

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成5年秋） ——

〔要 旨〕

1. 最近のわが国経済をみると、企業設備のストック調整圧力が尾を引いているほか、春先以降円高が進行したことや、本年夏の冷夏、長雨等の天候要因が景気を一段と下押したことから、なお停滞基調にある。すなわち、公共投資、住宅投資が増勢をたどっているものの、国内需要の大宗を占める個人消費、設備投資が低迷を続けている。また、在庫調整についても、こうした最終需要の低調を受けて、このところ再びもたつき気味となっている。

物価面では、国内卸売物価が弱含みで推移し、企業向けサービス価格も落ち着き傾向にある。また、消費者物価についても、生鮮食品が天候不順の影響から7月以降上昇しているものの、基調的には落ち着いている。この間、経常収支は、為替円高から数量面で輸入が緩やかに増加する一方で輸出は減少に向かっているため、円表示の黒字は幾分縮小傾向に転じている。

2. 金融面をみると、長・短市場金利は、公定歩合の引き下げ等を反映して低下しており、貸出金利もこれに応じて引き下げられ、既往ボトムを更新している。一方、金融機関貸出については、資金需要が低調なほか、社債やC Pの発行、政府系金融機関借入の増勢もあって、引き続き伸び悩み傾向にあり、マネーサプライの伸びはなお低水準にとどまっている。

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、総じていえば停滞を続けるとみられる一方、米国では、設備投資、個人消費を中心に、緩やかながらも着実な景気回復の持続が予想されている。また、アジア諸国でも、中国で引き締め強化から景気拡大テンポの鈍化が見込まれるが、概して高めの成長を維持するとみられる。このため、海外経済全体としては緩やかに拡大する見通しである。

4. 今後の国内経済を展望すると、景気回復の環境整備という面では、耐久消費財や資本設備のストック調整がそれなりに進捗しつつあること、財政面からの刺激効果についても、6月の補正予算の成立、9月の緊急経済対策の追加から今後実現する部分が多いとみられること、さらに9月の公定歩合の引き下げ措置を含め、最近の金利水準の全般的な低下が景気に対し相応の支援効果を挙げるとみられること、等がプラス材料として挙げられる。このため、天候不順のマイナス要因が剥落し、公共・住宅投資の効果が波及するにつれ、次第に生産が立ち上がり、それが全体としての民間需要の回復につながっていくことが期待される。しかし、

当面は企業収益が悪化する下で設備投資の調整が続き、個人消費にも力強いけん引力を見出し難いだけに、公共投資に支えられるかたちで、景気の底固め局面が続く可能性が高い。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給とも引き緩みの状態で推移すると見込まれるほか、これまでの円高の影響もあって、国内卸売物価、企業向けサービス価格、消費者物価いずれも安定基調で推移すると見込まれる。

一方、対外収支面については、ドル表示の黒字は円高の逆Jカーブ効果からなお高水準に推移するとみられる。しかしながら、貿易数量の面での輸入増、輸出減の傾向が定着するにつれ、円表示の対外収支黒字は緩やかに減少していくとみられる。

6. 以上のように、わが国経済は、景気回復の基礎条件ともいうべき耐久消費財や企業設備のストック調整はそれなりに進捗しているが、先行きの民間需要のはっきりした回復を裏づける材料はまだ確認されていない。とくに、円高が企業の収益やマインドに及ぼす影響、雇用情勢の展開とこれを受けた個人消費の動向、金融機関等における「バランスシート問題」の影響等には、なお見定め難い部分が大い。こうした状況の下、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。

1. 最近の経済情勢

(景気は底ばい)

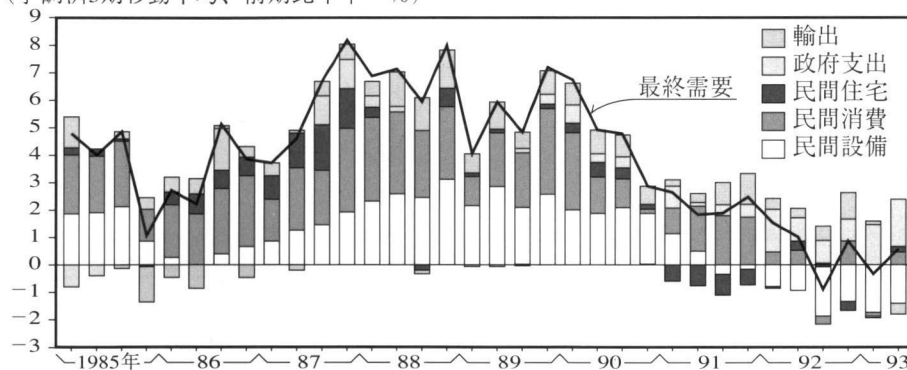
最近のわが国経済をみると、景気は依然として停滞基調にあり、はっきりした回復の兆しは確認されていない。需要項目別には、公共投資、住宅投資が増勢をたどっているものの、設備投資が減少しているほか、個人消費も引き続き低迷しているため、最終需要は全体として低調に推移している(図表1)。

このように需要停滞が長期化している背景

には、まず、1990年前後にかけて積み上がった企業設備、耐久消費財などのストック調整圧力の持続がある。すなわち、住宅投資については比較的早期にストック調整が終了、その後金利低下のサポートもあって、すでに回復に転じているが、製造業を中心とする企業設備や耐久消費財(とくに自動車)、あるいは都市部における商業ビルなどについては、その積み上がりが大きかっただけに、大規模な調整がなお続いている(図表2)。

(図表1) 最終需要の動向

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



(注) 直近は2期移動平均。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

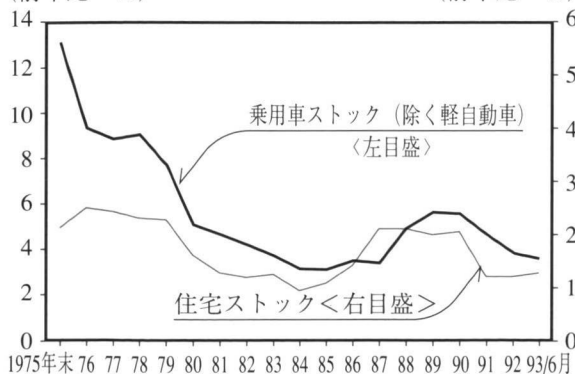
(図表2)

各種ストックの積み上がりとその調整

(1) 住宅、乗用車

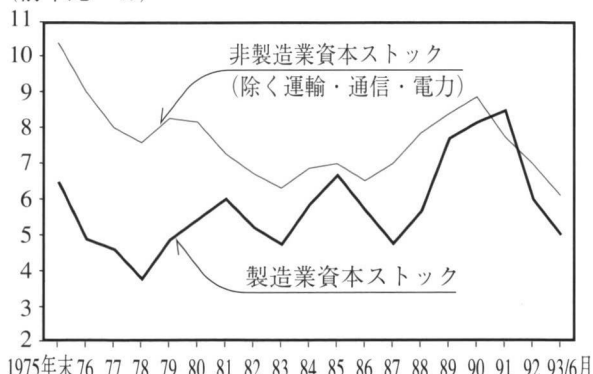
(前年比 %)

(前年比 %)



(2) 資本ストック

(前年比 %)



(注) 1. 住宅ストックは「住宅統計調査報告」をベースに、着工戸数、除却戸数を用いて推計。

2. 資本ストックの93年6月分は「法人企業統計季報」を用いて推計。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「新車登録台数」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

(図表3)

冷 夏 の 影 響

(1) 今夏の気象状況

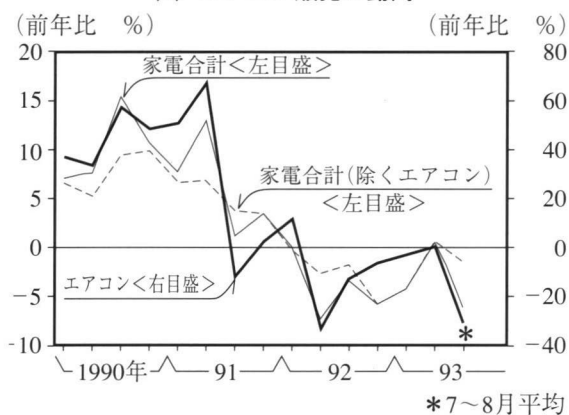
(東京)

	気温 (°C)			日照時間 (h)			降水量 (mm)		
	6月	7月	8月	6月	7月	8月	6月	7月	8月
本 年	21.7	22.5	24.8	110.9	75.2	102.2	260.0	316.5	412.0
前 年	1.1	△ 3.0	△ 2.2	△ 2.1	△ 78.4	△ 82.5	23.0	205.0	403.0
平 年	0.0	△ 2.7	△ 2.3	△ 11.7	△ 61.8	△ 75.2	74.8	190.4	264.5
(参考) 平年差									
1980年	1.9	△ 1.4	△ 3.7	24.1	△ 42.0	△ 72.1	△ 12.7	75.9	21.0
82	△ 0.3	△ 2.1	0.0	30.0	△ 34.7	△ 7.3	39.3	13.9	5.0
88	0.6	△ 2.8	△ 0.1	0.0	△ 75.2	△ 33.7	12.8	31.9	194.5

(注) 1. 参考欄は過去の冷夏年。

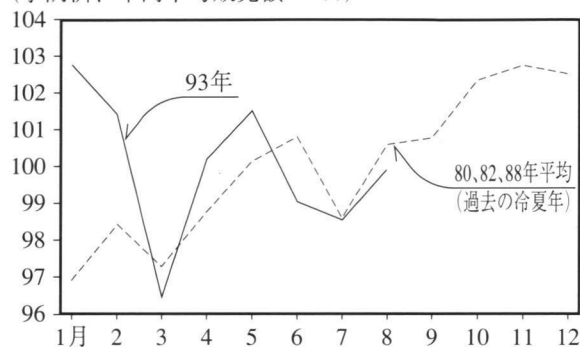
2. 平年値は、1961～90年の平均。

(2) エアコン販売の動向



(3) 大型小売店販売の動向

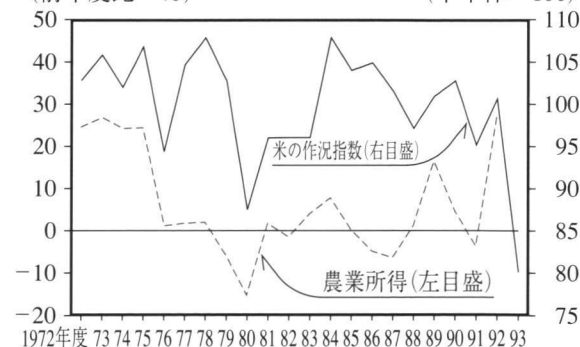
(季調済、年間平均販売額=100)



(4) 農業所得への影響

(前年度比 %)

(平年作=100)



(注) 農業所得は年度、作況指数は年産米、93年産米の作況指数は9月15日現在。

(資料) 気象庁資料、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、通商産業省「大型小売店販売統計」、農林水産省「農家経済収支」「作物統計」

また、春先以降の円高の影響に加え、本年夏の異常気象等が景気を一段と下押した。すなわち、天候面については、本年6～8月の日照時間と降雨量（いずれも東京）が、平年比それぞれ△34%、2.2倍となり、小売店の売りにげに悪影響を及ぼした（図表3）。例えば、エアコンは、今冷凍年度（92年10月～93年9月）の国内向け出荷台数が、不振であっ

た前年度をさらに1～2割程度下回ったと見込まれるほか、夏物衣料、ビール、清涼飲料の売り上げや旅行等のサービス消費も大幅に落ち込んだ。また、冷害から農作物が不作（農林水産省が発表した93年産米の9月15日現在の作況指数は80と戦後最悪の水準）となり（注1）、生鮮食料品の価格も急騰した。さらに、長雨の影響等は住宅・公共工事をはじめとする建設工事の遅れといったかたちでも現われている。

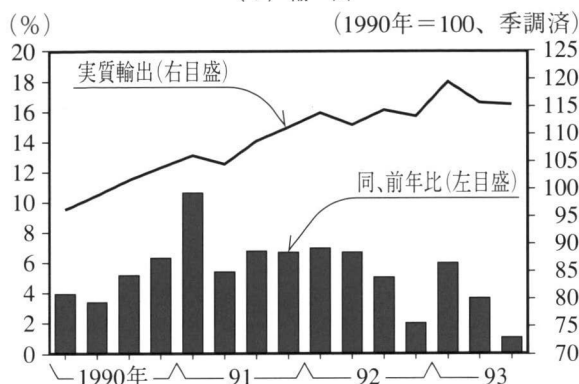
円高の実体経済に与える影響については、プラスとマイナス双方の効果があり、中長期的にはそのプラスの効果も決して無視すべきではないが、今回の円高に関しては、①自動車等で海外競合メーカーがリストラ奏功を背景に競争力を回復してきていること、②企業収益が悪化を続けているなかで生じたことから、これまでのところデフレインプクトが強く現われ、企業マインドを下押す方向に作用している。

具体的には、春先以降の値上げの影響から、自動車、AV機器の一部で輸出が減少しているほか、産業・建設機械等輸出の伸びが鈍化している品目が増えつつある。また、加工業種を中心に、円高による収益の悪化から国内生産代替のために海外現地生産を拡大する動

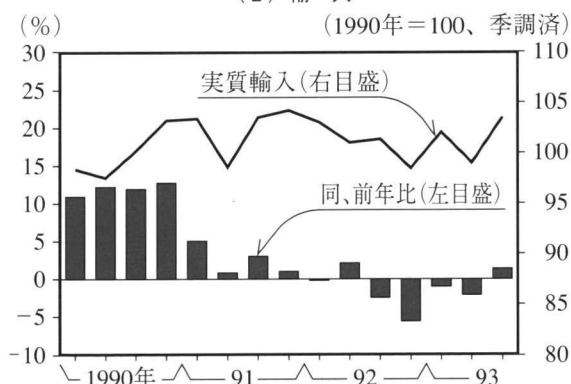
きもみられはじめており、これが国内での設備投資を一段と抑制する方向で作用しつつある（図表4）。

かかる需要動向のもと、鉱工業の生産は、

（図表4） 実質輸出入の推移
（1）輸 出



（2）輸 入



（注）実質輸出（入）＝通関輸出（入）金額／
輸出（入）物価

（資料）大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

（注1）農林水産業のGDPシェアは2.2%（91年）。また全世帯数に占める農家世帯の割合は8.8%（92年）で、その総所得に占める農業所得の割合は2割弱。もっとも、農業収入の落ち込みについては、農業共済によりかなりの部分がカバーされる模様。

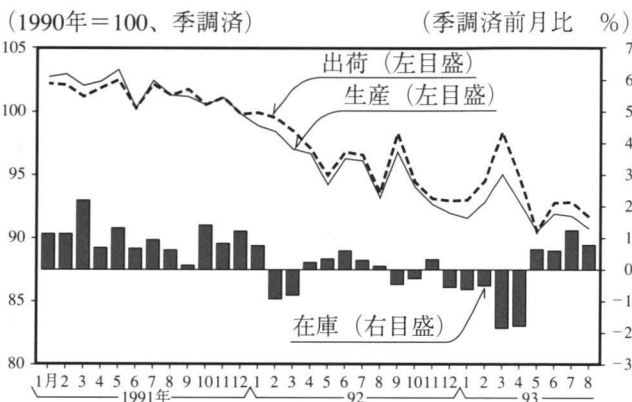
4～6月に前期の反動で減少した後、7～8月も企業の厳しい生産抑制スタンスを背景とした夏季休日の増加等により減少傾向が継続した。しかしながら、出荷も最終需要の停滞を反映して低調に推移しており、これに冷夏の影響も加わったため、在庫指数が4か月連続で増加するなど、在庫調整はこのところ再び

もたつき気味となっている（図表5）。

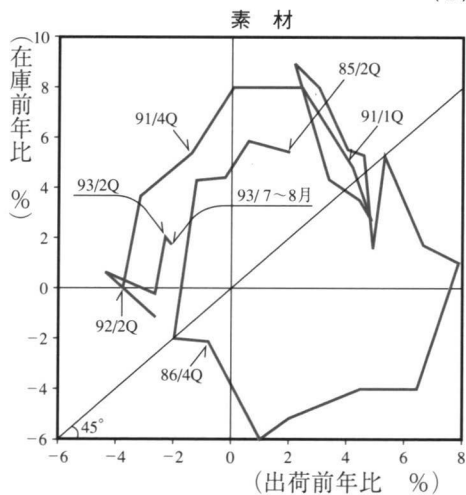
企業収益面をみても、減産幅の拡大や円高による輸出の円手取り額の減少から、今年度上期の経常利益はかなりの減益になったものとみられ（図表6）、企業マインドもなお悪化傾向にある（「主要短観」製造業業況判断 D. I. 5月△49→8月△51）。

（図表5） 生産・出荷・在庫の動向

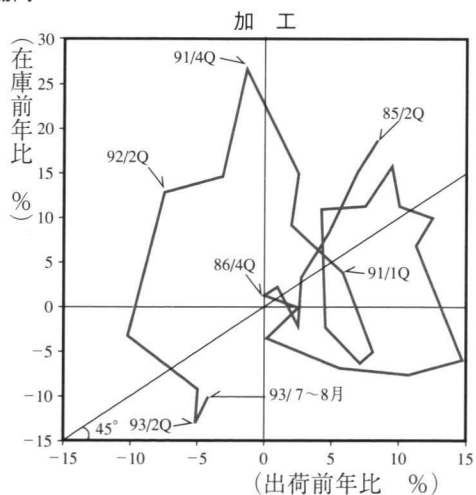
（1）生産・出荷・在庫の動向



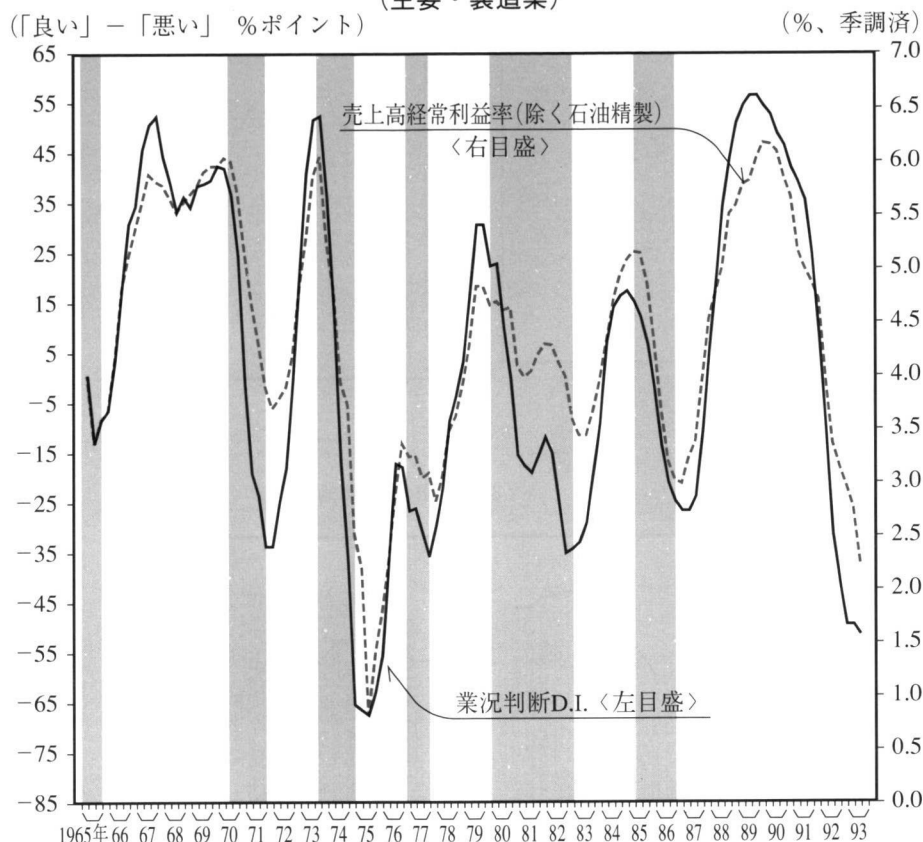
（2）在庫循環の動向



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」



(図表 6) 業況判断D.I.と売上高経常利益率
(主要・製造業)



(注) 1. シャドーは、景気後退期（経済企画庁調べ）を示す。

2. <業況判断D.I.> <売上高経常利益率>

5月調査時	調査時点における前年度下期実績と当年度上期の予測平均
8月	上期予測
11月	上期予測と下期予測の平均
2月	下期実績見込み

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(物価は安定基調)

物価面をみると（後掲図表7）、国内卸売物価は、全般的な製品需給の引き緩みに加え、為替円高の影響もあって、弱含み基調で推移している（9月前年比 $\Delta 1.9\%$ ）。また、企業向けサービス価格も8月の前年比が $+0.5\%$ まで低下するなど、一段と落ち着き傾向を強めている。さらに、消費者物価も、生鮮食品価格（生鮮野菜）が天候不順の影響から7月以降かなりの上昇をみているが、商品（一般商品、被服等）の上昇率が一段と低下してい

るほか、民間サービス料金の上昇率も徐々に低下してきており、基調的には落ち着き傾向が明確化している（生鮮食品を除く前年比：8月 $+1.2\%$ ）。

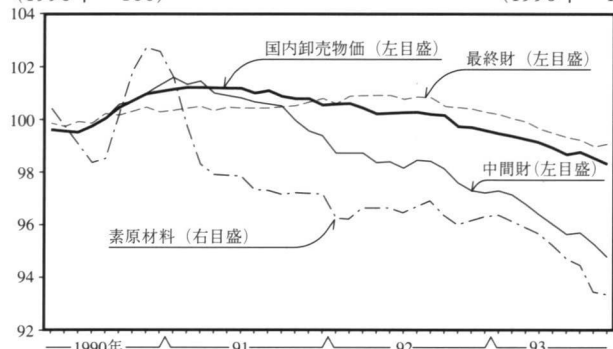
この間、地価については、マンション販売が郊外の中・低価格物件を中心に好調なことから、一部住宅地では下げ止まりに転じているが、首都圏を中心とするオフィスビルの需給緩和傾向が続く下で、商業地を中心に全体としては依然値下がりしている。

(図表7)

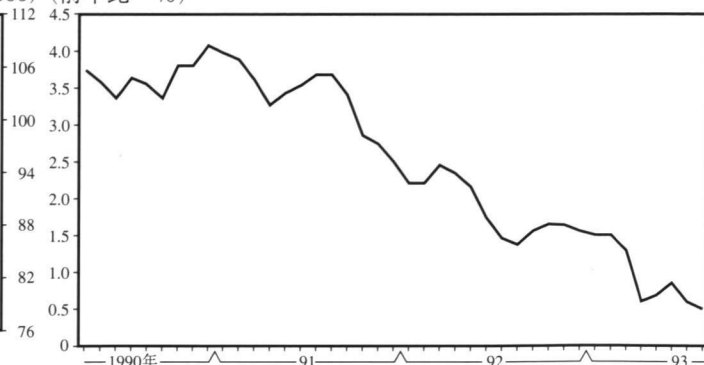
物 価 ・ 地 価 の 動 向

(1) 国内卸売物価

(1990年=100) (前年比 %)

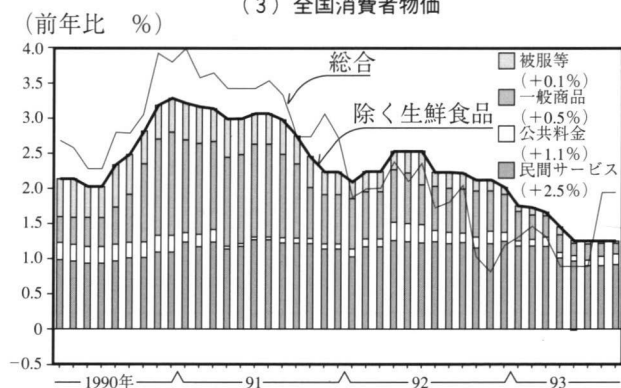


(2) 企業向けサービス価格指数



(注) 需要段階別指数(素原材料、中間財、最終財)は、輸入品を含むベース。

(3) 全国消費者物価



(注) 内訳項目の()内は93年8月の各項目の前年比上昇率。

(4) 地価の推移(都道府県地価)

(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	1.9	2.0	8.0	57.1	24.1	2.7	11.0	△ 1.0	△12.7	△12.3
	地方圏	2.5	1.7	1.2	1.0	2.0	4.6	10.1	5.2	0.3	△ 0.7
	全 国	2.5	1.8	2.2	9.2	7.4	6.8	13.2	2.7	△ 3.8	△ 3.6
商 業 地	東京圏	5.4	8.6	23.6	76.1	15.8	1.9	5.6	△ 0.3	△12.5	△20.5
	地方圏	2.3	1.8	1.6	2.2	3.5	6.0	12.1	5.4	△ 1.0	△ 3.0
	全 国	2.8	3.0	5.2	15.0	8.0	7.5	13.4	3.4	△ 4.9	△ 7.7

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」、総務府「消費者物価指数」、国土庁「都道府県地価」

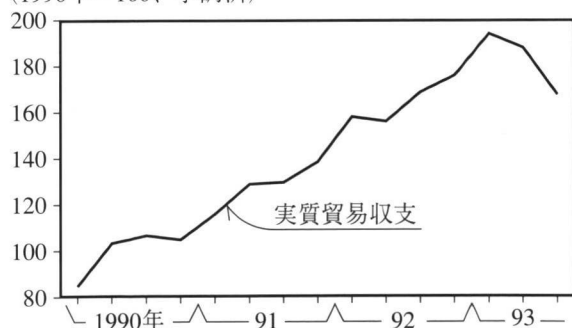
(対外収支黒字は円表示では幾分縮小傾向)

対外収支面については(図表8)、円高から輸入数量が耐久消費財、食料品を中心に緩やかに増加する一方で、輸出は減少に向かっていることから、最近では、実質ベース(輸出入金額を輸出入物価指数でおのおの割引いたベース)の黒字幅が減少に転じつつある。また、円表示の経常収支黒字も、ならしてみると幾分縮小傾向となっている。一方、ドル表示の経常収支黒字は、為替円高に伴う逆Jカーブ効果等を反映して輸出価格(ドル建て)の上昇が続いているため、振れを伴いつつなお高水準で推移している。

(図表8) 対外収支の動向

(1) 実質貿易収支の推移

(1990年=100、季調済)

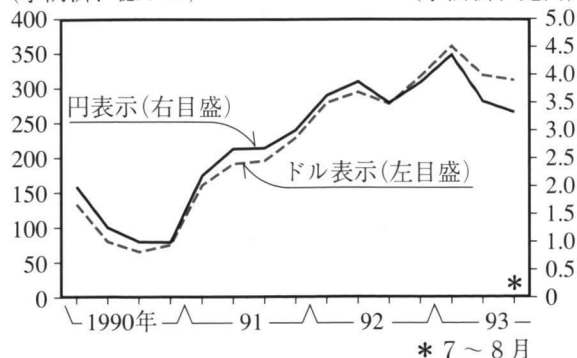


(注) 実質貿易収支は、通関輸出入金額を輸出入物価指数でデフレートした収支尻。

(2) 経常収支の推移

(季調済、億ドル)

(季調済、兆円)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」「卸売物価指数」

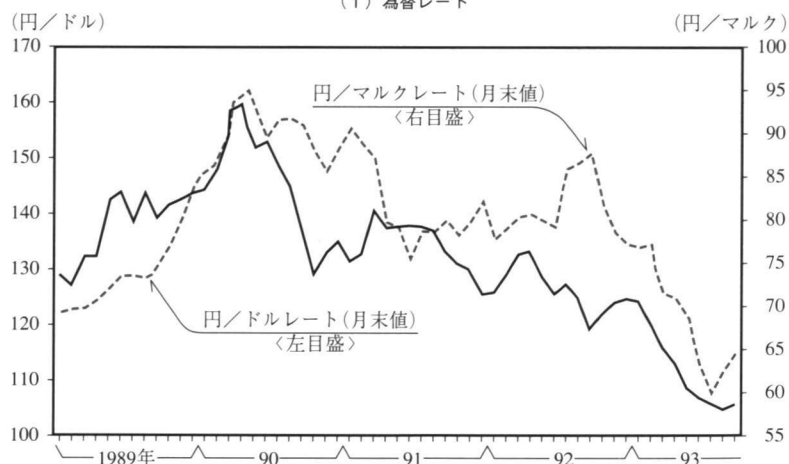
2. 最近の金融情勢

(為替・金融市場の動向)

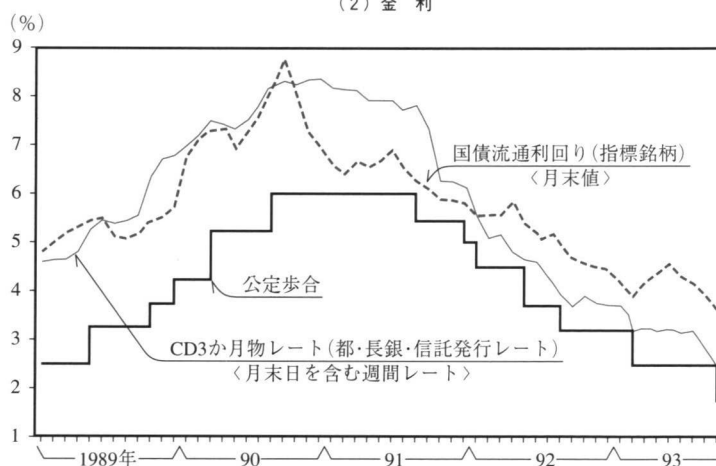
最近の金融情勢をみると(後掲図表9)、まず外国為替市場では、円/ドル相場は高水準のわが国の対外収支黒字に注目が集まるなかで、2月以降急ピッチで上昇し、8月央にはいったん戦後最高値(8月16日東京市場終値:101.25円)を記録した。しかし、その後は円高の行き過ぎに対する警戒感等を受けて、反落しており、最近は年前半に比べてかなり円高ながら、総じて落ち着いた動きとなっている。この間、対欧州通貨でみても、円相場は欧州通貨不安の再燃から7月にかけてかなりの上昇をみたが、その後は欧州通貨情勢がやや鎮静化したこともあって幾分下落している。

一方、国内金利についてみると、短期市場金利は、8月中旬以降低下傾向をたどっていたが、9月21日の公定歩合引き下げ(2.5%→1.75%)を受けて一段と低下し、翌日物、CD 3か月物ともに概ね2.5%程度で推移している。また、預金金利についても、本年6月の定期性預金の完全自由化により、小口預金も含め市場金利の低下が反映される枠組みが整備されるなかで、このところかなり低下している。さらに、長期市場金利も国内の経済情勢等を反映して、5月以降ほぼ一貫して低下が続いている(国債利回り10年物指標銘柄:5月末4.575%→9月末3.730%)。こうした市場金利の低下を受けて、長・短期プライムレートは、おのおの引き下げられており(8~10月累計でみると、長期が△0.9%、短期が△0.625%〈都市銀行〉)、貸出金利は既往ボトムを更新

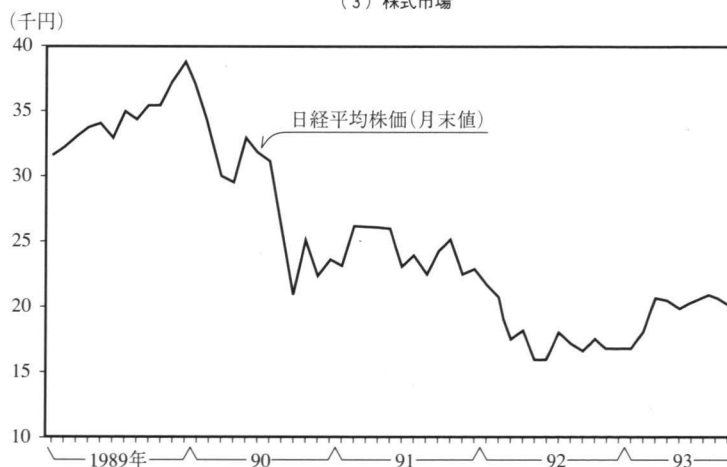
(図表9) 為替レート、金利、株価の動向
(1) 為替レート



(2) 金利



(3) 株式市場



(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

している(図表10)。

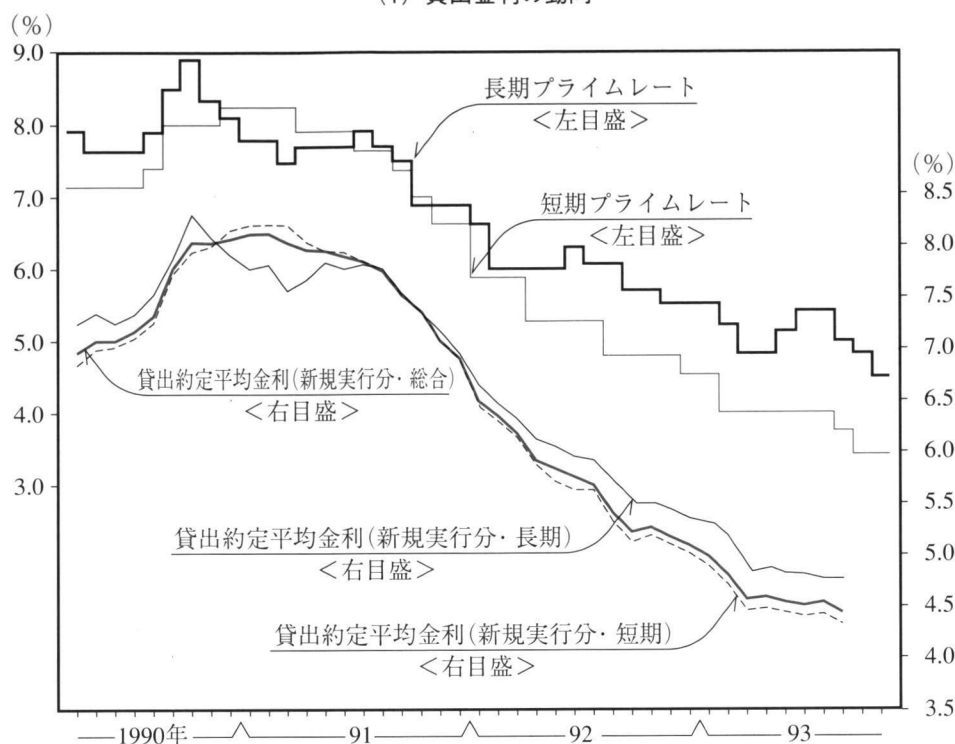
この間、株価については、長短金利の低下

等を背景に、7月から9月上旬にかけて薄商
いながらも緩やかに上昇し、9月13日には年

(図表10)

貸出金利等の推移

(1) 貸出金利の動向



(2) 貸出約定平均金利（総合＜当座貸越を除く＞、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8月	4.837	4.997	5.636	5.942
<ピーク比>	<△3.058>	<△2.778>	<△2.442>	<△2.017>

<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)
1983年3月	6.950	7.149	7.671	8.169
<ピーク比>	<△2.108>	<△1.680>	<△1.316>	<△0.940>

(注) 93年4月より、当座貸越を含む総合・ストックベースの計数が公表されているが、ここでは長期時系列の分析の都合上、当座貸越を除いたベースを採用。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

初来高値を更新した（日経平均株価終値：21,148円）。しかし、その後、企業業績の悪化懸念等を背景に小幅下落し、このところ概ね2万円前後で一進一退の動きとなっている。

(金融機関貸出の動向)

金融機関の貸出を都市銀行等5業態の総貸出でみると、金利全般が既往最低水準まで低下しているなかで、4～6月に前年比+1.1%の後、7～9月も同+0.9%と2月以降既往

ボトムを更新が続くなど、引き続き低迷している（図表11）。

貸出動向を借入先の規模別にみると（図表12）、まず大企業については、ひとことみられた大口の借入金返済の動きが収まりつつあるものの、円高の進行等を背景とした、設備投資の圧縮・先送りや全般的な営業活動の停滞から、設備・運転資金需要は引き続き低調に推移している。また、エクイティ債の償還資金についても、大宗は社債やCPの発行による調達で賄われている。一方、中堅・中小企業においても、手元流動性の取り崩し余地は低下しているものの、輸出関連企業を中心に資金需要が盛り上がりを見せているうえ、低利の長期固定調達である政府系金融機関からの借入の増勢もあって、民間金融機関への

借入需要には、依然動意がみられない。この間、個人向け貸出については、消費者ローンが減少傾向を持続しているほか、住宅ローンも住宅金融公庫の増勢等から低調な伸びにとどまっていることから、引き続き減勢傾向にある。

これに対し、金融機関サイドでは、足元の貸出が予想以上に伸び悩んでいるなかで、BIS規制の制約感が一段と後退していることもあって、優良顧客に対する金利設定の弾力化を含め、貸出伸長へ向けた対応を強化する動きが広がっている。しかしながら、前回緩和期の過度に積極的な姿勢への反省に加え、不良債権の増加から、信用リスクには警戒的にならざるを得ないこともあって、従来の緩和期に比べれば金融機関サイドから資金需要を掘り起こす力が弱いようにうかがわれる。

（図表11） 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				93 年			
		10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	6月	7月	8月	9月	
都 銀 長 信 信 託 地 銀 地 銀Ⅱ	銀	2.0	1.7	1.0	0.9	0.9	1.0	0.8	0.8	
	信	△ 2.3	△ 2.1	△ 1.6	△ 0.5	△ 1.1	△ 0.9	△ 0.5	0.0	
	託	0.4	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.2	
	銀	4.4	3.4	2.8	2.0	2.3	2.1	1.8	2.0	
	Ⅱ	2.9	1.8	0.9	0.3	0.7	0.5	0.2	0.4	
5 業 態 計		2.1	1.6	1.1	0.9	1.0	1.0	0.8	0.9	
円 貸 出		3.1	3.0	2.6	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	
イ ン パ		△ 7.4	△ 11.4	△ 14.1	△ 13.6	△ 12.9	△ 12.5	△ 15.0	△ 13.2	

（2）外銀・信金・生保の円貸出

（単位 前年比 %）

	1992年	93 年				93 年				
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	5月	6月	7月	8月	9月	
外銀(平残)	△11.7	△12.0	△ 7.7	△14.1	△ 7.0	△ 8.9	△12.4	△13.4	△16.5	
信金(末残)	3.9	3.6	3.0	2.4	2.4	3.0	3.4	2.7	2.4	
生保(末残)	11.8	8.6	8.4	n.a.	9.1	8.4	7.4	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12) 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、() 内は前年比 %)

	資本市場 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	111,992 (△22.6)	85,976 (7.6)	8,427 (△49.0)	39,349 (0.6)	26,016 (△59.8)	16,304 (△61.3)
93年4～6月	25,487 (△ 5.4)	15,043 (△35.3)	1,033 (△57.7)	6,550 (△38.9)	10,444 (2.8倍)	4,399 (2.1倍)
7～9	29,397 (27.6)	16,668 (△16.6)	1,268 (△46.2)	7,780 (△28.8)	12,729 (4.2倍)	3,586 (1.8倍)

(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
1992年度末残高 (兆円)	8.4	8.1	223.2	64.7
92年 6月末	7.9	8.3	0.9	5.0
9	6.4	7.8	2.0	5.1
12	7.2	7.4	2.0	3.9
93年 3	7.5	7.6	1.9	3.6
6	9.8	8.8	1.9	3.0
8	11.9	10.7	(7月) 2.5	2.7

(注) 全銀中小企業向け貸出 (93年4月以降) は当座貸越を含むベース。

(3) 個人向け貸出の動向

(単位 末残前年比 %)

	住宅信用			消費者信用<全銀>
	合計	全銀	住宅公庫	
1992年度末残高 (兆円)	86.7	44.1	42.6	19.7
92年 6月末	5.3	3.9	6.8	4.6 (△ 5.9)
9	5.0	2.9	7.4	1.2 (△13.3)
12	4.8	1.8	8.1	△ 1.0 (△12.7)
93年 3	4.6	0.9	8.8	△ 3.2 (△20.7)
6	5.5	1.3	10.1	△ 5.0 (△43.3)

(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

(マネーサプライの動向)

以上のように金融機関貸出は引き続き低調ながら、4～6月には財政資金のネット支払

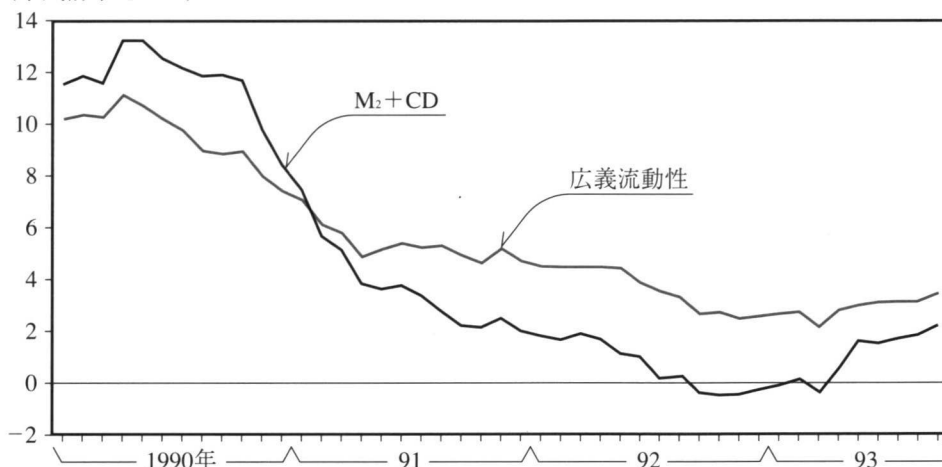
い増加(公共投資の拡大に伴う事業費支払いや税収の減少等)に対応するかたちで、マネーサプライ(M₂+C D平残、前年比)は+1.1%

へとプラスに転じた（1～3月同△0.2%）。その後、7～9月はそうした資金が滞留するなかで、マネーサプライ前年比は+1.8%と幾分伸びが高まった。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+3.1%（4～6月同+2.9%）と、ほぼ同様の動きとなっている（図表13）。

先行き10～12月については、前述のような

(図表13) マネーサプライ等の動向
(平残前年比 %)



(注) 広義流動性 = $M_2 + CD +$ 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 %、兆円)

	1993年			93年			
	1～3月	4～6月	7～9月	7月	8月	9月	9月平残
3 業 態 計	△0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	0.7	402
うち 都 銀	△2.0	△0.1	0.1	0.2	0.3	△0.2	192
地 銀	1.5	2.2	2.1	2.3	2.1	2.0	152
地 銀Ⅱ	△1.1	△1.2	△0.1	△0.6	△0.1	0.4	57

(3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、兆円)

		1993年			93年			
		1～3月	4～6月	7～9月	7月	8月	9月	9月残高
末 残 前 年 比	個人預金	1.8	3.0	3.3	3.4	3.4	3.3	209
	ワイド	0.0	△ 0.2	0.0	△ 0.1	△ 0.2	0.0	8
	ビッグ	6.1	5.2	4.3	4.8	4.5	4.3	33
	ヒット	1.9倍	13.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(6月) 3
	郵 貯	9.4	9.1	8.9	9.1	8.9	8.9	176
	合 計	5.4	5.6	5.5	5.7	5.6	5.5	426
平 残 前 年 比	法人預金	△ 5.1	△ 3.5	△ 2.8	△ 2.3	△ 3.2	△ 2.8	90
	定期性	△ 7.5	△ 5.3	△ 3.9	△ 4.1	△ 4.3	△ 3.4	64
	流動性	1.7	1.5	0.4	△ 2.4	△ 0.0	△ 1.0	26

(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7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

実体経済や金融機関の状況を前提とすれば、金融機関貸出の低調地合いに大きな変化はないとみられるため、M₂+C D平残前年比は引き続き7～9月とほぼ同様の2%前後にとどまる見通しである。

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の動向

次に、以上の点を踏まえて、内外金融経済

の今後の展望について考えてみると、まず、海外経済に関しては、欧州経済が停滞を続けるものの、アジア諸国での高成長持続、米国景気の緩やかな回復から、全体としても緩やかに拡大するとみられる(図表14)。

まず、米国経済についてみると、本年上半期の実質GDPが悪天候や外需のマイナスから低い伸びにとどまった。しかしながら、国内民間最終需要については、設備投資が企業

(図表14)

海外経済の動向

(1) 実績GDPの推移

(単位 前年比 %)

		1990年	91年	92年	93年			
					7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
米 国		1.2	△ 0.7	2.6	3.4	5.7	0.8	1.9
	内需(寄与度)	0.8	△ 1.5	2.9	3.8	5.4	2.5	3.1
	外需(ク)	0.4	0.7	△ 0.3	△ 0.4	0.3	△ 1.7	△ 1.2
E C		2.8	1.4	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ドイツ	5.6	4.5	1.6	1.3	0.0	△ 3.0	△ 2.4
	フランス	2.5	0.7	1.4	1.1	0.6	△ 1.0	△ 1.0
英 国		0.6	△ 2.3	△ 0.4	0.0	0.3	1.4	2.0
アジアNIEs		6.9	7.3	5.3	4.3	4.5	4.9	n.a.
	韓国	9.3	8.4	4.7	3.3	2.8	3.4	4.2
	台湾	5.0	7.2	6.0	5.0	6.2	6.3	6.2

- (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. 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	93年			
					10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
米 国	生産者物価(最終財)	4.9	2.1	1.2	1.6	2.0	2.0	0.8
	消費者物価	5.4	4.2	3.0	3.1	3.2	3.1	2.7
	<同・除く食料品・エネルギー>	< 5.0 >	< 4.9 >	< 3.7 >	< 3.4 >	< 3.5 >	< 3.4 >	< 3.2 >
ドイツ	生計費指数	2.7	3.5	4.0	3.6	4.3	4.2	4.2
	消費者物価	3.4	3.2	2.4	1.8	2.1	2.0	2.2
	小売物価	9.5	5.9	3.7	3.0	1.8	1.3	1.7
英 国								
韓国	消費者物価	8.6	9.3	6.2	4.7	4.6	4.7	4.4
	ク	4.1	3.6	4.5	3.9	3.3	3.1	3.3
台湾								

- (注) 1. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。
 2. 台湾の93年7～9月の計数は、同7～8月の平均。
 (資料) 各国政府・中央銀行統計、EC委員会資料

収益の改善や金利の低下にも支えられ情報化・合理化投資を中心に好伸しているほか、個人消費も長期金利の低下による借入増や資産効果から乗用車等の耐久財を中心に持ち直していることから、堅調に推移している。下期についても、上期に悪天候と在庫調整から低迷した生産が持ち直すとみられるほか、長期金利低下の効果（国債残存期間30年物利回り：6月末6.81%→9月末6.02%）もあって、緩やかな景気回復歩調をたどる見通しである。もっとも、回復のテンポについては、企業のバランスシート調整圧力が根強く、製造業を中心に雇用抑制が続いていること等を背景に、全体として過去の景気回復局面に比べると緩やかなものとどまる公算が大きい。

この間、物価面では、更年後一時的に強含む場面もみられたが、7月以降CPI総合（前年比）が3%割れとなるなど落ち着いた動きをたどっている。また、先行きについても、現状程度の緩やかな賃金上昇と生産回復に伴う労働生産性の上昇から、ユニット・レーバ・コストは落ち着いて推移するものとみられ、インフレ圧力の再燃の可能性は春ごろに比べ後退している。

一方、EC諸国についてみると、英国で景気が緩やかに回復しているのを除き、全体的

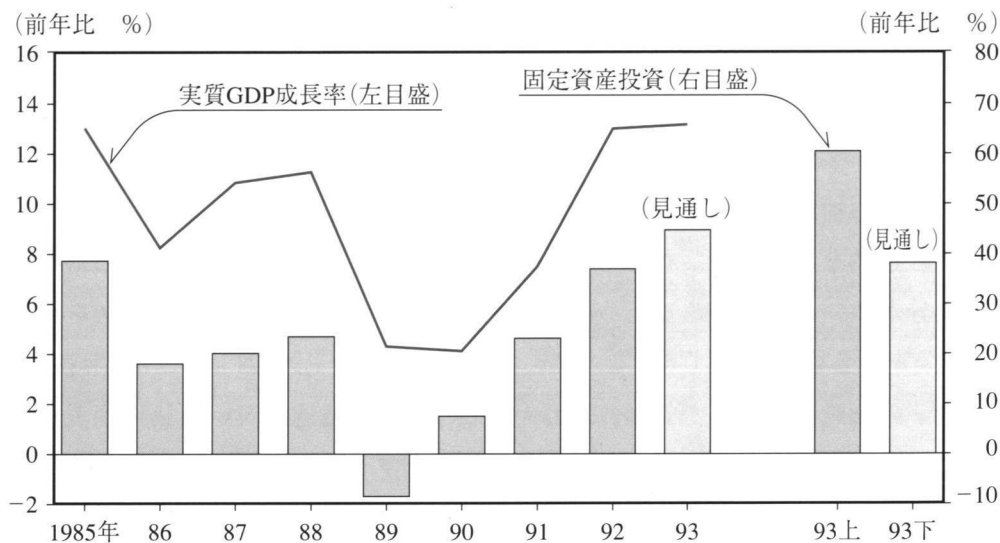
に停滞色がなお濃厚で、雇用情勢の悪化にも歯止めがかかっていない。とくに、ドイツでは本年第2四半期の実質GDP成長率が前期比+0.5%と5四半期ぶりにプラスに転じたが、個人消費、設備投資を中心とする最終需要の停滞基調が続き、また、フランスでも2四半期連続のマイナス成長となっている。こうしたなか、8月初におけるERM（為替相場メカニズム）各通貨間の変動許容幅拡大（上下2.25%→15%）にもかかわらず、これまでのところ各国とも金融政策の運営については為替の安定を重視した姿勢で臨んでいる。また、景気停滞の長期化等に伴う財政赤字の拡大を背景に、財政面からの景気刺激余地も乏しい。したがって、早期の回復は展望し難い。

この間、アジア諸国については、中国が依然高めの成長を続けているほか、NIES、ASEAN諸国でも、中国向けを中心とする域内貿易の拡大やインフラ整備関連投資の増加等を背景に、景気は総じて順調な拡大を持続している。もっとも、先行きについては、中国が景気過熱に対処するため、7月以降一連の緊縮措置を実施しており、下期に同国の景気拡大テンポの減速が見込まれていることから、これに伴う周辺国への影響が注目されている（図表15）。

(図表15)

中国経済の動向

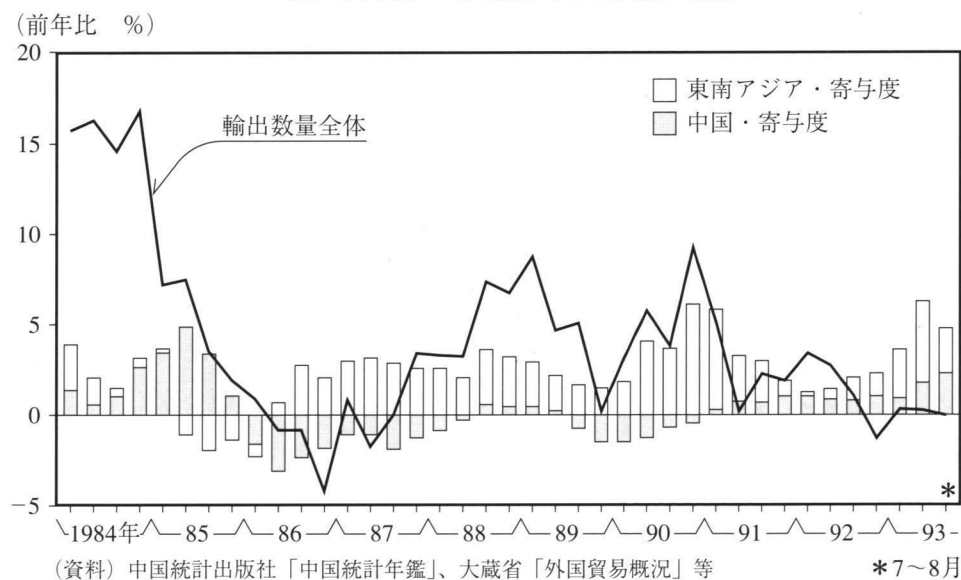
(1) 中国の経済成長率、固定資産投資の動向 (国家統計局見通し)



(注) 1. 85～91年は実質GNP成長率。

2. 固定資産投資は国有企業、集団所有制企業、個人企業の総計ベース。

(2) わが国の中国、東南アジア向け輸出の推移



(2) 国内経済の展望

わが国経済の先行きを展望すると、景気回復の環境整備という観点からは、①耐久消費財や資本設備のストック調整がそれなりに進捗しつつあること、②財政面からの刺激効果についても、6月の補正予算の成立、先月の緊急経済対策の追加を考えると、むしろ今後に実現する部分が多いとみられること、さらに、③9月の公定歩合の引き下げ措置を含め、最近の金利水準の全般的な低下が景気に対し相応の支援効果をもたらすと考えられることなどがプラスの材料として挙げられる。したがって、このような回復への環境整備が、いつどのようなかたちで実際の景気の回復につながっていくかにかかっている。国内景気の先行きを展望するうえでは、このところ厳しさを増しつつあると見受けられる雇用面の今後の動向が重要なポイントとなる(図表16)。雇用調整が急激かつ大幅に進めば、所得はもとより消費性向の低下を通じて経済活動をさらに一段と下押し、景気に対しさらなるマイナスインパクトをもたらすおそれがある。また、今回の雇用調整は、長期にわたる景気後退の下で、中長期的視野に立った企業経営のリストラという動きが関係している面もある。この点、企業は将来景気が立ち上がった際の人員確保に問題が生じるとみており、また従業員の高齢化に伴う退職者の増加から、新規の採用を抑制すれば自然減の効果を見込みやすいこと等もあって、急速に大幅な雇用調整^{きすう}が起きる懸念は大きくないが、その帰趨

を注意深く見守っていく必要がある。

以下では、上記の点を念頭に置きつつ、最終需要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個人消費についてみると、生産活動の抑制持続から雇用者数の増勢が鈍化しているほか、所定外・ボーナスを中心に賃金の伸びも低下しており、所得環境面からみて高い伸びは見込み難い(後掲図表17)。しかし、消費マインドについては、ここにきて一段と崩れているとのエビデンスはなく、そうしたなかで、①消費者物価上昇率の一段の低下が実質所得を押し上げる方向で寄与すること、②耐久消費財への支出については、住宅着工の波及効果やストック調整の進展から、白もの家電製品、家具、自動車を持ち直しが展望されること、③これまで消費レベルの押し下げに影響していた冷夏・長雨といった天候要因が剥落すれば、この分今後の消費増加率を高めると考えられることから、前述のように雇用情勢の急激な悪化が避けられれば、個人消費は今後緩やかながらも回復に向かうと期待される。

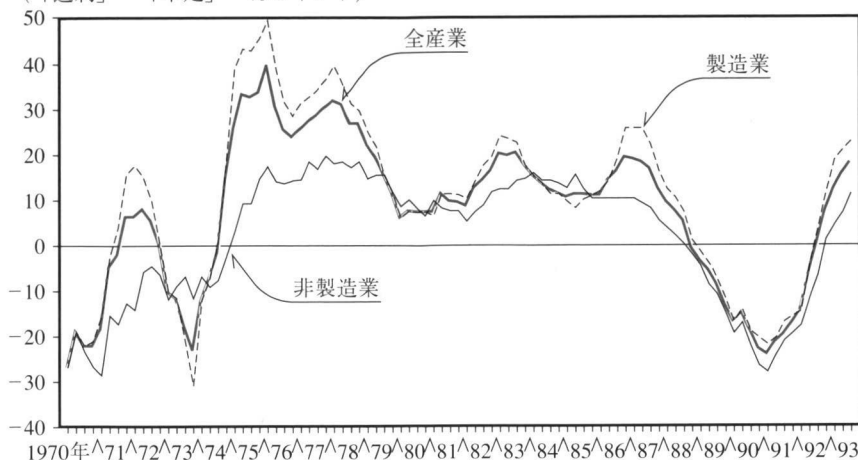
次に、設備投資についてみると(後掲図表18)、製造業の素材業種に関しては、ストック調整が遅れており、今年度も大幅な減少となる可能性が高い。また、加工業種でも、資本ストックの伸びがすでに3%台と70年代後半を下回る最低の伸び率にまで低下しているが、円高の進行で収益が悪化していることや、

(図表16)

雇 用 動 向

(1) 雇用判断D.I.の推移 (主要短観)

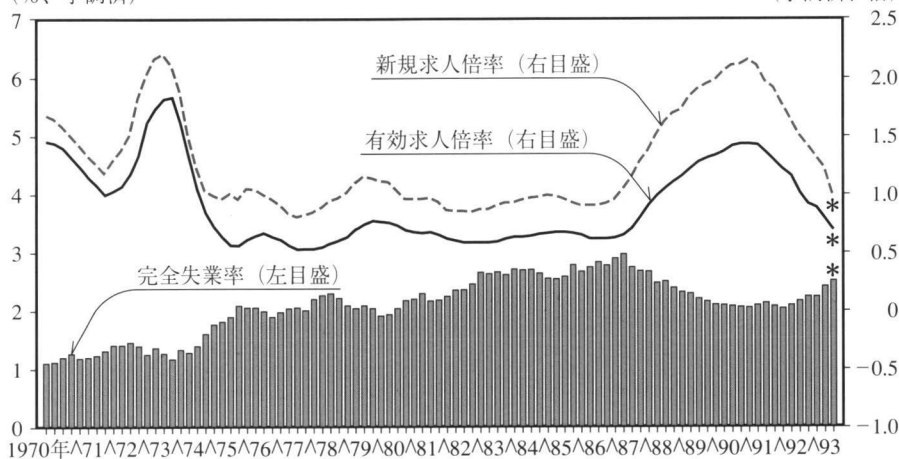
(「過剰」－「不足」 %ポイント)



(2) 雇用関連指標の推移

(%、季調済)

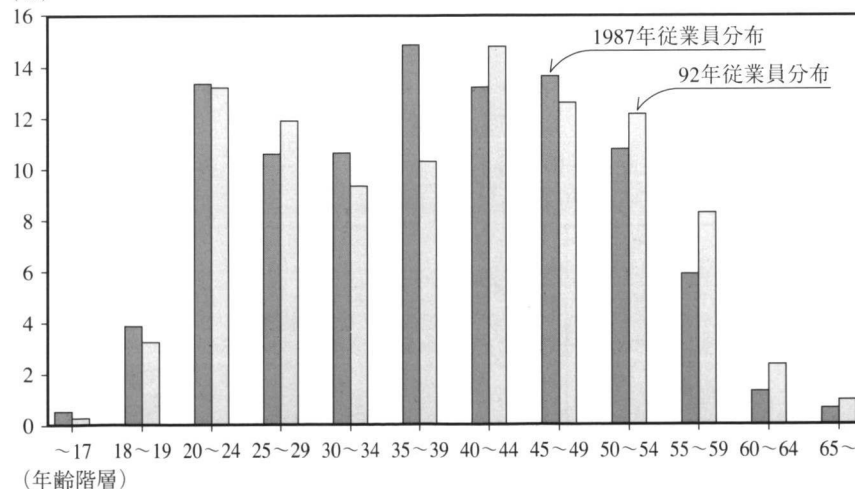
(季調済、倍)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、総務庁「労働力調査」、
労働省「職業安定業務統計」 *7～8月平均

(3) 企業雇用者の年齢別人員構成 (製造業)

(%)



(資料) 労働省「賃金構造基本統計調査」

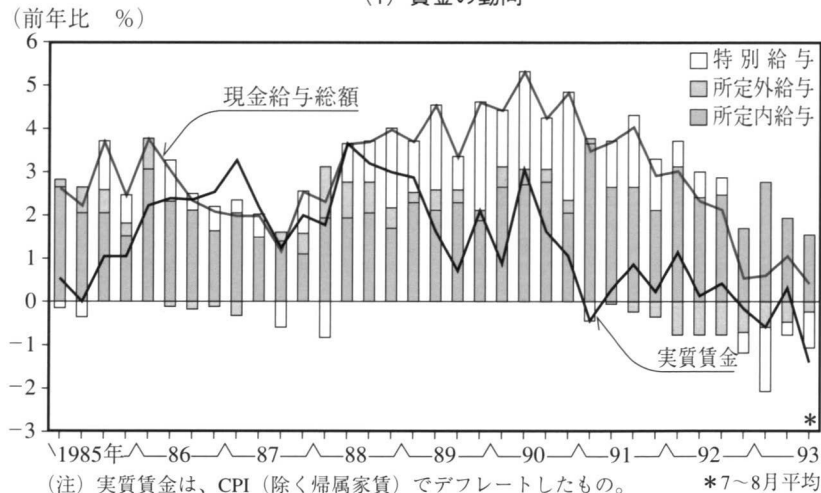
国内生産から海外現地生産へのシフト (注2)

を検討中の企業が多いことから、その投資は

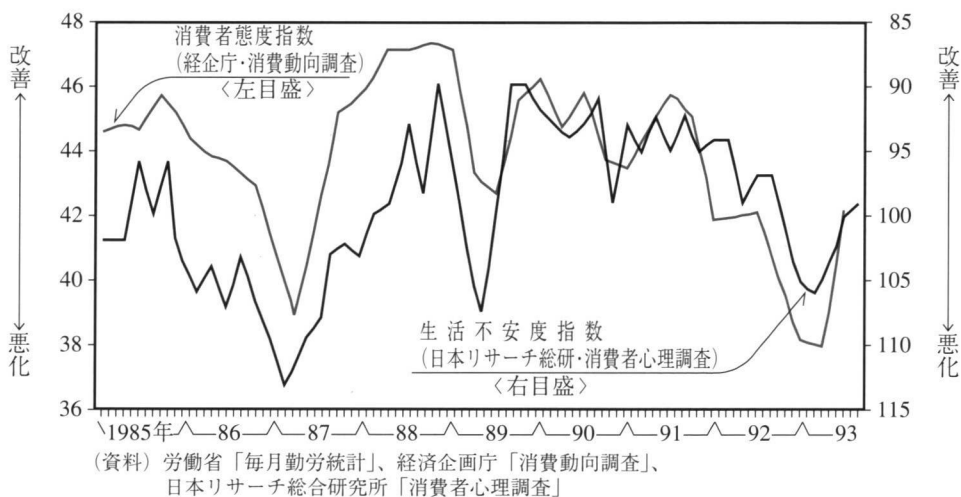
(図表17)

個人消費の動向

(1) 賃金の動向



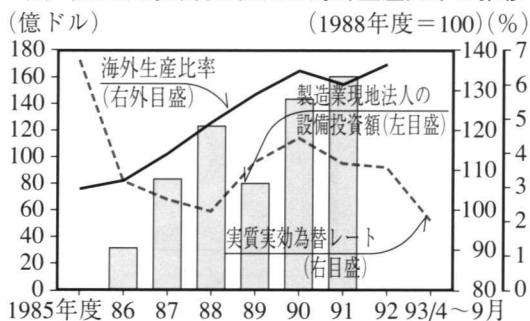
(2) 消費者コンフィデンスの推移



(注2) 企業の海外現地生産比率(売上高ベース)は、前回の円高時に上昇した後、ここ数年は足踏み状態にあったが、円高の進行から電気機械等の加工業種を中心に、再び緩やかに高まる動きをみせている。

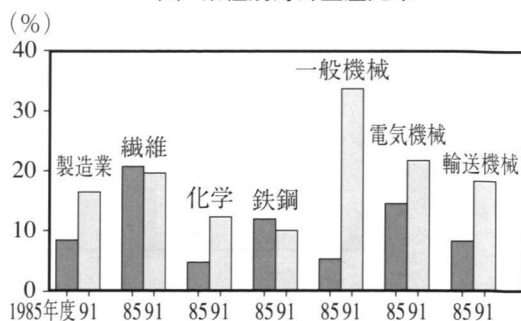
海外現地生産の動向

(1) 製造業海外現地法人の海外生産比率の推移



(注) 海外生産比率=製造業海外現地法人売上高/
国内製造業売上高

(2) 業種別海外生産比率

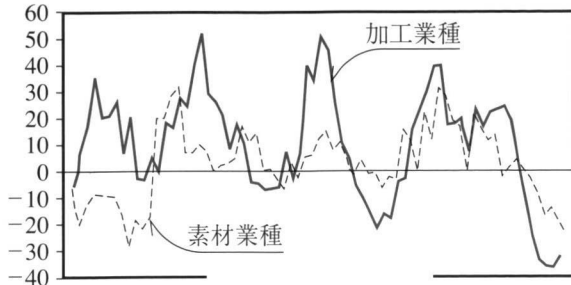


(注) 海外進出企業を対象とした比率。
(資料) 通商産業省「我が国企業の海外事業活動」、
日本銀行「経済統計月報」

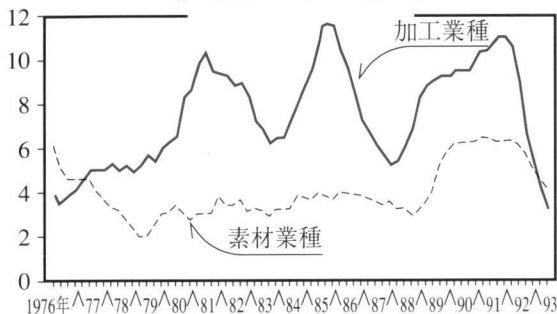
(図表18) 設備投資の動向

(1) 製造業における資本ストック調整
の進捗状況(素材・加工業種別)

(前年比 %) ① 設備投資(フロー)



② 資本ストックの伸び率



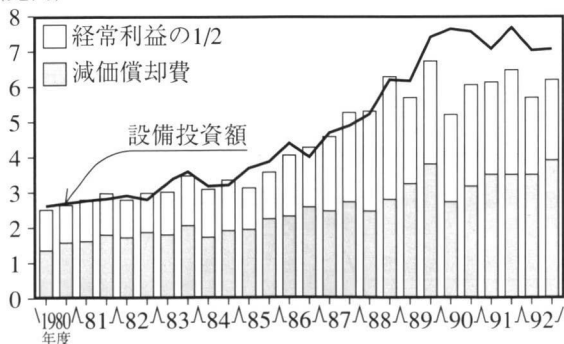
(注) 1. 素材業種は、鉄鋼、非鉄、化学、窯業・土石、繊維、紙・パルプの合計。
加工業種は、電気機械、輸送機械、一般機械の合計。

2. 92年2Q以降は、法人季報をもとに推計。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

(2) 非製造業(中堅・中小企業)の設備投資とキャッシュ
フローの関係(法人季報ベース、除く不動産)

(兆円)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

当分減少基調を続けるとみられる。

一方、非製造業のうち電力等については、政策的に投資積み増しが図られていることもあって、引き続き景気下支えへの寄与が見込

まれる。しかし、オフィスビルの建設投資については回復のめどがたっておらず、またその他の中小企業非製造業の設備投資に関しても、需要の予想以上の低迷、地価の下落、さらには財務内容の悪化等から依然かなり慎重な投資態度にあり、日本銀行「短観」8月調査の設備投資計画をみてもほとんど上積みがなされていない(同調査は8月時点では例年かなりの計画の上積みが見られる)。

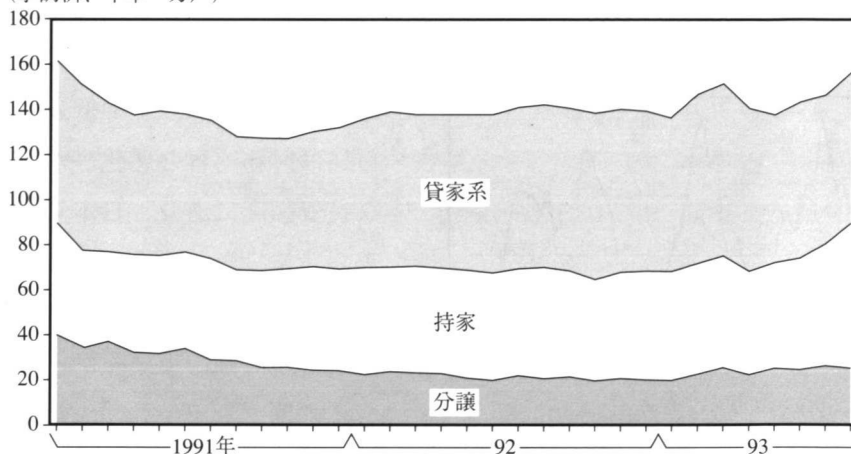
この間、貸出金利が大幅に低下し、また企業設備のストック調整も進捗しているが、企業の収益悪化や先行きの需要を巡る不透明感、さらには第2節でみた金融機関の資金需要掘り起こし意欲の慎重化もあって、直ちに投資が増加に転ずるとは考えにくい。現に、機械受注統計、建築着工統計等の先行指標をみても今のところ設備投資の回復の兆しがうかがえない。したがって、設備投資は今後フローの減少幅が次第に縮小していくにせよ、回復力は当面弱いとみておくべきであろう。なお、企業部門の活力を維持するためには、諸規制の本格的な緩和・撤廃が実現し、投資のフロンティアを中長期的に大きく開いていくことが期待される場所である。

また、公共事業の発注ペースは、上期中を通じてみれば高いレベルで推移しており、上述のとおり、新総合経済対策を具体化した国の補正予算が6月に成立した後、9月には、総額6兆円超の緊急経済対策が新たに策定されたことを考えると、天候不順要因等の剥落とも相まって、今後公共投資の実体経済面への効果波及が強まってくるものとみられる。

住宅投資についても、今後一段の増勢が見込まれる(後掲図表19)。これを利用関係別

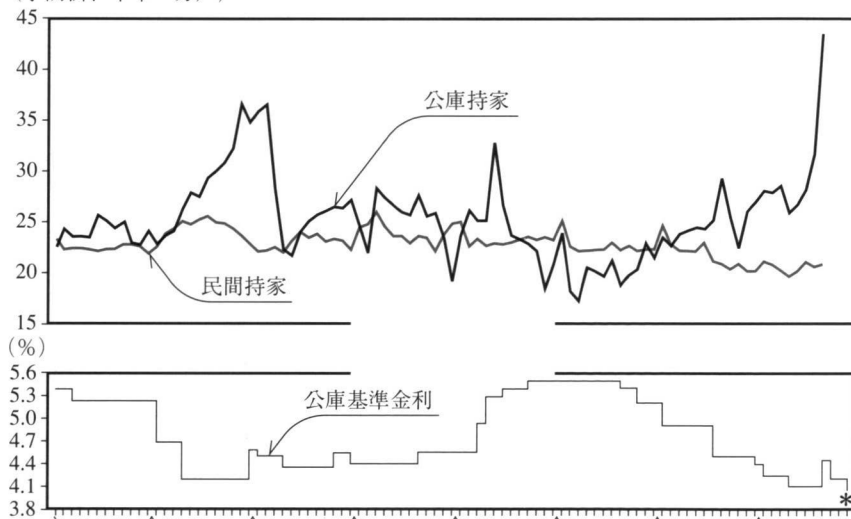
(図表19) 住宅投資の動向
(1) 新設住宅着工戸数の推移

(季調済、年率 万戸)



(2) 住宅金融公庫金利と持家着工の推移

(季調済、年率 万戸)



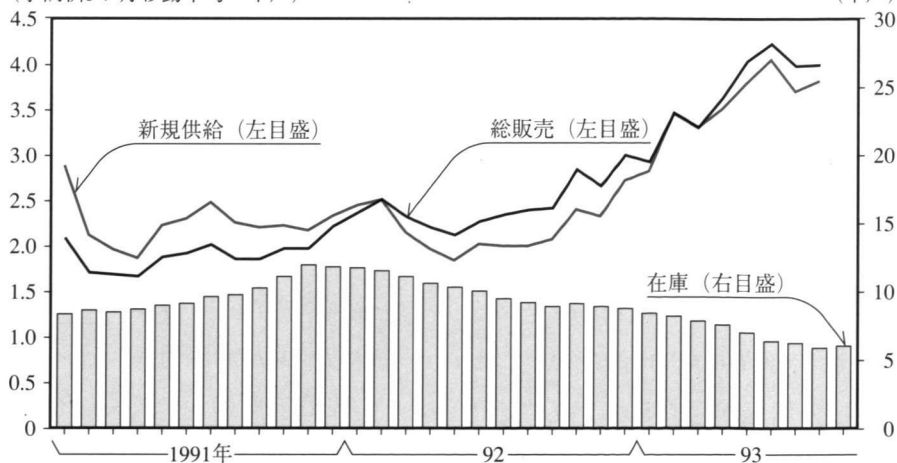
(資料) 建設省「建設統計月報」

*4.05%

(3) マンション販売状況(首都圏)

(季調済3か月移動平均 千戸)

(千戸)



(資料) 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向調査」

にみると、貸家は頭打ちながら、持家は住宅公庫貸付金利引き上げ前の駆け込み需要（本年度第1回目＜受付期間：4月22日～8月6日＞の住宅金融公庫に対する個人住宅建設向けの融資申し込み件数は前年比2.3倍の著増）の着工本格化が見込まれるほか、分譲もマンション販売の好調を反映して着工意欲が強まっている。

この間、輸出については、主な輸出相手国の経済が総じて拡大を続けるなかにあっても、円高の影響から上述のとおりすでに実質ペースで減少に向っているが、今後はこれに中国の緊縮措置の影響（注3）も加わることが予想される。

以上を総合して先行きの経済を展望すると、天候不順のマイナス要因が剥落し、公共・住宅投資の効果が波及するにつれ、次第に生産が立ち上がり、それが全体としての民間需要の回復につながっていくことが期待される。しかし、当面下期中を展望する限り、企業収益が悪化する下で設備投資の調整が続き、個人消費にも力強いけん引力を見出し難いだけに、公共投資に支えられるかたちで、景気の底固め局面が続く可能性が高い。

（3）物価情勢の展望

上記のような景気展開を前提に、物価面を見ると（前掲図表7）、引き続き総じて安定基調で推移すると考えられる。すなわち、国内卸売物価については、国内民間需要には当面なお停滞色が濃いとみられることや、原油価格を含む国際商品市況の落ち着き、これまでの為替円高の影響なども考え合わせると、これまでの安定基調に変化が生ずる可能性は低いとみられ、また、企業向けサービス価格も、サービス需要の低迷等から引き続き落ち着き傾向をたどる見通しである。

さらに、消費者物価についても、卸売物価の安定と軌を一にして、商品の価格が落ち着き基調で推移すると見込まれるほか、民間サービス料金も、緩やかな賃金上昇率等を受けて、伸びの鈍化傾向が続くと予想される。なお、7月以降天候不順の影響からかなりの上昇をみている生鮮食品については、もとより先行きの予想が困難であるが、過去の経験から類推すると、米はともかく、収穫サイクルが短い野菜は、天候が回復すれば年内には平年並みまで低下するとみられる。

（注3）中国向けについては、わが国の全体としての直接的な輸出シェアはなお低位（1～8月中4.8%）ながら、鉄鋼などでは年前半の急増の反動もあって減少幅が大きく、また、東南アジア等周辺諸国を通ずる間接的輸出の減少の影響が加わる可能性もあるため、今後の中国の情勢次第ではそのインパクトは小さくないとみられる。

(4) 対外収支の動向

対外収支の先行きを展望すると（前掲図表8）、ドル表示の経常収支黒字は円高の逆Jカーブ効果や投資収益の受取り増加などから、なお高水準で推移するものと考えられる。しかし、実質ベースで前述のとおり輸入が増加の一方で、輸出が減少する傾向が定着するにつれ、円表示の対外収支黒字や黒字のGDP比率は低下していくとみられる。

(5) 結 び

以上みたように、わが国経済は依然として調整局面にあり、景気回復の基礎条件ともいふべき耐久消費財や企業設備のストック調整

はそれなりに進展しているとみられるものの、先行きの民間需要のはっきりした回復を裏づける材料がまだ確認されていない。とくに、①円高が企業の収益やマインドに及ぼす影響、②雇用情勢の展開とこれを受けた個人消費の動向、③金融機関等における「バランスシート問題」の影響等には、なお見定め難い部分が大きく、今後の景気展開には、依然として不確定要因が大きい。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10月22日）