

1997 年度改定経済見通し

～秋口頃には持ち直し傾向へ、1.6%成長～

消費税増税後、駆け込み需要の反動減を主因に景気は足踏み状況にある。しかし、設備投資の増勢と外需の下支えから反動減等の影響の薄れとともに景気は持ち直そう。今回見通しでは、外需の増加などにより実質 GDP 成長率を前回（「1997 年度改定経済見通し」、4月1日発表）の 1.4%から 1.6%に小幅上方修正した。

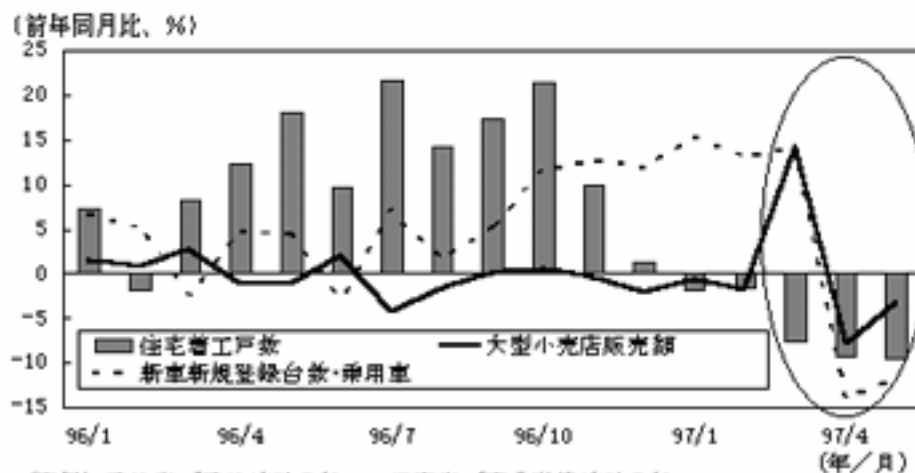
1. 国内経済

(1) 景気の現状

景気は 96 年度下期に自動車販売の加速、設備投資の増勢継続など民需の回復がみられる中、円安を背景とする外需の増加も加わり持ち直し傾向が強まった。特に 97 年 1-3 月期は駆け込み消費が加わり、最終需要、生産とも高成長となった。

しかし、住宅着工がすでに 96 年 10 月をピークに反落傾向にあった上に、4 月の消費税増税後は、自動車販売や大型小売店販売の大幅減少など駆け込み需要の反動減を主因に民間最終需要は低迷し、鉱工業生産も弱含み横這い圏となる等、景気は足踏み状況にある。今回の景気足踏みは、93 年 10 月を底とした回復過程では、超円高による 95 年度上期、ミニ在庫調整等による 96 年度上期に次ぎ、3 度目の足踏み局面となる。

消費、住宅における駆け込み需要と反動減



(資料) 建設省「建設統計月報」、通産省「商業動態統計月報」
日本自動車工業会「自動車統計月報」

(2) 97年度の日本経済

日本経済は依然構造問題を抱え、回復力は弱いものの、①設備投資の増勢継続、②外需のプラス寄与継続、③雇用増等の所得環境の趨勢的な改善などから、駆け込み需要の反動減、財政緊縮等の影響が薄れるにつれ景気は持ち直そう。実質 GDP 成長率は 97 年度 1.6%と 96 年度より低下するが、趨勢的な景気回復傾向は続こう。

1) 予測の前提

- ①公的支出: 経済対策等の追加はなし
- ②為替(年度平均): 1ドル 112 円
- ③原油(入着ベース): 19.1ドル/バレル
- ④公定歩合: 98 年1-3月頃に 0.5%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、①駆け込み需要の反動減、②消費税増税、特別減税廃止等による家計の負担増などから、民間最終需要が落ち込むことが主因である。

今回予測では、①駆け込み需要が前回予測以上の規模、②外需増加も前回予測を上回るペースを考慮し、見直しをおこなった。見通しの基本的見方に変化はない。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、景気の下支え要因となっている外需の動向がポイントである。

消費と住宅の下方修正を外需等の上方修正が上回り、実質 GDP 成長率を 1.6% (前回 1.4%) と小幅上方修正した。

(消費税等の家計負担増加の影響)

1-3月期の駆け込み需要は予想を上回った。駆け込みは、需要の先食いであり、97 年度のマイナス要因が大きくなったことを意味する。反動減の影響は 4-6月期が最大で、7-9月期以降は薄れてこよう。

特別減税廃止などによる家計の負担増は、消費税増税と合わせ 8兆円程度(97 年度)と推計される。負担増が実質ベースの可処分所得の減少につながり、民間消費を下押そう。しかし、企業収益の回復を受けて雇用情勢は改善傾向にある。駆け込み需要の反動減等から民間消費が 4-6月期に落ち込むのは不可避だが、7-9月期以降は家計負担増を所得改善が緩和する中で、緩やかな回復に向かおう。

財政緊縮策の景気への影響

(単位:兆円、%)

	平年度	97年度	
		(兆円)	実質GDP への影響、%
財政緊縮の影響<(1)-(2)>		8.4	-1.6
(1)家計の負担増加	8.8	7.9	-1.6
①特別減税の廃止	2.0	2.0	-0.3
②医療保険制度改革の実施	1.3	0.6	-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	-1.3
(2)公共投資抑制の影響	---	-0.5	-0.0

(注)金額と実質GDPへの影響は前年度との差で表示

(資料)各種資料より当研究所試算

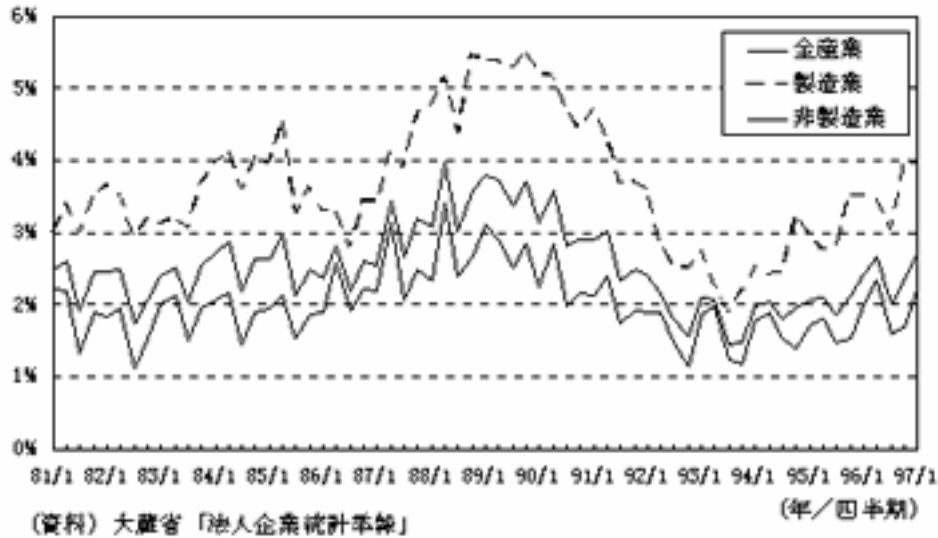
(設備投資の状況)

96年度の設備投資は、通信関連等の独立的投資の増加とともに、大企業製造業から非製造業、中小企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(95年度5.7%、96年度6.4%)。

97年度についても、①企業収益回復、②ストック調整進展、などから設備投資は引き続き増加が可能な状況にある。企業の利益率は円安などを背景に過去平均並みに回復してきた。また、投資採算も、低金利などを背景に改善傾向を維持している。循環的にみれば、設備投資は97年度も引き続き増勢を維持しよう。

しかし、97年度は各機関の設備投資計画調査で見られるように、96年度の通信関連等のような牽引役がない。また、大企業製造業を除けば投資採算の回復は低金利に拠るところが大きい。緩やかな金利上昇が見込まれる中、97年度の設備投資の伸びは96年度を下回ろう。

売上高経常利益率の推移（全規模）

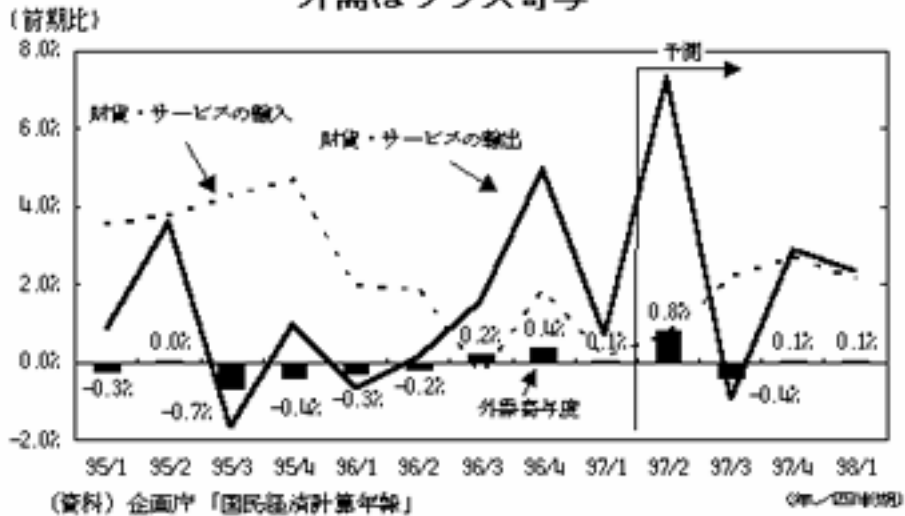


(対外収支の動向)

経常黒字は 96 年 4-6 月期をボトムに拡大傾向に転じた。これは、①企業の輸出採算を上回る円安傾向の継続、②米国を中心とする海外景気の拡大、によって輸出の回復がみられたことが主因である。97 年 4-6 月期は内需落ち込みによる輸入の伸び鈍化や輸出シフトで黒字が急増している。

足もと、5月初の 127 円台をピークに円安修正となり 110 円台前半 (97/6 末時点) となっている。予測の前提の為替水準であれば、今後とも企業の輸出採算レート (106 円、97 年 1 月企画庁調べ) を上回り、黒字拡大に作用しよう。国際分業の高度化から輸入の増加は今後とも見込まれるものの輸出入の収支戻は黒字の増勢傾向を続けよう。97 年度の経常黒字は 10.4 兆円 (名目 GDP 比 2%) に増加しよう。外需の成長寄与は 5 年振りのプラスに転じよう。

外需はプラス寄与



日本経済見通し総括表（前期比、％）

	95年度	96年度	96年度		97年度 予測	97年度		97年度 前回予測
			上期	下期		上期	下期	
実質GDP成長率	2.4	3.0	0.9	1.9	1.6	-0.2	1.3	1.4
（前年同期比）	-	-	<3.3>	<2.7>	-	<1.9>	<1.3>	-
（内需寄与度）	(3.4)	(3.4)	(1.1)	(1.4)	(0.7)	(-0.8)	(1.5)	(1.0)
（内、民間需要）	(2.5)	(3.2)	(0.7)	(2.6)	(0.6)	(-1.0)	(0.8)	(1.1)
（内、公的需要）	(0.9)	(0.2)	(0.5)	(-1.2)	(0.1)	(0.2)	(0.7)	(-0.1)
（外需寄与度）	(-1.0)	(-0.4)	(-0.2)	(0.5)	(0.9)	(0.7)	(-0.1)	(0.4)
民間消費支出	2.8	2.8	-0.1	3.4	0.7	-1.7	1.5	1.4
民間住宅投資	-6.8	14.2	8.7	1.8	-10.2	-9.2	-4.1	-7.5
民間設備投資	5.7	6.4	2.9	3.6	4.4	1.9	1.5	4.2
公的固定資本形成	7.7	-0.5	4.3	-14.0	-0.6	2.0	7.9	-3.2
財貨・サービス輸出	4.5	3.7	0.6	6.2	12.4	7.2	3.6	5.9
財貨・サービス輸入	15.1	7.5	2.7	1.8	5.4	1.9	5.0	3.1
総工業生産上昇率	2.1	4.0	0.9	4.4	3.3	0.5	1.2	3.6
総合卸売物価上昇率	-0.6	1.0	1.0	1.0	2.1	2.5	1.7	1.3
消費者物価上昇率	-0.1	0.4	0.2	0.5	1.5	1.5	1.5	1.3
經常収支（兆円）	9.5	7.2	7.1	7.4	10.4	10.6	10.1	9.7
対名目GDP比	1.9	1.4	1.4	1.5	2.0	2.1	2.0	1.9

（注） 前回予測は4月1日発表のもの。
 総合卸売物価上昇率、消費者物価上昇率の半期数値は前年同期比。
 經常収支の半期数値は季節調整済み・年率換算ベース。
 （資料） 実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」他

2. 国内金融

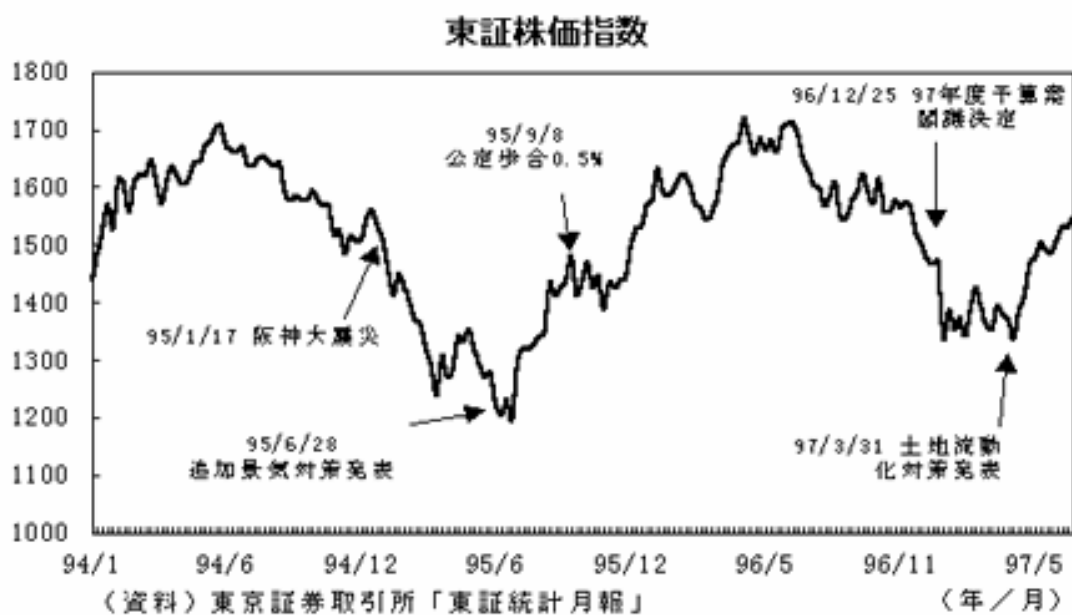
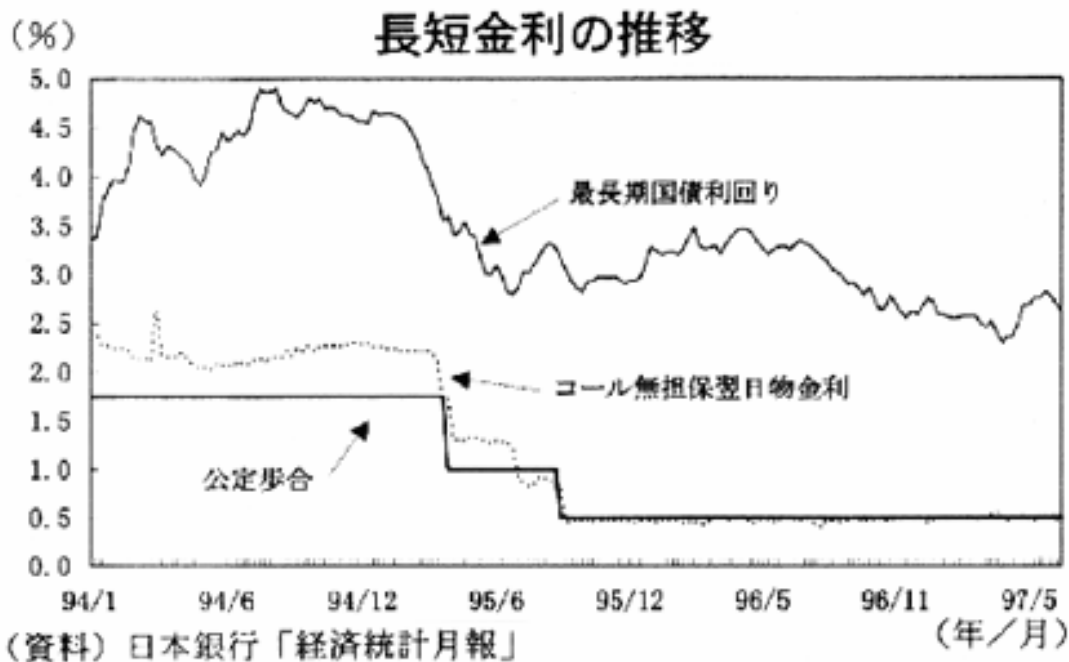
～利上げは98年1-3月頃に

(1) 現状

95年9月に公定歩合引き下げと同時に無担保コールレートの低め誘導が開始され、約2年継続されている。長期金利は、昨年8月頃よりほぼ低下傾向が続き、97年4月には国債最長期利回りで2.2%台と史上最低を更新した。

その後、①超悲観論の後退、②超低金利見直し論等から、金利先高感が強まり、大幅上昇となった。足もと景気指標が芳しくなく、為替の円高傾向から利上げ観測が後退、金利もやや低下したが、6月25日発表の日銀短観（6月調査）で主要企業業況判断DIが強めの数値となったことを受けて再び上昇した。足もとの長期金利は、ほぼ昨年10-12月頃並みのレンジにある。

株価も先行き悲観論の後退などの中、やや持ち直している。



(2) 今後の金利は上昇方向へ

金融政策は、景気回復力の弱さ、緊縮財政、不良債権問題、バランスシート問題等から基本的には低金利政策が続けられよう。

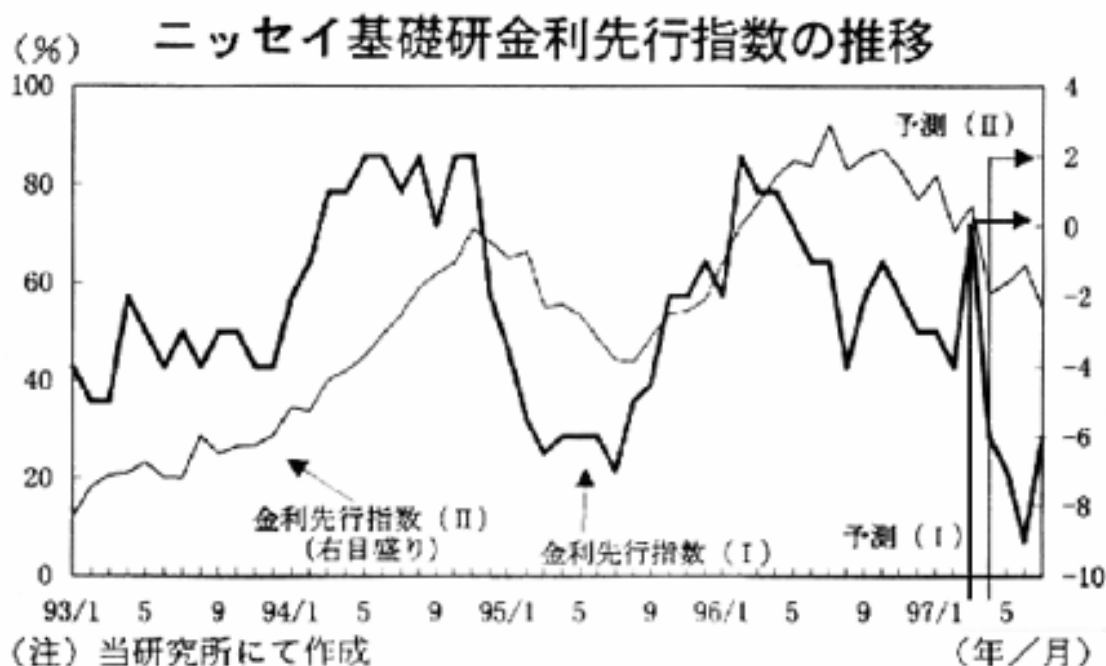
金融政策としては、「景気が加速し、物価問題を懸念し始める段階まで、長期にわたり超低金利を維持。その後、94年の米国のように予防的引き締めとして利上げを連続的実施」と「景気が民需中心に持ち直し傾向を明確化する途上で当面の物価懸念はなくても、小幅利上げを断続的に実

施」の選択がありうるが、後者が採られるものとした。

97年度夏以降、景気の持ち直しとその持続見込みを確認しつつ、98年1-3月を中心とする時期に公定歩合の小幅引き上げ(0.5→1.0%)が行われ、超低金利政策の修正がなされよう。

過去の連続的な利上げ、利下げに先行して動くニッセイ基礎研金利先行指数は、足もと低水準で推移しており、連続的利上げのサイン(指数(I)が最低3カ月連続で80%以上)は出ていない。98年1-3月頃と予想する利上げは単発的なものとみられる。

長期金利は短期金利が上昇する中で基調的には上昇するが、①短期金利の上昇テンポは緩やか、②需給面はややタイト、③為替が緩やかな円高、④米国金利がピークアウト、などから上昇余地は限られよう。



3. 為替

(1) 現状～急激な円安修正

96年12月中旬以降、日米景況感・金利感の差の再拡大から、円安ドル高がオーバーシュートした。その後、5月初の127円台をピークに日本の通貨当局者の円高誘導発言、日本景気に対するセンチメントの向上(日本株の持ち直し等)、米景気鈍化と利上げ見送り、米通貨当局者の日本の対外黒字拡大への懸念などから急激な円安修正が生じた。ただし、110円台前半の円高水準では「行き過ぎ」との通貨当局者の牽制から円高方向にも限度がある状況。



(2) 今後の方向は緩やかな円高へ

97年度上期末頃までは現状の110～120円程度の推移となろう。95年4月以降、約2年続いた円安ドル高局面は終了し、緩やかな円高ドル安局面に転じているとみられる。下期は、緩やかな円高方向の動きから、年度末には100円前半まで円高が進む局面もあろう。97年度平均で112円(前回予測114円)とみた。要因は次のとおり。

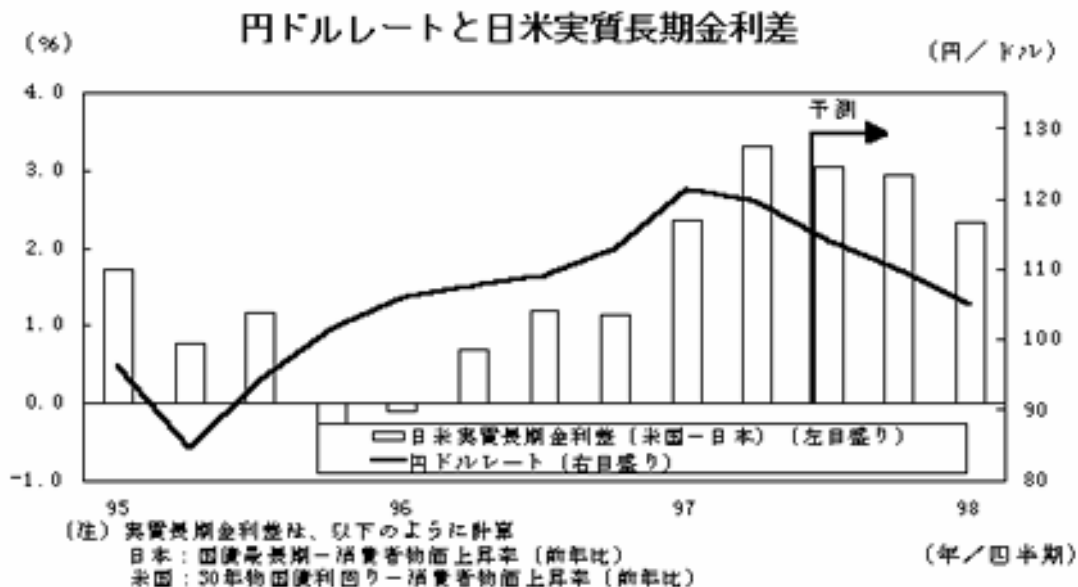
①日本の経常黒字は高水準

71年以降、4回の円高局面は、経常黒字増を背景としている。今回も、黒字拡大から円高方向の動きになると考えられるが、黒字拡大幅は過去ほど大幅とは見込まれず、円高のペースは緩やかなものにとどまろう。



②日米景況感・金利差

円安方向の大きな要因となった日米金利差は、日本の金利の上昇傾向、米金利の頭打ちから縮小方向と見込まれる。



③通貨当局の態度

日本の景気回復傾向、対外黒字高水準、米景気減速という状況の中、97年度後半頃から日米通貨当局ともやや円高方向へとターゲットレンジをシフトするものと考えられる。ただし、景気腰折れを防ぐ観点から100円台前半程度までにとどまろう。

4. 海外経済

(1) 北米経済

97年の北米経済は、米国経済が減速することからペースは緩やかとなるが、カナダ経済は現状の成長ペースが続き、拡大基調が持続しよう。

米国経済は、高成長が持続してきたが、97年下期は上期の4.4%から2.3%へ減速しよう。96年10-12月期から持続可能なペースを超えた成長が続き、97年1-3月期は、個人消費が前期比年率5.6%と高い伸びを示し、実質GDP成長率が前期比年率5.9%の高成長となるなど景気加熱が懸念された。

しかし、4-6月期に入って小売売上が低迷する等、減速している模様である。7-9月期はやや持ち直すと見られるが、その後は減速基調を辿ろう。個人消費は、負債の調整が進みつつも、負担感が解消されるに至っておらず、所得の伸びも鈍化することから減速しよう。設備投資は、収益の伸びの頭打ちから拡大ペースは鈍化するが、情報化投資中心に概ね堅調が続こう。純輸出は、国内景気の減速や、アジア等での航空機需要の拡大などから、赤字額はほぼ現状水準で推移しよう。

物価は、潜在成長力とされる2%強を上回る成長にもかかわらず、安定傾向が持続している。しかし、これまでの労働市場の逼迫を背景にインフレ圧力は徐々に顕在化し、97年末から98年にかけてやや上昇率が高まろう。FRBは、3月25日にFFレート0.25%の引き上げを実施した。その後、個人消費の低迷、物価の安定等から、追加利上げは見送られているが、金融政策の変更は行われていない。97年末にかけて、物価上昇ペースはやや高まると予想される。現在5.5%のFFレートは、6%程度



カナダ経済は、昨年後半からの拡大基調が持続している。97年1-3月

期は、実質 GDP 成長率が前期比年率 3.4%となった。貯蓄率が低水準にあることから消費の持続性が懸念されるが、純輸出の改善等から、97年上期は前期比年率 3.2%、下期は 3.1%と現在の成長ペースが持続しよう。物価は、賃金上昇圧力が小さいこと、労働生産性の伸びが高めなことから、安定的に推移しよう。

北米経済の見通し

	96年	97年		
		上期	下期	
(%：億ドル)				
米国				
実質GDP	2.4	3.6	4.4	2.3
消費者物価	2.9	2.7	2.7	2.6
経常収支	-1482	-1890	-1700	-2080
失業率	5.4	5.1	5.1	5.1
カナダ				
実質GDP	1.5	3.1	3.2	3.1
消費者物価	1.6	1.4	1.7	1.1
経常収支	38.3	34.0	-17.0	84.0
失業率	9.7	9.4	9.5	9.3

(注) 実質GDPの上下期は前期比年率
 消費者物価の上下期は前年同期比
 経常収支は、自国通貨で億ドル単位

(2) 欧州経済

1) 対照的なイギリスと大陸欧州景気

欧州の景気は、イギリスが個人消費中心にやや過熱気味となり金融引き締め局面に入っているのと対照的に、大陸では失業率の高止まりが社会問題となるなど、跛行的である。

イギリスの成長率は、96年の2.3%から97年は3.2%に高まる見通しである。雇用・所得の拡大に加え、総選挙終了による政治的先行き不透明感払拭から消費者マインドが改善し、個人消費が引き続き景気を牽引しよう。

ポンド高が足もとの物価上昇を抑制しているものの、高成長の持続からインフレ圧力は高まりつつある。政策金利の決定権を蔵相から委譲された中央銀行は、インフレ加速予防のため、現在6.5%のベースレートを97年年内に7.0%まで引き上げるとみられる。

一方、ドイツ、フランスを中心とする大陸欧州諸国では、硬直的な労働

慣行と通貨統合を目指した財政緊縮が足かせとなり、97年もはかばかしい景気回復は期待できない。景気のリード役は引き続き、通貨安を追い風にした輸出であり、内需の本格的な立ち上がりは97年終盤以降となろう。ただし企業投資は、通貨統合に向けて今後積極化が予想される。

独仏とも、97年の成長率は、96年の1%台半ばから2%台前半まで回復するに止まろう。内需の弱さを反映して両国とも物価は安定基調が続く、政策金利は年内据え置かれよう。

欧州主要国の実質GDP成長率見通し

(前年比%)	96年	97年	
		上期	下期
イギリス	2.3	3.2	3.2
ドイツ	1.4	2.3	2.2
フランス	1.5	2.2	2.7

2) 最大の注目点は99年欧州通貨統合

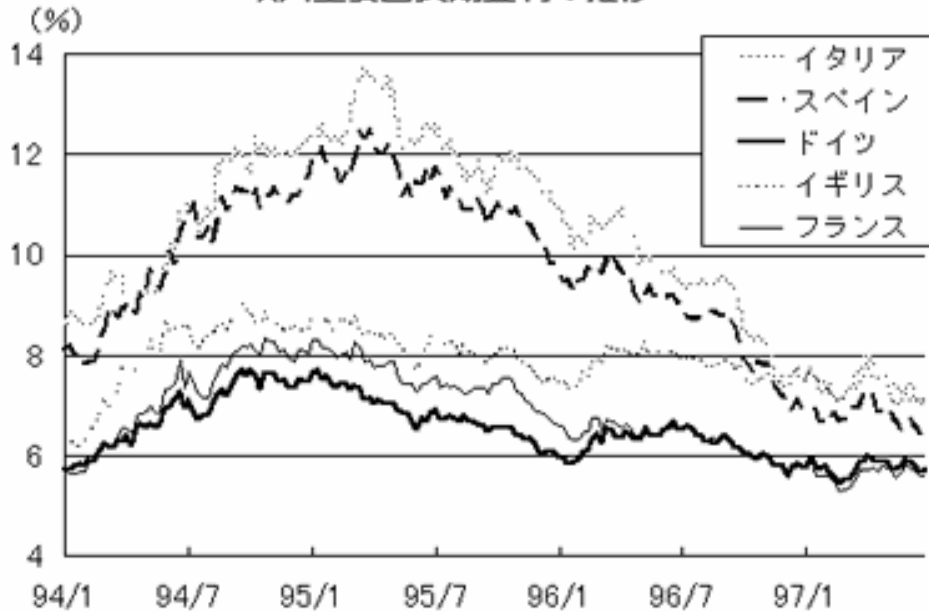
今後の欧州経済動向を占う上で、最大の注目点は欧州通貨統合である。

通貨統合は99年開始が正式に決定されているが、その運営方針については、必ずしも全てが合意に至っているわけではない。たとえば、参加国に課される財政規律について、ドイツは統合参加基準の厳密遵守を要求し、一方フランスは、数字の端数にこだわるより各国の経済成長と雇用促進に政策の重点を置くべきであると主張している。

英仏総選挙による政権交代後、初めてのEUサミットが6月に行われ、雇用重視を謳った決議の採択により、この問題は一応の妥協をみた。またドイツでさえ参加基準の厳密達成は無理とみられていることもあり、市場は多数国参加による99年ユーロ導入を織り込んでいる。イギリスなど不参加表明国を除いて欧州の長期金利は収斂が進み、各国の対マルク相場も極めて安定した推移が続いている。

しかし、国民が「強い通貨」を志向しているドイツと、通貨統合に向けた財政緊縮を国民が拒否したフランスとの意見対立が、再び表面化しない保証はない。6月のEUサミットで繕った各国の結束に綻びの兆しが生じれば欧州金融市場は敏感に反応しよう。特に98年5月に予定される通貨統合参加国決定、98年9月のドイツ総選挙の行方が焦点となろう。

欧州主要国長期金利の推移



(注) 全て10年物国債利回り、データは週次

(3) 豪州・アジア経済

1) オーストラリア

オーストラリア経済は96年末に底入れしたが、景気回復のペースは緩やかで、97年の実質GDP成長率は2.7%に低下しよう。金融緩和等の効果で住宅投資が大幅プラスに転じ、設備投資も好調を維持するが、消費は雇用改善の遅れから低調な伸びにとどまろう。本格的回復は98年で、物価は安定基調を続けよう。

オーストラリア経済の見通し

	96年 (実績)	97年 (予測)	97年	
			上期	下期
実質GDP(前年比、%)	4.1	2.7	2.2	3.3
消費者物価(前年比、%)	2.6	2.0	1.6	2.4
経常収支(億豪ドル)	-186	-200	-180	-220
失業率(%)	8.6	8.6	8.7	8.6

(注) 実績値は豪政府統計局

2) アジア

97年の東アジア(中国、NIEs、ASEAN)の実質GDP成長率は、7.5%(96年7.6%見込み)にわずかながら低下しよう。中国、台湾、香港、フィリピンの成長率はほぼ同じレベルないし若干上昇するものの、他の諸国の成長率は輸出鈍化などから低下傾向が続こう。もっとも、足もとでは、

①世界的な半導体価格の底入れ、②先進国や中国等の景気好調、などによって輸出に回復の兆しがみえる。

【中国】

96年以降の金融緩和傾向、97年入り後の輸出の回復などから、実質GDP成長率は10.3%に上昇しよう。インフレ率は、個人消費の比較的落ち着いた推移などから4.5%に低下しよう。

【NIEs】

韓国は、97年下期以降、ウォン安傾向もあって輸出が回復するものの、内需の鈍化は続き、成長率は5.8%に低下しよう。台湾は、96年下期から消費・投資の好調等により景気回復基調にあり、成長率は5.8%へとわずかに上昇しよう。香港は、不動産市況の回復による内需の好調などから成長率は5.3%に上昇しよう。シンガポールは、97年下期以降、輸出が回復するものの、製造業部門など内需が足踏み状態にあり、成長率は6.0%に低下しよう。

【ASEAN】

フィリピンは、景気拡大傾向にあり、成長率は6.2%に上昇しよう。タイは、輸出の鈍化、不良債権問題などから、成長率は5.6%に低下し、バーツ下落リスクに注意を要しよう。マレーシアも、政府の消費抑制・貯蓄奨励策強化などから成長率は8.0%に低下しよう。インドネシアは、金融の引き締め基調、暴動の発生の影響などから、成長率は7.6%に低下しよう。

アジア経済の見通し

	実質 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
中国	9.7	10.3	8.3	4.5
韓国	7.1	5.8	5.0	5.3
台湾	5.7	5.8	3.1	2.5
香港	4.7	5.3	6.0	6.2
シンガポール	7.0	6.0	1.4	1.8
フィリピン	5.7	6.2	8.4	4.4
タイ	6.4	5.6	5.8	4.3
マレーシア	8.2	8.0	3.5	3.0
インドネシア	7.8	7.6	7.9	5.0
東アジア	7.6	7.5	6.1	4.4

(注) 実績値は日本銀行「海外主要経済指標」他
成長率の96年実績のうちタイ、東アジアは見込み
インフレ率は消費者物価上昇率

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。