

経済の動き

1. 米国経済

(1) 景気動向

4-6月期の実質GDPは、前期に積み上がった在庫（特に小売部門での自動車）の調整を主因に、前期比年率1.6%の緩やかな伸びにとどまった。内訳をみると、個人消費と設備投資が堅調な伸びとなっており、在庫を除いた最終売上も同3.7%と前期の▲1.2%からプラスに転じた。景気は緩やかな拡大基調にあるが、上期の成長率は前期比年率1.9%と、6月の改定見通し（同2.3%成長）をやや下回るペースで推移しており、93年全体としての成長率も2.5%程度（改定見通し、2.7%）にとどまろう。

※なお、中西部での洪水の被害は、80~120億ドルとみられている。これらの影響は、a)物価面は一部穀物価格の上昇をもたらすものの、全般的な消費者物価上昇への波及はわずか（WEFAの試算では94年1Qにかけて0.1%程度）、b)景気全般についても影響は軽微（総被害額100億ドルの全てがGDPの減少に相当するとして、92年の名目GDP比では0.17%程度）-との見方が一般的。

1) 家計部門

4-6月期の実質個人消費は前期比年率3.8%と、耐久財（自動車）とサービス支出を中心に大幅に増加した。ただし、可処分所得は同1.3%増にとどまっており、貯蓄率も低下（消費性向が上昇）していることから、1-3月期の悪天候要因の剥落による一時的な反動増も含まれているとみられる。今後については、雇用増を背景に個人所得が増加基調にあること、長短金利とも低水準に

あること等から、消費の緩やかな拡大が続くとみられる。なお、所得税の増税の実施が見込まれる年末頃（実施時期は不詳）からは、消費の増加ペースは鈍化しよう。

2) 企業部門

設備投資は92年10-12月期以降、前期比年率9.7%、13.1%、そして4-6月期が13.3%と高い伸びが続いている。この背景としては、

a) 低金利

b) 企業のコスト削減等によるリストラの浸透

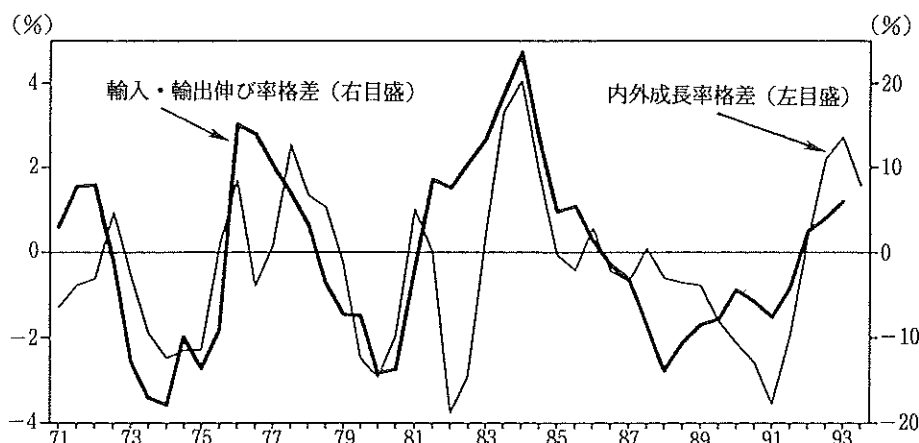
c) その結果としての企業収益、キャッシュ・フローの増加

等があげられる。今後については、これら設備投資を取り巻く諸要因の大幅な悪化は見込みにくく、引き続き堅調な推移が続こう。ただし、法人税増税に加え、今後の医療保険制度改革に伴う企業負担の増加は、設備投資へのマイナス要因として影響が懸念される。

3) 海外部門

5月の貿易赤字は年率1004億ドルとなり、3、4月の大幅赤字（同、2カ月平均1238億ドル）からは若干改善したものの、92年の845億ドルを上回っている。輸出の国別動向をみると、景気低迷の影響を大きく受けている日本や欧州向け輸出が弱い。米国の成長率がOECD諸国の成長率を上回って推移していることから、所得要因から判断する限り、当面、外需（輸出等-輸入等）の

内外成長率格差と輸入・輸出伸び率格差の推移



(注) a) 内外成長率格差は米国の実質 GDP 成長率 (前年同期比) から OECD の実質 GDP 成長率 (同、米国除き) を引いたもの
 b) 93 年下期の成長率は、米国は 6 月の改訂見通し、OECD 諸国は 6 月の OECD 見通しによる
 c) 輸入・輸出伸び率格差は輸入等の伸びから輸出等の伸びを引いたもの
 (出所) SURVEY OF CURRENT BUSINESS 他

成長率へのプラス寄与は期待しにくい。

(2) 物価動向

6 月の消費者物価は低い伸びにとどまったが (コア部分は前月比 0.1%、前年同月比 3.3%)、労働コストの下げどまりを考慮すれば、物価面での「ベストの時期」は終わりつつある。ただし、依然として高い失業率や需要の弱さ等から、物価上昇率が加速的に高まる状況にはなく、当面、安定基調が続こう。

(3) 金融動向

1) 政策金利

公定歩合は 92 年 7 月 2 日以降、FF レートは同年 9 月以降、ほぼ 1 年にわたって 3.0% に据え置かれている。当面の政策金利は、①緩慢な景気拡大テンポ、②物価の落ち着き、③財政赤字削減策による 94 年からのデフレ効果—から基本的には現状維持となろう。ただし、FF レートは実質でみてかなり低い水準にあることや、次頁の FRB 議長の議会証言でインフレ懸念がかなり強調されていることから、今後、物価上昇率が再び跳ね上がる場合 (前月比 0.3% 以上との見方が一般的)、FF レート小幅引き上げの可能性は残ろう。

2) 長期金利

足もとの 30 年物国債利回りは過去最低水準の 6.5% 近辺で推移している。これは、クリントン政権の財政赤字削減策への信頼感に加え、予想より弱い景気指標、物価安定—が確認されたことによる。今後については基本的には横這い圏での推移が続くとみられるが、両院協議会での財政審議がほぼ終了したなかで、今後は医療保険制度改革案 (8 月か 9 月発表見込み) の内容および議会審議動向が大きなポイントとなろう。

2. イギリス経済～緩やかな景気回復

(1) 景気は緩やかに回復

景気は 92 年 4 - 6 月期に「底入れ」し、その後は緩やかな回復傾向にある。直近 1 - 3 月期の実質 GDP の需要項目別内訳をみると、①企業収益が回復する中、固定投資の伸びは前期より上昇、②個人消費も年初の住宅市況 (価格) の底入れ等を背景とした、消費者コンフィデンス改善→貯蓄率低下から引き続き堅調に推移、③外需も、輸入は拡大したものの、輸出の好調から前期に続きプラスの成長寄与—となった。ただし、他方で政府消費の伸びはマイナス幅が拡大し、在庫調整も進展したことから GDP 全体としては前期と同程度

の伸びとなった。なお、足もとの6月時点までの経済指標をみると、小売売上げ数量、新車登録台数等の需要関連は拡大傾向が続いており、雇用面でも、失業者数が5ヵ月連続で減少する等、全般的に改善傾向を辿っている。

物価面を見ると、消費者物価に相当する小売物価は、景気回復初期の生産性回復による単位労働コストの低下から、4-6月期平均で前年同期比1.3%と63年7-9月期(1.3%)以来の低い伸びとなっている。なお、昨年9月のポンド急落の影響が懸念されていたが、これまでのところ、単位労働コストの低下で相殺されている模様。

(2) 年内に再利下げの可能性

政策金利(ベース・レート)については、以下の点から、年内に追加利下げ(6%→5%)がなされよう。①欧州通貨に対するポンドの上昇傾向、②年末にかけての景気減速の見込み(景気回復の初期局面での繰り越し需要一巡、財政赤字縮小のための先行き増税懸念による消費者マインドの低下が背景)。長期金利については、これまでのところ、①インフレ率の予想以上の鎮静化、②ポンド高による海外からの投資の増加一等から低下傾向を辿っている。しかし、今後は、インフレ率改善傾向の一服、政府の国債増発による債券需給の悪化一等から、長期金利は強含み傾向を辿ろう。

3. 日本経済～再び低迷傾向が鮮明に

1. 概要

4月以降の状況は、円高基調が続く中、景気指標の反落傾向が目立つ。当研究所超短期予測(7/22発表)によれば、4-6月期の実質GNP成長率(前期比年率)は▲1.0%と、1-3月のプラス2.3%から反落した模様である。汚職事件の公共事業執行への影響や政局・経済運営見通し難(含む、追加対策への取り組みが遅れる可能性)といった新たなマイナス要因も加わっていることから、景気底這いの中、下振れリスクが高まった状況にある。

1) 主要指標の推移

5月の景気動向指数は先行系列、一致系列ともに景気判断の境目となる50%を割り込んだ。6月の生産は3ヵ月ぶりの前月比プラスとなったが、製品在庫は2ヵ月連続増加しており、生産予測指数も前月比で7月+0.1%、8月▲0.9%と低迷する見方となっている。こうした中、4月～5月頃にかけてやや広まった景気楽観論も後退した。所得伸び悩みの中、雇用不安もあり、消費低迷が続いている。設備投資関連指標にも回復の兆しは見られない。

主要指標の推移

	93/2	93/3	93/4	93/5	93/6
景気動向指数(先行系列) (指数)	84.6	80.8	63.6	30.0	
景気動向指数(一致指数) (指数)	63.6	72.7	65.0	10.0	
鉱工業生産指数 (季調済前月比)	1.5	2.5	▲2.5	▲2.6	1.3
建設工事受注(民間大手50社) (季調済前月比)	▲11.7	34.8	▲51.3	12.2	1.0
機械受注(船舶・電力除く民需) (季調済前月比)	2.7	15.6	▲26.8	3.7	
新車新規登録(乗用車{含軽}) (季調済前月比)	1.5	5.0	▲11.2	▲10.2	8.4
大型小売店販売(店舗調整済) (前年同月比)	▲5.0	▲7.5	▲4.1	▲3.8	▲4.8
有効求人倍率 (季調値・倍)	0.91	0.88	0.84	0.81	0.74
マネーサプライ(M2+CD) (前年同月比)	0.1	▲0.4	0.5	1.5	1.4

(出所) 経済企画庁「景気動向指数」、通産省「通産統計」、「商業動態特別調査」、建設省「建設統計月報」、労働省「職業安定業務月報」、日本自動車工業会「自動車統計月報」

2) 輸出動向

91年度、92年度と外需がプラスの成長寄与となったが、円高基調の中、数量ベースの輸出も伸び悩んでおり、先行きさらに景気を下押しする要因となる懸念がある。6月の貿易黒字（通関ベース）は99.7億ドルとなり、93暦年上期では前年比17.6%増と過去最高となった。輸出が7.3%増と伸びる一方、輸入は2.8%増にとどまり、黒字増大となったものである。しかし、輸出の伸びの大部分は円高によるドル建て輸出価格上昇という価格要因によるものであり、輸出数量の伸び自体は低い。

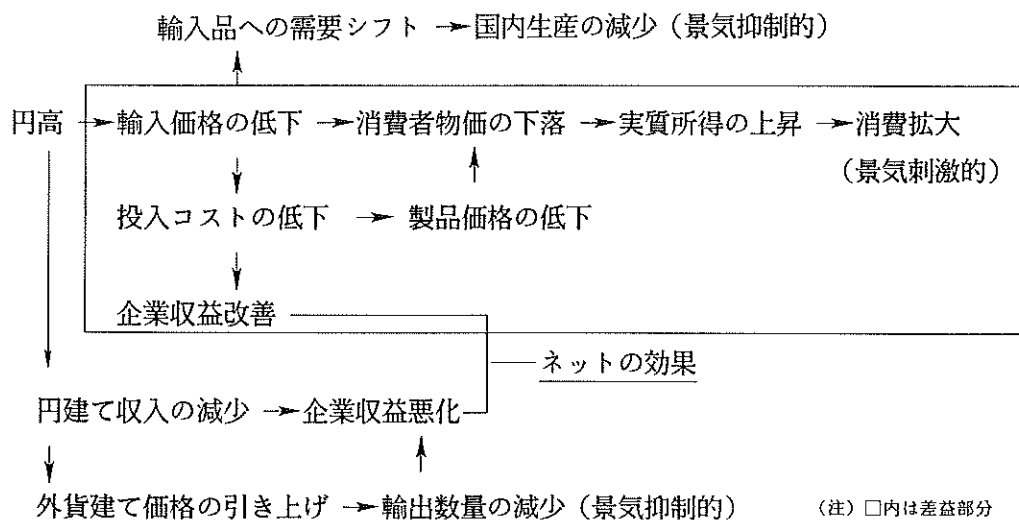
地域別では米国、東南アジア向け、中国向けの寄与が大きい。しかし、1) 米国向け輸出では円高基調の中、価格競争力の低下が見込まれる、2) 中国は景気加熱から金融引き締めへの転換が始まっており、今後の景気鈍化が予想される、一ことから地域別輸出の観点からみても外需の成長寄与は期待し難いと予想される。

2. 円高と差益還元

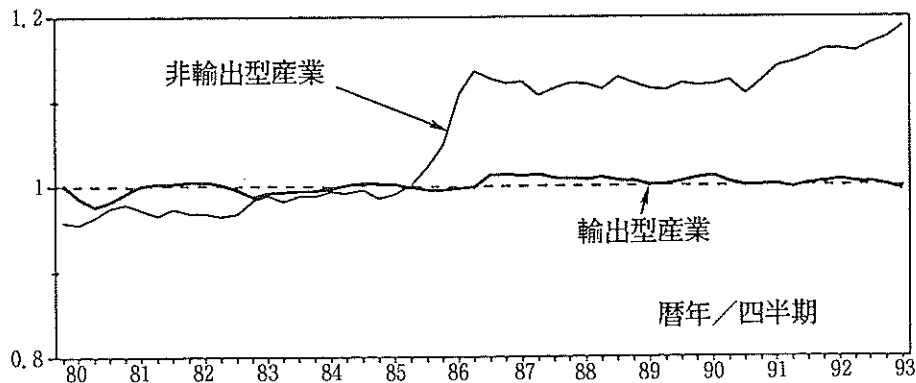
1) 円高の影響

円高は、価格を据え置けば円建て収入が減少する。価格転嫁すれば競争力鈍化から輸出数量が減少し、いずれにせよ企業収益に打撃を与える。また輸入品との競合を激化させ企業収益を圧迫する。しかし、その反面、投入コスト低下による収益の改善、物価下落による実質所得の増加、さらには消費拡大というプラスの側面がある。

円高の影響は産業によって異なる。製造業の輸出型産業と非輸出型産業の「投入-産出の交易条件」の推移をみると、円高のネットの効果は製造業の輸出型産業に相対的に厳しく出ていると言える。



産業別交易条件の推移



(注) 輸出型産業—鉄鋼、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、非輸出型産業—食品、繊維製品、窯業、パルプ・紙・木製品、化学製品、石油・石炭製品、土石製品、非鉄金属製品、金属製品、その他製造工業製品
 交易条件=産出物価格指数/投入価格指数(1985年=1)

(出所) 日本銀行「物価指数月報」

2) 円高差益

前回85年のプラザ合意後の円高時には、原油価格下落も相まって、大幅な差益が生じた、それが、様々な形で還元され、消費拡大に寄与したと考えられる。

前回と今回の円高にかかわる差益を簡単に試算すると、以下の通り(輸入数量は実績値を用い、輸入価格の変化のみ考慮して試算)。

前回(85/9—88/12)の差益 一年間約14.3兆円。
 (為替237.0円/ドル→123.6円/ドル、通関原油27.4ドル/バレル→12.1ドル/バレル)

今回(93/1—93/6)の差益 一年率約1.1兆円。
 (為替125.0円/ドル→107.3円/ドル、通関原油18.6ドル/バレル→18.7ドル/バレル)

結論的には一定の差益はあるものの、(1)円高の幅が前回ほど大きくない、(2)原油価格の動きとも関連して公共料金などの値下げが行われていない—等から差益は限られたものになり、景気下支え効果は大きくないと言えよう。

3. 政局と政策

7月18日の総選挙で自民党が過半数割れとなり、非自民・非共産7党の連立政権が成立の見込み(8月4日現在)。

前述の通り、超短期予測によれば、4—6月の実質GNP成長率は前期比年率▲1.0%、7—9月も年率1%台の成長にとどまる公算が高く、足元の景気は早急な追加対策(利下げ、所得税減税)が望まれる状況にある。今後の財政政策関連での懸念事項は以下の通り。

1) 経済政策の見通し難と景気対策・予算策定の遅れの恐れ

追加的景気対策については所得税減税に反対する党があるなど、各党間の政策は同じではない。このため連立政権内の調整に手間取り、政策発動が遅れる恐れがある。また94年度予算の策定作業も例年より遅れており、来年度予算の成立が大幅に遅れる場合も予測される。

2) 公共投資の円滑な執行に対する懸念

景気の下支え役となっている公共投資の執行については、汚職事件の影響で、執行が円滑に進まない可能性が出てきている。

現在までのところ公共工事請負額などに陰りは見られないが、公的資本形成の対実質GNP成長率寄与度がこのところ前期比0.3%~0.5%と大きいだけに、今後の動向が注目される。