

# 一足もと改善傾向続く日本の景気

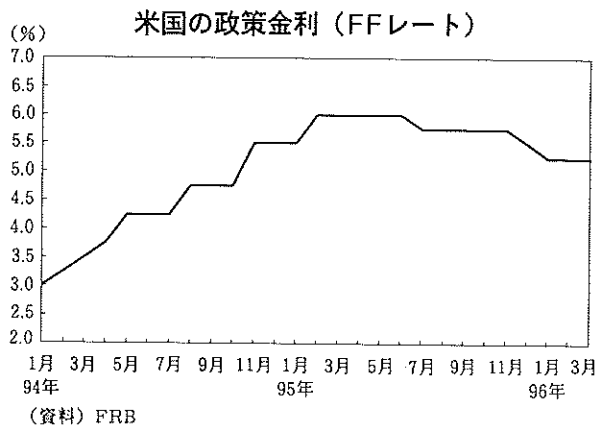
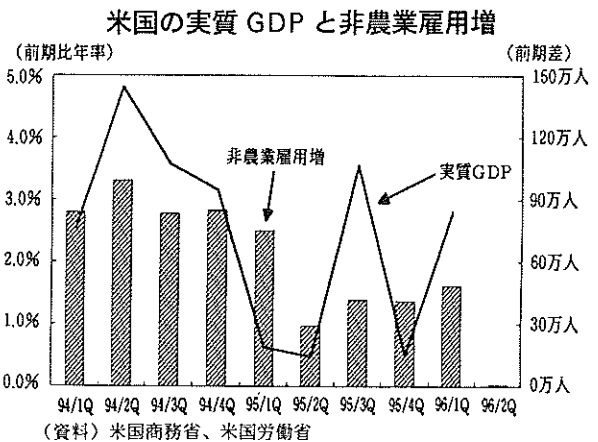
経済調査部

米国景気は強めの内容を示す統計が増えているが、基調的には弱さを抱えた状況とみられる。欧州でもドイツ、フランスは低迷し、イギリスも力強さに欠け、いずれも金融緩和の追加が予想される。一方、日本経済は95年10-12月期から「緩やかな回復傾向」が続いており、96年度下期の景気には不透明要因が残るものの、早ければ6月頃にも短期金利の低め誘導が解除される可能性がある。為替レートは昨年は景気・金利変動の大きな要因となったが、直近では逆に日米両国の景況感・金利感に左右される展開にある。

## 1. 米国経済は先行き見極めにくい状況

米国景気は94年2月以降の金融引き締め、景気の成熟化を背景に趨勢的な鈍化傾向にあったが、95年下期から96年初めにかけては在庫調整、政府機関閉鎖・豪雪の影響が加わり、低迷状況となった。その後、96年2、3月にかけて持ち直し傾向となり、5月2日発表の96年1-3月の実質GDP(速報)は前期比年率2.8%と高めとなった。3月初頃より金融市場参加者の見方も、「景気は弱く、追加利下げの可能性が高い」から、「景気は回復傾向にあり、追加利下げの可能性は低下。追加利上げの可能性を見込む向きも登場」へと変化してきた感がある。

米国景気の動向は見極めにくい状況が持続している。しかし、①家計部門の負債残高が高水準であり、消費拡大の伸びは限定的、②景気拡大の牽引役であった情報関連投資も趨勢的には鈍化傾向、③最近の長期金利上昇が今後、住宅投資等にマイナスに作用、④2、3月の統計には反動増の部分が含まれ、4月の雇用増加数(5月3日発表)も小



幅にとどまった一ことなどから、景気は依然弱さを抱えており、高成長が持続する可能性は小さいとみられる。

他方、物価面は、エネルギー価格や農産物市況の高騰といった価格上昇要因があるものの、賃金コストの落ち着きを背景に、コア・インフレ（食料・エネルギー除き）は直近 96 年 3 月の前年比で生産者物価 2%程度、消費者物価 3%程度と安定傾向にある。政策金利は 96 年 1 月 30 日の利下げ後、公定歩合(5%)、FF レート (5.25%) とも、据え置かれているが、物価と景気の基調的な動向からみて、追加利下げの可能性は残っていると判断される。

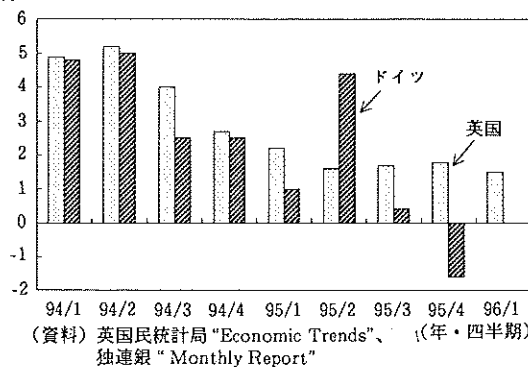
## 2. 景気低迷下、利下げ続く欧州経済

欧州では景気サイクル上、先行しているイギリスの景気がやや堅調なもの、ドイツ、フランスは低迷状況にある。イギリスは 94 年下期以降の予防的引き締めの効果などから 95 年は景気鈍化の過程をたどり、直近の 96 年 1-3 月期は前期比年率 1.5% (実質 GDP) と潜在成長率 (2% 前半) をやや下回るペースとなっている。前年同期比も 2.0% に鈍化しているが、95 年 12 月以降、段階的に利下げがなされる中、資産価格上昇と雇用環境の改善などを背景に個人消費が回復傾向にあり、今後の景気回復の主力となろう。

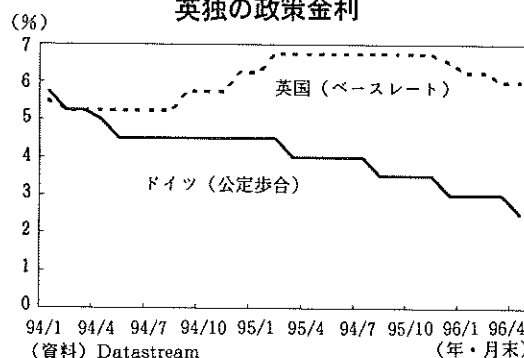
金融政策面ではベースレートが 95 年 12 月、96 年 1 月、3 月と引き下げられたが、遅くとも 97 年 5 月までに総選挙が実施されるスケジュールにあり、政治的要因も加わって、追加利下げの可能性が高い状況が続こう。なお、狂牛病の英国経済への悪影響が注目される。影響ルートはイギリスの輸出減(牛肉)、消費減(牛肉と関連製品)が中心とみられる。現時点では対策の詳細は決まっておらず、定量的推計は困難であるが、廃棄処分

が部分的であれば、マクロ経済への影響は限られよう。

(%) 英独の実質 GDP 成長率 (前期比年率)



英独の政策金利



イギリスがプラス成長を続け、今後の回復への手がかりも確かなものであるのに対して、大陸欧州のドイツとフランスの景気低迷は著しい。ドイツの実質 GDP 成長率は 95 年 10-12 月期に 2 年振りの前期比マイナス成長に落ち込んだが、96 年 1-3 月期もマイナスとなった模様である。マルク高と高率賃上げというダブル・パンチの形で国内投資が低迷しているのが、主因である。96 年 1 月から所得税減税が実施されているものの、失業率が 96 年 1 月以降、10% を上回る状況が続く中、消費の基調も弱い。ドイツの 96 年の景気見通しは政府、6 大研など、こここのところ相次いで下方改定が行われている。

生計費指数 (消費者物価) は 95 年春頃より、連銀目標の 2% を下回る状況が続いており、直近の 96 年 4 月は 1.3% (前年比) と鎮静傾向にある。連銀は 93 年以降、段階的に利下げを進めてきたが、直近では 4 月 18 日に公定歩合を 2.5%

と87年のブラック・マンデー直後と並ぶ戦後最低水準に引き下げた。公定歩合の引き下げは今回が最終とみられるが、債券オペ金利は据え置かれ、今後の下げ余地を残す形がとられている。欧州通貨統合の収斂基準の関係（財政赤字の名目GDP比3%以内へ。96年見通し3.9%（IMF世界経済見通し、96年4月））から財政政策を景気浮揚策として利用できない中、景気、物価などからみて、債券オペの誘導金利引き下げの形での追加緩和がなされよう。

フランスも95年10-12月期は前期比マイナス成長となった。ゼネストの悪影響、増税による消費不振、欧州域内輸出の落ち込みなどによるものである。フランスも中央銀行の市場介入金利を段階的に引き下げてきており、当面、追加緩和がなされよう。

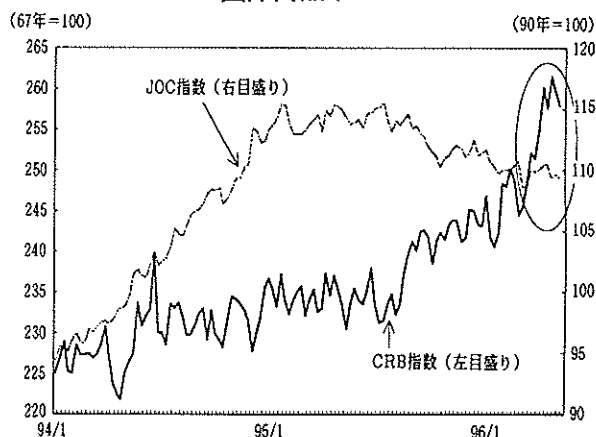
### 3. 東アジアは高成長下の拡大テンポ鈍化、高騰傾向の国際商品市況と原油価格

次に、東アジア（NIEs、ASEAN、中国）は引き続き、高成長ではあるものの、中国、台湾、香港などを中心に拡大テンポが鈍化する傾向にある。①米国など主要輸出先の景気減速、②経済のソフトランディングを目指した中国の金融引き締め、③台湾、韓国、香港での政治的不透明さ一が背景にある。なお、中国ではインフレ率の鈍化傾向などを背景に、5月1日から5年振りの金融機関の貸出・預金金利の引き下げが実施され、金融緩和への転換が始まったとみられる点が注目される。

以上のように世界的に、景気回復力は弱い段階とみられる中、95年末頃から国際商品市況では原油価格と穀物価格が急上昇の傾向にある。農産物のウェイトが6割を占めるCRB先物指数（コモディティー・リサーチ・ビューロー）は4月に

米国が大干ばつとなった88年夏以来の高水準となり、原油価格（WTI=ウェスト・テキサス・インターメディアート、先物、バレル当たり）も96年4月中旬には一時、91年の湾岸戦争時以来の25ドルを記録した。一方、工業用素材を中心としたJOC指数（ジャーナル・オブ・コマース）は、95年秋以降、弱含みで推移した後、最近、下げ止まりの兆しが出てきた状況にある。

国際商品市況



原油価格の推移



（資料）NYMEX（ニューヨーク商品取引所）

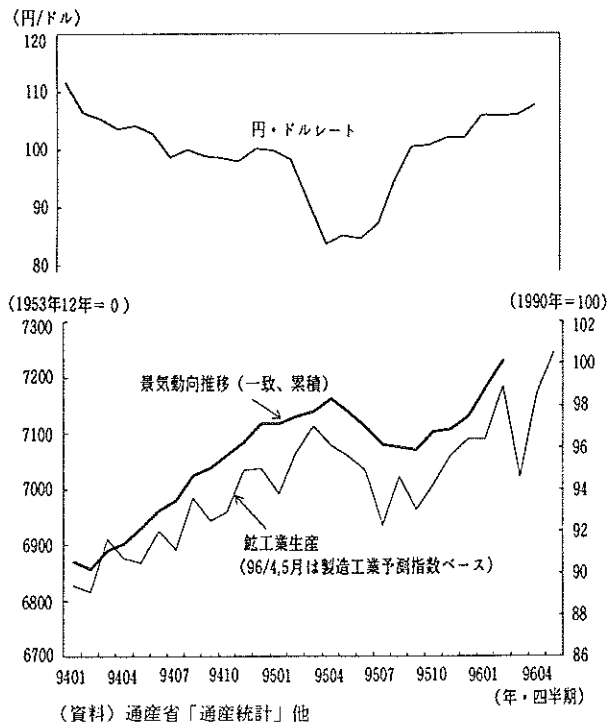
穀物価格の上昇は、①アジア諸国を中心とした需要の増大傾向、②米国の不作一などを背景とした需給逼迫に、③金融緩和下での投機的需要一が加わったものである。原油価格の上昇傾向は、在庫薄の中、欧米での大寒波到来による暖房用燃料（ヒーティングオイル）の需要が急増したことなどが背景にある。

穀物市況の先行きは予測が難しいが、今後の原油価格に関しては、①6月5日のOPEC総会で生産上限引き上げの可能性がある、②イラク・国連交渉が妥結する可能性がある、③景気動向等からみてガソリン需要の増加は緩やかと予想される一ことなどから、低下傾向となる可能性が高いとみられる。商品市況、原油価格の上昇傾向はインフレ率、金利の上昇要因ではあるが、現状並みの水準でとどまり、今後、反落の可能性も高ければ、主要国経済への影響は限られよう。これは、主要国の景気の基調は弱く、賃金コスト面からの物価上昇圧力は高くないため、持続的な物価上昇につながる恐れが小さいとみられることによる。

#### 4. 改善傾向続く国内景気、残る下期の不透明要因

国内景気は足もと改善が続いているものの、下期の動向には依然、不透明要因が残る。

景気動向指数と鉱工業生産



景気は急激な円高を主因に95年4月以降、調整局面に入ったが、円高修正・経済対策などにより、95年10-12月期から「緩やかな回復傾向」が再び始まっている。鉱工業生産は95年4-6月期の前期比0.0%、7-9月期の▲2.3%の後、10-12月期は2.3%、96年1-3月期は1.3%と2四半期連続でプラスとなった。さらに、製造工業生産予測指数も、4月が前月比4.2%、5月が同2.0%と増加であり、4-6月期も前期比プラスとなる可能性が高まっている。

景気動向指数(一致、経企庁)も、95年10月以降景気のはじめの50%を上回り、直近の96年1月、2月は100%と景気拡大の広がりを示すものとなった。累積系列も直前ピークの95年4月水準を回復している。企業マインド面でも、法人企業動向調査報告(経企庁)のBSIインテックスや中小企業景況調査(中小公庫)等、改善を示すものが増えている。

(注) 日銀は「情勢判断資料(冬)」(1月26日)で「再び回復に向かいつつある」、政府も2月の「月例経済報告」(9日)で「緩やかながら再び回復の動きがみられ始めている」と事実上、回復を宣言。

最近の景気改善は、①ストック調整の一巡や企業業績改善等による設備投資の増加傾向、②ボーナス増加などによる所得増や物価安定等を背景とした消費の増勢傾向があるものの、基本的には、(1)昨年9月の経済対策が95年度補正予算に反映され、公共投資が拡大、(2)低金利や阪神大震災の復興需要等を背景に住宅投資が増加といった政策関連需要の増加が中心となったものである。今後、下期や97年度上期にかけては、基本的には民間需要が徐々に着実さを増し、景気回復が持続すると予想されるが、96年度下期の公共投資息切れ、為替動向、97年4月からの消費税増税など、先行きに関する不透明要因は残っており、当面、民需の回復力を見守る状況が続こう。

## 5. 論議よぶ短期金利の低め誘導解除タイミング

ここにきて、金融・為替市場では、日本の短期金利の低め誘導（公定歩合を下回る水準にコールレートを維持する緩和策）が解除されるとの観測が盛んである。景気が緩やかながら回復傾向に復帰し、企業業績も改善傾向が続いていることなどを背景としたものであり、日銀当局者の景気判断の強め修正や4月はじめに一時的ながらコールレートが公定歩合を上回る水準を付けたことも要因となっている。景気回復力の弱さ、円高リスク、不良債権処理問題などから、基調的には低金利政策が続く可能性が高いと判断されるが、小幅な政策金利引き上げの可能性までありえない訳ではない。日銀による経済・金融状況の認識の公式見解とされる「情勢判断資料（1996年春）」（日銀調査統計局、1996.4.19）をみると、

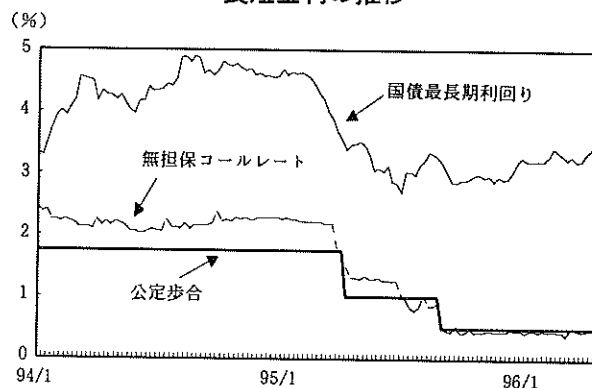
「——次第に設備投資や個人消費を中心とする、緩やかながらも自律的な回復過程へと移行していくことが展望できる。もっとも、各種の構造調整圧力や雇用調整圧力が、若干弱まりつつあるとは言え依然根強いため、先行き、海外景気減速等のリスクに対して、なお脆弱な状況が続くとみられる。——金融政策運営においても、当面は民間需要主導の景気回復の基盤を万全なものとするに重点を置きつつ、金融経済情勢の展開を注意深く点検していくことが適当である」

となっている。「但し書き付き」ではあるものの、これまでより強めの景気判断が示されており、日銀総裁会見も同様のトーンである。

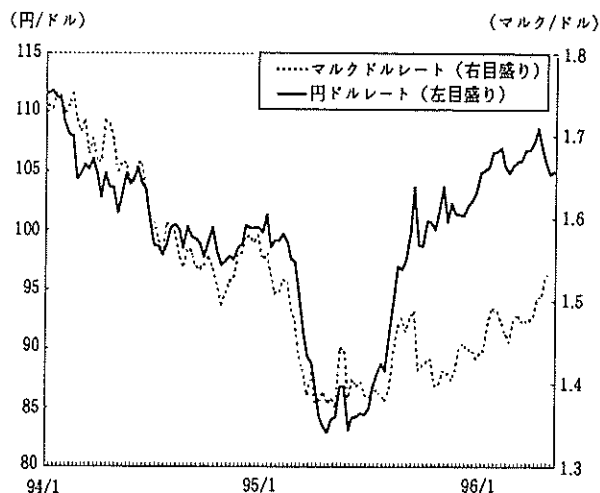
今後、日銀短観等で下期の景気回復持続の見極めがどの時点で可能となるか、下期補正があるのか、規模はどの程度か—等が焦点となる。最も早いケースでは6月頃に低め誘導の解除がなされる可能性がある。なお、日銀総裁会見（4月10日）によれば、「昨年の春以来、一つの試みとして政策変更の際には、公定歩合の変更だけでなく、市場金利の誘導方針を大きく変更する

場合にも内外にはっきりとアナウンスしてきているし、現在もこうした考えに変わりはない」とあり、低め誘導解除の際には景気判断の強めの修正がセットでなされる可能性が高い。長短市場金利はこうした中、当面、やや強含み傾向で推移しよう。

### 長短金利の推移



### 円ドル、マルクドルレートの推移（週次）



（資料）日本銀行「経済統計月報」他

## 6. 円ドルレートは足もと日米先行き金利感に 依存した動き

円レートは95年4月に最高値(79.75円、4/19)を付けた後、円高修正傾向にある。96年2月に久保蔵相発言(2月15日、「年金生活者への影響も検討しながら金融政策を考える」)による利上げ観測等から103円台まで円高が進んだが、3月には米国経済指標のリバウンド傾向から金利感が上方修正され108円となった。足もと日銀の短期金利低め誘導解除の観測等から再び103円台を付けるなど、景況感・金利感に左右される展開にある。

目先、日米両国の先行き金利感に影響される状況が続こう。今後の方向性としては、円高ドル安是正に向けた国際協調スタンスは持続するものの、①日本の対外黒字は当面縮小するが、年度下期にかけてはこれまでの円安の効果などから黒字はやや増加へ、②日本の景気は緩やかな景気回復が持続し、金利は強含み方向—などから、緩やかな円高気味に推移する可能性が高いとみられる。