
わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料（平成3年秋） —

[要 旨]

1. 最近のわが国経済をみると、景気は成熟局面入りに伴う自然な減速の諸要因に加え、既往の利上げ効果の一部残存や、米国景気の回復が緩慢なものにとどまっていること等から、緩やかに減速しているが、設備投資がなお増勢を持続していることに加え、個人消費が堅調に推移していること等から、全体として拡大を続けている。

一方物価面では、卸売物価は安定基調で推移しているが、消費者物価はサービス価格を中心に下げ渋り気味に推移している。また対外収支面では、主に輸入の減少により黒字が拡大方向にあるが、これには原油価格の低下等一時的な要因がかなり寄与している。

2. 金融面をみると、7月の公定歩合の引下げ以降、長短市場金利が低下をみており、銀行の貸出金利も漸次低下した。この間、日本銀行は、金融調節を一層円滑に運営しうる環境整備を図る観点から、10月16日より準備預金制度の準備率の引下げを実施した。

マネーサプライは、郵便貯金への資金シフトや、企業の手元資金の取崩し、社債等の調達手段多様化による借入れ需要の減少もあって低い伸びを続けている。もっとも、手元資金がなお高いレベルを維持していること等から、企業の資金繰り面についての引締め感は比較的限られたものにとどまっている。

3. 当面の経済情勢を展望すると、まず海外情勢については、米国では緩やかな景気回復、EC諸国についても緩やかな成長が見込まれ、アジア諸国では高めの成長が続くとみられることから、全体としても回復傾向をたどるものとみられる。また、原油価格等の国際原料品市況も当面落ち着いた動きが見込まれる。

4. 国内経済をみると、設備投資は、資本ストックの蓄積等を背景に昨年度までの高い伸びから増勢が鈍化しつつあるが、設備稼働率がなお高い水準にあることや、独立投資的な要素が投資支持方向に働くこともあって、引続き底固い展開をたどろう。

また個人消費については、労働市場の引締めりを背景に、雇用と所得の順調な増加が見込まれるなか、総じて堅調な足取りが続こう。輸出入のバランスも当面景気支持方向で推移するとみられる。これらにより景気は当面は減速しつつも引続き底固い拡大が見込まれる。

この間、わが国の対外収支については、輸出の増加テンポは現地生産に伴う輸出代替効果等もあって緩やかなものにとどまるものの、輸入価格の低下や前年度計上の湾岸支援金の剥落等から貿易・経常黒字とも拡大する方向にある。

5. 物価面を展望すると、需給の緩和を背景に卸売物価は安定基調の持続が期待されるが、消費者物価についてはサービス価格を中心にその安定化テンポは緩慢なものにとどまる可能性があり、なお注意を要しよう。

6. 以上みてきたように、わが国経済は拡大テンポの緩やかな減速過程がいましばらく続くことが展望できる。こうしたなかで、物価面では労働市場の中長期的な引締まり状況の下で、国民生活に関係の深い消費者物価をしっかりと安定させることが当面重要な課題である。金融政策の運営にあたっては、内外金融経済情勢の推移を注意深く見守りつつ、物価安定を基軸に据えた慎重な政策スタンスを堅持していくことが重要である。

(目次)

1. 最近の経済情勢

(景気拡大テンポは緩やかに鈍化)

(消費者物価は下げ渋り)

(対外黒字は拡大)

2. 最近の金融情勢等

(為替・金融市場の動向)

(マネーサプライ・企業金融の動向)

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済

(2) 国内経済

(3) 対外収支

(4) 物価動向

(5) 当面の政策課題

1. 最近の経済情勢

(景気拡大テンポは緩やかに鈍化)

最近のわが国経済をみると、景気は成熟局面入りに伴う自然な減速の諸要因に加え、本年前半までの引締め効果の残存、さらには米国景気の回復が緩慢なものにとどまっていること等から、拡大テンポが緩やかに鈍化している(図表1)。

これをやや具体的にみると、まず今次景気拡大局面において急増を続け一段高の水準に達した住宅建設や国内乗用車販売が、昨秋以降は量的な充足感の高まり(いわゆるストック調整)や金利上昇等から減勢に転じた。今年度入り後は、住宅建設や国内乗用車需要がもっともシャープに落込んだ局面が終わりつ

つあるなかで、米国向け乗用車輸出が現地在庫調整から一時的に落込んだことに加え、設備投資も過去3年間の2桁成長の後、さすがに伸びが鈍化しつつあるという経緯をたどってきた。

上記需要動向の下で、在庫は乗用車・住宅・建設関連を中心に漸増傾向にあり、生産活動は年初来抑制基調で推移している。

7～9月期を中心に現状を評価してみると、乗用車の米国現地在庫調整の終了に伴い輸出が多少とも回復傾向にあることに加え、設備投資も企業の投資意欲は根強く、本年度の堅調な投資計画の下でなお増勢を持続しているとみられること、また個人消費がなお良好な雇用・所得環境に支えられて総じて堅調に推移していることから、景気は緩やかに減速しつ

(図表1) 景 気 の 足 取 り

	1986年度	87	88	89	90	91/4～6月	7～9月
実質GNP (前期比 年率%)	2.9	4.9	5.9	4.8	5.7	2.0	n. a.
鉱工業生産 (前期比 %)	△0.2	5.9	8.9	4.5	5.6	△0.7	(7～8月) 0.6
第3次産業活動指数 (前期比 %)	5.7	6.6	6.7	4.0	4.4	0.7	n. a.
百貨店売上高 <>内は除く雑貨 (前年比 %)	4.4 <4.2>	5.3 <5.0>	9.4 <8.9>	3.8 <2.9>	9.7 <9.3>	5.1 <6.0>	(7～8月) 2.9 <4.4>
乗用車登録台数 <除く軽> (年率 万台)	302	328	350	429	422	403	407
新設住宅着工戸数 (年率 万戸)	140	173	166	167	167	140	(7～8月) 134
国内卸売物価 (前年比 %)	△5.2	△1.7	△0.5	2.6	1.5	2.1	1.3
全国消費者物価 <除く生鮮食品> (前年比 %)	0.5	0.4	0.6	2.8	2.8	3.0	(7～8月) 3.1
経常収支 (年率 億ドル)	941	845	773	534	337	749	(7～8月) 707
対名目GNP比率 (%)	4.4	3.3	2.6	1.9	1.1	2.3	n. a.

(注) 1. 百貨店売上高は、全国百貨店協会ベース(店舗調整前)。

2. 乗用車登録台数・新設住宅着工戸数・経常収支の四半期は、季節調整後年率換算の計数。

また、新設住宅着工戸数・経常収支の91年7～9月は7～8月の年率換算。

(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「国際収支統計」等。

つも全体として引続き拡大を続けている。

こうした状況下、需給面では、製品需給は緩和方向をたどっており、労働需給も限界的には引緩みの兆しがみられる。しかし、設備稼働率や労働関連指標が、過去に比べ相当高い水準にあるなど、マクロ的にみれば需給は依然かなりタイトな状況が続いている。また企業の業況感をみても、日本銀行の「企業短期経済観測調査」（8月調査）では、主要企業・製造業において景気減速感の強まりが示されたが、業況感のレベル（良好度合い）は中小企業を含めなお高めの状態を保っている。

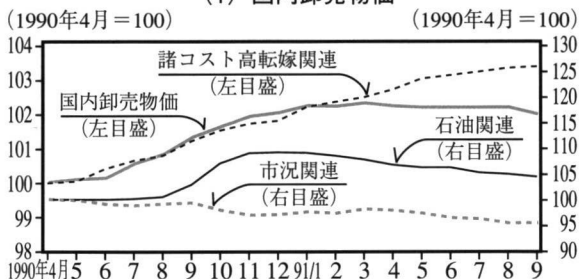
（消費者物価は下げ渋り）

物価面をみると、国内卸売物価は、石油関連品目の値下がり持続に加え、製品需給の緩和等を背景に、市況関連品目が軟調に推移していることや、人件費・物流費等の諸コスト高転嫁の動きも一服しつつあることから、今春来安定基調で推移しており、前年比上昇率は、前年の原油高による上昇の反動もあってこのところかなり低下をみている（9月の前年比0.7%）。

一方、消費者物価については、一般工業製品が国内卸売物価の安定を背景に秋口に入り漸く落ち着きを示し始めたが、コストに占める人件費のウェイトの高いサービス価格については、人手不足傾向が続くなか、なお高めの伸びが続いており、このため生鮮食品を除いた部分の前年比上昇率は9月まで依然3%前後で下げ渋っている（注）（図表2）。

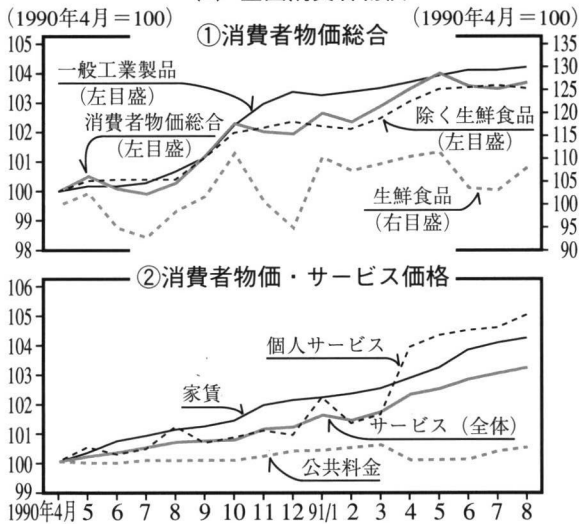
（図表2） 物価の動向

（1）国内卸売物価



（注） 諸コスト高転嫁関連は、パルプ・紙・同製品、窯業・土石製品、加工食品、一般機器、金属製品、その他工業製品、鉄鋼、輸送用機器の合計。
石油関連は、石油・石炭製品、化学製品、プラスチック製品の合計。
市況関連は、非鉄金属、繊維製品、スクラップ類、製材・木製品の合計。

（2）全国消費者物価



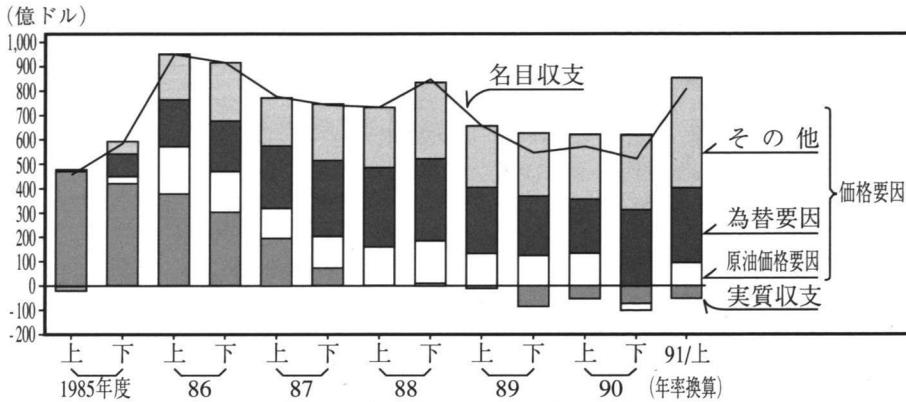
（資料）日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

（対外黒字は拡大）

対外収支面をみると、貿易収支、経常収支ともこのところ黒字拡大をみている。このうち貿易収支については、実質収支（数量ベース）は横ばいとなったが、原油価格の低下や高級絵画等の奢侈品のウェイトダウンに伴う輸入価格の低下が、金額（ドル）ベース

（注）さらに、消費者物価から生鮮食品のほか、海外情勢で騰落が振れる石油製品、政策的に決定される公共料金を除いた部分を「コア」とみなしてその推移をみても、前月比上昇率（年率）は、昨年度下期の3.5%程度から、本年度上期には3.0%程度と下げ渋っている。

(図表3) 貿易収支の動向



- (注) 1. 通関ベース、記念硬貨用金の輸入を除く、季節調整済み。
 2. 数量ベース収支は、輸出入金額を85年基準の輸出入価格指数でデフレートして求めた実質輸出入の差。
 3. (価格要因) = (ドルベース収支) - (数量ベース収支)
 4. 価格要因のうち為替要因は、円建て輸出入の為替変動による評価増減を計上。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

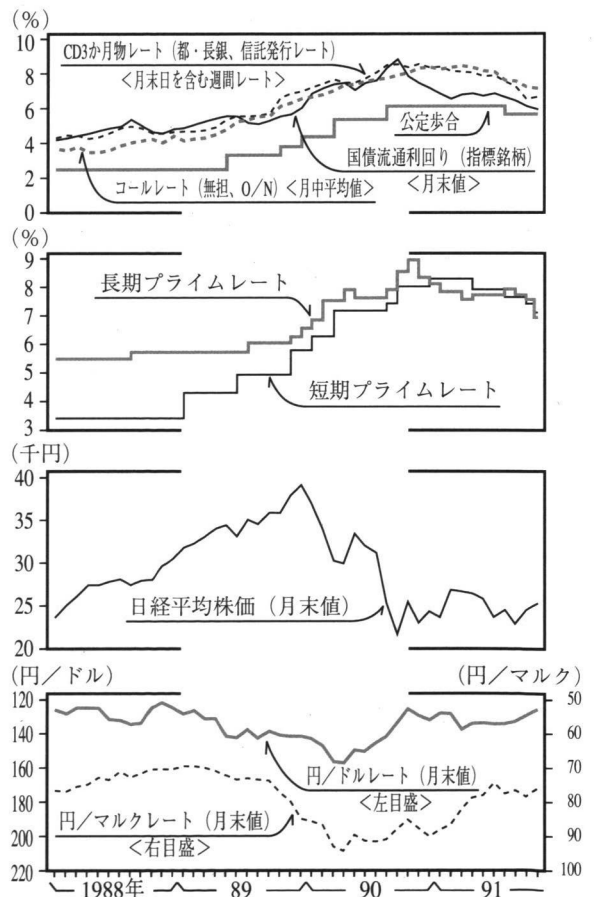
の黒字拡大に大きく影響している(貿易黒字額<通関ベース、季節調整済み>、前年度上期284億ドル→下期259億ドル→本年度上期396億ドル)。なお経常黒字の拡大には、旅行収支の赤字縮小や前年度計上の湾岸支援金の剥落等も寄与している(図表3)。

2. 最近の金融情勢等

(為替・金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると(図表4)、円/ドル相場は、春先以降概ね130円/ドル台後半で小浮動を続けたあと、上記経常黒字の拡大に加え、外人投資家の本邦株・債券取得などの資金流入が強まっていることや、米国金利が低下傾向にあることなどを背景にこのところ円高の方向にある。一方、国内金利については、短期市場金利は、7月の公定歩合引下げ直後にほぼ同幅低下をみた後、主にターム物を中心に緩やかな低下をたどったが、9月入り後は、国内景気の減速を反映するかたちで、翌日物、ターム物ともさらに一段の低下をみた。また長期市場金利も、短期金利の低下のほか、米国の長期金利

(図表4) 金利、株価、為替相場の動向



(注) 直近は10月18日。ただし、CDは10月9~16日のレート。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

低下や円高、さらには国内景気の減速等を背景に低下をみている。ちなみに、7～9月中の低下幅は、公定歩合の引下げ0.5%に対して、短期市場金利1.0～1.5%、長期債流通市場利回り0.9%になった。こうした市場金利の低下を背景に銀行の貸出金利も漸次低下した（この結果、長・短期プライムレートは、公定歩合引下げ以後3度引下げられ、それぞれ6.9%、7.0%の水準となった）。

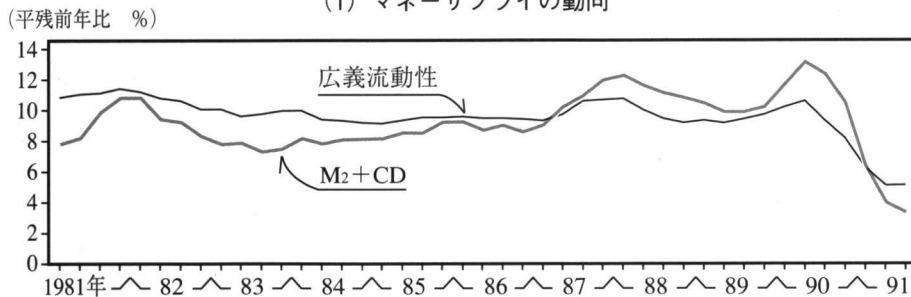
また株価については、需給地合いが不芳ななかで、いわゆる証券不祥事の発生もあって、夏場はジリ安商状となったが、9月以降は、内外の金利動向等を映じて、やや底固い展開となってきた。

なおこの間、日本銀行は10月1日、準備預金負担の軽減により金融調節を一層円滑に運営しうる環境整備を図る観点から、準備預金制度の準備率の引下げを決定し16日より実施した。

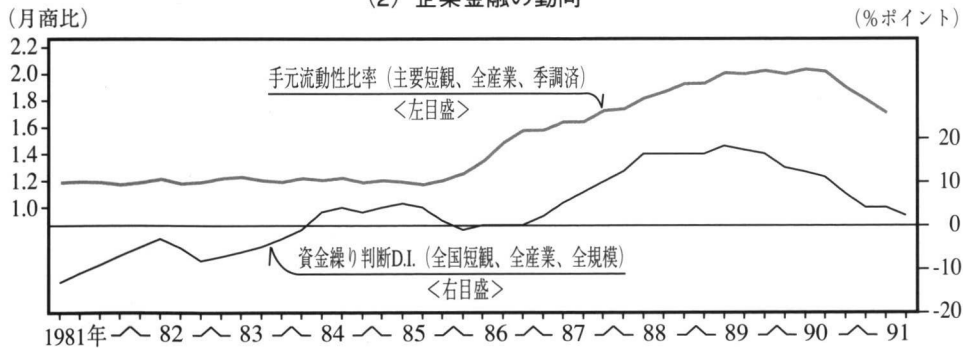
（マネーサプライ・企業金融の動向）

マネーサプライの動向をM₂+CD（平残、前年比）でみると、4～6月（3.7%）に続き7～9月も2.8%と伸び率が低下した。これには、市場金利が低下するなかで金利面で優位性を増した郵便貯金への資金流出が寄与しているほか、銀行への借入れ需要が減少したことが影響している。後者の側面を具体的にみると、銀行が総じて慎重な融資姿勢を維持している下において、企業サイドでは、手元資金に取崩しの余地があるうえ、生保借入れや、社債等の資本市場からの資金調達など銀行借入れによらない資金の流れも相当大的な規模に達していることなどが背景となっている。こうした状況を映じて、企業の資金繰り面での逼迫感は比較的限られたものにとどまっている（図表5）。

（図表5） マネーサプライ・企業金融の動向
（1）マネーサプライの動向



（2）企業金融の動向



（注）1. 手元流動性比率 = (現預金 + 短期有価証券) / 月商

2. 資金繰り判断D.I. = 「楽である」 - 「苦しい」

（資料）日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

なお、基本的には同様な事情の下で、M₂+CD（平残、前年比）は、目先10~12月についても2%台の伸び率となる見通しである。

3. 当面の経済情勢の展望

次に以上の点を踏まえ、内外経済についての当面の展望を試みることにしたい。

(1) 海外経済

海外景気については、米国景気の緩やかな回復が展望されるほか、EC諸国では緩やかな成長が、アジア諸国では内需中心に高めの成長がそれぞれ続くことから、全体としても回復傾向をたどるものとみられる（図表6）。

(図表6) 海外主要国の景気・物価動向

(1) 実質GNPの推移

(前年比 %)

	1988年	89年	90年	90年		91/1~3月	91/4~6月
				7~9月	10~12月		
米 国	4.5	2.5	1.0	1.4	△1.6	△2.8	△0.5
内需（寄与度）	3.4	2.0	0.5	1.6	△5.3	△4.3	1.4
外需（ 〃 ）	1.1	0.5	0.5	△0.2	3.7	1.5	△1.9
E C	4.0	3.3	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
西ドイツ	3.7	3.8	4.5	5.5	5.3	5.2	4.3
フランス	4.2	3.9	2.8	3.1	1.8	1.0	1.6
英 国	4.2	1.9	0.6	0.2	△1.3	△2.5	△3.7
アジアNIEs	10.2	6.5	6.9	6.9	5.9	7.3	n.a.
韓 国	12.4	6.8	9.0	9.6	6.8	8.9	9.2
台 湾	7.8	7.3	5.3	4.1	5.3	6.4	n.a.

- (注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。
 2. 西ドイツは、両ドイツ統一後は旧西ドイツの計数を使用。
 3. フランス、英国は実質GDPを使用。
 4. アジアNIEsは各国の1989年GNPウエイトで加重平均して算出。

(2) 物価の推移

(前年比 %)

	1988年	89年	90年	90年		91/1~3月	91/4~6月	91/7~9月
				7~9月	10~12月			
米 国	生産者物価（最終財）	2.5	5.1	4.9	6.4	3.5	3.4	1.9
	〈同・除く食料品・エネルギー〉	3.2	4.4	3.7	3.5	4.0	3.7	3.2
	消費者物価	4.1	4.8	5.4	6.2	5.3	4.8	4.1*
西ドイツ	消費者物価	1.3	2.8	2.7	3.1	2.7	3.1	4.2
フランス	〃	2.7	3.6	3.4	3.6	3.4	3.2	3.2*
英 国	〃	4.9	7.8	9.5	10.0	8.6	6.0	5.1*
韓 国	消費者物価	7.1	5.7	8.6	9.2	11.0	9.1	8.5**
台 湾	〃	1.3	4.4	4.1	3.9	4.7	3.2	n.a.

*7、8月の平均、**7月

(注) 西ドイツは、両ドイツ統一後は旧西ドイツの計数を使用。

(資料) 各国政府統計

すなわち米国については、夏場前頃から物価の落ち着き傾向や金利低下効果を背景に、個人消費、住宅投資等の最終需要が緩やかに増加しているほか、在庫調整圧力の緩和もあって、生産・雇用面でも底固さがうかがわれるなど、景気は回復過程にあるものとみられる。先行きについては、雇用の改善等を通じた個人所得の増加や、乗用車・住宅のストック調整進捗等を背景に、生産・所得・支出の好循環が強まっていくことと期待されるが、景気回復テンポは、商業用不動産の過剰ストック、中央・地方の財政事情の悪化、家計の高い負債比率等が制約となり、引続き緩やかなものにとどまるものとみられる。

EC諸国については、ドイツは、増税等に伴い減速は避けられないものの、東独復興需要の堅調等を背景に引続き拡大基調をたどる見通しにある。英国、フランス等の諸国では緩やかながらも景気は回復傾向に向かうものとみられている。またアジアについては、

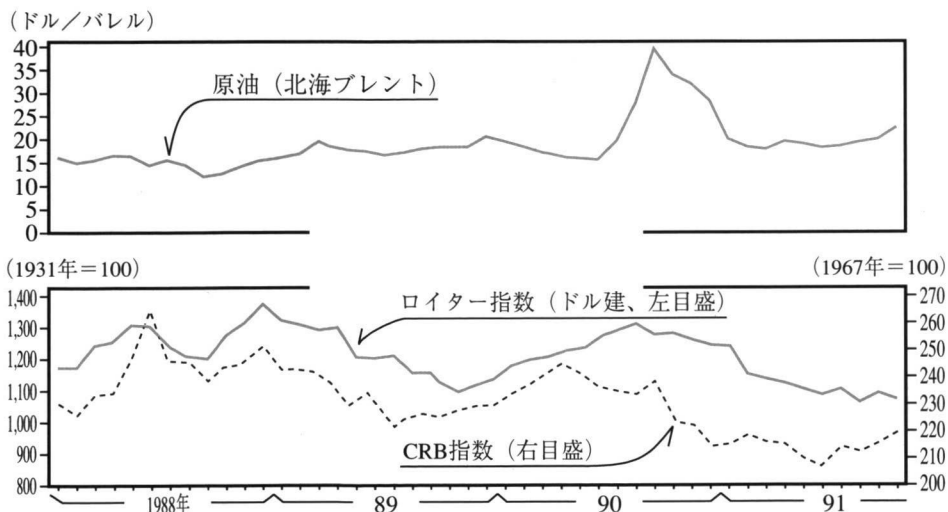
N I E s、A S E A Nの大方の国で、高成長に伴う物価上昇等から引締め策がとられているものの、内需の好調持続に加え、中国を含めた域内貿易の活発化もあって高めの成長を持続する見通しである。

こうした状況下、国際原料品市況については（図表7）、ソ連情勢など流動的な要素も多いが、世界経済の拡大テンポが緩やかなものとなろうとの見通しもあって、工業原料を中心に当面落ち着いた動きをたどろうとの見方が市場では一般的である。原油価格についても、需要の伸びが鈍いことや、O P E Cの柔軟な生産姿勢をも踏まえれば、季節的な振れはあるものの、概ね横ばい圏内で推移するものとみられる。

（2）国内経済

このような海外経済の下で、主として年度下期を念頭において、わが国経済の先行きを展望してみよう。その場合、本年度前半における主要な減速要因であった乗用車販売や住

（図表7） 国際原料品市況の推移



（注）月末、直近は10月18日。

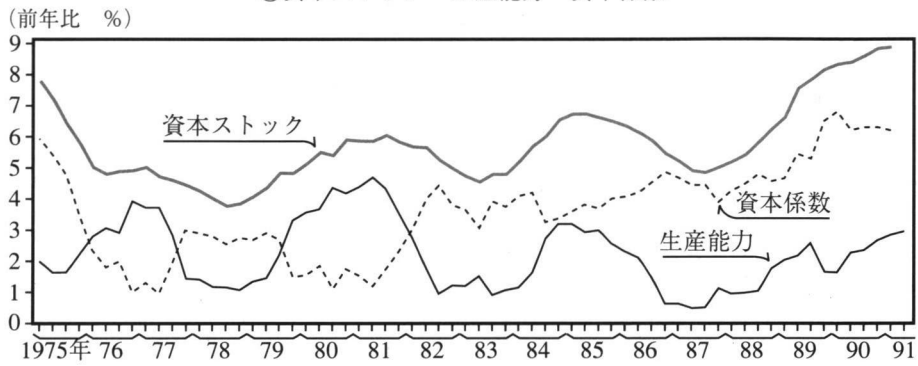
宅建設が概ね横ばい圏内の動きになってきたことを踏まえると、昨年度までに比べ増勢が鈍化しつつある設備投資の動向が重要であろう。

そこで設備投資についてみると（図表8）、まず製造業に関しては、過去3年にわたる高

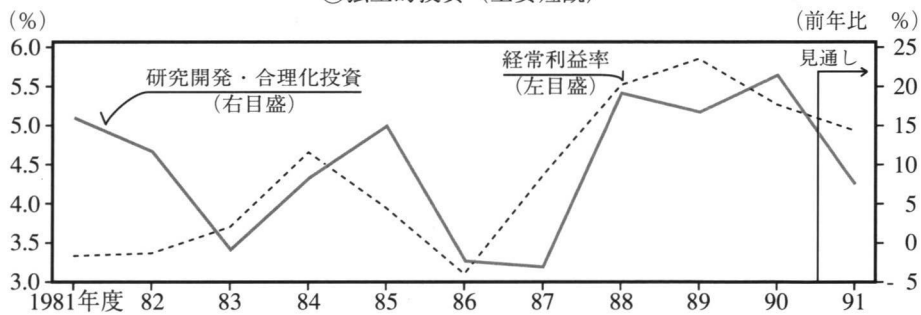
水準の設備投資に伴う資本ストックの増大により自律的な投資減速局面に入りつつある。しかし、①研究開発投資等の盛行により資本ストックの増加（最近の前年比約8%）ほどには生産能力自体は増加しておらず（同約3%<いわゆる資本係数の上昇>）、この結果

（図表8） 設備投資の動向

（1）製造業の設備投資
①資本ストック・生産能力・資本係数



②独立的投資（主要短観）



（2）設備投資計画

（前年比 %、（ ）内は前年同時期の90年度計画）

		1990年度	91年度
製造業	主要	19.6	6.7 (17.3)
	中小	15.1	13.0 (15.0)
非製造業	主要	14.7	8.7 (8.8)
	中小	6.9	△ 6.4 (8.7)

（資料）経済企画庁「民間企業資本ストック」、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」

設備稼働率はなお高い水準にあること、②技術革新の流れや労働力不足の下にあって、合理化・省力化等の独立投資も引続き根強い増勢を見込めること、また、③最近の金利低下も投資下支え要因として作用するものと期待できること、等からみて減速の程度は比較的マイルドなものと考えられる。加えて、非製造業については、中小企業はなお慎重な計画ながら、電力や地域開発プロジェクト等を中心に総じて堅調な展開が予想されることを勘案すると、設備投資全体としては、増勢鈍化をたどるなかにも比較的底固い展開が予想される。

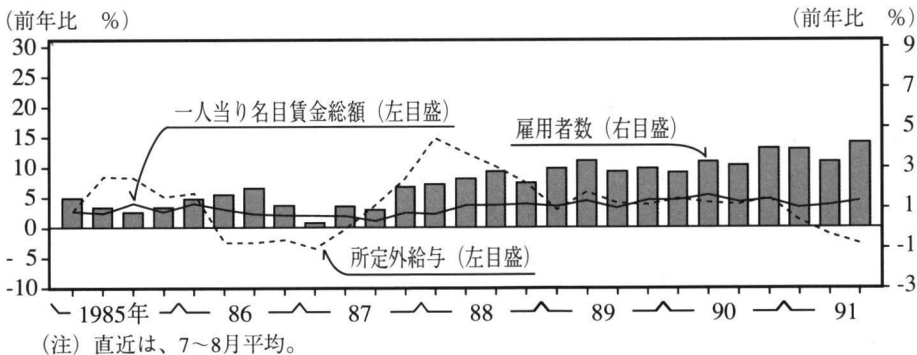
次に個人消費については、生産抑制に伴い所定外労働時間が引続き減少するものの、

人手不足感の定着を背景に労働者確保の意欲がなお根強く残存するとみるならば、雇用者数と個人所得の緩やかな増加が続くと予想される。このため消費もいわゆるバブル的な消費部分の後退を伴いつつも、全体としては堅調な推移をたどるものと見込まれる(図表9)。

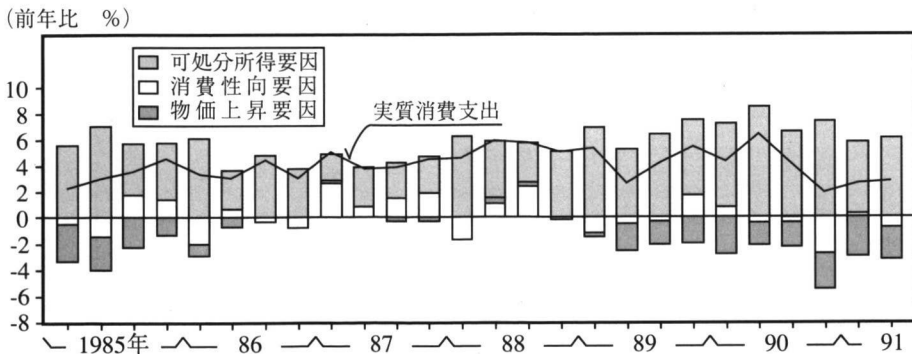
また住宅投資については、不動産価格の先安感がなお根強いなかにあつて、引続き落ち着いた推移が予想される。ただ、昨秋から今年初めの着工戸数の落込みに大きく寄与したワンルームマンションや法人所有の貸家の減少がこのところ一巡してきているほか、持家についての回復傾向や、金利低

(図表9) 所得環境と消費動向

(1) 一人当たり名目賃金、雇用者数の推移(全産業)



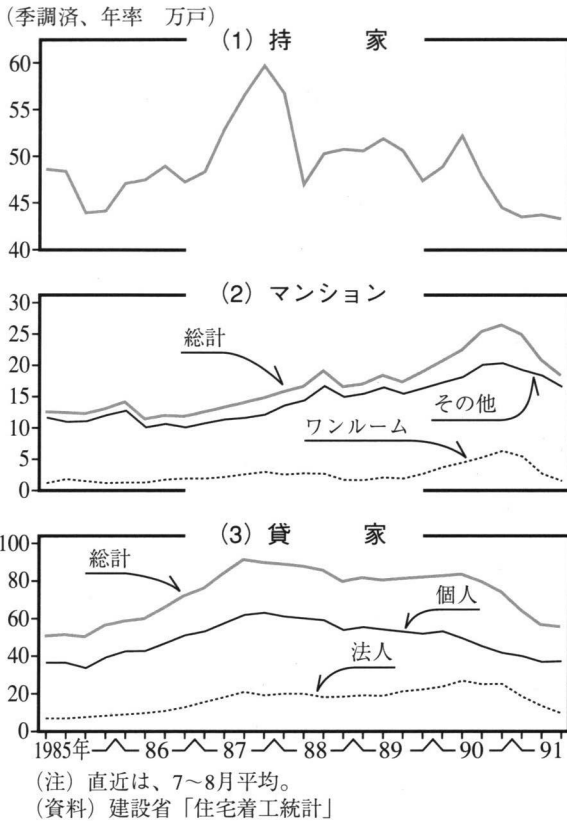
(2) 消費支出の要因分解 (GNPベース)



(注) 90年4~6月以降の可処分所得は、雇用者所得の伸びに基づき日本銀行調査統計局で推計。
(資料) 労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、経済企画庁「国民所得統計」

下（住宅ローン金利<固定型>7.68%→7.32%
<11月1日>）の効果を勘案すると、全体
として次第に底が固まっていく状況が予想
される（図表10）。

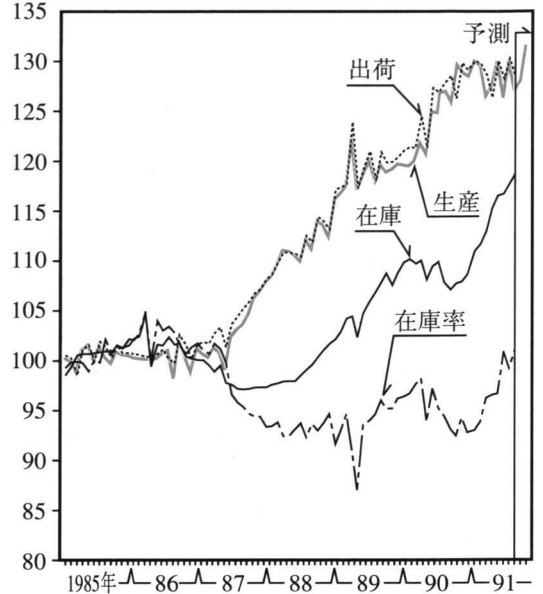
（図表10） 住宅投資の動向



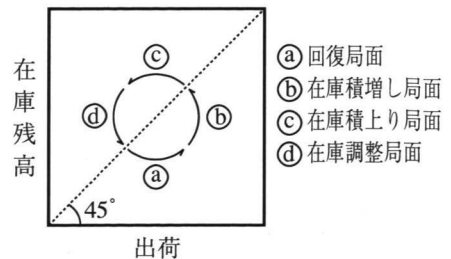
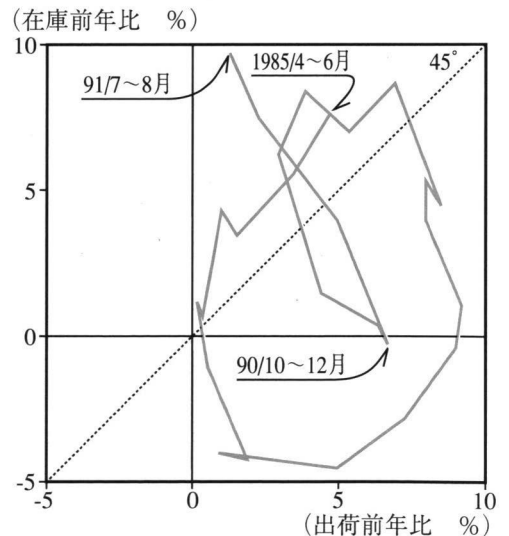
この間、貿易収支は後述の事情から、幾分
成長をサポートする方向で推移しよう。以上
の最終需要動向を総合してみると、景気は当
面減速しつつも引続き底固い拡大をたどる可
能性が高い。そのなかにあつて、生産誘発力
の高い幾つかの需要について落ち着いた足取り
が予想されるうえ、足元積上がりが見られる
在庫の調整圧力もあり、鉱工業生産について
はなおしばらく抑制基調で推移するものと見
込まれる（図表11）。

（図表11） 鉱工業生産の動向

(1) 鉱工業指数の推移（季調済）
(1985年=100)



(2) 在庫循環の動向



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(3) 対外収支

対外収支面を展望すると、輸出数量は、上期好調であった欧州向けが、自動車を中心に増勢を鈍化するものと見込まれるが、アジア向けが好調を維持するほか、米国向けについても景気回復に伴い緩やかに増加するため、全体として増加が見込まれる。もっともわが国の輸出数量は、現地生産による輸出代替の本格化などにより、このところ海外景気（所得）に対する弾力性が低下していることもあって、その増加テンポはごく緩やかなものになるとみられる。一方輸入数量については、引続き奢侈品の低調な地合いが見込まれるほか、景気の減速に伴う輸入誘因の落ち着きも加味すれば、総じて伸び悩み傾向と予想される。この結果、本年度上期に比べ下期の実質収支（数量ベース）は幾分黒字方向に振れる可能性がある。金額（ドル）ベースでは、輸出構成が引続き高付加価値化する一方、奢侈品等値がさ品の流入減による輸入価格の低下等もあって、貿易・経常収支とも黒字は若干ながら拡大する方向が見込まれる。

(4) 物価動向

国内卸売物価については、化学製品等の石油関連製品の続落が見込まれるうえ、景気の減速持続による需給の緩和傾向を踏まえれば、概ね安定基調をたどるものとみられる。

また消費者物価（除く生鮮食品）については、一般工業製品価格は国内卸売物価落ち着きの好影響が漸次波及していくことが期待される。しかし、サービス価格は、今後とも家賃の高止まりが予想されるほか、個人サービスも、生産性上昇がほとんどみられない状態の下で人件費コストの上昇がなおかなり強いこ

とから、根強い上昇圧力が続くと思われる。また公共料金についても、春先には授業料を主因に落ち着きを示したものの、先行きは運賃等の値上げから上昇率を若干ながら高める可能性がある。このため今後の消費者物価動向については実勢としてどの程度の改善が示現するかなお不透明な状況にある（前掲図表2）。

(5) 当面の政策課題

以上のように当面のわが国経済を展望すると、景気は緩やかな減速傾向を持続する可能性が強い。こうしたなかで、物価面では労働市場の中長期的な引締まり状況の下で、国民生活に関係の深い消費者物価をしっかりと安定させることが当面重要な課題である。金融政策の運営にあたっては、内外金融経済情勢の推移を注意深く見守りつつ、これまで同様、物価安定を基軸に据えた慎重な政策スタンスを堅持していくことが重要である。

（平成3年10月23日）