

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成6年秋） ——

[要 旨]

1. わが国の景気は緩やかに回復しつつある。最終需要をみると、公共投資、住宅投資が引き続き堅調に推移する下で、個人消費が耐久消費財を中心に回復している。設備投資は下げ止まる兆しもみられるが依然停滞している。輸出入はともに増加する中で、ネット外需は減少している。最終需要が緩やかに回復する下で、鉱工業生産・出荷は7～9月まで3四半期連続して増加した模様である。

物価面では、国内卸売物価、企業向けサービス価格が引き続き前年を下回って推移しているほか、消費者物価の上昇率も低下傾向を続けている。

対外収支面をみると、実質輸出は海外景気の拡大持続や海外現地生産向けの増加を背景に、また、実質輸入は国内景気回復に加えて開発輸入や逆輸入の拡大もあって、いずれも増加している。実質輸入の増勢が実質輸出のそれを上回っていることから、実質貿易収支の黒字幅は7～9月に減少した。これらの下で、ドルベースの経常収支の黒字幅も減少した模様である。

2. ここ数か月の金融面の動きをみると、円／ドル相場は97～101円前後の範囲で推移している。長期市場金利は、短期的な浮動を伴いつつならしてみると上昇し、また、短期市場金利も幾分強含みとなった。こうした金利の上昇は、基本的には市場での景気回復期待の強まりを反映したものと考えられる。この間、金融機関貸出は依然として低迷しているが、マネーサプライは緩やかな増加を続けている。

3. 今後の経済を展望すると、まず、海外景気については、多くの地域で拡大を続ける見通しである。米国では急ピッチの景気拡大が続いているが、金利上昇によって、先行きは徐々にスローダウンすることが期待される。欧州では今後も輸出に先導されて緩やかに回復する見通しである。アジア諸国では高成長が続き、物価上昇が加速しているため、金融政策は引き締め気味の運営となっている。

4. わが国の経済については、①耐久消費財や企業設備のストック調整の進展、②政策効果、とりわけ所得税・住民税の減税による消費押し上げ効果の波及、③海外景気の拡大が、引き続き景気回復を進める方向に作用すると考えられる。しかし、他方で、これまでの円高や高成長を続けるアジア諸国の製品との競合、これらに触発された製品価格の低下傾向、さらにバランスシート調整圧力の残存などの、構造的とも言える回復制約要因もあり、当面の回復テンポは緩やかなものにとどまろう。

すなわち、個人消費は、減税の効果が今後も持続し、雇用・所得環境が緩やかに改善に向かう下で、回復を続けるものとみられる。また、住宅投資は今後徐々に頭打ちとなっていく公算が大きい。公共投資は本年度中なお景気を後押しし続けるとみられる。一方、輸出は増勢が鈍化し、輸入は内需の回復テンポを上回って増加を続けるため、ネット外需（輸出－輸入）は幾分減少する見通しである。この間、設備投資については、稼働率の上昇、収益の持ち直しを背景に、下げ止まりから緩やかな立ち上がりが見込まれるが、構造的な制約を受け、本年度中は本格的な回復を期待し難い。

5. 先行きの物価については、需給の引き緩みが後退する一方で、生産の回復を背景とする単位労働コストの伸び鈍化に加え、廉価輸入品の増加の影響もあって、総じて安定圏内で推移するとみられる。すなわち、国内卸売物価は本年度下期以降、前年比の低下幅が幾分縮小し、消費者物価（除く生鮮食品）はなお前年比上昇率の低下が続くと見込まれる。

対外収支については、実質貿易収支の黒字幅が減少する下で、ドルベースの貿易収支、経常収支の黒字幅も漸減傾向を辿ると期待される。

6. 以上みてきたように、わが国の景気は現在回復しつつあり、今後も回復過程を辿る可能性が大きい。過去の例では、景気回復がいったん緒につくと、次第に弾みがつく傾向がみられた。しかし、労働集約的な製造業での海外生産シフトに伴う構造調整、企業や金融機関でのバランスシート調整圧力が当面の景気を押し下げる方向に作用し得るほか、為替市場の動向など、先行きの景気展開を考えるうえでの不透明な要素が依然ある。したがって、当面の回復テンポは緩やかであるとみられる。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。

1. 最近の経済情勢

(1) 緩やかに回復しつつある景気

わが国の景気は緩やかに回復しつつある（図表1）。最終需要をみると（後掲図表2）、公共投資、住宅投資が引き続き堅調に推移す

る下で、個人消費が回復している。設備投資については、下げ止まりの兆しがみられるが、依然停滞している。この間、輸出入がともに増加する中で、ネット外需（輸出－輸入）は減少している。

(図表1)

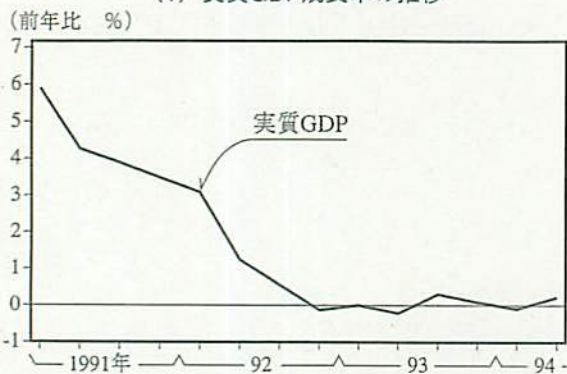
景気指標(概観)

	1993年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	94年1~3月	4~6月	7~9月
鉱工業生産 <季調済前期比 %>	0.3	△ 1.2	△ 1.0	△ 2.4	1.5	1.0	(7~8月) 1.5
<前年比 %>	△ 5.0	△ 4.2	△ 3.9	△ 4.9	△ 3.1	△ 1.1	△ 0.5
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) <「良い」-「悪い」ポイント>	△ 42	△ 44	△ 47	△ 52	△ 52	△ 46	△ 36
実質消費支出(全世帯) <前年比 %>	△ 1.3	△ 0.5	△ 1.5	0.8	△ 0.8	△ 1.2	(7月) 0.1
全国大型小売店販売額 <前年比 %>	△ 5.3	△ 4.2	△ 4.4	△ 5.0	△ 2.7	△ 3.2	(8月) △ 1.7
家電販売 <前年比 %>	△ 6.1	△ 0.8	△ 5.7	△ 1.0	3.1	△ 0.2	(7~8月) 25.9
乗用車新車登録台数(除軽) <前年比 %>	△ 2.2	△ 10.4	△ 6.8	△ 8.7	△ 5.6	△ 3.0	4.2
<季調済年率 万台>	368	338	336	321	345	328	351
新設住宅着工戸数 <前年比 %>	5.8	2.0	8.6	7.1	7.7	11.8	(7~8月) 3.8
<季調済年率 万戸>	145	143	155	151	157	160	160
機械受注 (民需、除く船舶・電力) <前年比 %>	△ 13.7	△ 16.0	△ 11.1	△ 8.7	△ 2.4	2.4	(7~8月) 4.8
建築着工床面積 (民間、非居住用) <前年比 %>	△ 28.4	△ 24.2	△ 27.6	△ 19.1	△ 14.8	△ 12.3	(7~8月) △ 1.8
公共工事請負金額 <前年比 %>	29.3	12.8	△ 0.5	△ 0.8	10.3	△ 6.1	△ 3.8
有効求人倍率 <季調済倍>	0.89	0.80	0.71	0.66	0.66	0.64	(7~8月) 0.62
実質輸出 <前年比 %>	5.2	3.6	1.0	△ 2.3	△ 0.1	3.2	5.0
実質輸入 <前年比 %>	△ 1.0	△ 2.0	2.1	1.7	5.8	9.5	10.3

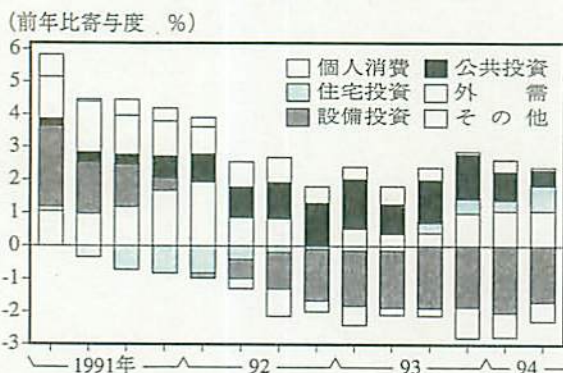
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、
総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、
建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、
労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

(図表2) 実質GDP

(1) 実質GDP成長率の推移



(2) 実質GDPの内訳



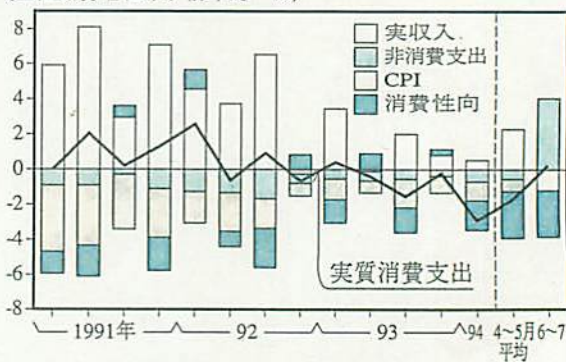
(注) その他=在庫投資+政府消費
 (資料) 経済企画庁「国民所得統計」

個人消費の回復は、耐久消費財について特に明らかとなっている。乗用車販売は7月以降3か月連続で前年をかなり上回り、家電の売上高は、エアコンが猛暑の影響で記録的な伸びとなったほか、これ以外の品目でも前年を上回っている。大型小売店のうちスーパーの売上高も飲食料品や耐久消費財の販売の増

加に支えられて7月、8月と2年ぶりに前年並みに復した。また、海外旅行を中心に旅行支出も堅調に推移している。家計調査における「教養娯楽費」が6月、7月と伸び悩み、また、百貨店の売上高の前年比もなお一進一退を免れないなど、消費の回復は一様でも一本調子でもないが、全体としては回復基調にある。最近の個人消費には、今夏の猛暑という一時的要因によって嵩上げされた面もある(注1)。しかし、基本的には、耐久消費財のストック調整が進展し、また、住宅投資増加の効果波及がみられてきたところに、今夏実施された所得税・住民税の減税が可処分所得の伸びを高めたことが影響している(図表3)。ちなみに、家計調査は、6~7月の

(図表3) 実質消費支出の寄与度分解

(全国勤労者世帯、前年比 %)



(注) 1. 非消費支出とは、税金や社会保障支払いなど。
 2. 減税は、可処分所得(実収入-非消費支出)の増加要因。
 (資料) 総務庁「家計調査報告」

(注1) 猛暑が消費に及ぼした影響については、夏物関連商品(例えばエアコン、アイスクリーム、ビール、清涼飲料、電力)への購買意欲を刺激したことは事実だが、その他の消費支出を減少させた可能性もある。消費全体に対しては押し上げに若干なりとも寄与したと考えられるが、その定量的な評価は難しい。過去の猛暑の例(1978、84、85、87、90年)をみても、押し上げ効果とその後の反動の程度は景気局面によって異なる。景気後退期の夏には、消費性向の上昇幅が小さく、かつ、その後の反動減は大きかったが、景気回復期の夏には消費性向が上昇しその後の反動減が小さいとの事実がある。

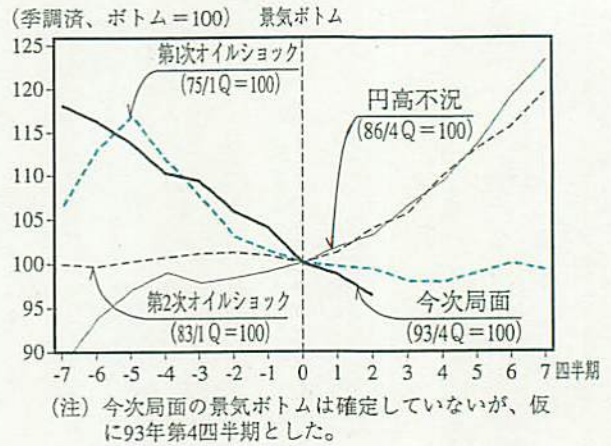
減税がボーナスの減少を補って余りあり、可処分所得を増加させたことを示している（可処分所得の前年比、4～5月+1.7%→6～7月+2.8%）。加えて、最近の消費者物価の騰勢鈍化も実質所得を下支え、消費の拡大に寄与してきた。

設備投資に関しては、機械受注や民間非居住用の建築着工等の先行指標に下げ止まり傾向がみられる。また、各種アンケート調査の94年度投資計画をみても、本年度内に設備投資が下げ止まる可能性を示唆している（注2）。業種別にみると、電気機械や小売などで投資計画の上積みがみられる。もっとも、多くの業種で投資マインドは依然慎重であり、設備投資全体で見ると、従来のように景気回復の初期から立ち上がっているわけではない（図表4）。

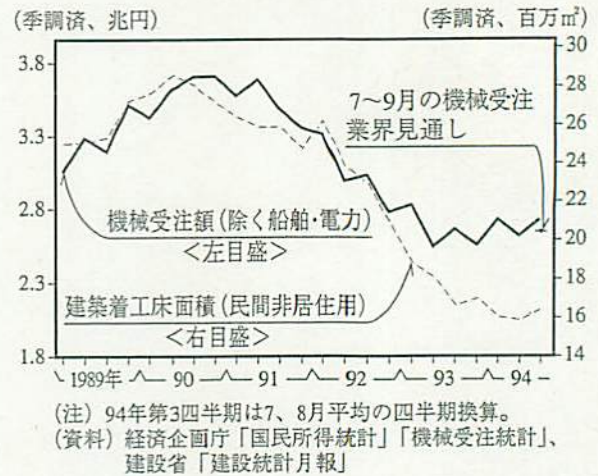
この間、住宅投資は分譲マンションや持家を中心に高水準で推移している。公共投資については、一部の地方案件に発注遅延がみられるが、高水準の受注残を背景に工事ベースでの増加が続いている。輸出も、円高にもかかわらず、海外景気の拡大持続および海外生産シフトに伴う誘発輸出の伸長から増加している。

最終需要が緩やかに回復する下で、鋳工業生産・出荷は7～9月まで3四半期連続して

(図表4) 設備投資
(1) 設備投資の局面比較



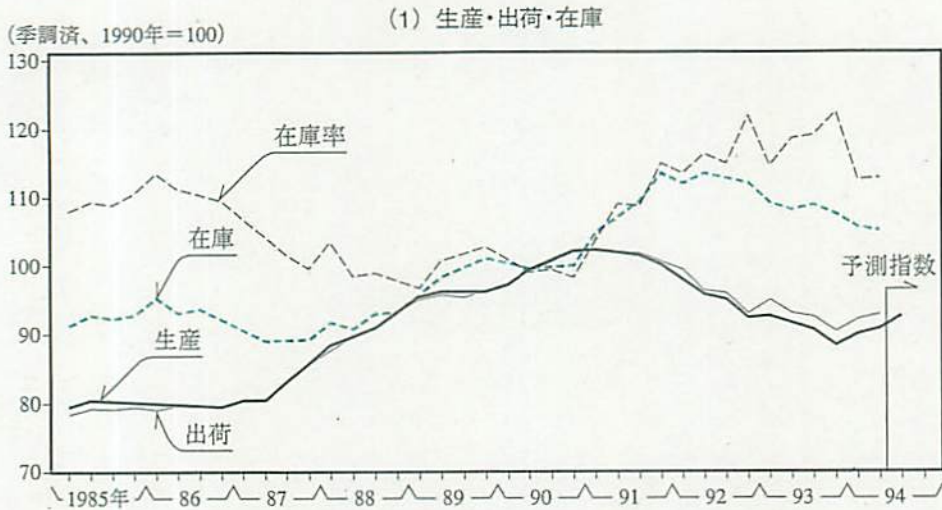
(2) 設備投資先行指標



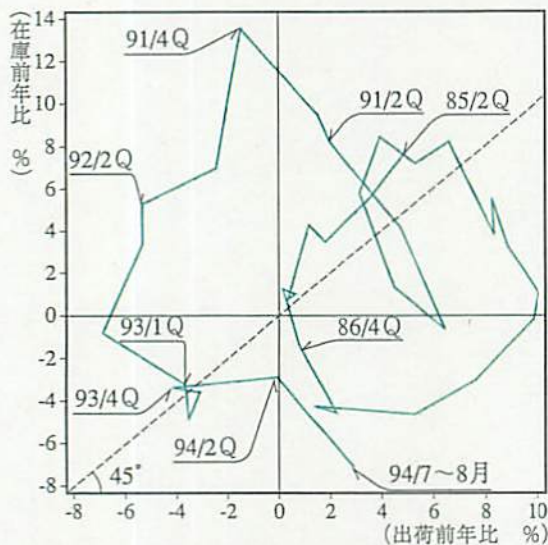
増加した模様である（後掲図表5）。先行き10～12月についても、企業の生産態度は大きく強気に転じているわけではないが、在庫が払底したエアコンに加え、内外需とも好調な

(注2) GDPベースの設備投資は4～6月まで減少を続けている。そこで、7～9月以降横這いを続けたとすると、94年度の名目投資額の前年度比は、△7%となる計算。これに対し、大・中堅企業を対象に8月に実施したアンケート調査の94年度計画の前年度比は、日本銀行主要短観△4%、日本開発銀行△2%、日本興業銀行△2%、日本長期信用銀行△2%、日本債券信用銀行△1%と△7%より小幅の減少幅となっており、設備投資が本年度内に少なくとも下げ止まることを示唆している。

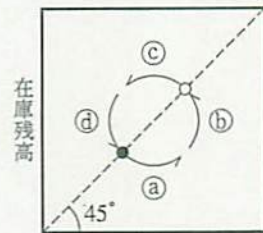
(図表5) 鈇工業生産・出荷・在庫



(2) 在庫循環



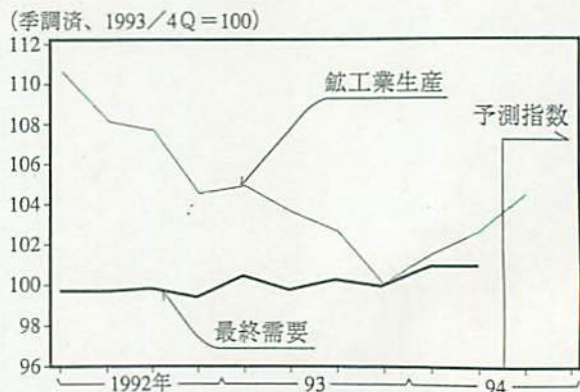
(資料) 通商産業省「鈇工業指数統計」



- ①回復局面
- ②在庫積み増し局面
- ③在庫積み上がり局面
- ④在庫調整局面

パソコン・半導体の電気機械、内需に持ち直しがみられる自動車、さらには、これらの影響を受ける鉄鋼、化学などの素材業種でも、生産が増加すると見込まれる。なお、最終需要の推移が判明している4～6月までについてみると、生産の増加幅は最終需要よりも大きい(図表6)。これは、基本的には、在庫調整の完了によって生産の重石がはずれたことによるもので、過去の在庫調整完了期にもみられた現象である。すなわち、在庫調整が

(図表6) 鈇工業生産と最終需要

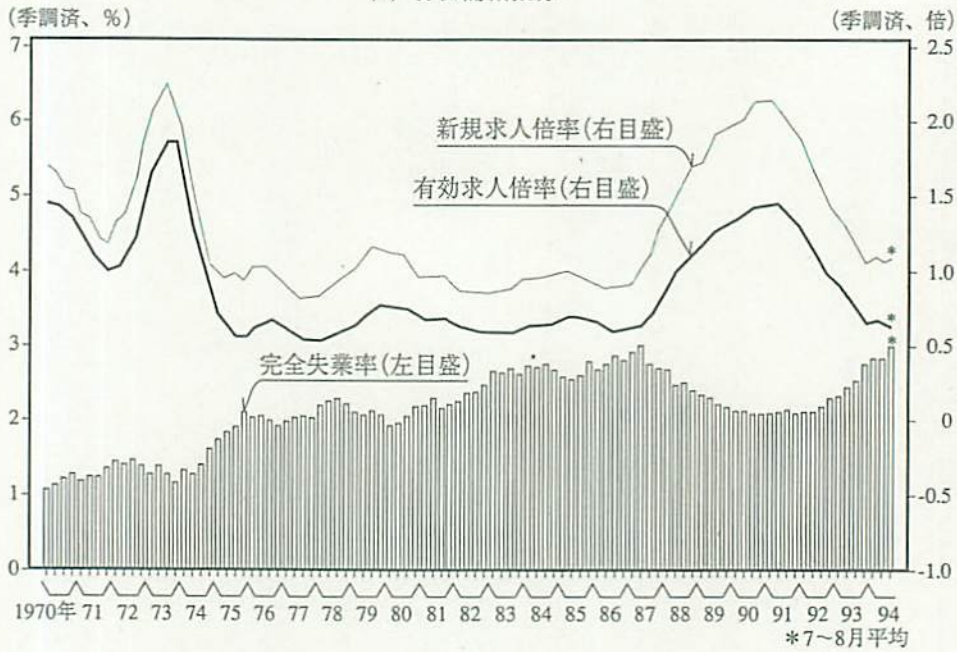


(資料) 通商産業省「鈇工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」

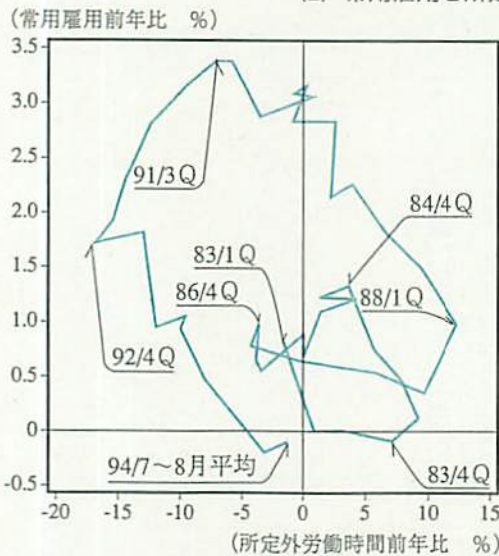
ほぼ全業種にわたって夏までに完了し、生産財の一部（鋼材等）では過少となった流通在庫を復元しようとする動きもみられた。このため、生産財の生産は、最終需要の伸びを上回って増加し、鉱工業生産全体の伸びを高めた。

この間、雇用面では（図表7）、所定外労働時間が生産の回復と歩調を合わせて6月以来増加傾向にあり、常用雇用者数の伸び率の低下ピッチも鈍化し（注3）、また、有効求人倍率もこのところ概ね横這いで推移してい

(図表7) 雇 用
(1) 労働需給指標



(2) 常用雇用と所定外労働時間



(概念図)



(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

(注3) 過去の景気回復期のパターンに従うとすれば、現在は所定外労働時間の増加から常用雇用の増加へ向かう直前の局面にある（図表7-(2)）。

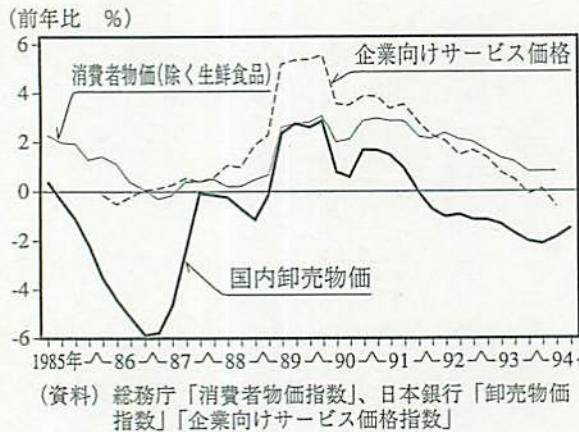
る。もっとも、景気に遅行するとみられる完全失業率は、3%へ上昇している。

(2) 物価は安定

国内卸売物価は廉価輸入品の流入増もあって引き続き軟調裡に推移している。ただし、景気回復につれて需給の引き緩み状態が後退しつつあることから、下落テンポは鈍化している(図表8)。国内の商品市況については、内外市場での需要回復を背景に春先以降強調裡に推移している。一方、企業向けサービス価格については、オフィスビルの需給緩和を背景に不動産賃料の下落が続いていることなどから、前年を0.6~0.7%下回る水準で推移している。また、消費者物価(除く生鮮食品ベース)の前年比は+1%を下回り、なお低下の方向にある。

この間の地価の動きをみると、住宅地については住宅投資の堅調を反映して下落テンポ

(図表8) 物 価

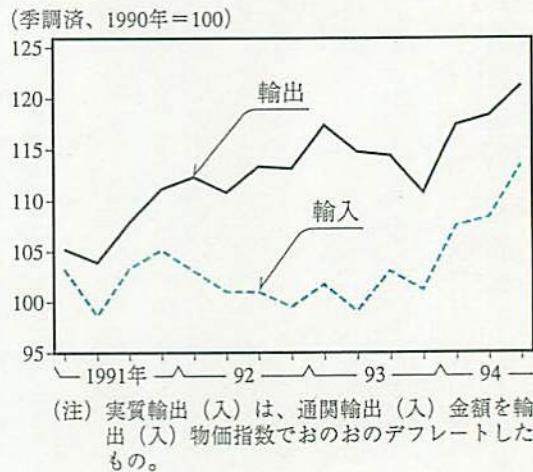


は鈍ってきているが、商業地については商業用不動産の大幅な供給過剰を背景に引き続き下落している。

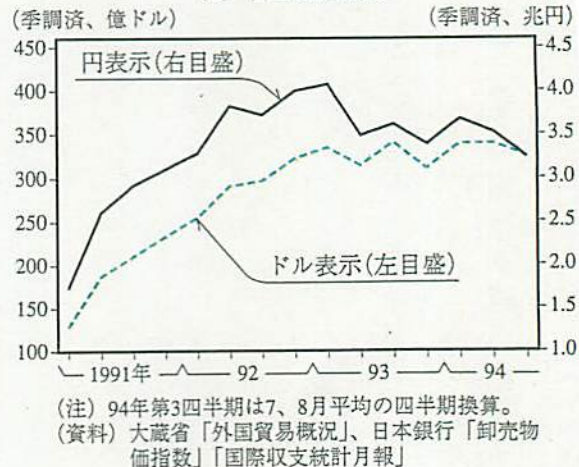
(3) 対外収支黒字は幾分減少

対外収支の動向をみると(図表9)、実質輸出は海外景気の拡大持続や海外生産シフトに伴う誘発輸出の好調を背景に増加してい

(図表9) 対 外 収 支
(1) 実質輸出入



(2) 名目経常収支



る。一方、実質輸入は、国内景気の回復に加えて開発輸入や逆輸入の拡大もあって、輸出を上回るテンポで増加傾向を辿っている。このため、実質ベースの貿易収支黒字は7～9月には幾分減少している。この間、外貨建て輸出価格が円高に伴ってやや上昇しているが、国際商品市況の上昇を受けた輸入価格の上昇がこれを上回っていることから、交易条件は幾分悪化している。また、貿易外収支は小幅の赤字が続いている。これらの中で、ドルベースの経常収支黒字も減少した模様である。

2. 最近の金融情勢

(1) 市場金利は緩やかに上昇

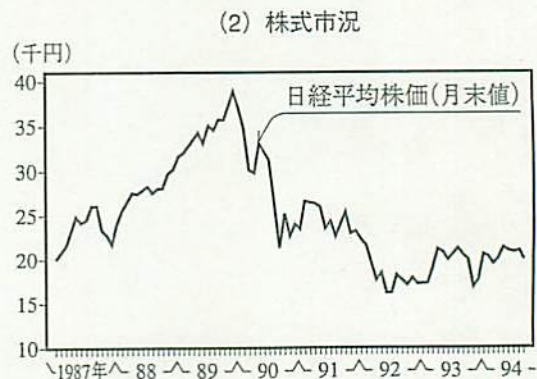
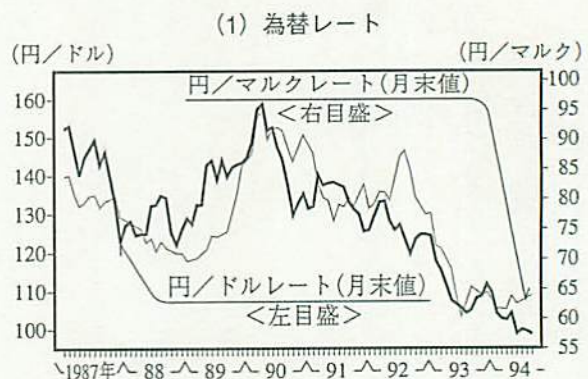
最近の金融・為替市況をみると、まず、円/ドル相場は(図表10-(1))、6月初の104円から7月半ばに97円へドル安・円高化した後は、97～101円前後の範囲内で、米国のインフレ懸念に対する見方の強弱によってドルが小浮動する展開となっている。この間、円は独マルクに対してはやや弱含みの動きとなっている。

株価(日経平均株価)は(図表10-(2))、8月まで20千円台半ばで推移した後、9月には小幅下落したが、10月入り後は20千円前後で推移している。

国内市場金利の動向をみると(後掲図表11-(1))、長期市場金利は、7月下旬から8月上旬にかけて個人消費関連を中心とする

明るい経済指標の公表を受けて、上昇した。その後8月末から9月央にかけて鉱工業生産指数や短観調査結果が公表され、景気回復が緩やかであるとの見方が市場に広まるにつれ、いったん小幅低下したが、9月末からは、8月の生産指数が大幅な伸びを示したこと等を受けて市場の景況感が強まり、上昇する展開となった。この結果、年初来の上昇幅(国債指標銘柄ベース)は、1.7%程度になった。この間、短期市場金利も夏場以降幾分強含み

(図表10) 為替レート、株価

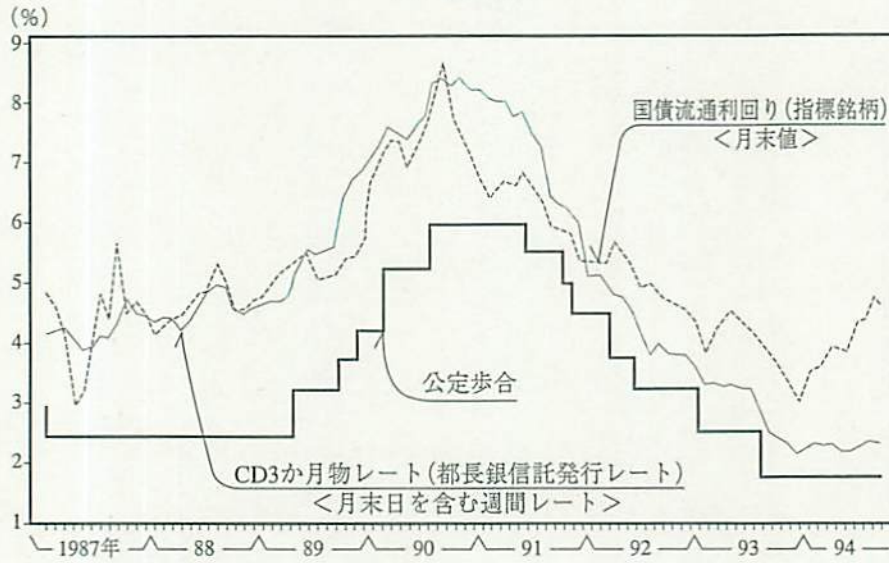


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

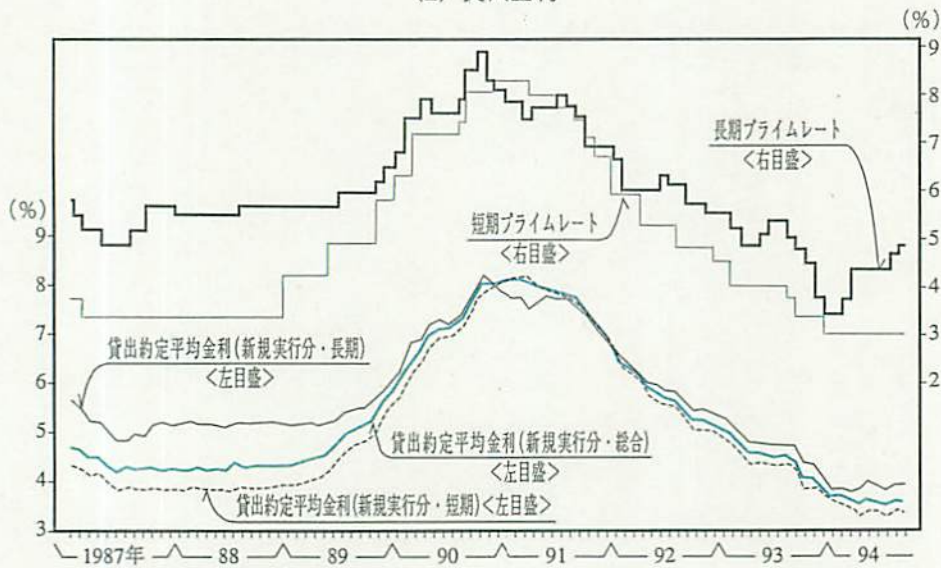
(図表11)

金 利

(1) 市場金利



(2) 貸出金利



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

となった。こうした金利の上昇は、基本的には、市場での景気回復期待を反映したものと考えられる(注4)。

(2) マネーサプライは緩やかに増加

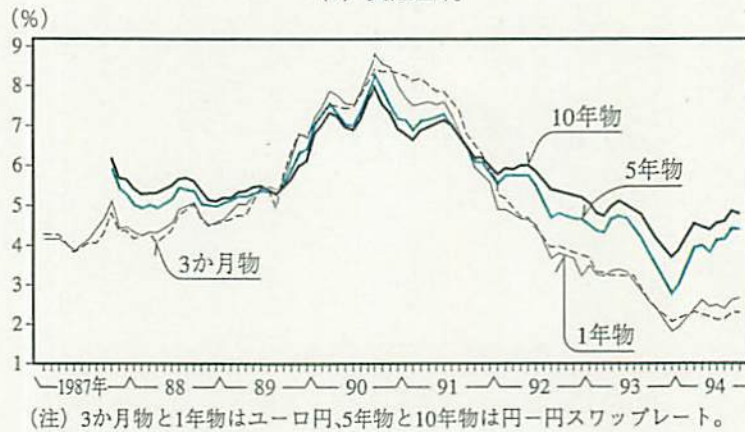
金融機関貸出をみると(後掲図表12)、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、

4～6月+0.1%の後7～9月△0.3%と緩やかな減勢傾向を辿っている。この背景を企業の資金需要からみると、設備投資の停滞を反映して、長期資金への需要は総じて低迷が続いている。また、運転資金の需要は全般的には低調である。むしろキャッシュフローの好転等を背景に銀行借入を圧縮しようとする企

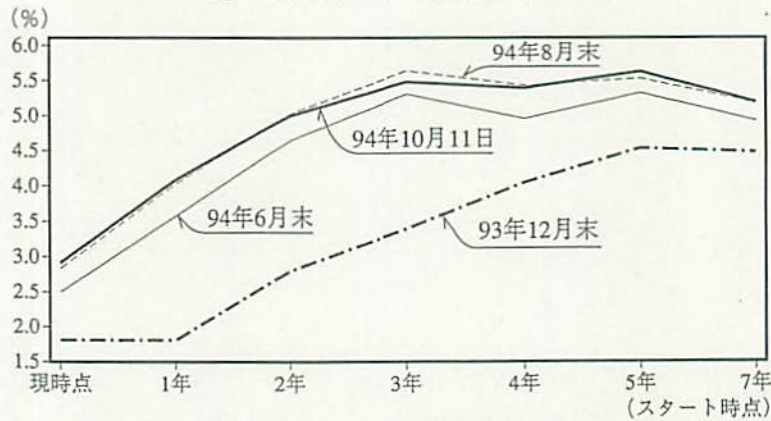
(注4) 金利の期間構造をみても、1～3年先にスタートする将来の金利(インプライド・フォワードレート)は右肩上がりの形状で上方へシフトしている。

金利の期間構造

(1) 長短金利



(2) インプライド・フォワードレート



(注) 円-円スワップレートから計算した1年物の金利。
(資料)「日経金融新聞」等

(図表12)

金融機関貸出

(1) 5業態計の総貸出

(単位 平残前年比 %)

	1993年		94年				94年		
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	6月	7月	8月	9月	
都 銀	0.5	0.4	△ 0.1	△ 0.5	△ 0.3	△ 0.6	△ 0.5	△ 0.4	
長 信	0.2	0.2	△ 1.1	△ 0.7	△ 1.7	△ 1.3	△ 0.4	△ 0.4	
信 託	△ 0.7	△ 2.0	△ 2.9	△ 3.5	△ 2.9	△ 3.4	△ 3.6	△ 3.5	
地 銀	1.7	1.8	1.6	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1	
地 銀 II	0.2	0.6	1.6	1.8	1.6	1.6	1.7	1.9	
5 業 態 計	0.6	0.5	0.1	△ 0.3	△ 0.2	△ 0.4	△ 0.3	△ 0.2	
円 貸 出	1.7	1.2	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	
インパクトローン	△10.5	△ 7.7	△ 5.6	△ 5.1	△ 4.9	△ 5.7	△ 4.4	△ 5.4	

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1993年		94年				94年		
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	6月	7月	8月	9月	
外銀(平残)	△15.8	△16.5	△20.2	△15.5	△18.6	△14.7	△15.7	△16.3	
信金(末残)	2.9	2.2	2.2	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1	
生保(末残)	5.2	4.9	3.7	n.a.	3.7	5.4	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

業が依然少なくない。民間金融機関借入以外の資金調達をみても、電気機械や小売等の一部で設備投資の上方修正に伴う所要資金の一部を資本市場から調達する動きがみられるが、なお総じて低調である(図表13-(1))。一方、企業セクター以外への貸出でも、個人向けの住宅ローン残高は僅かながら前年を上回っているが、消費者信用は引き続き低迷している(図表13-(2))。

借入需要が低調な状況の下で、民間金融機

関では引き続き貸出金利設定の弾力化等による新規取引先の開拓、および、住宅ローン金利(変動型)の引き下げや商品性の多様化による住宅ローンの推進を図って、貸出の量的な増加に努めている。現に、市場金利の上昇の一方で、貸出約定平均金利(全国銀行・新規実行分)は低水準で推移している(前掲図表11-(2))。

このように金融機関貸出が減勢傾向を辿る下にあっても、マネーサプライをみると

(図表13)

資本市場調達、個人向け貸出

(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4~6月	18,844 (△26.1)	12,985 (△13.7)	4,943 (△14.8)	551 (△87.5)	365 (49.6)
7~9月	22,758 (△22.8)	9,105 (△45.7)	12,097 (50.2)	588 (△83.6)	968 (△ 8.9)

(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

(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 6月末	5.5	1.3	10.1	△ 5.0	(△43.3)
9	5.8	0.5	11.6	△ 6.2	(△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)
6	7.9	1.4	14.4	△ 6.6	(1.0)

(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

(後掲図表14)、 $M_2 + CD$ 平残前年比は4~6月まで+1%台後半で推移した後、7~9月は+2.1%と緩やかな増加を続けている。広義流動性もほぼ同様に緩やかな増加となっている。また、 M_1 ($M_2 + CD$ から定期性預金と譲渡性預金を除いたもの)は本年初来伸びを高めている。これらは、個人消費の持

ち直しや生産活動の回復を背景に、取引動機に基づく通貨需要が増加してきたことを反映しているとみられる。このようなマネーサプライの増加テンポは概ね最近の名目成長率(4~6月の前年同期比+1.1%)に見合うものである。しかし、企業部門におけるバランスシート調整(債務の圧縮)の持続、資産取

(図表14) マネーサプライ



(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

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

引の低調を反映して、過去の景気回復局面にみられたような名目成長率を大きく上回るマネーサプライの増加には至っていない。先行きについても、緩やかな景気回復の下で、通貨需要も基本的には緩やかなテンポで増加するとみられる(10~12月のM₂+CD平残前年比は+2%台となる見通し)。

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の動向

今後の経済を展望すると、まず、海外経済

については、世界貿易の拡大を伴いつつ、多くの地域とも景気拡大を続ける見通しである(図表15)。

米国では、旺盛な設備投資と堅調な個人消費に支えられ、景気の拡大が続いている。94年上期の実質成長率は在庫投資の拡大も加わって前期比年率で+4.2%に達した。このため、製品需給は引き締まっているが、合理化に伴う単位労働コストの低下や輸入品との競合を背景とした企業の慎重な価格設定等を反映して、生産者物価・消費者物価の上昇は小幅にとどまっている。こうした状況の下で、連邦準備制度はインフレ圧力の高まりを未然に抑え経済の持続的な成長を促すために、5月と8月に公定歩合を引き上げた。先行きについて、金融市場の一部には景気過熱の懸念も根強いが、金利上昇によって住宅投資や個人消費が漸次スローダウンし、成長率も緩やかに低下に向かうと期待される。

欧州経済をみると、ドイツ、フランスでは、輸出が好調に推移する中で、設備投資も緩やかに持ち直しており、景気の回復が明らかになっている。ただし、雇用、個人消費の目立った改善はみられていない。両国とも当面は輸出主導の緩やかな回復が続くとみられる。英国では、景気拡大テンポが一段と強まっており、インフレ圧力の台頭を未然に防ぐ観点から9月に政策金利が引き上げられた。

一方、アジア諸国をみると、中国では、工業国向け輸出が増加しているほか、個人消費、設備投資とも再び伸びを高めている。NIEs

(図表15)

海外経済

(1) 実質GDP

(単位 前年比 %)

	1992年	93年	94年			
			7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
米 国	2.3	3.1	2.7	6.3	3.3	4.1
内需 (寄与度)	2.6	4.0	4.1	5.9	5.1	4.7
外需 (々)	△0.3	△0.8	△1.3	0.3	△1.7	△0.6
E U (欧州連合)	1.1	△0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	2.3	△1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<旧西ドイツ地域>	< 1.8 >	< △1.7 >	< △1.0 >	< △0.6 >	< 2.2 >	< 2.3 >
フ ラ ン ス	1.2	△1.0	△0.8	△0.5	1.2	2.0
英 国	△0.5	2.0	2.2	2.6	3.1	3.8
ア ジ ア N I E s	5.5	6.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓 国	5.0	5.6	6.8	6.4	8.9	8.1
台 湾	6.0	5.9	5.8	5.3	5.6	5.8
中 国	13.6	13.4	n.a.	n.a.	(1~6月) 11.6	

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

(2) 物 価

(単位 前年比 %)

	1992年	93年	94年				
			10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	
米 国	生産者物価(最終財)	1.2	1.2	0.3	0.2	△0.3	1.2
	消費者物価 <同・除く食料品・ エネルギー>	3.0	3.0	2.7	2.5	2.4	2.8
		< 3.7 >	< 3.3 >	< 3.1 >	< 2.9 >	< 2.8 >	< 2.9 >
ド イ ツ	生 計 費 指 数	4.0	4.2	3.7	3.3	3.0	3.0
フ ラ ン ス	消 費 者 物 価	2.4	2.1	2.1	1.8	1.7	1.7
英 国	小 売 物 価	3.7	1.6	1.6	2.4	2.6	2.4
韓 国	消 費 者 物 価	6.2	4.8	5.5	6.5	5.8	6.9
台 湾	々	4.5	2.9	3.0	3.4	3.2	6.0
中 国	社会商品小売物価	5.4	13.0	15.8	20.0	19.5	22.5

(注) ドイツは旧西ドイツ地域の計数。
94年7~9月については、米国、フランス、英国、中国は7~8月の計数。
(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

やASEAN諸国でも、輸出・内需がともに増加していることから、成長率が加速している。そうした下で、物価については、中国で社会商品小売物価が前年水準を2割も上回っ

ているほか、その他の国々でも上昇率が高まっている。このため、中国をはじめとして引き締め気味の金融政策運営となっている。

(2) 国内経済の展望

わが国の景気が回復し始めた主な背景は、①ストック調整の進展、②金融・財政政策の効果の浸透、③海外景気の拡大である。これを別の形に言い換えると、循環的な要因（ストック調整の進展）に、外生的な力（政策効果、海外環境）が加わって、景気回復が緒についた。先行きを展望すると、まず外生的な要因は今後とも国内景気を支えるものと期待される。すなわち、海外景気については前述のとおり、当面は拡大が持続する見通しにある。また、政策効果も、本年度中は景気浮揚効果の持続が見込まれる。次に、循環的な要因も、引き続き景気を押し上げる方向に作用するはずである。すなわち、企業設備ストックの伸びは過去のボトムを更新する低水準にあり、耐久消費財、住宅のストックの伸びも低い（図表16）。過去の景気回復の過程にあっては、循環的な好転要因に弾みがつき、累積的に景気が押し上げられるプロセスに入っていた（支出増→生産増→所得増→支出増、いわゆる「投資が投資を呼ぶプロセス」）。

今回についても、既にそのような自律的な好循環の端緒がみられないわけではないが（前述の所定外労働時間の増加）、他方で言えば構造的と言うべき回復制約要因が存在する。このような制約要因としては、高成長を続けるアジア諸国の製品との競合やこれまで

の円高が企業経営の先行きに不透明さを与えていることが挙げられる。また、企業や金融機関が抱える含み損失や不良資産の圧力（いわゆるバランスシート調整圧力）が依然として経済の回復力を制約する要素として残っている。加えて、円高やアジア諸国の供給力の増大に触発された製品価格の低下が、少なくとも短期的に企業経営の圧迫要因としてとらえられている面がある。

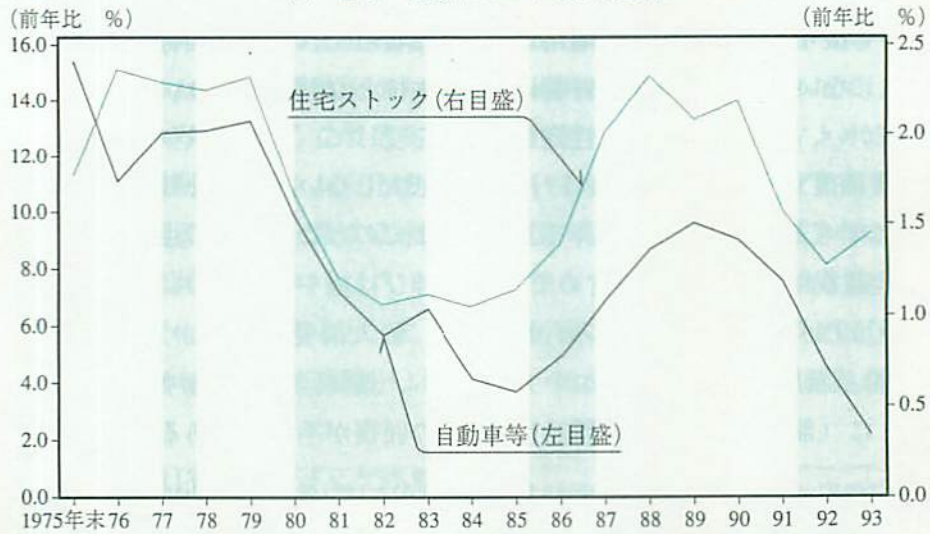
円高が進行する中で、輸入は開発輸入や逆輸入を含め内需の伸びを上回る伸びをみせている。一方、輸出については、93年初来の円高に対するドル建て輸出価格の転嫁率がこの9月で概ね50%となったが（注5）、数量の落ち込みはこれまでのところ回避されている。これには、海外景気が拡大している、とりわけ米国経済が完全雇用水準で成長しているために、わが国からの輸出の価格上昇にもかかわらず数量が伸びている面が強い。また、円高などを起点とした海外生産シフトには、資材・部品輸出誘発を通じて輸出数量を増やす効果がある。さらに、輸出企業によるコストの削減努力も価格競争力の回復にながしか寄与している。これらを背景に、円高の輸出面を通じるデフレ・インパクトは、これまでのところ限定的にとどまっている。

以下では、このような循環的・外生的な景気回復要因と構造的な制約要因を念頭に置いて

（注5）ここでの転嫁率は、ある期間における通関ベースの円高率を分母にとり、ドル建て輸出物価指数の上昇率を分子として試算した。プラザ合意（85年9月）からルーブル合意（87年2月）にかけては、57%の円高率に対して53%の転嫁率となっていた。一方、93年初来の円高に関しては、26%の円高率に対して転嫁率は49%と、85～87年とほぼ同水準に達している。

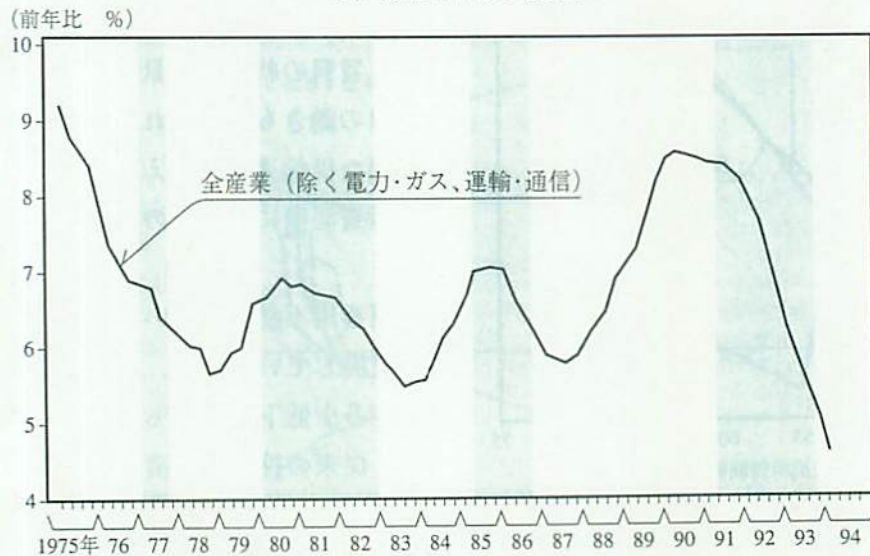
(図表16) ストック調整

(1) 住宅・自動車のストック成長率



(注) 1. 自動車等は1世帯当たりの個人輸送機器の実質残高 (93年末値は日本銀行調査統計局推計)。
2. シャドローは景気後退期 (経済企画庁調べ)。

(2) 資本ストック成長率



(注) シャドローは景気後退期 (経済企画庁調べ)。
(資料) 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」

て、最終需要についてやや詳しく検討していくこととする。

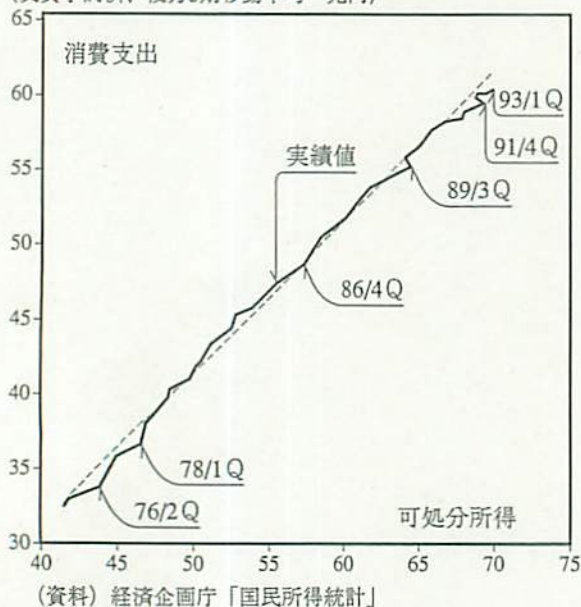
まず、個人消費について、減税効果の先行

きをみると、本年6～7月には消費性向（家計調査・勤労者世帯ベース）が幾分低下したが、これは、所得税・住民税の減税実施によ

る可処分所得の増加が貯蓄に滞留したことを示している(注6)。可処分所得が大きく増加した過去の局面を振り返ると、物価や雇用環境が急速に悪化しない限り、こうした貯蓄は徐々に消費に向かい、その過程で消費性向が徐々に元の水準に復元している(図表17)。本年度の減税についても、12月並びに95年1月以降に実施が予定されている部分を含めて、下期の消費を押し上げる効果を持つとみられる(注7)。この間、雇用・所得環境については、前述のように(前掲図表7)、循環的に

(図表17) 所得と消費支出との関係

(実質季調済、後方3期移動平均 兆円)



は悪化に歯止めが掛かりつつある。しかしながら、これまでの円高やアジア諸国の工業化によって、わが国の労働集約的製造業は比較劣位となりつつあり、この面からの調整圧力を受けて、従来の景気回復期ほどには雇用が拡大しない可能性を残している。現に、これまでのところ従来の生産回復期に比べ求人伸びは緩やかなものにとどまっている。

個人消費が緩やかな回復を続けるとしても、景気回復が定着するためには、設備投資の回復が不可欠である。前述のとおり先行指標やアンケート調査は本年度内に下げ止まる可能性を示唆している。機械受注は4～6月に下げ止まり、また、民間非居住用の建築着工床面積も店舗や倉庫の回復を中心に7～8月に下げ止まったように窺われる。この間、商業用ビル建設については低迷を続けている。賃料の軟化を背景に都心部へのオフィス回帰の動きも散見され始めてはいるが、依然大幅な供給過剰を抱えるだけに、この分野での投資回復には相当の時間を要するとみられる。

商業用不動産を除いて資本ストックの調整が進展しているため、仮に中期的な期待成長率が多少低下して2%前後で推移するとしても、従来の投資と経済成長の関係が続いている限り、95年度上期には設備投資は増加に転

(注6) 個人保有の流動性預金(末残前年比)は、3～5月平均+8.0%から6月+9.8%と伸びを高めた後、7月も+9.6%と高止まりしている。この間、個人の定期性預金の伸びは横這い。

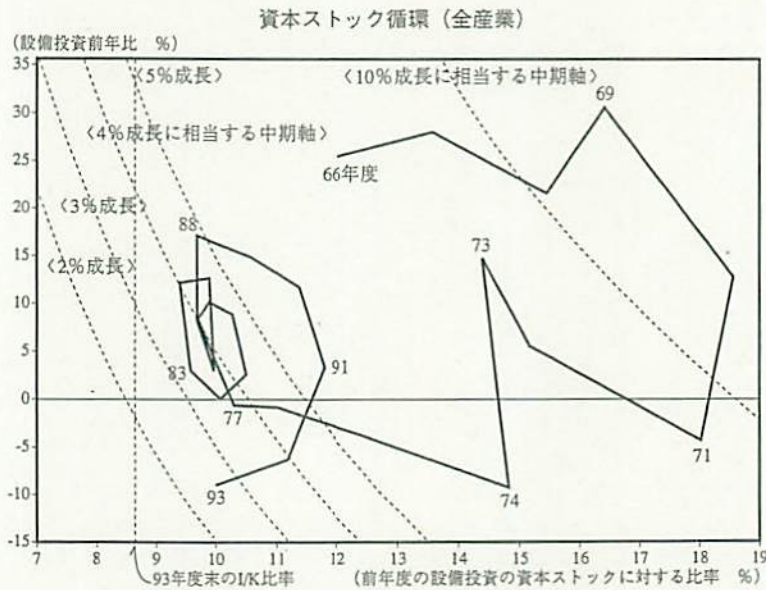
(注7) 「税制改革要綱」(10月4日閣議決定)によれば、95年度の減税規模は増税を伴うことなく94年度と同一となり、その一部は95年1月より実施される予定である。このことも当面の消費を下支えするとみられる。

じるとの見方ができよう(注8)。この間、製造業の稼働率がこの7～9月にも上昇に転じ、今後とも最終需要の伸びに沿って上昇傾向を辿るとみられる。また、投資採算面からみると、92～93年中にみられたような製造業の実物資本の収益率が長期プライムレートを下回る状況は解消し、両者はほぼ一致する水準で推移している(後掲図表18)(注9)。

こうした投資環境の変化を踏まえると、これまでの長くかつ深い資本ストック調整がよ

うやく最終局面にさしかかり、設備投資は先行き95年度上期までには緩やかではあるが立ち上がってくる可能性が大きい。もっとも、世界的な経済構造変化の下で、わが国製造業の設備投資が海外へシフトする動きが相次いでいることから、ストック調整の進展の割には国内設備投資が引き続き増加しない可能性も残っている。現に、労働集約的な製造業では労働コストの低いアジア諸国の工業化に伴い、輸出からの撤退、生産拠点の海外シフト、

(注8) 資本係数(資本ストックの産出量に対する比率)および既存設備の除却率に一定の前提を置くと、毎年の設備投資の伸び率とその前年の資本ストックに対する設備投資の比率は、中期的な期待成長率によって与えられる軸の回りを循環するという経験則がある。「平成5年度の金融および経済の動向」(『日本銀行月報』1994年6月号)のボックス4を参照。

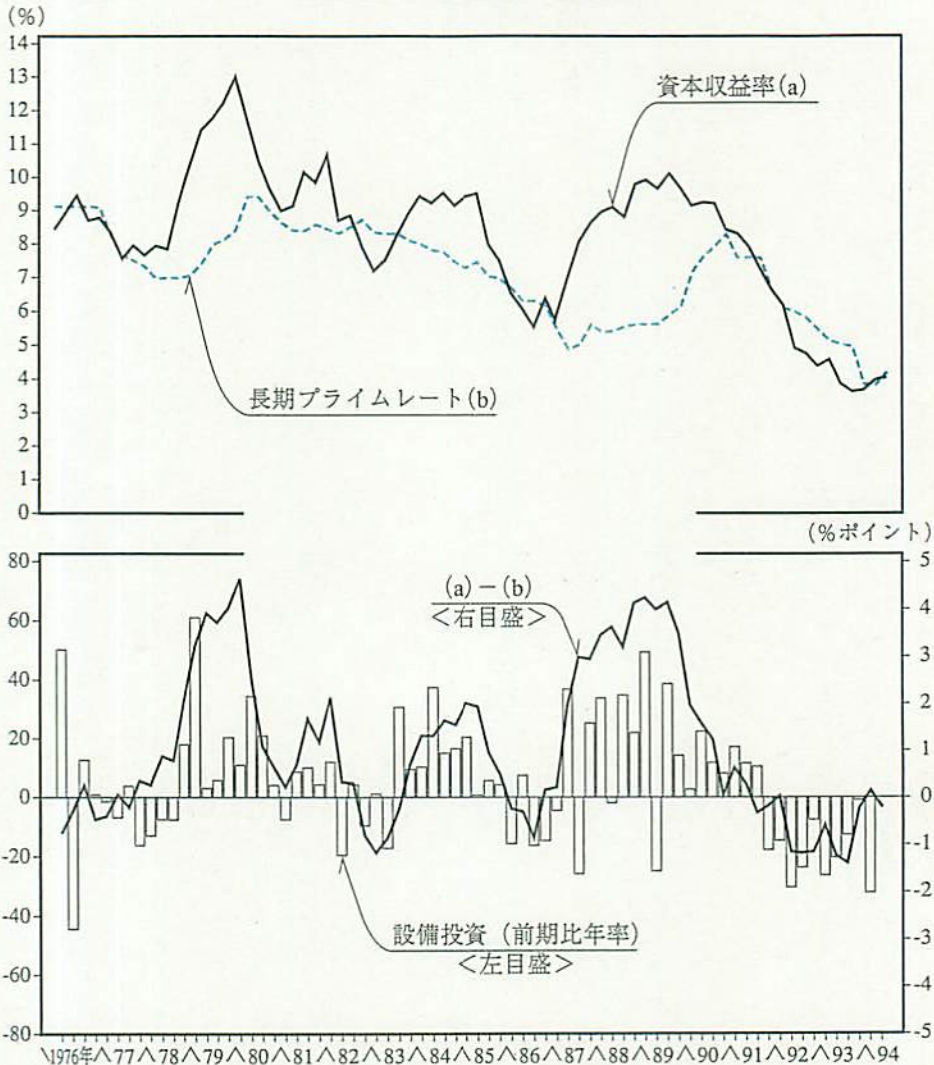


(注) 本図の見方については「平成5年度の金融および経済の動向」(『日本銀行月報』94年6月号)中のボックス4を参照。

(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」

(注9) 今後企業収益は改善する見通しにあるが、収益水準は依然として低く、その基盤も脆弱であるため、例えば輸出環境の急速な悪化などで売り上げが多少落ち込んだ場合は、今後芽生えてくる設備投資意欲を抑える可能性もある。すなわち、売上高経常利益率は既往最低圏内にとどまっているうえ、損益分岐点が高いので、売上高の僅かな下振れでも利益が大幅に減少する可能性がある。ちなみに法人季報の大企業・製造業(除く石油石炭)の94年4～6月期について損益分岐点比率を求めると、94%であり、売上高が△1%の減収となると経常利益は△17%の減益となる。

(図表18) 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」、
日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「経済統計月報」

あるいは輸入代替が進行している。こうした製造業での調整は国内における設備投資や雇用拡大の立ち上がりを抑制ないし遅延させて

いると考えられる。しかし同時に、アジア諸国との間で分業体制を構築し、より有利な分野に特化する動きも企業部門で広がりつつあ

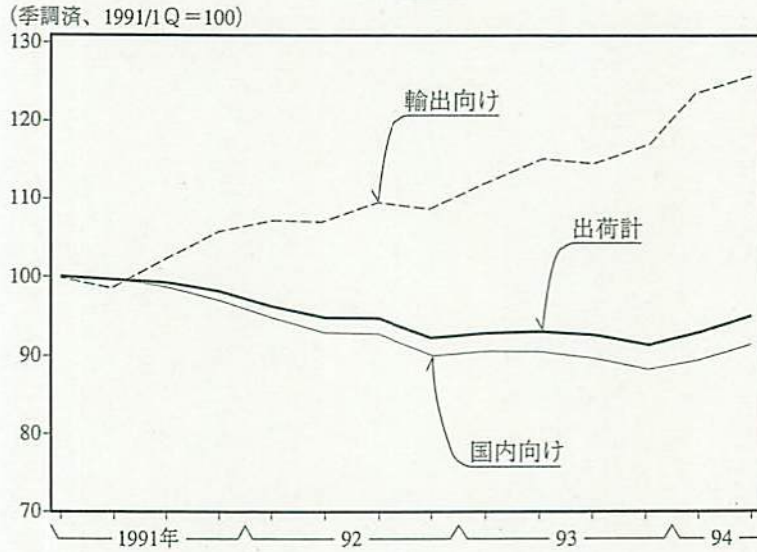
る。また、アジア諸国での生産拡大に伴って、わが国からの資本財や生産財の輸出も増加基調にある(注10)。これらの動きに照らすと、一方では、内外の産業構造が変化する下での

企業経営には不確実性が大きいいため、設備投資が全体として伸び悩むことも十分考えられるが、他方、構造変化の方向が明らかになるにつれ、比較優位にある分野での投資が拡大

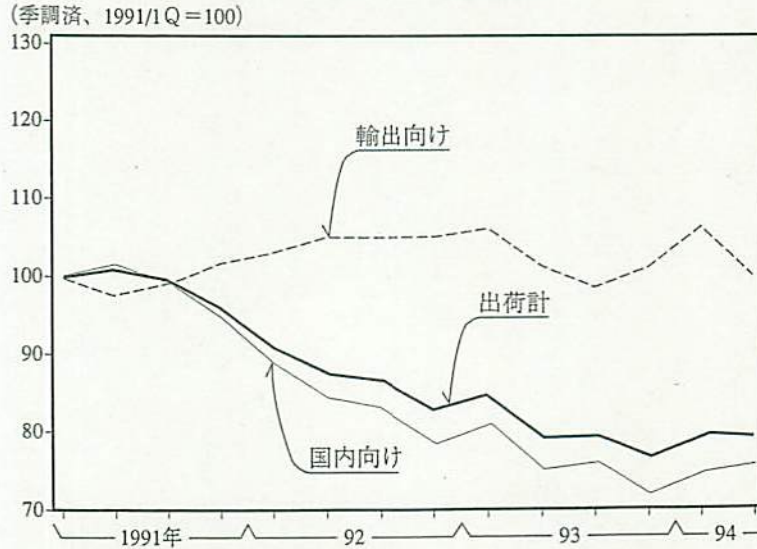
(注10) こうした誘発輸出は92年頃より活発化しているが、生産財については、本年入り後から輸出が一段と増加し、国内メーカーの出荷増に大きく寄与している。

輸出・国内向け出荷(国産品)

(1) 生産財



(2) 資本財(除く輸送機械)



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

していくことも期待される。

住宅投資については、借入金利がボトムアウトする中で、貸家が減退しているが、持家と分譲の好調持続から全体としても堅調さを持続している（図表19）。もっとも、既に着工件数がかなりの高水準に達していることから、先行きについては、徐々に頭打ちとなっていく公算が大きい。

公共投資（公的固定資本形成）については、93年度からの継続ないし繰り越し案件の受注残高が高水準であるため、特段の措置が今後採られないとしても、本年度中は景気浮揚効果を発揮し続けるとみられる。

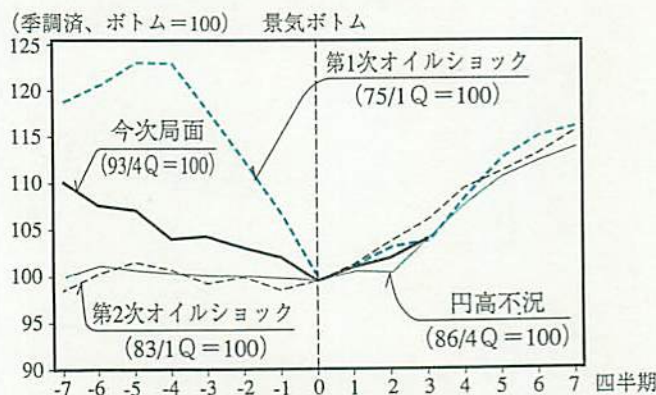
また、輸出の先行きについては、海外景気が全体として拡大を続けるが、米国の経済成長が巡航速度へ減速し、自動車産業などで海外生産シフトが一段と進行するとみられることから、増勢は次第に鈍化するとみられる。一方、輸入については、消費財を中心に輸入

ペネトレーション比率（国産品の国内向け出荷と輸入を合計した総供給に対する輸入の比率）の上昇が一段と進み、国内景気の回復テンポ以上の速さで増加を続けるとみられる。このため、ネット外需は、幾分減少し、GDPの伸びを抑える方向に寄与する可能性がある。

以上を総合して先行きのわが国経済を展望すると、景気が腰折れる可能性は低下し、引き続き回復過程を辿るとみられる。しかし、本年度中は設備投資の本格的な回復が期待し難く、つれて景気も当面の回復テンポは緩やかなものであり（注11）、その間は減税や公共投資といった政策効果に負う面が小さくない。また、そうした回復初期の過程で仮に一層の円高などが生じると、短期的にはデフレ圧力が高まる可能性があることには、引き続き注意を払っていく必要がある。

（注11）もっとも、本年初から7～9月までの3四半期の鉱工業生産の増加テンポは、過去の回復初期のそれと大差なく、経済全体としての回復テンポが予想外に高いものとなる可能性も全く無視することはできない。

景気回復局面における鉱工業生産



（注）今局面については、景気ボトムは確定していないが、仮に93年第4四半期とした。なお、3期目の94年第3四半期は予測指数に基づく試算。

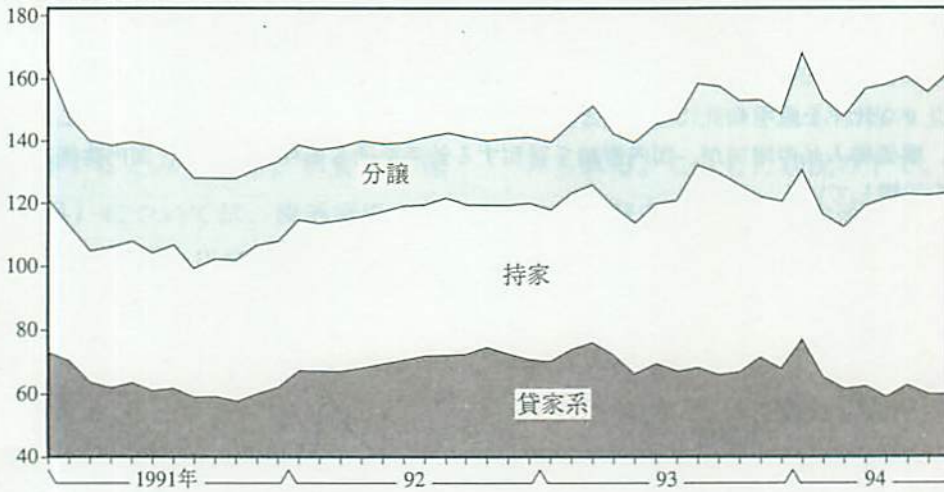
（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表19)

住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数(月次)

(季調済年率換算 万戸)



(2) 新設住宅着工戸数(四半期)

(季調済年率換算 万戸)



(注) 94年第3四半期は7、8月平均の年率換算。

(資料) 建設省「建設統計月報」

(3) 物価の展望

国内需給の引き緩みの後退が物価を押し上

げる方向に作用するが、生産の回復を背景とする単位労働コストの伸び鈍化に加え、消費

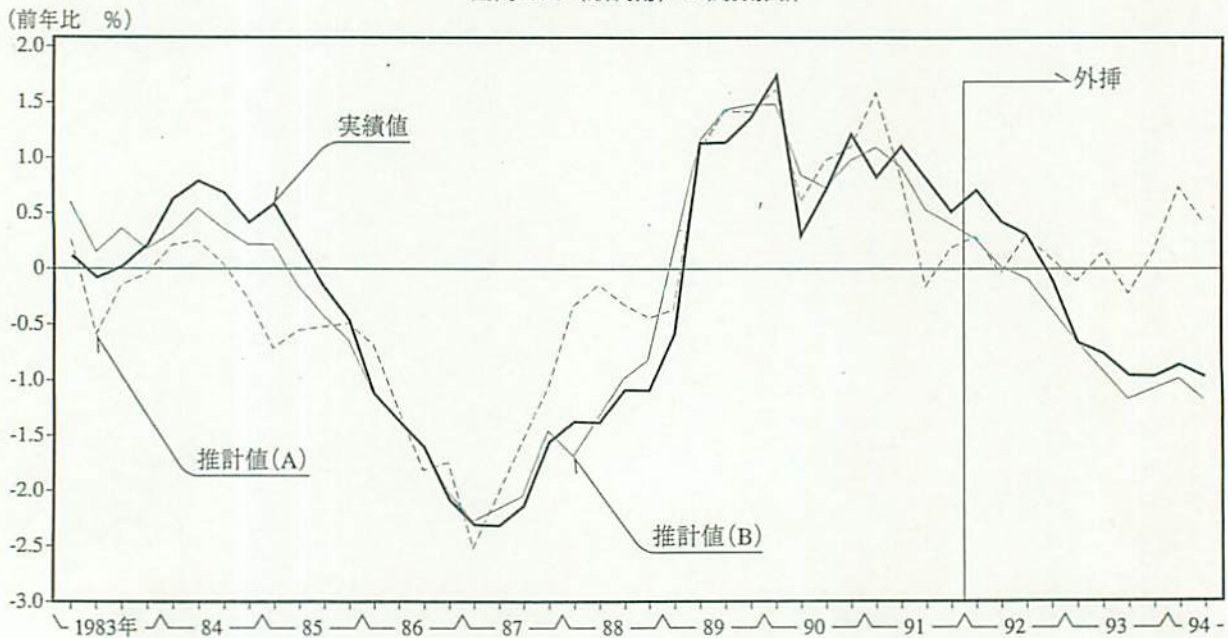
財を中心とした廉価輸入品の増加の影響も
あって(注12)、物価は総じて安定圏内で推移

するとみられる。

国内卸売物価については、景気回復を受け

(注12) ちなみに、国内卸売物価・最終財を関数推計するに当たって、需給に関する変数のほかに、輸入ペネトレーション比率を説明変数に加えると、93年以降の説明力がかかなり向上する。このことは、最近時において、廉価輸入品の増加が、国内需給を緩和する効果を通じる程度以上に、国内物価を押し下げていることを示唆している。

物価と輸入ペネトレーション
国内WPI(最終財)の関数推計



(計測期間：83/1Q～91/4Q、()内はt値)

	説明変数					定数項 消費税ダミー	R ²	D.W.	S.E.
	(注1)* ΔWPI中間財 ×投入比率	Δ国内WPI 食料用農畜 水産物	(注1)** Δユニット・レイ バー・コスト ×人件費率	(注2) 需給判断D.I.	Δ輸入ペネトレー ション比率				
推計(A)	0.050(0.89) 0.040(0.80)	0.254(3.45)	0.389(2.24) 0.196(2.25) 0.002(0.07)	0.008(1.01)		0.197(0.89) 0.577(1.37)	0.72	0.64	0.62
推計(B)	0.185(6.85) 0.001(0.01)	0.083(2.15)	0.098(1.24) 0.051(1.31) 0.004(0.29)	0.008(2.07)	Δ 0.989 (Δ10.59)	0.670(6.41)	0.94	1.31	0.29

推計(A)：コスト、需給判断D.I.のみによる推計。

推計(B)：輸入ペネトレーション比率を加えた推計。

(注1) ラグはシララグを利用。

* 上段：当期、下段：1期前。

** 上段：3期前、中段：4期前、下段：5期前。

(注2) 全国短観の需給判断D.I.を国内WPI最終財の業種ウイトで組み直し。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、
総務庁「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」、
日本銀行「卸売物価指数」「企業短期経済観測調査」

て、本年度の下期以降も前年比の低下幅が幾分縮小していく見通しである。一方、企業向けサービス価格については、事務所賃貸をはじめとするサービス需要が全般的に低調であるとみられることから、引き続き前年を下回る水準で推移するとみられる。消費者物価(除く生鮮食品)については、流通経路の効率化に伴う流通マージン圧縮が見込まれることもあり(いわゆる「価格破壊」の一側面)、本年度一杯はなお前年比上昇率の低下傾向が続く見通しである。

(4) 対外収支の動向

先行きの対外収支を展望すると、前述のと

おり、実質貿易収支黒字は幾分なりとも減少を続ける可能性が大きい。この間、ドル建て輸出価格は既往円高の調整値上げが続くことから、また、輸入価格は強含みの国際商品市況を反映して、いずれも小幅の上昇となるとみられる。こうした状況の下で、ドルベースの貿易収支の黒字幅も今後も漸減する見通しにある。一方、貿易外収支の赤字幅は横這い圏内で推移するとみられ、ドルベースの経常収支の黒字幅も徐々に減少すると期待される。95年度にかけて景気回復が持続する下で、経常黒字の名目GDP比率については、かなりの低下が展望できる。

(平成6年10月21日)