

1994年度経済見通し

経済調査部

〈要 旨〉

米国、イギリスの景気は引き続き拡大局面となろう。一方、ドイツ（旧西独）は底這い、日本は「ゼロ成長」の厳しい情勢が続こう。

1. 海外経済～米国・イギリスは緩やかに拡大、ドイツは底這い

- (1) 米国経済は金融緩和の効果等から91年3月に景気底入れとなった後、緩やかな拡大局面が続いている。実質GDP成長率は92年に2.6%とプラスに転じたが、93年は2.8%と見込まれる。94年経済の特徴は、①景気が拡大に転じて2年半強であるが、景気の成熟度は依然低く自律的拡大余地は大きい、②クリントノミクスの94年中の総合的な影響は▲0.3%と軽微、③企業業績は改善しているが、リストラクチャリングの動きが続き雇用拡大テンポは緩慢一などの点と判断される。94年の実質GDP成長率は増税等で上期に鈍化するものの、基調的には設備投資・住宅投資の高めの伸びに消費の堅調が加わり、2.7%の緩やかな拡大となろう。物価は94年も安定基調が維持されるが、下期はやや上昇率が高まろう。金融政策は景気、物価等からみて94年央頃まで基本的には現状据え置き（公定歩合、FFレートともに3.0%）、その後、予防的な小幅利上げ（0.5%）となろう。
- (2) 欧州では、ドイツは最悪期を脱したものの底這い状況、イギリスは回復傾向が続こう。ドイツ経済は93年4－6月期に下げ止まりの兆しが現われたが、その後も一進一退の推移が続いている。実質GDP成長率は92年1.2%から93年▲2.2%と戦後最大のマイナスとなる見込みである。94年は、金利低下の累積効果・インフレ率の改善等のプラス要因はあるものの、他方で雇用調整・設備ストック調整の持続等のマイナス要因があり、景気全体としては実質GDP成長率▲0.3%と底這い状況が続こう。インフレ率は賃金上昇率の低下から引き続き鈍化傾向となろう。金融政策は景気低迷、インフレ率鈍化等から緩和が続こう（公定歩合：現行5.75%→94年末3.5%）。

※要旨および以下の本文中で、特に断りのない限り、93・94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1993年12月3日に発表したものである。

経済調査部（東京）山村、正地、樋、石川、李、片岡、平岡、甲、高橋、村本、井口、澤井、津田
（ロンドン）Dawe
（ニューヨーク）熊坂、勞

イギリス経済も米国同様、金融緩和を背景に92年4-6月期に底入れの後、回復傾向が続いている。実質GDP成長率は92年▲0.6%から93年1.9%と3年振りのプラスに転じる見込みである。94年は財政赤字削減が実施されるが、金融緩和効果や消費者マインドの改善から緩やかな景気回復が続き、実質GDP成長率は2.2%となろう。財政引き締めによるデフレ効果を相殺する目的等から利下げ(11/23、0.5%)となったが、さらに94年1-3月期に0.5%の利下げ(ベースレート、5%へ)が予想される。

- (3) 原油価格は趨勢的に下落傾向にあり、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17.1ドルに低下する見込みである。①世界景気の回復力が弱い、②産油国の減産に向けた姿勢も弱い一等で需給の緩和基調は変わらず、94年度は15.5ドルとなろう。

2. 日本経済～戦後最長の不況に、94年度はゼロ成長

- (1) 景気は91年4月をピークに後退局面に入った。93年春頃には底入れ論も出たが、基調的なマイナス要因である設備投資減少と消費低迷の持続に、①円高による外需減少、②ゼネコン汚職・長雨等による公共投資減少、③在庫増加を背景とした生産抑制一が加わり、後退が続いている。今不況は長さ、実質成長率の低さで「戦後最長・最低」となる恐れが強い。
- (2) 景気後退の長期化・深刻化の中、企業はリストラを続け、景気対策もなされてきた。しかし、①80年代入り後の資本効率の趨勢的低下が持続(総資本回転率。特にバブル期)、②固定費はかなり抑制されたが売り上げが一層減少し、固定費負担は上昇一から企業部門で一段の縮小均衡・固定費削減圧力が強く、雇用環境悪化の懸念も高い。政策面では92年来4回の経済対策(総事業規模約30兆円)が策定され、公定歩合も9月の第7次利下げで史上最低の1.75%となっている。こうした政策が景気下支えに寄与してきたのは事実である。しかし、現状はストック調整、バブル崩壊の後遺症、円高等の影響で設備・消費等の不振が大きいことに加え、①財政面では執行上の懸念が発生、②金融面ではエクイティ債借り換えによるコスト増等から利下げ効果が出にくいという状況にある。
- (3) 現在、日本経済は厳しい状況にある。民間は事業方針を明確化し、リストラ徹底で体質改善を図り、自律的回復に向けた基盤を作ることが重要であろう。政府は長期ビジョン確立と短期的追加対策実施が不可欠と認識される。本予測では追加策として、①94年1月から6兆円の所得税・住民税減税(財源は国債。増税は景気回復の定着後)、②94年度名目公的固定資本形成は3.5%増、③94年3月末までに0.5%利下げ一を前提とした。

94年度の実質GDP成長率は93年度▲0.9%から改善されるが、企業部門のデフレ圧力の大きさ等から「ゼロ」にとどまり、景気低迷が続こう。94年度は「良くて下期底這い程度」で明確に底入れする可能性は低い。なお、民間部門の弱さ等で景気下振れリスクは高く、2年連続マイナス成長の恐れもある。このため一段の追加策が必要となる可能性も高く、①減税追加、②社会資本整備計画見直しと円滑執行一等の点で早急な検討を要しよう。

- (4) 経常収支黒字は92年度1259億ドル（名目GDP比3.4%）から93年度1380億ドル（同3.1%）に増加しよう。94年度は、海外景気の改善方向・原油価格下落等の黒字拡大要因と、円高の輸出入数量面への影響等の縮小要因が併存する中、1470億ドル（名目GDP比3.2%）となろう。為替（円ドル）は、①日本の黒字の拡大テンポは縮小、②米国は利上げ実施一が予想されるものの、黒字の水準自体は依然大きく円高方向の圧力が残る状況で推移しよう。年度平均で92年度125円が93年度106円、94年度103円となろう。
- (5) 93年度末頃までに利下げ（第8次、現行1.75%から0.5~0.75%の引き下げ）が実施されよう。長短市場金利は一段低下の後、94年度はおおむね横ばい圏となろう。

I. 海外経済

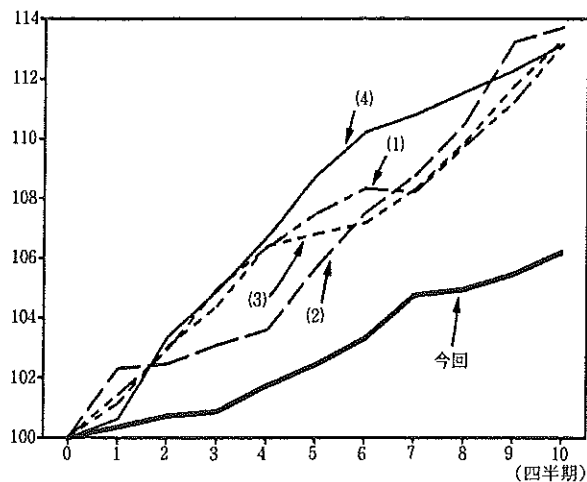
1. 米国経済～94年は2.7%成長と緩やかな拡大が持続、クリントノミクスの影響は軽微

(1) 景気の現局面～緩やかな拡大基調

米国経済は、金融緩和効果等から91年3月に景気の「谷」(直前の「山」は90年7月、景気後退期間は8ヵ月)を付けた後、92年1-3月期には実質GDPベースでみて直前のピーク時(90年4-6月期)の水準を回復し、その後、拡大局面が続いている。

景気が回復に転じてから、すでに2年半経過しているが、景気の拡大テンポは過去のケースに比べて緩慢である。需要項目別の成長寄与度でみると、外需は従来並みであるものの、消費、在庫、政府支出等、おしなべて小さくなっている。

景気拡大局面での実質GDPの推移
(「谷」から2年半の推移)

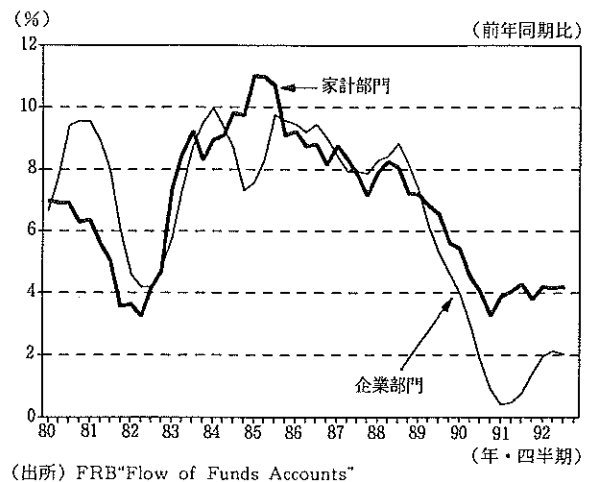


(注) ①60年以降の景気拡大局面のうち、今回を含め5回分について「谷」時点の実質GDPを100としたもの
②(1)、(2)、(3)、(4)は、各々、61/1Q～63/3Q、70/4Q～73/2Q、75/1Q～77/3Q、83/4Q～85/2Q
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

こうした拡大テンポの弱さは次のような要因によるものと考えられる。

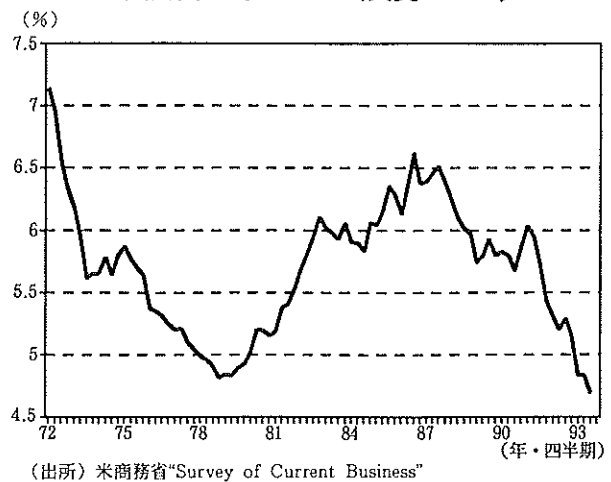
- ①企業部門のリストラクチャリング
- ②企業部門と家計部門のバランスシート調整(負債軽減他)
- ③景気抑制的な財政部門(国防支出の削減傾向他)
- ④外需の弱さ(海外景気の弱さと輸入依存度の高さ)

家計・企業の金融負債残高の推移



(出所) FRB“Flow of Funds Accounts”

国防費の対GDP比(実質ベース)



(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

ただし、①と②の調整は進展してきており、さらに、(1)金利は長短ともに歴史的な低水準にある、(2)物価も安定基調にある——等を考え合わせると、米国経済全体として緩やかな拡大は十分に可能と判断される。

93年上期は、消費や住宅投資の低迷、国防支出の大幅減少、外需の弱さ一等から、実質 GDP の拡大テンポは鈍化した（92年下期:前期比年率 3.8%→93年上期:同 2.3%）。しかし、93年7-9月期は中西部の洪水の影響（商務省発表によれば同▲0.6%の押し下げ要因）があったものの、同 2.7%と堅調な伸びを示しており、足もとの月次経済指標も緩やかな景気拡大を裏付ける形となっている。93年10-12月期は、消費（自動車等）と住宅投資の拡大を中心に成長率は同 3.3%に高まろう。

この結果、93年の実質 GDP 成長率は 2.8%と、92年実績の 2.6%に続き緩やかな拡大基調となる。

(2) 今後の経済動向を規定する主なポイント

94年の米国経済を左右する大きなポイントは、クリントノミクスの影響、景気の成熟度、“Jobless Growth”（「雇用なき成長」）の今後一と判断されるが、この他にも、視野に入れるべき重要項目は多い。主なものは以下の通り。

1) 中期的に考慮すべき要因

①医療保険制度改革

94年に本格的な審議が行われよう。中長期的な観点からは米国経済の競争力向上を通じた「経済再建」に不可欠であろう。改革案の実行性をめぐって、債券市場の波乱要因になりうるが、実施自体は96年から段階的になされる計画であり、94年の実体経済への直接的な影響は限られよう。

②追加的な財政赤字削減策

本予測では、「93年包括的財政調整法」（93年8月成立）をもとにした財政政策を前提としたが、最近に至り、一段の大幅な赤字削減を目指す動き

がある。大規模の財政赤字削減の追加は、長期金利、実体経済への影響も予想され、注視を要しよう。

③北米自由貿易協定（NAFTA）

94年1月から発効する可能性が高いが、少なくとも短期的には米国の雇用、経済に与える影響は大きくない。当面、ガット・ウルグアイ・ラウンド等に向け、クリントン政権の信任向上に貢献しよう。

④中間選挙・大統領選挙

1962~90年までの過去8回の中間選挙を見る限り、選挙と景気、物価、金利の関係は不明確である。本予測では、特段の想定は入れていないが、96年には大統領選挙もあり、政策動向には留意を要しよう。

2) 94年に関するポイント

94年の米国経済の動向を直接的に左右する大きな要因は以下の3点と判断される。

①クリントノミクス~94年中の総合効果は軽微

93年8月に大統領署名を経て正式に成立した「93年包括的財政調整法」に基づき、増税、歳出削減、長期投資支出等が実施されることになるが、同時に金利低下に伴う景気浮揚効果もある。クリントノミクスが94年の景気に与える総合的な影響は軽微にとどまると判断される。

前回予測（「1993年度改定経済見通し」、9月9日発表）では、財政関連の景気抑制効果が▲0.7%、金利低下による景気刺激効果が0.4%、総合効果▲0.3%とみたが、こうした見方は今回も同じである。財政関連の中で、94会計年度中の増税額としては、富裕層の所得税170億ドル、法人税38億ドル、ガソリン税45億ドル（医療保険制

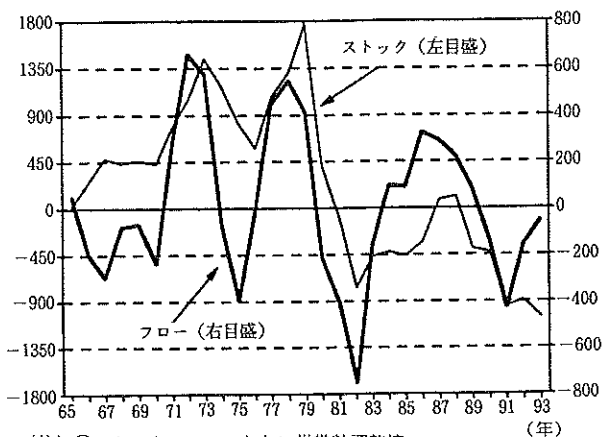
度改革案が成立すればタバコ税等で120億ドル等の合計250億ドル程度(92年名目GDP比0.4%程度)が見込まれる。

②景気局面の成熟度

～自動車・設備・住宅ともに拡大余地

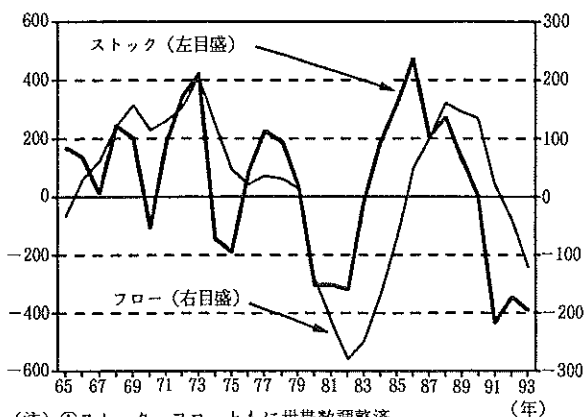
すでに景気が拡大に転じてから2年半強たち、自動車販売・住宅投資・設備投資ともに高めの伸びで推移している。このため、これらの景気拡大の牽引役の今後の拡大余地・持続力が注目される。

住宅投資とストックの動向



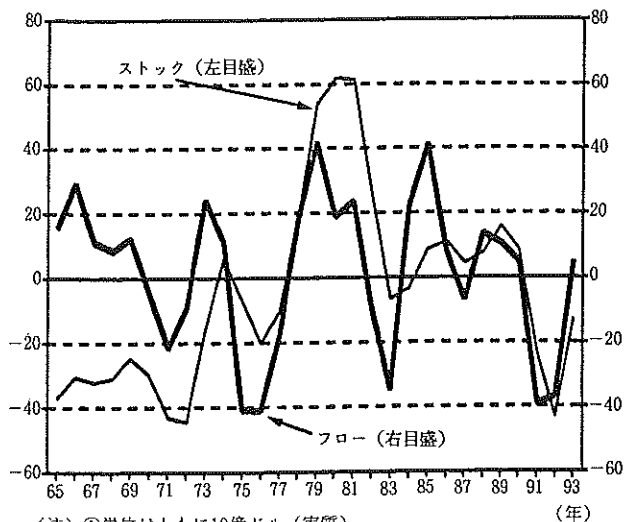
(注) ①ストック、フローともに世帯数調整済
②単位は実質ドル/世帯
③トレンドは60年から93年のもの
④93年4Qについては3Qの水準を代用
⑤93年の世帯数は過去10年間の平均伸び率から算出
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”他

自動車購入とストックの動向



(注) ①ストック、フローともに世帯数調整済
②単位は実質ドル/世帯
③トレンドは60年から93年のもの
④93年4Qについては3Qの水準を代用
⑤93年の世帯数は過去10年間の平均伸び率から算出
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”他

設備投資とストックの動向



(注) ①単位はともに10億ドル(実質)
②トレンドは60年から93年のもの
③93年4Qについては3Qの水準を代用
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

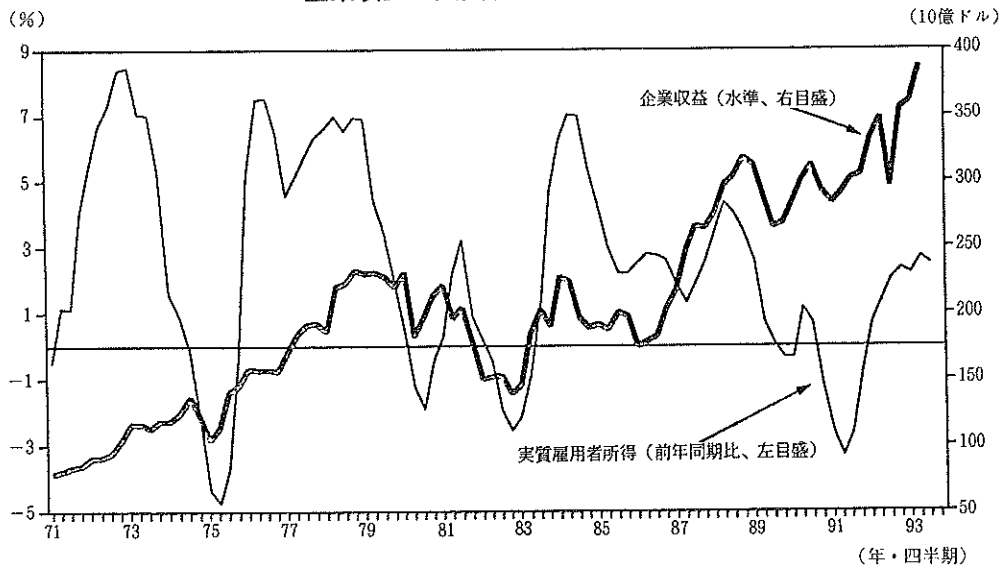
この点、①自動車・設備・住宅ともにストック水準(自動車と住宅は世帯数で調整したもの)はトレンド線を下回っている、②自動車、住宅ともにフロー(1世帯当り)でもトレンド線を下回っており、設備もようやく上回ったところであることから、景気循環的な視点からは、今後、自律的な拡大余地は大きいと見られる。

③“Jobless Growth”

～雇用・所得の改善はゆるやか、消費も緩やかな増加

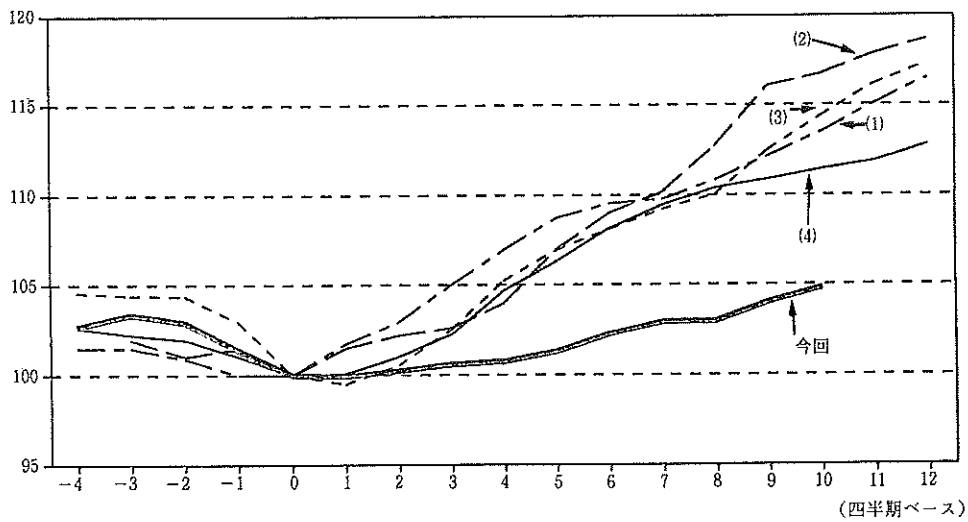
足もとの企業収益が改善している反面、雇用・所得環境の改善テンポはかなり緩慢なものにとどまっている。これは企業のリストラクチャリングの動き(雇用抑制、コスト削減、不採算部門の整理等)が続いているためであり、今後も雇用の本格的な増加は予想しにくい。このため、所得の増加は緩やかなもの(名目・実質とも)にとどまり、さらに増税等の影響もあることから、消費も緩やかな増加となる。

企業収益と実質雇用者所得の推移



(注) ①企業収益は税引前、在庫品評価・資本減耗調整後のもの
 ②雇用者所得の実質化は個人消費デフレーターを使用
 (出所) 米商務省“Survey of Current Business”

実質雇用者所得の推移



(注) ①60年以降の景気の谷を100としたもの(「谷」を「0」時点としている)。80年3Qは除く
 ②期間は、(1)60/1Q~64/1Q、(2)69/4Q~73/4Q、(3)74/1Q~78/1Q、(4)81/4Q~85/4Q、「今回」は89/3Q~93/3Q
 ③実質化は個人消費デフレーターを使用
 (出所) 米商務省“Survey of Current Business”

3) 94年の見通し

1) 景気～緩やかな拡大基調が持続

94年の米国経済は、クリントノミクスの景気面へのマイナス効果が軽微にとどまり、民間部門の自律的拡大余地が大きいとみられる中、低金利と企業部門のリストラ進展等を背景に、緩やかな拡大が続こう。上期は増税等の影響により個人消費を中心にやや成長率の鈍化が予想されるものの、94年全体としては、設備・住宅投資が高めの伸

びを続け、消費も堅調な推移を示そう。実質GDP成長率は、93年(2.8%、見込み)とほぼ同程度の2.7%(上期:前期比年率2.5%→下期:同2.8%)となろう。

主な需要項目の動きとしては、住宅投資と設備投資が高めとなる一方、消費は、①貯蓄率がすでに低水準にある、②増税等の影響も懸念される一等から、力強い拡大は考えにくく、実質GDP成長率をやや上回る緩慢な伸びにとどまろう。

米国経済見通し総括表

	91年 実績	92年 実績	93年実績・見込み			94年予測			93年 前回予測
			上期	下期	上期	下期			
実質国内総支出	▲0.7	2.6	2.8	2.3	2.7	2.7	2.5	2.8	2.7
個人消費	▲0.4	2.6	3.3	2.6	3.8	3.0	2.6	2.9	3.0
設備消費	▲5.9	2.9	10.6	13.2	8.6	6.6	5.7	6.4	10.1
住宅消費	▲12.8	16.3	7.3	5.4	5.2	6.2	7.0	5.6	7.9
政府支出	1.5	▲0.1	▲0.8	▲2.6	0.6	▲0.0	▲0.4	▲0.1	▲0.2
在庫増減	▲0.3	0.3	0.2	0.5	▲0.4	0.0	0.2	0.1	0.2
純輸出	0.7	▲0.3	▲0.8	▲1.1	▲0.6	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.9
輸出等	6.4	6.4	2.4	1.8	0.9	4.0	4.4	6.3	3.5
輸入等	▲0.5	8.7	9.2	10.5	5.9	6.4	6.3	7.1	10.2
	91年 実績	92年 実績	93年実績・見込み			94年予測			93年 前回予測
			上期	下期		上期	下期		
鉱工業生産	▲1.8	2.3	3.9	5.0	2.2	2.9	2.7	4.0	3.8
失業率	6.7	7.4	6.9	7.0	6.7	6.5	6.5	6.5	6.9
消費者物価総合	4.2	3.0	2.9	3.4	2.0	2.8	2.9	3.5	3.1
貿易収支	▲738	▲961	▲1,340	▲1,274	▲1,400	▲1,620	▲1,560	▲1,680	▲1,250
経常収支	▲83	▲664	▲1,030	▲985	▲1,080	▲1,250	▲1,190	▲1,310	▲930
財政収支	▲2,695	▲2,903	▲2,549	▲3,656	▲1,443	▲2,585	▲3,620	▲1,550	▲2,780
公定歩合	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.5	3.0

(注)

①上下期は前期比年率

②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース

③失業率は平均値、%

④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル

(出所) 実績値は米商務省"Survey of Current Business"他

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、%

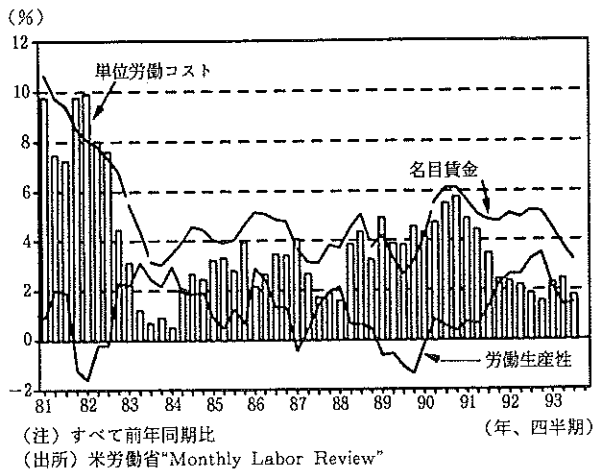
⑦前回予測は93年9月発表

2) 物価

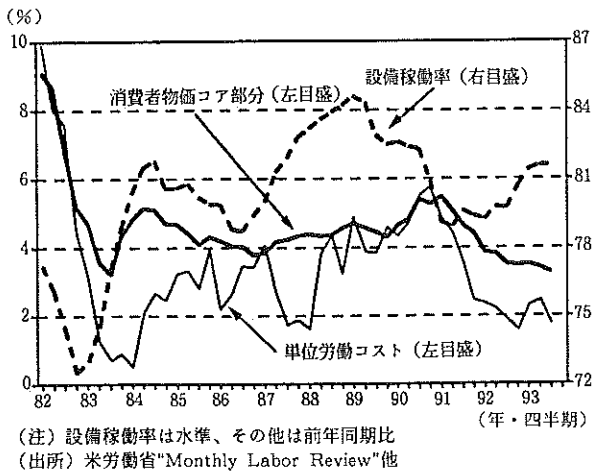
～安定基調、しかし下期にはやや上昇傾向へ

緩やかな景気拡大が続く中、製品・労働需給の逼迫による急激な物価上昇は考えにくく、原油価格の下落基調、ドル高趨勢も続く一から、物価は安定基調を維持しよう。ただし、賃金と設備稼働率が緩やかに上昇する中、94年下期の消費者物価上昇率はやや高まろう（上期：前期比年率2.9%→下期：同3.5%）。94年の消費者物価は2.8%（クリントンの増税要因を除くベースでは2.6%）と、93年（2.9%見込み）とほぼ同程度の上昇となろう。

賃金・生産性・単位労働コスト上昇率の推移



消費者物価（コア部分）の推移

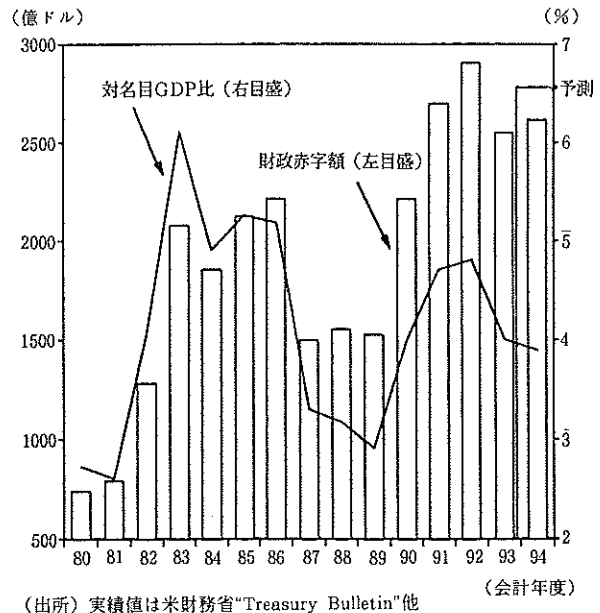


3) 財政、金融政策

～94年度の財政赤字はやや拡大、長短金利ともやや強含み傾向へ

94会計年度の財政赤字は、「93年包括的財政調整法」の実施、景気の緩やかな拡大に伴う税収増等が見込まれる反面、①93年度に凍結された預金保険（RTC等）関連支出の再開により新たに250～300億ドル程度の追加支出が予想される、②利払い費に影響する今後の金利は強含み横這いとなる一から、2585億ドル程度（対名目GDP比3.8%）とほぼ93年度（2549億ドル、同4.0%）並みとなろう。なお、既述のとおり、医療保険制度改革案は中長期的な財政赤字削減動向を左右する重要なファクターでもあり、長期金利のかく乱要因となる可能性がある。94年秋の中間選挙と絡んで議会審議の動向には、十分な注意が必要であろう。

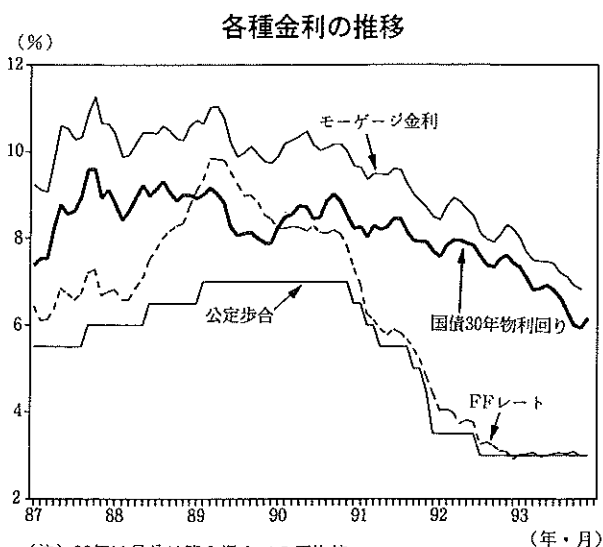
連邦財政赤字の推移



次に、金融政策に関しては、94年央頃まで公定歩合とFFレートはともに現状据え置き（公定歩合は92年7月より、FFレートは92年9月より3.0%）となろう。その後は景気拡大の持続や

物価上昇率の高まりが予想されることから、0.5%程度の予防的な利上げが実施されよう。ただし、基調的には景気の拡大テンポ、雇用環境の改善とも緩慢であり、本格的な金融引き締めは予想されない。

長期金利は93年末頃まで6%強の推移が続こうが、94年を通じたパターンとしては景気の緩やかな拡大、インフレ率の上昇期待、金融政策の転換一等から、やや強含み傾向となろう。

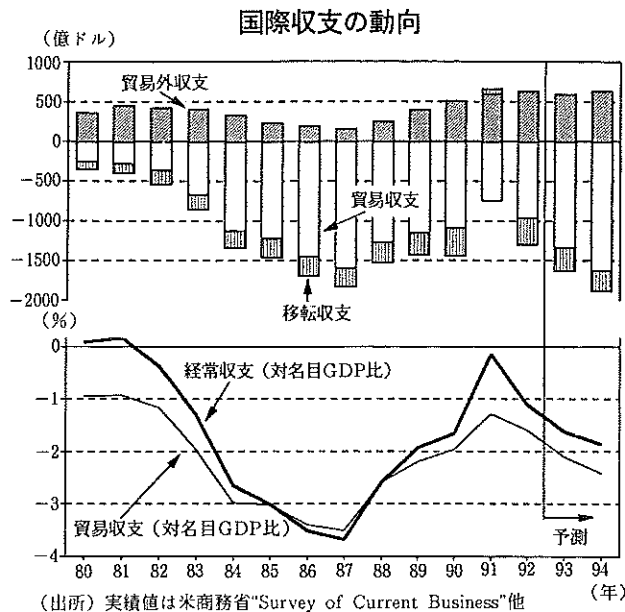


4) 国際収支～対外赤字は拡大基調

94年には、①日本・ドイツ等の海外主要国の景気は最悪期は脱するものの、依然、低迷、②中国やアジア景気も減速、③92年末から趨勢的には実効レートでドル高となっており、今後も同様の基調と予想されることから、輸出の伸び悩み傾向が続こう。一方、米国の資本財・消費財等の輸入依存が高まりつつある中での米国内需要の拡大、ドル高等の影響から、輸入の増加基調は今後も続こう。この結果、94年の米国の対外赤字は拡大しよう。

国際収支ベースでみた赤字幅は、貿易収支が

93年の1340億ドルから94年は1620億ドル（名目GDP比2.4%）、経常収支は1030億ドルから1250億ドル（名目GDP比1.9%）となろう。



2. 欧州経済

2-1) ドイツ経済～景気は底這い状況が持続

(1) 景気（旧西独ベース）

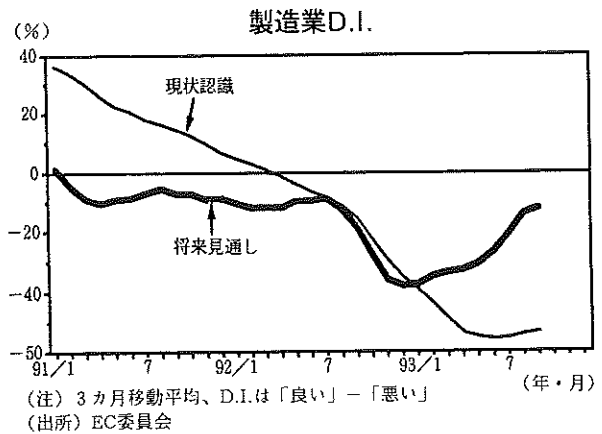
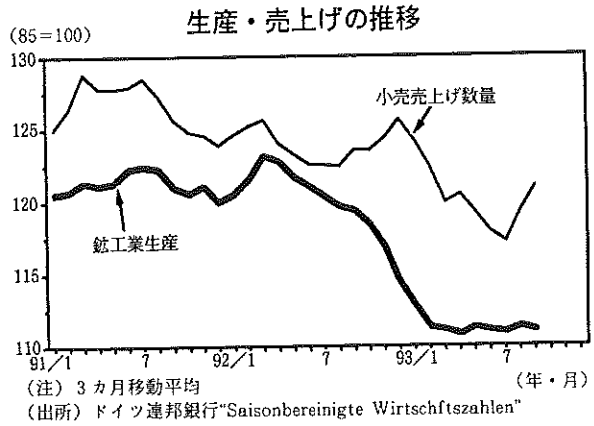
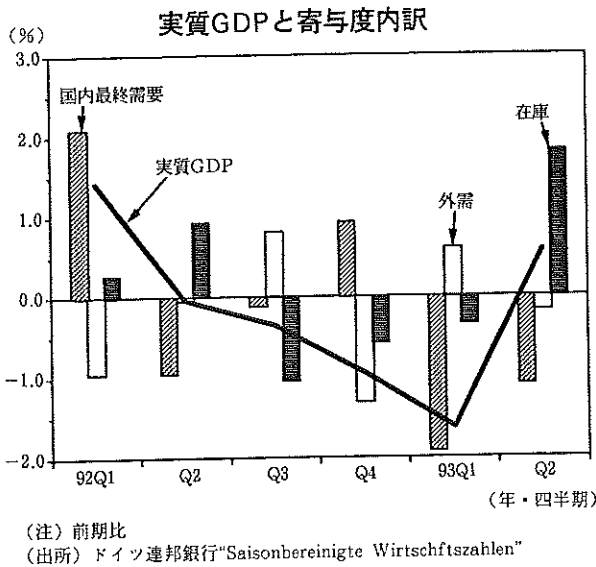
～2年連続のマイナス成長

1) 現状

旧西独の景気は、金融引き締めの影響等から92年春頃より後退局面に入り、実質GDPは93年1-3月期まで4四半期連続のマイナス成長を記録した後、93年4-6月期に前期比0.6%増と予想を上回る高い伸びとなった。

93年4-6月期のプラス成長は最終需要がいずれもマイナスの伸びを続ける中、在庫が大幅に増加（GDP寄与度、同1.8%）し、実現されたものであるが、生産、需要関連の月次指標で直近までの推移をみると、93年春～初夏頃より一進

一退の状況となっている。企業部門の先行き見通しの改善（下図、製造業の「将来見通しD.I.」）などと総合すると、景気は最悪期を脱し、徐々に底入れしつつあるとみられる。



ドイツ経済の見通し

	92年実績	93年今回予測	93年上期		93年下期		93年前回予測	
			上期	下期	上期	下期		
実質GDP	1.2	▲2.2	▲2.7	▲1.8	▲0.3	▲0.6	▲0.1	▲2.4
実質GNP	0.6	▲2.1	▲2.9	▲1.3	0.0	0.0	0.1	▲2.8
国内需要	1.1	▲2.3	▲2.7	▲2.0	▲1.1	▲1.4	▲0.9	▲2.5
個人消費	1.5	▲1.1	▲0.3	▲1.8	▲0.5	▲0.4	▲0.6	▲1.4
政府消費	3.2	▲1.3	▲1.4	▲1.2	1.3	1.0	1.5	▲1.8
固定資本形成	0.4	▲7.5	▲7.7	▲7.4	▲2.0	▲4.1	0.3	▲2.6
設備投資	▲4.8	▲16.8	▲16.5	▲17.1	▲6.3	▲10.6	▲1.7	▲10.8
建設投資	4.9	▲0.2	▲0.6	0.1	0.9	0.3	1.5	4.8
経常海外余剰	▲0.5	0.2	▲0.3	0.6	1.2	1.3	1.0	▲0.3
輸出等	2.7	▲8.1	▲6.6	▲9.5	0.1	▲2.9	3.1	▲3.4
輸入等	4.8	▲10.3	▲7.2	▲13.3	▲3.9	▲7.8	0.3	▲2.8
消費者物価	4.0	4.1	4.3	4.0	3.2	3.5	3.0	4.0
貿易収支(億マルク)	337	530	480	580	590	600	580	360
経常収支(億マルク)	▲400	▲250	▲312	▲188	▲170	▲160	▲180	▲440
公定歩合	8.25	5.5	7.25	5.5	3.5	4.5	3.5	5.5

(注) ①前回予測は93年9月発表
 ②貿易収支、経常収支、公定歩合は統一ドイツ、その他は旧西独
 ③前年比、前年同期比、%
 ④国内需要、経常海外余剰はGNP寄与度
 ⑤公定歩合は年(期)末値、%
 (出所) 実績値はドイツ連邦銀行“Monthly Report”、“Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen”

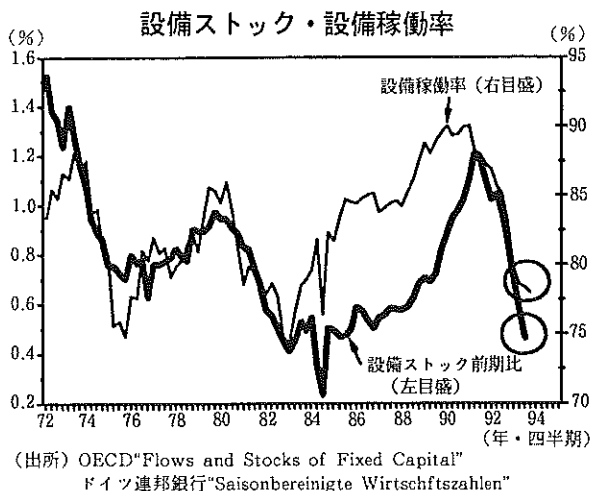
2) 見通し

今後の景気については、プラス要因としては、①92年半ばからの累積的金融緩和、②インフレ率の改善、③対ドルでのマルク安、④英、米等の景気回復—がある。しかし、他方で、次に述べるようなこれまでのマイナス要因も持続するとみられ、景気は「底這い」状態が続くことになろう。94年の実質GDP成長率は▲0.3%と、戦後最悪のマイナス成長が見込まれる93年(▲2.2%)に続き2年連続のマイナスとなろう。

94年中も続くマイナス要因は以下の点である。

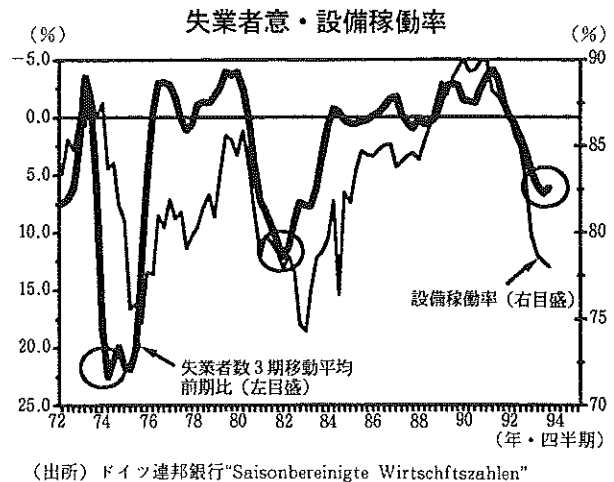
①設備ストック調整の持続

過去の景気後退期に比べると、設備ストックの伸びには低下余地がある。ストック調整が終了した兆しは現れていない。



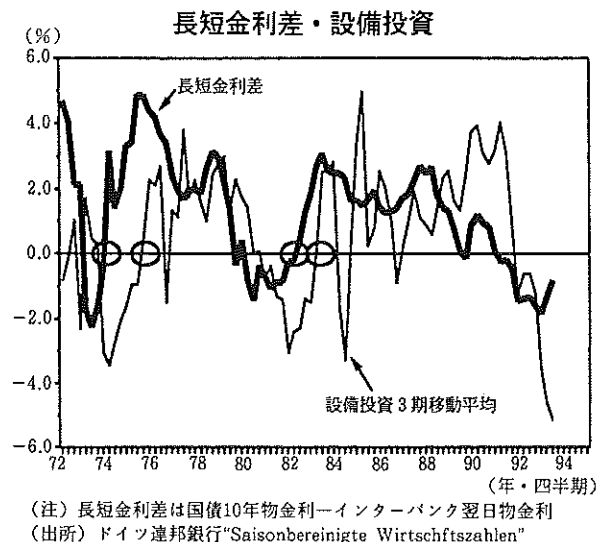
②雇用調整の持続

一部経営者側が戦後始めて賃金協約の破棄を宣言したことからうかがわれるように、雇用をめぐる環境は厳しく、リストラの中で雇用削減方針を打ち出している企業も目立つ。しかし、失業の増加テンポは稼働率の低下度合との関係で、過去の後退期より依然緩やかにとどまっております、今後も雇用調整が続くとみられる。



③長短金利逆転と設備投資回復の遅れ

ドイツの民間向け銀行貸出の8割は長期貸出である。短期金利が長期金利を上回っている状況では、こうした借入資金は実物投資よりも金融資産投資に向かい、景気面への刺激効果は小さい模様である。過去のパターンからみると、金融緩和が続き金利逆転が解消した後も設備投資回復までには半年～1年程度のラグがある。



なお、93年7月時点では一連の財政引き締め措置(保険税、鉱油税、社会保障給付額の削減等)により、94年の財政赤字は名目GDPの0.5%程度の削減がみこまれていた。しかし、最近の報道によると景気後退による歳入不足もあって、94

年の公共部門全体の財政赤字の対名目 GDP 比は、前年とほぼ同程度となる可能性が高い。

7月時点の公共部門財政見通し

	1992年	1993年	1994年	1995年
取 支	▲1,160	▲1,560	▲1,475	▲1,155
(名目GDP比、%)	(▲3.8)	(▲5.0)	(▲4.5)	(▲3.5)
連 邦 政 府	▲393	▲685	▲710	▲710
西 側 州 政 府	▲149	▲190	▲155	▲165
東 側 州 政 府	▲149	▲220	▲285	▲110
そ の 他	▲471	▲465	▲325	▲180

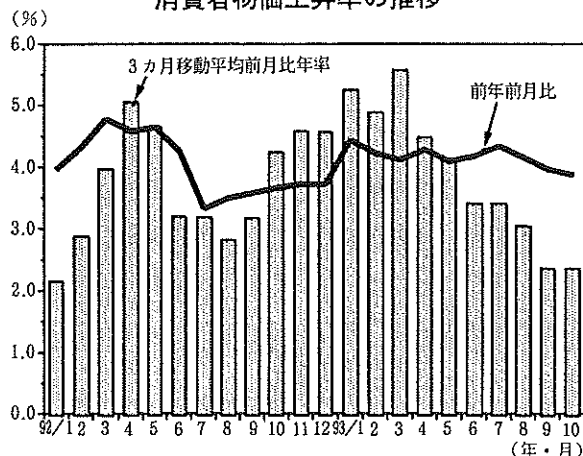
(注) ①単位：億マルク、暦年
 ②その他は自治体、欧州復興基金、負債償還基金、統一基金他
 (出所) OECD“Economic Surveys”

(2) 物価 (旧西独ベース)

消費者物価は前年同月比では、①93年1月の付加価値税引き上げの影響（消費者物価を0.5%押し上げ）、②7月の保険税引き上げの影響（同0.1%押し上げ）一が含まれていることもあり、連銀目標の2%に対して年初より4%台での推移が続いてきた。しかし、93年春の賃上げ率が低め（3%～4%）にとどまった影響から、消費者物価の前月比年率の上昇率は、3月をピークに鈍化傾向となり、直近10月には前年同月比でも10ヵ月ぶりに4%を下回った。

94年についても労働需給が一段と緩和する中、賃金上昇率はさらに2～3%程度に低下しよう。

消費者物価上昇率の推移



(出所) ドイツ連邦銀行“Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen”

このため、消費者物価上昇率も引き続き鈍化傾向となろう。

ただし、94年1月の鉱油税引き上げおよび保険税再引き上げの影響（消費者物価を各々0.4%、0.1%押し上げ）もあり、94年の消費者物価上昇率は3.2%程度となろう。

(3) 金融～段階的な緩和が持続

連銀は92年9月から金融緩和政策に転じ、これまでに7回の公定歩合引き下げを実施してきた（8.75%→5.75%）。しかし、現実のインフレ率が高く、大幅な財政赤字を抱え潜在的なインフレ懸念も根強い中で、「慎重な緩和スタンス」が維持されてきた（下表参照）。

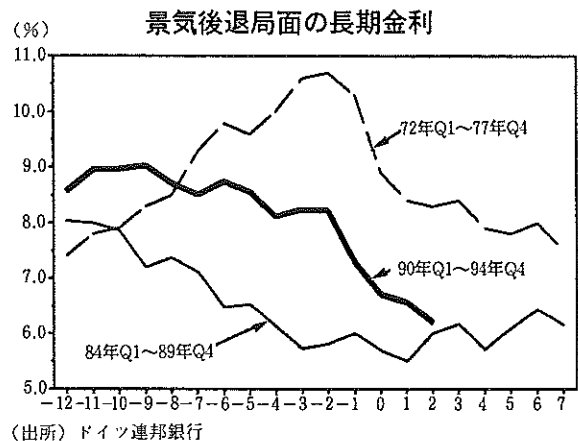
過去の利下げ速度

金利ピーク、ボトム時期	利下げ期間 (A)	金利ピーク、ボトム	下げ幅 (B)	利下げ速度 (B)/(A)
60/10月～61/6月	8ヵ月	5.0%→3.0%	2.0	0.25
66/12月～67/6月	6ヵ月	5.0%→3.0%	2.0	0.33
70/6月～72/3月	21ヵ月	7.5%→3.0%	4.5	0.21
74/9月～75/10月	13ヵ月	7.0%→3.5%	3.5	0.27
82/7月～83/4月	9ヵ月	7.5%→4.0%	3.5	0.39
平均	11.4ヵ月	6.4%→3.3%	3.1	(0.29)
92/8月～93/11月現在	15ヵ月	8.75%→5.75%	3.0	(0.20)

(注) 金利は公共歩合、月中平均
 (出所) ドイツ連邦銀行“Monthly Report”

今後も、①景気は底這い状態で推移する、②インフレ率の改善が続く、③政府財政赤字削減への努力が続けられる、④M3増加率も鈍化傾向にある—などの要因から、段階的な金融緩和が続こう。過去の景気後退局面のパターン等からみて(下図参照、下目盛の「0」は各景気後退局面のボトム期)公定歩合(現行5.75%)は94年末までに3.5%程度に低下しよう。

長期金利は、金融緩和に伴い基本的には低下傾向にある。今後も、インフレ率の改善や段階的な金融緩和の実施が見込まれるが、足もとの長期金利(11月末時点、国債10年物利回り5.8%)は、こうした要因に加え、財政赤字削減見通しもかなり織り込み済みとみられる。過去の景気後退局面のパターン同様(右図参照)、今後の長期金利の低下幅は限られよう。



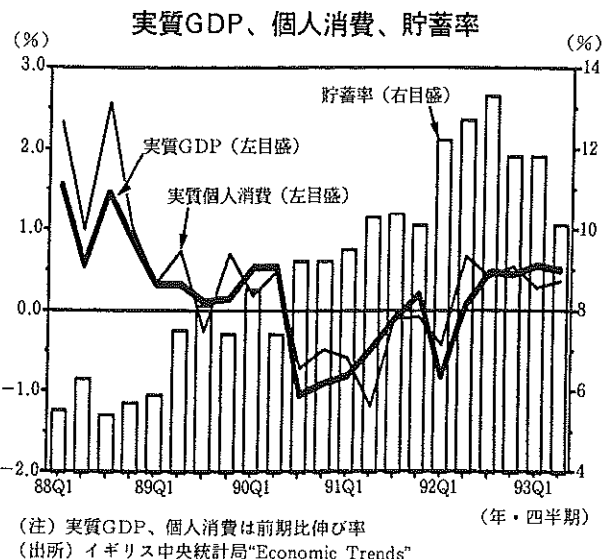
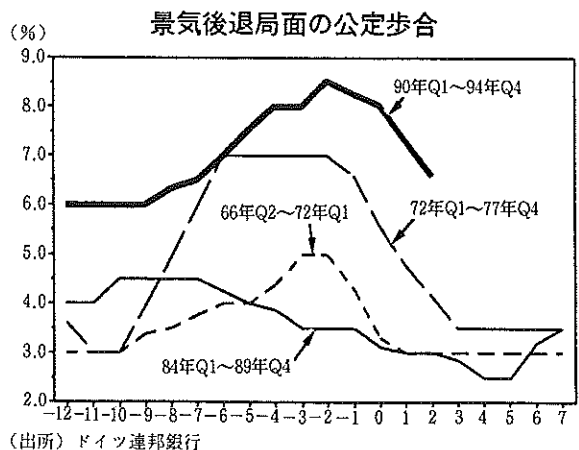
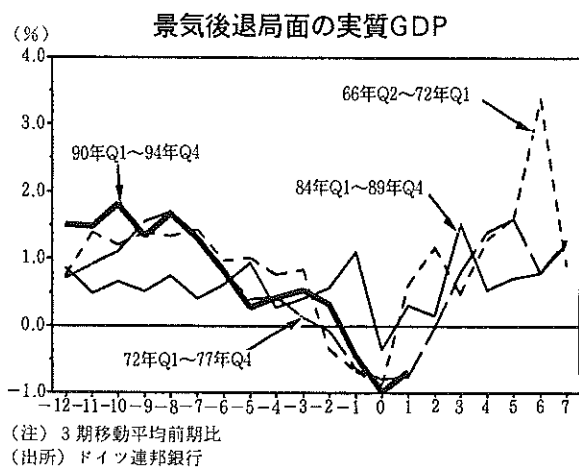
2-2) イギリス経済～景気回復は緩やか

(1) 景気～94年も消費中心の回復に

1) 現状

イギリスの景気は92年4-6月期から緩やかな回復傾向が続いている。93年7-9月期の実質GDP(生産ベース、暫定値)も前期比0.6%、エネルギー生産除きのGDPでも同0.4%と堅調な伸びとなった。

景気回復の牽引役は個人消費を中心とした内需である。特に92年10-12月期以降の個人消費の



堅調は、①住宅価格の回復、証券価格の上昇、②雇用悪化のピーク・アウト、③家計部門のバランス・シート改善一等により消費者コンフィデンスが改善し、貯蓄率が低下していることによるものである。

2) 今後の見通し

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。94年の実質GDP成長率は2.2%と、93年(同1.9%)をやや上回ろう。

内需の項目をみると、個人消費は、①雇用情勢改善による家計所得の増加、②住宅、証券価格の上昇等を背景とした消費者マインド改善を通じた消費性向の上昇傾向一などの要因により、94年中も毎四半期、前期比0.5%程度の成長が続こう。

固定資本形成は、政府部門は緊縮財政の影響から伸び悩むが、民間部門中心に堅調に推移し、94

年は3.6%の増加となろう。これは、①景気回復・金利低下を背景とした企業収益改善・稼働率上昇、②昨年のポンド安等による輸出競争力の回復一などの要因による。

外需については、輸出は、①世界景気の改善傾向、②過去のポンド安等による競争力の高まり一から94年の伸び率が高まるものの、内需回復に伴う輸入拡大がより大きく、GDPへの成長寄与は若干のマイナスに転じよう。

(2) 物価～鈍化傾向は終了したが落ち着いた推移

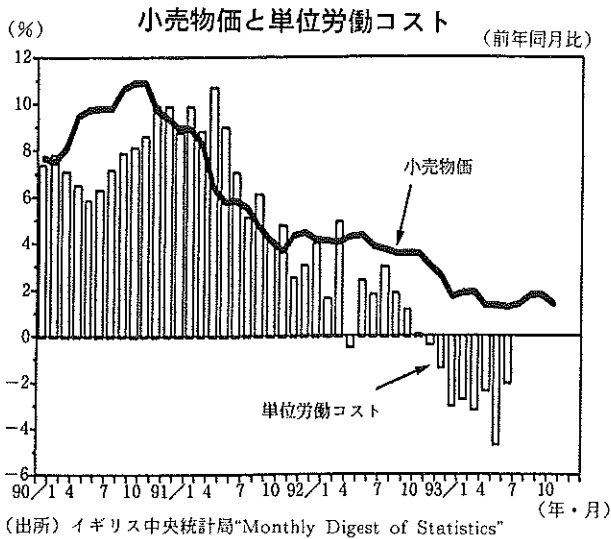
消費者物価に相当する小売物価の前年同月上昇率は、需要低迷、その後の景気回復初期局面での生産性回復による単位労働コスト低下一などから鈍化傾向を辿り、93年4-6月には1.3%と63年7-9月期(1.3%)以来の低さとなった。しかし、その後は労働コストの上昇から、物価上昇率はボトムアウトしている。

イギリス経済の見通し

	92年 実績	93年 今回 予測	93年 上期		94年 今回 予測		93年 前回 予測	
			上期	下期	上期	下期		
実質GDP	▲0.6	1.9	1.7	2.2	2.2	2.2	2.2	1.8
国内需要	0.5	1.4	0.9	1.9	2.6	3.0	2.2	1.1
個人消費	0.2	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9	1.8	2.0
政府消費	▲0.2	0.6	▲0.9	2.2	1.1	1.7	0.4	▲1.6
固定資本形成	▲0.6	1.1	0.6	1.6	3.6	2.4	4.8	1.1
経常海外余剰	▲1.1	0.5	0.8	0.2	▲0.4	▲0.8	0.0	0.7
輸出	1.9	2.0	0.7	3.2	3.8	4.6	3.0	7.6
輸入	5.1	▲0.1	▲2.3	2.1	5.0	7.5	2.6	4.7
小売物価	3.7	1.7	1.5	1.7	2.8	3.0	2.8	1.6
貿易収支(億ポンド)	▲138	▲159	▲136	▲180	▲180	▲180	▲180	▲175
経常収支(億ポンド)	▲119	▲138	▲114	▲160	▲160	▲160	▲160	▲140
ベース・レート	7.0	5.5	6.0	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0

(注) ①前回予測は93年9月発表
 ②前年比、前年同期比、%
 ③国内需要、経常海外余剰はGDP寄与度、%
 ④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“Monthly Digest of Statistics”

今後も小売物価上昇率はやや高まる。しかし、
 ①景気の回復テンポは今後も緩やか、②大幅な賃金上昇は見込まれない（公務員の賃金上昇率について政府は生産性の伸び率以下に抑制する方針）、
 ③ポンドの堅調—などから、上昇率は緩やかなものにとどまり、94年の小売物価上昇率は2.8%となる。



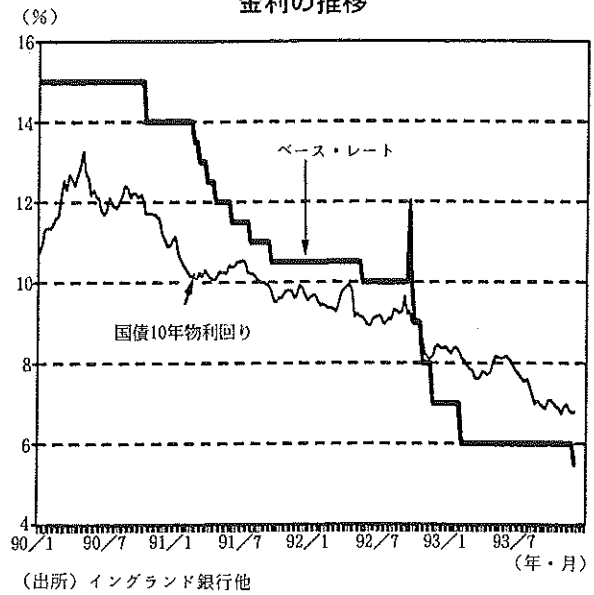
(3) 金融

～94年1-3月期に再利下げ、その後は据え置き

ベース・レート（イギリスの政策金利）は93年1月末の利下げ以来6%で据え置かれていたが、11月23日に0.5%の利下げが実施された。この目的は、94年に実施予定の財政引き締め等によるデフレ効果を相殺することである。景気刺激効果の大きい住宅ローン金利の低下をもたらすため、94年1-3月期中にさらに0.5%の利下げが実施されよう。

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小売物価上昇率のボトム・アウト、②主要国金利の低下傾向も最終局面にあること—等から、94年中は上昇傾向を辿ろう。

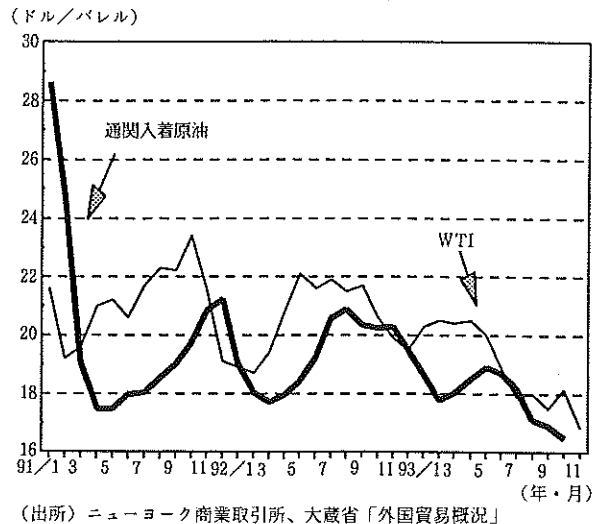
金利の推移



3. 原油価格～需給緩和の中、弱含み

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。9月末に開催されたOPEC総会では、10-12月期分の生産上限が約2452万バレルと7-9月期の同2358万バレルから94万バレル拡大した水準で決定されたが、クウェートの生産協定への復帰などが好感され、WTIは9月の17.5ドルから10月は18.2ドルに上昇した。しかし、その後は世界経済の低迷を背景とした基

最近の原油価格の推移



調的な需要の弱さと北海油田の増産などから、W TIは再び17ドル割れの水準となった。

こうした中、11月23～24日にOPEC総会が実施された。生産枠見直しが最大の焦点となったが、9月の生産枠をそのまま据え置くことが正式に決定された。こうした決定の背景には、①OPECが減産しても北海等、他の産油国の増産により帳消しにされ、結果的にOPECのシェアが低下する可能性がある、②減産が小幅にとどまれば価格に与えるインパクトが弱い一帯があげられる。

近年の原油価格の下落傾向は世界経済の弱さに加えて、財政的制約からOPECの生産調整機能、価格支配力が一段と弱まってきたことを示している。

日本の入着原油価格は92年度実績の19.3ドルが93年度は17.1ドルに低下する見込みである。94年度はさらに15.5ドルに低下しよう。イラク原油の輸出再開をめぐる情勢等によっては、さらに低下する可能性が高いとみられる。

OPEC総合共同声明の要旨

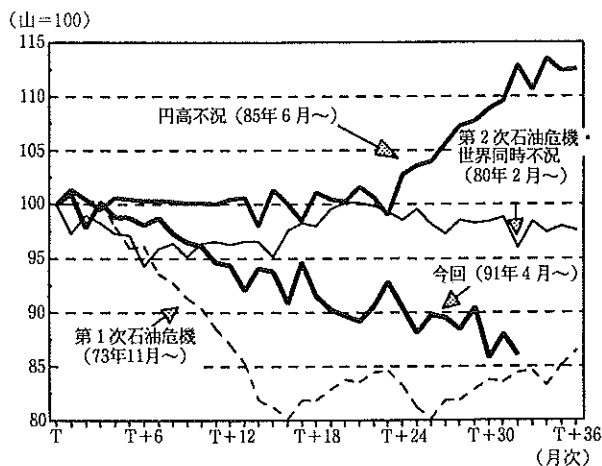
- ・今年9月のOPEC合意は妥当であり、今後も遵守する。
- ・現在の原油市場・価格は主に基礎的条件ではない要因によって影響されている。
- ・OPECだけが需給安定のための重荷を負い続けるべきでなく、すべての産油国がこうした努力に参加することが必要。
- ・消費国におけるエネルギー税導入およびその動きの高まりに改めて懸念を表明。
- ・新議長にカタールのアブドラ・エネルギー産業相を選出。
- ・次回総会は来年6月15日、ウィーンで開催。

II. 日本経済～戦後最長の不況に、94年度はゼロ成長

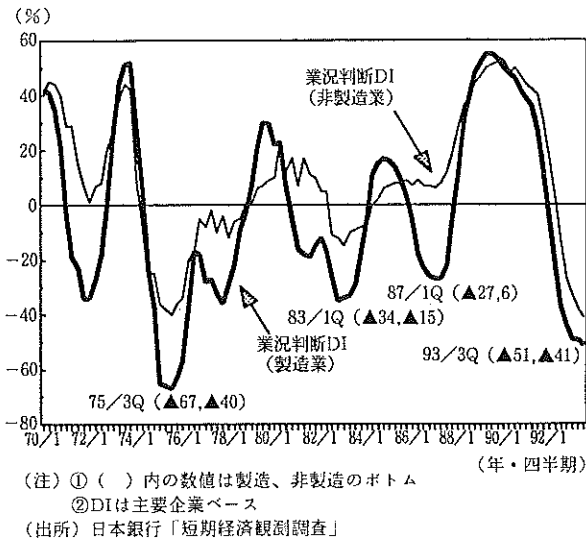
1. 景気の現状～戦後最長の後退局面、最低の成長率に

日本経済は91年4月をピークに後退局面が続いている。本年1～3月にかけての生産増加等から、一時、景気底入れ説も台頭したが、4～6月期以降の指標は大きく落ち込んでいる。設備投資の減少と消費の低迷が続いていることに加えて、円高により外需は大幅に減少、景気対策として期待された公共投資も、ゼネコン汚職や長雨による影響等で夏場より落ち込み始めている。最終需要の減少を背景に、在庫は再び積み上りをみせており、10～12月期には前期比年率2ケタの厳しい減産が見込まれている。こうした中、企業の景況感も大幅に悪化した状況となっている。

長期・深刻化する生産動向



悪化続く企業マインド



今回の景気後退は戦後最長となる恐れが強い。景気後退の期間は既に31カ月を越えているが、戦後最長であった第2次石油危機後・世界同時不況期(80年2月～83年2月までの36カ月)を上回る可能性が高い。「山」からの生産の削減幅は、93年10月時点で約▲14%と第1次石油危機時の約▲20%に近づきつつある。

また、実質GDP成長率は、決算期末の特殊要因のあった本年1～3月期を除けば、92年4～6月期以降、既に、4四半期のマイナス成長となっている。さらに、最新の超短期予測によれば、本年7～9月期▲3.0%、10～12月期▲1.5% (各々前期比年率) とマイナス成長が続く見込みである。

年度ベースの実質GDP成長率は92年度のプラス0.5%から、93年度は▲0.9%とマイナスに転じよう。戦後最低であった74年度(第1次石油危機時)の▲0%を上回る落ち込みであり、成長率の低さでみて戦後最低となる。

2. リストラ下の日本経済～景気後退長期化で強まる雇用問題

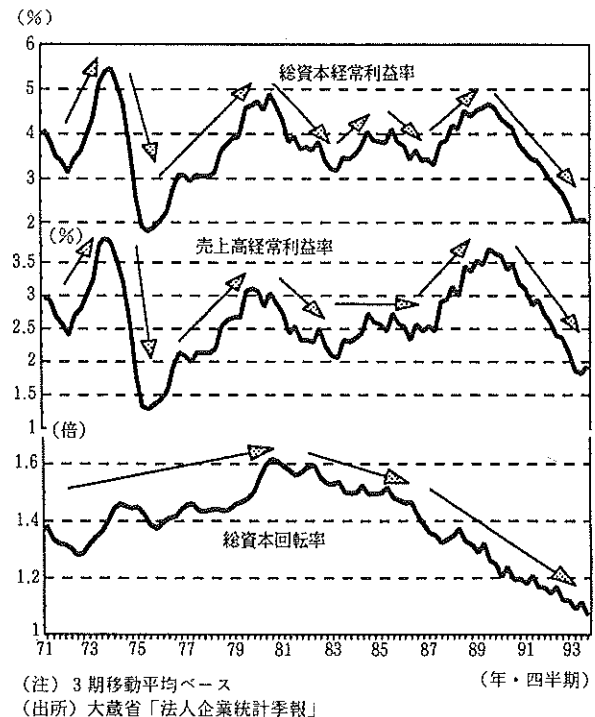
ストック調整圧力の持続、バブル崩壊等のデフレ圧力が続く中、企業収益は悪化、雇用不安が強

まっている。今後、日本経済を予測する上で、企業部門の動向が鍵となる。

(1) 企業部門の動向～低下止まらぬ総資本経常利益率、高まる雇用調整圧力

法人企業統計によると、全産業の総資本経常利益率は約2%にまで落ち込んでおり、戦後最低であった第1次石油危機時に匹敵する低さである。企業業績は一段の落ち込みが予想され、戦後最低となることは避けられまい。総資本経常利益率が大幅に悪化してきた背景には、「売上減少→固定費負担増→売上高経常利益率の落ち込み」という循環的側面の他に、「80年代に入って総資本回転率が傾向的に低下(とりわけ、80年代後半のバブル期に大幅に低下)」するという構造的側面も大きくかかっている。

利益率は戦後最低水準に

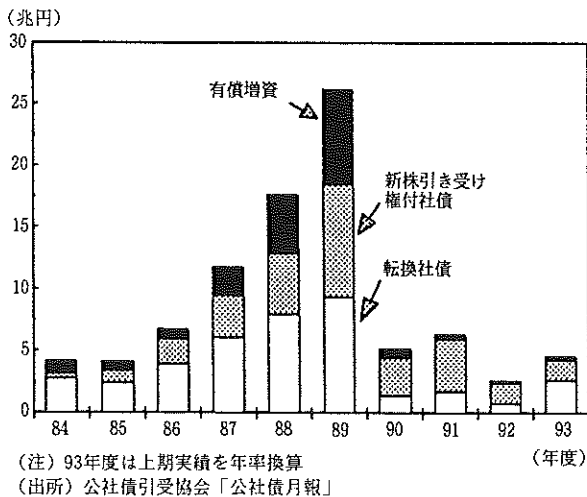


1) 構造的側面～低下する総資本回転率

80年代後半のバブル期には、株価の持続的上昇期待を背景として、大量のエクイティ・ファイナンスが実施された。増資はもとより、エクイティ債の発行による資金の調達も、株式への転換等を通じて企業の自己資本比率を高め、財務体質の健全化につながりうる。しかし、調達された資金(資本)が有効に利用されない場合には、資本効率が低下し、株価に対する潜在的圧迫要因となる。

バブル崩壊に伴い、年間30兆円近かったエクイティ・ファイナンスは激減しているが、依然かなりの規模で実施されている。今後、リストラを図る中で、利益水準を確保するとともに、既存資産を見直し、資産効率を高めることが、企業部門の健全化にとり必須の条件であろう。

エクイティ債発行の推移



2) 循環的側面～固定費率の上昇が売上高経常利益率を圧迫

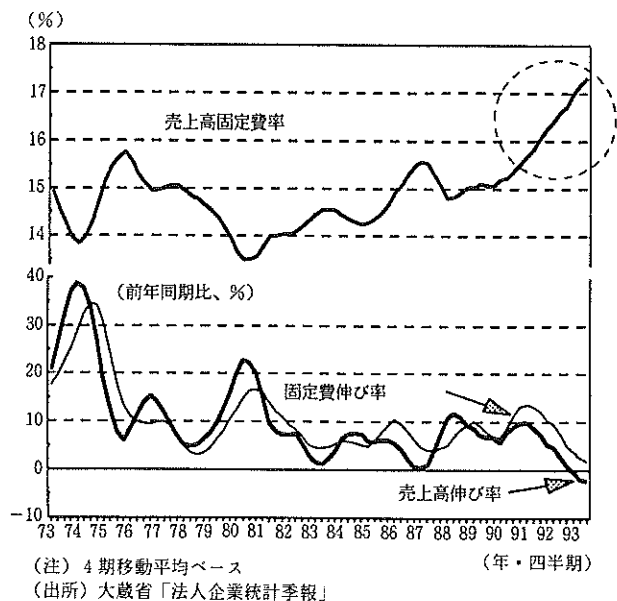
売上高経常利益率も、直近で2%割れの水準まで落ち込んでおり、第1次石油危機時の最低レベル(1%台前半)に近づきつつある。

設備投資の削減を中心とした固定費の圧縮が図

られているものの、売上の落ち込みが著しいため、依然、売上高固定費率の上昇に歯止めがかかっていない。

ストック調整圧力の残存、バブル崩壊の後遺症、円高による外需の制約等から売上高の伸び悩みが長期化の様相を呈する中、今後、固定費の一層の削減を迫られる公算が高い。

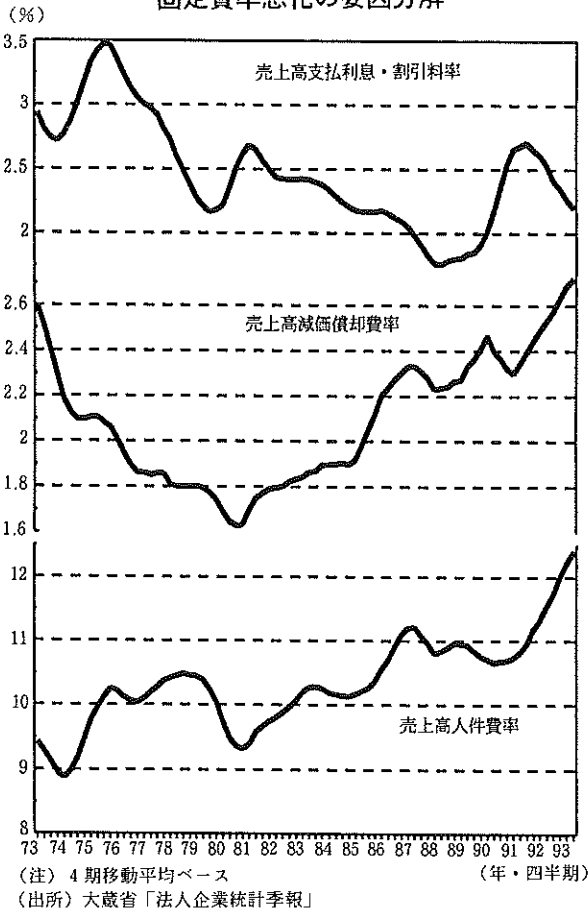
上昇止まらぬ売上高固定費率



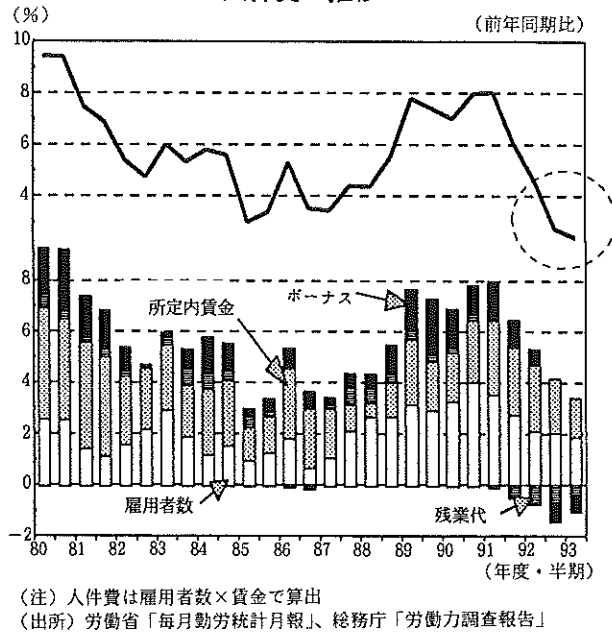
売上高固定費率悪化の内訳をみると、支払利息・割引料率は歴史的に低金利と負債の圧縮から低下傾向にあるものの、減価償却費率は設備投資の圧縮にもかかわらず、売上高の減少から依然、悪化基調に歯止めがかかっていない。

さらに、最大のウェイトを占める人件費率は、売上高が減少する一方で雇用、および人件費の増加が続いていることから、円高不況期のピークを1%ポイント上回る水準にまで高まっている。

固定費率悪化の要因分解



人件費の推移



直近の失業率は2.7%(93年10月)と円高不況時(87年5月の3.1%)の最高水準にまでは至っていないが、売上の減少基調が持続すれば、今後、雇用面での調整圧力が一段と高まる恐れが強い。第1次石油危機以降の平均的な生産と労働時間との関係をもとに「過剰雇用」の規模を試算すると約110万人となる。この「過剰雇用」を現実の失業者に加えたものをベースに計算された失業率を「潜在失業率」と定義すると、93年7-9月期時点で4.2%にまで高まっている。

現実の企業部門の行動には、生産性の視点の他にも多くの要因が影響しており、こうした試算結果は相当の幅を持ってみる必要がある。

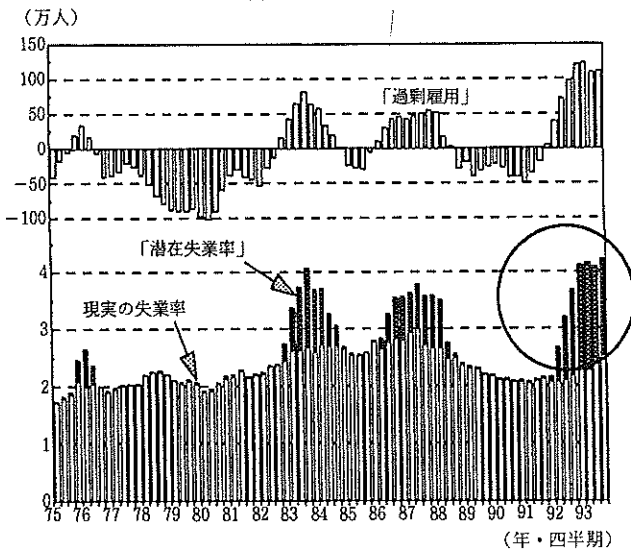
しかし、過去の推移をみると、こうした「過剰雇用」が増加した時期には現実の失業率が高まる傾向があり、当面、一層の雇用調整圧力の増加が懸念される。

3) 強まる雇用調整懸念

人件費の増加率は91年度をピークに急速に低下してきた。ただし、最近では、①雇用増加テンポの下げ止まり、②残業代削減ペースの鈍化—等から、人件費の伸びの鈍化は弱まりつつある。

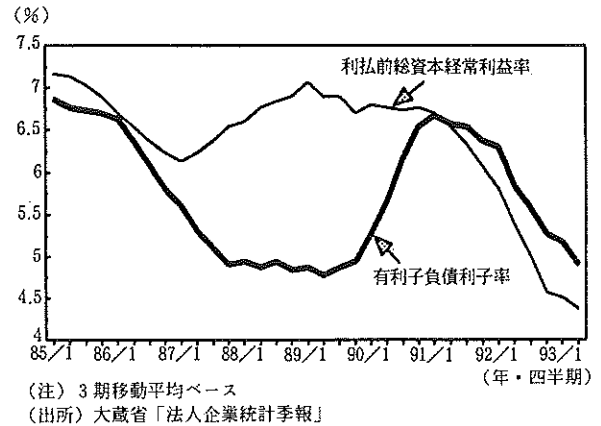
既に、残業時間は、過去の最低レベルに近づきつつあり、ボーナスの賃金に占めるウェイトも2割強に過ぎないことから、今後の人件費の調整では、雇用・所定内賃金部分の比重が高まる公算が高い。

「過剰雇用」の推移



(注) 「潜在的失業率」は $\frac{\text{現実の失業者数} + \text{過剰雇用者数}}{\text{現実の労働力人口数}} \times 100$
 「過剰雇用」は生産、労働時間と雇用との関係から当研究所が試算
 (出所) 現実の失業率は、総務庁「労働力調査報告」

悪化する投資採算



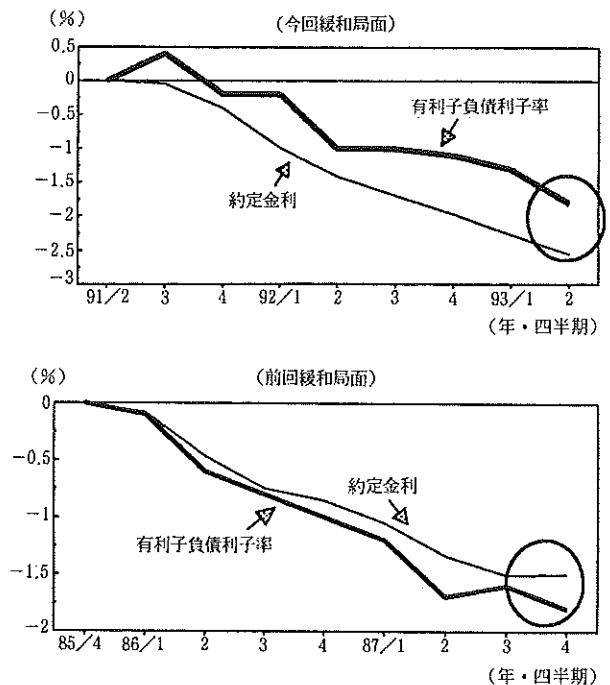
さらに、エクイティ債発行の減少・借換に伴う資金調達コストの上昇が、利下げ効果を一部相殺していることも影響していよう。ちなみに、前回金融緩和期と今回を比較すると、全銀貸出約定平均金利の低下幅は前回を上回るペースであるが、企業部門の有利子負債利率は前回並みの低下にとどまっている。

(2) 政策の動向～不可欠な追加景気対策

1) 金融政策～浸透しにくい利下げ効果

金融政策面では、景気低迷の長期・深刻化を背景に公定歩合が1.75%と史上最低に引き下げられている。こうした利下げは、①住宅投資の回復、②株価・地価の下支え、③一段の円高抑制等の効果を持つとみられる。しかし、最大のポイントである設備投資は、中小・非製造業で下げ止まりの兆しがうかがえるものの、全体としては、大幅な減少傾向に歯止めがかかっている。背景には、負債の調達コストは低下してきたが、需要の落ち込み等から実物収益率がそれ以上に低下しており、投資採算の悪化傾向が続いていることがある。

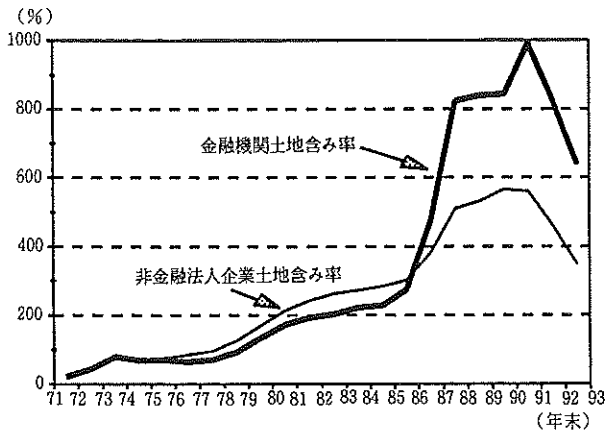
浸透しにくい金融緩和効果



(注) ①有利子負債利率 = $\frac{\text{支払利息} \cdot \text{割引料}}{\text{短期} \cdot \text{長期借入金} + \text{社債} + \text{受取手形割引残高}} \times 100$
 ②第1回目の利下げ直前の四半期を起点とした。負債残高は期首・期末平均、約定金利は期中平均ベース
 (出所) 日本銀行「経済統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」

さらに、地価や株価の下落を要因とする資産デフレ、バランスシート悪化問題にもとづく金融機関の貸出態度の慎重化・企業サイドの借入余力の低下が、資金調達面での制約要因となっている可能性もある。

減少する土地含み益



(注) ①70年末時点での含み益をゼロとして推計
②92年は地価下落率を▲20%とした
(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」

2) 財政政策～限界目立つ従来型の公共投資拡大

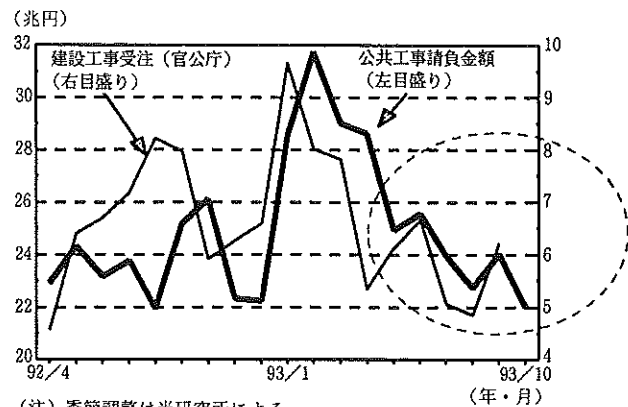
財政政策面では、これまで公共事業中心に、事業規模で総額 30 兆円に及ぶ経済対策が策定され、それなりの景気下支え効果を果たしてきた。しかし、公的固定資本形成の先行指標は、昨年8月の「緊急経済対策」の反動減、長雨・ゼネコン汚職等による執行の遅れなどから足もと減少傾向となっている。

最近の経済対策における公共事業対策

	(兆円)			
	86年度	87年度	92年度	93年度
総事業規模	4	6	11	19
公共投資等	2	4	7	10
一般公共事業	1	3	3	4
地方単独事業	1	1	2	3
施設費等		0	1	1
災害復旧事業	1	1	1	1
道路公団等	0	0	1	1

(注) 93年度は4月の「新総合経済対策」と9月の「緊急経済対策」の合計
(出所) 政府資料に基づき当研究所で作成

公共投資関連指標の推移 (年率)



(注) 季節調整は当研究所による
(出所) 建設省「建設統計月報」
保証事業会社協会「公共工事請負額」

今後、本年4、9月の経済対策の効果が期待されるが、公共投資の GDP 比率は91年頃の6%半ばから直近では8%強に上昇していることに加え、執行上の懸念等も併せ考えると、従来型の公共投資を中心とした景気対策には限界があろう。

3) 必要な長期・短期の両対策

日本経済は厳しい状況にある。長期的には政治・経済システムの変革、短期的には景気の一段の悪化防止が重要である。民間部門は事業方針を明確化し、リストラの徹底によって体質改善を図り、自律的回復に向けた基盤作りを行うことが重要である。政府部門は長期ビジョンの確立と、短期的な追加対策の実施が不可欠である。

長期的対策としては、先の税制調査会答申でうたわれた税制改革の方向(所得税・住民税減税、消費税増税他)、経済改革研究会の検討方向(規制緩和他)、いずれも方向性は適切と考える。政治改革、行政改革とともに、規制緩和、内外価格差是正、市場開放一等の路線を基本としつつ、高齢化社会到来を念頭に置いた税制改革と社会資本整備計画の見直しを進めることが必要であろう。

短期的には、民間部門がリストラを徹底する間、マクロ経済全体として「合成の誤謬」に陥らないようにするため、政府部門が景気の下支え機能を発揮することが望まれる。

3. 94年度の見通し～ゼロ成長、2年連続マイナスの恐れも

(1) 予測の前提としての財政・金融政策

本予測では以下の財政・金融政策の実施を前提としている。

- ①94年1月からの6兆円の所得税・住民税減税（財源は国債。消費税の増税等は景気回復の定着後）
- ②94年度の名目公的固定資本形成の伸びはプラス3.5%
- ③94年3月末までの0.5%の追加利下げ

(2) 実質成長率はゼロ、明確な景気底入れは困難で2年連続マイナス成長の恐れも

94年度の実質GDP成長率は93年度のマイナス成長から改善されるものの、「ゼロ」にとどまり、基調的には景気の低迷状態が続こう。景気の底入れ（「谷」）時期の予測は難しいが、94年度中の景気は「良くて下期に底這い」程度にとどまり、明確な底入れを迎える可能性は低いとみられる。

94年度見通しのポイント （前年度比、％）

	92年度実績	93年度見込	94年度予測
実質GDP成長率	0.5	▲0.9	0.0
（内需寄与度）	（▲0.1）	（▲0.5）	（0.0）
（外需寄与度）	（0.6）	（▲0.4）	（▲0.0）
民間消費支出	1.0	0.1	1.2
民間住宅投資	▲2.4	8.2	3.2
民間設備投資	▲5.7	▲8.7	▲6.4
公的固定資本形成	13.3	6.8	3.8
財・サービス輸出	4.5	▲1.9	1.1
財・サービス輸入	▲0.0	0.5	1.2
鉱工業生産上昇率	▲6.3	▲4.2	▲2.3
総合卸売物価上昇率	▲1.5	▲3.3	▲1.5
消費者物価上昇率	1.6	1.2	0.5
貿易収支（億ドル）	1,361	1,450	1,490
経常収支（億ドル）	1,259	1,380	1,470

（注）前回予測は9月9日、*印はGNPベースの数値
 （出所）実績は、経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、
 通産省「通産統計」、日本銀行「物価指数月報」、
 「国際収支統計月報」、総務庁「物価統計月報」

民間部門の弱さ等から景気の下振れリスクは高く、2年連続のマイナス成長に陥る恐れもある。

その他の予測結果のポイントは以下の通り。

- 需要項目別には、減税の効果から消費はやや持ち直そうが、企業収益の低迷から設備投資の減少が続き、民間需要は3年連続のマイナスと低迷しよう。
- 生産は、ペースは鈍化するが減少傾向が続こう。在庫過剰感が残ろう。
- 失業率は、年度平均で3%と円高不況期（86年度2.8%）を上回る厳しい状況となろう。
- 対外黒字は高水準の中、わずかながら増加しよう。

94年度の実質GDP成長率が93年度より改善するとみるのは、①減税を背景とした消費の増加、②ストック調整圧力の緩和に伴う設備投資のマイナス幅縮小、③円急騰局面の終了による外需のマイナス圧力減少、④冷夏・長雨という特殊要因によるマイナス効果の終了一等を理由としている。

また、93年度より改善するとはいえ、94年度経済全体として実質ゼロ成長にとどまるのは、(1)バブルの崩壊の後遺症による経済各部門のバランスシート悪化が著しい、(2)趨勢的な円高の進展等により、輸出拡大による景気後退からの脱出というこれまでの手段が困難となっている、(3)財政・金融政策の効果が現れにくくなるとともに、発動余地も低下している、(4)企業の中期的な期待成長率も低下している公算が高い等の構造的要因のためであり、需要項目別には、

- ①設備投資が3年連続のマイナスとなる
- ②GDPの過半を占める民間消費の回復力が弱い
- ③住宅投資の伸びが一服する

- ④公共投資の景気下支え効果が低下する
- ⑤外需も基本的には低迷が続く

一ことが響いている。

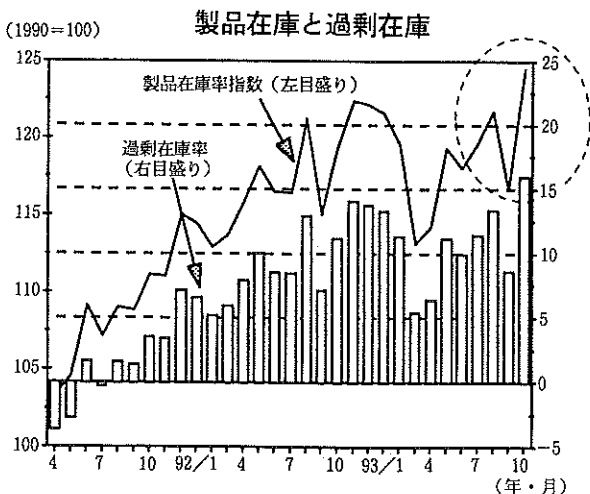
こうした構造的なマイナス要因がある中、以下のようなりスクファクターもある。このため、先の予測の前提を上回る内容の追加策が必要となる可能性も高く、減税の追加、公共投資の円滑な執行の点で、早急な検討を要しよう。

- ①株価、地価の急落、もしくは持続的下落
- ②雇用調整の本格化
- ③円高の一層の進行、外需の急減

(3) 生産・在庫～最終需要低迷から生産は4年連続のマイナスへ

94年度の鉱工業生産は▲2.3%の減少となり、92年度の▲6.3%、93年度の▲4.2%（実績見込み）に続き、4年連続のマイナスとなろう。

生産は在庫過剰感、需要低迷を背景に、93年10-12月期に年率で2ケタの生産調整が見込まれる。



(注) 過剰在庫率は、現実の在庫率指数の適正在庫率指数（80年代以降の在庫率指数実績の平均値）に対する乖離率
(出所) 通産省「通産統計」

しかし、①設備過剰から投資抑制が続く、②雇用・賃金の鈍化から消費の回復力は弱い、③円高・海外景気の低迷から外需は伸び悩む一等で最終需要は低調な推移が続くため、生産は弱含みの推移となろう。

(4) 賃金・雇用～賃金伸び悩みの中、雇用の伸びは鈍化

94年度の名目賃金上昇率は0.3%となり、93年度（実績見込み：0.6%）からさらに低下しよう。

- ①インフレ率の沈静化、雇用情勢の悪化、企業収益の低迷を背景に、春闘賃上げ率は3%に低下する
- ②ボーナスも、企業業績が2桁の減益を続ける中で▲2.2%の減少となる
- ③一方、所定外賃金は減産幅の縮小にともない、減少率が小幅にとどまる

実質賃金ベースでみると、インフレ率の低下から93年度に比べて、ややマイナス幅が縮小するものの、▲0.2%の低下となり、3年連続で伸び率はマイナスとなろう。

賃金の予測

(前年度比、%)

	91年度	92年度	93年度見込	94年度予測	87年度
名目賃金上昇率	4.4	1.3	0.6	0.3	2.6
所定内賃金	4.9	3.1	1.9	1.2	2.1
(春闘賃上げ率)	(5.7)	(5.0)	(3.9)	(3.0)	(3.6)
所定外賃金	▲3.5	▲10.4	▲5.1	▲1.0	6.7
ボーナス等	6.6	▲0.7	▲2.1	▲2.2	1.5
実質賃金上昇率	1.6	▲0.3	▲0.6	▲0.2	2.1

(注) ①名目賃金上昇率は、SNAベースの1人当たり雇用者所得の伸び率
②内訳は、労働省「毎月勤労統計」の5人以上事業所ベース（但し、87年度のみ30人以上）
③実質賃金上昇率は消費者物価指数でデフレート

雇用については、景気低迷が続く中、所定外労働時間の減少をバッファーにこれまで比較的堅調

な推移が続いていた。しかし、売上高の減少が長引く中、人件費率の上昇による企業収益の悪化が著しく、雇用調整圧力は増加している。94年度の雇用者数の伸びは0.6%に鈍化しよう（93年度実績見込み：1.7%）。

雇用関連指標の予測 (%)

	91年度	92年度	93年度見込	94年度予測
労働力人口増加率	1.8	0.8	0.7	0.5
就業者数増加率	1.8	0.7	0.4	0.0
雇用者数増加率	3.2	2.1	1.7	0.6
自営業者数増加率	▲2.8	▲4.7	▲5.4	▲2.4
失業率	2.1	2.2	2.6	3.0

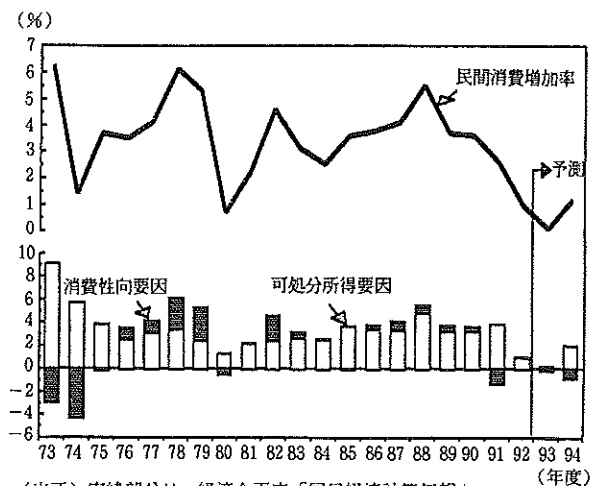
（出所）実質部分は、総務庁「労働力調査報告」

この結果、94年度の失業率は3%に上昇し、円高不況期（86年度2.8%）を上回る厳しい情勢となろう。

(5) 民間消費～減税効果で下げ止まり、景気の下支え要因に

94年度の民間消費は1.2%の増加となり、93年度（実績見込み：0.1%増）から伸び率が高まろう。雇用・賃金の鈍化から、雇用者所得の伸びは低迷するものの、インフレ率の沈静化に加え、6兆円の減税の効果が消費の下支え要因となろう。

実質民間消費の予測



（出所）実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」

6兆円減税の民間消費押し上げ効果 (%)

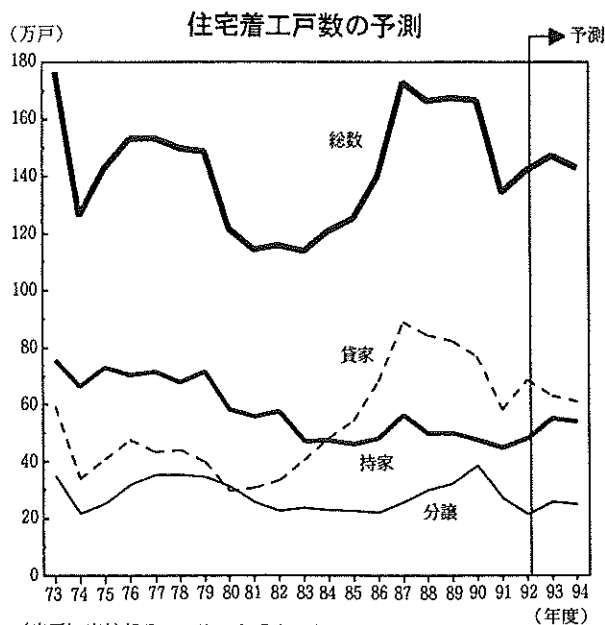
	①減税有り	②減税なし	減税の効果 (①-②)
実質民間消費	1.2	0.4	+0.8
実質可処分所得	2.1	0.2	+1.9
平均消費性向	▲0.9	0.2	▲1.1
実質GDP	0.0	▲0.6	+0.6

(6) 民間住宅投資～持家主体に底堅い推移

94年度の住宅着工戸数は145万戸と93年度（実績見込み：147万戸）から微減するものの、堅調な推移となろう。

貸家については、家賃の低迷基調を背景に減少が続こう。持家・分譲については、地価の先安感、所得の低迷はあるものの、金利は歴史的な低水準にあることから高水準の着工が続こう。着工戸数全体では、高水準の中、微減しよう。

住宅投資ベースでは、93年度の8.2%増（実績見込み）から94年度は3.2%の増加に鈍化しよう。



（出所）実績部分は、建設省「建設統計月報」

(7) 民間設備投資～企業収益低迷が長引く中、3年連続のマイナスに

94年度の民間設備投資は▲6.4%となり、92、93年度(実績見込み：▲8.7%減)に続き3年連続のマイナスとなる。

基本的には、①ストック調整、②資産デフレ、バランスシート悪化、③企業収益の悪化(94年度の経常利益は5年連続のマイナスに)～等から設備投資の抑制が続こう。

しかし、ストック調整自体は進行しており、歴史的な低金利や円高圧力の緩和、減税の効果もあり、設備投資のマイナス幅は次第に縮小に向かおう。

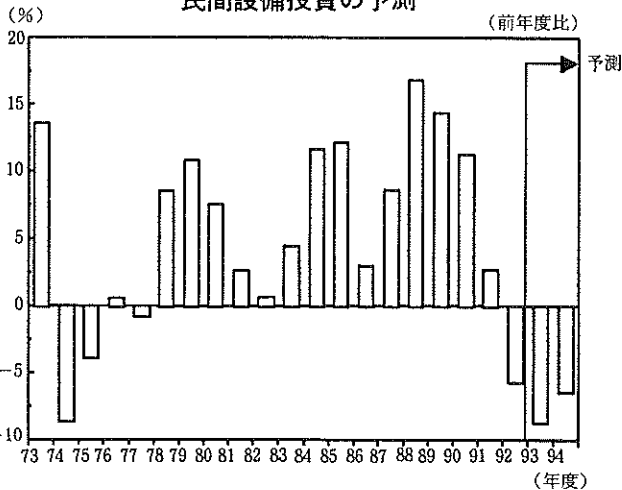
企業収益の見通し

(前年度比、%)

	91年度	92年度	93年度見込	94年度予測
売上高	4.6	▲2.1	▲3.8	▲1.2
経常利益	▲12.1	▲26.5	▲27.8	▲10.5
製造業	▲16.7	▲34.0	▲29.1	▲9.4
非製造業	▲7.8	▲20.1	▲26.9	▲11.1
売上高経常利益率	2.6	1.9	1.4	1.3

(出所) 実績部分は、大蔵省「法人企業統計季報」

民間設備投資の予測



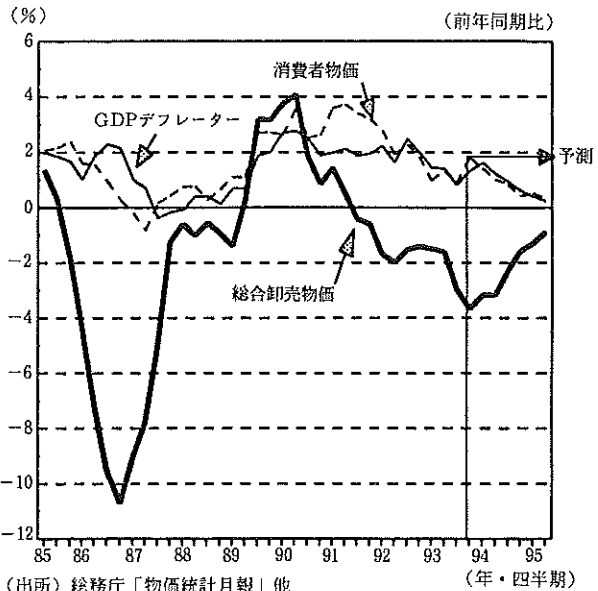
(出所) 実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」

(8) 物価～一段と沈静

94年度の総合卸売物価は▲1.5%の下落となり、93年度の▲3.3%(実績見込み)に続き4年連続のマイナスとなる。下落の背景は、①景気低迷下での需給の緩和、②原油価格をはじめとした商品市況の低迷、③円高基調～等である。

消費者物価も、94年度は0.5%の上昇と93年度の1.2%(実績見込み)から低下しよう。卸売物価の下落に加えて、労働需給の緩和から賃金の伸びが低下することから、コアインフレの沈静化が続こう。

物価の見通し



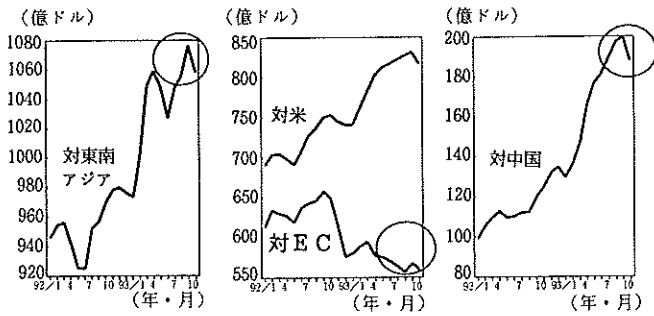
(出所) 総務庁「物価統計月報」他

(9) 国際収支～黒字は高水準の中、わずかながら増加

1) 輸出動向～海外景気の緩やかな拡大を受け、微増

93年度の輸出金額 (IMFベース、ドル建て) は、前年度比6.6%増加する見込みである。円高・欧州景気の低迷を受け、数量ベースでは伸び悩むものの、円高によるドル建て輸出価格の引き上げから、金額ベースでは堅調な推移となる。

最近の地域別輸出動向 (季調値、年率換算)

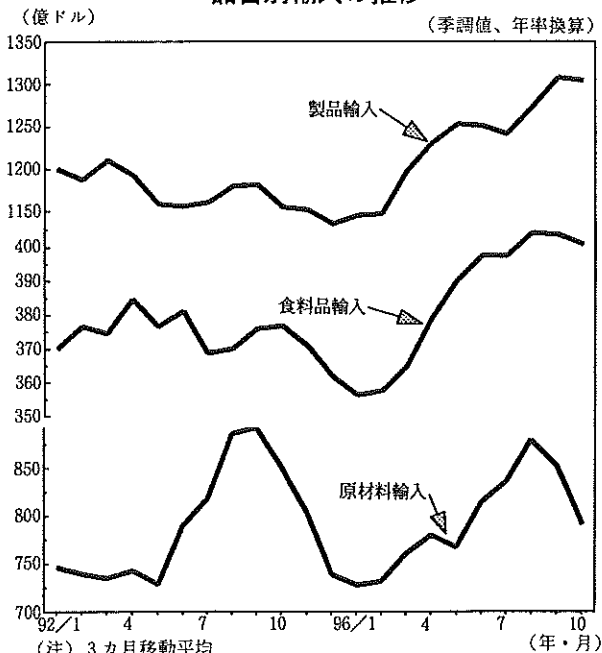


(注) 3カ月移動平均ベース
(出所) 大蔵省「外国貿易概況」

94年度については、2.6%増加と堅調ながらも伸びは低下しよう。円高の一服により、輸出価格の伸びは低下するものの、数量ベースでは、①米、アジア経済の堅調な推移、②欧州景気がマイナス成長から脱却—というプラス要因と、③円高の価格効果からの輸出数量抑制効果のマイナス要因が働き、微増となろう。

2) 輸入動向～景気低迷・円高効果の綱引きの中、ゆるやかに拡大

93年度の輸入金額は、6.4%の増加となろう。原油価格の下落等から、ドル建て輸入価格は下落品目別輸入の推移



(注) 3カ月移動平均
(出所) 大蔵省「外国貿易概況」

するものの、円高による価格効果から、製品、食料品を中心として輸入数量が増加しよう。

94年度については、原油価格の下落から、ドル建て輸入価格が下落するものの、国内生産の落ち込み緩和、円高の輸入数量拡大効果持続等から数量が微増するため、金額ベースでは2.5%の増加となろう。

3) 貿易・経常収支～高水準の中、黒字は微増

貿易黒字は93年度に1450億ドルの後、94年度も1490億ドルとなろう。黒字幅は90年度をボトムに急速に拡大してきたが、94年度は微増となろう。

(黒字拡大要因)

- 海外景気の改善基調
- 国内景気の低迷持続
- 原油価格の下落

(黒字縮小要因)

- 円高の輸出数量抑制・輸入数量拡大効果
- 円高一服と世界的ディスインフレからのドル建て輸出価格の安定

貿易黒字の拡大に加えて、貿易外収支が赤字から黒字に転じることにより、経常黒字は93年度の1380億ドル(実績見込み)が94年度は1470億ドルと貿易黒字を上回る拡大となろう。

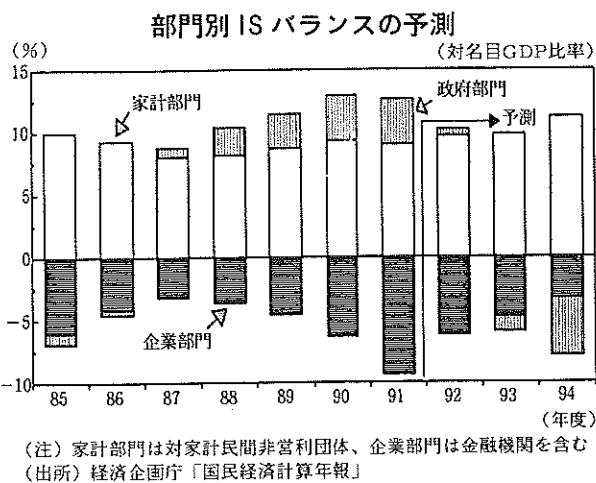
経常収支の予測

(季調済年率換算ベース、億ドル)

	92年度実績	93年度見込み	94年度予測		
			上期	下期	
経営収支	1,259	1,380	1,470	1,410	1,530
(対GDP比%)	(3.4)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.3)
貿易収支	1,361	1,450	1,490	1,480	1,490
(対GDP比%)	(3.6)	(3.3)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
輸出	3,355	3,570	3,670	3,670	3,660
(前年同期比%)	(7.5)	(6.6)	(2.6)	(2.0)	(3.2)
輸入	1,994	2,120	2,180	2,190	2,170
(前年同期比%)	(0.5)	(6.4)	(2.5)	(0.9)	(4.2)
貿易外収支	▲50	0	50	10	110
移転収支	▲52	▲70	▲70	▲80	▲70

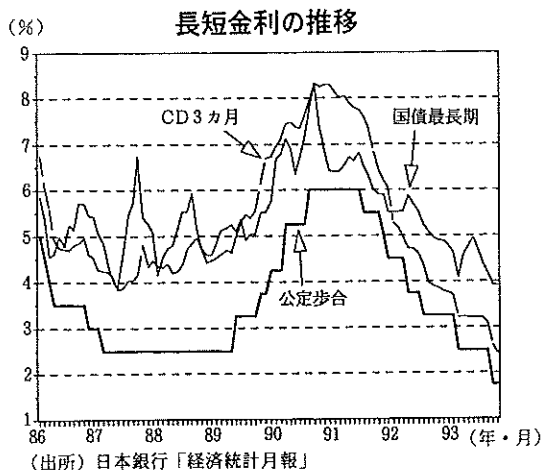
(出所) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

部門別の貯蓄・投資バランス（IS バランス）をみると、94年度は減税・公共投資の拡大を背景として政府部門の赤字幅は拡大する。しかし、民間部門では、減税の影響で家計部門の貯蓄率が高まる他、企業サイドでも投資が93年度に比べて一段と抑制されることから投資超過幅が縮小する。このため、国全体として貯蓄超過幅の明確な縮小は見込みにくい。貯蓄投資バランスの裏側である経常黒字の対GDP比は94年度も高水準が続こう（93年度実績見込み3.1%→94年度予測3.2%）。



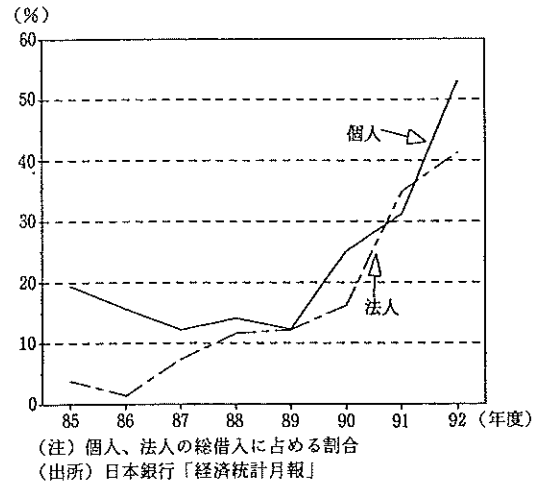
(10) 金融～第8次公定歩合引き下げへ

景気後退が持続し、雇用情勢の深刻化が懸念される中、短期金利の低め誘導実施に続き、93年度末頃までに公定歩合引き下げ（第8次利下げ、下げ幅は0.5%～0.75%）となる公算が高い。長



短市場金利はすでに弱含み傾向にあるが、93年度末に向けてさらに低下気味となろう。

公的金融機関からの借入比率（フロー）



94年度は、①所得税・住民税減税等により、93年度のマイナス成長からゼロ成長に転じる、②金利の水準自体は歴史的に著しく低い一巡から公定歩合は据え置かれ、長短金利ともにおおむね横這い圏の展開となろう。

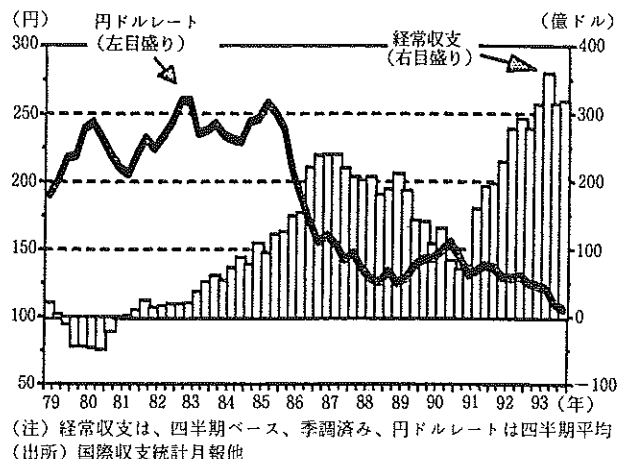
マネーサプライは、財政要因の寄与、累積的金融緩和の効果等から足元で若干、前年比の伸びが高まっている。しかし今後は、①財政要因の一巡、②金融機関の資金供給力の弱さ、③資産価格の低迷一などから、再び伸び悩み傾向となろう。

こうした中、金融全体に占める公的金融機関のウェイトが増加している。景気対策の一つの柱としての役割では当然であるが、将来的には民間金融との関連を含め何らかの政策的対応を要する可能性があるだろう。

(11) 為替～横ばい圏の中、やや円高基調

為替(円ドルレート)は、①日本の黒字の拡大テンポの縮小、②米国の利上げ実施一が予想されるものの、黒字の水準自体は依然大きく、「基本的には横ばい圏の中、やや円高方向の圧力が残る状況」で推移しよう。年度平均で92年度125円が93年度106円、94年度103円となろう。なお、米国の中間選挙あるいは日米貿易交渉の動向等に関連して一層の円高方向へのリスクも残る。

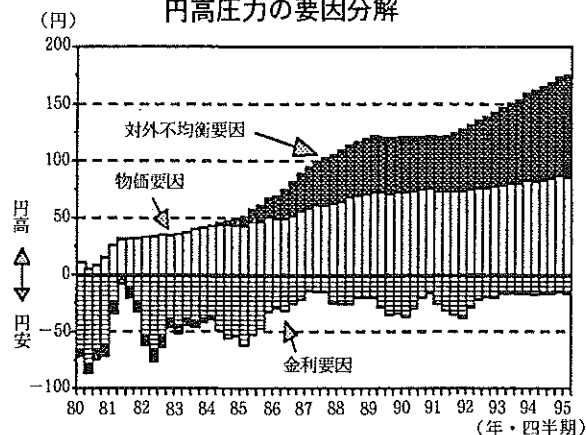
円ドルレートと経常収支黒字の動き



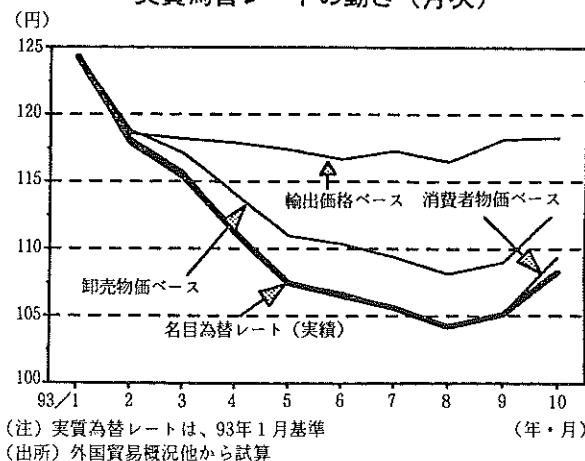
(参考)アセットアプローチによる円ドルレート予測

いわゆるアセットアプローチ型の式を推計、80年代に入ってから円ドルレートへ与えた影響を要因分解してみると、①内外インフレ率格差は円高に寄与、②対外不均衡(日本の経常収支の累積額)は85年以降円高に寄与し一時ほぼ中立的になったものの、91年以降、再び円高への寄与を強めている一ことがわかる。今後については、①94年度の日本の経常黒字は急激な増加局面は脱するものの、高水準の中、微増が予想されるため、対外不均衡要因は拡大(黒字が高水準で微増と予想する一因として、93年2月以降急ピッチな円高が進み名目ベースでは一時15%近い円高(ヨーロッパ方式)となったが、貿易に最も影響を与える輸出価格ベースでの実質為替レートでは5%程度の円高に留まっていることが挙げられる)、②日本の物価下落と米国の物価上昇から内外インフレ率格差も持続一といったことから、引き続き円高圧力が残るものと考えられる。

円高圧力の要因分解



実質為替レートの動き(月次)



1994 年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	91年度 実績	92年度 実績	93年度 見込み	94年度 予測	93年度 前回予測
名目国内総支出	5.3 (455.4)	2.3 (466.0)	0.4 (468.0)	0.7 (471.2)	*1.2 (476.2)
実質国内総支出	3.3	0.5	▲0.9	0.0	*0.4
国内需要	2.1	▲0.1	▲0.5	0.0	0.2
国内民間需要	2.0	▲1.5	▲1.4	▲0.5	▲1.4
民間最終消費支出	2.6	1.0	0.1	1.2	0.8
民間住宅投資	▲12.2	▲2.4	8.2	3.2	1.9
民間企業設備投資	2.7	▲5.7	▲8.7	▲6.4	▲7.5
民間在庫品増加	(4.1)	(1.9)	(2.5)	(2.1)	(1.3)
国内公的需要	2.9	8.0	4.1	2.7	8.4
政府最終消費支出	0.9	2.9	1.9	1.4	2.4
公的固定資本形成	6.7	13.3	6.8	3.8	14.8
財・サービスの純輸出	(1.8)	(4.5)	(3.0)	(2.9)	* (9.5)
財・サービスの輸出	4.9	4.5	▲1.9	1.1	*▲2.5
財・サービスの輸入	▲3.3	▲0.0	0.5	1.2	*▲3.8
実質国民総支出	3.4	0.8	▲0.9	0.1	*0.4
鉱工業生産	▲0.7	▲6.3	▲4.2	▲2.3	▲3.7
総合卸売物価	▲1.2	▲1.5	▲3.3	▲1.5	▲3.3
消費者物価	2.8	1.6	1.2	0.5	1.2
貿易収支 (億ドル)	1,137	1,361	1,450	1,490	1,560
経常収支 (億ドル)	902	1,259	1,380	1,470	1,500

(注) ①太線内は、今回の予測値 (次ページ以降も同様)
 ②前回予測は9月9日、*印はGNPベースの数値 (次ページ以降も同様)
 ③()内は、実数、兆円
 ④貿易収支、経常収支は国際収支ベース
 (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」、
 「国民収支統計月報」、
 (次ページ以降も同様)

見通しの主な前提

	91年度 実績	92年度 実績	93年度 見込み	94年度 予測	93年度 前回予測
原油価格 (通関入着、ドル/バレル)	18.8	19.3	17.1	15.5	17.2
円 / ドル ・ レート	133	125	106	103	104
公定歩合 (年度末値、%)	4.5	2.5	1.25	1.25	2.0
米国実質経済成長率 (暦年、%)	▲0.7	2.6	2.8	2.7	2.7

(注) ①公定歩合を除き年度平均値
②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 実績	92年度 実績	93年度 見込み	94年度 予測	93年度 *前回予測
実質国内総支出	3.3	0.5	▲0.9	0.0	0.4
国内需要	2.2	▲0.1	▲0.5	0.0	0.2
国内民間需要	1.7	▲1.3	▲1.2	▲0.4	▲1.1
民間最終消費支出	1.5	0.6	0.1	0.7	0.5
民間住宅投資	▲0.7	▲0.1	0.4	0.2	0.1
民間企業設備投資	0.6	▲1.2	▲1.8	▲1.2	▲1.5
民間在庫品増加	0.3	▲0.5	0.1	▲0.1	▲0.2
国内公的需要	0.4	1.2	0.7	0.5	1.3
政府最終消費支出	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.4	0.9	0.5	0.3	1.1
財・サービスの純輸出	1.2	0.6	▲0.4	▲0.0	0.2
財・サービスの輸出	0.7	0.6	▲0.3	0.2	▲0.5
財・サービスの輸入 (控除項目)	▲0.5	▲0.0	0.1	0.2	▲0.6

(注) ①四捨五入の関係で、需要項目別の合計と全体とは必ずしも一致しない
②需要項目別寄与度の前回予測は、GNP成長率への寄与度

94年度日本経済見通し結果（半期系列）

（上段は季調整・前期比%、下段は原数値・前年同期比%）

	91年度		92年度		93年度		94年度	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期
名目国内総支出	2.6 5.8	2.2 4.9	1.3 3.4	0.0 1.4	0.3 0.3	0.2 0.6	0.0 0.3	0.9 1.0
実質国内総支出	1.6 3.8	1.2 2.9	▲0.0 1.1	▲0.2 ▲0.1	▲0.5 ▲0.7	▲0.5 ▲1.0	0.0 ▲0.4	0.4 0.5
国内需要	1.2 2.3	0.7 2.0	▲0.2 0.4	▲0.5 ▲0.6	0.0 ▲0.6	▲0.5 ▲0.5	0.0 ▲0.4	0.4 0.4
国内民間需要	1.2 2.4	0.4 1.6	▲1.1 ▲0.7	▲1.2 ▲2.4	▲0.6 ▲1.7	▲0.5 ▲1.2	▲0.4 ▲0.8	0.2 ▲0.2
民間最終消費支出	1.8 1.9	1.5 3.3	0.0 1.5	0.4 0.4	▲0.1 0.3	▲0.0 ▲0.1	0.8 0.8	0.9 1.7
民間住宅投資	▲8.5 ▲9.4	▲7.5 ▲15.3	4.3 ▲3.4	▲5.4 ▲1.2	7.5 1.8	7.6 15.5	0.1 7.6	▲1.4 ▲1.3
民間企業設備投資	0.7 5.9	▲0.8 ▲0.0	▲3.0 ▲3.9	▲4.5 ▲7.3	▲4.8 ▲9.1	▲3.8 ▲8.4	▲3.6 ▲7.3	▲1.9 ▲5.5
民間在庫品増加*	0.3 0.3	0.1 0.3	▲0.5 ▲0.5	▲0.1 ▲0.6	0.2 0.1	▲0.0 0.2	▲0.1 ▲0.2	0.1 ▲0.0
国内公的需要	1.6 1.4	2.4 4.2	4.8 7.1	3.4 8.8	2.9 5.9	▲0.5 2.6	2.2 1.9	1.0 3.4
政府最終消費支出	▲1.1 1.4	1.6 0.4	1.5 3.1	1.2 2.7	1.0 2.2	0.7 1.7	0.7 1.4	0.7 1.4
公的固定資本形成	4.9 3.4	4.3 9.1	7.8 12.6	5.5 13.8	4.9 10.3	▲0.8 4.4	2.9 2.5	1.6 4.7
財・サービスの純輸出*	0.4 1.5	0.5 0.9	0.2 0.7	0.3 0.5	▲0.5 ▲0.2	▲0.1 ▲0.5	▲0.0 ▲0.1	0.0 0.0
財・サービスの輸出	0.5 4.1	5.1 5.7	0.2 5.2	3.6 3.8	▲2.3 1.2	▲2.8 ▲4.9	1.6 ▲1.2	1.6 3.3
財・サービスの輸入	▲2.1 ▲5.7	1.3 ▲0.8	▲1.3 ▲0.0	1.3 0.0	1.1 2.5	▲2.5 ▲1.4	1.7 ▲0.8	1.4 3.3
実質国民総支出	1.6 3.9	1.3 2.9	0.2 1.4	▲0.0 0.3	▲0.7 ▲0.8	▲0.4 ▲1.1	▲0.1 ▲0.4	0.5 0.5
鉱工業生産	▲0.6	▲2.6	▲3.7	▲2.8	▲1.3	▲2.9	▲0.7	▲0.3
総合卸売物価	▲0.5	▲1.8	▲1.5	▲1.6	▲3.3	▲3.2	▲1.9	▲1.1
消費者物価	3.3	2.3	2.0	1.1	1.3	1.2	0.5	0.5
貿易収支（億ドル）	1,041	1,234	1,320	1,391	1,431	1,470	1,480	1,490
経常収支（億ドル）	781	1,013	1,143	1,349	1,270	1,490	1,410	1,530
公定歩合（%）	5.5	4.5	3.25	2.5	1.75	1.25	1.25	1.25

（注）①民間在庫品増加、財・サービスの純輸出は寄与度（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、経常収支の半期の数値は季節調整済・年率換算
 ④公定歩合は、期末値

94年度日本経済見通し結果（四半期系列）

（上段は季調整・前期比%、下段は原数値・前年同期比%）

	92年 7-9	10-12	93年 1-3	4-6	7-9	10-12	94年 1-3	4-6	7-9	10-12	95年 1-3
名目国内総支出	▲0.6 2.7	0.1 1.6	0.4 1.1	0.3 0.1	▲0.3 0.4	0.3 0.8	0.1 0.3	0.1 0.5	▲0.3 0.2	0.9 1.0	0.3 1.0
実質国内総支出	▲0.5 0.7	▲0.2 0.2	0.6 ▲0.3	▲0.4 ▲0.7	▲0.7 ▲0.8	▲0.4 ▲0.9	0.4 ▲1.2	▲0.1 ▲0.7	▲0.2 ▲0.2	0.2 0.4	0.5 0.5
国内需要	▲0.6 ▲0.0	▲0.6 ▲0.4	0.7 ▲0.8	▲0.0 ▲0.6	▲0.6 ▲0.5	▲0.4 ▲0.4	0.5 ▲0.7	▲0.1 ▲0.5	▲0.2 ▲0.3	0.2 0.5	0.5 0.4
国内民間需要	▲0.3 ▲1.2	▲1.1 ▲2.0	▲0.0 ▲2.8	▲0.6 ▲1.8	0.1 ▲1.6	▲0.5 ▲1.1	▲0.0 ▲1.2	▲0.5 ▲0.7	0.1 ▲0.9	0.0 ▲0.3	0.3 ▲0.1
民間最終消費支出	0.8 1.5	▲0.6 0.3	1.2 0.5	▲0.6 0.7	▲0.0 ▲0.1	▲0.3 0.2	0.6 ▲0.4	0.2 0.5	0.5 1.0	0.3 1.7	0.6 1.7
民間住宅投資	0.0 ▲1.5	▲3.9 ▲0.3	▲3.0 ▲2.2	5.1 ▲2.2	7.8 5.5	3.3 13.4	0.7 17.8	0.0 12.1	▲0.5 3.5	▲0.6 ▲0.4	▲1.2 ▲2.2
民間企業設備投資	▲1.7 ▲4.9	▲3.6 ▲7.4	▲0.1 ▲7.3	▲3.7 ▲8.9	▲2.1 ▲9.2	▲2.1 ▲7.8	▲1.4 ▲9.0	▲2.3 ▲7.6	▲1.3 ▲7.0	▲1.0 ▲5.9	▲0.5 ▲5.0
民間在庫品増加*	▲0.4 ▲0.8	0.4 ▲0.3	▲0.5 ▲0.9	0.4 ▲0.1	0.1 0.4	▲0.0 ▲0.0	▲0.1 0.4	▲0.1 ▲0.1	0.0 ▲0.2	0.1 ▲0.1	▲0.0 0.0
国内公的需要	▲1.7 7.2	2.0 8.3	4.4 9.3	2.7 6.3	▲3.9 5.3	▲0.0 3.2	3.1 1.9	1.4 0.7	▲1.6 2.9	1.0 4.0	1.8 2.7
政府最終消費支出	0.5 3.8	0.5 2.9	0.7 2.5	0.4 2.2	0.4 2.1	0.3 1.9	0.4 1.6	0.4 1.4	0.4 1.4	0.3 1.4	0.3 1.4
公的固定資本形成	▲3.2 12.7	4.0 12.5	6.4 15.4	5.2 12.0	▲6.6 8.7	0.6 5.4	4.3 3.2	1.9 ▲0.1	▲2.3 4.4	1.9 6.0	1.8 3.3
財・サービスの純輸出*	0.0 0.7	0.4 0.6	▲0.1 0.5	▲0.4 ▲0.1	▲0.1 ▲0.2	0.0 ▲0.5	▲0.1 ▲0.5	0.0 ▲0.2	0.0 0.0	▲0.0 ▲0.0	0.0 0.1
財・サービスの輸出	2.0 4.4	1.7 3.5	1.6 4.2	▲3.2 2.1	0.2 0.4	▲3.0 ▲4.5	0.2 ▲5.4	1.0 ▲1.7	1.2 ▲0.7	0.6 3.0	0.8 3.7
財・サービスの輸入	2.1 ▲0.8	▲0.9 ▲0.7	2.4 0.8	▲0.7 2.8	1.3 2.2	▲3.4 ▲0.6	0.6 ▲2.1	1.0 ▲0.7	0.9 ▲0.9	0.6 3.3	0.7 3.2
実質国民総支出	0.6 0.9	0.0 0.6	0.5 0.0	▲0.5 ▲0.8	▲0.9 ▲0.9	▲0.2 ▲1.0	0.6 ▲1.2	▲0.3 ▲0.7	▲0.2 ▲0.1	0.3 0.5	0.7 0.5
鉱工業生産	▲0.4	▲2.8	0.4	▲1.5	0.1	▲2.7	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.1	▲0.1
総合卸売物価	▲1.4	▲1.5	▲1.6	▲3.0	▲3.7	▲3.2	▲3.2	▲2.3	▲1.6	▲1.3	▲0.9
消費者物価	1.8	1.0	1.3	0.9	1.8	1.4	0.9	0.9	0.2	0.5	0.5
貿易収支（億ドル）	1,313	1,361	1,422	1,400	1,461	1,460	1,470	1,480	1,490	1,490	1,500
経常収支（億ドル）	1,112	1,257	1,441	1,261	1,279	1,440	1,550	1,430	1,400	1,490	1,570
公定歩合（%）	3.25	3.25	2.5	2.5	1.75	1.75	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25

（注）①民間在庫品増加、財・サービスの純輸出は寄与度（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