

経済の動き

経済調査部

1. 米国経済～景気は拡大持続、金利は強含み基調

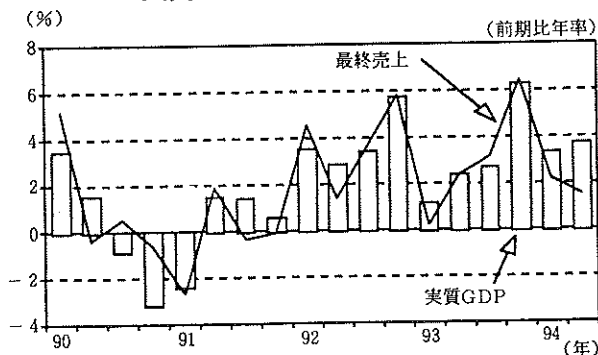
(1) 景気全般～94年4Q頃からソフト・ランディングへ

1) 実質 GDP と主要月次指標の動向

改定見通しでは、「景気は下期も拡大持続。ただし、予防的引き締め効果から94年4Q頃よりソフト・ランディングへ。94年の実質 GDP 成長率は3.7%」とみた。7/29に発表された94年2Qの実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率3.7%となり、93年4Qの6.3%、94年1Qの3.3%に続き、潜在成長率（2.5%程度、注）を上回る成長となった。

（注）潜在成長率については、米国内でも諸説があるが、94年1月のCBO（議会予算局）の試算、94年7月のグリーンズパンFRB議長の議会証言等では、2.5%程度とされている。

実質GDPと最終売上の推移



（出所）米商務省 "Survey of Current Business"

この94年2Qの実質 GDP 成長率3.7%に関しては、設備投資が6四半期連続の前期比年率2ケタ増・住宅投資は4四半期連続で2ケタ近辺の伸びとなったものの、他方で個人消費が大きく減速・在庫が大幅に増加したことから最終需要の伸びが鈍化しており、景気実勢が捉えにくい。しかし、現時点での判断としては、以下の点から、「景気の現状は依然、潜在成長率に比して高めであるが、一部、金利感応的な分野の先行指標は要注視のソフト・ランディングへの移行プロセスにある」とみられる。改定見通しどおり、94年4Q頃より、潜在成長率並みの状況にソフト・ランディングしていこう。

- ① 94年2Qの個人消費は大幅に減速したが、月次指標でみると、4、5月に落ち込んだ後、6月に入ってから総じて改善傾向。4、5月の落ち込みはクリントノミクスの所得税増税の影響が大きい。また、景気指標全般にみても、5、6月にかけて改善傾向。
- ② このため、2Qの在庫増は、前向きなものとは後向きなものが混在した形とみられる。
- ③ 他方で、金利感応度の高い住宅関連指標（住宅着工件数等）は、昨年10月以降の金利上昇（モーゲージ金利、93/10：6.8%→94/6：8.4%）の影響から頭打ち、反落の兆し。

主要経済指標の推移

(%)

		93	93	93	93	94	94	94	94	94	94
		1q	2q	3q	4q	1q	2q	4月	5月	6月	7月
雇用部門											
失業率		7.0	6.9	6.7	6.5	6.6	6.1	6.4	6.0	6.0	
非農業雇用者増減数 (前期差、千人)		589	534	504	608	613	1017	401	252	379	
家計部門											
実質可処分所得	前期比年率	-7.8	6.0	1.4	4.3	3.4	3.0	-4.7	9.6	-1.7	
	前年同期比	1.7	2.5	2.3	0.8	3.8	3.0	2.5	3.3	3.2	
実質消費	前期比年率	0.8	3.6	4.6	4.0	4.7	1.2	-5.3	2.8	1.6	
	前年同期比	3.1	3.5	3.6	3.2	4.2	3.6	3.9	3.7	3.2	
消費者信頼感指数(コンフルス・ボート)		69.5	62.7	60.8	70.7	83.1	91.2	92.1	88.9	92.5	91.6
乗用車販売台数	前期比	-1.2	7.2	-4.0	4.1	6.0	-3.1	-4.0	-4.7	0.5	
	前年同期比	-0.6	6.0	4.4	5.9	13.6	2.6	5.5	-0.3	2.7	
住宅着工件数	前期比	-7.0	7.4	5.7	12.8	-7.0	4.9	-3.2	1.8	-9.8	
	前年同期比	-6.9	7.7	10.4	19.1	19.2	16.4	19.4	20.6	9.1	
企業部門											
鉱工業生産	前期比	1.3	0.5	0.7	1.6	2.0	1.1	0.2	0.2	0.4	
	前年同期比	4.4	3.6	4.2	4.3	5.0	5.5	5.1	5.7	5.8	
設備稼働率		81.1	81.2	81.4	82.3	83.4	83.7	83.7	83.6	83.9	
NAPM指数		55.3	50.0	49.7	55.3	57.0	57.6	57.7	57.7	57.6	57.8
消費者物価											
コア部分	前期比	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8	0.2	0.3	0.3	
	前年同期比	3.5	3.4	3.2	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	

(注) 斜線は景気プラス要因の指標、斜線かつ太線囲みはマイナス要因の指標
(出所) 米商務省 "Survey of Current Business" 他

2) 長短金利上昇の影響

過去の景気拡大局面では、景気過熱によりインフレが加速し、これを抑えるための連銀の大幅な金融引き締めが景気後退をもたらすケースが多かった。しかし、今回の局面では、インフレが顕在化していない段階で「早めの予防的引き締め」が実施されている（詳細は94年7月の改定経済見通しを参照）。今回は、足もとの長短金利上昇の景気への影響について、WEFAのマクロ・モデルを用いて試算してみた。なお、金利上昇の影響は景気局面によって異なる可能性があり、また間接的には資産価格の変動による影響も予想されるが、ここでは考慮外とした。

金利上昇の主な影響ルートとしては、①個人(耐久財)消費、設備投資、住宅投資の減少、②生産、雇用の減少、③在庫投資、輸入の減少、④国際収支の赤字縮小、財政赤字の拡大、⑤消費者物価の低下一等が挙げられる。

影響度合は、長短金利がともに1%上昇した場合の1年間の実質GDPに与えるデフレ効果は、1年目で▲131億ドル(乖離率では▲0.25%)、2年目で309億ドル(乖離率では▲0.55%)程度と大きくない。

以上のことを総合すると、94年下期にも基調としては景気拡大が続くが、金利上昇によるデフレ効果が徐々に大きくなり始める94年4Q頃から成長率はやや鈍化し、95年にかけてはソフト・ランディング(景気の軟着陸)が実現する可能性が高いと判断される。

(2) 物価～当面は安定基調、年末にかけインフレ率はやや上昇へ

改定見通しでは、「当面は安定基調、下期のインフレ率はやや上昇へ」とみた。6月の消費者物価は総合、コアとも前月比0.3%(前年同月比では各々、2.5%と2.9%)と落ち着いた傾向が続いている。しかし、グリーンズパン議長の議会証言

(7月20日)でも指摘されているが、景気拡大により労働需給が逼迫し始め、稼働率も高水準になっている中、一部の商品価格が上昇を示しており(CRB指数は94/1Qが250.7→2Qは255.0、WTIは14.8ドル→17.7ドル)、先行きの物価安定については、「不透明さ(Considerable uncertainty)が残る微妙な状況」である。

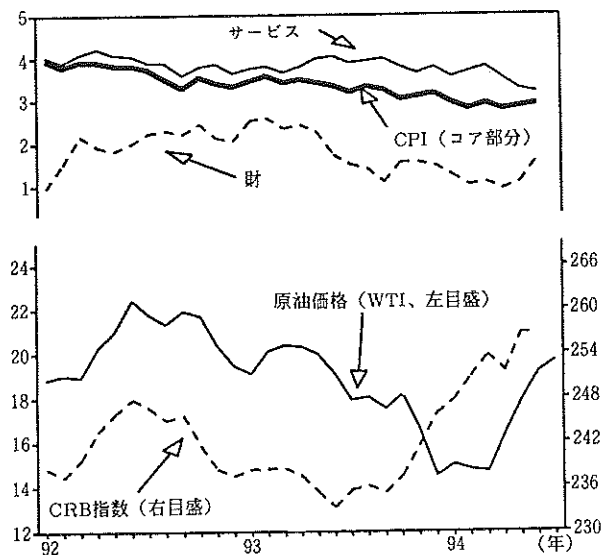
現に、消費者物価を財・サービス・エネルギーで分けてみると、サービス価格の安定により全体の物価は抑えられているが、足もとでは財の価格が上昇しており、なかでも新車、衣料品等の価格が上昇している。

消費者物価の推移

	(前期比年率、%)		
(四半期ベース)	93 4q	94 1q	94 2q
総合(CPI)	3.0	2.1	2.8
商品	2.6	0.4	2.1
サービス	3.4	3.3	3.1
エネルギー	2.2	-1.4	-0.9
コア部分	2.9	2.7	3.2

(出所) 米労働省 "Monthly Labor Review"

物価関連指標の推移



(注) 上段は前年同月比、%
下段は水準、WTIはドル、CRB指数は'67=100
(出所) 米労働省 "Monthly Labor Review" 他

今後については、下期には景気拡大が続く中、基調として「稼働率の上昇・失業率の低下」が予想されるため、足もとでは安定している労働コストも緩やかに上昇すると見込まれることから、インフレ率は緩やかな上昇傾向となろう。

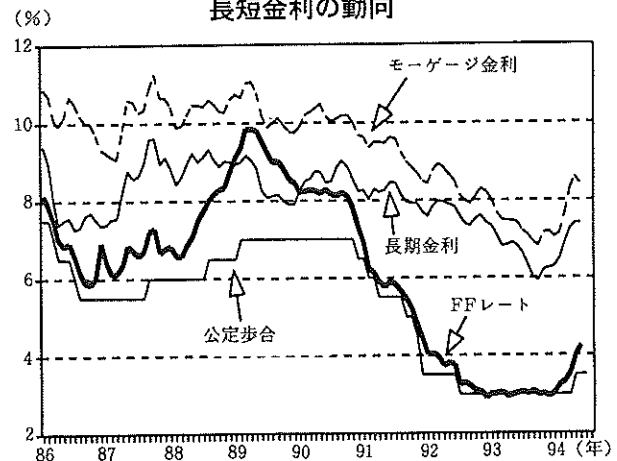
(3) 金融政策・金利動向

1) 長短金利～政策金利は一段の引き上げの可能性、長期金利は強含み基調

(i) 政策金利

改定見通しでは、「一段の引き上げの可能性が高い」とみた。FRBは5月17日のFOMCにおいて公定歩合、FFレートをともに0.5%引上げ、それぞれ3.5%、4.25%とした後、7月5～6日のFOMCでは政策金利を変更せず、政策スタンスの調整は行わなかった。しかし、グリーンズパンFRB議長の7月20日の議会証言では、これまでの「金利引き上げが今後のインフレを抑制するために十分かどうか疑問」としており、いま一段の政策金利引き上げ可能性を強く示唆している。今後については、下期にかけての景気・物価動向を考慮すれば、再利上げが実施される可能性は高い(年末のFFレートは4.75%、公定歩合4.0%)。

長短金利の動向



(注) 長期金利は国債30年物利回り
(出所) FRB "FEDERAL RESERVE BULLETIN"

(ii)長期金利

改定見通しでは、「年末にかけて強含み基調」とみた。足もとの30年物国債利回りは、年初来の急激な上昇基調は一服したものの、7%台半ば近辺で値動きの激しい推移が続いている。今後については、下期の景気と物価動向、政策金利の引き上げ見込み—等から、方向としては強含み傾向(94年末で7%台後半程度)となろう。なお、短期的には8月10~11日に実施される長期債の入札状況、8月以降、上下院の本会議で本格化する医療保険制度改革法案をめぐる審議動向(注)に注目する必要がある。

(注) 医療保険制度改革法案をめぐる最近の議会審議動向(BNA "Executives"等を参照)

医療保険制度改革法案(Health Security Act, HR3600, S1757)は、現状では、上院労働委(6/9可決、11対6)と財政委(7/2可決、12対8)、下院教育労働委(6/23可決、26対17)と歳入委(6/30可決、20対18)を通過した後、本会議に送付され、8月からは本会議での審議が開始される予定である。今後については、特に上院案でクリントン原案を修正した内容が含まれており、本会議での審議は難航が予想される。しかも本会議で可決されるとしても下院と上院で内容の違う法案として成立する可能性が高く、その際の両院協議会での調整も難航は必至であり、年内の法案成立は依然として微妙である。現在の争点としては、国民皆保険の段階的導入時期の延期(原案では98年までに100%→2002年までに95%)、雇用主負担の軽減(原案では80%→50%)、増税(タバコ税率)を強化等—である。

2) グリーンスパン FRB 議長の議会証言

7月20日、グリーンスパン FRB 議長の議会証言が行われた。特色は、連銀のスタンスとして「再利上げ」を強く示唆した点である。要旨は、以下の通り。

(景気)

現在の米景気は強弱を示す指標が混在しており、極めて判断が難しい局面にあるとしながらも、「94年1Qの実質GDP成長率は前期比年率3.4%と予想を上回る伸びを示した」と述べるとともに、「現段階では、各種経済データからみて経済

の長期トレンドを上回る成長が続いているのが明確」としている。FRBとしては足もとの成長経路は高めと判断していることが分かる。

(物価)

物価については、原材料価格の上昇、稼働率の高まりから、物価上昇の初期局面に入っていると認識である。ただし、足もとの物価が前年比で3%を下回る水準にあるのは、労働生産性の上昇を反映しての「単位労働コストの低い伸び」にある点を指摘している。ただし、失業率が6%となっており、「労働需要が旺盛」であることから、足もとの低物価を支えている労働コストは、今後も低位安定基調が続くとは見ていない模様である。

(金融動向)

債券市場は2月以降の金利引上げに対して過剰に反応、「不安定な状況が長く続いている」と述べている。特に、長期金利が短期金利に比べて不安定な推移をしている背景には、債券市場の過剰反応の他に、根本的な問題として今世紀末にかけて再び拡大すると予想される膨大な財政赤字の存在が挙げられる(6/22の議会証言)。

(為替)

足もとのドル安は容認しがたい水準になっていると言及した上で、国内のインフレにつながるリスクについても懸念を表明している。なお、介入による為替水準の調整効果に対しては悲観的なコメントをしている。

2. 日本経済～景気は底這い圏の中、やや改善方向

直近に発表された指標は、良いものと悪いものが入り交じっており、先行き不透明な状況である。所得税・住民税減税が実施されるなか猛暑も手伝い、夏物商品の売れ行きが好調である。一方で、為替レートは6月末に100円割れに突入し、この影響が懸念されている。総じて見れば、景気の現状はおおむね改定見通し(7/8)のライン上にあると見られ、基本的な見方の変更はない。

以下では、(1)最近の景気指標、(2)金利動向、(3)円高の貿易・経常黒字に与える影響、(4)民間消費を巡る動向、(5)雇用調整の動向、(6)他機関の94年度改定経済見通しへの順にみてみたい。

(1) 最近の景気指標～強弱入り交じるなか、やや改善傾向にある景気マインド

日本銀行の「情勢判断資料(1994年夏)」(7/20)では、「景気は漸く回復に向かいつつある」と事実上の景気回復宣言をした。しかしその一方で、経済企画庁は景気回復宣言を見送っており慎重なスタンスを崩していない。

4-6月の月次指標は、良いもの(悪化傾向が小幅となってきたものも含む)、悪いものの両者が入り交じった状況である。

(良いもの)

- ・景気動向指数
- ・生産(7-9月期は反落の可能性)
- ・住宅着工(年率160万戸前後)
- ・夏物商品
- ・機械受注(マイナス幅縮小)

(悪いもの)

- ・家計調査実質消費支出(再び減少傾向)
- ・公共工事請負額(5、6月は前年比2ケタ減)
- ・雇用関連指標

7月22日発表の超短期予測によれば、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.4%のマイナスと1-3月期の同3.9%から反落した模様である。しかし、7-9月期には前期比年率0.9%増が見込まれ、底這い圏のなかジグザグしながら回復方向に向かおう。

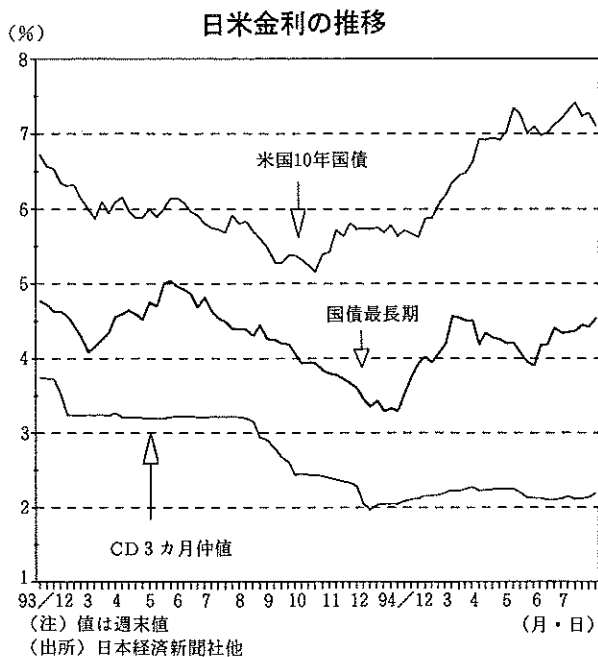
最近の経済指標

(#印は前年比%、*印は季調済前期(月)比%)

	93年			94年		94年					
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	1月	2月	3月	4月	(7月) 5月	(8月) 6月
景気動向指数[一致指数]	---	---	---	---	---	86.4	36.4	90.9	60.0	60.0	
()内は予測指数										(▲3.0)	(0.3)
鉱工業生産[90年=100]*	▲1.2	▲1.0	▲2.4	1.5	0.8	0.3	▲0.4	4.6	▲1.9	▲1.2	2.0
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	▲1.7	
大型小売店販売額[店舗調整済]#	▲4.2	▲4.3	▲5.0	▲2.7	▲3.1	▲2.5	▲2.7	▲2.8	▲3.5	▲4.0	▲1.9
乗用車新車新規登録届出台数*	▲9.8	1.6	▲3.3	8.5	▲7.5	6.4	▲4.0	11.9	▲12.3	▲4.6	7.4
住宅着工戸数[季調済 年率 万戸]	142.6	154.5	151.4	156.9	159.5	164.6	154.4	151.8	158.9	159.6	160.1
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	▲0.3	
公共工事請負額#	12.8	▲0.5	▲0.8	10.3	▲6.1	▲12.3	▲10.6	41.4	8.5	▲16.2	▲15.5
有効求人倍率[季調済 倍]	0.80	0.71	0.66	0.66	0.64	0.67	0.65	0.66	0.66	0.64	0.63
雇用者数#	1.8	1.9	1.0	0.9	1.3	1.3	0.5	0.9	1.4	1.4	0.9
通関輸出 数量指数#	▲0.7	▲1.7	▲4.8	▲2.8	1.0	0.2	▲3.6	▲4.2	▲1.1	▲2.5	6.3
通関輸入 数量指数#	2.5	6.2	5.2	8.9	13.4	8.7	10.1	7.9	10.4	16.2	13.8
為替レート[円/ドル]	110.0	105.6	108.1	107.6	103.4	111.5	106.2	105.1	103.5	104.0	102.7

(2) 金利動向～横這い圏続く

7月以降、円高がより一層進行する中で、日銀は5月の連休明け以来の緩めの金融調節を維持し続けてきた。短期金利が低位で安定する一方で長期金利は高止まっており、景気実勢を上回る水準での膠着状態が続いている。



そうした中、「情勢判断資料」や日銀総裁の講演で、景気回復局面に入ったとする見解が出されたことから、短期金利の先行き下落観は薄らいでいる。

足もとの6月半ば以降、長期金利が強含んでいるのは、景気回復期待に加え、①減税継続による国債の需給悪化懸念、②ヘッジファンドなど外人投資家の債券売却なども原因として挙げられている。

(3) 円高の貿易・経常黒字に与える影響

円高の影響には、①円建て輸出の減少等の景気下押し圧力(10円の円高で実質GDPを約▲0.3

%押し下げ)、②輸入物価の下落を通じた物価安定効果、③貿易・経常収支に対するJカーブ効果(当初黒字を拡大させ、次第に減少に向かう)一などがある。現在、貿易黒字は依然高止まりしており、円高リスクの高い状況が続いているが、基礎研マクロモデルを用いて円高の黒字削減効果について試算してみた。結果は、以下の通り。

①円高が輸出金額を減少させるまで7四半期、貿易黒字減少まで4四半期、②輸入の価格弾性値のシフトを仮定すると、貿易黒字削減まで3四半期、③貿易外収支の悪化から、経常黒字削減までは2四半期かかる(Jカーブ効果)。また、④今後、10円程度円高となれば、95年度の貿易・経常黒字は前年度に比べてそれぞれ▲129億ドル、▲227億ドル減少する(94年度はそれぞれ+51億ドル、+9億ドル増加)。

円高の黒字削減効果はかなり大きく、また2)でみるように過去に比べ拡大している可能性がある。このため、円高が進展した場合、これまでより早く黒字が減少に向かう可能性がある。特に、米景気が、インフレ予防には成功する反面、過度の引締めで予想以上に急速に減速に向かった場合、所得効果も加わって、黒字減少が明確となり、円相場は反落に向かう可能性もあろう。

1) 基礎研マクロモデルによる円高の貿易黒字削減効果の試算

円高は、ドル建て輸出価格の上昇を招き輸出数量を削減する一方、円建て輸入価格を低下させ輸入数量を拡大させる。しかし、ドル建ての貿易黒字を考えた場合、ドル建て輸出価格の上昇が輸出金額を膨らませるため、円高がドル建ての貿易黒字削減をもたらすか否かはその国の輸出入関数における「価格弾性値(注)」に依存する。

(注) 日本の輸出業者がドル建て輸出価格を引き上げれば、日本製品に対する需要は減少し、日本の輸出数量は減少する。輸出価格の引き上げ度合に対する輸出数量の落ち込み度合を示した値を「輸出における価格弾性値」という。価格弾性値が大きいほど、円高の輸出数量削

減効果は大きい。反対に、円高は円建て輸入価格を下落させるが、その際に輸入数量が増える割合を示した値が「輸入の価格弾性値」である。これら弾性値の値が大きいほど、為替の数量調整効果は大きい。輸出入の価格弾性値が小さい場合は、円高がドル建て貿易黒字の削減効果をもたらさにくい、ないしは黒字が拡大する場合もありうる。

日本の輸出入関数における価格弾性値は、一般に、輸出サイドが大きく、輸入サイドが小さいことが知られている。これは、日本の輸出が主として製品等、加工品であるのに対して、輸入は一次産品が多いことによる。

基礎研マクロモデルによる推計では、価格弾性値はそれぞれ以下の通りである。

日本の輸出入関数における価格弾性値

	輸出関数		輸入関数		
	対米	その他	製品	食料品	原材料
価格弾性値	1.17	0.92	0.4	0.4	0.3

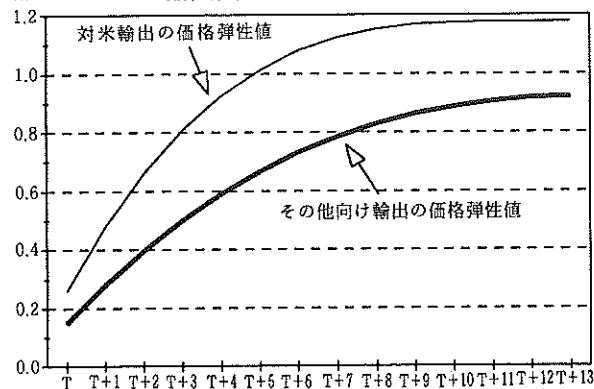
(注) 大蔵省「外国貿易概況」等により、当研究所が推計

さらに、輸出価格上昇(輸入価格下落)の輸出数量削減効果(輸入数量拡大効果)が出尽くすまでにはタイムラグがある。価格弾性値の大きさとともに、このタイムラグのパターンがJカーブ効果に決定的な影響を与える(注)。

(注) 厳密に言えば、この他に、①円高の初期時点における輸出入金額の比率、②輸出企業の価格転嫁の進捗度合いなどもJカーブの形状に影響を与える。

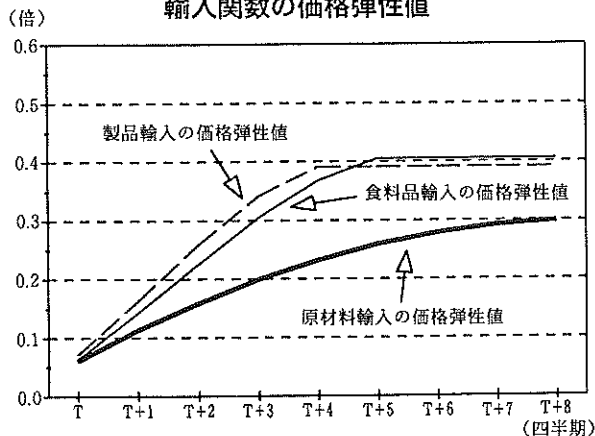
基礎研マクロモデルによる輸出・入関数の価格弾性値のタイムラグのパターンを円高が起こってからの累積ベースで表示すると、以下の通り。

輸出関数の価格弾性値



(注) T期に円高が起こってからの累積ベースで表示 (四半期) 推計期間はおおむね70年代後半より現在まで

輸入関数の価格弾性値



輸出サイドの方が、輸入に比べて、価格変化の数量への影響が出尽くすまで長い期間を要する。

この関数を用いて、基礎研マクロモデルにより、94年3Qより10円の円高(103円→93円)となった場合でJカーブ効果の試算を試みた。結果は以下の通り。

10円円高(103円→93円)の貿易収支に与える影響

(億ドル)

	94/3Q	4Q	95/1Q	2Q	3Q	4Q	96/1Q	2Q	3Q	4Q	97/1Q
貿易収支①-②	+29	+27	+14	+3	▲5	▲12	▲17	▲21	▲22	▲24	▲25
輸出増①	+33	+36	+27	+20	+14	+8	+3	▲2	▲4	▲8	▲10
輸入増②	+5	+9	+14	+17	+20	+20	+20	+20	+18	+16	+15

(注) 網掛け部分は、黒字(輸出金額)が減少

円高が貿易黒字削減をもたらすまで約4四半期、
輸出金額が減少に転じるまで7四半期かかる。

「円高が進んでも、ドル建て輸出価格が上昇するため(輸出金額が減少せず)、黒字削減に効果がない」との見方がある。確かに、輸出のみで見れば、円高の黒字削減効果は限られるが、輸入増を合わせて考えると黒字削減効果は必ずしも小さくない。

2) 輸入構造変化の価格弾性値への影響試算

計量モデルを用いたJカーブ効果の試算では、
輸出入の価格弾性値を固定するため、構造変化を
反映できないという欠点がある。

最近の日本の貿易動向をみると、80年代後半
の海外直接投資増を背景として、製品・食料品を
中心として輸入の伸びが著しく、輸入サイドで構
造変化が起こっている可能性がある。

そこで、ここでは、円高が進行する前の92年
4Qまでで製品と食料品の輸入関数を推計し、94
年1Qまで外挿シミュレーションを行い、過小推
計分を価格弾性値のシフトによると仮定して、輸
入における構造変化を定量的に測定し、構造変化

分を加味した円高の貿易黒字への影響を試算した。

右表から、製品輸入関数、食料品輸入関数の価
格弾性値はそれぞれ以下の通りシフトしたと推定、
構造変化後の価格弾性値を用いてJカーブ効果
を再計算する。

$$\text{製品} \rightarrow 0.4 + 0.38 = 0.78$$

$$\text{食料品} \rightarrow 0.4 + 0.39 = 0.79$$

輸入関数における価格弾性値変化の試算

	92/4Q	94/1Q	変化率
円レート	123.0	107.6	12.5

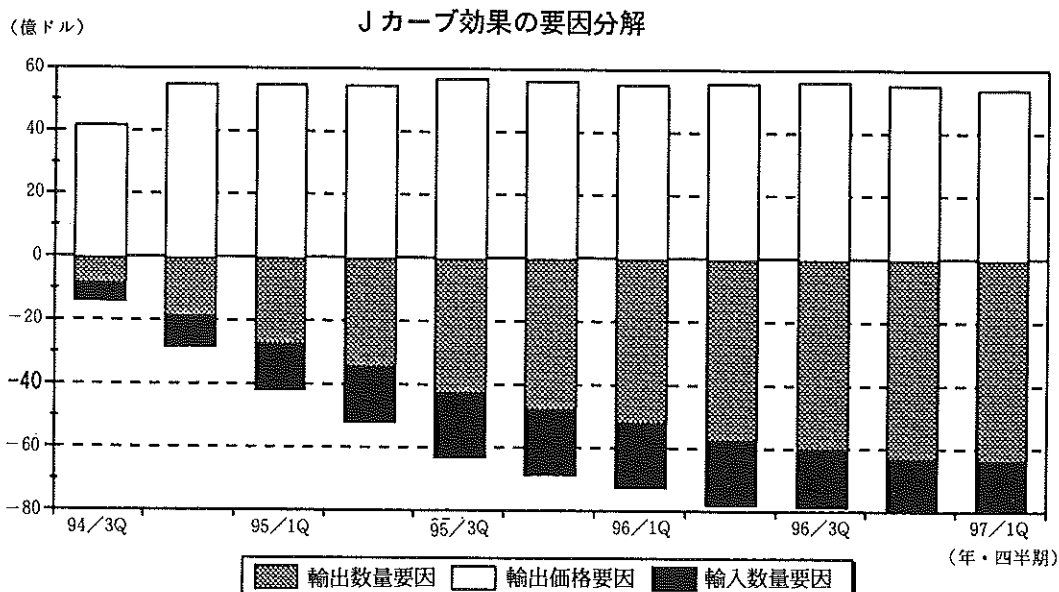
(製品輸入関数)

加重平均レート	127.2	109.5	13.9
過小推計率	0.0	5.3	***
価格弾性値構造変化	5.3 / 13.9 = 0.38		

(食料品輸入関数)

加重平均レート	126.0	111.3	11.7
過小推計率	0.0	4.6	***
価格弾性値構造変化	4.6 / 11.7 = 0.39		

(注) 各輸入関数の加重平均された為替レートの変化率(92/4Q→94/1Q)で、輸入過小推計分を除き、価格弾性値の変化分を計算した



3) 輸入構造変化後の円高の貿易黒字への影響試算

製品輸入の構造変化を考慮した場合、円高によりドルベースの貿易黒字が減少するまでのタイムラグは短縮され、約3四半期となる。また、その貿易黒字削減効果は95年度に94年度対比で▲129億ドルに達する(下表(1)参照)。

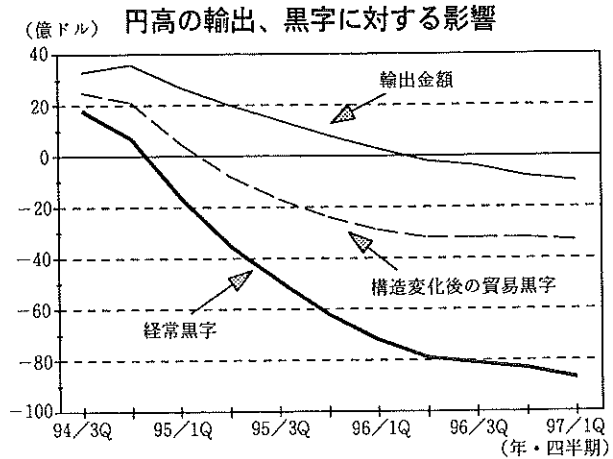
4) 円高の貿易外収支への影響試算

円高は貿易外収支を悪化させ、経常黒字の減少要因となる。基礎研マクロモデルによるシミュレーション結果は以下の通り。旅行収支赤字拡大への寄与が大きく、経常黒字減→対外純資産減により投資収益黒字も遅れて減少に向かう(下表(2)参照)。

5) 円高のJカーブ効果の比較

貿易外収支は円高当初から赤字幅が拡大するため、円高が経常黒字の減少をもたらすまでのラグは2四半期に過ぎない。

このため、経常収支でみれば、円高の黒字削減効果はさらに大きくなる。



(1) 10円円高(103円→93円)の貿易収支に与える影響

(億ドル)

	94/3Q	4Q	95/1Q	2Q	3Q	4Q	96/1Q	2Q	3Q	4Q	97/1Q
構造変化前①	+29	+27	+14	+3	▲5	▲12	▲17	▲21	▲22	▲24	▲25
輸入構造変化②	+4	+6	+9	+11	+12	+12	+12	+11	+10	+8	+8
内、製品	+3	+5	+7	+9	+9	+9	+9	+8	+7	+6	+6
内、食料品	+1	+1	+2	+2	+3	+3	+3	+3	+3	+2	+2
構造変化後①-②	+25	+21	+5	▲8	▲17	▲24	▲29	▲32	▲32	▲32	▲33

(注) 網掛け部分は、黒字が減少

(2) 10円円高(103円→93円)の貿易外収支に与える影響

(億ドル)

	94/3Q	4Q	95/1Q	2Q	3Q	4Q	96/1Q	2Q	3Q	4Q	97/1Q
貿易外収支	▲7	▲14	▲21	▲27	▲32	▲38	▲43	▲47	▲49	▲51	▲54
旅行収支	▲4	▲9	▲14	▲18	▲22	▲25	▲27	▲28	▲28	▲28	▲28
運輸収支	0	▲1	▲1	▲1	▲2	▲2	▲3	▲3	▲3	▲3	▲3
投資収益収支	0	0	0	0	▲0	▲1	▲2	▲3	▲4	▲5	▲7
その他収支	▲2	▲4	▲6	▲7	▲9	▲10	▲12	▲13	▲14	▲15	▲16

6) 今後の円相場へのインプリケーション

現在、日本の貿易・経常黒字は高水準・横這いで一進一退の推移となっている。米、アジア経済の好調の反面、国内景気が低迷していることが大きい。逆に言えば、内外の景気局面の違いという黒字拡大要因があるにもかかわらず黒字の拡大ピッチ自体は低下しており、これまでの円高の数量調整効果はかなり大きいと判断できる。

現在、円レートは円高リスクの高い状況にあるが、円高がさらに進んだ場合、その翌年に価格効果による黒字削減効果が最も大きく現れよう。また、海外景気の減速と国内景気の下げ止まりから内外成長率格差は縮小するとみられ、所得要因も加わって、黒字削減幅がかなり大きくなり、円安となる可能性がある。

(4) 民間消費の動向～「改定経済見通し」通り堅調な伸びへ

「改定経済見通し(7月8日発表)」では①名目所得の伸び悩み、②雇用調整の持続というマイナス要因と、③所得減税、④物価の安定による実質所得増・実質純資産増、⑤耐久財ストック調整の進展というプラス要因を勘案して、94年度の民間消費は前年度比2.1%と堅調な推移を予想した。

また、日本銀行も「情勢判断資料(1994年夏)」(7月20日発表)において、「個人消費については、名目所得は極めて低い伸びに止まるが、減税や物価の落ち着きから実質可処分所得が伸びを高めるため、穏やかな増勢をたどる」との判断を示している。

4・5月の「家計調査」による実質消費は前年比マイナスとなったが、小売業の販売額は持ち直し傾向を示しており、ほぼ見通し通りの展開となっている。

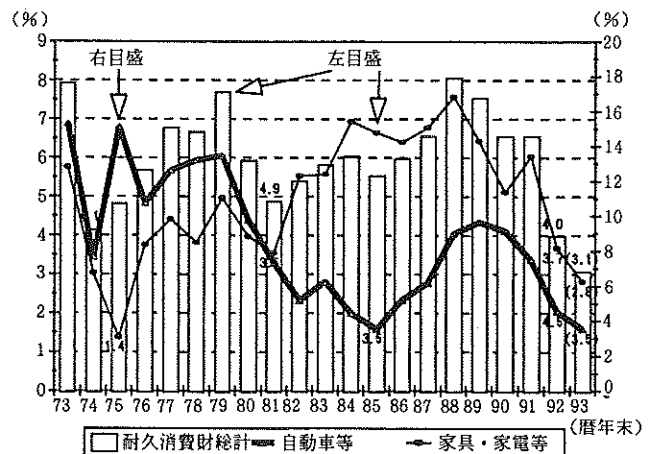
今後についても、①耐久消費財のストック調整は進展しているものの、雇用・所得環境に不透明

な要素が残る、②猛暑による夏物商品・サービスの消費好調が伝えられる一方、所得制約から他の商品・サービス消費が抑制されることも考えられるため、消費全体の押し上げ効果は軽微なものにとどまろう。

1) 家計が保有する耐久消費財～一般的にストック調整が進展

家計が保有する耐久消費財ストック(1世帯当たり、実質ベース)を、耐久消費財の減耗率・家計サイドの統計・販売サイドの販売統計等をもとに推定すると、伸び率が過去最低水準なみに低下しているものと思われる(耐久消費財総計⇒74年末:4.1%、93年末:3.1%、自動車等⇒85年末:3.5%、93年末:3.5%、家電・家具等⇒75年末:1.4%、81年末:3.5%、93年末:2.8%)。

1世帯当たりの実質耐久財ストックの推移(前年比)



(出所) 92年までの実績値は経済企画庁「国民経済計算年報」他

このようなストック調整の進展により、耐久財消費の抑制要因として作用してきた圧力は軽減され、全般的には耐久財消費が回復する素地は整ってきたと言える。

2)購入形態からみた主要耐久財の特徴～雇用・所得環境も影響

耐久消費財の購入形態は、「新規購入」「買い替え」「買い増し」に大別される。

電気冷蔵庫・電気洗濯機は大半が、カラーテレビとVTRは5割程度が、エアコンに関しては、3割程度が買い替え需要に基づいており、ストック調整の進展の効果が期待できる。品目別の特徴は、以下の通りである。

電気冷蔵庫・電気洗濯機：買い替え主体で安定的拡大

- ・世帯普及率（複数保有している世帯も1世帯とみなす）が10年前から100%近い水準に達しており、複数保有も比較的少ない。

カラーテレビ：買い替え中心だが買い増しも

- ・世帯普及率は100%近い水準にあるが、買い増しも多いことから1世帯当たりの保有台数は2台を超える。

VTR：買い替えと買い増し主体

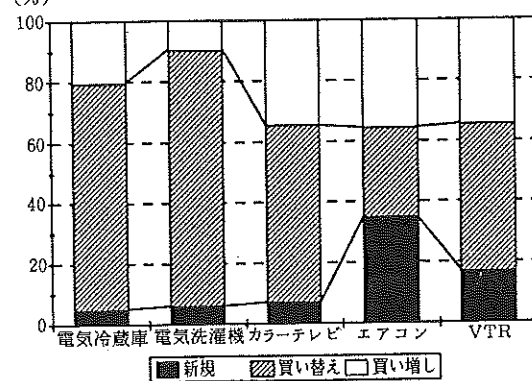
- ・普及率の上昇余地が残るが、使用年数が短いため、買い替え率が高い。保有率が普及率を上回ることが示すように、買い増しが新規購入より優勢。

エアコン：新規購入・買い替え・買い増しのいずれも期待可能

- ・普及率の上昇と複数保有が並行。昨夏の買い控えの反動と実勢販売価格の大幅下落から購入増の期待大。

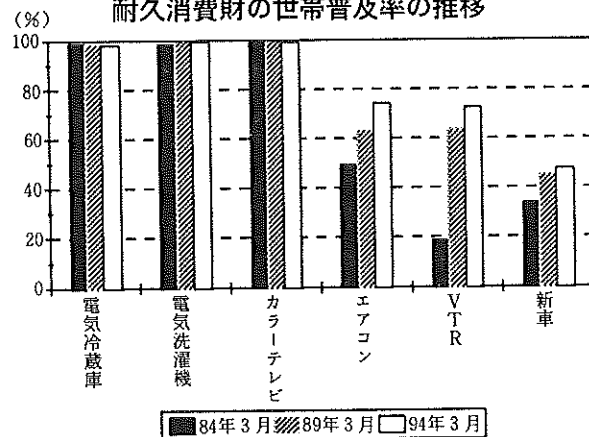
ストック調整進展の効果は期待できるが、「新規購入」や「買い増し」のみならず、「買い替え」の場合にも、「上位品目への移行」の場合には、雇用・所得環境の影響を受けるため、全品目にわたる購入の急増は予想し難い。

耐久消費財の購入形態（1993年）



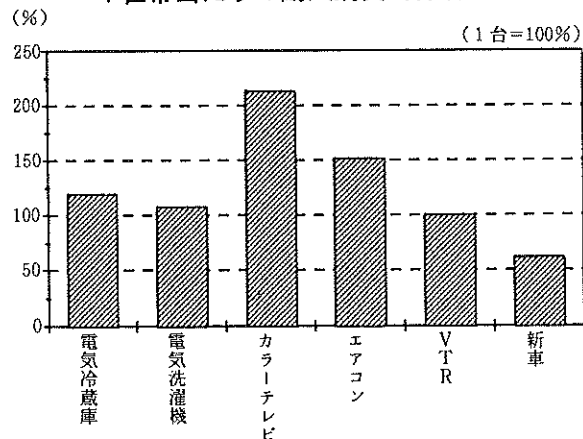
(出所) 通産省「商業動向分析」

耐久消費財の世帯普及率の推移



(出所) 経済企画庁「消費動向調査」

1世帯当たりの耐久消費財保有率



(出所) 経済企画庁「消費動向調査」

(5) 雇用調整の動向～調整は緩やかに進捗

経済全体の雇用者数は前年同月比1%程度の伸びを続けているものの、製造業に関しては、93年2月以降減少基調を続けている。

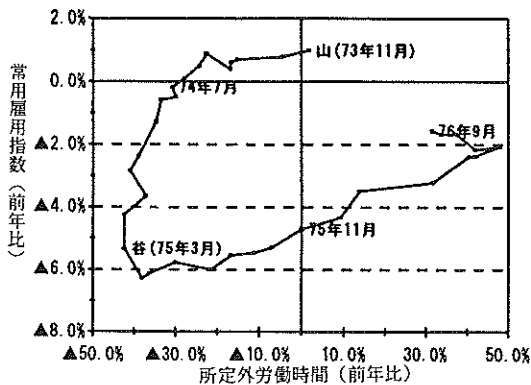
そこで、今回の製造業の雇用調整の進捗状況を過去の大きな雇用調整局面と比較することにより、今後の展望を試みたい。

1) 通常の雇用調整のパターン～所定外労働時間が増加に転じてから雇用者数は増加

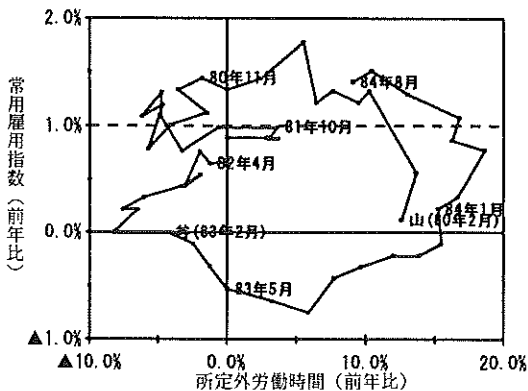
一般に、製造業の雇用調整は、①所定外労働時間の前年比がまず減少する、②所定外労働時間(前年比)がマイナスになり、雇用者数の増加率が低下する、

③所定外労働時間・雇用者数ともに前年比マイナスになる、④雇用者数は減少を続けるが、所定外労働時間の減少率が縮小し始める、⑤雇用者数の減少率が下げ止まる一方、所定外労働時間がプラスに転じる、⑥最後に、雇用者数も増加に転じる、という図式的なパターンが当てはまる。

第1次オイルショック

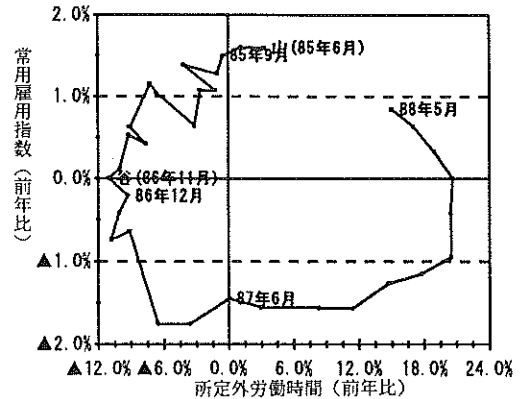


第2次オイルショック

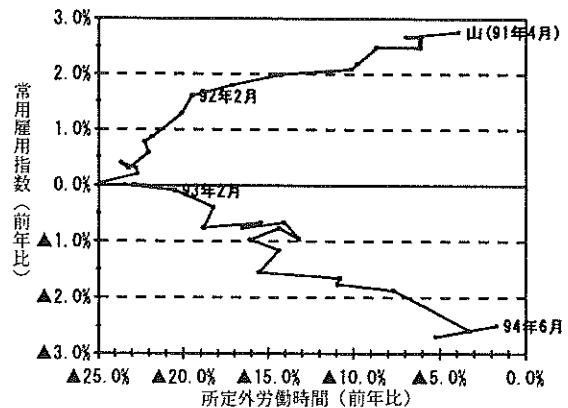


(出所) 労働省「毎月勤労統計月報」(30人以上事業所)

円高不況



今回の不況



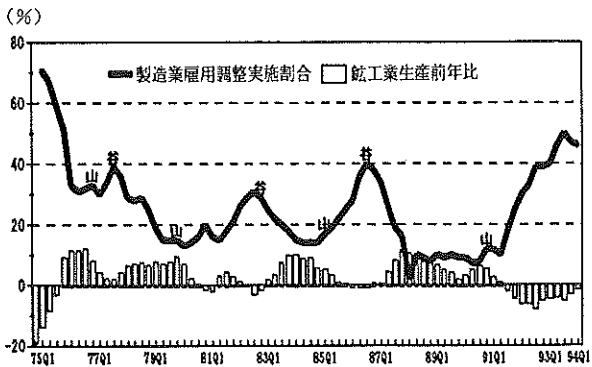
(出所) 労働省「毎月勤労統計月報」(30人以上事業所)

第2次オイルショック後の不況期において「一旦は増加に転じた所定外労働時間が再び減少し、更に雇用者数減少にまで及んだ」事例から明らかのように、上述の雇用調整のサイクルの大きさはあくまで最終需要動向を反映したものと考えられる。

現在は上記④の段階にあると見られる。

2) 今回の雇用調整の特徴～労働時間削減・入職抑制によりハードな調整回避

今回の不況においては、第一次オイルショックに匹敵する累積的な生産の落ち込み、雇用過剰感の高まりがあったにも関わらず、所定外労働時間の減少で対応する期間が長く、雇用減に転じるまで時間を要している。



新規学卒未就業者の推移

年	男子	女子	計
1984	6	6	11
85	5	6	10
86	8	5	13
87	7	5	12
88	6	6	11
89	4	5	9
90	5	5	9
91	3	3	6
92	4	4	8
93	5	6	11
94	8	7	15

(出所) 総務庁統計局よりヒアリング

この違いは、①第一次オイルショック時は、激しい外的ショックを受けて生産の落ち込むスピードが急であったこと、②今回は景気後退そのものに対する認知が遅れたこと、及び当初は将来に対する雇用不足懸念が残っていたことに起因すると考えられる。

また、雇用者の減少のさせ方も新規採用者の抑制というかたちの取組みを続けてきている。これは長引く不況のなかで最終需要の回復を待ち、現雇用者の解雇や退職の勧奨というハードな雇用調整を極力避けるという企業努力の現れとみられる。

しかし、結果として新規学卒者における「就職浪人」や若年層の失業率は過去最高を記録している。

企業がハードな雇用調整を避け「雇用保蔵」に努めてきたことは、雇用者所得・民間消費の下支えに寄与してきたと考えられる。しかし、最終需要が本格的に回復しない場合には、企業収益回復を遅らせ、経済全体の調整を長期化させる可能性もある。その場合には、これまで避けてきたハードな雇用調整を迫られることになる。

現段階では、住宅投資の好調や消費の持ち直し、今後の減税効果への期待感などから、雇用調整が深刻化する動きは見られない。ただし、所定外労働時間は歴史的な低水準にあり、需要増に対しては労働時間増で十分対応できる状況にある。従って、雇用調整が峠を越えたとしても、製造業の雇用者が本格的な増加に転じるには相当な時間を要しよう。

(8月3日現在)