

# わが国金融経済の分析と展望

## —— 情勢判断資料（平成9年冬） ——

### ■ 要 旨 ■

1. わが国の景気は、緩やかな回復を続けており、民間需要の回復力は底固さを増してきている。すなわち、最終需要面では、公共投資が減少し始めている一方、純輸出は増加傾向に転じている。また、住宅投資は高水準を持続しており、設備投資も着実に増加している。個人消費についても、全体として緩やかな増加を続ける中で、このところ乗用車販売の増勢が強まっている。この間、在庫は概ね適正圏内にある。こうしたもとで、鉱工業生産は増勢にあり、特に最近はそのテンポがやや速まっている。雇用情勢も、全体としては緩やかな改善を続けている。

物価は、総じて軟化傾向に歯止めがかかっている。すなわち、国内卸売物価（夏季電力料金調整後）は、これまでの円安・原油高の影響や、建設財を中心とした国内需給の緩やかな改善を背景に、下げ止まっている。また、企業向けサービス価格は、前年比マイナス幅が緩やかな縮小傾向にあり、消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、前年水準を僅かに上回って推移している。地価についても、全体としては引き続き軟化しているが、一部に需給改善の動きがみられる。

対外収支の動向をみると、実質貿易収支の黒字がこのところ増加傾向にあり、名目経常収支の黒字も緩やかに増加している。

2. 金融・為替市場をみると、翌日物無担保コールレートは、概ね公定歩合をやや下回る水準での動きを続けており、3か月物CDレートは、昨年秋以降0.5%台前半で推移している。長期金利（国債指標銘柄利回り）は、昨年7月以降低下傾向を辿り、12月初には2.3%台で既往最低を更新した後、最近も2.4%程度で推移している。株価は、昨年末頃から大幅な下落となっている。円相場は、昨年末以降、対米ドルを中心に下落している。

この間、民間金融機関の貸出をみると、企業の資金需要がいまひとつ強まらないことや、資本市場からの調達増加などを背景に、引き続き伸び悩んでいる。一方、マネーサプライは、3%台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、公共投資は、減少傾向を明確にしていくとみられるが、純輸出は、構造的な輸入増加要因がなお根強いとは言え、一昨年来の円安の影響が顕在化してきているため、当面増加基調を続けていく可能性が高い。

国内民間需要の回復力に目を転じると、まず企業部門においては、円安や生産の増加等を背景に収益が増加しており、それが中小企業を含めた企業部門全体に緩やかに拡がってきている。こうした収益水準の高まりや、ストック調整の進展といった総じて良好な投資環境のもとで、設備投資は、移動体通信の市場拡大ペースの鈍化という要因はあるにせよ、今後も全体として着実に回復を持続していくとみられる。一方、家計部門については、金融緩和基調のもとで、住宅投資が大きく落ち込む可能性は小さいとみられる。個人消費については、消費税率引き上げ等の影響がある程度予想されるが、基調的には、所得の増加傾向が続くもとで、乗用車や情報関連などの需要好調分野の存在もあって、緩やかな回復を持続していく可能性が高い。

ただし、バランスシート調整圧力が依然として大きいと、設備投資の増加テンポには弾みがつきにくいことや、企業の雇用過剰感が残存するもとで雇用者所得の増加ペースがある程度制約されることには、留意しておく必要がある。

4. 物価の先行きを展望すると、円安・原油高を反映した既往の輸入物価の上昇や、国内需給の改善を背景に、下げ止まり傾向がはっきりしていくとみられる。もとより、需給改善テンポの緩やかさや、グローバルな競争圧力の強さ等を勘案すると、国内物価が明確な上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられるが、このところ輸入物価の上昇テンポがやや速まっていることの影響については、注意深くみていく必要がある。

5. 以上を総括すると、わが国の民間需要の回復力は、生産との好循環を強めつつ次第に底固さを増してきており、昨年央まで景気回復を制約してきた純輸出も、既往の円安を基本的な背景に、所得形成を支える要因に転化しつつある。したがって、今後財政面からの景気抑制効果が強まっていき、特に消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が予想される1997年度上期には、一時的に成長率が鈍化する姿となることが避け難いとしても、景気回復の流れは全体として今後とも持続していく可能性が高いとみられる。

しかしながら、バランスシート調整など、民間需要が力強さを増していく上で制約となる要因はなお根強く残存している。また、最近の株価下落の企業マインド等への影響についても、慎重に見極めていく必要がある。こうした点をも踏まえると、経済構造の改革を実効のある形で早急に進めていくことなどを通じて、わが国経済が直面する各種の調整を円滑に促進し、中期的な活力が高まる環境を整えていくことが、極めて重要と考えられる。

---

# 1. 最近の経済情勢

## (1) 底固さを増す民間需要

わが国の景気は、緩やかな回復を続けており、民間需要の回復力は底固さを増してきている(図表1、後掲図表2)。すなわち、最終需要面

では、これまで景気の下支えに寄与してきた公共投資が減少し始めているが、その一方で、純輸出は増加傾向に転じている。また、住宅投資は低金利のもとで高水準を維持しており、設備投資も機械投資を中心に着実に増加している。

(図表1) 景気指標(概観)

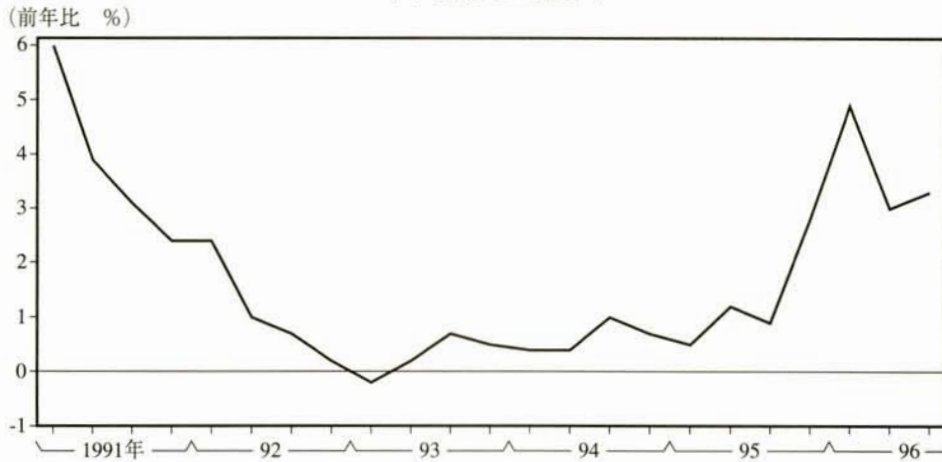
	1995年4~6月	7~9月	10~12月	96年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
鉱工業生産 <季調済み前期比 %> <前年比 %>	0.1 5.1	△ 1.6 1.2	2.1 1.3	0.4 0.8	△ 0.3 0.6	1.6 3.9	(10~11月) 3.4 5.5
業況判断D.I. (主要企業、全産業) <「良い」-「悪い」ポイント>	△ 21	△ 23	△ 18	△ 15	△ 6	△ 5	△ 2
消費水準指数(全世帯) <前年比 %>	0.3	△ 0.2	△ 0.7	2.1	1.6	△ 1.7	(10~11月) 0.8
全国大型小売店販売額 <前年比 %>	△ 1.7	△ 1.5	△ 2.1	1.8	△ 0.1	△ 2.1	(10~11月) 0.1
家電販売 <前年比 %>	12.2	5.4	11.6	14.8	13.9	6.7	(10~11月) 5.1
乗用車新車登録台数(除軽) <前年比 %> <季調済み年率 万台>	1.1 338	0.5 352	5.7 361	△ 1.0 362	△ 0.4 339	6.0 370	15.3 417
新設住宅着工戸数 <前年比 %> <季調済み年率 万戸>	△ 11.9 142	△ 10.6 140	0.8 156	4.4 158	13.2 161	17.9 165	(10~11月) 15.5 177
機械受注 (民需、除く船舶・電力) <前年比 %>	14.2	2.4	10.3	8.7	12.8	10.7	(10~11月) 27.0
建築着工床面積 (民間、非居住用) <前年比 %>	3.6	4.1	△ 1.2	16.3	12.8	8.5	(10~11月) 22.5
公共工事請負金額 <前年比 %>	4.0	2.9	9.5	46.0	△ 2.0	△ 1.9	△ 4.7
有効求人倍率 <季調済み 倍>	0.63	0.61	0.63	0.67	0.69	0.71	(10~11月) 0.74
実質輸出 <季調済み前期比 %>	3.4	△ 3.8	4.2	△ 3.4	0.4	1.6	6.6
実質輸入 <季調済み前期比 %>	4.3	1.9	7.2	1.1	2.2	1.0	△ 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」

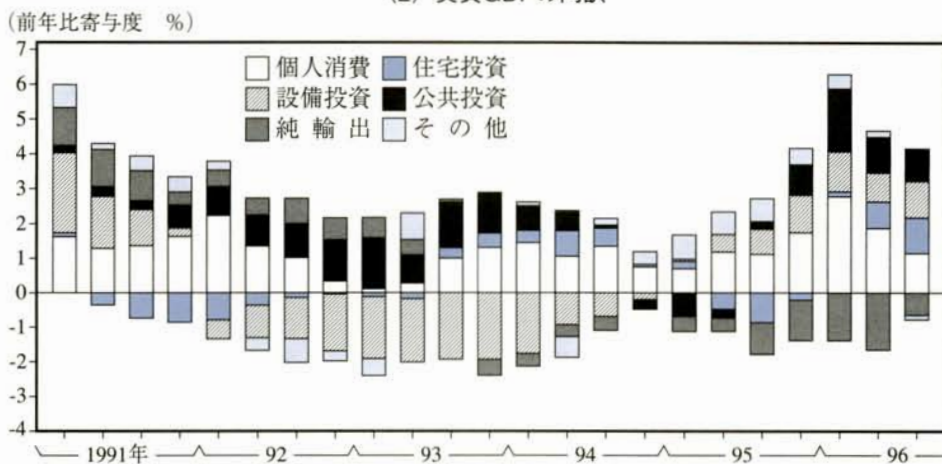
(図表2)

## 実 質 G D P

## (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」

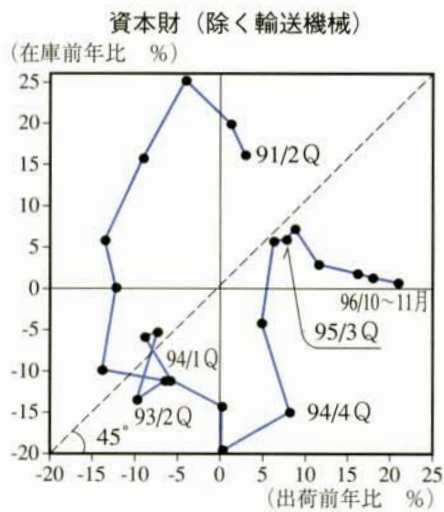
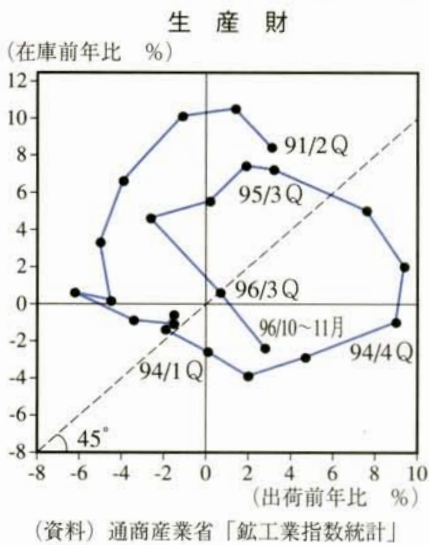
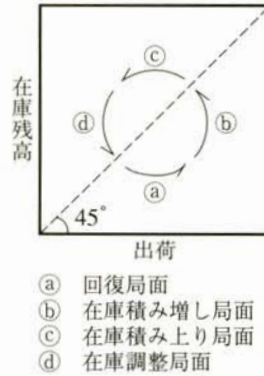
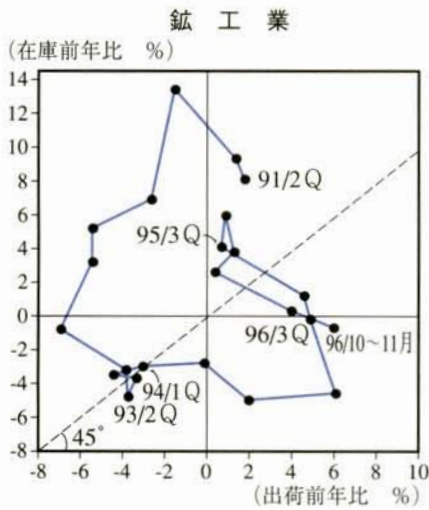
個人消費も、全体としては緩やかな増加にとどまっているが、生産等への影響の大きい乗用車販売については、このところ増勢が強まっている。この間、在庫は、昨年夏頃まで過剰感の残存していた生産財も含めて、現在は概ね適正圏内にある(図表3)。

こうした最終需要や在庫のもとで、鉱工業生産は増勢を続けており、特に昨年10~12月は、設備投資と関係の深い資本財や(注1)、自動車およびそれに関連する財を中心に、年率10%を上回る高い伸びとなった模様である(図表4)。目先1~3月についても、消費税率引き上げに伴

(注1) ただし、鉱工業生産統計の「資本財」には、パソコンや携帯電話などが含まれており、これらの個人消費が好調を続けていることも、資本財の生産を押し上げる要因となっている。

(図表3)

在庫循環



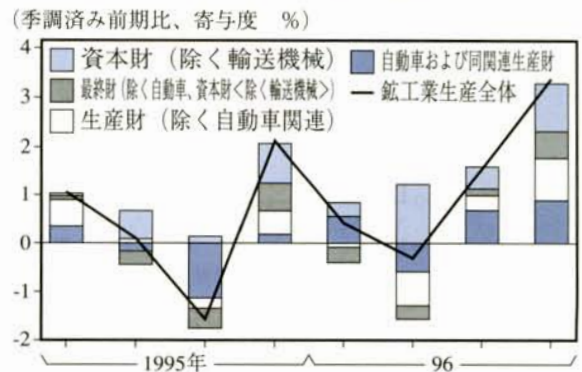
(図表4)

鉱工業生産

(1) 生産・出荷・在庫



(2) 生産変化率の要因分解



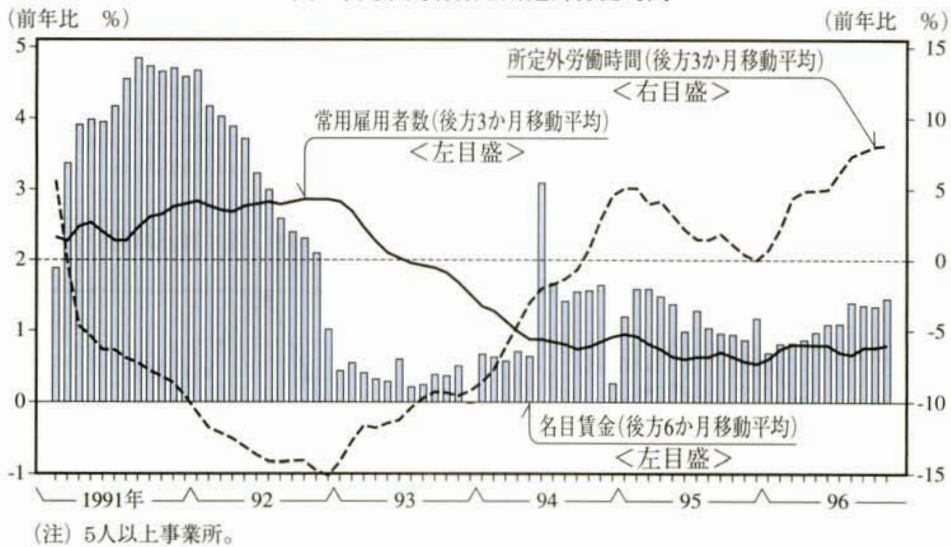
(注) 1. 自動車関連生産財：鋼板類、自動車車体・部品、自動車用電球・白熱灯、タイヤ、チューブ、非鉄铸件、プラスチック等、安全ガラス、軸受  
2. 1996年第4四半期は10~11月の7~9月対比。  
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

う駆け込み需要の強まりが予想されることもあって、生産は堅調な伸びを続けるとみられる。この間、雇用情勢をみると、失業率は依然高水準にあり、常用雇用者数も総じて低い伸びにと

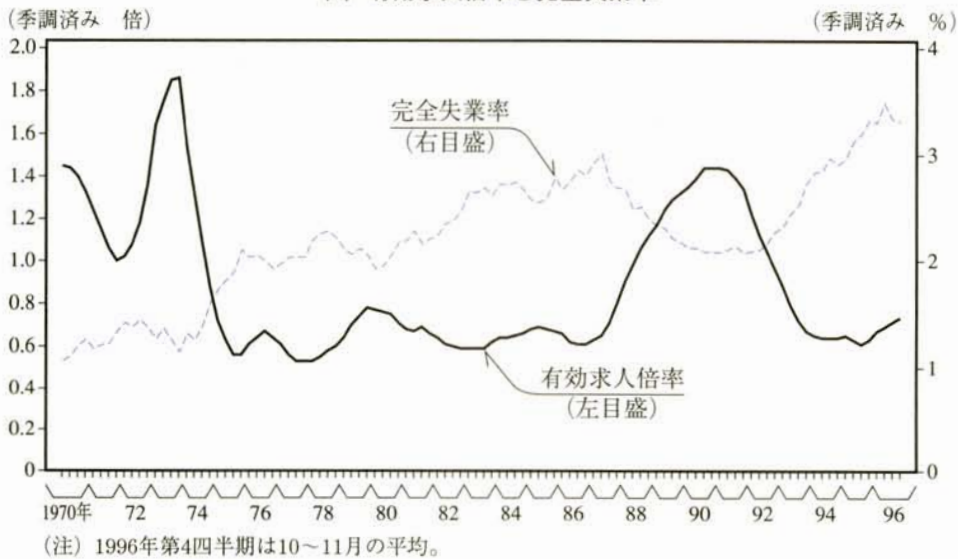
どまっているが、上記の生産動向等を反映して所定外労働時間が前年をかなり上回っているほか、有効求人倍率も回復傾向にあるなど、全体として緩やかな改善を続けている（図表5）。

(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

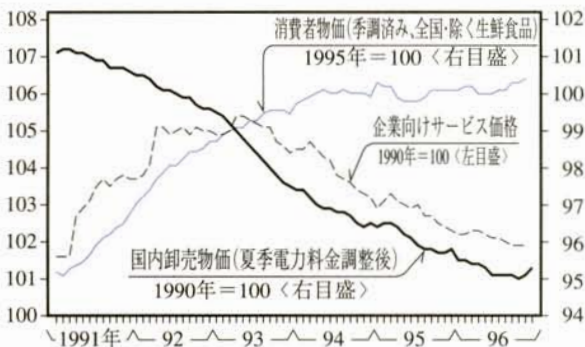


(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

## (2) 物価の軟化傾向に歯止め

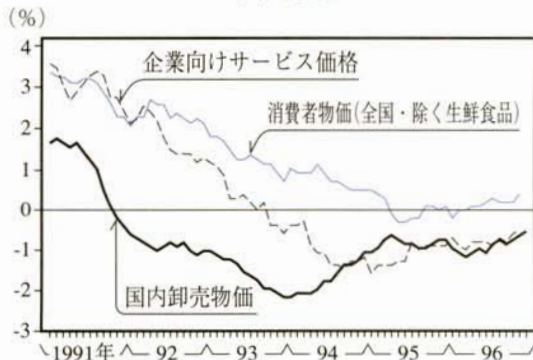
次に、物価面をみると、総じて軟化傾向に歯止めがかかっている(図表6)。すなわち、国内卸売物価(夏季電力料金調整後)は、輸入品との競争や技術革新等による下落圧力は依然根強いが、これまでの円安・原油高の影響や、建設財を中心とした国内需給の緩やかな改善を背景に、最近では下げ止まっている。また、企業向けサービス価格は、前年比マイナス幅が緩やかな縮小傾向にあり、消費者物価(全国、除く生鮮食品)は、前年水準を僅かに上回って推移している。こうしたもとで、1995年中は前年割れが

(図表6) 物 価  
(1) 水 準



(注) 消費者物価は、1995年基準の季調済み系列と1990年基準の季調済み系列とを、1995年1月でリンクさせたもの。

## (2) 前年比



(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

続いてきたGDPデフレーターも、1996年4～6月以降は前年を若干上回っている(図表7)。

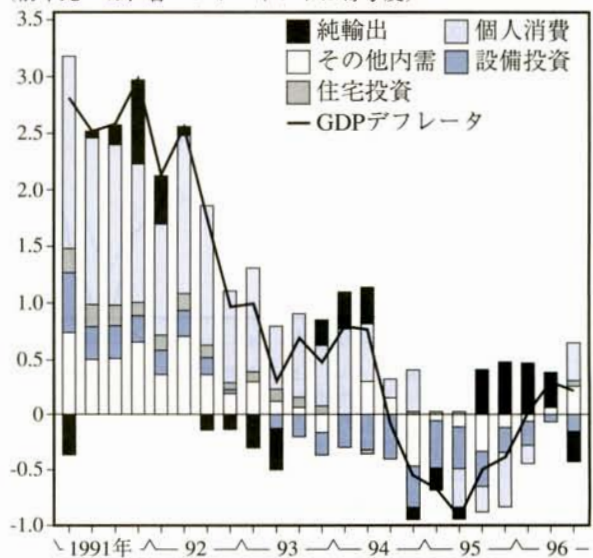
この間、地価についてみると、全体としては引き続き軟化しているが、住宅建設の好調を反映して、東京近郊の住宅地では概ね下げ止まりつつあるほか、好条件の商業地でも、オフィスの空室率が低下傾向を辿るなど、需給の改善がみられている。

## (3) 対外収支の黒字は幾分増加

対外収支の動向をみると(後掲図表8)、実質輸出は、昨年央頃まで横這い圏内で推移していたが、約1年半にわたる円相場下落の影響が次第に顕在化してきたことなどから、最近では増勢に転じている。他方、実質輸入は、逆輸入などの構造要因等から増加基調を続けているが、やはり既往の円相場下落などを背景に、そのテンポは鈍化している。このため、1995年後半から1996年前半にかけて急速に縮小した実質貿易収

(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」

支や名目経常収支の黒字も、このところは幾分増加している。ただし、名目経常収支の黒字増加テンポは、原油価格上昇等の影響から、実質貿易収支のそれに比べ緩やかである。

## 2. 最近の金融情勢

### (1) 経済の先行きに対し市場は慎重な見方

短期金融市場の金利をみると(図表9(1))、翌日物無担保コールレートは、1995年9月以降概ね公定歩合(0.5%)をやや下回る水準での動き

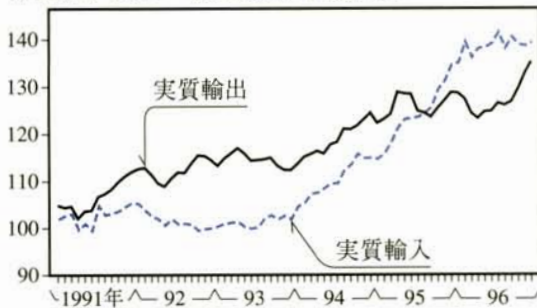
を続けている。こうしたもとで、3か月物CDレートは、昨年7月には一旦0.7%台まで強含んだが、秋以降は0.5%台前半で推移している。また、長期金利(国債指標銘柄利回り)も、同じく昨年7月に3.4%近くまで上昇したが、その後は低下傾向を辿り、12月初に2.3%台で既往ボトムを更新した後、最近も概ね2.4%程度と既往ボトムに近い水準での動きとなっている。

以上のような金利動向の背後にある市場の金利観を、ユーロ円金利先物でみると、昨年夏以

(図表8) 対外収支

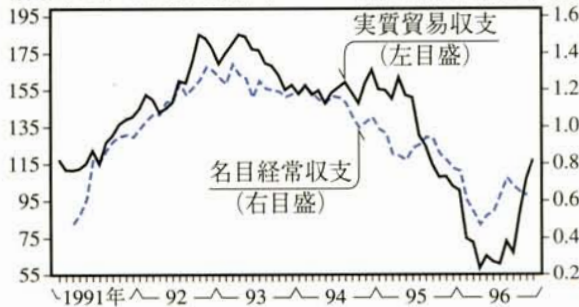
#### (1) 実質輸出入

(季調済み、1990年=100、後方3か月移動平均)



#### (2) 実質貿易収支と名目経常収支

(季調済み、1990年=100、後方3か月移動平均) (季調済み、後方3か月移動平均 兆円)

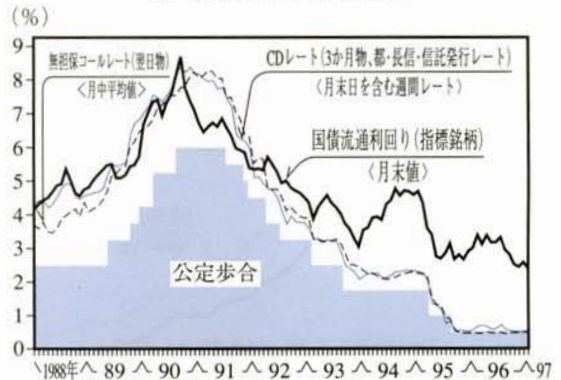


- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートした上指数化したもの。  
2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。

(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」

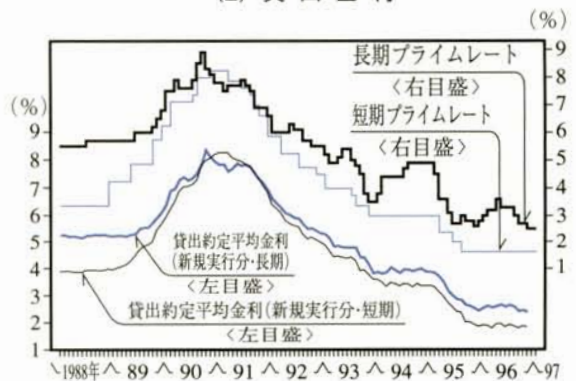
(図表9) 金利

#### (1) 公定歩合と市場金利



(注) 直近は1月21日時点。ただし、CDは1月13～17日の週間レート。

#### (2) 貸出金利



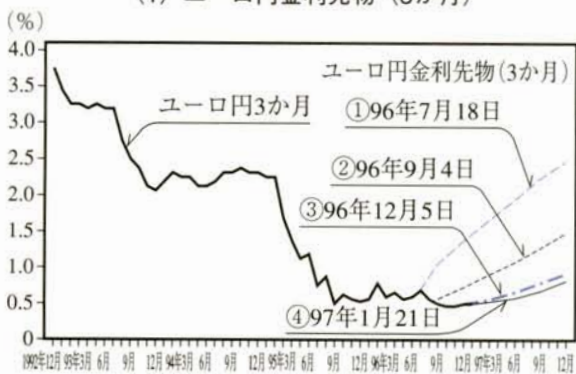
(注) 直近は1月21日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」



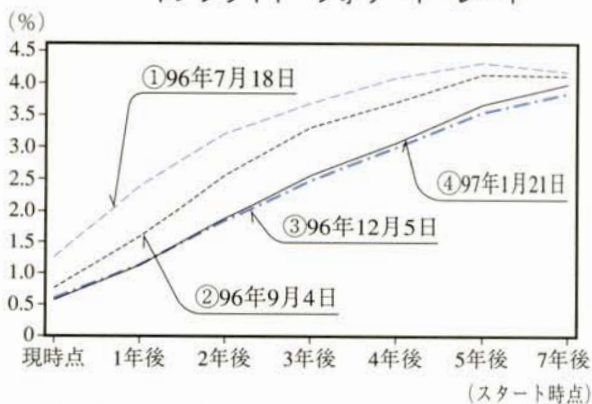
降、各限月とも大幅に低下しかつカーブの形状が緩やかになっている（図表10（1））。すなわち、目先1～2年程度に関する市場の金利先高観は、昨年夏を境にかなり後退したとみられる。また、スワップ・レートから算出したインプライド・フォワード・レートによって、より先の長い金利観も併せてみると、5年後スタートまでの中期レンジを含め、昨年後半を通じて下方シフトを続けた（図表10（2））。言い換えれば、金融市場では目先の金利先高観が後退しただけではなく、中期的な予想金利水準も低下していることが窺われる。

（図表10） 市場の金利観  
（1）ユーロ円金利先物（3か月）



（注）ユーロ円3か月は月末値（1月は21日時点）。先物は各限月値。

（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



（資料）「日経金融新聞」等

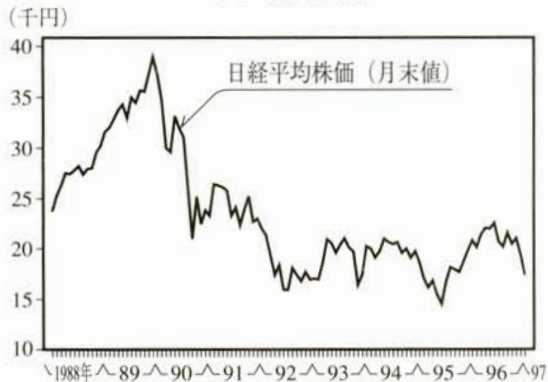
こうした状況下、銀行の貸出金利をみると（図表9（2））、短期プライムレートは、公定歩合が引き下げられた1995年9月以降、1.625%の既往最低水準を続けている。また、長期プライムレートは、前述の長期市場金利の低下を受けて、昨年9月以降3回にわたって合計0.8%引き下げられており、現在は既往最低の2.5%となっている。貸出約定平均金利（新規実行分）も、短期、長期ともに既往最低圏で推移している。

この間、日経平均株価は（後掲図表11（1））、昨年夏以降、業種間や銘柄間のばらつきを伴いつつも、しばらくは2万円～2万1千円前後で一進一退の動きを続けてきた。しかし、昨年末から年初にかけては急落となり、最近では1万7千円～1万8千円前後でやや不安定な地合いを続けている。以上のような市場の金利観や株価は、景気の先行きに関する市場参加者の不透明感が根強いことや、金融関連株の大幅低下が示唆するようなバランスシート問題への懸念を反映している可能性が大きい。

この間、円の対米ドル相場についてみると（後掲図表11（2））、わが国の大幅な対外収支黒字が1995年後半以降急速に是正されたことや、大幅な日米金利差が続いていることなどを基本的な背景に、過去1年半程度にわたり総じて円安方向の動きを辿ってきた。こうしたもとで、昨年末以降は、米国景気の底固さを示す経済指標が相次いで発表される中、ドル高・円安がさらに進行しており、最近では118円前後での動きとなっている。この間、円の対独マルク相場も、過去1年程度緩やかに円安傾向を辿ってきたが、本年入り後は、ドイツの景気に対する市場の見方が慎重化していることもあって、72円台にやや強含んでいる。

(図表11) 株価、為替レート

(1) 株式市況



(注) 直近は1月21日時点。

(2) 為替レート



(注) 直近は1月21日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(2) マネーサプライは引き続き前年比3%台で増加

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、1996年1～3月+2.2%の後、4～6月+1.5%、7～9月+0.7%、10～12月△0.4%と、期を逐って低下している(図表12)(注2)。こうした貸出伸び悩みの背景を、企業の資金需要面からみると、第1に、大企業、中堅・中小企業とも投資が企業自身のキャッシュフローによって概ね賄われる水準にとどまっている上(後掲図表13(1))、第2に、大企業においては銀行借入を返済して資本市場調達へシフトする動きもあることが確認できる(後掲図表13(2))。この第2の点に関連して、企業の資本市場調達の動向をみると、昨年前半を中心に実施された資本市場の規制緩和の影響もあって、活発な調達が続いている(後掲図表14(1))。なお、最近では企業の土地純売却の増加も目立っており(後掲図表13(3))、このことも収益の改善以上に企業の資金繰りを好転させ、外部資金への需要の顕在化を抑える要因の1つとして働いているものとみられる(注3)。

こうしたもとの、マネーサプライの動きをみると(後掲図表15)、民間金融機関の貸出は上述のとおり伸び悩んでいるが(注4)、政府系金融機関の貸出が堅調であることなどから、総じて安定した伸びを続けている。具体的にみると、M<sub>2</sub>+CDの平残前年比は、3%台の伸びを続けており(1996年4～6月+3.4%、7～9月+3.6%、10～12月+3.4%)、広義流動性の平残前年比も、

(注2) ただし、これには不良債権の償却がかなり影響しているほか、前年に住宅金融公庫からの肩代わり融資が急増したために前年比が小さく出ているという面もある。

(注3) 最近では、企業部門が全体として土地のネット売却主体となっている一方、家計部門が、住宅投資の好調等を背景に、土地のネット購入主体となっている。ちなみに、民間金融機関の貸出についても、住宅ローンに限ってみれば、堅調な伸びを示している(後掲図表14(2))。

(注4) ただし、金融機関のバランスシートを考えると、貸出残高が回収によって減少する場合は預金の減少を伴うが、償却の場合はそれに見合って減少するのは自己資本であって預金ではない。したがって、貸出の伸び率が償却によって低下している分については、マネーサプライの伸び率を低下させる直接の要因とはならない点に注意する必要がある。

(図表12)

## 金融機関貸出

## (1) 5業態の総貸出

(単位 平残前年比 %)

	1996年				96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	2.1	1.7	1.1	0.0	0.7	0.0	△ 0.1	0.2
長期信用銀行	1.9	△ 1.4	△ 2.9	△ 4.1	△ 4.1	△ 4.8	△ 4.1	△ 3.4
信託銀行	△ 0.5	△ 1.4	△ 2.2	△ 4.2	△ 2.5	△ 4.1	△ 4.2	△ 4.2
地方銀行	3.8	3.7	3.0	2.0	2.6	2.2	1.9	1.8
地方銀行Ⅱ	1.7	0.7	△ 0.7	△ 1.4	△ 1.2	△ 1.5	△ 1.5	△ 1.3
5業態計	2.2	1.5	0.7	△ 0.4	0.2	△ 0.5	△ 0.5	△ 0.4
円貸出	1.0	0.3	0.3	△ 0.6	0.1	△ 0.6	△ 0.7	△ 0.6
インパクトローン	18.2	16.2	5.5	1.7	2.1	1.2	1.7	2.2

## (2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

	1996年				96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	3.7	9.1	16.6	17.2	22.2	26.5	15.1	10.6
信用金庫	2.9	2.4	0.4	1.0	0.4	1.1	1.7	1.0
生命保険	0.5	0.3	△ 0.8	n.a.	△ 0.8	△ 0.7	n.a.	n.a.
政府系金融機関	0.4	0.5	2.2	n.a.	2.2	2.8	3.3	n.a.

(注) 1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。

2. 信用金庫はインパクトローンを含む。

3. 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」、生命保険協会「総勘定元帳残高表」等

最近は概ねM<sub>2</sub>+C Dと同様の伸びになっている(注5)。

以上のようなマネーサプライの動きは、实体经济が緩やかな回復を続けていることと整合的

と考えられる。なお、目先1～3月のM<sub>2</sub>+C D平残前年比も、昨年10～12月並み(+3%台)と予想される。

(注5) この間、M<sub>1</sub>の前年比は、引き続き2桁を維持しつつも、一頃に比べれば低下している(1996年4～6月+15.7%、7～9月+13.4%、10～12月+10.7%)。すなわち、昨年の秋口までは、M<sub>1</sub>とそれ以外の金融資産との利回り格差が前年に比べて顕著に縮小し、これがM<sub>2</sub>+C D内部でのM<sub>1</sub>資産への振り替わりをもたらししてきた。しかし最近では、そうした利回り格差縮小の影響も、次第に減衰してきたものとみられる。

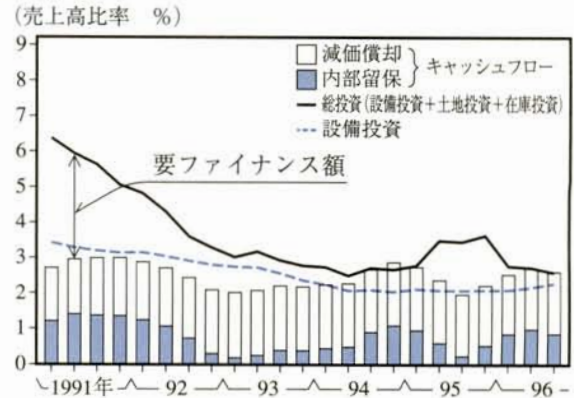
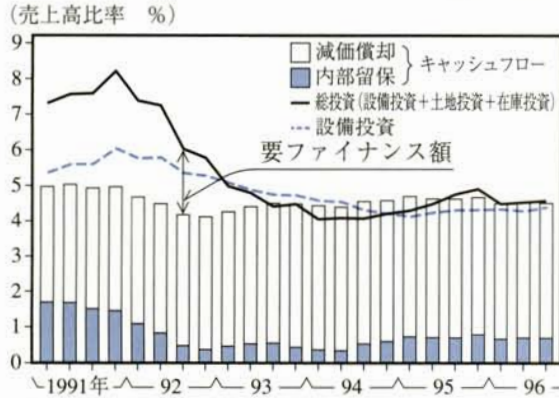
(図表13)

企業の資金需要

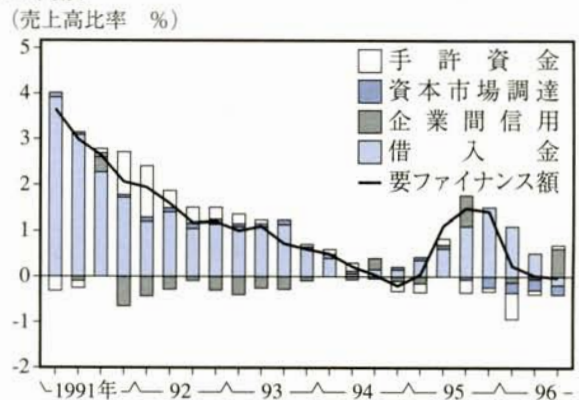
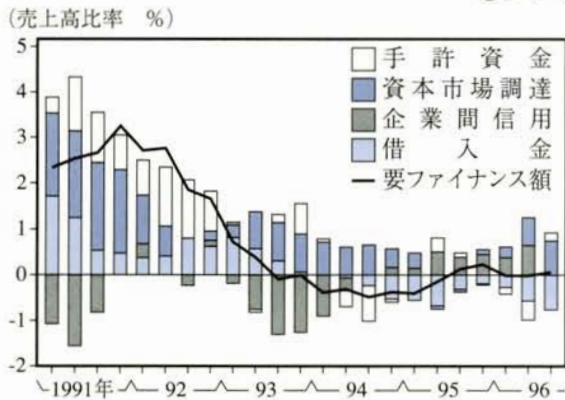
(1) 全産業(除く陸運業)・大企業

(2) 全産業・中堅中小企業

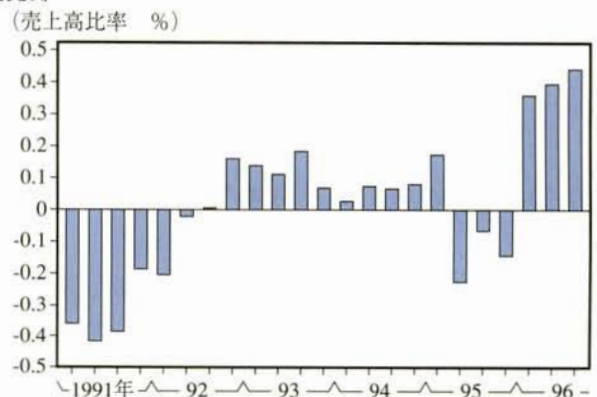
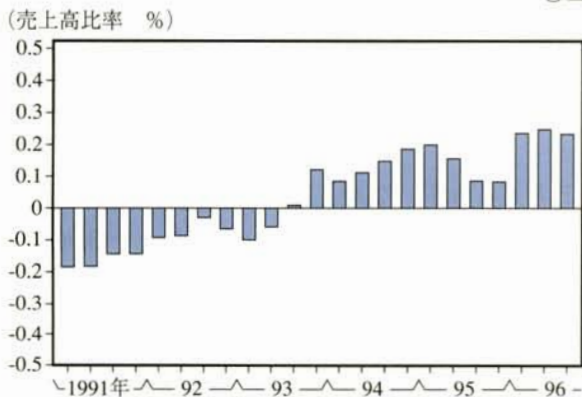
①投資とキャッシュフロー



②ファイナンスの内訳



③土地純売却



(注) 1. グラフ計数は全て季調済み、後方3期移動平均。

2. 土地純売却=設備用土地純売却+販売用土地純売却(不動産業のみ)

ただし、

設備用土地純売却=土地売却(土地売却減失等+0.8\*特別利益)-土地購入(土地譲受振替等)

販売用土地純売却=不動産業の棚卸資産(製商品+仕掛品)増減

により推計。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」「法人企業統計年報」

(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	87,007 (△23.2)	42,552 (△27.1)	28,846 ( 10.6)	2,404 (△88.8)	13,205 ( 78.4)
95	96,315 ( 10.7)	64,950 ( 52.6)	14,816 (△48.6)	6,730 ( 2.8倍)	9,819 (△25.6)
96年 4～6月	34,421 ( 2.0倍)	19,944 ( 36.6)	10,195 (12.1倍)	1,312 ( 8.6倍)	2,970 ( 2.3倍)
7～9	39,501 ( 90.1)	17,230 ( 12.5)	12,197 ( 6.2倍)	1,604 ( 2.7倍)	8,470 ( 2.9倍)
10～12 p	39,518 ( 43.0)	20,317 ( 20.1)	9,434 ( 90.6)	446 (△85.1)	9,321 ( 3.3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. 増資は新規公開時公募を含むベース。  
3. 1996年12月の増資は時価発行公募増資と新規公開時公募のみ。

(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 9月末	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)
6	7.1	15.4	0.4	△6.4 ( 6.1)
9	7.3	11.7	3.5	△5.3 (△15.1)
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

### 3. 当面の経済情勢の展望

(1) 景気展開の展望

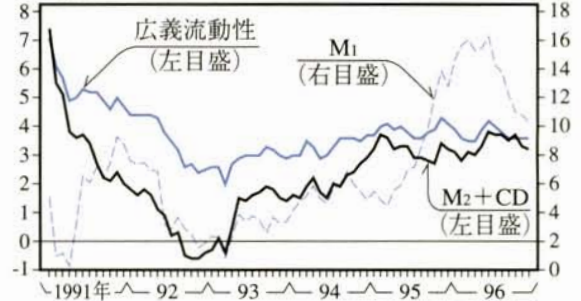
以下では、需要項目の動向に即して、今後の景気展開を展望する。

まず、公共投資についてみると、発注の動きを反映する公共工事請負金額は、1995年秋の経済対策を受けて、同年末から1996年初にかけて急増した後、1996年央には概ね対策発動前の水準まで低下した(後掲図表16(1))。上記経済対策の規模が既往最大級という事情もあって、

(図表15) マネーサプライ

(1) マネーサプライ諸指標

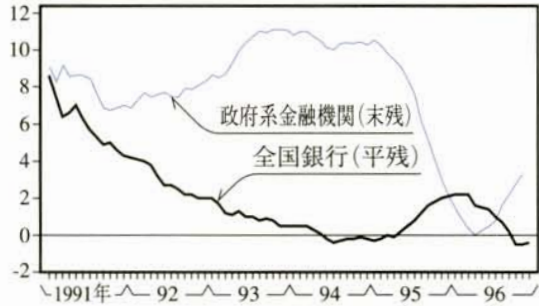
(平残前年比 %)



- (注) 広義流動性 = M<sub>2</sub>+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

(前年比 %)

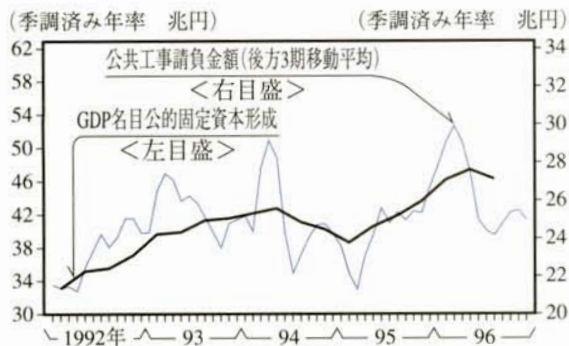


- (注) 全国銀行の貸出はインパクトローン、ユーロ円インパクトローンを含む。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向等」

発注から実際の工事進捗までかなりのタイムラグが存在したとみられ、公共投資関連財の出荷は昨年夏まで増勢を辿ったが、それも秋頃からはさすがに減少し始めている(後掲図表16(2))。今後、1996年度補正予算に関する政府案が実施されれば、来年度初め頃を中心に公共投資が一旦やや持ち直すことも考えられるが、1997年度予算案で公共事業関係費がかなり抑制されていることなどに鑑みると、基調的には減少傾向を明確化していくとみられる。

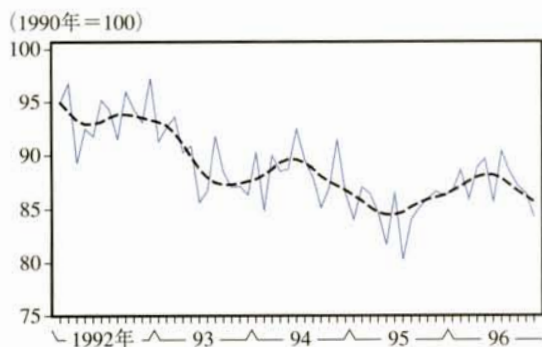
(図表16) 公共投資

(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. 請負金額は、X-12-ARIMA ( $\beta$ バージョン)により季節調整。

(2) 公共投資関連財出荷



- (注) 1. 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。  
2. X-12-ARIMA ( $\beta$ バージョン)による季節調整。実線は季調済み系列 (=TC・I)、点線はその趨勢循環変動成分 (=TC)。ただし、 $Y=TC \cdot S \cdot D \cdot I$  (乗法型を仮定)。  
Y: 原系列、TC: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業者協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

また、より広く財政面をみると、わが国財政を取り巻く環境が厳しい中で、1997年度予算案では、本年4月に消費税率を3%から5%に引き上げ、1994年から実施してきた所得税・住民税に関する特別減税を廃止することとなっている。すなわち、これまで景気回復を支える1つの柱となっていた財政面からは、今後景気に対して抑制的な影響が強まっていくことが予想される。

これらの点を踏まえると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出る1997年度上期には、少なくとも表面上は景気が減速した姿となることが、避け難いように思われる。問題は、これが引き金となって景気回復の流れ自体が途絶えてしまうのか、あるいは財政面の影響を乗り越えて再び成長テンポが高まっていくのか、という点である。これは結局のところ、民間需要の回復力や、それを純輸出がどの程度補強していくのかに依存する。以下では、まず純輸出の先行きを展望した後、民間需要の回復力について考察する。

はじめに、純輸出が増加に転じた背景を探る手掛かりとして、実質輸出の財別の動きをみると、「資本財・部品」および「自動車関連」がとりわけ明確に増加しているほか、「IC等電子部品」も下げ止まっている(図表17(1))。このうち、「自動車関連」と「IC等電子部品」については、海外現地在庫の調整進捗など各々の業界における需給の改善が少なからず影響しているとみられる。しかし、ウエイトの大きい「資本財・部品」の増加については、輸出相手地域の設備投資がここへきて加速している事実はみられず(注6)、需給要因よりも既往の円安による

(注6) 海外諸国の設備投資は、米国では情報関連中心に堅調な増加が続いているが、わが国最大の輸出相手地域である東アジアではむしろ減速気味である。なお、海外経済に関するより詳しい記述は、日本銀行国際局「海外経済動向(1997年冬)」(本『日本銀行月報』に別途掲載)を参照。

価格競争力の向上が大きく影響しているものと考えられる。また、「自動車関連」の増加についても、需給要因に加え、円安が追い風となっている面も少なくないとみられる(注7)。

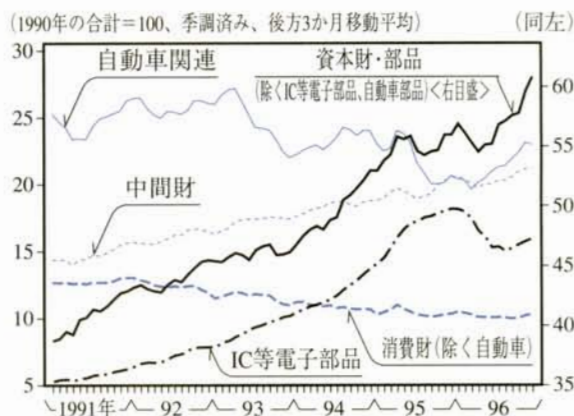
すなわち、円相場は、急速な円高が是正された1995年秋以降、実質実効ベースで昨年末までにさらに15%程度下落している(注8)。それが輸出価格にどのような影響を及ぼしてきたかをみると(後掲図表18(1))、まず円安は、輸出の円手取り額の上昇を通じて輸出企業の採算好転に寄与すると同時に、ドルベースでみた輸出価格の低下をもたらしており、次第に輸出数量の増加に結びついてきているとみられる。価格と数量の関係は、業種ごとに一様ではないので、上述の輸出価格の動きを業種別に分けてみると(後掲図表18(2))、ドルベースの輸出価格が最も大幅に低下しているのは、化学・鉄鋼といった素材業種である。しかし、これら業種でのドルベース輸出価格の低下は、主に1995年後半以降における海外市況の下落を反映したものであり、世界市場における競争製品の価格に比べて割安になったわけではない。事実、これら業種の実質輸出は、これまでのところさほど増加していない(図表17(1)では「中間財」に分類されている)。これに対し、一般機械、電気機械、自動車については、化学・鉄鋼と比べればドルベースの価格低下幅は小さいが、海外の競争製品との関係ではそれなりに割安感が生じる低下幅であったとみられ、円ベースでの採算好転を

享受しつつ、数量が増加したものと考えられる。

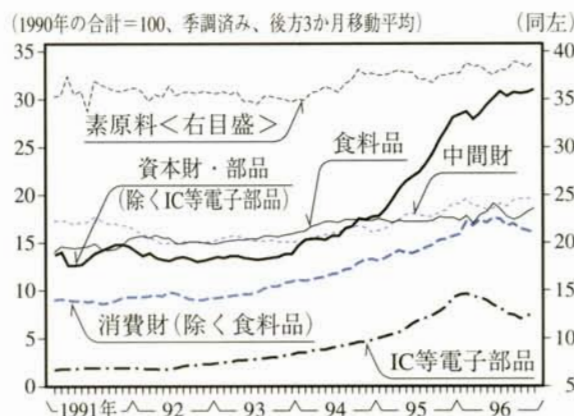
一方、実質輸入に目を転じると、累積的な円高やそれに伴う海外生産シフトを背景に昨年前半頃まで急増を続けてきた製品類、とりわけ

(図表17) 財別実質輸出入

(1) 財別実質輸出



(2) 財別実質輸入



(注) 財別実質輸入の素原料は原材料および鉱物性燃料。  
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(注7) 「自動車関連」は、昨年初頃までの在庫調整圧力が薄れた米国向けのみならず、各地域向けとも増加しており、特に円建て輸出契約が多い中近東向けが増加していることは、円安によるドルベースの価格低下が需要を誘発している可能性を示唆している。

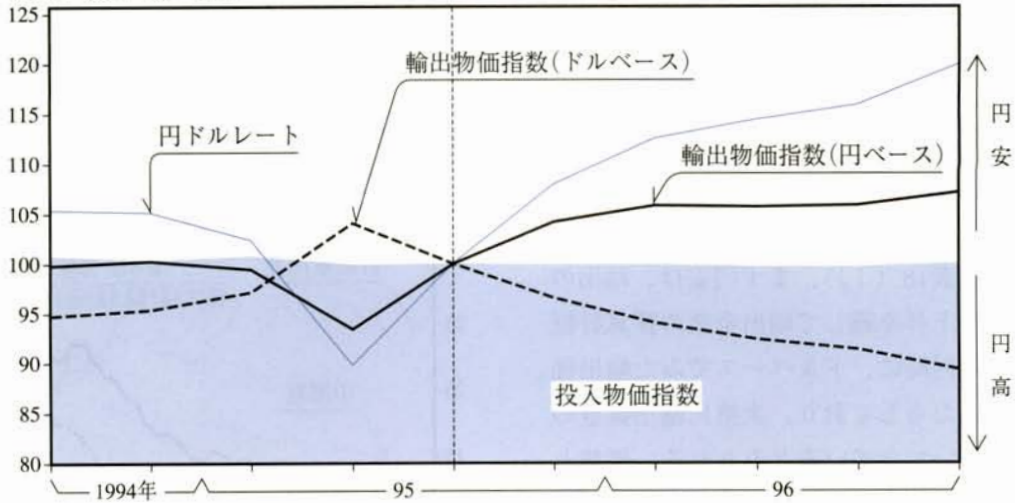
(注8) 1995年春の円高のピーク時と比べれば、実質実効ベースでの下落幅は25%程度になっている。ただし、為替変動が価格競争力の変化として顕在化するのにはある程度時間がかかるため、価格競争力の改善のマグニチュードという観点から為替の変動幅をみる場合には、一時的な円高の時点を基準にとるのは適当ではない。後掲図表18の輸出価格の分析においては、こうした考え方に基づいて、1995年第3四半期を基準にしている。

(図表18)

# 輸出価格

## (1) 製造業全体

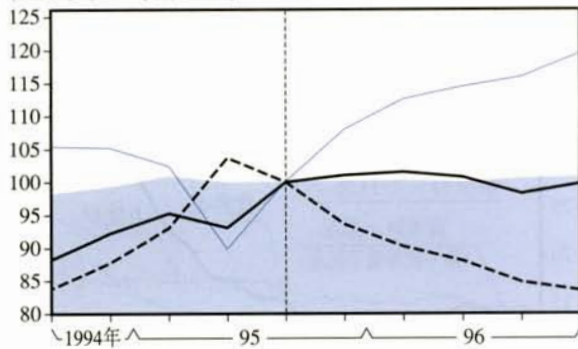
(1995年第3四半期=100)



## (2) 業種別

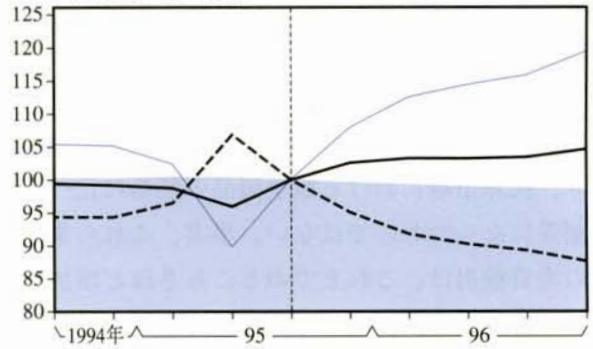
### <化学+鉄鋼>

(1995年第3四半期=100)



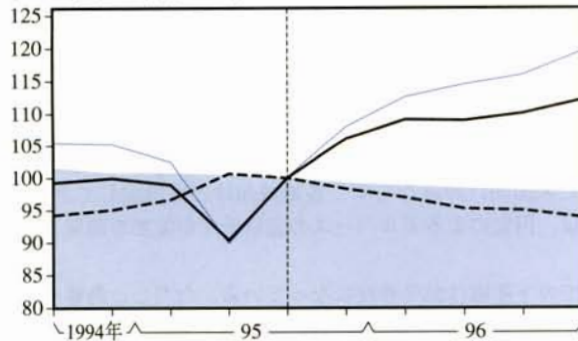
### <一般機器>

(1995年第3四半期=100)



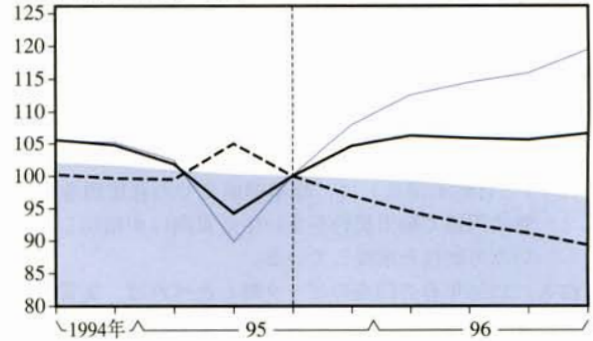
### <自動車>

(1995年第3四半期=100)



### <電気機器>

(1995年第3四半期=100)



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「製造業部門別投入・産出物価指数」



「資本財・部品」と「消費財」を中心に、このところ増勢が鈍化している（前掲図表17（2））。この背景として、企業の海外生産が拡大基調を続けつつも、部分的には新規の海外シフトを手控えたり、部品の調達先を海外から国内へシフトバックさせたりする動きも徐々にみられ始めている。すなわち、輸入面においては構造的な増加圧力がなお根強いとは言え、やはり一昨年来の円安の影響が輸入増加のテンポを鈍化させる方向で、次第に顕在化してきていると言える。

以上みてきたような円安の影響や、海外経済が幾分減速しつつも成長を持続していることを考えると、純輸出の増加基調は当面続いていく可能性が高い。これは、国内生産の押し上げ要因として働き、製造業中心に、中小企業を含めて好影響を及ぼしていくと考えられる。

次に、純輸出に関する以上の展望を念頭に置きつつ、国内民間需要の回復力について考察しよう。この点、まず大企業・製造業の企業収益をみると、固定費（＝人件費等）の抑制が続くもとで、売上高が増加していることから、増益が持続している（図表19（1））。さらに、売上高増加の内訳を細かくみると、国内売上数量要因のほか、最近では輸出価格要因の寄与も目立ってきており（図表19（2））、内需の回復に加え、既述のような円安による輸出採算の好転が、最近の企業収益増加の基本的な背景となっていることが確認できる。

また、大企業・製造業における収益水準の高まりは、下請け企業に対する発注や企業活動全般の積極化を通じて、企業部門全体に徐々に波及しており、収益回復の裾野は非製造業や中小企業にも、緩やかに広がってきている（後掲図表20（1））。例えば、生産動向を企業規模別にみると、1994年に大企業の生産が増加し始めた

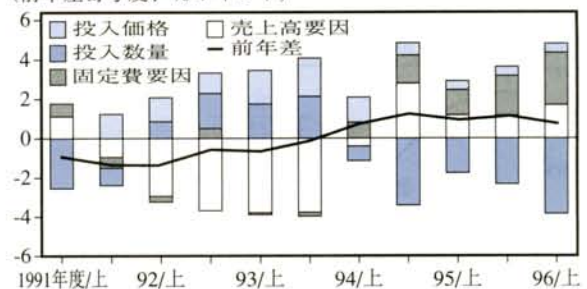
頃は、部品の海外調達シフトや内製化等による変動費の抑制が強力に進められていたため、中小企業の生産はさほど明確には増加しなかったが、最近では企業規模別の生産増加率格差が一頃に比べて縮小していることが分かる（後掲図表20（2））。

このような収益動向や、ストック調整の進捗、さらには情報通信分野の成長などの要因を基本

（図表19）企業収益の要因分解（大企業・製造業（除く石油・石炭））

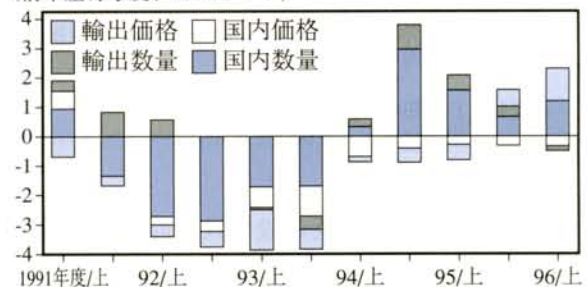
（1）売上高経常利益率

（前年差寄与度、%ポイント）



（2）売上高要因の内訳

（前年差寄与度、%ポイント）



（注）要因分解は以下の式によった。

$$\Delta \frac{\pi}{S} = \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta P_i}{P_i} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta O_i}{O_i} - \frac{FC}{S}$$

利益率前年差 売上高要因 投入価格要因 投入数量要因 固定費要因

$$\frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} = \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta P_e}{P_e} + \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta P_d}{P_d} + \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta O_e}{O_e}$$

売上高要因 輸出価格要因 国内価格要因 輸出数量要因

$$+ \Delta \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta O_d}{O_d}$$

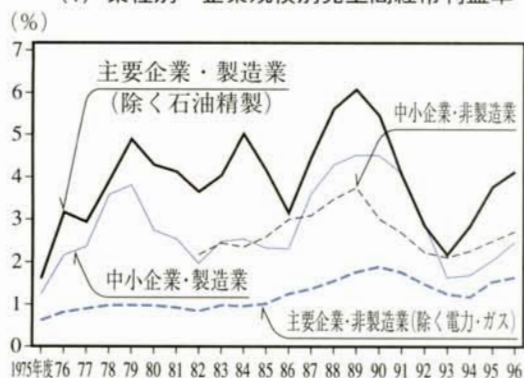
国内数量要因

ただし、 $\pi$ ：経常利益、 $S$ ：売上高、 $VC$ ：変動費、 $FC$ ：固定費、 $P_e$ ：輸出価格、 $P_d$ ：国内価格、 $P_i$ ：投入価格、 $O_e$ ：輸出数量、 $O_d$ ：国内数量、 $O_i$ ：投入数量

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

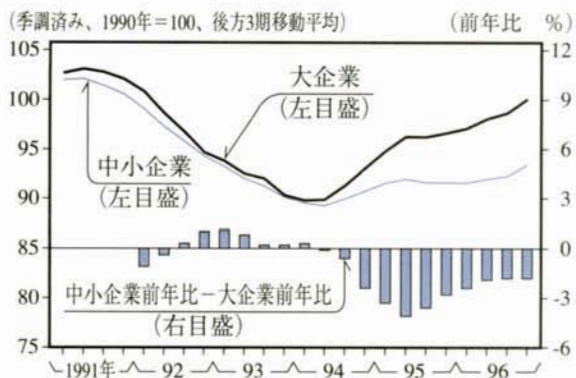
(図表20) 企業部門における回復の拡がり

(1) 業種別・企業規模別売上高経常利益率



(注) 1996年度は計画。

(2) 企業規模別生産動向



(注) 1996年第4四半期は10月(確報)、11月(速報)計数を四半期換算。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、  
中小企業庁「規模別生産指数」

的な背景として、最近の設備投資回復には拡がり  
りと着実味が加わってきている。すなわち、短  
観で1996年度計画をみると、主要企業では非製

造業が製造業並みの増加に転じる計画にあるほ  
か、中小企業もごく僅かとは言え5年ぶりに前  
年を上回る計画となっている(図表21(1))。  
また、各種の設備投資先行指標の動きをみても、  
機械投資を中心に堅調さが増しており、1996年  
(1~11月)の機械受注の前年比は、1989年以  
来7年ぶりの高い伸び率となっている(図表21  
(2)・(3))。

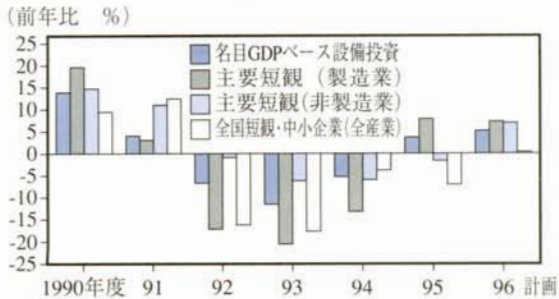
設備投資が、今後も着実に回復を持続してい  
くかどうかは、景気全体にとって極めて重要な  
ファクターであるが、それは結局のところ、現  
在の設備投資の回復をもたらしている3つの基  
本的な要因(企業収益、ストック調整、情報通  
信分野などでの独立投資)が先行きどのように  
展開していくかに依存する。まず、第1の企業  
収益についてみると、仮に今後円相場が安定的  
に推移するとすれば、輸出価格面からの追加的  
な増益効果は次第に薄れてくることとなる。し  
かし他方で、このところ純輸出や内需の増加を  
背景に生産の増加テンポが速まっていることを  
勘案すると、数量面から企業収益を押し上げる  
力は、むしろ今後強まる方向にあると予想され、  
企業収益は全体として改善を続けるとみられ  
る(注9)。また、第2のストック調整についても、  
生産活動の増加と相俟って着実に進捗している。  
これを短観の生産設備判断D.I.で見ると、引き  
続き設備投資が増加しやすい環境にあると言え  
るほか(後掲図表22(1))(注10)、調整が相対的

(注9) なお、短観における主要企業・製造業の1996年度経常利益計画(図表20(1))は、106円台の円相場を前提として作成されているため、この面からは今後上方修正の余地があると考えられる(円相場の実績を1996年4~12月の平均で見ると約110円)。

(注10) なお、稼働率指数の過去2~3年の動きをみると、経験則による設備投資の回復水準(=90程度)に達していないにもかかわらず設備投資が実際には回復しているほか、設備判断D.I.との乖離も目立っている。さらに、①近年生産が急拡大しているICやコンピュータ等が統計上稼働率指数に含まれていないこと、②近年のように産業構造の変化が大きい状況では、稼働率指数の分母になっている生産能力指数にはカウントされていても経済的には陳腐化してしまった資本ストックが少なからず存在していること(半永久的に生産を取りやめた旧モデル乗用車のライン等)、などを考慮すると、稼働率指数は実勢を過小評価している可能性が高い。

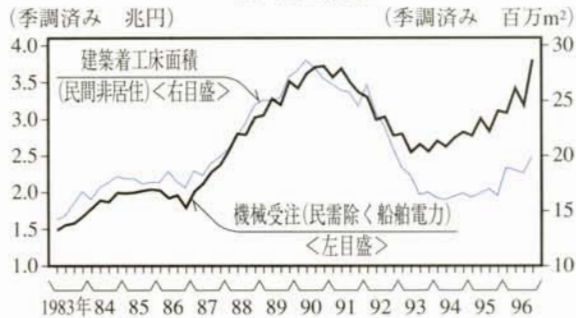
(図表21) 設備投資

(1) 年度計画



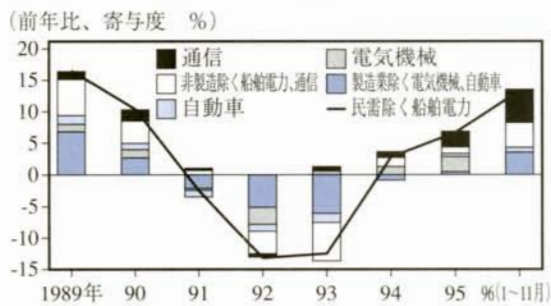
(注) 名目GDPベース設備投資の1996年度計画は、1996年4～9月の前年同期比計数。

(2) 先行指標



(注) 機械受注の1996年第4四半期は10～12月の業界見通し。建築着工床面積の1996年第4四半期は10～11月計数を四半期換算。

(3) 機械受注の業種別内訳



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「機械受注統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、建設省「建築着工統計調査」

に遅れている建設ストックについても、都内オフィスビルの空室率は低下傾向を続けている(後掲図表22(2))。他方、第3の情報関連分野を中心とする独立投資については、これまで急増してきた移動体通信の伸びがさすがに一巡してくるとみられ(注11)、これに代わる新規需要が拡大していかない場合には、設備投資全体の増加テンポにも影響があろう。ただ、情報関連分野全体としてみた潜在需要の大きさや技術革新の速さを考慮すれば、マクロ的には総じて良好な投資環境が続くもとの、設備投資は中小企業への拡がりをより明確にしつつ、着実に回復を持続していくことが展望できる。

しかしながら、景気が緩やかに回復する中でも、資産価格は総じて低迷しているという事情もあって、バランスシート調整の圧力は、依然として大きいことも事実である。すなわち、企業の長期債務残高をみると、土地や株式を推計時価で評価した資産との対比でも、また収益水準との対比でも、不動産業や中小企業を中心になお高止まっており(後掲図表23)、これが企業のリスク・テイク能力を制約していると考えられる。このため、設備投資の増加テンポについては、前述の良好なマクロ環境にも関わらず、当面弾みがつきにくい状況が続く可能性が高いとみられる。この点を念頭に置くと、株価急落が企業マインドに及ぼす影響や、実効的な規制緩和が追加されない場合に新規分野での独立投資が盛り上がりを欠く可能性などには、十分な注意が必要である。

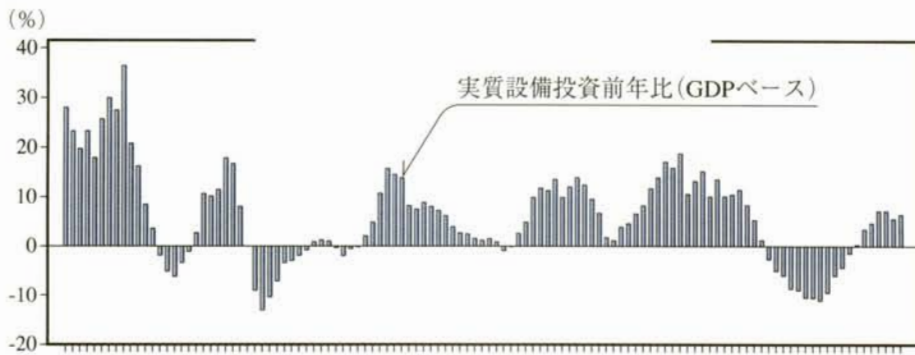
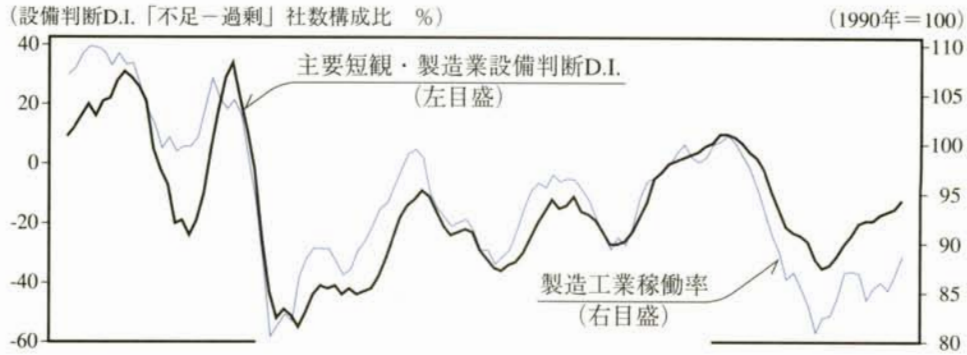
次に、家計部門に目を転じると、まず住宅投資については、昨年10月の新設住宅着工戸数が

(注11) 機械受注の増加の内訳をみると、1996年は通信業の寄与が大きく(図表21(2))、これは、主に移動体通信の関連とみられる。その移動体通信では、エリア拡大の動きが今年度で概ね一巡しつつある模様であり、1997年度以降も大きく増加していくことは、差し当たり期待しにくい状況にある。

(図表22)

## ストック調整

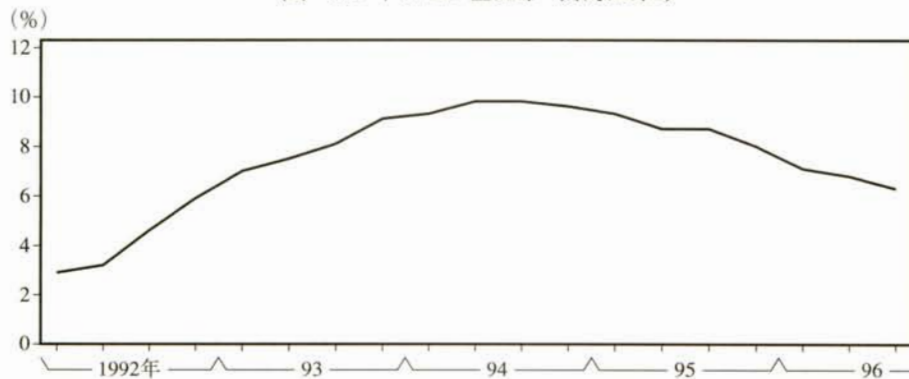
### (1) 製造業の生産設備



1968年 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96

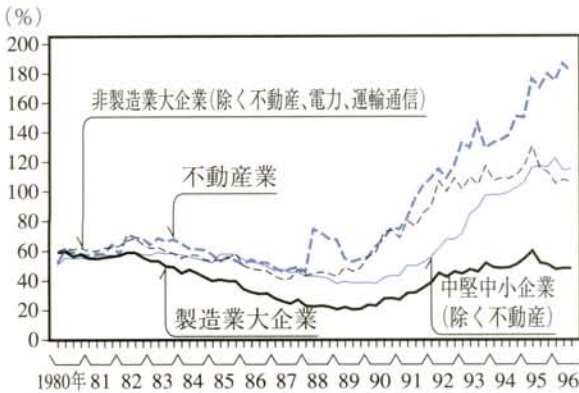
(注) 製造工業稼働率の1996年第4四半期は10~11月平均。

### (2) オフィスビル空室率 (東京23区)

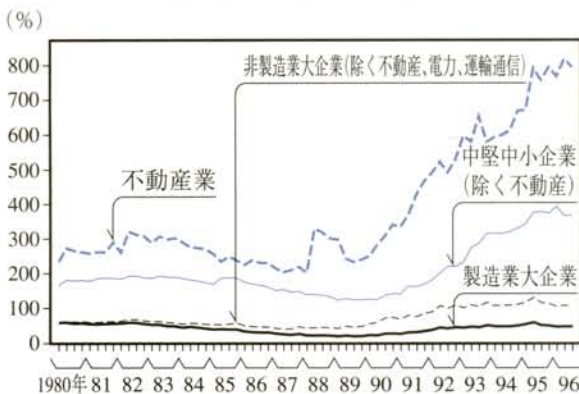


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、  
経済企画庁「国民所得統計」、生駒データサービス「オフィスマーケットレポート」

(図表23) バランスシート調整圧力  
(1) 長期債務/時価資産比率



(2) 長期債務/経常利益比率



- (注) 1. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円～10億円未満の企業。  
 2. 長期債務＝社債＋長期借入金、時価資産＝土地(時価)＋株式(時価)  
 3. 不動産業の保有土地には棚卸資産を含む。  
 4. 土地、株式の時価は、1979年末時点の非金融法人全体の時価簿価比率(法人年報、国民所得統計をベースに推計)を業種別、規模別簿価に乗じたものをベンチマークとし、その後は市街地価指数、日経平均株価をもとに推計。  
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、日経新聞社「日経平均株価」、日本不動産研究所「市街地価指数」

単月としては約23年ぶりの高い水準になるなど、引き続き好調に推移している(後掲図表24(1))。もちろん、10～11月の着工については、消費税率引き上げをにらんだ9月末までの駆け込み受注分を反映している面もあり、今後ある程度はその反動減が生じるものとみられる(注12)。しかし、現在住宅投資が活発化している最も基本的な背景は低金利であり、金利低下による持家取得能力の押し上げ効果によって、住宅投資環境はかなり投資促進的な状況となっている(後掲図表24(2))。したがって、先行きについても、金融緩和基調のもとで、住宅投資が大きく落ち込む可能性は低いと考えられる。

最後に、個人消費についてみると、その基盤をなす雇用者所得は、生産や収益といった企業部門の回復からの波及を受けて、所定外給与や特別給与を中心に伸びを高めつつある(後掲図表25(1))。とりわけ、企業収益を敏感に反映する特別給与については、大企業中心の日経連ベースの賞与が、1996年度は夏季、冬季とも前年の伸び率をかなり上回ったほか、中小・零細企業も含めた5人以上事業所全体でも、1996年度上期は4年ぶりに前年比プラスに転じた(後掲図表25(2))。そうしたもとで、個人消費は全体として緩やかな回復を続けており、中でも乗用車の販売に関しては、①1987～90年頃に大量購入された乗用車の車齢上昇から買い替え需要が発生しやすい局面にあること(後掲図表26)、②RV車を中心とする消費者の志向にマッチしたモデルの投入や、好収益を背景にした販売促進費の増大など、メーカーの需要喚起姿勢が積極化していること等から、昨年秋口

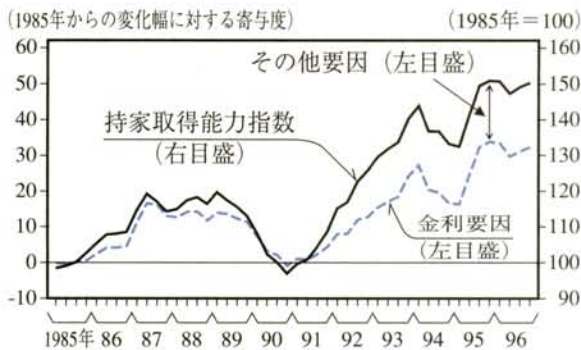
(注12) 1996年9月末までに契約を結べば、引き渡しは1997年4月以降であっても現行消費税率が適用されるため、駆け込み受注がかなりみられた。

(図表24) 住宅投資

(1) 住宅着工と実質住宅投資



(2) 金利の効果



- (注) 1. その他要因には、価格要因、所得要因、純貯蓄要因、公庫貸付限度額要因等が含まれる。  
 2. 価格要因、純貯蓄要因については、1996年第3四半期から横這いとしました。  
 3. 「持家取得能力指数」の厳密な定義は、「情勢判断資料(平成8年秋)」「日本銀行月報」1996年11月号掲載などを参照。

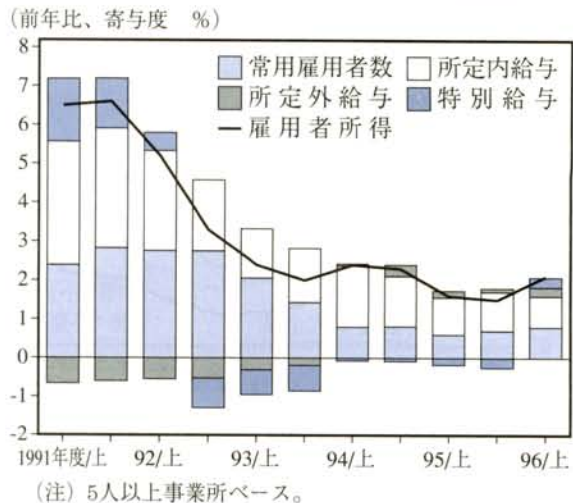
(資料) 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「貯蓄動向調査報告」「家計調査報告」等

以降大幅に増加している(図表27)。また、情報関連需要(パソコン等)も、一頃より伸び率がやや鈍化しているとは言え、かなりの拡大基調が続いている。

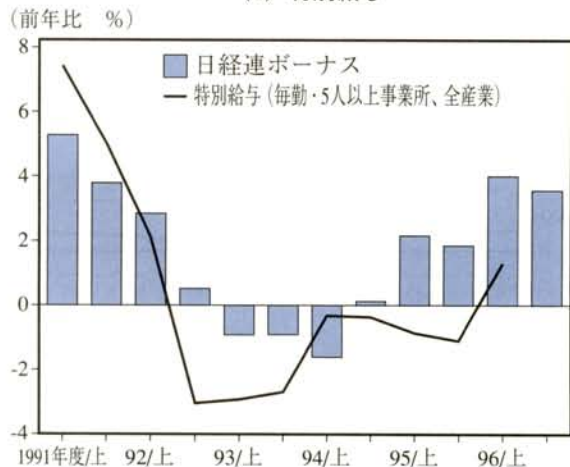
もとより、既述の消費税率の引き上げや特別減税の廃止は、単に駆け込み需要とその反動といった振れを引き起こすのみならず、実質可処

(図表25) 雇用者所得

(1) 雇用者所得(毎勤ベース)の要因分解



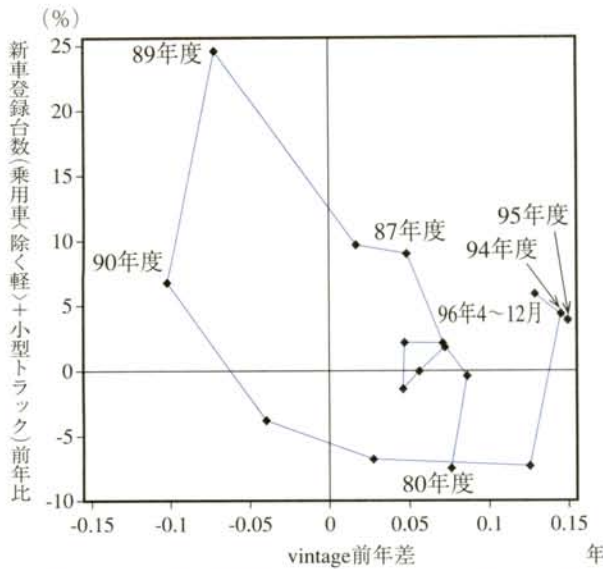
(2) 特別給与



(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日本経営者団体連盟「年末賞与・一時金労使交渉状況」

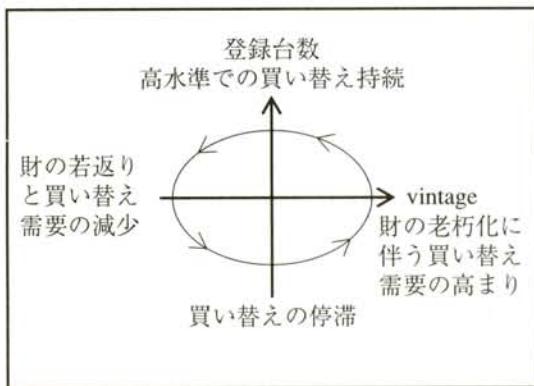
分所得の減少を通じて基調的にも個人消費を抑制する可能性を持つ。ただ、その抑制効果のマグニチュードは、税制の変更が十分前から予想されている場合には多少小さくなると考えられるほか、結局のところ、所得環境や家計マインドなどのファンダメンタルな要因次第といった面が大きい。この点、上記の所得環境や需要好

(図表26) 乗用車のストック・サイクル



(注) なお、乗用車の平均使用年数は6.7年(1996年9月の消費動向調査による)であることから、1987~90年に購入された車の買い替え期が到来していることがわかる。

vintageと登録台数前年比の関係の概念図



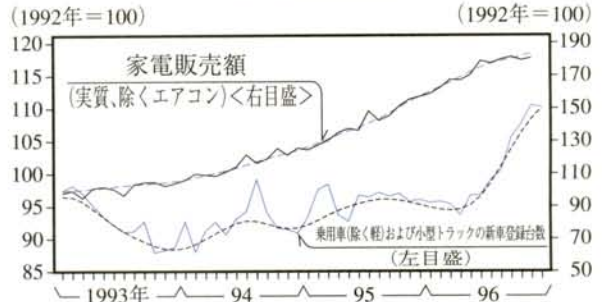
(資料) 経済企画庁「消費動向調査」、自動車検査登録協会「わが国の自動車保有動向」

調分野の存在を踏まえると、個人消費の先行きについては、税制変更による影響がある程度予想されるが、基調的には緩やかな回復を持続していく可能性が高い。

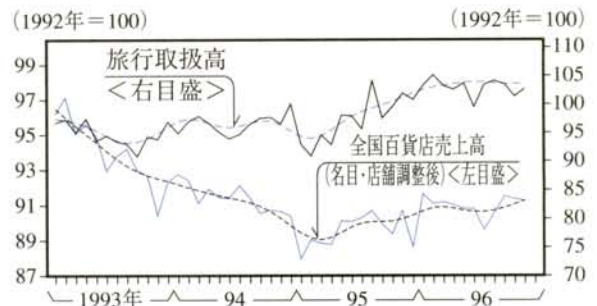
しかし、雇用過剰感は、一頃より薄れてはきたが、大企業を中心に根強く残存しており(後掲図表28(1))、回復基調にある所定外労働時

(図表27) 個人消費

(1) 耐久消費財



(2) 百貨店売上高・旅行取扱高



(注) いずれもX-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。実線は季調済み系列(=TC・I)、点線はその趨勢循環変動成分(=TC)。ただし、 $Y=TC \cdot S \cdot D \cdot I$ (乗法型を仮定)。  
Y: 原系列、TC: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

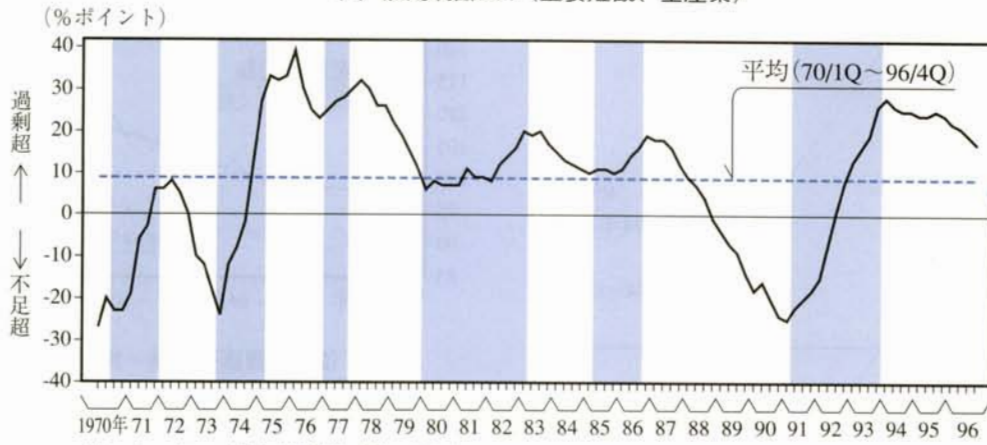
(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、通商産業省「大型小売店販売統計」、運輸省「旅行取扱状況」

間や特別給与も、水準としてはまだそれほど高くはない(後掲図表28(2)・(3))。このため、生産や企業収益から家計部門への波及は、当面これまでと同様、所定外給与や特別給与の増加が中心となり、所定内給与や常用雇用者数といった所得のコアをなす部分については、企業の抑制姿勢が直ちには緩まないとみられる。したがって、雇用者所得全体としての増加ペースが引き続き緩やかなものとどまる公算が大きい点には、留意が必要であろう。

(図表28)

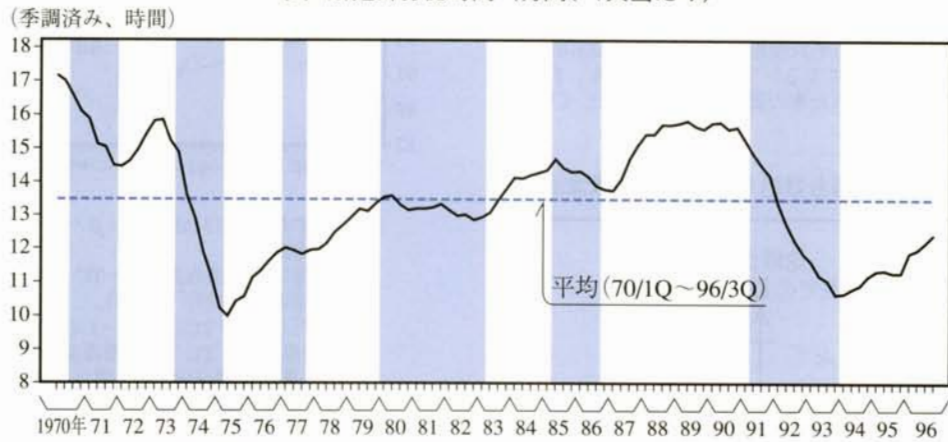
### 雇用調整圧力

#### (1) 雇用判断D.I. (主要短観、全産業)



(注) シャドローは景気後退期 (以下同じ)。

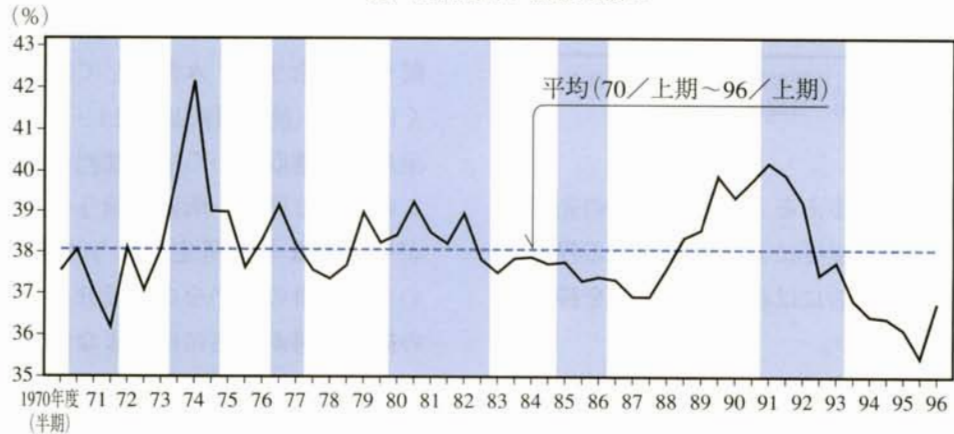
#### (2) 所定外労働時間 (月間、1人当たり)



(注) 1. 30人以上事業所ベース ((3) も同じ)。

2. 1996年第4四半期は10、11月平均。

#### (3) 特別給与/所定内給与



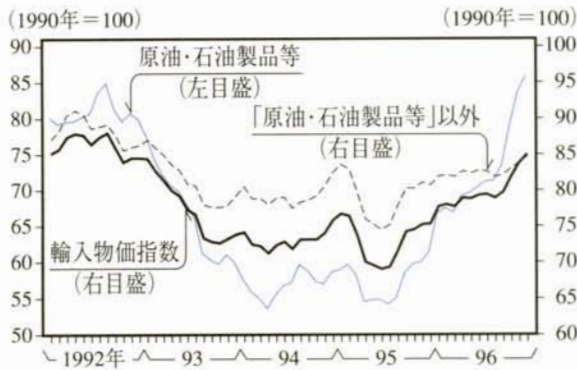
(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」



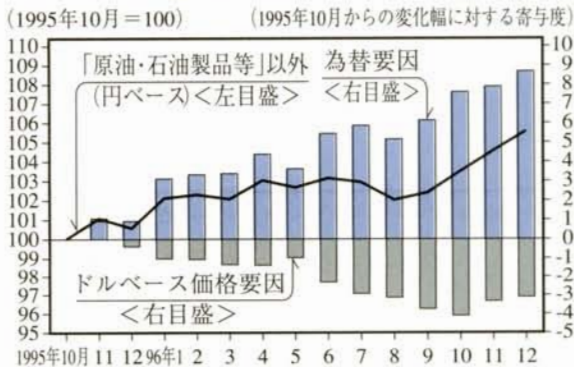
(2) 物価の展望 (注13)

物価面を展望するに当たって、まず輸入物価の動きをみると、過去1年半程度にわたり「原油・石油製品等」を中心に上昇を続けており、特に昨年秋以降はそのテンポがやや速まっている(図表29(1))。これは、欧米の寒波等を背景にした原油市況の一段高による面が大きい、円相場が軟調を続けたことや、一頃低迷していた中間財(化学、非鉄等)の海外市況がやや持ち直してきたことの影響も、見逃せない。ちなみに、輸入物価のうち「原油・石油製品等」以外についてみても、為替要因、ドルベース価格

(図表29) 輸入物価  
(1) 輸入物価指数



(2) 「原油・石油製品等」以外の要因分解



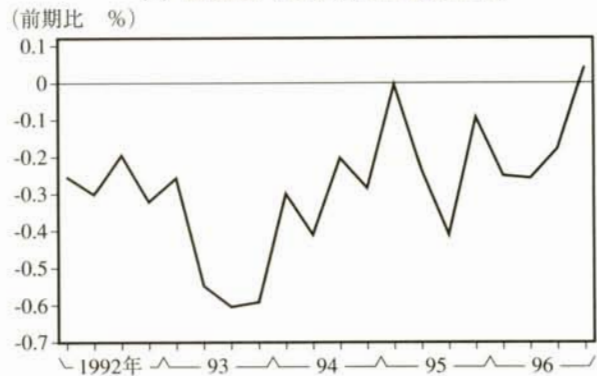
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

要因の双方から、昨年秋以降は上昇している(図表29(2))。また、本年入り後原油市況が総じて高止まるもとの、円安が一段と進行していることは、目先の輸入物価を押し上げる可能性が高い。

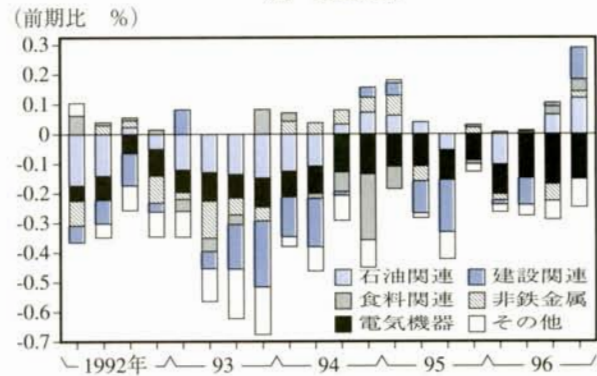
これを念頭に置きつつ、国内卸売物価の最近の動向をみると(図表30)、1996年10~12月に

(図表30) 国内卸売物価の要因分解

(1) 前期比(夏季電力料金調整後)



(2) 要因分解



- (注) 1. 石油関連: 石油・石炭製品、化学製品、電力・都市ガス  
2. 食料関連: 食料用農畜水産物、加工食品  
3. 建設関連: 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類  
4. その他: 一般機器、輸送用機器、精密機器、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品、その他工業製品、非食料農林産物、鉱産物、水道

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

(注13) 以下では、4月からの消費税率引き上げの物価押し上げの影響を捨象して記述する。これは、消費税率の引き上げに伴う物価の変化は1回限りの水準の切り上がりであり、需給やコストを反映する通常物価変動とは性格が異なるからである。

は夏季電力料金調整後の前期比が僅かながらプラスに転じており、それには原油市況高の波及を受けやすい「石油関連」がかなり寄与している。さらに、国内需給が全体として緩やかに改善を続けるもとの、上記10～12月の輸入物価の上昇や、本年入り以降の円安の影響等がこれらから及んでくると考えられるため、国内卸売物価の下げ止まり傾向は今後はっきりしてこよう。

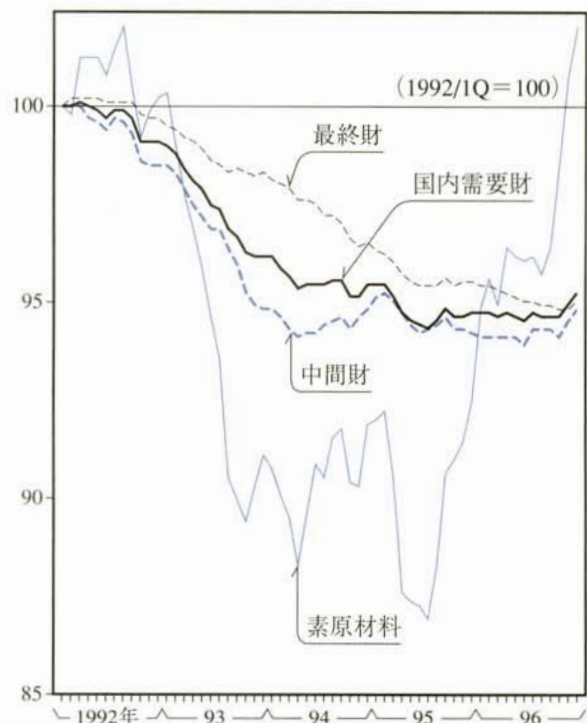
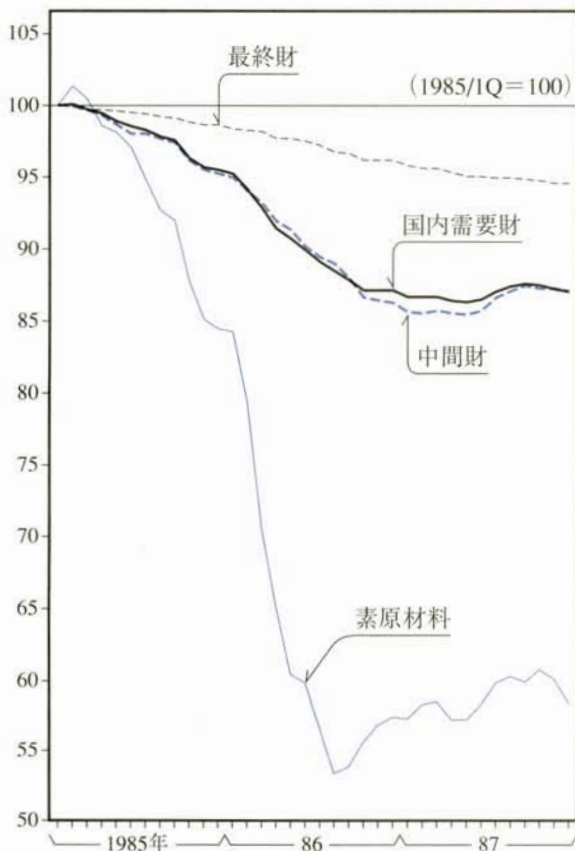
もちろん、「石油関連」と並んで1996年10～12月の国内卸売物価の上昇に寄与した「建設関

連」については、公共投資減少のもとで押し上げ圧力が弱まっていくとみられる上、上記輸入物価からの波及についても、国内需給の改善の緩やかさや、内外価格差を背景としたグローバルな競争圧力が、引き続きこれを中和する方向で作用すると考えられる。ちなみに、1992年以降の物価下落局面を1985～87年の物価下落局面と需要段階別に比較すると（図表31）、今回は素原材料価格の下落幅が前回比小さく1995年後半から急反発しているにもかかわらず、最終財価

(図表31) 需要段階別物価

(1) 1985～87年

(2) 今回局面



(注) 国内需要財の低下幅が両局面で等しくなるようにグラフのスケールを調整している。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

格が前回は大きく上回って下落しており、川上製品の価格上昇が川下製品へ転嫁されにくい状況にあることが窺われる。しかしながら、既述のとおり製品類の輸入増加テンポが鈍化している事実は、素原材料からの価格上昇圧力を吸収してきた内外価格差の縮小を示唆している。以上を踏まえると、国内卸売物価が、明確な上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられるが、このところやや上昇テンポが速まっている輸入物価の影響については、注意深くみていく必要がある。

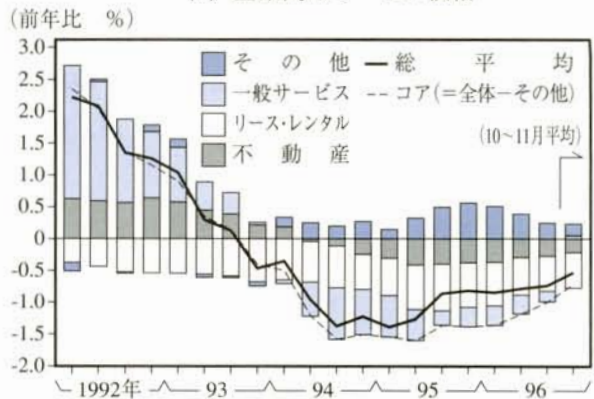
次に、企業向けサービス価格についてみると、オフィス空室率の緩やかな低下を受けた不動産賃貸料の下落幅縮小や、企業活動の高まりを基本的な背景とした一般サービス価格の下げ止まりから、全体としての前年比下落幅は着実に縮小する方向にある(図表32(1))。また、消費者物価(全国、除く生鮮食品)についても、円安や国内卸売物価の下げ止まりを背景とした商品価格の下落幅縮小から、全体として前年比上昇幅はごく僅かながら拡大する方向にあるとみられる(図表32(2))。ただ、上記2つの物価指数のいずれについても、目下のところ国内卸売物価からの波及や労働コストの上昇圧力が総じて弱いものにとどまることを考えると、目立った上昇に転じることは、当面予想しにくい。

### (3) 結び

以上を総括すると、わが国の民間需要の回復力は、生産との好循環を強めつつ次第に底固さを増してきており、昨年央まで景気の回復を制約してきた純輸出も、既往の円安を基本的な背景に、所得形成を支える要因に転化しつつある。これらを踏まえると、今後財政面からの景気抑制効果が強まっていき、特に消費税率引き上げ

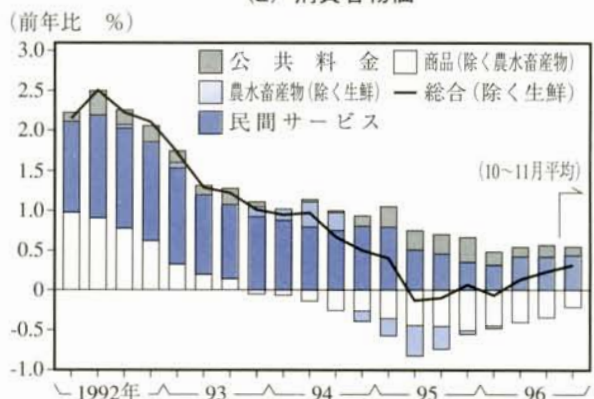
(図表32) 企業向けサービス価格・消費者物価

#### (1) 企業向けサービス価格



(注) その他は、①規制料金(自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、電話<基本料>、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)。

#### (2) 消費者物価



(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」

前の駆け込み需要の反動が予想される1997年度上期には、一時的に成長率が鈍化する姿となることが避け難いとしても、景気回復の流れは全体として今後とも持続していく可能性が高いとみられる。

もっとも、バランスシート調整など、民間需要が力強さを増していく上で制約となる要因はなお根強く残存している。また、最近の株価下落の企業マインド等への影響についても、慎重

に見極めていく必要がある。こうした点をも踏まえると、経済構造の改革を実効のある形で早急に進めていくことなどを通じて、わが国経済が直面する各種の調整を円滑に促進し、中期的な活力が高まる環境を整えていくことが、極めて重要と考えられる。

平成9年1月24日

(調査統計局)