

1993年度経済見通し

経 濟 調 査 部

《要 旨》

世界景気は依然低迷状態にある。米国の回復力は弱く、日本は後退感が強まっている。以下は海外主要国と日本についての93年度見通しである。

I. 海外経済

- (1) 米国のリセッション（90年7月起点）は92年1—3月期に終了したとみられる。実質成長率は92年に1.8%と、前年の▲1.2%からプラスに転じるが、回復力は弱い。93年の予測においては、「クリントノミクス」がポイントである。投資減税、公共投資、富裕層増税、国防費削減一の政策が実現する可能性が高い。全体としては景気刺激効果は小規模であり、金利上昇圧力も軽微と判断される。93年は累積的な金融緩和効果、企業収益改善、投資減税・公共投資増一等から設備投資、住宅投資等が拡大し、2.5%成長となろう。ただし、実質長期金利高等の構造的成長制約要因は解消されておらず、緩やかな成長にとどまろう。
- (2) 欧州経済においては、(旧)西独はこれまでの金利高、マルク高等を背景とした消費、投資、輸出の不振から景況感が急速に悪化している。93年も内需、外需とも低調で停滞傾向が続こう。実質成長率は91年の3.6%から92年は1.0%、93年は0.6%となろう。英国では90年末以降の景気後退が続いているが、9月のERM離脱後、経済運営は「景気回復重視」に転換しており、金融緩和、財政支出の拡大等により景気は緩やかな回復に向かおう。実質成長率は91年▲2.2%、92年▲0.9%のマイナスから、93年は1.2%のプラスに転じよう。
- (3) 原油市場にはイラク原油の市場復帰問題、旧ソ連の輸出動向等、引き続き不確定要因があるが、価格は基調的には世界景気の改善傾向を映して横這い、ないし強含みとみられる。OPEC諸国の最近の増産傾向は、80年代半ば以降の行動パターンからみる限り、長期間持続されると考えにくい。92年度19.5ドル／バレル（日本の通関入着ベース）、93年度20.3ドル／バレルの見通し。

※要旨および以下の本文中で、特に断りのない限り、92・93年度は当研究所の実績見込み・予測値である。

また、当予測は1992年12月1日に発表したものである。

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

II. 日本経済

景気は92年度下期に底入れする公算が高いが、バブル崩壊の後遺症が大きく、企業・家計等のリストラクチャリングの動きの中で景気の回復力は弱い。実質成長率は91年度の3.5%に対して、92年度1.6%、93年度2.3%にとどまろう。

- (1) 景気後退は91年1—3月期から始まったとみられるが、消費・設備投資の低迷等で後退感が強まっている。予想以上の落ち込みは、①資産価格下落とそのデフレ効果が大、②世界景気の下方修正一による。8月の総合経済対策で92年度実質GNPは約0.6%（92、93年度計は約1.3%）押し上げられるが、民需の弱さから成長率は1.6%と74年度（第一次石油危機時、▲0.2%）以来の低さとなる。直近の生産動向などからは今年度下期に景気底入れの可能性が高いものの、その後も底這い圏での動きに近い状況にとどまろう。景況感が改善に向かうのは93年度央頃にズレ込もう。
- (2) 93年度経済をみる際のポイントは以下の点であろう。
- ① 家計部門のリストラクチャリングへの圧力
現在、家計はバブル期の過剰消費と株安で貯蓄不足の状況にある。このため、今後、中期的に消費性向引き下げ圧力がある。なお、貯蓄不足を株価上昇でカバーしようとすれば、株価が2.5万円強に戻ることが必要。
 - ② 企業部門のリストラクチャリングへの圧力
人件費等の固定費負担増加等から、総資本利益率は既にバブル期にも低下していたが、直近では売上不振が加わり、一段の低水準となっている。企業が体質改善を図る過程では、雇用・設備投資両面での調整圧力が続こう。
 - ③ 財政・金融政策面での対応
①、②は短期的には景気下押し圧力となる。そこで、93年度公共事業追加3兆円・所得税減税3兆円、近々の利下げ（3.25%→2.75%）を予想。
- (3) 以上を織り込んだ93年度経済は、92年度下期に底入れ後、住宅投資・公共投資の増加、海外経済の改善等から緩やかながらも上向きに転じる姿となろう。実質GNP成長率は設備投資のマイナス持続等から2.3%にとどまろう。財政面での追加策なしでは1.6%程度の成長と予想され、景気の二段調整のリスクも増そう。
- (4) 経常収支黒字は内需低迷等から拡大が続き、91年度の902億ドル（名目GNP比2.6%）が、92年度1240億ドル（同3.3%）、93年度1330億ドル（同3.3%）となろう。為替相場は米景気の回復傾向等から93年夏頃までやや円安、その後は日本の対外黒字増加趨勢、景気回復持続等から円高を見込み、92年度126円（対ドル、91年度133円）、93年度122円と予想した。

内外ともにダウンサイド・リスクを抱えた困難な状況にある。国際的には政策協調の重要性が増し、国内的には民間部門のリストラクチャリングへの努力と機動的な政策対応が望まれる。

はじめに

世界経済を取り巻く環境は引き続き、安定感を確保できない状況にある。地域・民族紛争は続いているおり、主要国に目を転じても、経済の停滞傾向も加わり、現政権の弱体化が指摘される国が多い。

IMF等の国際機関が発表した世界経済の見通しは下方修正の連続である。世界経済は停滞から脱し切れず、依然として低迷状態が続いている。主要国の直近の動向をみても、米国は92年初頃に景気が底入れしたとみられるものの、その後の回復力は極めて弱い。英国はマイナス成長から脱却できていない。ドイツにおいては、連銀のインフレ抑制スタンスの強さとも相まって、オーバー・キルの懸念が払拭できない。日本経済では、設備投資の落ち込みと消費の停滞傾向から景気の後退感が強まっている。

以下は、こうした状況にある海外主要国と日本について、93年度の見通しを策定したものである。

I. 海外経済・金融

1. 米国経済・金融～景気は緩やかな回復、裁量余地限られる「クリントノミクス」

(1) 現状認識～リセッション終了後も、回復ペースの弱い状況が持続

景気は、「弱いながらも回復基調」にある。90年7月から始まったリセッションは、92年1～3月期に「谷」を付けたとみられるが、その後の回復ペースは極めて弱く、特に、雇用動向や消費者センチメント、金融関連指標等は予想以上に低迷している。今回のリセッションは、長さは「戦後最長」、深さは「生産、実質GDP等の指標でみれば軽微」、「雇用や消費者センチメント等の面では深刻」であり、金融部門に加えて、家計部門への影響が大きかったことが特徴と言えよう。

景気回復力の弱さは、①財政赤字等を背景とした実質長期金利高、②家計、企業部門の負債軽減の動き、③企業のリストラクチャリング（事業再編と人員削減）、④不動産不況を主因に脆弱化した銀行の融資低迷、等の事象が構造的な成長制約要因として残っているためである。

(2) クリントン次期政権の経済政策（「クリントノミクス」）

93年の予測においては、「クリントノミクス」（クリントンの包括的な経済政策、ここでは、財政政策を指す狭義の概念）の評価が最大のポイントとなろう。

まず、今後のスケジュールとしては、「92年12月中旬頃までに組閣完了（政策の大枠を詰める）→93年1月末～2月中旬頃までに財政政策案の確定→議会審議→年央頃より実施」となる可能性

今回と過去の比較表

	リセッション期間	鉱工業生産	実質 GDP	非農業雇用数	消費者センチメント
今回	11.0カ月	▲3.4	▲0.2	▲198万人	▲50.2
過去平均	11.8カ月	▲8.1	▲1.8	▲148万人	▲27.6

(注) ①リセッションの期間は、景気の「山」の翌月から「谷」の月までとし、深さは、「山」を基準とした「谷」までの波少率(%)、または人數

②今回の景気の「谷」は、92年1月と想定した

③過去の平均は、60年以降5回の平均値。ただし、消費者センチメント(コンファレンスボーディ)は、80年以降2回の平均値

経済指標の推移

(前期<月>比、%)

	91/2Q	3Q	4Q	92/1Q	2Q	3Q	5月	6月	7月	8月	9月	10月
消費者信頼感指数*	77.9	75.6	55.1	51.3	69.9	69.2	71.9	72.6	61.2	59.0	57.3	54.6
NAPM景気指数*	45.7	53.0	50.3	51.3	53.5	52.3	56.3	52.8	54.2	53.7	49.0	50.6
非農業雇用者数	▲359	27	▲57	▲45	285	65	119	▲73	171	▲109	▲72	27
鉱工業生産指数	0.6	1.7	▲0.2	▲0.8	1.3	0.5	0.7	▲0.4	0.8	▲0.3	▲0.2	0.3
実質個人消費	0.5	0.4	▲0.1	1.2	▲0.0	0.9	0.1	0.5	0.4	0.1	0.3	0.3
小売売上高(自動車除き)	1.1	0.0	▲0.5	2.5	0.3	1.5	0.5	▲0.1	1.1	0.4	0.4	0.4
自動車販売台数	0.8	1.6	▲4.1	1.3	2.3	▲3.4	2.5	5.6	▲6.1	▲4.8	5.1	▲0.6
住宅着工件数	8.2	4.3	5.2	14.9	▲9.2	4.3	10.1	▲4.1	▲4.1	12.1	0.8	▲1.1
モーゲージレート*	9.53	9.28	8.69	8.71	8.68	8.01	8.67	8.51	8.13	7.98	7.92	8.09
通関輸出 輸入	3.0	▲0.2	5.0	0.0	0.1	1.4	▲1.9	6.9	▲0.9	▲5.3	6.8	—
0.4	3.8	1.7	▲0.7	5.1	3.9	▲1.4	4.7	0.4	▲0.7	4.0	—	—
消費者物価(総合) (コア)	0.6	0.7	0.9	0.7	0.8	0.6	0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.4
マネーサプライ(M2、名目)	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
長期金利(30年債)*	1.1	0.2	0.6	1.1	0.1	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	0.3	0.3	0.4
8.32	8.18	7.85	7.80	7.90	7.44	7.89	7.84	7.60	7.39	7.34	7.53	—

(注) ①消費者信頼感指数は1985=100

②NAPM景気指数は7項目の総合指数

③非農業雇用者数は前月(期)差で単位は千人

④“*”印を付けた指標は水準

(出所) 米商務省“Survey of Current Business”, 米労働省“Monthly Labor Review”他

が高いとみられる。

6月の民主党大会で発表した「クリントノミクス(PUTTING PEOPLE FIRST、国民を第一に)」は、「雇用の創出と持続的な成長、96年度

クリントノミクス

(億ドル)

		1993	1994	1995	1996	合計
新規投資	公共投資、投資減税等	283	346	354	354	1337
	中間所得者層所得税	35	55	65	70	225
	教育投資、職業訓練投	101	143	173	217	634
	合 計	419	544	592	641	2196
新規貯蓄	国防支出等の歳出削減	261	324	368	450	1403
	メディケアコスト負担増	6	10	10	18	44
	富裕者層への増税等	198	227	239	253	917
	外国企業への課税強化等	113	144	153	173	583
合 計		578	705	770	894	2947
純 貯 蓄		159	161	178	253	751
クリントンの財政赤字目標額		2957	2430	1740	1410	—

(出所) “Putting People First”

に財政赤字を93年度から半減」を目標とした政策構想であり、主な内容は左表の通り。

現時点では不確定要因も多いが、今回の見通しでは、(1)影響が直接的、(2)実施の可能性が高い、(3)規模も大きい—と判断される政策を予測に反映した。具体的には、93年中に、①投資減税(年率約80億ドル)、②公共投資(同200億ドル)、③富裕者層増税(同180億ドル)、④国防費削減(同70億ドル)等を織り込んだ。実施時期については、投資減税は93年1~3月期(93年央頃に法案が成立、遅って1~3月期から適用)、公共投資は93年7~9月期(法案の成立と同時に実施)、富裕層への増税と国防費の削減は93年10~12月期(景気抑制的であるため実施時期が遅め)からと想定した。

この想定に基づく、「クリントノミクス」の財政収支を試算すると93年で約70億ドルの赤字拡大（92年の名目GDP比では0.1%強）となる。このため、財政面からの景気刺激効果は小規模であり、金利上昇圧力も軽微とみられる。

ただし、歳出削減・増税等の公約が十分に実施されず、財政赤字が大幅に拡大するリスクも排除できない。当然のことながら、今後の議会審議の動向には注視を要する。

(3) 93年の見通し

i) 景気～緩やかな成長が持続、93年下期には財政面での若干の景気刺激も

93年の実質GDP成長率は、2.5%（92年実績見込み：1.8%）と米国の潜在成長率（2.5%前後）程度にとどまろう。持続的な回復が続くとみる理由は、①金融緩和による投資刺激効果（設備投資と住宅投資）、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、⑤公共投資等による景気浮揚効果（政府支出）等が予想されるためである。

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 実績	92年 実績 見込み	93年 予測		前回6月予測	
				上期	下期	上期	下期
実質国内総支出	0.8	▲1.2	1.8	2.0 1.6	2.1 2.1	2.5	2.3 2.2
個人消費	1.2	▲0.6	2.0	2.4 1.8	2.2 2.3	2.3	2.3 2.2
設備投資	▲0.4	▲7.0	2.3	4.0 0.0	5.1 4.6	6.0	6.1 5.6
住宅投資	▲9.1	▲12.6	12.2	16.0 13.8	5.6 10.6	6.8	6.9 6.2
政府支出	2.8	1.2	▲0.4	▲0.2 ▲1.0	0.7 0.2	0.8	▲0.0 0.3
在庫増減*	▲62 ▲0.5	▲93 ▲0.3	44 0.3	▲24 ▲0.3	111 0.6	105 0.1	96 ▲0.1
純輸出*	▲518 0.5	▲218 0.6	▲422 ▲0.3	▲327 ▲0.3	▲518 ▲0.8	▲536 ▲0.1	▲533 ▲0.0
輸出等	8.1	5.8	5.2	4.2 7.3	2.1 3.1	5.3	6.1 4.1
輸入等	3.0	▲0.1	8.6	6.4 9.8	8.5 7.5	6.7	6.2 7.3
鉱工業生産指数	1.0	▲1.9	1.2	▲0.5 1.6	2.2 0.9	2.3	1.5 1.9
失業率	5.5	6.8	7.5	7.4	7.5	7.3	7.4
消費者物価総合	5.4	4.2	3.0	3.2 3.0	2.8 3.0	3.1	3.0 2.9
貿易収支#	▲1089	▲734	▲980	▲833	▲1130	▲1230	▲1220
経常収支#	▲904	▲37	▲610	▲474	▲750	▲920	▲900
連邦財政収支	▲2205	▲2695	▲2902	▲1994	▲908	▲3200	▲2030
公定歩合	6.5	3.5	3.0	3.5	3.0	3.0	2.5
							3.0

(注) ①*項目の在庫増減と純輸出の上段は億ドル

下段は前期比年率寄与度、%

②失業率は期中、または年平均水準、%

③#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。上下期・暦年の実績見込み値と予測値は四捨五入したもの

④連邦財政収支は統合予算ベース、会計年度ベース（前年10月～当年9月）、億ドル

⑤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 Current Business"他による

上下期別には、上期が前期比年率2.3%、下期が同3.3%と下期にかけ成長率が高まろう。

ただし、構造的な成長制約要因（実質長期金利高、負債の軽減等）により、力強い成長は見込みにくい。また、「クリントノミクス」による景気浮揚効果も、政府支出、設備投資を中心に93年の実質GDP成長率を0.3%程度高めるにとどまり、93年は「クリントノミクス」への「期待」と「現実の厳しさ」が交錯する年となろう。

ii) 物価～安定基調、93年下期から緩やかな上昇へ

93年の消費者物価上昇率は3.1%（92年実績見込み：3.0%）と、基本的には安定基調が続こう。ただし、景気回復に伴う労働コスト等の上昇を背景に、下期にはインフレ率の強含みが予想される。

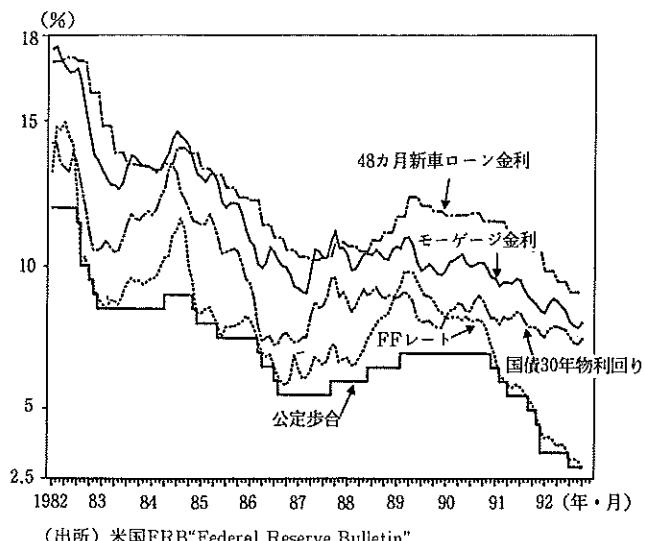
iii) 金融政策・金利動向～長短金利は緩やかな上昇へ

FRBは、「クリントノミクス」の実効性、財政支出による景気刺激効果、その長期金利への影響を見極める必要があることから、現時点では追加利下げにやや慎重とみられる（公定歩合は92年7月、FFレートは9月から、共に3.0%で据え置き）。ただし、物価安定が続く中で、当面、景気の足取りも弱いことから、追加利下げの可能性は残されており、93年1～3月期末までに公定歩合は2.5%（59年以来の低水準）に引き下げられると見込んだ。

93年中の金融政策は、景気の緩やかな回復が続く中で、物価上昇率が強含み傾向となることを背景に、予防的引き締めの観点から、公定歩合は下期に3.0%（+0.5%）に引き上げられる可能性が高い。

長期債レートは、当面、「クリントノミクス」の財政政策を巡る市場の評価が交錯する中、もみ合い圏の展開が続こう。93年は、景気、インフレ率、金融政策の予防的引き締めへの転換、高水準の財政赤字一等からみて、緩やかな上昇傾向となろう。

各種金利の動向



（出所）米国FRB“Federal Reserve Bulletin”

iv) 財政収支～93年度の財政赤字はさらに拡大

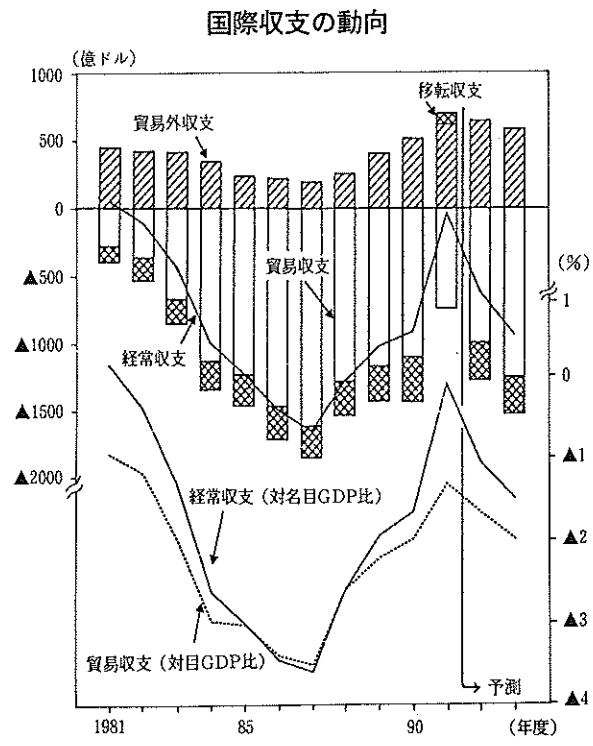
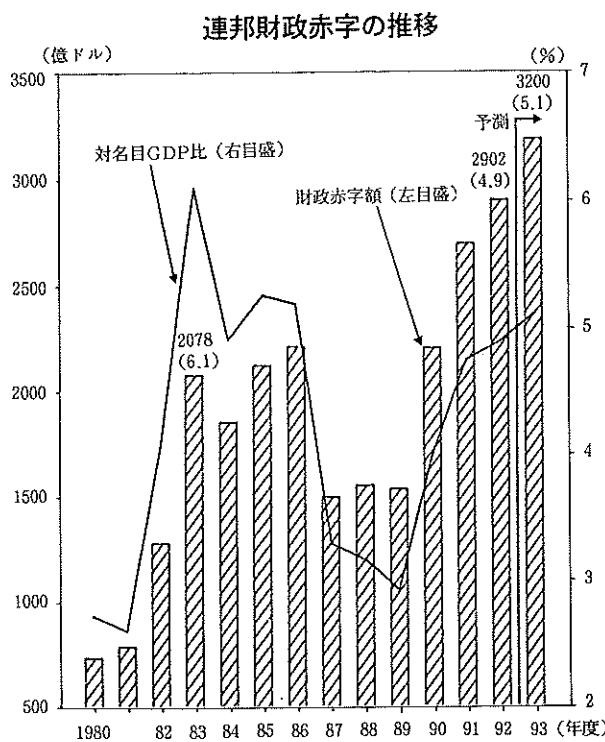
93年度（92年10月～93年9月）の財政赤字は、3200億ドル（CBOの8月予測をベースに試算、名目GDP比5.1%）程度と92年度実績の2902億ドル（対名目GDP比4.9%の見込み）よりさらに拡大し、史上最高の水準を更新する可能性が高い。要因としては、92年度に抑制された分を含め、S&L関係支出の増大が見込まれる（約200億ドル程度）ためであり、クリントン次期政権による財政政策の影響（約80億ドル程度の赤字拡大。支出拡大の一方で、景気抑制的な増税、歳出削減策の実施は遅れる）も加わることによる。「クリントノミクス」による財政赤字削減効果が現れるのは、94年度以降となろう。

なお、米国経済は、医療費の高騰問題、国防費削減、軍需産業の民需転換等の大きな課題を抱えている。短期的な景気対策よりも中長期的な観点からの財政政策、財政再建が必要であり、クリントン次期政権に対する課題は大きい。

v) 国際収支～赤字は拡大傾向へ

93年の貿易赤字（国際収支ベース）は、1230億ドル（対名目GDP比2.0%）と92年の980億ドル（実績見込み、対名目GDP比は1.7%）より、赤字幅が拡大しそう。これは主として、世界景気の回復ペースが緩慢なことに加え、92年秋以降からのドル高により輸出が伸び悩む一方、景気回復に伴う輸入増加が見込まれるためである。

経常赤字（同ベース）も、貿易赤字に連動した推移となろう。93年は920億ドル（対名目GDP比は1.5%）と、92年の610億ドル（実績見込み、対名目GDP比は1.0%）から拡大しそう。



2. 欧州経済～停滞続くドイツ、緩やかな回復へ向かうイギリス

ドイツ経済は、高金利の持続、マルク高・EMSの混乱による輸出環境の悪化一等から、景況感が急速に悪化しており、93年も停滞傾向が続こう。一方、イギリスでは90年末からの景気後退局面が持続しているが、今後は政府経済運営の「景気重視」への転換等から、緩やかな回復が期待される。

ドイツ経済の見通し

	91年 実績	92年 実績 見込み		93年 予測			前回6月予測 92年	93年
		上期	下期	上期	下期			
実質国民総支出								
国内需要	3.6	1.0	1.1	0.9	0.6	0.2	0.9	
個人消費	3.0	1.2	1.3	1.2	0.4	▲0.2	1.0	
政府消費	0.5	2.7	3.2	2.3	1.2	1.1	1.4	
固定資本形成	6.5	0.9	2.5	▲0.8	▲0.6	▲1.9	0.8	
設備投資	9.0	▲2.4	▲0.6	▲4.3	▲2.6	▲4.4	▲0.5	
建設投資	4.2	4.1	5.5	2.6	1.2	0.4	2.0	
海外経常余剰	0.6	▲0.2	▲0.2	▲0.3	0.2	0.4	▲0.1	
輸出等	12.7	1.7	3.6	▲0.1	1.9	1.4	2.4	
輸入等	12.1	2.4	4.3	0.6	1.7	0.6	2.8	
消費者物価	3.5	4.0	3.3	3.7	3.8	4.6	2.2	
经常収支(億マルク)	▲336	▲400	▲442	▲358	▲300	▲380	▲220	
ロンバード金利	9.75	9.50	9.75	9.50	8.00	9.00	8.00	

(注) ①前年比、前年同期比、%

②消費者物価は上段：前期比年率、下段：前年同期比、%

③经常収支、ロンバード金利は統一ドイツベース、その他は全て旧西独ベース

④国内需要、海外経常余剰はGNP寄与度

⑤ロンバード金利は年<期>未値、%

(出所) 実績値はドイツ連銀

(1) ドイツ経済

i) 景気（旧西独）～停滞局面が持続

6月時点の見通しでは、①臨時増税期間（91年7月～92年6月）の終了による個人消費の回復、②世界景気の回復による輸出の拡大等から、92年下期の景気拡大を見込んだ。

しかし、①7月の公定歩合再引き上げ（8.0%→8.75%）、新たな増税論議の高まり等による消費者コンフィデンスの悪化、②マルク高・EMSの混乱、海外景気の低迷持続による輸出環境の悪化から、景気の停滞傾向が顕在化してきている。

こうした景気の停滞傾向は、93年中も持続し、実質GNP成長率は0.6%にとどまろう。

主な項目別の動向は以下の通り。

①輸出～欧州景気の急速な回復が見込まれないため、93年中も目立った拡大は期待出来ない。

②個人消費～(a) 93年の賃金上昇率の低下から可処分所得の伸びが鈍化、(b) 新たな増税懸念により、消費者コンフィデンスの回復も見込み難い一等から低迷しよう。

③固定資本形成～92年下期の内需低迷の持続、輸出環境の悪化等から、企業の景況感は急速に悪化。今後、設備投資、建設投資ともに低迷が続くと思われる。

ii) 物価（旧西独）～上昇率は徐々に鈍化、但し見かけ上は高止まり

消費者物価は、サービス関連を中心に高い上昇率が持続しており、年率2%台を目指す連銀にとって不満足な状況にとどまっている。

93年には、賃金上昇率の低下（時間当たり賃金で92年5.5%→93年3.5%の見込み）等が予想され、労働コスト面からのインフレ圧力は緩和しよう。ただし、93年1月からVAT税率が引

き上げられるため、消費者物価上昇率は3.8%と見掛け上、比較的高水準にとどまろう（VAT要因を除けば93年の消費者物価上昇率は3.2%と、92年の4.0%から大きく低下する。下記の注を参照）。

（注）今回の増税では、標準税率が14%→15%に引き上げられるが、軽減税率（食料品、書籍、新聞、観劇等のサービス等にかけられる特別税率）は7%で据え置かれる。軽減税率が適用される財の割合は全体の3割程度とみられ、今回の税率引き上げによる消費者物価への押し上げ効果は0.6%となる。

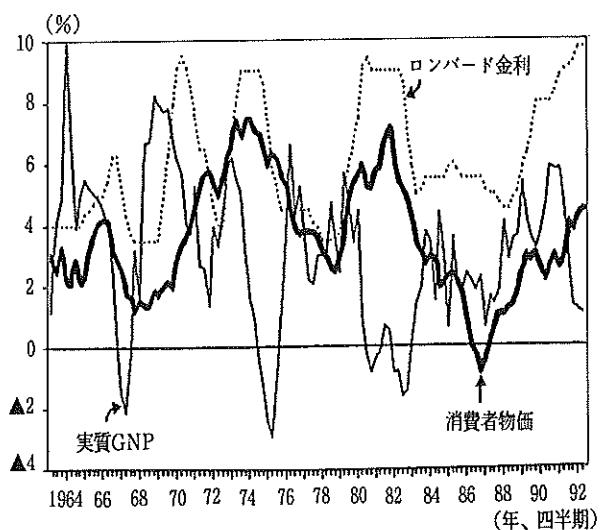
iii) 金融～93年春から政策金利は段階的に引き下げ

9月のERMの再調整に伴い、連銀は公定歩合とロンバード金利を引き下げた（公定歩合8.75%→8.25%、ロンバード金利9.75%→9.50%）。その後も債券オペを通じて短期金利を低めに誘導している（コール翌日物で利下げ直後9.4%→11月第3週平均8.8%）。

連銀は利下げの要件として「景気」よりも「インフレ率の改善」を重視してきており、この基本スタンスに変更はないといふられる。過去の引き締め時にも成長率は大幅に落ち込んでおり、インフレ率が明確な改善傾向を示す以前に、景気面への配慮から、連銀が本格的な金融緩和に踏み切る可能性は小さいと思われる（図参照）。

従って、政策金利引き下げの時期は、93年の貨上げ交渉が一段落する93年4～6月期となろう。7～9月期以降も、労働コスト面からのインフレ圧力緩和に伴い、政策金利は段階的に引き下げられよう。93年末までにロンバード金利は8.0%に低下しよう。

実質GNP・インフレ率・金利の推移



（注）実質GNPと消費者物価は前年同期比
（出所）ドイツ連銀

長期金利については、①インフレ率の改善と共に伴う短期金利の低下、②財政赤字の拡大テンポのスローダウン等から、緩やかな低下基調を辿ろう。ただし、現在の水準③（10年物国債利回りで7.4%）はこれらの要因をかなり織り込んでおり、今後の低下は小幅にとどまろう。

iv) 国際収支～改善幅は小幅

世界景気の不振等による輸出の伸び悩みから、92年年初より、貿易収支、経常収支の改善テンポが鈍化している。93年は、世界景気の回復にともない、貿易収支、経常収支はやや改善しよう。しかし、欧州を中心とした景気回復力の弱さ、92年下期のマルク高等から、改善幅は小幅にとどまろう。

(2) イギリス経済

i) 景気～政策転換から徐々に回復へ

イギリス経済は、90年末以来、景気後退局面が続いている。政府は9月のERM離脱とともに、経済運営の主眼を「インフレ抑制」から「景気回復」に明確に転換し、連続的な利下げを実施している。

93年には、こうした政府による金融緩和、財政支出の拡大等の措置により、景気は緩やかな回復傾向に向かおう。実質GDP成長率は、①金融緩和を背景とした雇用環境・住宅市場先行き見通し好転→消費者コンフィデンス回復による個人消費の改善、②インフラ整備等を中心とした公共投資の拡大を牽引役として、1.2%とプラスとなろう。

イギリス経済の見通し

	91年 実績	92年 実績 見込み		93年 予測			前回6月予測 92年 93年
		上期	下期	上期	下期		
実質国内総支出	▲2.2	▲0.9	▲1.1	▲0.8	1.2	0.7	1.6
国内需要	▲3.3	0.5	▲0.1	1.1	1.9	1.8	2.0
個人消費	▲2.1	0.1	▲0.8	0.9	1.7	1.6	1.7
政府消費	2.8	0.9	0.5	1.3	1.6	2.1	1.0
固定資本形成	▲9.9	▲2.3	▲2.9	▲1.6	2.0	1.2	2.7
海外経常余剰	1.1	▲1.5	▲1.0	▲1.8	▲0.7	▲1.1	▲0.4
輸出	0.3	2.6	3.5	1.7	3.9	2.6	5.3
輸入	▲3.1	6.8	6.2	7.4	5.5	5.4	5.6
小売物価	5.9	3.7	4.2	3.4	3.0	3.0	3.1
經常収支(億ポンド)	▲63	▲125	▲116	▲134	▲175	▲166	▲184
ベース・レート	10.5	7.0	10.0	7.0	6.0	6.0	6.0

(注) ①前年比、前年同期比、%

②国内需要、海外経常余剰はGDP寄与度

③ベース・レート年<期>未値、%

(出所) 実績値はイギリス中央統計局

ii) 物価～鈍化傾向が持続

小売物価上昇率は、景気後退局面の中、落ち着いた推移を続けている。93年も、景気回復に伴う労働コスト圧力の低下から物価上昇率は鈍化傾向となろう。ただ、ポンド安の影響等から改善幅は小幅にとどまろう。中期的には、ポンドのERM離脱により景気回復局面での賃金と物価のスパイラルの再発が懸念される。

iii) 金融～緩やかな緩和傾向が続く

ポンドのERM離脱により、金融政策の裁量余地が拡大したことから、ベース・レートは連続的に引き下げられている（9月のピーク12%→11月24日現在7.0%）。政府は「景気回復」重視のスタンスを明示しており、93年中も緩やかな金融緩和傾向が続こう。ただし、政府はERM復帰を目指しているため、EMSのアンカーであるドイツとの大幅な金利差拡大には慎重であろう。長期金利はこれまでのところ短期金利と共に低下傾向を辿っている。しかし、今後は、①ERM離脱により、中期的なインフレ率見通しが悪化したこと、②財政赤字の大幅拡大が見込まれること一等から、上昇傾向に向かおう。

iv) 国際収支～経常赤字の拡大基調が持続

経常収支の赤字額は、ポンド高を背景とした輸出の伸び悩み、輸入の増加から、拡大傾向で推移している。93年は、①景気回復過程で輸入の伸びが輸出を上回ること、②92年後半からのポンド安による収支改善効果が期待されるものの、短期的には、輸入価格上昇による赤字拡大効果（Jカーブ効果）が出ることから、赤字拡大基調が持続しよう。

3. 原油価格～横這い、ないしやや強含み基調

原油価格（WTI先物、バレル当たり）は6月以降、概ね21ドルをはさむ水準で推移してきたが、イラン、クウェート等、OPECの増産傾向を主な材料として、10月末頃を境にやや弱含みの推移となっている。

原油価格は、①OPECの大幅増産維持を考えにくいくこと、②世界景気が回復方向にあること一等から、今後「横這い」ないし「やや強含み」基調で推移し、93年度末に21ドル（通関入着ベース、バレル当たり）程度となろう。年度平均では、92年度の19.5ドルから93年度は20.3ドルと小幅上昇の見通し。

外貨繰りに苦しむイランや、産油能力が大幅に

回復したクウェートを中心に、OPECの原油産油量は92年春以降増加傾向にある。

しかし、86年以降のOPECの行動パターンをみると、今後93年春以降の不需要期に向けて、OPEC全体として大幅増産を維持することは考えにくく、比較的節度ある生産行動をとる可能性が高い。（次ページの「（参考）原油価格とOPECの生産行動について」を参照）

仮にイラン、クウェート等が表明している増産予定幅をフルに加算して試算しても、世界景気の回復を前提とすれば、93年度の原油需給は通常でやや引き締まり基調。

このため、目先、一時的な弱含み場面はあっても、93年度末に向けては、総じて「横這い」ないし「やや強含み」基調と予想される。

（93年度原油価格のリスク・シナリオ）

①イラク原油の市場復帰

制裁実施から2年も経つこと、イラクのフセイン政権との対立感が強いブッシュ政権から、クリントン新政権に変わること一等、国連内でのイラクの処置を巡る環境が変わる余地がある。

⇒復帰が決まれば、価格低下要因に

②クリントン政権の新エネルギー政策の動向

今のところ明確な構想は打ち出されていないが、エネルギー安全保障、環境問題の見地から、エネルギー需要、石油輸入の抑制一等が浮上する可能性がある。いずれも景気抑制的な側面が強く、米国の景気回復が軌道に乗るまで導入は先送りの公算が高い。

⇒導入された場合、短期的にはOPECによる「原油価格引き上げ」という形の反発を招く可能性がある。中・長期的には、米国の原油需要の減退から価格下落要因に

③旧ソ連の原油生産量の予想外の落ち込み（ロシア共和国等、旧ソ連の原油生産量は減少傾向が続いている。）

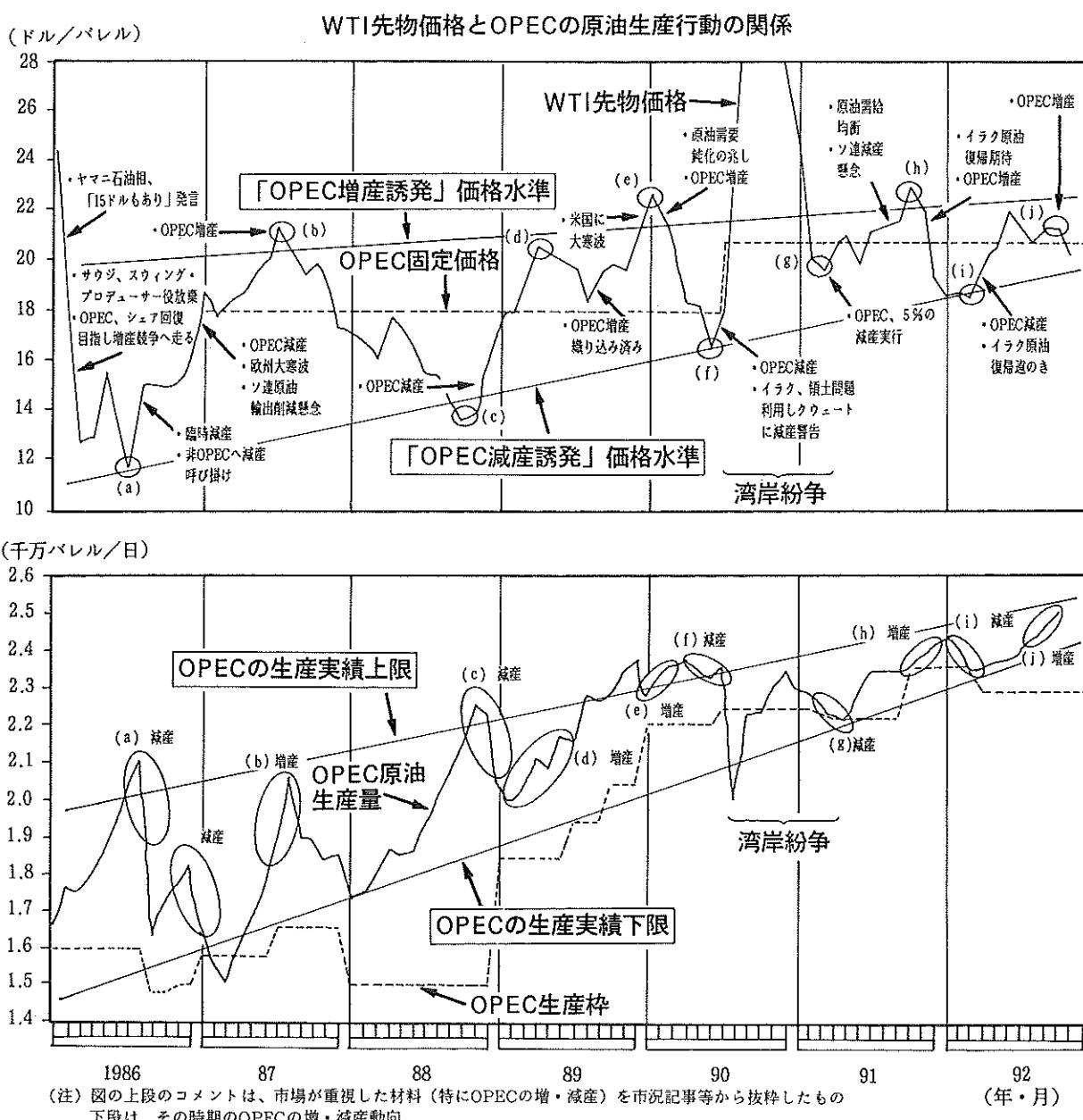
⇒原油価格の上昇要因となろう。

(参考) 原油価格とOPECの生産行動について

原油価格決定が、OPEC主導からWTI先物市場等マーケット主導となった86年以降について検討すると、「OPECの増産を誘発する」価格水準と「同減産を誘発する」価格水準とで形成されるバンドが傾向的に狭隘化(下図の上段)。これと同步調でOPEC生産量の振幅も縮小(下図の下段)。これは、市場の需給を無視した生産行動が、マーケット・メカニズムを通じて石油収入に

ハネ返る、ということをOPEC自身が「学習」したためとも解釈できる。

最近の価格の軟化傾向で、原油価格は「減産誘発」水準に近づきつつある。同時に、OPECの原油生産量は「OPECの生産実績上限」のラインに接近している。このため、過去のパターンからは、今後93年春以降の不需要期に向けて、OPEC全体として大幅増産を持続するとは考えにくい。



(注) 図の上段のコメントは、市場が重視した材料(特にOPECの増・減産)を市況記事等から抜粋したもの
下段は、その時期のOPECの増・減産動向

なお、(a)～(j)が対応箇所

(出所) 日経新聞、Petroleum Intelligence Weekly、他

II. 日本経済の動向～資産デフレの後遺症が残り、景気回復力は弱い

1. 92年度～景気は下期底入れ、成長率は1.6%

(1) 景気の現状～消費・設備投資の低迷から強まる後退色

91年1～3月期から始まったとみられる現在の景気後退局面は、消費・設備投資等、民間内需の予想以上の落ち込みを主因として厳しい状況にある。今回の景気後退期における今までの生産指数のボトムは92年8月で、ピーク時（91年5月）に比して、▲10.1%の減少と、第一次石油危機時（同▲20.2%）以来の落ち込みである。大幅減産にもかかわらず、設備投資・耐久消費財需要の低迷等から、加工型業種を中心に、在庫調整も総じて遅れ気味に推移している。

	(生産のピーク)	(生産のボトム)	(減少率)
第一次石油危機	73.9 (74年1月)	59.0 (75年3月)	▲20.2%
第二次石油危機	87.0 (80年2月)	82.1 (81年8月)	▲5.6%
円高不況	101.2 (85年5月)	97.6 (86年8月)	▲3.6%
今 回	129.9 (91年5月)	116.8 (92年8月)	▲10.1%

こうした予想以上の景気の落ち込みの背景としては、①資産価格（株価・地価）の下落、およびそのデフレ効果が予想以上に大、②世界的な景気回復の遅れ、が挙げられる。

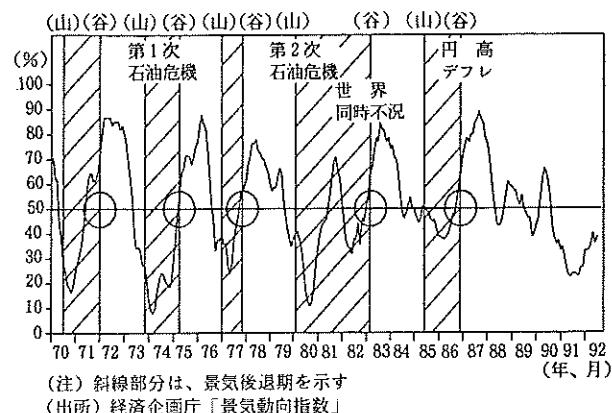
景気の落ち込み、および株価・地価下落を誘因とした金融システム不安の高まりへの対処を目的に、92年8月に総額10.7兆円の史上最大規模の総合経済対策が決定された。この対策により、92年度で約0.6%（92、93年度累計では約1.3%）、実質GNPに対する押し上げ効果があるとみられる。ただ、こうした対策を考慮しても、92年度は1.6%の低成長にとどまるものとみられる。前回の円高不況期の86年度は2.9%成長となって

おり、92年度の成長率は、第一次石油危機時の74年度（▲0.2%）以来、ほぼ20年ぶりの低成長となる見込みである。

(2) 92年度下期には景気底入れ、その後はほぼ底這い状態

92年度の成長率自体は低位にとどまるとみられるものの、景気の転換点との関連が深い生産・在庫指数や景気動向指数には、一部、底入れの前兆も見受けられる。経験則としては、「景気先行指数の5ヵ月移動平均値」が50%ラインを下から上に切った時点の近辺で景気の「谷」となっているケースが多い。最近の景気先行指数は上昇基調にあり、今後の最終需要動向、在庫調整の動向等をもとに、この基準から判断すれば、92年度下期中に、景気が底入れする可能性が高いとみられる。

過去の景気先行指数（5ヵ月移動平均）



第二次石油危機後の81年には、一旦、同数値が50%ラインを上回った後、82年の「世界同時不況」から再び落ち込み二段調整の形で「谷」を迎える展開となっている。これは、①世界的な景気後退を背景とした輸出の不振および公的需要の低調から、最終需要が伸び悩んだ、②企業が景気回復力を過大に見誤り、増産に向かった結果、在庫が再度積み上がったことによるものである。

今回においては、資産デフレの後遺症が残ることから、最終需要の伸びが低いとみられる点では「世界同時不況」時と同様であるが、①企業の慎重な態度から、生産の伸びは緩やかなものにとどまるとみられる、②財政面での対応が可能一等から、92年度下期底入れ後、景気の再度の落ち込みは避けられよう。ただし、底入れ後の景気は底這い圏の動きに近く、回復力の弱い状況にとどまるものとみられる。

景況感は、通常、景気の「谷」に半年程度遅れるため、改善に向かうのは93年度半ば頃となろう。改善度合いは、回復スピードが緩やかな中、限られたものにとどまろう。

2. 93年度の見通し～底入れ後の回復力弱く、成長率は2.3%

(1) 今後のポイント～リストラクチャリングの動きと政策対応

今回の景気動向を検討する際には、以下の家計部門、企業部門のリストラクチャリングの動きと、そうした環境下、景気へのダウンサイド圧力が大きい中での財政・金融政策面での対応がポイントとなろう。

i) 家計部門のリストラクチャリングへの動き～バブル期の過剰消費と株価下落による消費への影響

株価・地価が大幅に上昇した86～88年度において、家計は消費を所得と見合う以上に拡大（過剰消費、いわゆる「資産効果」）する行動をとった。株価上昇が大幅であり、「資産効果」による消費増加分（その分貯蓄は減少）を差し引いてもなお、他の金融資産で貯蓄を行った以上の貯蓄パフォーマンス（家計貯蓄残高の変動、プラスは貯蓄増を意味）をあげることが可能であった。

しかし、89年度末以降の株価の持続的かつ大幅な下げにより、単年度での株式投資損益はマイナスに転じ、91年度末時点（日経平均株価：19346円）では、86年度以降の累積でもマイナスとなった。

過剰消費と株価変動による家計貯蓄残高への影響

(兆円)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度
家計貯蓄残高の変動	16.8	28.7	46.1	30.3	10.2	▲21.7
内、①累積株式投資損益	17.6	31.6	51.8	39.6	22.3	▲7.9
②累積過剰消費	▲0.8	▲2.9	▲5.7	▲9.3	▲12.1	▲13.8

(注) ①累積株式投資損益は、年度末比較による株式投資の収益率（配当利回り+株価上昇率）と1年定期預金利回りとの格差に、家計の前年度末株式保有残高を乗じた額で、86年度以降の累計ベース

②累積過剰消費は、株式投資損益にともなう消費額の変動（いわゆる「資産効果」、累計ベース）を、基礎研マクロモデルにより試算したものであり、マイナスは、過剰消費により家計貯蓄残高が減少することを意味する

③日本銀行「経済統計月報」等から、当研究所が試算

このため、現在家計は、①株式投資による損失、②バブル期の過剰消費の一両面からの貯蓄額の増強を行う必要性に迫られている。

現在の株価を考慮した場合、家計の株式保有残高はさらに目減りし、「貯蓄不足額」はさらに拡大している模様。

株価と家計の貯蓄不足額

(兆円)

株価(円)	14000	16000	18000	20000	22000	24000	26000
貯蓄不足額	▲41	▲34	▲27	▲20	▲13	▲5	+2
株式残高	50	57	64	71	78	86	93

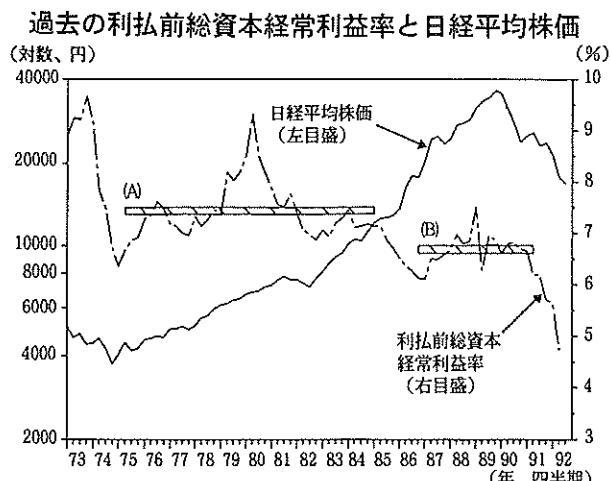
(注) ①91年度末、家計の株式保有残高(69兆円)を前提に試算

②株価は、日経平均

過去の過剰消費と株価下落による「貯蓄不足額」を解消するような株価水準を試算すると、2万5千円を上回るレベルとなる。ちなみに、株価1万6千円で計算した場合、「貯蓄不足額」の民間消費(91年度)に占める割合は、約13%に達する。こうした「貯蓄不足額」の存在は、株価の急速な回復がない限り、消費性向の中長期的な押し下げ要因となり、消費の弱さをもたらすことになる。

ii) 企業部門のリストラクチャリングへの動き～ 利益率低下（固定費負担増大）、株価低迷が 企業行動へ与える影響

通常、好況期には、売上の増加から利益率は高まる関係にある。しかし、過去の利払前総資本経常利益率の推移をみると、「平成景気」時は6.7%と、70年代中～80年代中の平均値7.5%を下回るレベルにとどまっている。



(注) ①(A)は75年1～3月期～84年10～12月期、(B)は86年10～12月期～91年1～3月期における利払前総資本経常利益率の平均レベル

②利払前総資本経常利益率＝(支払利息・割引料+経常利益)÷総資産×100

③利払前総資本経常利益率は当研究所にて季節調整済

(出所) 日本銀行「経済統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」

バブル期は、超金融緩和と過剰流動性の発生、およびそれらを背景とした地価上昇から、企業の資産価値に注目が集まり、株価は自己実現的に上昇した。こうした中で、80年代後半には、利益率の水準が下方にシフトしていたため、株価と利益率水準に乖離が生じた。こうした株価・地価の上昇は、資産効果を生み、「円高不況」からの回復に寄与したものの、他方で、利益率水準と株価との関係の「希薄化」を通じて、企業にとって、採算の合わない資産を増大させる結果となった。しかし、91年以降は、株価と利益率との連動性が強まっている。株式市場の低迷が続いているが、今後、株価が上昇に向かうには、利益率の改善が必須であろう。

過去の利益率、固定費率との比較

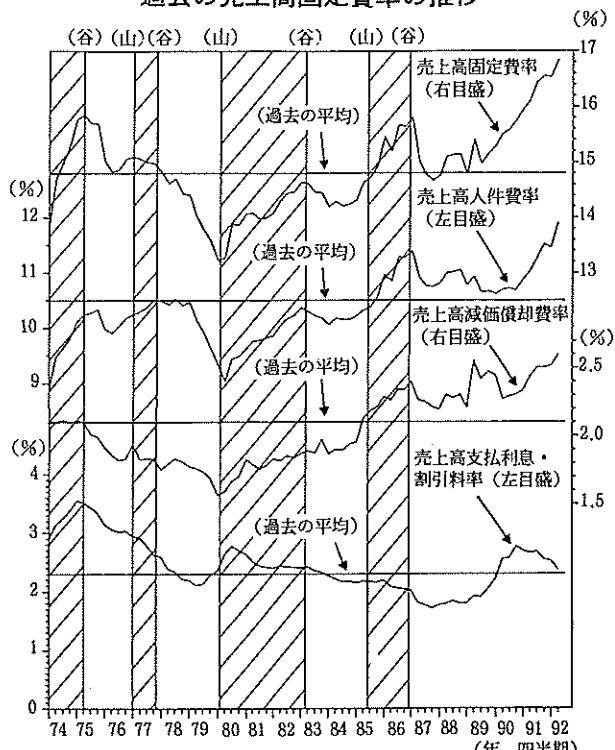
	92年4～6月期	過去15年間の平均	乖離幅
利払前総資本経常利益率	4.8	7.0	▲2.2
売上高固定費率	16.8	14.8	+2.0
同人件費率	11.9	10.5	+1.4
同減価償却費率	2.6	2.1	+0.5
同支払利息・割引料率	2.4	2.3	+0.1

(注) 各比率は当研究所にて季節調整済

(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」

今後、企業サイドで、バブル期に膨張した資産の圧縮・減量を通じた、資本当たり利益率の改善を目指す動きが予想される。資本当たりの利益率の指標として、「利払前総資本経常利益率」を取ると、中期的にみた場合、利益率の悪化度合いは、売上高固定費率（ここでは、人件費、減価償却費および支払利息・割引料の売上高に対する比率）の上昇分とほぼ見合っており、今後、利益率改善の観点から、固定費削減の圧力が働く。

過去の売上高固定費率の推移



(注) ①斜線部分は、景気後退期を示す

②各比率は当研究所にて季節調整済

③過去の平均は、77年7～9月期～92年4～6月期までの平均

(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」

直近時点の売上高固定費率は、過去の平均に比べて、約2%ポイント高まっているが、その約7割は人件費率の悪化（過去15年間の平均：10.5%→92年4-6月期：11.9%）によるものである。このため、賃金および雇用面に対して、中期的な調整圧力が持続する公算がある。また、減価償却費率についても、87~90年度の投資ブームを反映して、同0.5%ポイントの高まりをみせており、設備投資に対する抑制的な圧力が残る。

さらに、バブルの負の遺産である株式評価損、土地融資に関する不良債権、およびエクイティ債の償還・借り換えに伴う資金コストの上昇も、利益率の圧迫要因であり、企業部門、ひいては景気の回復力を弱める方向で作用しよう。

最近の上場会社の資産処分・評価損益の推移

(10億円)

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度
税引前当期純利益	7648	8781	11097	11956	12222	10504
内、資産処分・評価損益	1472 (19.3)	985 (11.2)	431 (3.9)	399 (3.3)	53 (0.4)	▲402 (▲3.8)
内、営業外損益計上分	1073 (14.0)	780 (8.9)	468 (4.3)	435 (3.6)	145 (1.2)	81 (0.8)
特別損益計上分	399 (5.2)	204 (2.3)	▲36 (▲0.3)	▲35 (▲0.3)	▲92 (▲0.8)	▲483 (▲4.6)

(注) ①対象企業は、東証1、2部上場の1233社（銀行・保険・証券を除く）

②ここで資産処分・評価損益は、有形固定資産を除く資産（有価証券、棚卸資産等）を対象とする

③()内は税引前当期純利益に対する比率(%)

(出所) 有価証券報告書

III) 財政・金融政策面での対応

家計・企業サイドでのリストラクチャリングへの動きは、中期的には望ましい方向での調整であるが、短期的には、現在の景気低迷をさらに増幅する性格を持っており、財政・金融面での対策が望まれる。本見通しでは、下記のような財政・金融政策が採用されると考え、予測数値に反映させている。

(a) 財政政策～3兆円の公共事業追加と 3兆円の所得税減税を想定

93年度当初予算は、92年度当初予算対比では、①財政投融資資金の活用、②建設国債による公共事業の増加などにより、景気刺激的なものになるとみられる。しかし、当初予算で大幅な公共事業費の伸びが確保されない限り、①92年度の経済対策の反動、②税収の落ち込みによる地方単独事業の伸びの低下等から、93年度中に、公共投資の伸びが前期比ベースでマイナスに落ち込む時期を迎える可能性が高い。

総合経済対策と過去（円高デフレ時）の 対策との比較

(兆円)

	86年度	87年度	92年度	前年度名目GNP比		
				86年度	87年度	92年度
事業規模	3.64	6.0	10.7	1.1%	1.8%	2.3%
(1)公共投資等	2.3	4.3	6.8	0.7%	1.3%	1.5%
①一般公共事業等	0.85	2.45	3.4	(0.3%)	(0.7%)	(0.7%)
②災害復旧事業	0.55	0.45	0.5			
③地方単独事業	0.8	0.8	1.8	(0.2%)	(0.2%)	(0.4%)
④道路公園等（財投）	0.1	0.25	0.55			
⑤施設費等		0.35	0.55			
(2)公共用地先行取得			1.55			0.3%
(3)財政投融資（含む(1)の④）	0.8	0.95	3.45	0.2%	0.3%	0.7%
①住宅金融公庫等	0.7	0.7	0.8			
②中小企業金融公庫等			1.2			
③日本開発銀行等			0.9			
(4)その他	0.64	1.0	0.03	0.2%	0.3%	0.005%
①投資減税			0.03			
②所得減税		1.0				
③その他	0.64					

(注) 92年度の(2)公共用地の先行取得の内、0.55兆円分については、

(1)に0.4兆円、(3)に0.15兆円が含まれる

(出所) 政府資料等

このため、本見通しでは、93年度にも、①公共事業の前倒し執行、②当初予算に対して、SNAベースで3兆円規模の公共投資の追加などという公共事業面からの景気刺激策を想定した。これにより、93年度の実質GNPは、約0.4%押し上げられよう。

先の政府の総合経済対策では、①公共投資の増加、②住宅建設の促進、③設備投資の刺激一等の観点から対応が行われているが、93年度については、これらに加えて、①消費性向の改善が見込みにくい中で、消費の落ち込みを避けるため可処分所得の維持が必要、②89年度以来課税最低限が据え置かれており物価上昇分の調整が必要、③公共事業に比して波及効果の裾野が広いなどから消費を刺激するために所得税減税も検討されるべきであろう。

本見通しでは、3兆円の所得税・住民税減税の実施を想定しているが、これにより、93年度の実質GNPを約0.3%押し上げる効果があろう。所得税減税については、財源面、中期的税制改革問題との関連、また景気対策としての効果の大きさ等から、否定的見解も根強い。減税の規模が想定より小さい、あるいは減税が行われない場合には、これと同等の景気刺激策が追加される必要があろう。

(b) 金融政策～追加利下げの見込み

今回景気後退がストック調整的側面が強いことから、利下げの景気面への効果を疑問視する向きもあるが、資産価格下落に対する間接効果も考慮し、機動的な対応が望まれる。

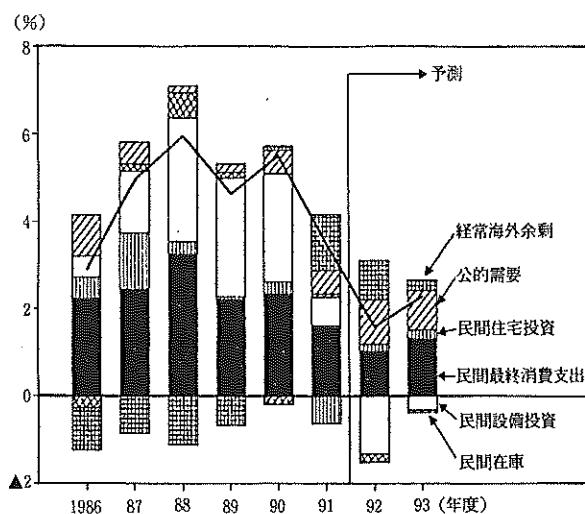
本見通しでは、①景気が当面低調である、②株式市場の弱さが払拭されない、③金融機関の不良債権問題は続き、BISの自己資本規制も絡んで慎重な貸出スタンスが持続する一等からみて、近々に第6次利下げ(3.25%→2.75%)が実施されたとみた。

(2) 見通し結果

以上の財政・金融政策の見通しも反映した上で、93年度経済を予測すると、景気は、92年度下期に底入れ後、住宅投資・公共投資の増加、米国など海外経済の改善等から、緩やかに上向きに転じるとみられる。ただし、設備投資が2年連続でマイナスとなる他、消費の回復力も弱く、実質GNP成長率は2.3%の低い伸びにとどまろう。

なお、資産デフレの影響から持続的な回復力が弱い中で、追加的な財政政策（公共投資追加、所得税減税）がなされない場合には、成長率は1.6%程度にとどまり、景気は二段調整となるリスクが増そう。また、①世界景気の失速、②株価・地価の急落もしくは持続的下落、③一段の円高進展、などのような場合にも、景気後退が長引く可能性が高まろう。

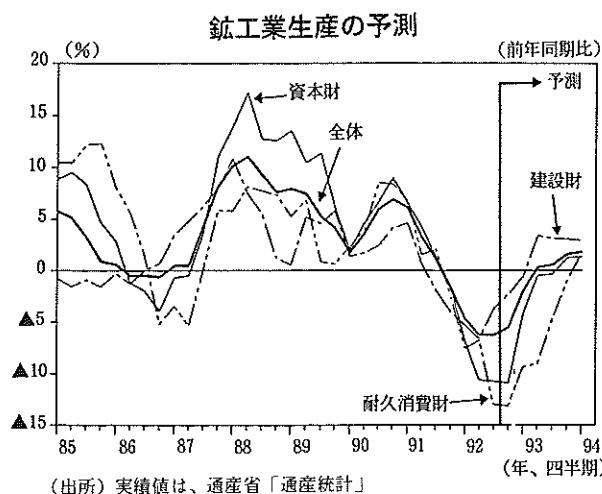
実質GNP成長率の需要項目別寄与度



(注) 予測部分は、当研究所による予測値（以下同様）
 (出所) 実績値は、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」他

(3) 生産・在庫～92年度内に在庫調整の目処

92年度末までに、耐久消費財および資本財を除いて、在庫調整はおおむね終了し、生産は緩やかに回復へ向かおう。ただし、資産デフレの後遺症が残るため、回復力は限られて、93年度の生産の伸びは1.1%増（92年度実績見込み：▲4.9%）にとどまろう。



(4) 主な需要項目の動向

i) 民間消費～雇用・賃金低迷の中、減税効果で緩やかに上向き

93年度の民間消費は2.3%増と92年度の1.8%増（実績見込み）からわずかに伸びを高めよう。景気後退の長期化から、業態別には製造業、男女別には女子の雇用の伸びが大きく低下しており、雇用の伸びは、92年度の2.1%増から1.5%増へと鈍化しよう。



(注) 92、93年度の値は、当研究所の予測（以下同様）
(出所) 実績値は、総務庁「労働力調査報告」

また、賃金の伸びについても、企業収益の低調、物価安定、労働需給の緩和を背景とした春闇賃上げ率の鈍化（92年度：5.0%→93年度：4%弱）に、ボーナスの低迷が加わり、2.2%の伸び（92年度実績見込み：2.3%）に鈍化しよう。生産の底入れを背景とした所定外賃金の下げ止まりから伸び率低下は小幅にとどまろう。

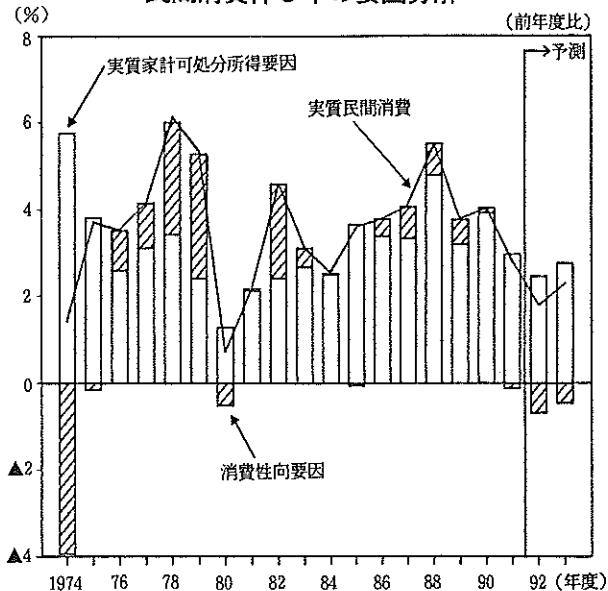
1人当たり雇用者所得の推移

	87年度	88年度	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度
1人当たり雇用者所得	2.6	3.3	4.6	4.9	4.4	2.3	2.2
(参考) 春闇賃上げ率	3.6	4.4	5.2	5.9	5.7	5.0	4%弱

(出所) 実績値は、労働省資料他

雇用・賃金環境が厳しい中で、雇用者所得は伸び悩むが、3兆円の所得税減税の効果で家計の可処分所得が1%ポイント上昇することに加えて、消費デフレーターの上昇率も低下するため、実質ベースでの可処分所得の伸びはやや高まろう。また、資産デフレの影響が残るもの、①インフレ率の改善、②耐久消費財のストック調整の一巡等から、消費性向の下落幅も縮小し、わずかながらも消費の伸びは高まろう。

民間消費伸び率の要因分解



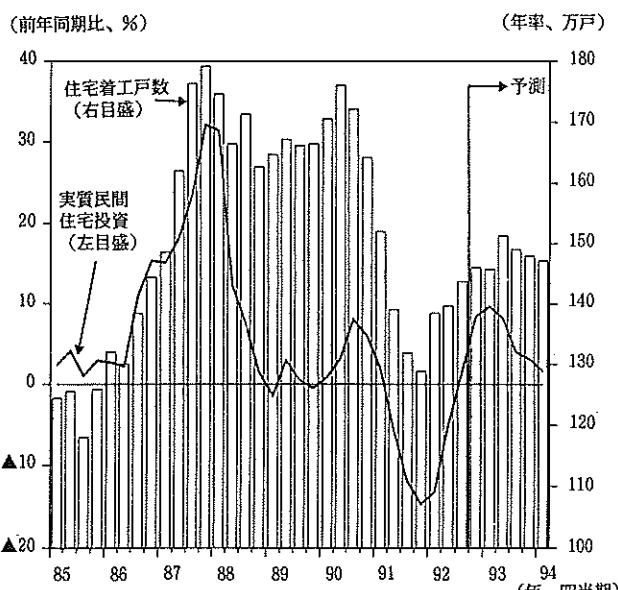
(注) 91年度の実質可処分所得および消費性向は当研究所の見込み
(出所) 実績値は、経済企画庁「国民経済計算年報」他

ii) 住宅投資～貸家・持家中心に緩やかに
回復後、横這いへ

93年度の住宅着工戸数は、①金利低下による全般的波及効果、②生産緑地法による貸家建設の促進効果、③分譲のストック調整が一巡、底入れなどから、149万戸と92年度の144万戸（実績見込み、91年度実績は134万戸）から微増しよう。しかし、伸び率自体は、①所得鈍化、地価水準の下げ幅不足による持家・分譲の回復力の弱さ、②貸家建設水準の歴史的高さと過剰感の微候、などから、92年度後半をピークに次第に鈍化傾向となろう。

着工戸数ベースでの伸びは鈍化するものの、住宅投資ベースでは、①着工からのタイムラグ、②分譲の底入れ、持家の持続的な回復からの1戸当たり床面積の増加一から、93年度は4.2%増と92年度の伸び（実績見込み：3.3%増）を上回ろう。

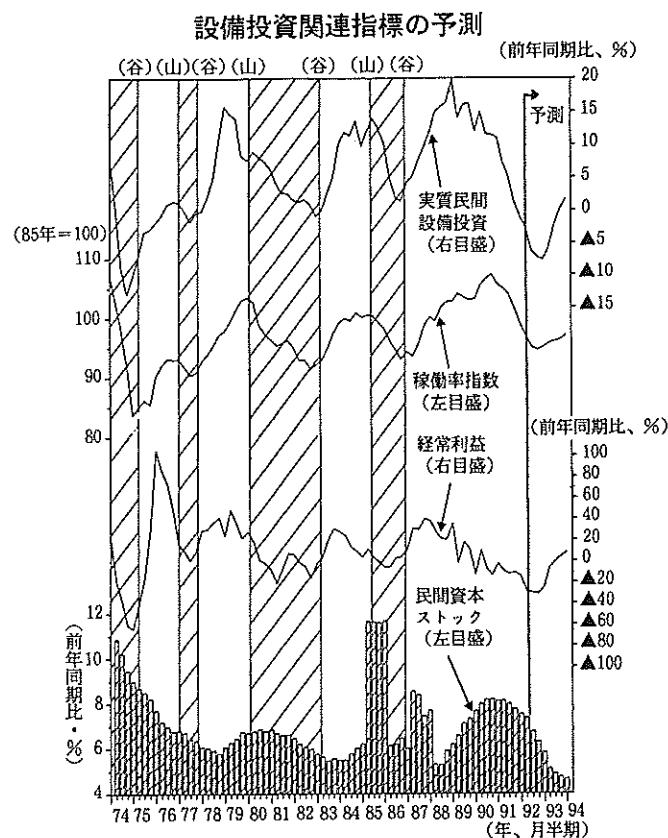
住宅投資および住宅着工戸数の予測



iii) 設備投資～固定費削減を通じたリストラクチャリングへの動きから回復は緩慢

92年度の設備投資は、①大企業・製造業を中心としたストック調整圧力、②消費低迷、貸渋り・貸出金利の水準調整からの中小・非製造業の回復の遅れ、③景気鈍化・株価低迷などを背景とした企業業績の悪化、一から▲6.1%と第一次石油危機時の74年度（▲8.5%）以来、ほぼ20年ぶりのマイナス幅となろう。

93年度には、ストック調整の一巡から次第に回復に向かうとみられるものの、回復力は弱く、負のゲタをはくことから、年度ベースでは、▲1.6%と2年連続のマイナスの伸びとなろう。



iv) 公的固定資本形成～追加対策の効果から2年 連続で高い伸び

92年度の実質公的固定資本形成は、前倒しの効果に加えて、総合経済対策における効果が加わり12.6%と2桁の伸びとなろう。

93年度についても、公共事業の前倒しの継続と3兆円規模(SNAベース)の公共事業の追加により、10.2%増と引き続き高い伸びが維持されよう。

(5) 物価～景気回復力弱く、 円高基調の中、安定した推移

93年度の総合卸売物価は、①賃上げの抑制からユニット・レーバー・コストが低下、②稼働率も低水準で推移、③円高基調、および原油価格の安定、一などから▲0.8%の低下と、92年度(実績見込み:▲1.2%)に引き続き安定した推移となろう。

卸売物価指数の予測

(前年度<同期>比、%)

総合卸売物価指数の()内の数値は85年基準ウェイト	91年度 実績	92年度 見込	93年度 予測	92年度		93年度	
				上期	下期	上期	下期
総合卸売物価指数(100)	▲0.7	▲1.2	▲0.8	▲1.2	▲1.1	▲1.4	▲0.1
内、国内品(76.7)	0.7	▲0.8	▲0.4	▲0.8	▲0.8	▲0.6	▲0.3
輸出品(13.5)	▲3.2	▲2.2	▲2.6	▲2.4	▲2.0	▲5.0	▲0.1
輸入品(9.8)	▲11.4	▲3.9	▲1.5	▲5.3	▲2.4	▲3.6	0.7

(出所) 実績値は、日本銀行「物価指数月報」

消費者物価についても、1.6%の上昇と、92年度(実績見込み:1.6%)に引き続き、安定した推移となろう。

92年度については、生鮮食料品の大幅な値下がり(▲8.9%の低下、消費者物価を▲0.5%押し下げ)が大きかったが、93年度には、賃金上昇率の低下を背景に、コインフレが緩やかに低下しよう。

消費者物価指数の予測

(前年度<同期>比、%)

消費者物価の()内の数値は90年ウェイト	91年度 実績	92年度 見込	93年度 予測	92年度		93年度	
				上期	下期	上期	下期
消費者物価指数(100) (前期比年率%)	2.8 —	1.6 —	1.6 —	2.0 1.5	1.1 0.7	1.3 2.0	1.9 1.8
内、コア(62.5)	2.1	1.5	1.2	1.7	1.4	1.2	1.2
生鮮食品(5.6)	0.3	▲0.5	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.4	0.1
石油製品(2.9)	0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0
民間家賃(12.2)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
公共料金(16.8)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

(注) ①内訳は、寄与度表示

②消費者物価指数の内訳の分類は、当研究所による

(出所) 実績値は、総務省「物価統計月報」

(6) 国際収支～内需低迷下、

経常黒字の拡大基調が持続

93年度の経常黒字は1330億ドル(名目GNP比3.3%)と、92年度の1240億ドル(同3.3%、実績見込み)からさらに拡大しよう。貿易黒字は92年度の1400億ドル(実績見込み)をさらに更新し、1480億ドルの黒字となろう。内需の底入れから輸入の伸びはやや高まるものの(92年度:1.9%→93年度:7.8%)、輸出も、米景気の回復、円高によるドル建て輸出価格の上昇を背景として堅調な推移が持続すること(92年度:9.5%→93年度:6.9%)から、緩やかな黒字の拡大が続こう。

経常収支の予測

(年率換算、億ドル)

	91年度 実績	92年度 見込	93年度 予測	92年度		93年度	
				上期	下期	上期	下期
経常収支(名目GNP比%)	902 (2.6)	1240 (3.3)	1330 (3.3)	1138 (3.1)	1350 (3.5)	1300 (3.3)	1350 (3.3)
貿易収支	1137	1400	1480	1320	1480	1470	1490
輸出(前年比、%)	3120 (7.4)	3410 (9.5)	3650 (6.9)	3303 (9.7)	3520 (9.3)	3590 (8.1)	3710 (5.2)
輸入(前年比、%)	1983 (▲10.2)	2010 (1.9)	2170 (7.8)	1984 (0.0)	2050 (3.9)	2130 (7.1)	2220 (8.4)
貿易外収支	▲194	▲100	▲60	▲124	▲70	▲100	▲70
移転収支	▲41	▲60	▲60	▲57	▲60	▲60	▲60

(注) 予測部分の値は億ドル単位を四捨五入

(出所) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

1992・93年度日本経済見通し結果

	91年度 実績	92年度 見込み	93年度 予測	(前年度比、%)	
				前回 6月 92年度予測	前回 6月 93年度予測
名目国民総支出 ()内は実額、単位、兆円	5.4 (460.5)	3.2 (475.2)	3.5 (492.0)	4.7 (481.7)	4.9 (505.5)
実質国民総支出	3.5	1.6	2.3	3.0	3.7
民間最終消費	2.8	1.8	2.3	2.8	3.8
民間住宅投資	▲11.3	3.3	4.2	4.1	4.8
民間企業設備投資	3.0	▲6.1	▲1.6	0.5	3.4
民間在庫品増加	11.2	▲26.0	▲10.5	▲40.6	31.0
政府最終消費	2.9	2.0	2.0	3.4	3.4
公的固定資本形成	5.7	12.6	10.2	7.4	3.8
輸出等	4.7	1.6	3.4	6.3	3.6
輸入等	▲2.4	▲3.5	2.3	3.4	4.4
鉱工業生産	▲0.6	▲4.9	1.1	▲3.0	3.5
総合卸売物価	▲0.7	▲1.2	▲0.8	▲0.3	▲1.2
消費者物価	2.8	1.6	1.6	2.4	2.5
貿易収支(億ドル)	1137	1400	1480	1360	1400
経常収支(億ドル)	902	1240	1330	1100	1080

(注) ①貿易収支、経常収支は国際収支ベース

②太線内は、今回の予測値(以下同様)

(出所) 実質値は、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、通産省「通産統計」、総務庁「物価統計月報」、日本銀行「物価指数月報」、「国際収支統計月報」(以下同じ)

1992・93年度見通しの主な前提

	91年度 実績	92年度 見込み	93年度 予測	前回 6月 92年度予測	前回 6月 93年度予測
原油価格(通関入着、ドル/バレル)	18.8	19.5	20.3	19.0	20.3
円／ドルレート	133	126	122	129	121
公定歩合(年度末値、%)	4.50	2.75	2.75	3.75	3.75
米国実質経済成長率(暦年、%)	▲1.2	1.8	2.5	1.9	2.8

(注) ①公定歩合を除き年度平均値、公定歩合は期末値
 ②米国実質経済成長率は87年基準GDPベース

日本経済の項目別の成長寄与度

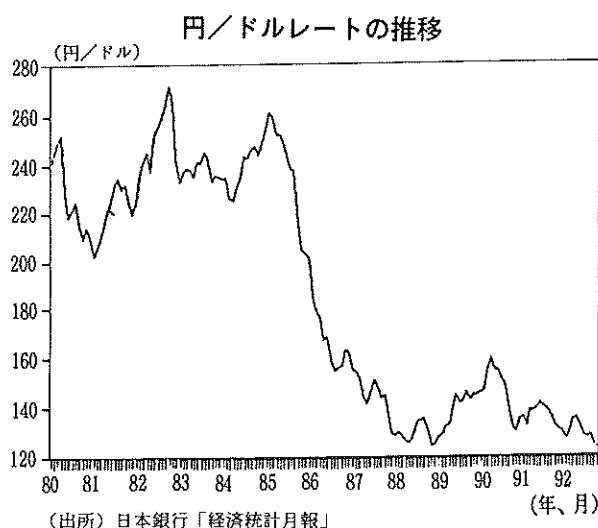
	91年度 実績	92年度 見込み	93年度 予測	前回 6月 92年度予測	前回 6月 93年度予測
実質国民総支出	3.5	1.6	2.3	3.0	3.7
内需	2.2	0.7	2.1	2.4	3.8
民間最終消費	1.6	1.0	1.3	1.6	2.2
民間住宅投資	▲0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
民間企業設備投資	0.6	▲1.3	▲0.3	0.1	0.7
民間在庫品増加	0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.3	0.1
政府最終消費	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
公的固定資本形成	0.4	0.8	0.7	0.5	0.3
外需	1.3	0.9	0.2	0.6	▲0.1
輸出等	0.8	0.3	0.6	1.1	0.7
輸入等(控除項目)	0.4	0.6	▲0.4	▲0.6	▲0.7

(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

貿易外収支についても、92年度に引き続き赤字の縮小が続き、経常黒字の拡大要因となろう。消費低迷を背景に旅行赤字の拡大が鈍化する一方、投資収益収支については、①大幅な経常黒字を背景とした対外純資産の拡大、②BIS規制を背景とした利払い負担の高い為銀負債の圧縮、③収益率の低い対外直接投資の鈍化一等により、黒字の拡大基調が続こう。

(7) 為替～93年度夏頃までは若干円安、その後円高へ

92年4月末以降では、米国景気の回復力の弱さ、ドイツの高金利などを背景にドル安基調の中で円高が進行し、9月下旬にはほぼ120円近辺での推移となったが、直近ではドイツの金融緩和傾向や米国の金利上昇などを背景に、120円台前半の円安ドル高の推移となっている。



今年度内の見通しとしては、不確定要因が多いものの、①米国の追加利下げが予想されるが、金利はほぼボトム圏にある、②日本の景気低迷で一段の利下げが予想される、③ドイツの政策金利は高止まりするが、方向性は緩和傾向にある、④G7は現状容認の姿勢にある、などから大幅な円高は見込みにくく、当面は120円台前半での推移となろう。年度末に向けては、以下の要因に加えて、近年の季節性（89年以降、3月末にかけて円安傾向）一等もあり、120円台半ばを中心のレンジで円安ドル高傾向での推移を見込んだ。92年度平均では126円の見通し。

93年度については、92年度以上に不確定要因が多いが、日本の対外黒字の拡大が持続していることを背景に、年度平均で122円と引き続き円高ドル安傾向を想定した。夏頃までは、米国景気の緩やかな回復基調の中で金利の上昇が続くこと、ドイツ景気の低迷と金利低下が予想されること（本来、円高要因だが、対マルクでのドル買いを通じて円安要因に作用）などから、小幅の円安ドル高傾向が見込まれる。しかし、その後は日本の対外黒字の拡大が続き、日本景気は緩慢ながら回復することなどを背景に、円高ドル安傾向に転じよう。なお、①日米を含めた国際的な対外不均衡の拡大による摩擦の激化、②日本の景気回復の大幅な遅れ、③旧ソ連・東欧圏の経済再建やEMSを巡る欧州情勢の混迷、などが相場攪乱のリスク要因としてあげられよう。

(8) 金利～長短金利は低下後 93年度はやや強含み

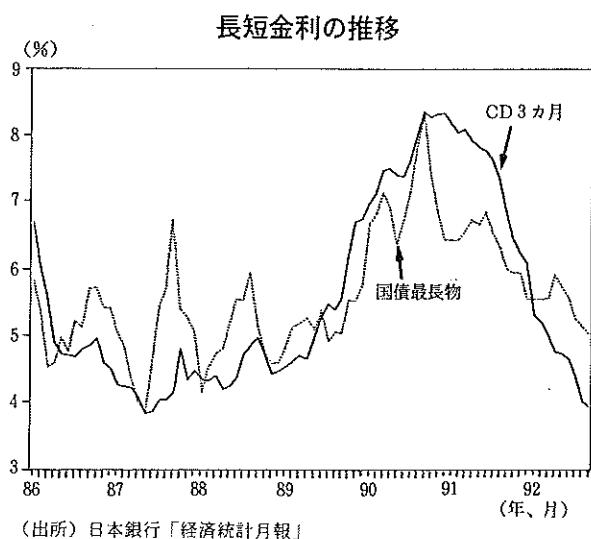
長短市場金利とともに追加利下げの過程でやや低下の後、横這い圏で推移しよう。93年度については、景気動向、需給要因等からみて、やや強含み傾向となろう。公共事業の拡大などによる国債発行の増加は資金運用部引受があるとはいえ、長期金利の上昇要因となろう。

金融機関のバランスシート再構築、BIS自己資本規制に関連した永久劣後債務など高コスト資金の取り入れ一等を背景とした貸出態度の慎重化、貸出金利の下げ渡り傾向は、政府系金融機関の貸出増加は予想されるものの、景気回復力の弱さをもたらす一因となろう。

おわりに

以上のように、内外経済ともに困難な状況にあり、ダウンサイド・リスクも否定できない。こうした状況下では、従来以上に、各国情の政策協調の重要性が増そう。

国内においては、リストラチャーリングの推進によって民間部門の強さを回復することが重要課題であり、日本経済の中長期的な体質改善に繋がろう。ただし、短期的には、ミクロの体質改善努力がマクロ景気の下押し圧力として作用し、景気の縮小均衡をもたらす恐れも強い。この点、政策当局にあっては、単に、先の総合経済対策の実行にとどまらず、情勢に応じた機動的対応が不可欠といえよう。



訂正とお詫び

調査月報'93年1月号3ページ脚注において下記のとおり誤りがあり、読者ならびに関係者各位にご迷惑をおかけしました。訂正してお詫び申し上げます。

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

正：経済調査部(東京)山村、正地、榎、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、当予測の策定にあたっては、当研究所ニューヨーク事務所の熊坂主席研究員、勞研究員の協力を得た。