

わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料(平成5年夏) —

[要 旨]

1. 最近のわが国経済をみると、公的需要の下支え等を背景に、在庫調整が一段の進捗をみており、景気は全体として下げ止まりの様相を呈している。もっとも、民間需要については、住宅投資が増勢を続け、個人消費の減速にも歯止めがかかりつつあるとみられるものの、設備投資の減少持続から、停滞局面を脱し切れていない。

物価面では、国内卸売物価が引き続き軟調裡に推移しているほか、消費者物価についても、商品、サービス価格とも上昇率が低下している。この間、対外収支黒字は、為替円高等に伴うドル表示の輸出価格の上昇を主因に、なお幾分拡大基調で推移している。

2. 金融面をみると、外国為替市場においては、高水準のわが国対外収支黒字に注目が集まるなかで、6月央にかけて一段と円高が進行した。一方、国内金利は、長・短市場金利、貸出金利とも、これまでの公定歩合引き下げ等を反映して、極めて低い水準で推移している。この間、金融機関貸出は、企業の資金需要低迷を背景に、引き続き伸び悩み傾向にあるが、財政支出を通じる資金供給の増加を主因に、マネーサプライの伸び率は幾分上昇をみている。

3. 今後の経済情勢を展望すると、海外経済については、欧州では全体として停滞色の強い展開が続くとみられる一方、米国では、企業投資の増加に支えられて、緩やかながらも着実な景気回復の持続が予想されている。また、アジア諸国でも、総じて高めの成長を維持し得る見通しであるが、これまで高成長のけん引役を果たしてきた中国の景気が過熱気味となっており、同国の経済調整策の影響が注目されている。

4. 今後のわが国経済を展望すると、93年度上期中は公共投資を中心に外生需要の増加が見込まれるものの、個人消費、設備投資といった民間需要については、なお底固め局面が続くものとみられる。このため、在庫調整一巡後も、直ちには生産の目立った回復は見込み難い。もっとも、下期においては、公共投資の下支えが続くなかで、在庫循環、資本ストック循環に伴う上向きの力が徐々に始動することによって、生産の増勢が次第に高まり、企業収益も回復に転じるにつれ、民間需要が緩やかながらも回復に向かう姿を展望し得るものと思われる。

この間、円高の影響についてみると、輸出企業が、差し当たり価格転嫁を小幅にとどめようとの姿勢にあることから、短期的には、輸出数量への影響は比較的限定されたものにとどまるとみられる一方、企業収益への悪影響が懸念されるところである。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給に当面急速な引き締まりが生ずることはないと思われるうえ、円高の物価安定効果もあって、国内卸売物価、消費者物価とも、安定基調で推移すると見込まれる。

この間、対外収支については、為替円高等に伴い、輸出価格が幾分上昇する一方、輸出数量への影響は、短期的には比較的小さなものととどまるとみられる。この結果、逆Jカーブ効果が表われるかたちで、ドル表示の黒字は当面むしろ拡大することも考えられる。しかしながら、今後景気が回復し、輸入数量が増加テンポを高めるにつれ、名目GNP対比でみた経常収支黒字は、頭打ちに転ずるものとみられる。

6. 以上のように、在庫調整をはじめとする各種ストック調整の進展と、これまでの金融・財政政策の効果浸透を背景に、景気は現状ほぼ下げ止まりに至っており、先行きについても、緩やかながら回復に向かう環境が整いつつある。もっとも、設備投資を中心に民間需要のはっきりした回復がまだ確認されていないことに加え、円高の進行が企業の収益やマインドに及ぼす影響等、今後の景気展開については、依然として不確実要因が大きい。こうした状況下、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

- (景気はほぼ下げ止まり)
- (物価は安定基調)
- (対外収支黒字は引き続き高水準)

2. 最近の金融情勢

- (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)

3. 当面の経済情勢の展望

- (1) 海外経済の動向
- (2) 国内経済の展望
- (3) 物価情勢の展望
- (4) 対外収支の動向
- (5) 結 び

1. 最近の経済情勢

(景気はほぼ下げ止まり)

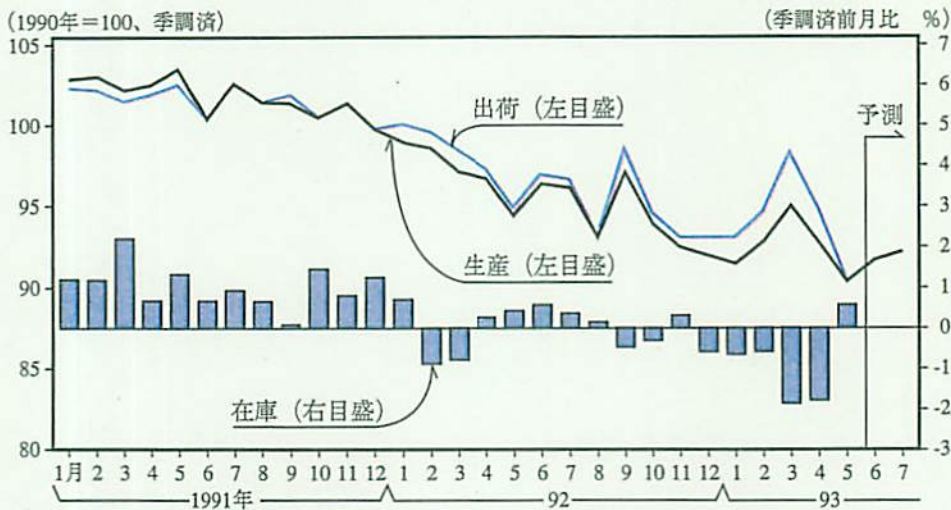
最近のわが国経済をみると、公共投資増加の下支え等を背景に、企業の在庫調整が一段と進捗をみており、最終需要はなお明暗入り

交じった動きを示しつつも、景気は全体として下げ止まりの様相を呈している。

鉱工業の生産・出荷は、本年2～3月に増加したあと4～5月には減少した。ただ、これには決算・会計年度末にかけてのかさ上げ

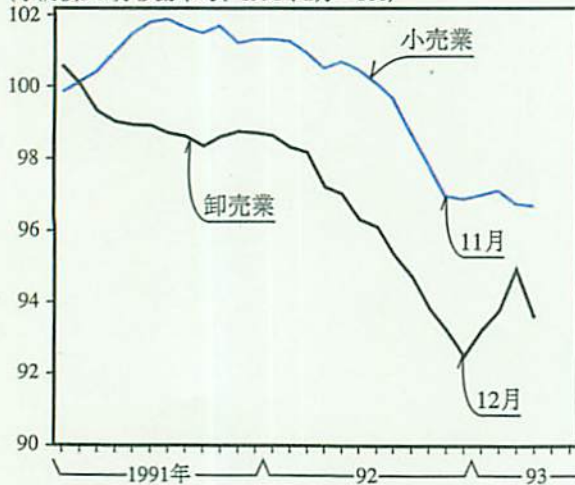
(図表1) 生産・出荷・在庫の動向 (I)

(1) 生産・出荷・在庫の動向

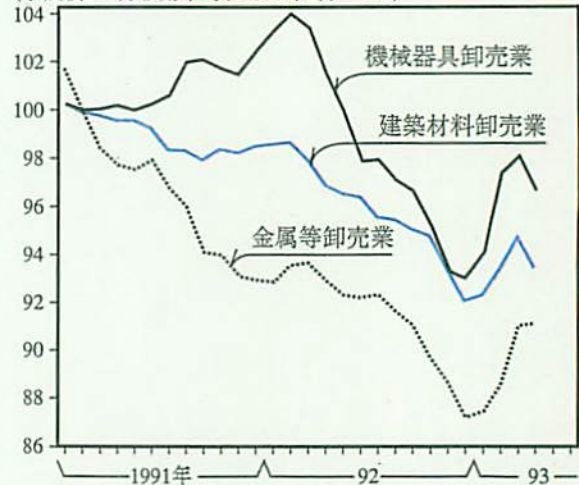


(2) 卸小売販売額の推移

(季調済3か月移動平均、1991年2月=100)



(季調済3か月移動平均、1991年2月=100)



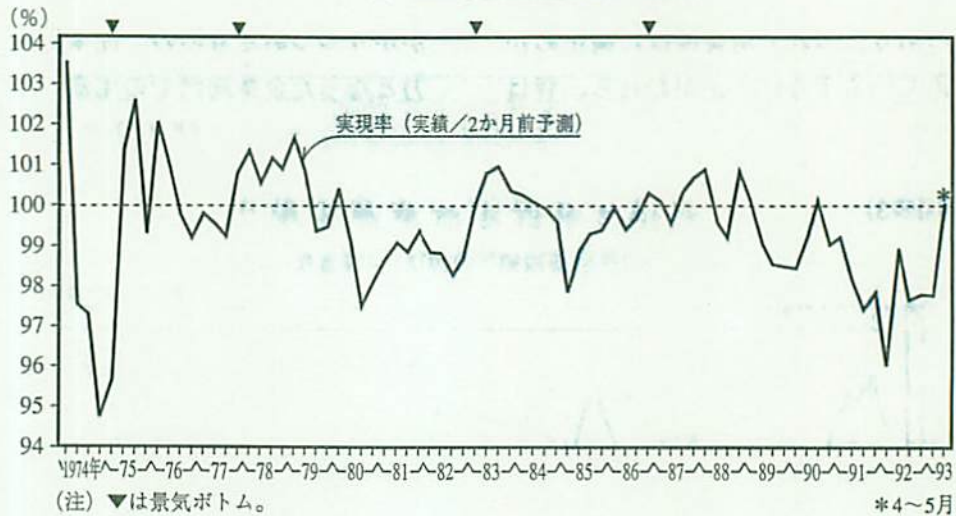
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「商業動態統計」

とその反動が例年を上回る規模となったことに加え、5月のゴールデン・ウィークの休日増に伴う生産・出荷減の影響もあり、これらをならした基調は、これまでほぼ2年にわたる減勢から下げ止まりに転じつつある(注1)。

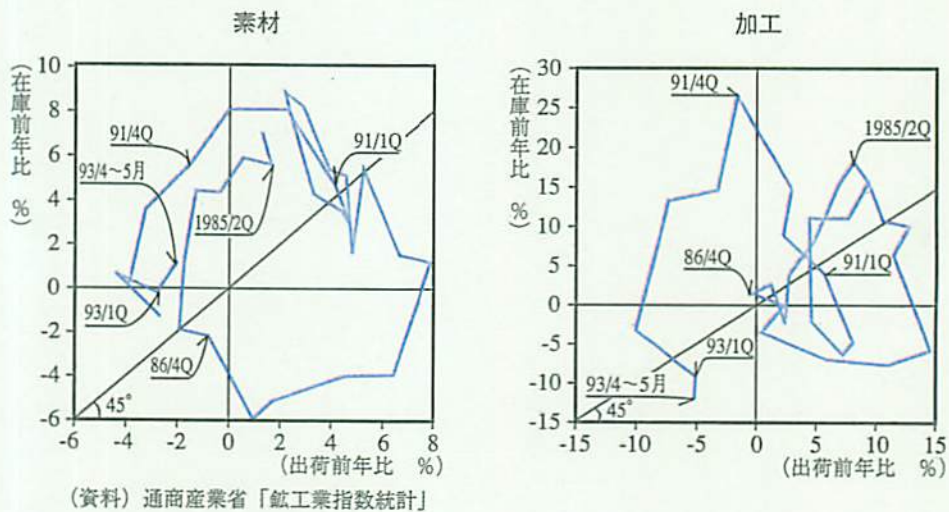
この間、企業の厳しい生産抑制スタンスを背景に、製品在庫はなお高水準ながらも目立った減少傾向を示しており、繊維、化学等の一部素材業種を除き、在庫調整は最終局面を迎えている(図表1、2)。また、流通・

(図表2) 生産・出荷・在庫の動向(Ⅱ)

(1) 生産予測指数実現率の動向



(2) 在庫循環の動向



(注1) ちなみに、製造工業生産予測指数の動きをみると、このところ予測実現率(実績/2か月前予測)が向上している。過去の経験によれば、これは景気が底の近傍にあることを示すものである。また、同予測指数が6、7月に連続して増加となっている点は、4~5月の生産・出荷減に、上記のような攪乱要因が働いていることを示唆するものである。

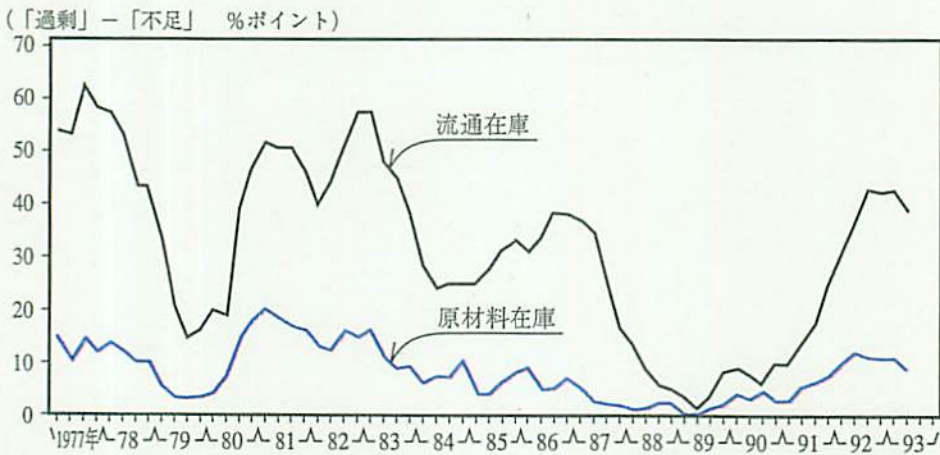
ユーザー在庫の調整も、かなりの進捗をみている。この結果、在庫面からの生産下押し圧力は全体として減衰していると考えられる(図表3)。

最終需要についてみると(図表4、5)、公共投資が拡大し、住宅投資も増勢基調にある。この間、個人消費については、所得の伸び悩みが続いているものの、消費性向は下げ止まりつつあり、つれて消費後退に歯止めがかかり始めているようにうかがわれる。費目

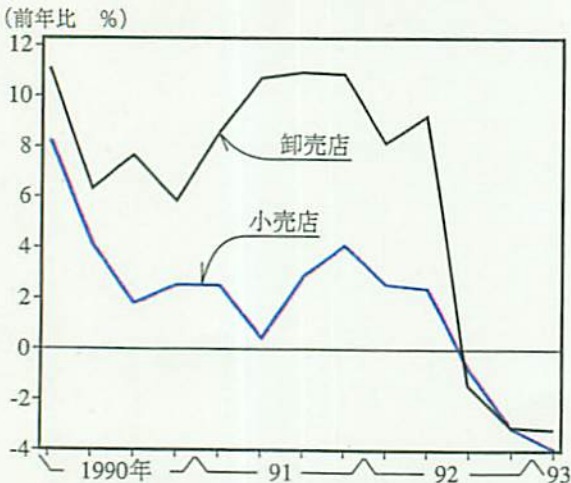
別には、家電等の耐久消費財需要の一部に持ち直しの兆しがみられる。

しかし、設備投資については、厳しい収益環境を背景に企業が抑制的な投資スタンスを維持していることから、引き続き減勢をたどっている。また、機械受注、建築着工等の先行指標をみても、依然弱基調にある。このため、最終需要全体としての減勢には歯止めがかかりつつあるものの、従来景気回復の原動力となった企業部門での生産・所得・支出を

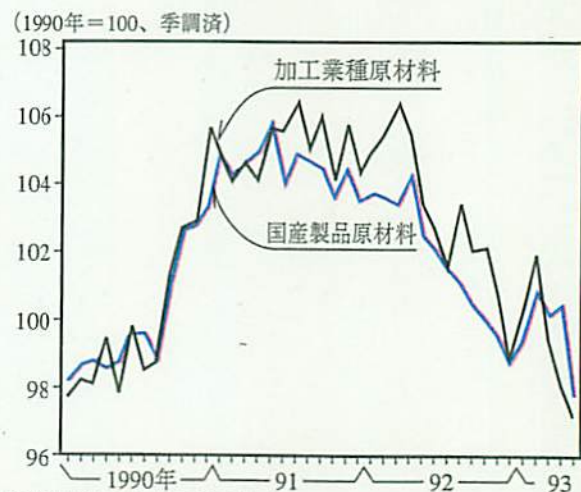
(図表3) 流通・ユーザー在庫の動向
(1) 主要短観・在庫D.I.(製造業)



(2) 大規模店期末商品手持額(商業動態統計)



(3) 原材料在庫(原材料統計)

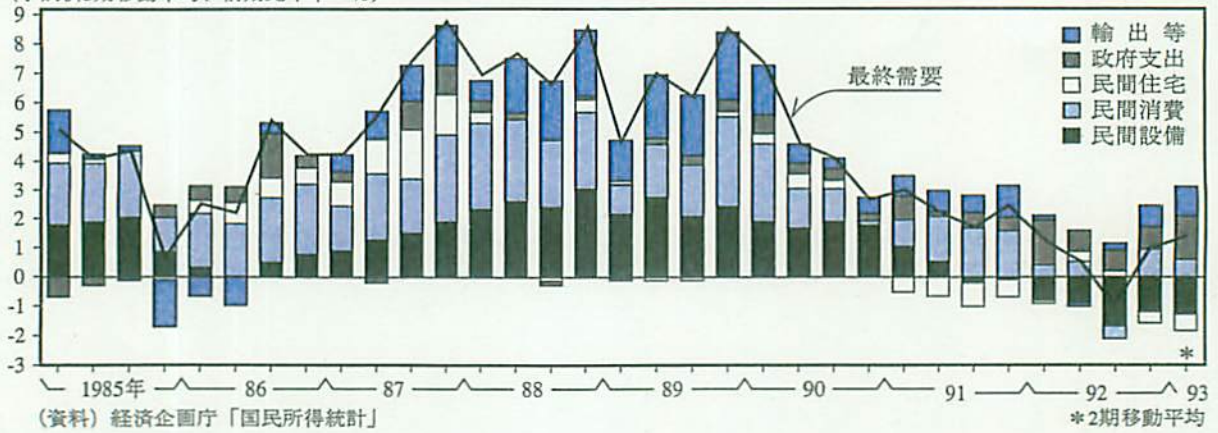


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、通商産業省「商業動態統計」「原材料統計」

(図表4)

最終需要の動向

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)

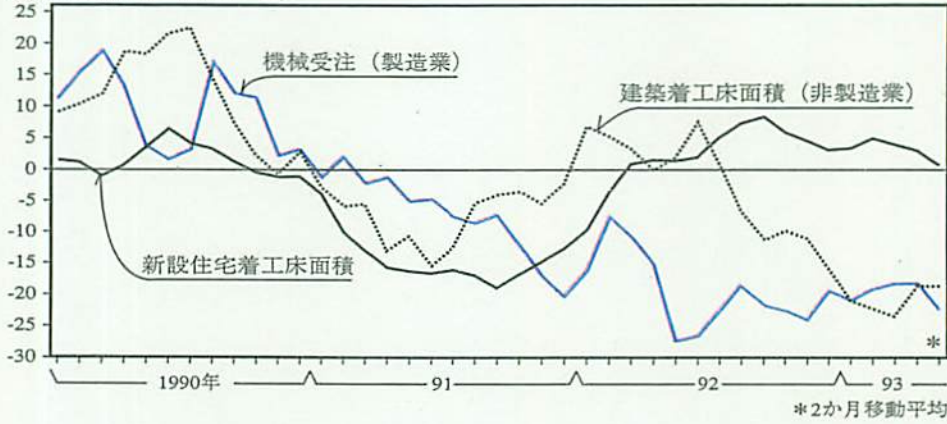


(図表5)

最終需要関連指標の動向

(1) 設備投資・住宅投資

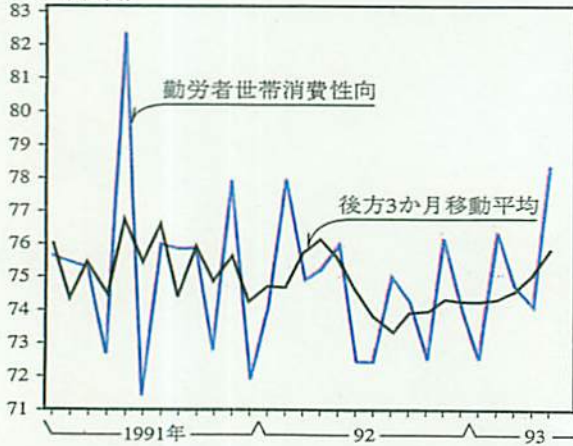
(3か月移動平均、前年比 %)



(2) 個人消費

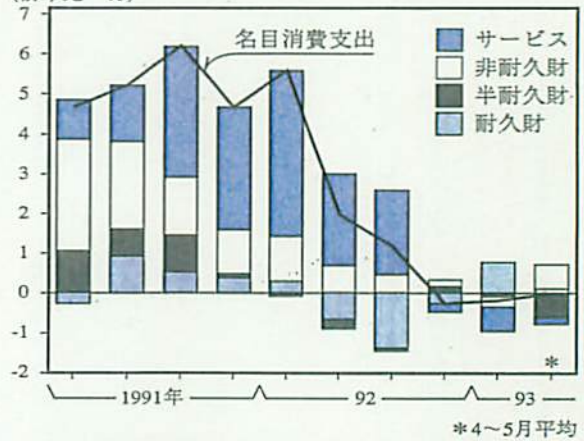
①消費性向 (家計調査ベース)

(%、季調済)



②名目消費支出の寄与度分解

(前年比 %)



(注) 名目消費支出は、「こづかい」、「贈与金」、「他の交際費」、「仕送り金」を除くベース。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」、総務庁「家計調査報告」

巡る拡大のメカニズム、すなわち、企業部門の生産立ち上がり、雇用者所得や企業収益の回復につながり、設備投資が増勢に転ずると、これがさらなる生産増をもたらすという動きは、まだ確認されていない。

こうした景気展開の下、企業マインドについては、地方の中小企業等ではようやく持ち直しの兆しがみられ始めているが、その一方で、

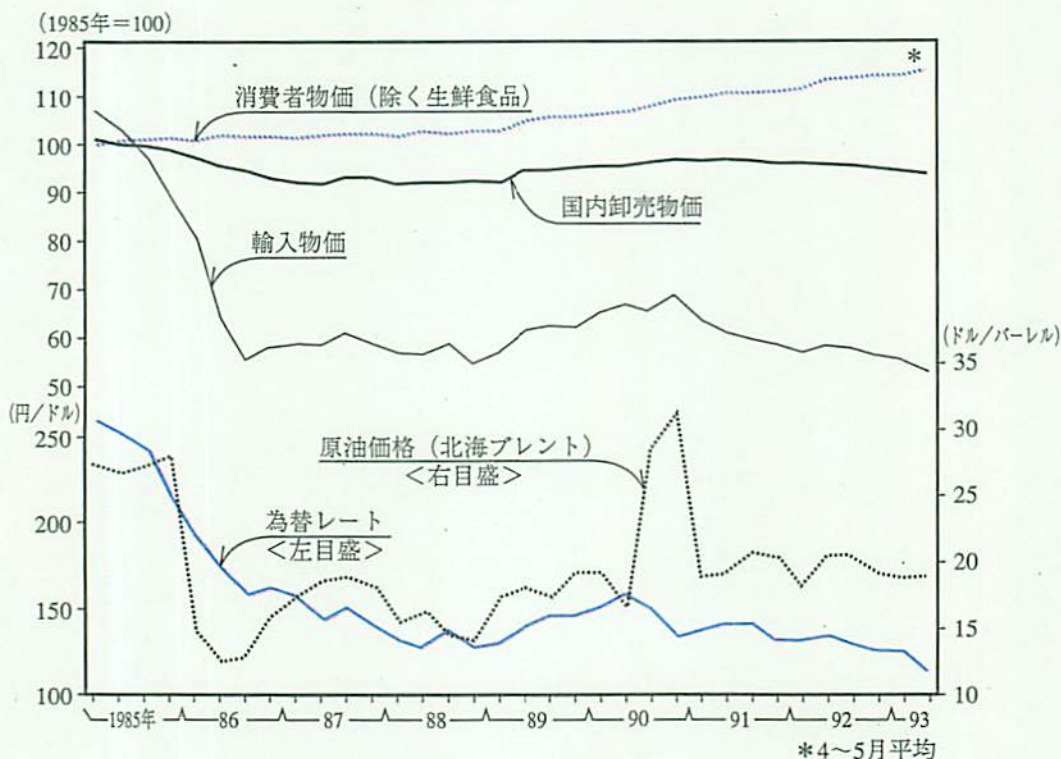
最近の円高進行が輸出産業の景況感に影を落としているようにうかがわれる。

(物価は安定基調)

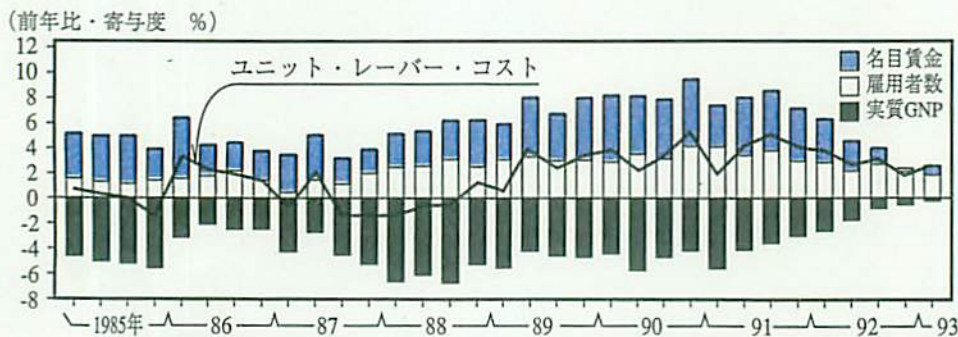
物価面をみると(図表6)、国内卸売物価は、製品需給の引き緩みに加え、為替円高の影響もあって、引き続き軟調裡に推移している。また、消費者物価についても、商品

(図表6) 物価の動向

(1) 為替、原油価格と物価の動向



(2) ユニット・レーバ・コストの動向



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」、総務庁「消費者物価指数」「労働力調査」、経済企画庁「国民所得統計」

の上昇率が一段と低下しているほか、民間サービス料金の上昇率も徐々に落ち着き傾向を強めており、全体の前年比(生鮮食品を除く)は1%台前半にまで低下している。企業向けサービス価格も、引き続き落ち着き基調にある。

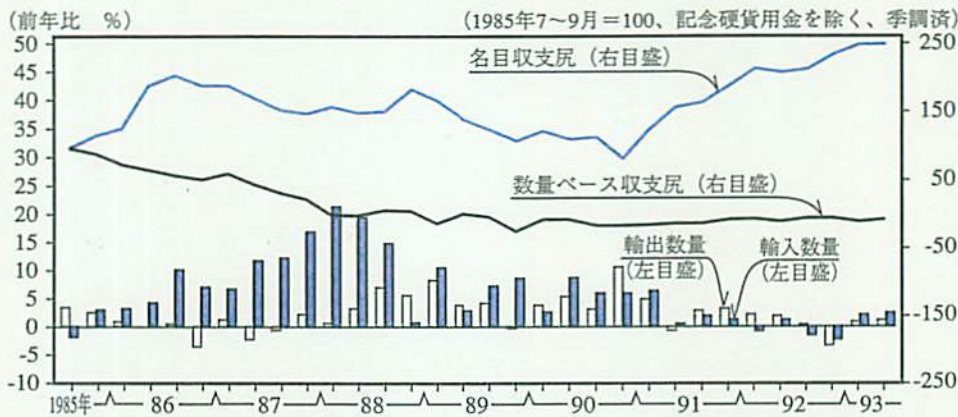
この間、不動産市場をみると、マンションなどの住宅建設増加を背景に、住宅地の地価には下げ止まり感が醸成され、宅地取引も幾

分増加しつつある。しかしながら、商業地の地価については、首都圏を中心にオフィス・ビル需給の軟化がなおしばらく続くとみられるなかで、下落基調が続いている。

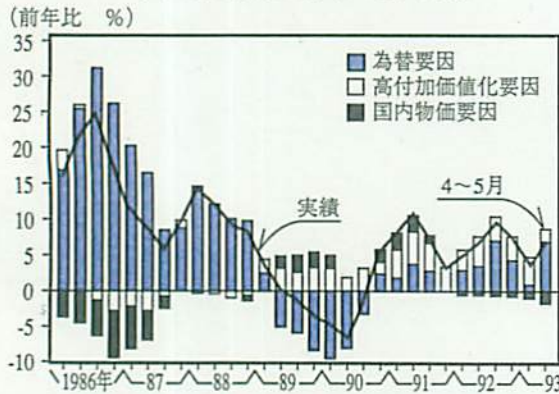
(対外収支黒字は引き続き高水準)

対外収支面をみると(図表7)、輸出入数量収支がほぼ横ばい圏内で推移するなかで、

(図表7) 対外収支の動向
(1) 通関収支の動向



(2) 輸出価格上昇率の要因分解

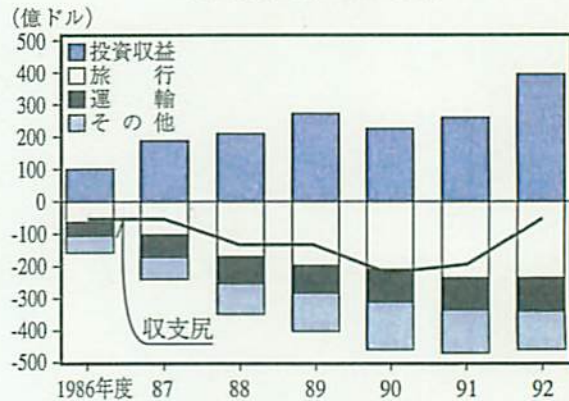


(注) 要因分解式は以下のとおり。

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

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

(3) 貿易外収支の推移



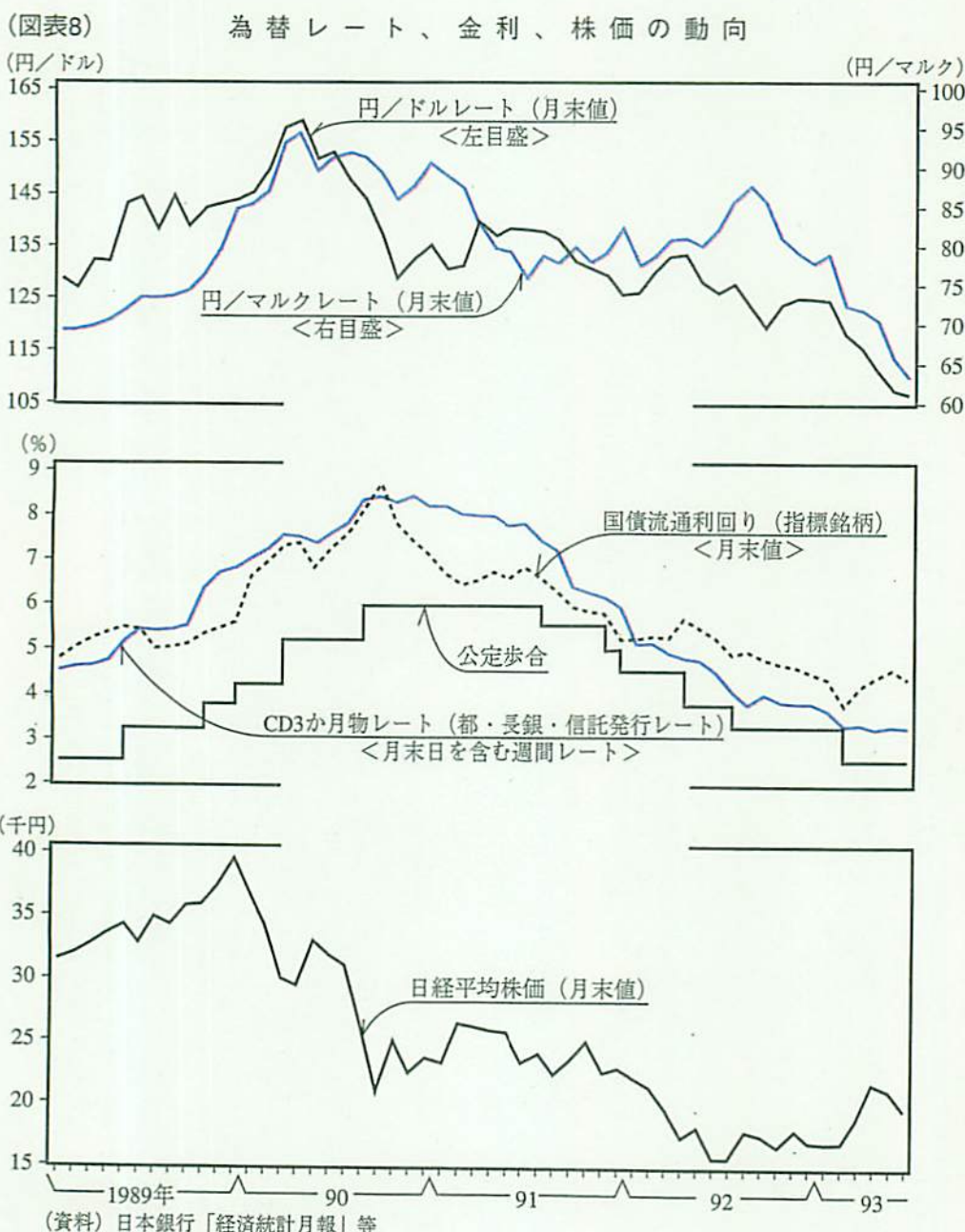
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支月報」「卸売物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」

為替円高や製品の高付加価値化等を反映して、ドル表示の輸出価格の上昇傾向が続いているため、貿易収支黒字は緩やかながらも拡大基調で推移している。経常収支ベースでは、上記に加え貿易外収支の赤字幅縮小がこのところ黒字拡大方向に作用しており、とくに1～3月には投資収益の受け取り集中から一時的に黒字幅が大きく拡大した。

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8)、まず外国為替市場において、円/ドル相場は、高水準のわが国対外収支黒字に注目が集まるなか、2月以降急ピッチで上昇し、6月中央には105円前後の既往最高値を記録した。もっとも、その後は、急速な円高に対する警戒感や、

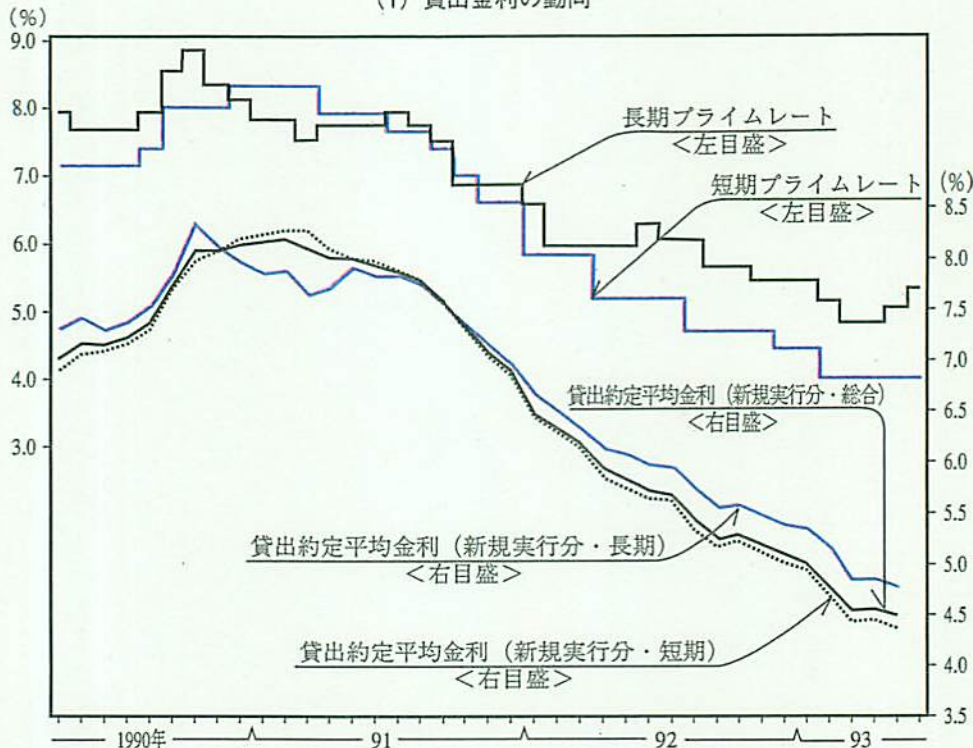


衆議院の解散等わが国政治情勢の変化もあって、やや弱含みとなり、ごく最近は概ね107～108円前後の動きとなっている。この間、対欧州通貨でも、円相場はかなりの上昇となっている。

国内金利についてみると、短期市場金利は、2月の公定歩合引き下げ以降、翌日物は概ね

3.1～3.2%で、またCD 3か月物でも概ね3.2%台で安定的に推移している。これに対し、長期市場金利は、2月中急低下をみた後、景気回復期待の強まり等を背景に5月にかけて反転上昇、その後は円高の影響等もあって再び低下と、かなりの幅で変動してきた。この間、貸出金利については（図表9）、

(図表9) 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＜当座貸越を除く＞、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)
1993年5月 <ピーク比>	4.968 < △2.927 >	5.095 < △2.680 >	5.751 < △2.327 >	6.044 < △1.915 >
都銀追随率	—	91.6	79.5	65.4

<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12月 <ピーク比>	7.000 < △2.058 >	7.187 < △1.642 >	7.717 < △1.270 >	8.229 < △0.880 >
都銀追随率	—	79.8	61.7	42.8

(注) 93年4月より、当座貸越を含む総合・ストックベースの計数が公表されているが、ここでは長期時系列の分析の都合上、当座貸越を除いたベースを採用。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

長期プライムレート上昇の影響もあって、下げピッチは鈍化しているが、これまでの大幅低下により、歴史的にみて極めて低い水準に達している。

一方、株価については、新総合経済対策策定に向けての動きや一部経済指標の好転を背景に3月入り後上昇に転じ、4月以降概ね20千円台でのみ合いとなった。その後、6月には、円高の進行や政局の流動化を契機にやや水準を切り下げ、このところ概ね20千円前後での推移となっている。

(金融機関貸出の動向)

金融機関の貸出は(図表10、11)、都市銀行等5業態の総貸出でみて1～3月前年比+1.6%、4～6月同+1.1%と、低い伸びを続けている。この背景をまず企業の借入需要からみると、設備投資が減少し、在庫調整が進捗する下で、引き続き低迷基調にある。すなわち、大企業では、設備投資抑制、在庫圧縮を背景に、資金需要が乏しいことに加え、必要資金については、社債やCP発行による調達を優先しようとの姿勢が根強く、金融機

(図表10) 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		93年		93年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
都 銀	2.8	2.0	1.7	1.0	1.3	1.0	1.1	0.9
長 信	△ 1.2	△ 2.3	△ 2.1	△ 1.6	△ 2.3	△ 2.1	△ 1.4	△ 1.1
信 託	△ 0.6	0.4	0.8	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4
地 銀	4.5	4.4	3.4	2.8	2.9	2.9	3.1	2.3
地 銀 II	3.2	2.9	1.8	0.9	1.3	1.0	1.0	0.7
5 業 態 計	2.4	2.1	1.6	1.1	1.2	1.1	1.3	1.0
円 貸 出	3.5	3.1	3.0	2.6	2.9	2.8	2.8	2.4
インバ	△ 7.1	△ 7.4	△ 11.4	△ 14.1	△ 14.4	△ 15.4	△ 13.8	△ 12.9

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1992年		93年		93年				
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	2月	3月	4月	5月	6月
外 銀 (平残)	△ 12.2	△ 11.7	△ 12.0	△ 7.5	△ 12.2	△ 7.2	△ 7.3	△ 7.0	△ 8.3
信 金 (末残)	5.1	3.9	3.6	n.a.	3.9	3.6	3.4	2.4	n.a.
生 保 (末残)	12.4	11.8	8.6	n.a.	10.1	8.6	9.3	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11) 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
1990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年度	111,992 (△22.6)	85,976 (7.6)	8,427 (△49.0)	39,349 (0.6)	26,016 (△59.8)	16,304 (△61.3)
93年1~3月	34,071 (15.0)	24,918 (34.9)	2,275 (△47.0)	9,133 (4.2)	9,153 (△18.1)	4,691 (4.8)
4~6	25,487 (△ 5.4)	15,043 (△35.3)	1,033 (△57.7)	6,550 (△38.9)	10,444 (2.8倍)	4,399 (2.1倍)

(2) 中小企業向け貸出の動向

(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
1992年度末残高 (兆円)	8.4	8.1	223.2	64.7
92年 1~ 3月	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
10~12	7.2	7.4	2.0	3.9
93年 1~ 3	7.5	7.6	1.9	3.6
4~ 5	9.1	8.5	(4月) 2.4	2.4

(注) 全銀中小企業向け貸出(93年4月)は当座貸越を含むベース。

(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
1992年度末残高 (兆円)	86.7	44.1	42.6	—	19.7
92年 1~ 3月	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
10~12	4.8	1.8	8.1	△12.7	△ 1.0
93年 1~ 3	4.6	0.9	8.8	△20.7	△ 3.2

(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

関への借入申し込みは引き続き低調にとどまっている。また中堅・中小企業においても、手元流動性の取り崩し余地は低下しているものの、設備資金需要が依然盛り上がりを欠く一方、在庫調整が進捗するなかで、滞貨・減産資金の需要も一段と増加する地合いにはないとみられる。業種別にみても、不動産業では一部にマンション用地等の取得資金手当てを積極化させる動きがみられるものの、その他の業種については目立った資金需要の増加はうかがわれていない。この間、個人向けの貸出については、住宅公庫への住宅ローン借入の申し込み増や、消費者ローンの借入需要減退から、増勢鈍化基調をたどっている。

これに対し、金融機関の融資姿勢をみると、BIS規制の制約が緩和するなかで、良質資産積み上げへのインセンティブが強まりつつあり、金利をより弾力的に設定して、新規取引先を開拓しようとの動きが徐々に広がってきている。しかしながら、従来の金融緩和期と比べると、不良資産増大を背景に金融機関の融資姿勢が慎重化していることに変わりはない。このため、長期的に自己資本比率の維持・向上を図りたいとの意識もあって、金利設定の弾力化は新規の良質案件を対象とした限定的な範囲にとどまっている。こうした状況下、金融機関サイドから企業の資金需要を掘り起こす力は目先弱いとみられる。先にみた資金需要の停滞に、こうした金融機関の融資姿勢を重ねると、貸出の伸びが明確な回復傾向を示すまでには、なおしばらくの時間を要するものと考えられる。

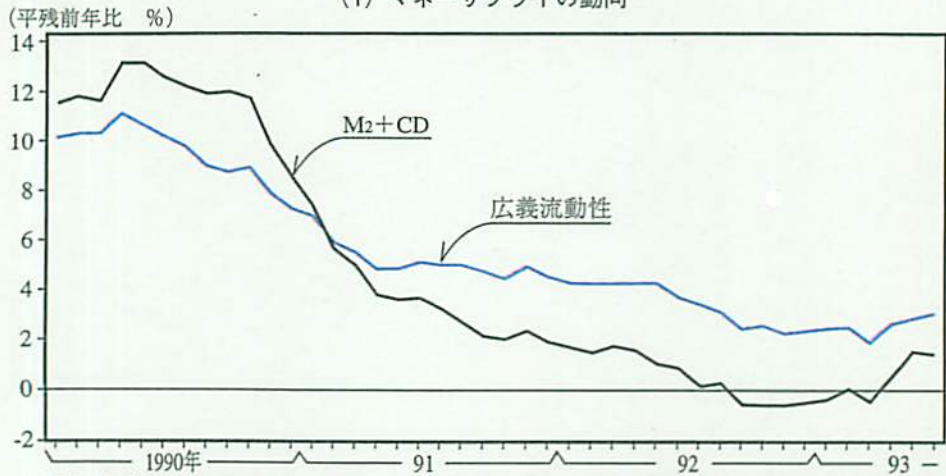
(マネーサプライの動向)

以上のように、金融機関貸出は引き続き低調にとどまっているものの、このところ財政資金のネット支払いが増加（公共投資の拡大に伴う事業費支払いや資金運用部の地方公共団体向け融資の増加、税収の減少等）していることから、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ 平残、前年比）は、1～3月 $\Delta 0.2\%$ から、4～6月は $+1.1\%$ と、下げ止まりから幾分伸びを高めつつある。また、より広範囲の金融資産を含む広義流動性でも、同 $+2.9\%$ （1～3月 $+2.4\%$ ）とほぼ同様の動きとなっている（図表12）。

先行き7～9月についても、財政資金のネット支払いが引き続きマネー押し上げ方向に働くと予想されるが、前述のように金融機関貸出の低迷基調に大きな変化はないとみられるため、 $M_2 + CD$ 平残前年比は、4～6月比幾分高まるものの、なお $+1\%$ 台にとどまる見通しである。このようなマネーサプライの展開、すなわち回復テンポはごく緩慢で、しかも財政要因に下支えされる姿は、公的需要の増加に依存するかたちでの景気下げ止まりという本年度前半までの実体経済の動向と呼応するものである。

以上の経済金融動向を踏まえて、次に内外金融経済の今後の展望について考えてみたい。

(図表12) 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 %、兆円)

	1992年	93年		93年			
	10~12月	1~3月	4~6月	4月	5月	6月	6月平残
3 業 態 計	△1.3	△0.6	0.6	△0.1	0.9	1.0	403
うち 都 銀	△3.9	△2.0	△0.1	△1.2	0.2	0.6	195
地 銀	1.8	1.5	2.2	1.7	2.5	2.3	151
地 銀 II	△0.6	△1.1	△1.2	△1.2	△1.0	△1.2	57

(3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、兆円)

		1992年	93年		93年			
		10~12月	1~3月	4~6月	4月	5月	6月	6月残高
未 残 前 年 比	個人預金	2.1	1.8	3.0	2.6	2.5	3.0	210
	ワイド	0.4	0.0	△ 0.2	△ 0.1	△ 0.1	△ 0.2	8
	ビッグ	7.0	6.1	5.2	5.8	5.7	5.2	32
	ヒット	2.6倍	1.9倍	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(3月) 3
	郵 貯	9.8	9.4	9.1	9.1	9.1	9.1	173
	合 計	5.8	5.1	5.5	5.4	5.3	5.5	424
平 残 前 年 比	法人預金	△ 7.0	△ 5.1	△ 3.5	△ 5.1	△ 2.8	△ 2.5	91
	定期性	△10.2	△ 7.5	△ 5.3	△ 6.8	△ 5.0	△ 4.0	65
	流動性	2.7	1.7	1.5	△ 0.3	3.2	1.5	25

(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4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

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の動向

本年の海外経済についてみると（図表13）、欧州では、全体として停滞が続く一方、米国では、緩やかながらも着実な景気回復の持続が予想されており、アジア諸国でも、総じて高め成長を維持し得る見通しである。

すなわち、米国では、本年第1四半期に実質GDP成長率の大幅な鈍化をみたが、これには悪天候等に伴う一時的な要因の影響が大きい。基調としては、リストラの進展に支えられた企業のキャッシュ・フローの改善を梃

子に、設備投資が増加し、これを軸にした景気回復が続いている。もっとも、企業部門のリストラが雇用の増加を抑制する方向に作用しているため、雇用増と個人消費増を軸とする従来の米国の回復パターンに比べれば、全体の景気回復のテンポは当面緩やかなものにとどまる可能性が高い。

この間、物価については、更年後一時的に強含む場面もみられたが、現在の失業率、稼働率、および生産性の向上等を背景とするユニット・レバー・コストの落ち着きからみて、当面物価上昇テンポが急速に高まる

(図表13)

海外経済の動向

(1) 実質GDPの推移

(単位 前年比 %)

	1990年	91年	92年	93年				1~3月
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	0.8	△1.2	2.1	2.9	1.5	3.4	4.7	0.7
内需 (寄与度)	0.4	△1.8	2.5	3.0	3.4	4.1	4.4	2.4
外需 ()	0.5	0.6	△0.4	△0.1	△1.8	△0.7	0.3	△1.7
E C	2.8	1.4	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	4.9	3.6	0.9	1.2	1.0	0.0	△0.2	△3.4
フ ラ ン ス	2.5	0.7	1.3	2.0	1.6	0.9	0.4	△1.2
英 国	0.6	△2.5	△0.5	△1.3	△0.5	△0.3	0.2	0.9
アジアNIEs	6.9	7.3	5.2	6.7	5.7	4.4	4.4	n.a.
韓 国	9.3	8.4	4.7	7.4	5.9	3.3	2.8	3.3
台 湾	5.0	7.2	6.1	6.9	6.3	5.2	6.0	n.a.

- (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. ドイツ、韓国、台湾は実質GNPを使用。
 4. フランスは四半期がマルシャン、年がトータルベース。
 5. アジアNIEsは各国の実質GDP（85年価格、韓国、台湾は実質GNP）を米ドル換算のうえ、合計して算出。

(2) 物価の推移

(単位 前年比 %)

	1990年	91年	92年	93年						
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	
米 国	生産者物価 (最終財)	4.9	2.1	1.2	0.4	1.3	1.6	1.6	2.0	1.9
	消費者物価	5.4	4.2	3.0	2.9	3.1	3.1	3.1	3.2	3.1
	<同・除く食品・エネルギー>	<5.0>	<4.9>	<3.7>	<3.9>	<3.8>	<3.5>	<3.4>	<3.5>	<3.4>
ド イ ツ	生 計 費 指 数	2.7	3.5	4.0	4.3	4.5	3.4	3.6	4.3	4.2
フ ラ ン ス	消 費 者 物 価	3.4	3.2	2.4	2.7	2.7	2.1	1.8	2.1	2.0
英 国	小 売 物 価	9.5	5.9	3.7	4.1	4.1	3.6	3.0	1.8	1.3
韓 国	消 費 者 物 価	8.6	9.3	6.2	7.2	7.0	6.0	4.7	4.6	4.7
		4.1	3.6	4.5	4.2	5.5	4.3	3.9	3.3	3.0

(注) 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

リスクは小さいと考えられる。

他方、欧州についてみると、英国で景気持ち直しが次第に明確化しつつあることを除けば、ドイツ（旧西ドイツ地域）での4四半期連続のマイナス成長が示すように、全体として景気は停滞を続けており、多くの国で失業問題が深刻化している。先行きについても、各国ともEC域内統合などの大きな課題を抱える一方で、財政面からの景気刺激余地が乏しいだけに、当面急速な景気回復、および雇用情勢の改善は予想し難い。こうした状況下、今月初には、ブンデスバンクが公定歩合引き下げを実施したほか、他の欧州諸国の中央銀行も、これに相前後して金利引き下げを行っている。

この間、アジア諸国では、中国が高成長を継続しているほか、NIEs、ASEAN諸国でも、中国向けを中心とする域内貿易の拡大や、インフラ整備関連投資の増加を背景に、景気拡大テンポは高まる方向にある。しかしながら、現在のアジアの高成長のけん引役となっている中国においては、このところ都市部を中心とするインフレの加速や、貿易収支の赤字化など、景気過熱の様相が強まっている。こうした状況下、同国では、預金・貸出金利の引き上げなどの経済調整策が実施されており、これらの政策が、持続的な成長軌道への軟着陸につながるか、注目されるどころである（後掲図表14）。

（2）国内経済の展望

わが国経済の先行きを展望すると、当面の

焦点は、先にみた生産・出荷の下げ止まり、在庫調整の進捗が、民間需要主導の自律的かつ着実な景気回復につながり得るかの見極めにある。換言すれば、在庫調整一巡に伴う生産の立ち上がり、雇用者所得の持ち直しに加え企業収益の回復につながり、これまでの資本ストック調整の進展と相まって、設備投資が増勢に転ずるといふ、従来の景気回復パターンが今回にも当てはまるか否かがひとつのポイントである。

従来の景気展開と異なる点のひとつは、企業と金融機関双方におけるバランス・シート調整の問題（注2）である。この問題は、それ自体が一段と悪化しない限り、景気に追加的な下押し圧力を加える性格のものではないが、企業や金融機関のリスク・テイク能力の低下を通じて景気回復を緩やかにするものとみられる。したがって、上記の景気回復のシナリオの蓋然性は、バランス・シート調整を引きずりながら、在庫調整一巡後の最終需要がどの程度底固く展開するかに依存する面が大きいと考えられる。以下では、このような観点に立って、外生需要、家計支出の動向、これを踏まえて企業投資を巡る環境という順序で、最終需要の回復力を評価していくこととしよう。

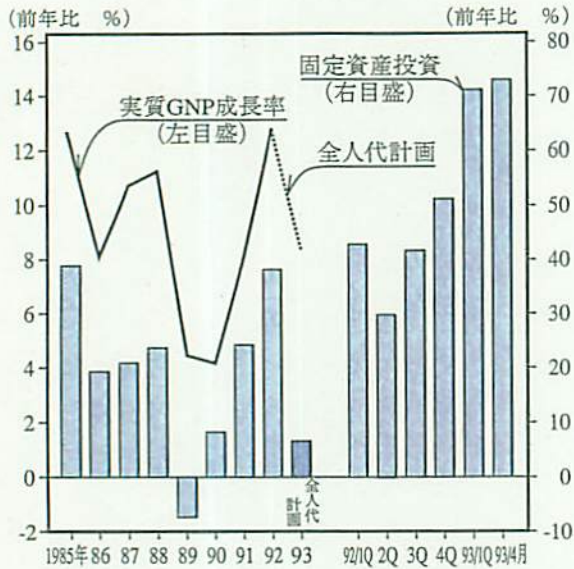
まず、外生需要のうち輸出については、主な仕向先経済が拡大を続けるなかで、底固く推移するとみられるが、問題は最近の円高の影響である。昨年来の円高は、85～86年の円高と比べ、その幅自体はかなり小さいものの、当時に比して自動車、電機等の代表的な輸出

（注2）企業・金融機関におけるバランス・シートの調整問題は、次の経路を通じて景気回復のテンポを制約すると考えられる。すなわち、不動産価値や株価の下落に伴い資産の実質価値が低下した結果、自己資本が実質的に減少する。そうした下では、企業は事業リスクの大きい投資に慎重にならざるを得ない。また、金融機関の場合はリスクの大きい貸出に慎重になる。したがって、バランス・シート問題は、企業の投資意欲を抑えるとともに、金融機関のリスク・シェアリング機能の低下を通じて、景気回復テンポを従来に比べ緩やかにすると考えられる。

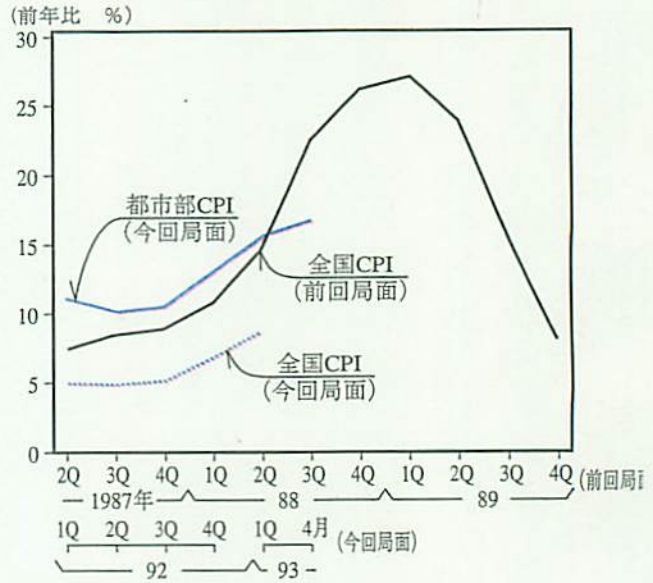
(図表14)

中国経済の動向

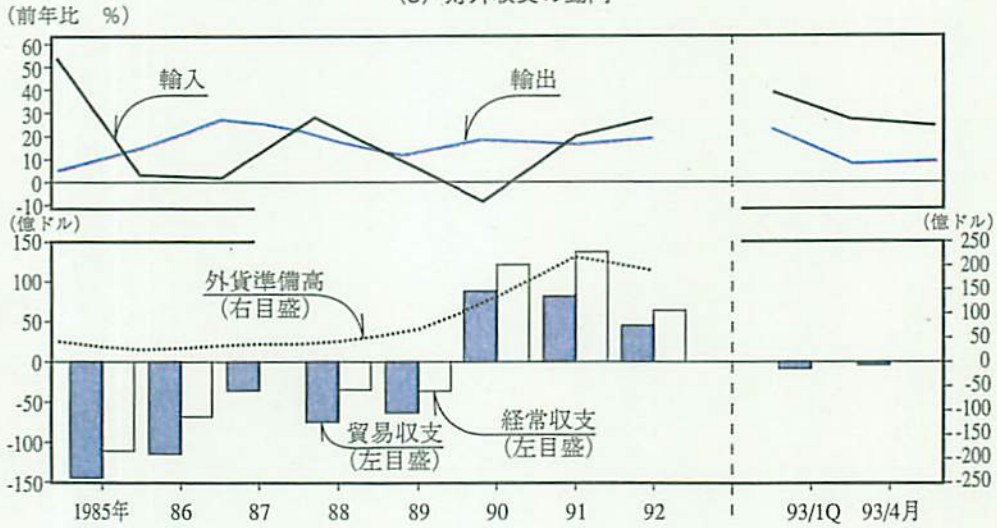
(1) 経済成長率、固定資産投資の動向



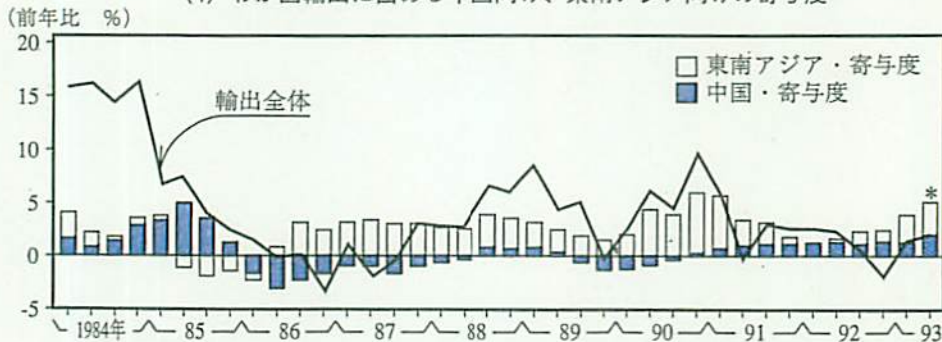
(2) 物価の動向 (1988~89年との比較)



(3) 対外収支の動向



(4) わが国輸出に占める中国向け、東南アジア向けの寄与度



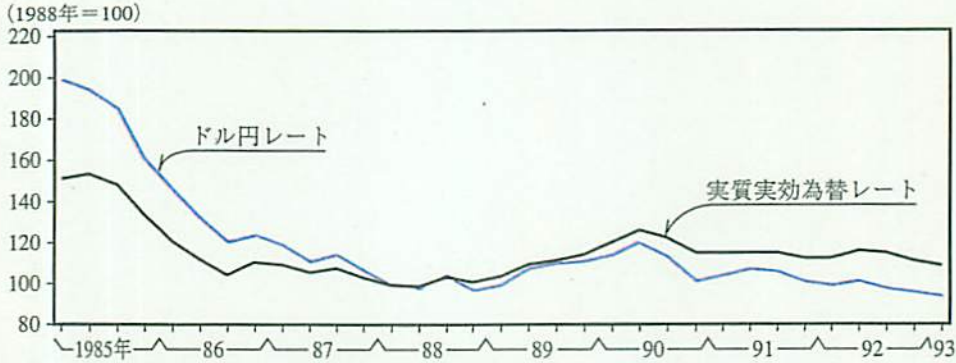
*4~5月

(資料) 中国統計出版社「中国統計年鑑」、通商産業省「鉱工業指数統計」、大蔵省「外国貿易概況」等

産業の収益水準が極めて低いだけに（自動車については、米国車の品質向上等に伴う競争力の低下という問題も存在）、企業収益や企

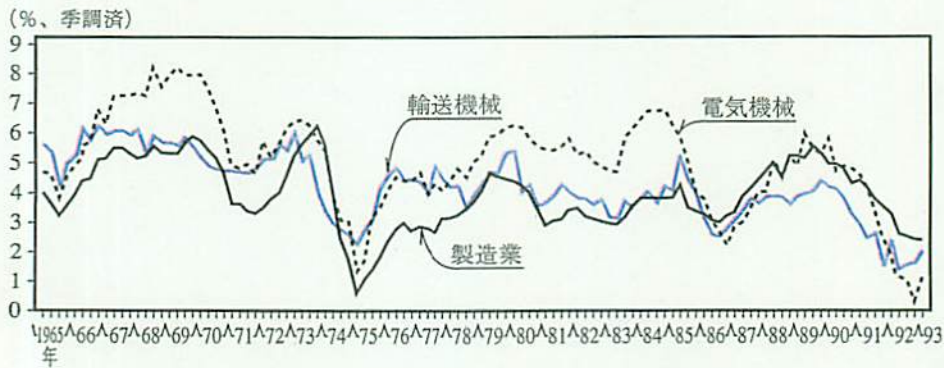
業マインドを通じて景気に及ぼす悪影響を軽視できない（図表15）。もっとも、今次円高への企業の対応をみると、短期的には価格

(図表15) 円高と企業の収益環境等
(1) 為替レートの推移



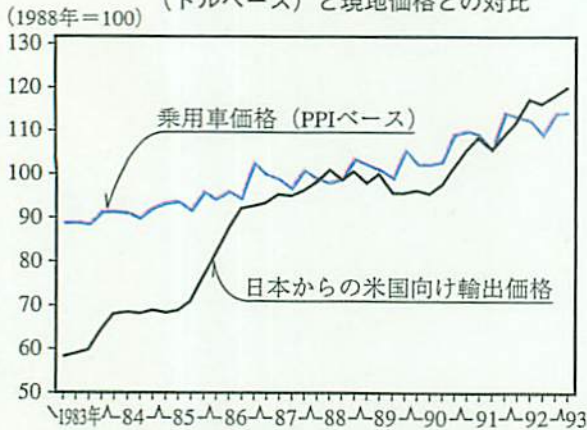
(注) 実質実効為替レート=相対比価×実効為替レート
実効為替の算出はドル、ECU、ウォン、台湾ドル、香港ドル、シンガポールドルを各時点の通関ウエイトで合成。また、相対比価は上記通貨国（ただし、ECはドイツ、イギリス、フランス）のWPI（香港のみCPI）を通関ウエイトで合成して算出。

(2) 製造業の売上高経常利益率の推移



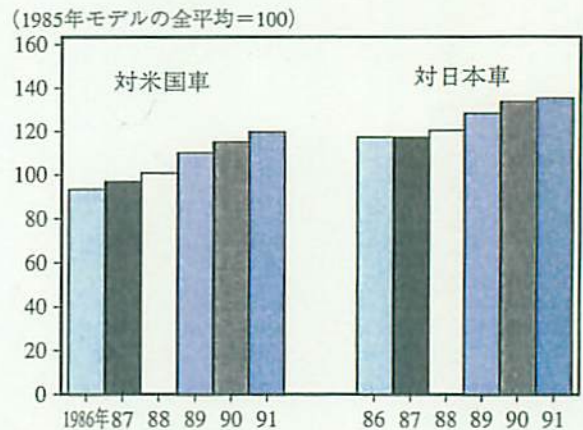
(3) 自動車の対外競争力

① 日本からの対米乗用車価格（ドルベース）と現地価格との対比



(資料) 日本銀行「経済統計月報」、大蔵省「外国貿易概況」「法人企業統計季報」等

② 米国消費者満足度指数の推移



転嫁を小幅にとどめようとする向きが多いため、輸出数量への影響に限ってみれば、当面比較的限定されたものにとどまるとみられる。

一方、公共投資については、新総合経済対策を具体化した国の補正予算が成立したうえ、地方でも、今次対策に伴う事業費追加が、多くの自治体の6月補正予算に計上されたこともあって、今後とも切れ目なく増加し、景気下支え効果を発揮していくことが見込まれる。

また、家計支出のうち住宅投資については、今後とも増勢を持続するとみられる(図表16)。これを利用関係別にみると、昨年中増加をみた貸家については増勢一服気味ながら、持家が緩やかながらも増加基調にあるほか、マンション需給の好転を背景に、分譲住宅が増加に転じている。とくに今秋にかけては、住宅公庫の貸付金利引き上げを予想した駆け込み需要の着工本格化もあって、増加テンポを高めるものとみられる。

これに対し、個人消費については(後掲図表17)、ボーナス支給率の低下、雇用者数の増勢鈍化等、所得環境からみて高い伸びは見込み難い。しかしながら、消費者物価上昇率の低下によって実質所得は下支えされる見込みにある。また、消費性向は一昨年来低下してきたが、耐久消費財のストック調整進展等に伴い、すでに下げ止まりつつあるとみ

られ、今後は物価の一段の安定化もあって、幾分上向きに転じることも十分に考え得るところである。加えて、生産の下げ止まりによって雇用調整本格化のリスクが後退しつつある点を踏まえると、秋口以降生産が立ち上がれば、所定外給与が増加に向かい、つれて個人消費の伸びは今後緩やかに高まっていくことが展望できる。

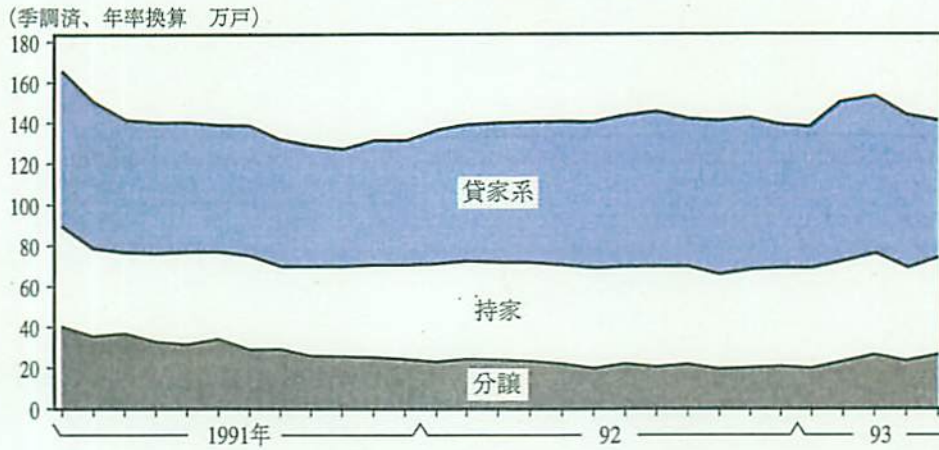
最後に、設備投資を巡る環境をみると、まず製造業については、素材業種のストック調整はやや遅れ気味であるものの、加工業種の資本ストックの伸びは、近年にない水準まで低下している(注3)(後掲図表18)。このように、ストック調整が全体としてもかなり進捗していることは、ひとたび生産・収益が回復に転じた場合、投資が増勢に向かう潜在力が蓄えられているものと解釈できよう。ただ他方で、とりわけ加工業種における投資水準の低さは、円高の影響をも含めた今次景気調整局面における同業種の収益悪化の深刻さを示すものであり、円高の進行に対応して、海外現地生産による国内生産の代替が進むといった可能性も考えられる。したがって、当面設備投資の回復力は弱いとみておくべきであろう。

一方、非製造業については、電力が下支えに寄与しているものの、従来金融緩和に感応的とみられた中小企業の設備投資が、依然低

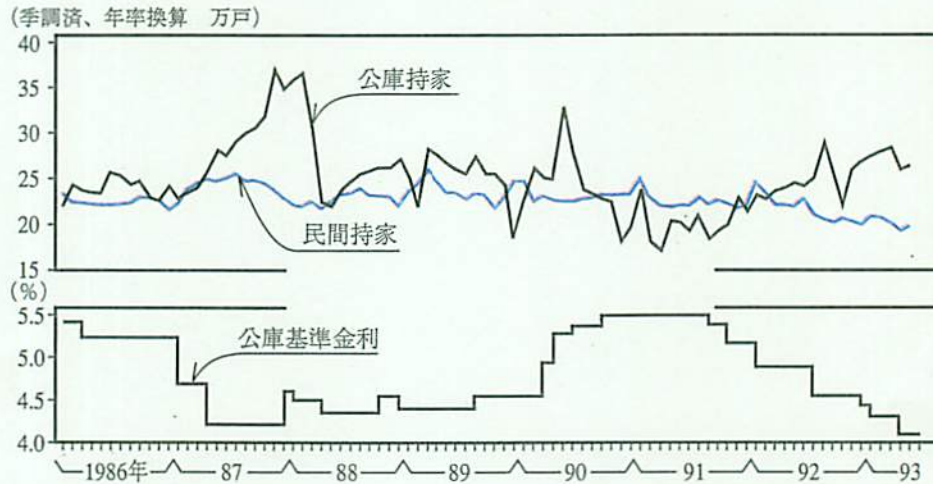
(注3) ちなみに、加工業種(電気機械、輸送機械、一般機械の合計)について、実質資本ストックの伸び(前年比)を推計してみると、設備投資額が期中の減価償却に近い水準まで絞り込まれてきていることを背景に、現状4%前後と、ほぼ70年代後半以降のボトムまで低下している。

(図表16) 住宅投資の動向

(1) 新設住宅着工戸数の動向



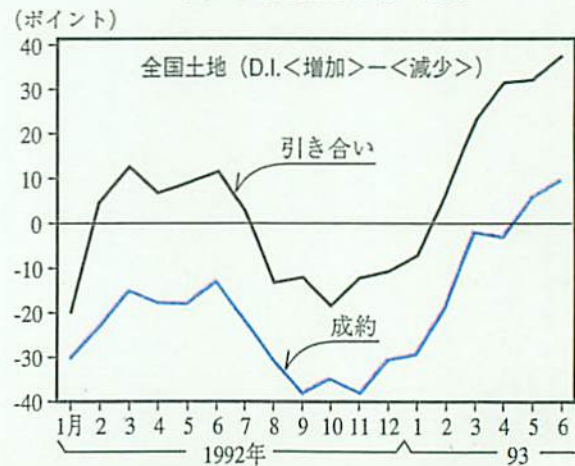
(2) 住宅金融公庫金利と持家着工の推移



(3) マンション販売状況 (首都圏)



(4) 不動産流通市場の動向



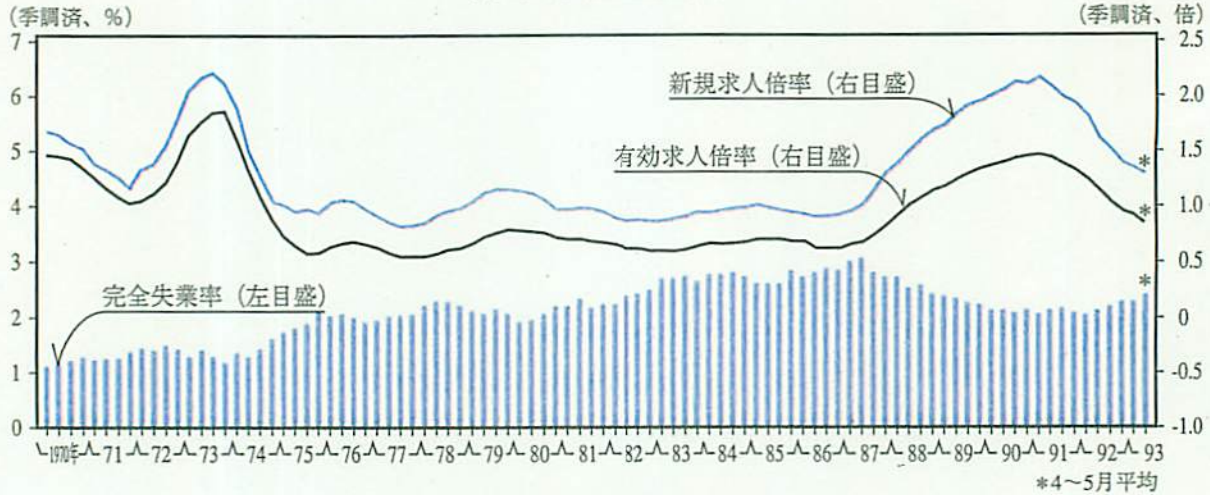
(資料) 建設省「建設統計月報」、不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向調査」、MRD「不動産流通市場調査」

迷していることが特徴である。これは、これまでの非製造業中小企業に対する需要の弱さ

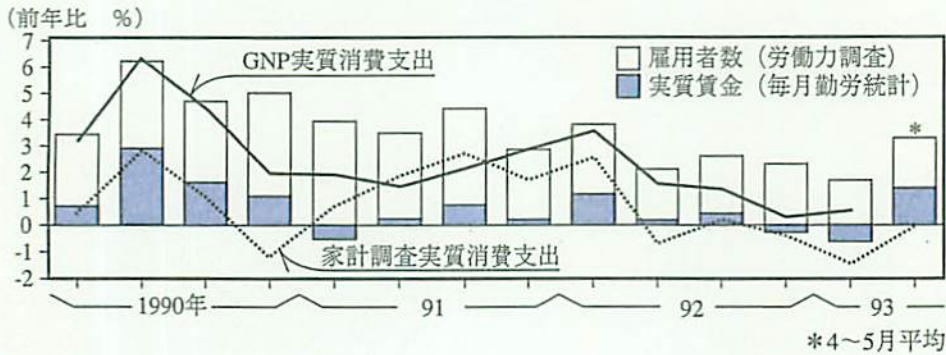
に加え、不動産・建設業への資産価格下落の影響など、同部門が抱えるバランス・シート

(図表17) 雇用・個人消費の動向

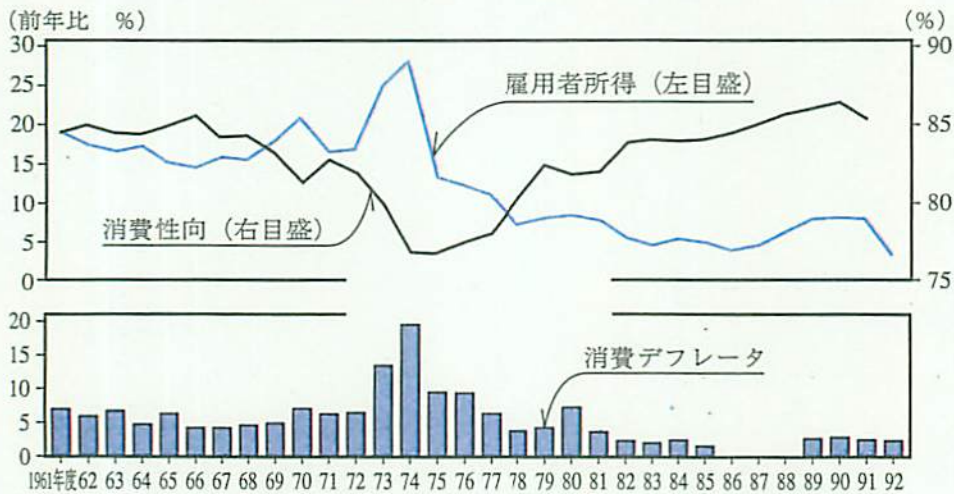
(1) 雇用関連指標の推移



(2) 個人消費関連指標の推移



(3) 消費性向と消費者物価上昇率等との関連



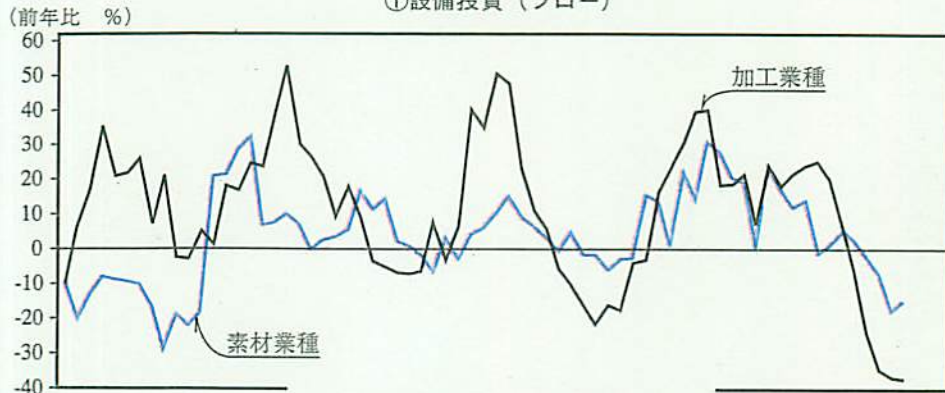
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「家計調査報告」「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」

(図表18)

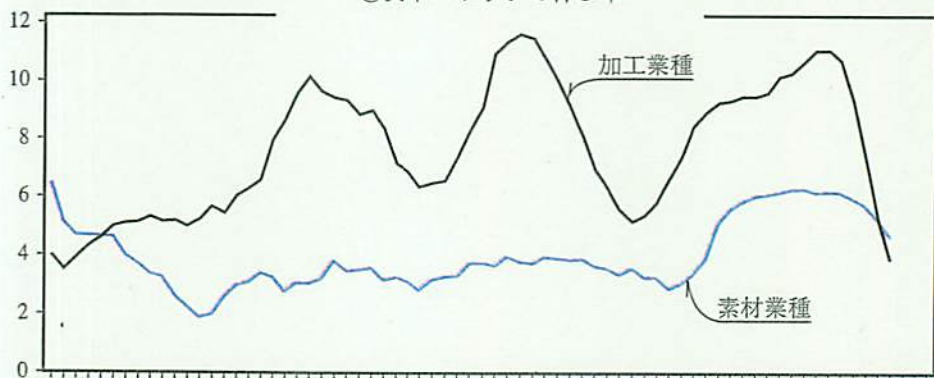
製造業設備投資の動向

(1) ストック調整の進捗状況 (素材・加工業種別)

①設備投資 (フロー)



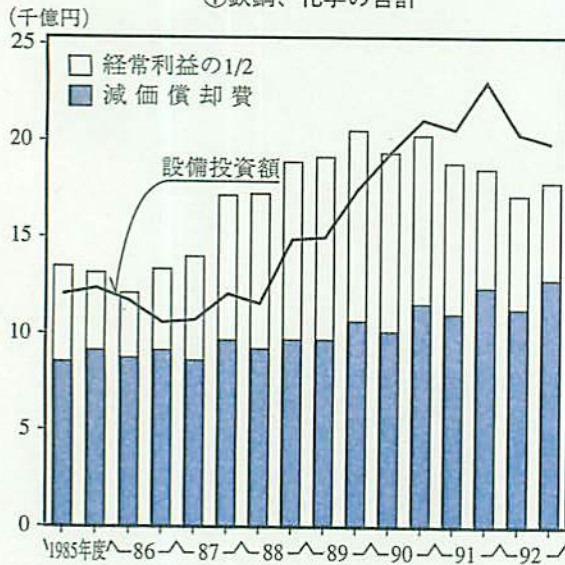
②資本ストックの伸び率



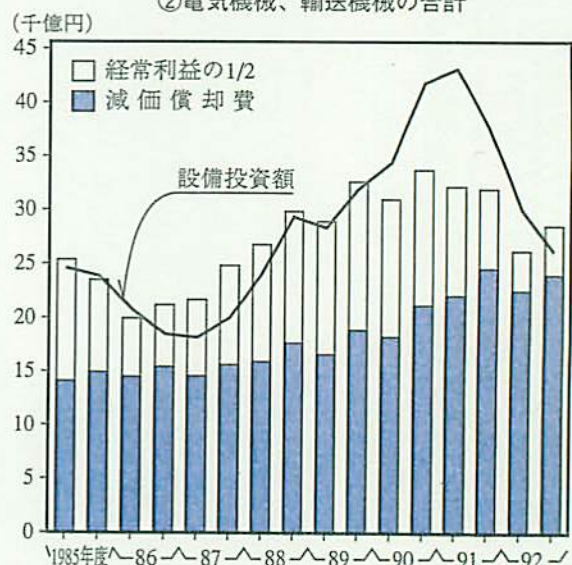
(注) 1. 素材業種は、鉄鋼、非鉄、化学、窯業・土石、繊維、紙・パルプの合計。
加工業種は、電気機械、輸送機械、一般機械の合計。
2. 92年2Q以降は、法人季報をもとに推計。

(2) 設備投資とキャッシュ・フローの関係 (法人季報、全規模ベース)

①鉄鋼、化学の合計



②電気機械、輸送機械の合計



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

問題を示唆するものであり、この問題は、先行きの投資回復を制約する要因とみられる。しかし、同部門に対する需要は、公共投資、住宅投資の拡大や、個人消費の下げ止まりから、増加傾向に向かいつつあることを考えると、その設備投資も、いずれ需要を後追いつかたちで、増加に転じるとみるのが自然であろう。こうした点を踏まえると、設備投資全体としても、最終需要が下げ止まり、生産が上向きに転じるにつれ、これを追いかけるかたちで下げ止まりからごく緩やかながらも増加に向かう公算が大きいとみられる。

以上を総合すると、93年度のわが国経済は、上期中は外生需要に支えられるかたちで、民間需要の底固めがなされる局面が続くものとみられ、企業の生産態度が慎重にとどまる下、生産の回復も当面ごく緩慢なものとなる可能性が高い。しかしながら、そうしたなかで在庫循環、資本ストック循環に伴う上向きの力が蓄えられており、下期には生産の増勢が次第に高まり、民間需要も緩やかながらも回復に向かうための環境が整いつつある。

(3) 物価情勢の展望

物価面をみると（前掲図表6）、当分の間、安定基調に変化はないとみられる。すなわち、国内卸売物価については、今後在庫調整の進展や公共投資の増加に伴って、次第に価格下げ止まりに向かう品目が増えようが、国内民

需の回復テンポが緩やかとみられることや、原油価格などの落ち着き、為替円高の影響、さらには、生産回復の初期におけるユニット・レーパー・コストの低下見込み等を考えあわせると、なおしばらくは上昇基調へと転ずる可能性は低いとみられる。

また、消費者物価についても、商品の価格が卸売物価同様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、雇用情勢の緩和を背景に騰勢鈍化傾向が続くと予想されることなどから、安定の度を加えるものと見込まれる。

(4) 対外収支の動向

対外収支の先行きを展望すると（前掲図表7）、為替円高に伴って、ドル表示の輸出価格は幾分高まる一方、輸出数量への影響は当面比較的限定されたものとどまるとみられることから、逆Jカーブ効果が表われるかたちで、ドル表示の貿易収支黒字は短期的にはむしろ拡大することも考えられる。また、投資収益収支の黒字拡大傾向を踏まえると、経常収支黒字も増加する可能性がある。しかしながら、黒字拡大は円高の逆Jカーブ効果による面が大きいこと（円ベースの経常収支黒字はほぼ横ばい圏内の動き）を考えると、今後景気が回復し、輸入数量が増加テンポを高めるにつれ、名目GNP対比でみた経常収支黒字は頭打ちに転ずるものとみられる。

(5) 結 び

以上みたように、在庫調整をはじめとする各種ストック調整の進展と、これまでの金融・財政政策の効果浸透を背景に、景気は現状ほぼ下げ止まりに至っており、先行きについても、緩やかながら回復に向かう環境が整いつつある。もっとも、設備投資を中心に、民間需要のはっきりした回復がまだ確認されていないことに加え、円高の進行が企業

の収益やマインドに及ぼす影響等、今後の景気展開については、依然として不確定要因が大きい。こうした状況下、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7月23日)