

### Ⅲ レポート

## 1990年度改定経済見通し

経済調査部

### 《要 旨》

- 日本経済は、トリプル安を乗り越え、消費・設備投資を柱とした「内需主導」型の景気拡大が続いている。
- '90年度の景気は、下期にかけて拡大テンポの鈍化が予想されるものの、①トリプル安に歯止めがかかった、②設備投資には独立的なものが多く基調が強い、等から堅調さを維持しよう。
- 実質経済成長率は、引き続き内需を中心とした拡大により、5.2%（'89年度は5.0%の実績）が達成されよう。今回の景気拡大の長さは、既に本年5月で「岩戸景気」（42カ月）と並んだが、さらに「いざなぎ景気」（57カ月）に匹敵するものとなる可能性が高い。
- 国際収支面では、輸出入とも高い伸びが予想されるが、これまでの円安効果等もあって貿易収支・経常収支とも黒字額はやや増加し、名目GNP比の低下にも歯止めがかかろう。
- 海外では、現在、両独通貨統合を始めとして、東欧改革、EC統合、ソ連の改革等、政治・経済上の世界的枠組みが変化しつつある時期にあり、不透明さは拭えない。世界経済はまさに正念場を迎えており、政策協調の重要性が一段と増している。
- なお、当予測においては、'90年度の円の対ドルレートは平均150円、日本の公定歩合は変更なし、原油価格（入着ベース）は平均18.6ドル／バーレル、米国の実質経済成長率は1.9%（'90歴年）とみている。

---

経済調査部 部長 山村  
（東京）正地、大竹、大山、石尾、石川、米納、松本、平岡、岸、甲、Graham、澤井  
（ニューヨーク）熊坂、勞  
（ロンドン）Dawe

## 【はじめに】

主要国経済は、'80年代後半にかけて設備投資ブームとなったが、現時点においては、跛行色がみられる状況にある。すなわち、英国では昨年来低調な景気が続き、米国でも景気底入れ後、横這い状態が続いている一方、西独は東欧からの移民の影響も加わり好調な景気となっている。

こうした中、日本経済はトリプル安（株安、債券安、円安）を乗り越え、景気拡大が持続している。今回の景気拡大は、プラザ合意以降の急速な円高によりデフレの様相を呈した'86年11月を起点とするものであるが、本年5月で拡大期間は42カ月に達し、戦後二番目の長さの「岩戸景気」（'58年6月から42カ月間）に並んだ。

現時点での海外環境並びに日本経済の改定見通しは以下の通り。

### I 欧州経済の見通し

#### 1. 欧州経済概観

本年の欧州経済は'88年、89年の高成長から鈍化するものの、ドイツ統合やEC統合を控えて、内需中心に堅調さを維持しよう。

固定資本形成は設備投資ブームの中で1986年以来GNP成長率を上回る伸びを続けてきたが、'90年もこの傾向は続こう。しかし、主として景気過熱の抑制を目指した金融引き締め政策の影響等から今後、固定資本形成の伸び率は鈍化しよう。

固定資本形成のうち設備投資の伸び率は特にイギリスで大きく落ち込み、EC全体としても鈍化しよう。

建設投資の伸び率も、住宅貸付金利上昇の影響に加えて供給面の制約等から低下傾向を辿ろう。

個人消費の伸びは'90年には西ドイツで大幅に上昇する結果、ヨーロッパ全体でも僅かに上昇しよう。

こうした景気の堅調さから、雇用者数の伸びは引き続き高目となろうが、西独への移民の大量流入等による労働力人口の増加から、失業率の低下はあまり期待できない。

消費者物価については'90年はドル安、石油・商品市況の安定により輸入物価が低下するものの、賃金コストが大幅に上昇していることから、'89年とほぼ同率の高い伸びとなろう。

対域外貿易収支は交易条件の改善等による影響もあり、穏やかな赤字縮小が続こう。各国別の経常収支の動向はまちまちだが、東西ドイツ統合に伴い西独の輸出余力が低下するとともに、その他のヨーロッパ諸国からの西独への輸出が増加し、西独の経常収支黒字幅は縮小しよう。

## 2. 東西ドイツ通貨統合の影響～'90年改定見通し

### (1) 通貨統合が西独物価に与える影響

通貨統合に当たり懸案事項とされていた東独マルクの西独マルクへの最終的な交換比率は表-1の通りとなった。これに従い交換が行われると、東独個人の現預金は総額1,292億の西独マルクとなり、西独マネーサプライ(M3)の10.5%程度に相当する規模になる(表-2)。通貨統合が西独のインフレに影響するルートとしては、①生産の伸びを上回ってマネーサプライが増加することによるもの、②東独の巨額な需要(注) (ペント・アップ・ダイヤモンド)が短期間に西独製品に集中して向かうことによって引き起こされるダイヤモンド・プル型のもの、と2つのタイプが考えられるが、'90年の見通しに関して言えば後者の可能性を考慮するのが自然であろう。

表-1 通貨統合の骨子

①賃金・年金・家賃・奨学金	→	1 : 1
②個人保有の現預金 以下の開度額	→	1 : 1
14歳以下……2,000東独マルク		
15～59歳……4,000東独マルク		
60歳以上……6,000東独マルク		
以上を超える現預金	→	2 : 1
③企業の債務・債権	→	2 : 1
企業借入金 2,600億東独マルク		
企業預金 600億東独マルク		
純企業借入金 2,000億東独マルク		
		↓
		1,000億DM
④'89年12月31日以降に発生した非居住者の預金	→	3 : 1

表-2 東独個人現預金の交換

東独の現金	170億東独マルク	(注) 東独個人現預金の総額には諸説があるがここでは東独国立銀行の数値を使用
東独の預金	1,765億東独マルク	
総現預金	1,935東独マルク	
1 : 1での西独マルク増加量		
14歳以下…	2千東独マルク × 291万人 =	58億西独マルク
15～59歳…	4千東独マルク × 1,039万人 =	415億西独マルク
60歳以上…	6千東独マルク × 291万人 =	175億西独マルク
	小計	648億西独マルク
2 : 1での西独マルク増加量		
	(1,935東独マルク - 648億西独マルク) / 2 =	644億西独マルク
総計	648億西独マルク + 644億西独マルク =	1,292億西独マルク

'90年の西独の消費者物価上昇率を予測するに当たっては、①東独のペント・アップ需要が西独製品に向かう額を5つのケースに分けて想定し、マクロモデルによってシミュレーションを行う、②また一方で、賃金、為替、マーシャルのK(マネーサプライ/名目GNP)を説明変数とする物価関数によっても推計を行う、の双方のアプローチにより、検討を行った(表-3)。

標準ケースとしては、'90年7～9月期に東独現預金のうち1対1で交換されうる648億西独マルクのうち半分の324億マルクが需要として西独製品へ向かい、その後10～12月期に217億マルク(1対1で交換される金額648億マルクから324億マルクを差し引いた残りの2/3)、'90年1～3月期に108億マルク(1対1で交換される金額の残り)が需要として顕在化するという想定である。この場合、'90年の消費者物価上昇率に対しては0.85%の押し上げ効果があるとみられる。'90年の消費者物価を予測する際には、この他では賃金上昇率、マルクレートの動向がポイントとなる。今春、西独の主要労働組合の賃金交渉が行われたが、その中でも代表的労組であるI

(注) ペント・アップ・ダイヤモンド……何らかの要因によって抑えられ、繰り延べられてきた需要。

Gメタルの賃金妥結率は6%となった。全産業の平均妥結率も同様と仮定すると、年間6%の賃上げは消費者物価を0.25%押し上げるものと推定される。また、'90年のマルクの対ドルレートについては不確定要素が多いが、年平均で'89年よりマルク高で推移するものとみられる（後述）。

表-3 通貨統合のインパクト

	東独の購買力が西独製品へ向かう金額（GNP上輸出等に計上）				
	全 額	1：1での交換分	1 / 3	1 / 4	段階的需要（注）
西独マネー サプライ（M3）	1兆2,267億マルク（'90年6月末推定）				
西独マルク増加量 対M3比	1,292億マルク 10.5%	648億マルク 5.3%	430億マルク 3.5%	323億マルク 2.6%	648億マルク 5.3%
卸売物価 1年目	4.5%	2.3%	2.0%	1.1%	1.7%
2年目	7.1%	3.5%	2.4%	1.7%	3.6%
消費者物価 1年目	1.35 %	1.0%	0.85 %	0.7%	0.85 %
2年目	3.0%	1.5%	1.0%	0.75 %	1.3%

- (注) i. 物価上昇率は通貨統合による押し上げ分である。  
 ii. 東独の購買力が西独製品に向かうのは'90年7～9月期と仮定。  
 iii. 1：1での交換額は総現預金交換額のはぼ1/2。  
 iv. 段階的需要は'90年7～9月期に324億マルク、10～12月期217億マルク（1：1交換額の1/3）、'90年1～3月期108億マルク（1：1交換額の1/6）が西独製品に向かうと仮定。

以上から'90年の消費者物価上昇率は3.2%程度となろう。結局のところ、西独の稼働率が20年振りの高水準（約90%）となっている中で東独の需要がどれほど西独製品に向かうのかが問題であるが、この点、①東独での補助金廃止による生活必需品の値上がり、②企業の倒産→失業者の増大の恐れ、③さらには、西独における諸外国からの輸入の増加、④ペント・アップ・ダイヤモンドは基本的には一過性の性格等の要因を考慮すると大幅かつ持続的なインフレは避けられるものと予測される。

## (2) 通貨統合に伴う西独の財政負担

通貨統合により西独の財政支出は増加が避けられない。財政負担の要因についての簡単な試算は表-4の通りである。

東独の財政赤字については'90年405億西独マルク（'90年上半期150億東独マルク→2対1で交換、75億西独マルク。'90年下半期330億西独マルク）、'91年には530億西独マルクが見込まれている。一方、西独側はこうした東独の財政赤字を補填するために今後4年半にわたり総額1,150億西独マルクの「ドイツ統一基金」を創設した。1,150億マルクのうち950億マルクは連邦政府と州政府とが折半し、残りの200億マルクは、東独国境地域への補助金を削減し、その分で調達するということになっている。問題の950億マルクの調達方法については、コール首相をはじめとして西独政府

関係者は政治的配慮もあってか一貫して増税の可能性を否定しており、当面国公債の増発といった手段により、東独財政の補填が実施されることとなろう。

表－4 西独財政負担についての試算

<p>①失業保険給付金</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●東独の失業保険は原則として西独の制度が適用される。東独労働者の月平均賃金を1,250マルク、給付水準を所得の約65%、失業者数を200万人とすると、  <math>1,250 \times 0.65 \times 12 \times 200万 = \underline{195億マルク}</math> (年間失業保険負担額)</li> </ul> <p>②年金支給額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●通貨統合以前の東独の月額平均年金支給額は400マルク、西独では800マルク。この差分を西独政府が負担することになると、  <math>400 \times 12 \times 270万人 (年金受給者数) = \underline{130億マルク}</math> (年間年金支給額)</li> </ul> <p>③インフラ整備投資額 (公害防止、環境整備等に対する投資資金を含む)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●東独のインフラ整備に必要な額には様々な試算がある (EC委員会：8千億マルク。ハンブルグ研究所：1兆マルクなど)。仮に今後10年間で最低5千～8千億マルク必要だとすると年<u>500～800億マルク</u>の負担となる。</li> </ul> <p>④1対1で交換される現預金が東独国立銀行のバランス・シート上に生じさせる不足分の補填</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●<math>648億マルク (1対1での交換額) / 2 = \underline{324億マルク}</math></li> </ul> <p>以上から、年間1,149億～1,449億マルクの負担となる。但し、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①今まで「対東側危険料」として支払っていた年間400億マルク</li> <li>②年4%成長により自然増収が300億マルク</li> </ul> <p>が新たな歳入として期待できるため、結果的に年<u>449～749億マルク</u>の不足となる。</p>
---

5月18日に西独政府の47億5千万マルクの第2次補正予算が可決され、'90年の西独連邦財政赤字が310億マルクとなる見通しとなった。さらに、この他に先の「ドイツ統一基金」の'90年分の連邦政府負担金として90億マルクがあり、これを含めた赤字は400億マルクで、名目GNP比▲1.7%となるが、東独に対する財政負担がこの金額内に収まるかどうか疑問があるところであり、今後も西独全体のドイツ統一に伴う財政負担の増大が懸念される。

### (3) '90年の西独経済見通し

'90年の西独実質GNP成長率は3.8%と'89年の4.0%に引き続き高成長となろう。景気の牽引役は個人消費、建設・機械設備投資 (固定資本投資) と考えられる (表－5)。

表-5 西独経済の改定見通し結果

(前年比、%)

	'88年 実績	'89年 実績	'90年 予測
実質GNP	3.6	4.0	3.8
個人消費	2.7	1.7	4.3
固定資本投資	6.0	7.2	6.8
機械設備	7.5	9.7	8.2
建設	4.7	5.3	5.7
輸出等	5.8	10.4	8.4
輸入等	6.3	7.3	9.6
消費者物価	1.3	2.8	3.2
貿易収支(億マルク)	1,280	1,347	1,041
経常収支(億マルク)	883	1,042	721

### ①個人消費

'90年の実質個人消費は前年比4.3%と伸びを高めよう('89年は1.7%増)。個人消費の伸びを高めるのは、①230億マルクの所得税減税、②6%程度の賃上げ、③移民の影響の3要因であり、名目個人消費(7.5%)に対する寄与度は、それぞれ(注)2.9%、1.5%、0.5%程度と試算される。

### ②固定資本投資

消費と同様に、移民の増加に伴う住宅建設増加を主因として'90年の実質建設投資は前年比5.7%と'89年の5.3%に引き続き堅調な伸びを示すものと予想される。このうち移民による建設投資押し上げ効果は(注)2%程度と試算される。

一方、実質機械設備投資は'87年5.6%、88年7.5%、89年9.7%と近年盛り上がりを見せている。最近の設備稼働率は90%近くに達しており('89年10~12月期90.0%、90年1~3月期89.4%)、東独からの需要増に対処するためにも引き続き企業の投資意欲は強いものと予想され、'90年は前年比8.2%と高目の伸びを示そう。

### ③国際収支

上述したように、国際収支統計では両独間の財・サービスの取引は別途計上される。これが、'90年の西独国際収支を予測するうえで大きなポイントとみられる。すなわち、東独への輸出が大幅に増えてもこれが輸出に計上されず、他方で第3国への輸出の伸びが鈍化することとなる。また、設備稼働率が高水準にある中では東独からの需要増はある程度輸入で補う必要があることから輸入が増加する。両者の結果として、国際収支統計上の西独の経常・貿易黒字は大幅に縮小し、'90年の経常収支、貿易収支は各々721億マルク、1,041億マルクの黒字('89年は各々1,042億マルク、1,347億マルクの黒字)となる。

(注) なお、通貨統合により、東独の需要が'90年の西独個人消費を大幅に押し上げるとみる向きもあるが、これは統計上厳密に言えば正確ではない。東独市民の西独への需要については、7月以降でも当面、経済統計は西独、東独別々に発表されるとみられるが、その際、GNP統計では、①海外で行った消費も自国の消費として計上されること、②東独は国外扱いであることから従来どおり東独市民が西独国内でモノを購入した場合、消費ではなく旅行受取として輸出等に計上されることになる。

(注) 移民の住宅投資に与える影響については以下の手順で試算を行った。

- ①名目住宅投資額と住宅完工件数から一戸当たり住宅価格を算出。
- ②'90年の移民数を想定後、一世帯4人家族との仮定を置き、必要住宅数を算出。
- ③①と②より移民向け名目住宅投資額を算出。
- ④住宅投資デフレーターを別途推計し、移民者向け実質住宅投資額を計算。

#### ④金利・マルクレート

5月13日の西独州選挙において与党、キリスト教民主同盟が負けて以来、金利は高止まり、マルクレートは対米ドルで弱含み傾向にあった。

通貨統合後のマルク相場を展望するに当たって、悪材料としては、①インフレ圧力の増大、②財政赤字の拡大（国債増発）、③経常収支黒字の縮小といった西独経済のファンダメンタルズ悪化等がある。他方で好材料は、①高い金利水準、②統一ドイツへの期待等である。通貨統合実施後のマルク相場の動向は非常に不透明であるが、年末にかけて通貨統合過渡期の諸問題が明らかになるにつれて、マルクはやや売り圧力を受ける可能性があるとみられる。但し、高金利と統一ドイツへの期待からマルクが引き続き買われる可能性も否定できない。'91年については高い金利水準、将来のドイツへの期待観等から基調的にはマルク強含みの状況が続く可能性が高いと予想される。長期金利については今後インフレ率の高まりからやや上昇するとみられるが、'91年上期にはピークアウトしよう。

## II 米国経済の見通し

### 1. インダストリアル リセセッション

'85年9月のプラザ合意以降のドル高を背景に、'87年～89年と2ケタの伸びを続け、景気の牽引役となった輸出も、一部業種では昨年後半からその勢いを落としている。また、製造業の耐久財部門は、高金利等のため、既に昨年前半から停滞し始めていたが、こうした輸出の鈍化はこれに更に打撃を加えることになった。昨年後半には非耐久財部門にも不振が波及した状況となった。

耐久財部門の雇用者数は'89年の3月から毎月減少が続き、本年1月までの間に約32万人減少した。2月には自動車産業で約10万人の雇用が増加したもののその後再び耐久財部門全体の雇用者数は減少傾向にある。非耐久財部門での雇用者数は昨年7月以降減少傾向にあり、今年5月までに7万人減少している。'87年、88年と実質GNPの伸びを1%以上越えて伸びていた鉱工業生産指数も'89年後半から急速に伸びが低下し、産業部門の不振の深刻さを示している（図-1）。

こうした産業部門の不振は「コーポレートプロフィットリセセッション」とも言える。図-2が示すように'89年第4四半期はリセセッションの一手手前だったといえる。そのため、連銀は昨年12月にフェデラルファンドレートの25ベースポイント引き下げを実施した。しかし、同時に気象庁始まって以来4番目の寒さに襲われ、エネルギー価格が高騰したことから、それまで落ち着きを示してきたインフレ期待が再燃し、市場には金融引き締めへの予想が出始めた。

図-1 インダストリアル リセッション

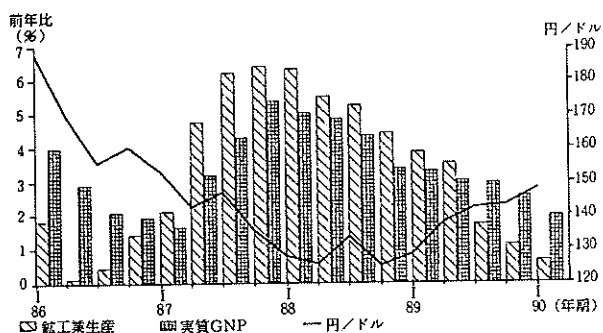
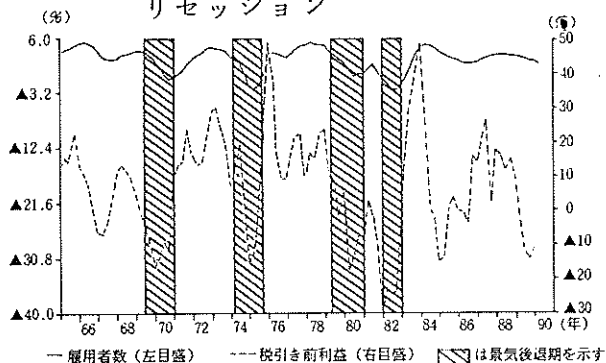


図-2 コーポレート・プロフィット・リセッション



(注)  
 超短期モデルにより、6月15日までに発表された卸売、小売販売、生産者物価、消費者物価、鉱工業生産指数、在庫、貿易などの諸統計を利用して予測を行うと、実質GNPの第2、3四半期の伸びは、それぞれ年率1.61%、1.18%となり、景気回復の遅れが示される。また、GNPデフレーターの上昇率は各々5.33%、3.95%と、インフレ率の低下傾向が見込まれる。ここでの推計は、生産の統計が5月分までの利用であり、在庫統計が4月までとなっている。この点、5月分の在庫統計を利用すれば、自動車の在庫増から第2四半期の実質GNP成長率は上方に修正される可能性があるものの、景気回復のテンポが遅くなっていることは確かであろう。

(注)：ペンシルバニア大学のローレンス・クライン教授によって開発された超短期モデルを使用。このモデルは毎月発表される約60の月次統計から、国民所得ベースの需要項目を予測するものである。



## 2. 金融政策

マクロベースの潜在GNPと需給ギャップを、連銀の方法に習いオーカンの方法により求めると、潜在成長率は2.5%となり、長期間の景気拡大により需給ギャップが'82年の22%から89年第3四半期には10.6%にまで縮小したという結果が得られる(図-3)。その後、景気の停滞から需給ギャップは徐々に拡大傾向にあるが、今の需給ギャップはインフレが加速し始めた'78年の需給ギャップとほぼ同じ程度であり、このため、連銀は金融緩和には慎重にならざるをえないと思われる。需給ギャップとGNPデフレーターの関係を見ると需給ギャップが10%、20%の時、GNPデフレーターは各々4%、2%上昇すると推定される。

CPIのコアインフレ率(食料・エネルギー除きのもの)は、去年の第2、3四半期に前期比年率4%前後の上昇率へいったん低下傾向を示した。しかし、これまでの労働市場の逼迫、特にサービス産業における雇用コストの高い伸び率からの低下は限られたものになっていた。更に、異常気候や生産性の伸び率の悪化も加わったことから、昨年第4四半期、本年第1四半期には再び上昇トレンドに転じた(図-4)。

しかし、現在は潜在成長率を下回る成長率になっていると見られ、一層のインフレの悪化が見られない限り連銀が引き締め政策を今後とるとは思われない。他方、財政赤字について大幅な削減策が明確になるならば、そのデフレ効果を相殺するために金融緩和が行われる可能性もあると見られるが、これまでのところでは、財政赤字額の推定に時間がかけられており、両者間での財政赤字削減策への合意が見られるのは早

(注): 潜在成長率の推定(オーカンの方法)

○推定方法

$$\text{POGNP}(t) = \text{POGNP}(0) \text{EXP}(a \times t) \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{POGNP}(t) / \text{GNP}(t) = [L(t) / E(t)] \times b \dots\dots\dots (2)$$

(1)、(2)より

$$\log[\text{GNP}(t)] = \log[\text{POGNP}(0)] - b \times \log[L(t) / E(t)] + a \times t \dots\dots\dots (3)$$

とおき、係数を推定する。

ここで、POGNP : 潜在GNP  
GNP : 実質GNP  
t : タイムトレンド  
L : 労働者数  
E : 就業者数  
a : 潜在成長率  
b : 弾力性

○推定結果より、潜在成長率は年率で約2.5%となる。

a: 0.00626 t-value=76.5

b: -1.86787 t-value=21.5

ダービンワトソン比 2.02

決定係数(自由度修正済み) 0.998

くとも今年の秋口であろう。また、東西ドイツの統合に伴う海外金利の上昇圧力があること等も勘案すると、連銀の今後の金融政策は現状維持が続けられる可能性が高いと思われる。

図-3 GNPギャップ率とインフレ率

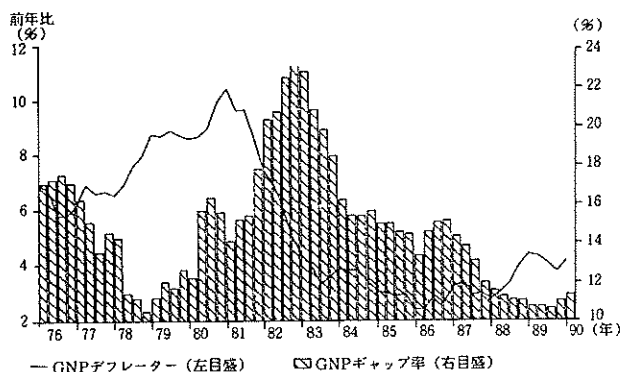
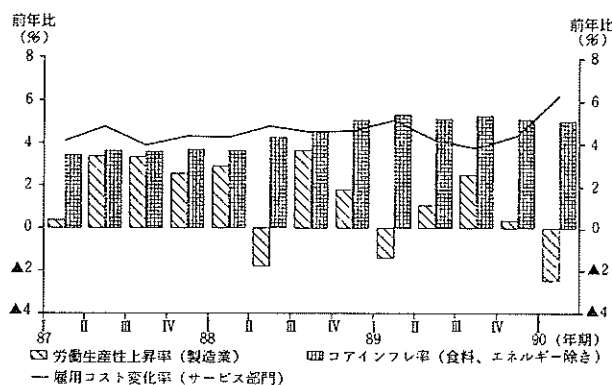


図-4 労働生産性・雇用コストとインフレ率



ただし、製造業の停滞、住宅投資の不振、自動車販売の不調、企業・家計の金利負担増、S&L問題の深刻化、労働需給逼迫の緩和（特に防衛関連産業）、稼働率の低下、5月以降のコモディティ価格の低下傾向などは金融緩和要因として留意を要しよう。

### 3. '90年見通し

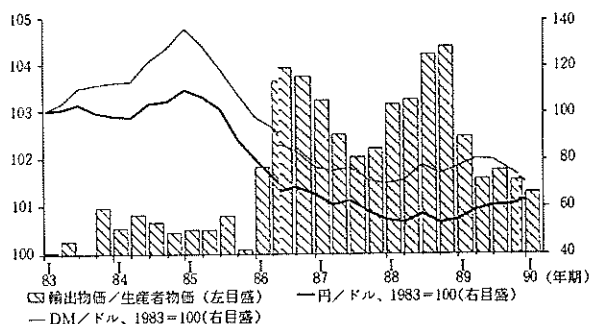
第1四半期の成長率は結局、前期比年率1.9%の低い伸びとなった。この中で在庫投資は、昨年第4四半期には222億ドルの増加と積み上がったが、本年第1四半期には▲36億ドルの減少と在庫調整が進展した。このため「インダストリアルリセッション」は終了し、米国景気は本年第1四半期にはほぼ底入れしたとみられる。

しかし、今後の回復力については、景気の牽引役が見当たらず、力強さに欠けると予測される。'90年の実質GNP成長率は1.9%と89年の3.0%から鈍化しよう。以下、項目別に見てみたい。

まず、2ケタの伸びを示し、'87年～89年の景気拡大の主導力となった輸出も、今年は実質4%～5%の伸びに止まろう。'88年後半からのドル高にもかかわらず輸出が'89年にも伸び続けた理由として、米企業が輸出価格を下げマーケットシェアの確保に力点をおいたことがあったと思われる。図-5が示すように'88年第4四半期以降の輸出価格の伸びは生産者価格の伸びに比べかなり抑えられていたことが分かる。この図からもわかるように輸出価格のカットは限界に来ており、ドルの実効レートの

低下が無い限り、輸出が以前のように景気の主導的役割を果たすとは考えられない。

図-5 輸出価格と生産者物価



次に今後、消費が景気を引っ張る可能性も乏しい。小売販売の伸びは3月から5月と連続して3カ月マイナスになり消費の弱さを物語っている。過去に3カ月連続してマイナスになったのは、不況に入る前の'81年の9月から11月にかけての一度だけである。昨年から高まった個人貯蓄率は現在も高く、昨年と同じ5.5%程度が続いて

いる。消費者センチメントの水準は高いものの、リセッション懸念、労働市場の悪化、金利・インフレ率の高止まりから消費者の慎重な消費行動が今後も続くと思われる。製造業では既に賃金、俸給の伸びはかなり鈍化しており、更に利子所得の伸びの低下、地方政府の増税等のため、今年の実質可処分所得の伸びは昨年の4.1%から2.0%にまで低下すると予測される。そのため今年の実質消費支出は2%前後と予想される。

設備投資の見通しもあまり明るくない。商務省の設備投資計画のサーベイによると今年の企業の設備投資計画は1月～3月のサーベイの7.9%増（実質）からこの4月～5月のサーベイでは5.5%と下方修正された。やはり景気の不透明感、企業収益の悪化、金利高が影響を及ぼしており、一部の不動産部門にみられるように銀行の貸し出しの基準が厳しくなり、企業がクレジットクランチの影響を受けているという懸念も生じ始めている。この5.5%（実質）の設備投資計画の伸びは、それ自体では低くないように見えるが、これは計画の伸び率であり、'88年、'89年の実質設備投資の伸び率がそれぞれ9.4%、8.9%であったことを考慮すると、今年の設備投資の先行きがあまり明るくないことが察せられる。同サーベイでは、製造業の今年の伸び（名目値）が最近の稼働率の低下、企業収益の低迷等に伴い、2カ月前の4.9%から3.4%へと下方修正されている。一方、非製造業の伸びは8.7%とかなり高く予想されているものの、2カ月前の9.7%よりやはり下方修正されており、また'89年の実績値10%増よりも低いものとなっている。

住宅投資は、昨年末に住宅金利が下がり始め、その回復が期待され出したものの、インフレ期待の再燃から住宅金利が再び上がり始め、不振を続けている。1月、2月と住宅着工戸数は各々157万戸（季調済み年率）、149万戸と増加したものの、これらは暖冬による前倒しの増加であり、3月、4月、5月には各々131万戸、122万戸、121万戸と減少した。先行指数である住宅着工許可件数は3月123万戸（季調済み年

率)、4月111万戸、5月106万戸と住宅着工戸数をさらに下回る動きとなっている。4月の新築の住宅販売は5万6千戸(基調済み年率)と'82年の12月以来の低さとなっている。

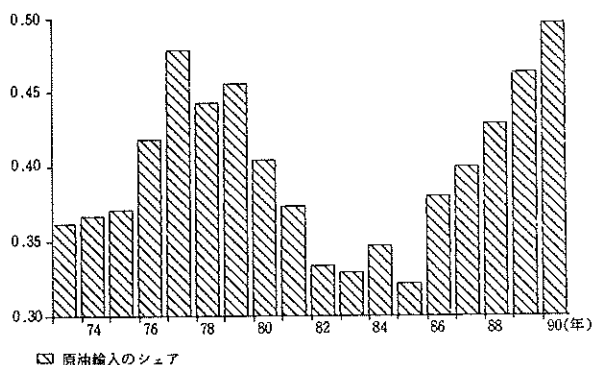
今後についても、可処分所得の伸びの低下、住宅金利の高止まり(特にS&L問題による変動住宅金利の高止まり)、ディベロッパーでのクレジットクランチ、不動産投資に対する人気の離散等を考えると、今年の住宅着工数は昨年の138万戸を更に下回る131万戸程度と予想される。

第1四半期に在庫水準を65日分以下にまで圧縮した自動車産業は、5月の鉱工業生産指数を0.6%増にまで押し上げる主役となった。生産台数は4月の580万台(季調済み年率)から5月には640万台へと増加した。しかし、これは9月の労働契約更改時のストライキを見越した増産である性格が濃く、景気の回復を見込んでのものとは思われない。今年の自動車販売は昨年の990万台から今年は960万台まで減少し、国内生産も680万台から640万台まで減少すると予想される。企業全体の在庫一販売比率状況をみても在庫水準は販売の水準と一致しているように思える。このためリセッションに入る様子もないが、急速な景気回復の兆候もないと言える。

今年の貿易収支(国民所得ベース)の赤字は'89年の1,113億ドルから1,053億ドルへと60億ドル程度の改善になろう。景気の回復が急速に進まないことから輸入の伸びが加速することはなかろう。むしろ、景気の停滞を反映して資本財、工業原材料などの輸入減が目立つ。今年の輸入等の伸びは前年の6.1%から3%程度にまで落ちると思われる。しかし、'88年後半からのドル高(特に円に対して)の影響が今後の輸出入に現れ始め、貿易収支赤字の改善は全体として遅々としたものにとどまろう。また、米国の石油の輸入量が毎年増加し、石油価格の上昇時には貿易赤字改善の障害と

なっている。輸入石油の石油需要に占めるシェアは'86年より急上昇しており、昨年の46.4%から今年は50%程度となろう(図-6)。この4月には石油価格が下がったため、石油輸入の輸入全体に占める割合は9.7%と低かったものの、石油価格が高騰した1月にはその割合は15%を占めた。このように米国のエネルギー対策の欠如が貿易赤字のひとつの原因となっている。一方、輸出の伸びは、先に見たように輸出価格の

図-6 米国原油消費に占める原油輸入のシェア



下げ止まりから'87年~89年の2ケタ成長は望めない。また、米国経済のファンダメンタルズがあまり改善しないとしても、ソ連、ヨーロッパなど政治的な不安定要因が増していることから、今後ドルが急速に減価するようなこともなからう。

#### 4. 財政政策

現在、'91年度(90年10月~91年9月)の財政赤字をめぐり、論議がなされている。しかし、ほとんどの時間は財政赤字の額の見通しに費やされており、グラムラドマン法(GRH法)を満たすための具体的な歳出削減、増収策等については議論されていないといえる。特に、今年は中間選挙の年でもあり、政府、民主党どちらも先に増税を提案するのを避けようとする傾向がある。

本年1月のブッシュ大統領の予算案では財政赤字は1,010億ドルと'91年度のGRH法の上限640億ドルを370億ドル上回るだけであったが、ダーマン予算局長は仮定を下回る経済成長、逆に仮定を上回る金利高から財政赤字の見通しを2月には1,210億ドル、4月には1,290億ドルと上方修正した。その後もさらに上方修正が加えられ、S&Lの緊急救済資金の支出を除いても財政赤字はの見通しは約1,600億ドルへと膨らんでいる。

このようにGRH法を1,000億ドルも上回る財政赤字削減が不可能なことは言うまでもない。ただし、S&Lへの支出についてはGRH法より除外して考えることになる可能性が強いとみられ、経済への影響も配慮すれば550億~650億ドルの赤字削減策が実際に議論されることになる。しかし、政治的にはこの額の削減も困難と思われ、GRH法の'93年度までに財政赤字をゼロとする目標を修正して'97年くらいまで先延ばしする可能性が強い。

というのは、国防費についても早急な削減は無理であり、100億~120億ドル程度が限度と考えられる。仮に国防費を100億ドル削減して、残りの450億~550億ドルを増税と非国防費の削減で半々ずつ行うとしても、225億~275億ドルの支出削減が必要となる。この額の大きさは政治的に受け入れる可能性は小さいと見られる。

また、付加価値税を導入するか所得税を増税する以外にこの規模の税収を得るのは困難と思える。しかし、付加価値税やSales Taxは時間的にいっても'91年度の導入には無理があろう。また大統領の"Read my lips"の選挙公約が堅固な足かせとなっている。そうなると、昨年のように支出の強制的一律削減が行われる可能性がないわけではない。

以上のように、財政赤字の見通しは極めて不透明であるが、結局のところ、'91年度(90年10月~91年9月)も実績値ベースでは、1,500億ドル前後の赤字が続くものと予想される。

## 5. 600億ドルの強制的な一律財政支出削減と金融緩和

以下では、財政赤字削減の影響について、シミュレーション分析を含め、やや詳しく検討してみたい。

昨年同様GRH法を10月15日までに満たすことができず、S&L救済費用をGRH法の赤字計算から除外して、GNPの1%強にあたる600億ドルの強制削減が1991年度に行われた場合の、経済への影響を見てみよう。そのために、まず、国防費の削減が300億ドル行われ、その中の100億ドルは8%の人員削減による給与支払の削減によると仮定する。そして、他の300億ドルは社会保障費やメディケアーを除いた項目で比例的に削減される（連邦政府の退職者への年金は生計コストのインデックスの上昇分以上はカットされない）ものとして、マクロ計量モデルでシミュレーションを行う。

さらに、この強制一律支出カットの米国経済へのデフレ効果を相殺するため、'90年第4四半期から每期25ベースポイントずつフェデラルファンドレートを4回引き下げ、同時にドルの実質レートがベースラインよりも5%減価すると想定した場合のシミュレーションも行ってみたい。

これらのシミュレーション分析の結果によれば、表-1の(2)欄にあるように、600億ドルの一律削減を行っても、米国が深刻なリセッションに陥る可能性は比較的小さいと見られる。'90年の成長率が0.2%下がり、'91年では約1%下がる。財政赤字の削減額は最初予定した600億ドルには達せず、景気の減速から'91年度は500億ドル弱の改善にとどまる。一方、物価への影響はほとんどない。国内景気の鈍化による輸入減から'91年の貿易、経常収支が各々73億ドル、145億ドル改善する。

これに対し、上で仮定したように金融緩和政策をとり、同時にドル安になった場合には（表-1の(3)欄）、成長率はベースラインとほとんど同程度のものになる。ドル安の効果もあり、実質ベースの純輸出はさらに改善するが、貿易収支は価格面の変化により相殺されるのであまり改善が見られない。しかし、国内金利の低下、ドル安等からサービス収支が改善するため、経常収支は600億ドルの一律削減のみのケースよりも結局65億ドル改善する。そして同様に、財政赤字も国民所得ベースでみて更に81億ドル改善することとなる。

一般に、金融緩和の実体経済への影響には時間がかかるため、投資が刺激され始めるのは'92年以降になろう。しかし、米国は財政支出削減、金融緩和の組み合わせで'92年以降にバランスのとれた経済成長のパターンを取り戻す可能性があると考えられる。

いずれにせよ、今年は中間選挙の年でもあり政治的にもスムーズかつ明快な合意はなかなか困難と見られ、GRH法自体の見直しにまで論議が及ぶのは確実であろう。

表-1 米国経済見通しとシミュレーション結果

前年比伸び率(%)

	実績値 1989年	(1) 米国経済見通し		(2) 財政赤字を 600億ドル削減		(3) (2)+金融緩和 とドル安	
		1990年	1991年	1990年	1991年	1990年	1991年
名目国民総生産 (実額:10億ドル)	7.2 (5,234)	6.2 (5,557)	6.1 (5,896)	5.9 (5,545)	5.1 (5,828)	6.0 (5,545)	5.6 (5,855)
実質国民総生産	3.0	1.9	1.9	1.7	1.0	1.8	1.7
個人消費	2.7	2.1	2.0	2.0	1.4	2.0	1.6
企業設備投資	3.3	2.4	2.0	2.2	0.3	2.2	1.3
住宅投資	▲2.9	▲0.5	1.3	▲0.9	▲0.4	▲0.9	1.2
政府支出	2.7	2.1	0.5	1.2	▲2.1	1.2	▲2.1
在庫品増加	21.9	8.7	13.7	9.7	14.8	9.7	15.5
純輸出	▲52.6	▲43.7	▲39.9	▲42.8	▲27.0	▲41.6	▲10.9
輸出	11.2	4.6	4.2	4.6	4.2	4.7	5.0
輸入	6.1	2.9	3.4	2.7	1.5	2.6	0.1
鉱工業生産指数	2.6	0.6	1.6	0.3	0.3	0.3	1.4
生産者物価	5.1	3.7	2.9	3.7	2.7	3.7	2.9
消費者物価	4.8	5.0	4.7	5.1	4.6	5.1	4.7
貿易収支	▲111.3	▲105.3	▲104.1	▲104.9	▲96.8	▲105.3	▲94.2
経常収支	▲111.0	▲100.3	▲101.8	▲99.3	▲87.3	▲99.3	▲80.8
財政収支 (統合ベース)	▲151.9	▲180.3	▲160.8	▲180.3	▲112.6	▲180.3	▲107.7
(NIPAベース)	▲151.3	▲159.2	▲141.8	▲159.2	▲96.8	▲159.2	▲88.7
短期金利(T.Bill)	8.11	7.83	7.94	7.80	7.80	7.75	7.11
長期金利(T.Bond)	8.45	8.64	8.58	8.55	7.93	8.53	7.33
FFレート	9.22	8.25	8.25	8.25	8.25	8.19	7.44

(注):在庫品増加、純輸出は単位10億ドル。

:貿易収支は国民所得(NIPA)ベース、経常収支は国際収支ベース。単位10億ドル。

:財政赤字は会計年度ベース。単位10億ドル。

:短期金利、長期金利、FFレートは年平均値、単位%。

### Ⅲ 日本経済の見通し

#### 1. トリプル安と日米経済

日本経済は'90年初からのトリプル安(円安、債券安、株安)にもかかわらず、消費、設備投資を軸にした景気拡大が続いている。

#### (引き続き拡大基調を続ける国内景気)

'89年度の日本経済は、設備投資を主な原動力とした内需の高まりにより、'88年

度に続き拡大基調を示した。

昨年度の景気の推移を、実質GNP成長率でみると、'89年4～6月期は個人消費が消費税実施前の駆け込み需要の反動から減少したのを主因にマイナス3.0%（前期比年率、以下同じ）となった後、7～9月期は税制改革の影響が一巡し12.1%の高成長を記録した。10～12月期は3.4%となった後、'90年1～3月期は個人消費、設備投資が堅調さを保つとともに輸出の拡大から外需（輸出等－輸入等）もプラスの寄与度に転換したこと等により再び10.4%の高成長となった。この結果、'89年度の実質GNP成長率は5.0%となり、3年連続で5%台を達成した。景気拡大により、雇用・所得が増加し、消費を拡大させるとともに企業収益の増加が設備投資にプラスに作用する等の好循環が現れており、内需の拡大が更に新たな内需の拡大を呼ぶといった形での景気の「自律的拡大」のパターンが形成されてきていると言えよう（表－6）。

表－6 実質GNP項目別の推移

（季節調整値、前期比、前期比年率、%）

	'87年度	'88年度	'89年度	'89年				'90年 1～3月
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
民間最終消費	4.5	5.0	3.2	1.4	▲1.0	2.0	1.6	0.5
民間住宅投資	25.7	5.3	3.9	0.5	▲2.3	2.3	2.0	2.0
民間企業設備投資	10.1	17.3	16.5	6.4	0.6	6.5	4.0	2.7
民間在庫品増加	64.9	28.6	▲11.4	▲54.3	128.0	▲15.7	1.9	▲63.3
政府最終消費増加	▲0.6	2.2	1.9	0.6	0.0	0.3	0.9	0.7
公的固定資本形成	9.4	1.2	▲0.3	0.5	▲0.5	▲1.4	1.3	1.4
公的在庫品増加	▲94.6	▲501.2	—	—	42.4	▲82.9	▲1597.0	—
経常海外余剰	▲33.7	▲90.8	▲448.9	▲109.1	—	—	—	—
輸出等	5.4	10.7	15.6	6.8	▲0.8	6.6	1.3	8.5
輸入等	12.4	21.4	19.3	9.6	2.4	4.1	6.1	2.1
寄与度								
内需	6.3	6.8	5.7	2.2	▲0.1	2.4	1.8	1.2
外需	▲0.9	▲1.5	▲0.7	▲0.5	▲0.6	0.5	▲1.0	1.3
国民総支出（前期比）	5.4	5.3	5.0	1.8	▲0.8	2.9	0.8	2.5
（前期比年率）				7.2	▲3.0	12.1	3.4	10.4

（注）前期の実数が0またはマイナスの場合には伸び率を計算せず「—」とした。  
（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」、「国民所得統計速報」

### （逆資産効果の影響少ない個人消費）

消費は、全般的には株安、債券安（金利高）の影響を受けているとはみられない。これは、以下の理由によるものと判断される。

- ①個人金融資産残高のうち株式の構成比は小さいこと。'88年度末の家計部門における株式の占率は13.0%と比較的小さい。また、その他の金融資産も大きく伸び（'88



年度末前年度比増加率は株式16.1%に対し、保険18.7%、要求払預金15.6%、信託15.6%) であり、株価下落の影響をかなり相殺しているとみられる(表-7)。

表-7 各金融資産残高の占率及び各資産の増加率

(%)

	'86年度末		'87年度末		'88年度末	
		前年度比		前年度比		前年度比
現金通貨	3.1	15.3	3.2	12.9	3.2	9.5
要求払預金	5.8	12.6	6.1	14.9	6.3	15.6
定期性預金	45.1	5.9	43.6	6.7	42.0	7.1
信託	6.4	5.2	6.0	4.6	6.3	15.6
保険	16.4	18.3	17.6	18.1	18.8	18.7
証券	21.3	19.9	22.2	15.7	22.4	11.9
(株式)	11.2	34.0	12.4	22.7	13.0	16.1
合計	100	11.6	100	10.6	100	10.9

(資料) 日銀「経済統計月報」

②消費の決定要因としても最も影響が大きいのは所得の動向であり、その伸びは堅調であること。雇用者数が景気拡大を反映し増加している中、現金給与総額の伸びも、'89年10~12月期の前年同期比5.2%増に対して'90年1~3月期同4.9%増、4月同4.4%増となっており、堅調な推移を続けている。

こうした点を背景に消費全体についてみた場合、逆資産効果の影響がかなり相殺されているとみられる。

ただし、一部、高額耐久財については、今後、抑制的な動きもみられよう。

#### (トリプル安の影響小さい設備投資)

設備投資も株安、債券安(金利高)の下、堅調さを保っている。これは、

①最近の設備投資が、いわゆる短期的な環境変化に左右されにくい独立投資的な性格が濃いこと。主要企業製造業の'90年度設備投資計画(日銀短観'90年5月調査)で、投資目的別の占率は、独立投資的なものとみられる合理化・省力化投資が19.9%、新製品開発・新規事業進出・研究開発投資が21.8%、省エネルギー・燃料転換投資が1.6%となっているのに対して、需要動向に連動する性格が強いとみられる増産投資は31.0%、拡販投資は4.5%となっている。

②大企業等においては手元流動性が厚いこと。この数年間の活発なエクイティ・ファイナンス(新株発行を伴う資金調達)で上場企業の手元流動性は厚く、資金は潤沢になっている。日銀短観(同調査)によると、手元流動性比率(現預金と短期所有有価証券の合計の売上高に対する比率、主要企業)は'90年3月1.99カ月となっており、6月2.11カ月、9月1.99カ月の見通しである(表-8)。

表-8 企業金融の動向（日銀短観、主要企業計）

（季節調整値、（ ）内は2月調査時予測）

		'89/ 3月末	6月末	9月末	12月末	'90/ 3月末	(予測) 6月末	(予測) 9月末
手元流動性 比率	(現預金+短期所有有価証券) /売上高 (月)	1.92	2.00	1.98	1.98	(2.07) 1.99	(1.84) 2.11	
現預金比率	現預金/売上高 (月)	1.47	1.53	1.53	1.54	(1.61) 1.56	(1.42) 1.64	1.55
短期所有有 価証券比率	短期所有有価証券 /売上高 (月)	0.45	0.48	0.45	0.45	(0.46) 0.43	(0.42) 0.46	0.44

（資料）日銀「短期経済観測調査」

、'90年度のエクイティ・ファイナンスでの調達予定額は20兆円程度（'89年度26兆円）とされていたが、3月以来の増資見送りにより調達不能となる金額は4兆円程度と見込まれ、そのウェイトは小さくはない。ただ、この中にはもともと、先行き2、3年の設備投資計画に向けての資金調達も含まれているとみられ、また、一部は借入へとシフトして行くことも予想される。

等の要因によるものである。

もっとも、設備資金の調達コストの上昇、アベイラビリティの低下から、金利感応度の高い中小企業では設備投資計画の減額修正が一部で発生しており、今後もこのような動きが続く可能性がある。

その他の需要項目については、住宅投資には金利高がマイナスの方向に、輸出には円安がプラスの方向に影響することとなり、全体として現在の日本経済にとっての影響は大きくないとみられる。

#### （景気のピーク・アウト説について）

生産・出荷・在庫統計等の動きから、「既に今回の景気はピークを過ぎた」との説がある。景気についてのこのような見方は、①'89年において、生産の伸びが鈍化したこと（表-9）、②景気先行指数が'89年11月から90年2月にかけて4カ月連続で50%を下回ったこと（表-10）等を背景としているとみられるが、以下に示すようにマクロベースの需要の伸びは堅調であること等からこの見方はとりにくい。

表－9 財別生産・出荷・在庫の推移

(60年=100、季調値、前期比、%)

		'89 ／3Q	／4Q	'90 ／1Q	'90 ／1月	／2月	／3月	／4月	／5月
生 産	鉱工業	▲0.0	0.7	0.9	▲0.1	0.3	1.7	▲1.0	2.4
	資本財	1.1	▲0.1	1.5	▲1.0	1.3	3.1	▲2.9	2.2
	建設財	▲0.1	▲0.3	0.3	0.3	▲1.8	4.4	▲0.2	0.1
	耐久消費財	▲2.0	1.6	1.0	▲1.7	3.5	▲0.2	0.2	4.5
	非耐久消費財	1.3	1.3	1.7	1.8	▲0.3	▲0.1	▲0.9	1.0
	生産財	▲0.4	1.0	▲0.6	▲0.6	▲0.9	1.8	0.7	2.0
出 荷	鉱工業	0.2	0.7	2.0	0.3	▲0.2	3.1	▲3.7	4.4
	資本財	2.6	▲0.1	2.9	0.7	▲2.6	4.5	▲8.7	12.2
	建設財	0.5	0.3	1.5	0.1	▲0.1	3.3	0.4	1.6
	耐久消費財	▲1.4	1.3	3.9	1.8	▲1.8	8.0	▲10.3	7.0
	非耐久消費財	1.1	1.6	1.0	1.4	0.0	▲1.6	2.0	▲1.0
	生産財	▲0.2	0.7	0.6	▲0.5	▲0.3	3.0	▲0.8	2.2
在 庫	鉱工業	2.4	1.6	▲0.1	▲0.4	0.4	▲1.9	1.4	0.7
	資本財	0.1	▲3.8	▲6.8	▲3.2	▲0.4	▲9.1	7.0	▲0.1
	建設財	4.8	2.3	1.4	2.2	▲1.3	▲0.7	▲1.1	▲0.8
	耐久消費財	3.9	2.3	▲3.6	▲2.9	1.9	▲7.8	5.7	5.9
	非耐久消費財	0.8	1.1	8.7	2.1	3.1	7.7	▲5.8	▲0.6
	生産財	2.4	2.7	▲0.6	▲0.2	▲0.8	▲1.2	0.6	0.3

(資料) 通産省「通産統計」

表－10 景気動向指数の推移

(%)

	'89 ／7月	／8月	／9月	／10月	／11月	／12月	'90 ／1月	／2月	／3月
先行指数	30.8	61.5	46.2	61.5	38.5	38.5	33.3	41.7	68.2
一致指数	90.9	90.9	27.3	59.1	50.0	63.6	50.0	50.0	60.0
運行指数	87.5	75.0	56.3	75.0	93.8	87.5	85.7	85.7	85.7

(資料) 経済企画庁「景気動向指数」

①まず生産の伸びの鈍化の要因としては、

- (1) 製品輸入の増加と輸出の低調が挙げられる。ただし、国内出荷の一部を輸入品が代替していることを考慮すると、国内最終需要の伸び自体は低いとは言えない。
- (2) 一部品目で供給過剰による在庫積み上がりが発生し在庫調整がみられた。民生用電気機械、民生用電子機械、二輪自動車、化学肥料、石炭製品等については、在庫率水準が高くなり、また、精密機械、繊維においても在庫調整のための生産抑制が実施された。
- (3) '89年1～3月期の税制改正前に駆け込み需要から生産が高い伸びを示したことの反動減が4～6月期以降、現れた。

等が要因である。

なお、新製品の登場と同時に高付加価値化が進んでいるが、そうした質の向上が必ずしも十分には生産指数に評価されていない点に留意が必要であろう（例えば、コードレス電話は前年同期比で高い伸びを続けているが、従来型の電話と同じ1台としてカウントされている）。

なお、鉱工業生産の動き（季節調整値）をみると、'89年7～9月期前期比横這いの後10～12月期同0.7%増、'90年1～3月期同0.9%増となっている。4月は前月比で1.0%減となったものの、5月は2.4%増と再び堅調さがうかがえる状況にある。

②一方、景気先行指数が4カ月連続（'89年11月～'90年2月）で50%を下回ったことについては、景気先行指数の先行性は必ずしも完全なものとはみられないことがあげられる。この点、過去の景気循環において、先行指数が50%を下回り、そのまま景気後退に入ったケースは3回であったのに対して、2カ月以上50%割れとなった後、再び50%超に転じたケースは5回ある。また、さらに上記の①(1)～(3)の点また、本年3月、4月と直近の2カ月分については景気先行指数が連続して50%を上回った点とを併せ考えれば、景気後退を懸念する必要はないといえよう。

## 2. '90年度見通し

'90年度の景気は堅調な推移を続けよう。実質成長率は'89年度の5.0%から90年度は5.2%となろう。需要項目別には、内需主導型であることには変化はないが、'89

表-11 1990年度日本経済見通し結果  
(前年度比、%)

	1988年度 実績	1989年度 実績	1990年度 改定見通し
名目国民総支出 ( )内は実額、兆円	6.0 (372.5)	6.9 (398.2)	6.8 (425.2)
実質国民総支出	5.3	5.0	5.2
民間最終消費	5.0	3.2	4.7
民間住宅投資	5.3	3.9	▲3.0
民間企業設備投資	17.3	16.5	7.9
民間在庫品増加	28.6	▲11.4	▲9.5
政府最終消費	2.2	1.9	2.5
公的固定資本形成	1.2	▲0.3	2.0
輸 出 等	10.7	15.6	13.7
輸入等(控除項目)	21.4	19.3	10.4
鉱工業生産	8.9	4.5	4.9
卸売物価	▲0.7	3.4	1.7
消費者物価	0.7	2.9	2.7
貿易収支(億ドル)	953	702	710
経常収支(億ドル)	773	535	630

表-12 1990年度経済見通しの主な前提

	1988年度 実績	1989年度 実績	1990年度 改定見通し
原油価格 (通関入着ベース、 ドル/バレル)	14.8	17.9	18.6
円/ドルレート (円/ドル)	128	143	150
公定歩合(%)	2.50	3.53	5.25
米国実質経済成長率 (歴年、%)	4.4	3.0	1.9

表-13 日本経済の項目別の成長寄与度  
(%)

	1988年度 実績	1989年度 実績	1990年度 改定見通し
実質国民総支出	5.3	5.0	5.2
内 需	6.8	5.7	4.6
民間最終消費	2.8	1.8	2.5
民間住宅投資	0.3	0.2	▲ 0.2
民間企業設備投資	3.4	3.6	1.9
民間在庫品増加	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.1	▲ 0.0	0.1
外 需	▲ 1.5	▲ 0.7	0.6
輸 出 等	1.9	2.9	2.8
輸入等(控除項目)	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 2.2

(注) 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。

年度は設備投資が寄与度で3.6%（消費1.8%）と最大であったのに対し、'90年度は設備投資の寄与度は1.9%とやや低下し、消費の寄与度が2.5%に上昇しよう。景気の成熟化に伴い最大の牽引役は設備投資から消費に徐々にバトン・タッチされることとなろう。主な項目別の動向は次の通り（表-11、12、13）。

（伸びが高まる消費）

消費は、昨年4月からの消費税導入による物価上昇率への底上げ効果がなくなることに加え、賃金上昇率がアップ（春闘賃上げ率は'89年5.17%、90年5.95%）していること、金利上昇等により財産所得の伸びが高くなること等から、伸びは4.7%（'89年度3.2%）に高まろう（表-14、15）。

表-14 春闘賃上げ率の推移（年度、民間平均）

（単位：%）

S55年	S56年	S57年	S58年	S59年	S60年	S61年	S62年	S63年	H1年	H2年
6.74	7.68	7.01	4.40	4.46	5.03	4.55	3.56	4.43	5.17	5.95

表-15 労働市場の動向

（季調値）

（年度）		S62	S63	H1	H1/ 4~6月	7~9月	10~12月	H2/ 1~3月
有効求人率 （倍）	有効	0.76	1.08	1.30	1.25	1.30	1.31	1.35
	新規	1.20	1.63	1.93	1.86	1.90	1.97	2.02
雇 用 者 数 （前年同期比）		1.6	2.7	3.0	3.4	2.9	3.0	2.8
完全失業率（%）		2.8	2.4	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1
現金給与総額 （前年同期比）		2.0	4.2	4.9	5.1	3.8	5.2	4.9

（資料）労働省「労働力調査報告」、「毎月勤労統計調査報告」その他

なお、5月に発表された消費動向調査（経済企画庁、3月調査）において消費者態度指数が'89年10～12月期の前期比2.1%上昇から'90年1～3月期は同1.8%低下となったが、指数の水準自体は高く、消費者の購買意欲は依然根強いと判断できよう。

#### （引き続き高水準の伸びを示す設備投資）

設備投資は'88、89年度の二ケタの伸び（各々17.3%、16.5%）から鈍化するものの、引き続きGNP全体の伸びを上回る7.9%の伸びが期待できよう。

日銀短観（5月調査）において、主要企業の'90年度の設備投資計画（前年度比）は、製造業、非製造業とも前回調査（2月調査）に比べ大幅に上方修正され、各々16.5%（'89年度実績22.1%）、7.9%（同10.9%）増の計画である。この結果、全産業では11.2%（同15.0%）と、昨年5月時点の調査における'89年度計画（13.0%）並みの高い伸びとなっている。

一方、通産省実施の設備投資に関する調査（3月実施）においても、'90年度の設備投資計画は、前年度比13.1%増（'89年度実績見込み同13.5%増）と堅調な伸びの見込みとなっている。'90年度の設備投資計画の特徴として、以下の点が挙げられる。

①金利高・株価下落といった金融環境の変化にもかかわらず、設備投資マインドは引き続き底堅いと判断される。

業種別には、一部伸び率の鈍化する業種もあるが、大半の業種では投資マインドは強い。製造業では、(1)石油精製……需要構造の変化に対応した2次設備への投資や、規制緩和を受けて給油所関連投資が活発、(2)鉄鋼……合理化・更新・維持補修とともに、生産品種構成の変化に対応した高付加価値化投資が盛ん、(3)非鉄金属……圧延分野で飲料缶等の需要の順調な拡大が見込まれ、生産関連投資を中心に投資が拡大、(4)一般金属……建設投資の増大や需要産業における合理化投資の活発化を背景に投資が増大、(5)電気機械……重電機器で電力向けの堅調な需要が期待、家電機器で高付加価値化された商品の需要拡大が見込まれる、(6)自動車……堅調な国内需要に支えられ、モデルチェンジ対応を中心に投資が拡大、等の業種では'89年度に続き、90年度も前年度比20%を超える伸びが見込まれている。

また、非製造業では、(1)電力……電力需要の拡大に対応して電源や供給関連の投資が拡大、(2)卸・小売……堅調な個人消費を背景に底堅い推移等が、高目の伸びを計画している業種として挙げられる。

②また、投資目的別には'89年度に引き続き90年度も研究開発投資のウェイトは高水準を維持しているとともに、情報化関連投資も投資水準が高まっている。

合理化・省力化投資の動向については、企業の競争力確保のみならず、昨今の人手不足に対応するための投資の一層の活発化が見込まれている。

## (5年振りにプラスに転ずる外需の寄与度)

外需(輸出等と輸入等との差額)については、<sup>(注)</sup>対外直接投資の輸出代替効果の大きさ、東欧を含む欧州向け輸出の見通し等不確定要因は多いが、基本的には、'89年初頃からの円安への動きが輸出を促進させ、輸入を抑制する効果をもつこと等により、外需の寄与度は0.6%とわずかながら、5年振りにプラスに転じよう。

我が国の貿易収支黒字額に対する寄与が大きいのは、一般機械('89年度通関ベース、490億ドル出超)、電気機器(同369億ドル出超)、乗用車(同345億ドル出超)の3業種である。さらにブレイク・ダウンしたレベルでは一般機械では事務用機器(同151億ドル出超)、電気機器では半導体等電子部品(同107億ドル出超)が顕著である。これら各業種の現地生産が日本からの輸出に代替する効果は次のとおりとみられる。

- ①乗用車においては、対米国向け乗用車輸出は乗用車の全輸出額の約5割を占めており、その動向は全体の輸出額に影響を及ぼしている。しかし、米国での乗用車全体(米国産車と輸入車の合計)の販売は横這いで推移しているとともに、現状水準以上の日本車シェアの拡大は、米国自動車産業との一層の摩擦激化を招くため、現地生産の拡大に伴い日本からの輸出額が減少することは不可避である。ただ、'89年から90年にかけての現地生産車の予定増加台数は約30万台となっており、'89年初めからの円安による輸出数量拡大効果による貿易黒字拡大を相殺するまでには至らないと見込まれる。
- ②一般機械、電気機器等においては、我が国各社は現地生産比率を徐々に高めていく計画をたてており、中長期的には日本の貿易黒字を縮小させる方向に働こう。ただ、'90年度についてみると、その効果は大きくないと予想される。

また、'90年度においては、年度末にかけての円安修正の動きが見込まれ、ドル建て輸出価格が上昇すると予想されることも貿易収支黒字額の増加に寄与しよう。

---

### (注) '89年度の海外直接投資の動向

- '89年度の対外直接投資額は前年度比43.6%増の675億ドル('88年度470億ドル)となり、3年連続で大幅な増加となった。地域別には北米向け、欧州向け等先進国向けが増加した一方、累積債務問題等を抱えた中南米地域への投資は、前年度比18.5%の大幅減となった。
  - ①北米地域に対する投資額は、'89年度前年度比51.8%増で新外為法が適用された'81年度以降初めて投資額全体の中での構成比が50%を越えた(50.2%)。
  - ②欧州向けの投資額も前年度比62.4%増と大幅に増加し、投資額全体の21.9%を占めている。現地子会社設立の増加の他、'92年EC統合を控え現地企業に対する出資等企業の合併・買収(M&A)の増加も急増の要因である。
- 業種別には、製造業が前年度比18.0%増であったのに対し、非製造業はホテル等のサービス業や不動産業の高水準の伸び等から54.8%と大幅な増加を示した。非製造業の投資総額に占める比率も74.8%と、前年度に比べ5.4%ポイント上昇した。

(マイナス成長となる住宅投資)

金利高の影響等から、住宅投資は低調を余儀無くされ、7年振りのマイナス成長(▲3.0%)となろう。新設住宅着工戸数は'89年度の167万戸から90年度155万戸程度へと減少が見込まれるものの、設備の高度化等質的向上が着実に進み、単位面積当たりの工事費が増加するため住宅投資の減少は戸数ほど大幅にはならない(表-16)。

表-16 民間住宅建設の推移

(千戸、%)

年 度	新設住宅 着工戸数		持家住宅		貸家住宅		分譲住宅	
		前年度比		前年度比		前年度比		前年度比
1985	1,251	3.6	460	▲ 2.8	544	12.8	227	▲ 1.4
86	1,400	11.9	480	4.2	679	25.0	220	▲ 3.1
87	1,729	23.5	563	17.3	887	30.6	256	16.5
88	1,663	▲ 3.8	497	▲11.7	842	▲ 5.1	299	16.7
89	1,673	0.6	499	0.5	821	▲ 2.5	322	7.8

(資料) 建設省「建設統計月報」

新設住宅着工における持家住宅、貸家住宅、分譲住宅別の特徴は次のとおり。

- ①持家住宅の着工戸数は'89年4～6月期、7～9月期とも消費税導入を見越しての駆け込み需要分の着工化等から前年同期比で各々10.3%増、1.1%増となったものの、10～12月期には同6.2%減、'90年1～3月期は同4.3%減となった。'90年度については、金利が高止まりすること等により着工戸数は減少しようが、他方において、建て替え需要が根強いとともに首都圏を中心に購入資金に占める保有不動産の売却代金の比重が高まり、借入れの比重が低下している傾向があり、これらの要因が持家着工件数の下支えとなろう。
- ②貸家住宅の着工戸数は'88年7～9月期から前年同期比で減少が続いていたが、地方を中心とした増加から'89年10～12月期には同2.3%増、'90年1～3月期は同2.1%増となった。ただ、貸家住宅の工事費単価が上昇しているとともに、金利上昇の影響で戸数の減少が見込まれる。
- ③分譲住宅は地方圏のリゾートマンション、都市圏周辺のマンションが堅調に増加していることから、前年同期比で'89年4～6月期の9.7%増から7～9月期に4.4%減となったものの10～12月期には12.8%増、'90年1～3月期は14.1%増となっている。'90年度については、やや減少しよう。

このように、'89年度は、①金利上昇局面にあり、金利先高感から駆け込み的な需要があったこと、②地価上昇が都市圏から地方圏に波及して、住宅の建て替え需要が



高まったこと等により好調な推移を示したものの、'90年度は金利高の影響等から低調となろう。

一方労働市場の逼迫感から社宅建設の動きが活発化しており、給与住宅の増加は当面持続する見込みである。

(やや増加する貿易収支、経常収支の黒字幅)

国際収支は、輸入が引き続き拡大するものの、内需の伸び鈍化・円安等から増加テンポは低下すること、他方で、輸出が'89年度に底を打ち、若干拡大すること、また、対外資産残高の趨勢的増大を反映して、投資収益の受取が増加傾向にあること等から、貿易収支、経常収支とも黒字幅は'89年度（各々702億ドル、535億ドル）を底にやや拡大し、'90年度は各々710億ドル、630億ドルとなろう。名目GNPに対する経常収支黒字幅の比率も、'89年度の1.9%から90年度は2.2%と、これまでの低下傾向に歯止めがかかる状況となろう（表-17、18）。

表-17 貿易収支、経常収支の対名目GNP占率の推移

	(%)		
	'88年度	'89年度	'90年度
貿易収支	3.3	2.5	2.5
経常収支	2.7	1.9	2.2

(注) '90年度は見直し。

表-18 経常収支の内訳

	(億ドル、%)			
	'86年度	'87年度	'88年度	'89年度
経常収支	941	845	773	535
貿易収支	1,017	940	953	702
輸出	2,113	2,334	2,674	2,679
伸び率	17.0	10.5	14.5	0.2
輸入	1,097	1,394	1,721	1,977
伸び率	▲7.9	27.1	23.4	14.9
貿易外収支	▲51	▲57	▲135	▲127
投資収益	106	190	212	273
旅行	▲64	▲97	▲175	▲196
運輸	▲32	▲68	▲73	▲82
その他	▲61	▲82	▲99	▲121
移転収支	▲24	▲39	▲45	▲40

(資料) 日銀「国際収支統計月報」

'89年度においては、①輸入数量は円高効果の剥落から鈍化したものの、内需の拡大から引き続き高水準の伸びを維持した、②輸出数量は海外景気の減速とともに伸びが鈍化した、③為替が円安となったことから逆Jカーブ効果の第1局面が現れた、④原油価格の上昇があった、等から貿易収支黒字は前年度の953億ドルに比べて702億ドルと大幅に縮小した。この間、貿易外・移転収支は、海外渡航者の増加を反映し旅行収支の赤字幅が拡大したものの、対外投資の急拡大を背景に投資収益収支の黒字幅がかなり拡大したため、前年度に比べ赤字幅はわずかに縮小した。この結果、貿易、

貿易外・移転を併せた経常収支は前年度の773億ドルから535億ドルに縮小し、ピーク時（'86年度、941億ドル）との比較ではほぼ半減となった。

'90年度については、貿易収支は、①海外景気は鈍化はするものの拡大傾向を持続、②国内需要の拡大基調は持続するものの伸び率はやや鈍化、③為替は穏やかな円安修正、④原油価格は安定基調、といった状況を基に、⑤'89年度の円安による輸出数量拡大効果（逆Jカーブ効果の第2局面）、'90年度の円安修正による輸出価格の上昇（Jカーブ効果の第1局面）が加わり、'89年度に比べ貿易黒字はわずかに拡大しよう。現地生産の拡大による輸出代替効果の進展は引き続き持続しようが、中長期的な黒字縮小要因であり、'90年度については、他の黒字拡大要因を打ち消すほどには至らないであろう。貿易外収支は投資収益黒字の増加等により赤字幅は縮小しよう。このため、経常収支黒字は630億ドルと100億ドル強の増加となろう。

#### （安定基調を維持する物価）

物価については、これまでの円安、賃金コストの上昇、マネーサプライの高い伸び等の懸念材料があり、また、最近、一部で数カ年振りの価格改定の動きがみられるものの、現在までのところ企業の価格設定行動が全般的に大きく変化したとは考えられない。今後についても、予防的引き締め政策の効果、年度末にかけての円安修正の動き等から、概ね安定した推移を続けるものとみられる。'90年度の物価上昇率は卸売物価（総合）で1.7%（'89年度は3.4%）、消費者物価で2.7%（'89年度2.9%）となろう。

物価上昇率のこれまでの推移をみると、国内卸売物価が前年度比で、'87年度1.7%低下、'88年度0.5%低下、'89年度2.6%上昇、そして消費者物価が同、0.5%上昇、0.8%上昇、2.9%上昇と上昇率は年々高まってきた。しかしながら、'89年度の物価上昇には4月からの消費税導入の影響が含まれていることを考慮すると、'89

表-19 卸売物価の推移

	'89/ 2Q	／3Q	／4Q	'90/ 1Q	'90/ 2月	／3月	／4月	／5月
総合卸売物価（前期・月比）	2.6	0.8	▲ 0.2	0.4	0.1	0.7	0.6	▲ 0.3
（前年同期比）	3.2	3.1	3.7	3.7	3.5	3.9	2.7	1.7
国内物価（前期・月比）	2.2	0.6	▲ 0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
（前年同期比）	2.4	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	0.7	0.6
輸出物価（前期・月比）	3.4	1.5	0.1	1.4	0.0	2.3	2.1	▲ 1.6
（前年同期比）	5.5	3.5	0.1	6.5	6.0	7.4	9.1	5.4
輸入物価（前期・月比）	8.3	1.3	▲ 0.5	3.6	1.3	3.9	2.1	▲ 2.2
（前年同期比）	9.5	7.4	13.0	13.1	11.8	14.0	13.3	7.0

（資料）日銀「物価指数月報」

表-20 消費者物価（全国、東京都区部）の推移

(季調値、%)

		'89/ 2Q	/3Q	/4Q	'90/ 1Q	'90/ 2月	/3月	/4月	/5月
全 国	総（前期・月比）	1.8	0.5	0.5	1.0	0.5	0.1	0.1	—
	合（前年同期比）	2.8	2.7	2.6	3.3	3.6	3.5	2.5	—
東 京	総（前期・月比）	1.7	0.5	0.7	0.9	0.4	0.1	0.1	0.5
	合（前年同期比）	3.2	3.0	2.9	3.6	3.8	3.5	2.8	2.7

(資料) 総務庁「物価統計月報」

年度も実質的な物価上昇テンポは比較的緩やかであり、物価は引き続き安定基調を維持していたと判断される（表-19、20）。

このように、景気が堅調に推移し、製品・労働需給が逼迫化の方向をたどり、為替相場も円安が進んだ中で物価が安定基調を持続した背景としては、①インフレ期待の落ち着きが景気拡大下でも維持されたこと、②「輸入の安全弁」効果（製品輸入の浸透に伴い競合関係にある国内製品の価格が直接的・間接的に抑制される効果）が引き続き作用したこと、③収益好調等もあって企業の製品価格引上げ意欲が顕在化しなかったこと、等が大きく寄与したとみられる。

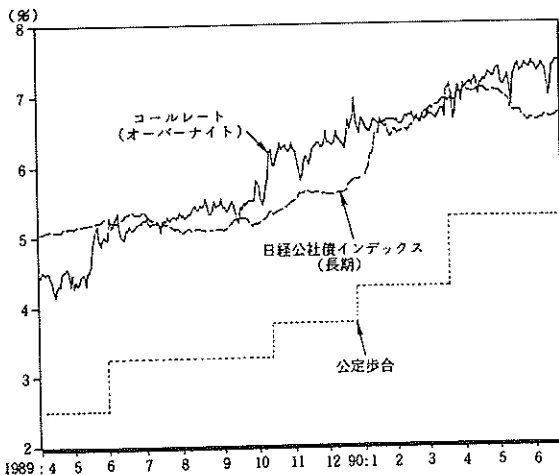
一方、日銀短観（5月調査）によると、価格に関する判断において、「現状」に関しては、これまでの原油高、海外原料高や外注加工費の上昇に為替の円安進行の影響が加わって、仕入価格についての「上昇」超幅がかなり拡大し、こうした中で製品価格が僅かながらも「上昇」超に転じている（「上昇」超となったのは'84年2月以来）。「先行き」については、仕入価格面で化学、窯業、金属製品、造船、自動車等広範な業種で上昇傾向が持続するとの見通しながら、非鉄、紙パでは市況の落ち着きを見込んでいることから、「上昇」超幅が幾分縮小するとの予想である。一方、製品価格については、自動車が小幅ながら「下落」超に転じ、石油精製も「上昇」超幅の縮小を見込んでいるが、食料品、鉄鋼、紙パが値上げの意向にあり、一般機械、造船も続伸の見通しにあることから、全体としては、「上昇」超幅がやや拡大する見込みとなっている。

ただ、現在のところ、全般的な業種における製品価格引上げの動きはみられないと判断できよう。

### （金融の動向）

日銀の金融政策は、①これまでの円安による原材料コストの上昇、②人手不足に伴う人件費の上昇、③経済実体の伸び率とのバランスで高過ぎるマネーサプライの伸び、等による物価上昇圧力の高まりを受け、それまでの超緩和から「予防的措置」としてのインフレ警戒型のスタンスに移行した。このため長短市場金利は上昇し、公定歩合

図-7 長短金利の推移



は'89年度内に4度にわたり2.5%引き上げられ、5.25%となった(図-7)。

'89年度について、短期金利の推移をみると、①日銀の金融政策がインフレ警戒型のスタンスに転換したこと、②物価上昇圧力が高まったこと、等から年度を通して上昇した。一方長期金利については、年度上半期は公定歩合の引き上げなど短期金利は上昇したものの、円先高観による金利低下期待が根強かったため、長期金利の上昇は

短期金利の引き上げに比べて相対的に小幅にとどまった。しかし下半期に入ると、2度目の公定歩合引き上げが実施され、金融政策はインフレ警戒型で相当期間運営されるとの見方が強まったことから、金利の上昇テンポは加速された。また、円安傾向が年が明けても持続したこと、円高期待が大きく後退、債券市場は暴落し、長期金利は急上昇した。'90年5月になり、円安修正を受けて金利は若干低下しその後ほぼ横這いの推移を辿っている。

今後の日銀の金融政策を展望すると、①景気拡大テンポが徐々にスローダウンするとみられること、②為替の基調が年度末にかけて円安修正の方向に向かうと予想されることなどから、徐々にインフレ警戒型から中立的なスタンスに移行するとみられる。金融政策の緩和は、景気拡大テンポの急速なスローダウンやマネーサプライ伸び率の大幅な鈍化、急速な円高の進展など、物価上昇圧力の後退が明確にならない限り予想しにくい。

こうした中で市場金利は、東西両独の通貨統合に伴う物価・金利の上昇が波瀾要因となるものの、基本的には景気拡大テンポのスローダウンや円安修正の動きなどから年度末にかけ緩やかに低下することとなる。

#### (回復に転じる株式市場)

東京株式市場は、'89年12月29日に3万8,915円の史上最高値をつけたあと、'90年に入って暴落、4月2日には2万8,002円と28%の下落を記録した。今回の暴落については、①円安の進展、②円安、インフレ懸念と海外の金利高による国内金利の上昇、③政局不安、④経常収支黒字額の減少と対外直接投資額の急増による日本経済衰退論の台頭、等が原因として指適されている。

現在では、①円・国内債券相場の安定、②日米構造協議の一服や自民党の支持率向

上に伴う日本の政治に対する信認の回復、③経常黒字の持ち直しで資本流出に対する過度な悲観論が払拭されたこと等から株式相場が底を打ったと考える向きもあるが、金融政策が基本的に物価警戒型の予防的引き締め基調で推移するとみられることから、当面、株価の大幅な上昇は期待できない。

しかし、'90年度末にかけては、東京株式市場は回復に転じるとみている。この理由としては、

- ①株価水準の是正。株価は水準的に妥当な線まで下落し、米国等と比較しても割り高感が薄れてきていること
- ②緩やかな円高方向への推移。このまま一直線に円高に向かうとは考えられないものの、再び160円台の円安になることは考えにくいこと
- ③市場金利の低下。景気拡大テンポのスローダウンや円安修正の動きから、市場金利は年度末にかけて緩やかに低下すると見込まれていること。
- ④堅調な企業業績。企業業績は経常利益等の伸びにみられるように、伸び率は低下するものの、今後も堅調に推移することが見込まれていること
- ⑤外人投資家の動向。'89年度は大幅に売り越した外人投資家が'90年度に入って買い越してきており、今後ともこの傾向が持続すると見られていること。

等が挙げられる。

ただ、ソ連東欧情勢、両独通貨統合問題等依然として不透明要因が多いことが懸念材料である。

年度末の日経平均の水準としては3万6千円台と見込んでいる。

### (為替の推移)

円の対ドルレートについては不確定な要素が多いものの、日米実質金利水準の逆転、日本の貿易・経常収支黒字の縮少傾向の底打ち、日本の景気拡大の持続等、から年度平均で150円、年度末145円を見込んでいる。

### 3. 景気の今後の持続性

今後、現在の景気拡大が続き、戦後最長の「いざなぎ景気」('65年10月から57カ月)を上回るものとなるかどうかについては、まず、以下のような事態を避けうることが前提となろう。

- ①両独通貨統合に伴う西独金利の上昇幅が大幅なものとなり、海外金利の急騰—円安—国内金利の上昇・株式相場の下落

- ②国内における企業の価格設定行動に全般的な変化が起こり、インフレが悪化—金融の本格的引き締めへの移行  
(注)  
 ③ガット「ウルグアイ・ラウンド」の交渉が決裂し、各国で保護主義の動きが顕在化  
 ④東欧、ソ連等、海外において政治的、体制的な混乱が起こり、それが各国の金融マーケットを攪乱

こうした前提の下に現在の景気を巡る環境を考えると、以下の点から今後の景気の持続力には期待が持て、「いざなぎ景気」を上回る可能性が高いものと判断される(表-21)。

表-21 日本の景気循環の動向

景気循環	基準日付		期間		主な景気後退要因
	谷	山	拡張	後退	
1	1951年10月	1954年 1月	27カ月	10カ月	国際収支の天井
2 神武	54年11月	57年 6月	31カ月	12カ月	同上
3 岩戸	58年 6月	61年12月	42カ月	10カ月	同上
4	62年10月	64年10月	24カ月	12カ月	同上
5 いざなぎ	65年10月	70年 7月	57カ月	17カ月	景気過熱に伴う物価上昇
6	71年12月	73年11月	23カ月	16カ月	第1次石油ショック
7	75年 3月	77年 1月	22カ月	9カ月	第1次円高ショック
8	77年10月	80年 2月	28カ月	36カ月	第2次石油ショック
9	83年 2月	85年 6月	28カ月	17カ月	第2次円高ショック
10	86年11月				
1-9循環平均 (2、3、5循環を除く)			31カ月	15カ月	
			25カ月	17カ月	

(注) ・'90/5月は今回の景気拡大の42カ月目。'91/8月は今回の景気拡大の57カ月目。  
 ・基準日付は経済企画庁「景気動向指数」による。

- ①今回の景気拡大にとって暗雲となりかけたトリプル安(円安、債券安、株安)に、歯止めがかかったこと。  
 ②トリプル安の影響自体、前記のとおりマクロ的な尺度では限定的なものにとどまること。また、今回の局面では設備投資を中心に独立的な要素が強く、景気の腰が強いこと。

注) ガット「ウルグアイ・ラウンド」について

- '80年代に入ってから、各国で保護主義的な動きの強まりが出てきたのを背景に、ガットでは自由貿易の維持・強化を図るため'86年9月からウルグアイ・ラウンドが開始された。内容として、
  - ①従来のガットが対象としてきたものにつき、市場アクセスの改善を図ること。
  - ②既存のガットの規定や制度の見直しを図るもの。
  - ③従来対象ではなかった分野につき新たな規定を作成するもの(いわゆる新分野)。
  - ④ガット体制の強化を図るものに区分される。
 全部で15の交渉分野があり、このうち新分野はサービス貿易、知的所有権、貿易関連投資(投資措置の中で貿易にも悪影響を与えるもの)の3つである。'88年12月には中間レビューが行われたが、15分野のうち農業、繊維品、セーフガード及び知的所有権問題の4分野で合意が得られなかつたが'89年4月初めには4分野でも合意に達し、後半の本格的交渉が進められてきており、'90年12月終結予定である。

最近の設備投資の力強い拡大には、高水準の稼働率や企業収益の好調等の循環的要因の他に、(1)コンピューター・通信部門を中心とした技術革新の進展、(2)金融業をはじめとする様々な分野での規制緩和、国際化の動き、(3)円高を契機とした景気調整の進展、(4)人手不足の深刻化等の経済環境の大きな変化の中で、企業が中長期的な観点から生残りをかけて積極的対応を図っていることが大きく寄与している。

- ③現時点では、全般的には在庫の積み上がりもなく、景気後退の目立った兆候も現れていないこと。
- ④現在の予防的金融引き締め政策については、景気・物価の先行きから今後、強化がなされるとは予想しにくいこと。
- ⑤傾向として景気循環の変動幅が縮少してきているとみられること。これは、(1)サービス経済化の進展、(2)在庫管理技術の向上、(3)金融市場の発達とその反応の速さを通じての実体経済への安定化機能、等による。
- ⑥東欧等の改革の動きは、中・長期的には東欧の西欧へのキャッチ・アップ過程であり、成長率アップのプロセスであること。