
わが国金融経済の分析と展望

― 情勢判断資料（平成4年春） ―

〔要 旨〕

1. 最近のわが国経済をみると、雇用の着実な増加が続くなど底固い面が残されているほか、先行して落込みをみせてきた住宅着工等に底入れの気配もみられるものの、製造業を中心とした設備投資の足踏みや個人消費の増勢鈍化などから最終需要の減速が続く下で、在庫調整の動きが広範かつ本格化しているため、全体としてみると、景気は調整色を強めている。

一方物価面では、国内卸売物価は一段と落ち着き傾向が明確化しており、消費者物価についても、サービス価格には引続き根強い上昇圧力が残存しているものの、卸売物価の安定化を反映した一般商品の騰勢鈍化からひとところに比べ上昇率は低下をみている。この間、対外収支面では経常収支黒字は前年を大幅に上回って推移しているが、これには前年度まで黒字縮小要因となってきた種々の一時的ないし特殊な要因の剥落が大きく影響している。

2. 金融面をみると、国内の景気動向等を反映して、市場金利は昨秋以降かなりのテンポで低下し、これに対応して貸出金利も大幅に引下げられている。なお、株価は3月末以降急落した水準から目立った回復をみせていない。この間、マネーサプライは、景気が調整局面にあることに伴う資金需要の低調化などから低い伸びが続いている。

3. 以上のような金融・経済情勢を踏まえ、日本銀行は4月1日公定歩合の0.75%引下げを実施した（4.5%→3.75%）。今回の措置は、金融緩和の実体面への効果浸透をより確実なものとし、わが国経済が物価安定を基盤とした持続的成長の経路に移行していく足取りをさらに確実なものとする趣旨に立って決定したものである。

4. 今後の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、アジア諸国は引続き高めの成長を続けるとみられるものの、欧米諸国に捗々しい回復展望を描き難いことから、全体として当面はなおかなり緩やかな成長にとどまり、景気回復が期待されている年後半にかけても、その回復テンポは緩やかなものになるとみられる。

5. 次に国内経済を展望すると、最終需要のうち、設備投資については、ストック調整局面にある製造業では減少傾向をたどるとみられる。また、今後引続き企業の投資スタンスを注意深く見守っていく必要があるが、金利低下効果が非製造業中小企業の設備投資に徐々に浸透するとみられるほか、電力等非製造業大企業での増加も見込まれるため、全体としては力強い

回復は期待し難いものの、さりとて大幅な落込みは考え難い。この間、財政支出が引続き増加することに加え、金利低下に伴う住宅投資の底入れが期待され、個人消費も緩やかな増加が見込まれるため、最終需要全体として今後一段と減速する可能性は小さい。

こうした下で、現在進められている在庫調整についても遠くないタイミングで峠を越し生産が回復に転じていくことが期待される。ただし、在庫の積上がり幅が大きいこともあって当面なお生産レベルの一段低下がまぬがれないと見込まれるなど、さらにかなりの調整を必要とする局面が続くことは避けられないとみられる。

なお、対外収支面では、貿易・経常収支黒字は概ね横ばい圏内の動きとなろう。

6. 物価面を展望すると、卸売物価は海外商品市況の安定や国内需要の緩やかな足取りを反映して今後とも落ち着いた推移が見込まれる。消費者物価についても、公共性料金の上昇率がやや高まる可能性があるが、卸売物価の安定が引続き一般商品に好影響を及ぼすと考えられるため、当面全体として上昇率が高まる可能性は少ないものと期待される。ただし、労働需給が総じてなおタイトな状況下、サービス価格にはなお根強い上昇圧力が残ろう。

7. 以上のように、わが国経済は在庫調整を軸として当面なお生産レベルの一段低下を伴ったかなりの調整を必要とする局面にある。しかしながら、現在生じている調整は、わが国経済をインフレなき持続的成長へと移行させていくためには避けて通れないプロセスである。これまでの累次にわたる金融緩和措置の累積効果は財政面等における政府の諸施策と相まって安定的成長を実現していくことに十分資するものと考えられる。既に、その下で金利は大幅に低下してきている。日本銀行としては、これが経済の各方面に今後どのような影響を及ぼしていくかこれまでも増して注意深く見守っていく所存である。

(目 次)

1. 最近の経済情勢

(景気は調整色を濃化)

(物価は全体として落ち着き傾向)

(対外黒字は前年に比べかなり拡大)

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)

(公定歩合の引下げ)

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

(景気は調整色を濃化)

わが国経済は最終需要の減速が続く下で、在庫調整が本格化し、景気は調整色を強めている。

すなわち、最近の最終需要の動向をみると、輸出や公共投資が増勢を続けているものの、国内民間最終需要の足取りが鈍くなっているため、全体として減速傾向が続いている(図表1-(1))。国内民間最終需要のうち、まず住宅建設については、先行指標である新設住宅着工戸数が足元底入れの兆しをみせているものの、投資ベースではなお減勢にある。また個人消費は雇用の着実な伸びを通じる家計所得の堅調な増加にもかかわらず、暖冬の影響や耐久消費財購入の手控え等からこのところ増勢が鈍化している。さらに、

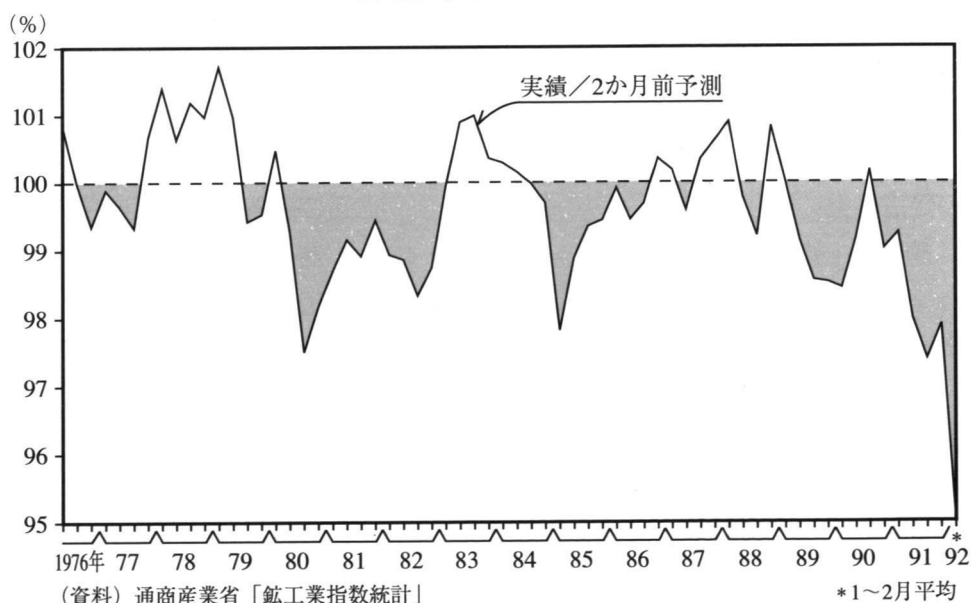
設備投資についても、昨年央までの金融引締めの影響を受けて早くから減少を示していた中小非製造業では漸く減勢が弱まる気配にある一方で、製造業では資本ストックの高まり等に伴う調整の過程にあるため、全体としては足踏み状態にある(図表1-(2))。

こうした最終需要減速の下で、製品在庫は昨年末にかけて加工業種を中心に大幅な積上がりを示した。このため、年明け後広範な業種で在庫圧縮のための生産調整が本格化し、鉱工業生産は本年1月、2月とも前年を4%方下回るシャープな低下をみている。こうした生産水準の予想以上の低下に加え、市況の軟化もあって、製造業を中心とする収益の悪化が目立っており、企業の業況感も年明け後かなり慎重化している(注1)(図表1-(3))。

このように現在のわが国経済は雇用の着実な

(注1) 昨年後半以降生産の予想比下振れ傾向が顕著となっているが、その下でも在庫がむしろ積上がるといったいわば「需要の逃げ水現象」が生じており、これが先行き不透明感を強めるかたちで企業マインドに少なからぬ影響を与えている可能性もあろう。

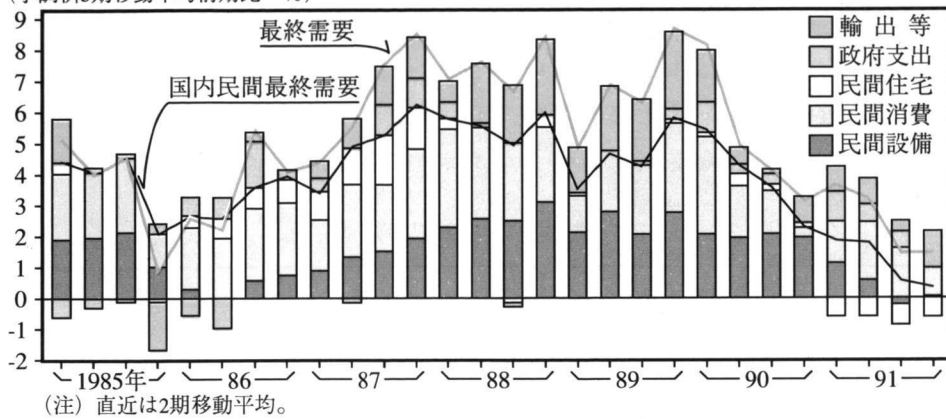
生産予測の実現率



(図表1) 最終需要の減速と設備投資の推移

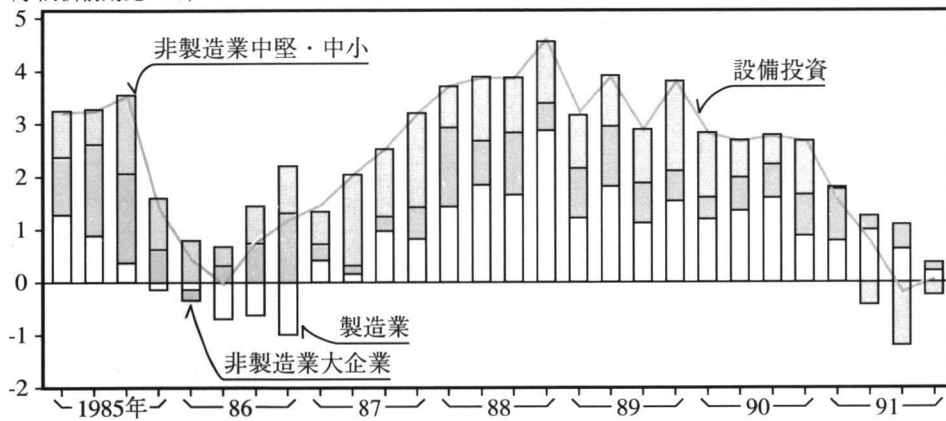
(1) 最終需要の推移

(季調済3期移動平均前期比 %)



(2) 業種別設備投資動向

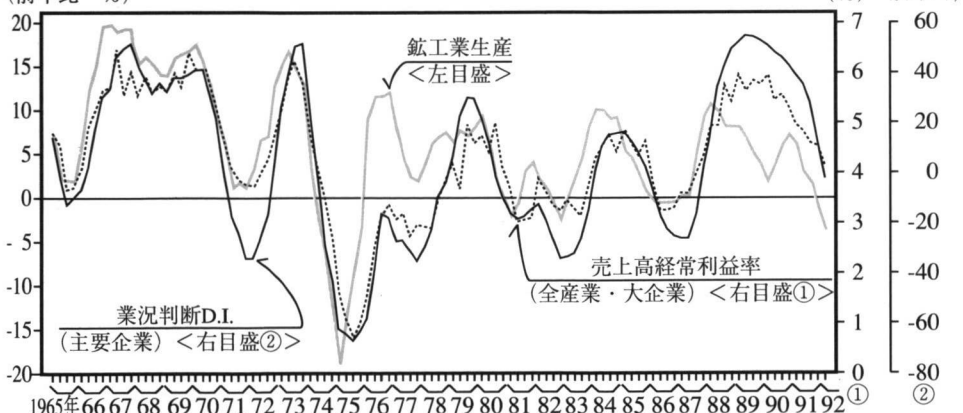
(季調済前期比 %)



(3) 製造業の生産、収益、業況判断

(前年比 %)

(「良い」-「悪い」, %ポイント)



増加が続くなど底固い面がなお残っているほか、住宅投資など先行して落込みをみせてきた一部需要に底入れないし下げ止まりの気配がうかがわれるものの、全体としてみれば、製造業での設備投資調整および在庫調整の本格化が足元の景況を大きく支配する姿と

なっている（図表2）。

（物価は全体として落ち着き傾向）

こうした中で物価面をみると、国内卸売物価は昨年初来ほぼ保合い圏内で推移しており、昨年末以降は前年水準を幾分下回るなど落ち着き

（図表2）

景 気 の 足 取 り

	1990年10～12月	91年1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	92年1～3月
住 宅 着 工 戸 数 (年率 万戸)	164	152	139	132	129	(1～2月) 139
建築着工床面積・ 非製造業 (前年比 %)	△ 0.8	△ 5.7	△10.9	△ 5.3	△ 5.1	(1～2月) 6.9
乗用車登録台数 <除く軽> (年率 万台)	418	415	404	404	394	391
鉱 工 業 生 産 (前期比 %)	1.7	△ 0.1	△ 0.7	0.3	△ 1.1	(1～2月) △ 2.1
所 定 外 労 働 時 間 (前期比 %)	0.3	△ 2.7	△ 2.9	△ 2.3	△ 2.4	△ 5.5
在 庫 率 (85年=100)	93.7	96.6	101.8	101.0	107.6	(2月) 104.3
製品需給判断D.I. (「需要超」-「供給超」、 %ポイント)	3	0	△ 3	△ 7	△ 18	△ 27
百貨店売上高 < >内は除く雑貨 (前年比 %)	5.6 < 5.9 >	5.7 < 7.1 >	5.4 < 7.2 >	3.3 < 7.1 >	2.0 < 5.5 >	(1～2月) 2.3 < 5.6 >
製造業設備投資 <主要短観> (前年比 %)	11.8		9.1		0.6	
一般資本財出荷 (前期比 %)	0.9	0.0	△ 1.2	0.3	△ 2.8	(1～2月) △ 7.1
業 況 判 断 D . I . (「良い」-「悪い」、 %ポイント)	44	42	38	32	20	4
売上高経常利益率 <主要短観、製造業> (%)	4.86		4.41		4.16	
雇 用 者 数 (前年比 %)	4.0	4.0	3.4	3.7	2.8	(1～2月) 2.8
個 人 サ ー ビ ス (前期比 %)	3.9	0.6	0.3	1.2	0.8	n.a.
公共工事着工額 (前年比 %)	9.3	21.6	22.7	7.3	26.5	(1～2月) 37.2

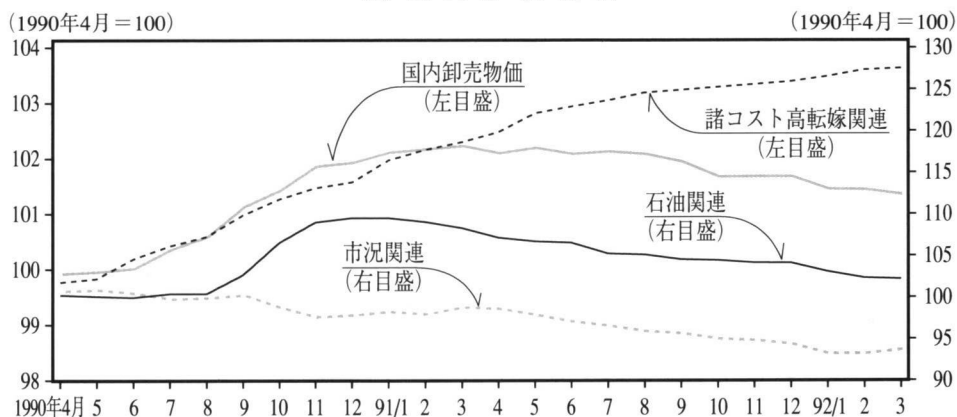
（注）百貨店売上高は店舗調整後、ただし除く雑貨は店舗調整前。

（資料）建設省「住宅着工統計」、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」等

傾向が明確化している。これは、原油価格の低下およびその波及を受けて石油関連製品の値下がりが続いていることに加え、製品需給の緩和等から市況関連製品が軟調に推移しているほか、人件費・物流費等諸コストの上昇についても容易に製品価格に転嫁し難い環境となってきたためである。この間、消費者物価（生鮮食品を除くベース）についても、卸売物価の安定化を反映して一般商品の騰勢が鈍化傾向にあるため、前年比上昇率は足元2%強と、

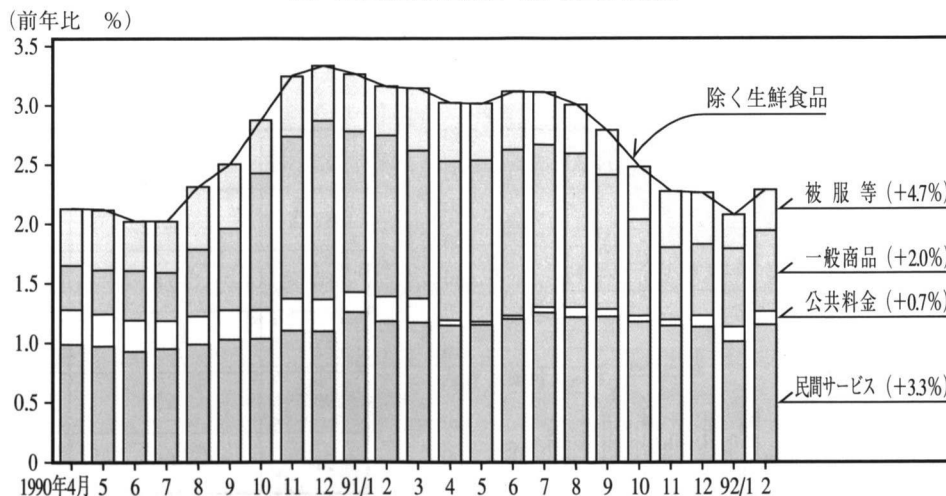
3%台の上昇率が続いた昨年前半ころに比べ低下している。もっとも、労働需給がなおタイトな状況下、サービス分野では引続き根強い上昇圧力が残っているため、民間サービス価格には目立った低下はみられず、現在でも3%台半ばの上昇率が続いている（図表3）。なお、地価は大都市圏で下落テンポが強まっているほか、地方圏でも一部に反落する地域もみられはじめるなど、鎮静化傾向が続いている。

(図表3) 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（除く生鮮食品）



(注) 内訳項目の () 内は92年2月の各項目の前年比上昇率。
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

(対外黒字は前年に比べかなり拡大)

対外収支面をみると、経常収支黒字は前年を大幅に上回って推移しており、91年度の黒字額は900億ドル程度に達したものとみられる(90年度337億ドル)。こうした黒字拡大の背景については、一昨年まで増加してきた金貯蓄商品に係る金の輸入が大幅な減少に転じたこと、為替円高に伴いドル建て収支尻が拡大した(いわゆる、Jカーブ効果)こと、一時急騰した原油価格が昨年度は値下がり傾向を続けたこと、さらに、90年度に支払われた湾岸支援金が剥落したことなど、90年度まで黒字縮小に寄与してきた一時的ないし特殊な要因が91年度に入って剥げ落ちた影響が大きかった。なお、こうした要因の影響は91年度中で概ね一巡したとみられる。この間、通関数量収支についてみると、年度末にかけては生産の抑制姿勢が強まったことから原燃料、中間財等の輸入が伸び悩み、幾分黒字拡大の兆しを示しつつあるものの、年度を通じてみれば総じて安定していた(図表4)。

2. 最近の金融情勢等

(為替・金融市場の動向)

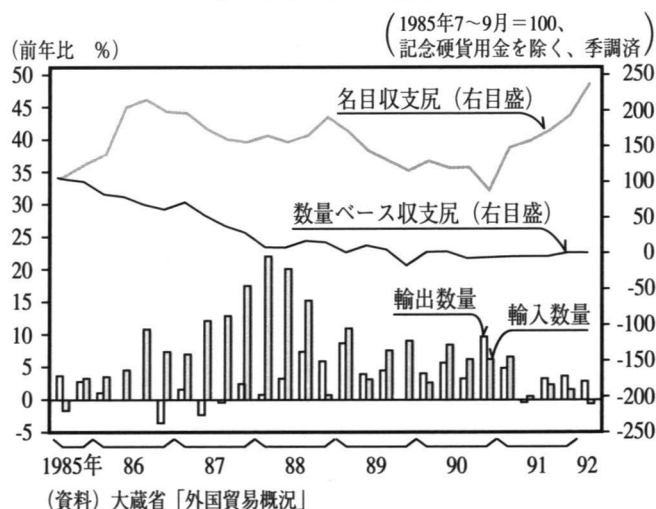
最近の金融情勢をみると、まず為替市場では、米国金利の低下等を反映して昨秋以降円／ドル相場は緩やかな円高傾向を示してきたが、米国景気回復期待の強まりなどを材料に2月以降は円安方向に転じ、一時135円近くまで達した。その後はやや戻して最近では130円台前半の水準でもみ合い推移となっている。

一方、国内金利については、国内景気の減速等を反映して昨秋以降、長・短市場金利ともかなりのテンポで低下してきたが、更年後も短期市場金利を中心に総じて低下傾向をたどっている。こうした市場金利の動きを受けて貸出金利も引下げられており、現在の短期・長期プライムレートはピークに比べ各々△3.0%、△2.9%と大幅に低下し、その水準はそれぞれ5.25%、6.0%となっている。このため、全国銀行新規貸出約定平均金利(短期・長期総合)も昨秋以降下げ足を速め、直近2月では6.308%と6%を若干上回る程度まで低下しており、3月もさらに低下すると見込まれている。

(図表4)

通 関 収 支 の 動 向

(1) 通関収支の動向



(2) 輸出入数量の伸び

(前年比 %)

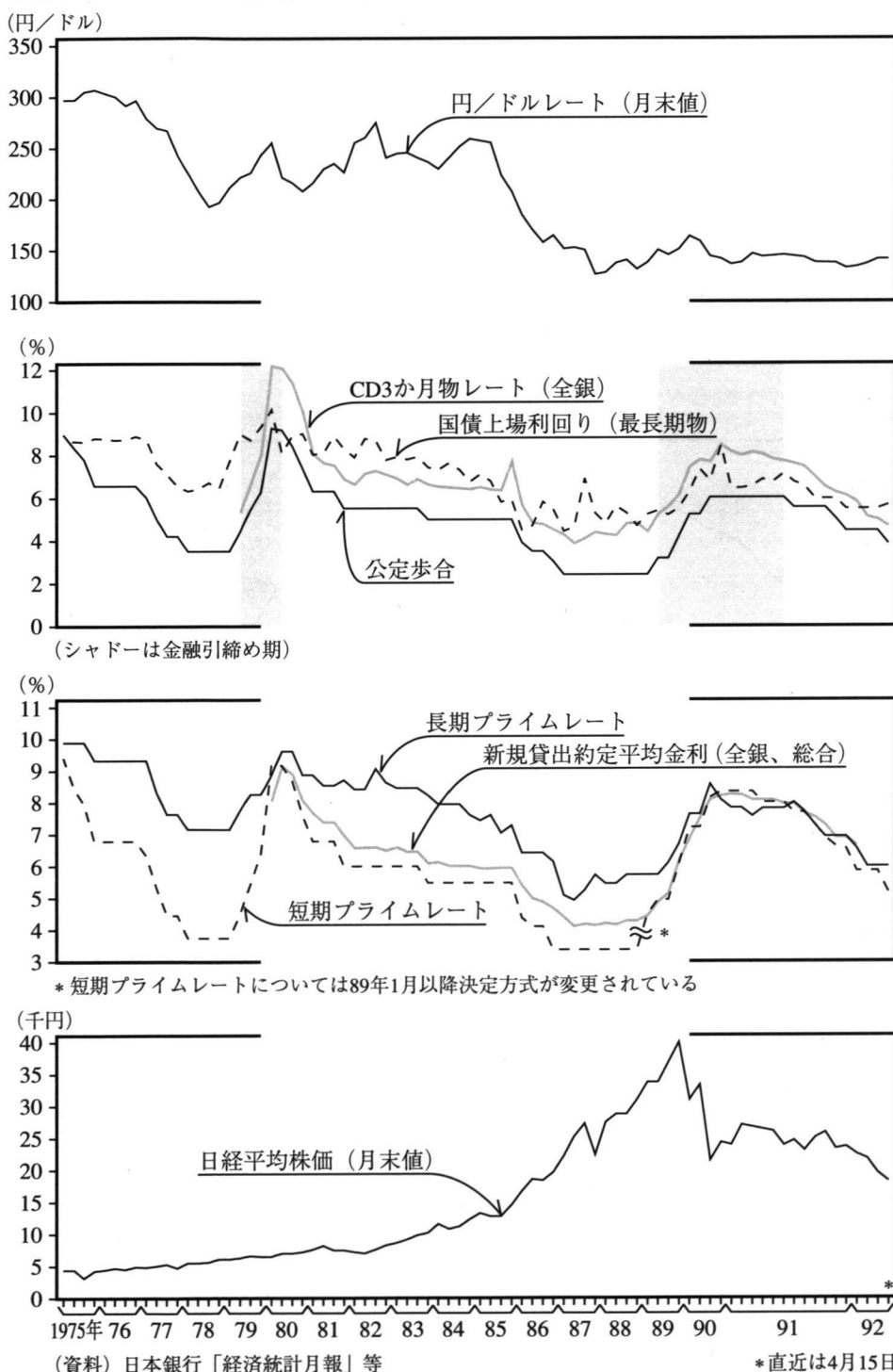
	輸 出 数 量	輸 入 数 量
1987年度	0.7	12.6
88	5.8	14.2
89	2.9	5.8
90	6.3	6.9
91	1.8	1.0

(注) 非公表値のため日本銀行調査統計局作成。

この間、株価については、金利低下にもかかわらず、企業業績の悪化懸念等から、昨年末以降じり安歩調をたどってきたが、3月末に日経平均株価が2万円台を割ったことを契機

に心理的な下値不安感も台頭し、以後急速に値を下げて一時16千円台まで下落したのち、4月中旬に入ってから概ね17千円台で推移している（図表5）。

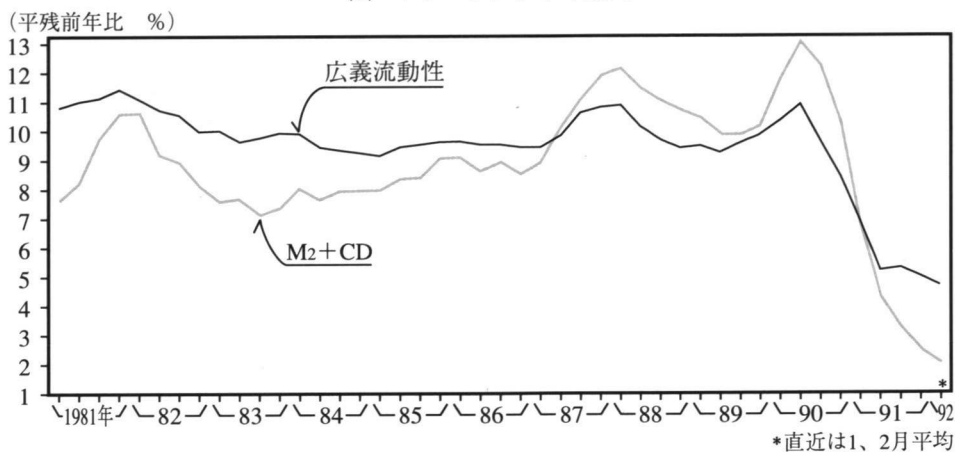
（図表5） 為替相場、金利、株価の動向



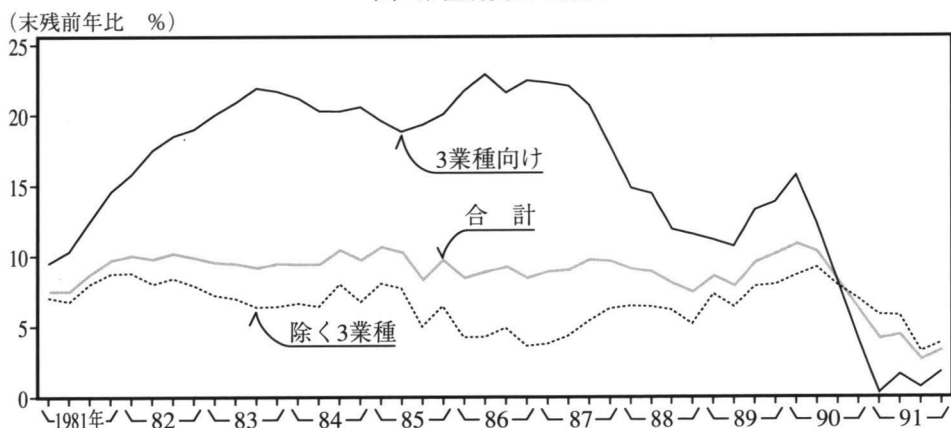
(マネーサプライ・企業金融の動向)
マネーサプライの動向をみると、M2+

CD (平残、前年比) の伸び率は低下傾向を
続けており、本年1～3月も+1.7%と昨年

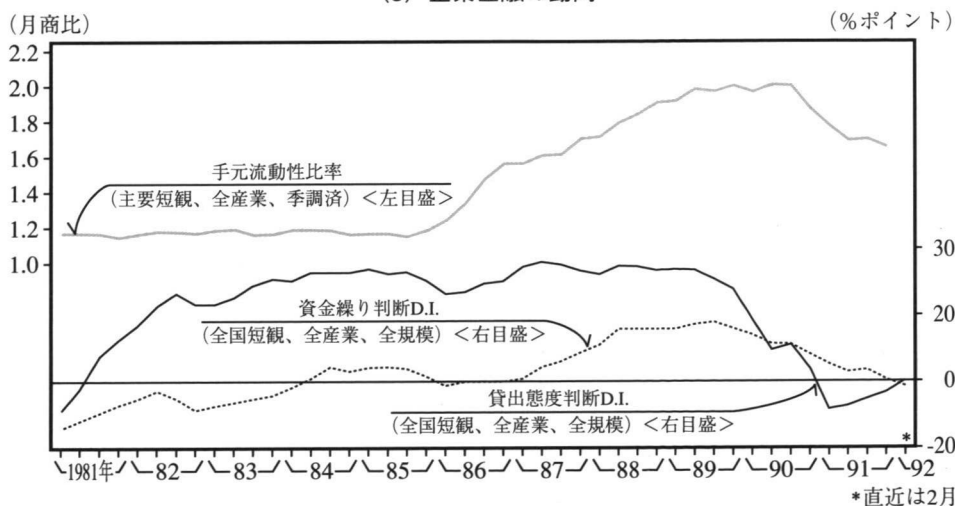
(図表6) マネーサプライ・企業金融の動向
(1) マネーサプライの動向



(2) 業種別貸出の動向



(3) 企業金融の動向



(資料) 日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

10～12月（同+2.2％）に比べ一段と増勢が鈍化した。もっとも、対象資産をより広くとらえている広義流動性（平残、前年比）で見れば、昨年10～12月+4.8％のあと本年1～3月は+4.5％となお程々の伸び率を保っており、M₂+C Dの伸び悩みには郵貯等マネーサプライ対象外資産への資金シフトも影響していると考えられる。しかし傾向的にマネーサプライの増勢が鈍化している基本的背景としては、やはり貸出の伸びが鈍ってきていることの寄与が大きい。貸出の伸び低下については金融機関の融資態度が厳しくなっているためとの見方もあるが、金融機関の貸出態度は日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の「貸出態度判断D.I.」によればむしろひとところに比べ厳しさが後退し、直近では幾分「緩い超」に転じており、こうした点からみると、基本的にはむしろ借り手側の資金需要が上述したような景気展開の下で低調に推移しているといった事情を反映したものとみられる。このため、企業の資金繰りをみても、一部業種を除き、中小企業を含めていまのところ格別の逼迫感はうかがわれない（前掲図表6）。

なお、目先4～6月のM₂+C D（平残、前年比）については、2％前後となる見通しである。

（公定歩合の引下げ）

このような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は4月1日に公定歩合を0.75％引下げ（4.5％→3.75％）、即日実施した。今回の措

置は、金融緩和の実体面への効果浸透をより確実なものとし、わが国経済が物価安定を基盤とした持続的成長の経路に移行していく足取りをさらに確かなものとする趣旨に立って決定したものである。

3. 当面の経済情勢の展望

次に以上の点を念頭に置きつつ内外経済の展望を試みることにしたい。

（1）海外経済

先行きの海外経済を展望すると、欧米諸国の状況から推して、当面はなおかなり緩やかな成長にとどまり、景気回復が期待されている年後半にかけても、その回復テンポは緩やかなものになるとみられる（後掲図表7）。

すなわち、まず米国経済は、昨秋以降景気が再び足踏み状態に入っていたが、更年後は住宅建設が増加しているほか、個人消費関連指標にもやや明るさがみられるなど、ひとところに比べ景気回復の展望が開けつつあるようにみられる。もっとも、企業・家計の債務圧縮の動きや中央・地方政府の財政事情悪化等の足かせ要因が引続き残っているうえ、長期金利の高止まりもあって、このまま景気が一歩調子で回復に向かうかどうかについてはなお慎重な見方が多く、いずれにせよ、景気回復のテンポは緩やかなものにとどまるものとみられる。この間、消費者物価については、食料、エネルギーを除くコア・インフレ率でみて前年比4％を若干切る程度まで騰勢は鈍化している。

(図表7) 海外主要国の景気・物価動向

(1) 実質GNPの推移

(前年比 %)

		1989年	90年	91年	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
米 国		2.5	1.0	△0.7	△2.5	1.4	1.8	0.4
	内需 (寄与度)	1.9	0.5	△1.4	△3.6	0.9	3.4	△0.4
	外需 ()	0.6	0.5	0.6	1.0	0.5	△1.5	0.8
E C		3.3	2.8	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	西 ド イ ツ	3.8	4.5	3.1	5.4	4.5	2.0	0.9
	フ ラ ン ス	3.9	2.8	1.3	0.6	1.2	1.4	1.8
	英 国	2.2	0.9	△2.4	△2.2	△3.6	△2.2	△1.7
ア ジ ア N I E s		6.6	6.8	n.a.	7.3	7.6	7.5	n.a.
	韓 国	6.8	9.0	n.a.	8.9	9.2	8.1	n.a.
	台 湾	7.3	5.0	n.a.	6.2	7.1	8.4	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. 米国、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 %)

		1989年	90年	91年	4~6月	7~9月	10~12月	92/1~3月
米 国	生産者物価 (最終財)	5.1	4.9	2.1	3.4	1.9	△0.2	0.3
	消費者物価 〈同・除く食料品・エネルギー〉	4.8	5.4	4.2	4.8	3.9	3.0	2.9
		4.5	5.0	4.9	5.1	4.6	4.4	3.9
西ドイツ	消費者物価	2.8	2.7	3.5	3.1	4.2	4.0	4.3
フランス	〃	3.6	3.4	3.0	3.2	3.0	2.9	3.0*
英 国	〃	7.8	9.5	5.9	6.0	4.8	4.2	4.1*
韓 国	消費者物価	5.7	8.6	9.7	9.1	9.1	9.5	8.1**
台 湾	〃	4.4	4.1	3.6	3.3	2.4	4.2	n.a.

- * 1、2月の平均、**1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

一方、EC諸国についてみると、ドイツでは昨年7月の増税措置に加えて、物価安定を企図した金融引締め政策の影響から景気は減速傾向をたどっている。本年後半にかけては、昨年実施された所得税増税の時限が到来するため、これが個人消費の回復を通じて成長に寄与すると期待されているものの、当面は減

速傾向が続くものとみられる。この間、ドイツ以外の諸国では、内外需の停滞にもかかわらず、自国通貨安定の観点から、ドイツの金融引締めに対応して政策金利を高めに維持していることもあって、景気の足取りは捗々しくない。先行きについても、米国およびドイツの景気回復に期待しつつも必ずしも明確な

展望は開かれていない状況にある。なお、EC諸国の物価については、ドイツで根強い上昇が続いているものの、総じてみれば改善傾向をたどっている。

アジア諸国については、米国、日本の景気停滞の影響が一部にはみられるものの、大型公共プロジェクトの推進や中国経済の活況を背景に今後とも高めの成長が続くものとみられている。

(2) 国内経済

わが国経済の先行きを展望する場合の注目すべきポイントは、相互に関連することではあるが、①在庫調整の進展見通しと、②今後の最終需要の足取りである。特に後者については、現在本格的な調整期に入っている製造業の設備投資調整がどの程度深くなるか、一方で、金利低下等の政策効果がどの程度実現するかが焦点といえよう。

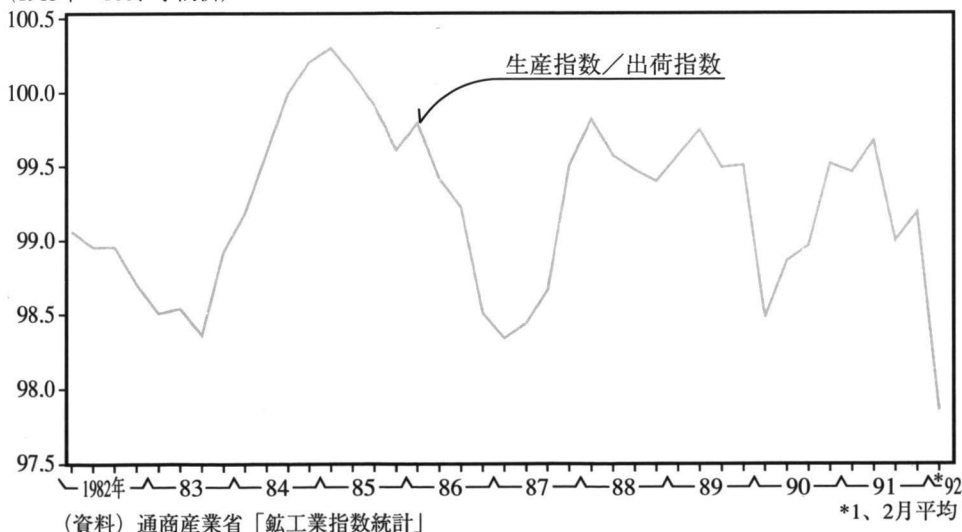
まず在庫調整の進展見通しからみると、も

とより最終需要の動向や企業の生産姿勢に強く依存するだけに現段階で明確な展望を描くことは難しい。しかしながら、次のような点から考えると、調整がなおしばらく続くことは避けられないにしても、さりとてそれが従来の調整期に比べ著しく長期化する可能性は小さいものとみられる。

すなわち、昨年末段階での製品在庫率は円高調整期のピークを上回る水準に達しており、また、在庫積上がりが大きい加工業種での減産が川上段階へ波及し、早めに在庫調整に踏出した素材関連業種での調整進捗を一時的に滞らせる可能性もあるため、後述のように最終需要の足取りが緩やかなものにとどまるという想定の下では、当面4～6月中に調整が一巡するとは見込み難い。しかしながら、他方で、今次局面においては出荷のレベルとの関係でみた生産の抑制度合いが強く、調整スピードが速くなる可能性があること(図表8)、また加工業種から素材業種への

(図表8) 生産・出荷レベルのバランス

(1985年=100、季調済)



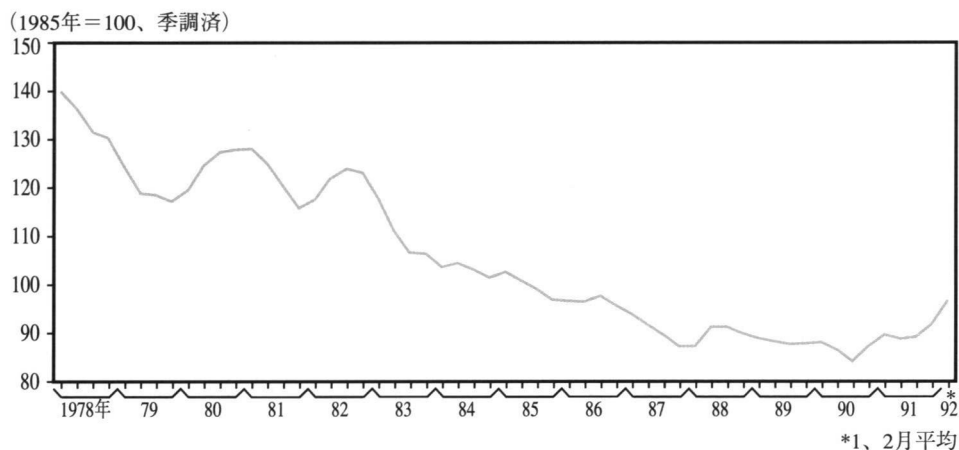
減産波及についても加工業種の原材料在庫の低位安定等からみて比較的軽度にとどまる（注2）とみられることから、調整が長期にわたるとも考え難い。したがって最終需要面で今後さらに減速が強まらないことを前提とすれば、さほど遠くないタイミングで在庫調整が峠を越し生産が回復することを一応展望可

能であろう。すなわち、生産の推移に着目すると、在庫調整が生産に及ぼす下押し圧力は1～3月に相当大きくなった後、4～6月もなおかなり残存するため、引続き生産の抑制が必要となろうが、在庫調整の進展に伴い在庫面からの生産下押し圧力は次第に減衰し、夏場以降生産が増加に転ずるとの見方も可能

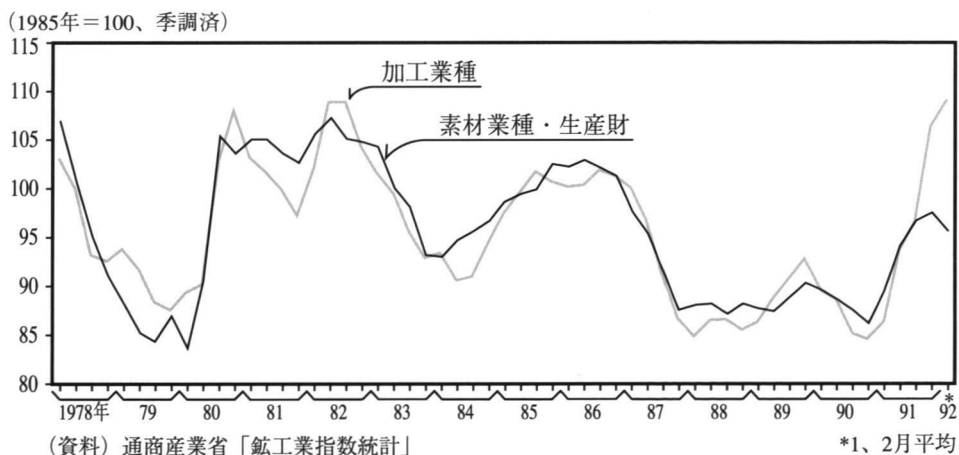
（注2）加工業種の減産が素材業種へ波及することは避けられないが、その影響を増幅する可能性がある加工業種の原材料在庫率は、かつてに比べかなり低水準で推移しているほか、素材業種では今後一段の減産を企図する業種が多いため、素材業種の調整が相当遅延するとは考え難い。ちなみに過去を振り返っても、両者の間で大幅に調整テンポが乖離した例はみられない。

加工業種減産の素材業種への影響の可能性

（1）加工業種の原材料在庫率の推移



（2）加工業種、素材業種別の在庫率推移

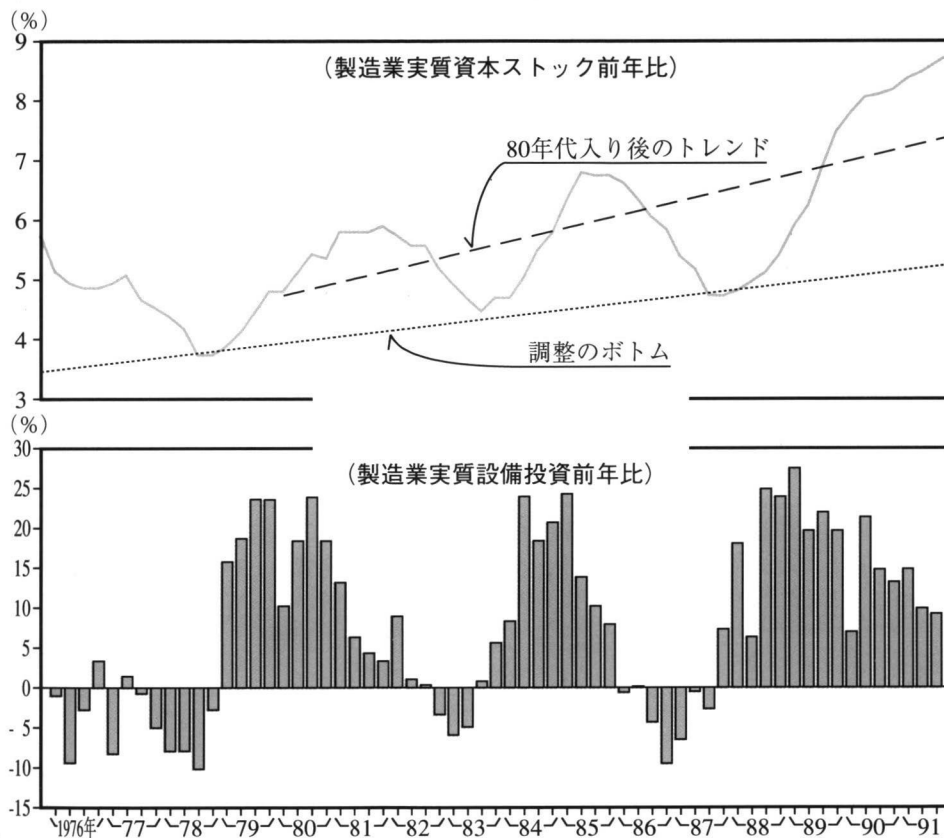


である（注3）。

こうした在庫調整の展望が最終需要の動向に依存することは既にみたとおりである。そこで次に最終需要の動向につき展望してみよう。まず、その鍵を握ると思われる設備投資につい

てみると、製造業については、資本ストックの伸びは足元極めて高い水準に達しているだけに、資本による労働代替等を反映した傾向的な資本係数の上昇を勘案しても、この面から比較的強い調整圧力が働く局面にあり（図表9）、

（図表9） 製造業の設備投資動向



（資料）経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

（注3）在庫調整と生産との関係を模式的に単純化してみると、一般的には下表のように在庫が適正水準まで調整される（下表では第6期）前に生産は増加に転ずると想定される。

在庫調整と生産変動の模式的パターン

（適正在庫水準は100と想定）

	0期	1期	2期	3期	4期	5期	6期
出荷	100	100	100	100	100	100	100
在庫	100	110	130	130	115	105	100
在庫増減	—	+ 10	+ 20	0	△ 15	△ 10	△ 5
生産	100	110	120	100	85	90	95
生産増減	—	+ 10	+ 10	△ 20	△ 15	+ 5	+ 5

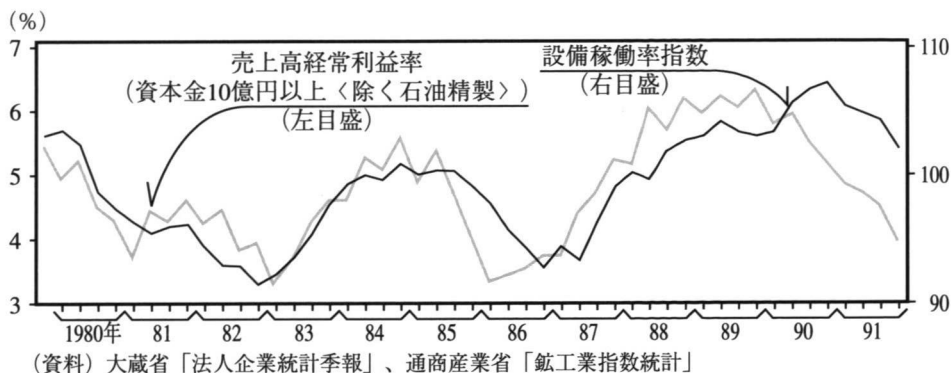
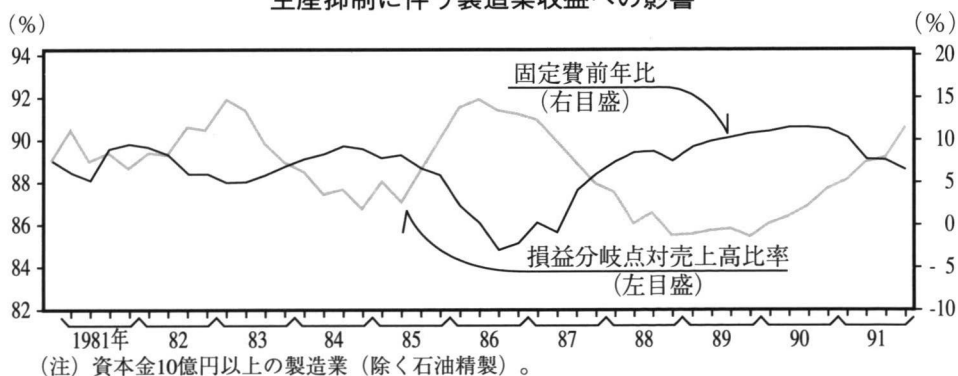
また、生産の抑制に伴う稼働率や収益の低下傾向も重なっているため（注4）、今後しばらくはかなりのテンポで減勢傾向をたどるとみえておく必要がある。こうしたなかでは、これまで企業が戦略的観点に立って重視してきた研究開発投資についても、増産投資に比べれば削減の程度は小幅にとどまるものの、収益低下に伴って一時繰延べといった動きが広がりつつあるものとみられる。もっとも、非製造業についてみると、大企業非製造業では、電力、運輸・通信等を中心にインフラ関連の投資が着実に増加すると見込まれており、今後とも堅調な伸びが予想される。また、昨年前半からかなりの減少をみた中小非製造業では、貸出金利の低下が徐々に収益下支え要因として作用しはじめているため、この面からは、今後下げ止まりが期待できる。ちなみに、

直近の関連する先行指標からはこのところやや底入れの気配もうかがわれている（図表10）。このように、製造業の落込みは避けられないものの、非製造業の底支えがある程度期待できるため、設備投資全体としてみれば、当面力強い回復は期待し難いものの、大幅に落ち込むことは回避可能とみられる。なお、資産価格低下が企業の投資スタンス等に及ぼす影響については、今後とも注意深く見守っていく必要がある。

次に家計支出についてみると、個人消費については前提となる所得の伸びが前年度に比べ低下するとみられるため、消費者物価の落着きを勘案しても増勢は緩やかなものにとどまるとみられる。所得の伸びが低下するのは、一人当たり賃金上昇率が昨年に比べ低めになるとみられることに加え、雇用についても生産の

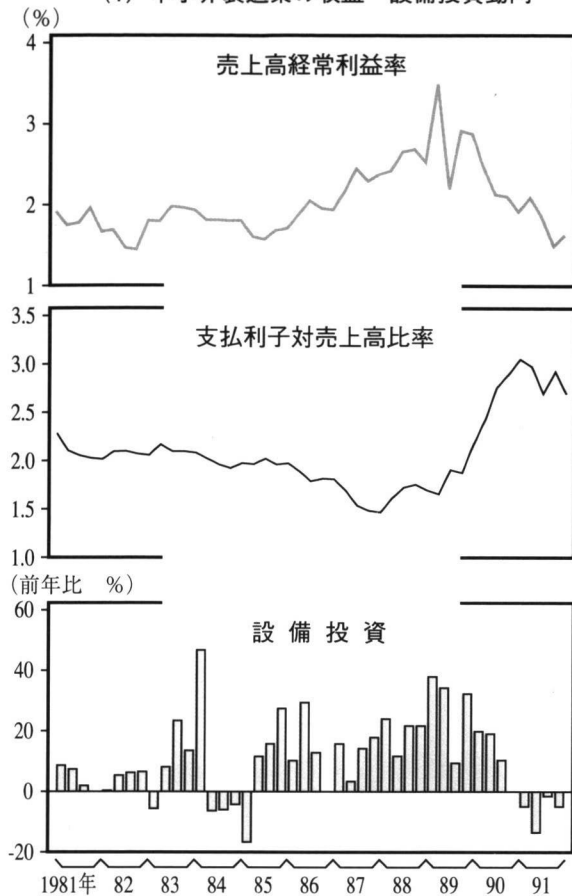
（注4）製造業では過去数年にわたる固定費の膨張から損益分岐点が上昇しており、このところ稼働率に比べ利益率の低下が著しくなっている。このため、多くの企業では固定費増大の主因となっている販売管理費の圧縮に努めるとともに、減価償却費の増大を抑えるため設備投資に対しても抑制姿勢を強めている。

生産抑制に伴う製造業収益への影響

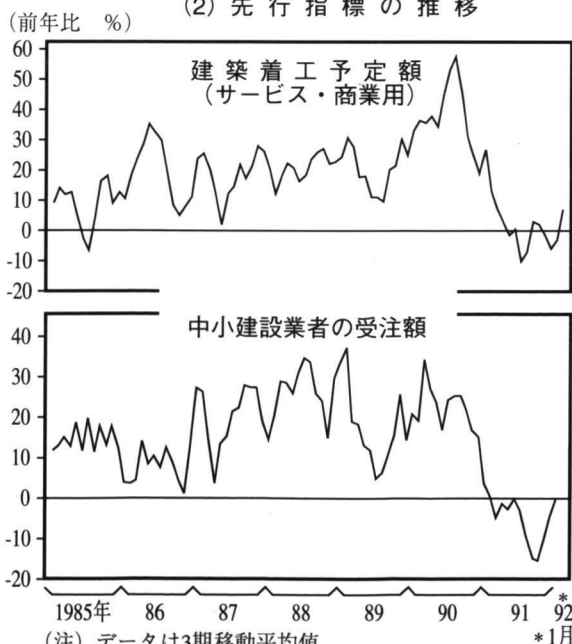


(図表10) 中小非製造業の設備投資動向

(1) 中小非製造業の収益・設備投資動向



(2) 先行指標の推移



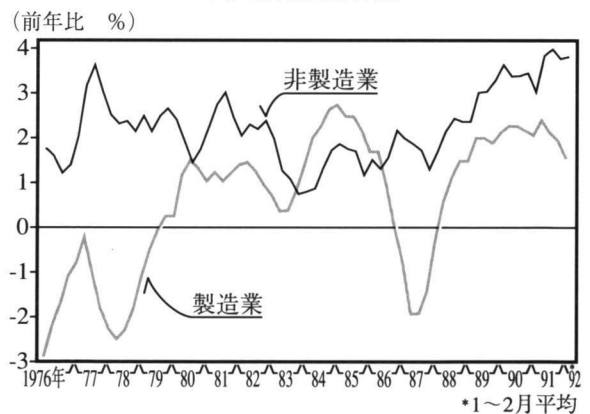
(注) データは3期移動平均値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、建設省「建設統計月報」

停滞に伴う製造業での抑制姿勢の強まりから増加テンポが鈍ると考えられるためである。もっとも、雇用全体としてみると、相対的に収益が安定している非製造業において着実な増加が見込まれるなか、時短推進による底上げ効果もあって調整期としてはなお高めの伸びが維持される見通しにあるため、この面から所得環境や消費者マインドが大きく崩れる懸念は小さいと考えられる(図表11)。一方、住宅投資については、既に先行指標である新設住宅着工戸数に底入れの兆しがうかがわれ、投資ベースでみてもこの先下げ止まりが期待できよう。さらに、先行きの住宅着工の動向を見通すと、貸家が、過剰ストックの調整進展、

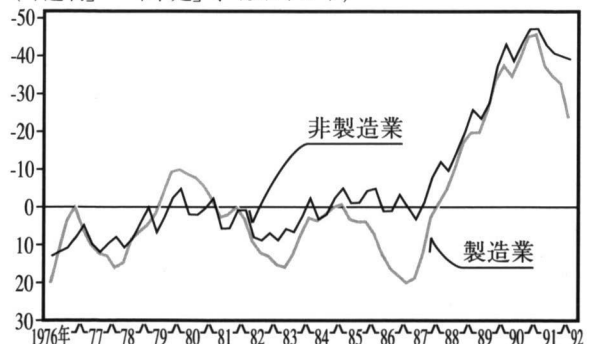
(図表11) 業種別雇用者数および雇用判断D.I.の推移

(1) 常用雇用者数



(2) 雇用判断D.I. (全国短観)

(「過剰」-「不足」、%ポイント)



(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

3 大都市圏農地での貸家建設の増加、金利低下に伴う事業採算の好転などから、また持家についても、根強い建替え需要が底流しているなかで、金利低下や地価下落による好影響も見込まれることなどから、いずれも緩やかな持直しが見込まれる。この間、分譲住宅については、売れ残り在庫が引続き高水準にあり、当面着工ベースでの減少が続くと見込ま

れるが、このところ販売地合いが幾分好転していることもあり、その減少テンポは次第に弱まろう（図表12）。

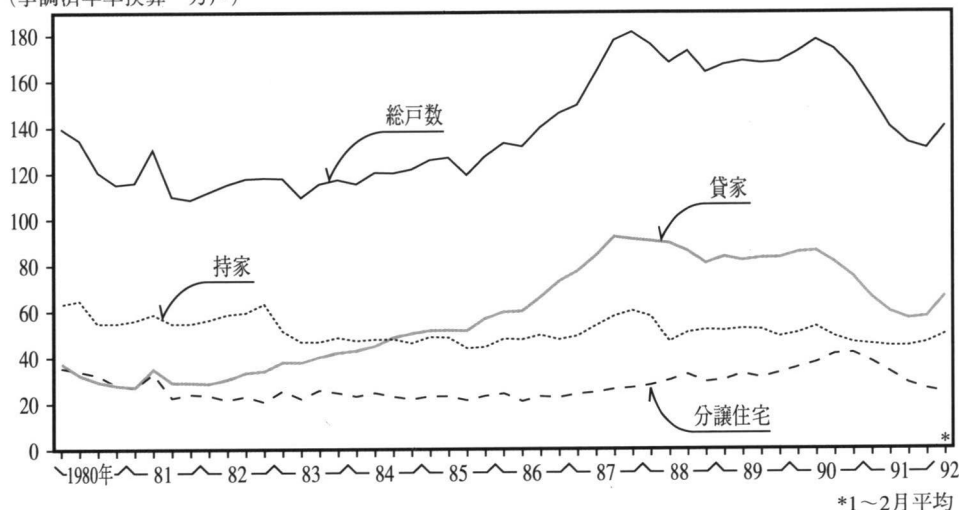
この間、外生需要についてみると、輸出は前述したような海外環境を前提とすれば、基調としては緩やかな増勢が続くとみられる。ただ、弱電製品や乗用車で過剰気味となっている現地在庫の調整が生ずるため、目先は一時的に

(図表12)

住宅投資の動向

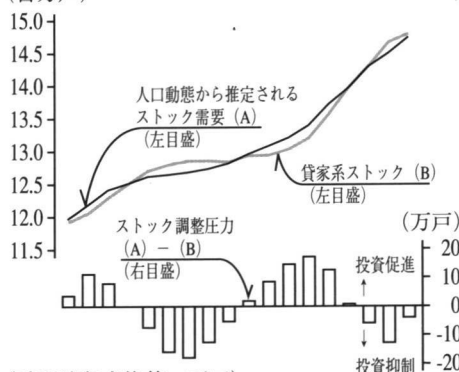
(1) 住宅着工戸数の推移

(季調済年率換算 万戸)

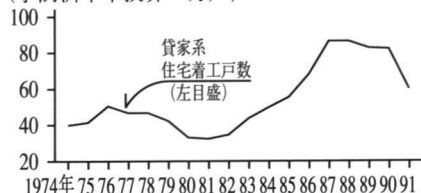


(2) 貸家系（貸家＋給与住宅）のストック調整

(百万戸)

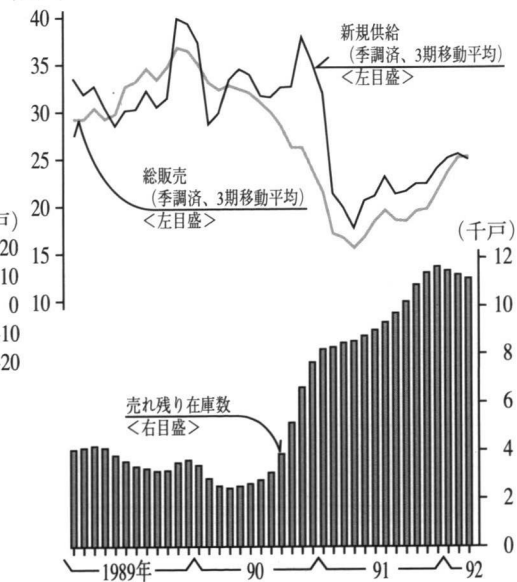


(季調済年率換算 万戸)



(3) 最近のマンション販売状況（首都圏）

(百戸)



(資料) 建設省「住宅着工統計」「建設統計月報」、不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、厚生省「日本の将来推計人口」

弱含む局面も予想される。一方、財政支出については、国のみならず地方公共団体でも厚めの公共投資予算の策定が見込まれるほか、公共事業の前倒し執行の効果もあって、今後とも着実に増加するものとみられる。

以上のように、最終需要は製造業の設備投資の減少を主因に当面緩やかな足取りが続くとみられるものの、金利低下効果が住宅投資や非製造業中小企業の設備投資等の面で徐々に浸透するとみられるほか、財政支出や、電力等非製造業大企業の設備投資などによる下支え効果も見込まれるため、今後一段と減速する可能性は小さい。したがって、前述した在庫調整面からの生産抑制圧力が軽減するにつれ、マクロ的にみた景気底入れへの展望が次第に開けていく筋合いにある。ただし、そこに至るまでの移行過程、とくにこの4～6月は、在庫調整に伴い生産レベルの一段の低下がまぬがれないと見込まれるなど、さらにかなりの調整を必要とする局面が続くことは避けられないとみられる。

(3) 対外収支

次に、対外収支の先行きを展望すると、まず数量収支面では、輸出数量が基調としては緩やかに増加する一方、輸入数量は生産の抑制基調が続く下で当面低めの伸びにとどまるとみられることから、今後幾分黒字拡大方向に振れる可能性はある。また、価格面でも、製品の高付加価値化等を映じた輸出価格の緩やかな上昇も予想される。もっとも、これらの要因にもとづく黒字拡大はいずれも比較的小幅にとどまるとみられ、ドルベースでの貿易収支、経常収支黒字は概ね横ばい圏内で推移するものと見込まれる。

(4) 物価動向

国内卸売物価については、前述したような海外景気の下で原油等海外原料品市況が引続き安定して推移するとみられるうえ、国内需要の足取りも緩やかなものにとどまると考えられるため当面安定した状態が続こう。

この間、消費者物価については、一般物価に遅行する傾向がある公共性料金が今後やや上昇する可能性があるものの、これまでの卸売物価安定化が今後とも一般商品の騰勢鈍化につながるとみられるほか、賃金上昇率がやや低下することが見込まれるためこれがゆくゆくはサービス価格にも幾分好影響を及ぼすとも考えられる。このため、当面は消費者物価の上昇率が再び高まる可能性は薄いとみられる。ただ、労働需給が総じてなおタイトな状況にあるだけに、サービス価格の上昇圧力には根強いものがあり、長い目でみて物価安定を確保していくためには引続き注意が怠れない。

(5) 当面の政策課題

以上のように、わが国経済は在庫調整を軸として当面なおかなりの調整を必要とする局面にある。しかしながら、現在生じている調整は、わが国経済をインフレなき持続的成長へと移行させていくためには避けて通れないプロセスである。これまでの累次にわたる金融緩和措置の累積効果は財政面等における政府の諸施策と相まって安定的成長を実現していくことに十分資するものと考えられる。既に、その下で金利は大幅に低下してきている。日本銀行としては、これが経済の各方面に今後どのような影響を及ぼしていくかこれまでも増して注意深く見守っていく所存である。

(平成4年4月17日)