

# 経済の動き

経済調査部

## 1. 米国経済～景気はソフト・ランディング、長短金利は緩やかな上昇へ

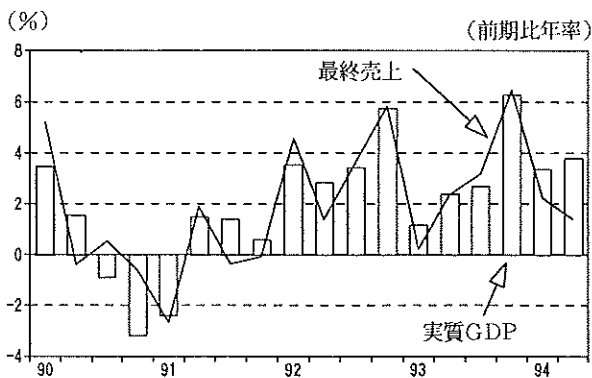
### (1) 景気全般～94年4Q頃からソフト・ランディングへ

2Qの実質GDP成長率(改定値)は、前期比年率3.8%と潜在成長率(2.5%程度)を上回る伸びとなった。在庫の寄与が2.4%と最も大きく、他方で消費の鈍化などから、最終売上は1.4%と低い伸びにとどまった。数値上は、「最終売上が不振で在庫が積み上がる」形であるが、後述のとおり、①在庫の増加は前向きの「意図したもの」と後向きの「意図せざるもの」とが混在、②消費の伸び鈍化には増税の影響と自動車販売の高水準だった1Qの反動という特殊要因がある。このため、3Qの成長率は最終売上の伸びがやや回復する中、一部、在庫調整から一時的に鈍化すると予想されるものの、最終売上等でみた景気実

勢では拡大基調が続こう。

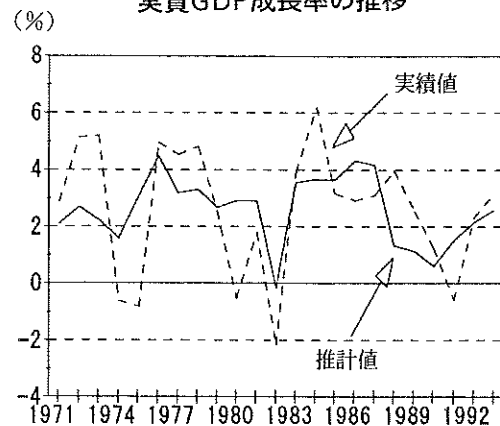
しかし、景気の拡大テンポは趨勢的に鈍化していく。足もとの月次指標では、2Q以降の住宅関連、自動車販売等の一部指標は弱い状況にあり、受注等の先行系列の指標も足踏み状況にある。93年10月以来の長期金利、94年2月以来の短期金利の上昇による影響が出始めているとみられるが、今後、徐々に影響が強まると予想されることから、成長率は94年4Q頃から減速し、95年にかけてソフト・ランディングが実現する可能性が高い<sup>(注)</sup>。

実質GDPと最終売上の推移



(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

実質GDP成長率の推移



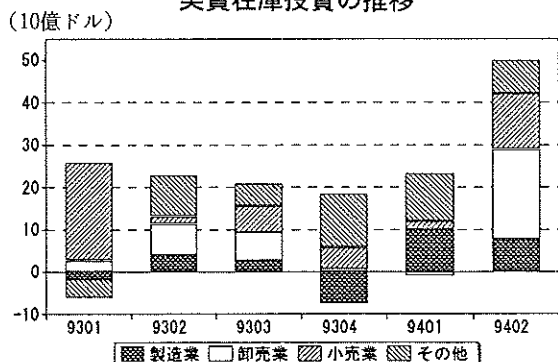
(注) 実質GDP成長率(前年比) =  $+2.820 - 0.494 \times \text{実質FFレート}$   
(1年先行) +  $3.725 \times \text{レーガン・ダミー}$  (83~87年)  
(出所) 米商務省“Survey of Current Business” 他

(注) 金利と実質成長率の間には、1%の実質FFレート上昇は翌年の実質成長率を0.5%程度低下させる関係がある。また、WEFAマクロ・モデルを用いた試算では、FFレート1%引き上げによるテ・フレ効果(実質GDPの乖離率)は、4Q目に▲0.3%、8Q目に▲0.6%である。足もとの金利は、30年物国債利回りが93年10月(5.9%)、FFレートが94年2月(3.0%)をボトムに各々、1.5%以上も上昇している。今後、こうした金利上昇の累積的な効果が徐々に現われよう。

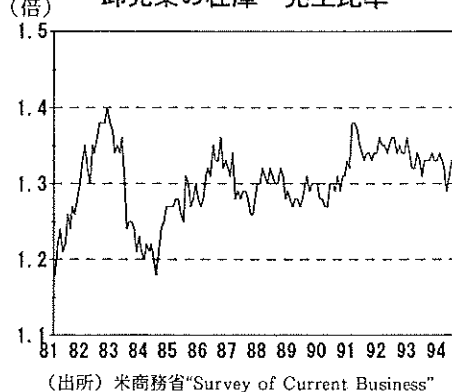
## 1) 在庫投資の動向

94年2Qの実質GDPの増加寄与度（前期比年率）では、在庫変動の寄与が2.4%と最も大きく、業種別内訳では、卸売業、小売業での在庫増が目立っている。さらに、これらの内訳をみると、卸売業では耐久財の積み上がりが大きい、小売業では非耐久財の積み上がりが大きい。こうした大幅な在庫の積み上がりには、「意図した在庫」と「意図せざる在庫」とが混在しているとみられるが、「意図せざる在庫」の取り崩しは短期的に、3Qの成長率を押し下げる要因となる可能性が高い。

実質在庫投資の推移



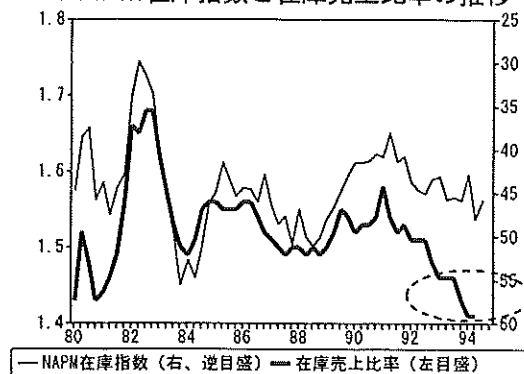
卸売業の在庫・売上比率



ただし、81年以降の卸売業の在庫売上比率の平均値は1.31倍、製造業中心のNAPM在庫指数の平均値は44.5であるが、足もとの水準は各々1.32倍、44.1と決して在庫過剰を示す状況ではない。しかも、製造業・卸売業・製造業全体の在

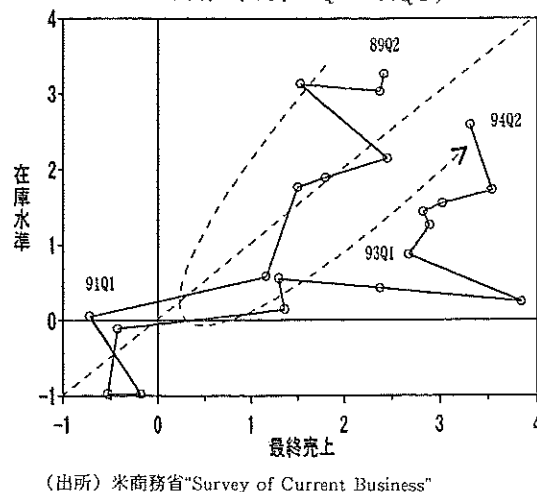
庫売上比率は依然として歴史的な低水準にある。また、在庫循環図から趨勢的な動向を判断しても現局面は、在庫が高水準に積み上がってはいらぬものの、「最終売上が低迷する中で意図せざる在庫が積み上がる局面」までには至っていない。

NAPM在庫指数と在庫売上比率の推移



実質在庫・最終売上の循環図

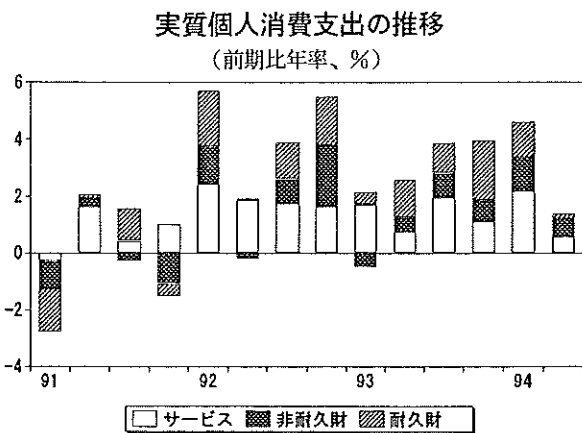
(前年同期比、%、89Q2～94Q2)



これらの動向を勘案すれば、2Qの在庫増加は予想以上に大幅であったものの、今後、国内需要がよほど鈍化しない限り、現在の景気拡大基調が大きく頓挫するとは考えにくい。

## 2) 消費支出の動向

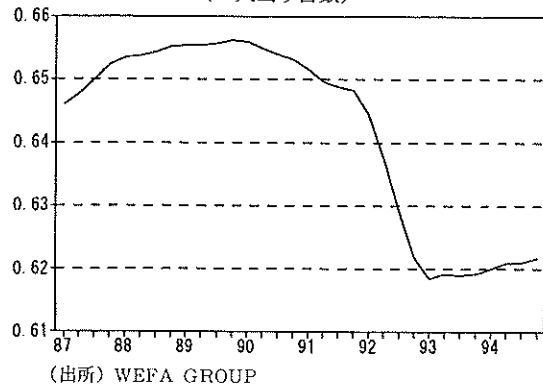
2Qの個人消費は前期比年率1.2%と、1Qの4.7%から大きく鈍化した。また、7月の実質個人消費は前月比▲0.2%となり、特に耐久財、非耐久財、サービスとも伸びが大幅に鈍化した。なかでも、耐久財支出の4割を占める自動車販売の減少から、今後の消費支出の低迷による景気拡大速度の大幅鈍化を懸念する向きもある。



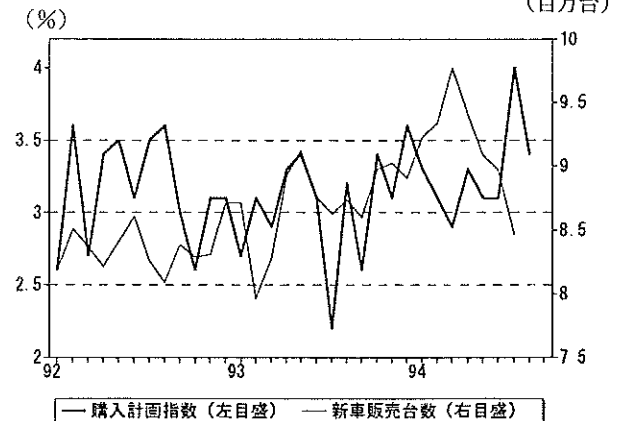
しかし、足もとの自動車販売の減少は、異常に高かった1Qの反動減の側面が強い。今後については、①一人当たり自動車ストックが、93年以降も低水準である、②コンファレンス・ボードが算出している「新車購入計画指数」が足もと相対的に堅調である、③今年4Qのビッグ・スリーの生産計画は前年同期比21.7%と強気(2Q: 10.1%、3Q: 15.7%、出所「Ward's Automotive Reports」)である一等から、モデル・チェンジ(毎年10月に新モデル車を発売)が終わった後、年末にかけて新車需要が盛り返す可能性が大きいとみられる。

また、増税等の影響から4月に一時的に前月比減少となった可処分所得は、雇用の持続的な改善を受けて賃金・俸給が増加した結果、5月以降は再び増加基調となり、7月も前月比0.5%増となっている。こうした雇用所得環境の持続的な改善基調を勘案すれば、今後も個人消費は底堅く推移しよう。

新車ストックの推移  
(一人当たり台数)



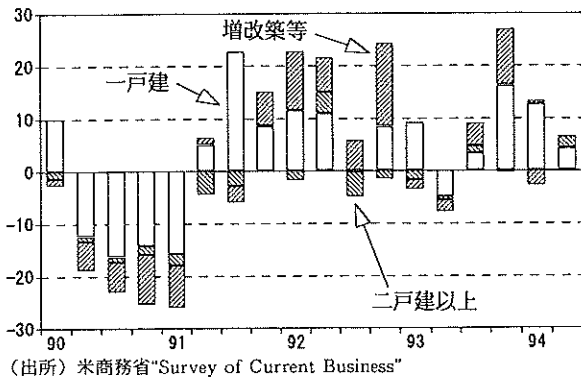
新車販売台数と購入計画指数の推移 (百万台)



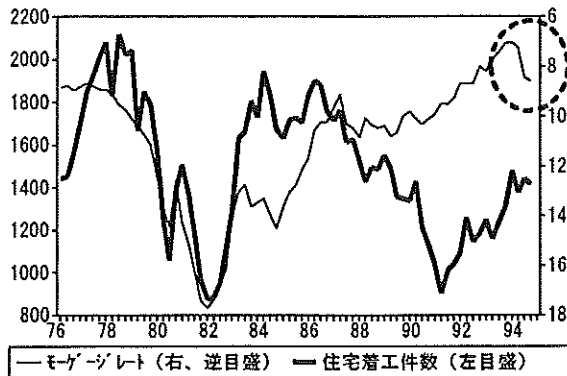
### 3) 住宅投資の動向

住宅投資は、昨年末に高い伸びを示した後、94年に入ってからの伸びは鈍化傾向にある。住宅着工件数も、91年からほぼ3年に及ぶ増加基調を続けた後、足もとでは減少に転じている。モーゲージ金利は昨年10月をボトム（6.8%→94/7月：8.6%）に上昇しており、金利感応度の高い住宅投資の伸びは今後、鈍化傾向となる。

住宅投資の動向



着工件数とモーゲージ金利の推移  
(着工件数は千戸、金利は%)

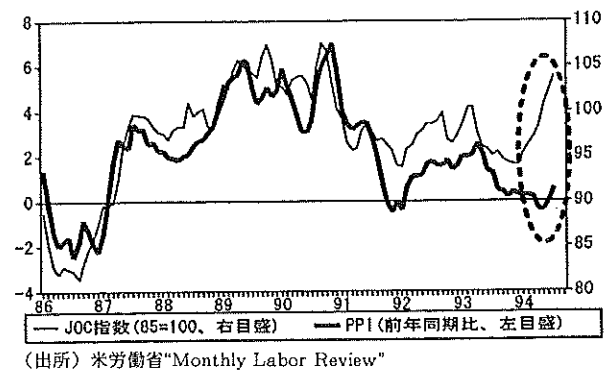


(注) 94年3Qの数値は7月のもの  
(出所) 米商務省"Survey of Current Business" 他

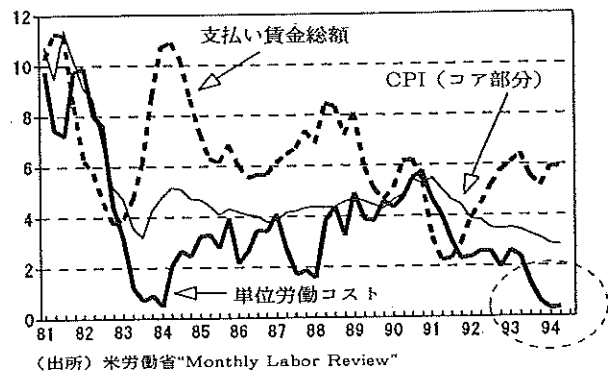
### (2) 物価動向～原材料価格の上昇に注意、物価は下期にかけて緩やかな上昇

8月に発表されたPPI、CPIは総じて緩やかな伸びにとどまった。これは、原油等一部の原材料価格が上昇したものの、労働コストが全般的に安定しているためである。賃金動向は、足もと建設部門が高めの伸びを示す一方、製造業、輸送業等は緩慢な伸びにとどまっており、全体の賃金上昇率も緩やかなものとなっている。なお、PPIに対してやや先行性がみられるJOC指数（鉱業原材料価格指数）は94年に入って高い伸びを示しており、原油等の原材料価格の上昇が物価に波及する可能性がある。このため、今後は原材料価格の上昇、労働コストの緩やかな上昇一等から、物価上昇率はやや高まる。

PPIとJOC指数の推移



賃金と単位労働コストの推移  
(前年同期比)



(3) 金融政策～年内、もう一段の政策金利引き上げの可能性

FRBは8月16日に公定歩合、FFレートをともに0.5%引上げ、それぞれ4.0%、4.75%とした。今回の声明文(引用参照)では、「景気の現状は強めの拡大基調」が続いており、「稼働率も高水準」にあるとの認識を示している。また、年初来の一連の予防的引き締め措置については、「当面、インフレなき持続的成長のために十分であることを期待する」と述べ、今後の経済指標如何によっては、もう一段の利上げの可能性を否定しない慎重な内容である。

公定歩合引上げの声明文(抜粋)

...the background of evidence of *continuing strength in the economic expansion and high levels of resource utilization.*

...Federal Reserve will continue to monitor economic and financial developments to gauge the appropriate stance of policy. But *these actions are expected to be sufficient, at least for a time,* to meet the objective of sustained, noninflationary growth.

公定歩合変更の推移

88年	8月09日	6.5%
89年	2月24日	7.0%
90年	12月18日	6.5%
91年	2月01日	6.0%
91年	4月30日	5.5%
91年	9月13日	5.0%
91年	11月06日	4.5%
91年	12月20日	3.5%
92年	7月02日	3.0%
94年	5月17日	3.5%
94年	8月16日	4.0%

今後の政策金利は、声明文でも指摘されている通り、当面は経済指標の動向、金融市場の動き等を見極めながら静観姿勢を維持するものとみられる。ただし、①下期にも景気拡大基調が続く、②インフレ率はこれから緩やかに上昇する懸念がある一等から、95年のソフト・ランディングを確実にするためにも11月の中間選挙の後から年末頃までの間に、もう一段の利上げが実施される可能性が高い(改定見通し:94年末公定歩合4.0%、FFレート4.75%→現時点での見通し:4.5%、5.0%強程度)。

一方、長期金利については、景気のソフト・ランディングを背景に大幅な上昇は考えにくく、年末にかけてのインフレ率の緩やかな上昇等の中、7%台後半での「強含み横ばい圏」での推移が続くと予想される。

<トピックス>議会予算局(CBO)年央改定財政・経済見通し

CBOは8月24日、年央改定財政・経済見通しを発表した。94年度の財政赤字額は2020億ドルと7月にOMB(行政予算管理局)が発表した2201億ドルを約200億ドル下回る低い水準となっている。ただし、中期的な財政赤字の動向については、クリントン政権が昨年成立させた現行の財政法(93年包括的財政調整法)の下では、赤字額の縮小トレンドは続かないとしており、95年度の1620億ドル(対名目GDP比でみて2.3%)を底にして、96年以降は緩やかではあるが、赤字額は再び拡大すると予測している。

(注) CBOは、Congressional Budget Office、OMBは、Office of Management and Budgetの略字である。

○財政赤字見通し額の変更要因

CBOの94年初の予測(94年度2280億ドル)との変更額260億ドルの内訳は、技術的要因(180億ドル)、経済見通しの上方修正(80億ドル)によるものである。ただし、中期的な動向に関しては、「97年以降、赤字額が前回見通しと比べ若干、拡大する」方向への修正となっている。

○経済見通しの変更点

財政見通しの前提となる経済見通しでは、94年の実質GDPが暦年平均で4.0%(94年4Qの前年同期比では3.6%)と、民間予測機関に比べて高めの伸びを予測している(94年4Qのブルー・チップ予測値は平均値2.8%でCBOを1%近く下回る)。このため、短期金利については、FFレートと連動して推移する「3カ月物国債利回り」が年平均で94年4.1%→95年5.5%と95年にかけてさらに政策金利の引上げが見込まれている。ただし、「10年物国債利回り」については同6.8%→6.5%と低下を予想しており、イールドカーブの平坦化を見込んでいる。

中期的な実質GDP成長率については、97年まで鈍化傾向が続き、その後は2.1%の成長が続く見通しとなっている。

CBOの経済・財政見通し

	93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年
実質GDP	3.0	4.0	3.0	2.4	2.1	2.1	2.2
消費者物価	3.0	2.6	3.1	3.3	3.4	3.4	3.4
失業率	6.8	6.2	5.8	5.9	6.0	6.1	6.1
短期金利	3.0	4.1	5.5	5.1	4.9	4.9	4.9
長期金利	5.9	6.8	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5
財政赤字額	▲2547	▲2020	▲1620	▲1760	▲1930	▲1970	▲2310
(対名目GDP比)	(4.0)	(3.0)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.4)	(2.7)

## 2. 日本経済～景気は底這い圏の中、回復傾向

景気は、総じて見れば改定見通し(7/8発表)の基本的な見方に変更はないが、足元、消費、住宅投資の上方修正等から、実質成長率は改定見通し(94年度、0.4%)よりもわずかに高めに推移している。

### (1) 最近の景気指標

直近の指標には、住宅関連指標、一部の消費関連指標など良いものがある一方で、予算の遅れ等による公共投資関連指標の落ち込み、深刻さを増す雇用関連指標など悪いものもある。

(良いもの)

- ・ 景気動向指数
- ・ 生産(7-9月期増減は微妙)
- ・ 住宅着工(年率160万戸前後)
- ・ 消費

- ・ 機械受注
- ・ 輸出数量

(悪いもの)

- ・ 公共工事請負額  
(3カ月連続の前年比2ケタ減)
- ・ 雇用関連指標(失業率が3%に)

家計部門では、好調な住宅着工に加えて減税実施・猛暑等の中で消費が伸びている(3参照)。企業部門では、マインドの悪化に歯止めがかかったとみられる状況にある。また、設備投資のマイナスが続いているが、先行指標の一つである機械受注は4-6月期は前年同期比でプラスに転じており、主要機関の設備投資アンケートからみても、設備投資のマイナス幅が縮小する可能性は高まっているとみられる(4参照)。

足元の景況感は、改善されてきたが、①猛暑等一時的要因も含まれている、②為替は100円前後

### 最近の経済指標

(#印は前年比%、\*印は季調済前期(月)比%)

	93年 7-9	10-12	94年 1-3	4-6	94年 3月	4月	5月	6月	7月	8月
景気動向指数[一致指数]					90.9	60.0	60.0	50.0		
鉱工業生産(90年=100)*	▲ 1.0	▲ 2.4	1.5	1.0	4.6	▲ 1.9	▲ 1.2	2.7	▲ 1.7	(1.6)
実質消費支出(家計調査、全世帯)*	▲ 1.6	0.7	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 4.3	▲ 0.8	▲ 1.7	▲ 0.9		
大型小売店販売額(店舗調整済)*	▲ 4.3	▲ 5.0	▲ 2.7	▲ 3.1	▲ 2.8	▲ 3.5	▲ 4.0	▲ 1.9	1.2	
乗用車新車新規登録届出台数*	1.6	▲ 3.3	8.5	▲ 7.5	11.9	▲ 12.3	▲ 4.6	7.4	▲ 0.2	
住宅着工戸数(季調済、年率、万戸)	154.5	151.4	156.9	159.5	151.8	158.9	159.6	160.1	156.4	
機械受注額(船舶・電力除く民需)*	▲ 11.1	▲ 8.7	▲ 2.4	2.4	▲ 0.2	▲ 2.5	▲ 0.3	9.5		
建設工事受注(民間計)*	▲ 24.5	▲ 20.2	▲ 20.9	▲ 9.9	▲ 26.8	▲ 14.8	▲ 12.8	▲ 2.6	24.1	
公共工事請負額*	▲ 0.5	▲ 0.8	10.3	▲ 6.1	41.4	8.5	▲ 16.2	▲ 15.5	▲ 18.1	
有効求人倍率(季調済倍)	0.71	0.66	0.66	0.64	0.66	0.66	0.64	0.63	0.62	
雇用者数*	1.9	1.0	0.9	1.3	0.9	1.4	1.4	0.9	▲ 0.0	
通関輸出 数量指数*	▲ 1.7	▲ 4.8	▲ 2.8	▲ 0.0	▲ 4.2	▲ 1.1	▲ 2.5	6.3	▲ 0.5	
通関輸入 数量指数*	6.2	5.2	8.9	13.4	7.9	10.4	16.1	13.5	8.1	
通関黒字(季調済、年率、億ドル)	1,180	1,219	1,253	1,235	1,194	1,397	1,021	1,288	1,390	
内、対米黒字	513	525	533	558	593	536	492	647	652	
内、対E.C黒字	260	232	218	216	207	240	181	226	245	
内、対東南アジア黒字	574	578	645	693	637	704	667	708	729	
為替レート(円/ドル)	105.6	108.1	107.6	103.4	105.1	103.5	104.0	102.7	98.5	99.9

(注) 鉱工業生産の8月の数値は予測指数。

の円高が続いており一層の円高進展のリスクも残っている、③雇用の悪化傾向が続いている一等を勘案すると、景気の先行きの不透明感は払拭できない。

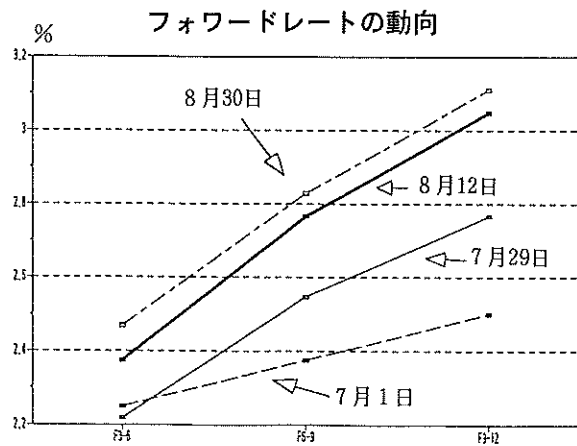
最新の「超短期予測（8/18発表）」によれば、94年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.2%の減少となり、1-3月期の同3.9%から大きく鈍化したとみられる。住宅投資が大幅増となるものの、期末要因剥落による消費の伸び鈍化、予算成立の遅れ等を背景とした公的固定資本形成の息切れ等が景気の足を引っ張ったためである。7-9月期については、減税、猛暑等を背景とした消費増、純輸出の改善等から同1.2%となる見通しである。景気は改善方向に向かうが、回復力は弱くジグザグ型の動きが避けられず、「底這い圏の中での回復傾向」にとどまろう。

## (2) 金融

### 1) 金利動向～上昇し過ぎの長期金利

年初からの海外金利の上昇、税制改革論議の遅れによる国債の需給懸念などを背景に長期金利の上昇が続いている。夏場からは減税、猛暑も加わり、消費が伸びるなど景気回復期待が強まり、長期金利は一段と上昇している。また、短期金利も足もとで上昇基調にある。

長期金利の上昇は短期金利の上昇に比しても大幅であり、結果的に長短金利差は79年以来の幅に拡大している。この点、東京オフショア市場のユーロ円金利をもとに試算したフォワードレート（現在の金利の期間構造上、仮定されている将来時点の金利）をみると、短期金利の先行き上昇予想が強まってきている。



(注) 東京銀行資料のユーロ円金利より当部で作成  
F3-6はユーロ円をもとに試算した「3カ月後の3カ月もの」の金利、F6-9は「6カ月後の3カ月もの」、F9-12は「9カ月後の3カ月もの」

### 2) 実質金利～实体经济に影響

グリーンスパン米国FRB議長が実質金利を重視する発言をして以来、日本でも実質金利の水準が高すぎるのではないかという議論が起こった。経済企画庁は「年次報告（経済白書）」（7/26発表）の中で、日本の実質金利と経済諸変数の関係の分析を行い、実質金利と設備投資との間には有意な計測結果は得られなかったとしている。

(参考) VARモデル（多変量自己回帰モデル）による推計結果は以下の通り。

#### 日本

		説明変数						
		設備	住宅	生産	物価	7年	実質金利	名目金利
被説明変数	設備	32.8	*7.6	9.3	31.0	*13.1	4.8	*1.4
	住宅	11.9	*29.8	*14.1	*20.2	*16.4	3.3	4.3
	生産	*18.2	5.4	*18.2	34.2	*17.6	5.1	1.3
	物価	*9.7	*2.0	*6.2	*70.9	*7.0	1.8	2.3
	7年	12.0	*6.1	*4.7	*35.7	*30.7	*5.2	*5.7
	実質金利	11.6	*3.9	9.0	*55.3	*2.2	*11.0	7.0
	名目金利	*7.5	5.1	5.2	29.1	*17.8	*14.7	*20.5

#### 米国

		説明変数						
		設備	住宅	生産	物価	7年	実質金利	名目金利
被説明変数	設備	63.1	8.9	5.5	9.3	4.0	*6.0	3.3
	住宅	*5.1	*72.2	4.2	5.3	*1.9	3.5	7.9
	生産	6.2	*38.5	*30.1	*1.7	*2.1	*4.7	*16.7
	物価	7.7	3.7	5.8	*60.4	7.4	2.4	12.6
	7年	1.2	1.7	14.5	5.6	*38.0	3.5	*35.4
	実質金利	3.4	1.9	2.5	59.3	1.9	*12.6	18.5
	名目金利	8.7	0.7	16.5	3.8	*4.8	4.7	*60.9



- (注) 1. 日本は経済企画庁「平成6年度年次経済報告」掲載の推計、米国は当部が独自に推計。
2. 表はVARモデルによる分散分解とF検定の結果を表示したものである。数値は被説明変数の変動に対する各説明変数の寄与率を表し、\*はF検定の結果5%有意、#は10%有意を表す。
3. 金利以外の変数は対数変換後、前年同月差をとり、金利は原数値の前年同月差、ラグは7期。
4. 推計期間は(日本)82年1月~94年1月、(米国)82年1月~94年6月
5. 使用データ(日本)①設備：実質機械受注、②住宅：持家着工件数、③生産：鉱工業生産指数、④物価：卸売物価指数、⑤マネー：M2+CD(平残)、以上、季節調整値、⑥名目金利：利付き電々債利回り(93年以降は電力債流通利回り)、⑦実質金利：名目金利-卸売物価前年同期比(米国)①設備：資本財受注(除国防)、②住宅：住宅着工戸数、③生産：鉱工業生産指数、④物価：生産者物価指数、⑤マネー：M2、以上、季節調整値、⑥名目金利：国債10年、⑦実質金利：名目金利-生産者物価前年同期比

経済白書と同様の計測を米国経済について行った結果では各変数に対してマネーサプライと並び、金利変数、特に実質金利が生産や設備投資に対して有意となっている。金融政策の指針として実質金利を重視するというグリーンズパン発言を支持する結果といえよう。日本の実質金利水準は長短金利の上昇と物価下落の中で景気実勢に比して高い水準にあり、金融政策運営の上で、実質金利を引下げべきかどうか議論となっているが、以上の分析からは次の点がいえよう。

- ①日本では金利とマネー、マネーと実体経済の間に有意な関係があり、金利を通じてのマネーサプライ管理政策は実体経済に対して有効である。
- ②日米両国での実質金利の有意性に差が出たのは、実質金利自体の適切な推計が困難なためかも知れない。ただし、両国の金融自由化や経済のストック化等の差によっている可能性も高く、将来的に日本でも実質金利の重要性が増すような経済・金融構造となる可能性は十分にある。

### (3) 家計消費の動向～減税・猛暑の効果で夏物は好調

消費はこれまで月次統計で「持ち直し」の動きにとどまっていたが、ここに来て広範にプラスの動きを見せ始めている。即ち、①6月の「家計調

査」において勤労者世帯の実質消費が5カ月ぶりに前年比プラスに転換、②7月の大型小売店販売額が26カ月ぶりに前年比プラスに転換、③夏物衣料・飲料・エアコンなど一部商品の販売額が6-7月に高い伸びを記録、一等である。

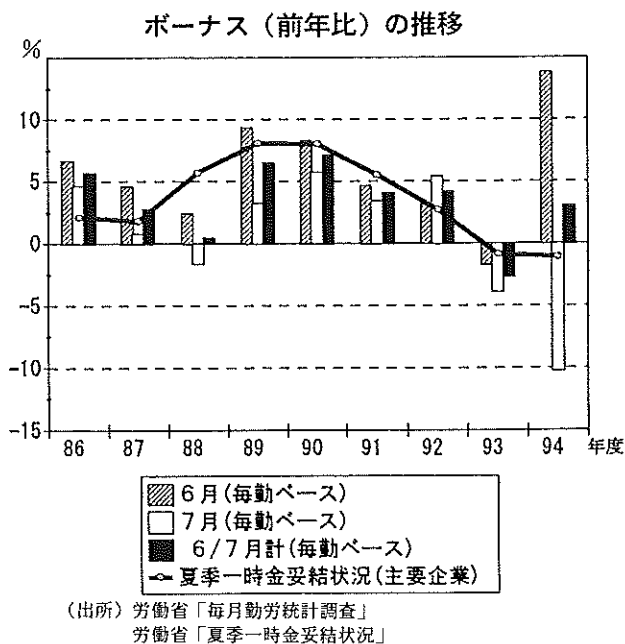
これらは、①減税によって可処分所得が増加した、②猛暑の影響で夏物の消費が増えた、一ことが相乗効果をもたらしたためと考えられる。また、ボーナスを6月に支給する企業が増加したことにより、減税分の還付が当初考えられていたよりも年度前半にシフトしているとみられる。

過去のデータをもとに計量的な分析を行うと、一部の夏物商品・サービス消費に関しては猛暑の支出拡大効果が明確に計測されるもの、消費全体を押し上げる効果があるかどうかは明瞭ではない。消費の決定において最も重要なのは所得であり、現在の消費好調を主導しているのは減税効果と考えられるが、今年これに「猛暑」が加わったことにより、夏場の消費が全体として刺激された可能性がある。しかし、年度を通じては、「猛暑による消費増の後の反動減」が一部で起きる可能性もあり、消費拡大効果は明らかではない。売れ行き好調を背景にしたエアコン等の増産は他の生産を誘発する効果があるため、「猛暑」は経済全体にはプラスの影響を残すものと見られるが、景気全体の動向に大きな影響を与えるものとは判断されない。

#### 1) 減税の効果～ボーナスの6月支給企業が増加・可処分所得増

例年、全国の企業が支給する6月もしくは7月のボーナス支払額合計(前年比)は、主要企業の「夏季一時金妥結状況」(前年比)と同様の動きを示している。今年度は6月のボーナス支給額合計が極めて高い伸び率となった後、7月は大きく減少している。これは「ボーナスの6月支給」に移

行した企業が多かったことを示したものと云える。

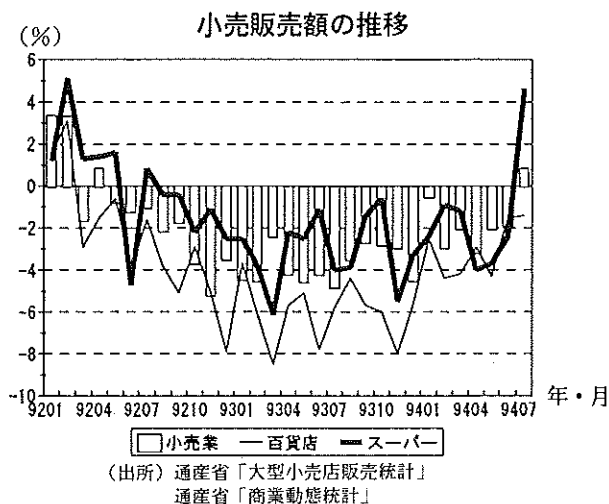


これは、給与所得者に対する所得税減税の実施方法が「1月から6月までの給与・ボーナス等の源泉徴収税額の20%相当額（最高100万円）を、原則として6月に還付。残額は、年末調整の際に、控除。」とされているため、ボーナスを6月に支給すればこの分の減税分も夏のボーナス時に還付できることを利用して、ボーナスの手取り額を大きく見せようという企業行動の結果と考えられる(注1)。

(注1)「所得税と住民税を合わせた特別減税額に関して、ボーナスの6月支給の会社では約6～7割が、7月支給の会社では約5割が7月までに還付される」

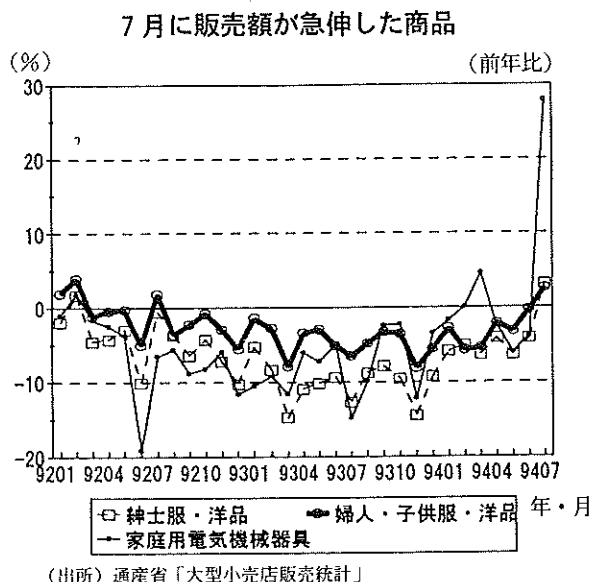
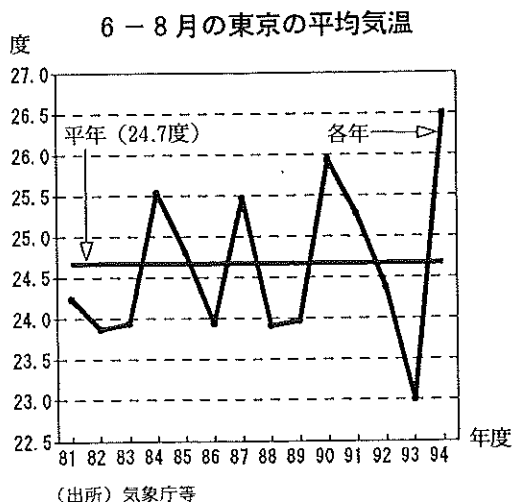
給与所得者については所得税の減税分の還付は、6、7月に行なわれ、住民税減税は、「6～7月は源泉徴収せず、残りの減税額は8月～翌年5月までの10カ月に控除」する方法で実施されるため、減税の消費に対する効果は主として7月、8月から現れ始めていると考えられる。

このように可処分所得が増加するなか、7月の大型小売店販売額は前年比1.2%(うち百貨店：▲1.4%、スーパー：4.6%)と26カ月ぶりにプラスに転じたほか、小売業の販売額総計(商業動態統計ベース)でも前年比0.9%と27カ月ぶりのプラスになっている。



## 2) 猛暑の効果～夏物消費を押し上げ

今年の6～8月は昨年の冷夏(平年との気温差：▲1.7度)とは対照的な猛暑(同：+1.8度)となり、一部の夏物商品の消費が高い伸びを示している。過去のデータ(「家計調査」における6～8月の品目別実質消費額、実質可処分所得、気温等)をもとに計量分析すると、次の品目については、気温が高いほど夏季の消費が増えることが明確に見出される。「飲料」「冷暖房器具」「宿泊代」「電気代」「男子シャツ・セーター」「婦人シャツ・セーター」「履物類」「ファンデーション」。実際、販売側のデータはミネラルウォーター、ビール、エアコン、扇風機、紳士シャツ、婦人Tシャツ、水着、化粧品等の売れ行き好調を示している。



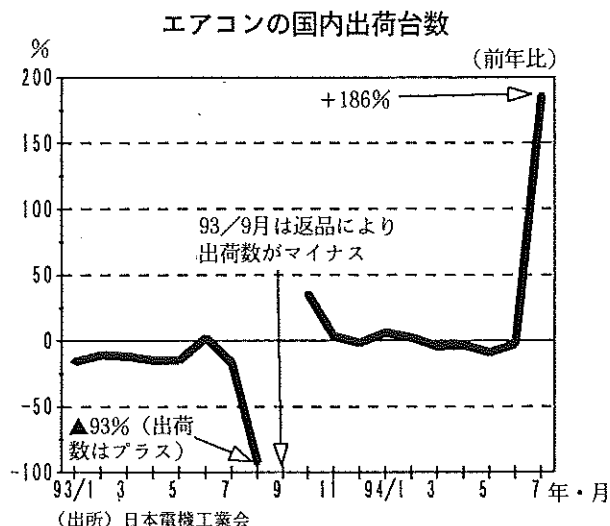
しかし、消費全体に対する「猛暑の効果」は、計量分析からは明瞭には計測されない。これは、暑さで消費量が減少するもの（たとえばガス）があるほか、所得の制約の中で消費者が支出の内訳に関する選択を行っているため、消費が抑制されている商品やサービスがあることを示唆しているものと考えられる。

現時点で判明している7月の消費関連統計と併せて判断すると、7月の消費全般の好調さを主導しているのは「減税の効果」と考えられる。

過去の猛暑の年の7-9月期と10-12月期の消費性向を比べると、上昇、下落の両ケースがあ

り、明確な関係は見い出せない。しかし、今年が減税に猛暑が加わったことにより、心理面から夏物のみならず消費全体がカサ上げされている場合には「猛暑による消費増の後の反動減」が起きる可能性もある。

エアコンに関しては、「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」という予想通りの展開を見せ、「8月もフル生産が続いている」と伝えられている。エアコン等の増産は他の財貨・サービスの生産を誘発する効果があるため、「猛暑」は経済全体にはプラスの影響を残すと見られるが、景気全体の動向に大きな影響を与えるものとは判断されない。



猛暑の年の第3及び第4四半期の消費性向 (%)

年度	7-9月期	10-12月期	差
1978	81	80	△1
1984	83	84	+1
1985	85	85	0
1987	85	86	+1
1990	87	85	△2

(注) 当部にて季節調整値を推計

(4) 企業部門の動き～マインドの悪化に歯止め

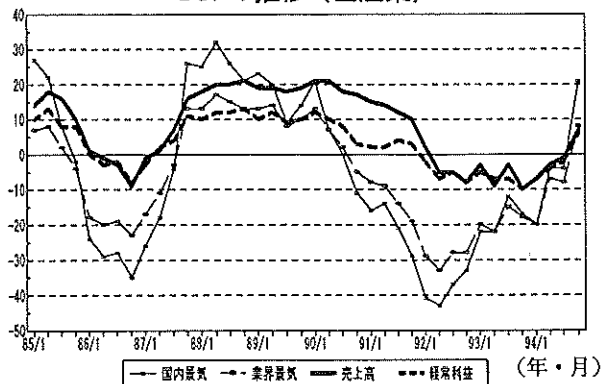
家計部門では減税や猛暑等も加わり、消費が改善しているが、企業部門でもマインドの悪化に歯止めがかかった。

1) 企業マインドの悪化に歯止め

経済企画庁の法人企業動向調査（6月1日調査）では、国内景気に関する判断指標(BSI)は94年1-3月の▲20から4-6月は▲4に改善。7-9月も▲4のあと、10-12月にはプラス21に改善する見通しとなっている。4-6月のBSI改善は「下降」見通しの企業が大幅に減少したことによるもので、「上昇」見通しの企業の割合は5%で横ばいとなっている。この点BSIは改善したとは言うものの、景気回復期待の強まりと言うよりは底割れ懸念の後退に止まっている。

また7-9月の見通しは、国内景気のBSIは▲4と4-6月期と同じで、業界景気のBSIも4-6月の▲7から7-9月▲8へほぼ横ばいの慎重な見通しとなっている。国内景気見通しの修正傾向をみても依然として下方修正が続いており、景況感の悪化には歯止めがかかったものの、回復力は期待した水準を下回っているものと考えられる。

BSIの推移（全産業）



(出所) 経済企画庁「法人企業動向調査」  
 (注) ・法人企業動向調査の調査対象は資本金1億円以上の営利法人4537社  
 ・BSI: 「上昇(強くなる・増加)の割合」-「下降(弱くなる・減少)の割合」  
 ・調査時点の円ドルレートは104.72円、日経225は21053.11円

2) 製品価格の下落は続く見込み

自社の製品価格に関する判断指標は4-6月▲17、7-9月▲16と弱含みで推移している。10-12月の予測でも▲8にとどまっております製造業の製品価格下落は続く見通しとなっている。売上高・経常利益の見通しは10-12月にプラスに転じる見込みであるが、製品価格の下落傾向からみて、売上高、経常利益に関するBSIは下方修正される可能性がある。

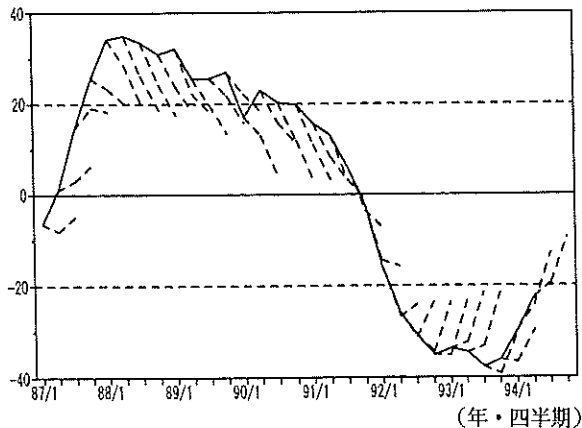
3) 中小企業の景況感にも下げ止まりの兆し

中小企業金融公庫の「中小企業動向調査」(6月30日調査)によれば、4-6月の中小企業の自社業況判断DI(「好転」-「悪化」)は▲22.4となった。93年7-9月を底に、3四半期連続して緩やかながら上昇したことになり、中小企業の景況感には下げ止まりの兆しが見られる。しかしマイナス幅は依然として大きい。売上高、利益、資金繰り、雇用のいずれも改善は小幅で、本格回復には時間を要する見通しである。

1四半期前の予測値と業況判断DIの実績値との比較をみても、3四半期続けて上方修正となったが、DIがプラスに転じるにはなお2四半期以上要する公算が高い。

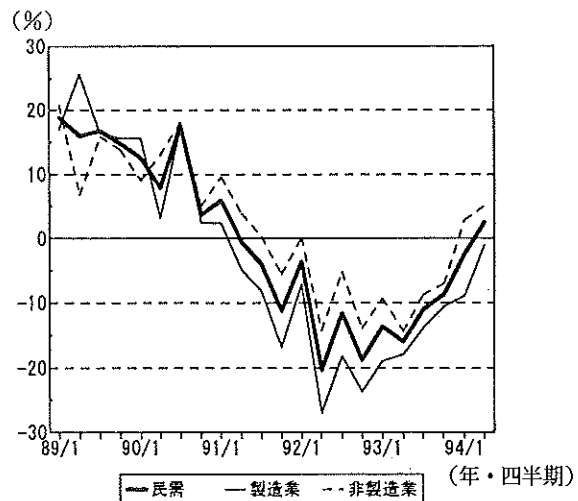
7-9月についての予想は自社業況判断、売り上げ、在庫、雇用などの項目で3月時点の予想を下方修正しており、改善は足踏みするリスクが残っている。なお本調査は、6月30日時点(円ドルレートは98.95円)のものであるが、100円割れ後の回答は約4割とされており、円高進行の影響が完全に反映されてはいないと見られる。

中小企業自社業況判断 DI (全産業、季節調整値)  
の実績と予測値との推移



(注) 実線は実績、点線は2四半期先までの予測値  
(出所) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

機械受注 (民需) の前年同期比伸び率



(出所) 経済企画庁「機械受注統計調査」

中小企業の経営上の問題点としては「売上・受注の停滞、減少」が11四半期連続してトップに上げられているものの、その割合は徐々に低下している。代わって「製品安及び取引先からの値下げ要請」が増加傾向にあり、販売価格DIが悪化を続けている点を含め、ディスインフレの進行と大企業からのコスト管理強化を懸念した経営者マインドが現れたものと思われる。

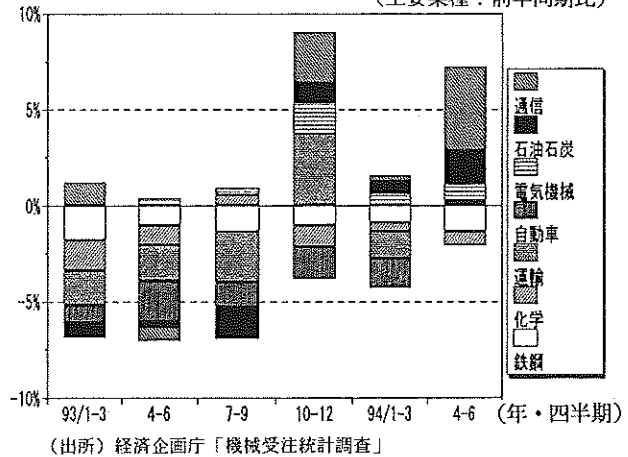
いわゆる「価格破壊」の進行により、今後数量面で景気が回復しても、価格が圧迫され、企業収益の改善には時間を要する可能性の大きいことを示唆している。

#### 4) 設備投資の動向

設備投資の先行指標の一つである機械受注には下げ止まりの兆しが出てきた。4-6月の機械受注は船舶・電力除きの民需合計で前年同期比2.4%増となり、91年1-3月以来、3年ぶりに前年同期比でプラスに転じた。7-9月は前年同期比▲1.3%と、再び減少に転じる見通しだが、過去3四半期の達成率からみて上方修正の可能性もあり、設備投資にも下げ止まりの兆しが出てきたと言える。

機械受注の業種別寄与度

(主要業種：前年同期比)



(出所) 経済企画庁「機械受注統計調査」

業種別に見ると、「通信」のプラス寄与が最も大きく、続いて「石油石炭」、「電気機械」のプラス寄与が大きい。逆に、「鉄鋼」、「化学」、「非鉄金属」などの素材業界の不調が全体の回復を遅らせている。また自動車業界からの受注が4-6月は90年10-12月以来3年3ヵ月振りにプラスに転じ、全体の回復期待を醸成した。

機械受注は民間企業の設備投資に対して6ヵ月から9ヵ月の先行性があるとされるが、増加率はプラスに転じたとは言え前年同期比2.4%と低く力強さには欠ける。また機械受注に比しより短期間の先行性を持つと見られる資本財出荷で見ても機械受注と同様下げ止まりの傾向が窺われる。

(9月6日現在)