

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

1. 米国経済～景気は軟着陸へ、ただし下振れリスクも

(1) 景気全般～95年1－3月期の実質GDP 成長率は2.8%に減速

95年1－3月期の実質GDP成長率（4/28発表、事前推定値）は、個人消費の減速、輸出の減少等を主因に前期比年率2.8%に減速した。住宅投資、政府支出も、成長率下押し要因となった反面、設備投資は引き続き堅調さを持続している。在庫を除いた最終販売は同1.8%となり、米国経済の93年後半から続いてきた潜在成長水準を上

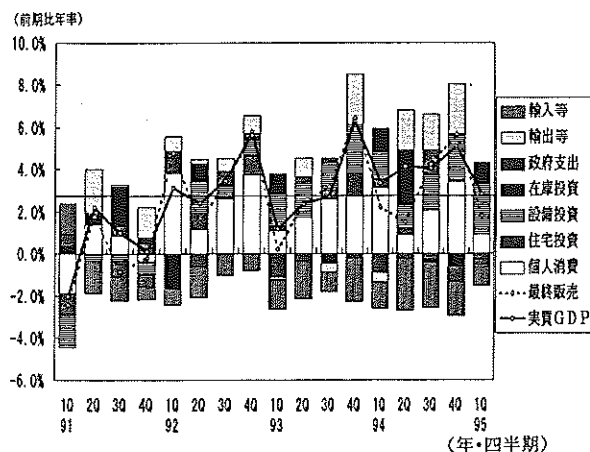
回る拡大テンポが、ようやく鈍化し始めた模様である。一方、在庫投資は、卸小売業に加え、製造業でも大幅増加しており、「意図せざる在庫増」となった様子である。

最近の経済指標でも、景気減速を示している。失業率は下げ止まり傾向、95年1－3月期の乗用車販売台数・住宅着工件数はともに前期比でも前年比でも減少となる等、家計部門の減速傾向が鮮明になってきている。また、企業部門でも、3月の鉱工業生産が前月比減少し、設備稼働率も低下した。

今後、米国経済は、95年下期にかけて緩やかな減速が続き、いわゆるソフトランディング（軟着陸）が実現する公算が高い。足もとの金利低下もソフトランディングを支える要因となろう。インフレについては、景気の減速に伴い、95年7－9月期が上昇率のピークになるものと考えられる。こうした中、金融政策に関しては、利上げは見送られることとなろう。

リスクシナリオとしては、雇用、所得の伸び鈍化が景気減速のペースを速めることが考えられよう。

実質GDP成長率は鈍化



(注) 実線は潜在成長率（年率2.5～2.8%程度）
(資料) 米商務省“Survey of Current Business”

主要経済指標の推移

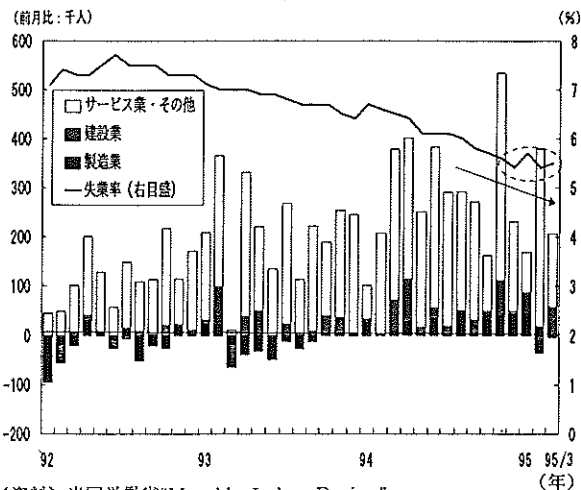
	94年			95年	94年		95年			
	2Q	3Q	4Q	1Q	11月	12月	1月	2月	3月	
雇用部門										
失業率	6.2	6.0	5.6	5.5	5.6	5.4	5.7	5.4	5.5	
非農業雇用者増減数(前期差、千人)	1019	913	873	799	534	231	169	345	203	
家計部門										
実質可処分所得	前期比 前年同期比	3.5 3.0	3.1 3.6	7.5 4.4	4.4 4.6	-2.2 4.1	8.4 4.2	4.3 5.3	3.3 4.1	5.5 4.3
実質消費	前期比 前年同期比	1.3 3.4	3.1 3.2	5.1 3.5	1.4 2.7	7.8 3.7	0.0 3.5	2.4 3.6	-4.7 2.3	4.5 2.3
消費者信頼感指数(3ヵ月移動平均)	91.2	90.4	97.6	100.2	100.4	103.4	101.4	99.6	100.2	
乗用車販売台数	前期比 前年同期比	-3.1 2.4	-0.7 5.1	1.7 5.1	-4.4 6.4	1.3 2.1	2.7 6.2	-6.7 -4.3	-1.9 -7.3	4.4 -7.5
住宅着工件数	前期比 前年同期比	5.9 15.7	2.1 12.5	2.7 2.5	-14.1 -4.7	5.9 9.6	0.6 -3.6	-11.6 7.9	-3.7 -0.2	-7.9 -19.2
企業部門										
鉱工業生産	前期比 前年同期比	1.5 5.4	1.2 5.8	1.5 6.0	1.4 5.6	0.7 5.8	1.2 6.1	0.4 6.5	0.1 5.8	-0.3 4.5
設備稼働率	83.8	84.3	84.9	85.3	84.8	85.5	85.6	85.4	84.9	
NAPM指数	57.9	58.3	59.0	54.6	59.9	57.5	57.9	54.5	51.4	
消費者物価										
コア部分	前期比 前年同期比	0.6 2.6	0.7 2.9	0.6 2.6	0.5 2.5	0.2 2.8	0.1 2.7	0.4 2.9	0.3 3.0	0.3 3.0

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

①個人部門

雇用は、3月の失業率が小幅上昇し、92年半ば以降低下基調にあった失業率に下げ止まりの兆しが見られる。また、94年に入り増加基調にあった製造業の雇用も3月は小幅減少している。94年11月の中間選挙等の特殊要因を除けば、94年後半以降、雇用の増加ペースは鈍化傾向にあり、労働市場の逼迫もピークを過ぎつつあると見られる。サービス業の雇用の増加基調は持続すると考えられるが、今後の個人消費を占う上で、雇用・所得の動向は注意を要する。

雇用の伸びは鈍化、失業率は下げ止まり



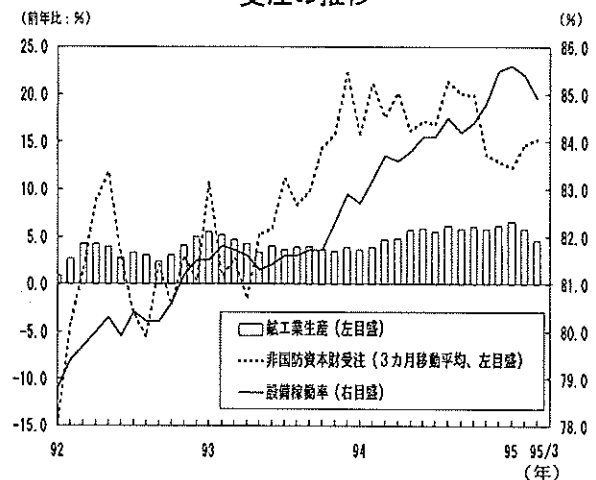
(資料) 米国労働省“Monthly Labor Review”

個人消費は、乗用車販売台数が3ヵ月連続で前年比減少する等、耐久財消費を中心に減速しつつある。95年第1四半期は、前期の反動等もあり、前期比年率1.4%と大きく減速した。サービス消費が、耐久財消費の減少、非耐久財消費の鈍化を支える形となっている。今後は、雇用と所得の伸びや、足もとの金利低下等に支えられ、緩やかな伸びが持続するものと思われる。

②企業部門

3月の鉱工業生産は前月比▲0.3%と減少、設備稼働率は84.9%と前月比0.5ポイント低下した。非国防資本財受注も、前年比伸び率が緩やかに鈍化しており、企業の生産活動はピークを過ぎつつある。

鉱工業生産・設備稼働率・非国防資本財受注の推移



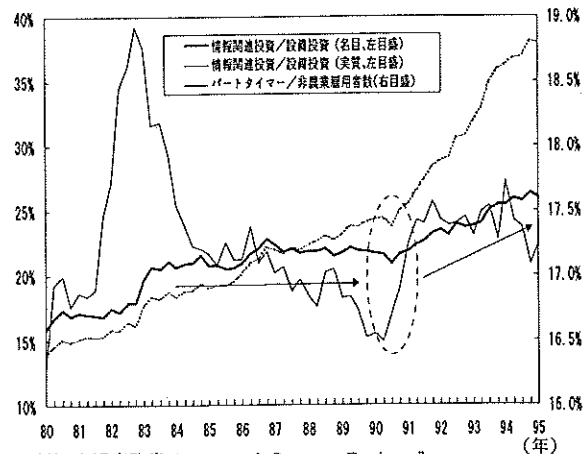
(資料) 米国商務省センサス局、FRB“Federal Reserve Bulletin”

設備投資は、情報機器関連投資が牽引役となり引き続き堅調を持続している。また、94年4-6月期以降は、構築物投資も緩やかな増加となっている。労働コスト削減意欲が、企業の積極的な情報関連機器投資の背景であり、今後とも設備投資は堅調を持続しよう。

特に、下図の通り、90年半ばを境に、GDPに占める情報関連投資の割合は趨勢的に上昇している。一方で、臨時雇用の割合は、90年から91年

にかけて上昇した後、高水準を維持している。米国企業が、人件費抑制と、情報関連投資拡大で、合理化に取り組んできたことが窺われる。

情報関連投資・雇用の動向

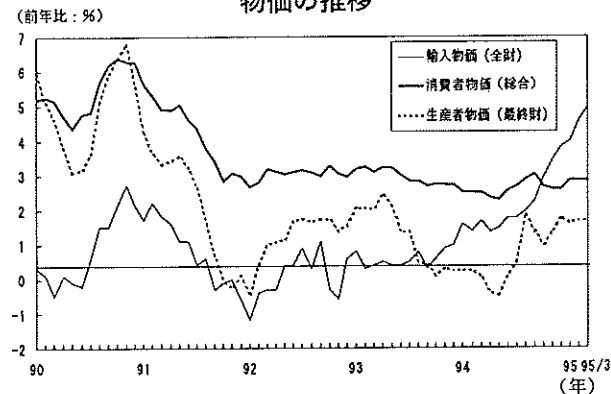


(資料) 米商務省“Survey of Current Business”
米労働省“Monthly Labor Review”

(2) 物価動向～今後緩やかに上昇するものの、 年央が上昇のピーク

3月の物価動向は、生産者物価は前月比横這いと落ち着いた動きとなったものの、消費者物価が、前月比0.3%、95年第1四半期では前期比0.9%と、上昇ペースが緩やかながら加速している。今後しばらくは、低水準の失業率、高水準の設備稼働率、中間財価格の上昇等から、緩やかに上昇テンポが強まろう。なお、ドル安を背景とした輸入インフレを懸念材料とする見方もあるが、その影

物価の推移



(資料) 米労働省“Monthly Labor Review”

響は限定的であり^(注)、消費者物価への影響は大きくない。消費者物価は、景気減速に伴い、95年7-9月期が上昇のピーク（前期比ベース）となるろう。

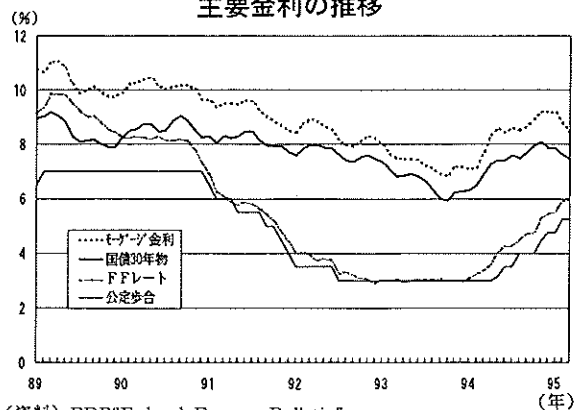
(注) マクロ計量モデルを用いて、仮にドルの実効レートが10%安くなった場合について試算すると、1年目の消費者物価を0.4%押し上げる程度の影響にとどまる。

(3) 金融政策・金利～景気減速を受けて、 政策金利は据え置き

金融政策については、95年1-3月期の成長鈍化を受けて、現状維持となる公算が高い。FRBは、米国経済を持続可能な成長水準へ減速させることを、度々言明しており、これまでの引き締め

の効果を見守る姿勢に転じるものと考えられる。長期金利は、成長率鈍化の一方で、インフレ指標の悪化を材料に「横這い圏」で推移すると思われるが、年末にかけては、景気減速、インフレ率のピークアウトにともない、緩やかに低下しよう。

主要金利の推移



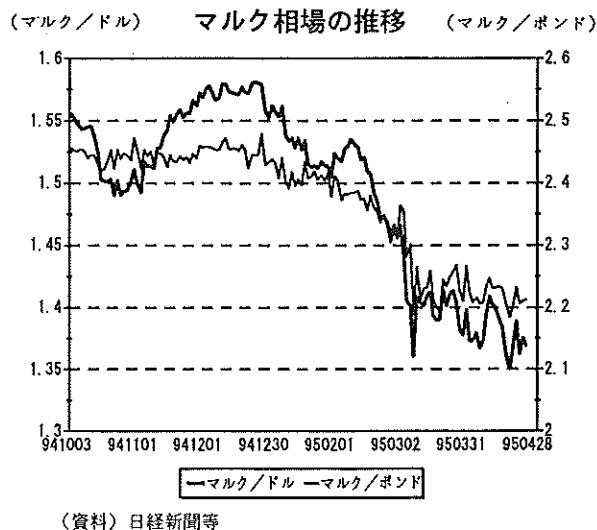
(資料) FRB“Federal Reserve Bulletin”

2. ドイツ経済～強まるマルク高懸念

(1) 景気～マルク高の影響顕在化は96年以降?

ドイツ連銀による3月末の利下げ後、マルク急伸に歯止めはかかったものの、マルク高傾向自体に反転の兆しはみられない。輸出はドイツGDP(旧西独ベース)の35%を占め、今回の景気回復も輸出がリード役となってきただけに、国内でのマルク高(→輸出伸び悩み/落ち込み)懸念は高まるばかりである。

以下では、マルク上昇がドイツ経済に与える影響についてまとめてみる。



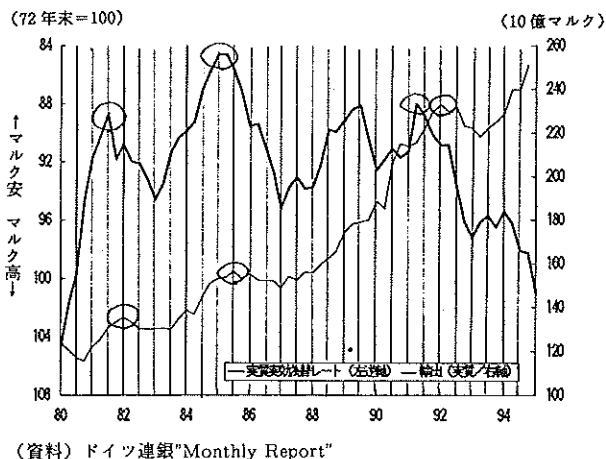
1) マルク高の輸出(→景気)への影響

①過去のマルク高局面

80年代以降のマルク相場と輸出の推移を示したのが下図である。

過去のマルク高局面(81～83年、85～87年、91～93年)においては、マルクが上昇局面に入ってから半年～1年程度のタイム・ラグで輸出が落ち込み始めている。

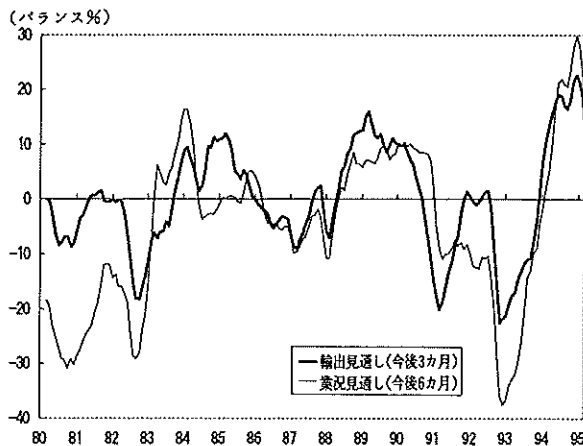
輸出減少はマルク高の半年～1年後



②国外からの新規受注、受注残

ただし、ドイツからの輸出は需要が価格に左右されにくい生産財・資本財が全体の8割近くを占める。しかも、欧米、アジアなどでの設備投資意欲が底堅いことから、足元に関しては、ドイツ輸出産業は比較的マルク高「抵抗力」があるものと判断できよう。

製造業の業況判断DIはピーク・アウトの兆し



EU調査によるドイツ製造業の国外受注残DI(過大と回答した企業の割合-不足と回答した企業の割合)は、90年代初めのボトム▲68から直近2月には▲10まで上昇している(ちなみに88～90年のピークは+1)。また上図に示したように、マルク高が進んだ年初以来、製

造業の輸出見通しは若干低下しつつあるものの、依然として80年代以降最高の「楽観的」な状況にあることに変わりはない。

上記①、②から、マルク高の輸出への影響が顕在化するの、95年末から96年以降と考えられる。

また、ドイツ経済が輸出伸び悩みから「マルク高デフレ」といった状況になることは避けられよう。95年下期以降は、賃金上昇、96年の所得税減税実施などを受けて個人消費が徐々に力強さを増すとみられるためである。

2) マルク高の物価への影響

もちろん、マルク高にもプラス面はある。3月のマルク建て原材料価格は、前月比▲5.5%と大幅に下落した。ドル建てでは同約1%の上昇であり、マルク上昇の物価抑制効果が現れ始めている。2月の輸入物価も、1月の前月比+0.5%から同▲0.1%とわずかながら下落に転じた。輸入品価格の下落が国内物価に浸透すれば、前年比+5.4%（2月）と足元、高止まり状態の生産者（原材料・生産財）物価の引き下げ、生計費の上昇抑制に寄与しよう。

(2) 金融政策・為替～現状の金融政策を維持

3月31日に公定歩合を0.5%引き下げ4.0%としたのに併せて、ドイツ連銀は毎週行っている2週間物の債券オペの入札金利を4.5%とし（←4.85%）、固定金利での入札を2回実施した（4/5、12）。その後の債券オペは変動金利入札方式で行われており、注目の最低入札金利は19、26日とも4.51%で、固定レートとほぼ同水準になった。

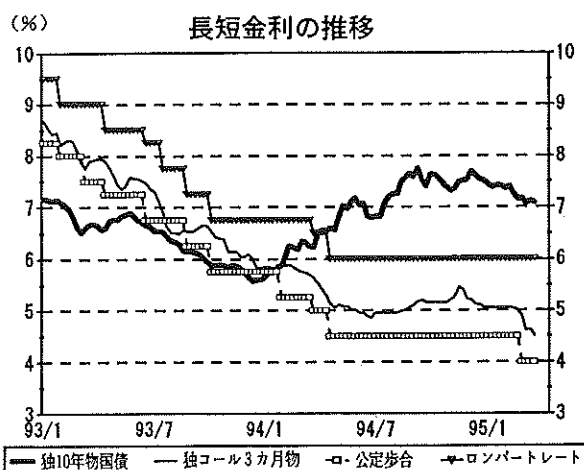
（注）通常の債券オペにおいては、市場の流動性操作により効果的である変動金利入札方式（金利競争入札）が採

用されることが多いが、市場が不安定で、連銀の意図する金利の方向を明示したいという場合は、固定金利入札方式（量的競争入札）が採用される。

マルク高による国内産業への打撃が心配されていることから、追加利下げの可能性が取り沙汰されている。しかし為替安定に関しては、連銀はすでに自らの責任を果たしたと考えており、ボールは通貨下落国側に投げ返された状態である。また、連銀の最優先課題である国内物価の安定という観点から国内の状況を見ると、川上部門からのインフレ圧力が高まり、高率賃上げ妥結から労働コストも下げ止まりの兆しがみられるものの、マルク高によってインフレ圧力の波及が抑えられているという状況である。

したがって連銀としては、当面、債券オペにおいても入札金利の方向感を示さず、現状の金融政策を維持してマルクの反転を待つものと思われる。そもそも現在のマルク高は、ドイツと諸外国との金利格差、あるいは成長率格差によるものではなく、市場のドル不信、安全指向が背景となっている。オーバーシュートしたマルク相場の反転手段としては、ドイツの単独追加利下げは効果的ではあるまい。

もちろん、マルク高進が続いて欧州通貨が再び危機的な状態に陥れば、各国協調政策の一環として連銀が短期金利をもう一段下げる余地は残されている。また、マルク上昇が下期以降も続けば、利上げへの転換のタイミングが96年以降に先送りされる可能性は高まろう。

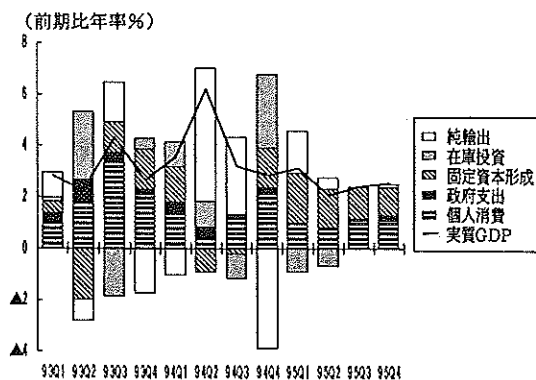


3. イギリス経済～当局の懸念要因は ポンド安

(1) 景気～安定成長へのベースダウンが明確化

95年第1Qの実質GDP成長率は、前期比年率3.1%となり、94年第2Qからの緩やかな景気鈍化が改めて確認された（94年下期は前期比年率3.8%）。

実質成長率は3%強に鈍化

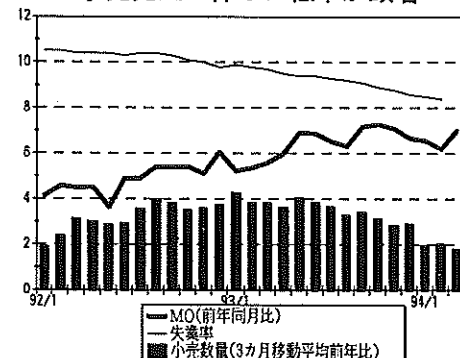


(注) 95年は予測値
(資料) 中央統計局

94年下期以降、小売数量の伸び率は、増税とモーゲージ金利上昇を主因に低下傾向にあったが（94年上期前年比3.8%→下期3.2%）、3月の伸び率は、前年比1.8%と一段と低下した。

また、鉱工業、製造業生産の伸び率も、低下している（鉱工業生産前年比；94年第4Q5.08%→95年1月4.0%→2月3.8%、製造業生産；94年第4Q5.2%→95年1月3.3%→2月3.3%）。

(%) 小売上の伸びは低下が顕著

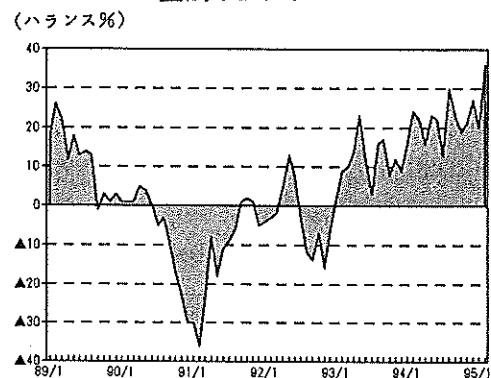


(資料) 中央統計局

しかし、消費関連指標であるM0（流通現金＋市中銀行の手元現金＋市中銀行のイングランド銀行預け金）や消費者信用は高い伸びを示しており、また、雇用・所得環境の改善などの下支え要因もあることから、個人消費の大きな落ち込みはないと考えられる。

一方、英国産業連盟（CBI）調査の製造業の生産見通しも、海外受注の好調を反映して80年代後半の好況期に匹敵する水準にある。この兆しは素材・生産財輸入が足もとで急増していることから窺われる。

堅調な生産見通し



(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）

95年は、個人消費の伸び率と純輸出の寄与度が低下ないし横這いとなるものの、設備投資が下支えとなろう。実質GDP成長率は、94年の3.8%から「3.1%の安定成長」へとベースダウンしよう。

(2) インフレ～コスト上昇はあるが、インフレ高進の公算は小さい

川上部門では、①労働コストの上昇が続いている、②生産者投入物価上昇率が高い水準にある（3月前年比11.3%）－ことから、インフレ圧力が高まってきている。

しかし、以下の理由で、インフレ高進の可能性は少ないと考えられる。

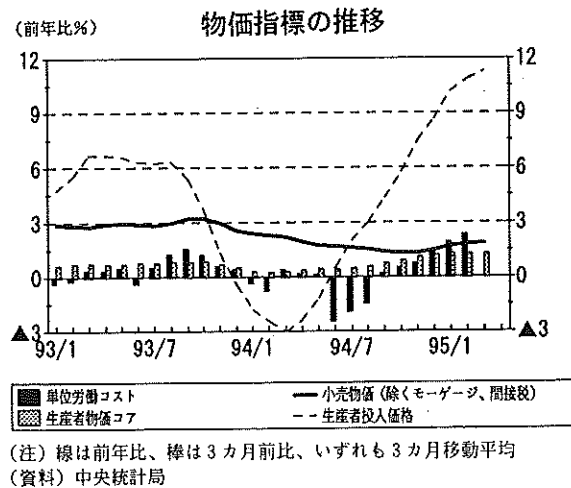
①需要が伸び悩んでおり、生産者価格、小売価格

に容易には転嫁できない。

②金融当局が早い段階から予防的引き締めを進めている。

③GDP成長率は潜在成長率を上回ってきたが、GDPの水準自体は、直近でも依然としてトレンド値を下回っており、マクロ的には生産能力にまだ余力がある状況と考えられる。

実際、生産者物価（コア）の上昇率も、前月比でみると0.3%程度と高い水準ではあるが、ここ数カ月横這い状態で、インフレがもう一段加速する兆候はない。

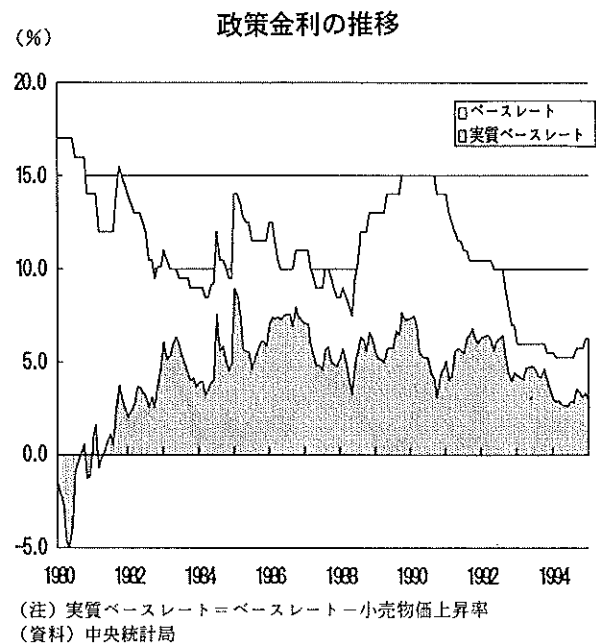


95年3月の小売物価上昇率（前年比）は、2月（3.4%）からわずかに上昇し、3.5%となった（94年上期2.5%→下期2.5%→95年1、2月平均3.4%）。このように足もと小売物価上昇率が高まっている要因は、①金利上昇によるモーゲージ利払い負担の増加、②間接税の変更（95年1月からアルコール、タバコの税率が高められた）である。しかし、間接税の引き上げは一過性の要因であり、モーゲージ金利分も通常のインフレ要因ではない。

(3) 金融政策・為替～インフレ・ポンド安対策として利上げの可能性

1) 金融政策

生産者物価・小売物価のジリ高傾向の中、94年9月に「予防的利上げ」が開始され、95年2月2日には第3次利上げ（ベースレート6.25%→6.75%）が実施された。この背景としては、①利上げの効果はすぐにはあらわれないため、政策当局は様子見の状況である、②経済成長率がペースダウンしてきている兆候が高まっていることが挙げられる。

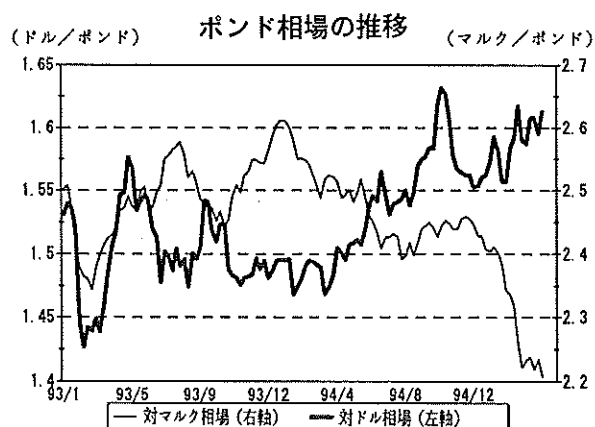


しかしながら、①労働コストの高まりが予断を許さない、②転嫁できなかったコスト・プレッシャーが企業に蓄積されている、③加速していないまでも生産者物価・小売物価とも高めの上昇が続いている—といった従来の懸念材料に加え、④2月下旬以降、ポンドが対マルクで急落した（3月9日の英蔵相・中銀総裁議事録によると、両者は、ポンド安が継続した場合、利上げが検討されうること示唆した）—ことから、上期中に0.5%程度のベースレート追加引き上げが行われる可能性が

高い。もっとも、従前の金融引き締め局面と比較すると、94年9月以降の「予防的利上げ」はかなり前倒しで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めで、次の利上げが最終となる可能性が高い。

2) ボンド相場

ボンド相場は、対マルク、円を中心に2月下旬以降急落している一方で、対ドルでは若干のボンド高となっている。こうした動きは、ドルへの信頼の失墜によるドル安と、伝統的にボンドとドルとの連動性が高いことから生じている。また、労働党政権誕生の可能性に対して、外為市場関係者が、社会保障等財政支出の増大懸念から、ボンド安材料としていることも背景として挙げられる。



(資料) Reuters

しかし、これらは合理的な根拠とはみられない。また、インフレ率が若干上昇し、成長率が鈍化しても、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。したがって、現在のボンドの軟調推移は、ファンダメンタルズの差によるのではなく、長期化すると考えにくい。

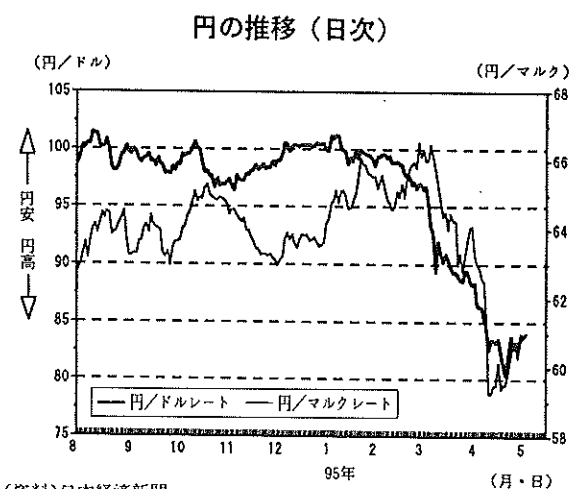
4. 為替

3月初旬から加速したドル安・円高は、4/19に80円割れの最高値を更新した後、小康状態にある。現在の円高水準は、オーバーシュートとみられる。日米の対外不均衡が大幅なため、なお円高進展リスクがあるものの、下期の方向としては、日米対外不均衡が緩やかながら更に縮小へと向かうことから円高圧力は緩和されよう。

(1) 為替の推移～強い円高圧力

12月末のメキシコ危機以来、「3月初旬までのドル全面安→急激な円独歩高」と様相を変えながらも円高が進行した。4月14日発表された「円高対策」も効果なく、逆に、APEC蔵相会議での武村蔵相とルービン財務長官の会談から政策協調の不備が露呈(4/16)、4月19日に最高値を更新した。現在は80円台前半で横這い圏の推移となっている。

G7では「ドルの反転が望ましい」との旨が声明文にいれたものの、協調体制は明確でなく、なお円高圧力は強い。

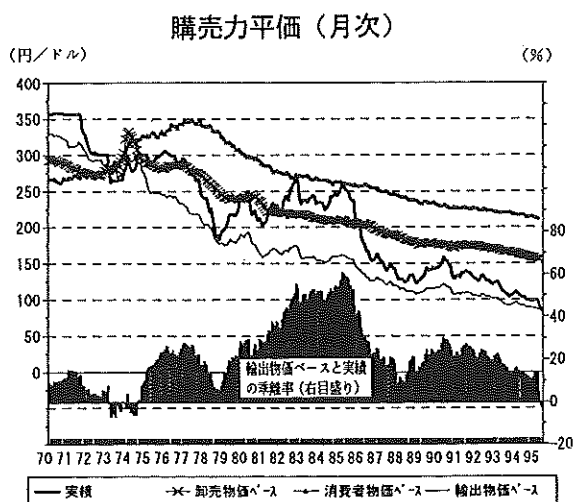


(資料) 日本経済新聞

(2) 為替レートの水準～従来のパターンからみれば、円高はオーバーシュート

1) 購買力平価と為替レート

71年の実質的な変動相場制への移行以来、長期的にみると為替レートは「輸出物価ベースの購買力平価」に沿った推移。70年代後半以降「輸出物価ベースの購買力平価」に非常に接近した時期は、過去、78、88年の二度あるものの、これを越えた円高はない(図では、乖離率の縮小)。両時期ともいわゆる「ドル危機」とよばれた時期に符号し、接近後、円安に転じている。これに対し、直近の為替レートは、「輸出物価ベースの購買力平価」(95年3月～84円)を越える水準まで上昇しており、過去に比して円高の度合いが著しい。



2) 日米対外不均衡と為替レート

日米の対外収支は、よく「ミラーイメージ」といわれるが、日本の対外黒字拡大の時期と米国の対外赤字拡大の時期はほぼ一致する。特に、80年代に入ってからこの傾向は顕著である。また、過去2回のドル危機の際には、「日米対外不均衡

の大幅な拡大→ドル危機(円高)→ある程度の不均衡の縮小→ドル高傾向」といった経路を辿っている。

足もと、日本の経常黒字縮小にもかかわらず、米国の経常赤字拡大から日米対外不均衡は拡大基調にある。しかし、95年年内の動きとしては、米国の経常赤字は景気軟着陸の下で、縮小方向にむかい、日本の黒字もゆるやかながら縮小傾向が続く、と予想されるため、円高圧力は緩和してこよう。

ただし、日本の内需の弱さから、過去2回のドル危機局面に比し、日米の対外不均衡縮小ペースは弱く、円安方向へも大きな進展は期待しにくい。



過去のドル安・円高局面の比較

	①70年代の円高局面 (77年、78年)	②80年代の円高局面 (85年9月～88年)	③今回の円高局面 (91年～)																																				
<特徴>	ドル全面安 <295円(76/12)→184円(78/10)>	ドル全面安(80年前半のドル高是正) <237円(85/9)→123円(88/11)>	円独歩高→ドル全面安→円独歩高 <134円(91/1), 125円(93/1)→80円前半>																																				
<要因> ①対外バランス	日・独の黒字拡大、米の赤字拡大 ～米は、内需主導型の回復 日は外需依存の回復 (経常収支の名目GDP比、%) <table border="1"> <tr> <td></td><td>76年4Q</td><td>78年1Q</td><td>78年3Q</td></tr> <tr> <td>日</td><td>0.7</td><td>2.6</td><td>1.6</td></tr> <tr> <td>米</td><td>▲0.6</td><td>▲1.3</td><td>▲0.6</td></tr> </table>		76年4Q	78年1Q	78年3Q	日	0.7	2.6	1.6	米	▲0.6	▲1.3	▲0.6	同左 ～米はレガノウィズ下での双子の赤字 <table border="1"> <tr> <td></td><td>85年2Q</td><td>86年4Q</td><td>88年3Q</td></tr> <tr> <td>日</td><td>3.7</td><td>4.5</td><td>2.7</td></tr> <tr> <td>米</td><td>▲3.0</td><td>▲3.7</td><td>▲2.4</td></tr> </table>		85年2Q	86年4Q	88年3Q	日	3.7	4.5	2.7	米	▲3.0	▲3.7	▲2.4	日米の対外不均衡拡大 ～米の景気過熱 日本の不況、低調な景気 <table border="1"> <tr> <td></td><td>90年4Q</td><td>92年4Q</td><td>95年1Q</td></tr> <tr> <td>日</td><td>1.0</td><td>3.5</td><td>2.5</td></tr> <tr> <td>米</td><td>▲1.7</td><td>▲1.6</td><td>▲2.6</td></tr> </table>		90年4Q	92年4Q	95年1Q	日	1.0	3.5	2.5	米	▲1.7	▲1.6	▲2.6
	76年4Q	78年1Q	78年3Q																																				
日	0.7	2.6	1.6																																				
米	▲0.6	▲1.3	▲0.6																																				
	85年2Q	86年4Q	88年3Q																																				
日	3.7	4.5	2.7																																				
米	▲3.0	▲3.7	▲2.4																																				
	90年4Q	92年4Q	95年1Q																																				
日	1.0	3.5	2.5																																				
米	▲1.7	▲1.6	▲2.6																																				
②インフレ率	実質FFレートマイナスの超金融緩和 政策によりインフレ率は悪化 <78年4-6月期:前年比7%>	やや上昇。88年4-6月期から 金融引締めへ <88年4-6月期:前年比4%>	94年2月より予防的引き締め。 ジリ高(3%程度)																																				
<ドル反発の契機>	①ドル防衛策(78.11) ・カーボンド ・公定歩合引き上げ(1%) ②第二次石油危機(78.12) 日本の対外黒字の急速な減少	①バブル経済に伴う日本の対外黒字 の減少とドル安・景気減速による 米国の対外赤字の減少 ②日米の金利政策																																					

II. 日本経済

1. 経済動向～円高持続により先行き 不透明感強まる

(1) 国内経済の概況

1) 景気の現状

阪神大震災による経済活動の停滞が懸念されたが、鉄道・ライフライン等の復旧作業は、初期の見通しに比しやや速いペースで進んでおり、神戸港の機能停止による貿易面の影響も他港への振り替え等によりほぼ震災前の水準に戻っている。鉱工業生産は1-3月期(前期比)1.5%上昇と増加傾向を維持し、足元の景気は緩やかながら景気は引き続き回復傾向にある。

2月中旬頃からの円高の動きは4月に入って加速し一時は80円を割込む(最高値4/19、79.75円)など、円は高値圏にある。また、株価も一時

16,000円を割り込んだ。急激な円高の進行や株価の下落などにより、景気の先行きに対する不透明感が急速に高まってきている。政府は4月14日「緊急円高・経済対策」を発表し、日銀は公定歩合を0.75%引下げた。経済対策の中味は補正予算(5月中旬頃)の編成・成立を待つ形になっており、経済対策の効果もそれに依存するところが大きい。現状程度の円高水準が続けば、輸出の減少・輸入の増加や設備投資の再下降につながり、景気は後退に陥る可能性が大きい。

2) 「緊急円高・経済対策」と今後の景気動向

急激な円高を背景として、4月14日に「緊急円高・経済対策」が発表され、同時に公定歩合も引下げられた(1.75→1.0%)。今回の対策(下表参照)は、発表段階では補正予算の規模・正確な内容が未公表など、従来の対策で事業規模が示されたものと比べて具体性に欠けている。具体的な中味については、補正予算の編成・成立(5月中

旬頃)を待つこととなる。

今回の対策による95年度のGDP成長率の押し上げ効果は、補正予算の規模が未定であり、規制緩和などは定量化が困難なため明らかではない。公定歩合の引下げだけを、基礎研モデルで試算すると0.1%程度とみられる。なお、補正予算については、震災対策以外の事業を含めて2兆5000億円程度の規模との見方が有力である。

94年10-12月期実質GDP成長率は、前期比▲0.9%と大幅減となった。

4/19現在の超短期予測では、設備投資の微増傾向は続くものの、円高による外需のマイナスが持続し、住宅投資の頭打ち・消費は低調な伸びとなることから、引き続き低い成長にとどまり、実質GDP成長率(前期比)は95年1-3月期0.4%、4-6月期0.3%と予測される。

＜「緊急円高・経済対策」の骨子＞

1. 内需振興策：(1)平成7年度補正予算の早期編成・成立（なお、財源については建設国債に限らず公債政策の活用）、(2)公共事業等の積極的施行（含公共投資基本計画）
2. 経常収支黒字の削減：(1)規制緩和推進計画の前倒し執行（5年計画を3年とする）、(2)自動車・自動車部品等の輸入の促進
3. 公共料金の引下げなど円高差益還元
4. 円高による国内経済の影響の緩和：(1)中小企業の経営基盤の強化、構造改革を支援、(2)雇用調整助成金の特例措置継続などを通じた雇用対策の推進
5. 経済構造改革の推進：(1)新規事業の育成、時短の推進、新規産業の振興等を通じた経済フロンティアの拡大、(2)政府規制の見直し、独占禁止法の厳格な運用などによる内外価格差の是正・縮小
6. 金融・証券市場に関する施策：(1)金融機関の不良債権の早期処理（概ね5年の間）、(2)証券市場の活性化に向けた環境整備（有価証券取引税については今後の検討課題）(3)金融派生商品取引の情報開示、(4)円の国際化の推進

○最近の経済指標

(#は前年同期(月)比、%)

	93年 10-12	94年 1-3	4-6	7-9	10-12	95年 1-3	94年 11月	12月	95年 1月	2月	3月
(予測指数) 前期(月)比 前年同期(月)比	▲2.4 ▲4.9	1.5 ▲3.1	1.0 ▲1.1	1.6 1.6	1.6 6.0	1.5 5.8	3.0 6.3	▲0.4 6.8	▲1.5 4.8	(1.2) 2.3 7.6	(▲1.1) 2.1 5.1
実質消費支出[家計調査 全世帯]*	0.7	▲0.7	▲1.1	0.6	▲2.0		▲2.5	▲3.1	▲4.2	▲2.7	
大型小売販売額[店舗調整済]*	▲5.0	▲2.7	▲3.2	▲0.8	▲1.5	▲2.2	0.3	▲2.0	▲2.8	▲1.4	▲2.1
新車販売(登録車)台数*	▲7.8	▲4.2	▲1.5	6.1	4.5	9.7	5.0	4.9	5.5	12.9	9.4
住宅着工戸数[季調済 年率 万戸]	151.6	157.4	159.8	155.8	155.7	152.8	159.4	153.3	155.8	157.3	145.2
機械受注額(船舶・電力除く民需)*	▲8.7	▲2.4	2.4	2.8	10.0		4.7	8.7	1.7	6.7	
建設工事受注[民間計]*	▲20.2	▲20.9	▲9.9	9.0	8.1	▲4.8	13.9	5.3	▲23.5	▲11.2	7.0
公共工事請負額*	▲0.8	10.3	▲6.1	▲3.8	▲2.8	▲23.3	▲8.4	▲2.8	▲7.8	▲12.7	▲35.2
通関輸出 数量指数*	▲4.8	▲2.9	0.7	2.4	6.8	4.9	10.5	6.3	▲6.3	11.0	8.1
通関輸入 数量指数*	5.2	8.7	13.1	13.9	18.6	15.2	18.4	16.5	12.2	17.0	16.3
通関黒字[季調済 年率 億ドル]	1,206	1,240	1,258	1,155	1,186	1,091	1,282	1,245	900	1,255	1,117
内、対米黒字	526	526	567	551	546	558	589	541	525	565	583
内、対EC黒字	231	224	214	221	232	186	259	239	119	180	259
内、対東南アジア黒字	573	663	688	711	756		807	795	681	934	
為替レート[円/ドル]	108.4	107.6	103.4	99.1	98.8	96.3	98.0	100.1	99.8	98.2	90.8
有効求人倍率[季調済 倍]	0.67	0.65	0.63	0.64	0.65	0.66	0.65	0.65	0.66	0.66	0.66
雇用者数*	1.0	0.9	1.3	0.3	0.2	0.6	0.2	0.3	0.6	0.5	0.5
消費者物価指数[生鮮食品除き]*	0.9	0.9	0.9	0.7	0.5	0.2	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1
総合卸売物価指数*	▲3.2	▲3.1	▲2.3	▲1.5	▲1.2	▲0.9	▲1.3	▲1.1	▲1.1	▲0.6	▲1.1

(注) 鉱工業生産の()内は順に95年4月、5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

仮に、足元の円高水準が今後とも持続すれば、輸出企業の収益へのダメージは大きく、輸入の大幅増加も競合企業に影響を与えよう。更に回復傾向にある生産や設備投資が反落するようであれば、景気回復の腰を折ることになる。また、地下鉄サリン事件や横浜での異臭事件などによる消費への悪影響も懸念される。景気は、回復傾向を続けるかどうか、微妙な段階にあるとみられる。

(2) 円高の影響が懸念される外需と民間設備投資

1) 輸出入動向

円高基調の中、輸出入とも数量ベースで増加傾向にある。

輸出は、海外景気の拡大を背景として機械機器など資本財・部品を中心に増勢を続けている。円レートの上昇率（ここでは、実効レートとして日経通貨インデックス〈円・輸出〉を使用）に対するドル建て輸出価格の上昇率の比率（価格転嫁率）を比較すると、プラザ合意後の円高局面では54.2%、今回は87.7%と今回の方が進んでいる。特に、機械工業は92.8%（うち、ICは193.4%）と価格転嫁が進んでいる。

このように輸出数量の増加や、過去と比較しドル建て輸出価格の転嫁が進み円ベースでの目減りが少ないこともあり、これらの業種の収益は増加につながっている。

円高に対する価格転嫁率の動向

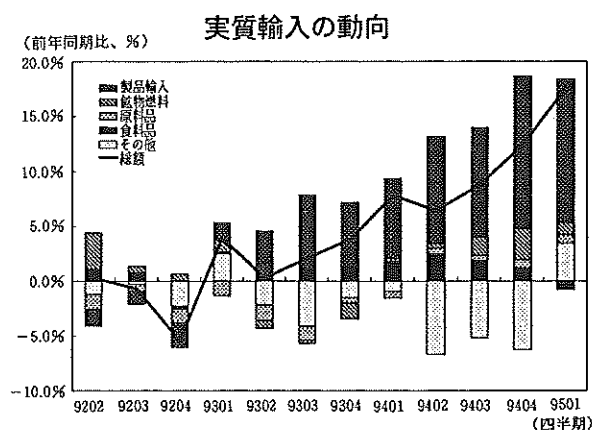
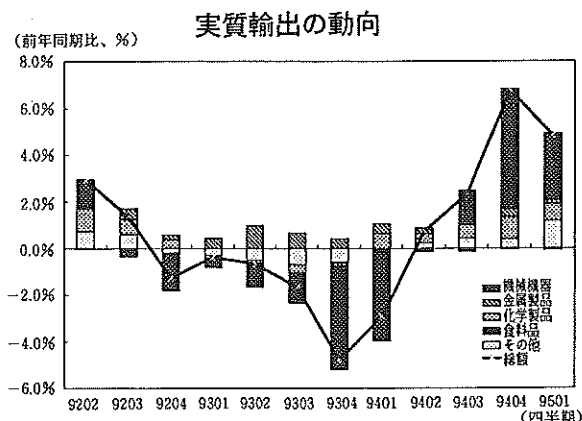
	直近の動向 94/1-3～95/1-3	プラザ合意後 85/7-9～87/1-3
輸出全体	87.7	54.2
機械機器	92.8	64.3
IC	193.4	46.6
自動車	93.7	96.1
化学工業	46.5	19.4

(注) ①価格転嫁率＝通関輸出価格の上昇率／日経通貨インデックス（輸出）の上昇率

②輸出価格は通関為替換算レート（輸出）で、ドルベースに換算

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」
日経新聞社「通貨インデックス」

一方、輸入は製品を中心に輸出を上回る大幅な伸びを示している。安価な輸入品の流入は国内物価の低下に寄与するものの他方で、国内産品から輸入品への代替などにより、生産の抑制要因につながる可能性も大きい。



(注) 実線は前年同期比伸び率、棒グラフは寄与度表示
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

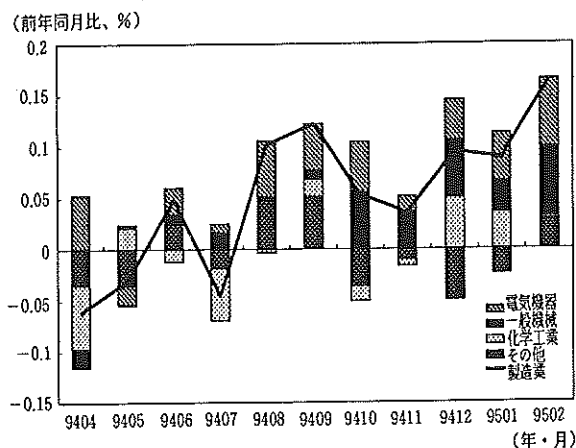
2) 民間設備投資の動向

民間設備投資は、94年半ばから下げ止まり傾向にある。設備投資の先行指標である機械受注統計でみると、製造業の設備投資意欲の改善が窺える。産業別では、一般機械、電気機械など製造業の下げ止まりが鮮明になり、特に、電気機械でIC・半導体などの電子部品関連でこの傾向が強みられる。

これら業種は、前述の通り、輸出数量の伸びが高く、かつ価格転嫁が進み円ベースでの目減りが

少ない。また、日銀短観でもても94年度の収益見込みの高い業種群ほど、95年度設備投資計画も前年比プラスとなっている。

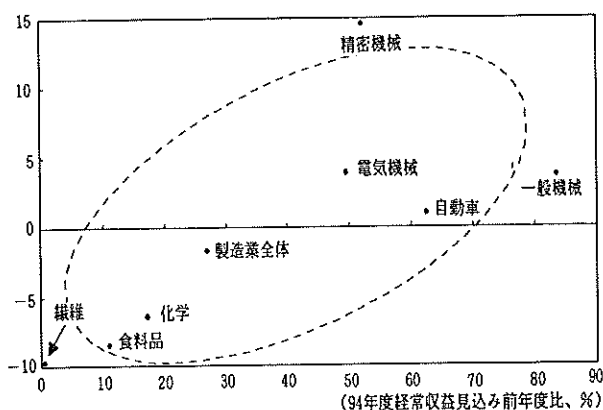
製造業・機械受注の動向



(注) 実線は対前年同月比、棒グラフは対前年同月寄与度で表示
(資料) 大蔵省「機械受注統計」

企業収益と設備投資計画

(95年度設備投資計画前年度比, %)



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

急激な円高は、好調な輸出に支えられた企業・収益回復とこれを背景とした設備投資回復の動きの先行きを不透明なものにしている。また、ここに予想外の早さで海外景気の減速が加わってくれば更にこうした傾向を助長しかねない。

2. 金融動向～第8次利下げが実施、金利は当面弱含み横這い圏

1) 円高、株安下で金利は急低下、公定歩合は史上最低の1%に

日銀は景気に関して、「(93年10月を底に)回復傾向が続いており、今後も回復傾向を辿るとみられる。しかし、中進国経済の発展等を背景とした産業構造の調整圧力や、バランスシート調整圧力などが、企業の投資活動を抑える方向に作用するだけに、当面の回復テンポは緩やか」との認識にあった。

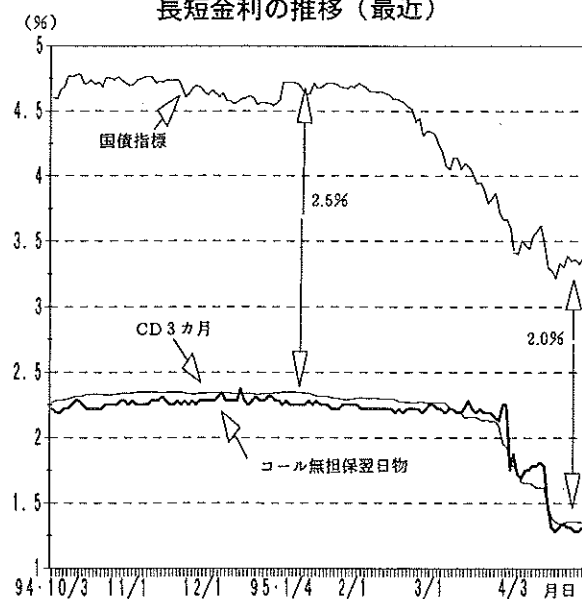
しかし、95年3月上旬以降の急激な円高進展、株価の1万5千円台への下落から、①景況感の悪化や景気の下振れリスクが強まった、②円高・ドル安、株安に歯止めがかからなくなった一等から、ドイツ連銀の利下げ(3/31実施、4.5%→4.0%)に合わせた形で、短期金利の低め誘導が実施(コールレート誘導レンジ2.25%近辺→1.75%近辺)された。

その後、一段と急激な円高・ドル安が起こるなど、危機的状況となったことから、4月14日に政府の「緊急円高・経済対策」の策定と同時に第8次利下げが実施され、公定歩合は史上最低の1.0%となった。日銀の景気判断も、「先行き回復基調の持続が懸念される状況」と極めて警戒的なトーンとなっている。

(参考) 公定歩合は今回の利下げ局面では、第1次利下げは91年7月(6%→5.5%)。直前は93年9月の第7次利下げ(2.25%→1.75%)。1%は史上最低(直前の最低は1.75%)。また、海外主要国での同水準の公定歩合(1%)はスイス(78年～79年)、米国(37年～42年、46年～48年)に例がある。

長期金利は、円高・株安の進行の中、追加的な緩和措置を織り込む形で、2月半ば頃より低下し、直近では国債指標銘柄で3.2%台を見るなど93年12月～94年1月以来の低水準となっている。

長短金利の推移（最近）



（資料）日本経済新聞他

日銀の認識の変化

日付	事項	内容
1/20	冬の情勢判断	景気は緩やかに回復。ただし、産業構造やB/S調整圧力から回復テンポは過去より緩やか。
2/22	松下総裁会見	景気全体としては緩やかな回復が続ぎ、震災の影響でも途切れることはないのではないか。
3/31	低め誘導時	景気回復テンポはより緩慢なものとなっており、最近の債券、株式市場では景気の先行き不透明感が強まっているように窺われる。
4/6	松下総裁会見	景気の動きを予断を持つことなくさらに見守っていきたい。
4/14	利下げ声明	円高、資産価格軟調など先行き景気回復が持続するか懸念される状況になっている。
4/21	春の情勢判断	景気回復の緩慢さが目立つ。先行き回復基調の持続が懸念される状況。

2) 当面金利は弱含み横這い圏

～「93年暮れから94年春の金利反転上昇期」とは異なる状況

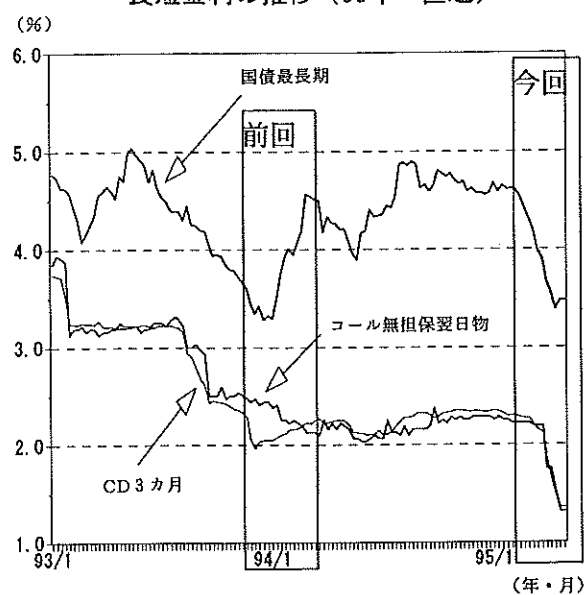
金利が大幅に下落した局面は最近では、93年暮れ～94年初めについてもみられた。この時期は景況感の悪化が著しく、日銀の判断でも「回復の兆しはみえない」とされる中、追加利下げ期待が台頭し、長短金利が利下げを織り込む形で低下する展開となった。

しかし、当時は以下の要因からその後、利下げ期待が後退し、一部には、95年度中の利上げ予想も登場する状況となり、長期金利が上昇に転じる形となった。

- ①生産の増加傾向の中での景況感の改善
- ②資金運用部の国債売却や景気対策（減税決定他）による国債需給悪化懸念など財政要因
- ③米国の予防引き締め開始、海外主要国の長期金利上昇
- ④為替相場のドル高・円安基調
- ⑤①、④等を背景とした株価上昇

これに対して、今回は当面、弱含み横這い圏とみられる。短期金利は、①円ドルレートは現在、オーバー・シュートとみられるが、当面は円高基調が続く可能性が高い、②円高の景気へのマイナスの影響が今後、経済指標に出てくる、③株式相場の脆弱性も続く可能性が高い一から低水準で横這いの推移となろう。長期金利も円高推移、株価の軟調、景気の下振れ懸念の強さ一などから当面、弱含み横這い圏となろう。前回に比して、①長短金利差が大きい、②物価上昇率が低下している一といった点からも、当面、長期金利上昇の可能性は小さいものとみられる。

長短金利の推移（93年－直近）



（資料）日本経済新聞他

	前 回 局 面							今 回 局 面				
	93/9	93/10	93/11	93/12	94/1	94/2	94/3	94/11	94/12	95/1	95/2	95/3
鉱工業生産前月比	0.3	-3.2	1.5	-0.9	0.3	-0.4	4.6	3.0	-0.4	-1.5	2.3	2.1
同前年比	-6.1	-6.0	-3.2	-3.5	-2.7	-4.4	-2.2	6.3	6.8	4.8	7.6	5.1
マネーサプライ前年比	1.9	1.8	1.5	1.4	1.6	1.5	1.9	2.7	2.9	3.2	3.7	3.6
消費者物価前年比	1.5	1.3	0.9	1.0	1.2	1.1	1.3	1.0	0.7	0.6	0.2	-0.4
日経平均株価(円)	20615	20128	17965	17263	18661	19698	20022	19277	19299	18948	18065	16448
円ドルレート(円)	105	106.9	107.8	109.7	111.5	106.2	105.0	98.0	100.1	99.8	98.2	90.8
FFレート(月末)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50	5.50	5.50	5.50	6.00	6.00

（5月2日現在）