

経済の動き

経済調査部

1. 米国経済・金融

～景気は緩やかな拡大、長短金利は横這い圏

(1) 景気全般～景気は緩やかな拡大基調

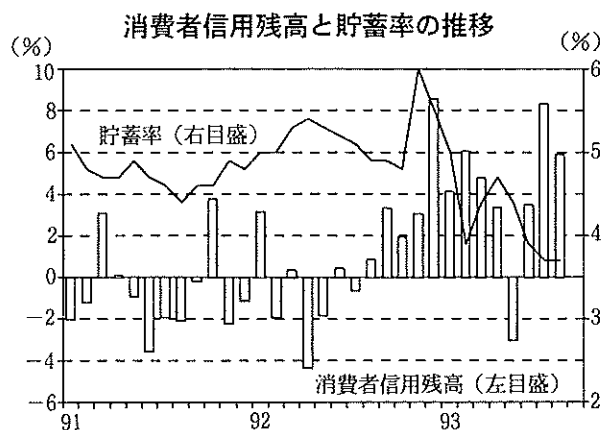
実質 GDP 成長率（前期比年率）は 93 年 1－3 月期 0.8%、4－6 月期 1.9% に対して 7－9 月期に 2.8% となった（10/28 商務省発表）。消費、設備投資が増加を続け、住宅投資はプラスの伸びに転じ、在庫投資と純輸出（輸出－輸入）のマイナス寄与が縮小している。なお、この 7－9 月期の成長率は中西部の洪水と、南東部の干ばつによる一時的マイナス要因（商務省推計では穀物生産減少の分で▲0.6%の寄与）を含んだものである。

基礎研 N.Y. の超短期予測によれば、10－12 月期の成長率は前期比年率 3.2%（10/22 策定）であり、低金利を背景に、年末にかけて個人消費中心の緩やかな拡大基調が続こう。ただし、年明け後、増税・歳出削減が本格化するため、94 年上期の成長率鈍化が懸念される。

1) 個人消費～借入増、貯蓄率減による増加基調

7－9 月期の個人消費は、前期比年率 4.2% 増と高めの伸びとなった。可処分所得は 1.1% と緩やかな伸びにとどまっていたが、貯蓄率が低下し、消費の伸びを高めた形である。4 月頃からの消費増は、低金利を背景とした「借入増」によるもの

であり、従来からの景気回復の初期局面に類似した動きである。雇用・所得面の伸びは弱いものの、当面、低金利の効果も加わって消費の緩やかな拡大が続こう。



2) 住宅投資の動向

a) 実質 GDP ベースの住宅投資

91 年後半からの住宅投資は「一戸建住宅」と「その他（増改築等）」を中心に増加基調にあったが、「件数」の増加よりも「その他」の増加の寄与が大きいことがわかる。この「その他」拡大の要因としては、①モーゲージ金利低下の中での増改築に対する需要増、②ハリケーン等の災害による一部復旧一等が考えられる。②の一時的要因は今後剥落しようが、金利低下の効果は持続しよう。

b) 住宅着工件数

次に着工件数自体の推移をみると、93年1-3月期に悪天候等から減少したものの、基調的には、91年1月をボトムに増加している。地域別に見ても、北東部で横這い圏である他は、南部、西部、中西部と順調な拡大傾向が続いている。着工件数は住宅投資に対して通常1-2四半期先行する。件数からも当面、住宅投資は増加が見込まれる。

3) 海外部門

8月の貿易赤字額は年率▲1167億ドルと前月に比べて赤字幅は縮小した。これは輸入が食料品、工業原材料等が伸び悩む一方、輸出が3カ月振りに増加に転じたことによる。月次ベースの貿易赤字額は6月（年率▲1447億ドル）をピークに縮小しているものの、基調的には貿易赤字は92年以降、拡大傾向にある。

93年に入ってから純輸出は、貿易収支が92年の赤字額を大幅に上回る水準で推移していることを受けてマイナス幅が拡大傾向にあり、景気の足を引っ張るものとなっている。このような貿易赤字拡大の要因としては、次の2点が挙げられる。

①海外景気の鈍化

②コンピューター関連を中心に増加し続ける資本財輸入

(2) 物価～低位安定

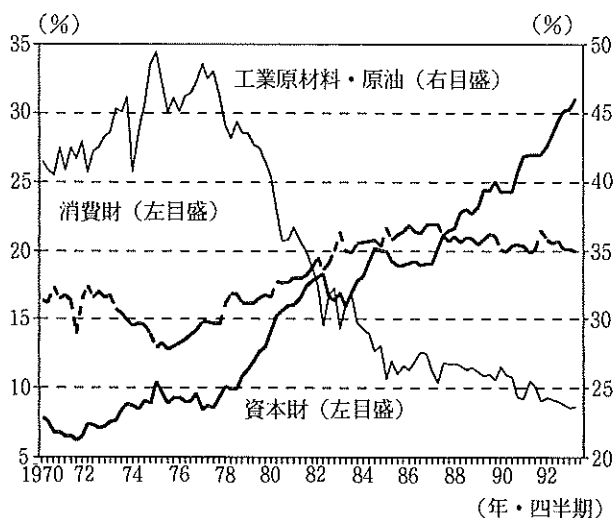
9月の生産者物価は前月比0.2%の伸びにとどまり、前月の大幅下落の反動はみられなかった。消費者物価も前月の低い伸びから変わらず（コア部分は前月比0.1%、前年同月比3.2%）、物価指標は極めて安定的に推移している。これらの物価上昇率は大方の市場の予測値を下回り、長期債利回りは過去最低の5.78%（10/15）まで低下した。ただし、9月の消費者物価については、たばこ価格の大幅下落（前月比▲5.4%）やこれまで一貫して高い伸びを示してきた教育関連費が前月比で下落するなど、一時的要因による出来過ぎの面もある。また、労働集約的なサービス部門の価格上昇率もベストの時期は終了しており、強含みに転じている。①労働コストの下げどまり、②失業率の緩やかな低下を考慮すれば、物価上昇率が今後さらに鈍化傾向を持続するとみることは難しいと考えられる。

(3) 金融～政策金利は現状維持、長期金利は横這い圏での推移

1) 政策金利

公定歩合、FFレートとも、1年以上にわたって（公定歩合は92年7月、FFレートは92年9月より3.0%）据え置かれている。金融政策の見方については先月から変更はなく、①緩やかな景気拡大テンポ、②物価の落ち着き、③財政赤字削減策による94年からのデフレ効果—から94年央頃まで現状維持となろう。

財輸入の内訳の推移（主要構成比、実質）



（出所）商務省“SURVEY OF CURRENT BUSINESS”他

2) 長期金利

長期金利は主として9月の低水準の物価に反応して、過去最低水準にまで低下し、10月平均は予想以上に低いものとなった。今後は、景気・物価とも見方に大きな変更はないことから、当面、6%前後の水準で推移しよう。

(4) 財政～93会計年度の赤字額は2549億ドル

9月の財政収支は83億ドルの黒字(92年9月は53億ドル)となり、93会計年度の財政赤字額は▲2549億ドルと昨年度(▲2903億ドル)から縮小した。歳入、歳出の動きをみると、歳入が景気回復を受けて増加する一方、歳出の伸びが大幅に鈍化したため、政府の4月予測(▲3220億ドル)、年央改定予測(▲2811億ドル)をともに下回る結果となった。年央改定予測と実績の差の特徴は以下の通り。

- ①歳入は個人、法人とも増加。特に法人税は改定見通しを57億ドル上回った。
- ②歳出は多くの項目で予測を下回った(見通しを大きく下回った項目は農業関連、医療関連、預金保険関連)。

2. イギリス経済～緩やかな景気回復

(1) 景気は緩やかな回復傾向が持続、物価は安定基調

景気は92年4-6月期から、緩やかな回復傾向が続いている。10月22日に発表された93年7-9月期の実質GDP(生産ベース、暫定値)も前期比0.6%、石油・ガス生産除きのGDPでも同0.4%と堅調な伸びとなった。直近93年4-6月期までの実質GDPの内訳をみると、個人消費が堅調な伸びを続けている。足もとの需要関連

の月次指標(小売上げ数量、新車登録台数)も、緩やかながら引き続き改善傾向にある。こうした消費堅調の背景には、①家計部門のバランス・シート改善、②住宅価格の上昇、③雇用悪化のピーク・アウト等による消費者コンフィデンス改善を通じた貯蓄率の低下傾向があげられる。今後も、当面、過去の金融緩和効果や消費者マインド改善から、消費中心の緩やかな景気回復が続こう。

消費者物価に相当する小売物価の前年同月上昇率は6月の1.2%をボトムに9月は1.8%と小幅ながら高まっている。しかし、①内需の回復テンポは緩やか、②昨年的大幅なポンド安の影響は既に出尽くし、今後はポンド堅調が見込まれる、③大幅な賃金上昇は見込まれないといった要因から、今後の物価上昇は緩やかなものとどまり、安定基調が持続しよう。ただ、財政赤字削減策の一環として94年4月から間接税引き上げが予定されており、小売物価は少なくとも1%押し上げられる見込みである。

(2) 金融～年内に再利下げ

ベース・レートは93年1月26日の利下げ以降、6%にとどまっているが、以下の要因から年内に1%の再引き下げが実施されよう。①政府は財政赤字削減のための財政引き締め方針を打ち出しており、そのデフレ効果を相殺するために金融緩和が必要、②ポンドは上昇基調にあるが、政府は景気への悪影響から大幅なポンド高を望んでいない。他の欧州諸国が金融緩和傾向を強める中、為替面の考慮からもイギリスの追随利下げが予想される、③インフレ率は引き続き抑制されている。

長期金利は、インフレ率の予想以上の鎮静化、主要国金利の低下等を背景に昨年後半から顕著な低下傾向を辿ってきた。しかし、今後は、①小売物価上昇率がボトム・アウトしている、②主要国金利の低下傾向も最終局面にあることから、強含みで推移しよう。

(3) 財政～増税による引き締め

11月30日に政府は94財政年度(94年4月～95年3月)の予算を発表する。イギリスではこれまで、毎年3月に翌年度、及びその後数年間の歳入計画を発表し、10月～11月頃の「秋季予算方針演説(Autum Statement)」で、歳出計画を発表してきた。今回の予算から、こうした2段階の方式を改め、毎年11月～12月に歳入・歳出の両面の計画を盛り込んだ予算を発表することになっている。政府は従来より財政赤字削減の方針を示しており、93年3月の歳入計画では、増税により、名目GDP比で約1.5%の財政引き締めを織り込まれていたが、今回の予算でも同程度ないしそれ以上の増税による財政引き締めが見込まれている。

3. 日本経済

～景況感是一段と悪化、

93年度はマイナス成長

景気の低迷基調が強まっている。4～6月期に続き、7～9月期も大幅なマイナス成長の公算が高まっており、93年度全体としてもマイナス成長がほぼ確実な事態となっている。円高がさらに進行するリスクはやや後退しているが、最終需要の弱さから在庫は資本財中心に再び積上りをみせており、10～12月期には一段の減産が必至の状況である。民需の弱さに加え、公共投資にも息切れがみられるほか、これまでの円高・中国経済の鈍化などから輸出の停滞基調が定着しつつあって、在庫調整は長期化する可能性が高い。企業部門では、これまで投資圧縮、残業代・ボーナスの削減による固定費圧縮が行われてきたが、景気後退が続く中、次第に所定内賃金、雇用面への調整圧力が増す懸念が強い。本格的な雇用調整リスクを回避するために、赤字国債による所得減税と一段の

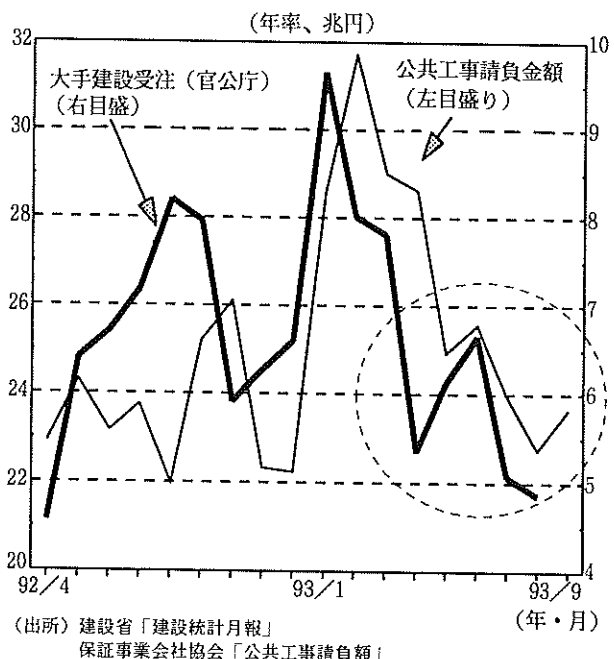
金融緩和措置の早期実施が求められる。

(1) 公共事業はピークアウト

民需不振の中、公共投資がかろうじて景気の下支え役を果たしてきたが、93年入り後、公共工事の各先行指標は急速に鈍化しつつある。7～9月期の公共工事請負金額(季調値、公共投資関連指標の中では最も公的固定資本形成に対する説明力が高い)は、前期比▲9.7%の減少となり、4～6月期の同▲11.5%の減少に続き、2四半期連続のマイナスとなった。大手ゼネコン疑惑により、官公庁からの大手建設受注はピーク時に比べてほぼ半減しており、それに比べると減少率はやや小さい(約3割減)ものの、7～9月期の公的固定資本形成は▲6～7%程度の大幅減となる公算が高まっている。

こうした落込みには、長雨による一時的な要因もあるとみられ、10～12月期以降は、4月の「新総合経済対策」の効果などからやや持ち直すとみられる。しかし、①10～12月期の公共工事

公共投資関連指標の推移



請負金額が前期比 10%程度増加しても、同期の公的固定資本形成は横這い圏内にとどまる、②建設疑惑等による執行の遅れの懸念、③地方税収の落ち込みからの予算制約—などから、今後、公的固定資本形成の景気下支え効果はかなり限定的なものとなる恐れがある。

(2) 黒字はピークアウトしたか

1) 総論

貿易黒字は 91～92 年にかけて急拡大し、今回の円急騰の一因となっていた。しかし、93 年度入り後、製品輸入の急増から黒字がピークアウトの兆しをみせており、為替もやや円安気味に推移している。製品輸入の増加には、構造的側面もあるものの、短期的にみれば、在庫調整などの影響から 10-12 月期以降、製品輸入の伸びも鈍化する公算が高い。当面、貿易黒字は高水準・横這い圏内の推移となる可能性が高い。

2) 輸入数量の拡大が黒字を抑制

7-9 月期の貿易黒字（通関ベース、年率換算）は、1188 億ドルとなり、1-3 月期（1185 億ドル）、4-6 月期（1199 億ドル）比ほぼ横這いとなった。数量・価格別に黒字の動向を要因分解すると、7-9 月期は、原油価格の下落、円高によるドル建て

貿易黒字変動の要因分解

（季調年率換算、億ドル）

	92/ 10-12	93/ 1-3	4-6	7-9
貿易黒字	1,150	1,185	1,199	1,188
前期差	+105	+35	+14	▲11
輸出価格要因	▲80	+55	+208	+72
輸入価格要因	+168	▲1	▲150	+34
輸出数量要因	▲31	+67	▲51	+16
輸入数量要因	+49	▲87	+10	▲135

（注）交絡項のため、内訳の合計は全体と必ずしも一致しない。
（出所）大蔵省「外国貿易概況」

輸出価格の上昇という黒字拡大要因を、輸入数量拡大がほぼ打ち消す形となった。

10-12 月期以降、①円高の一服から輸出価格上昇に落ち着き、②円高の数量調整効果・中国経済の鈍化等から輸出数量が伸び悩み、③原油価格は、軟調ながらも下落スピードは低下—等から判断して、当面、一段の黒字拡大リスクは後退している。

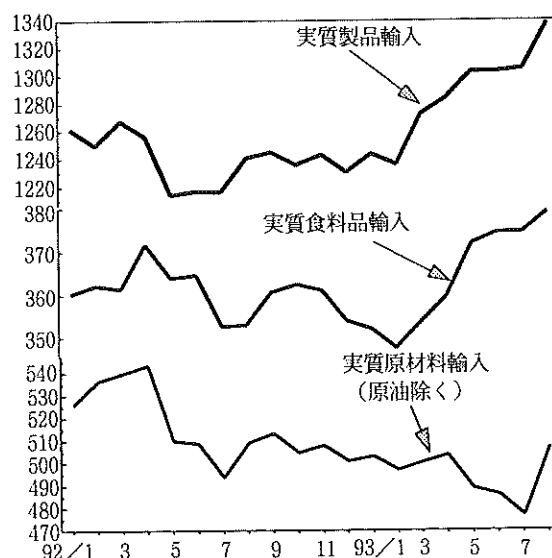
このため、残るひとつの要因—輸入数量の動向—が今後の貿易黒字を予測する上で重要なファクターとなろう。

3) 製品輸入は急増

最近の輸入数量増加の要因を財別にみると、原材料輸入が軟調に推移する一方、製品・食料品、特に、製品輸入が大幅な増加を示しており、最近の輸入数量増加の主因であることがわかる。

直近の実質製品輸入は、1-3 月期に比べて年率約 100 億ドル程度増加しており、円高の J カーブ効果や原油価格下落による黒字拡大効果を打ち消した。

製品別実質輸入の推移（季節済、年率換算、億ドル）



（注）3 カ月移動平均、90 年基準
（出所）大蔵省「外国貿易概況」

4) 製品輸入増加の背景

(1) 価格動向に左右されやすい製品輸入

製品輸入急増の一つの要因として、製品輸入が、他の財に比して価格弾性値（輸入価格が国内物価に比べて1%下落した場合に輸出数量が何%増えるかを示す）が大きく、円高により輸入が増えやすいという特性を挙げることができる。

輸入関数の推計により、製品、食料品、原材料（原油除く）、原油のそれぞれの価格弾性値を比較すると、製品が1.1、食料品が0.8と高く、一方、原材料0.2、原油0.1となっている。

（注）一般に原材料は国内での生産が困難であり、輸入価格の変動に対して輸入数量が変動しづらいが、製品輸入は、相対的に国内生産との競合上、輸入価格の変動が輸入数量に影響を与えやすい。

財別輸入関数の価格弾性値

	製 品	食料品	原材料	原 油
価格弾性値	1.1	0.8	0.2	0.1

（注）推計期間は、78/1月～93/8月まで
（出所）大蔵省「外国貿易概況」、通産省「通産統計」他

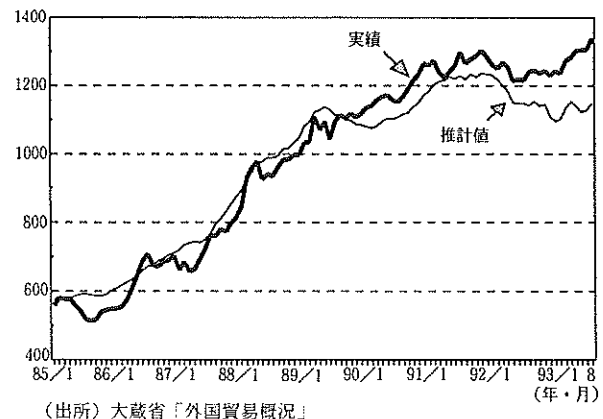
(2) 円高・景気低迷が製品輸入構造を変化させている可能性

70年代後半以降、鉱工業生産と輸入相対価格の動きから、実質製品輸入の動きを推計すると、90年以降、総じて過小推計となっており、特に、93年入り後、乖離が著しくなっている。

基本的には、基調的な円高及び海外現地生産の拡大により製品輸入が増えるという構造変化が進んでおり、現下の不況によるコスト削減意欲が、そうした動きを加速させている可能性が高い。

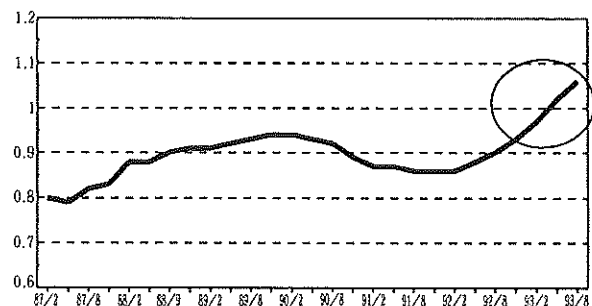
実質製品輸入の推計値と現実値

（季節調整値、年率億ドル）



直近の製品輸入の価格弾性値は1を上回る水準まで上昇しており、長期的にみれば、輸入価格の下落以上に輸入数量が増える（つまり、輸入金額は減らない）構造へと、製品輸入の構造が変化しつつある可能性もある。

製品輸入の価格弾性値の変化



（注）78/1月からの月次推計による終点別にプロット
（出所）大蔵省「外国貿易概況」他

(3) 機械機器、特に加工業種での製品輸入が増加

製品輸入増加の内訳をみても、機械機器、とりわけ事務用機器、自動車、半導体、音響映像機器等で増加が顕著である。これらの産業は、80年代後半の円高期にいずれも対外直接投資を拡大させており、日本企業が海外現地生産からの逆輸入を加速している動きがうかがえる。

製品輸入増加の内訳（ドルベース、前年同期比、％）

	製品輸入						
		機械機器	金属及び同製品	非金属鉱物製品	繊維製品	化学製品	その他製品
(92年ウェイト)	(100.0)	(36.7)	(11.0)	(3.6)	(13.1)	(14.9)	(20.7)
92年度	▲3.0	▲1.6	▲19.4	▲12.4	8.3	1.0	▲2.2
93年度上期	9.3	11.3	2.4	5.5	6.0	5.1	15.3

機械機器輸入増加の内訳（ドルベース、前年同期比、％）

	機械機器						
		事務用機器	自動車	精密機械	半導体	音響映像機器	化学光学機器
(92年ウェイト)	(100.0)	(14.3)	(11.7)	(10.0)	(9.8)	(5.9)	(5.7)
92/4Q	▲5.0	9.9	▲4.1	▲2.3	11.6	1.8	0.3
93/1Q	▲0.6	6.5	▲11.5	0.5	19.0	▲4.6	4.1
93/2Q	11.5	13.5	▲11.5	3.0	38.4	14.5	▲1.1
93/3Q	11.1	19.3	16.3	NA	35.1	27.4	17.4
93/7月	▲0.7	7.0	11.7	7.9	23.6	22.6	4.0
93/8月	15.1	27.0	28.5	29.7	49.1	31.5	32.5
93/9月	20.6	23.9	8.8	NA	33.8	28.7	18.5

（出所）大蔵省「外国貿易概況」

5）10－12月期以降、製品輸入は鈍化、貿易黒字は高水準・横這いへ

以上みた通り、最近の製品輸入急増の背景には、①他の財に比した価格弾性値の高さ、②製品輸入構造の変化（価格弾性値の上昇）－の2つの側面が挙げられる。こうした動きは、ある程度構造的であり、中期的にみて、製品輸入比率の上昇をもたらす可能性がある。

しかし、93年度入り後の製品輸入の急増には、一時的ないしは特殊要因も多分にあったとみられ、短期的にみれば、10－12月期以降、実質製品輸入の伸びは鈍化する可能性が高いとみられる。

①減産の際には減りやすいという特性（需要要因）

②現地生産操業度上昇の限界（供給制約）

①について

製品別に輸入の所得弾性値（成長率が1％上昇した場合に輸入数量が何％増えるかを示した数値）を比較すると、製品輸入は2.1と高く、他の財に比べて国内生産の動向に大きく左右されやすい。

財別輸入の所得弾性値の比較

	製品	食料品	原材料	原油
所得弾性値	2.1	1.0	0.6	***

（注）推計期間は、78/1月～93/8月まで

原油については、原単位の形で推計

（出所）大蔵省「外国貿易概況」、通産省「通産統計」他

最近の生産動向をみると、92年度の▲6.3％から、93年4－6月期前年同期比▲4.3％、7－9月期同▲4.1％と減産幅が低下しており、製品輸入へのマイナスの影響が小さくなっていたと判断される。

しかし、こうした減産幅の縮小の一方で、最終需要の弱さから、製品在庫は再び大きく積み上りをみせている。製品在庫積み上りには、輸入品との競合の面もあるとみられるが、最終需要の低迷から流通在庫も積み上がっていると考えられることから、今後、国内生産調整と同様に、製品輸入に対しても調整的な動きが出てくる可能性が高いとみられる（生産予測指数によると、10月の生産予測指数は前月比▲5.9％の大幅なマイナスとなっている）。

②について

製品輸入が急拡大している一般、電気、輸送機械の海外生産比率（但し、海外進出企業のみを対象）は、91年度に2～4割程度と85年度当時に比べて平均10％強上昇している。しかし、短期的にみれば、海外現地生産における操業度上昇による輸入拡大には自ずと限界がある。直接投資の増加による追加設備の増強がなければ、近い将来、供給制約的要素からも、海外現地生産による逆輸入の伸びは鈍化する可能性が高い。

以上のことから判断して、10－12月期以降、輸入数量の伸びは鈍化する可能性が高いとみられる。このため、貿易黒字が急減する可能性は低く、高水準・横這い圏内での推移となる可能性が高い。

（1993年11月8日）