

1995年度経済見通し

— 1.3%成長、望まれる回復定着と構造改革 —

経済調査部

《要 旨》

米国はソフト・ランディングし、イギリスも成長鈍化しよう。ドイツ（旧西独）は回復が明確化、日本は回復定着を目指す段階—と跛行的である。こうした中、アジアの高成長は続こう。

I. 海外経済～米英は成長鈍化、ドイツは回復明確化、アジアは高成長

- (1) 米国は大幅金融緩和、企業のリストラ進展等を背景に91年3月に底入れした後、回復ピッチが強まり、92年下期頃からは潜在成長率（2.5%程度）を上回る状況が続いている。稼働率上昇・失業率低下など物価環境が悪化する中、FRBは94年2月から11月にかけて6次にわたる利上げを実施した（公定歩合3.0%→4.75%）。景気、インフレの状況からみて、95年上期中に1%程度の追加利上げがなされよう。95年の景気は、①雇用・所得増による消費堅調、②企業収益改善などを背景とした設備投資増加—等から拡大が続くものの、金利上昇の影響でペースは鈍化しよう。実質GDP成長率は94年の3.9%に対し、95年は前期比年率で上期2.5%、同下期2.0%とスローダウンし、通年では2.6%となる。消費者物価上昇率（前期比年率）は95年上期がピークと予想される。景気・インフレからみて、95年下期には「ソフト・ランディング」とよべる状況になる。政治、財政面での不安要因は残ろう。
- (2) 欧州では、ドイツは93年1—3月期に底入れした。94年は輸出拡大に建設投資増加、在庫積み増し等が加わる形で実質GDP成長率2.2%（93年▲1.7%）とプラスに転じよう。95年は、①輸出の増加持続、②企業収益改善等による設備投資回復、③増税実施下ながらインフレ率鈍化と雇用情勢改善の中での消費堅調—から2.5%に上昇し、回復傾向が明確化してこよう。生計費上昇率は景気回復持続の中で、①企業の雇用増の動きを映じた単位労働コスト下げ止まり、②川上部門の価格上昇の波及—から95年下期に高まろう。景気は回復傾向にあり、インフレ率の上昇が予想される。96年賃上げの牽制を視野に入れ、95年下期に利上げとなる（95年末、公定歩合5.0%：現状4.5%）。

イギリスは92年春を底に拡大傾向が続いている。94年の実質GDP成長率は輸出の増加、投資の増加、在庫積み増し等から3.7%と88年以来の高さとなる。95年も設備投資の増勢等から景気拡大

※当予測は1994年12月2日に発表したものである。

（総括）山村、正地
（日本経済）樋、石川、杉井、片岡、平岡、小巻、高橋、井口、津田
（米国経済）李、澤井
（欧州経済）田坂
（アジア経済）李
（為替）井口

が続くが、財政・金融引き締め策の中、消費がさらに鈍化し、実質成長率は2.9%となる。景気拡大のテンポは潜在成長率（2%台前半）を上回り、インフレ圧力が高まっている。94年9月に利上げ（ベースレート：5.25%→5.75%）が実施されたが、英国史上異例の「予防的引き締め」として評価された。追加利上げがなされ、95年内に6.75%となる。

- (3) アジアは、貿易・投資の両面で域内の相互依存が深まる中、高成長が続いている。近年では特に、NIEs から ASEAN・中国への直接投資が経済成長に大きな役割を果たしている。94年に続き95年も、NIEs、ASEAN、中国とも総じて高成長となる。

II. 日本経済～95年度は1.3%成長、望まれる構造改革の推進

- (1) 91年5月に始まった景気後退は93年10月に終了した（経企庁）。景気が底入れし、回復傾向が続いている背景は、①拡張的な財政・金融政策（公共投資、減税、低金利）の効果、②民間部門でのストック調整進行（企業の設備・在庫、家計の耐久消費財）、③物価鎮静のプラス効果、④海外景気の改善によるものである。94年度の実質GDP成長率は0.6%と93年度（ゼロ）から改善しよう。しかし、四半期ベースではプラス、マイナスの成長を繰り返し、一本調子の回復は困難であろう。物価鎮静も加わり、名目成長率では0.9%と93年度（0.8%、戦後最低）並みにとどまろう。
- (2) 景気は「消費の拡大持続、設備投資のマイナスから微増への転換」を柱に回復傾向を維持する可能性が高い。ただし、①企業のリストラ行動の継続に伴う資産圧縮や人件費抑制圧力、②円高の景気下押し、③物価鎮静の企業収益圧迫、④財政政策の発動余力低下—等から回復力は従来に比し弱い。また、円高、株安、米景気失速等のリスクも残っており、現在の景気回復の持続性には不透明さが残る。
- (3) 95年度は、①減税規模5.5兆円（94年度5.8兆円）、②名目公共投資2.7%増（94年度1.4%増）、③公定歩合1.75%据え置き、④円レートは100円（94年度100円）—を前提としている。消費・設備投資を中心とした民間需要の伸び率が上昇するが、他方で公的需要が鈍化し、外需の成長寄与度もマイナスに止まる。実質GDP成長率は1.3%となる。個別企業、産業別に明暗が分かれ、選別の時代の様相を強めよう。
- (4) 経常黒字は93年度1305億ドル（名目GDP比3.0%）が94年度1280億ドル（同2.7%）、95年度1240億ドル（同2.6%）とわずかながら縮小しよう。円高の数量調整効果、海外商品市況堅調による輸入価格上昇—が背景にある。円ドルレートは日米両国の高水準の対外不均衡が持続し、米国のインフレ懸念も続くことから95年央頃まで円高・ドル安圧力の強い展開となる。下期も、対外不均衡の大きさ、米国政治等の不透明要因などから円高進展リスクは残るが、①米国のソフト・ランディングによるインフレ懸念後退、②日本対外黒字・米国対外赤字の緩やかな縮小—等から円高・ドル安圧力は一服しよう。年度平均で93年度108円が、94、95年度とも100円となる。
- (5) 景気回復力の弱さ、資金需要低迷等から公定歩合は据え置かれよう。長期金利は財政悪化等の中、ボラティルな状況が続くが、趨勢は強含み横ばい圏とみられる。

日本の現状は「回復の曙光がみえ、定着を目指す」段階である。規制緩和の推進、内外価格差是正を基本政策に据えつつ、企業部門でのリストラ・体質強化を軸とした構造改革が課題であろう。改革の円滑推進のためにも、景気支持的なマクロ政策が望まれる。

目次

I. 海外経済

1. 米国～可能性高いソフト・ランディング
2. ドイツ～景気の回復傾向が徐々に明確化
3. イギリス～引き締めで成長ペースはゆるやかに鈍化
4. アジア～深まる相互依存の中、高成長が続く

II. 日本経済

1. 景気の現状～94年度の実質成長率は0.6%に
2. 今後の景気回復力～不透明さ残る持続性、選別強化の時代へ
3. 95年度経済～1.3%成長、望まれる回復定着と構造改革の推進
 - (1) 見通しの前提条件
 - (2) 予測の概要
 - (3) 需要項目別の動向
 - 1) 民間消費～雇用、賃金は伸び悩むが、減税効果で堅調は推移
 - 2) 住宅投資～3年振りに減少へ
 - 3) 設備投資～微増ながら4年振りのプラスに
 - 4) 公的固定資本形成～発動余力は次第に逓減
 - (4) 物価～安定した推移が続く
 - (5) 国際収支～貿易・経常黒字は小幅ながら減少持続
 - (6) 金融～公定歩合は据え置き、長期金利は強含み横ばい圏
 - (7) 為替～円高リスクの残る状況の中、95年下期は円高圧力一服へ

I. 海外経済

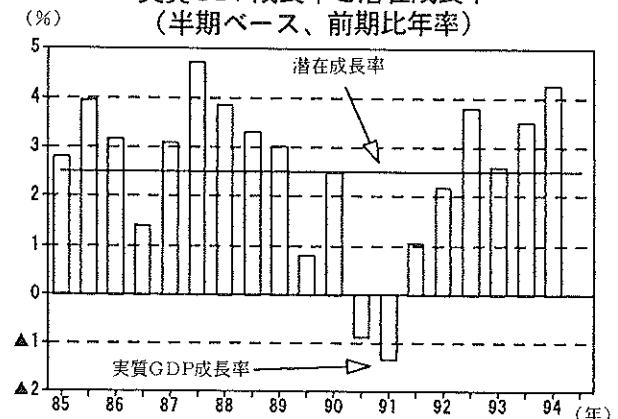
1. 米国～可能性高いソフト・ランディング

(1) 米国経済の現状と予測のポイント

1) 米国経済の現状～景気の急拡大とインフレ抑制策

米国経済は、①大幅な金融緩和、②企業リストラなどの諸調整の進展一等の累積的效果から、93年上期の一時的鈍化を除けば、92年下期頃より景気拡大基調が鮮明となっている。実質GDP成長率(前期比年率)は93年下期3.5%(上期2.6%)、94年上期4.2%とそのピッチが高まり、直近の94年7-9月期(速報値)も3.4%と、潜在成長率(2.5%程度)を上回る拡大を続けた。

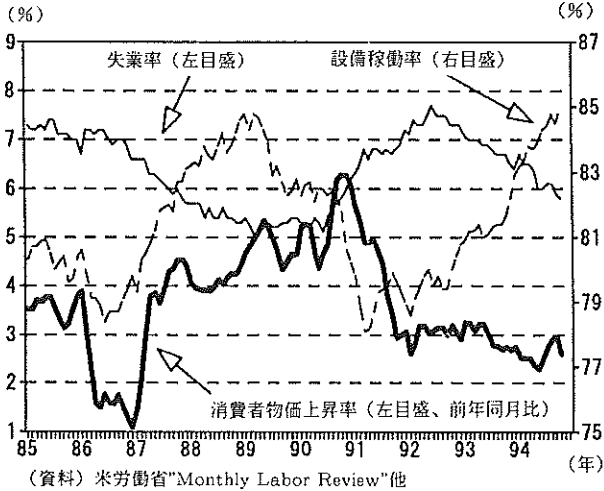
実質GDP成長率と潜在成長率
(半期ベース、前期比年率)



(注) 潜在成長率は、連銀等の試算によれば、一般に年率2.5%程度とされている
(資料) 米商務省"Survey of Current Business"

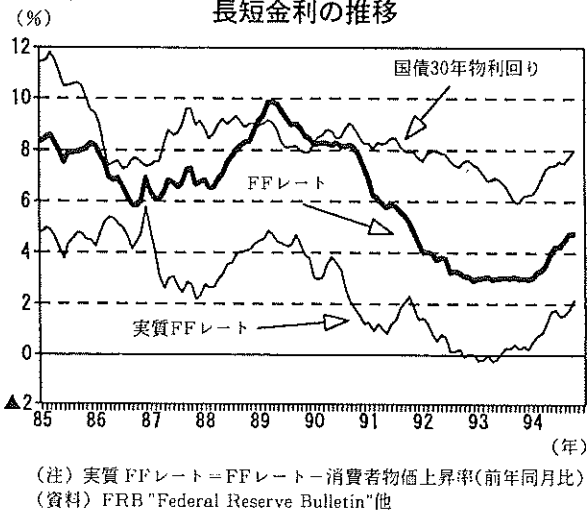
こうした中、趨勢的な失業率の低下、稼働率の上昇一等を背景に、インフレ懸念が強まるとともに、原材料、中間財など生産者物価の一部ではすでに上昇率が高まり始めている。

稼働率・失業率とインフレ率の推移



FRBは94年2月から、過度の景気拡大テンポを抑制し、全般的なインフレを予防するため、「利上げ」を開始した。11月15日にはFOMC(連邦公開市場委員会)を経て、第6回目の利上げが実施されており(公定歩合4.75%、FFレート5.50%へ:2月4日の利上げ開始前は各々3.0%)、FRBのインフレ抑制スタンスは明確である。

長短金利の推移



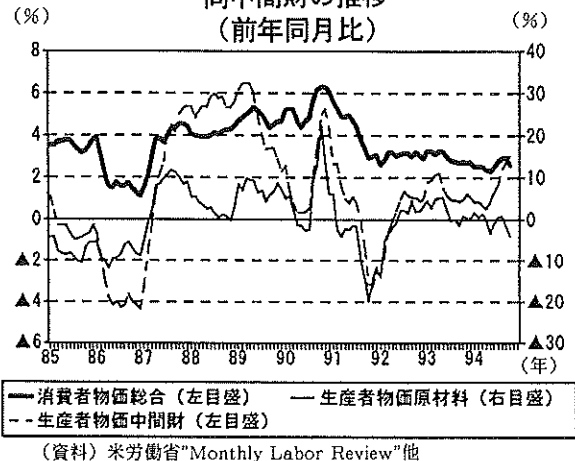
2) 予測のポイント

今後の米国経済を予測する上では、以下の4点の見方が重要と考えられる。

①インフレのコントロールは可能か

インフレ面では、消費者物価の総合指数は依然、落ち着いている。しかし、やや先行的な動きを示す生産者物価(とりわけ、原材料と中間財)は緩やかながら上昇傾向にあり、総合判断としては、インフレ率はすでに上昇局面に入ったとみられる。

消費者物価総合、生産者物価原材料、同中間財の推移 (前年同月比)



こうしたインフレをめぐる情勢悪化に対して、金融政策面での動きとしては、①今回は早めに引締めが開始された、②FRBのインフレ予防スタンスが明確であり、景気の適正速度へのスローダウンが政策目的となっている、③追加利上げも予想される—という状況にある。さらに、過去と違って物価上昇を抑制する要因も多い。例えば、人材派遣等による低コスト雇用の増加、付加給付の抑制—等から、労働コストの安定が維持されていることなどである。このため、当面、インフレ率は悪化するが、上昇率がピーク・アウトする時期も早く、コントロール可能とみられる。

②金融引き締めは適切か

足もとでは長短金利、実質金利とも93年のボトムより2%以上も上昇している。金利上昇が景気に本格的に影響するには、おおむね1年以上の期間を要するとみられるが、住宅着工、消費者マ

インド、景気先行系列の一部等にはすでに影響が出始めている。今後のFRBの政策にも依存するが、本予測で見込む程度の追加利上げ(95年上期中に公定歩合、FFレートともに、1%引き上げ)であれば、95年にはソフト・ランディングが可能とみられる。成長率が大幅に減速したり、リセッションに陥ってしまうようなオーバー・キルに関しては、①上記のとおり、インフレはコントロール可能である、②予想される程度のインフレ率悪化の下では、利上げ後の政策金利の水準は歴史的には必ずしも高水準ではない、③前回のリセッション(90年7月～91年3月)の背景となった家計と企業のバランス・シート問題等は、改善されている一などから、公算は小さいとみられるが、そうした事態に陥るリスクは残ろう。

③民主党大敗で増した政策面の不安

中間選挙は歴史的な民主党大敗で終わり、40年振りに上下両院とも共和党の多数支配となった。共和党は、憲法修正による財政均衡法の導入を主張しながらも、①所得税減税、②キャピタル・ゲイン減税、③国防支出増加一などの財政拡張的な法案の実施を明らかにしており、財政赤字が拡大する懸念がある。クリントン政権と議会の対立、あるいはクリントン政権ないしは議会とFRBとの対立の可能性を含め、政策面での新たな不透明要因が増している。

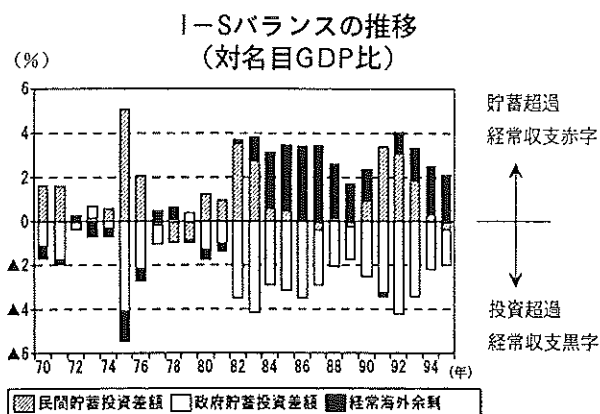
④依然として残る「双子の赤字」問題

目先、「双子の赤字(=財政赤字、経常収支赤字)」問題が再燃し、金融市場が混乱に陥る可能性は小さい。しかし、中期的には、OMB(行政予算管理局)、CBO(議会予算局)の見通しはいずれも96会計年度以降の財政赤字が再び拡大するとの内容となっている。

(注) OMB, "MID-SESSION REVIEW OF THE 1995 BUDGET"(94年7月)
CBO, "The Economic and Budget Outlook"(94年8月)

また、経常収支赤字も輸出は堅調ながら輸入も高水準を維持するため、当面、赤字が大幅に縮小することは考えにくく、世界最大の債務国として対外債務残高が増加傾向を続ける状況に変わりはない。

景気の適正スピードへの引下げ、インフレ抑制という点で、ソフト・ランディングに成功したとしても、財政赤字と低貯蓄率を原因とする米国の「双子の赤字」問題が解消される訳ではない。世界経済にとって依然、リスク要因となる。



(2) 95年の見通し

1) 景気、インフレ～95年下期頃にはソフト・ランディング

経済成長率の鈍化、インフレ率のピーク・アウトなどの環境から、95年下期にはソフト・ランディングと呼べる状況になる。

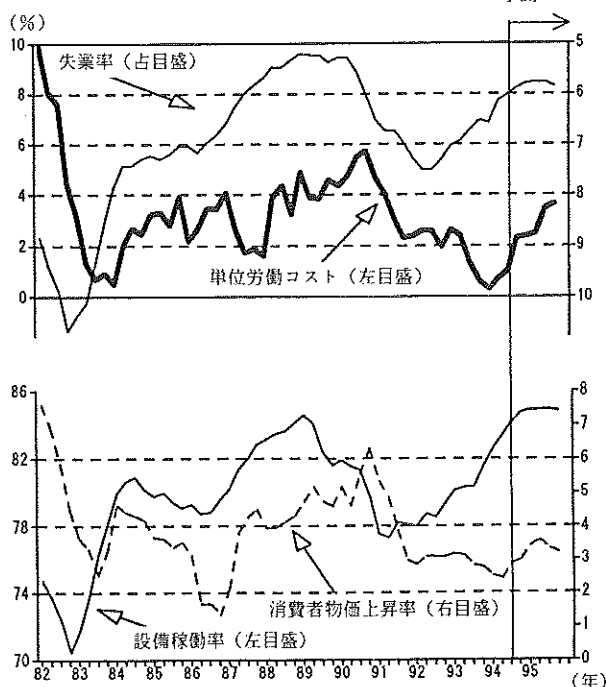
実質GDP成長率(前期比年率)は、足もと94年10-12月期は3%程度と依然、高めとみられ、

94年の実質 GDP 成長率は3.9%(上期4.2%実績→下期3.5%見込み)となろう。

95年の景気は、雇用・所得増の中での消費の堅調、企業収益改善などを背景とした設備投資の増加一等から、拡大基調が続くものの、金利上昇の影響が徐々に強まり、拡大ペースは鈍化していく。95年の実質 GDP 成長率は2.6%(上期2.5%→下期2.0%)となろう。

消費者物価上昇率は、単位労働コストの緩やかな上昇を主因に、95年上期3.6%(前期比年率、94年下期は同3.3%)と騰勢を強めるものの、景気が鈍化傾向を辿る中、下期には2.9%と上昇率は低下しよう。

物価を取り巻く環境



(注) 消費者物価は前年同期比、単位は全て%
(資料) 実績値は米労働省"Monthly Labor Review"他

米国経済見通し総括表

	92年実績	93年実績	94年実績・見込み			95年予測		
			上期	下期	見込み	上期	下期	予測
実質GDP	2.3	3.1	3.9	4.2	3.5	2.6	2.5	2.0
個人消費	2.8	3.3	3.4	3.6	2.6	2.8	3.1	2.5
設備投資	2.0	12.5	12.2	12.9	8.1	7.8	8.2	6.8
住宅投資	16.2	8.2	8.6	13.4	0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.7
政府支出	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 2.8	2.5	▲ 0.7	▲ 1.6	▲ 1.9
在庫増減	0.1	0.3	0.7	1.2	0.7	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6
純輸出	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	0.1	0.4
輸出等	6.7	4.1	7.7	7.2	11.0	9.0	8.2	8.7
輸入等	8.7	10.7	12.6	13.4	12.4	7.1	5.9	4.6

	92年実績	93年実績	94年実績・見込み			95年予測		
			上期	下期	見込み	上期	下期	予測
鉱工業生産	2.4	4.1	5.9	7.2	5.5	3.9	3.9	2.5
失業率	7.4	6.8	6.2	6.4	6.0	5.8	5.8	5.8
消費者物価総合	3.0	3.0	2.7	2.5	3.3	3.4	3.6	2.9
貿易収支	▲ 961	▲ 1,326	▲ 1,720	▲ 1,575	▲ 1,870	▲ 1,800	▲ 1,880	▲ 1,720
経常収支	▲ 679	▲ 1,039	▲ 1,540	▲ 1,386	▲ 1,690	▲ 1,590	▲ 1,670	▲ 1,510
公定歩合	3.0	3.0	4.75	3.5	4.75	5.75	5.75	5.75

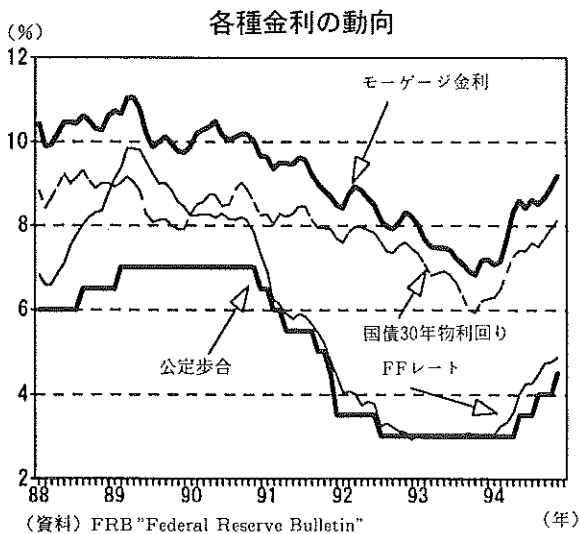
(注)
 ①実質GDP、その内訳、鉱工業生産、消費者物価総合は前年比、上下期は前期比年率、%
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース、%
 ③失業率は平均値、%
 ④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル
 予測値は億ドル単位で四捨五入
 ⑤公定歩合は期末、または年末水準、%

(資料) 実績値は米商務省"Survey of Current Business"他

2) 金融政策・金利～95年上期中に追加利上げの公算

景気の強さ、インフレ率の騰勢傾向一等からみると、95年上期中に1%程度の幅で追加利上げが実施される公算が高い(公定歩合：直近4.75%→95年末5.75%程度、FFレート：同5.50%→同6.50%程度)。下期は米国経済のソフト・ランディングが確認される中、据え置きとなろう。

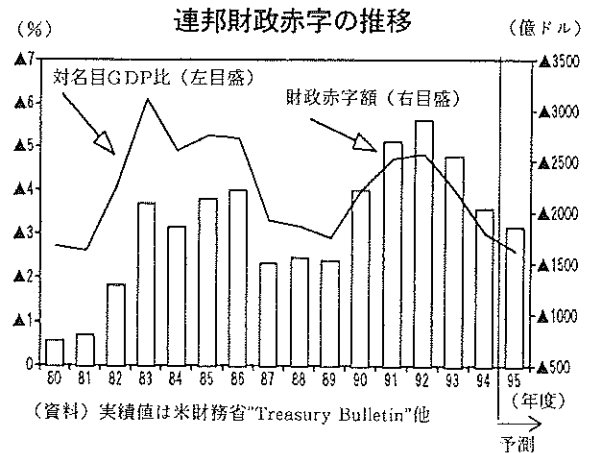
長期金利については、95年上期にかけては、景気の強さが残り、インフレ率の上昇が予想されることから、「強含み圏」での推移が続こう。下期はソフト・ランディングが実現される中、長期金利はやや低下しよう。なお、議会、政府、FRBをめぐる財政・金融政策面での対立等から、長期金利が上振れする恐れはあろう。



3) 財政赤字～縮小傾向続くが、中長期的には課題多い

94会計年度(93年10月～94年9月)の財政赤字は、2034億ドル(名目GDP比3.0%)と、景気拡大に伴う歳入増、歳出減を主因に赤字は縮小した。95年度も景気拡大の持続から赤字幅の縮小

傾向が続き、1850億ドル程度(対名目GDP比では2.6%)となろう。

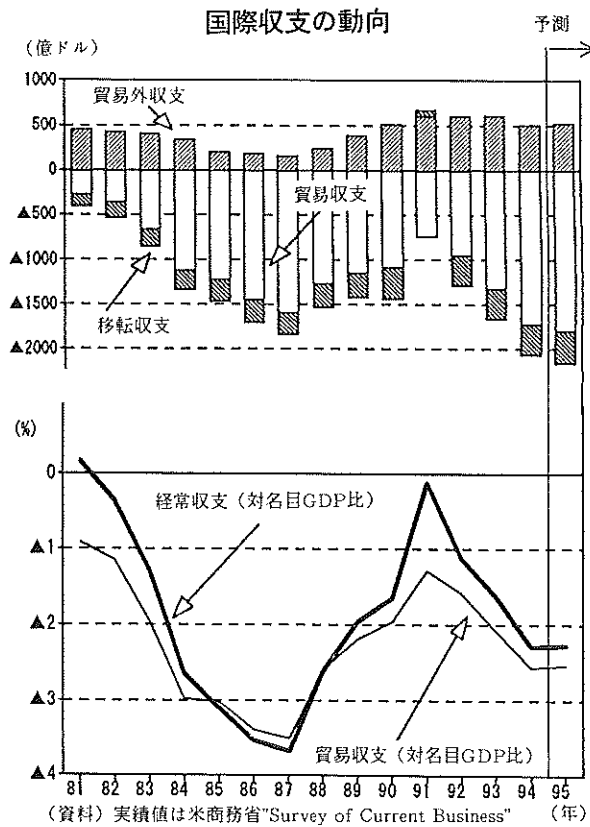


しかし、メディケア・メディケイドの支出増加、医療保険制度改革法の形骸化一等から、96年度以降の財政赤字は再び拡大する可能性が高い。一層現実的で抜本的な財政赤字削減政策が求められる。

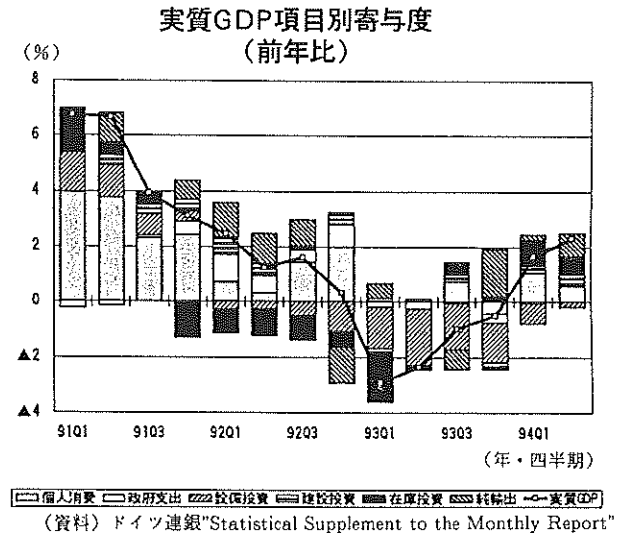
4) 国際収支～赤字幅は高水準、下期にはやや縮小

94年は急ピッチの米国景気拡大により輸入が高水準の伸びを続けることから、経常赤字は1540億ドル(93年1039億ドル)に拡大しよう。

95年は海外景気回復、94年のドル安の影響一等から、輸出は伸びが高まろう。他方で輸入も、①米景気が年央頃まで「強め」で推移、②活発なコンピュータ等の設備投資と関連して資本財輸入も拡大傾向一から、堅調な推移が続こう。このため、95年の経常赤字は1590億ドル程度(同2.2%、94年は同2.3%)と、高水準となろう。ただし、上下期別では、米景気の鈍化傾向を映じて赤字は下期の方がやや縮小しよう。



期比年率4%程度とほぼ同テンポの成長となった模様である。



2. ドイツ～景気の回復傾向が徐々に明確化

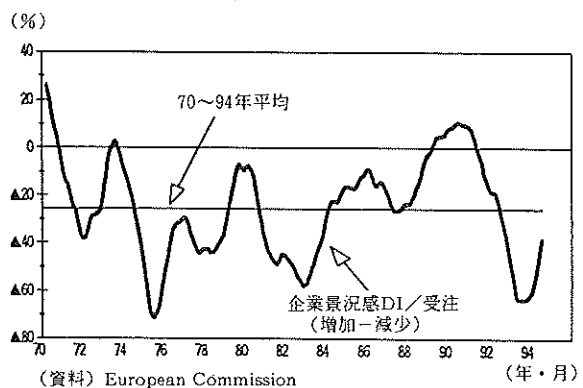
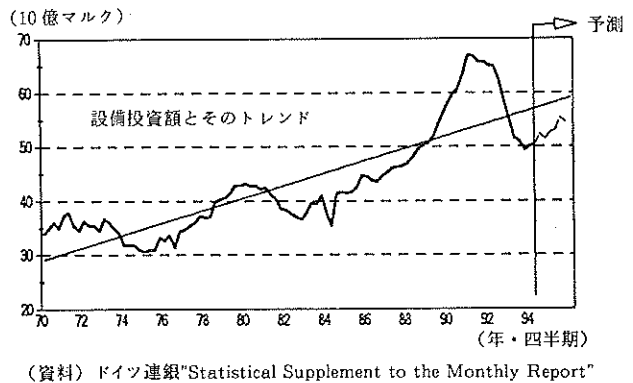
(1) 景気～95年は設備投資回復で2.5%成長へ

1) 現状

景気（旧西独ベース）は、93年1-3月期を底に輸出主導で回復してきた。旧西独は実質GDPに占める輸出のシェアが33.1%（93年）と先進国中最大である（同、日本14.7%、米国11.6%、イギリス25.7%）。米英等での設備投資の伸びを反映し、旧西独の主力輸出品目である資本財の国外からの受注は、93年末頃から急速に伸びている。

94年4-6月期の実質GDP成長率は、在庫積み増しの寄与が大きいものの、前期比年率4.0%（前年比2.3%）という高い伸びを記録した。7-9月期も、設備投資の回復、輸出堅調から前

設備投資の調整局面も終わり



実質所得の落ち込みが個人消費の頭を抑えているが、国外からの受注の好調が国内設備投資拡大、企業景況感の改善、さらには消費者マインドの好転に波及する形で、景気回復の裾野は徐々に広がりつつある。94年の実質GDP成長率は、輸出

拡大に建設投資増加、在庫積み増し等が加わる形で、2.2%とプラス成長（93年▲1.7%）に転じよう。

2) 見通し

95年は景気の回復傾向が徐々に明確化してこよう。

輸出の拡大持続、設備投資の増加への転換、消費の堅調—を背景に、実質GDP成長率は2.5%と94年より若干高めとなる。

○設備投資が景気をリード

設備投資は94年まで3年連続で減少と見込まれるが、①受注が国内外とも伸びている、②94、95年と企業収益の回復が著しい—ことを背景に、95年には増加に転じ、景気回復のリード役となる。

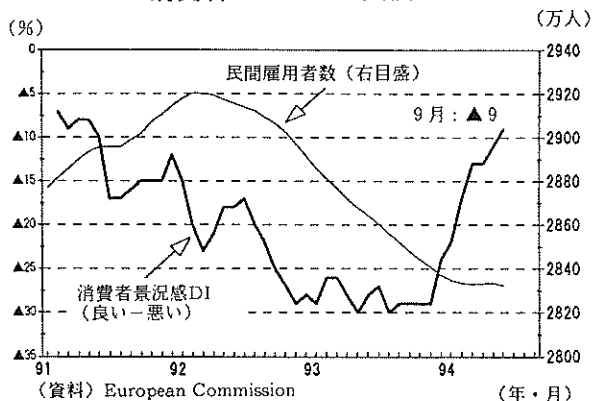
90年以来低下が続いていた設備稼働率が底を打って上昇に転じていることも、設備投資の回復要因である。設備投資は、EC市場統合ブームから東西ドイツ統一ブームに至る80年代末～90年代初頭にはトレンドとの比較でみてもオーバーペース気味であったが、その後のストック調整もかな

り進展したものとみられる。

○消費は堅調

消費者マインドは、①雇用者数の下げ止まり、②失業率の低下、③操業短縮対象労働者数の急減—などにみられる雇用情勢の改善に伴い、DI（良い—悪い）のレベル自体は依然マイナス領域ながら、94年入り後、急速に改善している。

消費者マインドも回復へ



95年の賃上げ率は平均3%程度に止まるとみられ、増税（95年1月からの連帯付加税—一種の所得税）も実施されるが、インフレ率の低下から、実質所得はわずかながらも前年比でプラスの

ドイツ経済見通し総括表

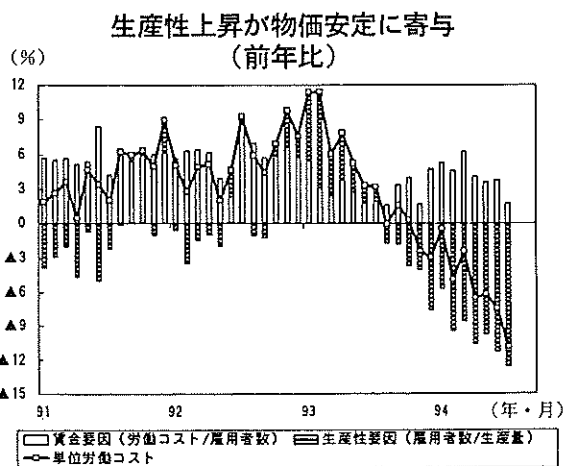
	93年実績	94年実績・見込み		95年予測			
		上期	下期	上期	下期		
実質GDP	▲ 1.7	2.2	2.0	2.3	2.5	2.2	2.8
個人消費	0.2	1.2	1.5	1.0	1.1	0.7	1.4
政府支出	▲ 1.2	0.1	▲ 0.0	0.3	0.3	0.2	0.3
設備投資	▲ 17.6	▲ 1.4	▲ 5.8	3.2	5.6	5.3	6.0
建設投資	▲ 0.7	2.7	3.1	2.3	2.2	2.4	2.1
在庫増減	▲ 0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.2	0.5
純輸出	0.4	0.8	0.5	1.0	0.8	0.9	0.8
輸出等	▲ 3.3	7.0	6.3	7.6	6.2	6.2	6.2
輸入等	▲ 5.4	5.8	5.8	5.8	4.9	4.5	5.1
生計費	4.1	3.0	3.2	2.8	2.5	2.0	2.9
貿易収支	610	740	718	770	930	840	1020
経常収支	▲ 332	▲ 430	▲ 334	▲ 520	▲ 300	▲ 260	▲ 340
公定歩合	5.75	4.5	4.5	4.5	5.0	4.5	5.0

(注)
 ①実質GDP、その内訳、生計費は前年同期比、%
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース、%
 ③貿易収支と経常収支はFOB-CIFベース、年率値、億マルク
 ④公定歩合は期末、または年末水準、%
 ⑤貿易収支、経常収支と公定歩合は統一ドイツ、その他は西独ベース
 (資料) 実績値はドイツ連銀"Monthly Report"他

伸びとなろう。増税による一時的な購買意欲減退の可能性はあるが、景気回復感の広がりにより、下期には個人消費も徐々に堅調さを増そう。なお、96年には所得税の課税控除額引き上げが予定されており、消費を後押ししよう。

(2) 物価～インフレ率は下期に徐々に上昇

単位労働コストの低下を背景に、物価（旧西独ベース）は極めて落ち着いた動きを示している。直近11月の生計費上昇率は前年比2.6%と発表された（93年4.1%→94年前半3.2%）。



①雇用はようやく削減に歯止めがかかった段階である、②賃上げ率も95年は小幅に止まると見込まれる一ことから、単位労働コストは当面低下傾向が続こう。生産者段階では、原材料・生産財価格の上昇から企業の価格引き上げ意欲も高まってきた（ifo研究所調査）ものの、最終需要は盛り上がり欠ける状況であり、企業としては値上げに踏み切りにくい。95年1月には、94年に実施されたエネルギー税引き上げの物価上昇率の押し上げ効果も一巡するため、95年上期の生計費上昇率は前年同期比2.0%程度まで低下しよう。

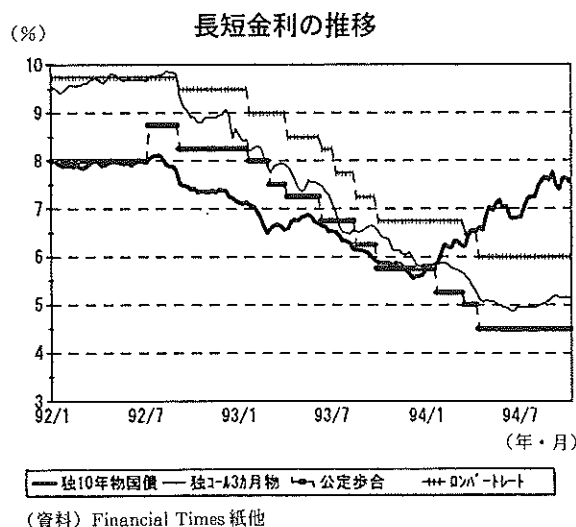
下期には、①企業の景況感回復から雇用増加の動きが広がり、単位労働コスト上昇率も下げ止ま

る、②景気回復傾向が持続する中で、川上部門での価格上昇圧力が徐々に川下に波及する一ことから、生計費上昇率は同2.9%へと高まろう。

年平均では、95年の生計費上昇率は94年の3%から2.5%に低下しよう。

(3) 金融～利上げは95年下期

92年の欧州通貨危機以来、ドイツの政策金利は段階的に引き下げられてきたが、94年5月13日の引き下げを最後に、公定歩合4.50%、ロンバート・レート6.00%の水準に据え置かれている。また、毎週行われる売り戻し条件付き債券買いオペも、7月27日以降4.85%の固定金利方式とされている。



景気の回復基調が明らかであることから、追加利下げはなかろう。むしろ今後の方向としては、利上げが予想される。

当面は、①内需の中心である個人消費が依然として勢いに欠け、95年1月からの増税の影響も見極める必要がある、②労働コスト上昇率の安定から足元の物価動向は落ち着いた、③マルク相場は堅調な推移が続いている、④マネーサプライ

イの伸び率も鈍化してきている一ことから、政策金利の変更は行われまい。

しかし、景気拡大に伴うインフレの芽は一部川上部門における価格上昇にすでに現れており、下期にはインフレ率の上昇が予想される。このため、96年の賃上げ交渉牽制の意味も含めて、95年下期には政策金利の引き上げが実施されよう。95年末の公定歩合は5.0%程度となろう（94年11月時点4.5%）。

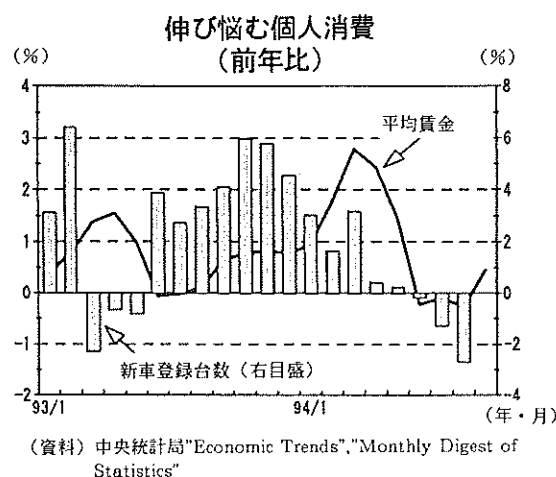
今後の景気回復本格化は長期金利の上昇要因である。しかし、当初悲観的であった94、95年経済の見方が徐々に上方修正されてきた過程で、景気加速という材料は長期金利水準にある程度織り込まれてきたとみられる。また需給面についても、①税収増、歳出削減による財政赤字額の縮小、②信託公社、ドイツ統一基金による債券発行の停止一から、95年の国債発行額は94年に比べて大幅に削減されることになる。こうしたことから、短期金利が引き上げられる過程でも長期金利の上昇は限られたものとなろう。

3. イギリス～引き締めで成長ペースはゆるやかに鈍化

(1) 景気～輸出主導から設備投資主導へ

1) 現状

景気は、92年春頃を底として拡大傾向にある。94年に入ってから、賃金の伸び悩みと増税の影響で個人消費は冴えないが、輸出の好調が景気牽引役となっている。



イギリス経済見通し総括表

	93年 実績	94年実績・見込み		95年予測			
		上期	下期	上期	下期		
実質GDP	2.1	3.7	3.6	3.9	2.9	3.0	2.7
個人消費	2.6	2.4	2.9	2.0	1.4	1.5	1.4
政府支出	0.9	1.4	1.5	1.2	0.6	0.7	0.5
固定資本形成	0.3	3.2	4.2	2.2	6.0	3.5	8.4
在庫増減	0.3	0.4	0.3	0.5▲	0.0	0.1▲	0.1
純輸出	0.0	0.9	0.5	1.4	0.7	1.1	0.3
輸出等	3.1	8.2	7.6	8.8	6.3	6.8	5.8
輸入等	2.8	4.3	5.4	3.2	3.5	2.4	4.5
小売物価	1.6	2.5	2.5	2.5	3.0	2.8	3.1
貿易収支	▲ 132	▲ 95	▲ 108	▲ 82	▲ 66	▲ 72	▲ 60
経常収支	▲ 103	▲ 42	▲ 40	▲ 44	▲ 30	▲ 42	▲ 18
ベースレート	5.5	5.75	5.25	5.75	6.75	6.25	6.75

(注)

①実質GDP、その内訳、小売物価は前年同期比、%
②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース、%

③貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率値、億ポンド
④ベースレートは期末、または年末水準、%

(資料) 実績値は中央統計局"Monthly Digest of Statistics"他

94年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率3.4%となり、94年上期の同4.1%からややペースダウンした。しかし成長率自体は高く、また10-12月期に入っても受注見通しは国内外とも好調である。94年は、輸出の拡大、固定資本形成の増加などから、実質GDP成長率3.7%と88年以来の高成長となろう。

2) 見通し

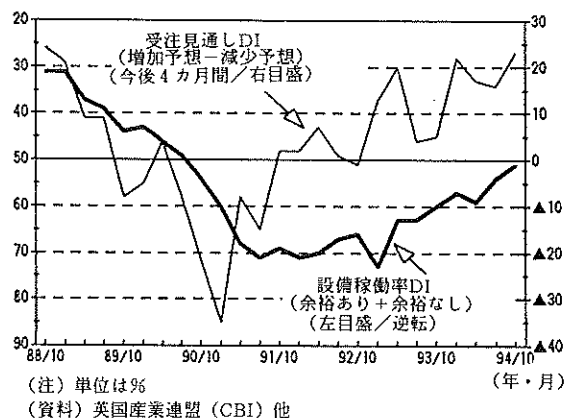
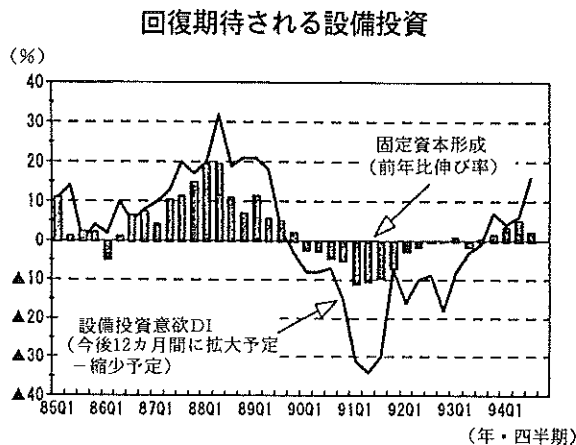
95年も、設備投資の増勢などから景気の拡大傾向が続こう。

95年の実質GDP成長率は、94年より低下して2.9%となろう。固定資本形成は、民間部門設備投資を中心に前年比6%程度の伸びが期待されるものの、財政・金融政策とも引き締められる中、個人消費の伸びは1.4%とさらに鈍化し、純輸出の成長寄与も0.7%と94年からわずかに低下が予測されるためである。

政府は、「94/95財政年度(94年4月~95年3月)に名目GDP比1.5%、95/96財政年度に同1%」という規模の増税を打ち出している。対象は、住宅ローン金利等に対する税額控除の削減、エネルギー関連のVAT(付加価値税)引き上げなど家計に直結したものが主で、95年も個人消費の抑制要因となろう。ただし、①雇用情勢の改善、企業収益の好調を背景に、95年もある程度の賃上げ率は確保されると見込まれる、②小売売上の好調な伸びに窺われるように消費者の購買意欲は旺盛であることから、個人消費の底割れは考えにくい。増税効果の薄れる下期には個人消費は力強さを増そう。

固定資本形成は、93年はほぼゼロ(0.3%)成長であったが、94年は3.2%、95年は6.0%と伸び率が高まり、成長の牽引役となると期待される。企業設備投資の先行指標とされる「設備投資意欲DI(拡大予定-縮小予定、CBI<英国産業連盟>)」は、89年4-6月期以来の設備投資意欲の盛り

上がりを示している。これは、①国内外からの需要の拡大、②企業収益の好調に裏打ちされている。



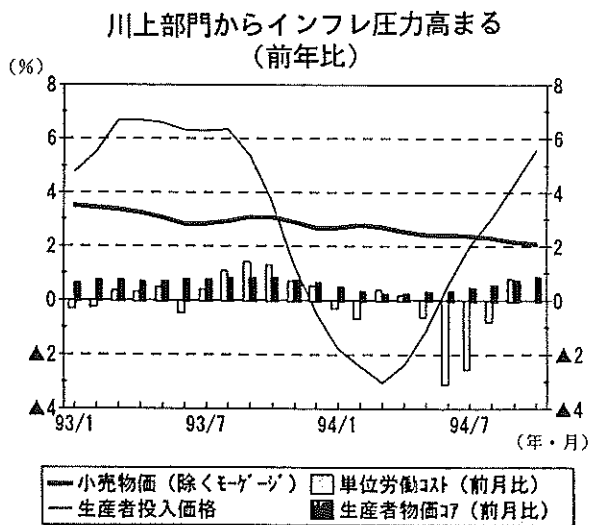
イギリスの主要輸出市場であるEUの景気がおおむね好調であることから、輸出は95年も堅調推移が期待されるが、94年の急拡大の反動もあり、95年は伸び率がやや低下しよう。一方、輸入は、設備投資の拡大が資本財輸入の伸びにつながるとみられることから、下期には拡大ペースの加速が予想される。純輸出の成長寄与は、94年の0.9%からわずかに低下して0.7%となろう。

(2) 物価~インフレ率は小幅の上昇に

①景気拡大下での生産性上昇から単位労働コストの低下が続いている、②消費者の価格に対する意識が厳しいことを背景に、足元の物価動向は安定した推移を示している。10月の小売物価上

昇率はモーゲージ金利支払いを除いたベースで前年比2.0%と、政府の目標レンジ（1～4%）の下半分に収まっている。

しかし基本的には、2%台前半といわれる潜在成長率を上回るテンポでの景気拡大が持続してきたことから、物価上昇圧力は高まっている。イングランド銀行も懸念材料として挙げているように、川上部門では生産者投入価格が94年春を底に上げ足を強め、生産者物価にも波及し始めている。また、企業収益の好調を背景に、今後は賃上げ率も上昇が予想されることから、95年中には単位労働コストも上昇に転じよう。こうした川上部門での物価上昇圧力が、徐々に川下部門へ波及していくことになる。

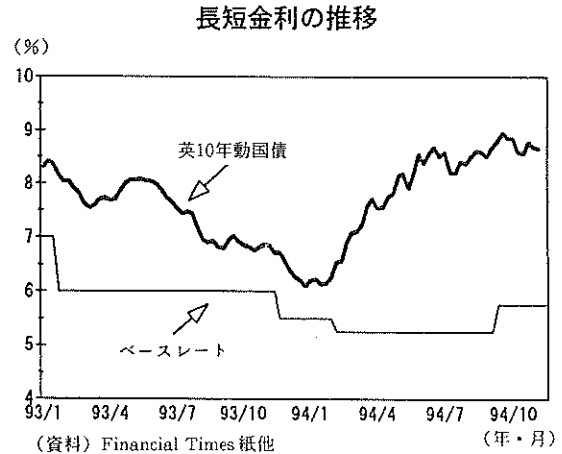


95年の小売物価上昇率は、94年の2.5%から若干上昇して3%となろう。①94年9月12日の利上げでインフレ・ファイターぶりを印象づけた金融当局の早めの政策運営、②消費者の価格意識の高さと小売業者の値引き合戦—などにより、インフレ率の上昇はゆるやかなものに止まろう。

(3) 金融～95年も引き締め基調が続く

9月に行われたベースレート引き上げ（5.25%

→5.75%）は、イギリスの金融政策史上稀な「予防的引き締め」として、金融政策運営に対する市場の評価を高めた。



これまでのイギリスの金融引き締めは、インフレの加速や貿易赤字の拡大、ポンド相場下落などにより「追い込まれて」実施するのが常であったため、「短時間で、大幅な利上げ」が多かったが、今回はそうした事態となる可能性は小さい。

川上部門からのインフレ圧力波及を牽制する形で、追加利上げが行われよう。ベースレートは、95年1～3月期と、増税実施の影響が一巡するとみられる7～9月期に各々0.5%引き上げられ、95年内に6.75%となろう。

イギリスの長期金利は海外（特に米国）の長期金利動向に引きずられる傾向が強い。しかし、95年に関しては、相対的に好調な景気、物価安定、貿易収支改善といったイギリスの良好なファンダメンタルズ、イギリスの経済政策（特に金融政策）運営に対する評価の高まりなどが材料となり、債券市場は年間を通じて堅調に推移しよう。

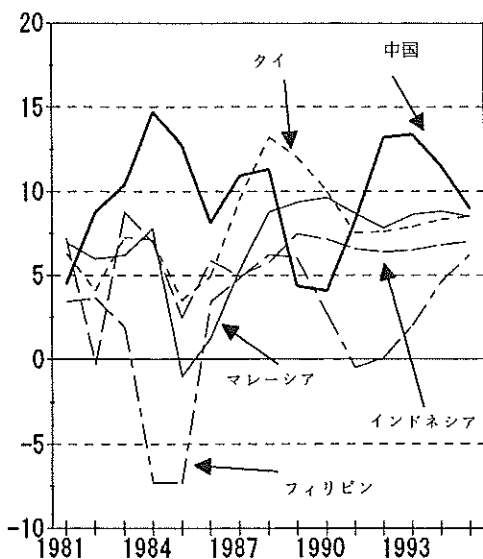
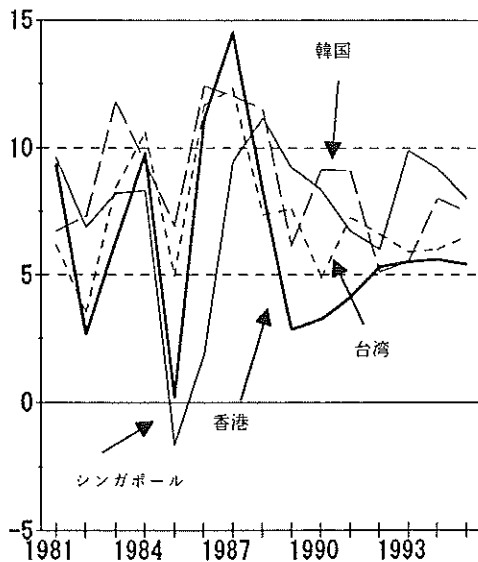
4. アジア～深まる相互依存の中、高成長が続く

「世界の成長センター」としてのアジアの高成長が続いている。80年代のアジア経済（ここで

は、NIEs 4カ国、ASEAN 4カ国、中国の合計とした)の実質経済成長率は、年平均約8.0%と全世界の約3.0%を大きく上回る伸びを記録した。90年代に入ってから先進国経済の低迷とは対照的にアジアの高成長が続いており、世界経済に占める同地域の重要度も年々高まっている。

アジアの高成長は、貿易と投資の両面で対先進国経済への依存度が大きく低下する中、域内の相互依存関係が深化する過程で得られたものである。

アジア主要国の実質成長率 (%)



(注) 94年は実績見込み、95年は予測
 (資料) アジア開発銀行、「7th Workshop on Asian Economic Outlook」、1994年10月

近年では特に、NIEs から ASEAN・中国への直接投資が同地域の経済成長に大きな役割を果たしている。アジア経済は NIEs、ASEAN、中国とも総じて、94年に続き、95年も高成長となろう。

中国に関しては、近年の加熱気味の高成長から幾分鈍化が予想されるものの、改革開放政策の堅持、海外からの直接投資の流入一等により、高めの成長が続こう。ただし、国内の政治動向に加え、とりわけ中国政府が目指している社会主義市場経済の実現のためのマクロ経済運営能力、インフレ抑制と金融政策、国营企業の改革等が今後の持続的な成長を左右するカギとなろう。

今後もアジア経済が高成長を維持するためには、総じて、インフラの整備、技術革新、産業構造の転換、国際競争力の向上、地域・階層間の格差是正、政治の民主化などが課題となろう。

II. 日本経済

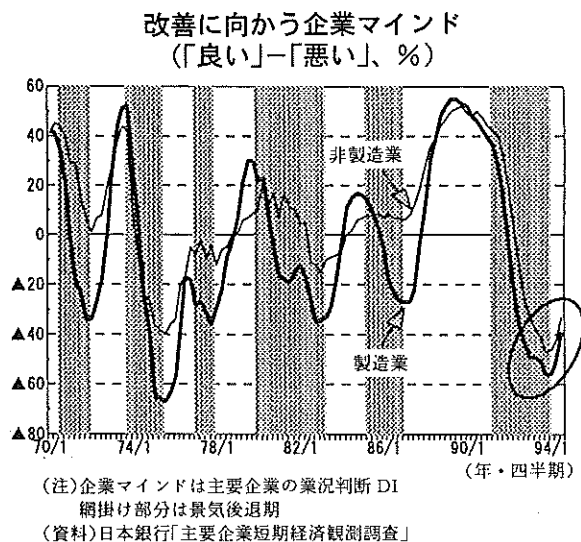
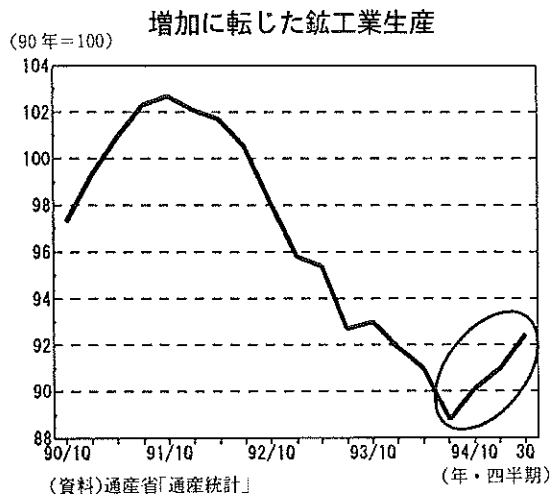
1. 景気の現状～94年度の成長率は0.6%に

91年4月に景気がピークアウトし、同年5月より始まった今回の不況は93年10月に「谷」を付けた(経済企画庁)。後退期間は30カ月となり、戦後では「世界同時不況(80年3月～83年2月、36カ月)」に次ぐ2番目の長さとなった。

景気が底入れし、回復傾向が続いているのは、次の要因によるものである。

- ①財政政策(公共投資、減税等)・金融政策の効果
- ②民間部門でのストック調整の一部進展(企業の設備・在庫、家計の耐久消費財)
- ③円高、価格破壊の中で、物価鎮静のプラスの効果
- ④海外経済の改善による輸出増

現状、94年度下期は、「民間需要(とくに家計部門)主体に極めて緩やかな回復局面」にあると判断される。こうした中で、企業収益面でも増益方向が見え始め、企業マインドも、依然、水面下(業況判断DIは「悪い」超)ながら改善傾向に転じている。回復の曙光がみえ始めた年といえよう。



94年度の実質GDP成長率は0.6%増と93年度のゼロ成長から改善しよう。ただし、92年度は0.4%成長であり、3年連続1%未満(見込み)という厳しい状況である。

当面、四半期別の成長率がプラスとマイナスを繰り返す中で緩やかな景気回復が続くというパターンであり、一本調子の回復は当面、困難であろう。

物価鎮静も加わり、名目GDP成長率は、戦後最低であった93年度(0.8%)とほぼ同程度の0.9%にとどまろう。

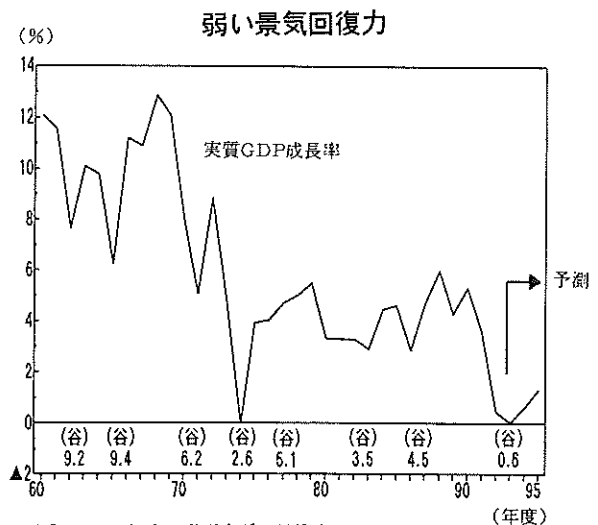
2. 今後の景気回復力～不透明さ残る持続性、選別強化の時代へ

景気は、回復傾向を維持する可能性が高い。

しかし、以下にみるように、今後の景気回復を制約する要因も多く、また、為替レートの円高進行、株安、米国景気の失速一等のリスクは残っており、こうした状況下では、現在の景気回復の持続性には不透明さが残ろう。

今後の景気については、

- 1) 企業のリストラクチャリングの持続に伴う資産圧縮や人件費抑制圧力
- 2) 高水準の対外黒字を背景とした円高の景気下押し
- 3) 価格破壊に伴う物価鎮静の企業収益圧迫
- 4) 財政政策の発動余力低下



(注)①94、95年度は当研究所の見込み
②(谷)の下の数値は、「谷」を付けた年度、その翌年度、翌々年度の3年間の実質GDP成長率の単純平均
(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

などの制約要因があるため、従来の景気回復局面に比して、回復力は限定的で弱いものとどまろう。

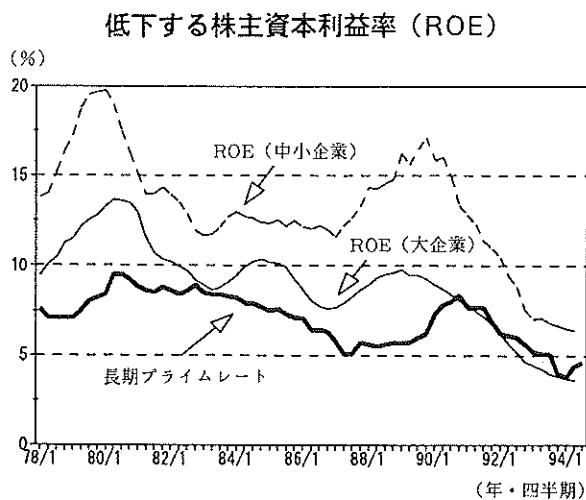
このようにマクロ的には低成長の経済の中で、個々企業のリストラ行動の結果等から、産業構造の調整も進む訳であり、個別企業、産業別には明暗の分かれる選別・峻別の時代の様相が強まろう。

(1) リストラクチャリングは道半ば

企業業績には底入れの兆しがみられるが、収益率は依然として歴史的な低水準にある。

大企業の株主資本利益率(ROE)は趨勢的に低下している。90年10-12月期以降は長期金利の水準を下回り、94年4-6月期にはわずか3.7%と資本効率が大幅に悪化した状況にある。

中小企業でも、89年以降は急激な低下となっている。

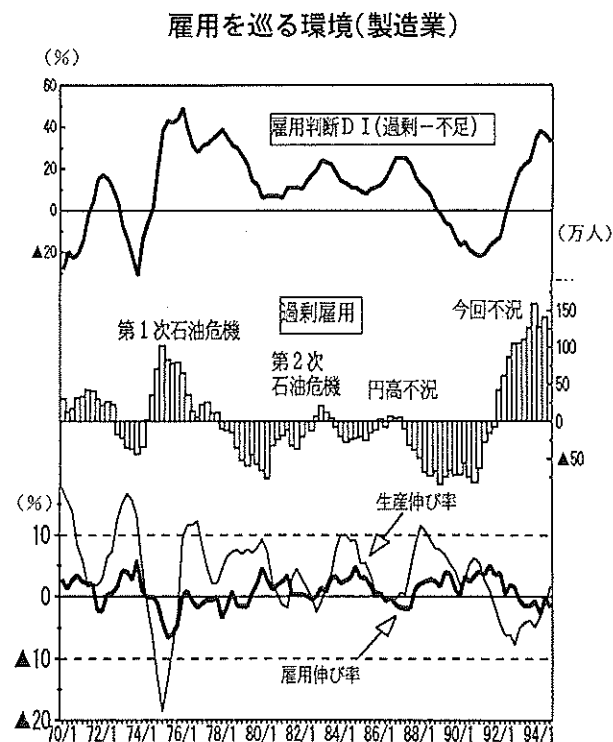


(注)①4期移動平均ベース、実効税率は50%で計算
 ②ROE=(経常利益×0.5)÷株主資本
 ③大企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1億円未満
 (資料)大蔵省「法人企業統計季報」

こうした状況下において、従来、量的拡大に傾斜しがちであった日本企業にも、質重視へと転換する兆しが見え始めている。今後も収益に寄与しない資産の圧縮や固定費の抑制の動きが持続しよ

う。

既に述べたように、92~94年度と3年連続で実質成長率が1%を下回る見込み等、過去に例をみない厳しい状況にあるが、企業は人件費の抑制に対しては慎重な姿勢を取ってきた。この結果、企業の売上高に占める人件費の比率は、60年の法人企業統計開始以来、最高水準となっている。



(注)70年代以降の労働生産性をタイムトレンドで回帰し、実績が推計値を下回る部分をもとに「過剰雇用」を試算
 (資料)大蔵省「法人企業統計季報」、通産省「通産統計」他

実際の労働生産性と傾向値(タイム・トレンドで回帰した推計値)とのギャップから「過剰雇用」を試算すると、94年4-6月期で141万人(製造業)に達し、第1次石油危機時のピーク(103万人)を大幅に上回っている。

今後、景気の改善傾向が持続しても、こうした過剰雇用の存在が、雇用の改善ペースを構造的に低める要因となろう。

(2) 高水準の対外黒字と円高の持続的景気下押し 圧力

円高の景気抑制効果は、近年の貿易構造の変化から拡大方向にある。基礎研マクロモデルによれば、90年度以降の円高の進展は、直近の93、94年度の成長率を各々▲1.6%、▲1.8%ほど引き下げると試算される。円高の景気への影響にはタイムラグがあるため、今後、円が100円で推移しても、これまでの趨勢的な円高が95年度の成長率を▲1.2%だけ押し下げる効果を持つ。

1) 円高の景気に及ぼす影響

円高の景気への影響には、①円ベースの輸出入価格の変化による「交易条件効果」、②輸出数量・輸入数量の変化による「数量効果」、③輸入物価の国内物価への波及による「円高差益の還元」、④これらを通じた個人消費、設備投資への「内需への影響」一等があげられよう。

このうち、

①は、輸出よりも輸入の方が円建て比率が低いことなどから輸入価格の下落率が大きく、交易条件は改善する。輸出金額が輸入金額を大きく上回るため、短期的には純輸出にマイナスの効果が出て、企業収益が低下するが、この効果は輸出企業の価格転嫁とともに徐々にプラスに転じる。

②は、輸出数量減少、輸入数量増加の両面から景気にマイナスとなり、①とは逆に、輸出企業の価格転嫁に伴いマイナス効果は拡大する。特に、輸出産業及び輸入品との競合産業においては、企業収益が低下し、雇用者所得に対しても抑制要因となる。

③は、消費者物価を押し下げ、実質所得を押し

上げる効果がある。

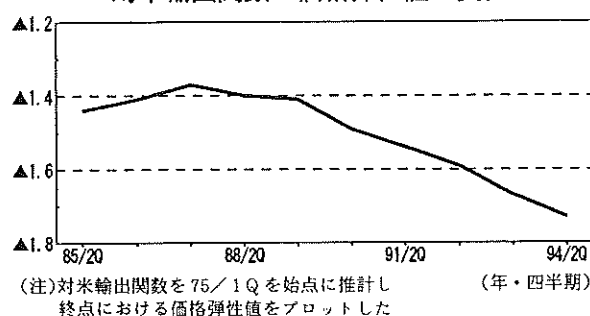
④は、①～③の輸出入物価・数量の変化等を通じた間接的効果である。

円高の景気への影響は、これらの複合効果となる。円高は、輸入物価の下落を通じて実質所得を拡大させるというプラス面はあるものの、輸出金額が輸入金額を大きく上回る日本の場合、輸出数量減少・輸出価格低下に伴うマイナスの効果が大きい。

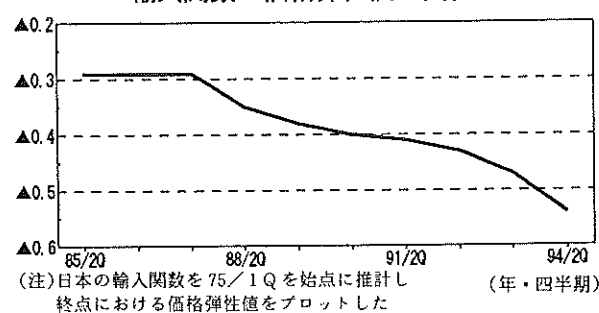
こうした円高の景気への影響をみるうえで、重要なのは、輸出入両面における価格弾性値(1%の価格変動が数量に及ぼす影響)の大きさである。各々の価格弾性値が大きいほど、円高の景気抑制効果は強まる結果となる。

70年半ば以降の対米輸出関数と日本の輸入関数を推計すると、直近ほど両者ともに価格弾性値(絶対値)が上昇している。

対米輸出関数の価格弾性値の変化



輸入関数の価格弾性値の変化



このことは、①国際間の貿易取引拡大を通じた内外財の代替性の上昇、②円高を背景とした日本企業の海外進出、③規制緩和の進展一等から、日本の貿易構造が為替の変化に対して、より価格弾性的なものへと変化している証左とみられる。

2) 円高の影響試算～大きな中期的成長率押し下げ効果

直近までの構造変化を反映した基礎研マクロモデルで、90年度以降の円高がその後の成長率に与えた影響をみると、「93年度:▲1.6%、94年度:▲1.8%、95年度:▲1.2%の押し下げ要因」と試算される。

94年度の円レートの上昇率は93年度に比して小幅と予想されるが(年度平均の円ドルレート: 92年度 125円、93年度 108円、94年度 100円→ 上昇率: 93年度 15.7%、94年度 8.0% <IMF方式>)、円高の景気への影響にはタイムラグがあるため、成長率へのマイナスの影響は、94年度がわずかながら93年度を上回る。

90年度以降の円高の実質GDPへの影響 (乖離率、%)

	93年度	94年度	95年度
実質GDP成長率	▲1.6	▲1.8	▲1.2
(実質GDPの水準)	(▲3.6)	(▲5.4)	(▲6.6)
それ以前の円高	(▲2.5)	(▲2.3)	(▲1.5)
92/2Q~93/1Qの円高	(▲0.6)	(▲1.1)	(▲2.8)
93/2Q~94/1Qの円高	(▲0.5)	(▲1.7)	(▲1.2)
94/2Q以降の円高	-	(▲0.3)	(▲1.1)

(注) 90年2Q以降、円レートが147.9円(90/1Qの水準)で一定であったケースと、円高が進んだ実績値でのケース(94/4Q以降は100円と仮定)とで基礎研マクロモデルを用いてシミュレーションを行い乖離率をみたもの。当モデルでの試算では、円高はほぼ3年近く景気を下押し影響がある。10円の円高は当該年度の実質GDPを▲0.5%ほど押し下げる影響がある。
なお、為替の成長率への影響の期間別要因分解は、前年度最終四半期の円相場で一定の場合と現実とで比較した。

95年度については、円レートが100円で安定してもデフレ圧力としては▲1.2%の押し下げ効果がある。

さらに、①直接投資増を背景に輸出入の構造変化は持続的に進むものとみられ、円高の今後のデフレ効果は上記の試算結果を上回る可能性もある、また、②後述の通り、円高の進展リスクは残っている一等を勘案すると、円高のデフレ効果には、当面、十分な注視を要する。

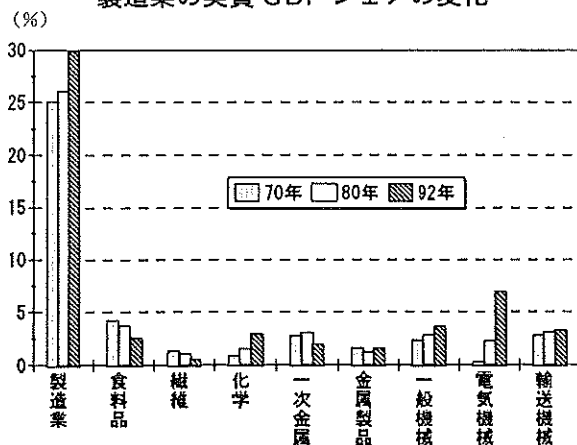
3) 円高と産業構造調整問題

円高の進行によって、国内の製造業の拠点が海外に移転し、「産業空洞化」が起こるのではないかという議論がある。長期的な均衡レベルを越えて円高の進行が続くような場合には、本来国内に残るべき産業までもが海外に移転してしまうことがあり得よう。しかし、第二次産業から第三次産業への転換や、製造業の中で生産性の高い産業にシフトするといった変化自体は、経済発展に伴う産業構造の自然な変化であり円高はそれを加速しているものである。

円は固定相場時代の1ドル=360円から90円台にまで大幅に上昇してきたが、この過程で実質GDPに占める製造業の国内総生産に占める割合は若干上昇している。ただし、個別産業毎にみると、食料品や繊維は相対的地位を低下させ、一般機械、電気機械がシェアを高めている。生産性上昇率の高い産業が国内生産の中でウェイトを高めることによって製造業は全体としてそのシェアを維持する形となっている。

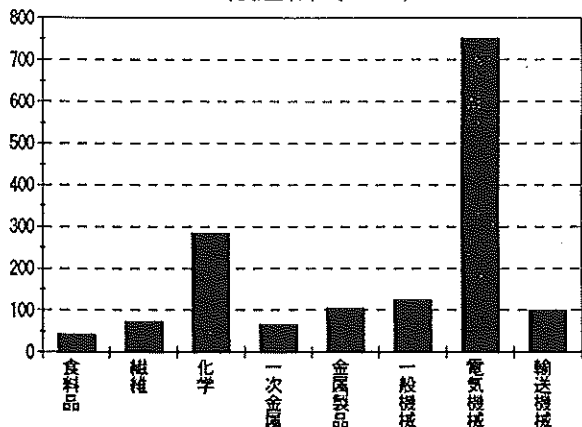
円高は「デフレ効果による労働需要の減少」というやや短期的な側面と、「産業構造変化による産業間の労働移動に係わる摩擦的な失業問題の発生」という中期的な側面の2つの方向から雇用へのマイナスの影響を持つと言えよう。

製造業の実質 GDP シェアの変化



(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

相対的生産性の上昇(70年から92年)
(製造業平均=100)



(注)70年から92年の製造業の生産性(全要素生産性)の上昇を100とした産業別の相対的生産性の上昇
(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」等により当研究所推計

過去の日本経済は、もっぱら成長産業の雇用吸収によって労働力の産業間移転がなされてきた。しかし、今後は産業構造の転換がうまくいかないと、摩擦的な失業が深刻化する恐れがある。産業構造調整の円滑な進展のためにも、ビジネスチャンスの拡大を促す規制緩和の推進が望まれる。

(3) 物価下押し圧力が企業収益回復の足かせに

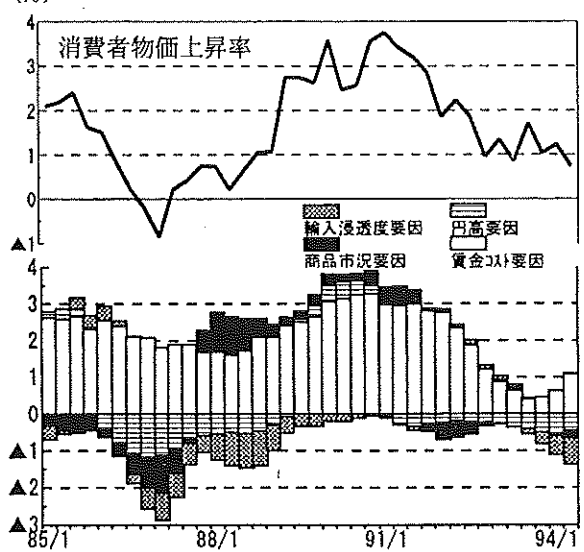
景気底入れ後も企業収益の改善は鈍い。この背景として実質成長率の低さに加えて、いわゆる「価格破壊」の中で販売価格が低迷し、売上高の足かせとなっている点もあげられよう。価格破壊に

関しては、「家計の購入単価が消費者物価統計が示す以上に下がっていること」が指摘されることが多い。こうした現象は概ね、①所得低迷下での家計の消費選択の変化、②流通機構の変革による低価格販売を行う業態の登場、③海外からの安価な商品供給の増加—によるものと整理できよう。

①は、所得の伸び悩みに対応して、家計が質を落とした消費選択を行うことに起因しており、従来の不況期にもみられたことである。今回の特徴は、円高による内外価格差の拡大と規制緩和を背景に、②および③の供給者側の変化が販売価格低下に大きな役割を果たしていることである。

この点、消費者物価上昇率自体を計量分析しても、「輸入浸透度の高まりが最近の上昇率低下の要因となっている」ことと符合するものといえよう。ちなみに、消費者物価に関して、①賃金コスト、②円高、③商品市況、④輸入浸透度—の各要因を用いて、計量分析すると、最近の上昇率の低さは、景気全般の弱さ、雇用情勢の悪化等を反映した賃金コスト要因の落ち着きに加えて、「輸入浸透度の高まり」による部分が大きいとの結果が得られる。

(%) 物価安定を支える背景(前年同期比)



(注)要因分解は当研究所の推計による (資料)総務庁「物価統計月報」他

ディスカウント・ストアの売上げ増加にみられるような流通機構の変革は、単に、流通業の競争を刺激するのみではなく、流通業者によるプライベート・ブランドの開発などの形で川上の製造業者をも価格競争に巻き込んでいる。

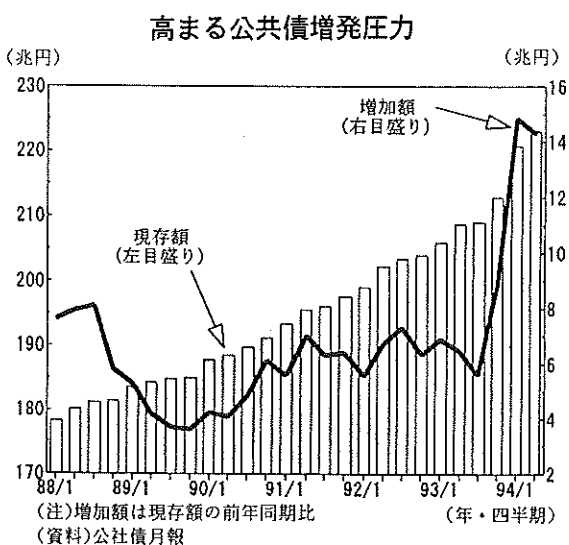
価格破壊の下で、家計は品質を下げることなしに廉価な商品を購入でき、家計の実質所得が増加することになる。しかし、生産性の向上を伴わない価格下落は、企業収益の圧迫要因となり、景気回復の制約要因となる。

(4) 財政面からの景気刺激効果は遞減

92～94年度の間、①公共投資の拡大、②所得・住民税減税の実施、③住宅投資促進策一等、総額45兆円に及ぶ景気対策が実施されてきた。

こうした対策の景気下支え効果は大きいものの、他方で財政バランスは悪化しており、国債・地方債の増発圧力の高まりが長期金利上昇の一因となっている可能性も大きい。

今後、民間部門の改善が続く中、財政面からの景気刺激効果は遞減する公算が高い。



①公共投資の伸び率は大幅に鈍化

92、93年度と二ケタの伸びであったが、94、95年度は小幅な伸びにとどまろう。

94年度：先行指標である直近(93/11～94/10月)の公共工事請負金額は累計でマイナス

95年度：当初予算で4%程度の伸び

②95年度の減税規模はほぼ前年度並み。97年度には消費税増税

94年度の所得税・住民税減税は約5.8兆円、95年度は約5.5兆円。97年度、ないし96年度には、二段階減税の内、定率部分(約2兆円)が廃止され、97年度には消費税も現行3%から5%に引き上げへ

③年金制度改革による可処分所得の押し下げ効果

94年11月より厚生年金保険料率が現行14.5%から16.5%に、96年10月からはさらに17.35%に引き上げられる。また、95年度分より、ボーナスからも1%徴収される。他方で、国民年金・厚生年金とも支給額の引き上げが行われるものの、ネットでは可処分所得を押し下げる要因となる

④公共料金の引き上げ

94年末から、一部公共料金の値下げ効果が剥落(公共料金を約1%引上げ)。来年度には公共料金の上昇率が2%程度(CPI全体では0.3%の押し上げ要因)になる可能性

⑤住宅金融公庫の融資条件の見直し

94年度に関して、融資枠の追加はあるものの、融資条件の見直し(融資額を購入価格の8割までに制限)により、住宅投資促進効果は遞減

3. 95年度経済～1.3%成長、望まれる回復定着と構造改革の推進

(1) 見通しの前提条件

- ①減税規模 5.5兆円(94年度 5.8兆円)
- ②名目公的固定資本形成 2.7%増(94年度 1.4%増)
- ③公定歩合 1.75%据え置き
- ④円レートは 100円(94年度 100円)

(2) 予測の概要

95年度の実質 GDP 成長率は 1.3%にとどまろう。

95年度の国内需要は、1.6%成長率を押し上げよう(94年度は同 1.0%の寄与)。

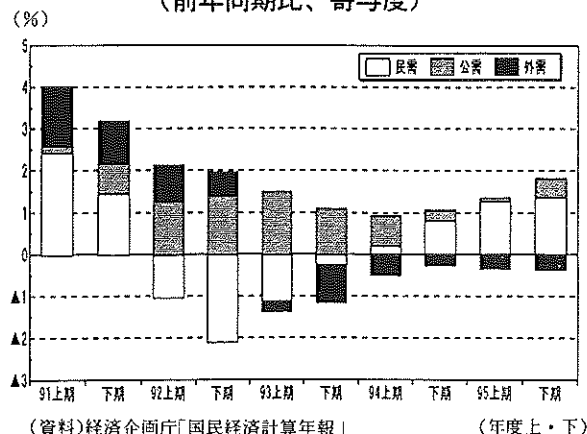
公的需要が、厳しい財政事情を反映して鈍化するもの(94年度:寄与度 0.4%→95年度:同 0.3%)、民間需要は堅調な消費、設備投資のプラス転換等を背景として回復することによる(94年度:寄与度 0.6%→95年度:同 1.3%)。

他方、外需については、米景気のソフト・ランディング等を背景に輸出の伸びがやや鈍化する一方、製品等を中心とした高水準の輸入の伸びが持続するため、成長率を 0.3%押し下げよう(94年度は 0.4%押し下げ)。

95年度の日本経済は、「回復力の持続性には不透明さが残るが、民間需要の増加から緩やかな回復過程」を辿ろう。

ただし、①円レートの大幅上昇、②株安、③米景気の失速一等のリスクファクターの動向次第では、景気に再び調整圧力が加わる懸念が残ろう。

民需中心に緩やかな景気回復に
(前年同期比、寄与度)



鉱工業生産は、民間需要の趨勢的な回復、在庫調整の進展を背景に緩やかながらも増加基調が維持されよう。94年度の 2.1%の増加から 95年度は 2.6%の増加となろう。

物価は、基調的には鎮静状況が続こう。総合卸売物価は、円高一服や商品市況の上昇等を背景に輸出入物価が上昇に転じるものの、低水準の稼働率や価格破壊の動きを背景に国内物価の鎮静が続き、▲0.1%と 94年度(実績見込み:▲1.7%)に続き安定した推移となろう。消費者物価は、賃金上昇率の低さ等から、基本的には落ち着いた推移となるが、公共料金の引き上げ等から上昇率はやや高まろう(94年度実績見込み:0.3%→95年度予測:0.5%)。

失業率は、景気回復力の弱さや「過剰雇用」を背景とした雇用抑制圧力の持続から高止まりが続こう。94年度の 3.0%(実績見込み)から 95年度は 3.1%となろう。

経常黒字は、内外成長率格差の縮小と円高の数量調整効果の浸透を背景にわずかながら減少傾向が続き、94年度の 1280億ドル(実績見込み)が 95年度 1240億ドルとなろう。名目 GDP 比率は 94年度の 2.7%から 2.6%に低下しよう。

日本の現状は「回復の曙光がみえ、定着を目指す」段階にある。規制緩和の推進、内外価格差是正を基本政策に据えつつ、企業部門でのリストラ・体質強化を軸とした構造改革が課題であろう。改革の円滑推進のためにも、景気支持的なマクロ政策が望まれる。

(3) 需要項目別の動向

1) 民間消費～雇用、賃金は伸び悩むが、減税効果で堅調な推移

95年度の民間消費は2.4%の増加となり、94年度の2.2%増(実績見込み)に続き、堅調な推移となろう。

所得は、プラス・マイナス両面の力が働く中、名目可処分所得の伸び率が鈍化しよう。

雇用者数については、景気回復力の弱さ、「過剰雇用」を背景とした企業の雇用抑制姿勢の継続から伸び率が鈍化しよう(94年度見込み:0.5%増→95年度予測:0.4%増)

賃金面では、①生産の緩やかな回復を背景に所定外賃金が増加、②企業収益の微増からボーナス

95年度日本経済見通し結果（特に指定なき場合、前年比、%）

	93年度 実績	94年度 見込み	94年度		95年度 予測	95年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP成長率	0.0	0.6	0.5	0.8	1.3	1.0	1.5
（内需寄与度）	(0.6)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.6)	(1.4)	(1.9)
（内、民間需要）	(▲0.7)	(0.6)	(0.3)	(0.8)	(1.3)	(1.3)	(1.4)
（内、公的需要）	(1.3)	(0.4)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.5)
（外需寄与度）	(▲0.6)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.3)
民間消費支出	1.3	2.2	2.4	1.9	2.4	2.4	2.5
民間住宅投資	6.0	8.7	12.1	5.2	▲5.7	▲5.7	▲5.7
民間設備投資	▲9.1	▲5.8	▲8.2	▲3.6	0.3	▲0.3	0.9
公的固定資本形成	13.3	2.2	4.6	0.4	2.4	0.5	3.8
財・サービス輸出	0.3	5.0	4.7	5.4	4.9	4.8	5.1
財・サービス輸入	4.6	7.8	8.4	7.1	7.3	7.1	7.4
鉱工業生産上昇率	▲4.0	2.1	0.3	3.9	2.6	2.7	2.5
総合卸売物価上昇率	▲3.2	▲1.7	▲1.9	▲1.4	▲0.1	▲0.5	0.2
消費者物価上昇率	1.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6
失業率	2.6	3.0	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1
経常収支（億ドル）	1305	1280	1316	1240	1240	1240	1230

(注)貿易・経常収支の半期数値は季節調整済み、年率換算ベース

(資料)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」

が持ち直し—はあるものの、物価安定・失業率高止まりから春闘賃上げ率が過去最低の2.7%にとどまり所定内賃金の伸びが低いとみられることから、全体としての1人当り雇用者所得の増加率は低め(94年度見込み:1.6%増→95年度予測:1.5%増)。

さらに、95年度の減税額はほぼ94年度並み(94年度の可処分所得の伸びを1.7%押し上げ)である他、年金の制度改正もあり、これらは、可処分所得の伸びに対してややマイナス要因となろう。

物価については、賃金の低迷を背景に安定した推移となろう。

消費性向については、所得低迷下での「ラチェット効果」に加え、94年度の減税分が95年度の消費に向かう面も予想されることなどから、95年度は上昇しよう。

2) 住宅投資～3年振りに減少へ

95年度の住宅投資は▲5.7%と94年度の8.7%の増加(実績見込み)から減少しよう。

着工戸数も142万戸(前年度比▲7.9%)と94年度の154万戸(実績見込み)から減少しよう。

住宅着工戸数は、91年度の134万戸をボトムに増加に転じ、92年度142万戸、93年度151万戸、94年度154万戸と中期的適正水準とみられる140万戸(ここでは、80年以降の平均値が適正水準とみなした)を上回る水準で推移している。ブーム前半には、生産緑地法改正に伴う貸家建設、後半には地価の値頃感・金利の低下等を背景に持家、分譲が増加した。

特に、94年度前半は、金利上昇前の駆け込み需要から着工戸数は年率158万戸に達した。

しかし、①94年9月の持家は駆け込みの反動から大幅減、②貸家も、家賃の低迷から伸び悩み、③分譲は、94年度一杯堅調に推移するものの、既に、供給量は中期的水準を約15万戸程度上回っており、供給過剰からの反落が予想される一状況にある。

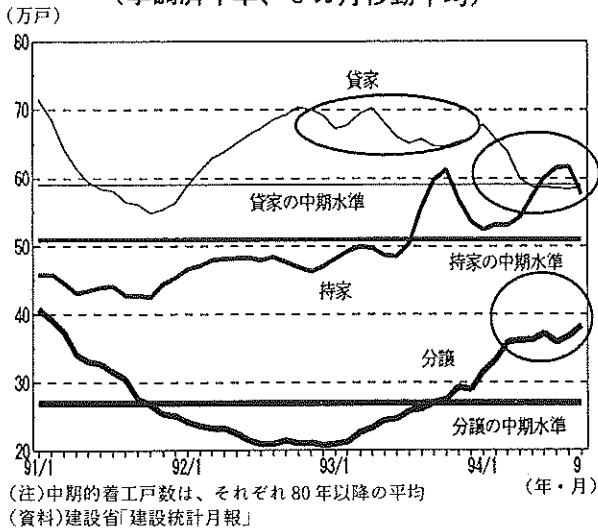
所得・消費の見通し(前年度比、%)

	91年度	92年度	93年度	94年度見込み			95年度予測		
				上期	下期		上期	下期	
名目家計可処分所得	6.2	3.0	2.0	3.4	3.7	3.0	1.8	1.7	2.0
雇用者所得	7.5	3.5	2.3	2.1	2.3	1.8	1.9	1.8	2.1
雇用者数	3.1	2.1	1.4	0.5	0.8	0.2	0.4	0.3	0.5
1人当雇用者所得	4.2	1.0	0.9	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6
所定内賃金(72.2%) (春闘賃上げ率)	4.5 (5.65)	3.1 (4.95)	2.0 (3.89)	2.2 (3.13)	2.2 (3.13)	2.2 (3.13)	1.8 (2.7)	1.8 (2.7)	1.8 (2.7)
所定外賃金(4.8%)	▲3.5	▲10.4	▲5.2	2.0	1.0	3.5	3.1	3.0	3.2
ボーナス等(23.0%)	6.6	▲0.7	▲2.7	▲0.3	▲0.4	▲0.2	0.4	0.2	0.6
民間消費デフレーター	2.1	2.1	0.9	0.4	0.5	0.3	0.5	0.3	0.6
実質家計可処分所得	4.1	0.9	1.1	3.0	3.2	2.7	1.4	1.4	1.5
実質民間消費	2.6	1.1	1.3	2.2	2.4	1.9	2.4	2.4	2.5
平均消費性向	▲1.5	+0.2	+0.2	▲0.8	▲0.8	▲0.8	+1.0	+1.0	+1.0

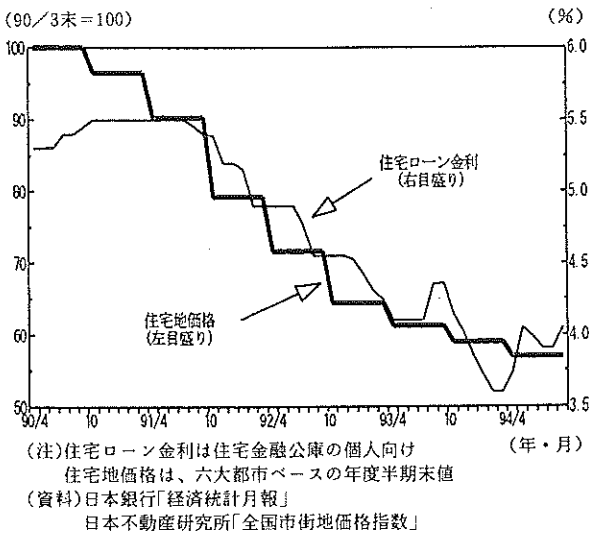
(注) 1人当雇用者所得の内訳は、93年度におけるウェイト

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、労働省「毎月労働統計月報」

形態別着工戸数の推移
(季調済年率、3カ月移動平均)



地価と住宅ローン金利



利用関係別の住宅着工予測
(季調済、年率、万戸)

	中期的 水準	93 年度	94年度		95年度			
			上期	下期	上期	下期		
着工総数	140	151	154	158	151	142	145	139
持家	51	54	54	59	50	48	49	48
貸家	59	65	58	59	58	55	56	55
分譲	27	29	39	38	40	36	37	34

(注) 中期的水準は80年代以降の平均値
(資料) 実績部分は、建設省「建設統計月報」

住宅投資ベースでは、着工から進捗へのタイムラグが落ち込みの緩和要因となる一方、面積の大きい持家が94年度後半から減少に転じることが響き、住宅着工と同程度のマイナス幅となる。

3) 設備投資～微増ながら4年振りのプラスに

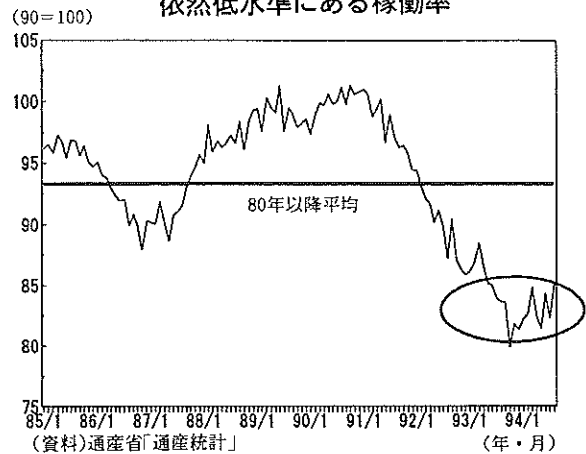
①設備投資と企業収益の動向

95年度の設備投資は0.3%の微増ながら4年振りにプラスに転じよう(94年度:実績見込み▲5.8%)。

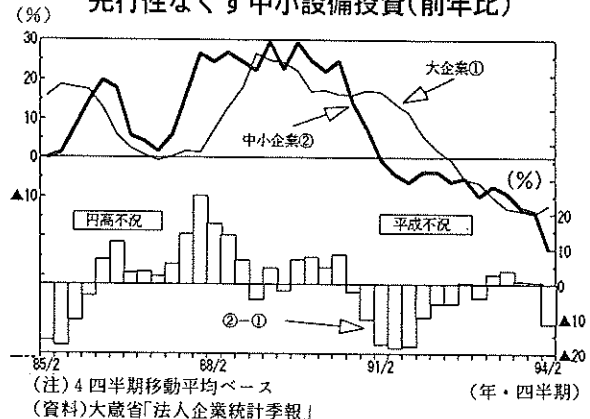
設備投資の先行指標は、最終需要の下げ止まり、資本ストック調整の部分的進展等を背景として、ようやく下げ止まりから微増に転じつつある。

ただし、①設備稼働率は依然として低水準にあり、増産投資が大きく拡大する環境にない、②ビル不況の長期化を背景として、建設投資の低迷が続いている、③過去の経験則と異なり、中小企業(特に、非製造業)の先行的回復が見られない等から回復力は限られたものにとどまろう。

依然低水準にある稼働率



先行性なくす中小設備投資(前年比)



また、企業収益については、94年度に5年振りの増益(ただし、微増)に転じた後、95年度も小幅増益となる。

売上数量が緩やかながら回復に転じる中、企業のリストラの効果が一部に浸透し、2年連続の増益となる。

売上高の伸びは、景気回復力の弱さ、「価格破壊」に象徴される販売単価の低迷から、緩やかなものにとどまり、企業はリストラ努力を続けざるを得まい。

企業収益は改善に転じるとはいえ、売上高経常利益率は95年度で1.9%と歴史的な低水準にとどまろう。企業の収益力の本格回復にはまだ時間を要すると見込まれる。

企業収益見通し(前年度比、%)

	売上高		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
全産業	1.2	2.3	2.5	8.7	1.8	1.9
製造業	0.7	3.0	8.8	18.7	2.4	2.8
非製造業	1.4	2.0	▲1.2	2.2	1.5	1.5

(注)経常利益率のみ水準、%
(資料)大蔵省「法人企業統計季報」

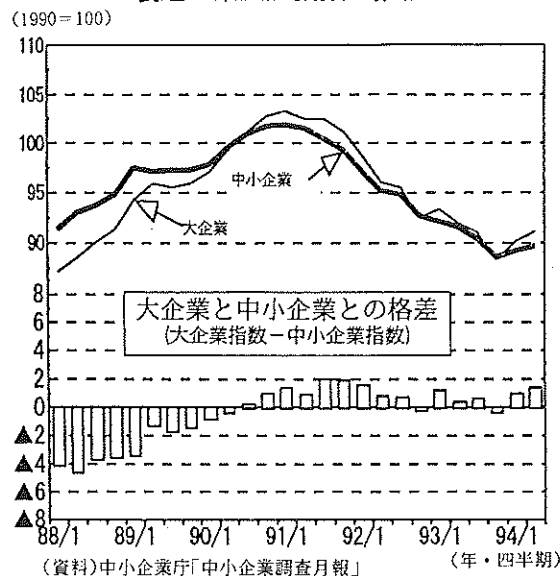
②回復遅れる中小企業

生産指数は93年10-12月期にボトムをつけたのち緩やかな回復傾向にあるが、大企業に比べ、中小企業の生産の回復が緩慢である。

こうした中小企業の回復の遅れの背景には、これまでの円高進展の中で中小企業の扱う製品と輸入品との競合が激しくなっている点がある。製品輸入額の推移を大企業性製品と中小企業性製品とにわけてその推移をみると、中小企業性製品の輸入額が大企業性製品よりも高い伸びを示している。

(注)中小企業性製品とは日本標準産業分類細分類で中小企業の出荷額が70%以上(84年基準)を占めるもの

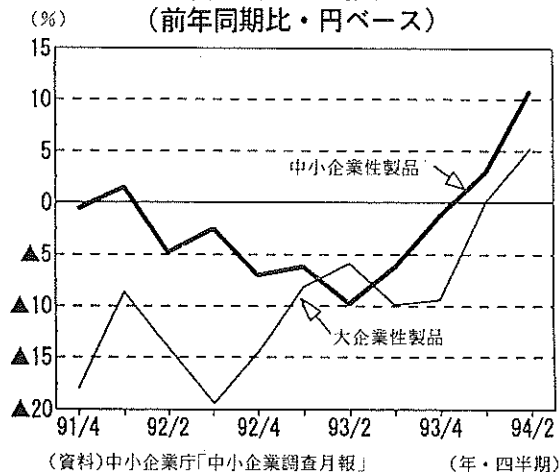
製造工業生産指数の推移



繊維、食料品などは円高による海外製品との競合激化で中小メーカーにしわ寄せされており、生産の回復テンポにおいて大企業との格差が拡大しているのが特徴である。

設備投資動向に関しては、こうした生産面での中小企業の回復の遅れに加えて、債務圧力面での中小企業の負担の大きさが制約要因として作用しているとみられる。

製品輸入額の推移 (前年同期比・円ベース)



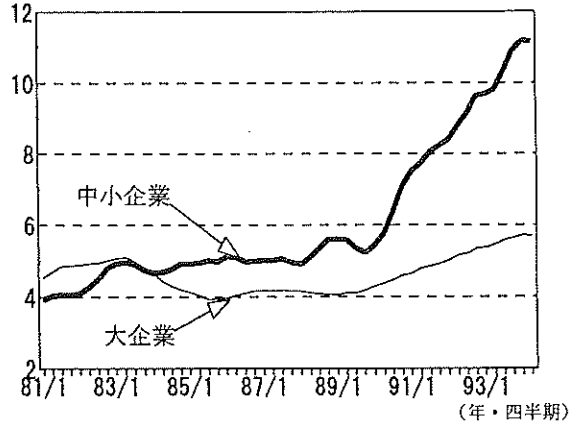
具体的には法人企業統計季報で資本金10億円以上の大企業と資本金1億円未満の中小企業の長期債務倍率(注)を計算すると、「大企業では5.7

倍」であるのに対し、「中小企業では11.1倍」となっている。94年に入ってから「中小企業でも頭打ち傾向となっているが依然として高い水準」が続いている。バブル時に行った投資が収益に結びつかなかったうえ、借入金を膨らませた結果、かってない高水準の長期債務を抱えており、資産・負債両面での圧縮が収益向上と並び大きな課題である。

(注)長期債務倍率

長期債務がキャッシュフローの何年分に相当するかを計算したもの。ここでは長期借入金と社債の合計額を長期債務、経常利益の半額と減価償却費の合計をキャッシュフローとし、年率換算した値を4四半期移動平均した。

(倍) 長期債務倍率の推移



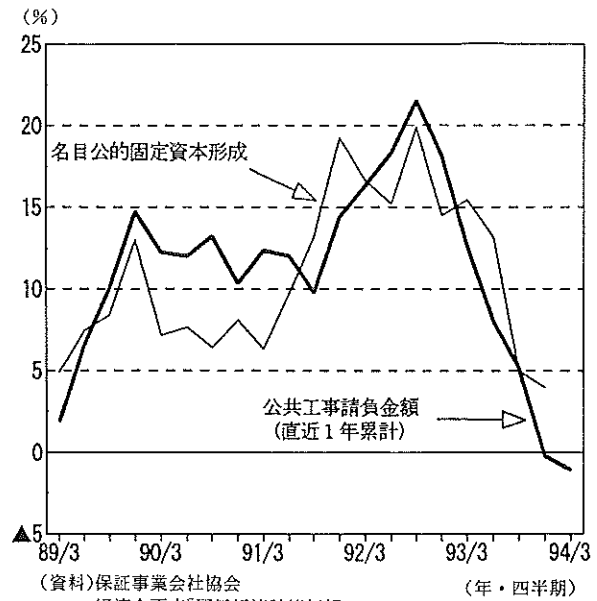
(注)大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金10百万円以上1億円未満
(資料)大蔵省「法人企業統計季報」

4) 公的固定資本形成～発動余力は次第に逓減

公的固定資本形成は、今景気後退期における景気対策の柱であり、92、93年度の公的固定資本形成は、二ケタの伸びとなった。

しかし、94年度の伸びは実質2.2%に低下する見込みである。実際、公的固定資本形成の先行指標とされる公共工事請負金額は、直近1年間の累計ベースで微減に転じており、当面、公的固定資本形成の伸びは趨勢的に鈍化することになる。

公共事業は鈍化傾向(前年同期比)



95年度の公的固定資本形成の伸びも実質2.4%と低めとなろう。公共事業関係費の当初予算は4%程度の伸びと予想されるが、94年度には94年2月補正のズレ込み分があることなどから、95年度の公的固定資本形成も94年度並みの伸びにとどまろう。

(4) 物価～安定した推移が続く

95年度の総合卸売物価は▲0.1%となろう(94年度実績見込み:▲1.7%)。低水準の稼働率を背景に国内物価の下落基調が続こうが、マイナス幅は縮小しよう。輸出入物価は、円相場の安定、商品市況の上昇等を背景にやや上昇しよう。

95年度の消費者物価は0.5%の上昇となろう(94年度実績見込み:0.3%)。公共料金の引上げ(2.0%:消費者物価を0.3%押し上げ)や生鮮食品の下げ止まりが見込まれるものの、賃金の弱さや家賃の低迷を背景に安定した推移が続こう。

卸売物価の予測(前年度(同期)比、%)

	93年度	94年度		95年度			
		上期	下期	上期	下期		
総合卸売物価	▲3.3	▲1.7	▲1.9	▲1.4	▲0.1	▲0.5	0.2
内、国内品	▲1.8	▲1.5	▲1.7	▲1.3	▲0.8	▲0.9	▲0.6
内、輸出品	▲8.0	▲2.7	▲1.5	▲3.9	1.8	0.1	3.6
内、輸入品	▲12.4	▲2.5	▲5.4	0.6	4.9	4.3	5.4

(資料)日本銀行「物価指数月報」

消費者物価の予測(前年度(同期)比、%)

()内はカバ	93年度	94年度		95年度			
		上期	下期	上期	下期		
消費者物価	1.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6
内、公共料金 寄与度(15.1)	0.5 (0.1)	0.5 (0.1)	0.2 (0.0)	0.7 (0.1)	2.0 (0.3)	1.9 (0.3)	2.1 (0.3)
内、生鮮食品 寄与度(5.6)	3.6 (0.2)	▲4.1 (▲0.2)	▲7.1 (▲0.4)	▲1.0 (▲0.1)	0.4 (0.0)	2.4 (0.1)	▲1.5 (▲0.1)
内、その他 寄与度(79.3)	1.2 (1.0)	0.6 (0.5)	0.9 (0.7)	0.2 (0.3)	0.2 (0.2)	0.1 (0.0)	0.4 (0.3)

(資料)総務庁「物価統計月報」

(5) 国際収支～貿易・経常黒字は小幅ながら減少
持続

最近の貿易黒字の動向をみると、通関統計で微減となっている。

地域別では、米・アジア景気の拡大を背景に対米、対東南アジアで黒字が拡大する一方、対欧州では減少傾向にある。

最近の貿易黒字の動向(季調済、年率億ドル)

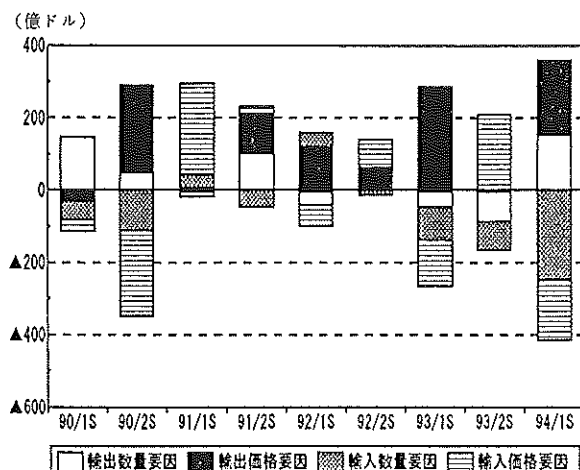
	92年度	93年度		94年度	
		上期	下期	上期	下期
同、通関ベース	1,110	1,220	1,188	1,236	1,184
内、対米	458	512	491	529	557
内、対EC	310	243	259	226	218
内、対東南アジア	496	594	574	616	701

(資料)大蔵省「外国貿易概況」

通関黒字の変動を、数量・価格要因別にみると、94年度上期に輸入数量増加が大幅な黒字縮小要因として寄与する一方、原油価格の上昇等から輸入価格も黒字縮小要因に転じている。

しかし、円高を背景に輸出価格要因が再び黒字拡大要因となる他、海外景気の好転から輸出数量も3半期振りに黒字拡大要因に転じており、全体としての黒字の縮小幅は小幅なものとなっている。

貿易黒字変動の要因分解(季調済年率、前期差)



(資料)大蔵省「外国貿易概況」

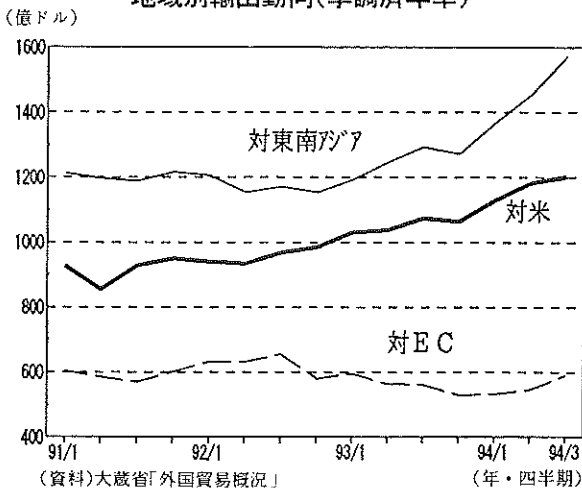
(年度・半期)

94年度下期以降は、円高一服からドル建て輸出価格の伸びが次第に低下、円高の輸出数量調整効果から輸出数量の伸びも限られる一方、輸入数量の大幅な伸びが持続、海外商品市況の堅調からドル建て輸入価格も上昇が見込まれ、貿易黒字は次第に減少に向かおう。ただし、内外成長率格差の残存から黒字削減幅は小幅となろう。

こうした動きを反映して、95年度の貿易黒字(国際収支ベース、以下同じ)は1370億ドルと93年度の1430億ドルをピークとして緩やかな減少傾向が続こう。

経常黒字は、貿易黒字の微減を反映し1240億ドルの黒字とわずかながら減少しよう(94年度実績見込み:1280億ドル)。この結果、経常黒字の対名目GDP比率は2.6%と94年度の2.7%(実績見込み)から小幅低下しよう。

地域別輸出動向(季調済年率)



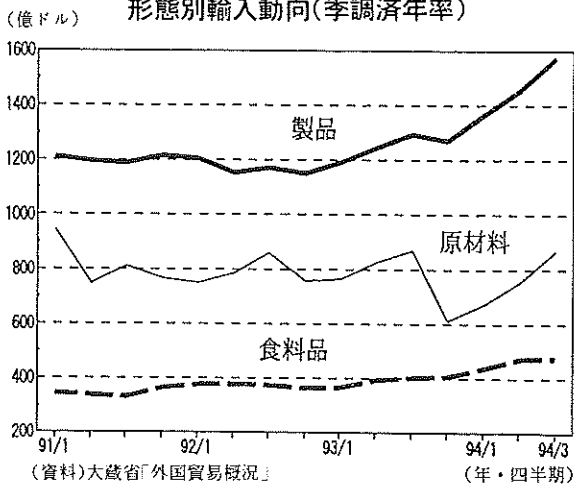
(6) 金融～公定歩合は据え置き、長期金利は強含み横ばい圏

景気回復で先行している米英などでは利上げが実施されている。日本においては景気は底入れし、回復過程にあるものの、景気回復の弱さ、民間資金需要の低迷、円高リスク、不良債権問題の持続などから公定歩合は95年度内も据え置きとなる。

長期金利は財政収支の悪化、海外金利動向等の不透明要因を抱え、ボラティルな状況が続こうが、基調的には緩やかな景気回復を反映して若干の上昇となる。ただし、短期政策金利の据え置き、最近の過度の上昇の修正などから、趨勢としては強含み横ばい圏での動きにとどまろう。

マネーサプライはこのところ前年同期比2%台に回復しているが、民間資金需要は低迷しており、民間向け貸出はM2+CD(未残)に対してマイナス寄与となっている。

形態別輸入動向(季調済年率)

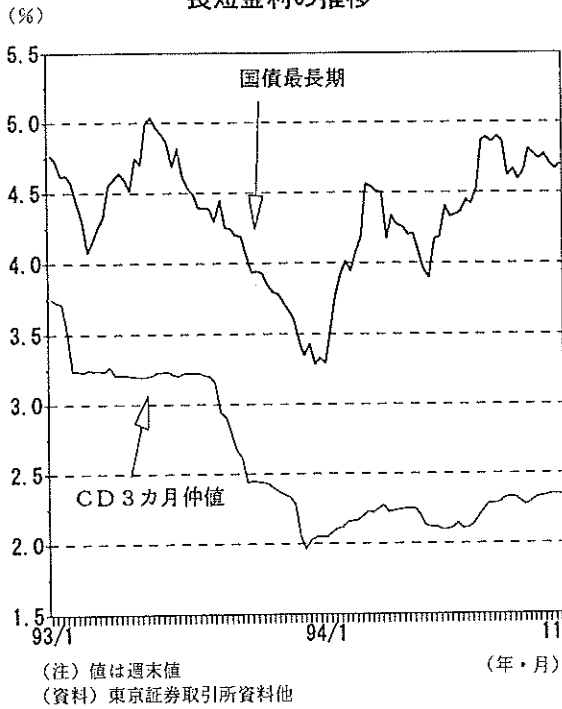


経常収支の予測(季調済年率、億ドル)

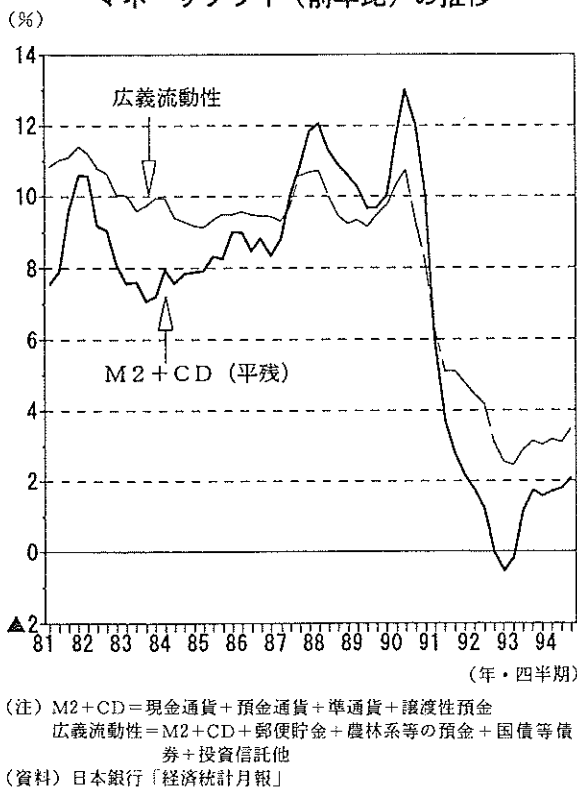
	93年度	94年度		95年度			
		上期	下期	上期	下期		
経常収支	1,305	1,280	1,316	1,240	1,240	1,240	1,230
(対GDP比%)	(3.0)	(2.7)	(2.8)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.5)
貿易収支	1,430	1,420	1,467	1,370	1,370	1,380	1,360
(対GDP比%)	(3.3)	(3.0)	(3.1)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
輸出	3,563	3,900	3,864	3,940	4,160	4,140	4,190
(前年同期比%)	(6.2)	(9.6)	(8.0)	(11.2)	(6.6)	(7.1)	(6.1)
輸入	2,133	2,490	2,398	2,570	2,790	2,760	2,830
(前年同期比%)	(7.0)	(16.5)	(11.9)	(21.2)	(12.5)	(15.1)	(10.0)
貿易外収支	▲55	▲60	▲67	▲40	▲50	▲60	▲40
内、サービス	▲458	▲510	▲508	▲510	▲540	▲540	▲530
内、投資収益	403	450	408	480	490	480	500
移転収支	▲70	▲90	▲83	▲90	▲80	▲80	▲90

(注)予測値は億ドル単位を四捨五入
投資収益収支とサービス収支の半期の合計は貿易外収支と必ずしも一致しない
(資料)実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

長短金利の推移



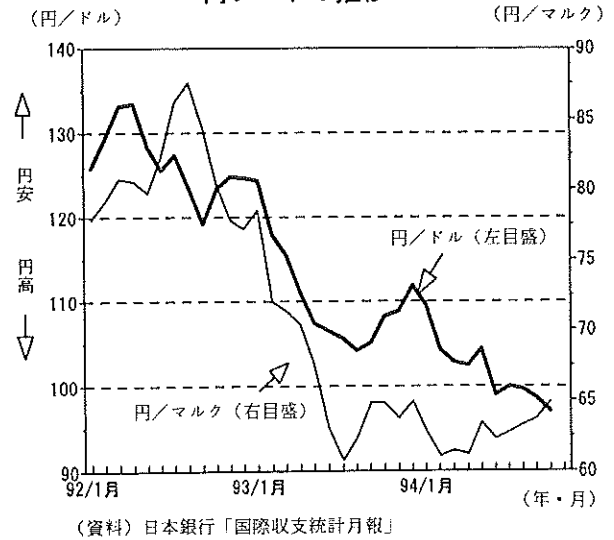
マネーサプライ (前年比) の推移



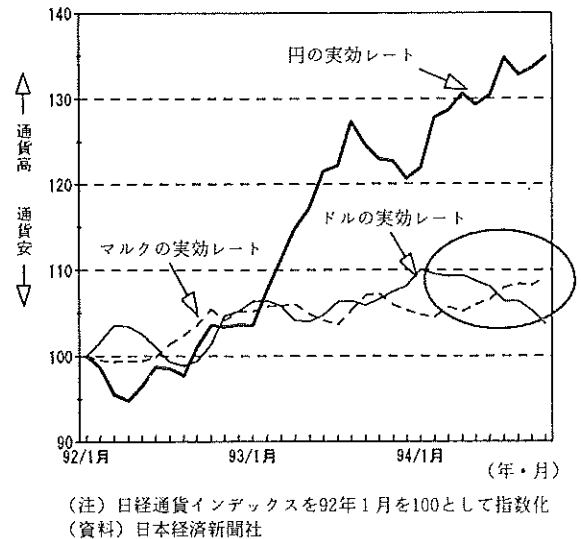
(7) 為替～円高リスクの残る状況の中、95年下期は円高圧力一服へ

93年は日本サイドの大幅な経常黒字を主因とする「円独歩高」であった。これに対して、94年初頃からは、日本サイドの要因に、米国サイドの要因（インフレ懸念・貿易赤字拡大）が加わり「円高かつドル全面安」の状況となり、11/2には円は史上最高値（96円11銭、NY市場）を更新した。しかし、同日および11/3に実施されたNY連銀の介入を契機に、円高に歯止めがかかった形となっている。

円レートの推移



円・ドル・マルクの実効レート推移



今後については、日米両国の高水準の対外不均衡が続くとともに、米国のインフレ懸念も持続することから、95年央頃まで、ドル安・円高圧力の強い展開となるが、それ以降は、①米国経済のソフト・ライディングによるインフレ懸念の解消、②日本の経常黒字はドルベースでも減少傾向—等から円高一服の展開となろう。95年度平均は100円とみた（94年度実績見込み：100円）。

ただし、日本の高水準の対外黒字、米国の高水準の対外赤字は残り、米国の政治・財政面などでの不透明要因も増していることから、円安への動きは限定されるとともに、引き続き、円高進展のリスクが残る状況で推移しよう。

1995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 見込み	95年度 予測	94年度 前回予測
名目国内総支出(GDP)	2.1 (465.4)	0.8 (469.3)	0.9 (473.6)	1.5 (481.0)	0.7 (472.7)
実質国内総支出	0.4	0.0	0.6	1.3	0.6
国内需要	▲0.3	0.6	1.0	1.6	1.1
国内民間需要	▲1.9	▲0.8	0.7	1.6	0.7
民間最終消費支出	1.1	1.3	2.2	2.4	2.2
民間住宅投資	▲3.6	6.0	8.7	▲5.7	9.7
民間企業設備投資	▲5.7	▲9.1	▲5.8	0.3	▲5.9
民間在庫品増加	(0.8)	(1.4)	(1.2)	(1.7)	(1.0)
国内公的需要	9.1	7.9	2.5	1.6	2.8
政府最終消費支出	2.3	3.5	1.9	1.2	2.1
公的固定資本形成	16.7	13.3	2.2	2.4	2.9
財貨・サービスの純輸出	(4.8)	(2.4)	(0.9)	(▲0.6)	(0.4)
財貨・サービスの輸出	4.6	0.3	5.0	4.9	5.0
財貨・サービスの輸入	▲0.3	4.6	7.8	7.3	8.5
鉱工業生産	▲6.3	▲4.0	2.1	2.6	2.5
総合卸売物価	▲1.5	▲3.2	▲1.7	▲0.1	▲1.7
消費者物価	1.6	1.2	0.3	0.5	0.4
貿易収支(億ドル)	1,361	1,430	1,420	1,370	1,450
経常収支(億ドル)	1,259	1,305	1,280	1,240	1,320

(注) ①前回予測は、10月7日発表分

②二重線内は、今回の予測値(次ページ以降も同様)

③()内は、実数、兆円

④貿易収支、経常収支は国際収支ベース

(資料) 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 見込み	95年度 予測	94年度 前回予測
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	19.3	16.8	17.0	17.5	16.8
円/ドル・レート	125	108	100	100	100
公定歩合（年度末値、%）	2.5	1.75	1.75	1.75	1.75
米国実質経済成長率（暦年、%）	2.3	3.1	3.9	2.6	3.6

（注）原油価格、円/ドル・レートは年度平均値

需要項目別寄与度

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 見込み	95年度 予測	94年度 前回予測
実質国内総支出	0.4	0.0	0.6	1.3	0.6
国内需要	▲0.3	0.6	1.0	1.6	1.1
国内民間需要	▲1.6	▲0.7	0.6	1.3	0.6
民間最終消費支出	0.6	0.8	1.3	1.4	1.3
民間住宅投資	▲0.2	0.3	0.4	▲0.3	0.5
民間企業設備投資	▲1.2	▲1.9	▲1.1	0.1	▲1.1
民間在庫品増加	▲0.8	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1
国内公的需要	1.4	1.3	0.4	0.3	0.5
政府最終消費支出	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	1.1	1.0	0.2	0.2	0.3
財貨・サービスの純輸出	0.7	▲0.6	▲0.4	▲0.3	▲0.5
財貨・サービスの輸出	0.6	0.0	0.7	0.8	0.7
財貨・サービスの輸入（控除項目）	0.0	▲0.6	▲1.1	▲1.1	▲1.2

（注）①四捨五入の関係で、需要項目別の合計と全体とは必ずしも一致しない。

95年度日本経済見通し結果（半期系列）

（上段は季調済・前期比％、中段は季調済・前期比年率％、下段は原数値・前年同期比％）

	92年度		93年度		94年度		95年度	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期
名目国内総支出	0.9	0.3	0.6	0.2	0.8	0.2	0.9	1.0
	3.0	1.2	0.8	0.9	1.0	0.9	1.1	2.0
実質国内総支出	▲0.3	0.1	0.0	▲0.1	0.5	0.3	0.7	0.7
	▲0.5	0.2	0.0	▲0.2	1.0	0.6	1.4	1.5
	0.9	▲0.0	0.1	0.0	0.5	0.8	1.0	1.5
国内需要	▲0.6	▲0.1	0.5	0.3	0.6	0.5	0.9	0.9
	0.1	▲0.6	0.3	0.9	1.0	1.0	1.4	1.9
国内民間需要	▲1.5	▲1.1	▲0.3	▲0.0	0.3	0.7	0.8	0.8
	▲1.2	▲2.5	▲1.3	▲0.4	0.4	1.0	1.5	1.7
民間最終消費支出	0.1	0.5	0.2	1.7	0.7	1.2	1.2	1.2
	1.6	0.6	0.8	1.9	2.4	1.9	2.4	2.5
民間住宅投資	1.9	▲3.5	6.1	3.4	8.5	▲2.9	▲2.8	▲2.9
	▲5.2	▲1.7	2.6	9.8	12.1	5.2	▲5.7	▲5.7
民間企業設備投資	▲3.0	▲4.6	▲4.3	▲5.3	▲3.1	▲0.4	0.1	0.8
	▲3.9	▲7.4	▲8.7	▲9.4	▲8.2	▲3.6	▲0.3	0.9
民間在庫品増加 *	▲0.7	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.1	0.1	0.1	▲0.1
	▲0.9	▲0.8	0.2	0.1	▲0.2	0.1	0.2	0.1
国内公的需要	4.4	4.8	4.4	2.0	2.1	▲0.8	1.2	1.3
	8.4	9.7	9.2	6.9	4.0	1.3	0.5	2.5
政府最終消費支出	▲0.3	2.2	1.5	1.5	0.8	0.8	0.4	0.7
	2.7	2.0	4.1	3.0	2.2	1.7	1.2	1.1
公的固定資本形成	9.4	6.8	8.2	3.1	1.7	▲1.3	1.6	2.2
	16.4	16.8	15.5	11.8	4.6	0.4	0.5	3.8
財貨・サービスの純輸出 *	0.3	0.2	▲0.5	▲0.4	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2
	0.9	0.5	▲0.2	▲0.9	▲0.5	▲0.2	▲0.3	▲0.3
財貨・サービスの輸出	1.2	2.4	▲1.0	0.3	4.3	1.0	3.7	1.3
	5.5	3.7	1.3	▲0.6	4.7	5.4	4.8	5.1
財貨・サービスの輸入	▲0.9	0.8	2.4	3.4	4.9	2.1	4.8	2.5
	▲0.5	▲0.1	3.2	5.9	8.4	7.1	7.1	7.4
鉱工業生産	▲3.7	▲2.9	▲1.5	▲2.2	2.6	1.3	1.4	1.1
総合卸売物価	▲1.5	▲1.6	▲3.3	▲3.2	▲1.9	▲1.4	▲0.5	0.2
消費者物価	2.0	1.1	1.3	1.2	0.4	0.3	0.4	0.6
貿易収支（億ドル）	1,325	1,392	1,435	1,425	1,467	1,370	1,380	1,360
経常収支（億ドル）	1,180	1,269	1,279	1,296	1,316	1,240	1,240	1,230
公定歩合（％）	3.25	2.5	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75

- （注）①民間在庫品増加、財貨・サービスの純輸出は寄与度（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

95年度日本経済見通し結果(四半期系列)

(上段は季調済・前期比%、中段は季調済・前期比年率%、下段は原数値・前年同期比%)

	95年			96年				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目国内総支出	0.0 1.1	0.6 0.8	▲0.6 0.9	1.0 0.9	0.2 1.2	0.4 0.9	0.6 2.2	0.5 1.8
実質国内総支出	▲0.4 ▲1.6 0.2	0.9 3.5 0.7	▲0.6 ▲2.3 0.8	0.9 3.7 0.7	▲0.1 ▲0.3 1.2	0.7 2.7 0.9	0.1 0.4 1.7	0.6 2.4 1.3
国内需要	▲0.1 0.8	0.6 1.1	▲0.2 1.0	0.8 1.1	0.3 1.5	0.4 1.2	0.4 1.9	0.6 1.8
国内民間需要	▲0.3 0.1	1.0 0.6	▲0.1 0.7	0.7 1.2	0.2 1.8	0.6 1.3	0.3 1.8	0.4 1.6
民間最終消費支出	▲0.7 1.9	1.5 3.0	▲0.2 2.0	1.3 1.9	0.1 2.7	1.0 2.1	0.3 2.7	0.9 2.3
民間住宅投資	10.5 16.2	1.7 8.5	▲2.9 3.4	▲1.6 7.4	▲1.0 ▲3.8	▲2.1 ▲7.4	▲1.1 ▲5.7	▲1.6 ▲5.7
民間企業設備投資	▲2.5 ▲9.1	▲0.2 ▲7.4	▲0.4 ▲4.1	0.1 ▲2.9	▲0.0 ▲0.5	0.2 ▲0.1	0.4 0.7	0.5 1.1
民間在庫品増加 *	0.1 ▲0.2	▲0.2 ▲0.2	0.3 0.0	▲0.1 0.1	0.1 0.2	▲0.1 0.3	0.1 0.1	▲0.2 0.0
国内公的需要	1.0 4.6	▲1.2 3.5	▲0.9 2.1	1.5 0.4	0.6 0.1	▲0.3 0.8	0.6 2.4	1.6 2.5
政府最終消費支出	0.3 2.3	0.5 2.2	0.4 1.7	0.5 1.7	0.2 1.5	▲0.0 1.0	0.5 1.1	0.4 1.0
公的固定資本形成	1.3 6.0	▲1.3 3.7	▲0.8 1.3	0.3 ▲0.6	1.0 ▲1.0	1.0 1.5	1.1 3.4	1.1 4.3
財貨・サービスの純輸出 *	▲0.3 ▲0.6	0.3 ▲0.4	▲0.3 ▲0.1	0.1 ▲0.3	▲0.3 ▲0.3	0.3 ▲0.3	▲0.3 ▲0.3	▲0.1 ▲0.4
財貨・サービスの輸出	1.4 4.2	1.5 5.1	▲1.2 6.0	2.9 4.7	0.4 3.7	3.6 5.8	▲0.3 6.8	▲0.3 3.4
財貨・サービスの輸入	3.8 8.7	▲0.4 8.2	1.0 7.2	2.5 7.0	2.6 5.9	1.8 8.2	1.6 8.7	0.1 6.2
鉱工業生産	1.0	1.6	0.1	0.8	0.7	0.5	0.5	0.7
総合卸売物価	▲2.3	▲1.5	▲1.6	▲1.3	▲0.8	▲0.2	0.1	0.4
消費者物価	0.8	0.0	0.7	▲0.1	0.2	0.6	0.5	0.7
貿易収支(億ドル)	1,462	1,471	1,330	1,410	1,400	1,360	1,330	1,390
経常収支(億ドル)	1,352	1,281	1,110	1,360	1,270	1,210	1,110	1,340
公定歩合(%)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75

(注) ①民間在庫品増加、財貨・サービスの純輸出は寄与度(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、経常収支の四半期の数値は季節調整済・年率換算
 ④公定歩合は、期末値