

# 情勢判断資料（平成元年冬）

## ——わが国金融経済の分析と展望

### 概 況

わが国経済は、内需主導により力強い拡大過程をたどっている。すなわち、実質G N Pは、昨年4～6月にマイナス成長を記録したものの、7～9月には再び急ピッチの拡大を示し、その後も企業収益、家計所得の好調を背景として、設備投資の拡大、個人消費の堅調が続き、鉱工業生産も順調に増加している。一方、物価は、こうした極めて急速な経済の拡大にもかかわらず、円高、石油価格の軟調や、製品輸入の浸透などを背景に、これまでのところ全体としては落ち着いた推移をたどっている。この間、対外収支面では、海外経済の予想を上回る拡大や、本邦企業の現地生産の立上がりに伴う資本財、部品輸出の増加もあり、このところ黒字縮小傾向がやや足踏みしている。

来年度の経済を展望するにあたっては、引続き、①物価の安定基調を維持しうるか、②内需の拡大は持続しうるか、③対外不均衡の是正は進展するか、が重要な問題である。これらの点は、わが国を含めた主要国経済の現在の高めの拡大テンポが、今後比較的早い時期に、かつ適度にスローダウンしていくか否かに大きく依存している。

まず、わが国の国内需要は、現在の勢いからみて引続き力強い拡大基調を維持するとみられるが、そのテンポは来年度下期にかけて緩やかに減速に向かうとみられ、一応望ましい方向での展開を期待できよう。すなわち、まず設備投資についてみると、非製造業では、通信・コンピュータ関連投資やレジャー開発などを中心に底固い拡大を続けるとみられるが、製造業については、年度前半までなおかなりのテンポで拡大を示した後、これまでの設備投資の能力化に伴って、さすがに徐々に増勢が鈍化するとみられる。また、家計支出については、その大宗をなす個人消費が、雇用者数の順調な増加や名目賃金の上昇、さらには所得税減税の影響から、税制改正に伴う消費者物価の上昇にもかかわらず、堅調を持続するとみられるが、住宅投資は、これまでの盛上りの反動から、緩やかな減勢を示すものと思われる。

この間、海外経済に目を転じると、欧米主要国の経済は、引続き拡大傾向を維持しようが、昨年中強化された引締め政策の効果の顕現化もあって、そのテンポ

は次第に幾分鈍化し、そうしたなかで、対外収支不均衡の是正も緩やかながら進展するものと期待される。また、アジア NIEs 諸国も、内需を中心に高めの経済成長を維持するものと見込まれるが、輸出の頭打ち傾向を主因に、緩やかな減速を示すものと思われる。ただ、世界経済全体としての、安定的な成長の持続という観点からすると、現在、世界的な需給関係がかなりタイト化しているだけに、海外経済が十分に減速していくことは、むしろ望ましい展開といえる。

わが国の対外収支については、このように海外経済、とくに米国の内需が早い時期にスローダウンしていく限り、輸出入の両面にわたる経済構造調整の着実な進展から、数量ベースでの不均衡は順調に縮小するものとみられる。すなわち、まず輸出は、円高の直接的な輸出抑制効果の後退などから増加を示そうが、現地生産の拡大による輸出代替も見込まれるため、そのテンポは緩やかなものにとどまろう。一方、輸入については、製品類を中心に引続き相当高い伸びを期待できるものと思われ、このため、ネット外需は引続き成長に対しマイナスに寄与しよう。もっともドルベースでみた貿易収支は、内外需要の堅調の下で、輸出価格が強含みであることなどから、小幅の縮小にとどまる可能性が大きい。

一方、物価は、消費税導入の影響に加え、賃金コストの高まりなどもあって、緩やかな上昇に転じよう。もっとも、輸入物価が落ち着いた動きを維持する限り、輸入増加の国内物価抑制効果が引続き作用するため、一応大幅な加速は避けうろと思われる。ただ、①稼働率がなお上昇傾向をたどるなど、製品需給は当面一層引締まりの方向にあること、②人件費の上昇等から、企業収益の増益テンポが低下するなかで、企業の潜在的な価格引上げ意欲が強まる可能性があることなどを勘案すると、物価をめぐる環境は次第に厳しくなるものとみられる。したがって、今後海外経済の上振れや企業マインドの行過ぎを契機に、マクロ的な需給が予想以上に逼迫し、物価上昇が加速するリスクには、十分留意しておく必要がある。

この間、金融面をみると、マネーサプライはなお高水準の伸びを続けており、流動性がすでに極めて潤沢であるにもかかわらず、新規の通貨がなお速いテンポで供給されているという状況に、基本的な変化はみられない。

以上を総合すると、来年度経済については、物価が緩やかながら上昇に転じるという問題はあるが、一応は息の長い景気拡大につながる姿を展望できよう。ただ、こうしたシナリオが実現するためには、海外経済が順調に減速し、為替相場安定の下でも輸入面からの物価抑制効果に引続き期待できることが大きな前提で

ある。また国内経済についても、設備投資と個人消費を軸とした内生的な拡大のメカニズムの腰は極めて強く、また当面製品・労働需給のタイトな状況が続くとみられるだけに、企業の設備投資姿勢がさらに一層積極化したり、思惑的な在庫積増しが生じるようなことがあれば、物価が上昇することとなり、その場合には年度後半以降、景気が調整局面に入る可能性も否定できない。

この点、金融がすでに相当緩和した状況にあり、消費税の導入による物価の上昇も見込まれるだけに、インフレ期待の高まりを回避していくためには、ミクロ・マクロの両面からの真剣な取組みが求められる。すなわち、ミクロ政策面では、規制緩和や公共料金の引下げなどを通じて物価上昇圧力の緩和努力を一層強化する必要がある。一方、マクロの金融財政政策面では、現在の内外経済に内包されているリスクを適切に把握し、輸入物価の上昇や企業行動の行過ぎ等から物価情勢に問題が生じた場合には、機動的に対応することが必要である。そうした政策運営が、結局は息の長い内需の拡大に寄与し、国際的な政策協調の精神にも沿うものである。日本銀行としては、こうした観点から、万が一にも物価安定の基礎を損なうことのないよう、引続き適時適切に対応していく方針である。

## 〔目 次〕

- |  |  |
|--|--|
| 1. 最近の経済情勢<br>(景気は再び急ピッチの拡大)<br>(物価は落ち着き基調)<br>(対外収支の縮小傾向はやや足踏み)                                       | (3) 対外収支の展望<br>(外需は、小幅ながら引続きマイナスの寄与)<br>(構造調整は引続き進展)   |
| 2. 平成元年度経済の展望<br>(1) わが国景気の展望<br>(国内民間需要の基調は強いものの、拡大テンポは緩やかに減速)<br>(2) 海外経済の展望<br>(海外経済の拡大テンポは幾分鈍化の方向) | (4) 物価上昇圧力の評価<br>3. 最近の金融情勢<br>(為替相場はこのところ総じて落ち着いた動き)<br>(マネーサプライの動向とその評価)<br>4. 今後の留意点と政策課題<br>(海外要因に絡むリスク)<br>(内生要因に絡むリスク) |

## 1. 最近の経済情勢

(景気は再び急ピッチの拡大)

わが国経済は、設備投資と個人消費を両輪とした、内需主導の力強い拡大過程をたどっている。すなわち、実質GNPは、昭和62年7～9月以降、急拡大を続けたあと、63年4～6月には、閏年要因の反動や、自動車輸出の船積みパターンの変化などの特殊要因もあって、前期比年率-3.3%のマイナス成長を記録したが、7～9月には再び同+9.3%と、急ピッチの拡大を示している。また、最近発表された経済指標は、いずれも、わが国経済がその後も内需の自律的拡大力を軸に、極めて順調な拡大を続けていることを示している(図表1)。

最近の経済動向についてやや詳しくみると、まず鉱工業生産は昨年7～9月に前期比+2.4%と高い伸びを示したあと、10～12月も同+2%前後の拡大を続け、稼働率も一段の上昇をみた模様である。また、企業収益は、製造業、非製造業とも大幅な増益となり、これを背景に企業マインドもさらに積極化している。ちなみに、11月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(以下、「主要短観」)をみると、製造業、非製造業とも業況判断D.I.の「良い」超幅は、40年代のピークに近い水準にまで上昇している。こうした、稼働率上昇、企業収益好調の下で、63年度設備投資計画はさらに一段と上積みされ、製造業では前年度比+28.8%、非製造業(電力を除く)でも同+20.0%と大幅増加の計画となっている。

(図表1)

## 景 気 の 足 取 り

	昭和62年 7～9月	10～12月	63年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
実質GNP (前期比、年率・%)	9.3	7.1	10.1	Δ 3.3	9.3	n.a.
鉱工業生産 (前期比、%)	3.6	3.5	3.2	Δ 0.2	2.4	(10～11月) 1.6
製商品在庫判断 D. I. 〔「過大」-「不足」、%〕	14	6	3	1	0	Δ 1

製造業売上高 経常利益率(%) 〈除く石油精製〉	4.08 (62/上期)	4.82 (62/下期)		5.48 (63/上期)		〈計画〉 5.48 (63/下期)
製造業業況判断 D. I. 〔「良い」-「悪い」、%〕	Δ 22	Δ 4	11	30	39	48
生産設備判断 D. I. 〔「過剰」-「不足」、%〕	23	18	13	5	3	0

製造業雇用判断 D. I. 〔「過剰」-「不足」、%〕	13	3	Δ 1	Δ 4	Δ 10	Δ 17
実質賃金 (前年比、%)	1.0	2.0	1.7	4.0	3.5	(10～11月) 2.5
全国百貨店売上高 (前年比、%)	5.7	6.2	7.5	7.8	7.5	(10～11月) 8.0
新車登録台数 (前年比、%)	8.5	10.2	15.2	16.8	10.7	10.4

公共事業請負額 (前年比、%)	11.5	28.8	14.8	8.0	5.5	Δ 5.8
新設住宅着工戸数 (前期比、%)	12.4	0.5	Δ 4.5	Δ 4.7	6.9	(10～11月) Δ 6.4

国内卸売物価 (前期比、%)	0.8	0.2	Δ 0.9	Δ 0.3	0.3	Δ 0.2
商品市況 (前期比、%)	6.8	4.3	Δ 3.7	Δ 0.2	0.5	Δ 0.6

経常収支 (億ドル)	199	205	231	168	177	213
---------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(注) 1. 製商品在庫判断 D.I.、業況判断 D.I.、生産設備判断 D.I.、売上高経常利益率は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年11月)、雇用判断 D.I. は、同「全国企業短期経済観測調査」(63年11月)による。

2. 商品市況は日本銀行調査統計局作成指数。

3. 経常収支は貿易収支季節調整後の計数。また63年10～12月は、63年10～11月の四半期換算。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年11月)等

この間、雇用情勢をみると、上記の急速な経済拡大を反映して労働需給は一段と引締まりの度合いを加えており、建設関連のほか、製造業でも中堅・中小企業

を中心に、かなり広範な業種で人手不足が目立ってきている。また有効求人倍率も上昇を続け、63年11月には1.11倍と49年央以来の高水準に達しており、雇用者数も堅調な増加を示している。このような雇用の増加や冬季賞与の高い伸びなどから、個人所得は順調な増大傾向にあり、個人消費も、歳末の小売商況、さらには

新車登録台数の高い伸びなどにみられるとおり、好調を持続している。

当面、年度末にかけての経済動向を展望してみても、今次税制改正の消費・投資パターンへの影響など、不確定要因はあるものの、所得、収益の順調な増大を背景として設備投資、個人消費が盛上るといふ、経済の自律的拡大メカニズムが強く作動しており、また公共投資についても、これまで遅れぎみとなっていた工事の実施が集中するとみられるため、わが国経済は引続きかなりのテンポで拡大するものと見込まれる。

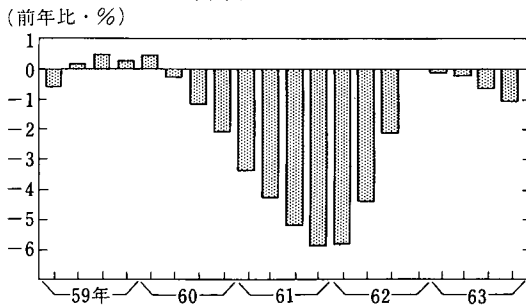
(物価は落ち着き基調)

一方、物価面をみると、卸売物価が一貫して安定を続け、消費者物価については、天候不順による生鮮食品の値上がりから一時的にやや上昇する場面もあったが、その後は落ち着きを取戻している(図表2)。物価がこのような安定を続けている主な背景としては、既往円高の影響や、原油価格の軟調に加え、製品輸入の増加が国内品の価格に対して引続き抑制的に働

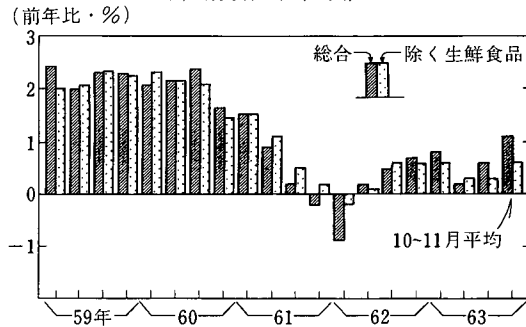
(図表2)

### 物 価 の 動 向

#### (1) 国内卸売物価



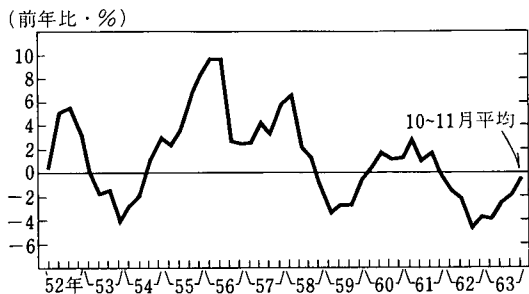
#### (2) 消費者物価(全国)



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」  
総務庁「消費者物価指数」

(図表3)

### ユニット・レーバ・コスト(製造業)の動向

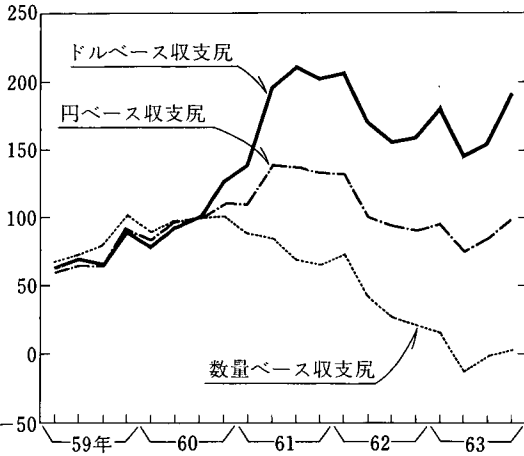


(資料) 労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、  
通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表4)

## 貿易黒字の推移

(昭和60年7～9月平均=100)



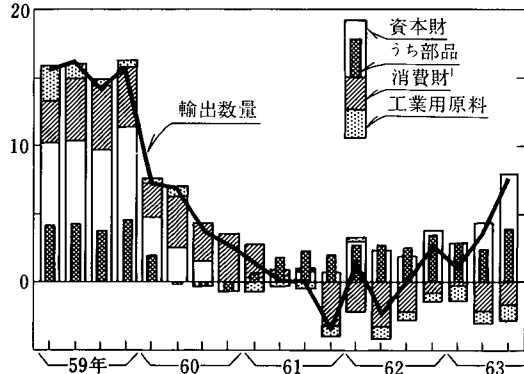
- (注) 1. 通関ベース(輸出-輸入)。季節調整済み。  
2. 記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

(図表5)

## 輸出数量前年比財別寄与度の推移

(前年比・%)



- (注) 部品は、通関輸出・資本財のうち「部分品および付属品」等部品とみられるものを集計。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本関税協会「日本貿易月表」

いていること、さらに一部建設資材については、在庫荷もたれ感が市況の頭を抑えていること、などが指摘できる。また、同時に経済拡大のテンポが急ピッチであったことから、製造業のユニット・レーバ・コストが予想以上の安定を続けたことの寄与も見逃せない。すなわち、ユニット・レーバ・コストには、生産の増加と雇用の増加との間のラグから、景気回復局面、とくにその初期にはマイナスとなる傾向があるが、前回および前々回の景気拡大局面ではそれぞれ5四半期間マイナスを示したのに対し、今回はこれまで8四半期間連続で前年比マイナスを続けている(図表3)。

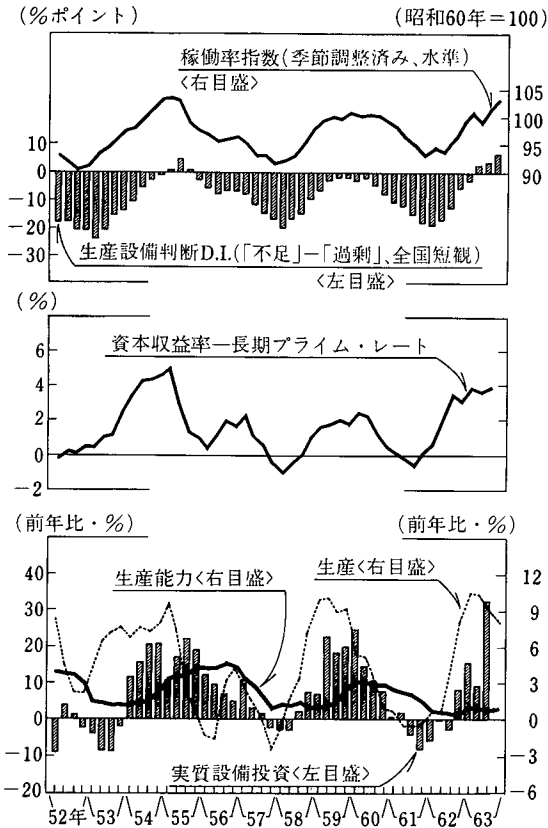
(対外収支の縮小傾向はやや足踏み)

この間、対外収支は、63年前半までは数量ベース、ドルベースいずれでも、着実な縮小をみせてきたが、最近はやや足踏み傾向にある(図表4)。これは、①米国をはじめとする海外主要国経済が、予想を上回る力強い拡大を示していること、②内需好調の下で輸出価格が上昇傾向にある一方、

安値原油の入着が進んでいること、などに加え、③本邦企業の現地生産の立上がり過程で、資本財・部品等の、いわゆる「誘発輸出」がかなり増加していること(図表5)、によるものである<sup>(注)</sup>。これらの要因は、先行きいずれも後退ないし一巡していく可能性が強いが、63年度通計の貿易収支は、ほぼ前年度並みの水準

(図表6)

## 製造業設備投資の動向



- (注) 1. 稼働率、生産、生産能力の63年第4四半期は、63年10~11月平均。  
 2. 資本収益率は、営業利益/有形固定資産(時価)。試算方法については、調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」参照。  
 3. 設備投資(実質、前年比)は、63年第3四半期を除きGNPベース(63年第3四半期は、大蔵省「法人企業統計」の名目値を設備投資デフレータで実質化したもの)。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(63年11月)、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」大蔵省「法人企業統計」

国内需要については、拡大基調は引続き根強いが、年度下期にかけては緩やかに減速に向かうという望ましい展開が一応展望可能と思われる。

(注) ちなみに、原油価格の4ドル低下(18ドル/バーレル→14ドル/バーレル)は、輸入金額を約48億ドル縮小させる。また、日本銀行調査統計局マクロ経済モデルによると、海外経済の1%上振れは、わが国の貿易収支黒字を、影響が出つくれた段階で約60億ドル拡大させる。

に落ち着く公算が大きい。

## 2. 平成元年度経済の展望

来年度経済を展望するに際しては、引続き、①現在の物価の安定基調を維持しうるか、②設備投資、個人消費を軸とした内需拡大を息長く持続することは可能か、また、③対外不均衡は縮小傾向を続けるか、という点が、重要なポイントである。これらの点はいずれも、わが国を含め、主要国経済の現在の高めの拡大テンポが、とくに年度上期中に、適度にスロウダウンしていくか否かに大きく依存している。もちろん、主要国経済や石油を中心とした一次産品価格動向などの海外環境、さらには為替相場動向など、現時点ではなお見極めがたい要素も多いが、以下では、主として上記の諸点に焦点を当てつつ、来年度経済の姿を探り、政策運営の留意点を考えることとしたい。

## (1) わが国景気の展望

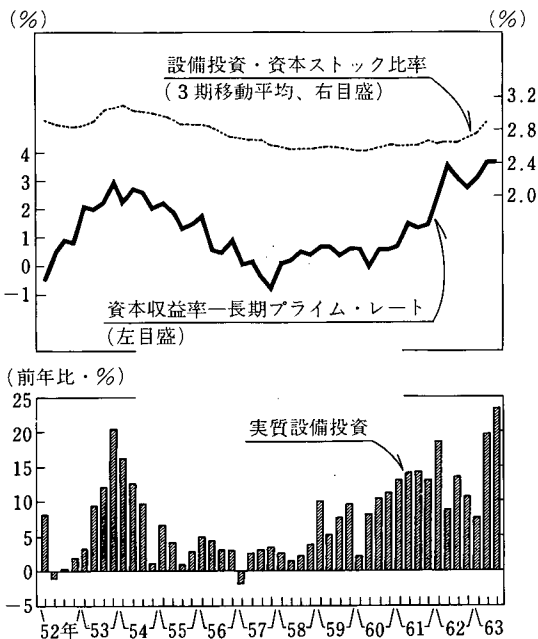
(国内民間需要の基調は強いものの、拡大テンポは緩やかに減速)



すなわち、まず設備投資については、当面はかなりの増勢を示そうが、下期にかけて伸び率は鈍化の方向にあると見込まれる。これを、昭和63年度中、景気拡大の大きな牽引力となった製造業設備投資(図表6)からみると、本年度計画の上方修正幅が大きかっただけに、来年度へのずれ込みもある程度予想され、また企業収益が極めて好調に推移している一方で、稼働率も現在すでにほぼ50年代のピークに達しているうえ、当面はなお上昇を続けるとみられることから、年度前半はかなりのテンポで拡大を続ける公算が大きい。もっとも、企業マインドが極端に積極化する事態を回避しうる限り、一方でこれまで遅れぎみであった設備投資の能力化が徐々に進展し、稼働率も次第に頭打ちとなるとみられるため、年度後半以降製造業設備投資の拡大テンポは、鈍化していく筋合いにある。

(図表7)

## 非製造業設備投資の動向



- (注) 1. 設備投資・資本ストック比率=設備投資/資本ストック  
 2. 資本収益率については、図表6の注参照。  
 3. 設備投資(実質、前年比)は、昭和63年第3四半期を除きGNPベース(63年第3四半期は、大蔵省「法人企業統計」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。ただし、60年度中および62年度中はそれぞれ日本電信電話株式会社、J R 関係各社分を除く(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計」

一方、非製造業(図表7)については、今次景気循環における立上がりは早く、資本ストックはかなり増加しているとみられるが、通信、コンピュータ関連の投資が、金融、流通、運輸等の幅広い部門において依然活発に行われていることに加え、レジャー開発等についても、大型プロジェクトが進展しており、これらの「独立要因」に牽引されるかたちで、高めの伸びを続ける見込みである。この結果、全産業ベースの設備投資は、年度全体としてみると、63年度に比べれば鈍化するものの、引続きかなりの伸びを示すことが予想される。

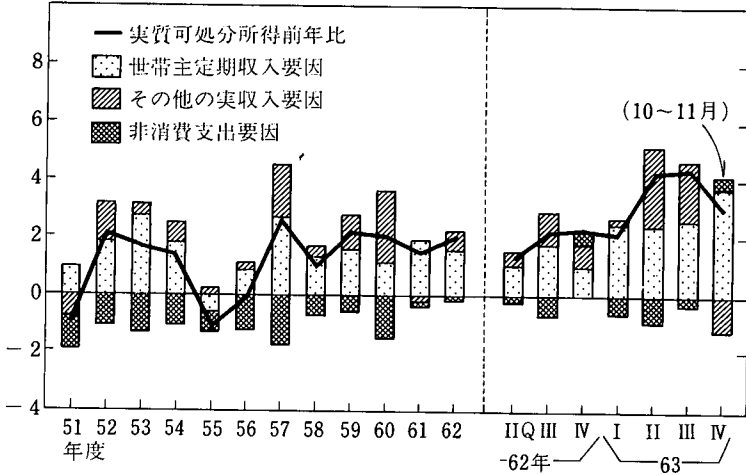
次に家計支出のうち、その大宗を占める個人消費についてみると(図表8)、まず名目可処分所得は、①企業収益の好調と労働需給タイト化から、賃金上昇率が緩やかに

(図表 8)

個人消費の動向

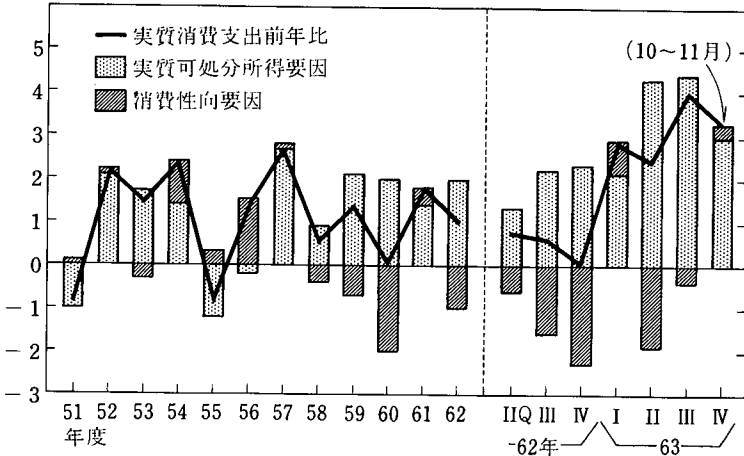
(1) 可処分所得の推移(実質)

(前年比・%)



(2) 消費支出の推移(勤労者世帯、実質)

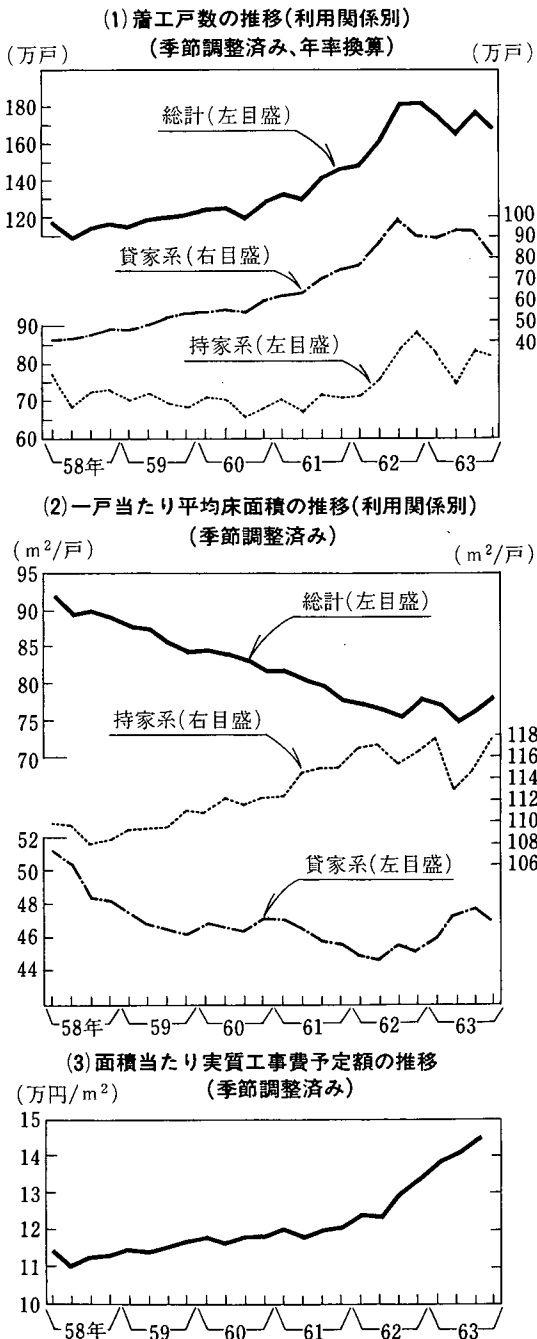
(前年比・%)



(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」

高まること、②雇用の伸びも、景気が急速な立上りをみせた63年度に比べればやや鈍化するにはせよ、引続き着実な増加傾向をたどるとみられること、③所得税減税の効果が次第に顕現化すること、等からかなり高めの伸びを示そう。このため、一方で消費税導入の影響から消費者物価の上昇率が若干高まるとしても、来年度の実質個人消費は、ほぼ本年度並みの増加を示すものと予想される。なお、耐久消費財については、63年中の売れ行きが極めて好調であっただけに、すでに家計の保有するストックはかなり高水準かつ新しくなっているとみられ、伸びが鈍化する公算が大きい。所得が上記のように順調に増大する限り、過去の

(図表9) 住宅投資の動向



- (注) 1. 昭和63年第4四半期は、63年10～11月。  
2. 利用関係別の貸家系は、貸家、給与住宅、持家系は持家、分譲住宅。  
3. 利用関係別の季節調整は、日本銀行調査統計局による。

(資料) 建設省「建設統計月報」

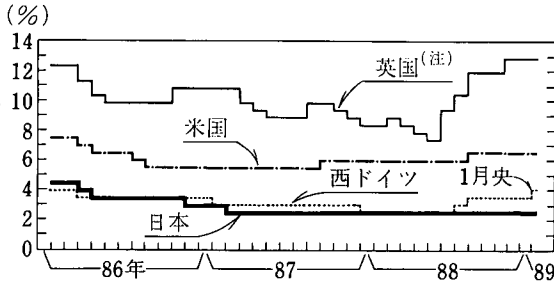
消費拡大局面と同様に、サービス支出等他の費目に対する支出の拡大が予想され、全体としての消費の基調に変調をもたらす可能性は小さいと考えられる。

一方住宅投資(図表9)は、61、62年度に景気の下支えないしリード役となったあと、63年度後半以降は、若干減少傾向を示しているが、来年度も、すでに相当ストックの増大をみている貸家系住宅を中心に、引続きマイルドな調整過程をたどる公算が大きい。もっとも、63年度中に着工した住宅の工事が、建設労働力の不足などあって、相当来年度にずれ込むとみられることに加え、貸家に比べて床面積の大きい持家系住宅の着工減が相対的に小幅にとどまること、さらには新規着工住宅の質的向上がこのところ急速に進展していることなどから、GNPベースの住宅投資は、着工戸数の減少の割には小幅のマイナスにとどまる可能性が高い。

このように、最終需要は全体として堅調な拡大を続けるなかで、徐々に伸びを鈍化させるとみられるが、その間在庫投資については、年度前半に在庫率の復元が進んだあと、総じて最終需要の拡大に見合った程度の積増しが行わ

(図表10)

## 各国の公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

(図表11)

## 米国の実質G N Pの推移

(実質G N P前期比年率、内訳は寄与度・%)

	1986年	87年	88年 1~3月	4~6月	7~9月
実質G N P	2.8	3.4	3.4	3.0	2.5
個人消費	2.8	1.8	2.9	2.0	2.5
設備投資	Δ 0.6	0.3	0.9	1.7	0.5
住宅投資	0.6	0.0	Δ 0.3	0.0	0.2
政府支出*	0.9	0.8	0.2	0.5	Δ 1.1
在庫投資*	0.1	0.2	Δ 2.0	Δ 2.8	0.5
国内需要	3.7	3.2	1.7	1.3	2.6
輸出-輸入	Δ 0.9	0.2	1.7	1.7	Δ 0.1

(注) \*印はCCC(商品金融公社)による農産物買上げを政府支出から控除し在庫投資に加えたベース。

(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

れる可能性が高い。また逆にいえば、これまで思惑的な在庫積増しの動きがほとんどみられず、今後とも一応慎重な在庫投資態度を期待できることが、過去の循環に比べて総需要の振幅がなだらかとなることを期待しうる大きな要因といえる。もっとも、こうした見通しは、価格上昇予想の台頭が未然に抑制され、また企業行動が過度に積極化しないことを前提としたものであり、もし海外物価上昇等を契機に仮需的な在庫積増しの動きが広範化するようなことがあれば、総需要の拡大テンポが一時的にかなり上振れしうることはいうまでもない。

## (2) 海外経済の展望

(海外経済の拡大テンポは幾分鈍化の方向)

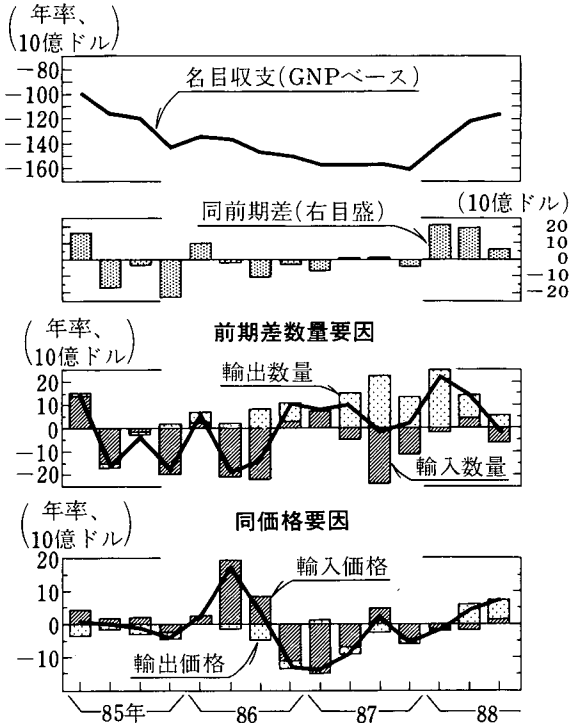
次に海外経済の動向をみると、欧米主要国の経済はかなり腰の強い

拡大局面にあるが、昨年中に各国が導入・強化した引締め政策(図表10)の効果が顕現化してくるとみられることもあって、経済拡大のテンポは次第に幾分鈍化していくものと予想される(詳しくは、調査月報昭和63年12月号掲載論文「世界経済の回顧と展望」参照)。

まず米国経済については(図表11)、これまでのドル安等を契機とした対外競争力の回復から、純輸出は引続きかなりの拡大要因として寄与しよう。しかし、昨春以降金融政策が次第に引締めの度合いを強めてきたことの効果もあって、内需は徐々に鈍化傾向をたどるとみられ、このため、物価上昇圧力が減衰するとともに、このところやや足踏み傾向にあった対外収支(図表12)の改善も、再び進展することが期待される。もっとも、1989年前半については、干ばつの影響の反動も

(図表12)

## 米国貿易収支の要因分解



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

投資が大きな役割を果たしたこともあって、年後半には需給関係がやや緩和することも期待できる。もっとも、先進主要国の稼働率は軒並み80年代入り後最高の水準にあり、目先前半は一段の上昇が見込まれるだけに、当面の世界経済については、大幅な減速が生じるリスクよりも、減速のテンポが不十分なものととどまるリスクの方が大きいと判断されよう。

## (3) 対外収支の展望

(外需は、小幅ながら引続きマイナスの寄与)

対外収支に目を転じると、外需は引続き成長に対してマイナスに寄与するものの、その程度は63年度に比べやや小幅化するものと予想される。

まず、輸出数量については、①海外経済の拡大テンポの鈍化や、海外現地生産の稼働本格化などが抑制的に働く一方で、②為替相場が達観してみれば過去1年以上にわたり比較的小幅のレンジで推移しているため、円高による直接的な輸出需要抑制効果が後退しつつあることや、③直接投資、海外現地生産の拡大に誘発された資本財・部品輸出が引続き高水準で推移すると見込まれること、などの増

加わって、むしろ一時的に拡大テンポが速まることも予想されるだけに、この局面における物価・賃金の上昇加速の抑制が、年後半以降の長い経済成長を実現するか否かの大きな鍵を握っている。

また欧州各国も、国によりそれぞれ若干状況は異なるものの、総じて拡大テンポが鈍化することが期待される。この間、アジアNIEs諸国は、内需が総じて好調であることから、引続き高めの成長を示そうが、輸出がさすがに伸び低下傾向にあるため、そのテンポはやや鈍化しよう。

以上みられるとおり、海外景気は緩やかなスローダウンの方向にあり、またこれまでの拡大に設備

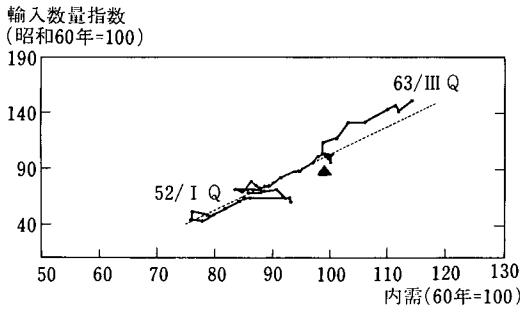
加要因があり、結局緩やかながら増加を示す公算が大きい。

また、輸入面では、上記のように国内需要が全体としてなおかなり高い伸びを維持するとみられることや、後述のように消費財等を中心に製品輸入の浸透が一段と進展するとみられることから、引続き相当高い伸びを見込み得よう。

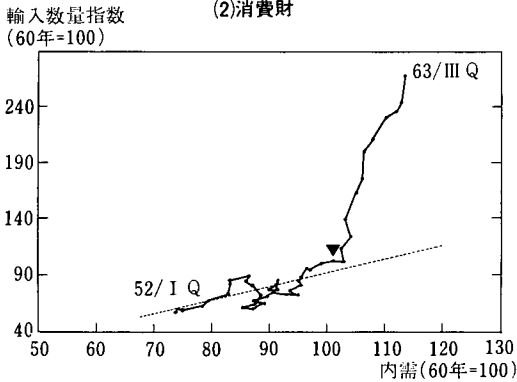
(図表13)

財別輸入数量と内需の推移

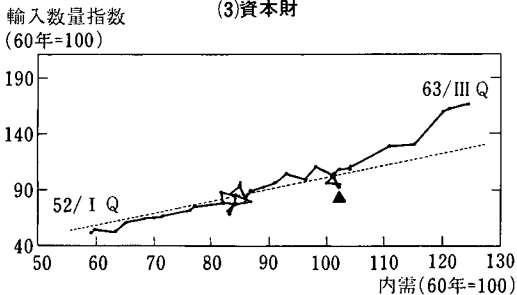
(1)中間財(化学、鉄鋼、非鉄、繊維)



(2)消費財



(3)資本財



- (注) 1. ▲印はプラザ合意<60年7~9月>時点。  
点線は52年I Q~60年III Qまでのトレンド線。  
2. 内需は、鉱工業出荷指数の国内向け出荷と輸入数量を60年時点の金額ウェイトで合成したものの。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、通産省「鉱工業指数統計」

こうした輸出入動向の結果、数量ベースでは引続き黒字が縮小傾向をたどり、外需は成長に対してマイナスの寄与を続けようが、ドルベースの改善幅は、輸出価格の緩やかな上昇と原油価格の落ち着きなどから、小幅にとどまる可能性が高い。

(構造調整は引続き進展)

一方、より長い目で対外不均衡問題を考えるうえで重要な意味をもつ、わが国の経済構造の調整は、引続き着実に進展することが期待される。

まず、輸出面では、製造業海外直接投資の伸びの高さからみて、生産の海外シフトに対する企業の意欲は、むしろ強まりつつあるようにかがわれる。こうした海外現地生産の拡大は、機械・部品等の誘発輸出などを通じて短期的にはむしろ黒字拡大に働く面が強く、事実、62~63年度には、そうした黒字拡大要因が、製品輸出の減少や製品の逆輸入などの黒字縮小要因を上回ったものと推察される。ただ今後については、輸出代替効果がより強く顕現化し、黒字

(図表14)

平成元年度の業種別製品輸入見通し  
(通産省アンケート調査結果)

(回答社数構成比・%)

業 種(回答社数)	製 品 輸 入 額 前 年 比 増 減 率						計
	40%以上	39~30%	29~20%	19~10%	9~0%	減 少	
合 計( 229)	2.2	5.7	13.1	38.4	35.8	4.8	100.0
製 造 業( 134)	2.2	6.0	15.7	32.1	38.1	6.0	100.0
商 社( 29)	0.0	0.0	10.3	58.6	27.6	3.4	100.0
デパート・スーパー( 53)	3.8	7.5	9.4	45.3	30.2	3.8	100.0
そ の 他( 13)	0.0	7.7	7.7	30.8	53.8	0.0	100.0

(資料) 通産産業省「302社の63年度製品輸入見通しおよびわが国メーカーの海外生産輸入の動向について(63年9月調査)」

縮小効果がより前面に出てくるものと期待される。

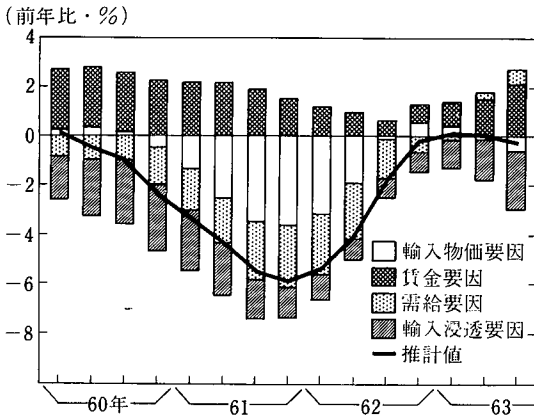
一方、輸入面での構造調整の動きをチェックするために、国内需要と輸入数量の関係を財別にやや詳しくみると(図表13)、①中間財については、61年から62年にかけて、輸入品の国内品に対する大幅な割安化に加え、建設資材需給の一時的な逼迫もあって、輸入がそれまでの両者の関係を示すトレンド線からかなり乖離して急増したが、最近ではこのトレンド線に復帰するかたちでの緩やかな増加に転じているのに対し、②消費財では、61年以降、輸入が内需の拡大テンポを相当上回るペースで増加し、それまでのトレンドから明確に上方乖離する動きを示しており、円高による内外相対比価の大幅な変化を契機として国内品から輸入品への代替が急速かつ不可逆的に進展していることを示唆している。③この間、資本財では、もともとわが国が比較優位を有し、輸入品への代替が困難な品目が多いため、内需と輸入の関係はそれほど大きく変化していなかったが、最近では従来のトレンドを幾分上回る水準で輸入が増加しているのがみてとれる。

これらの動きや、流通業等の直接輸入、開発輸入に対する積極的な取組み(図表14)などからみて、消費財を中心とした輸入製品に対する依存度の上昇は、来年度中も着実に進展するとみてよからう。

#### (4) 物価上昇圧力の評価

次に、物価に関しては、最終財を中心とした製品輸入の浸透が引続きかなりの物価抑制効果をもつと期待されることから(図表15)、原油をはじめとする輸入原材料価格が落ち着いた推移をたどる限り、上昇率が大きく加速することは回避しうるとの展望が可能である。もっとも、以下のとおりそのための条件はかなり厳

(図表15) 国内卸売物価の要因分解



<要因分解式> ( )内はt値  
国内卸売物価(除く電力・ガス・水道、前年比)

$$\begin{aligned}
 &= 1.61 + \sum_{i=0}^4 \alpha_i (\text{輸入原材料価格前年比})_i \text{ 期前} && (1.8) \quad (3.7) \\
 &+ \sum_{i=1}^5 \beta_i (\text{製造業賃金前年比})_i \text{ 期前} && (2.1) \\
 &+ 0.086 (\text{製造業需給判断D.I.}) && (2.0) \\
 &+ \sum_{i=1}^7 \gamma_i (\text{輸入浸透度指数2年前比})_i \text{ 期前} && (-6.2) \\
 &\left[ \begin{array}{l} \sum \alpha_i = 0.060 \quad \sum \beta_i = 0.685 \quad \sum \gamma_i = -0.206 \\ \bar{R}^2 = 0.98 \quad \text{S.E.} = 0.31 \quad \text{D.W.} = 2.13 \\ \text{計測期間: 昭和59年1-3月} \sim \text{63年7-9月} \end{array} \right]
 \end{aligned}$$

(注) 輸入浸透度指数 =  $\frac{\text{加工製品輸入数量指数}}{\text{内需向け出荷指数}}$

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」(63年11月)、労働省「毎月勤労統計」大蔵省「外国貿易概況」、通商産業省「鉱工業指数統計」

しいことも事実であり、物価情勢については今後とも注視を怠れない。

まず第1には、仮に前述のような思惑的な在庫積増しの動きがなくても、当面は稼働率がなお上昇傾向を続けるなど、需給地合いが一層引締まりの方向にあることである(図表16)。第2には、賃金コストの動向である。賃金コストの動向の大きな鍵を握る春闘ベアの帰趨については、なお見極めがたいが、企業収益好調の下では、名目賃金の上昇率は、ボーナスの増加などを通じてベア率を上回るテンポで加速する傾向がある(図表17)。また今後生産の拡大テンポは鈍化せざるを得ないため、63年度下期中に上昇に転じたユニット・レーバークストは、緩やかに伸び率を高める方向にある(前掲図表3)。

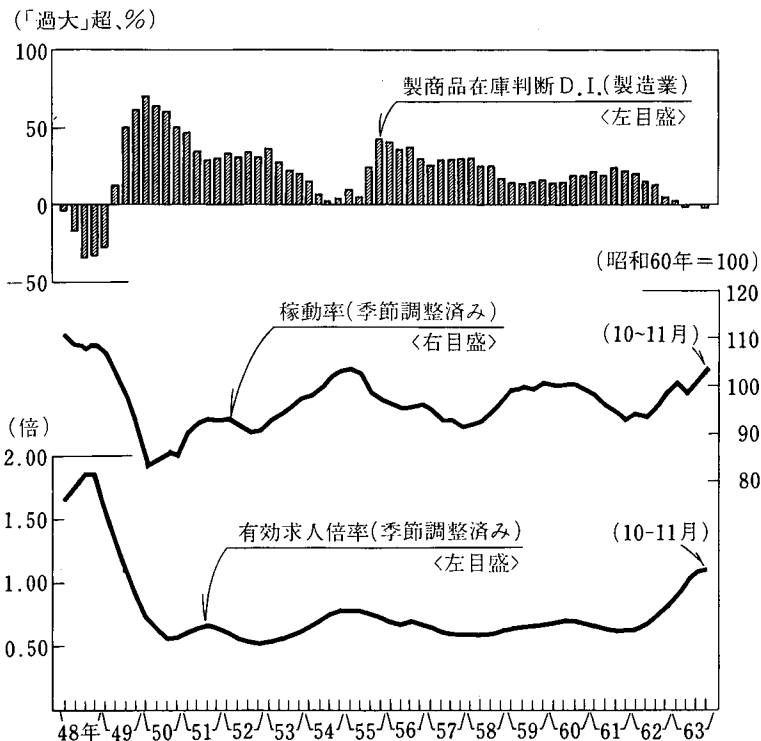
第3に、企業収益については、売上数量の増大から一応増益基調

を維持できようが、上記賃金コストの上昇や減価償却費の増加から、そのピッチはかなり緩やかなものにとどまるとみられ、それだけに、企業の潜在的な価格引上げ意欲は次第に強まることとなろう。とくに、少なくとも年度前半はなおタイトな需給地合いが続くとみられ、また金融も相当緩和した状態にあるだけに、仮にも輸入物価の反転等を契機に、思惑的な在庫積増しが発生すれば、これまでの企業の慎重な価格政策にも変化が生じかねない点には、十分な注意が必要である。



(図表16)

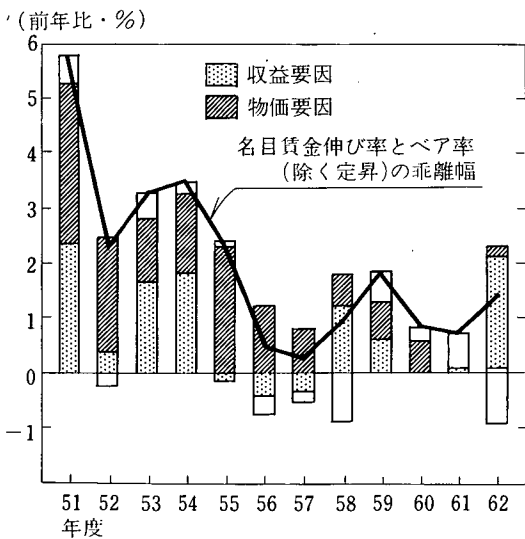
製品・労働需給の動向



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年11月)  
通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

(図表17)

賃金・ベア率乖離の要因分解



<要因分解式> ( )内はt値  
名目賃金伸び率-(ベア率-定界)

$$= 0.06 \times \text{実質収益前年比} \quad (5.9)$$

$$+ 0.30 \times \text{消費者物価指数前年比} \quad (5.9)$$

[ $R^2=0.88$ , S.E.=0.59, D.W.=2.34]  
計測期間：昭和50～62年度

$$* \text{実質収益} = \frac{\text{経常利益}}{\text{GNPデフレータ}}$$

(資料) 労働省「毎月勤労統計」  
総務庁「消費者物価指数」  
大蔵省「法人企業統計」  
経済企画庁「国民所得統計」  
日本経営者団体連盟「春季労使交渉状況調査」

### 3. 最近の金融情勢

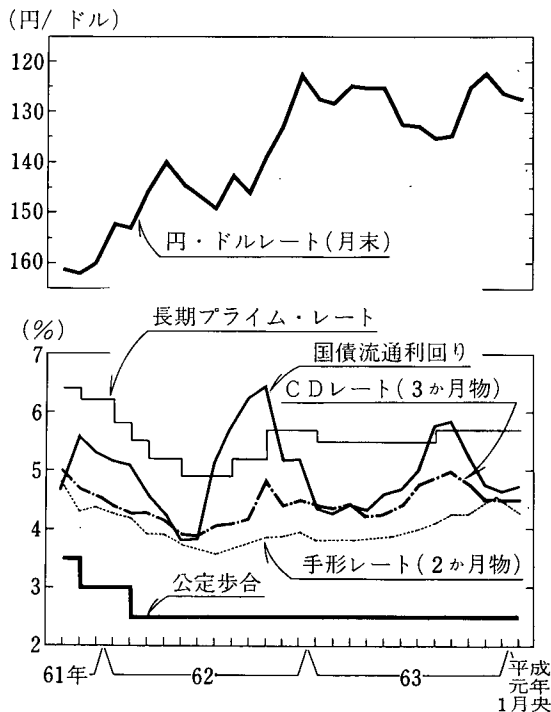
(為替相場はこのところ総じて落ち着いた動き)

最近の円の対ドル相場の動きをみると(図表18)、昭和63年の夏場以降一時円安傾向を示し、9月初には一時137円近くまで軟化した。しかし10月半以降は、米国の対外収支赤字の先行きに対する不安感が再び強まったことを基本的な背景として、ドル安・円高に転じ、11月下旬には東京市場終値ベースでの既往ピークを更新した(11月24日 121.15円/ドル)。もっとも、その後は、米国金融政策の一段の引締め強化が明らかとなるにつれ、幾分円安・ドル高方向の展開となり、更年後は概ね120円台半ばで推移している。

このように、為替相場は、61~62年頃に比べ変動幅は総じて縮小しているものの、引続き十分な注視が怠れない状況にあり、日本銀行としては、相場の急激な変動に対しては、適切な措置を講じていく所存である。

一方、国内金融・資本市場についてみると、まず短期金融市場では、63年春以降、

(図表18) 為替相場・金利の推移



(注) 市場金利はいずれも月中平均。国債流通利回りは国債最長期物の店頭指標充気配。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

、手形等インターバンク金利が緩やかに上昇する一方、CD等オープン市場金利は急上昇し、両者の乖離が目立っていた。こうした状況下、日本銀行は11月以降、1か月未満の手形オペによる市場調節の導入等を内容とする、市場運営方式の見直しを行ったが、その結果両者の乖離はほとんど解消をみた。その後、年末・年始にかけては、季節的な資金需給地合いを反映して一高一低を示しているが、基調としては、景気の拡大、貸出の伸長等を背景に、強含みがちの展開となっている。

この間、長期金利は、為替円高や短期市場金利の低下を背景に秋口以降、緩やかに低下したあと、

12月中旬以降、海外主要国の金融引締め強化や円相場の反落を受けて上昇に転じている。

(マネーサプライの動向とその評価)

金融の量的指標であるマネーサプライ(M<sub>2</sub>+C D平残前年比、図表19)は、63年1～3月に+12.1%と約9年ぶりに12%台を記録したあと、4～6月+11.3%、7～9月+10.9%、10～12月+10.6%と緩やかに低下してきた。このように、マ

(図表19)

マネーサプライと流通速度の動向

(1) マネーサプライの推移

(前年比・%)

	M <sub>1</sub>	準通貨	C D	M <sub>2</sub> +CD	(参考) 銀行券
	60年度	4.5	9.9	18.5	8.7
61年度	8.4	9.2	Δ 4.0	8.6	8.4
62年度	10.2	11.7	8.7	11.2	10.5
62年4～6月	11.3	9.4	12.3	10.0	10.9
7～9	11.4	10.0	25.4	10.8	10.2
10～12	9.0	13.3	2.2	11.8	10.4
63年1～3	9.2	13.8	Δ 4.0	12.1	10.7
4～6	9.1	12.7	Δ 0.2	11.3	12.3
7～9	6.5	13.2	Δ 2.8	10.9	10.5
10～12	P 8.9	P 10.7	P 24.1	P 10.6	9.7
63年12月残高 (兆円)	P 114.7	P 292.8	P 10.8	P 418.3	29.8

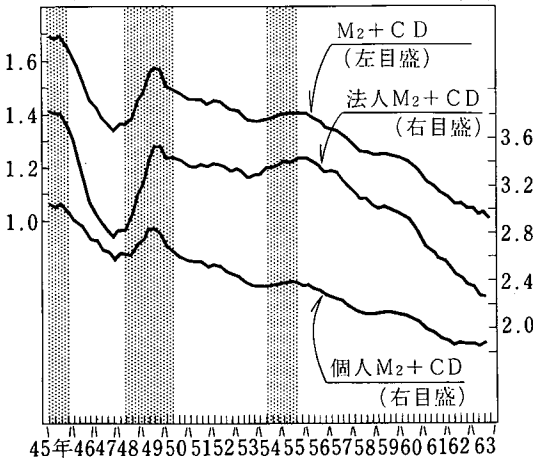
(注) Pは速報。

(2) マネーの流通速度

— 名目総需要 / M<sub>2</sub>+C D平残

(回/年)

(回/年)



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

ネーサプライの前年比伸び率は、高水準ながらも一頃より低下しているが、その背景を通貨需要面からみると、①景気の拡大テンポが、一頃に比べれば幾分減速したことに伴い、实体经济活動に伴う取引需要の伸びが鈍化していることの寄与が大きく、また②最近金利水準がかなり安定しているため、それまでの金利低下に伴うマネー押上げ圧力が漸次減衰していること、③不動産・株式等の資産取引にかかるマネー需要も、総じて落ち着き傾向にあること、も寄与している。一方、これを通貨供給面からみると、不動産取引の落ち着き等から、インパクト・ローンを含めた金融機関の対民間向け総貸出の寄与が緩やかに低下してきたことが主因である。

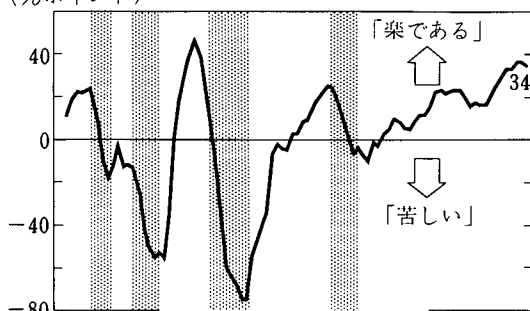
目先本年1～3月のマネーサプライについて、通貨需要面から展望してみると、一方で名目総需要の前年比伸び率は鈍化するとみられるが、他方で不動産・株式等の取引は、株価急落の影響から低調

であった前年同期を上回る見込みであり、また金利も秋口以降の低下からマイナス寄与を縮小する可能性が大きい。また与信面からみると、金融機関の貸出意欲が根強いなかで、景気拡大を背景に、中堅・中小企業向け貸出の増加、個人ローンの高水準持続が予想される。これらの結果、マネーサプライ伸び率は引き続き10%台の伸びを示すものとみられる。

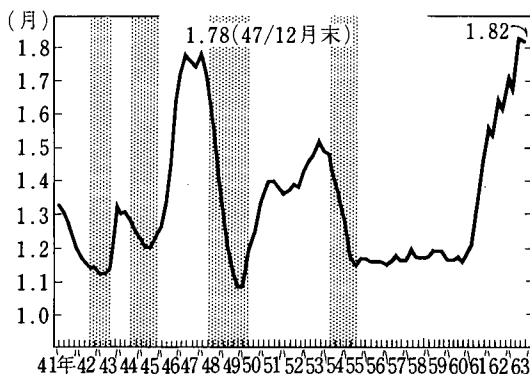
次に、マネーサプライの伸びを実体経済との関連で評価するため、 $M_2 + CD$ の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)をみると、63年7~9月に名目総需要の著伸から一時的に上昇をみたものの、10~12月には緩やかな低下傾向に復帰した模様であり、本年1~3月も低下し続ける見通しである。このように流通速度が依然低下していることは、①長期にわたる金融緩和の下で、実体取引に用いられていないという意味でのマネーの「不活動残高」がすでに累増しているが、②それにもかかわらず、新規のマネー供給が、景気拡大に伴う取引需要の増加以上に増加するという、これまでの構

(図表20) 企業金融関連指標の推移

(1) 資金繰り判断D.I.  
(「楽である」-「苦しい」、全産業)  
(%ポイント)



(2) 手元流動性比率 (季節調整済み、全産業)



(注) シャド一部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(昭和63年11月)

に増加するという、これまでの構図に基本的な変化がないことを意味している。この点、企業金融指標をみても(図表20)、引緩み傾向が続いており、「主要短観」による全産業の手元流動性比率は、既往ピークを記録した6月末水準(1.83か月、過去のピーク、47年12月1.78か月)の前後で推移している。

このように、マネーサプライの前年比伸び率は、このところ一頃に比べればやや低下しているが、容易に実体取引に転用しうるマネーの「不活動残高」は依然累増を続けており、また当面目立って鈍化する可能性も小さい。こうしたマネーサプライの増勢に示される金融の緩和状況については、すでにみた実体経済との関連で、長い

目でみて物価の安定を確保していくとの観点はもとより、金融・資本市場への攪乱を防止していくとの見地からも、今後とも十分注視していく必要がある。

#### 4. 今後の留意点と政策課題

以上のように、来年度は、物価が緩やかながら上昇に転じるという問題はあるものの、一応はそれを小幅にとどめ、また息の長い景気拡大につながる姿を展望できる。しかしながら、そのようなシナリオの実現性については、海外要因や今後の企業行動が望ましい展開を示すことに大きく依存していることを忘れてはならない。

(海外要因に絡むリスク)

まず、海外経済に絡む大きなリスクは、米国をはじめとする主要国経済の減速が遅れたり、あるいは不十分にとどまる可能性である。この場合には、すでにこれまでの主要国経済の同時的拡大から、世界的にみた製品需給地合いが相当タイト化

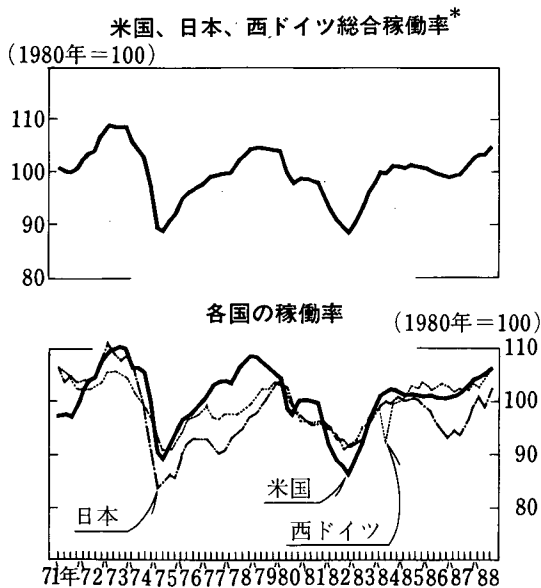
している(図表21)だけに、グローバルな供給力不足が表面化する恐れが否定できず、原油ほかの原材料価格に対しても押上げ要因として作用しかねない。

先にみたように、賃金コストが上昇に転じるなかで、わが国が大枠としてはなお物価の安定を維持する姿を想定できるのは、輸入品の浸透が国内価格上昇に対する歯止めとして作用するためである。もしこの歯止めが、海外から緩むようなことがあれば、後述する内生的なリスクとも併せ、以上で検討してきたシナリオが崩れる可能性を無視しえない。

一方、仮に海外景気が減速する場合を考えても、内需の腰が極めて強いことや、輸出依存度がす

(図表21)

米国、日本、西ドイツの稼働率の推移



\* 総合稼働率は、米国、日本、西ドイツの稼働率を各時点のGNPウエイト(1980年ドル価格表示)で合成したもの。

(資料) 日 本：通商産業省「鉱工業指数統計」  
米 国：米国連邦準備制度「Federal Reserve Bulletin」  
西ドイツ：Ifo 経済研究所「Konjunkturtest」

に相当低下している(製造業輸出／売上高比率<主要短観>昭和59年度25.4%→63年度<計画>20.8%)ことを考えると、この面からわが国景気の上昇傾向が反転するリスクは小さいとみられ、その意味で、海外景気の動向については、景気面よりむしろ物価面から注視していく必要があるといえよう。この点、世界的な物価上昇は、金利の過度の上昇を招き、その面から金融・資本市場の不安定性を拡大しかねないだけに、物価上昇の加速を未然に防ぐことは、本年度から来年度にかけての、わが国を含めた主要国間の政策協調の大きな要となろう。

(内生要因に絡むリスク)

一方、わが国景気の内生的なメカニズムに関しては、現在の上昇力の強さや企業マインドからみて、早期に息切れするリスクはかなり小さいとの判断が可能である。反面、最近の需要好調から、企業の設備投資姿勢が一段と積極化したり、思惑的な在庫積増しが生じることを通じて、本年度後半から来年度前半にかけて、望ましい減速が実現しない場合には、物価の上昇が加速するばかりでなく、来年度後半以降、景気が調整局面入りするリスクが高まることについては、十分な留意が必要であろう。その意味で、当面、需給が一段とタイトとなるなかで、企業の在庫、設備投資マインドが過度に強硬化しないか、注意深く見守っていくことが肝要と思われる。

以上に加え、消費税の導入に伴い期待インフレ率が上昇しかねないこと、さらには、金融情勢が引続き極めて緩和した状況にあることなどを勘案すると、物価を巡る環境が次第に厳しくなることは否定しがたい。それだけに、ミクロ政策面では、消費税導入に伴う便乗値上げ防止はもとより、引続き各種規制の緩和や公共料金の引下げなどの面で、粘り強い努力が必要であろう。一方、マクロの金融財政政策については、現在景気が下降に向かうリスクよりも、十分に減速しないリスクの方が大きいことを踏まえ、海外景気の上振れや、企業行動の行過ぎ等から物価情勢に問題が生じた場合には、機動的に対応することが必要である。そうした政策運営が、結局は息の長い内需の拡大に寄与し、国際的な政策協調の精神にも沿うものである。日本銀行としては、こうした観点から、万が一にも物価安定の基礎を損なうことのないよう、引続き適時適切に対応していく方針である。