

# 経済の動き

経済調査部

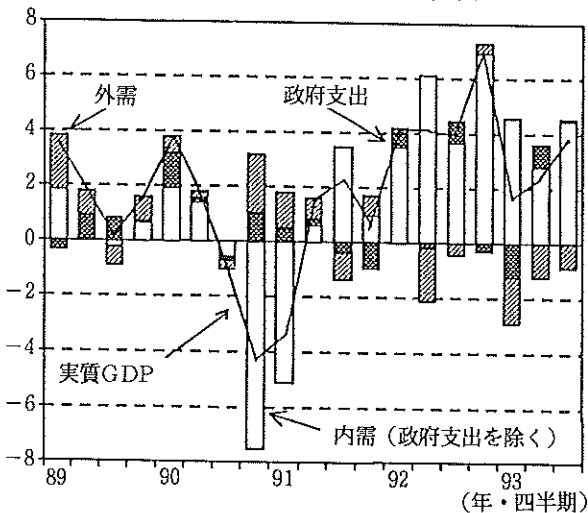
## 1. 米国経済・金融

～景気は拡大基調、長期金利は強含み横這い圏

### (1) 景気全般～景気は拡大傾向

足もとの米国経済は、成長率が内需中心に高まる中、物価は安定基調を維持している。実質 GDP 成長率（前期比年率）は93年3Qの2.9%が、93年4Qは4～5%になったと見込まれる。これは、住宅投資、設備投資が高水準の伸びを続けるとともに、個人消費も自動車等を中心に増加傾向が強まっているためである。超短期モデル（基礎研N.Y.）の93年4Qの予測値も一貫して伸び率が上方改定となっており、直近（93年12月15日分）では4.5%となっている。

(%) 実質 GDP の推移（前期比年率）



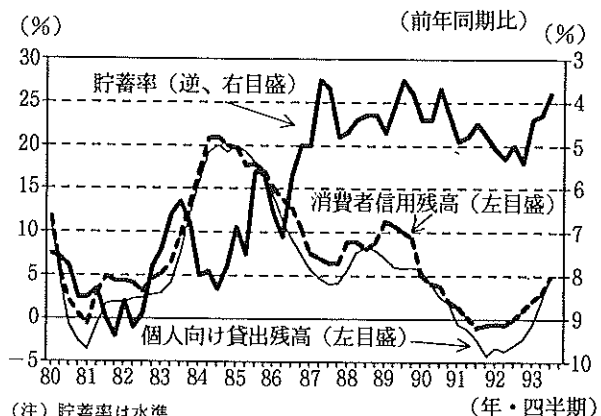
(資料) 米国商務省 "SURVEY OF CURRENT BUSINESS"

しかし、94年1Q、2Qについては、前期の高めの成長の反動に加えて、クリントノミクスの下での増税等のデフレ効果が個人消費中心にあらわれると予想され、成長率はやや鈍化し、2～3%程度となろう。

### 1) 個人消費

まず雇用動向をみると、①減少していた製造業の雇用者も93年10月より増加に転じている、②製造業の残業時間も過去最高水準に達している—ことから、これまでサービス業に比べて抑制的であった製造業でも、緩やかながら雇用増が期待でき、個人所得の伸びを支える要因となろう。また、低金利が自動車等の耐久消費財需要を刺激する効果も続くとみられ、個人消費は比較的堅調に推移しよう。

貯蓄率と消費者信用、銀行貸出の推移



(注) 貯蓄率は水準  
(資料) 米国商務省 "SURVEY OF CURRENT BUSINESS" 他

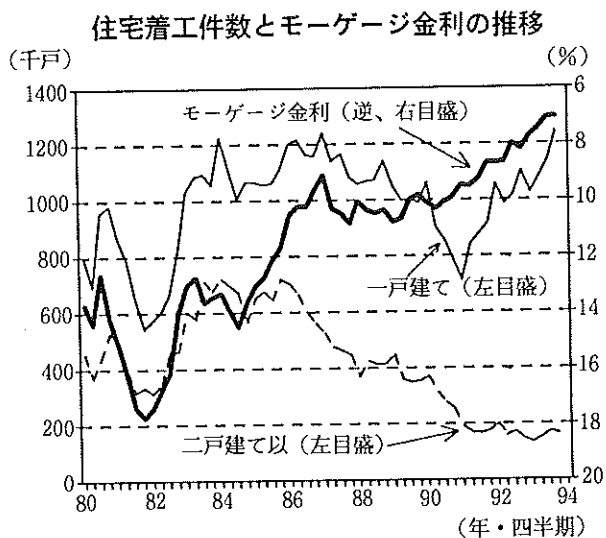
ただし、①増税策等の可処分所得やマインド面への影響が懸念される、②貯蓄率は依然として歴史的な低水準にある一ことから、消費の拡大テンポは当面、鈍化しよう。

## 2) 設備投資

設備投資は、低金利、企業収益の改善、コンピューター等の資本財価格の低下を背景に高めの伸びで推移している。商務省発表（93年12月）の設備投資計画調査でも、非製造業を中心に緩やかな伸びが期待されている。設備稼働率も83%台まで高まっており、製造業についても設備投資の伸びが高まることが予想される。

## 3) 住宅投資

住宅投資は91年をボトムに息の長い増加基調を続けている。足もとの着工件数も一戸建てを中心に増加基調にあり、93年11月の新規住宅販売も堅調な推移となっている。モーゲージ金利は下げ止り傾向であり、住宅投資の大幅な伸びは見込みにくいものの、所得増加、ストック面での拡大余地（本レポート前月号参照）を考慮すると、引き続き緩やかな拡大基調が続くと予想される。



## 4) 外需

93年10月の貿易収支は輸出、輸入ともに過去最高水準まで増加した。輸出の増加は、①地域別にはカナダ、南米向けが伸びている、②財別には航空機、自動車、コンピューター関連が堅調に推移している一ことによる。他方で、輸入も国内景気の強さを反映して増加しており、貿易収支の赤字幅は年率1255億ドルと高水準（92年は845億ドル）となっている。なお、今後についても、内外景気局面のズレ（米国景気の伸び>海外景気の伸び）を背景に輸入の伸びが輸出の伸びを上回る傾向が続き、赤字は拡大傾向と判断される。

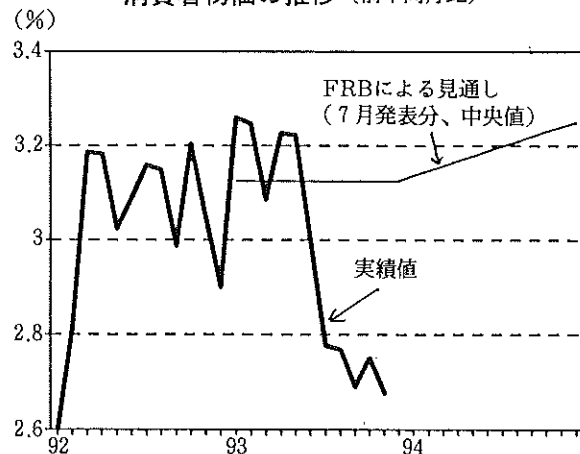
### (2) 物価～安定基調が持続

景気拡大が続く中、物価は一段と安定傾向にある。足もとの消費者物価上昇率は前年比2.7%と、7月に発表された連銀の予測値（93年4月は3.0～3.25%）を大きく下回っており、生産者物価も前年比1%以下と、物価動向は良好と判断される。この要因としては以下の点が挙げられる。

- ①企業のリスストラクチャリングにより雇用の伸びが抑制され、労働生産性が上昇し、単位労働コストが低く抑えられている
- ②景気の回復とともに稼働率が上昇してきているが、これまでのところ、景気過熱が懸念される程ではない
- ③世界的な景気低迷により、原油価格も足もとまで低下基調にあり、今後も安値安定が予想されること

ただし、最近の景気拡大ペースの高まり、今後の稼働率の上昇見込み等から、94年下期の物価上昇率はやや高まろう。

消費者物価の推移（前年同月比）



(注) FRBによる見通しは、93年は3.0～3.25%、94年は3.0～3.5%  
 (資料) 米国商務省“MONTHLY LABOR REVIEW”他

### (3) 金融

政策金利は、公定歩合、FFレートとも、1年以上据え置かれている（公定歩合は92年7月、FFレートは92年9月より3.0%）。景気の拡大基調が続く中、今後の稼働率の上昇や、労働コストの上昇等を考慮すれば、94年央頃に予防的引き締めとして小幅利上げ（0.5%）が実施されよう。この点、足もとの景気拡大テンポの強まりを背景に、早めの時期での利上げ（早ければ2月、上げ幅としては0.25%）を見込む予測が増えているが、物価安定や94年前半の景気動向（増税等を主因とした成長率の鈍化）から判断して、早期利上げの可能性は依然として低いとみられる。

長期金利は、93年10月15日の5.78%をボトムとして、①景気の拡大基調の強まり、②利上げ観測一を背景に上昇傾向となり、足もとでは6%台前半で推移している。当面、もみ合い・横這い圏での推移となろうが、景気拡大の持続、利上げの公算等から方向性としては強含みの可能性が高いと予想される。

なお、今後の注目すべき日程では、1月25日からの議会再開、医療保険制度改革の審議、1月末発表予定の予算教書、2月3日のFOMC、2月中旬のグリーンスパン連銀議長による議会証言一などがある。

## 2. ドイツ経済

～景気は底這い状況、金融は引き続き緩和方向

### (1) 景気（旧西独ベース）

景気は最悪期を脱したものの、依然、底這い状態が続いている。12月7日に発表された93年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比0.6%と4-6月期に続きプラス成長となったものの、この回復テンポが続くとみるのは以下の点から楽観的に過ぎよう。

- ①個人消費は需要項目の中でもっとも高い伸びを示し、7-9月期の実質GDPを0.9%押し上げた。しかし、雇用の悪化傾向、貯蓄率が既に低水準にあること等から持続性は疑問。
- ②設備投資は6四半期ぶりの前期比プラス成長に転じた。しかし、この点も設備投資に対する影響力の大きい輸出環境をみると、主要輸出先の欧州は景気低迷が続いており輸出の持続的回復は見込み難い。このため、設備投資が今後プラスの伸びを続ける可能性は低い。

生産、需要関連の月次指標で最近までの推移をみると、93年春頃に下げ止まった後は一進一退の状況にある中で93年10月、11月の生産指数は2ヵ月連続の前月比マイナスとなった。このため、93年10-12月期の実質GDPは再びマイナス成長となる可能性が高いとみられる。

消費者物価の前月比年率の上昇率は、93年3月をピークに鈍化傾向を辿っている。直近12月の前年同月比は3.6%と11月に引き続き4%年を下回った。今後に関しても労働需給緩和から、賃金上昇率の低下が見込まれるため、消費者物価上昇率は引き続き鈍化傾向となろう。ただし、94年1月からの鉱油税および保険税の引き上げから、消費者物価は0.5%程度引き上げられる見込みである。

## (2) 最近の賃金交渉の動向

昨年末から94年の賃金交渉が本格化している。景気後退から雇用環境の悪化が続く中、組合側の賃上げ要求は、94年の予想インフレ率程度となっている。業績好調な保険業では5.5%と高めの賃上げ要求を出していたが、最終的には2%（一時金支給を含めた実質では3%）で妥結した。最大の単産であるIGメタルも業績悪化にもかかわらず、5.5~6%と高めの要求をしているが、傘下のフォルクス・ワーゲン社の妥結内容（週4日労働制、20%賃下げ）からみて、妥結率は低めとなろう。

一般にドイツの賃金交渉では「当初の組合員側の要求賃上げ率の6割程度で妥結する傾向」がある。94年の賃上げ要求を3~4%とみれば、妥結率は1.8~2.4%となるが、一時金支給等により実質的には2~3%程度の賃上げとなろう。

なお、フォルクスワーゲン社は今回の週4日労働制導入に伴い、州政府に補助金支給を要請する方針を示している。経営者連盟（BDA）は現在のところこれに反対しているが、週4日労働制が今後、他業種にも広まるとみられる中、財政赤字との関連から、政府との交渉の行方が注目される。

## (3) 金融～段階的な緩和が持続

今後も、①景気底這い状態の持続、②インフレ率の改善傾向、③政府の財政赤字削減努力の持続、④M3増加率の鈍化傾向一等から、連銀は段階的な金融緩和を続けよう。過去の景気後退局面のパターン等からみて、公定歩合（現行5.75%）は94年末までに3.5%程度に低下するとみられる。

長期金利は、金融緩和に伴い基調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（1月4日時点、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からみても、今後の金利低下余地は限られているとみられる。

## (4) ドイツの政局について

94年はドイツにとって「選挙の年」である。5月の大統領選挙、10月の連邦議会選挙（総選挙）など、年内に19もの選挙が実施される。前回90年12月の議会選挙では東西ドイツ統一を実現させた功績からコール首相が支持され、同氏が率いるCDU（キリスト教民主同盟）が大勝した。しかし、今回は景気後退から失業者数が戦後最高水準を更新している上、財政赤字削減のための所得税増税、社会保障費削減などが実施される状況にある。統一後の社会について楽観的な発言を繰り返してきたコール首相への批判は強くCDUの勢力後退が予想される。

参議院で過半数を占める最大野党のSPD（社会民主党）にしても、財政赤字削減方針など基本的な経済政策に関してはCDUと大きな違いはない。最近の世論調査によるとCDU、SPD両党ともに支持率は30%台にとどまっており、このま

までは、どちらかがFDP（自由民主党）と連立を組んでも議席の過半数を獲得することはできない状況も考えられる。この場合には29年ぶりにCDU/CSU（キリスト教社会同盟）とSPDの大連立が実施されよう。仮にSPDの単独政権となった場合でも昨年夏に合意した財政赤字削減計画など、経済政策面での大きな変更はなかろう。

なお、極右勢力については、昨年3月のヘッセン州地方選挙、9月のハンブルク都市州議会選挙で躍進したものの（得票率は各々8%、7.5%）、直近12月5日のブランデンブルク州地方選挙ではSPDが健闘し（前回得票率28.1%→今回33.5%、CDUは31.8%→22.5%と後退）、極右勢力には目立った成果はなかった。この背景には昨年7月の基本法改正による規制強化で難民流入に歯止めがかかったことが挙げられよう。「亡命申請者」は92年の史上最高の44万人から93年は35万人に減少する見込みである。また、基本法擁護庁によると、極右による暴力事件も93年7月以降減少に転じており、直近データである9月は過去2年間で最低となっている。ただし、雇用情勢の悪化傾向から極右勢力台頭的环境は続くと思われる、一連の選挙結果が金融市場の不安定要因となる可能性がある。

### 3. 日本経済～景気後退は長期化・深刻化

昨年12月10日に発表された93年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.0%と予想外の高めの伸びとなったが、以下のような点から全体としては景気後退は長期化し、深刻化しているとみられる。

- ①日銀短観(93年11月調査)、法人企業統計(93年7-9月期)で企業部門の悪さが再確認。
- ②鉱工業生産は、93年10月前月比▲5.5%の大幅な落ち込みの後、11月に+1.8%となったが、12月の予測指数は▲3.5%であり、再び大幅減産の見込み。こうした中でも出荷低迷により、在庫調整圧力は高まったままであり、11月の製品在庫率指数は124.7と10月の124.6からわずかながら上昇。

今後については、①企業部門の調整圧力から設備投資の減少が続く、②外需も低迷、③公共投資も減少の可能性、④在庫の調整圧力が大きいことから、実質GDP成長率でみて、93年10-12月期は大幅マイナス、94年1-3月期はわずかのプラスと予想される。93年度全体としての成長率は、昨年12月の「経済見通し」では▲0.9%と見込んだが、93年度上半期の実績が高めとなったこと等からゼロ～▲0.5%程度となろう。

なお、政局混迷から94年度予算の編成が遅れており、年度内成立はほぼ困難で、暫定予算が不可避の情勢にある。長期の暫定予算となる可能性も高まっている。現在、追加的景気対策と、その一環としての公共投資拡大を柱とする93年度第3次補正予算の論議がなされているが、基本的には94年度スタート時点での公共事業執行の空白を防止することが目的とみられる。

政局混迷、予算編成の遅れは所得減税の実質的な開始時期の遅れをもたらす等、景気の下振れり

スクを増す恐れが強い。

(1) 93年7-9月期のGDP成長率は予想外に高め

7-9月期の実質GDPは、「前期比年率+2.0%」と当研究所、並びに大方の予想（当研究所「超短期予測」：▲3.0%、共同通信社集計事前予測平均値：▲2.6%）を上回る高い成長率となった。

内訳をみると、公需、外需の成長寄与度がおおむねゼロとなる中、住宅投資の大幅増、消費の増加への転換から民需がプラス0.4%の寄与となった点が特徴である。

経済企画庁のコメントによれば、予想外の高い成長率は、①民間消費が住宅関連耐久消費財を中心に堅調であった、②季節調整パターンが変更になったのが主因とのことである。②に関しては、今回、92年度以前の方も改定されており、項目別には特に「7-9月期の公共投資」の前期比伸び率が高くなっている。

（従来→今回の数値）

91/7-9：▲4.0%→▲0.4%、

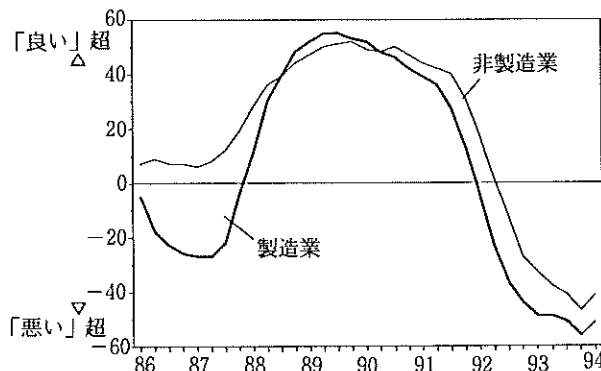
92/7-9：▲3.2%→▲0.3%

このように、7-9月期の成長率は高めとなったが、①今回の景気後退の主因である設備投資の落ち込みに歯止めがかかっていない、②外需の寄与度はほぼゼロ、③在庫は後ろ向きの積み上がりが持続一となっており、さらに公共工事請負額などの先行指標からみて公共投資の落ち込みが予想されることから、93年10-12月期、94年1-3月期と当面、景気低迷が続こう。

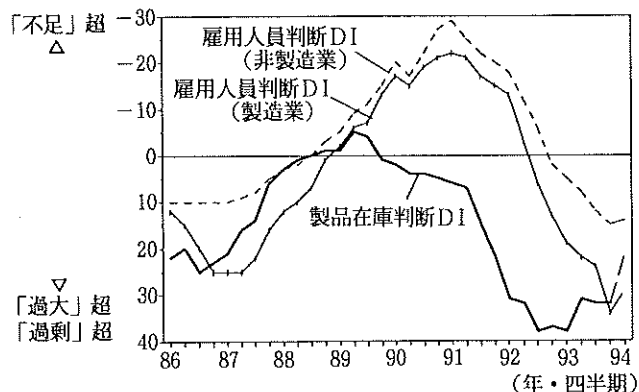
(2) 景気後退の深刻化示す日銀短観・法人企業統計

12月10日に発表された日銀短観(11月調査)は、企業部門の不振を強く示すものとなった。主要企業の業況判断DIは、製造業で▲56と既往最低(▲67、75/8調査)に迫り、非製造業では▲47と前回(▲41)に続いて最低を更新した。93年度の設備投資計画も前回からさらに下方修正され、ほとんどの業種で前年度比マイナス幅が拡大している。また、依然として在庫過剰感にも改善が見られない。さらに雇用人員判断DIの悪化も著しく、製造業では企業規模を問わず6-8ポイントと大幅に「過剰」超幅が増している。景気後退が長期化する中で雇用調整圧力は高まっており、今後、失業率の上昇など、雇用情勢の悪化が懸念される。

業況判断DIの推移



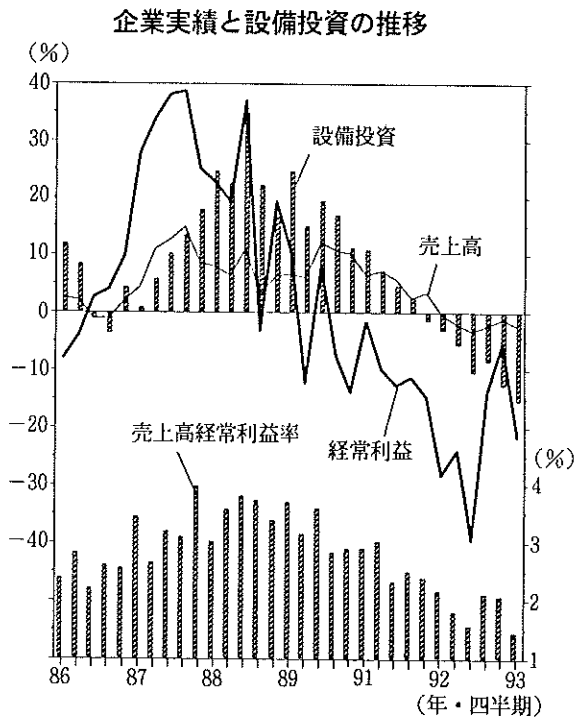
在庫・雇用DIの推移(逆サイクル)



(注) 業況判断DI = 「良い」-「悪い」  
 製品在庫判断DI = 「過大」-「不足」  
 雇用人員判断DI = 「過剰」-「不足」  
 いずれも主要企業、94年3月は予測指数  
 (資料) 日本銀行「短観」

12月22日に発表された93年7-9月期の法人企業統計も、企業業績の低迷、リストラ圧力の増大を示している。全産業の売上高は6期連続減収、経常利益は13期連続減益(いずれも前年同期比)となり、売上高経常利益率は1.4%と、第一次石油危機後の74年~75年以来の低水準となった。

なお、設備投資は前年同期比▲15.8%の大幅減少であり、前ページのGDP統計での設備投資の落ち込み幅(同▲9.7%)を大きく上回っている。このため、次回3月の93年10-12月期速報発表時には法人企業統計を反映し、7-9月期分が下方改定される可能性が高い。



(注) 売上高・経常利益・設備投資は、前年同期比伸び率、左目盛。  
売上高経常利益率は、右目盛。いずれも全産業。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」