

1997 年度改定経済見通し

日本経済は持ち直しの動きを強めているが、増税等の負担増などから、97 年度上期の景気足踏みは避けられまい。しかし、設備投資の増勢維持、外需の改善持続などから景気はかろうじて失速を回避し下期は持ち直そう。以下は昨年 12 月 12 日発表の「1997 年度経済見通し」(以下、前回)を改定したものである。

1. 国内経済

～増税等の家計の負担増加から、上期足踏み

景気は 96 年春から夏場にかけて足踏み状況にあったものの、足もとでは持ち直しの動きを強めている。96 年度内は回復傾向を維持し、実質 GDP 成長率は 2.7%となろう。

97 年度は増税等から、上期の景気足踏みは不可避であり、実質成長率は 1.4%に低下しよう。しかし、外需の改善持続や設備投資の増勢継続などから、景気はかろうじて失速を回避し、97 年度下期には持ち直してこよう。

(1) 景気の現状

円高修正により自動車などを中心に輸出が緩やかな回復をみせ外需はプラスに転じ、情報関連などを中心として設備投資は増加を続け、改善傾向にある。足もとだけにかぎれば、民需の回復、外需の改善が公共投資のマイナスを上回る形で景気は持ち直しの動きを強めている。

また、97 年 1-3 月期には、消費税増税を見越した駆け込み需要が自動車を中心に本格化し、民間消費を押し上げた模様である。自動車販売では、①モデルチェンジによる「新型車効果」、②消費税増税を見越した駆け込み需要から、10 万台程度の押し上げがあったとみられる(脚注)。

こうした自動車販売の増加や、雑貨・家具・電化製品等の駆け込みにより、1-3 月期の民間消費は 1%弱程度押し上げられたとみられる。

図表-1 乗用車販売における「新型車効果」と「駆け込み需要」の動向 (前年同月比)



(注) ①棒グラフは対前年同月比増加台数、線グラフは前年同月比伸び率
 ②97年3月の数値は当研究所予測
 ③自動車販売における要因分解は、時系列分析をもとに当研究所が試算したもの

(脚注) 自動車の駆け込み需要分が、4-6月期に反動減となって落ち込む可能性はある。しかし、新型車効果による増加部分は新規の自動車購買需要の喚起に相当する部分であり、4-6月期での落ち込みは緩やかなものにとどまろう。

(2) 97年度の日本経済

97年度上期にかけて景気は足踏みとなろう。しかし、増税、医療保険制度改革等による家計の負担増加が景気に与える影響は年度上期に集中することに加え、景気循環的には、①外需の改善持続、②設備投資の増勢持続、③雇用環境の緩やかな改善が消費を下支え一などから、景気は下期にかけて持ち直してこよう。実質 GDP 成長率は 1.4%と予測される(前回:1.0%)。

1) 予測の前提

- ①公的支出: 前倒しなく平年度並み執行
- ②為替(年度平均): 114円
- ③原油(入着ベース): 19.0ドル/バレル
- ④公定歩合: 98年1-3月期に0.5%引上げ

2) 予測のポイント

97年度上期の景気足踏みは、公的需要の牽引力が低下する中で、増税、医療保険制度改革等から、家計の負担が増加し、民間消費を中心に需要が落

ち込みことが主因である。

今回の予測では、①医療保険制度改革実施の影響（GDP 成長率を-0.1%程度押し下げ）、②円安進展の影響（前回予測より9円円安。GDP 成長率を0.2%程度押し上げ）—を考慮し、前回予測の見直しをおこなった。97年度下期以降、景気が回復軌道に戻るかは、民需の自律回復力（特に、民間消費、設備投資）及び、円安継続下での外需の動向—が大きなポイントとなつてこよう。

（家計の負担増加の影響）

負担増加による消費の下押し効果は97年度上期を中心にでてくると見込まれる。①特別減税の廃止（約2兆円）、②現在審議中の医療保険制度改革の実施（約0.9兆円）、③昨年10月より厚生年金保険料率引上げ（約0.3兆円）—などが家計の負担増であり、名目可処分所得の伸びが抑制される。さらに、④消費税率引上げにより物価上昇という形で家計の負担が増加（約5兆円程度）—から実質可処分所得の伸びが鈍化しよう。

しかし、企業リストラの進んだ業種では求人数の増加がみられるなど、雇用環境は改善傾向にある。したがって、下期以降、負担増加のショックを吸収しつつ消費は緩やかな改善に向かうと予測される。

図表-2 家計の負担増加の状況

（単位：兆円、%）

	平年度	97年度	成長率への影響
家計の負担増加	8.5	8.2	-1.4
①特別減税の廃止	2.0	2.0	-0.2
②医療保険制度改革の実施	1.0	0.9	-0.1
③厚生年金保険料率の引き上げ	0.5	0.3	-0.0
④消費税率の引き上げ	5.0	5.0	-1.1

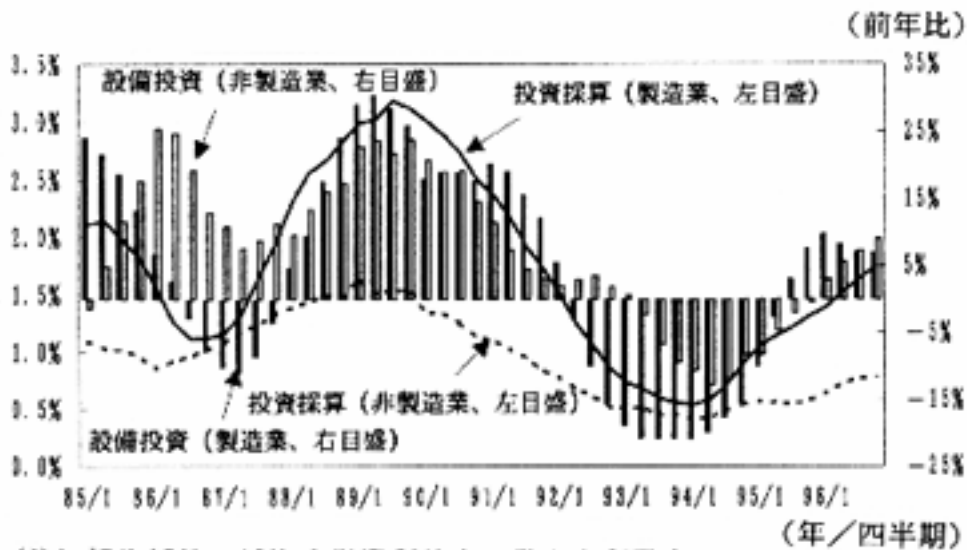
（注）当研究所試算。④は駆け込み需要反動減の影響を含む。

（設備投資の状況）

96年度の設備投資は、半導体関連投資の落ち込みがみられたものの、通信関連等の独立的な投資が牽引し、業種間の格差も大企業製造業設備投資から、非製造業へとすそ野の広がりをみせつつ、95年度を上回る伸びとなった模様である。

97年度については、ストック調整の進展などから設備投資が引き続き増加が可能な状況となっている。生産設備判断DIをみると、概ね、過去の設備投資拡大局面の初期水準まで過剰感が後退してきている。また、企業の投資採算は、低金利などを背景に改善傾向を維持している。景気循環的にみれば、企業の設備投資は96年度に引き続き増勢を維持しうる状況にあると判断される。

図表-3 投資採算と設備投資動向



(注) 投資採算 = 総資本営業利益率 - 借入金利率

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

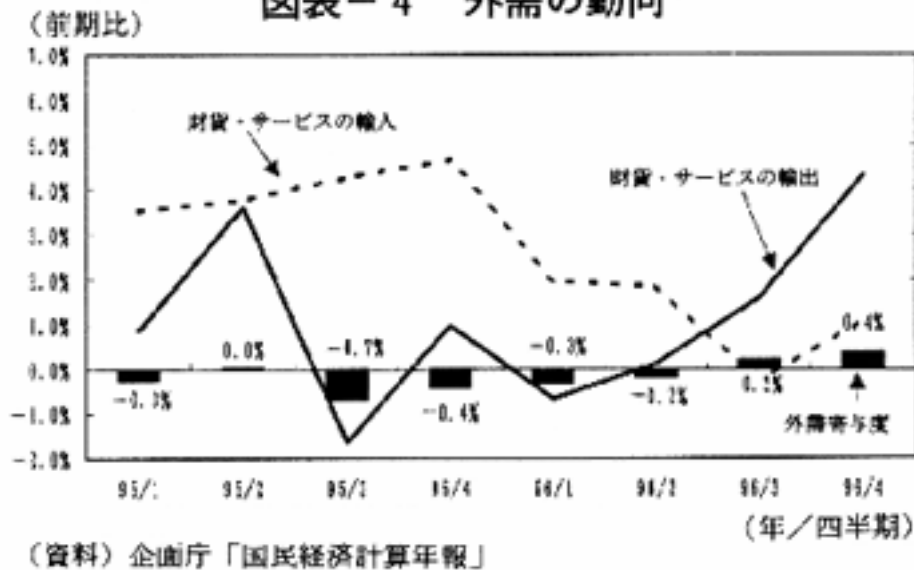
しかし、各種調査機関の「設備投資計画調査」で見られるように、牽引役であった通信関連設備投資が踊り場を迎えることから、97年度の当初計画では概ね前年度比で横這い程度となっている。独立的な投資の一巡から、97年度の設備投資は伸び率で96年度を下回ろうが、今後、景気動向をみながら、計画は上方修正され設備投資は増勢を維持しよう。

(円安の影響)

これまでの累積的な円高効果の出尽くし、円安基調の継続などから、財貨・サービスの輸出(実質)は96年1-3月期を底に増加傾向にある一方、輸入の伸びは鈍化傾向にある。この結果、外需寄与度は96年7-9月期に5四半期振りのプラスに転じた。

今後とも、円安を背景に、現在の輸出入の基調が継続し、経常黒字は漸増傾向となろう。年度下期にかけて黒字の増加などから、円安修正圧力が高まろうが、外需寄与度は96年度の-0.4%が97年度は0.4%とプラスに転じよう。

図表-4 外需の動向



図表-5 97年度日本経済見通し総括表(特に指定なき場合、前年比、%)

	95年度	96年度見込み		97年度予測			97年度 前回予測
		上期	下期	上期	下期	下期	
実質GDP成長率(前年比) (前期比)	2.4	2.7	3.3	2.1	1.4	1.5	1.2
(内需寄与度)	(3.4)	(3.1)	(4.4)	(1.9)	(1.0)	(0.9)	(1.1)
(内、民間需要)	(2.5)	(2.9)	(3.3)	(2.5)	(1.1)	(1.8)	(0.5)
(内、公的需要)	(0.9)	(0.2)	(1.2)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲0.9)	(0.6)
(外需寄与度)	(▲1.0)	(▲0.4)	(▲1.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.1)
民間消費支出	2.8	2.2	2.4	2.0	1.4	2.3	0.6
民間住宅投資	▲6.8	13.2	17.4	9.1	▲7.5	▲7.8	▲7.2
民間設備投資	5.7	6.6	6.3	6.8	4.2	5.7	2.9
公的固定資本形成	7.7	▲0.2	12.7	▲9.2	▲3.2	▲14.0	6.1
財貨・サービス輸出	4.5	3.3	0.4	6.2	5.9	7.8	4.1
財貨・サービス輸入	15.1	7.3	10.8	4.0	3.1	3.0	3.2
総工業生産上昇率	2.0	4.0	0.7	5.0	3.6	0.8	0.6
総合卸売物価上昇率	▲0.6	1.0	1.0	1.0	1.3	2.1	0.5
消費者物価上昇率	▲0.3	0.3	0.1	0.5	1.3	1.2	1.3
経常収支(兆円)	9.5	7.3	7.1	7.6	9.7	9.2	10.1

(注) 前回予測とは96年12月12日発表のもの。
 鉱工業生産の半期数値は季節調整済・前期比。消費者物価上昇率は95年基準で算出したもの。
 経常収支の半期数値は季節調整済・年率換算ベース

(資料) 実績部分は、経済企画庁「国民経済計算速報」、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」

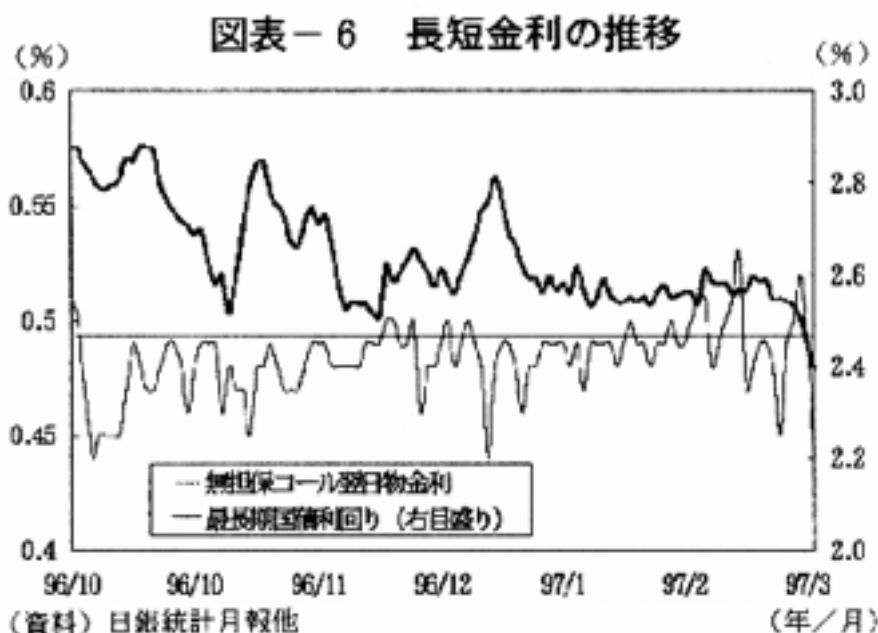
2. 国内金融

～利上げは97年度下期以降に

(1) 好需給にも支えられ長期債市場は高値圏推移

先ごろ発表された 96 年 10-12 月期の GDP や鉱工業生産からは、景気の持ち直し傾向が明確化している。

しかし、長期債市場は、4-6 月期以降も景気の減速懸念や、超低金利政策が長期化する見通しが支配的な中で、好需給とも相まって高値圏での推移が続いている。この間、短期金利は短期資金の調達ニーズが高まり、無担保コール翌日物金利が一時 0.5% を越える場面もみられたが、総じて日銀は金利上昇を抑制気味に運営している。

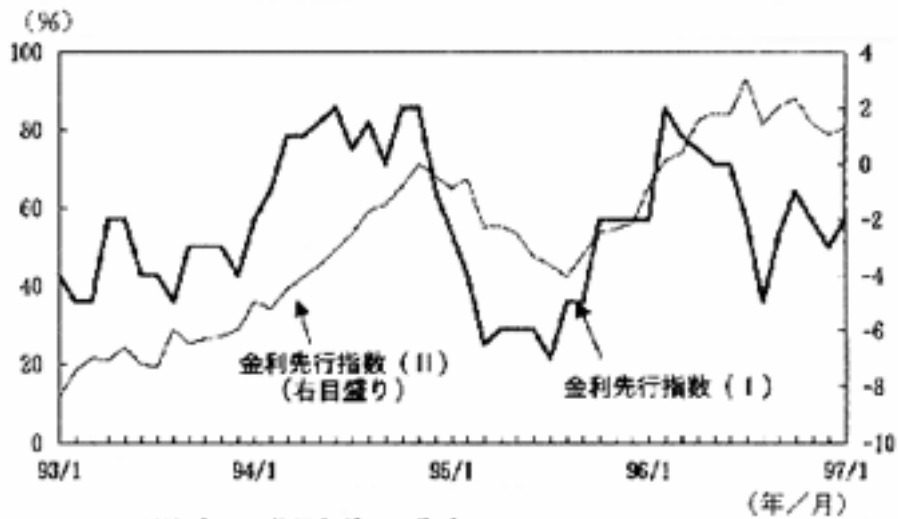


(2) 97 年度は緩やかに金利上昇

景気回復力の弱さ、財政政策は緊縮型、不良債権処理問題、物価安定等の中で、当面、現在の超低金利政策が続けられよう。利上げの時期は、消費税引き上げ等によるデフレ効果が薄れる 97 年度下期以降となろう。ここでは、98 年 1-3 月期に公定歩合の小幅引き上げ (0.5→1.0%) があるとみた。97 年度後半以降、長短市場金利も徐々に上昇しよう。

過去の金融政策の転換時期に先行して動くニッセイ基礎研金利先行指数でも、今のところ政策変更のサインはでていない。指数(Ⅱ)は 97 年 1 月に 1.3 とプラスとなっているものの、指数(Ⅰ)は 96 年 12 月に 50.0%、97 年 1 月に 57.1% (見込み) と金利引き上げのサインである「指数(Ⅰ)が最低 3 か月連続で 80% 以上、その状況で指数(Ⅱ)がプラス」を満たしていない。

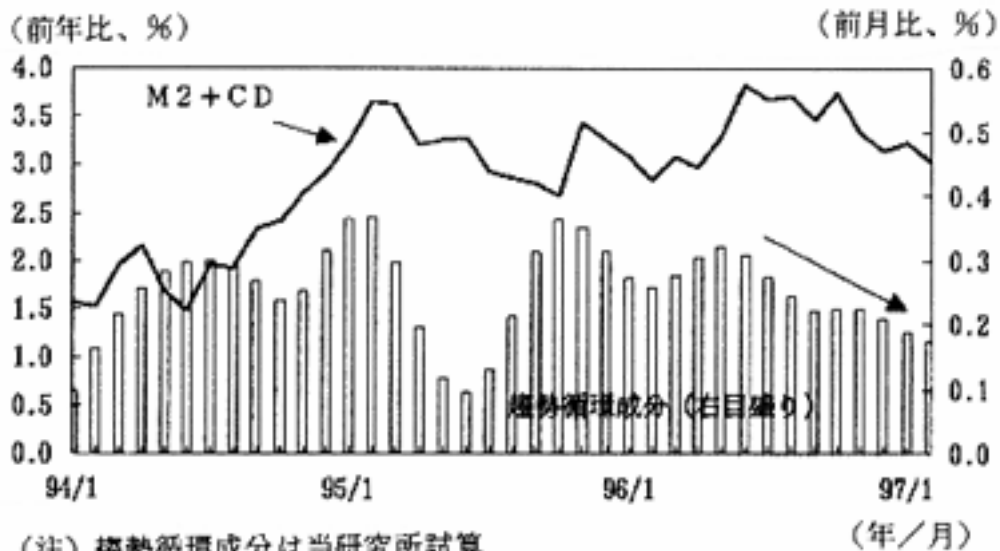
図表-7 ニッセイ基礎研金利先行指数



(注) 各種統計より当研究所にて作成

マネーサプライは、昨年の秋以降対前年比で3%台での推移が続いている。季節要因や一時的な要因を除外した趨勢循環成分を見ると足もと鈍化傾向が鮮明である。97年度上期は景気足踏みの中、伸び率低下が予想されるが、下期は緩やかな景気持ち直しを背景に増加傾向となろう。

図表-8 マネーサプライ動向



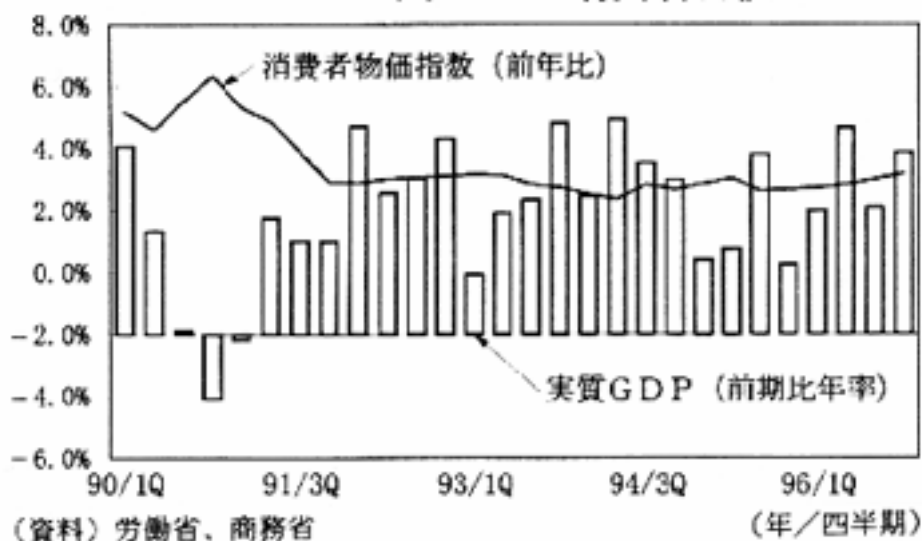
(注) 趨勢循環成分は当研究所試算
(資料) 日銀統計月報他

3. 海外経済

(1) 米国経済

米国経済は、96年7-9月期にGDPから在庫投資を除いた最終販売が、0.5%（前期比年率、以下同じ）と落ち込みを見せたが、10-12月期は3.8%の高成長となった。純輸出の改善によって成長が底上げされた面があるものの、個人消費が3.4%と前期の0.5%から回復しており、腰の強い成長が窺われる。一方、物価はエネルギー・食料品価格が落ち着きを取り戻し、安定基調が持続した。FRBは、景気の強さに鑑み、インフレ予防的措置として3月25日にFFレートの0.25%引き上げ（5.25→5.50%）を決定した。

図表-9 実質GDP・消費者物価



今回の見通しでは、これまでの「97年上期に調整局面が続き、下期に緩やかに回復過程入りする」との見方を変更した。

97年の米国経済は、現状の成長ペースが暫く続く見込みである。96年の2.4%から、2.7%へとやや成長率は高くなろう。半期でみると、上期が2.6%、下期が2.4%となろう。雇用が順調に拡大を続けており、所得増加を通じて、個人消費の拡大が続こう。消費者ローンの積み上がりが消費拡大の足かせになっていた状態は、雇用拡大と新規借入れ抑制から改善に向かっている。設備投資は、96年ほどの力強さはないものの、底堅い動きを見せており、成長を下支えしよう。また、最終需要の強さを背景に、在庫調整もほぼ終了しており、生産活動は上向いてくると思われる。純輸出は、自動車輸入が大きく伸びるなど、国内需要の堅調を背景に景気下押し要因となろう。しかし、米国景気は97年末にかけて、金利上昇等を背景に成長率は鈍化してこよう。インフレ率は、労働市場の逼迫が暫く続くこと等から、97年末にかけて緩やかに上昇傾向となろう。

図表-10 失業率・時間あたり賃金の推移



金融政策では、9月末までにFFレート6%、公定歩合5.5%へと小幅の追加引き上げがなされよう。しかし、過度の引締めは成長を腰砕けにする恐れがある。大幅な追加利上げの可能性は低いと思われる。

図表-11 米国経済見通し総括表

	96年 実績	97年 予測		97年 前回予測	
		上期	下期		
実質GDP	2.4	2.7	2.6	2.4	1.9
同上前年同期比	-	-	(2.9)	(2.5)	-
個人消費	2.5	2.8	3.4	2.3	1.2
設備投資	7.4	6.4	5.2	4.5	9.0
住宅投資	5.3	0.3	-0.6	1.8	0.8
政府支出	0.8	0.3	-0.1	0.1	1.0
在庫増減	-0.3	0.1	-0.4	0.3	0.0
純輸出	-0.1	-0.0	0.2	-0.1	-0.2
輸出等	6.5	6.8	7.9	4.8	5.5
輸入等	6.4	6.1	5.7	5.1	5.9
鉱工業生産	2.7	4.2	4.1	4.3	4.2
失業率(平均)	5.4	5.3	5.3	5.4	5.6
消費者物価総合	2.9	2.7	2.7	2.7	3.3
経常収支(億ドル)	-1,651	-1,550	-1,520	-1,590	-1,280

(注) ①実質GDPとその内訳は前年比、上下期は前期比年率(%)

在庫増減と純輸出は寄与度

②鉱工業生産、消費者物価は前年比、上下期は前年同期比(%)

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

(2) 欧州経済

欧州では、ドイツはマルク安を背景とした輸出主導の景気回復から内需拡大への移行局面にあり、イギリスは消費主導での景気加速局面にあってポンド高推移が続いている。

1) ドイツ経済

ドイツ経済は95年のマルク高騰の影響で95年第4四半期から二期連続で前期比マイナス成長に落ち込んだ後、マルク下落を受けて輸出が拡大基調を強めている。96年末から97年初にかけての大寒波で経済活動が一時停滞したが、天候回復とともに生産は再び上向いている。

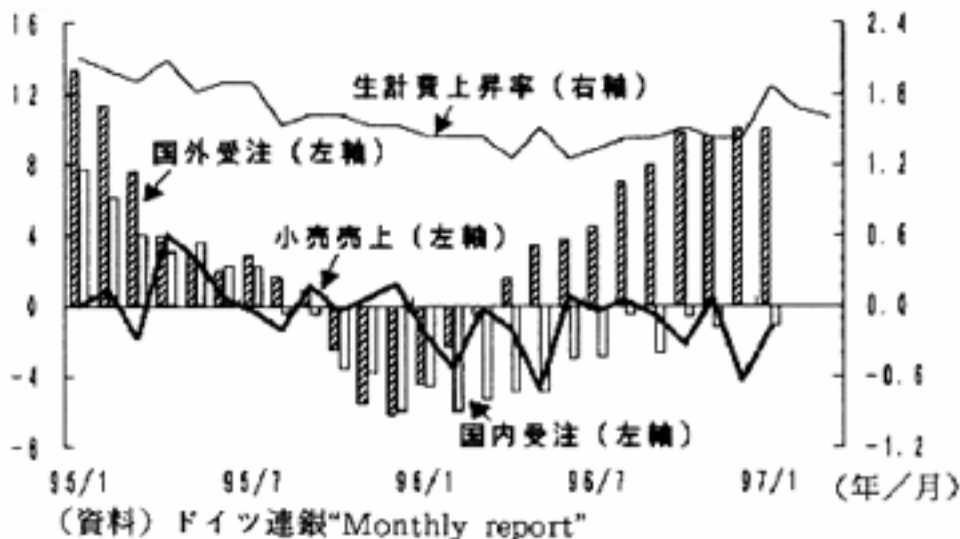
ドイツの成長率は96年の1.4%から97年には2.3%になると見込まれる。外需は引き続き堅調に推移する一方、内需は、企業が雇用増・国内新規投資に消極的であることからやや伸び悩もう。

マルク安の影響が投入価格に反映されつつあるものの、賃上げ率抑制、内需伸び悩みからドイツの物価は引き続き安定が予想される。生計費上昇率は97年も2%程度で推移しよう。

国内インフレ圧力が鈍く、また欧州通貨統合参加国決定まで金融市場は神経

質な展開が続くとみられることから、公定歩合・ロンバートレート（現行 2.5%、4.5%）の引き上げは年内は見送られよう。

図表-12 ドイツ経済指標（前年比%）



ドイツ経済見通し総括表（前年比%）

	96年 実績		97年 予測		97年 前回予測		
	上期	下期	上期	下期			
実質GDP	1.4	0.7	2.0	2.3	1.9	2.6	2.3
生計費	1.4	1.4	1.4	1.8	1.7	2.0	1.8
経常収支 (億マルク)	- 220	- 129	- 311	- 110	10	- 230	- 140

(注) ①生計費は西独ベース、その他は全独ベース

②経常収支は FOB-CIF ベース、年率値

(資料) ドイツ連銀“Monthly report”他

2) イギリス経済

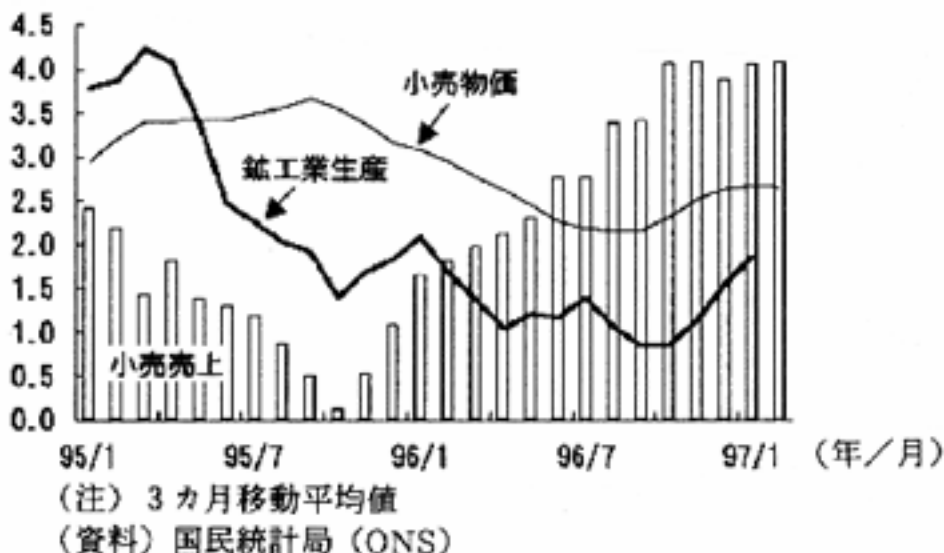
イギリスは、雇用拡大・所得増を背景に個人消費が引き続き牽引し、成長率は96年の2.1%から97年は3.1%に高まる見通しである。4月からの所得税減税、金融機関再編にともなう一時所得増は、97年に合わせて可処分所得比4%に達するとみられ、強力な消費下支え要因となろう。内需好調を受けて、出遅れている企業投資の拡大も期待される。

イギリスの好景気・高金利選好と欧州通貨統合不安を背景とした資金流入からポンドが上昇し、足元の物価上昇を抑制している。ただし年終盤には、ポンド高効果一巡、需要サイドのインフレ圧力から物価は3%へ上昇しよう。

現在 6.0%の政策金利は、5月の総選挙後に 6.5%、年後半には 7.0%まで引き上げられよう。総選挙の結果 18年ぶりの労働党政権が誕生する公算が

高いが、主要経済政策の現政権からの方針転換はないとみられる。金融市場等の動揺はあったとしても短期間のものとなろう。

図表-13 イギリス経済指標（前年比%）



イギリス経済見通し総括表（前年比%）

	96年 実績		97年 予測			97年 前同予測	
	上期	下期	上期	下期	前同予測		
実質GDP	2.1	2.0	2.3	3.1	3.0	3.2	3.3
小売物価	2.4	2.5	2.4	2.8	2.7	2.9	3.1
経常収支 (億ポンド)	- 0	- 12	12	- 44	- 30	- 60	- 3

(注) 経常収支は国際収支ベース、年率値

(資料) 実績値は国民統計局“Monthly Digest of Statistics”他

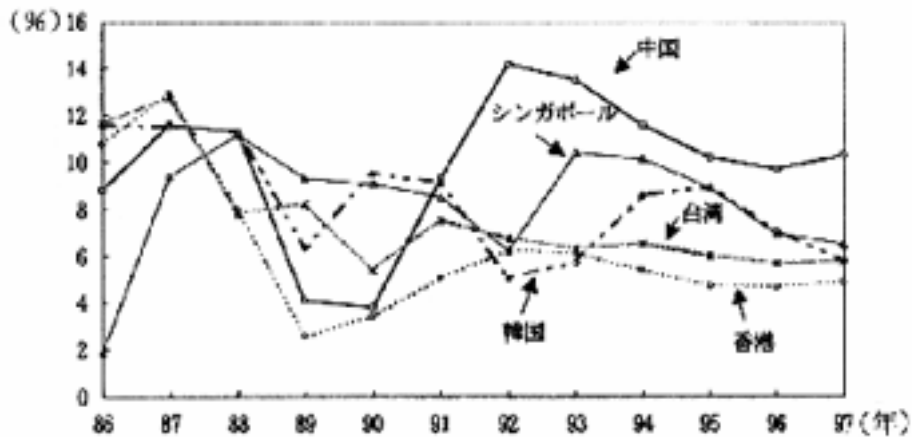
(3) アジア経済

96年の東アジア（中国、NIEs、ASEAN）の実質GDP成長率は、輸出の伸び率鈍化などにより7.6%（見込み）に低下、97年は7.4%となろう。

過去数年、東アジアの高成長を支えた輸出は、96年入り後、①世界的な半導体市況の低迷、②円安傾向等にとまなう輸出競争力の低下一などから鈍化傾向にあった。

97年は、韓国、ASEANの景気鈍化傾向が続くものの、中国は96年に順次行われた金融緩和などによって持ち直し傾向と予想される。

図表-14 アジア主要国の実質GDP成長率の動向



(注) 実績値はIMF他による、96年は実績・見込み、97年は予測値

【中国経済】

97年は、96年に実施された金融機関の預金・貸出金利引き下げ等金融緩和の効果などから、実質成長率は10.3% (96年9.7%) に上昇し、インフレ率もやや高まろう。

【韓国経済】

97年の実質成長率は、①輸出の鈍化、②労働関係法改正に反対するストの影響一などから、5.8% (96年7.1%見込み) に低下し、インフレ率は前年並みの水準となろう。

【台湾経済】

97年入り後、96年に実施された公定歩合引き下げ等金融緩和の効果などから景気は回復傾向にあったが、口蹄疫による豚肉輸出停止の影響から、97年の実質成長率は5.8% (96年5.7%) となり、インフレ率は上昇基調となろう。

【香港経済】

97年は、基調的には返還が終わるまで不安定な状況が続くものの、新空港関連プロジェクトによる内需の拡大などにより、実質成長率は4.9% (96年4.7%見込み) となり、インフレ率はやや高まる傾向にあろう。

【シンガポール経済】

97年上期においても景気の鈍化傾向が続くものの、下期は輸出の伸び率上昇などから景気は上向き、97年全体としては実質成長率は6.5% (96年7.0%) に低下しよう。インフレ率は落ち着き傾向が続こう。

図表-15 アジア経済見通し総括表

(単位: %)

	今回予測				前回予測	
	GDP成長率		インフレ率		GDP成長率	インフレ率
	96年実績	97年予測	96年実績	97年予測	97年予測	97年予測
中国	9.7	10.3	6.1	6.7	10.3	6.7
韓国	7.1	5.8	5.0	5.0	6.5	4.8
台湾	5.7	5.8	3.1	3.9	6.0	3.5
香港	4.7	4.9	6.0	6.5	4.7	6.5
シンガポール	7.0	6.5	1.4	1.8	6.0	1.8
東アジア	7.6	7.4	-	-	7.5	-

(注) 実績値は日本銀行「海外主要経済指標」他
 成長率の96年実績のうち、韓国、香港は見込み
 インフレ率は、中国が小売物価上昇率、その他は消費者物価上昇率
 東アジア96年は見込み

4. 為替

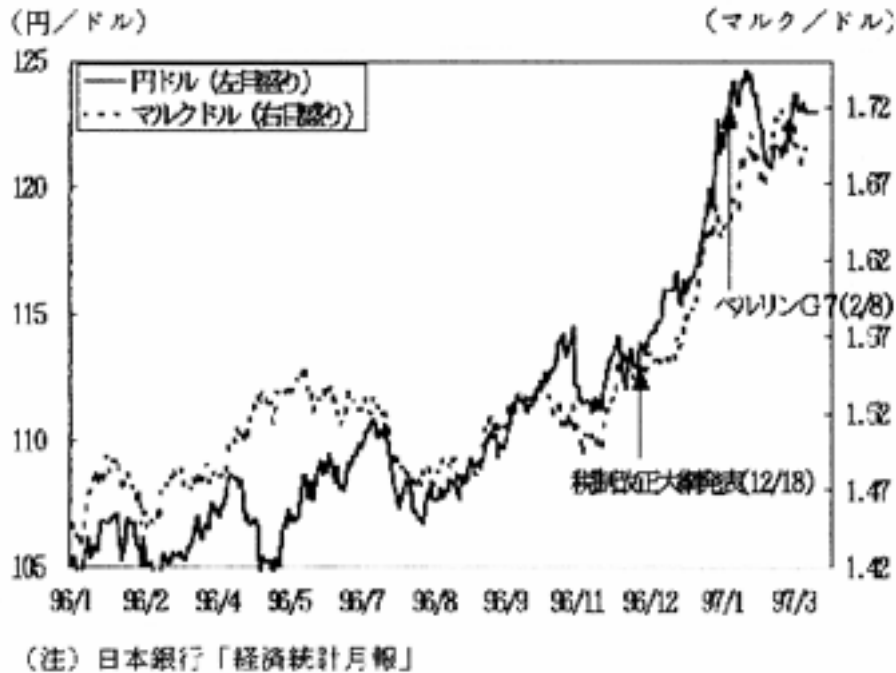
(1) 現状～日米景況感に振られやすい展開

96年に入り、円ドルレートは日米景気・金利動向に振られやすい展開となった。2月、4月、7月に生じた円高方向の動きは日本の金融引締め予想がきっかけであり、夏場以降の円安は日銀短観(8/28)による金利先高感後退と米景況感の好転によるものであった。

さらに12月中旬の財政緊縮策発表以降、日本の景気に対する先行き懸念と急激な株安、他方で堅調な米景気—という日米景況感の差を映じ、110円台半ばから120円台半ばまで急激な円安ドル高が進展した。

足もと、ベルリンG7(97年2月8日)をはさんで、市場に「ドル高反転終了宣言」という強いメッセージが送られ、NY株も調整状況入り—となったことから円安ドル高は一服気味だが、日米景況感の差は大きく、依然、円安圧力の残る展開となっている。

図表-16 為替の推移



(2) 今後の見通し

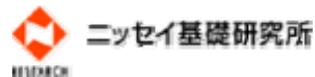
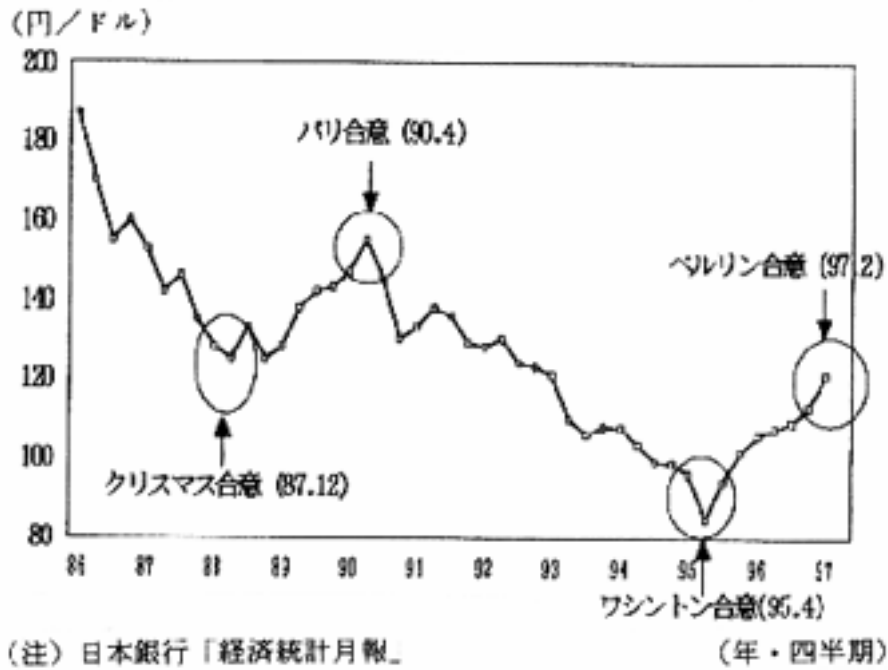
～当面は円安圧力の残る展開

ベルリン G7で「ドル高反転終了宣言」が出されたことから一段のドル高にはやや歯止めがかかる展開となろう。実際、85年のプラザ合意以降、円ドルレートの転換点は、G7の為替政策の転換と一致するケースが多い。

ただし、ベルリン G7の声明をみると一段のドル高には警戒的ではあるが、ドル押し下げ合意はなされてはいない。また、財政緊縮策による日本の景気腰折れ懸念および金融システム問題も残存することから円高方向へのエネルギーにも欠ける状況が続こう。

当面は、115～125円程度のボックス圏で、日米景況感に左右される推移となろう。その後、97年央ないしは年度央頃に日本の対外黒字の漸増傾向が続く中、景気持ち直し傾向が確認され、緩やかな円高方向への動きと予想される。97年度平均で114円とみた。

図表-17 国際協調と円ドルレート



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所 [経済調査部](#)までお寄せ下さい。