

# わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成3年冬）——

## [要 旨]

1. わが国経済を取巻く環境には、これまでの利上げ措置等の効果が徐々に浸透しつつあることに加え、米国を中心とする海外景気の減速や湾岸危機下での原油情勢等の変化が生じ、その下で、企業金融の緩和感が次第に後退するとともに、企業の業況良好感も総じて高水準ながら業種別に若干のまだら模様がみられはじめている。しかしながら、実体経済面においては、鉱工業生産が高い伸びを続けるなど、内需を中心として堅調な景気拡大が続いており、こうした状況下、製品・労働需給面では、稼働率が一段と上昇し、企業の人手不足感も引続き強まりを示している。

物価面をみると、これまでの落ち着き基調が大きく損われるには至っていないが、石油関連品目に加え生鮮食品等の値上がりもあって、国内卸売物価、消費者物価ともに足元やや上昇率を高めている。この間、対外収支面においては、経常収支の黒字縮小傾向が続いている。

2. わが国経済の先行きを展望するにあたって最大のポイントは、4年余に及ぶ高成長の下で次第に強まりつつある基調的なインフレ圧力にしっかり歯止めをかけ、内需中心の景気拡大基調をより息の長いものにしていくことにある。

こうした点を検討するため、まず海外経済の動向からみると、米国を中心に減速の方向にあるが、欧州・アジア諸国の景気が総じて堅調を維持するとみられるため、世界景気減速のテンポは全体としては比較的緩やかにとどまるものと期待される。ただ、湾岸・ソ連情勢をはじめとして、国際環境には流動的な要素が極めて大きいだけに、予期せざる状況変化が、為替相場や原油市況等を通じて内外の経済に影響を与える可能性については、十分な留意が必要である。

3. 以上のような環境の下、湾岸戦争の拡大・長期化による原油情勢の急変等がないことを前提とすれば、わが国の景気の拡大テンポは設備投資、住宅投資を中心に今後緩やかにスローダウンしていくことが一応予想されるが、これは、物価の安定を確保し、内需の拡大基調をより息の長いものとするうえで、望ましい展開と評価することができる。

すなわち、まず設備投資についてみると、金利上昇の影響や企業収益面での圧迫要因から、伸び率はある程度鈍化するとみられるが、技術革新の進展や人手不足への対応のための中長期観点からの投資意欲の根強さを考えると、引続き高めの伸びを維持するものと思われる。また、家計支出では、これまで高水準を続けてきた住宅投資がさすがに減少に向かうとみられるが、大宗をなす個人消費については、家計の所得環境が引続き良好さを維持することから、堅調を続ける見通しである。

4. 次に、先行きの物価動向を展望するうえで前提条件となる製品・労働需給についてみると、生産の高水準や労働供給余力の低下もあって、景気の減速が緩やかにとどまる限り、いずれも

---

現在の逼迫状況が大きく緩和されることは期待し難い。したがって、①原油情勢と為替相場の安定を前提とし、かつ②インフレ心理の落ち着きが確保される限り、景気拡大テンポの緩やかなスローダウンが予想される中、物価上昇率がさらに加速する情勢にはないとみられるが、上記のような需給状況を映じた人件費コスト上昇などの物価上昇圧力の高まりを考えると、物価情勢については、先行きも注意が怠れない状況にあるものと思われる。

5. この間、対外収支面についてみると、まず輸出数量の増勢は緩やかにスローダウンするものの、内需の減速を映じて輸入数量の伸びも鈍化するとみられ、数量ベースの黒字縮小テンポは緩やかなものにとどまる可能性が大きい。これに加えて、円高に伴う逆Jカーブ効果等の価格要因が黒字拡大方向に作用すると、貿易黒字がこれまでのようなテンポで縮小することは予想し難いが、経常黒字/名目GNP比率は引続き縮小基調をたどるものと予想される。

6. 一方、金融面に目を転ずると、マネーサプライは、M<sub>2</sub>+C Dの前年比でみると、10～12月低下のあと、1～3月には1桁への低下が見込まれる。ただ、過去の金融緩和の累積効果を反映して、経済全体としての流動性は依然高水準にあることを考えると、マネーサプライの動向については、引続き注意が必要と思われる。

7. 以上のように、先行きの経済情勢を巡っては、内外ともに不透明な要素が極めて大きく、今後の事態の推移を注意深く見守っていく必要があるが、わが国経済の構造的基盤の堅固さにかんがみれば、現在の内需を中心とした成長の姿が大きく変わる可能性は小さいとみられる一方、前述のように物価情勢には依然楽観を許さないものがある。それだけに、長い目でみた持続的経済成長の達成のためには、マクロ政策面では、インフレ心理の落ち着きを維持することにより物価安定を確保することが、ミクロ政策においては、市場開放や規制緩和を通ずる経済の一層の効率化、活性化の促進が、引続き肝要と考えられる。

以上のような認識に立ち、当面の金融政策については、諸情勢の変化を注視するとともに、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      | (3) 物価面の展望   |
| (景気は拡大基調を持続)    | (4) 対外収支面の展望 |
| (物価は足元騰勢をやや加速)  | 3. 最近の金融情勢等  |
| (対外収支は黒字縮小傾向持続) | (為替・金融市場の動向) |
| 2. 当面の経済情勢の展望   | (マネーサプライの動向) |
| (1) 海外経済の展望     | (当面の政策課題)    |
| (2) 国内景気の展望     |              |

## 1. 最近の経済情勢

### (景気は拡大基調を持続)

わが国経済を取巻く環境をみると、これまでの利上げ等の効果が徐々に浸透しつつあることに加え、米国を中心とする海外景気の減速や湾岸危機下での原油価格上昇など、昨年後半以降大きな変化が生じている。しかしながら、実体経済面においては、内需を中心として堅調な景気拡大が続いている。

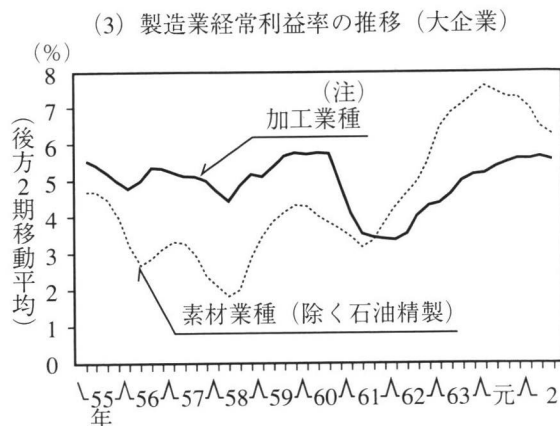
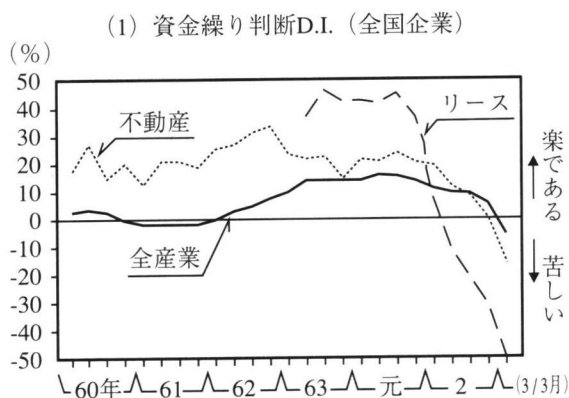
すなわち、まず環境変化の影響についてみ

ると、一昨年来の金利上昇、資金のアヴェイラビリティ低下の下で、不動産・ノンバンクをはじめとして企業金融の緩和感が次第に後退しつつあるほか、地価の騰勢も鈍化してきている。また、原油価格上昇等に伴う交易条件の悪化は、素材業種を中心に企業収益の圧迫要因として作用しており、これを反映して、企業の業況良好感も、総じて高水準ながら業種別のまだら模様がみられ始めている(図表1)。

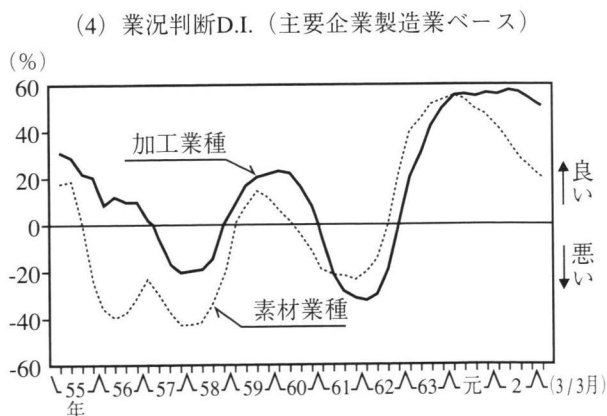
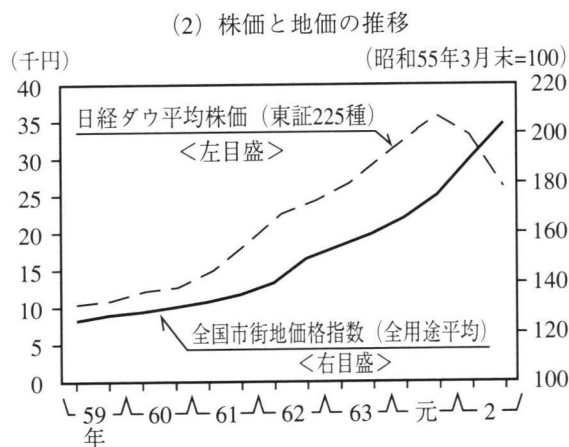
一方、こうした中であって、わが国実体経

(図表1)

### 外部環境変化の影響等



(注) 加工業種は食料品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、その他製造業。素材業種はそれ以外の業種。



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」(2年11月)、日本不動産研究所「市街地価格指数」、大蔵省「法人企業統計季报」

済は引続き堅調裡に推移しており、7～9月中は実質GNP、鉱工業生産、第3次産業活動指数ともに高めの伸びを維持した。その後の各種指標をみても、住宅着工戸数がさすがに減少に向かい始めたほか、消費関連指標にも、

暖秋・暖冬要因等もあってやや弱めの数字がみられるが、設備投資関連指標が引続き好調なほか、海外景気の減速にもかかわらず輸出数量は増勢を持続するなど、総じて最終需要が堅調であることを示している（図表2）。

(図表2)

景気の足取り

	元/7～9月	10～12月	2/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
実質GNP (前期比 年率%)	10.0	5.4	6.6	5.6	4.1	n.a.
鉱工業生産 (前期比 %)	△0.1	0.8	0.8	1.9	2.3	1.8
第3次産業活動指数 (前期比 %)	3.5	1.9	0.5	1.2	2.7	n.a.

全産業業況判断D.I. (「良い」-「悪い」%)	39	38	37	36	37	34
製造業売上高 経常利益率(%) <除く石油精製>	6.08 (元/上)	6.10 (元/下)		5.90 (2/上)		<予測> 5.58 (2/下)
全産業雇用判断D.I. (「過剰」-「不足」%)	△27	△35	△40	△37	△41	△46

機械受注 (前年比 %)	18.4	15.9	13.9	7.5	18.0	(10～11月) 10.3
建設工事受注 (前年比 %)	22.7	6.5	36.4	31.1	24.4	(10～11月) 16.3
全国百貨店売上高 (前年比 %)	9.7	10.6	4.6	16.6	9.8	6.3
新設住宅着工戸数 (季調済 万戸)	167	166	169	178	173	(10～11月) 164
公共工事着工額 (前年比 %)	6.4	3.1	17.0	1.9	5.2	(10～11月) 8.0

国内卸売物価 (前年比 %)	2.7	2.5	2.5	0.6	0.7	2.1
全国消費者物価 (前年比 %)	2.7	2.6	3.3	2.4	2.8	3.8
企業向けサービス価格 (前年比 %)	5.4	5.4	5.6	3.6	3.5	n.a.

経常収支 (季調済 億ドル)	142	92	153	80	70	(10～11月) 70
対名目GNP比率 (%)	2.0	1.3	2.2	1.2	1.0	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11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10～12月は10～11月の年率換算。  
4. 経常収支は、季節調整後の計数。また、2年10～12月は10～11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11月)等



とりわけ、鋳工業生産・出荷は、10～12月期入り後も増勢をむしろ強めており、在庫率が低水準にあることを考え併せると、在庫循環面からみる限り、景気の腰は非常にしっかりとしている姿がうかがわれる（注1）（図表3）。

こうした状況下、製品・労働需給は引続き極めてタイトな状態で推移しており、製品需給面では、上記のような生産活動の活発化を映じて、製造業稼働率指数がこのところ一段と上昇、昭和48年以来の高水準に達している。また、労働需給面においても、有効求人倍率が「いざなぎ景気」時のピークに匹敵するレベルで推移しているほか、「短観」によれば、企業の人手不足感は期を追って強まり続けている。

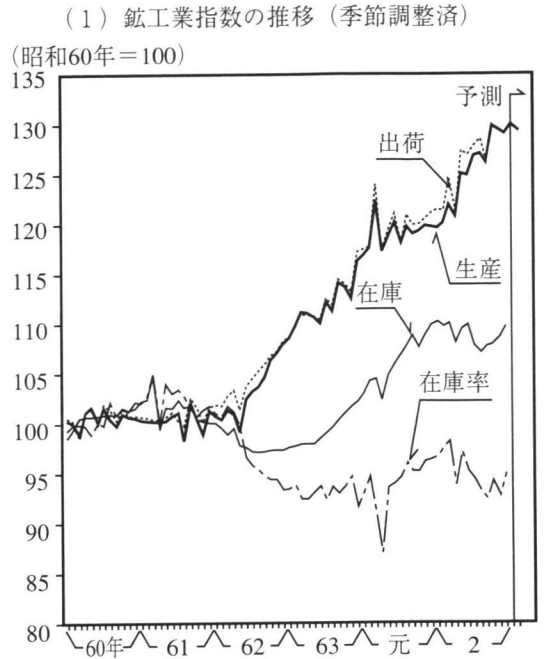
#### （物価は足元騰勢をやや加速）

一方、物価面をみると、原油価格上昇の影響等から、国内卸売物価、消費者物価ともに足元やや上昇率を高めている（図表4）。すなわち、国内卸売物価については、石油製品価格の上昇や、これを映じた化学製品等での値上げ浸透から、前年比上昇率が2%台に達し、消費者物価でも、石油関連品目と生鮮食品の価格上昇等から前年比4%台となるなど、いずれも昭和56年以来の高い物価上昇率を記録している（注2）。

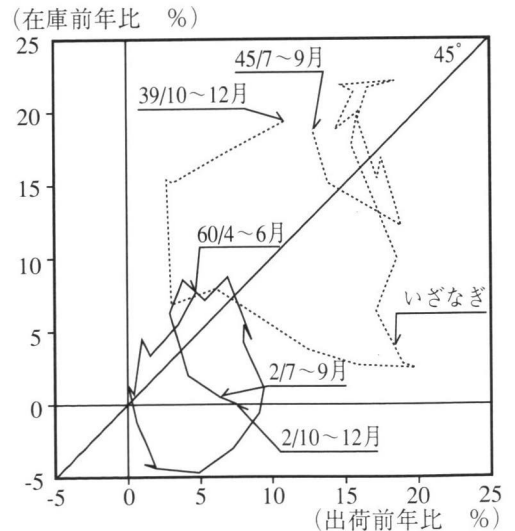
もとより、こうした物価上昇率の高まりには、原油価格高騰の影響や天候要因による生鮮食品の値上がりによる部分が大きく、むしろ原油価格急騰時に懸念された「便乗値上げ」はほとんどみられないといった点からみれば、これまでの物価安定基調が大きく損われるには至っていないと評価することができよう。

ただ、後に詳しく述べるとおり、交易条件

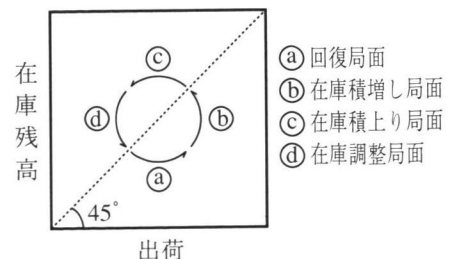
（図表3） 鋳工業生産の動向



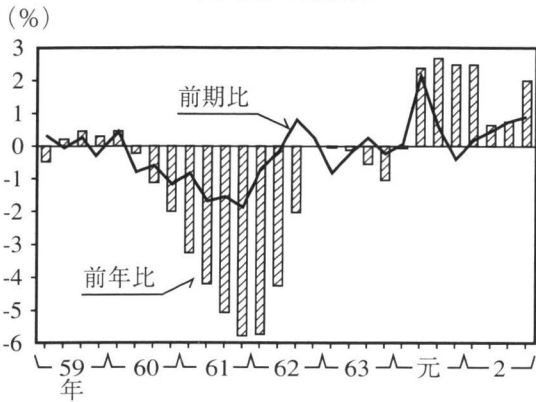
（2）在庫循環の動向



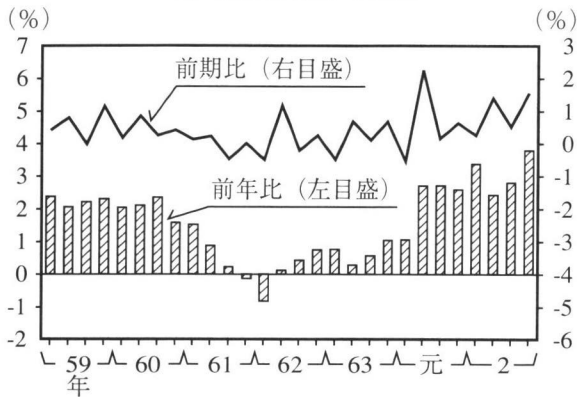
（資料）通商産業省「鋳工業指数統計」



(図表4) 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」

の悪化等に伴う企業収益の圧迫や人件費コスト上昇等が、物価上昇圧力として潜在していることに加え、湾岸開戦により原油情勢も不透明性を増していること等を考えると、物価については引き続き目が離せない状況にあることには変わりはない。とくに、消費者物価に関

しては、①今春には季節的なサービス価格の改訂集中期を控えていること、②生鮮食品価格についても、最近の下方硬直性の強まりにかんがみれば、天候要因以外に、人件費・物流費等の上昇を反映した基調的な価格押上げ要因が無視できないとみられること等を考慮すると、先行きの動向については引き続き注意を怠れない状況にあるものと思われる(図表5)。

(対外収支は黒字縮小傾向持続)

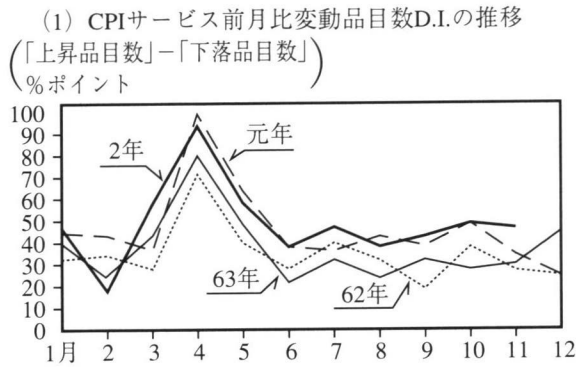
この間、対外収支面についてみると(図表6)、輸出面では、輸出数量が、米国向けの低調にもかかわらず、東南アジア(とくにASEAN諸国)、EC向けが海外現地生産拡大に伴う資本財・部品輸出増もあって増加をみていることから、全体としても増勢を持続しているが、輸入面において、原油価格の高騰を主因に輸入価格が大幅に上昇しているため、貿易収支の黒字幅は引き続き縮小傾向にある。これに加えて、海外旅行収支の赤字幅拡大、投資収益収支の黒字幅縮小の双方により、このところ貿易外収支の赤字幅が大きく拡大をみていることから、経常収支ベースでみた黒字縮小テンポはより顕著となっており、平成2年度の経常収支/名目GNP比率は、1%前後にまで低下(平成元年度1.9%、既往ピークは昭和61年度の4.4%)する可能性が大きいと考えられる。

(注1) 鉱工業出荷の前年比を横軸に、在庫前年比を縦軸にとって、在庫循環をグラフに描いてみると、昨年1~3月を境にして、循環局面が一巡し再び若返っていることを見て取ることができる。同様の現象は、昭和40年代前半の「いざなぎ景気」時にもみられたが、このことは、4年余に及ぶ景気拡大にもかかわらず、今次景気拡大がなおかなりの持続力を秘めている可能性を示唆するものと考えられる。

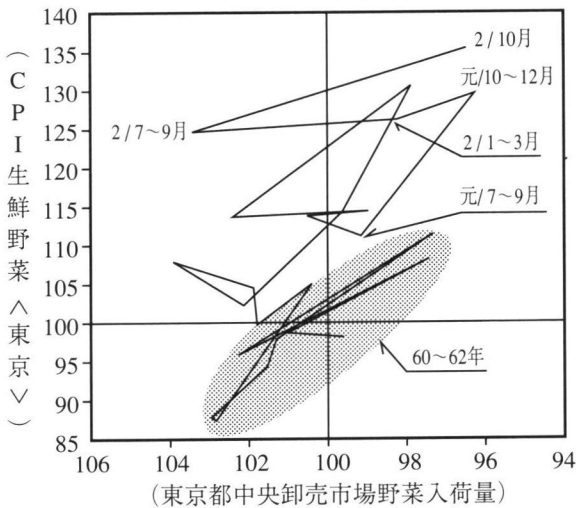
(注2) 国内卸売物価については、平成元年中にも前年比2%台を記録しているが、これは主として消費税導入の影響によるものである。

なお、このほど日本銀行が新規に開発した企業向けサービス価格指数の動きをみると、消費税の影響が一巡した本年度入り後も、前年比3%台の高めの上昇率が続いている。

(図表5) 消費者物価を巡る情勢



(2) CPI (生鮮野菜) と野菜入荷量との関係  
 (昭和60年=100、季調済)

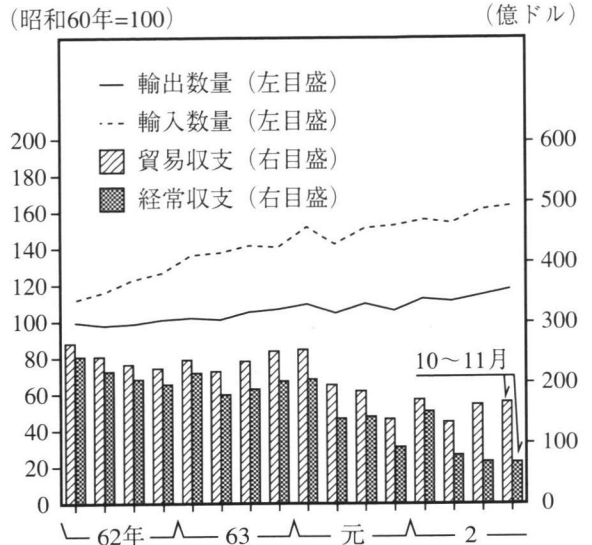


(資料) 総務庁「消費者物価指数」、  
 農林水産省「青果物流通統計旬報」

## 2. 当面の経済情勢の展望

先行きの経済情勢を展望するにあたって最大のポイントは、4年余に及ぶ平均5%強の高成長の下で次第に強まりつつある基調的なインフレ圧力にしっかり歯止めをかけることであり、そのためには、内需中心の景気拡大基調を維持しつつも、物価安定の基盤が損なわれることのないよう成長テンポが緩やかにスローダウンしていくことが望まれる。

(図表6) 対外収支の動向



(注) 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」

現時点では、湾岸戦争の行方やソ連情勢、米国経済の動向など、なお見極め難い要素が極めて大きいのが、上記の点を念頭に置きつつ当面の内外経済の姿について展望を試みることにしたい。

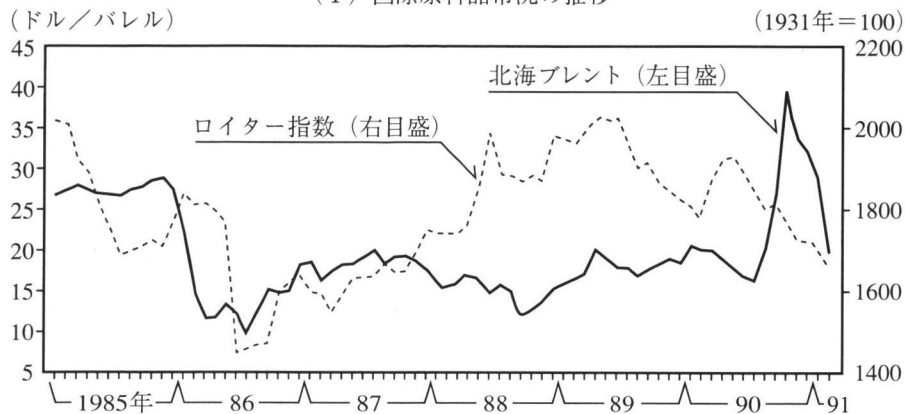
### (1) 海外経済の展望

まず、原油価格の動向についてみると、湾岸危機下で10月初に一時40ドル/バレル台(北海プレント・ベース)まで急騰したが、その後は、①サウジを中心としたOPEC諸国の増産、②米国を中心とする景気減速、世界的な暖冬により需要が伸び悩んだこと、の双方から予想外に需給が引緩んでいることを映じて、20ドル台半ばまで低下し、湾岸開戦後も総じて落ち着いた動きとなっている(図表7)。先行きについては、もとより湾岸情勢の展開いかんで予測は極めて難しいが、武力衝突が拡大・長期化するといった事態が避けられる

(図表7)

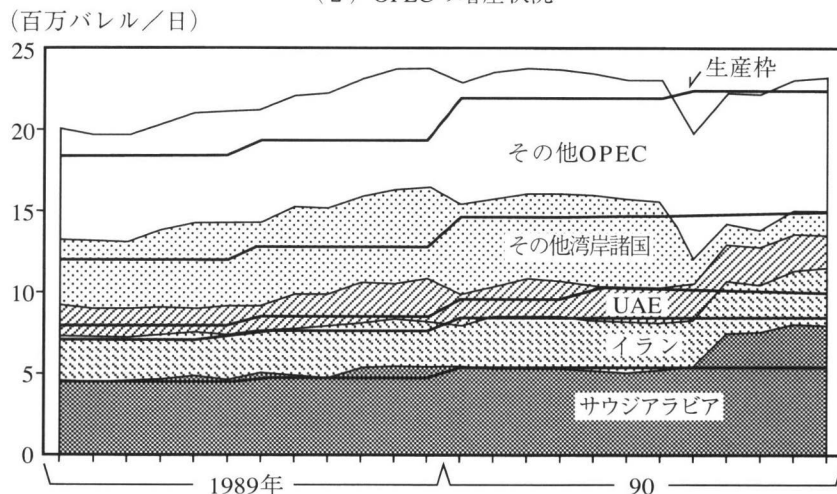
原油市況等を巡る動向

(1) 国際原油品市況の推移

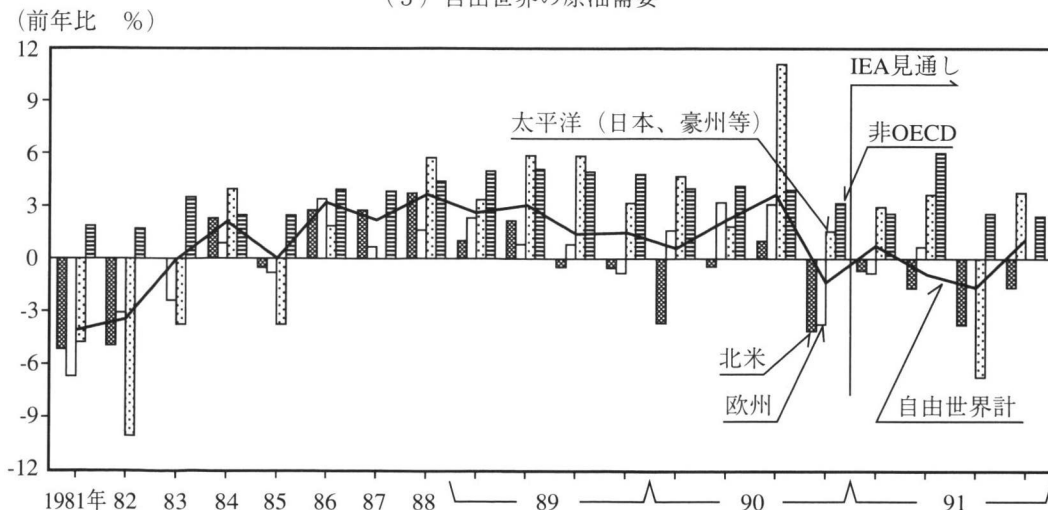


(注) 月末値、直近は1/24日。

(2) OPECの増産状況



(3) 自由世界の原油需要



(資料) IEA「石油市場報告」

限り、結局、需給環境を反映して比較的安定した推移となると予想する向きが市場では一般的である。

このような状況下、今後原油情勢に急変が生ずるといった事態がないことを前提に、海外経済の動向についてみると（図表8）、海外景気は米国を中心に減速するものとみられ

るが、EC、アジア諸国での景気スローダウンは比較的緩やかにとどまる可能性が大きいことから、現時点でみる限り、世界景気が大きく落ち込むリスクは小さいと考えられる（詳しくは、調査月報平成2年12月号掲載論文「世界経済の回顧と展望」参照）。

すなわち、米国経済は、昨年10～12月にマ

(図表8) 海外主要国の景気・物価動向

(1) 実質GNPの推移

(前年比 %)

	1987年	88年	89年	90年	90/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
米 国*	3.4	4.5	2.5	0.9	1.7	0.4	1.4	△2.1
内需（寄与度）	3.1	3.4	2.0	0.5	0.5	1.3	1.6	△4.3
外需（　　）	0.3	1.1	0.5	0.4	1.2	△0.9	△0.2	2.2
E C	2.8	4.0	3.3	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.
西ドイツ**	1.6	3.7	3.9	n.a.	4.5	3.4	5.5	n.a.
フランス***	2.4	3.9	3.6	n.a.	2.7	2.1	2.8	n.a.
英国***	4.5	4.2	2.0	n.a.	2.0	2.5	0.9	n.a.
アジアNIEs	12.5	10.1	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓 国	13.0	12.4	6.7	n.a.	10.1	9.7	9.6	n.a.
台 湾	11.9	7.8	7.3	n.a.	6.8	5.1	4.1	n.a.

(注) \*米国の四半期計数は前期比年率、\*\*統一前は西ドイツ、統一後は旧西ドイツ地域の計数、\*\*\*印はGDP。

(資料) 各国政府統計、ECはOECD資料、アジアNIEsは1988年のGNPウエイトにて算出。

(2) 物価の推移

(前年比 %)

		1987年	88年	89年	90年	90/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
米 国	生産者物価（最終財）	2.1	2.5	5.1	4.9	5.2	3.3	4.9	6.3
	〈同・除く食料品・エネルギー〉	2.4	3.2	4.4	3.7	3.8	3.7	3.6	3.5
	消費者物価	3.7	4.1	4.8	5.4	5.2	4.6	5.5	6.2
西ドイツ*	消費者物価	0.2	1.3	2.8	2.7	2.7	2.3	2.7	3.1
英 国		4.1	4.9	7.8	9.5	7.8	9.7	10.4	9.9
韓 国	消費者物価	3.0	7.1	5.7	8.6	6.5	8.9	9.6	9.2
台 湾		0.5	1.3	4.4	4.1	3.3	3.6	5.7	3.9

(注) \*統一前は西ドイツ、統一後は旧西ドイツ地域の計数。

(資料) 各国政府統計

イナス成長を記録したが、①金融緩和の効果に加え、②輸出の堅調持続、③在庫サイクルの構造的な小幅化、④住宅、乗用車のストック調整が終息局面に近づいているとみられること等を考えると、今後経済活動が累積的に低下していく可能性は小さいと思われる。また、企業収益の低迷が引続き設備投資の足を引っ張る可能性はあるものの、本年後半にかけては外需主導型の景気回復に向かうことが期待されている。この間、物価面においては、インフレ圧力は次第に低下しつつあるものの、コア部分(除く食料、エネルギー)で物価上昇率が目立った低下を示すには、なお時間を要するものと考えられる。

一方、EC諸国においては、全体として成長率は緩やかにスローダウンするものとみられるが、景気後退が顕著になっている英国を除けば、ドイツの内需好調に支えられて引続き底固い成長テンポを維持し得る見通しである。ただし、旧東独地域では大幅な生産減・失業増が生じており、統一ドイツにとっては、同地域でのインフラ整備・社会保障関連支出に伴い財政負担の増大が不可避とみられる。また、アジア諸国では、NIEs、ASEANともに物価上昇率の高まりと対外収支の悪化が懸念材料となっているが、引続き比較的高めの成長が見込まれている。

なお、今後の世界経済を考える場合、湾岸戦争の行方を別にしても、ソ連・東欧の政治・経済情勢や米国経済の動向をはじめ、非

産油途上国等の対外収支・累積赤字問題、中長期的にみた世界的な貯蓄不足傾向など、金融・経済を巡る不確実性が一段と高まってきていることを考慮するならば、予期せざる状況の変化が、為替レートへの攪乱等を通じて、わが国経済に影響を及ぼす可能性についても、十分な留意が必要である。

## (2) 国内景気の展望

以上のように、湾岸情勢をはじめとして、わが国経済を取巻く環境は一段と不確実性を増しているが、今後原油情勢に急変が生ずるといった事態がないことを前提に、わが国経済の先行きを展望すると、設備投資、住宅投資を中心に景気の拡大テンポは緩やかに減速していくことが一応予想されるが、こうした景気のスローダウンは、物価の安定を確保し、現在の内需拡大基調をより息の長いものにするうえで、むしろ望ましい展開と評価することができる。

まず、設備投資についてみると、現時点で先行きを正確に予測することは極めて困難ながら、①これまでの高い投資の伸びに伴い一部の業種では、能増投資サイクルが一巡すること(とくに素材業種)、②金利上昇およびアヴェイラビリティ面からの投資ファイナンスへの影響(注3)(とくに中小企業、および不動産・リースを含む非製造業)、③企業収益悪化の影響(素材業種等)を考慮すると、伸び率はある程度鈍化していくことが自然と考えられる。しかし、一方において、①技術

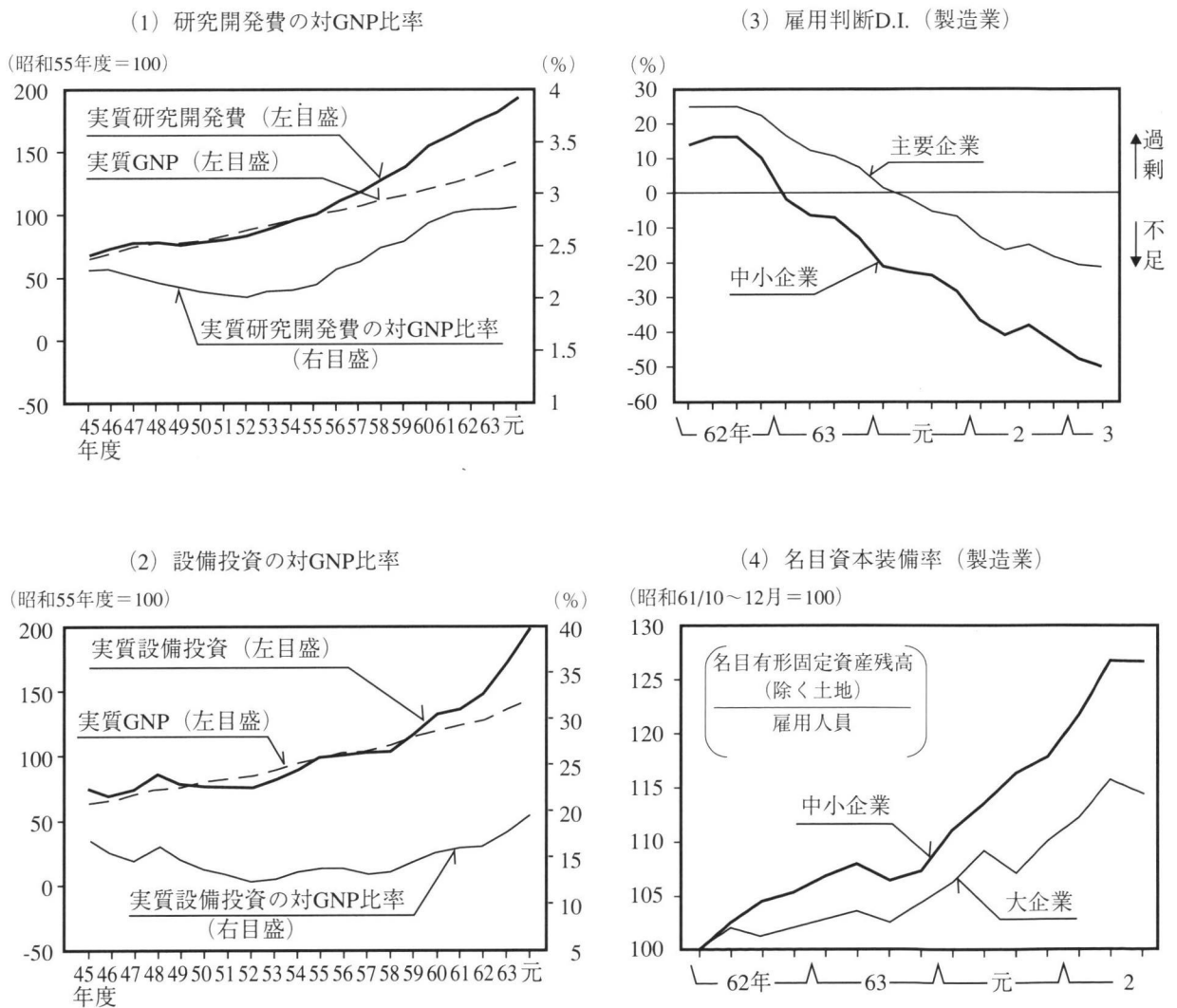
(注3) わが国の設備投資関数を推計してみると、金融変数としては、「資金繰りD.I.」といったアヴェイラビリティ変数が金利同様、ないしそれ以上に有意性を示す場合が多い。この点、金利上昇にもかかわらず、むしろ金融機関の融資姿勢積極化がみられた昨春の「トリプル安」時と最近では、環境が大きく異なっているものと考えられる。

革新の進展や人手不足に対応するための中長期的な観点からの独立投資が引続き極めて活発であること（図表9）に加え、②現在の機械・建設受注残の高さを考慮すると、仮に今後新規の受注の伸びがかなりのテンポで低下したとしても、進捗ベースの設備投資は高め

となる（図表10）といった事情もあって、当面設備投資の伸びが急激に落ち込むリスクは極めて小さいものとみられる。

次に、家計支出の大宗を占める個人消費についてみると、前述のように足元の消費関連指標については、やや弱めの数字がみられる

（図表9） 設備投資の中長期的環境

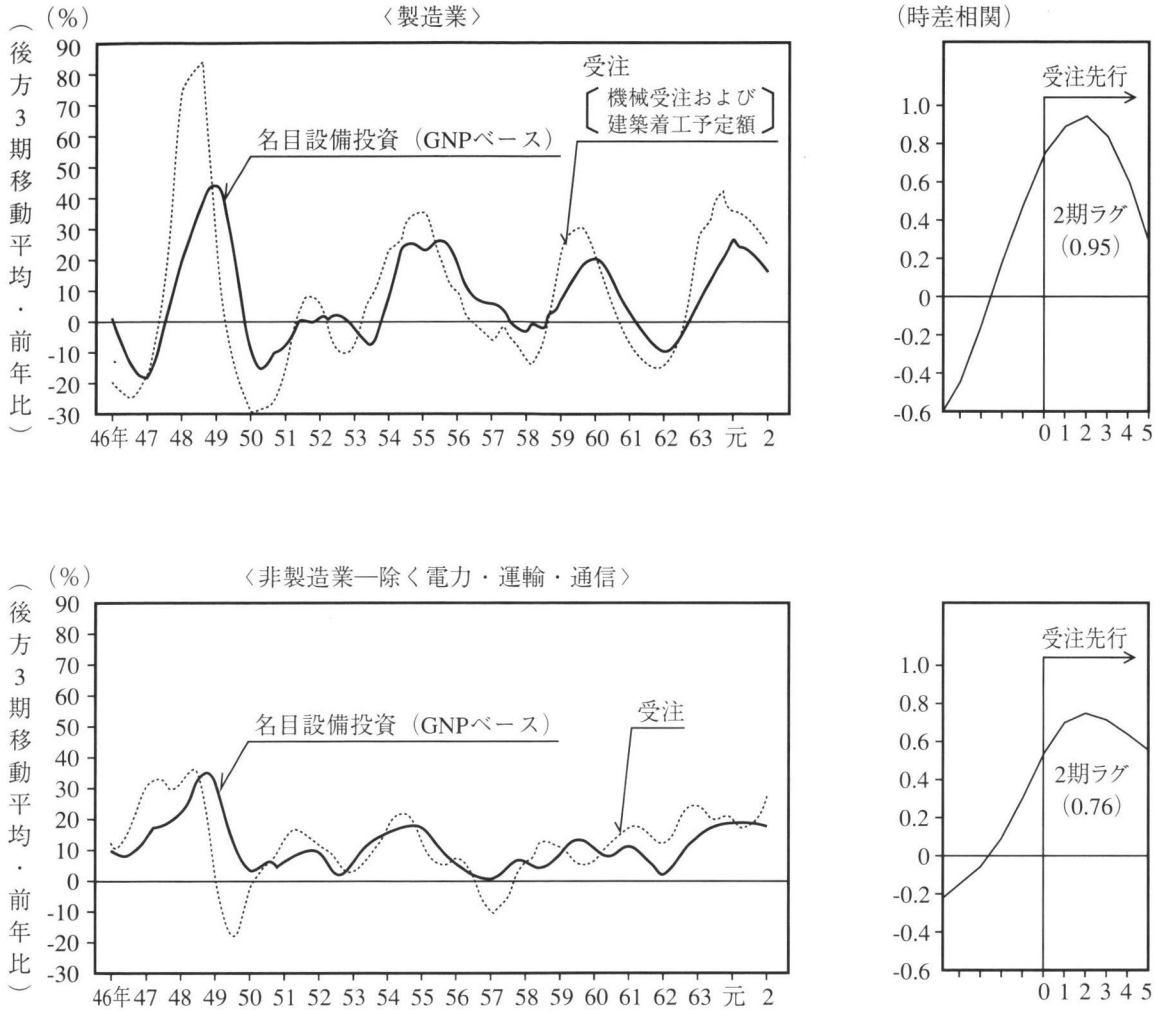


（資料）総務庁「科学技術研究調査報告」、経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「企業短期経済観測調査」（2年11月）、大蔵省「法人企業統計季報」



(図表10)

機械・建設受注と設備投資の関係



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック」「機械受注統計調査報告」、建設省「建築着工統計調査」

ものの、消費の基調を規定する家計の所得環境は引続き良好であり(図表11)、先行きについても、後にみるように、①1人当り賃金の上昇率は、高い伸びを続ける可能性が大きく、②雇用者数の伸びは、さすがに鈍化するとしても、女子の労働市場参入意欲の高まり

を主因に依然高めとなるとみられること、を考え併せると、所得の伸びに支えられて、個人消費は堅調を持続するものと期待される(注4)。

一方、住宅投資に関しては、①金利上昇の影響に加え、②地価の騰勢鈍化が、節税目的での貸家建設等を含め、短期的にはマイナス

(注4) なお、株価下落等に伴う「逆資産効果」については、①もともとわが国においては、家計の株式保有比率が低いこと、②金利上昇に伴い、むしろ家計の利息収入は増加すること等を考慮すると、比較的軽微にとどまる可能性が大きいとみられる(詳しくは、調査月報平成2年8月号掲載論文「堅調を続ける個人消費の動向」参照)。

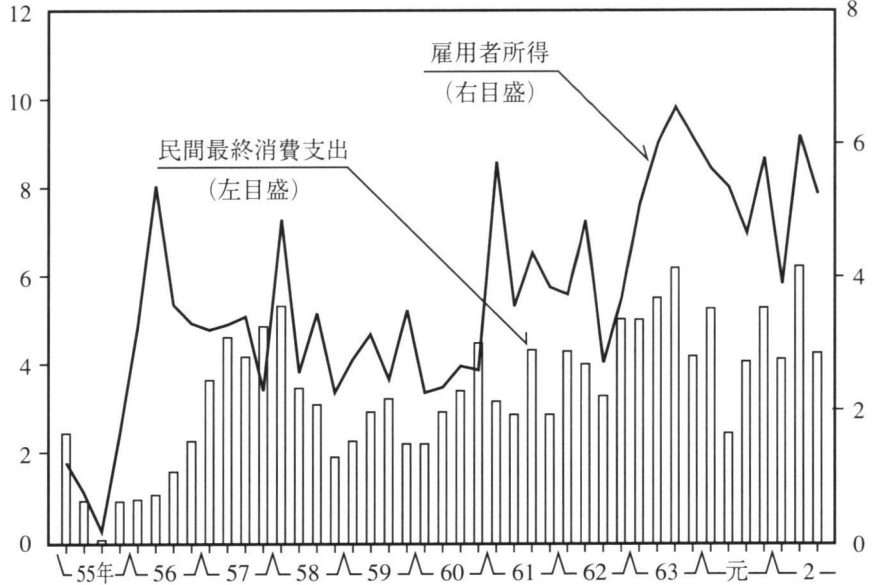
(図表11)

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)

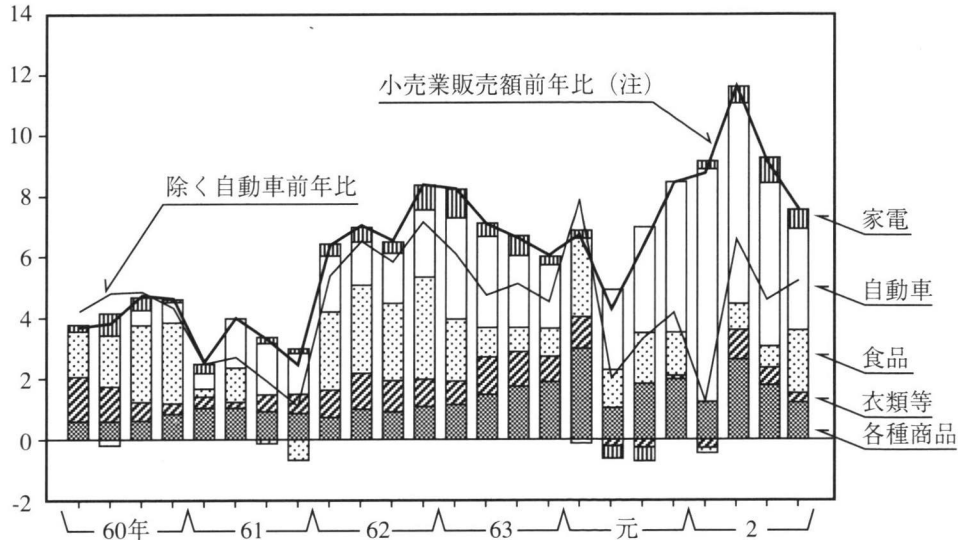
(実質前年比 %)

(実質前年比 %)



(2) 小売業販売額の推移 (名目ベース)

(%)



(注) 畳・建具等住宅関連を除く。直近値は2年10~11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」

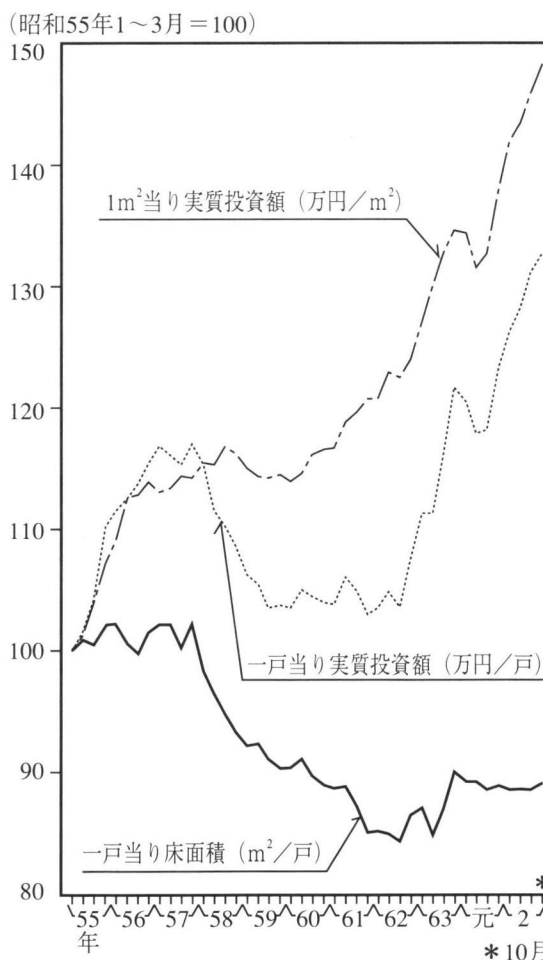
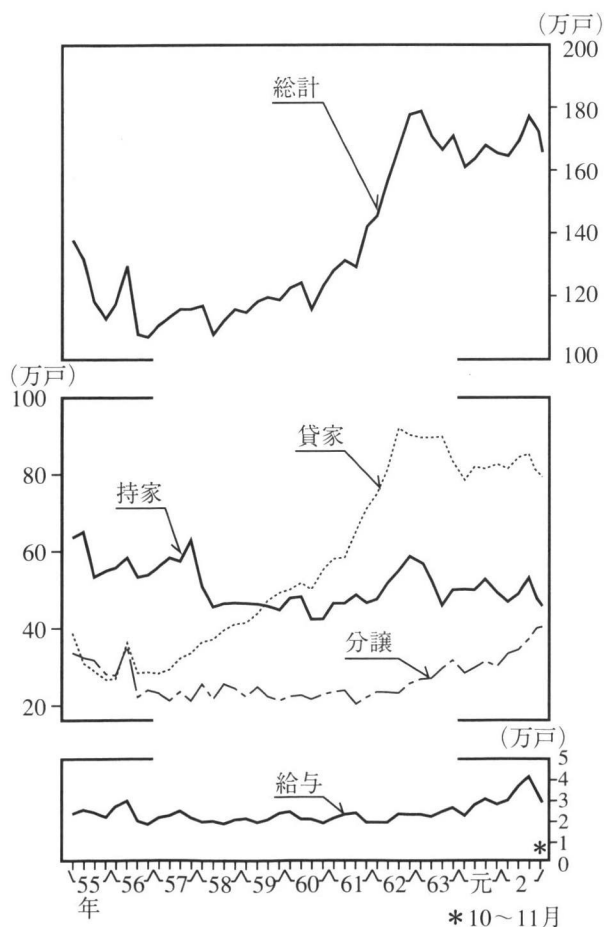
の影響を及ぼすこと、③これまで着工戸数押上げに大きく寄与してきた分譲マンションが、足元の需給悪化を映じて減少に向かうとみられること等から、着工戸数ベースでは、高水準の今年度比してかなりの減少になるものと思われる。しかしながら、住宅1戸当りの質的向上をも反映するGNPベースで見ると、近年における顕著な質的向上傾向により、減少幅は比較的マイルドにとどまる公算が大きいと考えられる（図表12）。

この間、政府支出をみると、基本的な景気中立姿勢に変化はないが、公共投資については、①公共投資拡大10か年計画の初年度とあって、国、地方とも予算規模自体若干伸びを高める見込みであることに加え、②予算成立時期が、長期暫定予算であった2年度比かなり早まると想定すれば、工事の進捗ペースもこれに伴って高まること等を勘案すると、対GNP寄与をやや拡大する可能性が大きいとみられる。

(図表12) 住宅投資の動向

(1) 利用関係別新設住宅着工戸数の推移  
(季調済、年率換算)

(2) 新設住宅の床面積、実質投資額の推移



(資料) 建設省「建築着工統計」

### (3) 物価面の展望

次に、先行きの物価動向を展望するうえで前提条件となる製品・労働需給についてみると、景気拡大テンポが緩やかなスローダウンにとどまる限り、いずれも引続きかなりタイトな状態で推移するものと考えられる（図表13）。

まず、製品需給については、既往の設備投資の能力化等から、一部素材産業等において

若干の需給引緩みも予想されるが、在庫率の低水準等からみて、マクロ的にはタイトな状態で推移するものと思われる。事実、鉱工業生産の伸びが鈍化しても、生産が高水準を続ける限り稼働率は容易に低下しないという過去の経験に照らしてみれば、製品需給を示す代表的指標である製造業の稼働率は、引続きかなりの高水準で推移していく可能性が大きい。

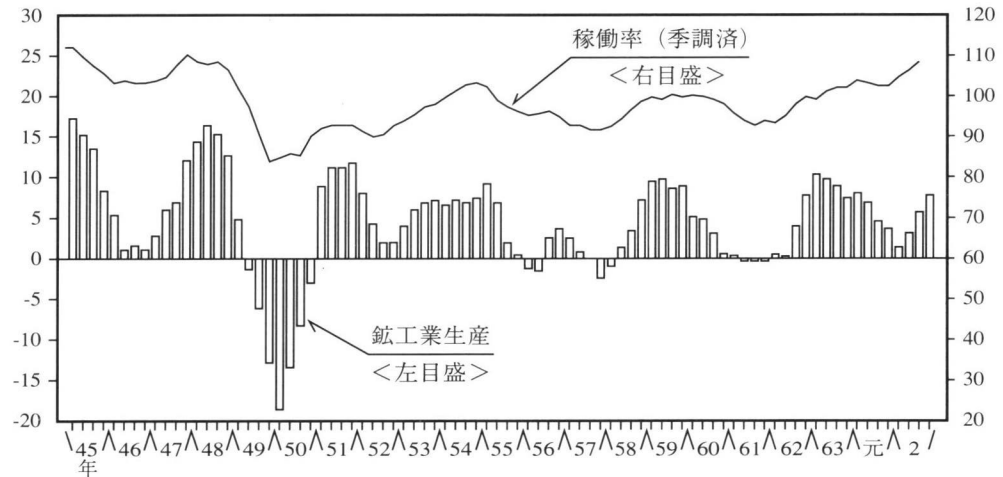
(図表13)

#### 製品、労働需給の動向

(前年比 %)

(1) 鉱工業生産と稼働率

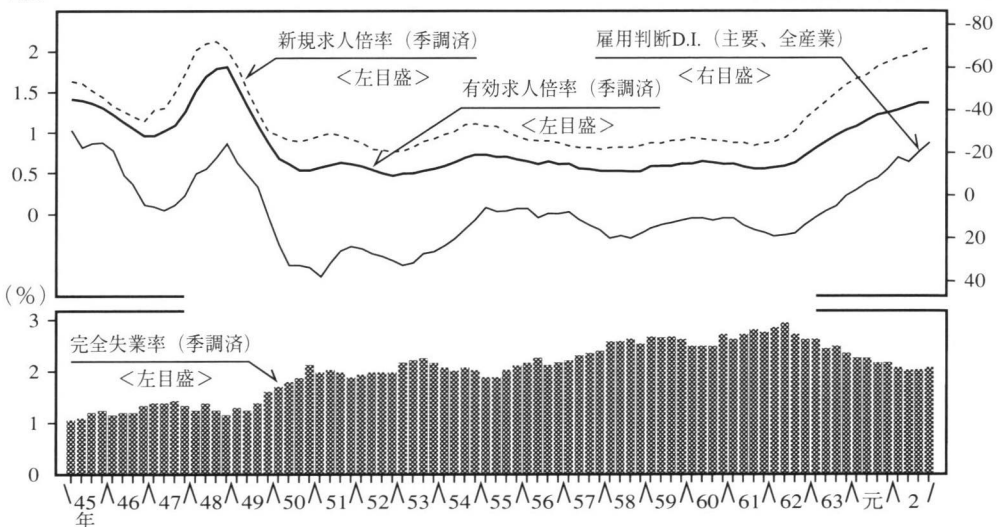
(昭和60年=100)



(2) 労働需給指標の推移

(「過剰」—「不足」%)

(倍)



(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計調査」、  
総務庁「労働力調査」、  
通商産業省「鉱工業指数統計」

一方、労働需給面では、引続き女子の労働市場参入増を期待するとしても、人口の年齢構成要因もあって、労働供給余力が低下している中で、成長テンポに見合って労働需要が増大していくことを考えると、今後も需給逼迫状態が続くことは必至とみられる。したがって、失業率、有効求人倍率の労働需給関連指標については、現在の著しい逼迫状況からみれば、若干緩和方向に向かうことがあるとしても、従来の同様な景気局面に比して遥かにタイトな状態で推移するものとみられ、企業の人手不足感が大きく後退するといったケースは想定し難い。

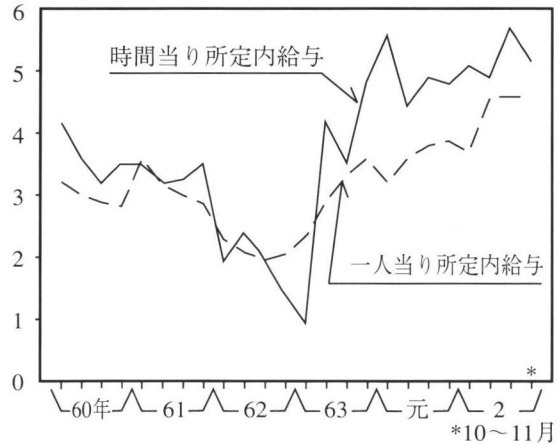
こうした状況下、物価の基調に大きく影響する人件費コストについて考えると、現時点ではベア率についてはなお見極め難いが、上記のような労働需給動向や、消費者物価の上昇等を考慮すると、中小企業をも含めたマクロ的な賃金については、今後も比較的高めの伸びを続ける可能性が大きいとみられる（図表14）。ただその反面で、原油価格や為替相場が現状程度で推移すれば、当面はこれらが物価安定方向に作用することを期待できよう。

以上のような実体経済の動向、製品・労働需給環境等を踏まえて、先行きの物価動向を考えると、原油の量的確保と価格面での安定、および為替相場の安定、インフレ心理の落ち着き確保を前提すれば、景気拡大テンポのスローダウンが予想される中、物価上昇率がさらに加速する情勢にはないとみられるが、物価上昇圧力には引続き根強いものがあると考えられる。

すなわち、国内卸売物価についてみると、最終財では引続きジリ高傾向が予想される一

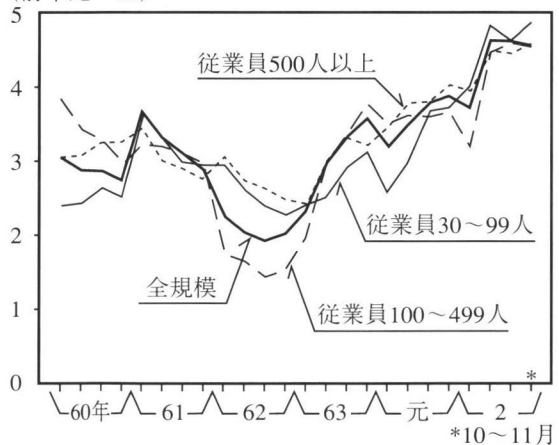
(図表14) 賃金の動向

(1) 一人当たり所定内給与と時間当たり所定内給与の推移 (前年比 %)



(2) 規模別所定内賃金の推移

(前年比 %)



(資料) 労働省「毎月勤労統計」

方、原油価格の安定を前提とし、かつ①その他国際原材料品市況の軟調地合い、②円高の影響、③一部素材産業での需給引緩み等を考慮すると、素原材料、中間財では目先騰勢はやや鈍化する可能性が大きい(注5)。また、消費者物価については、先にもみたように、なお予断を許さない情勢にあるが、今後さら

(注5) このほか、NIEs諸国(とくに韓国)からの輸出が、為替相場の対円での有利化に加え、これら諸国での新規設備稼働に伴って増加することにより、鉄鋼、化学、セメント等を中心に「輸入の安全弁」効果が物価安定方向に作用する可能性も考えられる。

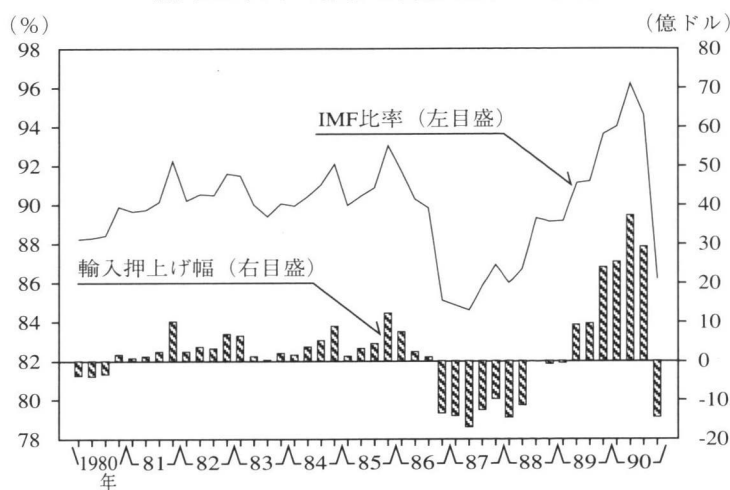
に上昇率が高まっていくといった事態は避けられるものと期待される。ただ、こうしたシナリオの下でも、製品・労働需給が引続きタイトな状態で推移することに加え、①賃金が高めの伸びを続ける中で、成長率が鈍化すると、ユニット・レーバ・コストは今後むしろ上昇していく可能性が大きいこと、②交易条件の悪化に伴う企業収益の圧迫から、素材業種中心に企業の値上げ意欲は根強いとみられること（図表15）等を考え併せると、潜在的な物価上昇圧力には引続きかなりのものがあると考えておくことが必要である。それだけに、原油情勢、為替レートをはじめとする前提条件がひとたび崩れれば、物価安定の確保を実現し得なくなる恐れがある点には、十分な留意が必要である。

#### (4) 対外収支面の展望

この間、対外収支面についてみると、まず輸出数量は、米国向けが引続き減少するとしても、東南アジア向けが堅調を持続するとみられることから、緩やかな増勢スローダウンと考えられる一方、内需の減速を映じて輸入数量の伸びも鈍化していくものとみられ、数量ベースの貿易黒字縮小テンポは緩やかなものにとどまる可能性が大きい（図表16）。一方、円高に伴う逆Jカーブ効果が黒字拡大要因として寄与し、原油価格上昇の黒字縮小効果も次第に低下していくとすると、当面価格要因はむしろ黒字拡大方向に作用するとみられるほか、一昨年来IMFベースで輸入増加方向に寄与してきた投資用金の輸入が今後は減少するといった可能性を考慮すると（注6）、

（注6）金貯蓄・投資口座の増加を映じた投資用金の輸入は、通関統計非計上ながらも、IMF統計では輸入として計上されるため、IMFベースの貿易黒字縮小要因として寄与してきた（この結果、輸入のIMF比率 $< IMFベース輸入金額 / 通関輸入金額 >$ は、昭和63年度88.7%→平成元年度92.6%→同2年度/上期95.4%と大幅に上昇、下図参照）。しかしながら、最近では金貯蓄・投資口座の残高増加テンポは急速に鈍化してきており、これに伴って投資用金の輸入も増勢鈍化に向かうものとみられる。

輸入IMF比率の推移と貿易収支への影響



（注）90/10～12月は10～11月の合計。  
 輸入押上げ幅は各期IMF比率の80～88年度平均  
 （89.3）からの乖離幅に各期の通関輸入額を乗じて算出。  
 （資料）大蔵省「外国貿易概況」、  
 日本銀行「国際収支統計月報」

(図表15) 企業収益面からの物価上昇圧力

(1) 品目別WPI関数

	投入価格前年比 〈t値〉 (n, m)	需給D.I.前年差 〈t値〉 (n, m)	経常利益率 〈t値〉 (n, m)	R <sup>2</sup>
国内WPI	0.06 〈48.2〉	0.02 〈 2.1〉	-0.49 〈 -3.1〉	0.98
食料品	0.36 〈 6.2〉 (-1, 0)	0.16 〈 3.1〉 (-7,-3)	- 2.3 〈 -4.8〉 (-4, -1)	0.76
繊維	0.55 〈13.2〉 (-1, 0)	0.03 〈 3.4〉 (-1, 0)	- 0.7 〈 -2.7〉 (-5, -2)	0.82
木材	0.88 〈26.0〉 (-1, 0)	0.10 〈 5.9〉 (-1, 0)	- 0.2 〈 -2.8〉 (-6, -2)	0.94
石油製品	0.51 〈19.1〉 (-2,-1)	0.14 〈 3.9〉 (-4,-1)	- 1.9 〈 -2.3〉 (-3, 0)	0.92
鉄鋼	0.50 〈13.3〉 (-2, 0)	0.06 〈 6.6〉 ( 0 )	- 0.6 〈 -2.1〉 (-5, -2)	0.82
非鉄	0.73 〈22.7〉 (-1, 0)	0.05 〈 2.9〉 ( 0 )	- 0.3 〈 -2.2〉 (-4, -2)	0.95

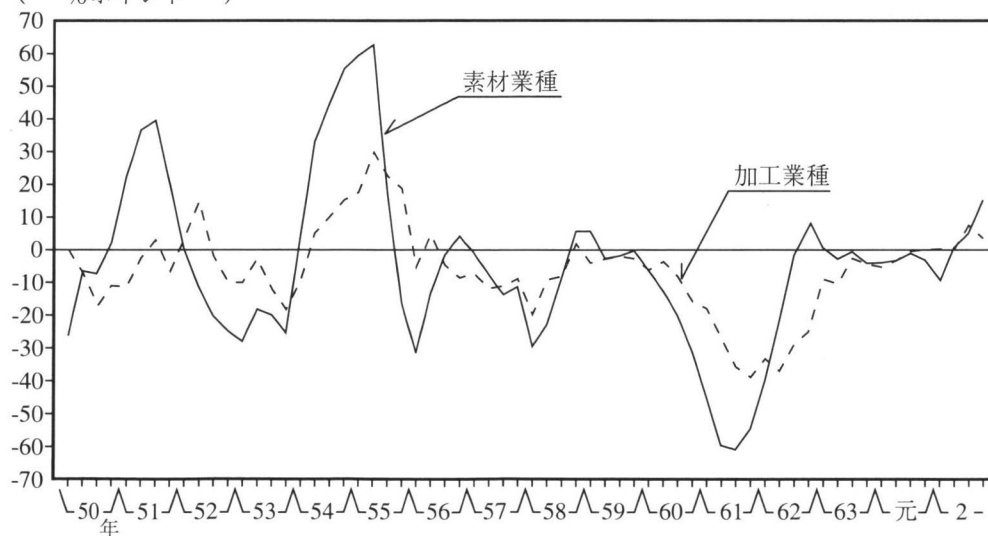
(注) 品目別WPI (前年比)

$$= \alpha \cdot \sum_n^m \text{投入価格 (前年比)} + \beta \cdot \sum_n^m \text{全国短観需給判断D.I. (前年差)} \\ + \gamma \cdot \sum_n^m \text{法人季報売上高経常利益率}$$

計測期間：77/1～3月～90/4～6月。

(2) 製品価格判断D.I.の推移 (主要企業製造業ベース)

(「上昇」－「下落」)  
%ポイント



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

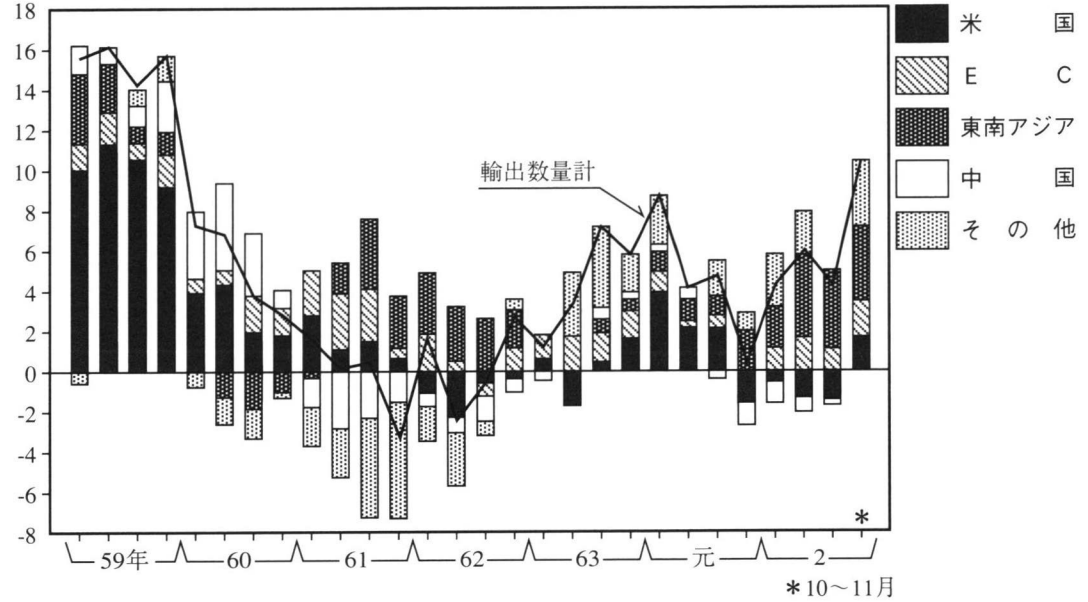


(図表16)

輸出入数量の動向

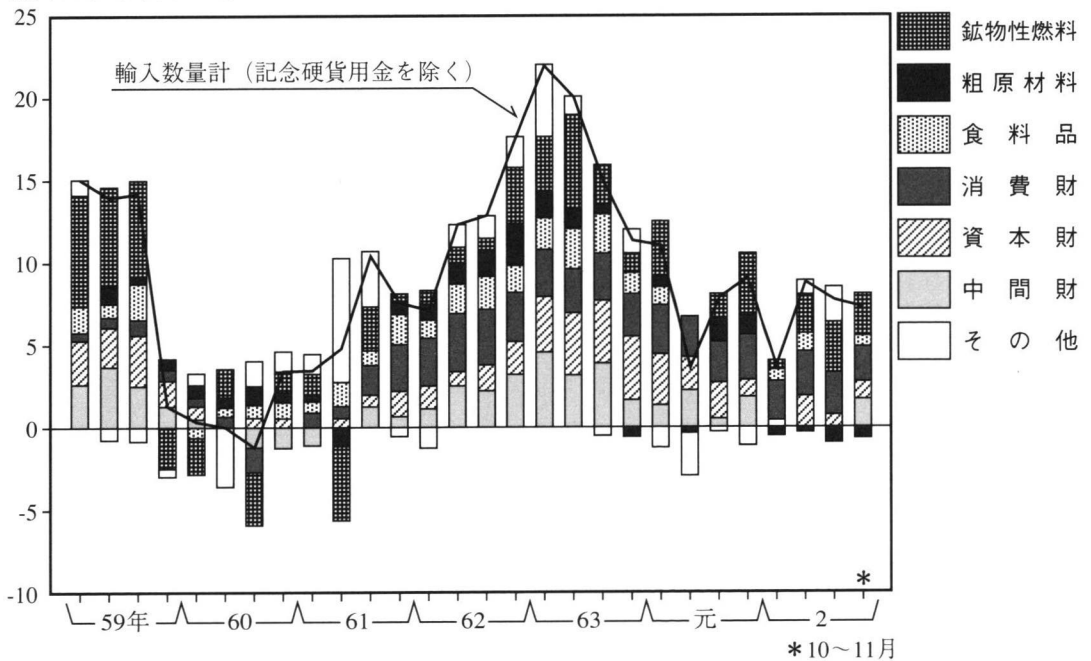
(1) 地域別輸出数量の推移

(前年比、寄与度 %)



(2) 財別輸入数量の推移

(前年比、寄与度 %)



名目ベースの貿易黒字がこれまでのようなテンポで縮小していくことは予想し難い。

もっとも、貿易外収支の赤字幅拡大傾向に加え、移転収支の動向いかんでは、経常黒

字が引続き縮小する可能性も大きく、経常収支/名目G N P比率は今後も黒字縮小基調をたどるものと期待される。

### 3. 最近の金融情勢等

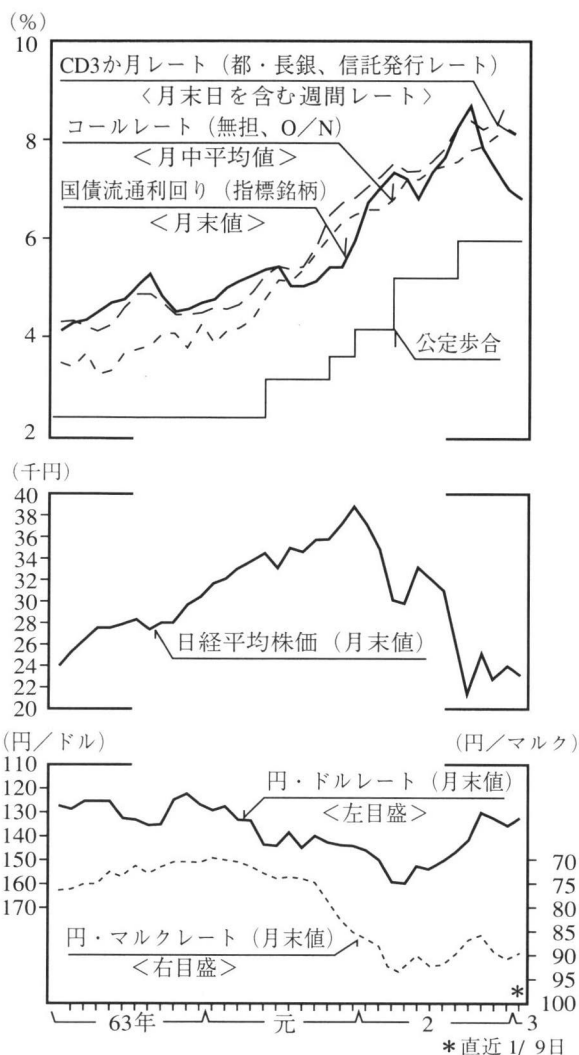
#### (為替・金融市場の動向)

最近の為替市場の動きを振り返ると（図表17）、10月初にかけては、米国での景気減速や金利低下期待に加え、国内金利も上昇傾向にあったことから、昨春來の円安修正の動きが加速し、一時は120円／ドル前半まで円高が進んだ。しかし、その後は急ピッチなドル安が修正される場面となり、昨年12月以降130円／ドル台での動きとなっている。

一方、国内の金融・資本市場をみると、短期市場金利が安定した動きを示す中で、長期市場金利、株価が大幅な変動をみている。すなわち、短期市場金利は、昨年初からほぼ一貫して上昇を続けたあと、9月以降は概ね横ばい圏内の中で季節性を反映した展開となっている。これに対し、長期市場金利は、湾岸情勢の緊迫化を背景に、9月末まで大幅な上昇をみたあと、原油市況の反落や為替円高、米国金利の低下等を手掛かりに、年末にかけて急速に低下した（注7）。また、株式市況については、債券価格と同様に10月初まで急落を続け、一時日経平均株価（225種）は2万円前後まで下落するに至ったが、10月1日に発表された大蔵省の市況対策等を契機に2万5千円台まで急反発したあと、2万円台前半での小浮動を繰返している。

なお、湾岸での軍事衝突発生（1月17日）直後に、日本銀行としては、市場の情勢を注視しつつ、必要に応じ流動性供給等の面で適時適切に対応するとの方針を示したところであるが、その後の為替・金融市場の動きをみると、事態の推移を見守る中、比較的落ち着いた推移となっている。

(図表17) 金利、株価、為替相場の動向



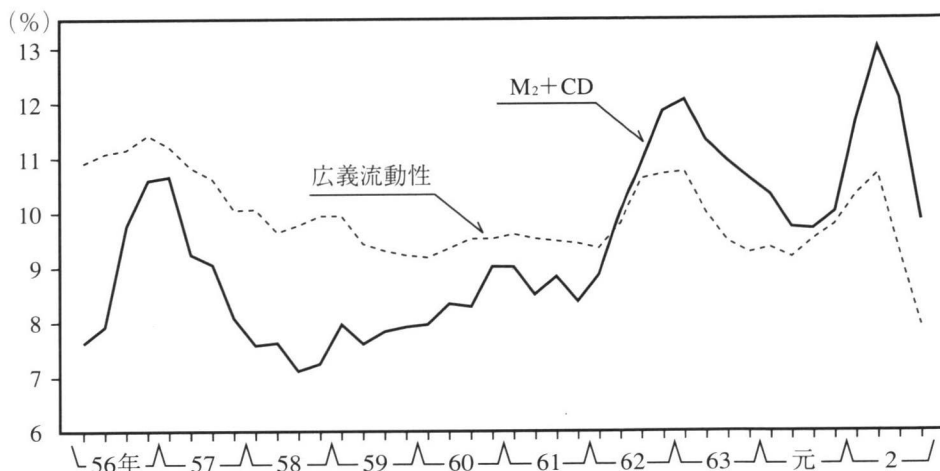
#### (マネーサプライの動向)

金融の量的指標であるマネーサプライについてみると（図表18）、M<sub>2</sub>+CD（平残、前年比）は、昨年10～12月には+10.1%まで低下し、伸び率は同4～6月の+13.0%をピークに順調な低下を示している。これは、金利面からの効果に加え、BIS規制や大蔵省による不動産関連融資の総量規制の影響等もあって、金融機関が信用リスクや採算面をより重

(注7) この結果、長期プライム・レートも、10月まで3か月連続して引上げられ、昭和57年12月以来の8.9%という高水準に達したあと、一転3か月連続の引下げとなり、本年初から7.8%となっている。

(図表18)

マネーサプライの動向  
M<sub>2</sub>+CDと広義流動性の推移（平残、前年比）



視するかたちで融資姿勢を慎重化している一方で、企業サイドは、設備・運転需資の増大を高水準の手許流動性取り崩しで賄っていることから、貸出の伸びが鈍化していることによるところが大きい。

目先1～3月についても、銀行与信を巡る環境に大きな変化はないと考えられることに加え、昨年1～3月はマネーの伸びが大きく高まった時期であったこと(M<sub>2</sub>+CD<前年比>、元/10～12月+10.0%→2/1～3月+11.7%)を考慮すると、M<sub>2</sub>+CDでみた前年比は+8%前後にまで低下する可能性が大きい。

しかし、マネーの流通速度(名目総需要/M<sub>2</sub>+CD)、企業の手許流動性といった指標からみると(図表19)、過去の金融緩和の累積効果を反映して、経済全体としての流動性は依然かなりの高水準にあり、この点を考慮すれば、マネーサプライの動向には引続き注意が必要と思われる。

(当面の政策課題)

以上みたように、今後のわが国経済の姿を展望するにあたっては、内外情勢ともに不透明な部分が極めて大きい。湾岸情勢をはじめとして海外環境が一段と不確実性を高めているほか、国内景気に関しても、その鍵を握るとみられる設備投資については、これらの不確定要因の帰趨が企業マインドを上振れ、下振れさせる可能性が、このところ従来以上に大きくなっていると考えられる(注8)。

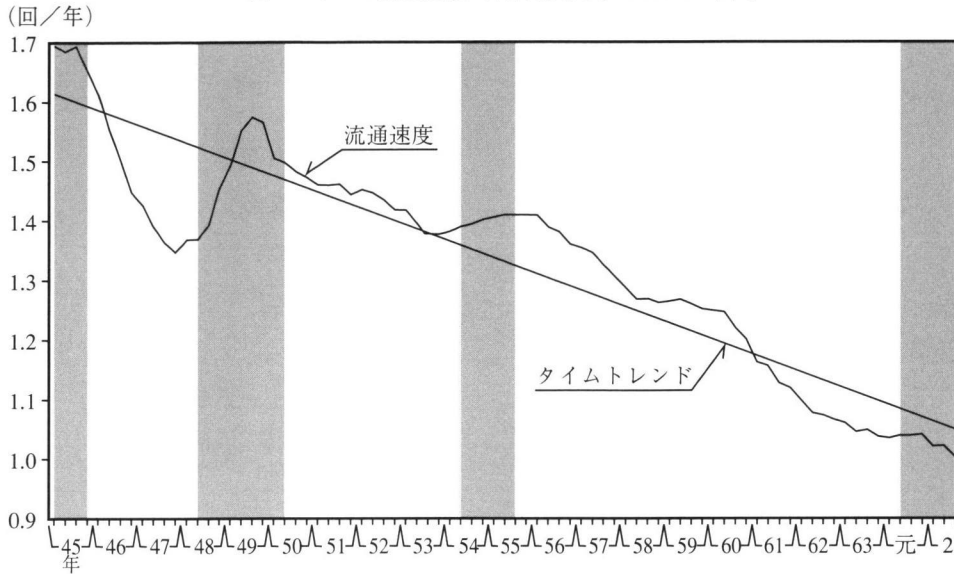
したがって、今後の内外情勢の推移を十分注意深く見守っていく必要があるが、現時点では、技術革新の進展をはじめとするわが国実体経済の構造的な基盤の堅固さにかんがみれば、仮に景気の減速テンポが予想を上回ることがあったとしても、現在の内需を中心とした成長の姿自体が大きく変わる可能性は極めて小さいとみられる一方、物価情勢については、前述のように楽観を許さないものがある。それだけに、長

(注8) 企業からのマイクロ・ヒアリングによれば、主要企業はいずれもかなり多数の潜在的投資案件を抱えつつ、内外情勢の不透明性から、投資決定を先送りしているといったケースが多い模様であり、今後の情勢展開いかんでは、投資計画が縮小されるリスクがある一方で、逆に湾岸情勢の安定、長期金利の低下等を契機に、投資環境が好転したとの見方が拡がれば、予想以上の規模で設備投資の上振れが生ずる可能性もあるとみられる。

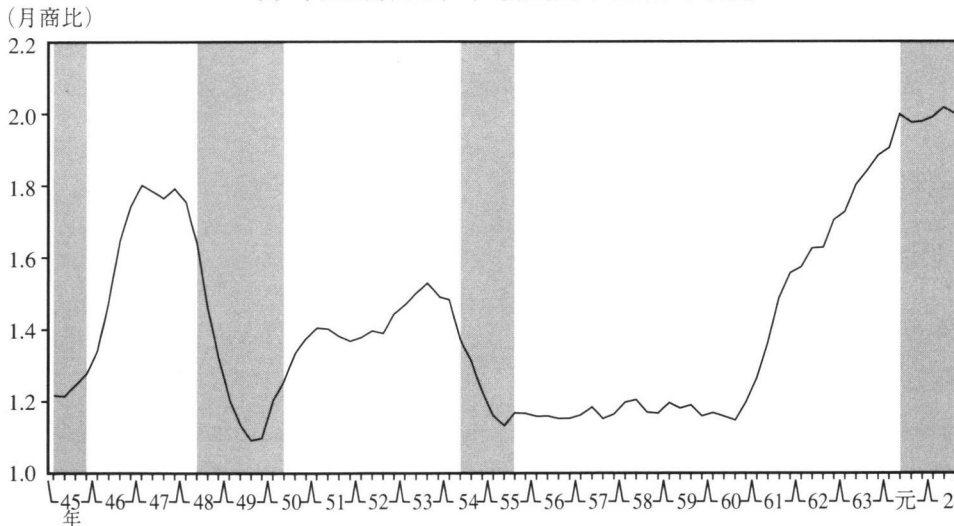
(図表19)

流動性水準の評価

(1) マネーの流通速度 (名目総需要/M<sub>2</sub>+CD平残)



(2) 手元流動性比率 (主要短観、全産業、季調済)



(注) シャドウ部分は公定歩合引上げ局面。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「主要企業短期経済観測調査」

い目でみた持続的経済成長を達成するとの観点に立つと、マクロ政策面においては、引続きインフレ心理の落ち着きを通じて物価安定を確保していくことが、またミクロ政策面では、市場開放や規制緩和等を通じて、経済の一層の効率化、活性化を促していくことが、何よりも肝要と思われる。また、わが国経済の今後の健全な発展のためには、現在の地価の鎮静化傾

向を定着させていくことも、重要な課題である。

日本銀行としては、上記のような認識に立ち、当面の金融政策については、諸情勢の変化を注視するとともに、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3年1月29日)