

経済の動き

1. 米国経済

(1) 景気動向

93年1Q(1-3月期)の実質GDP成長率は前期比年率1.8%となり、92年4Qの4.7%から鈍化した。最終売上(=GDP-在庫)が5.2%(4Q)から-0.3%(1Q)へと大幅に低下し、在庫は積み上がっている。需要低迷が目立つ内容である。また、生産、小売上等の月次指標も景気拡大テンポの鈍化を示している。

こうした成長率鈍化の内訳をみると、純輸出が海外景気の低迷を受けてマイナスに寄与(純輸出の寄与度は-0.4%)しているなか、以下のような一時的要因が成長率押し下げに大きく影響したと判断される。

- a) GDPの最大項目である個人消費が、92年4Qに所得の一時的な増加や貯蓄率の低下によって「かさ上げ」されていたため、反動による鈍化がみられたこと
- b) 数十年ぶりといわれる厳寒、悪天候(3月の東海岸での豪雪)が個人消費や住宅投資を押し下げたとみられること
- c) 近年の縮小トレンドを大幅に上回って国防支出が減少したこと

今後、2Qについては、「悪天候等の特殊要因」の剥落があるものの、外需は引き続き弱く、1Qに積み上がった在庫の小幅調整圧力が残る等から、やや低めの成長率が続く可能性がある。3Q以降については、1)消費者マインドの改善、雇用

と所得の増加一等から、個人消費と住宅投資が堅調に推移するほか、2)企業の機械設備投資も緩やかに拡大すると予想されることから、2~3%の緩やかな拡大ペースとなろう。

(2) 金融動向

93年に入って景気拡大テンポは鈍化したものの、一時的要因が強いこと、また、現在の短期政策金利の水準自体は歴史的にみて低いものであることから、金融政策については、従来どおり、一段の金融緩和の可能性は小さいとみられる。また、新政権によって実施が予想される「増税」によるデフレ効果を勘案すれば、金融引き締めも考えにくく、金融政策は現状維持と予想される。

長期金利(30年物国債利回り)については、クリントン政権が提案した93年度の短期的な景気刺激策(163億ドル)が上院で否決(4月21日)されたものの、これによる金利低下はみられず、足もとでは6%台後半の水準で推移している。今後、当面の基調としては緩やかな景気拡大が続くなか、横這いからやや強含みの推移となろう。また、今後の長期金利の上昇懸念材料としては、主として以下の財政動向が挙げられよう。

- a) 今後、発表予定の「医療制度改革案」の信頼性が欠ける場合~なお、発表予定時期自体、5月3日から17日、現時点では5月下旬以降へと遅れている
- b) 94年度予算案の審議が難航し、今後の赤字削減に対する実行性に疑問が生じてくる場合

2. イギリス経済・金融

(1) 景気後退から脱したイギリス経済

イギリス経済は90年下期に景気後退局面入りし、戦後最長の不況が続いていたが、これまでの累積的な金融緩和、財政支出の拡大の効果により、昨年末頃より消費関連の指標を中心に景気底入れの兆しが現れ始め、徐々に回復傾向が強まりつつある。4月26日に発表された93年1-3月期の実質GDP(暫定値)は、前期比0.2%の伸びとなった。さらに、景気実勢を表わす「エネルギー生産除き」のベースでも、これまでの減少傾向から前期比0.6%とプラスに転じた。同日、ラモント蔵相は「景気後退の終了を宣言をした。

物価面では、消費者物価に相当するイギリスの小売物価は、景気後退による需要低迷を背景に引き続き落ち着いた推移となっている。ベース・レート引き下げに伴う住宅ローン金利の低下もあり(小売物価には「住宅ローン金利の支払い」が項目として含まれている)、今年1-3月期の季節調整後前期比は▲0.6%の下落となった。

(2) 金融緩和は一服

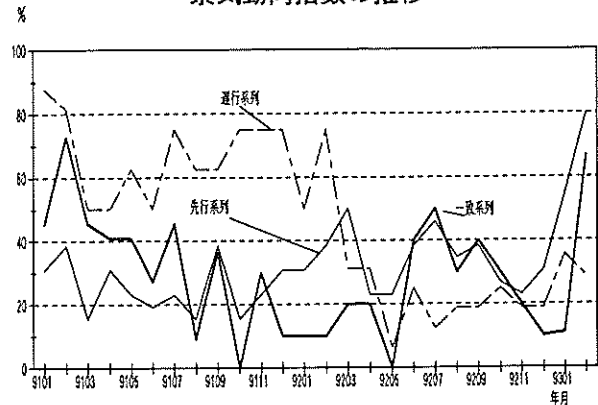
イギリス政府は昨年9月のEMS脱退以降、「景気回復最優先」のスタンスをとっている。政策金利であるベース・レートは9月のピーク12.0%から段階的に引き下げられ、5月12日現在6%の水準にある(直近の利下げは1月26日:7%→6%)。景気回復傾向が強まりつつあることから、当面、政府はベース・レートを現状水準に維持すると思われる。4月23日のドイツの利下げ時にも、イギリスは追従利下げを見送っている。長期金利については、インフレ率の低下に伴う利下げ期待からこれまで低下傾向を辿ってきた。しかし、財政赤字拡大予想から、長期金利の上昇圧力が強まりつつある。

3. 日本経済～限られる新総合経済対策の効果

(1) 対策効果と懸念材料

いくつかの景気指標に明るいものがでており、景気底入れを示すものとして期待を集めている。3月の鉱工業生産が季節調整済み前月比で2カ月連続してプラスとなった他、住宅着工等も好調である。こうした指標を総合した景気動向指数も先行系列は1月、2月連続して、一致系列も2月には景気好転の目安とされる50を越えた。

景気動向指数の推移



資料：経済企画庁「景気動向指数」

しかし、これらの指標好転には年度末の販売促進など一時的要因も大きい。4月、5月の生産は前月比でマイナスの予想となっている。また3月にプラスに転じた乗用車販売も4月には前年同月比は▲11%と大きく落ち込むなど景気の足どりは不安定である。一般に景気に遅行的とは言え、百貨店販売など消費関連指標が振るわず、設備投資計画も上方修正の動きはない。今後は円高の影響も表れ、景況感は再び悪化が懸念される。

4月13日、経済対策閣僚会議において「新総合経済対策」が決定された。今回の対策は総事業規模では13兆2000億円、公共事業は10兆6200億円と、ともに史上最大になった。しかし、公共投資関係の「真水分」(用地の先行取得、用地費、

毎年行われる災害復旧事業の追加等を除く正味の景気刺激効果分)は4.3兆円程度と見られる。

当研究所の試算では、今回の経済対策の効果は「93年度の実質GNPを0.9%程度、94年度へのずれ込みを含めた全体では1.4%程度押し上げ」となる。

今後は、円高によるデフレ効果が顕在化してくることが懸念される。景気対策では、いわゆる所得税減税が見送られ、家計の消費意欲喚起策に欠けることから、その分だけ景気刺激効果は限られよう。当面、低調な景気が続くこととなろう。

(2) 対策の評価

今回の対策は昨年3月の緊急経済対策、8月の総合経済対策に続く3回目の対策であり、次の点が注目される。

- a) 総事業規模が13.2兆円と、昨年8月の対策における10.7兆円を上回り、史上最大であること。
- b) 「社会資本整備の新たな展開」として、1) 情報化の推進、2) 文教、研究開発、医療、社会福祉基盤の充実一等が図られることとなったこと。

政府は対策の効果に関して、「向こう1年間に名目GNPで2.6%の押し上げ効果がある」としているが、当研究所の試算では対策によるGNP押し上げ効果は、「全体で1.4%程度、93年度中には0.9%程度」とみられる。

政府試算とは、a)政府系金融機関融資効果、b)公共投資による乗数効果、c)災害復旧事業等、例年行われる分を対策効果に含めるか否かについて見解を異にするために、押し上げ効果は政府試算より小さいとみている。

(3) 消費低迷の基調は持続

先月号では景気の二大牽引役の一つである設備投資動向を見た。ここではもう一方の主役であり、低迷の続く消費動向にスポットを当ててみたい。

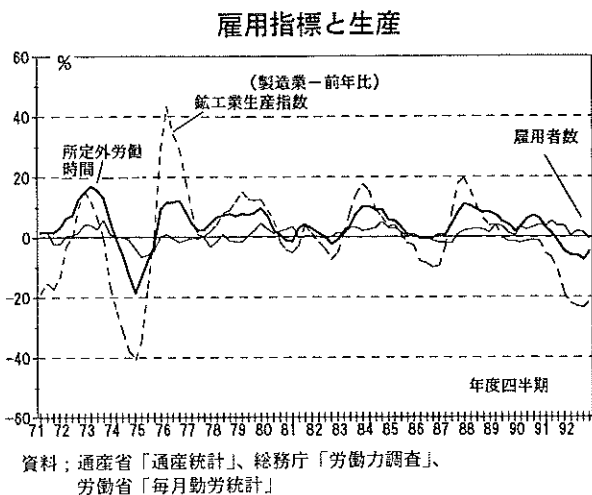
消費は円高不況期には資産効果もあって、景気下支え役となったが今回の不況では不振が続いている。支出側の家計調査でも、大型小売店販売を中心とする販売統計ベースで見ても低迷が続いている。新車販売台数はモデルチェンジ効果と年度末の販売促進から3月は前年同月比で25カ月振りのプラスとなったが、4月には再び落ち込んだ。

百貨店、スーパーの売り上げ不振の一因は所得の伸び悩みによる消費の堅実化(消費者行動の変化による需要シフト)であり、ディスカウントショップ(DS)の売り上げは好調と言われている。日経流通新聞の調査でも91年度のディスカウントショップの売上の伸びは9.5%増と大型小売店販売統計の5.1%増(百貨店4.7%、セルフ店5.6%)を大きく上回っている。しかし、91年度のディスカウント店の市場規模は同紙に回答をよせた企業149社の売上高計で、1.8兆円と名目民間消費支出(91年度)の0.7%に過ぎず、大型小売店の同8.7%とはかなりの差がある。このためディスカウント店への需要シフトを考慮しても消費は低迷しているとみられる。

消費低迷の要因としてはまず所得の伸び鈍化が挙げられる。残業減少による所定外賃金の減少は止まるものの今春闘の賃上げ率は3.8%程度と昨年の5.0%を下回る低い伸びとなった。また企業収益の悪化からボーナスの伸びも低いものとなるだろう。家計調査ベースの92暦年の勤労者世帯の実収入、可処分所得は各々2.7%、2.1%と伸び悩み、87年以来の低さである。所得の伸びが鈍化する中で、勤労者の消費支出も2.1%と低めの伸びにとどまった。景気後退期には通常、消費性向は高まるが92年は資産デフレもあって平均消

費性向は74.5%と前年並みにとどまった。所得が伸び悩み、雇用不安などから消費者マインドも冷え込んでいる。

所得の伸び鈍化に加え、資産価格下落の消費への影響も残っているとみられる。総務庁が3月に発表した、「貯蓄動向調査（92年）」では勤労者家計の貯蓄残高は5.2%増と低い伸びになったが株式や貸付信託などの有価証券は前年比16.0%減となり、貯蓄総額に対して2.6%のマイナス寄与となっている（バブル期の89年にはプラス4.3%の寄与）。所得減少に加え、株式を中心とした資産価格の低下からも家計のバランスシートは傷んでいる。



今後の焦点は上記の賃金や残業時間の調整がさらに雇用者数の調整に及ぶか否かである。過去においては残業時間を短縮する形での調整後に雇用者数での調整があったことを勘案すると、今後も雇用関係指標の悪化が続く恐れが強い。

所得面、資産面、マインド面から見て、消費は当面、低迷を続けよう。

(4) 輸出採算レートは平均124円

企業の採算レートからみて現在程度の円高（1ドル=110円）では、輸出、企業収益にかなりの影響が出てこよう。経済企画庁が先頃発表した「平成5年企業行動に関するアンケート」では、輸出を行っている企業（製造業）にとっての採算のとれる円レートは1ドル120円台とする企業が全体の55.7%と多く、110円未満とする企業の占率はわずかに2.0%に過ぎない。全企業の回答した平均採算レートは124.2円となっている。

1985年9月のプラザ合意後の前回の円高時と比較すると、1)円高の幅自体が小さい、2)輸出品の高付加価値化が進み、円高不況当時より価格変化の影響を受けにくくなっている—という点はあるが、a)前回は景気の「山」を越えた直後であったのに対して、今回は景気がボトム近辺で、企業体力が弱っている、b)前回は資産価格が大幅に上昇して消費等に資産効果があったのに対して、今回は資産価格の上昇は予想されない、c)前回は円の対ドルでの上昇度合に比して、対欧州通貨での上昇は小幅であったのに対して、今回は対欧州通貨でも同程度に上昇—等から、今後、現状程度の為替相場で推移しても景気の懸念材料となろう。

（1993年5月12日経済調査部）