

1991年度 改定経済見通し

経済調査部

○湾岸戦争終結後の情勢を踏まえ、昨年11月に策定した「'91年度経済見通し」の改定を行った。原油価格が前回見通しに近い水準で推移してきたこと、公定歩合の引き下げがあったものの小幅であったこと等から、見通しの基本的な考え方に変更はなく、予測値の修正も小幅である。要旨は以下の通り。

(1)日本の'91年度の実質GNP成長率は3.3%と'90年度（実績、5.7%）から減速しよう。'91年度の成長率は、湾岸支援関係の歳出削減や増税、また需要項目別の最近の動向等を勘案し、前回予測の3.4%からわずかに下方修正している。

(2)実質GNP成長率は'87年度以降、設備投資・消費等の内需の拡大により、5%前後の高い成長が持続してきたが、金融引き締め、海外景気の後退等により、'91年度は'90年度下期以降の減速状況が続き、「景気中だるみ」の年と特徴付けられよう。

ただし、①旺盛な研究開発投資、省力化投資等の独立的投資の拡大を背景に、設備投資の基調が強い、②雇用者所得の堅調な伸びで消費も底堅い一から、景気の底割れは避けられよう。

現在の景気拡大局面は本年9月に「いざなぎ」景気を越え、'92年度へと繋がって行く可能性が高いとみられる。

(3)物価上昇率はピーク・アウトしつつあるが、労働需給の構造的な逼迫を背景に、労働コスト面での物価上昇圧力は持続し、消費者物価上昇率は高止まりしよう。

(4)国際収支は、輸出の堅調が続く一方、内需の減速・原油価格の下落等により輸入の伸びが低下することから、貿易収支、経常収支ともに'91年度の黒字額は増加しよう。経常収支黒字の対名目GNP比は、'90年度の1.1%から、'91年度には1.9%（'89年度並み）となる。

(5)世界経済は、貯蓄不足、ガットのウルグアイ・ラウンド交渉、ソ連や東欧の変革および市場経済化等の大きな中長期的課題、問題を抱えており、従来にも増して国際的な政策協調が求められよう。

はじめに

本稿は、昨年11月に策定した「'91年度経済見通し」（以下、前回見通し）の改定を行ったものである。

「前回見通し」では湾岸情勢をはじめとして外部環境が不透明であった。最大の不確定要因であった湾岸問題に関しては、「'91年3月末までに平和的に解決し、'91年度の原油価格は22.2ドルに低下」との前提を置いていた。実際には1月に交戦状態に突入したものの、短期・限定的戦争で、原油価格の高騰をもたらすことなく2月末に多国籍軍の勝利に終わったため、予測の前提条件としての原油価格の見方には大きな差異は生じていない。

また、公定歩合については「前回見通し」では据え置きと前提していたが、今年7月1日に0.5%引き下げられ、5.5%となった。

その他のソ連・東欧情勢、ウルグアイ・ラウンドの成り行き等に関しては、依然として不確定さが解消されておらず、引き続き予測の前提としている。

以下に述べる今回の見直しにおいては、予測の基本的な考え方自体には変更はなく、見通しの数値の修正も小幅である。

[I] 海外経済・金融

1. 原油価格～安定基調が続く

湾岸紛争の開始とともに高騰した原油価格は、OPEC諸国が増産体制が維持する中で低下を続け、地上戦終結以来、ほぼ横這いの推移を辿っている（図-1）。これは、①OPECの減産合意とその実施、②ガソリンやヒーティングオイル等の製品市況の堅調さ、③ソ連の産油量及び輸出量の減少一等を背景としたものである。

今後については、①米国・英国などの景気底入れやその後の回復に伴い原油需要は年末にかけて増加が見込まれること、②OPEC生産枠の大幅拡大は見込みにくいこと一等から、需要は引き締まり傾向（表-1）となり、原油価格は下期に強含むと予想される。なお、原油情勢を取り巻く環境には、ソ連の原油生産量の減少、イラク・ク

図-1 原油価格の推移（WTIベース）



ウエートの原油市場への復帰、サウジ・イランの協調状況一等、依然として不確定要因が多く、注視を要するが、'91年度中は大きな影響は現れないとみた（表-2）。年度平均の原油価格は湾岸戦争の影響で'90年度に22.8ドル（通関入着ベース）に高まったが、'91年度は20.0ドル（前回見通しでは22.2ドル）に低下しよう。

表-1 原油需給見通し（四半期）

	1991年1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
石油需要①	67.6	64.7	64.2	67.1
非OPEC供給②	44.0	43.2	43.1	43.1
OPECへの需要③	23.6	21.5	21.1	24.0
OPECの供給④	23.1	22.4	22.3	N.A

（注）単位百万バレル/日、③=①-②

なお、OPECの供給の91年1-3月は実績、91年4-6月期と7-9月期については生産枠合意の数値（出所）IEA資料他

表-2 不確定要因に対するコメント

クウェート とイラク	クウェートの原油市場への早期復帰は困難（油田火災の消火、生産設備の修復、内需優先）、イラクは国連制裁の緩和時期に依存。			
ソ連	単位：万バレル/日	1989年	1990年	1991年
	産油量	1,230	1,150	1,060
	純輸出量	340	300	260
サウジ と イラン	単位：万バレル/日	サウジ	イラン	合計
	1991年5月産油量	760 (34.2%)	320 (14.4%)	1,080 (48.6%)
	1991年4月末洋上備蓄	——	——	6,000万バレル
	（ ）内はOPEC生産量全体に占める割合			

（注）産油量等の数値はIEA資料による

2. 海外経済

(1) 米国～'91年はマイナス成長、但し、景気は下期に緩やかな回復へ

① '91年の実質GNP成長率は▲0.5%

'91年1-3月期の実質GNPは前期比年率▲2.8%となり、'90年10-12月期(▲1.6%)から2期連続してマイナス成長となった。マイナス成長自体は見込み通りであったが、消費、住宅投資、設備投資と主要需要項目の落ち込み度合いは予想以上であり、今回の改定見通しでは、'91年の実質GNP成長率を前回予測の+0.4%から▲0.5%に下方修正した。年ベースでマイナス成長となるのは前回リセッション時の'82年以来のこととなる。なお、景気は年央頃には底入れし、上・下期別の成長率は前期比年率で上期の▲1.7%程度が、下期には1%程度のプラスに転じよう(表-3)。

表-3 1991年米国経済改定見通し

	1989年実績	90年実績	91年予測	(前年比、%) 91年予測 (前回)
実質国民総支出	2.5	1.0	▲0.5	0.4
個人消費	1.9	0.9	▲0.1	1.2
設備投資	3.9	1.8	▲5.9	▲2.8
住宅投資	▲4.1	▲5.5	▲14.1	▲10.4
政府支出	2.3	2.8	0.8	1.3
在庫増減(億ドル)	238	▲36	▲47	24
純輸出(億ドル)	▲541	▲338	1	▲341
輸出	11.0	6.4	1.6	2.3
輸入	6.0	2.8	▲3.6	0.7
生産者物価	5.2	4.9	2.5	3.7
消費者物価	4.8	5.4	4.4	5.1
経常収支(億ドル)	▲1,063	▲921	▲224	▲1,170

(注) 実質国民総支出の項目のうち、在庫投資と純輸出の2項目は1982年価格の実額、億ドル
生産者物価は完成財

(出所) 実績値は米国商務省、労働省資料

② 現在のリセッションの底入れの時期、今後の回復力、今回のリセッションの特色

全米経済研究所(NBER)によって、今回の景気後退の始点が'90年7月と公式に認定された。これによって、今回のリセッションは、①'82年11月に始まった長期の景気拡大が次第に成熟化し、成長余力が減じる中で'87年以降の金融引き締めの影響

響が徐々に顕在化した、②そこに、'90年8月以降の湾岸紛争・戦争に伴うマイナス効果が加わった一ものであることが確認されたわけである。

前回予測では、今回のリセッションは戦後8回のリセッションの平均（後退期間は11カ月、景気の高から谷までの実質GNPの減少率▲2.0%）と比較して、「期間は短期、落ち込み度合いは緩やか」とみていた。しかし、内需の弱さを主因に、「期間は平均並、ただし、落ち込み度合いは緩やか（実質GNPの減少率は▲1.0%）」となりそうである（表-4）。

表-4 米国の景気循環

回	拡大期		後退期	継続期間(月)		山 → 谷 実質GNP 減少率
	谷	山	谷	拡大期	後退期	
1	1945/10	1948/11	1949/10	37	11	▲2.0
2	49/10	53/7	54/5	45	10	▲2.6
3	54/5	57/8	58/4	39	8	▲3.0
4	58/4	60/4	61/2	24	10	0.3
5	61/2	69/12	70/11	106	11	▲0.4
6	70/11	73/11	75/3	36	16	▲4.3
7	75/3	80/1	80/7	58	6	▲2.3
8	80/7	81/7	82/11	12	16	▲3.2
9	82/11	90/7	(91/6)	92	(11)	(▲1.0) 今回
1～8回平均循環				45	11	▲2.0

(出所)・景気の谷、山は全米経済研究所(National Bureau of Economic Research)による

(注)・実質GNP減少率の単位は%

・()内は、91年4-6月期の実質GNP成長率がプラスに転じ、景気の谷が91年6月と判定されると仮定した場合の試算値

景気底入れの時期に関しては、(1)昨年10月以降のFRBによる積極的な金融緩和、(2)原油価格の下落・安定一等の外部環境と各経済指標の先行統計の動きを勘案すると、「年央頃」とみられる。

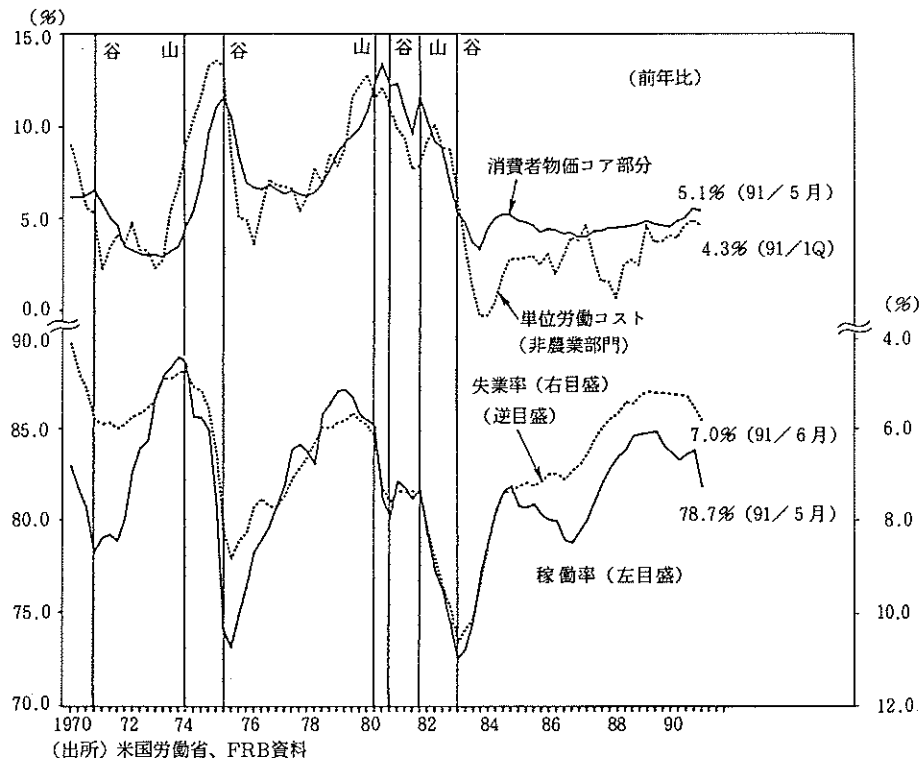
さらに、景気底入れ後の推移は、以下の点より「緩やかな回復」とどまろう。

- ① 今回の景気拡大が約8年にも及ぶ長期間にわたるものであったため、住宅、耐久財のストック水準が高い。
- ② 企業部門、家計部門の債務残高が過去に例をみない程高水準。
- ③ 不動産不況の急速な回復は見込みにくい。また、金融機関の収益・財務体質の脆弱化に伴う貸出面での抑制傾向も大幅な改善を期待しにくい。
- ④ FRBの金融緩和策にもかかわらず、長期金利が高止まり傾向にある。
- ⑤ 昨年 of 包括的財政赤字削減策により、財政面からの刺激策は望めそうにない。

③ インフレ率は安定基調

消費者物価、生産者物価ともに本年1、2月と一時的にコア・インフレ率が高まったが、その後は落ち着いた推移となっている（図-2）。今後も、以下の理由により、基調的には安定傾向で推移し、'91年の物価上昇率は消費者物価が4.4%（'90年は5.4%）、生産者物価が2.5%（同4.9%）となろう。

図-2 消費者物価・単位労働コスト・失業率・稼働率の推移



- ① 労働需給緩和の中で、賃金上昇率、労働コスト上昇率が低下基調の見込み
- ② 原油価格は'90年に比べ低下
- ③ 為替はドル堅調の見込み

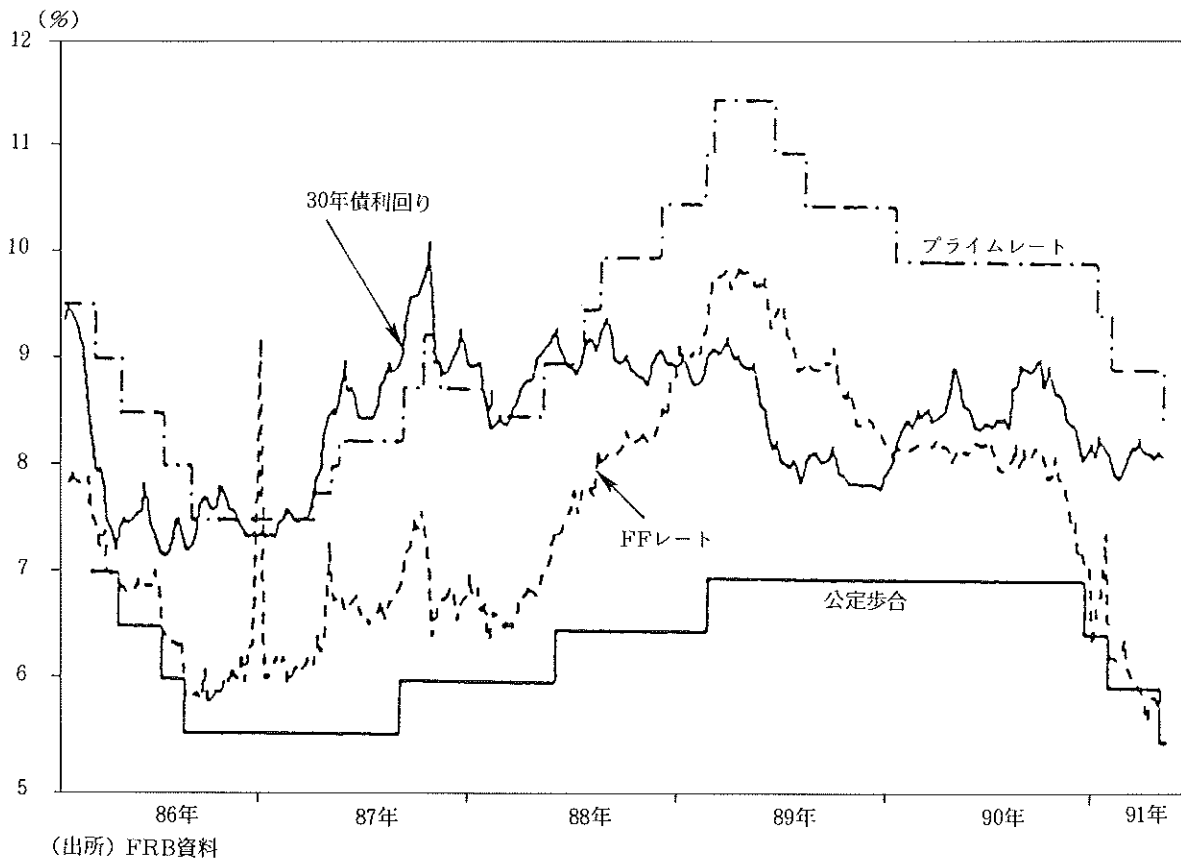
④ 金融緩和はほぼ終了

FRBは、昨年10月末以来、3度の公定歩合引き下げを含む積極的な金融緩和を行ってきた。一部に景気底入れの兆しも見え始めており、ようやく金融緩和の効果が現れてきたといえよう。今後の金融政策は基本的には現在のスタンスで推移すると予想している。ただし、景気の回復がはかばかしくなく、またインフレ率が落ち着いているという環境の下では、いま一段の緩和が行われる可能性は残ろう。

一方、長期金利（30年国債利回り）については、インフレ率の落ち着きから低下余地はあるものの、景気の底入れ、大量の国債発行等を勘案すると、8%近辺での推移が続こう。

なお、今回の金融緩和局面では、'80年以降の直近2回の金融緩和局面と比べて、FFレート低下に対する長期金利やプライムレート等の追随度合が小幅にとどまっている（図-3）。金融緩和策の効果が従来よりは浸透しにくくなっているといえよう。

図-3 長短金利の推移

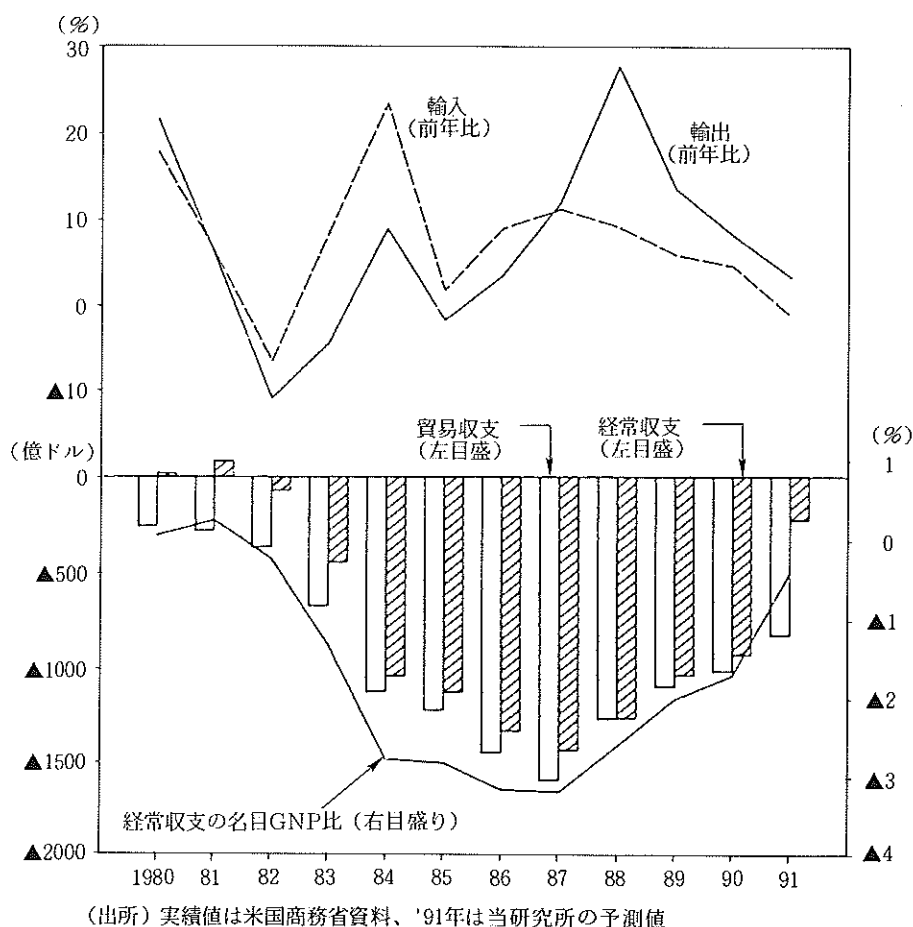


⑤ 国際収支は改善

'91年の経常収支は、'90年の▲921億ドルの赤字から▲224億ドルの赤字へと大幅に縮小しよう（図-4）。要因は以下の通り。

- ① 主に内需の低迷による輸入の減少等で、貿易赤字が'90年の▲1,081億ドルから▲826億ドルへ縮小
- ② 海外からの湾岸戦費支援金が約430億ドル見込まれ、移転収支が'90年の▲223億ドルの赤字から'91年には一時的に黒字に転換

図-4 経常収支・貿易収支・輸出入の推移



⑥ '91年度の財政赤字は2,000億ドル台後半に

'91年度の財政赤字（統合予算ベース）について、2月の予算教書では▲3,180億ドル、4月のCBO（議会予算局）見通し額では▲3,090億ドルの赤字となっている。しかし、これらの赤字見通し額算出の際には、①約470億ドルの海外からの湾岸支援金が含まれていない、②湾岸戦費支出の最終的な数値は依然として不透明なもの、

支援金を上回るものとはならない、とみられることから結果的に政府予算教書や4月時点のCBOの見通し額を下回り、2,000億ドル台後半になるとみられる。ただし、'91年度の赤字額は過去最高となることが予想される。

また、予算教書によれば、景気要因、預金保険支出を除いた「構造赤字」は、昨年の政府と議会の合意に基づく赤字削減策を受けて、今後漸減するとの見通しとなっているが、世界的な貯蓄不足が予想される中、今後の赤字削減策の実効性が注目されよう（表-5）。

表-5 米国財政の構造赤字

(単位: 億ドル)

	1990年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
財政赤字	▲2,200 (▲4.0)	▲3,180 (▲5.6)	▲2,810 (▲4.6)	▲2,020 (▲3.1)	▲620 (▲0.9)	▲30 (▲0.0)	200 (0.3)
景気要因	▲50	▲370	▲450	▲340	▲220	▲110	▲20
預金保険支出	▲580	▲1,110	▲880	▲440	380	420	300
構造赤字	▲1,570 (▲2.9)	▲1,700 (▲3.0)	▲1,480 (▲2.4)	▲1,240 (▲1.9)	▲780 (▲1.1)	▲340 (▲0.5)	▲80 (▲0.1)

(注) ()内は名目GNP比、%

(資料) "1992年度米国予算教書" (91年2月4日) に基づいて作成

(2) その他主要国

ドイツ ~景気は過熱から減速へ、一方、インフレ圧力は増加しよう

昨年7月の通貨統合以降、旧東独地域（以下、東独）と旧西独地域（以下、西独）とでは、対照的な推移となっている。東独では生産の落ち込み、失業者の急増等、経済困難に陥る一方、西独では、東独からの需要増加等から景気が過熱し、'90年の実質GNP成長率は4.5%と'76年以来の高水準に達した（表-6）。

'91年の西独の実質GNP成長率は、増税（注）、金融引き締め、海外景気の減速一等により、2.7%に減速することが予想される。全ての需要項目で伸び率の鈍化が見込まれるものの、設備投資に関しては相対的に高めの伸びが続くとみられる。これはインフラの未整備、旧国営企業評価の問題、行政手続きの遅れ一等、様々な障害により、西独から東独への投資シフトが予想以上に遅れており、東独の需要増加に応じるための新たな投資は引き続き西独内で行われているためである。

(注) 1月から失業保険料・電話料金の引き上げ、7月から所得税・法人税・石油税・保険税の引き上げ。

物価面では、消費者物価（生計費）の上昇率は、①高率の賃上げ・景気減速による単位労働コストの上昇、②年初からのドル高・マルク安、③'91年7月から実施される石油税増税一等から年後半に上昇圧力が高まり、'91年は3.3%と'83年以来の高水準になると予想される。このため、連銀は今後も金融引き締めスタンス維持することになる。こうした状況の中、長期金利は財政赤字の大幅改善が見込めないこともあり、強含みの推移となる。

経常収支（統一ドイツベース）は、'90年の774億マルクの黒字から、'91年は▲20億マルク程度の赤字に転じるとみられる。これは、①世界景気の減速に伴い輸出が低調となる一方、マルク安による輸入価格の上昇等から輸入が大きく伸びる結果、貿易収支の黒字額が'90年の1,053億マルクから'91年には472億マルクにまで減少すること、②湾岸戦争の支援金支払いにより移転収支が悪化すること一等によるものである。

こうした経済状況の中、為替については、①今後の景気減速、②経常収支の悪化、③依然不透明な東独の経済再建状況、④ソ連・東欧における経済混乱・政情不安一等から、マルクは対ドルで弱含みの状況が続くとみられる。

表-6 旧西独経済の見通し

(前年比、%)

	1989年実績	90年実績	91年予測	91年予測 (前回)
実質国民総支出	3.8	4.5	2.7	3.0
個人消費	1.5	4.3	2.5	3.0
政府消費	▲1.6	2.9	1.5	1.5
固定資本形成	7.2	8.7	5.4	5.2
設備投資	9.8	12.9	8.2	6.5
建設投資	5.1	5.2	3.0	4.0
輸出等	11.1	9.7	8.1	7.5
輸入等	8.3	11.8	9.2	8.5
経常収支(億マルク)	1,041	774	▲20	600
消費者物価	2.8	2.7	3.3	3.2

(資料) 実績値は、ドイツ連邦銀行資料他

(注) 消費者物価は生計費、経常収支は90年から統一ドイツベース

イギリス ～景気は年後半に底入れの見通し

イギリス経済は、'88年半ば以降の金融引き締めの影響により、昨年末よりリセッション入りしている。今回のリセッションは、①企業収益の悪化等による設備投資の低迷、②住宅等の資産価格急落を背景とした貯蓄率上昇による個人消費の落ち込み一帯が直接の原因となっている。'91年の実質GDP成長率は、▲1.9%と'81年以来のマイナス成長となることが予想される。但し、'90年10月からの累積的な金融緩和の影響により、年後半には景気は底入れしよう（表-7）。

消費者物価（小売物価指数）の上昇率は、昨年4月の人頭税導入による押し上げ要因の剥落、金融緩和に伴う住宅ローン金利の低下等から、'91年は6.0%と'90年の9.5%から大幅に低下しよう。なお、小売物価指数全体から住宅ローン金利支払い、住宅関連の地方税を除いたコア部分の上昇率は、単位労働コストの高止まりから小幅な低下にとどまるとみられる。

金利は、インフレ率の低下、国内景気の後退、政治的要因（次回選挙に向けて与党保守党の支持率回復のため）等から今後も引き続き低下しよう。

経常収支は、国内の景気後退による輸入の減少を中心に貿易収支が改善することから、今後も赤字幅の縮小傾向が続こう。

為替については、景気の急速な回復が期待できないこと、国内金利の低下による海外との金利差縮小一帯により、ポンドは対ドルで弱含みの状況が続くとみられる。

表-7 イギリス経済の見通し

	1989年実績	90年実績	91年予測	(前年比、%) 91年予測 (前回)
実質国内総支出	1.9	0.7	▲1.9	1.3
個人消費	3.9	1.0	▲1.0	2.0
政府消費	0.6	1.7	2.6	1.0
固定資本形成	4.0	▲1.9	▲10.0	▲0.8
輸出	4.5	4.8	1.0	3.0
輸入	7.3	1.6	▲0.6	2.3
経常収支(億ポンド)	▲199	▲128	▲75	▲166
消費者物価	7.8	9.5	6.0	6.8

(出所) 実績値は、イギリス中央統計局資料他

(注) 消費者物価は小売物価

オーストラリア ～景気は年末頃にボトム・アウト

オーストラリア経済は、金融引き締め政策の結果、'89年末頃より景気後退が始まった。これまで、①雇用状況の悪化・所得の伸び悩みによる消費の低迷、②高金利や景気の悪化に伴う企業の投資手控えによる設備投資の大幅減少、③不動産価格の下落や高金利による住宅投資の不振一等から内需の落ち込みが著しいが、'90年1月以降の金融緩和の効果等により、本年末頃には景気は底入れしよう。このため、'91年の実質GDP成長率は0.6%と、'90年の1.0%から低下しよう（表-8）。

'91年の消費者物価上昇率は、①賃金上昇圧力の低下、②金利低下によるモーゲージ・コストの低下により、4.0%の上昇と'84年以来の低さとなろう。

金融政策については、景気の悪化やインフレ率の低下等から、当面、今一段の緩和に向かう可能性が高いとみられる。

経常収支については、①内需の落ち込みによる輸入の停滞等を背景とした貿易収支の黒字への転換、②金利や配当率の低下による貿易外収支の赤字の縮小一から、'91年の赤字幅は145億豪ドル（'90年183億豪ドル）に減少することが見込まれる。

豪ドル相場は、対ドル・対円ともに、当面、景気の悪化から弱含む可能性があるものの、年末にかけての景気のボトム・アウト、国際収支の改善などから、基調的には概ね横這い圏と予想される。

表-8 オーストラリア経済の見通し

	1989年実績	90年実績	91年予測	91年予測 (前回)
実質GDP	4.3	1.0	0.6	2.0
実質GNE(内需)	7.6	▲1.5	▲3.0	1.3
民間最終消費	4.7	2.6	0.6	1.8
民間住宅投資	7.9	▲11.9	▲5.9	▲1.9
民間建設投資	9.3	▲10.3	▲19.2	▲17.2
民間機械設備投資	14.4	▲8.7	▲13.4	4.2
輸出等	2.8	10.6	10.4	1.3
輸入等	20.6	▲3.7	▲8.5	6.2
経常収支(億豪ドル)	▲221	▲183	▲145	▲185
消費者物価上昇率	7.9	7.3	4.0	6.4

(出所) 実績値はオーストラリア統計局 (ABS) 資料

[II] 日本経済・金融

1. 景気の現状～景気は減速傾向が持続、物価はピーク・アウトへ

実質GNP成長率は'87年度以降、設備投資・消費等内需の拡大によって、5%前後の高成長を続けてきた。'90年度も上期の成長率が高かったことから、年度ベースで5.7%の成長と、昨年11月時点の見通し並みとなった。ただし、'90年度下期以降、実質GNP成長率、景気動向指数、生産・出荷動向等にみられるとおり、景気の拡大テンポは減速傾向にある（表-9、10）。景気減速の背景は、①金融引き締め、②湾岸紛争に伴う一時的な原油価格高騰、③海外景気の鈍化、④株式相場下落、⑤天候要因（暖冬他）一である。

表-9 実質GNP成長率の推移

(前期比年率、%)

	1987年度	88年度	89年度	90年度	89年度 下期	90年度 上期	下期
実質GNP	4.9	5.9	4.8	5.7	6.8	5.6	5.2
内需寄与度	5.8	7.0	5.5	5.6	7.2	6.6	2.4
外需寄与度	▲0.9	▲1.1	▲0.6	0.1	▲0.4	▲1.0	2.8

(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」

表-10 景気動向指数（一致指数）の推移

(DI、%)

1990年 8月	9月	10月	11月	12月	1991年 1月	2月	3月	4月
81.8	63.6	54.5	40.9	54.5	45.5	63.6	50.0	30.0

(出所) 経済企画庁「景気動向指数」

一方、物価にはようやくピーク・アウトの様相が見え始めた（表-11）。有効求人倍率は、「いざなぎ景気」の末期頃に匹敵する水準にあって、労働需給の逼迫状態を背景とした労働コスト面からの物価上昇圧力や、湾岸紛争に伴う原油価格の上昇等を主因に、物価上昇率が高まる傾向にあった。しかし、金融引き締めの効果、原油価格の下落等から卸売物価、消費者物価とも上昇率は低下しつつあり、また、労働需給の逼迫という中・長期的、構造的な物価上昇圧力の影響を大きく受けるコア部分についても、わずかながら上昇率の低下が現れ始めている。

表-11 物価の推移

(上段：前月比、下段：前年比、%)

	1990年 11月	12月	1991年 1月	2月	3月	4月	5月	6月
国内卸売物価	0.3 2.2	0.1 2.3	0.2 2.6	0.0 2.4	0.1 2.4	▲0.1 2.2	0.0 2.1	— —
うちコア部分	0.2 1.3	0.2 1.6	0.4 1.9	0.1 2.1	0.2 2.1	0.1 2.1	▲0.0 2.0	— —
消費者物価 東京都区部・総合	▲0.2 3.8	0.0 3.7	1.0 4.3	▲0.3 3.8	0.3 3.7	0.4 3.3	0.4 3.1	※▲0.2 ※ 3.5
うちコア部分	0.3 2.7	0.3 3.0	0.0 3.2	▲0.0 3.3	0.4 3.3	0.5 2.9	0.4 2.9	※ 0.2 ※ 3.1

(注) 国内卸売物価のコア部分は、石油・石炭製品、農林水産物除き

※印は速報値

(出所) 日銀「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

2. '91年度の見通し～実質GNP成長率は3.3%、景気は「中だるみ」

(1) 前回見通しからの主な前提の変化

主な前提条件の、前回見通しからの修正は以下の通りである（表-12）。

表-12 1991年度改定経済見通しの主な前提

	1989年度実績	90年度実績	91年度予測	91年度予測 (前回)
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	17.8	22.8	20.0	22.2
円 / ドル レート	143	141	138	133
公定歩合（年度末値、%）	5.25	6.00	5.50	6.00
米国実質経済成長率（歴年、%）	2.5	1.0	▲0.5	0.4

(注) 原油価格、円/ドルレートは年度平均値

- ①原油価格をバレル当たりで2.2ドル下方修正（前回 22.2ドル⇒今回 20.0ドル）
- ②為替レートを5円円安に修正（前回 133円⇒今回 138円）
- ③「湾岸関係の支援金90億ドル」調達のための増税、歳出削減や国際収支上の移転支払いを考慮
- ④海外経済の成長率を下方修正（米国の実質GNP成長率、前回0.4⇒今回▲0.5%）
- ⑤日本の公定歩合の引き下げ（前回 6%で横這い⇒今回 今年7月1日から5.5%へ引き下げ）

こうした前提条件の変化と、最近の需要項目別の動向等を勘案し、今回の改定見通しでは'91年度の実質GNP成長率を、3.3%（前回見通し、3.4%）に0.1%下方修正した。

なお、前提条件の変化が'91年度の実質成長率に与える影響を、ニッセイ基礎研究所マクロモデルで試算すると概略、以下の通りである（表-13）。

表-13 前提条件変更の'91年度実質成長率に与える影響

①、②	物価に与える影響は「原油価格の1ドルの下落は、約2円の円安で相殺」の関係にあるため、概ね相殺。なお、実質GNP成長率は、円安の輸出数量拡大・輸入数量抑制効果により、0.1%程度上昇。
③	歳出削減（'91年度分として3,000億円）と石油税・法人税増税（'91年度6,700億円）により、デフレ効果が発生し、実質GNP成長率は0.1%程度低下。
④	日本の輸出の約3割が米国向けであり、米国成長率の下方修正で実質GNP成長率は0.2%程度低下。
⑤	影響は計測しにくいですが、概ね0.1%程度、成長率が上昇。

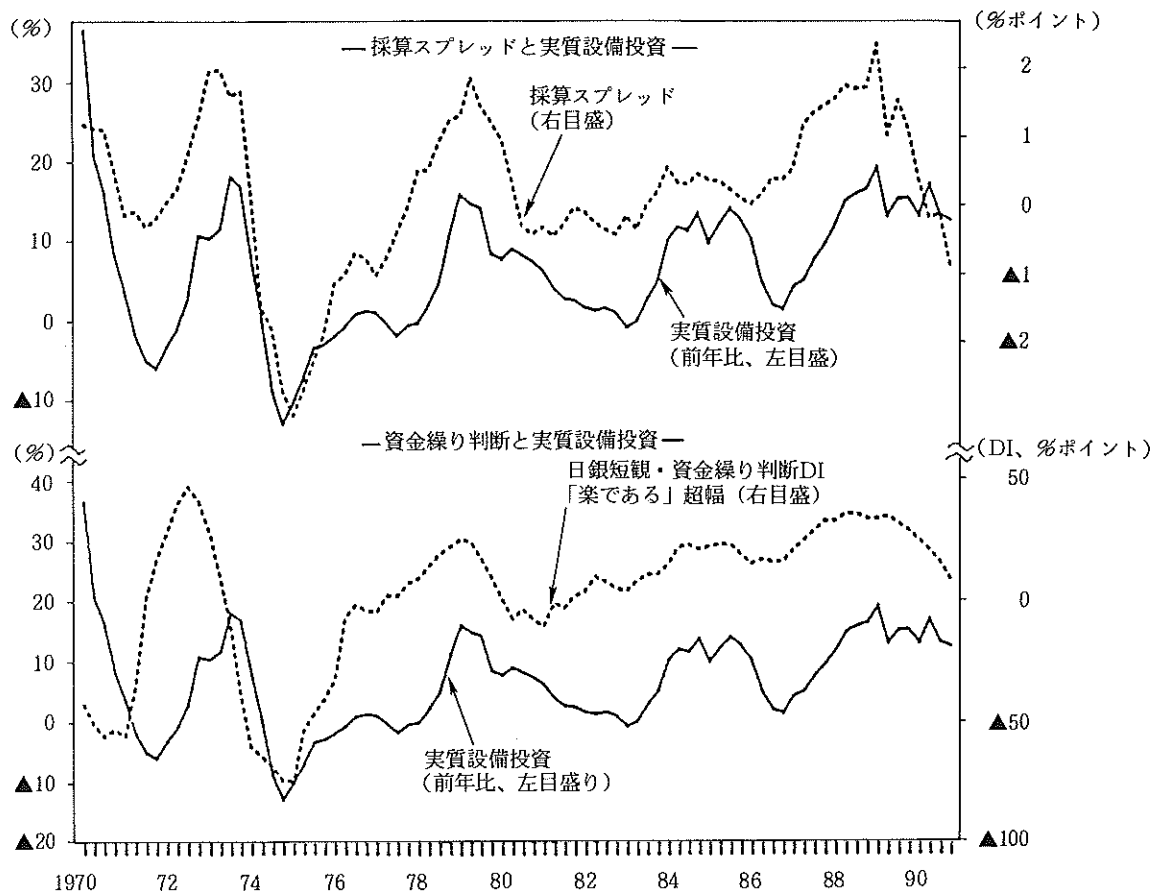
(2) '91年度は「中だるみ」の年 ～景気拡大は「いざなぎ」を越え'92年度へ

'91年度の景気は、設備投資の減速を主因に「中だるみ」の状況で推移しよう。実質GNP成長率は、'90年度の5.7%から、'91年度は3.3%に低下しよう。

これまでの金融引き締めの影響により、採算スプレッド（＝「企業の総資本利払い前経常利益率」－「平均金利」）や企業の資金繰り判断の状況は、徐々に悪化している（図-5）。このため、景気拡大の牽引役であった設備投資の鈍化は避けられず、景気全体としても減速状況が続こう。

なお、最近の調査で'91年度設備投資計画に増額修正の動きがみられる。しかし、最近時点における修正後の伸びは、ここ数年の2ケタ増を示してきた状況に匹敵するものとは考えにくい。また、中堅・中小企業の設備投資の伸びについては、大企業に先行して既にかなり低下、ないしはマイナスになってきている状況にある。

図-5 採算面、資金繰り面から見た設備投資動向



(注) 採算スプレッド=総資本利払い前経常利益率-全銀貸出約定平均金利
 (資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日銀「主要企業短観」、「経済統計年報」、
 大蔵省「法人企業統計季報」

ただし、以下の理由①～④から、景気が底割れ・失速する可能性は小さいと見込まれる。そして、'86年11月を起点とする現在の景気拡大局面は、本年9月に「いざなぎ景気(57カ月)」を越え、'92年度へと繋がって行く可能性が高いと予想される。

①設備投資の伸びがこれまでの2ケタ増から低下するとはいえ、以下に示すように近年の設備投資は、研究開発、省力化等のいわゆる独立投資のウェートが高いこと等から基調は強く、設備のストック調整がマクロレベルで起こるとは考えにくいとみられる。

- ②企業の期待成長率が高い状況が続いている(表-14)。
- ③企業の研究開発投資に対するニーズが引き続き高い。
- ④企業の人手不足感は強く、将来の労働力人口の伸び悩み・労働需給の構造的な逼迫傾向を見越して、省力化投資も活発。

④設備投資は高水準な伸びを示してきたが、②や③を映じて供給力の伸びは大きくない（図－6、製造工業の生産能力指数は'91年1－3月期、前年同期比2.5%増）。このため、企業の設備稼働率の水準は高く、設備不足感も依然根強い。

⑤企業収益や業況感の水準は、過去の景気後退期に比して高水準である。

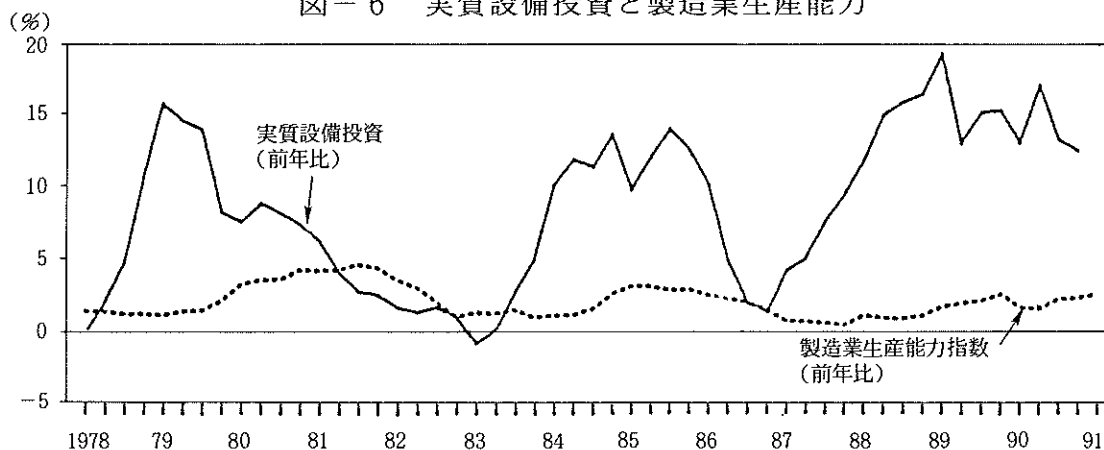
表－14 企業の期待成長率

(全回答企業の予想値平均、%)

調査時点	1986/1	87/1	88/1	89/1	90/1	91/1
今後5年間の経済成長率	3.5	2.9	3.1	3.5	3.6	3.6
今後5年間の 業界需要伸び率						
製造業	3.24	2.52	2.85	3.47	3.84	4.02
非製造業	3.16	2.97	3.41	3.95	4.36	4.46

(出所) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告」

図－6 実質設備投資と製造業生産能力



(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」、通産省「通産統計」

②また、GNPの最大構成項目である消費についても、春闘賃上げ率はやや低下したものの、他方で消費者物価上昇率の低下が予想されることから、基調は底堅いものと見込まれる。

③金融政策については、今年7月1日から0.5%の小幅利下げが行なわれた。このため、景気への抑制効果の減少が見込まれる。

④米国が'91年央頃に、また英国については'91年後半に底入れすると予想される等、'92年の海外景気は総じて回復していく局面にあると見込まれ、外需を巡る企業マインドも改善されよう。

(3) 需要項目別の見通し

'91年度の実質GNP成長率を内・外需別にみると、外需の寄与度は'90年度に0.1%となった後、'91年度はほぼゼロとなろう（'86～'89年度はマイナス）。一方、内需の寄与度は'90年度の5.6%から'91年度は3.3%に低下しよう（表-15、16）。

なお、実質GNP成長率の推移を上・下期別に見ると、前期比年率ベースで'90年度上期5.6%、下期5.2%から、'91年度は上期が2.3%、下期は3.4%程度と予想される。

主な需要項目別の見通しは以下の通りである。

表-15 1991年度改定日本経済見通し結果

	1989年度実績	90年度実績	91年度予測	(前年度比、%) 91年度予測 (前回)
名目国民総支出 ()内は実額、兆円	7.2 (406.2)	7.7 (437.6)	5.5 (461.3)	6.2 (456.4)
実質国民総支出	4.8	5.7	3.3	3.4
民間最終消費	4.1	3.5	3.6	4.3
民間住宅投資	0.7	10.2	▲9.8	▲5.6
民間企業設備投資	14.1	13.6	5.6	6.8
民間在庫品増加	13.0	▲13.2	1.0	14.4
政府最終消費	1.9	1.4	2.8	2.7
公的固定資本形成	1.0	3.1	5.5	5.1
輸出等	15.6	7.7	3.2	0.1
輸入等	20.2	7.0	3.2	4.7
鉱工業生産	4.5	5.6	2.1	2.1
卸売物価	3.5	1.6	0.6	0.1
消費者物価	2.9	3.3	2.9	2.5
貿易収支(億ドル)	700	695	870	670
経常収支(億ドル)	534	338	620	350

(注) 6月20日付けの新聞発表資料においては、'90年度のGNP関係数値を当研究所の見込み値としていたが、本稿では実績値を掲載。なお、'91年度の数値は再予測した結果であるが、名目国民総支出の実額以外は6月20日から変化はない
 名目国民総支出、実質国民総支出、及びその項目別内訳は1985年基準。ただし、右欄の前回予測数値は1980年基準

(出所) 実績値については経済企画庁「国民経済計算年報」他による

表-16 日本経済の項目別の成長寄与度 (%)

	1989年度実績	90年度実績	91年度予測	91年度予測 (前回)
実質国民総支出	4.8	5.7	3.3	3.4
内 需	5.5	5.6	3.3	4.3
民間最終消費	2.4	2.1	2.1	2.3
民間住宅投資	0.0	0.6	▲0.6	▲0.4
民間企業設備投資	2.6	2.8	1.2	1.8
民間在庫品増加	0.1	▲0.1	0.0	0.1
政府最終消費	0.2	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.1	0.2	0.3	0.3
外 需	▲0.6	0.1	0.0	▲0.9
輸 出 等	2.5	1.4	0.6	0.0
輸入等(控除項目)	▲3.1	▲1.3	▲0.6	▲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
 数値はすべて1985年基準。ただし、右欄の前回予測数値は1980年基準
 (出所) 実績値は経済企画庁「国民経済計算年報」

① 民間消費

民間消費の伸びは'91年度3.6%と、ほぼ'90年度(3.5%)並みの伸びとなろう。
 '90年度は所得の伸びは堅調であったものの、消費者物価上昇率のアップ、天候要因
 (暖冬等)、株価の下落一などの影響によって消費の伸びは鈍化した。'91年度は、
 (1)春闘賃上げ率(労働省調べ)は5.65%と'90年度(5.94%)をやや下回ったものの、
 (2)原油価格の反落等から消費者物価上昇率が若干低下すること一等から、消費は'90
 年度並みの伸びとなろう。

② 民間住宅投資

'90年度の民間住宅投資は、上期の拡大を中心に10.2%増と高めの伸びを示したも
 のの、金融引き締めの影響、地価・住宅価格の先高感の後退等により、前期比では
 '90年度下期から減少に転じた。'91年度についても'90年度下期の減少傾向が続き、
 年度ベースで▲9.8%と'83年度以来のマイナスに転じよう。また住宅着工戸数は、
 '90年度の166.5万戸から'91年度は140万戸程度に減少しよう。

② 民間設備投資

'90年度の民間設備投資は13.6%増と、'88年度以降3年連続の2ケタ増となった。'90年度は予防的金融引き締め強化、原油価格の上昇、湾岸紛争・戦争の発生や企業収益の減益一等、設備投資を巡る環境には厳しいものがあった。しかし、その反面で、研究開発投資、労働代替投資等の設備投資ニーズの強さに手元流動性の厚さも加わり、設備投資の基調は強く、高水準の伸びが維持された。'91年度はこれまでの金融引き締めの影響、'90年度に続く企業収益の頭打ち傾向一等から、5.6%と1ケタの伸びに鈍化しよう。

(4) 国際収支、為替相場

貿易収支の黒字額は、'90年度に695億ドルと、ほぼ前年度並みの水準（'89年度、700億ドル）になったが、'91年度は870億ドルと3年ぶりに増加しよう。対米向け輸出は低迷するものの、東南アジア向け、欧州向けの堅調さが続くと予想されることから、輸出全体では6.6%の増加（'90年度は8.1%増加）となろう。一方、輸入は、内需の減速、原油価格の下落、国際商品市況の鎮静化傾向等から0.8%の増加（'90年度は11.2%増加）にとどまろう（表-17）。

経常収支は、'90年度には湾岸関係の支援金支払いに伴う移転支払いの増加等もあって338億ドル、名目GNP比では1.1%（'89年度は534億ドル、同1.9%）にまで縮小した。'91年度は貿易収支黒字の増加、移転支払いの減少に加えて、貿易外収支の赤字拡大も一服するため、620億ドルに増加しよう。ただし、上・下期別パターンでは、主として輸入価格の変動から、'91年度上期の黒字が大きく、下期はやや縮小と予想される。

表-17 経常収支の推移

(単位、億ドル)

	1989年度 実績	90年度 実績	91年度 予測
経常収支 (対名目GNP比、%)	534 (1.9)	338 (1.1)	620 (1.9)
貿易収支	700	695	870
輸出	2,681	2,898	3,090
輸入	1,981	2,203	2,220

(出所) 日銀「国際収支統計月報」等

為替相場に関しては、昨年8月頃からの日米の実質金利差等を背景とした円安修正が、本年2月頃までで終了し、本年3月上旬頃より、概ね130円台後半の推移が続いている。'91年度の円ドル相場の基調は、①米国景気の底入れ・回復期待、②日本景気の減速—を背景としてドル堅調とみられる。'91年度の日本の貿易・経常収支黒字の拡大が円高・ドル安材料となる可能性はあるが、米国の国際収支赤字の縮小もあるため、持続的な円高・ドル安要因とは予想しにくい。

年度平均の円ドルレートとしては、'90年4—6月期にかけての大幅な円安局面を含む'90年度実績（141円）に対して、'91年度は138円と小幅円高とみられる。

(5) 物 価

'90年度の物価上昇率は、労働需給逼迫を背景とした労働コストの上昇、原油価格の上昇、天候不順等による生鮮食品の高騰—等により、卸売物価で1.6%、消費者物価で3.3%の上昇となった。'91年度については、原油価格の下落、景気の減速—等から物価の上昇率は落ち着きを示し、卸売物価は0.6%の上昇にとどまろう。消費者物価上昇率も低下が予想されるものの、労働需給の逼迫に基づく物価上昇圧力は構造的であり、2.9%の上昇と高止まりしよう。

(6) 金 融

景気の減速傾向、物価上昇率のピーク・アウト傾向等の下で、公定歩合は0.5%引き下げられた。金融政策は昨年8月以降の「予防的引き締め」からおおむね「中立」スタンスへ移行したとみられる。

今後の金融政策は、景気の基調が堅調なこと、労働需給逼迫に基づく構造的な物価上昇圧力が強いこと、'92年には海外景気の回復が予想されること、さらに中・長期的にみて世界的な貯蓄不足が見込まれること—等から、おおむね現状横ばいのスタンスが続けられると予想される。

おわりに

前回11月の見通しでは、既述の湾岸問題の他に、①内外とも金融危機の様な状況は起こらないこと、②ソ連・東欧の変革のプロセスの中で、世界経済・金融に大きな攪乱要因が生じないこと、③ガット・ウルグアイ・ラウンド交渉の中で、世界の保護主義への転換や、貿易摩擦の深刻化が起こらないこと—を予測の前提条件としたが、今回の改定見通しでもこの点は同じである。

今回見通しでは、さらに、④世界的な貯蓄不足問題が深刻化し、異常な実質高金利の状況が生じないこと、また、流動性の過剰供給からインフレが大幅に悪化するようなことがないこと、を前提としている。

世界経済にとって、上記の懸念事項を回避することが正に政策課題であり、主要国の機動的な対応、並びに政策協調の重要性が一段と増そう。

また、日本経済に目を転じれば、労働力人口の伸びが低下する中で労働時間の短縮が求められる等、労働力不足経済へのソフト・ランディングが課題となろう。さらに資産価格インフレ・バブル問題の再燃防止、社会資本の整備、内外価格差の解消等、課題は多く、政策面でのより一層の実効性が求められよう。