

演

アメリカ経済の動向とドル問題

講

丸 茂 明 則

小山理事長 本日の講演会を開始いたします。

本日の講師は、国際大学教授の丸茂明則先生です。

丸茂先生には、昨年もこの講演会の講師をお願いしていますが、改めてご経歴を簡単に紹介させていただきます。

丸茂先生は、早稲田大学政経学部のご卒業で、昭和三十一年に経済企画庁にお入りになりました。お若いころ国連留学生としてアメリカの商務省に派遣され、その後もOECDの日本政府代表部に四年間にわたり勤務されるなど、豊富な海外勤務のご経験をお持ちです。企画庁では、調査局、調整局の各課長を歴任され、審議官を経て、昭和六〇年に調査局長に就任されまし

た。ご退官後、国際大学教授に就任され、現在に至っております。

ご専門は国際経済で、『入門世界経済』、『アメリカ経済はよみがえるか』等、著書も多数あり、特にアメリカ経済の研究分野で活躍しております。アメリカ経済の最近の動向につきましては、円ドル相場の行方とも絡んで、皆様も関心をお持ちのことと思います。本日は、丸茂先生から、「アメリカ経済の動向とドル問題」というテーマでお話いただくことといたします。

それでは、丸茂先生、よろしく願いたします。

ただいまご紹介いただきました丸茂でございます。

アメリカ経済は、ご承知のように、現在はかなり景気がいいわけであります。ちょっと振り返ってみますと、一九九〇年の春から九一年の初めにかけてまして景気後退に見舞われました。その後退、リセッションそのものは非常に軽かったわけであり、また、長さも割合短かったわけでありますが、その後の回復が非常にゆっくりしている。特に、雇用がさっぱりふえないで、景気が回復過程に入ってから、失業率がずっと上がり続けるという状況が続きまして、やれジョブレス・リカバリーだとか何とかいわれていたわけですが、昨年の特に後半から、景気の上昇テンポが非常に堅調になりました、ことしに入っても、基調としてはかなり強い上昇が続いているということであります。この春ぐらいいから連銀が金利を引き上げて

おりますので、その影響もあって、金利はかなり上がっている状況であります。したがって、これからこの金利の上昇の影響がどのくらい出てきて、今年下期から来年にかけてどうなるかという点が、非常に気になるところであります。

また、それと同時に、円高・ドル安で一〇〇円を切るという円高になっておりますが、果たしてこれは円高なのか、それともドル安なのか。むろん、円とドルだけ考えれば、円高は即ドル安でありますけれども、最近のアメリカの政府筋の言い方は、円だけが上がっているんだから、ドルは全体としてはそんなに下がっていない、つまり、円に対しては下がっているけれども、ほかの通貨に対しては下がっていないので大丈夫だという表現をしているわけですが、果たしてそうなんだろうか。こういう点が非常に気になるところでありますので、そういう点を中心にしてお話を申

し上げたいと思います。

私は、たまたま七月の前半二週間ぐらいアメリカに行きまして、あちこち回りをまして、アメリカの民間のエコノミスト、あるいは政府関係の人ともかなりの数会ってまいりました。そのときの感じも含めながら、お話をしてみたいと思います。

一、好調なアメリカ經濟

アメリカが、年平均でいうと去年も三%、ことしも三%を超える成長になりそうだ。それに引きかえ、日本はご承知のような状況でありますし、株価でいえば、アメリカは戦後最高を更新して、ひところは三九〇〇を超えたところまでいっている。日本と比べますと、景気循環の局面が違うということがあります。ちょっとうらやましいぐらい景気がいい状況であります。

特に、アメリカの景気上昇テンポが非常に強くなったのは、昨年の秋ぐらいからであります。お手元にレジュメと表を五、六枚お配りしてございます。ときどき、特に表の方をごらんいただきたいと思います。

表1は実質GDPの動きを示したものでございますが、そこにもございますように、昨年の上半期は、經濟の上昇テンポが非常に減速いたしました。息切れになるかというほどではなかったんですが、相当減速をした。ところが、七—九月には、一番上にありますように年率で二・七%。特に、一〇—一二月には六・三%という、非常に高い成長率を実現いたしました。この第三・四半期、第四・四半期は、平均いたしますと、およそ四・五%の經濟成長であります。短期間ではありますけれども、四・五%というのはアメリカとしては非常に高いものでありますし、今の日本から見ても

非常に高いというところであります。

この加速をいたしました昨年後半の動きに非常に大きな特徴があります。それは、急速な景気上昇が三つのファクター、需要要因で引っ張られたことでもあります。それは、民間設備投資、住宅投資、それから個人投資のうちの耐久財消費であります。この表にもありますが、第三、第四・四半期を平均いたしますと、民間設備投資は年率にして一七%、その前から一〇%近辺の高い伸びを続けていましたが、一七%という大変高い伸びをいたしました。住宅投資はもっと高くて、一九%という伸びでございました。それから、耐久消費財の伸びも一二%ということで、いずれも二けたの、非常に大きな伸びをしております。この結果、昨年の下半期にふえた国内総生産の中で、今申し上げた三つの要因だけで、およそ八割を占めているということであります。

また、こういうふうな経済成長率が高まっただけではなくて、その背後には雇用が相当にふえたということでもあります。冒頭にも申し上げましたように、景気が回復に向かっても、しばらくの間はさっぱり雇用がふえない、むしろ失業率はふえるという状況が続いていたわけでありましたが、昨年に入りましてから、この状況が大幅改善されてきた。昨年の下半期、七月から一二月までで見ますと、非農業であります。月平均で二一万人の雇用者がふえたということでもあります。二〇万人と申し上げても、余りピンとこない方もいらっしゃると思いますが、月に二一万人でありますから、簡単にこれを一年間に引き伸ばしますと二四〇〇二五〇万人であります。アメリカの現在の雇用者の総数は約一億一〇〇〇万人でありますから、二四〇〇万人ということは、二%を超えているという状況であります。雇用が年率で二%を超える

伸び率というのは、相当高い伸びであります。

こういう状況を背景にいたしまして、なかなか下がらなかった失業率も、昨年後半にはかなり急テンポで下がり出しました。昨年の六月には七％に近かった失業率が、年末には六・四％まで下がった。さらにことしの前半にも下がって、ご承知のように、現在では六％とか六・一％という状況になっているということがあります。

それでは、ことしに入ってからはどうであるかということですが、一部では、かなり減速をするのではないか、スピードが落ちるのではないかといわれておりました。もちろん、昨年の第四・四半期の年率六％、七％に比べれば減速しておりますけれども、結果的に見ますと、第一・四半期が三・三％、第二・四半期が三・八％、平均しますと三・六％ぐらいということで、アメリカの經濟としては相当に高い成長が、少なくとも上

半期中は続いたということであります。特に民間設備投資は、上半期を平均して年率で約一〇％伸びております。昨年の後半に一七％も伸びた後でありますから、これも非常に高い伸びが続いていることになります。そして、繰り返しになります、失業率も低下を続けた。雇用のふえ方は一段と早くなりまして、ことしの上半期、一月から六月までの平均で見ますと、月に二八万人ふえているということがあります。先ほどのようなことで計算をいたしますと、年に三％ぐらいの割合で雇用がふえている。こういうように、昨年後半からことしの上半期にかけまして、アメリカの景気が、全体として非常に強い伸びを示しているということがあります。

ご承知のように、東西冷戦の終焉に伴いまして軍備の縮小が続いております。したがって、国防支出は、年に数％の割合でここ二、三年減り続け

ている。特にことしの上半期は、国防費は年率にしまして一〇%以上、二けたの減少が続いているわけであります。そういうマイナス要因がかなりある。それから、昨年決まりました増税の結果、ことしに入ってから個人所得税もかなり引き上げられている。これももちろん、それだけを取り出せば景気に対してマイナス要因であります、そういう二つの大きなマイナス要因をはね返して、これだけ強い伸びを示しているということであります。

一方、物価はどうかと申しますと、少なくとも表面的には非常に安定した状況が続いております。そのあたりは表2のところに出ておりますけれども、例えば消費者物価で申しますと、昨年九三年の上昇率が三%でございました。これはアメリカとしては非常に低い。この三%程度の物価上昇率が、一年だけではなくて二、三年も続いたの

は、一九六〇年代初め以来のことでございます。この安定した状況は、その表にもございますようにごく最近まで続いておりまして、四半期で大体〇・六〇・七%ということで落ち着いてきておりますし、ここには出しておりませんけれども、卸売物価についても非常に安定をしている状況が続いております。

物価の欄に二つございまして、「消費者物価」の下に「(除くエネルギー、食料)」とございますが、アメリカでは、日本でもそうでしょうけれども、食料品の価格が、季節性といえますか天候によってかなり変動する。それから、エネルギー価格は世界の石油需給によってかなり大きく変動いたしますので、アメリカでは、消費者物価あるいは卸売物価の中から食料、エネルギーを除いたもの、これを核、コア・インフレーション・レートといっております。それと両方併記してございます

が、いずれにしても、両方ともかなり落ち着いた動きをしている。

もっとも、七月、八月になりますと、やや物価上昇率が高まっておりまして、この資料をつくりました後で発表になりましたので、そこには書いてございせんけれども、消費者物価は、八月もコアで〇・三%上がっている。卸売物価につきまして、七月、八月と引き続いて、前月比で〇・五〇・六%という高い伸びを示している。これが果たしてインフレ加速の兆候であるのかどうか。この点は金融政策との関連で、後で詳しく申し上げます。

こういうように、景気は拡大する、雇用はふえる、したがって失業は減る、物価は、少なくとも表面的には安定している。それで、アメリカの經濟は非常に好調なわけであります。ただ、その一方で輸入が急速にふえております。その結果、貿

易収支あるいは経常収支の赤字が大幅に急速に拡大をしていて、かなり大きな問題になっております。この点については、ドルとの関係もございまして、後で申し上げたいと思います。

二、緩和から中立に転じた金融政策

次に、最近の金利、あるいは金融政策の動きについて、若干ご説明しておきたいと思ひます。

アメリカの金融政策は、景気が回復に転じてからも非常に緩和状態が続いておりました。これは、景気回復のテンポが従来の回復期に比べて非常に弱い。あるいは、何回も申し上げているように雇用がさっぱり伸びない。こういうこともありまして、昨年中もずっと緩和、あるいは超緩和の状態が続いておりました。

例えばアメリカのFFレート、フェデラル・ファンド・レート。これは、日本でいえばコールレートのようなものでございますけれども、これが、昨年いっぱい三%にずっと据え置かれていたわけであります。三%と申しますと、たまたま昨年の消費者物価の上昇率と同じであります。つまり、消費者物価との相対価格関係、いわゆる実質金利で見ると、ゼロという状況が続いたわけであります。

これは、むろん昨年の上半期まで景気の回復に自信が持てないというか、景気の回復テンポが弱いので、それをなるべく引っ張り上げよう、刺激しようということで、そういう政策が続けられたのであります。昨年後半の、特に第四・四半期の強い伸びがはつきりしてきたので、ことしの初めになってから、アメリカの連銀は、金融政策のスタンス、姿勢を変えました。これをFRBの理

事長は、中立的なスタンスに変えたんだ、今までの緩和から中立に変えたという表現をしておりますが、それと同時に、インフレの再燃の芽をなるべく早くつみ取るというか、未然に防止する、そのために金融政策を超緩和から中立に転換した、こういう説明をしております。

その結果、二月に、フェデラル・ファンド・レートが、それまで三%でございましたものが
 ○・二五%引き上げられました。その後も、二、三回にわたりまして○・二五%ずつ、少しずつ引き上げられている。それで五月に、やや大幅に
 ○・五%引き上げられたわけであります。同時に、ずっと三%に据え置かれておりました公定歩合も、五月半ばの引き締めるときに○・五%引き上げられて、三・五%になったわけであります。
 こういうふうに連銀が、まだ物価が非常に安定している中で金利を引き上げ出したことについて

は、いろいろな批判、あるいは反対論もございました。しかし、連銀当局者にいわせますと、これだけ景気の上昇がしっかりしてきている、そういう中でいつまでも超緩和を続けるわけにはいかない、もしも消費者物価指数、あるいは卸売物価指数が上がり出してから金融を引き締めたんでは遅過ぎる、ですから、これを未然に防ぐために、今からやるのが必要なんだということです。

もう一つは、これは公にしていたわけではありませんが、当局者の考え方の中にあつたのは、今、金融当局がインフレの予防を非常に真剣に考えて積極的な手を打っているんだということを示すことによって、市場関係者が将来のインフレについて安心をする、インフレが再燃するところがないだろうと考える。長期金利の方は、先のインフレがどうなるか、物価がどうなるかということが非常に大事な要因ですので、むしろ短期金

利を上げると、将来のインフレが抑制される、防ぎ止まれるということで、長期金利は下がるんじゃないか。下がるまではいなくても、少なくとも上がらないんじゃないかという期待があつたようであります。

ところが、もう既に皆さんご承知の方が多いと思いますが、この短期金利を引き上げましたとたんに、長期金利がそれ以上にどんどん上がり出したということでもあります。

例えば、アメリカの長期金利の代表的な指標であります三〇年国債の利回りで見ますと、実は、昨年の六月ぐらいまでは高どまりをしておりまして、多少は下がったんですが、七%ぐらいというかなり高い水準になっておりました。物価が非常に落ち着いて、三%あるいはそれを切るという状況で七%の長期金利というのは、実質金利は四%という計算になりますから、相当高いんでありま

す。

しかし、昨年の八月にクリントン大統領が議会に提出いたしました財政赤字の削減策は、五年間で財政赤字を五〇〇億ドル減らそうという法律であります。しかも、五〇〇億ドルのうちの半分ぐらいは増税で賄おうという、レーガン時代、あるいはそれを受け継いだブッシュの時代では全く考えられなかった、正面切つての増税を含んだ五〇〇億ドルの赤字削減策でありまして、これが議会を通りましたのが八月であります。これを契機にして、これならば何とか将来の財政赤字の改善が本当に見込める、したがって長期金利もいい影響を受けるだろう、またインフレにもならないだろうということで急速に長期金利が下がりました、一〇月には、一時的でありますけれども六%を切りました。その後また若干上がりましたが、それでも、ことしの初めごろには六%をちょっと上

回るぐらいであつたわけでございます。

ところが、二月半ばの連銀の短期金利、FFレートの上昇を契機にいたしまして急速に上がり出しまして、一―二月には六・二―六・三%であつたものが、五月には七%を超えて、一時は七・五―七・六%まで上がる。ですから、いつから測るかということもございますが、仮に六・二であつたものが七・五に上がったといえますと、一・三%も長期金利が跳ね上がったしました。短期金利はと申しますと、さっき申しましたように、FFレートが三%から、五月の段階では三・七五でありますから、〇・七五%だけ上がっただけです、長期金利はその二倍近くも上がってしまったということです。

では、一体どうしてそんなことが起こつたのかということですが、これには四つぐらいの理由が考えられると思います。

一つは、これは特に二月、三月ぐらいの状況でありますが、市場参加者が、連銀はインフレの兆候を何かつかまえているんじゃないか。確かに、普通に発表される物価指数は安定しているんだけど

れども、これだけ物価が安定している中で連銀が金利を上げたから、何か特別な情報を持っているんじゃないかという思惑が働いたんじゃないか。

もう一つは、ちょうどこのころにFRBの理事の入れかえがございまして、それまで副議長をしておりましたマランズ、私は、この方にも二回ぐらいワシントンでお会いしたことがあります、この人は非常にインフレ警戒派です。ですから、

去年の七月に私がお会いしたときに、もう既に物価上昇率がだんだんに下がってくる状況は終わったんで、これからは相当警戒しなきゃいけないと盛んにいっておられたんですが、この副議長をしていたマランズさんがやめられた。その後任とし

て、ブラインダー、これは大学の先生で、それまでは大統領経済諮問委員会の委員をしていた人ですが、この人が後任に指名されたわけであります。

この人は就任のときの記者会見で、私はどちらかといえば成長派だといったそうではありますが、市場関係者も、ブラインダーというのは、少なくともインフレに対しては従来のマランズさんほど警戒的でない、あるいは連銀の引き締めがやや鈍るんじゃないかということで、将来のインフレを心配したということも考えられる。

三番目の理由は、アメリカの市中商業銀行のポートフォリオの中で、国債の保有が非常に大きくふえていたということです。昨年末までの三年間について見ますと、その前の数年間に比べて、証券保有高が非常にふえております。特に、その中でもアメリカの国債の保有高がこの三年間

で六割もふえている。銀行の貸し出しと証券保有を合計した金額のふえた中で、八割がアメリカの国債の保有であった。その前五年間を見ますと、その割合は二割ぐらいでありましたから、非常に大きな国債保有の増加があった。ところが、金利が仮に反転をいたしますと、国債を持っていると損をするということで、かなりの保有者が国債を売り始めたんではないか。その結果として、当然債券市場が下がる、金利は上がるという現象が起ったんではないかと推察されるわけであります。これが第三番目の理由です。

第四番目は、何といっても景気がこれだけしっかりしておりますので、資金需要もかなりふえてきている。例えば商業銀行の商工業貸出という統計がございますが、そういうものを見ておりますと、去年の春ぐらいまでは、むしろ前年比でマイナスであったわけですが、だんだんふえるように

なりまして、ごく最近では、一年前に比べて一〇%ぐらい貸し出しがふえている。これも資金の需要の強さの一面を示すものでありますが、そういう資金の需給から本来金利が上昇する下地もできていた、こんなことが理由ではないかと思われるわけであります。

それはともかくといたしまして、短期金利が少し引き上げられ、長期金利はそれに倍する上昇を示したというのが五―六月までの状況でございました。その後、さらに先月、八月の半ばに、連銀はフェデラル・ファンド・レートをさらに〇・五%上げて四・七五%にした。それから、公定歩合も〇・五%引き上げるといふ政策をとりました。これは、やはり第一・四半期、第二・四半期のアメリカの経済の状況が、連銀が考えている適正な成長率よりも高い、もう少し具体的な数字で申しますと、連銀などは、アメリカの経済の潜在成長

率を大体二・五%、あるいはそれより若干高めかもしれませんが、そのぐらいだと見ているわけがあります。それが、さっきから申し上げておりますように、去年の後半には四・五%、ことしの前半も三・五%かそこらの成長が続いている。もちろん、リセッションがあり、その後非常に低い成長が続いたわけでありますから、潜在成長率よりも高い上昇が続くこと自体が今非常に問題だということではありませんが、これほど高い成長が、さらに今後一年も続くということになりますと、需給バランスが悪化してインフレになりかねない。こういうことから追加利上げに踏み切ったんだと思います。それから、一月には議会の中間選挙があります。その間近になるとなかなか金利も上げにくいということで、今のうちに上げようという配慮も、恐らく働いたんではないだろうか。

それから、金利を上げることに対して、金融当局が積極的で、行政府、議会はどうも消極的というか反対するというのは、いつも見られる構図であります。日本でもそういう傾向がございますが、今回は、行政府も、内心は多少心配しているんだと思いますが、それほどは反対しなかった。その理由としては、一つには、一九九六年に大統領選挙がやってまいります。現在余り景気をよくし過ぎて、むしろ再来年に景気が落ちるようなことになりますと選挙にも差し支えるということで、今はある程度締めておいて長引かせた方が有利だということも、恐らくクリントン大統領の頭の中にはあったんではないかと思えます。

三、来年にかけて減速に向かう

次に、ごく最近の景気の状態について考えてみ

たいと思います。上半期を通じますと、さっきから申しておりますようにかなり強いんでありますが、よく見ると四―六月の統計にも、多少鈍化の動きが見られるわけがあります。

その状況を幾つか申し上げますと、一つは、まずGDPの伸びであります。GDPは、四―六月の第二・四半期は年率で三・八%ふえたわけですが、そのうち六割に当たりますものが在庫投資の増加であります。

お手元の表では、表1の真ん中辺に「在庫投資」という欄がございますが、これで見えていただくとわかりますように、過去二年ぐらい在庫投資は多少ふえておりますけれども、例えば九二年、九三年では〇・一とか〇・三。これは、在庫投資がふえたことでGDPをどのぐらい引き上げたかという、GDPの寄与度を見たものでありますが、非常に落ちていたわけであります。それが、こ

としの四―六月を見ていただきますと、年率で二・四%も寄与度があった。ということは、逆にいいますと、実質GDP三・八から在庫投資がふえた分を除くと、一・数%しか伸びていないことになるわけであります。

まだ在庫率は決して高いわけではありません。むしろ非常に低い状況にある。それがちよっぴり上がったことありますから、これで在庫が非常にふえて、将来の大きなマイナス要因になるかという、そうではありません。しかし、これだけ在庫が四―六月にふえたということは、七―九月以後はそんなに在庫がふえるはずはありませんので、一つのマイナス要因といえますか、景気鈍化の指標であるといえると思います。

それから、特に、四―六月のGDPでは個人消費、その中の耐久財支出の伸びが非常に鈍っております。耐久財消費は、さっきも申しましたよう

に、昨年後半から非常に大きくふえたんですけれども、四―六月には年率一%そこそこしかふえなくなりました。

今の耐久財と関係いたしますけれども、小売の売上高。これは毎月の統計がございますが、四月には前月比でマイナスになり、五月が横ばい、六月はちょっとふえましたけれども、七月も前月比わずかですがマイナスということで、四―七月を通してみるとマイナスにはなっていないんですが、伸びが非常に鈍くなってきている。

また、乗用車の販売台数。これも、四、五、六、七と四カ月続けて前月比でマイナスになっております。表2で見えていただきますと、上から五番目に「乗用車販売台数」とあります。これは年率でありますが、一―三月に九四五万台であったものが、七月には八五〇万台まで下がっている。まだ正確な数字は私は承知しておりませんが、八月は

またかなりふえたということですが、いずれにしても、ならしてみると、ひとところに比べて減少している。

三番目に、住宅の着工戸数。これも、この春ぐらゐまで非常にふえていたんですが、最近はその表にもありますように、大体年率一四〇万戸前後で、月々振れはございますけれども、余りふえなくなりました。どちらかというと頭打ちの状況であります。

最後に、製造業の受注高。これが七月になりまして、特に耐久財の受注高が前月比四%減という、かなり大きな減少を示しました。これも表に出ております。

こんなことを考えますと、どうも四―六月以後、特に七月、八月に入ってから、景気の伸びの勢いが若干鈍化しているんじゃないか。これがすべて金利上昇が原因であるかどうかは断定できま

せんけれども、かなりの部分が金利の上昇によるものであることは間違いない。そして、金利の上昇の景気に対するマイナスの効果は、かなりの時間のおくれを持って出てまいりますので、最近上昇した金利の影響は、本格的にはこの秋以後、つまりこれから出てくるんではないかなと思われるわけであります。

したがいまして、ことしの後半、七―九月、一〇―一二月には、私は、景気上昇のスピードはかなり減速をして、年率で申しますと、恐らく三%以下になるのではないだろうかと思えます。特に七―九月はかなり弱くなる可能性があります。それはさっき申しましたように、既に七月、八月である程度指標がわかっているものもあります。例えば、小売売上げとかそういうものが弱いということのほか、在庫の動きも考え合わせますと、七―九月は数字上かなり低い成長率になるかもし

れない。

しかし、これは実勢以下に出ております。実勢はそれほど弱まるとは思いません。したがって、一〇―一二月にはまた若干立ち直るといいますか、数字上は大きくなる。これは、四半期別にジグザグするということでありまして、余り大した問題ではないので、ならしてみると、下期は上期に比べてかなり減速して、恐らく三%を若干下回るぐらいになるんじゃないか。それから、来年につきましては、さらに減速をしていく可能性がある。しかし、リセッションにすぐになるということとは恐らく避けられるんじゃないかなと思えますが、相当減速することは、まず間違いないだろうと思います。

先ほど申しましたように、七月の上旬、中旬にかけて、私はアメリカのエコノミストと意見の交換をしてまいりました。もちろん、人によってい

ろいろな意見の違いはございますけれども、非常に多くの人が、大体今申し上げたような見通しを持っている。金利が上がったということもあって、ことしの下期は三%前後、来年は二%半ぐらいの成長率になるという見通しを述べる人が圧倒的に多かったわけであります。

それと同時に驚かされたのは、インフレについて大部分の人が非常に楽観的でした、ことは大体消費者物価で三%ぐらいだろうということですが、来年も三%ぐらいでいくんじゃないかという見方をする人が大部分でありました。もう少し上がりそうだという人も若干おりましたけれども、私は、どちらかといいますと、成長率については、彼らの見方は大体そんなものだろうと思うんですが、インフレについては、もう少し高くなるんじゃないかという心配を持っております。

ご参考までに、表6だったと思いますが、アメ

リカ政府の経済見通しを掲げてございます。これは、たまたま私、出張中にアメリカの政府が発表したものでありますが、毎年アメリカ政府は七月か八月に年央見通しという改定見通しを発表しているわけがありますが、その結果がここに書いてございます。これで見ていただきますと、括弧の中がことしの初めに発表されたアメリカ政府の見通しであります、GDPの実質成長率は、第四・四半期対比で申しますと、これが三・〇と三・〇で全く変わっていないわけであります。ところが、年平均で見ますと、括弧の中、つまりことしの初めが三・一と見ていたのが、三・六に大きく上方修正されております。つまり、これは昨年の下期の実績が、当時考えていたよりも非常に上がった。日本流に言えばゲタが高くなったということ、ことしの伸び率は、当初考えていたのと、少なくともアメリカ政府は変えてないという

ことであります。

来年についても、成長率は二・七〇二・八%と見て、特に年初から変えてない。物価についてもごらんのとおり、ことしも来年も大体三%くらいだろう、こういう見通しを出しているわけであります。私が会いました二十数人のエコノミストも、もちろんその中にはもっと強い人も、もっと弱い人もおりますけれども、最大公約数をとると、これに非常に近いところのことをいっている人が多かったということです。

四、この春の金融引き締めは早すぎたか

次に、それではこの春から行われました連銀の金融引き締め、これが果たして適当であったのか、早過ぎたのか、遅過ぎたのか、こういう問題

を少し考えてみたいと思います。中には、かなり早過ぎたんじゃないかと考えている人も多いわけであります。その理由は、一つは、まだ消費者物価も卸売物価も上がってない、少なくともことしの春の段階では全然上がってない、それなのに締めるのはちょっと早いんじゃないかということですが、これはやや単純な見方であります。

もう一つは、今日日本でも価格破壊ということが大変大きな問題になっておりますが、アメリカでも、国内での競争、海外での競争、特に海外との競争が非常に激しくなってきたいて、多少操業度が上がった、あるいは供給のボトルネックが出たからといって、おいそれと売り値を上げられる状況じゃない。したがって、失業率とかそういういわゆる普通の指標でインフレがそろそろ危なくなつたと見ても、今回は違うんだ、だからそんなに心配はないんだ、それを連銀は少し早とちりで

引き締めた、こういう批判をかなりの人が持っているわけであります。果たしてどっちが正しいんだらうということを少し考えてみたいわけであります。

その点を見ましたのが、表3であります。この表はこういうふうに見ていただきたいのです。項目が幾つか並んでおりますが、年月欄にシャドーが引いてあるのが三カ所ございます。八七年三月、八八年三月、それから九四年一月であります。これは、八七年三月と八八年三月、それらと今回とを比較してみる、こういう趣旨の表でございます。なぜ八七年三月などと比較するかと申しますと、連銀が引き締め政策に転換した、あるいは引き締めを強化した直前の時期が八七年三月あるいは八八年三月になるからであります。

ご記憶の方も多いかと思いますが、アメリカの景気は一九八二年に第二次石油ショック後

のリセッションから抜け出しまして、その後九〇年の春まで、八年近い息の長い拡大が続いたわけでありますが、八六年末から八七年初め、つまり景気が五、六年続いた段階になりますと、そろそろインフレの心配が出てきたということで、八七年三月から連銀が金融を引き締める方向に動いたわけであります。

ところが、これもご記憶の方が多いと思いますが、同年の一〇月、いわゆるブラックマンデーで、ニューヨーク証券市場が非常に大きく下落いたしました。ニューヨークだけじゃなくて、日本は軽かったのですが、世界じゅうの株価が下がったわけでありますが、そのために、このときの引き締め政策はそこで中断されました。むしろ金融緩和策をとった。ところが、翌年の八八年三月ごろになってみると、政策が適切であったからかわかりませんが、ブラックマンデーの影響とい

うのは大したことはなかった、むしろ景気はさらによくなるということで、また金融の引き締めに乗り出したのが八八年の春だったということでもあります。

その時期とことしの一月ごろとを比較したものでありますが、まず一番左のCPIのコア、先ほど申し上げました食料、燃料を除いた消費者物価の前年度比であります、これは今回が三%弱、八七年、八八年のころよりもむしろ安定をしているということでもあります。

次に実質金利、これは金利から消費者物価の上昇率を引いたわけですが、これで見ますと、短期金利が今回は非常に低い。九四年一月で〇・一、つまり実質金利ゼロであります。これに対して、従来は引き締め直前の段階で実質金利が二%くらいになっていたということでもありますから、特徴としていえることは、今回は実質金利が

非常に低かったということがあります。長期金利につきましては、従来とそれほど大きな差がありません。

賃金についても、大した差はございませんので省略いたしますが、右から二番目の失業率であります。これがことしの初めには六・七%でありまして、八七、八八年にはこれが六・三とか五・七、六%近辺でありますから、これだけで見ますと、今回はまだかなり失業率が高いと見えるわけですが、ここでちょっとご注意いただきたいのは、アメリカの失業統計のとり方がことしの一月から変わりました、これが連続しません。したがって、六・七%、ここにも括弧の注に「新シリーズ」と書いてありますが、この新シリーズでの六・七%というのは正確ではありませんが、大体のところ〇・五ポイントくらい旧シリーズより高くなつたんです。したがって、この六・七とい

う数字は、旧統計によりますと大体六・二くらいだろうと見られます。つまり、失業率も過去の引き締め開始時と大差がないということであります。

なお、アメリカでは失業率が大体五・五から六%まで下がると、そろそろ賃金圧力等々から物価が上がり出すということが経験的にいわれております。現在の失業率というのは大体それに近づいているということであります。

最後に、製造業の操業度、稼働率であります。これがことしの四月時点で八二%でございました。これも八七〜八八年のころと大体同じくらいである。したがって、こういう点から見ますと、最近の金融引き締めの開始というのは、經濟の状況から見て、例えば物価の状況、失業率の状況等々から見て、決して非常に早過ぎるということではないといえると思いますし、私はそういうふう

うに考えるわけであります。

なお、操業度について申しますと、最近、この表にもございますように、九四年四月の段階で八三%、最近も八三%をちょっと上回る状況であります。これは製造業全体の操業度でありまして、産業別に見ますと、この春くらいから全体の景気が一番よかったときの操業度を超えている産業がかなり出てきております。平均でいうとまだピークまでいってないのですけれども、どういう産業かと申しますと、非常に高いのが一般機械、電気機械、それから自動車。自動車などは事実上のフル稼働に近いということであります。それから石油製品。これはそれほど大きな問題でございませませんが、自動車とか電気機械とか一般機械、こういう産業では、この春から既に八八〜八九年の景気のピークを上回っているということであります。こんなことも考え合わせますと、ことしの二

月くらいから緩和から中立へと転換したのは、私
は適正なタイミングであったんではないかと思
います。

五、経常収支赤字の急拡大とドル問題

次に、経常収支の問題とドルの問題についてお
話を進めたいと思いますが、先ほど申しましたよ
うに、アメリカの景気が大変いいということもあ
りまして、輸入がふえている。その結果、アメリ
カの貿易収支あるいは経常収支の赤字は、昨年来
急速に拡大しております。その状況は、お手元の
表4をごらんいただきたいのですが、これは通関ベ
ースの統計を使いまして、過去三、四年につい
て、主要な商品別に、輸出入がどのくらいの増
加率を示したかというものをパーセントで書

いたものでありますが、ごらんのように、まず輸
出全体で見ますと、九一、九二年が七%くらいふ
えて、昨年はちょっと伸びが鈍りましたが、こと
しの上半期も七%の増加ということで、まづまづ
かなりの伸びを続けているわけであります。

これに対して輸入の方は、九一年はマイナス。
これはリセッションでありますから減ったわけで
ありますが、その後景気が回復に向かい出しまし
てからは、景気回復のテンポが鈍かったとはい
ながら、輸入は九%というかなり高い伸びをして
いる。ことしの上期には一〇%を超える伸びを示
しているわけであります。

特に輸入の伸びが高いものは、そこにあります
ように資本財でありまして、これは過去三年間二
けたの伸びをしておりまして、特にことしの上期
には二〇%近い伸びをしております。その中でも
コンピュータ関連はもっと高い伸びをしている。

これは、先ほどから申しておりますアメリカの設備投資が非常に高い伸びを示している。特に、コンピュータ関連の設備投資そのものも非常に伸びているわけであります。その一部といえますか、かなりの部分が日本等からの輸入で賄われているということを示しているわけであります。自動車の輸入も、最近は一けたの伸びを示しているという状況であります。

その結果、貿易バランスがどうなったかというのを見ますと、一番下の欄にございますように、貿易赤字がどんどん拡大しております。昨年、一九九三年は千億ドル余りの赤字でありましたが、ことしの上半期を年率換算いたしますと、一四〇〇億ドルの赤字ということであります。

アメリカの貿易収支の赤字が一番大きくなったのが一九八七年であります。このときはご承知のように八〇年代前半が大変なドル高でありまし

て、それにアメリカの景気もよかったということも加わって、アメリカの貿易収支、経常収支がどんどん悪化した。

ドルは八五年の例のプラザ合意ころから下がり出したのでありますけれども、いわゆるJカーブ効果等がありまして、実際に貿易収支、経常収支の赤字が縮小に転じたのは八八年からで、八七年が赤字のピークだったわけであります。そのときの貿易収支の赤字が一五二〇億ドル余りでありますから、ことしは、下半期どうなるかわかりませんが、恐らく下半期の方が赤字がふえるでしょうから、ピークに近づくということであります。もちろん過去七年間にアメリカ經濟が成長しておりますから、対GNPで申しますと、八七年に比べれば比率はかなり小さいわけでありますけれども、それにしても絶対額としてはピークに近づく、相当大的な赤字になるということでありま

す。

それでは、どういふところで赤字になっているのかというと、もちろん全般に赤字がふえているわけでありすけれども、特にこのところ悪化しているのは資本財であります。輸入が大幅にふえているということもありまして、一九九一年には四百数十億ドルあった資本財の貿易黒字が、ことしの上期では二四〇億ドルと半分くらいに減っているということでもあります。自動車の赤字もまたふえまして、五七〇億ドルくらい。これも八七年のピークに近づいている。それから、自動車を除いた消費財の赤字は八百数十億ドルで、八七年のピークよりもふえている。こういう状況になっております。

国別で見ますと、対日赤字が依然として大きいということは、これは皆さんもご承知のとおりでありますので、特に詳しいご説明は省略させていただきます。

たきます。

こういうことで、経常収支の赤字がふえている。このこと自体、もちろん決していいことじゃないわけでありすが、ほかの国、日本やヨーロッパに比べると非常に景気がいいということを考えると、ある程度赤字がふえるのは当然の現象だということもいえると思います。

経常収支について見ますと、これはお手元の表にございませんが、昨年が一〇三九億ドルで、ことしの一―三月が年率で一二八〇億ドル、まあ一三〇〇億ドルに近づいております。まだ四―六月の確定数値が出ておりませんが、ことしの経常収支の赤字は一四〇〇億ドルくらいになるのではないかと思います。赤字のピークは、これも貿易と同じように八七年がピークで、そのころは千六百数十億ドルの赤字でありましたから、それよりは若干小さい。貿易赤字が大体ピークに近づいてい

るのに、經常収支の赤字は二〇〇億ドルくらい小さい。まだピークより小さい。その理由というのは、貿易外、いわゆるサービス収支が改善しているからで、アメリカはサービス関係の競争力が強いわけでありますので、貿易収支の悪化は貿易外、特にサービス収支の改善である程度補っている。しかし、經常収支で見ても、ことしは一四〇〇億ドルという非常に大きな赤字になりそうだ。

問題は、単に赤字の幅が大きくなったというだけではなくて、どうやってその赤字を埋めているか、賄っているかということにあります。ご承知のように、統計上、經常収支の赤字あるいは黒字というものは、その反対側に資本収支の黒字または赤字があつて、それで相殺している、こういう統計のとり方になっているわけですが、この赤字をどうやって埋めているかというところが、最近は大きな変化を来しているわけでありま

その点を見ましたのが表5であります。一言で申しますと、外国からの民間資本の積極的な流入があつて、資本収支が黒字になっている。そして、その裏側として、同じだけの經常収支の赤字があるということだと、經常赤字がある程度大きくても、少なくとも当面は問題がない。非常に長い目で見れば、幾ら基軸通貨国のアメリカといつても、借金は返さなきゃならない。元本は返さないまでも、少なくとも金利は支払わなければならぬ。したがって、そういう意味では将来のアメリカ国民の負担になるということでもありますけれども、しかし外国の投資家が直接投資でアメリカに工場を建てたり、あるいは証券投資で間接投資を積極的にやったりということでファイナンスされていけば、その間は当面は余り問題がないわけがあります。

ところが、最近はその状況が変わつてしまつ

て、海外からの積極的といえますか、自発的といえますか、そういう民間資本の流入が小さくなってきた、そのために外国の政府資金で赤字を埋めている、こういう状況が昨年くらいからかなり顕著に出てきているわけであります。その状況を見ようとしたのが、この表5であります。

この表は、一九八五年から八九年まで、アメリカが非常に大きな経常赤字を続けていた五年間の平均と、昨年と一昨年の状況を比較したものであります。経常収支の赤字幅は、一九八〇年代後半が一一四〇億ドルでございました。簡単にすると、一九九三年とだけ比較いたしますと、一九九三年のアメリカの経常赤字は、そこにありますように一〇三九億ドル。ところが、上から三番目の「民間資本」というところを見ていただきますと、八〇年代後半には一〇〇〇億ドルの純流入があったわけでありますが、昨年はそれが三〇〇億

ドルにも満たないということであります。

その中をさらに分けてみますと、直接投資は、八〇年代後半にはアメリカが受け取る方が多かったです。つまり、アメリカの対外直接投資よりも対米直接投資、日本やヨーロッパ等からの対米投資の方が多かった。それが昨年、一昨年では逆転しております。もちろんこの中で非常に大きく影響しているのは日本からの対米直接投資で、八〇年代後半には物すごい勢いでふえまして、それがここ一二年、特に非常に大きく減っているということが響いておりますが、もちろん日本だけのことではありません。

次に証券投資、これも八〇年代後半には年平均で五〇〇億ドルくらいネットでアメリカに流入している。それが昨年は、額はわずかでありまして、けれども、むしろ純流出している。なぜかという、対米証券投資はかなりふえているのですけれど

も、アメリカの対外証券投資が非常にふえているということであります。したがって、この直接投資、証券投資を合計してみますと、非常な勢いでアメリカに流入していたのが、昨年以來は非常に細っていることになるわけであります。

一方、一番下の方に「公的資本」というのがありますが、このうち「米政府資産」というのは動きが小さいので無視いたしまして、「外国公的資産」を見ますと、八〇年代後半は平均して二五〇億ドルくらいアメリカに流入していたわけでありませんが、昨年は八〇〇億ドルを超えている。この外国公的資産と経常収支の赤字との比率をとってみますと、八〇年代後半は一九%、約二割弱だったんですね。それが昨年はおよそ八割を占めている。こういう数字は四半期ごとにかなり変動いたしますから、こういう状況が今もずっと続いているかどうかということは必ずしもはっきりい

たしませんけれども、しかし傾向としてここ一二年の外国の公的資産、一番大きいのは外国金融当局による市場介入であります、その流入が大きい。

しかし、こういう状況がいつまでも続くということは、非常に問題がある。つまり、民間の資金が、あるいは資本が、喜んでアメリカにどんどん入ってくる結果、経常収支の赤字になるというのであれば、短期的にはそれほど問題ない。しかし、そうでない状況になってくる。そうなりますと、仮に外国公的資本も十分に入ってこないということになったらどうするかといいますと、マーケットの需給関係で、金利が上がって外資が入ってくるということにせざるを得ないということであります。そうなりますと、金利が上がって景気はさらに悪くならざるを得ないという問題を抱えているということでありますし、さらにドルが弱くな

るという原因にもなりかねないということであり
ます。

ドルの動きではありますが、円高であることは申
し上げるまでもないのでありますが、ことしに
入ってからの円高・ドル安の局面でも、アメリカ
は余り心配してない。むしろ春くらいまでは口先
介入で円高をおおっていた気配さえあるわけす
ね。最近はそれがとまっております。

彼らがいうには、確かにドルは円に対しては相
当下がった。特に去年、ことしですね。しかし、
ほかの通貨に対してはそんなに下がってはいな
い。だから、余り心配ないんだということを盛ん
にいつているわけがあります。多くのアメリカ人
にいわせると、ドルは円に対しては下がってい
るけれども、例えばカナダドルであるとかメキシ
コペソとか、そういう中南米の通貨に対してはむ
しろ強い。それを加重平均すると、ほとんど下

がってない。だから、輸入インフレの心配もない
んだ、こういうことをいつているのであります。

果たしてそうなんだろうかということ、こと
しに入ってから動きを見えますと、昨年の中
とことしの八月半ばまでの動きであります、ド
イツマルクはドルに対して一―%も切り上がって
おります。ポンドは二%くらいのごくわずか、フ
ランスフランも五%くらいそれぞれ上昇というこ
とで、円については申し上げるまでもないわけ
であります、主要通貨に対しては下がっているの
ですね。大変大幅だとはいえないかもしれませ
んが、しかし半年ちょっとの間に一〇%とか五%と
いうのは決して無視できる動きではないというわ
けであります。したがって、アメリカ側としまし
ても、これ以上ドルが下がることは避けたいと、
恐らく内心も考え出しているに違いないわけであ
ります。

六、終わりに

以上申し上げたことを考えてみますと、アメリカの景気は、金利が上がってきたということの影響もありまして、だんだんに減速をしていく。しかし、失速するところまでは、少なくとも来年上半年くらいまではまずないのではないかと思います。一方で経常収支の赤字がふえているということは、かなり大きな問題になりつつあるんじゃないかということが一つ。

それから、大変なインフレになるとはもちろん思いませんけれども、多くのアメリカ人がいうように、あるいはアメリカ政府の見通しにあるように、来年も三%くらいでおさまるといふことは、アメリカ景気が非常に減速して悪くなっていけば別であります、ある程度の、平均しまして二%

半くらいの拡大が続くということを前提にいたしますと、私はどうも少し樂觀的に過ぎる、もうちょっとインフレは加速するのではないかと。加速するといひましてもせいぜい四%くらいだと思ひますけれども、余り安心はできない。したがって、今後金融引き締めというのは、年末くらいにかけてもう一回は行われる可能性が強い。これも下期の景気状況によりますけれども、三%は下回るもののそんなに弱くなるとは思ひないもので、もう一回くらいの金利の引き上げというものはあるのではないだらうかなと思ひます。

以上で大体のお話をいたしました、まだ時間がございまして、今申し上げたこと以外について、二つの点だけつけ加えさせていただきますと思ひます。

一つは、アメリカの経常赤字が減らない。これは景気がいいからだといひてしまえばそれまで

すが、財政赤字は今後一、二年はかなり減少すると見込まれております。その点は先ほどの表6の一番下にございます。一九九三年度の財政赤字が二五五〇、今年度が二二〇〇、来年が一七〇〇億ドル、こういうふうな順調に減っていくと現在の時点では見られているわけであります。

財政赤字が減れば、いわゆる双子の赤字の片方が減るわけでして、貯蓄投資バランス上はプラスになって、計算上、経常収支の赤字は減るはずでありますね。それが少なくともことに關しては減るところかふえている。これはなぜなんだろうということですが、その点はこのいうふうな考えれば説明がつくというか、理解できると思っています。

と申しますのは、財政赤字は確かに対GDP比で若干減っております。ところが、貯蓄率も減っているのですね。特に個人貯蓄率が、若干ですけ

れども減っている。それから、民間投資がふえている。さっきから申し上げているように、住宅投資、設備投資が非常に大きな勢いでふえております。

その点を勘案しまして、ちょっと計算をしてみますと、去年とことしの上期、もちろん一部推定も含みますが、比較してみますと、個人貯蓄率が〇・三ポイントくらい下がっております。一方、財政赤字も、これは年度平均で見えておりますが、対GDP比で〇・七%くらい下がっております。が、一方で設備投資と住宅投資のGDPに対する割合が〇・七%分上がっております。

ちょっと申し上げ方が悪かったのですが、財政赤字は〇・七%減っています。この分は経常赤字を小さくする要因ですね。ところが、それを相殺してしまう程度に、民間の投資がふえている。これは悪いことじゃないのですけれども、貯蓄投資バランスという点ではそうなる。その上に、個人

の貯蓄率が若干減っておりますから、その分だけは赤字がむしろふえてしまう。こんなことになるわけでありまして、財政赤字が減っているのになぜ経常赤字が減らないのだろうというのは、恐らく一番大きな理由は民間の投資が非常に勢いがないことと、貯蓄が依然として下がっているということではないかと思えます。

もう一点は、クリントン政権の人気といえますか、ホワイトウォーター問題とかハイチ問題とかキューバ問題、こういうことでクリントンに対する信任が揺らいでいるということがございますが、同時に経済政策の面で申ししても、例の医療保険の改革案、これはクリントンが大統領選挙戦から盛んにいっていた、アメリカにとって非常に重要な、そしてまたクリントン政権にとっても重要な政策の課題なわけですね。そのためにヒラリー・クリントンがヘッドになって、昨年

医療費改革の案をまとめたわけであります。

ところが、ことしに入りまして非常に難航しております。どういう点が問題で、どうなっているか、というような細かい点は時間ありませんので申し上げますけれども、この改革が実施されませんと、財政赤字がまたふえ出す。財政赤字は、今のところは来年度までかなり減る、これはよほどのことがない限り、それに近いところにいくと思うのですが、政府自身の予想でも、あるいは議会の予算局の予測でも、一九九七～九八年くらいからまた赤字がふえ出すのですね。その最大の理由は、医療費に関する政府支出がふえるということとであります。

そういう意味でも、それから医療費全体の問題としても、非常に大きな問題なわけでありますけれども、残念なことに反対論が非常に強まっております、結局ことしの夏の議会の休会前に

は採決ができませんで、九月に入ってから多少やるのでしようけれども、どうもことしじゅうに法案が成立することは非常に難しくなってきたようであります。

クリントンという人は最後になるといふんな力を發揮して、あるいは議会工作をうまくやって、NAFTAの問題もそうでしたし、ガットのウルグアイ・ラウンドの問題もそうでしたし、犯罪防止法案も、一度否決されたのを、半月くらいでひっくり返してまた可決させたという力を持っていますから、医療改革も全く見込みがないとはい切れないと思いますが、しかし現在の状況は非常に暗い。特に九月、一〇月と日がたつにつれて選挙が近づいてまいりますから、ますます議会でも議論がしにくくなるということですので、どうもうまくいかないのではないかと。

うまくいかないとなりますと、来年はもっとや

れるかという、確かに選挙はないのですけれども、来年の方がことしよりも有利だというのは、選挙がないというだけであって、むしろ民主党の議席は恐らくこの中間選挙で減るんだと思いますから、そういう意味では悪くなる。余り大きな改革が望めなくなってしまった。この点はクリントンの人気にも非常に影響いたしますけれども、同時にことし、来年という問題ではありませんが、二三年以後のアメリカの財政問題にも非常に大きな影響がございますので、今後どうなるかというのが非常に注目されるということです。

以上でございます。

小山理事長 それでは、これで本日の講演会は終わりたいと思います。

(まるも) あきのり・国際大学教授、元経済企画庁調査局長

本稿は、平成六年九月一四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

アメリカ経済の動向とドル問題

表1 米国の実質 GDP の推移（前期比年率％）

	92年	93年	93年			94年	
			4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
実質GDP	2.3	3.1	2.4	2.7	6.3	3.3	3.8
個人消費	2.8	3.3	2.6	3.9	4.0	4.7	1.4
内 耐久財	6.4	8.2	9.8	7.7	15.5	8.8	1.2
民間設備投資	2.0	12.5	15.6	12.2	21.1	10.9	9.2
民間住宅投資	16.2	8.2	-7.6	9.4	28.2	10.0	7.3
在庫投資 *	0.1	0.3	0.0	-0.5	-0.2	1.1	2.4
純輸出 *	-0.3	-0.8	-0.9	-1.3	0.3	-2.5	-0.7
政府支出	-0.8	-0.8	1.2	1.1	-0.1	-4.9	-1.6
内 国防費	-7.1	-6.8	-2.2	-9.2	-3.6	-16.0	-6.2
国内最終需要	2.5	3.7	3.3	4.5	6.0	3.9	2.2
個人貯蓄率	5.5	4.1	4.6	3.9	4.0	3.6	3.9

（資料） 米国商務省

* GDP 寄与度

表2 米国主要景気指標（前期，月比％）

	92年	93年	93年		94年				
			7-9	10-12	1-3	4-6	6	7	8
鉱工業生産	2.4	4.1	0.5	0.7	1.6	2.0	0.5	0.2	
非農業雇用増(百万人)	80	160	184	229	229	336	356	259	179
失業率	7.4	6.8	6.7	6.5	6.6	6.2	6.0	6.1	
小売売上	5.2	6.3	1.3	3.0	1.5	0.7	0.8	-0.1	
乗用車販売台数(1)	844	870	860	895	945	915	897	846	
住宅着工件数(2)	120	129	131	148	137	144	135	142	
耐久財受注	4.3	8.2	1.2	6.4	5.4	1.4	1.2	-4.3	
内 非軍需資本財(3)	8.6	13.5	3.6	10.9	1.7	3.6	6.4		
輸出額	6.3	3.8	-1.7	6.9	-1.3	4.0	4.1		
輸入額	9.1	9.0	-0.2	3.3	1.6	6.8	3.7		
貿易収支(億ドル)	-845	-1156	-315	-285	-325	-381	-132		
消費者物価	3.0	3.0	0.5	0.7	0.5	0.7	0.3	0.3	
同 (除エネルギー、食料)	3.7	3.3	0.5	0.8	0.7	0.8	0.3	0.2	
マネー・サプライM2	2.4	1.1	0.6	0.5	0.6	0.4	-0.2		
短期金利(4)	3.5	3.0	3.1	3.0	3.2	3.9	4.3	4.3	
長期金利(5)	7.7	6.6	6.3	6.1	6.6	7.4	7.4	7.5	

注：（１） 年率、万台。（２） 同、万戸。（３） 航空機を除く

（４） FFレート。（５） 30年国債利回り。

表 3 金融政策転換時前後の関連指標

年月	CPI (17) %	実質金利 ⁽¹⁾ FFレート %	長期 %	時間賃 金 ⁽²⁾ %	CRB %	M ₂ %	失業率 ⁽³⁾ %	操業度 %
87. 3	4.0	2.1	3.6	1.9		8.8	6.3	80.7
10	4.3	3.0	5.3	2.9	5.7	4.9	6.0	82.6
88. 3	4.4	2.2	2.2	2.8	9.4	5.0	5.7	83.1
89. 3	4.7	5.2	4.5	4.3	2.6	3.9	5.0	84.5
90. 3	4.9	2.5	3.7	3.9	▲1.6	6.1	5.2	82.3
91. 3	5.2	0.9	3.1	3.1	▲8.7	3.7	6.8	76.7
93. 6	3.3	▲0.3	3.5	2.3	▲1.1	1.5	6.9	80.1
94. 1	2.9	0.1	3.4	2.7	12.4	1.9	(6.7)	82.2
94. 4	2.8	0.8	4.7	2.6	5.8	2.5	(6.4)	83.0

(注) ■■■■■ は引き締め開始直前

(1)実質金利は、(名目金利) - (CPI上昇率)。

「長期」は30年国債利回り

(2)全産業

(3) () 内は新シリーズ

表4 米国の貿易（通関ベース）（前年比、前年同期比％）

	全商品	食料	原・燃料	資本財	自動車	消費財
輸出						
1991	7.1	1.8	5.1	9.2	7.1	6.2
1992	6.3	12.8	-0.5	5.6	17.4	11.9
1993	3.8	0.9	2.4	3.3	11.8	6.3
1994 1-6月	6.9	-6.4	4.9	11.0	5.8	6.8
輸入						
1991	-1.4	-0.7	-8.1	3.7	-1.9	2.2
1992	9.1	4.3	5.4	11.2	7.1	13.5
1993	9.0	0.9	5.0	13.5	11.6	9.3
1994 1-6月	10.8	9.6	4.3	19.3	11.0	7.9
貿易収支（億ドル）						
1991	-667	92	-219	459	-456	-621
1992	-845	127	-295	417	-448	-712
1993	-1,156	128	-338	293	-500	-794
1994 1-6月*	-1,412	88	-370	244	-570	-841
1987	-1,521	-5	-443	17	-605	-710

（注） ＊ 季節調整済み年率

（資料） 米国商務省

アメリカ経済の動向とドル問題

表5 米国の資本収支（億ドル）

	1985-89 平均	1992	1993
経常収支	-1,340	-664	-1,039
資本収支	1,218	786	1,039
民間資本	1,009	356	283
直接投資	258	-324	-488
証券投資	497	192	-124
対外	-94	-482	-1,469
対米	591	672	1,345
銀行部門	256	436	294
非銀行部門	-3	53	136
公的資本	210	430	817
米国政府資産	-46	23	-13
外国公的資産	256	407	830
誤差・脱漏など	122	-122	-51

資料： 1985-89年平均と1992年は 東経週報 1994年6月2日による。1993年は米国商務省統計により作成。

表6 米国政府の経済見通し (94.7.14 発表) (%)

	1993 実 績	1994	1995	1996
実質GDP				
第4四半期対比	3.1	3.0 (3.0)	2.7 (2.7)	2.6 (2.7)
年平均	3.0	3.6 (3.1)	2.8	2.6
消費者物価	2.7	2.9 (3.0)	3.2 (3.2)	3.3 (3.3)
失業率	6.8	6.3 (6.4)	6.2 (6.0)	6.1 (5.8)
90日財務省証券	3.0	4.0 (3.4)	4.7 (3.8)	4.8 (4.1)
10年物国債利回り	5.9	6.8 (5.8)	7.0 (5.8)	7.0 (5.8)
財政赤字(年度) (億ドル)	2,549	2,201 (2,340)	1,671 (1,761)	1,782 (1,731)

(注) 米政府年央改訂見通しによる。()内は94年2月の予算教書