

1994年度改定経済見通し — 脆弱さ抱える中、0.4%成長 —

経 済 調 査 部

《要 旨》

以下は「1994年度改定経済見通し（3／4発表。以下、前回）」を見直したものである。米独英3カ国の成長率を上方修正し、日本も前回見通し後の推移を踏まえ、0.4%成長（前回：ゼロ）とわずかに上方改定した。ただし、景気実勢の脆弱さ等、基本認識に変更はない。直近の円一段高など先行き不透明要因が多い中、当面注視を怠れない状況が続こう。

Ⅰ. 海外経済～米国はソフト・ランディング、イギリスは拡大持続、ドイツもプラス成長に

- (1) 米国経済は91年3月の底入れ後、リストラクチャリング・バランスシート問題等の制約下、弱々しい推移を辿っていたが、①大幅金融緩和（実質短期金利ゼロ）、②リストラ等の諸問題の調整進展—などを背景に投資主導で93年下期に景気拡大ピッチが高まった。こうした中、FRBは本年2月から予防的引締めに転じており、現下の最大ポイントは「その成功いかん」といえよう。この点、①FRBのインフレ防止スタンスが明確、②現実のインフレ・労働コストは依然落ち着いた推移—等から、94年10—12月期頃には「景気、物価とも安定的状況」にソフト・ランディングする可能性が高いとみたが、医療保険制度改革・中間選挙をめぐる状況、ドルレートの動向など不確定要素は多く、注視を要しよう。94年の実質GDP成長率はゲタが1.7%と高めなこともあり、3.7%（前回：3.1%）と93年3.0%から上昇しよう。金融政策では予防的引締めの強化として、いま一段の利上げとなろう（年末、公定歩合4%）。

- (2) 欧州では、ドイツ（旧西独）は景気回復傾向が明確化し、イギリスは拡大傾向が強まろう。ドイツ景気は93年春頃に底入れし、緩やかな回復基調にある。世界経済改善を背景とした輸出増加がリード役の一方、内需の柱の個人消費、設備投資は停滞している。今後は輸出増加の持続に、金融緩和効果等による内需下げ止まりが加わり、94年の実質GDP成長率は1.2%（前回：▲0.1%）と93年▲1.9%からプラスに転じよう。インフレ率は賃金上昇率低下等から鈍化傾向を続けよう。景気動向等からみて金

※当予測は1994年7月8日に発表したものである。

（総 括）山村、正地

（日本経済）櫛、石川、杉井、片岡、平岡、高橋、井口、津田

（米国経済）李、澤井

（欧州経済）甲

（為 替）井口

融緩和はほぼ最終局面で、追加利下げの有無は微妙な状況とみられる（公定歩合の現行水準、4.5%）。

イギリス経済は92年4－6月期に底入れし、個人消費の増加を背景に景気拡大傾向が続いている。93年は住宅市況改善等による貯蓄率低下などから個人消費が増加し、実質GDP成長率は2.1%となった。94年は、①低インフレ・低金利、失業率低下などの中、貯蓄率がさらに下がり消費拡大が持続、②景気拡大継続、企業業績改善等により設備投資の増加テンポが加速一等から、実質GDP成長率は3.0%（前回：2.4%）に上昇しよう。金融政策では、政策金利であるベース・レートは現行5.25%が維持される公算が高い。

Ⅱ. 日本経済～脆弱さ抱える中、0.4%成長

(1) 景気は急速な円高進行、冷夏、ゼネコン疑惑の影響等が加わり、93年秋口から年末にかけて底割れ懸念も出るような状況であったが、94年初頃以降は生産統計、日銀短観、94年1－3月期のGDP統計などの改善、株価堅調等から景気回復期待が強まった。こうした景気改善の背景には、財政・金融政策の累積的効果、設備ストックの部分的な調整進展、海外景気の回復一等がある。

(2) しかし、以下のようなマイナス要因があり、当面、景気実勢の弱い状況が続こう。

○企業部門のリストラ →資本効率は悪化、収益性も歴史的低位であり、人件費中心に固定費圧縮の動きが続く。また、設備投資の抑制も持続する。

○外需依存と円高 →日本の対外黒字は高水準。輸出に活路を求めると、円高リスクが高まる。内需主導型成長パターンのミクロレベルでの模索が続く。

○低インフレと長期金利高→低インフレの一方、日本の長期金利は海外金利高等を映じて経済実態に比して高め。景気回復力を削ぐ要因に。

(3) こうした認識の下で、本改定見通しでは94年度経済を以下のように予測した。

○景気は、①設備投資減少が続く、②企業部門のリストラが続き雇用環境は厳しい状況、③円高等を背景に純輸出は減少傾向一等のマイナス要因はあるが、他方、これまでのプラス要因に「減税実施の効果」も加わることから、回復傾向となるう。ただし、本格回復にはほど遠く、「底這い圏内」ともいえる動きにとどまろう。

○実質GDP成長率は、減税効果による消費の伸び上昇、製造業等を中心とした設備投資の減少幅縮小等から、93年度0.0%が94年度0.4%（前回：0.0%）とかわろうじてプラスに転じよう。ただし、為替面等での不確定要素は大きく、ゼロ成長のリスクも残る。

→5.5兆円の所得税・住民税減税：94年度の実質GDPを+0.5%押し上げ

なお、予測では9月末までの第8次利下げ実施（1.75→1.25%）を前提

(4) 国際収支面では海外景気改善等による輸出増と、円高等を背景とした製品輸入拡大等の中、経常黒字は93年度1300億ドル（名目GDP比3.0%）が94年度1330億ドル（同2.9%：前回1390億ドル、3.1%）と高水準が続こう。円ドルレートは、①ファンダメンタルズ面での円高要因（日本の大幅黒字・景気改善、米国の対外赤字増加・景気鈍化）、②日米当局の「ドル安回避」、「円高進展回避」スタンス一

等を勘案し、93 年度平均 108 円が 94 年度平均 103 円（前回：105 円）とみたが、当面、一層円高となるリスクを抱えた状況で推移しよう。

- (5) 金融面は景気実勢の弱さ、円高リスクの高さ、物価鎮静等の中、短期金利の低め維持が続けられよう。さらに、短期金利の低め誘導、第 8 次利下げとなる可能性もあろう。長期金利は不確定要素が多いが経済実態からは弱含み横ばいとみられる。

世界経済はようやく回復傾向が見えてきた段階であるが、主要国金融・資本市場は弱さを抱え、為替も不安定な状況にある。世界経済の回復の芽を摘まないためにも、米国財政赤字の持続的削減とより明確なインフレ抑制スタンス、そして我が国には規制緩和・内外価格差是正の推進、減税継続と公共投資基本計画の早期見直し・着実な実行が望まれる。

目次

I. 海外経済

1. 米国経済～不安定さ残るが、可能性高いソフト・ランディング

2. 欧州経済

(1) ドイツ経済～94年はプラス成長に、金融緩和は最終局面

(2) イギリス経済～景気は拡大持続、金融政策は現状維持

II. 日本経済～94年度は0.4%成長、脆さ抱え弱い回復力

1. 景気の現状～93年度は19年振りのゼロ成長

2. 今後の景気動向を左右するポイント

(1) プラス要因

(2) マイナス要因

1) 道半ばの企業部門のリストラクチャリング

2) 外需依存と円高のジレンマ

3) 価格破壊の進行と長期金利高

3. 94年度経済見通し

(1) 見通しの前提条件

(2) 予測結果の概要

(3) 主要な需要項目の動向

(4) 物価～鎮静傾向が持続

(5) 国際収支～黒字は高水準・横這い

(6) 金融～短期金利は低水準、長期金利は弱含み横這い

(7) 為替～当面、円高リスクの高い状況で推移

I. 海外経済

1. 米国経済～不安定さ残るが、可能性高いソフト・ランディング

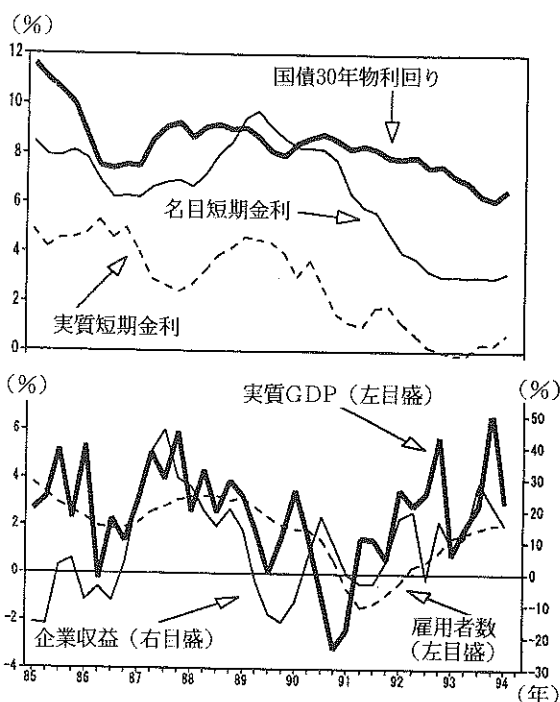
(1) 景気の現状～拡大ピッチが加速、トリプル安の様相

米国経済は、91年3月に底入れ（景気の「谷」）した後、拡大局面にある。93年上期頃までは、バランス・シート調整、企業のリストラクチャリング、不動産不況一等の構造的問題を背景として、「ダブル・ディップ」、「トリプル・ディップ」が懸念されたように、景気回復力の弱い状況が続いた。しかし、93年下期の実質GDP成長率は3.6%（前期比年率）と上期の2.3%から加速し、特に10-12月期は7.0%の「高成長」を記録した。そして、その翌期の94年1-3月期も3.4%とやや高めの成長が維持された。

こうした景気拡大ピッチの上昇は、①大幅金融緩和（92年7-9月期からほぼ1年にわたり「実質短期金利がゼロ」の状況）、②企業部門のリストラ進展による収益性向上、③財政赤字削減に

よる長期金利低下等によっている。このため、需要項目別では、低金利・所得増加による住宅投資拡大、低金利・企業収益改善を背景とした設備投資の伸び、リストラ進展に伴う雇用増等の所得

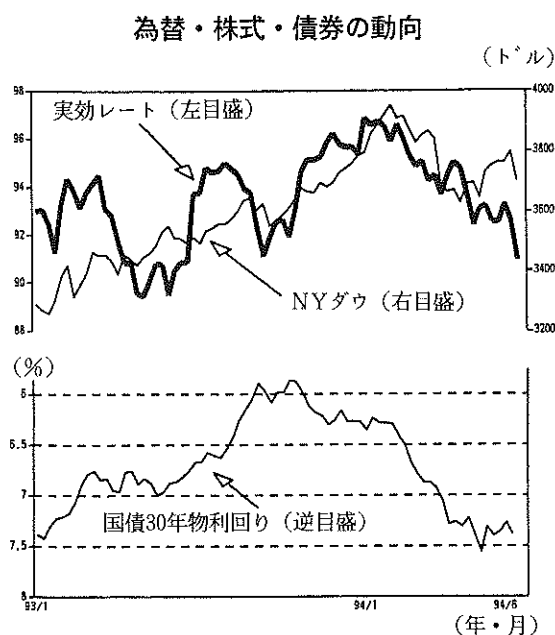
金利・実質GDP・企業収益・雇用の推移



(注) 短期金利はFFレート、実質短期金利は名目金利から消費者物価上昇率（前年同期比）を差引いたもの、雇用者数は非農業部門
実質GDPは前期比年率、企業収益・雇用者数は前年同期比
(出所) 米国商務省“SURVEY OF CURRENT BUSINESS”他

環境改善による消費増加—などが成長率加速に大きく寄与している。

しかし、このような景気拡大が続く中、金融・為替面では、もともと日米両国の対外不均衡等を背景に、円高・ドル安傾向にあったものが、94年2月頃から「米国のインフレ懸念の高まり」などが加わり、一段と不安定化し、債券相場下落（金利上昇）、株価下落、ドル安とトリプル安の様相を呈している。



(注) 実効レートはFRBの発表によるもの、
73年3月を100とした指数、値が大きくなるとドル高
(出所) FRB "FEDERAL RESERVE BULLETIN"他

(2) 今後のポイント

最近のトリプル安の一つの大きな要因として「インフレ懸念の高まり」が指摘できよう。FRBの金融政策も94年2月以降、「予防的引き締め」に転換している。したがって、今後の米国経済・金融動向を展望する上で、現在のインフレ懸念と関連した金融政策の「成否の如何」が最大のポイントである。

すなわち、

- ①インフレはうまくコントロールされ、景気も軟着陸できる(ソフト・ランディング・シナリオ)
- ②懸念されている程、インフレに問題はなく、逆に引き締めが強すぎて景気が失速してしまう(景気失速シナリオ)
- ③景気過熱の状態に至り、インフレが悪化し、後で大幅な引き締めが不可避となり、景気も落ち込んでしまう(ハード・ランディング・シナリオ)

—のいずれになるか、である。

不確定要因は大きいが、「ソフト・ランディング」できる可能性がやや高いと判断される。

この点の検証には、以下を見極める必要がある。

1) 景気の拡大力

2) インフレ懸念

- ① 93年下期来のCRB指数、94年初来の原油価格上昇とその先行性はどうか
- ② 成長率、稼働率、失業率、GDPギャップ等の実体経済からみてどうか
- ③ 政治力学（政府・議会・FRBの関係、中間選挙等）も加味してどうか

3) 予防的引き締めのタイミング、引き締めの度合

1) 景気の拡大力

景気が拡大に転じて約3年経過しているが、GDPギャップは縮小傾向にありながらも依然、マイナスの状況にある^(注)。また、主要需要項目の耐久財消費、設備・住宅投資についてストック、フローの両面でも、「サイクル上、需要一巡の段階」には至っていない。このため、需要面からは多少の金利上昇により景気が失速する状況ではなく、今後も拡大が続くと見込まれる。

(注) ここでは、1970年代以降の実質GDPのトレンドからの乖離(実績値-トレンド値)で算出。この点、FRB試算による潜在成長率を用いても結果はほぼ同じ。マイナスは「実績値がトレンド値を下回る状況」を示す。

2) インフレ懸念

①商品市況・原油価格上昇

先行きインフレ懸念は残るが、過去においてはCRB指数の物価に対する先行性は明確ではない。これは、(1)経済のサービス化により一次産品価格と物価の関連が薄れている、(2)実需と無関係な投機による一次産品価格上昇の可能性がある一等によるとみられる。原油価格についても、世界経済の回復傾向などのファンダメンタルズに基づく分もあろうが、投機的な動きも加わっているとみられる。このため、こうした市況等の動きが現実のインフレにつながっていくかどうかは、次の実体経済に依存しよう。

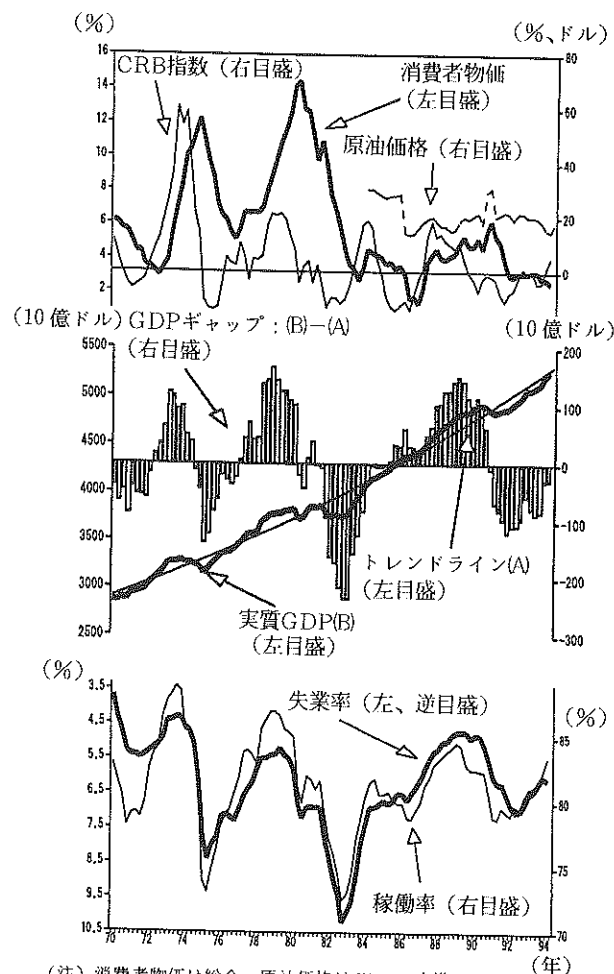
②実体経済面

潜在成長率を上回る拡大が続く中、GDPギャップは縮小し、「設備稼働率は上昇、失業率は低下」傾向にある。この点、以下の点から過去に発生したような大幅なインフレ率の上昇は予想されないが、賃金と物価が上昇し始める間際の微妙な段階になってきたのは事実とみられる。

- (1) GDPギャップの縮小テンポ自体は緩やか
- (2) 「稼働率は高め、失業率は低め」に算出されている可能性

稼働率：供給力の天井によるインフレ加速の水準(一般的には85%)に近づいているものの、近年の旺盛な設備投資からすると稼働率算出の分母である「生産能力が過小評価」されている可能性がある。

消費者物価・GDPギャップ・失業率・稼働率の動向

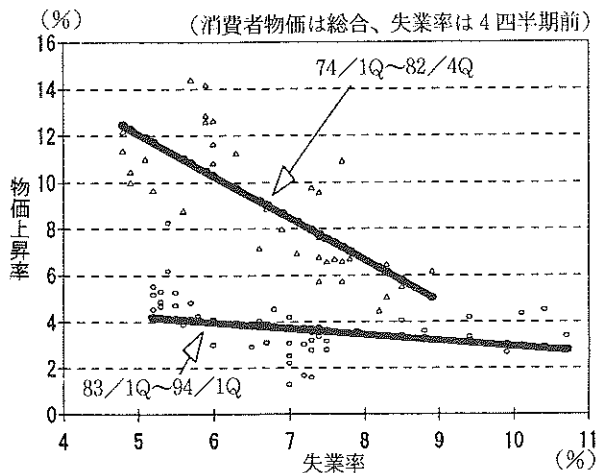


(注) 消費者物価は総合。原油価格はWTT、水準消費者物価、CRB指数は前年同期比
GDPギャップは70年代以降のトレンド(年率2.5%成長)からの乖離、10億ドル

(出所) 米商務省"Survey of Current Business"他

失業率：6%に低下し自然失業率並みとなっているが、企業のリストラの影響(低賃金、パート・タイマーの雇用を優先)、労働組合の組織率低下(賃金上昇よりも雇用確保)一等から、近年の失業率と物価上昇との関係(フィリップス・カーブ)は希薄になっている。ただし、失業率が6%を下回るあたりで物価上昇率の上がり幅が大きくなっており、要注意の段階といえよう。

フィリップスカーブ



(注) 物価上昇率は前年同期比
(出所) 米労働省"Monthly Labor Review"他

(3) その他: 1)海外(途上国)からの低価格製品の輸入増加傾向、2)主要先進国の景気回復の遅れ、3)ドルの実効レートも足もとを別にすれば93年平均と比べ今はほぼ同水準にあり、ドルの実効レートの下落は「10%下落でも物価上昇率への影響は0.3%程度(WEFAのマクロ・モデルによる試算)」と小さい、4)近年のコンピューター等の活発な設備投資が生産性向上に寄与する可能性がある。

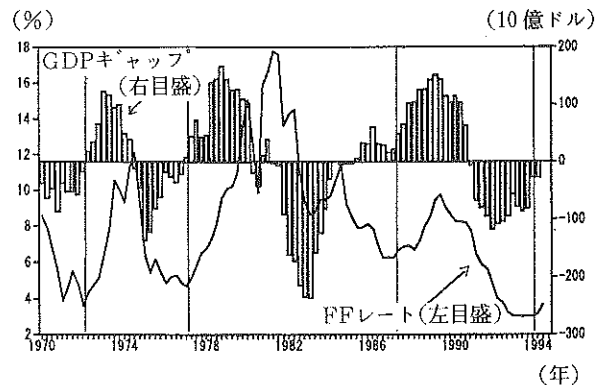
③政治的リスク

インフレ懸念とトリプル安を背景に、ドル安→輸入物価上昇→現実のインフレ誘発を懸念するFRBと、引き締めによる景気減速を懸念する政府とが対立する可能性であり、中間選挙もあり不透明さは残る。この点、本来的にはクリントン政権にとっても96年の大統領再選のためには景気のソフト・ランディング、金融市場の安定、長期金利の安定が不可欠であり、インフレ防止のためのFRBの金融政策に対する政治的圧力は避けることが賢明であろう。

3)「予防的引き締め」のタイミングと幅

FRBは過去のインフレ抑制失敗の教訓から、今回は早めの「予防的引き締め」を実施している。70年以降でみると、おおむね、GDPギャップが解消(例えば、72年上期、77年上期、86年下期)する時期に物価が上昇し始め、それとほぼ同時に金融政策も引き締めへ転じている。しかし、その後のインフレ率は(72年上期、77年上期のケースではともに石油ショックも加わった)いずれの局面でも大幅な上昇を記録した。

GDPギャップとFFレートの推移



(注) GDPギャップは70年代以降のトレンドからの乖離
GDPギャップの単位は87年基準の実質ベース
縦線は金融引き締め開始時期
(出所) 米商務省"Survey of Current Business"他

FRBは、94年2月以降、FFレートを4回引き上げ(2/4 3.0%→3.25%、3/22 3.50%、4/18 3.75%、5/17 4.25%)、5月17日には公定歩合の引き上げ(3%→3.5%)も行っている。今後、年率3%成長が続くとすると、GDPギャップの解消時期は95年上期頃となり、今回は従来より1年半程度も早めの引き締め開始となる。

今後は、①下期の景気・物価動向、②中立的な金利水準までの余地(FFレート=現状4.25%⇔CPI前年比2.4%(コア2.8%)+60年代以降の平均実質FFレート2%)、③5月17日のFRB声明内容(今後の利上げ可能性を否定せず)一等から、もう一段引上げられ、年末のFFレート4.75%、公定歩合4%となろう。

以上総合すると、今回の「予防的引き締め」は成功する可能性が高いとみられる。ただし、先にふれたように中間選挙をめぐる政治状況等の不透明要因も多く、また実体経済面も微妙な状況であるため、当面、注視を要しよう。

こうした予防的引き締めの効果により、成長率は94年10-12月期からやや減速し、95年にかけては持続可能な潜在成長率（2.5～3.0％）程度の成長となろう。物価もソフト・ランディングへの移行過程である94年下期に多少上昇率は高まろうが、その後の基調としては年率3％程度にとどまり、大幅上昇はなかろう。

(3) 94年の見通し

1) 景気・物価～景気の拡大基調が持続、下期のインフレ率はやや上昇

94年の米国経済は、進展した企業のリストラ、所得環境の改善一等から、下期にかけても拡大が続こう。クリントノミクスの増税等の影響は軽微にとどまり、金利上昇の影響も限定的であろう。94年全体では、外需の弱さが目立つ中、設備・住宅投資が高めの伸び、消費も堅調一等から、3.7％の成長（上期4.2％→下期3.0％）となろう。

米国経済見通し総括表

	92年 実績	93年 実績	94年予測			94年 前回予測
				上期	下期	
実質国内総支出	2.6	3.0	3.7	4.2	3.0	3.1
個人消費	2.6	3.3	3.8	4.3	2.5	3.1
設備投資	2.9	11.8	11.3	11.5	8.9	11.3
住宅投資	16.3	8.7	11.1	13.8	6.3	8.5
政府支出	▲ 0.1	▲ 0.7	0.1	▲ 1.1	1.2	▲ 0.0
在庫増減	0.3	0.2	0.0	0.3	▲ 0.1	0.0
純輸出	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.6
輸出等	6.4	3.5	5.3	5.1	5.7	5.6
輸入等	▲ 8.7	10.3	9.4	10.6	6.1	9.7

	92年 実績	93年 実績	94年予測			94年 前回予測
				上期	下期	
鉱工業生産	2.4	4.1	5.3	6.7	4.2	4.7
失業率	7.4	6.8	6.2	6.4	6.1	6.4
消費者物価総合	3.0	3.0	2.5	2.4	2.8	2.7
貿易収支	▲ 961	▲ 1,326	▲ 1,575	▲ 1,510	▲ 1,640	▲ 1,545
経常収支	▲ 679	▲ 1,039	▲ 1,380	▲ 1,310	▲ 1,450	▲ 1,265
公定歩合	3.0	3.0	4.0	3.5	4.0	3.5

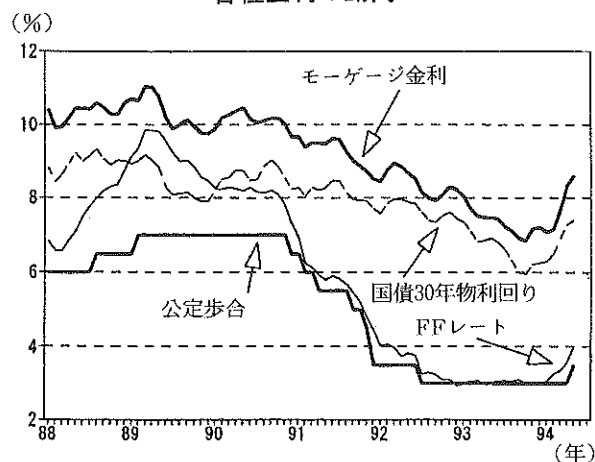
(注) ①実質国内総支出、その内訳、鉱工業生産、消費者物価総合は前年比、上下期は前期比年率
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース
 ③失業率は平均値、％
 ④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル
 ⑤公定歩合は期末、または年末水準、％
 (出所) 実績値は米商務省“Survey of Current Business”他

消費者物価上昇率は、製品・労働需給の逼迫による急激なコスト上昇は考えにくく、当面、安定基調となろう。ただし、下期にはやや高まろう（上期は2.4%→下期は2.8%）。94年全体では2.5%となろう。

2) 金利・財政～長期金利はやや強含み傾向、財政赤字は縮小へ

長期金利は、下期にかけて、景気拡大持続、インフレ率上昇、追加利上げ一等から強含みとなろう。ただし、ソフト・ランディングの公算が高く、財政赤字も削減傾向にあり、大幅上昇は予想しにくい。94年末の30年国債利回りは7%台後半の水準にとどまろう。なお、11月の中間選挙とも関連して、今後の医療保険制度改革の審議動向には十分な注意が必要である。

各種金利の動向

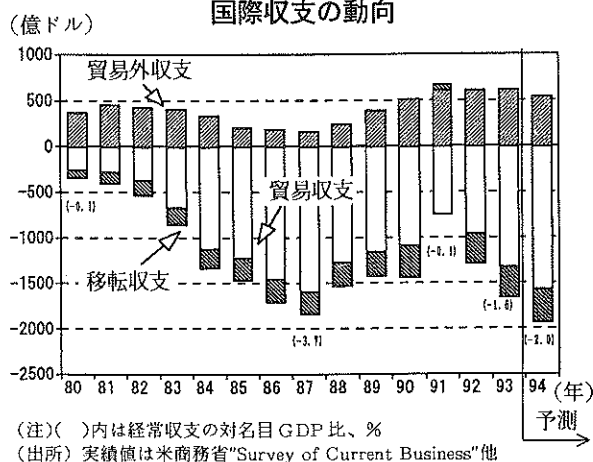


94会計年度(93/10～94/9)の財政赤字は、景気拡大に伴う税収増を主因に、2100億ドル程度(93年の対名目GDP比3.3%)と、93年度(2549億ドル、92年の同4.2%)から大幅に縮小しよう。

3) 国際収支～赤字拡大基調

94年には、①日本・ドイツ等の景気回復が遅れている中、米国の成長が著しい、②直近ではドルは実効レートでも下落しているが、92年末から米ドルの実効為替レートは小幅ながらもドル高圏で推移しており、価格効果がラグを伴って現れる一等で輸入が輸出の伸びを上回る状況が続こう。

国際収支の動向



国際収支ベースでみた94年の貿易収支は1575億ドルの赤字(名目GDP比2.3%)、経常収支は1380億ドルの赤字(同2.0%)に拡大しよう。

4) 今後の課題

短期的にはインフレ抑制が重要であり、中長期的には根本的な問題である財政赤字削減、国際収支赤字縮小が望まれる。

現在、議会審議が難航している「医療保険制度改革法案」については、中長期的な財政赤字動向に大きな影響を及ぼす可能性があり、注視を要しよう。

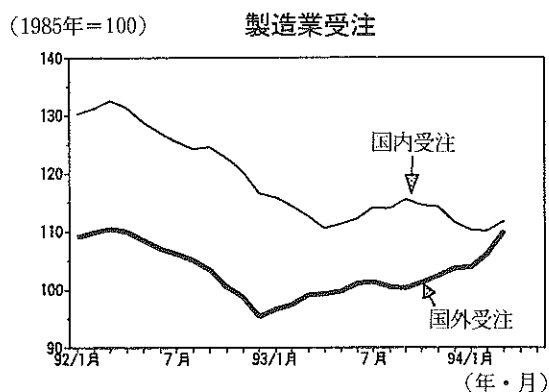
2. 欧州経済

(2-1) ドイツ経済～94年はプラス成長に、金融緩和は最終局面

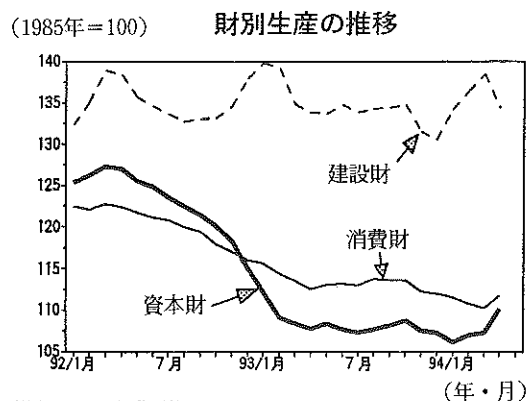
(1) 景気(旧西独)～外需主導で回復基調

1) 現状

景気は93年春頃に底入れし、現在、緩やかな回復基調にある。製造業の国外受注は順調な拡大傾向にあり、世界景気の回復や輸出競争力の改善を背景とした輸出拡大が景気回復の牽引役となっている模様である。一方、内需に関しては、個人消費、設備投資は依然として一進一退の状況が続いている。



(注) 3 カ月移動平均
(出所) ドイツ連邦銀行'Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen'

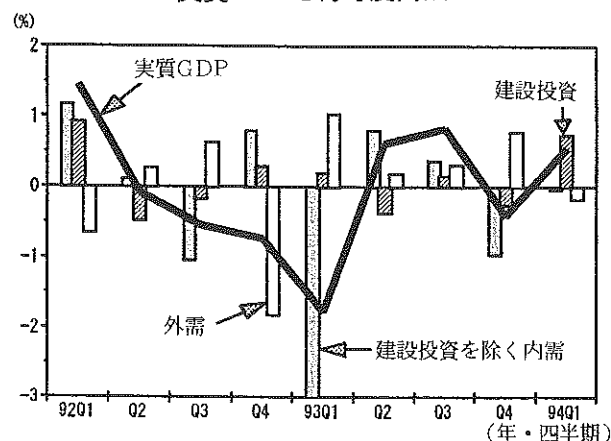


(注) 3 カ月移動平均
(出所) ドイツ連邦銀行'Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen'

なお、1-3月期の実質GDPに関しては、前期比0.5%、前年同期比1.6%と予想を上回る高

い伸びとなった。これは、暖冬の影響から建設投資が前期比6.2%と高い伸びとなり、GDP成長率を0.7%ポイント押し上げたことが大きく寄与している。しかし、4月の建設財生産は1-3月期平均に比べ▲4.9%の落ち込みとなっており、1-3月期の急伸の反動から4-6月期の建設投資は落ち込む可能性が高い。また、外需については、輸出が高い伸びとなったものの、同期の建設投資の急伸の影響等から輸入の伸びも高く、1-3月期のGDP寄与度は前期比▲0.2%にとどまった。

実質GDPと寄与度内訳



(出所) ドイツ連邦銀行'Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen'

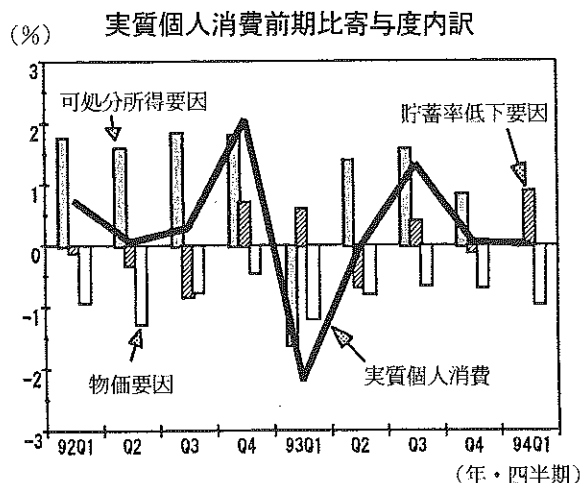
ドイツ経済の見通し

	93年 実績	94年 今予	上期	下期	94年 前予
実質GDP	▲1.9	1.2	1.4	0.9	▲0.1
国内需要	▲2.4	0.4	0.5	0.4	▲0.7
個人消費	0.0	▲0.1	0.6	▲0.8	▲0.9
政府消費	▲1.3	0.1	▲0.1	0.3	▲0.1
固定資本形成	▲6.8	▲0.4	▲1.4	0.5	▲1.3
設備投資	▲15.1	▲3.4	▲6.0	▲0.7	▲3.3
建設投資	▲0.3	1.5	1.7	1.4	0.0
経常海外余剰	▲0.0	0.9	0.4	1.3	1.0
輸出等	▲5.1	5.9	5.9	6.0	3.5
輸入等	▲6.1	4.4	5.9	3.0	1.0
消費者物価	4.1	3.0	3.2	2.8	3.1
貿易収支(億マルク)	590	855	830	880	550
経常収支(億マルク)	▲352	▲170	▲180	▲160	▲210
公定歩合	5.75	4.0	4.5	4.0	3.75

(注) ①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
②前年比、前年同期比、%
③国内需要、経常海外余剰はGNP寄与度
④公定歩合は年(期)末値、% 8.0
(出所) 実績値はドイツ連邦銀行'Monthly Report', 'Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen'

2) 見通し

景気は今後も、外需中心の回復基調が続くものの、個人消費、設備投資等の改善の遅れから、回復力は弱いものにとどまろう。94年の実質 GDP 成長率は1.2%と93年のマイナスからプラスの伸びに転じよう。

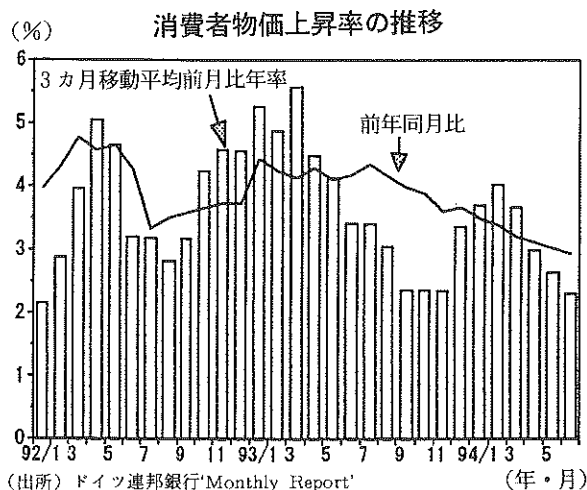


(注) 前期比増加寄与度
(出所) ドイツ連邦銀行'Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen'

なお、10月のドイツ総選挙に向けて活発化している選挙活動等の影響もあり、国内の景気回復期待が高まっている。このため、予想以上に貯蓄率が低下し、個人消費の落ち込みに歯止めをかけている。また、年初からの長期金利の急上昇の影響から民間建設投資の駆け込み需要が生じている模様である。このため、今回の見通しでは、個人消費と建設投資を中心に成長率を上方修正した。

94年の実質 GDP の内訳をみると、外需については、①世界景気の回復基調、②企業の合理化努力による競争力の改善—を背景に、輸出が好調に推移しており、今後もこの傾向が続こう。内需については、個人消費は、貯蓄率の低下があるものの、①雇用環境の改善の遅れ、②社会保障負担の増加、③95年からの7.5%の所得付加税の導入—などから、総じてみれば停滞が続こう。設備投資は、累積的な金融緩和の効果から徐々に下げ

止まりに向かおう。建設投資は、1—3月期の反動から4—6月期には落ち込みが予想されるものの、税制面からの優遇措置、長期金利の反転による駆け込み需要—等のプラス要因により、94年通年では民間住宅建設中心に堅調な推移となろう。



(2) 物価(旧西独)～鈍化傾向

インフレ率は93年1—3月期をピークに鈍化傾向にある。直近6月の消費者物価上昇率(暫定値)は前年同月比2.9%となった。こうしたインフレ率鈍化に最も寄与しているのが、労働コスト圧力の低下である。

94年の労使交渉は春頃までに大勢が妥結したが、長引く景気後退の影響を反映し、賃上げ率は2%程度と93年(3.8%)をさらに下回るものとなった。このため、労働コスト面からの物価上昇圧力は一段の低下が見込まれ、消費者物価上昇率は引き続き鈍化傾向を辿ろう。94年平均の消費者物価上昇率は3.0%と94年(4.1%)より低下しよう。

(3) 金融～金融緩和は最終局面

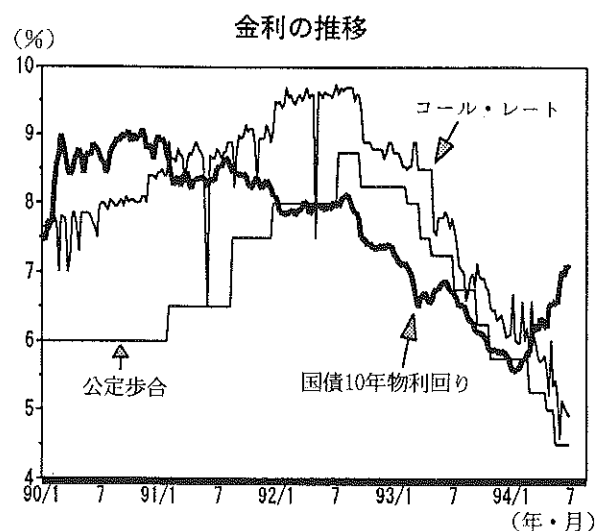
ドイツ連銀はインフレ率鈍化、景気低迷の中、

92年後半より金融緩和を進めている。公定歩合は92年8月のピークである8.75%から現在4.5%にまで低下している。今回の金融緩和局面は、大幅な財政赤字を抱えインフレ懸念が残る中でのものであったため、連銀は慎重に金利を引き下げてきた。利下げ期間は今年6月時点までで22ヵ月と1960年以降の利下げ局面の中では最も長く、一月当たりの利下げ幅（利下げ速度）は0.19%ポイントと最も小幅になっている。

今後の連銀の金融政策に関しては、①足もと94年1-3月期の実質GDP成長率が予想以上の高い伸びとなった、②米FRBの金融引締めに伴い、長期金利が年初より大幅に上昇している一などから、このところ、市場の利下げ期待は後退している。

しかし、①インフレ率は鈍化傾向が続くこと、②景気についても、94年1-3月期の建設投資の高い伸びの反動が4-6月期に予想され内需の回復力は弱い、③最近のマルクの堅調—等の要因もあるため、年後半に追加利下げが実施され、公定歩合が4.0%にまで低下する可能性はあろう。いずれにせよ、現在は大きくみれば金融緩和の最終局面にあり、再利下げの実施の有無は非常に微妙な状況とみられる。

長期金利に関しては、米FRBの金融引締めをきっかけとして、欧州全般に長期金利が上昇圧力を受け、ドイツの長期金利（国債10年物利回り）も年初より大幅に上昇した。今後は、一段のインフレ率の低下が見込まれるが、これについては、すでに金融市場には織り込まれている面が大きい。今後は、弱いながらも景気が回復基調に転じていること等からみて、長期金利は強含み傾向となろう。



(出所) ドイツ連邦銀行、AP-DJ、フィナンシャル・タイムズ

過去の公定歩合引き下げ

公定歩合ピーク、 ボトム時期	利下げ期間 (A)	公定歩合ピーク、 ボトム水準	低下幅 (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～94/6月現在	22ヵ月	8.75%→4.5%	4.25	0.19

(注) 金利は公定歩合、月中平均

(出所) ドイツ連邦銀行'Monthly Report'

(2-2) イギリス経済～景気は拡大持続、金融政策は現状維持

(1) 景気～強まる景気拡大

1) 現状

イギリスの景気は92年4-6月期から回復傾向が続いており、今年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率3.1%となった。個人消費を中心とした内需が景気拡大の牽引役となっている。

なお、昨年12月からは、各種所得控除引き下げ、社会保障負担率引き上げ、一部のVAT（付加価値税）引き上げ一等の各種増税（名目GDPの約1.3%相当）が実施され、景気へのデフレ効果が懸念されていたが、これまでのところ、ほとんど表面化していない。この背景としては以下の点が指摘できよう。

①増税は一部織り込み済み～増税実施は93年3月に公表されていたため、デフレ効果はある程度織り込まれていたとみられる。

②家計の資産状況の改善

③雇用状況の改善による家計所得の伸びの上昇

2) 今後の見通し

今後も、過去の金融緩和効果と回復の好循環から消費の増加に投資の拡大が加わる形で、内需中心の景気拡大が続こう。94年の実質GDP成長率は3.0%と、93年（同2.1%）を上回ろう。

内訳をみると、個人消費は、増税の影響から可処分所得の伸びは限界的なものにとどまるものの、景気回復局面での循環的な貯蓄率低下を背景に、引き続き好調な推移となろう。固定資本形成は、

イギリス経済の見通し

	93年 実績	94年 今予 回測	上 期		94年 前予 回測
			上 期	下 期	
実質GDP	2.1	3.0	3.1	3.0	2.4
国内需要	2.1	3.1	3.0	3.1	2.6
個人消費	2.5	3.0	3.4	2.6	2.5
政府消費	0.2	0.8	1.4	0.3	0.1
固定資本形成	0.4	6.3	5.3	7.3	3.3
経常海外余剰	0.0	0.0	0.0	▲0.1	▲0.3
輸出	3.1	5.1	5.5	4.7	4.6
輸入	2.8	4.8	5.0	4.6	5.2
小売物価	1.6	2.5	2.4	2.6	2.6
貿易収支(億ポンド)	▲137	▲151	▲132	▲170	▲175
経常収支(億ポンド)	▲109	▲105	▲70	▲140	▲150
ベース・レート	5.5	5.25	5.25	5.25	5.0

(注) ①前年比、前年同期比、%

②国内需要、経常海外余剰はGDP寄与度、%

③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'

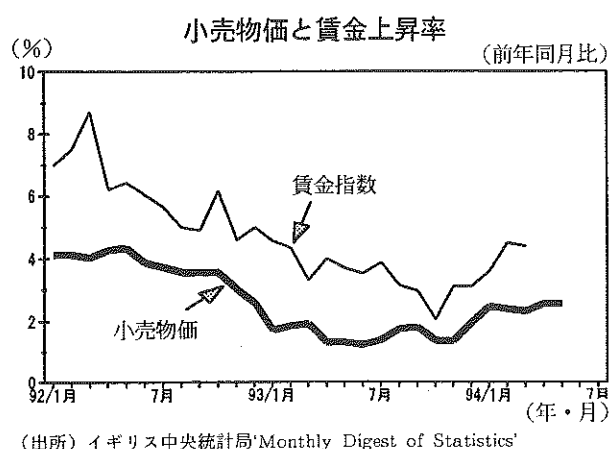
政府部門は緊縮財政の影響から伸び悩むものの、民間部門中心に高い伸びとなろう。これには、①企業のコスト削減努力、金利低下による企業収益の改善、②景気回復に伴う稼働率の上昇—などの要因が寄与している。

外需については、欧州諸国を始めとする世界景気の拡大、これまでの企業努力による輸出競争力の改善—等から、輸出は高い伸びとなろう。しかし他方で、内需回復に伴う輸入の高めの伸びから、外需の GDP 成長率への寄与度は若干のマイナスとなろう。

(2) 物価～緩やかな上昇傾向

消費者物価に相当する小売物価の前年同月比上昇率は、景気後退に伴い鈍化傾向を辿り、93年4-6月には前年同期比で1.3%と約30年振りの低さに達した。その後は、賃金上昇率の高まり等から、上昇傾向を辿り、直近5月には前年同月比で2.6%となっている。

今後は、①単位労働コスト上昇率の高まり、②世界需要の回復の中での商品市況の強まり、③最近のボンドの軟調傾向—等から、年末には前年同月比で3%にまで上昇しよう。

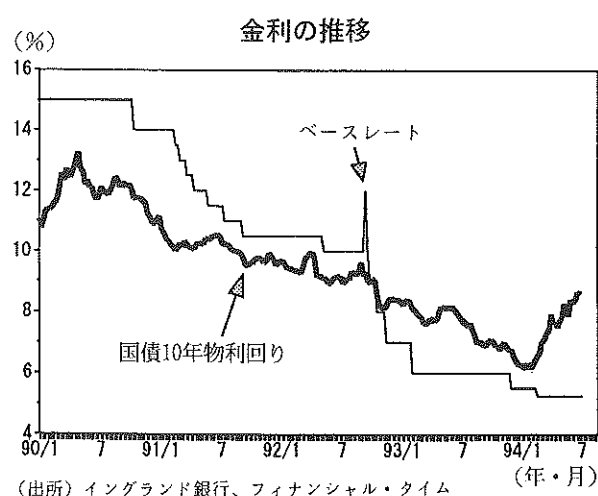


(3) 金融～現状維持

短期金利(ベースレート)は、93年末から94年年初にかけて実施された増税によるデフレ効果を相殺する目的で、今年2月に0.25%引き下げられ5.25%となったが、その後は据え置きとなっている。今後は、①当初予想された増税のデフレ効果が表面化していない、②米金利上昇の影響—等から、追加利下げの可能性はないとみられる。他方、当面のインフレ率の高まりも政府の許容範囲内にとどまると見込まれる中、政府は依然、経済成長重視の政策スタンスをとっており、年内に利上げに転じる可能性もないとみられる。ベースレートは94年を通じて、現状水準で据え置きとなろう。

長期金利についてみると、米FRBが金融引締めに転じたことをきっかけとして、イギリスでも年初から大幅に上昇した。これは、景気拡大傾向にある中で、インフレ懸念が高まったためであり、最近の原油を始めとする商品市況の急伸も懸念材料となった。

今後については、当面のインフレ率の上昇は既に完全に市場に織り込み済みとみられ、この面からの長期金利への一段の上昇圧力は僅かと予想される。他方で経済実態に比べて、現在の水準は上



がり過ぎともみられ、水準訂正の形で金利が低下する可能性もある。こうしたことから、今後、長期金利はレンジ内（国債 20 年物利回りで 8～9 %）でのボラタイルな展開となろう。

II. 日本経済～94 年度は 0.4%成長、脆さ抱え弱い回復力

6 月下旬からの一段の円高・ドル安で景気の先行き不透明感が増しており、年明け以降一旦強まった景況感も下振れリスクが増した状況にある。為替のみならず、内外長期金利、政局動向など先行き不透明感が払拭できない下では、経済見通しにも不確定要素が多いが、以下は、為替レート、原油価格等、一つの見通しをもとに経済動向を予測したものである。

前回見通しでは、「94 年度はゼロ成長、マイナスのリスクもある」としていた。今回見通しでは、直近までの景気が前回見通しをやや上回る推移にあることなどを踏まえ、「94 年度は 0.4%成長、脆弱さ抱え弱い回復力」とわずかながら成長率を上方改定した。景気実勢の弱さなど基本的な認識に変更はない。日本経済は、内需主導型経済への調整プロセスが続こう。

1. 景気の現状～93 年度は 19 年振りのゼロ成長

93 年度の実質 GDP 成長率は 0.0%と 74 年度（▲0.0%）以来、19 年振りのゼロ成長となった。逐次に渡る経済対策や累積的金融緩和の効果から公共投資、住宅投資は堅調であったものの、①資本ストック調整の本格化等から設備投資が大幅減少、②雇用・賃金の低迷から民間消費も低調、③貿易黒字が過去最高を更新する中、円高が進行し、外需が大幅マイナスに転換一となったことが響いた。

年度内の推移をみると、昨年春先から夏場にかけての急速な円高進行、冷夏、ゼネコン疑惑の影響などにより、秋口ないし年末にかけ一時底割れ懸念もみられた。しかし、年明け以降は、生産統計、日銀短観、GDP 統計などの改善、株価の堅調等を背景として景気回復期待が強まった。

2. 今後の景気動向を左右するポイント

今後の景気動向については、プラス要因（主として循環要因）とマイナス要因（主として構造要因）の両面があり、当面、景気は弱々しい回復過程を模索することになろう。

最近の主要経済指標

（#印は前年比 %、*印は季調済 前期（月）比 %）

	93年 4-6	7-9	10-12	94年 1-3	94年 1月	2月	3月	4月	5月
鉱工業生産 [90年=100] *	▲1.1	▲1.0	▲2.4	1.5	0.3	▲0.4	4.6	▲1.9	▲0.8
実質消費支出 [家計調査、全世帯] #	▲0.5	▲1.6	0.7	▲0.7	2.7	▲0.5	▲4.3	▲0.8	
大型小売店販売額 [店舗調整済] #	▲4.2	▲4.3	▲5.0	▲2.7	▲2.5	▲2.7	▲2.8	▲3.5	▲4.0
乗用車新車新規登録届出台数*	▲9.8	1.6	▲3.3	8.5	6.4	▲4.0	11.9	▲12.3	▲4.6
住宅着工戸数 [季調済 年率 万戸]	142.6	154.5	151.4	156.9	164.6	154.4	151.8	158.9	159.6
機械受注額 [船舶・電力除く民需] #	▲16.0	▲11.1	▲8.7	▲2.4	0.4	▲8.9	▲0.2	▲2.5	
有効求人倍率 [季調済 倍]	0.80	0.71	0.66	0.66	0.67	0.65	0.66	0.66	0.64
雇用者数 #	1.8	1.9	1.0	0.9	1.3	0.5	0.9	1.4	1.4
通関輸出 数量指数 #	▲0.7	▲1.7	▲4.8	▲2.8	0.2	▲3.6	▲4.2	▲1.1	▲2.6
通関輸入 数量指数 #	2.5	6.2	5.2	8.9	8.7	10.1	7.9	10.4	16.1
為替レート [円/ドル]	110.0	105.6	108.1	107.6	111.5	106.2	105.1	103.5	104.0

(1) プラス要因

1) 財政・金融政策の景気下支え効果

今回の景気後退局面においては、5度にわたる総合経済対策(公共投資追加と所得税・住民税減税他)や7度の利下げ(6.0%→1.75%)が実施されており、民間部門の落ち込みを支える働きを示してきた。こうした累積的效果が、民間部門に、徐々に浸透し、景気回復の素地を形成しつつある。

2) 住宅投資の回復

累積的金融緩和効果や総合経済対策における住宅金融公庫の融資枠拡大、さらに地価水準の下落等を背景として住宅投資が回復している。

3) 民間消費の回復

民間消費は、所得の低迷に資産価格下落による消費性向の低下が加わり低い伸びが続いていた。名目所得の伸びは低いものの、物価の安定があり、実質所得、実質純金融資産残高のゆるやかな増加が続いており消費者マインドにも下げ止まりの兆しがみられる。耐久消費財は、家計消費におけるストック調整の進展や住宅投資の拡大を背景とした住宅関連耐久消費財の回復などから改善の動きをみせている。減税実施による可処分所得の増加から、消費は堅調な推移が期待できる。

4) 民間設備投資のマイナス幅縮小

設備投資については、ビルの供給過剰や過剰設備を背景に低迷が予測されるものの、資本ストックの伸びは55年の統計開始以来最低となるなど、部分的なストック調整は進展しており、マイナス幅自体は縮小に向かうとみられる。

5) 米景気等、海外景気の回復

海外経済の動向をみると、米国経済が予想以上のスピードで拡大しており、欧州経済も次第に上向きの様相を強めている。このため、低迷していた輸出数量も海外景気面からは改善傾向に向かう可能性が出てきている。

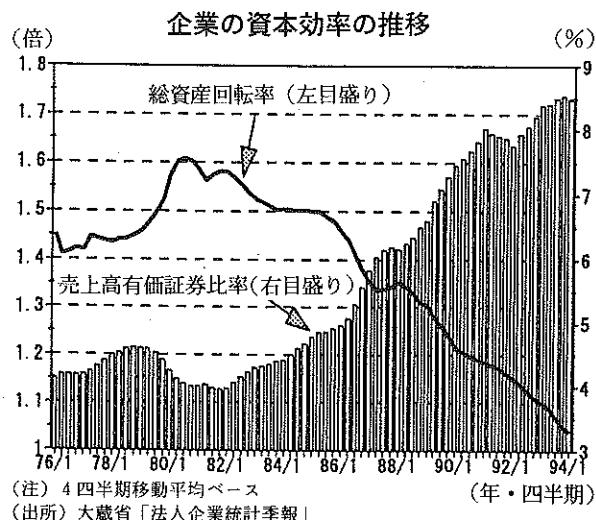
(2) マイナス要因

1) 道半ばの企業部門のリストラクチャリング

企業部門では、売上低迷の中、厳しいリストラクチャリングが実施されてきたが、資本効率の低下や売上高・固定費率の悪化には依然歯止めがかかっていない。特に、中小企業では財務体質の悪化が顕著であり、景気回復力を弱める公算が高い。

①改善遅れる資本効率～資産構成の見直し必要

80年頃をピークにはほぼ一貫して資本効率(総資産回転率)が低下している。景気拡大期で売上の伸びが高かった87～90年度頃も、大量のエクイティ・ファイナンスが実施される中、株式持ち合いの増加を伴う形で総資産が膨張し、資産効率が低下した。バブル崩壊後、こうした動きは一服し



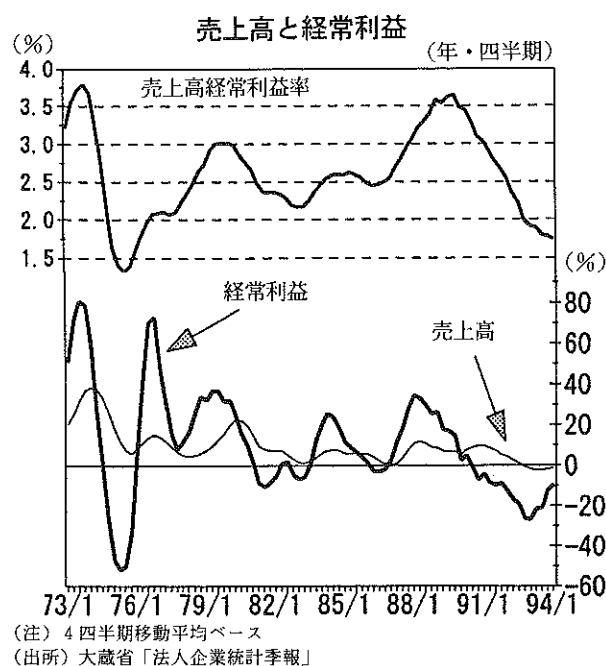
ているものの、企業の売上不振から、売上高有価証券比率は、依然、増加基調で、総資産回転率の低下も続いており、企業の体質改善にとって重荷となっている。持ち合い解消等、資産面からも、企業の一段のリストラクチャリングが必要であるう。

②売上高減少の中、高まる固定費負担

売上高経常利益率は、第一次石油危機時に次ぐ歴史的な低水準にまで落ち込んでいる。

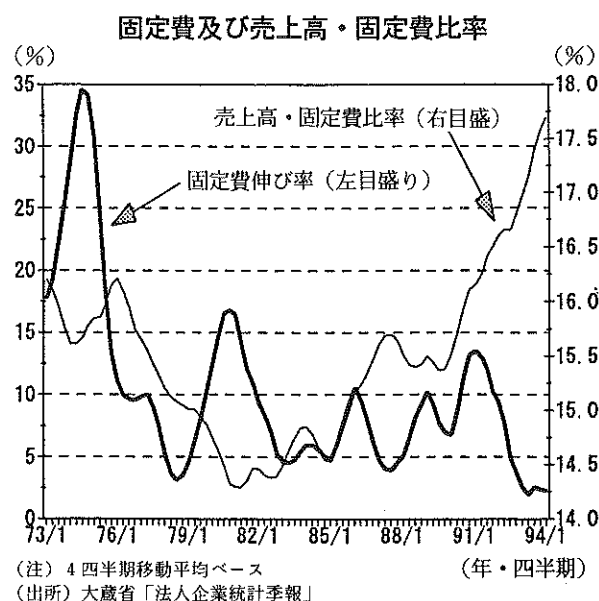
足もと、売上高のマイナス幅に縮小の動きがみられており、減益幅自体は改善しているものの、増益に転じるには至っていない。

このため、経常利益の改善に向けた、企業サイドの固定費圧縮の動きが当面持続しよう。



固定費の推移をみると、企業のリストラクチャリングを反映し、直近では過去最低の伸びにまで低下している。

しかし、売上高が減少するという事態の中で、売上高・固定費比率は依然、上昇基調にある。



固定費の内訳をみると、金融費用は金融緩和効果の浸透から改善傾向にあり、減価償却費も設備投資の大幅削減からおおむね峠を超えつつある。

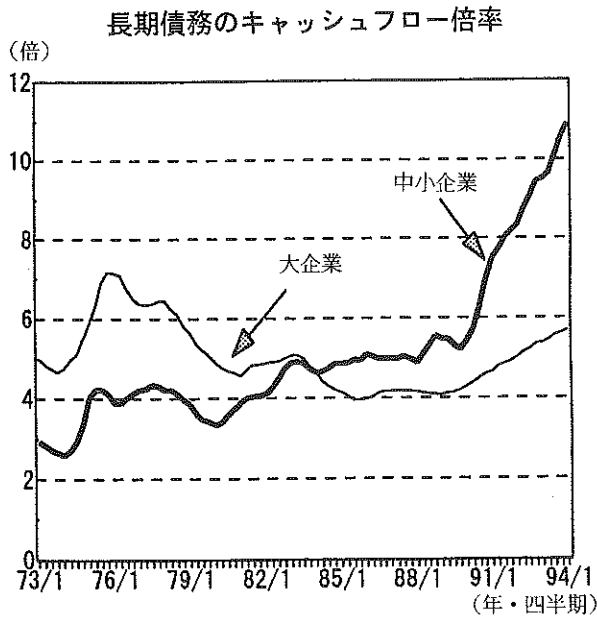
しかし、最大項目である人件費は、依然として増加を続けている。

このため、今後、固定費圧縮の重点が設備投資から人件費へと移るなかで、所定内賃金や雇用関係が費用削減の対象とされていく可能性が高いとみられる。

③高まる中小企業の債務負担

また中小企業の財務内容の悪化も著しい。資本金1億円未満の企業では長期債務残高が、年間キャッシュフローの11倍に達し、80年代の5倍程度から大幅に上昇している。資本金10億円以上の大企業との比較でも今回の景気後退局面における中小企業の悪化が顕著である。

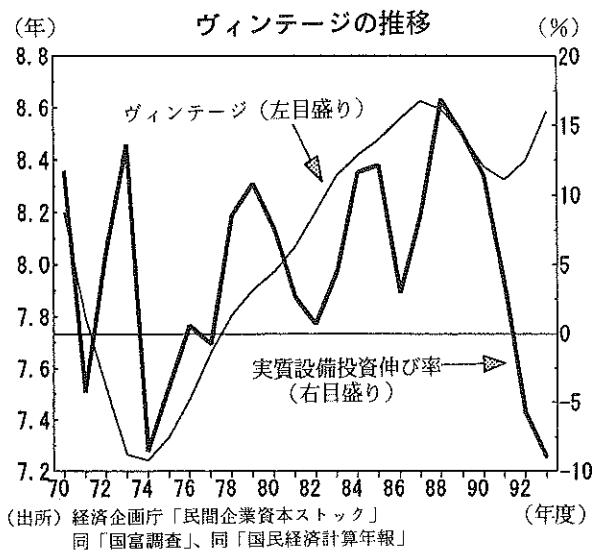
このことは中小企業の設備投資を財務面から抑制するものであり、過去のように「中小企業設備投資の先行的な回復」は予想しにくい。



④ リストラ下の設備投資調整

1) 上昇するヴィンテージ

ストック調整、固定費削減のために設備投資の抑制が続けられているが、他方で中期的に産業の生産性上昇速度を低下させる危険性をはらんでいる。設備の平均年齢(ヴィンテージ)はバブル期

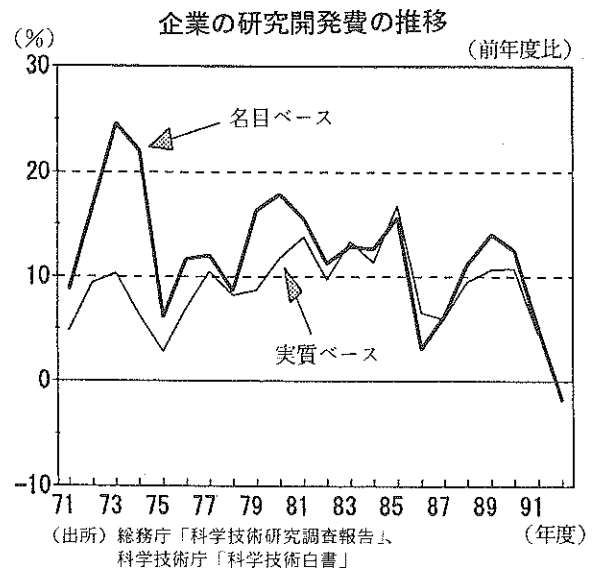


には旺盛な設備投資によって低下したが最近では再び上昇に転じている。設備の老朽化は、新技術の利用を遅らせ、経済全体としての効率改善を阻害する恐れがある。

2) 減量から「前向きのリストラ」へ

設備投資の動機をみると「研究開発投資」の比率は高まる傾向にあるが、総務庁の「科学技術研究調査報告」では92年度の民間会社の研究開発費は前年比マイナスとなっており、93年度も減少している可能性が大きい。

経費削減に偏するあまり、こうした状態が長期化すると、日本企業が国際的な技術開発競争の中で遅れをとることに繋がりがかねない。



米国企業再生の例としてよく引き合いに出されるインテル社は、戦略的投資分野と撤退分野を明確化し、横並びのメモリーの集積度上昇競争に加わず、CPUに特化して成功した。我が国においても、投資の全般的な抑制という後ろ向きの調整から、戦略的な重点投資分野と撤退分野を明確にする「前向きのリストラ」へと転換する必要がある。

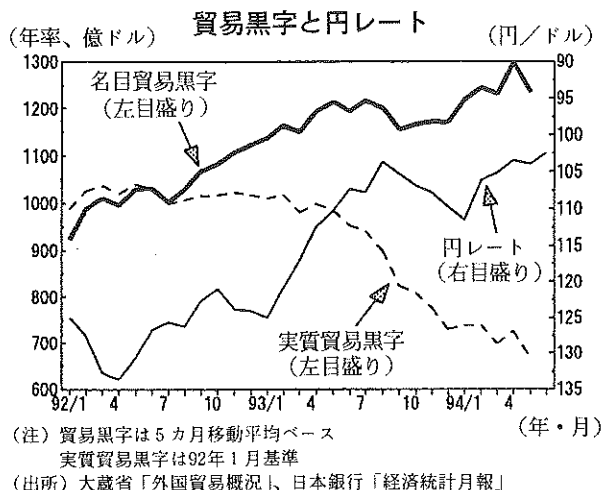
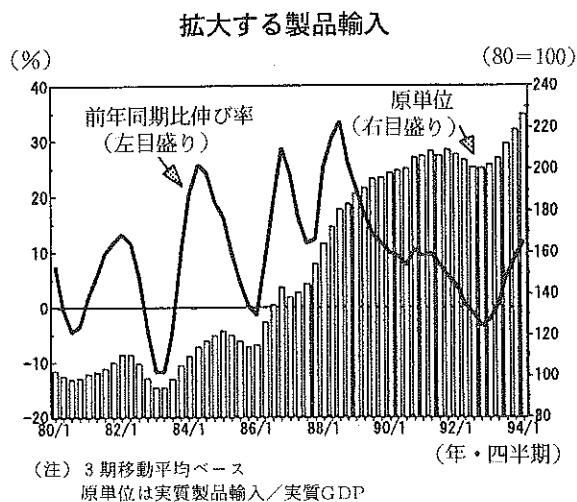
2) 外需依存と円高のジレンマ

①困難な外需依存型の景気拡大

戦後の日本の景気回復は輸出に活路を求めた外需依存の歴史であった。しかし、世界の枠組みが大きく変化した現在、以下のように、外需依存型の景気拡大は困難である。

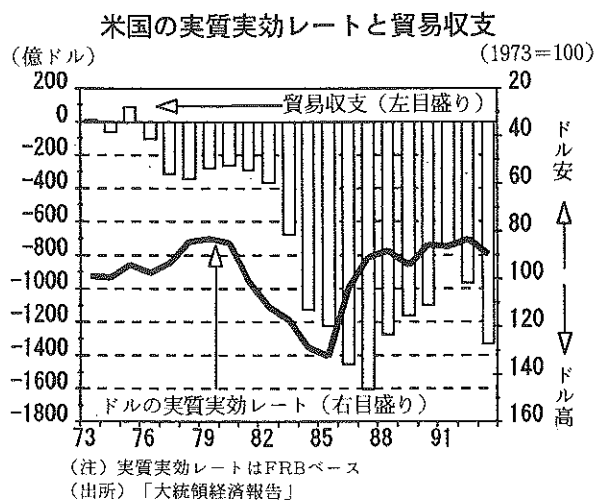
- (1) 海外現地生産の立ち上り等を反映した輸入構造の変化から、国内景気の低迷にもかかわらず、製品輸入の増加が著しい(→国内生産の減少)
- (2) 輸出数量の増加が著しい場合には、貿易黒字が拡大し、円高リスクが強まる

日本経済は既に世界的に突出した黒字を抱えている。海外経済の動向いかにかわらず、内需拡大による景気回復へと構造転換が不可欠である。



②円高と空洞化問題

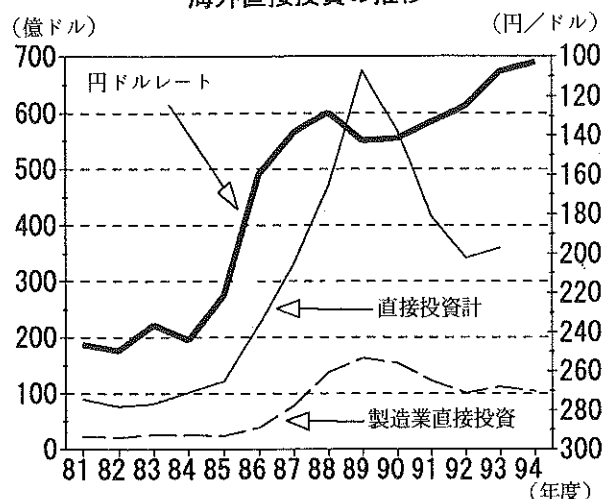
為替レートの国際収支調整効果は時間的ラグを伴う。このため、円高の持続は日本の「産業空洞化」の危険をはらんでいる。1980年代前半の米国はレーガノミックスのもとで高金利を背景に著しいドル高となり時間差を伴って貿易赤字が大幅に拡大した。その後、85年9月のプラザ合意を契機にドルの実質実効レートは大幅に低下したが、米国の貿易赤字は87年まで拡大を続けた。この点、対外赤字の増加には財政赤字の拡大による貯蓄不足という要因があるものの、著しいドル高が続いた80年代前半に米国企業の生産拠点の海外シフトや海外市場(米国企業の輸出先)からの撤退が進んだことから、ドルが下落した後もいわゆる「履歴効果(ヒステリシス)」が残り米国の貿易収支の改善が進まない一つの原因となったと見られる。



プラザ合意以降の円高を受けて日本の海外に対する直接投資は90年代はじめまで大幅に増加し、製造業の海外生産比率も高まった。

その後バブル経済崩壊に伴う景気後退の中で日本経済全体としての海外直接投資額は半減したが、製造業の直接投資は全体に比べて減少は小幅で、92年度以降ほぼ横ばい傾向となっている。

海外直接投資の推移

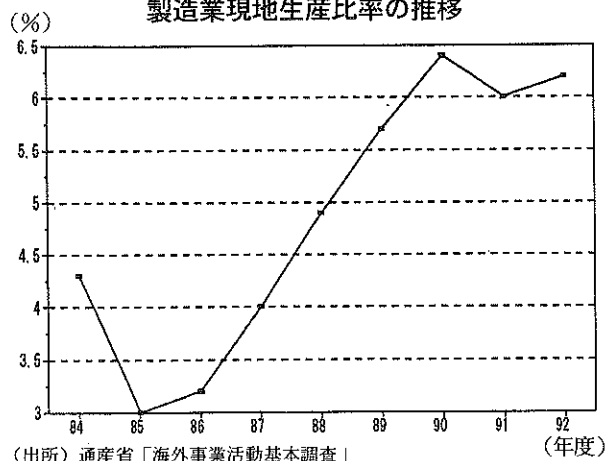


(注) 製造業の94年度は日本輸出入銀行「海外直接投資アンケート調査」の伸び率を用いた見通し
円ドルレートは銀行間直物中心相場
(出所) 大蔵省「対外直接投資届け出実績」、日本輸出入銀行「海外直接投資アンケート調査」

変動相場制度のもとでは為替レートは長期的な均衡レベルを大きく外れる（いわゆるオーバーシュート）ことがしばしばおこる。行き過ぎた円高が続く場合、その間に製造業の生産拠点の海外シフト等が進んでしまうと、円が下落に転じた場合でも国内の製造業の生産が回復せず、長期にわたって産業空洞化の後遺症に悩むという可能性がある。

昨今の為替市場の激震はこうした観点からも問題なしとしない。日本の内需拡大への積極的努力、米国の財政赤字削減への努力など、為替レート安定のための国際的な政策協調が望まれるゆえである。

製造業現地生産比率の推移



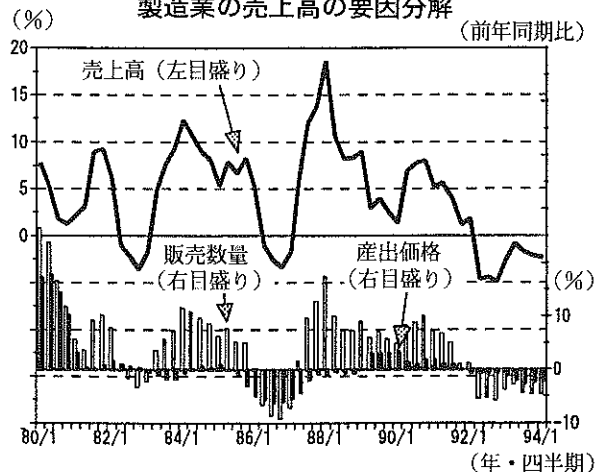
(出所) 通産省「海外事業活動基本調査」

3) 価格破壊の進行と長期金利高

一般に、価格低下のメカニズムには需要要因と供給要因が考えられる。生産性の向上や投入物価格である輸入物価の下落といった供給側の要因で価格下落がおこる場合には、同時に経済は拡大し実体経済に対する影響はプラス面が大きい。しかし、需要側の要因による価格下落では経済の縮小が同時に起こる。

93年度の消費者物価上昇率は1.2%にとどまった。小売業での「価格破壊」によって消費者の購入物価は統計以上に下落している可能性がある。円高による輸入物価下落は供給側のコスト低下要因であり、現存する大幅な需給ギャップも物価下押し圧力として作用しよう。このため、景気が回復に向かっても当面、物価の「超安定」とも言うべき状態が続こう。物価下落が企業の売上げ低迷、収益悪化を通じて名目賃金の下落に繋がらなければ、家計の実質所得増となり消費拡大を通じて経済を牽引することが期待できる。しかし、現在は、需要が低迷し、生産の縮減から生産性が上昇しない状況で、企業は固定費削減、とりわけ人件費削減に取り組んでおり、物価低迷による売上げの伸び低迷は賃金の伸び抑制という形であらわれる可能性が大きい。

製造業の売上高の要因分解



(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「物価指数月報」

また、物価の下落は極端なケースとしては借入金の名目金額や金利支払負担が変わらないにもかかわらず、売上げが減少して、企業の負担を増大させてしまうという問題を引き起こす。この点に関して、本年初来の長期金利の反騰傾向が懸念される。長期的にみれば、金利と成長率は近い水準となっているが、足もとの名目成長率との格差は80年代を通じて最高レベルである。年初来の長期金利反騰が日本の景気回復期待を映じたものであるならば、将来の名目成長率の上昇の先取りであり、問題はないといえよう。しかし、海外金利

高や財政赤字等を反映して、長期金利が経済の実態に比べて高止まりした状態であるとすれば、景気の下支え役である住宅投資をはじめ、設備投資に対しても悪影響があり、景気回復力をそぐ要因といえよう。

3. 94年度経済見通し～脆弱さ抱える中、0.4%成長

(1) 見通しの前提条件

○94年度の実質公的固定資本形成の伸びは3.7%

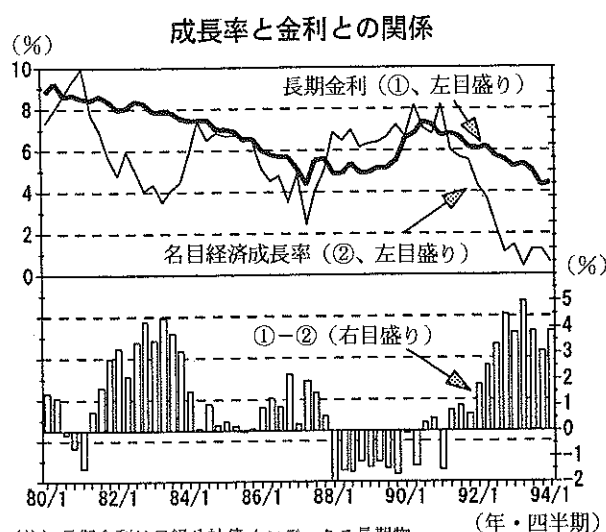
○9月末までに第8次利下げ(1.75%→1.25%)。

○円レートは94年度平均で103円

○通関入着原油価格は94年度平均で16.0ドル

(2) 予測結果の要約

景気は、①設備投資の減少が続く、②企業部門のリストラクチャリングが続く、雇用環境は厳しい状況、③円高等を背景に純輸出は減少傾向一等のマイナス要因はあるが、他方、これまでのプラス要因に「減税実施の効果」も加わることから、回復傾向となろう。ただし、本格回復にはほど遠く、「底這い圏内」ともいえる動きにとどまろう。



94年度見通しのポイント

	92年度実績	93年度実績	94年度予測
実質GDP成長率	0.4	0.0	0.4
（内需寄与度）	(▲0.3)	(0.6)	(1.0)
（外需寄与度）	(0.7)	(▲0.6)	(▲0.6)
民間消費支出	1.1	1.3	2.1
民間住宅投資	▲3.6	6.0	5.7
民間設備投資	▲5.7	▲9.0	▲5.8
公的固定資本形成	16.7	13.3	3.7
財・サービス輸出	4.6	0.2	4.3
財・サービス輸入	▲0.3	4.5	8.4

鉱工業生産上昇率	▲6.3	▲4.0	▲0.8
総合卸売物価上昇率	▲1.5	▲3.2	▲2.0
消費者物価上昇率	1.6	1.2	0.4
貿易収支（億ドル）	1361	1430	1440
経常収支（億ドル）	1259	1305	1330

(出所) 実績部分は、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」

(前年度比、%)

前回93年度見込	前回94年度予測
▲0.4	0.0
(0.4)	(0.2)
(▲0.8)	(▲0.3)
0.9	1.3
5.7	3.1
▲8.4	▲5.4
11.4	1.9
0.1	3.6
5.7	5.6

▲4.2	▲2.0
▲3.3	▲2.1
1.1	0.5
1420	1470
1310	1390

実質 GDP 成長率は、減税効果による消費の伸び上昇、製造業等を中心とした設備投資の減少幅縮小等から、93 年度 0.0%が 94 年度 0.4%(前回：0.0%)とかがろうじてプラスに転じよう。ただし、為替面での不透明要素は大きく、ゼロ成長のリスクもある。

(注) 為替レートの景気への影響は、輸出入構造の変化が予想される局面では、厳密な推計は困難である。80 年代以降のデータをもとにしたニッセイ基礎研マクロ計量モデルによるシミュレーションでは「10 円の円高で約 0.3%程度の実質 GDP 押し下げ効果」となるが、生産拠点の大規模な海外シフトが起こるような場合には、より大きな GDP 押し下げ効果が出る可能性がある。

(3) 主要な需要項目の動向

1) 民間消費～雇用・賃金低迷と減税・消費マインド好転綱引きの中、底堅く推移

94 年度の民間消費は 2.1%の増加となり、93 年度の 1.3%増から改善しよう。

人件費負担の高まりから、雇用、賃金は抑制されるものの、①消費者物価の沈静化、② 5.5 兆円の所得税減税の効果(名目可処分所得を 1.9%、実質民間消費を 0.7%、実質 GDP を 0.5%押し上げ<減税分の限界消費性向は約 4 割>)、③消費性向の上昇一がプラスに作用しよう。

こうした中、雇用情勢は深刻な状況が続こう。94 年度の失業率は 3.1%、過去最高レベルとなる恐れが強い。

企業の売上高人件費率は、80 年代以降の平均水準を 2%強上回っており、人件費の抑制が、賃金から雇用へと比重を移すことになろう。特に、非製造業では、93 年度前半まで、景気回復期待から雇用抑制に慎重であったこともあり、抑制姿勢が鮮明になると懸念される。

就業者数は前年度比 0.1%の増加と第 1 次石油危機時の 74 年度(▲0.6%)以来、20 年ぶりの低い伸びとなろう。

消費と所得の見通し

	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度	(前年度比、%) 94年度予測
実質民間消費	3.7	3.6	2.6	1.1	1.3	2.1
実質家計可処分所得	3.3	3.3	4.1	0.9	0.7	1.6
実質雇用者所得	3.9	4.3	4.2	0.8	1.2	0.3
財産所得	1.1	1.6	0.2	▲1.4	▲1.0	▲0.4
その他(税金等)	▲1.7	▲2.5	▲0.3	1.4	0.5	1.7
消費性向	0.4	0.3	▲1.5	0.2	0.6	0.5

(注) 可処分所得の内訳は寄与度表示

(出所) 実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」

雇用関連指標の予測

	89年度	90年度	91年度	92年度	93年度	(前年度比、%) 94年度予測
雇用者所得	7.9	8.4	7.5	3.5	2.3	0.7
雇用者数	3.0	3.6	3.1	2.1	1.4	0.8
賃金	4.7	4.6	4.2	1.4	0.9	▲0.1
就業者数	2.1	1.9	1.8	0.7	0.3	0.1
労働力人口	1.9	1.8	1.8	0.8	0.7	0.6
失業率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.6	3.1

(注) 賃金は 1 人当たり雇用者所得ベース、失業率のみ水準

(出所) 実績部分は、総務庁「労働力調査報告」

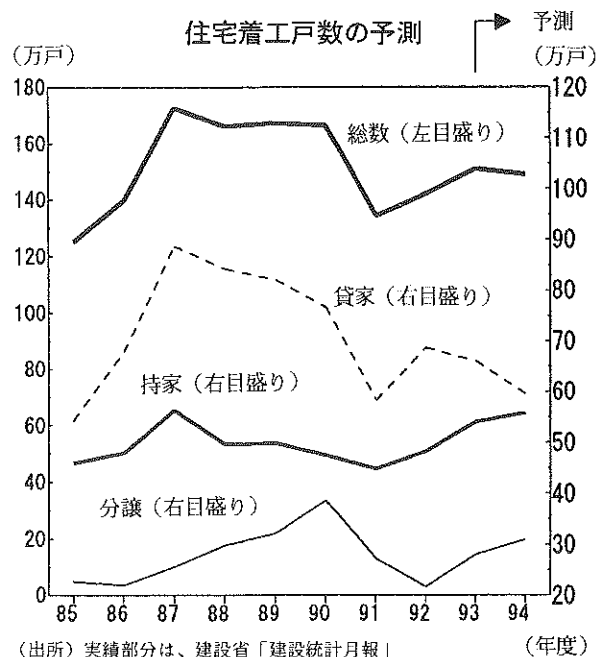
2) 民間住宅投資～高水準ながらも、貸家中心に次第に弱含み

94年度の住宅投資は5.7%の増加となり、93年度の6.0%に続き高めの伸びで推移しよう。

着工戸数ベースでは、149万戸と93年度の151万戸から微減しよう。

利用関係別にみると、貸家が供給過剰を背景とした家賃低迷から減少基調が鮮明となる他、持家についても、住宅ローン金利の引き上げ等を背景に弱含もう。

分譲については、地価の下げ止まりの気配、貸家との比較での割安感から当面、増加するものの、年度半ば以降は伸び悩もう。



3) 民間設備投資～3年連続のマイナス

94年度の民間設備投資は▲5.8%の減少となり、93年度の▲9.0%からマイナス幅が縮小しよう。

長期に渡る投資抑制から資本ストックの伸びは過去最低水準を更新しているものの、成長率の低迷から資本係数(資本ストック/実質GDP)は上昇傾向にある。減価償却費は、依然として経常利

益の圧迫要因となっており、設備投資の抑制基調が持続されよう。

製造・非製造業別にみると、製造業ではマイナス幅が大きく縮小するものの、非製造業では、厳しい局面が続こう。

また、経常利益については、固定費の圧縮が進むが、売上高の低迷が続くため小幅ながら減益が続こう。

設備投資の予測 (前年度比、%)

	91年度	92年度	93年度	94年度 予測
実質民間設備投資	3.5	▲5.7	▲9.0	▲5.8

(出所) 実績部分は、大蔵省「法人企業統計季報」

法人企業統計ベース	3.0	▲7.3	▲14.3	▲6.8
内、製造業	4.5	▲19.1	▲21.1	▲3.3
内、非製造業	2.0	0.0	▲10.8	▲8.3

(出所) 実績部分は、大蔵省「法人企業統計季報」

企業収益の予測 (前年度比、%)

	91年度	92年度	93年度	94年度 予測
売上高	4.6	▲2.1	▲1.1	0.1
経常利益	▲12.1	▲26.5	▲9.7	▲1.8
製造業	▲16.7	▲34.0	▲19.6	▲1.6
非製造業	▲7.8	▲20.1	▲2.6	▲1.9
売上高経常利益率	2.6	1.9	1.7	1.7

(出所) 実績部分は、大蔵省「法人企業統計季報」

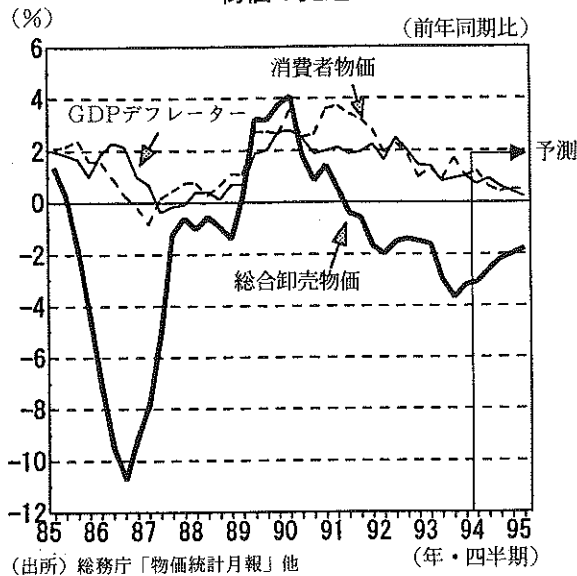
(4) 物価～鎮静傾向が持続

94年度の総合卸売物価は▲2.0%の下落と、93年度の▲3.2%に続き、下落基調が持続しよう。

①製品需給の緩和、②賃金コストの安定、③円高基調による輸入物価の下落一等を背景に鎮静状況が続こう。

消費者物価についても、労働需給の緩和を背景とした賃金低迷からコアインフレが鎮静化する中、上昇率はさらに鈍化、94年度0.4%(93年度:1.2%)となろう。

物価の見通し



上回ろう。

輸出については、円高スピードの鈍化(92年度125円→93年度108円→94年度103円)を背景としてドル建て輸出価格の伸びは低下するものの(93年度9.2%→94年度4.4%)、輸出数量は、海外景気の回復等を受け、微増に転じよう(93年度▲2.4%→94年度2.5%)。この結果、輸出額は、93年度の6.5%増から94年度は7.0%増となろう。

輸入については、ドル建て輸入価格が、原油価格等の海外商品市況の軟調から低い伸びにとどまる(93年度▲0.7%→94年度▲0.2%)ものの、円高を背景とした製品輸入増から、輸入数量が堅調に推移する(93年度5.7%→94年度10.2%)ため、金額ベースで10.0%の増加となろう(93年度4.9%増)。

(5) 国際収支～黒字は高水準・横這い

94年度の通関黒字は1230億ドルとなろう。このうち、対米黒字は、550億ドルと4年連続で拡大し、過去最高であった86年度(520億ドル)を

通関収支の見通し

	86年度	87年度	91年度	92年度	93年度	94年度予測
通関収支	897	760	882	1,109	1,220	1,230
対米	520	508	384	458	512	550
その他	377	251	498	651	709	680

(出所) 実績部分は、大蔵省「外国貿易概況」

経常収支の予測

(季調済年率換算ベース、億ドル)

	92年度	93年度	上期	下期	94年度予測	上期	下期
経常収支	1,259	1,305	1,279	1,296	1,330	1,270	1,380
(対GDP比%)	(3.4)	(3.0)	(2.9)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(3.0)
貿易収支	1,361	1,430	1,428	1,425	1,440	1,400	1,470
(対GDP比%)	(3.6)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.2)
輸出	3,355	3,563	3,581	3,546	3,790	3,740	3,830
(前年同期比%)	(7.5)	(6.2)	(7.8)	(4.7)	(6.3)	(4.4)	(8.2)
輸入	1,994	2,133	2,153	2,117	2,350	2,340	2,360
(前年同期比%)	(0.5)	(7.0)	(7.7)	(6.3)	(10.2)	(8.5)	(11.8)
貿易外収支	▲50	▲55	▲67	▲61	▲40	▲60	▲20
移転収支	▲52	▲70	▲82	▲68	▲70	▲70	▲70

(注) 予測は、億ドル単位を四捨五入

(出所) 実績部分は、日本銀行「国際収支統計月報」

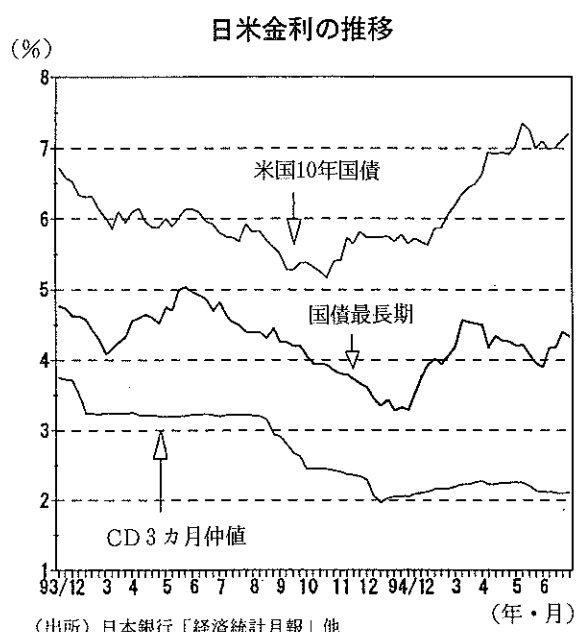
こうした動きを反映し、94年度の貿易黒字(国際収支ベース、以下同じ)は1440億ドルと横這いと予測される(93年度実績1430億ドル)。

経常黒字は、貿易黒字の高止まりを背景として高水準で推移しよう。94年度は1330億ドルと93年度の1305億ドルをやや上回ろう。経常黒字の対名目GDP比は2.9%と若干低下しよう(直近ピークの92年度3.4%、93年度3.0%)。

(6) 金融～短期金利は低水準、長期金利は弱含み横這い

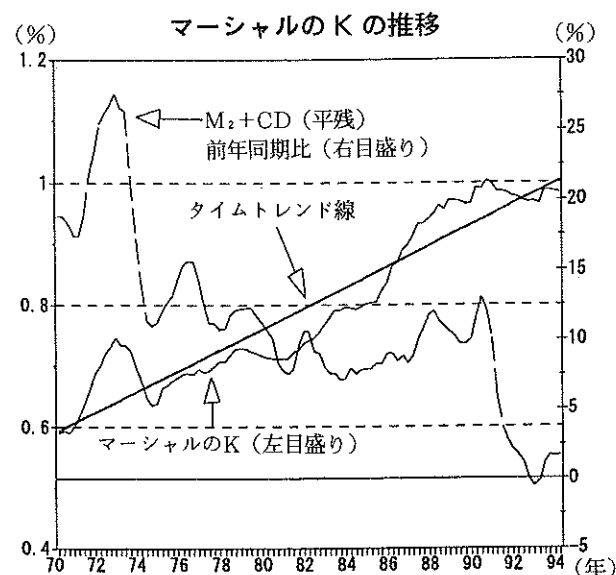
景気の回復力の弱さ、物価の鎮静化、円高リスクの高さ一等の中、当面、短期金利の低め維持が続けられよう。一段の円高が進展、ないしは円高水準での定着のような場合には短期金利の低め誘導強化や第8次引下げとなる可能性もあろう。こうした中、予測期間中の短期金融市場の金利は低位で推移しよう。

長期金利は本年初来、景気底入れ、回復期待、米国長期金利の上昇、日本の財政赤字問題などから上昇しているが、景気実態との比較では高めと



見られ、当面弱含み横這い圏で推移しよう。94年度末には景気動向からみて若干上昇しよう。

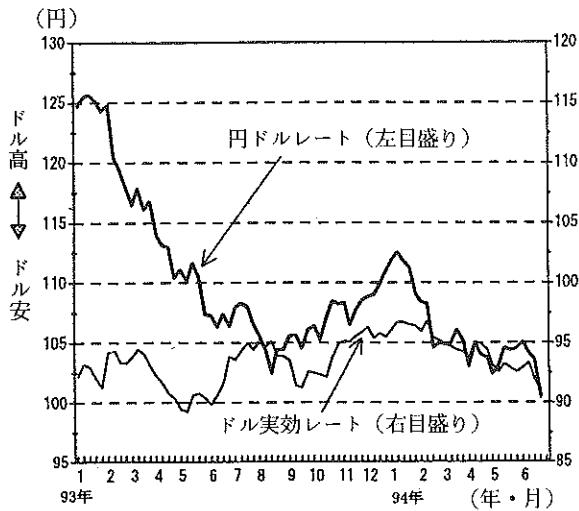
マネーサプライは資金需要が弱い上、金融機関など供給側の制約問題もあり、伸び悩み傾向が続こう。



(7) 為替～当面、円高リスクの高い状況で推移

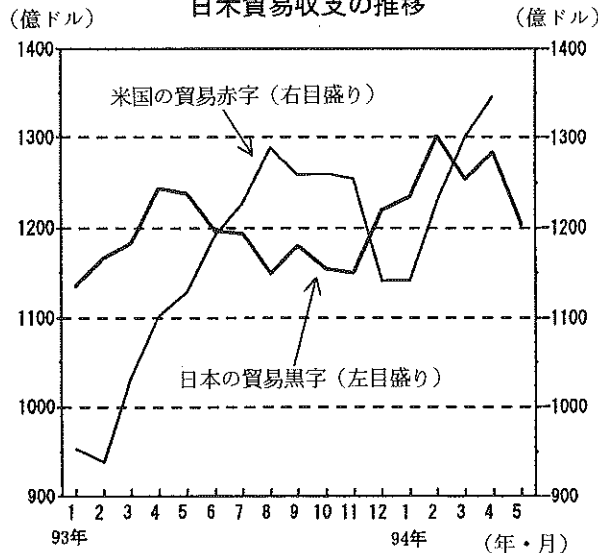
円ドル相場は、94年1月中旬以降、円高気味で推移していたが、6月下旬にいたり、急激に円高ドル安傾向が強まった。94年度中は、日本サイドの要因(高水準の対外黒字持続と弱いながらも景気回復)、米国サイドの要因(対外赤字の拡大と景気は潜在成長率並みに鈍化方向、インフレ懸念)といったファンダメンタルズ面から円高圧力が強い状況が続こう。しかし、他方で、通貨当局のスタンスが、「日本：円高進行回避」、「米国：ドル安回避」一であることを勘案し、年度平均で103円とみた。不透明要因としては日本の政局動向や北朝鮮をめぐる問題があるが、当面、一層円高となるリスクを抱えた状況で推移しよう。

直近の為替動向



(注)ドルの実効レートは、FRBヘー・ース(1973=100)
(出所)日本銀行「国際収支統計月報」他

日米貿易収支の推移



(注)貿易収支は通関ベース、季調済・年率値、3ヵ月移動平均
(出所)大蔵省「外国貿易概況」他

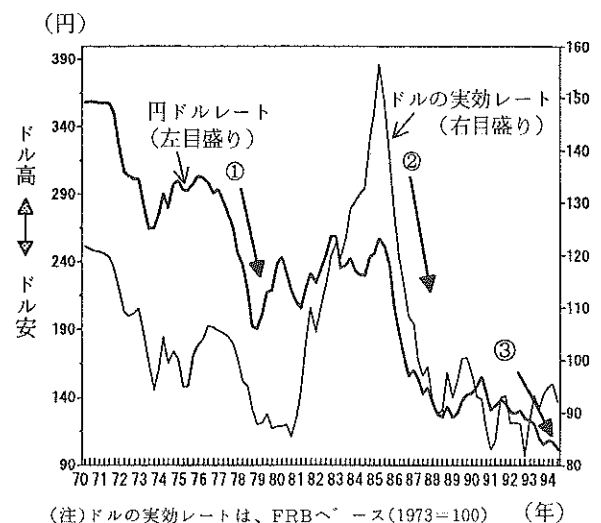
(参考) 過去の大幅な円高・ドル安局面との比較

変動相場制移行後の「大幅な円高・ドル安局面」
は以下のとおり。

- ①カーター政権時の77年1月～78年11月
- ②プラザ合意後の85年9月～88年中旬
- ③93年2月以来の今回局面

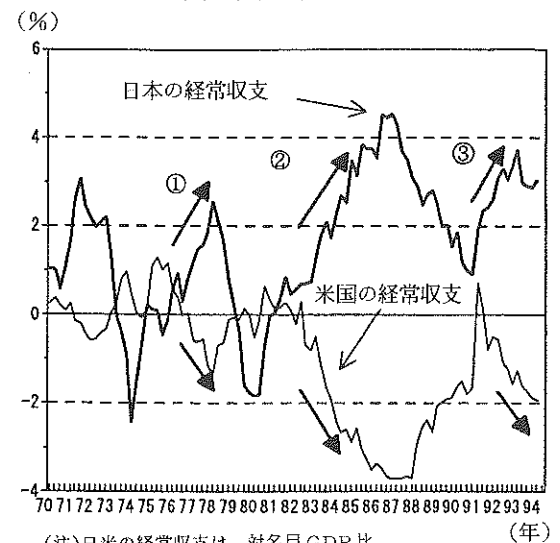
いずれのケースも基本的には、日本の対外黒字
拡大、米国の対外赤字拡大を伴っており、更に、
①は、米国のインフレの悪化(金融政策の失敗)、
カーター政権の信認の欠如
②は、レーガン政権下での「異常な高金利による
ドル高からの是正」
③は、米国のインフレ懸念、クリントン政権の信
認問題、日本の政局不安
一等が加わったといえよう。

過去3回の円高・ドル安局面



(注)ドルの実効レートは、FRBヘー・ース(1973=100)
(出所)日本銀行「国際収支統計月報」他

日米経常収支の推移



(注)日米の経常収支は、対名目GDP比
(出所)日本銀行「国際収支統計月報」他

過去のドル安・円高局面と今回の比較

	① 70年代の円高局面 (77年1月～78年11月)	② 80年代の円高局面 (85年9月～88年中旬)	③ 今回の円高局面 (93年2月～)
特徴	ドル全面安	ドル全面安(80～85年にかけてのドル高の是正)	円独歩高→小幅のドル全面安
対外バランス (不均衡拡大理由)	日・独の対外黒字の拡大と 米国の対外赤字の拡大 ↑ 米国の内需主導型回復と 日本の外需主導型の回復 による不均衡拡大	日・独の対外黒字の拡大と 米国の対外赤字拡大 ↑ レーガノミックスによる米 国の過剰消費(財政赤字の 拡大、民間貯蓄率の低下) による対外赤字の拡大	日本の対外黒字拡大と米国の対 外赤字拡大(独は経常赤字) ↑ 景気のスレ違い。投資主導の 米国経済の回復による不均衡 拡大(財政赤字縮小、民間貯 蓄率もほぼ横バイの中、 <u>投資 の大幅な増加</u>) 米国:91年3月(景気の谷)、 日本:91年4月(景気の山)
政局・信認	カータ政権の外交等に対 する信認欠如	レーガン政権の財政赤字削 減能力に対する信認欠如	日本の政局不安、クリント ンの内政(医療制度改革他)・外 交に対する信認欠如
インフレの 抑制	政権よりのバーンズ、ミ ラー連銀議長は実質FF レートマイナスの <u>超金融 緩和政策を実施</u> 、インフ レは高進	インフレ率は、87年第一四 半期から上昇を始めた。グ リーンスパン議長は、第二 四半期から金融引締めへ	グリーンスパン議長は、イン フレ懸念から94年2月より 「予防的金融引締め」を行 う。 <u>インフレは抑制される予 想</u>

当面、日本の黒字を背景に円高リスクは高いが、
①米国の投資拡大、②予防的引締めによりインフ
レ防止が成功すると予想されることから、過去
のドル安局面とは異なる。

1991年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	前回3月予測	
				93年度	94年度
名目国内総支出	2.1 (465.4)	0.8 (469.3)	0.6 (472.2)	0.9 (469.5)	0.6 (472.3)
実質国内総支出	0.4	0.0	0.4	▲0.4	0.0
国内需要	▲0.3	0.6	1.0	0.4	0.2
国内民間需要	▲1.9	▲0.8	0.5	▲0.8	▲0.2
民間最終消費支出	1.1	1.3	2.1	0.9	1.3
民間住宅投資	▲3.6	6.0	5.7	5.7	3.1
民間企業設備投資	▲5.7	▲9.0	▲5.8	▲8.4	▲5.4
民間在庫品増加	(0.8)	(1.4)	(1.3)	(1.9)	(1.8)
国内公的需要	9.1	7.9	3.2	6.9	2.2
政府最終消費支出	2.3	3.5	2.3	3.1	2.1
公的固定資本形成	16.7	13.3	3.7	11.4	1.9
財貨・サービスの純輸出	(4.8)	(2.3)	(▲0.0)	(1.6)	(0.4)
財貨・サービスの輸出	4.6	0.2	4.3	0.1	3.6
財貨・サービスの輸入	▲0.3	4.5	8.4	5.7	5.6
鉱工業生産	▲6.3	▲4.0	▲0.8	▲4.2	▲2.0
総合卸売物価	▲1.5	▲3.2	▲2.0	▲3.3	▲2.1
消費者物価	1.6	1.2	0.4	1.1	0.5
貿易収支 (億ドル)	1,361	1,430	1,440	1,420	1,470
経常収支 (億ドル)	1,259	1,305	1,330	1,310	1,390

(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、経常収支は国際収支ベース

④鉱工業生産指数は90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

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	前回3月予測	
				93年度	94年度
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	19.3	16.8	16.0	16.7	14.3
円/ドル・レート	125	108	103	108	105
公定歩合（年度末値、%）	2.5	1.75	1.25	1.25	1.25
米国実質経済成長率（暦年、%）	2.6	3.0	3.7	2.9	3.1

（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

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 予測	前回3月予測	
				93年度	94年度
実質国内総支出	0.4	0.0	0.4	▲0.4	0.0
国内需要	▲0.3	0.6	1.0	0.4	0.2
国内民間需要	▲1.6	▲0.7	0.4	▲0.7	▲0.1
民間最終消費支出	0.6	0.8	1.2	0.5	0.7
民間住宅投資	▲0.2	0.3	0.3	0.3	0.1
民間企業設備投資	▲1.2	▲1.9	▲1.1	▲1.7	▲1.0
民間在庫品増加	▲0.8	0.1	▲0.0	0.3	▲0.0
国内公的需要	1.4	1.3	0.6	1.1	0.4
政府最終消費支出	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
公的固定資本形成	1.1	1.0	0.3	0.9	0.2
財貨・サービスの純輸出	0.7	▲0.6	▲0.6	▲0.8	▲0.3
財貨・サービスの輸出	0.6	0.0	0.6	0.0	0.5
財貨・サービスの輸入(控除項目)	0.0	▲0.6	▲1.2	▲0.8	▲0.8

（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。

94年度日本経済見通し結果（半期系列）

（上段は季調済・前期比％、下段は原数値・前年同期比％）

	92年度 上 期	下 期	93年度 上 期	下 期	94年度 上 期	下 期
名目国内総支出	0.9 3.0	0.3 1.2	0.6 0.8	0.2 0.8	0.3 0.6	0.4 0.7
実質国内総支出	▲0.3 0.9	0.1 ▲0.0	0.0 0.1	▲0.1 0.0	0.2 0.1	0.5 0.7
国内需要	▲0.6 0.1	▲0.1 ▲0.6	0.5 0.3	0.4 0.9	0.6 1.0	0.4 1.0
国内民間需要	▲1.5 ▲1.2	▲1.1 ▲2.5	▲0.3 ▲1.3	0.0 ▲0.4	0.5 0.6	0.0 0.5
民間最終消費支出	0.1 1.6	0.5 0.6	0.2 0.8	1.7 1.9	0.9 2.5	0.9 1.8
民間住宅投資	1.9 ▲5.2	▲3.5 ▲1.7	6.1 2.6	3.4 9.8	4.5 7.8	▲1.0 3.5
民間企業設備投資	▲3.0 ▲3.9	▲4.6 ▲7.4	▲4.3 ▲8.7	▲5.2 ▲9.3	▲2.3 ▲7.4	▲2.1 ▲4.3
民間在庫品増加 *	▲0.7 ▲0.9	▲0.1 ▲0.8	0.2 0.2	▲0.1 0.1	0.1 ▲0.0	▲0.1 ▲0.0
国内公的需要	4.4 8.4	4.8 9.7	4.4 9.2	2.0 6.9	1.1 3.2	2.0 3.2
政府最終消費支出	▲0.3 2.7	2.2 2.0	1.5 4.1	1.5 3.0	1.0 2.5	1.1 2.1
公的固定資本形成	9.4 16.4	6.8 16.8	8.2 15.5	3.1 11.8	0.5 3.7	2.9 3.7
財貨・サービスの純輸出*	0.3 0.9	0.2 0.5	▲0.5 ▲0.2	▲0.5 ▲0.9	▲0.4 ▲0.8	0.1 ▲0.3
財貨・サービスの輸出	1.2 5.5	2.4 3.7	▲1.0 1.3	0.1 ▲0.9	3.5 3.6	1.4 5.0
財貨・サービスの輸入	▲0.9 ▲0.5	0.8 ▲0.1	2.4 3.2	3.3 5.8	6.2 9.8	0.9 7.1
鉱工業生産	▲3.7	▲2.9	▲1.5	▲2.2	0.7	▲0.8
総合卸売物価	▲1.5	▲1.6	▲3.3	▲3.2	▲2.1	▲1.9
消費者物価	2.0	1.1	1.3	1.2	0.5	0.3
貿易収支（億ドル）	1,320	1,396	1,428	1,425	1,400	1,470
経常収支（億ドル）	1,153	1,352	1,279	1,296	1,270	1,380
公定歩合（％）	3.25	2.5	1.75	1.75	1.25	1.25

（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（半期系列）

（上段は季調済・前期比％、下段は原数値・前年同期比％）

	93年				94年				95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
名目国内総支出	1.0	▲0.3	0.8	▲0.7	0.9	▲0.2	0.2	▲0.2	0.9
	1.4	0.4	1.2	1.1	0.6	1.0	0.2	0.7	0.6
実質国内総支出	0.9	▲0.5	0.3	▲0.7	1.0	▲0.4	0.2	▲0.1	0.9
	0.0	▲0.2	0.3	0.1	▲0.1	0.2	0.1	0.8	0.6
国内需要	0.9	▲0.1	0.2	▲0.1	0.8	0.2	▲0.0	0.0	0.8
	▲0.4	▲0.0	0.6	1.1	0.7	1.1	0.9	1.0	0.9
国内民間需要	0.3	▲0.5	0.2	▲0.2	0.2	0.5	▲0.2	▲0.3	0.7
	▲2.5	▲1.4	▲1.1	▲0.3	▲0.5	0.8	0.3	0.3	0.7
民間最終消費支出	1.3	▲0.6	0.4	0.7	1.4	▲0.1	0.4	0.1	1.1
	1.0	0.8	0.7	1.8	2.0	2.5	2.6	1.9	1.7
民間住宅投資	▲2.2	2.7	9.0	1.8	▲5.2	7.2	0.2	▲0.8	▲0.6
	▲2.2	▲2.2	7.1	11.4	8.0	12.6	3.6	1.4	6.0
民間企業設備投資	▲0.8	▲3.0	▲2.0	▲3.8	▲1.0	▲1.4	▲0.9	▲1.8	0.4
	▲7.4	▲8.7	▲8.7	▲9.3	▲9.4	▲8.0	▲6.9	▲5.0	▲3.6
民間在庫品増加 *	▲0.2	0.4	▲0.1	0.0	▲0.2	0.3	▲0.3	0.1	▲0.1
	▲0.9	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.0	0.0
国内公的需要	4.0	2.3	0.1	0.3	3.3	▲0.9	0.7	1.2	0.9
	10.3	8.0	10.2	7.6	6.3	2.5	3.7	4.3	2.0
政府最終消費支出	0.2	1.1	0.6	0.9	0.4	0.2	1.2	0.5	0.0
	1.9	3.6	4.6	2.9	3.1	2.2	2.8	2.3	1.9
公的固定資本形成	7.0	4.2	0.9	1.5	2.3	▲1.0	0.8	2.7	▲0.4
	19.2	14.5	16.2	14.0	9.1	3.2	4.0	5.0	2.1
財貨・サービスの純輸出*	▲0.1	▲0.5	0.1	▲0.6	0.2	▲0.6	0.2	▲0.1	0.1
	0.5	▲0.2	▲0.3	▲1.0	▲0.8	▲0.9	▲0.8	▲0.2	▲0.4
財貨・サービスの輸出	1.1	▲1.9	0.8	▲2.1	3.7	0.4	2.6	▲0.3	0.8
	3.9	1.8	0.8	▲2.1	0.4	2.7	4.6	6.5	3.4
財貨・サービスの輸入	1.8	1.4	0.2	2.0	2.5	4.4	1.0	0.3	0.2
	0.7	3.5	2.9	5.4	6.2	9.3	10.2	8.3	5.9
鉱工業生産	0.3	▲1.2	▲1.0	▲2.4	1.5	0.5	▲1.0	▲1.0	1.5
総合卸売物価	▲1.6	▲3.0	▲3.7	▲3.3	▲3.1	▲2.4	▲1.7	▲2.2	▲1.5
消費者物価	1.3	0.9	1.8	1.1	1.2	0.7	0.4	0.5	0.2
貿易収支（億ドル）	1,421	1,381	1,475	1,374	1,476	1,380	1,430	1,410	1,520
経常収支（億ドル）	1,443	1,266	1,291	1,241	1,352	1,300	1,240	1,260	1,510
公定歩合（％）	2.5	2.5	1.75	1.75	1.75	1.75	1.25	1.25	1.25

（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、経常収支の半期の数値は季節調整済・年率換算

④公定歩合は、期末値

訂正とお詫び

前月号（94年8月）の調査月報に下記の通り誤りがありましたので、お詫びとともに訂正させていただきます。

P.30 表題

誤：1991年度

正：1994年度

P.33 表題

誤：（半期系列）

正：（四半期系列）