

# 経済の動き

経済調査部

## 1. 米国経済

～景気は拡大基調、

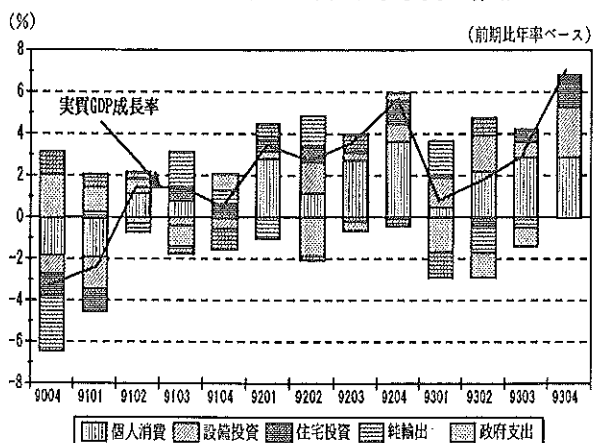
長短金利は緩やかな上昇へ

### (1) 景気全般～拡大基調が続く

93年10-12月の実質GDP成長率は前期比年率7.0%となり、93年全体としても下期の個人消費と設備・住宅投資の拡大により、3.0%成長となった。

94年1-3月期の成長率は、①前期の反動減、②東海岸を中心とした寒波の影響、③ロサンゼルス地震一等から2%程度(前期比年率)へと一時的に減速するものの(基礎研NYの超短期予測(3/21):1.3%)、94年の基調としては、雇用環境の改善、企業のリストラ進展の効果一等から、引き続き拡大局面が続こう。

実質GDPと需要項目別寄与度の推移



## 1) 個人所得・消費

個人可処分所得は、5ヵ月連続で前月比プラスの後、94年1月は前月比▲0.6%の減少となった。理由は、①地震による賃貸収入の減少、②93年包括財政調整法に基づく1月からの増税(商務省の試算によると年率28億ドル、前月比寄与度▲0.06%の所得減要因)等一である。4月1日に発表された2月分では、税負担が引き続き増加したものの、賃貸収入の増加(同469億ドル、同1%の所得増要因)から可処分所得は前月比1.4%の増加に転じている。

個人所得税の増税については、5年間で1,245億ドル、94年度に170億ドル(8月のOMB試算)が見込まれている。今後、増税によるデフレ効果が徐々に出てくるものと予想されるが、94年に関しては、年間でも成長率を0.4%引き下げる程度の軽微なものにとどまろう。

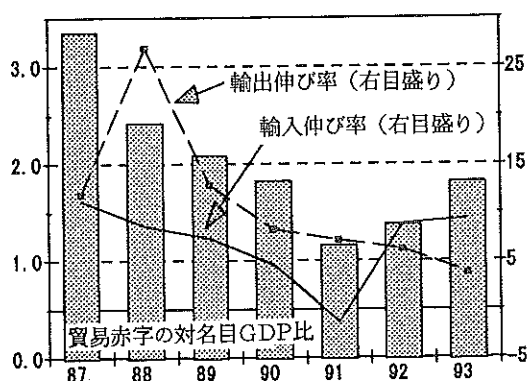
## 2) 貿易収支

12月の貿易赤字(センサスベース)は、輸出の増加(前月比4.9%)から年率884億ドルと10ヵ月振りの1000億ドル台割れとなったものの、1月には1323億ドルへと再び拡大した。12月の輸出増加の半分が変動の大きい民間航空機であり、一時的な増加であったと判断できる。

貿易収支の動きを見ると、89年以降輸出の伸

びが低下する一方、景気が底入れした91年(景気の谷:91年3月)をボトムに輸入の伸びは高まっており、93年の貿易赤字は1157億ドル(対名目GDP比1.8%)と92年の845億ドル(同1.4%)から拡大した格好となっている。94年も世界景気の低調と米国の景気拡大という状況には変化がないことから、赤字幅は更に拡大しよう。

輸出入の推移 (%) (%)



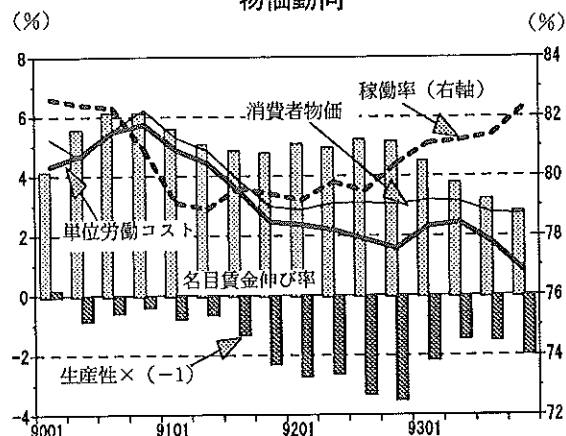
(注) 輸出入伸び率は、前年比  
(出所) 米商務省“SURVEY OF CURRENT BUSINESS”

## (2) 物価～インフレは顕在化していないが、賃金動向に注視

2月4日、FRBがFFレートを引き上げて以来、インフレ懸念が台頭し、長期金利は7%台まで上昇、4,000ドル台に乗せていたNYダウも3,500ドル台へ下落した。

足もとの物価関連指標を見ると、労働生産性の伸び(前年比)はやや低下しているが、他方で名目賃金の伸び(同)も低く抑えられており、物価に大きな影響を与える単位労働コストは低位に抑制されている。現状はインフレ率が急速に高まるような状況ではない。ただし、稼働率の伸びがやや鈍くなってきていることから労働生産性の上昇余地も少なくなっており、名目賃金の上昇が生じればインフレを招く危険性はある。名目賃金、労働生産性の動向を注視する必要がある。

物価動向



(注) 名目賃金、生産性、消費者物価、単位労働コストは前年比  
(出所) 米商務省“MONTHLY LABOR REVIEW”他

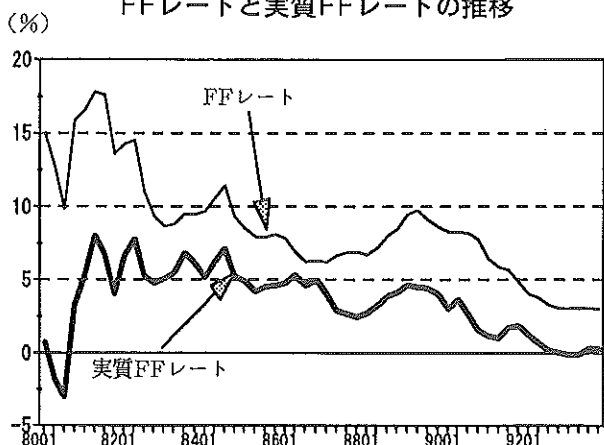
## (3) 金融～長短金利は緩やかな上昇へ

### 1) 政策金利

2月22日にグリーンズパンFRB議長のハンフリーホーキンス法に基づく議会証言が行われた。議長証言の中で注目すべき点は、①潜在成長力を越える成長は望ましくない、②金融政策の効果には一年以上のラグを伴うため、高めの物価指標が出る前に引き締めを行う、③バランスシート調整が終了した以上、異常な低金利は必要ない—という箇所である。この発言内容と現在の成長パスを考えると「成長減速型の金融政策」が採用される可能性が高い。(マクロモデルでの推計によるとFFレート1%の引き上げは、実質GDP成長率を年間0.2%程度低下させる。)

こうした点を踏まえて、FFレートは2月4日と3月22日に引き上げられたが(3.0%→3.25%→3.5%)、今後も年末までに4~4.5%程度へと段階的に引き上げられよう。年央頃には公定歩合の変更も予想される。

FFレートと実質FFレートの推移



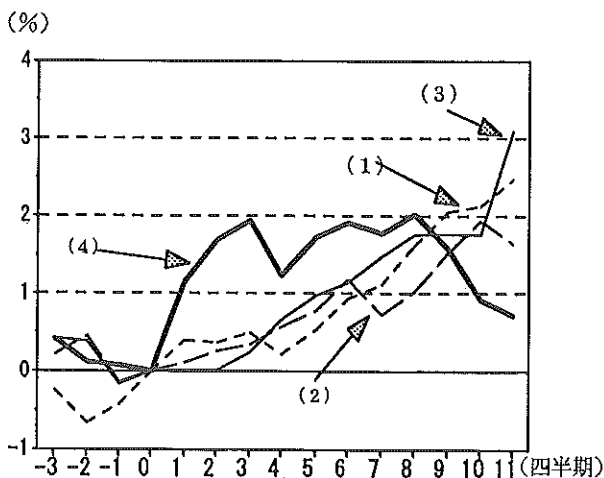
(注) 実質FFレート=FFレート-消費者物価(前年比)  
(出所) FRB“FEDERAL RESERVE BULLETIN”

2) 長期金利

FFレート引き上げ以来、長期金利は、ほぼ1%(6.31→7.28%)上昇した。

過去の推移を見ると、引き締め後の長期金利は、短期金利に加えて、景気、物価、財政赤字等の動向に大きく左右されている。今後の長期金利については、①インフレ率は94年Q1から94年Q4にかけて2.4%(前年比)から3.1%(同)へとほ

金融引き締め後の名目長期金利の推移



(注) ①金融引き締め開始時点の長期金利を基準として金利の変化を表したもの。長期金利は国債10年物  
②(1)、(2)、(3)、(4)の基準時点は、各々、67年Q3、72年Q1、77年Q1、87年Q1  
(出所) FRB“FEDERAL RESERVE BULLETIN”

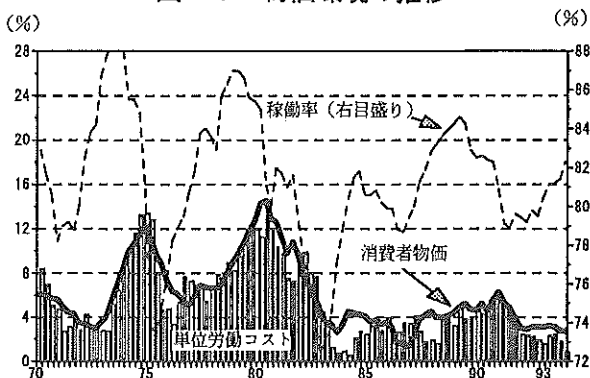
ぼ0.7%程度高まる、②景気は拡大基調(3.4%)が持続する一等から、94年末に向けて強含みの傾向が続こう。

トピックス：米国の物価と金融政策

(1) 物価と景気

米国では、1970年以降、70年代前半、70年代後半、80年代後半の計3回の傾向的なインフレ率上昇局面があった。(図1参照)インフレ率が上昇するメカニズムには「内生的なもの」と「外生的なもの」の二つの経路が考えられる。

図-1 物価環境の推移



(注) 単位労働コスト、消費者物価は前年比  
(出所) 米国労務省“MONTHLY LABOR REVIEW”他

①内生的なもの

景気に天井感が出てくると、稼働率(資本要因)が高止まり、生産性の伸びが低下する一方、失業率も低下(労働要因)し、名目賃金は上昇。この生産性の低下と名目賃金の上昇は、単位労働コストを上昇させ、企業の価格転嫁を通じ、物価を上昇させることになる。物価の上昇は、インフレ期待の上昇→名目賃金の上昇→単位労働コストの上昇のメカニズムを加速させ、更にインフレ基調を強めることとなる。

## ②外生的なもの

商品価格の急騰は、＜企業の原材料コストの上昇→価格転嫁による物価の上昇→インフレ期待の上昇→名目賃金の高騰→単位労働コストの上昇＞とスパイラル的なインフレを引き起こす危険性を持つ。

そして、過去のインフレ率上昇局面は、

70年代前半→内生的+外生的(第一次オイルショック)

70年代後半→内生的+外生的(第二次オイルショック)

80年代後半→内生的

一と分けて考えることができる。

一方、現在の物価環境は、

I) 単位労働コストは低位に位置(内生的インフレ要因)

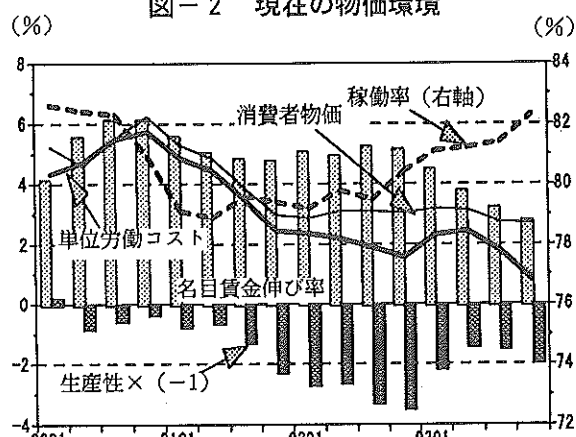
稼働率の伸びが鈍いため、労働生産性の伸び(前年比)はやや低下するが、反面、名目賃金の伸び(同)も低く抑えられている。

II) 原材料価格の上昇率も低い(外生的インフレ要因)

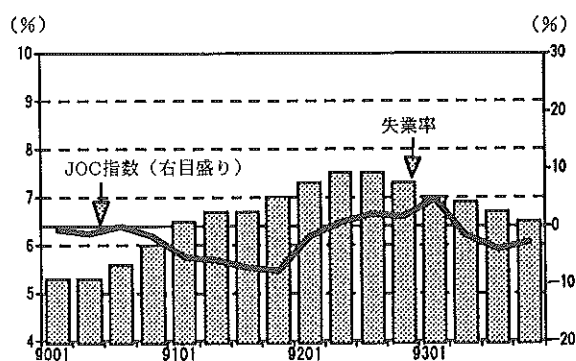
一ことから、すぐにインフレ率が悪化する可能性は小さい。

ただし、労働生産性の上昇余地も狭くなっている上に、失業率も自然失業率といわれている6.0%(新算定方式)に近づきつつあるため、名目賃金の上昇が生じれば、インフレを招く危険性は高い。現在、グリーンズパン議長が過度の成長によるインフレ期待の上昇を過敏すぎるほど注視している理由はこの辺りにあろう(図2参照)。

図-2 現在の物価環境



(注) 名目賃金、生産性、消費者物価、単位労働コストは前年比増加率



(注) ①JOC指数(鉱業原材料価格指数)は前年比伸び率

②景気の谷は、91年Q1(3月)

(出所) 労働省“LABOR MONTHLY REVIEW”他

## (2) 金融政策

### ①連銀議長と金融政策

米国の金融政策の運営方法は連銀議長の裁量により大きく変化してきた(図3参照)。

#### 70年代後半

実質FFレートは極めて低かった。バーンズ連銀議長(任期:70-78)が政権よりの政策運営を行ったためと言われている。

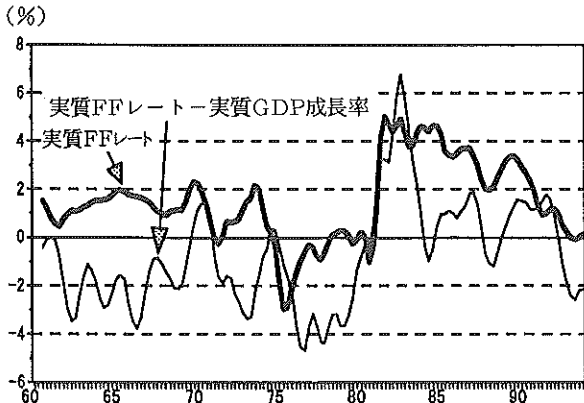
#### 80年代

ボルカー議長(79-87)、グリーンズパン議長(87-現在)が、インフレ警戒的な金融政策を行ったため、実質FFレートは高めとなっている。

90年代

バランスシート不況という特殊要因からFFレートは低い、インフレ警戒的であるという点において、現在の連銀の方針は80年代と同じである。

図-3 実質FFレートと成長率



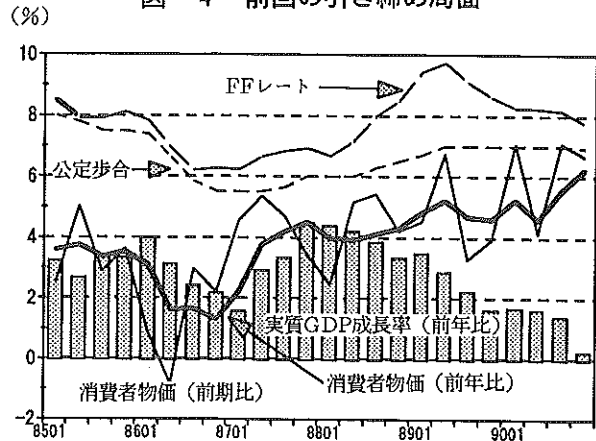
(注) ①実質FFレート=FFレート-CPI(前年比)  
 ②実質FFレート、実質FFレート-実質GDP成長率(前年比)、とも4四半期移動平均

②グリーンズパン議長の金融政策～新ソフトランディング方式

グリーンズパン議長は、鉱工業生産、失業率、稼働率、販売在庫率など幅広い経済指標を中間目標としインフレ圧力を見極め、インフレ圧力が高まると景気の拡大速度を潜在成長率程度まで徐々に鈍化させる「ソフトランディング」アプローチを採用するといわれている(基礎研試算では、1%のFFレートの上げは、実質GDP成長率を年間0.2%低下させる)。

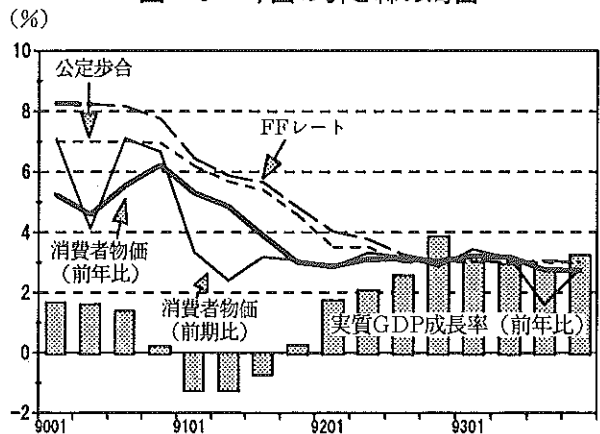
80年代後半の金融引き締め局面では、物価が上昇を始めた87年Q1から引き締めを実施し(87年10月のブラックマンデーのため、一時引き締めを中断)、景気拡大テンポが鈍化した89年Q3から緩和を始めた。しかし、一端上昇を始めた物価を抑えるためには、大幅な引き締めは避けられず、景気は91年7月から後退局面に入ることとなってしまった(図4参照)。

図-4 前回の引き締め局面



今回の引き締めは物価が上昇を始める前に行われた点において特異であり、エコノミストの中には新金融政策(NEW FED APPROACH)と呼ぶものもある。この一見、早急過ぎる金融政策は、グリーンズパン議長が何度も発言しているように「実際に物価が上昇を始めた後では景気を失速させるほどの大幅な金融引き締めが必要となった」という前回の経験から出てきたものと考えられる(図5参照)。

図-5 今回の引き締め局面



(出所) FRB“FEDERAL RESERVE BULLETIN”他

## 2. ドイツ経済

～景気は底這い、慎重な金融緩和が継続

### (1) 景気（旧西独）～内需低迷で一進一退

景気は93年春頃に最悪期を脱したものの、一進一退の底這い状況が続いている。実質GDPは93年4-6月期、7-9月期と2期連続で前期比プラスとなった後、10-12月期は内需の全般的な落ち込みから▲0.5%のマイナスとなった。この内訳をみると、雇用不振、設備ストック調整から内需は低迷した一方、英・米景気の回復、対ドルでのマルク安傾向一等を背景に外需が改善した。月次指標で直近の状況をもて、消費および設備投資関連の指標は一進一退であり、製造業国内受注も減少傾向が続いている。他方で、製造業海外受注は増加傾向にある。

こうした足もとの状況から、輸出を牽引役とした景気回復期待が強まっている。ちなみに、過去2回の景気回復局面をみると、いずれも固定投資、個人消費等の内需主導の景気回復であった。

74~75年：所得税減税（名目GNPの0.3%）、投資促進策（同0.6%）を始めとする財政拡大（財政収支の名目GNP比：74年1.0%→75年3.2%）と、金融緩和（公定歩合：74年10月7%→75年9月3.5%）により、内需主導の景気回復へ。

82~83年：財政再建の制約の中、社会保障関連支出を削減しつつ投資減税を実施。金融緩和（同：82年8月7%→83年3月4%）もあり企業マインドが回復した。また、過去の金融引締め効果、原油価格の低下を背景とした物価上昇率鈍化、および貯蓄率低下が個人消費回復に寄与し、内需主導の景気回復へ。

しかし今回は、①設備ストック調整、②95年の大幅所得税増税、③構造的な失業問題、こうした中での④マインド面の悪さ一等により、内需は今後も低迷状態が続く見込みである。また輸出に

についても、①ドイツの輸出の5割を占めるEU諸国の景気は最悪期は脱した模様であるが、依然として、底這い状態にある、②為替面でも、対欧州通貨では昨年8月のERM混乱後のマルク高水準が続いている—といったことから、輸出拡大テンポは緩やかにとどまろう。この結果、今後の景気回復は輸出主体とはみられるものの、改善テンポは非常に緩慢となろう。

### (2) 物価～鈍化傾向

消費者物価上昇率は鈍化傾向が続いている。94年1月には鉱油税、保険税による物価押し上げ要因があったものの前年同月比3.5%（前月比0.4%）、2月も同3.2%（同0.1%）と落ち着いた状態である。これまでに妥結した94年の労使交渉の内容をみると、賃上げ率はおおむね2%と物価上昇率を下回る伸びに抑えられており、労働コスト面からの物価上昇圧力は、今後一層弱まる見込みである。

### (3) 金融～慎重な金融緩和を継続

昨年12月以来、マネーサプライ（M3）増加率は高水準の伸びが続いている（前年同月比93年12月8.8%、94年1月11.3%、2月11.0%）。この背景としては以下の特殊要因が指摘されている。

○中古住宅取得のための住宅ローンの所得税控除制度は昨年末で廃止となったが、その「駆け込み」分があったことに加えて、1月末からの長期金利の上昇から、借入の前倒し需要が増えていること。

○94年1月から外国投資信託の収益にも利子課税が適用されることになったため、ルクセンブルクの投資信託から大量の資金が還流したが、この大部分が国内の銀行預金に向かったこと。

しかし、こうした最近のマネーサプライの推移が直接、連銀の金融緩和政策の足かせとなるとはみられない。マネーサプライは、インフレ抑制のための中間目標であり、「最終目標」である現実の消費者物価上昇率は昨年春頃より鈍化傾向を続け、上述の通り今後もこの傾向は続く見込みであるためである。

実際に過去において、マネーサプライと公定歩合の推移をみると、マネーサプライ増加率が高水準にある期間でも、消費者物価上昇率の低下に伴い、公定歩合は引き下げられている。

連銀の懸念は、マネーサプライの急伸に対して市場が動揺し、「海外資本の流出から、長期金利上昇およびマルク安」につながることであろう。ドイツの銀行貸出の8割は長期貸出であるため、長期金利が上昇すれば、景気に一段の悪影響を与えかねない。今後、連銀は、金融、為替市場の動向をにらみタイミングをはかりつつ、引き続き慎重に金融緩和を続けていこう。

#### (4) 政治情勢～スーパー選挙年、高まる SPD 支持率

今年は史上最多の19の選挙が集中する「スーパー選挙年」である。現政権与党のキリスト教民主同盟(CDU)の人気低下や、極右勢力の台頭などを背景に、一連の選挙の過程で政治情勢が不安定になり、金融市場が動揺する懸念がある。

マラソン選挙の口火をきって行われた3月13日のニーダーザクセン州議会選挙は、10月の総選挙の結果を予想する上で注目されていたが、社会民主党(SPD)が前回並みの得票率を維持し、単独過半数議席を獲得した。また、緑の党、極右勢力の共和党の支持率も高まった。一方、連邦議会与党のCDUの得票率は35年ぶりの低水準に

落ち込み、連立与党の自由民主党(FDP)は議席獲得に必要な5%の得票率も得られず、現政権の不人気を反映する結果となった。

SPDは昨年6月に就任したシャピング新党首の人气が高く支持率を上げている。10月の総選挙では、「二大政党の得票率がいずれも低く、連立政権の成立時に混乱が生じる」という最悪のシナリオは回避され、SPDが12年振りに政権をとる可能性が現時点では高まっている。

SPDは現在、連邦参議院で過半数を占めており、昨年の難民規制法、財政再建計画等、重要決定事項には常に現政権と妥協してきた。このため、SPDの経済政策は、高所得者への増税負担を高める等<sup>(注)</sup>で細部に違いはあるものの、財政赤字削減、競争力強化のための研究開発促進、コスト削減一等、大筋ではCDUの政策と同じと言える。従って、SPD(連立)政権が成立した場合でも、政策面の変更による経済への影響は限定的なものにとどまるとみられている。

(注) SPDは3月18日に独自の増税案を発表した。この最大の特徴は、現与党が計画している「95年から全納税者に一律7.5%の所得税付加税を再導入」する代りに、「全納税者の17.5%の高所得者にのみ10%の付加税を導入」するという内容である。CDUはこの案を強く批判しており、選挙戦が本格化する中で、今後の政局の行方が注目される。

### 3. 日本経済

#### ～景気指標の改善は

一時的で4-6月期は反落へ

日本経済は、総じて低迷基調にあるが、年明け以降、一部の景気指標に下げ止まりの兆しがみられる。指標好転には、①決算期末要因、②昨年末から年初にかけての円安による外需改善、③金利上昇前の駆け込み一等の要因が挙げられる。しかし、設備投資の減少、雇用環境の悪化傾向は依然続いている。決算期末要因の剥落や2月以降の円高等から、4-6月期の景気指標は反落が予想される。明確な景気底入れにはなお時間を要し、94年度一杯、景気は底這い圏での推移となろう。

#### (1) 景気の現状～年度末要因等から指標は上向くも、4-6月期には反落

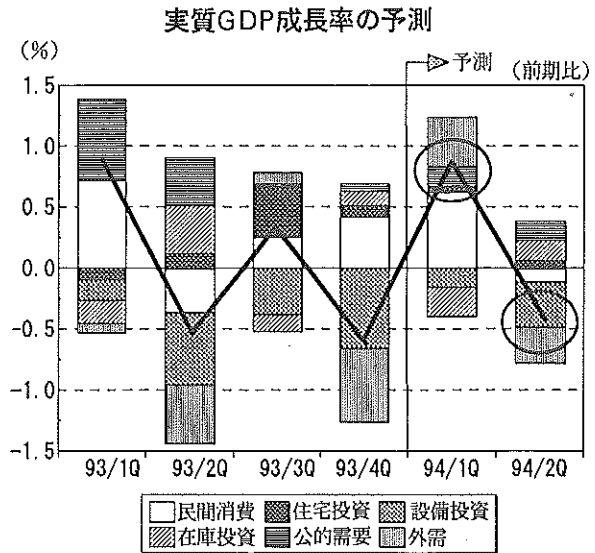
直近の「基礎研超短期予測結果(3月31日実施)」によると、94年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率3.4%のプラス成長(93年度では0.0%)となる公算が高い。

内容をみると、①昨年末から年初にかけての円安等による外需の持ち直し(寄与度+0.4%)、②期末要因もあり、民間消費が前期比1.1%増と好調、③設備投資もマイナス幅が縮小一等の要因が寄与している。

ただし、93年10-12月期のマイナス成長(前期比年率▲2.2%)、本年4-6月期のマイナス成長見通し(予測年率▲1.6%)と合わせて判断すれば、景気の実態は依然、底這い状況が続くと判断される。

景気の先行きを占う上で重要な生産動向をみても、2月が前月比0.2%の増加と予測指数(+2.6%)を大幅に下回ったことに加えて、4月分の予

測指数は、3月の増加予測の後、前月比▲3.4%とマイナスが予測されている。2月以降の円高等の影響がどの程度の反動減をもたらすか、注視を要する。



(出所) 実績部分は経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」

#### 好転の兆しがみられる経済指標

|            |              |
|------------|--------------|
| 鉱工業生産(前月比) | → 2カ月連続のプラス  |
| 家計調査(前年比)  | → 4カ月連続プラス   |
| 住宅着工(年率)   | → 1、2月150万戸超 |
| 機械受注(前年比)  | → 22カ月ぶりにプラス |
| 輸出数量(前年比)  | → 7ヶ月幅が縮小    |

#### 低迷度合いが強まる経済指標

|               |            |
|---------------|------------|
| 公共工事請負金額(前年比) | → 2カ月連続2桁減 |
|---------------|------------|

(出所) 各種統計

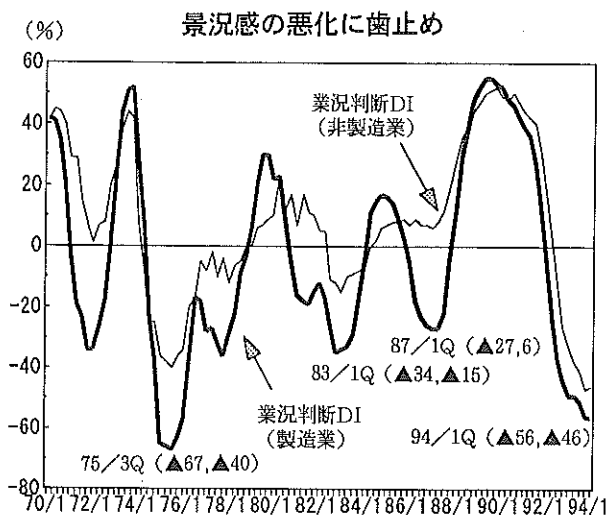
#### (2) 足もと景況感の悪化傾向にも歯止めが

2月調査の日銀短観によると、主要企業の業況判断DIは、製造業が▲56と横這い、非製造業が同▲46と1ポイントの改善となり、昨年5月調査以来、三四半期ぶりに悪化傾向に歯止めがかかる形となった。



過去、業況判断DIのボトムは、売上高経常利益率から2四半期程度遅行しており、景況感が改善するか否かは経常利益の動向にかかっている。

昨年10-12月期の売上高経常利益率は1.5%と、前期の1.4%とほぼ同水準の歴史的な低レベルにとどまっている。94年1-3月期は決算期末要因から売上高経常利益率の改善が予測されるが、持続的改善に至るかどうかは4-6月期の落ち込みの程度にかかっており、依然、不透明感が残る状況が続こう。



(注) ( ) 内の数値は、製造業、非製造業のボトム  
(出所) 日本銀行「短期経済観測調査」

### (3) 設備投資は3年連続のマイナスへ

最近、発表された各調査機関の設備投資アンケート調査によると、94年度の設備投資計画は92、93年度に続き、戦後初めて3年連続のマイナスとなる公算が高まっている。

各機関の設備投資アンケート

|      | 日銀(1月調査) |       | 興銀(1月調査) |       | 日債銀(1月調査) |      | 日経(1月調査) |      |
|------|----------|-------|----------|-------|-----------|------|----------|------|
|      | 93年度     | 94年度  | 93年度     | 94年度  | 93年度      | 94年度 | 93年度     | 94年度 |
| 全産業  | ▲9.2     | ▲4.5  | ▲5.6     | ▲6.1  | ▲5.9      | ▲3.7 | ▲8.7     | ▲6.1 |
| 製造業  | ▲17.4    | ▲10.3 | ▲17.7    | ▲10.3 | ▲16.1     | ▲7.7 | ▲16.2    | ▲9.0 |
| 非製造業 | ▲4.7     | ▲1.7  | ▲0.4     | ▲4.6  | ▲2.1      | ▲2.4 | ▲3.0     | ▲4.1 |

(注) 日銀調査は主要企業ベース

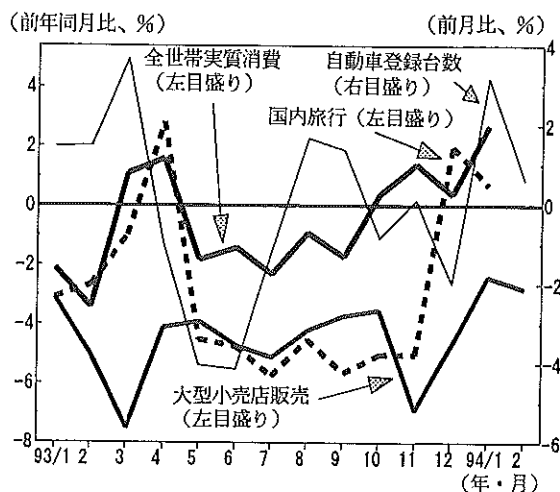
マイナス幅に関しては、興銀以外は、94年度に縮小するとの計画となっている。内訳をみると、日銀を除いて、非製造業のマイナス幅は拡大するものの、製造業は加工業種を中心にマイナス幅が縮小する計画となっている。

しかし、どの調査も1月時点のものであり、2月中旬以降の円高進行は考慮されていないとみられ、今後、製造業で一段の下方向修正の公算も残る。

### (4) 民間消費は「底入れ」したか

最近の消費関連指標をみると、①自動車登録台数が前月比ベースで改善基調、②昨年12月から2カ月連続で国内旅行がプラス、③家計調査の全世帯消費が4カ月連続でプラス等で下げ止まりの気配がうかがえる。この点、大型小売店販売のように、依然、水面下の指標もあることや、決算期末の特殊要因による上振れを考慮すると必ずしも楽観できる状況にはないが、当面、消費が一段と悪化するリスクは減じたといえる。

最近の消費関連指標の推移



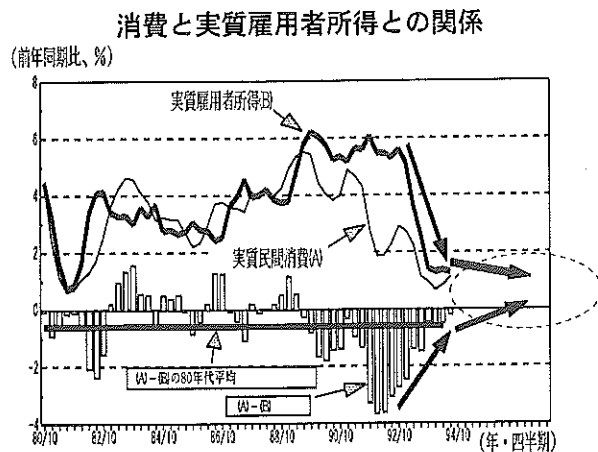
(注) 自動車登録台数は3カ月移動平均  
(出所) 各種統計

問題は、今後、消費がどの程度の伸びを示すかである。

過去の実質消費の動きを、実質雇用者所得との関連でみると、90~91年度にかけては、バブル

崩壊の後遺症等から前者の伸びが後者を大きく下回っていたが、92年度後半以降、両者の乖離は急速に縮まっている。

最近の消費の底入れの背景には、こうした消費性向の改善が大きく寄与していると判断される（昨年10-12月期の消費性向はおおむね2%程度上昇している模様）。



(注) ①統計のふれをならすために、それぞれ3四半期移動平均を用いている。  
②(W-80)の上昇は、おおむね消費性向の上昇(下げ止まり)とみなされる。  
(出所) 経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」

しかし、今後については、①消費性向の上昇が一段と加速することは難しい、②雇用者の伸び率鈍化がさらに進む、③春闘賃上げ率は低め一等から消費の伸びは限られたものとなる。

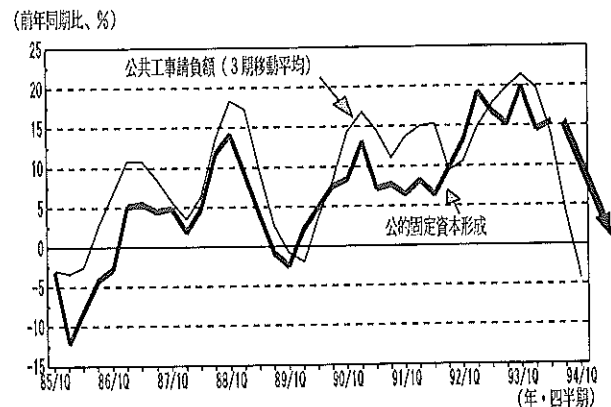
6、7月に5.5兆円の所得税・住民税減税の7割程度が還付されることになるとみられるが、消費刺激効果は限られたものとなる（94年度の民間消費を0.8%程度押し上げ）。

#### (5) 公的固定資本形成には失速の懸念

公的固定資本形成は、今景気後退局面において、2桁の伸びを続け、景気底割れを防ぐ上で大きな役割を果たしてきたが、ここに来て、伸び率が急速に鈍化する可能性が高まっている。

公的固定資本形成と最も相関が強い公共工事請負額の伸び率は、93年度後半に急速に鈍化しており、今後、公的固定資本形成の伸びの一段の低下は避けられまい。

#### 公的固定資本形成と先行指標の推移



(注) 94年1-3月期の公共工事請負額は、1-2月の平均を使用(出所) 保証事業会社協会「公共工事請負額」

94年度の公的固定資本形成の伸び率がどうなるかは、①用地費率の見方、②年度をまたがる工事未消化分の見方、③公的企業の予算内容一等の把握が難しく、厳密な予測は困難であるが、国の予算、地方財政計画等を利用した予算面からのチェックと現実の受注統計の動向から、およその動向は把握が可能である。

地方単独事業の伸びは地方財政計画では12%となっているが、都道府県の当初予算では3%弱の伸び(3/5日、日経集計)と低いものにとどまっており、今後の動向が注目される。

国の投資的経費の伸びを5%、公的企業の伸びを5%と仮定すると、仮に、地方単独事業の伸びが地方財政計画どおりの12%としても、94年度の公的固定資本形成の伸びは1.2%にとどまり、今後、追加補正等の措置が必要となる。

公的固定資本形成のGDPに占めるウェイトは約8%と住宅投資の5%よりも大きい。新たな懸念材料として注視が必要である。

### 94年度の公的固定資本形成の試算

|          | 92年度  | 93年度  | → | ケースA | ケースB  |
|----------|-------|-------|---|------|-------|
| 公的固定資本形成 | 17.5% | 12.0% |   | 1.2% | ▲1.5% |
| 内、一般政府部門 | 17.8% | 11.7% |   | 0.0% | ▲3.6% |
| 内、公的企業部門 | 16.5% | 13.0% |   | 5.0% | 5.0%  |

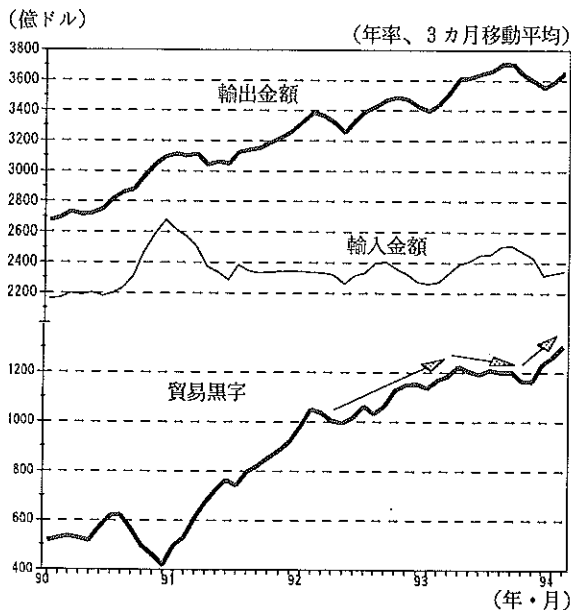
(注) ケースAは、地方単独事業12%増の場合  
 ケースBは、同3%弱の場合の94年度の公的固定資本形成の伸び率

### (6) 貿易黒字に再拡大の兆候

貿易黒字は、①93年入り後の円高進行による輸出数量削減効果、②海外からの製品輸入の急増、③対中輸出の急減一等を背景として昨年央から弱含み・横這い圏で推移していたが、ここに来て、再び拡大基調に転じつつある。

こうした背景には、①昨年後半からの円高一服等に伴う輸出数量の下げ止まり、②国内需要低迷・在庫調整圧力等からの輸入数量の伸び鈍化、③原油価格の急落一等の要因が働いている。

#### 貿易黒字の動向

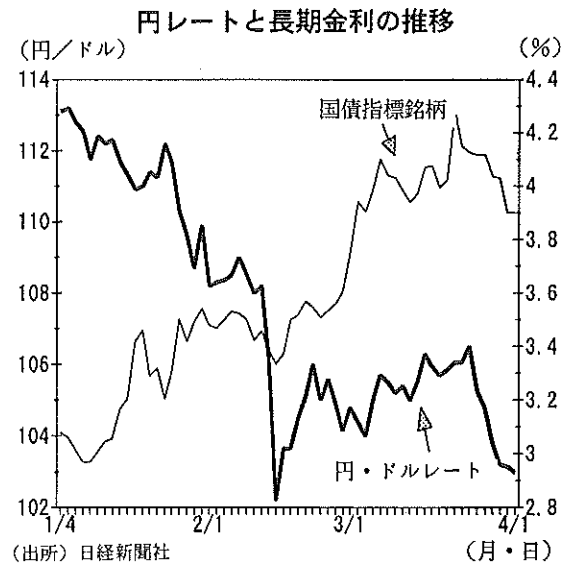


(出所) 大蔵省「外国貿易概況」

### (7) 今後の景気に対する2つの懸念材料～円高と長期金利上昇

#### 1. 円レート～2月以降、円安修正の動き

日米首脳会談の決裂を受けて、円レートは1月の111.5円から2月は106.2円と5円程度の円高となっている。3月29日に対外経済改革要綱が発表されたが、具体的内容については6月に先送りされており、円は100円台前半での推移となっている。当面、黒字削減に即効性のあるマクロ政策が困難なことから円は高値圏での推移となる公算が高い。



(出所) 日経新聞社

#### 2. 長期金利～2カ月で1%程度上昇

長期金利は1月7日、10日頃をボトム（国債指標銘柄3%割れ-2.97%）に、景気底入れ期待、需給懸念、米国長期金利上昇を背景として大幅上昇した。その後、3月半ばにかけて一服していたが、3月22日の米国再引締めを織り込む形で米国金利が上昇した影響に需給懸念も加わり、長期金利は再上昇した。

### 3. 景気への影響～両者で94年度の成長率を

▲0.7%程度引き下げ

現在の相場が持続すれば、景気に対して少なからぬ悪影響がある。

ニッセイ基礎研究所のマクロモデルを用いて、

- ① 94年1-3月期以降、5円の円高  
(110円→105円)
- ② 94年1-3月期以降、1%の長プラ引き上げ

の影響を試算すると、94年度の成長率を▲0.7%引き下げる要因となる。

#### 円高金利上昇の実質GDPへの影響試算

|          | 94/2Q | 94/3Q | 94/4Q | 95/1Q | 94年度 |
|----------|-------|-------|-------|-------|------|
| ①円高の影響   | ▲0.1  | ▲0.2  | ▲0.4  | ▲0.6  | ▲0.3 |
| ②金利上昇の影響 | ▲0.1  | ▲0.3  | ▲0.4  | ▲0.7  | ▲0.4 |
| 両者合計の影響  | ▲0.2  | ▲0.5  | ▲0.8  | ▲1.3  | ▲0.7 |

(注) ベースラインからの乖離率、%

(94年4月5日現在)