

経済の動き

1. 米国経済

(1) 景気動向

景気は、拡大が続いているものの、低調な推移となっている。実質 GDP 成長率（前期比年率）は 92 年 7-9 月期 3.4%、10-12 月期 4.7% から 93 年 1-3 月期は 0.7%（6 月 23 日確定値）と大幅に鈍化した。

最近の月次指標を見ても、家計・企業両部門とも低調な状況にある。低調の原因は、①財政政策のデフレ的内容（個人所得税と法人税の増税、投資減税の規模圧縮）②予算案の議会審議難航からの企業・消費者マインドの悪化、③93 年 3 月にかけて積み上がった在庫の調整のための生産下押し圧力である。

93 年 4-6 月期は更に外需の弱さも加わって低成長にとどまろう（基礎研 NY 超短期予測（7/2）は、1.2%成長）。しかし、①在庫調整は短期間に終了し、下期の生産下押し圧力は軽減される、②これまでの長期金利の低下を含め金融緩和の効果が今後も続く、③クリントン政権の財政赤字削減案はデフレ的ではあるものの、実施は早くても 93 年 10-12 月期からである一を総合すると、下期は緩やかな拡大傾向となろう。ただし、上期の成長ペースが予想より減速しているため、93 年の実質 GDP 成長率は、改定見通し（6/4 発表 2.7%）をやや下回る可能性が増している。

貿易収支は、3 月に続き 4 月も車・資本財を中心に大幅な赤字となった。世界景気の低迷から輸出が伸び悩む中、高水準の輸入が続いたことによ

る。景気回復期の米国の輸入依存体質は続いていると見られ、外需の弱さ（対外赤字拡大基調）が当面続こう。

物価指標については、6 月 15 日に発表された 5 月の消費者物価（コア部分）が 0.2%（前月比）と落ち着いたものであったことから、年初来のインフレ懸念はとりあえず払拭された格好となっている。今後は、景気拡大ペースの弱さ、労働コスト面等からみて、「ベストの時期」は終わりつつあるものの、当面インフレ率の急速な上昇も考えにくく、概ね安定基調が続こう。

(2) 金融動向

金融政策については、FF レートの小幅な引き上げの可能性は残るものの（エンジェル理事、リンゼイ理事＝両氏は「インフレ予防型の早期利上げ」の観点から既に 3 月の FOMC で引き締めを主張）、基本的には前述の景気・物価動向からみて現状維持となろう。

長期金利（30 年物国債利回り）については、景気拡大の鈍さと財政赤字削減案の上院での可決により、足もと、低下しているが、当面は横ばい圏での推移が続こう。なお、財政関連で以下のような事態となった場合には、長期金利が上昇するリスクがあろう。①財政赤字削減案は 6 月 25 日上院を通過したものの上院案と下院案とは異っている。今後、両院協議会での調整が必要であるが両院協議会での議論が難航、②8-9 月に発表が予想される医療制度改革案の歳入面での実行性が乏しい。

2. ドイツ経済～景気下げ止まりの兆しの中、当面微妙な状況へ

(1) 要注視の旧西独景気～景気下げ止まりの兆し
旧西独では93年1-3月期まで急ピッチの景気後退が続いた。93年1-3月期の実質GDPは1月の付加価値税引き上げ(14%→15%)、2月の悪天候といった要因も加わり、前期比▲1.4%と大きく落ち込んだ。直近の実質GDPのピーク時からの減少幅も▲2.8%と、戦後最悪であった第一次石油危機後の不況期(▲3.0%)に迫っている。雇用情勢も悪化傾向にあり、外国人襲撃事件の続発にみられるように社会情勢不安も目立ち始めている。

足もとの月次経済指標の動きは改善しており、4-6月期に景気が底入れ局面に入った兆しもみられている。しかし、こうした動きは1-3月期の景気下押しの特種要因(付加価値税引き上げ、悪天候)剥落による一時的反動増に過ぎない可能性もあり、今後、当面の動向には十分な注視を要しよう。

消費者物価は前年同月比では6月も4.1%と、依然連銀目標の2%を依然大きく上回っている。ただし、足もとの方向感を前月比年率でみると3月をピークに、その後は低下傾向にある。今後も93年度の賃上げ率鈍化の影響から、消費者物価は基調として低下傾向を辿ろう。

(2) 慎重な金融緩和路線

7月1日の理事会で連銀は第5次利下げ(公定歩合を7.25%→6.75%に、ロンバード金利を8.5%→8.25%に引き下げる)を決定した。利下げ決定の背景としてシュレジンガー総裁は、①マネー・サプライM3増加率の鈍化、②最近のインフレ率の改善、③長期金利の6.5%強水準での安定的な推移、④6月29日の連立与党間での財政赤字削減案の合意-を挙げている。

景気低迷の持続、インフレ率の改善から段階的な金融緩和傾向が今後も続くことが予想される。

しかし、大幅な財政赤字を抱え、潜在的なインフレ懸念が根強い中での金融緩和であるため、連銀は引き続き「慎重な緩和路線」(シュレジンガー総裁、7月1日)を堅持することになる。なお、今回の連立与党の赤字削減案に対し、野党SPDは強く反対しているが、次回利下げ時期を見る上でも、今後の与野党の協議が注目される。

(3) 連銀新総裁の経歴について

政府は6月23日、今年9月末で退任するシュレジンガー連銀総裁の後任としてティートマイヤー現副総裁を正式に指名した(任期は1999年8月まで)。シュレジンガー氏が40年以上を連銀で勤め上げた「生え抜き」であるのに対し、ティートマイヤー氏は、コール政権下で大蔵次官を勤め、首相の経済ブレーンとして活躍するなど、1989年に副総裁として連銀に入行するまでは、官僚畑を歩んできた人物である。しかも、ティートマイヤー氏自身、与党CDU(キリスト教民主同盟)の党員であることから、「新総裁のもとでは、連銀は政府に対して妥協的になり、金融緩和テンポが早まるのでは」との憶測が出ている。

しかし、こうした見方は早計であろう。歴代連銀総裁は、いずれも何らかの政党に所属しており、特定の政権下での官僚経験も珍しくない。それでもインフレ・ファイターとしての連銀の基本方針は一貫しており、連銀創設(1957年7月)以来、70年を除き、インフレ率がピーク・アウトする前に連銀が金融緩和に転じたことはない。

また、総裁と副総裁は、金利政策に関して特定の方針を理事会に提出するが、決定は全て理事会(本部理事8名+州理事7名、合計15名)の多数決により下される。従って仮に、総裁、副総裁が政府よりの政策を提案したとしても、それが政策に直接反映されるわけではない。今後、ティートマイヤー新総裁のもとでも、インフレ抑制を最大の課題とし、慎重な金融緩和を進める連銀の基本1的なスタンスに変更はないであろう。

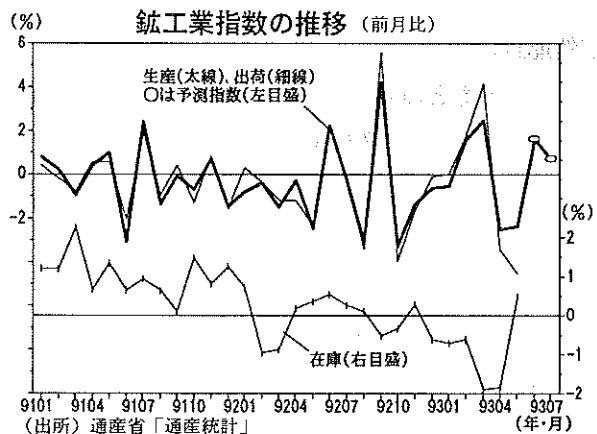
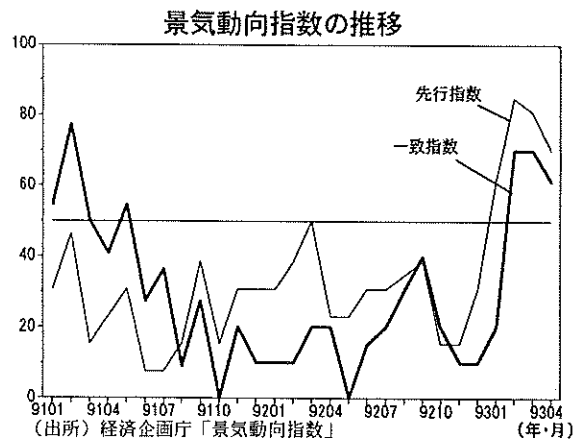
3. 日本経済～円高・政局不安で景気下振れリスクが増大

(1) 足もとの景気状況～期末要因がはく落、底這い状態が持続

92年末までは急ピッチの景気後退が続いていたが、年明け後には景気の好転を示す指標が増えた。たとえば、①実質GNPが4四半期ぶりにプラス成長(前期比年率2.3%)となった、②鉱工業生産が前期比0.4%と8四半期ぶりにプラスに転じた、③景気動向指数(一致系列)が2月、3月、4月と3ヵ月連続して50を越えた一などである。

こうした指標の改善には、①経済対策の効果(公共事業の前倒し執行を柱とした92年3月の緊急経済対策、公共投資の追加等を内容とした事業規模10.7兆円の92年8月の総合経済対策)、②累積的な利下げの効果、③在庫調整の進展一などの基調的な要因もあるが、年度末決算をにらんだ一時的な「カサ上げ要因」(前倒し要因)も大きかったとみられる。

事実、4月以降の経済指標には、鉱工業生産、乗用車新車新規登録など、一転して反落しているものが多い。93年4-6月の実質GNP成長率は前期比年0.6%と鈍化する見通しである。5月の景気動向指数も、先行系列・一致系列とも再び50を割る可能性が高い。景気は「既に底入れした」との見方もあるが、4月以降の景気指標の反落傾向から見ても、「底這いの状態」が持続しているとみられる。



主な月次指標の動き

	92/11	92/12	93/1	93/2	93/3	93/4	93/5
景気動向指数(先行系列) (指数)	15.4	30.8	61.5	84.6	80.8	70.0	
景気動向指数(一致系列) (指数)	10.0	10.0	20.0	70.0	70.0	61.1	
鉱工業生産 (季調済前月比)	▲1.4	▲0.6	▲0.5	1.5	2.5	▲2.5	▲2.4
建設工事受注(50社、民間) (季調済前月比)	▲7.3	▲3.4	20.4	▲11.7	34.8	▲51.3	12.2
新車新規登録(軽を含む乗用車) (季調済前月比)	3.0	▲2.2	8.4	1.5	5.0	▲11.2	▲10.2
機械受注(船舶・電力を除く民需) (季調済前月比)	14.9	3.4	▲4.2	2.7	15.6	▲26.8	
有効求人倍率 (季調値・倍)	0.94	0.92	0.93	0.91	0.88	0.84	0.81
大型小売店販売(店舗調整済み) (前年同月比)	▲3.3	▲5.7	▲3.1	▲5.0	▲7.5	▲4.1	▲3.8
所定外労働時間(調査産業計) (前年同月比)	▲18.0	▲16.0	▲13.4	▲12.9	▲12.8	▲13.1	▲12.6

(出所) 経済企画庁「景気動向指数」「機械受注実績調査統計表」、通産省「通産統計」「商業動態統計月報」、建設省「建設統計月報」、労働省「職業安定業務月報」「毎月勤労統計調査」、「自動車統計月報」

(2) 新たな不安材料～円高と政局不安

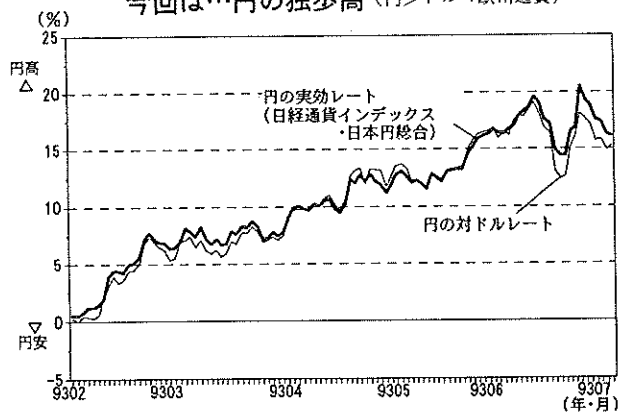
基調的な円高と、政局不安に基づく見通し難から、景気の下振れリスクが増している。

①円高

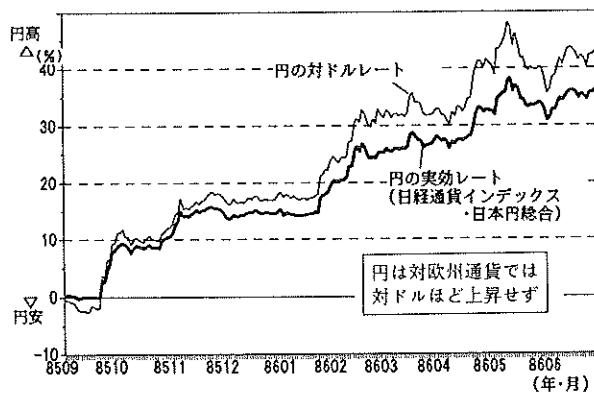
6月15日、円は104.80円/ドルの史上最高値を記録した。その後衆議院解散による政局不安から一時的に111円台まで戻したが、東京都議会選挙後は再び100円台後半(105～109円台)程度で推移している。今後、政局の不透明感から再び円安に振れる場面も予想されるが、大幅な対外黒字を背景に基調的には円高傾向の可能性が高いとみられる。また、100円台後半の推移が続いたとしても、輸出減少圧力や企業業績の悪化を通じた設備投資への影響等から景気の下振れリスクが増そう。

今回の円高は、85～87年の「プラザ合意」後の円高局面との比較で考えると、①プラザ合意は「ドル高の是正」であり、ドル全面安の中での円高であったのに対して、今回は「円の独歩高」であり、円は対ドル、対欧州通貨とも上昇、②プラザ合意時と比較して輸出競争力が低下している、③プラザ合意時は景気の「山」は越えていたものの、年度の実質成長率は4.8%と堅調であったのに対し、今回は景気が弱っている「底這い圏」で円高に振れている一などから、同幅程度の円高・ドル安でも国内景気への影響は今回の方がより大きいと考えられる。

今回は…円の独歩高 (円>ドル≧欧州通貨)

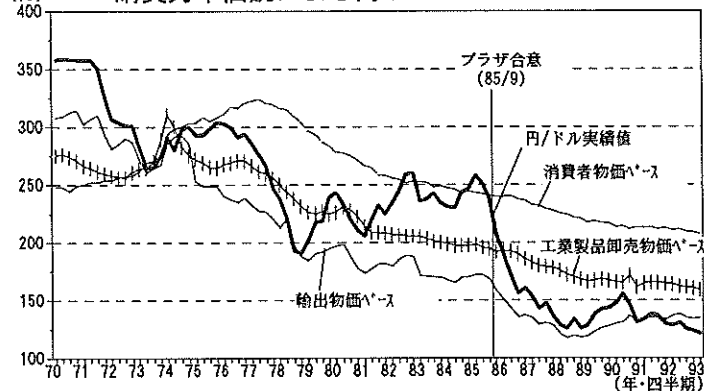


プラザ合意時は…ドルの全面安 (円>欧州通貨>ドル)



(注) 円高が顕著となった月の前月(それぞれ、93年1月、85年8月)平均に対する円の上昇率

購買力平価説による円ドルレート (73年基準)

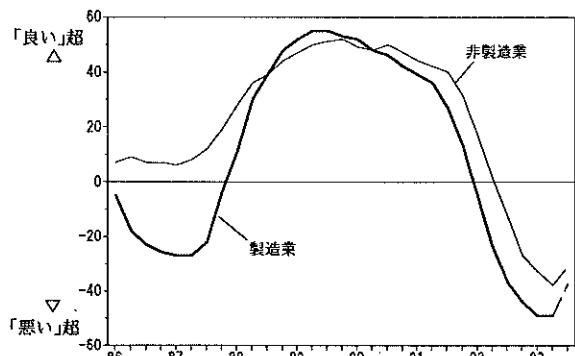


6月11日に発表された5月調査の日銀短観は、「明暗入りまじった」結果であった。「明」としては、①主要企業製造業の業況判断DIの3年半振りの下げ止まり、②在庫過剰感の改善—等があり、「暗」としては、①雇用過剰感の高まり、②主要企業の93年度の売上高・収益・設備投資計画が軒並み2月調査比下方修正—等があげられる。日銀短観の調査時点での為替は110円/ドル近辺である。その後の円高推移等から、計画の一段の下方修正を通じた景気下振れリスクが増しているとみられる。

②政 局

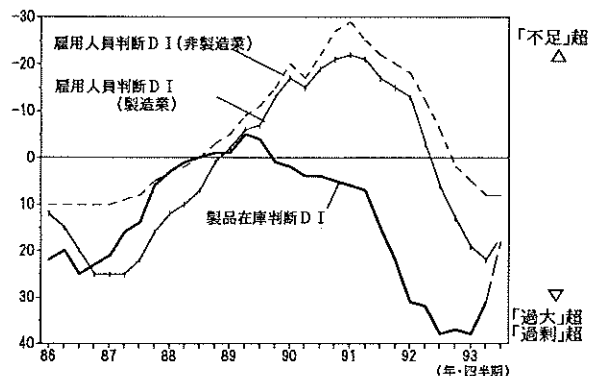
いわゆる「55年体制」が成立して以来、初めて政権交代の可能性が現実味を帯びてきている。政局の流動化後、①日本経済の運営システムに対する不安感、②新たな景気刺激策など経済政策発動の遅れの可能性—などから、為替・株式市場の先行きを懸念する動きがみられた。総選挙の結果が、どのような政権とどのような経済運営をもたらすかが判明するまで、為替・株式市場の不安定さは解消せず、景気へのながしかの影響は避けられない。

業況判断DIの推移



(注) 業況判断DI = 「良い」 - 「悪い」
 製品在庫判断DI = 「過大」 - 「不足」
 雇用人員判断DI = 「過剰」 - 「不足」
 いずれも主要企業

在庫・雇用DIの推移 (逆サイクル)



雇用人員判断DIは93年6月末、9年末が、
 他は93年9月が予測指数

(出所) 日本銀行「短観」

日銀短観に見る主要企業の93年度計画

	製造業		非製造業	
	5月調査	修正率	5月調査	修正率
売上高	1.0	▲ 2.2	▲ 0.3	▲ 2.5
輸出	▲ 0.3	▲ 3.1	—	
経常利益	▲ 0.9	▲ 9.4	▲ 6.7	▲ 8.1
設備投資	▲ 10.5	▲ 3.1	▲ 1.1	▲ 0.8

(注) 前期比伸び率(%)。

(出所) 日本銀行「短観」

(1993年7月7日経済調査部)