

# わが国金融経済の分析と展望

## —— 情勢判断資料（1997年春） ——

### ■ 要 旨 ■

1. わが国の景気は、消費税率引き上げに起因する振れを伴いつつも、基調としては緩やかな回復傾向にあり、民間需要は底固さを増している。最終需要面をみると、公共投資が減少しているほか、住宅投資にも駆け込み需要の反動減がみられる。しかし他方、純輸出は増加傾向を続けており、設備投資も着実に増加している。個人消費も、基調的には緩やかな回復を続けている。この間、在庫は概ね適正圏内にある。こうしたもとで、鉱工業生産は、昨秋以降増勢をやや強めている。雇用情勢も、全体として緩やかな改善を続けている。

物価は、下げ止まり傾向が明確化してきている。すなわち、国内卸売物価（夏季電力料金調整後）は、消費税率引き上げによって4月上旬は上昇したが、基調的には、電気機器等の下落圧力が根強い一方、既往の円安・原油高の影響や、国内需給の緩やかな改善を背景に、横這いしないし僅かな上昇となっている。企業向けサービス価格は、前年比のマイナス幅が縮小してきており、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、商業地では二極化傾向がみられ、住宅地は徐々に下げ止まりつつある。

対外収支の動向をみると、実質貿易収支は増加傾向にあり、名目経常収支の黒字もごく緩やかに増加している。

2. 金融・為替市場をみると、オーバーナイト物無担保コールレートは、年度末を挟んで一旦上昇したが、その後公定歩合（0.5%）をやや下回る水準まで再び低下しており、3か月物CDレートも、年度末を除き0.5%台前半での動きを続けている。長期金利（国債指標銘柄利回り）は、昨年夏以降低下傾向を辿っており、最近は概ね2.1～2.2%程度と低い水準で推移している。株価は、昨年末から本年初にかけて急落した後、最近は概ね1万8千円台で推移している。この間、円の対米ドル相場は、95年央以降円安傾向で推移しており、最近は概ね125～126円程度での動きとなっている。

民間金融機関の貸出をみると、総じて盛り上がりを欠く状況が続いている。こうしたもと、

マネーサプライは、概ね3%台の動きを続けているが、昨年夏頃に比べ増加テンポは幾分鈍化している。

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、目先は96年度補正予算分の工事進捗といった下支え要因があるが、基調的には減少が続く可能性が高い。他方、輸出入面をみると、国際分業の高度化を背景に輸出入両面での拡大が見込まれるが、両者の差でみた純輸出は、95年央以降の円安傾向などから、引き続き増勢を辿る見通しである。

こうしたもとで、国内民間需要の回復力をみると、円安による輸出採算・数量両面のプラス効果もあって、大企業・製造業の企業収益が着実に改善しており、企業活動と関連の深い非製造業や、中小企業・製造業にも、回復の動きが波及してきている。こうした①収益の改善や、②ストック調整の進展、③情報化の流れを主たる背景に、設備投資は先行きも着実な増加基調を続けていくとみられる。しかし、バランス・シート調整圧力が根強く残存していることなどを踏まえると、設備投資の増加テンポについて、さらに一段と弾みがついていく姿は現時点では想定しにくい。

家計部門をみると、特別給与や所定外給与を中心に、雇用者所得の増勢が強まってきている。もとより、消費税率引き上げの影響を現時点で十分に見極めることは困難であるが、企業部門から家計部門への回復力の波及が今暫く持続していけば、消費者マインドもしっかりとしたものになり、個人消費は、駆け込み需要の反動減を伴いつつも、基調的には回復を続けていくと考えられる。この間、住宅投資も、やはり駆け込み需要の反動減はあるが、低金利のもとで大幅な落ち込みは回避されるとみられる。

4. 物価の先行きを展望すると、円安による潜在的な物価上昇圧力は無視できないが、原油価格が軟調に転じていることや、国内需給の改善が緩やかなものにとどまっていること、さらには電気機器を中心に技術革新による価格低下圧力が根強いことなどから、当面安定的に推移するとみられる。ただ、内外価格差が縮小していることや、国内需給の引き緩み感がかなり後退してきていることなどを踏まえると、今後の内外需給や為替相場の動向については、一層注意を払っていく必要がある。

5. 以上述べてきたように、民間需要は、これまでの円安が企業収益や純輸出を押し上げる力にも支えられて、生産や所得面との好循環を伴いつつ、底固さを増している。したがって、駆け込み需要の反動が予想される97年度上期に成長率が一時的に鈍化するとしても、景気回復が持続していく蓋然性は、徐々に高まりつつあると考えられる。しかし、上記駆け込み需

要の反動も含め、消費税率引き上げのマイナス・インパクトについて、現時点ではなお十分に見極めにくい。また、バランス・シート調整圧力の残存が、引き続き景気の回復力を制約する要因となっている点も無視できない。

こうした点を踏まえると、民間需要の回復力をなお一層確実なものとするのが望ましく、併せてわが国経済の中長期的な活力が高まる環境を整えていくうえでも、実効ある経済構造改革を引き続き進めていくことが重要である。

---

## 1. 最近の経済情勢

わが国の景気は、消費税率引き上げに起因する振れを伴いつつも、基調としては緩やかな回

復傾向にあり、民間需要は底固さを増している（図表1、2）。最終需要面をみると、公共投資が減少しているほか、住宅投資にも駆け込み需

（図表 1）

### 景気指標（概観）

	95/7-9月	10-12月	96/1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	97/1-3月
鉱工業生産 ＜季調済前期比、％＞ ＜前年比、％＞	-1.6 1.2	2.1 1.3	0.4 0.8	-0.3 0.6	1.6 3.9	3.2 4.9	(1-2月) 3.3 5.8
業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」－「悪い」、ポイント＞	-23	-18	-15	-6	-5	-2	-1
消費水準指数（全世帯） ＜前年比、％＞	-0.2	-0.7	2.1	1.6	-1.7	0.5	(1-2月) 2.2
全国大型小売店販売額 ＜前年比、％＞	-1.5	-2.1	1.8	-0.1	-2.1	-0.8	(1-2月) -1.2
家電販売 ＜前年比、％＞	5.4	11.6	14.8	13.9	6.7	3.9	(1-2月) 4.9
乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万台＞	0.5 354	5.7 358	-1.0 358	-0.4 345	6.0 373	15.3 413	16.2 418
新設住宅着工戸数 ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万戸＞	-10.6 141	0.8 155	4.4 158	13.2 161	17.9 167	10.8 171	(1-2月) -1.7 154
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比、％＞	2.4	10.3	8.7	12.8	10.7	17.3	(1-2月) 12.1
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比、％＞	4.1	-1.2	16.3	12.8	8.5	21.0	(1-2月) -2.3
公共工事請負金額 ＜前年比、％＞	2.9	9.5	46.0	-2.0	-1.9	-4.7	-26.3
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.62	0.63	0.66	0.69	0.72	0.75	(1-2月) 0.75
実質輸出 ＜季調済前期比、％＞	-3.8	4.2	-3.6	1.0	1.7	5.0	-0.7
実質輸入 ＜季調済前期比、％＞	1.9	7.2	0.6	2.3	1.8	-1.0	0.6

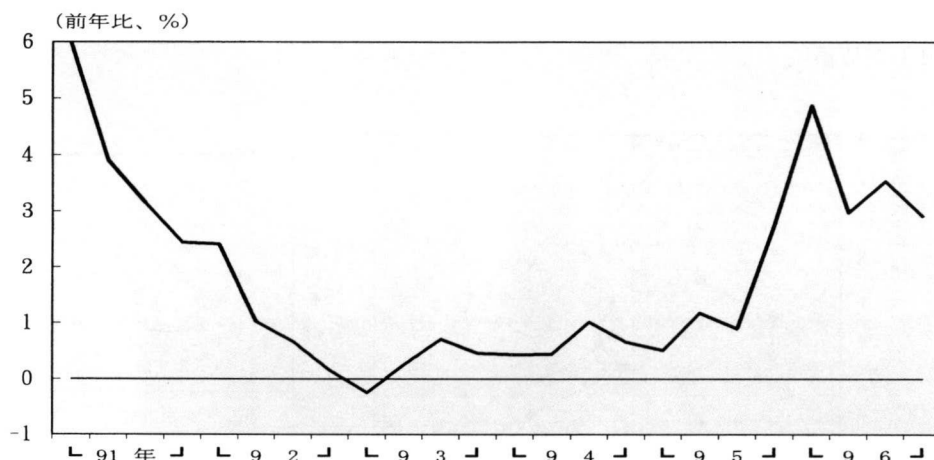
（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、  
日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、  
日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、  
保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、  
大蔵省「外国貿易概況」



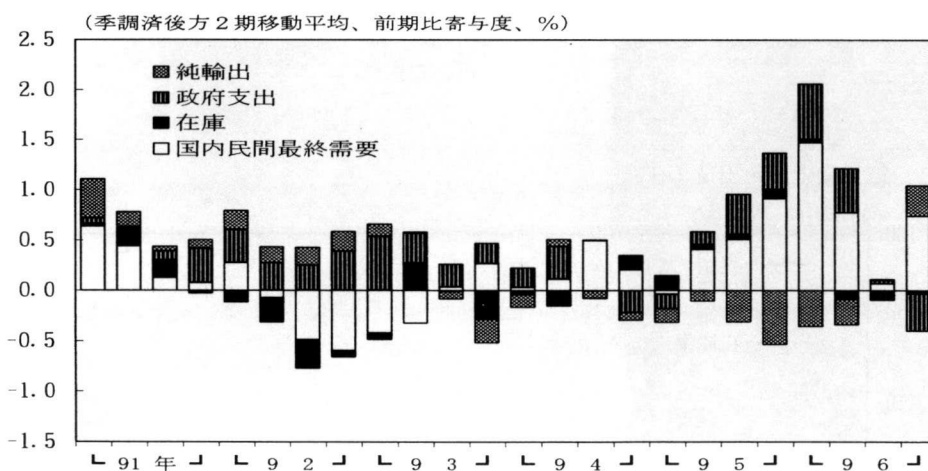
(図表 2)

実 質 G D P

## (1) 実質GDP成長率



## (2) 実質GDPの内訳



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

要の反動減がみられる。しかし他方で、純輸出は増加傾向を続けており、設備投資も着実に増加している。個人消費も、年度末を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要がみられたため、4月入り後は反動減が生じているが、基調的には緩やかな回復を続けている。この間、在庫は

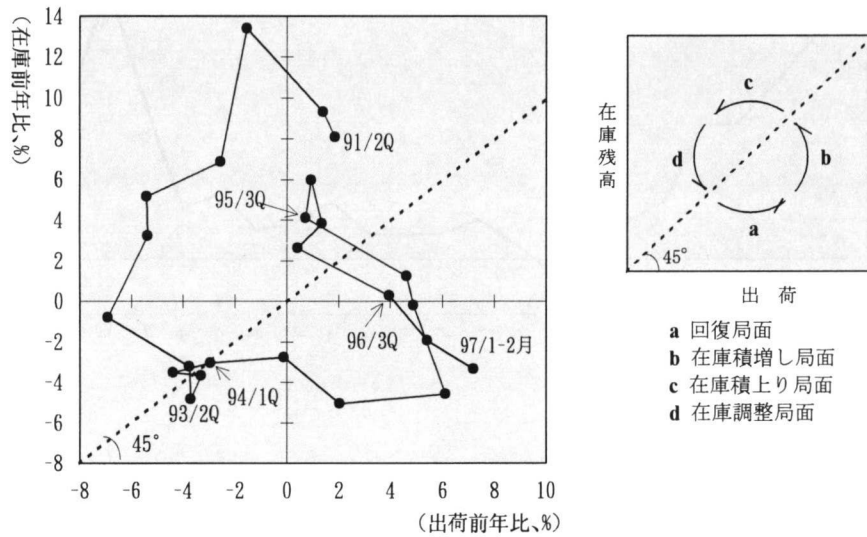
概ね適正圏内にある(後掲図表3上)。

こうした最終需要や在庫のもとで、鉱工業生産は、昨年10～12月以降増勢をやや強めている(後掲図表3下)。また、雇用情勢をみると(後掲図表4)、失業率は高止まっているが、所定外労働時間や名目賃金を中心に、全体として緩やかな

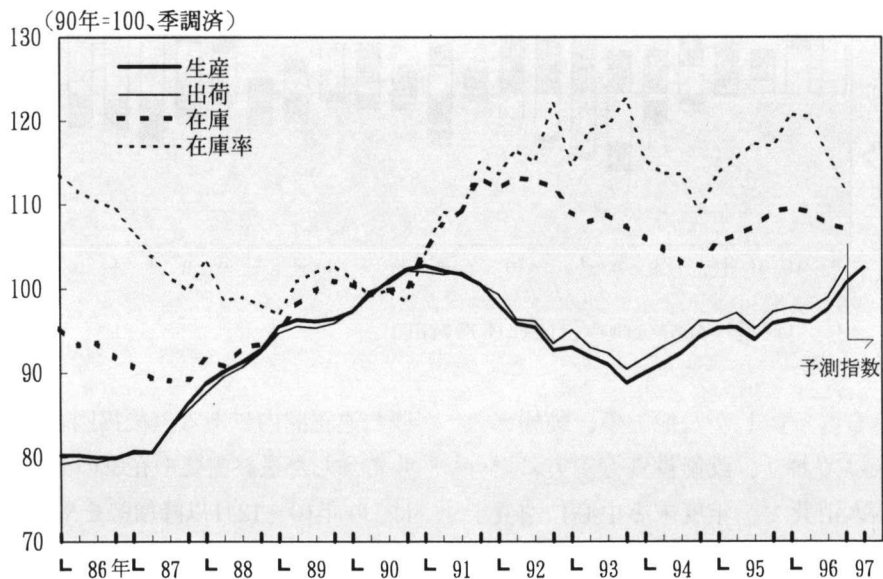
(図表 3)

## 鉍工業生産・出荷・在庫

### (1) 在庫循環



### (2) 鉍工業生産・出荷・在庫

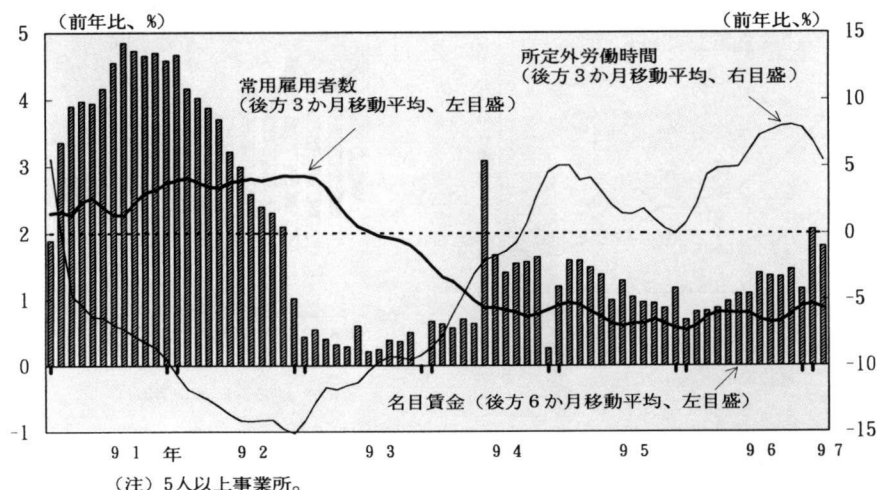


(資料) 通商産業省「鉍工業指数統計」

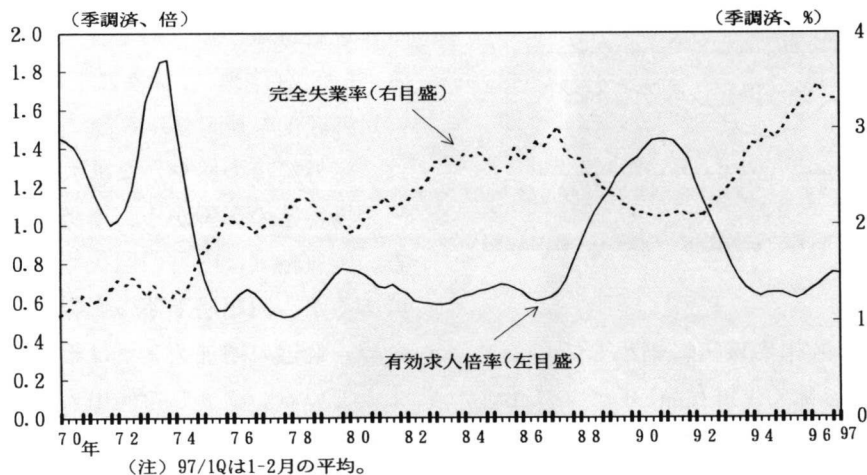
(図表 4)

## 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



(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」

改善を続けている。

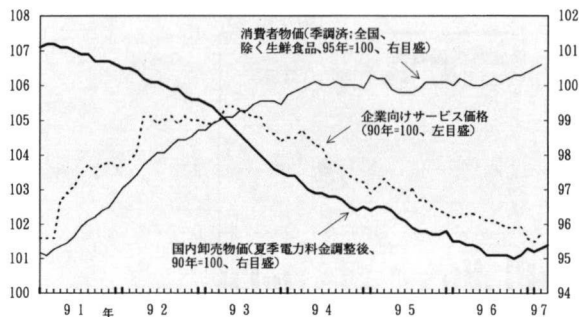
次に、物価面をみると、下げ止まり傾向が明確化してきている(後掲図表5)。すなわち、国内卸売物価(夏季電力料金調整後)は、4月上旬には消費税率の引き上げ分がほぼフルに転嫁されたことから2%近い上昇となった。しかし

基調的にみると、技術革新等を背景とした電気機器等の下落圧力が根強い一方、既往の円安・原油高の影響や、国内需給の緩やかな改善を背景に、横這いないし僅かな上昇となっている。企業向けサービス価格は、リース料等の下落が続いているが、全体としては需給の改善を主因

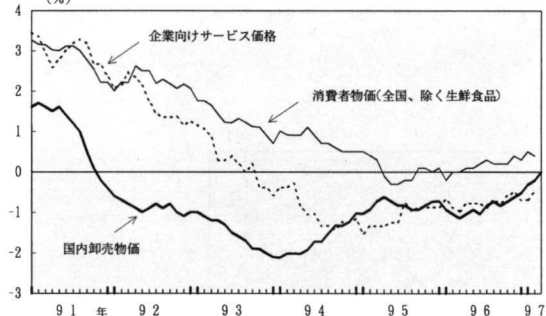
(図表 5)

## 物 価

## (1) 水準



(注) 消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

(2) 前年比  
(%)

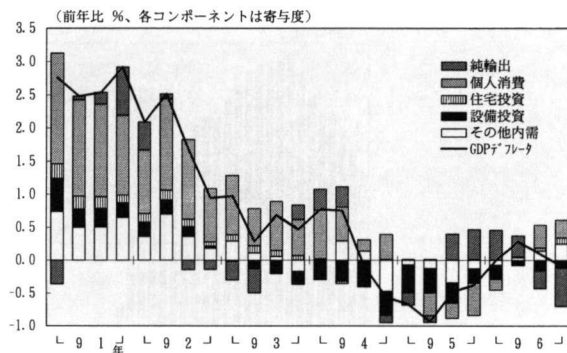
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

に、前年比マイナス幅が着実に縮小している。消費者物価（全国、除く生鮮食品）についても、商品価格の前年比下落幅が小幅化しているため、サービス価格等を含めた全体では、前年水準を僅かに上回って推移している。こうしたもとで、GDPデフレーターをみると、円安・原油高を主因とする輸入デフレーターの上昇（＝純輸出デフレーターの下落）から、96年10～12月は前年を幾分下回ったが、国内物価動向を反映する内需デフレーターは、全体として上昇傾向にある（図表6）。

この間、地価についてみると、商業地では、

(図表 6)

## GDPデフレーター



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

大規模開発が可能な優良地がほぼ下げ止まる一方、小規模で商業的な利用価値の乏しい土地は下落を続けるという形で、二極化傾向がみられる。また、住宅地は、徐々に下げ止まりつつある。

対外収支の動向をみると（図表7）、実質輸出は、海外経済の緩やかな拡大や、95年央以来の円相場下落の影響から、増勢を続けている。一方、実質輸入は内需の回復等を背景に増加傾向にあるが、円相場下落の影響が及んできているため、最近の増加テンポは緩やかなものにとどまっている。こうした輸出入動向を受け、実質貿易収支は昨年後半以降増加している。名目経常収支の黒字も増加しているが、そのテンポは、所得収支の振れや本年初までの原油高の影響等を反映して、ごく緩やかなものにとどまっている。

## 2. 最近の金融情勢

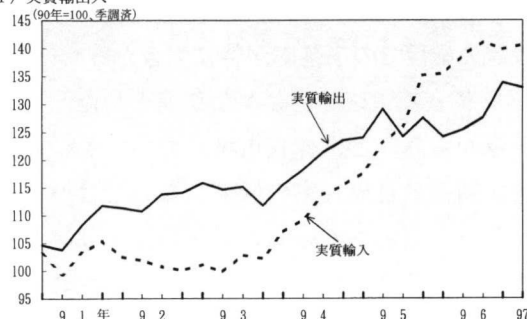
(1) 経済の先行きに対し金融市場は引き続き慎重

短期金融市場の金利をみると（図表8上）、オーバーナイト物無担保コールレートは、年度末を挟んで一旦上昇したが、その後公定歩合

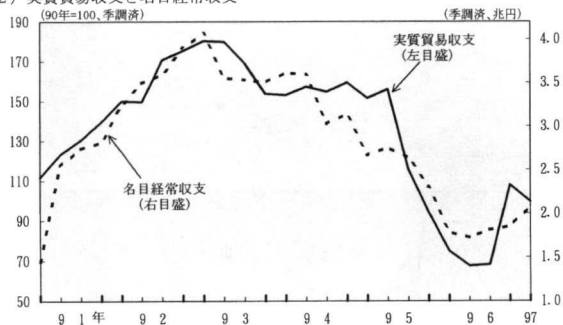
(図表 7)

## 対外収支

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支

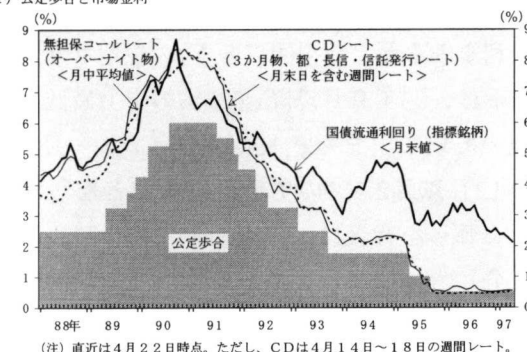


- (注) 1. 実質輸出入は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえ指数化したもの。  
 2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、その輸出入差を指数化したもの。  
 3. 97/1Qの名目経常収支は、1-2月の四半期換算値。  
 (資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

(図表 8)

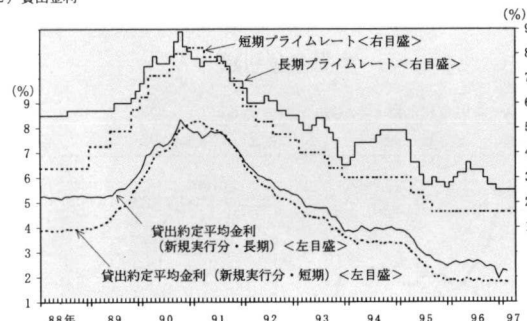
## 金利

(1) 公定歩合と市場金利



(注) 直近は4月22日時点。ただし、CDは4月14日～18日の週間レート。

(2) 貸出金利



(注) 直近は4月22日時点。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(0.5%)をやや下回る水準まで再び低下しており、3か月物CDレートも、年度末を除き0.5%台前半での動きを続けている。ユーロ円金利先物をみると(後掲図表9上)、限月毎にプロットしたカーブが引き続きごく緩やかな右上がりとなっており、市場において金利先高観が乏しいことが窺われる。

次に、長期金利(国債指標銘柄利回り)をみると(図表8上)、昨年夏以降低下傾向を辿っており、4月上旬には2.1%割れの史上最低水準となった後、最近も概ね2.1~2.2%程度と低い水準で推移している。民間需要の底固さが増してきたにもかかわらず、このように長期金利が

低水準で推移している背景には、いくつかの要因が複合的に作用しているとみられる。第一に、上述の通り短期金利の先高観が乏しいことと表裏一体であるが、景気の先行きなどに関し市場の不透明感が根強いことがあるとみられる。第二に、インプライド・フォワード・レートをみると(後掲図表9下)、昨年秋からは、2~3年目以降の予想金利も低下しており、日本経済の中長期的な名目成長率についても、市場が見方を慎重化させている可能性がある。第三に、国債と事業債、金融債との利回り格差が拡大していることを勘案すると、市場参加者は安全資産指向を強めているとみられ、国債の利回りがと

りわけ低下圧力を受けやすくなっていることが考えられる。

こうした市場金利の動向を踏まえ、銀行の貸出金利をみると（前掲図表8下）、短期プライムレートは、95年9月以降1.625%の史上最低水準が続いている。また、長期プライムレートも、96年12月以降2.5%の史上最低水準となっている。これらを背景に、貸出約定平均金利（新規実行分）も、短期、長期ともに史上最低圏での動きが続いている。

一方、日経平均株価は（図表10上）、昨年末か

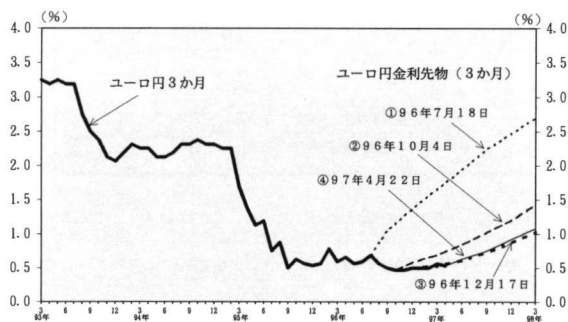
ら本年初にかけて急落した後、最近では概ね1万8千円台で推移している。この昨年末から本年初にかけての急落の過程では、金融、不動産、建設等の業種での下落率が特に大きかったほか、イールド・スプレッドもかなり縮小した。こうした点からみると、株式市場においても、中長期的な期待名目成長率の低下、ないしはバランス・シート問題への厳しい見方の強まり等を背景としたリスク・プレミアムの拡大が生じた可能性が考えられる（注1）。

この間、円の対米ドル相場についてみると

（図表 9）

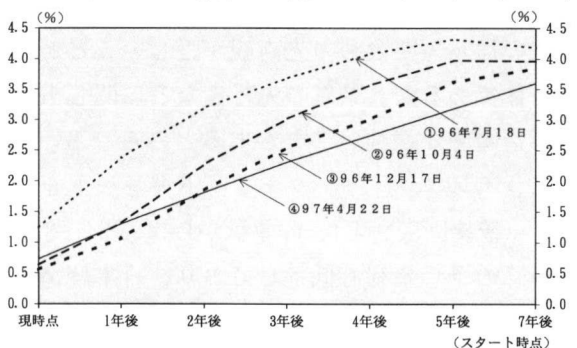
### 市場の金利観

（1）ユーロ円金利先物（3か月）



（注）ユーロ円3か月は月末値（4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

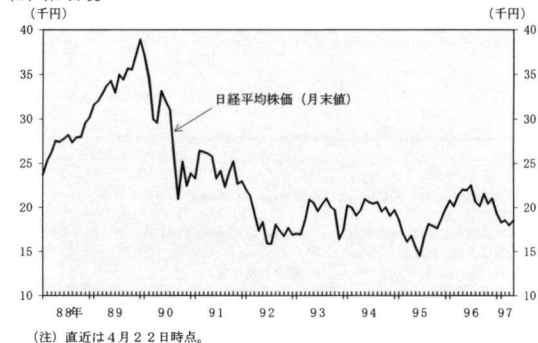


（資料）「日経金融新聞」等

（図表 10）

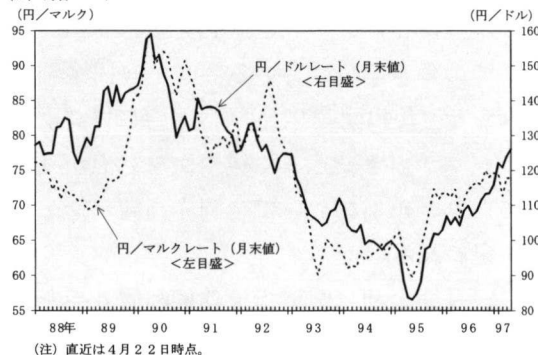
### 株価、為替レート

（1）株式市況



（注）直近は4月22日時点。

（2）為替レート



（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注1）イールド・スプレッド＝「長期金利－株式益利回り」であるが、これは単純化の仮定の下では「中長期的な期待名目成長率－リスク・プレミアム」に等しくなると考えられている。したがって、イールド・スプレッドの縮小は中長期的な期待名目成長率の低下、ないしリスク・プレミアムの上昇を意味することになる。

(図表11)

## 金融機関貸出

(1) 5業態の総貸出

(平残前年比、%)

	96年			97年	96年	97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	1.7	1.1	0.0	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3
長期信用銀行	-1.4	-2.9	-4.1	-2.0	-3.4	-2.2	-1.9	-1.8
信 託 銀 行	-1.4	-2.2	-4.2	-5.1	-4.2	-5.0	-5.1	-5.2
地 方 銀 行	3.7	3.0	2.0	1.5	1.8	1.7	1.5	1.4
地方銀行Ⅱ	0.7	-0.7	-1.4	0.1	-1.3	-0.8	0.6	0.5
5 業 態 計	1.5	0.7	-0.4	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
円 貸 出	0.3	0.3	-0.6	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4
インバトローン	16.2	5.5	1.7	2.4	2.2	2.0	2.9	2.3

(2) その他金融機関の総貸出

(末残前年比、%)

	96年			97年	96年	97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	9.1	16.6	17.2	14.6	10.6	10.4	12.2	20.8
信 用 金 庫	2.4	0.4	1.0	0.5	1.0	1.1	1.1	0.5
生 命 保 険	0.3	-0.8	-1.1	n.a.	-1.1	-1.6	-1.9	n.a.
政府系金融機関	0.5	2.2	3.9	n.a.	3.9	4.2	4.5	n.a.

(注) 1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。

2. 信用金庫はインバトローンを含む。

3. 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」、生命保険協会「総勘定元帳残高表」等

(図表10下)、わが国の対外収支黒字が95年央から96年央にかけて急速に縮小したことや、日米長期金利差の存在等もあって、95年央以降は一貫してドル高傾向で推移しており、最近はおね125～126円程度での動きとなっている。この間、円対ドイツマルク相場は、95年央から96年央にかけて下落したが、その後は概ね72～74円程度のレンジで、総じて安定的に推移している。

## (2) マネーサプライの増加テンポは幾分鈍化

非金融部門の資金調達を、民間金融機関の貸出サイドからみると、都市銀行等5業態の総貸出平残の前年比は、96年7～9月+0.7%、10～12月-0.4%、97年1～3月-0.1%と、総じて盛り上がりや欠く状況が続いている(図表11)(注2)。しかし、設備投資が回復を続けていることや、長期金利が低水準となっていることなどを反映して、資本市場にアクセスを有する大企業や中堅企業は、総じて活発な資本市場調達を続けている(後掲図表12上)。また、金融機関貸出のうち個人向けについては、消費者信用の減少が続いているが、ウェイトの高い住宅ローンの堅調な増加が続いている(後掲図表12下)。

こうしたもと、マネーサプライの動きをみると(後掲図表13上)、 $M_2 + CD$ の平残前年比は概ね3%台の動きを続けているが、昨年夏頃に比べると伸び率は幾分低下してきている(96年7～9月+3.6%、10～12月+3.4%、97年1～3月+3.0%)。もとより、マネーサプライと実

体経済との関係はある程度幅を持ってみるべきものであるが、そのことを念頭に置いたうえで通貨保有主体(=公団・地方公共団体を含めた民間非金融部門)の統合バランス・シートをみると、 $M_2 + CD$ の伸びが緩やかに低下してきたのは、①昨年後半は民間非金融部門における資金調達の伸び率低下、②本年入り後は $M_2 + CD$ 対象外金融資産へのシフト・アウトが、各々作用しているように窺われる(後掲図表13下)(注3)。

(注2) ただし、最近1年程度における貸出残高の前年比は、不良債権の償却が進んだことなどによって、実勢以上に計数が押し下げられている面もある。

(注3) 先に、民間金融機関の貸出、企業の資本市場調達、個人の金融機関借入、といった指標を個別にみたが、結局それらが全体として、マネーサプライにカウントされる資金調達残高をどの程度増減させているかについては、後掲図表13下の「金融負債・その他」をみればよい。また、通貨保有主体が金融資産の構成を変化させる行動が $M_2 + CD$ へ与える影響については、「 $M_2 + CD$ 対象外金融資産」の動きをみればよい。なお、この分析手法の詳細については、「マネーサプライ統計とその変動の分析手法」(日銀月報95年7月号)を参照。



(図表 1 2)

## 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

	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
	(億円、( ) 内前年比、%)				
95年度	96,315 ( 10.7 )	64,950 ( 52.6 )	14,816 ( -48.6 )	6,730 ( 2.8倍 )	9,819 ( -25.6 )
96年度 p	133,771 ( 38.9 )	74,720 ( 15.0 )	33,136 ( 2.2倍 )	3,591 ( -46.6 )	22,324 ( 2.3倍 )
96年 7～9月	39,501 ( 90.1 )	17,230 ( 12.5 )	12,197 ( 6.2倍 )	1,604 ( 2.7倍 )	8,470 ( 2.9倍 )
10～12月	41,602 ( 50.5 )	21,854 ( 29.2 )	9,611 ( 94.2 )	502 ( -83.2 )	9,635 ( 3.5倍 )
97年 1～3月 p	18,246 ( -42.7 )	15,692 ( -16.7 )	1,133 ( -84.2 )	173 ( -94.2 )	1,248 ( -55.7 )

(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. 97年3月の増資は時価発行公募増資と新規公開時公募のみ。

(2) 個人向け貸出

	住宅信用 合 計	国内銀行	住宅公庫	消費者信用<国内銀行> ( ) 内は新規貸出前年比、%
				(末残前年比、%)
95年12月末	8.4	13.1	4.6	-7.1 ( -4.0 )
96年 3月末	7.1	14.8	0.7	-6.6 ( -1.0 )
6月末	7.1	15.5	0.4	-6.4 ( 6.1 )
9月末	7.3	11.7	3.5	-5.3 ( -15.1 )
12月末	7.6	7.9	7.4	-5.4 ( -9.1 )
95年度末残高 (兆円)	108.9	52.5	56.4	15.9

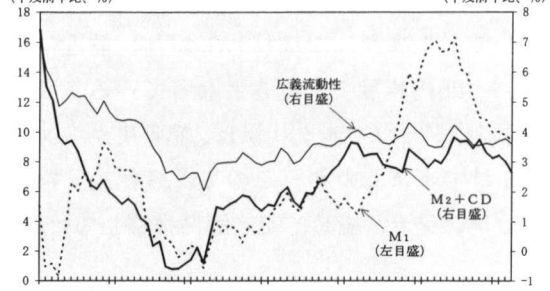
(注) 国内銀行は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。

(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

このうち景気との関連では、民間需要が底固さを増してきた一方で、民間非金融部門の資金調達が緩やかな伸びにとどまっている点が注目されるが、これは、最近の設備投資や生産活動の強まりが、主に自動車関連や輸出関連の大企業など、キャッシュ・フローが比較的潤沢な部門を中心とした動きであることと関連しているとみられる。すなわち、民間需要の回復と言ってもその内訳には少なからぬ偏りがみられ、企業活動が活発化すればそれが直ちに資金需要に反映されやすいと考えられる中小企業、とりわけ非製造業・中小企業において、生産活動や設

(図表 1 3)

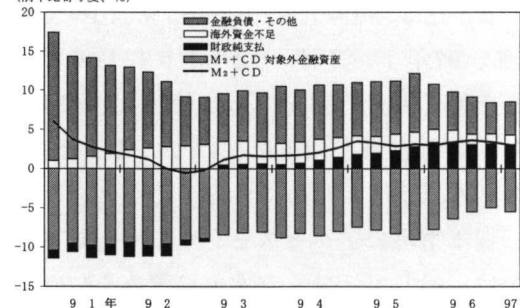
## マネーサプライ

(1) マネーサプライ諸指標  
(平残前年比、%)

(注) 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) 通貨保有主体のバランス・シートによる要因分解

(前年比寄与度、%)



(注) 96年第3四半期以前の要因分解は確報、末残。第4四半期以降の要因分解は平残(一部推計を含む)。M2+CDは平残。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」「経済統計月報」「国際収支統計月報」

備投資の回復がこれまでのところ総じて緩慢なものにとどまっている事実と、以上のような資金調達の動きは一応整合的と言えよう。

この間、金融資産間のシフトの影響を相対的に受けにくい広義流動性の平残前年比は、概ね3%台後半での動きを続けている。また、M1の平残前年比に関しては、一頃に比べるとやや低下したとは言え、低金利下でM1とそれ以外の金融資産との利回り格差が縮小していることを背景に、10%程度の高い伸びを続けている。

なお、4～6月におけるM2+CDの平残前年比は、3%前後と予想される。



### 3. 当面の経済情勢の展望

#### (1) 景気展開の展望

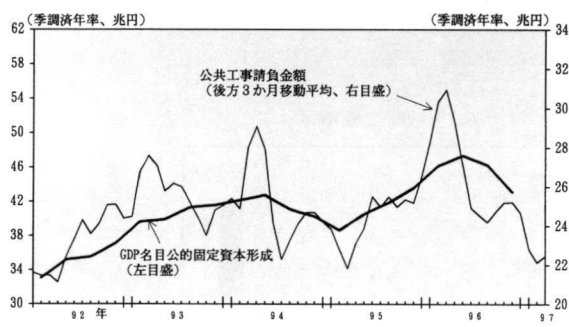
以下では、需要項目の動向に即して、今後の景気展開を展望する。

まず、公共投資についてみると、発注の動きを反映する公共工事請負金額が、95年秋の経済対策分の剥落から96年春に逸早くピークアウトしたのに続き、GDPベースの名目公的固定資本形成や、公共投資関連財出荷も、96年秋頃からは減少傾向が明確化している（図表14）。先行きについても、目先は96年度補正予算分の工事

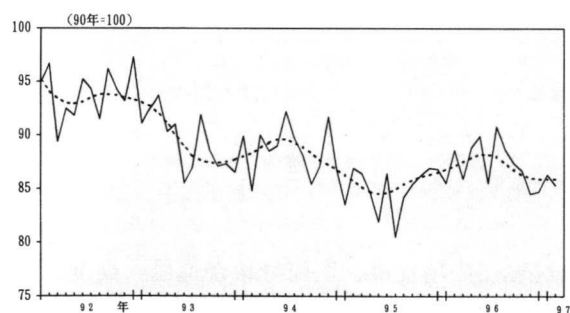
（図表14）

#### 公共投資

##### (1) 公共工事請負金額



##### (2) 公共投資関連財出荷



（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」

進捗といった下支え要因があるが、97年度の当初予算が地方政府の単独事業分を中心に抑制的であることなどに鑑みると、基調的には減少傾向が続く可能性が高い。

しかし他方で、純輸出は、増加傾向が明確化している。その基本的な背景は、世界経済が緩やかに拡大を続けるもとで、わが国製造業の価格競争力がこれまでの円安により大きく改善していることにある。この点を、円の実質実効レート（日本銀行調査統計局作成）でみると、最近の水準は、前回円安のピーク時であった90年の水準まで低下している（後掲図表15上）。これを、やや角度を変えて工業製品の内外価格差（試算値）からみても、94～95年頃には大きな内外価格差が存在していたが、その後の円安により、対米国や対NIEsを中心に相当程度縮小、ないし一部では逆転している模様である（後掲図表15下）。

このように、わが国製造業の価格競争力が大幅に回復したもとで、実質輸出は、需要増加に伴う現地在庫の減少（自動車）や、大幅に引き緩んでいた海外需給の持ち直し（IC）などの要因もあって、ウェイトの高い資本財・部品（通信関連、工作機械、重電等）でかなり増加しているほか、自動車関連、中間財、IC等電子部品などでも緩やかな増加傾向に転じている（後掲図表16上）。一方、実質輸入は、資本財・部品や消費財で、内外価格差を背景に96年初め頃まで高い伸びが続いていたが、96年央以降はその増加テンポが鈍化している（後掲図表16下）。

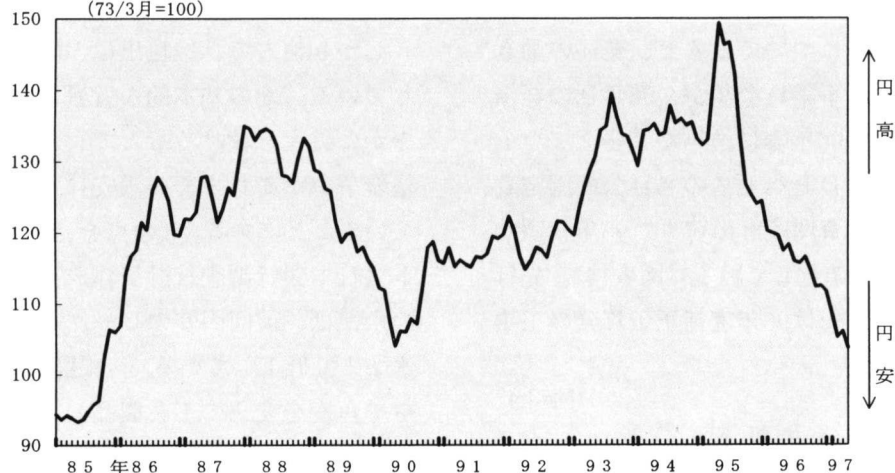
こうした円安の影響を踏まえると、先行きについても、純輸出は増加傾向を続けていくものとみられる。もっとも、実質輸出、実質輸入各々に分けてみると、実質輸出が着実な増加を続けるとみられることはもとより、実質輸入に

(図表 15)

## 製造業の価格競争力

### (1) 円の実質実効レート

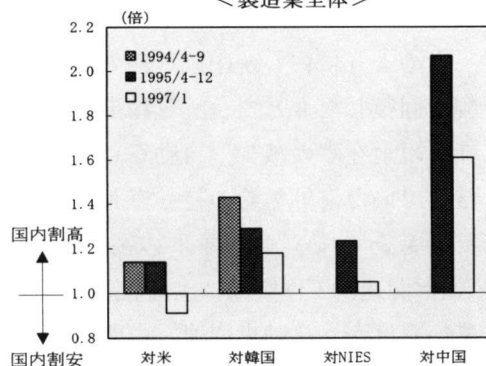
(73/3月=100)



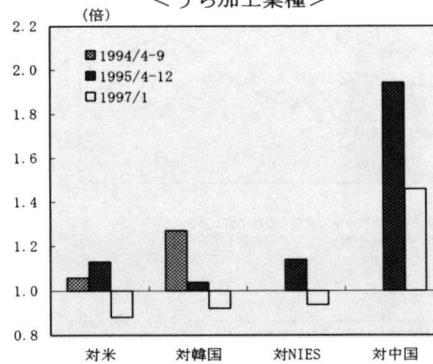
(注) 主要輸出相手国通貨(24通貨)に対する為替相場を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。なお、97/4月は11日の値(因みに、円/ドル相場は126.01円)。

### (2) 内外価格差

#### <製造業全体>



#### <うち加工業種>



(資料) 通商産業省「産業の中間投入に係わる内外価格調査」(94年11月、96年10月時点調査)

ただし、1997/1月については、海外製品価格を横這いとして日本銀行調査統計局で推計。また、通産省の原資料には「NIES」、「加工業種」といった集計がないため、前者については韓国、台湾、香港、シンガポールに対する内外価格差を、後者については一般機器、電気機器、輸送用機器、精密機器の内外価格差を、それぞれ通関輸入ウェイトにより加重平均した。

についても、基調としては引き続き増勢を辿る可能性が高いと考えられる。これは、現在の円相場でも、わが国製造業の中長期的な観点に立った海外進出が続くとみられることや、情報関連分野では内需の増加が輸入に結びつきやすいと考えられるためである。すなわち、上記のよう

な純輸出の増加は、国際分業が進展・高度化するもとで、グロスでみた輸出入双方の増加を伴う拡大均衡的な性格のものとなることが予想される。

公共投資や純輸出といった外生的な性格の強い需要に関する以上のような見通しを踏まえ、

以下では民間部門の回復力を評価していくが、まず、その基礎となる企業収益の状況からみておこう。

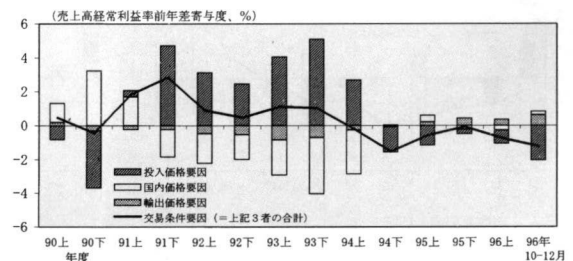
95年央以降の円安が企業収益に与えた影響については、数量を通じる影響に先んじて、輸出採算や輸入コストを通じる影響が現れた。この点を、交易条件が大企業・製造業の売上高経常利益率に及ぼした影響でみると、素材業種では、円安に加えて原油の国際市況が上昇したことが、投入価格の上昇という形で交易条件を悪化させ、収益の押し下げ要因となってきた（図表17上）。一方、加工業種では、円安による輸出採算の好転が95年度下期から増益に寄与しており、96年

度入り後はその度合いが一段と強まっている（図表17中）。このように、円安等を背景とした輸出入価格の変動は、素材業種・加工業種別には相異なる影響を与えてきたが、これらを併せてみると、製造業全体に対してプラスに働いていることがわかる（図表17下、後掲図表18上）。また、数量面では、国内数量要因による増益効果が続いているほか、既述の通り実質輸出が増加に転じていることを背景として、96年10～12月には前年比でも輸出数量要因が収益押

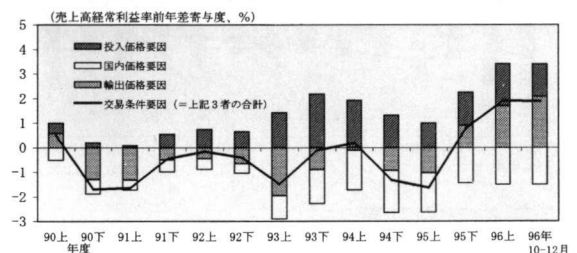
(図表17)

### 交易条件（大企業・製造業）

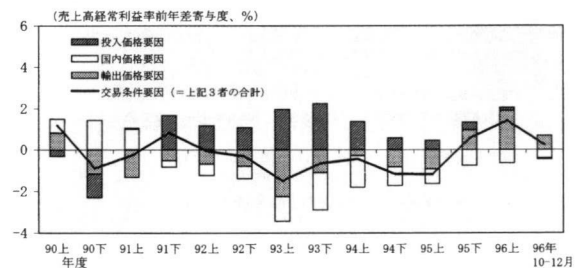
#### (1) 素材業種



#### (2) 加工業種



#### (3) 製造業全体



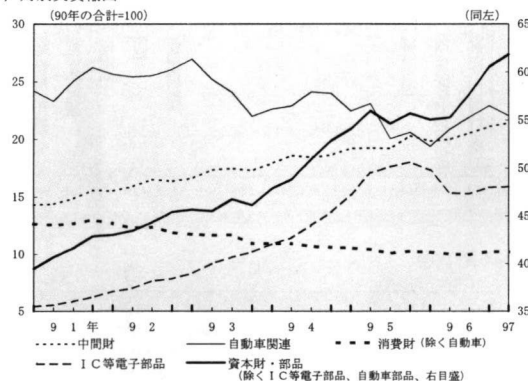
(注) 交易条件要因およびその内訳については、図表18の(注)2.を参照。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」「主要企業経営分析」

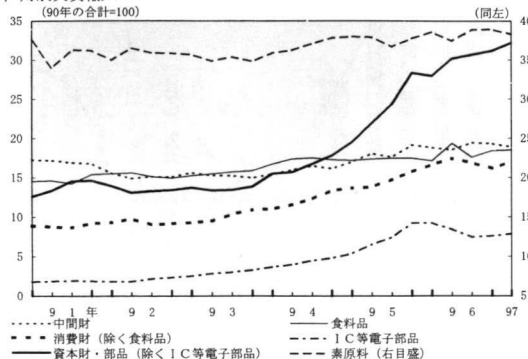
(図表16)

### 財別実質輸出入

#### (1) 財別実質輸出



#### (2) 財別実質輸入



(注) 財別実質輸入の素原料は原材料及び鉱物性燃料。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

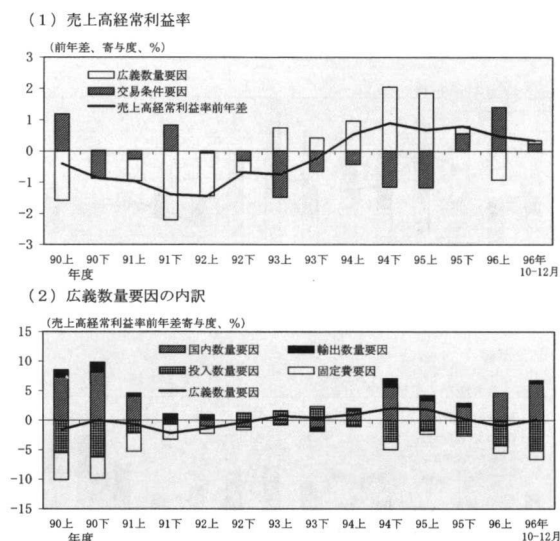
し上げに寄与し始めている（図表18下）。このように、大企業・製造業の収益は、国内景気が回復を続けるもと、これまでの円安の好影響が採算面、数量面の双方を通じて及んできたこともあって、着実な改善を続けている。

次に、こうした収益の状況と、経済全般への回復の拡がりとの関係を見るため、大企業・製造業の固定費の動きに注目してみよう。まず売上高固定費比率をみると（図表19上）、引き続き

低下しており、売上高との対比では固定費を極力圧縮しようという企業の慎重な姿勢が窺われる。しかし、上でみたような採算、数量両面の回復により、売上高は堅調さを増してきており、つれて固定費の支出自体は増加している。そうした固定費の内訳をみると（図表19下）、純金融費用は減少が続いているが、販売管理費は増加の度合いを強めてきており、これはリース、広告、情報サービスなど企業活動に関連の深い非

（図表18）

### 経常利益の変動要因（大企業・製造業）



(注) 1. 大企業は資本金10億円以上。  
2. 要因分解は以下の式によった。

$$\frac{\Delta \pi}{S} = \frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta Pod}{Pod} + \frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta Poe}{Poe} + \frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta Od}{Od} + \frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta Oe}{Oe}$$

国内価格要因      輸出価格要因      国内数量要因      輸出数量要因

$$\frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta Pi}{Pi} + \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta Oi}{Oi} - \frac{\Delta FC}{S}$$

投入価格要因      投入数量要因      固定費要因

交易条件要因＝国内価格要因＋輸出価格要因＋投入価格要因

広義数量要因＝国内数量要因＋輸出数量要因＋投入数量要因＋固定費要因

ただし、 $\pi$ ：経常利益、 $S$ ：売上高、 $FC$ ：固定費、 $VC$ ：変動費

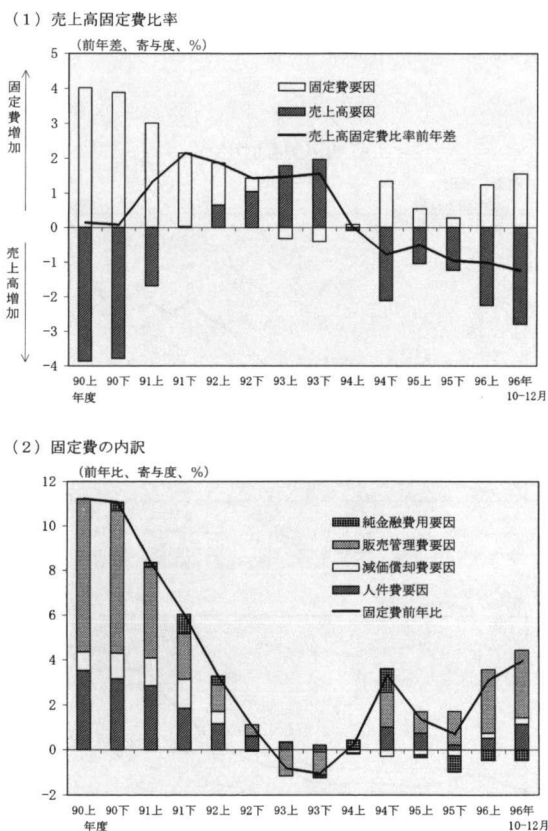
$Pod$ ：国内価格、 $Poe$ ：輸出価格、 $Pi$ ：投入価格

$Od$ ：国内数量、 $Oe$ ：輸出数量、 $Oi$ ：投入数量

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」「主要企業経営分析」

（図表19）

### 固定費の動向（大企業・製造業）



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

製造業の売上増加となって現れてきている（注4）。また、このところの生産増加テンポの加速により、稼働率がかなり高まってきているため（注5）、追加的な生産の増加は中小下請け企業への外注増加につながりやすくなってきており、中小企業でも製造業については、円安にも支えられた民間部門の景気回復力がかなり明確に及びつつあるとみられる。

先行きについても、①円安が輸出採算を好転させる効果は徐々に一巡していくとしても、その数量効果（＝純輸出の増加を通じる効果）が当面収益押し上げに寄与すること、②2月以降の原油市況の反落から素材業種の交易条件も改善に向かうとみられること、などを勘案すると、企業収益を取り巻く環境は引き続き総じて良好と判断される。実際、企業短期経済観測調査（97年3月調査、以下「短観」）で97年度の収益予測をみると（図表20）、製造業、非製造業の各々について、主要企業、中小企業とも増益が続く見通しとなっている。収益水準でみても、中小企業や非製造業における相対的な回復の遅れは否めないが、主要企業・製造業ではバブル期のピーク比約8割の水準まで回復することが見込まれている（注6）。

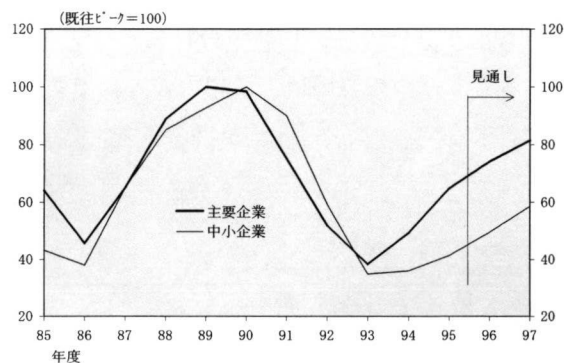
設備投資の先行きを展望するうえでは、以上のような企業収益の見通しに加え、ストック調整が着実に進行していることも好材料である。

すなわち、短観で製造業の生産設備判断DI（「過剰」－「不足」）をみると（後掲図表21上）、中小企業も含めて過剰超幅が着実に縮小を続けており、とくに主要企業における過剰超幅は、

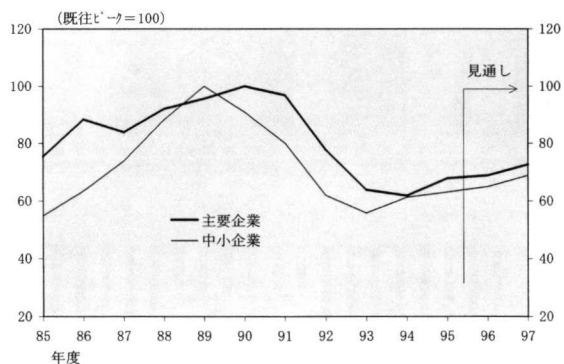
（図表20）

## 収益見通し（短観）

## （1）製造業



## （2）非製造業



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

（注4）このほか、人件費も緩やかながら着実に増加している。これは、後述するように景気回復の力が家計部門へも波及していることを示している。

（注5）最近の稼働率は、過去20年余りで最高の水準にあった90年を100とする指数で、90前後まで上昇している。しかも、この稼働率指数には輸送機械や電気機械を中心として3～5ポイント程度の下方バイアスがあるとみられることを勘案すると、フル稼働に近づいている業種が少なくないと考えられる。なお、稼働率指数が持つバイアスの詳細については、「構造調整下の設備投資回復について」（日銀月報97年3月号）のボックス2を参照。

（注6）しかも、3月短観における主要企業・製造業の97年度事業計画は、為替相場について約113円と、現在の為替相場からみればやや慎重な前提を置いている。

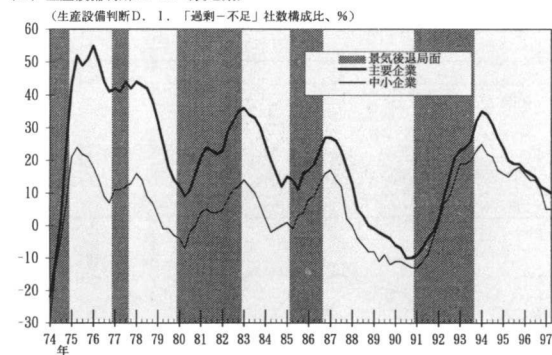
バブル期や第一次石油ショック前の過熱期を除けば、過去との比較でみてかなり低い水準になってきている。また、相対的にみればストック調整が遅れているオフィスビルについても、空室率の低下やそれに伴う事務所賃料の下げ止まり傾向が、次第に明確化しつつあり（図表21下）、建設投資の持ち直しが持続していく環境も、徐々に整備されてきていると考えられる。

さらに、設備投資の押し上げに寄与するとみられるもう一つの要因は、情報化の流れである。

（図表21）

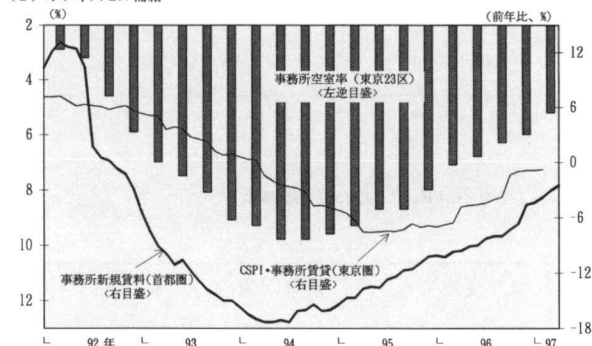
### ストック調整

（1）生産設備判断D、I。（製造業）



（注）97/2Qは先行見通し。

（2）オフィスビル需給



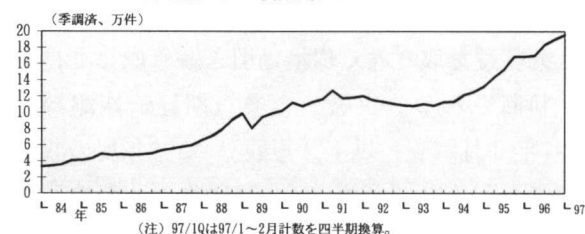
（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、「企業向けサービス価格指数」、  
（株）生駒データサービスシステム「賃貸オフィスにおける市場動向」、  
（株）三幸エステート「首都圏のオフィスマーケット調査月報」

すなわち、事務・管理部門の合理化ニーズや、それを可能とする技術革新の進展を背景に、企業の情報化投資が活発化しており、例えばコンピュータ・周辺機器のリース契約や、電子・通信機器の受注が、かなりのテンポで増加している（図表22上・中）（注7）。また、最近の情報化投資は、LAN、WAN等のネットワーク構築が主流となっているが、それに関連した機器の需要は、97年度も大幅に増加する予測となっている（図表22下）。

（図表22）

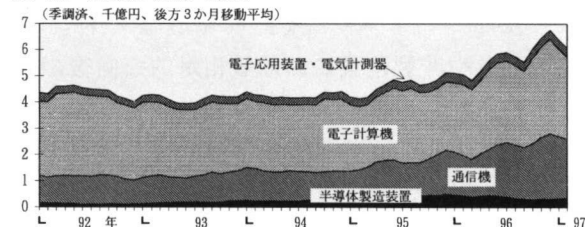
### 情報化

（1）コンピュータ・周辺機器のリース契約件数

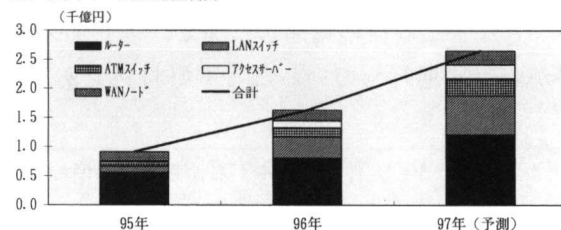


（注）97/1Qは97/1～2月計数を四半期換算。

（2）電子・通信機器（民需）の受注



（3）ネットワーク関連機器需要



（資料）リース事業協会「リース月次統計」、経済企画庁「機械受注統計」、  
日経B P社「日経コミュニケーション」97年1月20日号

（注7）リース契約の場合、機器を実際に使用する企業の設備投資としては計上されないが、リース会社がリース物件を購入した段階でリース業の設備投資になる。



以上を要約すると、設備投資は、①企業収益の改善、②ストック調整の一段の進展、③情報投資の増加、を主たる背景に、先行きも着実に増加基調を続けていくとみられる。しかし、バランス・シート調整圧力は、徐々に減じる方向にあるとは言え、不動産業や非製造業・中小企業を中心に、なお根強く残存している。これが、企業のリスク・テイク能力を制約するなど様々なルートを通じて、実体経済へ悪影響を及ぼし続ける可能性も否定できない。また、96年度の設備投資押し上げに寄与したいくつかの個別業界の事情をみると、エリア拡充がほぼ一巡した移動体通信については、97年度は横這いなし、増加するとしてもごく小幅にとどまる可能性が高い。電力についても、97年度は発電所建設の端境期となる見込みである。これらを踏まえると、設備投資の増加テンポについて、さらに一段と弾みがついていく姿は、現時点では想定しにくいように思われる。

実際に、企業の97年度設備投資計画を短観で確認すると、主要企業では製造業、非製造業ともに、96年度並みの滑り出しとなっている（後掲図表23上）。中小企業については、製造業の前年比マイナス幅が近年になく小さく、良好な初期計画となっている反面、非製造業の計画は幾分慎重である。このように、とくに中小企業について、製造業と非製造業でややコントラストがみられるのは、純輸出の増加が製造業の生産押し上げに寄与する一方、公共投資の減少や消費税率の引き上げなどの影響が直接的には非製造業（建設、小売り、個人サービス等）に現れやすい、といった需要項目の強弱を反映している面が大きいと考えられる。また、上述の通り、バランス・シート調整圧力がとりわけ中小企

業・非製造業で強いといった事情も関係しているとみられる。

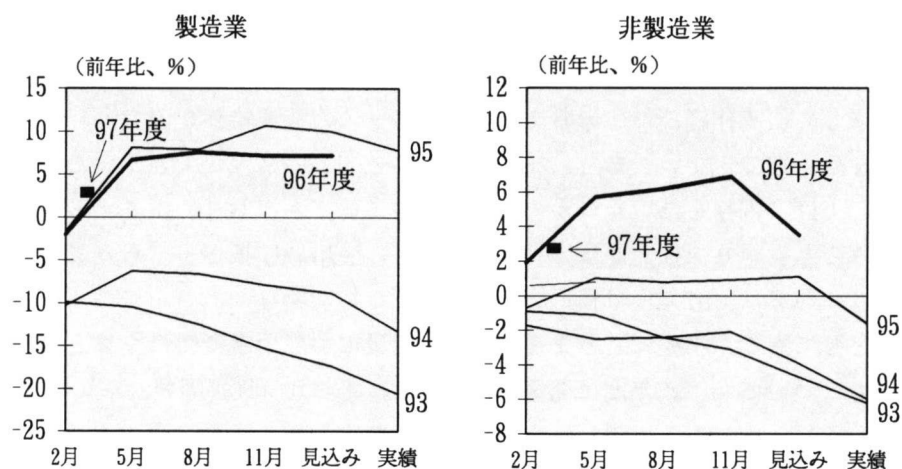
次に、家計部門に目を転じ、所得面をみると、まず特別給与については（後掲図表24上）、95年度から明確な増加に転じた日経連ベースのボーナスが、96年度には一段と伸びを高めている。さらに、日経連ベースで十分にカバーされていない非製造業や中小企業を含む毎月勤労統計ベースの特別給与をみても、95年度中は日経連ベースとの格差が大きかったが、最近は格差が縮まってきており、ボーナスの増加が経済各部門の雇用者に広がってきたことがわかる。こうした特別給与や、さらには所定外給与の増加を背景に、雇用者所得は全体として増勢が幾分強まっており（後掲図表24下）、持続的な景気回復の基礎となる所得形成の力は、企業部門から家計部門へも波及してきていると評価することができる。

先行きについても、既述の通り企業収益が改善を続けることや、企業の雇用過不足感でみた労働需給も改善傾向が漸くはっきりしつつあることなどを踏まえると（後掲図表25上）、雇用者所得は引き続き伸び率を高めていくと考えることができる。ただし、人件費と収益との関係をみると、一頃より和らいできているとは言え、企業の負担感はなお小さくないとみられる（後掲図表25下）。また、急速には崩れにくい年功賃金体系のもとで高齢化が進んでいくことも、人件費の根強い上昇圧力となろう。これらを勘案すると、企業は固定的な費用を増大させることにはなお慎重な姿勢を続けるとみられ、常用雇用者数はパート労働者を中心に、また賃金は特別給与や所定外給与を中心に増加するというこれまでの特徴が、当面は続いていく可能性が高

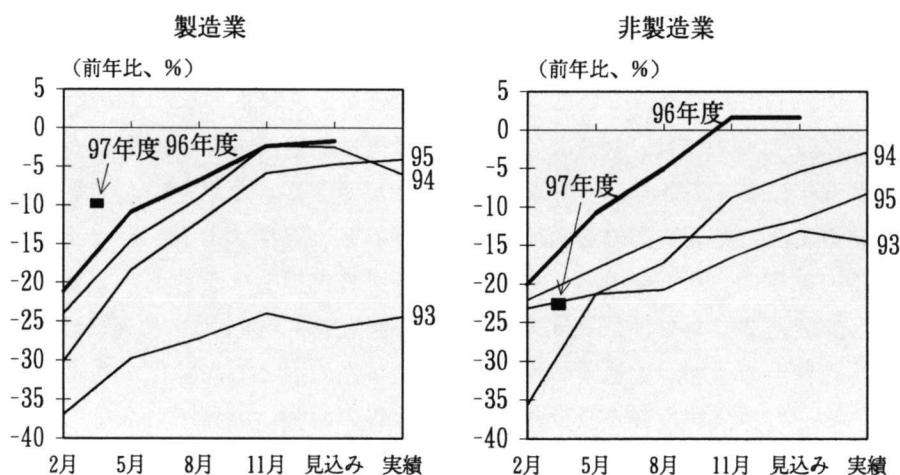
# 設備投資（年度計画）

<短観ベース>

## （１）主要企業の修正状況



## （２）中小企業の修正状況



(注) 97年度計画および96年度見込みは97年3月短観による。

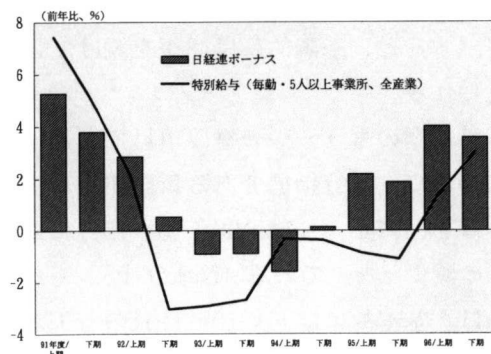
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」



(図表24)

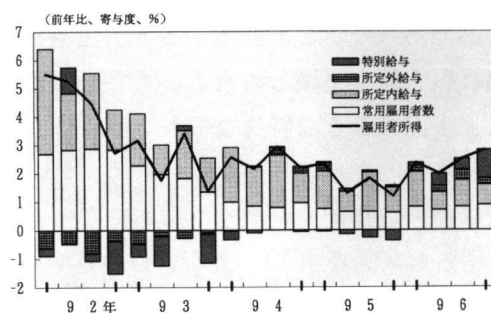
## 雇用者所得

## (1) 特別給与



(注) 日経連ボーナスは、上期は夏期、下期は年末の計数。  
特別給与は、上期は6～8月、下期は11～1月の平均値。

## (2) 雇用者所得(毎勤ベース)の要因分解



(注) 第1四半期: 3～5月、第2: 6～8月、第3: 9～11月、第4: 12～2月。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日本経営者団体連盟「年末賞与・一時金労使交渉状況」

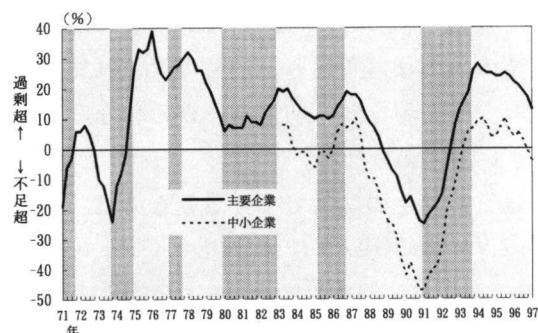
い(注8)。

こうした所得環境のもとで、個人消費は、基調的には緩やかな増加を続けていくとみられる。この関連で、消費税率引き上げが個人消費に及ぼす影響については、①駆け込み需要とその反動、②価格上昇による実質所得減少の影響、の

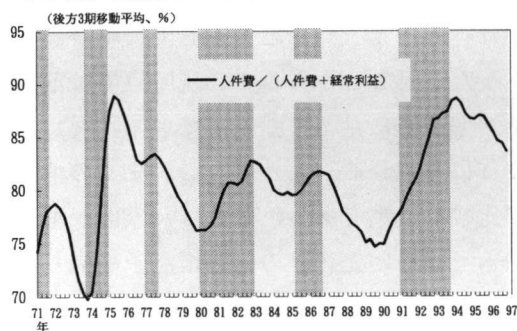
(図表25)

## 雇用調整圧力

## (1) 雇用判断D.I. (全産業)



## (2) 企業の人件費負担(全産業・全規模)



(注) シャドーは景気後退局面。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

2つに分けて考える必要がある。まず、駆け込み需要については、乗用車について逸早くみられていたほか、本年3月には家具、家電製品に、さらには年度末の数日間には、値高の宝飾品や美術品を含む幅広い商品について駆け込みの動きが生じた(注9)。当然のことながら、4月入り後はその反動による売上げ減少がみられている

(注8) 事実、本年の春闘で企業側は、ベースアップ(＝所定内給与の引き上げ)を抑制する一方、企業収益の増加等は一時金(＝特別給与)によって還元するという方針をかなり明確に示した。

(注9) 乗用車新車登録台数については、96年10月から97年3月まで、前年比+15%前後の大幅増加が続いた。これは、基本的にはバブル期購入分の潜在的な買い換えニーズが大きいもとで、RVを中心とする新型車が消費者の嗜好にマッチしたことや、好調な収益を背景にメーカーが販売戦略を強化したことなどを反映したものであるが、駆け込み需要も少なくなかったとみられる。また、都内百貨店売上高は3月は前年比+21.7%と急増したが、2月までが概ね前年水準で推移していたことからみて、3月の増加分はその大半が駆け込み需要と考えられる。

が、関連業界ではそのマグニチュードについて予想の範囲内との受け止め方が多い。また、こうした需要の振れはかなりの程度流通在庫の変動で吸収されるとみられ、個人消費の反動減が生産の大幅な落ち込みを通じて、これまで続いできた好循環を断ち切るきっかけになる懸念は小さいと考えられる。

景気展開との関係でより重要なのは、②の実質所得減少の影響を、消費者マインドの強まり（言い換えれば消費性向の上昇）がどの程度補うことができるかという点である。これについては、ここ数か月間の個人消費が、乗用車販売や駆け込み需要を除くと、総じて緩やかなものであったことなどからみて、現時点では消費者マインドが目に見えて強まっていく状況にはないように窺われる。しかし、これまでの消費行動が比較的慎重であったことは、家計が消費税率引き上げなど先行きの負担増を予め織り込んできた結果とみることもでき、その場合、消費税率が実際に引き上げられた後にその影響が急速に顕在化してくるといった事態は、避けられるはずである。さらに、より基本的には、既述の通り企業部門から家計部門への景気回復の波及が次第に底固くなってきたており、こうした動きが今暫く続けば、先行きの雇用・所得環境に対する消費者の予想、及びそれに大きく左右される消費者マインドもしっかりしたものになって

いくであろう。もとより、消費税率引き上げの影響を現時点で十分に見極めることは困難であるが、以上の諸点を踏まえて個人消費の先行きを展望すると、基調的には回復を続けていくと考えられる。

家計部門のもう一つの需要項目である住宅投資について、先行指標である新設住宅着工戸数をみると、97年入り後は96年10～12月に比べかなりの減少となっている（図表26上）。もっとも、これは、基本的には96年10～12月の着工が消費税率引き上げ前の駆け込み需要で嵩上げされていたためであり（注10）、その反動が顕在化した97年1～2月も、季調済年率150万戸台と総じて高い水準であったことを勘案すると、住宅投資の基調は引き続き堅調と言える。もともと住宅投資は、上記のような特殊な振れを除けば、金利によって左右される性格が強いため、低金利を背景に持家取得能力が高水準にあることなどを踏まえると（図表26下）、先行きについても大きく落ち込む可能性は低いと考えられる。

## （2）物価の展望（注11）

物価の先行きを展望するに当たり、まず輸入物価面からの上昇圧力について確認しておこう。輸入物価は、円相場の下落等を背景に、95年央以降上昇傾向にある。そうしたもとで、国内卸売物価や消費者物価（全国、商品）は、96年央

（注10）住宅については、96年9月末までに契約を結べば、引き渡しは97年4月以降であっても旧消費税率が適用されるという扱いであった。このため、同年9月までにかなりの駆け込み契約が生じ、それが10～12月の着工急増につながったものとみられる。因みに、96年10月の着工は季調済年率182万戸と、単月としては約23年振りという異常な高水準であった。

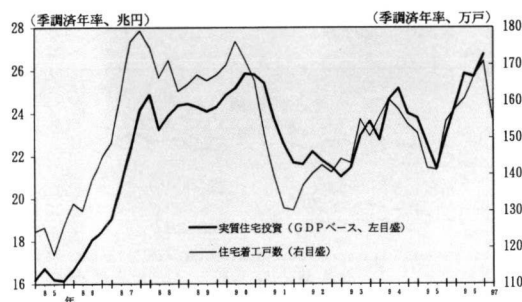
（注11）以下では、消費税率引き上げによる物価押し上げの影響を捨象して記述する。これは、消費税率の引き上げに伴う物価の変化は1回限りの不連続な水準の切り上がりであり、マクロ需給のインディケータとして政策上重視すべき連続的な物価変動とは、性格が異なるからである。

頃まで下落を続けたが、それ以降は下げ止まり、ないし僅かながら上昇している（図表27上、輸入物価上昇と国内物価下落が併存した局面をシャドーで示している＜後掲図表28でも同様＞）。このように、96年央までとそれ以降で、輸入物価に対する国内物価の動きにかなりの違いがみられるのは、両者間の波及にタイム・ラグが存在することによる面が大きいが、同時に、輸入物価と国内物価を巡る環境に変化が生じつ

(図表26)

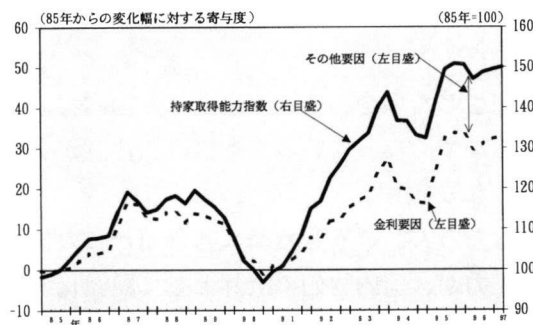
### 住宅投資

#### (1) 住宅着工と実質住宅投資



(注) 97/1Qは1-2月の平均値。

#### (2) 金利の効果



(注) 1. その他要因には、価格要因、所得要因、純貯蓄要因、公庫貸付限度額要因等が含まれる。  
2. 「持家取得能力指数」の厳密な定義は、情勢判断資料（1996年秋）を参照。

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

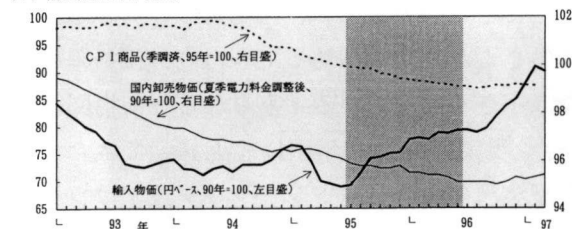
つある点にも注目する必要がある。

すなわち、96年央までは、原油等の海外市況を反映した輸入物価の上昇に連動して、「原材料型業種」では国内物価も上昇したが（図表27中・下）、「中間財型業種」については、海外市況の下落から円安にもかかわらず輸入物価はむしろ下落したため、国内物価も下落した（後掲図表28上）（注12）。さらに、「最終財型業種」については、輸入物価は円相場をストレートに

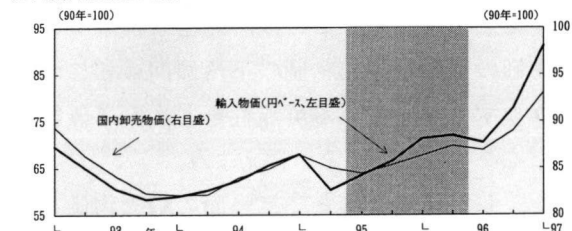
(図表27)

### 輸入物価と海外商品市況

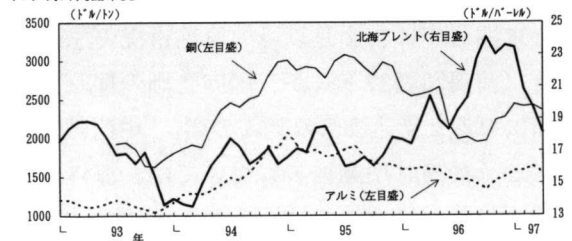
#### (1) 輸入物価と国内物価



#### (2) 原材料型業種の物価



#### (3) 海外商品市況



(注) 1. 原材料型業種：石油石炭製品、非鉄  
2. 海外商品市況の直近は、4/22日までの平均値。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」

(注12) 図表27および後掲図表28で用いる業種分類は次の通り。

原材料型業種：石油石炭製品、非鉄

中間財型業種：化学、紙パルプ、鉄鋼

最終財型業種：金属、プラスチック、窯業土石、一般機器、電気機器、輸送用機器、精密機器

(図表28)

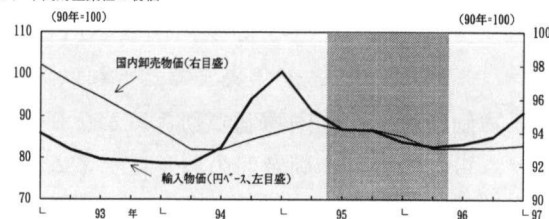
## 川下製品の輸入物価

反映する形で95年央以降上昇を続けているにもかかわらず、内外価格差が大きかったことなどを背景に、国内物価は一貫して下落した(図表28中)。

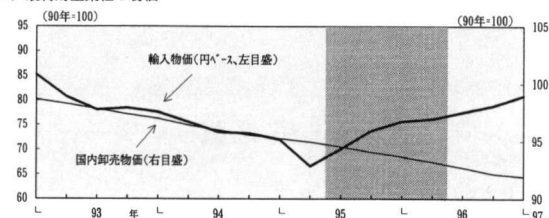
これに対し、96年央以降は、「原材料型業種」が引き続き上昇したことに加え、「中間財型業種」でも海外市況の下げ止まりから輸入物価が上昇に転じ、つれて国内物価も下げ止まっている。さらに、「最終財型業種」では、電気機器など技術進歩に伴って傾向的に価格が下落しやすい財が多く含まれていることもあって、国内物価はなお下落を続けているが、輸入物価が大幅に上昇してきた結果として、国内物価に対する上昇圧力をこれまで断ち切ってきた内外価格差はかなり小さくなっているとみられる(前掲図表15下)。現に、93~95年頃に急上昇してきた最終財型業種の輸入ペネトレーション比率は、このところ頭打ち傾向となっている(図表28下)。こうした点を踏まえると、最終財型業種でも、輸入物価の上昇が国内物価の下落傾向緩和につながりやすくなっている可能性を、次第に無視できなくなってきたと言える。

こうした環境のもとで、当面の輸入物価を通じる価格上昇圧力についてみると、「原材料型業種」に関しては、2月以降の原油市況の急速な下落(前掲図表27下)が、国内物価の押し下げ要因になると見込まれる。この間、「中間財型業種」と「最終財型業種」については、海外需給動向や為替相場次第ではあるが、上述のように最終財型業種の内外価格差がほとんど無くなっていることを考えると、追加的な輸入物価の上

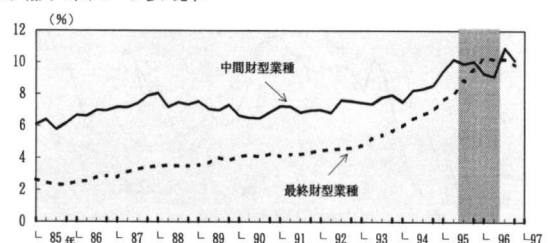
(1) 中間財型業種の物価



(2) 最終財型業種の物価



(3) 輸入ペネトレーション比率



(注) 1. 中間財型業種: 化学、紙パルプ、鉄鋼  
2. 最終財型業種: 金属、プラスチック、窯業土石、一般機器、電気機器、輸送用機器、精密機器  
3. 輸入ペネトレーション比率=輸入/(国内向け出荷+輸入)  
(資料) 通商産業省「鉱工業総供給表」、日本銀行「卸売物価指数」

昇が生じた場合、それが以前より国内物価に波及しやすくなっていることには、注意が必要と思われる(注13)。

もちろん、こうした輸入物価面からの価格上昇圧力が、国内物価の上昇として顕在化するかどうかは、最終的には国内の需給動向次第である。そこで、短観の製品需給判断D I (「需要超過」-「供給超過」)をみると(図表29上)、D I

(注13) 仮に最終財型業種の国内物価が下げ止まりないし上昇に転じた場合、原材料型業種や中間財型業種では輸入物価の上昇を国内物価に転嫁しやすくなるため、最終財自体の物価だけではなく、国内卸売物価全体の上昇圧力を強めることになる点に、注意が必要である。

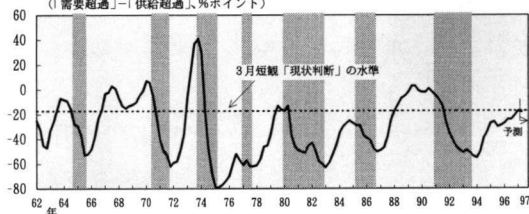
の改善傾向が続いているが、そのテンポは総じて緩やかである。また、D Iの改善が専ら「供給超過」の減少によるものであって、「需要超過」はほとんど増えていない（図表29中・下）（注14）。これらの事実、需要の拡大テンポが総じて緩やかなものにとどまることで、大方の業種で需要見合いの生産がなされていることを反映したものともみられ、経済の一部における「需要超過」がボトルネック的に物価上昇に繋がるリスクは、少なくとも当面は小さいと考えられる。しかし、「供給超過」が過去の景気拡大局面と比較しても

（図表29）

## 国内需給

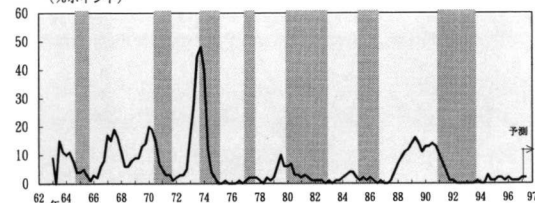
## （1）製品需給判断D I（主要企業・製造業）

（「需要超過」-「供給超過」,%ポイント）



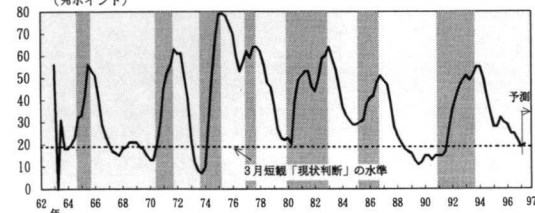
## （2）需給判断D Iの「需要超過」

(%ポイント)



## （3）需給判断D Iの「供給超過」

(%ポイント)



（注）シャドー部分は景気後退局面。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

かなり低水準になってきていることは、今後需要が急速に増加するような場合には、需給の引き締まりが顕在化する可能性が強まっていることを意味しており、先行きの物価上昇圧力を考える際には、留意すべき点と言えよう。

これらを踏まえて、国内卸売物価の先行きを展望すると、円安による潜在的な物価上昇圧力は無視できないが、原油価格が軟調に転じていることや、国内需給の改善が緩やかなものにとどまっていること、さらには電気機器を中心に技術革新による価格低下圧力が根強いことなどから、当面安定的に推移するとみられる。ただし、内外価格差が縮小していることや、国内需給の引き緩み感がかなり後退してきていることなどを踏まえると、今後の内外需給や為替相場の動向については、一層注意を払っていく必要がある。

企業向けサービス価格についてみると、既述の通り不動産賃貸料の下落幅がかなり小さくなっていることや、需要の回復を主因とする一般サービス価格の下げ止まりから、全体として前年比下落幅は着実に縮小しており（後掲図表30上）、当面も同様の傾向が続くとみられる。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）についても、円安や国内卸売物価の下げ止まりを背景とした商品価格の下落幅縮小を主たる背景に、全体として前年比上昇幅が僅かずつながら高まる方向にあるとみられる（後掲図表30下）。

## （3）結び

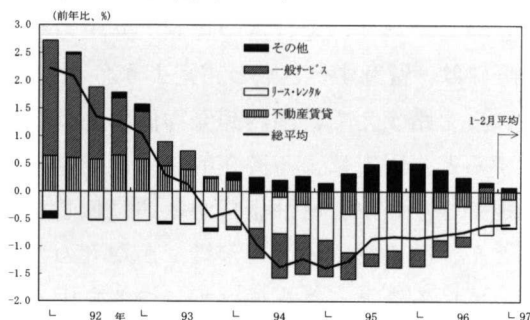
以上述べてきたように、民間需要は、これまでの円安が企業収益や純輸出を押し上げる力に

（注14）在庫水準判断D Iについても、同様の現象が生じている。すなわち、最近のD Iの改善は、専ら「過大」の減少によるものであり、「過小」はほとんど増えていない。過去の景気拡大局面においては、「過小」もかなり増加するのが通例であった。

(図表30)

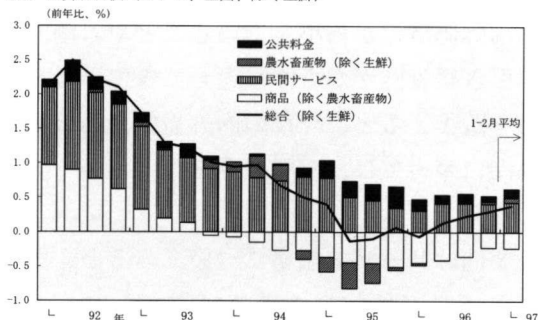
## 企業向けサービス価格・消費者物価

(1) 企業向けサービス価格 (CSP I)



(注) その他は、①規制料金(自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、電話(基本料)、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)。

(2) 消費者物価 (CPI、全国、除く生鮮)



(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」

も支えられて、生産や所得面との好循環を伴いつつ、底固さを増している。したがって、駆け込み需要の反動が予想される97年度上期に成長率が一時的に鈍化するとしても、景気回復が持続していく蓋然性は、徐々に高まりつつあると考えられる。しかし、上記駆け込み需要の反動も含め、消費税率引き上げのマイナス・インパクトについて、現時点ではなお十分に見極めにくい。また、バランス・シート調整圧力の残存が、引き続き景気の回復力を制約する要因となっている点も無視できない。

こうした点を踏まえると、民間需要の回復力をなお一層確実なものとするのが望ましく、併せてわが国経済の中長期的な活力が高まる環境を整えていくうえでも、実効ある経済構造改革を引き続き進めていくことが重要である。

1997年4月25日

(調査統計局)