

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成8年春）——

■要 旨■

1. わが国の景気は、緩やかに回復している。金融・財政政策の効果や円高修正の定着等を背景に、企業の収益やマインドが改善しており、最終需要も増加を続けている。最終需要面では、純輸出は引き続き減少しているが、内需をみると、公共投資が大幅に増加し、住宅投資もかなりの増勢を続けている。また、設備投資、個人消費は、ともに緩やかながら着実な回復を続けている。この間、在庫は、一部の業種を除き、概ね適正圏内にある。こうした下で、鉱工業生産は、1995年10～12月以降、緩やかな増加基調にある。しかし雇用情勢は、一部の指標が持ち直しつつあるが、総じてみれば依然として厳しい。

物価面をみると、軟化傾向に徐々に歯止めがかかりつつある。すなわち、国内卸売物価は、円高修正や内需の回復から、概ね下げ止まりつつある。消費者物価も、昨年9月以降前年を若干上回って推移している。企業向けサービス価格は、引き続き前年割れで推移しているが、前年比マイナス幅は昨年央頃までに比べ縮小している。この間、GDPデフレーターは、個人消費デフレーターの低下などから、6四半期連続で前年比マイナスとなっている。

対外収支面をみると、輸出の増勢がごく緩やかなものにとどまる一方、輸入は高い伸びを続けているため、実質、名目いずれでも黒字幅が急速に縮小している。

2. 金融・為替市況についてみると、翌日物無担保コールレートは、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける下で、季節的な資金需要が強まった年度末初を除き、概ね公定歩合を幾分下回って推移している。3か月物金利や長期金利は、2月中は景気の先行きに対する強気の見方が拡がっていったん上昇したが、その後は過度の金利先高観の後退から幾分反落した。ただ、昨年12月時点に比べると、長短金利とも緩やかな景気回復を織り込んで上昇している。株価も、企業収益の増加予想等から回復基調が続いている。また、円相場は、わが国の対外黒字が縮小を続ける下で、円安気味の動きとなっている。

民間金融機関の貸出伸び率の上昇テンポがやや鈍化しつつあるが、これは、企業の借入需

要が引き続き総じて低調の下で、政府系金融機関からの住宅ローンのシフトが一巡しつつあるためである。他方、企業の資本市場調達、中期的な金利底値観の強まりを背景に高水準であるが、これについても設備資金目的の調達は一部業種にとどまっており、大宗は既往債務返済資金の前倒し調達とみられる。こうした下で、マネーサプライは、緩やかな伸びが続いている。

3. 今後の景気展開を需要項目別に展望すると、公共投資は、1995年9月の経済対策の効果が当面の生産や雇用に波及していく見通しであるが、年度下期には景気牽引力は弱まるとみられる。また、住宅投資は、低金利の下で今後も高水準を続ける公算が大きい。これまでの急回復が1995年前半の落ち込みの反動による部分もあるだけに、増加テンポは今後次第に鈍化するとみられる。

このように、政策効果が先行き徐々に弱まるとみられるのに対し、設備投資は、合理化努力や円高修正、売上・生産増を背景とした一段の増益などから、大企業・製造業が回復を持続し、やや出遅れていた非製造業や中小企業も持ち直し傾向にあるため、全体として増勢を若干強めていくとみられる。また、個人消費も、雇用情勢が僅かずつながらも改善を続けると思われる下で、徐々に回復歩調を強めていく可能性が大きい。

一方、純輸出については、海外景気の緩やかな拡大や、為替円安の効果等から、1995年後半以降これまでの動きに比べ、減少テンポは幾分鈍化するとみられる。しかし、内需の増加に加え、構造的な輸出代替や輸入ペネトレーションが引き続き進行するとみられることを勘案すれば、今後もかなりの減少を続ける公算が大きい。

4. 物価の先行きを展望すると、為替円安や内需の増加を反映して、下げ止まり傾向が徐々に明確化していくとみられる。しかし、なお大きい需給ギャップやグローバルな競争圧力等を勘案すると、当面上昇基調には至らないものとみられる。

この間、経常収支の黒字幅は引き続き縮小し、対名目GDP比率も一段と低下する見通しである。

5. 以上を総合すると、わが国の景気は、当面は金融・財政政策の効果によって支えられる面が大きい。内需全般および生産の増加に伴う企業・家計の所得形成を通じて、次第に設備投資や個人消費を中心とする、緩やかながらも自律的な回復過程へと移行していくことが展望できる。もっとも、各種の構造調整圧力や雇用調整圧力が、若干弱まりつつあるとは言え

依然根強いため、先行き、海外景気減速等のリスクに対して、なお脆弱な状況が続くとみられる。これらを踏まえると、わが国経済の潜在的な可能性を引き出すための規制緩和など、構造政策の着実かつ速やかな推進が不可欠である。また、金融政策運営においても、当面は民間需要主導の景気回復の基盤を万全なものとすることに重点を置きつつ、金融経済情勢の展開を注意深く点検していくことが適当である。

1. 最近の経済情勢

(1) 景気は緩やかに回復

わが国の景気は、緩やかに回復している（図表1、2）。金融・財政政策の効果や円高修正の

定着等を背景に、企業の収益やマインドが改善しており、最終需要も増加を続けている。すなわち、最終需要面では、輸出がごく緩やかな増勢にある一方、輸入はアジア諸国の供給力拡大

(図表1)

景気指標（概観）

	1994年7~9月	10~12月	95年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	96年1~3月
鉱工業生産 ＜季調済み前期比＞ ＜前年比＞	1.4 1.8	2.1 6.0	1.3 6.1	0.0 4.9	△ 2.3 1.0	2.3 1.1	(1~2月) 2.4 3.2
業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜[良い]-[悪い]ポイント＞	△ 36	△ 30	△ 24	△ 21	△ 23	△ 18	△ 15
実質消費支出(全世帯) ＜前年比＞	0.5	△ 2.2	△ 2.5	0.1	△ 0.6	△ 1.6	(1月) 3.4
全国大型小売店販売額 ＜前年比＞	△ 0.8	△ 1.5	△ 2.2	△ 1.7	△ 1.5	△ 2.1	(1~2月) 4.2
家電販売 ＜前年比＞	20.8	10.7	11.0	12.2	5.9	11.2	(1~2月) 13.9
乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万台＞	4.2 352	2.5 340	9.0 361	1.1 338	0.5 352	5.7 361	△ 1.0 362
新設住宅着工戸数 ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万戸＞	1.7 157	2.5 155	△ 2.9 152	△ 11.9 142	△ 10.6 140	0.8 156	(1~2月) 2.4 158
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比＞	2.8	10.1	2.2	14.2	2.4	10.3	(1~2月) 15.5
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比＞	△ 1.0	△ 0.1	△ 0.1	3.6	4.1	△ 1.2	(1~2月) 20.9
公共工事請負金額 ＜前年比＞	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3	4.0	2.9	9.5	46.0
有効求人倍率 ＜季調済み倍＞	0.64	0.64	0.65	0.63	0.61	0.63	(1~2月) 0.67
実質輸出 ＜季調済み前期比＞	2.7	2.9	△ 0.2	3.4	△ 3.8	4.2	△ 3.4
実質輸入 ＜季調済み前期比＞	3.6	1.3	2.9	4.3	1.9	7.2	1.0

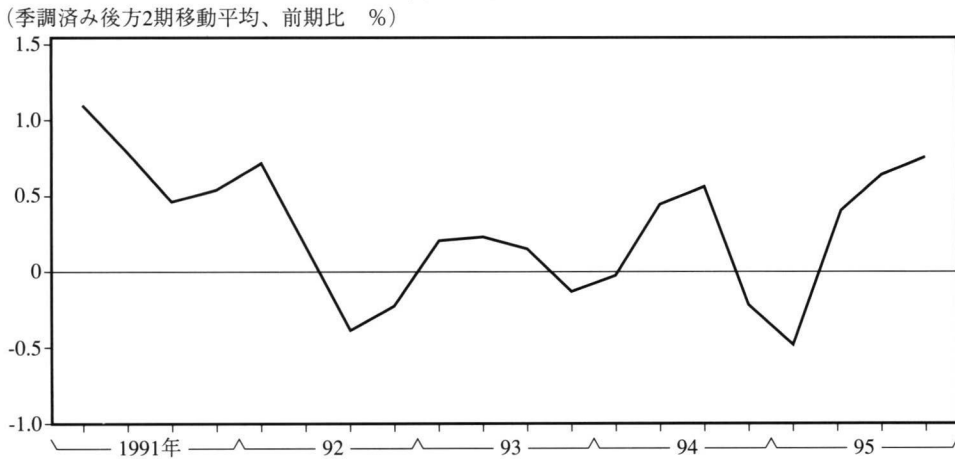
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

等の構造要因もあって高い伸びを続けているため、純輸出は引き続き減少している。しかし、内需をみると、公共投資が1995年9月の経済対策の効果顕在化から大幅に増加しており、住宅投資も金利低下を背景にかなりの増勢を続けている。さらに、設備投資は機械受注等の関連統計や企業アンケート調査にみられるとおり、また、個人消費は耐久消費財を中心に、いずれも

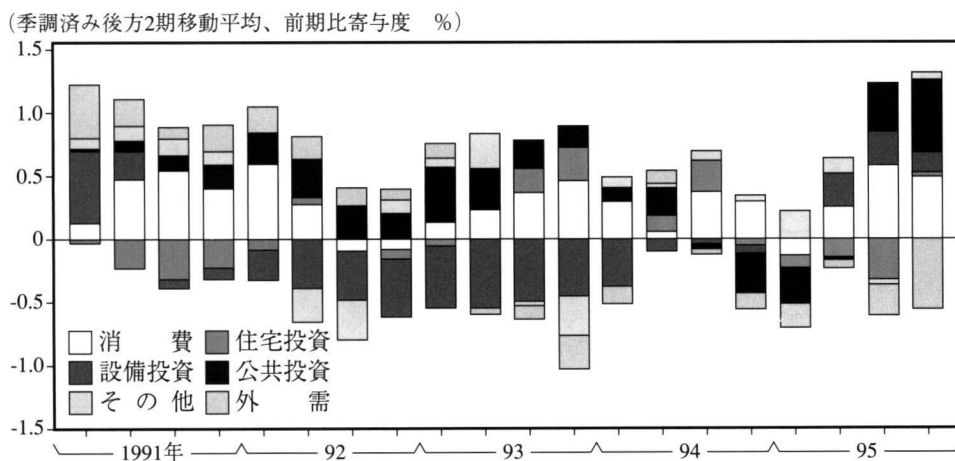
緩やかながら着実な回復を続けている。この間、在庫は（後掲図表3）、一部の業種（鉄鋼）では流通在庫を中心に過剰感がなお根強いが、全体としては概ね適正圏内にあり、在庫率も低下しつつある。

こうした最終需要および在庫動向の下で、鉱工業生産は、1995年10～12月以降、緩やかな増加基調にある（後掲図表4）^{（注1）}。また、雇用

(図表2) 実質GDP
(1) 実質GDP成長率



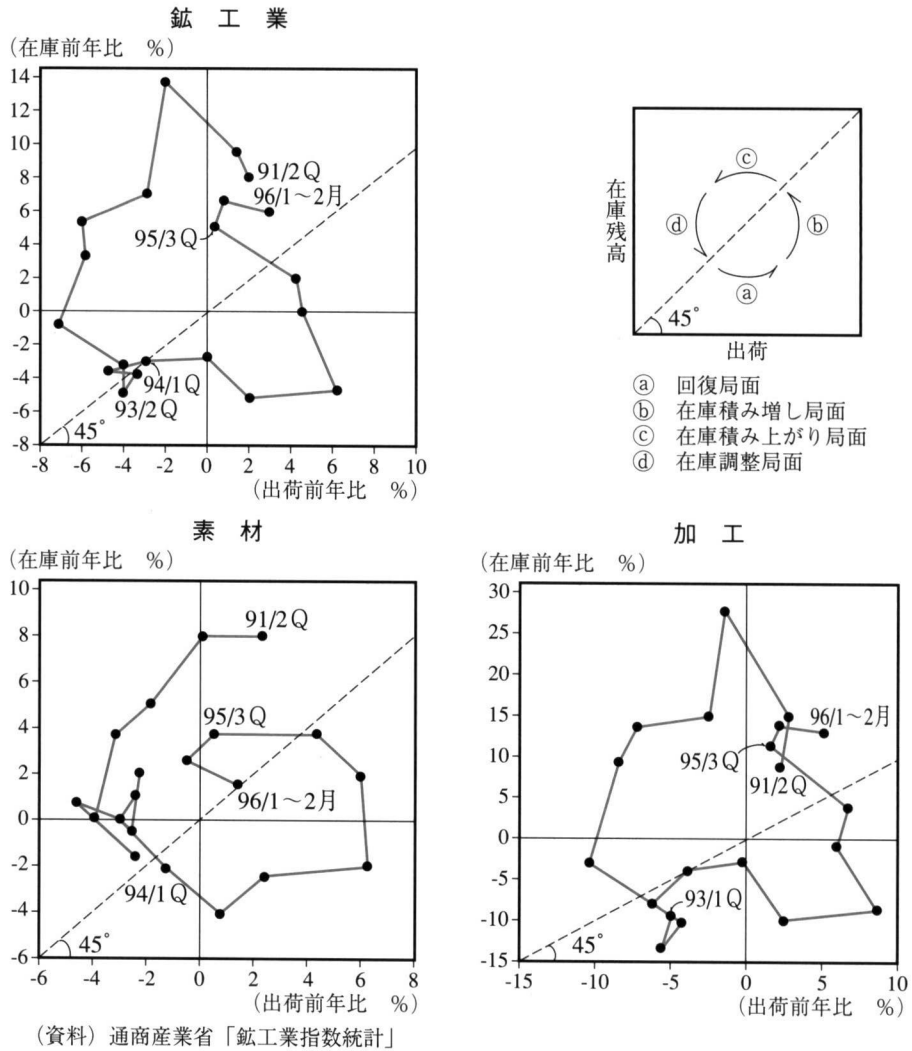
(2) 実質GDPの内訳



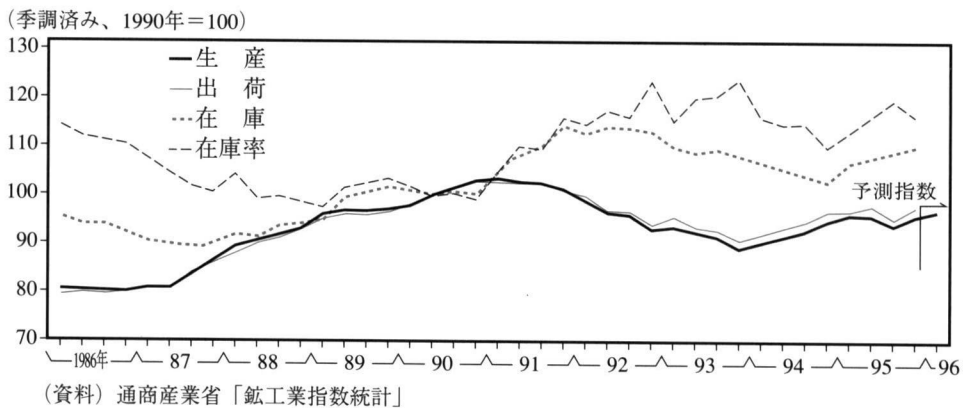
(注) その他=在庫投資+政府消費
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(注1) 鉱工業生産の四半期別の動きは、かなりの振れを伴っている。すなわち、1995年10～12月はウィンドウズ95の発売やPHSの新規開局等を背景として、コンピュータ、電子部品、通信機器を中心に大幅な増加となり、1996年1～3月はその反動から増加テンポが鈍化した模様である。

(図表3) 在庫循環



(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫



面でも、有効求人倍率が幾分持ち直しつつあるほか、常用雇用者数や労働時間にも改善の兆しがみられ始めている。しかし、失業率が依然高水準にあるなど、総じてみれば雇用情勢は依然として厳しい（図表5）。

(2) 物価の軟化傾向には徐々に歯止め

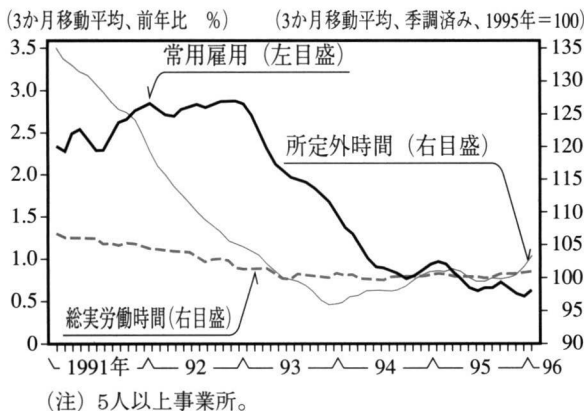
物価面をみると（図表6）、軟化傾向に徐々に歯止めがかかりつつある。まず国内卸売物価

（夏季電力料金調整後）は、昨年秋口以降の円高修正や内需の回復から、概ね下げ止まりつつある。また、消費者物価（全国・除く生鮮食品）も、被服価格の下げ止まりなどから、昨年9月以降前年を若干上回って推移している。企業向けサービス価格は、不動産賃貸料やリース料などを中心に引き続き前年割れで推移しているが、円高修正の影響（外洋貨物輸送）や内需の回復（情報サービス、広告）などから、前年比マイナス幅は昨年央頃までに比べ縮小している。

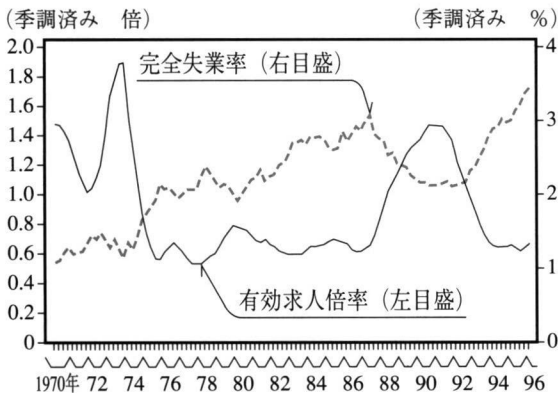
一方、GDPデフレータは、1994年7～9月以降6四半期連続で前年比マイナスとなってい

(図表5) 雇用関連指標

(1) 常用雇用と労働時間



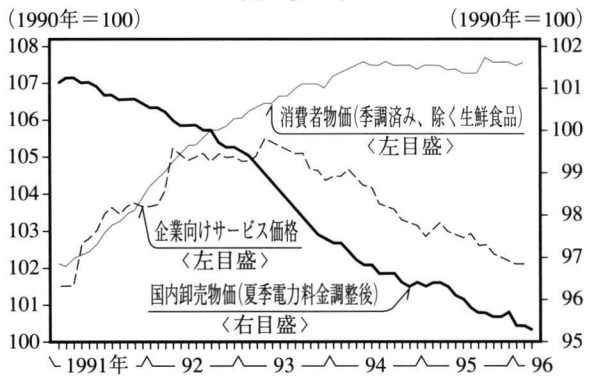
(2) 有効求人倍率と完全失業率



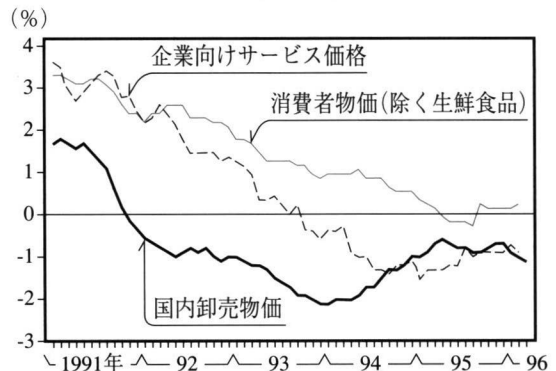
(注) 1996年第1四半期は、1、2月の平均。
 (資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、
 総務庁「労働力調査」

(図表6) 物価

(1) 水準



(2) 前年比



(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」

る(図表7)(注2)。需要項目別には、個人消費デフレータのマイナス寄与がこのところ目立っているが、これには値下がり幅の大きいパソコンの出荷額高伸なども影響しているとみられる(注3)。

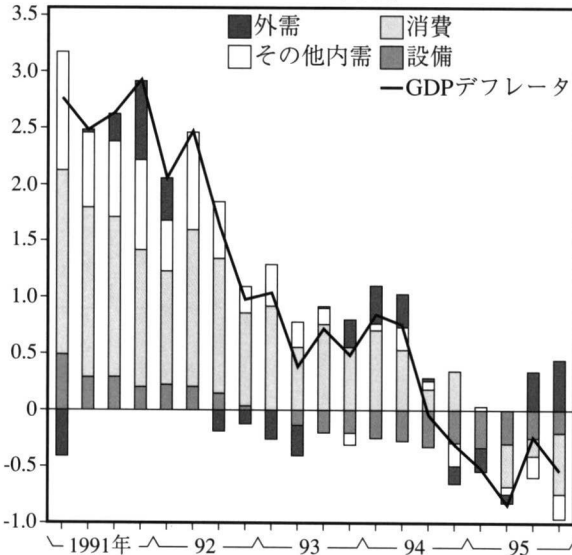
この間、最近の地価の動きをみると、商業地、住宅地ともに下落が続いている。

(3) 対外収支の黒字幅は急速に縮小

対外収支の動向をみると(後掲図表25(1))、実質輸出は、海外生産シフトに伴う構造的な要因に、海外経済の減速が加わり、1995年央以降増勢がごく緩やかなものにとどまっている。他方、実質輸入は、アジア諸国の供給力拡大や内需の増加などから、高い伸びを続けている。このため、対外収支は実質、名目いずれでも黒字幅が急速に縮小している。

(図表7) GDPデフレータ

(前年比 %、各コンポーネントは寄与度)



(注2) 過去GDPデフレータの前年比マイナスが続いたのは、1987年4～6月から10～12月までの3四半期連続が最長。

(注3) GDPデフレータは、CPI等の一般の物価指数と異なり、算出の際のウェイトが各品目の取引額に応じて変動する。このため、パソコンのように価格低下幅の大きい品目のウェイトが上昇すると、そのウェイトの変化自体がデフレータの押し下げに作用する(これはパーシェ効果と呼ばれている)。

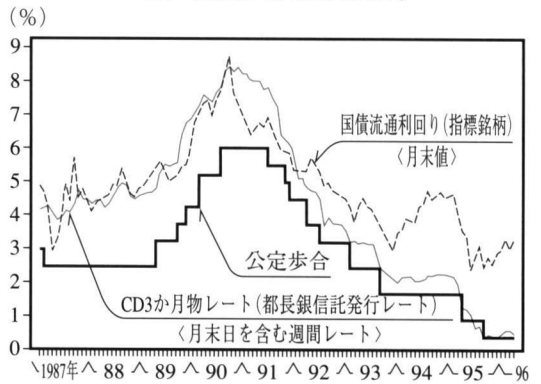
2. 最近の金融情勢

(1) 緩やかな景気回復を織り込む金融市況

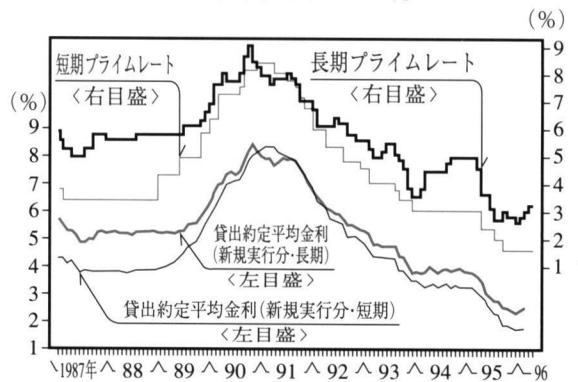
市場金利についてみると(図表8(1))、まず翌日物無担保コールレートは、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける下で、概ね公定歩合(0.5%)を幾分下回る0.4%台で推移した。3月末から4月初にかけては、年度末をはさんだ季節的要因等から、一時公定歩合を上回る水準に

(図表8) 金利

(1) 公定歩合と市場金利



(2) 貸出金利



上昇したが、その後は落ち着きを取り戻した動きになっている。

CD 3か月物レートについては、2月上旬まで0.5%台半ばで推移した。しかし、経済指標の改善等を受け、景気の回復テンポは意外に急ピッチとの見方が市場において醸成されたことなどから、CDレートは金利先高観を反映する形で2月末には0.70%まで上昇した。もっとも、2月末発表の鉱工業生産や3月初発表の日銀短観などを受けて、市場において景気回復テンポの緩やかさが再認識された結果、2月中に強まった過度の金利先高観はある程度修正され、CDレートは最近では0.6%前後での動きとなっている。

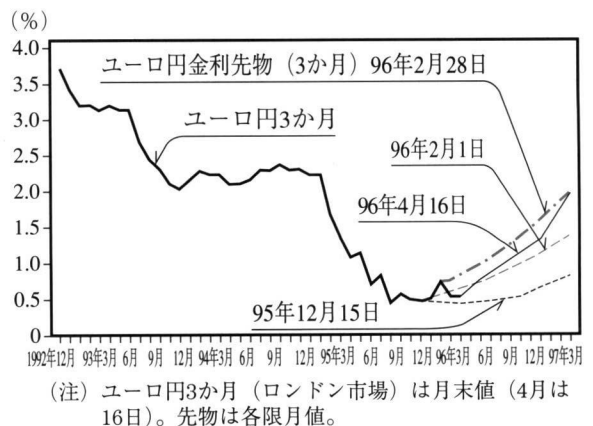
この間、ユーロ・ドル市場におけるジャパン・プレミアム（わが国主要銀行の資金調達コストが他国の有力銀行のそれを上回る金利割高の程度）は、昨年10月末には年末資金の調達圧力もあって3か月物で一時0.5%程度にまで達した。しかし、本年入り後は、年度末資金に対する需要増加から3月に一時0.2%程度へと若干拡大したのを除けば、概ね0.1%程度で推移している。

長期金利（国債指標銘柄利回り）をみると、本年入り後2月上旬までは概ね3.0%前後で比較的安定的に推移したが、その後は上記CDレートと同様、金利先高観を反映して、2月末にはいったん3.4%程度まで上昇した（注4）。3月入り後、こうした見方はある程度後退したが、基本的には緩やかな景気回復を織り込む動きとなっており、最近では概ね3.2～3.3%前後で推移している（注5）。

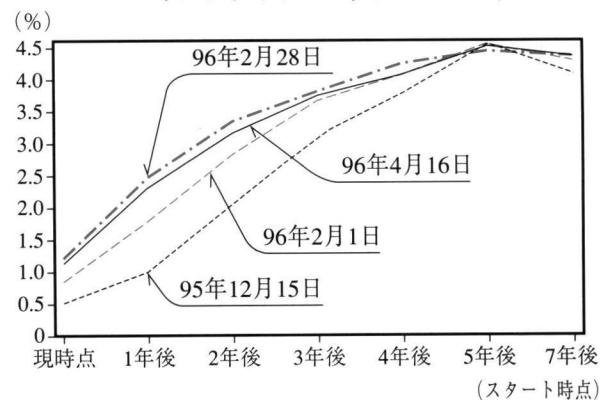
市場の金利観は、ユーロ円金利先物やインプ

ライド・フォワード・レートの動きによっても、確認することができる（図表9）。すなわち、前述した2月中における金利先高観の強まりから、2月末のユーロ円金利先物は9月限で1%を上回る水準に上昇し、インプライド・フォワード・レートも1～2年後スタートの短期ゾーンを中心に、2月中にかなり上方へとシフトした。そ

(図表9) 市場の金利観
(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



(注4) これには、指標銘柄が変更された（2月28日に174回債から182回債へ）ことに伴う技術的な利回り上昇も、+0.20%程度寄与している。

(注5) 上記注4の指標銘柄変更に伴う技術的な利回り押し上げを勘案すると、最近の利回り水準は、2月初に比べ小幅の上昇にとどまっている。

の後これらは、過度の金利先高観の後退を背景に、幾分下方へ戻っている。もっとも、短期金利は低位安定との見方が強かった12月中旬頃に比べると、ユーロ円金利先物は各限月とも、またインプライド・フォワード・レートは特に短期ゾーンが、かなり上方へシフトしている。すなわち、市場の金利観には、景気は当面緩やかに回復を続けるとの予想が織り込まれつつあるとみることができる。

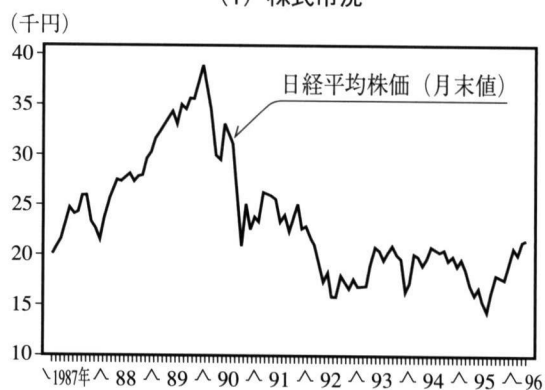
日経平均株価は（図表10（1））、企業収益の増加予想を基本的な背景に、昨年後半以来の回復基調が続いている。最近の動きをやや詳しくみると、景気回復テンポに対する強気の見方が台頭した2月上旬に一時2万1千円台をつけた後、前述の長期金利上昇もあって、2月中は緩やかな軟化傾向を辿った。さらに、3月入り後も、長期金利の低下にもかかわらず、米国株価が一時不安定な動きを示したことや、半導体需給の引き緩みが表面化したことなどを受けて、軟化傾向が続き、いったんは2万円を割り込んだ。しかし、3月下旬以降は、米国株価の堅調、さらには為替相場の円安化などを背景に反発し、最近では概ね2万1千円台後半での動きとなっている。

次に、対ドル円相場をみると（図表10（2））、わが国の対外収支黒字が縮小を続ける下で、昨年夏以降の円高修正の動きが続いている。本年入り後の動きを具体的にみると、2月下旬には米国債券の価格下落懸念に伴う投機的な動きなどから、一時103円台まで円高化する局面もみられたが、これを除けば1月から3月半ば頃までは、概ね105～106円程度で比較的安定的に推移した。しかし、3月後半以降は、米国経済への弱気の見方が後退したことなどから、円安方向での動きとなっており、最近では概ね107～108円前後で推移している。この間、円は対独マルク

でも、3月後半以降円安気味となっているが、対ドルに比べれば変動幅は小さく、本年初来概ね71～73円前後での動きを続けている。

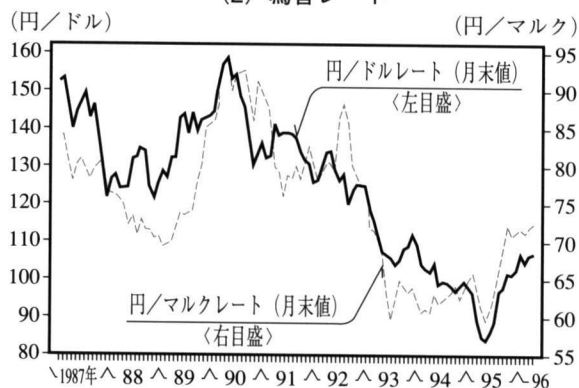
（図表10） 株価、為替レート

（1）株式市況



（注）直近は4月16日時点。

（2）為替レート



（注）直近は4月16日時点。
（資料）日本銀行「経済統計月報」

（2）マネーサプライは引き続き緩やかに増加

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、1995年7～9月+1.2%、10～12月+2.0%と伸びを高めたあと、1996年1～3月は+2.2%となった（図表11）。このように、貸出伸び率の上昇テンポがやや鈍化しつつあるのは、企業の借入需要が、在庫調整の進展や企業収益の増加に伴うキャッシュフ

ローの好転を反映して引き続き総じて低調な下で、住宅金融公庫からの住宅ローンのシフトが、民間住宅ローン金利の上昇等から一巡しつつあるためである。他方、企業の資本市場調達は、中期的な金利底値感の強まりを背景に高水準で推移している（後掲図表12（1））。しかし、これについても、設備投資の資金需要増加を反映しているのは電気機械等一部業種にとどまっており、大宗は、銀行借入れの返済資金や社債の償還資金の前倒し調達とみられる。この間、計数が把握できる1995年12月末までの個人向け貸

出をみると、住宅ローンが高い伸びを続ける一方、消費者信用は大幅な前年割れを続けている（後掲図表12（2））。

このように借入需要が全体として盛り上がりやを欠く下で、民間金融機関では、中堅・中小企業向けの融資に注力しており、市場金利連動貸出の利鞘は縮小傾向が続いている。もっとも、前述のとおり市場金利そのものは、引き続き低水準ながら、昨年秋以降短期は強含み横這い、長期は幾分上昇している。こうした市場金利の動きを反映して、プライムレートは、短期が

(図表11) 金融機関貸出

(1) 5業態の総貸出

(単位 平残前年比 %)

	1995年			96年	95年	96年		
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	12月	1月	2月	3月
都市銀行	△0.4	0.7	1.8	2.2	1.9	2.1	2.2	2.2
長期信用銀行	△0.6	0.7	2.0	1.9	1.9	2.1	2.1	1.5
信託銀行	△2.8	△1.7	△1.0	△0.5	△0.6	△0.5	△0.4	△0.5
地方銀行	1.8	2.7	3.2	3.8	3.5	3.6	3.9	3.9
地方銀行Ⅱ	2.7	3.5	3.0	1.7	2.8	2.6	1.3	1.2
5業態計	0.2	1.2	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2
円貸出	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
インパクトローン	△4.8	7.5	15.3	18.2	16.2	17.4	18.0	19.2

(2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

	1995年			96年	95年	96年		
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	12月	1月	2月	3月
外国銀行	△0.9	△4.9	2.0	3.6	6.3	2.6	3.1	4.9
信用金庫	3.0	3.8	2.9	3.0	2.9	2.9	2.8	3.0
生命保険	3.2	0.6	0.0	n.a.	0.0	0.4	n.a.	n.a.
政府系金融機関	8.4	5.2	2.2	n.a.	2.2	1.5	0.9	n.a.

- (注) 1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。
 2. 信用金庫はインパクトローンを含む。
 3. 生命保険貸出は生命保険協会調べ、27社ベース。
 4. 政府系金融機関とは、日本開発銀行、日本輸出入銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫、公営企業金融公庫、中小企業信用保険公庫、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の合計。
- (資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

(図表12) 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	普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	増資
1994年度	79,602 (△26.9)	42,553 (△27.1)	28,846 (10.6)	2,404 (△88.8)	5,799 (89.3)
95 P	92,626 (16.4)	65,612 (54.2)	14,952 (△48.2)	6,730 (2.8倍)	5,332 (△ 8.1)
95年7~9月	19,559 (△14.2)	15,316 (67.4)	1,967 (△83.7)	599 (1.9)	1,677 (73.2)
10~12	26,471 (34.5)	16,916 (2.0倍)	4,949 (△38.3)	2,987 (13.7倍)	1,619 (△47.4)
96年1~3 P	30,567 (68.1)	18,777 (57.0)	7,190 (90.0)	2,992 (2.9倍)	1,608 (15.8)

(注) 1. 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. 1996年3月の増資は時価発行公募増資のみ。

(2) 個人向け貸出

(単位 末残前年比 %)

	住宅信用 合計	全国銀行	住宅公庫	消費者信用<全国銀行> ()内は新規貸出前年比 %
1994年12月末	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)
6	9.3	2.8	15.1	△7.7 (△15.9)
9	8.9	7.9	9.7	△7.7 (△ 2.7)
12	8.4	13.1	4.6	△7.1 (△ 4.0)
1994年度末残高 (兆円)	101.7	45.7	56.0	17.0

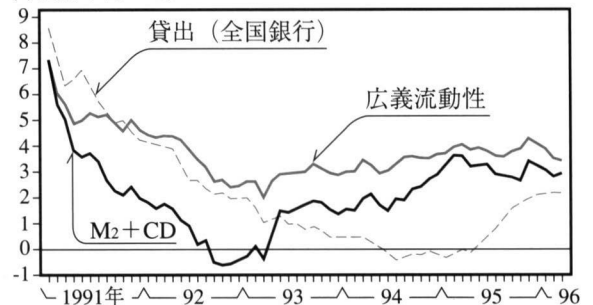
(注) 全国銀行は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」等

1.625%の既往最低水準で昨年9月以降不変である一方、長期は1995年中に合計2.3%ポイント引き下げられた後、1996年入り後は3回にわたって合計0.6%ポイント引き上げられ3.2%となっている。このため、貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期は低下テンポがこのところかなり鈍化しているほか、長期は下げ止まりつつある(前掲図表8(2))。

マネーサプライをみると(図表13)、M₂+CDの平残前年比は、3%前後の緩やかな伸びが続いており(1995年7~9月+2.9%、10~12月+3.1%、1996年1~3月+3.0%)、広義流動性もほぼ同様の動きとなっている(注6)。先行きについてみると、景気の緩やかな回復を反映して、4~6月のマネーサプライの伸び(M₂+CD平残前年比)は、1~3月を幾分上回る(+3%台)と予想される。

(図表13) マネーサプライ

(平残前年比 %)



(注) 1. 広義流動性=M₂+CD+郵便貯金+農業協同組合・漁業協同組合・信用組合・労働金庫の預貯金(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・資金吸収動向等」

(注6) なお、M₁の伸びはかなり高まっている(1995年7~9月+8.6%、10~12月+12.9%、1996年1~3月+15.6%)。これは主として、低金利に伴うM₁とそれ以外の金融資産との利回り格差の縮小によって、M₂+CD内部で振り替わりが生じたものである。

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 景気展開の展望

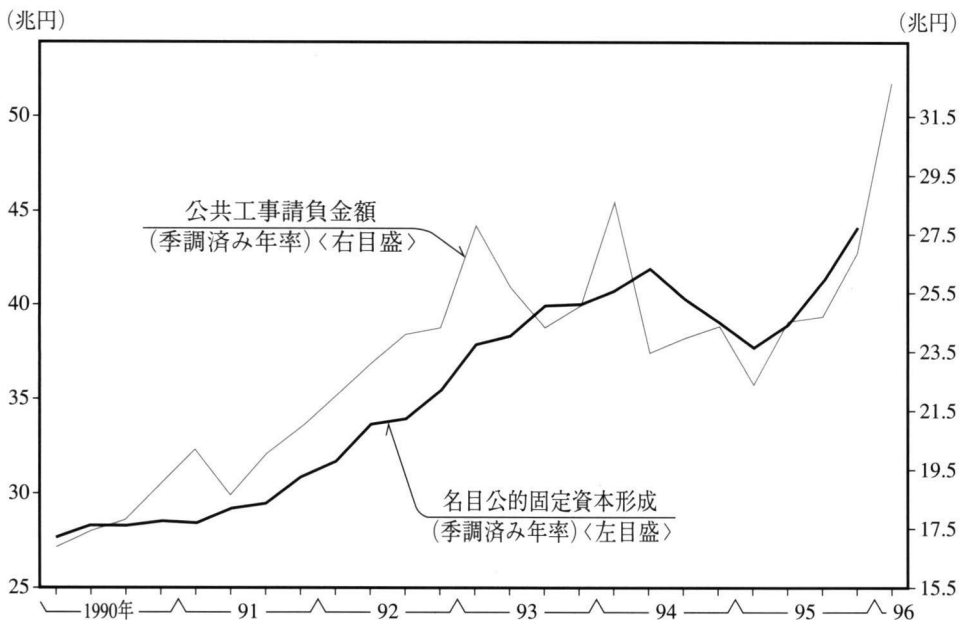
わが国経済の現状をみると、金融・財政政策の効果（公共投資・住宅投資の増加）に加え、円高修正や株価の持ち直しなどによる企業や消費者のマインド回復から、需要および生産が増加しており、景気回復のメカニズムが曲がりなりにも作動し始めている。しかし、政策効果は次第に減衰していくとみられるため、景気回復が持続性を有するかどうかは、民間需要の自律的な拡大力が、根強い構造調整圧力の下でどの程度高まり得るかにかかっている。この点を念頭に置き、以下では、①まず公共投資、住宅投資による景気押し上げ効果が今後どの程度持続するのかを確認した上で、②構造調整圧力の下での設備投資や個人消費の回復力を検討し、

③最後に海外環境や内需動向を踏まえ純輸出の先行きを展望する。

まず、公共投資についてみると、過去の景気対策の中でもとりわけ規模の大きい1995年9月の経済対策を反映して（注7）、公共工事請負金額でみた工事の発注は1995年10～12月以降（単月では12月以降）大幅に増加しており、GDPベースの公的固定資本形成も急回復している（図表14）。こうした発注の増加は、ややタイムラグを伴って工事の進捗に反映されていくため、資材面を含めた生産や雇用への波及効果は今後一段と本格化し、少なくとも1996年度半ば頃までは景気押し上げに寄与する見通しである。ただし、年度下期については、経済対策の効果が次第に剥落することから、公共投資の景気牽引力は弱まるとみられる。

(図表14)

公共投資



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

(注7) 経済対策の規模の比較については、「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(平成7年秋)—」(『日本銀行月報』1995年11月号所収)の図表20を参照。

次に、住宅投資については、新設住宅着工戸数が、金利低下効果から、持家を中心に昨年秋以降かなりの増勢を続けている（図表15（1））。もっとも、この間の増加テンポは、昨年金利が低下する過程で先送りされた案件が上乘せされていることから、実勢比高目に出ているとみられる。

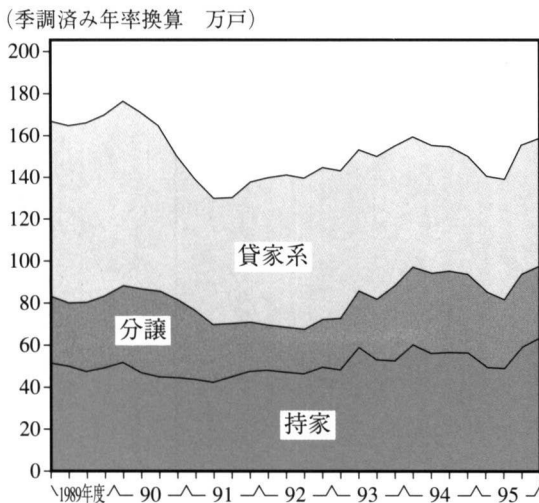
先行きについては、まず持家は、住宅金融公庫申し込みが好調を続けている一方（図表15（2））（注8）、最近数か月間の急速な着工増加にかなり寄与したとみられる既往先送り分が剥落するため、当面高水準ながらも、増勢は鈍化する可能性が大きい。マンションについては、低水準の金利や供給側の営業努力（購入者のニー

ズに適合した物件の供給等）から、このところの販売は好調を継続している（注9）。しかし、現行金利水準の下で掘り起こし得る需要が既かなり顕在化しており、末端販売の一段の増加は期待し難いため、現在停滞気味の着工が在庫調整の進展に伴って回復するとしても、そのテンポは緩やかなものにとどまるとみられる。これらを踏まえると、住宅投資は全体として今後も高水準を続ける公算が大きいが、これまでの急回復の反動や、金利低下効果の一巡から、増加テンポは次第に鈍化するとみられる。

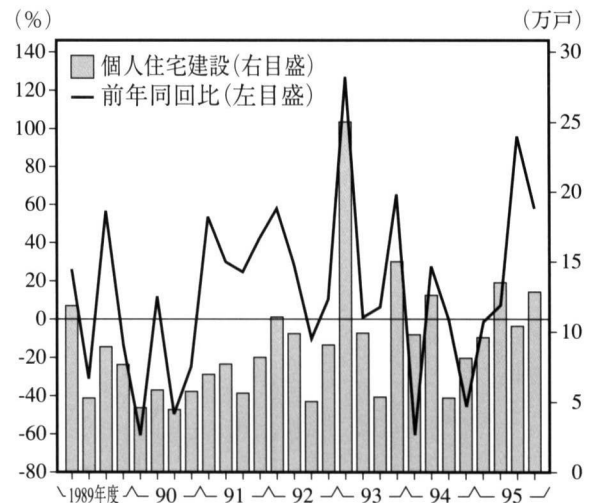
以上のように、公共投資および住宅投資は、当面の景気回復を支えるが、1996年度半ば頃からは景気牽引力が弱まるとみられる。したがっ

（図表15） 住 宅 投 資

（1）新設住宅着工戸数



（2）住宅金融公庫申し込み件数



（注8）住宅金融公庫の1995年度第4回申し込み（期間は2月26日～3月8日）は、前年を6割近く上回る高水準となったが、4月からの金利引き上げ（基準金利3.10%→3.35%）を控えた駆け込みにより幾分か上げられている可能性も否定できない。

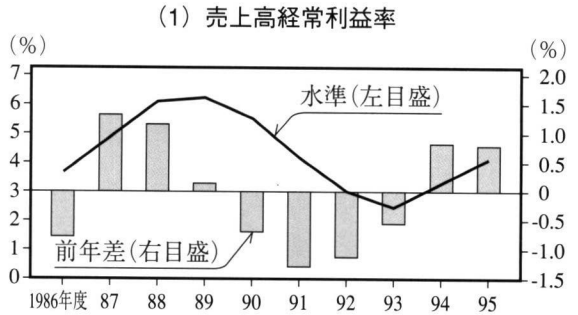
（注9）首都圏（1都3県）における新築マンションの新規契約率（当月供給された戸数のうち当月中に契約できた戸数の比率）は、1995年9月以来7か月連続で80%を上回っている（業界では70%が販売好調の目安とされている）。

て、景気回復の持続性は、設備投資や個人消費の自律的な拡大力が十分に強まるかどうかにかかっている。中でも、設備投資の動向が、自律回復軌道への鍵を握るとみられるので、以下でやや詳しく検討しておこう。

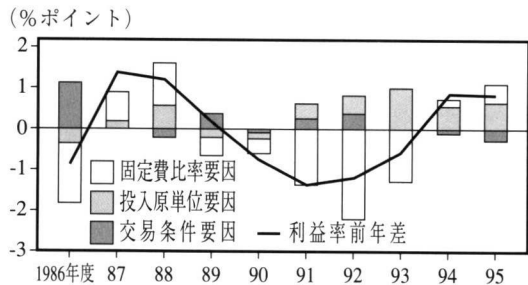
まず、これまで設備投資の回復をリードしてきた大企業・製造業については、内需が増加し、稼働率や企業収益の水準が高まる下で回復を続け、今後も設備投資全体を押し上げるとみられる。すなわち、大企業・製造業の売上高経常利益率の水準は、過去の景気拡大年の平均的な水準（約4%）に達しつつある（図表16（1））。最近における利益率上昇要因をみると（図表16（2）・（3））、売上高との相対的な関係で人件費をはじめ固定費が圧縮されていることや、部品点数の削減などによる投入原単位の改善が大きく寄与している。また、製品価格の下落圧力が根強い下でも、海外調達等を含めた仕入れ価格の引き下げによって、交易条件の悪化を軽微なものに抑えていることが、収益を支えている面もある。これら固定費、変動費双方に関するコストダウン努力は、今後も大筋継続される見通しにあり、その中で売上や生産が増加すれば、かなりの増益持続が期待できる。

実際、2月短観によれば、主要企業・製造業の経常利益は、1994、1995年度と3割増益を続けた後、1996年度もさらに1割強の増益となる見通しである。他方、同じ短観でみた1996年度の設備投資計画は小幅前年割れ（名目ベースで△2.0%）となっている。しかし、企業収益と設備投資との平均的な関係からみると、収益見通しの割には設備投資は控えめな計画となっているため、今後設備投資が上方修正される余地は

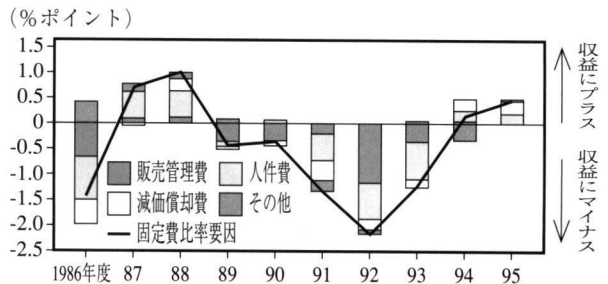
（図表16） 企業収益（大企業・製造業）
〈 除く石油・石炭 〉



(2) 売上高経常利益率前年差の要因分解



(3) 固定費比率要因の要因分解



- (注) 1. 石油石炭を除く資本金10億円以上の企業ベース。
2. 1995年度は1995年4～12月。前年差は1994年4～12月との比較。
3. 要因分解の方法は以下のとおり。

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right) = \frac{P_i \cdot I}{S} * \left(\frac{\Delta P_o}{P_o} - \frac{\Delta P_i}{P_i}\right) \text{ 交易条件要因} \\ + \frac{P_i \cdot I}{S} * \left(\frac{\Delta O}{O} - \frac{\Delta I}{I}\right) \text{ 投入原単位要因} \\ - \Delta\left(\frac{FC}{S}\right) \text{ 固定費比率要因}$$

S = 売上高 π = 経常利益 I = 投入数量
O = 産出数量 P_i = 投入価格 P_o = 産出価格
FC = 固定費

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

十分にある(図表17(1))(注10)。また、単純に景気拡大年における設備投資計画の平均的な修正パターンからみても、相応の上方修正が今後期待できる(図表17(2))。個別の産業では、1995年度に急増した半導体など情報・通信産業の投資が注目されるが、パソコン(注11)の普及

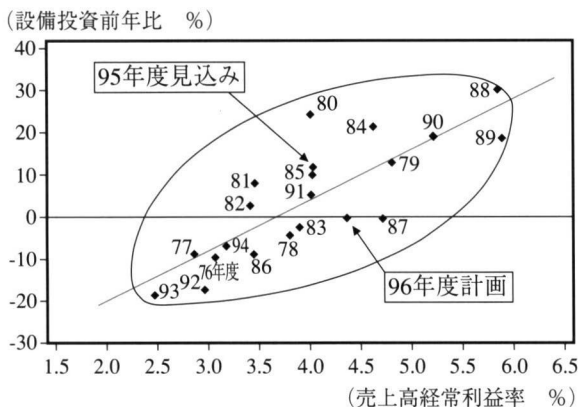
需要等を背景に関連品目の生産が拡大していることなどから(図表18)、1996年度についても、幾分そのテンポが鈍化する可能性は否定できないにせよ、増加を続ける見通しである(注12)。

一方、非製造業の設備投資をみると、通信(電話回線のデジタル化、PHSの拡大)、小売

(図表17)

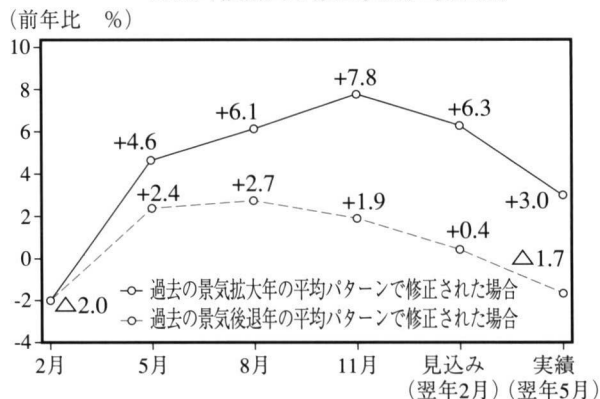
大企業・製造業の設備投資

(1) 収益と設備投資の関係



- (注) 1. 法人季報ベース(資本金10億円以上の製造業、設備投資は設備投資デフレータで実質化)。
2. 1995年度見込み、1996年度計画はそれぞれ主要短観の見込み、計画(ただし、設備投資デフレータはともに1995年4~12月の前年比を利用。売上高経常利益率は法人季報ベースに段差修正)。
3. 1996年度計画の想定レートは98.12円/ドル。

(2) 過去の平均パターンからみた1996年度計画の修正予測(主要短観)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、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」

(注10) 2月短観の回答企業は、1996年度中の平均為替相場を約98円と想定しているため、仮に為替相場が現行水準を維持するとすれば、1996年度の収益見通し自体も上方修正される可能性がある。

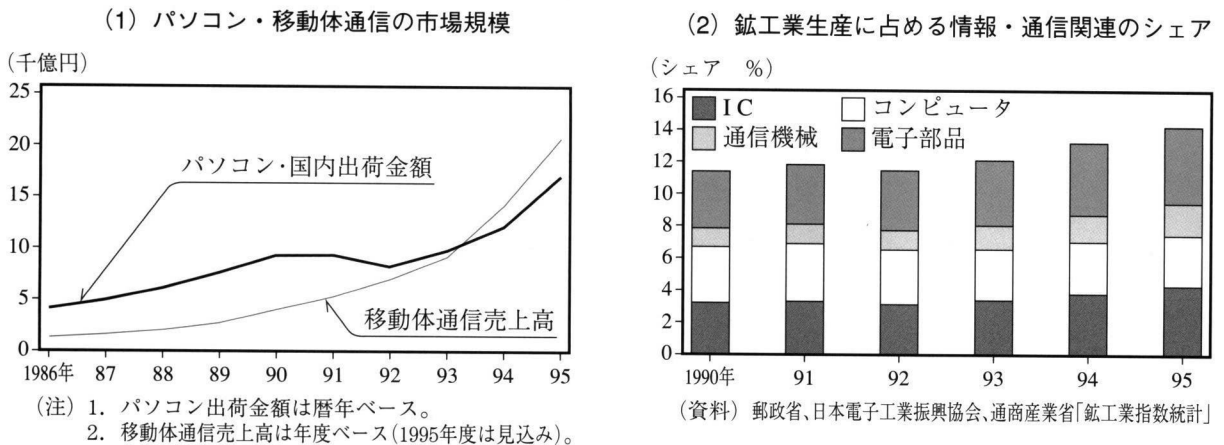
(注11) 日本電子工業振興協会によれば、パソコンの出荷台数は1995年度に7割程度増加した後、1996年度も3割強増加する見通しである。

(注12) 本年入り後、米国で半導体のBBレシオ(受注の出荷に対する比率であり、これが1を上回っていれば生産は増加分方向との目安)が1を下回る水準に低下するなど、世界的に需給がやや引き緩んでいる。ただし、今のところこれが深刻な需給悪化につながる可能性は小さいというのが、関連業界の見方である。

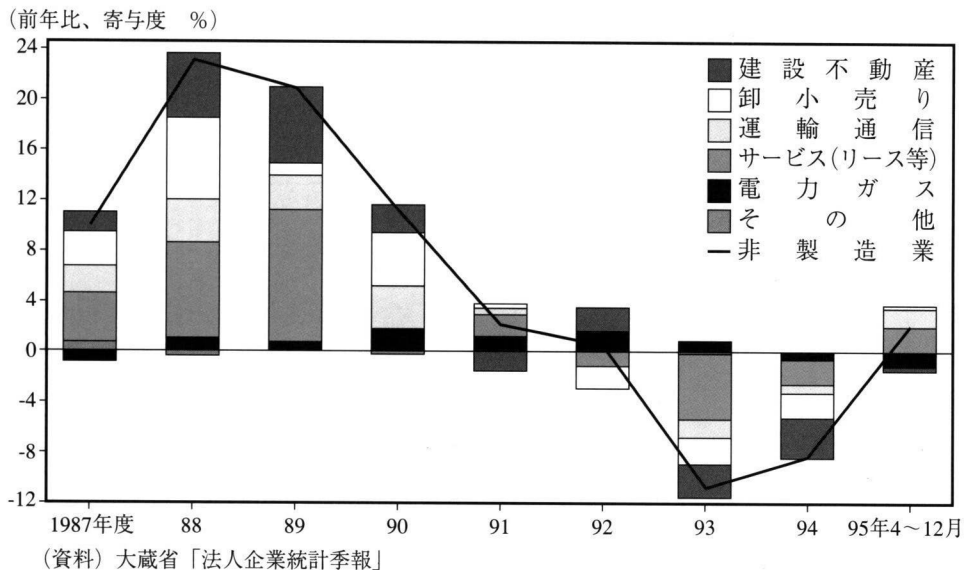
り（スーパー等の出店増加）、リース（情報機器を中心とした需要拡大）を中心に、緩やかながらようやく回復しつつある（図表19）。これら3業種については、上述の情報・通信産業の成長や、規制緩和の効果（小売り）などから、引

き続き増加が見込まれる。また、地価の下落やそれに伴うバランスシート調整を背景に低迷の続いている建設・不動産についても、一部の先行指標などに持ち直しの兆しがみられ始めている（注13）。

（図表18） 情報・通信産業の拡大



（図表19） 非製造業の設備投資



(注13) 建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間、非居住用）は、昨年中横這い圏内で推移したが、本年入り後は単月の動きとは言え2月に大幅増となるなど、持ち直しの兆しがみられる。また、オフィスビルについても、需給が改善してきた都心部に近い優良物件については、具体的な新規着工の動きが一部にみられる。

さらに、中小企業についても、ここへきてようやく業況が改善に向かい、つれて設備投資が下げ止まりつつある（図表20）。これは、円高修正の下で、高付加価値化や新規分野拡大などに前向きに取り組む動きが、優良中堅企業を中心に徐々に増え始めていることの現れとみられる。

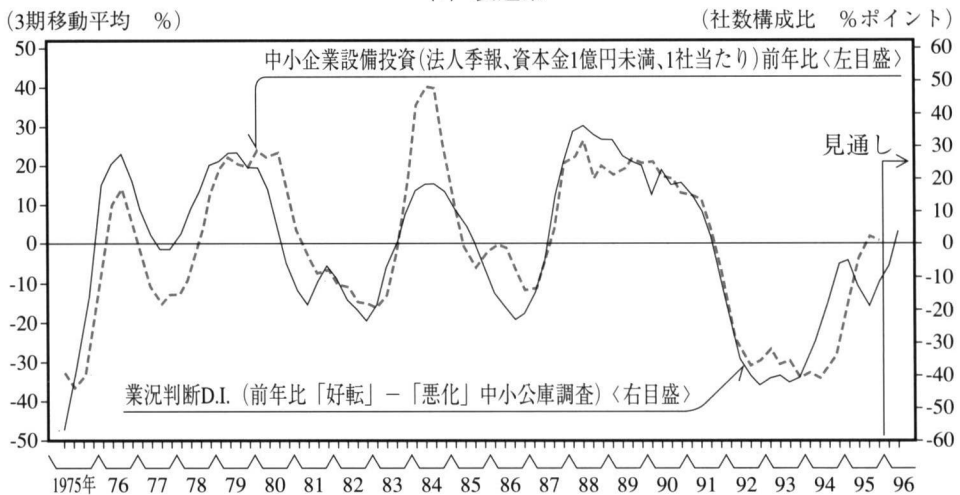
以上を踏まえ、設備投資全体の先行きを展望

すると、大企業・製造業が回復を持続する下で、やや出遅れていた非製造業や中小企業も徐々に回復傾向を辿り、これまでよりもやや拡がりを伴う形で、全体として若干増勢を強めていくものとみられる。

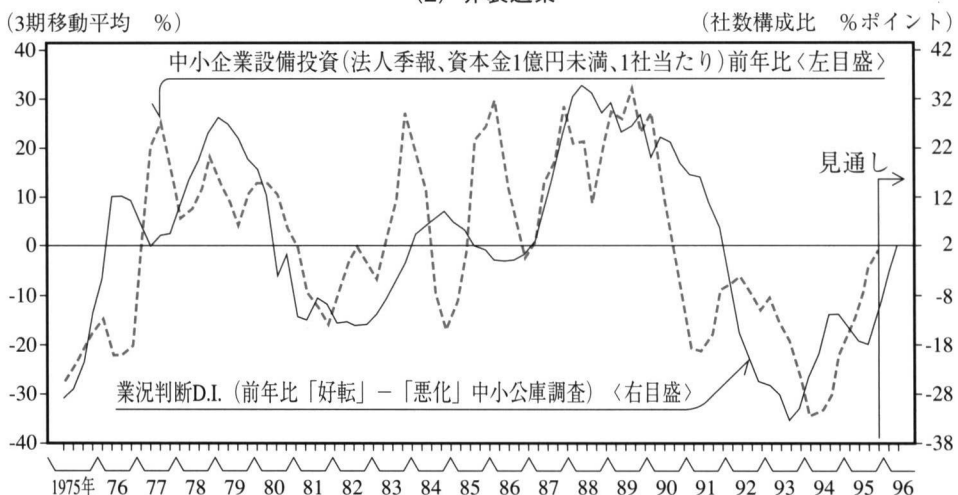
もっとも、産業構造の調整圧力が根強い下で、中小企業の業況は、前述のとおり持ち直しの方

(図表20) 中小企業の設備投資

(1) 製造業



(2) 非製造業



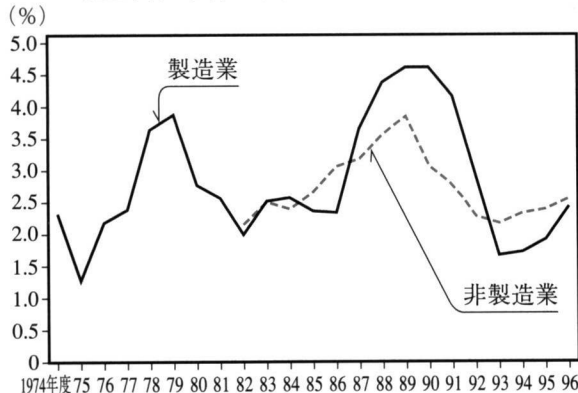
(注) 1. 設備投資の1995年10~12月は後方2期移動平均。
 2. 法人企業統計の中小企業は年度ごとにサンプル社数が異なり、前年比計数は社数の影響を受けるため、1社当たり設備投資額の前年比を採った。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

向にあるとは言え、収益水準の低さなどからみて引き続き厳しい状況にある(図表21)。また、地価が全体としてなお下げ止まっていない状況の下では、建設投資の本格的な回復は展望し難く、バランスシートの調整圧力も根強く残るとみられる。このように、各種の構造調整圧力が、一頃に比べ若干減じつつも引き続き企業行動を制約するとみられるため、設備投資は今後増勢を若干強めるにしても、過去の景気回復局面に比べなお緩やかな回復にとどまる公算が大きい。

次に、個人消費の先行きについて検討する。まず足元の雇用情勢をみると、全体として厳しい状況ながら、労働時間や非製造業の常用雇用者数がごく緩やかながら持ち直しつつある。今後生産の増加に伴い、雇用情勢は僅かずつながらも改善を続けていくとみられ、それが賃金や消費者マインドにも好影響をもたらしつつ、個人消費の回復を支えていくと期待できる。例えば賃金についてみると、昨年までは雇用情勢

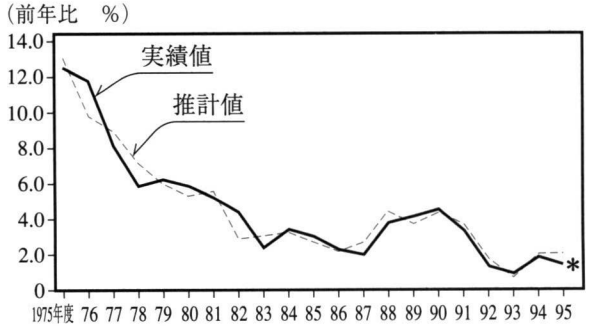
が悪化を続けていたため、企業収益増加にもかかわらず伸びが高まりにくい状況にあった(図表22)。しかし、前述のとおり企業収益が一段と

(図表21) 中小企業の収益
売上高経常利益率(全国短観・中小企業)



(注) 1995年度は実績見込み、1996年度は予測。
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表22) 賃金
(1) 推計値



* 1995年度は1995年4月～96年2月平均の前年比。

(注) 1. 推計値は以下の回帰式によって算出。

1人当たり名目賃金前年比

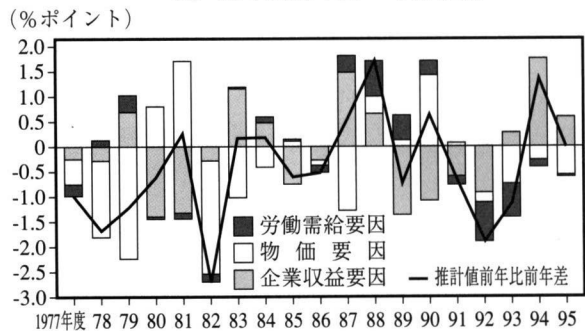
$$(t \text{ 値}) = 0.66 * \text{CPI前年比 (前年度)} (14.7) + 0.05 * \text{経常利益前年比 (当年度)} (3.8) + 0.03 * \text{同 (前年度)} (3.3) + 2.27 * \text{有効求人倍率(当年度)} - 0.72 (2.9)$$

$R^2=0.94$ $S.E.=0.85$ $DW=2.51$

ただし、経常利益は法人企業統計季報の全産業ベース。なお、1995年度については、経常利益は1995年4～12月、有効求人倍率は1995年4月～1996年2月の平均値を用いた。

2. 30人以上事業所ベース。

(2) 前年比前年差への寄与度



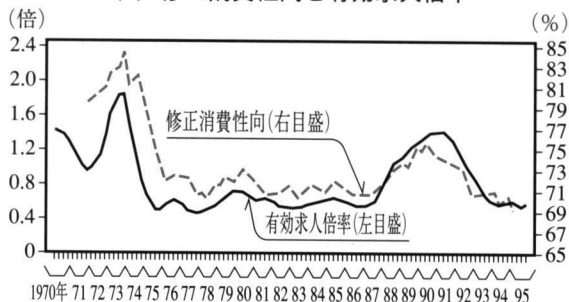
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「消費者物価指数」、労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務月報」

増加し、かつ雇用情勢も改善に向かえば、ベア率がほとんど高まらない下でも（注14）、特別給与等を含めた賃金全体の伸びは幾分高まると考えられる。また、雇用情勢の改善は消費性向を支え（図表23）（注15）、パソコンの普及需要や乗用車の更新需要などの顕在化を促すとみられる。

しかしながら、現在企業の雇用過剰感は、依

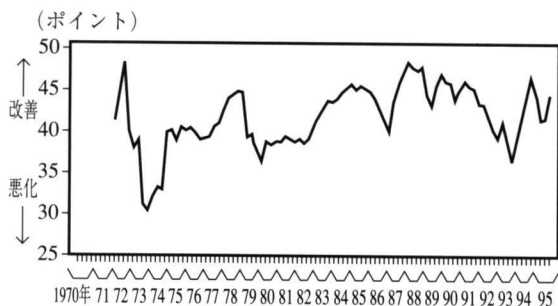
（図表23） 消費性向

（1）修正消費性向と有効求人倍率



（注）修正消費性向＝（民間最終消費支出－医療・保健向け支出）／修正可処分所得
修正可処分所得＝可処分所得に家計の社会保障負担を加えたものを後方8期移動平均

（2）消費動向調査・消費者態度指数

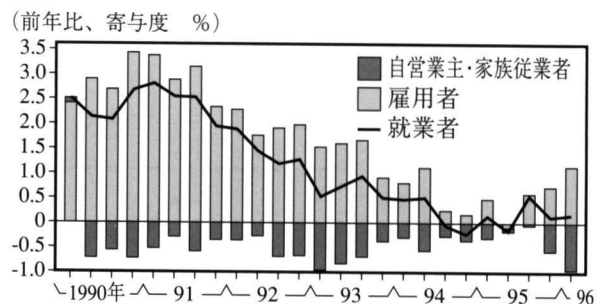


（資料）経済企画庁「国民所得統計」「消費動向調査」、労働省「職業安定業務統計」

然として第1次石油ショック後の不況期に概ね匹敵する高い水準にある。そうした下では、雇用情勢の改善テンポはごく緩やかなものになるとみられ、つれて賃金上昇率や消費性向の改善もモダレートなものにとどまるとみられる。さらに、雇用者が増加しても、他方で非雇用就業者（自営業主・家族従業者）が、個人企業の売上減少や廃業などを反映して減少傾向を続けているため、就業者全体としての伸び率の改善度合いは小さい（図表24）。こうした構図は、産業構造の転換・効率化の進展に伴い、今後も続く（注16）。このため、個人企業も含めた家計部門全体の所得形成は、雇用者所得の増加ほどには強くはならない可能性が大きい。以上を踏まえると、個人消費は回復歩調を幾分強めつつも、なおテンポの緩やかな回復にとどまるものとみられる。

（図表24） 就業者数

全産業（除く農林業）



（注）1996年第1四半期は1996年1、2月平均。
（資料）総務庁「労働力調査」

（注14）日本経営者団体連盟のベア中間集計（4月17日時点）によれば、本年度は2.80%と昨年度（同一企業の集計で2.76%）並みとなっている。

（注15）図表23（1）からは、可処分所得や医療費の振れを除去したGDPベース消費性向が、有効求人倍率とかなり類似した動きを示していることが読み取れる。

（注16）非雇用就業者の減少傾向は、スーパーやコンビニの出店増の一方で個人商店の廃業が進む小売業の動きを、かなりの程度反映している。こうした流通業界での構造変化は、大型小売店の多くが出店計画を一段と積極化させつつあることなどからみて、今後加速する可能性がある。

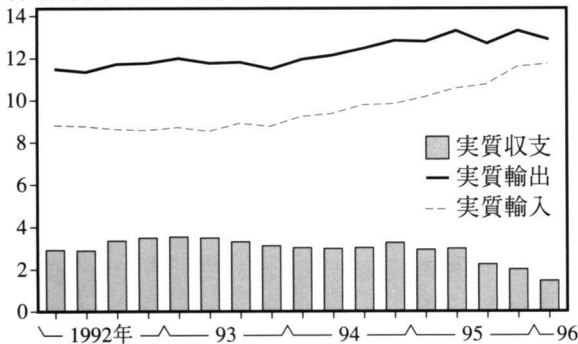
最後に、以上で検討した内需動向と海外環境とを踏まえ、純輸出の先行きを展望する。まず、実質貿易収支の現状をみておくと、1995年後半以降、黒字が急速に縮小している(図表25(1))。これには、特に自動車関連(自動車および同部品等)、情報関連(コンピュータおよび周辺機器、電子部品等)の黒字縮小がかなり寄与している(図表25(2)・(3))。このうち、自動車関連

の黒字縮小は、部品を含めた現地生産シフトといった構造的要因に、米国需要の低迷という循環要因が加わり、やや急速なものとなった。一方、情報関連の黒字縮小は、わが国メーカーの直接投資などに伴うNIEs等アジア諸国の供給力拡大や(図表26(1))、わが国の内需の増加テンポがパソコンの普及等に伴って加速していること(図表26(2-1)・(2-2))などを反映したものである。

(図表25) 実質貿易収支

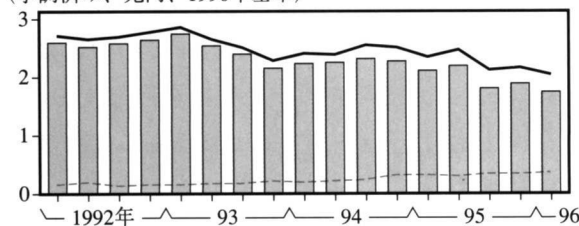
(1) 実質輸出入、収支

(季調済み、兆円、1990年基準)



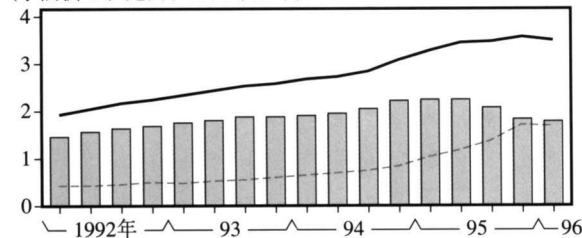
(2) 自動車関連(自動車、自動車部品、原動機等)

(季調済み、兆円、1990年基準)



(3) 情報関連(コンピュータおよび周辺機器、電子部品等)

(季調済み、兆円、1990年基準)

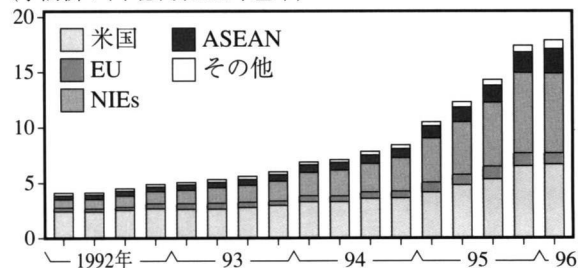


(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表26) 情報関連の輸出入

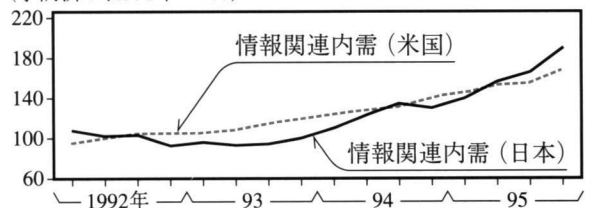
(1) 情報関連の実質輸入

(季調済み、千億円、1990年基準)



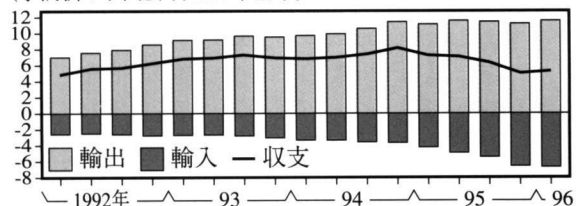
(2-1) 情報関連内需の日米比較

(季調済み、1992年=100)



(2-2) 情報関連の対米収支

(季調済み、千億円、1990年基準)



(注) 1996年第1四半期は1996年1、2月の四半期換算値。
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、通商産業省「鉱工業指数統計」、
日本銀行「御売物価指数」、米国商務省「国民所得統計」

また、海外経済の動向をみると(注17)、米国は、昨年末から本年初にかけての景気減速が一時的なものにとどまり、潜在成長率近傍での安定成長軌道に軟着陸しつつある。一方、欧州では、ドイツの景気が低迷を続けているほか、全般に力強さを欠く展開となっているが、既往の金融緩和の効果が先行き徐々に顕在化してくることが一応期待できる。また、東アジアは、NIEs諸国の景気拡大テンポがやや鈍化しているが、ASEAN諸国や中国を含め、全体としては高成長を続けている。今後についても、海外経済は、全体として緩やかな拡大を続けるとみられる。

こうした海外環境の下で、わが国の純輸出は、自動車の米国現地在庫の調整進捗や、為替円安などから、1995年後半以降これまでの動きに比べ、減少テンポは幾分鈍化するとみられる。しかし、現地生産シフトに伴う自動車輸出の趨勢的な減少(図表27(1))は今後も続くと思われるほか、情報関連の黒字幅は旺盛な内需を反映して一段と縮小する可能性が大きい(図表27(2))(注18)。したがって、純輸出は、そのテンポは幾分鈍化しても、今後もおかなりの減少を続けるとみられる。

以上を総合すると、わが国の景気は、当面は金融・財政政策の効果によって支えられる面が大きい。内需全般および生産の増加に伴う企

業・家計の所得形成を通じて、次第に設備投資や個人消費を中心とする、緩やかながらも自律的な回復過程へと移行していくことが展望できる。もっとも、各種の構造調整圧力や雇用調整圧力が、若干弱まりつつあるとは言え依然根強く、金融システム面での課題も多い。このため先行き、海外景気の減速などのリスクに対して、なお脆弱な状況が続くとみられる。この点を踏まえると、わが国経済の潜在的な可能性を引き出すための規制緩和など、構造政策の着実かつ速やかな推進が不可欠である。また、金融政策運営においても、当面は民間需要主導の景気回復の基盤を万全なものとすることに重点を置きつつ、金融経済情勢の展開を注意深く点検していくことが適当である。

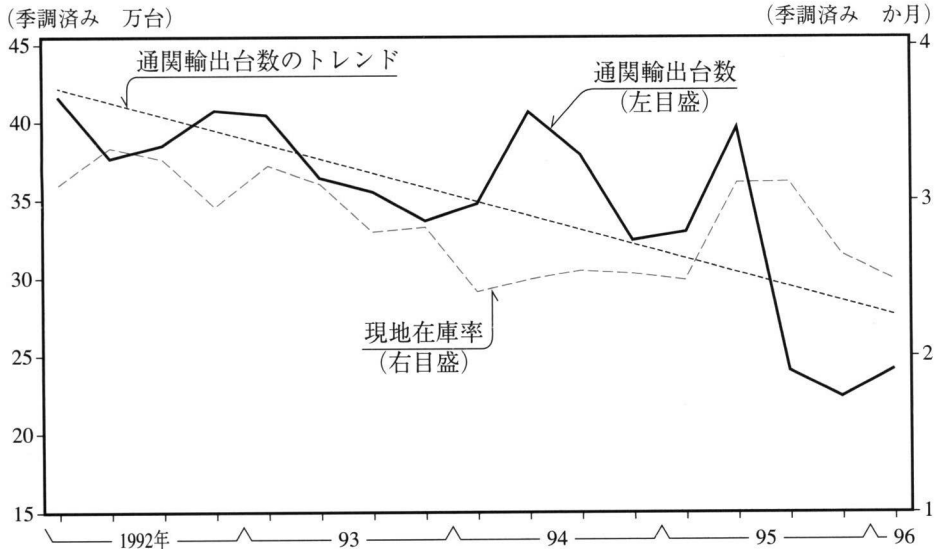
(2) 物価の展望

以上の景気展開を踏まえ、先行きの物価動向を展望すると、為替円安の影響や、内需増加に伴う製品需給の引き緩み後退から、物価の下げ止まり傾向が徐々に明確化していく可能性が大きい。しかし、なお大きい需給ギャップの存在や、世界的なデフレーションの下での市場競争圧力の強さ、技術革新の進展等を勘案すると、当面物価は下げ止まっても上昇基調には至らないとみられる。

(注17) 前回まで情勢判断資料の中でやや詳しく記述していた海外経済については、今回以降は日本銀行国際局が別途「海外経済動向」を作成、公表することとなった。「海外経済動向」は、今回は4月12日に公表済み(本『日本銀行月報』に別途掲載)であり、今後も四半期に一度公表を続けていく予定である。

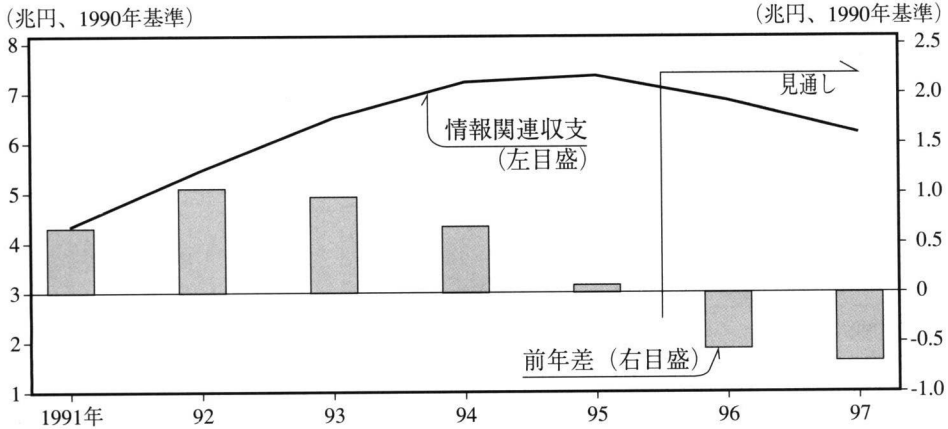
(注18) 図表27の(2)は、国内需要および生産についての業界の長期展望に基づき、情報関連の黒字の先行きを試算したものである。これによれば、1996年以降年間0.5兆円(GDPの約0.1%)のマグニチュードで黒字の減少が続くことになる。

(図表27) 純輸出の減少圧力
(1) 対米自動車輸出



(注) 1. 現地在庫率=本邦輸出車現地在庫/本邦輸出車現地販売
 2. 通関輸出台数の1996年第1四半期の値は1996年1、2月の四半期換算値。
 3. 在庫率の1996年第1四半期の値は1996年1、2月の平均値。

(2) 情報関連収支の先行き試算



(注) 1. 情報関連収支の1995年までは実績 (通関ベース)。
 2. 先行きについては、国内生産金額-国内需要金額=輸出入収支の関係に着目し、国内生産金額、国内需要金額見通しを以下の方法で推計することにより求めた。
 ・1995年の国内需要金額=国内生産金額(生産動態統計より推計)-輸出入収支実績
 ・1996年以降の国内生産金額、国内需要については、1995年の上記推計値に「電子工業の長期展望(日本電子工業振興協会、1995年6月)」の予想名目伸び率(下記)を乗じ、さらに過去5年間平均の価格低下率を用いて実質化。

	国内需要金額	国内生産金額 (前年比 %)
コンピュータ	4.6	△0.6
通信機器	2.8	1.1
電子部品	5.0	4.8

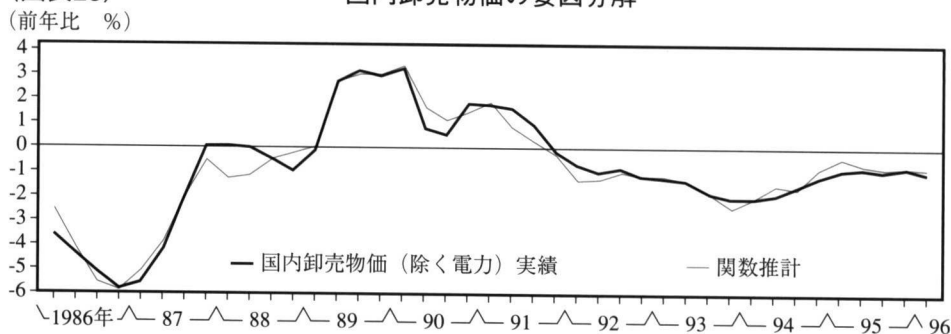
(注) 名目金額ベース。
 (資料) 大蔵省「外国貿易概況」、通商産業省「生産動態統計」、日本銀行「卸売物価指数」
 Ward's Communication "Ward's Automotive Reports"

国内卸売物価の今後を、足元の変動要因（図表28）を踏まえて展望すると、まず、円安の物価押し上げ効果がタイムラグを伴って今後顕在化するほか、製品需給もごく緩やかに押し上げ

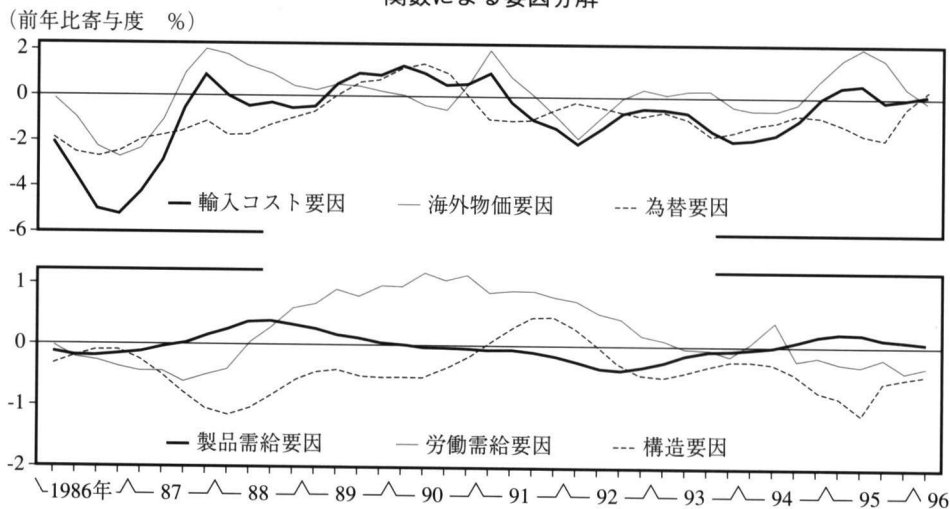
寄与を高める可能性が大きい。しかし、既往の海外需給引き緩みから足元の外貨建ての輸入物価は弱含んでおり、これが前述の円安の物価押し上げ効果のある程度相殺するとみられる。ま

(図表28)

国内卸売物価の要因分解



関数による要因分解



() 内 t 値

	輸入コスト 要因 (注1)	労働需給 要因 (注2)	製品需給 要因 (注3)	構造要因 (注4)	定数項	R ² D.W. S.E.
					消費税要因	
1983/1Q ~95/2Q	0.04(2.72)	0.14(3.44)	0.007(2.19)	0.06(2.52)	△0.20(△1.41)	0.95
	0.09(6.63)				1.61(4.68)	0.83
						0.56

- (注) 1. 輸入物価（素原材料+中間財、円ベース）。前年比、上段は当期、下段は1期前。
 2. 循環要因調整後のユニット・レーバ・コスト=名目雇用者所得/潜在実質GDP。前年比、当期+0.5*1期前+0.5*2期前。
 3. 主要短観、製造業・需給判断D.I.。前年差。
 4. 輸入物価（最終財、円ベース）。前年比、4~6期前平均。
 (資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック」、労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」

た、ユニット・レーバー・コストや構造要因^(注19)による物価押し下げの圧力はほとんど減衰しないとみられる。このため、今後国内卸売物価は、前期比ベースでは概ね下げ止まり、前年比のマイナス幅も徐々に縮小していくとみられるが、前年比が基調的にプラスとなる可能性は当面小さい。

消費者物価（除く生鮮食品）についても、サービス価格の緩やかな上昇テンポに当面大きな変化はないとみられる下で、商品の価格が上記国内卸売物価の動きを受けて前年比のマイナス幅を縮小していくとみられるため、全体としてごく僅かながら前年比のプラス幅を高めていく可能性が大きい。

(3) 対外収支の展望

対外収支の先行きを展望すると、輸出は、海外景気の緩やかな拡大や円安の効果等を背景に増加するが、そのテンポは海外生産シフトの影響などからかなり緩やかなものにとどまるとみられる。他方、輸入は、情報関連を中心とする内需の増加に加え、アジアの供給力拡大等の構造的な要因もあって、高い伸びを続ける可能性が大きい。こうした輸出入の動きを反映して、経常収支の黒字幅は、1995年後半ほど急速ではないにせよ、今後もかなりのテンポで縮小し、対名目GDP比率も一段と低下する見通しである。

平成8年4月19日

(調査統計局)

(注19) 図表28の国内卸売物価関数の推計においては、最終財の輸入物価を構造要因として用いているが、これは、割安な輸入最終製品との競争が国内物価の押し下げに働く力を、構造調整圧力として捉えたものである。