

経済の動き

1. 米国経済

米国では、景気底入れ後（景気の「谷」、91年3月）も「回復感のなき回復」の低調な景気状況が続いていた（91年2Q～92年2Qまでの5四半期平均の実質GDP成長率は、前期比年率1.6%）。しかし、昨年3Qから回復テンポが加速し始め、実質GDP成長率は前期比年率3.4%、さらに4Qは同4.7%と高まった。4Qの内訳をみると、実質GDPの約7割を占める個人消費が5%の高い伸びとなったうえ、設備投資もコンピューター等の機械設備を中心に堅調な伸びを示し、住宅投資も二ケタの伸びを記録した。

しかし、こうした93年下期の高成長の背景には、次のような一時的な「カサ上げ」要因が含まれており、注意が必要である。

①昨年夏のハリケーン（アンドリューとイニキ）による災害の復興需要

②クリントン新政権の増税策を見越したボーナス支払いの前倒しによる所得・消費の増加

足もとの主要月次統計でも、92年下期と比べ拡大ペースが鈍化しているものが増えている。

①消費者信頼感指数（コンファレンス・ボード作成）は、3月62.6と前月から5.9ポイント低下し、92年12月のピークからは3カ月連続、累計15.5ポイントの低下となった。

②全米購買部協会指数は3月53.4と1月をピークに小幅ながら低下が続いている。

③実質個人消費は1月は前月比横這い、2月も0.3%の低い伸びにとどまった。

④モーゲージ金利の低下趨勢の中で、住宅着工は拡大傾向にあったが、悪天候もあって大幅に減少した1月（前月比▲8.4%）から2月も2.5%増と小幅な増加にとどまった。

4月29日に発表予定の1Qの成長率に関する市場のコンセンサスは3%程度とみられるが、これを下回る可能性が高く、当面、景気の鈍化、減速感がやや広まる公算が高いと予想される。ただし、基本的には特殊要因の剥落による反動であり、一時的なものにとどまるとみられ、2Q以降は緩やかな成長が続こう。

当面、米国での注目点は財政政策の行方である。

4月初に「94～98年度予算決議案」が可決された。今後、4月8日発表された予算教書をもとに本格的な審議に入り、最終的には8月9日の議会の夏期休暇入り前までに、各歳出法案、税制関連法案の成立を目指してクリントン政権と議会の交渉が続くことになる。一部で財政赤字削減に対して楽観的観測も出ているが、既得権益のからむ歳出削減の対象の選定が難航する可能性があるうえ、5月上旬に発表予定の医療保険制度の改革案が信頼しうる、実効性のあるものかが問われることになるため、現時点での財政赤字削減に対する楽観論はやや早計と言えよう。

2. ドイツ経済・金融

(1) 後退続く旧西独景気

旧西独では景気後退が続いている。実質 GDP は92年4-6月期以降3四半期連続で前期比マイナスとなった。雇用情勢も本格的な悪化傾向を辿っており、92年10-12月期の雇用者数は約9年振りの3四半期連続の減少となった。景気は現在、第二次石油ショック後の不況以来の厳しい局面にあるといえよう。景気の悪化は特に製造業部門で深刻である。鉄鋼部門に代表される従来からの構造不況に輸出低迷が追いつちをかけているとみられる。一方、建設部門では、移民の増加により慢性的な住宅不足が続いていることから悪化が比較的軽微にとどまっている。

物価面では、1月の付加価値税 (Value Added Tax ⇒ VAT) 増税の影響 (税率引き上げ14% ⇒ 15%、消費者物価を0.6%程度押し上げ) もあり、連銀目標の「2%」に対して、依然として前年同月比で4%台に高止まりしている。

(2) 進む金融緩和

ドイツ連銀は金融緩和傾向を強めている。3月18日には第三次利下げとして公定歩合を8.0% ⇒ 7.5%とした (第一次: 92年9月8.75% ⇒ 8.25%、第二次: 93年2月8.25% ⇒ 8.0%)。前2回の利下げの主因はEMSの混乱回避であったが、今回の利下げの背景には、景気後退が続く中での、①マネーサプライM3の伸び率鈍化、②93年の賃上げ抑制、「連帯協定」(旧東独の経済再建と経済全体の活性化を目指す総合対策)の柱である財政再建案の基本合意を背景とした物価見通しの改善——という国内要因が大きく影響している。今後も、慎重ながら、段階的な金融緩和が進められよう。現時点では「93年末時点までに公定歩合は6%に低下する」との見方が大勢である。

3. 日本経済～景気底入れの兆しは一時的、

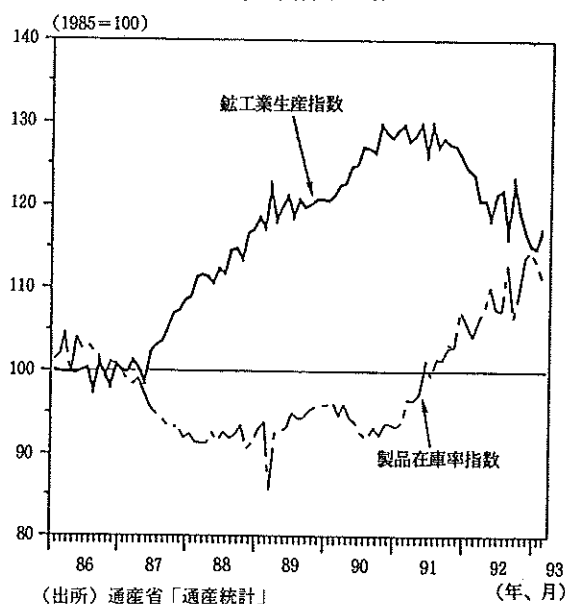
可能性高い4-6月期以降の再調整

(1) 最近の指標好転は一時的

日本経済では民間内需の低迷から景気後退が続いている。92年10-12月期の実質成長率は公需と外需の増加を民需の減少が相殺し、予想どおり前期比0.1%増とほぼ横這いとどまった。今回の景気後退は91年1-3月期に始まったとみられるが、既に2年を経過し戦後では第二次石油危機後の不況期(36カ月)に次ぐ長さとなっている。

足もとの月次指標をみると、1月の景気先行指数が50%、2月のマネー・サプライが前年同月比0.2%増と6カ月振りに増加に転換、同月の鉱工業生産指数も前月比で1.9%増と上向くなど一部に明るい指標がみられる。2-3月は景気先行指数、一致指数ともに景気判断の境目とされる50%ラインを上回る公算が高く、昨年10-12月期までの景気の急ピッチな悪化傾向には歯止めがかかりつつある。しかしながら、1-3月期に「底入れ」する可能性は低い。これは、①4月の生産予測指数は前月比▲3.1%、②期末要因の剥

生産・在庫指数の推移



落から設備受注関連指標でも4月に落ち込みが予測される、③今後円高によるマイナスの影響が出る—ことなどによるもので、4月以降の持続性は期待しにくい。景気の「谷」は7-9月期以降にズレ込もう。

基本的には企業・家計・金融の各部門でリストラクチャリングが進行途上であり、①バブル期に増大した過剰ストック・過剰消費の調整持続、②金融機関の与信能力の低下など、景気の下押し圧力は当面継続するとみられる。

93年度も企業業績は低迷し、設備投資の環境改善も期待できない。雇用・所得環境の悪化の中で、消費の基調的な不振も続いている。当面、現在検討が進められている総合経済対策の規模・内容・時期が注目されるが、景気全般としては4月以降も低調な状況を脱し切れないだろう。

(2) 低迷続く企業収益と設備投資

企業・家計部門のリストラクが續くなかで、設備投資は減少を続け、消費も低迷している。以下では、今回の景気後退の最大の要因となった設備投資の動向について、企業収益の状況を踏まえた上でみてみたい。

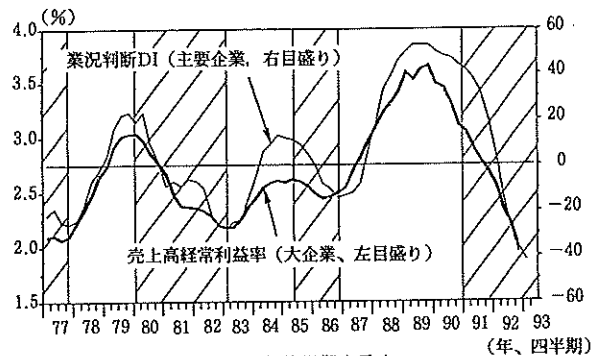
①減収減益が続く企業業績

92年10-12月期の法人企業統計季報では、「全産業の売上高が前年同期比▲3.3%と3四半期連続の減少」、「経常利益も同▲39.4%と90年7-9月期以降の減益傾向の中で落ち込み幅が最大」となった。また、製造業（売上高▲5.8%、経常利益▲36.2%）、非製造業（売上高▲2.2%、経常利益▲42.2%）ともに大きな落ち込みを示しており、さらに個々の業種でも減収減益となったものが多く、悪化傾向の拡がりが見られる。

日銀短観では、2月の主要企業業況判断DIは、全産業で▲42（11月▲36）と一段と悪化した。

また93年度の企業収益について主要機関の見通しをみると、多少は増減益率に差があるが、大勢的には下期にほぼ下げ止まりのシナリオとなっている。ただし、予想されている回復のテンポは弱く、当面企業収益の本格的回復は期待できそうにない。

業況判断DIと売上高経常利益率



(注) ①シャドー部分は景気後退期を示す、
②売上高経常利益率は4期移動平均
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」、
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

収益環境の改善には、売上高の増加、費用項目の削減、ないしは、この双方が必要である。既に企業部門では、人件費・販売管理費等の固定費削減と手元流動性や不採算投資の圧縮などリストラクチャリングへの動きが見られるが、現状ではリストラの進行が需要低迷に追いつかず利益率の低下が続いている。

②収益環境の悪化から

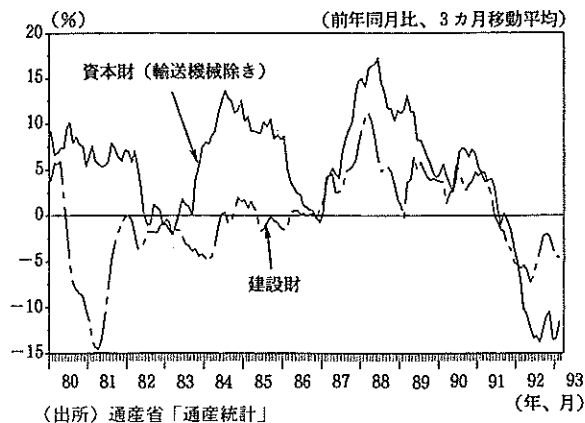
設備投資マインドは沈滞が続く

92年10-12月期の法人企業統計で設備投資動向をみると、大企業非製造業がマイナスに転じたため、製造業（前年同期比▲20.3%）に加えて非製造業（同▲4.8%）もマイナスとなった。製造業、非製造業が同時にマイナスとなったのは83年1-3月期以来約10年振りのことである。

民間機械受注および民間建設受注等の先行指標は基調的な減少を示している。現状を示す出荷面についても依然として前年レベルを下回っており

低迷状態が続いている。足もとでは、前月比をみると資本財（輸送機械を除く）が1月に2.5%増、2月も0.8%の増加であり、建設財も2月は前月比1.8%増とやや持ち直して下げ止まの気配がみられる。ただし、昨年同様、年度末前倒し発注による効果が影響している可能性もあり4-6月期以降の推移は不透明。

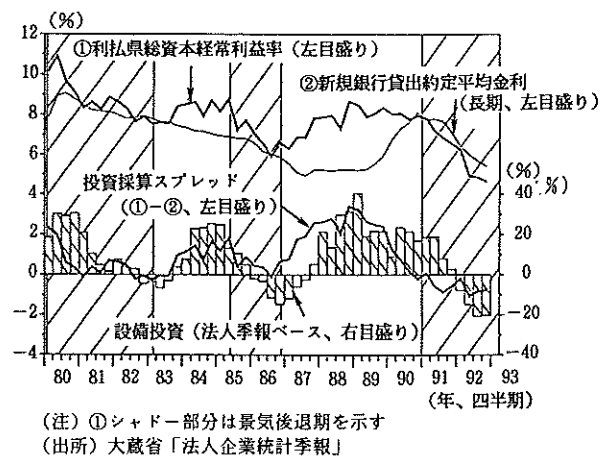
出荷指数の動向



日本銀行をはじめ、主要調査機関の設備投資計画調査をみると、92年度に引き続き93年度も減少が見込まれる。全般的に設備の過剰感や収益環境の厳しさを反映した結果、概ね、93年度は全産業で、前年比▲4～▲8%程度の減少、業種別にも製造業は2年連続の二桁減少、非製造業も減少に転換一等、投資抑制の拡がりが見られる。

最後に製造業の投資採算面をみると、92年年初には金融緩和効果から一時的に資本利益率と借入金利との乖離が縮小した。ただし、その後金利低下が続いたにもかかわらず利益率の面で、より一層悪化が進んだため、投資採算スプレッドは再びマイナス幅を広げてきている。現時点の金利は既に歴史的にも低水準に達している一方で、企業収益は既述のように今後も低調に推移するとの見込みであることから、当面、投資環境は厳しい状況が続こう。

製造業の設備投資と投資採算スプレッドの推移



(1993年4月7日記、経済調査部)