

1994年度 改定経済見通し

経済調査部

〈要 旨〉

以下は「1994年度改定経済見通し」(7/8発表。以下、前回予測・前回)を日米両国について見直したものである。日本経済に関しては、9/21に発表された4-6月期の実質GDPは期末カサ上げ要因の剥落等から▲0.4%と前回予測通りの結果となった。7-9月期は前回をやや上回る状況にあり、94年度の実質GDP成長率も消費、住宅投資、輸出の修正から0.6%と小幅上方改定(前回:0.4%)した。なお、景気回復力は限られ、脆弱さを抱えた推移が避けられないとの基本認識に変更はない。

1. 米国経済～可能性高いソフト・ランディング、 インフレ動向は当面要警戒

前回予測では「最大のポイントは予防的引き締め
の成功いかん。過去に比べ政策発動のタイミン
グが早い等から94年10-12月期頃より、景気・
物価とも安定的状況にソフト・ランディングして
いく可能性が高い」とみた。ソフト・ランディ
ングとの基本的な見方は今回も同じであるが、時期
は95年にズレ込もう。

(1) 米国経済は91年3月の底入れ後、弱々しい
推移をたどったが、①大幅金融緩和(約1年、
実質短期金利ゼロ)、②リストラ等の諸調整の
進展—を背景に設備・住宅投資が活発化し、93
年下期に拡大ピッチが高まった。94年上期も
四半期ベースで3~4%台と潜在成長率(約
2.5%)を上回る拡大が続き、失業率は低水準、
設備稼働率は高水準、商品市況も上昇等、イン
フレ懸念が高まる状況にある。こうした中、
FRBは94年2月以降、段階的利上げを開始し、

現在、FFレート4.75%、公定歩合4.0%(当
初、ともに3.0%)となっている。

(2) 直近では、金利上昇傾向の下、住宅着工の頭
打ちが明確化してきているが、雇用・所得増の
中での消費増加、企業収益改善等を背景とした
設備投資拡大などから、94年内の景気実勢は
引き続き潜在成長率をやや上回るペースで推移
しよう。実質GDP成長率自体は、94年4-
6月期の在庫増が大幅であったことの反動から
7-9月期に2%程度に鈍化する公算が高いが、
最終需要の伸びは高めで、成長率の鈍化は一時的
なものにとどまろう。94年の実質GDP成
長率は3.6%(前回:3.7%、93年は3.1%)
となる。95年については、累積的な利上げ
効果等から、成長率は緩やかな鈍化傾向を辿り、
ソフト・ランディングが実現する可能性が高い
とみられる。インフレに関しては、94年の消
費者物価上昇率は2.7%(前回:2.5%、93年
は3.0%)と予測されるが、商品市況・失業率・

米国経済見通し総括表

	92年 実績	93年 実績	94年予測				94年 前回予測	
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
実質国内総支出	2.3	3.1	3.6	3.3	4.1	1.7	2.6	3.7
個人消費	2.8	3.3	3.4	4.7	1.3	3.2	3.4	3.8
設備投資	2.0	12.5	12.5	10.9	9.2	10.6	7.6	11.3
住宅投資	16.2	8.2	9.2	10.0	7.0	▲ 1.1	▲ 0.5	11.1
政府支出	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 4.9	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.7	0.1
在庫増減	0.1	0.3	0.5	1.1	2.6	▲ 1.3	▲ 0.5	0.0
純輸出	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.2	0.0	▲ 0.6
輸出等	6.7	4.1	7.0	3.5	16.6	6.4	6.7	5.3
輸入等	▲ 8.7	10.7	11.9	9.5	18.9	7.0	5.4	9.4

	92年 実績	93年 実績	94年予測				94年 前回予測	
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
鉱工業生産	2.4	4.1	5.4	8.3	4.4	4.0	3.9	5.3
失業率	7.4	6.8	6.2	6.6	6.1	6.1	6.0	6.2
消費者物価総合	3.0	3.0	2.7	2.1	2.8	3.5	3.7	2.5
貿易収支	▲ 961	▲ 1,326	▲ 1,660	▲ 1,479	▲ 1,671	▲ 1,730	▲ 1,760	▲ 1,575
経常収支	▲ 679	▲ 1,039	▲ 1,445	▲ 1,293	▲ 1,489	▲ 1,500	▲ 1,500	▲ 1,380
公定歩合	3.0	3.0	4.5	3.0	3.5	4.0	4.5	4.0

(注) ①実質国内総支出、その内訳、鉱工業生産、消費者物価総合は前年比、四半期は前期比年率

②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース

③失業率は平均値、%

④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル

⑤公定歩合は期末、または年末水準、%

(出所) 実績値は米商務省“Survey of Current Business”他

稼働率等の状況からみて、95年上期頃まで小幅ながら騰勢傾向が強まろう。金融政策面では年末にかけてFFレート、公定歩合とも一段の引上げがなされ、95年上期中も追加利上げが実施される可能性が高い。長期債レートは95年上期頃まで強含み横ばい傾向で推移しよう。

2. 日本経済～0.6%成長、期待しがたい一本調子の回復

前回は、「①財政・金融政策の効果、②設備ストックの部分的調整進展、③海外景気回復—に「減税効果」も加わることから景気は回復傾向へ。ただし、本格回復にはほど遠く、「底這い圏内」の動き。実質GDP成長率は94年度0.4%」と判断した。4-6月期の実質GDPは前期比▲0.4%と前回予測どおりとなった。直近の月次統計の動きからは7-9月期は消費・住宅中心にGDP全体でも前回予測をやや上回る情勢にあり、94

年度全体としても消費、住宅、輸出の修正から実質成長率は0.6%と前回予測(0.4%)をわずかに上方改定した。回復力が弱いとの基本認識は変わらない。なお、為替相場は94年度平均100円(前回:103円)、公定歩合は据え置き(前回:9月末までに第8次利下げ、0.5%)としている。

(1) 景気は趨勢的には改善傾向にある。93年末頃にかけて底割れ懸念も強まる状況にあったが、年明け以降徐々に住宅、耐久財、輸出、生産等の指標が改善され、景況感も悪さが減じている。「景気の谷」に関しては今後の動向にも依存するが、93年末頃、ないし、94年初頃と判定される可能性が増している。景気改善の背景は、①財政・金融政策の累積効果による公共投資、住宅投資等の伸び、②設備ストックの部分的調整進展による設備投資の下押し圧力低下、③海外景気回復に伴う輸出増、④減税実施等の中での消費改善—などである。

日本経済見通し総括表（前年度<前期比>比、％）

	92年度実績	93年度実績	94年度予測	4-6実績	7-9予測	10-12予測	95年1-3予測	前回94年度予測
実質GDP成長率	0.4	0.0	0.6	▲1.6	2.7	▲0.6	2.6	0.4
（内需寄与度）	(▲0.3)	(0.6)	(1.1)	(▲0.1)	(0.6)	(0.0)	(0.8)	(1.0)
（外需寄与度）	(0.7)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.6)
民間消費支出	1.1	1.3	2.2	▲0.7	1.4	0.2	1.2	2.1
民間住宅投資	▲3.6	6.0	9.7	10.5	2.9	▲2.2	▲2.7	5.7
民間設備投資	▲5.7	▲9.1	▲5.9	▲2.5	▲0.4	▲0.1	0.3	▲5.8
公的固定資本形成	16.7	13.3	2.9	1.3	▲1.3	0.3	0.3	3.7
財・サービス輸出	4.6	0.3	5.0	1.4	0.9	0.6	0.8	4.3
財・サービス輸入	▲0.3	4.6	8.5	3.8	0.4	1.7	1.5	8.4
鉱工業生産上昇率	▲6.3	▲4.0	2.5	1.0	2.0	0.2	1.4	▲0.8
総合卸売物価上昇率	▲1.5	▲3.2	▲1.7	▲2.3	▲1.4	▲1.6	▲1.3	▲2.0
消費者物価上昇率	1.6	1.2	0.4	0.8	▲0.1	0.7	0.2	0.4
失業率	2.2	2.6	3.1	2.8	3.0	3.1	3.2	3.1
貿易収支（億ドル）	1361	1430	1450	1469	1430	1440	1440	1440
経常収支（億ドル）	1259	1305	1320	1368	1250	1270	1410	1330

（注）実質GDPのみ前期比年率、総合卸売物価、消費者物価の四半期系列は前年比
貿易・経常収支の四半期数値は季節調整済み、年率換算ベース

（出所）実績部分は、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、通産省「通産統計」、日本銀行「物価指数月報」、
「国際収支統計月報」、総務庁「物価統計月報」

(2) 他方で、前回予測で指摘の通り、以下のような景気回復の制約要因も大きい。

- ①設備投資の弱さ：低稼働率、円高趨勢等からは当分、低調な状況
- ②雇用情勢の厳しさ：企業の固定費負担の高さ等から厳しい状況。失業率も高水準。
- ③円高：円高基調。純輸出の持続的拡大を期待するのも問題
- ④公共投資：本格的な追加補正がなければ、頭打ちに

(3) 総合すると、実質GDP成長率（前期比）は7-9月期に、①減税実施等の環境下での消費増、②低金利等を背景とした住宅投資の伸び、③海外景気改善による輸出一等から高めとなる。また、95年1-3月期もプラスが予想されるものの、10-12月期は、①減税効果低下による消費鈍化、②住宅投資のピーク・アウト、③米景気鈍化傾向等の中での輸出鈍化一等からマイナスとなる可能性が高い。一本調子の景気回復は期待できず、脆弱さを抱えた展開となる。94年度の実質GDP成長率は0.6%（前回：0.4%）となる。

（注）5.5兆円の減税効果は、94年度の実質GDPを+0.5%程度押し上げると予測

(4) 経常黒字は海外景気回復等の中での輸出増、趨勢的円高等を背景とした輸入拡大の下で94年度1320億ドル（前回：1330億ドル）と93年度1305億ドル並みの高水準が続こう。円ドルレートは、国際収支面での円高ドル安要因（日本：対外黒字、米国：対外赤字）、当局のスタンス（日本：円高回避、米国：トリプル安回避）の中、94年度平均100円（前回：103円、93年度108円）とみた。米国のインフレ懸念等から円高進展リスクを抱えた状況で推移しよう。

(5) 金利面では、①景気回復力の弱さ、②ディスインフレ、③円高基調、④マネー・サプライの低迷一等の中、短期金利の低め維持が継続されよう。長期金利は経済実態に比べ高過ぎとみられ、年末頃まで弱含み構えの圏となる。年度末にかけては、景気の緩やかな回復に、年度末要因もあり、強含みと予想される。

米国、英国等、利上げに転じた国もあるが、日本経済の成長抑制要因は大きい。規制緩和の着実な推進の中で、構造改革を行なっていくことが必要であるが、当面、景気回復傾向維持のために、金融緩和と減税の継続が不可欠である。

（10月7日 プレス発表）

1994年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	94年度 前回予測
名目国内総支出(GDP)	2.1 (465.4)	0.8 (469.3)	0.7 (472.7)	0.6 (472.2)
実質国内総支出	0.4	0.0	0.6	0.4
国内需要	▲0.3	0.6	1.1	1.0
国内民間需要	▲1.9	▲0.8	0.7	0.5
民間最終消費支出	1.1	1.3	2.2	2.1
民間住宅投資	▲3.6	6.0	9.7	5.7
民間企業設備投資	▲5.7	▲9.1	▲5.9	▲5.8
民間在庫品増加	(0.8)	(1.4)	(1.0)	(1.3)
国内公的需要	9.1	7.9	2.8	3.2
政府最終消費支出	2.3	3.5	2.1	2.3
公的固定資本形成	16.7	13.3	2.9	3.7
財貨・サービスの純輸出	(4.8)	(2.4)	(0.4)	(▲0.0)
財貨・サービスの輸出	4.6	0.3	5.0	4.3
財貨・サービスの輸入	▲0.3	4.6	8.5	8.4
鉱工業生産	▲6.3	▲4.0	2.5	▲0.8
総合卸売物価	▲1.5	▲3.2	▲1.7	▲2.0
消費者物価	1.6	1.2	0.4	0.4
貿易収支(億ドル)	1,361	1,430	1,450	1,440
経常収支(億ドル)	1,259	1,305	1,320	1,330

(注) ①二重線内は、今回の予測値(次ページ以降も同様)

②()内は、実数、兆円

③貿易収支、経常収支は国際収支ベース

(出所) 実績値は、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、通産省「通産統計」、総務庁「物価統計月報」、日本銀行「物価指数月報」、
「国際収支統計月報」(次ページ以降も同様)

94年度日本経済見通し結果（四半期系列）

（上段は季調済・前期比％、中段は季調済・前期比年率％、下段は原数値・前年同期比％）

	93年			94年			95年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目国内総支出	▲0.3 0.4	0.8 1.2	▲0.7 1.1	0.9 0.6	0.0 1.1	0.1 0.3	▲0.3 0.7	1.0 0.8	
実質国内総支出	▲0.5 ▲2.1 ▲0.2	0.3 1.1 0.3	▲0.7 ▲2.8 0.1	1.0 4.0 ▲0.1	▲0.4 ▲1.6 0.2	0.7 2.7 0.5	▲0.2 ▲0.6 1.1	0.6 2.6 0.7	
国内需要	▲0.1 ▲0.0	0.2 0.6	▲0.1 1.1	0.7 0.7	▲0.1 0.8	0.6 1.1	0.0 1.3	0.8 1.3	
国内民間需要	▲0.5 ▲1.4	0.2 ▲1.1	▲0.2 ▲0.3	0.2 ▲0.5	▲0.3 0.1	0.8 0.5	0.1 0.7	0.5 1.1	
民間最終消費支出	▲0.6 0.8	0.4 0.7	0.7 1.8	1.4 1.9	▲0.7 1.9	1.4 2.8	0.2 2.2	1.2 2.1	
民間住宅投資	2.7 ▲2.2	9.0 7.1	1.8 11.4	▲5.2 8.0	10.5 16.2	2.9 9.7	▲2.2 5.4	▲2.7 8.3	
民間企業設備投資	▲3.0 ▲8.7	▲2.0 ▲8.7	▲3.8 ▲9.3	▲1.1 ▲9.5	▲2.5 ▲9.1	▲0.4 ▲7.6	▲0.1 ▲4.1	0.3 ▲2.8	
民間在庫品増加 *	0.4 0.2	▲0.1 0.1	0.0 0.1	▲0.2 0.1	0.1 ▲0.2	▲0.1 ▲0.2	0.1 ▲0.1	▲0.1 0.0	
国内公的需要	2.3 8.0	0.1 10.2	0.3 7.6	3.3 6.2	1.0 4.6	▲0.2 0.6	▲0.1 0.5	0.2 0.1	
政府最終消費支出	1.1 3.6	0.6 4.6	0.9 2.9	0.4 3.1	0.3 2.3	0.5 2.2	0.6 1.9	0.5 1.9	
公的固定資本形成	4.2 14.5	0.9 16.2	1.5 14.0	2.3 9.1	1.3 6.0	▲1.3 3.7	0.3 2.5	0.3 0.4	
財貨・サービスの純輸出 *	▲0.5 ▲0.2	0.1 ▲0.3	▲0.6 ▲1.0	0.2 ▲0.8	▲0.3 ▲0.6	0.1 ▲0.6	▲0.2 ▲0.2	▲0.1 ▲0.5	
財貨・サービスの輸出	▲1.9 1.8	0.8 0.8	▲2.1 ▲2.1	4.2 0.9	1.4 4.2	0.9 4.5	0.6 7.3	0.8 3.8	
財貨・サービスの輸入	1.4 3.5	0.2 2.9	2.0 5.4	2.6 6.3	3.8 8.7	0.4 9.0	1.7 8.7	1.5 7.5	
鉱工業生産	▲1.2	▲1.0	▲2.4	1.5	1.0	2.0	0.2	1.4	
総合卸売物価	▲3.1	▲3.7	▲3.3	▲3.1	▲2.3	▲1.4	▲1.6	▲1.3	
消費者物価	0.9	1.7	1.0	1.2	0.8	▲0.1	0.7	0.2	
貿易収支（億ドル）	1,381	1,475	1,382	1,476	1,469	1,430	1,440	1,440	
経常収支（億ドル）	1,266	1,291	1,248	1,352	1,368	1,250	1,270	1,410	
公定歩合（％）	2.5	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	

（注）①民間在庫品増加、財貨・サービスの純輸出は寄与度（上段：前期比、下段：前年同期比）表示
 ②鉱工業生産は季節調整済・前期比％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％
 ③貿易収支、経常収支の四半期の数値は季節調整済・年率換算
 ④公定歩合は、期末値

需要項目別寄与度

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	94年度 前回予測
実質国内総支出	0.4	0.0	0.6	0.4
国内需要	▲0.3	0.6	1.1	1.0
国内民間需要	▲1.6	▲0.7	0.6	0.4
民間最終消費支出	0.6	0.8	1.3	1.2
民間住宅投資	▲0.2	0.3	0.5	0.3
民間企業設備投資	▲1.2	▲1.9	▲1.1	▲1.1
民間在庫品増加	▲0.8	0.1	▲0.1	▲0.0
国内公的需要	1.4	1.3	0.5	0.6
政府最終消費支出	0.2	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	1.1	1.0	0.3	0.3
財・サービスの純輸出	0.7	▲0.6	▲0.5	▲0.6
財・サービスの輸出	0.6	0.0	0.7	0.6
財・サービスの輸入(控除項目)	0.0	▲0.6	▲1.2	▲1.2

(注) ①四捨五入の関係で、需要項目別の合計と全体とは必ずしも一致しない。

見通しの主な前提

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	94年度 前回予測
原油価格(通関入着、ドル/バレル)	19.3	16.7	16.8	16.0
円/ドル・レート	125	108	100	103
公定歩合(年度末値、%)	2.5	1.75	1.75	1.25
米国実質経済成長率(暦年、%)	2.6	3.0	3.6	3.7

(注) ①原油価格、円/ドル・レートは年度平均値
②米国実質経済成長率はGDPベース