

## 1992年度改定及び1993年度経済見通し

経済調査部

### 〈要 旨〉

昨年12月2日に「92年度経済見通し」を策定したが、今般その後の状況を踏まえ、92年度改定と93年度予測を行った。内外経済の基本的見方に変更はない。実質成長率の見通しは米国は前回と同一、ドイツと英国は小幅の下方改定である。92年度の日本経済は内需を下方修正したが、外需を上方修正しており、実質GNP成長率としては前回見通しと同じ3.0%である。

#### I. 海外経済

- (1)原油価格はリビアの国連制裁問題、CISの輸出動向が引き続き不透明な中、世界景気の回復傾向が明確化し、OPECの稼働率も高水準を続けるとみられることから強含みとなろう。日本の通関入着価格(ドル/バレル)で、91年度18.8ドル(実績)が92年度19.0ドル、93年度20.3ドルと見込んだ。
- (2)米国経済は91年4～8月頃にかけて拡大の兆しを見せたものの、湾岸戦争終結に伴う一時的な現象であった。その後追加された大幅利下げの効果等もあり、景気は92年1月に底入れしたとみられる。実質成長率は91年のマイナス(実績▲0.7%)から、92年は住宅投資の高水準の伸びと消費の回復により1.9%のプラスに転換し、93年は設備投資の拡大等も加わり、2.8%に高まろう。今後、「バランスシート再構築が進む中、緩やかな回復」が続こう。なお、93年の成長率は潜在成長率(2.5%程度)をわずかに上回るが、実質長期金利の高止まり、負債比率の水準自体の高さ等の構造的要因から、従来の回復期に比べ力強さに欠けよう。
- (3)欧州では、ドイツ(旧西独)は91年春頃から景気減速が続いてきた。しかし、92年下期には特別所得税(1年間)の終了等により、景気は回復に向かい、93年も緩やかな拡大が続こう。実質成長率は91年の3.2%(実績)に対して92年1.5%、93年2.4%と予測される。

次に、英国経済では、景気後退は既に戦後最長となっているが、累積的利下げの効果、総選挙での保守党勝利に伴う消費者心理改善等から、景気は92年春に回復に転じ、93年も回復基調が続こう。実質成長率は91年のマイナス(実績▲2.2%)が92年は0.9%のプラスに転換し、93年は2.5%となろう。

※要旨および以下の本文中で、特に断りのない限り、92・93年度は当研究所の予測値である。  
また、当予測は1992年6月10日に発表したものである。

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

なお、当予測の策定に当たっては、当研究所ニューヨーク事務所の熊坂首席研究員、勞研究員の協力を得た。

## II. 日本経済

(1)景気は91年1-3月期に「山」を付けたとみられる。現在、景気の調整局面が続いているが、①金利低下効果等による住宅、非製造業設備投資の回復の兆し、②緊急経済対策（92年3月末）の下支え効果、③海外景気の回復傾向に基づく輸出環境改善、④在庫調整進展による減産圧力緩和一から、景気は「92年7-9月期頃には底入れし、下期は回復に向かい、93年度も回復が続く」と予測される。実質成長率は「91年度の3.4%（実績見込み）から92年度は3.0%に低下し、93年度は3.7%に高まる」とみられる。

景気後退の「長期化、深刻化」はないと判断したのは以下の点による。

### ①バブル経済崩壊の影響は限定的

逆資産効果等の実体経済への直接的影響に関しては、株価下落の反面、金利も大幅に低下しており、総合効果をみるのが妥当。試算によればネットの影響は91年度がマイナスのピークで93年度はほぼゼロに軽減（今後の株価18000円程度、公定歩合3.75%の下での基礎研短期マクロモデルによる試算）。また、金融機関貸出行動を通じた間接的影響に関しては、18000円程度の株価であれば、当面の金融機関の貸出が著しく抑制されることはない。

### ②雇用調整への波及の可能性は小

長期的な労働力不足傾向等から、全般的な雇用調整に至る可能性は小さい。

### ③設備投資ストックの調整は軽度

企業の期待成長率は下方屈折していない、労働代替投資のニーズは高い一等から軽い調整で終わろう。

### ④在庫調整進展で生産は下期に回復へ

(2)経常収支黒字は海外景気回復等による輸出の2ケタの伸びと内需低調による輸入の低い伸び等から、92年度は1100億ドルと過去最高に拡大しよう（過去ピークは86年度941億ドル。91年度は901億ドル）。93年度は円高、内需回復から経常黒字は頭打ちとなるが、引き続き1000億ドルを上回ろう。名目GNP比は91年度2.6%、92年度3.0%、93年度2.6%と高めで推移しよう（過去ピークは86年度4.4%、直近ボトムは90年度1.1%）。

(3)円ドルレートは、当上期は米国景気回復の着実化、日本の景気後退局面の持続等から130円近辺で推移するが、下期、来年度については日本の景気回復、高水準の対外黒字等を背景に円高方向が予想される。92年度平均は129円、93年度は121円を見込んだ。公定歩合は、水準の低さ、景気の底入れ方向、財政面での追加補正からみて、現行3.75%で92、93年度とも横這いとみた。

政策的には、今後の日本の景気回復を着実化するため、公共投資の追加補正が望まれる。景気の回復が、バブル清算・不良債権問題克服の基礎条件であろう。また、現在、日本の各種システムの見直しが迫られている。従来以上に中長期的ビジョンの確立と政治面でのリーダーシップの発揮が求められているといえよう。

はじめに

昨年12月2日に「92年度経済見通し」を策定した後、日本では住宅着工の反転上昇等の明るい材料も出てきたが、全般的には在庫調整の本格化、株価の下落、企業収益の下方修正一等から、景気後退色が強まり、景況感も悪化した。そうした中、二度の利下げが実施され、公共事業の前倒し等を内容とする緊急経済対策も決定された。一方、海外においては、ドイツは景気の減速状況が続いているが、米国は累積的な金融緩和の効果から景気回復傾向が明確化しており、英国も景気は回復に転じてきている。

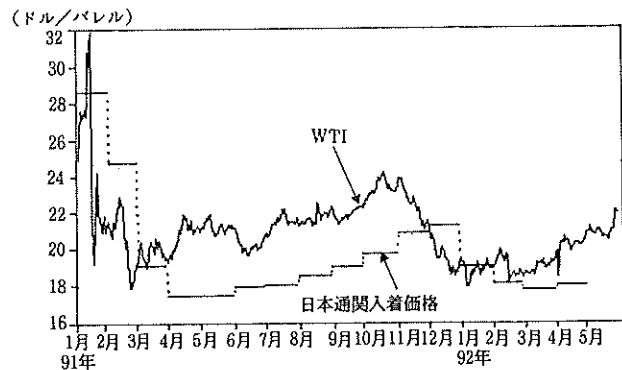
以下はこうした最近の状況を踏まえ、92年度見通しを改定するとともに93年度の予測を行ったものである。92年度に関しては、日本、米国、ドイツ、英国のいずれも基本的な見方に変更はないが、実質成長率について所要の修正を行った。日本の実質成長率は内需を弱めに、外需を強めに修正した結果、前回見通しと同一となっている。米国は統計基準の改定がなされ、単純比較が困難であるものの、実質成長率は日本同様、前回見通しと同じである。なお、ドイツと英国については下方修正している。

## I. 海外経済

### 1. 原油価格～強含み安定基調

原油価格は、旧ソ連原油の生産・輸出減少懸念の後退、イラク原油の輸出再開期待等から需給引き締め感が後退したため、91年11月以降下落した。今年の3月中旬以降は、国連によるリビア制裁決議をめぐる動き等が新たな要因となり、強含み基調へ転じた。さらに、5月21日のOPEC総会での生産枠に関する合意内容も現状の生産量を追認する程度のものにとどまり、本格的な増産

図-1 原油価格の推移



(出所) ニューヨーク商業取引所、大蔵省「外国貿易概況」

を決議するには到らなかったことから、価格は依然強含み基調で推移している(図-1)。

今後については、前回見通し(「92年度経済見通し」(91.12.2))では、需給緩和で弱含み基調のため92年度平均で17ドル(日本の通関入着価格ベース、バレル当たり)とみていたが、最近の価格動向を考慮し、19ドルに上方修正した。

また、93年度については、引き続きリビアからの石油輸入停止懸念、CISの石油生産の減少懸念が残る中で、①世界景気回復の本格化、②OPECの原油生産稼働率(イラク除きベース)が能力増強を見込んでも依然高水準を維持するとみられることから、20ドル強(20.3ドル)に強含むと想定している。

なお、今後の原油価格動向に関するリスク・シナリオとして、現時点では表-1のものが考えられる。

表-1 92~93年度にかけてのリスク・シナリオ

◆政治体制の動揺等によるCISの原油生産量の予想外の減少、国連制裁によるリビア原油の輸入停止といった供給量の減少による価格上昇シナリオ。
◆サウジ等OPECが、EC主唱の炭素税導入を牽制するために原油価格を高め誘導する価格上昇シナリオ。
◆ロシア共和国の国内エネルギー価格自由化による価格上昇の結果、ロシア国内の石油需要の後退、石油増産意欲の高まり等を背景とした「ロシア石油輸出量増大⇒国際石油需給緩和」の価格下落シナリオ。 一ただし、国内体制混乱等による自由化実施の遅れ等、不確定要因が多い。

2. 米国経済～バランスシート再構築が進展する中、緩やかながら持続的な回復へ

(1) 今回リセッションの特徴と景気の「谷」

今回のリセッションは、循環的要因（長期間の景気拡大と87年以降の金融引き締め）に加え、一時的な特殊要因（湾岸戦争の勃発と終結）によって攪乱された側面も強く、また、過去のリセッション局面とは違った構造的要因（金融システムの不安と各経済主体のバランスシートの悪化）が大きく影響したものと考えられる。

91年4～8月頃にみられた回復の兆しは、循環的要因によるものではなく、湾岸戦争終結後のユーフォリア（実体を伴わない消費者や企業マインドの上昇）によってもたらされた、一時的なものであった。現時点では、湾岸要因は既に剥落しており、91年下期の大幅な金融緩和や在庫調整の進展等、循環的要因からみた景気回復の条件が顕在化しつつある。

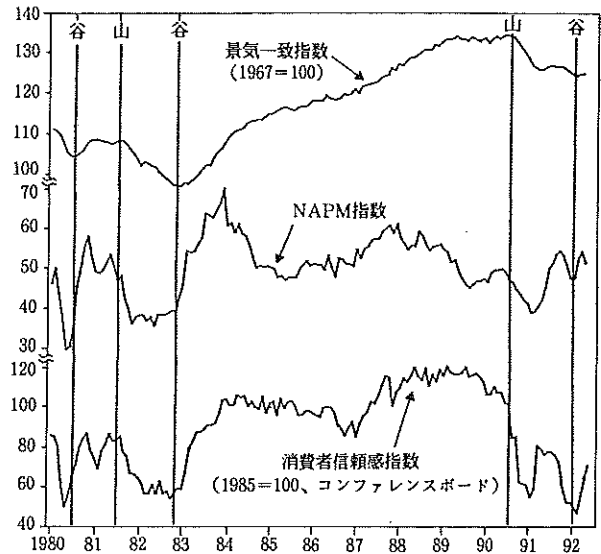
なお、今回の景気の「谷」は92年1月となる可能性が高く（図-2）、リセッションの期間は戦後9回のうち、「最も長く（18カ月）」、深さは「60年に次いで浅い（▲0.1%）」ものとなる公算が高い。

（注）景気の「谷」に関するNBER（全米経済研究所）の正式判定はまだなされていない。91年5月を「谷」とする説もあるが、91年4～8月頃の回復は景気一致指数等からみて、一時的なものであったとの判断から、ここでは92年1月を今回の「谷」としている。

92、93年には、金融システムの安定化やバランスシートの改善傾向がより明確になるとみられ、「バランスシート再構築が進展する中、緩やかながらも景気は持続的な回復」となろう。

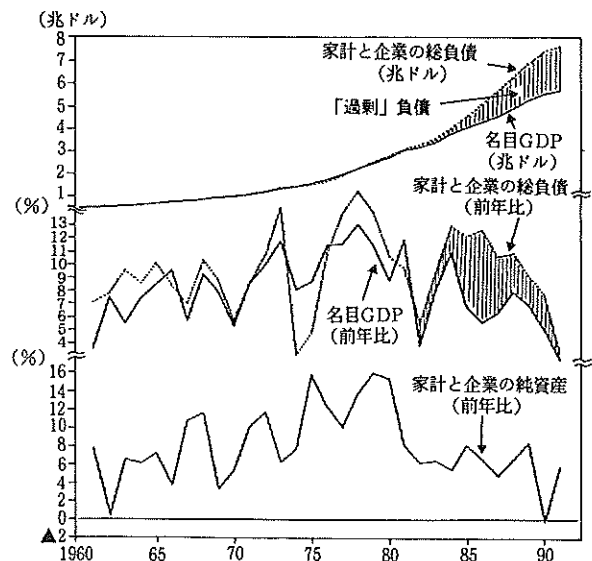
企業と家計の負債は80年代半ば以降急激に増加し、「過剰」負債（ここでは名目GDPを上回る負債額と定義）は、91年で約2兆ドルにも達している。こうした負債急増のツケが今回の景気後退の構造要因となった訳であるが、負債自体の伸びは90、91年と大幅に低下しており、①家計

図-2 景気一致指数・NAPM指数・消費者信頼感指数の推移



（出所）米国商務省“Survey of Current Business”他

図-3 民間部門の負債と資産動向



（注）①「過剰」負債の定義は、Federal Reserve Bank of New York “Annual Report 1991”に従い、名目GDPの水準を上回る総負債の額とした。なお64～84年までの総負債/名目GDP比の平均は1.009  
②純資産＝総資産（有形資産＋金融資産）－総負債

（出所）①Board of Governors of the Federal Reserve System “Balance Sheets For the U.S. Economy”  
②Federal Reserve Bank of New York “Annual Report 1991”

部門（消費者信用やモーゲージローン等）、②企業部門（銀行借入やCP等）のバランスシートの再構築は進展を見せ始めている（図-3）。

負債と景気の関係は多面的であるが、負債軽減に向けた動きは長期的には景気回復を支える方向に作用しよう。なお、家計と企業の純資産の伸びは、90年には60年代以来の最低水準まで落ち込んだ後、91年には再び上昇に転じている。

## (2) 前回見通しからの主な修正点

前回見通し策定後、①景気は「底這い⇒緩やかな回復」、②物価は「安定基調」、③金利は「ボトム圏⇒緩やかな上昇」と、概ね、見通し通りに推移している。今回は直近の実績値を踏まえるとともに、予測の前提条件の修正（原油価格は高めに、為替はドル安に）・国民所得統計の基準改定（82年価格⇒87年価格へ、GNP⇒GDPベースへ）等も反映した。

92年については、前回見通しと比べ基本認識やシナリオに大きな変更はない。ただし、個人消費と純輸出を上方修正、設備投資を下方修正したが、実質成長率、物価、国際収支ともほぼ前回と同様の結果となった。92年の主な修正点は以下の通りである。①金利は、政策金利を低め（92年末の公定歩合は前回4.5%⇒今回4.0%）に修正したが、市場金利は長短とも緩やかに上昇するとの見方に変更はない。②財政収支は、預金保険関係の支出が抑制されていることを主因に、赤字額を縮小（92会計年度の前回▲3680億ドル⇒今回▲3550億ドル）した（表-2）。

表-2 米国経済見通し

（上段は前期比年率%、下段は前年同期比%）

	90年 実績	91年 実績	92年 予測	（四半期系列）				（上下期系列）		93年 予測	92年 前予測
				1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期		
実質国内総支出	1.0	▲0.7	1.9	2.4 1.5	2.3 1.7	2.9 2.0	2.6 2.6	1.9 1.6	2.7 2.3	2.8	1.9
個人消費	1.2	▲0.1	2.3	5.4 2.3	0.9 2.1	2.2 2.1	2.7 2.8	2.9 2.2	2.0 2.4	2.6	1.7
設備投資	1.2	▲6.6	0.5	1.7 ▲2.2	1.5 ▲1.0	7.0 1.6	4.8 3.7	0.3 ▲1.6	5.1 2.7	5.2	4.0
住宅投資	▲8.7	▲10.4	7.9	8.4 8.6	5.0 9.1	4.6 7.5	8.1 6.5	8.5 8.9	5.6 7.0	6.1	8.1
政府支出	3.2	0.9	▲0.7	3.1 ▲1.5	▲0.4 ▲1.6	0.7 ▲0.6	▲0.6 0.7	0.0 ▲1.5	0.1 0.1	0.5	▲0.7
在庫増減*	2 ▲0.7	▲139 ▲0.3	32 0.3	▲184 ▲2.2	28 1.7	127 0.8	158 0.3	▲78 ▲0.5	143 0.9	167 0.3	32 0.5
純輸出*	▲513 0.5	▲208 0.6	▲282 ▲0.1	▲223 0.3	▲263 ▲0.3	▲315 ▲0.4	▲328 ▲0.1	▲243 0.1	▲321 ▲0.3	▲352 ▲0.1	▲359 ▲0.4
輸出等	7.7	6.4	5.0	▲0.9 8.6	2.6 4.6	4.8 4.0	5.6 3.0	2.5 6.6	4.5 3.5	5.9	2.8
輸入等	2.2	0.3	6.2	▲0.2 9.0	5.4 7.0	8.2 3.8	6.2 4.9	1.7 8.0	7.0 4.4	6.8	5.3
鉱工業生産指数	1.0	▲1.9	1.7	▲3.1 1.2	5.0 1.9	4.0 1.2	4.5 2.5	▲0.5 1.6	4.3 1.9	4.4	3.1
失業率	5.5	6.8	7.1	7.2	7.2	7.1	6.9	7.2	7.0	6.8	6.9
消費者物価総合	5.4	4.2	3.2	2.8 2.9	3.3 3.1	3.9 3.4	3.9 3.5	3.1 3.0	3.7 3.4	3.8	3.2
貿易収支 \$	▲1,089	▲734	▲780	▲700	▲750	▲810	▲860	▲725	▲835	▲1,010	▲790
経常収支 \$	▲921	▲86	▲620	▲500	▲580	▲670	▲730	▲540	▲700	▲910	▲650
財政収支	▲2,205	▲2,695	▲3,550	▲840	▲1,160	▲625	▲1,025	▲2,000	▲1,550	▲3,420	▲3,680
公定歩合	7.0	3.5	4.0	3.5	3.5	3.5	4.0	3.5	4.0	5.0	4.5

(注) ①92年の前予測値は、82年価格のGNPベース

②92年1QのGDP伸び率は実績値（暫定値）

③\*項目の在庫増減と純輸出は87年価格、年率、億ドル、下段は前期比年率寄与度

④失業率は期中、または年平均水準、%

⑤#項目の貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル

⑥連邦財政収支は統合予算ベース、上下期・年は会計年度ベース（前年10月～当年9月）、億ドル

⑦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

(3) 92・93年の見通し

i) 景気～92・93年とも緩やかながら持続的な回復へ

足もとの景気は底這い状況から緩やかな回復へ向かっている。92年の実質 GDP 成長率は91年のマイナス成長(▲0.7%)からプラスに転じるが、1.9%の低い伸びにとどまろう。ただし、上下期ベースでは、上期が前期比年率1.9%、下期が同2.7%と、下期の成長率が高まろう。

今回の見通しでは、以下の要因により、設備投資、純輸出を中心に修正を行った。設備投資は、金利は大幅に低下したものの、企業のリスストラクチャリングの進行などを勘案し、下方修正(前回4.0%⇒今回0.5%)。

純輸出は、①海外景気の回復傾向、②実効為替でみた小幅ドル安(MORGAN INDEXの名目ベース、91年▲1.2%)等の要因に加え、中南米・アジア・中東向け輸出が堅調なことを勘案して、主に「輸出等」中の商品輸出を上方修正(「純輸出」は前回▲359億ドル⇒今回▲282億ドル、寄与度は前回▲0.4%⇒今回▲0.1%)。

92年の景気は、緩やかながらも持続的な回復となろう。その理由は、バランスシート再構築が進行する中、①金融緩和による投資刺激効果の浸透(住宅投資と設備投資)、②企業収益の改善(設備投資)、③消費者センチメントの好転(個人消費と住宅投資)、④在庫の小幅積み増し(在庫投資)、⑤輸出の堅調(純輸出)等が予想されるためである。

93年の景気は、住宅投資がやや高めの伸びを維持する中で、個人消費は底堅く推移し、設備投資の伸びも高まることから、持続的な回復傾向が続くと予想される。ただし、バランスシートの制約、実質長期金利高等の構造的な成長制約要因により従来の平均的な回復局面のような力強い回復は見込みにくい。実質 GDP 成長率は2.8%と米国の潜在成長率とされる2.5%前後をわずかに上回る程度にとどまろう。

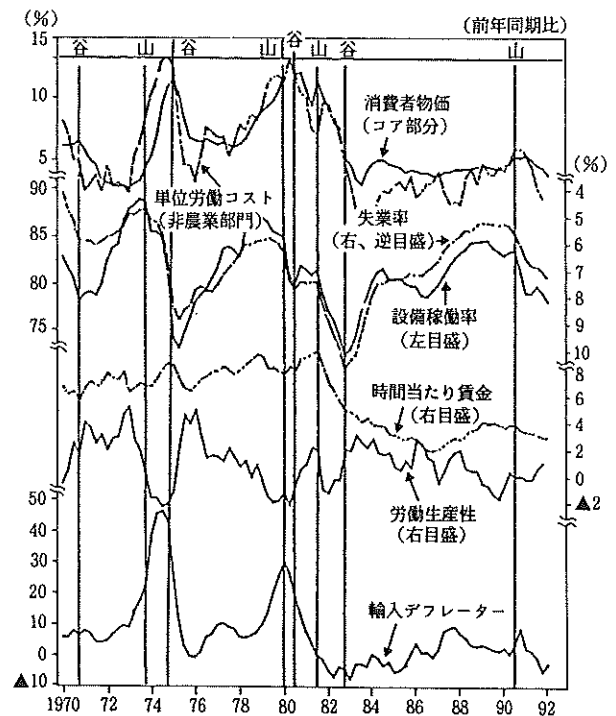
ii) 物価～当面安定基調

92年下期から緩やかな上昇へ

92年の消費者物価上昇率は3.2%(91年実績4.2%)と年平均ベースとしては86年の1.9%(82年～89年の平均は4.0%)以来の低さとなろう。今回の予測では、前回より生産と雇用が低調である反面、原油高とドル安による輸入物価の上昇を見込んでいる。上下期ベースでは上期が前期比年率3.1%、下期が同3.7%と、下期にかけてインフレ率の緩やかな上昇が予想される。その後も、景気回復が持続し、労働コスト等も上昇する中、ほぼ同テンポのインフレ率が続くことから、93年の消費者物価上昇率は3.8%となろう(図-4)。

ただし、以下の点から大幅な物価上昇はないとみられる。①生産性の上昇が見込まれる中、労働コストの上昇率は低水準で推移するとみられること、②景気回復力は弱く、今後、急速な失業率の低下、設備稼働率の上昇は考えにくいこと、③マネーサプライの急激な伸びは考えにくいこと、等である。

図-4 物価を取り巻く環境



(注) 単位はすべて%  
設備稼働率、失業率は水準  
(出所) 米国労働省“Monthly Labor Review”他

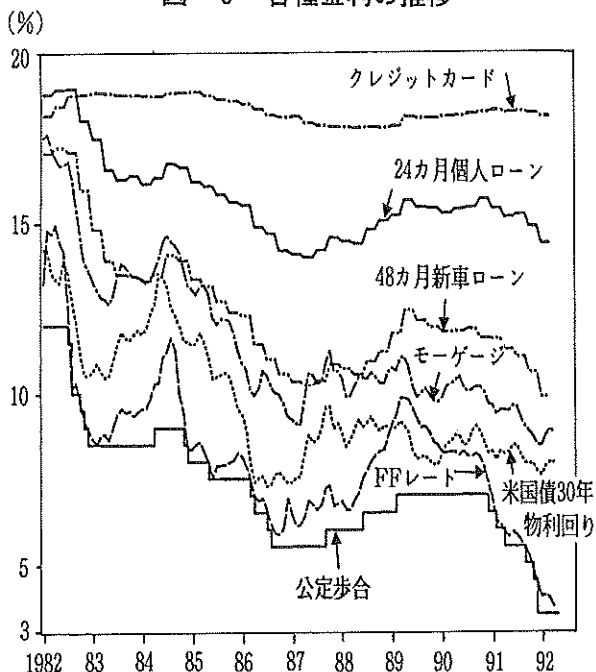
### iii) 金融政策・金利動向～92年末にかけ予防的 利上げに

FRBは91年中、5回の公定歩合引下げを実施した。現在、公定歩合は3.5%と64年以來の低水準にある。当面は、景気が緩やかな回復基調にあり、物価も安定基調にあるため、FRBの基本的な政策スタンスは現状維持、政策金利は現行水準横這いで推移しよう(図-5)。

92年末に向けては、景気回復が確認されるほか、インフレ率の上昇、マネーサプライの伸びも緩やかに高まると予想されるため、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(公定歩合は92年末に0.5%引き上げられ、3.5%⇒4.0%を見込んだ)。

長期債レートは、今後の景気回復、インフレ率、政策金利の動向、膨大な財政赤字を背景とする需給懸念をも考え合わせると、92年1-3月期がボトム圏であったと判断される。今後、もみ合いながら緩やかに上昇しよう。

図-5 各種金利の推移



(出所) "Federal Reserve Bulletin"

ただし、①予想以上の景気急回復、②急ピッチなインフレ率の悪化、③マネーサプライの急増、④ドルの急落、⑤本格的金融引き締めへの転換、等はいずれも考えにくく、市場金利が急上昇する可能性は小さい。当面の相場動向に関しては、8月の四半期入札と、後述の議会における「財政均衡化を義務付ける憲法修正案」の審議が短期的な相場変動の要因となる可能性があり、注意が必要である。

93年の金融政策は、景気の持続的な回復、物価上昇率の緩やかな上昇、巨額な財政赤字の持続(憲法修正案が成立しても93年中の財政赤字削減は難しいため)等から、政策金利、市場金利とも緩やかな上昇傾向が続こう。93年末の公定歩合は5.0%(92年末4.0%)を見込んだ。

### iv) 国際収支～赤字は拡大傾向へ

92年の貿易赤字は780億ドル(91年の実績は734億ドル)と、ほぼ前回見通し(790億ドル)並みの赤字幅が見込まれる。ただし、91年との比較では、景気回復に伴う輸入の増加を主因に、赤字は拡大しよう。対名目GDP比では、91・92年とも1.3%と横這いとなろう。

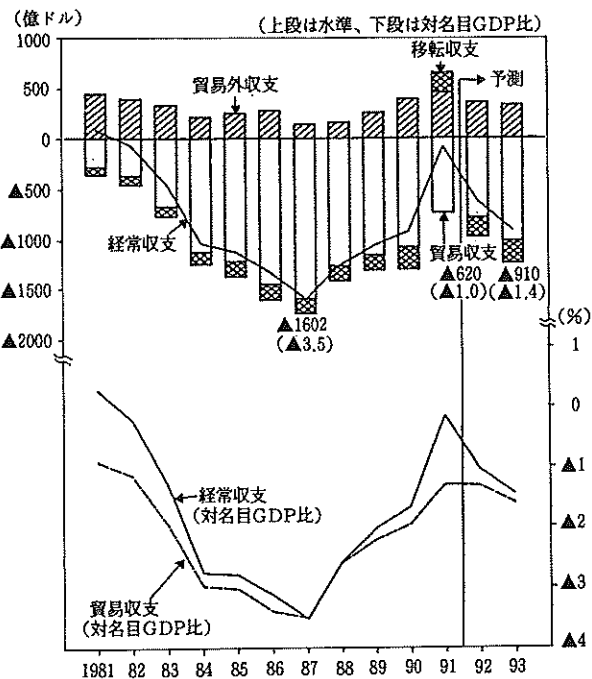
92年の経常赤字は、620億ドル(91年実績は86億ドル)と前回見通し(650億ドル)と比べやや赤字幅が縮小する見込みである。これは主に、前回より貿易収支が若干改善し、貿易外収支の黒字縮小テンポが小幅にとどまるためである。対名目GDP比では、92年1.0%となろう。91年の実績と比較した92年の経常赤字は大幅な拡大となるものの、大半は特殊要因(91年に湾岸支援金の受け取り、約440億ドルがあったこと)による見かけ上のもので、実質的な赤字拡大は小幅にとどまろう。

93年の貿易赤字は1010億ドル(対名目GDP比で1.6%)と、90年の1089億ドル、対名目GDP比2.0%並みの高水準となろう。これは主として、92年後半からの大幅なドル安が93年中

の輸出拡大に与える影響以上に、景気回復による輸入増や原油高が大きく影響するためである。93年の経常収支は、貿易収支の悪化を主因に、赤字額は910億ドル（対名目GDP比1.4%）に拡大しよう（図-6）。

こうしたことから、93年には対外不均衡是正に向けた調整圧力の高まりが予想されよう。

図-6 国際収支の動向



(注) 図中の数値は経常収支額、カッコ内は対名目GDP比 (出所) 米商務省“Survey of Current Business”他

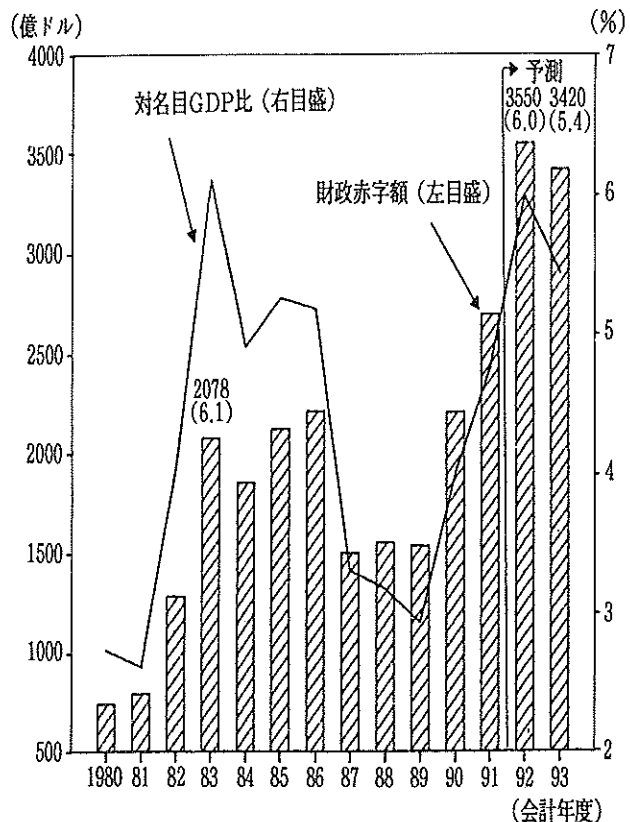
v) 財政収支～92年度は史上最高の赤字額、93年度も高水準

92年度（91年10月～92年9月）連邦財政赤字は、前回見通しの3680億ドルを下回り、3550億ドル程度となろう（名目GDP比は6.0%）。財政赤字が前回見通しより縮小するとみられる主因は、議会がS&L救済に必要な追加財政支出を否決したため、RTC（整理信託公社）の活動が事実上停止しており、預金保険支出が抑制されていることによるものである（図-7）。

なお、注目される国防予算については、一部で論議されていたような大幅な削減にはならず、ブッシュ政権が提案した額（2910億ドル）に近い水準で落ち着きそうであるため、今回の改定見通しでは中立要因と想定した。また、ブッシュ政権が92年1月末に提案した財政による景気刺激策のうち、キャピタルゲイン減税等、議会の承認を必要とするものについては、実現の可能性は小さいとみられ、同様に今回の見通しでは織り込んでいない。

93年度は、3420億ドル（名目GDP比は5.4%）と92年度よりはやや縮小するが、高水準の赤字が続こう。これは、景気回復に伴い税収増が予想されるものの、S&L関係支出が多額とみられることによる。

図-7 米国連邦財政赤字の推移



(注) 図中の数値は財政赤字額、カッコ内は対名目GDP比 (出所) 米財務省“Treasury Bulletin”他



このところ、「財政均衡化を義務付ける憲法修正案」が議論に上っている。この修正案は、上下両院の2/3以上の賛成と全米50州のうち38州以上の批准が必要とされており、現時点では6月中の上下両院通過の可能性が高まっている。ただし、①州議会の批准までに7年間の猶予期間がある、②預金保険支出や社会保障基金を財政赤字に含むか否か不明確である、③現実的な削減方法（支出削減、増税）も明確ではない等、不透明な点が多い。したがって、同修正案がすぐに実施される可能性は低いとみられ、この点も上記見直しには反映していない。

### 3. 欧州経済～景気は回復基調へ

欧州経済は、緩やかな景気回復に向かおう。ドイツ（旧西独）では、91年春から、両独通貨統合で加速した景気拡大テンポが通常のスピードに戻っていく「調整局面」が続いている。92年下期には景気は回復に転じ、93年中は緩やかな景

気回復基調が持続しよう。イギリスでは、90年末から始まったリセッションは既に戦後最長となったが、92年春には景気は回復に向かい、93年も緩やかな回復傾向を辿ろう。

#### (1) ドイツ経済

##### i) 景気（旧西独）

～92年下期から景気は回復へ

92年の旧西独の実質GNP成長率は、国内の金融引き締め強化（91年12月に公定歩合を7.5%⇒8.0%、ロンバード・レートを9.25%⇒9.75%へ引き上げ）、世界経済の回復の遅れ一等の影響を考慮して、当初見通しの1.9%から1.5%に下方修正した。

92年上期の成長率は低めにとどまろう。92年1-3月期の実質GNPは、例年より休日が少ないことや暖冬などの特殊要因により、前期比年率7.3%の高成長となったが、4-6月期には、この反動から前期比マイナスとなる見込みである。

表-3 ドイツ経済見直し

（上段は前期比年率%、下段は前年同期比%）

	90年 実績	91年 実績	92年 予測	（上下期系列）		93年 予測	92年 前 予測
				上期	下期		
実質国内総支出	4.7	3.2	1.5	2.1 0.4	3.3 2.7	2.4	1.9
個人消費	4.6	2.5	1.7	3.3 ▲0.0	3.6 3.4	2.4	2.5
政府消費	2.1	0.8	1.8	1.9 1.8	1.5 1.7	1.3	2.0
固定資本形成	9.3	6.7	0.8	4.9 ▲0.7	▲0.0 2.4	3.0	2.7
設備投資	13.4	9.3	0.1	1.7 ▲3.5	6.1 3.9	4.3	4.0
建設投資	5.7	4.3	1.6	8.1 2.1	▲5.6 1.0	1.7	1.5
輸出等	11.5	12.1	3.9	2.3 4.5	4.5 3.4	5.6	6.3
輸入等	12.2	12.4	4.2	3.3 4.8	4.1 3.6	5.4	6.6
経常収支（億マルク）	760	▲336	▲180	▲110	▲70	▲50	▲180
消費者物価	2.7	3.5	4.0	4.4	3.5	3.5	4.1
公定歩合	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.5	7.5

（注）・経常収支は統一ドイツベース、その他は全て旧西独ベース  
 ・消費者物価は生計費、前年比、%  
 ・公定歩合は期末値、%

（出所）実績についてはドイツ連銀資料

92年下期には、①個人消費の伸び、②世界経済の回復に伴う輸出の拡大を主因として、景気は回復傾向に向かおう。個人消費の伸びの背景としては、(a)91年7月に導入された所得税増税の終了、(b)93年1月からのVAT（付加価値税）の税率引き上げ（14%⇒15%）を前にした駆け込み需要一等があげられる。

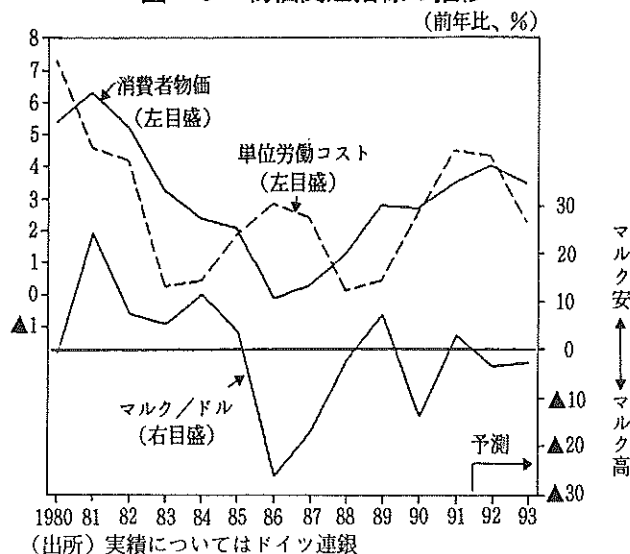
93年は、①景気回復に伴う設備投資の回復等もあり、内需が引き続き堅調に推移すること、②世界経済が明るさを増す中で、安定した輸出増が見込まれること一等から、回復基調が持続しよう。

### ii) 物価（旧西独）～インフレ圧力が緩和し、物価上昇率は鈍化へ

92年の消費者物価上昇率は4.0%と91年（3.5%）より加速し、82年以来の高さとなろう。これは、景気が減速する中、高率の賃上げが続き（91年6.7%〔ドイツ連銀〕、92年5.5%〔当研究所見込み〕）、労働コスト面からの物価上昇圧力が強まっていることが主因である。ただし、92年下期には景気回復に伴う労働生産性の改善から、インフレ圧力は緩和に向かおう。また、92年7月には、91年7月の間接税増税による見掛け上の底上げ効果が一巡することから、消費者物価は前年比で約0.8%低下することが見込まれる。

93年には、賃金上昇率の低下（4%と想定）から、インフレ圧力はさらに緩和しよう。93年1月のVAT税率引き上げというテクニカルな物価上昇要因（消費者物価を0.6%押し上げ）があるものの、93年の消費者物価上昇率は3.5%に低下しよう。

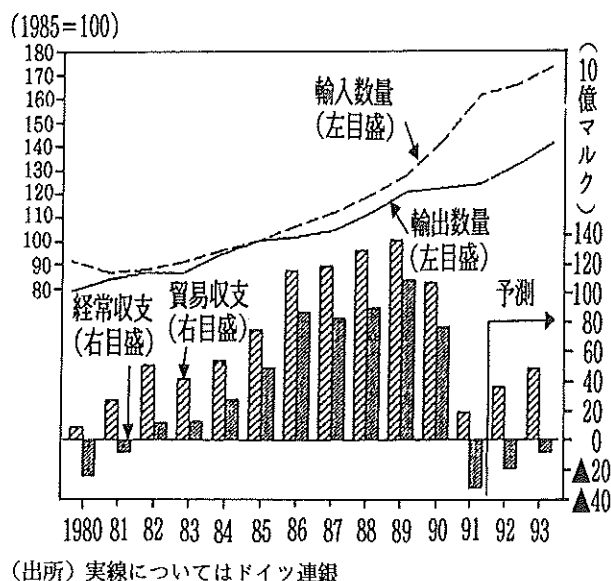
図-8 物価関連指標の推移



### iii) 国際収支～貿易収支、経常収支とも改善傾向

統一ドイツベースの貿易収支は、①世界経済の回復に伴い、輸出数量が輸入数量を上回るテンポで増加すること、②マルク高の影響で輸入価格の伸びが低く抑えられること一等から、92年360億マルク、93年500億マルクと91年（188億マルク）より黒字幅が拡大しよう。この結果、経常収支についても92年▲180億マルク、93年▲50億マルクと、91年（▲336億マルク）から赤字幅が縮小しよう。

図-9 国際収支の動向



iv) 金融～利下げ実施は93年半ば頃に

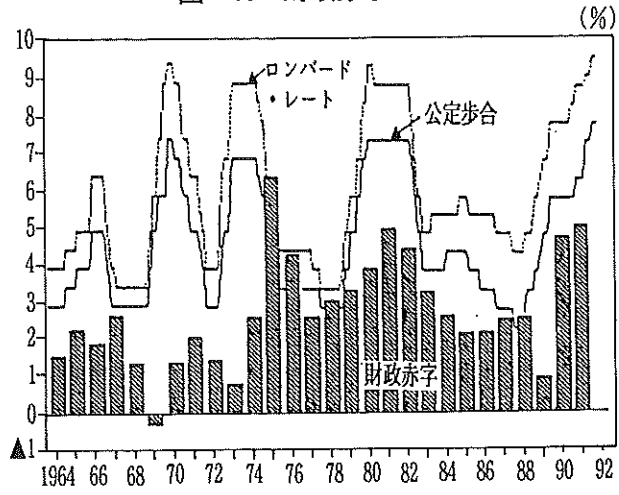
88年7月に開始された今回の金融引き締めは、既に期間的に戦後最長、金利水準も戦後最高となっており、今後の連銀の利下げのタイミングが注目される。

過去の利下げ局面をみると、連銀は景気減速よりもインフレ率（消費者物価の前年比上昇率）の改善を重視しており、インフレ率のピークから平均9カ月の期間をおいて利下げに転じている。このパターンに従えば、利下げ環境が整うのは92年末頃となる。しかし、①93年1月のVAT増税による物価上昇が、93年春闘で高率の賃上げ要求につながる懸念がある、②92年下期には景気はすでに回復しており、早急な利下げの必要性は低い一等の要因を勘案すると、連銀が利下げに転じるのは、93年の賃上げ交渉の大勢が定まった93年半ば頃と予想される。

なお、予想を大幅に上回る旧東独再建コストの拡大により、膨大な財政赤字が持続することなどからインフレ懸念が根強いいため、93年の利下げ幅は0.5%（公定歩合8%⇒7.5%、ロンバード・

レート9.75%⇒9.25%）と小幅にとどまろう。連銀が本格的な金融緩和に転じるのには、さらに時間を要しよう。

図-10 財政赤字と金利



(注) 公共部門の財政赤字、対名目GNP比  
(出所) 財政赤字は89年までドイツ連銀、90年以降はケルンIW研究所

表-4 インフレ率と生産からみた利下げのタイミング

利下げ開始時期 A	インフレ率のピーク時期 B	B⇒Aのラグ	B⇒Aのインフレ率変化%	生産増加の最終期 C*	C⇒Aのラグ	C⇒Aの生産変化率%
67年 1月	66年 2月	11か月	▲1.4	66年 9月	4か月	▲1.7
70年 7月	71年 1月	-	-	-	-	-
74年10月	73年12月	10か月	▲0.9	74年 3月	7か月	▲2.4
82年 8月	81年10月	10か月	▲2.0	81年11月	9か月	▲2.6
85年 8月	85年 4月	4か月	▲0.5	-	-	-
平均	—	9か月	▲1.2	—	7か月	▲2.2

今回	92年 3月	?	?	91年12月	?	?
----	--------	---	---	--------	---	---

(注) \*鉱工業生産前年同月比で判断  
(出所) ドイツ連銀

表-5 東独への「移転」

	90年	91年	92年	93年	94年
計画	220	350	280	200	100
現実	—	1,700	2,180	—	—

(注) ・計画はドイツ統一基金の設定額  
・現実はドイツ連銀による推定額  
(出所) ドイツ連銀

表-6 東独への「移転」の財源

	91年	92年
連邦政府	810	1,090
西独州・地方政府	80	120
独統一基金（市場調達分）	310	240
欧州復興計画基金他	210	250
E C予算	40	40
東独連邦雇用庁赤字	250	300
東独年金基金赤字	—	140
合計	1,700	2,180

(出所) ドイツ連銀

(2) イギリス経済

i) 景気～92年春に景気は回復に転じ、93年は緩やかな回復基調が持続

90年末から始まったリセッションは、既に戦後最長となっている。しかし、92年中には景気は回復に向かい、実質 GDP 成長率は0.9% (91年▲2.2%) とプラスに転じよう。93年も緩やかな景気回復基調が続き、成長率は2.5%となろう。

景気的主要な牽引役は、前回の回復時(82～83年)と同様、個人消費となろう。また、政府消費の堅調な伸び、在庫投資の増加一 等も景気回復に寄与しよう。93年には政府投資を中心に設備投資も回復することから、緩やかな回復基調が続こう。個人消費の回復要因としては、①総選挙の保守党勝利により、増税、および利上げの可能性がなくなったことによる消費者コンフィデンスの回復、②92年度予算で盛り込まれた自動車減税、③労働党政権下での増税を見込んだ企業が、節税対策として昨年度末(92年3月)に実施した多額のボーナス支給、などがある。

ii) 物価～落ち着いた推移が持続

消費者物価上昇率は91年の5.9%から92年4.1%、93年3.8%と落ち着いた推移が持続しよう。これは、失業者数の増加、景気回復による生産性

の改善から、労働コスト面からのインフレ圧力が低下するためである。

iii) 国際収支～再び赤字拡大傾向へ

経常収支は、①消費を中心に景気が回復するのに伴い、輸入が輸出を上回るテンポで拡大し、貿易収支が悪化すること、②湾岸戦費の受取りがあった91年から移転収支が悪化すること一 等から、92年▲100億ポンド、93年▲120億ポンドと赤字は再び拡大傾向に向かおう。

iv) 金融～当面、再利下げはない

総選挙終了後、政府はベース・レートの0.5%引き下げ(10.5%⇒10%)を実施したが、今後、年内の再利下げの可能性は低いとみられる。これは、基本的には政府が景気のサイクルを他のEMS(欧州通貨制度)加盟諸国に合わせようとしているためである。したがって、既に景気が回復傾向にある中で、必要以上の景気刺激は避けられる。

93年にドイツ連銀が利下げに踏み切れば、他のEMS加盟諸国と歩調を合わせる形で、イギリスも利下げを実施しよう(93年末のベース・レート水準は9%と予想)。

表-7 イギリス経済見通し

(上段は前期比年率%、下段は前年同期比%)

	90年 実績	91年 実績	92年 予測	(上下期系列)		93年 予測	92年 前回 予測
				上期	下期		
実質国民総支出	1.0	▲2.2	0.9	0.2 ▲0.1	4.0 2.1	2.5	1.7
個人消費	0.8	▲1.7	1.3	1.5 0.4	2.8 2.2	2.7	1.9
政府消費	3.1	2.4	1.4	2.0 1.2	1.0 1.5	0.5	1.5
固定資本形成	▲2.4	▲10.3	▲1.5	▲2.8 ▲3.9	4.6 0.8	3.4	▲0.7
輸出	5.0	0.7	3.2	2.6 3.2	4.1 3.3	5.1	3.4
輸入	1.0	▲2.9	5.1	7.5 5.2	2.6 5.0	5.2	4.9
経常収支(億ポンド)	▲154	▲44	▲100	▲45	▲55	▲120	▲100
消費者物価	9.5	5.9	4.1	4.2	4.0	3.8	4.0
ベース・レート	14.0	10.5	10.0	10.0	10.0	9.0	9.5

(注) ・消費者物価は小売物価、前年比、%  
・ベース・レートは期末値、%

(出所) 実績についてはイギリス中央統計局資料

## II. 日本経済

前回見通しにおける基本シナリオから大きな変更はなく、「現在の景気調整局面は92年7-9月期頃に底入れし、年度下期には景気は回復に向かう」とみられる。ただ、①株価の大幅な下落、②91年末から92年初にかけての円高、③米景気の回復力の弱さ、等により、製造業を中心に現在景気下押し圧力が強まってきている。

このため、今回見通しでは、以下の通り内需を下方修正する一方、外需については、内需鈍化による輸入減少、足もとの外需の拡大傾向を勘案し上方修正しており、GNPについては前回見通し通りとした。

	(前回)	(今回)
92年度の実質GNP成長率	3.0%	⇒ 3.0%
(内需寄与度)	2.8%	⇒ 2.4%
民間消費伸び率	3.0%	⇒ 2.8%
住宅投資伸び率	1.6%	⇒ 4.1%
設備投資伸び率	1.6%	⇒ 0.5%
(外需寄与度)	0.1%	⇒ 0.6%

### 1. 景気の現状～景気は調整局面、91年度の成長率は3.4%に低下

91年度の実質GNP成長率は3.4%（前回見込み、3.3%）と、90年度の5.5%から大きく鈍化した見込み。さらに、金貯蓄口座残高の減少に伴う輸入控除の影響により、外需が寄与度で0.5%程度かさ上げされたとみられ、実勢ベースでは2.9%成長と、円高不況下にあった86年度（2.9%）並みの低成長にとどまった模様である。

この背景には、①89年春から91年央にかけての金融引き締め、②株価下落、地価下落といったいわゆる「バブル経済の崩壊」、③海外経済全般の低迷、等が挙げられる。この結果、住宅、在庫、設備、耐久消費財等の各分野でストック調整が行われており、成長率を押し下げている。

さらに、こうした景気循環的な側面に加え、①地価・株価下落による不良債権の増加、含み益の縮小が企業体力を弱めていること、②株価上昇を前提とした従来の日本企業の成長システムへの懐疑、③対外摩擦を契機とした日本経済見直し論の高まり、等が、日本経済の将来に対する漠然とした不安感となって表れており、景況感を下押しする方向に作用しているものとみられる。

### 2. 92、93年度経済見通し

～景気は92年度下期に回復へ、成長率は92年度3.0%から93年度は3.7%へ

#### (1) 景気見通し上の論点について

景気は鉱工業生産、景気動向指数の動き等からみて、91年1-3月期に「山」を付けたとみられ、その後調整局面が続いている。予測を行うに際し、現在の景気後退が「長期化、深刻化」する可能性について、需要サイド（構造的要因から短期的要因の順）、供給サイドの順で以下のポイントを検討した。結論としては、これらの要因から景気回復が阻害される可能性は小さい。

- i) バブル経済崩壊の影響
- ii) 雇用調整への波及の有無
- iii) 設備投資ストック調整の深さ
- iv) 在庫調整の深さ
- v) 供給制約の問題（潜在成長率議論）

い) バブル経済崩壊の影響は限界的

いわゆる「バブル経済」の崩壊の影響に関しては、①地価下落の実体経済への直接的影響、②株価下落の実体経済への直接的影響、③地価・株価下落の金融機関の行動変化を通じた間接的影響、等が考えられる。

①地価下落の実体経済への直接的影響は軽微

地価下落の実体経済への直接的な影響は、地価下落による民間消費への逆資産効果、地価上昇を睨んだ投機的住宅需要の剥落、地価下落による持家の促進、に分けられよう。

前者については、株と異なり、持家の構成要素としての土地は、住み続ける限り売却することのできない資産であり、民間消費への直接的影響は軽微であると判断される。後者については、プラスとマイナスの両面が併存しているが、マイナス面について、投機的な分譲住宅の建設は既に91年度に大きく落ち込んだ結果、足もとの水準はほぼ中期的な水準となっており、これ以上の大幅な減少の可能性は小さい。

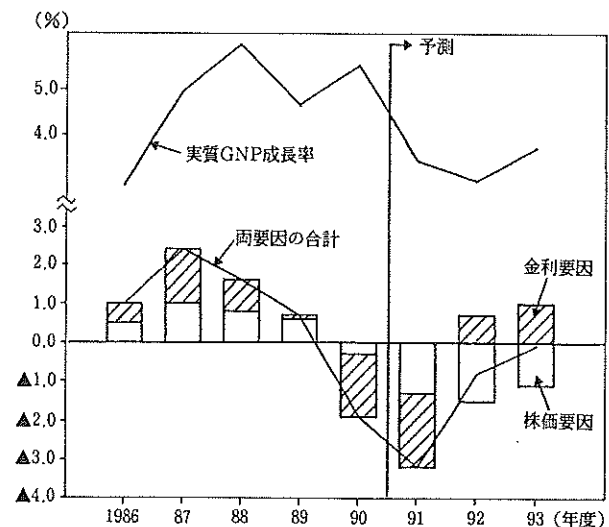
②株価下落の実体経済への直接的影響は金融緩和効果で次第に縮小

株価下落の実体経済への直接的影響としては、株価下落による民間消費への逆資産効果、株価下落に伴う損失による企業収益の悪化、エクイティ・ファイナンスの縮小、エクイティ債償還による資金調達コスト上昇、に基づく設備投資の抑制、等が考えられる。

これらの影響を、当研究所の短期マクロモデルで分析すると(図-11)、89年度までは株価は上昇傾向にあり、成長率の押し上げ要因として働いたものの、90年度以降は、反対に株価が下落し、成長率の押し下げ要因となっている。しかし、他方で金利が91年度から低下しており、92年度には金利要因が成長率に対してプラスに作用し始める。このため、両者合計でみた成長率抑制効果は

92年度には91年度の▲3.2%から▲0.8%に縮小すると試算される。さらに、93年度に関しては、株価は現行近辺程度、公定歩合は3.75%で据え置きとすると、両者合計の成長率への影響は相殺し、ほぼゼロとみられる(詳細については、後述の「基礎研短期マクロモデルによる株価下落の影響試算について」を参考)。

図-11 株価・金利変動の景気への影響



③地価・株価下落の金融機関の行動変化を通じた間接的影響は限界的

地価・株価下落の金融機関の行動変化を通じた間接的影響は、地価下落による不良債権増加の影響、株価下落、BIS規制にからんだ貸出行動の変化面からの影響一が考えられる。これらの影響については、従来の金融緩和期に比して、金融機関の与信態度が全般的に慎重化し、貸出金利の下げ渋り要因として働く可能性はあろう。ただ、これまでの金利低下もあって実体面への影響は限られると判断される。金融機関の貸出行動に関しては多くの要因が影響するが、少なくとも当面については、株価が現状18000円近辺の水準にとどまれば、貸出が著しく抑制されることはないと考えられる。

ii) 雇用調整への波及懸念は小さい

現在の景気後退局面において、企業が広範囲な雇用調整を行い、景気回復が阻まれる可能性は、次の点から低いと判断される。長期的な労働力不足の見通しと、労働時間短縮への社会的な動き、企業の根強い人手不足感と堅調な雇用意欲、企業の日本経済に関する中期的な期待成長率も低下していない(表-8)である。

表-8 企業の期待成長率

調査年	86年	87年	88年	89年	90年	91年	92年
成長率	3.5	2.9	3.1	3.5	3.6	3.6	3.5

(注) ・成長率は今後5年間の「日本の実質成長率」に関する見通し  
 ・調査は各年1月実施  
 ・調査対象企業は1314社(92年)、製造業835社、非製造業479社  
 (出所) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告」

88~91年度にかけて、女性の社会進出、景気拡大を背景とした雇用条件の改善等から、労働参加率が高まっており、労働力人口の伸びが生産年齢人口の伸びを上回っていた。今後は、景気後退による労働条件の悪化、女性の労働市場参入の一服等により、こうした動きはやや後退するとみられる。このため、雇用の伸び自体は現在の3%程度から、92~93年度は2%程度に落ち着くものとみられる。

iii) 設備投資のストック調整は軽微

87~90年度にかけて設備投資の伸びが高水準であり、資本ストックの伸びも高めとなっていた。他方で、90年度末にかけて、製造業を中心に最終需要の落ち込み傾向が強まり、現在、軽いストック調整の様相を呈しているが、以下の理由から深刻化する公算は低いと判断される。①企業の期待成長率は下方屈折していない(前述ii)参照)。②長期的な労働力不足を背景とした労働代替投資ニーズが強い。③非製造業の設備投資は、金利低

下、サービス消費の堅調等を背景に底堅い。④製造業の生産能力の伸びは1.0%(92年3月、前年同期比)と低く、ストック調整もさほど深刻なものとはならない。⑤企業の「設備判断DI」をみると、過去の景気後退局面に比して過剰感は小さい(表-9)。

表-9 過去の景気の谷における設備判断DI

年、四半期	71/4Q	75/1Q	77/4Q	83/1Q	86/4Q	92/1Q
設備判断DI	2.0	4.3	4.2	3.6	2.7	2

(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査(製造業)」

iv) 在庫調整進展から生産は92年度下期回復へ

91年末にかけて、資本財、耐久消費財を中心として、製品在庫の大幅な積み上がりが見られた。こうした動きを反映して92年入り後、大幅な生産調整が行われており、製品在庫率指数もピークアウトしてきている。

在庫調整の終了時期については、①減産スピード度合い、②最終需要の回復度合い、如何にかかっているが、仮に、今後(92年5月以降)減産スピードが年率で▲1~0%程度、最終需要の回復スピードが3~4%程度とすると、在庫調整の終了時期は、おおむね92年7~9月頃となる見込みである(表-10)。ただ、5月、6月の生産予測指数は、前月比でプラスとなっており、生産の動向如何では、在庫調整終了時期が後ずれする可能性は残ろう。

表-10 在庫調整終了時期(年月)についての試算

生産/需要	0%	1%	2%	3%	4%	5%
▲2%	92/11	92/9	92/8	92/7	92/7	92/6
▲1%	93/6	92/11	92/9	92/8	92/7	92/7
0%	—	93/6	92/11	92/9	92/8	92/7
1%	—	—	93/6	92/11	92/9	92/8
2%	—	—	—	93/6	92/11	92/9

(注) ・需要は最終需要、数値は92年5月以降の前月比年率の伸び率  
 ・鉱工業生産者製品在庫を対象とした試算である。

v) 供給制約からのボトルネックの懸念は小さい  
次に、景気底入れ後の回復力に関連して、供給制約の点をみておきたい。当研究所の試算によれば、90年代前半の日本の潜在成長率は3%台後半程度（基礎研調査月報92年4月号「ニッセイ基礎研長期モデルとシミュレーション分析」を参照）である。91年度上期までは、実際の成長率は潜在成長率を上回っており、コアインフレ率も高まっていた。しかし、現在、労働部門では依然完全雇用水準にあるものの、稼働率はかなり低下しており、短期的な成長余力は拡大している。92年度の成長率は潜在成長率を下回り、93年度も潜在成長率並みと予測されることから、93年度までに、日本経済がマクロ的なボトルネックに至り、成長制約の天井に達してしまう可能性は低いと判断される。

(2) 今後の景気動向～92年7-9月期頃底入れ  
下期は緩やかな回復へ

先の景気拡大に関しては、その長さが「いざなぎ景気」に並ぶかどうか話題を集めていたが、景気動向指数や鉱工業生産の動き等から判断して、91年1-3月期に「山」を付けたものとみられる。このため、景気の拡張期間は50カ月強であり、いざなぎ景気（拡張期間57カ月）にはわずかに及ばなかったと判断される。

#### i) 今後の景気パターン

足もと、大幅な生産調整の結果、製品在庫率は低下方向にある。また、①金利感応度の高い住宅投資、非製造業の設備投資に回復の兆しが見え始めていること、②政府の緊急経済対策による景気刺激効果が現れること、③海外経済の回復基調が次第に明確になってきていること、④在庫調整の進展により減産圧力が後退すること、等を考慮すると92年度後半には景気は回復に向かうとみられる。戦後の景気後退期間の平均は15.4カ月であり、今回はほぼ平均的な長さとなる模様である。

表-11 過去の景気後退と今回の比較

(山→谷)

	いざなぎ景気後	円高不況時	今回の景気後退
後退期間	17 カ月 (70/7-71/12)	17 カ月 (85/6-86/11)	18 カ月 (91/2-92/8)
実質GNP	3.8%	3.0%	2.4%
稼働率指数	▲9.0(111.6⇒102.6)	▲7.8(99.3⇒91.5)	▲8.7(105.6⇒96.9)
失業率	+0.2(1.2⇒1.4)	+0.2(2.6⇒2.8)	0.0(2.1⇒2.1)
業況判断DI	▲59(38⇒▲21)	▲25(11⇒▲14)	▲38(42⇒4)
後退の背景	・ 海外景気後退 ・ 金融引き締め	・ 円高デフレ	・ 金融引き締め ・ バブル崩壊 ・ 海外景気鈍化
回復の背景	・ 海外景気回復 ・ 金融緩和	・ 金融緩和 ・ 財政発動 ・ バブル効果	・ 金融緩和 ・ 緊急経済対策 ・ 海外景気回復

(注) ・今回景気後退の谷における稼働率、失業率、業況判断DIは、いずれも92年1-3月期の値  
(但し、稼働率は92年3月の値)  
・実質GNPは、山から谷にかけての前期比年率伸び率の平均の値  
・稼働率指数は85年=100とした指数  
・業況判断DIは、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」における全産業ベース（「良い」-「悪い」、%）



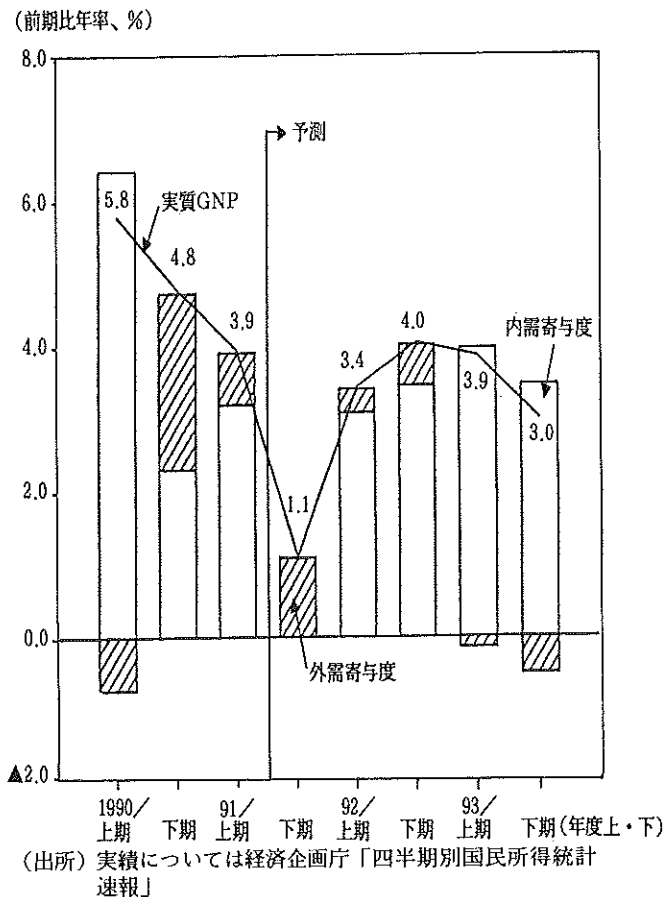
ii) GNP の推移

92年度の実質 GNP 成長率は3.0%と91年度の3.4%から低下しよう。しかし、92年度は下期には景気が回復に向かう年であり、ゲタを除いた成長率は、91年度1.2%から92年度2.4%へとむしろ高まろう。上下パターンでは、92年度上期は前期比年率で3.4%成長となり、下期は4.0%に高まろう(図-12)。

93年度は景気回復が続き成長率は高まろう。ただし、円高による景気抑制効果もあり、3.7%程度の比較的緩やかな成長率にとどまるものとみられる。

内外需(寄与度)別にみると、91年度、92年度と外需はプラスに寄与し、成長率にはプラスに働くが、93年度には、92年度後半の円高と内需回復を背景として、外需は4年振りにマイナスの寄与となろう。

図-12 上下別成長率の推移



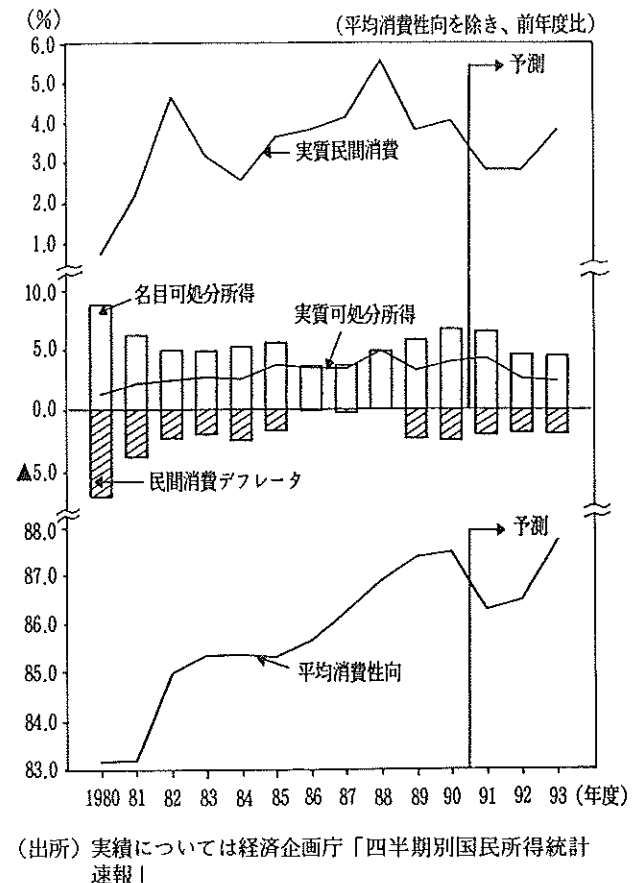
iii) 主な需要項目の推移

①民間消費～92年度は所得の鈍化、逆資産効果から低い伸び、93年度は回復へ

92年度の民間消費は2.8%の伸びと、91年度の2.8%(見込み)と同レベルの伸びにとどまろう。雇用の伸び・賃上げ率の鈍化、財産所得受取の減少等を背景に、名目ベースでの家計可処分所得は91年度の6.4%から92年度は4.5%に低下する。また、インフレ率は改善するものの、株価下落の逆資産効果が一部残るため、消費性向も小幅改善にとどまる(図-13)。

93年度には、名目家計可処分所得は4.4%の伸びと低水準が続くものの、①株価の下げ止まり、②インフレ率の安定化持続、③景気回復、等から消費性向が上昇し、実質民間消費の伸びは3.8%に達しよう。

図-13 民間消費の予測



②民間住宅投資～金利低下、生産緑地法改正による影響から回復へ

92年度の住宅投資は4.1%の増加と、91年度の▲11.0%（見込み）から回復しよう。91年度における累積的金利低下の効果による持家の増加、市街化区域内農地における生産緑地法改正に関連した貸家の活発化等から、着工戸数ベースで150万戸近辺にまで回復しよう（表-13）。

93年度には、着工戸数では2%程度の伸びにとどまるものの、住宅投資ベースでは着工とのラゲから4.8%の増加と堅調な推移が続こう。

表-12 住宅着工の予測

	80年代	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
住宅着工	136	167	167	134	148	151
持家	52	50	47	45	53	54
貸家	56	82	77	58	67	68
分譲	26	32	39	27	25	26
給与	2	3	4	4	3	3

（出所）建設省「建設統計月報」

③民間設備投資～製造業を中心に調整局面、92年度後半より穏やかな回復

92年度の民間設備投資は0.5%の増加と、91年度の3.0%から減速しよう（表-14）。大企業・製造業を中心にストック調整の動きが強まりをみせるなかで、バブルの影響が比較的軽微で、金利低下の効果が現れやすい中小・非製造業を中心として比較的堅調な動きを示すため底割れは避けられよう。

93年度の民間設備投資は、3.4%の伸びに回復しよう。92年度後半以降の円高による収益の改善、サービス消費の堅調から、非製造業はやや高めの伸びとなる一方で、円高による輸出採算の悪化から大企業・製造業の設備投資は低迷が続くため、比較的緩やかな伸びとなる。

表-13 規模別設備投資の予測

（実質ベース、前年比、%）

( )内は90年度から	86年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
設備投資 (100)	3.0	16.8	14.6	12.1	3.0	0.5	3.4
大・中堅 (50)	2.9	27.8	17.3	16.0	6.6	11.1	2.8
製造業 (19)	110.3	32.3	18.3	18.5	7.7	45.1	11.5
非製造業 (31)	12.9	25.2	16.7	14.5	6.0	1.8	5.1
中小・個人 (50)	3.1	7.8	12.0	8.2	10.6	2.3	4.3
製造業 (15)	0.7	10.9	16.1	13.4	8.3	10.3	1.8
非製造業 (35)	4.1	6.6	10.2	5.9	14.7	3.8	5.6

（注）・大蔵省「法人企業統計」、経済企画庁「四半期別資本ストック統計速報」「四半期別国民所得統計速報」により当研究所が推計。91年度までは実績推定、92年度以降は予測。

・大・中堅は資本金1億円以上。

(3) 国際収支

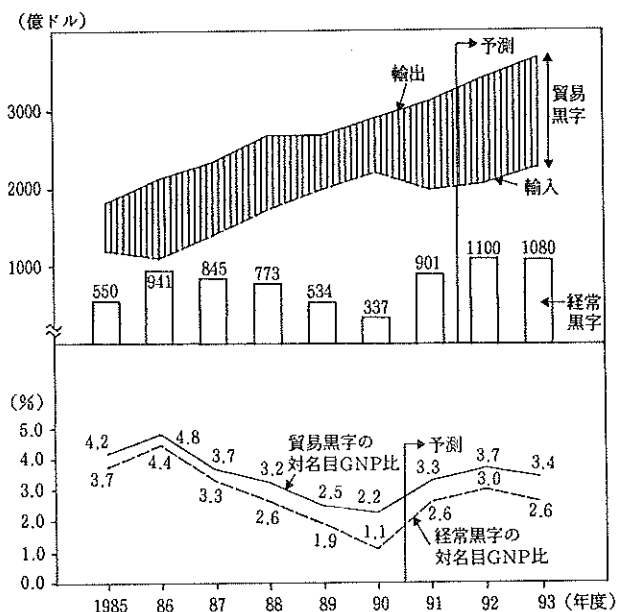
～経常黒字は92年度に1100億ドルに拡大、93年度には1080億ドルと頭打ち

海外景気の回復を背景とした輸出数量の伸びに、円高傾向による輸出価格の上昇も加わり、輸出は10.0%と4年振りに2桁の伸びと見込まれる。一方、輸入については国内景気の弱さを背景に4.5%の伸びにとどまろう。この結果、92年度の貿易黒字は1360億ドルと史上最高の黒字幅となる。

また、経常黒字は1100億ドルと史上最高となる（過去のピークは86年度の941億ドル）。名目GNPに対する比率も3.0%と87年度（3.3%）以来、5年ぶりに3%台となる（図-14）。

93年度については、貿易黒字（1400億ドル）、経常黒字（1080億ドル）とも、ほぼ前年度並みの水準となる。円高傾向による輸出の伸びの鈍化、景気回復に伴う輸入の伸びの上昇等から、93年度に頭打ちとなる。

図-14 国際収支の予測



(出所) 実績については日本銀行「国際収支統計月報」、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」

(4) 物価～安定基調が持続、但し、消費者物価上昇率は2%台半ばで下げ止まり

円高基調を背景に、総合卸売物価は下落基調が持続しよう。92年度の▲0.3%から、93年度は▲1.2%とさらに下落幅が拡大すると見込まれる。一方、消費者物価については、基本的には安定基調が持続するものの、労働需給逼迫を背景としたサービス価格の上昇によるコアインフレの下げ止まりから、92、93年度ともに2%台半ばの伸びと下げ渋ろう。

(5) 財政・金融政策

i) 財政政策～本年度下期に1.5兆円追加補正

91年度末にかけた景況感の悪化、景気の調整色の強まりを背景に、緊急経済対策が決定された。本改定見通しでは、公共投資前倒しの反動減を避け、下期の景気回復をより着実なものとする観点

から、秋頃までには国家予算ベースで1.5兆円程度の追加補正がなされるものと想定した。先の緊急経済対策の内容と合わせて、これらの財政政策により、92年度の成長率は約0.6%押し上げられると試算される。

<緊急経済対策の主な内容>

- 公共事業施行促進 (上半期契約率75%以上)
- 電力事業、NTT等での設備投資積み増し
- 省力化投資の促進
- 個人消費、住宅投資等の促進
- 各種中小企業対策

ii) 金融政策～金融政策は緩和スタンスを維持、公定歩合は変更なし

景気の調整局面が続く中で、92年4月1日に公定歩合は0.75%引き下げられ、3.75%となっている。本見通しでは、①既に短期金利は、歴史的にみてもかなり低い水準にまで低下していること、②景気対策としては、公共投資の追加補正が予想されること、等から、公定歩合の追加的な引き下げは行わないものとみた。

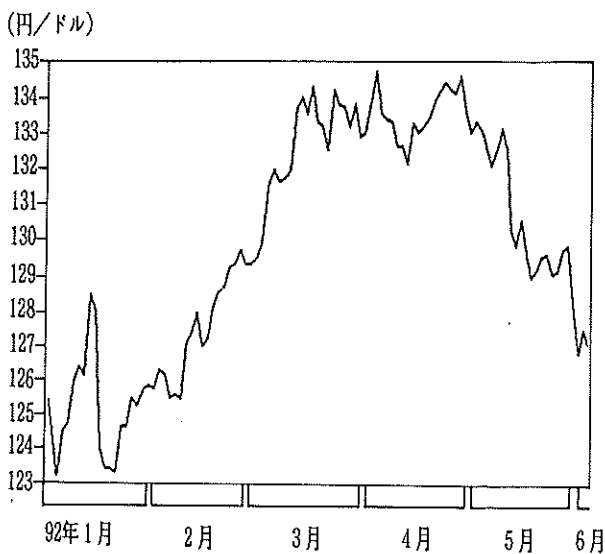
93年度に関しては、①景気は回復するものの、成長率は4%弱であること、②物価は高止まりはするものの安定傾向にあること、③対外黒字が大きく内需の成長は引き続き課題となるであろうことから、公定歩合の引き上げはないとみた。

また、長期金利については実質金利でも既に低い水準で下げ余地は少なく、景気の底打ちを背景として、強含みで推移しよう。しかし、92年度下期以降の円高の進行を背景に物価上昇が抑えられることから、上昇幅は比較的小幅のものにとどまる可能性が高い。

(6) 為替～上期に 130 円近辺で推移した後、下期  
に円高進展を見込む

為替相場に関しては、91 年末から 4 月末頃までは概ね前回見通しに沿った小幅の円安基調で推移した後、4 月末頃以降は円高傾向となっている(図-15)。91 年 9 月頃からの「米国の景気減速・金融緩和期待」を背景とした円高ドル安傾向は 92 年 1 月頃までで一段落した。2 月以降は「米国の景気回復予想・日本の景気後退感の強まり」などから円安ドル高傾向に転じた。その後、5 月初めまでは 130 円台前半での推移が続いたが、再度の米国の金融緩和期待、加えて国際協調をめぐる政策的な思惑等から 130 円を下回る円高水準となっている。

図-15 円/ドルレートの推移



92 年度上期中は、①米国の景気回復の着実化、②日本の景気後退局面の持続等から、基調的には 130 円近辺での推移が続くとみられる。下期は、①日本の景気回復、②予想以上に拡大した日本の対外黒字等を考慮して、120 円台半ばへの緩やかな円高ドル安傾向を想定した。年度ベースでは、平均で 129 円と当初見通し (130 円) よりもわずかに円高方向への修正となっている。

93 年度については、日米の経常収支の不均衡がさほど改善されないこと等を背景に、年度平均で 121 円と引き続き円高ドル安傾向を想定した。なお、日米を含めた国際的な対外不均衡の拡大傾向 (円高要因)、予想以上に強い米国の景気回復 (ドル高要因)、日本の景気回復の予想外の遅れ (円安要因) 等、状況如何では大きく変動する可能性もあろう。また、欧州情勢の展開も為替相場の攪乱要因となつてこよう。

終わりに

以上のように今後の各国経済の基本方向としては景気回復が予想されるが、海外面での CIS の政治・経済情勢、国内面でのバブル経済崩壊の影響一等の不確定要因が残っている。また、そうした中で、日本の対外黒字の突出という不均衡問題が続いており、市場開放・企業システムの見直し・労働時間短縮等の構造面での変革に対する要請もなされている。

こうした状況において、以下の点が政策的課題と考えられる。第 1 に、今後の日本経済の景気底入れ、回復を着実なものとするための 92 年度公共投資の追加補正である。対外黒字不均衡拡大に対する歯止めという観点からも望まれる。こうした実体経済面での回復が、不良債権問題等の後遺症を金融セクター等が克服して行く上で基本前提となろう。第 2 に、日本における従来からの各種の社会・企業システムが見直しを迫られているため、従来にも増して中長期的な日本経済のビジョンの確立、政治面等でのリーダーシップの発揮が望まれているといえよう。

日本経済見通し

(前年度比、%)

	90年度実績	91年度実績 (見込)	92年度予測	93年度予測	前回 12月 91年度見込	前回 12月 92年度予測
名目国民総支出 ( )内は実額、単位、兆円	7.6 (436.9)	5.3 (460.1)	4.7 (481.7)	4.9 (505.5)	5.4 (461.4)	4.8 (483.6)
実質国民総支出	5.5	3.4	3.0	3.7	3.3	3.0
民間最終消費	4.0	2.8	2.8	3.8	3.4	3.0
民間住宅投資	4.9	▲11.0	4.1	4.8	▲9.9	1.6
民間企業設備投資	12.1	3.0	0.5	3.4	3.3	1.6
民間在庫品増加	▲20.8	4.2	▲40.6	31.0	0.1	▲8.2
政府最終消費	2.4	2.9	3.4	3.4	3.2	3.2
公的固定資本形成	4.4	5.6	7.4	3.8	5.1	7.0
輸出等	7.7	4.5	6.3	3.6	2.6	5.4
輸入等	7.2	▲2.4	3.4	4.4	▲1.4	4.8
鉱工業生産	5.6	▲0.6	▲3.0	3.5	1.3	2.2
総合卸売物価	1.6	▲0.7	▲0.3	▲1.2	▲0.6	▲0.2
消費者物価	3.1	2.8	2.4	2.5	2.9	2.2
貿易収支(億ドル)	699	1134	1360	1400	1080	1260
経常収支(億ドル)	337	901	1100	1080	820	950

(注) ・91年度の名目国民総支出、実質国民総支出、及びその内訳は、当研究所の見込み値。  
 ・貿易収支、経常収支は国際収支ベース

日本経済見通しの主な前提

	90年度実績	91年度実績	92年度予測	93年度予測	前回 12月 91年度見込	前回 12月 92年度予測
原油価格 (通関入着、円/バレル)	22.8	18.8	19.0	20.3	19.0	17.0
円 / ドル レート	141	133	129	121	134	130
公定歩合 (年度末値、%)	6.00	4.50	3.75	3.75	4.50	4.50
米国実質経済成長率 (歴年、%)	1.0	▲0.7	1.9	2.8	▲0.7	1.9

(注) 公定歩合を除き年度平均値  
米国実質経済成長率は前回は82年基準GNPベース、今回は87年基準GDPベース

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	93年度予測	前回 12月 91年度見込	前回 12月 92年度予測
実質国民総支出	5.5	3.4	3.0	3.7	3.3	3.0
内						
需	5.4	2.2	2.4	3.8	2.6	2.8
民間最終消費	2.3	1.6	1.6	2.2	1.9	1.7
民間住宅投資	0.3	▲0.6	0.2	0.2	▲0.6	0.1
民間企業設備投資	2.5	0.7	0.1	0.7	0.7	0.4
民間在庫品増加	▲0.2	0.0	▲0.3	0.1	0.0	▲0.1
政府最終消費	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5
外						
需	0.1	1.2	0.6	▲0.1	0.7	0.1
輸出等	1.4	0.8	1.1	0.7	0.5	1.0
輸入等 (控除項目)	▲1.3	0.4	▲0.6	▲0.7	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

日本経済見通し（半期系列）

（上段は季調済・前期比年率％、下段原数値・前年同月比％）

	90年度 上期実績	下期実績	91年度 上期実績	下期見込	92年度 上期予測	下期予測	93年度 上期予測	下期予測
名目GNP	7.2 7.8	7.4 7.4	5.0 6.2	3.9 4.5	4.1 4.0	6.7 5.4	3.8 5.3	5.4 4.6
実質GNP	5.8 5.7	4.8 5.3	3.9 4.4	1.1 2.6	3.4 2.2	4.0 3.7	3.9 4.0	3.0 3.4
国内需要	6.4 6.5	2.3 4.4	3.2 2.8	0.0 1.7	3.1 1.5	3.5 3.3	4.1 3.9	3.6 3.8
民間最終 消費支出	4.7 5.7	0.3 2.5	4.6 2.4	1.7 3.1	2.9 2.3	3.7 3.3	3.8 3.7	3.9 3.9
民間住宅 投資	8.7 5.6	▲0.8 4.1	▲16.2 ▲8.9	▲10.0 ▲13.2	8.3 ▲1.3	12.3 10.3	3.2 7.5	0.6 2.0
民間設備 投資	10.9 13.1	11.5 11.2	1.4 6.2	▲1.0 0.2	0.2 ▲0.4	2.6 1.4	3.3 3.0	4.3 3.8
民間在庫 投資	▲0.1 ▲0.3	▲0.0 ▲0.1	0.2 0.1	▲0.2 ▲0.0	▲0.6 ▲0.5	0.2 ▲0.2	0.1 0.2	0.2 0.1
政府最終 消費支出	2.4 1.5	4.2 3.3	3.3 3.8	0.7 1.9	5.0 2.8	2.9 3.9	3.8 3.5	2.9 3.3
公的固定 資本形成	9.6 6.2	▲2.8 3.2	10.4 4.7	2.3 6.3	14.4 8.5	▲0.5 6.6	5.9 3.0	2.8 4.4
経常海外 余	▲0.7 ▲0.8	2.4 0.9	0.7 1.6	1.1 0.9	0.3 0.8	0.5 0.4	▲0.2 0.2	▲0.5 ▲0.3
輸出等	4.2 9.8	7.0 5.7	2.0 4.5	7.0 4.4	5.7 6.3	6.9 6.3	4.6 5.7	▲1.3 1.5
輸入等	8.1 14.3	▲6.3 0.7	▲2.0 ▲4.1	0.9 ▲0.6	4.2 2.5	4.2 4.2	5.9 5.1	1.5 3.6
鉱工業生産	7.4	5.6	▲1.0	▲5.2	▲4.5	2.6	3.7	4.0
総合卸売物価	1.3	1.7	0.2	▲1.5	▲0.7	0.1	▲1.2	▲1.3
消費者物価	2.5	3.6	3.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5
貿易収支（億円）	607	792	1,027	1,247	1,260	1,460	1,400	1,390
経常収支（億円）	295	489	766	1,027	1,000	1,200	1,110	1,060
公定歩合	6.0	6.0	5.5	4.5	3.75	3.75	3.75	3.75

- （注）・名目GNP、実質GNP、及びその内訳は91年度下期以降、他の項目については、92年度上期以降予測数値  
 ・国内需要、民間在庫、経常海外余剰は寄与度表示  
 ・鉱工業生産は前期比年率％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％  
 ・貿易収支、経常収支の数値は季節調整済・年率ベース  
 ・金利は期末値

日本経済見通し（四半期系列）

（上段は季調済・前期比年率％、下段原数値・前年同月比％）

	91年 4-6 月期	7-9 月期	10-12月期	92年 1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12月期	93年 1-3 月期
名目GNP	4.8 6.3	0.9 6.1	6.1 5.2	2.7 3.6	6.3 4.0	1.1 4.0	10.4 5.0	5.3 5.7
実質GNP	2.8 4.5	2.0 4.3	▲0.2 3.2	2.8 1.9	3.6 1.9	3.7 2.5	4.2 3.5	4.1 4.0
国内需要	3.0 2.7	2.1 2.8	▲2.1 2.0	2.2 1.3	3.8 1.3	2.8 1.6	3.7 3.1	3.9 3.6
民間最終消費支出	6.5 2.0	3.0 2.7	0.4 3.0	3.0 3.2	2.5 2.2	3.6 2.3	3.6 3.2	4.0 3.4
民間住宅投資	▲23.6 ▲5.8	▲9.0 ▲11.8	▲18.4 ▲14.7	8.5 ▲11.4	6.6 ▲3.9	11.6 1.3	15.2 10.5	7.2 10.1
民間設備投資	▲3.0 7.3	2.9 5.3	▲2.5 1.5	▲1.7 ▲1.1	0.7 ▲0.2	1.3 ▲0.6	3.1 0.8	3.0 2.0
民間在庫投資	0.1 0.1	0.2 0.1	▲0.2 0.1	▲1.0 ▲0.2	▲0.8 ▲0.4	0.3 ▲0.4	0.4 ▲0.3	0.1 ▲0.0
政府最終消費支出	6.5 4.0	▲5.3 3.7	2.1 2.1	4.0 1.7	7.5 1.9	1.2 3.8	8.6 5.2	▲6.0 2.6
公的固定資本形成	20.3 1.7	0.2 6.7	4.9 6.7	▲0.5 5.9	32.0 9.4	▲1.2 7.9	▲1.4 6.3	2.0 7.0
経常海外余	▲0.2 1.8	▲0.1 1.5	1.9 1.2	0.6 0.5	▲0.1 0.6	0.9 0.8	0.5 0.5	0.3 0.4
輸出等	▲8.7 1.8	10.4 7.2	6.3 5.9	5.1 3.0	4.1 6.3	9.7 6.3	5.1 5.8	8.0 6.7
輸入等	▲7.9 ▲7.2	11.9 ▲1.0	▲4.7 ▲1.2	2.0 0.1	5.0 3.4	4.9 1.7	2.5 3.5	7.0 4.8
鉱工業生産	▲2.3	0.5	▲4.6	▲11.7	▲3.3	0.8	3.3	3.0
総合卸売物価	0.4	0.0	▲1.3	▲1.8	▲0.7	▲0.8	▲0.1	0.3
消費者物価	3.4	3.2	2.8	1.9	2.4	2.4	2.3	2.4
貿易収支（億円）	964	1,089	1,188	1,306	1,270	1,250	1,410	1,520
経常収支（億円）	753	778	914	1,140	1,020	970	1,140	1,270
公定歩合（％）	6.00	5.50	4.50	4.50	3.75	3.75	3.75	3.75

（注）・名目GNP、実質GNP、及びその内訳は92年1-3月期以降、他の項目については、92年4-6月期以降予測数値  
 ・国内需要、民間在庫、経常海外余剰は寄与度表示  
 ・鉱工業生産は前期比年率％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％  
 ・貿易収支、経常収支の数値は季節調整済・年率ベース  
 ・金利は期末値



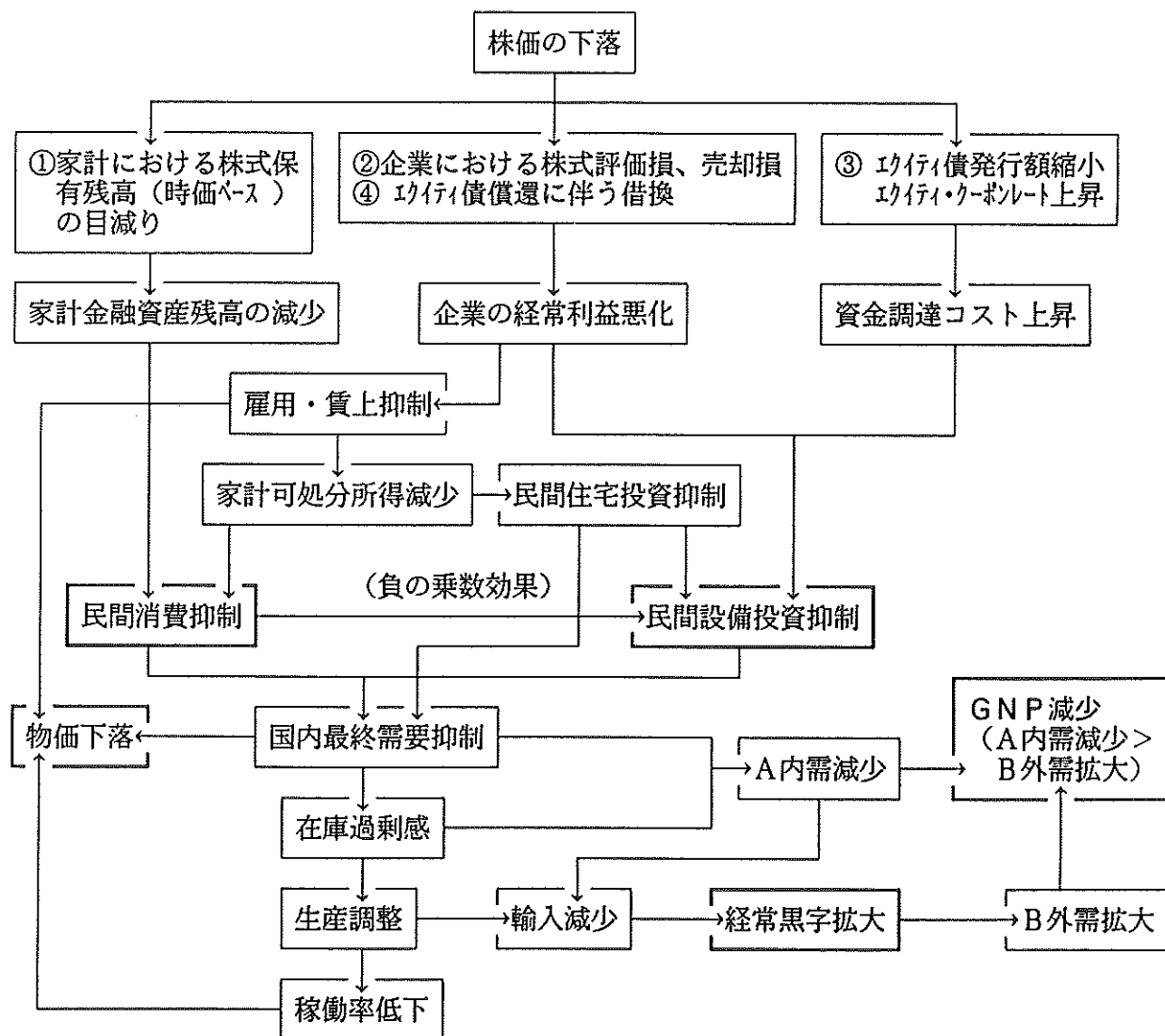
(参考) 基礎研短期マクロモデルによる株価下落の影響試算について

○86年以降の株価の変動、及び金融の緩和・引き締めが、実体経済に対しどのような影響を与えてきたか、基本的には方向性の把握を目的に、当研究所のマクロモデルで試算した。

(モデルの考え方)

- 株価下落（上昇は反対方向へ作用）の波及効果としては、
    - ①家計金融資産残高減少を通じた民間消費への逆資産効果 → 民間消費へ影響
    - ②評価損、売却損等にかからんだ経常利益への影響 → 設備投資へ影響
    - ③エクイティ・ファイナンスの低迷に伴う資本調達コストの上昇 → 設備投資へ影響
    - ④エクイティ債の償還にかからんだ資金調達コストの上昇 → 設備投資へ影響
- が挙げられる。ここでは、④以外を試算の対象とした。

(基礎研マクロモデルによるフローチャート)



## (前提)

□株価 (日経平均、円)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
ベースライン	13600	14400	15200	16100	17100	18100	19200	20400
シミュレーション	18000	24200	28900	35000	26900	23400	18400	19500
乖離率 (%)	32	68	90	117	57	29	▲ 4	▲ 4
乖離幅 (円)	+ 4400	+ 9800	+13700	+18900	+9800	+5300	▲ 800	▲ 900

ベースライン；株価が85年第4Q以降、年率6.0%で上昇。

シミュレーション；現実値。92年第2Qの株価を18000円とし、それ以降、年率6.0%で上昇。

□公定歩合 (%)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
ベースライン	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
シミュレーション	3.3	2.5	2.5	3.5	5.7	5.3	3.75	3.75
乖離幅 (%)	▲1.7	▲2.5	▲2.5	▲1.5	+0.7	+0.3	▲1.25	▲1.25

ベースライン；85年第4Qの値で一定。

シミュレーション；現実値。92年第2Q以降一定。

## (試算結果)

(ベースラインからの乖離率、%)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
実質GNP	+0.9	+3.3	+4.9	+5.7	+3.7	+0.6	▲0.3	▲0.4
(株価要因)	(+0.4)	(+1.4)	(+2.2)	(+2.8)	(+2.5)	(+1.3)	(▲0.2)	(▲1.3)
(金利要因)	(+0.5)	(+1.9)	(+2.6)	(+2.8)	(+1.2)	(▲0.7)	(▲0.1)	(+0.9)
内需	+1.1	+4.0	+6.3	+7.5	+5.7	+2.1	+1.0	+0.9
(株価要因)	(+0.5)	(+1.7)	(+2.8)	(+3.7)	(+3.6)	(+2.3)	(+0.5)	(▲0.8)
(金利要因)	(+0.6)	(+2.3)	(+3.4)	(+3.7)	(+2.0)	(▲0.2)	(+0.5)	(+1.7)
民間消費	+0.5	+1.3	+1.8	+2.1	+1.5	+0.6	▲0.0	▲0.1
(株価要因)	(+0.4)	(+1.0)	(+1.3)	(+1.6)	(+1.2)	(+0.7)	(▲0.0)	(▲0.3)
(金利要因)	(+0.1)	(+0.3)	(+0.5)	(+0.5)	(+0.3)	(▲0.1)	(▲0.0)	(+0.2)
民間住宅	+3.4	+10.0	+13.1	+14.3	+6.5	+0.7	+3.5	+4.9
(株価要因)	(+0.1)	(+0.5)	(+1.3)	(+1.9)	(+2.0)	(+1.5)	(+0.1)	(▲1.5)
(金利要因)	(+3.3)	(+9.5)	(+11.6)	(+12.2)	(+4.4)	(▲0.8)	(+3.4)	(+6.5)
民間設備	+2.3	+9.8	+15.6	+17.6	+12.5	+3.5	+0.8	+0.4
(株価要因)	(+1.0)	(+3.8)	(+6.4)	(+8.1)	(+8.1)	(+4.8)	(+0.6)	(▲2.5)
(金利要因)	(+1.3)	(+5.8)	(+8.6)	(+8.8)	(+4.1)	(▲1.2)	(+0.2)	(+3.0)
経常黒字	▲ 17	▲ 85	▲167	▲233	▲215	▲117	▲ 94	▲101
(株価要因)	(▲ 8)	(▲ 36)	(▲ 74)	(▲113)	(▲130)	(▲103)	(▲ 49)	(+ 7)
(金利要因)	(▲ 9)	(▲ 49)	(▲ 93)	(▲120)	(▲ 85)	(▲ 14)	(▲ 45)	(▲108)
CPI	+0.2	+0.7	+1.8	+3.0	+4.0	+4.2	+4.1	+4.0
(株価要因)	(+0.1)	(+0.3)	(+0.8)	(+1.4)	(+2.0)	(+2.3)	(+2.4)	(+2.1)
(金利要因)	(+0.1)	(+0.4)	(+1.0)	(+1.6)	(+2.0)	(+1.9)	(+1.7)	(+1.9)

(注) ・経常黒字は乖離額、億ドル。

景気変動の要因分解

(前年比、%)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
実質GNP	2.9	4.9	6.0	4.6	5.5	3.4	3.0	3.7
(構造要因)	( 1.9)	( 2.5)	( 4.5)	( 3.8)	( 7.4)	( 6.6)	( 3.8)	( 3.8)
(株価要因)	(+0.5)	(+1.0)	(+0.8)	(+0.6)	(+0.3)	(+1.3)	(+1.5)	(+1.1)
(金利要因)	(+0.5)	(+1.4)	(+0.7)	(+0.2)	(+1.6)	(+1.9)	(+0.7)	(+1.0)
内需	4.0	6.0	7.2	5.3	5.4	2.2	2.4	3.8
(構造要因)	( 2.8)	( 3.1)	( 5.0)	( 4.1)	( 7.1)	( 5.7)	( 3.5)	( 3.9)
(株価要因)	(+0.6)	(+1.2)	(+1.1)	(+0.9)	(+0.1)	(+1.3)	(+1.8)	(+1.3)
(金利要因)	(+0.6)	(+1.7)	(+1.1)	(+0.3)	(+1.6)	(+2.2)	(+0.7)	(+1.2)
民間消費	3.8	4.1	5.5	3.8	4.0	2.8	2.8	3.8
(構造要因)	( 3.3)	( 3.3)	( 5.0)	( 3.5)	( 4.6)	( 3.7)	( 3.4)	( 3.9)
(株価要因)	(+0.4)	(+0.6)	(+0.3)	(+0.3)	(+0.4)	(+0.5)	(+0.7)	(+0.3)
(金利要因)	(+0.1)	(+0.2)	(+0.2)	(+0.0)	(+0.2)	(+0.4)	(+0.1)	(+0.2)
民間住宅	10.6	26.3	4.9	1.0	4.9	11.0	4.1	4.9
(構造要因)	( 6.9)	(19.9)	( 2.2)	(+0.1)	(11.8)	(+5.5)	( 1.3)	( 3.5)
(株価要因)	(+0.1)	(+0.4)	(+0.8)	(+0.6)	(+0.1)	(+0.5)	(+1.4)	(+1.6)
(金利要因)	(+3.6)	(+6.0)	(+1.9)	(+0.5)	(+7.0)	(+5.0)	(+4.2)	(+3.0)
民間設備	3.0	8.6	16.8	14.6	12.1	3.0	0.5	3.4
(構造要因)	( 0.6)	( 1.4)	(11.7)	(12.8)	(16.4)	(11.2)	( 3.1)	( 3.7)
(株価要因)	(+1.0)	(+2.8)	(+2.5)	(+1.6)	(+0.0)	(+3.1)	(+4.0)	(+3.1)
(金利要因)	(+1.4)	(+4.4)	(+2.6)	(+0.2)	(+4.3)	(+5.1)	(+1.4)	(+2.8)
消費者物価	0.0	0.5	0.7	2.8	3.1	2.8	2.4	2.5
(構造要因)	(+0.2)	( 0.0)	(+0.4)	( 1.6)	( 2.1)	( 2.6)	( 2.5)	( 2.6)
(株価要因)	(+0.1)	(+0.2)	(+0.5)	(+0.6)	(+0.6)	(+0.3)	(+0.1)	(+0.3)
(金利要因)	(+0.1)	(+0.3)	(+0.6)	(+0.6)	( 0.4)	(+0.1)	(+0.2)	(+0.2)

(注) 要因分解は、株価変動、金利変動の前年比に与える影響を計算し、実績(見込み)または当研究所の予測値から控除して、構造的な変動部分を取り出した

(出所) 91年度までは実績、または実績見込み。総務庁「物価統計月報」、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」による