

## II 特集——経済見通し

### 1. '91年度日本経済見通し

経済調査部

#### (要 旨)

- '91年度の日本経済をめぐる環境には不確定要因が多いが、当予測では、①湾岸危機は'91年3月末までに解決し、'91年度の原油価格は22.2ドル（通関入着ベース）、②米国の実質経済成長率は0.4%（'91歴年）、③'91年度の円の対ドルレートは133円、④公定歩合の変更はなし（6%）を前提としている。
- '90年度の景気は原油価格の上昇、金利の上昇等にもかかわらず、設備投資の2ケタ増加、消費の堅調等から高めに推移し、実質経済成長率は5.8%（「'80年基準」の国民経済計算ベース。以下同じ）と4年連続して5%台となる見込みである。
- しかし、'91年度については、原油価格高騰、金利上昇、円高、米国景気の後退等の影響を受け、設備投資の伸びが1ケタに落ち、住宅投資は減少に転じ、外需の寄与度のマイナス幅は拡大することから、3.4%成長に減速しよう。ただし、設備投資は独立投資的要素から基調的に強く、消費も物価上昇率の低下等から伸びの高まりが期待され、本格的な景気後退は予想されない。
- なお、'86年11月を起点とする今回の景気拡大が'91年8月以降も持続し、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の判断は微妙な経済状況となる。
- 国際収支の面では、米国景気の後退・円高等から、輸出の伸びを輸入の伸びが上回り、旅行収支赤字の拡大傾向等も持続するとみられるため、貿易収支の黒字幅はほぼ横這い、経常収支の黒字幅はやや減少しよう。

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

## 1. 景気の現状と'90年度見込み

日本経済は、'86年11月を底に拡大に転じ、4年にわたる内需中心の力強い成長を続けている。'90年年初から春にかけては円安・債券安・株安の「トリプル安」に見舞われたものの、その影響を乗り越え、民間設備投資は前年比2ケタの大幅な伸びが続いて景気の牽引役を果たし、住宅投資や消費もこれまでのところ比較的堅調に推移してきている（表-1）。

表-1 実質GNPの項目別推移

(季調済、前期比、%)

	1988年度	1989年度	1989年			1990年	
			4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
民間最終消費	5.0	3.2	▲1.0	2.0	1.6	0.4	1.4
民間住宅投資	5.3	3.9	▲2.3	2.3	2.0	2.0	1.8
民間企業設備投資	17.3	16.7	0.6	6.5	4.0	3.5	3.8
民間在庫品増加	28.6	▲12.5	128.0	▲15.7	1.9	▲67.6	201.3
政府最終消費支出	2.2	1.9	0.0	0.3	0.9	0.7	▲0.0
公的固定資本形成	1.2	▲0.3	▲0.5	▲1.4	1.3	1.4	2.1
公的在庫品増加	▲501.2	—	42.4	▲82.9	▲1597.0	—	47.2
経常海外余剰	▲90.8	▲427.2	—	—	—	—	▲703.3
輸出等	10.7	15.7	▲0.8	6.6	1.3	9.1	▲3.9
輸入等	21.4	19.3	2.4	4.1	6.1	2.1	3.2
国民総支出	5.3	5.1	▲0.8	2.9	0.8	2.7	0.9

(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。  
1980年基準による値である。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計速報」

生産活動面を見ても、鉱工業生産は、'89年度には消費税導入の影響等で伸び率がやや鈍化していたが、'90年度に入って再び勢いを取り戻し着実な拡大基調となっている。

一方、長期間に及ぶ景気拡大基調の下で労働需給は逼迫の度合いを強めてきており、例えば有効求人倍率は'87年度の0.76倍から'90年4-6月期以降1.4倍を超える水準にまで高まっている。また、労働需給の逼迫化を受けて賃金も上昇基調で推移し、人件費や物流コストの上昇等によって、国内インフレ圧力の高まりが懸念される状況が続いてきた。

こうした中で、①8月2日のイラクによるクウェート侵攻に端を発した湾岸情勢の緊迫化と原油価格の高騰に始まって、②公定歩合の第5次引き上げ（8月30日に5.25%⇒6%）を含む国内金利と株価の一段の水準訂正、③米国経済のリセッション懸念

の高まり一等、内外の経済金融環境に新たに大きな変化が起こっており、今後の国内景気の足取りへの悪影響も懸念される状況となっている。

しかしながら、今年度（'90年度）については、景気の主たる牽引役である民間設備投資の伸びに当面大幅な鈍化が見込まれないことから、日本経済はこれまでの力強い景気拡大基調を維持できると思われる。実質GNP成長率は'89年度実績5.1%に対して'90年度は5.8%に高まろう。

当研究所の'90年6月時点の見通しでは'90年度を5.2%成長とみていた。この見通しとの関係では、原油価格上昇、金利上昇等の環境は成長率を引き下げる方向となったが、設備投資を柱に景気の実勢が強いことから、上方修正を行った。

対外面では、原油価格の上昇もあって、輸入の伸びが輸出の伸びを若干上回ることから、貿易収支の黒字幅はやや縮小（'89年度実績700億ドル、'90年度見込みは660億ドル）しよう。経常収支の黒字幅については、投資収益収支の黒字幅縮小、旅行収支の赤字拡大を主因に貿易収支を上回る黒字幅の縮小を示そう（'89年度実績534億ドル、'90年度見込み370億ドル）。

物価については、国内インフレ圧力の存在に加えて、輸入原油価格上昇の影響が懸念されるものの、これまでの予防的金融引き締め政策の効果、企業の価格設定行動の落ち着き、為替水準の円高方向への変化等があることから、卸売物価（総合）で1.7%（'89年度実績3.5%）、消費者物価で2.9%（'89年度実績2.9%）の上昇にとどまろう（以上は12ページの表-4を参照）。

## 2. '91年度の見通し

### (1) '91年度の日本経済における注目ポイント

'91年度の日本経済の動向を予測するにあたっては様々な要因に注意する必要があるが、特に注目すべきポイントとして、次の3点が考えられる。

- ①原油価格上昇の影響、為替の円高傾向の影響
- ②国内金利の上昇、株価の大幅下落の影響
- ③金融機関の貸出慎重化等の影響

以下、これら3点に関して、経済へ与える影響の方向、大きさ等について分析し、来年度経済予測の基礎としたい。

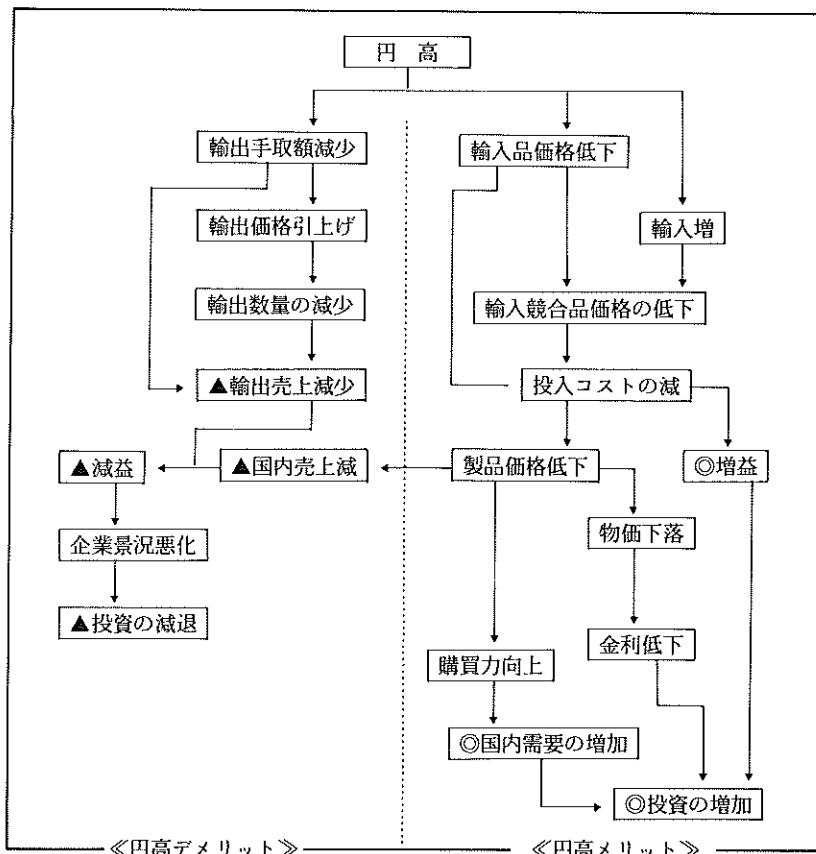
#### ①原油価格上昇の影響、為替の円高傾向の影響

一般に、原油価格の上昇は国内から産油国へ購買力が流出・移転することにより、国内経済に対してデフレ効果が働くとともに、原燃料・素原材料のコスト・アップに

よるインフレ効果を持つ。

一方、為替レートの円高化は、財政・金融政策等他の与件に変化がないとすれば、輸出採算を悪化させるため輸出には抑制的に働き、また輸入価格の低下により輸入を促進する。よって交易条件は改善するものの、全体としては国内景気に対してマイナス効果を持っている。ただし、国内物価に対しては、輸入物価の下落を通じた引下げ効果を持っている（図-1）。

図-1 円高の日本経済への波及フロー



(注) 上図の▲は企業にとってマイナス要因、◎はプラス要因。

そこで、過去2回の石油危機と今回とについて、原油価格上昇が我が国経済に与えるインパクトを比較してみると（表-2）、

- (a) 今回についてはこれまでの実績数値でみて、過去2回の石油危機に比べ原油価格の上昇率は低い。
- (b) また過去とは異なり、今回は為替が円高に動いている。
- (c) 結果として、産油国への購買力移転（対名目GNP比）も今回はかなり小さい。という相違点が指摘でき、経済に与えるインパクトは格段に小さいと言える。

ちなみに、原油価格、円レートの両方の要因の物価面の影響について、当研究所の

マクロ経済モデルを用いたシミュレーション分析を行ったところ、インフレ面への影響に関しては「原油価格の1ドルの上昇は、概ね2円の円高で相殺される」という試算結果が得られた。'90年10月までの実績値について考えると、原油価格上昇の1/2程度が、これまでの円高で相殺されるものとみられる。

むろん相殺するといっても、原油・石油関連品目は上昇し、その他の輸入関連品目下落するのであり、その時間的な経過も同一ではないため、結果の見方には留意が必要である。

結局、原油価格上昇のインフレ効果は円高で相殺されるものの、円高の外需（輸出等—輸入等）へのマイナス効果が残るため、全体としては、成長率の低下につながる。

表-2 原油価格上昇による購買力移転の大きさ

	原油価格				同期中の為替相場の変動 (1)→(2)	産油国への購買力移転の名目GNP比
	危機直前 (1)	危機後のピーク (2)	上昇幅 (2) - (1)	上昇倍率 (2) / (1)		
第1次 石油危機 (1973/9)	3.3ドル	11.4ドル	8.1ドル	3.5倍	4.8%円安 (265→279)	3.7%
第2次 石油危機 (1979/1)	13.8ドル	37.2ドル	23.4ドル	2.7倍	4.0%円安 (198→206)	4.2%
今回 (実績) (1990/7)	15.4ドル	30.4ドル	15.0ドル	2.0倍	15.1%円高 (149→130)	0.6%

(注) 原油価格は日本の通関入着ベース、危機直前・危機後のピークともに月平均値。

為替相場の変動は、円ドルレート（月平均値）の変化率でIMF方式で算出。

産油国への購買力移転の名目GNP比は、次式で算出。

$$\left[ \begin{array}{l} \text{(危機発生月の含まれる直前の四半期平均の) 原油輸入量} \\ \times \text{(上表の) 原油価格上昇幅} \times \text{(原油価格が上表(2)の月の) 円ドルレート} \\ \div \text{(危機発生月の含まれる直前の四半期平均の) 名目GNP} \end{array} \right]$$

(資料) 大蔵省「通関統計」等

## ②国内金利の上昇、株価の大幅下落の影響

次に、国内金利の上昇と株価の大幅下落が消費や設備投資等、实体经济に与える影響について考えてみたい。

まず、消費に対する金利上昇の影響としては、

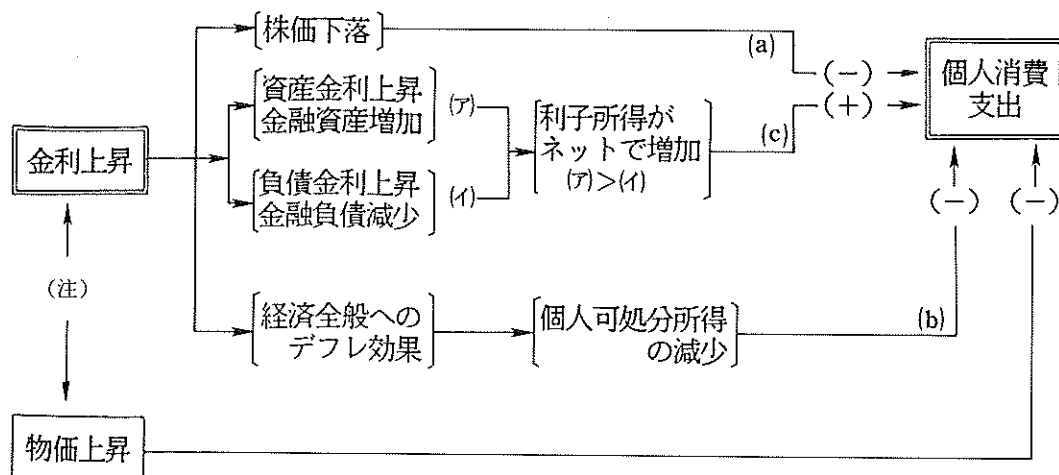
(a) 株価下落による消費支出への直接的なマイナスの影響—いわゆる「逆資産効果」の発生、

(b) 国内金利の上昇と株価の大幅下落が経済全般にもたらすデフレ効果によって、家計可処分所得が伸び悩む結果、消費に及ぶ間接的なマイナスの影響、

が考えられる。しかし金利の上昇は他方で、

(c) 利子所得（ネットの概念＝利子受取－利子支払）の増加をもたらし、家計可処分所得の拡大を通じて消費につながるというプラスの側面、も持っていると考えられる。以上の枠組を整理すると図－2 のようになる。

図－2 金利上昇、株価下落が消費に与える影響



(注) 金利上昇の背景には、物価上昇があることを示している。

そこで、オーソドックスな消費関数に、(a)～(c)の影響を表す変数を明示的におり込みつつ推計してみると（脚注1）、統計上有意な結果が得られる。利子所得増加の影響については、確かに消費の増加に寄与すると思われるものの、推計結果によれば消費支出の実質利子所得に関する弾性値（0.021）は、実質可処分所得（利子所得除き）の弾性値（0.216）の10分の1程度の大きさであり、消費に回る程度は雇用者所得を大宗とした実質可処分所得の部分と比べてかなり低い結果になっている。この点を勘案すると、利子所得の増加は、金利上昇の消費へのマイナス効果に対して大きな相殺効果を持つとは考えにくい。

（脚注1）消費関数の推計結果

$$\begin{aligned}
 & \log(\text{実質民間消費支出}) \\
 &= 2.6 + 0.216 \times \log(\text{実質可処分所得} \cdot \text{利子所得除き}) \\
 & \quad (6.7) \quad (6.3) \\
 & \quad + 0.021 \times \log(\text{実質利子所得}) \\
 & \quad \quad (2.2) \\
 & \quad + 0.051 \times \log(\text{実質個人金融資産} \cdot 4 \text{期前} \sim 1 \text{期前の残高平均}) \\
 & \quad \quad (3.2) \\
 & \quad - 0.203 \times \log(\text{当期消費デフレーター} / \text{前年同期消費デフレーター}) \\
 & \quad \quad (-6.2) \\
 & \quad + 0.624 \times \log(\text{前期の実質民間消費支出}) \\
 & \quad \quad (11.4) \\
 & \bullet \text{推計期間：'70年1-3月期} \sim \text{'89年1-3月期} \quad R^2 = 0.998, ( ) \text{内は } t \text{ 値} \\
 & \bullet \text{実質化には消費デフレーターを用いた。}
 \end{aligned}$$

また、株価下落による逆資産効果に関しては、①個人金融資産の弾性値は小さい(0.05)、②個人金融資産残高に占める株式の割合は11.7%、また公社債なども含めた有価証券全体の割合でも22.4%、(いずれも時価ベース、'90年3月末)にとどまる、等からいわゆる逆資産効果はそれほど大きくは作用しないものと思われる。

さらに経済全般のデフレ効果による所得の伸び悩みの可能性については、最近の雇用者数の伸びは3%強、1人当たり賃金の伸びも5%程度とそれぞれ高く、これまでのところは影響は軽微とみられる。

次に、設備投資や住宅投資に対しては、金利上昇と株価下落はマイナス方向に働く。このうち、設備投資については、

- (a) 金利の上昇が、借入依存度の高い中小企業の設備投資を中心にマイナスの影響をもたらすこと(金利コスト面)、
- (b) 株価の大幅な下落・低迷で、上場企業のエクイティ・ファイナンス(増資や転換社債、ワラント債発行など)が支障をきたすこと(資金のアベイラビリティ面)、

といった点から影響が及ぼう(この他、金融機関の経営環境変化等を背景とした貸出慎重化によるアベイラビリティ悪化の影響も考えられるが、この点については次節③を参照)。

まず(a)の金利コスト面に関して、やや詳しく見てみると、借入れ依存度(借入金の対総資本比率、年度末残高ベース)は、製造業の大企業クラスでは'70年代後半以降、一貫して低下しているのに対し、製造業の中堅・中小企業クラスや非製造業においては、むしろ上昇基調で推移し、借入れ依存度が高まってきている(図-3)。

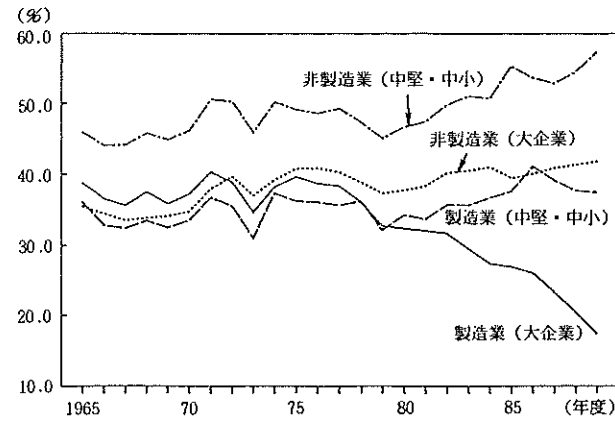
また、この金利コスト負担と企業収益との関係に基づいた設備投資の採算性について、総資本利払い前経常利益率と全銀貸出約定平均金利(長短合計)との差(以下、「投資採算スプレッド」と呼ぶ)をとり、実質設備投資の動き(前年同期比)と比べてみると(図-4)、この採算スプレッドが縮小し始めてから2~3四半期後に、実質設備投資の伸びが低下を始めるという関係が見てとれる。

したがって、今後、原油高、金利高が企業収益を圧迫し、投資採算スプレッドが縮小していくことを考えると、設備投資に対して明確な抑制要因として働くようになると思われる。

次に、(b)に関しては、最近の日銀・短観の調査結果にもあるように、企業の手元流動性の水準は必要最低限の月商比率水準からみてかなり厚めであり、'90年度中はこうした余裕資金によって設備投資計画の遂行が可能と思われる。しかし、手元流動性の中にはいわゆる「評価損を抱えた」運用部分もあり、必ずしも十全ではないと思わ

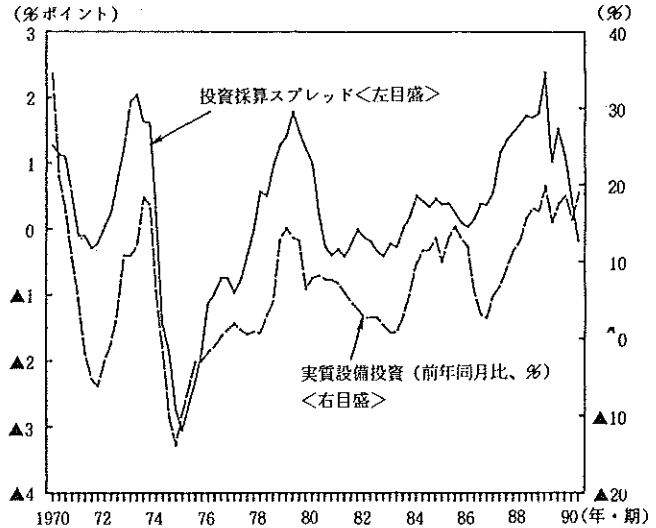
れ、また'91年度に入ってもエクイティ・ファイナンスの本格的な再開ができないならば、上場企業も必要資金を借入れ等に依存する必要があるであろう。

図-3 借入金依存度の推移



(注) 借入金依存度 = 借入金 / 総資本 × 100 (年度末残高ベース)  
 大企業: 資本金10億円以上  
 中堅・中小企業: 資本金1,000万円以上10億円未満  
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

図-4 投資採算スプレッドと実質設備投資の推移



(注) 投資採算スプレッド  
 = 総資本利払い前経常利益率 - 全銀貸出約定金利 (長短合計)  
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」  
 経済企画庁「国民経済計算年報」  
 日銀「経済統計月報」

最後に、住宅投資に対して金利上昇は、

- (a) 個人の借入れコストを増大させること、
- (b) 不動産価格の先高感が後退して不透明感が強まることで、投機的な住宅需要の減退が起こること、

等の影響をもたらそう。

### ③金融機関の貸出慎重化等の影響

米国において、不動産不況・企業部門の債務過多等を背景とした金融機関の経営基盤脆弱化、貸出抑制等による「信用縮小と景気への悪影響の可能性」が指摘されているが、日本においても、金融機関を取り巻く経営環境の悪化と貸出慎重化等の行動変化が見られる。

すなわち、日銀窓口指導の厳格化や不動産関連向け融資の総量規制等の政策的な引き締め策の実施に加えて、金利上昇・株価下落とその下でのBIS規制の制約（国際決済銀行が規定した、国際業務を行っている各国銀行の自己資本比率に関する共通規制—'93年3月末時点以降自己資本比率を8%以上とすることが最終基準）、等の経



営環境の変化と経営内容の悪化から、銀行の貸出態度は急速に慎重化しつつある（表-3）。

表-3 金融機関の総貸出残高と増加率（'90年9月末時点）

(単位・億円、%)

区 分	総 貸 出		不動産業向け		建設業向け		ノンバンク向け	
	残 高	前期比	残 高	前期比	残 高	前期比	残 高	前期比
金融機関合計	5,230,143	2.3	535,982	0.1	302,075	4.2	715,346	0.1
都市銀行	2,083,953	1.8	214,346	▲ 0.7	96,635	▲ 1.1	233,975	▲ 0.1
長期信用銀行	446,813	1.9	56,390	1.4	8,354	0.5	143,872	1.7
信託銀行	540,555	1.3	76,125	0.4	11,878	0.1	192,609	▲ 0.0
地方銀行	1,127,038	2.5	77,456	0.1	80,059	9.3	115,863	▲ 2.6
第二地方銀行	462,285	3.2	53,849	0.7	40,835	5.7	24,546	3.8
信用金庫	569,499	4.5	57,816	0.6	64,314	7.1	4,481	12.3
生 保	456,455	5.9	26,776	▲ 0.4	5,150	0.5	120,312	1.7
損 保	69,784	8.2	3,445	0.0	635	▲ 1.6	30,101	3.0
在日外国銀行	108,856	18.4	6,657	5.2	1,558	39.9	63,348	31.2

(注) 当座貸越を含む。不動産業向け貸出残高は公的な宅地開発機関等に対するものを除く。

前期比は6月末に比べた増減率。

(資料) 大蔵省調べによる。

BIS規制達成に関する銀行自身の対応策としては、大きく言って、

(a) 比率計算の分子の自己資本（劣後債務等を含む）を拡充する、

(b) 分母の資産の伸び、特にリスクウェイトの高い資産の伸びを抑制する、

の2つの方向があげられる。

株式相場が2万4000円程度で推移することを前提とすれば、貸出等資産の伸びをゼロに抑えたとしても、BISの最終基準（自己資本比率8%）を達成するためには計算上、2兆円前後の資本不足となる。これらは、エクイティ・ファイナンスが困難な現状下、主として劣後債務の形で調達されるものと思われるが、これが内外の金融資本市場の攪乱要因とならないような配慮が必要とされよう。

また、より構造的、中長期的な視点で考えれば、銀行経営の方向として、資産の伸び自体を抑制すると同時に、資産内容についてリスク対リターンの観点から適正な見直しを進め、総資産利益率（ROA）を向上させていくことが肝要となると思われる。

ちなみに、全国銀行全体でのROAは'90年3月末段階で約0.26%である。この値を不変とするならば、仮に現時点でBIS規制が達成されたものとしても、増資対策や株高等の自己資本増加要因に頼らずに、8%の自己資本比率が維持できるような資産増加率の上限はわずか3%台前半にとどまるとの試算結果が得られる。

以上のようなことから、今後、銀行を中心とする金融機関の貸出はより一層慎重化

していく可能性が強い。こうした金融機関の行動変化が「信用収縮」に向かえば、金融機関自体の業績低迷と相まって、経済活動に対して景気抑制的に働く懸念は完全には排除できないと思われる。この点、影響の量的な把握は困難であるが十分な注視を要すると言えよう。

## (2) '91年度の見通し

今回の見通しの結果は表-4、5のとおりであるが、(a)'90年度上期の景気の基調は強く、'90年度中は景気の拡大が持続する公算が高い。また、(b)'91年度について本格的な景気後退は予想されない。ただし、'91年度の景気は減速する可能性が高く、

表-4 1991年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	1989年度実績	1990年度見込	1991年度予測
名目国民総支出 ( )内は実額、兆円	6.9 (398.2)	8.0 (430.0)	6.2 (456.4)
実質国民総支出	5.1	5.8	3.4
民間最終消費	3.2	3.6	4.3
民間住宅投資	3.9	7.5	▲5.6
民間企業設備投資	16.7	15.2	6.8
民間在庫品増加	▲12.5	▲1.9	14.4
政府最終消費	1.9	0.5	2.7
公的固定資本形成	▲0.3	2.7	5.1
輸出等	15.7	2.3	0.1
輸入等	19.3	4.9	4.7
鉱工業生産	4.5	5.7	2.1
卸売物価	3.5	1.7	0.1
消費者物価	2.9	2.9	2.5
貿易収支(億ドル)	700	660	670
経常収支(億ドル)	534	370	350

(注) 名目国民総支出、実質国民総支出、及びその項目別内訳は1980年基準。  
貿易収支、経常収支は国際収支ベース。

表-5 1991年度経済見通しの主な前提

	1989年度実績	1990年度見込	1991年度予測
原油価格(通関入着、ドル/バレル)	17.8	23.8	22.2
円 / ドル レート	143	139	133
公定歩合(年度末値、%)	5.25	6.00	6.00
米国実質経済成長率(歴年、%)	2.5	1.1	0.4

(注) 公定歩合を除き年度平均値。

今回の景気が「いざなぎ景気」を上回る長期間となるかどうかは微妙な状況—と予想される。

(なお、今回の予測における国民経済計算関係の数値はすべて、「'80年基準」を用いている。)

○'91年度は3.4%成長

'87年度から実質GNPは5%程度の成長が続き、'90年度も5.8%と5%を超える見込みであるが、'91年度は金融引き締め、原油価格上昇、円高、米国景気の悪化等の影響で減速し、3.4%の伸びに低下しよう。この実質GNP成長率の低下は、設備投資の2ケタの伸びから1ケタへの低下（成長寄与度は'90年度の3.7%から'91年度は1.8%へ）、住宅投資の増加から減少への転換（同0.5%から▲0.4%へ）、外需のマイナスの寄与度の拡大（同▲0.5%から▲0.9%へ）によるものである。こうした中で、消費の寄与度の増加（同2.0%から2.3%へ）が予想され、基調的には設備投資主導型の経済から、消費が下支えする経済になろう（表-6）。

表-6 日本経済の項目別の成長寄与度

(%)

		1989年度実績	1990年度見込	1991年度予測
実 質 国 民 総 支 出	内	5.1	5.8	3.4
	需	5.7	6.4	4.3
	民間最終消費	1.8	2.0	2.3
	民間住宅投資	0.2	0.5	▲0.4
	民間企業設備投資	3.6	3.7	1.8
	民間在庫品増加	▲0.1	▲0.0	0.1
	政府最終消費	0.2	0.0	0.2
	公的固定資本形成	▲0.0	0.2	0.3
	外	▲0.6	▲0.5	▲0.9
	輸 出 等	2.9	0.5	0.0
輸入等（控除項目）	▲3.5	▲1.0	▲1.0	

(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。

なお、景気の転換点（景気基準日付）に関しては、景気動向指数の一致系列を中心に、広範囲の経済指標の動きが判断材料とされるため、現時点での予測は難しい。この点、今回予測におけるマクロの成長パターンを手掛かりに推察すると、実質成長率の上、下期別の動きが、前期比年率で「'90年度下期の4%台から'91年度上期は2%台に低下し、同下期には再び4%台となる」とみられること等から、'91年度上期に景気の転換点をつけるかどうか、すなわち今回の景気拡大が'91年8月以降も持続

して、戦後最長の「いざなぎ景気」を超えるかどうかの判断は、微妙な状況になると予想される。

○主な需要項目の動向  
(消費)

消費をめぐる環境としてまず所得面を見ると、'91年度には景気が減速するものの、引き続き労働需給の逼迫傾向に大きな変化は見込まれない上に、賃金上昇率の動きは景気の変化に対してかなり遅行的である(図-5)。このため、'91年度の賃金上昇率も大きくは低下しない公算が高い。したがって雇用者所得の伸びは、景気の鈍化に伴う雇用者数の伸びの低下によってやや鈍化するものの、堅調さを持続しよう。

また、原油価格の落ち着きや円高等から消費者物価上昇率の低下が予想されること、さらに物価上昇率の鈍化に応じて消費者マインドにも改善が見込めることが消費にプラスに作用し、'91年度の消費の伸びは4.3%('90年度見込みは3.6%)となる。

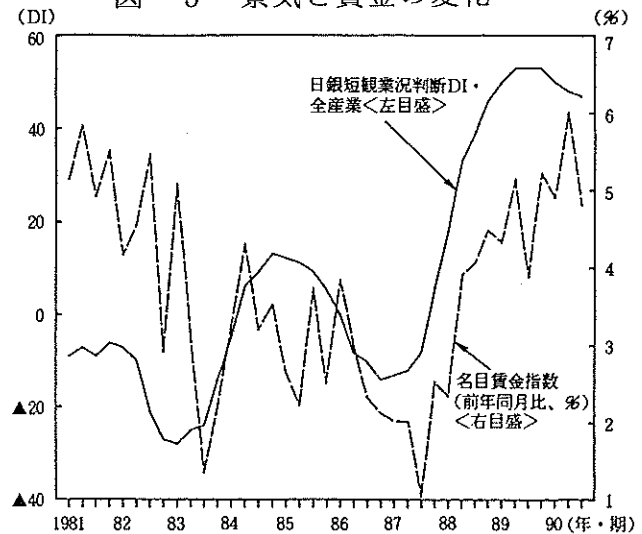
(設備投資)

'90年度は各種の設備投資計画調査でも、高水準の伸びが報告されており、年度ベースでの2ケタの伸びは確実とみられる。

一方、'91年度に関しては、

- (a) GNPベースの実質民間設備投資が'87年度以降4年連続して2ケタの伸びを続けていること(図-6)、
  - (b) その結果、GNP中の民間設備投資の割合が実質ベースで25.4%('90年4-6月期)と戦後最高になっていること(図-6)、
- 等から、かなりの反動減を懸念する見方がある。しかし、
- (c) 最近の設備投資、資本ストックの伸びは高いものの、生産能力指数の伸びは2%程度(製造工業生産能力指数、脚注2)と高くない。このため現状では、マクロ的に供給過剰に陥って、本格的な資本ストックの調整が起こる可能性は小

図-5 景気と賃金の変化



(注) 業況判断DI=「良い」と答えた企業の割合  
- 「悪い」と答えた企業の割合

(資料) 日銀「企業短期経済観測調査」  
労働省「毎月勤労統計調査報告」

さいと考えられること（図-6）、

(d) 近年の設備投資の中では、研究開発投資や業務多角化のための投資等、いわゆる独立的な投資のウェイトが高まっていること、

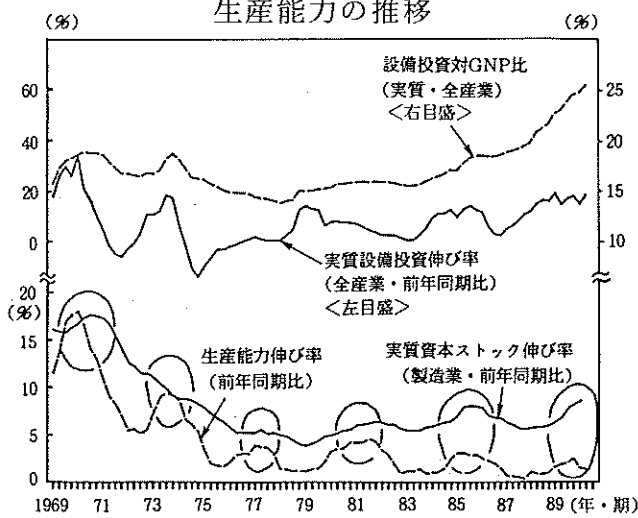
(e) 労働と比べ資本の相対価格が割安な状況（図-7）が続く下で、中・長期的な労働力不足を見据えての、省力化投資（労働代替投資）の必要性が高まっていること、

等の点を考慮すれば、設備投資が大きく落ち込む可能性は小さいと考えられる。

結局、いわゆる設備過剰による中期的な調整局面入りの可能性は低く、'91年度の設備投資の伸びが低下するのは、先に述べたとおり金融サイドの要因による面が大きいと思われる。

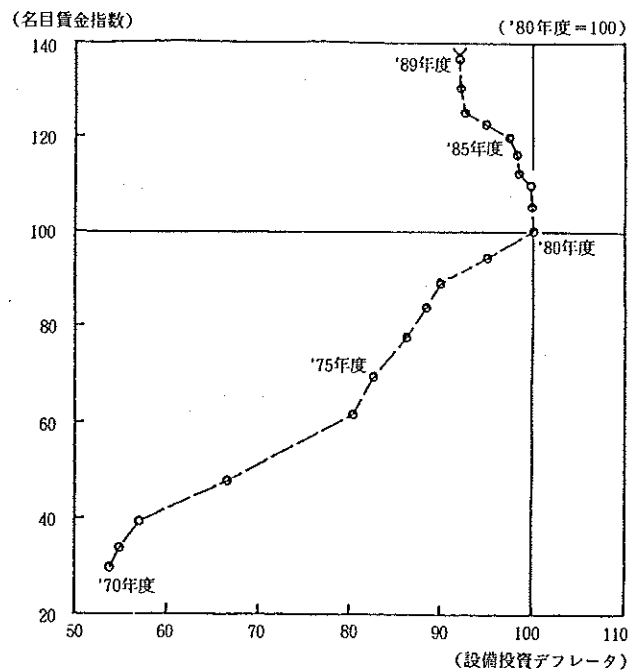
以上のような点を総合すると、'91年度の設備投資の伸び率は、過去4年間にわたる2ケタ増（'87年度10.1%、88年度17.3%、89年度16.7%、90年度見込み15.2%）から6.8%の伸びに鈍化しよう。

図-6 設備投資、資本ストック、生産能力の推移



(注) 実質資本ストックは取付ベース  
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」  
通産省「通産統計」等。

図-7 資本と労働の相対コストの推移図



(資料) 労働省「毎月勤労統計調査報告」  
経済企画庁「国民経済計算年報」

(脚注2) 「生産能力指数」については、①生産能力の概念自体が幅を持っていることに加え、②関連統計の制約から算出がむずかしい面がある、③技術進歩による設備効率（生産性）の向上が明確に把握できない、等の問題がある。よって、この指数については、幅を持って見る必要がある。

(住宅投資)

住宅投資はこれまで、金利上昇等外部環境の悪化にもかかわらず、高水準の建設受注残や、金利・土地税制の先行き不透明感の強い中での分譲マンションの前倒し着工等により、強含み基調が続いてきた(表-7)。

表-7 住宅投資関連指標の推移

(伸び率、%)

	1988年度	1989年度	1989年 7-9月	1989年 10-12月	1990年 1-3月	1990年 4-6月	1990年 7-9月
新設住宅着工戸数 (前年同期比)	166 ▲ 3.8	167 0.6	167 ▲ 2.6	166 2.2	169 2.9	178 5.5	173 3.8
(前期比)	—	—	▲ 0.8	▲ 0.5	1.7	5.2	▲ 2.7
持家(前年比)	▲ 11.7	0.5	1.1	▲ 6.2	▲ 4.3	0.4	▲ 5.5
貸家(前年比)	▲ 5.1	▲ 2.5	▲ 4.6	2.3	2.1	4.8	▲ 1.1
給与(前年比)	10.1	22.5	8.3	35.1	32.1	35.3	13.2
分譲(前年比)	16.7	7.8	▲ 4.5	12.8	14.1	14.0	33.6
住宅工事費予定額 (前年比)	7.5	2.7	1.2	2.4	5.2	7.4	N.A.
一戸当たり床面積 (前年比)	1.0	1.1	1.4	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 1.7	▲ 0.7

(資料) 建設省「建設統計月報」

今後'91年度にかけては、金利や建設コストの上昇等コスト面からの制約に加え、土地税制の帰趨を含めた地価の先行き動向が不透明なことから、住宅投資マインドの悪化が予想される。特に貸家建設を中心とした財テク・税テク志向の需要や投機的な住宅需要は冷え込もう。

新設住宅着工戸数は、'90年度の170万戸前後から、'91年度は155~160万戸程度に落ち込もう。

GNPベースの住宅投資は、着工戸数の減少に加えて一戸当たりの床面積の伸びの低迷も予想され、質的向上を加味しても、'91年度は▲5.6%('90年度見込み7.5%)と8年振りの減少に転じよう。

○国際収支・外需

(貿易収支)

'91年度については、数量ベースの輸出が円高や米国景気の後退等により伸び悩むが、ドル建ての輸出金額は円高によってドル建て価格が上昇するため、7%弱程度の増加となろう。

一方、数量ベースの輸入については、国内景気の減速(所得効果面)という鈍化要因はあるが、円高による輸入品の相対価格の低下(価格効果)から伸びがやや高まる

と思われる。しかし、ドル建て輸入物価の伸びが鈍化することから、結局、ドル建ての輸入金額は'90年度並みの10%程度の伸びを示そう。

以上の結果として、'91年度のドル建て貿易収支は670億ドルと、ほぼ'90年度(660億ドルの見込み)並みになるろう。

(経常収支)

貿易収支の黒字幅は、'90、91年度と概ね横這いとみられるが、円高方向等の下で、旅行収支の赤字幅が'91年度も拡大すること等もあって、経常収支の黒字幅は若干縮小し、350億ドル('90年度見込みは370億ドル)となるろう。

なお、経常収支黒字の対名目GNP比は'90年度の1.2%の見込みから、'91年度は1.0%とわずかに低下しよう。

(GNPベースの外需)

以上の動きを反映して、GNPベースの外需(輸出等と輸入等との差額)の実質経済成長率に対する寄与度は、'91年度も▲0.9%と6年連続のマイナス寄与となるろう。

○物価

物価については、原油価格の動向が注目されるところだが、過去2回の石油危機時とは異なり、為替が円高方向に動いている。またサービス価格への影響が大きい賃金

表-8 卸売物価の推移

上段：前月(期)比、下段：前年同月(期)比、%

	ウェイト	1988 年度	1989 年度	1990/ 1-3月	4-6月	7-9月	7月	8月	9月	10月
総合卸売物価	1000	▲0.7	3.4	0.4 3.7	0.8 1.8	0.0 0.9	▲0.1 0.8	0.3 1.1	0.2 0.9	0.0 1.5
国内卸売物価	766.8 /1000	▲0.5	2.6	0.1 2.5	0.3 0.6	0.8 0.7	0.4 0.5	0.2 0.6	0.5 1.1	0.3 1.8
石油・石炭製	45.3 /1000	▲5.8	9.9	3.0 15.3	1.4 10.9	2.6 8.8	0.3 7.6	0.0 6.9	6.9 11.9	7.8 20.8
輸入物価	98.2 /1000	▲3.6	10.7	3.5 12.9	3.1 7.7	▲2.2 3.9	▲2.5 1.9	1.3 3.6	3.8 6.1	2.0 9.7
石油・石炭・天然ガス	47.4 /1000	16.8	19.8	7.7 29.0	▲0.8 11.6	0.7 9.4	▲3.9 0.7	3.6 4.5	18.8 22.7	15.2 42.0
輸出物価	135.0 /1000	▲0.3	5.4	1.4 6.6	2.4 5.5	▲3.0 0.8	▲1.0 2.3	▲0.1 2.5	▲3.3 ▲2.3	▲2.8 ▲4.0
円/ドルレート	-	▲7.3	11.3	3.4 15.1	5.0 12.4	▲6.5 2.1	▲2.9 6.1	▲1.2 4.5	▲5.7 ▲4.2	▲6.7 ▲8.6

(資料) 日銀「物価指数月報」

表-9 消費者物価の推移

上段：前月(期)比、下段：前年同月(期)比、%

	ウェイト	1988 年度	1989 年度	1990/ 1-3月	4-6月	7-9月	7月	8月	9月	10月	*11月
消費者物価	10000	0.7	2.9	0.2 3.4	1.4 2.5	0.4 2.7	▲0.1 2.3	0.5 2.9	0.9 3.0	1.3 3.5	▲0.1 3.9
生鮮食品除く	9131 / 10000	0.5	2.9	▲0.1 3.1	1.3 2.1	0.3 2.3	▲0.1 2.0	0.1 2.3	0.7 2.5	0.7 2.9	0.5 2.9
石油関連**	376 / 10000	▲5.9	4.3	0.8 6.3	1.3 4.1	0.9 3.6	0.1 3.2	0.3 3.5	0.9 4.3	9.3 13.8	4.0 15.6
持家の帰属 家賃除くサービス	3687 / 10000	1.4	3.7	0.3 3.9	1.7 2.6	0.4 2.6	0.2 2.6	0.3 2.6	▲0.1 2.6	0.2 2.6	0.2 3.1

\* 11月は東京都区部。

\*\* 石油関連品目は、①ガソリン、②プロパン・ガス、③灯油の加重平均。

(資料) 総務庁「物価統計月報」

上昇率は、根強い労働需給の逼迫を背景に高い水準で推移しているという環境にある(表-8、9参照)。

'91年度の物価に関しては、国内的な要因として労働需給の逼迫等、中・長期的な物価上昇圧力は残ろう。ただし、'91年3月末までに中東紛争が解決することを前提とすれば、原油価格は落ち着き、さらに円高による物価上昇抑制効果や景気の減速傾向による国内需給の緩和等から物価上昇率は低下しよう。卸売物価(総合)は0.1%の上昇とほぼ横這い('90年度見込みは1.7%の上昇)、消費者物価は上昇率が2.5%とやや低下('90年度見込みは2.9%の上昇)しよう。

## ○財政・金融政策

### (財政政策)

'91年度の財政政策について、まず歳入面をみると、租税収入を取り巻く環境は、これまでのような良好な状況から悪化してきている。すなわち、

(a) 来年度は景気の減速が見込まれ、名目GNP成長率の低下、企業収益の頭打ちが予想されること、

(b) 同時にこれまで高めだった税収のGNP弾性値が低下してくること、等から、租税収入の伸びはかなり鈍化していくと見込まれる(表-10)。

新財政再建目標(中期的に国債依存度を5%以下に引き下げていく)が掲げられているが、公共投資の拡大傾向が予想されることを念頭におけば、税収等の国債以外の収入だけで支出拡大を賄うことは困難な状況もあり得よう(表-11)。



表-10 主な租税収入の推移

(前年度比、%)

	租税計	所得税	法人税	相続税	印紙	
1986年度	9.5	9.0	8.9	31.6	11.5	
1987年度	11.6	3.6	20.8	27.4	15.6	
1988年度	9.2	3.0	16.6	2.9	6.0	
1989年度	9.5	19.0	3.0	10.2	1.4	
1990/1-3月	12.5	27.4	7.6	56.8	8.2	
1990/4-6月	22.6	33.4	▲6.7	30.4	5.3	
1990/7月	18.6	20.0	▲9.2	9.1	7.0	
1990/8月	24.4	20.5	10.5	▲8.8	3.6	
1990/9月	9.8	21.8	0.9	▲25.1	0.7	
1990/10月	8.3	16.0	▲4.3	▲44.6	▲3.3	
構成比	100.0	37.4	33.2	3.5	3.5	(消費税) 7.1

(注) 租税計は印紙収入並びに特別会計分を含む。

年度値は決算ベース比較値。

構成比は'89年度決算ベースによる値、消費税は地方譲与分を含む。

(資料) 大蔵省

'91年度の公共投資については、

- (a) 労働需給の逼迫等、国内のインフレ圧力が依然根強く、この点から大幅な公共投資の拡大は、現時点では好ましくないこと、
- (b) 前述したとおり、景気減速による税収の伸び悩み等、中央政府の歳入事情が苦しくなりつつあること、  
という抑制要因は強いものの、
- (c) 地方財政レベルでの公共事業が堅調に増大すると予想されること、
- (d) 日米構造協議での公共投資拡大に関する公約が存在すること ('91年度一般会計予算では、生活関連枠2,000億円の増額措置がとられている)、

表-11 国債発行関係指標

(単位: 億円)

(年度)	'76	'79(ピーク)	'88	'89	'90	'89→'90
公債発行額	72,750	152,700	88,410	71,110	55,932	▲15,178
特例公債	37,500	80,550	31,510	13,310	0	▲13,310
建設公債	35,250	72,150	56,900	57,800	55,932	▲1,868

(%)

(年度)	'70	'71	'75	'79(ピーク)	'87	'88	'89	'90
公債依存度	4.2 (最低)	12.4	25.3	34.7	16.3	11.6	10.7 (補正後)	8.4

(単位: 兆円)

(年度)	'75	'80	'85	'86	'87	'88	'89	'90
公債残高	15	71	134	145	153	158	162 (見込)	164 (見込)

(注) '90年度は3表とも当初予算ベースの値。

特例公債はいわゆる赤字国債のこと。

(資料) 大蔵省編「図説 日本の財政(平成2年度版)」より。

等があることから、名目ベースで6%程度の伸びが確保されよう。この伸びは景気に対してはほぼ中立的な大きさとなり、景気の牽引役となるまでには至らないと考えられる。

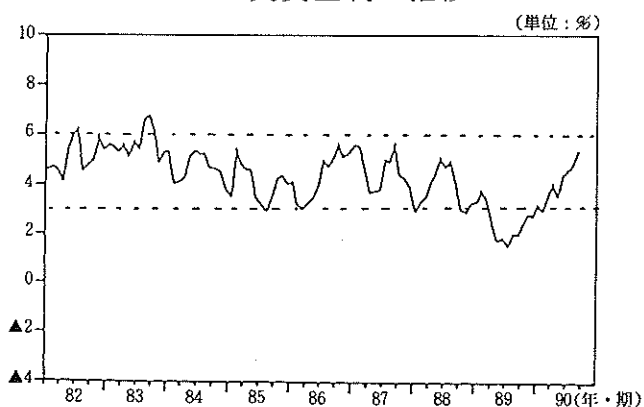
なお、'91年度の政府消費支出については、全体としては名目GNPの伸びをやや下回る5%程度の伸びが予想される。

### (金融政策)

金融政策については、金利面とマネーの量的な面という2つの観点から見る必要がある。金利面では'89年5月以降、5次にわたって公定歩合が引き上げられてきたが、これらは長期間にわたる力強い景気拡大が続く中、労働需給の逼迫や中東情勢緊迫化を背景とした原油価格の上昇、といった内外のインフレ圧力の高まりに対する「予防的」金融引き締め策、と位置づけられる。

金利引き上げ策に伴って、長短市場金利が上昇してきた結果、金利水準、特に実質金利ベースの水準は、'80年代を通じた過去の値と比較して見て相対的にかなり高いレベルにある(図-8)。

図-8 実質金利の推移



(注) 上場国債利回り-消費者物価前年比上昇率

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」、

総務庁「物価統計月報」

こうした実質金利高の実体経済に対する影響は、先に見たように例えば設備投資の採算面等で、次第に顕現化してくるものと思われる。しかしながら、政策的に金利引き下げを行って金融緩和に向かうためには、景気の鈍化と先行きのインフレ圧力の低下が明確に確認されることが必要であろう。この点では当面、政策変更の余地は少ないものと判断される。

来年度に入っても、インフレ抑制の観点から見た場合、大幅な景気鈍化が見込まれない中、労働需給面での逼迫状況はただちには後退せず、持続的なホームメイドインフレ圧力としての懸念は残るものと考えられる。そこで、今回の'91年度経済見通しにおける基本シナリオとしては、公定歩合(現行6%)の変更は来年度中、行われな

いものとした。ただし、原油価格が反落し、円高が進んで物価環境の好転が見られる年上期には、政策的に金利を引き下げる余地も生じてくるため短期市場金利は低下し、環境如何では公定歩合の小幅引き下げ(0.5%程度)が狙上にのぼる状況も十分ありえよう(表-12)。

表-12 金融引き締めと金利水準

	前々回				前回				今回			
	時期	公歩 定合	長期 プ ラ	ラグ	時期	公歩 定合	長期 プ ラ	ラグ	時期	公歩 定合	長期 プ ラ	ラグ
引き締め開始	73/4月	4.25→ 5.0	7.7	0カ月目	79/4	3.5→ 4.25	7.1	0カ月目	89/5	2.5→ 3.25	5.7	0カ月目
(景気の山)	73/11月	(7.0)	(8.6)	(8カ月目)	(80/2)	(7.25)	(8.2)	11カ月目	(現在)	6.00	8.9 (10/1)	21カ月目
引き締め ピーク	73/12月	7.0→ 9.0		9カ月目	80/3	7.25→ 9.0		12カ月目			8.3 (11/1)	
	74/10月		9.4→ 9.9	19カ月目	80/4		8.8→ 9.5	13カ月目			8.1 (12/3)	
緩和開始	75/4月	9.0→ 8.5		25カ月目	80/8	9.0→ 8.25		17カ月目	?	?	?	?
	75/8月		9.9→ 9.7	29カ月目	80/11	8.25→ 7.25	9.5→ 8.8	20カ月目	?	?	?	?

(注) 引き締め開始期は公定歩合引き上げ開始月とした。

(資料) 日本銀行「統計便覧」等

一方、マネーの量的な面での政策対応については、'89年7-9月期以降、日銀の窓口指導の強化策がとられ、銀行の貸出増加額の伸びは前年同期比でマイナスとなる状況が続いている(表-13)。

表-13 業態別窓口指導(貸出増加額)の推移

(単位: 億円)

	都 銀		長 信 銀		信 託	
	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比	前年 同期比
1989/4-6月期	+33,949	+6.7	+8,850	+57.2	+7,400	+3.5
1989/7-9	+40,660	▲4.7	+7,740	▲31.5	+8,100	▲2.6
1989/10-12	+59,156	▲7.0	+7,760	▲4.2	+8,650	▲1.0
1990/1-3	+27,283	▲14.7	+8,620	▲9.6	+7,790	▲9.3
1990/4-6	+28,290	▲16.7	+5,280	▲40.3	+6,630	▲10.4
1990/7-9見込	+34,730	▲14.6	+9,510	▲22.9	+7,180	▲11.4
1990/10-12計画	+39,420	▲33.4	+5,920	▲23.7	+5,730	▲33.8

(資料) 日本銀行

この結果、企業の資金繰り等の資金アベイラビリティは引き締め傾向が出てきているが、マクロ面でのマネーサプライの伸びは、M<sub>2</sub>+CDで見てもやや鈍化したとはいえ実体経済活動に比べて依然高い水準であり、潜在的なインフレ要因として当局の懸念が続く状況にある。

加えて、地価高騰等の土地問題に対する金融面からの継続的な政策対応の必要性も指摘されており、財テクや不動産関連を中心とした過剰なマネーを縮小吸収する姿勢は、来年度も基本的には維持されるものと思われる。

また、BIS規制等による金融機関の経営環境の悪化から、政策外の要因でマネー供給の伸び鈍化が進む可能性もあること、景気減速によってマネー需要の鈍化も予想されることから、マネーサプライの伸びは1ケタに低下していこう。

長短市場金利の動向については、'90年度内は基本的に横這い高止まり状況となろう。来年度に入ると、国内インフレ圧力の緩和、景気拡大テンポの鈍化が見られることから、市場金利への低下圧力が強まっていこう。但し、本格的な金融緩和は予想しがたいことから市場金利の低下にも限界があろう。

## ○株価

日経平均株価は'82年10月以降昨年末までに5.7倍の上昇を記録したが、'87年度以降の3年間の上昇には、PERの大幅上昇、GNP成長との乖離に見られるように、経済の実体とはかけ離れた、いわばバブル的な要素がかなり含まれていたと思われる。

'90年度以降の株価の大幅下落はこのバブルが収縮する過程であり、株価が実体経済や金利等のファンダメンタルズに見合った水準に回帰する動きと見る事が出来よう。こうした中、来年度の株価を考えるにあたって、以下のように株価と実体経済、金利との比較によって株価水準の模索を行った。

### ①株価とGNPとの比較

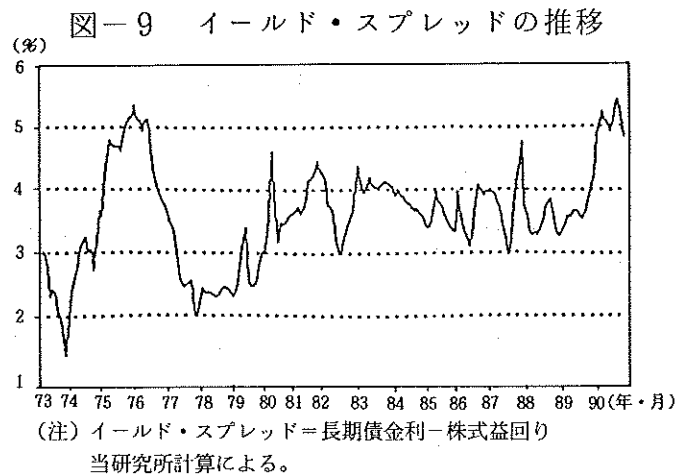
名目GNPと株価を比較すると、1970年度を基準とした場合、'83、84年度まではGNPと株価はほぼ同じペースで上昇していた。'85年度以降は株価の伸びが著しくなり、'89年10-12月期の時点では、GNPが5.5倍の伸びに対し、株価は16.6倍の伸びを示した。株価が現在の23,000円という水準では、株価の伸びは低下するが、それでも約10倍である。

### ②PERによる比較

日本の株式のPERの長期的動向を見ると、'85年度以前はほぼ20~25倍程度で推移していたが、'85年度以降大幅に上昇、'87年度には約80倍近くに達した。その後60~70倍で推移していたが、'90年の年初に株価が急落する中で、現在は40倍程度となっている。

③イールド・スプレッドによる比較

長期債金利と株式益回りとの関係を見ると、'90年に入って株価の下落に伴い益回りも上昇しているが、金利の上昇が著しく、いわゆるイールド・スプレッド（長期債金利－株式益回り）は拡大している（図－9）。



'90年8～10月ではイールド・スプレッドは5%を超えていたが、11月に入って長期債金利が低下傾向を示す中で、イールド・スプレッドは5%を割り込んでいる。しかし、過去の水準と比較すると、現在の水準（4.7%）は依然高めである。今後の株価については、①～③の模索からは理論的には1万数千円台での推移も考えられる。しかし同時に、

- (a) 過去の調整局面と比べても、既にかなり調整されたこと、
- (b) 過去と比較してクローバリゼーションが進展してきた環境のなかで、諸外国とりわけ米国の株価と比較しての割高感が薄れてきていること、
- (c) 今後景気がやや減速するなかで、金利にも低下余地がでてきていること、
- (d) 中東情勢の行方には依然不透明さが残っているものの、原油の供給が大幅に減少するような事態となる可能性は小さいこと、

といった要因があるため、今後一時的に2万円を割り込むことはあるとしても、1万数千円台にまで下落するといった事態になる可能性は小さいと思われる。一方、上値も重く、来年度の株価は、2万円～2万8千円というレンジで推移すると予想される。

○円／ドルレート

円／ドルレートは'90年春以降、行き過ぎた円安ドル高の修正、米国金利の高止まりの中で、国内金利の上昇を背景とした日米間の名目・実質金利差の縮小・逆転等を要因とし、円高ドル安に転じた。その後秋にかけて円高ドル安は急速に進展しており、'90年度の円／ドルレートは平均で139円／ドルと見込まれる。

'91年度の円／ドルレートの動向については、春頃までは、米国景気の弱さ、日本景気の強さ等を映じた内外金利の動向から、円高ドル安基調が続くと考えられる。しかし、'91年春以降は、米国景気の底入れ・日本景気の減速傾向、そうした動きを反映した日米金利差の縮小・逆転傾向の薄れ等から、次第に円高ドル安傾向が修正され

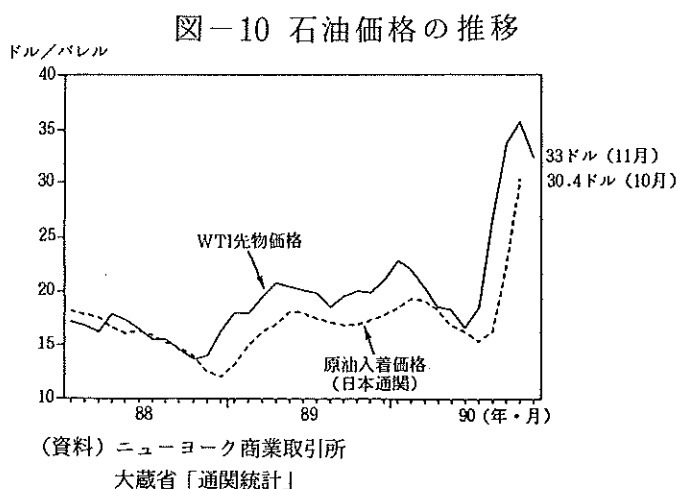
る局面を迎えるとみられる。上記のような環境下で、'91年度の円／ドルレートは平均133円／ドルを想定している。

### ○石油価格

'90年上期の世界の原油需給は緩和基調にあったが、8月2日のイラクのクウェート侵攻以降、イラク・クウェート両国からの輸入停止（合計約400万バレル／日、世界の石油需要の約6%）により一転して需要超過となった。湾岸情勢の展開につれ、原油価格も代表的な油種のWTI（先物）で、紛争直前のバレル当たり18ドルから急騰し、概ね30～40ドルの水準で推移してきた（図-10）。

ただし、この間のOPECの生産実績は、8月は7月に比べて約400万バレル／日減少したものの、10月にはサウジアラビア等の増産から約100万バレル／日の減少幅に回復している。

OPEC以外の産油国の増産や、在庫水準の高さを勘案すると、原油価格高騰の中には軍事衝突の可能性を織り込んだ、いわゆる「戦争プレミアム（War Premium）」がかなり含まれているとみられる。



湾岸情勢は、今後の経済の行方を左右する最大の不確定要因である。この点、本予測では、「紛争は'91年3月末までには平和的に解決される」ことを前提としている。紛争解決後の原油価格の水準については、戦争プレミアムが剥落すること、世界景気の減速傾向等により石油需要の減退が予想されること等から20ドル台前半に低下すると想定した。具体的には、原油価格（日本の通関入着価格ベース、バレル当たり）は、'90年10-12月期、'91年1-3月期の30ドルから、4-6月期以降には20ドル台前半に低下し、年度平均で'90年度は23.8ドル、'91年度は22.2ドルとしている。

### 3. おわりに

現時点での'91年度見通しに際しては、中東紛争の帰趨と石油価格の動向、米国を始めとする世界景気等、多くの不確定要因があって、先行きの不透明さは否めない。

そこで今回の予測は、以下の様な点を前提として行った。

- ①既述のとおり、中東紛争は'91年3月末までには平和的に終了すること。
- ②金融機関・金融システムの脆弱化はあっても、金融危機の様な状況は起こらないこと（日本、海外とも）。
- ③ソ連、東欧の改革、市場経済化の中で、世界経済・金融に大きな攪乱要因が生じる可能性は低いこと。
- ④ガットの「ウルグアイ・ラウンド」の交渉において、世界の保護主義への転換や、貿易摩擦の深刻化がないこと。

現在の世界は湾岸・原油問題、ソ連・東欧の大変革、金融機関の脆弱性等大きな問題・課題を抱えており、各国間の政策協調の重要性が一段と高まっている。また、内外ともに不確実性が著しく高い状況にあり、政策運営面でのより一層の機動性が求められよう。