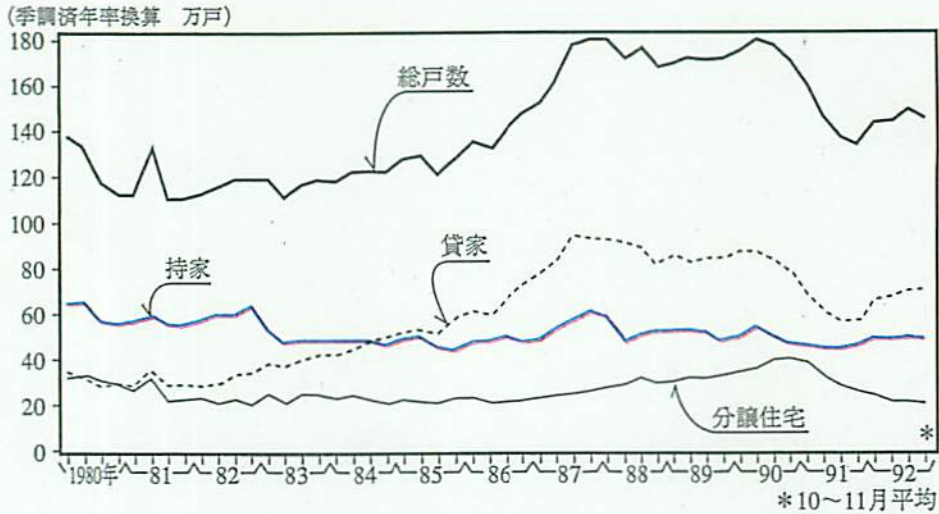
上記のような景気展開を前提に物価面をみると、全体として引続き安定基調で推移するものと期待される。すなわち、卸売物価については、今後在庫調整の進展に伴って、次第に下げ止まりに向かうとみられるが、生産の回復テンポが当面かなり緩慢にとどまることを考えると、直ちに上昇基調へと転ずる可能性は小さい。なお、公共投資の本格化に伴って、建材の一部で需給が引締まり、市況上昇が生ずる可能性がないとは言い切れないが、建材市況の現状や、韓国をはじめとするNIEs諸国での供給余力の存在等を勘案すると、これが全般的なインフレ率の上昇に結びつくような事態は考えにくいように思われる。

また、消費者物価（生鮮食品を除くベース）

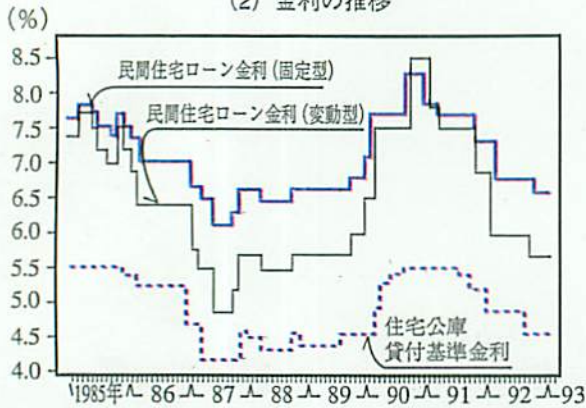
（注6）この点、公共投資の息切れを懸念する見方もあるが、前述のように民間需要の停滞が続く本年前半にかけて、生産・出荷の立上がりを実現するかが当面の景気展開の鍵であり、このシナリオが実現すれば、企業収益も回復する中で、設備投資を中心に民間需要の持直しをある程度期待することが可能であり、年後半には官公需から民需へと、比較的スムーズな需要のスイッチングを想定できよう。

(図表17) 住宅投資の動向

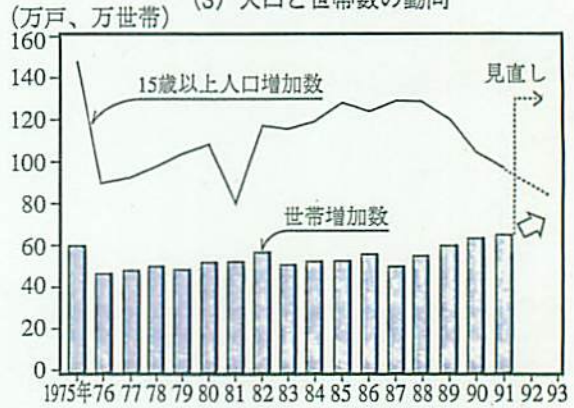
(1) 住宅着工戸数の推移



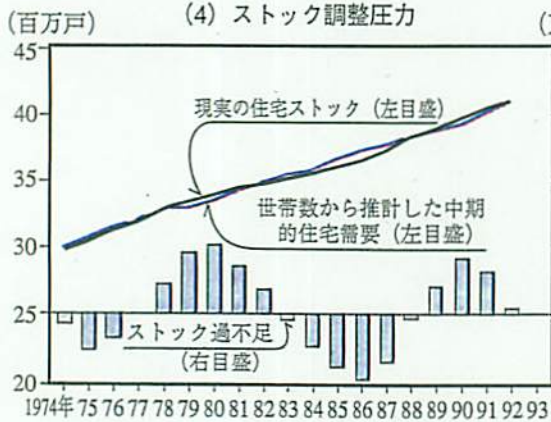
(2) 金利の推移



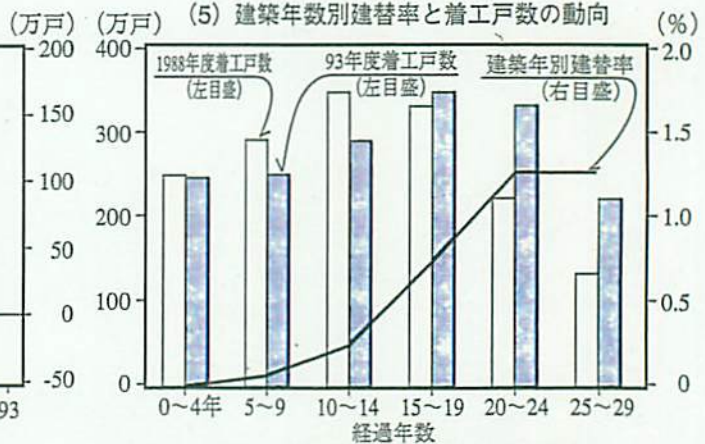
(3) 人口と世帯数の動向



(4) ストック調整圧力



(5) 建築年数別建替率と着工戸数の動向



(資料) 建設省「建設統計月報」、厚生省「日本の将来推計人口」、住宅金融公庫「個人住宅建設利用者調査」

についても、卸売物価の安定を反映して、商品の価格が落ち着き基調で推移するとみられるほか、民間サービス料金についても、労働需給の緩和を背景に徐々に上昇率が低下していくと予想されることを考えると(注7)、全体として今後さらに上昇率が低下していくものと期待される。

(4) 対外収支面の動向

一方、対外収支の先行きを展望すると、①輸出数量が緩やかながらも増勢を続ける一方、差し当たり輸入数量の伸びは低調に推移するとみられること、②製品の高付加価値化に伴う輸出価格の上昇等、価格要因も引続き幾分黒字拡大要因となる可能性が大きいこと、③貿易外収支の面でも、投資収益収支、海外旅行収支とも黒字拡大方向に作用すること等を考えると、目先き経常黒字が明確に縮小するとは考えにくい。ただ、今後生産が回復に向かうにつれて、輸入数量の伸びも徐々に高まる筋合いにあるため、黒字幅がさらに大きく拡大することはないものと期待される。

(5) 結 び

以上のように、わが国経済は依然調整局面にあるが、在庫調整の進捗等に伴って、景気

底入れに向けての条件が次第に整えられつつある中、総合経済対策の効果が本格化するに伴って、今後は次第に回復方向に向かうものとみられる。また、長・短市場金利が歴史的にみても低い水準にある一方、各種のストック調整がかなり進展していることを踏まえると、ひとたび生産・出荷の増勢が明確化すれば、設備投資を中心とする民間需要が比較的速やかに自律的な回復に向かいうる環境も徐々に醸成されつつあると考えられる。

ただ、これまでの景気調整の深まりに伴って、企業収益が大幅に悪化し、家計所得も伸び悩んでいる環境下、少なくとも本年前半までは、民間需要は回復力に乏しい展開となる可能性が高く、その足取りには不確かな面も残ろう。そうした中で、80年代後半以降の長期にわたる景気拡大と資産価格上昇の下で生じたさまざまな行過ぎの是正に向けて、企業の収益体質改善努力や、金融機関における不良資産の整理・回収など、实体经济・金融の両面において、経営のリストラクチャリングが進められつつある。こうした状況を踏まえつつ、日本銀行としては、金融・経済情勢の展開について、今後とも注意深く見守っていく所存である。

(平成5年1月22日)

(注7) これまでの民間サービス料金の高止まりは、ひとつには景気拡大局面で人手不足の深刻化をみた中小・零細サービス業者が、労働需給の緩和に伴ってむしろ雇用者数を増加させたことが、人件費等を通じてサービス価格押上げに働いてきたものと考えられるが、こうした要因も今後は次第に緩和していく可能性が高い(前掲図表3)。