

1992 年度経済見通し

経済調査部

《要 旨》

1. 91 年度はソ連の政変・混乱等多くの出来事が発生したが、主要国景気の点では米国、英国のマイナス成長、日本、(旧)西独の減速と全般的に低調な年となった。以下はこうした現状をもとに、来年度の海外主要国と日本経済の見通しを策定したものである。
2. 海外経済の面では、(1)原油価格は 91 年度の 19 ドル/バレル(日本の通関入着ベース)から 92 年度には 17 ドルに低下へ。(2)米国経済は 91 年に 82 年以来のマイナス成長(▲0.5%)となろう。92 年はプラスの成長に転じるが、潜在成長率の下限に近い 1.9%にとどまり、今後の着実な景気回復に向けての「地固めの年」となろう。(3)欧州では、(旧)西独の景気は 92 年に一段と減速しよう(実質成長率、91 年 3.4%、92 年 1.9%)。一方、イギリスの実質成長率は、91 年の▲2.0%から 92 年は 1.7%のプラス成長となろう。
3. 日本経済は、金融引締めの影響等により 90 年度下期から減速傾向となり、景気の調整局面が続いている。91 年度の成長率は 3.3%に低下、92 年度は 3.0%となろう。92 年度も「適正速度での成長」、「バランスのとれた成長」に向けての修正過程の年といえよう。景気の調整局面は 92 年度上期末頃までには終了するが、調整終了後の景気回復力は限られよう。
4. 国際収支は今後、日本の景気減速、米国の景気回復、円高の J カーブ効果、原油価格の下落等から黒字が拡大し、経常収支黒字は 91 年度は 820 億ドル、92 年度は 950 億ドルとなろう。黒字拡大には景気循環的な要素も大きいとはいえ摩擦問題への懸念が残ろう。
5. 円ドルレートは、91 年度平均で 134 円、92 年度平均で 130 円とみた。また、91 年度末頃までに第 3 次利下げ(公定歩合 5%→4.5%)、その後は横這いと見込んだ。公共投資については、92 年度の伸び率の上昇(名目公的固定資本形成、91 年度 7.0%増、92 年度 8.4%増)と前倒し執行を想定している。
6. ソ連問題他、課題が山積している世界経済の中で、各国の政策協調が不可欠であろう。また、対外的には市場開放への努力が求められ、国内的には調整局面での予想以上のダウンサイド・リスクの可能性も否定できず、機動的かつ弾力的な政策対応の重要性が高まろう。

※要旨および以下の本文中で、特に断りのない限り、91年・年度は当研究所の実績見込み、92年・年度は当研究所の予測値である。
また、当予測は 1991 年 12 月 2 日に对外発表したものである。

経済調査部 (東 京) 山村、正地、大山、石川、李、米納、松本、平岡、岸、村本、甲、澤井、津田
(ロンドン) Dawe

なお、当予測の策定に当たっては、基礎研 N.Y. 事務所の熊坂主席研究員、勢研究員の協力を得た。

はじめに

世界経済を取り巻く環境はここ数年の間に一変した。冷戦構造終焉の流れの中で、東欧諸国の変革やドイツの統一が実現されるとともに、同時に再生への苦しみが始まった。また、8月政変以降、混乱したソ連情勢の先行きにも予断を許さない状況にある。湾岸の炎、バルカン半島の硝煙など、求心力を失った世界システムは、民族主義・地域主義の抬頭を促しやすいものとなっている。

こうした情勢の下で、主要国経済の状況に目を転じると、91年は全般的に景気が低調な年となったといえよう。これまでの金融引締めの影響等から、米国、英国がマイナス成長となったことに加え、日本、旧西ドイツの減速傾向が強まっている。

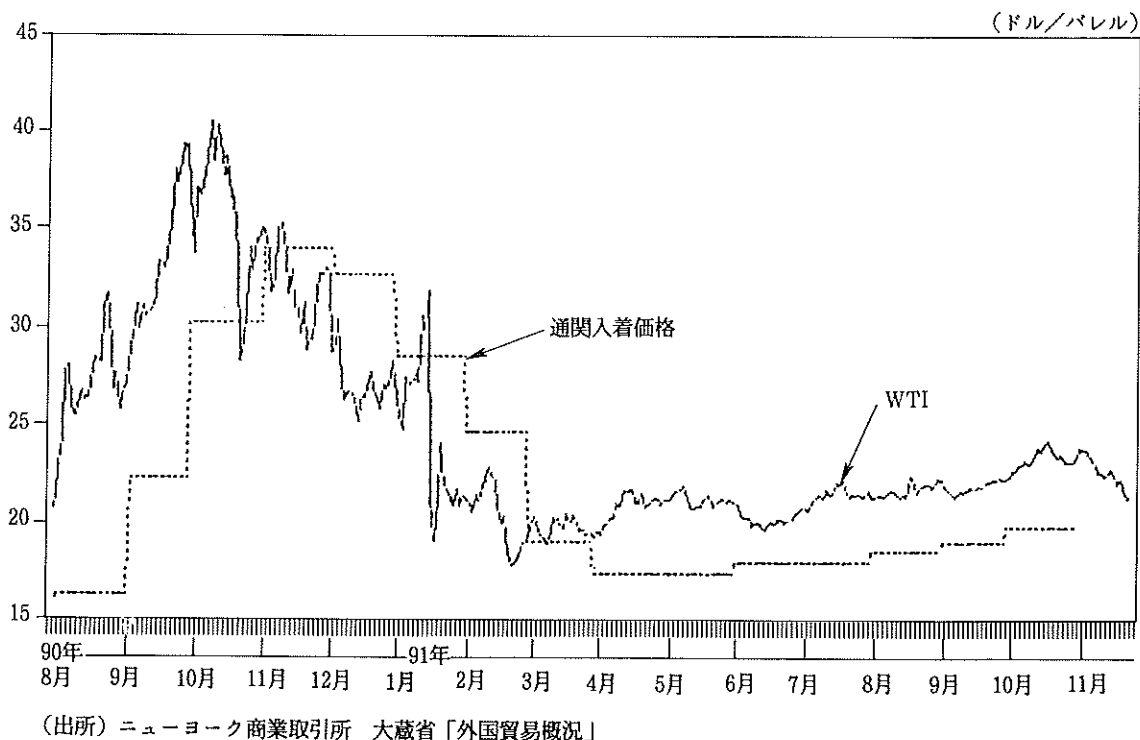
以下はこうした状況をもとに、来年度の海外主要国と日本経済の見通しを策定したものである。

I. 海外経済

1. 原油価格～需給緩和で弱含み基調へ

予測の前提条件としている原油価格（通関入着ベース、以下同じ）は、91年秋口にかけて、①季節的な冬場の需要期入り、②ソ連産原油の輸出減少懸念、③イラク産原油の市場復帰の遅れ、などを背景にジリ高気味で推移した。ただし、11月に入り過剰な需給引き締め懸念が薄れ、原油価格はやや反落している状況にある（図-1）。

図-1 原油価格の推移



こうした状況下、91年度下期については、当面、現状程度の需給の引き締め感が続くと思われる、原油価格はほぼ横這いの推移と予想した。この結果、91年度平均の原油価格は19.0ドル／バレルと、90年度の22.8ドル／バレルからさらに低下しよう。

92年度については、①先進国等の景気回復力が弱く需要の伸びは小幅、②クウェート・イラクの原油市場への復帰が見込まれ供給は増加、などから需給が緩和し、原油価格は弱含み基調の推移になるとみている（表－1）。とりわけ、需要期の終了する92年春先から原油価格の下落（2～4ドル／バレル程度）が予想される。92年度平均の原油価格は17.0ドル／バレルとなろう。

なお、原油情勢を取り巻く環境には、ソ連の原油生産・輸出動向、イラク・クウェートの原油市場への復帰時期・程度、OPEC内の協調体制の状況、など引き続き不確定要因が多いため、留意が必要である（表－2）。

表－1 原油需給見通し（四半期）

(百万バレル/日)

	91/2Q	3Q	4Q	92/1Q	2Q
石油需要 ①	65.0	65.2	67.2	68.1	65.1
非OPEC供給②	43.2	42.9	43.4	43.2	42.7
OPECへの需要③	21.8	22.3	23.8	24.9	22.4
OPECの供給④	22.7	23.5	23.7	23.7	N.A

(注) ②はOPEC天然ガス液を含む、③＝①－②
④は91/3Qまで実績値、91/4Q、92/1Qは生産枠
(出所) IEA資料は91年11月

表－2 不確定要因に対する見方

不確定要因	見 方															
クウェート	予想外に早く91年11月に消火が完了した。生産設備の修繕、周辺に漏れた原油の処理など解決すべき問題は多いが、生産量の回復は早いとの見方もある（91年11月生産量30万バレル/日）。															
イラク	フセイン政権はイラク原油の緊急輸出（約50万バレル/日）を認めた国連決議に対して抵抗しているものの、最終的には歩み寄ると思われる（91年11月生産量40万バレル/日）。															
サウジ	「減産は自国だけではなく、OPEC全体で」との考え方を示していた。しかし、来春には生産施設点検のため生産量削減の計画もあり、動向は不透明となっている（91年11月生産量 830万バレル/日）。															
OPEC	OPECの減産については各国の利害が絡むため、合意までには相当時間がかかるであろう。															
リビア	米国・イギリスなどが協調し、テロ行為に対する制裁の一環としてリビアからの原油輸入を制限する可能性がある（91年10月生産量 160万バレル/日）。															
ソ 連	ソ連は外貨獲得のために原油輸出が欠かせないこと、ソ連の国内需要の急減に合わせて、原油の国内消費も減少することなどが予想され、原油輸出量は約 200万バレル/日近辺で維持か、逆に増加する可能性があるとの見方も出ている。 <table border="1"> <thead> <tr> <th>単位：万バレル/日</th><th>90年</th><th>91/1Q</th><th>91/2Q</th><th>91/3Q</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>ソ連石油生産量</td><td>1150</td><td>1090</td><td>1060</td><td>1020</td></tr> <tr> <td>OECD向け石油輸出量</td><td>166</td><td>139</td><td>155</td><td>157</td></tr> </tbody> </table> なお、91年1-9月のその他国含みの総輸出量は 220万バレル/日。	単位：万バレル/日	90年	91/1Q	91/2Q	91/3Q	ソ連石油生産量	1150	1090	1060	1020	OECD向け石油輸出量	166	139	155	157
単位：万バレル/日	90年	91/1Q	91/2Q	91/3Q												
ソ連石油生産量	1150	1090	1060	1020												
OECD向け石油輸出量	166	139	155	157												

(注) 産油量等の数値はIEAなどの資料による

2. 米国経済～92年は「地固めの年」

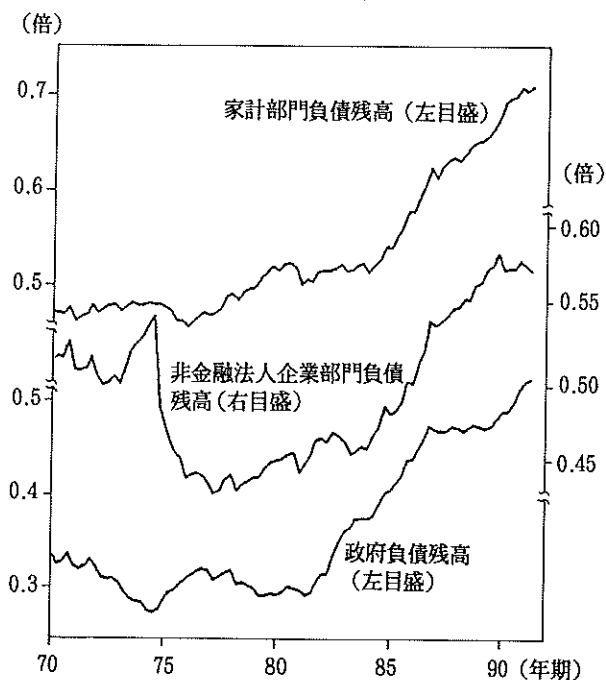
3 低経済（低成長・低物価・低金利）と バランスシートの再構築

(1) 今回のリセッションの基本原因は、借金体質の悪化

90年7月から始まった今回のリセッションは、①基本的には82年以降の長期間の景気拡大力の減退←個人・企業・政府の借入依存肥大化、②直接的には87年秋以降の金融引き締め、③そして90年8月に発生した湾岸紛争——を背景としたものである。現時点での景気の弱さ等も、本質的には、80年代を通じて膨張した個人・企業・政府の各経済主体の構造的な借金体質の悪化に起因するところが多い。こうした長期的観点からみると、既に89年4～6月期から始まっていた景気のスローダウンは、まさにその改善のための苦しい時期の幕開けであった。

89年4～6月期から直近の91年7～9月期までの10四半期の実質GNP成長率は、0.5%（82年基準、前期比年率の平均）の超低空飛行となっている。景気は91年春頃に底を打ったとみられるが、2月末の湾岸戦争終了に伴う消費者センチメントの改善を背景に一時的な回復の兆しを示したものの、やはり各経済主体の借金体質から8月以降には底ばい状況にある。91年7～9月期の実質GNPも4四半期ぶりのプラス成長に転じたものの、在庫の寄与が中心であり、最終需要の伸びは低く、景気回復の牽引役が見当たらない状況が続いている。91年10～12月期、92年1～3月期とも低成長が予想され、当面の景気は、いわゆる「なべ底型」の様相を呈しよう。

図-2 各経済主体の負債残高の推移
(対名目GNP比率)



(出所) FRB "Flow of Funds",
米国商務省 "Survey of Current Business"

89年頃から始まった各経済主体のバランスシートの再構築は、92年以降も続こう。92年は、引き続き借金依存体質の改善が進む中、今後の着実な景気回復のための「地固めの年」として位置付けられよう。

(2) 景気～92年の実質GNP成長率は1.9%と潜在成長率の下限

92年の実質GNP成長率は1.9%（91年▲0.5%）と潜在成長率の下限近辺に止まる緩やかな回復が予想される。半期ベースでは、上期が前期比年率1.8%、下期が同2.5%と下期の成長率が高まろう。

今回の景気回復では、住宅投資と設備投資が相対的に高めの伸びを示そう。

表-3 1992年米国経済見通し総括表

(上段は前期比年率%、下段は前年同期比%)

	90年 実績	91年 見込み	上期	下期	92年 予測	上期	下期
実質国民総支出	1.0	▲0.5	▲1.9 ▲0.8	1.3 ▲0.3	1.9	1.8 1.6	2.5 2.2
個人消費	0.9	0.3	▲1.0 ▲0.2	2.7 0.8	1.7	0.9 1.8	2.1 1.5
設備投資	1.8	▲2.6	▲8.2 ▲2.7	3.7 ▲2.4	4.0	3.4 3.5	5.7 4.5
住宅投資	▲5.4	▲11.7	▲18.2 ▲18.0	10.9 ▲4.8	8.1	6.2 8.5	9.4 7.8
政府支出	2.8	0.5	1.0 2.1	▲3.0 ▲1.1	▲0.7	0.6 ▲1.2	▲0.9 ▲0.2
在庫増減 *	▲36 ▲0.7	▲197 ▲0.4	▲292 ▲0.9	▲102 0.9	32 0.5	17 0.6	47 0.1
純輸出 *	▲338 0.5	▲188 0.4	▲28 1.2	▲348 ▲1.6	▲359 ▲0.4	▲372 ▲0.1	▲345 0.1
輸出等	6.4	3.6	4.0 4.4	1.6 2.8	2.8	2.0 1.8	5.8 3.9
輸入等	2.8	1.1	▲3.6 ▲1.5	11.6 3.7	5.3	2.6 7.0	4.7 3.6

	90年 実績	91年 見込み	上期	下期	92年 予測	上期	下期
鉱工業生産指数	1.0	▲1.9	▲2.6	▲1.2	3.1	2.8	3.4
失業率	5.5	6.8	6.7	6.9	6.9	7.0	6.9
消費者物価総合	5.4	4.2	4.0 5.0	2.6 3.3	3.2	3.2 2.8	3.7 3.5
貿易収支 #	▲1048	▲770	▲690	▲850	▲790	▲810	▲770
経常収支 #	▲921	▲120	270	▲510	▲650	▲610	▲690
財政収支	▲2205	▲2687	▲1518	▲1169	▲3690	▲2330	▲1350
公定歩合	6.50	4.50	5.50	4.50	4.50	4.00	4.50

(注) ①*項目の在庫増減と純輸出は82年価格の実額、億ドル
下段は前期比年率寄与度
②鉱工業生産指数は前年比
③失業率は期中、または年平均水準、%
④#項目の貿易収支と経常収支は国際収支ベース、億ドル、
半年は年率
⑤財政収支は統合予算ベース、上下期、年は会計年度ベ
ース
92会計年度は91年10月～92年9月
⑥公定歩合は期末、または年末水準、%
(出所) 実績値については米国商務省“Survey of Current
Business”他による

この要因としては、①他の需要項目に比べ金利感応度が高く、これまでの金融緩和による投資刺激効果が浸透してくること(住宅投資と設備投資)、②雇用調整、労働コスト上昇率の低下や生産性の向上により企業収益が改善すること(設備投資)、等が挙げられる。

一方、個人消費の回復は下期にずれ込もう。最終需要が弱く、在庫の積み上がりも小幅に止まろう。

また、純輸出は、貿易収支の赤字拡大、投資収益収支の黒字縮小のため、赤字幅が拡大し、成長率を押し下げる方向に作用しよう。

したがって、92年の景気回復は、個人消費が積極的な牽引役とならないこと、回復の度合いが過去の平均を大幅に下回ること等から、「本格的な景気回復」までには至らないと判断される。こうした成長制約の要因は、以下の通りである。

①雇用など所得環境の改善が遅れ、消費者セン

チメントの回復が緩慢である。

②家計・企業・政府の借金体質の改善のため、ランスシートの再構築が進行する。

③連邦財政赤字削減法や州・地方の財政赤字拡大を背景に、財政面からの景気刺激策が取りにくい。

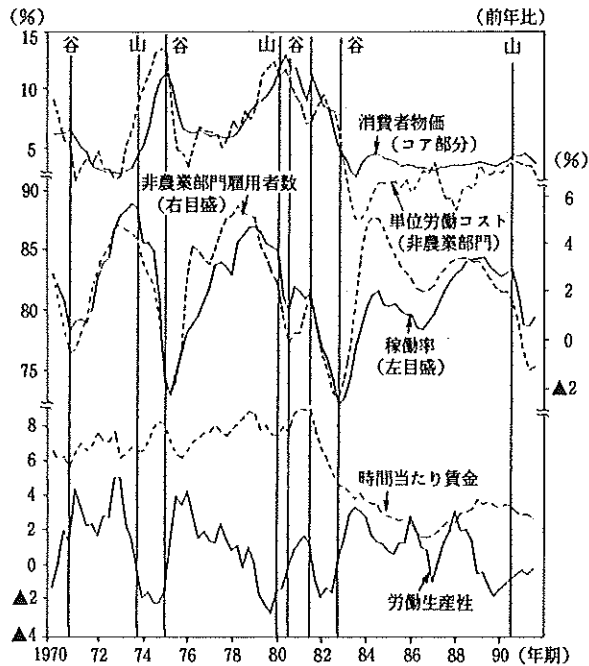
④改善に向かってはいるが、依然、銀行の融資抑制・慎重姿勢が続く、マネーサプライの伸びが低い。

⑤長期金利が短期金利の低下に比べ相対的に下げ渋る。

(3) 物価～安定基調が続く

92年の消費者物価上昇率は3.2%(91年4.2%)と安定基調が続くとみられる。現状では、サービス価格が下げ渋っているものの、サービス部門の労働需給も緩和されており、当面、インフレ圧力が高まる要因は見当たらない。但し、半期ベースでは下期のインフレ率が若干上昇しよう。

図-3 物価を取り巻く環境



(注) 稼働率は水準
各景気の山、谷は次の通り
70年11月(谷)～73年11月(山) 80年7月(谷)～81年7月(山)
75年3月(〃)～80年1月(〃) 82年11月(〃)～90年7月(山)
(出所) 米国労働省"Monthly Labor Review"他

物価安定の要因は、以下の通りである。

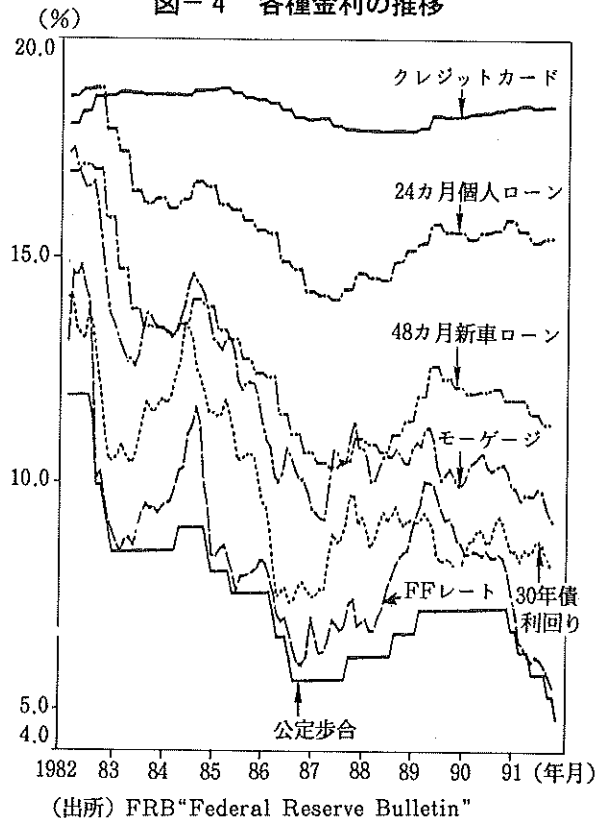
- ①労働コスト上昇率の低下と生産性の上昇が見込まれる。
- ②景気回復力は弱く、失業率も小幅ながら上昇するほか、設備稼働率も低水準にあり、マネーサプライの急激な伸びも考えにくい。
- ③原油価格の低位安定が予想される。
- ④景気回復と金利下げ止まり・上昇期待を背景に、ドル実効為替レートでは小幅なドル高が見込まれる。

(4) 金融政策・金利動向～金利のボトムは92年上期

FRBは91年中、4回の公定歩合引下げに踏み切った。現在、公定歩合は4.5%と18年振りの低水準にある(FFレートは4.50%)。しかし、景気は8月以降には横道い、もしくは鈍化傾向を鮮明にしており、回復は足踏み状態にある。物価が安定基調にある中、消費と投資マインドを刺激するために、今一段の利下げがなされよう。92

年末にかけては、景気回復の足取りが着実となっていくほか、インフレ率の上昇、マネーサプライの伸びの高まりが予想されるため、政策金利はインフレ予防の観点から小幅ながら引き上げられる公算が高いとみられる。

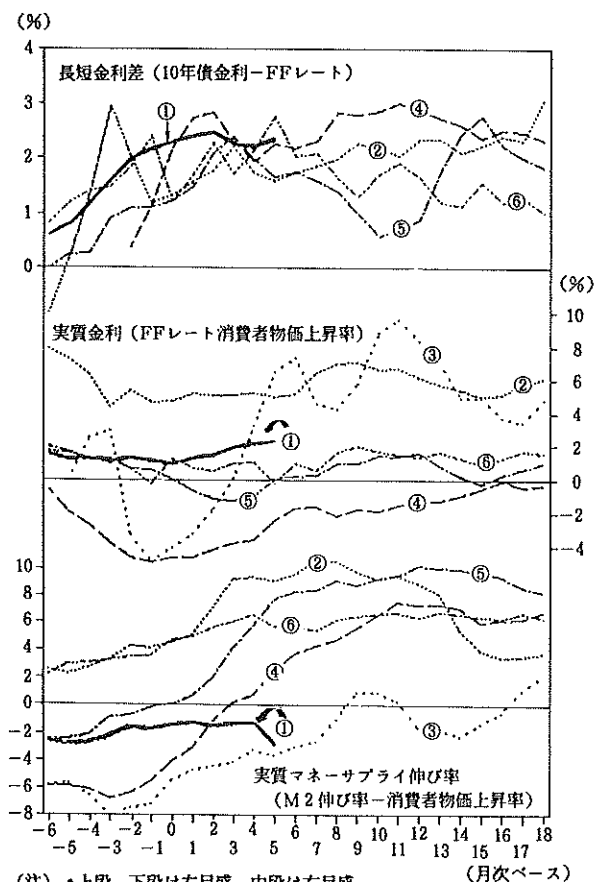
図-4 各種金利の推移



長期債レートについては、財政赤字が空前の規模に達することを考え合わせると、下げ余地は小さいと考えられる。今後の景気回復、インフレ率の動向、政策金利の動向等からみて、長期債レートは92年上期をボトムに強含みに転じよう。

なお、3L融資(発展途上国—LDC、不動産—LAND、企業買収—LBO)、特に不動産向け融資に伴う不良資産の増大を背景に、銀行収益の改善には限界があることから、金融システムの脆弱性は引き続き解消されず、個人や企業向け貸出金利は下げ渋る可能性が高い。こうした状況の中、いわゆる、貸し渋りの状況は緩和に向かってはいるものの、北東部や中小企業にとっては引き続き厳しい状況が続くとみられる。

図-5 長短金利差・実質金利・実質マネーサプライの推移
(景気の谷を0にしたもの)

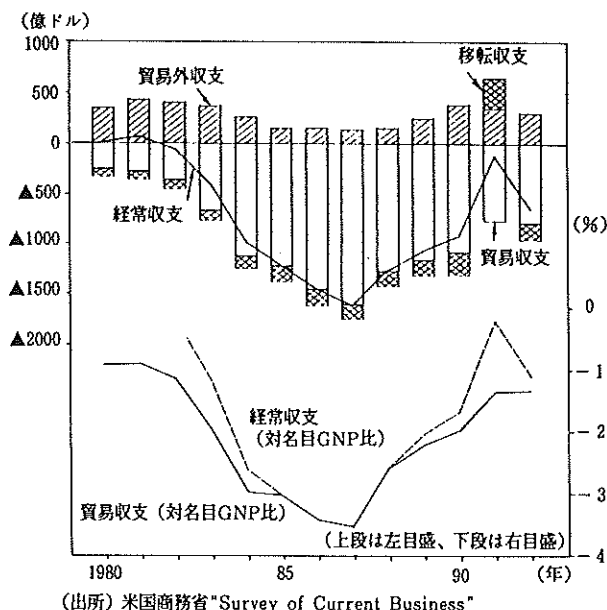


(注) ・上段、下段は左目盛、中段は右目盛
・長短金利差(上段)では、③期は変動が大きいため除いた。また、
④期は景気の谷から3ヵ月前以降の推移
・それぞれの期間は次の通り
① 90年11月～91年10月(景気の谷を91年5月とした場合)
② 82年5月～84年5月(景気の谷は82年11月)
③ 80年1月～82年1月(" 80年7月)
④ 74年9月～74年9月(" 75年3月)
⑤ 70年5月～70年5月(" 70年11月)
⑥ 60年8月～62年8月(" 61年2月)
(出所) FRB"Federal Reserve Bulletin"米国商務省"Survey of Current Business"

(5) 国際収支～貿易収支は小幅悪化、経常収支は見かけ上、赤字が急拡大

92年の経常収支は、湾岸支援金の受取(91年分約440億ドル)が91年で終了し、移転収支が赤字基調に戻る(91年260億ドル→92年▲170億ドル)ことを主因に、▲650億ドル(対名目GNP比は▲1.1%)と91年▲120億ドル(同▲0.2%)に比べ、見かけ上、大幅な悪化となろう。

図-6 国際収支の動向
(上段は水準、下段は対名目GNP比)



湾岸関係分を除外した実質ベースでは、91年は▲560億ドル(同▲1.0%)であり、92年は▲650億ドル(同▲1.1%)とやや拡大するものの、実額・対名目GNP比とも概ね88年以降の赤字縮小基調が続いているとみられる。

輸出は底堅い推移となるものの、景気回復に伴う輸入の増加により、貿易収支が▲790億ドル(同▲1.3%)と91年の▲770億ドル(同▲1.4%)よりわずかに拡大する。

投資収益収支の黒字をはじめとして貿易外収支全体の黒字が縮小する。

なお、貿易収支赤字の対名目GNP比は▲1%強の水準に止まるものの、対日貿易赤字は依然として大きく、しかも91年5月をボトムに再び赤字が拡大傾向にあることから、92年の大統領選挙に向け貿易摩擦問題として台頭する懸念が残ろう。

(6) 財政収支～過去最高の赤字、構造赤字もやや拡大

92会計年度（91年10月～92年9月）の連邦財政収支は、▲3,680億ドル（91年度は▲2,687億ドル）と史上最高額に達する見込みである。こうした財政赤字拡大の要因は、以下の通りである。

- ① 91年度の赤字が海外からの湾岸支援金436億ドルによって見かけ上、小さくなっていた。
- ② 預金保険支出、景気要因を除いた「構造赤字」が、利払い費の増大を主因として▲130億ドル拡大する。
- ③ 92年度の預金保険関係の支出は、91年度分が行政管理予算局（OMB）、議会予算局（CBO）のいずれの見通しをも下回り、その部分が92年度以降にずれ込むことも加わり、

表－4 米国連邦財政収支見通し

（単位：億ドル）

	1990年度 （実績）	1991年度 （実績）	1992年度 （予測）
①構造赤字	1,450 (2.6)	1,750 (3.0)	1,880 (3.1)
②預金保険支出	583	664	1,250
③ ①＋②	2,033	2,414	3,130
④湾岸支援金	0	▲436	▲46
⑤ ③＋④	2,033	1,978	3,084
⑥景気要因	172	709	596
⑦ ⑤＋⑥ 財政赤字	2,205 (4.0)	2,687 (4.8)	3,680 (6.3)

- (注) ①90～92年度の構造赤字は91年8月のCBO見通しの中の“Standardized-Employment Deficit”の数値
 () 内は財政年度潜在GNP比、%で議会予算局による
 ②92年度はニッセイ基礎研究所の予測値
 ④湾岸支援金は91年7月のOMB見通しの総額482億ドル、91年度の実績値を算出
 ⑥景気要因はニッセイ基礎研究所が⑦の赤字額から⑤を差し引いて算出
 ⑦財政赤字は統合予算ベースであり、預金保険支出、社会保障信託基金を含む
 () 内は歴年名目GNP比、%、91年、92年の名目GNPはニッセイ基礎研究所の予測値を使用
 (出所) 財務省“Monthly Treasury Statement of Receipts and Outlays of the United States Government”他

(注) 91年7月から所得税・法人税（1年間の時限立法）、石油税、保険税を増税。

91年度の2倍近くに拡大すると見込まれる。

なお、最近論議を呼んでいる減税法案は、大統領選挙を控えた政治的駆け引きとしての性格が強く、包括的な減税法案の成立の可能性は低いとみられる。仮に、減税法案が成立し、実施されたとしても、その規模は小さく、少なくとも92年に関しては財政による実体経済への効果も限定されよう。

3. 欧州経済

欧州経済はまだ模様となろう。旧西独（以下、西独）では、統一特需による景気拡大が91年初めにピークアウトしており、今後、景気の減速傾向が明確化してこよう。一方、イギリスでは90年末から始まったリセッションは91年半ばに終了しており、92年は景気回復の年となろう。

(1) 西独～景気は減速、インフレ圧力は増加

92年の西独の実質GNP成長率は、増税^(注)、金融引締め、旧東独地域の需要拡大の一巡、などから1.9%（91年3.4%）に減速しよう。ただし、92年下期には、増税終了による可処分所得の増加、世界景気の回復、などにより成長率は再び上昇に向かう見込みである。

消費者物価は、景気が減速する中、高率の賃上げによる労働コスト圧力の高まりから、92年は4.1%の上昇と91年（3.7%）より加速しよう。このため、ドイツ連銀は今後も引締めスタンスを維持するものと思われる。なお、92年7月以降は、91年7月の間接税増税による押し上げ効果（0.8%）が剥落し、物価上昇率は見かけ上、低下するものの、①92年下期の景気回復傾向、②93年1月の付加価値税増税（14→15%に税率引上げ）に伴うインフレの懸念、などから利下げの可能性は低いと思われる。

こうした中、長期金利はインフレ悪化から目先上昇するが、年央のインフレ率の改善に伴い低下しよう。ただし、財政赤字削減見通しへの懸念、既述の付加価値税増税に伴うインフレ懸念、などにより低下は小幅にとどまり、92年末時点で現状とほぼ同水準（91年11月末時点、8.4%）となろう。

経常収支（統一ドイツベース）は、①貿易収支の改善（世界景気の回復、内需減速等が背景）、②移転収支の改善（湾岸戦費支払いにより一時的に悪化した91年のレベルから回復）により92年は▲180億マルクの赤字と91年（▲270億マルク）より改善する見込みである。

為替については、92年上期には、①米国の景気回復、金利の下げ止まり、②ドイツの景気減速、経常収支の赤字傾向、インフレ悪化などから、マルクは対ドルで弱含むものの、下期には、ドイツの景気回復、インフレ改善等を背景にマルクは強含みとなろう。

表－5 西独経済見通し

（前年比、%）

	90年 実績	91年 見込	92年 予測
実質国民総支出	4.7	3.4	1.9
個人消費	4.1	3.0	2.5
政府消費	2.9	1.0	2.0
固定資本形成	9.3	6.5	2.7
設備投資	13.4	9.8	4.0
建設投資	5.8	3.5	1.5
輸出等	10.3	11.6	6.3
輸入等	12.4	12.1	6.6
経常収支（億マルク）	774	▲270	▲180
消費者物価	2.7	3.7	4.1

（注）経常収支は統一ドイツベース、消費者物価は生計費（出所）実績についてはドイツ連銀月報付属資料

（2）イギリス～景気は緩やかに回復

90年末から始まったリセッションは91年半ばに終了しており、92年の実質GDP成長率は1.7%（91年▲2.0%）とプラスに転じるが、景気の

回復テンポは緩やかにとどまろう。景気の牽引役は前回の回復時（82～83年）と同様、個人消費となろう。なお、消費回復に伴う輸入の増加から、外需が悪化し、成長率の押し下げ要因となろう。

消費者物価（小売物価）の上昇率は、①雇用情勢の悪化、②これまでのインフレ率の低下、などから賃上げ率が鈍化し、労働コスト面からの物価圧力が低下することから、改善傾向を辿ろう。

金融面では、92年春に実施が予想される総選挙を前にして、ベース・レートが0.5%程度（10.5%→10%）引き下げられることが見込まれる。総選挙で野党の労働党が勝った場合、ポンドの売り圧力が強まることが考えられるが、その場合、一時的に利上げを実施しERM内でのポンド安定に努める姿勢が示される可能性が高い。しかし、ポンドの売りが落ち着けば、再び金利は引き下げられることになろう。ベース・レートは92年末には10%以下になると思われる。

経常収支は再び悪化しよう。これは、景気の回復過程の中、消費拡大に伴い輸入が増加し、貿易赤字が拡大するためである。

為替は、総選挙の結果により一時的にポンド安となる局面があるものの、既述のように利上げによるポンドの安定化が図られよう。

表－6 イギリス経済の見通し

（前年比、%）

	90年 実績	91年 見込	92年 予測
実質国内総支出	0.9	▲2.0	1.7
個人消費	1.0	▲0.6	1.9
政府消費	2.8	2.7	1.5
固定資本形成	▲2.4	▲12.4	▲0.7
設備投資	▲3.6	▲11.6	3.5
建設投資	▲1.1	▲13.2	▲4.9
輸出等	4.8	1.7	3.4
輸入等	1.3	▲2.7	4.9
経常収支（億ポンド）	▲144	▲65	▲100
消費者物価	9.5	5.9	4.0

（注）消費者物価は小売物価（出所）実績については英中央統計局資料

II. 日本経済

1. 91年度の状況

～景気は調整局面

減速が鮮明化し成長率は3.3%に低下

景気は、90年度下期以降減速しており、その傾向が次第に鮮明化している。減速の主因は、住宅投資の減少と設備投資の年率2ケタの伸びから横這い圏への鈍化であり、他方で消費は相対的に堅調に推移している。また、経常海外余剰（外需）が、90年度下期以降プラスの寄与度に転じており、内需のスローダウンを一部支える形となっている（表－7参照）。

91年度下期は、一段の減速が予想され、91年度の実質GNP成長率は3.3%と90年度の5.7%から大きく鈍化することになる。

以上のような動きと呼応して生産調整が実施され、鉱工業生産は91年1～3月期以降ほぼ「ゼロ成長」である。しかし、需要の鈍化は、生産調整の度合いを上回り、在庫の積み上がり傾向が次第に明確化してきている（表－8参照）。

このような、実質GNP成長率の減速状況、生産の停滞状況等からみて、景気は90年度下期頃から「調整局面」に入っているものとみられる。

表－7 実質GNPの推移

（上段：前期比年率、下段：前年比、%）

	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度 見 込	90年度実績		91年度実績見込	
						上 期	下 期	上 期	下 期
実 質 G N P	4.9	5.9	4.8	5.7	3.3	5.6 6.1	5.2 5.4	3.8 4.4	0.7 2.4
国 内 需 要	5.8	7.0	5.5	5.6	2.6	6.6 6.8	2.4 4.5	3.6 2.9	0.9 2.3
経常海外余剰	▲0.9	▲1.1	▲0.6	0.1	0.7	▲1.0 ▲0.7	2.7 0.9	0.2 1.5	▲0.1 0.0

（注）国内需要、経常海外余剰は寄与度表示

（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」他

表－8 鉱工業生産・在庫・在庫率の推移

（%）

	90/2Q	3 Q	4 Q	91/1Q	2 Q	3 Q
鉱工業生産指数（前期比）	2.2	2.2	1.7	▲0.1	▲0.7	0.3
（前年同期比）	3.4	5.9	7.1	5.9	3.0	1.2
鉱工業在庫指数（前期比）	▲0.1	▲1.4	1.4	2.4	3.5	1.8
（前年同期比）	3.8	▲0.2	▲0.1	2.3	6.0	9.5
鉱工業在庫率指数 （1985=100）	94.8	92.6	93.3	94.6	98.6	100.7

（出所）通産省「通産統計」

2. 92年度の見通し

～調整局面は92年度上期末頃までには終了へ
回復力は弱く、成長率は3%

(1) 92年度経済の位置付け

～「適正速度での成長」、「バランスのとれた成長」への修正過程

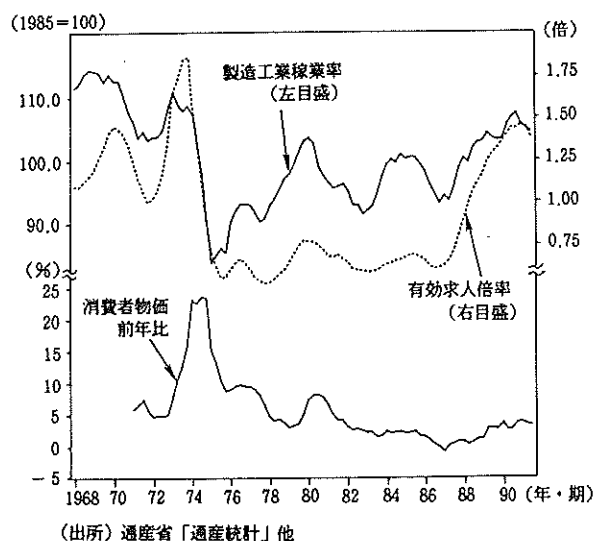
前述の通り、現在の景気の調整局面は90年度下期頃から続いているものである。この背景は、

① 86年11月以降の今回の景気拡大局面における高成長（87～90年度の実質GNP成長率は5～6%近辺）の結果生じた労働面のボトルネック現象等を背景とした物価上昇圧力の高まり（図－7参照）。

② 大幅な金融緩和等を背景とした地価高騰のいわゆるバブル問題

に対してとられた89年5月以降の金融引締め政策が基本的なものであり、さらに一部90年8月から突発的に発生した湾岸紛争・戦争の影響も一時的にあったものとみられる。

図－7 有効求人倍率、設備稼働率、消費者物価の推移



したがって、基本的には「潜在成長率を上回る成長速度」から「適正速度での成長」、「バランスのとれた成長」に向けての修正過程ともいえるものであり、不動産不況の状況等も勘案すると、93年度以降にも影響が残ると考えられる。

(2) 92年度の景気パターン

現在の景気調整局面の今後に関しては、

① 在庫調整の終了、金融緩和等を映じた住宅投資の下げ止まり等から、調整局面は92年度上期末頃までには終了しよう、

② 設備投資の伸びが大幅なマイナスとなるような事態は考えにくく、消費や外需等の下支え効果もあるため、現在の調整局面が悪化し、景気が累積的下降局面に入るとは予想しにくい

とみられる（個々の詳細は(3) 需要項目別の見通し参照）。

なお、労働面等の供給制約の天井は低いとみられ、また他方で不動産分野等に関する後遺症の要素もあり、調整局面が終了した後も景気の回復力は限られ弱いものとどまろう。

このため、92年度の実質GNP成長率は3.0%と、86年度(2.9%)の円高不況時以来の6年振りの低い成長率となろう（表－9、10）。

表-9 1992年度日本経済見通し

(上段は季調済・前期比年率、%、下段は原数値・前年同期比、%)

(前年度比、%)

	90年度 上期実績	下期実績	91年度 上期見込	下期見込	92年度 上期予測	下期予測	90年度 実績	91年度 見込	92年度 予測
名目GNP ()内は実額、兆円	6.8 8.0	8.0 7.4	5.0 6.6	3.5 4.4	4.9 4.3	5.6 5.3	7.7 (437.6)	5.4 (461.4)	4.8 (483.6)
実質GNP	5.6 6.1	5.2 5.4	3.8 4.4	0.7 2.4	3.7 2.2	3.6 3.7	5.7	3.3	3.0
国内需要	6.6 6.8	2.4 4.5	3.6 2.9	0.9 2.3	3.5 2.1	3.5 3.5	5.6	2.6	2.8
民間最終消費支出	3.7 5.2	0.6 2.1	5.4 3.0	2.0 3.7	3.2 2.6	3.7 3.4	3.6	3.4	3.0
民間住宅投資	19.0 11.2	▲0.5 9.1	▲15.9 ▲8.6	▲6.5 ▲11.3	5.0 ▲1.0	3.9 4.5	10.1	▲9.9	1.6
民間設備投資	12.4 14.9	11.8 12.1	1.3 6.3	0.2 0.8	1.8 1.0	2.6 2.2	13.4	3.3	1.6
民間在庫投資	0.2 ▲0.2	▲0.3 ▲0.0	0.3 0.0	▲0.4 ▲0.0	0.1 ▲0.1	▲0.0 0.0	▲12.5	0.1	▲8.2
政府最終消費支出	0.9 1.2	2.5 1.7	3.3 2.9	3.8 3.6	0.7 2.2	7.8 4.2	1.4	3.2	3.2
公的固定資本形成	3.9 3.7	0.8 2.6	7.8 4.4	3.3 5.7	10.5 7.0	3.5 7.1	3.1	5.1	7.0
経常海外余剰	▲1.0 ▲0.7	2.7 0.9	0.2 1.5	▲0.1 0.0	0.3 0.1	0.1 0.2	0.1	0.7	0.1
輸出等	3.2 9.9	8.4 5.9	1.5 4.9	▲0.9 0.4	9.0 3.9	4.4 6.8	7.8	2.6	5.4
輸入等	8.9 14.0	▲6.4 1.0	0.5 ▲2.9	▲0.2 0.2	7.7 3.7	4.0 5.9	7.2	▲1.4	4.8
鉱工業生産	7.4	5.5	▲1.2	1.8	1.8	3.2	5.6	1.3	2.2
総合卸売物価	1.3	1.7	0.2	▲1.3	▲0.5	0.0	1.6	▲0.6	▲0.2
消費者物価	2.5	3.6	3.3	2.5	2.1	2.2	3.1	2.9	2.2
貿易収支(億ドル)	602	798	1,019	1,140	1,220	1,300	699	1,080	1,260
経常収支(億ドル)	299	483	762	870	910	980	337	820	950

(注) ・国内需要、民間在庫(半期系列のみ)、経常海外余剰は寄与度表示
・半期系列の鉱工業生産は前期比年率%、半期系列の総合卸売物価、消費者物価は前年同期比%
・消費者物価は90年基準
・半期系列の貿易収支、経常収支の数値は季節調整済、年率ベース
(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－10 1992年度経済見通しの主な前提

	90年度 実績	91年度 見込	92年度 予測
原油価格 (通関入着、ドル/バレル)	22.8	19.0	17.0
円 / ドル レート	141	134	130
公定歩合 (年度末値、%)	6.00	4.50	4.50
米国実質経済成長率 (歴年、%)	2.5	▲0.5	1.9

(注) 原油価格、円/ドルレートは年度平均値

92年度の実質 GNP 成長率を内・外需別にみると、内需の寄与度は90年度実績の5.6%から91年度は2.6%に大きく低下したが、92年度もほぼ横這い(2.8%)となろう。外需については、90年度にプラスに転じたものが、91年度0.7%、92年度0.1%と3年連続のプラスとなろう(表－11)。

表－11 日本経済の項目別の成長寄与度

	90年度 実績	91年度 見込	92年度 予測
実質国民総支出	5.7	3.3	3.0
内			
需	5.6	2.6	2.8
民間最終消費	2.1	1.9	1.7
民間住宅投資	0.6	▲0.6	0.1
民間企業設備投資	2.7	0.7	0.4
民間在庫品増加	▲0.1	0.0	▲0.1
政府最終消費	0.1	0.3	0.3
公的固定資本形成	0.2	0.3	0.5
外			
需	0.1	0.7	0.1
輸出等	1.4	0.5	1.0
輸入等(控除項目)	▲1.3	0.2	▲0.8

(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

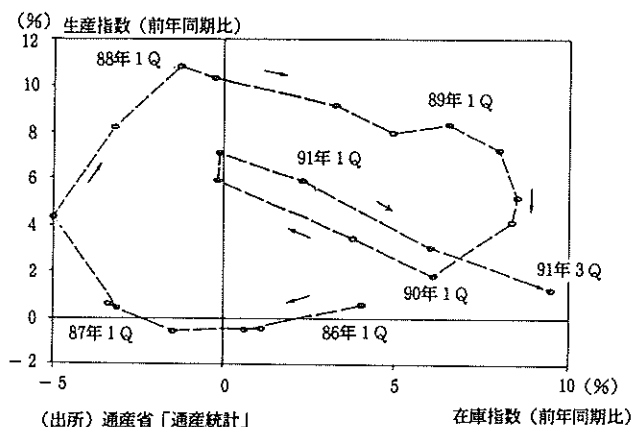
(出所) 実績値については、経済企画庁「国民経済計算年報」他による

(3) 需要項目別の見通し

①在庫調整は91年度末頃までには終了

景気の減速を反映して生産調整が行われてきたが、在庫の積み上がりは大きく(図－8)、今年度下期より全般的な在庫調整局面に入ると見込まれる。ただし、91年度末頃までには終了しよう。

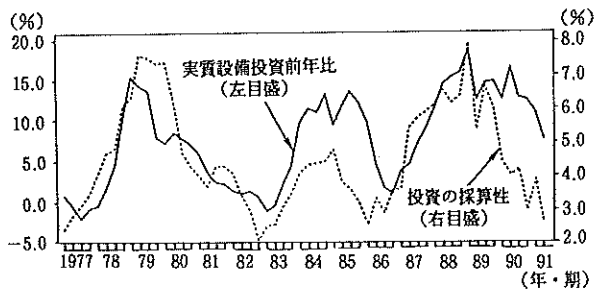
図－8 在庫循環の推移



②設備投資は大幅に鈍化

民間企業設備投資は、90年度まで3年連続15%程度の高水準の伸びを記録してきた。しかし、89年5月以降の金融引締めの影響や企業収益の減少傾向の下で、91年度は3.3%増へ大幅に鈍化し、92年度も1.6%と横這いの推移となろう。これまでの金利水準の上昇と収益率の低下による投資採算性の低下(図－9参照)、設備稼働率の低下から、今後、次第にストック調整の様相を増してくる公算が高い(図－10参照)。ただし、①最終需要の動向をみると、消費が依然底堅い伸びを維持するとみられることに加え、公共投資の景気下支え効果も予想されること、②設備投資自体についても、労働代替投資、研究開発投資といった独立投資が底堅い上に、金利低下の効果も見込まれること等から、設備投資の本格的なストック調整はなかろう。このため、設備投資の伸びが大幅なマイナスに転じ、景気が累積的な下降局面に入るといった事態は予想しにくい。

図-9 設備投資と採算性の推移

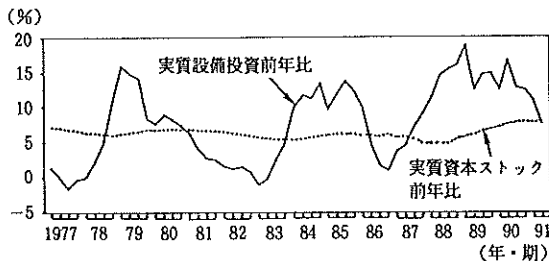


(注) 投資採算性 = 実物収益率 - 金利コスト

$$= \frac{\text{営業利益}}{\text{棚卸資産} + \text{有形固定資産}} \times 100 - \text{長期プライムレート}$$

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」他

図-10 設備投資と資本ストックの推移



(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」他

③住宅投資は下げ止まり

住宅投資は金融引締めの影響や地価・住宅価格の先安感が根強い中で、91年度下期まで前期比で減少が続く見込みだが、90年度下期以降の長期金利の低下等から92年度上期には底入れしよう。ただし、マンションを中心に在庫が高水準となっているほか、節税や資産運用目的の住宅需要が大きく冷え込んでいることから回復力は弱く、91年度の▲9.9%の大幅減少の後、92年度は1.6%と下げ止まり・ほぼ横這いにとどまろう。なお、新設住宅着工戸数は90年度の166万戸に対して、91、92年度ともに130万戸程度のレベルにとどまろう。

④民間消費は底堅い伸び

民間消費の伸びは92年度には3.0%と、91年度の3.4%から若干鈍化しよう。春闘賃上げ率の低下が見込まれることなどから、名目所得の伸びの低下が避けられないものの、他方で景気減速に

円高、原油価格の下落が加わり、消費者物価上昇率も低下することから、実質所得の落ち込み方は小さく、消費の底堅さが維持されよう。

(4) 物価～卸売物価は弱含み横這い、消費者物価は上昇率が低下

物価情勢は全般的にやや改善しよう。卸売物価(総合)は原油価格の低下や円高傾向、景気減速を映じた国内需給の緩和等から、91年度の▲0.6%、92年度は▲0.2%と弱含み横這いで推移しよう。

消費者物価も、卸売物価の安定や、穏やかながらも労働需給が緩和し、労働コスト面からの物価上昇圧力の後退が予想されること等から、92年度の上昇率は2.2%(91年度2.9%)に低下しよう。

(5) 国際収支～対外黒字は増加

①貿易黒字急拡大の主因は一時的な輸入増加要因の剥落

91年度に入り、貿易黒字は急速に拡大しており、91年度上期は季節調整済年率ベースで1,019億ドルと、90年度に比べて320億ドルの拡大となっている。しかし、これは主として90年度に見かけ上輸入を増加させ、黒字を縮小させていた以下の一時的、循環的要因の剥落によるところが大きい。

(一時的要因)

- ・金貯蓄に関わる国際収支ベースでの輸入の増加
- ・バブル発生に伴う絵画・高級車輸入の増加
- ・湾岸戦争による中近東向け輸出の減少

(循環的要因)

- ・国内需要の好調
- ・原油価格の上昇

日本の潜在的な内需成長率を4%、米国の潜在成長率を2.5%、日米を除いた実質世界輸入の潜在的な伸び率を3.6%（いずれの数値も80年代の平均伸び率）として、その下における日本の黒字を「構造的な貿易黒字」と定義して試算を行うと、85年のプラザ合意以降の輸出入構造の変化から、「構造的貿易黒字は、実質ベースで微減、名目ベースではほぼ横這い」にまで調整が進んでいる（表-12 および（脚注）を参照）。

表-12 日本の構造的貿易黒字

（前年比：%）

	構造変化前	構造変化後
米国向け実質輸出	7.4	4.0
その他向け実質輸出	6.5	2.9
実 質 輸 出 計	6.8	3.2
実 質 輸 入 計	3.6	3.2
構造的な実質貿易黒字	約 16	約 ▲2
構造的な名目貿易黒字	約 18	横這い

（注）・対米輸出とその他輸出の比率は29：71。
・輸出金額と輸入金額の比率は1.36：1（いずれも91/3Q実績）。
・名目貿易黒字の前提となるインフレ率は、輸出入ともに2%とした。
・なお、相対価格の影響は除外して試算を行った。

なお、上記の試算は、現在の黒字の水準そのものではなく、構造的貿易黒字の拡大スピードを示しているものである。今後、貿易黒字が名目ベ-

スで横這いということは、現在の黒字水準（91年7～9月期の1100億ドル＜季節調整済年率＞）を構造的貿易黒字と仮定すると、この水準が将来も続くということを意味している。

②92年度の貿易黒字は循環的要因でさらに拡大

91年度下期、92年度は、以下のような循環的な要因から、貿易黒字がさらに拡大しよう（表-13参照）。

- ①日本経済が一段と減速すること
- ②米国経済は、ほぼ潜在成長率のレベルに戻る方向にあり、黒字縮小効果（2.5%成長した場合に比べての効果）は小さくなる
- ③円高によるJカーブ効果が持続すること
- ④原油価格の下落が見込まれること

表-13 貿易黒字拡大の要因分解

（91年第3Q対比、億ドル・年率）

	91年 第3Q	91年度 下 期	92年度 上 期	92年度 下 期	92年度
国内景気減速	0	+48	+66	+80	+73
対米輸出増 輸入 減	0 0	+11 +37	+20 +45	+24 +56	+22 +51
米 国 景 気	0	▲12	▲12	▲9	▲11
Jカーブ効果	0	+56	+34	+59	+46
原油価格下落	0	▲10	+33	+27	+30
合 計	0	+82	+121	+157	+138

（注）プラスは黒字の拡大、マイナスは黒字の縮小を意味する

（脚注）構造的貿易黒字の試算についての前提

□対米輸出関数におけるパラメーター

期間	弾性値	所得	価格	内需
76/1Q-85/3Q		3.6	▲1.7	▲0.4
85/4Q-91/3Q		3.2	▲0.7	▲1.0
差		▲0.4	+1.0	▲0.6

□その他地域向け輸出関数におけるパラメーター

期間	弾性値	所得	価格
76/1Q-85/3Q		1.8	▲1.0
85/4Q-90/4Q		0.8	▲1.0
差		▲1.0	—

□日本輸入関数におけるパラメーター

期間	弾性値	内需	価格
76/1Q-85/3Q		0.9	▲0.3
85/4Q-91/3Q		1.3	▲0.2
差		+0.4	+0.1

（注）・輸出関数における所得要因には、対米は米国GNP、その他は日米を除く実質世界輸入を用いた。
・輸出相対価格における海外物価は、対米は米国の卸売物価指数、その他は日米を除く先進国輸出価格指数を用いた。

貿易収支の黒字は、91年度に1,080億ドルと、前年度の699億ドルから大幅に増加するが、92年度には黒字がさらに拡大し、1,260億ドルとなる。

経常収支の黒字は、旅行収支赤字が若干拡大する分、拡大幅が縮小するものの、91年度の820

億ドル（見込み）から92年度には950億ドルと、かなりの高水準となろう。

経常収支黒字の名目GNP比は、プラザ合意直後の86年度の4.4%程ではないものの、90年度の1.1%に対して、91年度2.4%、92年度2.5%と高まろう（表-14参照）。

表-14 国際収支の見通し

(単位、億ドル・年率)

	90年度 実績	91年度 見込	上期	下期	92年度 予測	上期	下期
経常収支 (対名目GNP比、%)	337 (1.1)	820 (2.4)	762 (2.3)	870 (2.4)	950 (2.5)	910 (2.5)	980 (2.6)
貿易収支	699	1,080	1,019	1,140	1,260	1,220	1,300
輸出 (前年比、%)	2,899 (8.1)	3,070 (5.8)	2,983 (9.5)	3,170 (2.6)	3,380 (10.0)	3,290 (10.2)	3,480 (9.8)
輸入 (前年比、%)	2,200 (11.1)	2,000 (▲9.5)	1,964 (▲7.1)	2,030 (▲11.3)	2,120 (6.4)	2,070 (5.3)	2,180 (7.4)
貿易外収支	▲225	▲200	▲201	▲210	▲250	▲250	▲260
移転収支	▲136	▲60	▲54	▲60	▲60	▲60	▲60

(注) 予測数値は億ドル単位で四捨五入
(出所) 日銀「国際収支統計月報」

(6) 為替相場

為替相場をみると、91年2月末に湾岸戦争が終結し、米国景気の回復期待等からドル高円安となり、9月上旬まで130円/ドル台後半を中心とするボックス圏が続いた。その後、米国の景気回復力の弱さ・追加的な金融緩和、日本の対外黒字の拡大傾向などからドル安円高方向で水準訂正し、130円/ドル近辺の推移となっている（図-11）。

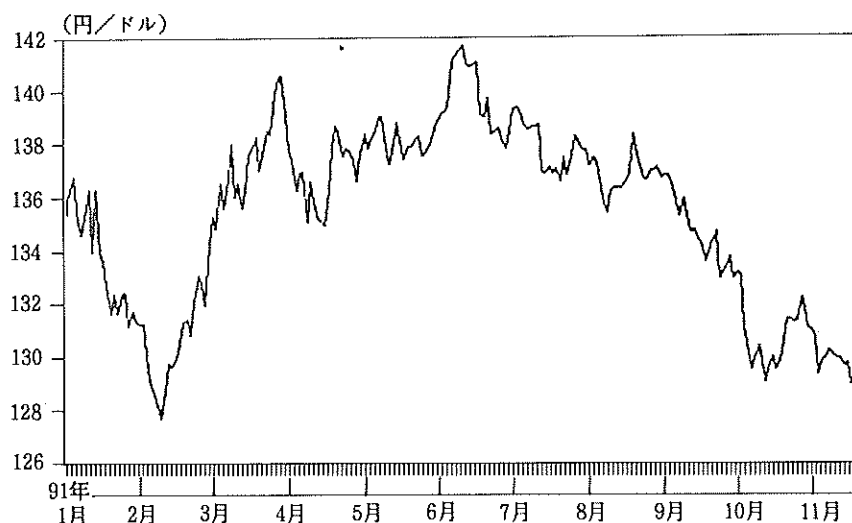
こうした状況の下、91年度下期についてみると、①米国景気の回復の遅れと一段の米国金融緩和予想、他方では日本の景気減速傾向の強まりと第3次利下げ予想、②日本の対外黒字の拡大傾向と米国の対外赤字の過去に比しての小ささ、などが拮抗し引き続き130円/ドル近辺の展開と予想している。91年度は平均で134円/ドルと、90

年度の141円/ドルよりドル安円高を見込んでいる。

92年度は平均で130円/ドルと、91年度の同134円/ドルに対して、小幅のドル安円高を想定した。上期には日本の景気に力強さがみられない一方で、米国景気に底堅さが増し、金利の下げ止まり感も強まること、などを背景に小幅のドル高円安傾向（平均133円/ドル）を想定している。一方、下期に関しては日本の対外黒字の拡大趨勢を考慮し、ドル安円高傾向（同128円/ドル）を見込んでいる。

なお、上記の想定を増幅する要因としては、米国の景気回復が遅れる一方、日本の対外黒字が一段と拡大するような場合に、ドル安円高が加速される可能性があり、注視を要しよう。

図-11 円ドルレートの推移



(7) 金融・財政政策

物価情勢全般の改善が予想される中で、設備投資の不振を中心とする景気の大きな落ち込みを避けるため、91年度末頃までに公定歩合の第3次引下げ（5.0%→4.5%）がなされよう。その後、92年度については、①92年度上期末頃までに景気の調整局面の終了が見込まれること、さらに、②海外景気も回復が予想されること、③過去の超金融緩和に起因するバブル発生の経験——等から、公定歩合は横這いの推移が見込まれる。

長期債レートは第3次公定歩合引下げを織り込んでいる面が強く、低下幅は小幅にとどまり、92年度はおおむね強含み横這いの推移となろう。

また、景気の底割れを避けるため、公共投資のやや高め伸び、工事の契約・執行の前倒しが見込まれよう。公共投資の伸び率については、①過去の財政出動時のような強い不況感が想定されないこと、②景気減速による税収の伸び悩み等、財政の収支状況が良好とはいえないこと、③やや改善は見込まれるものの、労働需給逼迫の下で物価上昇圧力は根強いこと等から、小幅のアップを見込み、名目の公的固定資本形成の伸びを91年度7.0%、92年度8.4%と想定している。

おわりに

ソ連問題他課題が山積している世界経済の中にあって、各国間の政策協調が不可欠であろう。また、わが国の世界との関わり合いにおいては、経済的プレゼンスの向上に伴う責任の増大を銘記すべきであろう。ガット・ウルグアイ・ラウンドの交渉が難航する中では、こうした見地からの国内市場開放に向けての努力が必要となろうし、アジア圏を始めとする発展途上の国々、ソ連・東欧などの再生途上の国々等との間では、直接投資や経済援助に限定されない多角的な国際関係の構築が求められることとなろう。

国内的には、調整局面での予想以上のダウンサイド・リスクの可能性も否定できず、機動的かつ弾力的な財政・金融政策の対応が求められよう。財政面に関しては、単に景気底割れの回避を目指すのではなく、来るべき21世紀を視野にとらえた社会資本整備との整合性を持つ対応が要請されよう。