

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成8年冬）——

■要 旨■

1. わが国の景気は、再び回復に向かいつつある。最終需要面では、純輸出の減少テンポが幾分鈍化する中、公共投資が増加し、住宅投資もかなりのテンポで回復している。また、設備投資、個人消費は、ともに緩やかな回復を続けている。この間、在庫は、調整が徐々に進みつつあるが、素材業種を中心になお幾分過剰である。こうした下で、鉱工業生産は、95年7～9月に大きく減少した後、10～12月には増加したとみられる。もっとも、雇用情勢は依然厳しい。

物価は、軟化傾向に歯止めがかかりつつある。すなわち、95年春以降下落してきた国内卸売物価は、円高修正や内需の持ち直し、減産の効果などから、秋以降下げ止まりつつある。消費者物価も、95年春以降前年割れが続いた後、最近では再び前年比プラスに転じている。企業向けサービス価格やGDPデフレーターは、前年比マイナスが続いているが、マイナス幅は縮小している。

対外収支面をみると、輸入が輸出を上回る高い伸びを続けているため、貿易収支、経常収支ともに、黒字幅は縮小している。

2. 金融・為替市況についてみると、短期市場金利は、95年9月の日本銀行の金融緩和措置以降、既往最低圏で概ね安定的に推移している。長期市場金利は、12月末頃から、緩やかな景気回復を織り込む形で、幾分強含んでいる。株価も、企業収益の改善に加え、景気回復や金融機関等の不良債権処理への期待を反映して、1年2か月ぶりに2万円台を回復している。円相場は、夏場に円高修正が進んだ後は概ね膠着していたが、12月下旬以降はさらに幾分円安化し、最近では106～107円程度で推移している。この間、ユーロ・ドル市場では、いわゆるジャパン・プレミアムが一時拡大する局面もみられた。

民間金融機関の貸出は伸びを高めているが、これは主に政府系金融機関からの住宅ローン等のシフトを反映したものであり、民間非金融部門の借入需要は、一部には動意がみられるとは言え、総じて依然低調である。また、資本市場では社債発行が活発化し、一部好調業種

の設備資金調達もみられ始めているが、大宗は償還資金等の前倒し調達によるものとみられる。こうした下で、マネーサプライの伸びは、一時的な要因もあって幾分高まっているが、基調的には緩やかな伸びが続いている。

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、緩やかに拡大を続ける中で、そのテンポはやや鈍化する見通しである。

まず、米国景気は、95年前半に大きく減速した後、秋以降は緩やかに拡大している。最終需要面では、情報関連分野を中心に高水準の設備投資が持続する下で、住宅投資が持ち直し、個人消費も底固く推移している。96年については、金利低下や輸出の増加が景気拡大を支えるが、景気が成熟するにつれ、拡大テンポは幾分鈍化するとみられる。

次に、欧州景気は、このところドイツ、フランスを中心に減速している。今後については、通貨統合をにらんで多くの国で財政緊縮策が強化される見通しにあるが、他方でこれまでの金利引き下げ効果の浸透もあって、緩やかながらも景気拡大の基調は保たれるとみられる。

東アジアでは、輸出や設備投資の増加から、総じて高成長が続いている。こうした高成長は今後も持続するとみられるが、中国等で引き締め政策が採られていることもあって、成長テンポは幾分鈍化する可能性が大きい。

このように、海外経済は全体として緩やかな拡大を続けるとみられる。しかし、成熟段階にある米国で、財政審議の難航が経済活動に悪影響を及ぼす場合などに調整色が濃化する可能性や、欧州で財政緊縮策の景気抑制効果が強まるリスクについても、留意しておく必要がある。

4. 日本経済の先行きを展望すると、政策関連需要が本格的に顕現化し、在庫調整が進捗する下で、生産や企業収益の増加を背景に、設備投資や個人消費の自律回復力が徐々に強まっていくとみられる。

需要項目別にみると、まず、在庫調整は、アジア向け輸出の下振れ等から一部の素材業種で本年にずれ込んだが、政策関連需要を中心に内需が増加する1~3月中にはほぼ完了する可能性が大きい。

一方、最終需要面をみると、純輸出については、米国景気の緩やかな拡大や円高修正などにより、減少テンポは足元幾分鈍化しているが、引き続き輸出を上回る輸入の伸びが見込まれるため、今後も景気下押しに作用するとみられる。他方、政策関連需要については、住宅投資が金利低下を背景に引き続きかなりのテンポで回復し、公共投資も95年9月の経済対策の効果が本格化するため、当面の景気押し上げに大きく寄与する見通しである。

こうした政策関連需要の拡大や在庫調整の進捗などから、生産の回復傾向は、今後一段と明確化するとみられる。そうした下で、設備投資は、企業収益や稼働率などの投資環境の好転を背景に更新投資が増加し、また情報・通信関連の独立的な投資の増勢も続くため、大企業・製造業を中心に、回復力が次第に強まっていく可能性が大きい。また、個人消費も、生産の回復に伴う雇用者所得の増加に見合った形で、緩やかに回復していくとみられる。

5. 物価は、景気回復に伴う需給面からの押し上げ圧力と、構造的な押し下げ圧力が概ね相殺し、横這い圏内で推移するとみられる。

対外収支面では、輸出が、緩やかながら持ち直す一方、輸入は輸出の伸びをかなり上回る増加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続けるとみられ、対名目GDP比率も一段と低下する見通しである。

6. 以上を総合すると、今後わが国の景気は、政策関連需要主導で回復し、次第に民間需要を中心とする緩やかな成長軌道へ移行していくことが展望できる。もっとも、アジア諸国との競争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だけに、設備投資の回復テンポは緩やかなものにとどまるとみられる。また、消費者マインドも、厳しい雇用環境が重石となって、当面目立った改善は期待しにくい状況にある。加えて、96年度後半には政策関連需要の景気牽引力が弱まるとみられる。そうした意味で、わが国経済の成長の基盤は、海外景気や円高などの外的ショックに対して依然脆弱である。こうした下で、民間需要主導の景気回復をより確かなものとするためには、わが国経済の潜在的な可能性を引き出し、新しい市場や産業の創出に貢献するような規制緩和などの構造政策が、着実かつ早期に実施される必要がある。
-

1. 最近の経済情勢

(1) 景気は再び回復方向

わが国の景気は、再び回復に向かいつつある

(図表1、2)。最終需要面をみると、公共投資が、95年9月の経済対策の効果顕現もあって増加しており、住宅投資も金利低下を背景にかな

(図表1)

景気指標(概観)

| | 1994年4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 95年1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 |
|---|--------------|------------|------------|--------------|---------------|---------------|--------------------------|
| 鉱工業生産 ＜季調済み前期比＞ ＜前年比＞ | 1.2 △ 1.1 | 1.4 1.8 | 2.1 6.0 | 1.3 6.1 | 0.0 4.9 | △ 2.3 1.0 | (10~11月) 1.7 1.0 |
| 業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜[良い]-[悪い]ポイント＞ | △ 46 | △ 36 | △ 30 | △ 24 | △ 21 | △ 23 | △ 18 |
| 実質消費支出(全世帯) ＜前年比＞ | △ 1.2 | 0.5 | △ 2.2 | △ 2.5 | 0.1 | △ 0.6 | (10月) △ 1.7 |
| 全国大型小売店販売額 ＜前年比＞ | △ 3.2 | △ 0.8 | △ 1.5 | △ 2.2 | △ 1.7 | △ 1.5 | (11月) △ 0.5 |
| 家電販売 ＜前年比＞ | 0.9 | 20.8 | 10.7 | 11.0 | 12.2 | 5.9 | (10~11月) 11.1 |
| 乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万台＞ | △ 3.0 334 | 4.2 352 | 2.5 340 | 9.0 361 | 1.1 338 | 0.5 352 | 5.7 361 |
| 新設住宅着工戸数 ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万戸＞ | 11.8 160 | 1.7 156 | 2.5 156 | △ 2.9 153 | △ 11.9 141 | △ 10.6 139 | (10~11月) △ 1.0 155 |
| 機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比＞ | 2.4 | 2.8 | 10.1 | 2.2 | 14.2 | 2.4 | (10~11月) 7.7 |
| 建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比＞ | △ 12.3 | △ 1.0 | △ 0.1 | △ 0.1 | 3.6 | 4.1 | (10~11月) △ 4.5 |
| 公共工事請負金額 ＜前年比＞ | △ 6.1 | △ 3.8 | △ 2.8 | △ 23.3 | 4.0 | 2.9 | 9.5 |
| 有効求人倍率 ＜季調済み 倍＞ | 0.64 | 0.64 | 0.64 | 0.66 | 0.63 | 0.61 | (10~11月) 0.62 |
| 実質輸出 ＜季調済み前期比＞ | 1.1 | 2.2 | 3.1 | 1.0 | 2.6 | △ 4.4 | 4.4 |
| 実質輸入 ＜季調済み前期比＞ | 2.9 | 2.6 | 1.6 | 2.7 | 5.0 | 0.8 | 7.6 |

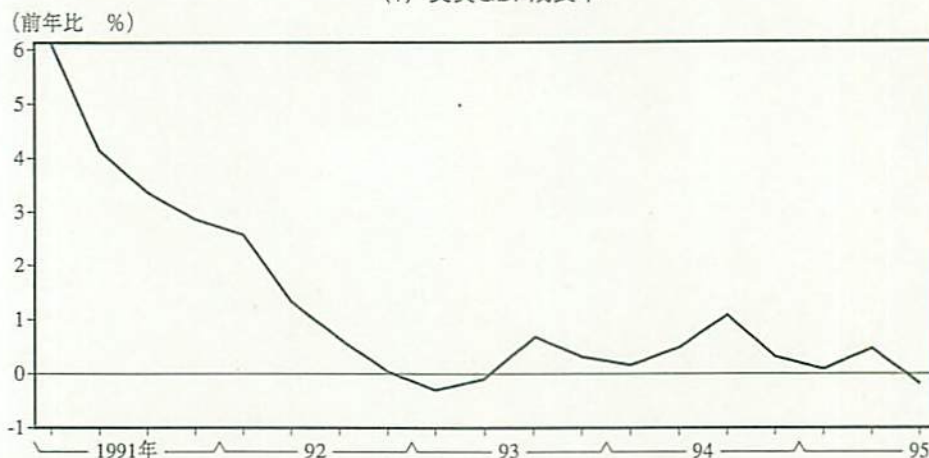
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業者協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

りのテンポで回復している。また、設備投資は、機械受注等の関連統計や企業アンケート調査にみられるとおり、緩やかな回復過程にあり、個人消費も、耐久消費財を中心に、緩慢ながらも回復を続けている。さらに、純輸出も、輸入高伸の一方で輸出も持ち直しつつあるため、減少テンポが幾分鈍化している。この間、在庫は、調整が徐々に進みつつあるが、素材業種（化学、鉄鋼）を中心になお幾分過剰である（後掲図表3）。

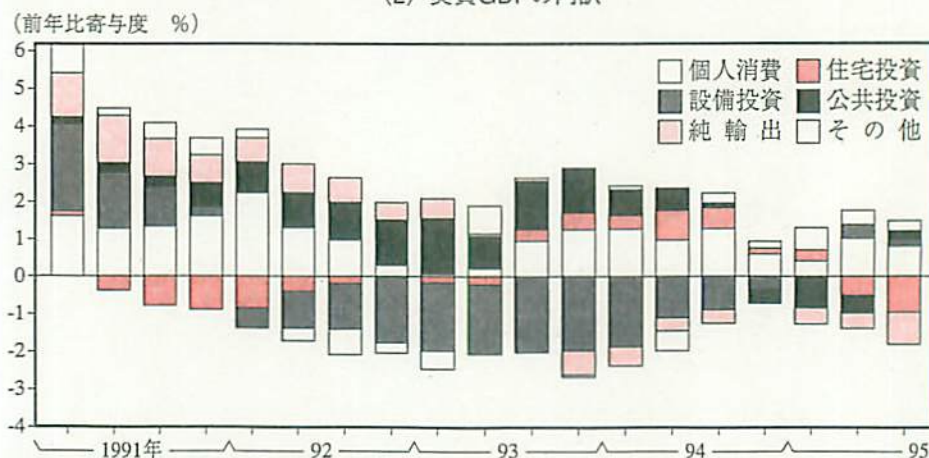
こうした最終需要および在庫動向の下で、鉦

工業生産は、7～9月に大きく減少した後、10～12月には一般資本財、耐久消費財を中心に増加したとみられる（後掲図表4）。業種別にみると、過剰在庫を抱える鉄鋼等では減産を強化しているが、需要好調のコンピュータ、電子部品、紙・パ等では増産を続けており、夏場に輸内需の伸び悩んだ自動車や工作機械等でも秋以降持ち直している。この間、企業の景況感も、円高修正等に伴う収益改善を背景に、大企業中心に幾分好転している。

(図表2) 実質 GDP
(1) 実質GDP成長率

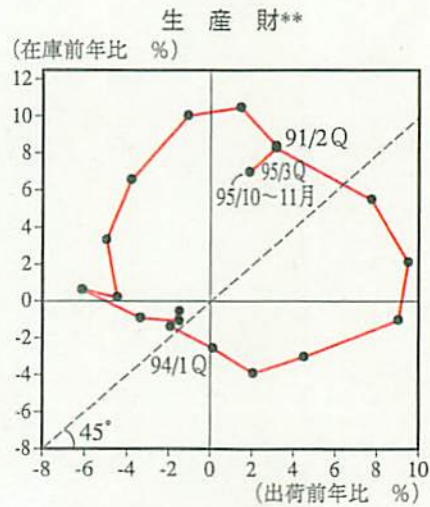
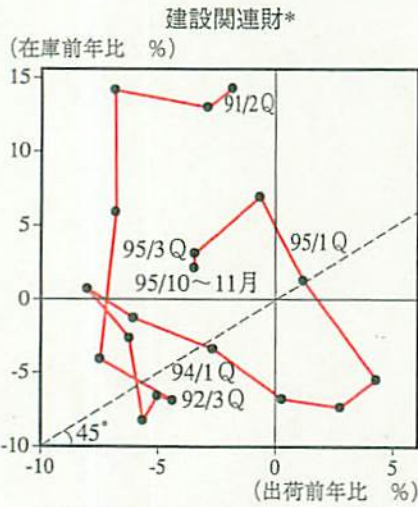
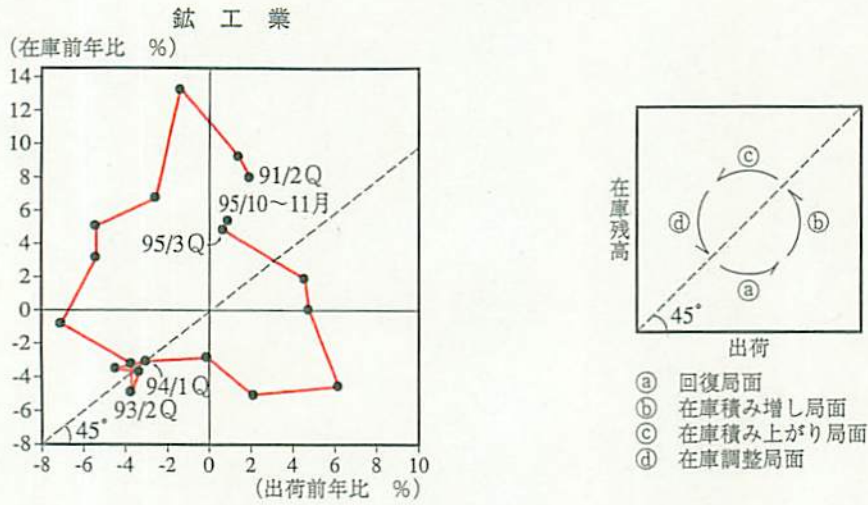


(2) 実質GDPの内訳



(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

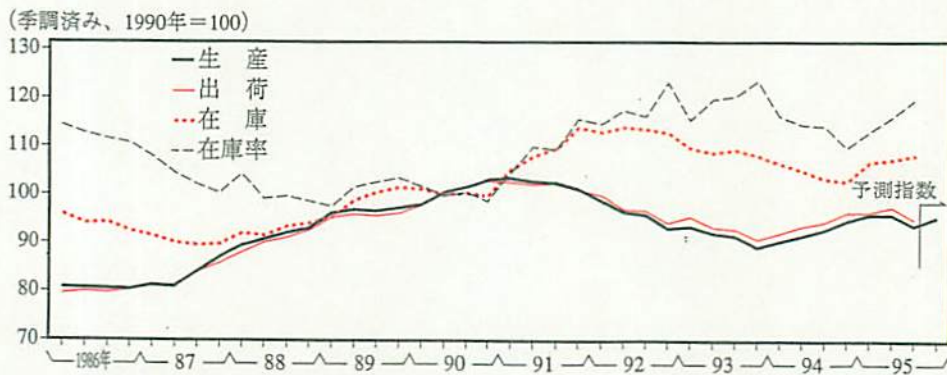


*建設財(条鋼類、セメント、木材等) + 土木建設機械

**鋼板類、化学、繊維等

(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」

(図表4) 鋁工業生産・出荷・在庫



雇用情勢をみると、有効求人倍率に持ち直しの兆しがみられるが、常用雇用者数や所定外労働時間が引き続き伸び悩み、完全失業率は既往ピークを更新するなど、依然厳しい状況が続いている（図表5）。

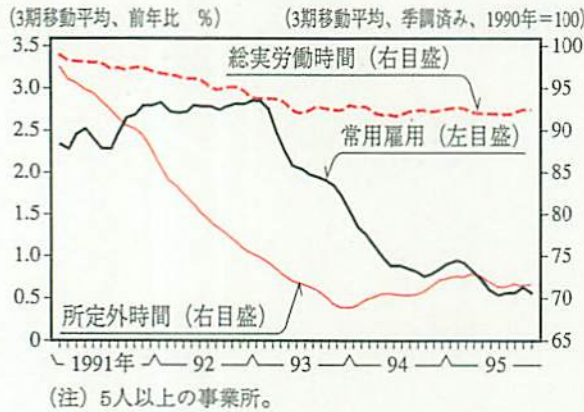
(2) 物価は軟化傾向に歯止め

物価面をみると、景気が回復に向かいつつあ

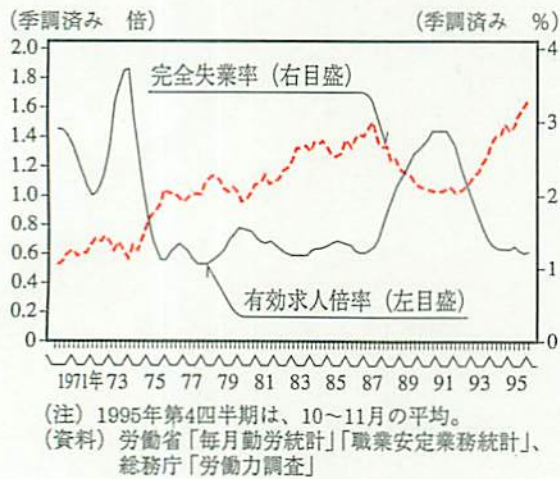
る中で、これまでの軟化傾向に歯止めがかかりつつある（図表6）。まず国内卸売物価（除く電力）は、95年春以降、円高や国内需給の引き緩みから、建材関連を中心に下落したが、秋以降は、円高修正や内需の持ち直し、減産効果などを背景に、下げ止まりつつある。企業向けサービス価格も、不動産賃貸料やリース料などを中心に引き続き下落しているが、前年比の下落幅は一頃に比べ縮小している。また、消費者物価（全国・除く生鮮食品）も、95年4月以降5か月連続で前年割れとなったが（注1）、9月以降は、

(図表5) 雇用関連指標

(1) 常用雇用と労働時間

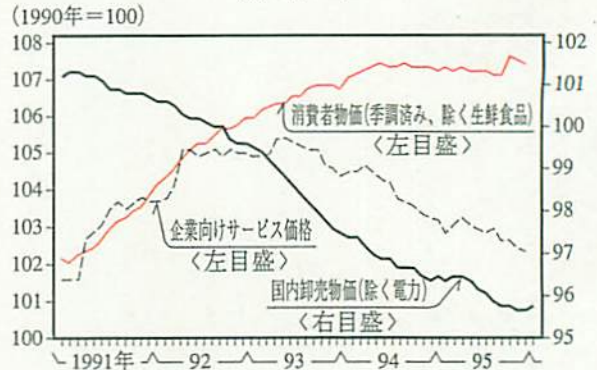


(2) 有効求人倍率と完全失業率



(図表6) 物価

(1) 水準



(2) 前年比



(注1) これ以前に消費者物価（全国・除く生鮮食品）の前年比マイナスが続いたのは、87年1~2月の2か月連続のみ。

被服の価格下げ止まりなどを反映して、再び前年比プラスに転じている。

こうした下で、GDPデフレーターは、94年7～9月以降5四半期連続で前年比マイナスとなっているが（図表7）（注2）、95年7～9月のマイナス幅はかなり縮小した。

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。

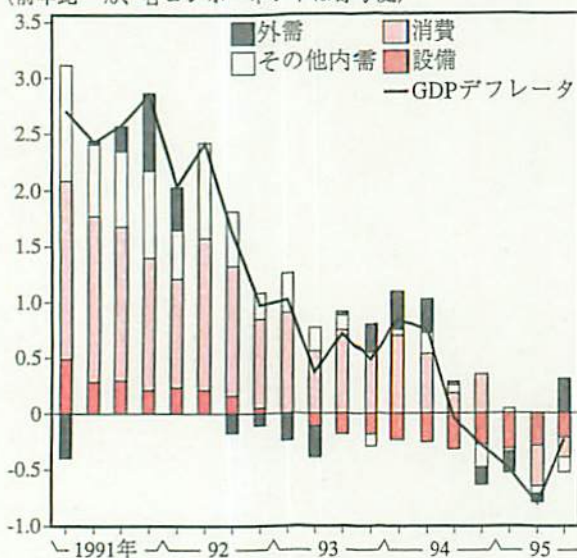
（3）対外収支の黒字幅は縮小

対外収支の動向をみると（図表8）、輸出は、米国を中心とする海外需要の減速に急激な円高が加わり、95年夏に大きく減少したが、その後は、米国景気の緩やかな拡大や、円高修正の影響等から、持ち直しつつある。他方、輸入は、

アジア諸国の供給力拡大などの構造要因もあって、輸出を上回る高い伸びを続けている。このため、貿易収支、経常収支はともに、名目、実質いずれでみても黒字幅が縮小している。

（図表7） GDPデフレーター

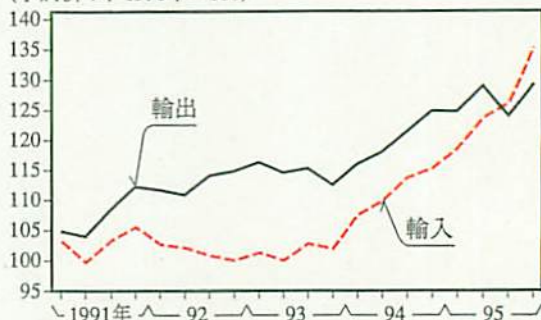
（前年比 %、各コンポーネントは寄与度）



（図表8） 対 外 収 支

（1）実質輸出入

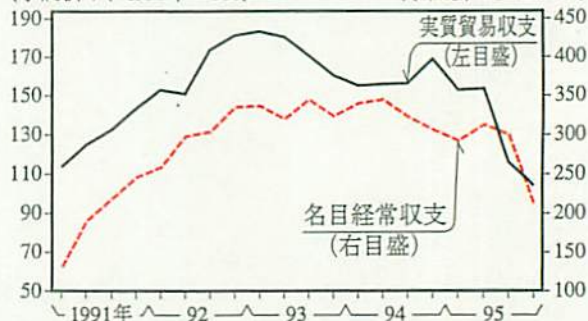
（季調済み、1990年=100）



（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、通関輸出（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. 1995年第4四半期の名目経常収支は10～11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」

（注2）これ以前にGDPデフレーターの前年比マイナスが続いたのは、87年4～6月から10～12月までの3四半期連続が最長。

2. 最近の金融情勢

(1) 緩やかな景気回復を織り込む金融市況

市場金利についてみると(図表9(1))、まず翌日物無担保コールレートは、95年9月の日本銀行による金融緩和措置(注3)を受けて、公定歩合(0.5%)を幾分下回る0.4%台に低下した。その後も、日本銀行が潤沢な資金供給により安定的な市場地合いの形成に努めたため、資金需給がタイト化する年末も含め、概ね0.4%台で推移した。

CD3か月物レートについては、10月中旬まで0.5%前後で推移した後、年末資金需給のタイト化予想などから、11月上旬にかけては0.5%台後半へと強含んだ。もっとも、上記のとおり、翌日物無担保コールレートが日本銀行による厚めの資金供給から低位安定を続けたため、CDレートも11月中旬以降は概ね0.5%台前半で安定的に推移した。

この間、ユーロ・ドル市場においては、わが国金融機関の経営破綻や海外取引絡みの不祥事

等を背景に、わが国金融機関の資金調達コストが他国の主要銀行に比べて高くなる現象(いわゆるジャパン・プレミアム)が、8月末頃から目立ち始めた。こうしたジャパン・プレミアムは、年末越え資金の調達圧力も加わった10月末頃に3か月物で一時的に0.5%程度にまで達したが、その後は落ち着き、最近では0.1%程度で推移している。なお、10月末にジャパン・プレミアムが急拡大した過程では、国内市場においても、外国銀行等が低コストで調達した円資金により、信用度の高いTB購入を積極化したため、一時TBレートがCDレートから大きく乖離して低下するという現象が生じた。

長期金利(国債指標銘柄利回り)をみると、10月中旬から12月中旬までは、円高修正の定着や金融・財政政策の発動を背景とする景気回復期待と、金融システム不安等に基づく景気回復への懐疑的な見方が交錯し、概ね2.6~2.8%の狭いレンジで推移した。しかし、12月末に発表された鉱工業生産指数が市場の予想を上回った

(図表9)

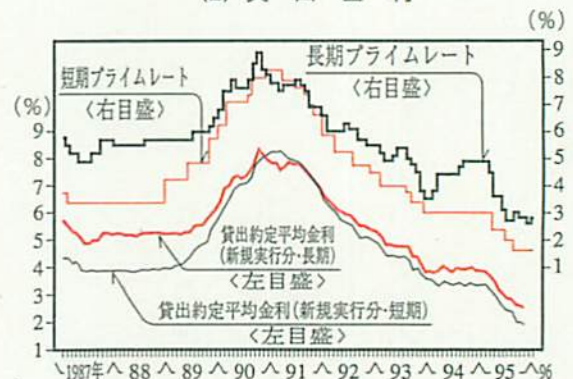
金 利

(1) 公定歩合と市場金利



(注) 直近は1月23日時点。ただし、CDは1月16日~19日の週間レート。

(2) 貸出金利



(注) 直近は1月23日時点。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

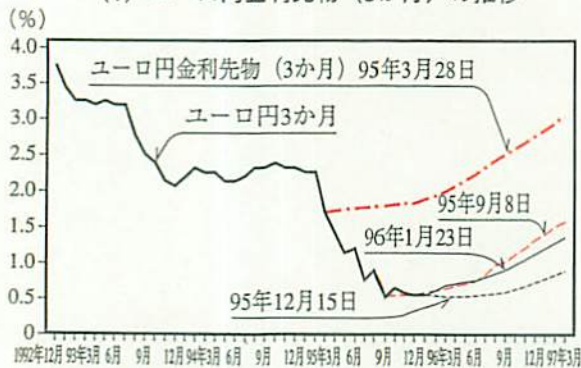
(注3) 日本銀行は、95年9月8日、経済活動の足踏み状態が長引く可能性や物価下落が経済にもたらす悪影響への懸念から、公定歩合を0.5%引き下げ0.5%とすることを決定し、即日実施した。同時に、金融市場における資金の潤沢な供給に努め、市場金利の一段の低下を促すこととした。

ことや、為替相場が円安化したことなどから、景気回復への期待感がやや強まり、最近では3%前後で推移している。

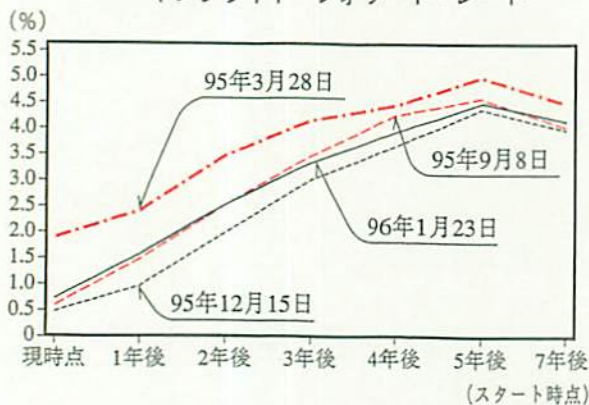
市場の金利観をユーロ円金利先物でも、12月中旬までは、先行き半年以上にわたり短期金利は低位安定との見方を反映した動きとなっていたが、12月下旬以降は緩やかな金利先高感が台頭しつつある(図表10(1))。また、より長めの金利観を反映するインプライド・フォワード・レートについても、最近では幾分上方にシフトしてきている(図表10(2))。こうした金利予想は、市場における景気回復期待が少し

(図表10) 市場の金利観

(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

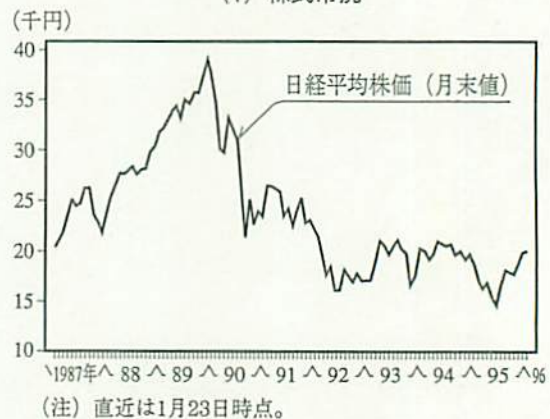


ずつ強まりつつあることを示唆しているものとみられる。

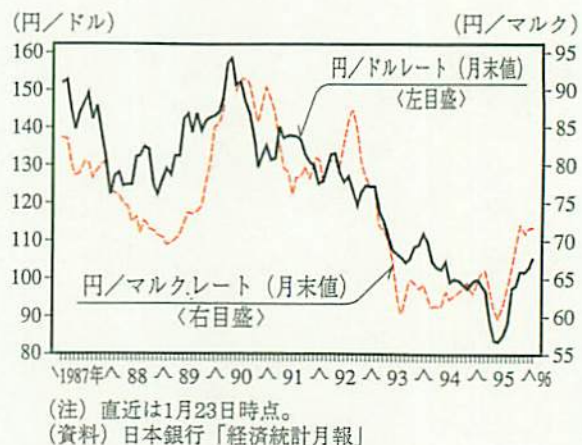
日経平均株価は(図表11(1))、95年9月以降、概ね1万7千円台後半~1万8千円台前半と比較的狭いレンジの中で揉み合う展開が続いた。これは、金融・財政政策の発動や企業収益の改善が相場を支えた反面、景気の本格的な回復への疑念や金融システム不安が相場を抑えるなど、強弱両要因が拮抗していたためである。しかし、11月末頃からは、米国の株高を背景とした日本株の割安感の台頭や、金融機関等の不良債権処理への期待が強まったことなどから、

(図表11) 株価、為替レート

(1) 株式市況



(2) 為替レート



ジリ高傾向となり、12月入り後は1万9千円台となった。さらに12月下旬には、景気回復期待が徐々に強まる下で、1年2か月ぶりに2万円を回復し、最近では2万円を幾分上回る水準で推移している。

次に、対ドル円相場をみると(図表11(2))、95年7月から9月中旬にかけて、主要国通貨当局による協調行動等を背景に円高の修正が進んだが、その後は概して小動きとなり、特に11月中旬頃からは概ね101~102円の極めて狭いレンジでの展開となった。しかし、12月下旬以降は

再び円安化しており、最近では概ね106~107円前後での動きとなっている。この間、円は対独マルクでも、95年夏に比べて円安化しており、最近では71~72円程度となっている。

(2) マネーサプライの伸びは基調的には緩やか

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、95年4~6月+0.2%の後、7~9月+1.2%、10~12月+2.0%と伸びを高めた(図表12)。もっとも、これは主として、住宅金融公庫など政府系金融機関から

(図表12)

金融機関貸出

(1) 5業態の総貸出

(単位 平残前年比 %)

| | 1995年 | | | | 95年 | | | |
|----------|-------|------|------|--------|------|------|------|------|
| | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
| 都市銀行 | △0.7 | △0.4 | 0.7 | 1.8 | 1.1 | 1.6 | 1.9 | 1.9 |
| 長期信用銀行 | △1.4 | △0.6 | 0.7 | 2.0 | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| 信託銀行 | △3.4 | △2.8 | △1.7 | △1.0 | △1.2 | △1.4 | △1.2 | △0.6 |
| 地方銀行 | 1.7 | 1.8 | 2.7 | 3.2 | 3.0 | 2.8 | 3.2 | 3.4 |
| 地方銀行Ⅱ | 2.9 | 2.7 | 3.5 | 3.0 | 3.7 | 3.1 | 3.1 | 2.8 |
| 5業態計 | △0.2 | 0.2 | 1.2 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| 円貸出 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.0 |
| インパクトローン | △7.9 | △4.9 | 7.5 | 15.1 | 11.5 | 14.4 | 15.0 | 16.0 |

(2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

| | 1995年 | | | | 95年 | | | |
|---------|-------|------|------|--------|------|------|------|------|
| | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
| 外国銀行 | △7.9 | △0.9 | △4.9 | 1.9 | △5.9 | △4.0 | 3.8 | 6.1 |
| 信用金庫 | 2.7 | 3.0 | 3.8 | 2.9 | 3.8 | 3.1 | 2.6 | 2.9 |
| 生命保険 | 4.4 | 3.2 | 0.6 | n.a. | 0.6 | 0.1 | △0.1 | n.a. |
| 政府系金融機関 | 9.8 | 8.4 | 5.2 | n.a. | 5.2 | 4.1 | 3.1 | 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・資金吸収動向等」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

の住宅ローンや中小企業向け貸出のシフトが嵩んだためであり、企業の借入需要自体は、ここへきて中堅・中小企業の一部に若干動意がみられるとは言え、総じてみれば大企業の借入返済圧力が根強いこともあって、依然低調である。また、資本市場においては、企業の社債発行が活発化している(図表13(1))。これは、電気機械等一部の業況好調業種における設備資金の調達増加を反映している面もあるが、基本的には、長期金利が大底圏にあるとの見方を背景に、借入返済資金や社債償還資金の前倒し調達が増大したことによるものとみられる。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などを背景に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割れを続けている(図表13(2))。

このように借入需要が全体として依然盛り上がりや欠く下で、民間金融機関では、引き続き貸出条件を緩和しつつ中堅・中小企業向けの融資戦略を強化している。こうした金融機関行動や市場金利の低下を反映して、貸出金利は総じて低下傾向を続けている。まず、主要銀行の短期プライムレートは、95年中4回にわたって合計1.375%引き下げられ、9月以降1.625%と既往最低水準にある。また、市場金利連動貸出におけるスプレッド(調達コストへの上乘せ幅)も、縮小傾向が続いている。一方、長期プライムレートは、95年中に合計2.3%引き下げられた後、96年1月に長期債利回りの小幅上昇を反映して0.2%引き上げられたが、依然2.8%の低水準にある。これらの動きを反映して、貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期、長期とも低

(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4~6月 | 16,031 (△14.9) | 14,605 (12.5) | 846 (△82.9) | 152 (△72.4) | 428 (17.3) |
| 7~9 | 19,562 (△14.0) | 15,319 (68.2) | 1,967 (△83.7) | 599 (1.9) | 1,677 (73.2) |
| 10~12 | 26,176 (32.9) | 16,677 (99.2) | 4,904 (△38.9) | 2,975 (13.6倍) | 1,620 (△47.4) |

(注) 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) 個人向け貸出

(単位 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9月末 | 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) |
| 9 | 8.9 | 7.9 | 9.7 | △10.5 (△2.7) |
| 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

下傾向を続けており、既往ボトムの水準にある（前掲図表9（2））。

マネーサプライをみると（図表14）、 $M_2 + CD$ の平残前年比は、95年4～6月以降やや低下した後、10～12月には上昇した（95年4～6月+3.2%、7～9月+2.9%、10～12月+3.1%）。しかしこれには、金融機関の年末資金手当て積極化などに伴う大口定期・CDの一時的増加がかなり影響しているとみられ、基調的には緩やかな伸びが続いている。この間、広義流動性も

ほぼ同様の動きとなっている。先行きについてみると、上記の一時的な嵩上げ要因が減衰するとみられる一方、景気の回復に伴って資金需要が徐々に上向く可能性もあるため、1～3月のマネーサプライの伸び（ $M_2 + CD$ 平残前年比）は、10～12月並み（+3%前後）と予想される。

3. 当面の経済情勢の展望

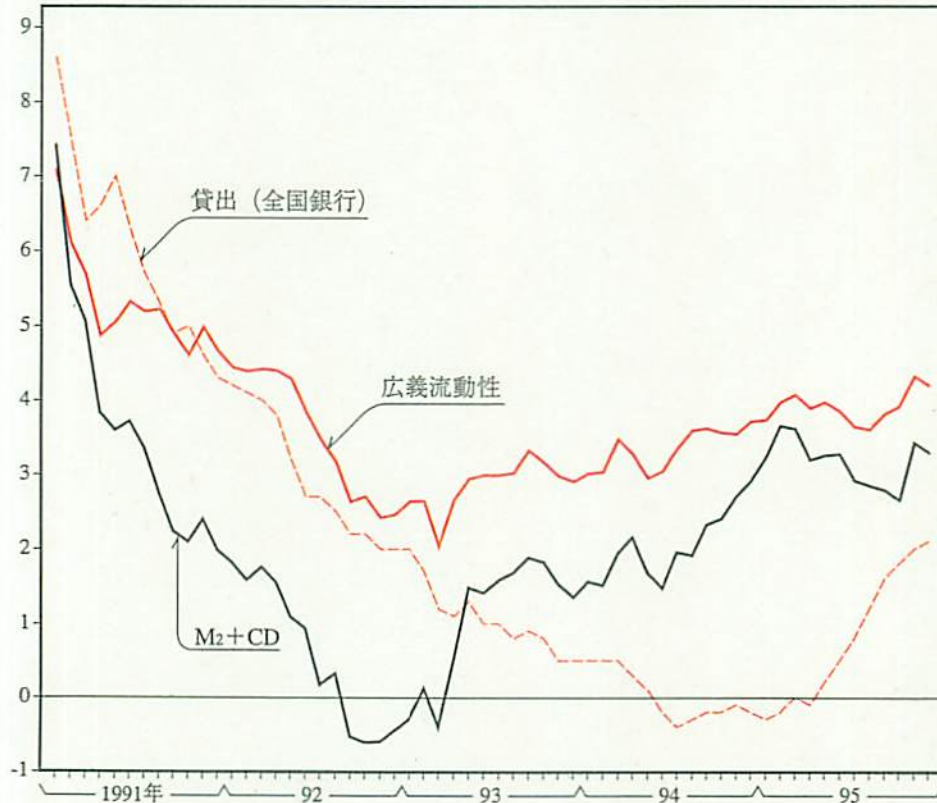
(1) 海外経済の展望

海外経済をみると、95年中は欧米諸国を中心

(図表14)

マネーサプライ

(平残前年比 %)



(注) 1. 広義流動性= $M_2 + CD$ + 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・資金吸収動向等」

に景気拡大テンポが幾分鈍化した（図表15）。先行きについても、緩やかな拡大を続ける中で、そのテンポはやや鈍化する見通しである。

米国景気は95年前半に大きく減速した後、秋以降は緩やかに拡大している。すなわち、設備投資が情報関連分野を中心に高水準を持続し

(図表15) 海外経済
(1) 実質GDP

(単位 前年比 %)

| | 1993年 | 94年 | 95年 | | | | |
|----------|-------|------|------|------|------|--------|------|
| | | | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | |
| 米国(注) | 2.2 | 3.5 | n.a. | 0.6 | 0.5 | 3.2 | n.a. |
| 内需(寄与度) | 2.9 | 4.0 | n.a. | 1.3 | 0.8 | 2.5 | n.a. |
| 外需(寄与度) | △0.7 | △0.5 | n.a. | △0.8 | △0.5 | 0.8 | n.a. |
| EU(欧州連合) | △0.6 | 2.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| ドイツ | △1.2 | 2.9 | 1.9 | 2.9 | 2.2 | 1.5 | n.a. |
| フランス | △1.5 | 2.9 | n.a. | 4.1 | 2.8 | 2.0 | n.a. |
| 英国 | 2.2 | 4.1 | 2.6 | 3.7 | 2.7 | 2.1 | 1.8 |
| アジアNIEs | 6.2 | 7.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 韓国 | 5.8 | 8.4 | n.a. | 9.9 | 9.7 | 9.9 | n.a. |
| 台湾 | 6.3 | 6.5 | n.a. | 7.0 | 6.5 | 6.0 | n.a. |
| 中国 | 13.5 | 11.8 | 10.2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

(注) 米国の実質GDPは1月19日公表の連鎖ウエイト方式に基づく計数。なお、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 | | | | | |
|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 1~3月 | 4~6月 | 7~9月 | 10~12月 | | |
| 米国 | 生産者物価(最終財) | 1.2 | 0.6 | 1.9 | 1.7 | 2.1 | 1.6 | 2.1 |
| | 消費者物価 | 3.0 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 3.1 | 2.6 | 2.7 |
| | <同・除く食料品・エネルギー> | <3.3> | <2.9> | <3.0> | <2.9> | <3.1> | <3.0> | <3.0> |
| ドイツ | 生計費指数 | 4.5 | 2.7 | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| フランス | 消費者物価 | 2.1 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 1.9 |
| 英国 | 小売物価 | 1.6 | 2.5 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.7 | 3.2 |
| 韓国 | 消費者物価 | 4.8 | 6.3 | 4.5 | 4.6 | 4.9 | 4.0 | 4.5 |
| 台湾 | 消費者物価 | 2.9 | 4.1 | 3.7 | 4.2 | 4.1 | 2.5 | 3.9 |
| 中国 | 小売物価 | 13.2 | 21.7 | 14.8 | 19.9 | 17.2 | 12.8 | 9.3 |

(注) 米国の1995年は95年1~11月の値。米国の1995年10~12月は95年10~11月の値。
(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会、アジア開発銀行資料

(図表16 (1))、住宅投資も金利低下等から持ち直している。また、個人消費も、非製造業を中心とした雇用拡大や、物価の落ち着きなどを背景に、底固く推移している。

先行き96年も景気拡大が続くが、景気が成熟するにつれ、そのテンポは幾分鈍化するとみられる。すなわち、設備投資については、過去3年間高い伸びを続けてきた結果、生産能力の増大が目立っており、高水準であった稼働率もやや低下している。さらに、先行指標である資本財の新規受注の伸びも、このところやや鈍化している(図表16 (2))。こうした事情からみて、設備投資の伸びは先行き次第に鈍化し、つれて景気全体の拡大テンポもやや鈍化するとみられる。もっとも、輸出は、企業のリストラによる価格競争力の改善もあって、日本を含むアジア向けの資本財(特に情報関連機器)を中心に伸びを高めており(図表16 (3))、こうした輸出の好調が米国景気のある程度下支えするとみられる。

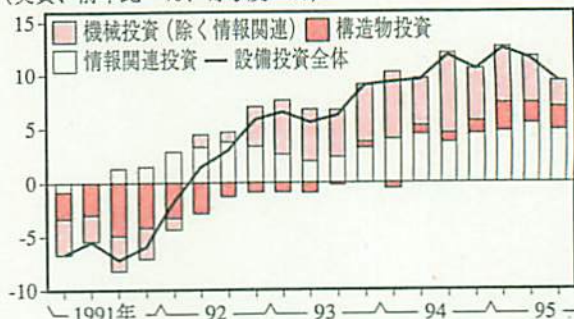
なお、昨年11月以降、財政赤字削減問題を巡る予算審議が難航しており、政府機能が断続的に停止した。目下のところ、暫定予算による繰り回しが続けられているが、仮にこうした事態が長引けば、経済活動全般への悪影響が懸念される。もっとも、金融市場では、財政赤字縮小の方向が固まりつつあることを好感して長期金利が低下している。また、連邦準備制度も、95年7月に続き、年末にも短期市場金利の低下を促した。こうした全般的な金利低下は、景気支持に寄与するものとみられる。

次に、欧州経済をみると、ドイツでは、95年前半のマルク高や賃金の上昇が輸出や設備投資

(図表16) 米 国 経 済

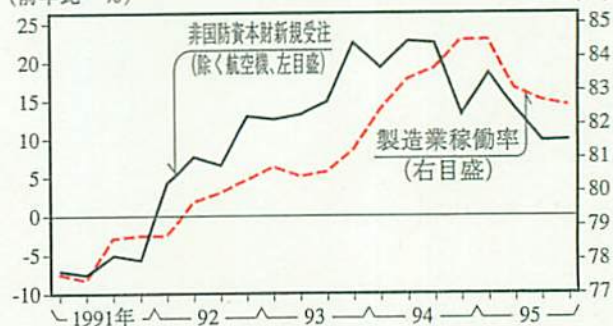
(1) 設備投資内訳

(実質、前年比 %、寄与度 %)



(2) 設備投資関連指標

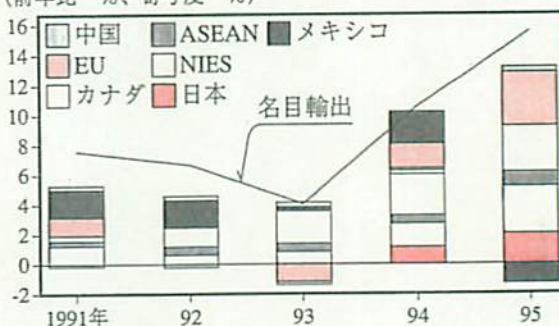
(前年比 %)



(注) 1995年10~12月は、稼働率が9~11月平均、資本財受注が8~10月平均。

(3) 米国輸出の相手国別寄与度

(前年比 %、寄与度 %)



(注) 1995年は1~9月。

(資料) 米国商務省「国民所得統計」「製造業新規受注統計」「米国財・サービス収支統計」、米国連邦準備制度理事会「鉱工業生産指数統計」

を抑制したため、景気は年後半には足踏みの様相を呈した(図表17(1))。もっとも、先行きを展望すると、このところのマルク高是正やこれまでの金利引き下げが、輸出や設備投資を下支えするとみられる。個人消費も、本年1月から実施された大幅な所得税減税(GDPの約0.6%相当)の効果などから、持ち直しが見込まれる。この間、フランスをはじめその他のEU主要国でも、総じて景気の拡大テンポが鈍化している。また、各国とも99年の通貨統合に向けての財政面の参加条件(財政赤字の対GDP比率を3%以内に抑制)の達成をにらんで、財政

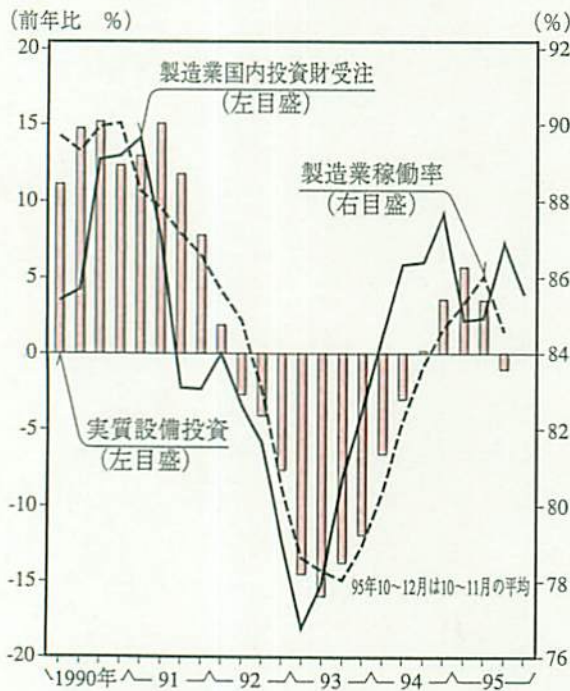
赤字縮小に向けた緊縮策を強化する方針を掲げている(図表17(2))。これが景気抑制的に働く可能性は否定できないが、他方でこれまでの金利引き下げの効果が、今後徐々に浸透することも期待できる。これらを踏まえて欧州経済全体を展望すると、緩やかながらも景気拡大の基調が保たれるとみられる。

次に、東アジア経済をみると、まずNIEs諸国では、電気・電子機器等を中心とする輸出や設備投資が拡大している(図表18)。先行きについても、高成長の持続が見込まれるが、そのテンポは、欧米向け輸出の減速などから幾分鈍

(図表17)

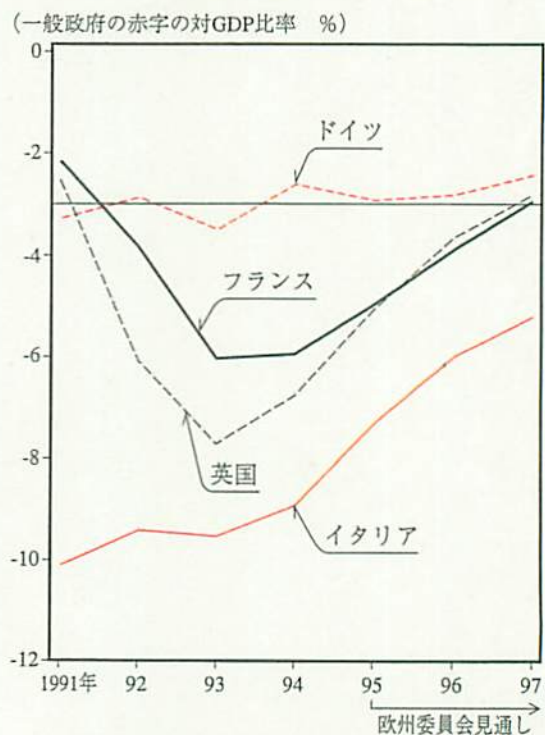
欧 州 経 済

(1) ドイツの設備投資



(注) 稼働率、および、1991年以前の実質設備投資、国内投資財受注は旧西ドイツ・ベース。

(2) EU主要国の財政赤字



(注) 経済通貨統合に向けての参加条件(コンバージェンス・クライテリア)は-3%以内。

(資料) Statistisches Bundesamt "Wirtschaft und Statistik", ifo Institut "ifo Schnelldienst", 欧州委員会「経済見通し(1995年11月)」

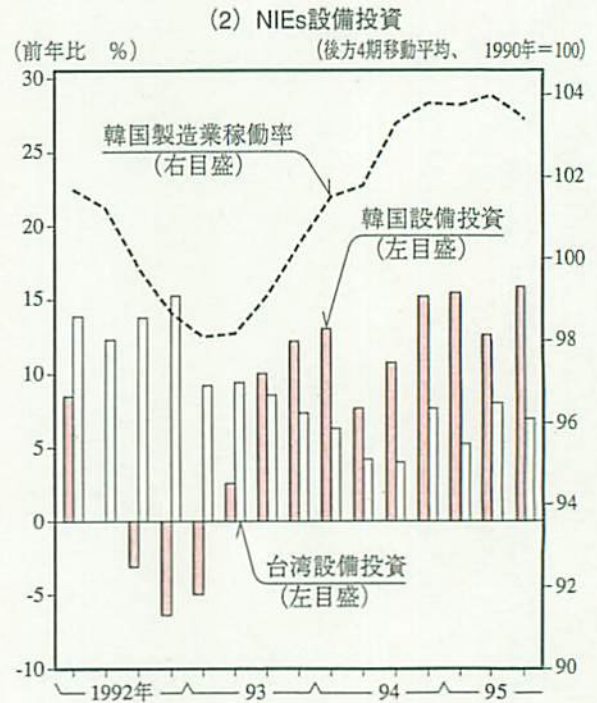
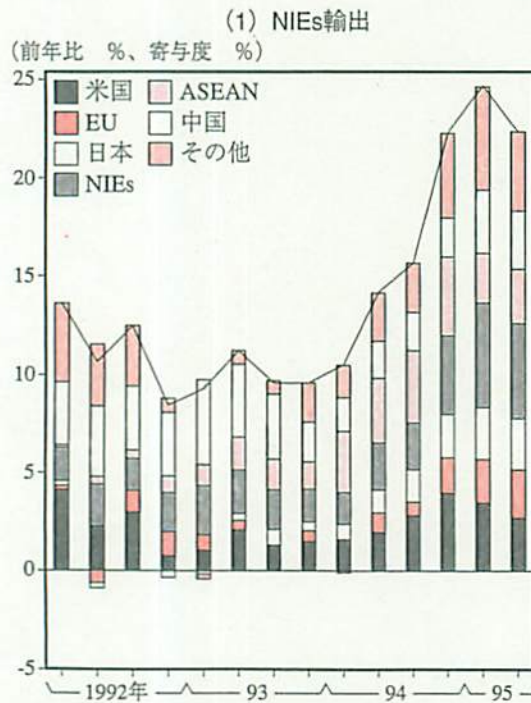
化するとみられる。ASEAN諸国でも、旺盛な直接投資の流入を背景とした輸出競争力の向上等から、東アジア域内向けや日本・米国向けの輸出が増加しており、高成長が続いている。先行きも、高成長の基調は崩れないとみられるが、インフレ圧力の強まりから金融引き締めが強化されている国も一部にみられるため、成長テンポは幾分鈍化する可能性が高い。また、高成長を続けている中国でも、これまでの引き締め政策の影響により拡大テンポはやや鈍化しており、インフレ率も政府目標（95年は前年比+15%程度）を達成するなど総じて落ち着きつ

つある。もっとも、国有企業等における賃金上昇率が依然として高いことなどから、政府は96年も引き締め政策を維持することを表明しており、そうした下で引き続き高成長ながら成長率は緩やかに低下すると見込まれる。

以上のように、海外経済は全体として緩やかな拡大を続けるとみられる。しかし、成熟段階にある米国で、財政審議の難航が経済活動に悪影響を及ぼす場合などに調整色が濃化する可能性や、欧州で財政緊縮策の景気抑制効果が強まるリスクについても、留意しておく必要がある。

(図表18)

NIEs 経済



(注) NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

ASEANは、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

(資料) 韓国銀行「Monthly Bulletin」主要経済指標、台湾行政院主計処「国民経済动向統計季报」、IMF「Direction of Trade Statistics」、台湾行政院经济建设委员会「自由中国之工業」

(2) 国内経済の展望

わが国の景気は、冒頭に述べたとおり、ここへきて再び回復に向いつつあるが、今後の展開はアジア諸国との競合やバランスシート問題などの構造調整圧力が根強い中で、民間需要の自律回復力が、円高修正や金融・財政政策の効果などに下支えされて、どの程度高まり、かつ持続するかにかかっている。そこで以下では、こうした視点から、①当面の景気下押し要因である在庫調整圧力、②純輸出、③景気回復を主導する政策関連需要（公共投資、住宅投資）、④景気回復の持続性の鍵を握る民間需要（設備投資、個人消費）、について順次検討する。

第1の在庫動向をみると、95年夏から本格的

な減産に着手した条鋼類などの建設関連業種では、官公需の増加もあって年内に在庫調整がほぼ一巡したが、鉄鋼（鋼板類）、化学、繊維等の一部の素材業種では、アジア市場における需給引き緩みによる輸出の下振れや廉価な輸入品の増加などから、調整は本年にずれ込んでいる。

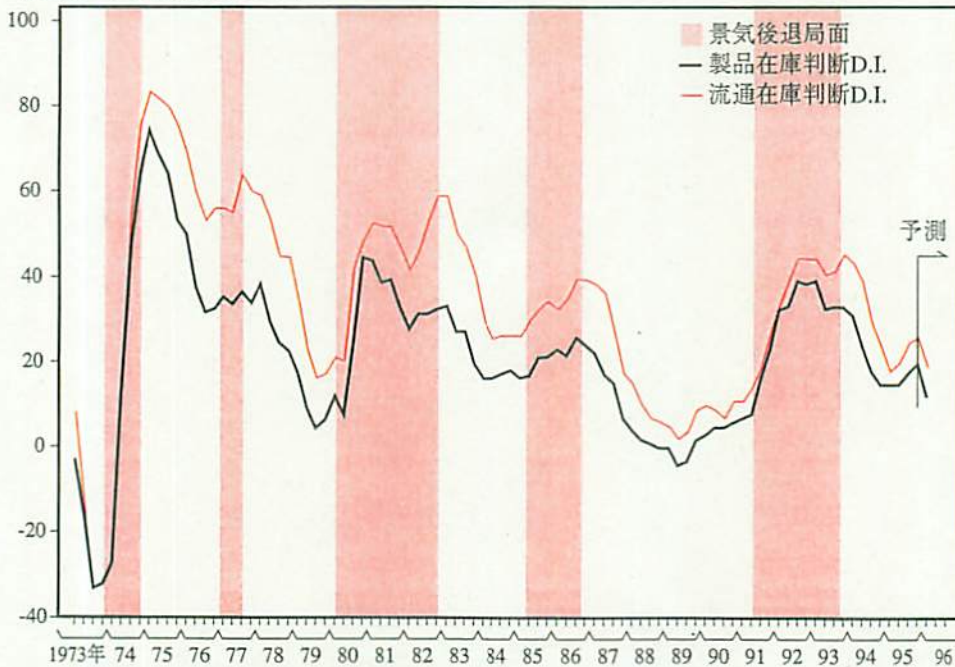
もっとも、在庫調整圧力は全体としてあまり大きくないため、公共投資や住宅投資を中心に内需が増加する1～3月中には、調整が概ね完了するものとみられる。ちなみに、日本銀行が11月に実施した短期経済観測調査（以下「短観」）でも、3月末には在庫過剰感がかなり後退する見通しとなっている（図表19）。

第2の純輸出については、減少テンポがやや

(図表19)

在庫判断D.I. (主要企業・製造業)

(「過剰」-「不足」、%ポイント)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

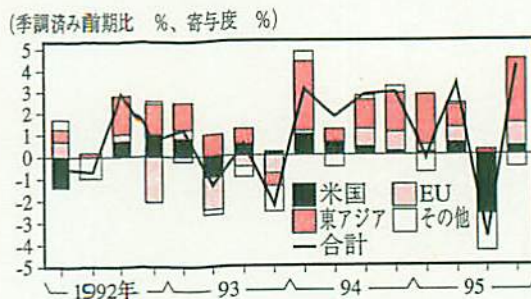
鈍化してはいるが、引き続き輸出を上回る輸入の伸びが見込まれるため、今後も景気下押しに作用するとみられる。すなわち、輸出は、前記のとおり95年夏に大きく減少したが、これを地域別にみると、米国向けの落ち込みが顕著であった(図表20(1))。特に、乗用車・同部品の輸出が、現地生産・部品調達拡大、販売不振による現地在庫の積み上がりなどを背景に、大幅に減少した(図表20(2)・(3))。また、近年増勢が目立つ東アジア向けについても、中国の買い付け抑制や円高、欧米メーカーの輸出姿勢の積極化などの影響から、頭打ちとなった。

輸出の先行きを展望すると、米国景気の緩やかな拡大や、円高修正、中国の買い付け再開などを背景に、再び増勢に復するとみられる(現に95年10~12月の実質輸出は、7~9月に比べて増加)。もっとも、海外生産シフトが引き続き進展し、また海外経済の拡大テンポがやや鈍化するため、輸出の回復テンポは96年度を通じて緩やかなものにとどまる可能性が大きい。

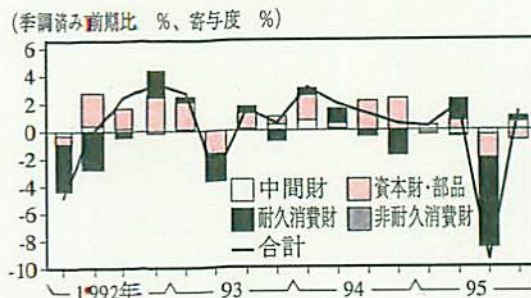
他方、輸入については、ここ2~3年かなりのテンポで増加しており、つれて輸入ペネトレーション比率も急速に上昇している(後掲図表21)。こうした輸入ペネトレーション比率の高まりは、アジアの供給力拡大や累積的な円高の下で定着した逆輸入や部品の輸入代替などの動きを反映している。このような企業行動は、国際分業構造の変化を見据えた中長期的な経営戦略の一環であるだけに、為替相場の多少の変動によっては影響されにくいと考えられる。このため、今後も、輸入の伸びが輸出の伸びをかなり上回る状態が続く公算が大きい。

(図表20) 実質輸出

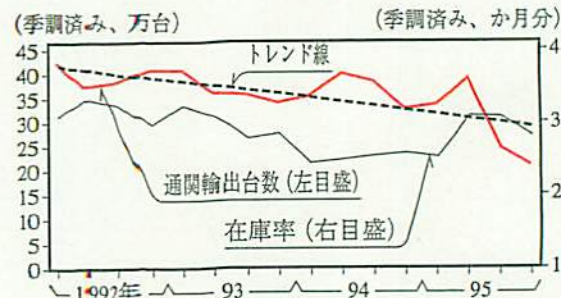
(1) 実質輸出と地域別内訳



(2) 米国向け輸出と財別内訳



(3) 対米自動車輸出



- (注) 1. 通関輸出台数の1995年第4四半期の値は95年10、11月の四半期換算値。
 2. 在庫率の1995年第4四半期の値は95年10、11月の平均値。
 在庫率=本邦輸出車現地在庫/本邦輸出車現地販売
- (資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」
 Ward's Communication「Ward's Automotive Reports」

以上の輸出入見通しを踏まえると、純輸出は、95年夏に比べ足元は減少テンポが幾分鈍化しているが、それでもなおかなり景気に対するマイナス要因となっており、今後もそうしたマイナス寄与を続ける見通しである。

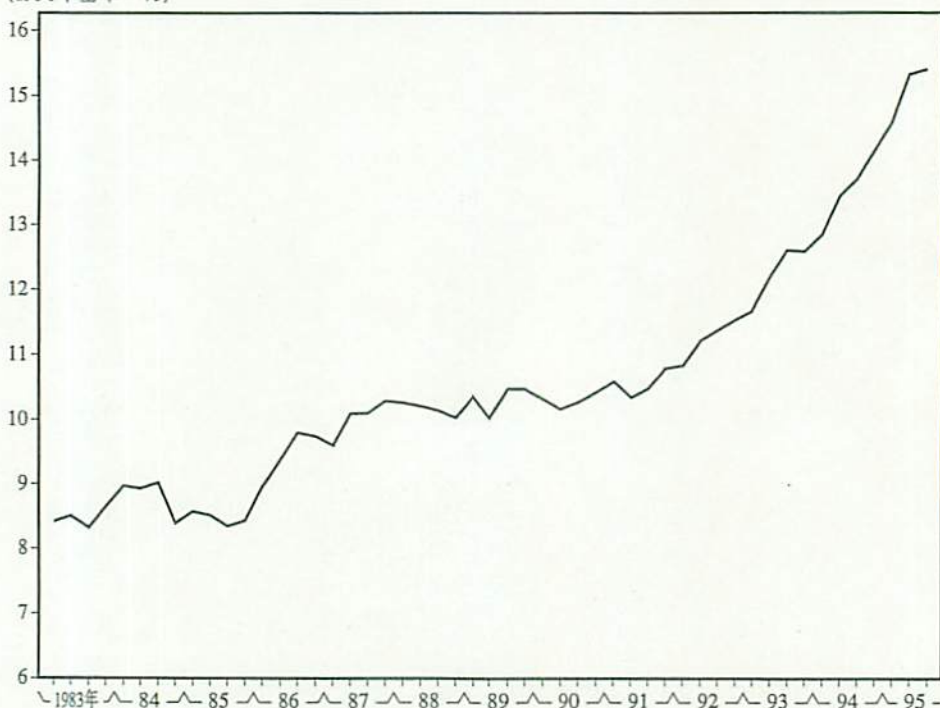
第3の政策関連需要（公共投資・住宅投資）については、当面の景気回復を主導するとみられる。まず公共投資についてみると、95年9月の経済対策は、過去の景気対策の中でもとりわけ大規模なものであり（注4）、その効果は既に、12月の公共工事請負金額などに現れつつある（図表22）。ウエイトの大きい地方公共団体分を

含め、公共工事の発注本格化は1～3月以降になるため、少なくとも96年度半ばまでは、景気押し上げにかなり寄与する見通しである。

次に、住宅投資については、新設住宅着工戸数が、金利先安期待に伴う着工手控えの反動もあって、95年9月以降持家を中心に急ピッチで回復しており、11月は季調済み年率160万戸と1年半ぶりの高水準となった。先行きについても、持家の着工は、既往手控え分の反動増が早晩一巡するとしても、金利低下等による取得能力の上昇を背景に、高水準を持続する可能性が大きい（後掲図表23）（注5）。一方、マンション

（図表21） 輸入ペネトレーション

（1990年基準 %）



（注）輸入ペネトレーション比率＝輸入／（国内向け出荷＋輸入）
（資料）通商産業省「鉱工業総供給表」

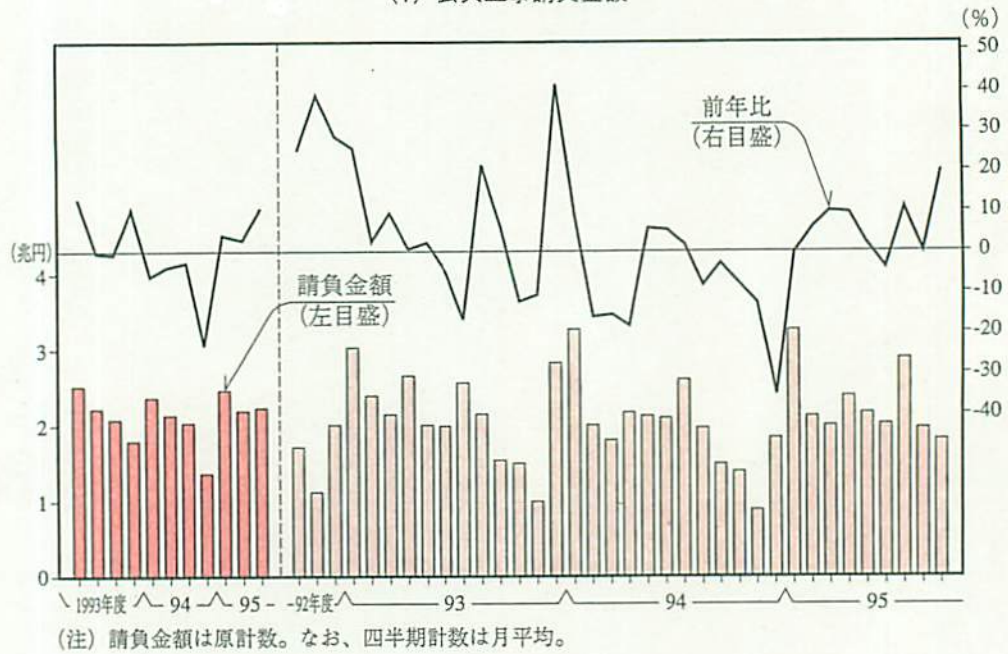
（注4）経済対策の規模の比較については、「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料（平成7年秋）—」（『日本銀行月報』1995年11月号所収）の図表20を参照。

（注5）95年央における着工の急減は、取得能力指数の動きから大きく乖離しており、この点からも、この時期に金利先安期待が影響して相当規模の着工先送りが生じていたと考えられる。

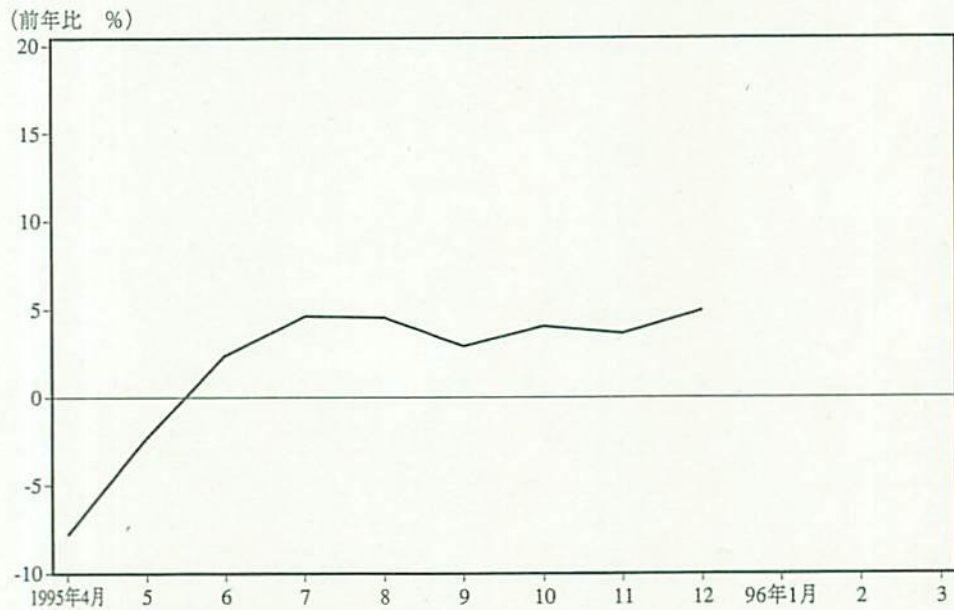
(図表22)

公共工事請負金額

(1) 公共工事請負金額

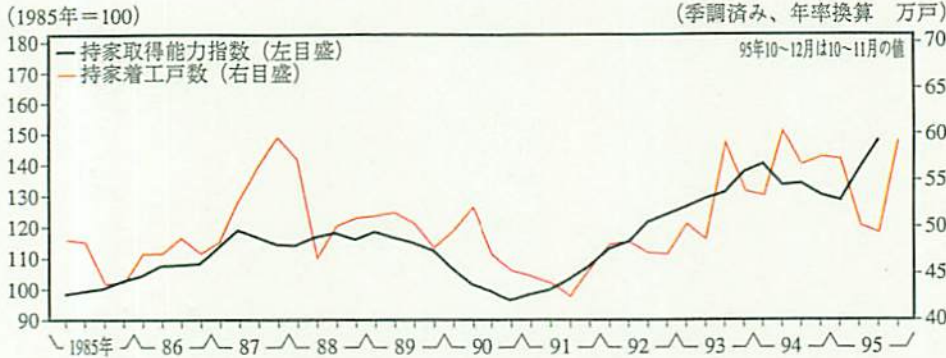


(2) 国・直轄事業+地方の公共工事請負金額における年度初来累計前年比

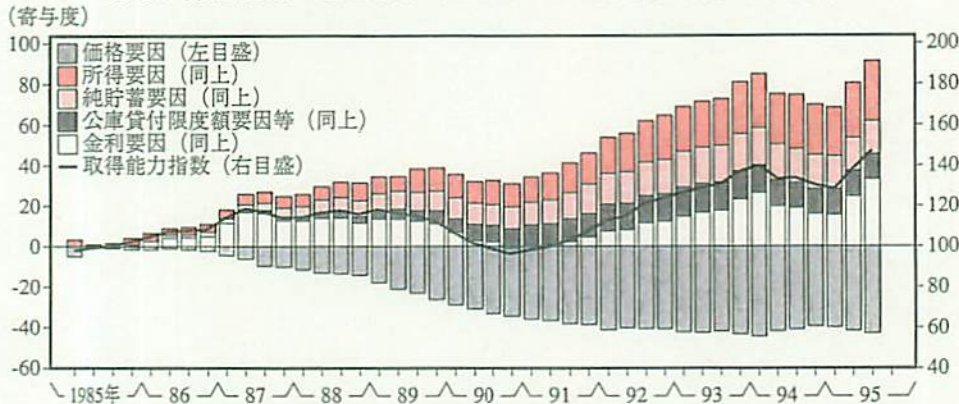


(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

(図表23) 持家の取得能力



持家取得能力指数の要因分解 (1985年からの変化幅に対する寄与度)



(注) (持家取得能力指数) = (資金調達可能額) / (住宅価格)

(a) (資金調達可能額) = (勤労者世帯前期末純貯蓄) + (個人住宅建設公庫融資限度額 <特別加算額を含む>) + (民間住宅ローン借入可能額)

$$(\text{民間住宅ローン借入可能額}) = (\text{民間住宅ローン年間返済可能額}) / \frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

$$(\text{民間住宅ローン年間返済可能額}) = (\text{年間可処分所得}) \times 0.25$$

$$- (\text{公庫融資限度額}) \times \frac{r \cdot (1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

i: 民間住宅ローン金利、r: 公庫金利、n: 返済期間 (ここでは30年間と想定)

勤労者世帯は可処分所得の25%までを住宅ローンの返済に充てることができる
と仮定する。借入れに際しては、まず住宅金融公庫から借入れることとし、融資
限度額一杯借りても返済額が可処分所得の25%を下回る場合は、その余裕の範囲
内で返済可能な額だけ民間住宅ローンを借入れると考える。

(b) (住宅価格) = (住宅地価) + (建設工事費)

住宅地価: 1988年第2四半期時点での全国平均住宅地価(109千円/m²<国土庁「都
道府県地価調査」>)をもとに、1988年第2四半期時点で公庫に申し込
まれた平均的な広さの宅地(平均住宅面積131.4m²<住宅金融公庫「利
用者調査報告」>から容積率を50%と仮定し、平均宅地面積を推計)の
価格を算出。以後、市街地価格指数(全国)の前期比を乗じて推計。

建設工事費: 1988年第2四半期時点での1戸当たりの建設工事費(1,752.3万円<住
宅金融公庫「利用者調査報告」>)をもとに、それ以降については建
設工事費デフレータの前期比を乗じて算出。

(資料) 建設省「建設統計月報」、総務省「貯蓄動向調査報告」、経済企画庁「国民所得統計」

の着工は、在庫調整圧力から95年央以降やや落ち込んでいるが、末端の販売は、金利および物件価格の低下に伴う取得環境の好転に支えられて増勢を続けている。しかも、現下の過剰在庫の規模はさほど大きくないため、マンションの着工についても、低金利、在庫調整圧力の軽減を背景に、回復に向かう素地が次第に整いつつあるとみられる(図表24)。

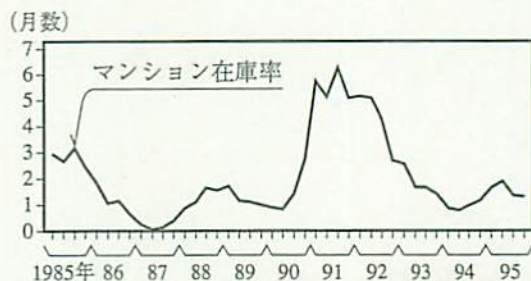
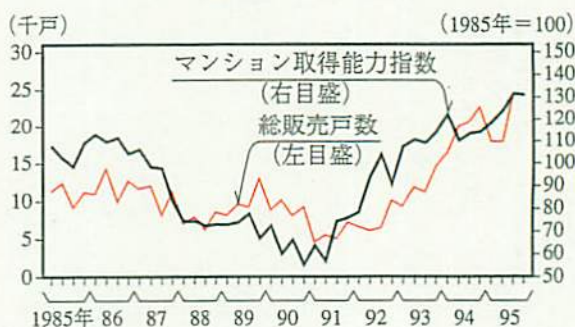
以上の政策関連需要は、当面の景気回復を支える上で大きな役割を果たすとみられるが、96年度半ば頃からは景気牽引力が弱まるとみられる。したがって、その後も景気回復が持続し得るか否かは、結局のところ、第4の民間需要(設備投資、個人消費)の自律的な回復力にかかっている。

そこで、まず設備投資についてみると、11月短観の調査結果や最近の機械受注の動きなどからも明らかなように、大企業・製造業を中心に、全体として回復過程に入っている(注6)。今後についても、以下の事情から、こうした回復の構図は崩れない見通しである。

第1は、バブル崩壊後の長期にわたる投資抑制により、設備の老朽化がかなり進行しているため、潜在的な更新投資需要が大きいことである。ちなみに、資本ストックの平均年齢を表すヴィンテージを推計してみると、最近では80年代後半の設備投資ブームが始まる直前の水準にまで高まっていることがわかる(後掲図表25)。

第2は、こうした潜在的な更新投資が顕在化

(図表24) マンションの着工環境
(首都圏ベース)

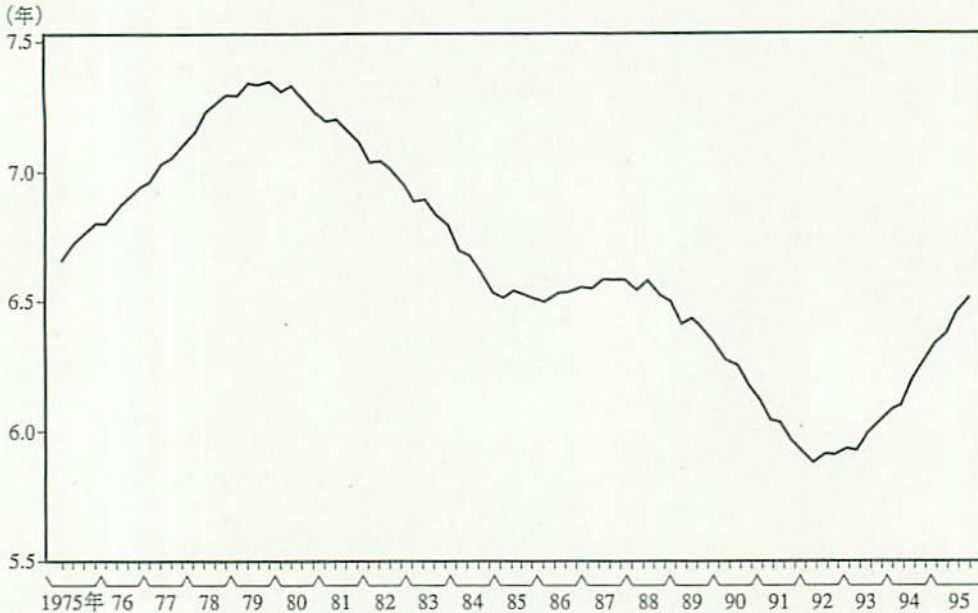


- (注) 1. マンション取得能力指数は図表23の持家取得能力指数と同様に算出(ただし、「住宅価格」の代わりに「マンション価格」を用いる)。
2. 着工戸数の1995年第4四半期の数字は10~11月の平均。

(資料) (株)不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、建設省「建設統計月報」、総務庁「貯蓄動向調査報告」、経済企画庁「国民所得統計」

(注6) 95年度設備投資計画を11月短観で見ると、主要企業・製造業では、前年比+10.7%とかなり増加する見通しとなっている。他方、全規模・全産業では前年比△1.4%と僅かながら前年割れとなっているが、短観調査の「設備投資」にはGDPにカウントされない土地取得が含まれていることや(土地取得金額は地価の下落もあって大幅に落ち込んでいるとみられる)、資本財の価格低下が続いていることなどを勘案すれば、実質GDPベースの設備投資は前年を上回る可能性が大きい。

(図表25) 資本ストックのヴィンテージ (製造業)



<推計方法>

1. vintageとは残存する設備の新設時期からの平均経過年数(新設時期における金額ベースでの加重平均)。
2. 計算上の仮定
 仮定1. 1970年末のすべての資本ストックのvintageを7年と見做す*。
 仮定2. 設備の除却は古いものから順に行われる。
 仮定3. 当期の設備投資のvintageは0年とする。
 *1970年の国富調査によれば、当時の製造業設備のvintageは平均7年。
3. 利用データ
 (1) 1995年第1四半期までは「民間企業資本ストック統計」の資本ストック残高、設備投資額、除却額を用いて算出。
 (2) 1995年第2四半期以降は上記統計が未公表のため、法人季報の設備投資の伸びを用い、また除却額は除却率を前年同期と同水準と仮定して延長。

(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」「日本の国富調査」、大蔵省「法人企業統計季報」

しやすい投資環境(企業収益や稼働率)が整いつつあることである。まず企業収益についてみると、主要企業・製造業の経常利益(除く石油精製ベース)は、94年度に大幅増益となった後、95年度も、11月短観では3割の増益が見込まれている。こうした収益改善は、売上数量が伸び

る下で、固定費の抑制や原単位の向上といった企業の合理化努力が続けられていることによるものである(図表26)(注7)。先行き96年度についても、既述の政策関連需要の増加に支えられて売上数量の回復傾向が一段と明確化し、かつ企業のリストラ姿勢も継続されるとみられるた

(注7) 94、95両年度とも、固定費が実額としては増加しているため、図表26の要因分解では「固定費要因」は減益方向に寄与している。しかし、売上数量が伸びる局面では、固定費に含まれる販管費や人件費等が実額としては増加するのは自然な姿である。そこで、固定費と売上数量とを比べると、94、95両年度については、「固定費要因」の減益寄与幅が「売上数量要因」の増益寄与幅をかなり下回っており、企業の固定費抑制努力が窺われる。

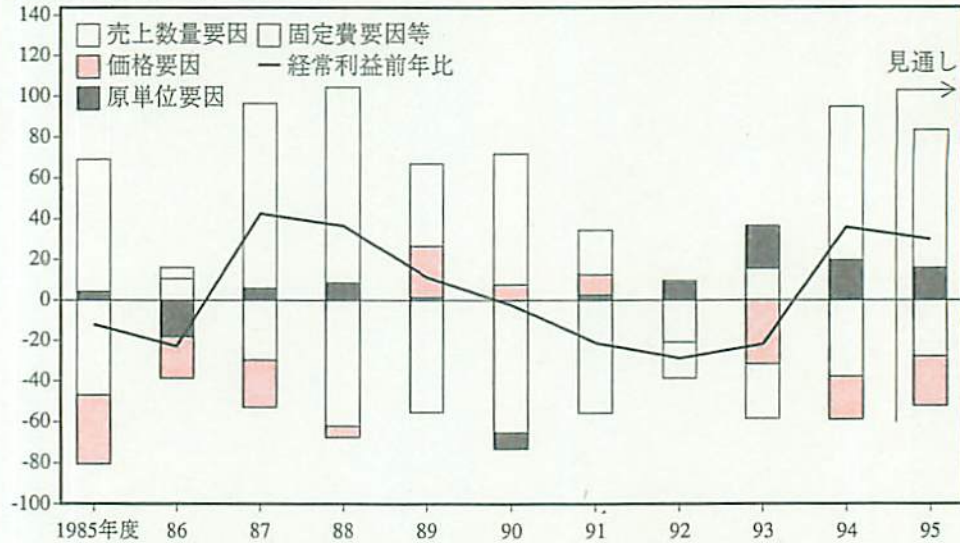
め、増益基調が続く公算が大きい。この結果、96年度上期の売上高経常利益率は、設備投資の本格的な回復につながる経験的な水準（主要企業・製造業で4%程度）に到達する可能性が大きい（後掲図表27）。また、稼働率についても、生産の回復を背景に、96年度後半には設備投資

拡大の経験則上の臨界点（90年を100とした稼働率指数のレベルで90）に達する見込みである。

設備投資の回復を支える第3の要因は、半導体をはじめとする情報・通信関連等新規分野での独立的な投資の活発化である。これらは既に設備投資全体のリード役となっているが、96年

(図表26) 企業収益の要因分解 (大企業・製造業)

(経常利益前年比 %、寄与度 %)



- (注) 1. 石油石炭（1995年度見通しは石油精製）を除く資本金10億円以上の企業ベース。
 2. 1995年度の経常利益前年比は11月主要短観の計画値。要因分解はこれを法人季報の上半期の実績の割合で案分したものを。
 3. 要因分解の方法は以下のとおり。

π : 経常利益
 P_o : 産出価格
 P_i : 投入価格
 FC : 固定費 (=純粋販管費*+人件費+減価償却費+営業外費用-営業外収益)
 * 企業会計上の「販管費」から人件費および減価償却費に含まれる部分を控除して作成
 (「主要企業経営分析」の販管費の内訳を用いて推計)
 O : 産出数量 (=売上高/産出価格)
 I : 投入数量 (=変動費/投入価格=(売上高-経常利益-固定費)/投入価格)

$$\frac{\Delta \pi}{\pi} = (FC + \pi) * \frac{\Delta O}{O} / \pi \quad \text{売上数量要因}$$

$$+ P_o * O * \frac{\Delta P_o}{P_o} / \pi \quad \text{産出価格要因}$$

$$- P_i * I * \frac{\Delta P_i}{P_i} / \pi \quad \text{投入価格要因}$$

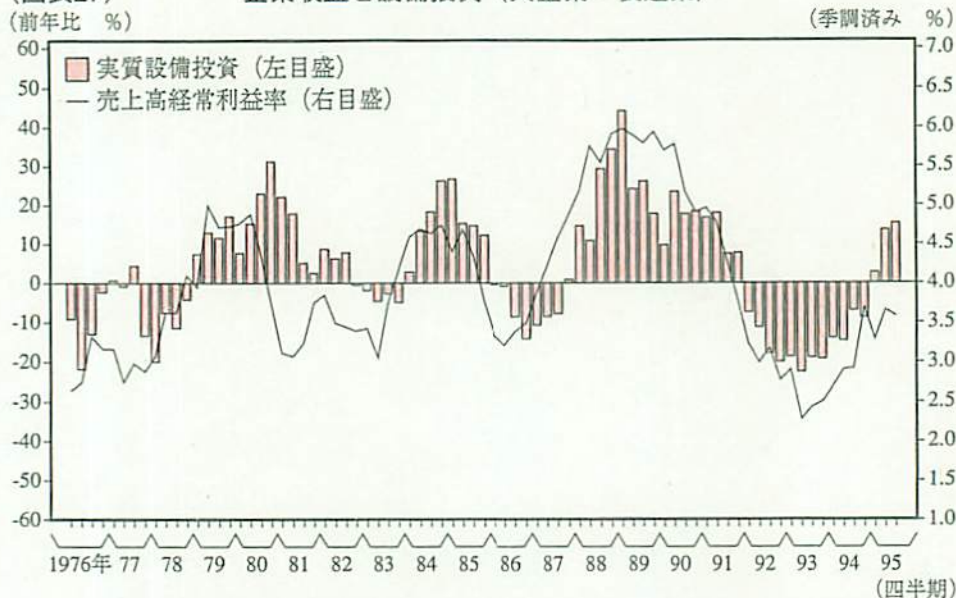
$$+ P_i * I * \left(\frac{\Delta O}{O} - \frac{\Delta I}{I} \right) / \pi \quad \text{原単位要因}$$

$$- \Delta FC / \pi \quad \text{固定費要因}$$

価格要因

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「製造業部門別投入・産出物価指数」

(図表27) 企業収益と設備投資 (大企業・製造業)



(注) 1. 法人季報ベース。資本金10億円以上の企業。
 2. 設備投資は設備投資デフレーターにより実質化。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」

度についても、パソコン(注8)や携帯電話等に対する需要拡大を背景にかなりの増勢を持続するとみられる。

以上のとおり、少なくとも大企業・製造業については、今後設備投資の回復力が次第に強まっていく可能性が大きい。しかし、各種の構造調整圧力が、主に非製造業や中小企業の投資を制約するというこれまでの構図は当面大筋不変であろう。特に不動産業では、地価の低迷を主因に大きなバランスシート調整圧力に直面している。ちなみに、金利支払額や有利子純負債残高の企業収益に対する比率をみると、製造業

では既に低下に向かい始めているのに対し、不動産業では90年代入り後急上昇し、なお幾分上昇を続けている(後掲図表28)。このほか、不動産関連需要への依存度が大きい建設業や、流通機構再編の渦中にある卸売業などでも、投資姿勢は慎重であり、これら3業種の落ち込みが非製造業全体の設備投資をかなり押し下げている(後掲図表29)(注9)。

以上を踏まえて今後の設備投資を展望すると、大企業・製造業を中心に引き続き回復過程を辿るとみられるが、そのテンポは、各種の構造調整圧力が存在するだけに、過去の回復局面と比べ

(注8) 日本電子工業振興協会によれば、96年度のパソコンの出荷台数は750万台と、95年度(520万台の見込み)に比べ4割以上増加する見通しである。

(注9) 非製造業の中でも、通信(PHS等新規分野の拡大)、小売り(ディスカウント店の新規出店等)、リース(情報機器のリース需要旺盛)等では、既往の規制緩和による投資機会の拡大もあって、設備投資は緩やかに回復しつつある。

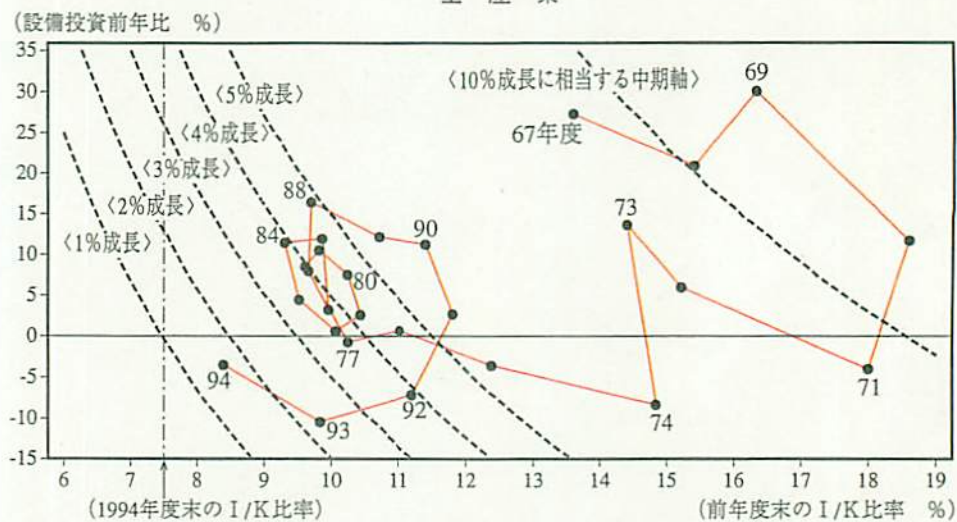
依然緩やかなものにとどまる公算が大きい(注10)。

最後に、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、このところ幾分回復

歩調を強めつつある。これは、パソコン・ブームや乗用車の更新需要に支えられている面もあるが、基本的には、為替相場の落ち着きや株価

(注10) 中期的な観点から設備投資の現局面をみると、企業の期待成長率の極端な萎縮が回避される限り、設備投資が今後増加しやすい環境にあるとの評価が可能である。もっとも、こうした潜在的な投資需要は、構造調整圧力が根強く残る不確実性の大きい情勢においては、部分的にしか顕在化しない点には留意する必要がある。

資本ストックの循環 全産業



(考え方)

まず、 δ を除却率(一定)とすると、資本ストックの増加率 $\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)$ は、

$$\frac{\dot{K}}{K} = \frac{(I - \delta K)}{K} = \frac{I}{K} - \delta \quad \dots (1)$$

と表される。一方、資本係数 $\left(\frac{K}{Y}\right)$ には上方トレンドがあるので、その伸び率を一定と仮定し年率 γ とすると、

$$\frac{\dot{K}}{K} - \frac{\dot{Y}}{Y} = \gamma$$

である。したがって期待成長率が $\left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right)^e$ のとき、望ましい資本ストックの伸び率を $\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)^*$ とすると、

$$\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)^* = \left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right)^e + \gamma \quad \dots (2)$$

となる。ここで、 $\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)^*$ に対応する設備投資を I^* とすると、(1)より、

$$\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)^* = \frac{I^*}{K_{t-1}} - \delta = \frac{I^*}{I_{t-1}} \times \left(\frac{I}{K}\right)_{t-1} - \delta \quad \dots (3)$$

となり、(2)、(3)から、

$$\frac{I^*}{I_{t-1}} \times \left(\frac{I}{K}\right)_{t-1} = \left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right)^e + \gamma + \delta \quad \dots (4)$$

が得られる。(4)式は、資本係数の伸び率と除却率がともに一定という仮定が妥当する中期においては、

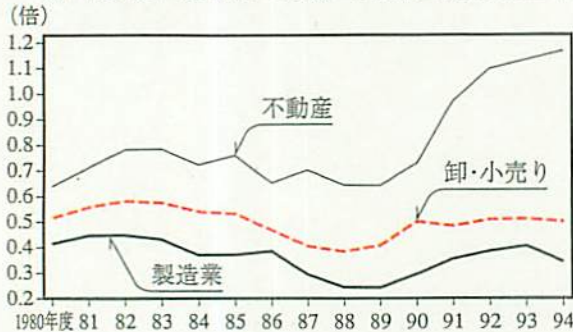
ある期待成長率 $\left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right)^e$ に対し、 $\frac{I}{K}$ 比率と設備投資前年比の間に図の点線で示したような関係があることを意味している。

(注) 資本ストック統計の1990年基準計数が未公表であるため、I前年比については1990年基準GDP実質設備投資の伸び率、I/Kについては1985年基準計数を用いて作成。

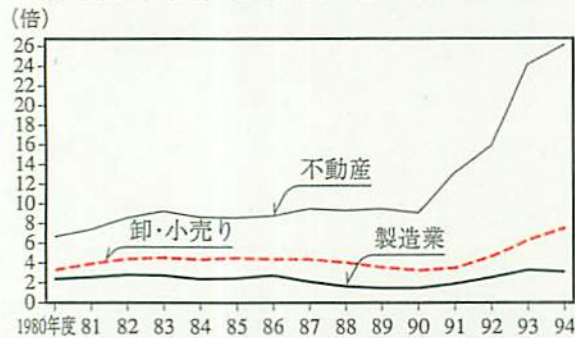
(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」

(図表28) バランスシート調整圧力

(1) 利払い比率(支払利息・割引料/〈営業利益+営業外収益〉)



(2) 債務比率(有利子純負債残高/〈営業利益+営業外収益〉)



(注) 1. 有利子純負債残高=長短借入金+社債+手形割引-現預金-有価証券-投資有価証券

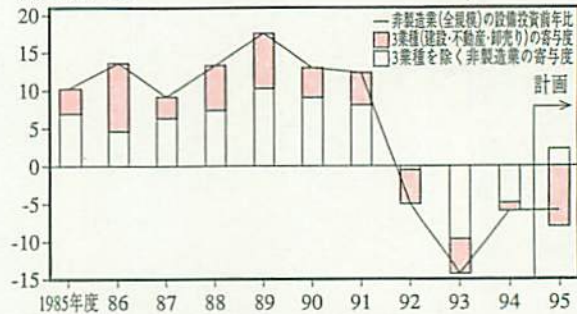
2. 有利子純負債残高は年度初と年度末の平均値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

の持ち直し等を背景とする消費者マインドの改善を反映した動きとみられる(注11)。個人消費の先行きを展望すると、ポイントとなる家計を取り巻く所得・雇用環境については、今後生産の回復に伴い、所定外労働時間が増加するほか、企業の雇用過剰感も、製造業を中心に収益改善

(図表29) 非製造業の設備投資

(前年比 %)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

が一段と進み、付加価値人件費比率(注12)が低下することから、ある程度弱まることが期待される(図表30上)。しかし、現下の雇用過剰感の水準自体は、第1次石油ショック後の不況期に概ね匹敵する高水準となっているため、常用雇用の伸びが回復するまでにはかなり時間を要するものとみられる(図表30下)(注13)。こうした状況下では、消費者マインド(消費性向)の目立った改善は期待薄であり、したがって個人消費の回復テンポも、所得の伸びに見合う緩やかなものとなる可能性が大きい。

以上の検討を総合し、96年度の日本経済を展望すると、政策関連需要が本格的に顕現化し、在庫調整が進捗する下で、生産や企業収益の増加を背景に、設備投資や個人消費の自律回復力が徐々に強まるとみられる。したがって、わが国経済が緩やかな成長軌道へ移行していく

(注11) 消費動向調査(経済企画庁)の消費者態度指数は、95年6月調査で大きく落ち込んだが、円高修正がある程度織り込まれた95年9月調査では、僅かながら持ち直した。また、乗用車の更新需要と言えども、購入時からの経過年数のみで単純に決まるのではなく、消費者マインドやその背後にある雇用環境から大きな影響を受ける。この点については、「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(平成7年秋)—」(『日本銀行月報』1995年11月号所収)の(注5)を参照。

(注12) 人件費と営業利益を合わせた「付加価値合計」に対する人件費の比率。

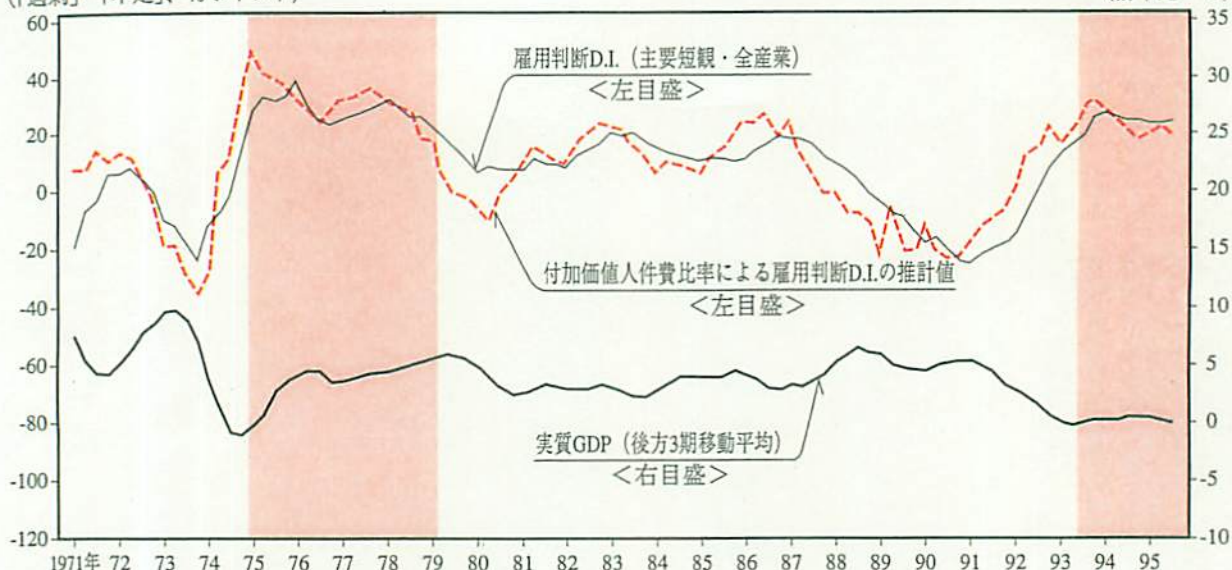
(注13) 図表30下段の76~77年頃の動きをみると、労働時間が前年比プラスに転じてから、常用雇用が前年比プラスに転じるまでに3四半期、常用雇用が本格的な回復に至るまでに5四半期を要している。

(図表30)

雇用調整圧力

(「過剰」-「不足」、%ポイント)

(前年比 %)



(注) 雇用判断D.I.の推計値は以下の回帰式により求めた。

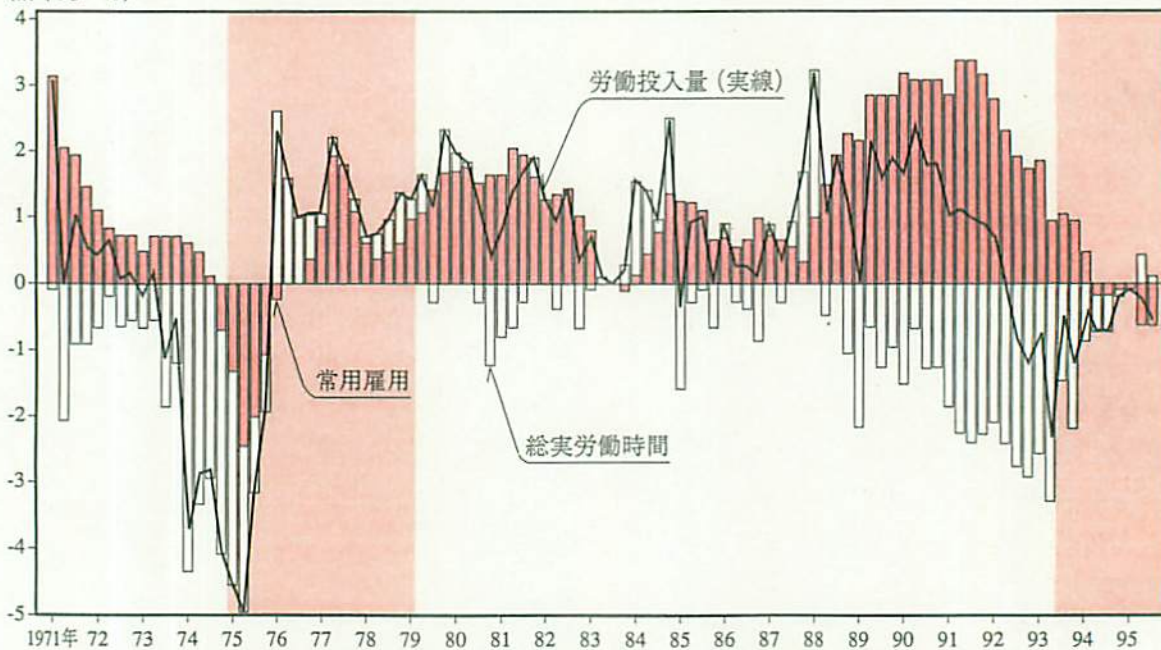
$$\text{雇用判断D.I.} = -86.9 + 0.7 \times \text{雇用判断D.I. (1期前)} + 1.4 \times \text{付加価値人件費比率} - 0.2 \times \text{トレンド項}$$

(t値) (-11.9)(28.8) (12.2) (-11.0)

$R^2 = 0.97$ ARテスト 0.74 (誤差項の系列相関なし)

ただし、付加価値人件費比率 = 人件費 / 付加価値 < 営業利益 + 人件費 >。

(前年比 %)



(注) シャドー部分は雇用判断D.I. (「過剰」-「不足」) が20%ポイント以上の領域。30人以上事業所ベース。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、労働省「毎月勤労統計」

というシナリオを、一応想定できる。

もっとも、各種の構造調整圧力や雇用調整圧力が根強く残っている。加えて、96年度後半には政策関連需要の景気牽引力が弱まるとみられる。このため、わが国経済の成長の基盤は、海外景気の前想以上の減速や急激な円高の再燃などの外的ショックに対して依然脆弱である。そうした下で、民間需要主導の景気回復をより確かなものとするためには、わが国経済の潜在的な可能性を引き出し、新しい市場や産業の創出に貢献するような規制緩和などの構造政策が、着実かつ早期に実施される必要がある。

(3) 物価の展望

今後の物価情勢を展望すると、景気回復に伴う需給面からの押し上げ圧力と、構造的な押し下げ圧力が概ね相殺し合い、横這い圏内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、最終需要の回復や在庫調整の進展に伴う需給環境の好転が、物価を押し上げる方向に作用するが、廉価な輸入品の増加や機械類等の生産性上昇に伴う押し下げ圧力も依然根強いので、為替相場に大きな変動がない限り、全体として横這い圏内で推移する公算が大きい。また、消費者物価(除く生鮮食品)についても、上記国内卸売物価の動きなどからみて再び下落基調となる可能性は小さいが、消費財輸入の増勢持続や流通業における合理化効果などから反発力は弱く、概ね前年比ゼロ近傍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、海外景気の緩やかな拡大や、円高修正の効果等を背景に、持ち直すとみられる。一方、輸入は、アジアの供給力

拡大などの構造的要因もあって、輸出をかなり上回るテンポで増加を続ける可能性が大きい。こうした輸出入の動きを反映して、経常収支の黒字幅は縮小傾向を続けるとみられ、対名目GDP比率も一段と低下する見通しである。

(平成8年1月26日)