

# 経済の動き

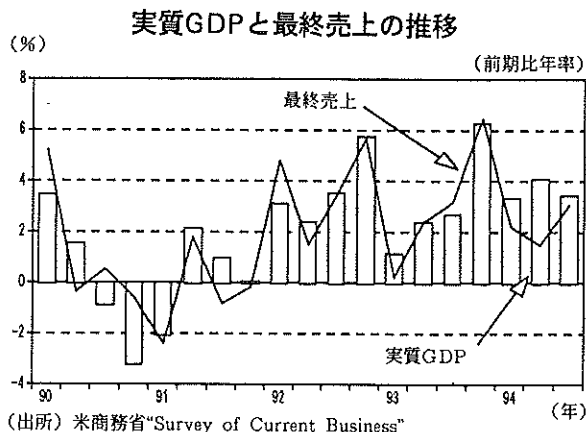
経済調査部

## I. 海外経済

### 1. 米国経済～年内の景気は強め、一段の政策金利の引き上げへ

#### (1) 景気全般～高めのペースでの拡大基調が続く

10/28に発表された94年3Q(7-9月期)の**実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率3.4%と5四半期連続で潜在成長率(2.5%程度)を上回る伸びとなった。**消費の盛り返し、高めの設備投資の持続に加えて、在庫投資が大方の予想に反して前期よりもさらに増加したことによる。在庫変動を除いた最終売上ベースでも、同3.1%と強めの結果となった。成長率は93年下期の高成長に比べれば低下しているものの、**足もとの景気は依然として強いものと判断される。**



しかし、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は出始めている。3Qの住宅投資(GDPベース)は5期振りの前期比減少となり、設備投資の伸びも3期連続で鈍化し、**足もとの月次指標では、2Q以降の消費者センチメント、自動車販売等の部門にも鈍化の兆しがみられる。**今後の景気動向を判断する上では、特に、最終需要項目中の個人消費と外需、また、

### 主要経済指標の推移

		94			94				
		1q	2q	3q	6月	7月	8月	9月	10月
<b>雇用部門</b>									
失業率		6.6	6.1	6.0	6.0	6.1	6.1	5.9	
非農業雇用者増減数(前期差、千人)		613	1019	873	383	290	246	239	
<b>家計部門</b>									
実質可処分所得	前期比年率	3.4	3.5	2.7	-0.6	1.1	3.6	4.6	
	前年同期比	3.3	3.0	3.5	3.4	3.8	3.1	3.6	
実質消費	前期比年率	4.7	1.3	3.0	4.2	-0.8	8.6	-0.1	
	前年同期比	3.8	3.4	3.2	3.4	3.0	3.3	3.3	
消費者信頼感指数(コンファレンス・ネット)		83.1	91.2	90.4	92.5	91.3	90.4	89.5	87.6
乗用車販売台数	前期比	5.3	3.1	-0.7	1.2	-5.7	13.6	4.3	
	前年同期比	13.5	2.4	5.1	2.5	-1.9	10.1	7.1	
住宅着工件数	前期比	-7.0	4.9	2.4	-8.9	6.0	1.9	4.4	
	前年同期比	19.2	16.4	12.8	9.7	15.6	10.8	12.2	
<b>企業部門</b>									
鉱工業生産	前期比	2.0	1.3	1.6	0.8	0.3	0.7	0.0	
	前年同期比	5.0	5.8	6.6	6.4	6.3	6.8	6.6	
設備稼働率		83.4	84.0	84.6	84.3	84.4	84.8	84.6	
NAEP指数		57.0	57.6	57.4	57.5	57.8	56.2	58.2	
<b>消費寄与度</b>									
コア部分	前期比	2.7	3.2	2.8	0.3	0.2	0.3	0.2	
	前年同期比	2.9	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	

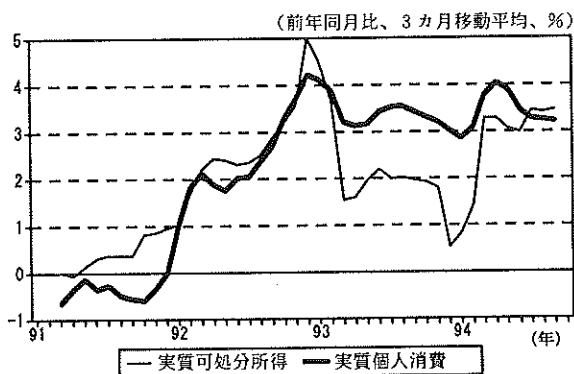
(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

3Qに予想外に増加した在庫投資の動向が注目されよう。

### 1) 消費支出

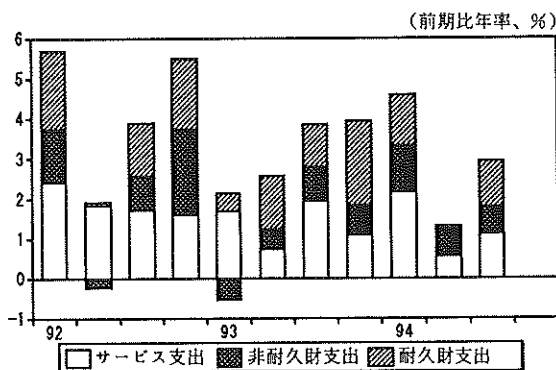
3Qの個人消費は前期比年率3.0%と、増税要因、自動車販売の減少等から鈍化した2Q(同1.3%)と比べ大きく上昇した。足もとでは金利上昇等から、消費者マインドはやや低下傾向にあり、自動車販売台数も年初の大幅増からは鈍化している。また、93年以降、個人消費は所得の伸びを上回って推移している。今後、消費の「高い」伸びが持続することは考えにくい、雇用・所得環境の改善を主因として底堅く推移しよう。

実質可処分所得と実質個人消費の動向



(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

実質個人消費支出の推移

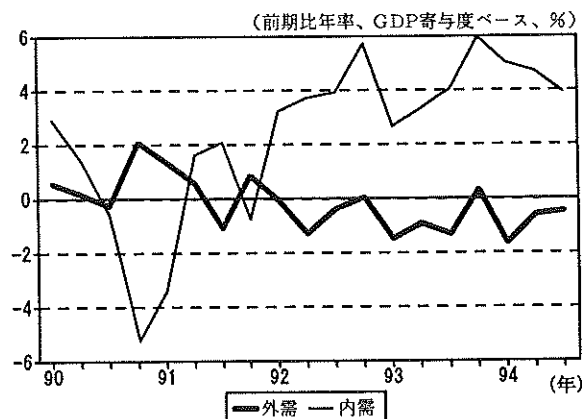


(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

### 2) 外需

外需は92年来、輸入増加を背景に成長率を引下げ方向に寄与している。足もと(8月)の貿易統計では、輸出の堅調な伸びを背景に赤字が7月より大きく縮小したものの、7月が航空機輸出の縮小等により赤字額が一時的に大きく膨らんでいた点を考慮すれば、基調としては貿易赤字の拡大傾向が続いている。

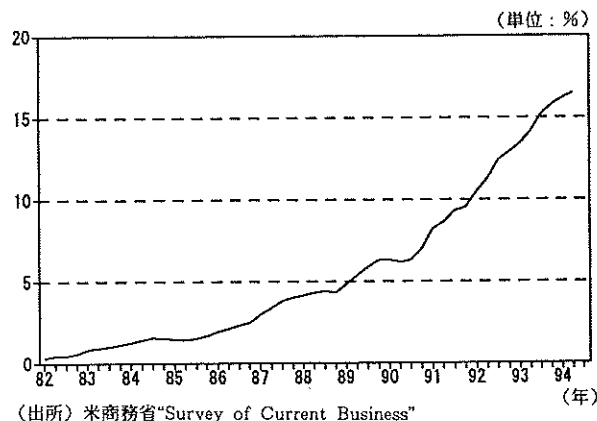
内需・外需の動向



(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

今後も、海外景気の回復による輸出増加が見込まれるが、他方で、①国内の景気実勢は引き続き「強め」で推移する、②コンピュータ輸入が拡大傾向にあることから、輸入の増加基調が続くと予想される。このため、貿易赤字の拡大傾向が続こう。

コンピュータ輸入の財輸入比率の動向

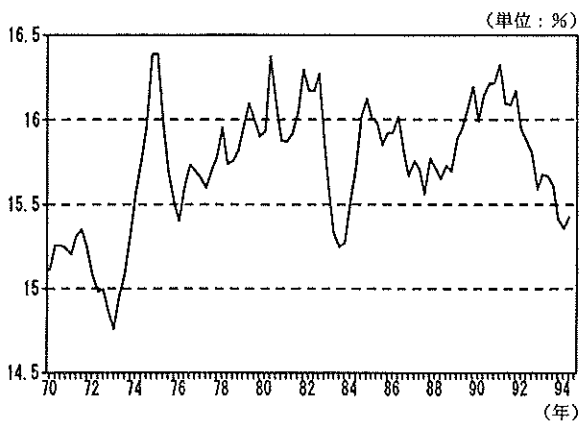


(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

### 3) 在庫投資

94年3Qの実質GDPの増加寄与度(前期比年率)は0.4%となり、2Qの増加寄与度2.6%を大きく下回ったものの、3四半期連続でプラス寄与となった。2Qに在庫が大幅に積み上がった上に、さらに3Qも在庫が増加した訳であるが、売上高の増加も堅調であることから、在庫売上比率は引き続き低水準にある。このため、現局面は「意図した在庫増」の局面であるとの見方に変更はない。ただし、GDP成長率との関係では、今後も在庫の増加が予想されるものの、積み上げ幅自体は小幅縮小するものと予想され、成長率にはマイナスの寄与となろう。

実質在庫水準の最終売上比率の推移



(出所) 米商務省“Survey of Current Business”

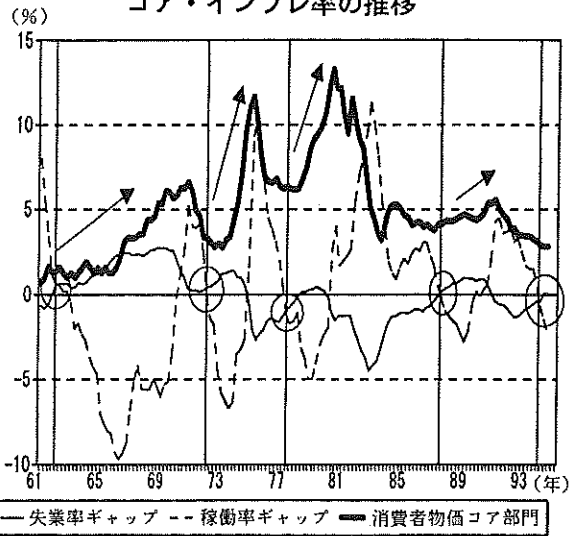
### (2) 物価動向～物価は要警戒、年末にかけて緩やかな上昇

9月の消費者物価総合は前月比0.2%（食品とエネルギーを除くコア部門も同0.2%）上昇にとどまり、総じて物価安定を裏付ける内容となった。これは、足もとの賃金上昇率も緩やかである中、労働コストが全般的に安定しているためである。

ただし、過去の消費者物価コア部門と失業率ギャップ・設備稼働率ギャップとの関係をみると、1960年代以降、稼働率ギャップが低下しながら失業率

ギャップとクロスした後は、かならずインフレ率の上昇が確認されている（逆の場合はインフレ率は低下、次頁図参照）。94年に入って同様の局面が発生しており、今後の消費者物価は緩やかながらもアップ傾向となろう。なお、企業リストラ等の構造的な要因から労働コストの急激な上昇は考えにくく、インフレ率の悪化は小幅にとどまろう。

コア・インフレ率の推移



- (注) ①消費者物価コア部門は前年比の推移  
 ②稼働率ギャップは製造業設備稼働率の1960年1Q～1994年3Qまでの平均値(81.8%)と実績値との乖離率。マイナスは、平均値が実績値を下回ることであり、おおむね、景気の拡大局面と連動  
 ③失業率ギャップは同じく、1960年1Q～1994年3Qまでの平均値(6.15%)と実績値との乖離率。プラスは、平均値が実績値を上回ることであり、おおむね、景気の拡大局面と連動  
 ④図中の縦線は、稼働率ギャップが上昇傾向の下で、失業率ギャップと交差する時期

(出所) 米労働省“Monthly Labor Review”他

連銀は稼働率と失業率の動向を重視している。Kansas 連銀の最近の調査レポート<sup>(註)</sup>でも、①インフレ率の上昇を誘発しない製造業設備稼働率は81.7%、インフレ率を加速させない自然失業率は6.2%と推計、②足もとの設備稼働率・失業率とも、「今後、潜在的なインフレ圧力が高まる兆候」を示しているとの懸念を表明一との内容となっている。

なお、米国経済の国際化が進み、低価格輸入品が流入することが国内の稼働率と物価の連動性が低下しているのではとの議論に関しては、①国内

生産物の大部分は非貿易財である、②貿易財の場合も、海外生産物と完全な代替関係があるわけではない一等から、米国の稼働率と物価には依然強い連動性があるとしている。

(注) ①“Capacity Utilization and U.S. Inflation”  
C. Alan Garner (94年9月)  
②“The Natural Rate and Inflationary Pressures”  
Stuart E. Weiner (94年3rd)

### (3) 金融政策～年内、一段の政策金利引き上げへ

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%とした後、追加利上げを実施しないまま現在に到っている。しかし前述のように、「景気は強めの拡大基調」が続き、「稼働率も高水準」、「失業率も低水準」にある。インフレ率は緩やかながら、今後、上昇する懸念があることから、年内、一段の追加利上げが実施されよう（94年末公定歩合：4.5%、FFレート：5.0%強程度）。

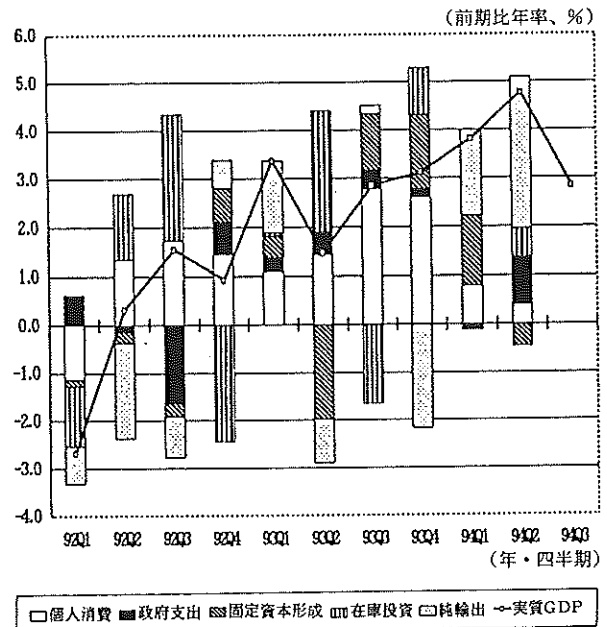
長期金利については、94年末にかけてはインフレ率の緩やかな上昇等の中、「強含み横ばい圏」での推移が続くと予想される。ただし、95年にかけて景気のソフト・ランディングが実現する可能性が高いことから、大幅な上昇は考えにくい。なお、中間選挙の結果いかんでは、一時的な長期金利の上振れの可能性があるだろう。

## 2. イギリス経済～景気加速に一服感

### (1) 景気～外需主導から設備投資主導の成長へ

景気は、純輸出を牽引車として94年前半に拡大ペースを強めた後（実質GDP成長率は93年2.0%→94年第1Q 3.8%＜前期比年率＞→第2Q同4.8%）、年央以降は個人消費を中心にやや減速傾向が見られる。10月21日に発表された第3Qの成長率は前期比年率2.8%となり、景気拡大ペースの加速は一服した形となった。

実質GDP項目別寄与度

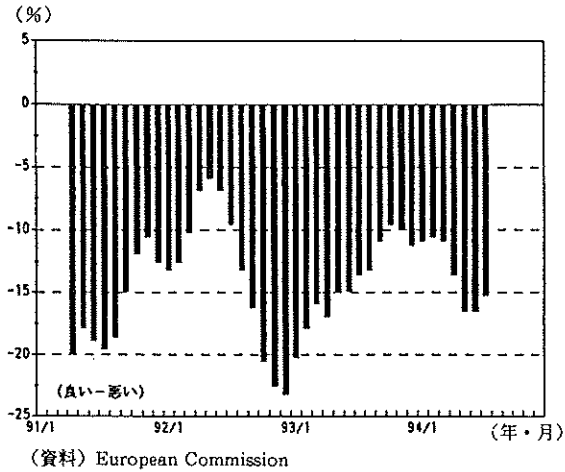


個人消費の減速は、賃金の伸び悩みや増税（94年4月からの住宅ローン金利に対する税控除の削減など）による可処分所得の落ち込みを背景としたものである。消費者マインドは、足元やや悪化しており、95年には再び増税が予定されている。92年以降、貯蓄率の低下が顕著であるが、所得伸び悩みの環境下では一段の低下は考えにくく、95年にかけて個人消費の伸びは低めに止まろう。

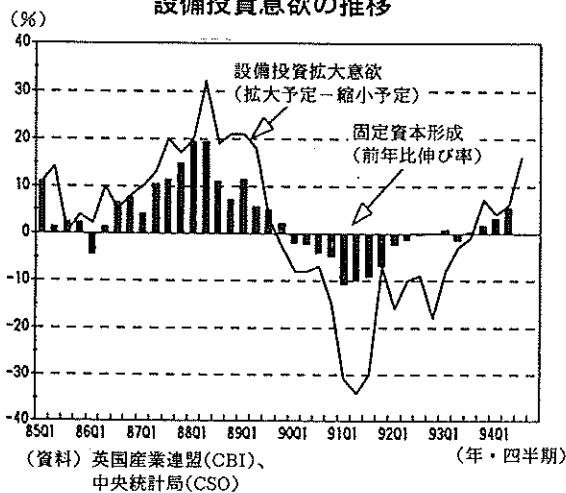
94年前半に景気を引っ張った輸出も足元で勢いが鈍っている。こうした輸出、消費の鈍化の中、

今後、景気のリード役として期待されるのは設備投資である。

消費者信頼感の推移



設備投資意欲の推移



固定資本形成は、94年第2Qの前期比伸び率が年率▲2.6%と出遅れているものの、英国産業連盟(CBI)によれば、企業の設備投資意欲DI(=今後12カ月に設備投資拡大を予定する企業の割合-同縮小を予定する企業の割合)は4年振りにプラスの状況となっている(10月25日発表の直近の調査では+16)。受注の回復、企業収益の好調が企業の景況感改善に寄与していると思われる。

95年もイギリスの景気は拡大が続こう。実質GDP成長率は、外需の成長寄与低下を設備投資

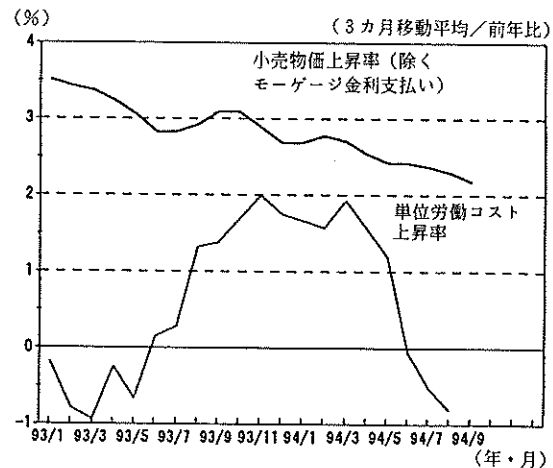
回復が補う形で潜在成長率並みの巡航速度となる。

(2) 物価～労働コスト低下を受け安定推移

物価動向は安定した推移が続いている。9月の小売物価上昇率は総合で前年比2.2%、モーゲージ金利支払いを除いたベースでは同2.0%(過去27年間で最低の水準)となった。生産者段階での投入価格は94年3月を底に上昇率が高まり、またCBIの調査によれば「企業の価格引き上げ意欲」も強まっているものの、小売物価自体は落ち着いている。

単位労働コストの低下が続いていること、生産能力にまだ余裕があることから、現段階ではコスト面からの物価押し上げ圧力は高くない。また、国内需要の伸びが鈍化する中で大手スーパーによる値引き合戦も盛んに行われており、企業も強気の価格設定をしにくい状況とみられる。

安定した物価動向



潜在成長率を超えた景気拡大が続いていることから、今後は川上部門の価格上昇が徐々に川下部門に波及していくことになろう。しかし、金融当局もインフレに対しては早めに手を打つスタンスを明確にしており、予防的引き締めの効果も加わってインフレ率の上昇はゆるやかなものに止まろう。

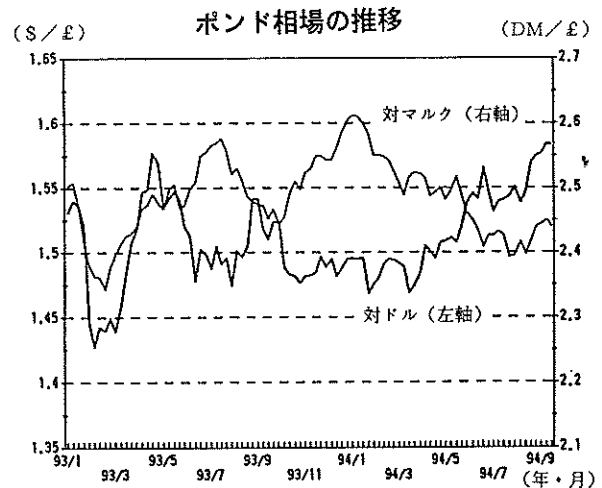
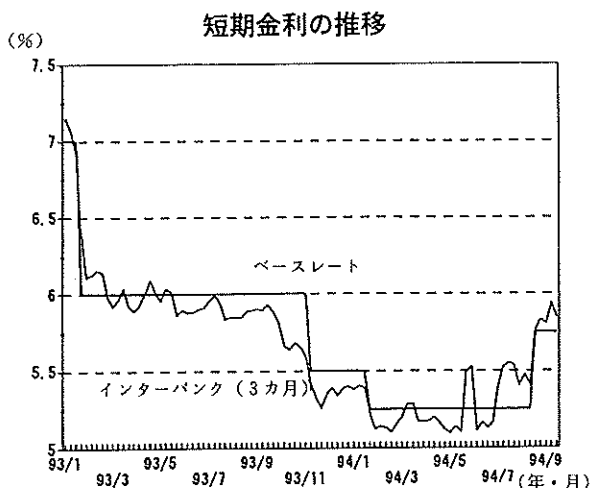
(3) 金融・為替～利上げを好感して債券・為替とも堅調推移

9月12日のベースレート引き上げ(5.25%→5.75%)により、(92年9月のERM離脱時を除けば)89年10月以来継続してきた金融緩和局面に終止符が打たれた。今回の利上げについて、クラーク蔵相は、「将来のインフレ加速を避けるための予防的措置である」と説明し、インフレ懸念の根拠として、①商品市況の上昇、②景気の加速、③企業の価格引き上げ意欲の高まり、④マネーサプライ(M0)伸び率の高止まりなどを挙げた。

早期金融引き締めには消極的とみられてきたクラーク蔵相のこの決定は、11月発表の95年度予算における減税実施の可能性を否定したこととともに、金融市場において好感をもって受け止められている。

金融当局は、物価安定維持のために必要とあれば追加利上げを辞さない構えであるが、国内需要の勢いは鈍化しており、足元でインフレ加速の可能性は低い。次回の利上げは来年となろう。

相対的に好調な景気、物価安定、貿易収支の改善といった良好なファンダメンタルズ、政府の経済政策(特に金融政策)運営に対する市場の信認の高まりにより、債券市場、ポンド相場ともに今後、堅調な推移が続こう。



## II. 日本経済

### 1. 当面の日本経済の動向～景気は趨勢的には改善傾向

景気は趨勢的には改善傾向にある。最近の主要経済指標をみても良い、ないし改善傾向のものが増加している。景気の現状は概ね「1994年度改定見通し」(10/7)のライン上にあると見られる。

#### (1) 最近の景気指標～良い、ないし改善傾向の指標が増加

直近に発表された指標は、生産指数(94年1-3月期より3四半期連続で前期比プラス)、自動車販売(6月以降前年比プラス)など、「良い、ないし改善傾向のもの」が増加している。また、民間設備投資も、企業の計画こそ慎重なものとなっているが、先行指標(8月機械受注は3カ月連続で前年比プラス)に下止まりの兆しが見られる。

一方で、雇用関係指標は全体的には悪い状況が持続している(9月の雇用者数前年同月比0.5%増)。

	93年 7-9	10-12	94年 1-3	4-6	7-9	4月	5月	6月	7月	(10月) 8月	(11月) 9月
景気動向指数 [一致指数]						54.5	54.5	45.5	40.0	90.0	
鉱工業生産 [90年=100] * (予測指数)	▲1.0	▲2.4	1.5	1.0	1.6	▲1.9	▲1.2	2.7	▲1.7	(0.8)	(2.5)
実質消費支出 [家計調査、全世界] #	▲1.6	0.7	▲0.7	▲1.1		▲0.8	▲1.7	▲0.9	0.1	▲0.4	
大型小売店販売額 [店舗調整済] #	▲4.3	▲5.0	▲2.7	▲3.2	▲0.8	▲3.5	▲4.0	▲1.9	1.2	▲1.6	▲2.6
乗用車新車新規登録届出数 #	▲6.2	▲5.5	▲3.7	▲1.4	5.1	▲3.6	▲0.6	0.0	2.4	9.6	5.4
住宅着工戸数 [季調済 年率 万戸]	154.5	151.4	156.9	159.5	156.9	158.9	159.6	160.1	156.4	162.8	151.5
機械受注額 [船舶・電力除く民需] #	▲11.1	▲8.7	▲2.4	2.4		▲2.5	▲0.3	9.5	2.6	7.1	
建設工事受注 [民間計] #	▲24.5	▲20.2	▲20.9	▲9.9	9.0	▲14.8	▲12.8	▲2.6	24.1	13.7	▲1.7
公共工事請負額 #	▲0.5	▲0.8	10.3	▲6.1	▲3.8	8.5	▲16.2	▲15.5	▲18.1	5.8	5.6
有効求人倍率 [季調済 倍]	0.71	0.66	0.66	0.64	0.63	0.66	0.64	0.63	0.62	0.63	0.64
雇用者数 #	1.9	1.0	0.9	1.3	0.3	1.4	1.4	0.9	▲0.0	0.4	0.5
通関輸出 数量指数 #	▲1.7	▲4.8	▲2.8	1.0	2.6	▲1.1	▲2.5	6.3	▲0.6	7.3	2.0
通関輸入 数量指数 #	6.2	5.2	8.9	13.3	14.0	10.4	16.2	13.5	8.5	20.9	12.5
通関黒字 [季調済、年率換算、億ドル]	1,180	1,219	1,253	1,235	1,133	1,397	1,021	1,288	1,389	998	1,011
為替レート [円/ドル]	105.6	108.1	107.6	103.4	99.1	103.5	104.0	102.7	98.5	99.9	98.8

(注) ① #印は前年比%、\*印は季調済前期(月)比%  
② 鉱工業生産の( )内の数値は、10、11月の予測指数

## ○日本の最近の主要経済指標

(良い、ないし改善傾向のもの)

- ・生産 (3期連続で前期比プラス)
- ・消費 (特に、自動車販売が良好)
- ・住宅着工 (高水準の推移。ただし、9月は150万戸強に低下)
- ・機械受注 (3カ月連続で前年比プラスに)
- ・民間建設工事受注 (7-9月期、前年比プラスに)
- ・通関輸出数量 (前年比プラス傾向に)

(悪い状況が持続しているもの)

- ・雇用関係 (雇用者数の伸びが低下傾向)
- ・通関輸入 (高水準の伸び)

## (2) 実質 GDP 成長率は今後もジグザグ型で推移

最新の超短期予測 (10/21) によれば、94年7-9月期の実質 GDP 成長率は減税実施などの中での消費増、低金利などを背景とした住宅投資の伸び、設備投資のマイナス幅縮小から高め (前期比年率3.0%) とみられる。しかし、10-12月期は減税効果の低下による消費鈍化、住宅投資のピークアウト等でマイナス成長 (前期比年率▲0.6%) と、今後の景気はジグザグ型が避けられない見通しである。94年度の実質 GDP 成長率は「1994年度改定見通し」(10/7)の0.6%のライン上にあるとみられる。

## 2. 企業収益見通し～製造業主導での緩やかな回復

最近の企業業績動向、4-6月の法人企業統計季報をもとに試算した企業収益見通しでは、全産業ベースで94年度2.5%、95年度8.7%の経常増益が見込まれる。経常増益は89年度以来5年振り。

米国、アジア等への輸出が好調な電機や機械などの製造業では95年度は大幅な増益が見込まれるものの、非製造業ではディスインフレの影響を受けて卸・小売業の低迷が続くため業績の回復は鈍い。一段と円高が進行した場合には製造業を中心に下方修正の懸念が残る。また資本金10億円以下の中堅・中小企業では、大企業のリストラ、海外製品との競合等により製造・非製造業とも回復が遅れているとみられる。

### 企業収益見通し

	売上高		営業利益		経常利益		経常利益率	
	94年度	95年度	94年度	95年度	94年度	95年度	94年度	95年度
全産業	1.2	2.3	▲2.5	8.4	2.5	8.7	1.8	1.9
製造業	0.7	3.0	6.9	20.6	8.8	18.7	2.4	2.8
非製造業	1.4	2.0	▲6.8	2.1	▲1.2	2.2	1.5	1.5

(注) 法人企業統計季報ベース。  
売上高、営業利益、経常利益は前年比伸率。単位:%

### 1) 94年度の企業収益は微増益

半導体・液晶などの好調な電機を中心に製造業の業績回復が明確化、自動車など輸送用機械も改善傾向にあり加工組立産業はかなりの増益が見込まれる。鉄鋼、化学などの素材産業でも在庫調整の進展とリストラ努力により減益幅は縮小傾向にある。製造業全体では米国、アジアなど海外の景気拡大に支えられた数量効果とこれまでの合理化効果から、増収による収益改善効果は高まっております。売上総利益率は90年度下期の水準(20.9%)に回復しよう。

非製造業の業績は個人消費の回復により卸・小売業から回復に向かうとの見方もあったが、上場企業の決算動向等を見る限り、いわゆる「価格破壊」の影響から売上が回復せず減益が続いている。建設・不動産は分譲住宅や公共投資による下支えはあるものの不良資産の影響が残り収益は低調、サービス業も企業向け部門が低調で減益が続くと見られる。

### 2) 95年度の企業収益は10%程度の増益

95年度の企業収益は製造業では大幅増益となるものの非製造業の回復は弱く、全産業では10%程度の経常増益にとどまろう。設備ストック調整の影響が残りディスインフレが続くと思われるため、20~30%といった大幅な増益は考え難い。円高が急速に進行した場合には下方修正圧力が強まろう。

### 3. 95年度の設備投資～緩やかな回復方向へ

95年度の設備投資は緩やかな回復に向かう可能性が高い。92年度以降3年連続して前年割れとなっていた設備投資は、機械受注(民需)、民間建設工事受注などの先行指標が下げ止まりの兆しを見せていることから95年度には前年比でプラスに転じるとみられる。

ただし設備ストック調整圧力の残る企業も多く、過去の景気回復局面のような急回復は見込めない。また円高が一段と進行した場合には製造業を中心に設備投資が下方修正されるリスクは残っている。

### 1) 機械受注、民間建設工事受注とも下げ止まり傾向

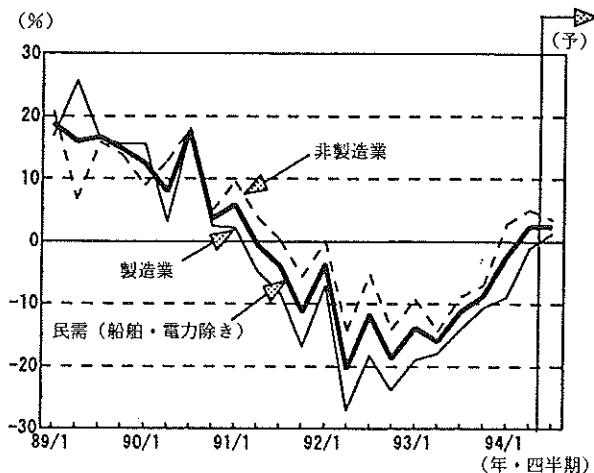
設備投資の先行指標とされる機械受注、民間建設工事受注とも下げどまりの兆しがあり、これらの指標からすれば、設備投資は95年度に回復局面入りする可能性が高い。

#### ①機械受注(民需)は3ヵ月連続のプラス

8月の機械受注(船舶・電力除きの民需、原数値)は8078億円で、3ヵ月連続で前年同月を上回った。9月の機械受注が昨年と同額であれば、7-9月は6月時点の見込み額を上回り、前年比で2四半期連続のプラスとなる。製造業の上方修正が牽引するが、非製造業では見込み額を下回っており力強さはない。

中小企業の設備投資の先行指標とされる「代理店からの機械受注」でも下げ止まり傾向が見られ、94年7-9月期は前年比でプラスに転じると見られる。

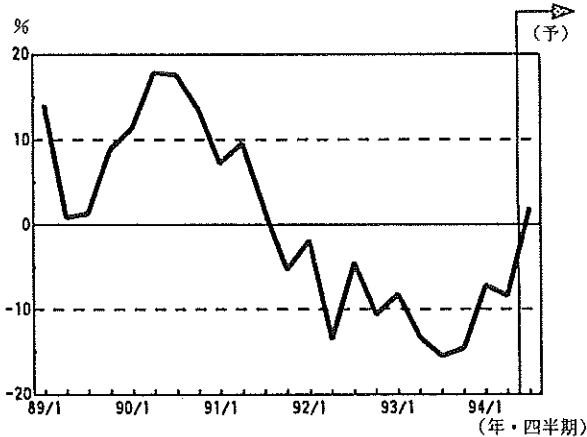
機械受注・民需の推移(前年同期比)



(資料) 経済企画庁「機械受注統計調査」



代理店からの機械受注の推移（前年同期比）

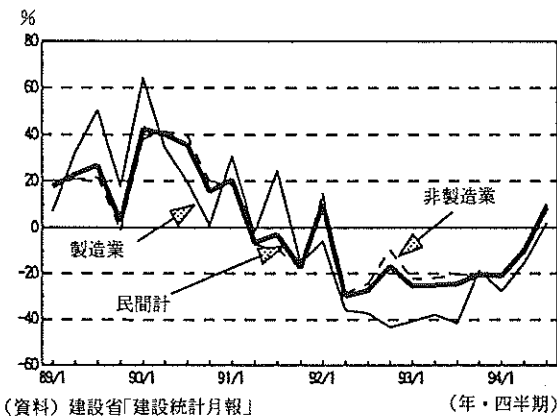


(資料) 経済企画庁「機械受注統計調査」

②民間建設工事受注は9四半期ぶりにプラス

民間からの建設工事受注でも6月までは前年割れが続いたものの、7月(24.1%増)、8月(13.7%増)と2ヵ月連続で前年同月比プラスとなった。9月は前年比1.7%減となったものの7-9月期は92年第1四半期以来9四半期ぶりに前年比プラスとなった。住宅(マンション)、流通業、病院の回復が主因で製造業の回復は鈍いと見られている。

民間建設工事受注の推移(前年同期比)



(資料) 建設省「建設統計月報」

(年・四半期)

2) 主要機関の設備投資計画調査では慎重姿勢が続く

主要機関の設備投資アンケート調査では、95年度の設備投資は前年割れを続ける慎重な見方が大半となっている。興銀の集計結果では非製造業

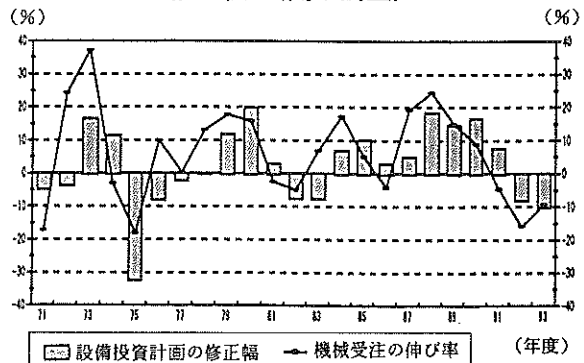
を中心に94年度よりもマイナス幅が拡大。「今後の設備投資の立ち直りにどの程度の力強さを期待し得るのか、微妙な状況と言わなければなるまい」とのコメントを興銀では付している。特に94年度に半導体・液晶等で設備投資を増額修正した電機業界は95年度の設備投資を横ばい近辺とする計画で、明確な牽引役は見えてこない。

3) 95年度の設備投資計画は上方修正の可能性

過去の景気回復局面では機械受注がプラスに転じた翌年度の設備投資計画は、当初見通しから上方修正される傾向にある。機械受注(船舶・電力を除く民需)と翌年の設備投資計画調査(開銀)の修正幅とを比較すると、第一次石油危機後を除き、機械受注が前年比プラスに転じた翌年の設備投資は当初計画よりも上方修正されている。過去のパターンからすれば95年度の設備投資計画は上方修正となる可能性が高い。

しかし今回は①機械受注は前年比2%程度の小幅増加に止まっている、②稼働率は低水準にある、③大企業の製造業を中心に海外での設備投資を優先させる傾向にある、④従来の回復局面では先行性の見られた中小・非製造業の設備投資が不振であるなどから大幅な上方修正は考え難く、95年度の設備投資の回復は緩やかなものにとどまろう。

機械受注伸び率と設備投資計画の修正状況(開銀調査)



(注) 設備投資計画の修正幅は「実績の増減率」-「当初計画の増減率」  
(資料) 開銀設備投資計画調査(94年9月)、経済企画庁「機械受注統計調査」

#### 4. 貿易収支の動向～94年度中、黒字は横ばい圏

通関ベースの貿易黒字額は、ドルベースでも8、9月と前年を下回った。①円高や日本の景気改善傾向等による輸入数量の大幅な増加、②国際商品市況上昇による輸入価格の上昇—などからドルベースの輸入が高い伸びとなったことが原因である。

今後については、①95年にかけて米国景気は鈍化傾向、②日本の回復力も弱い、③国際市況は反落傾向—という状況では、黒字の大幅な減少、増加はいずれも見込み難く、94年度中は横ばい圏の推移に留まろう。

##### (1) 貿易黒字の推移

###### ①輸出動向

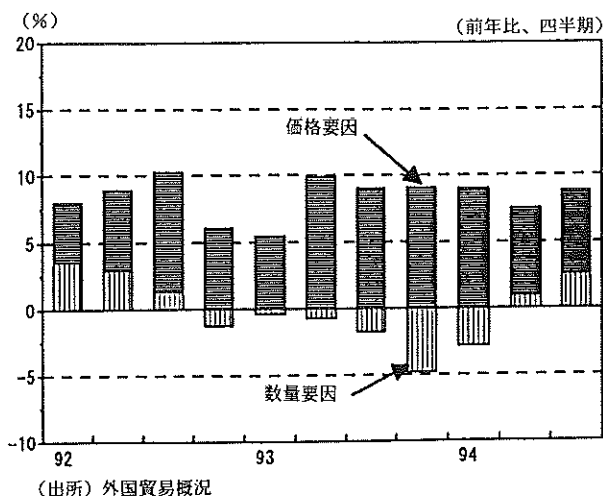
93年中のドルベースの輸出は、円高の影響から輸出数量は前年比でマイナスとなっていたが、価格転嫁により輸出価格が比較的高い上昇を持続したことから、前年比でプラスの伸びを確保した。

93年末からは米国景気の加速等を背景に輸出数量の前年同期比のマイナス幅が縮小し、94年4-6月期以降はプラスに転じている。この底固い輸出の動きが93年末から94年初にかけての高水準の黒字の原因となった。

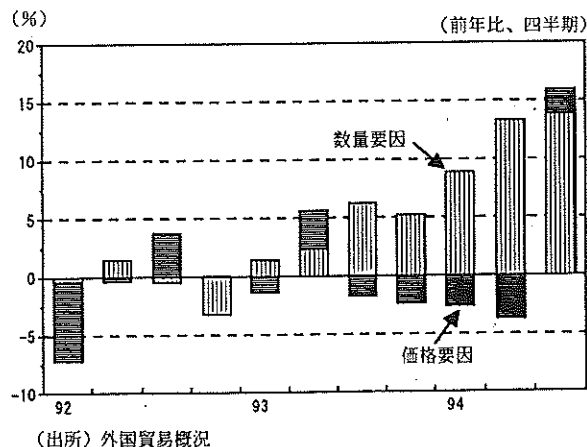
###### ②輸入動向

93年中のドルベースの輸入は、円高にもかかわらず、①弱い内需による輸入数量の低迷、②原油等の一次産品価格の下落による輸入価格の低下—等を映じて低い伸びにとどまった。しかし、94年に入り、日本の景気が改善傾向となったこと等から輸入数量の伸びが高まり、また、7-9月期には入着原油価格の上昇等から、輸入価格も前年同期比でプラスに転じ、ドルベースの輸入は高い伸びとなった。

ドルベースの輸出増加率



ドルベースの輸入増加率



ドルベースの輸入の94年に入ってからの伸びは、輸出の伸びを上回り、黒字は年初の増加傾向から足もとでは弱含みの展開となっている。

ただし、①95年にかけて米国景気は鈍化傾向、②日本の回復力も弱い、③国際商品市況は反落傾向—といった環境を考えると、黒字の大幅な増加・減少はいずれも見込み難く、94年度中は横ばい圏の推移に留まろう。

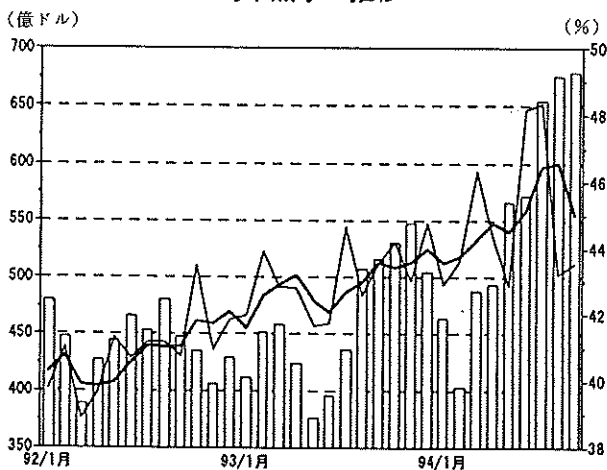
## (2) 対米黒字の推移

日本の対米黒字は、今年に入り、増勢を強め、日本全体の貿易黒字の中でも占率を高めている。この対米黒字の増加は、93年末から、日本の貿易黒字が強含んだ大きな要因の一つである。この節では、93年末からの対米黒字の推移と今後の見通しを分析する。

93年末から増加幅が拡大した対米輸出の内訳をみると、自動車を中心とする輸送機器の輸出が大きく寄与していることがわかる。

年末からの対米自動車輸出急増の背景には、米国自動車市場の活況がある。米国の自動車販売台数は、93年後半以降急速に増加した後、94年3月を境に弱含んでいる。輸入車販売台数は、円高による日本車の販売低迷によりやや出遅れたものの、93年末から米国自動車販売台数と歩調を合わせ急激な伸びを示した。

### 対米黒字の推移

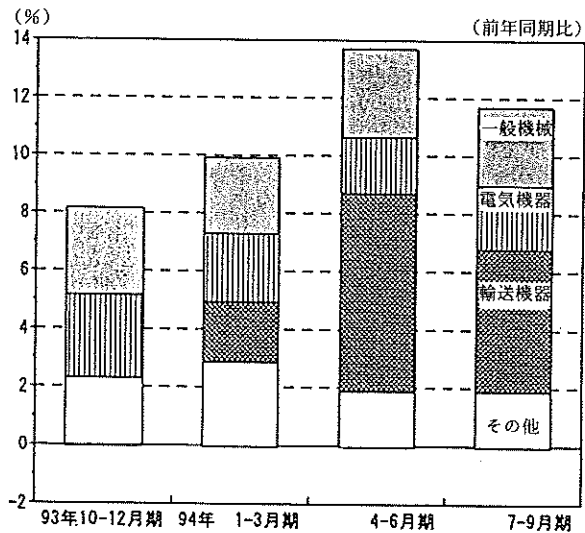


(注) 通関対米黒字。細線は季調済・年率値、太線は同(3ヶ月移動平均)。棒線は貿易黒字に占める対米黒字の比率。  
(出所) 外国貿易概況

米国自動車市場の見通しについては、「4月以降の自動車販売台数の低迷は、米国メーカーが10月のモデルチェンジを控え、生産台数を落としていることが原因であり、モデルチェンジ後には、

増加に転ずるであろう。ただ、直近の山である94年3月の水準を抜いての大幅増加は考え難い」が支配的である。従って、高水準の対米自動車輸出が持続するものの、現状以上に大きく増加するとは考えにくい。

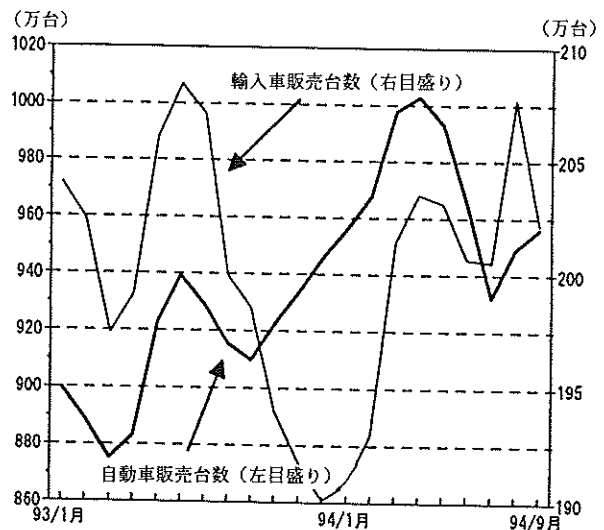
### 対米輸出増加率の寄与度



(出所) 外国貿易概況他

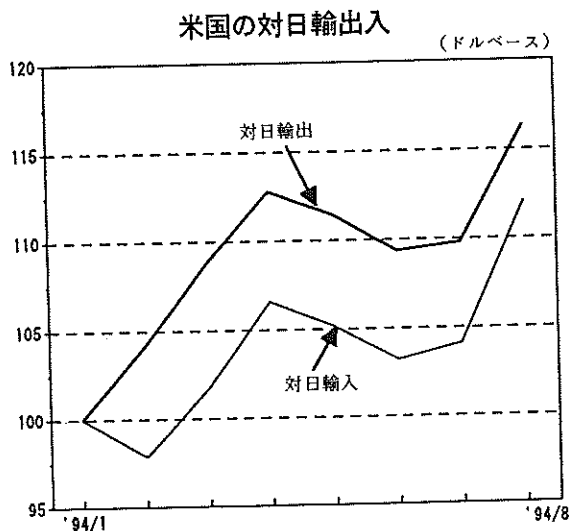
また、94年に入り、日本の景気改善傾向等を受けて、米国の対日輸出も事務用機器、自動車を中心に増加しており、これも日本の対米黒字拡大を抑制する要因の一つとなろう。

### 米国の自動車市場



(注) 自動車販売台数は、乗用車+トラックの3ヶ月移動平均月次、年率

①対米輸出増の大きな要因だった対米自動車輸出は、現状のレベル以上に急激に伸びそうにない、②予防的金融引き締めにより、今年後半から米国経済の成長率が鈍化、輸入の伸びも低下する、③円高や日本の景気回復傾向を背景に米国の対日輸出が増加する—とみられることから日本の対米黒字は頭打ち傾向となろう。



(注)1994年1月の輸出入額を100とする。  
(出所)SURVEY OF CURRENT BUSINESS

## 5. 金融

長期金利は、94年初頃から、日本のみならず主要国で上昇している。IMFは“World Economic Outlook” (1994年9月)でこれには、①米国経済の急ピッチの拡大を背景としたインフレ懸念、②欧州経済の改善、③日本経済の底入れ—といった背景があるとの見方を示している。

さらに各国の長期金利上昇と財政赤字やインフレに以下のような関係が見られると指摘している。

- ①金利上昇が小幅な国 (日本、ドイツ、オーストリア、オランダ)  
→過去の実績が低インフレで、振れも小さい。財政赤字が比較的小さい。
- ②金利上昇が大幅な国 (フィンランド、スペイン、スウェーデン)  
→インフレ率が近年高めであり、また年々の振れも大きい。  
財政赤字が大幅であり、かつ拡大傾向  
(次頁図表参照)

日銀は景況観を若干強めに修正した。94年秋の「情勢判断資料」(10月21日発表)では景気に関する表現を「緩やかに回復しつつある」とし、夏の同資料(7月20日発表)における「ようやく回復に向かいつつある。」から上方修正した他、脚注ではあるが、「回復テンポが予想外に高いものとなる可能性も全く無視することはできない。」と急回復の可能性も指摘している。

主要国の金利と経済指標

	長期金利	財政収支 対GDP比		政府純債務残高 対GDP比		CPI上昇率		IMF予測			
	変化幅		変化幅		変化幅	平均	標準偏差	GDP成長率		CPI上昇率	
	94/1-8月	1993	1988-93	1993	1988-93	1980-93	1980-93	94	95	94	95
アメリカ	1.9	-3.4	-1.4	56.4	13.6	5.1	3.0	3.7	2.5	2.7	3.4
日本	<del>1.4</del>	-0.6	-2.1	<del>6.5</del>	<del>11.2</del>	<del>2.5</del>	<del>1.9</del>	0.9	2.5	0.7	0.7
ドイツ	<del>1.5</del>	-3.2	-1.1	26.1	4.0	<del>3.3</del>	<del>1.9</del>	2.3	2.8	3.1	2.2
フランス	2.0	-5.8	-4.2	34.3	9.6	6.0	4.1	1.9	3.0	1.8	1.8
イタリア	<del>2.8</del>	-10.0	1.1	<del>109.4</del>	<del>21.7</del>	<del>9.7</del>	<del>6.6</del>	1.5	2.8	3.8	3.1
イギリス	2.3	-8.1	-9.1	32.9	10.6	6.6	3.7	3.3	3.0	2.5	3.1
カナダ	2.5	-7.1	-4.6	61.8	23.9	5.6	3.1	4.1	3.8	0.2	1.6
オーストラリア	2.8	-4.0	-5.0	20.0	3.4	7.0	3.1	4.2	4.1	2.4	3.0
オーストリア	<del>1.3</del>	-3.3	-0.2	55.9	-1.6	<del>3.6</del>	<del>1.8</del>	2.3	2.9	3.0	2.5
ベルギー	1.7	-6.7	n.a	132.2	6.7	4.3	2.5	1.5	2.4	2.5	2.5
デンマーク	2.6	-4.6	-5.1	65.4	38.6	5.5	3.4	4.0	3.1	2.4	2.8
フィンランド	<del>3.9</del>	-7.9	-9.2	23.6	23.0	<del>6.3</del>	<del>6.0</del>	3.5	5.2	1.0	2.5
アイルランド	2.4	-2.9	0.5	104.9	-25.2	7.5	6.3	5.2	5.3	2.5	2.6
オランダ	<del>1.5</del>	-2.9	1.7	60.4	5.6	<del>2.8</del>	<del>2.3</del>	1.9	2.6	2.8	2.4
ニュージーランド	2.5	-1.9	-4.4	n.a	n.a	9.3	5.7	4.3	3.6	1.5	1.6

(注) 単位はすべて%

(資料) IMF"World Economic Outlook (1994)"

(11月1日現在)