

経済の動き

経済調査部

景気は持ち直し傾向が強まっているものの、消費税増税等のマイナスの影響が4月以降出て来るため、金融市場では景気の弱さから超低金利政策が続くとの見方が支配的である。株価は軟調傾向にある。内外の景気・金利格差、米欧通貨当局のドル高容認的スタンスなどの中、円安が進んだ。

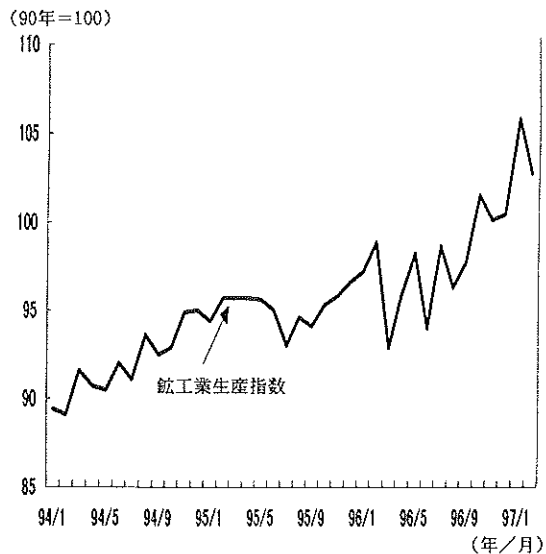
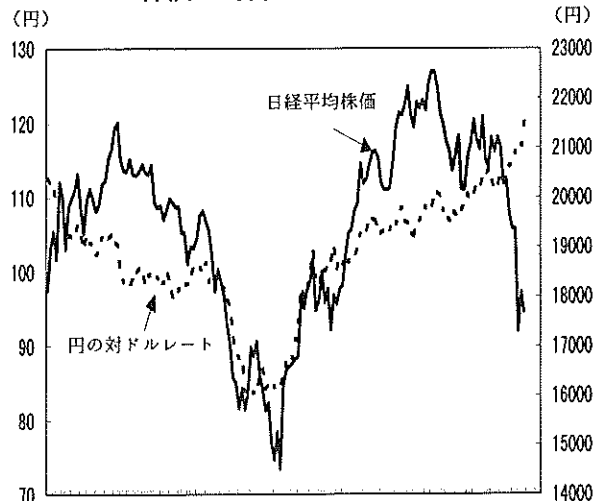
1. 日本の景気は足もと持ち直し、 4月以降足踏みへ

景気は96年春から夏場にかけて足踏みしたが、秋頃には持ち直し傾向に入った。足もと円安が進み、株価は軟調傾向にあるものの、景気自体は改善傾向が続いている。

バブル崩壊後の93年10月を底に景気は回復過程に移行したが、80円割れへの超円高等を背景に95年度上期は足踏みし、その後、公共投資追加を主体とした大型経済対策、超低金利政策、円高修正から95年度下期に景気は持ち直した。96年度上期には素材産業の在庫調整、O(オー)157の影響等から2度目の足踏みに陥ったが、①円安傾向も加わった企業収益改善等による設備投資増加、②円安傾向等の中での純輸出下げ止まりに、③在庫調整進展、④O(オー)157の影響減衰、⑤消費税引き上げを見越した住宅・設備の駆け込み需要や新型車効果等による自動車販売増一などが

重なり、再び持ち直し局面にある。

株価・為替と鉱工業生産



(注) 鉱工業生産の97/1月以降は「製造工業生産予測指数」で先延ばした
(資料) 通産省「鉱工業生産指数」他

鋳工業生産の前期比は、96年4-6月期に▲0.3%の落ち込みに転じたものの、7-9月期1.6%増加、10-12月期3.3%増となり、97年1-3月期も3%程度の増加が予想される情勢となるなど、足もと年率2ケタの増加ペースである。

また、実質GDP成長率(前期比)も96年4-6月期▲0.3%、7-9月期0.1%とほぼゼロが続いた。当研究所超短期予測(1/28)によれば、公共投資は減少するものの、設備投資増、消費増、純輸出のプラスなどから、10-12月期0.6%、97年1-3月期0.5%と民需の伸びがカバーする形でプラス成長となる見込みである。消費税増税を見越した前倒し需要が少なからず含まれており、実体は見かけより弱めとみられるが、目先、持ち直し傾向自体は続こう。

しかし、4月以降の景気は3度目の足踏み局面入りが避けられまい。駆け込み需要の反動減、消費税増税の物価上昇を通じたデフレ効果、特別減税廃止の影響があるため、消費中心に住宅投資や設備投資にもマイナスの影響が出てこよう。ただし、設備投資の回復傾向は徐々に着実なものとなってきており、また、円安傾向の中での純輸出の漸増傾向も予想されることから、大幅な株価下落や金融システム問題深刻化といった事態にならない限り、足踏みは短期間で終了し、夏場から秋頃には持ち直しの兆しが出て来る可能性が高いとみられる。

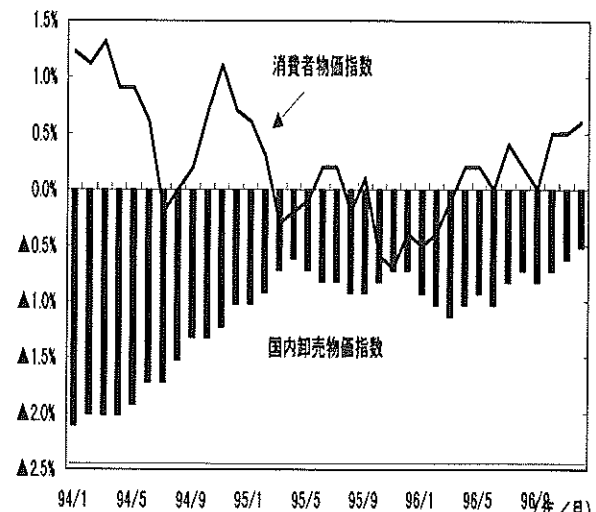
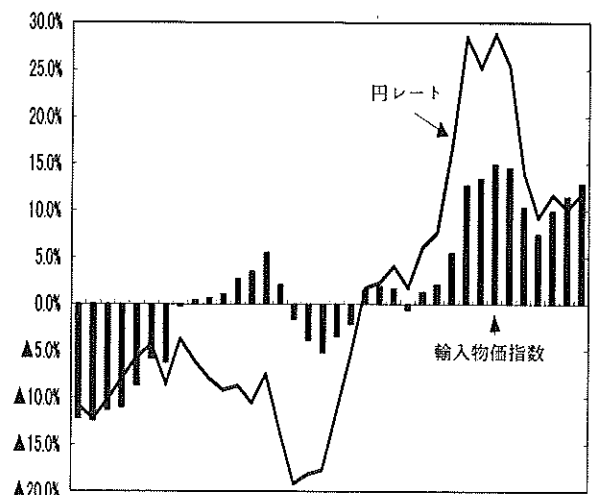
なお、円安が進んでいるが、ここで円安の日本経済への影響の方向性をみておきたい。円安の影響は多面的であり、その他の状況にも依存するが、

- ① 95年4月～96年11月頃の円安(明らかに行き過ぎた円高からの修正)は、輸出持ち直しや輸出関連企業の業績改善等により景気・企業業績・株価にプラス
- ② 96年12月～直近の円安は、景気・企業業績には直接的には同様にプラス。ただし、外人売り

等、株価へのマイナス面の影響を通じて景気・金融機関問題・企業業績にも部分的にマイナス。
 ③現状まででは、国内の需給ギャップの大きさ等から物価問題には影響しておらず、円安の最悪ケース(インフレ→金利上昇・株価下落→景気後退)には至っていない。
 -といえよう。

ただし、株式市場の地合が脆弱な中、円安進展はとりわけそのテンポが要注意とみられる。また、円安進展が黒字拡大から円高リスクを上昇させ、為替相場のフレを大きくすることが、日本経済にとって構造調整の阻害要因になる点も留意を要しよう。

為替と物価(全て前年同月比)

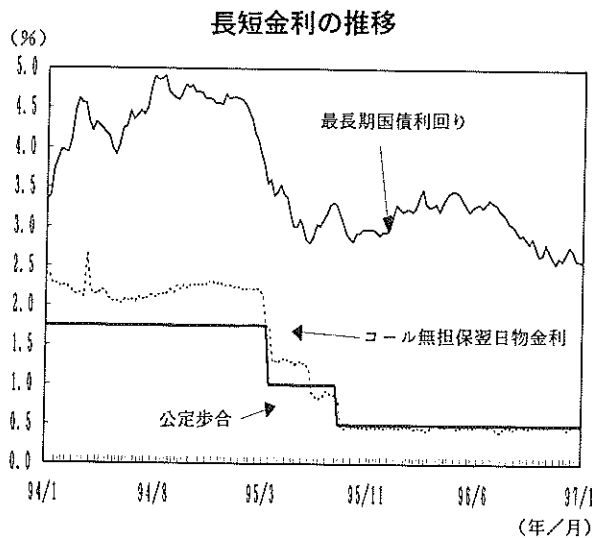


(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」他

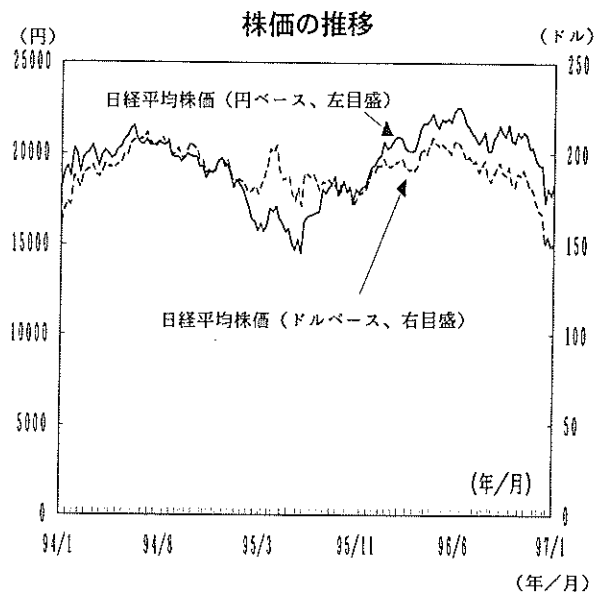
2. 日本の金融市場では景気の先行き悲観が支配的

長期債レートは96年8月初頃まで利上げ観測等の中、強含み傾向にあったが、日銀8月短観での製造業・業況判断の悪化等から景況感が下方修正され、8月上旬をピークに低下していた。その後、11月調査の短観が発表され、特別減税廃止の方針が決まる中で、景気の先行き懸念が強まったことなどを背景に、11月下旬から12月初にかけてさらに低下し、足もとも低水準で推移している。鉱工業生産の年率2ケタ増等、景気は持ち直し傾向を強め、円安も進んでいるものの、財政緊縮措置のとられる4月以降の景気悪化、株価軟調、不良債権問題などへの懸念から、超低金利政策が長期化するとの見方が支配的となっている。

景気は4月以降悪化する可能性が高い。持ち直しの兆しが出てくるのは、夏場から秋頃とみられるが、その頃までは景気悪化が短期間で終了するのか、本格的後退局面に入ってしまうのかの見極めはつかないものと予想される。これまでの見方同様、超低金利政策の修正としての利上げ実施は、97年度下期以降とみられる。当面、低金利が持続しよう。



株価は96年6月下旬の22,666円をピークにやや反落したものの、12月中旬頃まで2万円台を維持していた。その後、①消費税増税・特別減税廃止などを背景とした景気の先行き懸念、②予算案への失望（96年度補正予算、97年度当初予算）、③不良債権問題・金融機関問題への懸念の強まり、④急激な円安下での外人売り・観測一等から大幅に下落し、軟調気味の傾向にある。円安進行は輸出関連企業の業績改善を通じて株価上昇要因となる反面、円ベースでの株価上昇が期待できない中では円安自体が外人売りを誘発する面も強く、当面、注視を要しよう。景気持ち直しの兆しがみられるまで、下値不安の強い状況が続く恐れがある。金融ビッグバンを含め、構造改革は個別物色の度合いを一段と強めよう。

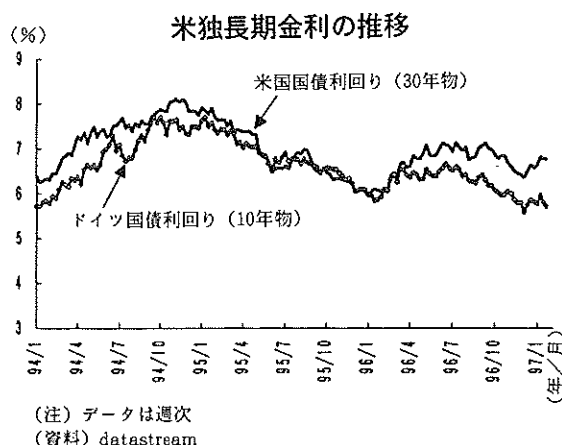
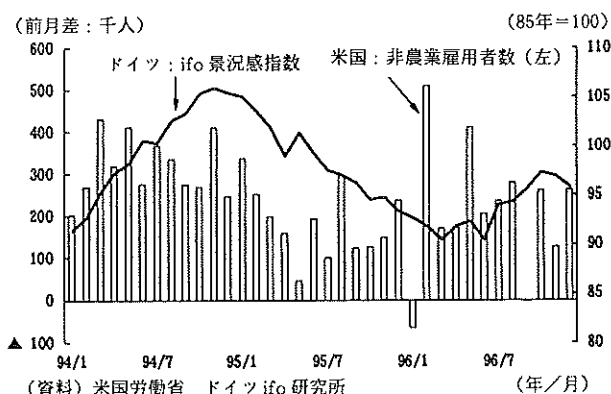


3. 米国景気は堅調、大陸欧州は低調

米国の実質GDP成長率（前期比年率）は96年7-9月期に個人消費中心に2.1%と減速したが、10-12月期は設備投資の強さが続く中、個人消費、外需の増加もあって、年率4.7%となった。月次統計で最も注目される非農業雇用者数も96年9月にわずかながら前月比で減少した後は、持ち直している。97年1-3月期の景気は96年

末にかけて積み上がった在庫の調整等からやや減速が予想されるが、堅調さは維持されよう。景気は下期には成長ペースを高めよう。

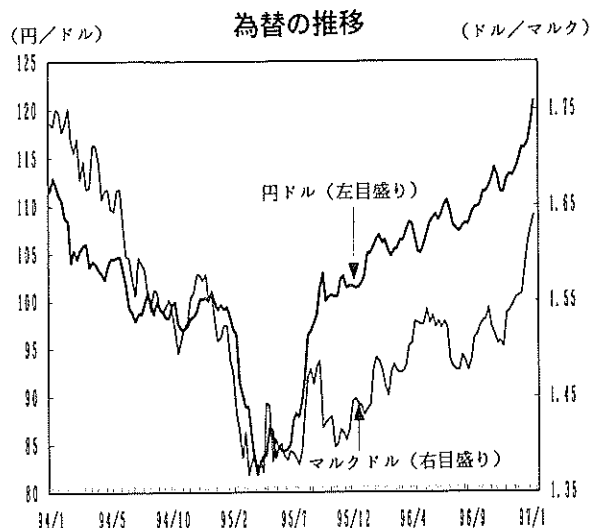
失業率は5%強の低水準にあるが、賃金上昇は限定的で、インフレも落ち着き圏内にある。FRB議長が97年1月21日の上院予算委員会で行った証言では、「米国経済には過去の景気拡大を中断させた不均衡やインフレ緊張の兆しはほとんどみられない」と全体のトーンは楽観的であった。ただし、同時に今後は賃金動向に注目する必要があるとの指摘も行われている。目先、利上げは予想されないものの、景気、賃金、需給動向などからみて、97年下期には利上げ方向となろう。



イギリスでは個人消費主導の景気拡大が続き、96年10月にはインフレの悪化懸念から予防的利上げがなされた。一方、大陸欧州は総じて景気は低調に推移し、高失業を抱えた状況が続いている。労働市場の硬直性などの構造問題がある中、欧州通貨統合の収斂基準をクリアーするために緊縮型の財政政策がとられていることが背景にある。ドイツ経済は96年春頃から、それまでのマルク高修正を背景とした輸出増により景気持ち直し局面に入っていたが、年末にかけ寒波の影響もあって、生産活動や消費活動にマイナスの影響が出ている。金融市場参加者の注目度が高い ifo 景況感指数も96年10月をピークに、11月、12月とやや低下し、景気の足踏み状況を示唆している。基調的な景気回復力が弱い中、財政政策は緊縮型をとらざるを得ないことから、大陸欧州では総じて当面、緩和型の金融政策が継続されよう。

4. 為替市場では円安が進行

円の対ドルレートは95年4月に79.75円を付けた後、円安方向の動きが続いている。当初、①オーバーシュートの戻り、②協調介入、③日本の超低金利政策一を背景として円高修正が進み、その後、①日本の対外黒字の縮小傾向、②高水準の内外金利差一等の中、円安が持続する形となった。



96年1月に105円となり、7月初には110円を付け、12月下旬に115円となった後、97年1月24日には120円台となるなど、昨年12月からの円安・ドル高は急ピッチである。傾向的には欧州通貨もドルに対して下落しており、ドル全面高の中での円安である。こうした状況は、①景気の差（米国の景気堅調、日本の4月以降の景気失速懸念、欧州の景気低調）、②金利差・先行き金利感（米国の高めの金利・利上げ観測、日本の超低金利政策の長期化見通し、欧州の金融緩和基調）、③株式市況の差（米国の株価続伸、日本の株価低迷）、④日本の金融機関問題—といった要因に加えて、⑤米国・欧州の通貨当局のドル高容認のスタンス（米国は景気が堅調で、心配なのはインフレ問題であり、また、金融・資本市場の好調が維持できるかどうかということ。欧州は景気の弱さから純輸出を期待し、欧州通貨安を容認）—が影響しているものとみられる。

通貨当局の介入が実施される可能性も残るが、基本的には今後、当面、日本の景気足踏みは避けられないことなどから、円安・ドル高傾向が続こう。しかし、日本の対外黒字は96年上期をボトムに増加傾向にある。景気の持ち直し傾向がみえてくれば、日本の対外黒字の漸増傾向もあり、円安傾向に歯止めがかかる可能性が高いとみられる。