

# わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成6年春）——

## 〔要 旨〕

1. 最近のわが国経済をみると、経済指標の中で底打ちないし持ち直しの動きを示すものが増加しており、景気は全体として下げ止まりの様子をみせている。春先における一部経済指標の好転は、一昨年、昨年にもみられたが、今回はより広範な経済指標が改善を示している。すなわち、生産・出荷が増加し、在庫調整も進捗したほか、最終需要についても、個人消費が緩やかに持ち直し、設備投資の先行指標のひとつである機械受注には下げ止まりの兆しが窺われる。もっとも、1～3月の生産増加には、決算期末にかけての一時的な嵩上げも影響している。このため本年前半の生産は、かなりの振れを伴う可能性が大きい。また、雇用情勢は引き続き悪化している。したがって、最近の動きがそのまま景気の回復につながるものであるかどうかについては、4～6月の生産動向など、なお留意すべき点が残されている。

物価面では、国内卸売物価が引き続き弱含みで推移しているほか、企業向けサービス価格、消費者物価も、落ち着いた動きを示している。

対外収支面では、海外景気の好転を背景とする実質輸出の増加から、実質、名目ともに、黒字がこのところ幾分拡大している。

2. 金融面をみると、長期市場金利が1月央以降上昇し、他方株価は比較的堅調に推移している。これらの金融市況の動きは、海外の長期金利の上昇や市場の需給要因も影響しているが、基本的には、市場参加者の間にみられる景気と企業収益の回復期待を反映したものとみることができ。一方、金融機関貸出、マネーサプライといった量的指標は、引き続き低い伸びにとどまっている。

3. 今後の経済を展望すると、まず海外経済については、アジア諸国が高成長を持続するほか、米国経済も着実な拡大歩調を辿ると予想される。また、これまで停滞を続けていた欧州経済も、年央頃から徐々に回復に向かうとの展望が拓けつつある。したがって、海外経済全体として、緩やかな拡大を続けるものとみられる。

4. 次に、国内経済を展望すると、個人消費については、名目所得は引き続き低い伸びにとどまるが、減税と物価の落ち着きが実質可処分所得を下支えすることから、今後緩やかな増勢

を辿る公算が大きい。また、設備投資は、円高を背景とする海外生産シフトの動きや需給ギャップの大きさなど、依然回復を阻害する要因が残っているが、ストック調整の進捗等を背景に、全体としてマイナス幅を縮小していくとみられる。さらに、公共投資が引き続き景気下支えに寄与するため、国内需要全体としても、徐々に持ち直しに向かうことが期待される。しかし、家計や企業の所得・収益環境が依然厳しいほか、消費の増加が輸入にリークする度合いが高まっていることもあって、生産活動の回復力は弱いものととまるとみられる。

5. 物価情勢をみると、上記の景気展開の下で、国内卸売物価は落ち着き基調を続け、また、企業向けサービス価格、消費者物価も、安定の度を増すとみられる。

一方、対外収支面をみると、名目経常黒字は高水準で推移するとみられるが、実質貿易黒字は、年初にかけて拡大した後、国内民間需要の持ち直しに伴う輸入の増加から、再び緩やかながらも縮小に向かう可能性が大きい。

6. 以上みてきたように、各種ストック調整の進展と、これまでの金融・財政両面からの政策効果の浸透などを背景に、景気は現状下げ止まりの様子をみせている。先行きについても、国内民間需要が緩やかながら回復に向かう環境が整いつつある。しかし一方で、企業、金融機関におけるバランスシート調整問題や、雇用調整を含むリストラの進展が企業および家計の支出行動に及ぼす影響、さらには円相場の動向等、景気回復を制約する方向に作用する要因、ないしは不確実性を伴う要因も少なくない。こうした状況下、日本銀行では、今後の金融・経済情勢の展開について、注意深く見守っていく所存である。

## 1. 最近の経済情勢 (景気は下げ止まり)

最近のわが国経済をみると、経済指標の中で底打ちないし持ち直しの動きを示すものが増加しており、景気は全体として下げ止まりの様子をみせている(図表1)。また、企業マインドの悪化にも歯止めがかかり、幾分落ち着きを取り戻している(「主要短観」業況判断D. I.、製造業93年11月 $\Delta 56 \rightarrow 94$ 年2月 $\Delta 56$ 、非製造業同 $\Delta 47 \rightarrow \Delta 46$ )。

1～3月における一部経済指標の好転は、一昨年、昨年にもみられた現象である。しかし、今回は、過去2回に比べて、改善を示している経済指標の範囲が広がっている。すなわち、92年1～3月に好転した指標は、住宅着工や在庫など一部に限られていた。93年1～3月には、生産・出荷・在庫のバランスが改善したが、最終需要に関しては、住宅着工と乗用車販売を除くと総じて低調であった。これに対して今回は、年明け後生産・出荷が増加し、

(図表1)

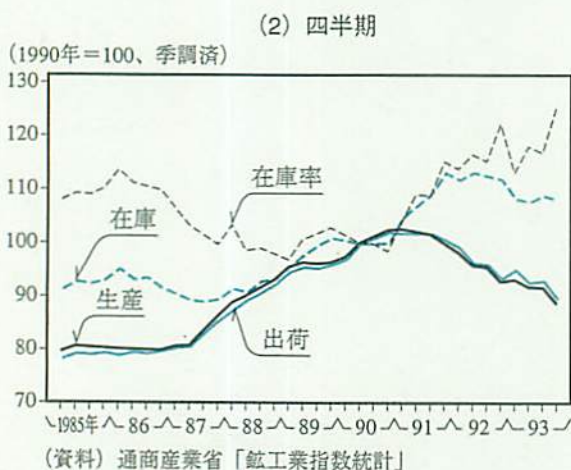
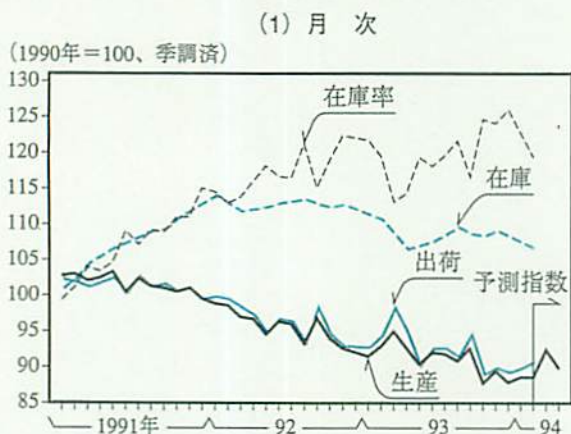
## 景 気 の 足 取 り

	1992年7~9月	10~12月	93年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	94年1~3月
鉱工業生産 <季調済前期比 %>	△ 0.4	△ 2.8	0.4	△ 1.5	0.0	△ 3.7	(1~2月) 0.5
<前年比 %>	△ 6.1	△ 7.7	△ 5.0	△ 4.3	△ 3.8	△ 4.7	△ 3.7
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) <「良い」-「悪い」ポイント>	△ 27	△ 36	△ 42	△ 44	△ 47	△ 52	△ 52
実質消費支出(全世帯) <前年比 %>	0.1	△ 0.6	△ 1.3	△ 0.5	△ 1.5	0.8	(1~2月) 1.1
全国大型小売店販売額 <前年比 %>	△ 1.8	△ 4.2	△ 5.3	△ 4.2	△ 4.4	△ 5.0	(2月) △ 2.8
家電販売 <前年比 %>	△ 3.3	△ 5.7	△ 4.0	0.7	△ 3.8	1.3	(1~2月) 3.2
乗用車新車登録台数(除く軽) <前年比 %>	△ 9.6	△12.9	△ 2.2	△10.4	△ 6.8	△ 8.7	△ 5.6
<季調済年率 万台>	359	351	368	338	336	321	345
新設住宅着工戸数 <前年比 %>	8.9	8.0	5.8	2.0	8.6	7.1	(1~2月) 12.9
<季調済年率 万戸>	142	141	145	143	155	151	159
機械受注 (民需、除く船舶・電力) <前年比 %>	△11.6	△18.8	△13.7	△16.0	△11.1	△ 8.7	(1~2月) △ 4.8
建築着工床面積 (民間、非居住用) <前年比 %>	△11.5	△15.3	△28.4	△24.2	△27.6	△19.1	(1~2月) △18.6
公共工事請負金額 <前年比 %>	17.8	17.2	29.3	12.8	△ 0.5	△ 0.8	10.3
実質輸出 <前年比 %>	5.1	2.1	5.6	3.7	0.9	△ 2.7	△ 0.6
実質輸入 <前年比 %>	△ 2.4	△ 5.4	△ 1.0	△ 2.0	2.1	1.7	6.0

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、  
総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、  
大蔵省「外国貿易概況」

在庫調整も進捗した(図表2)ことに加え、最終需要についても改善を示す指標が増加している。

(図表2) 鉱工業生産・出荷・在庫の動向



最近の最終需要の動きをみると(図表3)、住宅投資が堅調を持続しているほか、個人消費についても、一部家電(家事用家電、情報家電)において販売増加が明確化し、乗用車販売や大型小売店販売も前年比マイナス幅を縮小するなど、このところ全体として緩やかに持ち直している。一方、設備投資は、引き続き減勢を辿っているが、先行指標のひとつである機械受注には下げ止まりの兆しが窺わ

れる。この間、輸出は、アジア諸国の高成長持続に加え、米国の景気拡大もあって、このところ幾分増加している。

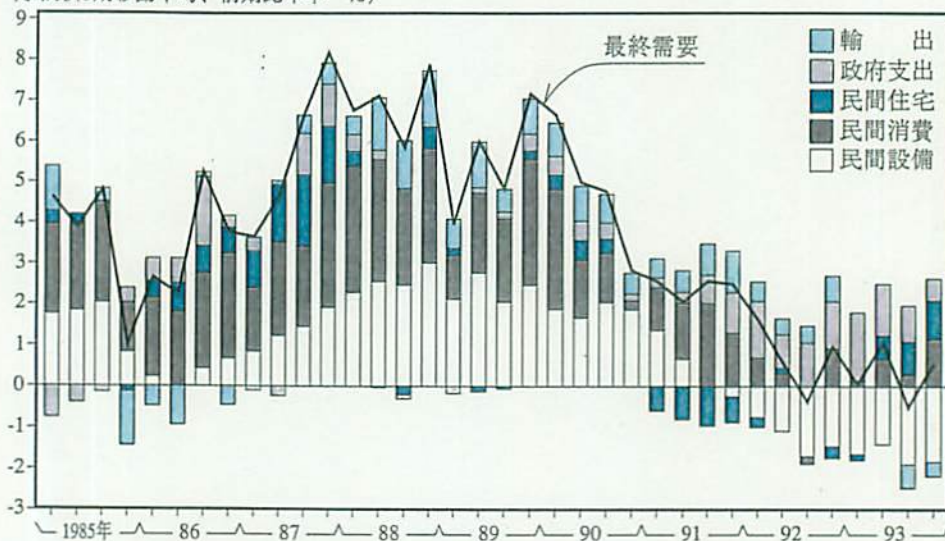
以上のように、わが国の景気に下げ止まり感が出ている背景を整理すれば、①海外経済の回復がより確かなものとなってきていることなどの外部環境の改善、②これまでの金融・財政両面からの政策効果の浸透、③耐久消費財や企業設備のストック調整の進捗、④各企業における、いわゆる「リストラ」の進展、といった点が挙げられる。これらの点で、一昨年、昨年とは様相を異にしている。

景気は下げ止まりの様子をみせているが、これが今後の回復につながる動きであるかどうかに関しては、以下の点に留意する必要がある。第1に、1～3月の生産や各種販売額の増加には、決算期末にかけての一時的な嵩上げも影響しているとみられる。4～6月にはその反動から生産・出荷が減少する可能性が小さくない。ただし、その一方で、高水準の住宅着工計画が4～6月にかなり進捗し、また2月の経済対策で追加された公共投資の執行が進むとみられるため、4～6月の生産水準はこれらの強弱両要因に影響されるとみられる。

第2に、後にみるように、引き続き様々な景気回復の制約要因が作用している。昨年、一昨年に比べればストック調整、リストラの進展がみられるが、この裏側では、雇用情勢がさらに悪化している。現に、常用雇用者数の伸びが引き続き低下しているほか、有効求人倍率、失業率等の労働需給指標もジリジリと悪化を続けている。

(図表3) 最終需要の動向

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



(注) 直近は2期移動平均。  
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

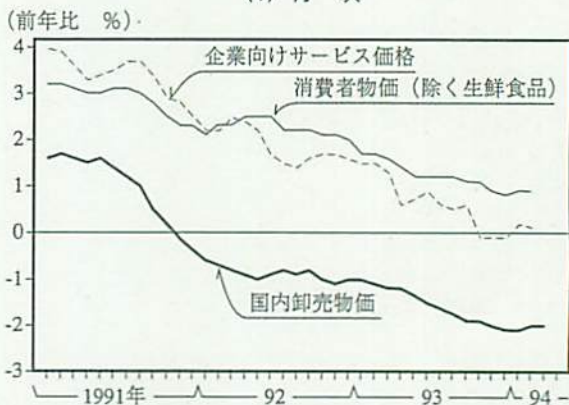
(物価は引き続き安定基調)

物価情勢をみると(図表4)、国内卸売物価は、製品需給の緩和した状態が続いていることに加え、安値輸入品の流入や原油価格低下の影響もあって、引き続き弱含みで推移している。また、企業向けサービス価格は、一般的なサービス需要の低迷を背景に、落ち着いた動きとなっている。消費者物価(生鮮食品を除く)についても、被服等が弱含みで推移しているほか、民間サービスも家賃の上昇率鈍化等から落ち着いているため、前年比上昇率が1%を下回る状態が続いている。

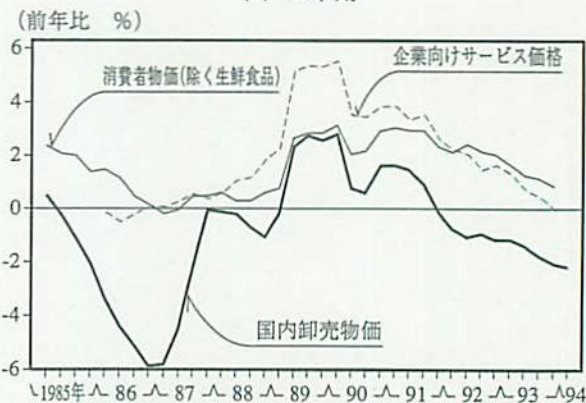
この間、地価についてみると、住宅地の地価は、マンションの販売好調等を背景に首都圏等で下落幅が縮小しているが、商業地の地価は依然下落傾向を続けている。

(図表4) 物価の動向

(1) 月次



(2) 四半期

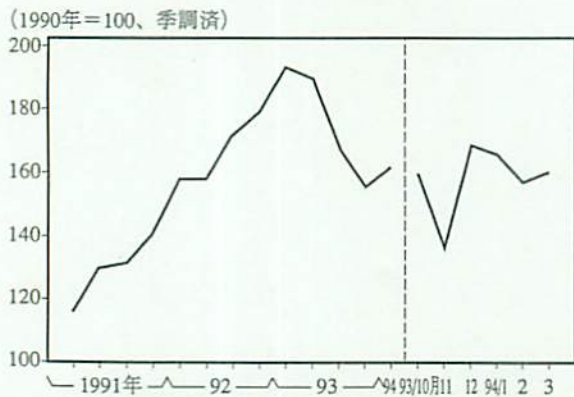


(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

(対外収支黒字は引き続き高水準)

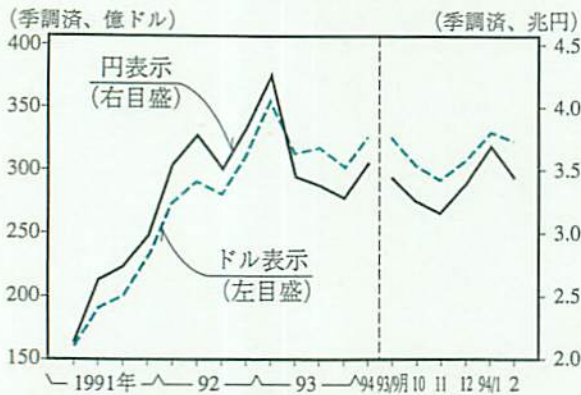
対外収支の動きをみると(図表5)、昨年夏以降縮小方向にあった実質貿易黒字は、年末以降やや拡大している。これは、前述のように実質輸出がこのところ幾分増加していることによるものである。この間、実質輸入は、個人消費の持ち直しやわが国企業による逆輸入の増加等から、消費財を中心に引き続き増勢基調を辿っている。また、名目ベースの黒字も、実質収支の動きを反映して、このところ幾分拡大している。

(図表5) 対外収支の動向  
(1) 実質貿易収支の推移



(注) 実質貿易収支は、実質輸出、実質輸入の収支尻。実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でおのおのデフレートしたもの。

(2) 名目経常収支の推移



(注) 1. 月次計数は四半期換算。  
2. 94/1Qは、1、2月平均の四半期換算。  
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

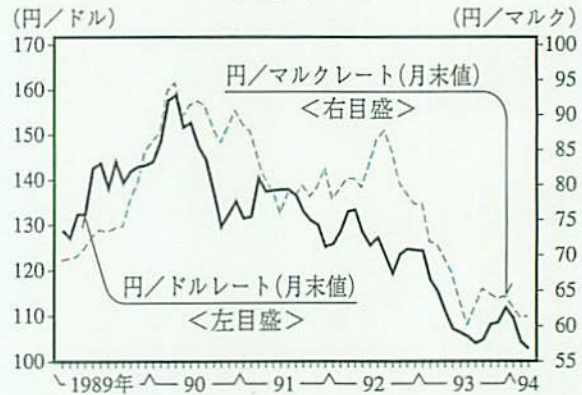
2. 最近の金融情勢

(為替・金融市況の動向)

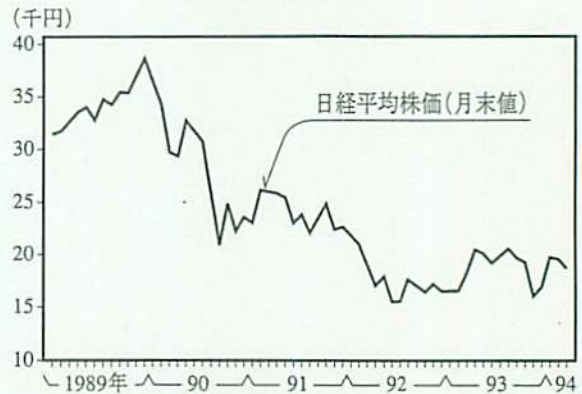
最近の金融情勢をみると(図表6、7)、外国為替市場の円/ドル相場は、年明け後2月上旬までは110円前後で推移したが、日米首脳会談後には、市場で円高方向への思惑が台頭し、一時101円台まで上昇した。その後、急速な円高に対する警戒感から、円は下落し、3月下旬まで105円前後で推移した。3月末にかけては、日米通商問題の帰趨や米国の債券・株式市況の急落を巡る市場の思惑から、円は一時102円台まで上昇し、4月入り後は幾分不安定な動きを続けている。この間、対欧州通貨で見ると、昨年末頃との比較では、小幅円高となっている。

(図表6) 為替レート、株価の動向

(1) 為替レート



(2) 株式市況



(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

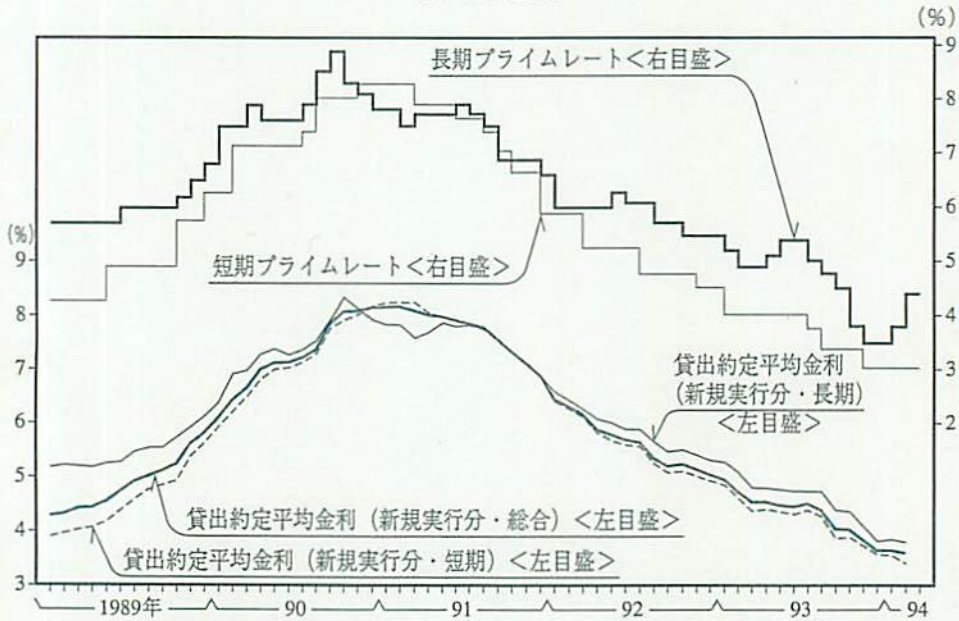
(図表7)

金利の推移

(1) 市場金利



(2) 貸出金利



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

国内金利についてみると、短期市場金利は、引き続き極めて低い水準で推移している。CD 3か月物やユーロ円3か月物の金利をみると、3月中旬にかけて期末越え資金需要の強

まりから一時的にやや強含んだが、このところ概ね2.2%台での動きとなっている。この間、翌日物コールレート(無担保)は、3月下旬に一時2.0%台まで低下し、既往最低レベ

ルを更新した。長期市場金利は、1月央以降上昇に転じ、国債指標銘柄の利回りは、3月中旬頃に一時4.3%近くまで上昇した。もっとも、3月下旬以降は、円高が進行し、株価がやや軟調に推移したこともあって、長期市場金利は幾分低下し、最近では、国債指標銘柄の利回りでも4%前後で推移している。一方、貸出金利をみると、短期プライムレートは引き続き低い水準にあるが、長期プライムレートは、長期市場金利の上昇を反映して、2月、3月と2か月連続して引き上げられた(94年1月3.5%→2月3.8%→3月4.4%)。もっとも、貸出約定平均金利(全国銀行・新規実行分)は、金融機関の金利設定が弾力化していることなどを背景に、引き続き低下し、既往ボトムを更新している。この間、預金金利も引き続き低水準で推移している。

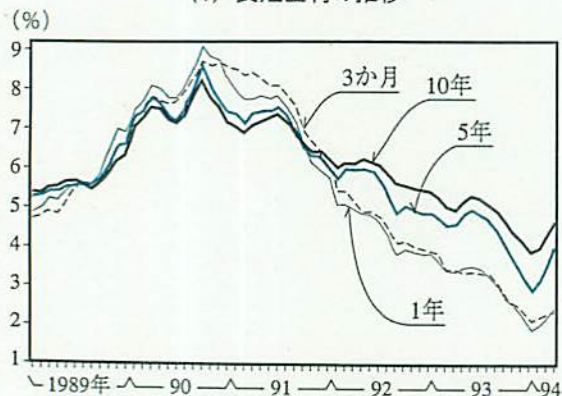
株価は、2月中旬の急速な円高進行局面で、一時19千円を下回ったが、その後円高修正の動きを背景に持ち直し、3月中旬には年初来高値(3月16日、日経平均株価20.7千円)をつけた。3月末にかけては、ニューヨーク株価の下落等から反落したが、4月入り後はやや持ち直し、日経平均株価はこのところ19~20千円程度で推移している。

上記のように、金融市況面では、長期金利が上昇する一方で、株価は比較的堅調に推移している。これらの動きには、海外の長期金利の上昇や市場の需給要因も影響しているが、最近の実体経済の流れとの関連でとらえると、基本的には、市場参加者の間にみられる景気と企業収益の回復期待を反映したものとみることができる(注1)。

(注1) 金利の期間構造をみると、このところ長短金利のスプレッドが全般的に拡大している。また、市場金利から推計される将来の金利(インプライド・フォワード・レート)をみると、本年2月中旬頃までは、1年後以降の金利が全般的に反転上昇したが、その後は1~3年後の金利の上昇幅がとりわけ大きくなっている。

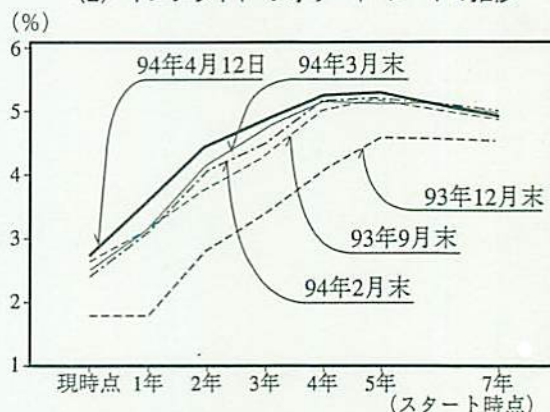
### 金利の期間構造

(1) 長短金利の推移



(注) 3か月、1年はユーロ円。5年、10年は円・円スワップレート。

(2) インプライド・フォワード・レートの推移



(注) 円・円スワップレートから計算した1年物の金利。(資料) 日本銀行「経済統計月報」等



(金融機関貸出・マネーサプライの動向)

金融機関貸出の動向をみると(図表8、後掲図表9)、都市銀行等5業態の総貸出の増加率(平均残高前年比)は、既往最低の水準で底這い状態にある。

この背景を企業の借入需要からみると、大企業では資金需要が引き続き低迷している下で、期限前返済や手元流動性の圧縮等により、有利子負債を削減する動きが続いている。一方、中堅・中小企業については、住宅関連企業の一部で売り上げ増加に伴う資金需要がみられるほか、輸出関連の下請け企業や卸・小売りの一部などで、滞貨・減産資金や赤字補填のための資金需要が幾分広がりを見せて

いる。しかし、設備資金需要には引き続き動向がみられず、全体としての資金需要は依然低迷を続けている。また、個人向け貸出についても、民間金融機関の住宅ローンは、住宅金融公庫の融資枠拡大の影響もあって、住宅着工の増加にもかかわらず、引き続き伸び悩んでいる。さらに、消費者ローンについても、減勢が続いている。この間、大企業では、金融機関借入よりも社債発行等による資本市場からの調達を優先する動きが続いている。

金融機関の融資姿勢をみると、優良中堅・中小企業等に対する金利設定の弾力化など、貸出の増加にウエイトを置いた対応が次第に広がりをみせている。しかし、金融機関では、

(図表8) 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 %)

	1993年			94年	93年	94年		
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	12月	1月	2月	3月
都 銀	1.0	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
長 信	△ 1.6	△ 0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
信 託	0.5	0.4	△ 0.7	△ 1.9	△ 1.3	△ 1.7	△ 1.9	△ 2.2
地 銀	2.8	2.0	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	2.0
地 銀 II	0.9	0.3	0.2	0.6	0.3	0.4	0.4	0.8
5 業 態 計	1.1	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
円 貸 出	2.6	2.3	1.7	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2
インパクトローン	△14.1	△13.6	△10.5	△ 7.7	△ 9.7	△ 7.9	△ 8.1	△ 7.1

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1993年			94年	93年		94年		
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	11月	12月	1月	2月	3月
外銀(平残)	△ 7.7	△14.1	△15.8	△16.4	△15.5	△15.5	△14.7	△16.1	△18.3
信金(末残)	3.0	2.5	2.9	2.2	2.5	2.9	1.5	1.4	2.2
生保(末残)	8.4	5.0	5.2	n.a.	5.0	5.2	5.5	n.a.	n.a.

(注) 1. 信金は総貸出(インパクトローンを含む)。

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9)

## 資本市場調達、個人向け貸出の動向

## (1) 資本市場における民間資金調達

(単位 億円、( ) 内は前年比 %)

	資本市場 調達計	普通社債			増資
		普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	
1991年度	144,655 ( 45.3)	79,890 ( 63.2)	19,218 ( 40.2)	42,112 ( 39.3)	3,435 (△48.3)
92年度	111,992 (△22.6)	85,976 ( 7.6)	8,041 (△58.2)	16,304 (△61.3)	1,671 (△51.4)
93年度	108,846 (△ 2.8)	58,313 (△32.2)	26,074 ( 3.2倍)	21,396 ( 31.2)	3,063 ( 83.3)
93年10~12月	25,825 (△ 7.6)	14,750 (△17.2)	4,685 ( 95.1)	6,025 (△20.4)	365 ( 2.4倍)
94年1~3月	28,050 (△17.7)	11,739 (△52.9)	7,534 ( 2.1倍)	7,386 ( 57.5)	1,391 ( 63.3)

(注) 民間金融機関の発行する劣後債以外の金融債は含まれない。

## (2) 個人向け貸出の動向

(単位 末残前年比 %)

	住宅信用			消費者信用<全銀>	
	合計	全銀	住宅公庫	( ( ) 内は新規貸出前年比 % )	
1992年度末残高 (兆円)	86.7	44.1	42.6	19.7	
92年12月末	4.8	1.8	8.1	△ 1.0	(△12.7)
93年 3	4.6	0.9	8.8	△ 3.2	(△20.7)
6	5.5	1.3	10.1	△ 5.0	(△43.3)
9	5.8	0.5	11.6	△ 6.1	(△37.3)
12	6.4	0.3	12.8	△ 6.6	(△39.0)

(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

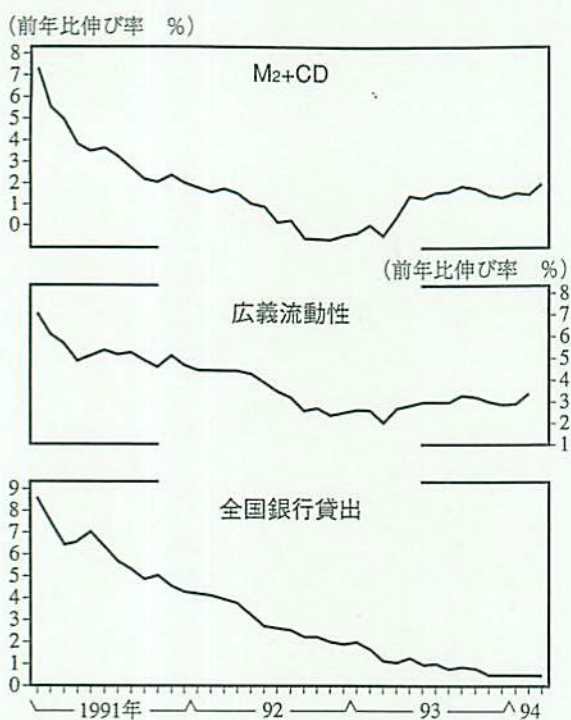
不良債権の増加や担保価値の減少を背景に信用リスクの追加的な負担には慎重にならざるを得ないという事情もあって、貸出の総量を拡大する動きは、従来の緩和期に比べれば、限定的とみられる。

一方、マネーサプライ ( $M_2 + CD$  平均残

高前年比) は (図表10)、民間金融機関の貸出が低迷を続ける中で、10~12月+1.6%の後、1~3月も+1.7%と、低い伸びにとどまった(注2)。また、より広範囲の金融資産を含む広義流動性 (平均残高前年比) についても、1~3月は+3.1%と10~12月 (+3.0%) 並

(注2)  $M_2 + CD$  が全体として伸び悩む中で、金利低下に伴って現金や要求払預金を保有する機会費用が低下していることなどから、このところ  $M_1$  の伸びは高まっている。

(図表10) マネーサプライの推移



(注) 1. 広義流動性=M<sub>2</sub>+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. 全国銀行の総貸出(インパクトローン、ユーロ円インパクトローンを含む)。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向等」

みの伸びとなった。

先行き4～6月については、金融機関の貸出が低迷を続けるとみられる下で、M<sub>2</sub>+CDの平均残高前年比も、1～3月と同様に1%台の伸びにとどまる見通しである。

このように、貸出やマネーサプライなど金融の量的指標の伸びは引き続き低い。これは、前述のように企業の投資活動の低調をはじめとして景気が停滞を続けていることや、企業財務面で有利子負債を圧縮する動きが続いていることなどと、見合っている。

### 3. 当面の経済情勢の展望

#### (1) 海外経済の動向

海外経済の動向をみると(後掲図表11)、アジア諸国が高成長を持続するほか、米国経済が着実な拡大過程を辿ることに加え、これまで停滞を続けていた欧州経済も、年央頃から徐々に回復に向かう可能性が大きいとみられる。

米国では、昨年夏場の洪水による経済活動の停滞の反動や自動車の新車投入効果等の一時的要因もあって、昨年末にかけて成長がかなり加速した(昨年10～12月の実質GDP成長率は年率+7%)。年明け後は、悪天候の影響等から個人消費、住宅投資が伸び悩んだが、基調としては順調な景気拡大が続いている。この間、金融面では、連邦準備制度がインフレ期待を事前に抑制するため、金融調節姿勢を引き締め方向に転換した。これを受けて短期金利が上昇する中で、長期金利も上昇し、株価は下落した。先行きの米国経済については、金利の上昇が経済活動に対してながしか抑制的に作用することとなろうが、設備投資は、企業収益の大幅な改善や資本財価格の下落を背景に、引き続き増勢を辿るとみられるほか、個人消費も所得の緩やかな増加に支えられて、増加基調を維持する公算が大きい。このため、米国経済は着実な拡大を続けるとみられる。

一方、物価は引き続き落ち着き基調を維持している。これは、雇用・賃金の伸びが緩やかなものにとどまる中で、生産が増加しているため、ユニット・レーバ・コストが安定

(図表11)

## 海外経済の動向

## (1) 実質GDPの推移

(単位 前年比 %)

	1991年	92年	93年	94年			
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
米 国	△0.7	2.6	3.0	0.8	1.9	2.9	7.0
内需 (寄与度)	△1.5	2.9	3.9	2.5	3.1	3.8	6.8
外需 (　　)	0.7	△0.3	△0.9	△1.7	△1.2	△0.9	0.1
E U	1.4	1.1	△0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	—	2.1	△1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<旧西ドイツ地域>	< 4.5 >	< 1.6 >	< △1.9 >	< △3.2 >	< △2.5 >	< △1.1 >	< △0.8 >
フ ラ ン ス	0.7	1.4	△0.7	△1.1	△0.8	△0.7	△0.2
英 国	△2.3	△0.5	1.9	1.4	1.7	2.1	2.4
ア ジ ア N I E s	7.6	5.4	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓 国	9.1	5.0	5.6	3.9	4.8	6.8	6.4
台 湾	7.2	6.0	5.9	6.3	6.2	5.8	5.3
中 国	8.0	13.2	13.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。  
2. 韓国、台湾は実質GDPを使用。

## (2) 物 価 の 推 移

(単位 前年比 %)

	1991年	92年	93年	94年		
				7~9月	10~12月	1~3月
米 国						
生産者物価 (最終財)	2.1	1.2	1.2	0.7	0.3	0.2
消費者物価	4.2	3.0	3.0	2.7	2.7	2.5
<同・除く食料品・エネルギー>	< 4.9 >	< 3.7 >	< 3.3 >	< 3.2 >	< 3.1 >	< 2.9 >
ド イ ツ	3.5	4.0	4.2	4.2	3.7	3.3
フ ラ ン ス	3.2	2.4	2.1	2.2	2.1	1.8
英 国	5.9	3.7	1.6	1.6	1.6	2.4
韓 国	9.3	6.2	4.8	4.4	5.5	6.5
台 湾	3.6	4.5	2.9	2.5	3.0	3.4
中 国	2.9	5.4	13.0	14.8	15.8	20.0

(注) 1. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。  
2. 中国の94年1~3月の計数は、同1、2月の平均。  
(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

していることによるものとみられる。先行きについても、多くの企業が依然雇用過剰感を持っているため、雇用の増加テンポは緩やかなものにとどまるとみられることや、輸入の増加が製品需給のタイト化を緩和するとみら

れることから、インフレ圧力が再燃する可能性は、当面比較的小さいと考えられる。

欧州諸国をみると、英国経済が個人消費を中心に緩やかな回復過程を辿っているほか、フランスでも在庫や企業設備のストック調整

が進捗し、幾分明るさが増している。一方、ドイツでは、依然景気停滞が続いている。また、各国とも雇用情勢は引き続き厳しい状態にある。先行きについては、輸出の増加や内需の持ち直しを背景に、各国ごとのバラツキを伴いつつも、年央以降徐々に回復に向かうとの展望が拓けつつある。ただし、回復テンポはかなり緩慢なものにとどまるとみられる。

アジア諸国をみると、中国では、インフレ抑制を主眼とした引き締め措置の影響から成長テンポが幾分鈍化しているが、依然高い成長を維持している。また、NIEs、ASEAN諸国でも、インフラ整備関連投資の増加や域内貿易の拡大等から、高成長が続いている。

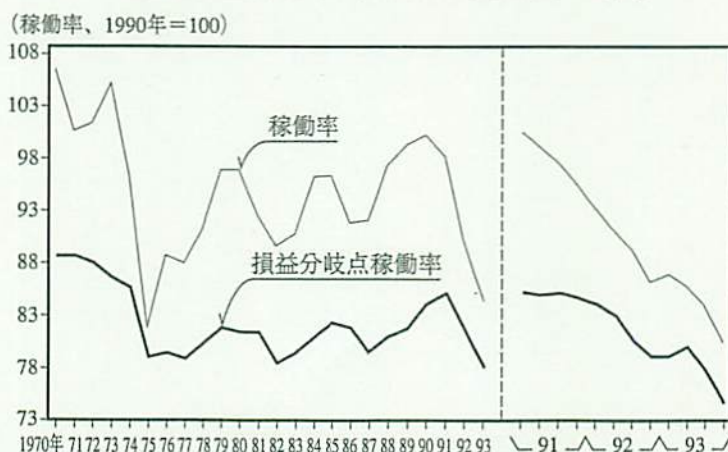
## (2) 国内経済の展望

このような海外経済の回復は、わが国の輸出の増加を通じて景気下支えに寄与するとみられる。しかし、わが国の景気回復がバランスのとれた持続性のあるものになるかどうかは、内需の回復次第である。

内需の先行きを展望するうえでは、これまでのストック調整の進捗と、ミクロの企業段階におけるリストラの進展の度合い、ならびにこれらがマクロの経済に対してどういった影響を及ぼすかを考える必要がある。そこで、まず、リストラの進展度合いについてみれば、製造業・大企業については、かなり進展したと判断される(注3)。もっとも、業種・個別

(注3) 企業のリストラの進展度合いに大まかな目安をつけるため、製造業・大企業の損益分岐点稼働率(利益がゼロとなる稼働率水準)をみると、いわゆるバブル期に大幅に上昇したが、最近では80年代前半の水準にまで低下している。これは、稼働率が高くないと利益が出にくい体質となっていたものが、ある程度改善されたことを意味する。しかし、現在の利益水準は、企業の目標レベルを依然相当下回っているとみられるため、リストラのインセンティブは引き続き残っていると考えられる。また、仮に企業の中期的な期待成長率が大きく低下しているとすると、現実の稼働率の上昇を期待し難いため、リストラが一段と進む可能性がある。

損益分岐点稼働率(大企業・製造業)の推移



(注) 損益分岐点稼働率は、稼働率指数に損益分岐点对売上高比率を乗じて算出。利益がゼロとなる稼働率を示す。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業経営分析」

企業によって進展度合いの違いが大きいという、全体としてもなお調整余地を残していると考えられる。次に、企業のリストラがマクロ経済に及ぼす影響について、概念的に整理すると、リストラの進展は当該企業の収益改善をもたらすが、リストラが中間投入や雇用の圧縮を意味する以上、一方で中間投入財・サービスを生産・販売する企業にとっては需要の減少となり、また家計部門にとっては雇員所得を押し下げる方向に働くと考えられる。したがって、企業のリストラがマクロ経済に及ぼす影響をとらえるには、リストラを実施した企業の支出拡大効果と、リストラの影響を受ける企業や家計の支出削減効果の両面をみる必要がある(注4)。また、リストラに奏功した企業の設備ストックの調整が進捗していれば、比較的スムーズに投資が拡大する可能性が高い。

以下では、上記の点を念頭に置きつつ、個人消費、設備投資を中心に最終需要についてやや詳しく検討していく。

まず個人消費について、所得環境をみると、雇用者数の増勢が鈍化し、賃金面でもボーナスやベアの伸びが低下する中で、名目所得は極めて低い伸びにとどまっている。しかし、前述のように家電等の耐久財消費がこのところ緩やかに持ち直している。この背景としては、①耐久消費財のストック調整の進捗(図表12の(1))に加え、②住宅投資増加の波及効果や、③価格低下の効果(特に技術進歩を背景とする情報家電の値下げ)、が好影響を及ぼしていると考えられる(注5)。

これを、企業のリストラとの関係という観点からとらえ直してみると、企業のリストラに伴い家計所得に低下圧力が働いている。しかし一方では、企業の製品価格の急速な低下を通じて企業部門から家計部門への実質的な所得移転も発生し、家計所得の低下に伴うマイナス効果を相殺する力が働いているとみることが可能である。

個人消費の先行きについては、名目所得は引き続き低い伸びにとどまるが、所得税減税

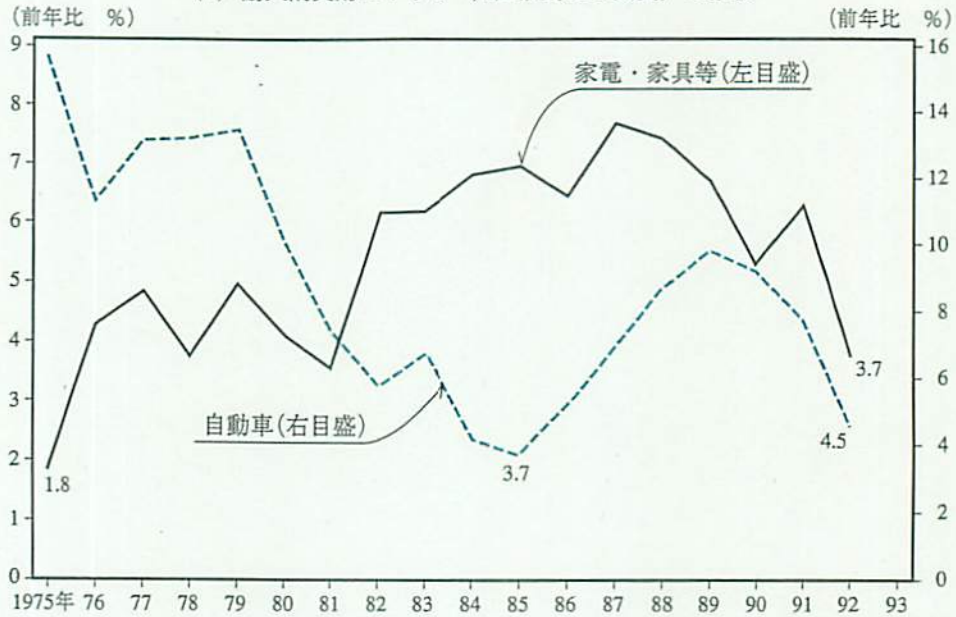
---

(注4) 企業間におけるリストラの影響を図式的に整理すると、最終需要に近い企業群(加工業種など)から最終需要に遠い企業群(素材業種や企業向けサービス部門、加工下請け企業など)へ、資材購入の削減等を通じるマイナスの影響が及んでいる可能性が高い。この場合、マクロ経済への影響を考えるうえで、リストラを実施する企業とその影響を受ける側との限界支出性向の違いが重要な意味を持つと考えられる。また、企業・家計部門間については、①雇用調整等による家計所得の押し下げという家計部門へのマイナスの影響のほか、②雇用調整の広範化を背景とする家計の支出性向自体の低下という可能性と、③価格の急速な低下を通じる企業部門から家計部門への所得移転、という3つのルートを考える必要がある。

(注5) 最近の家計支出の内訳をみると、耐久財消費のほか、半耐久財消費やサービス支出も持ち直している。この背景について、明快な説明は容易ではない。しかし、①低価格の財・サービスの供給がかなり広がってきたため、先行きの価格低下期待を背景とする買い控えが薄らいできたこと、②景気停滞が長期化する中で家計の将来所得に対する期待が下振れし、家計ではこれに対応するため貯蓄を増加させてきたが、その調整がかなり進んだこと、といった要因が影響している可能性がある。

(図表12) ストック調整の進捗状況

(1) 耐久消費財ストック(1世帯当たり実質)の推移



(2) 資本ストック成長率の推移



(注) 93年12月末の計数は法人季報をもとに推計。

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

と物価上昇率の低下が実質可処分所得を下支えするとみられる。また、家計部門の消費性向については、前述のような耐久消費財のストック調整の進捗に加え、バランスシート調整問題も企業部門に比べて軽微であるとみられるため、下げ止まりから上昇する可能性を持っている(注6)。これらを踏まえると、個人消費は今後緩やかな増勢を辿り、景気を下

支えする公算が大きい。

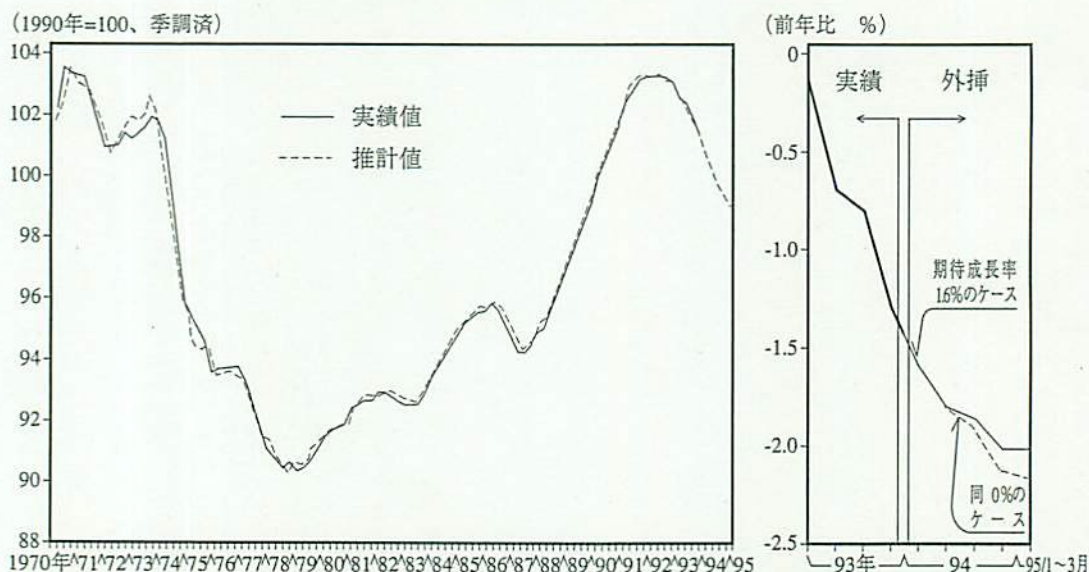
次に、設備投資についてみると、企業設備のストック調整は、資本ストックの伸びの低下でみる限り、製造業、非製造業ともかなり進捗している(前掲図表12の(2))。特に、製造業の加工業種においては、ストック調整の進捗度合いが大きく、また、過去の設備投資額と減価償却費との関係からみても

(注6) 大規模な雇用調整が生じることによって家計部門の消費性向自体が低下する可能性については、多くの企業が引き続きドラスティックな雇用調整は回避するとのスタンスを維持しているとみられるため、これが現実のものとなる懸念はいまのところは小さいと考えられる。

この点に関連して、仮に企業の期待成長率が低下しているとした場合の雇用調整の深度を、期待成長率を加味した雇用関数によるアプローチで推計してみた(次ページBOX参照)。この試算によると、企業の期待成長率が2%程度まで低下したとしても、最終需要が一段と減少しない限り、製造業の雇用者数の減少幅は現状の前年比△1%台半ばから△2%程度に拡大して下げ止まるとの結果(仮に企業の期待成長率が0%にまで落ち込むと、雇用者数の減少テンポは拡大を続ける)。

### 製造業の雇用者数の推計

—— 期待成長率を加味した生産関数によるアプローチ ——



(注) 外挿部分については期待成長率が1.6% (94年1月時点経済企画庁調査による製造業の期待業界成長率)のケースを想定。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「卸売物価指数」



期待成長率と製造業の雇用の関係について

ここでは期待成長率を織り込んだ部分調整型雇用関数を用いて、企業の期待成長率の変動が製造業の雇用量に与えるインパクトを試算している。

- ① 生産関数としてコブ=ダグラス型を想定し、利潤を最大化する雇用量を最適雇用量 ( $L^*$ ) とする。

$$\text{生産関数: } Y = \alpha (K * k)^a (L * h)^b$$

$$\text{企業利潤: } \Pi = P Y - w L h - r K$$

$$\text{利潤最大化条件: } \partial \Pi / \partial (L h) = P \cdot b Y / L h - w = 0$$

$$\therefore L^* = b Y / (w h / P) = b Y / (W / P) \dots\dots\dots \textcircled{a}$$

$\left\{ \begin{array}{l} Y: \text{ 鉱工業生産、} K: \text{ 資本ストック、} k: \text{ 稼働率、} L: \text{ 製造業常用雇用者数、} \\ h: \text{ 労働時間、} w: \text{ 時間当たり名目賃金、} W: \text{ 名目賃金 (=} w h \text{)、} r: \text{ 資本} \\ \text{価格、} P: \text{ } W P I \text{ (国内物価と輸出物価を合成したもの)} \end{array} \right\}$

- ② 雇用量は瞬時に調整されず、時間をかけて部分的に調整されるモデルを想定 ( $L_t^*$  は短期の最適雇用量)。さらに長期の最適雇用量 ( $L_t^{**}$ ) は、期待成長率 ( $E_t$ ) にも影響を受ける形で決定されると想定。

$$L_t^{**} = L_t^* (1 + E_t)^y \dots\dots\dots \textcircled{b}$$

$$L_t / L_{t-1} = (L_t^{**} / L_{t-1})^x \quad (1 \geq x) \dots\dots\dots \textcircled{c}$$

※期待成長率は81年以降はEPA調査を利用し、それ以前はIIP実績値で代用。

- ③ ②を①に代入すれば、

$$L_t^{**} = |b Y_t / (W_t / P_t)| (1 + E_t)^y \dots\dots\dots \textcircled{d}$$

ここで③の両辺に対数をとって②式を代入して解けば、

$$\ln L_t = x \ln L_t^{**} + (1 - x) \ln L_{t-1}$$

$$= x \ln b + x \ln Y_t - x \ln (W_t / P_t) + (1 - x) \ln L_{t-1} + x y \ln (1 + E_t)$$

となり、この式を回帰して各パラメーターを推計している。

- ④ 推計結果は次のとおり。

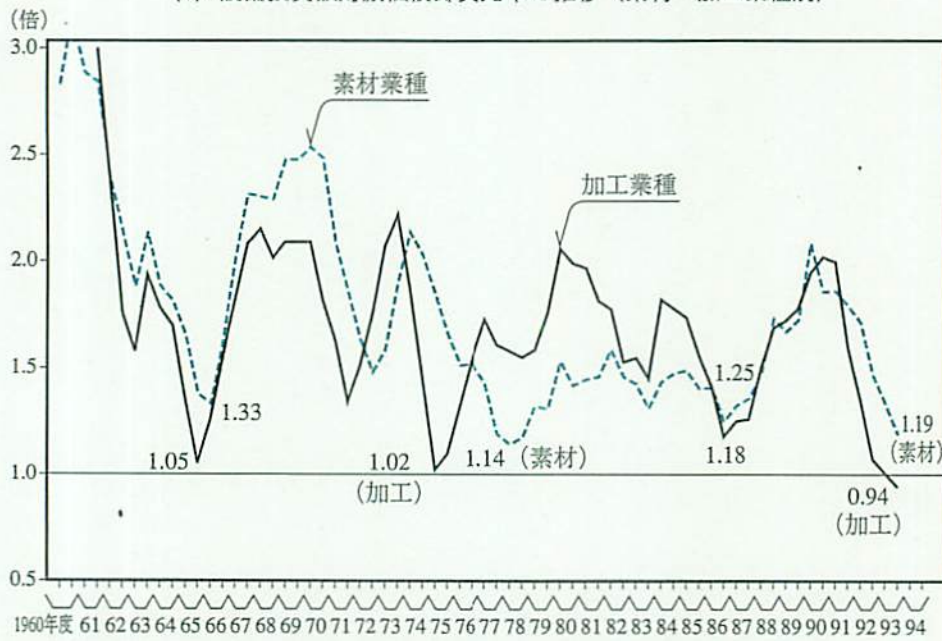
計測期間	Y (鉱工業生産)	W/P	L <sub>t-1</sub> (前期雇用者数)	1 + E <sub>t</sub> (期待成長率)	R <sup>2</sup>	D.W.	S.E.
70/1Q~93/4Q	0.0490 (10.9)	-0.0338 (-9.1)	0.9747 (134.4)	0.0388 (6.5)	0.996	1.40	0.003

(注) ( ) 内はt値。

(図表13の(1))、加工業種が設備投資をさらに圧縮するインセンティブは乏しいと考えられる。しかし、半導体・液晶関連など一部

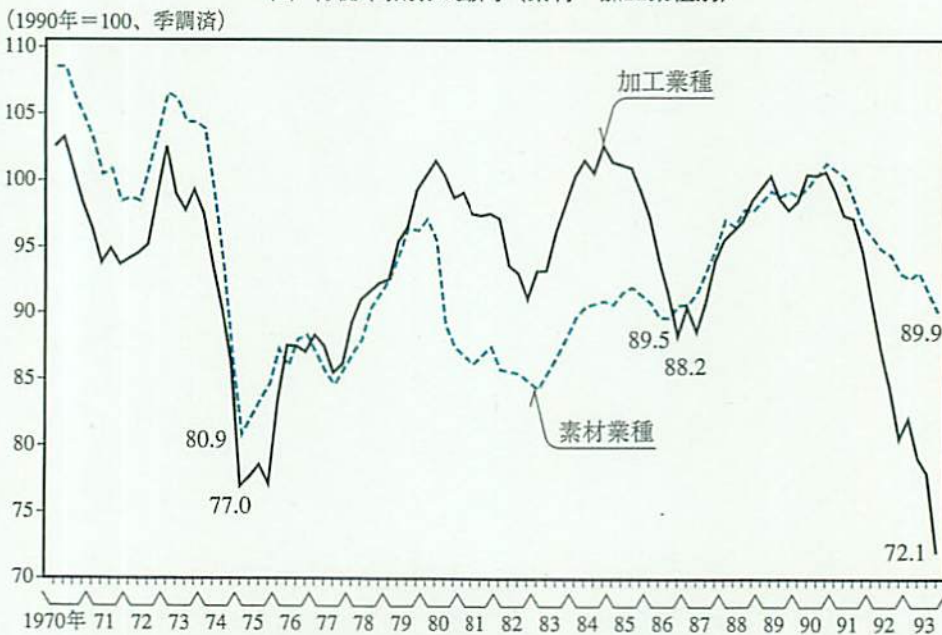
を除き、設備投資の回復の動きはみられていない。この背景としては、①需給ギャップが依然大きいこと(図表13の(2))、②収益水

(図表13) 設備投資と減価償却、稼働率  
(1) 設備投資額対減価償却費比率の推移(素材・加工業種別)



(注) 法人季報ベース。なお、93年下期の計数は93年10~12月の計数。

(2) 稼働率指数の動向(素材・加工業種別)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」

準が低いこと、③これまでの円高によって海外生産が有利化していること、が考えられる。もっとも、これらのうち①と②の要因については、前述のような個人消費の持ち直しやリストラの進展によって、緩やかなテンポであるにせよ改善が期待される。

一方、素材業種については、ストック調整は進捗をみてはいるが、ストックの伸び率や過去の設備投資額と減価償却費との関係からみても、依然調整余地が残っていると考えられる。さらに、加工業種のリストラ（例えば、購入価格の引き下げ、部品・資材の海外調達比率の引き上げ、部品点数の削減等）の影響を受ける分野も少なくないことも考慮すると、素材業種の設備投資は当面は減勢を辿る可能性が大きい。

また、非製造業についてみると、商業用不動産では、オフィスビルの竣工が高水準で続いているほか、空室率でみた需給ギャップも拡大傾向にあるため、調整には依然かなりの時間を要するとみられる。一方、商業用不動産を除いてみると、ストックの伸びはかなり低下しているが、設備投資は引き続き低迷している。この背景としては、①企業のリストラによって法人需要が減少していることが影響しているほか、②中小企業を中心に、バランスシート調整問題がなお尾を引いていることによるものとみられる（注7）。これらの要因は、当面持続すると考えられるため、非製造業の設備投資の回復にはなおしばらくの時間を要する可能性が大きい。

つまり、製造業の加工業種については、投資が回復に向かう素地が整いつつあるが、他の企業部門の設備投資については、依然回復を阻害する要因が残っているとみられる。特に、リストラの影響については、プラスの効果とマイナスの効果が交錯する中で、時間的にはマイナスの効果が先行する可能性もあり、企業部門全体の設備投資が回復するまでには、ギクシャクした過程を辿ることも考えられる。もっとも、全体としてみると資本ストックの調整は、これまでにかなり進捗しており、これが今後の調整圧力を緩和する方向に働くため、設備投資が全体としてマイナス幅を縮小させていく可能性は大きいとみられる。

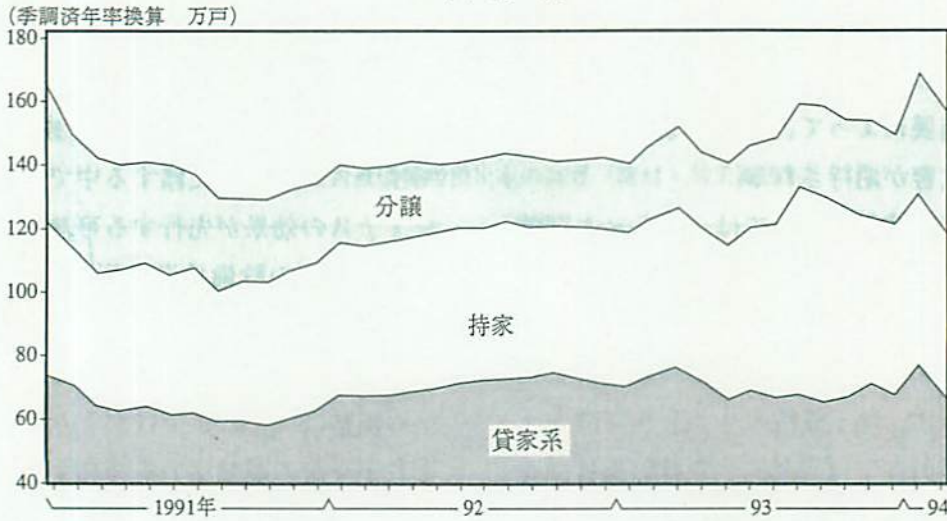
住宅投資についてみると（後掲図表14）、低金利やマンション販売の好調持続を背景に、持家、分譲住宅が増勢を続けている。また、住宅公庫金利の引き上げ前の駆け込みもあって、4～6月にかけての住宅着工は、持家を中心にさらに増加する可能性が大きい。もっとも、その先については、すでに現在の着工レベルがかかなり高水準となっているほか、駆け込みの反動も予想されるため、伸び率は低下していくとみられる。

また、公共投資については、2月の経済対策による追加分の工事の大宗が94年度入り後に本格化するとみられることから、当面の間は景気下支え効果を発揮すると期待される。ただ、その後に関しては、94年度予算がいまだ成立していないだけに、不透明な要素が残されている。

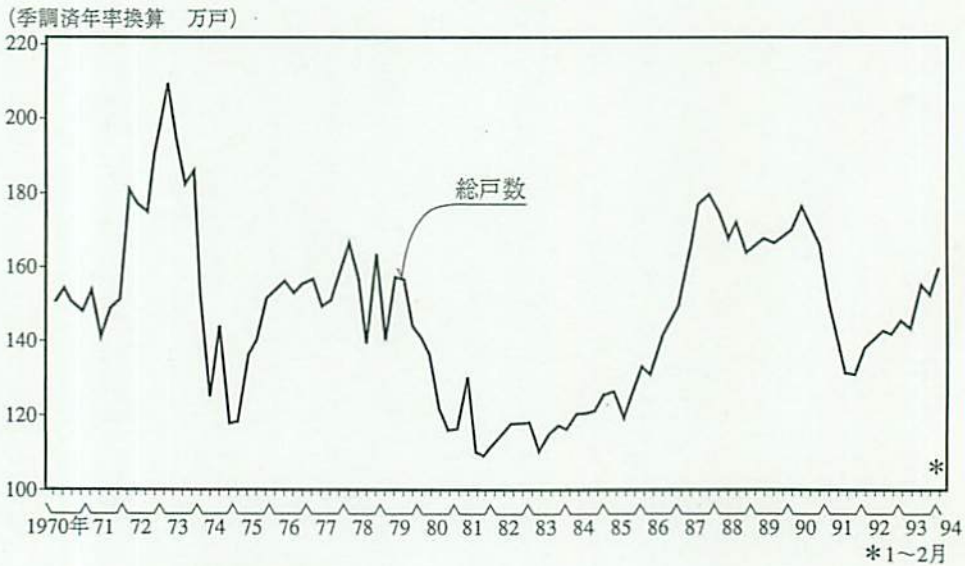
（注7）企業部門の実質自己資本比率は、製造業・大企業では悪化が止まってきた姿が窺われるが、中小企業、特に非製造業・中小企業では全体として引き続き悪化している。

(図表14) 住宅着工の動向

(1) 月次



(2) 四半期



(資料) 建設省「建設統計月報」

この間、輸出については、最近の増加には、わが国輸出企業の年度末要因、昨年後半の米国景気の急拡大など一時的な要因も含まれているとみられる。今後も、ある程度の振れを伴うであろうが、ならしてみると、米国を中心に海外景気の好転が見込まれるほか、これまでの円高の影響も徐々に減衰するとみられ

るため、下期にかけて緩やかに増加する可能性が大きい。もっとも、電機等での海外生産シフトがさらに進むことを考慮すると、その伸びは小幅なものにとどまるとみられる。一方、輸入は、個人消費の持ち直しや逆輸入の拡大等から増勢を辿るとみられるため、ネット外需は小幅ながらマイナス基調で推移するも

のと考えられる。

以上を総合して先行きの経済を展望すると、これまでの金融・財政両面からの政策効果が景気を下支える中で、個人消費が緩やかに持ち直しに向かい、設備投資のマイナス幅も縮小することから、国内民間需要全体としても、徐々に持ち直しに向かうことが期待される。しかし、家計所得の伸びや企業の収益水準が依然かなり低いものにとどまるほか、消費の増加が輸入にリークする度合いが高まっていることもあって、生産活動の回復力は弱いものにとどまる可能性が大きい。

### (3) 物価情勢

上記の景気展開の下で、物価は引き続き安定基調で推移するとみられる。国内卸売物価については、これまでの円高の影響が減衰していくことから、今後下落テンポが鈍化していくとみられる。もっとも、製品需給の緩和した地合いに大きな変化はないとみられるため、落ち着いた基調を続ける公算が大きい。また、企業向けサービス価格も、企業のリストラ等を反映したサービス需要の低迷を背景に、横這い圏内で推移するとみられる。

消費者物価については、商品の価格が卸売物価の動きと軌を一にして落ち着いた基調で推移するほか、民間サービス料金も賃金の伸び低下を背景に上昇率を鈍化させるとみられるため、安定の度を増すとみられる。

### (4) 対外収支

対外収支の先行きを展望すると、名目の経常収支の黒字は、これまでの海外資産の蓄積を背景とする投資収益の受け取り増加もあって、高水準で推移する公算が大きい。もっとも、94年初にかけて拡大した実質貿易収支は、国内民間需要の持ち直しに伴う輸入の増加から、再び緩やかながらも縮小方向に向かう可能性が大きい。

### (5) 結 び

以上みてきたように、各種ストック調整の進展と、これまでの金融・財政両面からの政策効果の浸透などを背景に、景気は現状下げ止まりの様子をみせている。これが、そのまま回復につながる動きであるかどうかについては、即断はできないが、国内民間需要が緩やかながら回復に向かう環境が整いつつある。しかし一方で、企業、金融機関におけるバランスシート調整問題や、雇用調整を含むリストラの進展が企業および家計の支出行動に及ぼす影響、さらには円相場の動向等、景気回復を制約する方向に作用する要因、ないしは不確実性を伴う要因も少なくない。こうした状況下、日本銀行では、今後の金融・経済情勢の展開について、注意深く見守っていく所存である。

(平成6年4月22日)