

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

1. 米国経済～景気拡大が続く中、一段の追加利上げへ

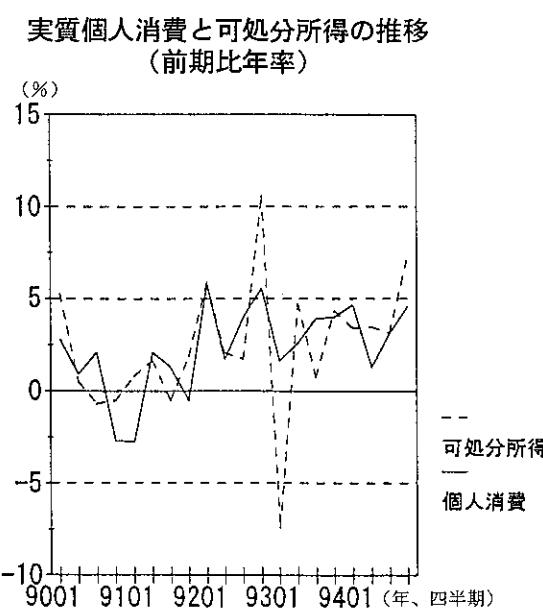
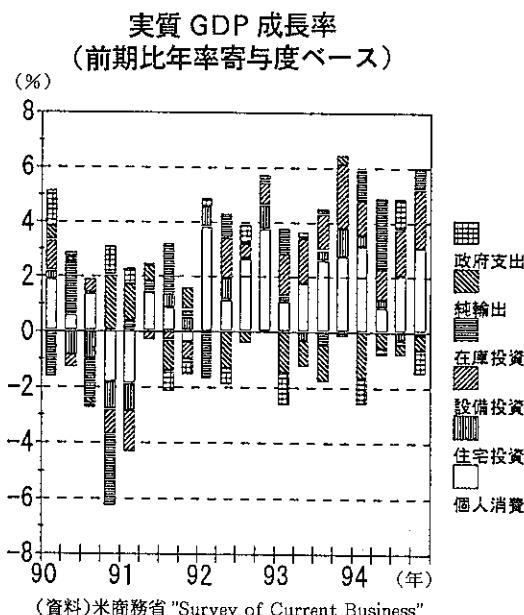
足もとの状況は、「95年度経済見通し」(94.12/2発表)と比べ「景気はやや強め」であるが、景気全般、物価、金融政策等についての基本見方に大きな変更はない。95年上期までは、①成長率は強め、②物価は緩やかな騰勢傾向、③政策金利は一段の追加引き上げ実施が予想される。

(1) 景気全般～強めの拡大テンポが持続

94年10～12月期の実質GDP成長率(1/27発表、速報値)は、個人消費の盛り上がり、設備投資の大幅増、在庫の積み増し等から、前期比年率4.5%の高成長となり、この結果、94年の実質成長率は4.0%と93年の3.1%を上回る拡大となった。

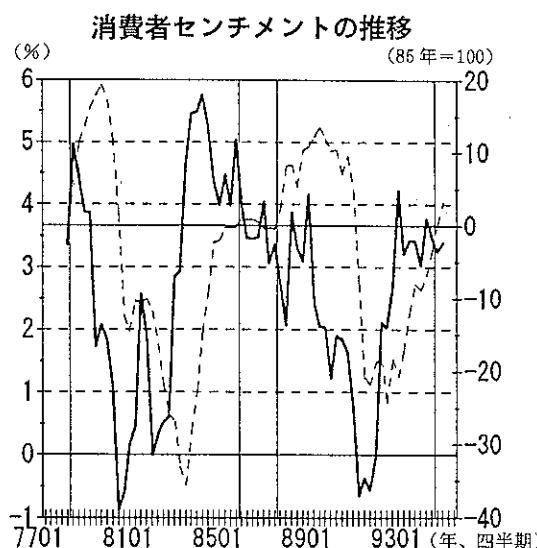
足もとの住宅着工、小売売上等の一部指標は金利上昇の影響等から、鈍化を示しているものもあるが、生産、雇用、消費等の基調は全般的に強いままである。95年1～3月期の実質成長率は3%程度と前期に比べると鈍化するものの、依然、潜在成長率(2.5%～2.8%程度)を上回る強めの成長が続く公算が高い。

(注) NY基礎研の超短期予測(2/6)では、実質成長率は1Q 2.2%、2Q 2.7%となっている。



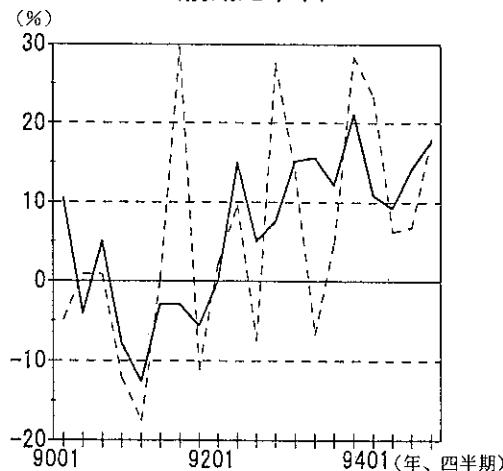
①個人消費

今回の実質 GDP 統計では、全体の約 7 割弱を占める個人消費の盛り上がりが高成長の主因となっており、消費動向は今後の景気全般を左右する大きなカギとなろう。今後の個人消費については、雇用と所得の伸びを背景に増加傾向は続くものの、金利上昇の影響、消費者センチメントの天井感（現状指数が将来指数を上回る）、消費者信用の伸び悩み一等から、伸び率は鈍化しよう。



(資料) コンファレンス・ボード

設備投資と耐久財新規受注 (前期比年率)



(注) 実線は実質設備投資、点線は耐久財新規受注
(資料) 米商務省 "Survey of Current Business"

③在庫投資

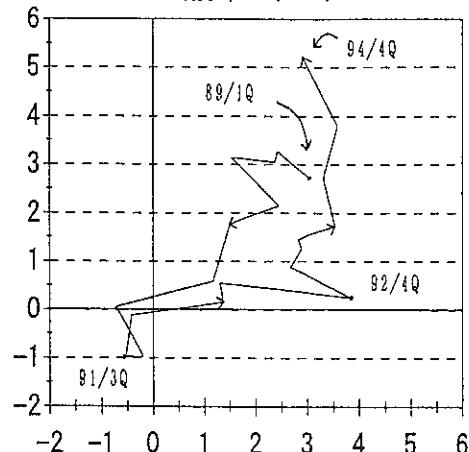
足もとの在庫投資は、積み増し基調にある。ただし、最終売上と在庫水準の循環図からみると、今後、内需の伸び鈍化が予想される中、在庫の積み増し幅も縮小しよう。

こうした消費の伸び鈍化、住宅投資の減少、在庫積み増し幅の縮小一等から、下期にかけては成長率は鈍化し、「ソフト・ランディング」と呼べる状況となろう。なお、リスクは残るもの、相対的に設備投資と輸出の堅調が続くことから、本格的な景気後退は回避される可能性が高い。

②設備投資

足もとの設備投資は大幅な増加基調が続いている。今後も、①企業収益が好調、②設備投資にやや先行する受注等の関連指標も増加基調、③特に企業リストラの一貫としてコンピュータ等の合理化投資が活発一等から、設備投資は増加基調が続こう。ただし、金利上昇の影響は避けられず、伸び率は今後鈍化してこよう。

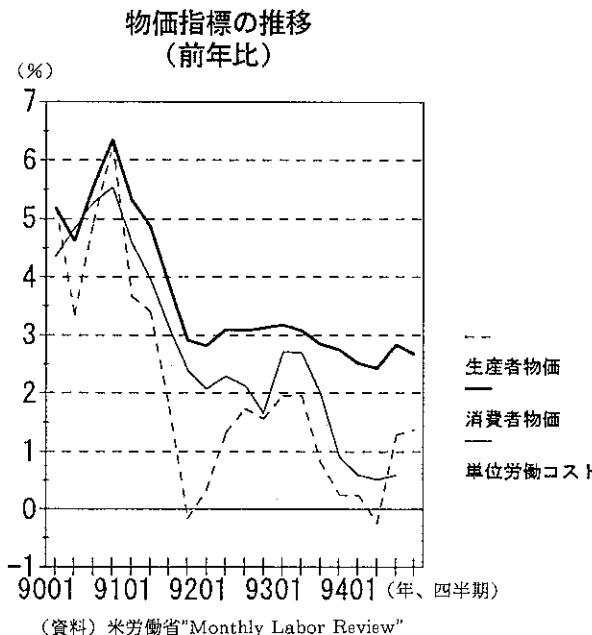
最終売上と在庫水準の推移 (前年比、%)



(注) 縦軸は最終売上、横軸は在庫水準
(資料) 米商務省 "Survey of Current Business"

(2) 物価動向～上昇局面の初期段階

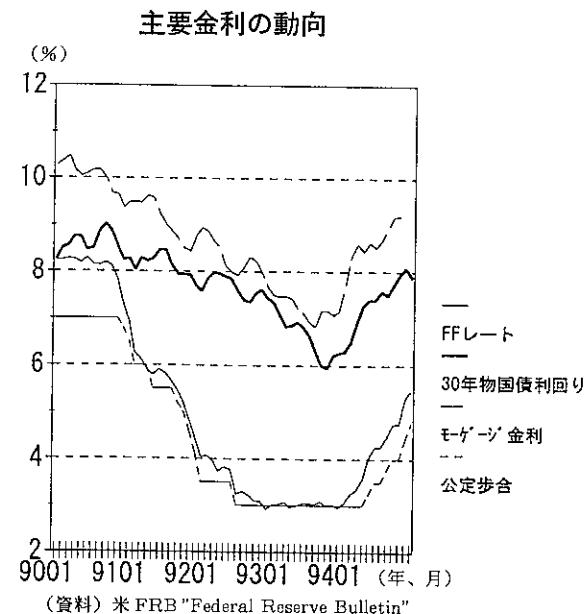
足もとの消費者物価、生産者物価は、総合、コア部門（食料とエネルギーを除く）とも安定した推移が続いている。しかし、持続的な失業率の低下、稼働率の上昇などから、地域別、業種別の製品・労働需給の逼迫が懸念されており、こうした環境悪化を背景に、今後は労働コストも緩やかな上昇傾向に転じよう。このようにインフレ率は上昇局面の初期段階に入ったと判断され、今後は緩やかな騰勢傾向となろう。



(3) 金融政策・金利～上期に一段の追加利上げ

95年入り後、最初のFOMC(1/31、2/1)では、「足もとで景気減速(moderating)の兆しがみられるものの、依然、著しい拡大テンポ(substantial pace)」が続いているとの認識の下に、FFレートと公定歩合とともに0.5%引き上げた(公定歩合:直近4.75%→5.25%、FFレート:同5.50%→6.00%)。今後については、連銀も景気のスロー・ダウンの兆候を認めてはいるものの、インフレ懸念が根強い中、景気全般のソフ

ト・ランディングを確実にするために、上期中に一段の追加利上げを実施する公算が高い(幅は公定歩合とFFレートとも0.5%)。その後は現状維持となろう。



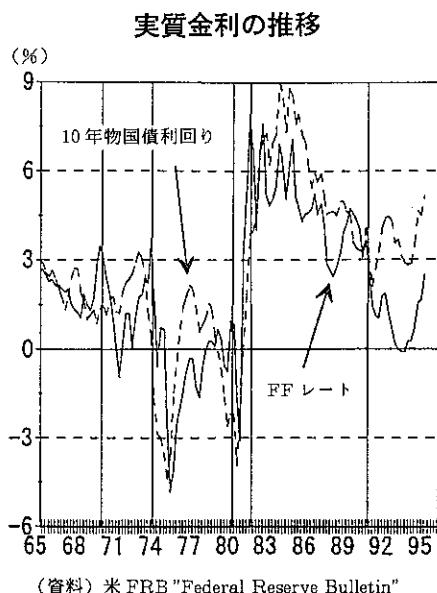
ただし、メキシコ通貨危機の進展状況、2月6日の予算教書発表後に本格化する議会の財政政策の審議動向などが、今後のFRBの円滑な金融政策運営を妨げる要因となる可能性がある。なお、95年のFOMCでは4人の地区連銀総裁の交替があるが、金融政策への影響は大きくないとみられる(注)。

(注) 95年のFOMCでは、94年の投票メンバー4人(Forrestal, Jordan, Parry, Broaddus)に入替わり、新たに4人の地区連銀総裁が投票権を得る。4人の中で、Cathy Minehan(Boston:女性)とMichael Moskow(Chicago)の両氏は、ともに94年に総裁に就任したばかりで政策スタンスは不明であるが、FOMC内のコンセンサスを重視するとの見方が一般的である(Wall街の評判)。また、92年の投票メンバーであったThomas Hoenig(Kansas City)も、92年当時「全体の政策決定に一回も反対なし」で、95年もコンセンサス重視の行動をとるとみられる。ただし、Thomas Melzer(St.Louis)は、92年当時、現在のL aware理事と一緒に金融緩和に3回も反対するなどインフレ抑制を重視するスタンスである。

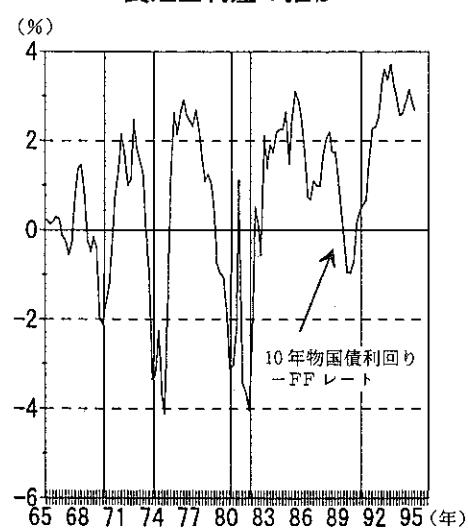
足もとの 30 年物国債利回りは、引き続き 8 % を下回る水準で推移している。今後については、95 年上期にかけての景気の強さ、インフレ率の上昇一等から、「強含み圏」での推移となろう。なお、財政法案をめぐる議会と政府の対立（注）、追加利上げをめぐる FRB の対応と市場の信頼如何では、長期金利が上振れする恐れがあろう。

（注）1月24日の大統領一般教書（施政演説）に続き、2月6日には「96会計年度の予算教書」が発表された。財政赤字額は94会計年度2034億ドル（実績）から95年度1925億ドル、96年度1967億ドルとなる見込みである。また、1996～2000年度までの5年間で約1440億ドルの歳出削減を目指し、約630億ドルは昨年末公約した中間所得層減税の財源として計上し、残りの約810億ドルは追加的な財政赤字削減に当てる計画である。減税の規模と財源等を考えれば、金融市場への影響は小さいとみられる。なお、2月中には3大教書の一つである「大統領経済白書」も発表される予定である。

ただし、基本的にはインフレ悪化の防止を目的とする利上げであり、ソフト・ランディングとの見方が高まるものとみられるため、長期金利の上昇は小幅にとどまろう。このため、当面、実質短期金利の上昇、長短金利差の縮小の動きとなろう。



長短金利差の推移



2. ドイツ経済～外需、投資関連需要中心の成長続く

（1）国内景気動向～生産好調だが、個人消費は依然低迷

① 94年の西独成長率は 2.3%

1月12日に、連邦統計局から94年の実質GDP成長率が発表された。

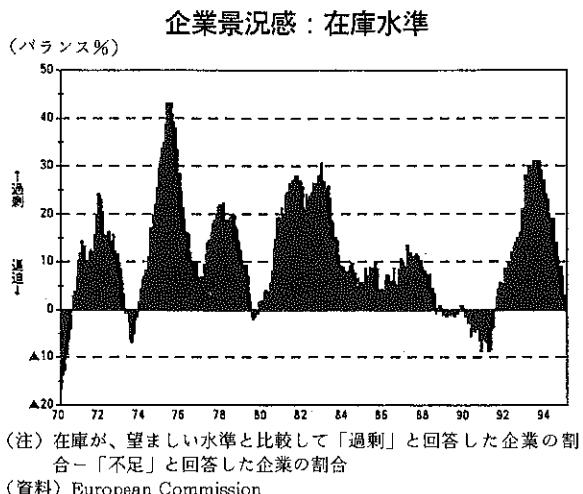
(前年比%)	1993	1994	
実質 GDP	▲1.7	+2.3	(+2.2)
国内最終需要	▲2.2	+1.9	
個人消費	+0.2	+0.9	(+1.2)
政府支出	▲1.2	+1.1	(+0.1)
設備投資	▲17.6	▲2.5	(▲1.4)
建設投資	▲0.8	+3.9	(+2.7)
輸出	▲3.2	+7.4	(+7.0)
輸入	▲5.3	+7.2	(+5.8)
（参考）東独実質 GDP	+5.8	+8.9	

（注）（）内は「95年経済見通し（94.12.2 発表）」での見込み値。なお、実績値の四半期ベースの数字は3月初めまで発表されない。

- 西独の94年の成長率は、輸出と建設投資主導の形でプラスに転じた。年ベースでは依然前年比減の設備投資も、四半期ベースでは第3Q以降前年比プラスの伸びとなった模様である。
- 「投資」需要と比較して、「消費」需要の出遅れが目立つ。月次データで小売売上の伸び（実質）をみても、前年比で94年第1Q +0.4%→第2Q▲2.0%→第3Q▲2.5%→10~11月▲2.5%と低迷が続いている。
- 東独の高成長は建設投資の伸び（前年比+20.0%）が寄与。

②受注好調、在庫縮小を受け生産好調

製造業への国外からの受注は相変わらず前年比二ケタの伸びが続いており、国内受注も生産財、資本財を中心に好調である。第4Qの鉱工業生産は前年比+6%の高い伸びとなった。在庫の過剰感も94年を通じてかなり払拭されており、増産体制は当面続こう。



(2) 賃金交渉を巡る直近の動き～労働条件柔軟化

へ

ドイツの硬直的な労働市場の柔軟化に向けて、このところ労働組合幹部から前向きの発言が相次いでいる。雇用情勢が徐々に明るさを増している

とはいえ、ドイツの失業者数は東西あわせて360万人にのぼっており、組合組織率の低下も近年著しい。賃上げ交渉における要求は昨年同様「5~6%の賃上げ+時短」を掲げてはいるものの、組合側にとって厳しい環境下で、実際のところ、交渉における重点は雇用確保に置かれざるを得ないようである。

労働組合側からの発言内容をまとめると以下の通り。ただし、こうした内容の受け入れに関して各組合の足並みがそろっているわけではない。

- ①週休3日制の導入を要求、ただし相応の賃金カットに応じる
- ②経営側が要求している土曜出勤（休日出勤手当なし）を全面拒否はせず
- ③こうした労働条件柔軟化に応じるかわりに雇用保証を要求

これから労使交渉において、「労働時間の柔軟化についてどのような合意が成立するか」は、政府が重要政策課題として挙げている長期失業者の雇用対策、またドイツ産業の国際競争力維持の観点から、賃上げ率妥結水準の動向以上に注目される。

* 経営側はかねてより、生産性を高めるために土曜出勤の導入を要求していた。フォルクスワーゲン社ではすでに94年に週休3日制を導入、賃金もカットすることによって「余剰人員」3万人の雇用が確保されている。

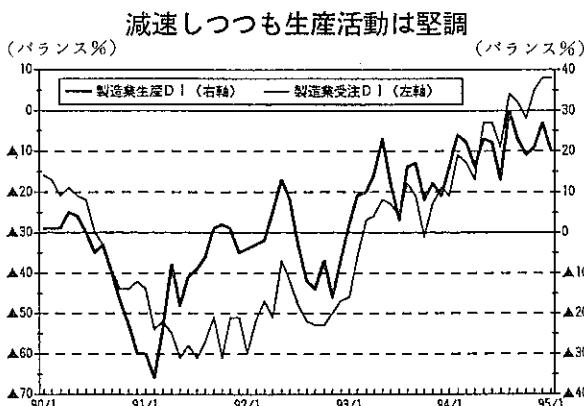
* 1月25日、コール首相が議長を務めて、ドイツの失業問題に関する労働サミット（政府+労使代表）が行われた。その席上、政府は長期失業者の雇用確保のための補助金設定（今後4年間で30億マルク）を提案した。労働サミットは3月15日、4月27日、6月8日にも開かれる予定。

3. イギリス経済～引き締め政策下、景気拡大ペース鈍化へ

(1) 景気～緩やかに減速

94年第4Qの実質GDP成長率（速報値）は前年比+4.0%、前期比年率+3.1%と発表された。製造業生産の伸びは前四半期から鈍化したもの、北海油田の増産、サービス部門堅調が成長に寄与した（石油・ガス生産を除いたベースの成長率は前年比+3.7%、前期比年率+2.7%）。

94年前半の前期比年率+4.4%という高成長から、景気拡大はペースダウンしている。



(注) 生産DIは「拡大見込み企業数…縮小見込み企業数」の割合
受注DIは「通常以上と回答の企業数…通常以下と回答の企業数」の割合
(資料) 英国産業連盟(CBI)

足元の経済指標は強弱まちまちであるが、いずれも緩やかな景気減速を示唆している。

・11月の鉱工業生産：前月比▲1.0%

ただし基調としては依然強い（前年比で第2Q+5.9%→第3Q+5.8%→10-11月+4.9%）。生産者も、受注が好調であることから将来に対する楽観的な見方をえていない（95年1月の英国産業連盟<CBI>調査：受注が通常以上と回答した企業の割合は94年12月から変わらず8%；これは89年1月に7%を記録して以来の高水準）。

・12月の失業率：8.6%（91年9月以来の低さ、2年前のピークからは2%ポイント低下）

・12月の小売売上：前月比+0.5%

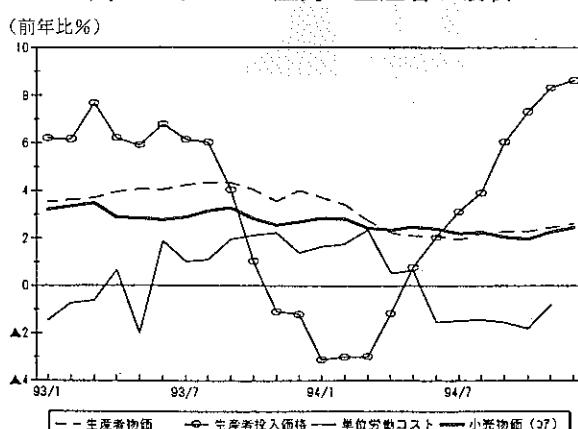
雇用状況の改善が続く中で12月の小売売上は大きく伸びたが、94年年初以来の小売売上伸び率の低下傾向に歯止めがかかるには至っていない。以下に挙げる要因から、消費ブームとなる可能性は低い。

- ①雇用は増加しているものの賃金上昇率は高まっていない
- ②個人消費動向を左右する住宅市況が相変わらず低迷している
- ③住宅モーゲージ金利は12月の利上げを受けて1月に0.25%引き上げられた（今回利上げ後は追随の動きなし）
- ④4月には再び所得税増税が行われる

(2) 物価～インフレ圧力底打ちするも川下部門では安定推移続く

12月の小売物価上昇率は前年比2.9%と発表された。増税、利上げ等の引き締め策にもかかわらず、3ヶ月連続でのインフレ率上昇である。生産者物価の上昇率もじりじり高まっており、イギリスのインフレ圧力は底打ちした可能性が高い。

川上のインフレ圧力は生産者が吸収



(資料) 中央統計局

イングランド銀行は、生産者物価の動向に警戒感を強めている。川上部門からのインフレ圧力上昇は明らかであり、CBI調査でも企業の価格引

き上げ期待の高まりが報告されている（「価格上昇見込み企業の割合一下落見込み企業の割合」は+33%で90年4月以来の高水準←94年12月同+22%）。

ただし、企業の総コストに占める原材料費の割合は全体の3分の1程度と推計され、残り3分の2を占める労働コストは、依然として伸びが抑制されている。

①単位労働コストが前年比では依然としてマイナスの伸びとなっている、②企業収益が好調であることから、企業のマージン縮小の形で、川上部門の物価上昇圧力は川下部門に波及する前にある程度吸収されよう。

12月6日に、95年4月に予定されていたエネルギー関連VATの第2段階めの引き上げが議会で否決されたことを受けて、政府は1月からのタバコ・アルコール・ガソリン税の引き上げを決定した。この政策変更の小売物価への影響は、95年3月まで小売物価指数押し上げ、それ以降は指数押し下げ（94年4月からのエネルギー関連VATの第1段階めの引き上げの物価押し上げ効果剥落による）となる。ネットの効果は、0.15%程度のインフレ率引き下げと推計されている。

(3) 金融～安定成長維持のため「予防的」再々引き締め実施

昨年9月12日（5.25%→5.75%）、12月7日の利上げ（→6.25%）に引き続き、2月2日に政府はベースレートの第3次引き上げを実施した（→6.75%）。当局は、「安定した物価動向、経済成長の維持のため」と説明しているが、現地エコノミストの間では、緩やかな減速局面にある景気実態からは必要であり、すでに利上げを織り込んでいた市場に配慮したもの、との見方もある。

インフレ圧力上昇の兆しがみられれば、当局は今後も早め早めの引き締めでこれに対処していく

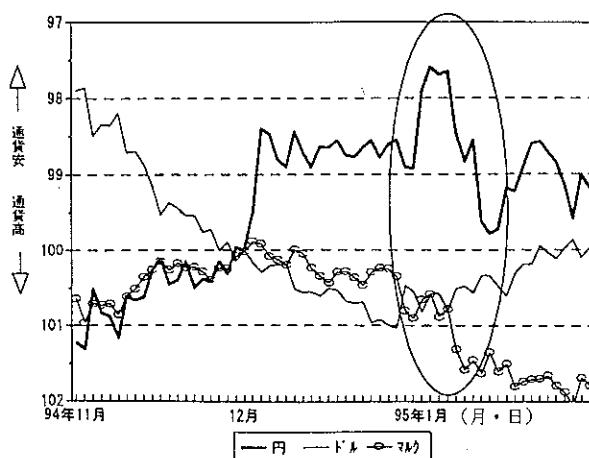
うが、当面は、国内需要の伸びが緩やかに鈍化しつつある中で「予防的」再々利上げが行われた効果を見守る展開となろう。

4. 最近の為替動向

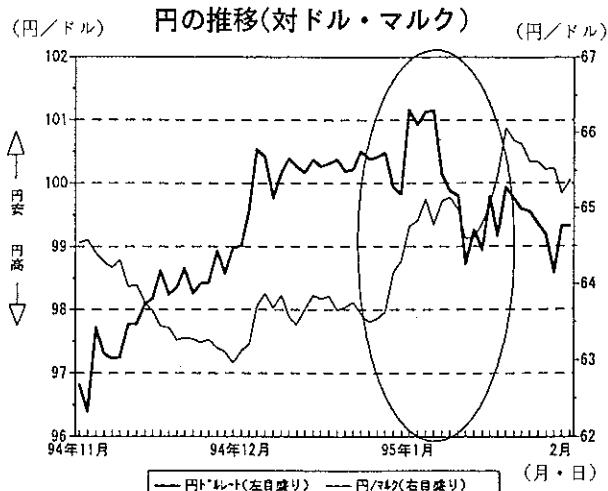
12月末にメキシコに端を発した通貨危機は、南米通貨・欧州・アジアにも飛び火した。リスクに敏感となり「質への逃避」を始めた資本が、「82年にメキシコ同様、債務危機に陥った南米諸国の通貨」、「不安定な政治・巨額の財政赤字を抱えたスペイン、イタリア等の欧州通貨」、「メキシコ同様、外資導入により急速な成長を遂げているアジア諸国の通貨」から逃避したといえる。混乱時の三極通貨(ドル・円・マルク)の推移を実効レートでみると、NAFTAによる緊密さから米ドルは低下、マルク・円は上昇した。但し、円は、対マルクで減価しており、マルクが最も強くなったと言える。

今後の「円ドルレート」については、①通貨危機は、足もと小康状態にあるものの、再発すれば、更なる円高を招く可能性、②米国経済にはインフレ悪化、財政政策を巡る議会審議の紛糾というリスク要因一等があることから、上半期は円高リスクの高い状況となろう。下半期については、①米国経済のソフトランディング、②ドルベースでも対外黒字が減少傾向一等から、従来どおり円高圧力一服の展開になると考える。

円・ドル・マルクの実効レートの推移

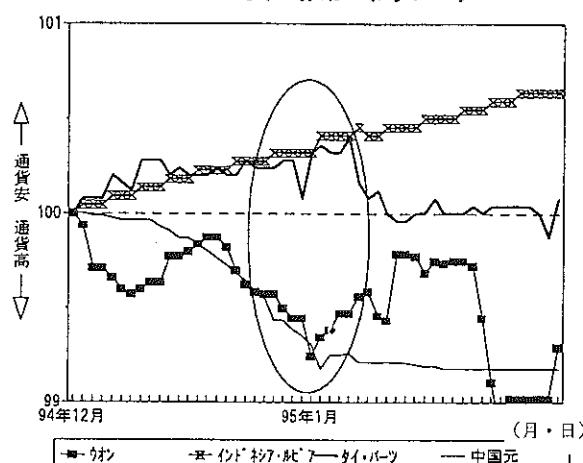


(注) 日経通貨インデックスを94年12月を100として指数化
(資料)日本経済新聞社



(資料)日本経済新聞社

アジア通貨の推移(対ドル)



(注)対ドルレートを94年12月を100として指数化
(資料)日本経済新聞社

II. 日本経済～力強さに欠ける景気回復、懸念される地震の影響

最近の景気指標（1/17 発生の阪神大震災の影響について未反映）から判断すると、「1995 年度経済見通し（94.12.2 発表）」に比し、景気はやや強めとなっている。景気回復の背景には、「消費の趨勢的な改善、設備投資の下げ止まり、生産の増加傾向」がある。一方、これまでの景気の牽引役であった住宅投資、公共投資関連の指標には陰りがみられる。

景気に対する地震の影響の計量的な把握は、現時点では難しい。阪神大震災の短期的なマイナス

の影響、中期的な復興需要の出方に依存する。大雑把な見方では、95 年 1～3 月期はゼロ近辺の成長の可能性が高くなつたとみられる。また、95 年度通期では復興需要による押し上げ効果が予想されるが、資金調達問題等の制約もあり、成長率のアップは小幅にとどまろう。

現実の経済成長への影響については、今後、毎月発表される生産統計（予測指数を含む）、建設工事受注、機械受注等の設備投資関連指標、物価統計などから、当該地域の落ち込み、他地域の動向などを把握する必要がある。

○最近の経済指標

（＊は前期（月）比、%、# は前年同期（月）比、%）

	93年 10-12	94年 1-3	4-6	7-9	10-12	94年 7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質消費支出[家計調査、全世帯]#	0.7	▲0.7	▲1.1	0.6		0.1	▲0.4	2.0	▲0.4	▲2.5	
大型小売店販売額[店舗調整済]#	▲5.0	▲2.7	▲3.2	▲0.8	▲1.5	1.2	▲1.6	▲2.6	▲2.6	0.3	▲2.0
新車販売（登録車）台数#	▲7.8	▲4.2	▲1.5	6.1	4.5	2.9	10.6	6.6	3.5	5.0	4.9
住宅着戸数[季調済、年率、万戸]	151.4	156.9	159.5	156.9	156.0	156.4	162.8	151.5	153.5	161.1	153.3
機械受注額[船舶・電力除く民需]#	▲8.7	▲2.4	2.4	2.8	(12.6)	2.6	7.1	0.7	17.4	4.7	
建設工事受注[民間計]#	▲20.2	▲20.9	▲9.9	9.0	8.1	24.1	13.7	▲1.7	6.2	13.9	5.3
公共工事請負額#	▲0.8	10.3	▲6.1	▲3.8	▲3.1	▲18.1	5.8	5.6	1.9	▲8.4	▲2.8
通関輸出 数量指数#	▲4.8	▲2.8	1.0	2.7	6.9	▲0.6	7.3	2.1	3.8	10.6	6.4
通関輸入 数量指数#	5.2	8.9	13.3	14.0	18.5	8.5	20.9	12.6	20.7	18.4	16.5
通関黒字[季調済、年率、億ドル]	1,219	1,253	1,235	1,134	1,212	1,389	998	1,015	1,037	1,327	1,271
内、対米黒字	525	533	558	556	545	652	502	513	480	597	557
内、対EC黒字	229	221	214	223	230	248	200	220	198	247	244
内、対東南アジア黒字	575	649	692	716	760	727	696	724	668	812	799
為替レート[円/ドル]	108.1	107.6	103.4	99.1	98.8	98.5	99.9	98.8	98.4	98.0	100.1
（予測指標） 鉱工業生産[90年=100]*	▲2.4	1.5	1.0	1.6	1.6	▲1.7	3.9	▲1.3	▲0.6	(0.8) (▲0.9) 3.0 ▲0.5	
有効求人倍率[季調済 倍]	0.66	0.66	0.64	0.63	0.64	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.64
雇用者数#	1.0	0.9	1.3	0.3	0.2	▲0.0	0.4	0.5	0.0	0.2	0.3
消費者物価指数[生鲜食品除き]*	0.1	0.3	0.3	0.0	▲0.1	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.1	0.0	▲0.1
総合卸売物価指数[季調済]*	▲0.4	▲0.3	▲0.6	▲0.2	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.1	▲0.3	0.0	0.3

（注）機械受注の10～12月は受注見通し。鉱工業生産の()内は順に95年1月、2月の予測指數。

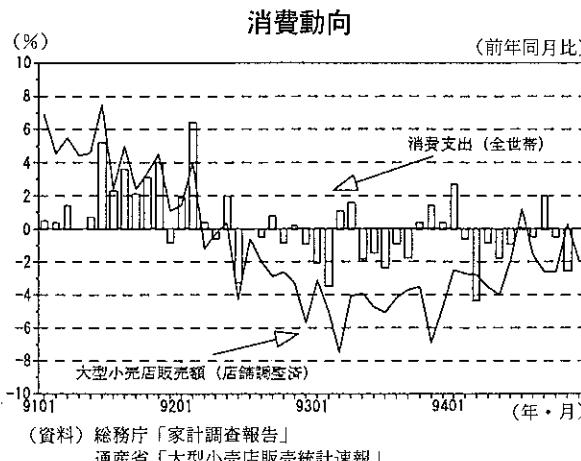
（資料）経済企画庁「景気動向指数」、通産省「鉱工業生産動向」、総務庁「家計調査報告」等、各種統計

1. 景気の現状～最近の景気指標から

(1) 個人消費～趨勢的には改善傾向にあるが、足りりは重い

消費動向調査（94／12月調査）によると、消費者態度指数は46.1ポイントと、4期連続の改善となった。耐久消費財関係では阪神大震災の影響もみられたが、1月の新車販売（軽自動車を除く）は5.1%増と8ヶ月連続で前年同月比プラスとなった。しかし一方で、家計調査でみると、実質消費支出（全世帯）は10、11月とも前年同月比でマイナス。小売面では、大型小売店販売（店舗調整済）が販売価格の低下などから、12月は前年同月比▲2.0%となった。個人消費は、趨勢的には改善傾向にあるものの、昨年夏のような盛り上がりに欠け、足踏み状況にある。

賃金の動向を毎月労働統計でみると、12月の現金給与総額（事業規模30人以上・調査産業計）は、前年同月比1.4%と微増にとどまった。なお、95年春闘は1／12にスタートし、3／22、23頃が交渉のヤマ場になる予定。連合は賃上げ目標を「率」から14,000円中心の「額」に変更し、大手・中小間の賃金格差の是正を目指す。一方、経営側は国際的に割高な賃金水準などを理由に「ゼロベア」方針（日経連1／12決定）で望む模様。



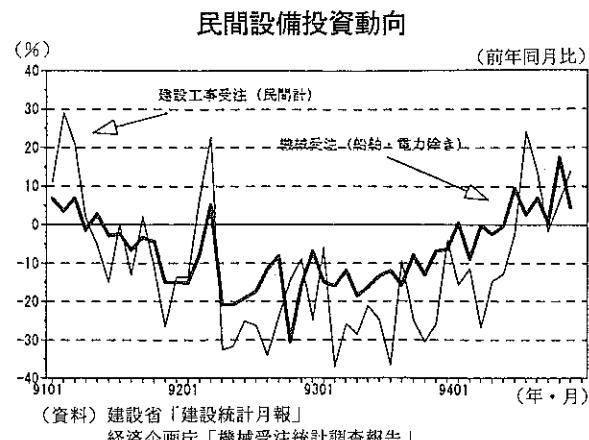
(2) 住宅投資～依然高水準ながら、ピークアウトの兆し

新設住宅着工は12月153.3万戸（年率）と、94年1月以降150万戸台の高水準を継続している。利用関係別にみると、持家が94年5月から減少傾向にあるが、12月も前年同月比8.7%増と底堅い。分譲住宅は12月も30.6%増と好調を持続している。もっとも四半期ベースでは、94年4～6月期をピークに減少傾向にあり、95年1～3月期は前期比▲2.8～▲5.4%（建設省の94年度見込み：155～157万戸より当研究所算出）と反落が予想される。

(3) 設備投資～下げ止まり

機械受注など先行指標に持ち直しの動きがみられる。一方、中小企業の設備投資は依然として不振。

先行指標の動きをみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年同月比で94年6月以降プラス。建設工事受注額（民需・大手50社）は94年7月以降プラス傾向にあるなど、下げ止まりの動きが続いている。



(4) 公共投資～震災の復興対策から、やや増加

94年度第1次補正予算での公共事業費追加が小規模だったこと等から、公共投資は息切れ気味に推移してきた。95年1～3月期に関しては阪神大震災の復興費が乗る形となろう。この点、現在、約5000億円強の第2次補正予算を組む方向で検討がなされているが、①2月の補正であり執行が来年度にずれ込む部分が出て来る、②他地域の公共投資の執行が遅れる—といった可能性があることから、公共投資全体としては限定的な増加にとどまろう。

(5) 貿易～輸出は増加傾向

輸出は増加傾向、輸入は依然高水準。通関収支差は高水準横這い。

12月の通関統計をみると、輸出数量は海外景気の堅調を背景に、94年1～3月期を底に増加傾向にある。品目別では半導体などの電子部品や金属加工機械などの増加が目立つ。輸入数量は製品輸入を中心に依然高水準となっている。原油輸入価格（入着ベース）は、94年夏場に18ドル台に上昇後、12月は17.8ドルとやや弱含んだ。

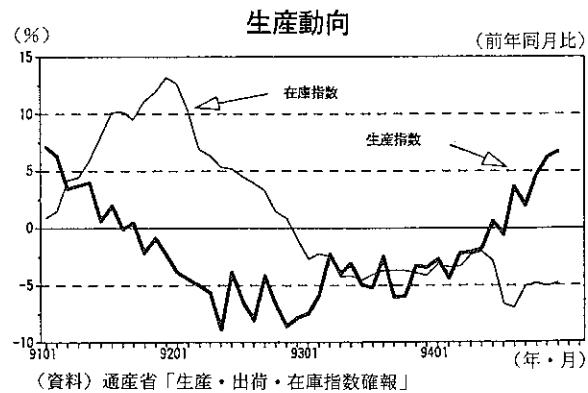
通関収支差（季節調整値・年率）は、11月に1,327億ドルの黒字と拡大の後、12月も1,271億ドルの黒字と高水準で横這い。地域別では特に東南アジア向け黒字が拡大傾向にある。

(6) 生産・雇用～生産は増加傾向を維持

生産は一進一退ながら増加傾向にある。雇用は全般的には悪化傾向が止まりつつあるものの、製造業の低迷が目立つ。

鉱工業生産は四半期ベースで、94年1～3月期以降・前期比1%台での増加傾向にある。また、製造工業生産予測指数（前月比）は、1月は機械などの寄与により0.8%増の後、2月は機械・鉄

鋼等により▲0.9%の減を見込んでいる（調査時点が1/10であり、阪神大震災の影響は反映されていない）。



雇用情勢は、労働力需給をみると、有効求人倍率はここ3ヶ月0.64倍で横這い。常用雇用（事業規模30人以上）は、全産業ベースでは94年4～6月期を底に改善基調にあり、12月は前年同期比0.3%増と94年3月以来のプラスとなった。一方、製造業は12月も同▲1.9%と厳しさが続いている。労働力調査では、雇用者数はゼロ近辺の低い伸びにとどまり、完全失業率（季節調整値）は12月は2.8%とやや低下したものの高い水準での推移となっている。所定外労働時間（事業規模30人以上・調査産業計）は前年同期比で12月7.3%と、94年9月以降プラス傾向にある。

(7) 物価～輸入物価に上昇みられるが、総じて安定

輸入物価は金属・機械等の製品の高騰から94年9月以降、前年同月比で上昇基調にある。

消費者物価は安定した動き。1月の大坂地区の消費者物価（1/27発表）は前月比▲0.3%と、今のところ地震の影響はみられない。なお、阪神地域の物価調査（2/1～3実施）は、2月中旬頃まとまる見込み。公表の方向だが、詳細については未定。

2. 当面の見通し一大震災の影響を暫定的に考慮

(1) 95年1~3月期~ゼロ近辺の成長の可能性も

現時点では、経済動向は短期的、中期的ともに、数値的予測は難しい。阪神大震災の短期的なマイナスの影響、中期的な復興需要の出方に依存する。直近の基礎研超短期予測（1/24）では地震発生前の状況下で、10~12月期はゼロ成長、95年1~3月期については前期比年率1.4%のプラス成長と予測している。大雑把に、短期的なフロー面での影響を試算すると、兵庫県の生産活動が95年1~3月期に7.5~15%相当分が減少すれば同期の実質GDP成長率に対し同▲0.3~▲0.6%ポイント程度（*）の押し下げ要因となる。従って、95年1~3月期はゼロ近辺の成長となる可能性が高い。

（*）兵庫県の日本全体に占めるウェイトはGDPベースで4.2%（91年度）。仮に、兵庫県（震災前）の15%相当だけ経済活動が3ヶ月間減少すると想定すると、日本全体のGDPにとって95年1~3月期で前期比▲0.6%の押し下げ要因。また、当初、15%減少し、3ヶ月めには日本全体の稼働率アップ等により減少率ゼロ（平均では7.5%減少）と想定すると、同▲0.3%の押し下げ要因と推計される。

(2) 95年度通期~成長率は小幅アップ

阪神大震災の復興需要がGDPに与える影響は、①復興需要の総額が8兆円強（**）となる、②復興需要の出方は95年度25%、96年度50%、97年度25%であるとしてニッセイ基礎研中期モデルで試算すると、95年度は約+0.4%（3年間合計で約2%程度）の押し上げ要因となる。しかしながら、財政は逼迫し、企業・家計とともにバランス・シートが悪化している現状では、資金調達面での制約があると考えられる。今後、復興需要の実現で95年度の成長率は上方修正となろうが、上記の制約等も考慮すると成長率アップは小幅にとどまろう。

基本的には、①企業リストラの継続、②円高の景気下押し効果の持続一等から、「1995年度経済見通し」の見方通り、力強い景気拡大は予想されない。

（**）兵庫県の都市基盤整備費の概算は1/22現在で5.84兆円。1/29現在で8.55兆円。2/2現在で9.5兆円。そして、直近の2/4現在では、9.63兆円となっている。この点、今後、被害の調査が進むにつれて、額が膨らむ可能性はあるものの、額が膨大になるほど、復興に要する期間も長くなる可能性も出て来よう。ここでは想定計算として3年間で8兆円と置いた。

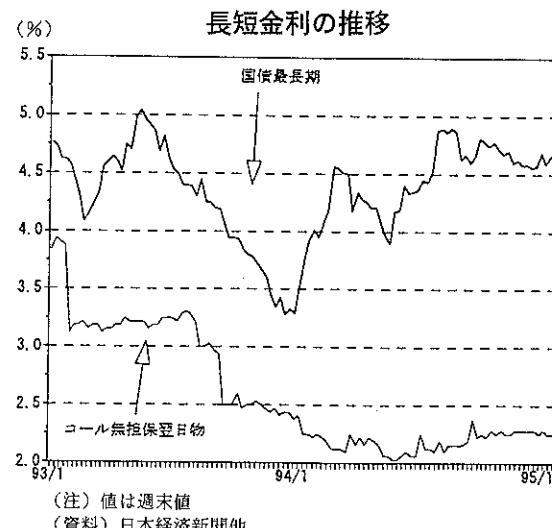
3. 金融~イールドカーブはややスティープに

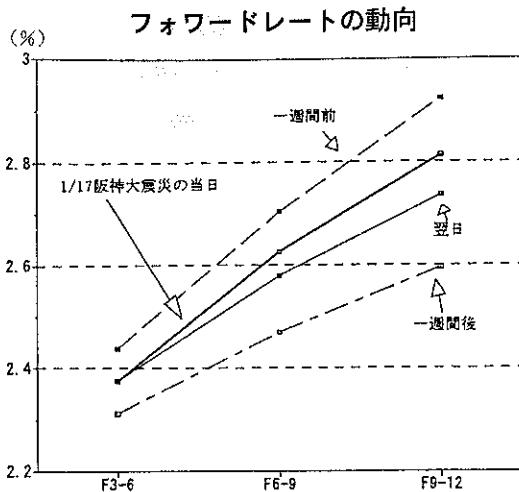
(1) 長短金利

日銀は1月20日発表した「95年冬の情勢判断資料」（震災の影響は含まず）の中で、景気の現状について鉱工業生産と消費拡大の好循環を指摘し、「緩やかに回復を続けている」との判断を示した。

また、松下日銀総裁は震災後の1月26日の記者会見で「目下のところ現在の景気回復の力が今回の地震によって途切れることはないと考えている」と言明している。

日銀は緩慢な景気回復の中、コールレートの緩やかな上昇を容認するスタンスであったが、阪神大震災後は震災による混乱回避の為に流動性重視





- (注) 1. フォワードレートとは現在の金利の期間構造上、仮定されている将来時点の金利。
 2. 東京銀行まとめの東京オフショア市場ユーロ円金利より当研究所で作成。
 3. F3-6とはユーロ円をもとに試算した「3ヵ月後の3ヵ月もの」の金利、F6-9は「6ヵ月後の3ヵ月もの」、F9-12は「9ヵ月後の3ヵ月もの」の金利

となっており、当面、このスタンスを続けるとみられる。この点、ユーロ円のフォワードレートでも、地震後は短期金利の先行き上昇予想が弱まっている。

長期金利は年度末にかけて復興需要の景気押し上げ期待や国債、地方債の増発予想などから上昇圧力がかかろう。ただし、景気実勢の弱さ、震災の影響による当面の景気抑制効果などから、現時点での判断としては金利上昇は小幅にとどまるともみられる。

この結果、長短金利の乖離幅は現在よりも、やや広がろう。

(2) デリバティブの金利への影響

国際決済銀行(BIS)年次報告によれば、93年の世界のデリバティブの想定元本は先物、オプションなど取引所取引だけで7.8兆ドルに達している。

またスワップなどの店頭取引商品の想定元本も92年に5.3兆ドルに達している。

デリバティブの市場規模(想定元本ベース)

単位: 10億ドル

	88	89	90	91	92	93
取引所取引計	1,306	1,768	2,292	3,523	4,641	7,839
金利先物	895	1,201	1,454	2,157	2,902	4,960
金利オプション	279	388	600	1,073	1,385	2,362
通貨先物	12	16	16	18	25	30
通貨オプション	48	50	56	61	80	81
株価指数先物	28	42	70	77	81	119
株価指数オプション	44	72	96	137	168	286

	88	89	90	91	92
店頭取引商品計	N.A.	N.A.	3,450	4,449	5,346
金利スワップ	1,010	1,503	2,312	3,065	3,851
通貨スワップ	320	449	578	807	860
その他	N.A.	N.A.	561	577	635

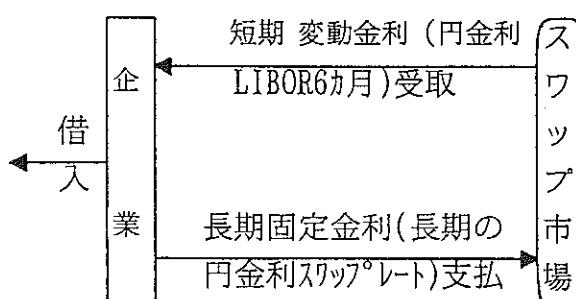
(資料) BIS「年次報告」

(注) N. A. は資料未整備

中でも金利スワップは92年で想定元本3.9兆ドルと当時の取引想定元本の約4割を占めている。日本でも円の変動金利と固定金利を交換する円金利スワップ取引が増加しており、円金利スワップが日本の金融市场へ影響を及ぼす可能性が増大している。

外国為替外貨資金仲立人協会資料では国内仲介会社8社の94年の期間1年以上の円金利スワップ取引高は3130億ドル(前年比77%増)に達している。

日本企業の金利スワップに関する利用例では、外部から短期変動金利で借り入れた資金を長期金利が上昇する前にスワップ市場で長期固定金利債務に交換し、固定化させるものがある。長期金利の大底感が出た際にこうしたスワップ取引希望が多く出て、長期スワップレートを上昇させた。



円金利スワップ 10 年レートと国債最長期、利金債 5 年、円 LIBOR 6 カ月からなる VAR (多変量自己回帰) モデルで F 検定を行い、因果関係を調べると、「円金利スワップ 10 年→利金債 5 年は 5 %有意」、「円金利スワップ 10 年→国債最长期は 20%有意」となった。

計測結果

		説 明 変 数			
被説明変数		LIBOR	スワップ	国債	利金債
	円LIBOR6カ月	*84.1	12.2	0.9	2.7
	円金利スワップ 10 年	46.1	*49.5	1.9	2.5
	国債最长期	35.7	#48.4	13.0	3.0
	利金債 5 年	45.8	*39.8	4.6	9.8

(注) 1. 表は VAR モデルによる分散分解と F 検定の結果を表示したもの。数値は被説明変数の変動に対する各説明変数の寄与率を表し、* は F 検定の結果 5 %有意、# は 20%有意を表す。
2. 変数は前月差をとり、ラグは 3 カ月。
3. 推計期間は 88 年 5 月～94 年 12 月

スワップは金利感が変化した時に長期固定金利化など一定方向に希望が偏りやすく、スワップレートも一定方向に動きやすいが、計測結果からも代表的な金利に影響を与えてることが分かる。この点からみて、スワップが昨年の日本の長期金利の急上昇の一因となった可能性が大きいと言えよう。

<2月7日現在>

トピックス～1. メキシコの通貨危機

昨年末のペソ切り下げに端を発したメキシコの通貨危機は、ブラジル・アルゼンチンなど他の南米諸国、更にはアジア諸国にも飛び火し、「新興市場」における資本流出・為替下落・EU 内での不協和など混乱をもたらしている。

このような状況は累積債務問題が顕在化した 80 年代と類似しているが、メキシコに限っても実体経済・政策運営・海外からの資金供給の内実が当時とは異なっており、資金の急激な国際移動による為替市場の混乱は潜在的に残るもの、国際金融システムが根幹から不安定化するリスクは小さいと考えられる。また、IMF・米国等の金融支援が早期に実現すれば、メキシコの流動性危機が深刻化する事態は回避されよう。

但し、メキシコ支援のための国際協調体制に足並みの乱れが起これば、メキシコのみならず、経常収支赤字国から資金流出が続き、当該国の為替が下落する事態が続くリスクがある。また、米国に関しては、NAFTA 発効前よりメキシコとの相互依存度・経済的統合度は既に高いものとなっており、今後のメキシコ支援に消極的であれば、ドルが対マルク、対円で下落する可能性も高い。

1) 現状～昨年末より通貨危機が顕在化

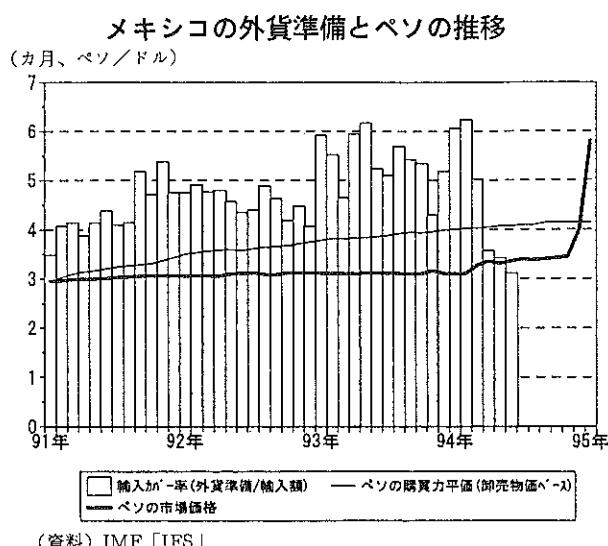
① 経緯

サリナス前大統領は、外資導入による経済成長を目指し、2年間 1 ドル=3.1 ペソを堅持した。しかし、①貿易赤字の拡大、インフレの進展等によるファンダメンタルズの悪化、②94 年 1 月のチアパス州の反乱、相次ぐ暗殺事件等の政治不安からペソには常に売り圧力が働いていた。通貨防衛のため、政府がペソ買い介入を繰り返した結果、外貨準備高は 93 年末の 246 億ドルから 65 億ドルへ激減し、国際流動性の危機状態に陥った。94

年12月20日に15.27%の通貨切り下げ、更に12月22日には変動相場制への移行が実施され、これらを契機に通貨危機が顕在化することになった。

②暴落の原因

ペソ下落の基本的な背景には、①米国よりインフレ率が高いにもかかわらず、2年間にわたり、ペソを対ドルで固定(ペソの購買力平価は4.5ペソ／ドル前後との見方が一般的(94年12月25日付日本経済新聞))、②景気拡大により対外赤字が拡大していたこと一があり、ペソ切り下げが契機となって短期性の投資資金が国外流出し、変動相場制以降後もペソ下落と更なる資金流出が起こった。



2) 80年代の累積債務問題との比較

～累積債務問題再燃というより
国際流動性危機

中南米を中心とする通貨の混乱は、メキシコに端を発したという意味で前回の累積債務問題との共通性が注目されているが、類似点と同様に相違点も多い。

現在メキシコで生じている国際流動性危機は、国際移動の激しい海外資金に過度に依存した経済

成長・為替レート政策の失敗(ペソの過大評価と急激な是正措置)が基本的な要因として指摘され得る。

①80年代の累積債務問題

80年代の累積債務問題は、82年8月のメキシコによる元本返済猶予要請を契機に一挙に顕在化した。「国家は倒産しない」という神話が崩れ、途上債務国に対する「カントリー・リスク」が認識されるとともに、海外からの民間資金流入が急減した中南米諸国では、実際に利払い停止やリスクケジュールが行われることになった。そして、それが原因で累積債務国への「ニューマネー」供給が行われなくなるという悪循環に陥った。こうした事態は、IMF勧告に基づいた経済構造改革・ブレイディプランによる救済措置などにより、輸出意向の工業化の実現・債務返済能力に対する信認回復を経て、90年代になってからようやく解消された。

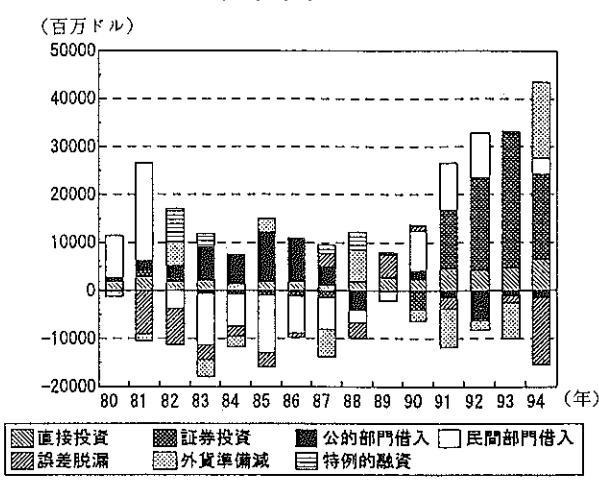
②類似点

メキシコに焦点を絞ってみても、前回とは以下の類似点がある。
即ち、危機発生直前までの①割高な為替レートの維持、②数年にわたる高い成長率及びメキシコ経済への過大な期待、③经常収支赤字の拡大、危機発生前後からの④海外民間資金流入の先細り、⑤外貨準備の急減、⑥通貨の切り下げである。

原因はいかにせよ、经常収支赤字をファイナンスするための海外資金の流入が滞れば、外貨準備の取崩しによって対応せざるを得ない。また、经常赤字の拡大に歯止めをかけるには適正なレートまで為替を切り下げる必要がある。それでも賄えなくなるのが国際流動性の危機であり、国際機関・海外政府からの金融支援がなければ、たとえ中長期的に債務返済能力があったとしても債務不履行状態に陥る。海外からの民間資金の流出が続いて

いる以上、危機を回避するには、国際機関・海外政府からの早期支援が不可欠なことは今回も同様である。この条件が満たされなければ、通貨不安が他国(新興経済国や経常赤字国)に波及するリスクが高い。

メキシコの経常赤字のファイナンス



(資料) IMF「IFS」

(注) 94年は上半期の実績を年率換算

危機を招いた本質的な原因と考えられる①に関しては、前回は「輸入代替」型の工業化政策と深く関係している。先進国から輸入していた工業製品を国内で生産するための方策として、競合する最終財の輸入に対して高関税率の適用・輸入割当を行った。また、国内生産に必要な資本財・中間財の輸入コストを抑制するために、ドル・ペッグの割高な為替レート設定をしていた。今回は、②とも関連するが、更なる高金利は成長率を下げる事からペソ高によってインフレ抑制を続けようとしたこと、通貨価値の維持によって海外投資家をつなぎとめ経済成長のための資金を確保しようとしたこと一が背景にあると考えられる。

②に関しては、前回は1次産出品輸出と公的部門主導の成長があり、70年代の1次産出品価格高騰を拠り所とした海外民間銀行(大半は米国銀行)の安易な融資があった。危機発生で過剰な期待が崩壊するとともに、その後の1次産品価格の下落により債務問題は一層深刻となった。今回は、経

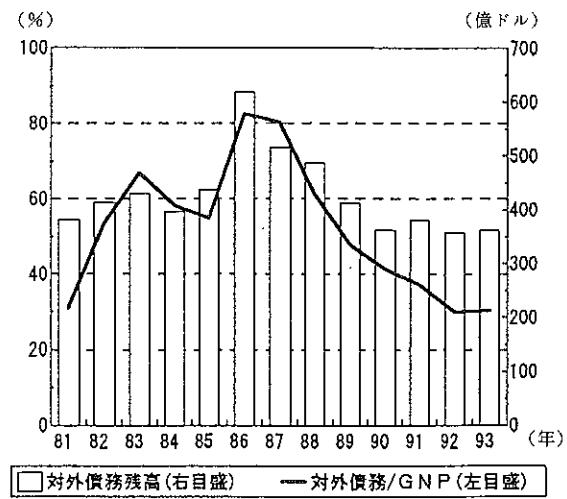
済構造調整策(注: 次項「③相違点」参照)が功奏して90年代に入ってから成長率が高まること、94年のNAFTA(北米自由貿易協定)発効・OED加盟などにより今後の発展に対して海外投資家も過大な期待をしていたことが考えられる。

③に関しては、前回も今回も、割高な為替・高い成長率の当然の帰結として、経常赤字が拡大している。危機発生までは海外からの民間資金流入が赤字をファイナンスしていたが、問題はこれらが「サステナブルでなかった」(注)ために、④~⑥を経て危機発生へと至ったことである。

(注)グリーンズパンFRB議長による1月25日の議会証言の場でこのような趣旨の発言あり。

尚、直近の債務残高は再び増大しているが、名目GNP比では低下傾向にあった。

メキシコの累積債務の推移



(資料) IMF「IFS」等

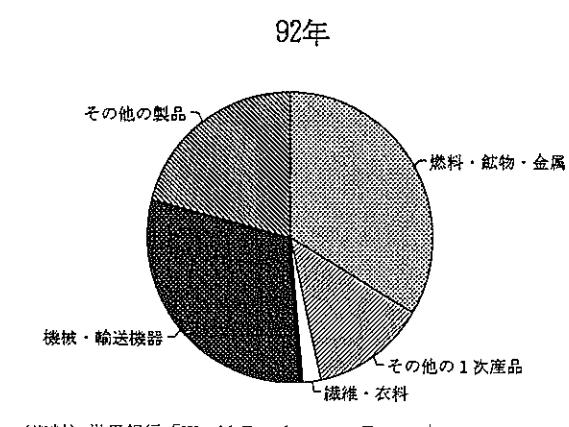
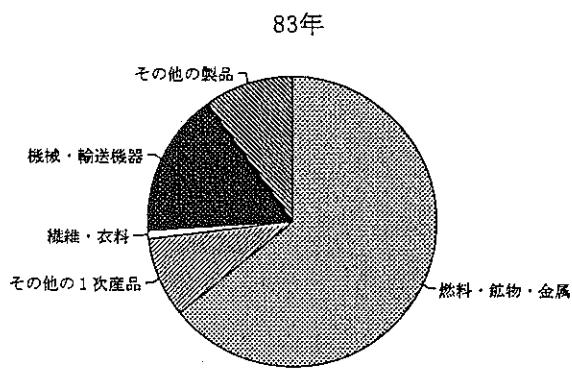
③相違点

他方、実体経済・経常赤字のファイナンス形態に関しては大きな相違点がある。

80年代の累積債務危機を教訓としたその後の経済構造調整策の成果は、端的に①輸出品目の内訳変化、②財政赤字から財政黒字への転換、③インフレ率の低下、④海外からの直接投資・証券投資の増大となって現れている。

基本政策は、市場メカニズムの活用であり、「輸入代替型から輸出志向型の工業化」「公的部門主導から市場メカニズム・民間活力の尊重」へと大きく転換した。具体的には、積極的な外資導入による先進国からの技術移転・輸入制限の緩和や関税率の段階的引下げ・国際競争を通じた民間企業の自律的効率化・自由貿易下での優位分野の傾斜が行われた。また、91年に固定相場制に転換するまでは、ペソの切り下げが行われ、実質実効為替レートで見た国際価格競争力も80年代末までは有利な方向にあった。

メキシコの輸出品目(構成比)

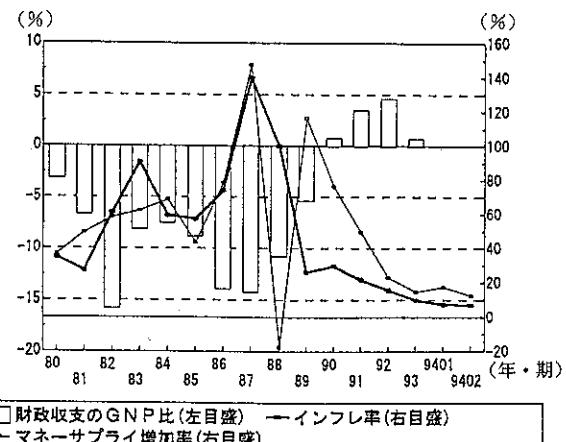


結果だけから見ても、①に関しては、輸出品目が1次産品依存から機械・輸送機器中心へと脱却しつつある。

②、③に関しては、マクロ経済運営の転換により、「財政赤字→貨幣の大量増発→高インフレ率」

という構造を、「財政黒字→貨幣の発行量抑制→インフレ率の低下」という構造に転換している。ペソの適正レートとの関係では、現在のインフレ率水準でも依然高く、通貨を切り下げるを得ない要因となったが、消費者物価上昇率水準としては最悪期の130%から1桁台にまで改善している。

財政収支、マネーサプライ、インフレ率



また、④の経常赤字のファイナンスも借入中心から直接投資流入・証券投資流入へと転じている。前回は、自国も経常収支赤字国である米国銀行の貸付が巨額であったため、「メキシコの元本返済停止→米国銀行の倒産→米国へ貸付けている他国銀行の倒産→各国の企業倒産・預金者の資産喪失」という波及経路で国際金融恐慌から起こるリスクがあった。

今回は借入依存度は相対的に低いため、上記のような国際金融恐慌が起こるリスクは小さいと考えられる。他方、証券投資資金は国際的な移動が早く、安定的な資金供給源とは言えない。特に、短期国債(テソボノス)の償還期限が3月までに到来することから、当面資金流出のリスクが残る状態が続こう。今回は累積債務問題の再燃というより国際流動性の危機と言えよう。

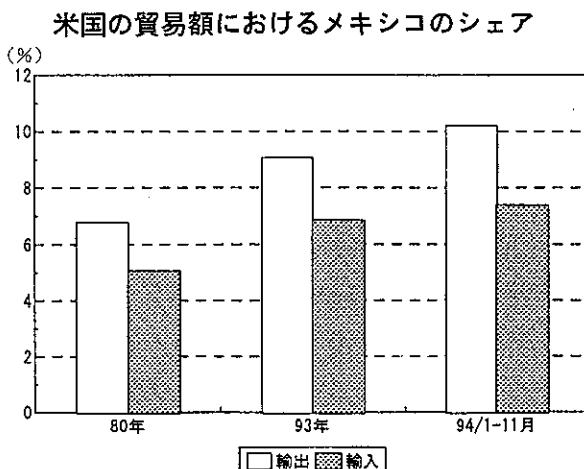
3) 今後の展望～当面ペソの混乱は小康状態へ、支援策如何ではドル下落も

①当面のペソ動向

既に実施した90億ドルの融資も含め200億ドルの金融支援策を米国が決定したこと、IMF・BIS・各国の融資を併せ総額528億ドルの支援が大枠合意されたことなどから、ペソレートは当面小康状態に向かいつつある。しかし、短期性の資金が流出するリスクは依然残っており、より強固な国際的金融支援の具体的な内容が合意されない限り、市場の信認は回復されないと考えられる。これが早期に実現し、メキシコ政府による適正なマクロ経済政策が実施されれば、為替市場の混乱もやがて収束するものと思われる。

②米国への影響

米国内には「メキシコ支援より内向きの経済政策を優先すべき」との声も強く、クリントン大統領は当初の支援案を縮小せざるを得なかった。しかし、NAFTA発効前より米国とメキシコとの相互依存度・経済的統合度は既に高いものとなっており、今後の米国の政策がメキシコ支援に消極的であれば、ドルが対マルク・対円で下落する可能性も高い。

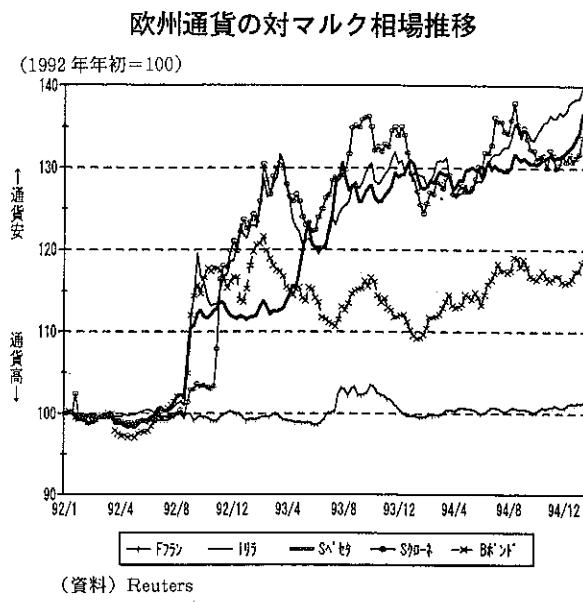


米国から部品を輸入し、メキシコで作った完成品を米国に輸出するという「企業内貿易」はかなり浸透している。今回の通貨危機で、NAFTA域内での企業活動は短期的には後退を余儀なくされようが、①世界自由貿易体制の枠組みの中での存在感を示すためのWTO加盟、②拡大NAFTAを基軸とした地域経済圏による競争力強化、③二国間交渉による高圧的打開一を巧みに使い分ける米国通商政策の基本的路線には変更はないと考えられる。

2. 欧州通貨の混乱

1) EMS混乱の状況

昨年以来、ドイツ・マルクに対してその他欧州通貨が売られる展開が続いている。主要通貨の中では、イタリア・リラ、スペイン・ペセタに売り圧力が集中している。



2) その要因

93年8月のERM危機の際、各國通貨の変動許容幅を±2.25%から±15%に拡大して以来、歐州通貨は一応の安定をみていた。

それがここへきて再び大混乱となったきっかけは、94年12月のメキシコ・ペソ切り下げに端を発した世界的な資金の「質への逃避」である。早ければ97年に迫った歐州通貨統合第3段階への移行を前に、歐州でも「後進グループ」となりそうな国の通貨に対する売り圧力が高まっていたところで、財政収支の悪化が著しく、国内での政治混乱も表面化していたスペイン、イタリアの通貨が投機売りの標的となつたとみられる。

以下で、こうした歐州通貨混乱の背景を次の3点に分けて整理してみる。

- ①歐州通貨統合に関する議論の再燃
- ②スペイン、イタリア等での国内政治不安定化
- ③メキシコ通貨危機に端を発した「質への逃避」

①通貨統合に関する議論の再燃

歐州通貨統合は、参加国の過半数が必要条件（コンバージェンス・クライテリア）を達成すれば、早ければ97年に実現可能となる。リセッションの後遺症で各國とも財政収支の悪化が著しく、97年からの統一通貨移行はほぼ不可能とみられるが、「万が一」可能となった場合、95年1月以降にERM内で通貨が切り下げられた国はその参加資格を失うことから、ERMに対する投機熱が復活した。

また、通貨統合の要となるドイツがマルチ・スピード論（注）を主張、フランスが示唆しているコンバージェンス・クライテリアの緩和（→参加国の拡大）には応じられないとしていることから、通貨統合に取り残されそうな「周辺通貨」に対する売り圧力が高まった。

（注）通貨統合は、経済的、政治的条件の整った国だけでまず実施し、その他の国は条件を満たした段階でこれに参加するという形で、二段階、三段階に分けて進めようという考え方。「周辺通貨」国は、統一通貨移行に乗り遅れることを嫌ってこれに反発している。

②各國での国内政治不安定化

スペイン

94年末に、バスク地方の分離独立運動組織（ETA）を抑圧する80年代の秘密作戦に政府が裏で関与していたとの疑惑が浮上、また内務省高官による資金横領疑惑の捜査が進展したことが、ゴンザレス首相に対する内閣総辞職、議会解散要求に発展した。首相は辞職、解散要求を拒否している。

イタリア

ベルルスコーニ首相が汚職容疑で検察の事情聴取を受け、寄り合い所帯の連立内閣から「北部同盟」が閣僚を引き上げたために首相は12月22日に辞任に追い込まれた。その後も、早期解散総選挙を主張するベルルスコーニと、ベルルスコーニ陣営によるメディア操作を恐れるスカルファロ大統領の間で政局は膠着状態となり、リラ下落が続いた。

1月13日に大統領がディーニ蔵相に組閣を要請、当初ディーニ不支持をちらつかせていたベルルスコーニ率いる保守・右翼連合が結局下院での内閣信任投票を棄権したため、1月25日にディーニ内閣成立の見込みがたち、リラ相場も取りあえず落ちつきを取り戻した。

フランス

シラク元首相の通貨統合参加に関する国民投票実施の提案（11月）、国民の間で人気の高かったドロール前EU委員長の大統領選不出馬宣言（12月）など、95年4、5月の大統領選挙に向けた政治混乱から、昨年以来何度もフラン弱含みの場面がみられた。現在は、とりあえず欧州統合推進派とされるバラデュール首相が優勢となっている

ことから、フラン相場も安定を取り戻している。しかし首相周辺では汚職疑惑も取り沙汰されており、今後も状況は予断を許さない。

③メキシコ通貨危機に端を発した「質への逃避」

今回通貨が売り圧力にさらされた各国のファンダメンタルズを比較すると（下表参照）、インフレ率に関しては通貨統合のコンバージェンス・クライテリアをほぼ達成しているものの、政府の財政状態の悪さが目立つ。

特にイタリア、スペインでは、政治的な不安定さが財政赤字削減を困難にし、その財政赤字拡大懸念が政治不安、通貨下落、さらには財政赤字増大につながる金利上昇をよぶ...という悪循環に陥っている。

3) 今後の見通し

経済ファンダメンタルズが比較的しっかりしているフランスに関しては、5月に大統領選挙が終了し、新体制が財政赤字削減、欧州統合推進の姿勢を明確に打ち出せば、通貨に対する懸念材料は一応払拭されると思われる。

これに対し、新政権は誕生したもののその基盤がきわめて不安定なイタリア、5月実施の地方選挙でも与党の敗退は必至といわれるスペインは、今後も、政治混乱への懸念から通貨が不安定な状況が続こう。

97年、あるいは99年という通貨統合第3段階への移行時期（注）が近づき、また欧州全体の景気にも明るさが広がる中で、今後、通貨統合に関する議論が活発となろう。96年には、欧州連合条約の見直しなどを検討する政府間協議の開催も予定されている。

為替市場では、各国の経済ファンダメンタルズ、政治的安定性が問題とされるだけでなく、各国がどのような通貨統合を目指しているか、あるいは通貨統合に積極的か否かという姿勢も、今後、通貨選別の重要な要因となっていこう。

（注）上でも述べたように、欧州通貨統合は、参加国の過半数が所定の条件（下表参照）を達成すれば、早ければ97年1月に実現する。過半数の条件達成が97年中であれば、その段階で統一通貨移行時期を決定。97年末までに過半数が条件を達成できなかった場合でも、99年1月には条件達成国だけで自動的に統一通貨に移行する。

各国ファンダメンタルズ比較

	(1) インフレ率	(2) 為替相場	(3) 長期金利	(4) 財政赤字額	(5) 公的債務	(6) 政治	(7) 総合評価
ドイツ	○	○	○	○	○	○	◎
フランス	○	○	○	△	○	△→○	◎
イタリア	○	ERM離脱中	×	×	×	×	×
オランダ	○	○	○	○	×	○	○
スペイン	○	×（93年5月切下）	○	×	△	×	×
イギリス	○	ERM離脱中	○	△	○	△	○
オーストリア	○	—	○	×/△	○	○	○
フィンランド	○	ERM未加盟	○	○	×	○	△
スウェーデン	○	ERM未加盟	×	×	×	○	×

（注）(1)～(5)の評価基準は欧州通貨統合参加のための経済ファンダメンタルズ収斂基準に基づく
(1)、(3)～(5)は95、96年に関するOECD見通しを使用、(2)は現在の状況

実際の収斂状況評価は欧州委員会が算出するデータを使用するが、上表では統計上の制約からOECD統計を利用した

(1) CPI上昇率が最も低い3カ国の平均値から+1.5%ポイント以内にあること

(2) 最低2年間、ERMの「通常の変動幅」のもとで中心相場の切り下げを行っていないこと

(3) CPI上昇率が最も低い3カ国の平均長期金利から+2%ポイント以内にあること

(4) 一般政府部門の赤字額が対GDP比3%以内にあること

(5) 一般政府部門の債務残高が対GDP比60%以内にあること

（資料）OECD ECONOMIC OUTLOOK DEC 1994