

経済の動き

経済調査部

1. 米国経済～景気は拡大基調、金利は緩やかな上昇へ

(1) 景気全般～拡大基調が続く

94年1Qの実質GDP成長率(暫定値)は前期比年率3.0%(速報値は2.6%)と上方修正された。これは政府支出、個人消費が上方修正されたためである。前期の7.0%から鈍化した要因は、①住宅、設備投資の伸び低下(異常気象等の影響もあり)、②外需の悪化、③国防費削減等の緊縮財政等一によるが、これは「著しい高成長」からの「正常化」ともいえよう。

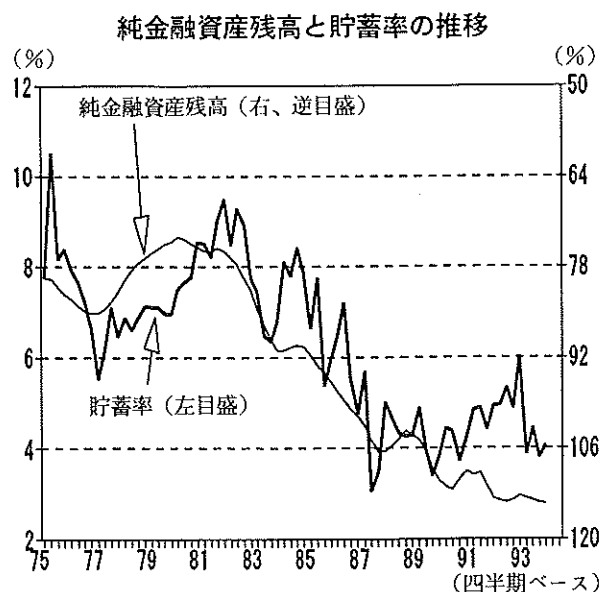
4、5月の一部消費関連指標には所得税増税の影響等からやや悪化を示すものもある。今後については、低貯蓄率が懸念されるものの、雇用環境の改善を背景に所得は増加基調にあり、また、足もとの金利上昇の影響も大きくないことから、景気は個人消費と設備投資を中心に緩やかな拡大基調(2Q以降も3%程度の成長率を予想)を辿り、94年の実質GDPは3.5%程度となる。

1) 消費支出

4月の実質個人消費は前月比▲0.4%と減少した(前年比では4.0%増加)。これは、昨年の包括的財政改革法による所得税増税を反映して、可処分所得が減少したことによる(前月比▲0.5%、実質ベース)。ただし、①2、3月の個人消費の

高い伸びと比べれば、4月の減少幅は小幅であった、②所得の中で最も重要な賃金・俸給は緩やかな増加基調にある一ことから、今後も個人消費は底固く推移するとみられる。

なお、消費動向との関連で家計部門の低貯蓄率(3月は3.6%)が懸念されているが、70年代半以降の推移をみると、貯蓄率は「純金融資産残高(株式・ミューチャルフンド除き)の対可処分所得比」と、おおむね連動関係にある。足もとの同純金融資産残高の可処分所得比はほぼ横這いで推移しており、当面、家計の貯蓄率は引き続き低水準で推移しよう。

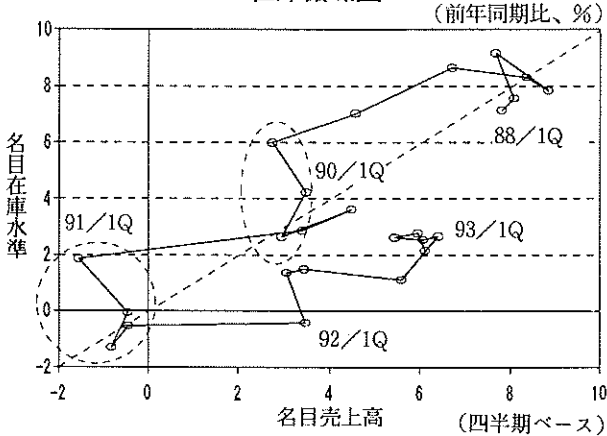


(注) 純金融資産残高(株式、ミューチャルフンド除く)は対可処分所得比率、4四半期移動平均、%(出所)FRB"Flow of Funds Accounts"他

2) 在庫投資

1QのGDP統計では、在庫増の寄与度が0.8%とやや高いものとなったため、2Q以降に在庫投資の反動減を予想する見方もある。しかし、中期的な在庫循環図から判断する限り、現在は近年の在庫調整局面(90/1Q、91/1Q)と比べて在庫は売上高との見合で少なめであり、在庫はむしろ増加が見込まれる状況にある。このため、1Qの増加は最終需要の増加を背景とした前向きの在庫拡大とみられ、2Qに若干の反動があるとしても、94年全体のトレンドとしては小幅ながらも在庫は積み増しとなる。

在庫循環図



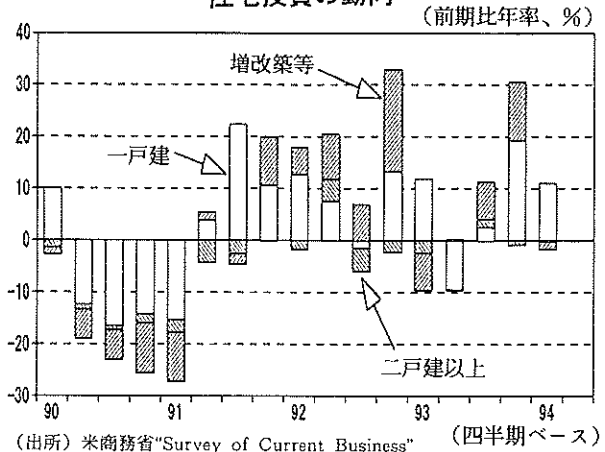
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

3) 住宅投資

4月の住宅着工件数は前月比▲2.5%減、新規一戸建販売件数も同▲6.8%とマイナスの伸びとなった。一般的に住宅部門は景気回復初期に(金利低下を反映して)高い伸びを示す指標とされる。今回の景気拡大局面でも、91~92年には堅調な伸びを示していたものの、93年の伸びは4Qを除けば力強さにかけている。しかも93年4Q以降、長期金利が上昇傾向にあることを考慮すれば、94年の住宅投資の伸びは鈍化が予想される^(注)。

(注) WEFAモデルを用いた試算では、国債30年物利回りを1年間、1%上昇(モーゲージは0.98%上昇)させた時、実質住宅投資はベースラインから▲1.0%低下する。

住宅投資の動向



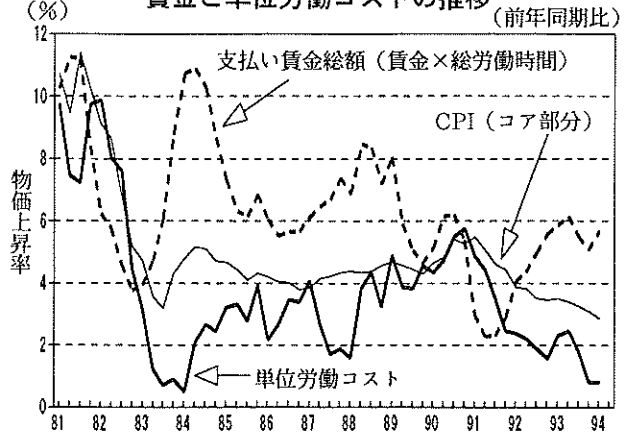
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

(2) 物価～当面は安定基調、下期のインフレ率はやや上昇

足もとの物価関連指標は、一部の商品市況を除いて総じて落ち着いたものとなっている。消費者物価に与える影響が大きい労働コストの推移(前年同期比)をみると、94年1Qの時間当たり賃金と労働時間がそれぞれ3.4%、2.2%伸びる一方、産出も4.9%上昇しており、単位労働コスト^(注)の伸びは0.8%にとどまっている。物価上昇率と単位労働コストの推移は相関が高いが、足もとの賃金上昇は生産増に見合ったものとなっており、労働コスト面から判断する限り、当面、物価は安定的に推移しよう。

ただし、下期には景気拡大が続く中、基調として「稼働率の上昇・失業率の低下」が見込まれる

賃金と単位労働コストの推移



(出所) 米労働省“Monthly Labor Review”

(四半期ベース)

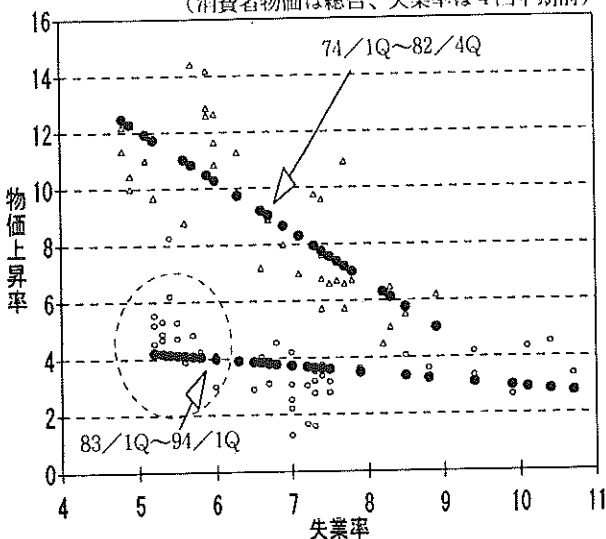
ことから、年後半のインフレ率は緩やかな上昇傾向となる。

(注) 単位労働コスト = 賃金 × 総労働時間 ÷ 産出。
よって単位労働コストの伸び = 賃金の伸び + 総労働時間の伸び - 産出の伸び

なお、5月の失業率は6.0%と4月の6.4%から大幅に低下し、自然失業率（CBOの試算では6.0%程度）に近づいたことから、今後のインフレ懸念を予想する見方もある。失業率と物価上昇の関係（フィリップス・カーブ）をみると、①雇用増の内訳で、企業のリストラの影響等から、過去に比べてパート・タイマー、低賃金部門の雇用が多い、②労働組合の組織率が低下傾向にある中、雇用者にとっては賃金よりも雇用の確保が重要となっており、「団体交渉による賃金合意も小幅上昇」にとどまっている一因から、83年以降のフィリップス・カーブの傾きは過去と比べて緩やかなものとなっており、失業率の変動と物価の変動の関係は希薄になっている。しかし、それでも失業率が6%を下回ったあたりでは、物価上昇率は高めとなる傾向（図中の○、88・89年時）があり、失業率の傾向的な低下基調の中、下期のインフレ圧力は高まろう。

フィリップスカーブ

(消費者物価は総合、失業率は4四半期前)



(注) 物価上昇率は前年同期比
(出所) 米労働省“Monthly Labor Review”他

(3) 金融～短期金利は引上げへ、長期金利は強含み

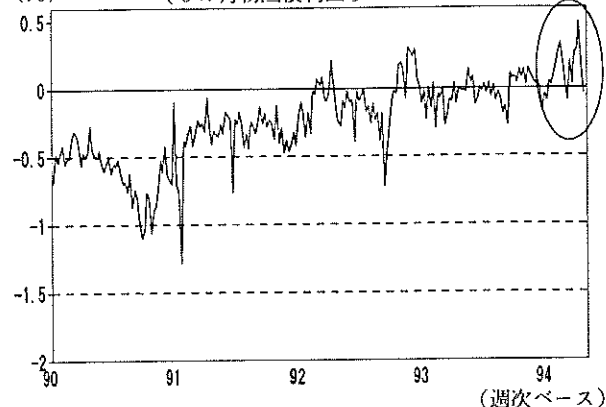
1) 政策金利

5月17日のFOMCにおいてFRBは公定歩合、FFレートとともに0.5%引上げて、それぞれ3.5%、4.25%とした（商業銀行のプライム・レートは6.75%→7.25%）。2月以降、計4回にわたるFFレートの引き上げ(3.0%→3.25%→3.50%→3.75%→4.25%)が行われたが、今回の利上げの結果、FFレートは金融政策の中立スタンス（中立的なFFレート水準=CPI2.5%（コアでは2.8%）+60年代以降の平均実質金利2%）に近づいている。また、94年に入って利上げ期待を反映してFFレートを上回る水準で推移してきた国債3ヵ月物利回りも、17日の利上げ以降はほぼ同水準に落ち着いている。

このため、当面、追加的な利上げが行われる可能性は低下しており、FRBも景気・物価動向を注視しながらこれまでの利上げの効果を見守るものと予想される。しかし、下期にかけての景気・物価動向、中立の金利水準を考慮すれば、政策金利の利上げ余地は依然残されており、今後、再利上げが実施される可能性も高い（年末のFFレートは4.5~4.75%）。

3ヵ月物国債利回りとFFレートの乖離幅

(%) (3ヵ月物国債利回り-FFレート、%)



(出所) FRB“FEDERAL RESERVE BULLETIN”

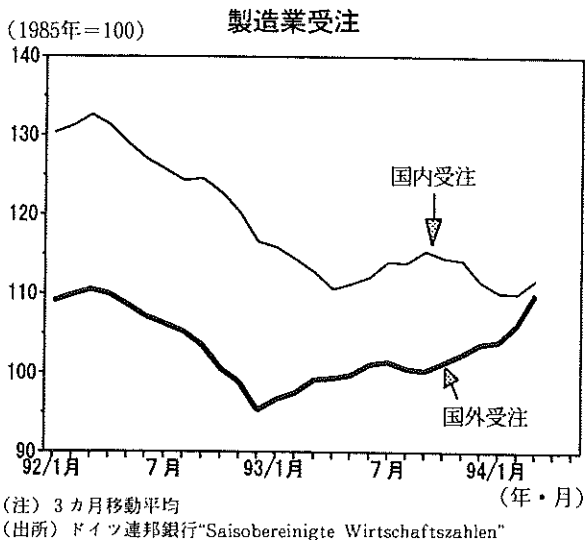
2) 長期金利

足もとの30年物国債利回りは、景気の拡大基調が続く中で、①FRBによる予想以上の早めの政策金利の引上げ、②根強いマーケットのインフレ懸念一等を背景に、大幅に上昇した(1月6.29%→5月7.4%)。当面、足もとの物価の落ち着きを反映してやや低下する可能性もあるが、今後の景気と物価の基調から判断すれば、方向としては上昇局面にあるとみられ、下期にかけては強含み傾向(94年末で7%台後半程度)となろう。なお、現在の長短金利の水準は依然として歴史的に低い水準にあり、金利の緩やかな上昇が景気の大幅な足かせになるとは考えにくい。

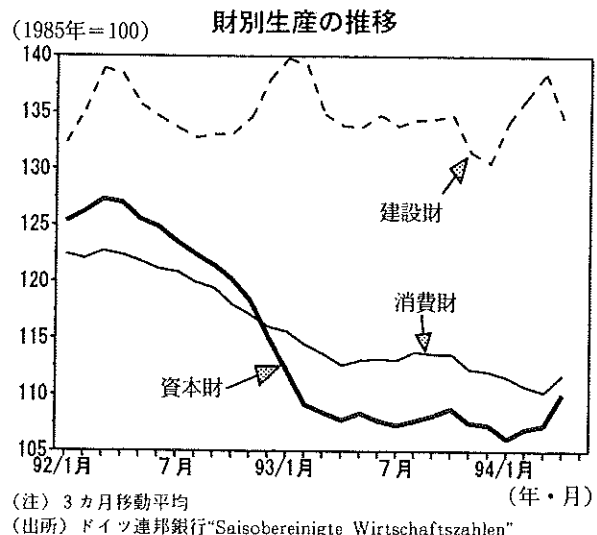
2. ドイツ経済

(1) 景気(旧西独)～輸出主導の回復基調

景気は輸出を牽引役として基調的に回復傾向に向かいつつある。ただし、内需改善の遅れから、その回復力は弱いものとなっている。輸出好調の背景としては、①英・米等の世界景気の回復、②93年後半から94年年初にかけてのマルク安一があげられよう。一方、内需に関しては、①雇用調整、②ストック調整一等が背景にあり、回復が遅れている。



なお、直近の足もとの状況を月次指標で見ると、製造業国外受注は順調な拡大が続いている。内需面では、1-3月期には建設関連指標を中心に明るい兆しがみえたが、4月の建設財生産は1-3月期平均に比べ▲4.9%の落ち込みとなった。ドイツでは例年1-3月期に建設関連指標(季節調整済み値)が強目に出る傾向があり、今年の場合も一時的な拡大であった可能性がある。その他の内需項目をみると、消費、投資関連指標は昨年から一進一退の停滞状況が続いていたが、直近4月にはいずれも高い伸びとなった。今後の景気回復テンポを見る上でも、当面、これらの指標の動向を注意深く見守る必要があろう。



さる4月26日、ドイツ6大研究所の春季合同見通しが発表された(次ページ表を参照)。内容は、「94年の旧西独のGDP成長率は1.0%(昨年10月の秋季見通しと同じ)」、「世界景気のリバウンドによる輸出好調が見込まれるが、消費は年間を通じて低迷が続き、設備投資も回復は下期になる」となっている。なお、前回予測で、他の5研究所と異なる見通しを発表したDIWは前回(▲0.5%)から上方修正したものの、消費、投資等の悪化傾向が続くことから今回見通しでもゼロ成長と依然低めの予測をしている。

春季合同見通し

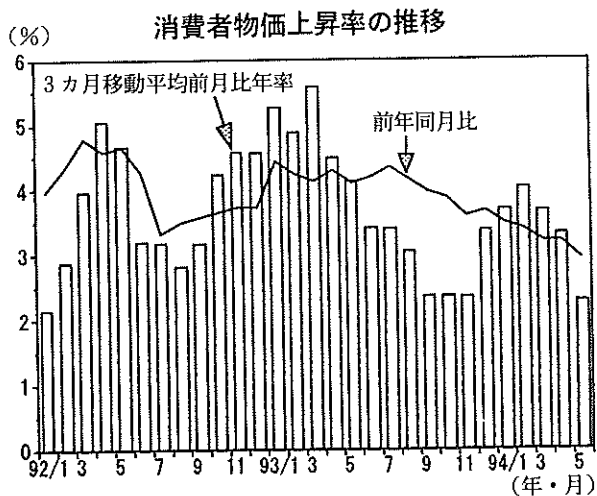
(前年比、前年同期比、%)

	1993年	1994年	五研究所見通し		1994年 DIW見通し
			上期	下期	
GDP	-1.9	1.0	1.0	1.0	0.0
個人消費	0.0	-0.5	-0.5	-1.0	-1.5
政府消費	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
総固定資本形成	-6.9	1.0	-1.5	3.0	-1.0
設備投資	-15.0	0.5	-4.0	5.0	-5.0
建設投資	-0.5	1.0	0.5	1.5	0.5
輸出	-6.1	4.0	4.5	3.5	4.0
輸入	-9.5	2.0	1.0	3.5	2.0

(出所) DIW "Economic Bulletin" Vol.31

(2) 物価～鈍化傾向

インフレ率は引き続き鈍化傾向を辿っている。直近5月の消費者物価上昇率は前年同月比2.9% (前月比年率横這い) となった。こうしたインフレ率鈍化に最も寄与しているのが、賃金上昇率の鈍化による労働コスト圧力の低下である。94年賃金交渉は春頃までに2%程度で大勢が妥結し、長引く景気後退の影響を反映して、93年の賃上げ率(3.8%)をさらに下回るものとなった。このため、労働コスト面からの物価上昇圧力は今後一段と低下し、消費者物価上昇率は引き続き鈍化傾向を辿るとみられる。



(出所) ドイツ連邦銀行 "Montoly Report"

(3) 金融～緩和傾向が持続

ドイツ連銀はインフレ率鈍化、景気低迷の中、92年後半より金融緩和を進めている。公定歩合は直近のピーク時の8.75%から現在4.5%にまで低下している。

米FRBが2月から金融引締め傾向に転じて以来、ドイツ連銀にとって利下げしにくい環境となっていたが、直近5月12日の利下げ(公定歩合で5%→4.5%)は、円高ドル安が進む中でマルクが対ドルで一時的に急上昇した局面をタイミングよくとらえて実施された。

今後については、インフレ率の鈍化傾向、景気回復力の弱さ一等の国内要因からみて、連銀の金融緩和スタンスは続き、年末までに一段の利下げがなされよう。

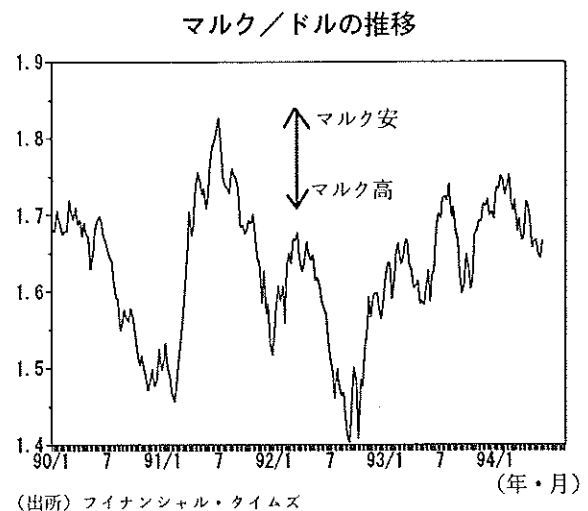
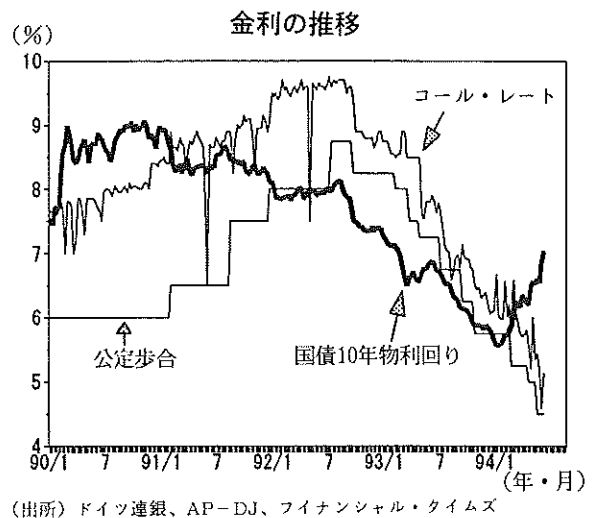
米FRBが金融引締め傾向に転じたことから、「ドイツの利下げはマルク安、資本流出、さらに長期金利の上昇を招くため、連銀はむしろ利上げに転じるのではないか」との懸念がある。しかし、過去1965年から、FRBが金融引締めへ転じた局面でのドイツ金融動向について見ると、「FRBが金融引締めへ転じた後に、ドイツ連銀が引締めへ転じる」というパターンは確かにあるが、FRB

が利上げに転じた後も1年～2年程度の間、連銀は一段の金融緩和を進めている。つまり、正確には「米国が引締め政策に転じた後、ドイツ連銀が緩和策を進め、両国の短期金利差が拡大し、その後、連銀が引締めに転じる」というパターンになっている。

また経験的には、この米独の金融政策が逆向きで両国短期金利格差が拡大している間、マルクは対ドルでむしろ上昇しているケースが多い。逆にみれば、マルクが対ドルで安定していたことが、FRBが利上げに転じた後も、連銀が利下げ傾向を続けることができた背景になっていたとも言えよう。この点、最近のドル安マルク高傾向の環境と類似している。

なお、資本流出については、両独統一後の国債の大量発行に伴い、90年代に入り、「国外資本のドイツ債からの流出入」の額は大規模化しており（3月の国外資本のドイツ債投資は185億マルクの流出と過去最大）、金融市場への影響が懸念されている。しかし、少なくとも過去の経験からみる限り、「国外資本のドイツ債からの流出動向」と「米独短期金利差拡大」や「為替レート」の間に明確な関係はみとめられない。現時点でも、この間の関連付けが明確になっていない以上、「資本流出懸念があるため、連銀が今後追加利下げをしない」と判断するのは早計であろう。

ドイツの長期、短期金利の関連についてみると、米FRBが金融引締めを進める中、欧州の長期金利も年初来上昇圧力を受け、ドイツの長期金利（国債10年物利回り）は1月末週平均の5.7%から6月第1週平均の7.0%にまで上昇している。ただ、過去の例をみると、長期金利が上昇傾向に転じた後も、連銀は一段の金融緩和を進めており、この点についても一段の利下げの制約要因とはならないであろう。



3. 日本経済～景気の基調は依然弱いが、底入れ時期は見極めにくい状況

(1) 93年10-12月期の「景気底入れ」は微妙

93年末頃より経済指標に改善がみられ、年明け後もこの傾向が続いた。景気指標は1-3月期はおおむね改善傾向、4-6月期は反落傾向となっている。こうした動きは93年にもみられたが、今年の方が景気指標の改善がより広範囲となった上、4月以降の指標の反落も小幅にとどまる可能性はある。

景気の底入れ時期については鉱工業生産指数の

4-6月が前期比プラスかマイナスかは微妙な情勢であり、93年10-12月期底入れは微妙と見られる。

企業部門のリストラへの圧力は大きく、これまでのプラス材料に減税の実施が加わるものの、設備投資の圧縮、雇用・賃金の伸び悩みは続く(③参照)ことから、底入れ時期にかかわらず景気の基調が弱いとの見方に変化はない。

更に、今後の景気には、①高水準の貿易収支黒字の持続による円高圧力、②国内政局見通し難、北朝鮮問題など政治情勢の不透明さ、③これまでの長期金利上昇の影響、公共投資の息切れ不安一等のリスク要因もある。

(2) 進まぬ企業の収益改善

景気低迷と販売価格の下落により売上高の伸びは大幅に低下し、企業収益の悪化が続いている。収益改善にはバブル期に膨張した不採算事業の整理はもちろん、徹底したリストラクチャリングが必要だが、企業の体質強化への努力は必ずしも十分ではない。大蔵省の法人企業統計季報に基づき、93年10-12月期までの主要固定費(人件費・減価償却費・金融収支の合計)と売上高の推移を見ると、製造業、非製造業ともに主要固定費の圧縮よりも売上高の減少スピードが早く、企業業績のいわゆる「逃げ水」現象はなお継続している。

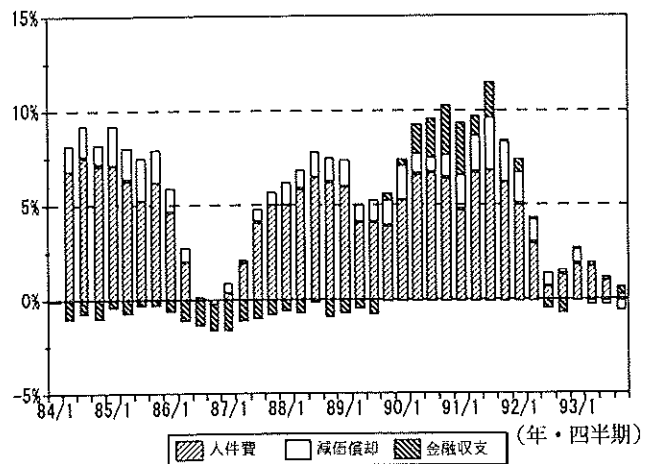
とくに製造業では主要固定費を前年同期比横ばい水準まで抑制しているものの、売上高は92年4-6月期以降、7四半期連続して前年割れが続いており、リストラ努力が業績回復をもたらすまでには至っていない。主要固定費の伸び率に対する寄与度を費用別に見ると、92年7-9月期以降、人件費の増加ペースが大幅に鈍化したうえ、設備投資の抑制により減価償却費も純減に転じている。しかし大幅な人員合理化はまだ一部にとど

まり、製造業全体で人件費が純減となる状況とはなっていない。

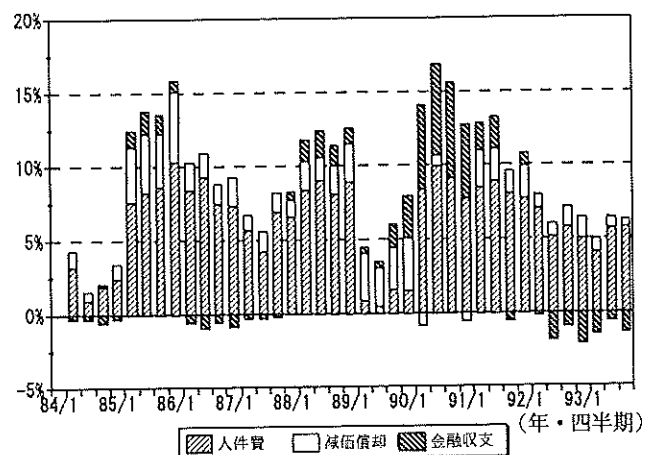
非製造業は売上高の減少傾向に歯止めがかかったためか、製造業ほど思い切ったリストラへの取り組みは見られず、主要固定費は前年同期比5%程度の増加を続けている。売上高の伸びはこれを下回っており利益は減少を続けたままである。非製造業の人件費圧縮努力は製造業ほどなされておらず、人件費は5%程度の主要固定費押し上げ要因となっており、主要固定費の伸び率低下は金利低下に伴う金融収支の改善によるものである。

主要固定費の前年同期比増減要因

(製造業)



(非製造業)



(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」

上場企業の経常利益増減率

	全産業	製造業	電機	化学	非製造業	商社	サービス
94/3期(期初予想)	4.4%	4.8%	19.2%	6.0%	▲1.7%	4.8%	16.5%
94/3期(実績)	▲18.1%	▲22.4%	▲3.3%	▲30.1%	▲14.1%	▲19.8%	▲19.9%
95/3期(予想)	5.7%	16.4%	37.4%	32.9%	▲3.4%	8.4%	9.7%

(注) 対象は全国上場企業の3月本決算会社
 変則決算会社、銀行・証券・保険は除く
 (出所) 日本経済新聞 6月1日朝刊など

「売上高横ばいのもとでの増益体質作りがは不足」という状況は上場企業の94年3月期決算にも現れている。上場企業の94年3月期決算は日経新聞の集計で5.1%の減収、18.1%の経常減益(銀行・証券を除く全産業ベース)と、戦後初めて4年連続の減益決算となった。

94年度の業績見通しは売上高横ばい(全産業ベースで0.4%の微増収)のなか、経常利益は全産業ベースで前年度比5.7%の増益を達成する計画となっている。

業種別の経常増益寄与度

上位の業種		下位の業種	
電機機器	3.9%	建設	▲3.9%
化学	1.2%	鉄鋼	▲1.5%
機械	1.1%	電力	▲1.0%
自動車	0.8%	石油	▲0.3%
不動産	0.7%	ガス	▲0.2%

(対象) 3月本決算の全国上場企業のうち決算期変更会社、銀行・証券・保険を除く1,542社
 (出所) 日本経済新聞の集計をもとに当研究所作成

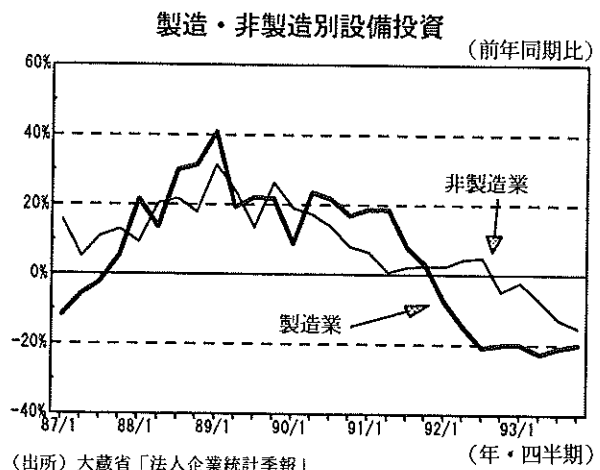
今年度の全産業の経常増益率5.7%に対する業種別寄与度では電機機器、機械、自動車の加工組立型3業種が上位を占める。この3業種では大半の企業が今年度の平均為替レートを1ドル=105円として業績見通しを立案しており、大きく円高が進行した場合には業績の下方修正が避けられない。全産業ベースの経常増益率に対する寄与度はこの3業種合計で5.8%と全体の経常増益率を上回っており、大幅な円高などでこれらの業種が経常利益横ばいとなった場合には、94年度も上場

企業全体で減益となる恐れがある。また電力など円高メリットを大きく受ける業種でも、円高差益還元の値下げ圧力が働くため円高による業績へのプラス効果は期待し難い。このように上場企業の94年3月期決算実績、95年3月期の見通しは、国内景気の低迷に加え為替相場の動向に大きく左右されており、今年度の増益予想も確実性には乏しい内容と言わざるをえない。ただし、最終的には株式の売却益などで当初計画した利益を確保する努力がなされるため増益となる可能性は残る。

(3) 設備投資の現状と見通し

1) 現状～製造業で大幅マイナス、非製造業も悪化へ

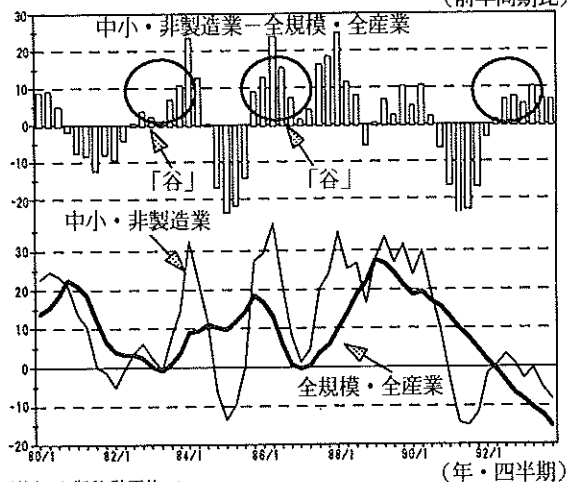
企業の固定費削減の動きを反映して、設備投資は、大幅なマイナスが続いている。



製造・非製造業別にみると、製造業では前年同期比▲20%程度のマイナスが続いている一方、非製造業でも、93年度に入り、マイナス幅が急速に拡大している。

また、全体の設備投資に対して先行性があると言われる中小・非製造業では、今景気後退局面においても、一時、回復の兆しがみられていたものの、全体の低迷度合が強まるにつれ、再びマイナスに落ち込む展開となっている。

中小・非製造業の設備投資 (前年同期比)



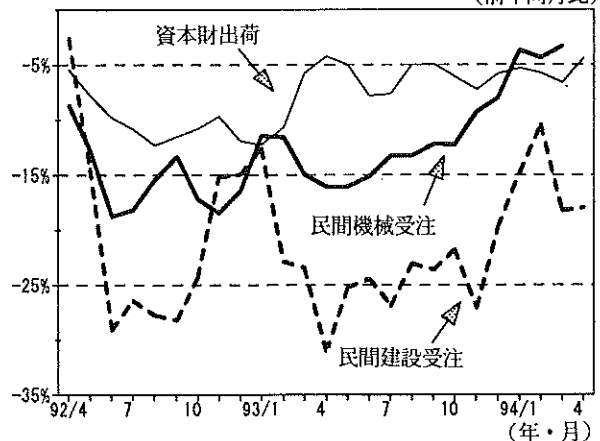
(注) 3期移動平均ベース
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」

2) 今後の設備投資動向～製造業マイナス幅縮小、非製造業大幅減

設備投資の、各先行指標の動向をみると、機械受注(民需)、資本財出荷で下げ幅縮小の動きがみられる一方、ビルの供給過剰等を背景として、建設受注(民間分)は、依然、2桁を越す減少が続いている。

このため、今後、製造業では、設備投資のマイナス幅が縮小傾向に向かうとみられるが、設備投資の約7割弱を占める非製造業では、94年度も大幅なマイナスとなる公算が高い。

設備投資先行指標の推移 (前年同月比)



(注) 3期移動平均ベース
(出所) 通産省「通産統計」他

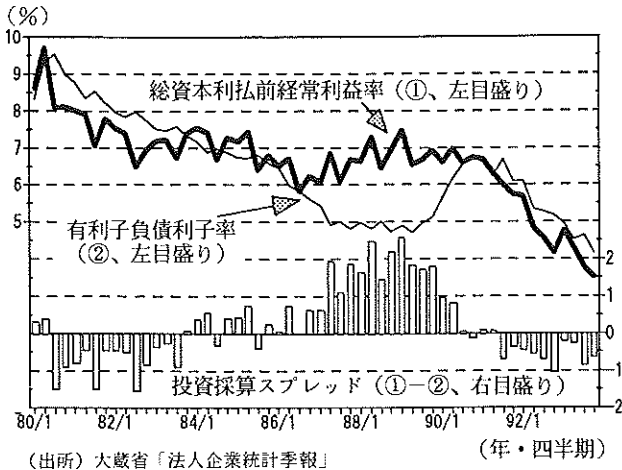
3) 設備投資～需給ギャップ・需要動向の不透明感から低調に推移

設備投資に最大の影響を与えるのは、いうまでもなく需要動向である。足もと、円高の一服や米景気回復、経済対策の効果浸透等から、需要動向に下げ止まりがみられ、先行指標もマイナス幅を縮小させている。また、設備投資計画についても、調査時点の最も新しい通産省の設備投資アンケート(3月31日時点:対象1615社)では94年度は1.1%のプラスとなっている。

しかし、需給ギャップは依然として大きく、需要の大幅な改善も困難(企業のリストラクチャリングの継続、黒字を背景とした円高懸念、公共投資の息切れ懸念)なことから、設備投資の先行きは依然として、基調は弱いとみられる。

また、投資採算で判断しても、金利の低下にもかかわらず、資本の収益率も低下していることから、依然、「投資採算スプレッド」は改善していない。需要の弱さを背景とした低水準の収益率をカバーする上で、金利の低下が支援要因となろう。

投資採算スプレッドの推移



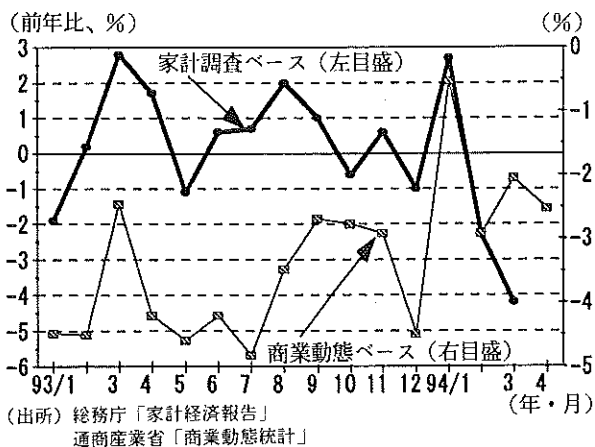
(4) 消費の動向～やや明るい兆しも

1) 家計サイドと販売サイドから見た消費動向

昨年10月より4カ月連続で前年同月比プラスを続けてきた「家計調査」の全世帯実質消費は、2月・3月と再びマイナスに転じた。

しかし、販売側の統計を見ると、前年比の販売金額はマイナス幅を縮小しつつあり、実勢は依然として弱いものの家計調査のマイナス幅(3月前年同月比▲4.3%)はやや過大に出ていると見られる。

家計サイドと販売サイドから見た商品消費



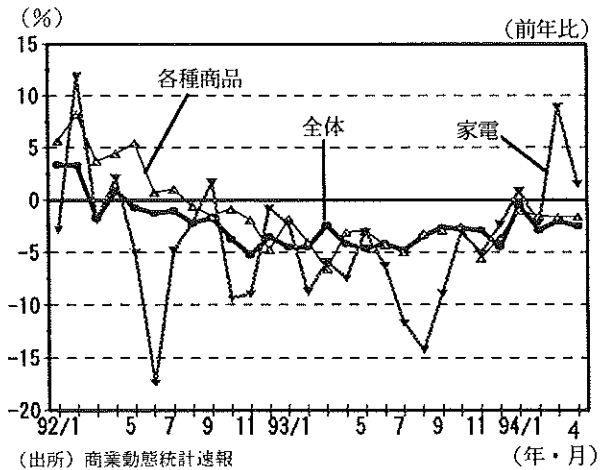
昨年1-3月より広範に経済指標の改善が見られたことに加え、所得税減税実施時期が明確(給与所得者は6・7月に過半が還付)なことから、消費者マインドは好転しており、消費の基調は弱

いながらも再び大きく悪化したとは考えにくい。

2) 販売好調な家電関係

小売業の販売金額は前年同月比マイナスが続いているが、昨年後半からマイナス幅は下げ止まり傾向も見受けられる。

小売業販売額の業種別内訳

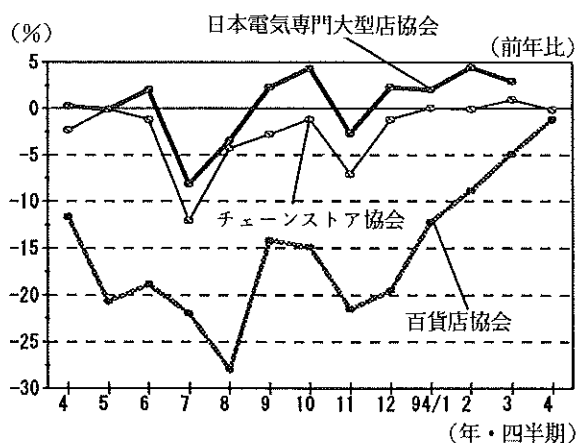


商品別に見ると、家電関係はプラスに転じており、回復が定着してきたことをうかがわせる。販売チャンネル別に見ると、低価格を武器とする量販店中心の動きとなっている。

3) 今後の方向

雇用環境の悪さは続くが、物価安定・所得税減税の実施を背景に、消費者マインドの改善維持が期待され、消費は底固く推移することが予想される。

チャンネル別家電販売額



(5) 製品輸入増加の背景

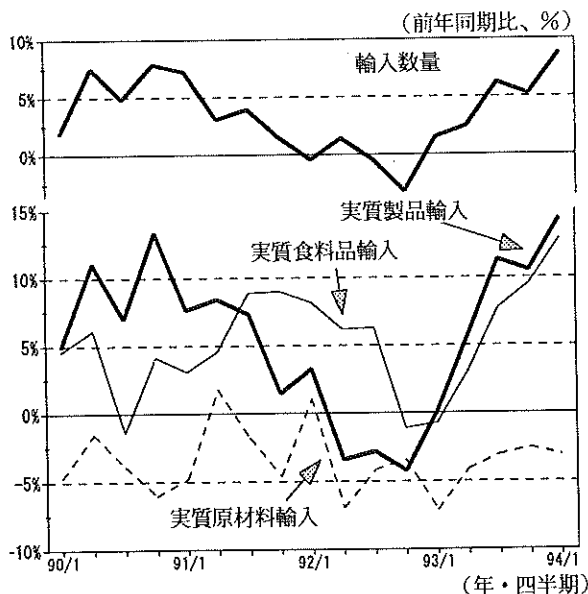
景気低迷にもかかわらず、輸入数量の堅調な増加が続いており、特に、製品輸入の拡大が著しい。その背景には、原料はもともと輸入依存度が高いため、円高によって国内生産から輸入へのシフトはあまり起こらないのに対して、製品は、国産品から輸入品へのシフトが起りやすい(価格弾性値が高い)という特性がある他、海外現地生産の立ち上り等を背景とした構造変化の進展^一が指摘される。

1) 堅調な製品輸入動向

最近の輸入動向をみると、景気低迷が続いているにもかかわらず、輸入数量は比較的高い伸びを維持している。

内容をみると、実質原材料輸入は、生産低迷が続くなか減少しているものの、製品や食料品では、93年度に入った後、伸びが高まりつつあり、ともに2桁を超える伸び率となっている。

輸入数量、及びその内訳



(注) 各実質輸入の内訳は、当研究所が作成
原材料輸入は原油を除く
(出所) 大蔵省「外国貿易概況」

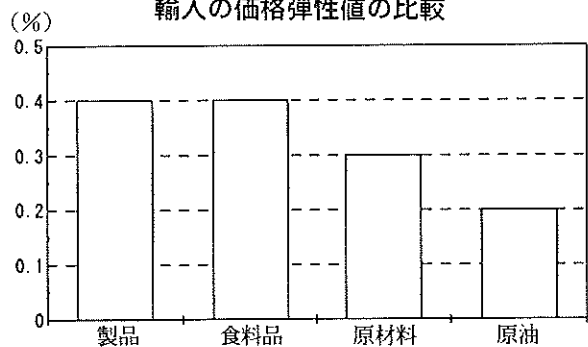
2) 製品輸入増加の背景

輸入は、高い伸びを示しているグループ(製品、食料品)と低迷を続けているグループ(原材料)と2極分化している。

こうした理由のひとつとして、輸入の価格弾性値(輸入価格が1%下落した場合、どれだけ輸入数量が増えるかを示した数値)が両者で異なるため、円高下では、製品、食料品の輸入が増えやすい点が挙げられる。

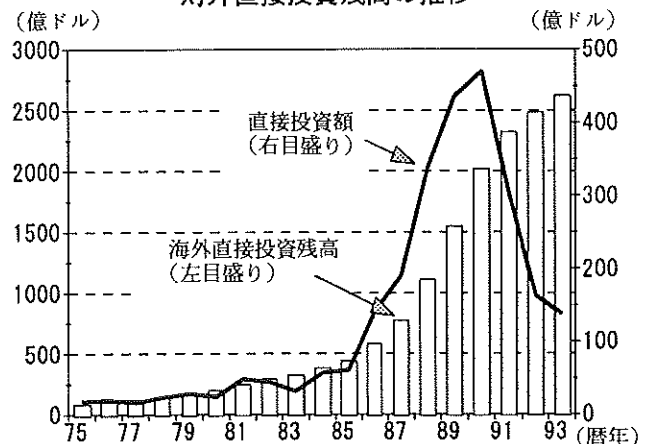
また、80年代半ば以降の対外直接投資により、直接投資残高が増加しており、円高の際に、機動的に、国内生産から逆輸入にスイッチしやすくなっている(製品輸入の構造変化)ことも、製品輸入増加の背景となっているとみられる。

輸入の価格弾性値の比較



(注) 大蔵省「外国貿易概況」等から当研究所が試算
原材料は原油を除く

対外直接投資残高の推移



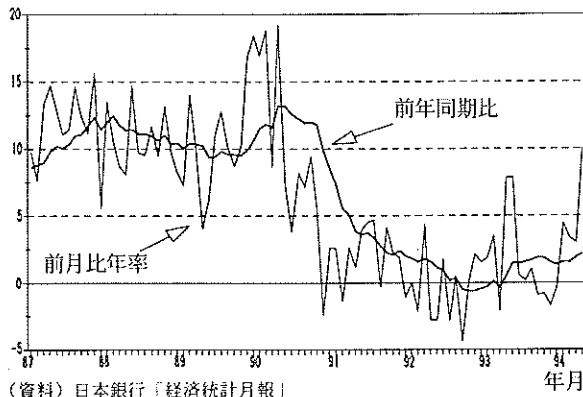
(注) 93年の残高は当研究所の推計
(出所) 日本銀行「国際収支統計月報」

足もと、企業収益の低迷から直接投資は低迷しているが、今後、黒字を背景とした円高圧力から、生産拠点を海外へのシフトが進み、国内投資から代替する形で対外直接投資が再び増加する可能性もある。こうして、輸入構造の変化が進めば、「景気低迷下の製品輸入の増加」という動きが長期化する可能性もある。

(6) 金融～不良債権が足枷に

4月のマネーサプライ(M2+CD(平残))は前年同期比2.1%増と91年12月以来の2%台となった。季調済前月比年率では10.0%とバブル期末期の90年4月以来の2桁増となった。しかし、銀行の信用面で民間向け貸出は伸びておらず、民間の資金需要は弱い。預金面でも法人預金を中心に低迷が続いている。

マネーサプライ(M₂+CD<平残>)の推移 (%)



先般発表された94年3月期の銀行決算では、長短スプレッドが拡大し業務純益は高水準となったにもかかわらず、不良債権の償却負担の為に経常利益の低迷が目立った。個別銀行間の比較では不良債権が貸出の伸びを抑制していることがうかがえる。厳密に定量分析することは難しいが、方向性としては今後もマネーサプライの伸びの抑制要因として働こう。

トピックス～消費者物価指数は本当に高い?

小売り物価の動きを表す統計としては、消費者物価指数(総務庁)がよく用いられる。しかし、この統計には、「ディスカウント店・専門店における小売り価格」、「セールス(安売り)価格」、「束売り価格」などは、ほとんど織り込まれていない。このため、小売り段階における「価格破壊」の動きが十分に反映されていない可能性が高い。ここでは、「家計調査(総務庁)」ベースの「購入単価」と「消費者物価指数」の動きの比較を44品目(消費者物価指数の25%のウェイトとなる)について試みた。

80年以降の、家計調査ベースの「購入単価」と「消費者物価指数(全国、東京都区部)」の推移を品目別に見ると、大きく分けて三つのタイプ(次ページ表参照)に分けられる。

(注) 都銀11行の94/3決算と93/9決算のクロスセクションデータを用い、不良債権と貸出の関係を定量化すると以下のようになった。

$$\text{貸出残高対前年比伸び率} = -0.962 + 0.341 * \text{預金残高対前年比伸び率} + 0.226 * (\text{有価証券含み益対貸出残高比} - (3.93)) + 0.932 * \text{経済環境ダミー} - (1.73)$$

$$\text{広義の不良債権対貸出残高比} = 0.932 * \text{経済環境ダミー} - (1.85)$$

決定係数=0.537 標準偏差=1.16 ()内はt値

広義不良債権とは公表データに報道ベースの金利減免分の債権を加えたもの。経済環境ダミーは93/9を1とした。

①最近になって「購入単価」が「消費者物価指数」を上回る傾向のもの

この分類に入るものは、「消費者物価指数」を「購入単価」の上昇率がほぼ一貫して上回っており、高品質化が続いていると見られる。

②「購入単価」が「消費者物価指数」と似たような動きであるもの。

(a) ディスカウント店などでは扱えないもの、扱いにくいものがこのグループに属している。「ガソリン」、「ビール」など、販売に登録や免許が必要なものにこの傾向が強い。

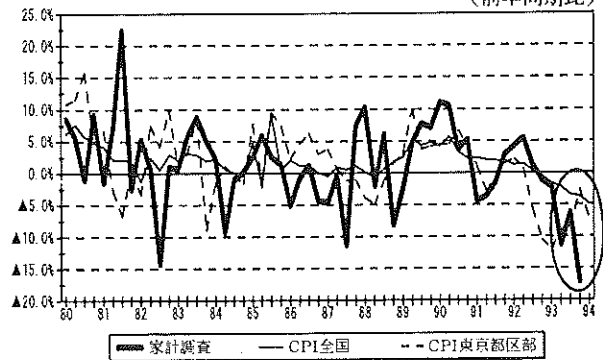
(b) このグループに属するものは、ほぼ一貫して「消費者物価指数」が低下してきた。家電製品は、技術進歩によりほぼ一貫して価格が低下し続けてきたことが判るが、「消費者物価指数」の低下ほどには「購入単価」が低下しておらず、消費者は性能や機能といった「質」の部分を上向きさせてきたと考えられる。最近では、やや「購入単価」に低下傾向が認められるものの、「消費者物価指数」も十分に低下している。

③最近になって「購入単価」が「消費者物価指数」を下回る傾向のもの

(a) 被服類がこれに該当するが、専門店の台頭、期間セールス、束売り等により「消費者物価」に反映されていない物価の低下部分が存在すると考えられ、「消費者物価」の低下以上に「購入単価」が低下している。東京都区部の消費者物価指数は、全国に比べて低く、東京圏に数多くある「専門店」との競合が影響しているものと考えられる。

背 広 服

(前年同期比)

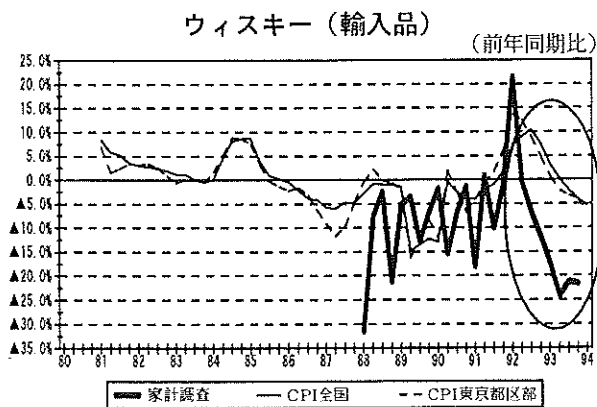


分 類	品 目	品目数	CPI に 占めるウエイト
① 最近になって「購入単価」が「消費者物価指数」を上回る傾向のもの	パンティストッキング、民営家賃、公営家賃	3	3.0%
② 「購入単価」が「消費者物価指数」と似たような動きであるもの。	(a) ガソリン、ビール、理髪料、入浴料、自動車、ベッド、生鮮魚介、生鮮果物、生鮮野菜、パン	10	11.3%
	(b) テレビ、エアコン、電気冷蔵庫、電気掃除機、テープレコーダー、電子レンジ	6	1.0%
③ 最近になって「購入単価」が「消費者物価指数」を下回る傾向のもの	(a) 背広服、男子上着、男子ワイシャツ、男子ズボン、婦人服、ブラウス、子供服、子供シャツ、ネクタイ、男子靴下、婦人ソックス、男子セーター、婦人セーター、子供セーター	14	4.7%
	(b) ウイスキー(輸入品)、ハンドバック、生鮮肉、化粧石けん、旅行かばん、ビデオテープレコーダー、ステレオ	7	2.7%
	(c) 塩干魚介、牛乳、めん類、小麦粉・もち	4	2.0%
合 計		44	24.7%

(b) 輸入品の増加による低価格化が進展しているもので、ディスカウント店による販売、期間セールス、束売りによる価格の低下分が「消費者物価」に反映されていないと考えられる。

析では、「物価」の変動分と「質」の変化部分を切り分けることが実際は不可能だからである。

(94年6月8日現在)



(c) 様々な店舗形態での販売が行われているもので、最近、「消費者物価指数」と「購入単価」に乖離が見られるのは、期間セールス、束売りなどの影響と考えられる。

「消費者物価指数」は本当に高いか

「消費者物価指数」の調査品目全体の約25%について検証を行った結果、その中の約4割の品目について、「消費者物価指数」が過大評価されている可能性が認められた。中でも、被服関係の品目が目立っている。過大評価の可能性のある品目は、「消費者物価指数」のウェイトでは約1割に相当し、直近のデータについて品目毎に「購入単価」と「消費者物価指数」の前年同期比の差を「消費者物価指数」のウェイトで加重平均すると0.6%となる。現在、消費者物価指数の上昇率が前年比1%程度のものであることを考慮すれば、決して無視できない大きさと言えよう。

しかし、この結果は、ある程度の幅を持って見る必要もあろう。全ての品目について調査することが難しいだけでなく、「家計調査」を用いた分