

# 経済の動き

経済調査部

## I. 海外経済

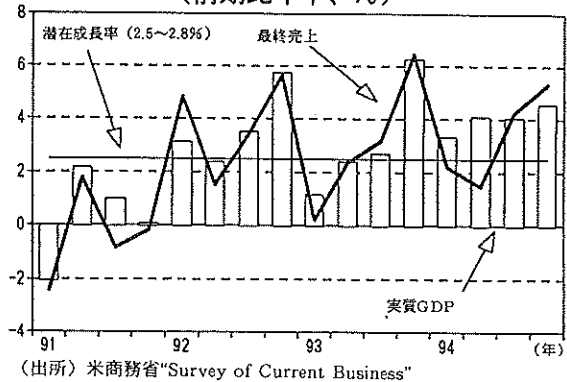
### 1. 米国経済～拡大テンポは鈍化するも、物価上昇から追加利上げ

#### (1) 景気全般～減速の兆し、しかし上期までは拡大基調続く

94年10-12月期の実質GDP成長率(3/1発表、改定値)は、純輸出と個人消費の上方修正、在庫投資の下方修正等、需要項目別に改定があったものの、基本的には個人消費と設備投資の拡大

から前期比年率4.6%(最終売上は5.3%)の高成長を記録した。94年の実質成長率も4.0%と84年以来の高さになった。

実質GDPと最終売上の推移  
(前期比年率、%)



主要月次指標の推移

(%)

		94年							95年	
		1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月	1月	2月
<b>雇用部門</b>										
失業率		6.6	6.2	6.0	5.6	5.7	5.6	5.4	5.7	
非農業雇用者増減数(前期差、千人)		613	1,019	913	866	162	534	210	134	
<b>家計部門</b>										
実質可処分所得	前期比年率	3.4	3.5	3.1	7.7	15.4	-1.7	8.4	4.0	
	前年同月比	3.3	3.0	3.6	4.4	4.7	4.2	4.3	5.4	
実質消費	前期比年率	4.7	1.3	3.1	5.0	6.5	7.4	0.9	0.1	
	前年同月比	3.8	3.4	3.2	3.5	3.4	3.6	3.5	3.3	
消費者信頼感指数(コンファレンス・ボード)		83.1	91.2	90.4	97.6	89.1	100.4	103.4	101.4	99.0
乗用車販売台数	前期比	5.3	-3.1	-0.7	1.7	-1.3	1.3	2.7	-6.7	
	前年同月比	13.5	2.4	5.1	3.1	1.2	2.1	6.2	-4.3	
住宅着工件数	前期比	-7.8	5.9	2.1	2.3	-4.0	5.9	-0.6	-9.8	
	前年同月比	18.1	16.5	12.5	2.0	3.0	9.2	-5.3	8.8	
<b>企業部門</b>										
鉱工業生産	前期比	1.7	1.5	1.2	1.4	0.4	0.8	0.8	0.4	
	前年同月比	5.4	6.4	6.9	5.9	6.0	5.9	5.8	6.3	
設備稼働率		83.2	83.8	84.2	84.9	84.4	84.8	85.4	85.5	
NAPM指数		56.2	57.9	58.3	59.0	59.7	59.9	57.5	57.9	54.5
<b>消費者物価</b>										
コア部分	前期比	2.8	3.0	2.9	2.3	0.2	0.2	0.1	0.4	
	前年同月比	2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.9	

(出所) 米商務省"Survey of Current Business"他

金利上昇の影響等から足もとで発表された1月分の月次指標では、住宅着工、乗用車販売は前年比減少し、生産、雇用等は伸びが鈍化している。1-3月期の実質成長率は年率3%程度と前期に比べると減速しよう。ただし、こうした月次指標と成長率の伸び鈍化は、94年下期の著しい高成長からの調整という側面が強い。当初より、在庫の積み上がりは大きくなく、個人消費と設備投資の増加基調も続くことから、景気の拡大基調が一般的に減速したと判断するのは早計である。

(注) 現時点での月次指標を反映したNY基礎研の超短期予測(2/21)では、実質GDP成長率は1Qが年率0.9%、2Qが同1.8%となっており、在庫除きの最終売上は各々3.3%、2.2%の結果である。

従来からの見方通り、95年上期中は、依然、潜在成長率(2.5%~2.8%程度)を上回るテンポでの拡大基調が続く公算が高い。今後の「ソフト・ランディング」の成功如何は、個人消費と設備投資の減速時期と度合に大きく依存するが、金利上昇の影響が徐々に強まる下期には二つの需要項目とも基調的に減速に向かおう。

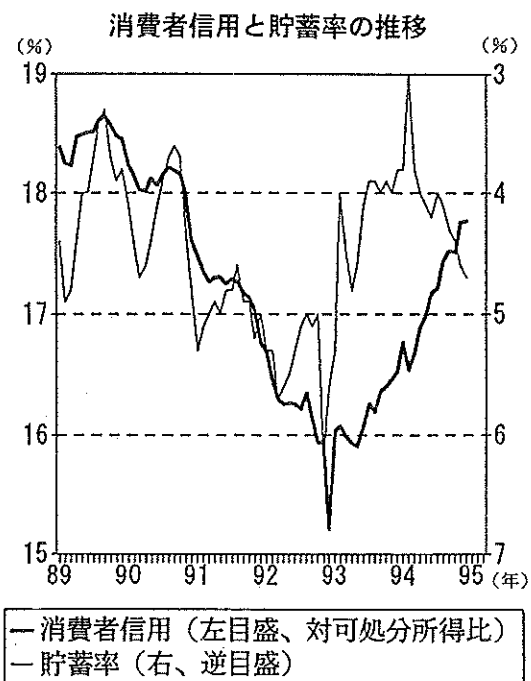
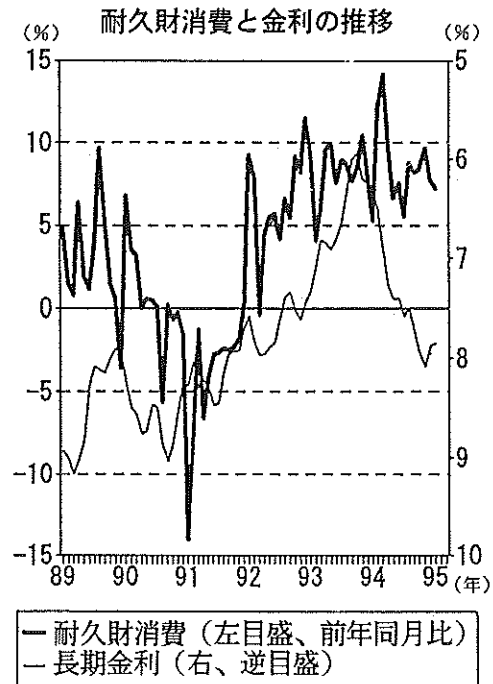
ただし、下期においても個人消費と設備投資の本格的な低迷は考えにくく、また輸出の堅調も予想されること<sup>(注)</sup>から、95年中の景気後退は回避される可能性が高い。米国経済は95年下期にかけて成長率の下振れリスクを抱えるものの、「ソフト・ランディング」と呼べる状況となろう。

(注) メキシコの通貨危機による米経済への影響は、主として対メキシコ向け輸出の減少を通じて95年の米成長率を0.2~0.4%(金額では130~280億ドル)押し下げる程度で経済全体でみれば効果は大きくないとの見方が一般的である。ただし、メキシコと近接しているテキサス、アリゾナ、カリフォルニア地域の企業にとっては、輸出、生産、雇用の減少が予想されるとしている。(ウォール・ストリート・ジャーナル、2/24。モスコウ・シカゴ連銀総裁、3/2)

### ①個人消費

足もとでは自動車販売や小売売上などの一部の消費関連指標の伸びが鈍化している。しかしこれは、94年下期の大幅な消費増加後の一時的な調

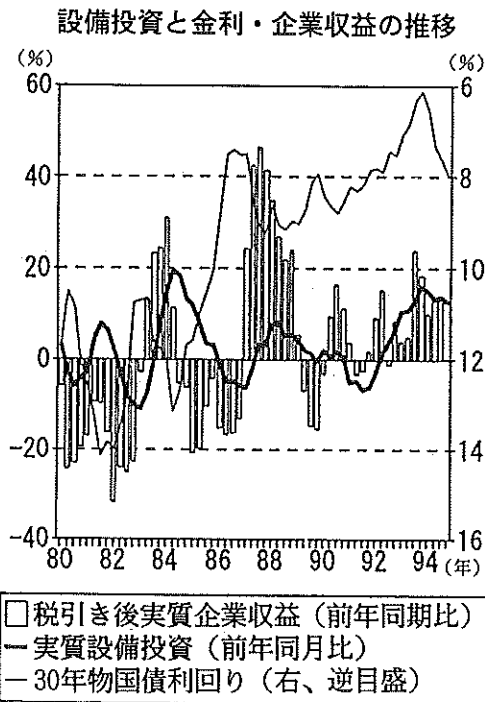
整の可能性が高く、基本的には雇用と所得の伸びを背景に上期中の個人消費は増加基調が続こう。ただし、下期には金利上昇の消費抑制的な影響(自動車等の耐久財消費、住宅関連の非耐久財消費等)、消費者センチメントの天井感、消費者信用等の返済負担の増加一等から、伸び率は鈍化しよう。



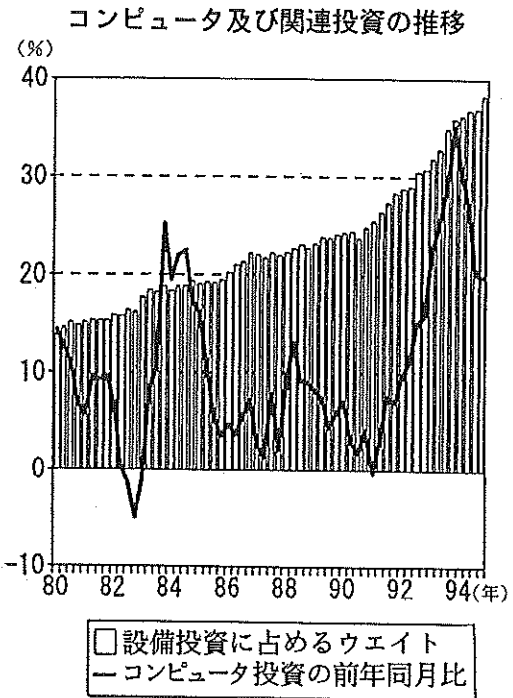
(資料) 米商務省“Survey of Current Business”  
米FRB“Federal Reserve Bulletin”

## ②設備投資

足もとの設備投資は、投資全体の約8割弱を占める機械設備を中心に大幅な増加基調が続いている。今後も、①企業収益が堅調、②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、③受注等の先行指標も増加基調一等から、設備投資の増加基調が続こう。ただし、金利上昇の影響や消費・住宅等の内需減速と関連して、下期からは伸び率が鈍化しよう。



(資料) 米商務省“Survey of Current Business”他



(資料) 米商務省“Survey of Current Business”

なお、下表の通り、2月23日に商務省が発表した設備投資計画調査(従来の年4回の調査から年2回に変更)では、製造業や通信業などの増加が目立っているが、全体的には総じて伸び率の鈍化が報告されている。

## 商務省の設備投資計画調査

(機械設備、10億ドル)

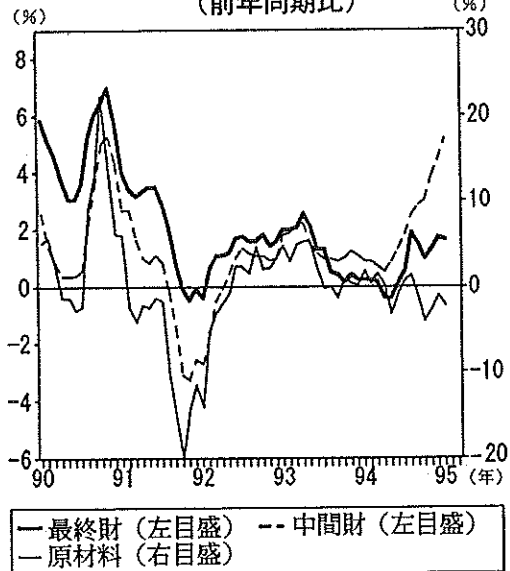
	93年速報	94年予想	95年計画	
			前年比(%)	前年比(%) ウェイト(%)
全体合計	489.1	556.3	13.7	592.9 6.6 100.0
・ 鉱・建設業	30.7	42.1	37.1	41.3 -1.9 7.0
・ 製造業	134.0	144.1	7.5	173.2 20.2 29.2
・ 耐久財	66.3	76.1	14.8	97.4 28.0 16.4
・ 非耐久財	67.7	68.1	0.6	75.8 11.3 12.8
・ 運輸業	30.6	32.3	5.6	34.2 5.9 5.8
・ 通信業	37.0	44.6	20.5	53.6 20.2 9.0
・ 公益事業	41.3	38.0	-8.0	37.7 -0.8 6.4
・ 卸・小売業	60.2	68.2	13.3	72.8 6.7 12.3
・ 小売業	41.4	51.5	24.4	52.4 1.7 8.8
・ 金融・保険・不動産業	40.2	36.9	-8.2	40.3 9.2 6.8
・ サービス業	111.8	118.5	6.0	115.4 -2.6 19.5
・ ビジネス・サービス等	57.4	62.8	9.4	57.5 -8.4 9.7
・ その他	3.3	31.6	--	24.4 -- 4.1

(資料) 米商務省“Business Investment and Plans”, 95年2月

(2) 物価動向～緩やかながら騰勢傾向へ

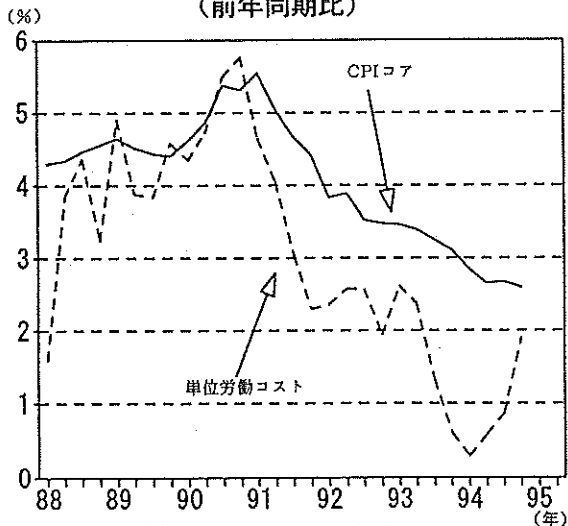
1月の消費者物価、生産者物価は、総合、コア（食料とエネルギーを除く）指数とも従来の基調よりはやや高めの結果となった。今後も、低水準の失業率、高水準の稼働率などから、地域別、業種別の製品・労働需給の逼迫が懸念される状況に変わりはなく、原材料、中間財の価格上昇が最終財に波及する直前の段階に差し掛かっていると判断される。こうした環境悪化を背景に、今後は労働コスト<sup>(注)</sup>、インフレ率とも緩やかながらも騰勢傾向となろう。

生産者物価の推移  
(前年同期比)



(出所) 米労働省“Monthly Labor Review”

消費者物価と労働コストの推移  
(前年同期比)



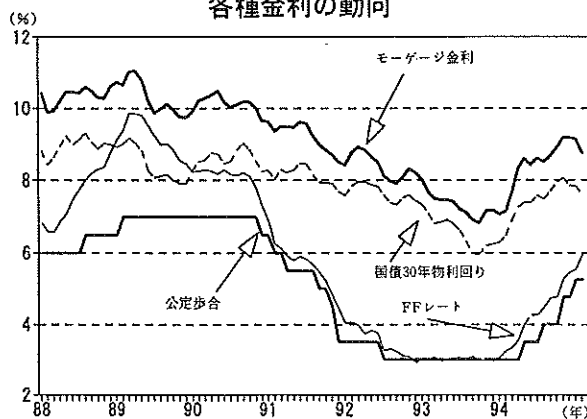
(出所) 米労働省“Monthly Labor Review”

(注) 労働省の報告 (MLR 1月号) では、今年中に予定される「団体賃金交渉」件数は約 3500 件と 11 年振りの高水準であり、しかも 6 月に集中することから、その結果が注目される。なお、クリントン政権が提案した最低賃金の引き上げ (現行 4.25 ドル→95 年 4.70 ドル→96 年 5.15 ドル) は議会の立法化も必要であり、マクロ的な影響も小さく、若干の所得増加、雇用減少、物価上昇を予想する見方が一般的である (BNA、WEFA 等のコメント)。

(3) 金融政策・金利～上期に一段の追加利上げ

2月1日のFOMCでは第7次利上げが実施 (公定歩合: 直近 4.75%→5.25%、FF レート: 同 5.50%→6.00%)された。その後、2月22日のグリンズパン FRB 議長の議会証言<sup>(注)</sup>など政策当局者の発言をみると、おおむね、足もとでの景気減速兆しを認めながらも、依然として先行きインフレについては強い懸念を示している。今後の金融政策については、景気拡大のテンポの鈍化は予想されるものの、インフレ率の上昇を確実に抑制するため、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%)。この措置により利上げ局面は終了し、その後は据え置きとなろう。

各種金利の動向



(出所) FRB“Federal Reserve Bulletin”

(注) 2月22～23日の上下院におけるグリンズバーンFRB議長の見解では、「経済指標がようやく(may finally be) 1994年末の非持続的な成長ペースから鈍化」を示しているが、「失業率や稼働率はインフレ台頭を示唆(may be suggestive)」している。その他、納期遅延と原材料不足の広がり、コスト上昇の最終製品への転嫁の動きに懸念を示すなど、今後のインフレ動向を注視する姿勢を明らかにしている。なお、FRBの目標となる95年経済見通しでは、実質成長率が2～3% (4Qの前年同期比、政府は2.4%)、消費者物価上昇率は3～3.5% (4Qの前年同期比、政府は3.2%)と、政府見通し同様、「ソフト・ランディング」を予想している。

長期金利(30年物国債利回り)は、昨年後半のマーケットの異常なインフレ懸念による金利上昇とは逆に、足もとでは先行きの景気減速と物価安定を好感して7%台半ばまで低下している。

今後については、95年上期にかけて成長率はやや鈍化するものの、基調としては景気拡大が続くこと、インフレ率の上昇が予想されること—等から、「強含み圏」での推移となろう。ただし、インフレ率の急激な加速は考えにくく、レベル的には8%程度(従来の見方は8%台前半)と小幅な上昇にとどまろう。なお、財政法案をめぐる議会と政府の対立<sup>(注)</sup>、追加利上げをめぐるFRBの対応と市場の信頼如何では、依然、長期金利が上振れする恐れがある。

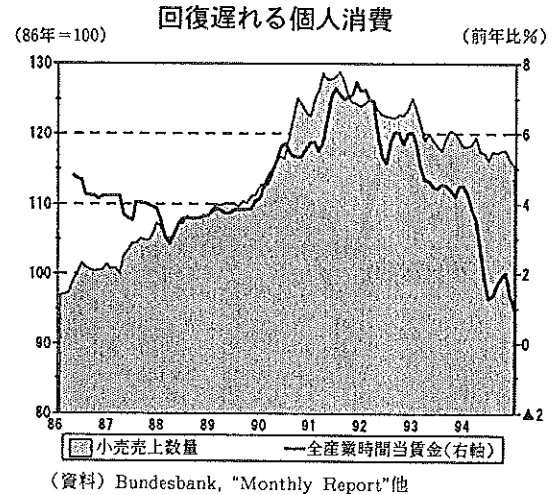
(注) 共和党の最優先課題である「財政均衡化憲法修正案」は、1月下旬に下院を通過したものの、クリントン政権とFRBが反対する中、上院では3月2日の採決で否決となった。今後、再上程もあり得るが、当面、クリントン政権と共和党はともに減税法案を含む予算審議に力を入れざるを得ない状況である。年初から提案合戦となった減税法案、財政削減法案など、96年度予算審議はこれから本格化しよう。

## 2. ドイツ経済～年後半金融引き締めへ転換

### (1) 回復遅れる個人消費

12月の小売売上高(実質)は前年比▲1.0%と、6カ月連続で前年比マイナスを記録した。失業者は徐々に減少してきているものの、景気回復はまだ雇用者数の増加につながっておらず、賃金も伸び悩んでいる。

95年の賃上げ交渉は94年よりは高い水準で妥結しそうであるが、個人消費が勢いを取り戻すのは、生産増から雇用が若干でも拡大に転じるとみられる年央以降となろう。

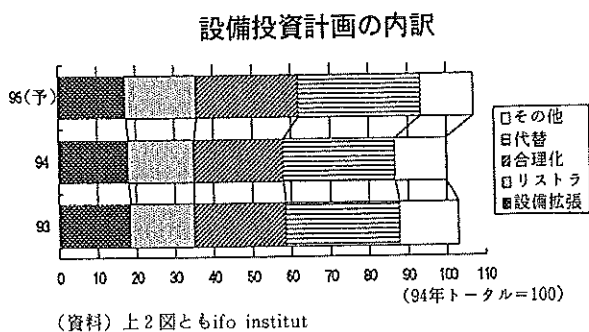
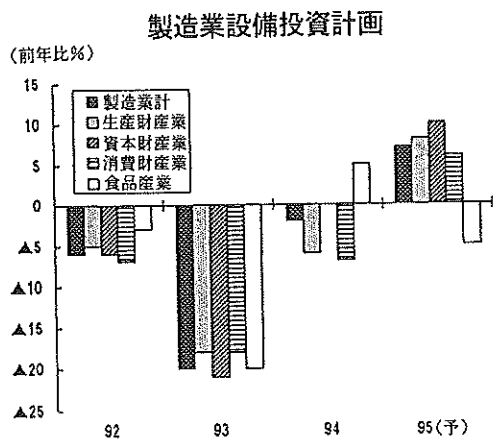


### (2) 95年の設備投資は3年振りの前年比プラスに

ifo研究所の設備投資計画調査によれば、(旧西)ドイツ製造業は95年に前年比+7%の設備投資を計画している。設備投資が前年比プラスとなれば3年振りのことである。特に資本財産業が強気の設備投資計画をたてている。

94年前半に前年比+1.6%と伸び悩んでいた資本財産業の国内受注が、年央以降急伸した(第3Q同+4.3%→第4Q+9.5%)ことも、売上好調を背景に、国内製造業が設備投資拡大に前向きとなったことを裏付けるものといえよう。

ただし、設備投資の中身を見ると、企業の拡大意欲が強いのは合理化投資、代替投資などであり、雇用増大に直結する設備拡張投資はさほど伸びが期待できそうにない。

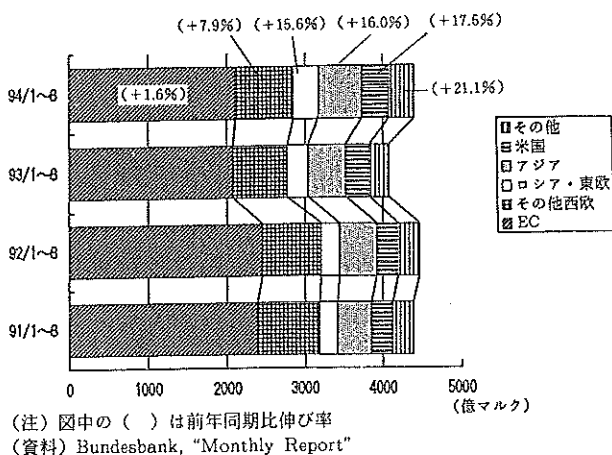


### (3) 堅調期待される輸出

設備投資とともに95年の景気をリードすると期待されるのは純輸出である。

ドイツの輸出の7割以上はロシア、東欧を含めた欧州向けであるが、足元では、成長著しいアジア向け、設備投資ブームとなっている米国向けが大きく伸びている。アジア、米国等での設備投資拡大傾向は95年も続くと思われ、また、景気回復で出遅れていた欧州も設備投資主導で成長率を高めつつあることから、全体の8割弱が生産財・資本財であるドイツの輸出は、95年も好調な推移が予想される。

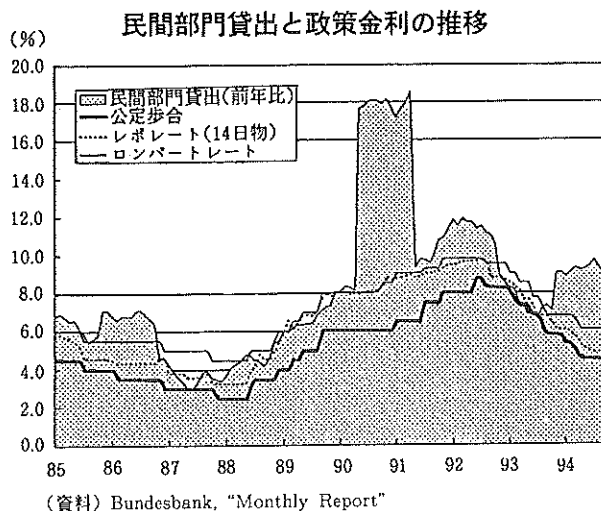
### 国・地域別輸出の推移



### (4) 金融政策～年後半金融引き締めへ転換

ドイツ連銀は2月の月報の中で、国内物価動向に関する懸念材料として、輸入物価、原材料価格、生産者の価格見込みの上昇を指摘した。こうした川上部門からのインフレ圧力上昇を、労働コストの抑制が吸収する形でこれまで川下部門への波及を防いできた。

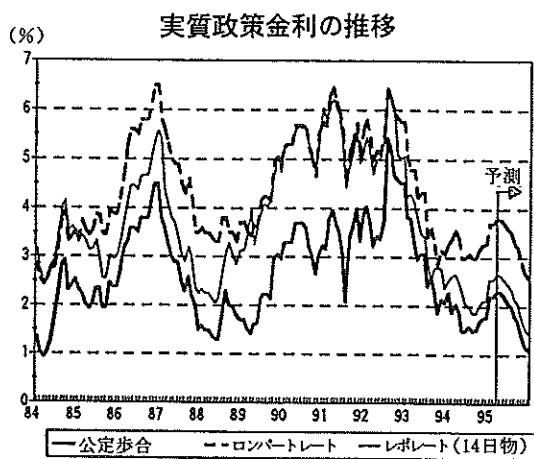
しかし、95年の賃上げが94年を上回る水準となるのは確実であり、生産増に伴って雇用が拡大に転じれば、労働コストももはやインフレ率引き下げ要因とはならない。



また、足元で伸び率が低下しているマネーサプライ（M3）も、その伸び率鈍化の主因は公的部門への貸出減少、対外資産の取り崩しであって、民間部門向けの貸出は前年比+10%程度の好調な伸びが続いている。企業の設備投資が盛り上がりの兆しをみせていることから、企業向け融資は今後一段と伸びるものと思われ、M3伸び率抑制のためにも金融引き締めが必要となつてこよう。

（参考）

政策金利を生計費上昇率を用いて実質化してみると、「インフレ率が年前半に底打ちし、その後緩やかに上昇する（95年上期生計費2.3%、下期3.0%、前年同期比）という想定の下では、年央以降、政策金利が現状のまま据え置かれたとしても金融政策スタンスは実質的には大幅緩和に転じることになる。ドイツ連銀が直近最後の金利引き下げを行った94年5月時点の「実質」政策金利水準を維持するためには、年後半0.5%程度の政策金利引き上げが必要となる計算である。



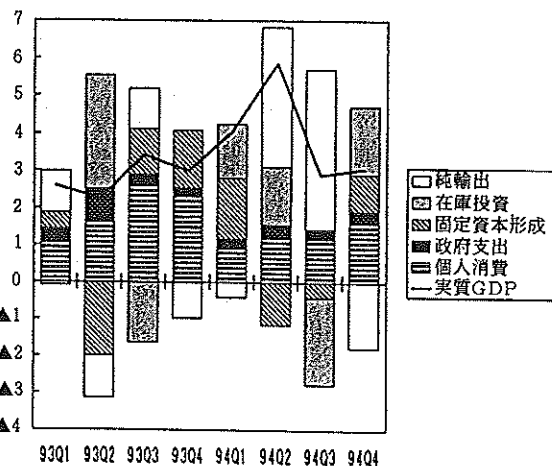
（資料）Bundesbank, "Monthly Report"他

### 3. イギリス経済～インフレ圧力払拭のため上期中に追加利上げ

#### (1) 3%程度の安定成長へペースダウン

94年第4Qの実質GDP成長率は改定値でも前期比年率+3.1%（94年通年では+3.8%）となり、年後半以降の緩やかな景気減速が改めて確認された。第4Qの前期比成長率を需要項目別にみると、①純輸出の伸びのマイナス転落、②在庫の積み上がり（輸入増が一因）、③固定資本形成の2四半期ぶりのプラスの伸びーなどが前四半期との相違として指摘できる。

実質GDP項目別成長寄与度（前期比年率%）



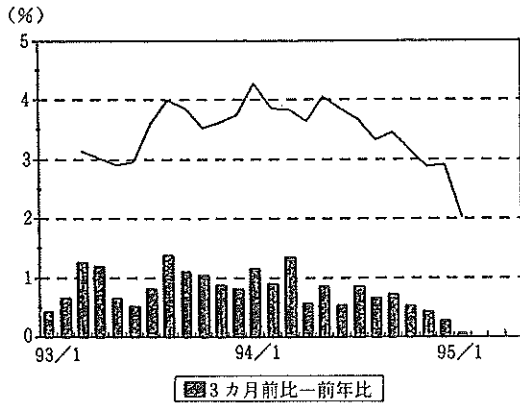
（資料）中央統計局

経済成長の緩やかなペースダウンは、95年に入っても個人消費を中心に続いている。

#### 1) 個人消費は一段と減速

3カ月移動平均でみた小売上の伸びは、1年前の前年比+4.3%から直近（1月まで）同+2.0%まで低下している。①3回にわたる金利引き上げ、②4月の増税（所得税の課税控除枠縮小など）、③賃金上昇率の伸び悩み、④住宅市況の低迷ーなどから、今後も家計部門の消費意欲は盛り上がりそうにない。

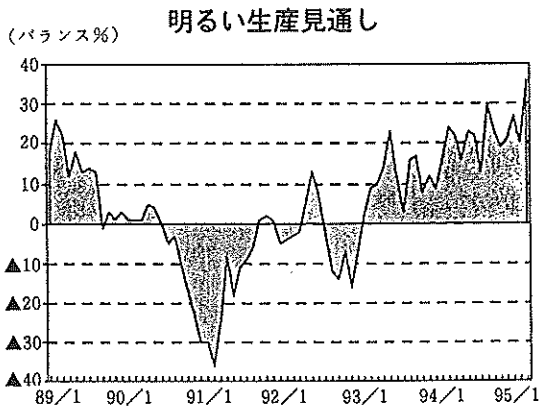
### 小売上の推移 (3カ月移動平均)



(資料) 中央統計局

### 2) 企業部門の好調続く

企業部門の好調は、英国産業連盟 (CBI) 調査からも明らかである。受注は海外中心に順調であり、生産見通しも 80 年代後半の好況期に匹敵するほど好転している。企業マインドの明るさも増しており、95 年は設備投資の拡大が期待できよう。この兆しは素材・生産財輸入が足元で急増していることから窺われる。また、企業部門の銀行借入れも、このところ大幅に増加し、M4 伸び率を押し上げている。



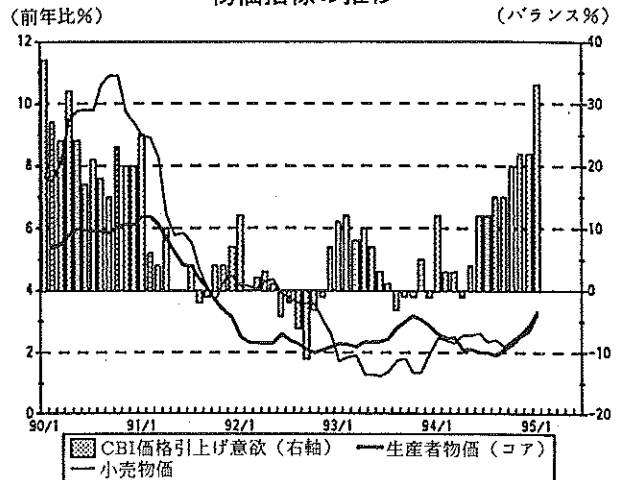
(注) 今後4カ月に「拡大見込み企業」-「縮小見込み企業」の割合  
(資料) 英国産業連盟 (CBI)

### (2) じりじり高まるコスト・プレッシャー

95 年 1 月の小売物価上昇率は、12 月 (+2.9%) からさらに高まり、前年比 +3.3% と 92 年 10 月以来の高水準になった。間接税の変更が影響しているものの (モーゲージ金利支払い負担と間接税の影響を除いたベース <RPIY> では前年比 +1.7% と前月から変わらず)、川上部門からインフレ圧力が高まってきていることは事実である。これは、

- ①一次産品価格の上昇、ポンド軟調の影響もあって投入価格の上昇が著しい
- ②単位労働コストの下げ止まり、反転によるもの。こうした状況下、CBI 調査による企業の価格引き上げ期待は 90 年 1 月以来の高まりをみせている。

### 物価指標の推移



(注) CBI 価格引き上げ意欲は「上昇見込み企業」-「下落見込み企業」の割合  
(資料) CBI、中央統計局

90 年 1 月時点のインフレ率は 7% を超えており、その後さらに上昇したが、今回の局面では、①所得伸び悩みに加え、増税と利上げによる負担増に苦しむ家計が価格設定に敏感となっている、②金融当局が早い段階から金融引き締めを進めていることから、インフレ高進の懸念はないと思われる。また、景気循環の面からも、90 年代初めとは状況が異なる。すなわち、80 年代終盤か



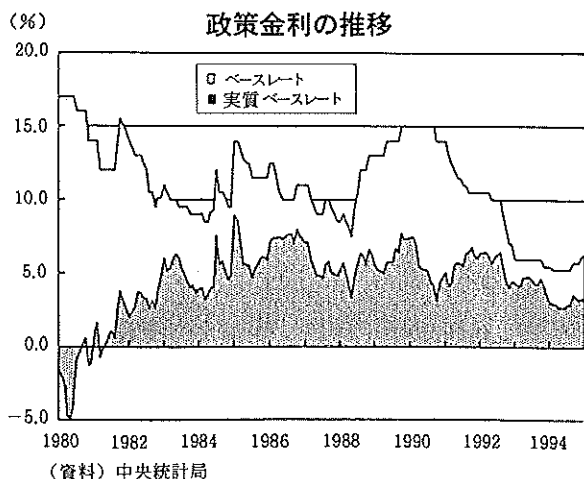
ら90年代初頭にかけてはGDPがトレンドを上回って伸びていたのに対して、現在は、トレンドとの乖離が縮小しつつあるとはいえ依然としてGDPはトレンドを下回っており、生産能力にはまだ余裕がある状況と考えられる。

### (3) 金融政策・為替～インフレ圧力払拭のため追加利上げの可能性

#### 1) 金融政策

金融当局は2月2日に第3次金利引き上げを行った(6.25%→6.75%;前2回は94年9月12日5.25%→5.75%、12月7日→6.25%)。金融引き締めが行われているにもかかわらず発表されるインフレ率の上昇が続いていることから、市場には、ベースレートは今後9%を超える水準まで引き上げらざるを得ないという見方もある。

しかし年明け以降の経済指標をみると、景気は明らかに減速しつつある。今後、4月実施の増税の影響、これまでの利上げの効果もでてくることから、95年を通じてイギリス景気はゆるやかな減速が続き、それに伴ってインフレ圧力も徐々に減じよう。



ベースレートに関しては、インフレ率上昇懸念が払拭しきれない前半に0.5%程度の追加引き上げが行われる可能性はあるものの、その後は据

え置きとなる公算が高い。従前の金融引き締め局面と比較すると、かなり前倒しで利上げが実施されてきており、また、モーゲージローンを抱える家計部門の消費行動が、金利動向により敏感になっていることから、ベースレートのピークはこれまでの局面より低くなるものと思われる。

ちなみに、日経7カ国モデルによれば、英国では政策金利1%の引き上げによるGDP成長率引き下げ効果は1年目0.2%、2年目0.5%となっている。今後0.5%の追加利上げを想定すると、計2%ポイントの利上げの累積(成長率引き下げ)効果は1年後に0.4%、2年後には1.0%で、潜在成長率といわれる2.5%程度へ景気を減速させるには十分ということになる。

#### 2) ボンド相場

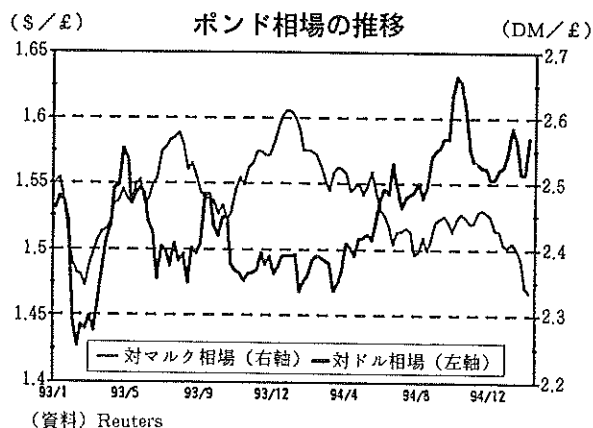
ボンド相場は、対マルクを中心に年初来軟化が続いている。ボンドの対ドル、対円相場に大幅下落がみられないことから、「ボンド安」というより「マルク高」の色合いが濃いのが、イギリスに関する弱気要因としては以下が挙げられる。

##### ① 与党保守党内の内紛による政治不安

早期総選挙実施の可能性とその結果としての労働党政権の成立が懸念されている

##### ② 英大手マーチャントバンクの一つであるベアリング社破産によるボンド信認低下

##### ③ インフレ懸念が高まる中で景気が減速に向かうという経済ファンダメンタルズの悪化



インフレ率が若干上昇し、成長率が若干鈍化しても、イギリスの経済ファンダメンタルズは、その他主要国と比較すれば相対的にはなお良好である。①に関するも、総選挙の前倒し実施の可能性は低く、また、そもそも政権交代の可能性は必ずしもポンド「安」要因とはならないはずである。

こうしたことから、現在のポンドの軟調推移は、ファンダメンタルズに裏付けされ長期化するとは考えにくい。

#### 4. フランス～大統領選挙、 混戦でフラン軟調続く

##### (1) 大統領選挙の実施方法

###### ○国民投票による直接投票

(前回 88 年の投票率は第 1 回 81.4%、第 2 回 84.1%と高率)

###### \* 第 1 回投票日 4 月 23 日

有効投票総数の過半数を獲得する候補者が  
であれば当選者確定。過半数票を獲得した候  
補者がなければ第 2 回投票へ。

(これまで第 1 回投票のみで決着がついた  
ことはない)

###### \* 第 2 回投票日 5 月 7 日

(第 1 回投票日の 2 週間後)

第 1 回投票の上位 2 名による決選投票

74 年、81 年の大統領選挙においては、第 1 回投票におけるトップ得票者が第 2 回投票では逆転負けした。第 1 回投票における 3 位以下の得票をどう取り込むかが鍵となる(過去の大統領選挙の結果は後掲)。

##### (2) 主な候補者の顔ぶれと表明した基本政策

###### ○バラデュール首相 65 才

(保守/共和国連合)

トルコ移民の息子。高級官僚を経て政界入り、86～88 年シラク政権下で蔵相を務めた。党内での基盤が弱く、大物パスクワ内相の支持が強力な後ろ盾となっている。「官僚臭」が強く大統領の器ではないという評がつかまとう。

—①中小企業支援、②課税ベース拡大による減税を含む税制改革、③労働市場の柔軟化

- などによる雇用促進
- 社会保障の見直し（医療サービスなどへの支出抑制）
- 政治への国民参加の促進（国民投票の実施範囲拡大、大統領の任期短縮など）
- 欧州統合推進

財政赤字削減を優先課題とし、欧州統合の推進をうたうなど市場には好感されそうな内容であるが、「新鮮味がない」としてそれほど評価されなかった。

○シラク・パリ市長・元首相 62才

（保守／共和国連合）

共和国連合党首。首相を務めた86～88年の政権は社党ミッテラン大統領の下でのコアビタシオン（保革共存政権）体制であった。バラデュール内閣誕生の際、自らの大統領選出馬をにらんで首相の座をバラデュール氏に譲ったという背景があり、今回大統領選では「裏切者」バラデュール氏に対する攻撃の先鋒が鋭い。

- ①減税、②企業の社会保障負担軽減、③企業への補助金付与—などによる雇用促進
- 社会保障関連を中心に大幅な歳出カットには反対

バラデュール首相と同じ右派だけに、政策もほぼ同様の内容となっているが、①社会保障重視、②政府財政の建て直しにやや消極的、③欧州統合推進にそれほど積極的でない—といった違いが見受けられる。

○ジョスパン元社会党第一書記 57才

（社会党）

国民に人気の高い社会党ドロール氏の大統領選不出馬宣言の後、党内派閥対立が深まる中、党員投票で候補者に選ばれた。

- 賃上げによる消費促進→雇用拡大
- 民営化の停止（再国有化はせず）
- 単一通貨への移行には賛成（通貨投機を防げる）
- 外国為替安定基金の創設（資本移動に0.1%の課税）を提案

民営化の停止を主張するなど社会党色がみられる。ただ、ミッテラン大統領の政策の継承者として、実際には現実主義路線がとられよう。欧州統合については推進派。

(3) 世論調査の結果

発表日	調査機関		バラデュール	シラク	ジョスパン
			共和国連合 (RPR)	共和国連合 (RPR)	社会党
2月10日	IPSOS-PO	第1回	26	20	19
		第2回	60	40	
2月14日	IRP	第1回	22	17	20
		第2回	55		45
2月21日	EVA	第1回	21	21	22
		第2回①	53		47
		第2回②	50	50	
2月23日	IPSOS	第1回	22	22	22
		第2回①	55	45	
		第2回②	53		47
3月2日	CSA-LP	第1回	20	24.5	23
		第2回①	41	59	
		第2回②		56	44

（資料）テレレポート（3月3日現在）

2月半ば以降、①電話盗聴事件<sup>(注)</sup>の発覚と首相の責任問題への発展、②ドロール前EU委員長を中心に社会党内のジョスパン支援体制が整いつつあること—などから、社会党のジョスパン候補のバラデュール氏追撃が急となっている。また、一時は勝ち目なしといわれたシラク候補も、バラデュール人気の低下に伴って支持率を再び伸ばしている。

ジョスパン人気の高まりと保守票分裂によって2回投票がバラデュールvsジョスパンとなれば、保守票のとりまとめが可能となるため、シラク・パリ市長相手の決戦投票より首相勝利の確実性は増すとの見方もある。

(注) RPR (共和国連合) の政治資金疑惑を捜査していた予審判事の義父が、判事に対し捜査に手心を加えるように圧力をかけたという事件の捜査において、その電話内容の盗聴をバラデュール首相が警察に認めた。こうした盗聴は違法と裁判所が判断したにもかかわらず、バラデュール首相は捜査は合法と主張。盗聴の責任者であるバスクワ内相 (首相の強力な支持者) をかばうためとみられている。

#### (4) バラデュール苦戦でフラン相場軟調続く

若年層を中心に、国民の約半数は大統領選挙で誰に投票するかまだ決めていないといわれる。

構造的な失業問題を抱えてはいるが、フランスの経済ファンダメンタルズは良好で、景気も回復基調にあることから、政府の経済政策自体は選挙戦の争点とはなり難い。その点は現職首相のバラデュール候補に有利に働くはずである。しかしバラデュール首相は、強いリーダーシップを発揮するというよりは意見調整によって政策をまとめ上げるタイプで、しばしば「弱腰」「受け身」との批判を受けてきた。デモによる抵抗を受けてあっさり政策を撤回したこともあり、その政策遂行能力は対立陣営からの批判的になっている。また94年以降の相次ぐ閣僚の汚職摘発、今回の電話盗聴事件などにより、首相、内閣に対する国民の支持も低下してきている。

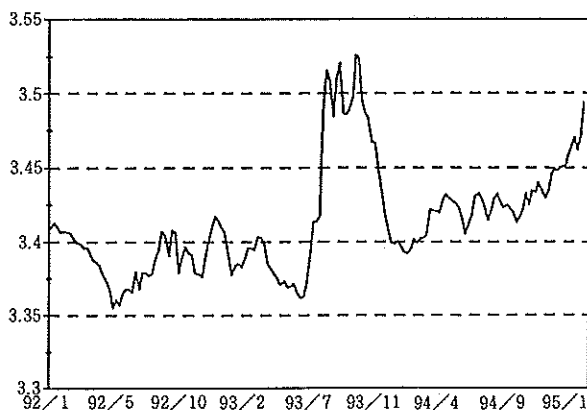
財政建て直し、欧州統合推進を最も積極的に主張する、金融市場にとっては最も望ましい大統領候補であるバラデュール首相の苦戦で、候補者への個人攻撃を含めて選挙戦が本格化するこれから、フラン相場は不安定な展開が続こう。

#### (参考) 過去の大統領選挙の結果

	第2回 投票率	勝者		敗者	
		得票率	第1回/第2回	得票率	第1回/第2回
1965年	84%	ドゴール (右派) 44.7%/55.2%	ミッテラン (左派) 31.7%/44.8%		
1969年	69%	ポンピドー (右派) 44.5%/58.2%	ポエール (中道) 23.3%/41.8%		
1974年	87%	ジスカール (右派) 32.6%/50.8%	ミッテラン (左派) 43.3%/49.2%		
1981年	86%	ミッテラン (左派) 25.9%/51.8%	ジスカール (右派) 28.3%/48.2%		
1988年	84%	ミッテラン (左派) 34.1%/64.0%	シラク (右派) 19.9%/46.0%		

(資料) 「フランスの政治」 奥島孝康・中村紘一編

(FF/DM) フランの対マルク相場の推移



(資料) Reuters

## II. 日本経済へ力強さに欠ける景気回復、懸念される地震の影響

日銀は3/3に「短観(2月調査)」を発表したが、緩やかな景況感の回復が確認された。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、実質輸出の増加、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てきた。メキシコの通貨不安などを材料に円は史上最高値を更新しており、景気への影響が懸念される。

最近発表された景気指標には、阪神大震災の影響を織り込んだものもいくつかある。これらも加味して震災の影響を試算すると、95年1-3月期の成長率を▲0.4%程度押し下げるとい結果となった。95年度通期では、復興需要による押し上げ効果が期待されるが、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。

今後についても、生産統計をはじめ、消費関連、設備投資関連指標などについて、震災による短期的なマイナスの効果と復興による中期的なプラス効果を見極めていく必要がある。基本的には、①企業リストラの継続、②足元の円高圧力による景気下押し効果の持続一等から「1995年度経済見通し(94.12.2発表)」の見方通り、力強い景気拡大は予想できない。

### 1. 経済指標にみる景気の現状

#### (1) 個人消費～腰の弱い展開、1月は震災の影響も

後述(「3. 消費・所得を巡る動向」参照)の通り、10-12月期の個人消費関連指標は、全体としては、盛り上がりを見せた7-9月期からやや鈍化を示している。背景には、減税効果の低下、猛暑の反動などがあるものと思われる。なお、1

### ○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 8月	9月	10月	11月	12月	95年 1月
実質消費支出[家計調査、全世帯]*	0.7	▲0.7	▲1.1	0.6	▲2.0	▲0.4	2.0	▲0.4	▲2.5	▲3.1	
大型小売店販売額[店舗調整済]*	▲5.0	▲2.7	▲3.1	▲1.0	▲1.4	▲1.6	▲2.6	▲2.6	0.3	▲2.0	▲2.7
新車販売(登録車)台数#	▲7.8	▲4.2	▲1.5	6.1	4.5	10.6	6.6	3.5	5.0	4.9	5.5
住宅着工戸数[季調済、年率、万戸]	151.6	157.4	159.8	155.8	155.7	158.2	152.5	154.2	159.4	153.3	155.8
機械受注額[船舶・電力除く民需]*	▲8.7	▲2.4	2.4	2.8	10.0	7.1	0.7	17.4	4.7	8.7	(8.9)
建設工事受注[民間計]*	▲20.2	▲20.9	▲9.9	9.0	8.1	13.7	▲1.7	6.2	13.9	5.3	▲23.5
公共工事請負額#	▲0.8	10.3	▲6.1	▲3.8	▲2.8	5.8	5.6	1.9	▲8.4	▲2.8	▲7.8
通関輸出 数量指数#	▲4.8	▲2.9	0.7	2.4	6.8	7.0	1.9	3.8	10.5	6.3	▲6.1
通関輸入 数量指数#	5.2	8.7	13.1	13.9	18.6	20.8	12.5	20.8	18.4	16.5	11.9
通関黒字[季調済、年率、億ドル]	1,206	1,240	1,258	1,155	1,186	1,007	1,127	1,032	1,282	1,245	952
内、対米黒字	526	526	567	551	546	508	528	508	589	541	526
内、対EC黒字	230	221	214	221	230	199	218	196	256	236	127
内、対東南アジア黒字	576	647	691	715	760	695	723	668	812	801	
為替レート[円/ドル]	108.1	107.6	103.4	99.1	98.8	99.9	98.8	98.4	98.0	100.1	99.8
(予測指数)										(1.8)	(1.1)
鉱工業生産[90年=100]*	▲2.4	1.5	1.0	1.7	1.6	3.9	▲1.3	▲0.6	3.0	▲0.4	▲1.4
有効求人倍率[季調済、倍]	0.67	0.65	0.63	0.64	0.65	0.64	0.64	0.64	0.65	0.65	0.66
雇用者数#	1.0	0.9	1.3	0.3	0.2	0.4	0.5	0.0	0.2	0.3	0.6
消費者物価指数[生鮮食品除き]*	1.0	1.1	0.5	▲0.2	0.6	▲0.2	0.0	0.6	0.8	0.5	0.3
総合卸売物価指数[季調済]*	▲3.3	▲3.1	▲2.3	▲1.5	▲1.2	▲1.2	▲1.3	▲1.4	▲1.3	▲1.1	▲1.1

(注) 機械受注の( )内は1-3月の受注見通し。鉱工業生産の( )内は順に95年2月、3月の予測指数。

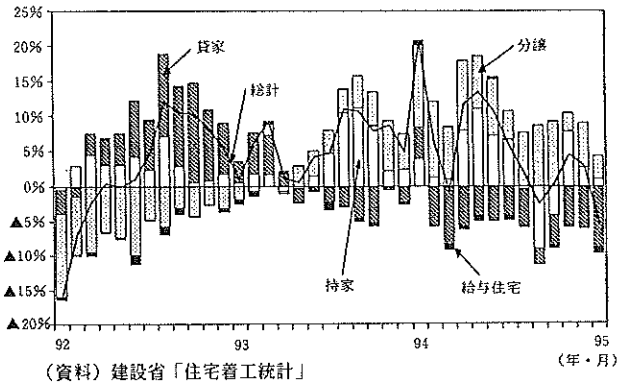
(資料) 総務庁「家計調査報告」、通産省「鉱工業生産動向」等、各種統計

月の消費には阪神大震災の影響も見られる。

## (2) 住宅投資～依然高水準ながら、ピークアウトの兆し

95年1月の新設住宅着工戸数は、震災の影響で兵庫県が大幅減となったにもかかわらず、年率156万戸と高水準の推移となった。利用関係別では、分譲が堅調に推移する中、持家、貸家が鈍化した。今後については、首都圏のマンション契約率が好調の目安とされる70%を割り込むなど過剰感が出始めており、供給過多に加えて、地震に対する不安からマンションの購入意欲が低下しているといわれており、分譲が頭打ちとなる中、全体としても鈍化しよう。持家、貸家については復興需要から堅調に推移する可能性もあるが、がれき処理の問題等もあり、復興需要が実現するまでには時間を要しよう。

住宅着工の動向（前年同月比）



## (3) 設備投資～下げ止まり

94年12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年同月比8.7%と7ヶ月連続のプラスとなった。95年1-3月期の受注見通しも同8.9%となっているが、この見通しには震災の影響は含まれていない。95年1月の建設工事受注額（民需・大手50社）は同▲23.5%と大きく鈍化した。94年1月に「みなとみらい21」関連の大型受注があっ

たことの反動が大きかった模様だが、一部震災の影響も含まれている可能性もある。

「日銀短観(95年2月調査)」(95/3/3発表)では、主要企業の設備投資計画は94年度実績見込み▲5.6%、95年度計画▲1.0%と、前年比マイナスながらその幅は縮小している。94年2月調査では94年度の設備投資計画は前年比▲4.5%であったのと比べると、下げ止まりとなっている。とりわけ製造業では、94年2月調査▲10.3%から今回調査では▲1.7%とマイナスの幅の縮小が著しい(非製造業では、▲1.7%→▲0.7%)。今後については復興需要もあるため、下げ止まりの基調に変わりはないであろう。

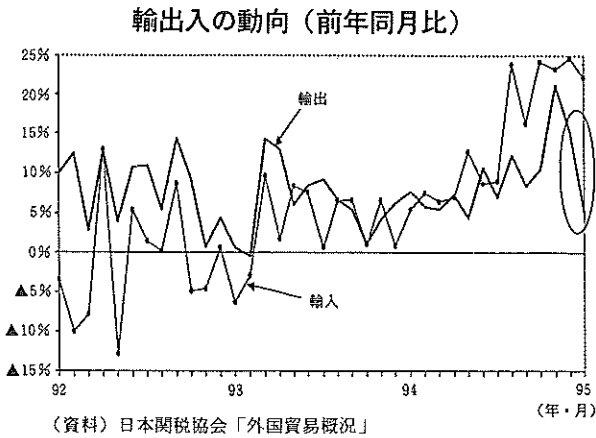
## (4) 公共投資～震災の復興対策から、やや増加

95年1月の公共工事請負額は前年同月比▲7.8%と大きく低下した。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、息切れ気味に推移している。2月以降は、94年度第2次補正予算による復興工事に伴うプラスの効果も徐々に出てこよう。1兆円強の第2次補正予算が組まれたが、①執行が来年度にずれ込む部分も出て来る、②他地域の公共投資の執行が遅れる—といった可能性もあり、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～震災の影響で輸出は鈍化

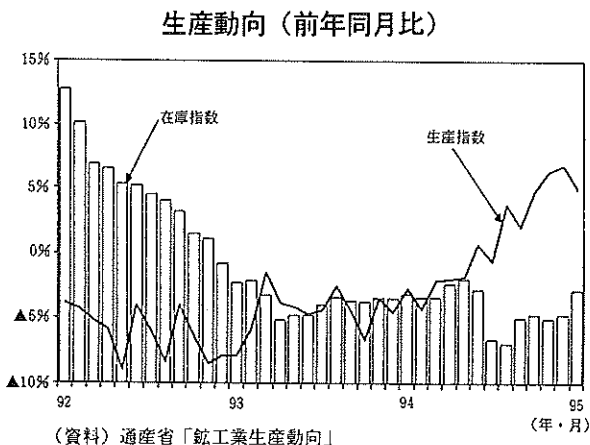
95年1月の国際収支は、輸出が前年同月比4.7%増と前月の同14.6%から大きく鈍化した。阪神大震災による神戸港の機能不全が、大きく影響したと思われる。輸入については、横浜港等への振り替えもあったとみられ、同21.8%と依然高水準の推移となった。この結果、貿易黒字は年率1294億ドルと黒字幅が大きく鈍化した。輸出についても他港への振り替えが進もうが、神戸港の復旧には時間を要する見込みであり、輸出へ

の影響は残るとみられる。



(6) 生産・雇用～生産は一進一退の増加傾向、雇用は下げ止まりの兆し

95年1月の鉱工業生産は、阪神大震災の影響もあり前月比▲1.4%の減少となった。しかし、2、3月の予測指数は、同1.8%、1.1%と比較的堅調な推移を予測している。仮に予測指数の通りに推移したとすると、95年1-3月期は前期比1.0%となり、94年1-3月期以降5四半期連続で1%以上の増加が続くことになる。



雇用関連指標には、下げ止まり感が出てきている。95年1月の有効求人倍率は0.66倍と前月の0.65倍から上昇した。95年1月の労働力調査で

は、就業者数が前年同月比▲0.0%と横這う中、完全失業率(季節調整値)は2.9%と高水準横這いの推移となっている。95年1月の所定外労働時間(事業規模30人以上・調査産業計)は、同4.9%と5ヶ月連続のプラスとなった。

(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。

一方、消費者物価は安定した推移となっている。懸念されていた神戸市、大阪市の消費者物価についても落ち着きを見せており、特に神戸市については「震災セールスなどにより、生鮮食品、家事用品等が安売りされている(神戸市役所のコメント)」影響から、2月の消費者物価指数は▲1.1%と大きく下落した。しかし、震災の影響により調査地点等が変わるなど、統計の連続性が保たれていない可能性もある。

2. 大震災の影響の試算

大震災の経済への影響は、短期的なマイナス効果と中期的(1~2年)な復興に伴うプラス効果の大きさや出方のスピードに依存する。直近の基礎研超短期予測(3/7)では、10-12月期の前期比▲0.1%の後、95年1-3月期は0.0%と2期連続でほぼゼロ成長を予測している。震災の影響は95年1-3月期の成長率を▲0.4%ポイント程度押し下げると考えられる。この結果、94年度の実質成長率は前年比1.0%となろう。

95年度については、短期的なマイナスの影響が逡減していく中、復興による中期的な需要増が期待できよう。しかしながら、財政は逼迫し、企業・家計ともにバランス・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。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のアップは小幅にとどまろう。

### 3. 消費・所得を巡る動向

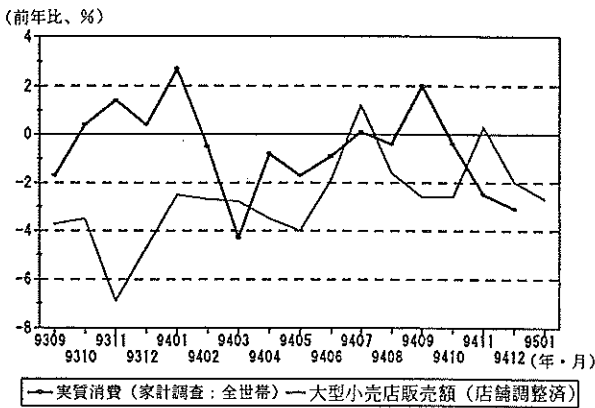
#### (1) 消費関連統計にみる昨年後半の動き～

10-12月期は反落気味

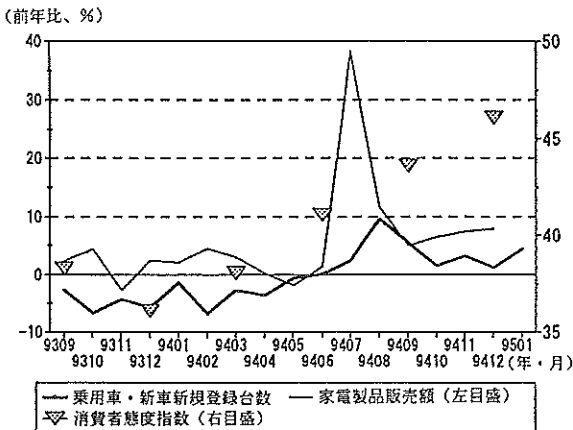
昨年後半より、民間消費を軸にした順調な景気回復が進むとの見方が一部に広まりつつあったが<sup>(注)</sup>、「家計調査」の「全世帯実質消費」は10月から3カ月連続で前年同月比マイナスとなっている。

(注) 当研究所が12月2日に発表した「95年度経済見通し」では、10-12月期の民間消費に関しては前期比▲0.2%の反落を想定。

家計及び販売サイドからみた消費の推移



(資料) 総務庁「家計調査」通産省「大型小売店販売統計」



(資料) 日本自動車販売協会連合会、日本電気専門大型店協会、経済企画庁「消費動向調査」

但し、家計調査では十分に捕捉できない高額耐久財に関する販売統計をみると、消費者マインドの改善傾向持続と並行して、夏期以降も好調さを持続している。

これらも考慮に入れると、消費の実勢は「家計調査」が示すほど悪くはないものの、猛暑効果の剥落と減税効果(6～7月還付分)の低下により、回復ペースは依然緩慢な状態にあると判断される。

#### (2) 雇用・所得環境～一部で改善傾向みられるも、足取りは鈍い

##### 1) 最近の労働関係指標

消費に影響を与える労働関係統計の動向をみると、一部では改善傾向を示すものも現れ始めている。

特に、①景気底入れ(93年10月)以後も低下傾向が続いていた有効求人倍率が94年7月で下げ止まり、僅かであるが上昇を示したこと、②所定外労働時間(従業員30人以上の非農林水産業事業所)の前年同月比が9月以降プラスに転じたこと、③これに伴い一人当たりの所定外給与の伸びも上昇基調にあること一等が注目されている。

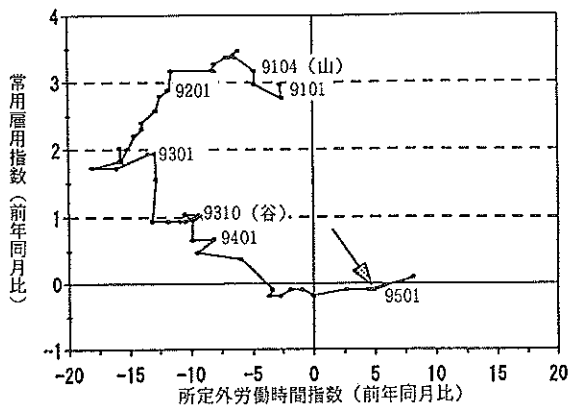
常用雇用者についても前年同月比がほぼ下げ止まり、横ばい状態に至っている。

しかし、製造業(従業員30人以上の事業所)に関しては、所定外労働時間が昨年7月に前年同月比でプラスに転じたものの、労働時間水準は歴史的な低水準にあり、依然、常用雇用者は減少している。

また、失業率に関しては、概ね2.8%～3.0%の間で高止まりしている。

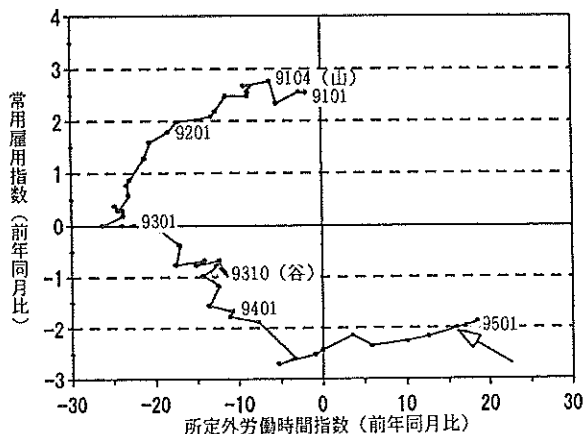


非農林水産業（従業員30人以上）の雇用調整



(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」

製造業（従業員30人以上）の雇用調整



(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」

2) 当面の見通し

企業の新規求人数は、昨年7月に約3年ぶりに対前年同月比プラスに転じたが、その後伸び率は縮小傾向にある。平成7年3月末新卒者の昨年12月末における就職内定状況は、高校卒業予定者85.5%・短大卒業予定者66.1%、大学卒業予定者85.9%と、依然厳しい情勢が続いている。

「潜在的な失業者」の存在も併せて考慮すると、今後景気回復に伴って労働需要が緩やかに増加しても、労働市場に参入する人も増加すると考えられるため、4月以降も失業率の大きな低下は見込み難い。

こうした労働需給の下、他のマクロ経済指標や主要労協の要求状況も勘案すると、95年度の春

闘賃上げ率は2%台後半にとどまるものと見込まれる。

春闘賃上げ率(妥結結果)と関連の深いマクロ経済指標

	95年春闘	94年春闘
前年7-9月期の売上高経常利益率(上昇要因)	1.8%	1.5%
前年の消費者物価上昇率(上昇要因)	0.7%	1.3%
前年の失業率(低下要因)	2.9%	2.5%
春闘賃上げ率	2.7%(注)	3.13%

(注) 当研究所「95年度経済見通し」による予測値  
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「物価統計月報」「労働力調査」

4. 金融～色濃い震災の影響

1) 長短金利

震災後、日銀は流動性の確保を優先し、基本スタンスとしては潤沢な資金供給を続けている。但し、急激な円高進展もあり、「低め誘導」への期待が高まっている。



(注) 値は週末値  
(資料) 日本経済新聞他

日銀の「2月短観」では景況感のゆるやかな回復が確認されたが、ベアリング証券の破綻や信組問題も絡んだ資本市場軟調、円の最高値更新などにより市場では短期金利先安感が支配的となっている。

長期金利は震災後の復興需要予想と国債増発懸念から震災直後は強含んだが、直近の円高の進行、ベアリング証券の破綻をきっかけとした株安や国債の増発が長期金利に配慮したものとなったことにより、昨年来の上昇の反動もあって、弱含んでいる。

## 2) 震災の影響

### ① 震災と国債発行

震災に対応した94年度第二次補正予算では1兆5900億円(名目GDPの0.34%)の中期国債の増発が予定されている。

この全額が2年債と4年債の中期債でまかなわれることが、現在のところ市場では好感されたこともあって長期金利は弱含みで推移している。

しかし、国土庁推計の被害額は9兆6000億円にも及び、建築物、交通基盤修復などのかなりの部分が95年度補正予算以降の予算で賄われることから、景気が回復基調になる年央頃より、中長期金利に上昇圧力が加かろう。

### ② 震災と決済問題

震災の影響による手形決済の滞りとそれに伴う金融システム問題の再燃が懸念されている。94年3月末の兵庫県における全国銀行貸出残高約12兆円のうち、割引手形が5%、手形貸付が21%に及び、手形の決済問題が重要な焦点となっている。日銀、大蔵省は対応策として、被災地における不渡り猶予の措置などを講じているが、東京商工リサーチの「倒産月報(1月)」によると、店舗損壊の為に既に震災倒産が1件発生している。

日本銀行神戸支店長が2月28日会見で明らかにしたところによると、1月24日に神戸手形交換所が再開して以来、約1カ月で決済猶予手形が累計4千数百枚、金額では40~45億円となっている。93暦年1年間の不渡手形が1万6千枚、

金額373億円であることを鑑みると、震災が確実に手形決済に影響を及ぼしていると言える。

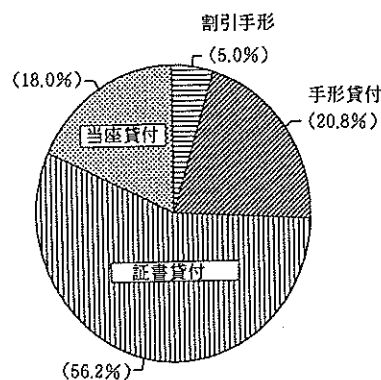
またこうした貸出先の決済問題に加え、貸出に関連した担保の価値の下落、自店舗の被害などの問題を抱える金融機関も多く、金融システム問題が発生しないように各方面に細心の注意が求められるよう。

兵庫県手形・金融関係指標

		兵庫	全国	シェア
全国銀行 94/3	貸出残高	119,134	4,748,155	2.5
	個人預金	82,417	2,078,227	4.0
	店舗数	612	16,738	3.7
信用金庫 94/3	貸出残高	36,523	661,330	5.5
	個人預金	36,655	619,634	5.9
	店舗数	439	8,371	5.2
政府系金融94/3	貸出残高	46,764	1,069,456	10.8
手形交換高 93暦年	枚数	13,065	327,866	4.0
	金額	211,667	32,623,820	0.7
信用保証協会 保証承諾93暦年	枚数	54,752	1,365,306	4.0
	金額	6,005	137,472	4.4

(注) 貸出残高、個人預金、金額は億円、枚数は千枚、店舗数は1店  
(資料) 日本銀行「都道府県別経済統計」

全国銀行貸出残高内訳(兵庫県)



(資料) 日本銀行「都道府県別経済統計」

(3月7日現在)