

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成8年夏）——

■要 旨■

1. わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。最終需要が増加を続ける中で、企業の収益やマインドが引き続き改善しており、設備投資を中心に景気回復の動きに拡がりが見られ始めている。最終需要面では、純輸出はかなりのテンポで減少しているが、内需をみると、公共投資や住宅投資がいずれも高水準にある。また、設備投資は、企業規模別にも業種別にも回復の裾野が次第に拡がりつつあり、個人消費も、緩やかながら着実な回復を続けている。この間、在庫は、全体としては概ね適正圏内にあるが、生産財の一部では調整が続いている。こうしたもとで、鉱工業生産は、緩やかな増加基調にある。また、雇用情勢も、失業率は依然高水準ながら、全体としては幾分改善の方向にある。

物価は、一部に軟調な動きが残っているが、総じてみれば、軟化傾向には歯止めがかかりつつある。すなわち、卸売物価をみると、国内卸売物価は、集積回路の需給悪化も加わって、軟化傾向が続いているが、輸入物価は、円安を反映して上昇している。また、消費者物価は、引き続き前年を若干上回って推移しており、企業向けサービス価格の前年比マイナス幅も、一頃に比べやや縮小している。この間、地価は下落が続いているが、一部に需給改善の動きもみられる。

対外収支面をみると、輸出が概ね横這い圏内の動きとなっている一方、輸入は高い伸びを続けているため、実質、名目いずれでも黒字幅は急速に縮小している。

2. 金融・為替市場をみると、翌日物無担保コールレートは、公定歩合をやや下回って推移している。3か月物金利や長期金利は、個々の経済指標の強弱等に反応しつつも、基調的には、緩やかな景気回復を織り込む動きとなっている。株価も、企業収益の増加予想等から、昨年夏以降回復基調を続けている。また、円相場は、わが国の対外収支の黒字縮小等を背景に、軟化傾向を辿ってきた。

民間金融機関の貸出は、緩やかな伸びにとどまっている。これは、企業の資金需要が盛り

上がり欠けていることに加え、長期金利の底値感を背景に、資本市場での調達が選好されているためとみられる。こうした中で、マネーサプライは、3%台半ばの伸びを続けている。

3. 今後の景気展開を需要項目別に展望すると、純輸出は、根強い構造要因や内需の回復等を背景に、今後も減少が続けるとみられるが、一時的な減少要因の剥落や、為替円安の効果などが見込まれるため、減少のテンポは次第に鈍化していく可能性が高い。

一方、内需をみると、政策的需要の色彩が強い公共投資および住宅投資については、当面景気回復を支えるが、先行きは減少に向かうとみられる。

これに対して、設備投資の回復の動きは、徐々に裾野を拡げ始めている。この背景としては、大企業・製造業の前向きの企業行動を通じて、収益の回復が他部門にも拡がってきていることに加え、技術革新、規制緩和などの動きも、寄与しているものとみられる。このような拡がりに伴って、設備投資は底固さを増しており、今後次第に景気支持力を強めていくことが期待できる。個人消費についても、企業の収益増加を背景に雇用者所得が増加するにつれて、緩やかながら着実に増加していくものとみられる。

4. 物価の先行きを展望すると、為替円安の影響や、内需増加に伴う製品需給の改善から、下げ止まり傾向が明確化していく可能性が高い。しかし、なお大きな需給ギャップが残っていることや、グローバルな競争圧力も根強いことなどを勘案すると、物価が上昇基調に転じる可能性は当面低いとみられる。

対外収支の先行きを展望すると、経常収支の黒字は、金額、対名目GDP比率のいずれでみても、引き続き縮小傾向を辿る可能性が高いが、黒字の縮小テンポは、昨年後半から最近までの急速なものから、今後は次第に緩やかなものへ変わっていくものと予想される。

5. 以上を総合すると、景気回復は、現時点ではなお金融・財政政策の効果に負うところが少なくないが、企業収益の増加が設備投資や雇用者所得の増加を通じて、経済全体に好影響を及ぼすメカニズムも、徐々に働き始めている。こうしたメカニズムがより確実なものとなっていけば、先行き予想される住宅投資や公共投資の減少に対する経済の抵抗力も強まり、自律的な回復過程へと移行していくことが展望できる。もっとも、これまでのところ景気回復のテンポが総じて緩やかなものにとどまっているほか、各種の構造調整圧力もなお根強く残っている。

したがって、規制緩和による競争促進などの構造政策を通じて、民間経済の活力を引き出していくことや、不良債権の流動化などにより、企業や金融機関のバランスシート調整を推進することは、引き続き重要な政策課題である。

こうしたもと、金融政策運営においては、景気回復の基盤をよりしっかりとしたものとすることに重点を置いて、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当である。

1. 最近の経済情勢

(1) 景気は引き続き緩やかに回復

わが国の景気は、緩やかな回復を続けている

(図表1、2) (注1)。最終需要が増加を続ける中で、企業の収益やマインドが引き続き改善しており、設備投資を中心に景気回復の動きに拡が

(図表1)

景 気 指 標 (概 観)

	1994年10~12月	95年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	96年1~3月	4~6月
鉱工業生産							(4~5月)
<季調済み前期比 %>	2.1	1.1	0.1	△ 1.6	△ 2.1	0.4	0.8
<前年比 %>	6.0	6.3	5.1	1.2	1.3	0.8	1.4
業況判断 D.I. (主要企業、全産業)	△ 30	△ 24	△ 21	△ 23	△ 18	△ 15	△ 6
<「良い」-「悪い」 %ポイント>							
実質消費支出(全世帯)							(4~5月)
<前年比 %>	△ 2.2	△ 2.5	0.1	△ 0.6	△ 1.6	2.5	△ 1.0
全国大型小売店販売額							(4~5月)
<前年比 %>	△ 1.5	△ 2.2	△ 1.7	△ 1.5	△ 2.1	1.8	△ 1.1
家電販売							(4~5月)
<前年比 %>	10.7	8.6	12.2	5.4	11.6	14.8	11.1
乗用車新車登録台数(除軽)							
<前年比 %>	2.5	9.0	1.1	0.5	5.7	△ 1.0	△ 0.4
<季調済み年率 万台>	340	361	338	352	361	362	339
新設住宅着工戸数							(4~5月)
<前年比 %>	2.5	△ 2.9	△ 11.9	△ 10.6	0.8	4.4	15.1
<季調済み年率 万戸>	155	152	142	140	156	158	166
機械受注 (民需、除く船舶・電力)							(4~5月)
<前年比 %>	10.1	2.2	14.2	2.4	10.3	8.7	18.4
建築着工床面積 (民間、非居住用)							(4~5月)
<前年比 %>	△ 0.1	△ 0.1	3.6	4.1	△ 1.2	16.3	11.9
公共工事請負金額							
<前年比 %>	△ 2.8	△ 23.3	4.0	2.9	9.5	46.0	△ 2.0
有効求人倍率							(4~5月)
<季調済み 倍>	0.64	0.65	0.63	0.61	0.63	0.67	0.68
実質輸出							
<季調済み前期比 %>	2.9	△ 0.2	3.4	△ 3.8	4.2	△ 3.4	0.4
実質輸入							
<季調済み前期比 %>	1.3	2.9	4.3	1.9	7.2	1.1	2.1

(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」

(注1) 1996年1~3月のGDPは、前期比年率+12.7%と大幅な増加となったが、これには公共投資の発注の集中や、個人消費が関年要因によって嵩上げされたことなどが影響している。

りがみられ始めている。最終需要面では、輸出が概ね横這い圏内の動きとなっている一方、輸入は構造的な要因もあって高い伸びを続けているため、純輸出はかなりのテンポで減少している。しかし、内需をみると、公共投資が1995年9月の経済対策の効果から、また住宅投資は低金利を背景に、いずれも高水準にある。設備投資は、先行指標や各種アンケート調査にみられるとおり回復を続けており、かつ回復の裾野は、企業規模別にも業種別にも次第に拡がりつつあ

る。個人消費も、緩やかながら着実な回復を続けている。この間、在庫は、全体としては概ね適正圏内にあるが、生産財の一部（集積回路、鉄鋼、紙・パ）では過剰の状態が続いており、その調整が行われている（後掲図表3）。

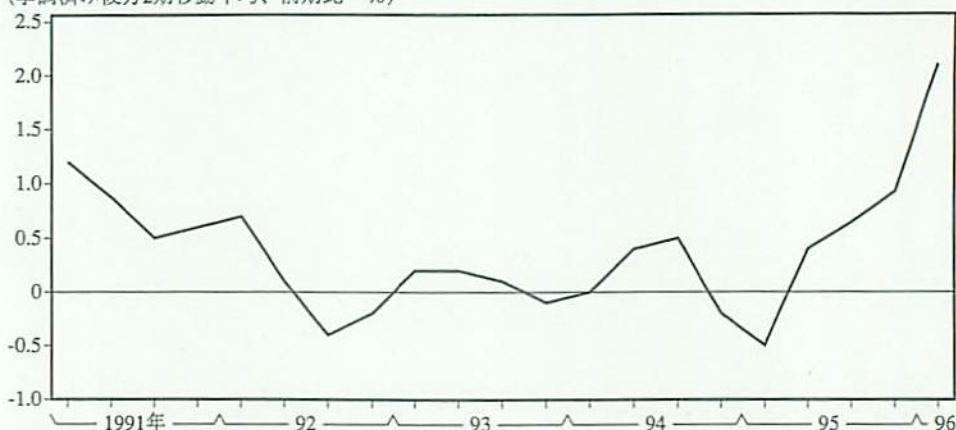
こうした最終需要および在庫動向を背景に、鉱工業生産は、緩やかな増加基調にある（後掲図表4）。また、雇用情勢をみると、失業率は依然高水準で推移しているが、有効求人倍率は持ち直し傾向にあり、また常用雇用者数や所定外

(図表2)

実 質 G D P

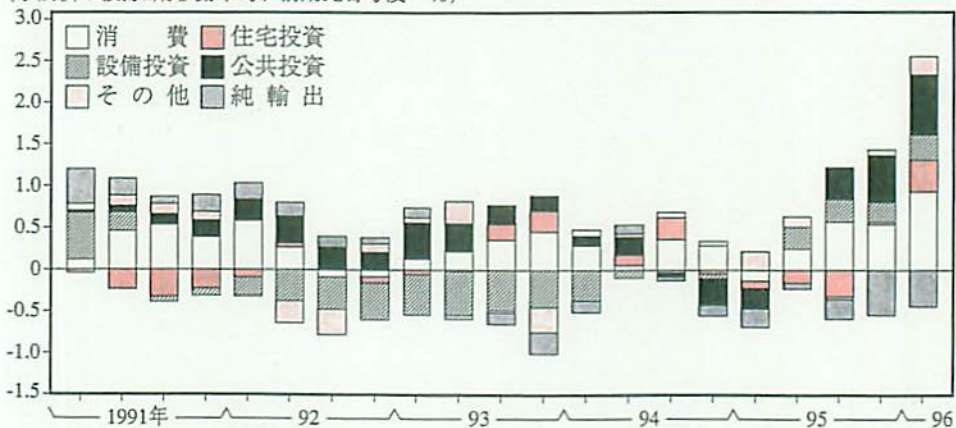
(1) 実質GDP成長率

(季調済み後方2期移動平均、前期比 %)



(2) 実質GDPの内訳

(季調済み後方2期移動平均、前期比寄与度 %)



(注) その他=在庫投資+政府消費

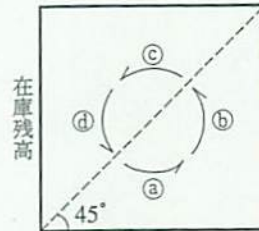
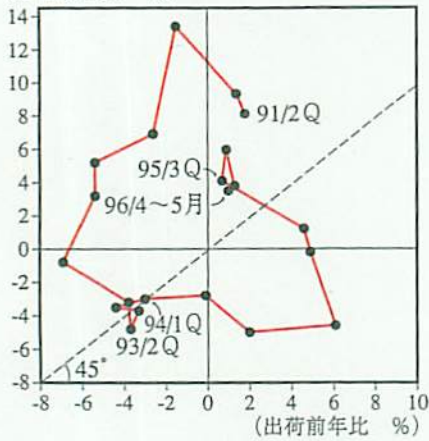
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(図表3)

在庫循環

鉱工業

(在庫前年比 %)

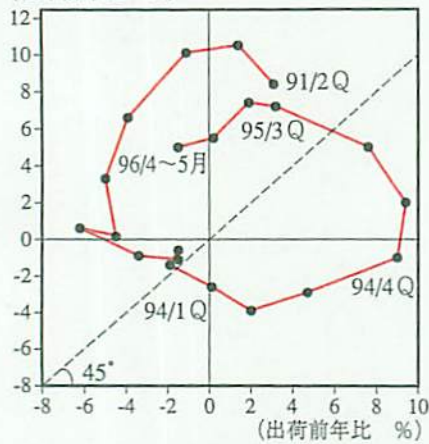


出荷

- (a) 回復局面
- (b) 在庫積み増し局面
- (c) 在庫積み上り局面
- (d) 在庫調整局面

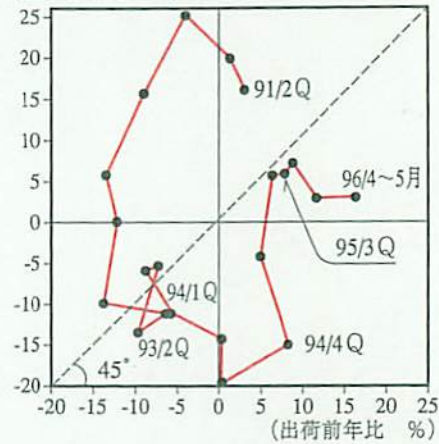
生産財

(在庫前年比 %)



資本財 (除く輸送機械)

(在庫前年比 %)

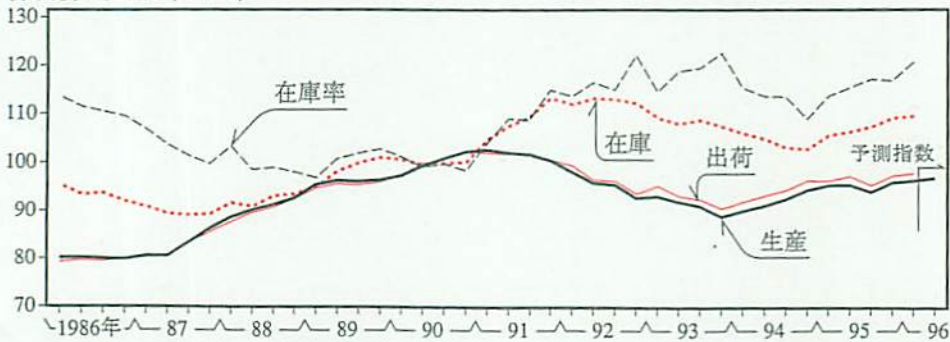


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表4)

鉱工業生産・出荷・在庫

(季調済み、1990年=100)



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

労働時間も緩やかに伸びが高まっていることを考えると、全体としては幾分改善の方向にあるものとみられる（図表5）。

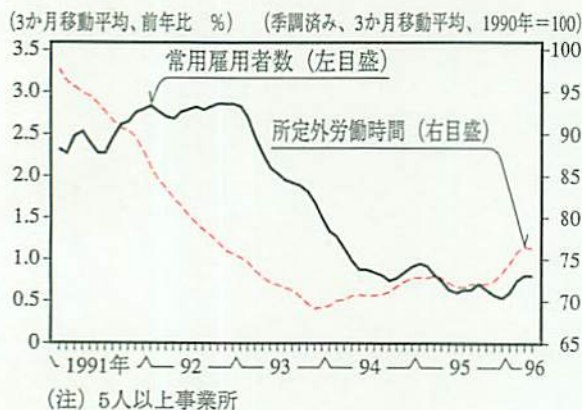
（2）物価は軟化傾向に徐々に歯止めがかかりつつある状況

物価は、一部に軟調な動きが残っているが、総じてみれば、これまでの軟化傾向に徐々に歯止めがかかりつつある（図表6）。まず卸売物価をみると、国内卸売物価（夏季電力料金調整後）

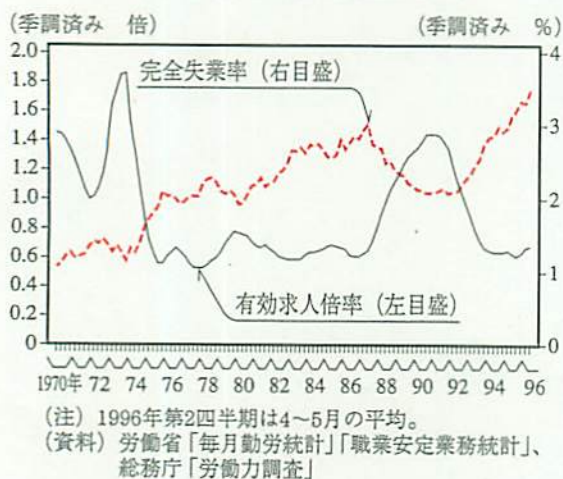
は、輸入の大幅増加などに伴う構造的な下落圧力や、集積回路の需給悪化等から、軟化傾向が続いている。しかし、輸入物価（円ベース）は、円安を反映して、昨年央以降上昇を続けている。また、消費者物価（全国・除く生鮮食品）は、被服価格の上昇などを反映して、前年を若干上回って推移している。企業向けサービス価格は、不動産賃貸料やリース料を中心に引き続き前年を下回っているが、情報サービス等に対する需要の回復もあって、前年比マイナス幅は、一頃に比べやや縮小している。以上の動きを反映して、GDPデフレーターは、設備投資や個人消費のデフレーターを中心に前年比マイナスを続けて

（図表5） 雇用関連指標

（1）常用雇用者数と所定外労働時間

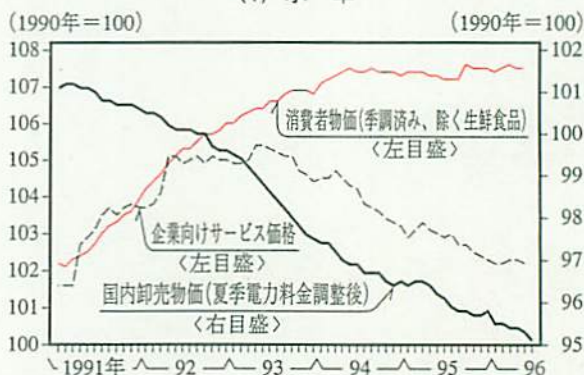


（2）有効求人倍率と完全失業率

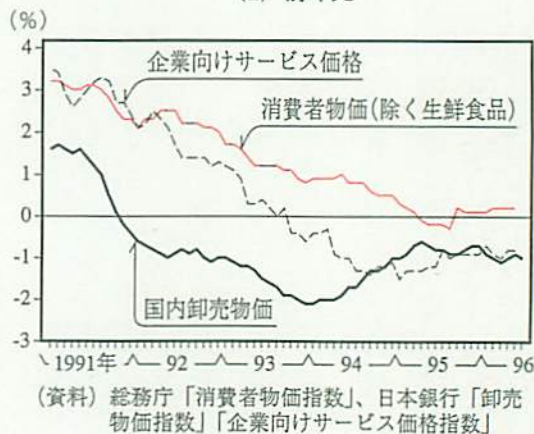


（図表6） 物 価

（1）水 準



（2）前年比

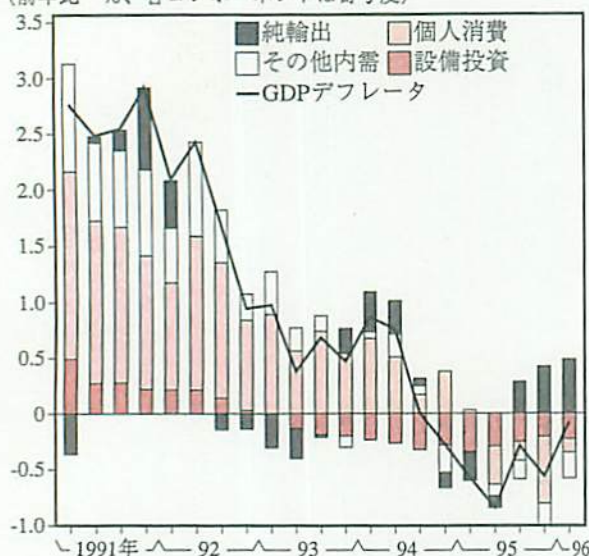


いるが(注2)、マイナス幅は緩やかに縮小している(図表7)。

この間、最近の地価については、商業地、住宅地ともに、全体として下落が続いている。もっとも、都心の優良なオフィスビルについては、空室率低下にみられるように需給環境が徐々に改善しつつあるほか、良好なマンション用地では、地価が底を打ちつつあるとみられる。

(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」

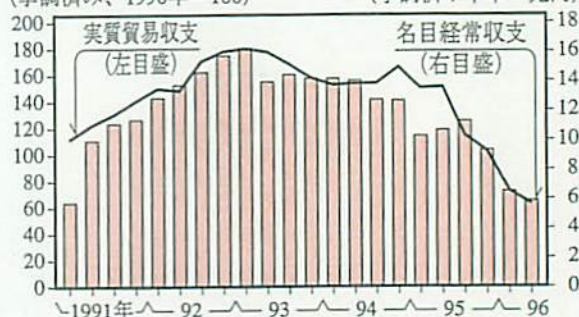
(3) 対外収支の黒字幅は急速に縮小

対外収支の動向をみると、輸出は、海外経済は全体として緩やかに拡大が続いているが、集積回路の世界的な需給悪化の影響もあって、概ね横這い圏内の動きとなっている。他方、輸入は、アジアをはじめとする海外生産拠点からの

逆輸入など構造的な要因や、情報関連を中心とする内需の回復などから、高い伸びを続けている。このため、対外収支は実質、名目いずれでも、黒字幅が急速に縮小している(図表8)。

(図表8) 対外収支

(季調済み、1990年=100) (季調済み年率 兆円)



(注) 1996年第2四半期の名目経常収支は4、5月の年率換算。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

2. 最近の金融情勢

(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))、翌日物無担保コールレートは、概ね公定歩合(0.5%)をやや下回る0.4%台での動きが続いている。また、CD 3か月物レートは、個々の経済指標の強弱等に反応して振幅しつつも、本年初以降、概ね0.5%台半ば～0.7%のレンジで推移している。最近の約1か月間は、6月中旬に公表された1～3月のGDPが市場の予想に比べて高めであったこと等から、やや強含みの動きとなっている。

長期金利(国債指標銘柄利回り)も、経済指

(注2) 消費者物価指数が前年を上回って推移しているのに対し、個人消費デフレーターは前年を下回っているが、こうした相違は、値下がり幅の大きいパソコンが個人消費デフレーターには含まれている一方、消費者物価には含まれていないことで、概ね説明できる。

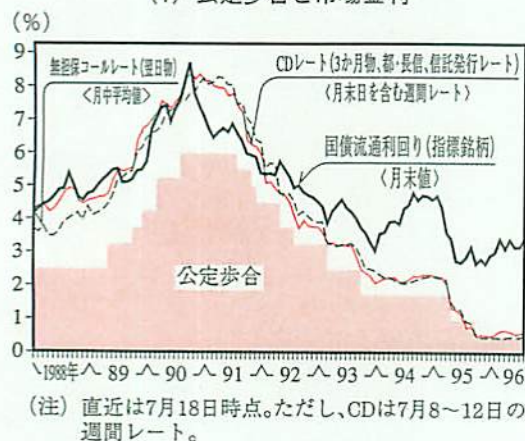
標等に反応して多少の変動を示しつつも、昨年末頃からの動きを均してみると、次第に緩やかな景気回復を織り込む形で上昇傾向にあり、最近では概ね3.3%台の動きとなっている。

以上のような金利動向の背景として、先物レート等によって市場の金利観をみると（図表10）、まずユーロ円金利先物については、このところ上昇基調にあり、最近時点での1996年12月限のレートは約1.3%と、現物レートに比べ約0.6%高くなるなど、短期金利の上昇予想を反映する形となっている。また、インプライド・フォー

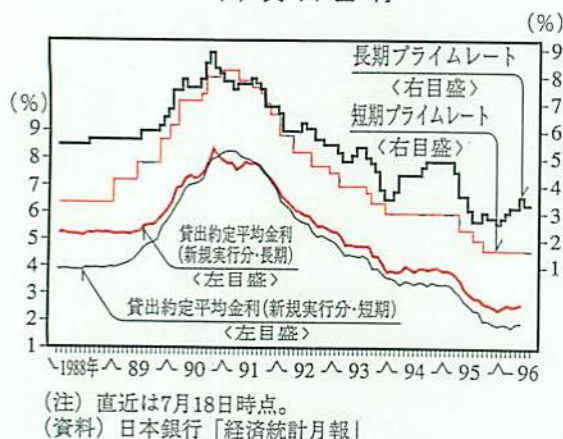
ド・レートをみても、最近では1～2年後スタートまでが相対的に急傾斜となっている。なお、過去数か月間におけるインプライド・フォワード・レートの変動は、主に3年後スタート未満の比較的短期の部分で生じている。このことから、過去数か月間においては、わが国経済の中長期的なパフォーマンス等に関する予想にはあまり大きな変化はみられず、主に近い将来に関する金利予想が経済指標の強弱等に反応して変動し、これが長期金利の動きに影響を及ぼしてきた姿が窺われる。

（図表9） 金 利

（1）公定歩合と市場金利



（2）貸出金利

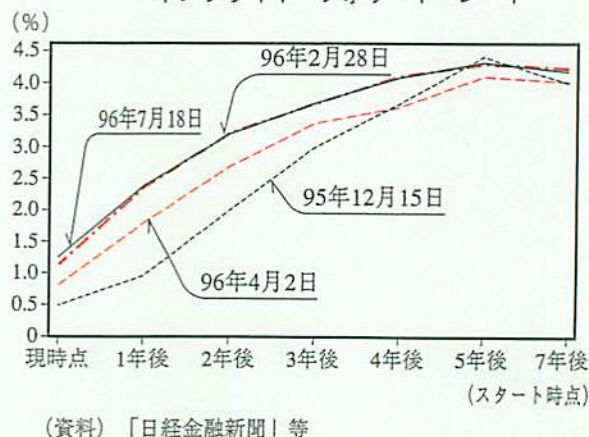


（図表10） 市場の金利観

（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



この間、銀行の貸出金利も、概ね上記市場金利の動向を反映した動きとなっている（前掲図表9（2））。すなわち、短期プライムレートは昨年9月以降、1.625%の既往最低水準を続けている一方、長期プライムレートは年初来4回にわたって合計1.0%ポイント引き上げられた後、6月には逆に0.3%ポイント引き下げられ、現在は3.3%となっている。貸出約定平均金利（新規実行分）も、短期が既往最低圏で概ね横這う一方、長期はごく緩やかな上昇に転じつつある。

次に、日経平均株価は（図表11（1））、円高修正が進み、企業収益に対する市場のコンフィデンスが強まってきたことを基本的な背景に、昨年夏以降回復傾向にあり、5月中旬以降は、概ね2万2千円前後で推移した。もっとも、ごく最近においては、米国株価の軟調等を受けて、2万1千円程度まで弱含んだ。

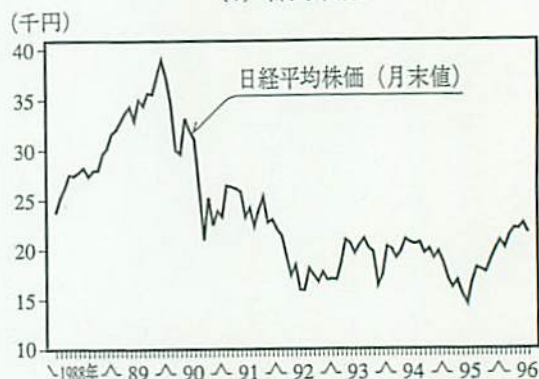
また、円の対ドル相場は（図表11（2））、わが国の市場金利が強含んだ2月後半や、4月下旬から5月上旬にかけて、一時的に円高となる局面もみられたが、昨年夏以降の動きを均してみると、わが国対外収支の黒字縮小等を背景として、軟化傾向を辿ってきた。この間、円の対独マルク相場をみると、対ドルで一時的に円高となった4月下旬から5月上旬には、一旦68円台まで円高となったが、その時期を除けば昨年秋以降、概ね71～73円前後の範囲で推移している。

（2）マネーサプライは3%台半ばの伸び

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10～

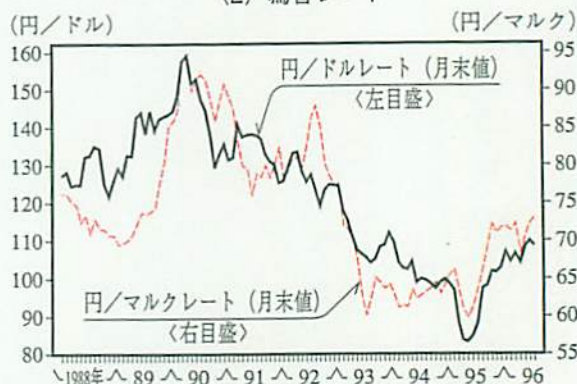
（図表11） 株価、為替レート

（1）株式市況



（注）直近は7月18日時点。

（2）為替レート



（注）直近は7月18日時点。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

12月+2.0%、1996年1～3月+2.2%の後、4～6月は+1.5%と、緩やかな伸びにとどまっている（図表12）（注3）。これは、企業部門の資金需要自体が盛り上がりを見せていることに加え、資金調達形態としても資本市場での調達が選好されているためとみられる。

すなわち、企業の資金需要をバランスシート

（注3）1～3月に比べて4～6月の伸び率が低下したのは、3月末に多額の不良債権が償却されたことによるものであり、実勢の伸び率は横這い圏内である。

(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		96年		96年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
都市銀行	0.7	1.8	2.2	1.7	2.2	1.7	1.7	1.7
長期信用銀行	0.7	2.0	1.9	△ 1.4	1.5	△ 1.2	△ 1.4	△ 1.6
信託銀行	△ 1.7	△ 1.0	△ 0.5	△ 1.4	△ 0.5	△ 0.9	△ 1.5	△ 1.6
地方銀行	2.7	3.2	3.8	3.7	3.8	3.7	3.7	3.6
地方銀行Ⅱ	3.5	3.0	1.7	0.7	1.2	0.7	0.7	0.5
5業態計	1.2	2.0	2.2	1.5	2.2	1.6	1.5	1.4
円貸出	0.7	0.9	1.0	0.4	0.9	0.3	0.4	0.4
インバトロソ	7.5	15.3	18.2	16.2	19.2	18.8	15.4	14.4

(2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

	1995年		96年		96年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
外国銀行	△ 4.9	2.0	3.7	9.1	5.2	9.3	10.5	7.4
信用金庫	3.8	2.9	2.9	2.4	2.9	1.6	2.1	2.4
生命保険	0.6	0.0	0.5	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
政府系金融機関	5.2	2.2	0.4	n.a.	0.4	0.1	0.3	n.a.

- (注) 1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。
 2. 信用金庫はインバトロソを含む。
 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

から捉えてみると(後掲図表13)(注4)、まず大企業・製造業については、総投資(設備投資+在庫投資+ネット土地購入)は増加しているが、収益の改善によりキャッシュフローも増加しており、また手元流動性も潤沢な水準にある。こ

のため、投資が増加しても、資金調達ニーズにはつながりにくい状況が続いている。一方、大企業・非製造業や中小企業では、これまでのところ投資の動き自体が弱かった(注5)。このような状況のもとでも、資本市場においては、中期

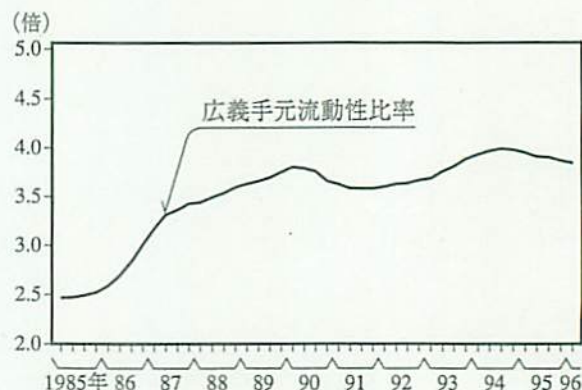
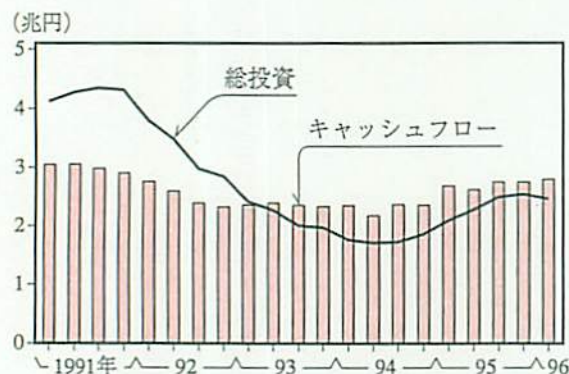
(注4) ただし、利用可能な計数は1～3月までである。

(注5) 逆にこのことは、今後仮に中小企業の設備投資が明確に回復してくれば、それらの企業は資本市場へのアクセスが限られている上、手元流動性も厚くないため(後掲図表13(1))、銀行貸出に対する需要が高まり得ることを示唆している。

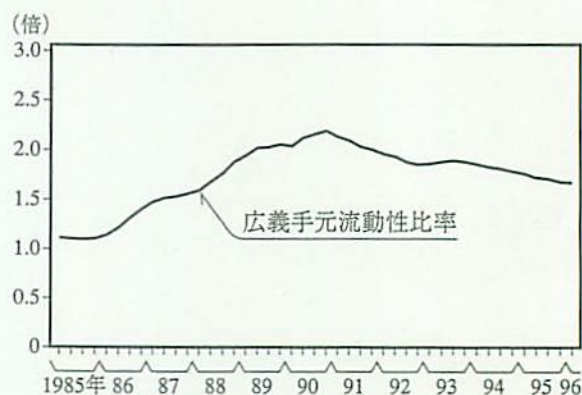
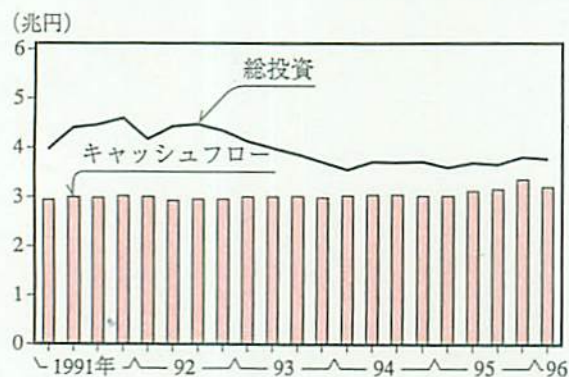
(図表13)

企業の資金需要

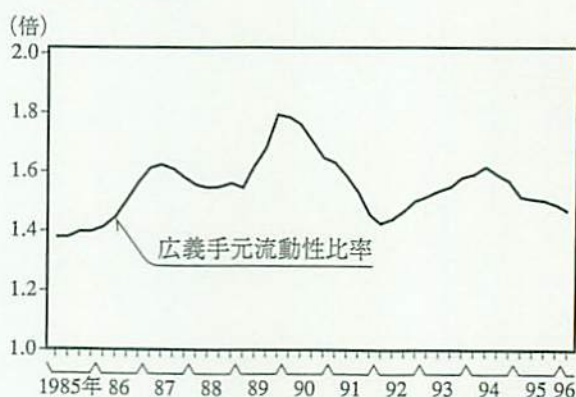
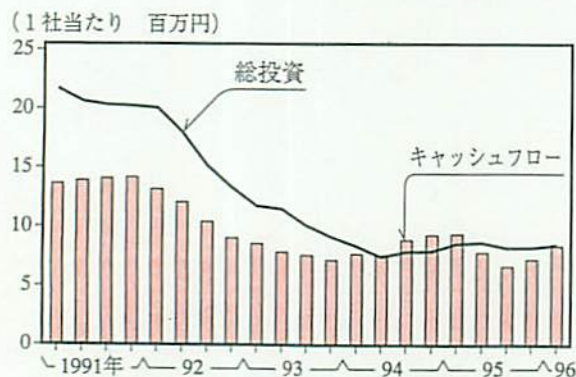
(1) 大企業・製造業



(2) 大企業・非製造業 (除く建設・不動産)



(3) 中小企業・全産業 (除く建設・不動産)



(注) 1. 計数はすべて季調済み、後方3期移動平均。

2. 総投資＝設備投資＋在庫投資＋ネット土地購入

3. キャッシュフロー＝内部留保増減＋減価償却費

4. 広義手元流動性比率＝(現預金＋短期所有有価証券＋投資有価証券)／売上高(月商)

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

的な金利底値感を主因に高水準の調達が続いている（図表14（1））。その資金の大半は既往債務の返済に充当されているが、設備投資向けの調達も次第に増加している模様である。

この間、個人向け貸出については、住宅ローンが住宅着工の好調等から高い伸びを続ける一方、消費者信用はかなりの前年割れを続けている（図表14（2））。

こうした状況下、マネーサプライをみると

（図表15）、 $M_2 + CD$ の平残前年比は、3%台半ばの伸びとなっており（1995年10～12月+3.1%、1996年1～3月+3.0%、4～6月+3.4%）（注6）、広義流動性はそれを幾分上回る4%弱の伸びを続けている（注7）。こうしたマネーサプライの増加は、景気が緩やかに回復していることと概ね整合的であり、7～9月の $M_2 + CD$ 平残前年比も、4～6月並み（+3%台）と予想される。

（図表14） 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
1994年度	79,601 (△26.9)	42,552 (△27.1)	28,846 (10.6)	2,404 (△88.8)	5,799 (89.3)
95	93,121 (17.0)	65,674 (54.3)	14,952 (△48.2)	6,730 (2.8倍)	5,765 (△0.6)
95年10～12月	26,470 (34.5)	16,915 (2.0倍)	4,949 (△38.3)	2,987 (13.7倍)	1,619 (△47.4)
96年1～3	31,062 (70.8)	18,839 (57.5)	7,190 (90.0)	2,992 (2.9倍)	2,041 (46.9)
4～6月	32,808 (2.0倍)	18,829 (28.9)	10,062 (11.9倍)	1,591 (10.5倍)	2,326 (5.4倍)

（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. 1996年6月の増資は時価発行公募増資のみ。

（2）個人向け貸出

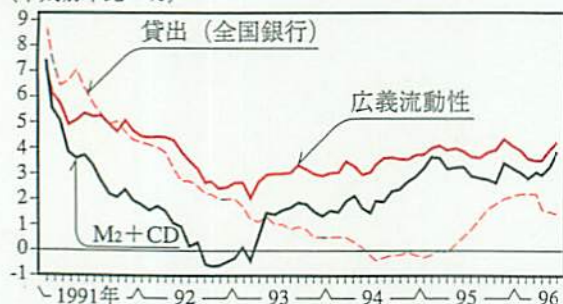
（単位 末残前年比 %）

	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 %
1995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	△7.7 (△2.7)
12	8.4	13.1	4.6	△7.1 (△4.0)
96年3	7.1	14.8	0.7	△6.6 (△1.0)
1995年度末残高 (兆円)	108.9	52.5	56.4	15.9

（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

（図表15） 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・農業協同組合・漁業協同組合・信用組合・労働金庫の預貯金（CDを含む）+ 国内銀行信託勘定（外銀信託を除く）の金銭信託・貸付信託元本 + 債券現先 + 金融債 + 国債 + 投資信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 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」

（注6）月々でみれば、6月の前年比は+3.9%とやや高目の伸びとなった。民間金融機関の貸出に比べてかなり高めの伸びとなったのは、財政純支払いの増加、投資信託からのシフト等、いくつかの要因が重なったためである。

（注7）他方、 M_1 の前年比は、昨年秋以降、2桁の高い伸びとなっている（1995年10～12月+12.9%、1996年1～3月+15.5%、4～6月+15.8%）。これは主として、低金利に伴う M_1 とそれ以外の金融資産との利回り格差の縮小によって、 $M_2 + CD$ 内部で振り替わりが生じているためである。

3. 当面の経済情勢の展望

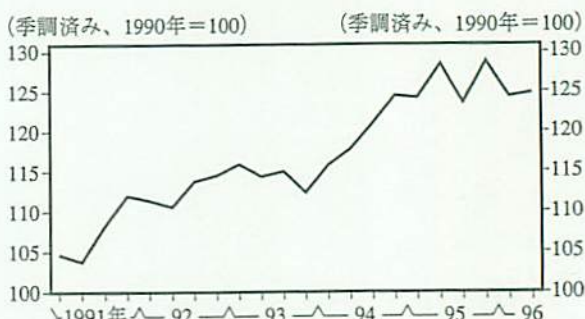
(1) 景気展開の展望

以下では、需要項目の動向に即して、今後の景気展開を展望する。

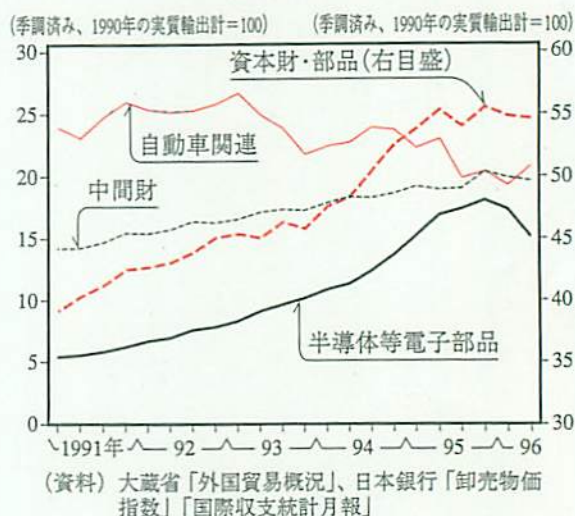
まず、純輸出の先行きを考える上では、最近における急速な減少の背景を整理しておく必要がある。このうち、実質輸出については、1995年央以降概ね横這い圏内の動きとなっているが(図表16)、これには、海外の景気、特に設備投資の拡大テンポの鈍化を受けて、ウエイトの高い資本財・部品が伸び悩んだことが、大きく影響している。また、自動車関連が、現地生産シフトに伴う傾向的な減少圧力に加えて、1995年後半には米国現地在庫の積み上がりによる落ち込みもみられたこと、さらに本年入り後は、それまで順調に増加を続けてきた半導体等電子部品(集積回路)が世界的な需給の引き緩みから減少に転じたことなども、輸出を抑制する要因となった。

他方、実質輸入は高い伸びを続けており、財別にみると、資本財・部品、半導体等電子部品、消費財といった製品類が伸びている(図表17)。これは、アジアなどの海外生産拠点からの逆輸入拡大といった構造的な要因や、国際分業が発達し輸入が誘発されやすい情報関連分野において、内需が急増していることなどを背景とした動きである。さらに、この4～6月に関しては、食料品(豚肉)輸入の急増も影響している(注8)。

(図表16) 輸 出
(1) 実質輸出



(2) 実質輸出の財別内訳



上に述べた動きのうち、食料品の輸入急増は一時的な性格が強く、7～9月以降反動減が確実である(注9)。そこで、より基調的な変動要因を、①海外需要、②内需、③為替相場、④海外生産シフトなどの構造要因、の順にみていくと、

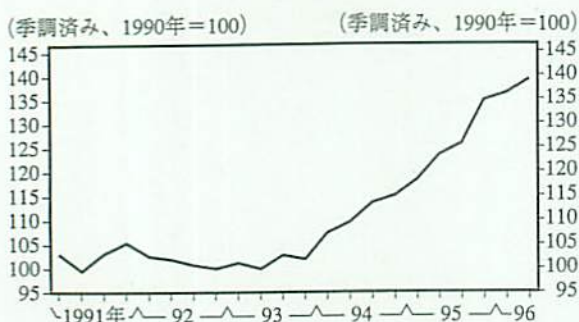
(注8) 豚肉には、ウルグアイ・ラウンド交渉で認められた緊急輸入制限措置(＝高率関税の適用)があり、セーフガードないしエスケープ・クローズと呼ばれている。1995年度は、豚肉の輸入があらかじめ定められた基準量を年度前半で超えたため、11月以降このセーフガードが発動されていた。こうした事情から、年度が替わった1996年4月以降は、セーフガードの解除に伴って豚肉の輸入が急増することとなった。

(注9) 豚肉は、4月以降の輸入急増により4～6月の輸入がセーフガード発動基準に達したため、7月以降再びセーフガードが発動されている。

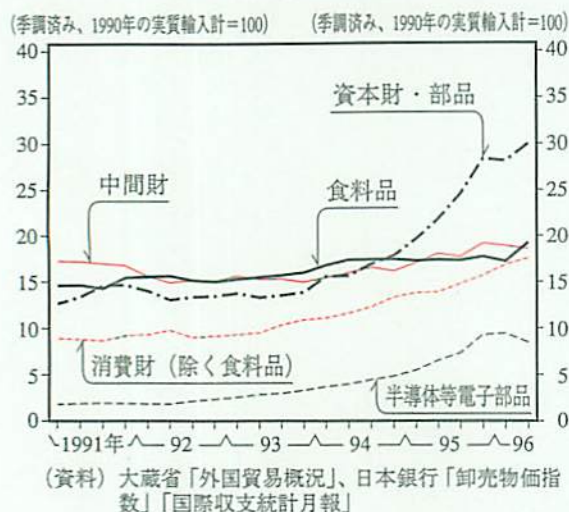
(図表17)

輸 入

(1) 実質輸入



(2) 実質輸入の財別内訳



海外景気に関しては(注10)、米国では、設備投資には成熟化の兆しが窺われるが、在庫調整の完了からこのところ景気拡大テンポがやや速まっている。欧州では、ドイツの輸出環境にやや明るさが窺われるが、他の主要国も含め、当面力強さを欠く景気展開が続くとみられる。他方、東アジアは、韓国などNIEs諸国の一部で景気拡大テンポが鈍化しているが、全体としては

幾分スローダウンしつつも、高成長を持続する可能性が高い。これらを踏まえると、海外景気から見たわが国の輸出環境は、全体として当面大きな変化は予想されない。ただし、昨年後半にかなり落ち込んだ自動車については、米国現地在庫の調整進捗等から底入れの兆しがみられ始めている。また、集積回路の輸出は、本年前半に急落した市況が下げ止まりつつあるため、世界需要が趨勢として拡大を続けるもとで、本年度後半には持ち直しが期待できる。

わが国の内需についてみると、後に詳しく述べる設備投資や個人消費の回復が、引き続き輸入の増加要因として働くこととなろう。もっとも、輸入の増加に大きく寄与した情報関連需要については、今後も高い伸びを続けるにしても、ブームの様相を呈した1995年度に比べれば、増加テンポはやや鈍化していく公算が大きい(注11)。

一方、為替相場を輸出相手国のウエイトおよびインフレ格差を勘案した実質実効レートで見ると、昨年春の急速な円高が生じる前の水準と比べても、最近では1割程度円安になっている。こうした為替円安による輸出押し上げ・輸入抑制効果は、タイムラグを伴いつつも素材業種の一部で多少影響がみられ始めており、今後はより明確な形で顕在化してくる可能性が高い。

最後に、海外生産シフト等を通じる企業の輸入拡大の動きは、電気機械をはじめ多くの業種で引き続き進行しており、上記のような円安のもとでも、大筋では変化がみられない。したがって、この面からの輸入増圧力は、今後もしばらくは継続するとみられる(注12)。

(注10) 海外経済に関するより詳しい記述は、「海外経済動向-1996年夏-」(本『日本銀行月報』に別途掲載)を参照。

(注11) 日本電子工業振興協会によれば、パソコンの出荷台数は1995年度に約7割増加した後、1996年度の増加率は約4割に低下する見通しである。

(注12) 為替円安にもかかわらず企業の輸入拡大戦略がほとんど変わらないのは、そうした戦略に影響を及ぼすのが企業の中期的な為替相場観であり、短期的な為替変動ではないためである。

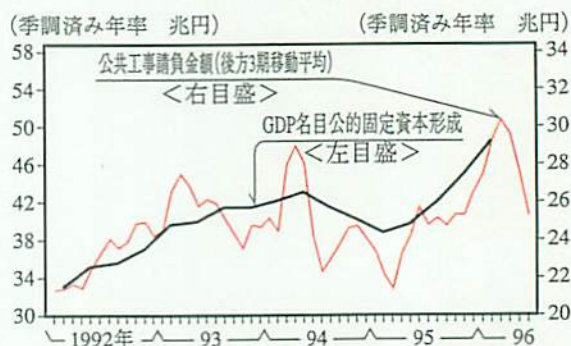
以上をまとめると、純輸出は、根強い構造要因や内需の回復等を背景に今後とも減少が続けるとみられるが、一時的な減少要因の剥落に加え、為替円安の効果、情報関連内需の伸びの鈍化などが見込まれるため、減少のテンポは次第に鈍化していく可能性が高い。

次に、内需の先行きを展望しよう。まず、公共投資についてみると（図表18）、1995年9月の経済対策の効果は、公共工事請負金額でみた工事の発注としては、1996年1～3月がピークとなった可能性が高い。しかし、工事の発注から実際の進捗までにはタイムラグが存在するため、公共投資関連財の出荷の動きなどをみると、公共投資が4～6月も経済活動の押し上げに寄与していることが窺われる。先行きについては、これまでの発注規模等から推測すると、公共投資の景気押し上げ効果が夏頃まで続いた後、秋以降減衰していく可能性が高い。

住宅投資は、低金利を主因に、高水準を続けている（図表19（1））。先行きについても、マンションの在庫率が販売好調によって低下していることや（図表19（2））、金利がボトムから幾分上昇したとはいえなお低水準であることなど（注13）、住宅投資の環境は総じて良好である。しかし、最近の新設住宅着工戸数は、昨年半に金利低下予想から先送りされた分や、本年初に金利上昇予想から駆け込み契約がなされた分などによって、持家を中心に実勢よりもやや嵩上げされているとみられる（注14）。このため、今後

（図表18） 公共投資

（1）公共工事請負金額



- （注）1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
2. 請負金額の季調済み計数はX-12-ARIMA（βバージョン）による季調。

（2）公共投資関連財出荷



- （注）アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウエイトで加重平均。

（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

の住宅投資は、これら嵩上げ要因の剥落とともに、徐々に減少する公算が大きい（注15）。

（注13）住宅金融公庫の基準金利は、1995年11月から1996年3月まで3.10%と既往最低水準にあったが、4月以降は3.35%に引き上げられている。

（注14）このほか、5月は東京都の公営住宅の着工が偶々集中し、これが全体の着工件数をかなり押し上げた。

（注15）マンション等の分譲住宅は、本年9月までに購入契約を済ませれば、引き渡しは来年4月以降になっても、現行の消費税率が適用される。このため、マンションの販売などには、本年9月までは駆け込み需要が生じる公算が大きい。しかし、着工や工事進捗は均されるため、GDPベースの住宅投資は駆け込み需要の影響をさほど受けないと考えられる。

(図表19)

住 宅 投 資

(1) 新設住宅着工戸数

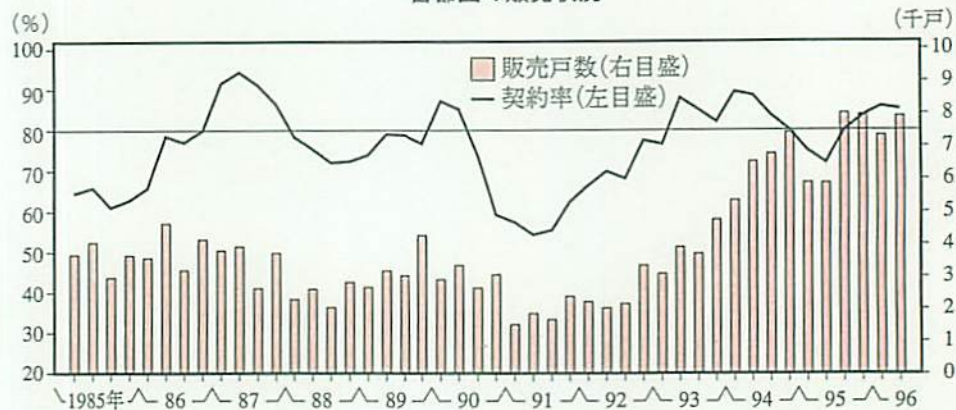
(季調済み年率 万戸)



(注) 1996年第2四半期は4、5月の平均値。

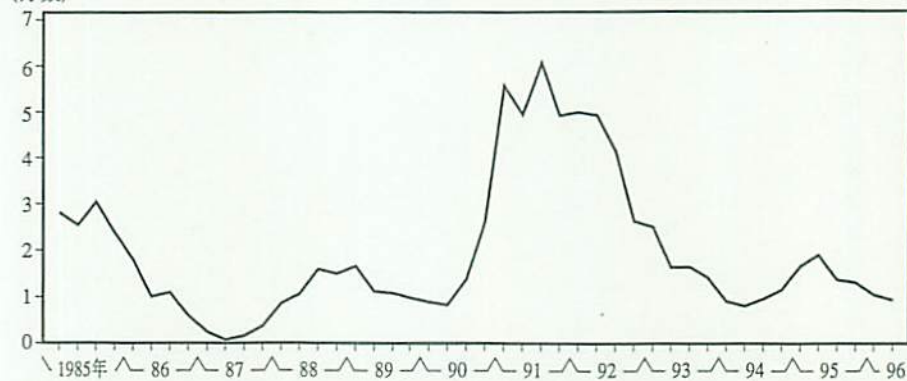
(2) マンション

首都圏の販売状況



首都圏の在庫率

(月数)



(注) マンション在庫率は、四半期末在庫戸数を対応する四半期の1か月当たり平均販売戸数で除したもの。

(資料) 建設省「建設統計月報」、不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」

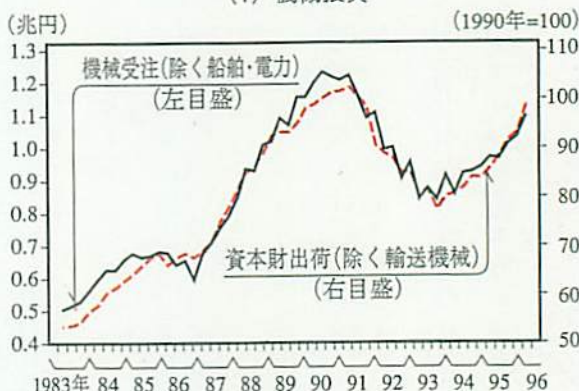
以上のように、公共投資および住宅投資は、当面の景気回復を支えるが、先行きは減少に向かうとみられる。そうした環境のもとで景気回復が持続していくかどうかは、設備投資や個人消費の自律的な回復力如何による。とりわけ、設備投資の回復のメカニズムをどう評価するかは極めて重要なポイントであるため、次にこの点をやや詳しく考えてみよう。

設備投資については、前述のように、このところ回復の動きに各種の揺れがみられ始めている。まず、形態別にみると、機械投資から建設投資への揺れが生じつつある。すなわち、機械受注や資本財の出荷は1994年から逸早く回復に転じ、その後も着実な回復が続いているが、出遅れていた建築着工床面積も、本年入り後は持ち直しつつある（図表20）。こうした動きは、流通業における新規出店の増加のほか、過大なストックの調整が長引いていたオフィスビルの需給環境も、いまだ都心の優良物件等一部に限られているとは言え、ようやく改善の兆しをみせつつあることなどを反映している。

また、設備投資の業種別や企業規模別の揺れを、5月短観における1996年度計画で確認すると（図表21）、主要企業では、1995年度は製造業、しかも電気機械（半導体）に偏った回復であったが、1996年度は回復の遅れていた非製造業も増加に転じ（注16）、全体として伸びが高まる計画となっている。中小企業についても、この時期の計画としては製造業、非製造業とも前年比のマイナス幅が比較的小さく、かつ低迷が続いていた過去3年間と比べると、2月から5月にかけての計画の上方修正幅も総じて大きく

（図表20） 設備投資

（1）機械投資



（2）建設投資



- (注) 1. 機械受注の1987年第1四半期より前は、サンプル社数の異なる旧統計を伸び率を用いて接続。
2. 1996年第2四半期は1996年4、5月の四半期換算。
3. いずれもX-12-ARIMA (βバージョン) による季調済み計数。
(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」、通商産業省「鉱工業指数統計」

なっている。

このように、これまで大企業・製造業中心であった設備投資の回復が、非製造業や中小企業にも次第に揺れつつある1つの背景としては、

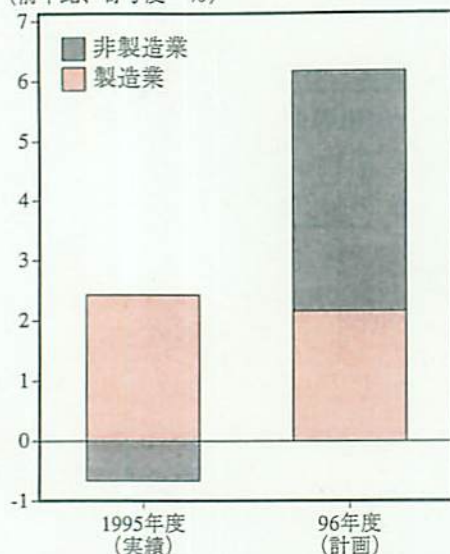
(注16) 電力・ガスについては、コスト削減の一環として、設備投資金額を年度途中で圧縮するパターンが近年通例化している。これは通常、設備投資の実質的な内容縮小を伴うものではないが、名目金額については1996年度も下方修正される可能性が高い。

(図表21)

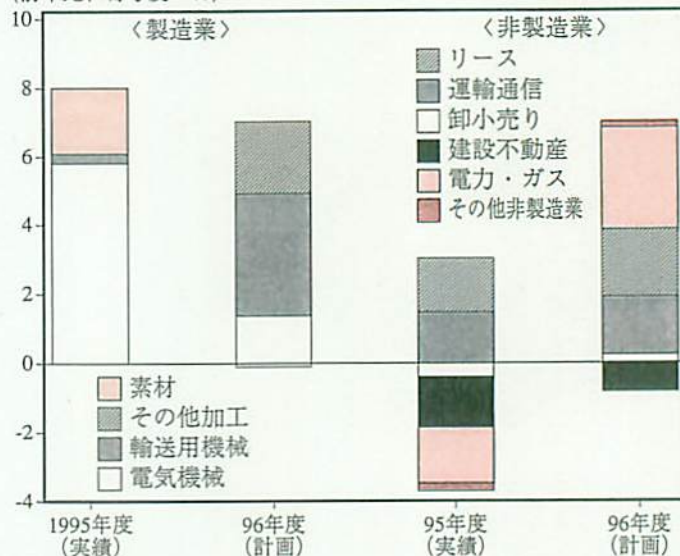
1996年度設備投資計画 (5月短観)

(1) 主要企業の業種別内訳

(前年比、寄与度 %)



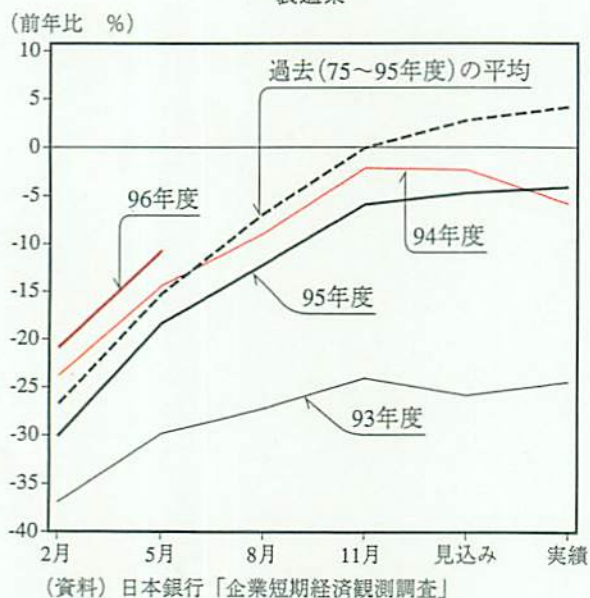
(前年比、寄与度 %)



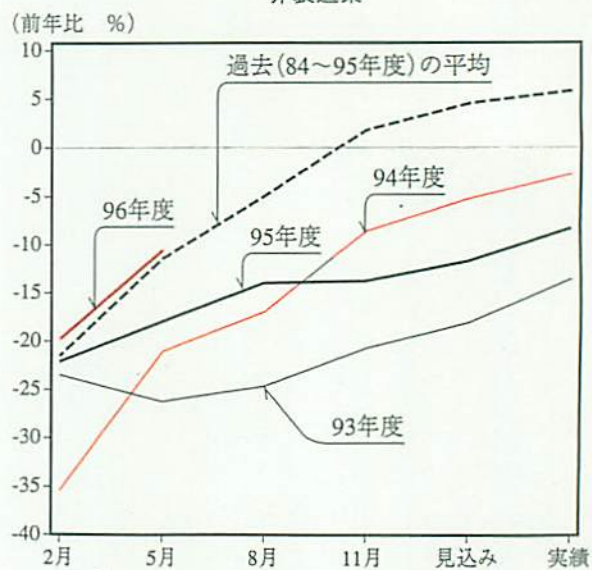
(注) 素材：繊維、紙・パ、化学、石油、窯業、鉄鋼、非鉄
 その他加工：一般機械、精密機械、金属製品、食料品、その他製造業
 その他非製造業：サービス、その他非製造業

(2) 中小企業の修正状況

製造業



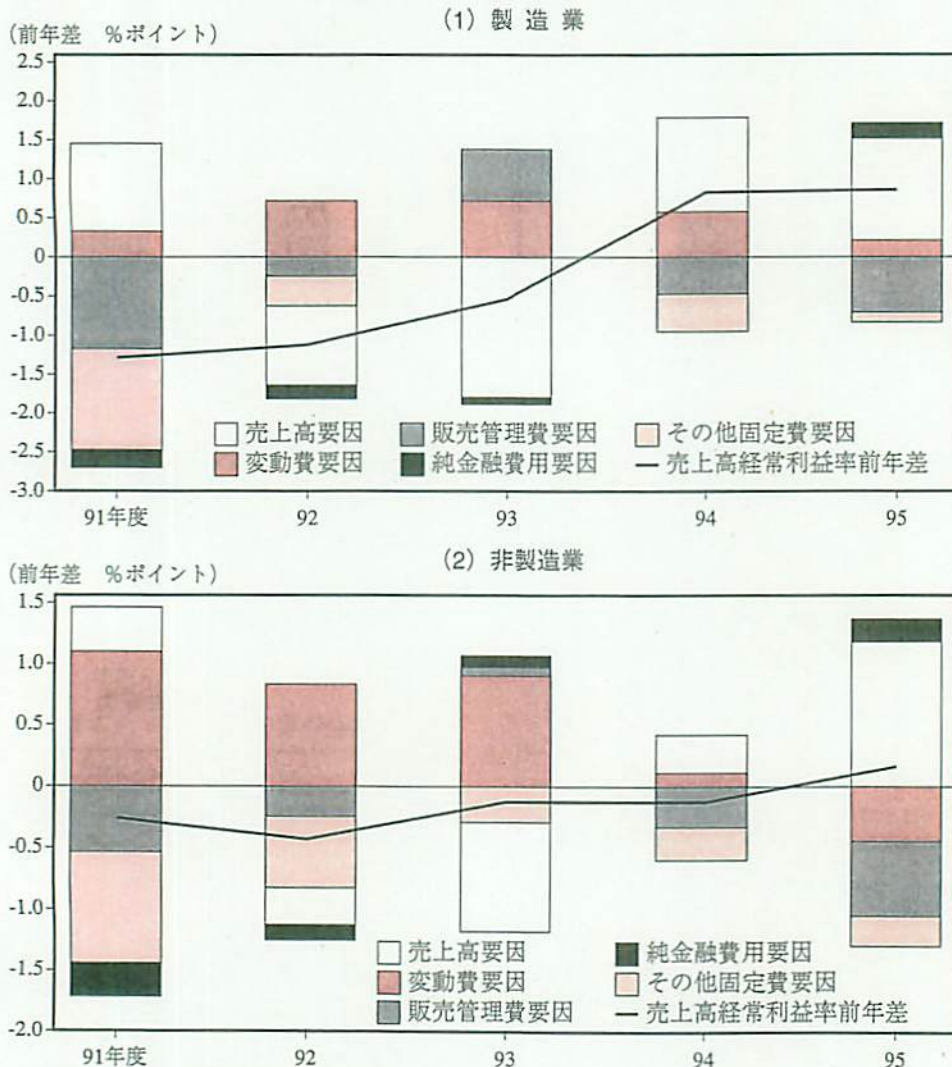
非製造業



これまでの金融・財政政策の効果がある。実際、
非製造業の収益が改善してきた背景をみると、

純金融費用の低下が製造業の場合以上に大きく
寄与しており（図表22）、また公共投資の増加は、

（図表22） 企業収益の要因分解（大企業）



(注) 1. 大企業は資本金10億円以上。

2. 大企業・製造業は石油石炭を除く。

3. 要因分解は以下の式に従った。

$$\frac{\Delta(\pi/S)}{\text{売上高経常利益率前年差}} = \frac{-\Delta(VG/S)}{\text{変動費要因}} - \frac{\Delta FC/S_{-1}}{\text{固定費要因}} + \frac{(FC_{-1}/S_{-1}) * (\Delta S/S_{-1})}{\text{売上高要因}}$$

$$\frac{\Delta FC/S_{-1}}{\text{販売管理費要因}} = \frac{\Delta A/S_{-1}}{\text{販売管理費要因}} + \frac{\Delta I/S_{-1}}{\text{純金融費用要因}} + \frac{\Delta M/S_{-1}}{\text{その他固定費要因}}$$

π ：経常利益、 S ：売上高、 FC ：固定費、 VG ：変動費 $= S - FC - \pi$ 、
 A ：販売管理費（「主要企業経営分析」における比率を利用して人件費・減価償却費等を調整）、

I ：純金融費用＝支払利息割引料－受取利息等、

M ：その他の固定費＝人件費＋減価償却費＋その他の営業外費用－（営業外収益－受取利息等）

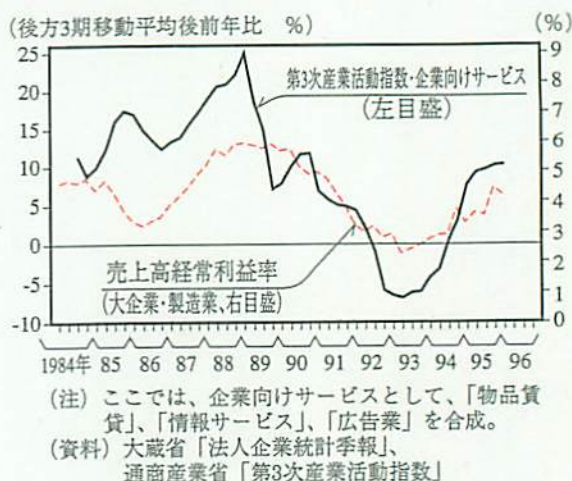
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」

建設業を中心に、非製造業の売上高を下支えている。これらを考えると、最近の非製造業の設備投資回復は、金融・財政政策の効果に負うところが少なくないと思われる。

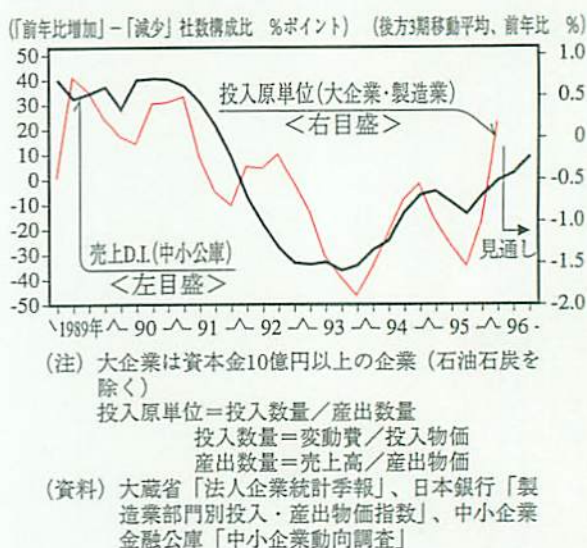
しかし、より基本的には、非製造業や中小企業の売上高ひいては収益の増加の背景として、先行して収益が回復をみた大企業・製造業におけるリストラの動きの一巡が指摘できる。すなわち、大企業・製造業では、収益の回復に伴って、固定費、とりわけ販売管理費の抑制姿勢に徐々に変化が生じてきている（図表22（1））。販売管理費には、広告・宣伝費、ソフトウェア開発費、リース料などが含まれており、事実、これらに対応する企業向けサービスの活動は、大企業・製造業の収益水準の上昇とともに活発化している（図表23）。また、大企業・製造業の収益分解から分かるもう1つの点は（図表22（1））、変動費の増益寄与も徐々に低下してきていることである。これは、部品の点数削減・内製化などを通じた投入原単位の引き下げの動きが、幾分和らいできていることを示しており、こうしたリストラの負荷の軽減が、下請の多い中小企業にとっては、売上環境好転の重要な背景になっているとみられる（図表24）（注17）。

さらに、技術革新や規制緩和などによって、新規の成長分野が明確化してきたことも、企業の投資マインドを前向きにしている。典型的には、情報関連産業の拡大がある。ちなみに、郵政省の調査によれば、移動体通信業の設備投資は、市場の急成長を背景に1996年度も高い伸びとなり、その規模は自動車産業の設備投資額を上回る見通しである（後掲図表25）。また、流通

（図表23） 非製造業に対する需要



（図表24） 中小企業に対する需要

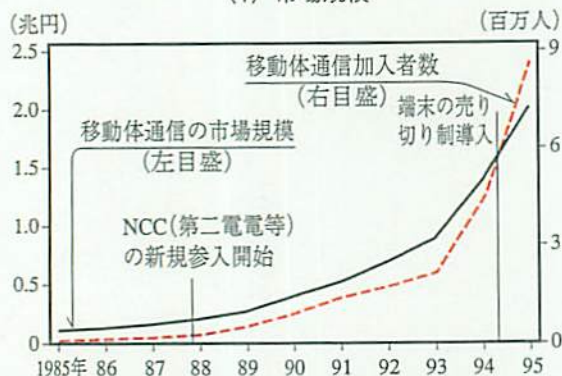


でも、1994年5月の出店・営業規制の緩和以降、出店申請が大幅に増加しており、これまで水面下にあった卸小売り全体の設備投資が、1996年度には増加に転じる見通しである。

（注17） もちろん、中小企業の売上高の回復は、中小企業自身が生き残りをかけたリストラ努力を進めた結果、大企業の要請に応え得る低コスト体質を実現してきたという側面も大きい。

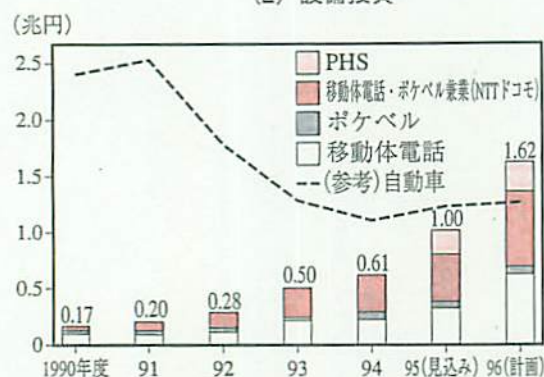
(図表25) 移動体通信業

(1) 市場規模



(注) 1. 移動体通信の市場規模は売上高ベース、年度、1995年度は見込み。
2. 加入者数は年度末、1995年は12月末。

(2) 設備投資



(資料) 郵政省「移動通信事業の発展動向」、経済企画庁「法人企業動向調査」

以上のように、設備投資の回復の様々な拡がりには、金融・財政政策の効果に負う面もあるが、そのみではなく、先行して回復した大企業・製造業の収益が前向きな企業活動に充当され、それが他部門への波及需要となって経済全体に好影響を与え始めていることや、建設ストックの調整もようやくある程度進んできたこと、さ

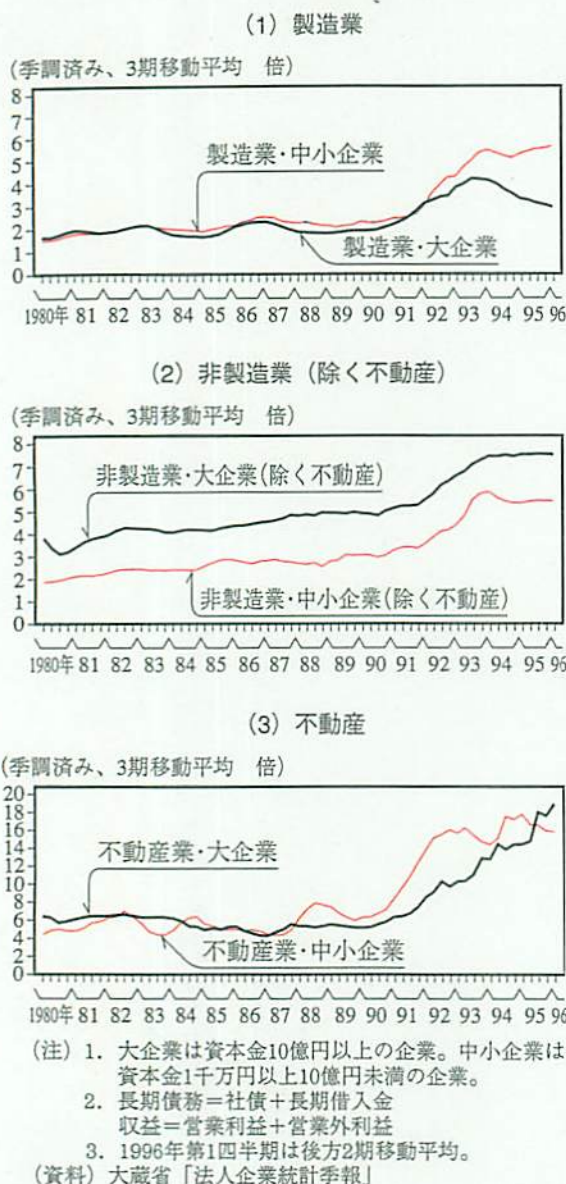
らには新規分野の成長といった産業構造の高度化に伴う動きが生じていることなどが、影響しているとみられる。回復の拡がりにこのような背景が存在することを踏まえると、設備投資の回復は底固さを増してきているとみられ、今後その景気支持力が次第に強まっていくことが期待できる。

しかし、企業のバランスシートについては、調整が進み始めたとは言え、不動産や中小企業を中心に、なお大きな調整圧力が残存している(図表26)。また、産業構造の調整が進む中で、企業が生産拠点を海外にシフトさせる動きも根強い。さらに、電気機械(半導体)では、集積回路の市況急落により、投資規模が若干絞り込まれる可能性もある(注18)。これらを勘案すると、設備投資の増加テンポは、過去の回復局面と比べれば、総じて緩やかなものにとどまる公算が大きい。

景気回復の持続性にとって、もう1つの重要な需要項目である個人消費についても、企業の収益増加を背景に雇用者所得が緩やかに増加していくにつれて、先行き回復歩調が徐々に強まっていくとみられる。賃金面をみると、大企業・製造業を中心とする企業の今夏賞与は、日経連の集計によれば5年振りの高い伸びとなった。また、1997年春の新卒採用も、依然低水準ながら久方振りに前年を上回る見通しである(図表27)。最近の求人動向をみても、有効求人倍率が緩やかに改善傾向にあるほか(前掲図表5)、求人広告件数も大幅に増加しており、企業の新規採用意欲は徐々に上向いているように窺われる。

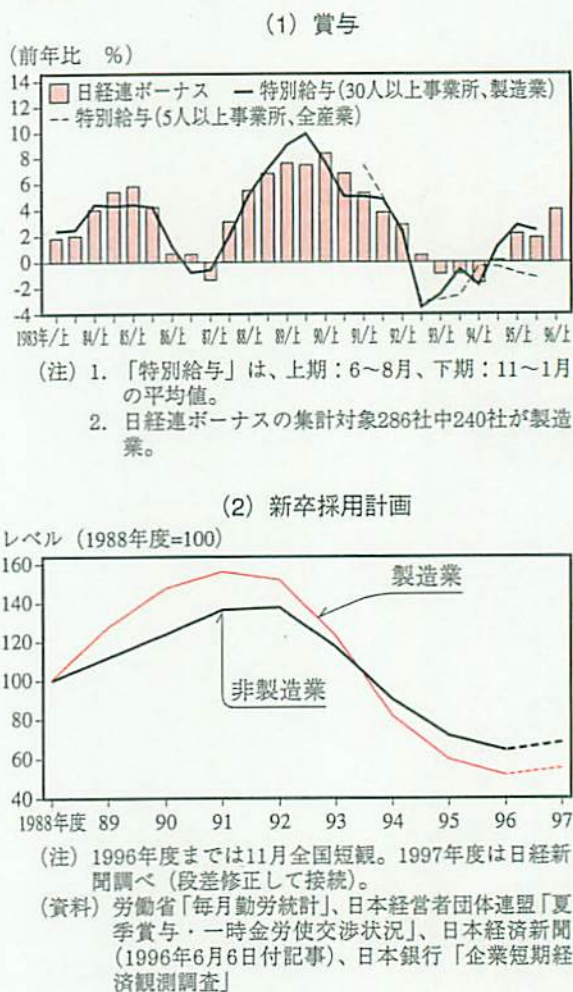
(注18) 1991～92年の市況急落局面には、半導体メーカーの設備投資はかなり減額修正された。しかし、今回はマクロ的な経済環境が少なくとも1992年よりは良好であるほか、業界には、高付加価値品についての将来を見据えた投資が不可欠とのムードが強いため、現時点でみ限り、大幅な減額修正に至る可能性はそれほど高くないように思われる。

(図表26) バランスシート調整
(長期債務残高/収益比率の推移)



しかし、企業の雇用過剰感のレベルは引き続き高く、その分経済活動の高まりが、直ちには雇用吸収につながりにくい環境にある(後掲

(図表27) 賞与と新卒採用



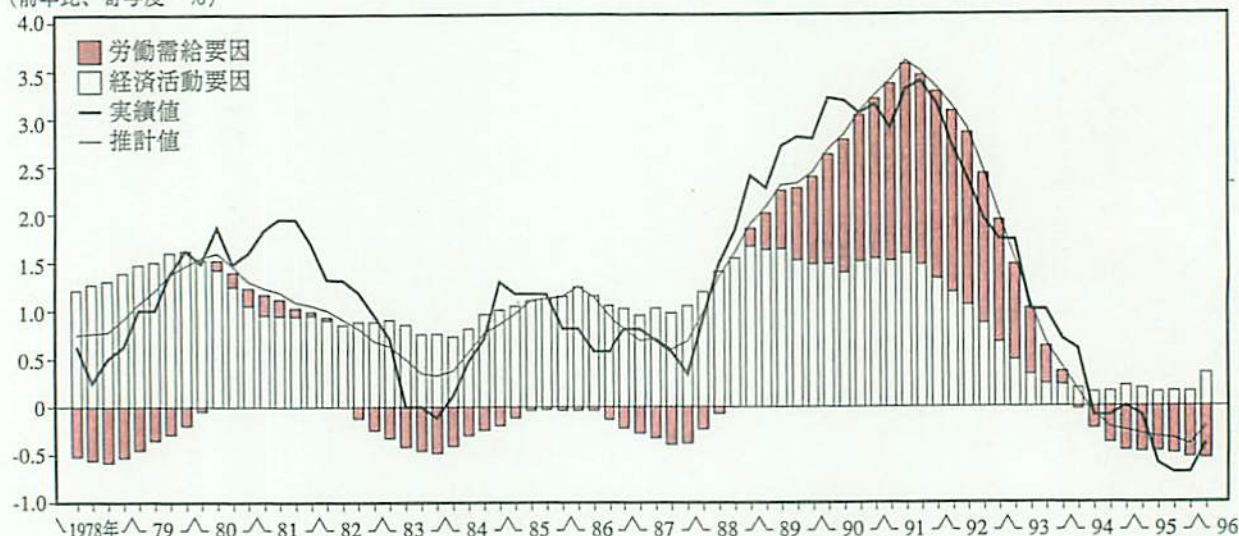
図表28)。また、企業の求人が増加しているとはいえ、産業構造の調整が進む中で労働需給のミスマッチも生じているとみられる。これらを勘案すると、雇用情勢の改善テンポは当面緩やかなものにとどまる可能性が高く、個人消費の回復歩調は徐々に強まるとしても、弾みがつきにくい情勢が続くものとみられる(注19)。

(注19) 1997年4月からの消費税率の引き上げが決定されたことも、一時的には駆け込みの個人消費を喚起する面もあるが、その後は物価水準の上昇を通じて実質ベースでみた可処分所得を低下させ、個人消費を抑制する方向に働くと考えられる。ただし、こうした消費税率引き上げの影響は、そのときの所得・物価環境にも大きく左右されるため、

(図表28)

雇 用 者 数

(前年比、寄与度 %)



- (注) 1. 常用雇用者数は30人以上事業所ベース。
 2. 推計式は以下のとおり。雇用判断D.I.を除き前年比。

$$\begin{aligned} \text{常用雇用者数}_t &= +0.085 * (\text{実質GDP})_{t-1} \\ &\quad < 5.4 > \\ &\quad -0.014 * (\text{雇用判断D.I.})_{t-1} \\ &\quad < -4.0 > \\ &\quad +0.710 * (\text{常用雇用者数})_{t-1} \\ &\quad < 12.0 > \\ &\quad +0.019 \\ &\quad < 0.2 > \end{aligned}$$

推計期間：1978年第1四半期～1996年第1四半期 $R^2=0.953$ $S.E.=0.234$ Durbin's $h=1.43$

3. 各要因の寄与は常用雇用者数の1期前の値に上式を繰り返し代入することによって求めた。繰り返し計算は過去の変数の影響が概ね出尽くす12期前まで行った。

$$\text{常用雇用者数} \cong 0.085 * \sum_{i=1}^{12} (0.710)^i * (\text{実質GDP})_{t-i} - 0.014 * \sum_{i=1}^{12} (0.710)^i * (\text{雇用判断D.I.})_{t-i}$$

↓ 経済活動要因
 ↓ 労働需給要因

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(2) 物価の展望

以上の景気展開を踏まえ、先行きの物価動向を展望すると、為替円安の影響や、内需増加に伴う製品需給の改善から、徐々に下げ止まり傾向が明確化していく可能性が高い。しかし、なお大きな需給ギャップが残っていることや、グローバルな競争圧力の根強さなどを勘案すると、

物価は下げ止まるとしても、上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられる。

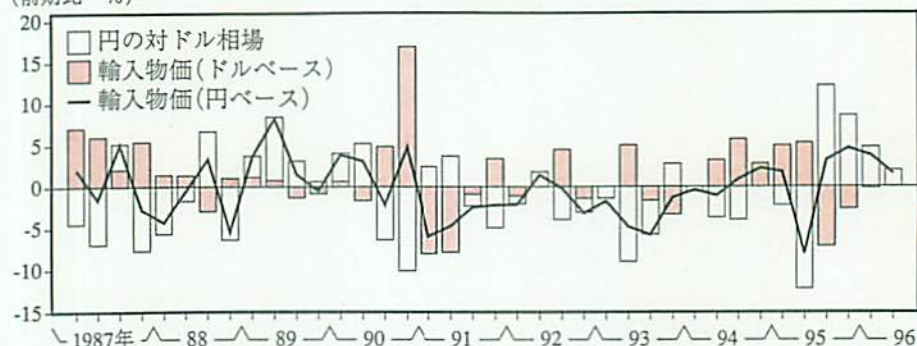
国内卸売物価を取り巻く環境をやや詳しくみると(図表29)、為替円安が輸入物価の押し上げに働いているほか、製品需給も緩やかに改善しつつあり、これらは、タイムラグを伴って、徐々に物価の下げ止まりをもたらすとみられる。

(図表29)

物価を取り巻く環境

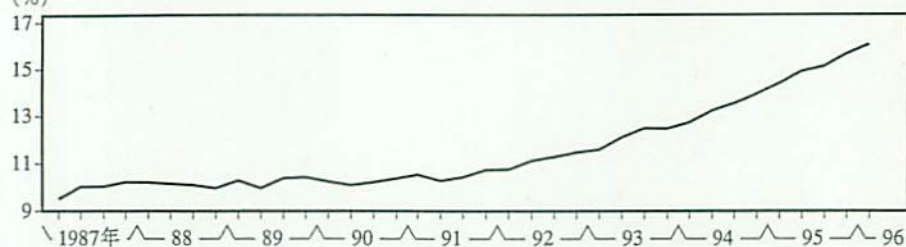
(1) 輸入物価

(前期比 %)



(2) 輸入ペネトレーション比率 (鉱工業)

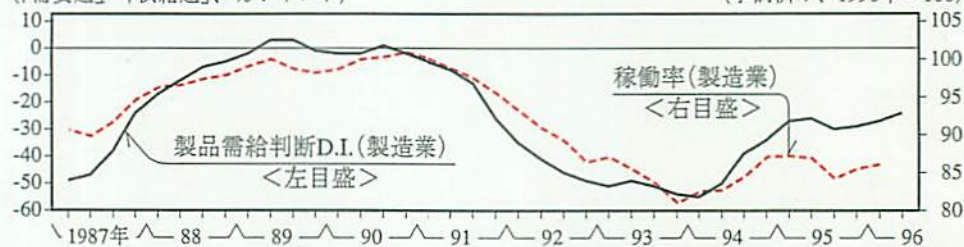
(%)



(3) 製品需給

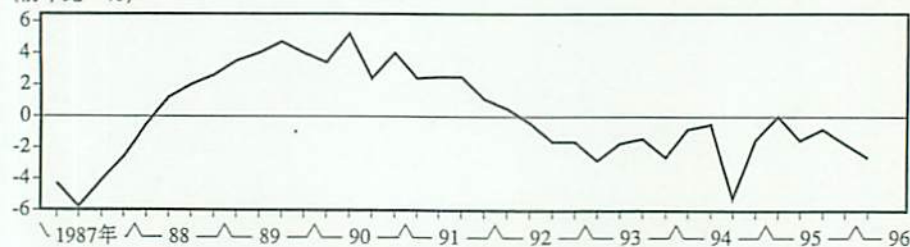
〔「需要超」-「供給超」、%ポイント〕

(季調済み、1990年=100)



(4) ユニット・レーバー・コスト

(前年比 %)



(注) 輸入ペネトレーション比率=輸入/(国内向け出荷+輸入)

ユニット・レーバー・コストは循環要因調整後 (=名目雇用者所得/潜在実質GDP)。

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

しかし、輸入物価についても、海外需給の引き締め感が乏しいことや、春頃まで上昇していた原料品市況がその後反落していることなどから、ドルベースでは落ち着いた動きとなっている。また、輸入ペネトレーション比率の上昇からも窺えるとおり、製品段階での海外品との競争圧力は、依然として根強い。さらに、国内固有のインフレ圧力をみても、製品需給は改善しつつあるとは言え、依然として大きな需給ギャップが残っており、ユニット・レーバー・コストも、引き続き低下傾向にある。これらを踏まえると、国内卸売物価が上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の先行きについても、商品の価格が国内卸売物価の下げ止まりを受けて前年比マイナス幅を縮小し、サービス価格も雇用情勢の改善につれて伸びが若干高まっていくとみられるため、全体として前年比のプラス幅を僅かずつ高めていくことが予想される。

（３）対外収支の展望

対外収支の先行きを展望すると、既述のとおり、実質輸出は緩やかな増加傾向に転じ、実質輸入は高い伸びながら先行きは幾分鈍化するとみられる。この間、円相場が安定的に推移する限り、輸出入物価の大きな変動は当面予想しにくい。また、サービス収支の緩やかな赤字拡大、所得収支の緩やかな黒字拡大というこれまでのトレンドは、今後も続く可能性が高い。これらを総合すると、経常収支の黒字は、金額、対名目GDP比率のいずれでみても、引き続き縮小傾向を辿る可能性が高いが、黒字の縮小テンポは、昨年後半以降これまでの急速なものから、

今後は次第に緩やかなものへ変わっていくとみられる。

（４）結び

以上を総合して、ここまでの景気回復を総括すると、①リストラや各種の調整がある程度進展してきたところへ、②金融・財政政策の効果などから企業の収益やマインドが好転、③これを背景にした設備投資など企業の前向きの行動が、企業部門内での波及や家計所得の回復をもたらすメカニズムが作動し始めたもの、と理解できる。景気回復は、現時点では金融・財政政策の効果に負うところが少なくないが、上記のメカニズムがより確実なものとなっていけば、予想される住宅投資や公共投資の減少などに対する経済の抵抗力も強まり、景気が自律的な回復過程へと移行していくことが展望できる。もっとも、これまでのところ景気回復のテンポが総じて緩やかなものにとどまっているほか、各種の構造調整圧力が、若干弱まりつつあるとはいえ、なお根強く残っている。

したがって、規制緩和による競争促進などの構造政策を通じて、民間経済の活力を引き出していくことや、不良債権の流動化などにより、企業や金融機関のバランスシート調整を推進することは、引き続き重要な政策課題である。

こうしたもと、金融政策運営においては、景気回復の基盤をよりしっかりとしたものとすることに重点を置いて、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当である。

平成 8 年 7 月 23 日

（調査統計局）