

情勢判断資料（平成2年秋）

——わが国金融経済の分析と展望——

〔要 旨〕

1. わが国の経済は、設備投資、個人消費等の国内需要を中心に堅調な足どりを続けている。また、鉱工業生産はこのところ伸びを高めており、企業収益も製造業・加工業種や非製造業を中心に増益基調にある。この間、需給面をみると、製品需給がかなりの引締まり地合いを持続しているほか、労働需給については企業の人手不足感が一層強まりつつある。

物価面では、原油価格の急騰による関連品目の値上がりから卸売物価を中心にやや上昇率が高まっているが、原油関連品目を除けば総じて落ち着いた動きが続いている。一方、対外面では、貿易収支、経常収支とも引続き黒字縮小傾向にある。

2. 本年度下期のわが国経済については、中東情勢が流動的であるだけに不透明な要素が少なくないが、今後の展望にあたっての最大の注目点は、わが国経済が原油価格の高騰、金利の上昇、株価の下落といった経済環境の変化の下で、物価面ではホームメイド・インフレの発生を回避しつつ、内需中心の景気拡大基調を持続するかどうかという点であろう。

こうした点を検討するため、まず海外経済の動向をみると、国際原材料品市況については、原油・同関連品目はイラクのクウェート侵攻を契機に急騰しているが、その他の品目は世界経済の拡大テンポ鈍化などから比較的落ち着いており、当面目立った上昇は予想し難い。実体経済については、米国は当面減速傾向を続ける可能性が大きいほか、欧州、アジア諸国についても原油価格の高騰などが総需要を抑制するものとみられる。その他の非産油途上国や東欧諸国においても、原油価格上昇に伴い景気減速や対外収支の悪化などが予想される。

3. わが国の景気動向を展望すると、今後設備投資や住宅投資の減速から成長のスピードが徐々に鈍化してくることが考えられるが、当面今年度下期については、先行指標等からみて足もとの景気の強さが急変することは見込み難く、2年度全体としては高めの成長を持続する可能性が強い。

すなわち、需要面の動向については、設備投資は機械受注、建設受注等の先行指標の動きなどからみて高めの伸びが続くものとみられる。個人消費は、物

価情勢が急変しない限り所得の安定的な伸びを背景に堅調な推移を続ける見通しにある。住宅投資については、新設住宅着工は金利上昇の影響などからスローダウンの傾向が強まろうが、GNPベースでの減速は緩やかにとどまる見通しである。政府支出は、全体としてみれば景気中立を維持する見込みにある。

この間、労働需給はかなりの逼迫状態が続き、賃金は上昇率が高いまま推移することが予想される。

下期の卸売物価については、原油高の影響が石油関連製品に浸透していくことを主因に、上昇率がやや高まる展開が見込まれる。こうした中で、原油関連を除く基調的な物価動向についても、需給面で全般にタイトな状態が継続するとみられる中で既往の人件費や物流費の上昇を製品価格に転嫁する動きも根強いいため、引続き注意が必要であろう。消費者物価についても、同様に上昇率が次第に高まる可能性が高い。

この間、対外面では、貿易収支、経常収支とも原油輸入価格の上昇が加わることもあって縮小傾向を強めよう。

4. 次に、金融面に目を転ずると、国内金融市場では原油価格上昇などを背景に長・短市場金利ともかなり上昇した。もっとも、10月に入ってから長期市場金利は反転低下している。また、株式市場についても、中東情勢の緊迫化などを受けて10月初にかけて急落したが、このところ幾分落ち着きを取り戻している。この間、為替相場をみると、米国の景気減速や内外金利差の縮小などから円高化している。

一方、マネーサプライは、7～9月以降税揚げの増加や金融機関貸出の伸び鈍化などから前年比伸び率がやや低下している。もっとも、伸び率の水準自体は実体経済の成長テンポと比べてなお高く、今後ともその動向については注意が怠れない。

5. 前2回の石油ショックの経験に照らしてみれば、現時点でまず必要なことは企業・家計にインフレ心理が拡がるのを抑え、基調的なインフレ率が上昇するのを防ぐことである。それによってこそ、その後の経済成長率低下のリスクを最小限にとどめることが可能となろう。

こうした認識に立ち、金融政策については、これまでの利上げ効果の浸透状況を注意深く見守りつつ、物価の安定を基軸に据えた慎重な運営を図っていく方針である。

〔目 次〕

- | | |
|-----------------------|---------------|
| 1. 最近の経済情勢 | (2) 国内経済の動向 |
| （景気は拡大基調を継続） | （景 気 動 向） |
| （物価は原油関連品目を除き落ち着いた動き） | （物価面の動向） |
| （対外黒字は縮小傾向） | （対外収支面の動向） |
| （第5次公定歩合引上げ） | 3. 最近の金融情勢等 |
| 2. 平成2年度下期経済の展望 | （金融・資本市場の動向） |
| （1）海外経済の動向 | （為替市場の動向） |
| （国際原材料品市況の動向） | （マネーサプライの動向） |
| （海外の実体経済動向） | （当面の政策運営面の課題） |

1. 最近の経済情勢

わが国経済は昭和61年11月をボトムとして回復に転じたあと拡大基調を継続しており、これまでのところ設備投資、個人消費等の国内需要を中心に堅調な足どりを続けている。この間、本年8月初のイラクのクウェート侵攻に端を発した原油価格の高騰に加え、金利上昇および株価下落等が相まち、わが国経済を巡る環境は夏場を境に大きく変化している。

こうした金融経済環境の変化が、今後のわが国経済にどのような影響を及ぼしてくるのかが注目されるが、以下ではまず、これまで発表された経済統計等をもとに、最近における経済情勢を概観することとしたい。

（景気は拡大基調を継続）

わが国の最近の景気動向を、まず実質G N P成長率でみると、4～6月は経常海外余剰の反動減から前期比年率+3.6%と伸びが小幅になったが(元/10～12月、同+3.4%→2/1～3月、同+11.4%)、国内需要だけをとってみると、同+9.9%(元/10～12月、同+7.5%→2/1～3月、同+5.5%)と伸びは一段と高まり、夏場にかけて力強い拡大歩調をたどってきたことがうかがわれる。

その後の各種経済指標をみても(図表1)、輸出数量が緩やかな増勢をたどっているほか、内需も拡大基調を継続している。設備投資関連では機械受注、建設工事受注といった先行指標が引続き高い伸びを示しており、個人消費も、小売売上高やレジャー関連支出の動向などにみられるように堅調を続けている。また、新設住宅着工戸数も5月をピークにやや減少しつつあるとはいえ、分譲マンション

(図表1)

景 気 の 足 取 り

	平成元年 4～6月	7～9月	10～12月	2 年 1～3月	4～6月	7～9月
実 質 G N P (前期比、年率・%)	Δ 3.0	12.1	3.4	11.4	3.6	n.a.
鉱 工 業 生 産 (前期比、%)	0.3	Δ 0.1	0.8	0.8	1.9	(7～8月) 1.8
第3次産業活動指数 (前期比、%)	Δ 1.9	3.5	1.9	0.5	1.2	n.a.
全産業業況判断 D.I. (「良い」-「悪い」、%)	41	39	38	37	36	37
製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く石油精製)	6.08 (元/上期)		6.10 (元/下期)		〈予 測〉 6.03 (2/上期)	〈予 測〉 5.99 (2/下期)
全産業雇用判断 D.I. (「過剰」-「不足」、%)	Δ 22	Δ 27	Δ 35	Δ 40	Δ 37	Δ 41
機 械 受 注 (前期比、%)	7.2	3.0	6.2	Δ 1.6	0.4	(7～8月) 10.1
建 設 工 事 受 注 (前年比、%)	21.7	22.7	6.5	36.4	31.1	(7～8月) 23.0
全国百貨店売上高 (前年比、%)	2.9	9.7	10.6	4.6	16.6	(7～8月) 9.9
新設住宅着工戸数 (季節調整済み、万戸)	168	167	166	169	178	(7～8月) 172
公 共 工 事 着 工 額 (前年比、%)	Δ 3.1	6.4	3.1	17.0	1.9	(7～8月) 11.6
国 内 卸 売 物 価 (前期比、%)	2.2	0.6	Δ 0.4	0.1	0.3	0.7
東 京 消 費 者 物 価 (前期比、%)	2.2	0.0	0.9	0.5	1.2	0.2
経 常 収 支 (季節調整済み、億ドル)	140	142	92	153	80	(7～8月) 72
対名目GNP比率 (%)	2.0	2.0	1.3	2.2	1.2	n.a.

(注) 1. 業況判断 D.I.、売上高経常利益率、雇用判断 D.I. は、日本銀行「企業短期経済観測調査」(2年8月)による(売上高経常利益率は主要企業、その他は全国企業)。

2. 機械受注は、船舶・電力を除く民需。

3. 新設住宅着工戸数は、季節調整後年率換算の計数。また、2年7～9月は7～8月の年率換算。

4. 経常収支は、季節調整後の計数。また、2年7～9月は7～8月の四半期換算。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「通産統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」(2年8月)等

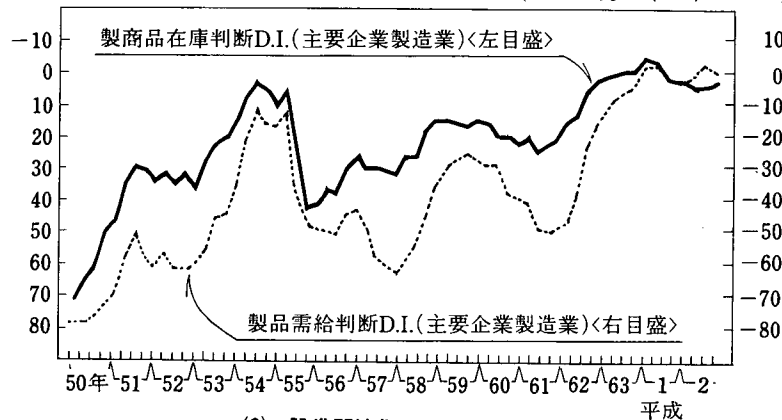
着工の高い伸びなどに支えられて依然高い水準を続けている。さらに、公共投資も収収好調を背景とする地方自治体の積極的な姿勢などを反映して、内需の押上げに寄与している。

こうした状況の下で、鉱工業生産は4～6月以降伸びを高めており、企業収益

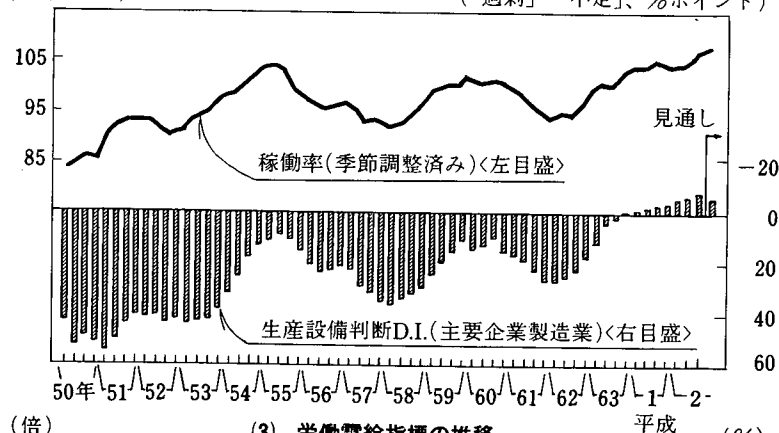
(図表 2)

製品・労働需給の動向

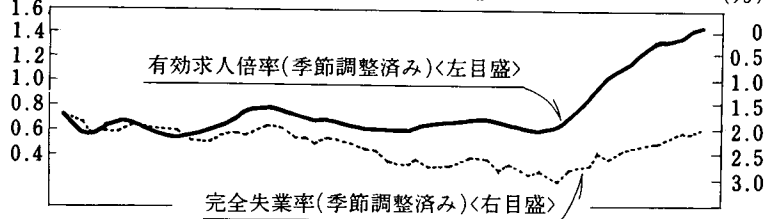
(「過大」-「不足」、%ポイント) (1) 製品需給指標の推移 (「需要超過」-「供給超過」、%ポイント)



(2) 設備関連指標の推移 (60年=100) (「過剰」-「不足」、%ポイント)



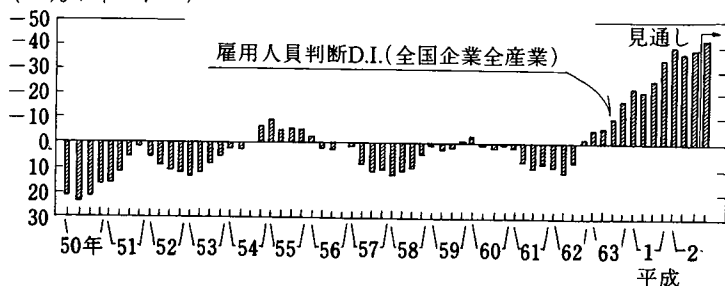
(3) 労働需給指標の推移 (倍) (%)



(注) 有効求人倍率、完全失業率の直近値は2年7～8月の平均。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」(2年8月)、労働省「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」、通商産業省「鉱工業指数統計」

(「過剰」-「不足」、%ポイント)

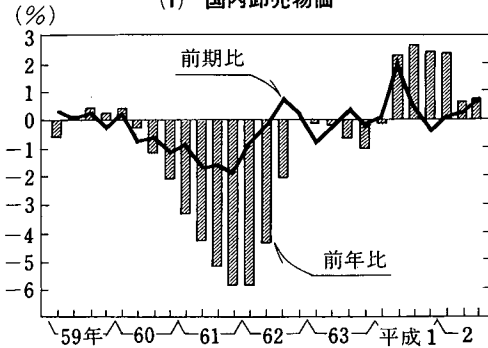


についても製造業・加工業種や非製造業(除く電力)を中心に2年度も増益を続ける見込みである。本年8月実施の日本銀行「企業短期経済観測調査」(以下8月短観)により企業マインドの状況をみると^(注1)、業況判断D.I.(主要企業)の

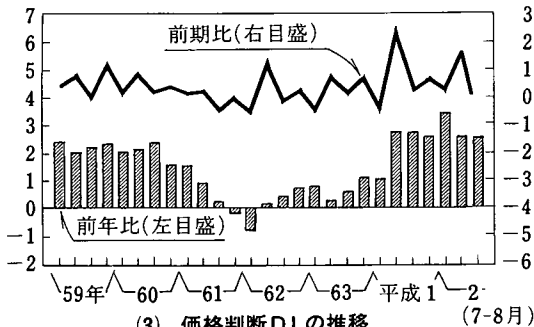
(図表3)

物 価 の 動 向

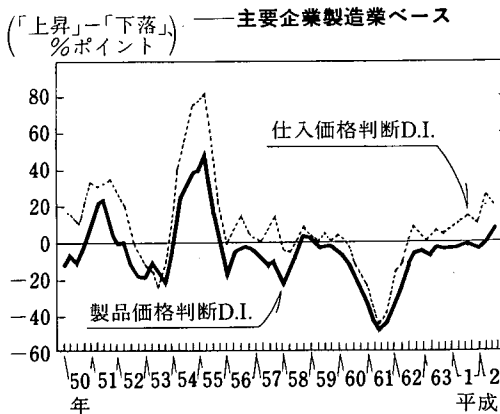
(1) 国内卸売物価



(2) 消費者物価(全国) (前期比・%)



(3) 価格判断D.I.の推移



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」
総務庁「消費者物価指数」

「良い」超幅は、製造業・素材業種で引続き若干後退しているものの、総じてかなりの高水準を維持している。

この間、需給面をみると(図表2)、製品需給がかなりの引締まり地合いを持続しているほか、労働需給についても業種・企業規模を問わず人手不足感が一層強まりつつある。ちなみに、労働関連指標をみても、有効求人倍率が極めて高い水準で推移する一方、完全失業率は低いレベルが続くなど、近年にない需給逼迫の状況がうかがわれる。

(物価は原油関連品目を除き落ち着いた動き)

次に物価面をみると(図表3)、高値原油の入着に伴う原油関連品目の上昇から、卸売物価を中心に足もとやや上昇率が高まっているが、原油関連品目を除けば総じて落ち着いた動きが続いている。

国内卸売物価については、今春来人件費、物流費高等を背景に加工食品や一般機器などの値上げが続いていることに加え、夏場の季

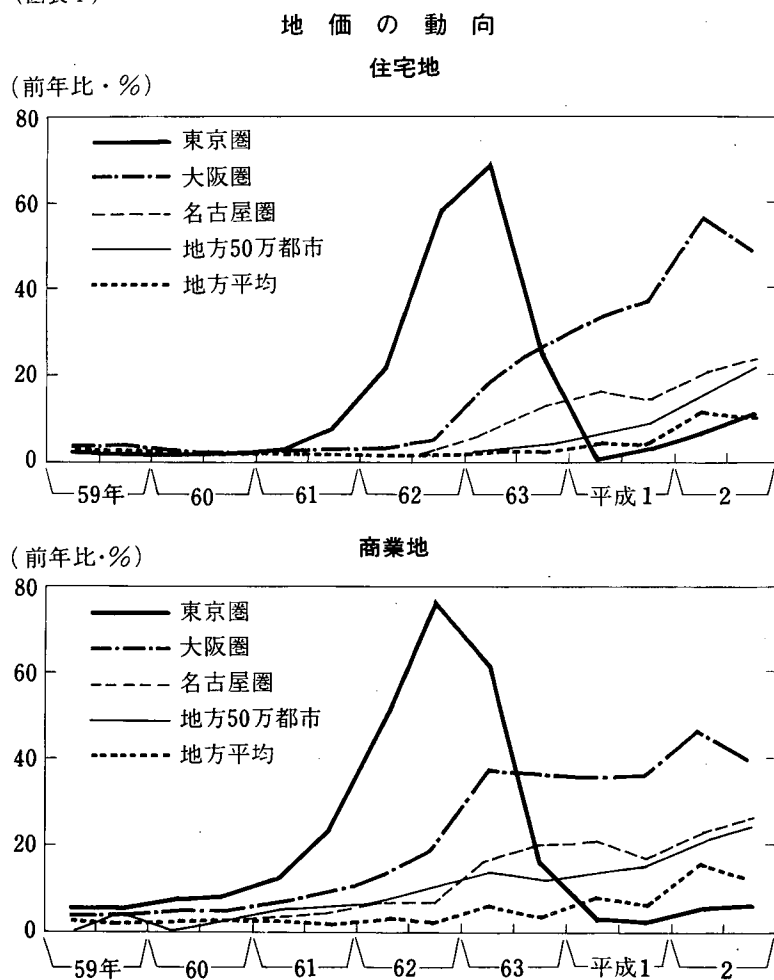
(注1) 調査にあたっては、原油高に伴う経済環境の変化を受けて、8月半ばにかけて企業に対し再ヒアリングを実施した。

節的な電力料金の上昇(7月)や猛暑に伴う食料用農畜産物の値上がりもあって、7、8月は上昇幅がやや拡大した(前月比各+0.4%、+0.2%)あと、9月については、石油製品の値上がりが加わって前月比+0.5%の上昇を記録した。

また、消費者物価については、人件費などの上昇からサービスや加工食品などの製商品の価格が微騰傾向にあるうえ、夏場の猛暑の影響から生鮮食品が値上がりしたこともあって、小幅ながら上昇が続いている。なお、石油関連製品の値上がりについては、早めのスピードで浸透し、9月半ばから徐々に末端まで及び始めている。

この間、地価の動向をみると、9月に発表された都道府県地価によれば(図表4)、本年に入って騰勢が幾分鈍化しているとはいえ、なお高い伸びを続けており、とくに地方都市の地価が上昇してきた姿がうかがわれる。

(図表4)



(資料) 国土庁「公示地価」「都道府県地価」

(対外黒字は縮小傾向)

対外収支(ドルベース、季節調整後)の動きをみると(図表5)、4～6月の貿易収支は、前期(1～3月)に乗用車、船舶等の輸出が集中したことの反動もあって、黒字幅が大きく縮小した。8月は、黒字が一時的にやや拡大したが、今後は原油輸入価格の上昇の影響も加わるため、貿易黒字は引続き縮小傾向をたどるものと予想される。また、経常収支についても、4月以降は1～3月急増した投資収益の受取りが落込んでいることもあって、黒字の縮小基調が続いている。

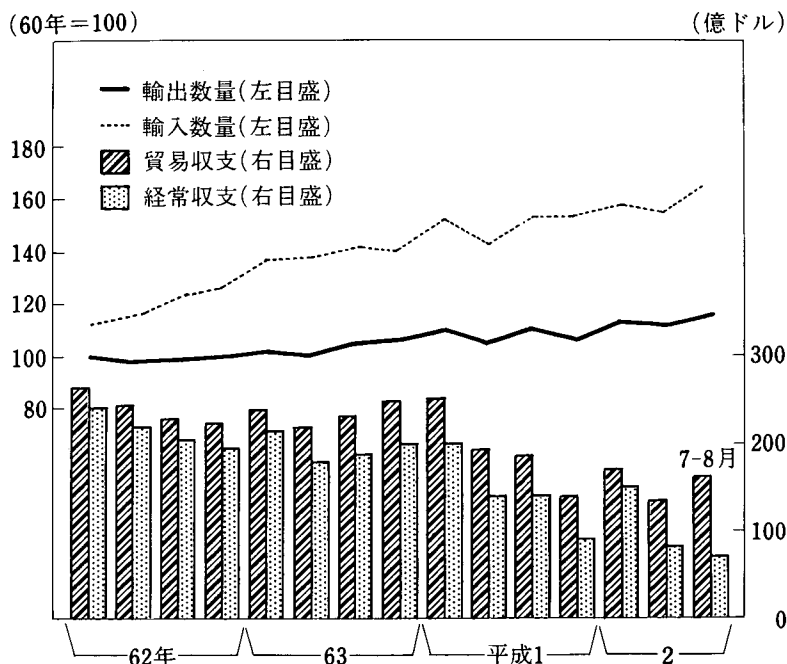
(第5次公定歩合引上げ)

このような金融経済情勢の中で、日本銀行は8月30日公定歩合を0.75%引上げる(5.25%→6.00%)ことを決定(同日から実施)したが、今回の措置は、以上のような国内景気、労働需給、物価、マネーサプライの動きに加え、原油価格の上昇をも勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保し、インフレ抑止に対する姿勢をより明確にすることが必要との判断に立って、実施したものである。

(図表5)

対 外 収 支 の 動 向

——季節調整値



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」

2. 平成2年度下期経済の展望

本年度下期のわが国経済については、中東情勢が流動的であるだけに不透明な要素が少なくないが、今後の展望にあたっての最大の注目点は、わが国経済が原油価格の上昇をはじめとする経済・金融環境の変化の下で、物価面ではホームメイド・インフレの発生を回避しつつ、内需中心の景気拡大基調を維持しうるのか否かという点であろう。

以下では、この点を念頭に置きつつ当面の内外経済の姿を展望したい。

(1) 海外経済の動向

(国際原材料品市況の動向)

まず、国際原材料品市況についてみると、原油価格は、イラクのクウェート侵攻(8月2日)を契機に急騰し、指標油種である北海ブレント原油で一時1バレルあたり40ドル台にまで上昇、本年半ばの安値に比し2倍程度の水準に達した(2年6月末16.5ドル/バレル→10月10日40.35ドル/バレル→10月23日現在28.45ドル/バレル、図表6)。また、ナフサ、軽油などの石油製品の国際市況も同様の動きをしているが、各国製油所の生産能力の限界もあって上昇のピッチは原油を上回る勢いとなっている。

一方、石油関連以外の品目については、世界経済の拡大テンポ鈍化や好天に伴う穀物類の収穫向上等から需給が総じて安定した推移をたどっているうえ、各国の金融当局が全般的な物価水準の上昇を抑止する姿勢をみせていることもあって、投機的な取引も鎮静しており、当面目立った上昇は予想し難い。

(海外の実体経済動向)

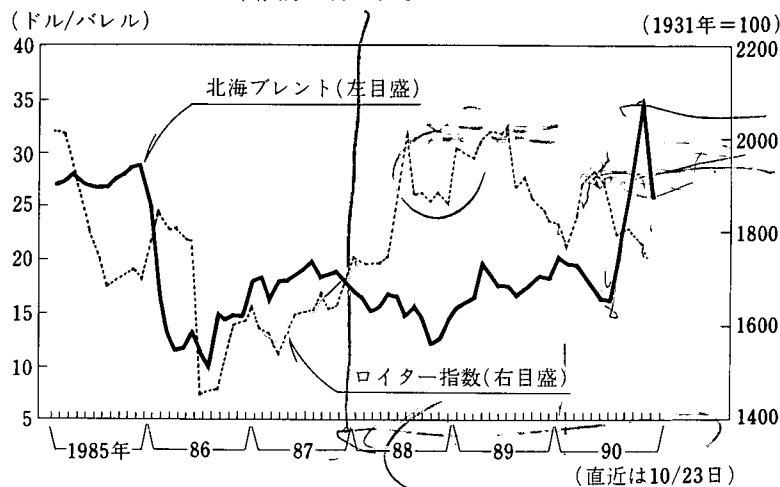
次に、海外の実体経済の動向についてみると(図表7)、先進主要国では、原油価格の上昇にもかかわらず家計や企業の行動が落ち着いているため、これまでのところ一般物価水準の急速な上昇はみられていない。もっとも、米国、ドイツ、イタリア等でガソリン、軽油等石油関連製品および航空・陸運運賃などに価格引上げの動きがみられるほか、米国では消費者のコンフィデンスにかげりがうかがわれるなど、原油価格上昇の実体経済への影響が徐々に拡がる徴候がみられ始めている。先行きについては、中東情勢に左右される面が大きいが、世界経済の拡大テンポは鈍化していく可能性が強い。

すなわち、米国経済では、4～6月以降景気減速傾向が明らかになっている。先行きについても、輸出が底固い動きを続けるとみられるものの、個人消費は、

(図表 6)

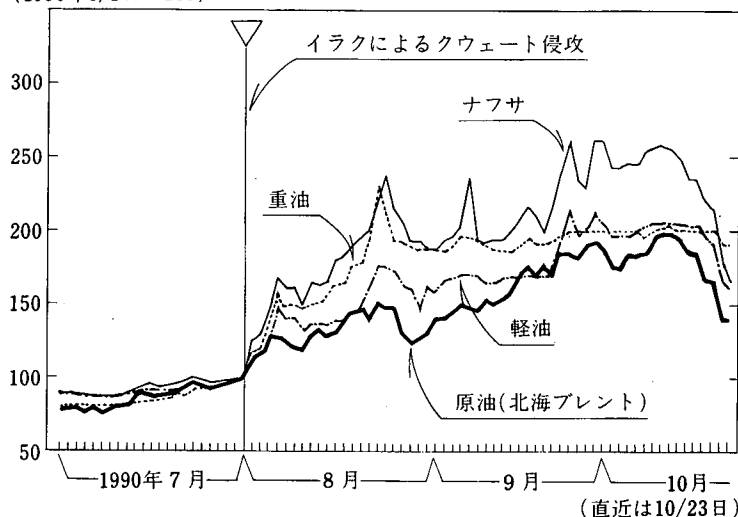
国際原料品市況の動向

(1)国際原料品市況の推移



(2)原油価格・石油製品価格の推移

(1990年8/1日=100)



(注) 原油(北海ブレント)はロンドン市場、石油製品はシンガポール市場のそれぞれのスポット価格。

実質可処分所得の伸び率鈍化や消費者心理の冷込みなどからスローダウンしていく可能性が高い。また住宅投資についても、年初来の長期金利上昇の影響から低水準で推移する公算が大きい。こうしたことから、景気は当面減速傾向を続ける可能性が高いものとみられる。

この間、物価面をみると、原油価格上昇から生産者物価、消費者物価とも上昇率は当面高めに推移していく見通しにある。

次に、欧州経済については、英国、イタリアなどでは高金利の影響もあって国

(図表 7)

海外主要国の景気・物価動向

(1) 実質G N P の推移

(前年比・%)

	1987年	88年	89年	90/1 Q	90/2 Q
米 国	3.4	4.5	2.5	1.7	0.4
内 需(寄与度)	3.1	3.4	2.0	0.5	1.3
外 需()	0.3	1.1	0.5	1.2	- 0.9
E C	2.9	3.9	3.3	3.2	n.a.
西 ド イ ツ	1.6	3.7	3.9	4.5	3.4
フ ラ ン ス*	2.4	3.9	3.6	2.6	n.a.
英 国*	4.7	4.5	2.2	1.6	2.8
ア ジ ア N I E s	12.5	10.1	6.4	n.a.	n.a.
韓 国	13.0	12.4	6.7	10.1	9.7
台 湾	11.9	7.8	7.3	6.8	5.1

*印はG D P

(資料) 各国政府統計、E CはOECD資料、
アジアNIEsは1988年のG N Pウエイトにて算出。

(2) 物価の推移

(前年比・%)

		1987年	88年	89年	90/2 Q	90/3 Q	最 近
米 国	生産者物価(最終財)	2.1	2.5	5.1	3.3	4.8	5.9(9月)
	<同・除く食料品・エネルギー>	2.4	3.2	4.4	3.7	3.6	3.7(9月)
	消費者物価	3.7	4.1	4.8	4.6	5.5	6.2(9月)
西ドイツ	消費者物価	0.2	1.3	2.8	2.3	2.7	3.0(9月)
英 国		4.2	4.9	7.8	9.7	10.4	10.9(9月)
韓 国	消費者物価	3.0	7.1	5.7	8.9	9.6	9.4(9月)
台 湾		0.5	1.3	4.4	3.6	5.7	6.5(9月)

(資料) 各国政府統計

内需要がやや鈍化してきている。また、ドイツの実体経済をみると、旧西ドイツ地域の経済は内需の拡大から引続き好調に推移しているが、旧東ドイツ地域では企業倒産や失業者がかなり増加しつつある。欧州経済の先行きについては、ドイツでは内需を中心に堅調を持続するとみられるものの、他の諸国では高金利の影響や原油価格の高騰が総需要を抑制する方向に働いていくものとみられる。

一方、アジア諸国では、ASEAN 諸国を中心に高めの成長を続けてきたが、インドネシア、マレーシアなどの産油国を除き、原油価格上昇に伴う交易条件の悪化や中東への出稼ぎ者からの送金収入減少により実質所得の伸び悩みが予想されるため、景気の拡大テンポは次第に鈍化傾向をたどる可能性が高い。

物価面をみると、欧州、アジア諸国とも原油価格の急騰を受けて上昇率が高ま

ることが予想されるが、とくに韓国をはじめとする NIEs では、賃金の上昇などに伴い物価が高めの上昇を続けてきただけに、基調的なインフレ率がさらに上昇していくことが懸念される。

また、その他の非産油途上国や東欧諸国においても、原油価格上昇に伴い景気の減速や対外収支の悪化などが見込まれる。

(2) 国内経済の動向

(景 気 動 向)

わが国の国内景気については、原油価格の高騰、金利上昇、株価下落といった経済環境の変化や海外経済の展望を踏まえると、今後設備投資や住宅投資の減速から成長のスピードが徐々に鈍化してくることが考えられるが、当面今年度下期については、既に発表されている先行指標からみても足もとの景気の強さが急変することは見込み難く、2年度全体としては元年度に引続き高めの成長が実現する可能性が強いものとみられる。

まず、原油価格上昇の影響については、実質購買力の減少から今後次第に景気に対し減速要因として作用するものと見込まれるが、そのインパクトの度合に関しては、前2回の石油ショック時と比べて(図表8)、①省エネ等に伴うエネルギー単位の低下を背景に日本経済の原油依存度が低下していること、②原油価格の上昇は現状では2倍程度と前2回の石油ショック時(第1次約4倍、第2次約3倍)に比べ小幅にとどまっていること、③為替相場が円高方向に進みつつあること、などからみて相対的に小さなものととどまるとみられる。

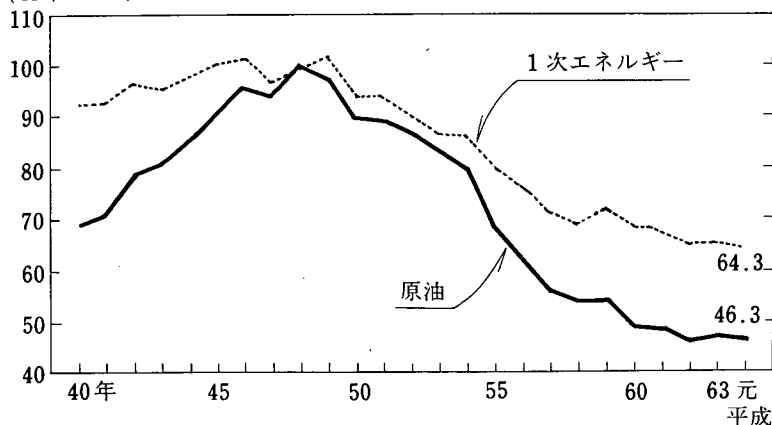
次に、年度後半における需要面の動向について、国内需要を項目別にみると、設備投資は(図表9)、機械受注、建設受注等の先行指標の動きや8月短観等の結果からみて高い伸びが続くことが予想される。この背景としては、企業収益が年度内は引続き高水準で推移するとみられる中、企業が技術革新の進展や人手不足に対応するため中長期的観点から意欲的な設備投資を計画するなど投資マインドが根強い点が指摘できよう。もっとも、先行き3年度にかけては、①金利や資本調達コストの上昇に伴う投資採算の低下や量的な金融引締めから、財務体質が過去と比べあまり改善をみていない非製造業や中堅、中小製造業を中心に設備投資マインドに次第に影響を及ぼすことが予想されること(図表10)、②企業収益(売上高経常利益率)が金融費用や人件費、物流費の上昇等により低下の方向にあること、などを考慮すると、設備投資の伸びが次第に緩やかになってくる可能性がある。

(図表 8)

原油価格上昇の影響

(1) わが国のエネルギー原単位の推移

(48年=100)



(2) わが国経済に占める原油のウエイト

(単位・%)

	第 1 次 オイルショック時		第 2 次 オイルショック時		今 次 局 面	
	1972年	73年	78年	79年	88年	89年
原油輸入金額 ／輸入合計	16.7	15.7	29.5	30.2	10.1	10.2
原油輸入金額 ／名目GNP	1.3	1.5	2.4	3.3	0.7	0.8

(3) 原油価格の変化幅

(単位・ドル／バレル、倍) (参考)

	直 前 (A)	直後のピーク (B)	上昇倍率 (B/A)	同期間中の 為替相場 変動*
第1次オイルショック	(73/8月末) 2.81	(74/1~4月) 11.06	3.9	▲ 4.6 %
第2次オイルショック	(78/12月末) 14.83	(80/11,12月) 41.00	2.8	▲ 6.5
今 回	(90/7月末) 19.80	(10/10日) 40.35	2.0	Δ 11.0

(注) 第1次、2次オイルショック時の油種はアラビアンライト、今回は北海ブレント

*為替相場変動の算出方法はIMF方式による。Δ：円高、▲：円安

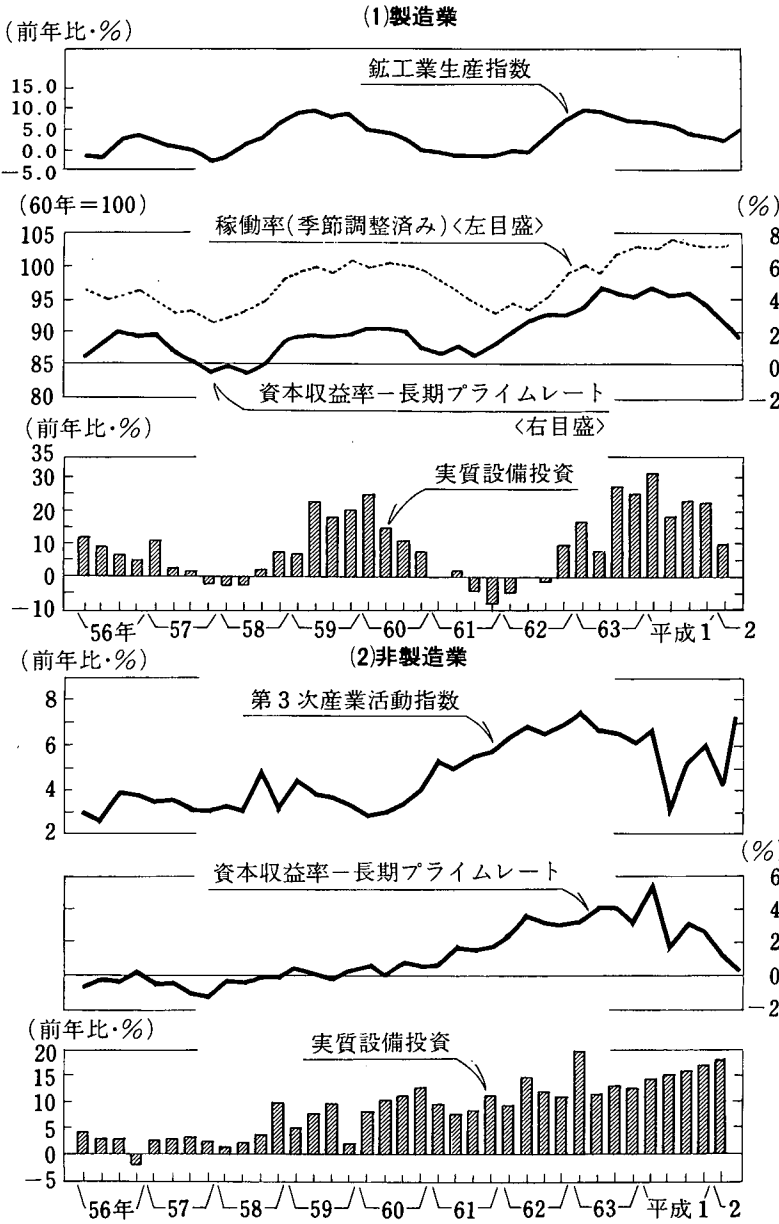
(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

大蔵省「外国貿易概況」

The British Petroleum Company

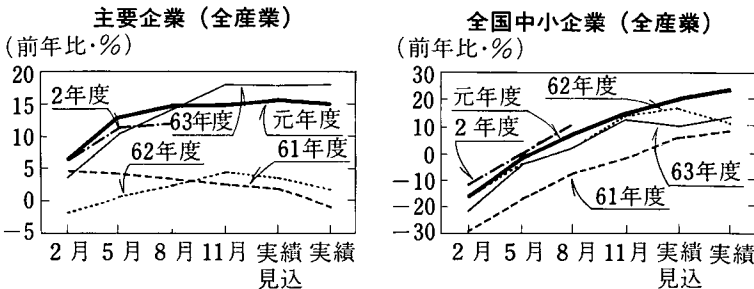
「Statistical Review of World Energy」

(図表 9) 設備投資関連指標の推移



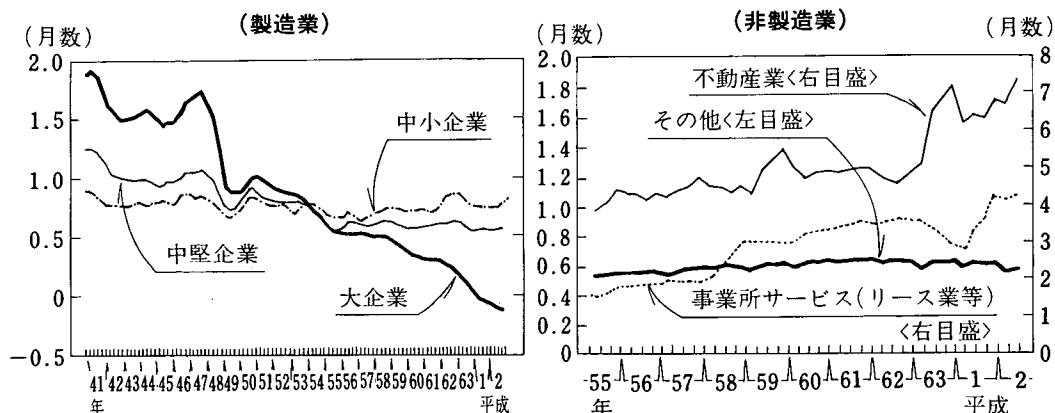
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「民間企業資本ストック」、日本銀行「企業短期経済観測調査」(2年8月)

(参考)短観における設備投資計画修正状況



(図表10)

売上高純金融負債比率の推移



(注) 売上高純金融負債比率=(金融負債-金融資産)/売上高

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

次に、個人消費をみると(図表11)、その基礎となる所得については、一人当たり賃金、雇用者数の推移からみて当面は安定的な伸びを維持するものと予想されることから、物価情勢に急変のない限り堅調な拡大を続ける見通しにある。なお、株式や債券の市況下落に伴ういわゆる「逆資産効果」については、①個人金融資産に占める有価証券の割合は2割程度にとどまっていること、②所得の増加に支えられて預貯金等その他の金融資産については引続き2桁台の伸びが予想されること、③預貯金等からの利息収入はむしろ増加することなどを考え合わせると、一部の高額商品の売行きに影響が出ることは避けられないにせよ、全体としては個人消費に対する影響はさほど大きくないものと予想される(注2)。

住宅投資については、新設住宅着工は(図表12)、季調後年率換算で2年5月にピークをつけたあと、持家、貸家とも緩やかながら低下傾向にあり、今後は金利上昇の影響があらわれるとみられることや中古マンション価格頭打ちに伴い住宅取得手控えの動きが一部に出ていることなどから、スローダウンの傾向が強まろう。もっとも、住宅投資額(GNPベース)では、このところ着工から完成までに時間を要する分譲マンション建築が増加していることに加え、住宅の床面積の増加や高級化の傾向などに支えられて、スピードの減速は新設住宅着工の減少と比べかなり緩やかになる見通しである。

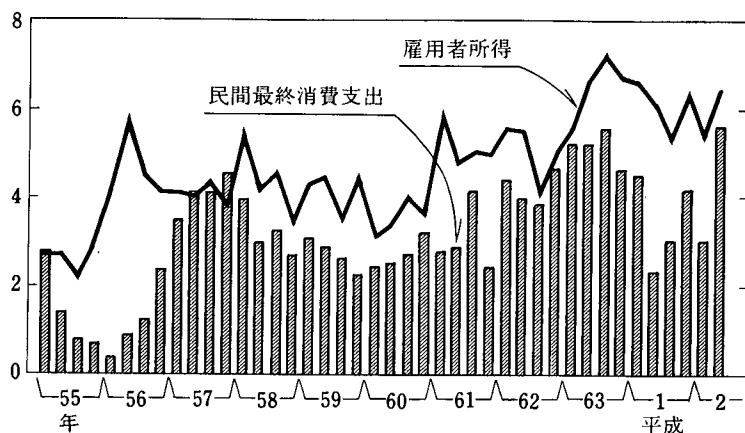
もっとも、こうした企業や家計の支出動向については、中東情勢の進展や原油

(注2) 最近における個人消費の状況や今後の見通しについては、調査月報平成2年8月号論文「堅調を続ける個人消費の動向」参照。

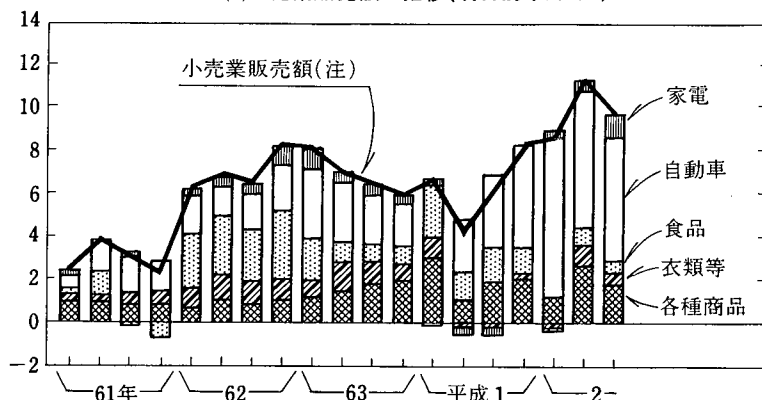
(図表11)

個人消費の動向

(1)雇用者所得と消費支出の推移(GNPベース、実質前年比・%)



(2)小売業販売額の推移(名目前年比・%)



(注) 畳・建具等住宅投資関連を除く。直近値は2年7～8月。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「商業動態統計」

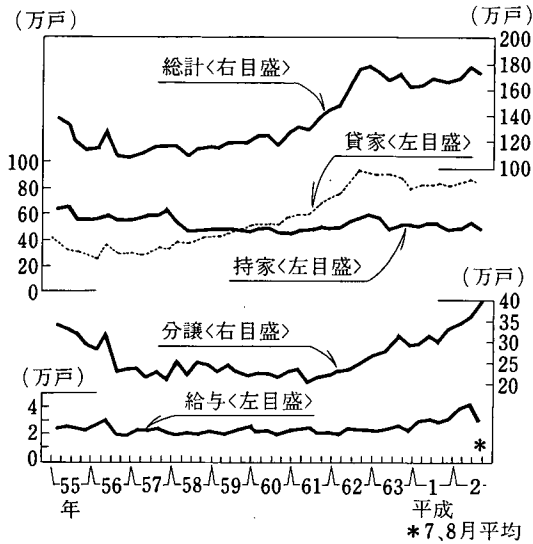
市況、さらにはこれを反映した金融・資本市場の動向如何では、企業や家計が心理的に動揺し、支出の抑制を図る可能性が考えられる一方、買急ぎ等仮需発生の可能性も否定できない。このため、企業・家計の支出態度の変化については、今後一段と注視していくことが必要である。

この間、政府支出は、地方を中心に税収好調から支出姿勢は積極的であるものの、公共工事については建設業者の施工能力に余裕が乏しくなっていることもあって、全体としてみれば景気中立的な推移をたどる見込みにある。

一方、供給面をみると、企業の設備稼働率は鉱工業生産が増加傾向にあるものの、既往投資の能力化などから概ね高水準横ばいで推移するとみられる。これに対し労働需給については、8月短観における雇用人員判断D・I。「(過剰)」-「不

(図表12)

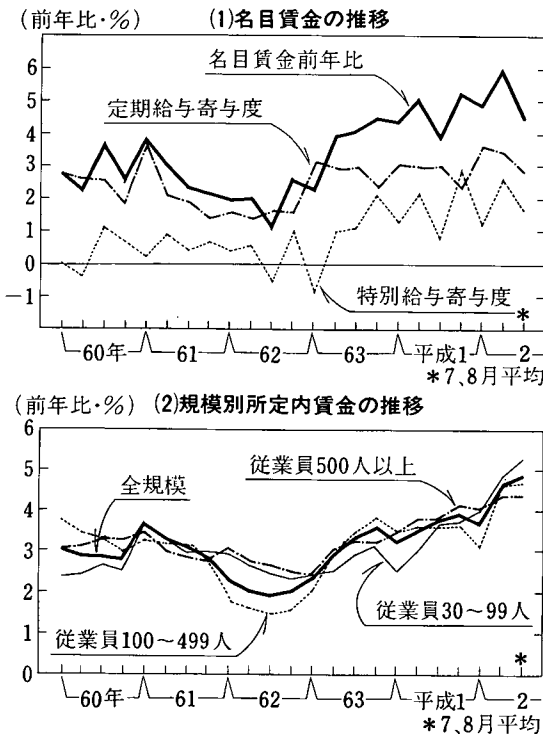
新設住宅着工戸数の推移 ——季節調整済み、年率



(資料) 建設省「建設統計月報」

(図表13)

賃金の動向



(資料) 労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」

足」、社数構成比)をみても、かなりの逼迫状態が続く見通しにあり(全国企業・全産業 5月 $\Delta 37\%$ →8月 $\Delta 41\%$ →12月までの予測 $\Delta 46\%$ 、前掲図表2)、こうした中で賃金については(図表13)、中堅・中小企業を中心に上昇率がやや高まりつつあり、全体としては当面上昇率が高いまま推移することが予想される。

(物価面の動向)

以上のような2年度下期の経済の姿を前提に、本年度下期の物価に関し、まず国内卸売物価についてみると、原油価格上昇の影響が石油関連製品に浸透していくことを主因に、上昇率はやや高まる展開が見込まれる。こうした中において原油関連を除く基調的な物価動向については、需給面で素材関連品目を中心に設備投資の能力化から需給バランスが徐々に引緩みに向かうものも一部にみられるが、全体としてはタイトな状態が継続するとみられる中で、既往の人件費、物流費の上昇を製品価格に転嫁する動きも根強いいため、引続き注意が必要である。

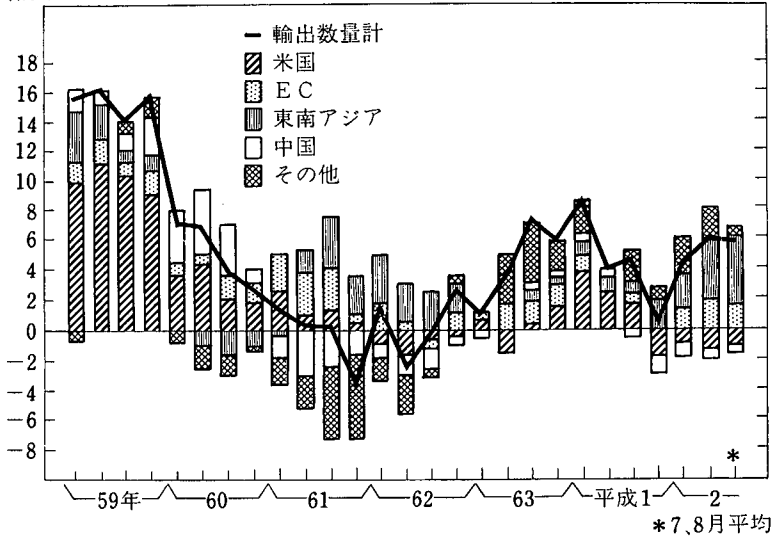
一方、消費者物価に関しては、石油製品価格の上昇が避けられないことに加え、人件費や物流費の上昇によりサービスや商品につい

(図表14)

輸 入 数 量 の 推 移

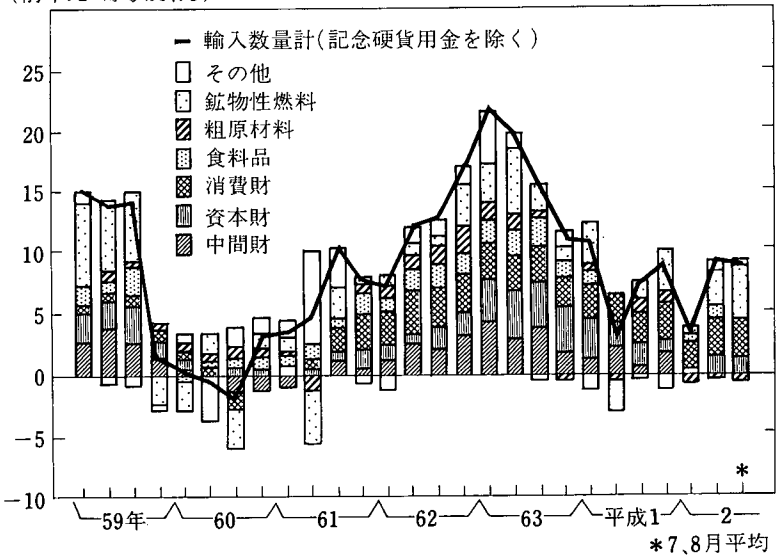
(1)地域別輸出数量の推移

(前年比・寄与度、%)



(2)財別輸入数量の推移

(前年比・寄与度、%)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

でも上昇圧力が強いことなどから、上昇率は次第に高まってくる可能性が高い。

(対外収支面の動向)

次に、対外収支面に目を転ずると(図表14)、わが国の対外黒字(ドルベース)は、下期以降、原油輸入価格の上昇も加わって縮小傾向を強めるものとみられる。

すなわち、数量ベースでは、輸入は内需の拡大により高めの伸びを維持する見

通しにあるが、輸出は米国向けが伸び悩み傾向が続くものの、欧州やアジア諸国向けの伸長から引続き増加傾向にあり、実質収支の調整はスローダウンすることが予想される。しかしながら、名目ベース(ドルベース)の貿易黒字は、円高に伴う逆Jカーブ効果が作用するものの、原油価格の上昇の影響から、下期は一段と黒字が縮小すると見込まれる。また、経常収支も同様の事情から黒字が縮小し、経常黒字の対名目G N P比率は一段と低下する(元年度中1.9%)ことが予想される。

3. 最近の金融情勢等

(金融・資本市場の動向)

国内金融・資本市場の動きをみると(図表15)、原油価格の上昇などを背景に、長・短市場金利ともかなり上昇した。これを受けて、長期プライム・レートは、8、9、10月と連続して引上げられ、10月1日以降年8.9%と昭和57年12月以来の高い水準に達した。もっとも、10月入り後、長期市場金利は為替円高化を主因に低下をみている。

また、株式市況については、中東情勢緊迫化や国内金利の上昇を背景に、日経平均株価(225種、終値)は10月初には一時21千円を下回るまでに急落したが、10月1日に発表された大蔵省の市況対策等を契機に、その後は国内長期金利の低下や原油価格の反落も加わって反発している(2年7月末31,035円→10月1日20,221円→10月23日25,298円)。

(為替市場の動向)

本年春以降の為替相場の動きをみると、本年4月初には一時1ドル159円まで円安化したものの、米国での景気減速懸念や国内金利の上昇などをを受けて円安修正が進んだ。とくに、9月に入って以降は一段と円高化し、10月に入ってから1ドル130円割れまで強含んだ。

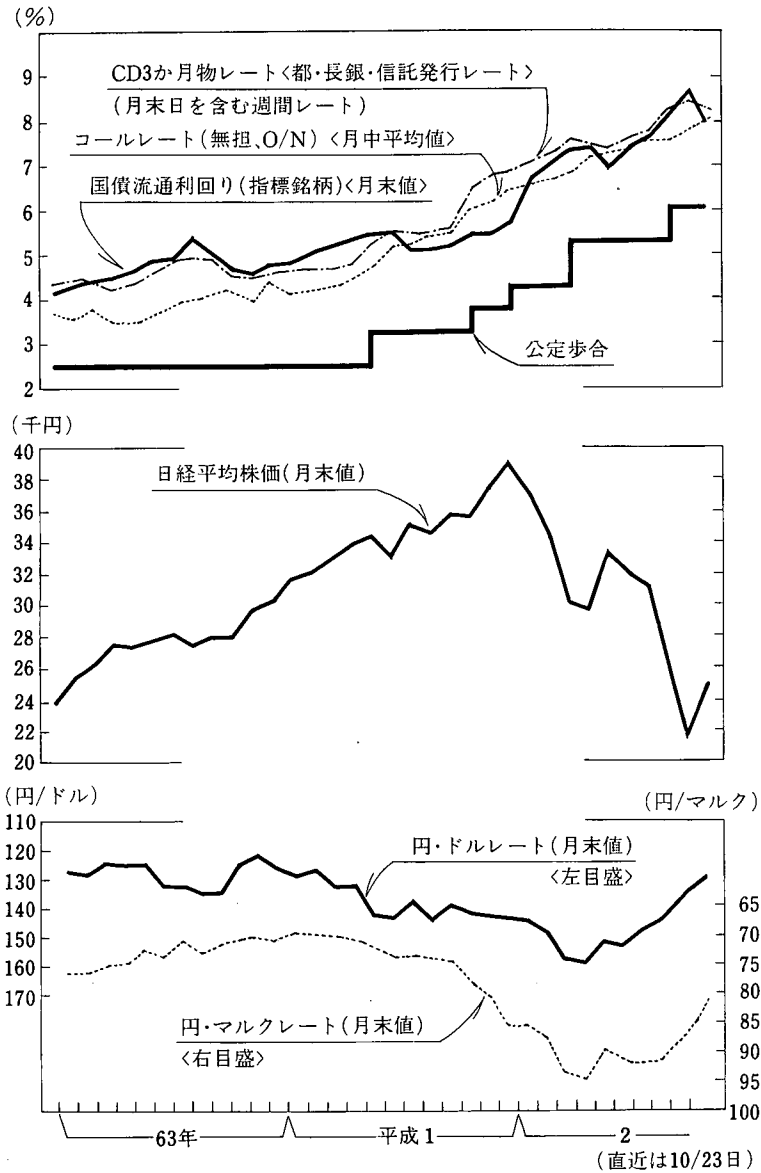
また、ドイツマルク等対欧州通貨との関係をもても、同様に円安修正が進んでいる。

(マネーサプライの動向)

金融の量的指標であるマネーサプライの動きについてみると(図表16)、M₂+C D(平残、前年比)は、7～9月には+12.0%と実体経済の動きに比べ水準自体は依然高いとはいえ、5四半期ぶりに伸びがやや低下した(1～3月+11.7%→4～6月+13.0%)。7～9月の伸び率低下は、①源泉所得税等の税揚げが増加したこと、②国内C Pの新規発行が減少しているうえ、金融機関もC P保有を圧

(図表15)

金利、株価、為替相場の動向

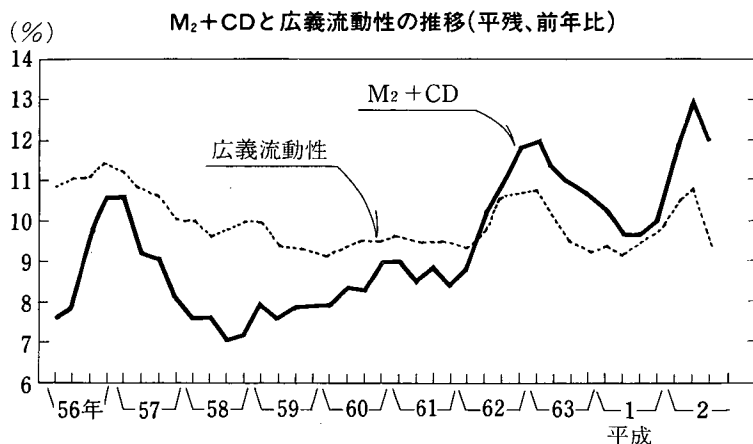


縮する動きがみられたこと、などによるものである。また、より広い範囲の金融資産の動きをとらえた広義流動性(平残、前年比)についても、7～9月は $M_2 + C$ 同様4～6月に比べ伸びが幾分鈍化した(1～3月+10.3%→4～6月+10.8%→7～9月+9.5%)。

目先10～12月のマネーサプライの動きについては、①供給面では、金融機関の貸出の伸びやCP保有が縮小すると見込まれる一方、②通貨需要面では、株式、

(図表16)

マネーサプライの動向



土地取引等資産取引の減勢などから伸び率は7～9月に続き低下し、M₂+CD(前年比)で+11%前後にとどまる見通しであり、望ましい方向へ変化しつつあると評価できよう。もっとも、マネーサプライの伸び率の水準自体は実体経済の伸びと比べてなお高く、今後原油価格上昇の影響もあって物価上昇テンポが高まると予想される状況の下、マネーサプライの動向には引き続き注意を怠れない。

(当面の政策運営面の課題)

日本銀行は、これまでも物価の安定を確保することを通じて、息の長い景気拡大を図るために、インフレ心理の落ち着きを維持することが重要と考え、適時適切な政策遂行を期してきた。

前2回の石油ショックの経験に照らしてみれば、今回のような原油価格急騰時にまず必要なことは、インフレ心理が拡がるのを抑え、基調的なインフレ率が現実が高まることを防ぐことである。それによってこそ、その後の経済成長率低下のリスクを最小限にとどめうる。こうした認識は9月に米国で開催された7か国蔵相・中央銀行総裁会議(G7)の声明においても確認されたところである。

すなわち、石油関連製品の価格が原油の投入コスト分に見合って上昇することはある程度致し方ないと考えざるをえない。しかしながら、タイトな製品・労働需給を背景に、便乗的な値上げが横行したり、買い急ぎ、売り惜しみが社会全体に拡がったりする結果、輸入インフレがホームメイド・インフレを誘発するような事態に至ることは、何としてでも避けなければならない。このためには、企業や家計の落ち着いた対応が、これまで以上に必要とされることはいうまでもない。

一方、為替相場が円高方向に進んでいる状況下、円高メリットが最終需要段階まで速やかに均霑されることを通じて物価面に好影響が及ぶことが望まれる。

上記のような認識に立ち、金融政策については、これまでの利上げ効果の浸透状況を注意深く見守りつつ、物価の安定を基軸に据えた慎重な運営を図っていく方針である。

(平成2年10月26日)