

わが国金融経済の分析と展望

—— 情勢判断資料（平成8年秋） ——

■要 旨■

1. わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。すなわち、最終需要面では、公共投資が頭を打ちつつあるが、住宅投資は低金利のもとで高水準を持続しており、純輸出の減少も一服気味となっている。また、設備投資は着実に増加しており、個人消費も、振れを伴いつつ緩やかな増勢を持続している。この間、在庫は、生産財でなお幾分過剰となっているが、全体としては概ね適正圏内にある。こうしたもとで、鉱工業生産は、緩やかな増加基調にあり、雇用情勢も、失業率が依然高水準にあるが、全体としては幾分改善の方向にある。

物価は、総じてみれば、これまでの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（夏季電力料金調整後）については、既往の円相場下落の影響や、国内需給の緩やかな改善を背景に、概ね下げ止まりつつある。この間、企業向けサービス価格の前年比マイナス幅は縮小傾向にあり、消費者物価（全国・除く生鮮食品）は、前年水準を僅かに上回って推移している。地価については、引き続き下落傾向にあるが、一部に需給改善の動きもみられる。

対外収支の動向をみると、実質貿易収支の黒字縮小が一服気味となっており、7～9月の名目経常収支の黒字はやや拡大した。

2. 金融・為替市場をみると、翌日物無担保コールレートは、概ね公定歩合をやや下回る水準での動きを続けている。一方、3か月物金利や長期金利は、7月央以降、市場における金利先高観の後退を受けて、かなり低下している。株価も、企業収益の先行きに対する市場の慎重な見方等から、このところ膠着状態となっている。この間、円相場は昨年夏以降、総じて円安方向での動きとなっている。

民間金融機関の貸出は、企業の資金需要が総じて弱いことや、資本市場からの調達増などから、緩やかな伸びにとどまっている。こうしたもとで、マネーサプライは、3%台の伸びを続けている。

3. 今後の景気展開を需要項目別に展望すると、公共投資については、頭打ちから減少に向かうとみられるが、住宅投資は、低金利やマンションの在庫水準低下などを背景に、当面高水準を続ける可能性が高い。この間、純輸出は、海外生産シフト等の構造的な要因が根強く残るが、既往の円安の効果が強まるもとの、これまでの減少傾向に徐々に歯止めがかかってくるとみられる。

景気回復持続の鍵を握る民間需要についてみると、まず設備投資は、①ストック調整の進展、②企業収益の回復、③情報通信分野の拡大、といった投資環境のもとで、今後も回復を継続していくとみられる。個人消費についても、企業収益の増加が雇用者所得の増加につながりつつあることなどからみて、引き続き回復していく公算が大きい。ただし、根強い各種の構造調整圧力が、企業のコンフィデンスの改善テンポや、家計の所得形成力の強まりを、引き続き制約する方向に働くことには留意する必要がある。

4. 物価の先行きを展望すると、円相場下落や原油高を反映した既往の輸入物価上昇の影響や、国内需給の改善を背景に、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、需給の改善テンポの緩やかさや、グローバルな競争圧力の強さなどを勘案すると、物価が明確な上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられる。

5. 以上を総合すると、わが国の経済には、国内民間需要が生産や所得との好循環を伴って増加していくメカニズムが、緩やかとは言え着実に働いており、純輸出面からの景気抑制圧力も軽微になっていくことを考え併せると、景気回復の流れは全体として今後とも持続していくとみられる。しかし、財政面からは、今後景気に対して抑制的な影響が及ぶことが予想される上、各種の構造調整圧力の影響が残存している。

したがって、景気回復の足取りをよりしっかりしたものとし、日本経済を新たな成長軌道に乗せるためには、実効ある規制緩和等によって市場経済が本来持つダイナミズムを最大限引き出すなど、円滑な構造調整を促進する環境を整えていくことが重要である。

1. 最近の経済情勢

(1) 景気は引き続き緩やかに回復

わが国の景気は、緩やかな回復を続けている

(図表1、後掲図表2) (注1)。すなわち、最終需要面では、公共投資が頭を打ちつつあるが、住宅投資は低金利のもとで高水準を持続しており、

(図表1) 景気指標 (概観)

	1995年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	96年1~3月	4~6月	7~9月
鉱工業生産 ＜季調済み前期比＞ ＜前年比＞	1.1 6.3	0.1 5.1	△ 1.6 1.2	2.1 1.3	0.4 0.8	△ 0.3 0.6	(7~8月) 1.6 4.0
業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」ポイント＞	△ 24	△ 21	△ 23	△ 18	△ 15	△ 6	△ 5
消費水準指数(全世帯) ＜前年比＞	△ 1.9	0.3	△ 0.2	△ 0.7	2.1	1.6	(7~8月) △ 1.0
全国大型小売店販売額 ＜前年比＞	△ 2.2	△ 1.7	△ 1.5	△ 2.1	1.8	△ 0.1	(7~8月) △ 3.0
家電販売 ＜前年比＞	8.6	12.2	5.4	11.6	14.8	13.9	(7~8月) 5.6
乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万台＞	9.0 361	1.1 338	0.5 352	5.7 361	△ 1.0 362	△ 0.4 339	6.0 370
新設住宅着工戸数 ＜前年比＞ ＜季調済み年率 万戸＞	△ 2.9 152	△ 11.9 142	△ 10.6 140	0.8 156	4.4 158	13.2 161	(7~8月) 18.2 163
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比＞	2.2	14.2	2.4	10.3	8.7	12.8	(7~8月) 16.7
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比＞	△ 0.1	3.6	4.1	△ 1.2	16.3	12.8	(7~8月) 7.4
公共工事請負金額 ＜前年比＞	△ 23.3	4.0	2.9	9.5	46.0	△ 2.0	△ 1.9
有効求人倍率 ＜季調済み 倍＞	0.65	0.63	0.61	0.63	0.67	0.69	(7~8月) 0.72
実質輸出 ＜季調済み前期比＞	△ 0.2	3.4	△ 3.8	4.2	△ 3.4	0.4	1.6
実質輸入 ＜季調済み前期比＞	2.9	4.3	1.9	7.2	1.1	2.2	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」

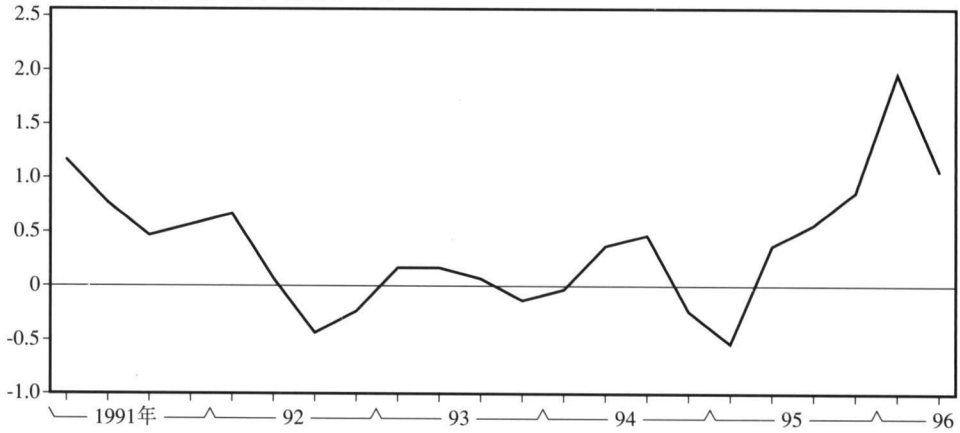
(注1) 1996年4~6月の実質GDPは、前期比△0.7%とマイナス成長となったが、これには、1~3月が公共投資の発注の集中や間年要因による個人消費の高上げなどによって、同+2.9%と大幅に増加したことの反動が大きく影響している。

(図表2)

実質 GDP

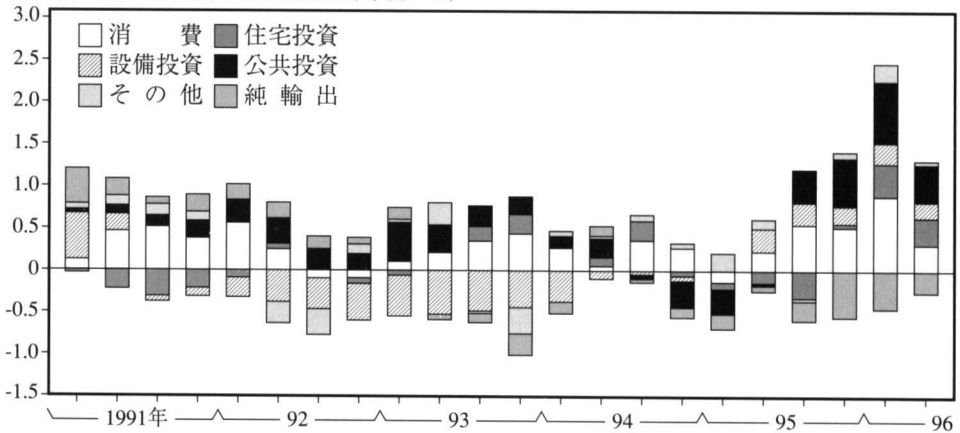
(1) 実質GDP成長率

(季調済み後方2期移動平均、前期比 %)



(2) 実質GDPの内訳

(季調済み後方2期移動平均、前期比寄与度 %)



(注) その他=在庫投資+政府消費

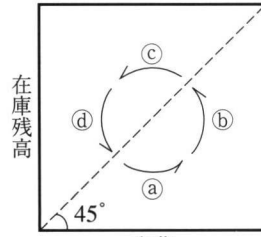
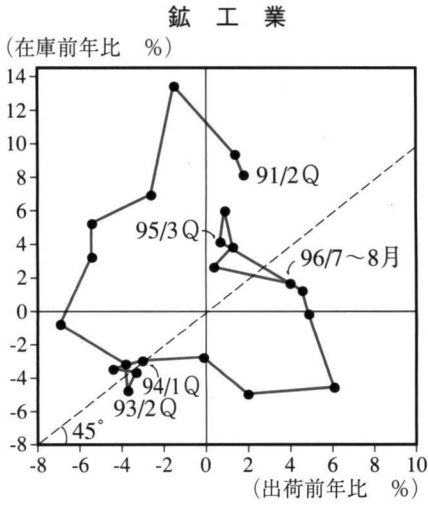
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

純輸出の減少も一服気味となっている。また、設備投資は、先行指標や各種アンケート調査にみられるとおり、着実に増加しており、個人消費も、天候要因等による振れを伴いつつも、緩やかな増勢を持続している。この間、在庫は、生産財でなお幾分過剰となっているが、全体としては概ね適正圏内にある(図表3)。

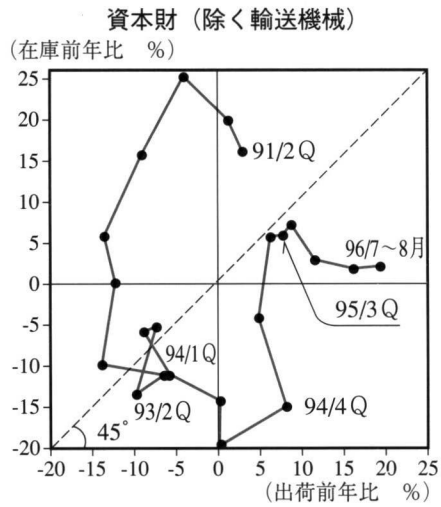
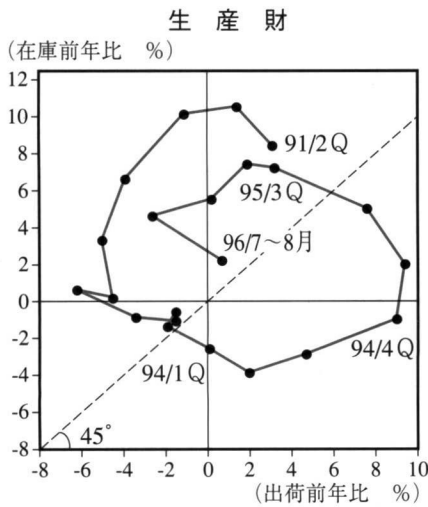
こうしたもとで、4～6月の鉱工業生産は横

這い圏内にとどまったが、7～9月には、在庫調整圧力の緩和に加え、自動車の生産水準引き上げおよびその波及効果などから、再び増加した見込みであり、均してみれば緩やかな増加基調にある(図表4)。また、雇用情勢をみると、失業率は依然高水準にあり、常用雇用者数もごく緩やかな伸びにとどまっているが、所定外労働時間が増加し、有効求人倍率も回復傾向にあ

(図表3) 在庫循環

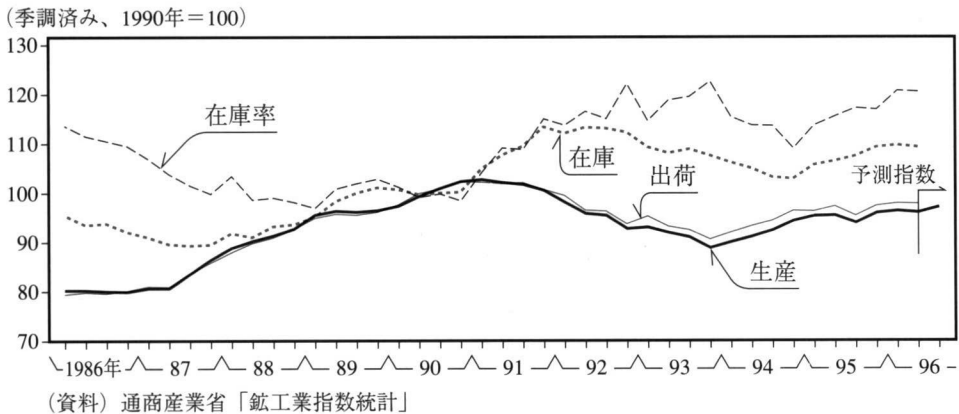


- (a) 回復局面
- (b) 在庫積み増し局面
- (c) 在庫積み上り局面
- (d) 在庫調整局面



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表4) 鉱工業生産・出荷・在庫



るなど、全体としては幾分改善の方向にある(図表5)。

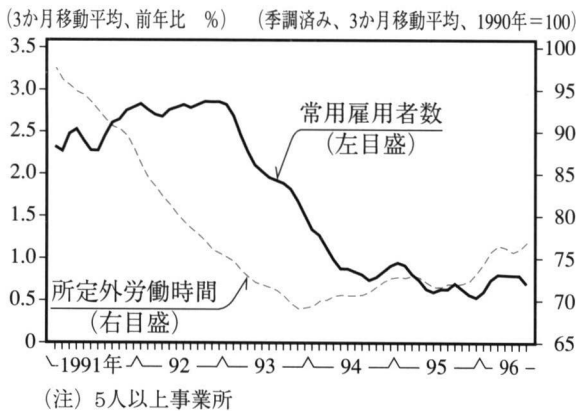
(2) 物価の軟化傾向には徐々に歯止め

物価は、総じてみれば、これまでの軟化傾向に徐々に歯止めがかかりつつある(図表6)。まず、国内卸売物価(夏季電力料金調整後)についてみると、輸入増加や半導体需給の悪化などによる下落圧力は依然根強いが、既往の円相場下落の影響や、建設財を中心とした国内需給の

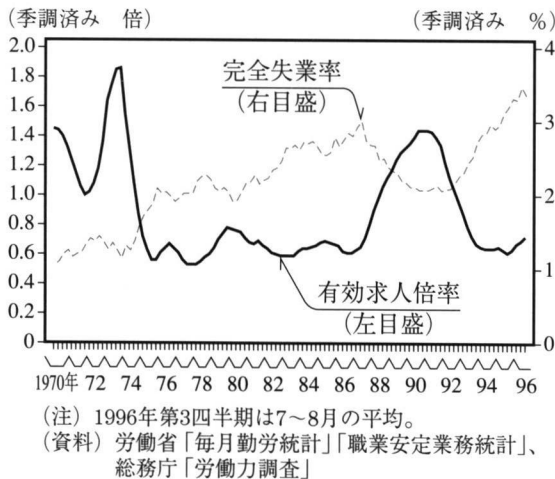
緩やかな改善を背景に、概ね下げ止まりつつある。また、企業向けサービス価格は、不動産賃貸料やリース料を中心に引き続き前年を下回っているが、情報サービス等に対する需要の回復などから、前年比マイナス幅は徐々に縮小する傾向にある。この間、消費者物価(全国・除く生鮮食品)は、商品価格の小幅下落とサービス価格の小幅上昇が概ね相殺し合い、全体としてはごく僅かに前年水準を上回って推移している。こうしたもとで、GDPデフレータは、1996年

(図表5) 雇用関連指標

(1) 常用雇用者数と所定外労働時間

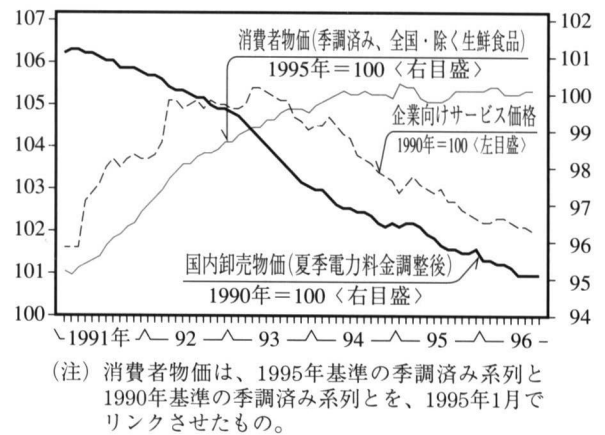


(2) 有効求人倍率と完全失業率

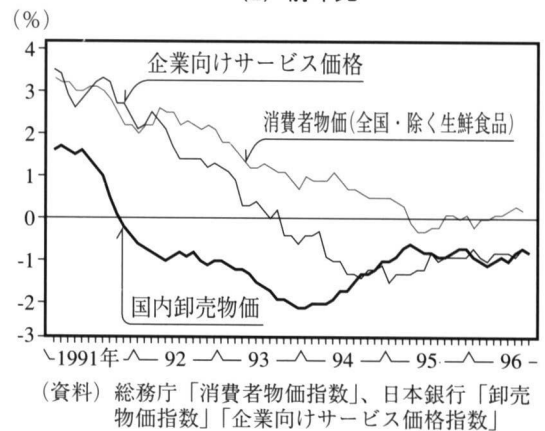


(図表6) 物 価

(1) 水 準



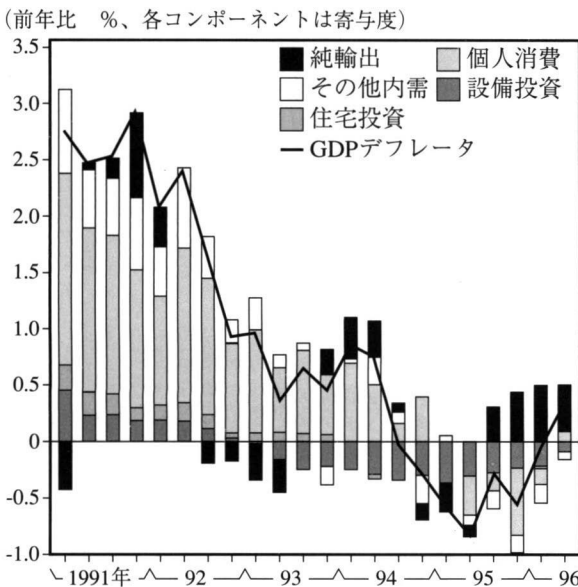
(2) 前年比



4～6月には8四半期ぶりに前年を上回った(図表7)。

一方、最近の地価については、住宅地、商業地とも、引き続き下落傾向にあるが、優良なマンション用地やオフィスビルでは、需給の緩やかな改善傾向が続いている。

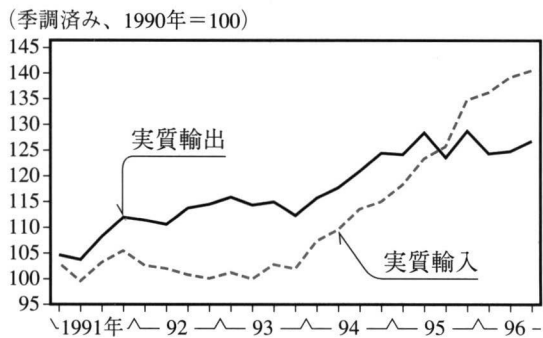
(図表7) GDPデフレーター



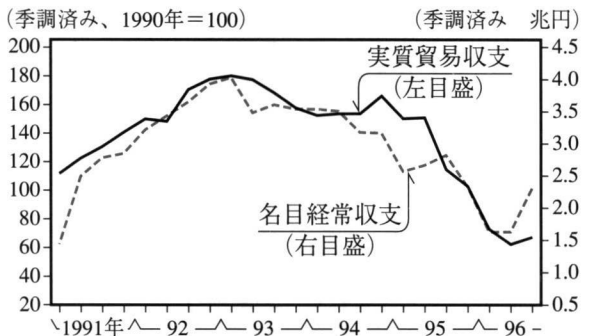
やはり既往の円相場下落などを背景に、一頃に比べ増加テンポは幾分緩やかなものとなっている。このため、実質貿易収支の黒字縮小は一服気味となっており、7～9月の名目経常収支の黒字はやや拡大した(図表8)(注2)。

(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)物価指数で各々デフレートした上指数化したもの。
 2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。
 3. 1996年第3四半期の名目経常収支は、7～8月の四半期換算値。

(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」

(3) 対外収支の黒字縮小は一服

対外収支の動向をみると、実質輸出は、昨年中央以降の横這い圏内の動きからなお脱し切れていないが、集積回路の減少テンポが鈍化しつつあることや、既往の円相場下落の影響などから、緩やかな増勢に復する兆しもみられている。他方、実質輸入はかなりの増勢を続けているが、

(注2) 7～9月の動向をもって、対外収支の黒字縮小局面が終わったと断定することはできない。特に名目経常収支の黒字が7～9月に拡大したことには、振れの大きい所得収支の影響も無視できない。

2. 最近の金融情勢

(1) 景気回復の緩やかさを反映する金融市況

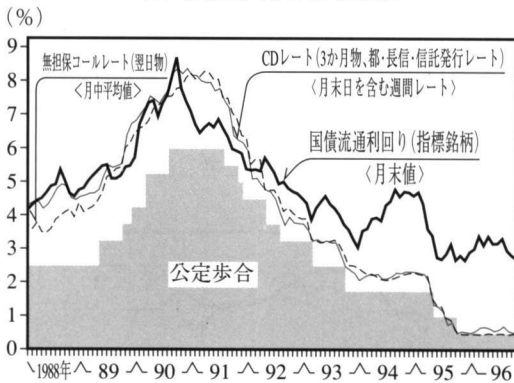
市場金利についてみると(図表9(1))、翌日物無担保コールレートは、概ね公定歩合(0.5%)をやや下回る水準での動きを続けている。こうしたもとで、3か月物CDレートは、7月央には一旦0.7%台へと上昇したが、その後は、市場予想に比べて弱目の経済指標が少なくなかったことなどを受けて低下し、8月末以降は概ね0.5%台前半で推移している。また、長期金利(国債指標銘柄利回り)も、上記短期金利と

同様、7月中旬に3.4%近くまで上昇した後低下し、最近では概ね2.6~2.7%前後での動きとなっている。

以上のような金利動向の背景として、先物レート等によって市場の金利観をみると、まずユーロ円金利先物については(図表10(1))、7月中旬時点に比べて各限月とも大幅に低下しており、この間に市場の金利先高観がかなり後退したことを示す動きとなっている。一方、インプライド・フォワード・レートを見ると(図表10(2))、7月中旬時点に比べ、現時点から1年後

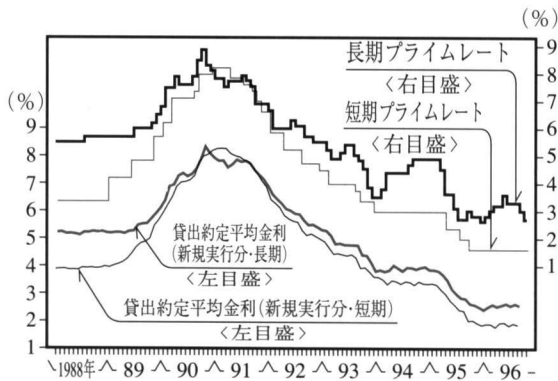
(図表9) 金利

(1) 公定歩合と市場金利



(注) 直近は10月22日時点。ただし、CDは10月14~18日の週間レート。

(2) 貸出金利

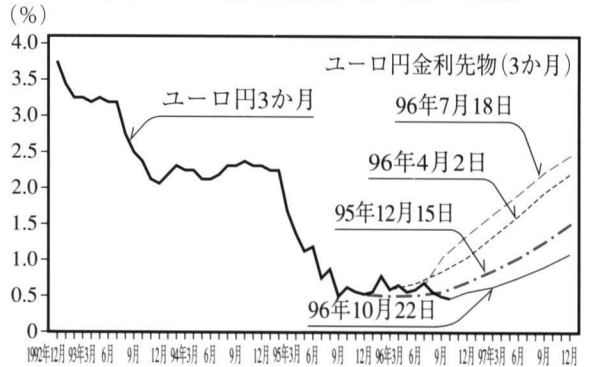


(注) 直近は10月22日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

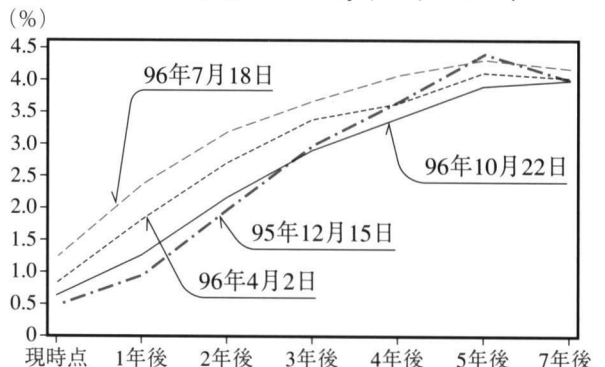
(図表10) 市場の金利観

(1) ユーロ円金利先物(3か月)の推移



(注) ユーロ円3か月(ロンドン市場)は月末値(10月は22日時点)。先物は各限月値。

(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



(スタート時点)

(資料) 「日経金融新聞」等

スタートまでの短期の部分での傾きが緩やかになるなど、目先の金利先高観後退が示されているほか、カーブ全体としても幾分下方にシフトしており、中期的な予想金利水準もやや低下していることが窺われる。

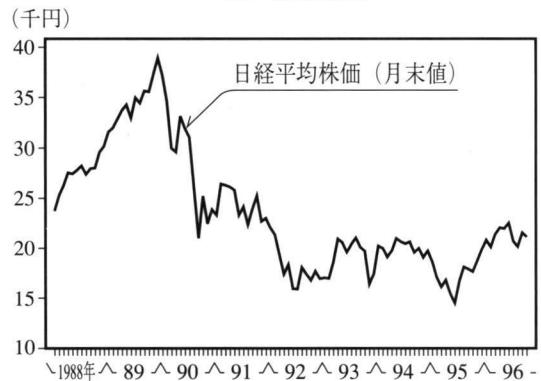
こうしたもとで、銀行の貸出金利をみると(図表9(2))、短期プライムレートは昨年9月以降、1.625%の既往最低水準を続けている。一方、長期プライムレートは年初来4回にわたって合計1.0%ポイント引き上げられた後、6月以降は3回にわたって合計0.9%引き下げられ、その結果現在は2.7%と、昨年末の既往最低水準(2.6%)に接近している。貸出約定平均金利(新規実行分)も、短期、長期ともに既往最低圏での推移となっている。

この間、日経平均株価は(図表11(1))、昨年夏をボトムに順調な回復歩調を辿ってきた。しかし、この夏場以降は、米国株価の最高値更新や長期金利の低下といった好材料にもかかわらず、企業収益の先行き回復テンポに対する市場の予想が幾分慎重化したことなどを反映して、概ね2万1千円前後での膠着状態が続いている。

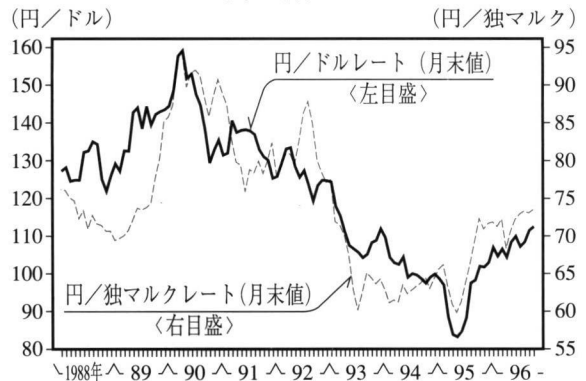
一方、円の対米ドル相場についてみると(図表11(2))、昨年夏以降、総じて円安方向での動きとなっている。7月には、一旦円が強含む局面もみられたが、その後は米国株価が上記のとおり好調を持続するもとで、円は再び軟調となっており、最近では112円前後で推移している。この間、円の対独マルク相場は、本年初以降、一時的に円高方向に振れた局面もあったが、概ね71~73円前後の範囲で、比較的安定した動きとなっている。

(図表11) 株価、為替レート

(1) 株式市況



(2) 為替レート



(注) 直近は10月22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前年比3%台で増加

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、1996年1~3月+2.2%の後、4~6月+1.5%、7~9月+0.7%と、低下してきている(後掲図表12)(注3)。このように、銀行貸出の伸びが緩やかなものにとどまっている背景としては、まず第1に、企業の債務返済圧力が根強く、設備投資がなお概

(注3) ただし、こうした貸出前年比の低下には、①多額の不良債権が償却されたこと、②昨年同期の貸出が政府系金融機関からのシフトによって伸びを高めつつあったこと、といった要因も影響しており、実勢としては、高かった伸びがここへきて低くなったということではなく、低い伸びが続いているとみるべきであろう。

(図表12)

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			96年			
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	6月	7月	8月	9月
都市銀行	1.8	2.1	1.7	1.1	1.7	1.4	1.1	0.7
長期信用銀行	2.0	1.9	△ 1.4	△ 2.9	△ 1.6	△ 2.2	△ 2.4	△ 4.1
信託銀行	△ 1.0	△ 0.5	△ 1.4	△ 2.2	△ 1.6	△ 2.0	△ 2.2	△ 2.5
地方銀行	3.2	3.8	3.7	3.0	3.6	3.2	3.0	2.6
地方銀行Ⅱ	3.0	1.7	0.7	△ 0.7	0.5	△ 0.2	△ 0.7	△ 1.2
5業態計	2.0	2.2	1.5	0.7	1.4	1.0	0.7	0.2
円貸出	0.9	1.0	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.1
インパクトローン	15.3	18.2	16.2	5.5	14.4	9.6	5.0	2.0

(2) その他金融機関の総貸出

(単位 末残前年比 %)

	1995年	96年			96年			
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	6月	7月	8月	9月
外国銀行	2.0	3.7	9.1	16.5	7.4	10.1	17.4	22.2
信用金庫	2.9	2.9	2.4	0.4	2.4	1.5	1.9	0.4
生命保険	0.0	0.5	0.2	n.a.	0.2	△ 0.1	△ 0.8	n.a.
政府系金融機関	2.2	0.4	0.5	n.a.	0.5	0.8	1.7	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

ねキャッシュフローの範囲内にあるもとの、企業の資金需要が総じて弱いことが挙げられる。第2に、本年前半に実施された資本市場の規制緩和の影響もあって、資本市場を通じる企業の資金調達が生活化しており(図表13(1))、このことも銀行貸出の低調につながっている。なお、銀行貸出のうち個人向けに限ってみても、

住宅ローンは住宅着工の好調等により高い伸びとなっているが、消費者信用は前年割れを続けている(図表13(2))。

こうしたもとの、マネーサプライの動きをみると(図表14)、M₂+CDの平残前年比は、3%台の伸びを続けており(1996年1～3月+3.0%、4～6月+3.4%、7～9月+3.6%)、

(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	普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	増資
1994年度	87,007 (△23.2)	42,552 (△27.1)	28,846 (10.6)	2,404 (△88.8)	13,205 (78.4)
95	97,175 (11.7)	65,674 (54.3)	14,952 (△48.2)	6,730 (2.8倍)	9,819 (△25.6)
96年1~3月	31,837 (70.0)	18,839 (57.5)	7,190 (90.0)	2,992 (2.9倍)	2,816 (45.2)
4~6	34,419 (2.0倍)	19,943 (36.6)	10,195 (12.1倍)	1,311 (8.6倍)	2,970 (2.3倍)
7~9月	34,310 (65.1)	16,328 (6.6)	12,517 (6.4倍)	1,604 (2.7倍)	3,861 (33.1)

- (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. 増資は新規公開時公募を含むベース。
 3. 1996年9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 %
1995年6月末	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)
96年3	7.1	14.8	0.7	△6.6 (△ 1.0)
6	7.1	15.4	0.4	△6.4 (6.1)
1995年度末残高 (兆円)	108.9	52.5	56.4	15.9

(注) 全国銀行は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。

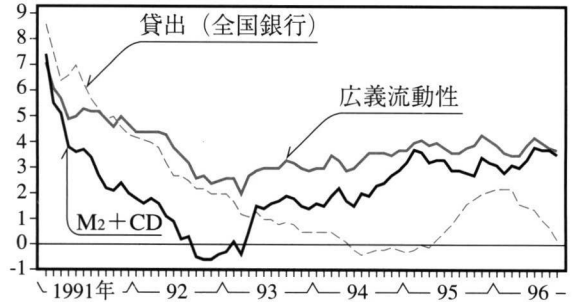
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」等

広義流動性の平残前年比は均してみれば4%弱程度で推移している(注4)。より細かくみれば、M₂+CDは、他の金融資産からのシフトを背景に6月以降幾分伸びを高めているが、基本的には、景気の緩やかな回復と整合的な動きであ

(注4) 他方、M₁の前年比は、2桁の高い伸びを続けている(1996年1~3月+15.5%、4~6月+15.7%、7~9月+13.3%)。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ているためである。

(図表14) 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(CDを含む)+国内銀行信託勘定(外銀信託を除く)の金銭信託・貸付信託元本+債券現先+金融債+国債+投資信託+金銭信託以外の金銭の信託+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」

る。先行き10~12月のM₂+CD平残前年比も、7~9月並み(+3%台)と予想される。

3. 当面の経済情勢の展望

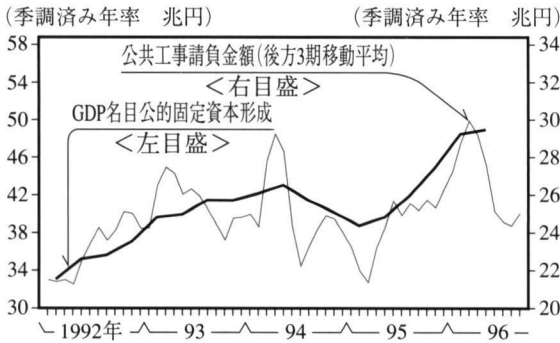
(1) 景気展開の展望

以下では、需要項目の動向に即して、今後の景気展開を展望する。

まず、政策関連の需要のうち公共投資についてみると(後掲図表15)、昨年秋の経済対策分の発注は、公共工事請負金額ベースで春頃には概ね出尽くしたとみられる。こうしたもとで、公共関連財の出荷については、発注から実際の工事進捗までのタイムラグを反映して、これまでのところ増加傾向を辿ってきた。しかし、本年度下期から来年度にかけて、工事ベースでも減少に向かうとみられる。

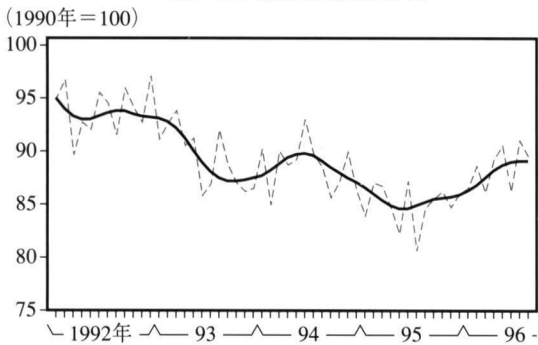
(図表15) 公共投資

(1) 公共工事請負金額



- (注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
2. 請負金額は、X-12-ARIMA (β バージョン)により季節調整。

(2) 公共投資関連財出荷



- (注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウエイトで加重平均。
2. X-12-ARIMA (β バージョン)による季節調整。実線は趨勢循環変動成分、点線は季節調整済み系列。

(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」、通商産業省「鉱工業指数統計」

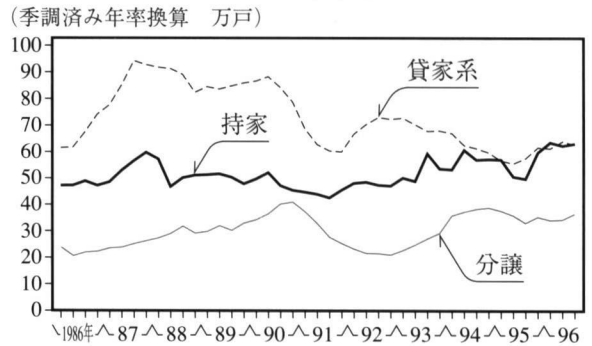
一方、住宅投資については、低金利や値頃な物件の供給増加を背景に高水準が続いている(図表16)。形態別にみると、とりわけ持家の着工水準が1995年末以降高まっているが、その背

(図表16) 新設住宅着工戸数

(1) 全体



(2) 形態別



- (注) 1996年第3四半期は7~8月平均値。貸家系は貸家と給与住宅との合計値。

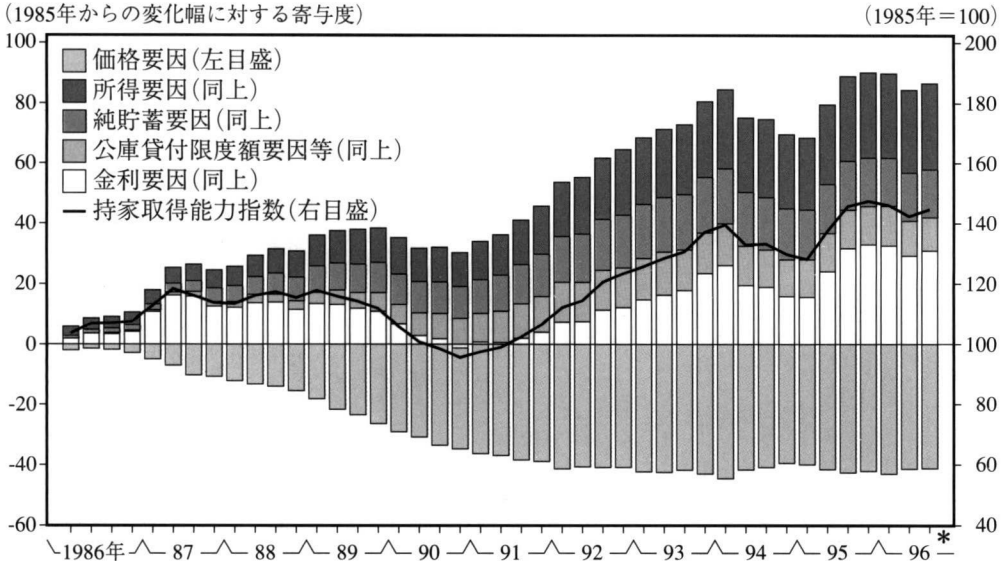
(資料) 建設省「建設統計月報」

景を持家取得能力指数の要因分解によってみると、着工環境の好転が主として金利低下によってもたらされていることが分かる(図表17)。住宅ローン金利については、1996年4~6月はやや上昇したが、7~9月以降は再び低下するなど、既往最低圏で推移しており(注5)、こうした金利環境のもとで、住宅投資は高水準で推移するとみられる。

この間、マンションについては、やはり低金利のもとで販売好調が続いているが、着工ベース

(注5) 住宅金融公庫の基準金利は、1996年4月に、それまでの3.10%から3.35%に一旦引き上げられたが、既述の長期市場金利の低下を背景に、9月、10月と続けて引き下げられ、現在再び3.10%と既往最低水準になっている。

(図表17) 持家取得能力指数



(注) (持家取得能力指数) = (資金調達可能額) / (住宅価格)

(a) (資金調達可能額) = (勤労者世帯前期末純貯蓄) + (個人住宅建設公庫融資限度額 <特別加算額を含む>) + 民間住宅ローン借入可能額

$$\text{(民間住宅ローン借入可能額)} = \frac{\text{(民間住宅ローン年間返済可能額)}}{\frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}}$$

$$\text{(民間住宅ローン年間返済可能額)} = \text{(年間可処分所得)} \times 0.25$$

$$- (\text{公庫融資限度額}) \times \frac{r \cdot (1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

i: 民間住宅ローン金利、r: 公庫金利、n: 返済期間 (ここでは30年間と想定)
 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と仮定する。借入れに際しては、まず住宅金融公庫から借入れることとし、融資限度額一杯借りても返済額が可処分所得の25%を下回る場合は、その余裕の範囲内で返済可能な額だけ民間住宅ローンを借入れると考える。

(b) (住宅価格) = (住宅地価) + (建設工事費)

住宅地価: 1988年第2四半期時点での全国平均住宅地価 (109千円/㎡ <国土庁「都道府県地価調査」>) をもとに、1988年第2四半期時点で公庫に申し込まれた平均的な広さの宅地 (平均住宅面積131.4㎡ <住宅金融公庫「利用者調査報告」> から容積率を50%と仮定し、平均宅地面積を推計) の価格を算出。以後、市街地価格指数 (全国) の前期比を乗じて推計。
 建設工事費: 1988年第2四半期時点での一戸当たりの建設工事費 (1,752.3万円 <住宅金融公庫「利用者調査報告」>) をもとに、それ以降については建設工事費デフレータの前期比を乗じて算出。

(資料) 建設省「建設統計月報」、総務庁「貯蓄動向調査報告書」、経済企画庁「国民所得統計」

では、在庫過剰を背景に回復の足取りは鈍かった(図表16(2)の「分譲」に分類されている)。しかし、最近は在庫水準がかなり低下してきており(後掲図表18)、マンション着工は、今後回

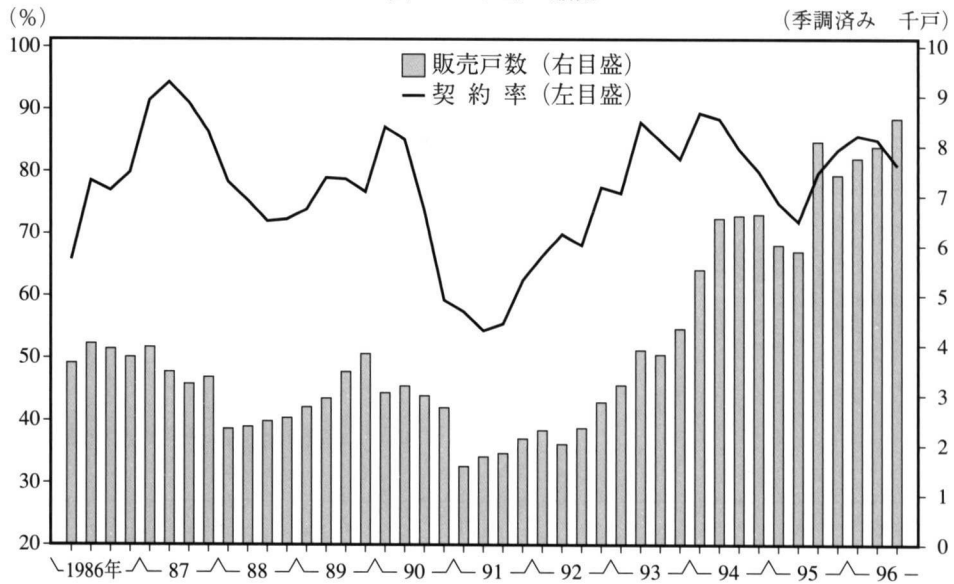
復がより明確化していくとみられる。

なお、1997年4月予定の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要は、このところのマンション等の販売をなにごしか押し上げているとみられ

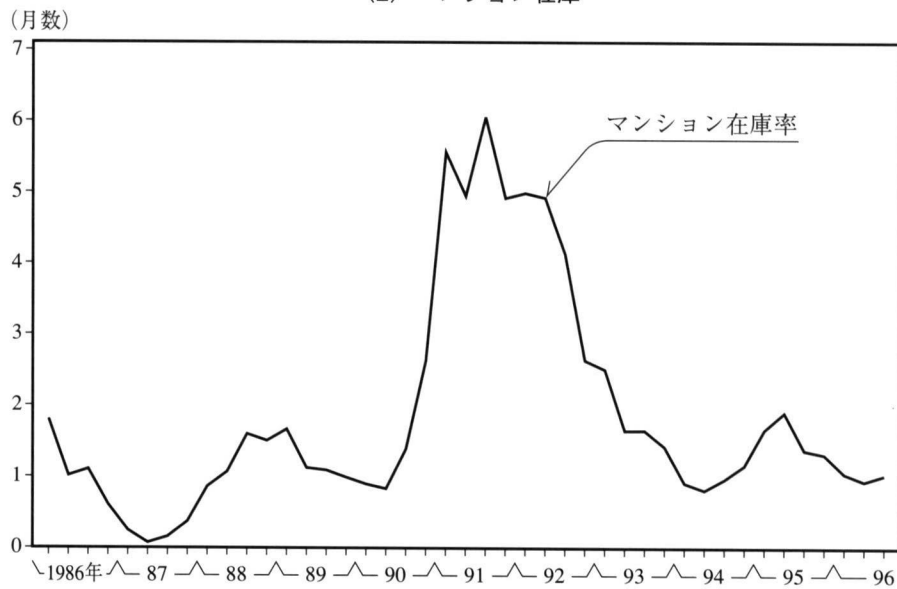
(図表18)

マンション (首都圏)

(1) マンション販売



(2) マンション在庫



(注) 販売戸数は、X-12-ARIMA (β バージョン) による季節調整値。在庫率は四半期末在庫戸数を対応する四半期の1か月当たり平均販売戸数で除したもの。
(資料) 不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」

るが、そのマグニチュードはそれほど大きくはないと考えられる（注6）。

次に、純輸出の動きをみると（前掲図表8）、過去1年程度にわたり黒字はかなり急速に縮小してきた（注7）。これには、わが国企業の海外生産シフトが大きく影響しているが、8月短観をみても、製造業の1996年度海外設備投資は半年前の調査に比べて大幅に上方修正され、海外生産比率も1995年度の20.7%から1996年度は22.2%へと上昇を続ける計画になっている（注8）。このように、製造業の海外生産シフトは、引き続き進行する見通しであり、黒字縮小圧力として根強く作用するとみられる。また、海外需要の動向をみると（注9）、米国では設備投資が緩やかに減速しつつあるほか、アジア諸国でも、引き続き高成長ながらそのテンポは総じて減速傾向にある。

しかし、円相場についてみると、既述のとおり短期的な振れを伴いつつも昨年夏以降は概ね下落方向での動きになっており（前掲図表11（2））、これがわが国製造業の国際的な価格競争力をかなり改善させていると考えられる。ちな

みに、内外のインフレ格差や輸出相手国のウエイトを反映した円の実質実効レートを見ると、最近の水準は、昨年前半の急速な円高の進行前と比べても1割以上円安となっており、概ね1991～92年頃の水準を回復している（後掲図表19）。こうした競争力回復の具体的な影響は、例えば鉄鋼などの輸入が減少に転じていることや、輸出面でも造船等の受注が回復の方向にあることなどに、徐々に現れ始めている（注10）。

以上の検討を踏まえると、実質輸出は緩やかながらも徐々に増加傾向を明確にしていく一方、輸入の増加テンポは鈍化傾向を辿る可能性が高い。したがって、純輸出のこれまでの減少傾向には、徐々に歯止めがかかってくるとみられる（注11）。

以上のように、公共投資が今後成長率の押し下げ要因に転じるとみられる一方、住宅投資は高水準を維持し、純輸出面からの景気抑制圧力も弱まるとみられる。こうした環境のもとで、今後の景気展開は結局のところ、内生的な民間需要である設備投資、個人消費が、生産や所得との好循環を伴う形で、増加を持続していくか否かにかかっている。

（注6）「1996年9月までに販売契約を結べば引き渡ししが1997年4月以降であっても現行消費税率が適用される」という特例があるため、工期の長いマンション等の場合、1996年度上期中にある程度駆け込み契約が発生したとみられる。しかし、消費税率の上昇に伴う価格上昇は、住宅ローンの返済額に換算すれば相当小さくなる。

（注7）1980年代以降の貿易構造の変化や、その影響等を踏まえた最近の対外収支の分析、評価については、日本銀行調査統計局「最近の対外収支の動向について」（『日本銀行月報』1996年10月号掲載）を参照。

（注8）調査対象は、主要企業のうち原則として出資比率10%以上の外国法人を有する先。

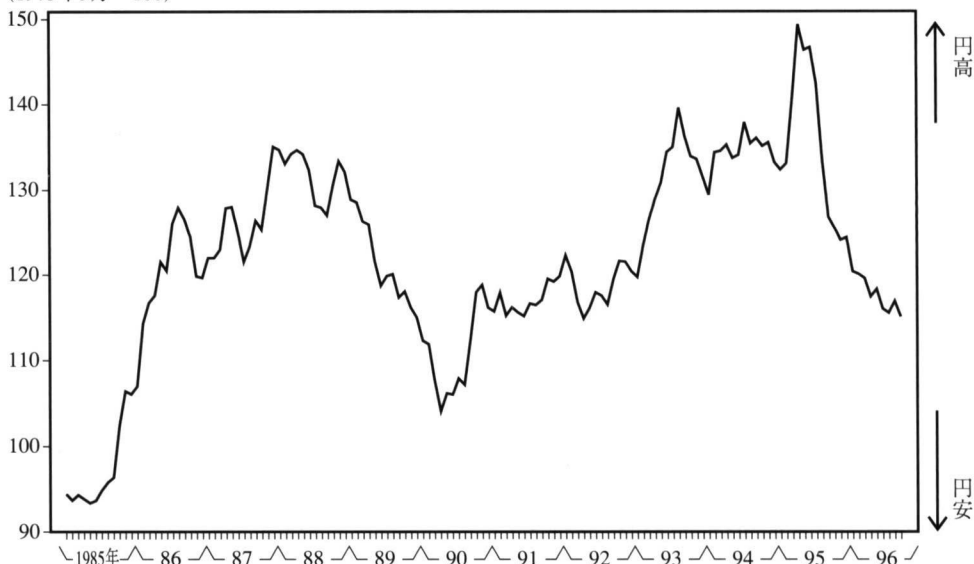
（注9）海外経済に関するより詳しい記述は、日本銀行国際局「海外経済動向（1996年秋）」（本『日本銀行月報』に別途掲載）を参照。

（注10）円安にもかかわらず、既述のとおりわが国企業の海外生産シフトの動きが続いているのは、中長期的には円高との見方が、企業には依然根強いとみられる。しかし、今後の円相場の展開如何によっては、そうした企業の中期的な相場観自体がある程度変化し、海外生産シフトやそれに伴う逆輸入増加のテンポに変化が生じる可能性もある。

（注11）対外収支のうち輸出入以外の部分については、サービス収支の緩やかな赤字拡大、所得収支の緩やかな黒字拡大というこれまでのトレンドが、今後も続く可能性が高い。したがって、経常収支の黒字は、前述（脚注2）のとおり既に縮小局面が終わったとは断定できないにせよ、金額、対名目GDP比率の双方で基調的に下げ止まっていくとみられる。

(図表19) 円の実質実効レート

(1973年3月=100)



(注) 算出方法は以下のとおり。

- ①主要輸出先通貨の名目を替レート（東京三菱銀行<ただし台湾ドルについては第一勧業銀行>対顧客為替相場、売値、月中平均）を、日本のWPIと当該先のWPIもしくはPPI（いずれのデータも存在しない場合はCPI）との比で実質化。
- ②それを当該先の通関輸出ウエイトで加重幾何平均した上、基準時点（1973年3月）を100として指数化。ちなみに、採用通貨は以下の24通貨。

米ドル、カナダドル、英ポンド、独マルク、仏フラン、スイスフラン、ベルギーフラン、オランダギルダー、デンマーククローネ、ノルウェークローネ、スウェーデンクローネ、イタリアリラ、スペインペセタ、オーストリアシリング、ポルトガルエスクード、オーストラリアドル、香港ドル、マレーシアリンギット、シンガポールドル、タイバーツ、韓国ウォン、新台幣ドル、インドルピー、インドネシアルピア

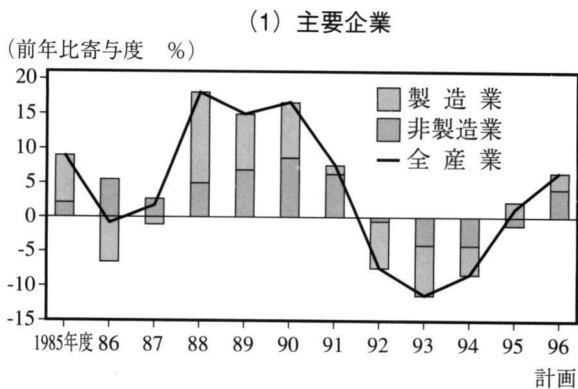
(資料) IMF “International Financial Statistics”、大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」等

そこで次に、設備投資の先行きについて展望する。まず、8月短観で主要企業の1996年度設備投資計画をみると、製造業が昨年度並みの伸びを続けるもとの、非製造業がプラスに転じ、全体として増加率が高まる姿となっている(図表20(1))。一方、中小企業の1996年度計画は前年比減少となっているが(図表20(2))、8月調査時点での前年比マイナス幅としては、最近数年間の中ではもっとも小さく、景気拡大期も含めた過去の平均と比較しても遜色がない。このように、設備投資は着実に回復しており、昨年度までに比べると、業種別や企業規模別に

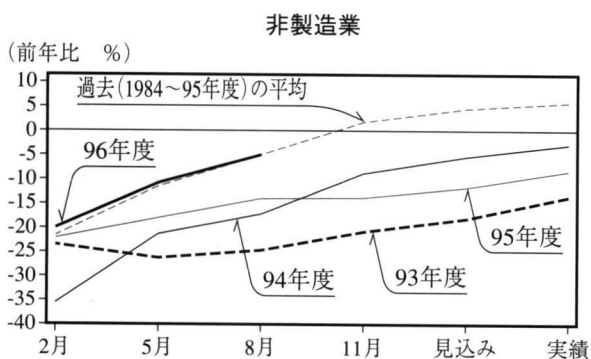
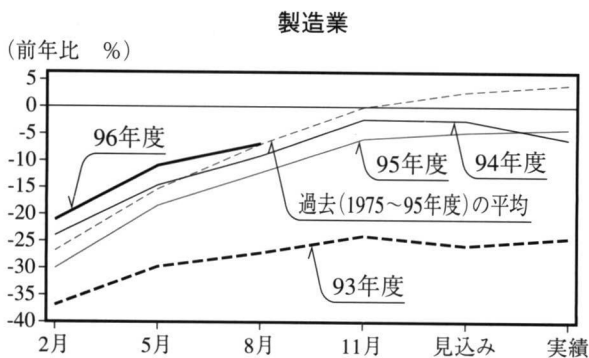
も拡がりが見られてきている。

こうした設備投資の回復の背景としては、まず第1にストック調整が進展してきたことが挙げられる。この点を長い時系列が利用できる製造業について、短観の生産設備判断D.I.で見ると、概ね過去の設備投資拡大初期の水準まで過剰感が後退してきている(後掲図表21)。また、全産業ベースについて、資本ストックと設備投資の関係をみると、資本ストックは、中期的には経済成長に見合って増加していくものであるため、設備投資が資本ストックに対して低い水準にあるときは(=I/K比率が小さいとき)、

(図表20) 設備投資 (短観ベース)



(2) 中小企業の修正状況



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

設備投資の増加率が高まりやすくなると考えられる。実際、I/K比率と設備投資増加率とをプロットしてみると(後掲図表22)、概ね時計回りの循環が経験的に認められ、こうした資本ストック循環の経験則からみると、現状は設備投資が増加しやすい環境にあると言える(注12)。

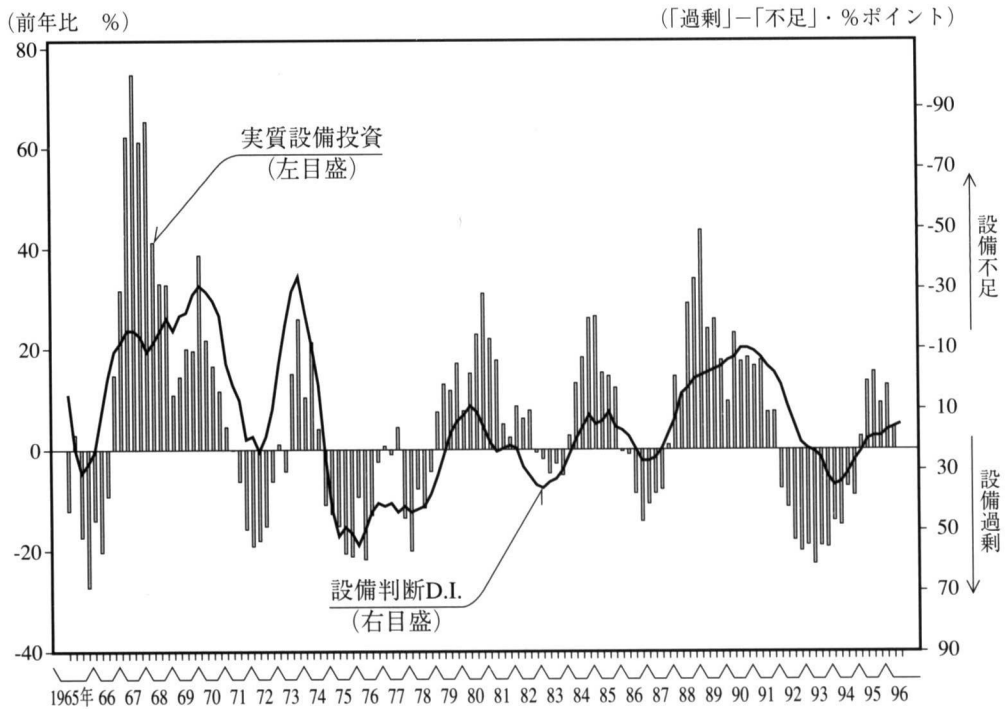
第2に、企業収益の回復がある(後掲図表23)。企業の売上高経常利益率は、大企業・製造業を中心に回復傾向を辿っており、これが上述のストック調整の進展と相俟って、既存設備の更新や新製品投入のための生産ライン変更等を刺激しているとみられる。

設備投資回復の第3の背景は、情報通信分野の需要が急成長していることである。パソコンの急速な普及等を背景に、1995年度に大幅に増加した半導体関連の設備投資は、メモリーの国際市況の急落もあって1996年度は減額修正される見込みにあるなど、投資牽引力が低下している。しかし、代わって携帯電話やPHSなどの移動体通信業では、末端市場の急速な拡大を反映して(後掲図表24(1))、1996年度の設備投資が大幅に増加している(注13)。機械受注のうち「電子・通信機械」の動向をみても、半導体製造装置は頭打ちとなっているが、通信機の伸びがやや加速しているため、全体としても増勢が強まっている(後掲図表24(2))。これら、①ストック調整の進展、②企業収益の回復、③情報通信分野の拡大、といった投資環境に当面大き

(注12) I/K比率は、資本ストックの伸び率に該当するため、企業の期待する経済成長率と密接な関係がある。例えば図表22において、1980年代後半から1990年代初にかけてI/K比率が右方へシフトしたのはバブル期の楽観的な成長期待を反映したものとみられ、またその後I/K比率が左方へとシフトしたのは、バブル期に積み上がった資本ストックの調整のほか、期待成長率の下方修正を示唆するものと考えられる。ただ、期待成長率が以前よりも低くなっている可能性を考慮しても、現在は投資回復局面に入っているものと判断される。

(注13) 郵政省が本年2月に実施した調査によれば、移動体通信の1996年度設備投資計画は1兆6千億円程度となっており、半導体関連(大手6社の海外子会社も含めた連結ベースで1兆円程度)や自動車(1兆3千億円程度)の設備投資規模を上回っている。なお、移動体通信では、上記の計画がさらに上方修正される可能性が高いとみられる。

(図表21) 設備判断D.I. (主要企業・製造業)



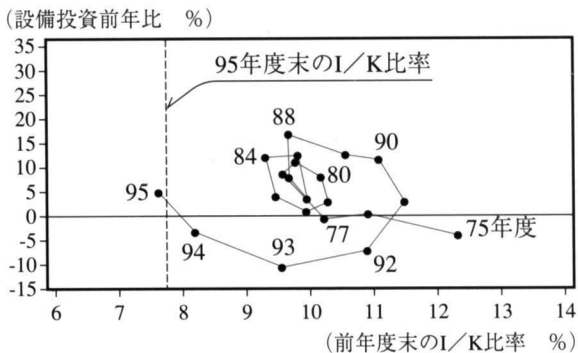
(注) 上図の右軸の目盛は次の回帰式により、(定数項) / (設備判断D.I.の計数) を横軸との切片、設備判断D.I.の係数を左軸との目盛比とした。

$$\text{設備投資前年比} = 13.8 - 0.6 * \text{設備判断D.I.} \quad R^2 = 0.42 \quad \text{S.E.} = 14.9\% \quad \text{D.W.} = 0.33$$
(8.8) (-9.5) () 内はt値

期間：1965年第1四半期～1996年第2四半期

(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」

(図表22) 資本ストックの循環 (全産業)



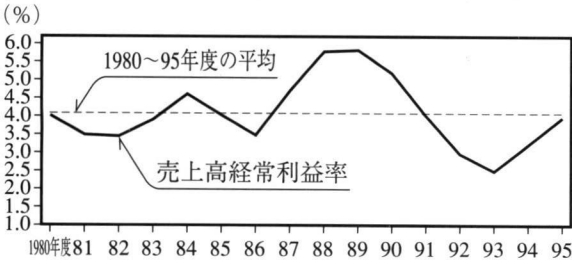
(注) I/K比率 = 実質設備投資 / 実質資本ストック
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

な変化が生じるとは考えにくく、したがって設備投資は今後も回復を持続していく可能性が高い。

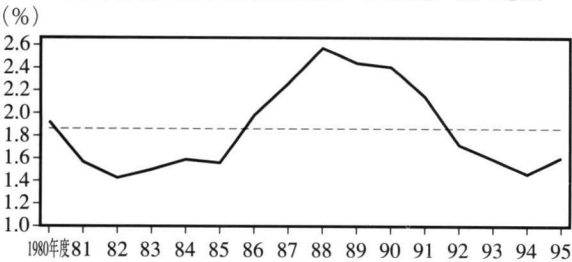
しかし、設備投資の回復テンポに注目すると、いまひとつ弾みが見つからない状況にあることも事実である。すなわち、今次景気回復局面における設備投資の増加は、高度成長からの移行に伴い期待成長率の下方屈折が生じた第1次オイルショック後の局面に次いで、緩やかなものとなっている(図表25)。これには、ストック調整が進展してきているとは言え能力増強投資の本格化をもたらすような設備の不足感が生じるに

(図表23) 企業収益 (売上高経常利益率)

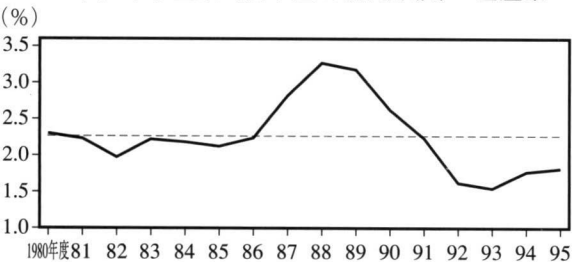
(1) 大企業 (資本金10億円以上)・製造業



(2) 大企業 (資本金10億円以上)・非製造業 (除く電力)



(3) 中小企業 (資本金10億円未満)・全産業



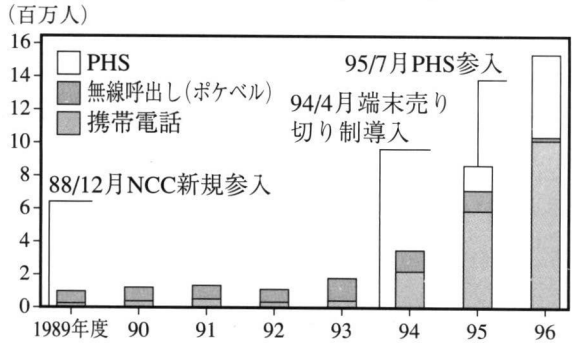
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

は至っていないことや (図表21)、バランスシート調整や海外生産シフトなどの構造調整圧力が根強いもとで非製造業や中小企業の収益水準がまだまだ十分に高まっていないこと (図表23 (2)・(3))、などが影響している。これらは、当面の設備投資の回復テンポを、引き続き制約する要因として作用する可能性が高い。

最後に個人消費についてみると、企業収益の増加が雇用者所得の増加をもたらしつつあるなど、回復が持続していくための環境は次第に整ってきている。具体的には、全産業の5人以上事業所における特別給与でみたこの夏の賞与

(図表24) 通信分野の拡大

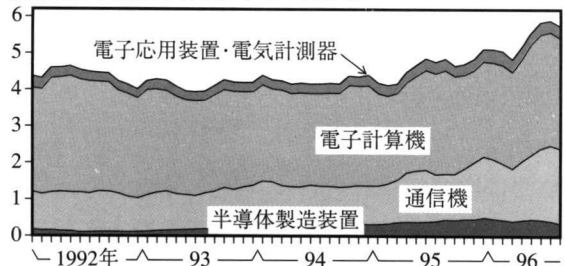
(1) 移動体通信の加入者増加数



(注) 1996年度は4~8月の加入者増加数を年率換算。

(2) 電子・通信機械 (民需) の受注

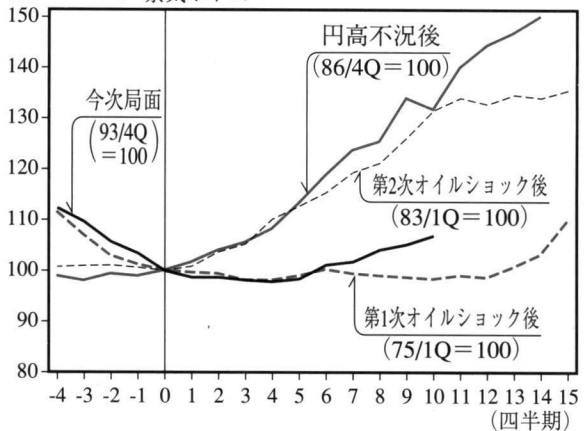
(季調済み、後方3か月移動平均 千億円)



(資料) 郵政省調べ、経済企画庁「機械受注統計」

(図表25) 設備投資の拡大テンポ

(ボトム=100) 景気ボトム



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

が、4年ぶりに前年を上回ったほか、これまで数年間にわたり減少を続けてきた新卒採用者数

も、1997年春には増加に転じる見通しにある(図表26)。また、こうした雇用・所得環境の改善傾向に加えて、①流通業界においては規制緩和等を背景とした大規模店舗の出店増加、②自動車業界においては円安による収益増を背景とした販売促進費の上積みなど、消費者の購買意欲の刺激につながる供給サイドの動きもみられる。これらを踏まえると、個人消費は、ある程度の振れを伴いつつも、今後とも基調的には回復傾向を続けていく公算が大きい(注14)。

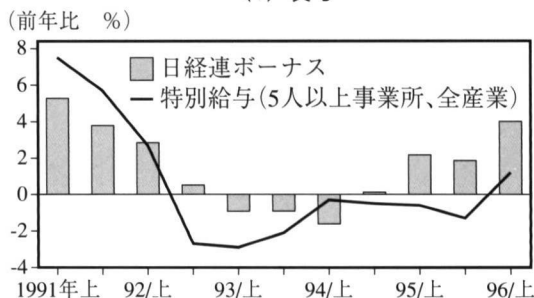
しかし、企業の人件費比率をみると、バブル崩壊後に急速に高まった後、大企業・製造業では過去の平均水準まで低下しているが、非製造業や中堅・中小企業ではなお高水準にある(図表27)。また、最近の常用雇用者数の内訳をみると、増加分の大半が、相対的に低賃金で機動的に増減員を行い得るパート労働者で占められている(図表28)。このように、企業部門に根強く残存する人件費抑制圧力が、企業・家計部門の好循環の強まりをある程度制約している点には、留意する必要がある。

(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、国内卸売物価は、円相場下落、原油高を反映した既往の輸入物価上昇の影響や、国内需給の改善を背景に、下げ止まり傾向を徐々に明確化していくとみられる。しかし、需給改善テンポの緩やかさやグローバルな競争圧

(図表26) 所得環境

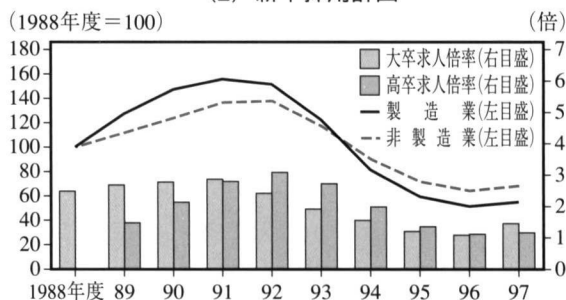
(1) 賞与



(注) 1. 「特別給与」は、上期:6~8月、下期:11~1月の平均値。

2. 日経連ボーナスの集計対象は286社中240社が製造業。

(2) 新卒採用計画



(注) 1. 折れ線は全国短観(11月)の新規学卒者採用状況を利用して作成(1997年度は日経新聞調べを段差修正して接続)。

2. 大卒求人倍率はアンケート(2,822社、6月時点)等を基にリクルート・リサーチが推計。

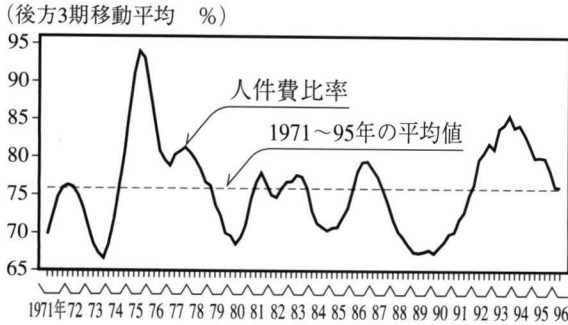
3. 高卒求人倍率は労働省調査(7月末時点)。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日本経営者団体連盟「夏季賞与・一時金労使交渉状況」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、リクルート・リサーチ「大卒求人倍率調査」、日本経済新聞(1996年6月7日付記事)、労働省「平成9年高校・中学新卒者の求人・求職状況(平成8年7月末現在)について」

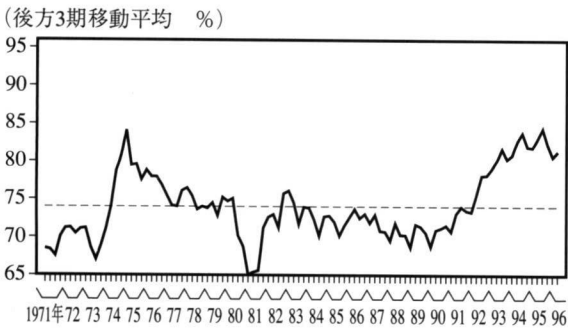
(注14) 最近の個人消費関連の指標は、天候要因や食中毒の影響などもあって、かなりの振れを伴っている。また、ごく短期的な月々の振れだけではなく、①昨年前半は急速な円高を背景に消費者マインドが後退、②その時にペント・アップされた消費が昨年後半から本年初にかけて顕在化した一方、③本年春以降はそうしたペント・アップ・デマンドの一巡、という形で、半年程度の周期でもやや好不調の波が存在した。先行きについても、本年度下期は、既述自動車メーカーの拡販強化や消費税率引き上げ前の駆け込みが個人消費の押し上げに作用する公算が大きい反面、その後はある程度反動が生じるとも考えられるため、基調的な回復トレンドの周りで多少ごくしゃくした展開となる可能性を否定できない。

(図表27) 人件費抑制圧力

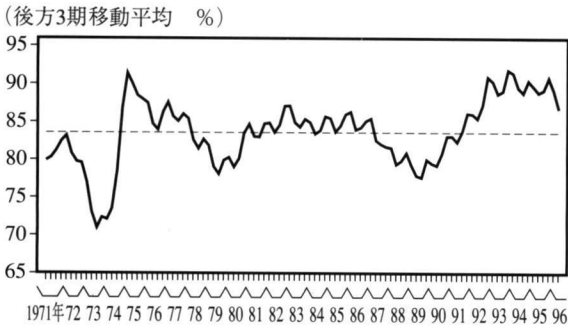
(1) 大企業 (資本金10億円以上)・製造業



(2) 大企業 (資本金10億円以上)・非製造業

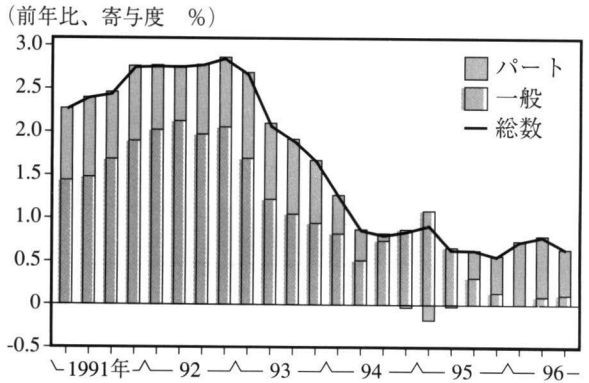


(3) 中小企業 (資本金10億円未満)・全産業



(注) 人件費比率=人件費/(人件費+経常利益)
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表28) 常用雇用の内訳



(注) 1. パートとは、一般労働者に比べ労働時間が短い者を指す。
2. 1996年第3四半期は7~8月平均値。
(資料) 労働省「毎月勤労統計」

力の強さ等を勘案すると、物価が明確な上昇基調に転じる可能性は当面低いと考えられる。

物価を取り巻く環境をやや詳しくみると(後掲図表29)、1995年後半以降輸入物価が上昇しているほか、短観の需給判断D.I.も幾分改善の方向にあり、これらはタイムラグを伴って、国内卸売物価の下げ止まりを徐々に明確にしていくとみられる。しかし、輸入物価については、海外の製品需給に引き締め感が乏しいもとの、円相場が先行き一段と下落しない限り、次第に頭打ちになっていく可能性が高い。また、国内の需給ギャップはなお大きく、需給の改善テンポもごく緩やかなものにとどまっている。さらに、輸入ペネトレーション比率の上昇傾向が続いていることを考えると、海外製品との競争圧力は依然根強いように窺われる(注15)。

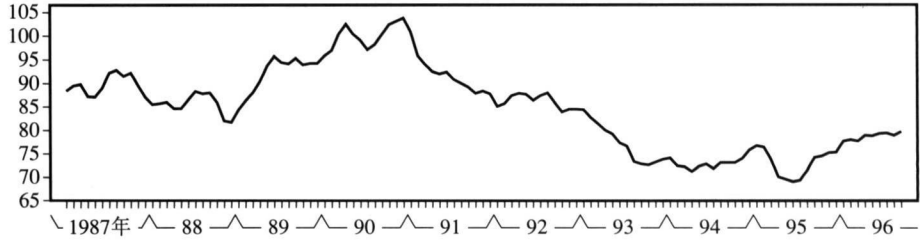
(注15) 一般に輸入ペネトレーションが高くなると、輸入物価変動が国内物価変動に及ぼすインパクトは強まると考えられる。しかし、わが国の現状についてみると、国際分業体制の組み直し、言い換えればアジア諸国の急速な工業化に伴う内外価格差の是正というダイナミックなプロセスが進行中であり、これを反映して輸入ペネトレーションは引き続き上昇過程にある。こうしたもとの、グローバルな競争圧力が、円安等の物価上昇要因を相殺する方向に作用すると言えよう。

(図表29)

物価を取り巻く環境

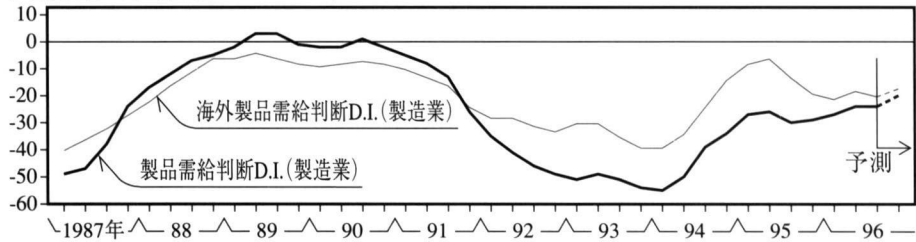
(1) 輸入物価 (円ベース)

(1990年=100)



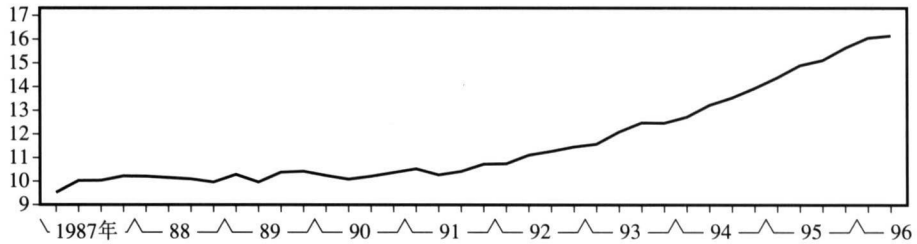
(2) 製品需給判断D.I. (主要企業)

(「需要超」-「供給超」、%ポイント)



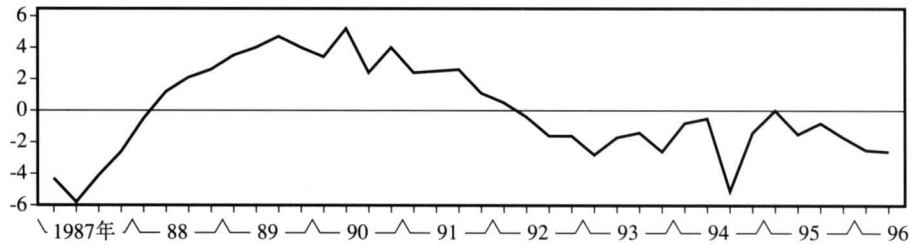
(3) 輸入ペネトレーション比率 (鋳工業)

(%)



(4) ユニット・レーバー・コスト

(前年比 %)



(注) 輸入ペネトレーション比率=輸入/(国内向け出荷+輸入)

ユニット・レーバー・コストは循環要因調整後 (=名目雇用者所得/潜在実質GDP)。

(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」、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」「企業短期経済観測調査」

消費者物価（全国、除く生鮮食品）についても、国内卸売物価の下げ止まりを受けて、今後次第に上昇していくとみられる。しかし、国内卸売物価が上記のとおり明確な上昇基調に転じる可能性が低いほか、ユニット・レーバー・コストの落ち着きなどからサービス関連の価格上昇圧力も弱いとみられ（図表29（4））、消費者物価全体として、当面ごく緩やかな上昇にとどまる公算が大きい。

（3）結び

以上を総合すると、わが国の経済には、国内民間需要が生産や所得との好循環を伴って増加していくメカニズムが、緩やかとは言え着実に働いており、純輸出面からの景気抑制圧力も軽微になっていくことを考え併せると、景気回復

の流れは全体として今後とも持続していくとみられる。しかし、財政面からは、今後景気に対して抑制的な影響が及ぶことが予想される上、根強い各種の構造調整圧力が、企業のコンフィデンスの改善テンポや、家計の所得形成力の強まりを、引き続き制約する方向で作用する公算が大きい。

したがって、景気回復の足取りをよりしっかりしたものとし、日本経済を新たな成長軌道に乗せるためには、実効ある規制緩和等によって市場経済が本来持つダイナミズムを最大限引き出すなど、円滑な構造調整を促進する環境を整えていくことが重要である。

平成8年10月25日

（調査統計局）