

# わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（1994年冬）——

## 〔要 旨〕

1. 最近のわが国経済をみると、景気は引き続き停滞局面にあり、依然として回復の兆しはうかがわれない。最終需要面では、住宅投資、公共投資の増加が景気下支えに寄与しているが、需要の大宗を占める設備投資、個人消費は低迷を続けている。加えて、これまでの円高の影響等から、輸出が減少し、消費財中心に輸入が増加していることもあって、国内の生産・出荷は引き続き減勢基調にあり、在庫調整も一進一退で推移している。また、景気停滞の長期化の下、雇用情勢はジリジリと悪化傾向をたどっている。

物価面では、国内卸売物価が引き続き弱含みで推移しているほか、企業向けサービス価格、消費者物価についても、落ち着き傾向が一段と明確化している。一方、対外収支面をみると、これまでの実質貿易黒字の縮小傾向に加え、最近ではドル・ベースの黒字も縮小方向に向かいつつある。

2. 金融面をみると、長・短市場金利は、これまでの公定歩合引き下げ等から低下し、預金金利、貸出金利も、これを受けてかなり低下している。一方、金融機関貸出は、新規の資金需要が低調なことに加え、企業の財務面でのリストラの動きや、社債・CP発行等による調達の伸びもあって、引き続き低迷しており、マネーサプライの伸びも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、米国経済が、着実な拡大歩調をたどるとみられることに加え、アジア諸国でも、中国の成長テンポが幾分スローダウンするものの、全体としては高めの成長持続が予想される。また、停滞傾向を続けてきた欧州経済についても、次第に回復に向かうと期待されることから、海外経済全体としては、緩やかな拡大を続ける見通しである。

4. 次に、国内経済を展望すると、民間設備投資については、ストック調整の進展、金利水準の低下等を背景に、マイナス幅の縮小が展望される。また、雇用環境はジリジリと悪化するものの、雇用者数の緩やかな伸びは続くとみられ、物価安定効果や耐久消費財ストックの調整が個人消費の下支えに寄与すると考えられる。こうした状況下、目先公共投資の大幅増加が見込まれることもあって、今後国内民間需要の底固めが進むことが期待される。しかしな

がら、家計・企業の所得・収益環境の厳しさを背景に、需要回復の力は弱いものにとどまるとみられる。加えて、外需のマイナス寄与が続くことを考えると、当面ははっきりとした景気の立ち上がりは展望し難い情勢にある。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給は当面引き緩んだ状態で推移すると見込まれるほか、原油価格の下落等の影響もあって、国内卸売物価は弱含みで、また企業向けサービス価格、消費者物価は安定圏内で推移する見通しである。

一方、対外収支面では、実質貿易黒字が縮小基調を続けるとみられることに加え、今後円高の逆Jカーブ効果が徐々に剥落していくことを踏まえると、名目黒字も、振れを伴いながらも縮小していくことが予想される。

6. 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、先行きの景気展開については、景気停滞の長期化の下での潜在的な雇用調整圧力の高まりや、企業、金融機関における不良資産の増加に伴うバランスシート調整問題等、依然として不確定要因が少なくない。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。

## 1. 最近の経済情勢

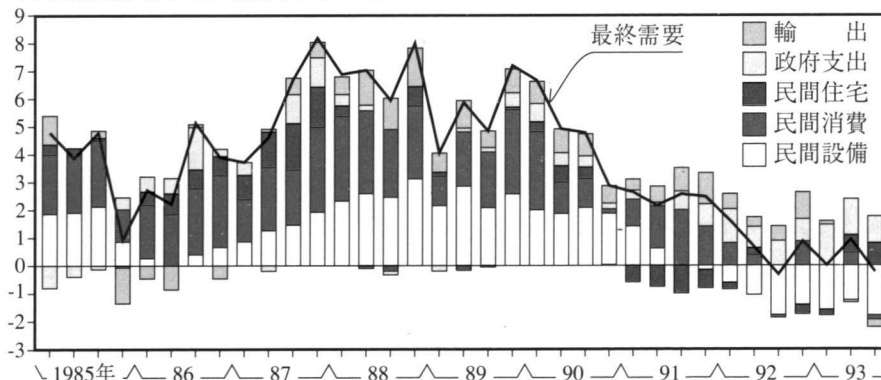
(景気は引き続き底ばい状態)

最近のわが国経済をみると、景気は引き続き停滞局面にあり、依然として回復の兆しはうかがわれない。最終需要面をみると(図表1)、設備投資は、企業設備のストック調整、資産

価格下落に伴うバランスシート調整等の圧力が依然として尾を引いており、製造業、非製造業とも引き続き減勢をたどっている。個人消費についても、冷夏の悪影響が徐々に剥落し、一部家電販売が持ち直すなど、明るい材料がみられないわけではないが、所得環境が

(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」

厳しさを増すなかで、全体としては低い伸びにとどまっている。また、これまでの円高の影響等から、実質輸出も減少に向かっている。一方、住宅投資、公共投資は、引き続き増勢を保ち景気下支えに寄与しているが、公共工事請負統計等でみると、公共投資の増加テン

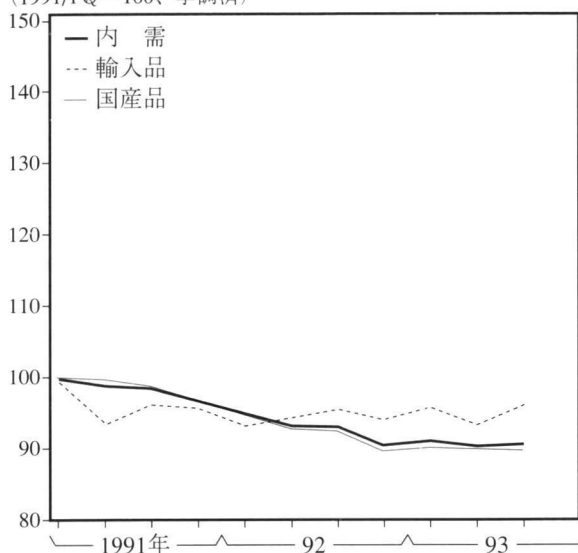
ポは夏場以降幾分鈍化したようにうかがわれる。この間、わが国企業による逆輸入や開発輸入の増加もあって、消費財を中心に輸入品の国内市場への浸透度合いが高まっており(図表2)、つれて、この面からも、国内生産への下押し圧力が増している。

(図表2)

## 輸入浸透度の高まり

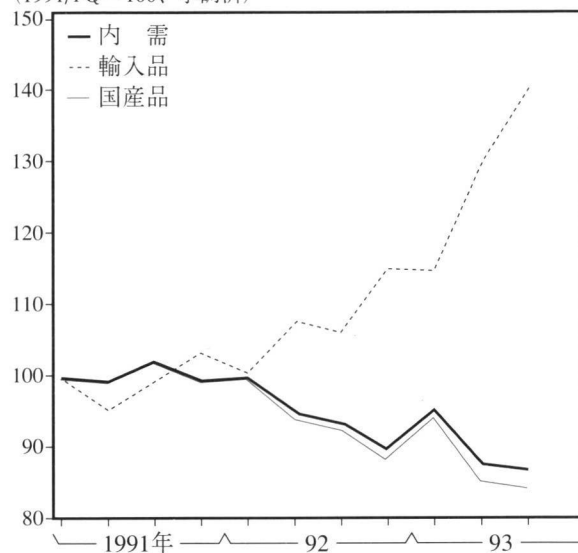
生産財 [13.5%]

(1991/1Q=100、季調済)



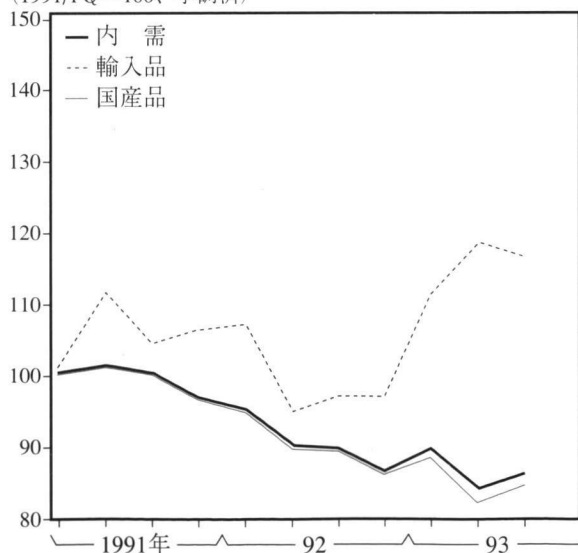
耐久消費財 [4.6%]

(1991/1Q=100、季調済)



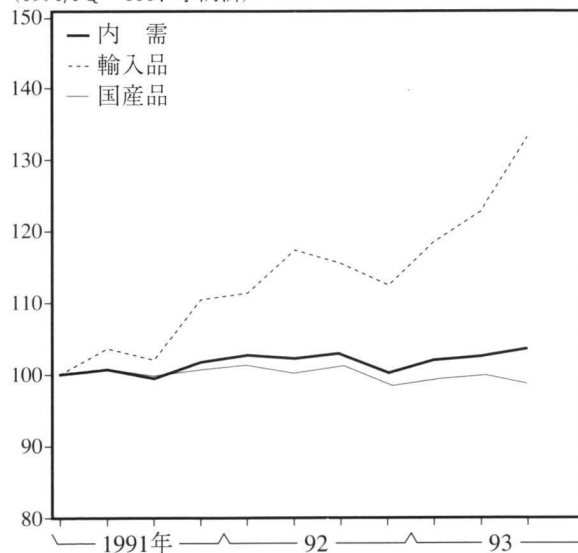
投資財 [5.3%]

(1991/1Q=100、季調済)



非耐久消費財 [13.6%]

(1991/1Q=100、季調済)



(注) [ ] 内は内需に占める輸入品ウエイト (90年)。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

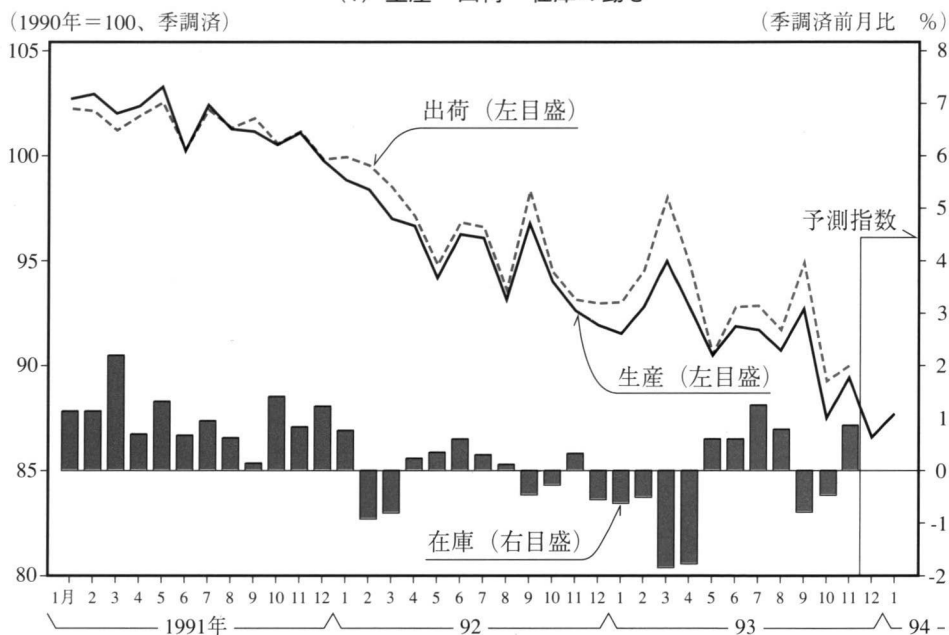
最終需要の停滞および輸入の増勢を背景に（図表3）、生産・出荷は引き続き減勢基調にあり、在庫調整も一進一退の動きとなっている。また、企業収益に関しても、企業の固定費削減努力にもかかわらず、売り上げの減少から悪化傾向を続けており、企業マインドもさらに

慎重化している（「主要短観」業況判断D.I.、製造業93年8月△51→11月△56、非製造業同△41→△47）。

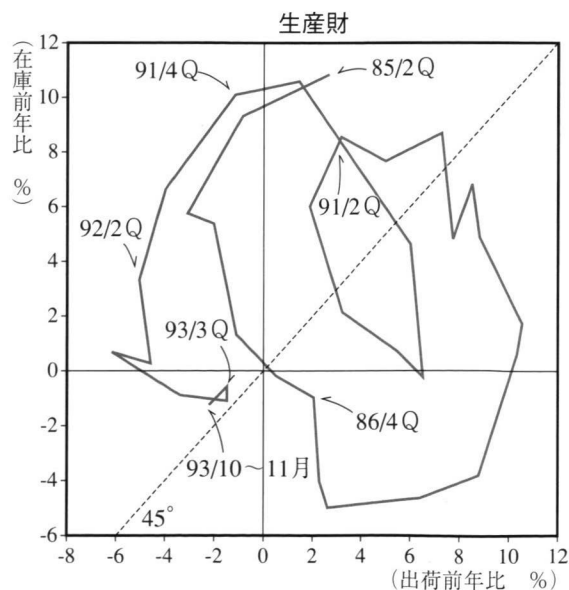
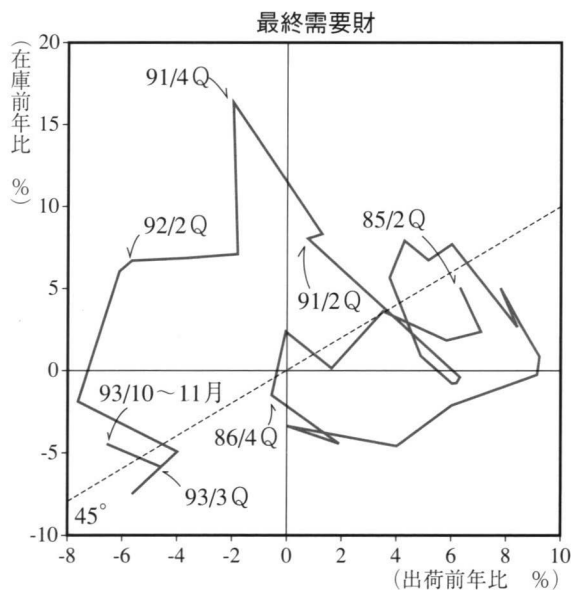
10～12月の生産・出荷も前期比かなりの減少となったものとみられる。もっとも、これにはEC向け自動車輸出枠の削減など一時的

（図表3） 生産・出荷・在庫の動向

（1）生産・出荷・在庫の動き



（2）在庫循環の動向





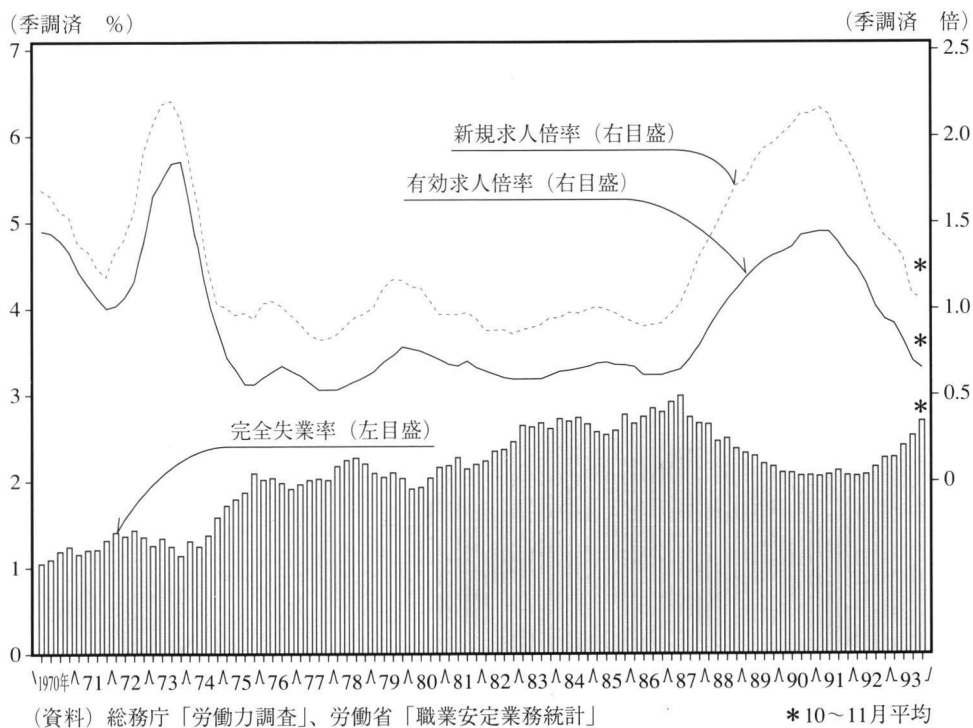
な影響も含まれている。目先1～3月については、自動車輸出の反動増、さらには幾分進捗が遅れ気味となっている公共投資が、93年度の第2次補正予算成立もあって今後再び増勢を強めると予想されること等を踏まえると、生産・出荷が幾分持ち直す可能性もある。

以上のように、景気は全体として底ばい状

態で推移しているが、そうしたなかで、景気に遅行する傾向の強い雇用関連指標の動きをみると（図表4）、常用雇用者数は比較的安定した伸びを維持しているものの、失業率、有効求人倍率等の労働需給指標はジリジリと悪化傾向をたどっている。

（図表4）

労働需給の動向



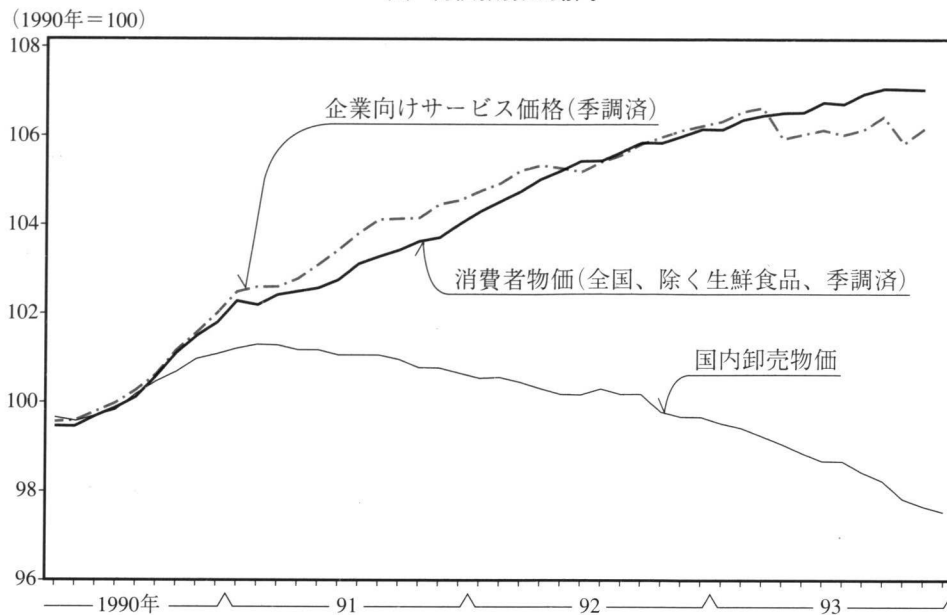
（物価は安定基調）

次に、物価面をみると（後掲図表5）、国内卸売物価は、全般的な製品需給の引き緩みに加え、既往円高の影響もあって、弱含み基調で推移している。また、企業向けサービス価格は、全般的なサービス需要低迷に加え、オフィスビル需給の悪化を反映した不動産賃貸料（継続契約分）の上昇テンポの鈍化や、市外電話料金引き下げの影響もあって、昨年10～11月には前年水準を下回るに至った。消費者

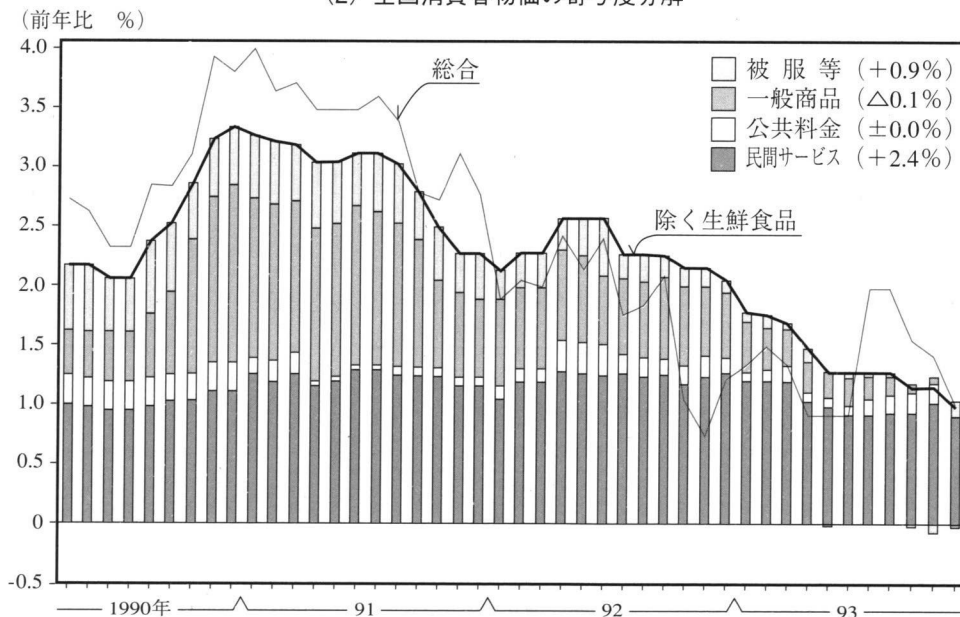
物価（生鮮食品を除く）についてみても、商品（一般商品、被服等）の上昇率が一段と低下しているほか、民間サービス料金の上昇率も徐々に落ち着き傾向を明確化しており、昨年11月の前年比はほぼ4年半ぶりに1%割れを記録した。

この間、地価については、マンションの販売好調等を背景に住宅地の地価が下げ渋ってきているが、商業地の地価は、首都圏を中心に依然下落基調をたどっている。

(図表5) 物 価 の 動 向  
(1) 物価指数の動向



(2) 全国消費者物価の寄与度分解



(注) 内訳項目の ( ) 内は93年11月の各項目の前年比上昇率。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

(対外収支黒字は縮小方向)

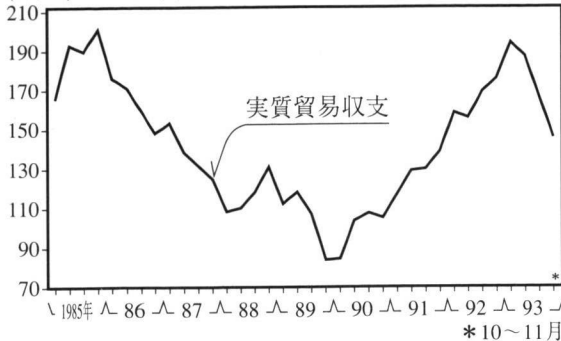
対外収支面の動きをみると(図表6)、これまでの円高の影響や、自動車等での競合国

製品の品質向上の影響もあって、実質輸出が減少に向かいつつある。一方、実質輸入は前述のように消費財中心に高い伸びを続けてい

(図表6) 対 外 収 支 の 動 向

## (1) 実質貿易収支の推移

(1990年=100、季調済)

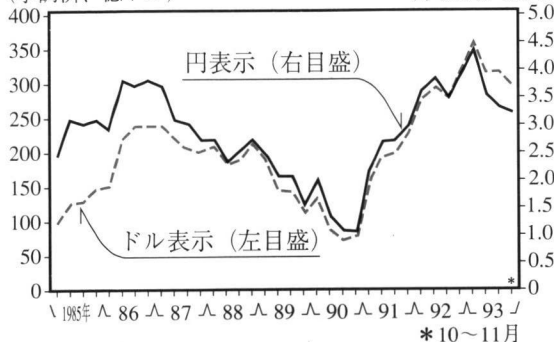


(注) 実質貿易収支は、輸出入金額を輸出入物価指数でおのおのデフレートした収支尻。

## (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」

る。これらを背景に、実質貿易黒字は昨年春以降減少傾向にある。昨夏までの円高が進行する局面では、逆Jカーブ効果からドル・ベースの貿易黒字は高止まりを続けていたが、最近では、ドル・ベースでも黒字縮小に向かいつつある。目先1~3月にかけては、年度末の投資収益の受け取りが集中するため、経常収支の黒字が一時的に大きくなる可能性はあるものの、製造業で海外拠点への生産シフトを進める動きがみられることもあって、基調的には縮小方向に転じつつあるものと考えられる。

## 2. 最近の金融情勢

## (為替・金融市場の動向)

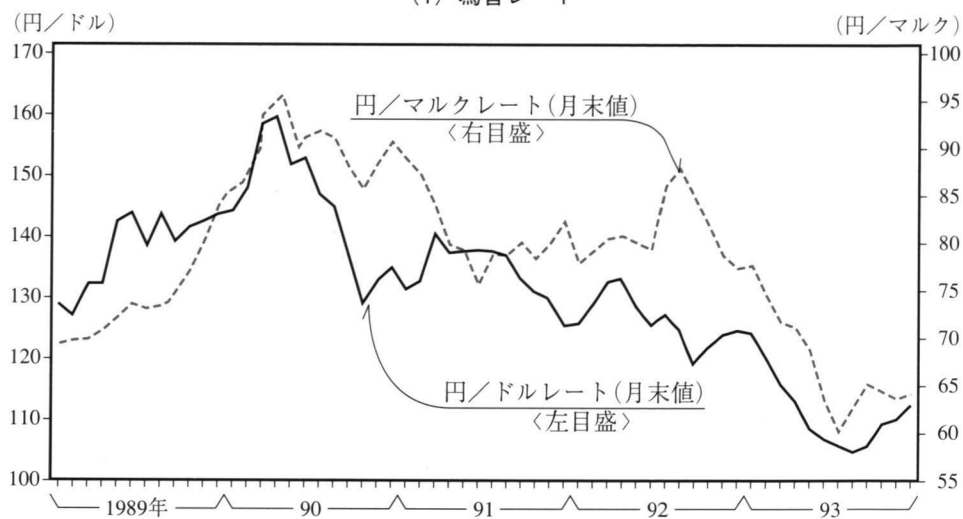
最近の金融情勢をみると(後掲図表7)、まず外国為替市場の円/ドル相場については、8月央に戦後最高値を記録した後は、円高の行き過ぎに対する警戒感に加え、日米の景気局面のすれ違い等から、徐々に円高修正がすすみ、更年後は110円台前半で推移している。この間、対欧州通貨でみても、昨夏頃との比較では、幾分円安方向の動きとなっている。

一方、国内金利についてみると、短期市場金利は、昨年9月の公定歩合引き下げ前後にかけて大幅に低下した後も、弱含みの動きとなっており、CD3か月物、ユーロ円3か月物等でみると、このところ2.1%台で推移している。また、預金金利についても、市場金利の低下を反映するかたちで、昨夏以降かなり低下している。さらに、長期市場金利をみても、国内の景気情勢等を反映して、昨春以降振れを伴いつつも低下基調にある。こうした市場金利の低下を受けて、貸出金利についても、長・短プライムレートが、数次にわたって大幅に引き下げられ、既往ボトムを更新している(昨年8月以降の累計引き下げ幅、長期△1.9%、短期△1.0%<都市銀行の場合>、後掲図表8)。

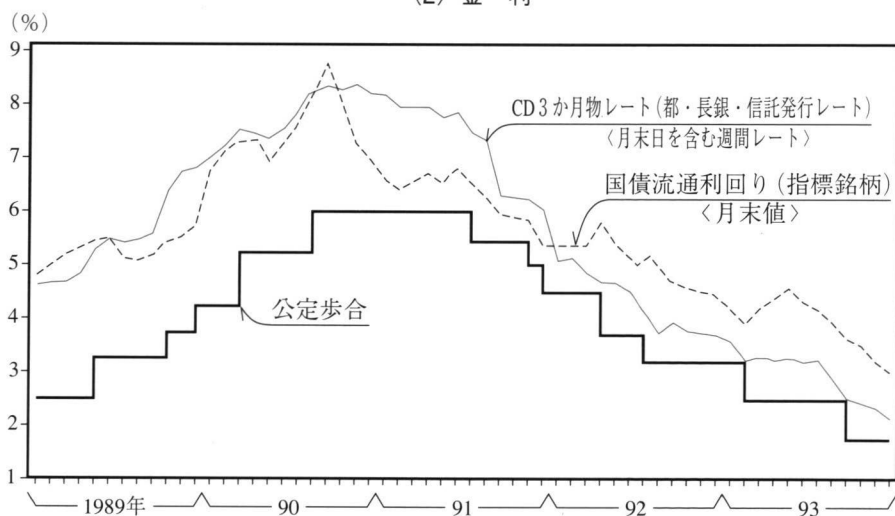
この間、株価についてみると、昨年10月央までは、金利の低下に支えられて、薄商いながらも20千円を上回る水準を保ってきたが、10月下旬以降は、企業業績の悪化懸念等を背景に大幅に下落し、一時は16千円前後まで低下した。その後は幾分持ち直し、このところ18~19千円台で推移している。

(図表7) 為替レート、金利、株価の動向

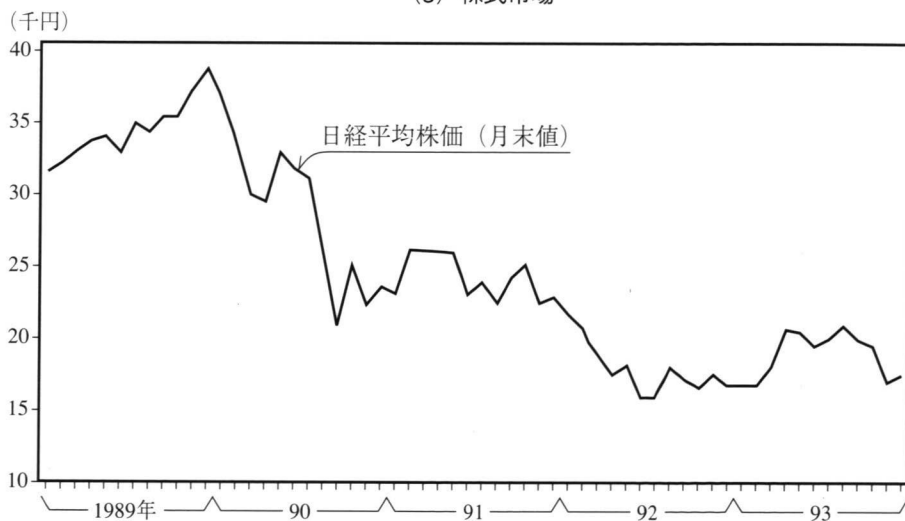
(1) 為替レート



(2) 金利



(3) 株式市場

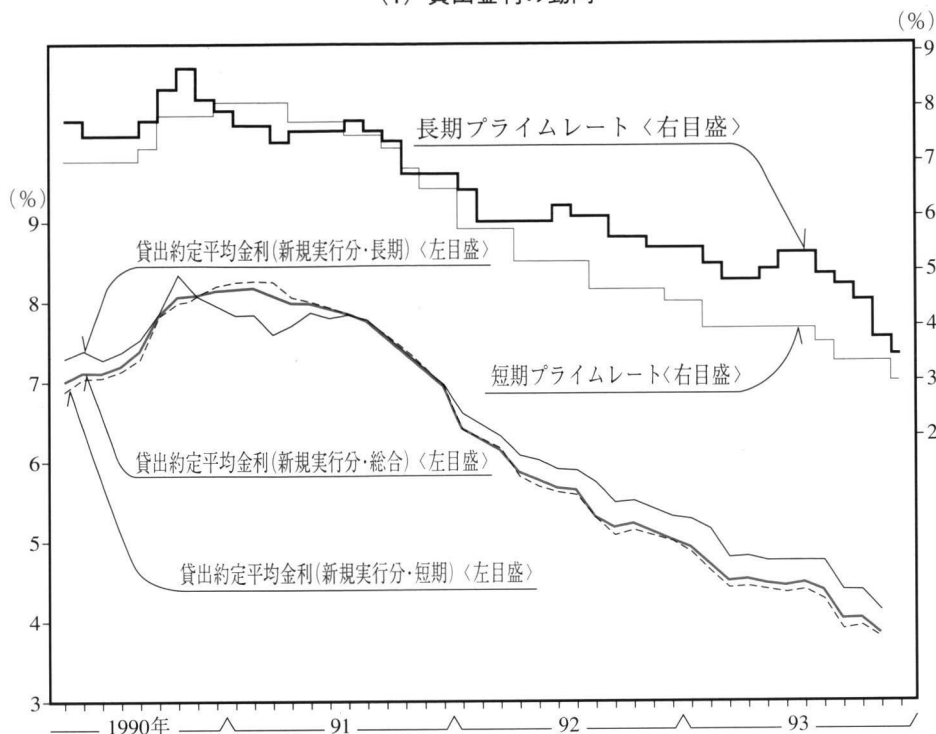


(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

(図表8)

## 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、ストックベース)の低下状況

&lt;今回緩和局面&gt;

(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11月 ＜ピーク比＞	4.467 ＜△3.428＞	4.653 ＜△3.122＞	5.341 ＜△2.737＞	5.715 ＜△2.244＞
都銀追従率	100.0	91.1	79.8	65.5

&lt;前回緩和局面&gt;

(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6月 ＜ピーク比＞	6.923 ＜△2.135＞	7.134 ＜△1.695＞	7.646 ＜△1.341＞	8.129 ＜△0.980＞
都銀追従率	100.0	79.4	62.8	45.9

(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」

## (金融機関貸出の動向)

金融機関の貸出動向をみると(後掲図表9、10)、景気停滞が長期化するなかで企業の資金需要が一段と冷え込んできているため、貸

出金利の大幅な低下にもかかわらず、都市銀行等5業態の総貸出(平残、前年比)は、4～6月+1.1%、7～9月+0.9%、10～12月+0.6%と期を追って低下し、既往ボトム更新を続け

ている。

これを借入先の規模別にみると、まず大企業では、資金需要が低迷を続けるなかで、有利子負債の圧縮等による財務面のリストラの広がりを背景に、長期借入の期限前返済等が増加している。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の発行によって賄われている。一方、中堅・中小企業においては、総じて手元流動性の取り崩し余地が低下しており、輸出関連の下請企業の一部などに滞貨・減産資金需要もみられる。しかしながら、全体としての資金需要は低迷を続けており、民間金融機関からの借入には、依然として動意がうかがわれない。この間、個人向け貸出についても、消費者ローンが減少傾

向を持続しているほか、住宅着工の増加にもかかわらず、住宅金融公庫の融資枠拡大の影響もあって、民間金融機関の住宅ローンは引き続き伸び悩んでいる。

これに対し、金融機関サイドでの融資姿勢をみると、予想以上の貸出低迷が続くなかで、今後の収益基盤を確保するために、信用力の高い借り手に対して金利設定を弾力化したり、審査面での機動的対応を図るなど、貸出伸長に向けての対応を強化する動きが広がっている。しかしながら、不良債権の増加や担保価値の減少を背景に信用リスクには警戒的にならざるを得ない事情もあって、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は弱いようにうかがわれる。

(図表9)

## 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 %)

	1993 年				93 年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	9月	10月	11月	12月
都 銀	1.7	1.0	0.9	0.5	0.8	0.7	0.4	0.4
長 信	△ 2.1	△ 1.6	△ 0.5	0.2	0.0	0.3	0.2	0.1
信 託	0.8	0.5	0.4	△ 0.7	0.2	△ 0.3	△ 0.7	△ 1.3
地 銀	3.4	2.8	2.0	1.7	2.0	1.8	1.7	1.7
地 銀 II	1.8	0.9	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.2
5 業 態 計	1.6	1.1	0.9	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5
円 貸 出	3.0	2.6	2.3	1.7	2.3	1.9	1.7	1.4
イ ン パ	△11.4	△14.1	△13.6	△10.5	△13.2	△10.4	△11.2	△ 9.7

## (2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1993 年				93 年				
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	8月	9月	10月	11月	12月
外銀(平残)	△12.0	△ 7.7	△14.1	△15.8	△13.4	△16.4	△16.4	△15.5	△15.5
信金(末残)	3.6	3.0	2.5	2.9	2.7	2.5	2.5	2.5	2.9
生保(末残)	8.6	8.4	5.3	n.a.	7.6	5.3	4.9	5.5	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10) 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 7～ 9月	29,484 ( 28.0)	16,781 (△16.0)	1,281 (△45.6)	7,880 (△27.9)	12,703 ( 4.2倍)	3,586 ( 1.8倍)
10～12	25,825 (△ 7.6)	14,750 (△17.2)	625 (△53.9)	5,615 (△34.5)	11,075 ( 9.4)	6,025 (△20.4)

## (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 9月末	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
9	10.6	9.9	1.9	2.5
11	8.8	10.0	(10月) 1.4	2.5

(注) 全銀中小企業向け貸出は、93年4月以降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	( ( ) 内は新規貸出前年比 % )	
1992年度末残高 (兆円)	86.7	44.1	42.6	19.7	
92年 9月末	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)
9	5.8	0.5	11.6	△ 6.1	(△37.3)

(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

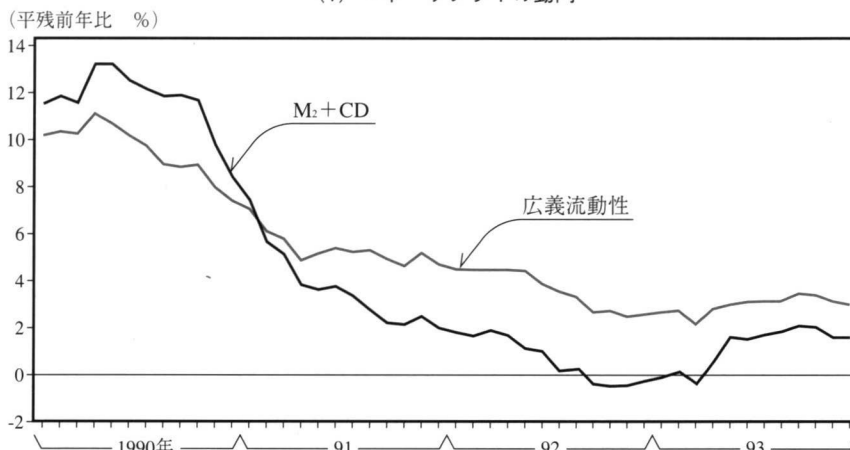
## (マネーサプライの動向)

民間金融機関貸出の伸びが一段と低下するなかで、マネーサプライ ( $M_2 + CD$  平残、前年比) も10~12月は+1.6%と、7~9月

(+1.7%) 並みの低い伸びにとどまった(図表11)。この低い伸びを需要面からみると、主に景気停滞の長期化に伴い取引需要が伸び悩んでいることを反映している。この間、よ

(図表11) マネーサプライ等の動向

## (1) マネーサプライの動向



(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			
	4~6月	7~9月	10~12月	10月	11月	12月	12月残高
3 業 態 計	0.6	0.8	1.4	1.4	1.5	1.3	405
うち 都 銀	△0.1	0.1	1.4	1.1	1.7	1.2	193
地 銀	2.2	2.1	1.7	2.1	1.7	1.5	154
地 銀Ⅱ	△1.2	△0.1	0.5	0.3	0.2	1.1	58

## (3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、兆円)

		1993年			93年			
		4~6月	7~9月	10~12月	10月	11月	12月	12月残高
末 残 前 年 比	個人預金	3.0	3.3	3.2	3.4	3.3	3.2	216
	ワイド	△ 0.2	0.0	△ 0.1	△ 0.0	△ 0.0	△ 0.1	8
	ビッグ	5.2	4.3	2.8	4.0	3.7	2.8	33
	ヒット	13.5	19.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(9月) 3
	郵 貯	9.1	8.9	8.1	8.8	8.5	8.1	180
	合 計	5.6	5.6	5.1	5.5	5.4	5.1	437
平 残 前 年 比	法 人 預 金	△ 3.5	△ 2.8	△ 3.0	△ 3.3	△ 3.7	△ 2.2	88
	定期性	△ 5.3	△ 3.9	△ 4.5	△ 4.5	△ 5.0	△ 4.0	61
	流動性	1.5	0.4	0.9	0.5	0.0	2.1	27

(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10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



り広範囲の金融資産を含む広義流動性（平残、前年比）についても、10～12月は+3.0%と7～9月（+3.1%）並みの伸びとなった。

先行き1～3月については、前述の金融機関貸出の低調地合いや取引需要の伸び悩みに、大きな変化はないとみられ、 $M_2 + CD$ の平残前年比も、10～12月とほぼ同様に1%台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

今後の内外金融経済を展望すると、まず、本年の海外経済については（図表12）、アジア諸国での高成長の持続、米国経済の着実な拡大に加え、停滞を続けている欧州経済も、年後半には回復に向かうと期待されることから、全体としても緩やかな拡大基調をたどる

（図表12）

#### 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	93年			
					10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
米	国	1.2	△ 0.7	2.6	5.7	0.8	1.9	2.9
	内需（寄与度）	0.8	△ 1.5	2.9	5.4	2.5	3.1	3.8
	外需（ $\Delta$ ）	0.4	0.7	△ 0.3	0.3	△ 1.7	△ 1.2	△ 0.9
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	0.0	△ 3.0	△ 2.4	△ 1.4
	フ ラ ン ス	2.5	0.7	1.4	0.5	△ 1.0	△ 0.8	△ 0.7
	英 国	0.6	△ 2.3	△ 0.4	0.3	1.4	1.9	2.1
ア ジ ア N I E s		6.9	7.3	5.3	4.4	4.9	5.6	n.a.
	韓 国	9.3	8.4	4.7	2.8	3.4	4.5	6.5
	台 湾	5.0	7.2	6.0	6.2	6.3	6.2	5.8

- （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	4～6月	7～9月	10～12月
米 国	生産者物価（最終財）	4.9	2.1	1.2	1.2	2.0	0.8	0.3
	消費者物価	5.4	4.2	3.0	3.0	3.1	2.7	2.7
	<同・除く食料品・エネルギー>	< 5.0 >	< 4.9 >	< 3.7 >	< 3.3 >	< 3.4 >	< 3.2 >	< 3.1 >
ドイツ	生 計 費 指 数	2.7	3.5	4.0	4.2	4.2	4.2	3.7
フランス	消 費 者 物 価	3.4	3.2	2.4	2.1	2.0	2.2	2.1
英 国	小 売 物 価	9.5	5.9	3.7	1.6	1.3	1.6	1.6
韓 国	消 費 者 物 価	8.6	9.3	6.2	4.7	4.7	4.4	5.3
台 湾	〃	4.1	3.6	4.5	2.8	3.0	2.5	n.a.

- （注）1. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。  
 2. 韓国の93年10～12月の計数は、同10、11月の平均、93年の計数は同じく1～11月の平均。  
 台湾の93年の計数は、同1～10月の平均。

（資料）各国政府・中央銀行統計、EC委員会資料

ものとみられる。

米国では、合理化・省力化投資を中心とする企業の設備投資、乗用車等の耐久消費財を中心とする個人消費等、国内民間需要の堅調に支えられ着実な景気回復が続いている。とくに昨年後半は、年前半の悪天候の反動もあって、高めの成長となった。本年も、設備投資、個人消費中心に景気の着実な拡大が予想される。ただ、そのテンポについては、雇用面を中心に依然として経済にリストラ圧力が残存していることに加え、増税・歳出削減等の財政再建措置が具体化する見込みにあることから、比較的穏やかなものとなると考えられている。

雇用・賃金の伸びが緩やかなものにとどまるなかで、生産が増加しているため、ユニット・レーバー・コストの上昇圧力は緩和している。これを背景に物価は引き続き安定基調で推移している。先行きについても、景気拡大テンポが穏やかなものにとどまるとみられることから、急激なインフレ再燃のリスクは小さいものと見込まれる。

一方、欧州諸国についてみると、英国で個人消費を中心に緩やかに景気が回復しているほかは、雇用情勢の悪化が続くなかで、全体として停滞が続いている。もっとも、先行きに関しては、英国景気が引き続き回復歩調をたどると見込まれるほか、ドイツ、フランスにおいても、外需の増加や設備ストック調整圧力の減衰等から、年央以降は景気が持ち直しに向かうと期待される。

この間、東アジアでは、中国が依然高成長を続けているほか、N I E s、A S E A N 諸

国でも、インフラ整備関連投資の増加や域内貿易の拡大持続等から、総じて順調な景気拡大歩調をたどっている。先行きについても、中国ではインフレ抑制などの経済調整策の効果から幾分成長テンポがスローダウンするものの、高めの成長を続けるとみられる。また、N I E s、A S E A N 諸国でも、これまでの拡大基調が続くと予想される。

## (2) 国内経済の展望

昨年中は、耐久消費財や企業設備のストック調整がそれなりに進捗するとともに、金融・財政政策の面から累次にわたる景気支援措置が講じられた。こうした施策は、景気下支えに寄与したものの、景気の回復には至らなかった。この点を企業の設備投資について述べると、資本ストック調整によって生産能力の伸びは大幅に低下した(注1)。しかしながら、「バブル」の後遺症としてのバランスシート調整問題の影響や、冷夏・長雨、さらには円高に伴うネット外需の減少といった外生的ショックもあって、企業の先行き期待がさらに悲観的となり、つれて最終需要は一段と減少した。このため稼働率はむしろ低下し、企業部門を中心とする前向きの景気循環は実現しなかった。先行きについては、ストック調整がさらに進んでいるため、最終需要が緩やかにでも回復してくれば、稼働率の持ち直し、ひいては企業の投資増加に結び付く素地は整っているものと考えられる。

今後のわが国経済を展望するうえでは、雇用情勢も重要なポイントである。仮に大規模

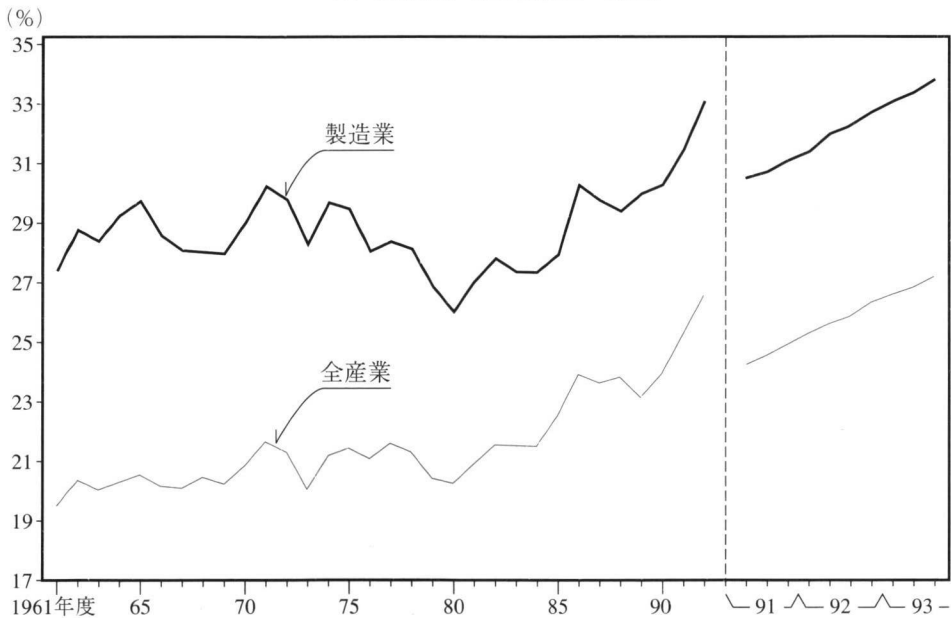
(注1) ちなみに、製造工業の生産能力指数をみると、昨秋以降前年比マイナスの伸びを記録している。同指数については、マクロの生産能力を過小評価するバイアスが指摘されているが、この問題を勘案しても、生産能力の伸びは相当低下している可能性が高い。

な雇用調整が生じ、所得、消費マインドが下振れれば、景気を一段と下押しおそれがある。先にもみたように、労働需給指標はジリジリと悪化傾向をたどっており、製造業・中小企業等での雇用調整圧力を考えると、今後とも雇用環境は厳しさを増すことが予想される。

ちなみに企業収益をみると、製造業中心に固定費の圧縮は相当に進んでいるものの、企業の売上高が減少していることを背景に、固定費／売上高比率はむしろ上昇している（図表13）。さらに労働投入量削減のための時間外労働の調整余地がすでにかなり縮小している事実を

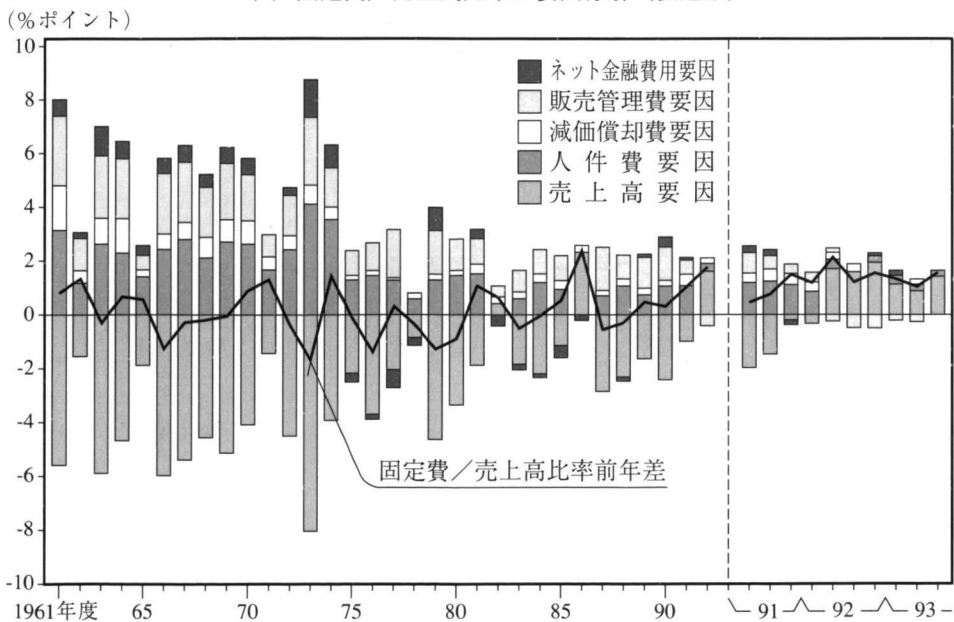
(図表13) 企業 リストラの進捗状況

(1) 固定費／売上高比率の推移



(注) 固定費／売上高比率の四半期計数は後方4期移動平均。

(2) 固定費／売上高比率の要因分解（製造業）



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

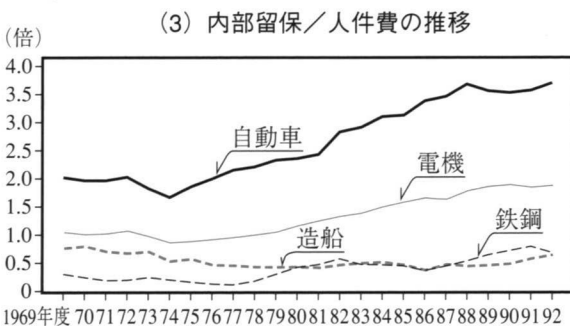
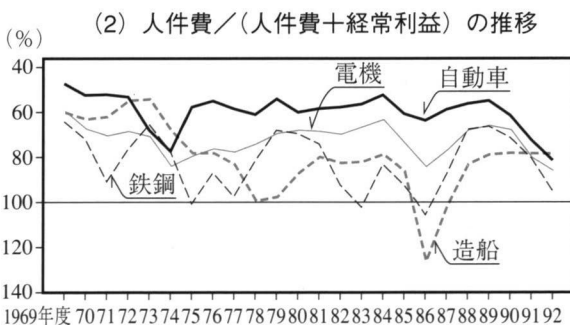
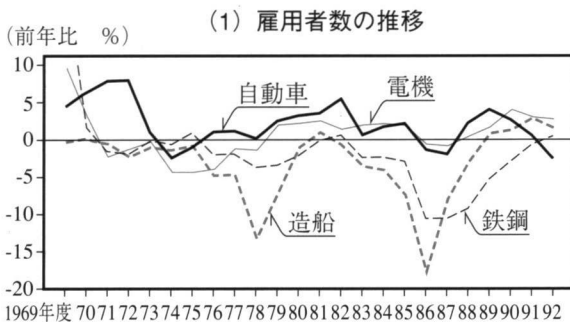
踏まえると、これは、今後の企業収益回復のためには、売り上げの持ち直し、雇用面の調整のいずれかが条件となっていることを示している。

そうした潜在的な雇用調整圧力に関する主要企業の対応をみると、希望退職、指名解雇といったドラスティックな雇用調整は、これまでのところ比較的少数にとどまっており、今後についても、企業の大宗はドラスティックな雇用調整をできる限り回避しようとのスタ

ンスを維持している。これには、労使関係の安定や将来の雇用確保の必要性への配慮のほか、①今次調整局面においてとくに業況悪化の著しい加工組立型産業では、内部留保が依然比較的高い水準にあるという事情（図表14）、②多くの業種で、雇用者の高齢化により、人員面で今後かなりの自然減が予想されている点も影響しているとみられる（注2）。また、とくに非製造業においては、①景気に影響されにくい福祉・教育関連、娯楽関連を中心にサービス業の雇用が増加し、②過去に非製造業の雇用が大きく鈍化した74～75年、83～84年とは異なり、公共投資、住宅投資に支えられて、建設業の雇用が増加している。今後とも、このような比較的底固い雇用の伸びが続くものとみられる。このため、当面雇用者数の緩やかな伸びは続くと考えられるが、雇用動向については、景気に大きなインパクトをもつだけに、引き続き注視が必要である。

以下では、上記の点を念頭に置きつつ、最終需要の動向についてやや子細に検討していこう。まず、個人消費についてみると（図表15）、

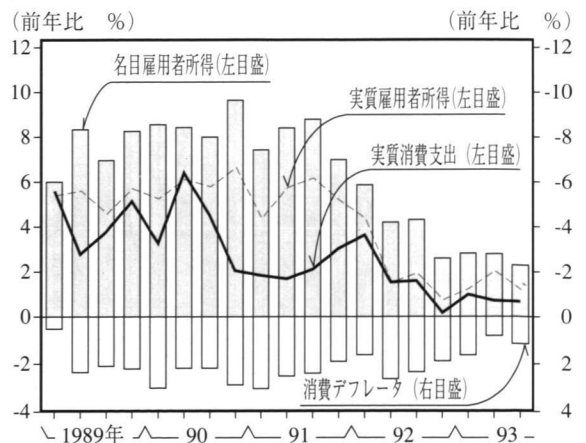
（図表14）大企業における雇用調整圧力の評価



(注) 各業種とも主要大企業（4～6社）の平均値。

(資料) 各社有価証券報告書

（図表15） 個人消費の動向



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

（注2）このほか、雇用調整助成金の支給基準緩和等の政策的措置が採られていることも、雇用調整圧力を緩和する方向に寄与しているとみられる。

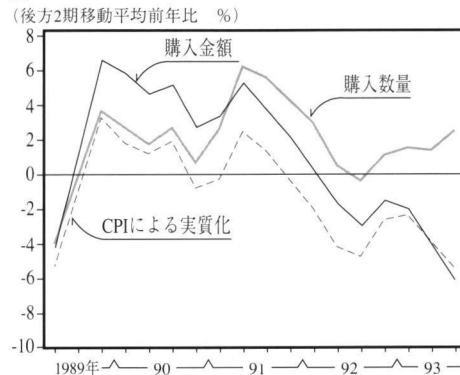
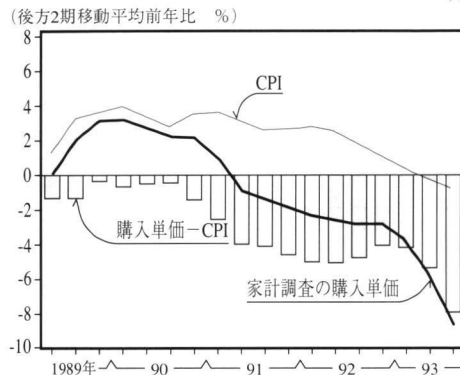
雇用者数の増勢鈍化、所定外・ボーナスを中心とする賃金の伸び率低下など、環境が厳しさを増すなかで、名目所得の伸びは引き続き極めて低いものにとどまっている。しかしなが

ら他方で、円高の影響も加わった消費者物価上昇率の一段の低下が実質所得を下支えている（注3）。また消費性向は、91年度中は耐久財のストック調整と歩調を合わせ低下した

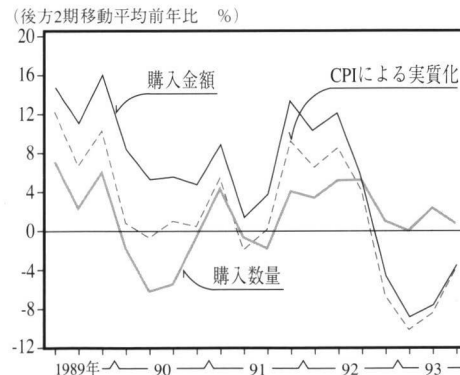
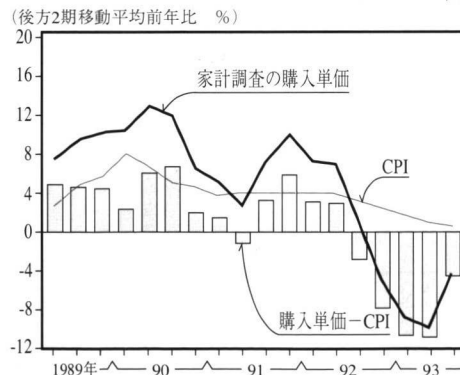
（注3）既存の統計で十分にとらえられていないディスカウント・ショップ等での購入が増加していることもあって、家計の購入単価の実勢は消費者物価指数以下に低下している可能性がある（下図）。このように円高メリットが比較的速やかに消費者段階へ波及し、「価格破壊」ともいわれる現象が進むことは、他方では企業収益に対して短期的には、むしろ圧迫要因ともなり得る。

### 家計調査における購入単価の動向

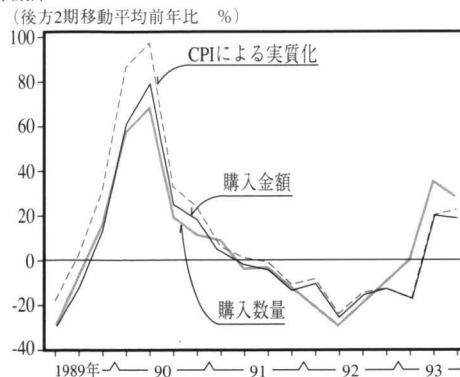
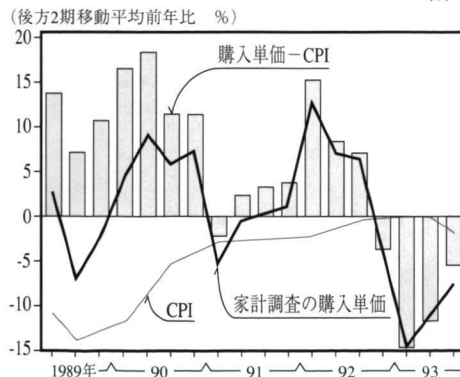
#### (1) 牛肉



#### (2) ネクタイ



#### (3) 電気冷蔵庫



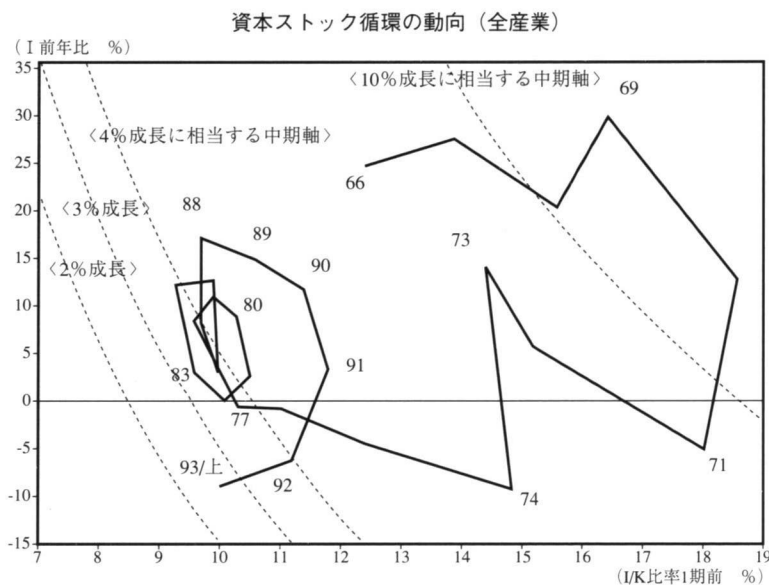
（資料）総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」

が、92年度の国民所得統計確報によれば同年には下げ止まっており、93年度に入ってもこの傾向が続いているとみられる。このため、91～92年度と実質個人消費の伸び率低下が続いた後、92年度末から振れを伴いながらも消費は一進一退の動きとなった。先行きについても、所得環境はさらに厳しさを増す方向にあるなかで、もとより個人消費に高い伸びは期待できないが、物価面からの下支え作用は

今後とも続くとみられるほか、耐久消費財のストック調整圧力の減衰も見込めるため、個人消費はある程度の景気下支え作用をもつ可能性がある。

次に、設備投資についてみると、資本ストック循環の観点からは、製造業・非製造業とも、調整はかなり進捗しており、ある程度の成長期待の下振れを勘案しても、マイナス幅の縮小を展望し得る状況にある（注4）。もちろん、

（注4）資本ストック循環については、資本係数（資本ストック／生産能力）に関する一定の前提の下で、I/K（投資／資本ストック）比率と投資の増加率が、中期的な期待成長率を軸に、循環を描くという経験則が存在する。



（資料）経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

（考え方）

「設備投資の伸び率（I 前年比）」と「設備投資対粗資本ストック比率（I/K <1期前>）」の関係は、除却率と資本ストック成長率を用いて以下のように書き表わすことができる。すなわち、

$I_t$ ：設備投資額（t期）  
 $K_t$ ：粗資本ストック（t期）  
 $R_t$ ：除却額（t期）

とすると、 $K_t = K_{t-1} + I_t - R_t$ より

$$\frac{K_t}{K_{t-1}} = \frac{K_{t-1} + I_t - R_t}{K_{t-1}} \quad \therefore \frac{I_t}{K_{t-1}} \left( = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} \right) * \left( \frac{I_{t-1}}{K_{t-1}} \right) \right) = \left( \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \right) + \left( \frac{R_t}{K_{t-1}} \right)$$

が得られる。したがって、資本ストック成長率  $\left( \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \right)$  と除却率  $\left( \frac{R_t}{K_{t-1}} \right)$  の和が一定のとき、

設備投資の伸び率  $\left( \frac{I_t}{I_{t-1}} = \frac{\Delta I_t}{I_{t-1}} + 1 \right)$  と設備投資対粗資本ストック比率 <1期前>  $\left( \frac{I_{t-1}}{K_{t-1}} \right)$  の

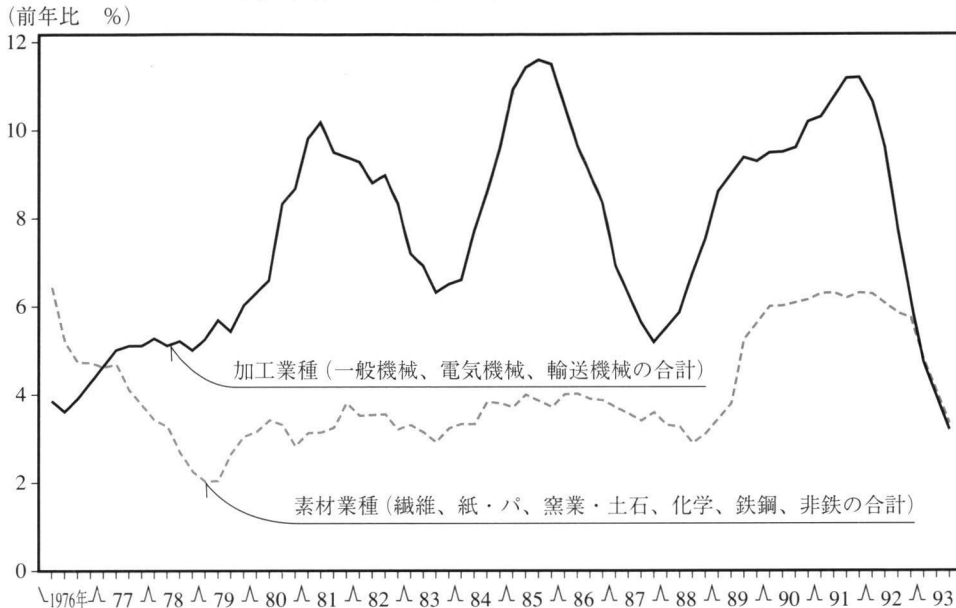
組み合わせは双曲線を形成する。このため、資本ストック成長率および除却率が中期的に安定的であれば、「設備投資の伸び率」と「設備投資対粗資本ストック比率 <1期前>」の組み合わせは中期的に安定的なある双曲線を中心に循環するものと考えられる。

製造業の設備投資環境をみると（図表16）、  
①稼働率水準の低さ、過剰雇用による収益圧迫に加え、②わが国企業の海外での生産能力

は、国内以上に伸びているとみられること、  
さらに③昨年中の円高が相対的にストック調整の進んでいる加工業種の収益を圧迫し、一

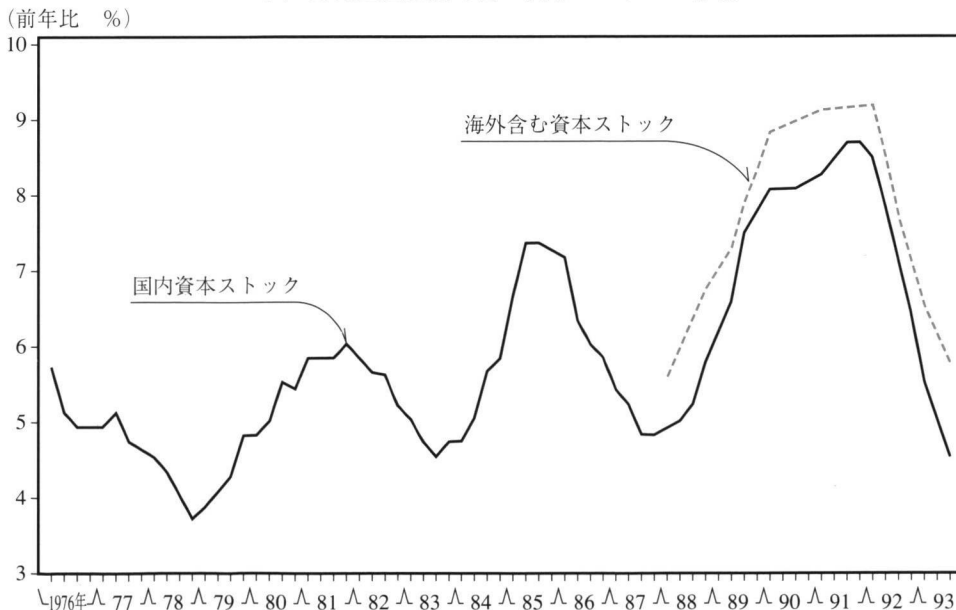
（図表16） 製造業設備投資と海外生産の影響

（1）素材・加工業種別資本ストック前年比の推移



（注）93年度の計数は、法人季報をベースに日本銀行調査統計局が推計したもの。

（2）海外生産拠点を含む資本ストックの推計



（注）「海外生産拠点を含む資本ストック（製造業）」の推計方法。

国内、海外の資本ストックの伸び率\*を生産比率ウエイト\*\*により合成。

\* 1企業当たりの海外有形固定資産（通産省調査）の86年度から89年度にかけての伸び率（年率20.6%）が90年度から93年度にかけても続いているとの前提。

\*\* 海外生産比率は92年度時点では6.6%。

（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」、通産産業省「我が国企業の海外事業活動」

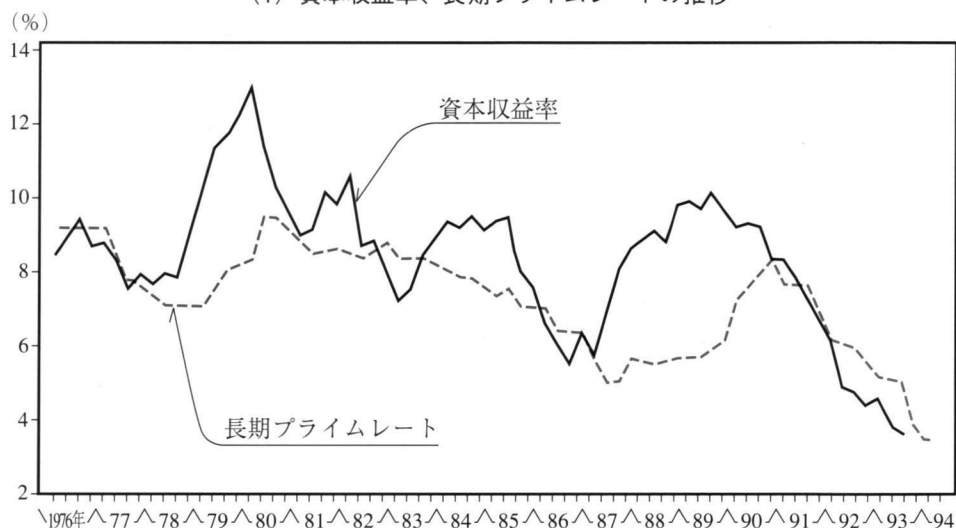
段の海外生産シフト等を通じて、国内投資抑制要因として働いていること等、マイナス要因は少なくない。機械受注などの先行指標の動向を勘案しても、なお当面減勢が続くことは避けられまいが、これまでのリストラ努力と金利の大幅低下が相まって、投資採算は幾分上向くとみられること（図表17）や、海外での生産能力を勘案しても昨年中にストック調整は急速に進展していること等を考え併せ

ると、製造業の設備投資のマイナス幅が縮小する蓋然性は高いと考えられる。

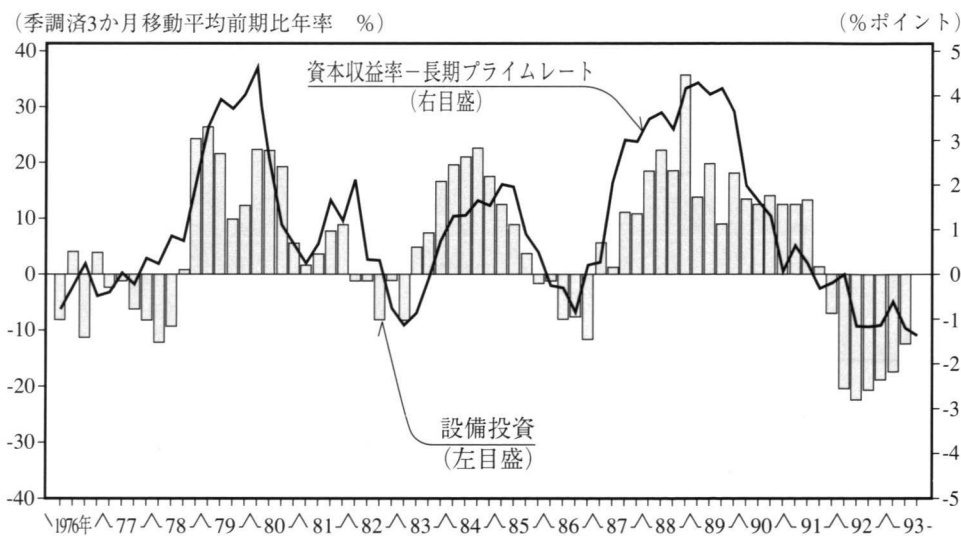
これに対し、非製造業の設備投資についてみると、オフィスビルなど不動産関連投資がなお大幅な過剰ストックを抱えているほか、それ以外の部分についても、大宗を占める中小企業を中心に、資産価格の下落によって、実質自己資本比率と担保余力の低下といったバランスシートの悪化に直面している企業が製造業以

（図表17） 製造業設備投資と投資採算の動向

（1）資本収益率、長期プライムレートの推移



（2）投資採算と製造業設備投資の推移



（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」



上に多いとみられる(後掲図表18、19)(注5、6)。こうした背景に加え、建築着工等の先行指標に依然明確な下げ止まりがうかがわれていないことを勘案すると、非製造業の投資も当面減勢を続けるものとみられる。もっとも、これまでの非製造業の設備投資の低迷には、個人消費不振の影響もあったと考えると、今後個人消費の下げ止まりが定着すれば、この面からの投資抑制効果は徐々に減衰していくことが期待できよう。

一方、住宅投資についてみると(後掲図表20)、貸家着工は減勢にあるものの、住宅公庫貸付金利の低下や、マンション販売の好調を背景に、持家、分譲住宅の着工がかなりの増加をみている。もっとも、先行きについては、低水準の金利、住宅地価格の安定が引き続きプラス要因に働くとみられるが、現在の着工レベルがかなりの高水準にあることを考えると、今後伸び率は鈍化していくとみられる。

また、公共投資についても、93年度末から

翌年度初にかけては、前述のように第2次補正予算の成立もあって、これまでの進捗の遅れを取り戻すかたちで、発注・進捗テンポが高まり、景気下支え効果をフルに発揮することが期待される。ただ、その後に関しては、94年度予算案がまだ策定されていない状況下、不確定な面が大きい。

この間、輸出については、アジア諸国、米国等、主な輸出相手国の経済は拡大基調をたどるとみられるものの、これまでの円高の影響や、電機等での海外生産シフト等を考えると、当面減勢を続ける公算が大きい。他方、輸入浸透度の高まりを伴って、輸入は増勢をたどると見込まれることから、ネット外需はマイナス基調で推移するものとみられる。

以上を総合して先行きの経済を展望すると、ストック調整の進展等を背景に、設備投資のマイナス幅が縮小し、個人消費についても、物価安定が下支えに寄与することから、景気の基軸をなす国内民間需要の底固めが進むこ

(注5) 図表18をみると、非製造業においても実質自己資本比率は80年代前半の水準にまで低下した程度であり、一見バランスシート問題の存在と矛盾するかの印象を与える。しかしながら、資産価格の上昇・下落の過程で、資産取引が行われ、負債調達により資産を購入した企業があれば、それら企業(および、これに融資した金融機関)においては、実質的な自己資本の毀損が生じたとみられる。もちろん、その反対にキャピタル・ゲインを実現した企業も存在するはずであるが、バランスシート問題とは、自己資本を毀損した企業での支出抑制が、マクロ経済に対してより強く影響を及ぼすことから生ずる問題と考えられる。したがって、バランスシート問題の大きさを考える場合、実質自己資本の現在の水準ではなく、この間の大幅な変動に注目する必要がある。

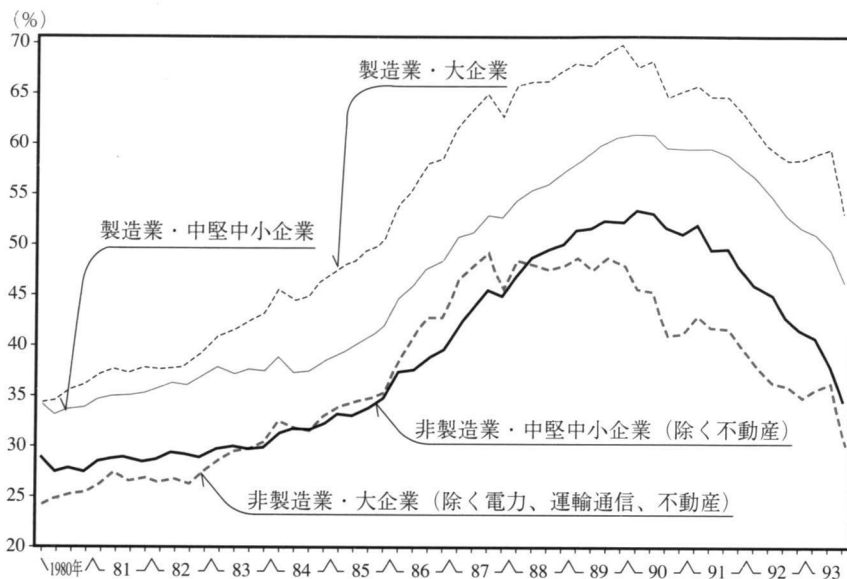
(注6) ちなみに、図表19に示した非製造業設備投資関数の推計結果をみると、①バランスシート指標(長期債務/売上高比率)や地価が、投資抑制要因として働いており、②短観の貸出態度判断D.I.に対しても、上記変数が有意に作用していることを考え併せると、バランスシート問題の影響が示唆される。もとより、上記推計結果が、直ちにバランスシート問題の設備投資への影響を示すものとは言い切れないが、長期債務比率、地価の説明力は、90年以降大きく高まっており、「バブル」の後遺症によって、何らかの構造変化が生じたとも考えられる。

とが期待される。しかしながら、家計・企業の所得・収益環境の厳しさを背景に、需要回復の力は弱いものととどまるとみられる。加え

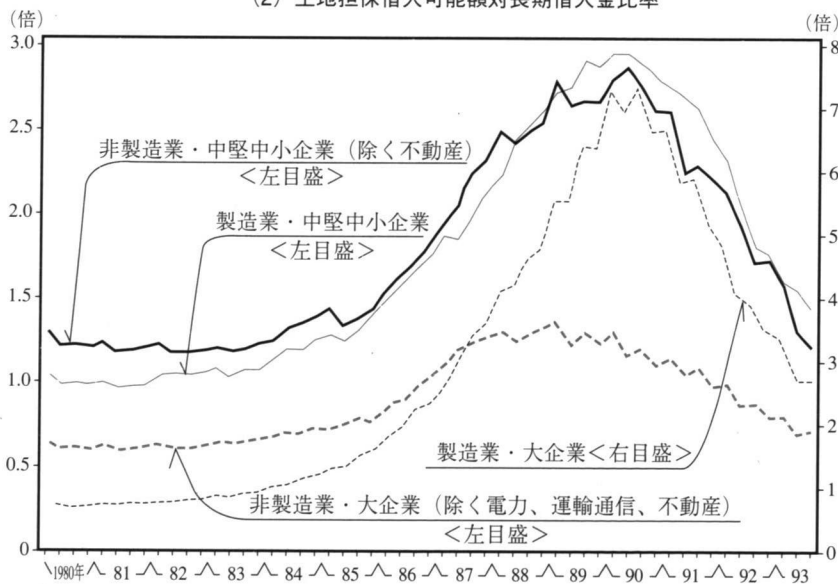
て、外需のマイナス寄与が続くことを考えると、当面顕著な景気の立ち上がりは展望し難い情勢にある。

(図表18) 実質自己資本比率、担保余力の動向(試算)

(1) 実質自己資本比率  $\left( \frac{\text{自己資本} + \text{土地} \cdot \text{株式の含み益}}{\text{総資産} + \text{土地} \cdot \text{株式の含み益}} \right)$



(2) 土地担保借入可能額対長期借入金比率



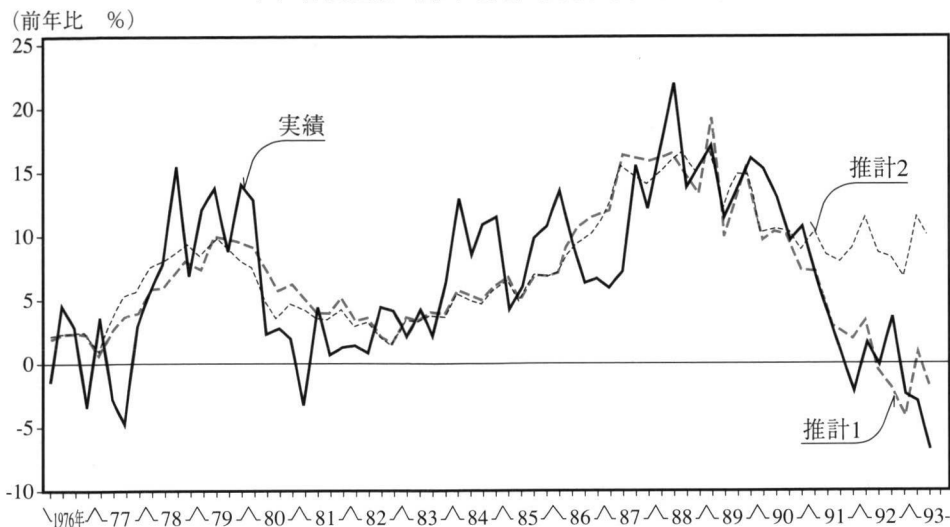
(注) 1. 土地・株式の時価は、79年末時点での非金融法人全体の時価簿価比率(法人企業統計年報、国民所得統計をベースに推計)を業種・規模別の簿価に乗じたものをベンチマークとし、その後は法人企業統計季報、地価指数、株価指数を用いて業種・規模別に試算したもの。

2. 土地担保借入可能額対長期借入金比率 =  $\frac{\text{保有土地残高(時価ベース)} \times \text{担保掛目}(0.7)}{\text{長期借入金残高}}$

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、東証株価指数

(図表19) バランスシート問題と非製造業設備投資

## (1) 非製造業（除く電力）設備投資関数の推計



		定数項	営業利益率	金利	長期債務要因	地価	R <sup>2</sup>	D.W.	S.E.
推計1	計測期間	3.0	7.9	-1.73	-0.5	0.2	0.60	1.32	4.1
	76/1Q～93/2Q	( 1.0 )	( 4.4 )	( -2.9 )	( -2.5 )	( 3.9 )			
推計2	計測期間	11.3	6.8	-2.7	-0.2	0.0	0.56	1.38	4.2
	76/1Q～90/1Q	( 1.0 )	( 3.2 )	( -3.0 )	( -0.5 )	( 0.4 )			

## (2) 非製造業・中小企業の貸出判断D.I.の分析



		定数項	金利	長期債務要因	地価	R <sup>2</sup>	D.W.	S.E.
推計1	計測期間	76.5	-3.6	- 1.9	0.7	0.97	1.35	2.2
	83/2Q～93/2Q	( 22.7 )	( -8.9 )	( -18.9 )	( 4.5 )			
推計2	計測期間	67.4	-3.6	- 1.2	0.4	0.74	1.66	1.8
	83/2Q～90/1Q	( 13.2 )	( -4.6 )	( - 3.0 )	( 0.8 )			

(注) 1.( ) 内はt値。

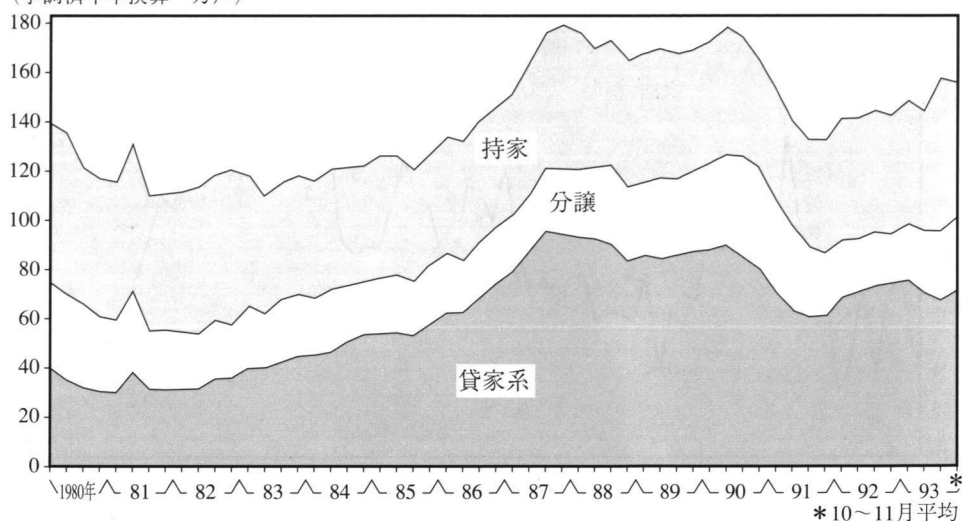
2. 推計2の90/2Q以降については、いずれも外挿。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

(図表20) 住宅投資の動向

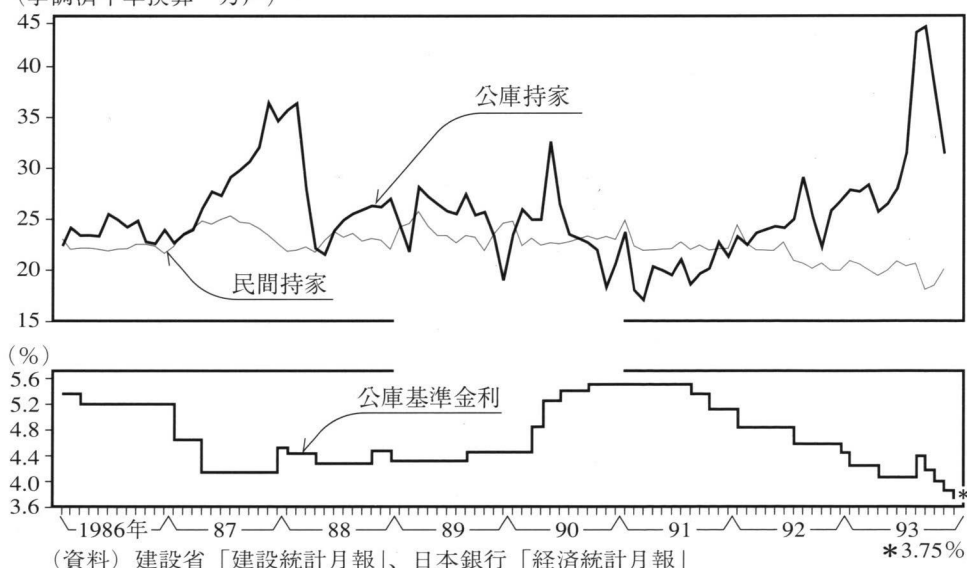
## (1) 新設住宅着工戸数の推移

(季調済年率換算 万戸)



## (2) 住宅金融公庫金利と持家着工の推移

(季調済年率換算 万戸)



(資料) 建設省「建設統計月報」、日本銀行「経済統計月報」

## (3) 物価情勢の展望

上記のような景気展開を前提に、物価面をみると(前掲図表5)、引き続き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、円高の影響が徐々に剥落することから、今後低下幅は縮小していくとみ

られる。しかし、製品需給は当面引き緩んだ地合いで推移することに加え、最近の原油価格の下落の影響をも考えると、これまでの弱含み基調に大きな変化が生ずる可能性は低い。また、企業向けサービス価格も、企業活動の停滞に伴うサービス需要の低迷を背景に、引

き続き落ち着き基調をたどるとみられる。

さらに、消費者物価についても、輸入浸透度の拡大に伴い商品の実勢価格の低下がより広範化するとみられる（前掲注3の図表）ことに加え、サービス価格の上昇率も賃金上昇率の落ち着きを背景に、緩やかな低下傾向をたどるとみられるため、今後さらに落ち着き傾向を強めていく公算が大きい。

#### （4）対外収支の動向

次に、対外収支の先行きを展望すると（前掲図表6）、前述のように実質貿易黒字は、当面縮小基調で推移することが予想される。最近の円高修正傾向についても、輸出企業の収益回復には寄与するとしても、直ちに輸出の急増につながるとは考えにくく、短期的には、逆Jカーブ効果の減衰を通じて、むしろ名目ベース貿易黒字を縮小する要因として働く可能性が高い。もっとも、原油価格の下落が黒字押し上げ方向に作用するほか、経常収支ベースでは、投資収益の受け取り増加が続く

ことを考えると、対外収支黒字の縮小テンポは、比較的緩やかなものとどまろう。

#### （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、今後国内民間需要の底固めが進むことが期待されるが、当面はなおはっきりとした景気回復を展望できる状況にはない。94年度予算編成が進み、財政政策の骨格が明らかになるにつれ（注7）、企業マインドにも好影響を及ぼすと考えられるが、他方、先行きの景気展開については、①景気停滞が長期化する下での潜在的な雇用調整圧力の高まり、②企業、金融機関における不良資産の増加に伴うバランスシート調整問題等、不確定要因が少なくない。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。

（1994年1月21日）

（注7）本資料の分析・記述においては、現在政府で検討中の追加的な景気対策の効果は織り込んでいない。