

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成6年夏）——

[要 旨]

1. 最近のわが国経済をみると、景気はようやく回復に向かいつつある。最終需要面をみると、設備投資は依然減勢傾向を辿っているが、住宅投資、公共投資が堅調を維持し、個人消費が緩やかに持ち直しつつあるほか、輸出も海外景気の拡大を背景に幾分増加している。最終需要の持ち直しを背景に、生産・出荷は、1～3月に増加に転じたあと、4～6月も引き続き増加し、在庫調整も一部の素材業種を除きほぼ一巡している。この間、企業マインドはリストラの進展に伴う企業収益の改善期待もあって好転している。

物価面では、国内卸売物価が弱含み基調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、実質輸出が海外景気の拡大を背景に幾分増加している一方、実質輸入が個人消費の持ち直しや逆輸入の増加等から増勢基調を辿っているため、名目貿易収支、経常収支ともに、このところ黒字幅は高水準で横這う推移となっている。

2. 金融面では、為替相場が円高化している下で、長期市場金利は5月末以降上昇し、株価も比較的しっかりとした展開となっている。こうした金融市況の動きは、基本的には市場参加者の間にみられる景気および企業業績の回復期待を反映したものと考えられる。一方、金融機関貸出、マネーサプライ等の金融の量に関する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、米国経済が着実な拡大を維持し、アジア諸国も高成長を続けると見込まれる。また、欧州経済も、緩やかながら回復に向かう見通しにある。このため、海外経済全体として、引き続き拡大するものとみられる。

4. わが国経済については、海外経済の拡大の一方、為替相場円高の下で海外生産シフトや製品輸入の拡大が見込まれることから、ネットの外需（輸出－輸入）は僅かながらも減少するとみられる。一方、公共投資は94年度を通じて景気下支えに寄与することが期待される。また、個人消費については、名目家計所得は極めて低い伸びにとどまるが、減税や物価の落ち着きから実質可処分所得が伸びを高めるため、緩やかに増勢を辿るとみられる。また、設備

投資は、当面減勢を続けるが、ストック調整の一段の進捗や最終需要の持ち直しに伴う稼働率上昇、収益改善等を背景に、今年度下期には下げ止まりに向かうと想定される。これらの需要見通しの下、景気は回復傾向を辿るとみられる。しかし、94年度中は設備投資が景気を牽引する力に乏しく、景気回復テンポは緩やかなものにとどまる公算が大きい。

5. 物価情勢をみると、総じて安定圏内で推移するが、国内卸売物価は製品の需給緩和が後退するにつれ、今後前年比マイナス幅が縮小していく可能性が高い。消費者物価については、なお幾分伸び率を低下させるとみられる。

一方、対外収支面をみると、実質貿易黒字が縮小傾向を辿ること等から、名目貿易収支、経常収支ともに、黒字幅は93年度に比べ幾分縮小するとみられる。

6. 以上みてきたように、わが国では、景気は回復に向かいつつある。しかし、海外生産シフトや輸入代替の高まりなどに伴う調整圧力やバランスシート調整問題が存在するなど、景気回復の基盤は引き続き脆弱な状況にある。また、その下で進行している最近の円高が、今後企業の収益やマインドにどのような影響を及ぼすかを含め、先行きの景気展開を考えるうえで、不透明な要因も少なくない。こうした状況の下で、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

(景気は回復に向かいつつある)

最近のわが国経済をみると、景気はようやく回復に向かいつつある(図表1)。最終需要の動向をみると(後掲図表2)、まず、公共投資は94年度本予算の成立の遅れにもかかわらず、93年度からのずれ込みや暫定予算に基づく継続工事の実行から工事量の落ち込みは回避されている。加えて、住宅投資も金融政策の効果の浸透等を背景に堅調を持続している。個人消費についても、白物家電、情報家電等の売れ行きが好調なほか、乗用車販売(除く軽)もここへきて前年比マイナス幅を

一段と縮小するなど、全体としては緩やかに持ち直しつつある。この間、輸出は米国の景気拡大やアジア諸国の高成長持続等を背景に、幾分増加している。もっとも、設備投資は、依然減勢傾向を辿っており、機械受注等の先行指標にも回復はみられない。

最終需要の全体としての持ち直しを背景に、生産・出荷は(後掲図表3)、1~3月に増加に転じたあと、4~6月も引き続き増加した模様である。こうした中で、繊維、化学等一部の素材業種を除き、在庫調整はほぼ一巡しており、目先7~9月の生産についても、緩やかな増加が見込まれている。こうした

(図表1)

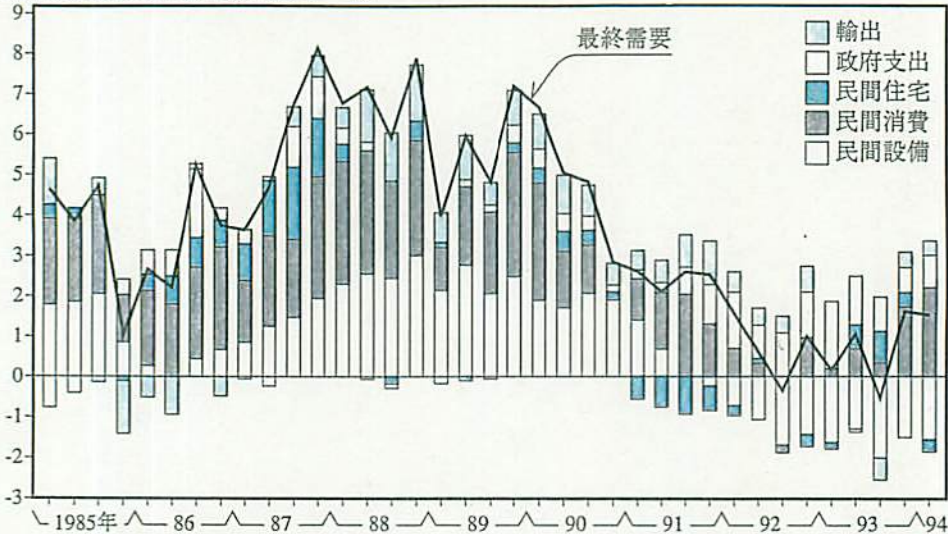
景 気 の 足 取 り

| | 1992年10~12月 | 93年1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 94年1~3月 | 4~6月 |
|--|-------------|---------|--------|--------|--------|---------|------------------|
| 鉱工業生産 ＜季調済前期比 %＞ | △ 2.8 | 0.3 | △ 1.2 | △ 1.0 | △ 2.4 | 1.5 | (4~5月) 0.3 |
| ＜前年比 %＞ | △ 7.7 | △ 5.0 | △ 4.2 | △ 3.9 | △ 4.9 | △ 3.1 | △ 2.0 |
| 業況判断 D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」 %ポイント＞ | △ 36 | △ 42 | △ 44 | △ 47 | △ 52 | △ 52 | △ 46 |
| 実質消費支出(全世帯) ＜前年比 %＞ | △ 0.6 | △ 1.3 | △ 0.5 | △ 1.5 | 0.8 | △ 0.8 | (4月) △ 0.8 |
| 全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞ | △ 4.2 | △ 5.3 | △ 4.2 | △ 4.4 | △ 5.0 | △ 2.7 | (5月) △ 4.0 |
| 家電販売 ＜前年比 %＞ | △ 5.7 | △ 6.1 | △ 0.8 | △ 5.7 | △ 1.0 | 3.1 | (4~5月) △ 1.0 |
| 乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比 %＞ | △ 12.9 | △ 2.2 | △ 10.4 | △ 6.8 | △ 8.7 | △ 5.6 | △ 3.0 |
| ＜季調済年率 万台＞ | 351 | 368 | 338 | 336 | 321 | 345 | 328 |
| 新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞ | 8.0 | 5.8 | 2.0 | 8.6 | 7.1 | 7.7 | (4~5月) 12.5 |
| ＜季調済年率 万戸＞ | 141 | 145 | 143 | 155 | 151 | 157 | 159 |
| 機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞ | △ 18.8 | △ 13.7 | △ 16.0 | △ 11.1 | △ 8.7 | △ 2.4 | (4~5月) △ 1.4 |
| 建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比 %＞ | △ 15.3 | △ 28.4 | △ 24.2 | △ 27.6 | △ 19.1 | △ 14.8 | (4~5月) △ 13.3 |
| 公共工事請負金額 ＜前年比 %＞ | 17.2 | 29.3 | 12.8 | △ 0.5 | △ 0.8 | 10.3 | △ 6.1 |
| 有効求人倍率 ＜季調済倍＞ | 0.95 | 0.89 | 0.80 | 0.71 | 0.66 | 0.66 | (4~5月) 0.65 |
| 実質輸出 ＜前年比 %＞ | 1.8 | 5.2 | 3.6 | 1.0 | △ 2.3 | △ 0.1 | 3.1 |
| 実質輸入 ＜前年比 %＞ | △ 5.4 | △ 1.0 | △ 2.0 | 2.1 | 1.7 | 5.8 | 9.4 |

(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」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

(図表2) 最終需要の動向

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)

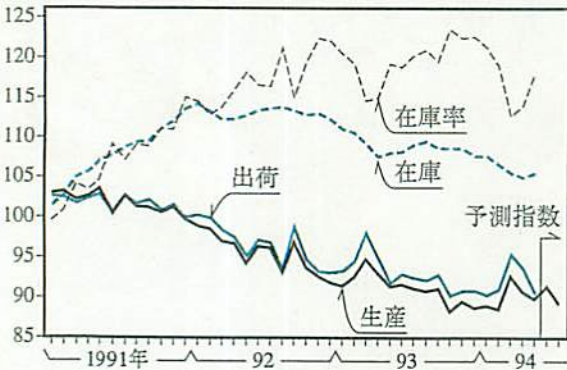


(注) 直近は2期移動平均。
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(図表3) 鉱工業生産・出荷・在庫の動向

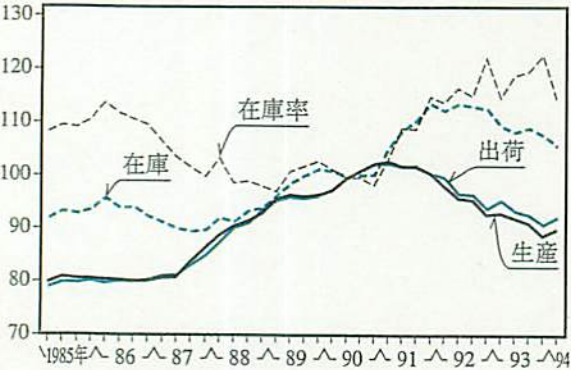
(1) 月次

(1990年=100、季調済)



(2) 四半期

(1990年=100、季調済)



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

状況の下で、企業の景況感は、リストラの進展に伴う企業収益の改善期待もあって、好転している（「主要短観」業況判断D.I.、製造業2月△56→5月△50、非製造業同△46→△42）。この間、雇用関連指標の動きをみても、遅行指標と考えられている常用雇用者数の伸びは、新卒採用の抑制もあって、引き続き鈍化傾向を辿っているが、有効求人倍率は下げ止まり、このところ概ね横這い圏内で推移している。

このように景気はようやく回復に向かってはいるが、回復の基盤はなお脆弱である。第1に、ストック調整がかなり進展したとは言え、企業設備、雇用などに調整圧力が依然残存していることである。第2に、アジア諸国の経済力の高まりなど、世界経済環境の大きな変化の下での産業構造、経済構造の調整圧力にさらされ、このことが短期的にはデフレ・イ

ンパクトを伴うことである。第3に、資産価格下落に基づくバランスシート調整の影響も尾を引いている。こうした中で、6月には円の対ドル為替相場が再び円高化した。最近の円高進行が实体经济面へ及ぼす影響については、目下のところなお見極める材料に乏しいが、昨年の円高局面と比較すれば、以下のような違いがある。すなわち、①対米ドルでみた円高率が昨年を下回っている。さらに、今回は対米ドルでは円高化しているが、昨年とは異なり、欧州通貨に対しては概ね安定的に推移しており、実効レートは対米ドルでみるほどは円高化していない。②海外景気の拡大が明確となっているため、輸出の円高調整値上げが輸出数量を押し下げる程度は昨年に比べれば小さいとみられる。③企業の輸出採算レートも、この間のリストラ努力により幾分円高の方向に切り上がっている。もっとも、景気回復の基盤がなお脆弱であるだけに、これまで多くの企業が考えてきたリストラ努力による対応の限界を超える円高によって、回復が損なわれる懸念もあり、為替相場の動向、企業の対応等今後の展開には十分注意を払っていく必要がある。

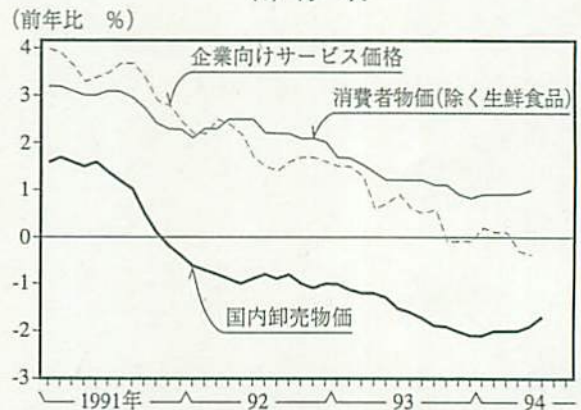
(物価は安定基調)

物価情勢をみると(図表4)、国内卸売物価は、需要回復が緩やかであることに加え、安値輸入品の流入増の影響もあって、弱含み基調で推移している。また、企業向けサービス価格は、サービス需要の低迷に加え、オフィスビル需給の悪化に伴う不動産賃貸料の低下

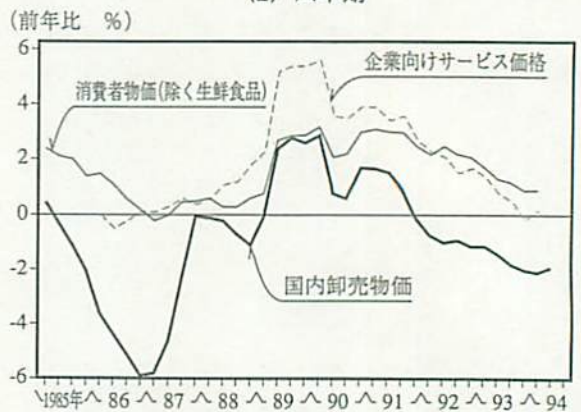
もあって、落ち着いた動きとなっている。消費者物価(除く生鮮食品)についても、商品、民間サービスともに安定的に推移しており、このところ前年比上昇率は1%前後で落ち着いている。

この間、地価については、住宅地の地価はマンションの販売好調を背景に下落幅が縮小しているが、商業地の地価は商業用不動産の供給過剰を反映して引き続き下落基調を辿っている。

(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」

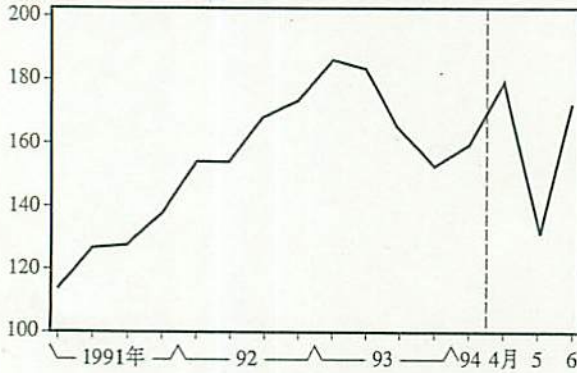
(対外収支黒字は高水準横這い)

対外収支の動きをみると(図表5)、実質貿易黒字は、昨年夏以降減勢傾向にあったが、94年初にはその傾向が止まった。最近では、実質貿易黒字に大きな変化はみられない。これは実質輸出が海外景気の拡大に支えられて幾分増加する一方、実質輸入が、個人消費の持ち直しや逆輸入の増加等から、引き続き増勢基調を辿っていることを反映している。この間、ドルベースの貿易収支黒字についても、実質貿易収支の動きを反映する形で、横這い

(図表5) 対外収支の動向

(1) 実質貿易収支の推移

(1990年=100、季調済)

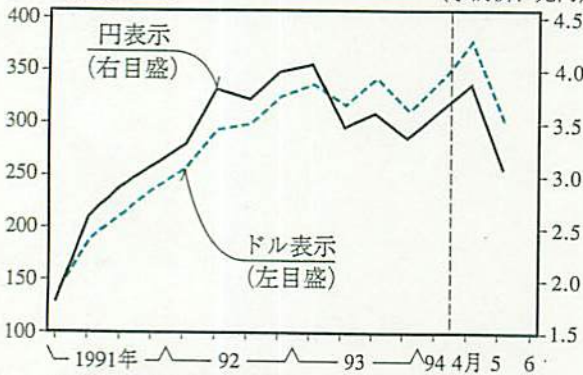


(注) 1. 実質貿易収支=実質輸出-実質輸入
2. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でおのおのデフレートしたもの。

(2) 名目経常収支の推移

(季調済、億ドル)

(季調済、兆円)



(注) 月次計数は四半期換算。
(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」

圏内で推移している。また、ドルベースの経常収支黒字をみても、最近貿易外収支に大きな変化がみられない中で、ならしてみると横這い圏内の動きとなっている。

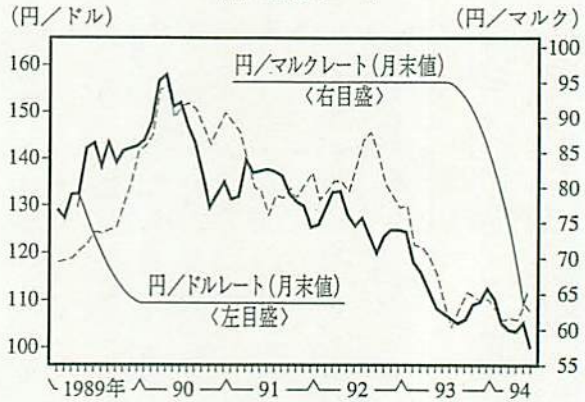
2. 最近の金融情勢

(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、米国資本市場の不安定化等を背景に、5月初にかけて円高・ドル安の動きが強まったが、主要国の協調行動等を眺め、円は幾分下落し、6月上旬まで104~105円前後で推移した。その後、米

(図表6) 為替レート、株価の動向

(1) 為替レート



(2) 株式市況

(千円)



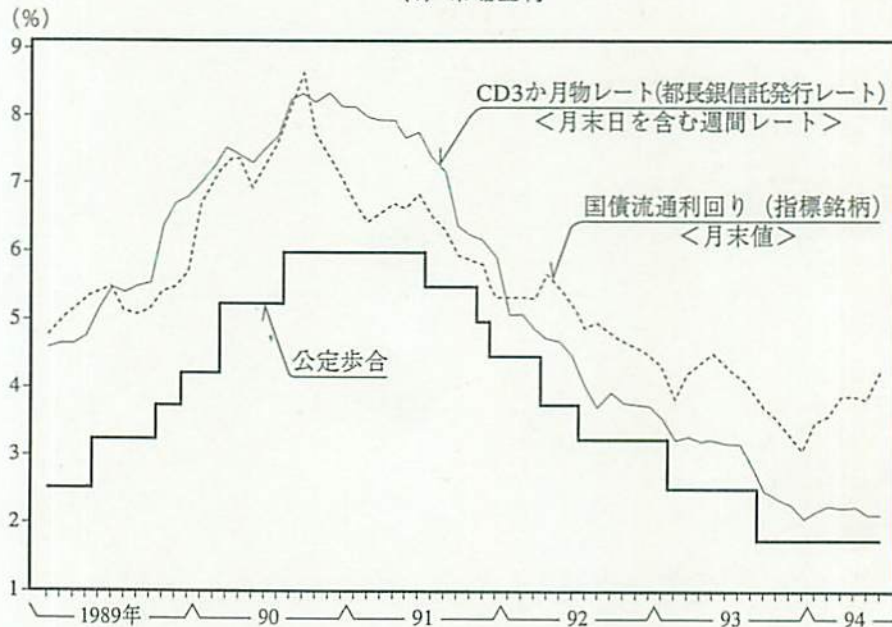
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

国でのインフレ懸念の強まりや日米通商交渉の先行きに対する見通し難等を背景に、6月下旬には戦後初めて100円を超え、7月入り後も97～99円前後で推移している。この間、

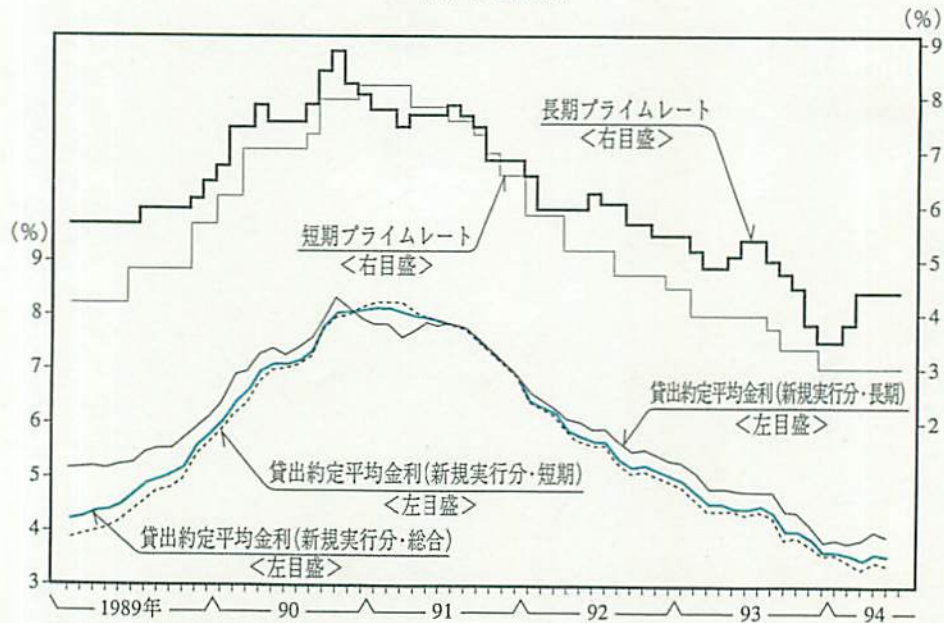
円は対欧州通貨で見ると、概ね横這いで推移している。

国内金利をみると、短期市場金利は、引き続き低水準で推移している。翌日物コールレー

(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」

ト（無担保）は、5月の連休明け以降、緩やかに低下し、5月下旬には既往最低水準である2.03%をつけ、その後も総じてみれば2.0%台で安定的に推移している。また、CD3か月物やユーロ円3か月物の金利も、5月から6月にかけて低下しており、このところ2.1%前後の展開となっている。この間、長期市場金利をみると、国債指標銘柄の利回りは、3月下旬をピークとして低下し、5月下旬には、3.7%と2月末頃の水準となった。もっとも、5月末以降は、景気回復を示唆する経済指標が公表されるにつれて再び上昇に転じ、6月下旬には一時年初来ピークである4.5%台まで上昇した。その後は円高の進行もあって、幾分低下し、4.3~4.4%前後の展開となっている。一方、貸出約定平均金利（全国銀行・新規実行分）は、春先の長期金利上昇の影響等から4月には一時的に幾分上昇したが、5月には再び低下し、水準的にも

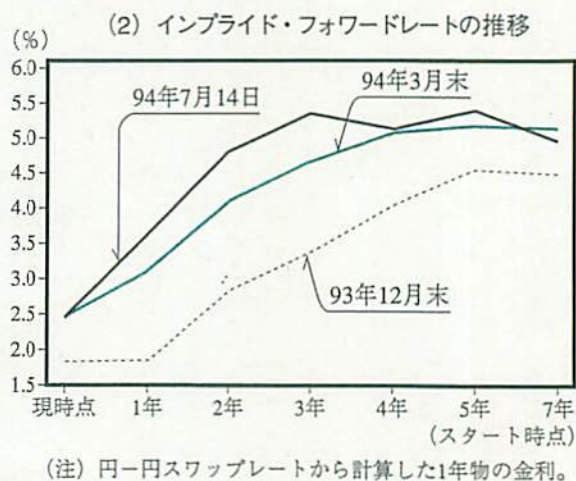
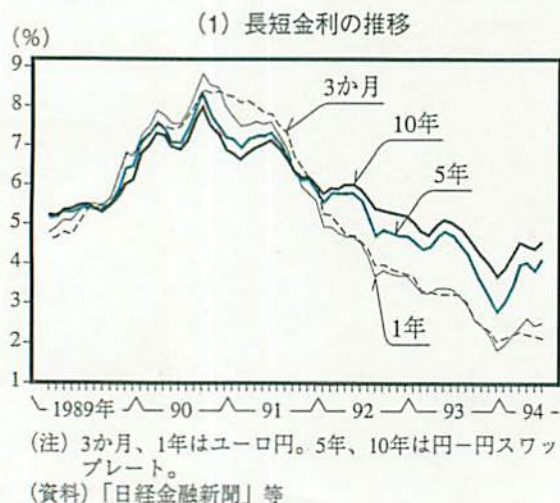
極めて低位にとどまっている。この間、預金金利も引き続き低水準で推移している。

株価は、5月入り後、企業業績の回復期待が高まる中で、6月半には約2年4か月ぶりの高値（6月13日、日経平均株価21,552円）をつけた。その後は、円高の進行等から幾分反落したが、概ね20,000~21,000円の展開となっている。

為替相場が円高化し、また、物価が安定基調を続ける下で長期金利が上昇したことが、最近の金融市況面での大きな特徴となっている。また、年初から3月頃までの長期金利の上昇局面と異なり、5月末以降については米国の長期金利は目立った上昇を示していない。こうした長期金利の動きは、株価の比較的しっかりとした展開と同様、基本的には、市場参加者の間にみられる景気および企業業績の回復期待を反映したものと考えられる（注1）。

（注1）金利の期間構造をみると、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）は、景気回復期待を織り込んで、1~3年先の上昇幅が大きくなっている。また、最近時点の東証一部の株価収益率は、前期の利益を基準として計算した場合、90倍前後と高い水準となるが、これは現在の株価水準が先行きの企業業績の回復をかなりの程度織り込んでいるためと考えられる。

金利の期間構造



(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)、都市銀行等5業態の総貸出(平残前年比)は、1~3月+0.5%、4月+0.3%、5月+0.1%と一段と伸びを低めた後、6月には△0.1%と初めて前年水準を割り込んでいる。

この背景を企業の借入需要からみると、売り上げの低迷、設備投資の抑制が続く中で、長期資金を中心とした新規借入の動きは一段と後退している。また、季節的な決算賞与資金借入も、93年度企業業績の悪化に伴う賞与支給額、納税資金の減少から低調に推移している。この間、企業サイドの財務リストラへの取り組みは、これまでかなり進捗したもの

の、依然借入返済圧力が残っている。なお、企業の資金調達については、政府系金融機関借入、起債、増資等民間金融機関借入以外のルートでも、目立った拡大はみられない(後掲図表9)。一方、企業セクター以外への貸出をみると、個人向けの住宅ローンがごく僅かながら持ち直している。また、地公体向け貸出も税収不足や土地開発公社等による用地取得のための資金需要の増加等から伸びを高めているが、これらの資金需要全体への寄与は限られたものになっている。

こうした状況の下で、民間金融機関では、引き続き金利設定の弾力化を梃子とした新規取引先の開拓や個人住宅ローンの推進などに

(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 | | 94年 | | | |
|----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月 | 4~6月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 |
| 都 銀 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | △ 0.1 | 0.4 | 0.1 | △ 0.1 | △ 0.3 |
| 長 信 | △ 0.5 | 0.2 | 0.2 | △ 1.1 | 0.3 | △ 0.4 | △ 1.3 | △ 1.7 |
| 信 託 | 0.4 | △ 0.7 | △ 1.9 | △ 2.8 | △ 2.2 | △ 2.7 | △ 2.8 | △ 2.9 |
| 地 銀 | 2.0 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.3 |
| 地 銀 II | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 1.6 | 0.8 | 1.7 | 1.5 | 1.6 |
| 5業態計 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.1 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | △ 0.1 |
| 円貸出 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 1.2 | 0.9 | 0.5 | 0.3 |
| インパクトローン | △13.6 | △10.5 | △ 7.7 | △ 5.6 | △ 7.1 | △ 6.4 | △ 5.3 | △ 4.9 |

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

| | 1993年 | | 94年 | | 94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) | △14.1 | △15.8 | △16.5 | △20.2 | △16.1 | △18.5 | △22.0 | △19.7 | △18.6 |
| 信金(未残) | 2.5 | 2.9 | 2.2 | 2.2 | 1.4 | 2.2 | 3.0 | 2.2 | 2.2 |
| 生保(未残) | 5.0 | 5.2 | 4.9 | n.a. | 5.9 | 4.9 | n.a. | 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 | うち 普通社債 | 転換社債 | 新株引受 権付社債 | 増資 |
|---------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 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) |
| 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) |
| 4~6月 | 19,021 (△25.4) | 13,298 (△11.6) | 4,943 (△14.8) | 551 (△87.5) | p 229 (△6.1) |

- (注) 1. 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. 94年6月の増資は時価発行公募増資のみ。

(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 %) |
| 1993年度末残高 (兆円) | 92.8 | 44.7 | 48.1 | 18.4 |
| 93年 3月末 | 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) |
| 94年 3月末 | 7.1 | 1.4 | 12.9 | △ 6.8 (△22.3) |

(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

より、貸出ボリュームの増加に努める構えにある。

一方、マネーサプライ ($M_2 + CD$ 平残前年比) は (図表10)、金融機関貸出が低迷を続ける中で、1~3月+1.7%の後、4~6月も+1.8%と引き続き低い伸びにとどまっている。また、より広範囲の金融資産を含む広義流動性 (平残前年比) も、4~6月は+3.1%

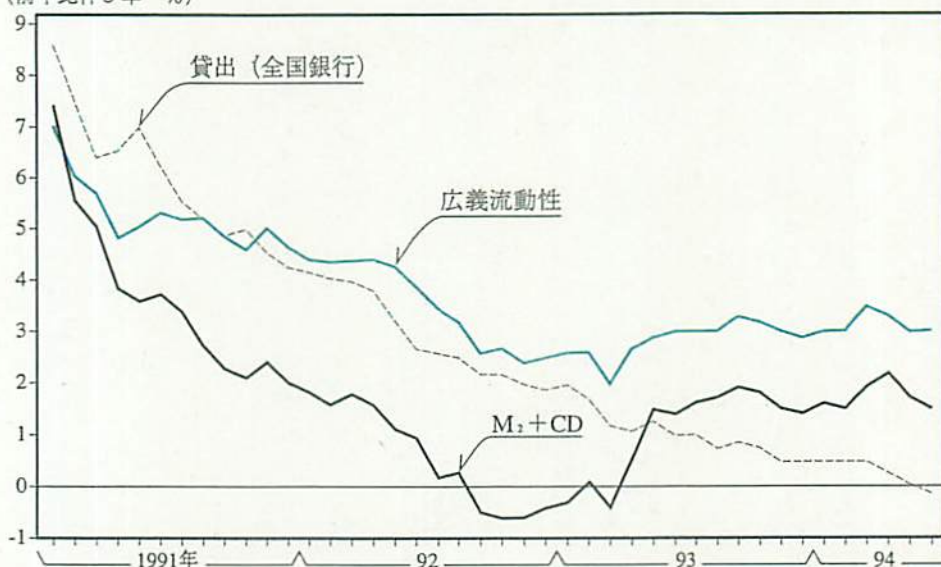
と1~3月 (+3.2%) 並みの伸びとなっている。

先行き7~9月についても、金融機関貸出の低迷基調に大きな変化はないと予想されることから、 $M_2 + CD$ の平残前年比は、4~6月同様、1%台の伸びにとどまる見通しである。

(図表10)

マネーサプライの推移

(前年比伸び率 %)



(注) 1. 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. 全国銀行の貸出はインパクトローン、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」

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)、米国経済が着実な拡大を持続し、アジア諸国も高成長を続けると見込まれる。このほか、欧州経済も緩やかながら回復に向かう見通しにあることから、全体としても引き続き拡大するものとみられる。

米国では、春先以降、個人消費の増加テンポがやや鈍化しているが、設備投資を牽引役として着実な景気拡大が続いている。この間、物価は、生産者物価、消費者物価ともに引き続き安定基調を維持している。もっとも、製造業の稼働率が高水準となっていることに加え、非製造業を中心に雇用者数が高い伸びを続けていることもあって、米国内では、一部に消費の拡大、賃金上昇率の加速等を通じて、

インフレを招来するのではないかと懸念が台頭している。これらの状況の下で、連邦準備制度は、インフレ期待の高まりを事前に抑制し、安定的な経済成長を持続させるため、2月以降金融調節姿勢を従来の緩和型から転換し、5月には5年3か月ぶりに公定歩合の引き上げ(3.0%→3.5%)を実施した。

先行きの米国経済については、金利の上昇がタイムラグをおいて個人消費、住宅投資の増勢を鈍化させ、年後半にかけて幾分景気はスローダウンするとの見方が多い。この場合には、企業の雇用拡大テンポが鈍り、賃金の上振れが抑制されることにより、インフレ圧力の高まりが回避され、より息の長い着実な拡大を続けるものと期待される。

一方、欧州諸国をみると、これまで回復の遅れていた旧西ドイツ地域で輸出を中心に明

(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 | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月 |
| 米 国 | △0.7 | 2.6 | 3.0 | 1.9 | 2.9 | 7.0 | 3.4 |
| 内需 (寄与度) | △1.5 | 2.9 | 3.9 | 3.1 | 3.8 | 6.8 | 5.0 |
| 外需 () | 0.7 | △0.3 | △0.9 | △1.2 | △0.9 | 0.1 | △1.6 |
| 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> | <△2.0> | <△1.2> | <△0.9> | < 2.1> |
| フ ラ ン ス | 0.8 | 1.2 | △1.0 | △1.1 | △0.8 | △0.6 | 0.9 |
| 英 国 | △2.3 | △0.4 | 1.9 | 1.7 | 2.1 | 2.6 | 2.9 |
| 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 | 4.8 | 6.8 | 6.4 | 8.8 |
| 台 湾 | 7.2 | 6.0 | 5.9 | 6.2 | 5.8 | 5.3 | 5.5 |
| 中 国 | 8.0 | 13.6 | 13.4 | n.a. | n.a. | n.a. | 12.7 |

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

(2) 物価の推移

(単位 前年比 %)

| | 1991年 | 92年 | 93年 | 94年 | | | |
|------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | 10~12月 | 1~3月 | 4~6月 | |
| 米 国 | 生産者物価(最終財) | 2.1 | 1.2 | 1.2 | 0.3 | 0.2 | △0.3 |
| | 消費者物価 <同・除く食料品・エネルギー> | 4.2 | 3.0 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.4 |
| | | < 4.9> | < 3.7> | < 3.3> | < 3.1> | < 2.9> | < 2.8> |
| ドイツ | 生 計 費 指 数 | 3.5 | 4.0 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.0 |
| フランス | 消費者物価 | 3.2 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 1.8 | 1.7 |
| 英国 | 小 売 物 価 | 5.9 | 3.7 | 1.6 | 1.6 | 2.4 | 2.6 |
| 韓国 | 消費者物価 | 9.3 | 6.2 | 4.8 | 5.5 | 6.5 | 5.8 |
| 台湾 | | 3.6 | 4.5 | 2.9 | 3.0 | 3.4 | 3.2 |
| 中国 | 社会商品小売物価指数 | 2.9 | 5.4 | 13.0 | 15.8 | 20.1 | 19.2 |

(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、欧州委員会資料

るい動きがみられ始めている。また、フランスでも在庫、設備のストック調整が進捗し、生産が緩やかに持ち直し始めているなど、景気が上向き気配が強まっている。このため、既に順調な景気拡大過程にある英国を含め、欧州

主要国の景気は年後半にかけて徐々に回復に向かう見通しにある。もともと、各国とも依然厳しい雇用情勢が続く中で、回復テンポは緩やかなものにとどまるとみられている。

この間、アジア諸国については、中国では、

インフレ抑制を企図した引き締め措置によって、1～3月には内需の増勢が鈍化したものの、その後は外需の好調等を背景に、高い成長が続いている。また、NIEs、ASEAN諸国でも、アジア域内・OECD諸国向け輸出の増加や高水準のインフラ整備関連投資等を背景に、高成長を継続している。こうした状況の下で、物価面をみると、中国では、食料品、サービスを中心に引き続き高騰しているほか、香港、フィリピン等でも、高めの上昇が続いている。

(2) 国内経済の展望

わが国では、景気は回復に向かいつつあるが、一方では、依然として景気を下押し調整圧力も作用している。以下では、日本経済に作用している景気回復を進める要因と景気調整圧力の現状を整理することにより、今後の景気展開を考えることとする。

まず、景気回復が進みつつある主な背景には、①これまで景気下押し圧力として作用してきたストック調整の進展（特に住宅、耐久消費財）や企業のリストラ努力の効果、②住

宅投資、公共投資を中心に顕在化している金融・財政政策の効果、および前述の③海外経済の拡大が挙げられる。加えて、昨年来の円高も、数量効果（輸出数量減、輸入数量増に伴う国内生産の抑制）を通じて、短期的には景気に対し全体としてデフレ的な影響を及ぼしてきたが、国全体の交易条件の改善を通じて景気を下支えする面もある。特に、昨年来、開発輸入の拡大等を通じ輸入価格引き下げの努力が払われた結果、この交易条件の改善効果が高まっている可能性（注2）がある。このほか、これらの要因の波及効果も、一部にみられ始めている（注3）。

しかし、他方では企業設備にストック調整圧力が依然残存しているほか、雇用の過剰感も根強い。この背後には、通常の循環的要因のほか、世界経済環境の変化に伴う企業部門での調整（海外生産シフト、輸入品への代替（注4）、固定費の削減等）の圧力が加わっており、さらにバランスシート調整の影響も作用している。このため、景気は回復に向かいつつも、当面、そのテンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

(注2) 昨年来の円高は、原材料費の低下を通じて企業収益を支える面もあった。ちなみに、93年度下期の製造業（法人季報ベース＜除く石油石炭業＞）・大企業の売上高経常利益率（2.59%）は前年同期に比べ0.28%ポイント低下しているが、交易条件改善による押し上げ効果は0.86%ポイントに達している。また、5月短観（製造業・主要企業）の94年度収益をみても、売上高がほぼ横這う中で、2割弱の増益の計画となっているが、これには、人件費、減価償却費等固定費の削減効果のみならず、円高に伴う原材料費の低下もかなり寄与するものと想定されている。

(注3) 白物家電販売の増加は住宅投資の波及効果が一因とみられる。また、内外需要が好調な半導体、液晶関連では、既に設備投資上積みの方向にあるほか、個人消費の持ち直しを背景に、小売（主要企業＜5月短観＞）の投資計画も、僅かながら前年比プラスとなっている。

(注4) 輸入品への代替については、消費財に関しては引き続き進展する方向にある。一方、中間財については、資材、部品の海外調達シフトを進める企業も一部にみられるが、現在のところ、品質格差、規制等の問題があるほか、海外需給の引き締まりもあって、当面、急ピッチで流入してくる可能性はあまり大きくないとみられる。

次に、こうした景気回復を進める力と景気調整圧力の作用を念頭に置きつつ、最終需要についてやや詳しく検討していくこととする。

まず個人消費についてみると、雇用者数の増勢が鈍化し、賃金の伸びが低下する中で、名目所得はさらに伸びを低めている。このように、雇用・所得環境が依然厳しい状況が続く中で、個人消費が持ち直しつつある背景としては、以下の3点が考えられる。第1には、昨年来の円高や内外価格差是正の動きを背景とした物価の一段の安定が家計部門の実質所得を増加させる方向に作用していること、第2には、耐久消費財のストック調整が進展していること、第3としては、住宅投資堅調の効果が波及していることである。なお、物価の実勢伸び率は、いわゆる「価格破壊」に伴い消費者物価指数の伸びを下回っている公算が大きく、この点を勘案すると、家計の実質購買力は、見かけ以上に高まっている可能性がある。

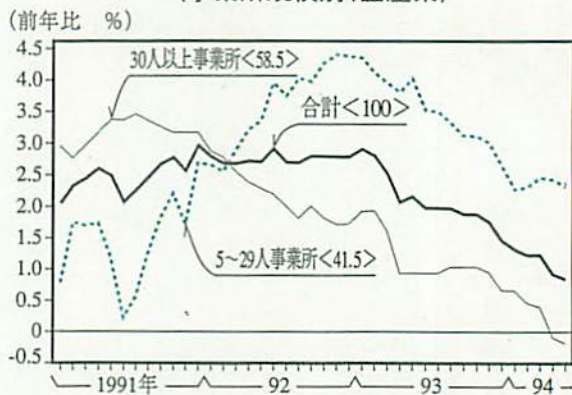
先行きについては、名目所得は依然低い伸びが続く見通しにあるが、所得税等の減税および消費デフレータの伸び率低下が実質可処分所得を押し上げると見込まれる。また、消費性向についても、耐久消費財のストック調整が一段と進捗していることや、当面ドラスティックな雇用調整が回避される(注5)とみられることなどを勘案すると、幾分上向くとみることが可能である。このため、個人消費は引き続き緩やかな増勢を辿り、景気押し上げに寄与するものとみられる。

次に、設備投資についてみると、製造業の加工業種では、設備ストックの伸びは過去の最低を割り込むところまで低下していることに加え、キャッシュフローとの関係からみても、設備投資を一段と絞り込むインセンティブに乏しいものと考えられる。したがって、今後、最終需要が持ち直し、収益が改善するにつれて、下げ止まりから増加に転ずるとみられる。もっとも、現状では、電機、自動車を中心に海外生産拠点の拡充に努めている先

(注5) 最近の雇用情勢をみると、大企業は引き続き総じて雇用調整に慎重な態度にあるほか、親企業等のリストラのしわ寄せを受け雇用調整の拡がり懸念されていた中小製造業では、このところむしろ雇用者数の前年比マイナス幅が縮小している。ちなみに、5月短観でも、製造業の雇用過剰感は小幅ながら後退している。

今後については、企業リストラ、海外生産シフト等産業構造調整に伴う雇用調整には引き続き注意を払っていく必要があるが、94年度入り後、新卒採用の抑制等から低下した雇用者数の伸びが、景気が緩やかに持ち直すとみられる中で、さらに大きく鈍化する可能性は小さいものと考えられる。

常用雇用者数の動向
(事業所規模別、全産業)



(注) < >内は94年5月におけるウエイト。
(資料) 労働省「毎月勤労統計」

が少なくないこともあって、半導体・液晶関連など一部を除き、設備投資に回復の兆しはみられていない。

一方、素材業種については、ストック調整はそれなりに進捗しているが、加工業種のリストラの影響を受ける分野が少なくないことに加え、キャッシュフローや減価償却費との関係からみる限り、投資額にはまだ調整の余地があることもあって、設備投資の立ち上がりにはなお時間を要するものと考えられる。

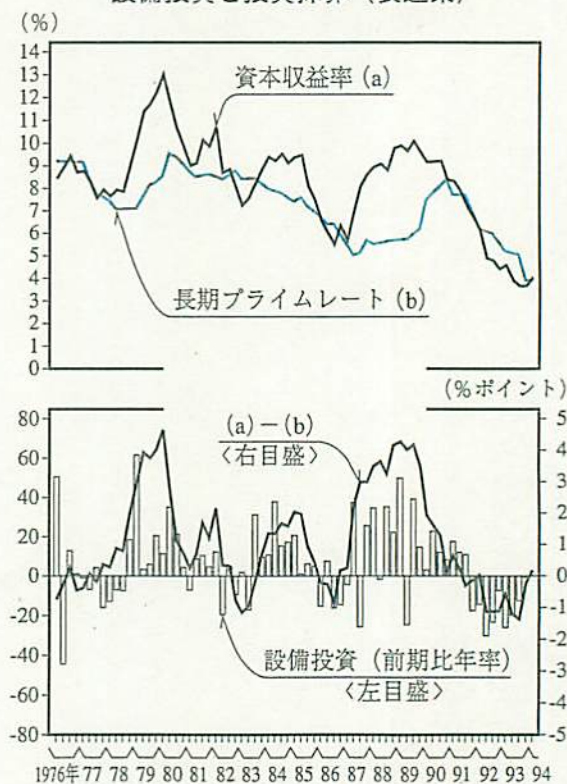
また、非製造業についてみると、商業用不動産に関しては、オフィスビル需給が依然緩んだ状態にあり、ストック調整にはまだかなりの時間が必要なものとみられる。これ以外

の非製造業については、ストック調整は進捗しており、今後、住宅投資、公共投資が堅調を持続し、個人消費が持ち直す等関連の需要が全般的に上向くとみられることから、設備投資は下げ止まりから増加に転ずると期待される。ただし、企業のリストラに伴い法人需要が減少していることに加え、バランスシート調整が尾を引いていることもあって、その回復力は当面限られたものにとどまると考えられる。

こうした状況を踏まえ、設備投資全体の先行きについてみると、ストック調整の一段の進捗や最終需要の持ち直しに伴う稼働率上昇、収益改善等(注6)を背景として、製造

(注6) 過去のパターンをみると、資本収益率が長期プライムレートを上回ると設備投資が増加するという関係がみてとれるが、94年入り後、資本収益率は長期プライムレートを上回っている。

設備投資と投資採算（製造業）



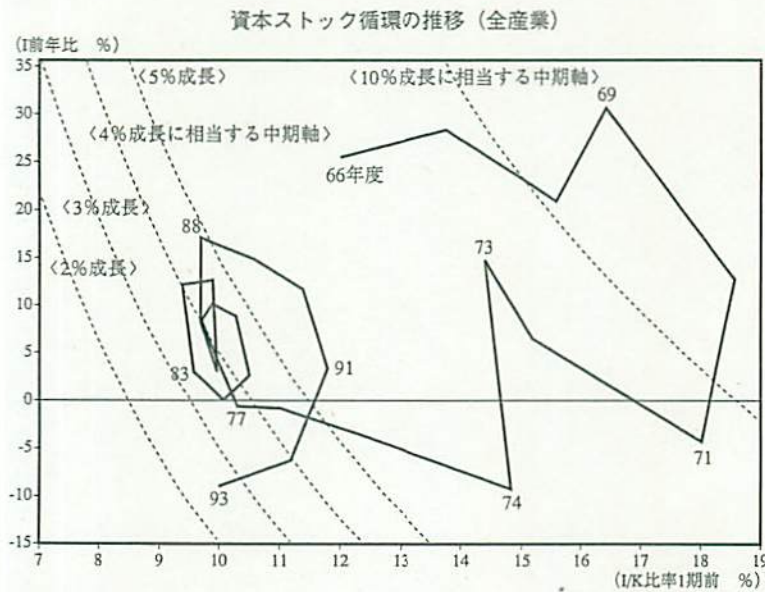
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、日本銀行「経済統計月報」

業・加工業種等を中心に、需要の持ち直しを後追う形で今年度下期には下げ止まることが想定される。なお、通常のストック循環の枠組みで考えると、投資は下げ止まりから増加に転ずる(注7)と考えられるが、その場合で

も、海外生産シフトやバランスシート調整が引き続き下押し圧力として作用するとみられることから、設備投資の回復テンポは極めて緩やかなものにとどまる公算が大きい。

住宅投資についてみると(図表12)、住宅

(注7) 資本ストック循環については、資本係数(資本ストックの産出量に対する比率)、除却率(資本ストックのうち1年間に除却される比率)に一定の前提を置いた場合、資本ストックに対する設備投資の比率(I/K)と投資の増加率が中期的な期待成長率を軸に、循環を描くという経験則が存在する。こうした経験則に照らしてみると、ある程度の成長期待の下振れを勘案しても、来年度にかけて設備投資は増加に転じる可能性がある。



(考え方)

「設備投資の伸び率(I前年比)」と「設備投資対粗資本ストック比率(I/K<1期前)」の関係は、除却率と資本ストック成長率を用いて以下のように書き表すことができる。すなわち、

I_t : 設備投資額(t期)
 K_t : 粗資本ストック(t期)
 R_t : 除却額(t期)

とすると、 $K_t = K_{t-1} + I_t - R_t$ より

$$\frac{K_t}{K_{t-1}} = \frac{K_{t-1} + I_t - R_t}{K_{t-1}} \therefore \frac{I_t}{K_{t-1}} \left(= \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} \right) * \left(\frac{I_{t-1}}{K_{t-1}} \right) \right) = \left(\frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \right) + \left(\frac{R_t}{K_{t-1}} \right)$$

が得られる。したがって、資本ストック成長率 $\left(\frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \right)$ と除却率 $\left(\frac{R_t}{K_{t-1}} \right)$ の和が一定のとき、

設備投資の伸び率 $\left(\frac{I_t}{I_{t-1}} = \frac{\Delta I_t}{I_{t-1}} + 1 \right)$ と設備投資対粗資本ストック比率<1期前> $\left(\frac{I_{t-1}}{K_{t-1}} \right)$ の

組み合わせは双曲線を形成する。このため、資本ストック成長率および除却率が中期的に安定的であれば、「設備投資の伸び率」と「設備投資対粗資本ストック比率<1期前>」の組み合わせは中期的に安定的なある双曲線を中心に循環するものと考えられる。

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

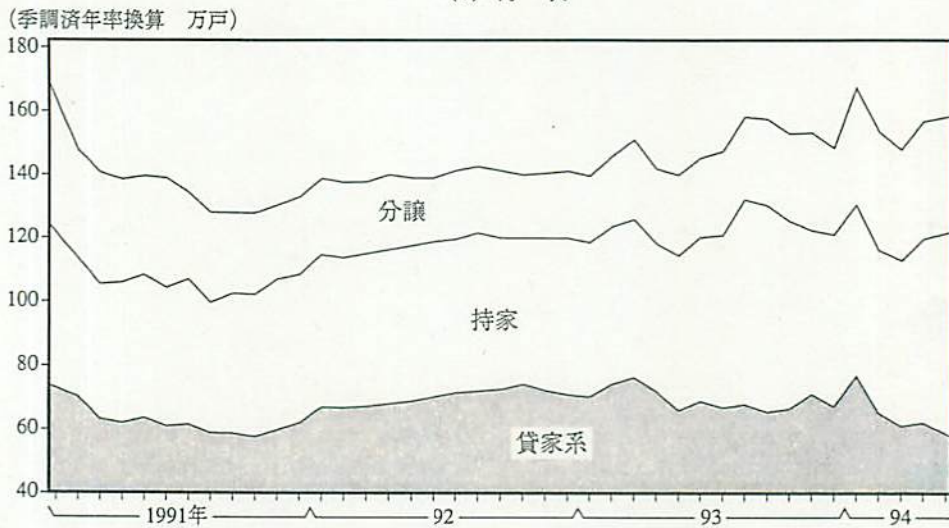
金融公庫の融資枠拡大や低水準の住宅ローン金利等に支えられ、持家、分譲を中心に堅調が続いている。先行きについては、既に投資水準が高いこともあり、下期にかけては増勢が鈍化していくとみられる。

また、公共投資については、2月の総合経済対策を受けた93年度第3次補正の執行の大

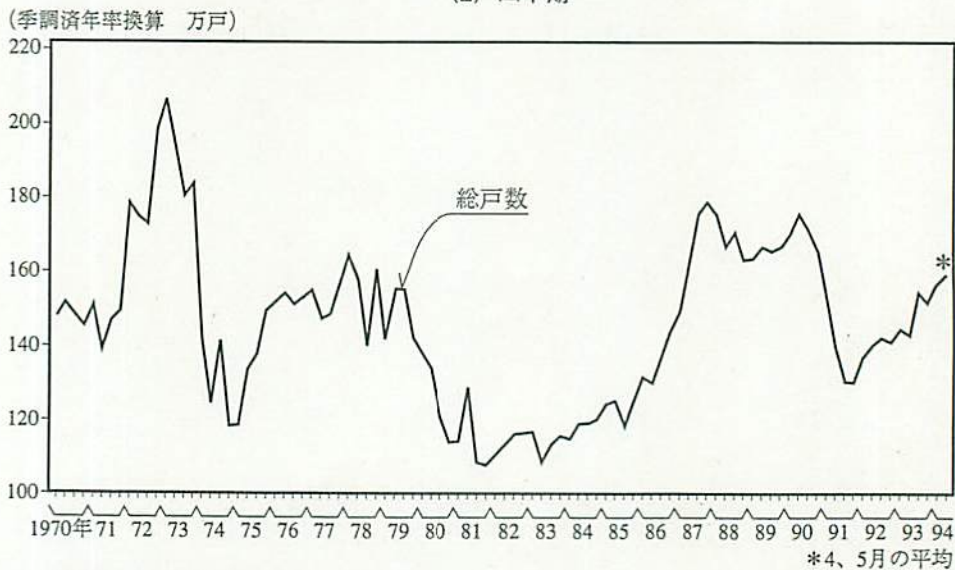
半が94年度にずれ込んでいることに加え、このほど成立した94年度予算の執行が今後見込まれることもあって、94年度を通じて景気下支えに寄与することが期待される。

この間、輸出については、海外景気の拡大を反映して幾分増加しており、4～6月の生産増に寄与している。今後については、米国、

(図表12) 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」

中国を中心に海外景気の拡大が引き続き見込まれるため、下期にかけても増加するものとみられる。もっとも、電機、自動車を中心に海外生産シフトをさらに進める先が多いことに加え、最近の円高進行もあって、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、個人消費の緩やかな持ち直しや逆輸入の増加等から引き続き増勢を辿るとみられる。このため、ネット外需（輸出－輸入）は僅かながら景気を押し下げる要因として働くと考えられる。

以上を総合して先行きの経済を展望すると、景気が再び後退する可能性は低く、回復傾向を辿るとみられる。しかしながら、94年度中は設備投資が景気を牽引する力に乏しく、景気の回復テンポは、過去の回復期の成長率を下回る緩やかなものにとどまる（注8）公算が大きい。

（3）物価情勢

物価については、製品の需給緩和の後退等の物価を押し上げる要因もあるが、需要の回復自体が緩やかなものにとどまると見込まれるうえ、消費財を中心として、輸入品への代替

の動きや内外価格差是正の動きが進行していることもあって、総じて安定圏内で推移するとみられる。

国内卸売物価は、製品の需給緩和が後退するにつれ、今後前年比マイナス幅が縮小していく可能性が強い。ただ、上述の事情から、特に最終財の価格は、これまでの回復期に比べ根強い下落傾向が続くと想定される。一方、企業向けサービス価格は、企業のリストラの動きがサービス需要の低迷に強く反映されると考えられるため、横這い圏内で推移する公算が大きい。消費者物価については、商品は「価格破壊」の進行に伴う流通マージンの圧縮から、国内卸売物価・消費財の下落幅縮小にもかかわらず、むしろ僅かながら下落するとみられるほか、民間サービスも賃金の伸び率低下等を背景に上昇率が鈍化するため、全体としてなお幾分上昇率を低下させるとみられる。

（4）対外収支

対外収支の先行きを展望すると、実質貿易黒字が引き続き縮小傾向を辿ること等から、名目貿易収支黒字も為替円高に伴うJカーブ

（注8）過去3回の景気回復期（77年のミニ調整を除く）におけるボトムから6四半期までの実質GDP平均成長率（年率）は4.6%であるが、今次回復局面の回復テンポはこれに比べかなり緩やかなものにとどまる可能性が大きい。

なお、わが国の最近時点における潜在成長率は、通常の間数推計等によれば、3～3.5%程度とされているが、当面の回復テンポはこれをも下回る可能性が大きい。この場合には、推計潜在成長率に基づく「需給ギャップ」は、なお拡大が続くことになる。しかしながら、需給ギャップ指標である製造工業稼働率は、昨年10～12月をボトムに上昇に転じているほか、完全失業率も最近では頭打ち傾向にある。こうした現象は、稼働率については、生産体制のシフトダウン（例えば3直制→2直制）、失業率についても非労働力化（労働市場からの退出）等の要因から、それぞれ供給の天井が一時的に低下しているために起こるものと考えられる。こうしてみると、現実の経済を考えるに当たって、推計潜在成長率に基づく「需給ギャップ」の意味合いを割り引いて考えておく必要があるだろう。

効果にもかかわらず、93年度（1,430億ドル）に比べ幾分縮小するとみられる。この間、貿易外収支については、ネット投資収益の受け取り増加の一方で、運輸・旅行収支の赤字幅拡大が見込まれる。こうした状況の下、経常収支黒字も幾分減少する見通しにある（93年度1,305億ドル）。

（5）結 び

以上みたように、わが国経済は、ストック調整や企業のリストラの進展、これまでの金融・財政政策の効果浸透など景気拡大を進める力が作用する下で、景気が回復に向かい

つつある。しかしながら、一方では海外生産シフトや輸入代替の高まりなどに伴う調整圧力やバランスシート調整の影響が依然存在するなど、景気回復の基盤はなお脆弱である。また、最近の円高が、企業の収益やマインドにどのような影響を及ぼすか等を含め、先行きの景気展開を考えるうえで、不透明な要因も少なくない。こうした状況の下で、日本銀行としては、今後の金融・経済情勢の展開について、引き続き注意深く見守っていく所存である。

（平成6年7月20日）