
わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料(平成5年春) —

[要 旨]

1. わが国経済は、鉱工業出荷の増加など、一部に好転を示す動きもみられるものの、足元なお調整局面にある。最終需要の動向をみると、公共投資や輸出が増加し、住宅投資も堅調に推移しているが、製造業中心に設備投資の減少が続いているほか、個人消費も雇用者所得の鈍化を背景に総じては低調にとどまっている。この間、在庫調整については、企業の厳しい生産抑制が継続される下で、加工業種を中心に着実に進捗をみつつある。各種ストック調整の進展に伴い、全体としての景気は、調整が続くなかでも底入れを探る展開となっているが、その見極めにはなお時間を要する状況にある。

物価面では、国内卸売物価が弱含みで推移しているほか、消費者物価についても、昨年中高止まっていたサービス価格の上昇率が幾分低下しつつあるなど、安定の度を強めている。一方、経常収支黒字は、輸出価格の上昇等を背景に、なお幾分拡大基調で推移している。

2. 金融面をみると、長・短市場金利は、累次にわたる公定歩合引き下げ等を反映して極めて低いレベルにあり、貸出金利もこれに応じてかなり低下してきている。一方、金融機関貸出については、引き続き借入需要に目立った動意はうかがわれないが、企業の手元流動性圧縮余地の縮小に加え、金融機関の融資スタンスがひところ比べ積極化しつつあることもあって、増勢鈍化傾向に歯止めがかかりつつあるようにうかがわれる。こうしたなかで、マネーサプライ($M_2 + CD$)の伸び率もようやく下げ止まりつつあり、今後は微増に転じることが予想される。

3. 今後の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、欧州では全般的に停滞色がさらに濃化するとみられるのに対し、米国は回復の足取りがひところ比べ確かなものとなってきており、またアジアは総じて引き続き高めの成長を維持するとみられることから、全体として昨年比で成長率が幾分高まる見通しである。

4. 次に国内経済を展望すると、①民間最終需要については、設備投資の停滞基調はなお当分続く可能性が高いものの、耐久消費財や分譲住宅等ストック調整の進捗に伴って需要の減勢に歯止めがかかってくる分野が次第に増えること、②他方、昨夏に引き続き今般新たに総合経済対策が策定されたなかで、公的支出が需要全体をかなり押し上げる方向に寄与するとみられること、③こうしたなかで、今後在庫面からの生産下押し圧力が徐々に薄れることに伴い、最終需要の動向が生産面により直接的に反映されてくるとみられることなどを勘案すれば、早晩生産の基調的反転を期待しうる状況になりつつあるように思われる。さらに、いったん生産が回復軌道に乗れば、企業収益の回復を予想しうるとともに、雇用者所得の面から個人消費が伸びを高めていく展望も開けてこよう。もっとも、商業用不動産市場の停滞にみられるように、これまでの資産価格の大幅な変動の影響が、一部実体経済面にもなお尾を引く可能性があることや、短期的にはデフレ効果を伴う企業の収益体質改善努力が当分の間継続されるとみられることなどから、国内民間需要の自律回復の足取りについては、引き続き十分な注視が必要と考えられる。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給に当面目立った引き締まりが生ずることはないと考えられ、国内卸売物価、消費者物価とも、安定基調で推移することが見込まれる。

一方、対外収支面については、為替円高等に伴う輸出価格の上昇が続くとみられることなどから、当面経常黒字は高水準を続ける可能性が高いと考えられるが、いずれ景気が回復に転ずれば、輸出入数量収支面で黒字押し下げ効果が期待される。

6. 以上のように、わが国経済は、在庫調整を含む各種ストック調整の進展に加え、財政金融政策の効果浸透もあって、先行き徐々に停滞局面を脱し、緩やかながらも回復歩調をたどる道筋が確実さを増してきていると考えられる。もっとも、為替市場ではひとところに比べかなり円高が進んでおり、これが、輸出企業の業況やマインドを下押し可能性がある。一方、金融機関による不良資産の整理・回収等の動きにみられるように、資産価格の大幅な変動に伴ういわば金融面のしこりを解きほぐす努力が本格化してきている。こうした状況下、日本銀行では、これまでの金融・財政政策の効果浸透状況を含め、今後の金融・経済情勢の展開について、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

- (景気はなお調整局面にあるものの、底入れを探る動き)
- (物価は安定基調)
- (対外収支黒字は引き続き高水準)

2. 最近の金融情勢

- (為替・金融市場の動向)
- (金融機関貸出の動向)
- (マネーサプライの動向)

3. 当面の経済情勢の展望

- (1) 海外経済
- (2) 国内経済
- (3) 物価動向
- (4) 対外収支
- (5) 結 び

1. 最近の経済情勢

(景気はなお調整局面にあるものの、底入れを探る動き)

わが国経済は、一部に好転を示す景気指標もみられるものの、設備投資、個人消費を中心に最終需要が基調としては停滞する下で、企業の生産活動は引き続き抑制的に推移するなど、足元なお調整局面にある(図表1)。

すなわち、本年入り後の最終需要財出荷は、今回の調整局面において初めて、2か月連続で増加しており、注目されることである。これは、公共投資や輸出が増加し、住宅投資も総じて堅調な動きを示していることに加え、個人消費についても、乗用車販売等一部で動意がうかがわれる(本年1～3月の国内新車登録台数<除く軽>季節調整済み前期比+4.6%)ことによるものである。ただ、ここには一時的な要因もかなり介在している模様であり、国内民間最終需要の基調をみると、設備投資が、製造業での減少に加え、これまでの個人・法人消費の不振や商業用ビルの需給緩和等を背景に非製造業でも低調に推移し

ているほか、個人消費も、生産抑制の持続から家計所得が伸び悩むなかで、なお総じて低迷基調が続いているなど、全体として依然停滞局面を脱するに至っていないと判断される。

この間、懸案の在庫調整については、これまで加工業種でかなりの進捗をみる一方、素材業種では、加工業種における減産の波及や公共投資関連の出荷が昨秋以降一時的に伸び悩んだことの影響からもたつき気味の財がみられるなど、区々の動きとなっていたが、足元は、各業種における生産抑制スタンスの足並みがほぼそろうかたちで、着実に調整が進捗をみつつある。このため、流通・原材料段階における在庫調整の進捗とも合わせ、少なくとも在庫面からは、遠からず生産が回復に向かう条件が徐々に整いつつあるものとみられる(後掲図表2)。

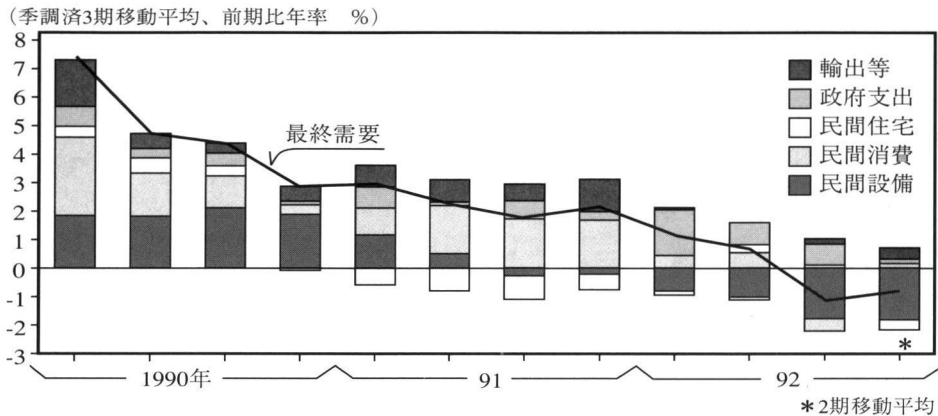
このように、ストック調整の進展に加え、公共投資増加の効果も発現されつつあって、全体としての景気はなお調整局面にあるものの、底入れを探る展開となっている。当面、

公共投資関連の一段の増加が見込まれる一方で、自動車出荷の反落（国内向け、輸出とも）や設備投資関連の低迷持続も見込まれるな

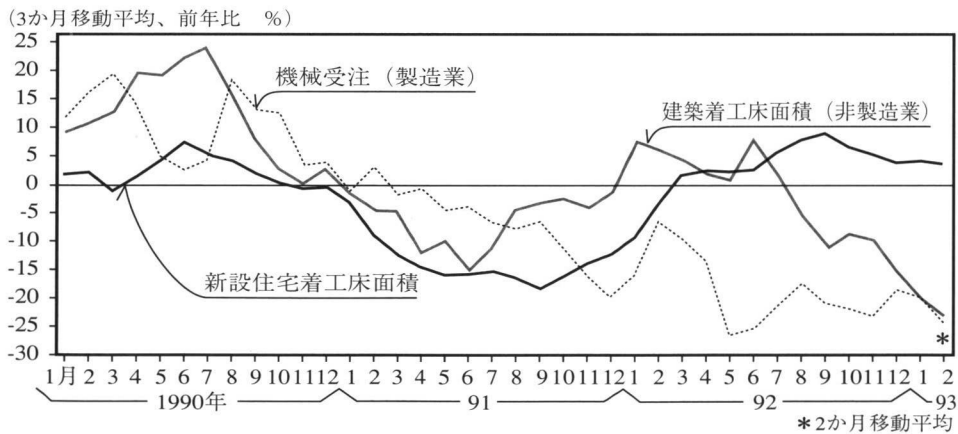
ど、明暗双方の動きの交錯が予想される景気指標について、なお慎重な見極めが必要と考えられる。

(図表1) 最終需要の動向

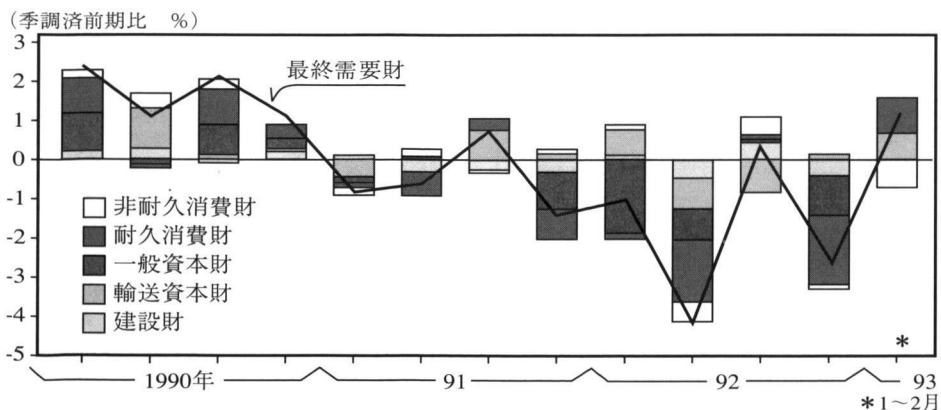
(1) 最終需要の推移



(2) 関連指標の動向



(3) 最終需要財出荷の動向

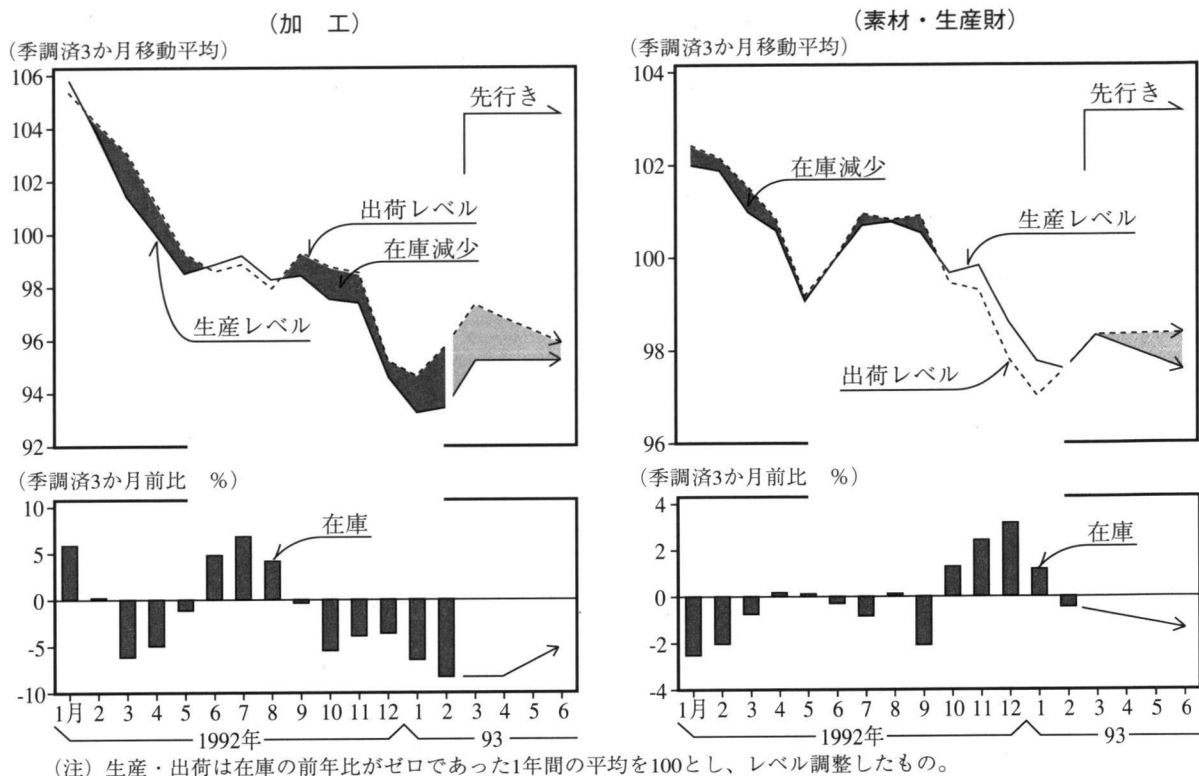


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「機械受注統計」、建設省「住宅着工統計」「建築着工統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表2)

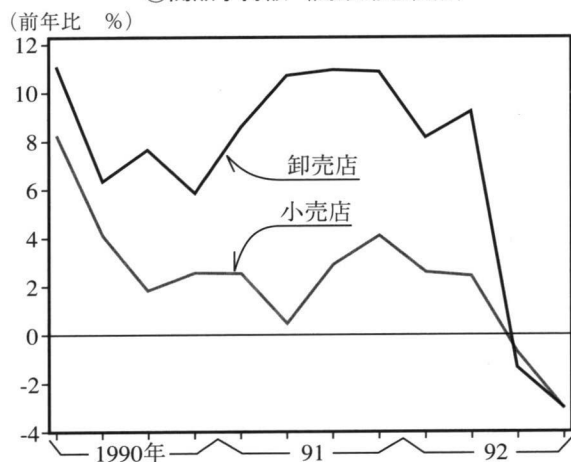
在庫調整の進捗状況

(1) 素材・加工の当面の生産・出荷バランス

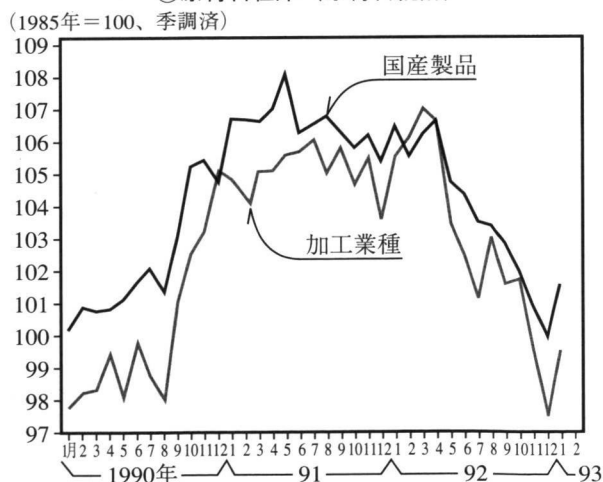


(2) 流通・原材料在庫

①商品手持額(商業動態統計)



②原材料在庫(原材料統計)



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「商業動態統計」「原材料統計」

(物価は安定基調)

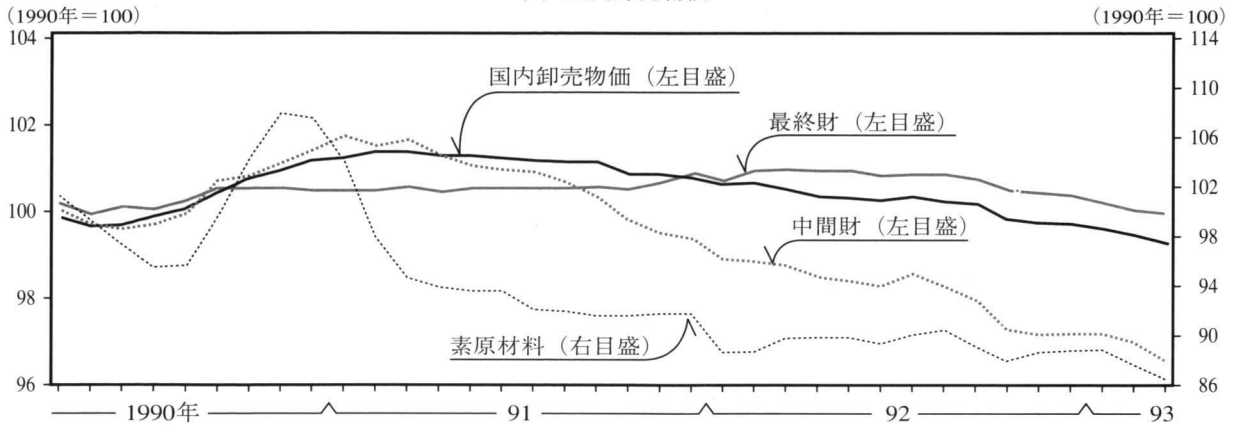
次に物価面をみると(図表3)、国内卸売物価は、製材・木製品等極く一部の品目を除くと、製品需給の全般的引き緩みを背景に引き続き弱含みで推移している。また、消費

者物価(生鮮食品を除く)も、卸売物価の下落傾向を反映して商品(とりわけ被服)の上昇率が一段と低下しているほか、これまで高止まっていた民間サービス料金の上昇率も幾分低下をみていることから、全体として安

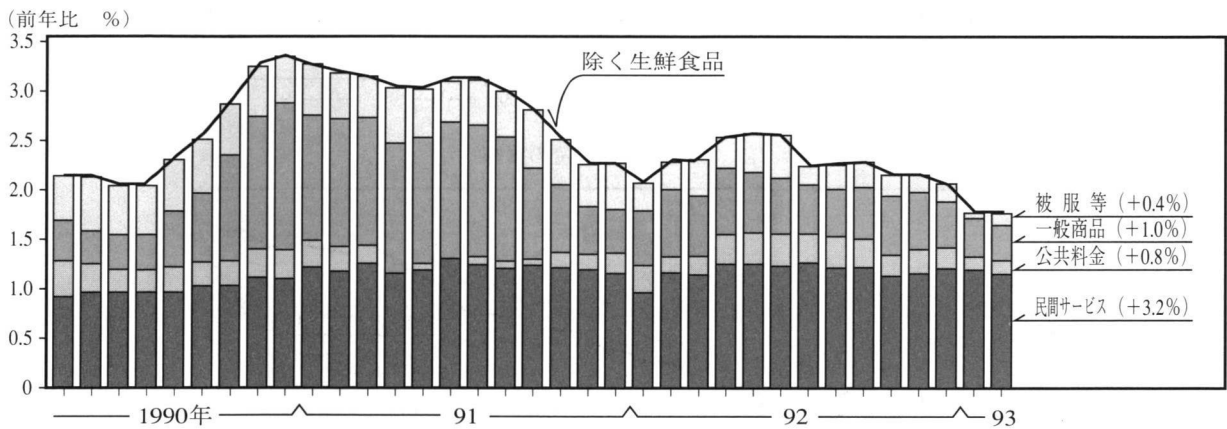
(図表3)

物 価 ・ 地 価 の 動 向

(1) 国内卸売物価



(2) 全国消費者物価 (除く生鮮食品)



(注) 内訳項目の () 内は93年2月の各項目の前年比上年率。

(3) 地価の推移 (地価公示)

(単位 前年比 %)

| | | 1984年 | 85年 | 86年 | 87年 | 88年 | 89年 | 90年 | 91年 | 92年 | 93年 |
|-----|-----|-------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 住宅地 | 東京圏 | 2.2 | 1.7 | 3.0 | 21.5 | 68.6 | 0.4 | 6.6 | 6.6 | △9.1 | △14.6 |
| | 地方圏 | 3.5 | 2.4 | 1.7 | 1.2 | 1.9 | 4.4 | 11.4 | 13.6 | 2.3 | △ 1.7 |
| | 全 国 | 3.0 | 2.2 | 2.2 | 7.6 | 25.0 | 7.9 | 17.0 | 10.7 | △5.6 | △ 8.7 |
| 商業地 | 東京圏 | 5.5 | 7.2 | 12.5 | 48.2 | 61.1 | 3.0 | 4.8 | 4.1 | △6.9 | △19.0 |
| | 地方圏 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.9 | 5.4 | 7.6 | 15.4 | 16.3 | 0.4 | △ 5.6 |
| | 全 国 | 3.5 | 3.8 | 5.1 | 13.4 | 21.9 | 10.3 | 16.7 | 12.9 | △4.0 | △11.4 |

(注) 各年の1月1日時点の価格。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」、国土庁「地価公示」

定の度を強めている。また、企業向けサービス価格も、落ち着いている。

この間、地価については、住宅建設が堅調に推移し、マンション需給も中・低価格物件を中心に改善をみていることを背景に、

一部住宅地では下げ止まりに向かいつつある。しかし、首都圏を中心とするオフィス・ビルの需給緩和傾向が続く下で、商業地を中心に、全体としてみればなお弱含みに推移している。

(対外収支黒字は引き続き高水準)

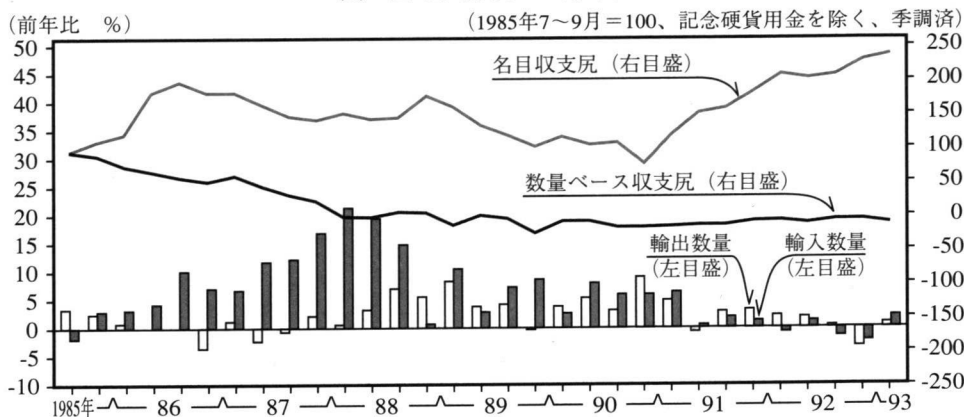
対外収支面をみると(図表4)、輸出入数量収支がほぼ横ばいに推移するなかで、①為

替円高等を反映して輸出価格(ドル建て)の上昇傾向が続いていること、②為銀の対外負債減少等に伴う投資収益のネット受取超幅拡

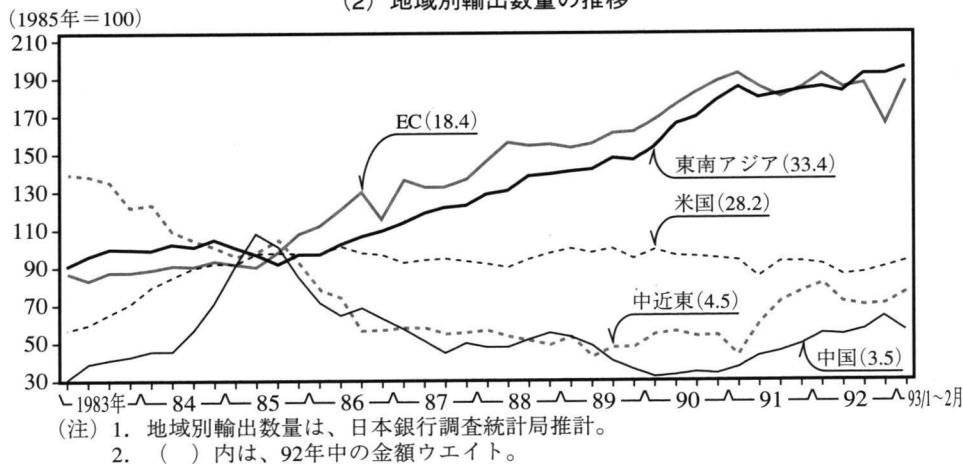
(図表4)

対 外 収 支 の 動 向

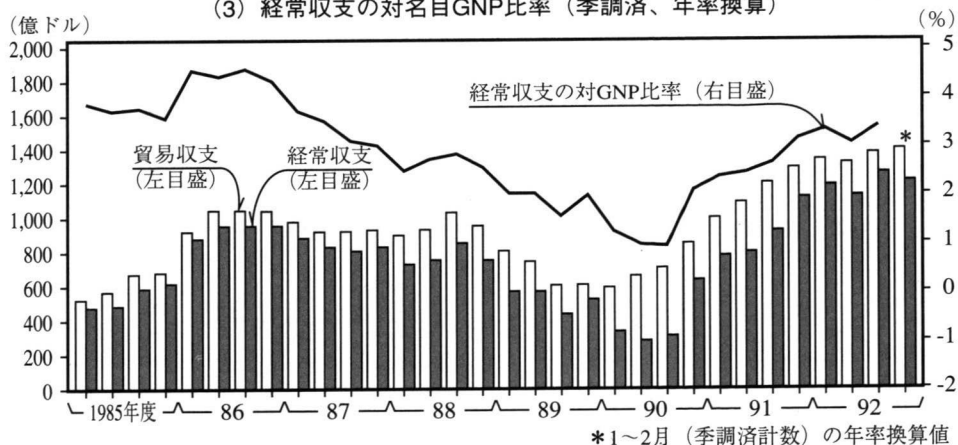
(1) 通 関 収 支 の 動 向



(2) 地域別輸出数量の推移



(3) 経常収支の対名目GNP比率(季調済、年率換算)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

大が貿易外収支の赤字幅を縮小する方向で作用していることなどから、経常収支黒字はなお幾分拡大気味に推移している。

2. 最近の金融情勢

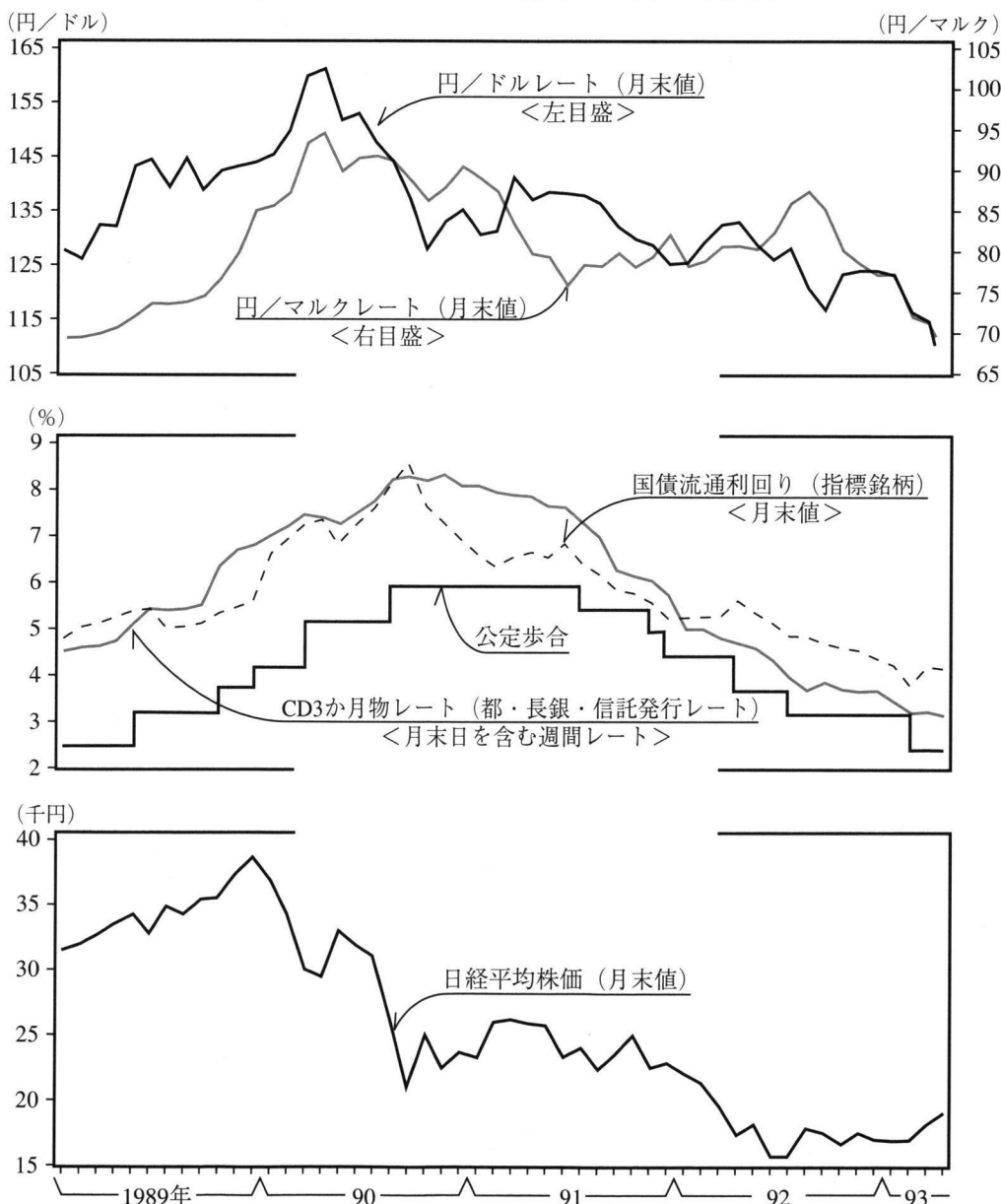
(為替・金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると(図表5)、まず為替市場においては、高水準のわが国対外黒

字や米国金利の低下傾向等を背景に昨春以降緩やかな円高傾向をたどっていたが、本年2月以降円高のピッチが加速し、4月中旬末には対米ドルで110円台の既往円高ピークを記録した。

一方、国内金利についてみると、景気減速や累次にわたる公定歩合引き下げ等を背景に、短期市場金利はこのところ低水準で安定

(図表5) 為替レート、金利、株価の動向



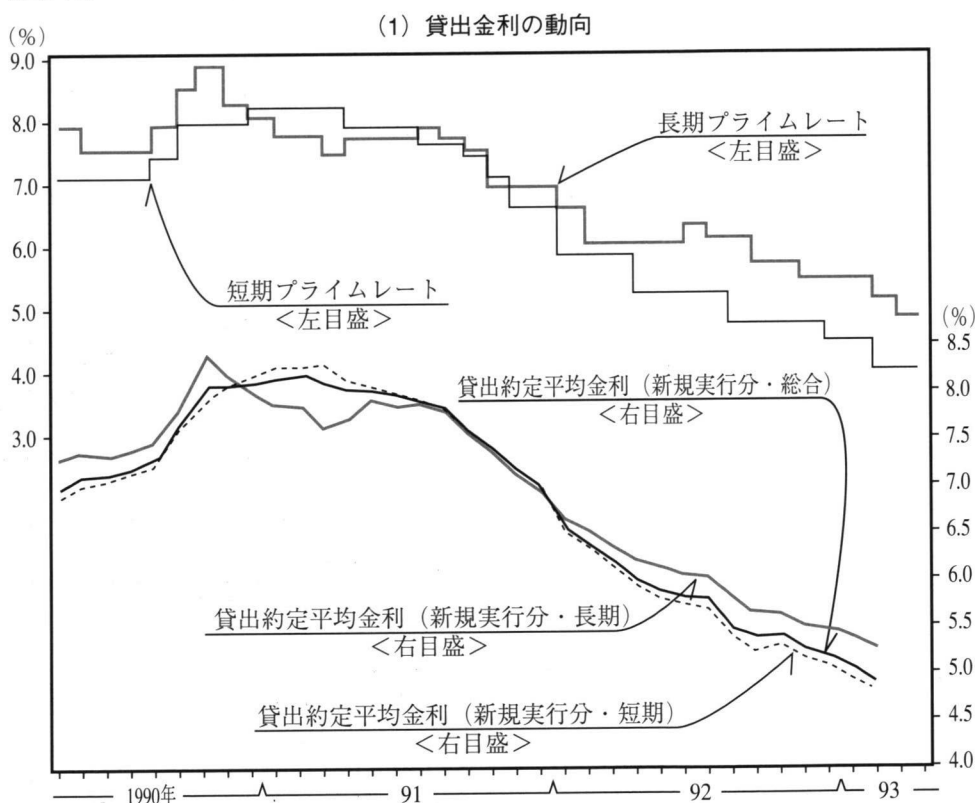
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

的に推移している。また、長期市場金利（長期国債の流通利回り）は、2月中かなりの低下をみたが、3月半以降は、最近の一部経済指標の好転を受けた金利先安感の後退等から若干上昇し、足元はほぼ2月の公定歩合引き下げ前後の水準で推移している。貸出金利の

動向をみても、長期・短期プライムレートの相次ぐ低下から、実際の約定金利も歴史的にみてかなり低い水準となっている（図表6）。

この間、株価については、企業業績の悪化や景気の先行き不透明感等を背景に年明け後もしばらく低迷を続けていたが、3月入り後、

(図表6) 貸出金利等の推移



(2) 貸出約定平均金利（総合、ストックベース）の低下状況

＜今回＞ (単位 %)

| | 都 銀 | 地 銀 | 地 銀Ⅱ | 信 金 |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ピーク時点 | 7.895 (1990年12月) | 7.775 (91年2月) | 8.078 (91年7月) | 7.959 (91年7、8月) |
| 1993年2月 ＜ピーク比＞ | 5.240 ＜△2.655＞ | 5.436 ＜△2.339＞ | 6.095 ＜△1.983＞ | 6.291 ＜△1.668＞ |
| 都銀追随率 | — | 88.1 | 74.7 | 62.8 |

＜前回＞ (単位 %)

| | 都 銀 | 地 銀 | 地 銀Ⅱ | 信 金 |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ピーク時点 | 9.058 (1980年7月) | 8.829 (80年8月) | 8.987 (80年8月) | 9.109 (80年10月) |
| 1982年9月 ＜ピーク比＞ | 7.016 ＜△2.042＞ | 7.231 ＜△1.598＞ | 7.763 ＜△1.224＞ | 8.312 ＜△0.797＞ |
| 都銀追随率 | — | 78.3 | 59.9 | 39.0 |

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

政府の総合経済対策策定へ向けた動き等を好感して反発に転じ（日経平均、92年末16,924円→93年3月末18,591円→4月中旬末19,828円）、出来高も増加している。

（金融機関貸出の動向）

次に、金融機関の貸出動向をみると（図表7、後掲図表8）、借入需要は、これまでの増勢鈍化傾向に歯止めがかかりつつあるようにうかがえるものの、設備資金等前向きの資金需要が引き続き低迷していることから、当面、目立った回復は見込みにくいと考えられる。

すなわち、まず大企業については、これまでみられた借入金圧縮の動きは概ね一巡しつつあるものの、設備投資や増産等のための前向きの資金需要が乏しいうえ、エクイティ・ファイナンス償還資金についても、大宗は社債やCP発行により賄うとの姿勢にあり、金融機関への新規借入申し込みは引き続き低調なものにとどまっている。また中堅・中小企業については、手元流動性の取り崩し余地が低下しているなかで、滞貨・減産、赤字補てん等後ろ向き資金需要が増加しつつある一方、前向き資金需要は、官公需関連等一部に動意がうかがわれるのを除けば、全体として

（図表7）

金融機関貸出の動向

（1）5業態計の総貸出推移

（単位 平残前年比 %）

| | 1992年 | | | 93年 | 92年 | 93年 | | |
|---------|-------|------|--------|-------|------|------|-------|-------|
| | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 1～3月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 |
| 都 銀 | 4.0 | 2.8 | 2.0 | 1.7 | 2.1 | 2.2 | 1.7 | 1.3 |
| 長 信 | 0.6 | △1.2 | △2.3 | △2.1 | △2.2 | △2.0 | △2.1 | △2.3 |
| 信 託 | 0.1 | △0.6 | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 1.0 | 0.8 | 0.5 |
| 地 銀 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 3.4 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | 3.0 |
| 地 銀 II | 3.3 | 3.2 | 2.9 | 1.8 | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 1.4 |
| 5 業 態 計 | 3.3 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.3 |
| 円 貸 出 | 4.1 | 3.5 | 3.1 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.0 |
| イン パ | △4.7 | △7.1 | △7.4 | △11.4 | △8.6 | △8.5 | △11.2 | △14.3 |

（2）外銀・信金・生保の円貸出

（単位 前年比 %）

| | 1992年 | | | 93年 | 92年 | | 93年 | | |
|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 1～3月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 |
| 外 銀（平残） | △14.1 | △12.2 | △11.7 | △12.1 | △12.1 | △12.9 | △16.5 | △12.2 | △7.4 |
| 信 金（末残） | 5.0 | 5.1 | 3.9 | n.a. | 3.9 | 3.9 | 4.7 | 3.9 | n.a. |
| 生 保（末残） | 11.6 | 12.4 | 11.8 | n.a. | 11.5 | 11.8 | 11.3 | n.a. | n.a. |

（注）1. 信金は総貸出（インパを含む）。

2. 生保貸出は生命保険協会調べ、27社ベース。

（資料）日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

(図表8) 貸 出 関 連 統 計 の 動 向

(1) 資本市場における民間資金調達

(単位 億円、() 内前年比 %)

| | 調 達 計 | 普 通 社 債 | う ち 私 募 債 | う ち 外 債 | エクイティ・ファイナンス | う ち ワ ラ ン ト |
|-----------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1990年度 | 99,525 (△64.8) | 48,948 (2.6倍) | 8,561 (2.5倍) | 19,727 (2.3倍) | 50,577 (△80.8) | 30,229 (△66.8) |
| 91 年 度 | 144,655 (45.3) | 79,890 (63.2) | 16,518 (92.9) | 39,105 (98.2) | 64,765 (28.1) | 42,112 (39.3) |
| 92 年 度 | 111,136 (△22.4) | 85,976 (7.6) | 8,427 (△49.0) | 39,349 (0.6) | 25,160 (△60.3) | 16,304 (△61.3) |
| 92年10~12月 | 27,940 (△19.5) | 17,820 (△25.8) | 1,356 (△53.0) | 8,574 (△41.0) | 10,120 (△ 5.2) | 7,572 (41.1) |
| 93年1~3月 | 33,219 (17.8) | 24,918 (34.9) | 2,275 (△47.0) | 9,133 (4.2) | 8,301 (△14.8) | 4,691 (4.8) |

(注) 1~3月のエクイティ・ファイナンスは増資を除いたベース。

(2) 中 小 企 業 向 け 貸 出 の 動 向

(単位 末残前年比 %)

| | 中小企業金融公庫 貸 出 | 国 民 金 融 公 庫 貸 出 | 全銀中小企業向け 貸 出 | 信 用 金 庫 貸 出 |
|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|
| 1991年度末残高 (兆円) | 7.8 | 7.5 | 219.1 | 62.5 |
| 91年10~12月 | 6.2 | 6.5 | 2.5 | 8.5 |
| 92年 1~ 3 | 6.7 | 7.5 | 0.7 | 6.1 |
| 4~ 6 | 7.9 | 8.3 | 0.9 | 5.0 |
| 7~ 9 | 6.4 | 7.8 | 2.0 | 5.1 |
| 10~12 | 7.2 | 7.4 | 2.0 | 3.9 |
| 93年 1~ 2 | 6.2 | 7.1 | (1月) 2.6 | 3.9 |

(3) 個 人 向 け 貸 出 の 動 向

(単位 前年比 %)

| | 住 宅 信 用 | | | 消 費 者 信 用 (全 銀) | |
|-------------------|---------|------|------|-------------------|-------|
| | 合 計 | 全 銀 | 住宅公庫 | 新 規 貸 出 | 残 高 |
| 1991年度末残高 (兆円) | 82.9 | 43.7 | 39.2 | — | 20.4 |
| 91年10~12月 | 6.7 | 6.0 | 7.5 | △14.1 | 11.0 |
| 92年 1~ 3 | 6.3 | 5.5 | 7.1 | △13.2 | 6.8 |
| 4~ 6 | 5.3 | 3.9 | 6.8 | △ 5.9 | 4.6 |
| 7~ 9 | 5.0 | 2.9 | 7.4 | △13.3 | 1.2 |
| 10~12 | 4.8 | 1.8 | 8.1 | △12.7 | △ 1.0 |

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

は依然低調に推移している。この間個人については、住宅ローンの住宅金融公庫へのシフトや、消費者ローンの借入需要減退から、減勢傾向にある。

これに対し、金融機関の融資姿勢をみると、基本的には信用リスクを重視した慎重な姿勢が続いている先が多い。ただ、都市銀行等では、劣後債務の取り入れ増等によりB I S自己資本比率規制にもとづく制約感が一段と緩和されてきていることに加え、将来の収益基盤を確保するためには不良資産の整理・回収と併せて新規優良資産の積み上げも不可欠との認識が高まっており、本部における営業店バックアップ体制の強化などの諸施策を講じつつ、貸出伸長を図ろうとする動きがこのところ強まってきている。こうしたことが、貸出の増勢鈍化に対する歯止めとして相応に寄与しているものとみられるが、前述のように、資金需要が全体としてなお停滞している下で、貸出の伸びが目立って高まるまでにはなお時間を要しよう。

（マネーサプライの動向）

以上のような金融機関の貸出動向の下で、財政資金のネット払超（法人税を中心とする税収の減少、資金運用部の財投機関向け貸出等に伴う支払い増）がマネー押し上げ方向に寄与し始めていることから、マネーサプライ

の伸び率も、ようやく下げ止まりつつある。ちなみに1～3月のM₂+C Dの平残前年比は△0.2%と、10～12月（△0.5%）と同様前年水準を下回ったものの、マイナス幅は縮小してきている。また、より広範囲の金融資産を含む広義流動性でみても、同+2.5%（10～12月+2.5%）と下げ止まっている（後掲図表9）。

先行き4～6月については、金融機関貸出の急速な回復は期待しにくいとしても、ネット財政資金が引き続きマネー押し上げ方向に働くこととみられることから、M₂+C Dは前年の残高を若干上回って推移する可能性が大きいとみられる（前年比0%台）。

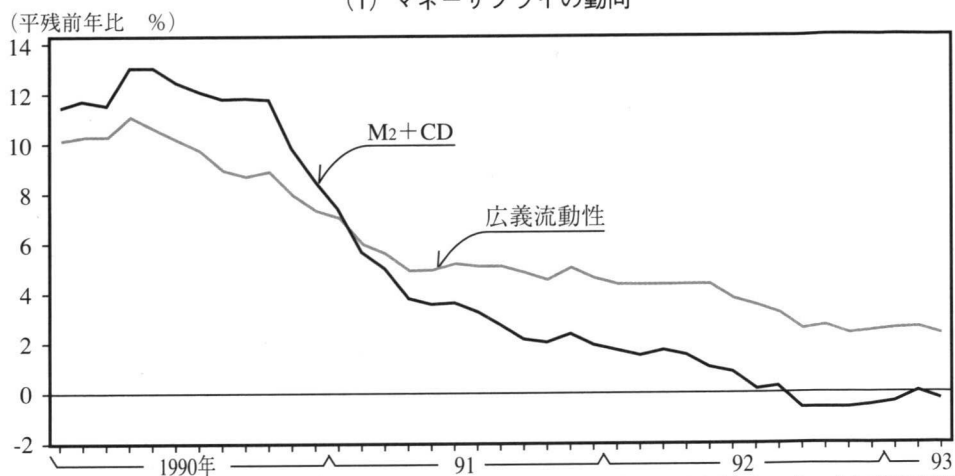
このようなマネーサプライの下げ止まりの背景について、やや視野を長くって考えてみると、通貨需要面で、企業の両建て取引の解消や手元流動性取り崩しの動きがほぼ限界に近づきつつあることに加え、資産取引の面でもマネーの伸びへの下押し圧力は徐々に薄らいできていると判断される。このことは、かつての資産価格上昇期における行き過ぎの「巻き戻し（注1）」の動きが、マネーの面でも一巡しつつあることを示唆していると思われる。

こうした状況下、当面マクロ的にみれば、景気の回復がマネーの面から大きく制約される可能性は低いものと考えられる。

（注1）ちなみに、日本銀行推計による通貨需要関数を用いて、最近の通貨需要の変化の要因分解を試みると、92年後半以降、資産価格要因の押し下げ効果はほぼ横ばいないし若干の縮小方向で推移しており、この時期の通貨需要低下は、専ら、所得要因の押し上げ効果の縮小にもとづくとの結果が得られる（後掲図表10）。

(図表9) マネーサプライ等の動向(1)

(1) マネーサプライの動向



(注) 広義流動性=M2+CD+郵便貯金+農漁協・信組・労金の預貯金(含むCD)+全国銀行信託
勘定の信託元本+債券現先+金融債+国債+投資信託+金外信託+外債

(2) 都銀、地銀、地銀IIの預金吸収(実質預金+CD)

(単位 平残前年比 %、百億円)

| | 1992年 | | 93年 | 93年 | | | |
|----------|-------|--------|------|------|------|------|--------|
| | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月 | 1月 | 2月 | 3月 | 3月平残 |
| 3 業 態 計 | △0.7 | △1.3 | △0.6 | △0.8 | △0.3 | △0.7 | 39,930 |
| うち自由金利定期 | 10.0 | 9.9 | 4.3 | 4.9 | 4.6 | 3.4 | 19,474 |
| うち 都 銀 | △3.3 | △3.9 | △2.0 | △2.3 | △1.7 | △2.0 | 19,231 |
| 地 銀 | 2.4 | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 14,986 |
| 地 銀 II | 0.2 | △0.6 | △1.1 | △1.3 | △0.8 | △1.2 | 5,714 |

(注) 自由金利定期にはスーパー定期を含む。

(3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、百億円)

| | | 1992年 | | 93年 | 93年 | | | |
|-----------------------|------|-------|--------|------|------|------|------|-----------|
| | | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月 | 1月 | 2月 | 3月 | 3月残高 |
| 末 残 前 年 比 | 個人預金 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 1.8 | 20,691 |
| | ワイド | 1.7 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 797 |
| | ビッグ | 7.7 | 7.0 | 6.1 | 6.7 | 6.5 | 6.1 | 3,201 |
| | ヒット | 4.4倍 | 2.6倍 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | (12月) 282 |
| | 郵 貯 | 11.0 | 9.8 | 9.4 | 9.5 | 9.8 | 9.4 | 16,970 |
| | 合 計 | 6.9 | 5.8 | 5.1 | 5.4 | 5.5 | 5.1 | 41,659 |
| 平 残 前 年 比 | 法人預金 | △ 5.9 | △ 7.0 | △5.1 | △5.4 | △4.4 | △5.4 | 9,124 |
| | 定期性 | △11.0 | △10.2 | △7.3 | △8.7 | △6.5 | △6.7 | 6,478 |
| | 流動性 | 11.3 | 2.7 | 1.3 | 4.3 | 1.8 | △1.9 | 2,645 |

(注) 1. 個人預金は都銀、地銀、地銀II合計。法人預金は都銀、上位地銀計。

2. 個人預金等の1月以降の合計値はヒットを除いたベース。

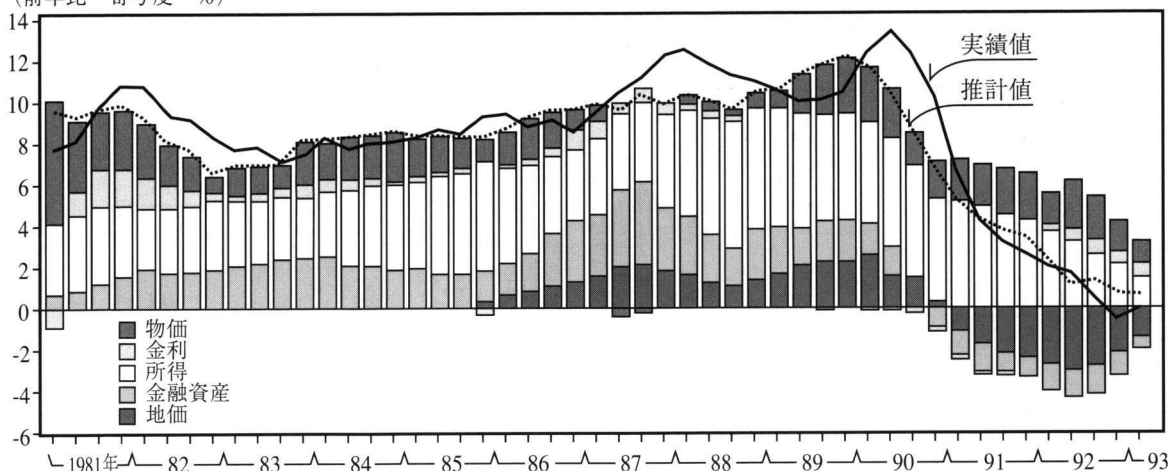
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「経済統計月報」等

(図表10)

マネーサプライ等の動向(2)

通貨需要関数によるM₂+CD前年比の要因分解

(前年比・寄与度 %)



$$\begin{aligned} \log(M/P) = & -0.867 + 0.685 \log(M/P)_{-1} \\ & (2.7) \quad (14.6) \\ & + 0.328 \log(Y/P) \\ & (5.2) \\ & - 4.14 \times 10^{-3} R \\ & (8.1) \\ & + 1736 (\text{地価}/Y) \\ & (4.5) \\ & + 5459 \Delta (\text{地価}/Y) \\ & (2.4) \\ & + 0.117 \log(W/Y) \\ & (4.4) \end{aligned}$$

M : M₂+CD
 Y : 名目GNP
 P : GNPデフレーター
 R : 債券現先レート(3か月物)
 —マネーのown rate
 地価 : 市街地価格指数(6大都市・全用途平均)
 W : 法・個人の金融資産計(資金循環勘定)
 なお、直近計数については一部推計。

計測期間：71/1-3～92/10-12

$\bar{R}^2 = 0.9997$
 S.E. = 7.15×10^{-3}
 D.W. = 1.24

(注) △は前期差、()内はt値。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

3. 当面の経済情勢の展望

次に、以上の点を踏まえて、今後の内外金融経済を展望してみたい。

(1) 海外経済

まず本年の海外経済に関しては(後掲図表11)、欧州では全般的に景気停滞色がさらに濃化するとみられるのに対し、米国では景気回復の足取りがひとところに比べ確かなものとなってきており、またアジアは総じて引き続き高めの成長を維持するとみられることから、全体としての成長率は昨年を幾分上回る見通しである。

このうち米国経済については(後掲図表12)、ここへきて個人消費・設備投資といった需要の「両輪」がそろいつつあるほか、立ち遅れの目立っていた雇用情勢にもようやく改善の兆しが見え始めるなど、景気回復の足取りに実味が加わっている。先行きをみると、個人消費は、企業の雇用抑制・家計の債務返済の動きがなお継続するとみられるため、過去の回復局面でみられたような力強い拡大を期待することは困難ながら、今後生産の拡大につれて新規雇用の動きが徐々に広がっていけば、可処分所得の増加に支えられるかたちで次第に底固さを増してい

(図表11)

海外経済の動向

(1) 実質GDPの推移

(単位 前年比 %)

| | | 1990年 | 91年 | 92年 | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 |
|---------------|----------|-------|------|------|------|------|------|--------|
| 米 国 | | 0.8 | △1.2 | 2.1 | 2.9 | 1.5 | 3.4 | 4.7 |
| | 内需 (寄与度) | 0.4 | △1.8 | 2.5 | 3.0 | 3.4 | 4.2 | 4.4 |
| | 外需 () | 0.5 | 0.6 | △0.4 | △0.1 | △1.8 | △0.7 | 0.3 |
| E C | | 2.8 | 1.4 | 1.1 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| ド イ ツ | | 4.9 | 3.6 | 0.9 | 1.2 | 1.0 | △0.0 | △0.2 |
| | フ ラ ン ス | 2.2 | 1.0 | 1.8 | 2.4 | 2.1 | 1.5 | 1.0 |
| | 英 国 | 0.6 | △2.5 | △0.5 | △1.2 | △0.4 | △0.4 | 0.1 |
| ア ジ ア N I E s | | 6.9 | 7.3 | n.a. | 6.7 | 5.7 | 4.4 | n.a. |
| 韓 国 | | 9.3 | 8.4 | 4.7 | 7.4 | 5.9 | 3.3 | 2.8 |
| | 台 湾 | 5.0 | 7.2 | 6.1 | 6.9 | 6.3 | 5.2 | 6.0 |

- (注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。
 2. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。
 3. ドイツ、韓国、台湾は実質GNPを使用。
 4. アジアNIEsは各国の実質GDP (85年価格、韓国、台湾は実質GNP) を米ドル換算のうえ、合計して算出。

(2) 物 価 の 推 移

(単位 前年比 %)

| | | 1990年 | 91年 | 92年 | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 93年 1～3月 |
|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| 米 国 | 生産者物価 (最終財) | 4.9 | 2.1 | 1.2 | 0.4 | 1.3 | 1.6 | 1.6 | 1.9 |
| | 消費者物価 | 5.4 | 4.2 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.2 |
| | <同・除く食料品・エネルギー> | <5.0> | <4.9> | <3.7> | <3.9> | <3.8> | <3.5> | <3.4> | <3.5> |
| ド イ ツ | 生 計 費 指 数 | 2.7 | 3.5 | 4.0 | 4.3 | 4.5 | 3.4 | 3.6 | 4.3 |
| | フ ラ ン ス | 3.4 | 3.2 | 2.4 | 2.7 | 2.7 | 2.1 | 1.8 | 2.1 |
| | 英 国 | 9.5 | 5.9 | 3.7 | 4.1 | 4.1 | 3.6 | 3.0 | 1.8 |
| 韓 国 | 消 費 者 物 価 | 8.6 | 9.3 | 6.2 | 7.2 | 7.0 | 6.0 | 4.7 | 4.5 |
| | 台 湾 | 4.1 | 3.6 | 4.5 | 4.2 | 5.5 | 4.3 | 3.9 | 3.3 |

- (注) 1. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。
 2. 英国、韓国の93年1～3月の計数は、同1～2月の平均。
 (資料) 各国政府・中央銀行統計、EC委員会資料

くことが展望できよう。また、設備投資は、企業収益の改善や稼働率の上昇に支えられて、合理化・省力化投資を中心に比較的順調な回復をたどるものとみられる。この間、クリントン政権の新経済政策は、財政赤字問題への抜本的対応を目指すものとして注目を集めているが、議会審議を含め、その帰すうにはなお流動的な面が残されている。

一方、欧州についてみると、英国でようや

く底打ち感が出始めているものの、ドイツで景気減速傾向が一段と明りょう化し、フランスでも直近はマイナス成長に転ずるなど、全般的に景気停滞色がさらに濃化し、つれて失業問題も深刻の度を加えている。先行きについても、このところの財政赤字の拡大や欧州為替相場メカニズム (E R M) の制約から、多くの国では財政・金融両面とも本格的な景気刺激策発動の余地に乏しく、当分の間停滞

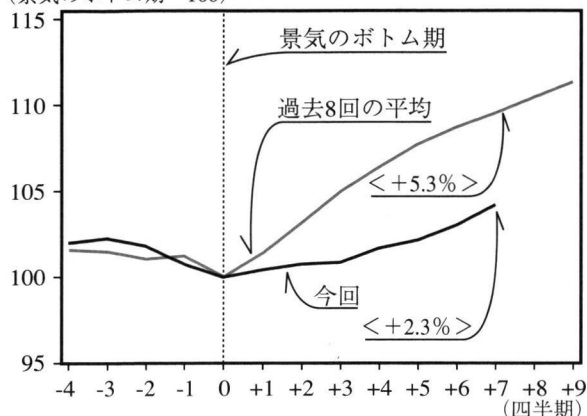
(図表12)

米 国 経 済 の 動 向

(1) 実質GDPの局面比較

① 実質GDP

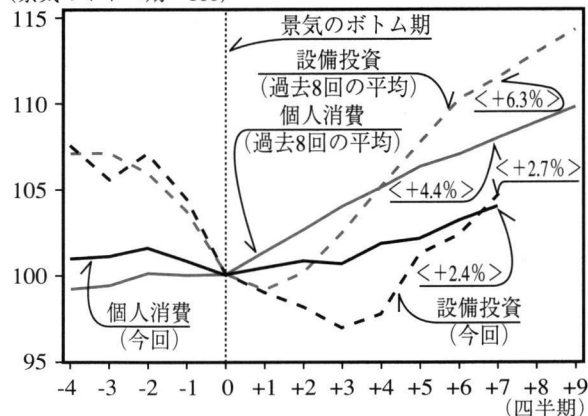
(景気のボトム期=100)



(注) < >内は回復局面入り後7四半期間の伸び率(年率換算)。

② うち個人消費、設備投資

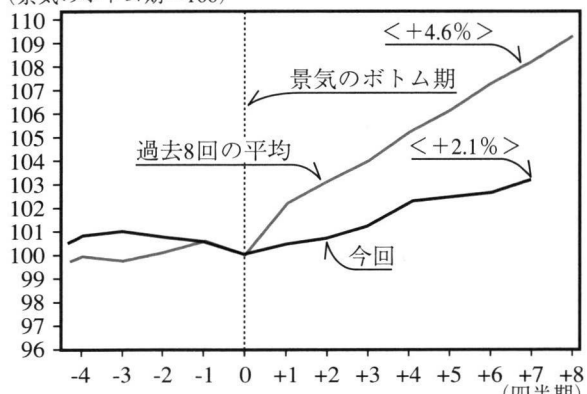
(景気のボトム期=100)



(2) 個人消費の動向

① 実質可処分所得の局面比較

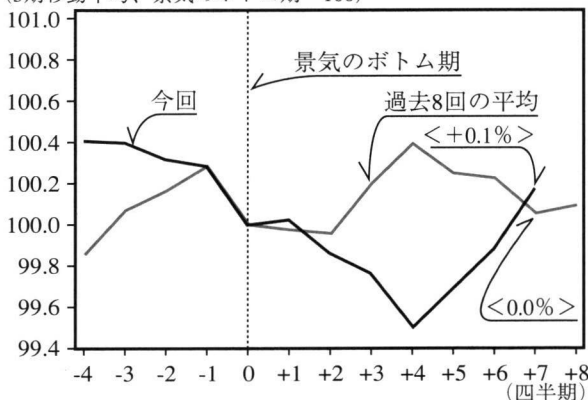
(景気のボトム期=100)



(注) < >内は回復局面入り後7四半期間の伸び率(年率換算)。

② 消費性向の局面比較

(3期移動平均、景気のボトム期=100)

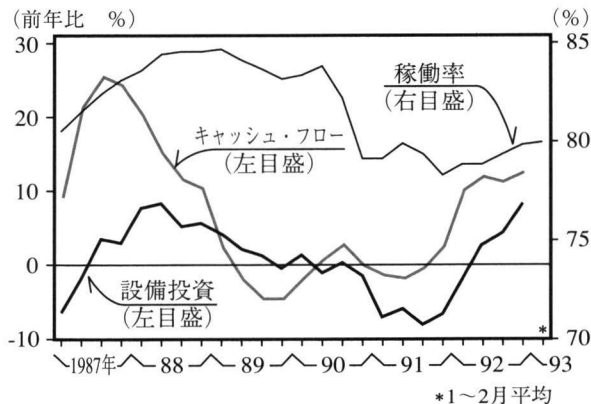


(3) 非農業部門雇用者増減数の推移

(景気ボトム以降23か月目まで、月平均、千人)

| | 合 計 (政府を含む) | 製造業 | 非製造業 |
|---------------|----------------|-------|-------|
| 1991年4～12月 | △ 21 | △ 18 | △ 15 |
| 92年 1～ 3 | 15 | △ 17 | 13 |
| 4～ 6 | 74 | △ 14 | 78 |
| 7～ 9 | 25 | △ 45 | 32 |
| 10～12 | 85 | △ 13 | 87 |
| 93年 1～ 3 | 153 | 14 | 143 |
| 92年10 | 74 | △ 56 | 157 |
| 11 | 75 | 22 | △ 9 |
| 12 | 106 | △ 6 | 112 |
| 93年 1 | 113 | 30 | 104 |
| 2 | 367 | 20 | 325 |
| 3 | △ 22 | △ 9 | △ 1 |
| 累 計 | 866 | △ 387 | 920 |
| 月 平 均 | 36 | △ 16 | 38 |
| 過去8回平均 累 計 | 3,931 | 994 | 2,515 |
| 月 平 均 | 164 | 41 | 105 |

(4) 設備投資の動向



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、FRB「Federal Reserve Bulletin」、米国労働省「Monthly Labor Review」

基調を続けるものと予想される。

この間、アジアについては、足元の景気拡大の牽引役となっている中国では、これまでの過熱気味の高成長からの軌道修正が図られており、成長率が高水準ながらも今後なだらかに鈍化する方向にある。もっとも、中国以外では、内需の減速を主因に調整局面にある韓国等一部を除くと、域内貿易の拡大やインフラ関連投資の拡大、さらには対米輸出の持ち直しも加わって、先行き拡大テンポは幾分加速するものとみられる。

(2) 国内経済

次に、わが国経済の先行きを展望すると、目下の最大の焦点は、先にみたような年明け後の最終需要財出荷の増加といった指標の好転が、この先生産・出荷の基調的な増加へとつながり、景気反転のモメンタムを形成していくかどうかの見極めにある。この点、在庫調整の進展につれて、この面からの生産下押し圧力が減衰してくるとすれば、ポイントは、ストック調整の進展を経て、国内民間最終需要が回復に転じる道筋をどう展望するかということになる。さらに、この場合、①足元にかけての国内民間最終需要の弱さと、これに伴う生産の抑制持続が、所得形成の鈍化（企業収益の悪化、雇用者所得の鈍化）を通じて景気の自律回復力を弱める方向で作用すると考えられる一方で、②昨夏に引き続き今般策定された総合経済対策により、公的支出が需要全体をかなり押し上げる方向で寄与するという、強弱2つの要因を念頭に置く必要がある。

以上を踏まえ、こうした最終需要の動向についてやや子細に検討していくこととする。まず、最終需要の足取りを大きく規定するとみられる設備投資についてみると、製造業に関しては（図表13）、日本銀行「短観」の設備投資調査にみられるように、93年度における企業の設備投資姿勢は、引き続き慎重である（「2月短観」の93年度設備投資計画〈製造業〉、主要企業△9.9%、中小企業△36.9%）。すなわち、これまでの大幅な投資圧縮の結果、ストック調整圧力自体は相当程度緩和しているものとみられるが、大企業では中長期的な視点に立ったリストラの動きが、いましばらくは投資圧縮方向に作用するとみられることから、当面は抑制的な投資スタンスを続ける可能性が大きいとみられることに加え、中小製造業においては、足元における業況の大幅悪化が設備投資マインドを大きく下押ししている。

もっとも、これまでの設備投資調査の多くは、景気の先行きに対する不透明感が強かった本年春先までに行われたものであったこともあり、そこにかがわれる93年度の姿はかなり慎重に見積もられたものであることに留意する必要がある。その後、一部経済指標が好転を示し、また株価が持ち直すなかであって、企業マインドが下げ止まりつつあるようにうかがわれるうえ、マクロ政策の効果浸透も期待されることから、今後、大企業はともかく中小企業においては、むしろ上方修正される可能性が高いとみることができよう（注2）。さらにやや長い目でみれば、こうした長期にわたる投資抑制の結果、製造業の資本ストックの伸び率は過去の

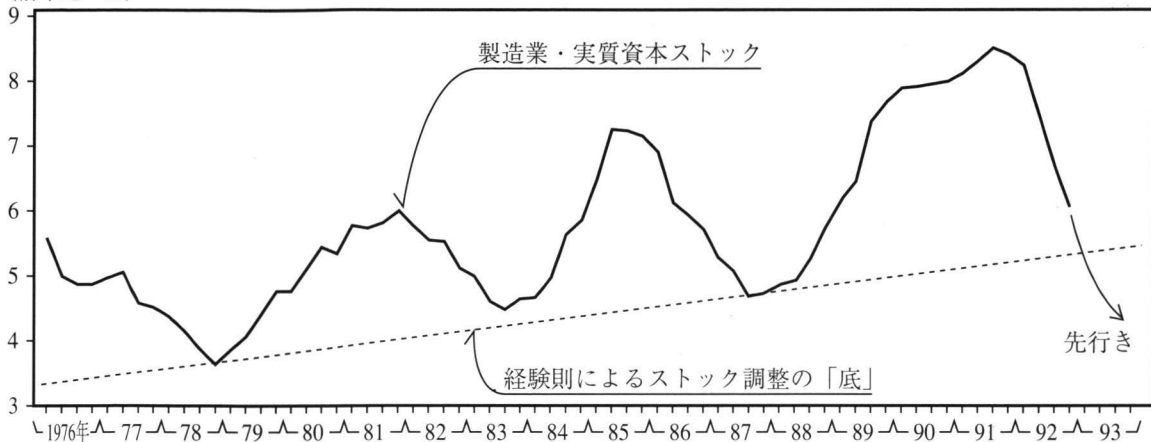
（注2）日本銀行「全国短観」による2月時点の中小企業製造業の93年度設備投資計画は、ほぼ減価償却並みの水準にとどまっている。従来、中小企業製造業の設備投資が減価償却の水準を割り込んだ例はないことからみても、今後下振れる余地は小さいとみることが可能である。ちなみに、93年度同様当初計画が減価償却並みであった86年度の場合、その後の売り上げ・収益見通しがかなり下方修正されていく過程でも、設備投資金額は上方修正された経緯がある。

(図表13)

製造業設備投資の動向

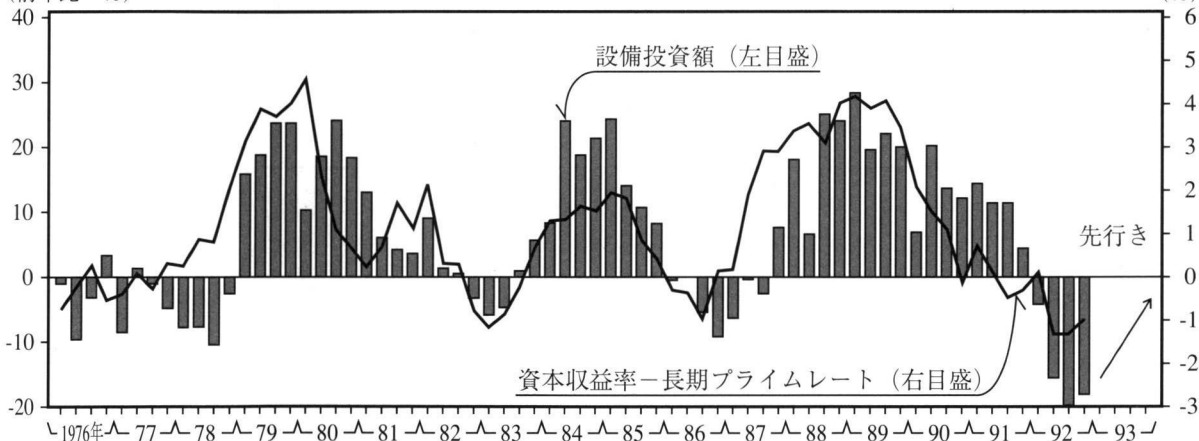
(1) 資本ストックの推移

(前年比 %)



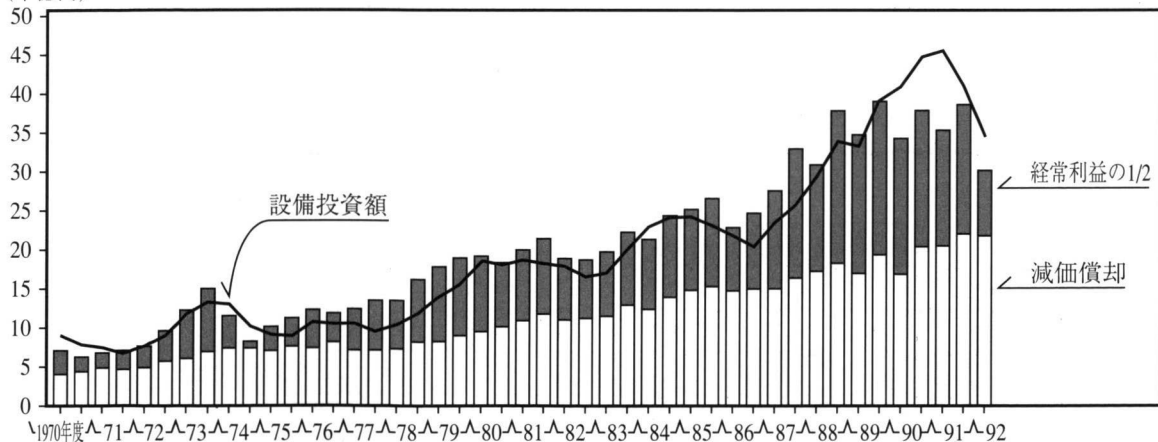
(2) 設備投資フローの動向

(前年比 %)



(3) 減価償却費、キャッシュ・フローと中堅中小企業設備投資の関係

(千億円)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、日本銀行「経済統計月報」

経験則からみた中期的な平均水準（５％台後半）をかなり下回るレベルにまで低下することから、この面からみる限り、投資回復を期待しうる基盤が整いつつあると考えられる。以上

を勘案すれば、設備投資フローの減少幅は年央以降徐々に縮小に向かうことが予想される。

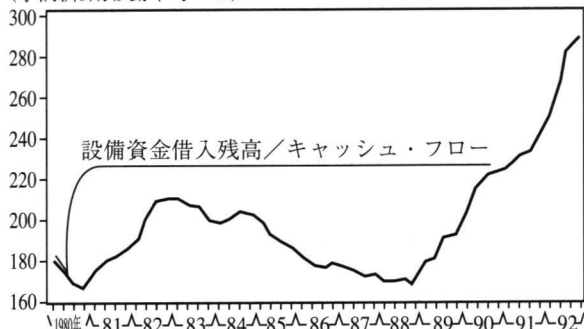
一方、非製造業の設備投資をみると（図表14）、大企業については、電力等における

（図表14）

非製造業設備投資の動向

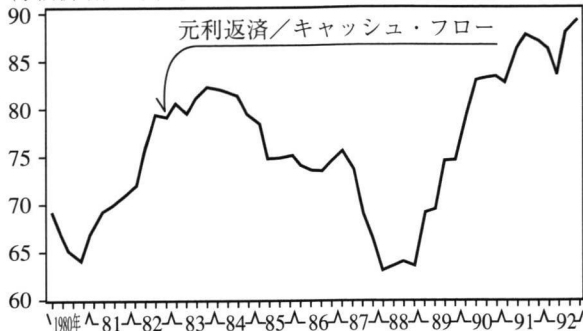
（1）Debt Overhangの問題（全規模・非製造業＜除く不動産・リース＞）

（季調済3期移動平均 ٪）



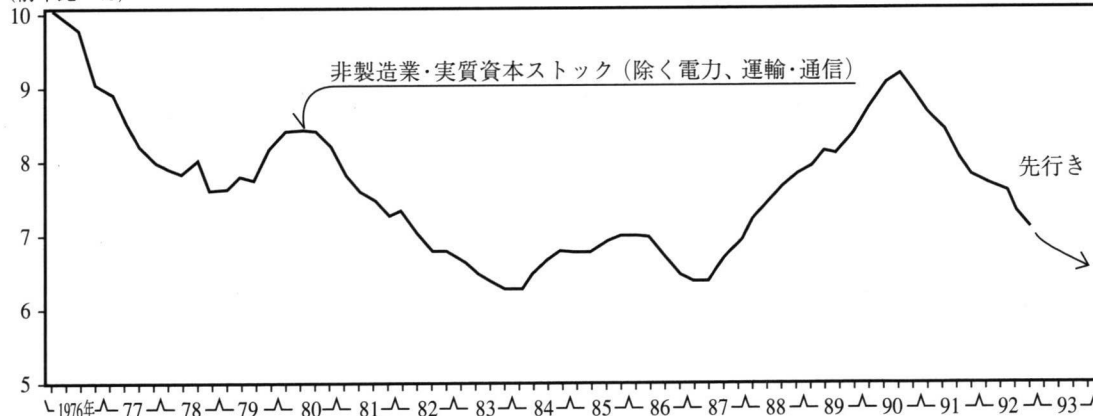
（注）全国銀行業種別貸出統計および法人季報をもとに算出。

（季調済3期移動平均 ٪）



（2）非製造業における資本ストック調整

（前年比 ٪）



（参考）

短観（5年2月実施）における設備投資計画

（単位 前年比 ٪）

| | 主要短観 | | 全国短観 | | うち中堅 | | うち中小 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 4年度 | 5年度 | 4年度 | 5年度 | 4年度 | 5年度 | 4年度 | 5年度 |
| 全産業 | △ 5.9 | △ 4.2 | △10.5 | △16.3 | △ 7.1 | △23.6 | △19.5 | △27.8 |
| 製造業 | △14.5 | △ 9.9 | △18.2 | △18.0 | △16.8 | △21.6 | △22.3 | △36.9 |
| 非製造業 | △ 0.2 | △ 0.9 | △ 6.0 | △15.4 | △ 4.2 | △24.1 | △18.1 | △23.2 |
| 除く電力 | △ 3.9 | △ 4.1 | △ 7.9 | △18.6 | △ 4.2 | △24.2 | △18.4 | △23.8 |

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

投資積み増しの動きの一方、運輸・通信等インフラ関連投資の伸びは頭打ち傾向にあることから、全体として底固さを維持しつつも、これまでに比べて伸びは鈍化するものと見込まれる。また、設備投資全体の約4割を占める中小企業非製造業については、これまでのところ、目立った動意がみられていない。金利の低下の下での中小企業非製造業の設備投資の低迷持続には、これら企業の売り上げと関連の深い需要（とくに個人・法人消費）の低迷から、キャッシュ・フローの悪化が目立つなかで、差し当たっては負債の圧縮に努める先が多いことが影響しているものとみられる。もっとも先行き、公共投資の増加持続が見込まれるうえ、後にみるように個人消費の緩やかな回復が展望できるとすれば、これらに関連する分野を中心に投資の持ち直しが期待できよう。そうした局面において、これまでの金利低下の累積的效果の一層の実現が期待できることになる。しかし、他方で、非製造業の投資については、全般的な担保余力低

下に加え、商業用不動産市場の停滞や金融機関の経費削減の動きが関連の投資（商業用ビル建設^{（注3）}、情報関連投資）を抑制する方向で作用する可能性があることにも留意しておく必要がある。

次に個人消費については（後掲図表15）、生産活動の抑制持続から雇用者数や1人当たり名目賃金の伸びの低下が続くなかで、当面、家計の名目所得は増勢鈍化を免れないとみられる。しかし、①消費者物価の一段の安定が実質所得を押し上げる方向で寄与するのに加え、②差し当たり、マクロ的にみた雇用情勢の急激な悪化は回避しうるとみられるなかで^{（注4）}、耐久消費財のストック調整圧力の減衰^{（注5）}や商品価格下落の需要喚起効果により、消費マインドが徐々に上向くと判断することが可能であり、実質消費支出は今後緩やかに回復に向かうことが期待される。とくに年度後半以降、在庫調整の進捗や公共投資の効果浸透から生産・収益が回復に向かう局面においては、所定外給与の持ち直しやこれ

（注3）非製造業においては、企業規模を問わず、賃貸用スペースの創出をからめた投資案件が多いとみられるところから、先行き予想される商業用ビル需給の一段緩和が、今後相当長きにわたって投資全体の下押し要因として作用する可能性がある。

（注4）製造業を中心に、雇用調整圧力はなお高まることが予想されるが、①大企業においては、当面、ドラスタチックな雇用削減には踏み切らないとみられること（この点、経済企画庁や労働省のアンケート調査にもうかがわれる）、②中小企業非製造業においては、足元の雇用者数の伸びや新規求人数のレベルをみても、その未充足労働需要の大きさが看取されること（就業構成上中堅中小企業非製造業は7割弱のウエイト）から、マクロ的には、当面雇用情勢の急激な悪化は回避し得よう（後掲図表16）。

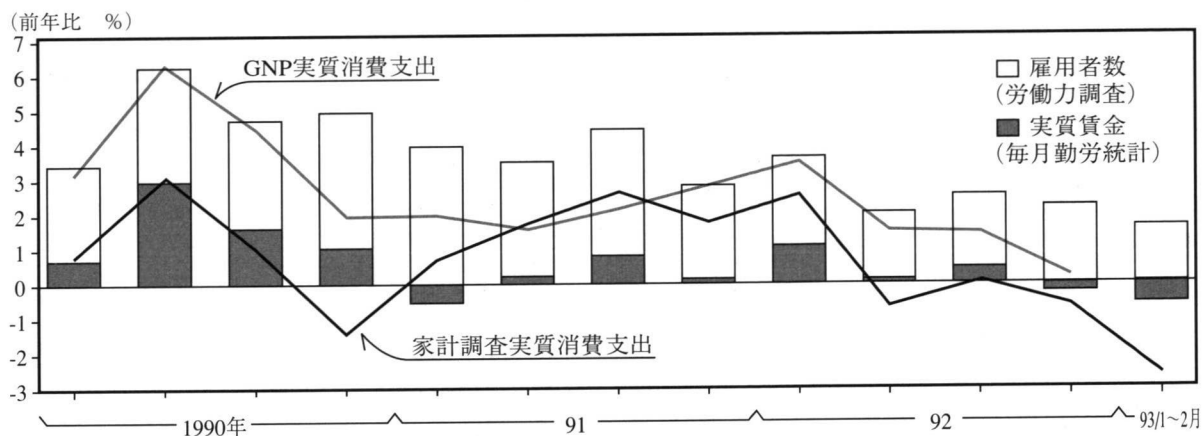
（注5）1世帯当たりの耐久消費財残高の伸びは92年末時点で相当の低下をみており、これ以上フローとしての減勢が強まるとは考えにくい（後掲図表15）。

に伴う消費者コンフィデンスの回復もあって、個人消費は景気全体の下支え役としての役割を高めていくことが展望される。

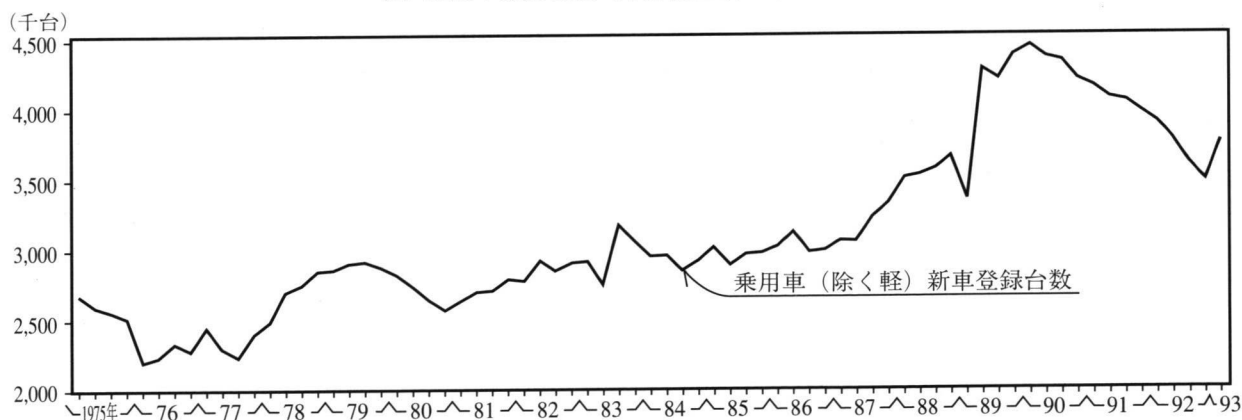
(図表15)

個人消費の動向

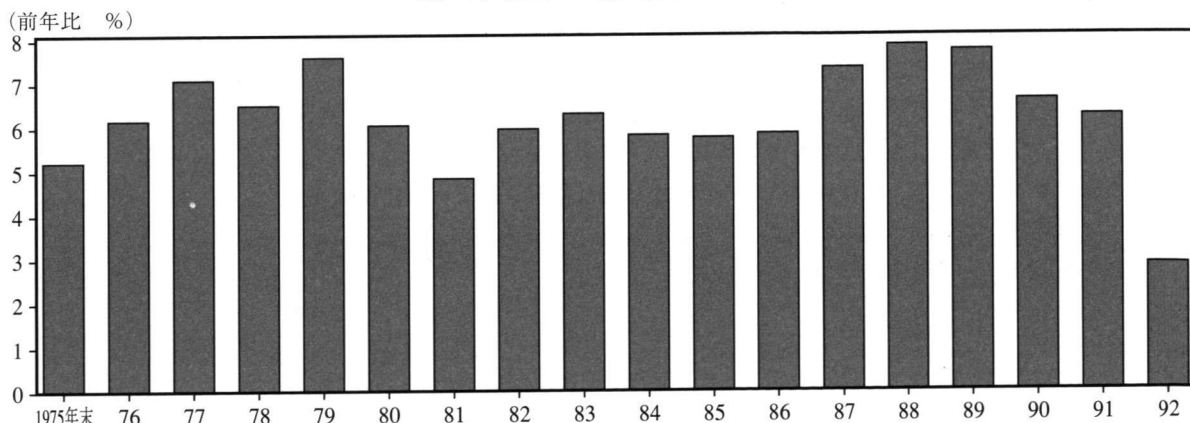
(1) 個人消費関連指標



(2) 乗用車販売台数 (季節調整済み年率台数) の推移



(3) 1世帯当たり耐久消費財残高の伸び



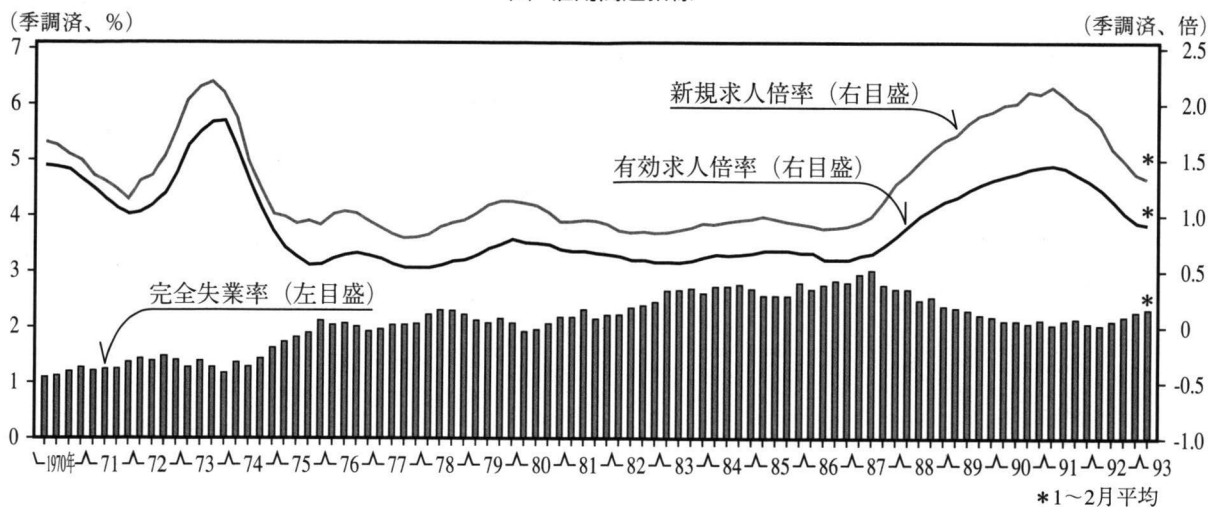
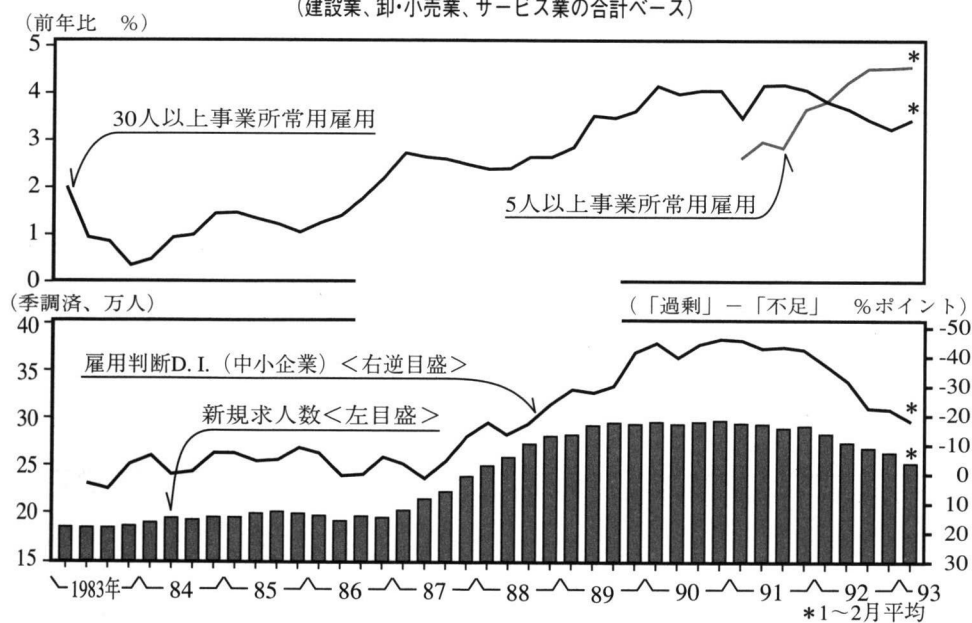
(注) 92年は日本銀行調査統計局推計。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「家計調査報告」「労働力調査」、労働省「毎月労働統計」、日本自動車販売協会連合会「新車登録台数」

(図表16)

雇 用 の 動 向

(1) 雇用関連指標

(2) 中小非製造業の雇用吸収力
(建設業、卸・小売業、サービス業の合計ベース)

(3) 常用雇用者数の規模別・業種別構成

(単位 万人、() 内は規模別・業種別ウエイト)

| | 常用雇用者数 1992年12月末 | 大企業 500人以上 | 中堅企業 30～499人 | 中小企業 5～29人 |
|------|---------------------|---------------|-----------------|---------------|
| 全産業 | 4,136 (100.0) | 473 (11.4) | 1,945 (47.0) | 1,718 (41.5) |
| 製造業 | 1,169 (28.3) | 276 (6.7) | 564 (13.6) | 329 (8.0) |
| 非製造業 | 2,967 (71.7) | 197 (4.8) | 1,381 (33.4) | 1,389 (33.6) |

(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

一方、住宅投資については（図表17）、
これまで好伸をみた貸家は、大都市圏のワン

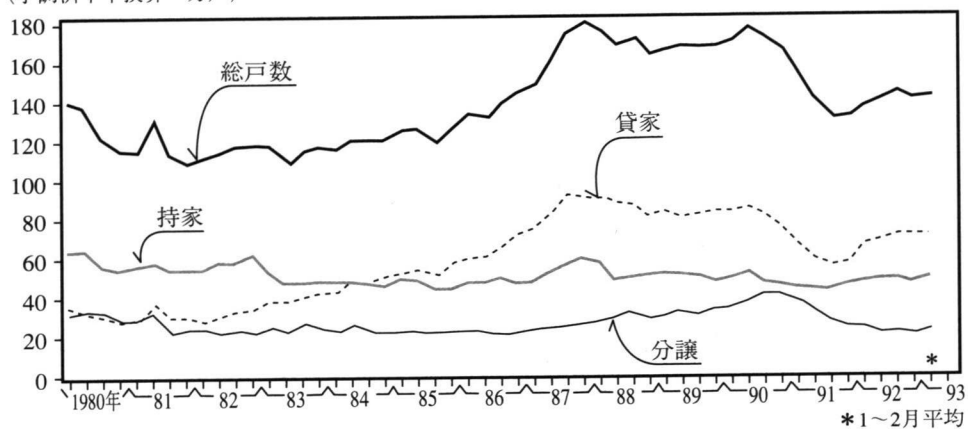
ルームタイプを中心にさすがに需給が悪化傾向にあり、その着工ペースは先行き鈍化する

（図表17）

住宅投資の動向

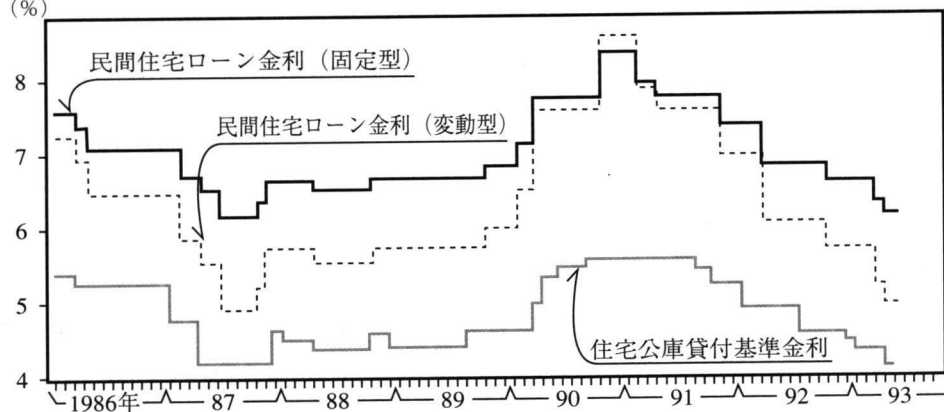
（1）住宅着工戸数の推移

（季調済年率換算 万戸）



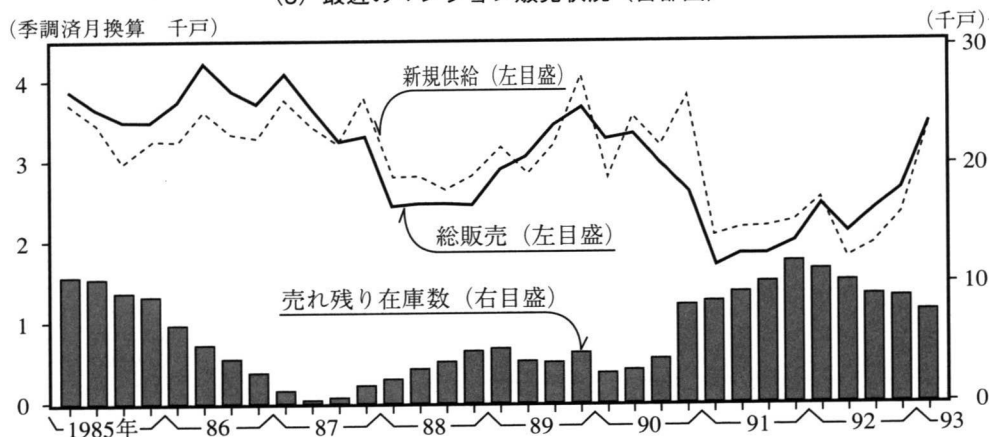
（2）金利の推移

（％）



（3）最近のマンション販売状況（首都圏）

（季調済月換算 千戸）



（資料）建設省「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」、
日本銀行「経済統計月報」

公算が大きい。しかし、持家は、建て替え需要等潜在的な需要が根強いなか、金利低下や住宅価格の下落、さらには今般の総合経済対策による住宅金融公庫の融資条件緩和等にも支えられて、引き続き緩やかな回復傾向をたどると予想される。また、これまで低迷していた分譲住宅についても、中・低価格物件を

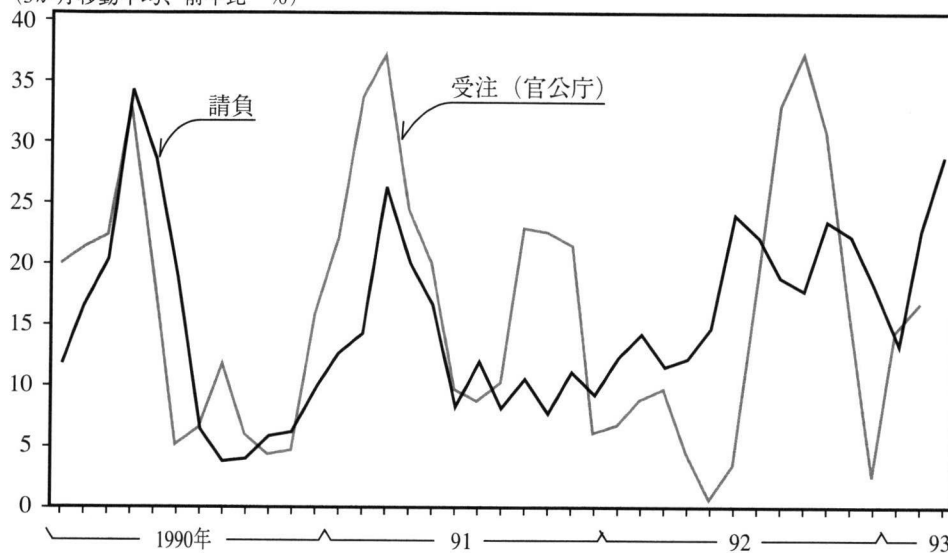
中心とした販売の持ち直しを背景とするストック調整の進捗から、着工ベースでも底入れが見込まれる。このため、全体としてもなだらかな増勢基調を維持し得よう。

この間、外生需要についてみると、財政に関しては（図表18）、92年度総合経済対策の効果が本年に入って徐々に本格化してきたの

(図表18) 公共投資の動向

(1) 公共工事関連指標

(3か月移動平均、前年比 %)



(2) 総合経済対策の概要

(単位 兆円)

| | 今次経済対策 | 1992年総合経済対策 | 1987年緊急経済対策 |
|---------------|--------|-------------|-------------|
| 総規模 | 約13.2 | 10.7 | 6.0 |
| 公共投資の追加 | 7.22 | 6.25 | 4.3 |
| うち地方単独事業 | 2.3 | 1.8 | 0.8 |
| 公共用地の先行取得 | 1.6 | 1.55 | — |
| うち地方公共団体 | 1.2 | 1.0 | — |
| 政府系金融機関等融資の拡大 | 4.23 | 2.9 | 0.7 |
| うち住宅公庫等* | 1.8 | 0.8 | 0.7 |
| 減税 | 約0.15 | — | 1.0 |
| 雇用対策 | 0.028 | — | — |
| 前年度名目GNP比 (%) | 2.8 | 2.33 | 1.76 |

(注) *住宅金融公庫および年金福祉事業団の住宅融資制度の拡充。

(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、建設省「建設工事受注調査」、政府公表資料

に加え、今般の新総合経済対策において、93年度公共事業前倒し執行や新たな公共投資の追加が決定されたことから、当分の間高水準の公的需要が見込まれる。このため、実物的な効果はもとより、心理面への好影響も含め、本年度を通して需要の押し上げにかなり寄与するものとみられる。

次に、輸出については、前述のような海外経済環境を背景に機械機器類や半導体等が次第に増勢に転じつつある。しかし、他方で、円高調整値上げの数量面へのマイナスの影響が懸念されるほか、自動車輸出の減少の可能性（米国における日本車の現地需要不振、EC向けモニタリング枠の削減）もあり、輸出数量の伸びは、総じて緩やかとみられる。

以上のとおり、①今後在庫面からの生産下押し圧力が徐々に薄れることに伴い、最終需要の動向が生産面により直接的に反映されてくるとみられること、②こうしたなかで、民間最終需要についてみると、設備投資の停滞基調は少なくとも上期中は続く可能性が高いものの、耐久消費財や分譲住宅等ストック調整の進捗に伴って需要の減勢に歯止めがかかってくる分野が次第に増えること、③他方、昨夏に続き本年も総合経済対策が策定されたなかで、今後公的支出が需要全体をかなり押し上げる方向に寄与するとみられることなどから、早晚鉱工業生産の基調的反転を期待する状況になりつつあるように思われる。さらに、いったん生産・出荷が回復軌道に乗れば、企業のこれまでの固定費圧縮努力を反映した損益分岐点稼働率の低下と相まって、企

業収益の回復（注6）を予想しうるとともに、雇用者所得の面から個人消費が伸びを高めていく展望も開けてこよう。もっとも、商業用不動産市場の停滞にみられるように、これまでの資産価格の大幅な変動の影響が、一部実体経済面にもなお尾を引く可能性があることや、短期的にはデフレ効果を伴う企業の収益体質改善努力が当分の間継続されるとみられることなどから、国内民間需要の自律回復の足取りについては、引き続き十分注視していく必要があると考えられる。

（3）物価動向

次に物価面をみると、当分の間、安定基調に変化はないと考えられる。すなわち、原油価格を含む国際商品市況は、世界経済全体としては成長のスピードがなお総じて緩慢なものにとどまると見込まれるなかで、引き続き上伸力に乏しい展開が予想される。こうしたなか、国内卸売物価については、今後在庫調整の進展や公共投資の増加に伴って、次第に下げ止まりに向かう品目が増えようが、国内民需の回復テンポが当面緩やかとみられることや、国際商品市況の落ち着き、為替円高の影響などをも考え合わせると、直ちに上昇基調へと転ずる可能性は小さいとみられる。

また、消費者物価（生鮮食品を除くベース）についても、卸売物価の安定を反映して、商品の価格が落ち着き基調で推移するとみられるほか、民間サービス料金についても、雇用情勢の緩和を背景に騰勢鈍化傾向が続くと予想されること、さらには、本年度の公共料金

（注6）法人企業統計によると、大企業製造業における固定費負担の増加にはすでに歯止めがかかっており、93年度上期における損益分岐点稼働率は87年度並みの水準にまで低下をみるものと見込まれる。

改定幅が全体として前年より小さくなっていることなどから、今後さらに上昇率が低下していくものと見込まれる。

一方、地価については、もとより実勢の把握が極めて困難であるが、当面、需要が低調ななかで高水準の新規供給が続くことにより、オフィス需給緩和傾向がさらに強まる可能性が高いため、大都市圏商業地では、なお下落傾向が続くものと考えられる。

（４）対外収支

一方、対外収支の先行きを展望すると、①為替円高等に伴う輸出価格（ドル建て）の上昇持続見込み、②引き続き投資収益収支の黒字見通しなどから、当面は、なお高水準の経常黒字が続く可能性が高いと考えられるが、いずれ景気が回復に転ずれば、輸出入数量収支面での黒字押し下げ効果が期待される。

（５）結 び

以上みたように、わが国経済は、在庫調整を含む各種ストック調整の進展に加え、財政金融政策の効果浸透もあって、先行き徐々に停滞局面を脱し、緩やかながらも回復方向へ向うとの展望が次第に確実さを加えてきていると考えられる。もっとも、今後の雇用調整の広がりの可能性や最近の為替円高が輸出企業の業況やマインドを下押す可能性（注７）に留意する必要がある。一方、金融機関による不良資産の整理・回収等の動きにみられるように、資産価格の大幅な変動に伴ういわば金融面のしこりを解きほぐす努力が本格化してきている。こうした状況下、日本銀行では、これまでの金融・財政政策の効果浸透状況を含め、今後の金融・経済情勢の展開について、注意深く見守っていく所存である。

（平成 5 年 4 月 23 日）

（注 7）為替円高のマクロ的なデフレ・インパクトは、GNPに占める輸出ウエイトの低下や製品の高付加価値化等に伴う輸出の価格弾性値の低下から、1985年当時に比べて緩和されている可能性がある。しかし、ミクロ的には、輸出比率の比較的高い自動車、電機等加工業種の収益水準が、今次調整局面においてすでに相当程度低下していることから、円高が及ぼす付加的な影響について、十分留意する必要があると考えられる。