

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成7年春） ——

■ 要 旨 ■

1. わが国の景気は引き続き緩やかに回復している。阪神・淡路大震災の影響などから一時、鉱工業生産、個人消費などに下振れがみられたが、その後回復傾向に復しつつあり、昨年来の生産・所得を軸とした前向きな循環は、現状なお途切れていない。しかし、景気回復になかなか弾みがかず、むしろ最近はその緩慢さがより目立ってきている。しかも、このところの急激な円高の進行等により、景気の先行きに対する不透明感が急速に強まっている。

物価は引き続き軟調に推移している。国内卸売物価は、概ね下げ止まっているが、消費者物価の前年比上昇率は緩やかに低下しているほか、企業向けサービス価格も下落幅を拡大している。

この間、対外収支面をみると、輸出が、海外景気の拡大や海外現地生産の拡大に伴い増加する一方、輸入は、内需の緩やかな回復や中進国の供給力拡大等を背景に、これを上回って伸びているため、貿易・経常収支黒字は縮小傾向を辿っている。

2. 金融面の動きをみると、円／ドル相場は、米国の利上げ観測の後退や、メキシコ情勢への懸念等を背景に、2月頃からドル安・円高傾向を辿った後、3月に入ってこの流れが一気に加速し、最近では80円台前半で推移している。このため、市場金利は、景気の先行きに対する不透明感が強まる中で、3月入り後低下ピッチを速め、株価も大幅に下落した。この間、金融機関貸出は依然低迷しており、マネーサプライの伸びも、緩やかなものとどまっている。

3. 今後の経済を展望すると、まず海外景気は、引き続き拡大基調を辿る見通しである。すなわち、米国では、企業投資は堅調を続けているが、これまでの利上げ効果から、家計支出中心に景気は減速しつつあり、物価上昇率の加速を伴わない持続的な成長経路へソフト・ランディングするとの見方が強まっている。欧州では、英国の景気拡大テンポがやや減速しつつあるが、ドイツ、フランスでは、輸出や設備投資を中心に景気拡大が続くとみられる。また、アジア諸国では、引き続き高成長が予想される中で、物価上昇率が高まっており、中国など

多くの国で、引き締め気味の政策運営がなされている。

この間、為替市場では、メキシコ情勢への懸念に加え、米国の財政・対外収支赤字に目立った改善が期待されない中で、米ドルが主要通貨に対して大幅に下落しており、欧州でも、域内通貨情勢には依然不安定さが残っている。

4. わが国の経済では、労働集約的産業の縮小など、産業間・企業間の格差拡大を伴いつつも、製造業を中心とする前向きの循環が持続している。しかし、東アジアの工業化等に伴う産業構造調整や「価格破壊」、バランスシート調整といった構造要因は、非製造業を中心に引き続き成長抑制要因として作用するとみられる。しかも、最近の急激な円高は、こうした構造調整の流れを一段と加速し、輸出入への影響のみならず、企業収益や企業マインドの改善にもブレーキをかける可能性がある。このため、今後、震災復興需要が景気押し上げに寄与するとしても、景気回復のテンポは、現在の緩慢なものからさらに鈍化し、緩やかな回復そのものを損なうリスクがあることも否定できない。

5. 一方、物価は、景気回復力が弱く、大きな需給ギャップを抱えた状態が続くうえ、円高に伴う輸入価格の低下もあって、引き続き軟調に推移するとみられる。すなわち、国内卸売物価は、このところの下げ止まりから、再び下落に向かう可能性が高く、また消費者物価についても、安値輸入品増加の影響が、「価格破壊」の下で速やかに消費者段階に波及するとみられるため、前年比上昇率はゼロ近傍で推移する見通しである。

対外収支をみると、貿易・経常収支黒字は、輸出の伸びが鈍化する一方、輸入は高い伸びを続けるため、円高に伴う逆Jカーブ効果を考慮しても、緩やかな縮小傾向を辿るとみられる。また、経常収支黒字の対名目GDP比率については、今後かなりの低下が見込まれる。

6. 以上のように、わが国の景気は現状では、緩やかな回復を続けているが、一段の円高進行や株価等の資産価格の軟調持続といった環境変化の下で、先行き回復基調の持続が懸念される状況にある。こうした情勢の下、日本銀行は、市場金利の一層の低下を図ることにより、経済活動に対して金融面から最大限の支援を講ずることが適当と判断し、3月末から短期市場金利の大幅低下を促す措置を採り、さらに、4月14日には公定歩合の0.75%引き下げ(1.75%→1.0%)を実施した。こうした措置の結果、預金・貸出金利を含め、金利全般が大幅に低下しており、今後この効果が着実に浸透し、景気回復基調の持続に資するものと期待される。

1. 最近の経済情勢

(1) 景気の回復テンポは緩慢

わが国の景気は引き続き緩やかに回復している

(図表1、後掲図表2)。阪神・淡路大震災の直後には、鉱工業生産をはじめ、個人消費、輸出入等、多くの経済指標で一時的な下振れがみられた。

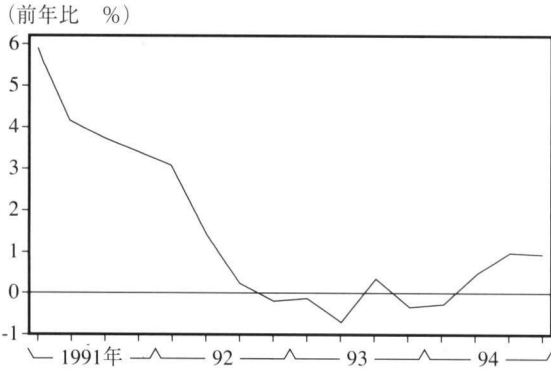
(図表1) 景気指標 (概観)

	1993/7~9月	10~12月	94/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	95/1~3月
鉱工業生産 ＜季調済前期比 %＞ ＜前年比 %＞	△ 1.0 △ 3.9	△ 2.4 △ 4.9	1.5 △ 3.1	1.0 △ 1.1	1.6 1.6	1.6 6.0	(1~2月) 0.4 6.3
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」 %ポイント＞	△ 47	△ 52	△ 52	△ 46	△ 36	△ 30	△ 24
実質消費支出 (全世帯) ＜前年比 %＞	△ 1.5	0.8	△ 0.8	△ 1.2	0.5	△ 2.2	(1月) △ 4.2
全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞	△ 4.4	△ 5.0	△ 2.7	△ 3.2	△ 0.8	△ 1.5	(2月) △ 1.4
家電販売 ＜前年比 %＞	△ 5.7	△ 1.0	3.9	0.9	20.8	10.7	(1~2月) 10.4
乗用車新車登録台数 (除く軽) ＜前年比 %＞ ＜季調済年率 万台＞	△ 6.8 338	△ 8.7 325	△ 5.6 339	△ 3.0 330	4.2 353	2.5 334	9.0 367
新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞ ＜季調済年率 万戸＞	8.6 155	7.1 151	7.7 157	11.8 160	1.7 156	2.5 156	(1~2月) △ 1.8 157
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞	△ 11.1	△ 8.7	△ 2.4	2.4	2.8	10.0	(1~2月) 4.4
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比 %＞	△ 27.6	△ 19.1	△ 14.8	△ 12.3	△ 1.0	△ 0.1	(1~2月) 1.4
公共工事請負金額 ＜前年比 %＞	△ 0.5	△ 0.8	10.3	△ 6.1	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3
有効求人倍率 ＜季調済倍＞	0.72	0.67	0.65	0.64	0.64	0.64	(1~2月) 0.66
実質輸出 ＜前年比 %＞	1.0	△ 2.3	0.0	3.1	5.1	10.4	8.1
実質輸入 ＜前年比 %＞	2.1	1.7	6.1	9.7	10.5	12.5	10.3

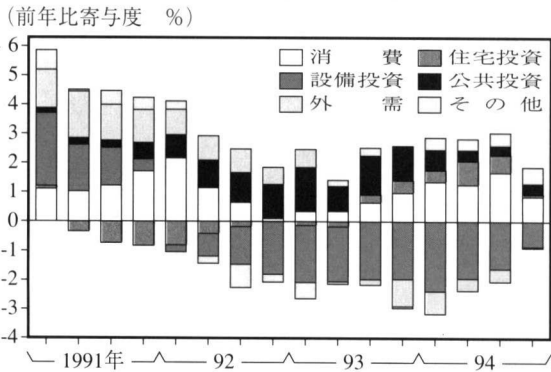
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

(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」

その後も、被災地では依然大きな影響が残っているが、全国レベルでみた経済活動は、緩やかな回復基調に復しつつある。

まず、最終需要面をみると、これまで景気下支えに寄与してきた公共投資、住宅投資は、このところ頭打ち傾向にある。すなわち、公共投資は、請負統計等でみると、高水準ながら減少を示し、住宅投資に関しても、震災の影響もあって、好調であったマンション販売にややかげりがみられ始めている。しかし、個人消費については、昨年夏の猛暑の反動から一時落ち込み、

更年後も百貨店販売や旅行取扱高等が震災の影響などから停滞しているが、乗用車・家電等の耐久消費財の販売は、買い替え需要に支えられてむしろ伸びを加速している。設備投資は、94年7～9月以降2四半期連続でほぼ横這いとなったほか、機械受注等の先行指標の動きからみても、下げ止まり傾向にある(図表3)。この間、外需について、震災の影響等による振れを均してみると、輸出がアジア諸国向けの資本財・部品を中心に増勢を持続する一方、輸入が製品を中心にこれを上回る伸びを示しているため、純輸出は減少傾向を辿っている。

最終需要が緩やかに回復を続ける中で、鉱工業生産は、震災直後に一時減少したが、2月以降は復旧作業の進捗や、被災地以外での生産代替等から再び増勢に転じており、1～3月通計では、5四半期連続の増加となった模様である(後掲図表4)。目先き4～6月の生産も、需要好調の電気機械、工作機械、紙・パ等を中心に、緩やかながら増勢を辿る見通しにある。

このように、景気の現状は、企業と家計の間に、生産・所得を軸とした前向きの循環が途絶えることなく続いている。しかし、景気回復のテンポについては(後掲図表5)、景気のボトムから1年半を経た現在も、回復力に弾みがつかず、むしろ最近では、その緩慢さがより目立ってきている。特に最近は、鉱工業生産にもまして、実質GDPの回復の鈍さが際立っている。これには、昨年10～12月の個人消費が、猛暑の反動等からマイナス成長となったこともあるが、「価格破壊」やバランスシート問題の影響等から非製造業の回復テンポがとりわけ鈍いことが影響している(注1)。しかも、急激な円高の

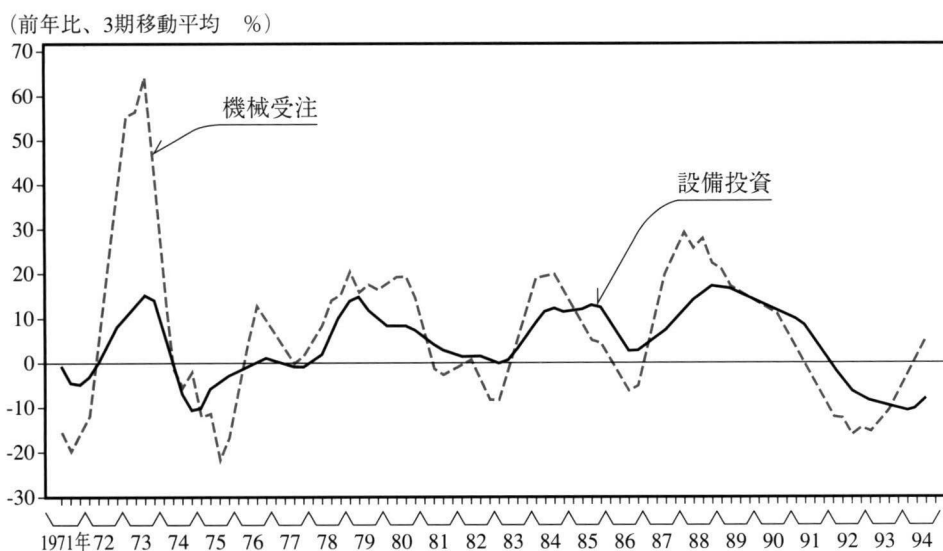
(注1) 現に、2月短観においても、製造業に比して非製造業の景況感、収益等の改善テンポは鈍かった。

進行などを背景に、このところ企業経営者や金融市場の参加者の間には、景気の先行きに対する

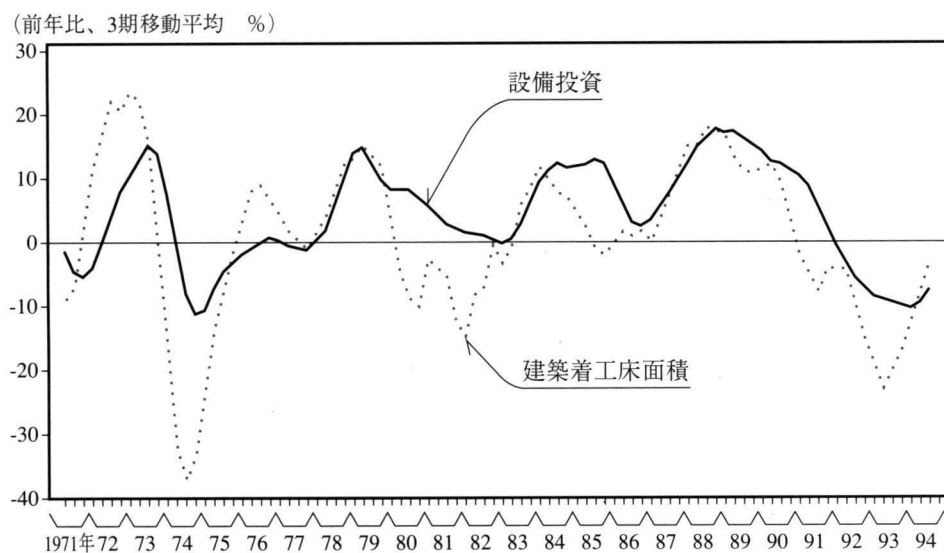
不透明感が急速に強まっているように窺われる。

(図表3) 設備投資と先行指標

(1) 機械受注と設備投資の推移



(2) 建築着工床面積と設備投資の推移



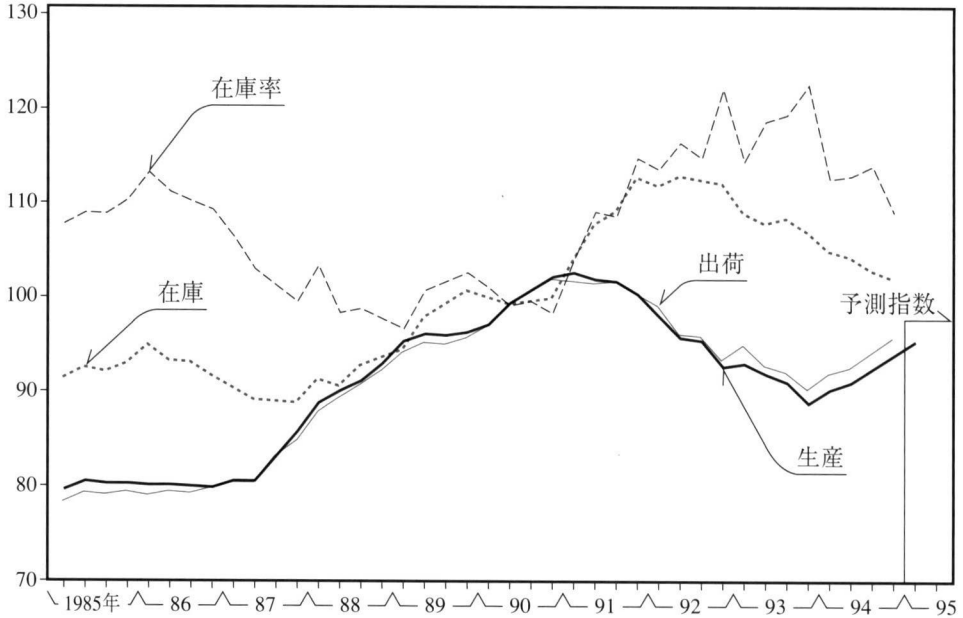
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

(図表4)

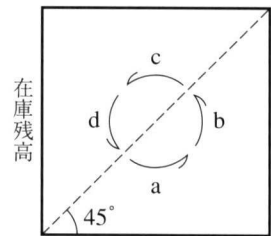
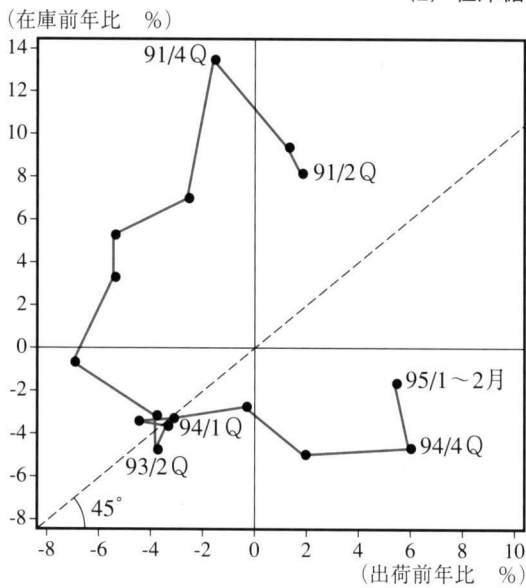
鈇工業生産・出荷・在庫

(1) 生産・出荷・在庫

(季調済、1990年=100)



(2) 在庫循環

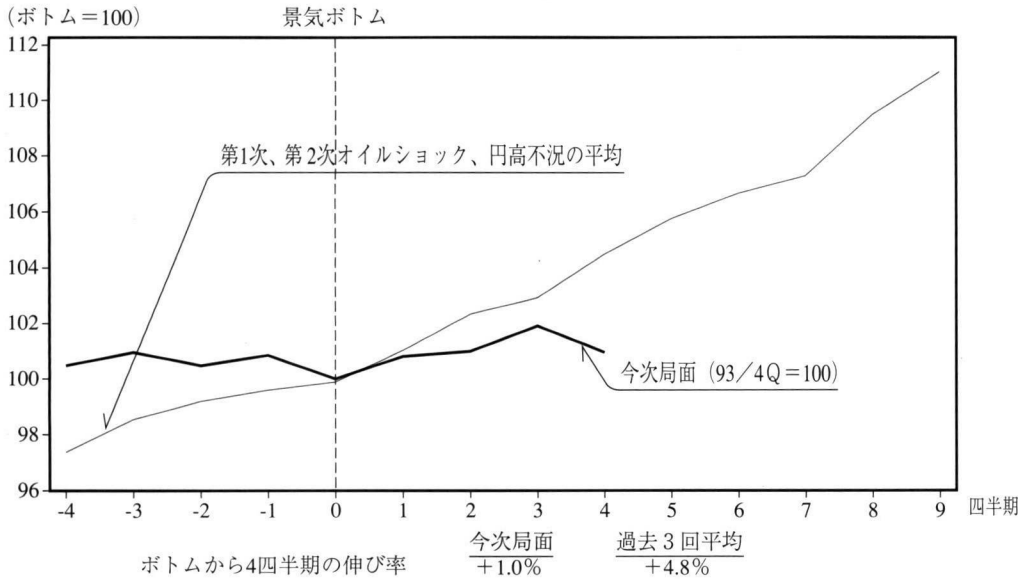


- 在庫残高
- 出荷
- a 回復局面
 - b 在庫積み増し局面
 - c 在庫積み上がり局面
 - d 在庫調整局面

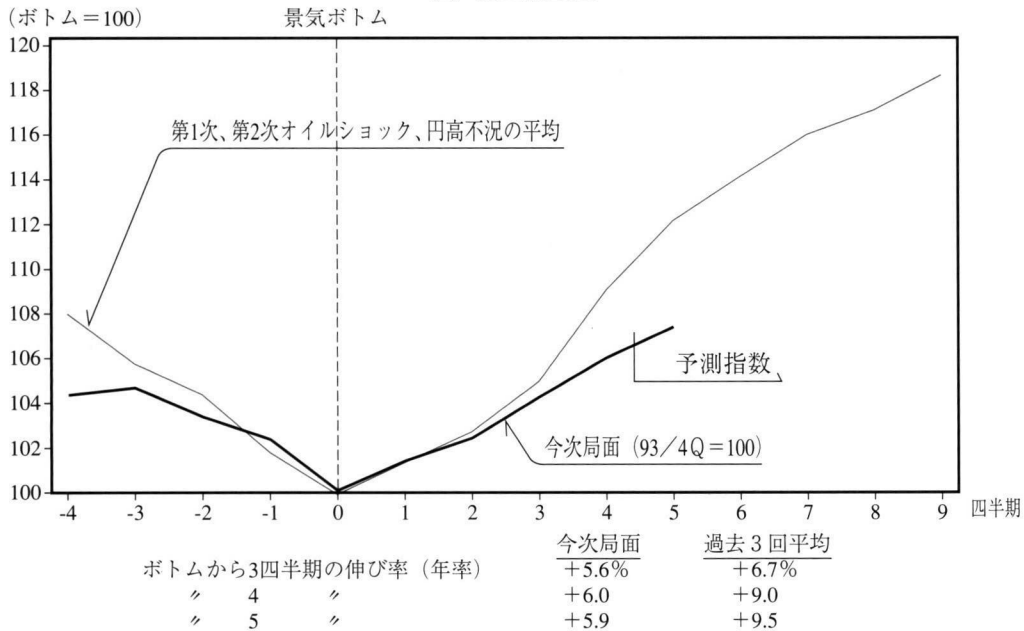
(資料) 通商産業省「鈇工業指数統計」

(図表5) 景気回復のテンポ

(1) 実質GDP



(2) 鉱工業生産



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

(2) 物価は軟調持続

物価面をみると(図表6)、国内卸売物価は、引き続き前年を若干下回っているが、円高進行が本格化する前の時点では、概ね下げ止まりとなった。これには、内外需給の引き締まりに加え、震災復興期待の仮需もあって、鉄鋼、非鉄、化学、紙・パ等の商品市況が上昇したことが寄与している。ただ、その後、円高の影響もあって、国内商品市況は幾分下落している。また、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は、緩やかに低下してゼロに接近しつつあるほか、企業向けサービス価格は下落幅を拡大しており、両者とも、このところ上昇の目立つ公共性料金を除いてみると、一段と弱地合いにある。この間、最近の地価の動きをみると、商業地が引き続き下落傾向にあるほか、昨年央以降下げ止まり地合いにあった住宅地も、マンション販売の頭打ちや、業者の土地手当て慎重化等から、更年後は再び軟化気味となっている。

さらに、GDPデフレーターは、94年7～9月

以降2四半期連続して低下した(注2)(後掲図表7)。このため、「実質値」でみた経済活動の緩やかな回復にもかかわらず、名目GDP成長率にはほとんど改善がみられず(93暦年+0.6%→94暦年+0.7%)、これが企業収益の回復を遅れさせる一因になってきたとみられる(注3)。

(3) 対外収支黒字は減少傾向

対外収支の動向について(後掲図表8)、震災の影響等による振れを^{なら}均してみると、輸出は、海外景気の拡大に加え、日本企業の海外生産シフトに伴う誘発輸出もあって、資本財や生産財を中心に増勢を続けている。他方、輸入は、内需の緩やかな回復や中進国の供給力拡大を背景に、輸出を上回る伸びを示している。このため、貿易収支黒字は、緩やかに縮小し、経常収支黒字も、海外旅行者の増加等から、貿易外収支の赤字幅がやや拡大していることもあって、減少傾向を辿っている。

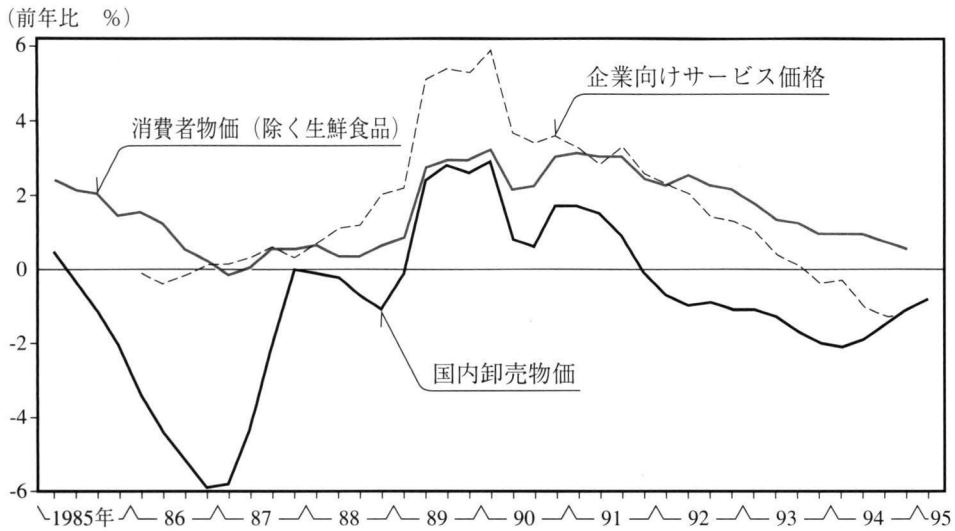
(注2) 最近のGDPデフレータの低下幅は、国内卸売物価や消費者物価に比べて大きい。これは、①国内卸売物価の下げ止まりは、素原材料、中間財の値上がりによるものであり、GDPデフレーターに影響する最終財の価格は、「価格破壊」や技術進歩等を反映して、むしろ下げ足を強めていること、②個人消費デフレーターは、消費者の低価格指向等を反映して、消費者物価以上に下落していること、などの事情による。このうち、①については、円高進行後、輸入価格の下落が国内の川下製品の価格に波及する過程で、一時的に生ずるものという側面もある。現に、85年後半からの円高後、86年10～12月から88年4～6月までの7四半期のうち、5四半期でGDPデフレーターが前期に比べ下落した。

(注3) 名目GDPは、生産要素に対する分配(=分配国民所得)の基礎をなすものである。このため、賃金や既存の債務の金利など伸縮的でないコストの存在を考えると、名目GDPの低い伸びは、企業収益の回復を遅れさせる要因となり得る。

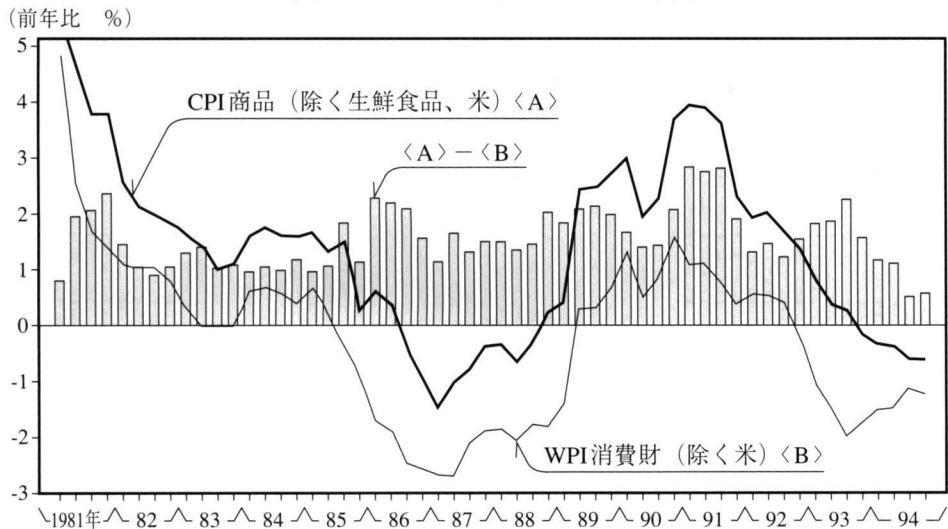
(図表6)

物 価

(1) 国内WPI、CPI、CSPIの推移

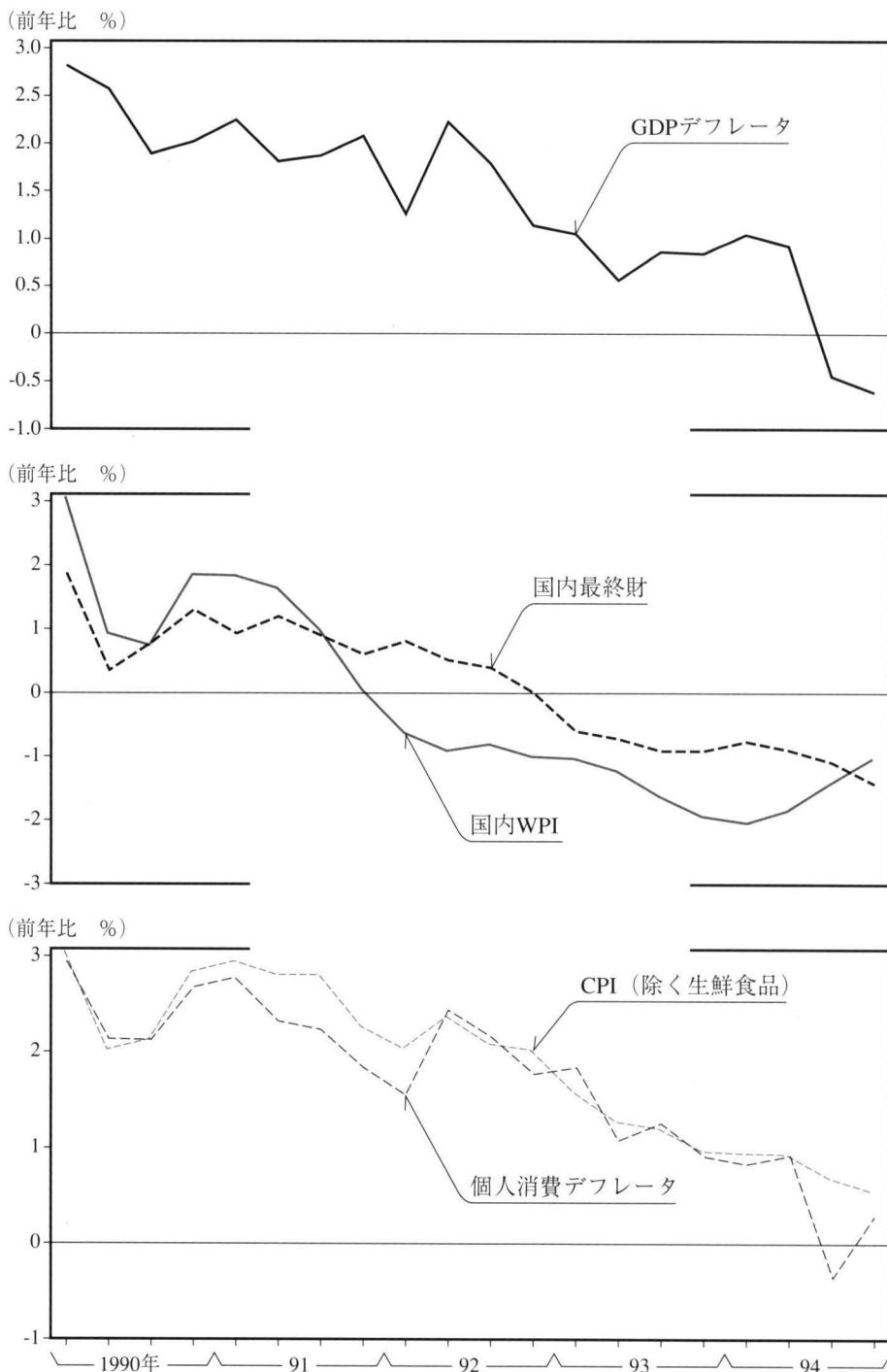


(2) CPI商品とWPI消費財の前年比推移



(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」

(図表7) GDPデフレーターと物価指数

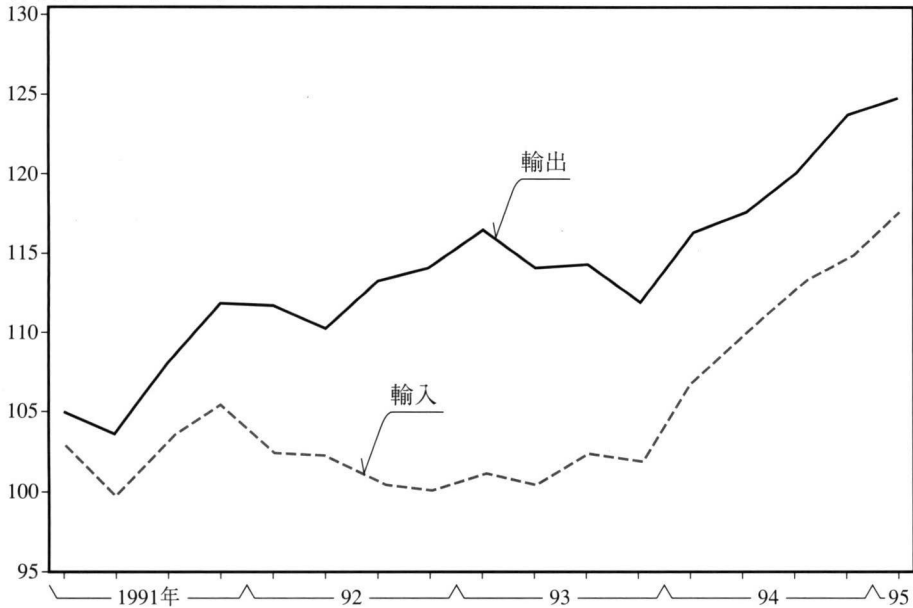


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表8) 対 外 収 支

(1) 実質輸出入

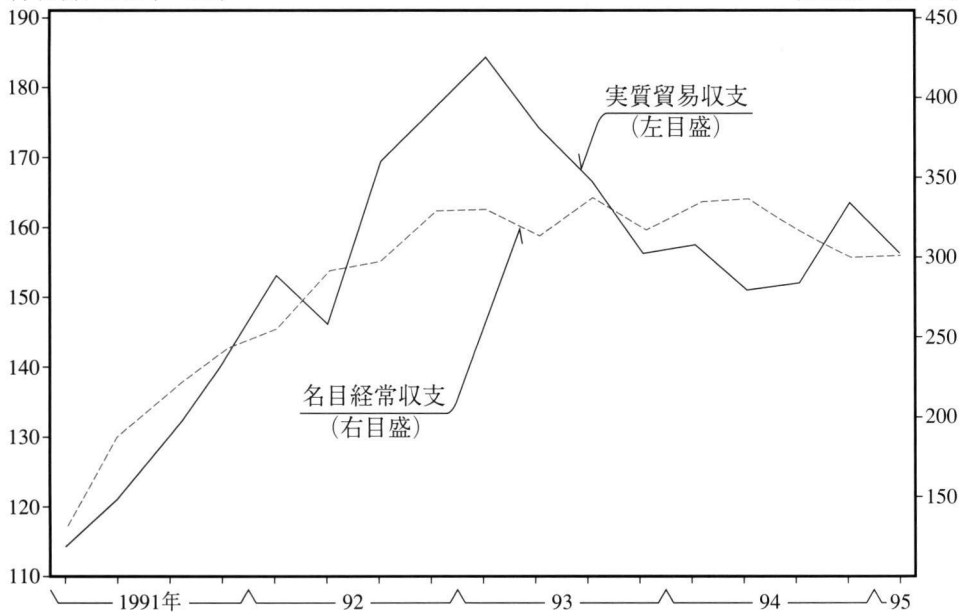
(季調済、1990年=100)



(2) 実質貿易収支と名目経常収支

(季調済、1990年=100)

(季調済 億ドル)



(注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でおの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. 95年1~3月の名目経常収支は、1、2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」

2. 最近の金融情勢

(1) 景気の先行き不透明感を示す金融市況

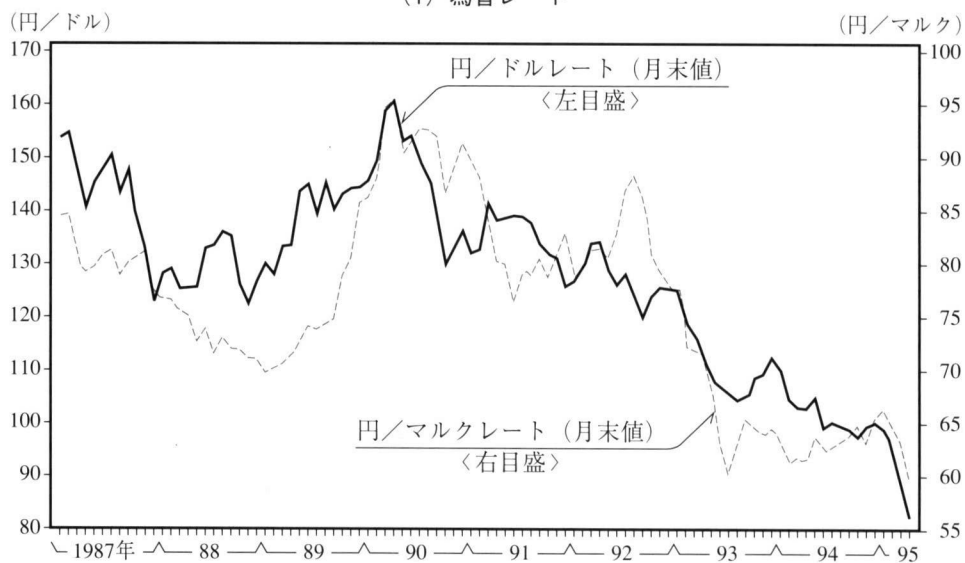
最近の金融・為替市況についてみると、まず円／ドル相場は（図表9）、米国における利上げ観測の後退や、メキシコ通貨情勢の混乱、独マ

ルクの欧州通貨に対する上昇等を背景に、2月頃からドル安・円高方向へ動き始めた。3月以降は、こうした流れが一気に加速して80円台前半まで円高が進んだ。また、2月頃までは幾分弱含みとなっていた円／マルク相場も、かな

(図表9)

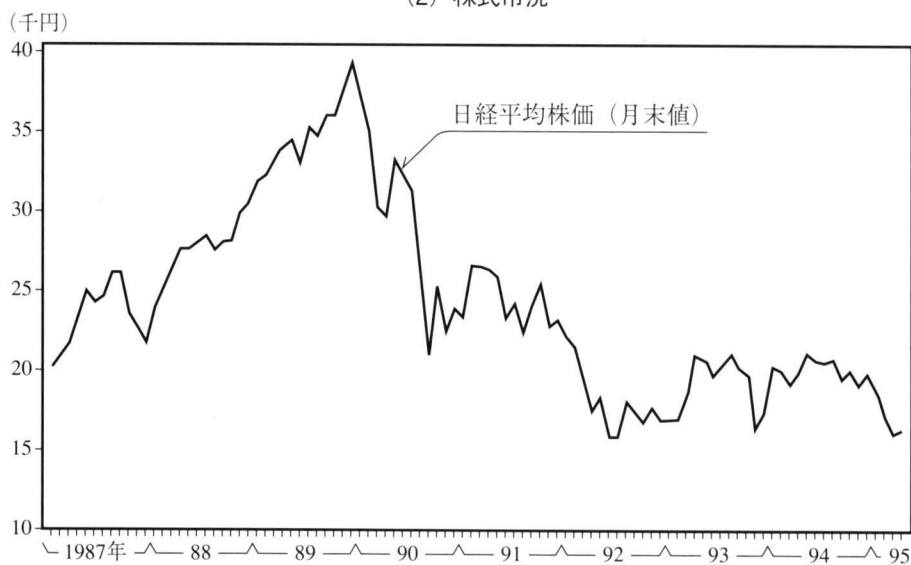
為替レート、株価

(1) 為替レート



(注) 直近は4月17日時点。

(2) 株式市況



(注) 直近は4月17日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

りの円高となった。

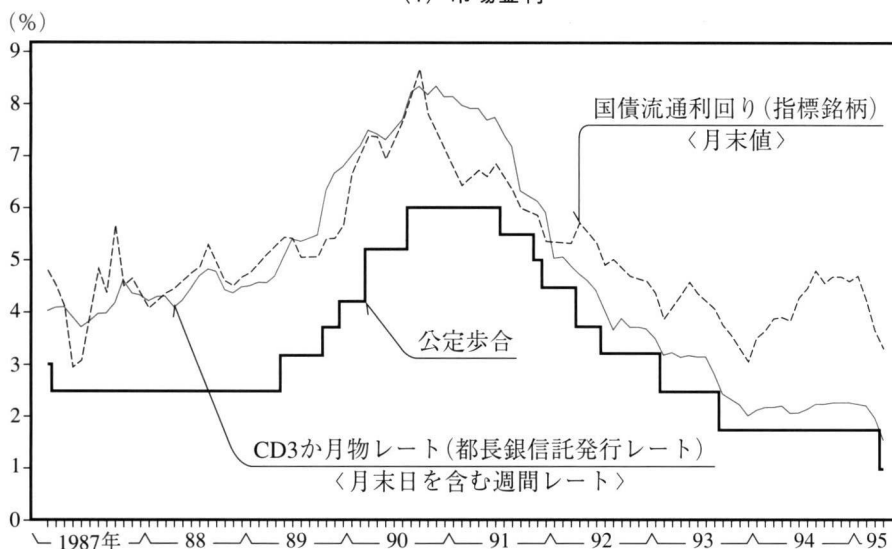
株価は、景気回復の鈍さや、金融機関の不良債権処理の遅延懸念等のほか、阪神・淡路大震災、英国ベアリングズ社の経営破綻、急激な円高進行など、多くの悪材料が重なったため、更年後

大幅な下落となった。すなわち、日経平均株価は、昨年末の20千円近い水準から一時16千円割れまで下落した。

一方、国内市場金利の動向をみると(図表10)、長短金利ともに2月以降低下した。まず、長期

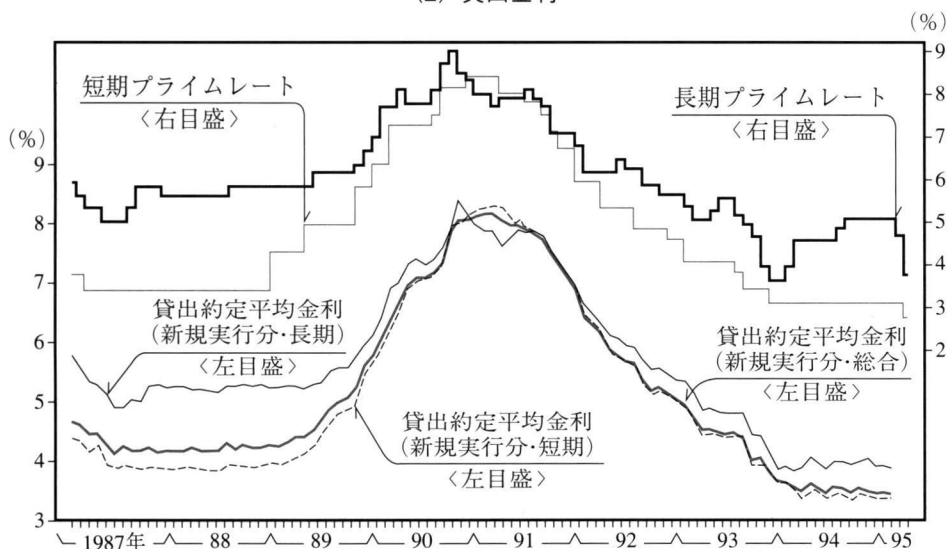
(図表10) 金 利

(1) 市場金利



(注) 直近は4月17日時点。ただし、CDは4月10日～14日の週間レート。

(2) 貸出金利



(注) 直近は4月17日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

市場金利は、景気回復の緩慢さを織り込む形で、2月から低下基調に転じ、3月入り後は、円高の進行や株価下落を背景に、低下ピッチを加速した。また、短期市場金利についても、ターム物を中心に弱含みに推移した(注4)。

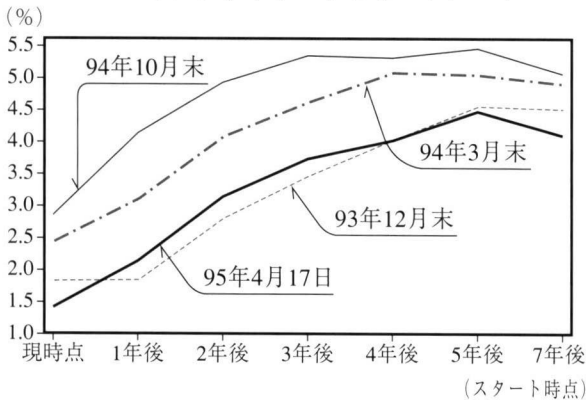
(2) マネーサプライの伸び率は引き続き緩やか
民間金融機関の貸出をみると(図表12)、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、昨年7~9月△0.3%、10~12月△0.2%、本年1~3月△0.2%とマイナス幅を僅かに縮小させているが、依然低迷が続いている。こ

れは、設備投資の停滞や、企業収益の持ち直しに伴うキャッシュフローの改善などを背景に、大企業を中心に、財務効率の改善を企図して有利子負債を圧縮する動きが続いていることを反映したものである。とりわけ、ごく最近まで長短金利差が拡大していたこともあって、長期の資金需要が目立って低調であり、資本市場における資金調達も、償還額見合い程度にとどまっている(後掲図表13)。この間、個人向け貸出については、住宅ローンが堅調の反面、消費者信用は引き続き減少しているため、全体としてマイナス基調を脱し切れていない。

(注4) この背景にある市場の金利感を、インプライド・フォワードレートの変化によってみると(図表11)、引き続き右肩上りの形状とはなっているが、昨年中に形成された金利上昇期待が大幅に後退していることが分かる。また、ユーロ円先物金利をみると、短期金利が、公定歩合引き下げ後も、当面低位横這いで推移することを予想する姿となっている。

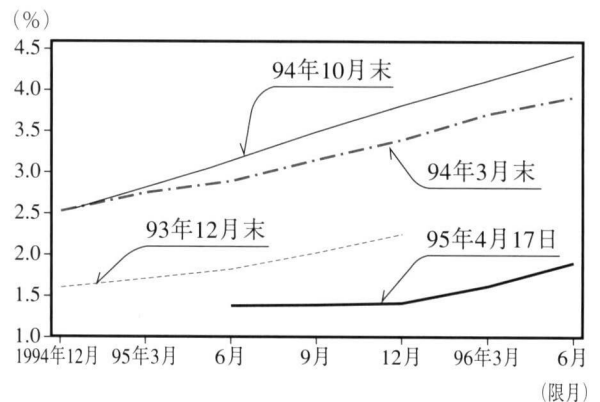
(図表11) 市場の金利感

(1) スワップレートから算出した1年物インプライド・フォワードレート



(資料) 「日経金融新聞」等

(2) ユーロ円金利先物(3か月)の推移



このように借入需要の低迷が長期化する下で、民間金融機関では、これまで以上に中小・零細企業との取引拡大に注力するとともに、企業の海外生産シフトに対応する形で、特にアジア諸国へ進出する日系企業のファイナンスを支援しようとしている。この間、貸出市場における需給の引き緩みを反映して、貸出約定平均金利（新規実行分）は、長短市場金利の上昇がみられた昨年後半以降も、低水準で推移してきた（前掲図表10）。今後についても、最近の市場金利の大幅な低下を受け、貸出金利の一段の低下が予想される。

一方、マネーサプライをみると（後掲図表14）、M₂+CDの平残前年比は、7～9月+2.1%、10～12月+2.7%、1～3月+3.5%と、引き続き緩やかに増加しており、広義流動性についても、ほぼ同様の動きとなっている。民間金融機関の貸出が低迷しているにもかかわらず、マネーサプライが増加しているのは、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国債保有が増加していることが影響しているものとみられる。また、このようなマネーサプライの動向は、最近の法人部門の通貨保有持ち直しが示すように、基本的には現

(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			95年	94年	95年		
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	12月	1月	2月	3月
都 銀	△ 0.1	△ 0.5	△ 0.6	△ 0.7	△ 0.6	△ 0.9	△ 0.7	△ 0.5
長 信	△ 1.1	△ 0.7	△ 0.9	△ 1.4	△ 0.9	△ 1.2	△ 1.4	△ 1.5
信 託	△ 2.9	△ 3.5	△ 3.7	△ 3.4	△ 3.8	△ 3.8	△ 3.6	△ 2.9
地 銀	1.6	1.1	1.4	1.7	1.2	1.5	1.8	1.7
地 銀 II	1.6	1.7	2.5	2.9	2.7	2.9	3.0	2.8
5 業 態 計	0.1	△ 0.3	△ 0.2	△ 0.2	△ 0.2	△ 0.3	△ 0.2	△ 0.0
円 貸 出	0.5	0.1	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6
インパクトローン	△ 5.6	△ 5.1	△ 7.3	△ 7.9	△ 7.6	△ 8.5	△ 7.4	△ 7.8

(2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1994年			95年	94年	95年		
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	12月	1月	2月	3月
外銀(平残)	△20.2	△15.6	△14.7	△ 8.0	△11.8	△ 8.0	△ 9.1	△ 6.8
信金(末残)	2.2	2.1	2.1	2.7	2.3	2.6	2.9	2.7
生保(末残)	3.7	6.8	5.4	n.a.	5.4	4.9	4.3	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

在の緩やかな景気回復を反映したものである。先行きについては、長短金利が低下する一方、景気回復のテンポが引き続き緩やかなものにと

どまるため、4～6月のマネーサプライの伸び(M₂+CD平残前年比)は、1～3月並み(+3%台)と予想される。

(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
1993年度	108,846 (△ 2.8)	58,313 (△32.2)	26,074 (3.2倍)	21,396 (31.2)	3,063 (83.3)
94	79,280 (△27.2)	42,230 (△27.6)	28,846 (10.6)	2,404 (△88.8)	5,800 (89.4)
94年 7～ 9月	22,758 (△22.8)	9,105 (△45.7)	12,097 (50.2)	588 (△83.6)	968 (△ 8.9)
10～12月	19,689 (△23.8)	8,372 (△43.2)	8,022 (71.2)	218 (△96.4)	3,077 (8.4倍)
95年 1～ 3月	17,988 (△35.9)	11,768 (0.2)	3,784 (△49.8)	1,047 (△85.8)	1,389 (△ 0.1)

(注) 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。

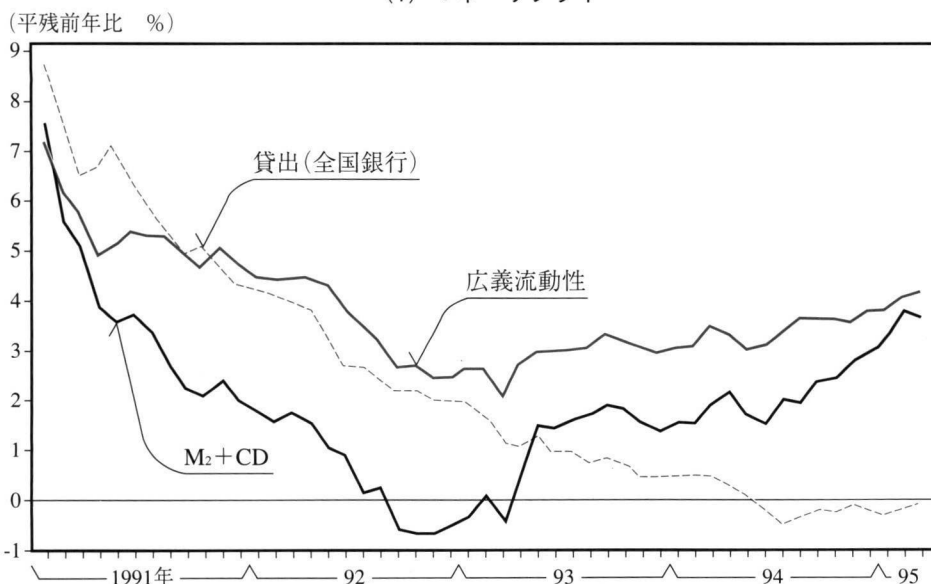
(2) 個人向け貸出

(単位 兆円、() 内前年比 %)

	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12月末	6.4	0.3	12.8	△ 6.6	(△39.0)
94年 3月末	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)
12	8.7	2.2	14.8	△ 7.2	(1.5)
1993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

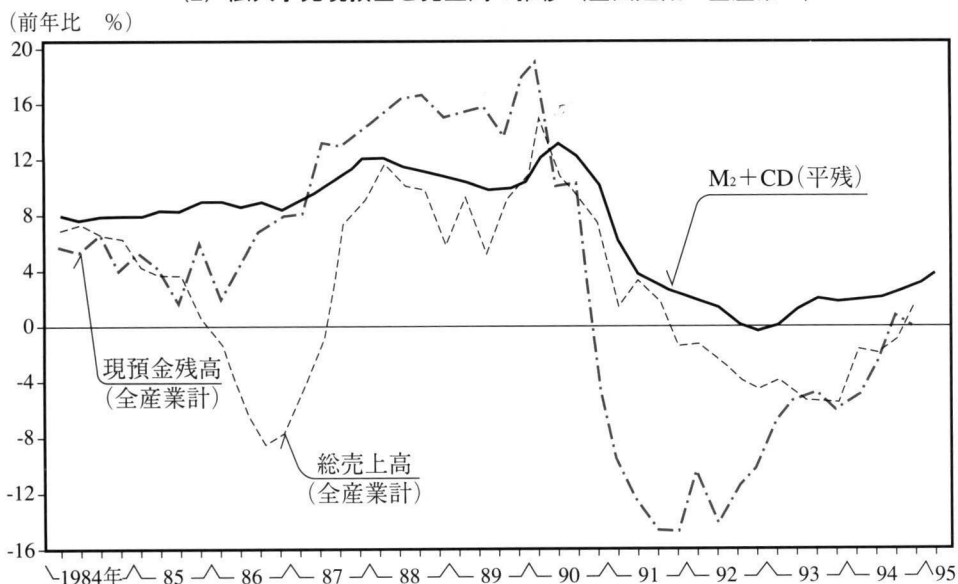
(図表14) マネーサプライ
(1) マネーサプライ



(注) 1. 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. 貸出=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)。

(2) 法人手元現預金と売上高の推移(全国短観<全産業>)



(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向」「企業短期経済観測調査」

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(図表15)、本年も多くの地域で景気拡大が続く見通しである。米国では、昨年中潜在成長率を大きく上回る成長を続けたが、最近は

(図表15)

海外経済

(1) 実質GDP

(前年比 %)

	1992年	93年	94年				
			1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	2.3	3.1	4.1	3.3	4.1	4.0	5.1
内需(寄与度)	2.6	4.0	4.8	5.1	4.7	4.4	4.3
外需(寄与度)	△ 0.3	△ 0.8	△ 0.7	△ 1.7	△ 0.6	△ 0.4	0.7
E U (欧州連合)	1.1	△ 0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	2.2	△ 1.1	2.9	2.7	3.0	2.8	3.0
<旧西ドイツ地域>	< 1.8 >	< △ 1.7 >	< 2.3 >	< 2.2 >	< 2.3 >	< 2.3 >	< 2.5 >
フ ラ ンス	1.2	△ 1.0	2.5	1.3	2.3	3.0	3.6
英 国	△ 0.5	2.1	3.9	3.3	4.1	4.1	4.2
ア ジ ア N I E s	5.9	6.2	7.4	7.9	7.2	7.1	8.0
韓 国	5.1	5.8	8.4	8.9	7.8	7.6	9.3
台 湾	6.8	6.3	6.5	6.4	6.6	6.1	7.0
中 国	13.6	13.4	11.8	(1~9月) 11.4		n.a.	

(注) 米国の四半期計数は季調済前期比年率。

(2) 物 価

(前年比 %)

	1993年	94年				95年		
		1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月		
米 国	生産者物価(最終財)	1.2	0.6	0.2	△ 0.2	1.3	1.3	1.6
	消費者物価	3.0	2.6	2.5	2.4	2.9	2.7	2.8
	<同・除く食料品・エネルギー>	< 3.3 >	< 2.9 >	< 2.9 >	< 2.8 >	< 2.9 >	< 2.8 >	< 2.9 >
ドイツ	生 計 費 指 数	4.1	3.0	3.3	3.0	3.0	2.8	2.3
フランス	消 費 者 物 価	2.1	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
英国	小 売 物 価	1.6	2.5	2.4	2.6	2.3	2.6	3.4
韓国	消 費 者 物 価	4.8	6.2	6.5	5.8	6.9	5.8	4.6
台湾	〃	2.9	4.1	3.4	3.2	6.0	3.9	4.2
中国	全 国 小 売 物 価	13.2	21.7	20.0	19.5	23.2	24.5	20.5

(注) ドイツは旧西ドイツ地域の計数。

95年1~3月については、フランス、英国、中国は1~2月の計数。

(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

これまでの利上げ効果から、住宅投資、個人消費を中心に景気減速の兆しがみられ始めている。他方、設備投資は引き続き着実に拡大しており、企業の合理化投資等による生産性向上を背景に、物価は比較的落ち着いた動きとなっているため、物価上昇率の加速を伴わない持続的な成長経路へソフト・ランディングしていくとの見方が強まっている。しかし、米ドルは、メキシコ情勢への懸念に加え、米国の財政赤字と対外収支赤字が目立った改善が期待されない中で、為替市場において主要通貨に対して大幅に下落している。

欧州経済をみると、他国に先立って景気回復がみられた英国で、昨秋以降の利上げの効果等から、景気拡大テンポがやや減速しつつあるが、ドイツ、フランスでは、輸出、設備投資を中心とする景気拡大が続いている。欧州全体としての雇用情勢も改善に向かう中で、今後も、欧州景気は拡大基調を辿ると予想されている。ただ、欧州においても、独マルク高の一方で、ラテン系欧州諸国の通貨が下落するなど、域内通貨情勢には依然として不安定さが残っている。この間、ブンデスバンクは、マネーサプライの減少等を背景に、3月末に公定歩合の引き下げを実施した。

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や活発なインフラ投資等を背景に、高い経済成長が続いている。物価上昇率が高まる中で、多くの国で引き締め気味の政策運営がなされてきたが、本年も全体として高い成長が続く見通しにある。一方、中国では、過熱気味の景気拡大

が続いているが、これまでの引き締め政策の効果が徐々に浸透しつつあり、成長率、インフレ率とも幾分鈍化している。ただ、依然として個人消費を中心とする需要の基調は強く、物価上昇率も高いために、大きな混乱を伴うことなく十分な景気の減速を実現することが、国有企業や農業問題の改革と並んで、重要な課題となっている。

(2) 国内経済の展望

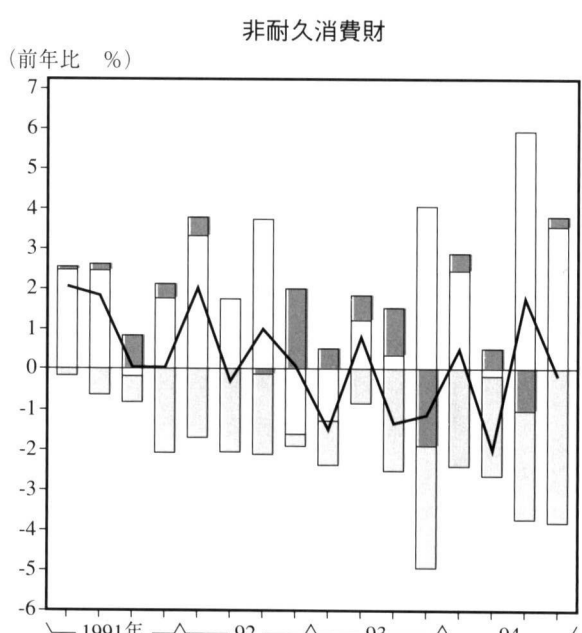
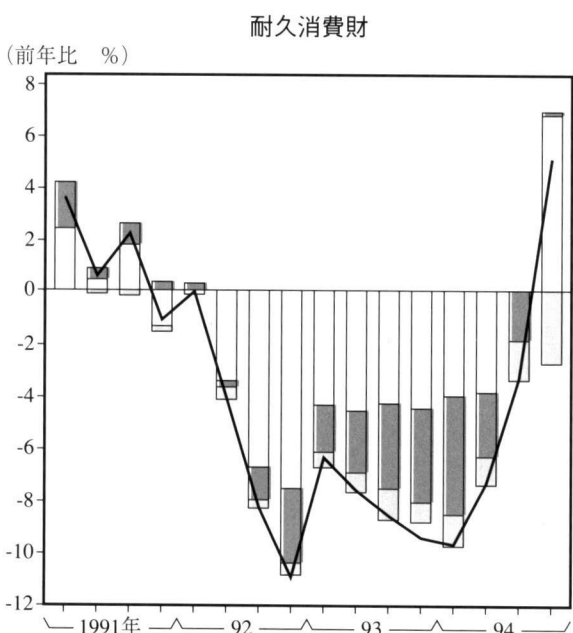
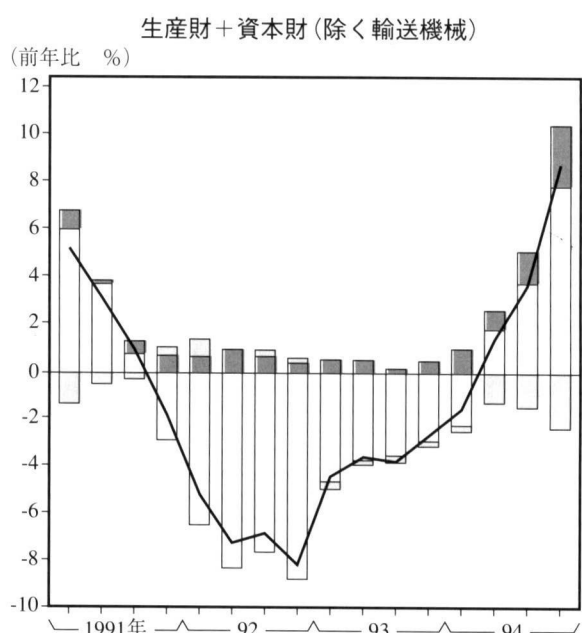
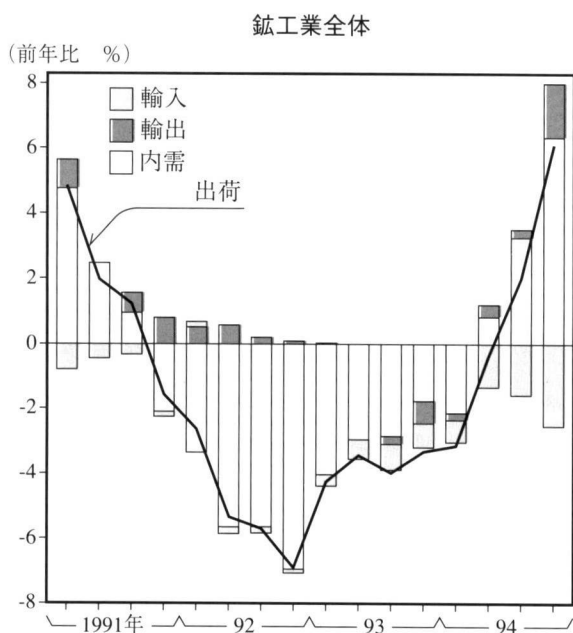
わが国経済は、昨年初めから景気回復基調を辿っているが、そのテンポは、過去の回復局面に比べ、極めて緩慢なものにとどまっている。これには、東アジアの工業化等に伴う産業構造調整や「価格破壊」、さらにはバランスシート調整といった構造要因が、設備投資の抑制等を通じて、景気回復力を減殺する方向に作用してきたことの影響が大きいとみられる。しかも、こうした構造調整圧力の下で、最近では産業間・企業間の業況格差が明確化してきており、このことが今後の景気展開に対して、どのような意味を持つかについて考える必要がある。

まず製造業についてみると、アジア諸国等との国際分業の進展を反映して、①世界経済の拡大や日本企業の海外での生産増に伴って、輸出の増加が内需と共に生産押し上げに寄与している生産財・資本財、②企業の海外生産シフトや逆輸入の増加の一方、ストック調整の進展に伴う内需の回復から生産が増加している耐久消費財、③内需増が、海外からの安値輸入品の流入に食われて、生産増に結び付いていない非耐久消費財と、大きく3つのグループに分かれてい

る（図表16）。価格面では、海外市況が上昇している生産財を除くと、全般に軟調が続いている（図表17）。しかし、資本財や耐久消費財では、技術進歩に伴う生産性の上昇から、これま

でも価格がほぼ一貫して低下する中で成長を続けてきており（後掲図表18）、最近も、数量の増加に支えられて、これら業種の収益は増加に転じている。このように、製造業においては、

（図表16） 鉱工業出荷と輸出入

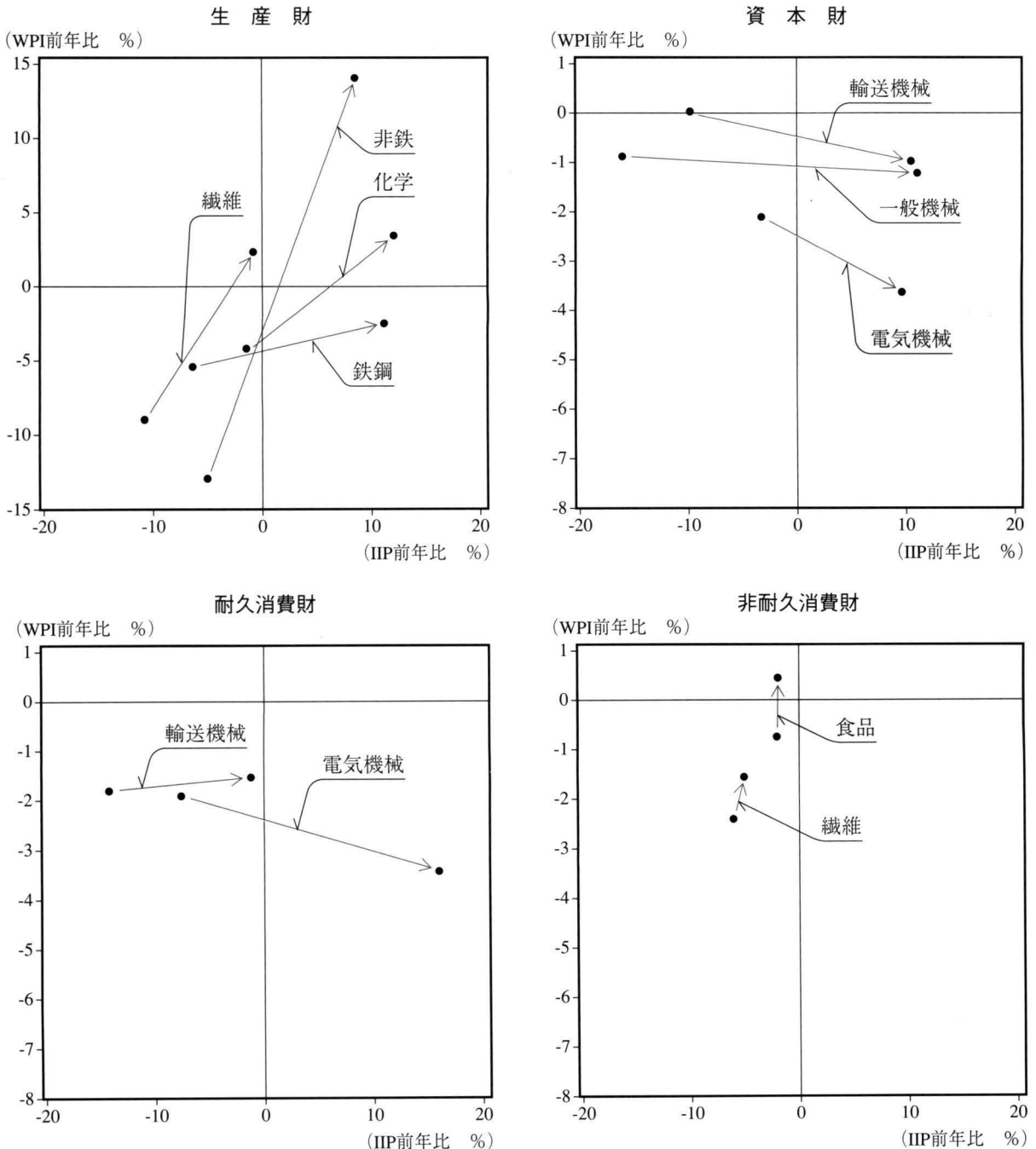


（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

産業構造の転換が進む中で、労働集約的な産業（非耐久消費財など）の縮小を伴いつつも、全体

としてみれば、景気を前向きに進める力が働いている。

(図表17) 財別にみた数量と価格

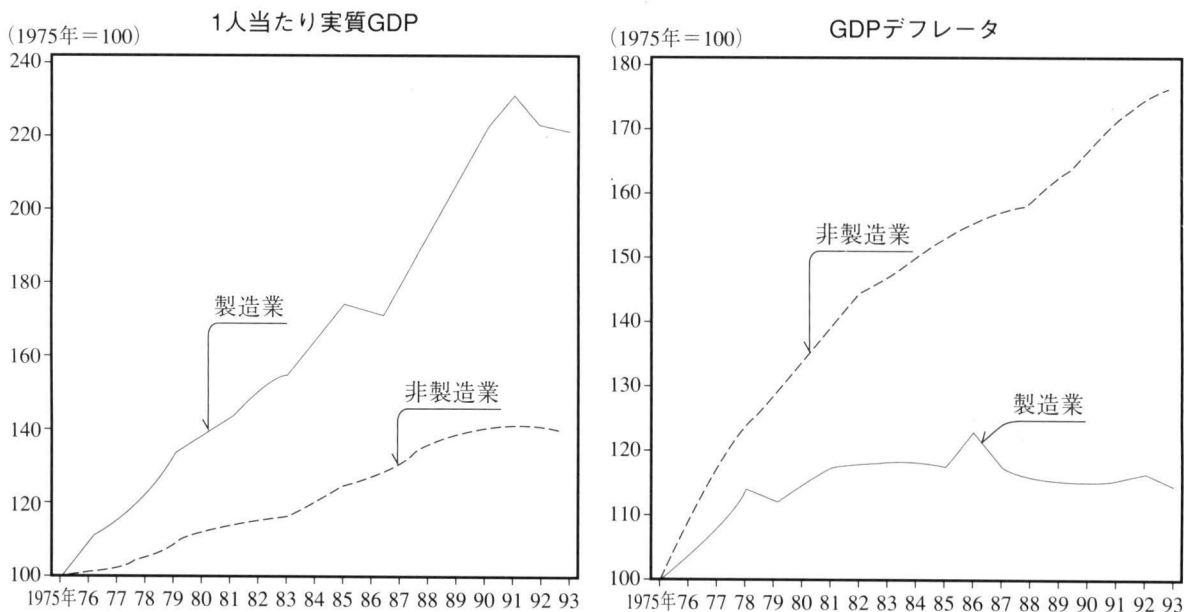


(注) 矢印は93年第4四半期から94年第4四半期への変化を示したものの。WPIは、国内需要財を利用。
 (資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「卸売物価指数」

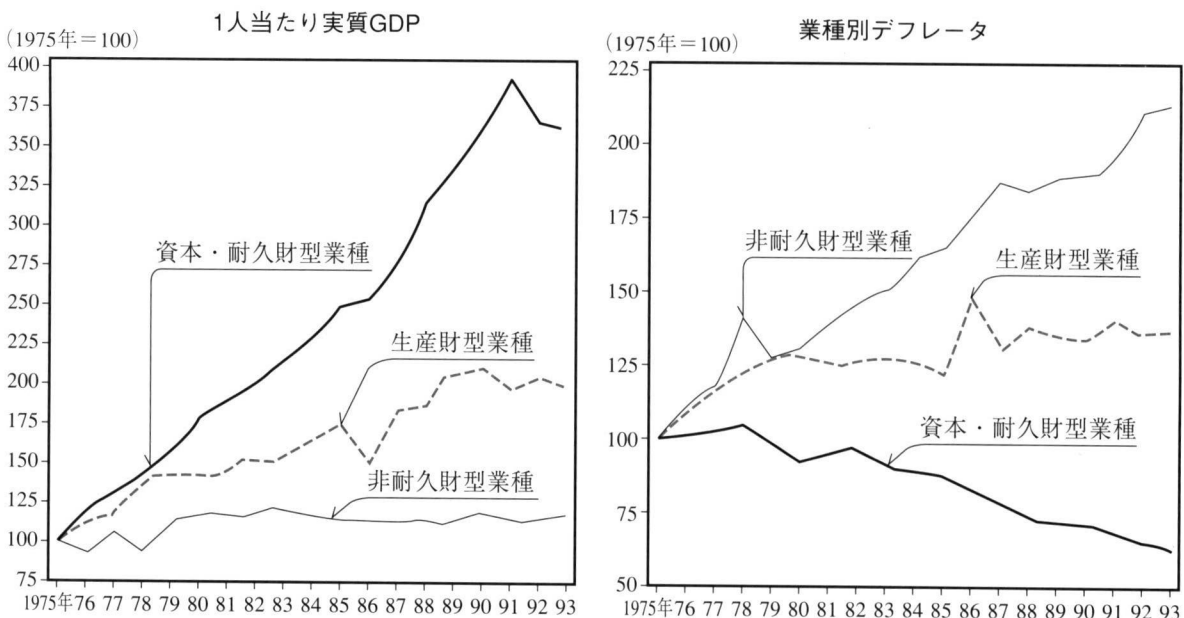
(図表18)

産業別の生産性とデフレーター

(1) 製造業と非製造業の比較



(2) 製造業の業種別内訳



(注) 生産財型業種：鉄鋼、非鉄、化学、石油石炭、窯業土石、紙・パ
資本・耐久財型業種：一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械
非耐久財型業種：食品、繊維

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

これに対し、非製造業においては、製造業のように明瞭な前向きの展開は依然みられていない。これには、消費者物価や企業向けサービス価格にみられるような、非製造業にかかわる価格の軟調地合いが、製造業とは異なる環境変化を背景に起こっているためと考えられる。すなわち、非製造業では、これまで公的規制や様々な国内の市場慣行に守られて、生産性上昇率の低さを価格引き上げで補うという面が強かった(図表18)。しかし、最近では国際競争の激化等に伴う安値輸入品の流入や規制緩和の流れ、消

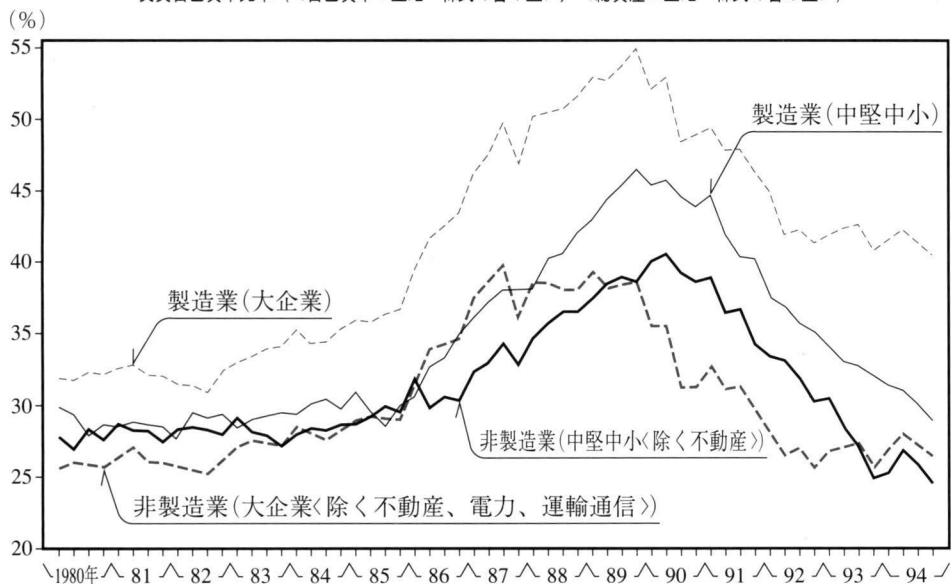
費者意識の変化、製造業のリストラ努力等を反映して、価格引き上げが困難化しており(いわゆる「価格破壊」の進行)、この結果、企業収益の改善の遅れが目立っている(注5)。また、非製造業では、建設・不動産をはじめ、それ以外の業種でも、中小企業を中心にバランスシートの悪化が設備投資の回復を抑制する要因として働いているとみられる(注6)(図表19)。

以上のような産業間・企業間格差の拡がり、産業構造の調整が既にある程度進捗しつつあることを示すものである。現に、2月短観の95

(図表19)

バランスシート調整

実質自己資本比率(〈自己資本+土地・株式の含み益〉/〈総資産+土地・株式の含み益〉)



(注) 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である。

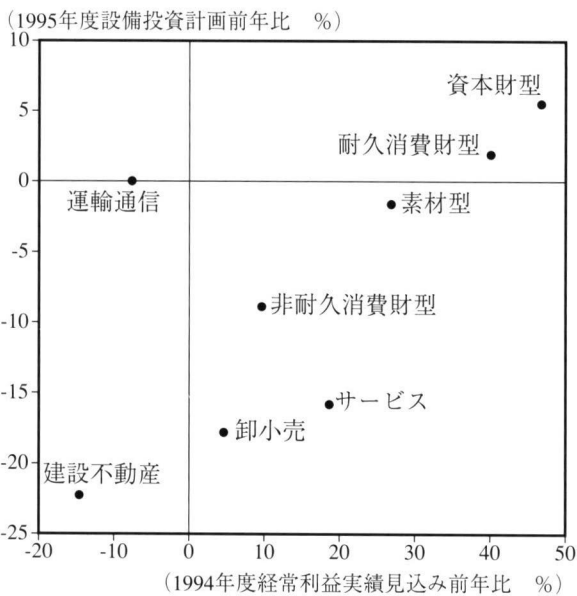
(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計季報」、東証株価指数、経済企画庁「国民所得統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

(注5) 2月短観によれば、主要企業の94年度収益は、製造業(石油精製を除く)が前年度比+30.3%の大幅増益に対し、非製造業(電力・ガスを除く)は同△3.4%と小幅ながら減益の見込みとなっている。さらに、95年度も、製造業(同+21.0%)と非製造業(同+5.5%)の収益格差はほとんど縮小しない見通しである。

(注6) もちろん、非製造業の中でも、製造業の回復の影響が波及しつつあるリース、広告、運輸・倉庫や、携帯電話等の加入者が急増している通信、「価格破壊」をむしろ武器として拡販を図る大手流通業の一部等では、投資・雇用の拡大など前向きの動きもみられ始めている。しかし、非製造業全体の中でみると、こうした動きは、なおごく一部にとどまっている。

年度設備投資計画が下げ止まったことには、上記の相対的に好調な業種の投資回復が寄与している（図表20）。これは、一昨年までのほとんどすべての業種が不振という状態から、好調業種が徐々に浮上する形で、構造調整下でも景気回復が続き得ることを示唆している。しかし、規制緩和などによる新たな市場創出に明確な展望が拓けない一方で、既存の労働集約的産業や非効率的な流通業等の淘汰が進んでいく可能性がある点を考えると、当面、景気回復に弾みがつきにくい情勢にあるとみられる。

(図表20) 企業収益と設備投資
(主要短観、2月調査)



(注) 素材型：紙・パ、化学、窯業、鉄鋼、非鉄
 資本財型：一般機械、電気機械、金属製品
 耐久消費財型：輸送機械、精密機械
 非耐久消費財型：繊維、食料品
 (資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

今後の経済情勢を展望するうえでは、こうした構造調整圧力とともに、阪神・淡路大震災や最近の急激な円高が景気に及ぼす影響について考える必要がある。まず、震災の影響についてみると、冒頭にも述べたとおり、全国ベースでみた経済活動への影響は、限定的であった。今後は、住宅投資、公共投資に加え、鉄道・電力等のインフラ関連を中心に、設備投資についても復旧需要が見込まれるため、年度全体を通してみると、むしろ成長率を幾分押し上げる方向に作用するものとみられる（注7）。

問題は、最近の急速な円高進行の影響である。まず、現在の急激な円高は、経済のファンダメンタルズから大幅に乖離した極めて投機色の強いものだけに、引き続き各国政策当局と緊密な連繋をとりつつ、為替市場において適時適切に対応していく必要がある。ただ、為替相場の先行きは極めて不透明であり、また円高の景気への影響は、為替相場の落ち着く水準や、企業の為替対応、海外景気等の環境によっても大きく異なるため、現時点での定量的な見極めは極めて困難である。しかし、最近の大幅な円高によって、構造調整の流れが一段と加速し、輸出入への影響のみならず、大幅な増益が見込まれていた製造業の95年度収益についても、かなりの下方修正が不可避とみられる。これに予想以上の海外景気の減速が加われば、価格転嫁の困難化、企業収益の一段の悪化を通じて、設備投資や雇用の回復傾向にも水を差し、景気の緩やかな回復そのものを損なうリスクがあることは否

(注7) ただし、震災のマイナス効果が限定的にとどまったのは、生産代替等の可能なフローの経済活動への影響である。今後、10兆円以上にのぼる巨額のストック損壊に伴う負の資産効果などが、企業の投資行動や消費者心理にどう影響するかについては、引き続き注視していく必要がある。他方、復興需要の規模やそれが本格化する時期については、インフラ関連や企業の生産設備の復旧が順調に進んでいる一方、民間のビル・住宅の復興はまだ目途が立っておらず、依然として不透明な部分が少なくない。

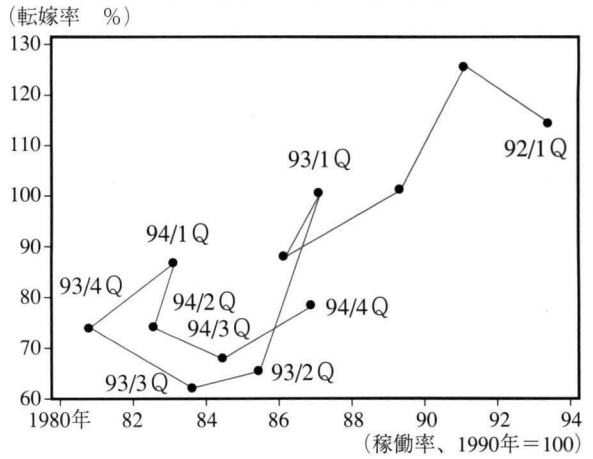
定できない。

いずれにしても、今回の円高は、構造調整の下で景気回復の足取りがただでさえ緩慢な下で生じているだけに、これが、回復のテンポを一段と鈍いものとするのが懸念される。また、前記のような産業構造の調整が進む下で、円高が景気に影響を及ぼす経路も、従来とはやや異なりつつあると考えられる。すなわち、これまで円高と言うと、輸出産業の価格競争力の低下による輸出数量・収益への影響が意識される場合が多かった。しかし、最近におけるわが国輸出増加の中心は、非価格競争力を備えた資本財・部品（輸出全体の約60%）や、国際的に需給がタイトな鉄鋼・石油化学等の中間財であるため、外貨建て価格を引き上げても、輸出数量に及ぼすマイナスの影響は小さくなっているとみられる（注8）。また、製造業の稼働率が高まってきたため、この面からも、ひと頃に比べれば価格転嫁が行われやすい環境となっている（図表21）。

しかし、その一方で最近では、円高のネガティブ・インパクトがむしろ輸入面を通してより強く現れてきている。今回の円高でも、労働集約財を中心に輸入ベネレーションが一段と高まり、輸入面から国内生産を強く圧迫することが考えられる。また、非製造業については、これまで円高メリットを享受することが多いと考えられてきた。しかし最近では、例えば「価格破壊」の下での流通マージンの圧縮（前掲図表6）などが示すとおり、従来のように円高差益が非製

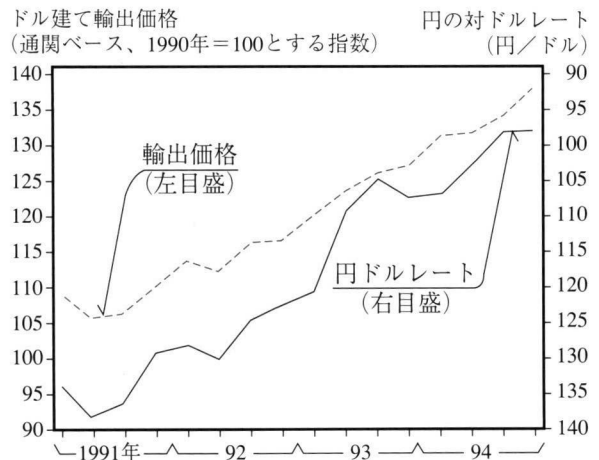
(図表21) 累積円高転嫁率

(1) 稼働率と累積円高転嫁率



$$\text{累積円高転嫁率} = \frac{\text{91年平均からの累積ドル建て輸出価格上昇率}}{\text{91年平均からの累積円の対ドル上昇率}}$$

(2) 為替レートとドル建て輸出価格



(資料) 日本銀行「経済統計月報」、大蔵省「外国貿易概況」、通産省「鉱工業指数統計」

(注8) 実際、資本財・部品については、93~94年の円高時にも、輸出の減少はほとんどみられておらず（前掲図表16）、マイクロ情報でも、為替相場が落ち着けば、アジア諸国向け中心に、輸出の増勢は続くとの見方が多い。他方、自動車・家電等については、このところ内需回復が目立ってきているが、円高の進行によって、海外生産シフトや逆輸入の流れが加速することが考えられる。

造業に滞留せず(注9)、消費者により速やかに還元される傾向が強まっている。この結果、円高に伴う交易条件の改善は、個人消費の下支え要因としてより強く作用する反面、前回円高不況からの回復局面でみられたような、非製造業の設備投資の拡大にはつながりにくくなっている。

以上を総括すると、産業構造調整、「価格破壊」等の構造要因は、今後とも成長制約要因として作用する。しかも、最近の急激な円高は、こうした構造調整の流れを一段と加速し、輸出入への影響のみならず、企業収益や企業マインドの改善にもブレーキをかける可能性がある。このため、今後、震災復興需要が景気押し上げに寄与するとしても、これまでも緩慢な景気回復のテンポが一段と鈍化するリスクが強まりつつあるとみられる。

こうした経済・金融情勢の下、日本銀行は、3月末から短期金融市場金利の低下を促す措置を実施した。しかしその後、一段の円高が進行し、資産価格も低迷を続ける下で、景気回復の持続が懸念される状況となったため、市場金利の一層の低下を図ることにより、経済活動に対して金融面から最大限の支援を講ずることが適当と判断し、4月14日には、公定歩合を0.75%引き下げ1.0%とすることを決定、即日実施した。

これらの措置により、長短市場金利は、3月末以降、さらに一段と低下している。また、これを受けて長期貸出プライムレートが2か月連続で引き下げられた(2月4.9%→3月

4.5%→4月3.6%)ほか、主要銀行の短期貸出プライムレートについても、4月中旬に3.0%から2.75%へ引き下げられた後、さらに下旬以降2.375%への引き下げが発表されている(前掲図表10)。この結果、今後は設備投資、住宅投資等に対する需要押し上げや、企業収益の下支えなどを通じて、金融面からの景気支持力が徐々に強まっていくことが期待される。

以下では、こうした利下げ措置の効果をも踏まえて、需要項目別に95年度の日本経済を展望してみよう。まず、これまで景気回復を牽引してきた公共投資、住宅投資は、このところ頭打ち傾向にあるが、本年後半以降は、復旧・復興需要が徐々に顕現化していくとみられる。また、公共投資については、先般の緊急経済対策により、95年度補正予算の早期編成の方針が決定され、住宅投資については、住宅ローン金利の低下効果も期待できる。このため、両者とも息切れには至らず、年度を均^{なら}してみると、若干の景気下支えが見込まれる。

個人消費については、ベア率が前年を下回る見込みにあるが、生産の回復に伴って、所定外給与やボーナスを中心に所得環境は幾分好転するとみられる。また、円高の下で消費者物価の落ち着きが維持されることも、引き続き支援材料である。加えて、耐久消費財の買い替え需要も回復傾向にあるため、個人消費は今後も増勢を続けるとみられる。しかし、円高・株安の消費者心理への影響や、零細流通業等での廃業多発(図表22)に示されるような、中小・零細

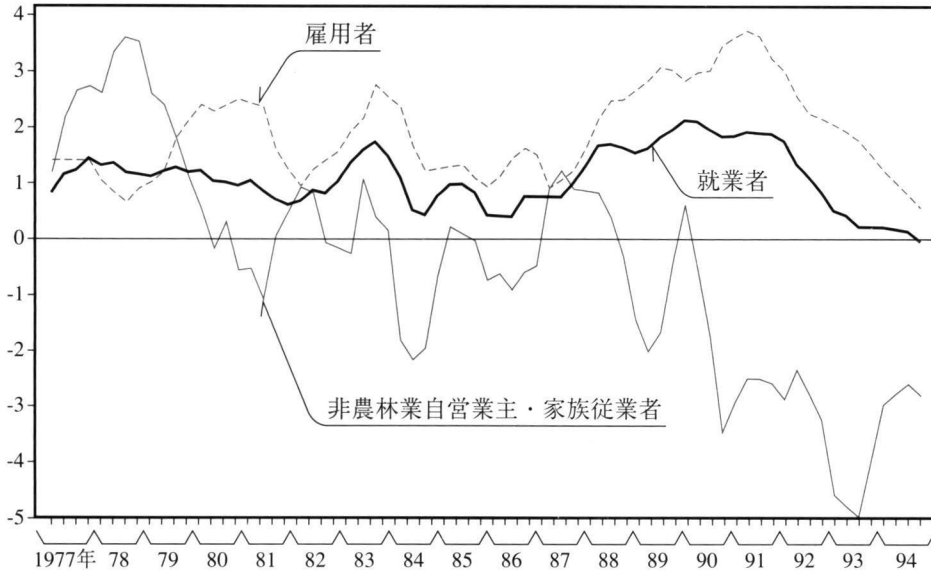
(注9) 現在も、CPI商品の上昇率がWPI消費財を上回っていることから、流通業の粗マージン率は幾分拡大しているとみられる。しかし、両者の乖離が拡大した85~86年の円高時とは大きな差があり、賃金上昇を考えると、効率性の高まっていない中小・零細流通業の収益は減少している可能性が高い。

(図表22)

就 業 者 数

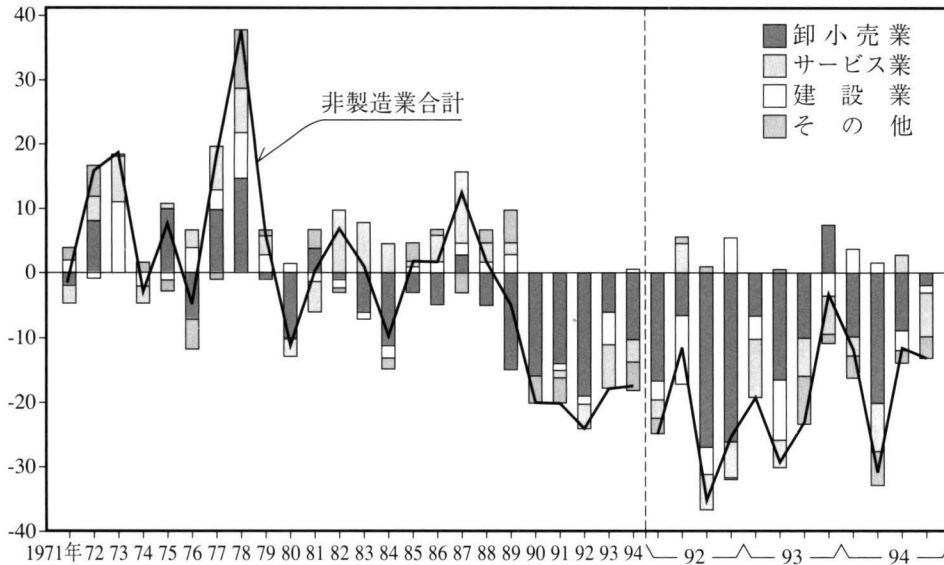
(1) 就業者数

(後方3期移動平均前年比 %)



(2) 非製造業の自営業主・家族従業者内訳

(前年差 万人)



(資料) 総務庁「労働力調査」

企業等での所得環境の悪さなどを考えると、個人消費の増加テンポは、引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高い(注10)。

設備投資に関しては、稼働率が緩やかに上昇する一方で、長期金利が大幅に低下しているため、企業の投資採算がこのところ目立って好転している(図表23)。さらに、震災復興需要の上乗せをも考えると、設備投資は4年ぶりに増加に転ずる公算が大きい(注11)。円高に伴う企業収益の圧迫は、設備投資の回復を抑制するとみられるが、ミクロ情報では、これまでのリストラ過程で厳しく絞り込んできた設備投資計画について(後掲図表24)、さらに大きく減額する余地はあまりないとする企業が多い。しかし、円高の下での海外生産シフトや、非製造業における「価格破壊」の影響、バランスシート調整圧力の大きさ等を踏まえると、設備投資の回復力は、引き続きかなり弱いものにとどまる見通しである。

この間、外需については、海外景気の着実な拡大にもかかわらず、円高の影響等から輸出の伸びが鈍化する一方、輸入は高い伸びを続けると見込まれる。このため、純輸出は、実質GDP成長率に対して、かなりのマイナス寄与となる見通しである。

以上を総合してわが国経済の先行きを展望すると、市場金利の大幅引き下げに伴う需要・収益の下支え効果もあって、景気は個人消費、設備投資の緩やかな回復に支えられて、回復基調

を続けるとみられる。しかし、円高の進行や構造調整圧力の高まりなどから、内需の回復力は依然弱く、外需のマイナス寄与はむしろ拡大するとみられるため、景気回復のテンポは、当面なお緩慢なものにとどまる公算が大きい。

(3) 物価の展望

今後の物価情勢を展望すると、景気回復力が弱く、大幅な需給ギャップが存続するため、国内需給面から物価上昇圧力が高まることは当面考えにくく、一方、輸入価格は円高進行の下、一段の低下が見込まれることから、物価は引き続き軟調地合いで推移するとみられる。

すなわち、国内卸売物価は、このところ下げ止まり傾向にあるが、円高進行の影響から、今後再び下落に向かう公算が大きい。また、消費者物価(除く生鮮食品)についても、公共料金が引き続き押し上げ方向に作用するが、円高に伴う安価な輸入品増加の影響が、「価格破壊」の下で、比較的速やかに消費者段階に波及することを考えると、今後とも前年比上昇率はゼロ近傍で推移する見通しである。

(4) 対外収支の展望

対外収支の先行きを展望すると、円高の影響等から輸出の伸びが鈍化する一方、輸入は高い伸びを続けるため、円高に伴う逆Jカーブ効果を考慮しても、貿易収支黒字は、緩やかな縮小傾向を辿ることが予想される。また、貿易外収

(注10) この点は、家計調査における一般世帯(自営業主等を含む)の消費支出の弱さ等にも、一部反映されているとみられる。

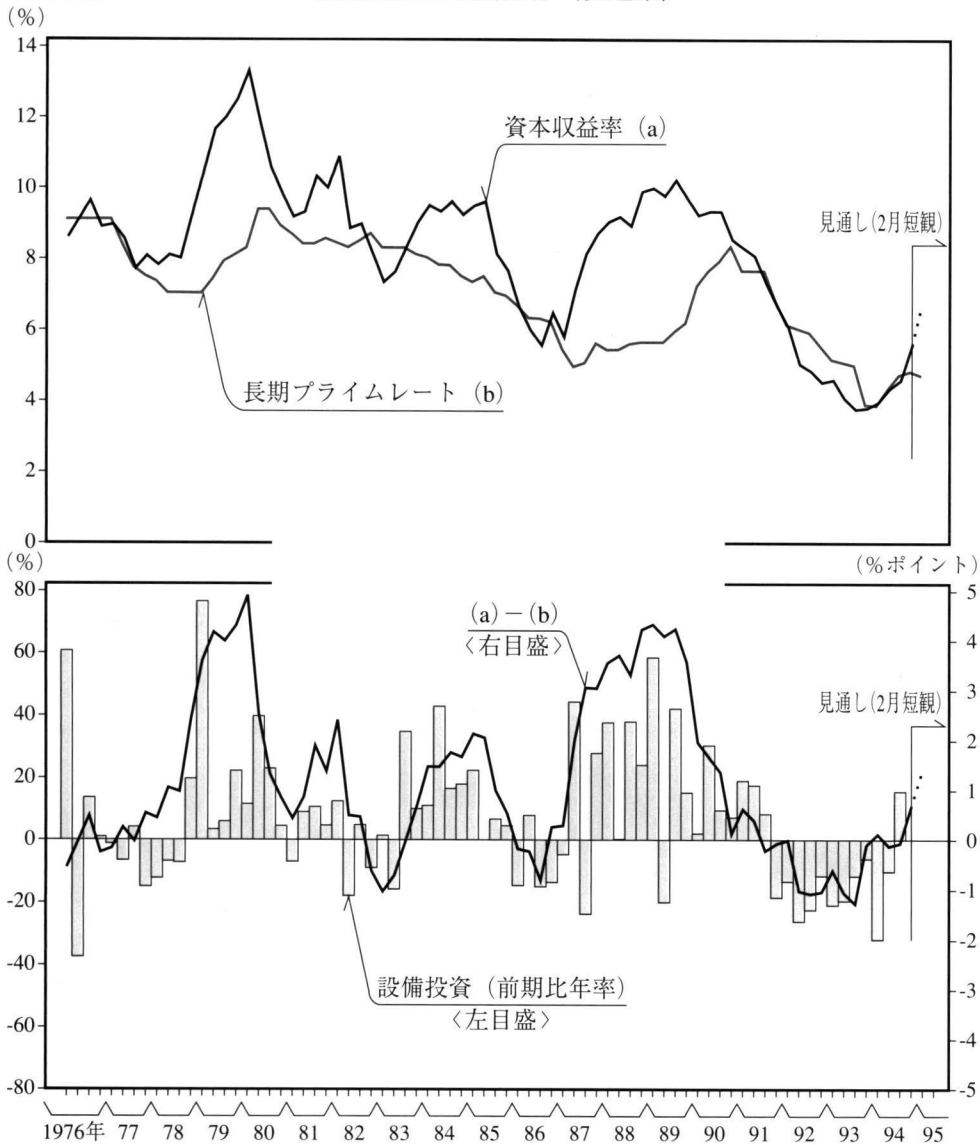
(注11) 短観をはじめ、各種設備投資アンケート調査の95年度設備投資計画(名目)は、総じて低い伸びにとどまっている。しかし、設備投資デフレータの大幅な低下や、土地投資比率の減少を勘案すると、今後の投資計画の上方修正は僅かであっても、土地投資を含まない実質GDPベースの設備投資は、ある程度の伸びとなり得る。

支の赤字幅が概ね横這い圏内で推移する中で、
 経常収支の黒字幅も、貿易収支と同様に緩やかな縮小傾向を辿るとみられる。このため、経常

黒字の対名目GDP比率は、95年度にかけて
 かなりの幅で低下することが見込まれる。

(平成7年4月21日)

(図表23) 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。

$$\sigma_t = \frac{\pi_t}{k_t \cdot PIF_t + l_t \cdot PL_t}$$

$$k_t = k_{t-1} \times (1 - \gamma_t) + \frac{I_t}{PIF_t}, \quad l_t = l_{t-1} + \frac{L_t - L_{t-1}}{PL_t}$$

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 : 設備投資デフレーター、L : 土地残高 (簿価)
 PL : 土地価格指数、I : 新設投資額 (名目)]

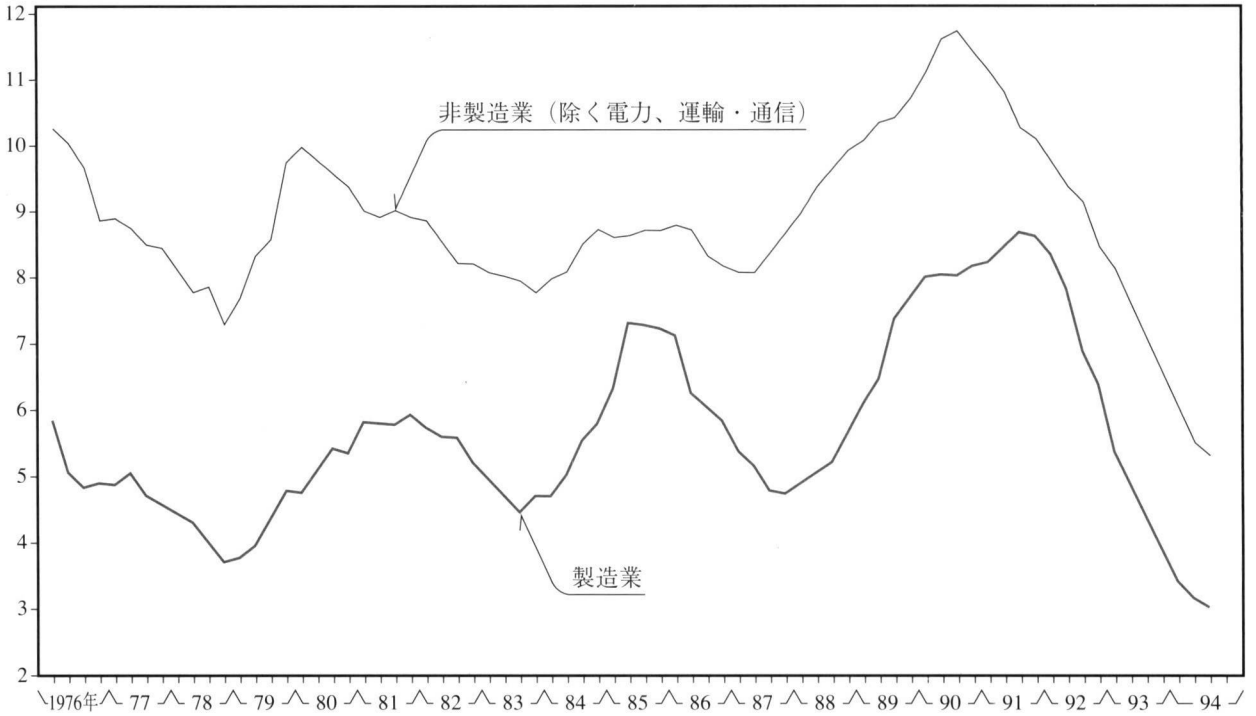
(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、
 日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「経済統計月報」

(図表24)

ストック調整

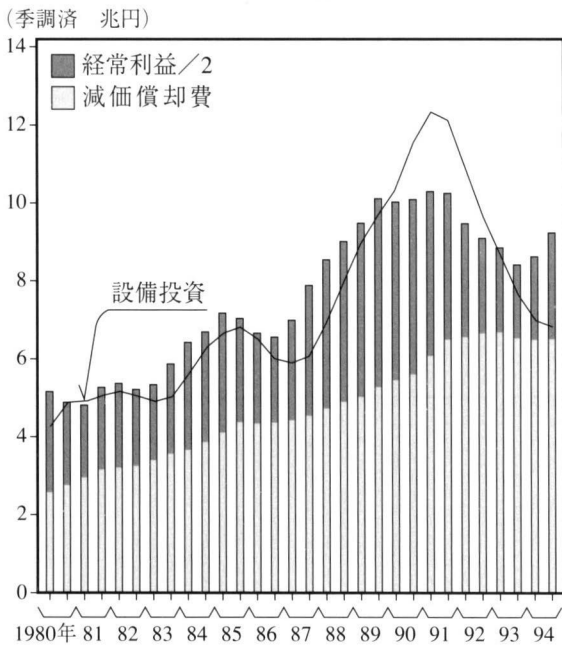
(1) 資本ストック増加率

(前年比 %)

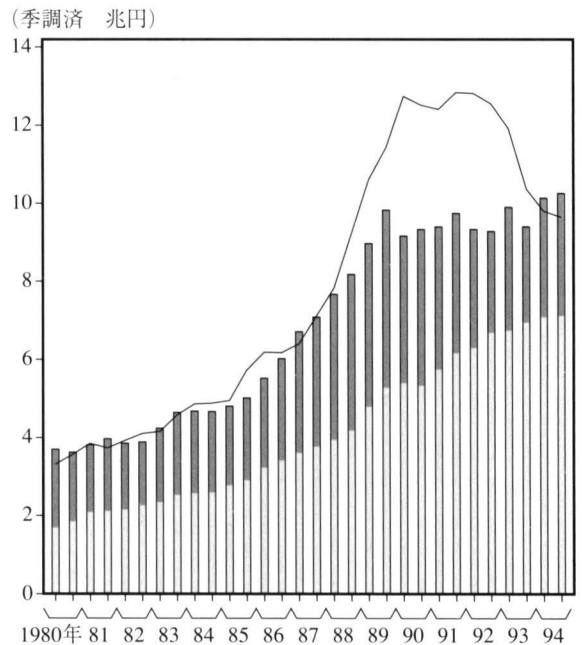


(2) キャッシュフローと投資

製造業



非製造業 (除く電力、運輸・通信)



(注) キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費
(経常利益のうち税金、配当等の流出分を50%と仮定)

(資料) 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」