

経済の動き

経済調査部

〈要旨〉

以下は直近の状況を踏まえ、「1995年度経済見通し」(94.12/2:以下、前回予測、ないし前回)を見直したものである。米、独、英とも実質GDP成長率は前回予測よりもやや高めとみるものの、景気・インフレの趨勢の見方は同じである。日本経済に関しては、阪神大震災の発生、足もとの大幅円高、株安と3つの衝撃にみまわれ、先行き不透明さも増しているが、かろうじて景気の回復傾向が維持されよう。

I. 海外環境～

米国はソフトランディングが展望されるがリセッション・リスクも、英国はソフトランディングへ

ドイツは下期に予防的利上げ局面へ、為替は現在オーバーシュート

- (1) 米国の景気拡大テンポは7次にわたる利上げの結果、95年1-3月期に至り、ようやく潜在成長率(2.5~2.8%程度)近辺に鈍化してきたとみられる。住宅投資の頭打ち、消費・設備投資の伸び鈍化が背景である。実質GDP成長率は上期中は2.5%前後(四半期別の前期比年率ベース)、下期中は1%台後半~2%程度(同)、通年では3.1%(前回:2.6%、94年実績は4.1%)となろう。インフレ率は高水準の設備稼働率、低水準の失業率の中、川上部門で

は高まりがみられるものの、川下部門では落ち着いた推移にある。今後、川下部門への波及からインフレ指標はやや高めとなるが、95年7-9月期頃に前期比上昇率はピークを打とう。前回予測どおり、95年下期には「ソフトランディングが確認される状況」となろう。対外赤字は95年上期がピークとなろう。前回予測では95年上期中に2度、計1%程度の追加利上げを見込んでいたが、景気の鈍化傾向が徐々に明確化しており、先の95年2月初の0.5%利上げが最終となろう(94年2月利上げ開始前FFレート3.0%→直近6.0%)。なお、下期には成長率が1%台に低下する局面も予想され、米経済は「景気下振れ→失速」リスクを抱えた展開となろう。

- (2) 欧州経済では、ドイツ(旧西)の実質GDP成長率は輸出拡大、建設投資増加、在庫積み増しから94年に2.4%(93年実績は▲1.7%)となったが、95年はマルク高にもかかわらず海外景気拡大に伴う輸出増加、設備投資のプラス転換、建設投資の増勢持続から2.6%(前回:2.5%)となろう。マルク高という物価安定要因はあるものの、95年賃上げ率は予想を上回る4%程度での妥結状況であり、95年下期にはインフレ率がアップしよう。金融政策に関しては、マルク高の中で3月31日に0.5%利下げが実施されたが、予防的引き締め観点から下期は利上げ(公定歩合4.0→4.5%)がなされよう。

イギリスの94年の実質GDP成長率は高水準の輸出の伸び等から3.8%となった。95年は設備投資を中心とした固定資本形成の拡大はあるものの、増税・利上げによる消費鈍化等から下期には前期比年率2.4%（前年同期比2.7%）と安定成長圏内に移行しよう。通年では3.1%（前回：2.9%）になろう。インフレ面はポンド安・労働コスト上昇などから川上部門で上昇圧力が高まっており、小売物価上昇率もジリ高傾向となろうが、利上げ開始が早い、需給ギャップ上の余裕もある一等からインフレ率アップは小幅にとどまろう。利上げペースは前回予測をやや上回り、すでにベースレートが3回引き上げられている（94年9月利上げ開始前5.25%→直近6.75%）。インフレ圧力払拭を目指して4-6月期に0.5%程度の最終利上げがなされよう。

(3) 円ドルレートは95年2月中旬頃から急ピッチの円高・ドル安である。基調的な背景には、日本の高水準の対外黒字、米国の高水準の対外赤字があるものの、直接の契機はメキシコ通貨危機、米議会の財政均衡化のための憲法修正条項案否決、米国の利上げ打ち止め観測一等によるドル売りであり、オーバー・シュートとみられる。今後、①米国経済がソフトランディングし、対外赤字は漸減傾向、②日本の黒字も高水準ながら縮小傾向一と予想されること等から、為替は95年度末にかけて円安・ドル高方向に戻そう。95年度平均で95円（前回：100円、94年度99円）とみた。ただし、日米両国の対外バランス改善テンポの遅さによる円高・ドル安リスクは残ろう。

II. 日本経済～1.4%成長、景気はかろうじて回復傾向を維持

(1) 前回予測では、「景気は回復傾向を維持する可能性が高いが、①企業リストラは道半ば、②円高の景気下押し圧力の持続、③物価鎮静の企業収益圧迫、④財政政策の発動余力低下一等から回復力は従来に比して弱い。また、円高、株安、米景気失速等のリスクも残っており、景気回復の持続性には不透明さが残る」とみた。

前回予測後の主な変化は、①阪神大震災の発生（1/17）、②予測リスクの一部実現（大幅な株安、急激な円高）、③民間設備投資の予測より早期の下げ止まり一である。①はもともとバランスシート問題を抱えた経済には新たな重石であるが、復興需要面からは景気にプラスとなろう。②は景気の下押し要因である。③は景気の自律的回復につながるものである。

(2) 予測の前提は、①所得税・住民税減税5.5兆円（94年度5.8兆円）、②95年度補正の公共事業追加2兆円、③公定歩合1.25%（95年4-6月期に引き下げ）、④阪神大震災復興需要関係の95年度GDP押し上げ効果0.3%（ネット・ベース、②を含む）一とした。①は前回予測と同一。

(3) 今後の景気動向は前回予測以上に不透明であるが、①民間設備投資の下げ止まり傾向が続いており、企業部門の調整も部分的には進展、②2年連続の所得税・住民税減税による消費下支え、③阪神大震災関連の復興需要一等から、景気はかろうじて回復傾向を維持しよう。実質GDP成長率は94年度0.7%、95年度1.4%と両年度とも前回（各々0.6%、1.3%）に比べわずかに上昇しよう。為替レートが直近の水準である80円台後半程度、ないしそれ以上の円高

で推移するような場合には95年度中に景気後退となる可能性が高まろう。

→95年度の上方修正：円高の影響などマイナス要因はあるが、復興需要等のプラス要因がわずかに上回る

(4) 経常黒字は93年度1305億ドル（名目GDP比3.0%）が94年度1260億ドル（同2.7%）、95年度1170億ドル（同2.3%）とわずかながら縮小傾向が続こう。①円高の影響による輸入数量の高い伸び、②海外景気拡大を背景とした輸入物価上昇—などのためである。

(5) 金利面では、円高、株安、景気下振れリスクの強い中、短期金利の低め誘導がなされた。4－6月期中には公定歩合の第8次下げ（1.75%→1.25%、ないし1.0%）となる可能性が高い。長期金利は当面、下げ余地があるが、①景気は弱いながらも回復傾向を持続、②追加補正に伴う公共債の発行増—等の中、95年度末に向けては強含み方向となろう。

米国経済見通し総括表

	92年実績		93年実績		94年実績		95年予測		95年 前回予測
	実績	実績	上期	下期	上期	下期	上期	下期	
実質GDP	2.3	3.1	4.1	4.2	4.3	3.1	3.0	2.0	2.6
個人消費	2.8	3.3	3.5	3.6	3.1	2.9	3.1	2.1	2.8
設備投資	2.0	12.5	13.7	12.9	13.8	8.9	8.4	5.2	7.8
住宅投資	16.2	8.2	8.6	13.4	0.9	1.7	3.1	1.5	▲ 0.6
政府支出	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 2.8	1.9	0.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.7
在庫増減	0.1	0.3	0.6	1.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2
純輸出	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.2	0.1	0.2	0.3	0.1
輸出等	6.7	4.1	9.0	7.2	16.6	10.4	9.8	5.9	9.0
輸入等	8.7	10.7	13.4	13.4	15.3	7.9	7.0	3.0	7.1
	92年実績		93年実績		94年実績		95年予測		95年 前回予測
	実績	実績	上期	下期	上期	下期	上期	下期	
鉱工業生産	3.3	4.1	5.3	6.4	5.4	4.7	5.4	2.8	3.9
失業率	7.4	6.8	6.1	6.4	5.8	5.6	5.5	5.7	5.8
消費者物価総合	3.0	3.0	2.6	2.5	3.0	3.2	3.1	3.5	3.4
貿易収支	▲ 961	▲ 1,326	▲ 1,664	▲ 1,575	▲ 1,752	▲ 1,870	▲ 1,900	▲ 1,840	▲ 1,800
経常収支	▲ 679	▲ 1,039	▲ 1,557	▲ 1,401	▲ 1,712	▲ 1,670	▲ 1,750	▲ 1,600	▲ 1,590
公定歩合	3.0	3.0	4.75	3.5	4.75	5.25	5.25	5.25	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、上下期は前年比年率、%
 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

ドイツ経済見通し総括表

	93年実績		94年実績				95年予測				94年		95年	
	▲	▲	上期		下期		上期		下期		前回見込み	前回予測	▲	▲
実質GDP	▲	1.7	2.4	2.0	2.8	2.6	2.5	2.6	2.6	2.2	2.5	2.2	2.5	
個人消費		0.2	0.8	1.5	0.2	1.2	0.5	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	
政府支出	▲	1.1	1.1	0.5	1.7	0.4	0.6	0.4	0.3	0.1	0.3	0.1	0.3	
設備投資	▲	17.6	▲	2.8	7.9	6.4	5.8	6.4	7.0	▲	5.6	1.4	5.6	
建設投資	▲	0.7	4.2	3.1	5.4	2.3	1.8	2.3	2.8	2.7	2.2	2.7	2.2	
在庫増減	▲	0.3	1.0	0.7	1.4	0.2	0.4	0.2	0.1	0.5	0.3	0.5	0.3	
純輸出		0.4	0.6	0.7	0.6	0.7	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	
輸出等	▲	3.3	8.1	6.4	9.8	6.2	6.4	6.2	5.9	7.0	6.2	7.0	6.2	
輸入等	▲	5.4	7.8	5.4	10.1	5.1	4.9	5.1	5.4	5.8	4.9	5.8	4.9	
生計費		4.1	3.0	3.2	2.9	2.5	2.2	2.5	2.8	3.0	2.5	3.0	2.5	
貿易収支		619	739	720	758	900	840	900	960	740	930	740	930	
経常収支	▲	243	▲	386	▲	350	▲	320	▲	▲	300	▲	300	
公定歩合		5.75	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0	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

イギリス経済見通し総括表

	93年実績		94年実績				95年予測				94年		95年	
	実績	93年	上期		下期		上期	下期	上期	下期	前回見込み	前回予測	94年	95年
			94年	95年	94年	95年								
実質GDP		2.2	3.8	3.7	3.9	3.1	3.5	2.7			3.7	2.9		
個人消費		2.7	2.6	3.2	2.0	1.9	1.9	1.8			2.4	1.4		
政府支出		1.0	1.6	1.8	1.4	0.6	0.8	0.4			1.4	0.6		
固定資本形成		0.3	3.2	3.8	2.6	6.9	5.1	8.7			3.2	6.0		
在庫増減		0.3	0.5	0.3	0.7	0.1	0.3	0.1			0.4	0.0		
純輸出		0.0	0.6	0.2	1.1	0.4	0.8	0.0			0.9	0.7		
輸出等		3.3	8.9	7.4	10.5	8.8	10.8	7.0			8.2	6.3		
輸入等		2.8	5.9	5.9	5.9	6.8	7.1	6.6			4.3	3.5		
小売物価		1.6	2.5	2.5	2.5	3.2	3.2	3.2			2.5	3.0		
貿易収支	▲	136	104	114	94	90	84	96			▲	95	▲	66
経常収支	▲	115	5	50	40	15	4	34			▲	42	▲	30
ベースレート		5.5	6.25	5.25	6.25	7.25	7.25	7.25			5.75	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

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	95年度 前回予測
名目国内総支出(GDP)	1.8 (464.2)	0.6 (466.8)	0.5 (469.2)	1.5 (476.3)	0.9 (473.6)	1.5 (481.0)
実質国内総支出	0.3	▲0.2	0.7	1.4	0.6	1.3
国内需要	▲0.4	0.3	1.1	1.6	1.0	1.6
国内民間需要	▲2.2	▲1.0	0.4	1.6	0.7	1.6
民間最終消費支出	0.9	1.4	1.6	2.2	2.2	2.4
民間住宅投資	▲3.7	5.3	8.6	▲4.9	8.7	▲5.7
民間企業設備投資	▲6.6	▲10.0	▲6.0	1.9	▲5.8	0.3
民間在庫品増加	(0.9)	(1.3)	(1.5)	(1.3)	(1.2)	(1.7)
国内公的需要	9.9	7.0	4.1	1.5	2.5	1.6
政府最終消費支出	3.0	1.8	2.6	2.2	1.9	1.2
公的固定資本形成	17.6	13.3	3.6	2.4	2.2	2.4
財貨・サービスの純輸出	(5.0)	(2.8)	(1.2)	(0.3)	(0.9)	(▲0.6)
財貨・サービスの輸出	4.8	0.2	5.0	5.1	5.0	4.9
財貨・サービスの輸入	▲0.4	4.1	8.0	6.6	7.8	7.3
鉱工業生産	▲6.3	▲4.0	3.0	3.1	2.1	2.6
総合卸売物価	▲1.5	▲3.2	▲1.5	▲0.1	▲1.7	▲0.1
消費者物価	1.6	1.2	0.4	0.5	0.3	0.5
貿易収支(億ドル)	1361	1430	1410	1300	1420	1370
経常収支(億ドル)	1259	1305	1260	1170	1280	1240

(注) ①前回予測は、12月2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	95年度 前回予測
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	19.3	16.8	17.2	18.0	17.0	17.5
円/ドル・レート	125	108	99	95	100	100
公定歩合（年度末値、%）	2.5	1.75	1.75	1.25	1.75	1.75
米国実質経済成長率（暦年、%）	2.3	3.1	4.1	3.1	3.9	2.6

（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	95年度 前回予測
実質国内総支出	0.3	▲0.2	0.7	1.4	0.6	1.3
国内需要	▲0.4	0.3	1.0	1.6	1.0	1.6
国内民間需要	▲1.9	▲0.9	0.3	1.3	0.6	1.3
民間最終消費支出	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
民間住宅投資	▲0.2	0.2	0.4	▲0.3	0.4	▲0.3
民間企業設備投資	▲1.4	▲2.0	▲1.1	0.3	▲1.1	0.1
民間在庫品増加	▲0.8	0.1	0.0	▲0.0	▲0.1	0.1
国内公的需要	1.5	1.1	0.7	0.3	0.4	0.3
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
公的固定資本形成	1.2	1.0	0.3	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの純輸出	0.7	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.4	▲0.3
財貨・サービスの輸出	0.7	0.0	0.7	0.8	0.7	0.8
財貨・サービスの輸入（控除項目）	0.1	▲0.6	▲1.1	▲1.0	▲1.1	▲1.1

（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（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％）

	94年度			95年度			96年度		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目国内総支出	0.2	0.2	▲1.1	0.9	0.6	0.3	0.3	0.9	
	1.4	0.5	0.3	▲0.1	0.5	0.7	2.4	2.2	
実質国内総支出	0.2	0.9	▲0.9	0.2	0.7	0.4	0.2	0.7	
	0.7	3.5	▲3.4	1.0	2.9	1.5	1.0	2.9	
	0.5	1.0	1.0	0.2	0.9	0.5	1.8	2.1	
国内需要	0.1	1.0	▲0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7	
	0.9	1.4	1.0	0.8	1.2	0.9	2.1	2.1	
国内民間需要	▲0.1	1.0	▲0.8	0.6	0.4	0.6	0.4	0.6	
	0.1	0.8	0.0	0.7	1.2	0.8	2.3	2.0	
民間最終消費支出	▲0.3	1.1	▲0.6	0.3	0.8	0.9	0.5	0.7	
	2.1	2.9	1.5	0.2	1.5	1.5	2.8	2.8	
民間住宅投資	7.9	2.6	▲5.9	0.1	▲1.1	▲1.0	▲0.3	▲1.1	
	16.5	11.1	1.8	5.4	▲4.1	▲8.7	▲2.7	▲3.6	
民間企業設備投資	▲2.1	0.3	0.4	1.1	0.2	0.1	0.7	0.4	
	▲10.7	▲8.4	▲4.8	▲0.4	2.3	1.7	2.3	1.5	
民間在庫品増加 *	0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.0	0.0	
	▲0.1	0.0	▲0.0	0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.1	
国内公的需要	1.0	1.2	0.2	▲0.3	0.9	▲0.4	0.3	1.3	
	5.3	4.6	5.3	1.6	1.5	1.3	1.1	2.1	
政府最終消費支出	0.0	1.5	0.1	0.8	0.3	0.1	0.7	0.4	
	3.5	2.4	2.7	1.8	3.5	2.4	1.6	1.5	
公的固定資本形成	1.4	0.7	▲0.5	0.3	1.5	0.7	0.3	0.5	
	5.9	3.9	3.6	1.7	▲0.4	2.7	3.2	3.0	
財貨・サービスの純輸出 *	0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.2	0.2	▲0.1	▲0.1	0.0	
	▲0.4	▲0.4	▲0.0	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲0.2	0.0	
財貨・サービスの輸出	3.4	0.5	2.3	▲5.2	4.2	2.4	2.4	2.0	
	4.4	5.4	10.1	0.1	2.1	3.3	3.7	11.5	
財貨・サービスの輸入	3.2	1.4	4.1	▲3.9	2.7	2.8	3.4	2.0	
	7.6	8.9	10.8	4.7	4.1	5.6	5.3	11.3	
鉱工業生産	1.0	1.6	1.6	1.3	0.2	0.3	0.4	0.7	
総合卸売物価	▲2.3	▲1.5	▲1.2	▲1.1	▲0.9	▲0.2	0.3	0.4	
消費者物価	0.8	0.0	0.8	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	
貿易収支（億ドル）	1474	1469	1401	1300	1300	1340	1270	1290	
経常収支（億ドル）	1354	1269	1211	1200	1190	1160	1140	1200	
公定歩合（％）	1.75	1.75	1.75	1.75	1.25	1.25	1.25	1.25	

（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