

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成7年秋） ——

■要 旨■

1. わが国の景気は、足踏み状態を続けている。最終需要面では、設備投資が緩やかに回復しており、また公共投資も増加傾向にあるが、純輸出が減少傾向を強め、住宅投資も減少している。個人消費は、総じて増加基調にあるが、そのテンポは緩慢である。また、在庫は、鉄鋼等の建設関連財を中心に、幾分過剰となっている。こうした最終需要や在庫調整圧力の下で、鉱工業生産は減少している。雇用面でも、厳しい状況が続いている。

物価は、全般に軟調を続けているが、減産や円高修正の影響等から、このところ低下ピッチが幾分鈍化しつつある。すなわち、下落を続けてきた国内卸売物価は、最近では、減産強化や円高修正を反映して、下げ渋りの様相を呈している。消費者物価（全国・除く生鮮食品）は、4月以降5か月連続で前年比マイナスとなっているが、東京の9月（速報）は前年を上回った。この間、GDPデフレーターは前年比マイナスを続けている。

対外収支面をみると、輸出の増勢鈍化が明確化する一方、輸入は高い伸びを続けている。このため、実質貿易収支の黒字幅は縮小傾向にある。この間、ドルベースでみた経常収支の黒字も、円高を背景とした逆Jカーブ効果や投資収益増などによる振れを伴っているが、基調としては緩やかな縮小傾向にある。

2. 金融・為替市況についてみると、短期市場金利は、7月および9月の日本銀行の金融緩和措置を受けて一段と低下し、史上最低圏での動きとなっている。一方、長期市場金利（長期国債指標銘柄利回り）も、いったん上昇した後再び低下し、2.6～2.8%程度の低水準で推移している。円相場は、7月初以降、為替市場における主要国通貨当局の協調行動などを受けて、円高の修正が進み、最近は100円前後でもみ合っている。株価も、一連の金利引き下げ措置や円高修正の動きを受けて、7月以降かなり持ち直している。

この間、民間金融機関の貸出は幾分伸びを高めているが、政府系金融機関の貸出の伸びは低下している。また、マネーサプライの伸び率は、幾分鈍化している。

3. 今後の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、本年前半、米国を中心に幾分減速したが、その後再び持ち直してきており、先行き1996年前半にかけても、景気の拡大基調が持続する見通しである。

すなわち、米国では、本年前半には、昨年来の金融引き締め効果の浸透などを背景に、軽度の在庫調整局面を迎え、景気は減速した。しかし、年央以降は、最終需要の持ち直しや在庫調整の進展などから、景気は再び拡大しつつある。先行き1996年前半にかけても、設備投資の着実な増加と生産回復が持続する中で、雇用の改善・家計支出の増加という好循環が途切れず、米国景気は緩やかな拡大傾向を辿る可能性が高い。

欧州経済は、最近幾分減速しているが、夏場以降の政策金利引き下げによる内需下支えの効果が期待できることなどから、先行き1996年にかけても景気の拡大基調は崩れないとみられる。

東アジアでは、中国など一部の国で拡大テンポがやや鈍化しているが、全体としては、輸出ないし設備投資に主導されて、先行きも高成長を持続する見通しである。

4. わが国経済は現在、足踏みを続けているが、在庫調整がほぼ一巡する年明け後は、政策的需要（公共投資、住宅投資）の増加に支えられて、生産が再び増勢に転じるとみられる。こうした下で、これまで微弱ながら続いてきた設備投資の回復力が徐々に強まり、これが雇用や個人消費へと波及する形で、景気回復の基盤が次第に整備されていくものと期待される。

すなわち、現下の在庫調整圧力は、企業の慎重な生産姿勢もあって、過去の在庫積み上がり局面に比べ比較的軽微であるため、ほぼ年内一杯で在庫調整が一巡すると考えられる。

一方、最終需要面をみると、春先以降景気下押し要因となってきた純輸出については、海外経済の拡大傾向や円高修正により、マイナス幅の拡大にある程度歯止めがかかるものとみられる。また、政策的需要についても、公共投資が9月20日発表の経済対策により、年明け後の景気押し上げに相当程度寄与するとみられるほか、住宅投資も、低金利を背景に、10～12月以降持ち直す可能性が強まっている。

こうした政策的需要に支えられて、生産が増勢に転じる下で、設備投資は、大企業・製造業に関する限り、①新規成長分野（情報・通信関連）の投資活発化、②企業収益の好伸、③ストック調整の進展、④低金利などを背景に、回復傾向が続く可能性が大きい。また、個人消費も、生産が増勢に転じる年明け後には、所定外労働時間の増加等を背景に、徐々に回復歩調を強めるとみられる。

もっとも、アジア諸国との競合やバランスシート問題など、様々な構造調整圧力が根強い中で、中小企業や非製造業の投資行動は依然慎重である。また、家計の消費マインドも、企

業の厳しいリストラ姿勢が重石となって、当面目立った改善は期待しにくい状況にある。したがって、今後の景気回復テンポは過去の回復局面に比べ、緩やかなものにとどまる公算が大きい。

5. 物価は、円高修正や在庫調整の進展に伴う需給改善から、下落基調にある程度歯止めがかかると思われるが、輸入ペネトレーション比率の上昇など構造的な押し下げ圧力も依然根強いだけに、当面は横這いないし幾分弱含みで推移するとみられる。

対外収支面では、輸出が米国景気の持ち直しや円高修正の影響等から、再び幾分増勢を強めるが、一方輸入も高い伸びを続ける可能性が大きい。このため、経常収支の黒字幅は縮小傾向を辿り、対名目GDP比率も低下が見込まれる。

6. 以上のような経済展望の下、国内民間需要主導の景気回復の基盤を確かなものとするためには、従来の発想にとらわれない思い切った規制緩和など、市場経済が本来備えているイノベーションの力を活性化させ、新しい市場や産業の創出に貢献するような構造政策が、着実かつ早期に実施されることが是非とも必要である。こうした努力を伴ってこそ、マクロ需要政策の効果も十分発揮されると考える。
-

1. 最近の経済情勢

(1) 景気は引き続き足踏み状態

わが国の景気は足踏み状態を続けている (図

表1、2)。すなわち、最終需要面では、設備投資が、4～6月のGDPベースで3年半ぶりに前年を上回り、機械受注も増勢を示すなど、緩

(図表1)

景気指標 (概観)

	1994年1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	95年1～3月	4～6月	7～9月
鉱工業生産 ＜季調済み前期比 %＞	1.4	1.2	1.4	2.1	1.3	0.0	(7～8月) △ 2.1
＜前年比 %＞	△ 2.9	△ 1.1	1.8	6.0	6.1	4.9	1.2
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) ＜[前]－[後] %ポイント＞	△ 52	△ 46	△ 36	△ 30	△ 24	△ 21	△ 23
実質消費支出 (全世帯) ＜前年比 %＞	△ 0.8	△ 1.2	0.5	△ 2.2	△ 2.5	0.1	(7月) △ 1.1
全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞	△ 2.7	△ 3.2	△ 0.8	△ 1.5	△ 2.2	△ 1.7	(8月) △ 1.3
家電販売 ＜前年比 %＞	3.9	0.9	20.8	10.7	11.0	12.2	(7～8月) 4.7
乗用車新車登録台数 (除軽) ＜前年比 %＞	△ 5.6	△ 3.0	4.2	2.5	9.0	1.1	0.5
＜季調済み年率 万台＞	339	330	353	334	367	334	353
新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞	7.7	11.8	1.7	2.5	△ 2.9	△ 11.9	(7～8月) △ 14.4
＜季調済み年率 万戸＞	157	160	156	156	153	141	137
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞	△ 2.4	2.4	2.8	10.1	2.2	14.2	(7～8月) 5.3
建築着工床面積 (民間非居住用) ＜前年比 %＞	△ 14.8	△ 12.3	△ 1.0	△ 0.1	△ 0.1	3.6	(7～8月) 7.5
公共工事請負金額 ＜前年比 %＞	10.3	△ 6.1	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3	4.0	2.9
有効求人倍率 ＜季調済み 倍＞	0.65	0.64	0.64	0.64	0.66	0.63	(7～8月) 0.61
実質輸出 ＜季調済み前期比 %＞	4.0	1.1	2.2	3.1	1.0	2.6	△ 4.4
実質輸入 ＜季調済み前期比 %＞	5.1	2.9	2.6	1.6	2.7	5.0	0.8

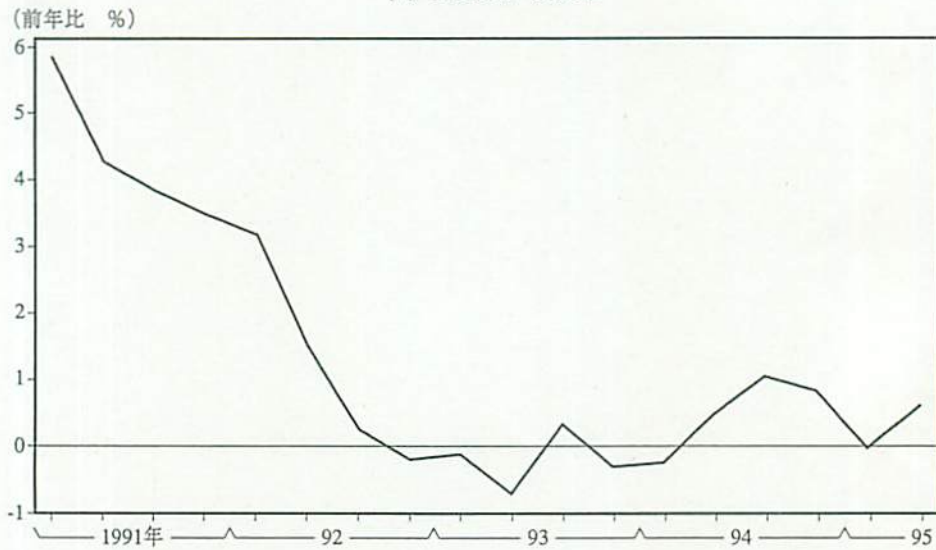
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

やかに回復している。公共投資も、公共工事請負金額が増加傾向にある。反面、純輸出は、アジア諸国との競争や、米国景気の減速に円高が加わり、減少傾向を強めている。また、住宅投資も、金利低下予想に基づく着工の先送りもあって、減少している。個人消費も、パソコン等の家電製品を中心に総じて増加基調にあるが、そ

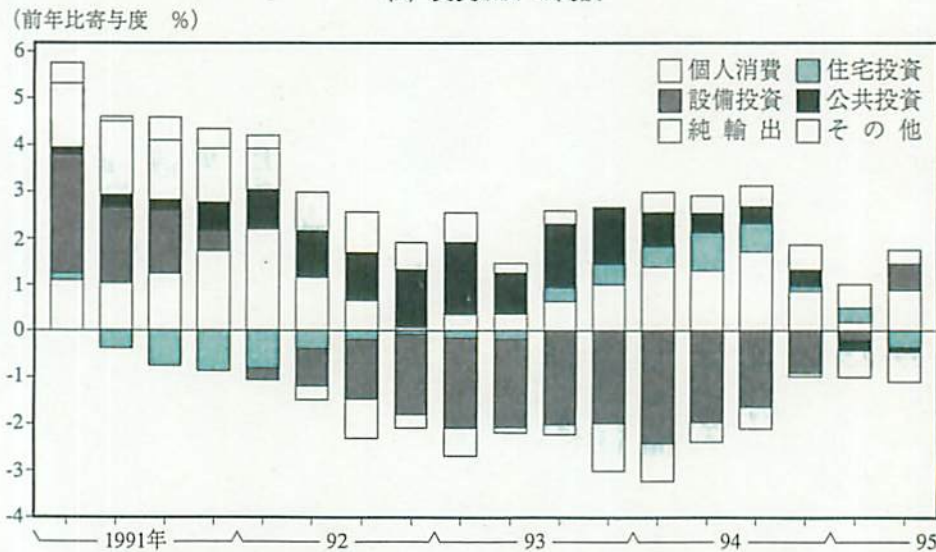
のテンポは極めて緩慢である。この間、在庫の動向をみると、輸出の増勢鈍化や住宅投資の減少、春頃までの公共投資の息切れ、震災復興向け仮需の剥落などを背景に、素材（化学、繊維等）や建設関連財（鉄鋼、木材、建設機械等）を中心に幾分過剰となっている（後掲図表3）。

以上のような最終需要および在庫調整圧力の

(図表2) 実質 GDP
(1) 実質GDP成長率



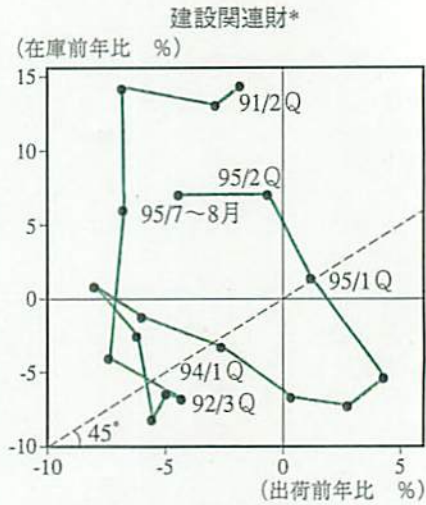
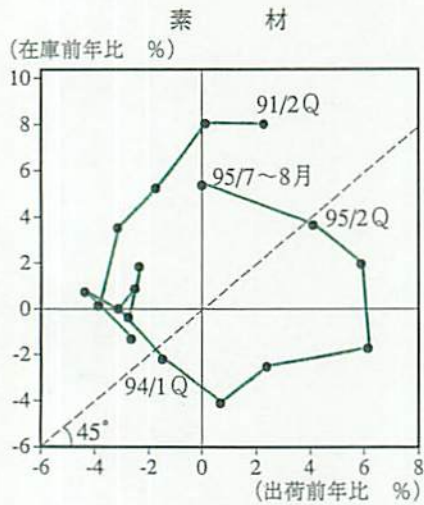
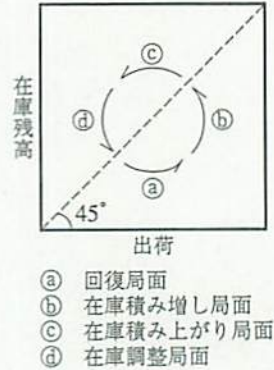
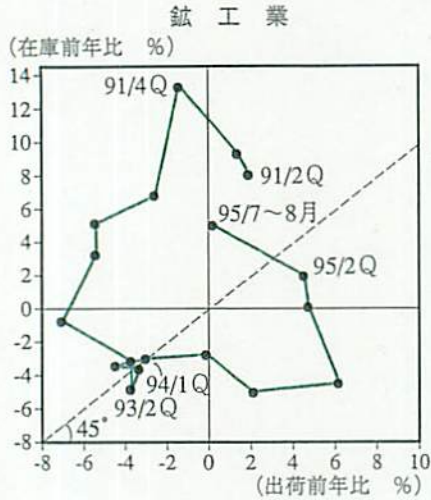
(2) 実質GDPの内訳



(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」

(図表3)

在庫循環



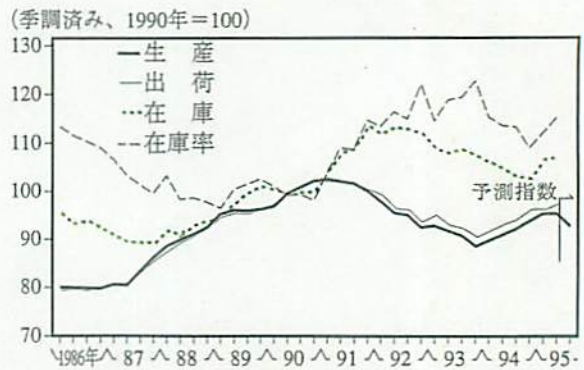
* 建設財+土木建設機械

(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」

下で、鋁工業生産は、4～6月横這いの後、7～9月は減少した模様である(図表4)。業種別にみると、需要好調のコンピュータ、電子部品、紙・パ等は増産を続けているが、輸内需伸び悩みの自動車およびその関連産業や、在庫過剰の鉄鋼等ではかなりの減産となっている。

雇用面でも、常用雇用者数や所定外労働時間が伸び悩む中で、完全失業率が既往ピークを更新し、有効求人倍率も低水準にとどまるなど、依然厳しい状況が続いている(図表5)。

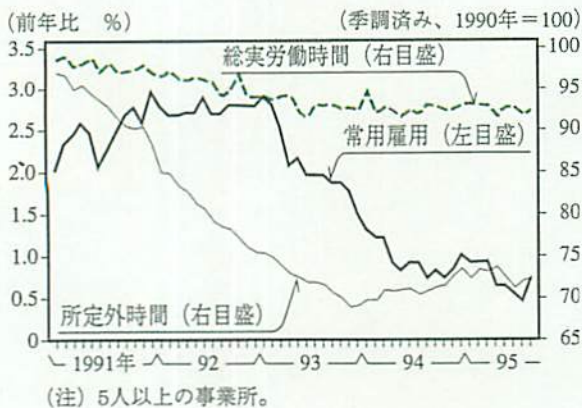
(図表4) 鋁工業生産・出荷・在庫



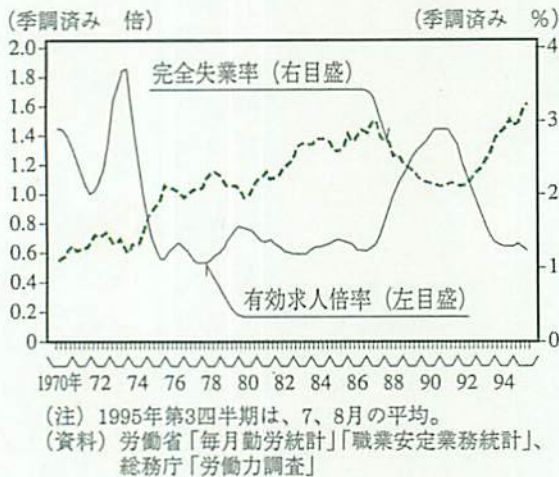
(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」

(図表5) 雇用関連指標

(1) 常用雇用と労働時間



(2) 有効求人倍率と完全失業率



(2) 物価の下落テンポは幾分鈍化

物価面をみると(図表6)、全般に軟調が続いているが、減産や円高修正の影響等から、このところ低下ピッチは幾分鈍化しつつある。

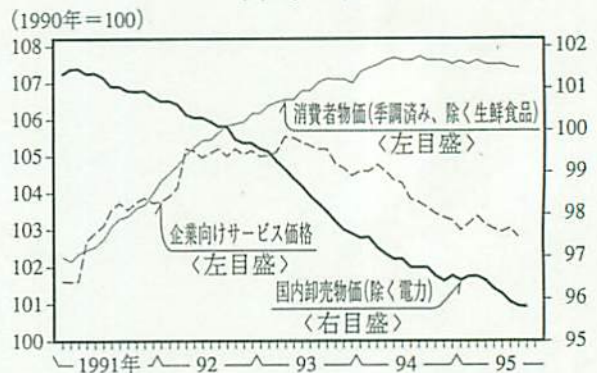
まず国内卸売物価は、今春以降、円高や国内需給の引き緩みから、建材関連を中心に下落してきたが、最近では、夏以降の減産強化や円高修正を反映して、下げ渋りの様相を呈している。

企業向けサービス価格も、不動産賃貸の値下げ改訂などから下落が続いているが、円高修正等による外洋貨物運賃の上昇もあって、前年比マイナス幅はやや縮小している。また、消費者物価(全国・除く生鮮食品)は、4月以降5か月連続で前年比マイナスとなっているが、ほぼ平行に動いている東京の9月(速報)は、公共料金の値上げ等から前年を上回った。

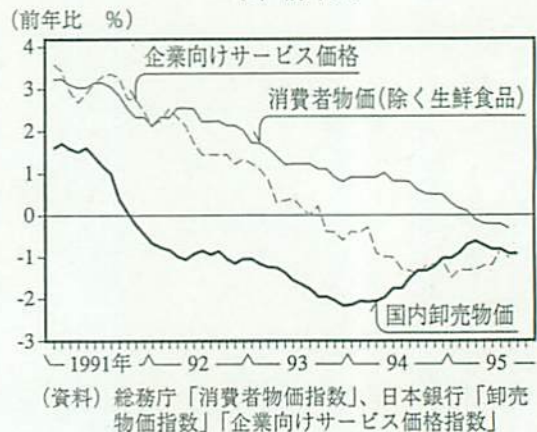
この間、GDPデフレーターは、1994年7~9月以降4四半期連続で前年比マイナスとなっている(後掲図表7)(注1)。特に消費デフレーターの

(図表6) 物価

(1) 水準



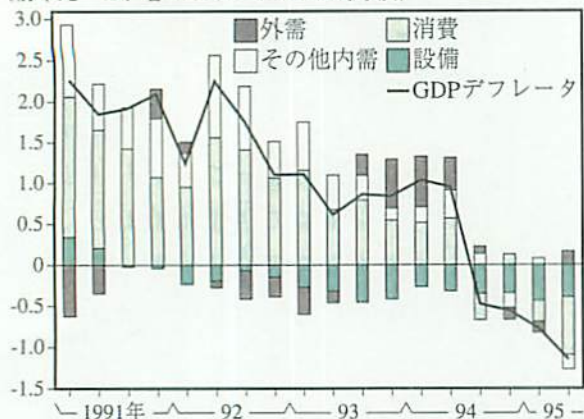
(2) 前年比



(注1) GDPデフレーター前年比の4四半期連続マイナスは、1955年の現行GDP統計開始以来初めてである。

(図表7) GDPデフレーター

(前年比 %、各コンポーネントは寄与度)



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

低下が目立っているが、これには、既往の円高の波及や、パソコン等価格低下の顕著な財の数量増（いわゆる「パーシェ効果」(注2)）などが影響している。

この間、最近の地価の動きをみると、商業地、住宅地ともに下落が続いている。

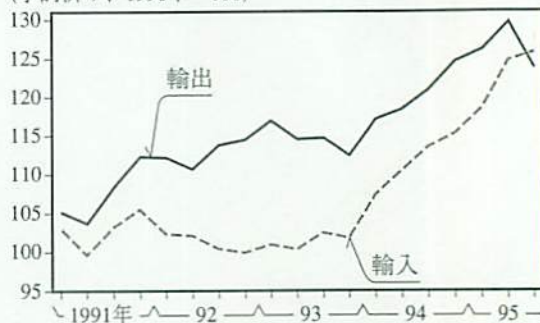
(3) 対外収支黒字は縮小傾向

対外収支の動向をみると（図表8）、輸出は、米国景気の減速や中国の輸入抑制、今春の急激な円高などから、増勢鈍化傾向が一段と明確化している。他方、輸入は、国内生産の減少から原材料の一部が幾分伸び悩んでいるが、アジア諸国の供給力拡大や生産の海外シフトなどの構造的な要因を背景に、基調的には高い伸びを続けている。以上を背景に、実質経常収支の黒字幅は、縮小傾向にある。この間、ドルベースの

(図表8) 対外収支

(1) 実質輸出入

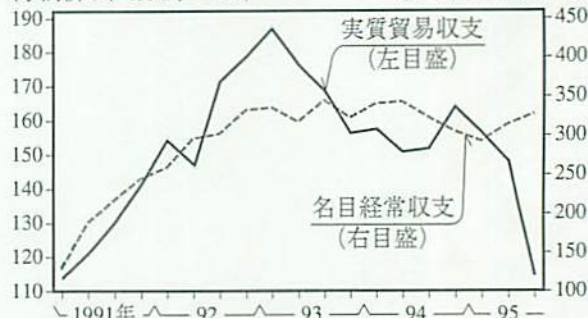
(季調済み、1990年=100)



(2) 実質貿易収支と名目経常収支

(季調済み、1990年=100)

(季調済み、億ドル)



- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートした上指数化したもの。
2. 実質貿易収支は、実質輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。
3. 名目経常収支は7~8月計数の平均値を四半期換算したもの。

(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」

経常収支の黒字も、円高を背景とした逆Jカーブ効果や、非居住者発行ユーロ円債からの利子受け取りの増加などによる振れを伴っているが、基調としては緩やかな縮小傾向にある。

(注2) 消費者物価や卸売物価は、基準時ウェイト方式の物価指数であるのに対し、GDP統計で用いられているデフレーターは、比較時ウェイト方式である。このため、例えばパソコンのように価格が急低下している財の数量が大きく伸びている場合は、デフレーターにおけるそうした財のウェイトが大きくなるため、消費者物価等に比べてデフレーターの上昇率は小さく（あるいは下落率が大きく）計算される。

2. 最近の金融情勢

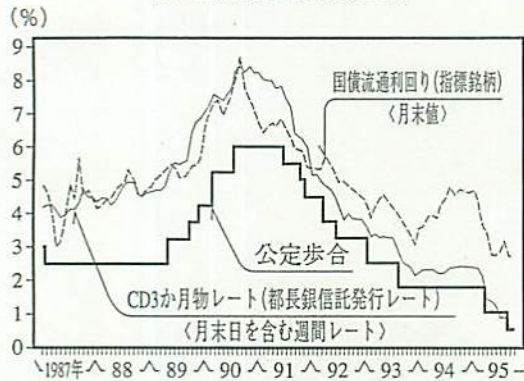
(1) 実体経済の弱さを反映する金融市況

金融・為替市況についてみると、まず短期市場金利は(図表9(1))、7月および9月の日本銀行による金融緩和措置(注3)を受けて低下し、最近では翌日物無担コールレートは0.4~0.5%程度、3か月物CDレートは0.5%前後と、史上最低圏での動きとなっている。一方、長期市場金利(長期国債指標銘柄利回り)は、円高

修正の動きなどを背景に、7月7日の史上最低値(2.505%<終値>)から8月中旬にかけていったん3%台に上昇したが、その後は、実体経済の弱さや、上記短期市場金利の低下を反映して再び下落し、最近では2.6~2.8%程度の低水準で推移している。この間、市場における短期金利の先行き予想も一段と下方修正され(図表10)、ユーロ円金利先物(3か月)は1996年

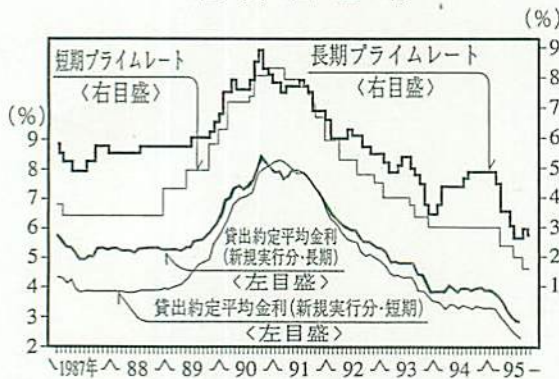
(図表9) 金利

(1) 公定歩合と市場金利



(注) 直近は10月17日時点。ただし、CDは10月9日~13日の週間レート。

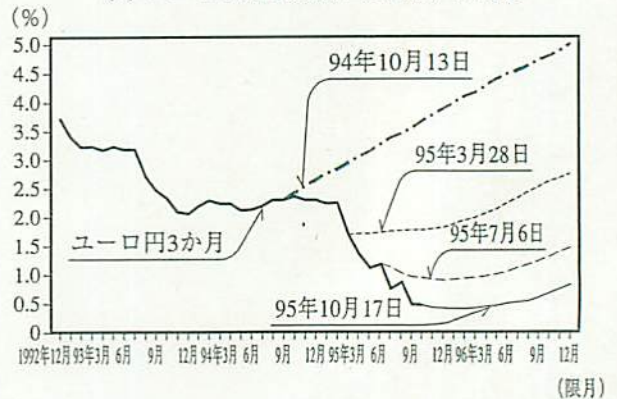
(2) 貸出金利



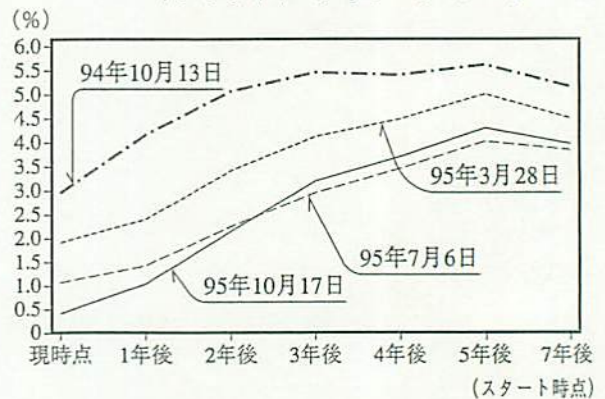
(注) 直近は10月17日時点。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表10) 市場の金利感

(1) ユーロ円金利先物(3か月)の推移



(2) スワップレートから算出した1年物インプライド・フォワード・レート



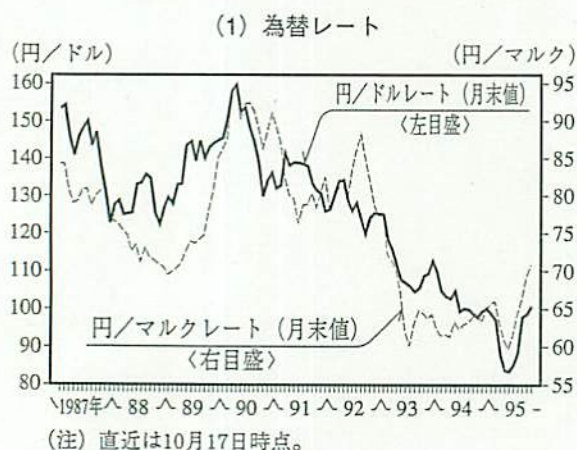
(注) ユーロ円3か月(ロンドン市場)は月末値(10月は16日)。先物は各限月値。
(資料) 「日経金融新聞」等

(注3) 日本銀行は、7月7日、短期金融市場金利の低下を促す措置を実施した。さらに、9月8日、経済活動の足踏み状態が長引く可能性への懸念から、公定歩合を0.5%引き下げ0.5%とすることを決定し、即日実施した。同時に、金融市場における資金の潤沢な供給に努め、市場金利の一段の低下を促すこととした。本措置の背景となる経済金融情勢については、1995年9月の「金融経済概観」(『日本銀行月報』1995年10月号に掲載)を参照。

9月限月でも1%を割っている。

次に、対ドル円相場をみると(図表11(1))、7月初までは概ね84~85円前後で推移したが、その後、為替市場における主要国通貨当局の協調行動等を受けて、円高修正が急速に進み、9月中旬には一時104円台となった。しかし、最近では、欧州経済通貨統合を巡るマルク買いにつられる形で若干円高化し、100円前後でもみ合っている。この間、円は対独マルクでも、7月前半の61~62円前後の水準から下落し、9月中旬以降は概ね70円前後での動きとなっている。

(図表11) 為替レート、株価



日経平均株価は(図表11(2))、6月中旬に1万5千円を割り込んだが、7月以降の短期市場金利引き下げ措置や円高修正の動きなどを受けて、その後大幅に持ち直し、8月中旬以降は概ね1万7千円台後半から1万8千円台前半で推移している。

(2) マネーサプライの伸び率は幾分鈍化

民間金融機関の貸出をみると、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、1995年1~3月△0.2%の後、4~6月+0.2%、7~9月+1.2%と、このところ幾分伸びを高めている(図表12)。しかし、これは主として、大企業の借入返済の動きが一般化する中で、住宅金融公庫など金利割高な政府系金融機関からのシフトが嵩んだためであり、企業の新規の資金需要は依然弱い。ちなみに、資本市場における企業の資金調達をみても、引き続き低調である(後掲図表13(1))。この間、個人向け貸出をみると、上記住宅金融公庫からのシフトに伴い住宅ローンは伸びを高めているが、消費者信用は大幅な前年比マイナスを続けている(後掲図表13(2))。

このように借入需要の低迷が長期化する下で、民間金融機関では、このところ貸出条件を緩和しつつ、中堅・中小企業向けの融資戦略を漸次強化している。こうした金融機関行動や市場金利の低下を反映して、貸出金利は一段と低下している。主要銀行の短期プライムレートは、年初来4回、合計1.375%引き下げられ、最近では1.625%と既往最低水準にある。さらに、短期のスプレッド貸出の金利は、銀行間における競争の激化からスプレッドが縮小傾向にあるため、市場金利の低下幅を上回って低下している。長期プライムレートも、年初の水準に比べ2.1%低い2.8%まで低下している。以上の情勢を反映し

(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 %)

	1994年	95年				95年			
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	6月	7月	8月	9月	
都市銀行	△0.6	△0.7	△0.4	0.7	△0.1	0.3	0.7	1.1	
長期信用銀行	△0.9	△1.4	△0.6	0.7	△0.2	0.3	0.2	1.5	
信託銀行	△3.7	△3.4	△2.8	△1.7	△2.4	△2.0	△1.8	△1.4	
地方銀行	1.4	1.7	1.8	2.6	2.1	2.3	2.7	2.9	
地方銀行Ⅱ	2.6	2.9	2.7	3.5	2.9	3.2	3.6	3.7	
5業態計	△0.2	△0.2	0.2	1.2	0.5	0.8	1.2	1.6	
円貸出	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	
インパクトローン	△7.2	△7.9	△4.9	7.5	△2.5	3.3	7.5	11.6	

(2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

	1994年	95年				95年			
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	6月	7月	8月	9月	
外国銀行	△14.7	△7.9	△0.9	△4.9	△1.0	△3.1	△5.6	△5.9	
信用金庫	2.3	2.7	3.0	3.8	3.0	2.5	3.2	3.8	
生命保険	5.4	4.4	3.2	n.a.	3.2	2.1	n.a.	n.a.	
政府系金融機関	10.3	9.8	8.4	n.a.	8.4	7.6	6.1	n.a.	

(注) 1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。

2. 信用金庫はインパクトローンを含む。

3. 生命保険貸出は生命保険協会調べ、27社ベース。

4. 政府系金融機関とは、日本開発銀行、日本輸出入銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫、公営企業金融公庫、中小企業信用保険公庫、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の合計。

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

て、貸出約定平均金利（新規実行分）は、短期、長期とも既往ボトムを更新し続けている（前掲図表9（2））。

マネーサプライをみると（後掲図表14）、 $M_2 + CD$ の平残前年比は、景気の足踏みを反映して、4~6月以降幾分鈍化しており（1995年1~3月+3.5%、4~6月+3.2%、7~9月+2.8%）、広義流動性もほぼ同様の動きとなっ

ている。先行きについても、民間非金融部門の資金需要が引き続き弱いいため、10~12月のマネーサプライの伸び（ $M_2 + CD$ 平残前年比）は、+2%台と予想される。

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の展望

海外経済は本年前半、米国を中心に幾分減速

(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、() 内前年比 %)

	資本市場 調達計	普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	増資
1993年度	108,846 (△2.8)	58,313 (△32.2)	26,074 (3.2倍)	21,396 (31.2)	3,063 (83.3)
94	79,408 (△27.0)	42,359 (△27.4)	28,846 (10.6)	2,404 (△88.8)	5,799 (89.3)
95年1~3月	18,117 (△35.4)	11,897 (1.3)	3,784 (△49.8)	1,047 (△85.8)	1,389 (△0.1)
4~6	16,031 (△14.9)	14,605 (12.5)	846 (△82.9)	152 (△72.4)	428 (17.3)
7~9	18,619 (△18.2)	14,880 (63.4)	1,842 (△84.8)	518 (△11.9)	1,379 (42.5)

(注) 1. グロスの発行額。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. 1995年9月の増資は時価発行公募増資のみ。

(2) 個人向け貸出

(末残前年比 %)

	住宅信用 合計	全国銀行	住宅公庫	消費者信用<全国銀行> ()内は新規貸出前年比 %
1994年6月末	7.9	1.4	14.4	△6.6 (1.0)
9	8.4	1.8	14.8	△7.2 (8.0)
12	8.7	2.2	14.8	△7.2 (1.5)
95年3月末	9.6	2.3	16.3	△7.3 (△10.4)
6	9.3	2.8	15.1	△7.7 (△15.9)
1994年度末残高 (兆円)	101.7	45.7	56.0	17.0

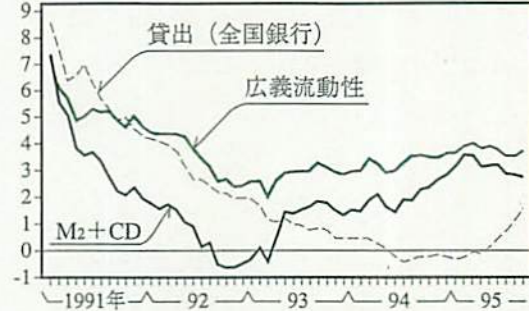
(注) 全国銀行は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」等

したが、その後再び持ち直してきており(図表15)、先行き1996年前半にかけても、概ね順調な景気の拡大基調が持続する見通しである。

まず米国では、本年前半には、金利感応度の高い住宅投資や自動車等耐久財の消費が昨年来の引き締め効果の浸透から減少し、メキシコ向

(図表14) マネーサプライ

(平残前年比 %)



(注) 1. 広義流動性=M2+CD+郵便貯金+農業共同組合・漁業協同組合・信用組合・労働金庫の預貯金(含むCD)+全国銀行等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. 貸出=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」

けの輸出も落ち込んだため、軽度の在庫調整局面を迎え、景気は減速した(実質GDP前期比年率:1994年10~12月+5.1%、1995年1~3月+2.7%、4~6月+1.3%)。しかし、設備投資が情報関連分野を中心に高水準を持続する中で、7月に金融政策スタンスが緩和に転じたこともあって、最近では住宅投資が再び回復し、個人消費も総じて堅調に増加している。この間、鉱工業生産も、こうした最終需要の持ち直しや自動車関連業種を中心とする在庫調整の進展などから回復に向かうなど、景気は再び拡大しつつある。

先行き1996年前半にかけても、設備投資の着実な増加と生産回復が持続する中で、雇用が改善し家計支出も増加するという好循環が途切れず、米国景気は緩やかな拡大傾向を辿る可能性が高い。とりわけ、景気牽引役の設備投資については、これまでの旺盛な投資にもかかわらず、資本係数(実質資本ストックの対実質GDP比

(図表15) 海外経済

(1) 実質GDP

(単位 前年比 %)

	1992年	93年	94年		95年		
			7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	
米 国	2.3	3.1	4.1	4.0	5.1	2.7	1.3
内需(寄与度)	2.6	4.0	4.8	4.5	4.3	3.6	1.9
外需(寄与度)	△0.3	△0.8	△0.7	△0.4	0.7	△0.8	△0.6
EU(欧州連合)	1.0	△0.5	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ドイツ	2.2	△1.2	2.9	2.9	2.9	2.9	2.2
フランス	1.3	△1.5	2.9	3.4	4.1	4.0	2.9
英国	△0.5	2.2	3.9	4.1	4.0	3.7	2.8
アジアNIEs	5.8	6.2	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓国	5.1	5.8	8.4	7.6	9.3	9.9	9.6
台湾	6.8	6.3	6.5	6.2	7.1	7.0	6.5
中 国	14.2	13.6	11.8	n.a.	n.a.	10.3(1~6月)	

(注) 米国の四半期計数は季調済み前期比年率。

(2) 物 価

(単位 前年比 %)

	1993年	94年		95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	0.6	1.3	1.7	2.1	1.6
消費者物価	3.0	2.6	2.7	2.8	3.1	2.6
<同・除く食品・エネルギー>	<3.3>	<2.9>	<2.8>	<2.9>	<3.1>	<3.0>
ドイツ	4.5	2.7	2.6	2.0	1.9	1.7
フランス	2.1	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8
英国	1.6	2.5	2.6	3.4	3.4	3.7
韓国	4.8	6.3	5.8	4.6	4.9	4.0
台湾	2.9	4.1	3.9	4.2	4.1	2.5
中国	13.2	21.7	24.5	19.9	17.2	12.8

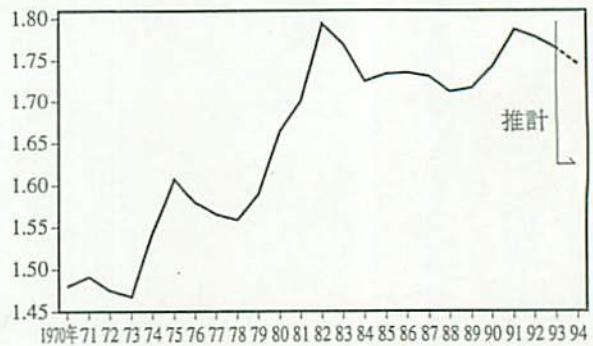
(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料、アジア開発銀行資料

率)や雇用者1人当たりの資本装備率は過大な水準にはなく、ストック調整の面から設備投資に制約がかかる懸念は当面小さい(図表16)。

次に欧州経済をみると、大陸諸国のうち、ドイツでは、設備投資を中心に内需は堅調を持続

(図表16) 米国の設備投資

(1) 資本係数(実質資本ストック/実質GDP)



(注) 1994年の資本ストックは、除却率を1993年と同一と仮定して推計。

(2) 資本装備率(実質資本ストック/雇用者数)

(1987年価格 10億ドル/千人)



(資料) 米国商務省「国民所得統計」「資本ストック統計」、米国労働省「雇用統計」

しているが、本年前半のマルク高に伴う輸出の増勢鈍化から、景気拡大テンポは幾分緩やかになっている。フランスでも、個人消費は堅調ながら、秋口までのフラン高から輸出が頭打ちとなり、建設投資も伸び悩んでいることから、景気拡大テンポはやや鈍化している。一方、イタリアでは、今春来のリラ安に伴い、輸出主導による景気拡大が続いている。この間、英国では、輸出はポンド安を背景に高水準ながら、これまでの金融引き締めから内需が個人消費を中心に

スローダウンしているため、景気拡大テンポは鈍化している。

このように欧州経済は、全体として幾分減速してきているが、夏場にかけてマルク高の修正が進んだことや、8月のドイツの公定歩合引き下げなど一部の国での政策金利引き下げによる内需下支えの効果も期待できることなどから、先行き1996年にかけても景気の拡大基調は崩れない見通しである。

東アジア経済をみると、中国や香港で拡大テンポがやや鈍化しているが、全体としては、輸出ないし、直接投資の流入も含めた設備投資に主導されて、先行きも高成長を持続する見通しである。すなわち、NIEs諸国のうち、香港では、資産価格が下落する中で、国内需要が当面伸び悩むとみられるが、韓国や台湾では、世界的に需要が好調な電気・電子機器等を中心に輸出が高い伸びを続け、増産投資も高水準を続ける見通しにある。また、ASEAN諸国では、対米輸出は増勢一服となっているが、直接投資の流入や東アジア域内貿易の活発化を背景に、景気拡大が持続している。この間、中国では、過熱気味の景気拡大が続いているが、引き締め政策の強化により、建設・設備投資が抑制され、鉱工業生産の伸び率もやや低下してきている。こうした中で、インフレ率も政府目標（1995年は15%程度）の水準に低下しつつある。また、国有企業の経営改善などの構造問題についても、徐々にではあるが実効ある対応が採られ始めており、今後持続的成長に向けての基盤が整っていくものと見込まれる。

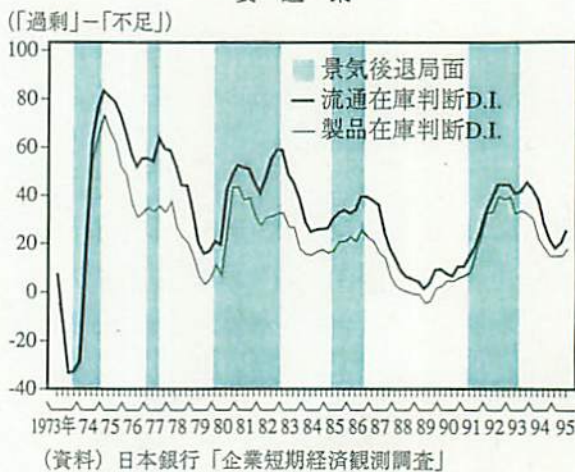
(2) 国内経済の展望

わが国経済は、春先以降、輸内需の伸び悩み

や意図せざる在庫の積み上がりから、生産調整が進行するなど、足踏み状態を続けている。このため、今後の景気を展望するに当たっては、最終需要の強さと在庫調整圧力の双方を総合的に評価していくことが重要である。

そこで、まず在庫調整圧力について吟味すると、直近の製品在庫率はかなり上昇しているが、これは出荷の落ち込みによる面が大きく、在庫水準自体は、企業がこれまで概ね需要見合いの慎重な生産姿勢を続けてきたこともあって、過去の在庫積み上がり局面と比べ、比較的小幅にとどまっている。このため、日本銀行が8月に実施した短期経済観測調査（以下「短観」）における在庫判断D.I.も、製品在庫、流通在庫のいずれも、建設関連財等一部の業種を除き、過剰超幅はさほど大きくない（図表17）。この点は、在庫関数を使った、マクロ的な在庫調整圧力の推計結果からも裏付けられる（図表18）。しかも、在庫過剰感の強い建設関連業種では、夏場以降本格的な減産に取り組んでおり、つれて条鋼類、合板等の商品市況は強含みに転じている。こう

(図表17) 在庫判断D.I.
製造業

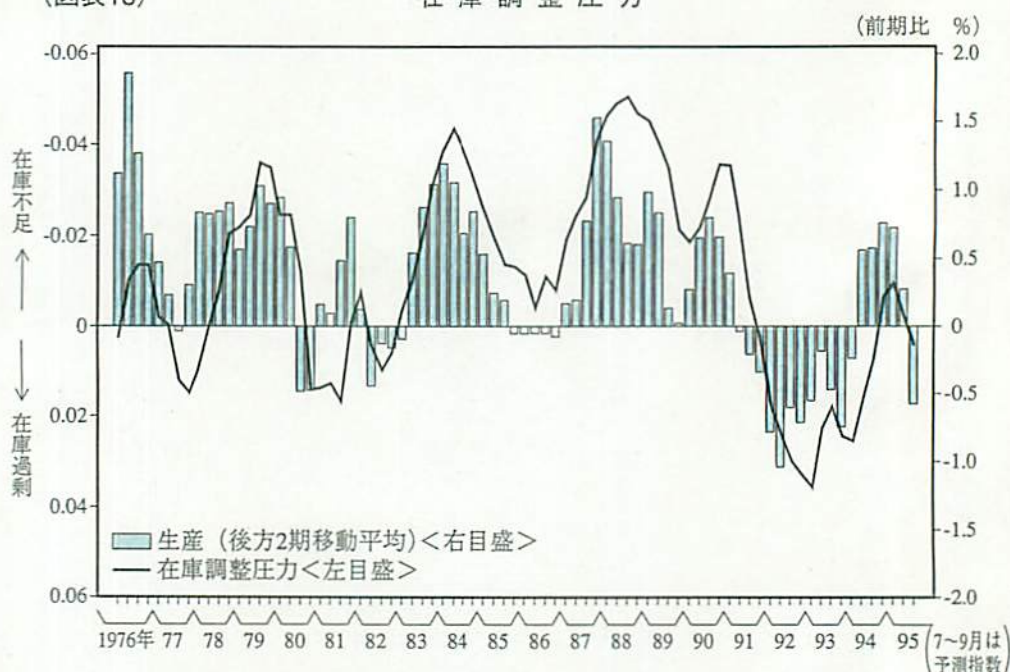


した状況を勘案すると、今後の最終需要にもよるが、ほぼ年内一杯で在庫調整が一巡し、年明けには生産回復に向けての環境がある程度整うものと考えられる。

そこで、次に最終需要の先行きについて、①純輸出、②政策的需要（公共投資、住宅投資）、③国内民間需要（設備投資、個人消費）、の順に考察する。

第1の純輸出については、春先以降、米国を中心とする海外需要の減速と急激な円高の進行により、マイナス幅が拡大し（輸出の増勢鈍化、輸入の高い伸び）、これが景気足踏みの一因となった。しかし、前記のとおり、海外経済の先行きは、米国景気の持ち直しもあり、全体として拡大傾向を辿る可能性が大きい。また、為替相場についても、円高修正が進み、先般のG7

(図表18) 在庫調整圧力



(注) 以下の誤差修正型在庫関数を求め、その誤差修正項を生産・前期比(後方2期移動平均)に回帰して、 $\alpha = z - 0.5y - 1.03$ の関係を求めた。この α は、「在庫調整圧力」を示しており、 $\alpha = 0$ なら在庫適正、 $\alpha > 0$ なら在庫過剰、 $\alpha < 0$ なら在庫不足である。

$$\Delta z_t = 0.21 - 0.20(z - 0.5y)_{t-1} - 0.44 \sum_{i=0}^1 \Delta y_{t-i} + 0.18 \sum_{i=1}^4 \Delta y_{t-i} + 0.29 \sum_{i=1}^3 \Delta p_{t-i} - 0.07r_t - 0.11 \sum_{i=0}^3 \Delta r_{t-i}$$

(3.81) (3.80) (7.34) (3.26) (4.39) (1.95) (2.81)

T=1976/1Q~1995/2Q R²=0.67 S.E.=0.004 D.W.=1.79

ただし、z：在庫水準、y：出荷、p：国内WPI、r：CD 3か月物(1979年第2四半期以前は現先3か月物)、すべての変数は四半期平均値。金利を除くすべての変数は対数変換。

Δ は1階の階差を示す。また、各係数下の()内はt値。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「経済統計月報」

(7か国蔵相・中央銀行総裁会議)でも、引き続き為替市場において緊密に協力していくことが再確認された。したがって、今後は、こうした情勢好転の下で、純輸出のマイナス幅拡大の傾向にある程度歯止めがかかるものとみられる。

とは言え、他方で、アジアの供給力拡大を背景とする海外生産シフトや逆輸入の流れは、引き続き純輸出のマイナス幅拡大圧力として根強く作用するとみられる。ちなみに、わが国の製品輸入比率をみると、国際的な水平分業が進展する中で、アジアからの輸入増大を主因に上昇傾向を続けている(図表19)。また、企業の中期

的な経営戦略(海外生産シフト、部品の海外調達等)についても、目先の円相場には左右されず基本的に不変とする先が多い。

以上を踏まえると、純輸出の景気に対するマイナス寄与が、今後さらに拡大する可能性は薄れているが、構造調整圧力を背景としたこれまでとほぼ同様のマイナス寄与は、今後も続くと思われる。

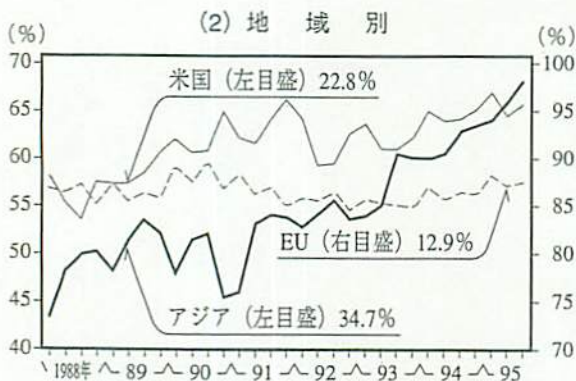
第2の政策的需要(公共・住宅投資)については、純輸出のマイナス幅拡大の可能性が薄れる中で、今後の景気回復に主導的役割を果たす可能性が大きい。

まず、公共投資についてみると、1995年度予算の施行促進と第1次補正の効果が、徐々に現れつつある。さらに、9月20日に発表された政府の経済対策は14.2兆円に及ぶ過去最大級の事業規模だけに(図表20)、1996年入り後の景気の押し上げに相当程度寄与するものと期待される。

また、住宅投資についても、住宅金融公庫の基準金利が史上最低水準に引き下げられたことを受けて、これまで先送りされてきた融資申し込みが、1995年度第2回分(申込期間8月21日～9月5日)ではかなりの高水準となっているため(図表21)、10～12月以降持ち直す可能性が強まっている。さらに、1996年入り後も、低金利持続の下で、良好な住宅取得環境が維持されるとみられる。

問題は、こうした政策主導の景気回復が、民間需要を中心とした自律的な回復メカニズムを生起し、回復に弾みがつくかどうかという点である。そこで以下では、設備投資および個人消費の回復力について、検討する。

(図表19) 製品輸入比率
(1) 製品輸入比率の推移

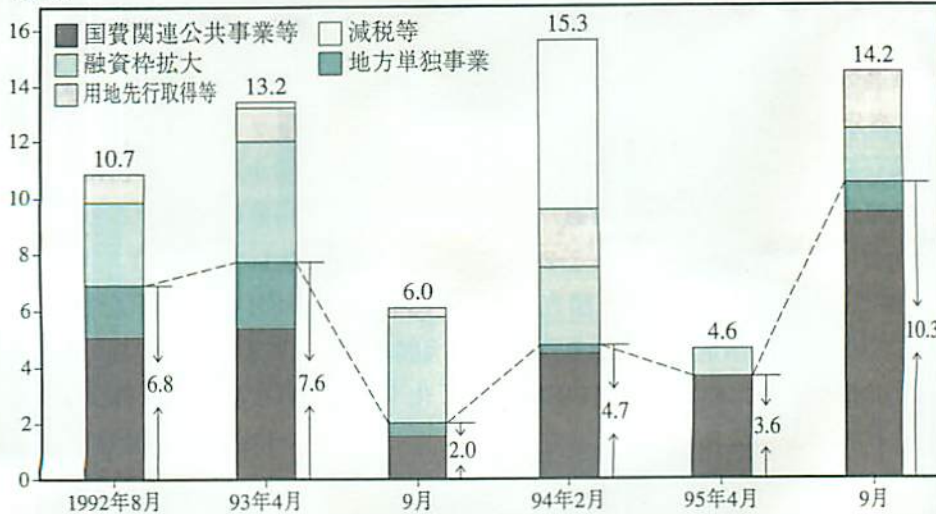


(注) 1. 製品輸入比率=製品類輸入額/輸入総額
製品類=化学工業品+繊維製品+金属・同製品+非金属鉱物品+機械機器+その他
2. 地域名に付されている数字は1994年の各地域からの輸入金額ウエイト。
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

(図表20)

経済対策における事業規模

(兆円)



(注) ---は、公共事業として公的固定資本形成の押し上げに寄与する蓋然性が高いと思われる部分の事業費(ただし、用地費および国庫債務負担行為など翌年度以降に予算化される部分を含むベース)。具体的には、国費関連公共事業費等(一般公共事業費、災害復旧費、施設費等)と地方単独事業費、さらに1995年9月については、「土地の有効利用の促進」の細目として計上された用地取得費(1.2兆円)の合計額。

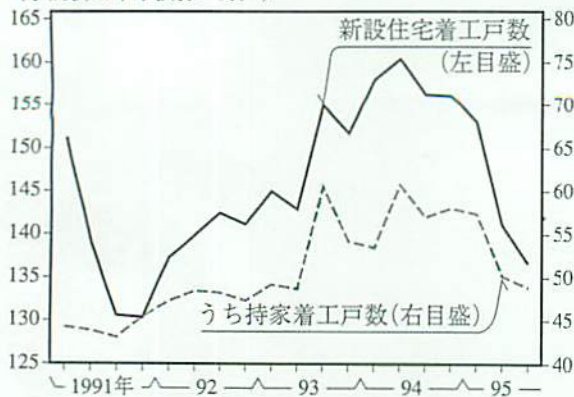
(資料) 政府公表資料

(図表21)

住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数

(季調済み年率換算・万戸)

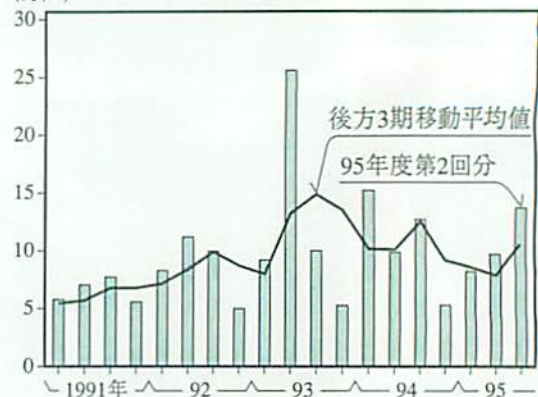


(注) 1995年第3四半期は7、8月平均の値

(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫記者発表

(2) 個人住宅建設分の公庫申し込み

(万戸)



まず、設備投資については、前記のとおり、既に大企業・製造業中心に、回復過程に入っているとみられるが、1996年を展望しても、非製

造業や中小企業はともかく、大企業・製造業に関する限り、以下の事情から、設備投資の増勢持続がある程度期待できよう。

第1は、新規成長分野（情報・通信関連）の投資活発化である。この分野では、パソコン、携帯電話等の需要が内外ともに極めて旺盛のため、半導体、液晶等の能力増強投資が、独立的な投資として、当分増加を続けるとみられる。

第2は、企業収益の好伸である。8月短観をみると、主要企業・製造業（除く石油精製）の1995年度経常利益は、前年度比+18.4%と2年連続の大幅増益となる見通しである（図表22（1））。しかも、8月短観で想定されている為替相場は約88円/ドルであるため、その後の円高修正が織り込まれれば、収益見通しは上方修正される可能性が大きい。したがって、製造業の投資採算は、借入金利の低下も加わって、今後一段の好転が見込まれる（注4）。先行き1996年度にかけても、①生産回復の数量効果、②円高修

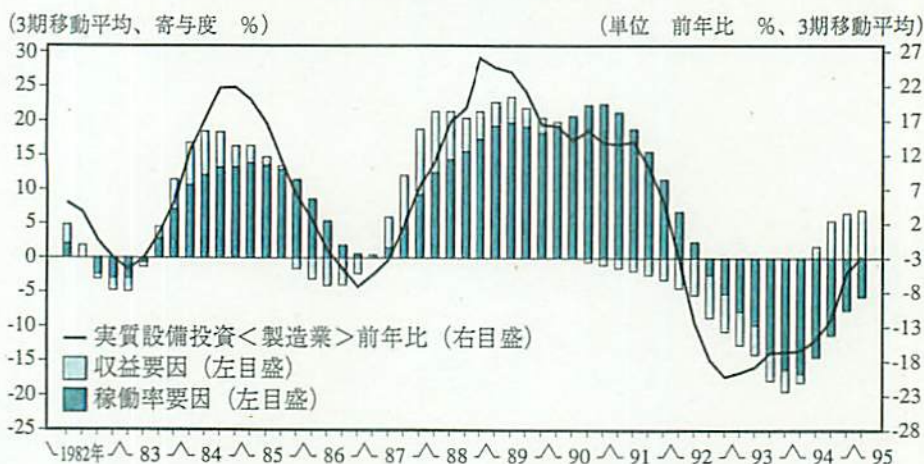
正や需給改善に伴う物価下落圧力の減衰、③合理化効果などを背景に、大企業・製造業の収益は改善基調を続けるとみられる。

第3は、ストック調整の進展である。製造業におけるストック調整の目安となる稼働率をみると、1994年から1995年初にかけて上昇し、設備投資が本格的に回復すると経験的にみられるライン（指数レベルで90）にいったん接近した。1995年7～9月には生産調整により低下したが（図表22（2））、今後、前記の政策的需要が顕在化するにつれて稼働率は再び上昇に転じ、やがてこのラインに近づくと見込まれる。

もっとも、中小企業や非製造業では、産業構造の再編やバランスシート問題など、様々な構造調整の影響を相対的に強く受けているだけに、投資行動は慎重である。ちなみに、8月短観に

（注4） ちなみに、企業収益および稼働率を説明変数とする製造業の設備投資関数を、1995年1～3月までの期間で計測すると、最近企業収益の回復と稼働率の上昇が設備投資の増加に結び付きつつあることが確認される。

設備投資関数（製造業）



（注） 実質設備投資前年比 = $\Delta 3.1 + 0.2 * \text{経常利益前年比} + 2.1 * (\text{稼働率指数} - 90)$
 $(\Delta 4.6)(6.7) \quad (18.0)$

$R^2 = 0.90$ SE = 4.28

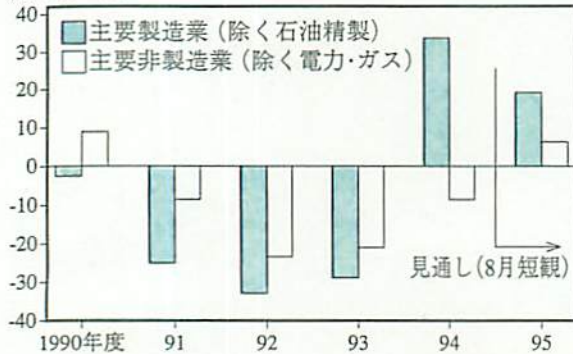
推計期間 1982年1Q～95年1Q

（資料） 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

(図表22) 企業収益と稼働率

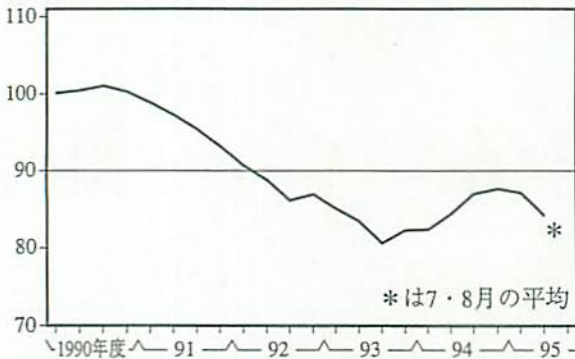
(1) 経常利益

(前年比 %)



(2) 稼働率

(1990年=100)



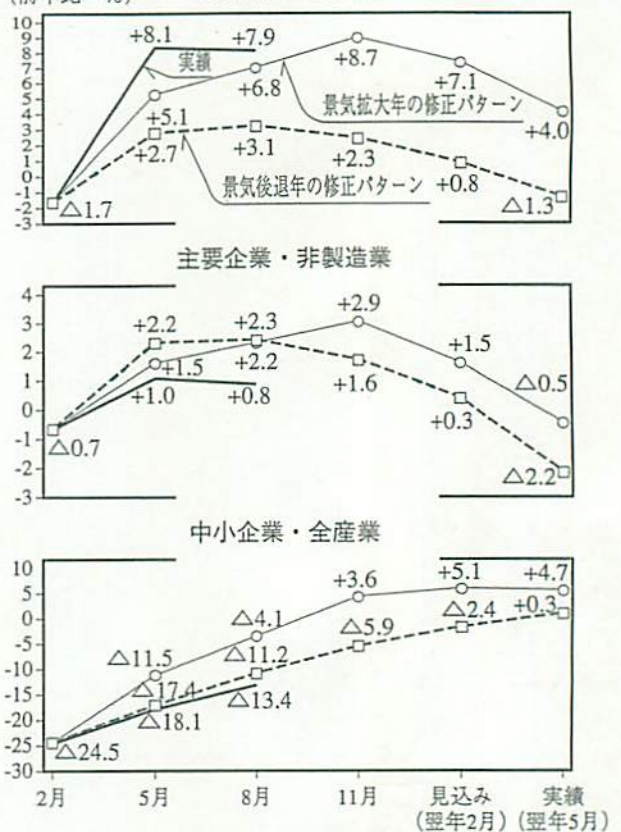
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、通商産業省「鉱工業指数統計」

より非製造業や中小企業について、1995年度設備投資計画の当初計画(2月調査)から最近までの増額修正状況をみると、過去の景気後退期の平均と比べても、小幅にとどまっている(図表23)。

以上のように、大企業・製造業と、中小企業や非製造業の間には、投資マインドにかなりのコントラストがみられる。したがって、設備投資全体の回復テンポは、過去の回復局面に比べて当面なお緩やかなものにとどまる公算が大きい。

(図表23) 1995年度設備投資計画(短観)の修正状況

(前年比 %)



(注) 過去の修正パターンは、2月短観時の前年比を始点として描いた上で、過去の前年比の修正率の平均値で延長したもの。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

次に、国内民間需要のもう1つの柱である個人消費についてみると、年内は、厳しい雇用情勢の下、引き続き極めて緩慢な回復にとどまる可能性が大きい。年明け後は、生産拡大に伴う所定外労働時間の増加等を背景に、徐々に回復歩調を強めるとみられる。ただ、産業構造の再編成が進む中で、多くの企業が収益体質の強化を目指し、リストラ姿勢を堅持する意向にあるため、これが重石となって、消費マインドの目

立った改善（消費性向の上昇をも伴う消費の盛り上がり）は当面期待しにくい状況にある（注5）。

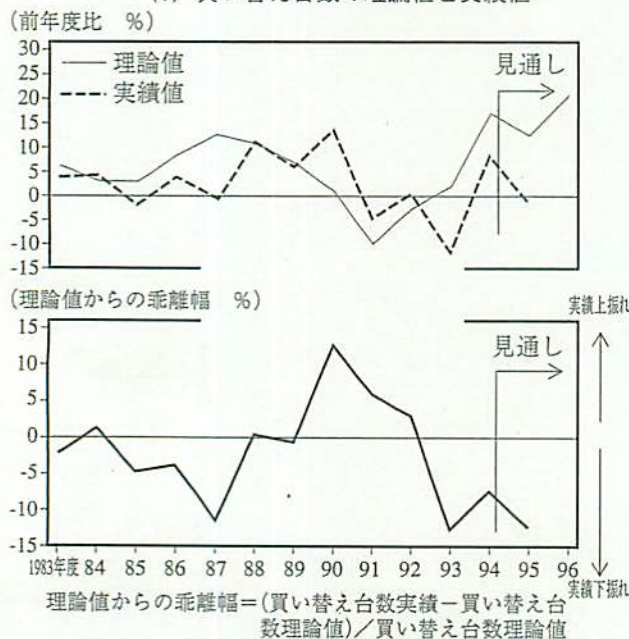
以上の検討を総合し、1996年度上期にかけてのわが国経済を展望すると、年内は在庫調整圧力が残るが、年明け後には、公共投資、住宅投資といった政策的需要の増加に支えられて、生産が再び増勢に転じるとみられる。こうした下で、これまで微弱ながら続いてきた設備投資の

回復力が徐々に強まり、これが雇用や個人消費へと波及する形で、景気回復の基盤が次第に整備されていく姿が想定される。もっとも、こうした回復メカニズムは、アジア諸国との競合やバランスシート問題など、様々な構造調整圧力により制約されるとみられるため、景気回復テンポは、過去の回復局面に比べて緩やかなものにとどまる公算が大きい（図表24）。

（注5）なお、生産誘発効果の大きい乗用車の需要についてみると、1987～89年頃に購入された乗用車が更新期を迎えていることから、潜在的な買い替え需要はかなり大きい。しかし、過去の経験に照らすと、雇用環境の改善が明確化しない限り、こうした買い替え需要の顕在化は一部にとどまるとみられる。

乗用車の買い替え需要

(1) 買い替え台数の理論値と実績値



（注）（買い替え台数実績値の算出方法）

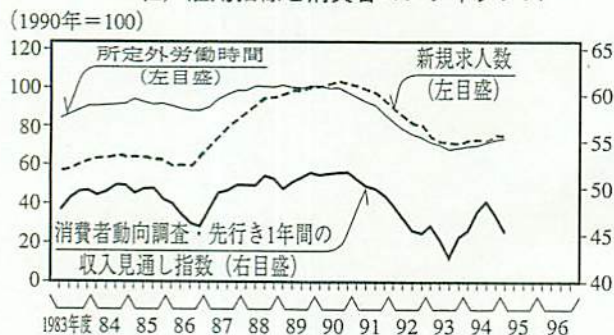
「初年度登録年別乗用車保有台数」統計より、当年度末に保有されていた乗用車のうち、翌年度末までに減少した台数を求め、買い替え台数とした。ただし、1995年度については、上期の新車登録台数の前年比伸び率を年度の伸び率と仮定し、そこから1世帯当たりの保有台数伸び率、および世帯数伸び率の最近2年間の傾向より試算した新規購入分を差し引いて、買い替え台数の実績見通しとした。

（買い替え台数理論値の算出方法）

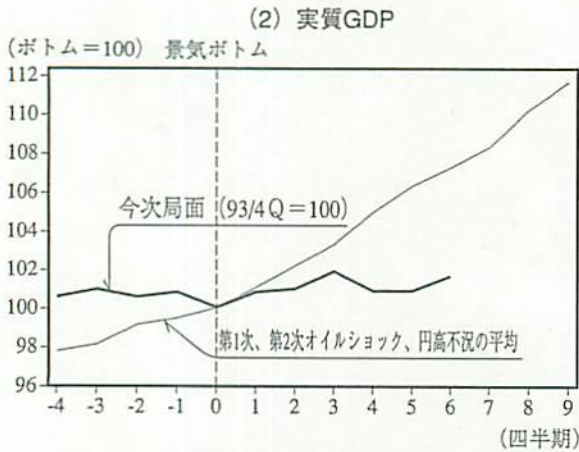
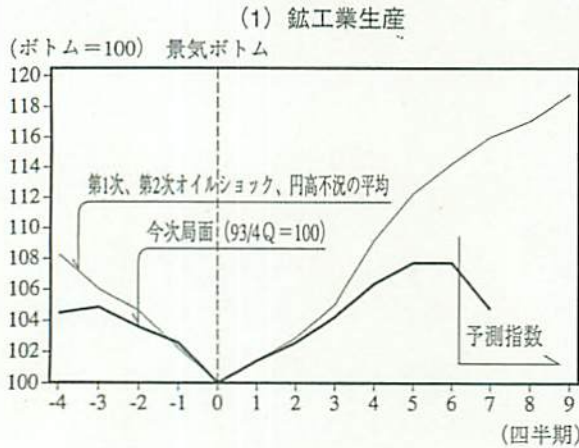
上記保有台数統計より、ある年に登録された乗用車が一定年経過後に残存している割合（＝残存率）を算出し、その平均的なパターンに従うと仮定した場合の買い替え台数を、理論値とした。

（資料）自動車検査登録協会「わが国の自動車保有動向」、経済企画庁「消費動向調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

(2) 雇用指標と消費者コンフィデンス



(図表24) 景気回復のテンポ



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」

したがって、国内民間需要主導の景気回復の基盤を確かなものとするためには、金融・財政政策以外の分野でも、わが国経済の潜在的な可能性を引き出す方向で、様々な努力を傾けなければならない。その意味で、従来の発想にとらわれない思い切った規制緩和など、市場経済が本来備えているイノベーションの力を活性化させ、新しい市場や産業の創出に貢献するような

構造政策が、着実かつ早期に実施されることが是非とも必要である。こうした努力を伴ってこそ、マクロ需要政策の効果も十分発揮されるものとする。

(3) 物価の展望

今後の物価情勢を展望すると、円高修正の下、景気回復に伴う需給引き緩みの後退から、横這いないし幾分弱含みで推移するとみられる。

すなわち、国内卸売物価については、円高修正の影響に加え、最終需要の回復や在庫調整の進展が、物価を押し上げる方向に作用するが、輸入ペネトレーション比率の上昇や機械類等の生産性上昇に伴う構造的な押し下げ圧力も依然根強いことから、横這いないし幾分弱含みとなる公算が大きい。また、消費者物価（除く生鮮食品）についても、商品価格の低下テンポが幾分鈍る一方、サービス価格の上昇幅も縮小するため、当面横這いで推移する見通しである。

(4) 対外収支の展望

対外収支面では、輸出が、今後米国景気を持ち直しや円高修正の影響等から、再び幾分増勢を強めると予想される一方、輸入も、アジアの供給力拡大などの構造的要因もあって、円高修正にもかかわらず高い伸びを続ける可能性が大きい。この間、貿易外収支は、投資収益の受け取りは増加するが、貨物運賃や旅行の支払いも増加するため、今後は概ね横這いとみられる。以上を踏まえると、経常収支の黒字幅は縮小傾向を辿り、対名目GDP比率も低下が見込まれる。

(調査統計局)