

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成7年冬） ——

■要 旨■

1. わが国の景気は緩やかに回復を続けている。最終需要をみると、公共投資、住宅投資が引き続き堅調に推移する下で、個人消費が耐久消費財を中心に回復を続け、設備投資は下げ止まり傾向を示している。一方、輸出入がともに増加する中で、ネット外需は減少を続けている。この間、鉱工業生産・出荷は94年1～3月以降4四半期連続して増加した模様である。ただし、景気回復のテンポは、過去の回復期と比べ緩やかである。

物価面では、国内卸売物価の前年比下落幅がやや縮小する一方、企業向けサービス価格の下落幅は引き続き拡大しており、また、消費者物価の上昇幅は縮小傾向を続けている。

対外収支面をみると、実質輸出は海外景気の拡大持続や海外現地生産向けの増加を背景に、また、実質輸入は国内景気回復に加えて中進国の供給力の拡大もあって、いずれも増加している。実質輸入の増勢が実質輸出のそれを上回っていることから、実質貿易収支の黒字幅は引き続き緩やかに減少しており、名目経常収支の黒字幅も頭打ちから減少傾向を示している。

2. ここ数か月の金融面の動きをみると、円／ドル相場は、11月初に96円台までいったんドル安・円高となったが、12月以降は概ね98～101円で推移している。市場金利は、長めの期間の金利を中心に、夏から秋にかけて上昇した後、11月下旬からはやや弱含みとなった。こうした金利の動きは、基本的には、市場における緩やかな景気回復の見通しを反映したものと考えられる。この間、民間金融機関貸出は依然として低迷しているが、マネーサプライは、金融部門での国債保有の増加や、マネー対象外資産からのシフトもあって緩やかに増加している。

3. 今後の経済を展望すると、まず、海外景気については、拡大を続ける見通しであるが、その拡大テンポは幾分鈍化するとみられる。米国では潜在成長率を上回る景気拡大が続いているが、金利上昇によって、先行きは徐々にスローダウンすると予想される。欧州では輸出や

設備投資を軸とした緩やかな景気回復が続くとみられる。アジア諸国では高成長が続き、物価上昇が加速しているため、金融・財政政策は引き締め気味の運営となっている。

4. わが国の経済については、94年初来の景気回復過程で、企業と家計の間に生産と所得の好循環が生まれつつあり、国内民間需要の回復力は今後徐々に強まるとみられる。しかし、他方で、公共投資などの下支え効果が次第に弱まり、海外景気の拡大テンポも緩やかにスローダウンすると見込まれる。また、中進国経済の発展等を背景にした産業構造の調整圧力、企業や金融機関でのバランスシート調整圧力などの、回復制約要因も残存している。このため、当面の景気回復のテンポは、引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高い。

需要項目別にみると、個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善と減税効果の持続により、回復を続けるとみられる。設備投資は、企業収益の持ち直しや稼働率の上昇を背景に、下げ止まりから緩やかな増勢に転じるとみられる。一方、住宅投資や公共投資は、高水準ながら景気下支えの効果は次第に弱まる公算が大きい。また、輸出は増勢が鈍化し、輸入は内需の回復テンポを上回って増加を続ける中で、ネット外需（輸出－輸入）は減少傾向を続ける見通しである。

5. 先行きの物価については、国際商品市況が上昇気味ながら、国内の需給ギャップが依然大きく、かつ廉価輸入品の増加の影響もあって、総じて安定圏内で推移するとみられる。すなわち、国内卸売物価は前年比の低下幅が幾分縮小し、消費者物価（除く生鮮食品）も前年比上昇率の低下傾向に歯止めがかかる見通しにある。ただ、流通段階での競争が激しさを増す中で、国内卸売物価の低下圧力が減退するにもかかわらず、消費者物価は落ち着いた動きを続ける可能性が高い。

対外収支については、実質貿易収支の黒字幅が減少傾向を続ける下で、名目経常収支の黒字幅も緩やかに縮小傾向を辿ると予想される。

6. 以上みてきたように、わが国の景気は今後も回復過程を辿るとみられる。しかし、中進国経済の発展等を背景とした産業構造の調整圧力や、バランスシート調整圧力などが、企業の投資活動を抑える方向に作用するだけに、当面の回復テンポは緩やかであるとみられる。したがって、日本銀行としては、今後の金融・経済情勢の展開について、引き続き注意深く見守っていく所存である。

1. 最近の経済情勢

(1) 緩やかに回復を続ける景気

わが国の景気は緩やかに回復を続けている

(図表1)。最終需要をみると(後掲図表2)、公共投資、住宅投資が堅調に推移する下で、個人消費が回復を続け、設備投資は下げ止まり傾向

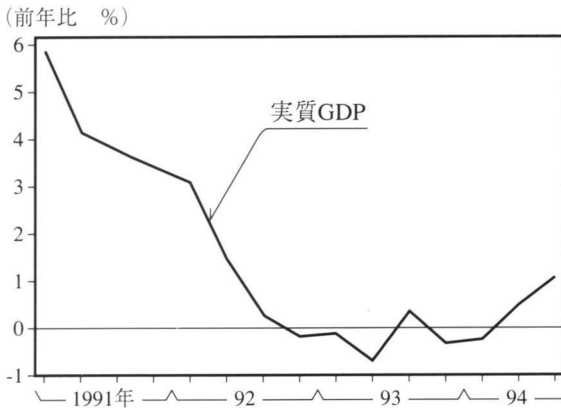
(図表1)

景気指標(概観)

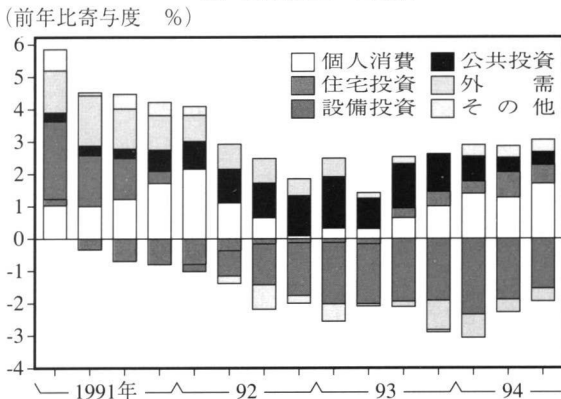
	1993年4~6月	7~9月	10~12月	94年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
鉱工業生産 <季調済前期比 %> <前年比 %>	△ 1.2 △ 4.2	△ 1.0 △ 3.9	△ 2.4 △ 4.9	1.5 △ 3.1	1.0 △ 1.1	1.6 1.6	(10~11月) 1.3 5.7
業況判断D.I. (主要企業、全産業) <「良い」-「悪い」%ポイント>	△ 44	△ 47	△ 52	△ 52	△ 46	△ 36	△ 30
実質消費支出(全世帯) <前年比 %>	△ 0.5	△ 1.5	0.8	△ 0.8	△ 1.2	0.5	(10月) △ 0.4
全国大型小売店販売額 <前年比 %>	△ 4.2	△ 4.4	△ 5.0	△ 2.7	△ 3.2	△ 0.8	(11月) 0.3
家電販売 <前年比 %>	△ 0.8	△ 5.7	△ 1.0	3.1	△ 0.2	19.8	(10~11月) 6.9
乗用車新車登録台数(除く軽) <前年比 %> <季調済年率 万台>	△10.4 338	△ 6.8 336	△ 8.7 321	△ 5.6 345	△ 3.0 328	4.2 351	2.5 331
新設住宅着工戸数 <前年比 %> <季調済年率 万戸>	2.0 143	8.6 155	7.1 151	7.7 157	11.8 160	1.7 157	(10~11月) 2.3 157
機械受注 (民需、除く船舶・電力) <前年比 %>	△16.0	△11.1	△ 8.7	△ 2.4	2.4	2.8	(10~11月) 10.7
建築着工床面積 (民間、非居住用) <前年比 %>	△24.2	△27.6	△19.1	△14.8	△12.3	△ 1.0	(10~11月) 2.1
公共工事請負金額 <前年比 %>	12.8	△ 0.5	△ 0.8	10.3	△ 6.1	△ 3.8	△ 2.8
有効求人倍率 <季調済倍>	0.80	0.71	0.66	0.66	0.64	0.63	(10~11月) 0.64
実質輸出 <前年比 %>	3.6	1.0	△ 2.3	△ 0.1	3.2	5.1	(10~11月) 10.6
実質輸入 <前年比 %>	△ 2.0	2.1	1.7	5.8	9.5	10.4	(10~11月) 12.9

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

(図表2) 実質GDP
(1) 実質GDP成長率



(2) 実質GDPの内訳



(注) その他=在庫投資+政府消費
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

を示している。この間、輸出入がともに増加する中で、ネット外需（輸出－輸入）は減少を続けている。

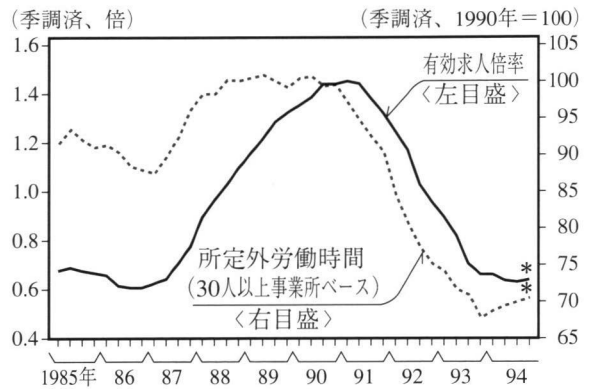
これらの動きをやや詳しくみると、個人消費は、耐久消費財を中心に回復を続けている。乗用車新車登録台数（除軽自動車）は、94年7月以降6か月連続で前年水準を上回り、家電販売も、猛暑のエアコンなどへの押し上げ効果が剥落した後も、堅調な伸びを続けている。旅行支出も、海外旅行を中心に回復傾向が明らかになっ

ている。百貨店やスーパーといった大型小売店の販売額も、前年比のマイナス幅が縮小傾向を続け、94年11月にはプラスとなった。最近の個人消費の回復には、耐久消費財のストック調整の進展のほか、所定外労働時間の増加や有効求人倍率の下げ止まりなど、家計を巡る雇用・所得環境の好転が寄与しており（図表3-(1)）、つれて消費者マインドも着実に持ち直してきている（図表3-(2)）。

設備投資については、実質GDPベースで、94年

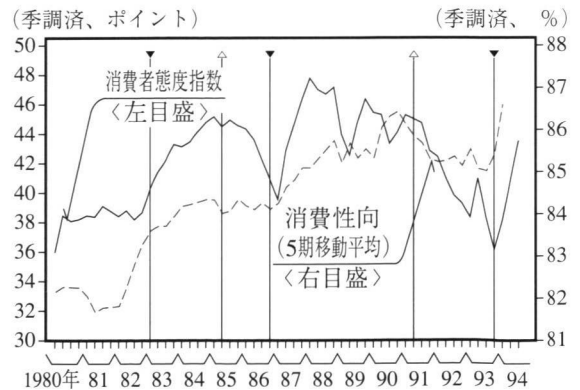
(図表3) 消費環境

(1) 雇用情勢



(注) *は10～11月平均。

(2) 消費者態度指数と消費性向



(注) △は景気の山、▼は景気の谷を表す。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、経済企画庁「国民所得統計」「消費動向調査」

7～9月に12四半期ぶりに前期比増加となった。また最近では、先行指標の一部に持ち直しの兆しが窺われる(図表4)。業種別には、半導体や液晶の需要が好調な電気機械や、新規分野の需要拡大が見込まれる流通関連の一部等で、投資

が幾分積極化している。しかし、後に詳しくみるとおり、企業の投資マインドは総じてなお慎重であり、設備投資の下げ止まりの時期は、過去の景気回復局面よりも後ズレしている。

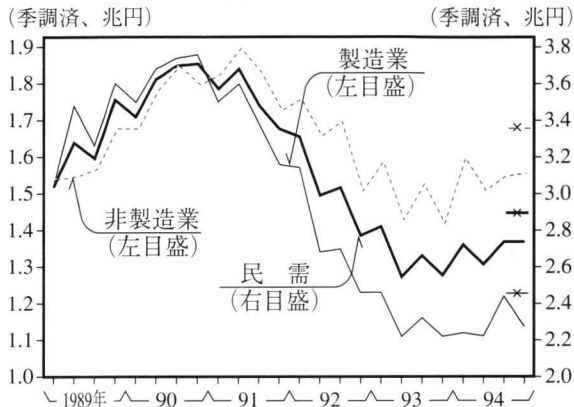
住宅投資は、持家や分譲マンションを中心に、引き続き堅調に推移している。また、公共投資も高水準の執行が続いている。ただし、その伸びは幾分鈍化しつつある。この間、輸出は海外景気の拡大持続を主因に増加を続けているが、輸入がこれを上回って伸びていることから、ネット外需は減少を続けている。

最終需要が緩やかに回復を続ける中で、鉱工業生産・出荷は94年1～3月以降4四半期連続で増加した模様である(後掲図表5)。当面95年1～3月についても、内外需が好調な電気機械、また内需が持ち直しつつある自動車、紙パ、化学等、多くの業種において生産が増加する見通しである。もっとも、最終需要の回復が緩やかであるだけに、企業の生産態度は、基本的には需要見合いの慎重なものとなっている。

景気回復のテンポについては、過去の回復期と比較して緩やかである(後掲図表6)。ちなみに過去3回の回復局面(注1)において、最初の3四半期間の実質成長率(年率)は平均で4.3%であったが、今回は2.5%にとどまっている。しかも今回の場合、回復3四半期目に当たる7～9月が、猛暑の影響や所得税減税の初期効果により実勢を幾分上回っていた可能性があり、この点を割り引いて考える必要がある。なお、11月までの実績と12月の予測指数が利用可能な鉱工業生産について、ボトムから回復後4四半期目までの伸び率をみると、過去3回の平均が9.0%であったのに対し、今回は5.5%にとどまる。

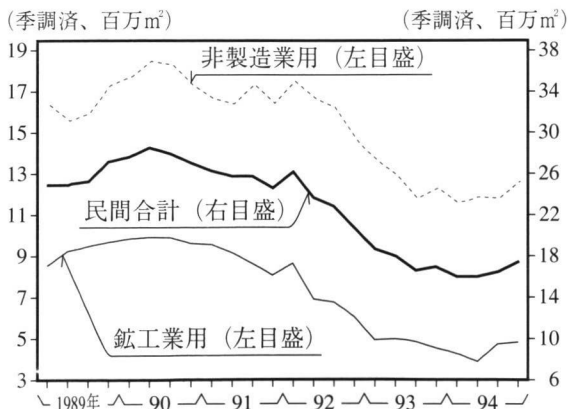
(図表4) 設備投資関連指標

(1) 機械受注



- (注) 1. 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。
- 2. -X-, -X-, -X-は、それぞれの10～12月の業界見通しレベル。
- 3. 94年10～12月は10、11月の計数を四半期換算。

(2) 建築着工床面積(非居住用)



- (注) 94年10～12月は10、11月の計数を四半期換算。
- (資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

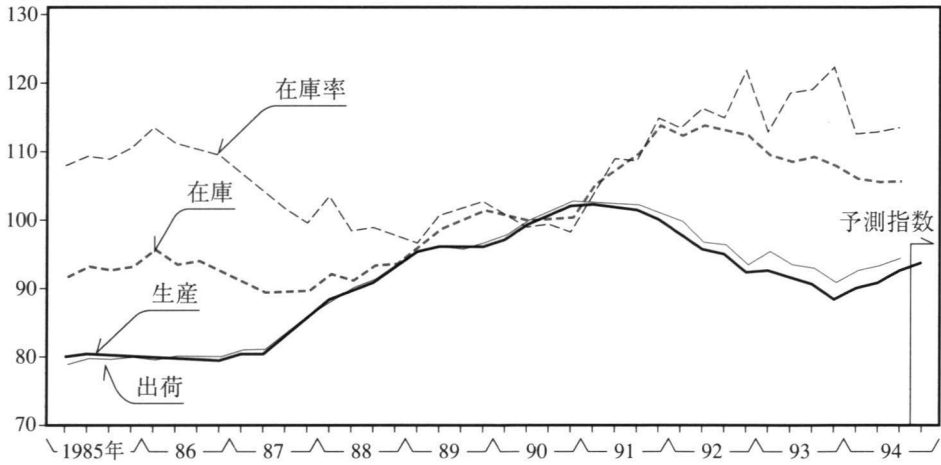
(注1) 第1次オイルショック後、第2次オイルショック後、円高不況後の3回。

(図表5)

鉦工業生産・出荷・在庫

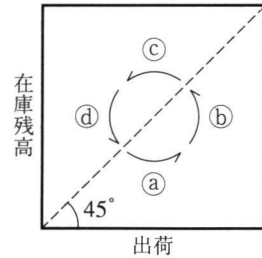
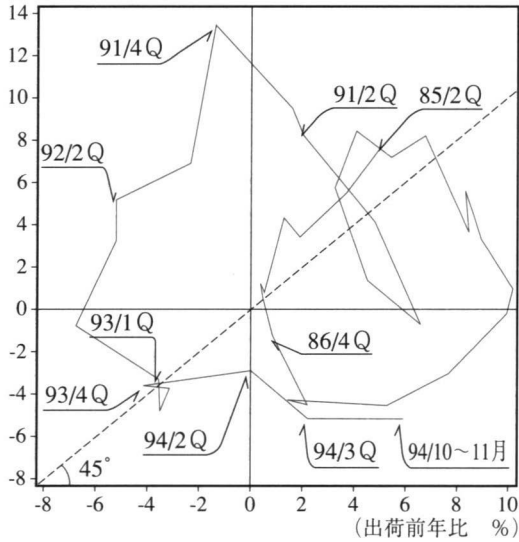
(季調済、1990年=100)

(1) 生産・出荷・在庫



(2) 在庫循環

(在庫前年比 %)



- ①回復局面
- ②在庫積み増し局面
- ③在庫積み上がり局面
- ④在庫調整局面

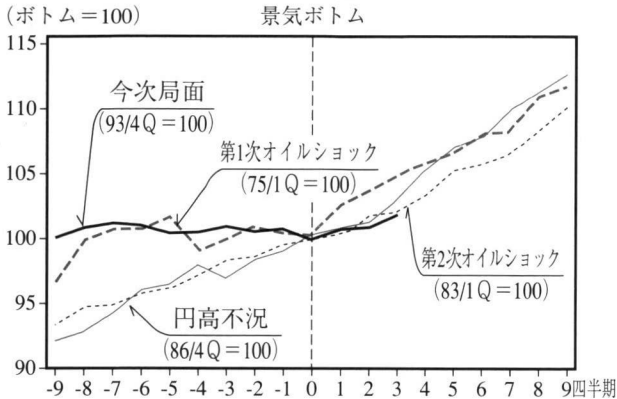
(資料) 通商産業省「鉦工業指数統計」

(図表6) 景気回復の局面比較

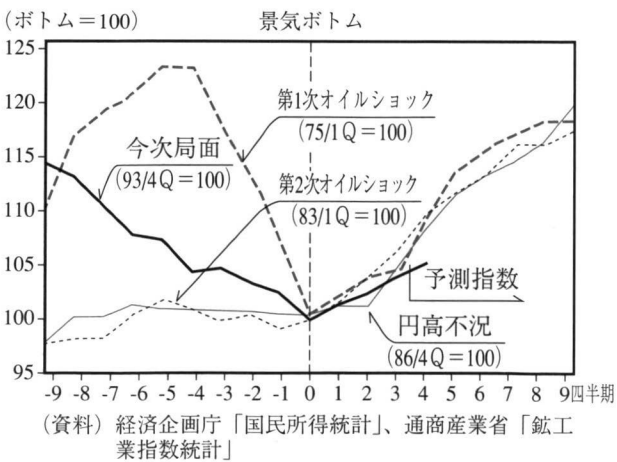
		ボトムからの伸び率(年率 %)	
		実質GDP	鉱工業生産
3四半期まで	今回	2.5	5.6
	過去3回平均	4.3	6.7
4四半期まで	今回	n.a.	5.5*
	過去3回平均	4.8	9.0

(注) *は予測指数で試算。

(1) 実質GDP



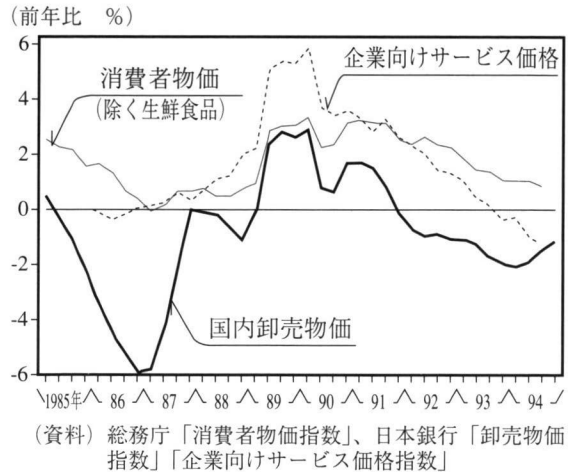
(2) 鉱工業生産



(2) 物価は安定

国内卸売物価は、需給ギャップが依然大きい
うえに、円高等を背景にした割安な輸入製品と
の競合激化もあって、引き続き前年を下回って
いる(図表7)。もっとも、海外景気の拡大によ
る国際商品市況の上昇に加え、国内でも需給の

(図表7) 物 価

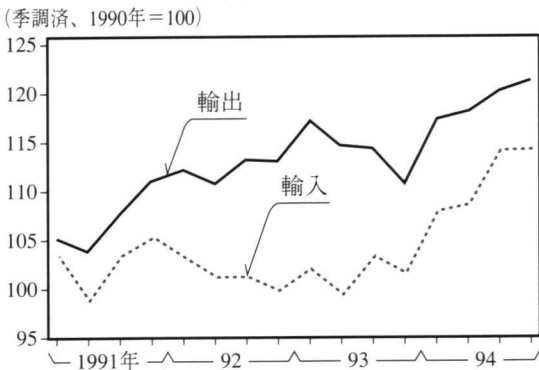


引き緩みが後退しつつあることから、非鉄、紙
パ、化学等の素材関連品目を中心に、前年比の
マイナス幅は縮小傾向にある。これに対し、企
業向けサービス価格については、オフィスビルの
供給過剰や、リストラ圧力による需要の停滞
などから、不動産賃料や情報サービスをはじめ
として、前年比の低下幅が拡大している。この
間、消費者物価(除く生鮮食品)は、商品の値
下がり持続、サービス価格の上昇鈍化から、全
体の前年比の上昇率が0.5%程度にまで縮小して
いる。

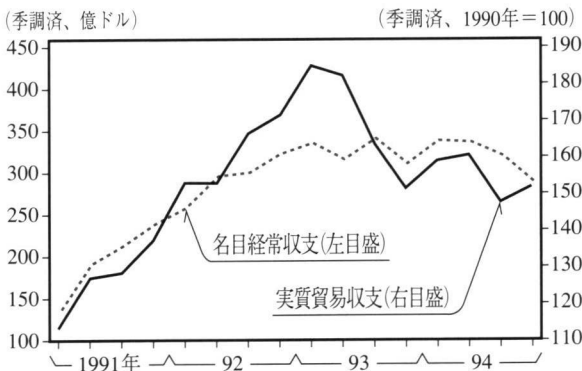
(3) 対外収支黒字は減少傾向

対外収支の動向をみると(後掲図表8)、実質
輸出は海外景気の拡大や、海外生産シフトに伴
う資本財や生産財の誘発輸出を背景に、増加傾
向を続けている。他方、実質輸入は、94年夏に
かけ急増した後、10~11月にはその反動でやや
伸びが一服しているが、基調としては内需の回
復や中進国の供給力の拡大を背景に、輸出の伸
びを上回って増加している。このため、実質貿
易収支の黒字幅は、緩やかな減少傾向を辿って
いる。この間、輸出入価格はともに上昇してい

(図表8) 対外収支
(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でおおのデフレートしたもの。
2. 実質貿易収支は、実質輸出と実質輸入の収支尻。
3. 94年第4四半期の実質輸出(入)、実質貿易収支は、おおの10、11月の平均。
4. 94年第4四半期の名目経常収支は、10、11月平均の四半期換算。

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

る。これらを背景に、名目経常収支も、最近では概ね実質貿易収支を反映した動きとなっており、黒字幅は頭打ちから減少傾向を示している。

2. 最近の金融情勢

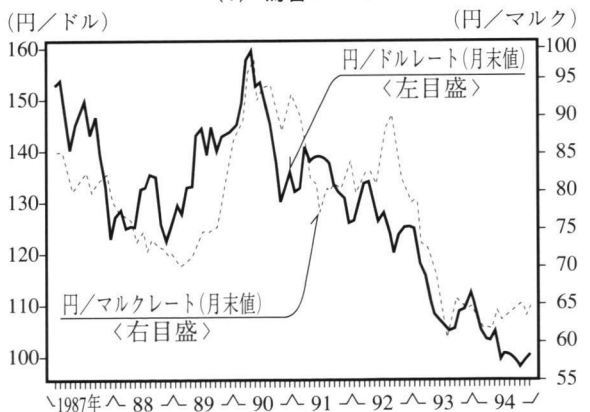
(1) 緩やかな景気回復を織り込む金融市況

最近の金融・為替市況をみると、まず、円/ドル相場は(図表9-(1))、10月央以降、米国中間選挙を巡る市場での思惑などからドル安・円高が進み、11月2日には東京市場の終値で円の戦後最高値となる96.40円をつけた。しかし11月央に、米国での公定歩合の引き上げを契機にドル高・円安に転じた後、12月は概ね100円近辺での小動きとなった。1月入り後は、やや振れを伴いつつも概ね98~101円で推移している。この間、円は独マルクに対して、12月末から1月にかけて幾分安くなった。

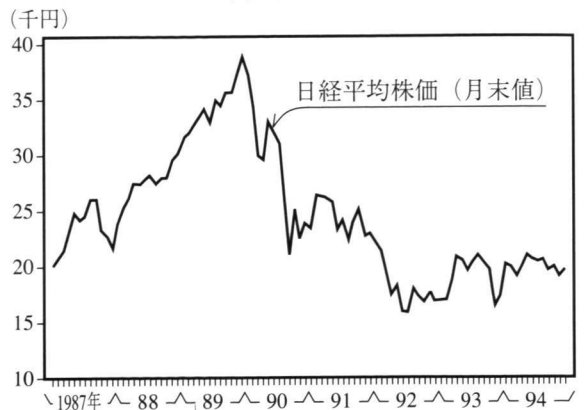
株価(日経平均株価)は(図表9-(2))、11月

(図表9) 為替レート、株価

(1) 為替レート



(2) 株式市況

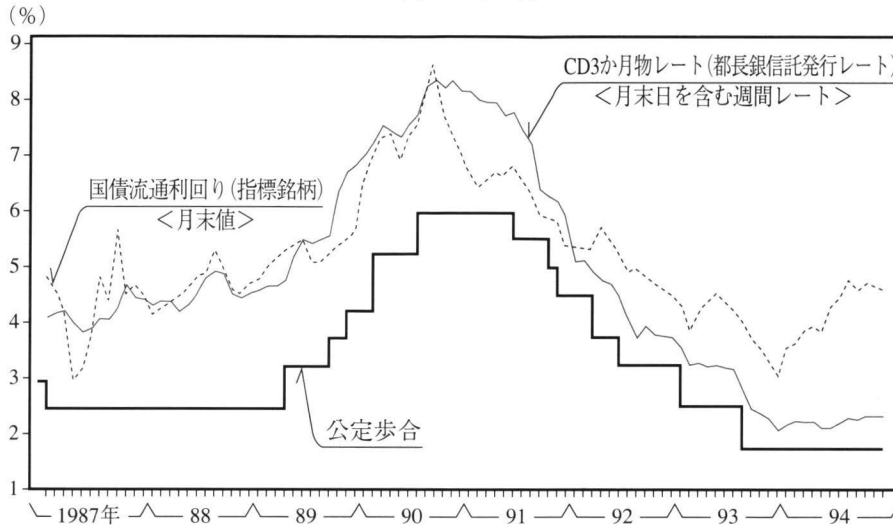


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

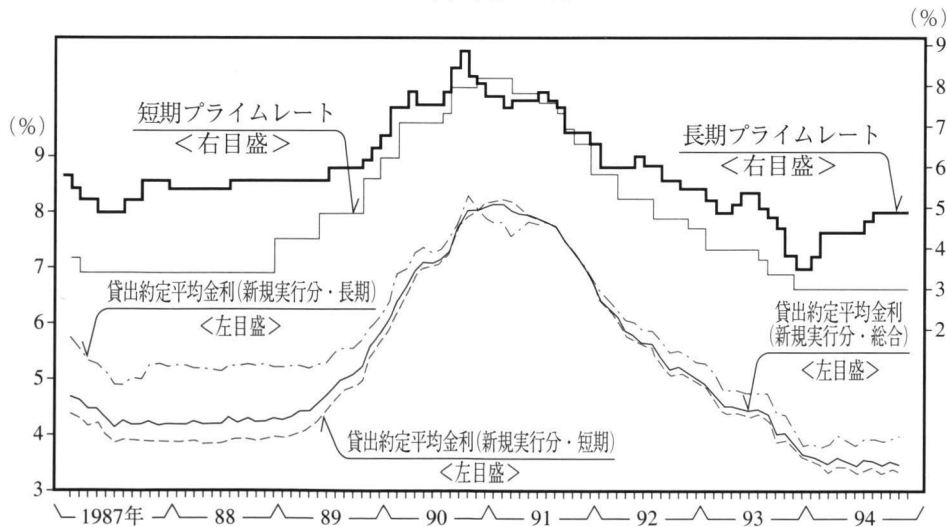
初まで20千円に近い水準で推移した後軟化し、11月下旬には一時18千円台半ばまで下落した。もっとも、その後はやや反発し、12月以降は概ね19千円台で推移している。

国内市場金利の動向をみると（図表10-（1））、短期市場金利は、10月央以降総じて安定的に推移している。もっとも、6か月物、1年物等のやや長めのものを中心に、夏から秋にかけて上

（図表10） 金 利
（1）市場金利



（2）貸出金利



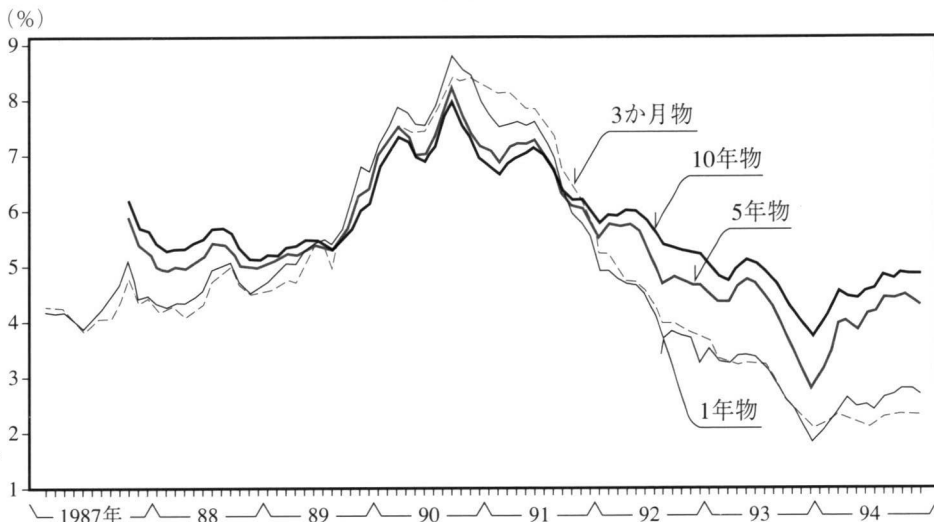
（資料）日本銀行「経済統計月報」

昇した後、11月下旬からはやや弱含みとなった(図表11-(1))。この間、長期市場金利も、11月下旬からやや軟化した。1月入り後は為替相場の動き等を受けて幾分上下した。

11月下旬以降の市場金利の軟化は、市場における景気回復期待が引き続き強い中で、回復のテンポに関しては、市場の予想が10月頃までに

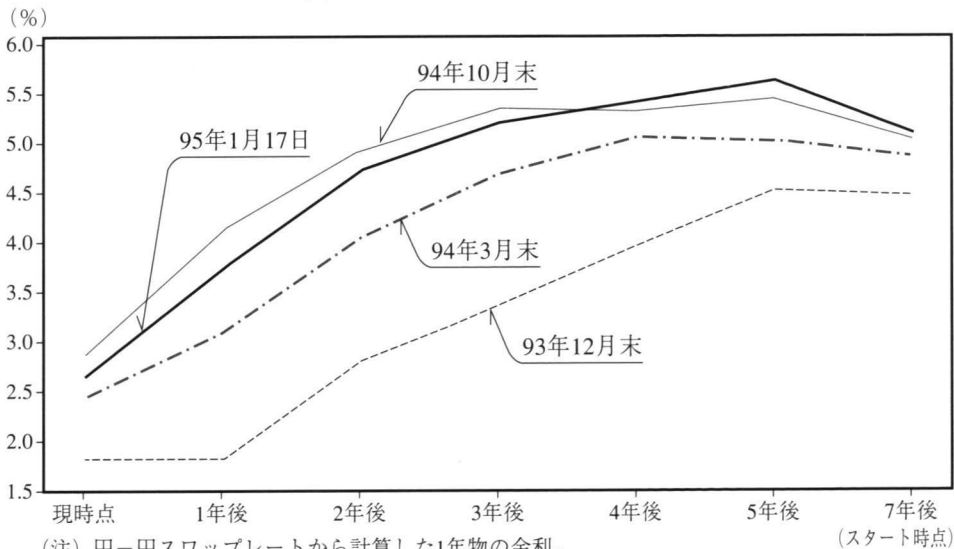
比べれば若干下方修正されたことを反映していると考えられる。ちなみに、金利の期間構造から推計される最近の市場の予想金利(インプライド・フォワードレート)をみると(図表11-(2))、引き続き右肩上がりの形状となっているが、10月末に比べれば、やや下方にシフトしている。

(図表11) 金利の期間構造
(1) 長短金利



(注) 3か月物と1年物はユーロ円、5年物と10年物は円-円スワップレート。

(2) インプライド・フォワードレート



(注) 円-円スワップレートから計算した1年物の金利。

(資料) 「日経金融新聞」等

(2) マネーサプライは緩やかに増加

民間金融機関貸出をみると(図表12)、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、4～6月+0.1%の後、7～9月△0.3%、10～12月△0.2%と、小幅のマイナスを続けている。また、企業による資本市場における資金調達をみても、低

調に推移している(後掲図表13-(1))。このような企業の資金需要、とりわけ長期の資金に対する需要の低迷は、主として設備投資の停滞を反映している。さらに、大企業を中心に、財務効率の改善に向けた長期的な見地から、有利子負債を一段と圧縮する動きが広範化しつつあることも

(図表12)

金融機関貸出

(1) 5業態計の総貸出

(単位 平残前年比 %)

	1994年				94年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	9月	10月	11月	12月
都 銀	0.4	△0.1	△0.5	△0.6	△0.4	△0.6	△0.5	△0.6
長 信	0.2	△1.1	△0.7	△0.9	△0.4	△0.9	△0.7	△0.9
信 託	△2.0	△2.9	△3.5	△3.7	△3.5	△3.8	△3.6	△3.8
地 銀	1.8	1.6	1.1	1.4	1.1	1.5	1.6	1.2
地 銀Ⅱ	0.6	1.6	1.7	2.5	1.9	2.3	2.6	2.7
5業態計	0.5	0.1	△0.3	△0.2	△0.2	△0.2	△0.1	△0.2
円貸出	1.2	0.5	0.1	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4
インパクトローン	△7.7	△5.6	△5.1	△7.3	△5.4	△7.3	△7.0	△7.5

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1994年				94年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	9月	10月	11月	12月
外銀(平残)	△16.5	△20.2	△15.6	△14.7	△16.5	△17.0	△15.1	△11.7
信金(末残)	2.2	2.2	2.1	2.3	2.1	1.6	2.3	2.3
生保(末残)	4.9	3.7	6.8	n.a.	6.8	7.1	n.a.	n.a.

(注) 1. 信金は総貸出(インパクトローンを含む)。

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」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

影響している。この間、企業セクター以外への貸出については、個人向け住宅ローンは増加を続けているが、消費者信用は低迷している(図表13-(2))。

借入需要が低迷を続ける中で、民間金融機関では、引き続き貸出金利設定の弾力化等によって、既存借入のつなぎ止めや新規取引先の開拓に注力している。こうした状況下、貸出約定平

(図表13) 資本市場調達、個人向け貸出

(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	うち 普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	増 資
1992年度	111,992 (△22.6)	85,976 (7.6)	8,041 (△58.2)	16,304 (△61.3)	1,671 (△51.4)
93	108,846 (△ 2.8)	58,313 (△32.2)	26,074 (3.2倍)	21,396 (31.2)	3,063 (83.3)
94年 4～ 6月	18,844 (△26.1)	12,985 (△13.7)	4,943 (△14.8)	551 (△87.5)	365 (49.6)
7～ 9	22,758 (△22.8)	9,105 (△45.7)	12,097 (50.2)	588 (△83.6)	968 (△ 8.9)
10～12	p19,719 (△23.6)	8,377 (△43.2)	8,022 (71.2)	218 (△96.4)	p3,102 (8.5倍)

- (注) 1. 民間金融機関の発行する劣後債以外の金融債は含まれない。
2. 94年12月の増資は時価発行公募増資のみ。

(2) 個人向け貸出

(単位 兆円、末残前年比 %)

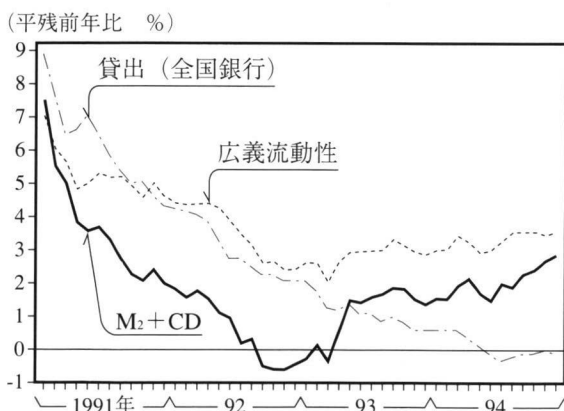
	住 宅 信 用			消 費 者 信 用 < 全 銀 >	
	合 計	全 銀	住宅公庫	(()内は新規貸出前年比 %)	
1993年 9月末	5.8	0.5	11.6	△ 6.2	(△37.3)
12	6.4	0.3	12.8	△ 6.6	(△39.0)
94年 3	7.1	1.4	12.9	△ 6.8	(△22.3)
6	7.9	1.4	14.4	△ 6.6	(1.0)
9	8.4	1.8	14.8	△ 7.2	(8.0)
93年度末残高	92.8兆円	44.7兆円	48.1兆円	18.4兆円	

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」等

均金利（全国銀行・新規実行分）は引き続き低水準で推移している（前掲図表10-(2)）。

一方、マネーサプライをみると（図表14）、 $M_2 + CD$ は、平残前年比が7～9月は+2.1%、10～12月は+2.7%となっており、緩やかな増加を続けている。また、広義流動性も、同様に緩やかな増加を示している。このようなマネーサプライの動向は、基本的には、景気の緩やかな回復に対応して取引動機に基づく貨幣需要が増加しつつあることを、反映したものとみることができ。民間金融機関貸出が低迷しているにもかかわらず、マネーサプライが緩やかながらも増勢を辿っているのは、財政支出が増加する中で機関投資家を含めた広義の金融部門での国債保有が増加していることや、マネー対象外資産から

（図表14） マネーサプライ



（注）1. 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 ）＋全国銀行等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. 全国銀行の総貸出（インパクトローン、ユーロ円インパクトローンを含む）。

（資料）日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向」

預金へのシフトがみられることも、影響しているとみられる。今後についても、緩やかな景気回復の下で、マネーサプライも緩やかに増加するとみられる（1～3月の $M_2 + CD$ 平残前年比は+3%前後となる見通し）。

3. 当面の経済情勢の展望

（1）海外経済の動向

今後の経済を展望すると、まず、海外経済については（後掲図表15）、多くの地域で景気拡大が持続する見通しである。米国では、個人消費、設備投資を中心に景気の拡大が続いている。実質GDPの前期比年率は、94年4～6月+4.1%、7～9月+4.0%と、潜在成長率を上回る成長を続けており（注2）、稼働率が上昇し、失業率は低下している。こうした製品・労働需給の引き締まりにもかかわらず、生産者物価・消費者物価は、企業の合理化投資等による生産性の上昇もあって、これまでのところ落ち着いた動きとなっている。もっとも、素材や中間財の価格は上昇しており、インフレ圧力は強まっている。このため、連邦準備制度理事会は、インフレ圧力の抑制と経済成長の持続性を確保することを目的として、5月、8月に続いて11月にも公定歩合を引き上げた。先行きについては、企業部門では競争力強化を狙った設備投資の増勢が情報関連機器を中心に当面続くともみられる。一方、家計部門をみると、モーゲージ申請件数や耐久財消費に頭打ちの兆しがみられ始めており、今後は金利上昇の効果が主として住宅投資や個人消費を通じて経済全体に浸透し、成長率は緩やかに低下に向かうと予想される。

（注2）米国の潜在成長率は、2.5%程度と考えられている。もっとも、近年の旺盛な設備投資等による生産性の向上から、最近では2.7～2.8%程度に高まっているとの見方も少なくない。ただその場合でも、4%強という最近の成長率が潜在成長率をかなり上回るものであることには変わりはない。

(図表15)

海外経済

(1) 実質GDP

(単位 前年比 %)

	1992年	93年	94年			
			10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
米 国	2.3	3.1	6.3	3.3	4.1	4.0
内需 (寄与度)	2.6	4.0	5.9	5.1	4.7	4.4
外需 (ク)	△0.3	△0.8	0.3	△1.7	△0.6	△0.4
EU (欧州連合)	1.1	△0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ドイツ	2.3	△1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
〈旧西ドイツ地域〉	〈 1.8〉	〈△1.7〉	〈△0.6〉	〈 2.2〉	〈 2.3〉	〈 2.4〉
フランス	1.2	△0.9	△0.5	1.4	2.3	2.8
英国	△0.5	2.1	2.7	3.4	4.3	4.1
アジア N I E s	5.9	6.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓国	5.0	5.6	6.4	8.9	7.8	7.5
台湾	6.8	6.3	6.5	6.3	6.6	6.1
中国	13.6	13.4	n.a.	(1~9月) 11.4		

- (注) 1. 米国の四半期計数は季調済前期比年率。
 2. 韓国は実質GNPを使用。
 3. 94年中のドイツの計数は2.8%、旧西ドイツ地域の計数は2.3%。

(2) 物 価

(単位 前年比 %)

	1993年	94年	94年				
			1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	生産者物価(最終財)	1.2	0.6	0.2	△0.2	1.3	1.3
	消費者物価	3.0	2.6	2.5	2.4	2.9	2.7
	〈同・除く食料品、エネルギー〉	〈 3.3〉	〈 2.9〉	〈 2.9〉	〈 2.8〉	〈 2.9〉	〈 2.8〉
ドイツ	生計費指数	4.1	3.0	3.3	3.0	3.0	2.8
フランス	消費者物価	2.2	n.a.	1.8	1.7	1.7	1.7
英国	小売物価	1.6	n.a.	2.4	2.6	2.3	2.5
韓国	消費者物価	4.8	n.a.	6.5	5.8	6.9	5.8
台湾	ク	2.9	n.a.	3.4	3.2	6.0	3.9
中国	全国小売物価	13.2	n.a.	20.0	19.5	23.2	25.2

- (注) 1. ドイツは旧西ドイツ地域の計数。
 2. 94年10~12月については、英国・中国は10~11月の計数。
 (資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

欧州経済をみると、ドイツおよびフランスでは、輸出が好調を持続しているほか、設備投資も持ち直しの度合いを強めるなど、景気は着実

に回復傾向を辿っている。ただ雇用面では、失業者数は頭打ちとなっているが、目立った改善はみられていない。両国とも、当面は輸出と設

備投資を軸とした緩やかな回復が続くとみられる。この間、英国では、輸出と個人消費の好調に加え、最近では企業の設備投資マインドも積極化するなど、景気の拡大が続いている。このため、イングランド銀行は、インフレ圧力の台頭を未然に防ぎ、景気拡大を長続きさせる観点から、9月に続いて12月にも政策金利を引き上げた。

アジア諸国をみると、NIEsやASEAN諸国では、先進国・アジア域内向け輸出の増加が内需に波及して、高成長を続けている。こうした景気動向を背景に物価は上昇傾向にあり、多くの国で引き締め気味の金融・財政政策が採られている。中国でも、内需が個人消費を中心に引き続き高い伸びを示し、輸出の大幅な増加から貿易収支も黒字で推移している。こうした内外需の増加に伴う需給の逼迫に加え、農産物・食料品の政府買い入れ価格の引き上げもあって、物価の騰勢が強まっており、政府・中央銀行は総需要抑制姿勢をやや強めている。

(2) 国内経済の展望

わが国の景気は94年初に回復を始めたが、これは①耐久消費財や企業設備のストック調整進展、②金融・財政政策の累積的な効果、③海外景気の拡大、等の要因が複合的に作用したためである。その後約1年の景気回復の過程で、生産拡大→所得拡大→需要拡大→生産拡大、という自律的な拡大メカニズムが、作動し始めている。

すなわち、まず家計部門では、生産の拡大に伴って所定外労働時間が94年初に増加を始め、夏には有効求人倍率が底入れし（前掲図表3）、その後失業率の悪化も止まりつつある。このような雇用環境の持ち直しを背景に、消費者のマインドも持ち直し、減税効果を含めた可処分所得の増加が、個人消費支出の増加につながってきた。この間、企業部門では、リストラによる固定費削減の効果が現れてきたところへ、生産の回復と売上数量増が加わって、収益が回復（注3）し始め、過剰資本ストックの調整進展とも相俟って設備投資の下げ止まりをもたらしている。さらには、94年冬のボーナスも2年ぶりに前年水準に復すなど、企業収益の回復が家計所得の増加につながり始めている。

このように企業と家計の間に生産と所得の好循環が生まれると、景気回復に弾みがつくのが、80年代までの日本経済では通例であった（注4）。これは、上記のような個人消費を軸とする乗数効果に加え、稼働率がある程度の水準に復したあとは、設備投資に加速度原理が働いた（投資拡大が需要増加の面から一段の投資拡大を引き起こした）ためである。しかし、今回の自律的な回復力は、過去の回復期に比べると弱い。先にみたとおり、実質GDPや鉱工業生産の景気ボトムからの回復テンポは、過去の局面に比べて緩やかである（前掲図表6）。また、雇用や収益に関する指標について同様に比較しても、やはり今次局面における回復テンポは相対的に遅

（注3）11月の主要企業短観によれば、製造業（除く石油精製）における経常利益の前年度比は、93年度△28.1%から94年度は+26.9%と5年ぶりに増益に転じる見通しである。もっとも、非製造業（除く電力・ガス）については、93年度△20.6%から94年度は△4.1%と、その幅がかなり縮小するとは言え、引き続き減益の見通しとなっている。

（注4）93年10～12月が景気ボトムであるから、景気回復は既に2年目に入っている。ちなみに過去の景気回復2年目の成長率（ボトム後8四半期目の実質GDP前年同期比）をみると、第1次オイルショック後が4.7%、第2次オイルショック後が4.6%、円高不況後が5.5%と、いずれも5%前後であった。

い(図表16)。とりわけ、景気の自発的な拡大に最も大きな影響を与えられられる設備投資の回復が鈍い。この点について過去の景気回復局面と比較してみると(図表17)、第2次オイルショック後や円高不況後においては、景気がボ

トムをつけるとほぼ同時に設備投資が明確に増加し始めた。これに対して今次局面では、景気底入れ後も設備投資はなお減少しており、回復期入り後しばらく停滞の続いた第1次オイルショック後の状況に近い(注5)。

(図表16)

景気回復のテンポ

—景気ボトムから1年後までの変化

	第1次オイルショック後	第2次オイルショック後	円高不況後	今次局面
有効求人倍率	倍ポイント △0.06	0.06	0.19	△0.03
失業率	%ポイント 0.21	0.09	△0.10	0.35
製造業経常利益率 (主要短観・除く石油精製)	%ポイント △0.08* (2.09)	1.03* (1.23)	1.48	0.73**
非製造業経常利益率 (主要短観・除く電力)	%ポイント △0.13* (0.19)	0.18* (0.06)	0.11	0.00**

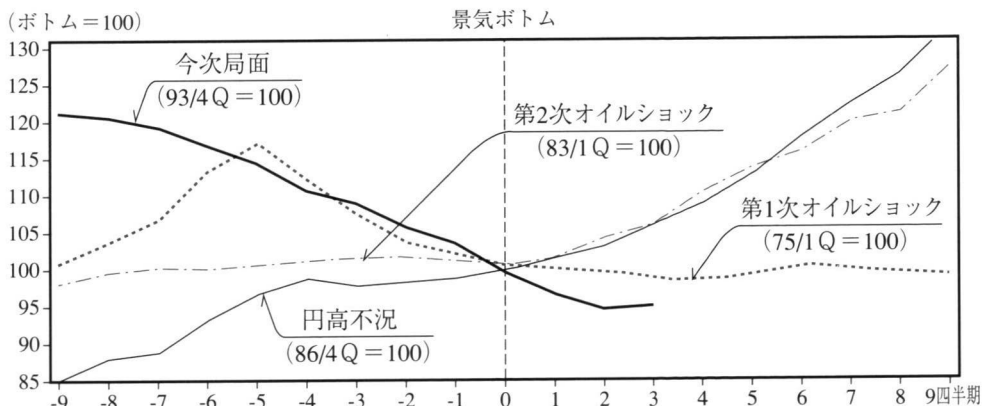
(注) * 円高不況後と今次局面では景気ボトムが10~12月であったのに対し、第1次および第2次のオイルショック後は1~3月である。このため、年度下期(10~3月)を基準にして利益率の改善幅を採ると、第1次および第2次のオイルショック後については景気ボトムからの改善幅を採ることになり、厳密な比較にならない。そこで()内には、景気ボトム後の年度上期(4~9月)を基準にした改善幅を参考までに記載した。

** 11月短観を用いて計算。

(資料) 労働省「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」

(図表17)

設備投資の局面比較



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

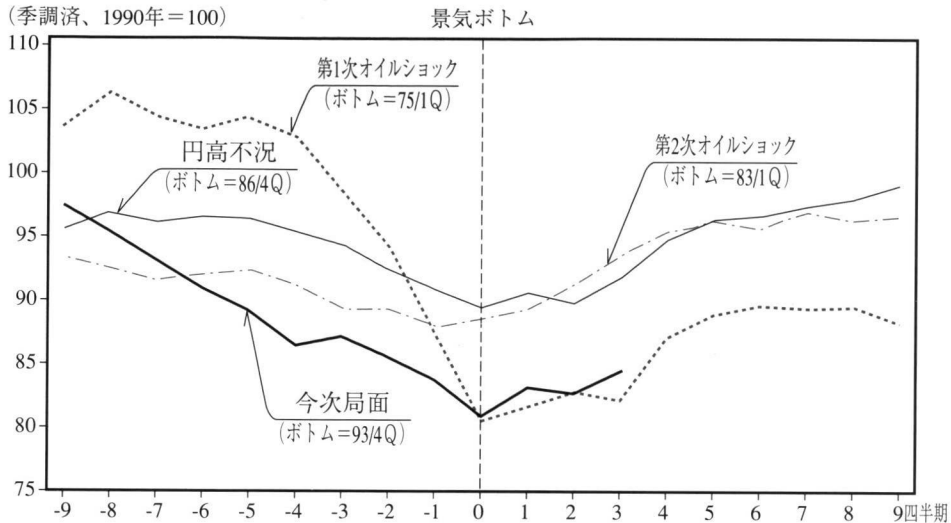
(注5) 第1次オイルショック後は、個人消費の回復に加え、政府支出やネット外需が増勢を持続したため、GDP全体としては他の局面とほぼ同様のテンポで回復した。しかし、設備投資が目立った回復を示さなかったことは、やはり景気の自発的な拡大の力を殺ぐこととなり、回復後約2年を経過した77年には、いわゆる「ミニ調整」と呼ばれる緩やかな景気後退を余儀なくされた。

こうした最近の景気回復テンポの相対的鈍さには、いくつかの原因が考えられる。第1に、経済活動の水準の低さが挙げられる。すなわち、企業収益、稼働率等は回復過程にあるが、水準

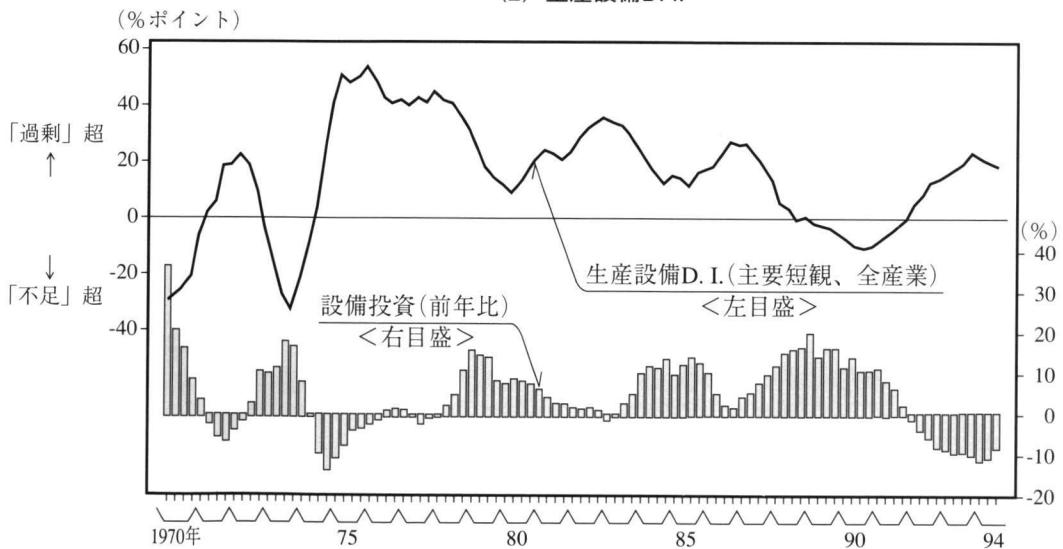
としては依然低い（図表18-（1））。このように経済活動の水準が低いために、過剰資本ストックの調整進展によって設備投資が下げ止まりつつあるとは言え、企業の設備過剰感は根強い（前

（図表18） 稼働率と生産設備判断

（1）稼働率



（2）生産設備D.I.



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

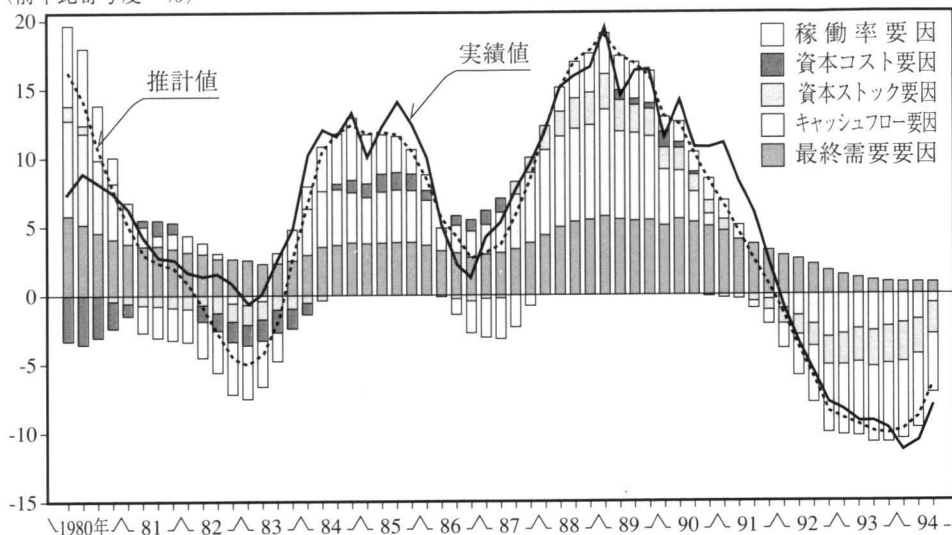
掲図表18-(2)) (注6)。したがって、設備投資面で加速度原理がフルに働く状況には至っていない可能性が強い。ちなみに、設備投資関数を推計して、その要因分解を試みると(図表19)、稼働率、資本ストック、キャッシュフロー(収益に減価償却を加えたもの)がマイナス寄与を続

ける中で、最終需要による押し上げ寄与が極めて弱いものにとどまっている。

第2に、バブル破裂によって資産価格が下落したのに伴い企業・金融機関の含み益が縮小(含み損が増加)ないし不良資産が増加したため、企業および金融機関におけるリスク回避度が高まっ

(図表19) 関数による設備投資の要因分解

(前年比寄与度 %)



(設備投資の推計式)

$$I_t/Y_t = -0.005 + 0.044(C_t/Y_t) - 0.0006(R_t) - 0.017(S_t) + 0.0004(O_t) \\ (-0.39) \quad (3.37) \quad (-1.99) \quad (-1.59) \quad (3.09) \\ -3787(1/Y_t) + 0.83(I_{t-1}/Y_{t-1}) \\ (-2.23) \quad (25.68)$$

計測期間：77年第2四半期～94年第3四半期 ()内はt値

$R^2=0.99$ S.E.=0.0017 D.W.=1.79

[I_t : 設備投資 Y_t : 最終需要 C_t : キャッシュフロー]
[R_t : 資本コスト S_t : 資本係数のトレンドからの乖離 O_t : 稼働率]

なお、この関数には、稼働率の水準が低い場合には、最終需要が増加してもそれが設備投資を増加させる効果は小さいという関係が織り込まれている。ちなみに、今回の景気ボトムにおける稼働率の水準が前回円高不況のボトム時と同じであったと仮定すると(稼働率の回復テンポは今回の実績をそのまま使用)、直近の最終需要要因は上表に示されているものよりも1%ポイント程度高くなる。

(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」、通商産業省「鉱工業指数統計」、
日本銀行「経済統計月報」

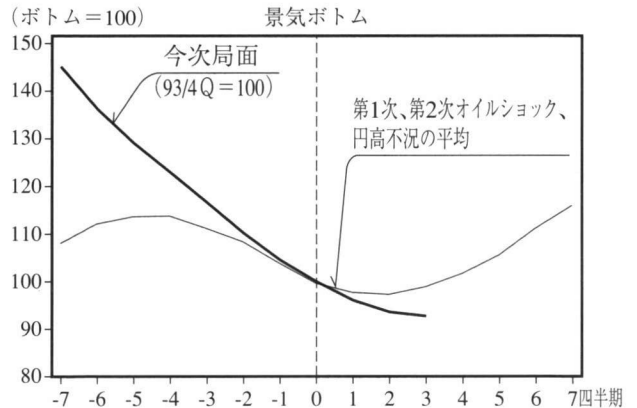
(注6) 前回の情勢判断資料でも示したとおり(『日本銀行月報』94年11月号28～29ページ)、中期的な期待成長率との関連で資本ストックの循環をみれば、既に設備投資が増加に転じる局面にさしかかりつつある。もっとも、稼働率や失業率の水準から判断すれば、現在はマクロ需給ギャップがかなり大きい状態にあり、当面の需要水準は中期的なトレンドをかなり下回っていると考えられる。つまり、たとえ中期的な期待成長率との関係で資本ストックがもはや過大ではないとしても、現在企業が直面している需要水準との関係ではなお過大感が根強い状態にある。このため、設備投資は増加に転じるとしても、当面その増加テンポが中期的な期待成長率と整合的な伸びにまで至らない可能性が高い。

ていること（いわゆるバランスシート調整圧力）が影響しているとも考えられる（注7）。特に、不動産などの非製造業においては、80年代の地価上昇局面で不動産を多量に購入しており、中小企業を中心に銀行借入への依存度が高いこともあって、バランスシート調整圧力が強いと考えられる。現に製造業・非製造業別に最近の設備投資の動きをみると、いずれについても低調であるが、過去の景気回復期との比較では、とりわけ非製造業の停滞が目立ち、バランスシート調整圧力の影響を示唆している。すなわち、非製造業の設備投資は、景気後退局面においても増勢が鈍化するにとどまり、その後比較的速度やかに拡大を再開するというのが過去の平均的なパターンであった。しかし今回については、まず景気後退期に大きく落ち込み、その後は景気回復期に入ってからでも低迷が続いている（図表20）。

第3に、円高や中進国経済の発展、さらには企業リストラの浸透などを背景とした、産業構造の調整圧力がある。すなわち、アジア経済の工業力の高まりなど世界的な経済構造の変化の下で、わが国製造業の生産拠点の海外シフトが続いている。これに伴う海外での設備投資の増加は、少なくとも短期的には、海外生産で代替される国内生産向けの投資を直接抑制する効果を持つばかりでなく、国内での雇用調整圧力や下請け・関連企業への影響等を通じて経済全体における不確実性を高め、設備投資全般や雇用を間接的に抑制する効果も持つ。この点を円高不況時の景気展開に照らすと、当時も製造業は同様の調整圧力に直面し、実際に海外生産シフトが進んだ。しかし、前回は非製造業では、仕

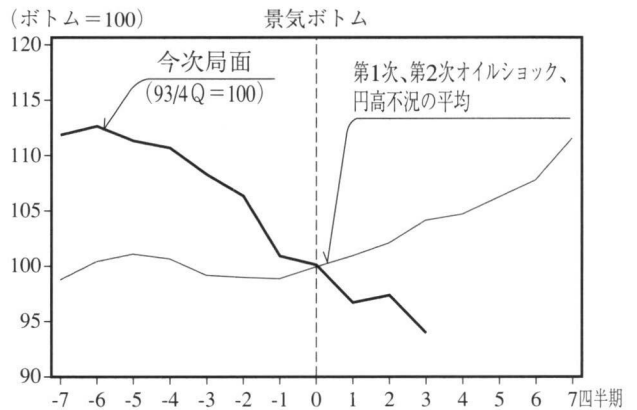
(図表20) 製造業・非製造業別の設備投資

(1) 製造業



(注) 1. 法人季報ベース。設備投資デフレーターで実質化。
2. 季調済3期移動平均（直近は後方2期移動平均）。

(2) 非製造業



(注) 1. 法人季報ベース。設備投資デフレーターで実質化。
2. 季調済3期移動平均（直近は後方2期移動平均）。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」

入価格の低下の割には売上価格は低下せず、収益が大きく改善、これを背景に設備投資が盛り上がり、景気の拡大をリードした。それに対し今回は、非製造業においても、売上価格の低迷によって粗マージン率が拡大せず、設備投資も低迷を続けている。すなわち、国際的な分業体

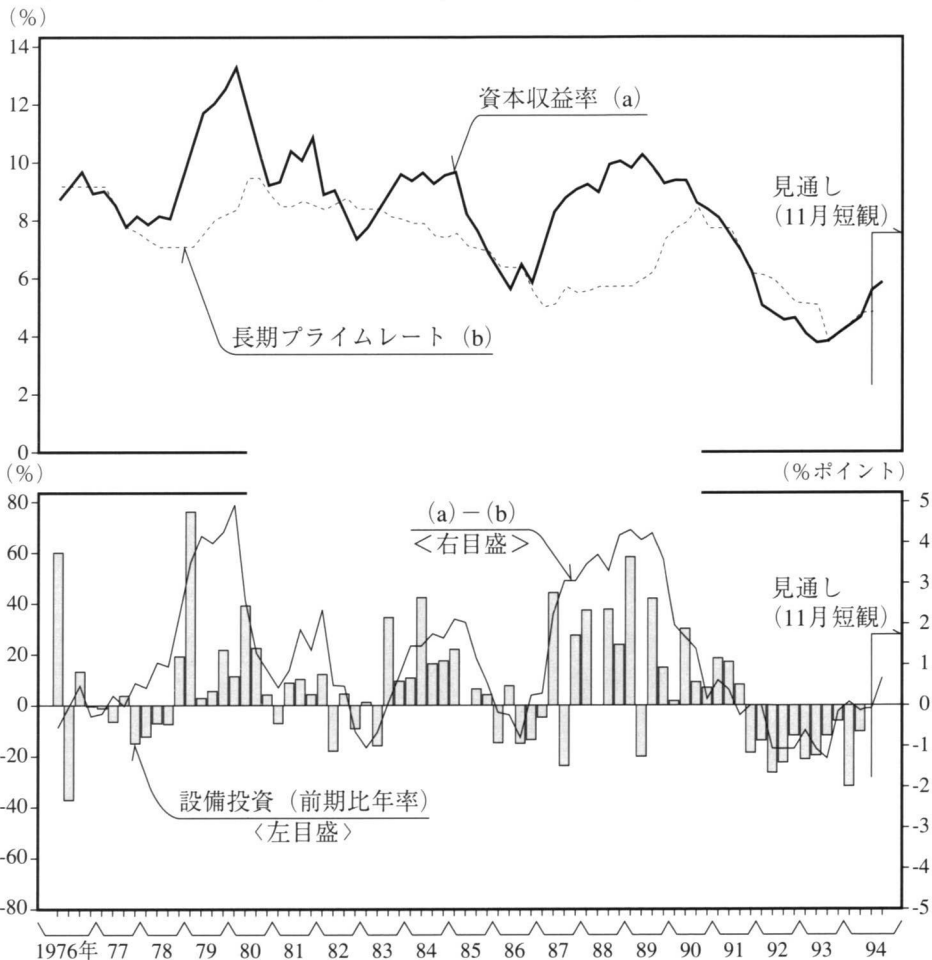
(注7) 「バランスシート調整圧力」とは、バランスシート上で実質的にみた自己資本が毀損した経済主体のリスク回避度が高まり、つれて支出・投資活動が抑制される現象と考えられる。バランスシート調整に関する理論的な整理と多少の実証分析については、「平成5年度の金融および経済の動向」（『日本銀行月報』94年6月号）の48～56ページを参照。

制の変化という調整圧力と同時に、①流通業などでの競争の激化、②消費者の低価格志向、③企業の経費削減圧力、等が影響し、製造業のみならず非製造業での投資がこれまで抑えられてきたとも考えられる。

以上の現状認識を下に今後を展望すると、ま

ず第1の経済活動の水準について、生産が緩やかに回復を続ける中で、稼働率や企業収益が回復し、設備投資を徐々に刺激すると考えられる。ちなみに製造業について、短観での見通しを基に資本収益率を試算すると(図表21)、94年度下期時点で5%近くに復すとの結果が得られ、長

(図表21) 設備投資と投資採算(製造業)



(注) 資本収益率は以下の算式による。

$$\sigma_t = \frac{\pi_t}{k_t \cdot \text{PIF}_t + l_t \cdot \text{PL}_t}$$

$$k_t = k_{t-1} \times (1 - \gamma_t) + \frac{I_t}{\text{PIF}_t}, \quad l_t = l_{t-1} + \frac{L_t - L_{t-1}}{\text{PL}_t}$$

ここではk、lは1960年4~6月の簿価=時価として推計。

〔σ：資本収益率、π：営業利益、k：資本ストック(実質)、γ：除却率、
l：土地残高(実質)、PIF：設備投資デフレクタ、L：土地残高(簿価)、
PL：土地価格指数、I：新設投資額(名目)〕

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」、
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「企業短期経済観測調査」「経済統計月報」

期金利を上回る見込みである。バランスシート調整圧力についても、金融機関の不良債権額が頭打ち傾向を示していることなどにみられるように全体としては改善方向にある。また、産業構造の調整圧力についても、一段の円高等の追加的な攪乱が生じない限り、産業調整の方向についての不確実性が次第に払拭され、設備投資に対する重石としての作用が弱まっていくとみられる。ただし、これらの調整圧力が解消するには時間がかかり、当面は景気回復の制約要因となり続ける可能性がある(注8)。

これらの視点から今後の経済について、需要項目別にやや詳しくみると、設備投資は上記の調整圧力の減衰とともに、94年度下期ないし95年度上期から増勢に転ずる可能性が高い。しかしながら、回復のテンポは過去に比べかなり緩やかなものとなる見通しにある。

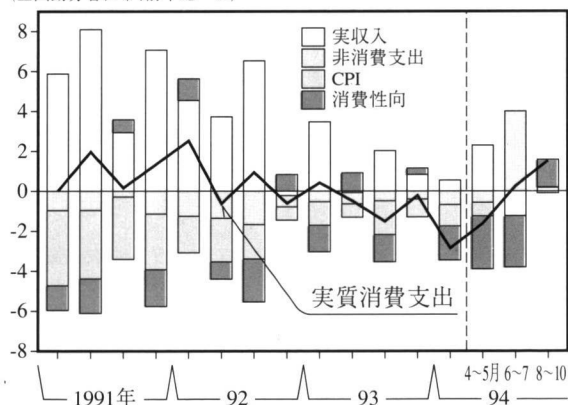
個人消費の先行きに関して雇用・所得環境についてみると、生産の回復に伴って雇用者数の緩やかな増加が続き、名目賃金も所定外給与やボーナスを中心に伸びが幾分高まるとみられる。また、所得税減税については、94年12月から95年春にかけて3兆円程度の減税が見込まれることから、95年の半ば頃まではその消費刺激効果が持続すると期待される。ちなみに、94年6~7月にかけて同様に3兆円程度の減税が実施された際にも、可処分所得の増加分はいったん貯蓄に歩留まり、むしろ8月以降に消費性向が上昇するにつれ個人消費の拡大効果をもたらした(図

表22)。さらに、物価が落ち着いた動きを続けると見込まれることも、個人消費にとっては支援材料である。ただし、中期的な観点からの企業のリストラ圧力は根強く、今春の新卒採用も抑制される見込みにあるなど、雇用情勢の持ち直しは当面緩慢なものにとどまる公算が大きい。これらの点を勘案すると、個人消費は、一段と加速する可能性は大きくないにせよ、回復を持続する見通しにある。

一方、これまで景気回復を牽引してきた住宅投資については、94年中に借入金利が上昇に転じたことや、着工戸数が既に高水準に達していることなどから、先行きピーク・アウトしていくとみられる。もっとも、可処分所得が持ち直しつつある中で、金利の水準は歴史的にみてな

(図表22) 実質消費支出の寄与度分解

(全国勤労者世帯、前年比 %)



(注) 1. 非消費支出とは、税金や社会保障支払いなど。
2. 減税は、可処分所得(実収入-非消費支出)の増加要因。

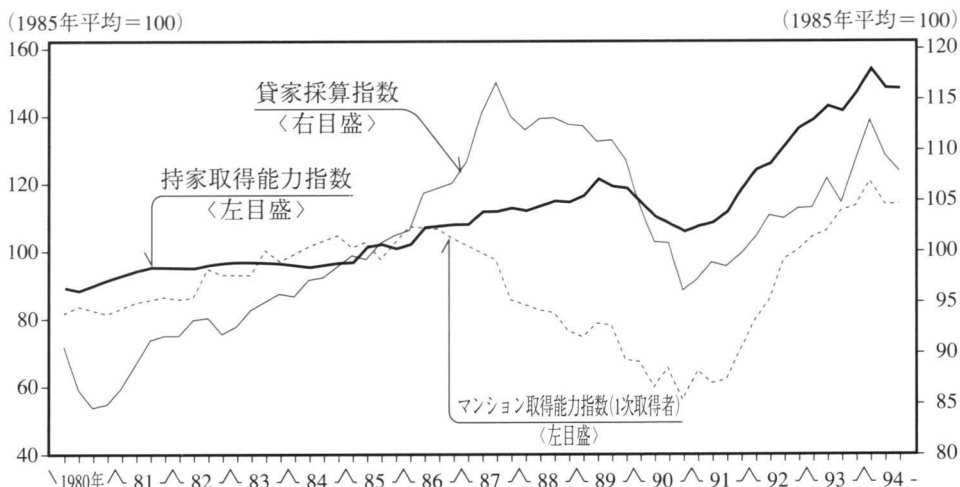
(資料) 総務庁「家計調査報告」

(注8) バランスシート調整圧力や産業構造の調整圧力が存在するにもかかわらず、前掲図表19の設備投資関数は、最近も実際の動きをよくとらえている。これは、最終需要、稼働率、キャッシュフロー等の関数の説明変数自体に、これらの調整圧力の影響が反映されているためであると理解できる。

お低く、持家やマンションの取得環境は引き続き良好な状態にある（図表23）。したがって、金利が現状程度で安定する限り、住宅投資の減少は小幅にとどまるとみられる。

公共投資（公的固定資本形成）については、これまでの継続ないし繰越案件が既にかなり消化されてきているため、景気下支えの効果は次第に弱まる公算が大きい。

（図表23） 住 宅



（注）1. 持家取得能力指数＝資金調達可能額÷住宅価格

・資金調達可能額＝前期末純貯蓄＋公庫融資限度額＋民間住宅ローン借入可能額（勤労者世帯）（個人住宅建設）

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{公庫融資限度額} = \text{通常融資限度額} + \text{特別加算額} \\ \text{民間住宅ローン借入可能額} = \text{民間住宅ローン年間返済可能額} \div \frac{i \times (1+i)^n}{(1+i)^n - 1} \\ \text{民間住宅ローン年間返済可能額}^* \\ = \text{年間可処分所得} \times 0.25 - \text{公庫融資限度額} \times \frac{r \times (1+r)^n}{(1+r)^n - 1} \\ \text{（勤労者世帯）} \end{array} \right.$$

i：民間住宅ローン金利、r：公庫金利、n：返済期間

*勤労者世帯は可処分所得の25%までを住宅ローンの返済に充てることができると仮定する。借入に際しては、住宅金融公庫から融資限度額まで借りた後、返済可能な範囲で民間金融機関から住宅ローンを借りると考える。

・住宅価格＝住宅地価＋建築工事費

住宅地価：88年第2四半期時点での住宅地価をもとに、公庫に申し込まれた平均的な宅地の価格を算出。以後、市街地価格指数（全国）を用いて推計。

建築工事費：88年第2四半期時点での1戸当たりの建築工事費をもとに、それ以降については建築工事費デフレータを用いて算出。

2. マンション取得能力指数（1次取得者）

持家取得能力指数の算出式における住宅価格をマンション価格に置き換えて算出。

3. 貸家採算指数＝CPI家賃÷建築費負担

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{建築費負担} = \text{CPI全国設備修繕維持（住宅）} \div \frac{i \times (1+i)^n}{(1+i)^n - 1} \\ i：住宅ローン金利、n：居住期間 \end{array} \right.$$

（資料）総務庁「家計調査報告」「貯蓄動向調査」「消費者物価指数」、建設省「建設統計月報」、国土庁「都道府県地価調査」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

輸出の先行きについては、アジア経済が拡大を続けるが、米国経済の成長が鈍化し、自動車産業をはじめとするわが国企業の海外生産シフトが一段と進むことから、増勢は鈍化するとみられる。この間、輸入については、内需の回復を背景に、中進国からの割安製品の輸入のシェアの拡大を伴いつつ、輸出を上回る増勢が続くとみられる。この結果、ネット外需は減少を続け、実質GDPの伸びを多少抑える方向に作用する見通しである。

以上を総合してわが国経済の先行きを展望すると、景気は引き続き回復過程を辿り、国内民間需要の回復力が強まるにつれ、景気全体の持続力も徐々に高まるとみられる。しかし、公共投資などの下支え効果が次第に弱まり、海外景気の拡大テンポも緩やかにスローダウンすると見込まれる。また、産業構造の調整圧力やバランスシート調整圧力などが、企業の投資活動を抑制する方向に作用するとみられる。このため、当面の景気回復のテンポは緩やかなものにとど

まる可能性が高い。

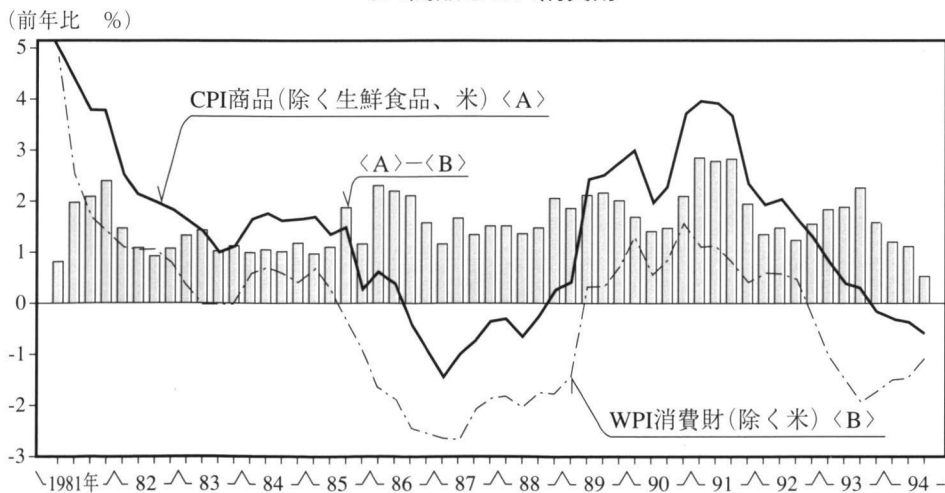
(3) 物価の展望

国際商品市況の上昇や国内需給の引き緩みの後退が、物価を押し上げる要因として作用するが、需給ギャップがなお大きく、割安な輸入品の増加も続くことから、物価は引き続き安定圏内で推移するとみられる。

国内卸売物価については、内外市場での需給緩和の後退から、前年比の低下幅が次第に縮小する見通しにある。消費者物価（除く生鮮食品）も、前年比上昇率の低下傾向に歯止めがかかるとみられる。もっとも、流通の効率化や割安な輸入品の増加もあって、国内卸売物価の低下圧力が減衰するにもかかわらず、消費者物価は落ち着いた動きを続ける可能性が高い（注9）。この間、企業向けサービス価格については、サービス需要の低迷に当面大きな変化はないとみられることから、引き続き前年を下回って推移する見通しである。

（注9）商品について、消費者物価とこれに対応する卸売物価の上昇率の格差をみると、最近ではかつてないほど縮小している。

CPI商品とWPI消費財



（資料）総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」

(4) 対外収支の展望

対外収支の先行きを展望すると、前述のとおり、実質輸入の伸びが実質輸出の伸びを上回り、実質貿易黒字が緩やかな減少傾向を続けるとみられる。この間、輸出価格は海外景気の拡大持続を背景に、また、輸入価格も国際商品市況の上昇を背景に、おのおの小幅ながら上昇を続ける見通しである。さらに、貿易外収支の赤字幅は横這い圏内で推移する見通しである。これら

の結果、名目経常収支の黒字幅は、主として実質貿易黒字の動きを反映して、95年度にかけて縮小傾向を辿ると予想される。景気回復に伴って名目GDPが増加する中で、このように名目経常黒字が着実に縮小していけば、経常黒字の名目GDP比率はかなり低下するとみられる。

〔 1月17日に発生した兵庫県南部地震の影響は、本資料には織り込まれていない。 〕

(平成7年1月20日)