

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（1997年夏）——

■要 旨■

1. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が尾を引いているが、生産や所得は底固く推移しており、全体として緩やかな回復基調を続けている。最終需要面をみると、公共投資は、基調的には減少傾向にあり、住宅投資も、駆け込み需要の反動を主因にやや弱い動きとなっている。他方、純輸出はこのところ大幅な増加となっており、設備投資も着実に増加している。個人消費も、駆け込み需要の反動が耐久消費財を中心になお尾を引いているが、回復基調は損なわれていないとみられる。こうしたもとで、鉱工業生産は底固く推移しており、雇用者所得は緩やかながら着実に伸びを高めてきている。

物価は、4月には消費税率引き上げが各種物価指数を押し上げたが、その影響を除けば安定した動きとなっている。すなわち、国内卸売物価（夏季電力料金調整後）は、前期比、前年比ともゼロ近傍となっているほか、企業向けサービス価格は、前年比マイナス幅が縮小傾向にある。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、前年比上昇幅が小幅ながらこのところやや高まっている。地価については、商業地では二極化傾向が目立っている一方、住宅地は下げ止まり傾向となっている。

2. 金融・為替市場をみると、無担保コール翌日物レートは、概ね公定歩合（0.5%）をやや下回る水準で推移している。長期金利（国債指標銘柄の流通利回り）は、4月後半以降、景気や金融システムに関する不透明感が徐々に後退する中で、5月下旬には2.7%近くまで上昇したが、その後は再び2.2～2.3%程度へ低下している。株価は、5～6月に2万円～2万1千円程度へ上昇した後、一進一退の展開となっている。この間、円の対米ドル相場は、5月初には127円台まで達したが、その後は円高方向への動きとなり、最近では概ね113～116円程度で推移している。

企業の資金調達をみると、民間金融機関の貸出は、依然盛り上がりを見せているが、資本

市場では、普通社債を中心に総じて高水準の調達が続いている。マネーサプライ ($M_2 + CD$) の平残前年比は、概ね3%前後の動きを続けている。

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、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、基調的には減少の方向にある。他方、純輸出は、海外需要が引き続き堅調であることや、既往円安によりわが国製造業の価格競争力が回復していることから、最近における大幅増加の後も、底固く推移する可能性が高い。

こうしたもとの、企業収益は、部門毎のばらつきを残しつつも、全体としては97年度も改善を続ける見込みである。このような①企業収益の増加や、②ストック調整の一段の進展、③情報関連投資の増加、を主な背景として、設備投資は増加基調を続けていくとみられる。しかし、バランス・シート調整圧力の残存や、大規模な能力増強を刺激するような需要拡大業種が見当たらない状況を踏まえると、設備投資に力強さが増していくとみることは、現時点では難しい。

家計部門をみると、特別給与の増加や、労働需給の改善を背景とした緩やかな常用雇用者数の回復から、雇用者所得の伸び率は徐々に高まってきており、企業部門の回復が家計にも波及している。そのもとの、個人消費は、今後駆け込み需要の反動が遠からず一巡し、回復を続けていくとみられる。もっとも、消費税率引き上げ等の負担増を勘案すると、その回復テンポは、緩やかなものにとどまる可能性が高い。この間、住宅投資は、現在は大幅な駆け込み需要の反動が現れている局面にあるが、低金利など基本的な環境は良好であるため、年度後半に向けてある程度持ち直していくことが期待できる。

4. 物価の先行きを展望するに当たり、まず輸入物価から国内物価への影響についてみると、輸入ベネトレーション比率の上昇一服から、製品輸入増加による国内価格下押し圧力は、一頃に比べ弱まってきている。しかし他方、春先以降の原油価格反落と円高により、素材面からの輸入コスト上昇圧力も後退してきており、輸入物価から国内物価への圧力は、上下いずれの方向にも大きくないと考えられる。一方、既述の通り、最終需要は全体として拡大を続けるが、そのテンポは緩やかであるため、需給ギャップが目立って縮小するとは考えにくい。こうしたもと、物価は当面安定した推移を辿るとみられる。

5. 以上を総括すると、わが国の景気は、企業収益の改善や雇用者所得の増加等にみられるように、生産・所得・支出の好循環メカニズムは引き続き着実に働いており、消費税率引き上

げや公共投資の減少など財政面からの下押し圧力のもとでも、既往円安の景気刺激効果や、情報関連分野の拡大にも支えられて、回復を持続していくと展望することができる。

しかし、なお回復基盤の脆弱な部門が存在していることや、バランス・シート調整圧力も尾を引いていることなどを踏まえると、景気回復力が強まるためには、民間部門のコンフィデンスがさらに高まる経済環境を確立していくことが必要である。したがって、適切なマクロ政策運営に加え、わが国経済が本来持つ力を引き出すような実効ある各種構造改革が、引き続き重要である。

1. 最近の経済情勢

わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が尾を引いているが、生産や

所得は底固く推移しており、全体として緩やかな回復基調を続けている（図表1、2）。最終需要面をみると、公共投資は、96年度補正予算の

（図表 1）

景気指標（概観）

	95/10-12月	96/1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	97/1-3月	4-6月
鉱工業生産 ＜季調済前期比、％＞ ＜前年比、％＞	2.1 1.3	0.6 1.1	-0.4 0.7	2.1 3.9	2.1 4.9	2.4 6.4	(4-5月) 0.4 6.1
業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」、ポイント＞	-18	-15	-6	-5	-2	-1	0
消費水準指数（全世帯） ＜前年比、％＞	-0.7	2.1	1.6	-1.7	0.5	3.5	(4-5月) -1.7
全国大型小売店販売額 ＜前年比、％＞	-2.1	1.8	-0.1	-2.1	-0.8	4.2	(4-5月) -5.6
家電販売 ＜前年比、％＞	11.6	14.8	13.9	6.7	3.9	14.9	(4-5月) -5.7
乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万台＞	5.7 358	-1.0 358	-0.4 345	6.0 373	15.3 413	16.2 418	-9.2 313
新設住宅着工戸数 ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万戸＞	0.8 155	4.4 158	13.2 161	17.9 167	10.8 171	-3.8 152	(4-5月) -9.5 150
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比、％＞	10.3	8.7	12.8	10.7	17.3	6.2	(4-5月) 0.9
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比、％＞	-1.2	16.3	12.8	8.5	21.0	-1.0	(4-5月) -1.6
公共工事請負金額 ＜前年比、％＞	9.5	46.0	-2.0	-1.9	-4.7	-26.3	-1.2
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.63	0.66	0.69	0.72	0.75	0.74	(4-5月) 0.72
実質輸出 ＜季調済前期比、％＞	4.2	-3.6	1.0	1.7	5.0	-0.3	7.5
実質輸入 ＜季調済前期比、％＞	7.2	0.2	2.3	1.8	-1.0	0.6	-2.2
国内卸売物価 ＜前年比、％＞	-0.8	-1.0	-0.9	-0.7	-0.6	-0.2	-0.0
全国消費者物価 ＜除く生鮮、前年比、％＞	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	(4-5月) 0.6
マネーサプライ(M2+CD) ＜前年比、％＞	3.1	3.0	3.4	3.6	3.4	3.0	3.0

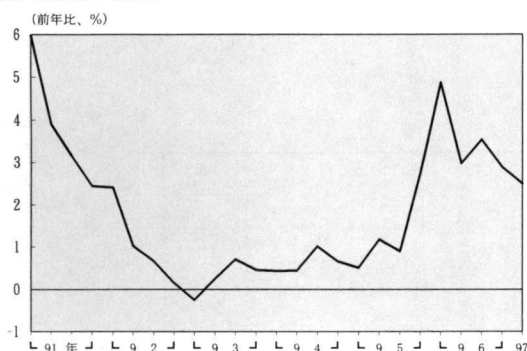
（注） 国内卸売物価および全国消費者物価は、消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

（資料） 通商産業省「鉱工業指数統計」「商業販売統計」、総務庁「家計調査報告」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」「経済統計月報」、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」、労働省「職業安定業務統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、大蔵省「外国貿易概況」

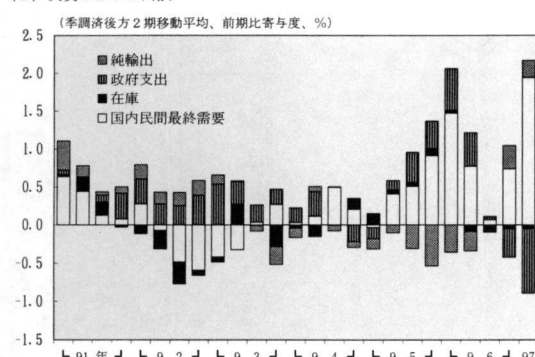
実質 GDP

(図表 2)

(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」

執行からこのところ一時的に下げ止まっているが、基調的には減少傾向にある。住宅投資も、駆け込み需要の反動を主因にやや弱い動きとなっている。しかし他方で、純輸出は、既往円安の影響に一時的な要因も加わって、このところ大幅な増加となっており、設備投資も、企業収益の堅調を背景に着実に増加している。この間、個人消費については、駆け込み需要の反動

が耐久消費財を中心になお尾を引いているが、その規模は徐々に縮小してきており、雇用・所得環境の改善傾向を背景に、回復基調は損なわれていないとみられる。

生産・在庫面をみると(後掲図表3)、鉱工業生産は、96年後半以降高い伸びを続けた後、4～6月は、上記駆け込み需要の反動に影響されつつも、輸出の増加や3月末に減少した在庫の復元などから、横這い圏内の底固い動きとなった模様である。目先7～9月については、駆け込み需要の反動一巡から、生産は再び増勢に復するとみられるが、輸出が4～6月急増の後でさすがに増勢一服と予想されることや、自動車の生産が幾分慎重化する可能性が高いことなどを踏まえると、生産増加のテンポは緩やかなものにとどまるものとみられる。こうしたもと、雇用・所得環境についてみると(後掲図表4)、失業率は依然高止まっているが、名目賃金の増加が明確化してきているほか、常用雇用者数の伸び率も徐々に高まりつつあるように窺われるなど、雇用者所得は緩やかながら着実な改善が続けている。

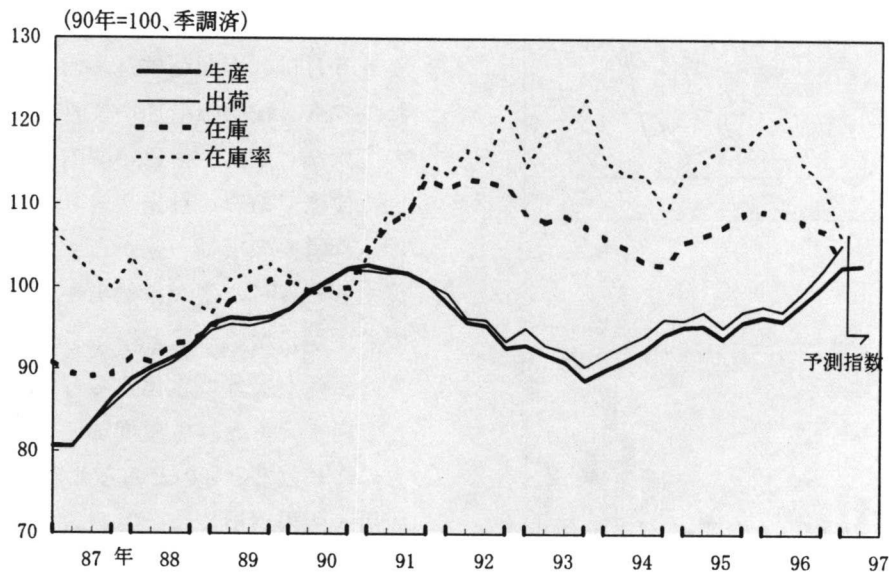
物価情勢をみると、4月には消費税率引き上げが各種物価指数を押し上げたが、その影響を除いてみると、安定的な動きとなっている(後掲図表5)(注1)。すなわち、国内卸売物価(夏季電力料金調整後)は、技術革新等を背景とした電気機器の下落圧力が根強い一方で、国内需給が緩やかに改善していることなどから、前期比、前年比とも概ね横這いで推移している。また、企業向けサービス価格については、全体と

(注1) 以下、物価に関しては、消費税率引き上げ分を捨象して記述されている。これは、消費税率引き上げ分の価格転嫁は、制度変更に伴う1回限りの価格水準の切り上がりであって、マクロ的な経済実勢を反映したものではないためである。

(図表 3)

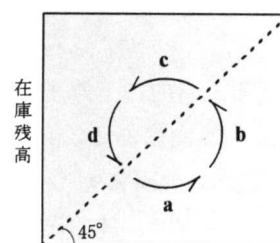
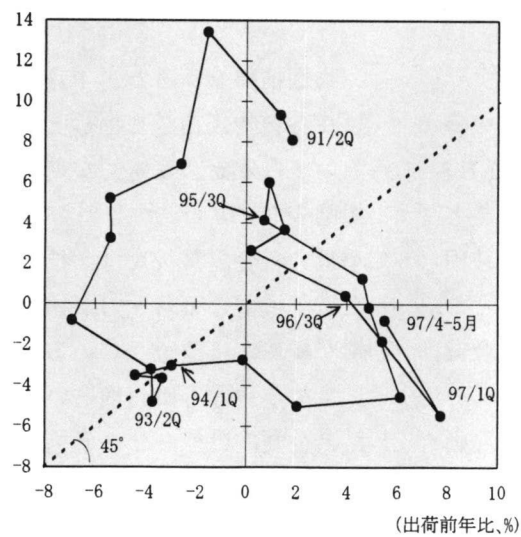
鋁工業生産・出荷・在庫

(1) 鋁工業生産・出荷・在庫



(2) 在庫循環

(在庫<期末>前年比、%)



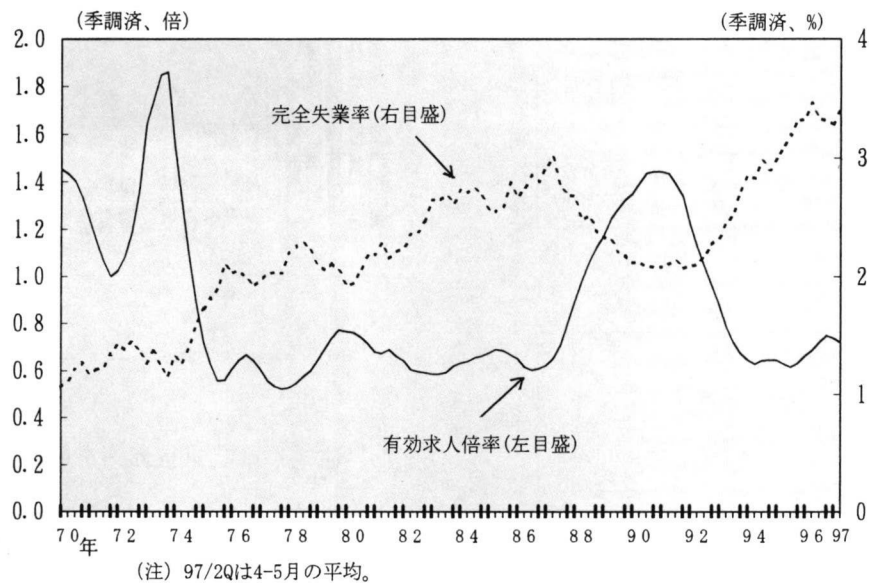
- a 回復局面
- b 在庫増し局面
- c 在庫増上り局面
- d 在庫調整局面

(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」

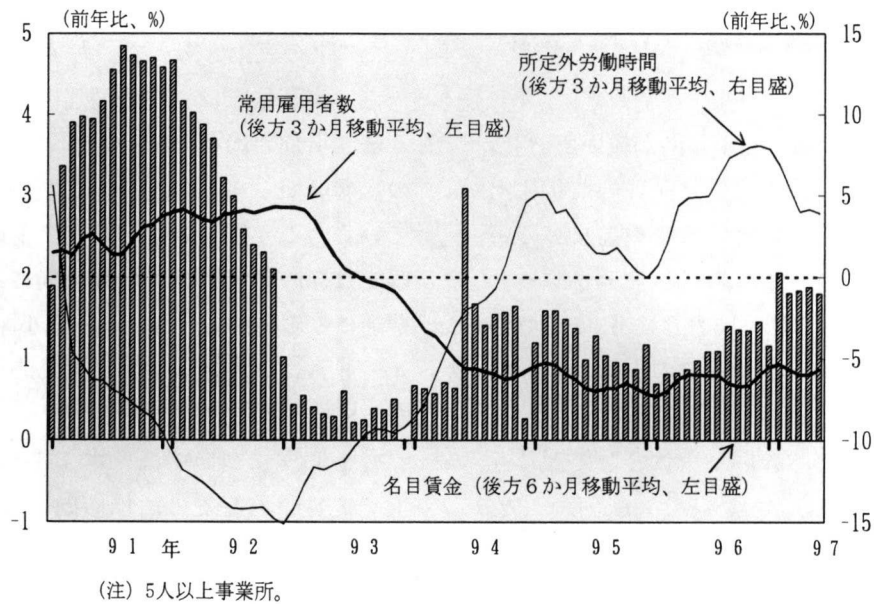
(図表 4)

雇用関連指標

(1) 労働需給



(2) 所得環境

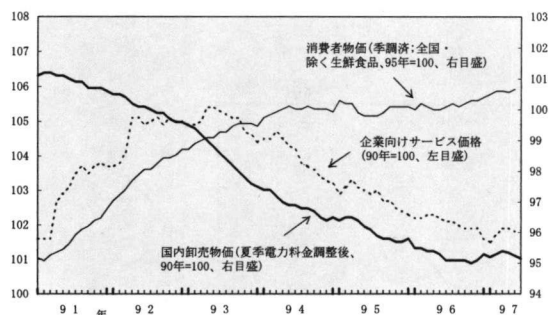


(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、
総務庁「労働力調査」

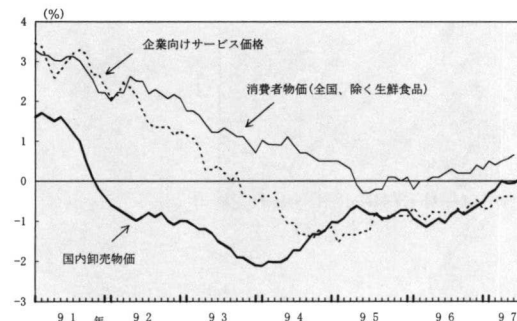
(図表 5)

物 価

(1) 水準



(2) 前年比



(注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

2. (1)の消費者物価は、95年基準の季節調整済みと90年基準の季節調整済みとを、95年1月でリンクさせたもの。

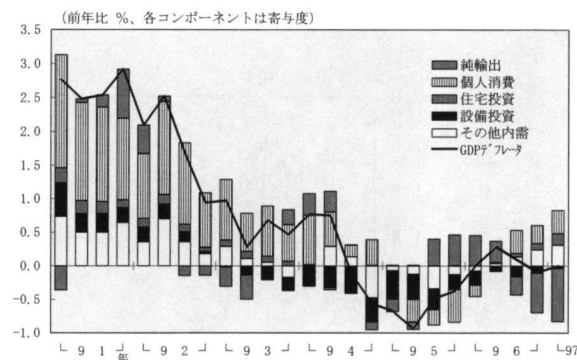
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

して前年比マイナス幅の縮小傾向が続いており、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇幅は、小幅ながらこのところやや高まっている。この間、1～3月までのGDPデフレータの動きを前年比でみると（図表6）、円安と原油高を背景とする輸入デフレータの上昇（＝純輸出デフレータの下落）と、内需項目のデフレータ上昇が概ね打ち消し合い、全体としてゼロ近傍の動きとなっている。

地価に関しては、商業地では、都心に近く大規模開発が可能な優良地で下げ止まりが明確化しつつある一方、不整形、小規模の土地では下落を続けており、二極化傾向が目立っている。

(図表 6)

GDPデフレータ



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

また、住宅地は、東京都内を中心に下げ止まり傾向となっている。

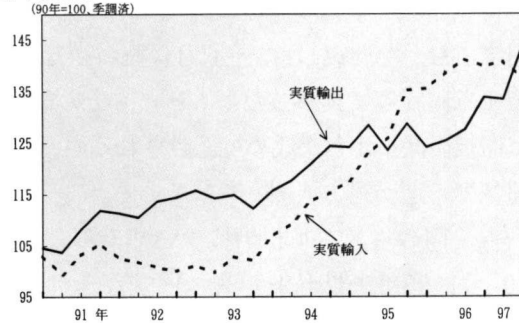
対外収支の動向をみると（図表7）、実質輸出は、堅調な海外需要や既往円安の影響から、増勢を続けており、とりわけ4～6月は、1～3月に内需増からメーカーの輸出余力が低下していたことの反動もあって、大幅な増加となった。一方、実質輸入は、情報関連内需の拡大等が引き続き増加要因として働いているが、既往円安の影響等から、このところ足踏みの動きとなっている。こうした輸出入動向を受け、実質貿易収支は、昨年後半以降増加傾向にあるが、四半期別にみると、1～3月に一旦小幅減少した後、4～6月には大幅増加と、振れの大きい展開になっている。

経常収支については、本年1～3月までは、上記実質貿易収支の増加傾向にもかかわらず、原油価格の上昇が金額ベースの輸入を押し上げていたことなどから、黒字増大が殆ど表面化しなかった。しかし、4～6月には、上述した実質貿易収支の動きに、原油価格低下の影響が加

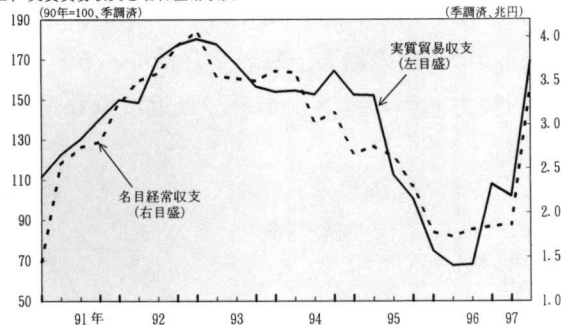
(図表 7)

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. 97/2Qの名目経常収支は、4-5月計数の四半期換算値。
 (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」

わる形で、経常収支の黒字も急速に拡大した。

2. 最近の金融情勢

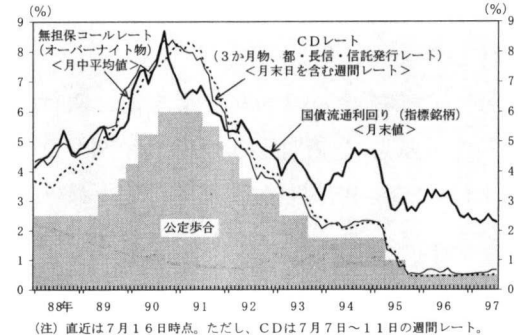
(1) 金融市況

短期金融市場の金利をみると(図表8上)、無担保コール翌日物レートは概ね公定歩合(0.5%)をやや下回る水準で、また3か月物CDレートは概ね0.6%台で推移している。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の傾きが、5月末頃には一旦右上がりの度合いを強めたが、最近では再び4月上旬頃と同様の緩やかな傾斜になっており、市場における金利先高観は強くないように窺われる。

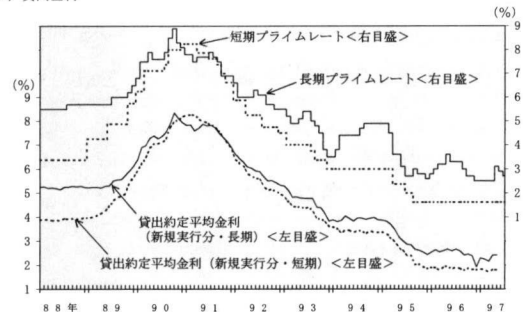
(図表 8)

金利

(1) 公定歩合と市場金利



(2) 貸出金利



- (注) 直近は7月16日(貸出約定平均金利は97/5月分)。
 なお、貸出約定平均金利は93/9月までは全銀ベース、93/10月以降は国内銀行ベース。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

次に、長期金利(国債指標銘柄の流通利回り)をみると(図表8上)、4月上旬には2.1%割れの史上最低水準まで低下したが、4月後半以降、景気や金融システムに関する不透明感が徐々に後退したため、後述の通り株価が逸早く持ち直し、次いで長期金利も反発、5月下旬には2.7%近くまで上昇した。もっとも、その後は、景気回復の緩やかさが改めて認識される中、長期金利は再び低下しており、最近では2.2~2.3%程度の動きとなっている。5月下旬と最近の相違を、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・レートでみると(後掲図表9下)、全期間にわたって低下しているが、相

対的には1～2年先にスタートする金利の低下幅がやや大きく、今後3年程度までを視野に入れた市場の景況感、ないし金利観が、再びやや慎重化したように窺われる。

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。長期プライムレートは、昨年12月に史上最低水準の2.5%まで低下したが、5月に0.6%引き上げられた後、6月、7月には各々0.2%ずつ引き下げられ、現在は2.7%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。

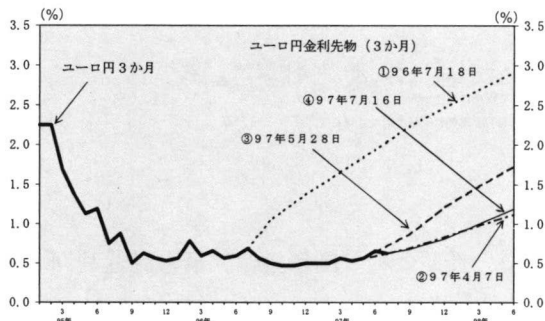
この間、日経平均株価は（図表10上）、4月後半以降、景気や金融システムを巡る不透明感が後退するもとで回復し、5～6月は概ね2万円～2万1千円程度で推移した。もっともその後は、景気回復の緩やかさが改めて認識される中、2万円前後で一進一退の展開となっている。

一方、円の対米ドル相場についてみると（図表10下）、95年央以降ドル高・円安が進行してきた。しかし、5月初に127円台まで達した後は、日米長期金利差が幾分縮小したことや、わが国経常黒字の拡大予想等を背景に、5月前半に円高方向への動きが進み、最近では概ね113～

（図表 9）

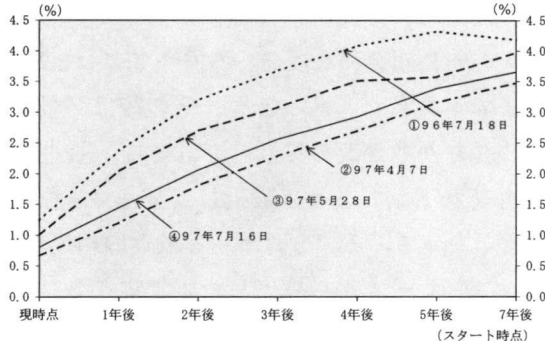
市場の金利観

（1）ユーロ円金利先物（3か月）



（注）ユーロ円3か月は月末値（7月は16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

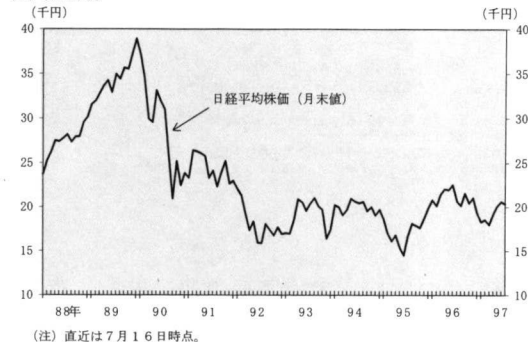


（資料）「日経金融新聞」等

（図表 10）

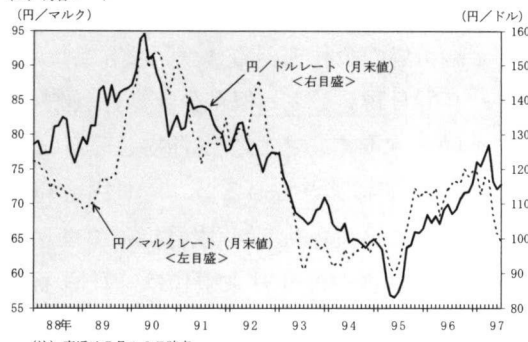
株価・為替レート

（1）株式市況



（注）直近は7月16日時点。

（2）為替レート



（注）直近は7月16日時点。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

116円程度で推移している。この間、円はドイツマルクに対しても、欧州通貨統合を巡る不透明感といったマルク側の要因もあって、5月以降上昇傾向にあり、最近では概ね64～65円前後で推移している。

(2) 量的金融指標

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10～12月-0.4%、97年1～3月-0.2%、4～6月-0.1%と、依然盛り上がりや欠く状況が続いている(図表11)。一方、資本市場調達(グロス・ベース)をみると、エクイティー調達は本年入り後低水準となっているが、普通社債については、低金利等から大

企業を中心に起債意欲が強く、総じて高水準の発行が続いている(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が、増勢が鈍化しつつも堅調に推移している(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%前後の動きを続けている(96年10～12月+3.4%、97年1～3月+3.0%、4～6月+3.0%)。また、こうした $M_2 + CD$ の動きを季調済み3か月前比(年率)でみると(後掲図表13下)、昨年後半から本年初めにかけて伸び率

(図表12)

資本市場調達・個人向け貸出

(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		97年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
都市銀行	1.1	0.0	0.4	0.5	0.3	0.6	0.4	0.5
長期信用銀行	-2.9	-4.1	-2.0	-1.4	-1.8	-1.2	-1.6	-1.5
信託銀行	-2.2	-4.2	-5.1	-5.2	-5.2	-5.1	-5.2	-5.2
地方銀行	3.0	2.0	1.5	1.3	1.4	1.2	1.4	1.3
地方銀行Ⅱ	-0.7	-1.4	0.1	0.4	0.5	0.7	0.4	0.2
5業態計	0.7	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1
円貸出	0.3	-0.6	-0.4	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
インバトローン	5.5	1.7	2.2	1.7	2.3	2.4	1.6	0.9

(2) その他金融機関の総貸出

(末残前年比、%)

	96年		97年		97年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
外国銀行	16.6	17.2	14.4	23.9	20.0	15.7	29.4	27.0
信用金庫	0.4	1.0	0.4	0.3	0.4	1.0	1.6	0.3
生命保険	-0.8	-1.1	-3.0	n.a.	-3.0	n.a.	n.a.	n.a.
政府系金融機関	2.2	3.9	4.8	n.a.	4.8	4.8	4.8	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「全国信用金庫主要動向」、生命保険協会「総勘定元帳残高表」等

(1) 資本市場における民間資金調達

(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
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	133,771 (38.9)	74,720 (15.0)	33,136 (2.2倍)	3,591 (-46.6)	22,324 (2.3倍)
96年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	19,688 (-38.2)	16,139 (-14.3)	1,151 (-84.0)	176 (-94.1)	2,222 (-21.1)
4～6月 ^p	31,195 (-9.4)	27,673 (38.6)	2,724 (-73.3)	104 (-92.1)	694 (-76.6)

- (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6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

(末残前年比、%)

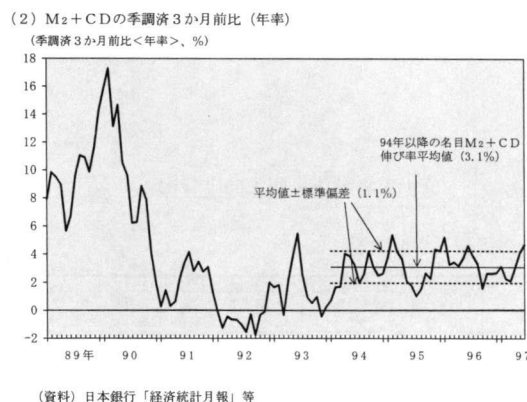
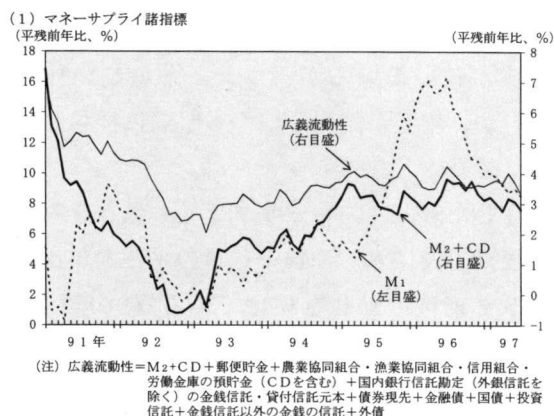
	住宅信用 合計		消費者信用<国内銀行> ()内は新規貸出前年比、%	
	国内銀行	住宅公庫		
96年3月末	7.1	14.8	0.7	-6.6 (-1.0)
6月末	7.1	15.5	0.4	-6.4 (6.1)
9月末	7.3	11.7	3.5	-5.3 (-15.1)
12月末	7.6	7.9	7.4	-5.4 (-9.1)
97年3月末	8.5	7.6	9.4	-5.5 (-5.7)
96年度末残高 (億円)	118.2	56.5	61.6	15.1

(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

(図表 13)

マネーサプライ



が一旦やや低下したが、最近は再び伸び率が幾分上向いてきている。もっとも、この程度のマネーサプライの変動は、94年以降の総じて安定的な動きの範囲内に収まっており、マネーと実体経済との間に存在する関係が短期的には緩いものであることを踏まえると(注2)、景気の現状や先行きについて強いシグナルを有しているとは考えにくい。

この間、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、金利水準が低いもとでM₁とそれ以外の金融資産との利回り格差が小さいため、M₁の平残前年比は、一頃に比べて低下してきたとは言え、10%近くの高い伸びとなっている。

なお、7～9月におけるM₂+CDの平残前年比は、概ね4～6月と同様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(図表14)、GDPベースの名目公的固定資本形成、公共投資関連財出荷ともに、減少を続けている。発注の動きを示す公共工事請負金額については、96年度補正予算分の発注から、このところやや持ち直しており、目先夏場にかけては工事量がある程度下支えとみられる。しかし、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り、また国の98年度当初予算も減少する見込みにあることなどに鑑みると、先行き公共投資は、基調的には減少の方向にあるとみられる。

しかし他方で、純輸出を取り巻く環境は、海外需要の堅調持続や、95年央から本年春まで続いた円安等を背景に、総じて良好である。実際、円の実質実効レートをみると(図表15上)、対米ドルで127円まで円安となった5月初に比べれば最近はやや円高方向へ戻っているが、引き続

(注2) 共和分析という計量分析手法を用いると、M₂+CDとGDPとの間に「長期均衡関係」が存在することが認められる。ただし、この「長期均衡関係」とは、あくまでも長期平均的な関係を捉えたものであり、短期的には均衡値から相当程度乖離することもある。詳しくは、「M₂+CDと経済活動の関係について」(日本銀行月報97年6月号)を参照。

き91年頃の相場水準にある。また、加工業種の内外価格差（試算値）をみると、対中国を除き、海外製品と比べた日本製品の割高感はほとんどなく（図表15下）、94～95年頃に一旦低下したわが国製造業の価格競争力が、その後の円安によって回復してきている。

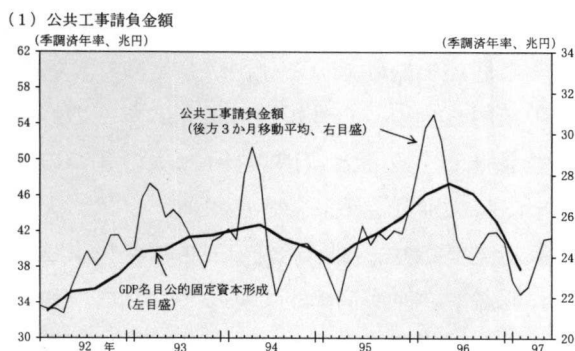
こうしたもとで、実質輸出は、各財とも増加傾向にあるが（後掲図表16上）、とりわけ資本財・部品や自動車関連の増加が全体の増加に大きく寄与している。このうち、自動車関連については、わが国自動車メーカーが中期的には現

地生産化を推進し、輸出を絞っていく経営戦略を基本としているが、ウェイトの大きい資本財・部品については、既往円安による価格競争力回復が高水準の海外向け受注につながっているため、全体として、当面堅調な輸出が続くとみられる。

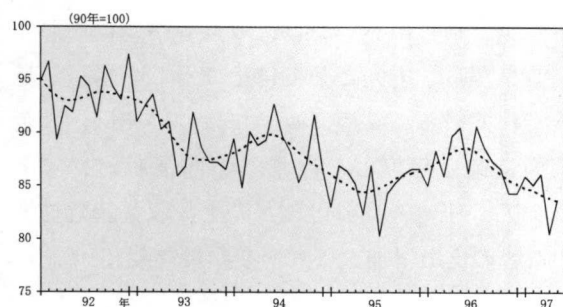
一方、実質輸入を財別にみると（後掲図表16下）、①消費財や中間財が頭打ちとなる中で、②資本財・部品は、増勢は鈍化しつつもなお増加傾向を維持しており、③IC等電子部品もこのところ持ち直しつつある、といった特徴がみられる。このように、情報関連の財については、わが国の市場が成長期にあり、かつ国際分業が著しく発達しているため、引き続き輸入が増えやすい環境にあると考えられる。もっとも、上

(図表14)

公共投資



(2) 公共投資関連財出荷

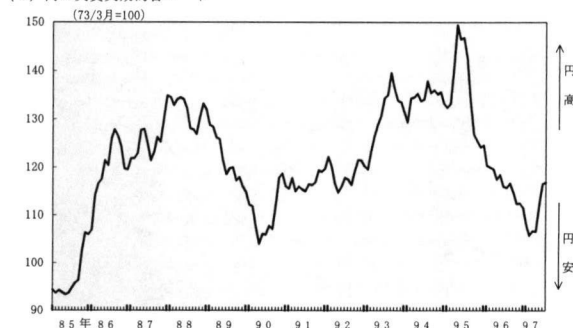


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

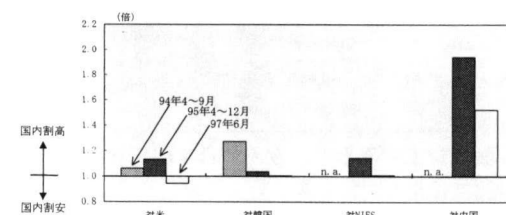
(図表15)

製造業の価格競争力

(1) 円の実質実効為替レート



(2) 加工業種の内外価格差



(資料) 通商産業省「産業の中間投入に係わる内外価格調査」

ただし、97年6月については、海外製品価格は95年から横道いとして推計。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、また後者については一般機械、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。

述した既往円安の影響が、価格弾性値の高い加工製品全般にかなり鮮明に現れており、内外価格差が小さい現状では、輸入が全体として大幅に増加することは、当面見込みにくいと思われる。

既述の通り、4～6月における純輸出の急増は（前掲図表7）、1～3月の輸出が内需盛り上がりによって制約を受けたことの反動という一

時的な要因による面が大きい。しかし、振れを均した純輸出の増加傾向自体には、堅調な海外需要や既往円安といった基本的な要因が作用していることを踏まえると、純輸出は、4～6月における大幅増加の後も、底固く推移することが予想される。また、経常収支も、上記純輸出と基本的には同様の動きになると考えられる。

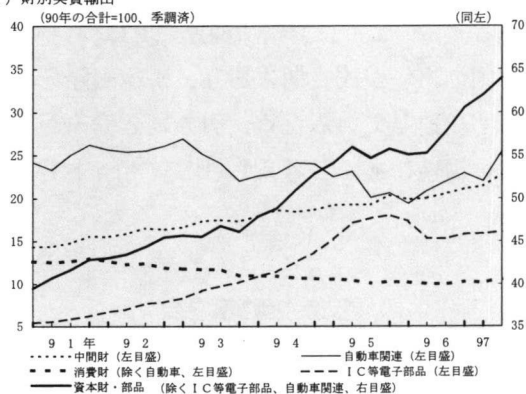
以上のような公共投資や純輸出のもとで、民間部門の先行きはどのように展望されるであろうか。以下では、企業収益の動向を起点に、景気回復のメカニズムがどの程度強まってきているかをみていくこととする。

まず、大企業製造業の収益は、リストラ効果や国内売上げの増加に、既往円安を背景とした輸出価格や輸出数量面からの効果も加わって、着実な増加を続けている（図表17）（注3）。その他の部門も含め、6月短観により97年度の経常利益見通しをみると（図表18）、次の3つのグループに大別できる。第1のグループは、大企業製造業であり、3年連続の二桁増益によって既に収益レベルが高まっている中、良好な輸出環境や、情報関連需要の拡大等を背景に、さらなる増益が見込まれている（注4）。第2のグループは、大企業非製造業および中小企業製造業であり、これらにおいては、収益レベルはなお今一つながら、方向としてはそこそこの増益が見込まれている。このグループについては、大企業製造業を起点とした景気の回復が、ソフトウェア、リース、広告など売上・収益基盤拡大のための支出増加や（大企業非製造業）、下請け

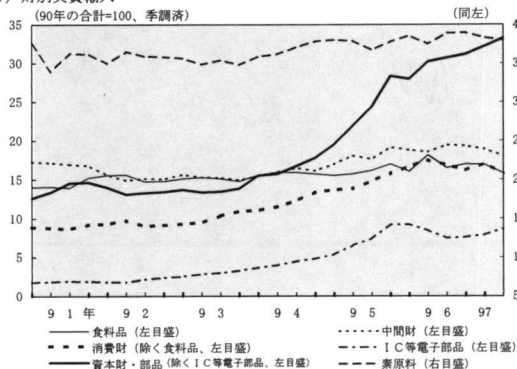
（図表16）

財別実質輸出入

（1）財別実質輸出



（2）財別実質輸入



（注）「素原料」は原料品、鉱物性燃料

（資料）大蔵省「外国貿易統計」、日本銀行「卸売物価指数」

（注3）図表17上をみると、投入数量や固定費が次第に増加しているが（グラフでは下向き）、それらは売上高増加との対比では相対的に小幅に抑えられている。これは、企業が、売上・収益基盤の拡大に直接効果のある支出には積極的になってきているが、全体としては経費抑制の姿勢を継続していることを示唆している。

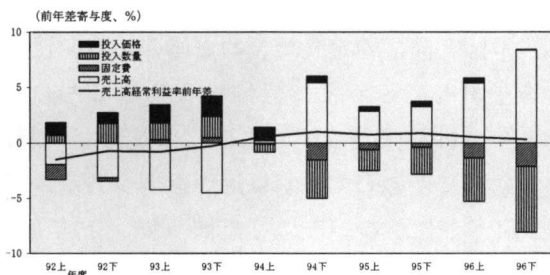
（注4）6月短観の97年度収益見通しにおいて前提とされている為替相場は、主要企業製造業の平均で1ドル=114.56円である。

(図表 17)

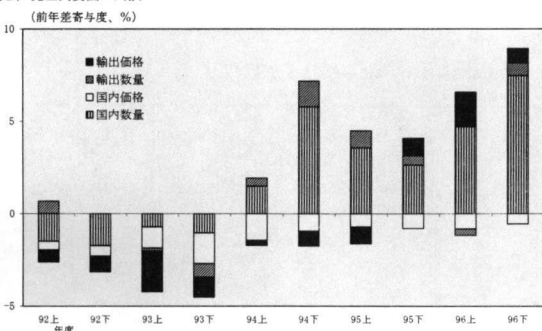
経常利益の変動要因(大企業製造業)

<法人季報ベース、除く石油石炭>

(1) 売上高経常利益率



(2) 売上高要因の内訳



(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。

$$\Delta \frac{\pi}{S} = \frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta P_i}{P_i} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta Q_i}{Q_i} - \frac{\Delta FC}{S}$$

売上高要因 投入価格要因 投入数量要因 固定費要因

$$\frac{FC+VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} = \frac{FC+VC}{S} \cdot \left(\frac{PdOd}{S} \cdot \frac{\Delta Pd}{Pd} + \frac{PeOe}{S} \cdot \frac{\Delta Pe}{Pe} + \frac{PdOd}{S} \cdot \frac{\Delta Od}{Od} + \frac{PeOe}{S} \cdot \frac{\Delta Oe}{Oe} \right)$$

売上高要因 国内価格要因 輸出価格要因 国内数量要因 輸出数量要因

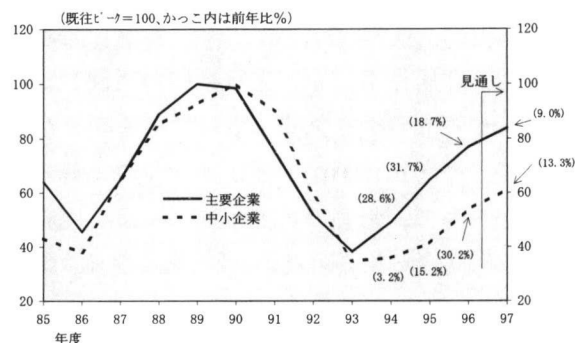
ただし、 π : 経常利益、 S : 売上高、 FC : 固定費、 VC : 変動費
 Pd : 国内価格、 Pe : 輸出価格、 P_i : 投入価格
 Od : 国内数量、 Oe : 輸出数量、 Q_i : 投入数量

(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」

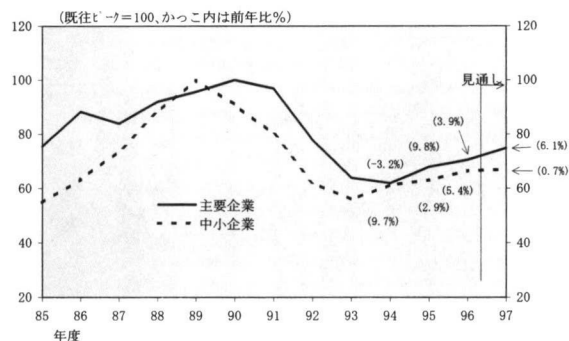
(図表 18)

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」

企業の受注回復(中小企業製造業)などの形で、ある程度明確に波及しつつある。最後のグループは中小企業非製造業であるが、収益レベルが低いうえ、増益テンポも極めて緩やかなものにとどまっている。その背景としては、①サービス、飲食等に対する企業の経費が引き続き抑制されていること、②中小建設業には公共投資減少の影響が及びやすいこと、③中小の卸小売業等にとっては規制緩和が経営環境を厳しくしていること、など様々な要因が存在するとみられ、

今次局面においては、景気回復の力がなかなかこのグループに浸透していかない点に特徴があるように思われる。

このように部門毎には回復力にばらつきが残っているが、企業収益は全体として、97年度も改善を続ける見込みである。設備投資は、こうした企業収益の改善を基本的な背景にして、増勢を持続していくとみられるが、この他にもいくつかの設備投資回復を促す要因を指摘することができる。

すなわち、まずストック面から投資環境をみると、短観の生産設備判断DIは、大企業はも

とより、中小企業でも設備過剰感の後退が続いており、資本ストック循環の観点からは、引き続き設備投資が増加しやすい局面にあると言える（図表19上）。建設投資については、建築着工床面積（非居住用）など先行指標の回復がこのところややもたつき気味となっているが、空室率の低下や新規賃料が下げ止まりつつあることなどからみて、都心のオフィスビル需給は着実な改善傾向にあり（図表19下）、建設投資の環境

も徐々に好転してきていると考えられる（注5）。

設備投資の増加モメンタムを作り出しているもう一つの要素は、情報化の流れである。試みに、米国と同様の定義で、わが国の情報関連投資を推計してみると、設備投資全体に占めるウェイトは、未だ米国の水準には及ばないが、近年急速に上昇して2割に近づきつつある（図表20上）。しかも、この2年間（95、96年度）

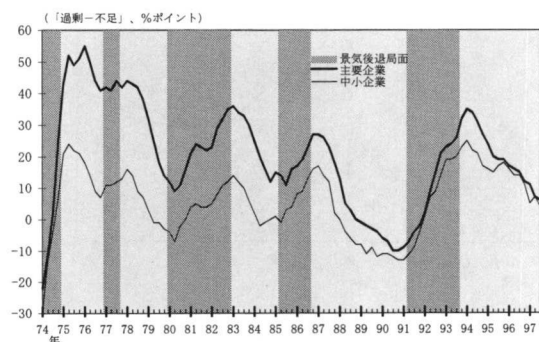
（図表20）

情報関連投資（1）

（図表19）

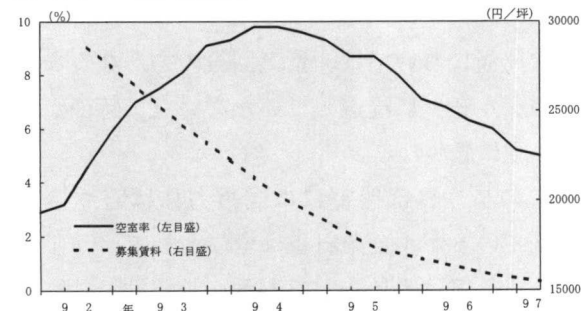
ストック調整

（1）生産設備判断D、I。（製造業）



（注）97/3Qは先行き見通し。

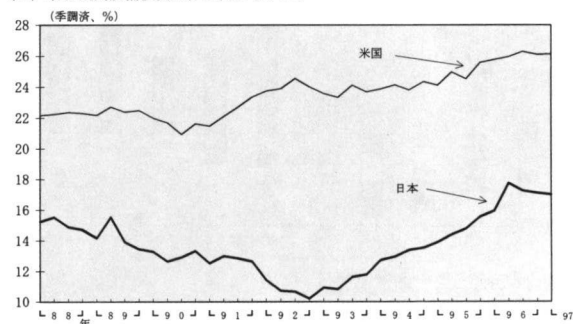
（2）オフィスビル需給（東京23区）



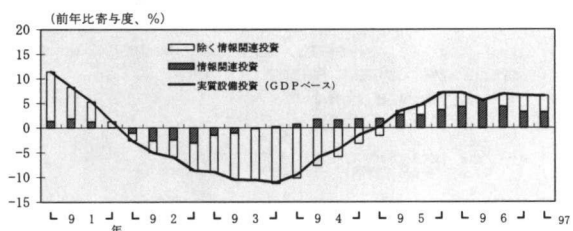
（注）募集賃料については95年までは年ベース。96年12月以降は四半期ベース。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、
（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」

（1）名目民間設備投資全体に占めるシェア



（2）GDPベース設備投資に対する寄与



わが国の情報関連投資については、米国における情報関連投資（Information Processing and Related Equipment）の定義と同様の品目分類（通信関連機器、コンピュータ及び周辺装置、事務用機器、科学・光学装置）により、下記の手順により作成した。

- （1）80-85-90年連続産業連関表（90年基準）において、上記の分類に合致する品目を選定し、当該品目の国内（民間）総固定資本形成額（生産者価格）の合計額をベンチマーク年（＝90年）における情報関連投資額とする。
- （2）通産省生産動態統計調査、大蔵省「外国貿易概況」、「電子工業輸出入実績表」の月次データから、上記の分類に合致する品目をそれぞれ選定し、内需＝生産＋輸入－輸出の考え方により、月次および四半期の情報関連内需データを作成。
- （3）上記（1）で求めたベンチマーク年（＝90年）の情報関連投資額に、（2）で求めた四半期毎の情報関連内需データの伸び率を乗じることにより、各期の情報関連投資額を算出。
- （4）下図および次の図表21上で用いている実質ベースの情報関連投資を算出するに当たっては、国内GDPの当該品目を90年産業連関表ウェイトで合成した「情報関連投資デフレーター」を用いた。

（注5）これまでの着工状況と、着工から竣工までのタイムラグを勘案すると、東京23区のオフィスビル供給戸数は先行き2～3年にわたり低水準で推移するとみられる。事実、不動産業界でも、2000年頃までのオフィスビル需給は比較的タイトに推移するとの見方が増えている。

における設備投資全体の増加額に対する比率では、情報関連投資が6割程度を占めるに至っており、情報関連投資が設備投資全体に与える影響は大きい(図表20下)。こうした事実を鑑み、情報関連投資の内訳をやや詳しくみると、コンピュータ関連と通信機器の増加寄与が大きい(図表21上)。このうち、通信機器については、移動体通信のエリア拡大一巡を主因に、97年度は増加が一服気味になる可能性が高いが(図表21中)、コンピュータ関連に関しては、金融業で規制緩和への対応や更新投資需要がかなり出

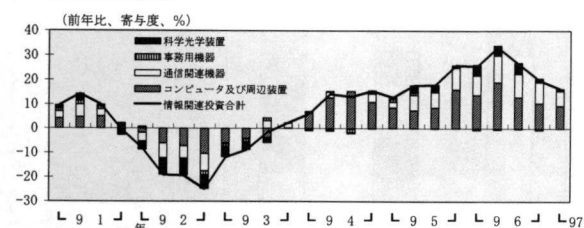
てくるとみられるほか(図表21下)、2000年問題を契機とするシステム再構築等の動きも企業部門全般にみられるため、引き続きかなりの増加を期待することができる。

以上のように、設備投資を押し上げるいくつかの力が明確に認められる一方で、バランス・シート調整圧力については、調整が徐々に進みつつあるとは言え、依然として根強く残存していることも見逃すことはできない(注6)。純債務残高/売上高比率をみると(図表22)、不動産業で引き続き極めて高い水準にあるほか、不動産

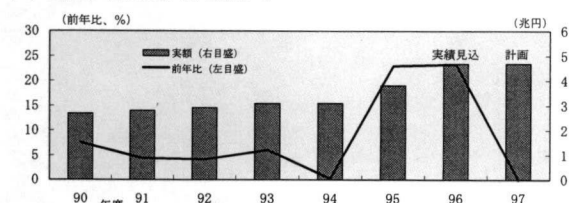
情報関連投資(2)

(図表21)

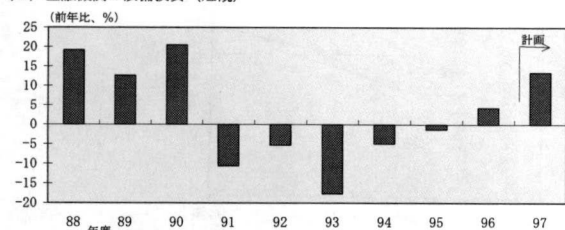
(1) 実質情報関連投資



(2) 通信業の設備投資(郵政省調べ)



(3) 金融機関の設備投資(短観)



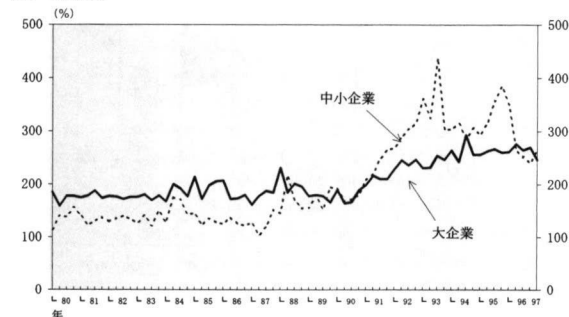
(注) 金融機関の機械化投資計画の調査結果を示す。

(資料) 郵政省「通信産業設備投資等実態調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

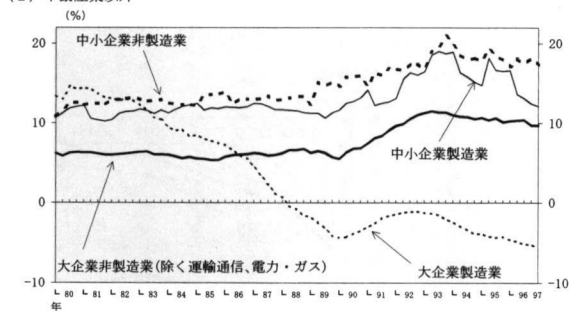
純債務残高/売上高比率

(図表22)

(1) 不動産業



(2) 不動産業以外



(注) 1. 純債務残高=(仕入債務+短期借入金+その他流動負債+社債+長期借入金+その他固定負債)-(現金+売上債権+短期保有有価証券+その他流動資産+投資有価証券+長期貸付金+その他投資等)
2. 大企業は資本金10億円以上の企業、中小企業は同10億円未満の企業。
3. 売上高は年率換算したものをを用いた。
4. 計数は季節調整済み。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(注6) 既述の通りオフィスビルの投資環境が改善しているにもかかわらず、着工の回復が現状それほど明確でないのは、バランス・シート調整圧力により、デベロッパーのリスク・テイク能力が低下していることが、影響していると考えられる。

業以外でも、中小企業非製造業を中心に高水準にある(注7)。こうした調整圧力は、企業のリスク・テイク能力を制約し、設備投資の回復力を抑制する作用を持つとみられる。

企業部門に関する以上の点を要約すると、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情報関連投資の増加、を主な

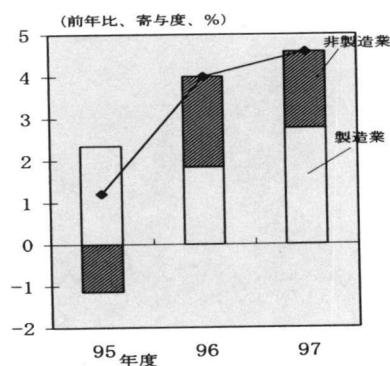
背景として、先行きも増加基調を続けていくとみられる。しかし、バランス・シート調整圧力の残存や、大規模な能力増強を刺激するような需要拡大業種が見当たらない状況を踏まえると、設備投資に力強さが増していくとみることは、現時点では難しい。実際に、6月短観で97年度の設備投資計画を確認すると(図表23)、主要企

(図表 23)

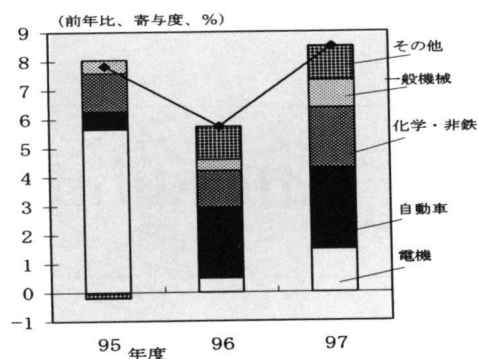
97年度設備投資計画(短観)

(1) 主要企業

①全産業

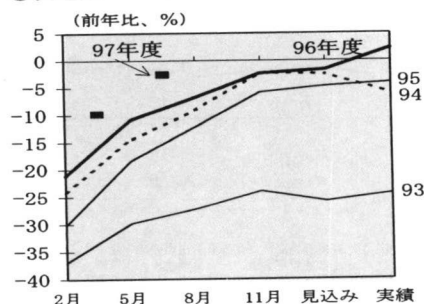


②製造業

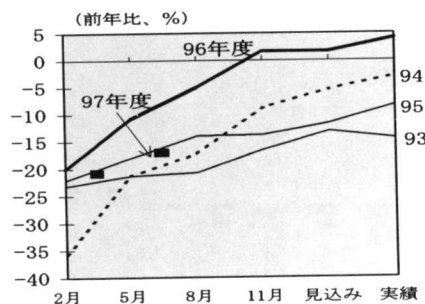


(2) 中小企業の計画修正状況

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7) 企業倒産件数が高水準で推移していることも、バランス・シート問題が引き続き調整過程にあることを示唆していると言えよう。なお、大企業非製造業についても、全体としてみれば既述の通り景気の回復が及んできているが、建設、不動産等の業種では、バランス・シート調整圧力の影響が根強い。

業では、自動車、化学・非鉄、一般機械など製造業を中心に着実な増加が見込まれるが、全体として加速感は窺われない（注8）。一方、中小企業についても、製造業ではマイナス幅がこの時期としては小さく、今後順調に上方修正されていけばかなり良好な着地が期待できる反面、非製造業では回復の鈍さが目立っており、既述の収益状況等を反映して両部門のコントラストが認められる。

次に、家計部門についてみると、まず雇用環境を確認しておくと、生産が底固く推移し、収益の改善が続くもとで、企業の雇用過剰感は、緩やかながらも着実に後退している（図表24上）。こうした状況を反映して、求人が増加傾向を続けているほか（図表24中）（注9）、新卒採用も、5年振りに増加に転じた97年度に続き、98年度も増加の計画となっている（図表24下）。この間、失業率については、高止まりが続いているが、失業者の内訳をみると（後掲図表25上）、増加しているのは自発的な離職者や新たに求職活動を始めた者であって（注10）、不況・リストラ型の失業に当たる非自発的な離職者はこのところむしろ減少している。また、転職希望者比率が上昇傾向にあることも注目される（後掲図表25下）。これらを踏まえると、最近の失業率の高止まりは、就職環境の好転に誘発されて、より良い職を求める動きや、これまで就職を諦めていた者の求職開始など、労働者側の求職・転職意欲が

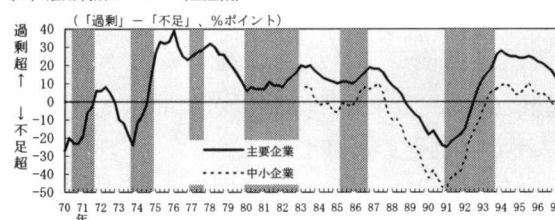
高まったことによる面が大きいとみられ、景気の緩やかな回復と矛盾しない動きであるように思われる。

賃金面をみると、企業はバブル崩壊後に極めて大きな人件費調整圧力に直面したことの学習

（図表24）

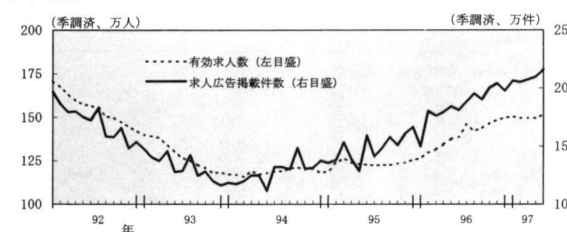
雇用

（1）雇用判断D. I.（全産業）



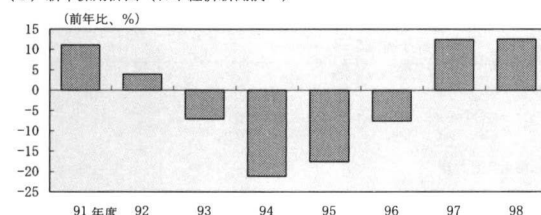
（注）シャドー部分は景気後退局面。

（2）求人



（注）いずれもX-12-ARIMA（βバージョン）による季節調整。

（3）新卒採用計画（日本経済新聞調べ）



（注）1. 日本経済新聞が例年6月に掲載している新卒採用計画調査より抜粋。
2. 新卒は、大卒・短大・専門学校・高専卒、高卒の合計。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、労働省「職業安定業務統計」、全国求人情報誌協会「求人広告掲載件数結果」、日本経済新聞

（注8）主要企業非製造業の97年度計画は、96年度に近い増加率となっているが、増加額の3分の2程度は電力・ガスの寄与によるものである。電力・ガスの投資計画については、近年のパターンや現時点での業界情報を総合すると、今後下方修正される公算が大きいことに留意する必要がある。

（注9）有効求人数は、このところ回復の足取りが一段気味となっている。これは、公共投資や住宅投資の減少を背景に、建設労働者に関しては需給が引き緩み傾向にあり、建設業のウェイトが高い有効求人数等の職安統計には、その影響が強く現れやすいことによるものとみられる（因みに、96年中における建設業のウェイトは、毎月勤労統計の常用雇用者数では10.3%であるのに対し、職安統計の新規求人数では18.8%）。

（注10）職に就いていない状態から新たに求職活動を始めた者は、図表25上では「その他」に分類されている。

効果もあって、ペア等の固定費負担増につながるような人件費の増大には引き続き慎重であり、所定内給与の回復はそれほど明確ではない。しかし、既述の企業収益の増加は、特別給与の回復に明瞭に現れてきており、本年夏の賞与を日経連ベースでみても、昨年夏に近い比較的高い伸びが見込まれている（図表26上）。こうした特別給与の増加や、上記労働需給の改善を背景とした常用雇用者数の緩やかな回復などから、雇用者所得の伸び率は徐々に高まってきており（図表26下）、企業部門の回復が家計にも波及してきていることが確認できる。

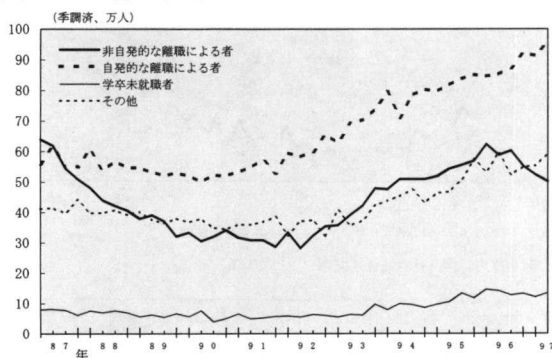
個人消費は、これまでのところ駆け込み需要の反動がなお尾を引いているが、以上のような雇用・所得環境のもとで、駆け込み需要の反動が遠からず一巡していくとみられる。もっとも、消費税率引き上げや、特別減税廃止などの負担増を考えると、実際の購買力につながる実質可処分所得の伸びは、当面かなり緩やかとなろう。以上を踏まえると、個人消費は、駆け込み需要の反動一巡後、回復軌道に復するとみられるが、その回復テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高いと考えられる。

家計部門のもう一つの需要項目である住宅投

失業者

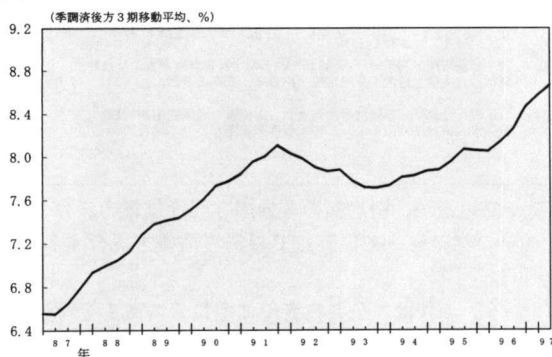
(図表 2 5)

(1) 求職理由別完全失業者数



(注) 1. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。
2. 97/2Qは、4-5月平均。

(2) 転職希望者比率



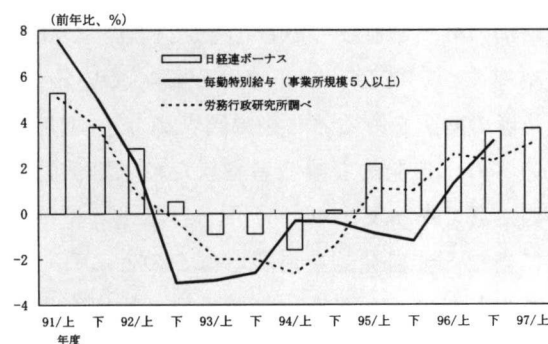
(注) 1. 転職希望者比率=転職希望者数/就業者数。
2. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。
3. 97/2Qは、4-5月平均。

(資料) 総務庁「労働力調査」

家計

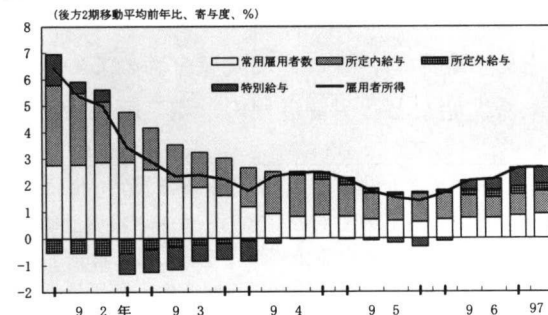
(図表 2 6)

(1) 特別給与



(注) 97/上の日経連ボーナスの集計対象は282社 (うち製造業223社)、
労務行政研究所の集計対象は東証1部上場企業311社 (うち製造業267社)。

(2) 雇用者所得



(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「賞与・一時金労使交渉状況」、
労務行政研究所「すでに決まっている97年夏季一時金(ボーナス)の妥結状況」

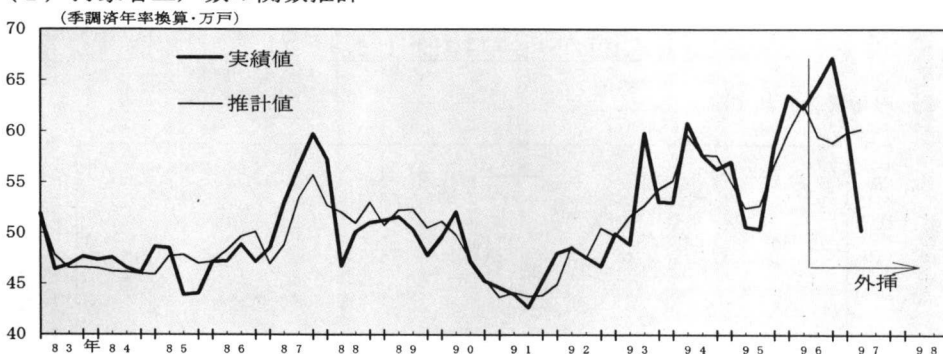
資については、96年10月の着工が季調済み年率182万戸と約23年振りの高水準に達するなど、昨年中の駆け込み需要が非常に大きく、現在はその反動が顕在化している（注11）。しかし、低金

利のもとで基本的には良好な住宅投資環境が続いていることを踏まえると（図表27下）、住宅投資は、年度後半に向けてある程度持ち直していくことを期待することができよう。

（図表 27）

住宅投資

（1）持家着工戸数の関数推計

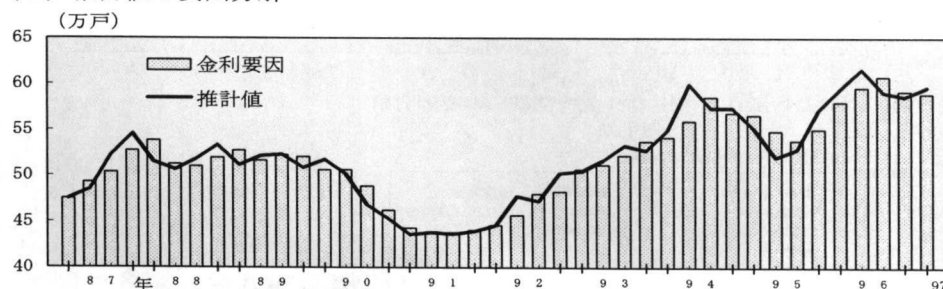


$$\begin{aligned} \text{持家着工戸数} = & 5.205 + 0.231 * \text{持家着工戸数}(-1) \\ & (6.10) \quad (2.23) \\ & + 10.518 * \text{公庫住宅ローン金利前期差} + 0.552 * \text{資金調達可能額}(-1) - 0.766 * \text{住宅価格}(-1) \\ & (3.33) \quad (6.87) \quad (-5.72) \end{aligned}$$

計測期間：1983/2Q-1996/2Q, $R^2=0.76$, $SE=4.8\%$, Durbin's $h=0.8646$, 金利以外の変数は対数値。

- （注）1. 資金調達可能額は金利、可処分所得、純貯蓄、公庫融資限度額等から計算。住宅価格は建設工事費デフレーター、「都道府県地価調査」等から計算。詳細については情勢判断資料（1996年秋）等の「持家取得能力指数」の資金調達可能額、住宅価格の定義を参照。
2. 97/2Qの実績については4、5月の平均値。

（2）推計値の要因分解



- （注）1. 説明変数に持家着工戸数の自己ラグが含まれているため、要因分解は繰り返し代入によって求めた。繰り返しは過去の変数の影響が概ね出尽くす5期前まで行った。
2. 「金利要因」は、上式の要因分解による「資金調達可能額要因」のうち、金利変化に伴う資金調達可能額の変動の影響のみを取り出し、それを87/1Qを起点に積み上げたもの。

（資料）建設省「建設統計月報」、総務庁「貯蓄動向調査報告」、国土庁「都道府県地価調査」等

（注11）ここ数か月の落ち込みがとりわけ大きい持家の着工について、一つの試みとして関数推計を行い、実際の着工戸数と比較してみると（図表27上）、96年中は実績値が関数推計値を大きく上回っており、需要の先食いがなされたことが窺われる一方、逆に最近の水準は関数推計値を大幅に下回っており、現状は駆け込み需要の反動がかなりの規模で出ている局面と解釈できる。

(2) 物価の展望

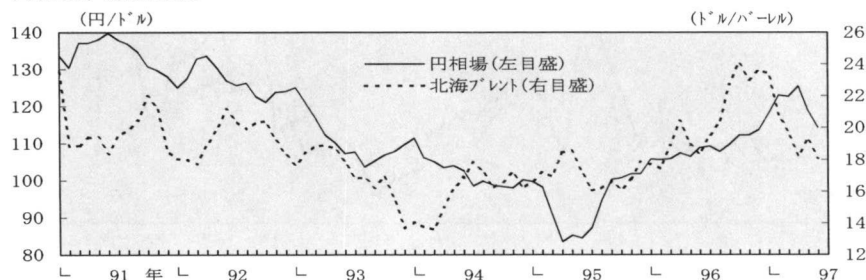
物価の先行きを展望するに当たり、まず輸入物価から国内物価への影響についてみると、既述の内外価格差の状況を背景に（前掲図表15下）、輸入ペネトレーション比率の上昇が一服傾向となっており、製品輸入増加による国内価格下押し圧力は、一頃に比べ弱まってきている。しか

し他方、素材面からの輸入コスト上昇圧力も、後退してきている。すなわち、昨年後半にかなり上昇した原油市況は、本年2月以降下落傾向を辿っており、為替相場も、5月初以降は幾分円高となっている（図表28上）。このため、大幅に上昇してきた輸入物価（円ベース）も、春先以降は下落に転じており（図表28中）、これが

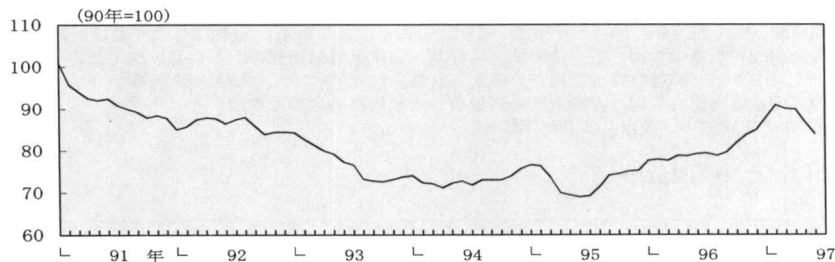
（図表 28）

輸入面からの物価上昇圧力

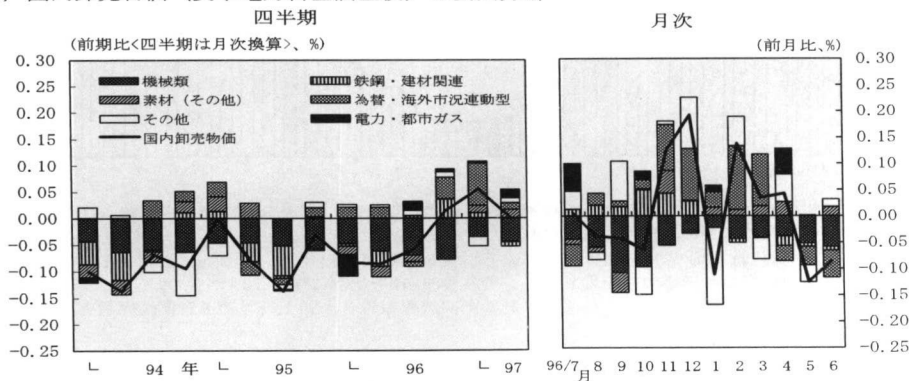
(1) 円相場、原油市況



(2) 輸入物価指数（円ベース）



(3) 国内卸売物価（夏季電力料金調整後）の要因分解



- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
 3. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 4. 素材・その他：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道
 6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

（資料）日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」

4月以降の国内卸売物価にも、「為替・海外市況連動型」業種の価格を一時的に低下させるという形で波及している（図表28下）。これらを踏まえると、輸入物価から国内物価への圧力は、上下いずれの方向にも大きくないと考えられる。

一方、国内需給面からの物価上昇圧力を、製品需給判断D Iや製品在庫判断D Iでみると、最近の水準は比較的高まってきているが、引き締まりのテンポは過去の回復局面に比べ緩やかである（図表29上・中）。先行きについても、最終需要は、既述の通り、全体として拡大が続けるが、そのテンポは緩やかであるため、需給ギャップが目立って縮小するとは考えにくい。このような状況のもと、国内卸売物価は、技術革新を背景とする電気機器等の価格下落と、需給改善を反映したごく緩やかな物価上昇圧力が概ね釣り合う形で、総じて横這い圏内の動きを続けるとみられる。因みに、企業の価格観は、少なくとも目先に関する限り、落ち着いた動きとなっている（図表29下）。

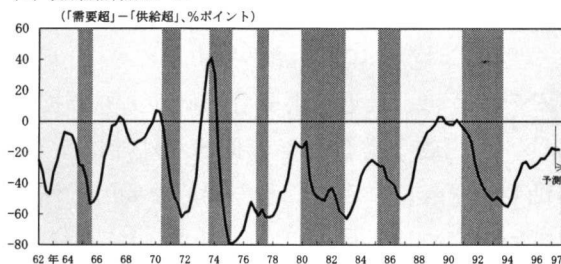
企業向けサービス価格についてみると、このところの前年比マイナス幅の縮小傾向は、①オフィスビル需給の改善傾向を背景に「不動産賃貸」のマイナス幅が縮小していること、②ソフトウェア等情報関連需要の増加を主因に、情報サービスを含む「一般サービス」が前年比プラスに転じていること（注12）、による面が大きい（後掲図表30）。マクロ環境からみて、こうした最近の傾向はなお続くと考えられ、企業向けサービス価格は全体として、徐々に前年比ゼロ近傍の動きになっていくとみられる。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）については、既述の通り前年比上昇幅がこのところやや高まっているが、その要因は、「商品」の下落幅縮小と、「民間サービス」における若干の上昇幅拡大にある（後掲図表31上）。さらに詳しくみると、「商品」の下落幅縮小には、①輸入ペネトレーション比率の頭打ち等を反映して耐久財の価格下落幅が幾分縮小する傾向にあること、

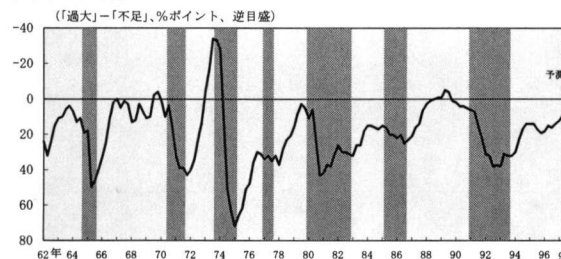
（図表29）

国内需給（主要企業製造業）

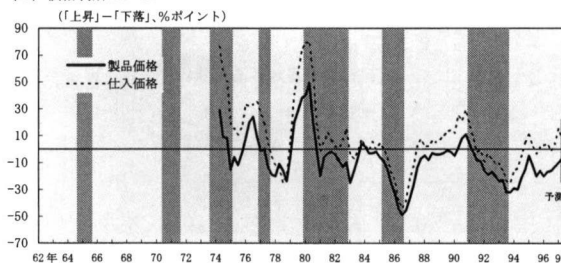
（1）製品需給判断D I



（2）製品在庫判断D I



（3）価格判断D I



（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」

（注12）「一般サービス」が前年比プラスに転じた背景には、情報関連需要の増加のほかにも、オフィスの空室率低下に伴いエレベータ保守等の建物サービスが上昇し始めたことや、労働需給の改善を反映して労働者派遣手数料が上昇し始めたことなど、ところどころにサービス需要増加の影響がみられる。

②春先までの原油高・円安を背景に石油製品の価格が上昇に転じていること、といった2つの要因が主に影響している(図表31中)。このうち、石油製品については、その後の原油価格低下・円高により、前月比ベースでは既に反落し始めており、前年比でも先行き再びマイナスとなっていくことが予想される。他方、「民間サービス」の上昇幅が若干拡大している点については、価格据え置き状態が続いてきた外食が、4月の消費税率引き上げ時に値上げを行ったという一時的な動きが影響しており(図表31下)、これが先行き「民間サービス」価格をさらに押し上げていく要因にはなりにくいとみられる。

このように、最近の消費者物価の上昇幅拡大には、基調的な需給改善の動きだけではなく、石油製品や外食にみられる一時的な要因も作用しているため、先行きについては、上昇圧力が

一本調子に強まっていくとはみられない。ただ、派遣労働者やパート等を巡る需給環境が徐々に引き締まりの方向にあることなどは(注13)、今後注目していくべき動きと言えよう。

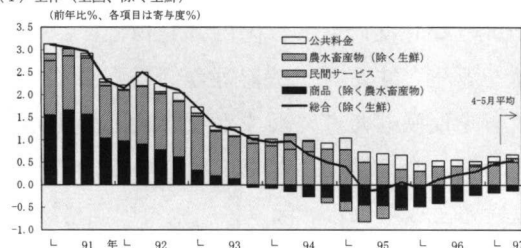
(3) 結び

以上述べてきたことを総括すると、わが国の景気は、企業収益の改善や雇用者所得の増加等にみられるように、生産・所得・支出の好循環メカニズムは引き続き着実に働いており、消費

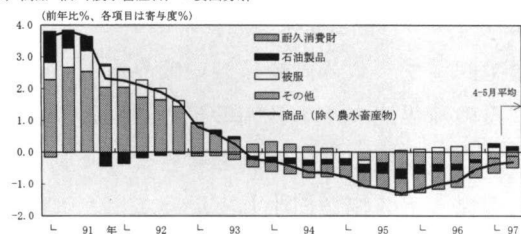
(図表 3 1)

消費者物価

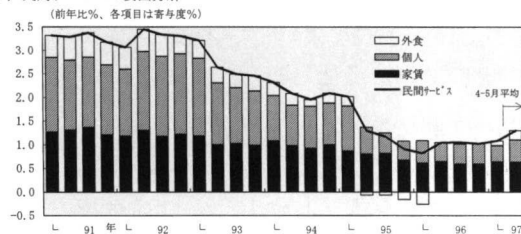
(1) 全体(全国、除く生鮮)



(2) 商品(除く農水畜産物)の要因分解



(3) 民間サービスの要因分解

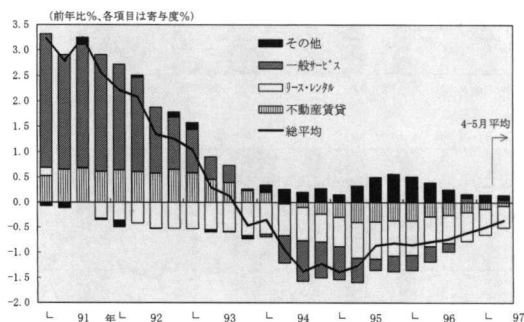


(注) 1. 石油製品：プロパンガス、灯油、ガソリン(レギュラー)

2. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」

企業向けサービス価格



(注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、建物・土木、労働者派遣、機械修理等(「その他」に含まれる品目を除く)。
2. 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)。
3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

(注13) パート労働者(5人以上事業所)の時給は、96年中が前年比-0.1%に対し、97年1~5月は+1.1%と、幾分上昇している。

税率引き上げや公共投資の減少など財政面からの下押し圧力のもとでも、既往円安の景気刺激効果や、情報関連分野の拡大にも支えられて、回復を持続していくと展望することができる。

しかし、なお回復基盤の脆弱な部門が存在していることや、バランス・シート調整圧力も尾を引いていることなどを踏まえると、景気回復力が強まるためには、民間部門のコンフィデンスがさらに高まる経済環境を確立していくことが必要である。したがって、適切なマクロ政策運営に加え、わが国経済が本来持つ力を引き出すような実効ある各種構造改革が、引き続き重要である。

1997年 7月24日

(調査統計局)