

# わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成7年夏） ——

## ■ 要 旨 ■

1. わが国経済には、引き続き景気回復の力が働いているが、回復の動きはこのところやや足踏み気味となっている。すなわち、最終需要面では、設備投資が持ち直しつつある一方、純輸出が幾分減少傾向を強め、公共投資・住宅投資は頭打ちとなっている。また、個人消費も、総じて増勢基調ながら、そのテンポは極めて緩慢である。こうした最終需要動向や、建設関連財の在庫積み上がりを反映して、鉱工業生産は、5四半期連続して増加の後、足踏みとなっている。雇用面でも、有効求人倍率が幾分低下し、失業率も高止まるなど、やや需給引き緩みの方向にある。

物価は軟調を続けている。国内卸売物価は、円高進行が本格化する前まで概ね下げ止まっていたが、その後再び下落に転じている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、約8年ぶりにマイナスとなり、企業向けサービス価格も大幅な前年比マイナスが続いている。

対外収支面をみると、輸出が、米国景気の減速や円高の影響から、増加テンポを幾分鈍化させている一方、輸入は、アジア諸国の供給力拡大に円高の影響も加わって、増勢がやや加速している。このため、実質貿易収支の黒字幅は減少しており、ドルベースでみた経常収支の黒字幅も緩やかな縮小傾向にある。

2. 今次金融緩和措置までの金融面の動きをみると、円／ドル相場は、5月末に主要先進国の通貨当局による協調行動がとられた後は、概ね84～85円前後での膠着状態が続いた。長短市場金利は、3～4月の金融緩和を受けて大幅に低下した後も、景気の先行きに対する市場の見方が弱気化する中で低下を続け、株価も6月中旬には2年10か月ぶりに15千円を割り込んだ。

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、緩やかなものにとどまっている。

3. 今後の経済を展望すると、まず海外景気は概ね拡大基調を持続する見通しである。すなわち、米国では、本年1～3月から景気が減速しているが、高水準の企業収益を背景に設備投資が引き続き堅調であるほか、インフレ圧力が収まる方向にある中で金利も低下しているため、本格的な後退局面につながる可能性は小さいとみられる。欧州については、ドイツでは設備投資を中心とする内需の回復、イギリスやフランスなどでは域内輸出の好調に支えられ、

欧州全体として、景気拡大傾向が今後も続く見通しである。また、アジアでは、N I E s や A S E A N 諸国が輸出やインフラ投資・設備投資の拡大を背景に、引き続き高成長を辿る見通しにある。この間、中国では引き締め政策が強化されているが、当面は高成長を持続するものと見込まれる。

4. わが国では、アジア諸国の供給力拡大やバランスシート調整といった構造要因に、円高や米国景気の減速、さらには金利低下期待による住宅着工の繰り延べ等の影響が加わり、景気回復の足踏みが目先続くとみられる。しかし、その一方で、設備投資は、ストック調整の進展や収益の回復傾向を背景に、主要企業・製造業中心に持ち直しつつある。このように景気回復の基盤自体は損なわれていないため、このところ頭打ちとなっている公共投資、住宅投資等が再び増勢に転じれば、年度後半には景気は回復軌道に復するとみられる。もっとも、構造調整圧力や円高の影響が持続する下で、設備投資、個人消費といった民間需要の自律回復力はなお弱いとみられるため、景気回復のテンポは引き続き緩やかなものにとどまる公算が大きい。また、仮に、景気回復の足踏みが長引き、企業収益や雇用環境が悪化すれば、企業の成長期待や消費者マインドの萎縮を通じて、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、大幅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、当面下落基調が続く公算が大きく、消費者物価（除く生鮮食品）についても、安値輸入品増加の影響等から、前年比上昇率は小幅のマイナスを続ける見通しである。

対外収支をみると、円高の影響等から、輸出が引き続き増勢鈍化傾向を辿る一方、輸入は高い伸びを続けるとみられる。このため、円高に伴う逆Jカーブ効果にもかかわらず、経常収支の黒字幅はドルベースでも縮小傾向を辿り、経常収支黒字の対名目GDP比率も、低下が見込まれる。

6. 以上のような情勢を踏まえ、日本銀行は、今後、物価が過度に下落した場合の経済に及ぼす影響をも念頭に置きつつ、金融面から経済活動をサポートする力をさらに強化するため、7月7日、短期市場金利の一層の低下を促す措置を実施した。この結果、預金・貸出金利を含め、金利全般が一段と低下し、株価は反騰している。また、円相場も、日米通貨当局による協調行動もあって、幾分円高が修正されている。今後、これらの効果が、3～4月の一連の金融緩和措置と相俟<sup>あいま</sup>って、設備投資・住宅投資等に対する需要押上げや企業収益の下支えなどを通じて、経済全体に着実に浸透し、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) 景気回復はやや足踏み気味

わが国経済の現状をみると、引き続き景気回

復の力が働いているが、回復の動きはこのところやや足踏み気味となっている（図表1、後掲図表2）。

(図表1)

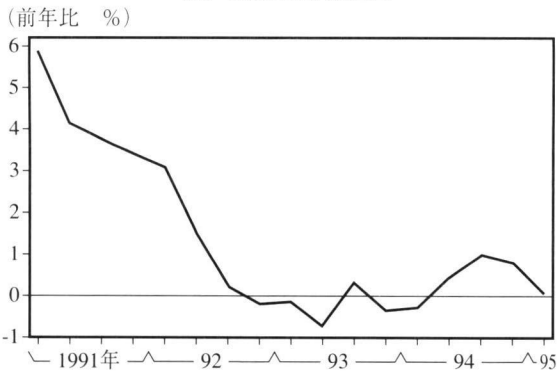
景気指標（概観）

	1993年10~12月	94年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	95年1~3月	4~6月
鉱工業生産 ＜季調済前期比 %＞ ＜前年比 %＞	△ 2.4 △ 4.9	1.4 △ 2.9	1.2 △ 1.1	1.4 1.8	2.1 6.0	1.3 6.1	(4~5月) 0.3 5.8
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」 %ポイント＞	△ 52	△ 52	△ 46	△ 36	△ 30	△ 24	△ 21
実質消費支出 (全世帯) ＜前年比 %＞	0.8	△ 0.8	△ 1.2	0.5	△ 2.2	△ 2.5	(4~5月) 0.4
全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞	△ 5.0	△ 2.7	△ 3.2	△ 0.8	△ 1.5	△ 2.2	(5月) △ 2.1
家電販売 ＜前年比 %＞	△ 1.0	3.9	0.9	20.8	10.7	11.0	(4~5月) 13.9
乗用車新車登録台数(除く軽) ＜前年比 %＞ ＜季調済年率 万台＞	△ 8.7 325	△ 5.6 339	△ 3.0 330	4.2 353	2.5 334	9.0 367	1.1 334
新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞ ＜季調済年率 万戸＞	7.1 151	7.7 157	11.8 160	1.7 156	2.5 156	△ 2.9 153	(4~5月) △ 9.8 144
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞	△ 8.7	△ 2.4	2.4	2.8	10.1	2.2	(4~5月) 16.3
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比 %＞	△ 19.1	△ 14.8	△ 12.3	△ 1.0	△ 0.1	△ 0.1	(4~5月) 4.9
公共工事請負金額 ＜前年比 %＞	△ 0.8	10.3	△ 6.1	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3	4.0
有効求人倍率 ＜季調済倍＞	0.67	0.65	0.64	0.64	0.64	0.66	(4~5月) 0.64
実質輸出 ＜季調済前期比 %＞	△ 2.1	4.0	1.1	2.2	3.1	1.0	2.5
実質輸入 ＜季調済前期比 %＞	△ 0.5	5.1	2.9	2.6	1.6	2.7	5.0

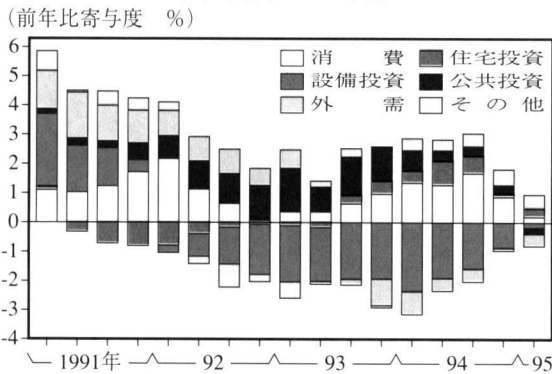
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

(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」

最終需要面では、設備投資が、実質GDPベース（季調済前期比）で94年7～9月以降3四半期連続で緩やかながら増加を続けており、先行指標の一部も持ち直している（図表3）。反面、米国景気の減速や円高の進行を背景に、純輸出は減少傾向をやや強めている。また、公共投資は頭打ちとなっており、住宅投資も、3月以降は住宅着工戸数が弱含みとなっている。個人消費も、耐久消費財の買い替え需要を中心に、総

じて増勢基調にあるが、そのテンポは極めて緩慢である。この間、在庫の動向をみると、鉄鋼等の建設財では、上記公共投資・住宅投資の頭打ちや、震災復興向け仮需の剥落から、流通段階を含め幾分過剰となっている（後掲図表4）。

以上のような最終需要および在庫動向の下で、昨年1～3月から5四半期連続で増加してきた鉱工業生産は、この4～6月は足踏みとなった模様である（後掲図表5）。さらに目先7～9月の生産も、内外需の好調な電子部品、コンピュータ、工作機械、紙・パ等は増勢を続けるが、輸出減少の自動車や、在庫過剰の鉄鋼等が減産強化の方向にあるため、全体としては弱含みとなる可能性が高い。

雇用面でも、常用雇用者数の伸びがやや鈍化する中で、有効求人倍率が幾分低下し、失業率も高止まるなど、やや需給引き緩みの方向にある（後掲図表6）。

## (2) 物価は軟調持続

物価面をみると（後掲図表7）、国内卸売物価は、円高進行が本格化する前は、需給緩和の後退から概ね下げ止まっていたが、4月以降は、円高の影響に加え、国内需給が再び引き緩み傾向を強めたため、下落に転じている。また、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、緩やかな低下傾向を持続し、4月以降は約8年ぶりにマイナスとなっている。企業向けサービス価格も大幅な前年比マイナスが続いている。また、GDPデフレータの前年比も、94年7～9月以降マイナスとなっている（注1）。

この間、最近の地価の動きをみると、商業地

(注1) 94年度のGDPデフレータは前年度比 $\Delta 0.3\%$ となった。これは、年度ベースでは87年度（ $\Delta 0.1\%$ ）を下回り、現行GDP統計開始（1955年）以来最低の伸び率である。

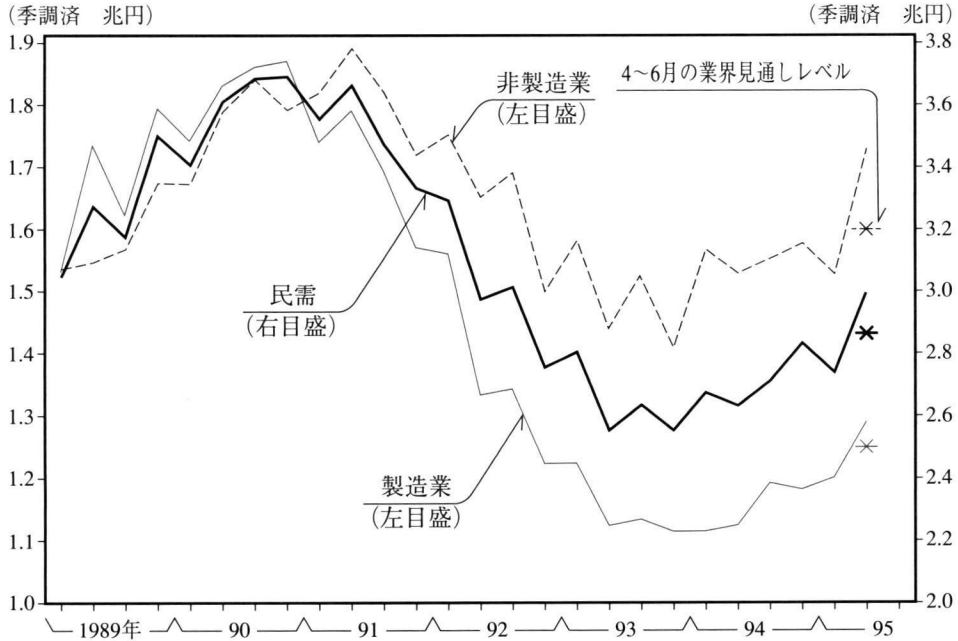


が引き続き下落傾向にあるほか、昨年後半下げ止まり地合いにあった住宅地も、マンション販

売の頭打ちや、業者の土地手当の慎重化等から、更年後は再び軟化気味となっている。

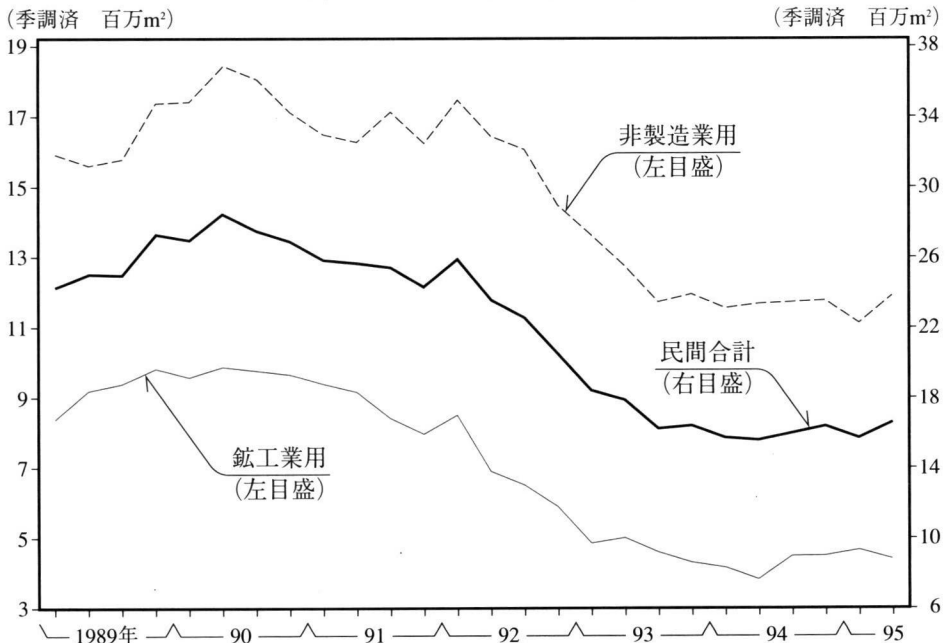
(図表3) 設備投資の先行指標

(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。  
 (注2) 95年4~6月は、4、5月の計数を四半期換算。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)

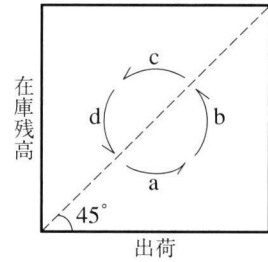
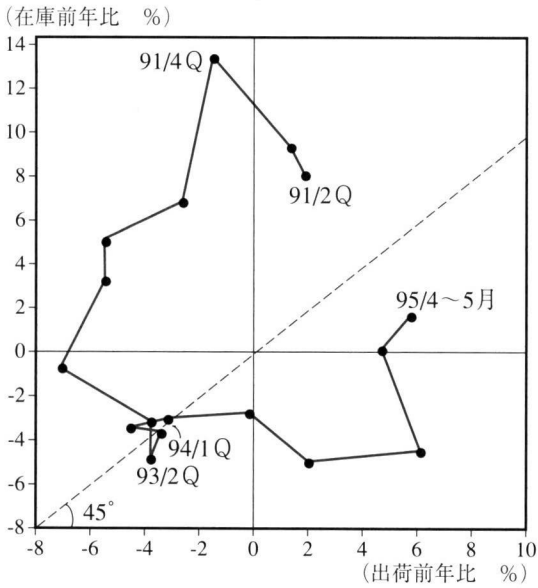


(注) 95年4~6月は、4、5月の計数を四半期換算。  
 (資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

(図表4)

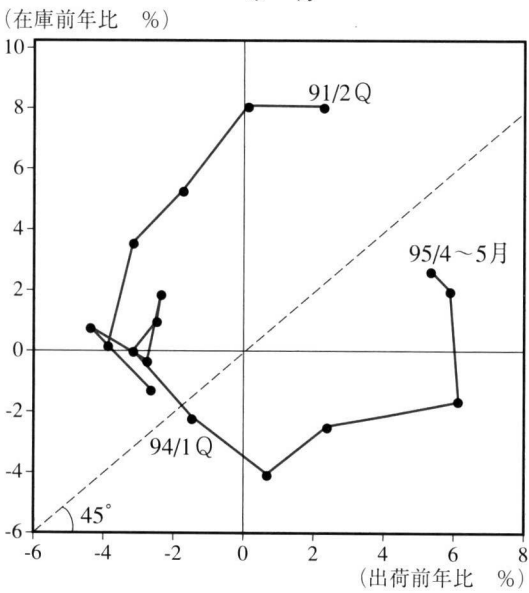
在庫循環

鉱工業

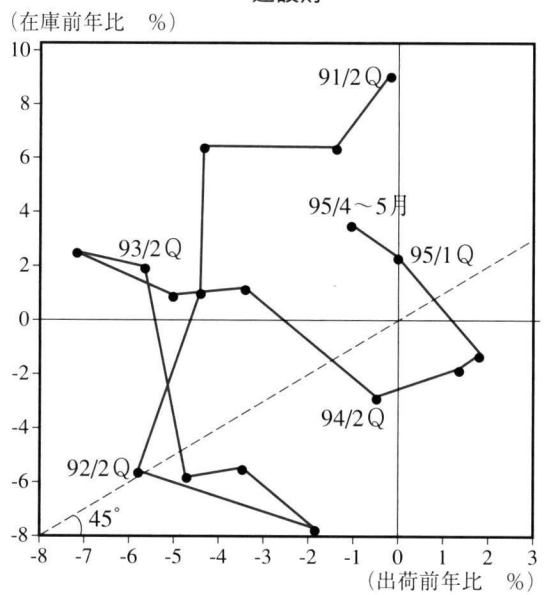


- a 回復局面
- b 在庫積み増し局面
- c 在庫積み上がり局面
- d 在庫調整局面

素材



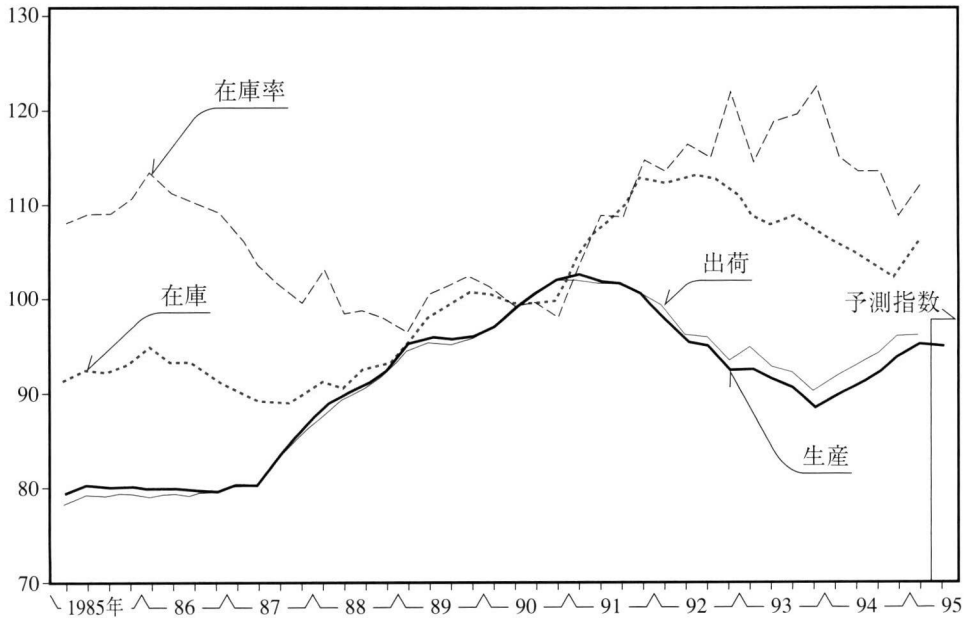
建設財



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表5) 鋳工業生産・出荷・在庫

(季調済、1990年=100)

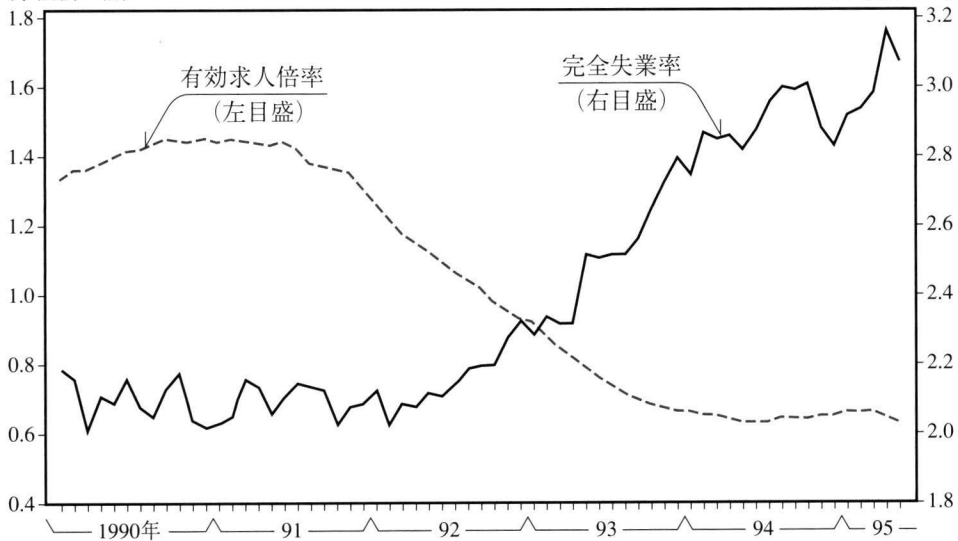


(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

(図表6) 雇用環境

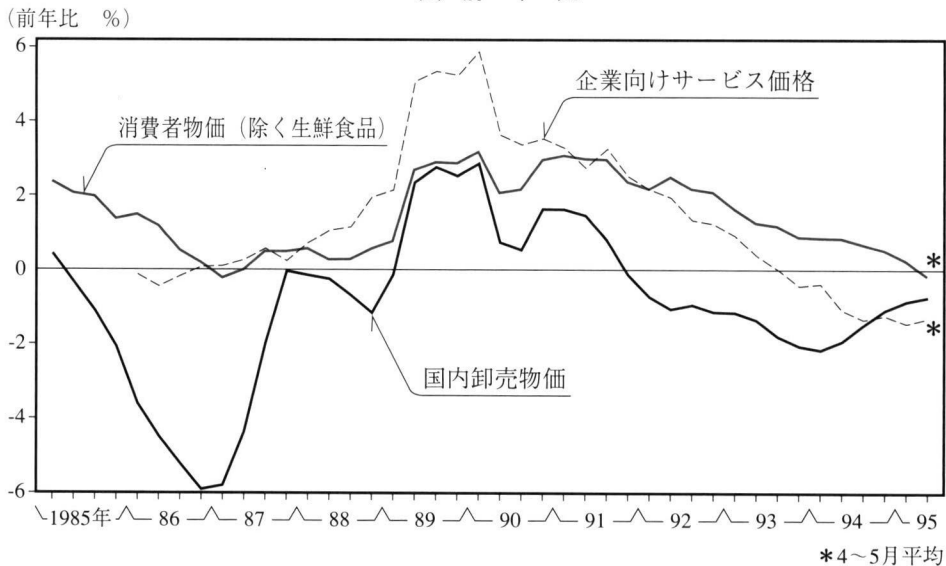
(季調済 倍)

(季調済 %)

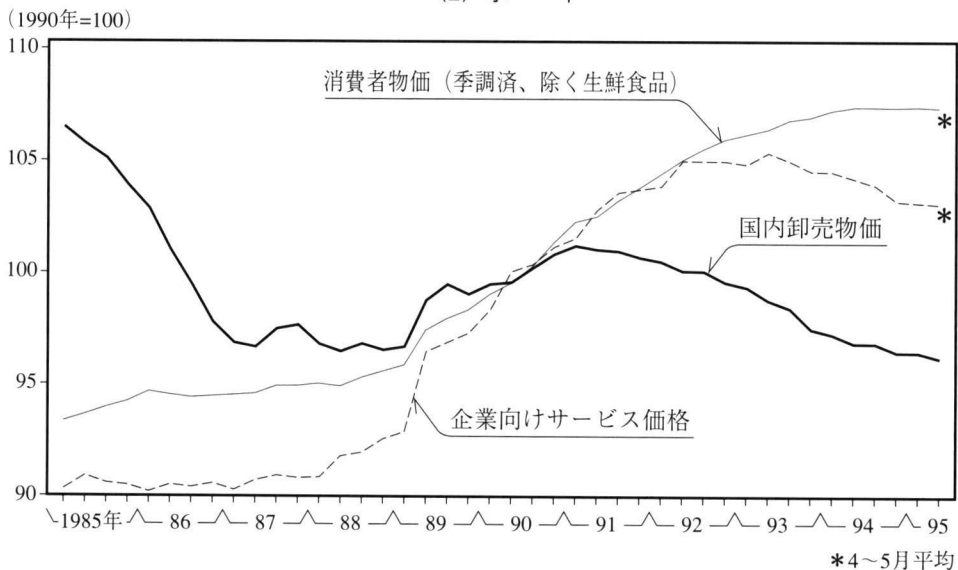


(資料) 労働省「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

(図表7) 物 価  
(1) 前 年 比



(2) 水 準



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

### (3) 対外収支黒字は減少傾向

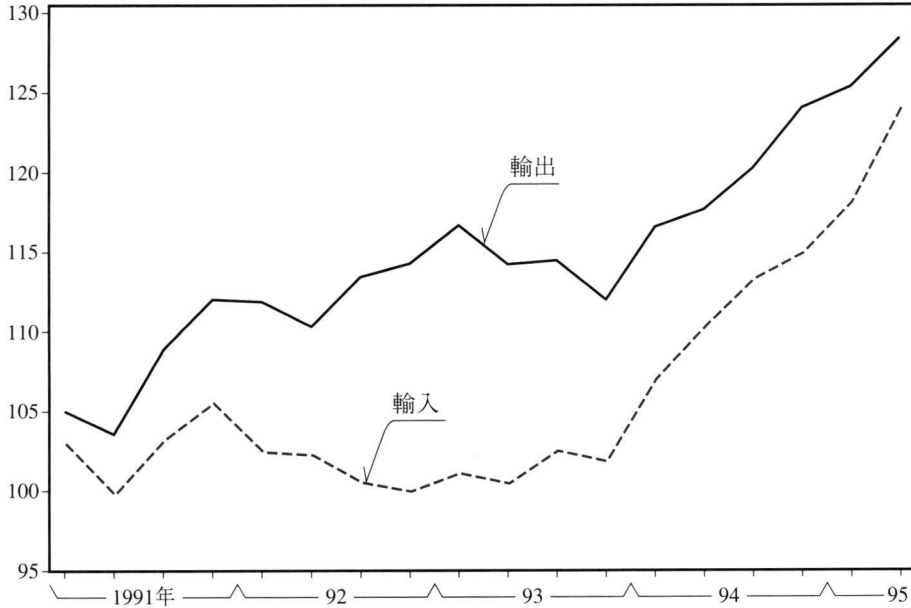
対外収支の動向をみると(図表8)、輸出は、アジアを中心とする海外景気の拡大や、日本企業の海外生産シフトに伴う誘発輸出もあって、資本財・部品を中心に増勢を続けているが、そのテンポは米国景気の減速や円高の影響により、

幾分鈍化しつつある。他方、輸入は、アジア諸国の供給力拡大という構造的な要因に、最近では円高の影響も加わり、増勢がやや加速している。これらを背景に、実質貿易収支の黒字幅は減少しており、ドルベースでみた経常収支の黒字幅も、緩やかな縮小傾向にある。

(図表8) 対 外 収 支

(1) 実質輸出入

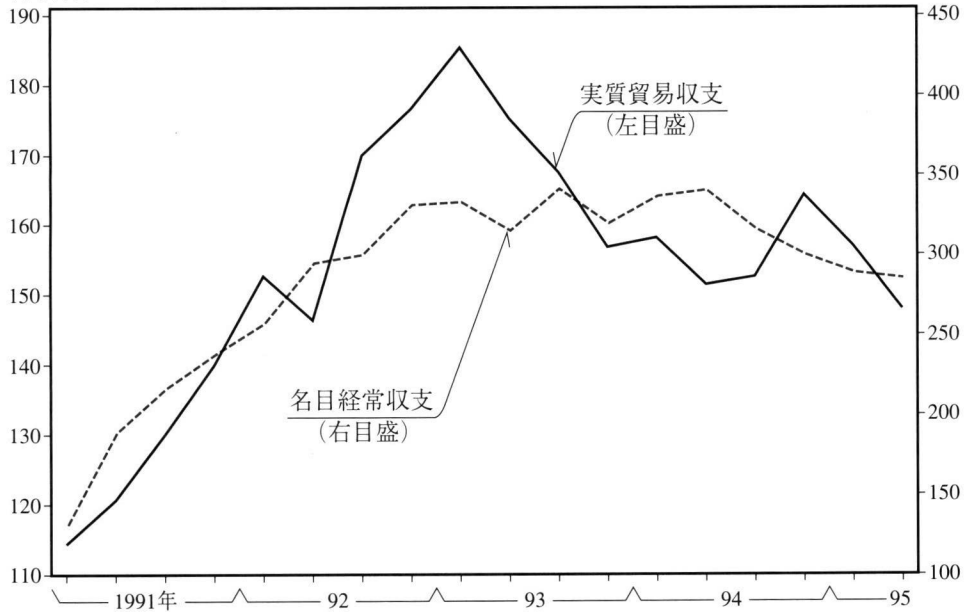
(季調済、1990年=100)



(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戻。

3. 名目経常収支の95年4～6月は、4～5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) 景気の先行き懸念を示した金融市況

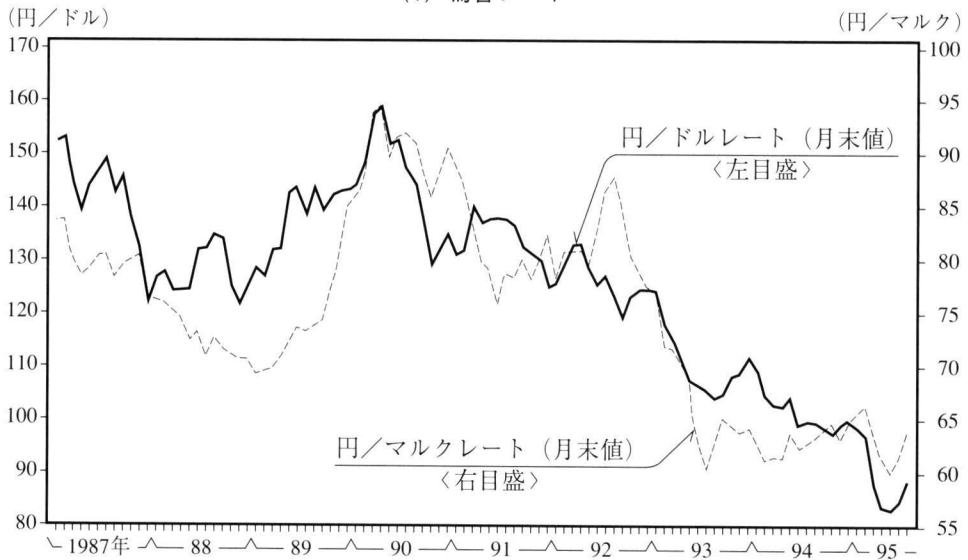
今次金融緩和措置までの金融・為替市況についてみると、まず円／ドル相場は(図表9)、2月頃からのドル安・円高方向への流れが3月以降

加速し、4月19日には東京市場で一時79.75円と戦後最高値を更新した。その後円高の行き過ぎに対する警戒感からいったんは87円前後まで反落したが、米国景気の急激な減速に対する懸念等から、5月下旬には再び82円前後にまで上昇

(図表9)

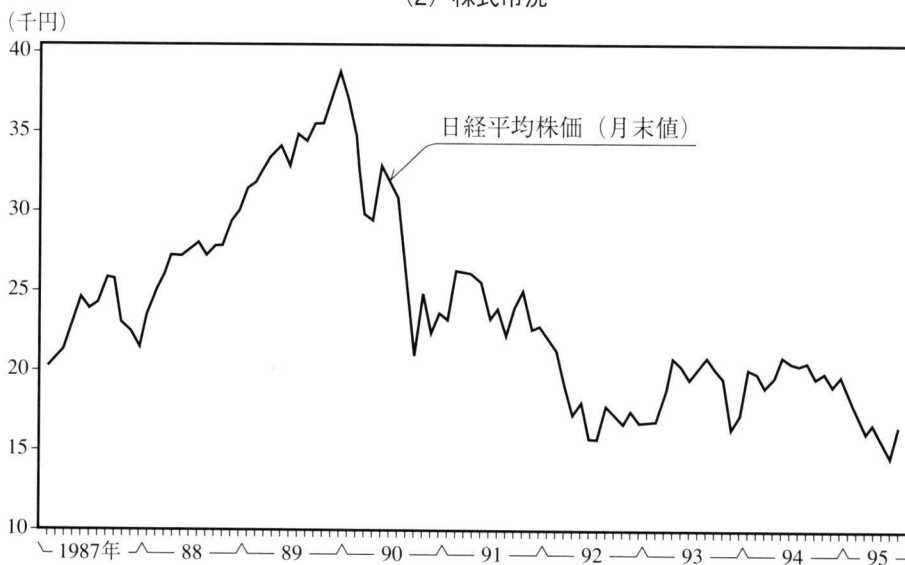
### 為替レート、株価

#### (1) 為替レート



(注) 直近は7月18日時点。

#### (2) 株式市況



(注) 直近は7月18日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

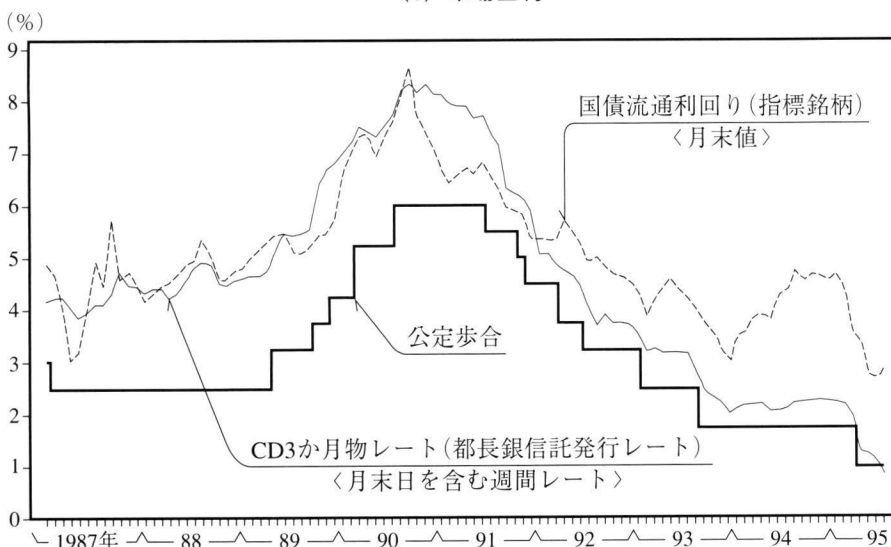
した。こうした中で、5月末に主要先進国の通貨当局による協調行動がとられ、それ以降は概ね84～85円前後での膠着状態が続いた。

株価は、急速な円高進行もあって4月初まで軟調傾向を辿った後、5月初には一時17千円台

を回復した。しかし、その後は、金融機関の不良債権問題に対する不安感が引き続き根強い中、景気の先行きに対する懸念が強まったため、6月中旬には2年10か月ぶりに15千円を割り込んだ。

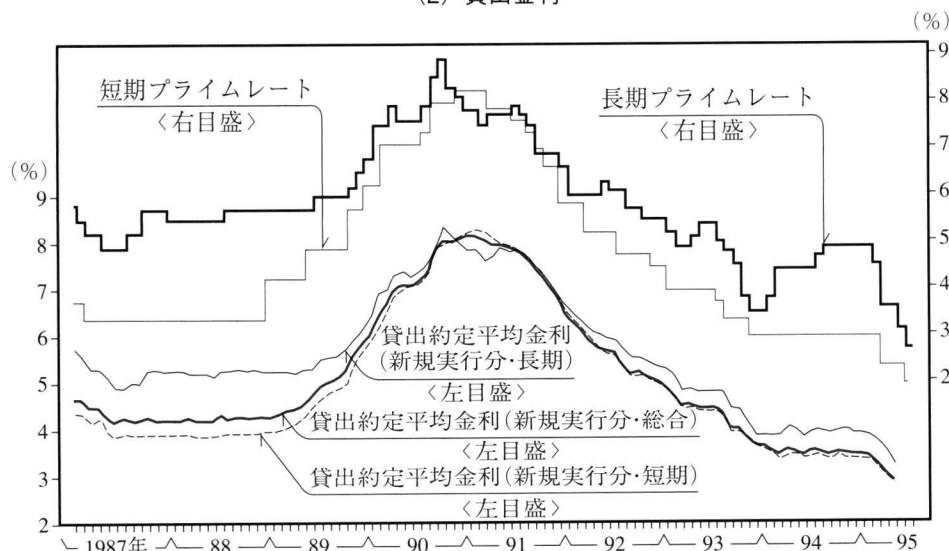
一方、国内市場金利の動向をみると(図表10)、

(図表10) 金 利  
(1) 市場金利



(注) 直近は7月18日時点。ただし、CDは7月10日～14日の週間レート。

(2) 貸出金利



(注) 直近は7月18日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」



3～4月の日本銀行による一連の金融緩和措置(注2)を受けて、長短金利はともに大幅に低下した。その後も、景気の先行きに対する市場の見方が一段と弱気化したことから、長短市場金利は低下を続けた。また、市場における短期金利の先行き予想も、一段と下方修正された(図表11)。

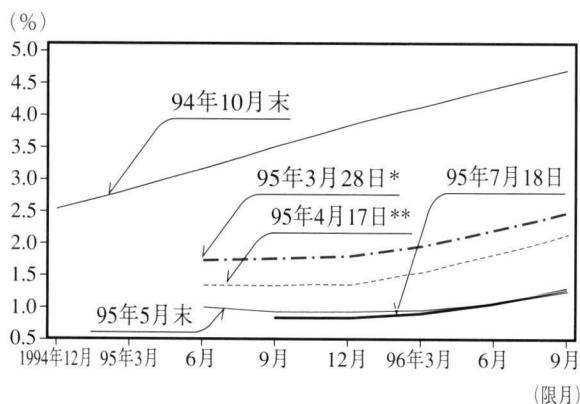
(2) マネーサプライの伸び率は引き続き緩やか  
民間金融機関の貸出をみると、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、94年10～12月△0.2%、95年1～3月△0.2%の後、4～6月は+0.2%と小幅プラスになった(図表12)。これは、大企業を中心とした有利子負債の圧縮の動きが、一服していることを主に反映したもの

であり、企業の新規の資金需要は依然弱い。ちなみに、資本市場における企業の資金調達をみても、引き続き低調である(後掲図表13)。この間、個人向け貸出をみると、住宅ローンが増加しているが、消費者信用の減少が響き、全体では依然減少基調が続いている(後掲図表13)。

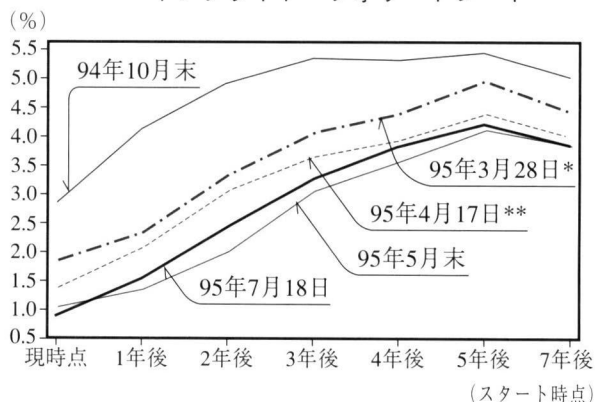
このように借入需要の低迷が長期化する下で、民間金融機関では、貸出の量的拡大を目指して、これまで以上に貸出金利の付利弾力化のスタンスを強めているほか、中小の成長企業向け融資の体制整備に積極的に取り組む動きも、徐々に広がりを見せつつある。こうした金融機関行動や、市場金利の大幅低下を背景に、貸出金利は一段と低下している。具体的に今次金融緩和措置までの動きをみると、主要銀行の短期プライ

(図表11) 市場の金利感

(1) ユーロ円金利先物(3か月)の推移



(2) 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



\* 3～4月の一連の金融緩和措置直前  
\*\* 3～4月の一連の金融緩和措置直後  
(資料) 「日経金融新聞」等

(注2) 日本銀行は、3月31日、短期金融市場金利の低下を促す措置を実施した。さらに4月14日、公定歩合を0.75%引き下げ1.0%とすることを決定し、即日実施した。

ムレートは、4月に2回引き下げられて2.375%となったほか、長期プライムレートも、3月、4月、6月と合計1.8%引き下げられて3.1%となり、いずれも既往最低水準となった。この間、貸出約定平均金利（新規実行分）も、低下を続けた（前掲図表10）。

一方、マネーサプライをみると（後掲図表14）、 $M_2 + CD$ の平残前年比は、94年10～12月+2.7%、

95年1～3月+3.5%、4～6月+3.2%と、引き続き緩やかな伸びとなっており、広義流動性についても、ほぼ同様の動きとなっている。先行きについても、長短金利は低水準にあるが、民間非金融部門の資金需要が引き続き弱いため、7～9月のマネーサプライの伸び（ $M_2 + CD$ 平残前年比）は、4～6月並み（+3%前後）と予想される。

(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		95年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
都 銀	△ 0.5	△ 0.6	△ 0.7	△ 0.4	△ 0.5	△ 0.6	△ 0.3	△ 0.1
長 信	△ 0.7	△ 0.9	△ 1.4	△ 0.6	△ 1.5	△ 1.0	△ 0.5	△ 0.2
信 託	△ 3.5	△ 3.7	△ 3.4	△ 2.8	△ 2.9	△ 3.2	△ 2.7	△ 2.4
地 銀	1.1	1.4	1.7	1.8	1.7	1.5	1.7	2.2
地 銀 II	1.8	2.6	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7	2.9
5 業 態 計	△ 0.3	△ 0.2	△ 0.2	0.2	△ 0.0	△ 0.1	0.2	0.5
円 貸 出	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
インバクトローン	△ 5.1	△ 7.2	△ 7.9	△ 4.9	△ 7.8	△ 7.2	△ 4.9	△ 2.5

## (2) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1994年		95年		95年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
外銀(平残)	△15.6	△14.7	△ 7.9	△ 1.0	△ 6.8	0.2	△ 2.1	△ 1.0
信金(末残)	2.1	2.3	2.7	3.0	2.7	2.8	2.9	3.0
生保(末残)	6.8	5.4	4.4	n.a.	4.4	3.9	n.a.	n.a.

(注) 1. 信金は総貸出（インバクトローンを含む）。

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

(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	転換社債	新株引受 権付社債	増資
		普通社債			
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	79,408 (△27.0)	42,359 (△27.4)	28,846 ( 10.6)	2,404 (△88.8)	5,799 ( 89.3)
94年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	18,117 (△35.4)	11,897 ( 1.3)	3,784 (△49.8)	1,047 (△85.8)	1,389 (△ 0.1)
4～ 6月	15,762 (△16.4)	14,337 ( 10.4)	846 (△82.9)	152 (△72.4)	427 ( 17.0)

(注) グロスの発行額。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

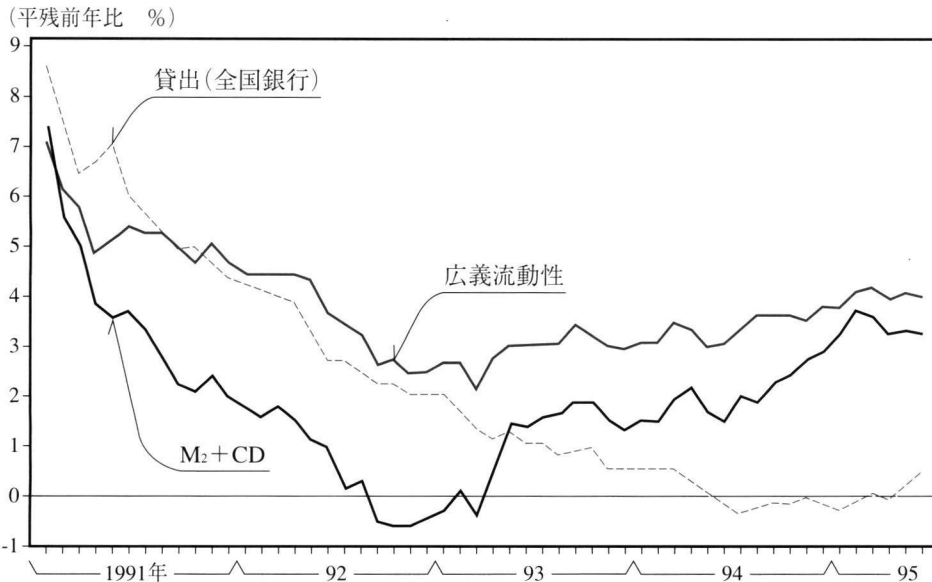
(単位 兆円、末残前年比 %)

	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 %
1994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)
95年 3月末	9.6	2.3	16.3	△ 7.3 (△10.4)
1994年度末残高	101.7兆円	45.7兆円	56.0兆円	17.0兆円

(注) 全銀は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」等

(図表14) マネーサプライ



(注) 1. 広義流動性=M<sub>2</sub>+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)。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向」

### 3. 当面の経済情勢の展望

#### (1) 海外経済の展望

今後の経済を展望すると、まず海外経済については、米国を中心に拡大テンポが幾分減速しているが、インフレ圧力が総じて収まってきている下で、拡大基調は持続する見通しである(後掲図表15)。

米国では、昨年まで潜在成長率を大きく上回る成長を続けた後、本年1～3月から減速に転じている。これには、昨年2月以来の7次にわたる利上げ効果から、住宅投資や耐久財消費が減退したことが影響している。これらの需要減退に対して、自動車等一部の業種では、在庫積み上がりを回避するため減産している。しかし、設備投資は、高水準の企業収益を背景に、情報関連分野を中心に着実な伸びを続けており、今後も内需をリードするものとみられる。この間、

物価面では、輸入物価や中間財価格が上昇を続けてきたが、労働コストの安定や製品需給の引き緩み等から、インフレ圧力は収まる方向にある。こうした状況下、連邦準備制度は、7月6日、金融市場での調整姿勢を幾分緩和することを決定した。この結果、フェデラルファンド・レートが約0.25%低下した。こうした金利の低下もあって、米国の現下の景気減速が本格的な後退局面につながる可能性は小さいとみられる。

欧州経済をみると、ドイツでは、マルク高から輸出に鈍化の兆しがみられるが、設備投資を軸とする緩やかな景気拡大が続いている。また、イギリス、フランスをはじめその他の諸国でも、ドイツ向けを中心とする域内輸出が引き続き好調なことから、生産・雇用は増加している。金融政策運営面では、イタリアがインフレ・リスクの高まりから5月末に利上げした一方、ドイ

ツは3月末に、また、フランス等も7月にかけてそれぞれ政策金利を引き下げた。これらを背景に、欧州全体では、域内での需要増に支えられた景気拡大傾向が今後も続く見通しである。

アジア経済をみると、N I E sやA S E A N諸国では、高成長が続いている。この背景としては、輸出が先進国向け・域内向けとも増加し続けていること、また、インフラ投資や日本企

(図表15)

海外経済

(1) 実質GDP

(前年比 %)

	1992年	93年	94年			95年	
				4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
米 国	2.3	3.1	4.1	4.1	4.0	5.1	2.7
内需 (寄与度)	2.6	4.0	4.8	4.7	4.4	4.3	3.6
外需 (寄与度)	△ 0.3	△ 0.8	△ 0.7	△ 0.6	△ 0.4	0.7	△ 0.8
E U (欧州連合)	1.0	△ 0.5	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	2.2	△ 1.1	2.9	3.0	2.8	3.0	n.a.
<旧西ドイツ地域>	< 1.8 >	< △ 1.7 >	< 2.3 >	< 2.3 >	< 2.3 >	< 2.5 >	< n.a. >
フ ラ ン ス	1.3	△ 1.5	2.8	2.6	3.4	4.0	3.8
英 国	△ 0.5	2.2	3.9	4.3	4.1	4.0	3.8
ア ジ ア N I E s	5.9	6.3	7.5	7.2	7.1	8.0	n.a.
韓 国	5.1	5.8	8.4	7.8	7.6	9.3	9.9
台 湾	6.8	6.3	6.5	6.6	6.1	7.0	7.0
中 国	13.6	13.4	11.8	n.a.	n.a.	n.a.	11.2

(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			
			7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	
米 国	生産者物価(最終財)	1.2	0.6	1.3	1.3	1.7	2.1
	消費者物価	3.0	2.6	2.9	2.7	2.8	3.1
	<同・除く食料品・エネルギー>	< 3.3 >	< 2.9 >	< 2.9 >	< 2.8 >	< 2.9 >	< 3.1 >
ド イ ツ	生計費指数	4.1	3.0	3.0	2.8	2.3	2.3
フ ラ ン ス	消費者物価	2.1	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6
英 国	小売物価	1.6	2.5	2.3	2.6	3.4	3.4
韓 国	消費者物価	4.8	6.2	6.9	5.8	4.6	4.9
台 湾	々	2.9	4.1	6.0	3.9	4.2	4.1
中 国	全国小売物価	13.2	21.7	23.2	24.5	19.9	17.2

(注) ドイツは旧西ドイツ地域の計数。

(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

業の海外生産シフトに伴う直接投資が活発化し、域内の設備投資を一層喚起していることが挙げられる。この間、各国とも需給逼迫により物価上昇率が高まる中で、総じて引き締め気味の政策運営を行っているが、需要の根強さから引き続き高成長を辿る見通しである。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に加えて、外資選別や貸出規制を厳格化していることから、生産・投資の伸びはやや鈍化している。こうした状況の下、物価面でも、価格統制を強化していることもあって、投資財価格を中心に小売物価の上昇率がやや低下している。国有企業の改革や農業問題など構造面での課題はあるが、当面は高成長が持続するものと見込まれる。

## (2) 国内経済の展望

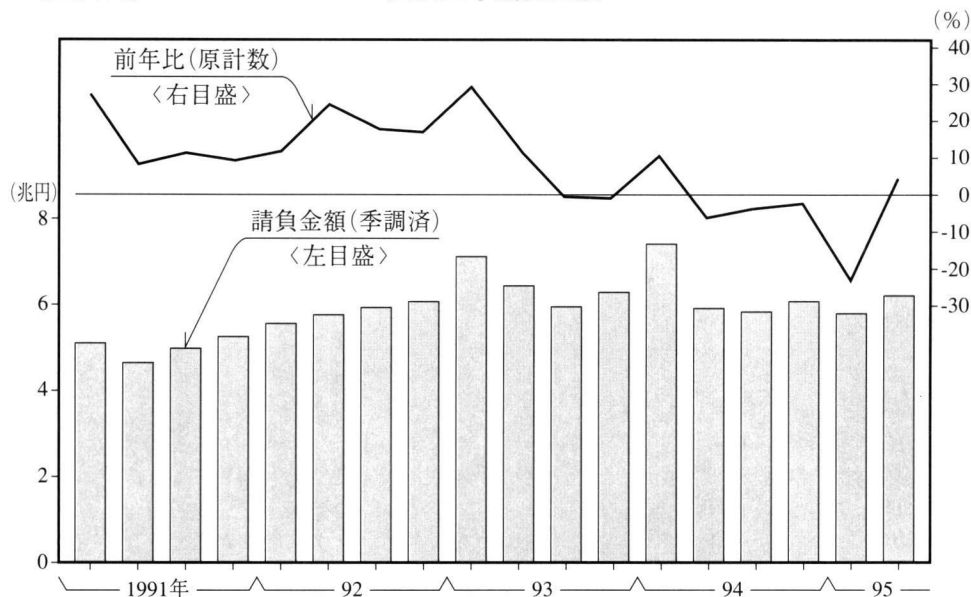
わが国経済には、景気回復を促進する力と、それを制約する力が混在しており、最近では回復の動きがやや足踏み気味となっている。今後の景気を展望するに当たっては、こうした強弱両

様の相互作用の行方がポイントになるため、以下では、①一時的とみられる回復制約要因、②基調的な回復制約要因、③回復を促進する要因、に分けて、順次みていくこととする。

最初に、一時的とみられる回復制約要因としては、(イ)住宅投資・公共投資の頭打ち、(ロ)米国景気の減速、(ハ)個人消費の増勢の鈍さ、の3点が挙げられる。

第1の、公共投資および住宅投資については、最近では頭打ち傾向になっている。まず、公共投資は、昨年中央以降、既往の経済対策の効果一巡や、地方単独事業の伸び悩みなどを反映して、公共工事請負金額が前年比減少を続けた。しかし今後は、95年度第1次補正予算や本予算の前倒し執行の効果が顕現化するとみられるほか、震災復興関連の工事も徐々に本格化してくる見込みである。現に、5月および6月の公共工事請負金額は、昨年10月以来の前年比プラスとなり、とりわけ兵庫県では両月とも前年比2倍となるなど、公共投資に持ち直しの兆しがみられ始めている(図表16)。また、住宅投資については、

(図表16) 公共工事請負金額



(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

3月以降の住宅着工戸数が年率145万戸以下と、それまでの150万戸台半ばのペースから落ち込んでいるが、これには、住宅公庫金利の先行き低下期待から、持家を中心に着工が繰り延べられていることも影響している。これらを踏まえると、秋頃には、公共投資・住宅投資等の建設関連需要が徐々に回復し、鉄鋼等の過剰在庫の調整が進捗していく可能性が高い。

第2の米国景気の減速は、わが国の輸出面に直接・間接の影響を及ぼし始めている。特に、自動車では、既往の円高値上げで価格競争力を失いつつあることもあって(注3)、現地在庫が本年入り後積み上がっており、このため輸出は当面弱含む方向にある。また、これまで世界的に需給がタイトであった鉄鋼、化学製品等でも、輸出余力の生まれた米国メーカーとの競合から、主力のアジア向けを中心にやや頭打ち感がみられる。しかし、米国景気については、前記のとおり、好収益を背景に設備投資が堅調を維持しているうえに、金融緩和への転換もあって、本格的な後退局面につながる可能性は小さいとみられる。したがって、海外景気の面から、今後輸出の伸びが大幅に鈍化するリスクは小さい。

第3の個人消費についてみると、実質GDPベースの個人消費は、94年10～12月に季調済前期比△0.6%と減少した後、95年1～3月は同+0.1%と、極めて小幅の回復にとどまった。また、4月以降の販売統計をみても、家電製品の売れ行きは引き続き堅調ながら、乗用車販売

の前年比伸び率がかなり低下しているほか、百貨店やチェーン店の売上高も一進一退を続けるなど、総じて増勢テンポは鈍い。このような個人消費の増勢の鈍さには、阪神・淡路大震災や、地下鉄サリン事件等による消費者マインドの一時的な後退も影響している可能性がある。もっとも、最近の雇用関連指標をみると、小幅ながら再び悪化しており(前掲図表6)、家計を取り巻く所得・雇用環境は引き続き厳しい状況にある。したがって、最近における個人消費の増勢の鈍さが、一時的なものにとどまるかどうかについては、今後の雇用面の動きを中心に注意深くみていく必要がある。

以上みたように、最近における景気回復の足踏みは、いくつかの一時的な要因が重なったことによる面がかなりある。しかし同時に、アジアの供給力拡大(注4)やバランスシート調整といった構造調整圧力が、基調的な回復制約要因として作用し、それが春先からの円高によって強められていることも、影響している。

今回の円高を実質実効レートでみると(図表17)、昨年末から本年6月までの間に+11.3%上昇しており、これは94年の+2.5%(注5)はもとより、わが国経済にかなりのインパクトを及ぼした93年の+10.5%をも、幾分上回る上昇率である。こうした今回の円高は、既往の円高に累積的に加わる形で、輸出入面に徐々に影響を及ぼし始めており(前掲図表8)、夏以降その影響が幾分強まる可能性が高い。

(注3) ちなみに、米国の乗用車販売における輸入日本車のシェア(%)の推移は次のとおり。

92年度	93年度	94年度	95年4～6月
15.4	14.1	13.0	11.5

(注4) アジアを中心とする新興経済の発展と、それに伴う世界的な分業構造の変化が日本経済に与える影響については、『日本銀行月報』95年6月号「平成6年度の金融および経済の動向」を参照。

(注5) 94年中平均の93年中平均に対する上昇率。次の93年の上昇率についても同様の計算。



具体的に輸出面をみると、国際競争力の強い半導体や工作機械等一部の資本財では、かなりのドル建て価格引き上げ後も、底固い伸びを続ける見通しである。しかし、自動車、家電、精

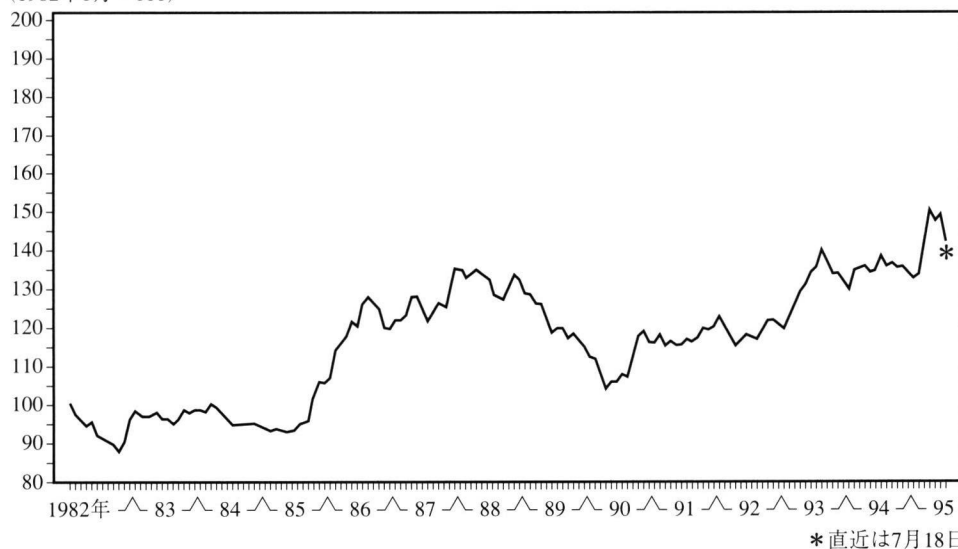
密機械等の業種では、ドル建て価格を引き上げつつ輸出の増加を続けることが容易ではなく、近年進めてきた現地生産シフトの動きが、今後一段と強まる方向にあるとみられる。もちろん、

(図表17)

## 実質実効為替レート

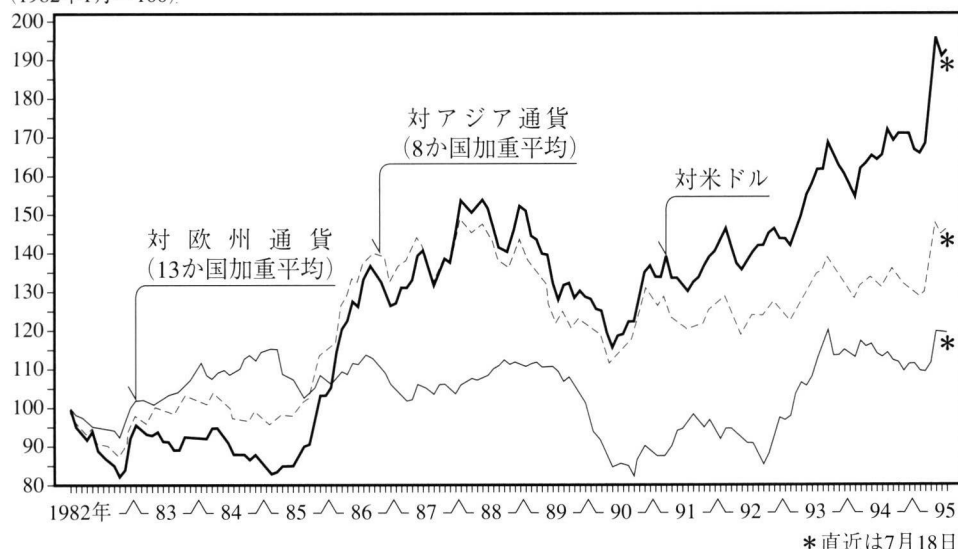
## (1) 円の実質実効為替レート

(1982年1月=100)



## (2) 相手通貨別内訳

(1982年1月=100)



(注) 実質実効為替レートは、わが国の主要貿易相手国(24か国)に対する実質円相場を各国に対する輸出額(DOTSベース)で加重平均したもの。ウエイト(1993年度)は、米ドル36.9%、アジア通貨38.4%、欧州通貨20.1%、その他4.6%。

(資料) IMF, "Direction of Trade Statistics," "International Financial Statistics" 等

こうした海外生産シフトにより、資本財や生産財の輸出が誘発される効果もあるが、輸出全体としては、増勢鈍化傾向を辿る公算が大きい。

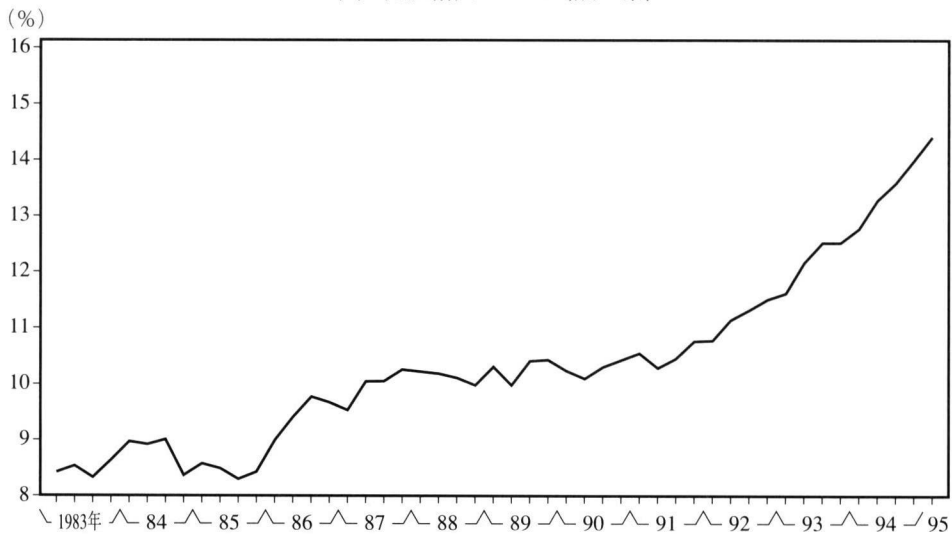
一方、輸入面を通じる円高のネガティブ・インパクトは、アジア諸国との国際分業が本格化

する中で、輸出面よりも強く現れてくる可能性が高い。現に、最近の輸入ペネトレーション比率をみると、急ピッチで上昇しており(図表18)、輸入増加が国内生産や価格を圧迫する傾向が強まっている。しかも、財別にみても、最近の日

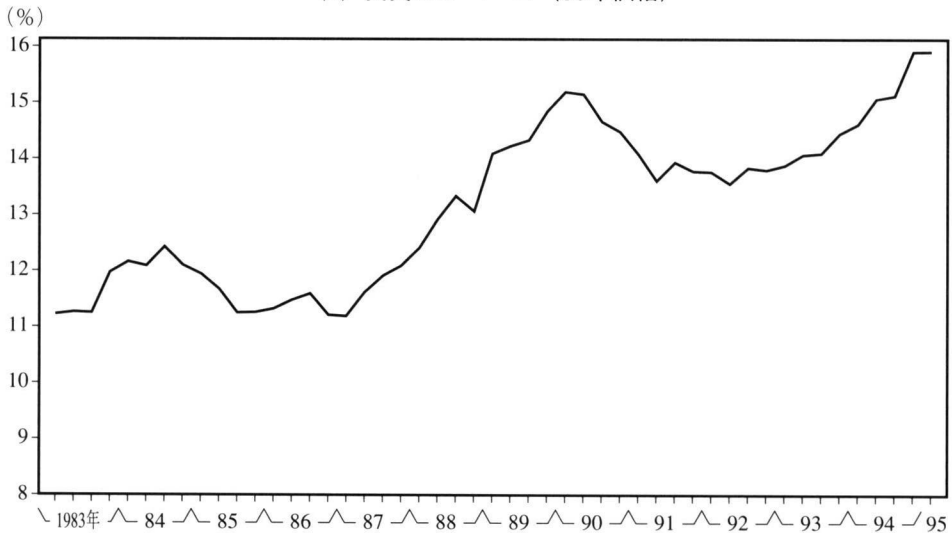
(図表18)

輸入ペネトレーション比率

(1) 総供給表ベース (鉱工業)



(2) 実質GDPベース (85年価格)



(注) 1. 総供給表ベース=輸入(総供給表ベース) / (国内向け出荷+輸入(総供給表ベース))

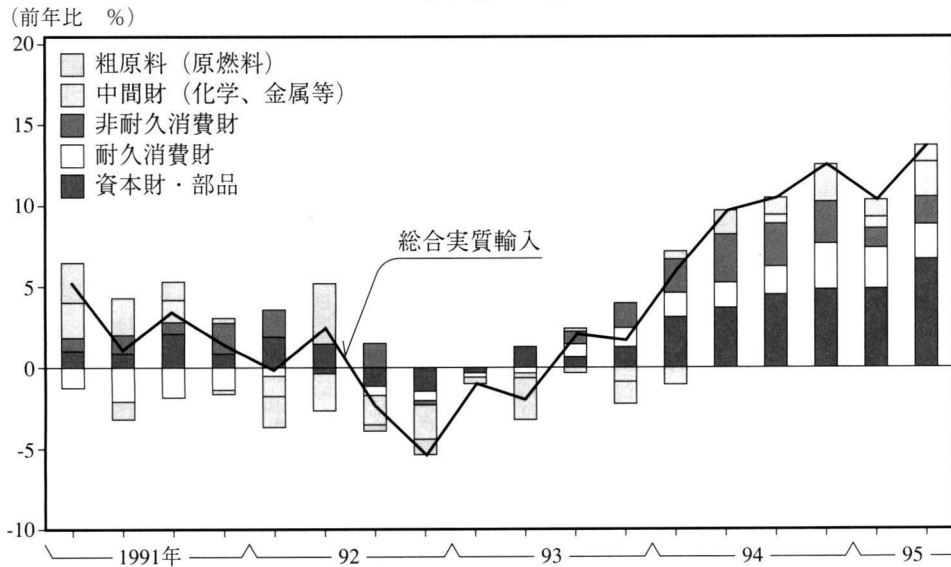
2. 実質GDPベース=財貨・サービスの輸入 / (GDP-輸出+輸入)

(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」

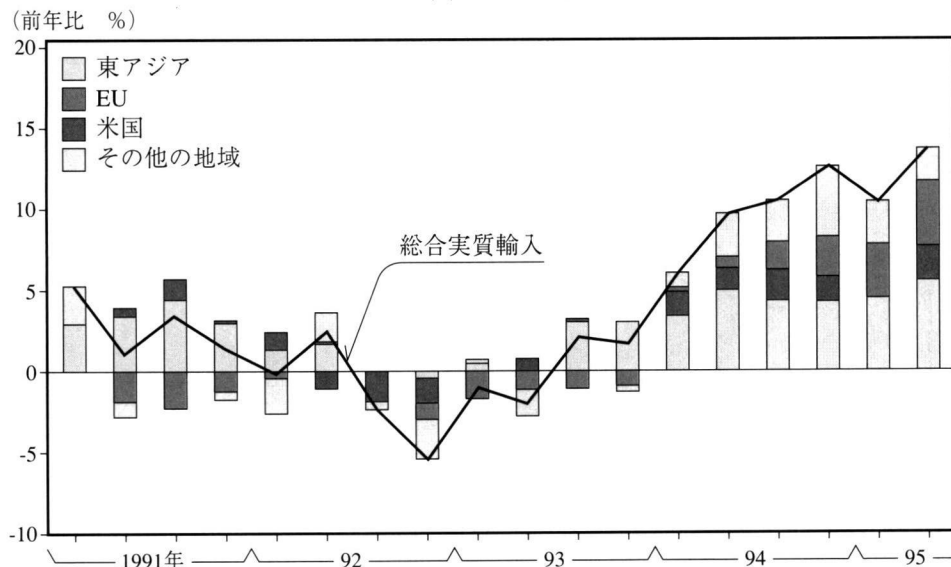
本からの技術移転が急速に進展していることなどを背景に、労働集約的な消費財や中間財に加えて、資本財・部品（半導体、コンピュータ、通信関連）も増えてきている（図表19）。今回の

円高によって、こうした傾向が加速すると考えられるため、国際競争力が低下しつつある産業の輸出の伸び悩みと相俟って、純輸出の減少傾向は強まる方向にあるとみられる。

(図表19) 実 質 輸 入  
(1) 財 別



(2) 地域別



(注) 1. 地域別のEUは、95年1～3月以降従来の12か国から15か国（オーストリア、スウェーデン、フィンランドを追加）へベースが変更されたため寄与度は実勢よりも大きい。

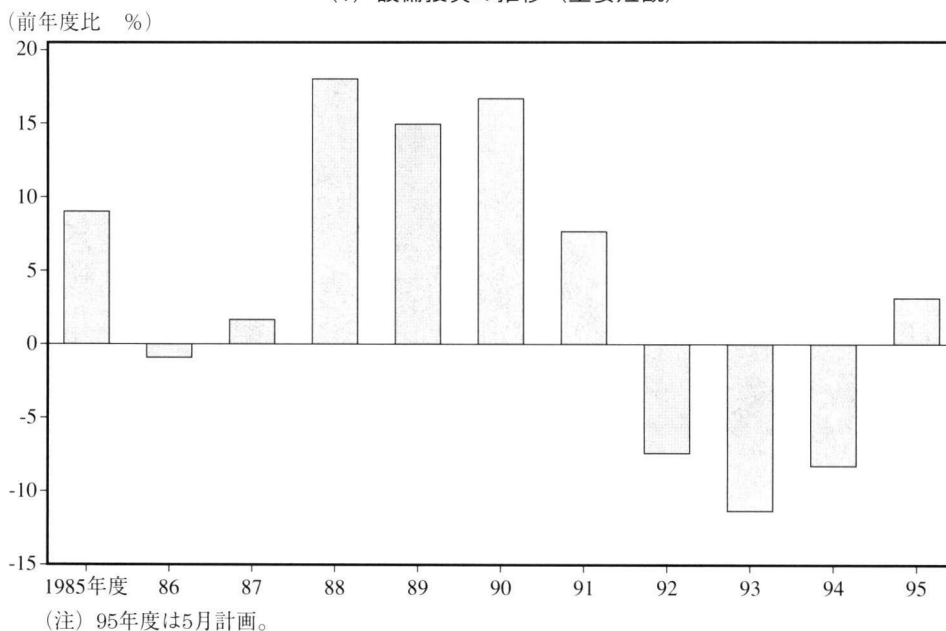
2. 95年4～6月は95年4、5月の平均値。

(資料) 大蔵省「貿易統計」、日本銀行「物価指数月報」

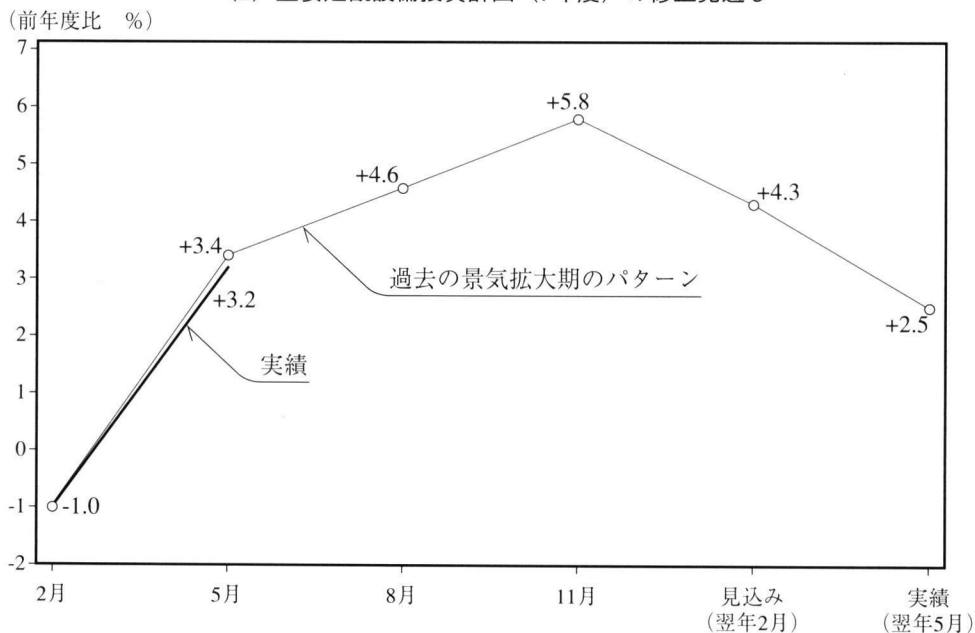
次に、景気回復を促進する要因として期待される設備投資についてみてみよう。5月短観によれば、主要企業の95年度の設備投資は、製造

業を中心に、4年ぶりに前年を上回る見通しとなっている（図表20）。しかも、2月短観時から修正状況は、この間の円高の進行にもかかわ

(図表20) 設備投資  
(1) 設備投資の推移 (主要短観)



(2) 主要短観設備投資計画 (7年度) の修正見通し



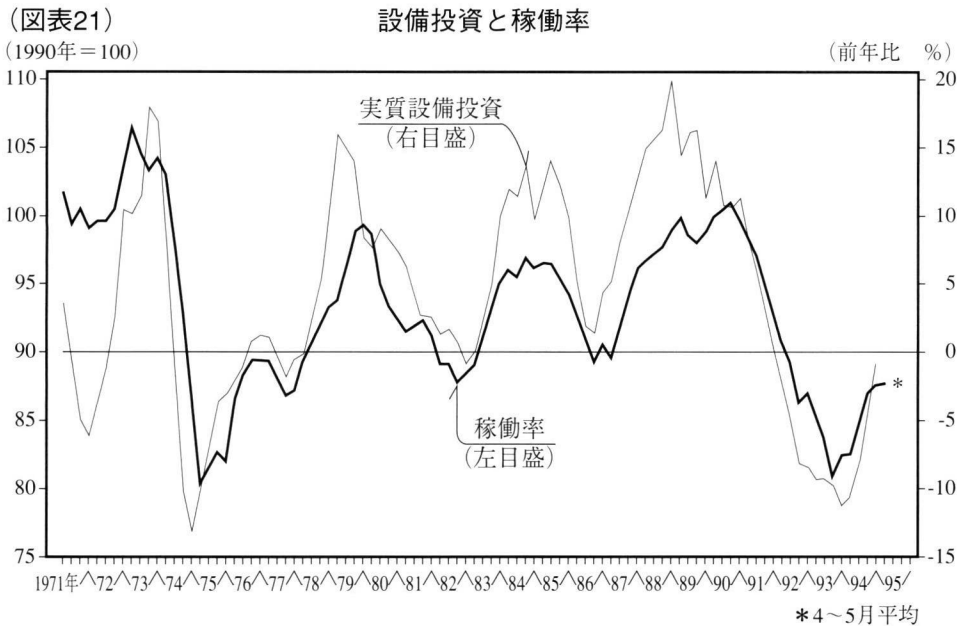
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

らず（企業の想定レート：2月短観99.15円／ドル→5月短観89.40円／ドル）、過去の景気拡大期における平均的な増額修正のパターンと類似している（図表20）。また、投資内容をみても、これまで投資を相当に絞り込んできた後だけに、更新投資を兼ねた合理化・省力化投資（化学、金属製品、一般機械等）が増加しているほか、新製品開発や能力増強投資などの戦略的な投資も、内外需が好調の業種（半導体、液晶関連、紙・パ等）でみられ始めている。

こうした設備投資回復の基本的な背景は、ストック調整の進展に伴う稼働率の上昇と、企業収益の回復である。まず、過去における設備投資と稼働率の関係をみると、稼働率指数（90年＝100）が90前後に上昇すると、設備投資が明確な増加に転じる傾向がある（図表21）。ちなみに、

最近の稼働率指数も、昨年初来の生産回復を背景に、これに近い水準まで上昇してきている（4～5月87.7）。また、収益面をみても、5月の主要企業・短観によれば、製造業（除く石油精製）の95年度経常利益は、前年度比+18.5%と94年度（同+32.5%）に続き増益となる見通しであり、非製造業（除く電力・ガス）も前年度比+6.0%と5年ぶりに増益に転じる見通しである。このように、企業収益の面からも、設備投資が回復する環境にあるとみられる。

ただし、回復に向けた動きが比較的是っきり現れている主要企業・製造業においても、将来の成長に対し、十分なコンフィデンスが持たれているとは言い難く、先行き不透明感が根強く残っている（注6）。さらに、中小企業については、バランスシート調整や、世界的な分業体制の変



(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」

(注6) 5月短観における主要企業・製造業の業況判断D.I.（「良い」－「悪い」）は、△16と2月短観時（△21）に比べ改善しているが、改善幅はそれまでに比べて小幅であるうえ、先行きについては△16と横這い予想となっている。

化といった構造調整圧力をより強く受けているため、設備投資の回復が遅れている。すなわち、過去においては、中小企業の設備投資は大企業に先行して回復するのが通常であったが、今回はむしろ中小企業の回復の弱さが、設備投資全体の勢いを削いでいる（図表22）。これらの点を考慮すると、設備投資は、引き続き景気回復を促進する力として働く可能性が高いが、その程度は穏やかなものにとどまるとみられる。

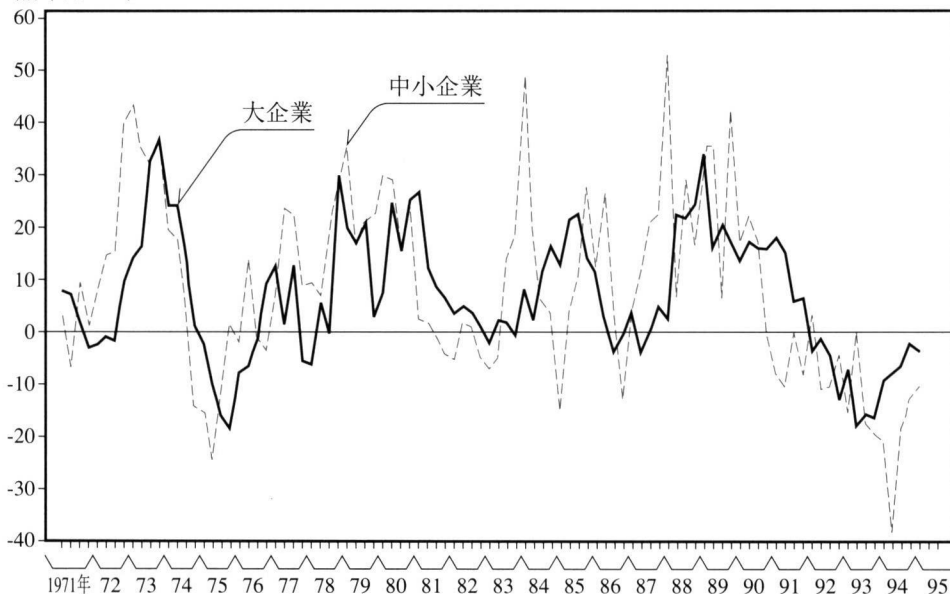
以上を総括すると、景気の現状は、強弱両要因が交錯する中で、回復がやや足踏み気味となっており、今後、前記の一時的とみられる要因が減衰するにつれ、景気は再び回復軌道に復するとみられる。しかし、仮に景気の足踏みが長引き、企業収益や雇用環境が悪化すれば、企業の成長期待や消費者マインドの萎縮を通じて、

景気回復の基盤自体を損なうリスクも否定できない。

こうした経済情勢を踏まえ、日本銀行は、今後、物価が過度に下落した場合の経済に及ぼす影響をも念頭に置きつつ、金融面から経済活動をサポートする力をさらに強化するため、7月7日、短期市場金利の一層の低下を促す措置を実施した。これを受けて、7月中旬、長期プライムレートおよび主要銀行の短期プライムレートが、ともに引き下げられた（長期：3.1%→2.7%、短期：2.375%→2.0%）。また、株価は16千円台に値を戻し、円／ドル相場は、日米通貨当局による協調行動もあって、87～88円程度まで円高が修正されている。今後、これらの効果が、3～4月の一連の金融緩和措置と相俟<sup>あいま</sup>って、設備投資・住宅投資等に対する需要押し上げや

(図表22)  
(前年比 %)

### 中小企業の設備投資



(注) 大企業は資本金1億円以上の企業。中小企業は同1千万円以上1億円未満の企業。  
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

企業収益の下支えなどを通じて、経済全体に著実に浸透し、景気回復基調の持続に資するものと期待される。

以下では、こうした金利低下の効果も踏まえて、需要項目別に95年度の日本経済を展望してみよう。まず、このところ頭打ちとなっている公共投資については、震災復興需要を含む95年度第1次補正予算や、本予算の前倒し執行の効果が、徐々に顕現化してくるとみられる。また、住宅投資も、住宅公庫金利の先行き低下期待から繰り延べられてきた着工が徐々に再開されるにつれ、金利引き下げの効果が顕在化すると見込まれる。このため、両者とも、年度後半の景気押し上げに寄与する見通しである。

個人消費については、実質賃金が増加を続ける中で、前記の一時的な制約要因の剥落から、耐久財の買い替え需要を中心に、幾分増勢を強めるとみられる。しかし、生産足踏みに伴う所定外給与の伸び鈍化や厳しい雇用環境の持続などから、消費者マインドの顕著な好転は期待しにくい。個人消費の増勢テンポは引き続き緩慢なものにとどまる可能性が高い。

設備投資に関しては、稼働率の上昇や企業収益の回復に加え、長期金利が大幅に低下していることから、主要企業・製造業を中心に4年ぶりに増加に転ずる公算が大きく、年度を通じて景気下支えに寄与することが期待される。しかし、バランスシート調整やアジア諸国の供給力拡大といった構造的要因が、引き続き非製造業や中小企業の設備投資を制約するとみられるうえ、主要企業・製造業についても、先行き不透明感が根強く残っている。このため、設備投資は全体として回復傾向を辿りつつも、力強さに欠ける展開となる見通しである。

この間、純輸出については、米国景気が今後

徐々に持ち直すとしても、アジア諸国の追い上げや円高の影響などから、輸出が増勢鈍化傾向を辿る一方、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、マイナス寄与を拡大する見通しである。

以上を総合してわが国経済の先行きを展望すると、年度前半は景気回復の足踏みが続くものの、年度後半には金融・財政面の支援効果もあって、公共投資、住宅投資の持ち直しや、設備投資の回復が見込まれるため、実質成長率が幾分高まるものとみられる。しかし、構造調整圧力や円高の影響が持続する下で、設備投資、個人消費といった民間需要の自律回復力はなお弱く、純輸出のマイナス寄与も拡大の方向にあるため、景気回復のテンポは緩やか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、景気の回復力が弱く、大幅な需給ギャップが存続する下で、円高が、原材料の輸入価格低下や安値輸入製品の流入増を通じて、物価押し下げ方向に作用するため、物価は全体として、軟調傾向を持続するとみられる。

すなわち、国内卸売物価は、円高進行が本格化する前まで概ね下げ止まっていたが、最近は再び下落に転じており、先行きもなお下落基調が続く公算が大きい。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、上記国内卸売物価からの波及や、安価な輸入品増加の影響等から、当面は前年比上昇率が小幅マイナス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が増勢鈍化傾向を辿る一方、輸入が高い伸びを続けるとみられる。このため、経常収支の黒字幅は、円高に伴う逆Jカーブ効果に

もかかわらず、ドルベースでも縮小傾向を辿り、対名目GDP比率も低下が見込まれる。

(平成7年7月21日)