

## 1.2%成長、年度下期に景気底入れへ — 1993年度改定経済見通し —

経 済 調 査 部

---

### 《要 旨》

以下は、「93年度改定経済見通し（3月10日発表）」について、その後、策定された新総合経済対策等も考慮し、見直しを行ったものである。

#### I. 海外経済

- (1) 米国経済は93年上期に、①悪天候等の特殊要因、②外需の弱さ一から成長率がやや鈍化しているが、基調的には金融緩和効果等を背景に拡大局面が続いている。景気底入れ（谷：91年3月）の後、2年経過したものの、回復ペースの弱さから設備稼働率・住宅投資等のレベルは低く、依然、拡大の初期局面にある。このため、景気の自律的、循環的側面からは住宅投資、設備投資中心に拡大が続こう。クリントン政権の政策に関しては修正が迫られており、支持率・信頼も低下してきている。①短期的な景気刺激策は失業保険給付の延長分を除いてほぼゼロに圧縮、②設備投資減税も規模が大幅縮小、③増税は10—12月期から実施一とみられ、93年への影響はほぼゼロ（▲0.1%）となろう。実質成長率は92年2.1%が93年2.7%（前回予測3.0%）と予測される。なお、94会計年度以降の歳出削減や増税案等にも修正の可能性は残るが、ほぼ予算教書通りの赤字削減措置がとられれば、クリントンノミクスは94年の実質GDPに対して▲0.7%程度のデフレ効果を持つことになる。
- (2) 欧州では景気の跛行性が目立ってきている。ドイツ（旧西独）は深刻な景気後退局面にある。住宅不足等から建設投資は底堅いが、高金利・ストック調整等を背景に設備投資は不振であり、マルク高等から輸出も落ち込みが避けられない。景気低迷は続き、実質成長率は92年1.1%が93年▲2.4%（前回予測▲1.3%）と11年振りのマイナスとなろう。一方、英国は金融緩和の効果等から92年4—6月期に底入れし、緩やかな回復過程にある。住宅マーケットの底入れ、失業率の頭打ち等を背景とした消費者マインド改善による民間消費拡大、金利低下等による固定投資増加一から、実質成長率は91年▲2.1%、92年▲0.6%が93年1.8%（前回予測1.2%）と3年振りのプラスに転じよう。
- (3) 原油価格は、世界景気の回復力が弱い中、OPECが枠を上回る生産を実施していることから、弱含み傾向にある。日本の通関入着価格（バレル当たり）は92年度19.3ドルが93年度18.5ドル（前回予測20.3ドル）となろう。

## II. 日本経済

- (1) 超短期予測（5月18日付け）によれば、実質GNP成長率は、①93年1—3月期は前期比0.3%、②92年度全体では0.8%（前回予測0.9%）と第一次石油危機時の74年度（▲0.2%）以来の低成長—に終わったと推定される。
- (2) 93年1—3月期の景気指標に改善を示すものが増えたこと等から、「景気底入れ」論議が盛んである。指標好転には、累積的利下げと昨年度の総合経済対策（事業規模10.7兆円）の効果等の傾向的な面もあるが、年度末決算をにらんだ一時的・特殊要因による面も強い。1—3月期に「景気底入れ（＝谷）」となったとはみられない。
- (3) 今後の景気に関しては、①設備投資、雇用面でのリストラによる縮小均衡圧力の持続、②円高進行による輸出面を通じた景気下押し圧力の増加—のマイナス要因はあるが、他方で、①政策効果（92年度までの累積的利下げと総合経済対策、さらに4月に策定された新総合経済対策）、②バブル崩壊の影響の緩和（直近の株価は92年度平均の17189円より高め、地価の下落テンポに縮小傾向の兆し）、③在庫調整の進展—のプラス要因もあることから、弱々しいながらも93年度下期には「景気底入れ」となるう。ただし、「景気底入れ」とその後の回復をより着実なものとするため、一層の追加対策が望まれる。当予測では、①年末の所得税減税2兆円、②上期末までの第7次利下げ0.5%—を想定した。追加対策は93年度の実質GNPを0.3%押し上げる効果を持つ。

追加対策を織り込んで、93年度の実質成長率は1.2%（前回予測1.5%）と92年度に続き低成長にとどまろう。ただし、内容的には、①年度内成長率（年度ベースの成長率のうち、いわゆるゲタ以外）が92年度の▲0.3%から93年度は1.0%に上昇、②実質GNPの半期ベースの前期比年率成長率は92年度下期ゼロから93年度下期2%に上昇、③国内民間需要が93年度下期に4半期振りに前期比プラスに転換—と景気回復への「底固め」と位置づけしうる年となるう。

なお、93年度実質成長率の下方修正（▲0.3%）は、新総合経済対策の効果は予想以上であったが、景気実勢の弱さと円高進展によるデフレ効果を考慮したもの。

- (4) 経常収支黒字は、①円高等を背景とした輸出価格上昇による輸出の高めの伸び、②国内需要低成長による輸入の低迷、③投資収益収支の黒字幅拡大等による貿易外収支の黒字転換—から、92年度1261億ドル（名目GNP比3.3%）が93年度1590億ドル（同3.6%：前回予測1350億ドル、3.3%）となるう。為替相場は日本の高水準の対外黒字を背景に円高基調が続き、92年度平均125円が93年度平均110円（前回予測116円）と見込んだ。

今後の懸念要因としては、国内景気の弱さ・雇用情勢の悪化傾向、並びに米国の最近の管理貿易的な動きがある。追加景気対策とガット・ウルグアイ・ラウンド推進に向けた積極貢献が望まれる。

## I. 海外経済

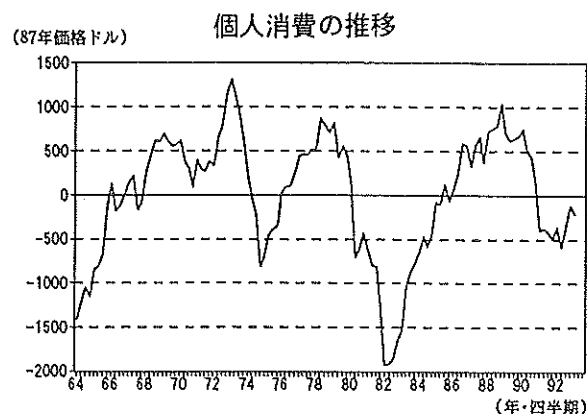
### 1. 米国経済～景気は緩やかに拡大、クリントノミクスの影響は年内ほぼゼロ

#### (1) 現状認識～足もとの拡大テンポは鈍化、しかし、景気サイクルは上昇局面

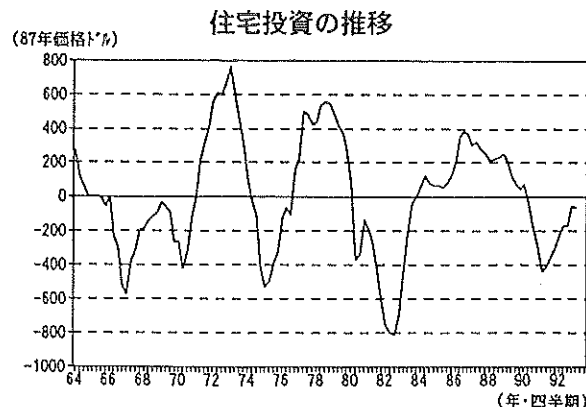
93年1～3月期の実質GDP成長率は、悪天候、海外景気の弱さ等の影響もあって、拡大テンポが鈍化した。4～6月期には、こうした特殊要因の影響がなくなるものの、外需は基調的に弱く、1～3月期に積み上がった在庫の調整圧力も残るため、やや低めの成長率が続く公算が高い。

しかしながら、景気は91年3月に「谷」を打った後、2年経過しているが、下記の通り、住宅、消費等の水準はまだ低く、依然として拡大の初期局面にある。このため、7～9月期以降は、これまでの金融緩和の効果等から景気の緩やかな拡大基調が続こう。

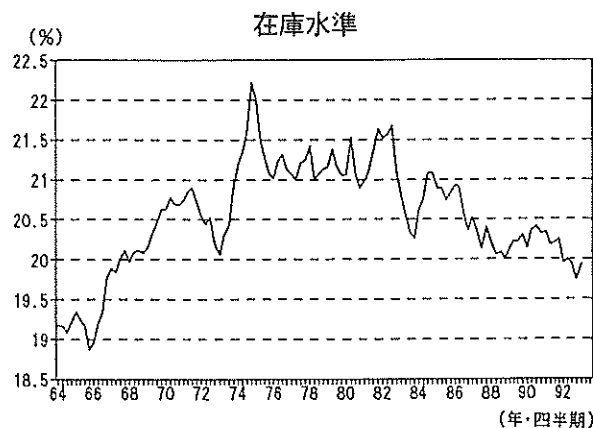
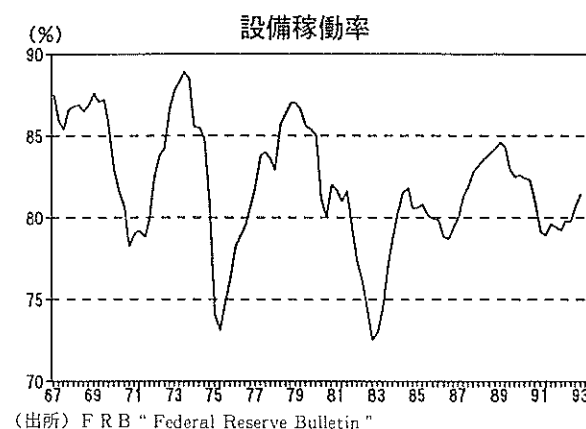
- ①個人消費（自動車を含む）・住宅投資は増加してきたが、水準的にはトレンド線（世帯調整後）を下回っている
- ②設備稼働率も上昇してきたが、81.4%（4月）と依然、上昇余地がある
- ③在庫水準が歴史的な低水準にある



(注) 1世帯当り個人消費額のタイム・トレンド線からの乖離  
(出所) 米国商務省 "Survey of Current Business" 他



(注) 1世帯当り個人消費額のタイム・トレンド線からの乖離  
(出所) 米国商務省 "Survey of Current Business" 他



(注) 在庫水準の最終売上比率  
(出所) 米国商務省 "Survey of Current Business"

#### (2) クリントノミクス～93年には▲0.1%、94年には▲0.7%のデフレ効果

4月8日に発表された予算教書は、①短期的な景気刺激策、②生産性向上のための長期的な公共投資、③大規模な増税と歳出削減による赤字削減一

等を大きな柱とするものであった。

### 予算書における財政赤字見通し

(単位、億ドル)

|                           | 93年度           | 94年度           | 95年度           | 96年度           | 97年度           | 98年度           |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 政策実施後<br>(同名目GDP 比、%)     | 3,167<br>(5.1) | 2,547<br>(3.9) | 2,303<br>(3.3) | 1,878<br>(2.5) | 1,810<br>(2.3) | 2,022<br>(2.5) |
| 参考① ベースライン                | 3,097          | 3,016          | 3,008          | 2,978          | 3,468          | 3,874          |
| 参考② 政策実施後<br>(同名目GDP 比、%) | 3,220<br>(5.2) | 2,641<br>(4.1) | 2,467<br>(3.6) | 2,117<br>(2.9) | 2,140<br>(2.8) | 2,504<br>(3.2) |

(注)「政策実施後」は、OMBの経済見通しを前提にクリントン政権の政策効果を織り込んだもの。「参考①ベースライン」はCBOの経済見通し(OMBより経済成長率が低めの予測)を前提に政策効果を織り込む前であり、「参考②政策実施後」は①に政策効果を織り込んだもの

予算教書の発表以降、現時点までの主要な議会審議の状況は以下のとおりである。

①短期的な景気刺激策 (93、94年度で計163億ドル) に関しては、共和党の抵抗により、失業保険給付の延長分(93、94年度で計40億ドル)以外はすべて廃案となった(4月21日上院本会議)。ただし、その後、下院で代替案が可決(5月26日)され上院に送付されたが、規模は約8億ドルと大幅に縮小したものとなっている。

②5月13日、下院歳入委員会で税制改革に関する民主党の修正案が可決された。今後、上院での審議動向は不透明であるが、同修正案によれば、「投資減税の対象が中小企業の一部に限定され、減税幅が小幅に。同時に法人税増税も原案の最高税率2%引き上げ(現行:34%→36%)から1%引き上げ(34%→35%)へ」となった。

③BTU税(新エネルギー税)については、5月20日、ポーレン民主党上院議員等が削除を求める代替案を発表するなど、反対が多い。しかも、アルミニウム産業等に対する負担の軽減を認める動きもあり、税収効果はかなり限られる

可能性が高まった。

予算教書では、各種政策のスタート時期は、①増税措置(個人所得税、法人税)は93年1月、②投資減税は93年度(93年度のいつかは明記されていない)一としている。しかし、これらの政策の実施時期は先行きの議会審議スケジュール等から不確実な面もあるため、ここでは、財政政策関連法案の議会審議が終了済みとなっているとみられる93年10-12月期(94会計年度)からのスタートと想定した。

従って、ほぼ予算教書通りの赤字削減措置がとられれば、クリントノミクスの経済に与える影響は、「93年に関しては、増税実施等も10-12月期からでありほぼゼロ、94年はかなりのデフレ効果」と予想される。マクロ計量経済モデルを用いてシミュレーションすると、93年の実質GDPに対して▲0.1%、94年の実質GDPに対して▲0.7%の押し下げ効果と試算される。

なお、政策実施のタイミング以外の点では、①今後の議会審議が難航し、歳出削減の規模が修正される、②医療保険制度改革に伴う新たな財源問題が発生する可能性がある一等の不確定要因があり、注視が必要である。

### (3) 93年の見通し

#### 1) 景気～緩やかな拡大持続

93年は、これまでの金利低下や上述の循環的要因を背景として、設備投資、住宅投資が増加し、実質GDP成長率は2.7%と穏やかな景気拡大が続こう。前回予測(3.0%)との比較では、短期的な景気刺激策の規模の大幅圧縮、上期における消費の低調等一を考慮して、やや下方修正となっている。

# 米国経済見通し総括表

|          | 91年<br>実 績 | 92年<br>実 績 | 93年予測 |       |       | 93年<br>前回予測 |
|----------|------------|------------|-------|-------|-------|-------------|
|          |            |            |       | 上 期   | 下 期   |             |
| 実質国内総支出▲ | 1.2        | 2.1        | 2.7   | 2.3   | 2.8   | 3.0         |
|          |            |            |       | 2.8   | 2.5   |             |
| 個人消費▲    | 0.6        | 2.3        | 2.6   | 2.5   | 2.4   | 3.1         |
|          |            |            |       | 2.8   | 2.5   |             |
| 設備投資▲    | 7.1        | 3.0        | 8.2   | 9.6   | 5.9   | 7.1         |
|          |            |            |       | 8.7   | 7.7   |             |
| 住宅投資▲    | 12.6       | 13.1       | 9.4   | 9.0   | 10.4  | 9.9         |
|          |            |            |       | 9.1   | 9.7   |             |
| 政府支出     | 1.2        | ▲ 0.3      | ▲ 1.3 | ▲ 3.6 | 1.5   | 0.4         |
|          |            |            |       | ▲ 1.4 | ▲ 1.1 |             |
| 在庫増減 *   | ▲ 93       | 50         | 255   | 279   | 230   | 125         |
|          | ▲ 0.3      | 0.3        | 0.4   | 0.6   | ▲ 0.2 | 0.2         |
| 純輸出 *    | ▲ 218      | ▲ 418      | ▲ 676 | ▲ 681 | ▲ 672 | ▲ 625       |
|          | 0.6        | ▲ 0.4      | ▲ 0.5 | ▲ 0.6 | 0.0   | ▲ 0.4       |
| 輸出等      | 5.8        | 6.3        | 3.8   | 1.9   | 5.1   | 3.9         |
|          |            |            |       | 4.1   | 3.5   |             |
| 輸入等      | ▲ 0.1      | 9.6        | 7.7   | 7.3   | 4.3   | 7.0         |
|          |            |            |       | 9.8   | 5.8   |             |

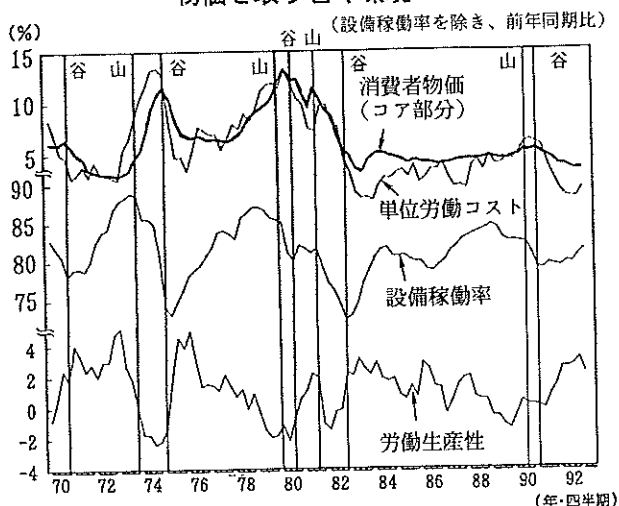
|         | 91年<br>実 績 | 92年<br>実 績 | 93年予測   |            | 93年<br>前回予測 |
|---------|------------|------------|---------|------------|-------------|
|         |            |            | 上 期     | 下 期        |             |
| 鉱工業生産   | ▲ 1.9      | 1.6        | 3.7     | 4.0<br>3.8 | 3.1<br>3.5  |
| 失業率     | 6.8        | 7.4        | 6.9     | 7.0        | 6.8         |
| 消費者物価総合 | 4.2        | 3.0        | 3.4     | 3.6<br>3.3 | 3.6<br>3.6  |
| 貿易収支 #  | ▲ 734      | ▲ 963      | ▲ 1,170 | ▲ 1,150    | ▲ 1,190     |
| 経常収支 #  | ▲ 37       | ▲ 624      | ▲ 880   | ▲ 850      | ▲ 910       |
| 財政収支    | ▲ 2,695    | ▲ 2,901    | ▲ 3,120 | ▲ 3,656    | ▲ 2,584     |
| 公定歩合    | 3.5        | 3.0        | 3.0     | 3.0        | 3.0         |

(注) ①上下期の上限は前期比年率、下限は前年同期比  
 ②\*項目の在庫増減と純輸出の上限は億ドル、純輸出の暦年の  
 数値は四捨五入、下限は前期比年率寄与度、%  
 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ベース、年率暦年の数値  
 は四捨五入、億ドル  
 ⑤連邦財政収支は統合予算ベース、年率、上下期・年は会計年  
 度ベース（前年10月～当年9月）、億ドル  
 ⑥公定歩合は期末、または年末水準、%  
 (出所) 実績値は米国商務省“Survey of Current Business”他

## 2) 物価～安定基調

景気が緩やかに拡大するなか、単位労働コストの上昇率もやや高まると予想されるものの、下期にかけてインフレ率を加速させるほどのものではない。93年の消費者物価上昇率は3.4%（前回3.2%）と安定基調が続こう。

### 物価を取り巻く環境



(注) 景気の山谷は次の通り  
 70年11月(谷)～73年11月(山) 75年3月(谷)～80年1月(山)  
 80年7月(谷)～81年7月(山) 82年11月(谷)～90年7月(山)  
 91年3月(谷)～現在

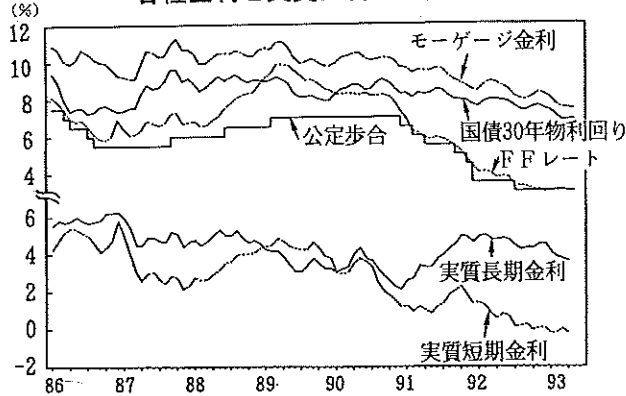
(出所) 米国商務省“Monthly Labor Review”他

## 3) 金融政策・長期金利～政策金利は現状横這い圏、長期金利はやや強含み

93年の金融政策については、①緩やかな景気拡大が続くものの、インフレ率が加速する状況にはない、②94年以降は増税、歳出削減によるデフレ効果が見込まれることから、FFレート、公定歩合とも現状横這い圏での推移となろう。

長期金利（30年国債利回り）は現在7.0%程度の推移となっている。今後、緩やかな景気拡大が続く中、横這い圏からやや強含み基調となろう。

### 各種金利と実質金利の動向



(注) 93年5月分は第2週までの平均値  
 実質長期金利＝国債30年物利回り－消費者物価上昇率  
 実質短期金利＝FFレート－消費者物価上昇率

(出所) 米国FRB“Federal Reserve Bulletin”他

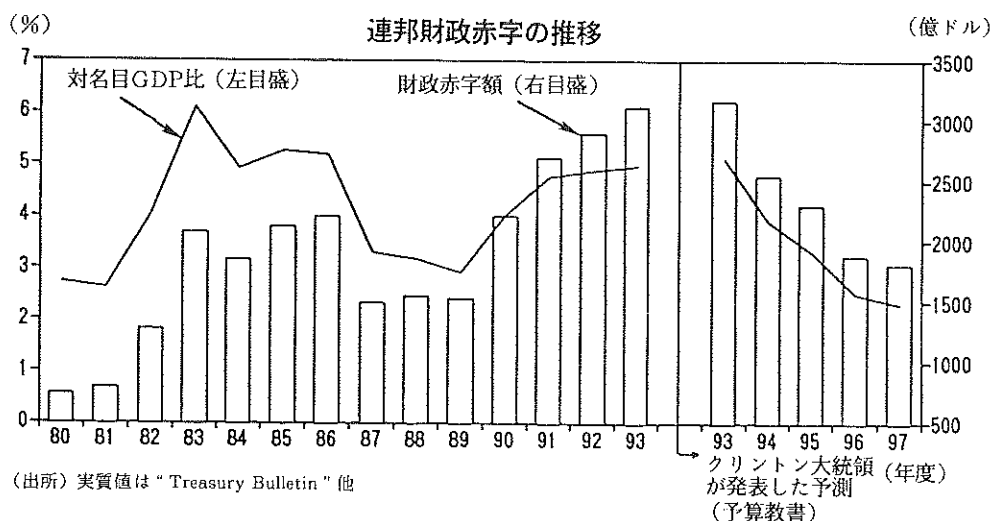
なお、予算関連法案の議会審議動向、医療保険制度改革の行方によっては、財政赤字の拡大懸念等から、金利が上昇する懸念がある（マクロ計量モデルでシミュレーションを行うと30年国債利回り1%の上昇は、1年目の実質GDPに対しては、▲0.3%の押し下げ効果を持つと試算される。）。

#### 4) 連邦財政収支～93年度は赤字拡大、94年度は縮小

93会計年度（92年10月～93年9月）の連邦財政赤字は、3120億ドル（4月の予算教書をベ-

スに算定、名目GDP比5.0%）程度と予想され、92年度実績2901億ドル（同4.9%）より拡大する。主因は預金保険支出や景気循環的な要因以外の構造的赤字の拡大である。クリントン政権の財政政策による赤字拡大（失業保険給付延長によるもの）は21億ドル程度である。

94年度は、約70億ドルの公共投資が見込まれるものの、個人所得税・法人税増税、エネルギー税(BTU税)導入、国防費や義務的支出の削減等の赤字削減策が実施されることにより、2700億ドル（同4.1%）程度と赤字は縮小するものと

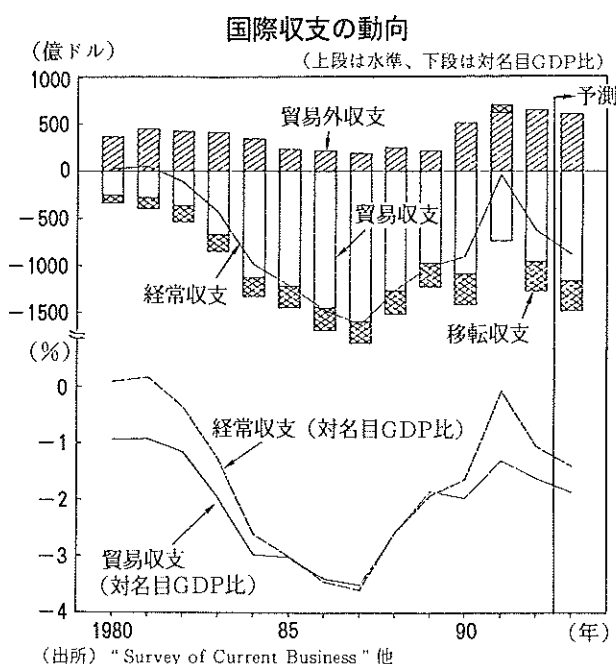


みられる。

なお、義務的支出が予想以上に増加したり、税収が予定された額を下回ったりすることによって、赤字削減が当初の計画通り実行されないリスクも大きい。

#### 5) 国際収支～赤字が拡大傾向

93年の貿易赤字（国際収支ベース）は、1170億ドル（名目GDP比1.9%）と92年の961億ドル（実績、同1.6%）から赤字幅が拡大しよう。これは、主として米国景気が緩やかに拡大する中で、輸入が増加傾向となる一方、日本、欧州等の海外景気の低迷を背景に、輸出の伸びが抑えられ



るためである。なお、為替要因による国際収支への影響は、対日、対欧州によって異なるとみられるものの、90年以降のドル実効為替レートがほぼ横這い圏の中で推移してきたこと、今年後半も横這いからやや強含む程度とみられることを考慮すると、米国トータルとしての影響は限られよう。

経常赤字もほぼ貿易赤字と連動した推移となり、92年の624億ドル（名目GDP比1.0%）から93年は880億ドル（同1.4%）と赤字幅は拡大しよう。

## 2. 欧州経済

### 2-1) ドイツ経済～11年振りのマイナス成長

#### (1) 景気（旧西独ベース）～低迷状況が続く

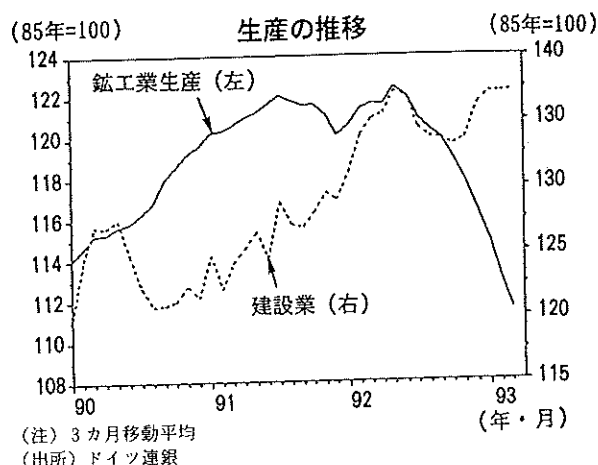
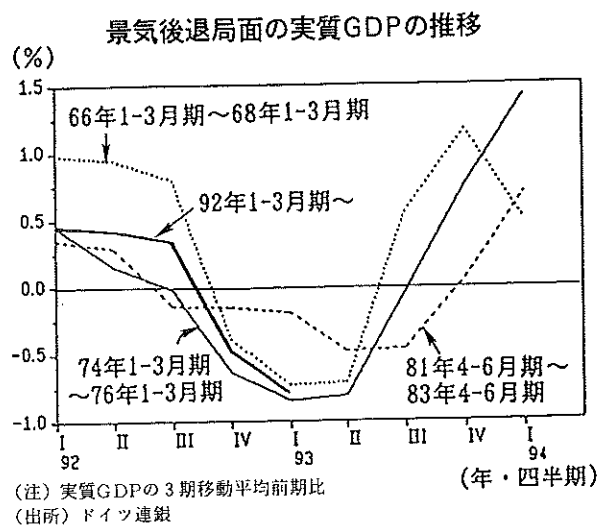
##### 1) 現状認識

ドイツは景気後退が続いている。実質GDPは92年4-6月期から3四半期連続で前期比マイナスとなった。また、ティートマイヤー連銀副総裁によれば93年1-3月期も前期比▲1.0%と大きく落ち込んだ模様である。雇用情勢も悪化傾向を辿っており、景気は現在、戦後最悪であった第一次石油危機後の不況期並みの厳しい状況にある。

景気の落ち込みは製造業部門で特に深刻であり、鉄鋼に代表される従来からの構造不況に輸出低迷が追いつけをかけた形となっている。一方、建設部門では、移民増加による慢性的住宅不足から住宅建設が下支え要因となっている模様である。

今回の景気後退は、金融引き締め・高金利によるものであり、財政政策の不透明性（一層の歳出削減、増税の懸念等）も影響している。投資、消費マインドも悪化し、内需が大幅に落ち込んでい

る。また、高金利がマルク高をもたらし、輸出環境の悪化から景気後退に拍車がかかっている。



##### 2) 今後の見通し

景気は今後も低迷が続き、93年の実質GDP成長率は▲2.4%と11年振りにマイナスに転じよう。前回見通しでは同▲1.3%とみていたが、足もとの景気悪化テンポが予想以上であるため、消費、設備投資、輸出を中心に見通しを下方修正した。

こうした景気低迷持続の要因としては以下の点が挙げられる。

①財政政策面からの消費、投資マインドへの悪影響が今後も続く。

～今年3月に財政赤字削減のための基本合意が成立し、93年、94年の歳出削減、95年からの「連帯税」の復活などが決定されたが、赤字削減の効果については、依然不十分とみられ、追加的な歳出削減、増税が懸念されている。

②欧州景気の低迷、過去のマルク高の影響から、輸出環境は引き続き低調な推移が見込まれる。

③金利低下の効果が現れるにはタイム・ラグがある。

④設備のストック調整は終了していない。

### ドイツ経済の見通し

|          | 91年<br>実績 | 92年<br>実績 | 93年<br>予測 | 上期    |      | 93年<br>予測<br>前回 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-------|------|-----------------|
|          |           |           |           | 上期    | 下期   |                 |
| 実質GDP    | 3.8       | 1.1       | ▲2.4      | ▲2.8  | ▲2.1 | ▲1.3            |
| 実質GNP    | 3.6       | 0.5       | ▲2.8      | ▲3.4  | ▲2.2 | ▲1.5            |
| 国内需要     | 3.0       | 1.2       | ▲1.8      | ▲2.3  | ▲1.3 | ▲0.9            |
| 個人消費     | 3.6       | 0.8       | ▲1.4      | ▲1.0  | ▲1.9 | 1.2             |
| 政府消費     | 0.5       | 2.5       | ▲0.1      | ▲0.0  | ▲0.2 | 1.4             |
| 固定資本形成   | 6.6       | 0.7       | ▲4.3      | ▲6.2  | ▲2.4 | ▲4.1            |
| 設備投資     | 9.0       | ▲3.6      | ▲10.2     | ▲12.5 | ▲7.7 | ▲8.5            |
| 建設投資     | 4.3       | 4.9       | 0.9       | ▲0.4  | 2.3  | ▲0.2            |
| 海外経常余剰   | 0.6       | ▲0.7      | ▲1.0      | ▲1.2  | ▲0.9 | ▲0.6            |
| 輸出等      | 12.7      | 2.3       | ▲4.0      | ▲3.6  | ▲4.4 | 2.4             |
| 輸入等      | 12.1      | 4.2       | ▲1.8      | ▲1.0  | ▲2.5 | 3.9             |
| 消費者物価    | 3.5       | 4.0       | 3.6       | 4.1   | 3.2  | 3.1             |
| 貿易収支(億マ) | 229       | 332       | 440       | 460   | 420  | 370             |
| 経常収支(億マ) | ▲330      | ▲403      | ▲560      | ▲500  | ▲620 | ▲360            |
| 公定歩合     | 8.0       | 8.25      | 5.5       | 6.5   | 5.5  | 6.50            |

(注) 貿易収支、経常収支、公定歩合は統一ドイツベース、その他は旧西独ベース

前年比、前年同期比、%

国内需要、海外経常余剰はGNP寄与度

公定歩合は年(期)末値、%

(出所) 実質値はドイツ連銀

なお、年末には、金融緩和の効果が徐々に現れ始めること、欧州景気にも改善が見込まれることから、景気の下げ止まり傾向が出てこよう。

主な項目別の内容は以下の通り。

#### ①消費～

賃金上昇率の低下、消費者マインドの悪化から、93年は82年以来の前年比マイナスとなろう。

#### ②設備投資～

ストック調整の持続、投資マインドの悪化、輸出の不振～といった要因から減少傾向が続こう。金利低下の効果は年末頃からとなろう。

#### ③建設投資～

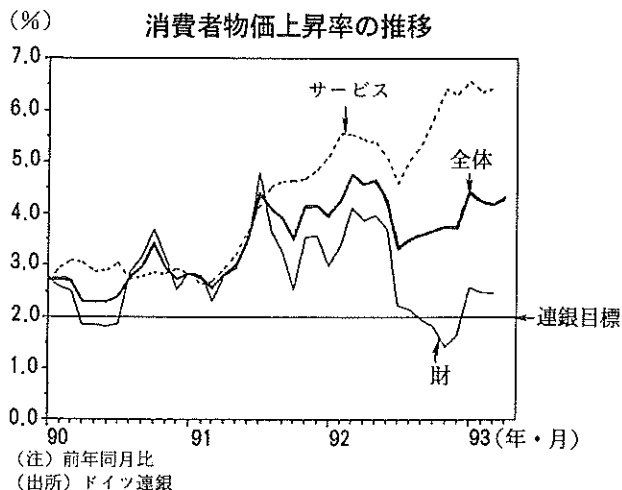
移民流入を背景とした住宅不足が下支え要因だが、景気後退により、その他の建設需要が悪化し、全体としては低い伸びにとどまろう。

#### ④輸出～

欧州景気の低迷から減少傾向となろう。ただ、イギリスはすでに景気回復に転じており、その他の欧州諸国の景気も今後、徐々に改善方向に向かうとみられ、ドイツの輸出も年末に向けて改善しよう。

### (2) 物価(旧西独ベース)～低下傾向へ

消費者物価上昇率は、高目の推移が持続している。5月も4.2%(速報値)と「連銀目標とされる2%」を大きく上回る水準となった。内訳をみると、「財」の上昇率は、92年後半のマルク高の影響もあり、2%近辺にまで低下しているが、「サービス」では依然、高い上昇率が続いている。このうち、家賃項目には、住宅不足という構造的要因が影響しているとみられるが、サービス全体としては91年、92年の高率賃上げが基本的要因である。



しかし、今後については93年春に妥結された賃上げ率が、景気悪化を背景に3%程度(92年5.7%)と低水準となったことから、消費者物価上昇率も鈍化傾向となろう。93年の上昇率は、1月のVAT(付加価値税)の税率引き上げ(14%→15%)の影響(0.5%程度押し上げ)もあり、3.6%となろう。

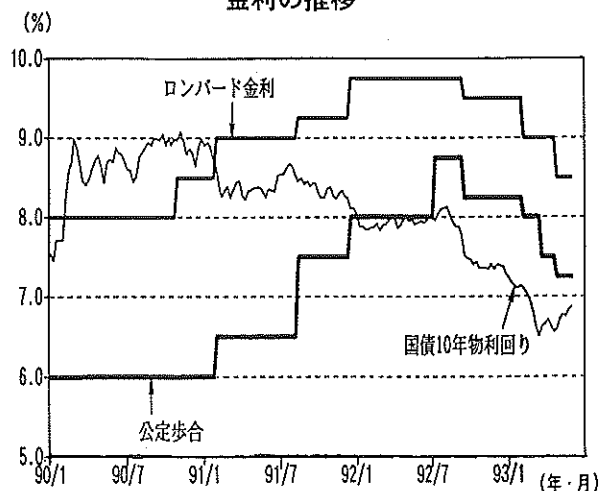
### (3) 金融～進む金融緩和

連銀は92年9月から現在までに4回の公定歩合引き下げを実施し、現在も金融緩和傾向を強めている。4回の利下げの内、最初の2回(92年9月、公定歩合を8.75%→8.25%、93年2月、同→8.0%)に関しては、EMSの混乱回避が主目的であったとみられる。しかし、その後の2回(93年3月、同→7.5%、4月、同→7.25%)は、ドイツ景気の悪化傾向が強まる中で、93年の賃上げ抑制の達成、3月の財政再建案合意などを背景に、インフレ見通しが改善したという国内要因が大きく影響している。

今後、段階的な金融緩和が続こう。ただし、連銀は金融緩和局面での、①長期金利の上昇、②資本の流出、③マルク安を懸念しており、タイミングをはかりつつ、慎重な利下げを実施していくことになろう。なお、景気の落ち込みは著しく、国内要因に基づく金融緩和の開始時期も予想より早目であった。今年末の公定歩合は5.5%程度となろう。

一方、長期金利は、昨年からの利下げに伴い低下してきたが、今年に入り消費者物価上昇率の高止まり、財政赤字等への懸念から、やや強含んでいる。今後、段階的な金融緩和の実施が予想されるが、他方で財政赤字の拡大懸念もあり、長期金利の低下余地は限られたものとなろう。

金利の推移



(出所) ドイツ連銀、AP-DJ、フィナンシャル・タイムズ

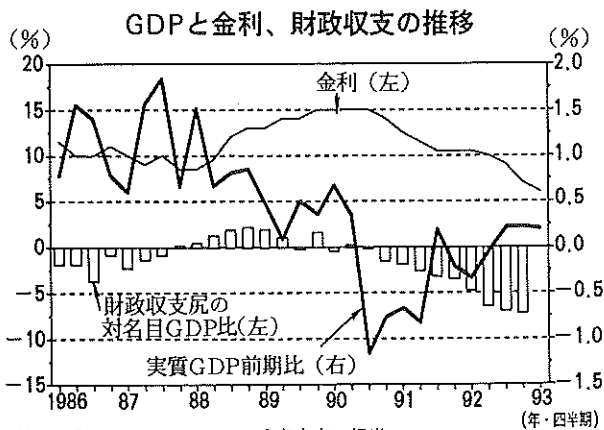
## 2-2) イギリス経済～回復傾向が持続

### (1) 景気～3年振りにプラス成長へ

#### 1) 現状認識

イギリス経済は90年下期から景気後退局面入りしたが、92年4-6月期に底入れし、その後は緩やかな回復傾向にある。92年下期に実質GDPはプラスの伸びとなったが、これは北海油田の増産という特殊要因が大きく、エネルギー部門除きでは、ほぼゼロ成長であった。しかし、93年1-3月期は北海油田などのエネルギー部門除きでもプラスの伸びに転じており、景気は総じて回復過程に入ったとみられる。

こうした景気回復の基本的な背景は、これまでの累積的な金融緩和、財政支出の拡大である。この効果として、①家計のバランス・シートの改善(負債比率[金融負債残高の対所得比]の低下)、②住宅市況(住宅価格)の底入れ、③失業率の頭打ち～がもたらされ、消費者マインドの改善を通じて、消費拡大につながった。



## 2) 今後の見通し

今後も金融緩和の累積的效果や消費者マインドの改善が続き、景気の回復傾向は持続しよう。93年の実質GDP成長率は1.8%（前回予測1.2%）と3年ぶりにプラスの伸びとなろう（91年▲2.1%、92年▲0.6%）。

景気回復の牽引役は引き続き個人消費となろう。住宅市況・雇用情勢の改善等を背景に消費者マインドも好転し、消費性向が上昇しよう。このため、実質所得の伸び悩みにもかかわらず、個人消費は拡大しよう。また、設備投資もこれまでの段階的な利下げの効果から、今後、改善に向かおう。

一方、政府消費については財政赤字削減への圧力が強まり、低い伸びとなろう。また、外需は、昨年からのポンド安、米国等の景気拡大から輸出の増加が見込まれるものの、国内景気回復に伴う、輸入の伸び上昇から、成長率への寄与度はマイナスが続こう。

なお、94年4月には財政再建のための増税が予定されている。93年10-12月期頃には景気回復の初期局面での繰り越し需要の一巡、増税懸念による消費者マインドの低下から、消費の伸びが鈍化し、景気全体としてもやや減速する可能性が高い。

## イギリス経済の見通し

|            | 91年<br>実 績 | 92年<br>実 績 | 93年<br>予 測 |      |      | 93年<br>予 測<br>前 回 |
|------------|------------|------------|------------|------|------|-------------------|
|            |            |            |            | 上 期  | 下 期  |                   |
| 実質GDP      | ▲2.1       | ▲0.6       | 1.8        | 1.3  | 2.4  | 1.2               |
| 国内需要       | ▲3.2       | 0.5        | 2.0        | 1.1  | 2.8  | 1.9               |
| 個人消費       | ▲2.1       | 0.2        | 2.2        | 2.1  | 2.3  | 1.7               |
| 政府消費       | 3.3        | ▲0.2       | 0.5        | ▲0.5 | 1.5  | 1.6               |
| 固定資本形成     | ▲9.9       | ▲0.6       | 0.3        | ▲0.4 | 1.0  | 2.0               |
| 海外経常余剰     | 1.1        | ▲1.1       | ▲0.1       | 0.1  | ▲0.4 | ▲0.7              |
| 輸出         | 0.2        | 1.9        | 5.9        | 4.9  | 6.9  | 3.9               |
| 輸入         | ▲3.1       | 5.1        | 5.7        | 3.9  | 7.4  | 5.5               |
| 小売物価       | 5.9        | 3.7        | 1.9        | 1.6  | 2.2  | 1.7               |
| 貿易収支(億ポンド) | ▲103       | ▲138       | ▲210       | ▲200 | ▲220 | ▲210              |
| 経常収支(億ポンド) | ▲64        | ▲119       | ▲180       | ▲170 | ▲190 | ▲175              |
| ベース・レート    | 10.5       | 7.0        | 5.0        | 6.0  | 5.0  | 6.0               |

(注) 前年比、前年同期比、%  
国内需要、海外経常余剰はGDP寄与度、%  
ベース・レートは年(期)末値、%  
(出所) 実績値はイギリス中央統計局

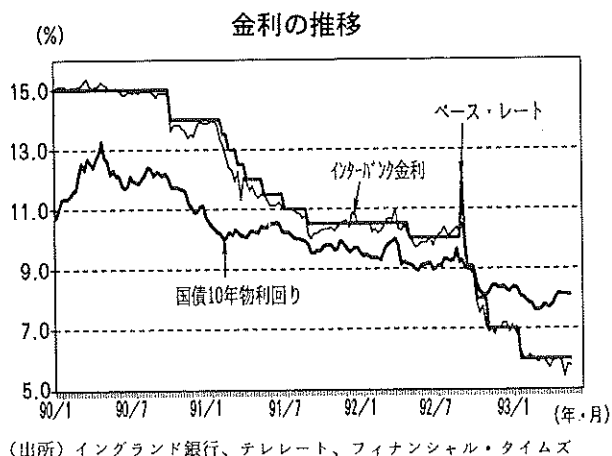
## (2) 物価～強含み

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基本的な背景として低下傾向を続けている。さらに、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「住宅ローン金利支払い」が項目として含まれている）、93年4月には前年同月比で1.2%と64年2月(1.2%)以来の低水準となった。

しかし、92年9月のERM離脱以降、ポンドは15%下落し、輸入物価は大幅に上昇している。このため、消費者物価上昇率は93年4-6月期をボトムに、その後は内需の回復とも相まって上昇傾向を辿り、93年10-12月期には2.7%となろう。年平均では92年の3.7%が93年は1.9%となろう。

### (3) 金融～下期に再利下げ

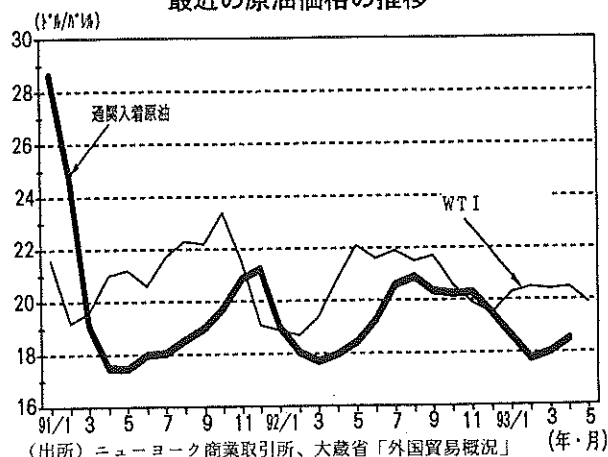
金融政策に関しては、現時点では足もとの景気拡大テンポが強いため、当面、ベース・レートは現状維持となろう。しかし、政府が経済政策上、「景気回復優先」をあげる中、93年末から94年初めにかけ、マインドの悪化等から景気の回復テンポがやや弱まる局面が予想されるため、10-12月期に再利下げ（ベース・レートで6%→5%）が実施されよう。一方、長期金利はインフレ率の上昇、財政赤字の拡大・国債発行の増加ーを背景に強含み傾向となろう。



### 3. 原油価格～年度平均で小幅の下落

原油価格は、世界経済の回復力が弱い中、軟調な推移となっている。2月に実施されたOPEC閣僚監視委員会では、3-6月期の生産枠を約2360万バレル/日と1-2月期に比べて100万バレル削減することで合意した。しかし、財政赤字を背景に、一部の産油国で生産枠が遵守されなかったことから、日量2400万バレルを上回る生産が続いている模様である。こうした動きを背景に、5月に入りWTIは20ドルを割りこむ展開となっている。

最近の原油価格の推移



当面、原油価格は横這い圏内での推移となろう。92年度の19.3ドルが93年度は18.5ドル（通関入着ベース、前回予測：20.3ドル）と見込まれる。日・独を中心とした世界経済の低迷が続く一方、米景気回復力も緩やかなものであり、原油価格の安定基調が持続しよう。6月8日のOPEC総会では、クウェートが生産枠の大幅拡大（現行160万バレル→200万バレル以上要求）を求めることが予想され、価格が下落する可能性があり、注視を要しよう。

原油市況に影響を与える要因

| 強材料             | 弱材料                                            |
|-----------------|------------------------------------------------|
| 協調減産<br>世界経済の回復 | 財政赤字を背景とした増産<br>イラクの石油市場復帰の可能性<br>エネルギー税導入の可能性 |

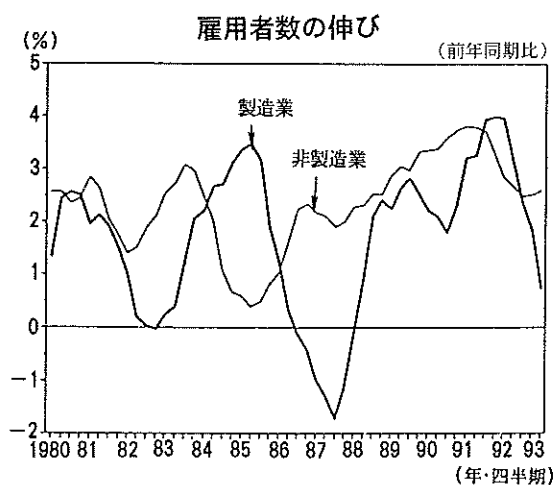
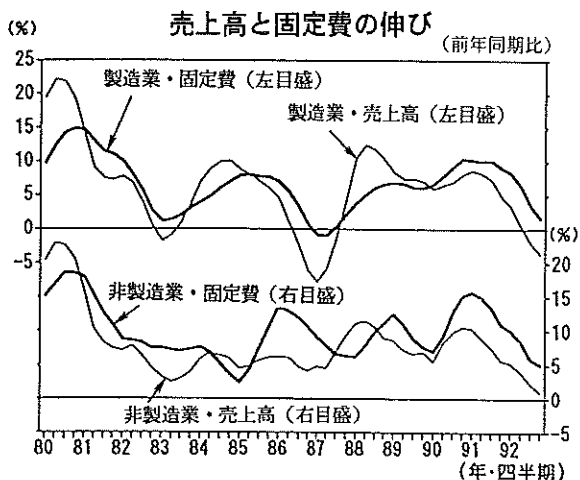
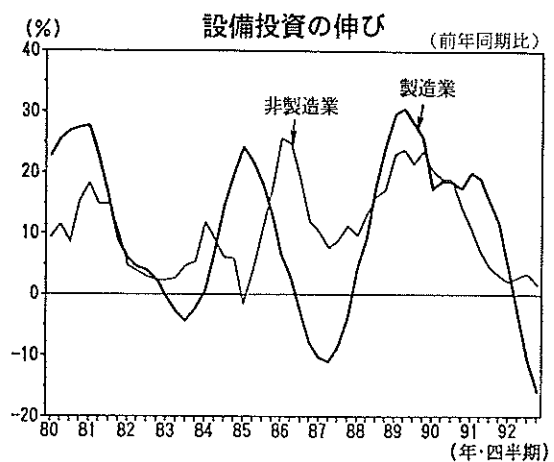
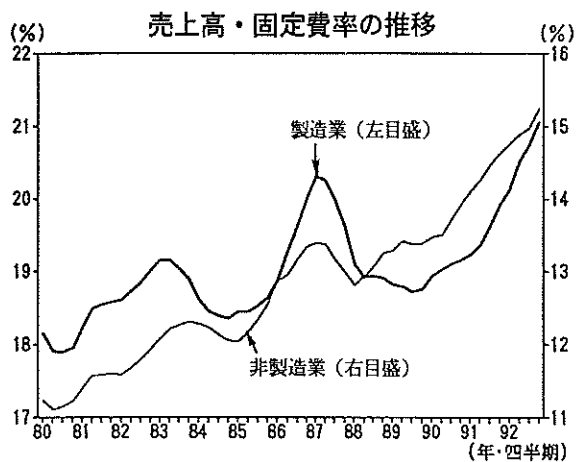
## II. 日本経済～景気は下期底入れへ

### 1. 92年度～成長率は0.8%、固定費削減から設備投資が大幅減

直近の超短期予測（5月18日付け）によれば、92年度の実質GNP成長率は0.8%と前回見通し（3月10日、0.9%）をわずかに下回り、第一次石油危機時の74年度（▲0.2%）以来の低い伸びにとどまった模様である。

91年度以降の景気後退に伴う売り上げの鈍化から、企業の売上高固定費率は大幅に上昇している。

このため、92年度に入り、固定費圧縮の動きが強まり、製造業の設備投資は大幅削減され、非製造業の設備投資の伸びも急速に低下している。一方、家計部門では、バブル期の過剰消費是正の動きと所得の伸び低下の中で、消費低迷が続いている。消費の弱さは、企業部門の設備投資削減の動きと相まって売り上げの減少をもたらし、企業の固定費率引き下げ効果を相殺する形となっている。こうした情勢下、製造業中心に雇用調整圧力が高まりをみせている。



(注) 四期移動平均ベース

ここでは、固定費＝人件費＋減価償却費＋支払利息等

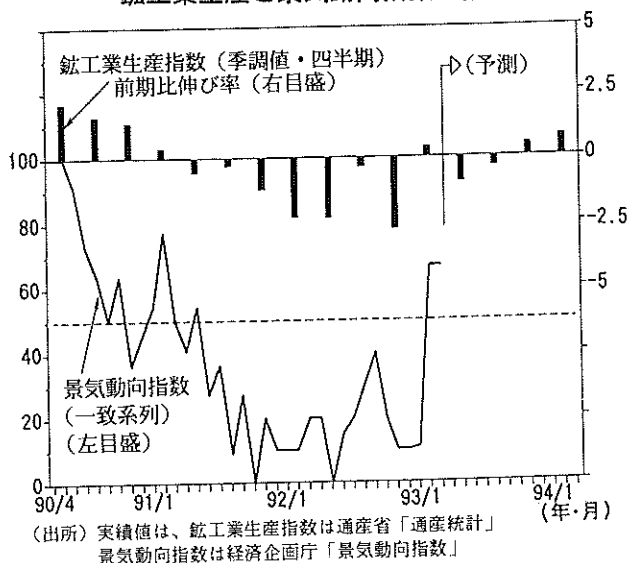
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「労働力調査報告」

## 2. 93年1-3月期の「景気底入れ」論について

93年に入り景気動向指数や生産指数に改善の兆しがみられ、「景気底入れ」論が増えている。累積的な金融緩和効果に、財政面での措置が加わり、最終需要の落ち込みに歯止めがかかりつつある。また、遅れていた在庫調整も、1-3月期にはかなりの進展を示しており景気は最悪期を脱したとみられる。しかし、この1-3月期の指標の好転には、決算対策をにらんだ販売促進等の特殊要因が含まれており、1-3月期中に景気が底入れし、「谷」を付けたとは判断されない。

景気の「谷」の判定には、もとより広範囲の経済指標による検討が必要であるが、過去の景気の「谷」は、生産が前期比ベースで基調的な増加を始めた時期とほぼ一致する。最近の生産動向は、93年1-3月期に前期比0.4%増と2年振りのプラスとなったものの、4月は前月比▲2.2%の減少と反落しており、5、6月の生産予測指数（それぞれ同▲2.3%下落、2.6%上昇）と合わせると、4-6月期トータルとしては前期比▲1%程度の減産となる見込みである。このため、1-3、4-6月期を合わせてみれば、生産の減少傾向が続い

鉱工業生産と景気動向指数の推移 (%)



ているとみられ、1-3月期が景気の「谷」となる可能性は低い。景気の「谷」は93年度下期となろう。

## 3. 93年度経済～1.2%成長、「景気底固め」の年

### (1) 実質 GNP 成長率は1.2%

#### 1) 成長率は下方修正

今回の予測では、93年度の実質 GNP 成長率を1.2%と、前回予測の1.5%から▲0.3%だけ下方修正した。4月に策定された新総合経済対策の規模は、前回予測の見方を上回る大型なものとなったが、①予想以上に厳しい足もとの景気実勢、②円高進展による新たなデフレ効果—を考慮したためである。

下方修正の要因別寄与度 (%)

|           | ①今回予測 | ②前回予測 | 差 (①-②) |
|-----------|-------|-------|---------|
| 景気実勢      | 0.3   | 0.6   | ▲0.3    |
| (内、ゲタ)    | (0.2) | (0.3) | (▲0.1)  |
| 新総合経済対策   | 0.9   | 0.5   | +0.4    |
| 円高 (注1)   | ▲0.3  | —     | ▲0.3    |
| 追加対策 (注2) | 0.3   | 0.4   | ▲0.1    |
| 合計        | 1.2   | 1.5   | ▲0.3    |

(注1) 円高は前回予測時を基準とした場合との比較 (116円→110円)  
(注2) 前回予測では4兆円の所得税減税の実施、年央の第7次利下げ (0.5%)  
今回予測では同2兆円の減税と年度央までの第7次利下げ (0.5%)

予測改定のポイント (%)

|            | ①今回予測 | ②前回予測 | 改定幅 (①-②) |
|------------|-------|-------|-----------|
| 実質GNP成長率   | 1.2   | 1.5   | ▲0.3      |
| (内需寄与度)    | (0.9) | (1.1) | (▲0.2)    |
| (外需寄与度)    | (0.3) | (0.5) | (▲0.2)    |
| 鉱工業生産上昇率   | ▲2.1  | ▲1.5  | ▲0.6      |
| 消費者物価上昇率   | 0.8   | 1.0   | ▲0.2      |
| 総合卸売物価上昇率  | ▲2.6  | ▲2.0  | ▲0.6      |
| 貿易黒字 (億ドル) | 1630  | 1440  | +190      |
| 経常黒字 (億ドル) | 1590  | 1350  | +240      |

(注) 鉱工業生産指数は、前回予測は85年基準、今回予測は90年基準

## 2) 景気動向を規定する要因

今後の景気に関してはプラス要因とマイナス要因が併存しているが、弱々しいながらも 93 年度下期に景気底入れとなろう。今後の景気動向を規定する具体的な要因は以下の通り。

### (プラス要因)

#### ①累積的利下げ、92 年度の総合経済対策、93 年度の新総合経済対策の効果

「新総合経済対策」は事業規模 13.2 兆円と史上最大となった。93 年度 0.9%、94 年度分も含めた全体で 1.4%の GNP 押し上げ効果が見込まれる（なお、92 年 8 月の「総合経済対策」の効果は 92 年度 0.7%、93 年度 0.5%、全体で 1.2%）。

#### ②バブルの崩壊の影響の緩和

株価は景気底入れ期待や公的資金流入を映じて昨年度より高めである（92 年度平均株価 17189 円）。また、地価もその下落テンポには縮小傾向が窺える。バブル崩壊の短期的なマイナスの影響は徐々に緩和しよう。

#### ③在庫調整の状況

最終需要の落ち込みから、92 年末までは大幅減産下でも在庫調整が進展していなかった。しかし、93 年に入り、公的需要の下支え効果や輸出の堅調などから、在庫調整にはかなりの進展がみられている。93 年度半ばには在庫調整にほぼ目処がつこう。

### (マイナス要因)

#### ①リストラクチャリングの進展

経常利益の減少を背景に、企業サイドでは、固定費削減を中心としたリストラクチャリングが

進められているものの、予想を上回る売り上げの落ち込みから、依然として収益の改善には至っていない。93 年度以降についても、収益改善を目指して設備投資ならびに人件費を中心とした固定費圧縮や構造的な再編への動きが続こう。

#### ②円高の影響

円高が進んでいる。円高は輸入物価の下落をもたらす、長期的には日本経済にとってプラスであるが、短期的には、輸出向けを中心とした国内生産を圧迫し、景気下押し要因となる。基礎研マクロモデルを用いた試算をもとにすると、年度平均で「10 円円高の GNP 押し下げ効果は約▲0.5%」であり、前回見通しからの円高修正幅 6 円（93 年度 110 円、前回 116 円）は約▲0.3%の押し下げとなる。

## 3) 財政・金融政策

景気は最悪期を脱したとはいえ、①リストラクチャリングの持続、②円高の行方、およびその経済に与える影響、③中長期的なバブル崩壊の後遺症—など、依然、下押し圧力が残る状況にある。これらの動向しだいでは、雇用調整が本格化するリスクも残っている。このため、93 年度下期の「景気底入れ」をより確実化するために、一層の追加策が望ましい。本予測では、①年末までに 2 兆円の所得税減税実施、②年度央までに第 7 次利下げ（2.5%→2.0%）—を想定した。両者の 93 年度 GNP に対する押し上げ効果を 0.3%見込んでいる。

## 4) 「景気底固め」の年

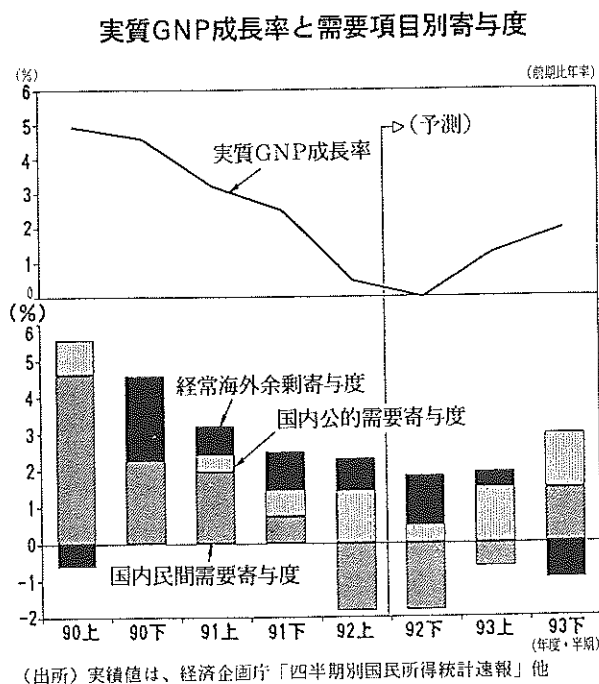
93 年度の成長率は 1.2%と、年度全体としては、92 年度の 0.8%に続き低い伸びにとどまろう。景気は底入れするが、中長期的なリストラクチャリングの影響が 94 年度以降も残り、回復力は弱い

ものにとどまろう。ただし、内容的には、以下の点から景気回復への「底固め」と位置づけしうる年となろう。

①年度の景気実勢を示す年度内成長率（いわゆるゲタ除きの部分）は、92年度の▲0.3%から93年度は1.0%に回復する。

②上・下期別にみると、92年度下期のゼロ成長から93年度上期は前期比年率1.3%成長へ、また、93年度下期には、①新総合経済対策による公的需要の増加、②年末における2兆円の所得税減税の実施、③在庫調整一巡による生産の底入れ一等から同2%成長へと回復する。

③成長率の中身をみても、93年度上期は、公共投資と外需に支えられた成長となるものの、93年度下期には、国内民間需要が4半期振りにプラスに転じる等、内需主導の成長となろう。減税による民間消費の回復や、設備投資のマイナス幅の縮小から内需の伸びは年率3%に達しよう。

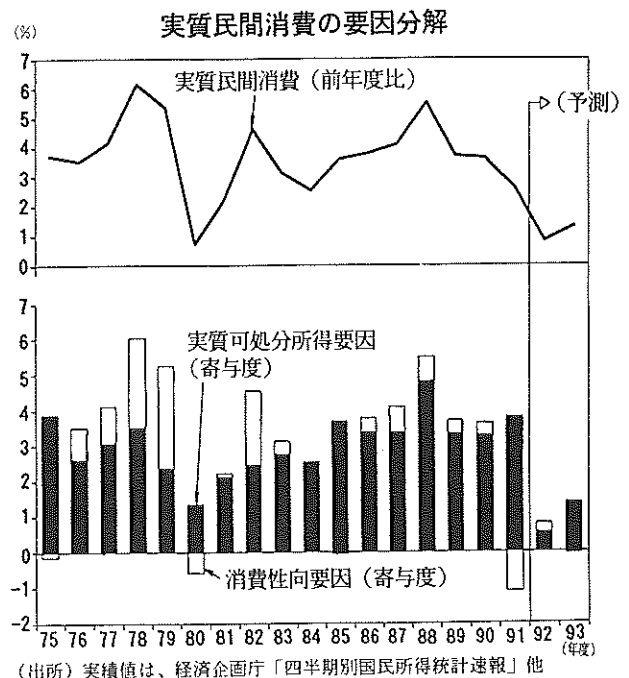


## (2) 各需要項目別推移

### 1) 民間消費支出～減税効果から、年度後半緩やかに回復

92年度の民間消費は0.8%の増加と第二次石油危機時の80年度の0.7%に次ぐ低い伸びとなった。実質可処分所得の伸びが、残業代、ボーナスの低迷等から0.5%の伸びにとどまる一方、消費性向については、所得低迷下でいわゆる「ラチェット効果（歯止め効果）」が働き、わずかに上昇したとみられる。

93年度の民間消費は1.3%の増加となろう。雇用者数の伸びが鈍化することに加え、所定内賃金・ボーナスの低迷が続くことから所得は伸び悩みが続こう。本見通しでは、93年末にかけて2兆円の所得税減税の実施を想定しており、可処分所得を約0.7%、消費支出を約0.3%押し上げる効果があろう。



### 2兆円減税の消費への影響

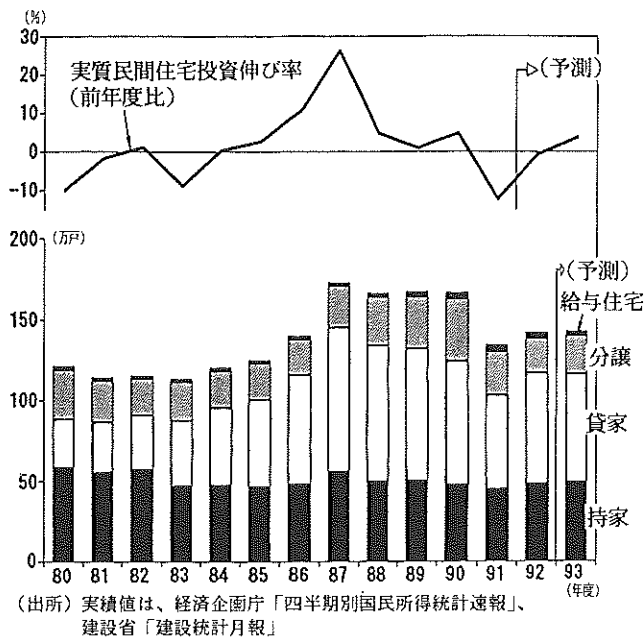
|         | ①減税あり | ②減税なし | 減税の効果(①-②) |
|---------|-------|-------|------------|
| 実質民間消費  | 1.3   | 1.0   | 0.3        |
| 実質可処分所得 | 1.4   | 0.7   | 0.7        |
| 平均消費性向  | ▲0.1  | 0.3   | ▲0.4       |

## 2) 民間住宅投資～貸家はピークアウト、分譲は底入れ

92年度の住宅着工戸数は142万戸と91年度(134万戸)から回復に転じた。マンション在庫の積み上り、地価の先安感から分譲が減少したものの、生産緑地法に伴う貸家建設の増加が着工戸数を支えた。また、景気の全般的な低迷度合いの強まりから持家の増加も小幅にとどまった。

住宅投資ベースでは、1戸当たり面積の大きい持家系(持家+分譲)の低迷に加えて、着工からのラグもあり、92年度は▲0.6%の減少となった。

実質民間住宅投資と新設住宅着工戸数の推移



93年度の住宅着工戸数は、143万戸と92年度並みの水準にとどまろう。金利低下による全般的な住宅下支え効果に加え、過剰在庫の縮小・地価先安感の後退などから分譲が底入れするものの、①所得の伸び悩みから持家の回復力が弱く、②家賃の低迷・過剰感の台頭から貸家がピークアウトすることによる。

ただし、住宅投資ベースでは、着工からのラグ、持家系のウェイトの高まりによる床面積の増加などから3.7%の増加と堅調に推移しよう。

## 3) 民間設備投資～収益低迷が続く中、調整持続

92年度の民間設備投資は▲5.7%のマイナスと、第一次石油危機後の74年度の▲8.5%以来の落ち込みとなった見込みである。製造業中心に大幅なストック調整が起こっているが、最終需要低迷による売り上げ鈍化から、企業収益の減少傾向にも歯止めがかかっていない。また、これまで調整の遅れていた非製造業でも、92年末から設備投資が減少に転じるなど低迷度合いがより強まっている。

93年1-3月期には、決算対策による受注の前倒しの効果から、設備投資の先行指標に好転がみられているが、4-6月期には再び落ち込む可能性が高い。

設備投資動向を予測する上でのポイントとなる経常利益(法人企業統計ベース)については、92年度▲30.3%の減益となり3年連続の減益見込みである。93年度についても、雇用の伸びはさらに抑制されるものの、売り上げ低迷が続くことから、経常利益は▲7.5%と4年連続の減益となろう。ただし、年度下期には、わずかながらも前年同期に比べて増益に転じよう。

経常利益の予測

(前年度<同期>比、%)

|      | 90年度 | 91年度  | 92年度  | 93年度  | 92年度<br>上期 | 92年度<br>下期 | 93年度<br>上期 | 93年度<br>下期 |
|------|------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|------------|
| 製造業  | ▲3.8 | ▲16.7 | ▲35.3 | ▲14.5 | ▲36.4      | ▲34.0      | ▲19.4      | ▲9.4       |
| 非製造業 | ▲4.4 | ▲7.8  | ▲26.0 | ▲2.2  | ▲17.4      | ▲34.8      | ▲11.2      | 9.5        |
| 合計   | ▲4.1 | ▲12.1 | ▲30.3 | ▲7.5  | ▲26.4      | ▲34.4      | ▲14.5      | 0.8        |

(出所) 92年度上期までの実績は、大蔵省「法人企業統計季報」

経常利益の低迷等を背景に、93年度の民間設備投資は▲6.0%の減少と92年度に続きマイナスとなろう。製造業で2ケタのマイナスが続く一方で、非製造業も減少に転じよう。ただし、年度後半には、ストック調整圧力の緩和、財政・金融面での対策の効果浸透から、減少傾向に徐々に歯止めがかかろう。

### 設備投資の予測

(前年度比、%)

|          | 88年度 | 89年度 | 90年度 | 91年度 | 92年度  | 93年度  |
|----------|------|------|------|------|-------|-------|
| 実質民間設備投資 | 16.8 | 14.3 | 11.2 | 2.7  | ▲5.7  | ▲6.0  |
| 法季・製造業   | 29.6 | 17.4 | 20.0 | 4.5  | ▲19.1 | ▲15.2 |
| 法季・非製造業  | 23.0 | 20.5 | 11.0 | 2.0  | 0.5   | ▲3.7  |
| 法季・計     | 25.4 | 19.3 | 14.3 | 3.0  | ▲7.2  | ▲7.6  |

(注)「法季」は資本金1千万円以上、名目値ベース

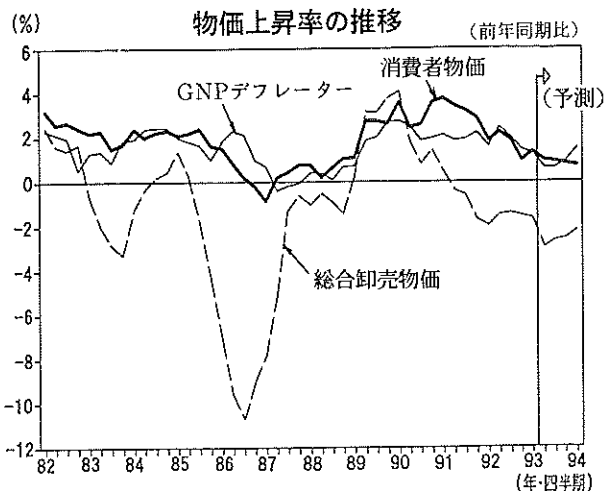
(出所)大蔵省「法人企業統計季報」

経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」

### (3) 物価～鎮静傾向

92年度の総合卸売物価は前年度比▲1.5%の下落となった。景気低迷による需給緩和、賃金の安定に加え、円高が寄与した。

93年度についても、円高、原油価格の軟調などから総合卸売物価は▲2.6%の下落となろう。



(出所) 日本銀行「物価指数月報」、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」

### 卸売物価指数の内訳

(前年度<同期>比、%)

| ( )内はウェイト     | 91年度  | 92年度 | 93年度  | 93年度<br>上期 | 93年度<br>下期 |
|---------------|-------|------|-------|------------|------------|
| 総合卸売物価(100.0) | ▲1.2  | ▲1.5 | ▲2.6  | ▲2.8       | ▲2.4       |
| 国内卸売物価(79.7)  | 0.4   | ▲1.0 | ▲1.2  | ▲1.2       | ▲1.2       |
| 輸出物価 (11.7)   | ▲4.8  | ▲3.8 | ▲7.9  | ▲9.3       | ▲6.5       |
| 輸入物価 (8.6)    | ▲10.7 | ▲4.2 | ▲10.2 | ▲10.7      | ▲9.7       |

(注) 90年基準

(出所) 92年度までの実績は、日銀「物価指数月報」

消費者物価も、鎮静傾向が持続しよう。92年度の消費者物価は1.6%の上昇と4年ぶりに2%を割り込んだ。93年度は、春闘賃上げ率が3.8%と円高不況下の87年度以来の低い伸びにとどまったこと等もあり、消費者物価の上昇率は0.8%と5年振りに1%を割り込もう。

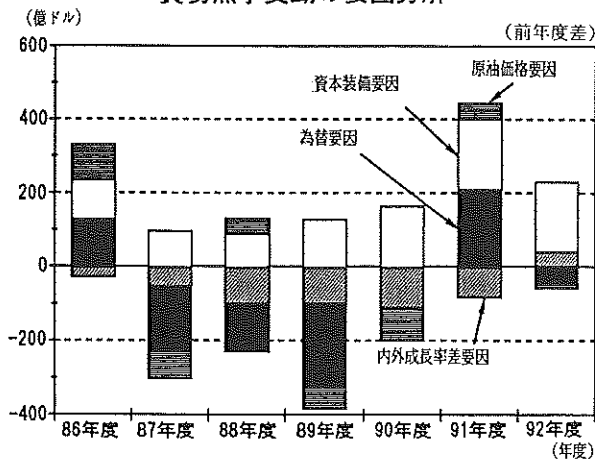
### (4) 国際収支～黒字の拡大基調が持続

92年度の貿易黒字は1361億ドルと91年度の1137億ドルに続き、2年連続で史上最高を更新した。国内需要が急速に悪化し輸入が低迷する一方、ECを除く海外景気が堅調な推移を示すなか輸出が緩やかに増加したことが背景となっている。

80年代における貿易黒字の変動を、①内外成長率格差、②為替レート、③資本装備率、④原油価格—の要因で回帰すると、以下の点がわかる。

- ①「内外成長率格差要因」は、バブル期に大きな黒字縮小要因として働いたが、92年度には逆に黒字拡大要因として作用
- ②「為替要因」は、87～89年度は、プラザ合意以降の大幅円高による数量調整効果から大きく黒字縮小要因として働いていたが、90年度以降は相対的に為替が安定する中、黒字縮小効果が剥落
- ③「資本装備率要因」は、80年代後半の設備投資ブームによる資本装備率の上昇から恒常的な黒字拡大要因として寄与した。なお、足もと、設備投資の落ち込みを反映して、黒字拡大効果はやや縮小している
- ④「原油価格要因」は、90年度には湾岸戦争による原油価格の高騰から黒字縮小要因となったが、その後は、原油価格の安定からほぼ中立要因になっている

## 貿易黒字変動の要因分解



(参考)

貿易黒字率の推計（推計期間80年第2Q～92年第4Q）

$$\begin{aligned} \text{貿易黒字率} = & 63.7 \times 1n (\text{内外成長率格差}) + 59.1 \times 1n (\text{資本装備率}) \\ & - 7.1 \times 1n (\text{原油価格}) + 17.9 \times 1n (\text{円ドルレート}) \\ & + 0.7 \times 1n (\text{対ECUレート}) - 64.9 \end{aligned}$$

R×R=0.97  
D.W.=0.91

(注) 貿易黒字率は、輸出入金額の合計に対する比率

対ドルレート、および対ECUレートは9四半期の2次のアーモ  
ンラグを用いており為替の貿易黒字への中期的な影響を示して  
いる資本装備率要因は、就業者1人当たりの民間資本ストック  
(NTT除き)

内外成長率格差は国内民間需要と米GDP、独GNPとの比率

## 経常収支の予測

(季節調整値、年率、億ドル)

|                  | 91年度            | 92年度           | 93年度            | 92年度<br>上期      | 92年度<br>下期     | 93年度<br>上期     | 93年度<br>下期      |
|------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 経常収支<br>(名目GNP比) | 902<br>(2.6)    | 1,261<br>(3.3) | 1,590<br>(3.6)  | 1,143<br>(3.1)  | 1,353<br>(3.5) | 1,570<br>(3.7) | 1,620<br>(3.6)  |
| 貿易収支             | 1,137           | 1,361          | 1,630           | 1,320           | 1,389          | 1,630          | 1,630           |
| 輸出<br>(前年比%)     | 3,120<br>(7.6)  | 3,354<br>(7.5) | 3,690<br>(10.0) | 3,327<br>(10.0) | 3,373<br>(5.1) | 3,650<br>(9.7) | 3,720<br>(10.3) |
| 輸入<br>(前年比%)     | 1,983<br>(▲9.9) | 1,993<br>(0.5) | 2,060<br>(3.4)  | 2,007<br>(0.6)  | 1,984<br>(0.4) | 2,020<br>(0.6) | 2,100<br>(5.8)  |
| 貿易外収支            | ▲194            | ▲48            | 20              | ▲113            | 17             | ▲0             | 50              |
| 移転収支             | ▲41             | ▲52            | ▲60             | ▲64             | ▲54            | ▲60            | ▲60             |

## 貿易外収支の内訳の予測

(年率、億ドル)

|        | 91年度 | 92年度 | 93年度 | 92年度<br>上期 | 92年度<br>下期 | 93年度<br>上期 | 93年度<br>下期 |
|--------|------|------|------|------------|------------|------------|------------|
| 投資収益収支 | 269  | 400  | 460  | 356        | 444        | 420        | 500        |
| 旅行収支   | ▲226 | ▲228 | ▲240 | ▲231       | ▲224       | ▲230       | ▲240       |
| 運輸収支   | ▲105 | ▲94  | ▲90  | ▲98        | ▲91        | ▲80        | ▲90        |
| その他収支  | ▲133 | ▲126 | ▲110 | ▲136       | ▲117       | ▲110       | ▲120       |

(注) ①予測値は、億ドル単位四捨五入

②貿易外収支の内訳は、投資収益収支のみ原数値、他は当研究  
所にて季節調整

(出所) 92年度下期までの実績は、日銀「国際収支統計月報」

93年度についても、貿易黒字の拡大傾向が持  
続する可能性が高い。国内需要は底入れに向かう  
ものの、伸びは依然低く、成長率格差が黒字拡大  
要因として作用する他、高水準の資本装備率が黒  
字拡大要因として寄与、また、93年年初以降進

展している円高も、円高が黒字縮小をもたらすま  
では5四半期程度かかるため、短期的には黒字  
拡大要因として作用する懸念がある。

このため、93年度の貿易黒字は1630億ドルと  
なり、3年連続で史上最高を更新しよう。

経常収支についても、92年度の1261億ドル  
(名目GNP比3.3%)から93年度には1590億  
ドル(同3.6%)に拡大しよう。貿易黒字が拡大  
することに加えて、貿易外収支が赤字から黒字に  
転換することが予想されるためである(詳細は、  
当研究所発表の「黒字に転じる日本の貿易外収支  
(93/2/19)参照」)。

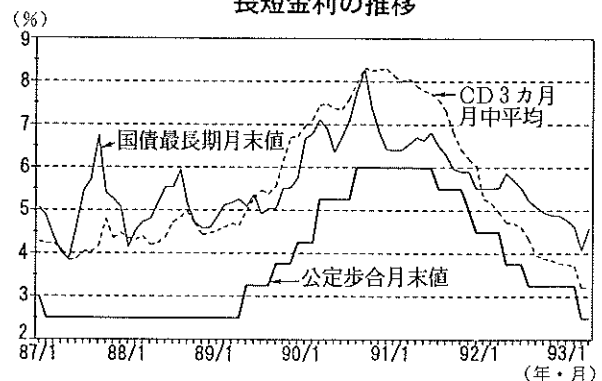
## (5) 為替・金利～円高基調、長期金利は横這い圏

円ドルレートは、日本の巨額な対外黒字、米国  
の円高・ドル安容認発言等から円高傾向で推移し  
てきたが、今後も巨額な経常黒字を基本的な背景  
として円高基調が続こう。93年度平均で110円  
を見込んだ(前回予測116円)。

長期金利は大きくみれば、横這い圏内の動きと  
なろう。年度内のパターンとしては景気実態の弱  
さを映じて、年度央に向けやや低下しよう。その  
後、年度末にかけては景気の底入れ傾向、金利底  
うち感の醸成等から緩やかな上昇をみせよう。

マネーサプライは、金融機関の供給制約がやや  
薄れ、金融緩和の累積的効果がややラグをもって  
出てくることもあり、緩やかな増加基調となろう。

## 長短金利の推移



# 1993 年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

|            | 91年度<br>実績     | 92年度<br>実績見込   | 93年度<br>予測     | 前回3月予測         |                |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|            |                |                |                | 92年度           | 93年度           |
| 名目国民総支出    | 5.4<br>(458.6) | 2.6<br>(470.4) | 2.1<br>(480.3) | 2.8<br>(471.2) | 2.2<br>(481.5) |
| 実質国民総支出    | 3.4            | 0.8            | 1.2            | 0.9            | 1.5            |
| 国内需要       | 2.1            | ▲0.2           | 0.9            | ▲0.2           | 1.1            |
| 国内民間需要     | 2.0            | ▲1.4           | ▲0.5           | ▲1.3           | ▲0.3           |
| 民間最終消費支出   | 2.6            | 0.8            | 1.3            | 1.1            | 1.5            |
| 民間住宅投資     | ▲12.2          | ▲0.6           | 3.7            | 0.8            | 2.9            |
| 民間企業設備投資   | 2.7            | ▲5.7           | ▲6.0           | ▲6.3           | ▲5.6           |
| 民間在庫品増加    | (4.1)          | (2.1)          | (1.6)          | (2.4)          | (1.8)          |
| 国内公的需要     | 2.9            | 6.9            | 7.9            | 6.3            | 8.0            |
| 政府最終消費支出   | 0.9            | 2.7            | 1.5            | 2.7            | 2.7            |
| 公的固定資本形成   | 6.7            | 11.5           | 16.2           | 10.5           | 14.9           |
| 經常海外余剰     | (4.7)          | (9.1)          | (10.4)         | (9.4)          | (11.3)         |
| 輸出等        | 4.5            | 2.3            | 3.8            | 1.0            | 1.5            |
| 輸入等        | ▲2.3           | ▲3.6           | 2.5            | ▲5.3           | ▲1.2           |
| 鉱工業生産      | ▲0.7           | ▲6.3           | ▲2.1           | ▲6.1           | ▲1.5           |
| 総合卸売物価     | ▲1.2           | ▲1.5           | ▲2.6           | ▲1.5           | ▲2.0           |
| 消費者物価      | 2.8            | 1.6            | 0.8            | 1.5            | 1.0            |
| 貿易収支 (億ドル) | 1,137          | 1,361          | 1,630          | 1,360          | 1,440          |
| 經常収支 (億ドル) | 902            | 1,261          | 1,590          | 1,210          | 1,350          |

(注) ①二重線内は、今回の予測値(次ページ以降も同様)

②( )内は、実数、兆円

③貿易収支、經常収支は国際収支ベース

④鉱工業生産指数は90年基準、但し、前回3月予測値は85年基準

(出所) 実績値は、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」(次ページ以降も同様)

### 見通しの主な前提

|                   | 91年度 | 92年度 | 93年度 | 前回3月予測 |      |
|-------------------|------|------|------|--------|------|
|                   | 実績   | 実績   | 予測   | 92年度   | 93年度 |
| 原油価格（通関入着、ドル/バレル） | 18.8 | 19.3 | 18.5 | 19.3   | 20.3 |
| 円/ドル・レート          | 133  | 125  | 110  | 125    | 116  |
| 公定歩合（年度末値、%）      | 4.5  | 2.5  | 2.0  | 2.5    | 2.0  |
| 米国実質経済成長率（暦年、%）   | ▲1.2 | 2.1  | 2.7  | 2.1    | 3.0  |

（注）公定歩合を除き年度平均値  
米国実質経済成長率はGDPベース

### 需要項目別寄与度

|           | 91年度 | 92年度 | 93年度 | 前回3月予測 |      |
|-----------|------|------|------|--------|------|
|           | 実績   | 実績見込 | 予測   | 92年度   | 93年度 |
| 実質国民総支出   | 3.4  | 0.8  | 1.2  | 0.9    | 1.5  |
| 国内需要      | 2.1  | ▲0.2 | 0.9  | ▲0.2   | 1.1  |
| 国内民間需要    | 1.7  | ▲1.2 | ▲0.4 | ▲1.1   | ▲0.3 |
| 民間最終消費支出  | 1.5  | 0.5  | 0.7  | 0.6    | 0.9  |
| 民間住宅投資    | ▲0.7 | ▲0.0 | 0.2  | 0.0    | 0.1  |
| 民間企業設備投資  | 0.6  | ▲1.2 | ▲1.2 | ▲1.4   | ▲1.1 |
| 民間在庫品増加   | 0.3  | ▲0.5 | ▲0.1 | ▲0.4   | ▲0.1 |
| 国内公的需要    | 0.4  | 1.0  | 1.2  | 0.9    | 1.3  |
| 政府最終消費支出  | 0.1  | 0.2  | 0.1  | 0.2    | 0.2  |
| 公的固定資本形成  | 0.4  | 0.8  | 1.2  | 0.7    | 1.1  |
| 経常海外余剰    | 1.2  | 1.0  | 0.3  | 1.1    | 0.5  |
| 輸出等       | 0.8  | 0.4  | 0.7  | 0.2    | 0.3  |
| 輸入等（控除項目） | 0.4  | 0.6  | ▲0.4 | 0.9    | 0.2  |

（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。

# 93 年度日本経済見通し結果（半期系列）

（上段は季節調整値・前期比％、下段は原数値・前年同期比％）

|           | 91年度<br>上 期  | 下 期           | 92年度<br>上 期  | 下 期          | 93年度<br>上 期  | 下 期          |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目国民総支出   | 2.6<br>5.9   | 2.2<br>4.9    | 1.5<br>3.6   | 0.1<br>1.6   | 1.2<br>1.2   | 1.6<br>2.9   |
| 実質国民総支出   | 1.6<br>3.9   | 1.3<br>2.9    | 0.2<br>1.4   | ▲0.0<br>0.3  | 0.6<br>0.6   | 1.0<br>1.7   |
| 国内需要      | 1.2<br>2.3   | 0.7<br>2.0    | ▲0.2<br>0.4  | ▲0.7<br>▲0.8 | 0.4<br>▲0.3  | 1.5<br>2.1   |
| 国内民間需要    | 1.2<br>2.4   | 0.4<br>1.6    | ▲1.1<br>▲0.7 | ▲1.1<br>▲2.2 | ▲0.4<br>▲1.5 | 0.9<br>0.5   |
| 民間最終消費支出  | 1.8<br>1.9   | 1.5<br>3.3    | 0.0<br>1.5   | 0.1<br>0.1   | 0.5<br>0.6   | 1.5<br>2.0   |
| 民間住宅投資    | ▲8.5<br>▲9.4 | ▲7.5<br>▲15.3 | 4.3<br>▲3.4  | ▲1.4<br>2.7  | 4.2<br>2.7   | 0.4<br>4.8   |
| 民間企業設備投資  | 0.7<br>5.9   | ▲0.8<br>▲0.0  | ▲3.0<br>▲3.9 | ▲4.5<br>▲7.3 | ▲3.3<br>▲7.6 | ▲1.2<br>▲4.5 |
| 民間在庫品増加 * | 0.3<br>0.3   | 0.1<br>0.3    | ▲0.5<br>▲0.5 | 0.0<br>▲0.5  | ▲0.2<br>▲0.2 | 0.1<br>▲0.1  |
| 国内公的需要    | 1.6<br>1.4   | 2.4<br>4.2    | 4.8<br>7.1   | 1.6<br>6.4   | 4.7<br>6.4   | 4.5<br>9.5   |
| 政府最終消費支出  | ▲1.1<br>1.4  | 1.6<br>0.4    | 1.5<br>3.1   | 0.8<br>2.4   | 0.6<br>1.5   | 0.9<br>1.5   |
| 公的固定資本形成  | 4.9<br>3.4   | 4.3<br>9.1    | 7.8<br>12.6  | 2.6<br>10.8  | 9.3<br>13.1  | 8.5<br>18.4  |
| 経常海外余剰 *  | 0.4<br>1.6   | 0.5<br>0.9    | 0.4<br>1.0   | 0.7<br>1.1   | 0.2<br>0.9   | ▲0.5<br>▲0.3 |
| 輸出等       | 1.4<br>4.2   | 3.3<br>4.7    | ▲1.0<br>2.2  | 3.5<br>2.5   | 2.5<br>6.0   | ▲0.8<br>1.7  |
| 輸入等       | ▲0.8<br>▲4.1 | 0.4<br>▲0.5   | ▲3.6<br>▲3.3 | ▲0.3<br>▲3.9 | 1.6<br>1.3   | 2.1<br>3.7   |
| 鉱工業生産     | ▲0.6         | ▲2.6          | ▲3.7         | ▲2.8         | ▲1.0         | 0.7          |
| 総合卸売物価    | ▲0.5         | ▲1.8          | ▲1.5         | ▲1.6         | ▲2.8         | ▲2.4         |
| 消費者物価     | 3.3          | 2.3           | 2.0          | 1.1          | 0.9          | 0.8          |
| 貿易収支（億ドル） | 1,041        | 1,234         | 1,320        | 1,389        | 1,630        | 1,630        |
| 経常収支（億ドル） | 781          | 1,013         | 1,143        | 1,353        | 1,570        | 1,620        |
| 公定歩合（％）   | 5.5          | 4.5           | 3.25         | 2.5          | 2.0          | 2.0          |

（注）①民間在庫品増加、経常海外余剰は寄与度（上段：前期比、下段：前年同期比）表示  
 ②鉱工業生産は季節調整値・前期比％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％  
 ③貿易収支、経常収支の半期の数値は季節調整値・年率換算  
 ④公定歩合は、期末値

# 93 年度日本経済見通し結果（四半期系列）

（上段は季調値・前期比％、下段は原数値・前年同期比％）

|           | 92年           |              |              |              | 93年          |              |              |              | 94年          |
|-----------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 1-3月期         | 4-6月期        | 7-9月期        | 10-12月期      | 1-3月期        | 4-6月期        | 7-9月期        | 10-12月期      | 1-3月期        |
| 名目国民総支出   | 0.7<br>4.3    | 1.5<br>4.3   | ▲0.7<br>2.9  | 0.4<br>2.1   | ▲0.0<br>1.1  | 1.1<br>0.8   | 0.2<br>1.6   | 1.0<br>2.6   | 0.9<br>3.3   |
| 実質国民総支出   | 1.0<br>2.7    | 0.0<br>1.9   | ▲0.6<br>0.9  | 0.1<br>0.7   | 0.3<br>▲0.2  | 0.3<br>0.2   | 0.3<br>1.1   | 0.5<br>1.7   | 0.7<br>1.8   |
| 国内需要      | 1.0<br>2.1    | ▲0.4<br>0.8  | ▲0.6<br>▲0.0 | ▲0.5<br>▲0.3 | 0.2<br>▲1.4  | 0.3<br>▲0.7  | 0.2<br>0.1   | 0.8<br>1.7   | 1.2<br>2.5   |
| 国内民間需要    | 0.6<br>1.5    | ▲1.2<br>▲0.1 | ▲0.3<br>▲1.2 | ▲0.9<br>▲1.9 | ▲0.0<br>▲2.5 | ▲0.3<br>▲1.6 | ▲0.2<br>▲1.4 | 0.5<br>▲0.0  | 1.0<br>1.0   |
| 民間最終消費支出  | 1.0<br>3.6    | ▲0.8<br>1.6  | 0.8<br>1.5   | ▲0.6<br>0.3  | 0.5<br>▲0.1  | 0.1<br>0.9   | 0.3<br>0.3   | 0.8<br>1.8   | 1.0<br>2.3   |
| 民間住宅投資    | ▲1.1<br>▲14.5 | 4.9<br>▲5.4  | 0.0<br>▲1.5  | ▲3.9<br>▲0.3 | 5.2<br>6.1   | 1.4<br>2.4   | 0.5<br>3.1   | 0.6<br>7.9   | ▲0.9<br>1.6  |
| 民間企業設備投資  | ▲0.2<br>▲1.1  | ▲2.1<br>▲2.7 | ▲1.7<br>▲4.9 | ▲3.1<br>▲6.8 | ▲1.2<br>▲7.8 | ▲2.2<br>▲7.9 | ▲1.0<br>▲7.3 | ▲0.8<br>▲5.1 | 0.2<br>▲3.8  |
| 民間在庫品増加 * | 0.0<br>0.2    | ▲0.3<br>▲0.2 | ▲0.4<br>▲0.7 | 0.4<br>▲0.3  | ▲0.3<br>▲0.7 | 0.0<br>▲0.3  | ▲0.1<br>▲0.0 | 0.0<br>▲0.3  | 0.2<br>0.2   |
| 国内公的需要    | 3.4<br>5.3    | 4.0<br>6.9   | ▲1.7<br>7.2  | 1.9<br>8.1   | 1.2<br>5.3   | 3.2<br>4.5   | 1.8<br>8.3   | 2.5<br>9.0   | 2.1<br>10.0  |
| 政府最終消費支出  | 1.2<br>0.6    | 0.7<br>2.4   | 0.5<br>3.8   | 0.3<br>2.7   | 0.5<br>2.0   | 0.3<br>1.7   | 0.2<br>1.2   | 0.5<br>1.5   | 0.7<br>1.6   |
| 公的固定資本形成  | 3.6<br>11.3   | 7.6<br>12.4  | ▲3.2<br>12.7 | 3.9<br>12.4  | 0.8<br>9.1   | 6.4<br>8.1   | 4.6<br>16.4  | 4.8<br>17.5  | 2.6<br>19.6  |
| 経常海外余剰 *  | 0.1<br>0.6    | 0.4<br>1.1   | ▲0.0<br>0.9  | 0.6<br>1.0   | 0.2<br>1.2   | 0.1<br>0.8   | 0.1<br>1.0   | ▲0.3<br>0.0  | ▲0.5<br>▲0.6 |
| 輸出等       | 0.5<br>3.7    | ▲1.7<br>3.2  | 0.9<br>1.2   | 1.8<br>1.7   | 2.3<br>3.3   | 0.5<br>5.5   | 1.8<br>6.5   | ▲0.7<br>3.8  | ▲1.8<br>▲0.3 |
| 輸入等       | 0.2<br>0.4    | ▲4.4<br>▲2.5 | 1.3<br>▲4.1  | ▲1.6<br>▲4.3 | 1.5<br>▲3.3  | 0.2<br>1.4   | 1.2<br>1.1   | 1.1<br>4.1   | 0.8<br>3.3   |
| 鉱工業生産     | ▲2.3          | ▲2.4         | ▲0.4         | ▲2.8         | 0.4          | ▲1.0         | ▲0.4         | 0.5          | 0.8          |
| 総合卸売物価    | ▲2.0          | ▲1.5         | ▲1.4         | ▲1.5         | ▲1.6         | ▲3.0         | ▲2.6         | ▲2.6         | ▲2.2         |
| 消費者物価     | 1.9           | 2.2          | 1.8          | 1.0          | 1.3          | 0.9          | 0.9          | 0.8          | 0.7          |
| 貿易収支（億ドル） | 1,276         | 1,327        | 1,313        | 1,361        | 1,418        | 1,600        | 1,660        | 1,640        | 1,620        |
| 経常収支（億ドル） | 1,111         | 1,173        | 1,112        | 1,257        | 1,448        | 1,520        | 1,610        | 1,590        | 1,660        |
| 公定歩合（％）   | 4.5           | 3.75         | 3.25         | 3.25         | 2.5          | 2.5          | 2.0          | 2.0          | 2.0          |

（注）①民間在庫品増加、経常海外余剰は寄与度（上段：前期比、下段：前年同期比）表示

②鉱工業生産は季節調整済・前期比％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％

③貿易収支、経常収支の四半期の数値は季節調整済・年率換算

④公定歩合は、期末値