

# 経済の動き

経済調査部

## I. 海外経済

### 1. 米国経済～景気は減速傾向、金融政策は当面、現状維持

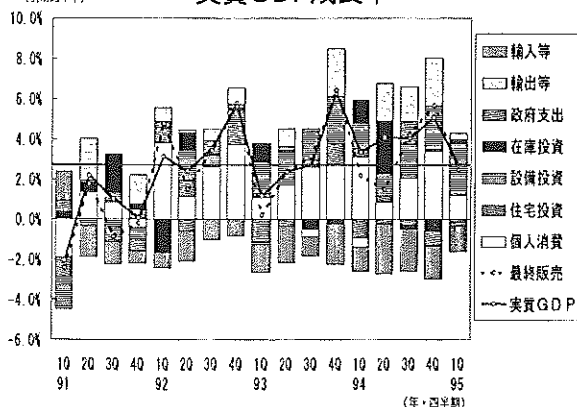
#### (1) 景気全般～減速傾向が鮮明になる中、下振れリスクも

95年1～3月期の実質GDP成長率（5/31発表、改訂値）は、当初発表の前期比年率2.8%から2.7%へ小幅ながら下方修正された。個人消費の伸び鈍化、外需のマイナス寄与が景気の足を引っ張る一方で、設備投資が成長を下支えする形となっている。GDPから在庫を除いた最終販売も、個人消費の伸び鈍化を背景に、大きく減速している。在庫投資は、流通業に加えて、製造業に

おいても耐久財を中心に増加しており、在庫調整圧力が高まりつつあると見られる。

最近の月次経済指標では、景気減速が鮮明になっている。非農業部門雇用者数（4・5月）が2か月連続で前月比減少し、乗用車販売台数（4月）、住宅着工件数（4月）はともに前年比2ケタの減少となった。消費者の景気先行きに対する見方（5月、消費者信頼感指数、コンファレンスボード）も、足もとのデータでは、低下している。鉱工業生産（4月）も2か月連続で前月比減少し、耐久財新規受注・製造業新規受注（4月）も前月比マイナスとなった。また、NAPM指数（5月）も、好不況の分岐点とされる50%を切っており、製造業を中心に景況感が後退しつつあることを示している。

（前期比年率） 実質GDP成長率



（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

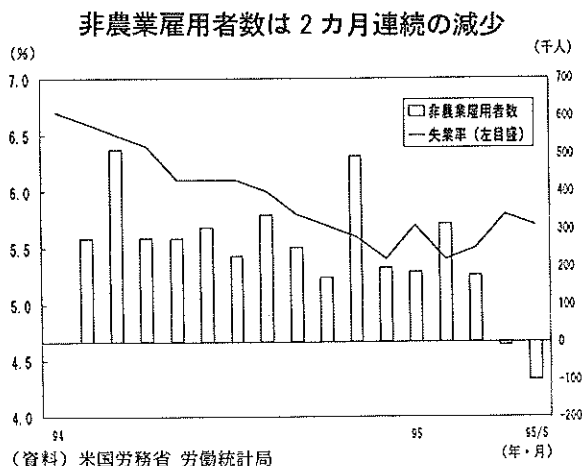
|                   | 94年   | 95年  | 95年  | 95年   | 95年   | 95年   | 95年   | 95年   |
|-------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2Q    | 3Q   | 4Q   | 1Q    | 1月    | 2月    | 3月    | 4月    |
| 雇用部門              |       |      |      |       |       |       |       |       |
| 失業率               | 6.2   | 6.0  | 5.6  | 5.5   | 5.7   | 5.4   | 5.5   | 5.8   |
| 非農業雇用者増減数（前期比、千人） | 933   | 833  | 849  | 750   | 186   | 313   | 179   | -101  |
| 統計部門              |       |      |      |       |       |       |       |       |
| 実質可処分所得           | 前期比年率 | 3.5  | 3.1  | 7.5   | 4.5   | 3.7   | 5.1   | -11.9 |
|                   | 前年同期比 | 3.0  | 3.6  | 4.4   | 4.6   | 5.3   | 4.2   | 3.6   |
| 実質消費              | 前期比年率 | 1.3  | 3.1  | 5.1   | 1.6   | 2.9   | -4.4  | 8.0   |
|                   | 前年同期比 | 3.4  | 3.2  | 3.5   | 2.8   | 3.6   | 2.3   | 3.0   |
| 消費者信頼感指数（32カ国標準）  | 91.2  | 90.4 | 97.6 | 100.2 | 101.4 | 99.0  | 100.2 | 104.6 |
| 乗用車販売台数           | 前期比   | -3.1 | -0.7 | 1.7   | -4.4  | -6.7  | -1.9  | 4.4   |
|                   | 前年同期比 | 2.4  | 5.1  | 3.1   | -6.4  | -4.3  | -7.3  | -7.5  |
| 住宅着工件数            | 前期比   | 5.5  | 2.1  | 2.7   | -13.6 | -11.6 | -3.4  | -6.7  |
|                   | 前年同期比 | 15.7 | 12.5 | 2.5   | -4.1  | 7.9   | 0.1   | -17.5 |
| 企業部門              |       |      |      |       |       |       |       |       |
| 鉱工業生産             | 前期比   | 1.5  | 1.2  | 1.5   | 1.1   | 0.2   | 0.0   | -0.4  |
|                   | 前年同期比 | 5.4  | 5.6  | 6.0   | 5.4   | 6.4   | 5.5   | 4.9   |
| 設備稼働率             | 83.8  | 84.3 | 84.9 | 85.1  | 85.5  | 85.2  | 84.7  | 84.1  |
| NAPM指数            | 57.9  | 59.3 | 59.0 | 54.6  | 57.9  | 54.5  | 51.4  | 52.0  |
| 消費者物価             |       |      |      |       |       |       |       |       |
| コア部分              | 前期比   | 0.6  | 0.7  | 0.6   | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 0.4   |
|                   | 前年同期比 | 2.8  | 2.5  | 2.8   | 2.3   | 2.9   | 3.0   | 3.1   |

（資料）米商務省“Survey of Current Business”他

今後、米国経済は、ソフトランディング（軟着陸）が実現する公算が高いものの、景気下振れのリスクを抱えた展開となろう。4－6月期は、個人消費、住宅投資の伸び鈍化が続く中、「ミニ在庫調整」も予想されることから、やや低めの成長となろう。5月26日の基礎研NYの超短期予測では、4－6月期の実質GDP成長率を前期比年率0.8%と見込んでいる。物価動向については、緩やかに上昇傾向は続くものの、労働需給の緩和、企業の生産活動の鈍化等から、今後、上昇圧力は徐々に弱まり、消費者物価の上昇率（前期比）は7－9月期にピークを打つものと考えられる。連銀は5月23日のFOMCで利上げを見送った。当面は、景気下振れリスクを抱えた展開となる中、政策金利は据え置きとなろう。

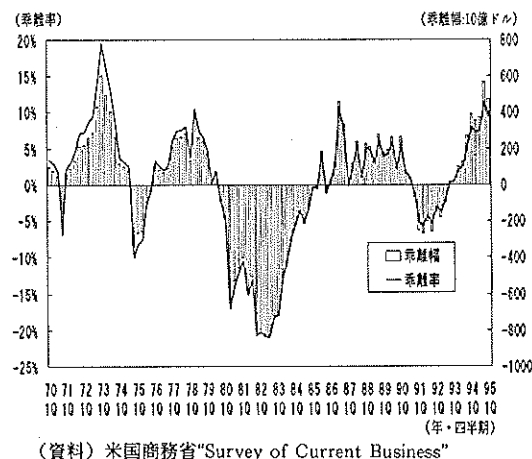
## ①個人部門

雇用は、非農業雇用者数が、4、5月と2カ月連続して前月比減少となった。製造業（5月）が前月比5万6千人の減少、建設業（同）も同5万7千人の減少となり、サービス業・その他が微増に止まったことから、全体で10万人強の減少となった。雇用増加の牽引役であるサービス業も伸びが鈍化してきており、労働市場の逼迫もピークを過ぎたと見られる。今後は、景気減速に伴い、雇用の伸びは鈍化するものと思われる。



個人消費は、乗用車販売台数（4月）が前年比伸び率が2ケタの減少となるなど、減速感がやや強まってきた。5月の消費者信頼感指数（コンファレンスボード）は、消費者の先行き期待感がやや後退していることを示している。今後は、雇用と所得の伸び鈍化を背景に緩やかに減速基調をたどろう。なお、一世帯当たりの耐久財消費のトレンドとの乖離をみると、足もとでは乖離幅が縮小する局面に入っており、今回の景気回復局面における耐久財消費はピークを過ぎつつある。

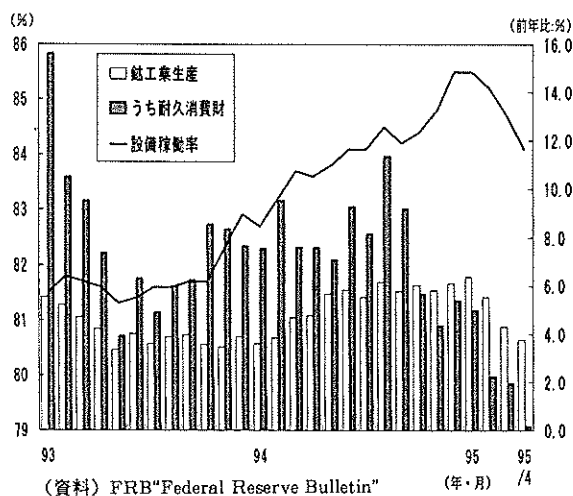
実質耐久財消費のトレンドとの乖離



## ②企業部門

4月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と2カ月連続の減少、設備稼働率は84.1%と前月比0.6ポイント低下した。耐久消費材の生産（全体に占める比率は、5.8%）は94年後半から減速し、4月は前年比同水準に落ち込んでいる。耐久財新規受注（4月）が、前月比4.0%の減少となったほか、製造業新規受注（4月）も前月比1.9%減少しており、乗用車等、耐久財消費の鈍化を背景に企業が生産調整局面を迎えていることが窺われる。

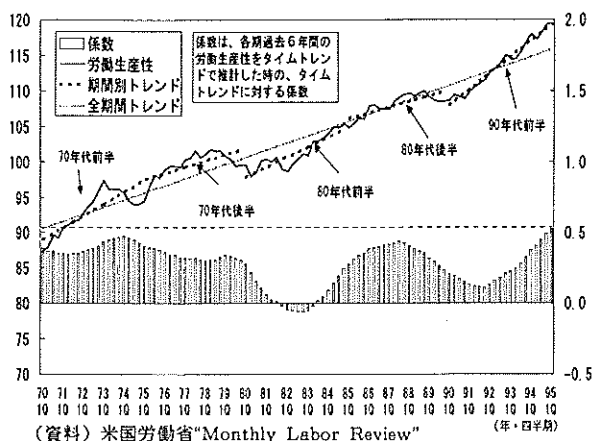
## 鉱工業生産・設備稼働率の推移



## (2) 物価動向～今後緩やかに上昇、7－9月期が上昇のピーク

3月の物価動向は、生産者物価が前月比0.5%、消費者物価が前月比0.4%と高めの伸びとなった。前年比でみても上昇ペースがやや加速している。今後しばらくは、緩やかに上昇テンポが強まろう。しかし、物価動向に大きく影響を与える労働生産性を見ると、92年以降は実績が長期的トレンドを大きく上回っている。また、90年代に入り、中期的トレンドがやや急な右上がりを示しており、労働生産性の上昇がかなり速く進んだことが窺われる。労働生産性の上昇は、ユニットレーバコ

## 労働生産性の推移

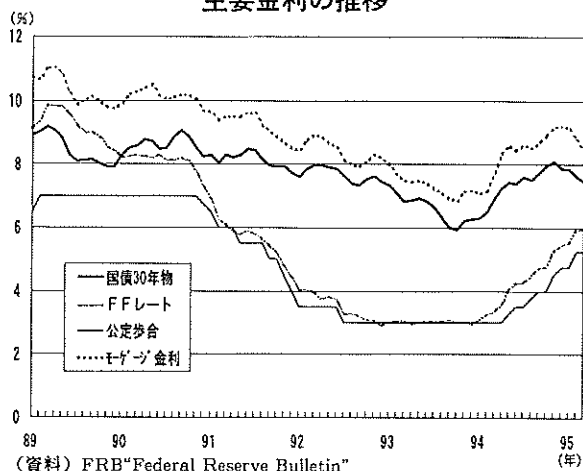


ストの上昇を抑えることを通じて、物価安定に寄与しており、企業が、労働投入を抑制する姿勢を弱めておらず、労働市場、財市場の逼迫が緩和に向かっていることと併せて考えれば、インフレ圧力の根はそう深くないものと思われ、7－9月期頃にインフレ上昇のピークを迎えると思われる。

## (3) 金融政策・金利～景気減速を受けて、政策金利は当面、据え置き

金融政策については、5月23日のFOMCでは利上げは見送られた。95年4－6月期の米国経済は一段の減速が予想され、景気下振れリスクを抱えた展開になることから、金融政策は据え置きとなろう。足もとの長期金利は、景気減速が鮮明になる中、6%台に低下して推移している。今後は、インフレ動向によっては、一時的に上昇する局面もあるものの、基本的には景気減速を受けて弱含み横這い圏（6%台半ば～後半）で推移しよう。なお、債券市場では、共和党主導の米議会における財政赤字削減案が好感されているが、今後の法案の審議動向、クリントン政権の対応などに注視する必要がある。（後述のトピックス参照）。

## 主要金利の推移



## <トピックス>最近の財政赤字削減をめぐる米議会の審議動向

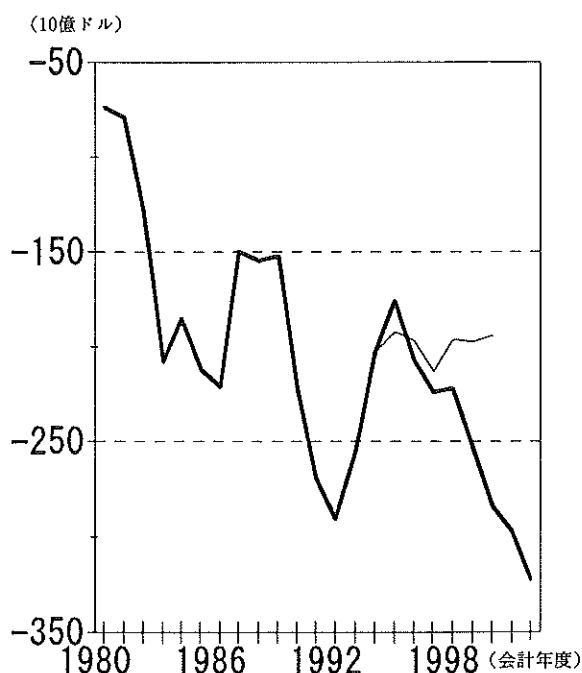
### ①短期的には財政赤字縮小、95 会計年度も 3 年連続の改善

米国の 95 会計年度(94 年 10 月～95 年 9 月、以下年度)の財政赤字は、94 年度の 2034 億ドル(94 暦年名目 GDP 比 3.0%)と比べ赤字幅はさらに縮小する見込みである。クリントン政権の予算教書(95/2 発表)では 1925 億ドル、議会予算局(CBO、95/2 発表)の見通しでは 1760 億ドル程度が予想されている。しかし、こうした財政赤字の縮小は景気拡大による税収増、金利低下による利払費減少などの動きに依存した短期的な改善であり、医療費や社会保障費の増加など、構造的な財政赤字拡大要因は改善されていない状況である。

### ②さらなる赤字削減がない限り、中長期的に財政赤字は再び拡大

今後、追加的な財政赤字削減策が実施されなければ、例えば、クリントン政権の中長期的な財政赤字見通しでは、96 年度から 2000 年度までに約 2000 億ドル前後の財政赤字が続く(ただし、対名目 GDP 比は 3%程度から 2%程度に低下)と予想されている。当然、政府の経済見通しは予測期間中の実質成長率が 2.5%、消費者物価上昇率が 3.2%、10 年物国債利回りが 7%程度で安定するとの前提に基づいており、こうした前提条件の変化によっては財政赤字が大きく変動する可能性がある。また、議会予算局の見通しでは、96 年度から財政赤字は再び拡大に転じ、2002 年度の財政赤字は約 3000 億ドル程度に達すると見込まれている。対名目 GDP 比も 3%台に上昇し、クリントン政権と比べるとかなり悲観的な見方をしており、財政赤字の縮小とは程遠い内容である。

財政赤字額



対名目GDP比



(注) 太線は議会予算局 (CBO)、細線はクリントン政権の財政赤字見通し  
(資料) 議会予算局 (CBO、95/2)、96年度政府予算教書 (95/2) から作成

### ③上下院の共和党は中長期的な財政赤字削減案を 発表

こうした状況の中で、上下院の共和党は95年5月に入り、昨年秋の中間選挙の公約として掲げた「米国民との契約」に基づいて中長期的な財政赤字削減を求める決議案（Resolution）を発表した。これはクリントン政権の「93年包括的財政赤字削減法」の規模（94～98年度の5年間で約4700億ドル程度の赤字削減）を大幅に上回る追加的な中長期の財政赤字削減計画である。共和党が目指していた財政均衡を義務付ける憲法修正条項は最終的に否決（1月末下院で可決、3月初上院で否決）されたものの、今回の中長期的な財政赤字削減案は両案とも今後7年間（2002年度まで）に財政収支の黒字化を目標としており、医療・教育、社会保障費等の福祉関連歳出の大幅削減とそのための福祉政策の抜本的な見直しを主張しているため、クリントン政権と共和党主導の議会との対立は避けられない状況にある。

そもそも、財政赤字を「ゼロ、または黒字」にするため、半ば強制的に大幅な歳出削減を実施し、財政政策の柔軟（機動）性を制約することについては大きな議論がある。また、上下院案とも財政

見通しの前提となる経済条件（成長率、金利、物価等）は明らかにされておらず、米国の財政事情から7年間にほぼ1兆ドルの巨額な歳出削減が果たして可能か、財源は現実的なのか一疑問は大きい。

### ④共和党主導の議会で8月頃までには成立する公算

上下院案は5月中旬にそれぞれの財政委員会を通過し、両本会議でも採決・成立（下院は5月18日、238対193。上院は5月24日、57対42）した。しかし、同じ共和党主導と言っても両案は細かい歳出削減の項目や規模が違っており、特に減税の取り扱いについては大きな違い（下院案は約3500億ドルの減税を盛り込んでその分だけ歳出削減を大きく見積もっており、上院案は減税より歳出削減を優先すべきと反対も多く減税を盛り込んでいない）がある。今後は両院協議会を通じて一本化のための調整が必要であり、共和党筋は6月半ばまでにこの作業を終了させたいとしている。その後は、両院財政委員会でも再び採決・成立→両院本会議で採決・成立が予想されており、共和党は8月初めの議会夏休みの前までには最終的な成立を目指すとしている。

米国財政赤字見通しの比較

(10億ドル、会計年度)

|        |       | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 歳出     | 下院財政委 | 1587.8 | 1625.9 | 1650.9 | 1703.9 | 1749.0 | 1783.0 | 1816.7 |
|        | 上院財政委 | 1574.6 | 1603.1 | 1643.3 | 1704.2 | 1772.0 | 1818.8 | 1882.3 |
|        | クリントン | 1612.1 | 1684.7 | 1745.2 | 1822.2 | 1905.3 | -      | -      |
|        | 議会予算局 | 1625.0 | 1699.0 | 1769.0 | 1872.0 | 1981.0 | 2084.0 | 2202.0 |
| (内)利払費 | 下院財政委 | 258.4  | 265.8  | 271.0  | 279.5  | 287.9  | 289.4  | 291.4  |
|        | 上院財政委 | 258.5  | 264.3  | 266.9  | 272.6  | 277.6  | 278.1  | 279.1  |
|        | クリントン | 257.0  | 270.4  | 282.9  | 297.1  | 309.9  | -      | -      |
|        | 議会予算局 | 260.0  | 270.0  | 279.0  | 294.0  | 310.0  | 325.0  | 344.0  |
| 歳入     | 下院財政委 | 1432.0 | 1450.0 | 1511.0 | 1570.0 | 1641.0 | 1722.0 | 1815.0 |
|        | 上院財政委 | 1417.1 | 1474.8 | 1545.6 | 1619.3 | 1699.4 | 1789.4 | 1883.6 |
|        | クリントン | 1415.5 | 1471.6 | 1548.8 | 1624.7 | 1710.9 | -      | -      |
|        | 議会予算局 | 1418.0 | 1475.0 | 1546.0 | 1618.0 | 1697.0 | 1787.0 | 1880.0 |
| 財政赤字   | 下院財政委 | -156.0 | -175.0 | -140.0 | -134.0 | -108.0 | -61.0  | 1.0    |
|        | 上院財政委 | -157.0 | -128.0 | -97.0  | -86.0  | -74.0  | -29.0  | 2.0    |
|        | クリントン | -196.7 | -213.1 | -196.4 | -197.4 | -194.4 | -      | -      |
|        | 議会予算局 | -207.0 | -224.0 | -223.0 | -254.0 | -284.0 | -297.0 | -322.0 |

(資料) 上下院の資料 (95/5)、96年度予算教書 (95/2)、議会予算局 (95/2)、BNA資料 (95/5) 等から作成

⑤法的拘束力はないが、難しいクリントン政権の  
対応

すでに共和党は今年春からの財政審議の中で、クリントン政権の 2000 年度までの財政計画案（予算教書で発表）を採決にかけて完全否決（99 対 0、5 月 19 日）し、また 95 年度の減額補正予算案も成立（5 月末）させるなど、クリントン政権との対立色を強めている。ただし、予算決議案は成立しても法的拘束力がなく、96 年には大統領選挙も控えていることから、中長期的な財政赤字削減案は政治的なスローガンに終わってしまう可能性もある。しかし、クリントン政権も財政赤字削減の必要性については共通の認識を持っており、具体的な法案として実施されることはないにしても、今後の財政運営の骨格を示すものであるだけに、議会で成立した決議案を無視することはできない。なお、クリントン政権は、減額補正予算案については就任後初めての拒否権を発動し、中長期的な財政赤字削減案についても独自案を提出する意向を明らかにしている。

⑥削減案実施によるマクロ経済への影響は大きく、  
金融緩和の相殺措置が必要

財政赤字削減案の米国経済への影響を、WEF A モデルをベースに試算（「上院案」が実施された場合）してみた。便宜上、上院案の会計年度を暦年と見なして、96 年 400 億ドル、97 年 860 億ドルの歳出削減が実施された場合、ベース・ラインと比べて経済変数への変化をみると短期的にもマクロ経済への影響は大きい。削減案が実施されても実際の財政赤字額の縮小は目標額を下回るが、米国経済の潜在成長率（2.5%～2.8%程度）と比べるとデフレ効果は大きく、こうしたデフレ効果を相殺するためには金融緩和措置も必要となろう。また、金融市場（特に債券）では今回の財政赤字削減案を好感しており、景気の全般的な減速とともに長期金利低下の大きな要因となっている。今後も議会審議動向、クリントン政権の対応などが注目される。マクロ経済への影響は、以下の通り。

| 主要経済変数            | 1 年目  | 2 年目   |
|-------------------|-------|--------|
| 実質 GDP（乖離率、%）     | ▲0.7  | ▲1.6   |
| 非農業雇用者数（乖離幅、人）    | ▲33 万 | ▲113 万 |
| 消費者物価（乖離率、%）      | 0.0   | 0.0    |
| 長期金利（30 年物、乖離幅、%） | ▲10bp | ▲30bp  |
| 財政赤字（乖離幅、億ドル）     | ▲220  | ▲390   |

## 2. ドイツ経済～95 年上期は 成長ペースダウン

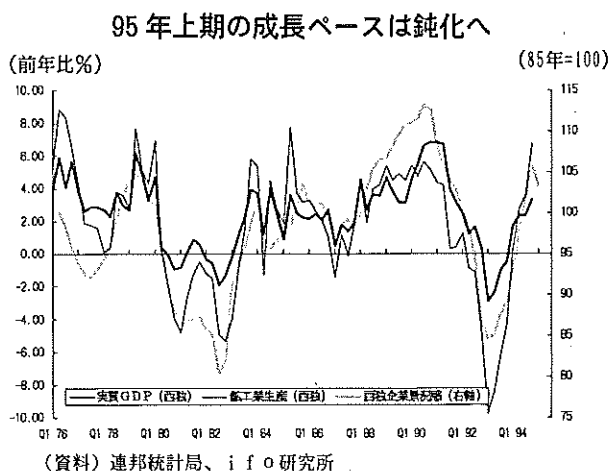
### (1) 景気動向～第 1 Q 成長率は鈍化の 模様

#### 1) 企業部門～マルク高で景況感悪化

1 月の鉱工業生産（旧西独）は、前月比－6.8 %、前年比＋1.3 %と発表された（94 年 12 月は同＋2.7 %、＋8.5 %）。前月比での伸び率の急低下は、94 年末の生産活動急拡大からの反動によるものとみられている。また、年初の悪天候が建設業の活動に影響を与えた。

（注）なお今回、鉱工業生産指数の大幅なデータ改訂（基準年変更、EU 基準に基づいた集計方法への変更、統一ドイツベースでのデータ発表）が行われている。季節調整に必要な過去データの収集が完全でないことから、当局は今後さらにデータ改訂が行われる可能性があるとしている（連邦経済省、連邦統計局）。

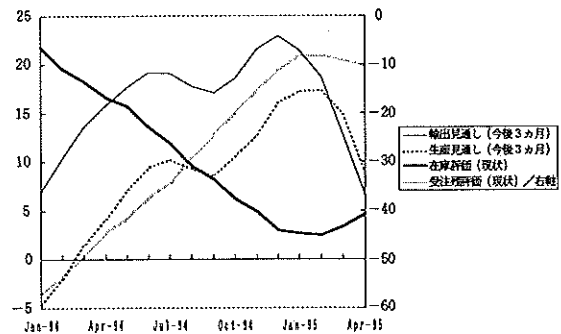
鉱工業生産、製造業受注など生産関連の統計の発表が遅れており、ドイツの企業部門の状況を示す指標としては ifo 研究所の企業景況感調査が注目される。



直近に発表された 4 月調査によれば、西独企業の景況感指数（1985 年＝100）は 99.1 となり、第 1 Q 平均の 103.4 から低下した。この景況感指

数と西独の実質 GDP 成長率、鉱工業生産伸び率とは山谷のタイミングがほぼ一致しており、前年比＋3.3 %の高成長となった 94 年第 4 Q から 95 年にかけて、西独の経済成長率は鈍化したものとみられる。

#### マルク高で産業の見通し悪化



受注残に関する同研究所の調査をみても、3 月時点の受注残高が生産 2.8 カ月分とまだ高水準ではあるものの、4 月には、受注残高が前月比減とする企業の割合が前月比増とする企業の割合を 15 カ月ぶりに上回った。また、マルク高進行を受けて、製造業の輸出見通し（今後 3 カ月間）、生産見通し（同）とも足元で急速に悪化している。

ただし現状の受注水準、在庫水準に関しては、状況悪化の認識はまだ広がっていない。したがって、国内の生産に対するマルク高の影響が現れてくるのは秋口以降と思われる。

#### 2) 家計部門～消費は依然として伸び悩み

小売売上高は第 1 Q 平均の実質ベースで前年同期比－3 %と、伸び悩みが続いている。雇用情勢の改善が足踏み状態となっていること、年初の増税－などが依然として消費拡大の足枷になっているようである。

ただし以下の 2 点から、個人消費の実態は小売売上の数字が示すほどには弱くないと考えられる。

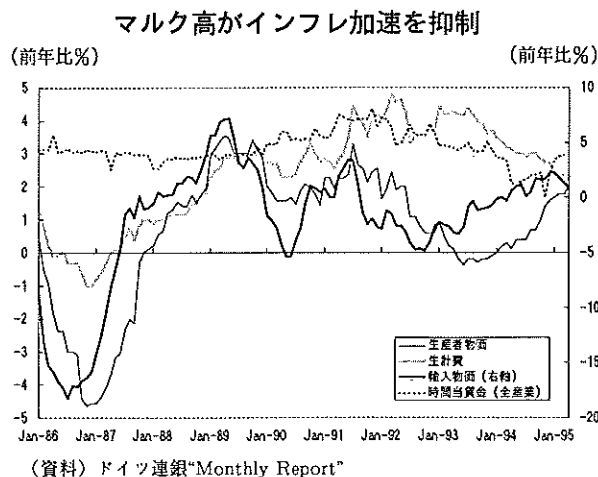
☆3月の小売上の落ち込み（前年比－7％）にはイースター休暇のズレ（94年は3月／95年は4月）が影響しているとみられる。

☆マルク高による購買力上昇が、国内よりむしろドイツ国外での消費増につながって国内小売上の伸びを抑えている可能性がある。

①95年の高率賃上げの浸透、②マルク高による購買力の高まり、③96年1月の所得税減税一  
等から、96年にかけて個人消費は回復に向かう  
と思われる。懸念されるのは、マルク高局面の長期化から雇用の増加が進まず、消費者マインドに悪影響を与える可能性である。

## (2) 物価～足元のインフレ率2％割れの可能性も

5月の生計費上昇率は速報値で前年比＋2.1％となった。6年半ぶりの低い伸びである。マルク高に伴うエネルギー価格の下落が物価鎮静に寄与した。生産者物価は上昇率のジリ高傾向が続いている（4月に前年比＋2.1％）が、年後半には、生産者物価においてもマルク高のインフレ抑制効果が現れるとみられる。経験的に、輸入物価上昇率の山谷は生産者物価上昇率の山谷に一致、あるいは半年から1年先行している。



ただその一方で、労働コスト面からの物価上昇圧力は徐々に高まりつつある。時間当たり賃金上昇率は、94年第4Q前年同期比＋1.2％から、95年1月＋3.4％→2月＋3.7％→3月＋3.9％と推移している。第2Q以降の賃金上昇率は、3月以降に交渉妥結が相次いだ95年の高率賃上げが反映されて、もう一段高まろう。

生計費上昇率は、マルク高の効果から足元で一旦前年比1％台まで低下する可能性があるが、①マルク高の影響一巡、②労働コストの下げ止まり→反転一から、年央以降、再び高まっていくとみられる。

## (3) 金融・為替～マルク相場は堅調推移

政策金利は当面現状で据え置かれよう。連銀理事から折りにふれて利下げの可能性が示唆されているが、マルク上昇は取りあえず一服しており、景気に関しても、大ブレーキを示すような指標は出てきていない。足元の物価動向は良好であるものの、川上部門からのインフレ圧力が払拭されたわけではないことから、連銀としては、3月末の利下げと「口先介入」の効果とを見守りたいものと思われる（ただし、マルク高進から為替相場が再び混乱状態となれば利下げが行われる可能性はあり）。

今後発表される経済指標等から景気減速懸念が深まれば、債券オペの金利などを通じて市場短期金利の低め誘導が行われる可能性はあるが、物価動向を睨みつつ、次の政策金利変更は引き締め方向と考えられる。ただし、マルク高が下期以降も続けば利上げ転換のタイミングは後ズレしよう。

足元の長期金利は、米国金利の低下、発表される国内経済指標の弱さ、連銀理事の利下げ示唆発言一などを受けて7％割れまで低下している。しかし、ドイツ景気が腰折れとなるリスクは小さく、インフレ率も年央以降徐々に高まっていくとみら

れ、長期金利のもう一段の下げは考えにくい。米国金利も今後若干の水準調整が予想されることから、年末にかけてドイツ長期金利は7%台前半まで戻しての推移となろう。

マルク相場は、欧州各国の政治不透明感後退（仏大統領選終了、伊地方選での中道・左翼連合勝利）、連銀理事の利下げ示唆発言などを受けて、4月半ばの1.35DM/\$台から1.44DM/\$台まで戻した（5月第2週）ものの、米国景気鈍化と金融緩和観測からドルが下落したため5月末に再び高騰、その後31日の各国協調介入で1.42DM/\$台まで戻すという荒っぽい動きとなっている。マルク相場がドルの動きに大きく振らされる展開は当面続こう。ただし基調としては、年初以来の急騰がある程度調整されながらもマルクは堅調に推移するとみられる。

#### ①米独金融政策の方向性のすれ違い

景気減速下の米国は金融緩和の方向とみられるが、ドイツの追加利下げは可能性が低い。

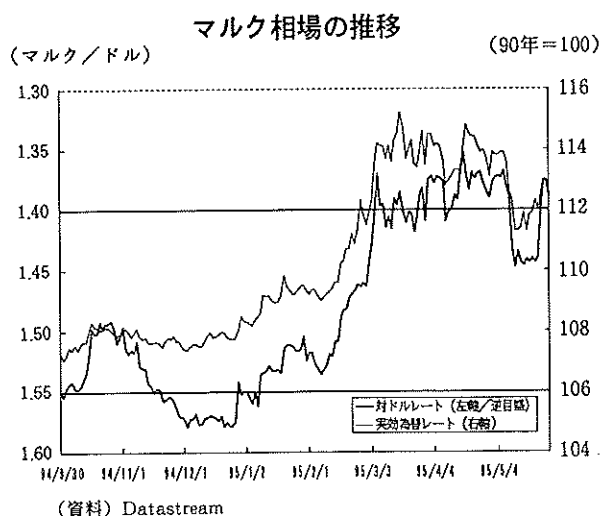
#### ②その他欧州通貨を買いづらい状況が続く

折りにふれ欧州「弱小通貨」の売り材料とされる財政赤字問題は、容易には改善しない。また、各国の政治状況にも不安が残る。

フランス：新政権の基本政策スタンス（財政、通貨、対欧州など）が不透明

イタリア：年内解散総選挙で再び政局が流動化する可能性あり

スペイン：地方選での野党大勝で与野党逆転の政治状況が定着

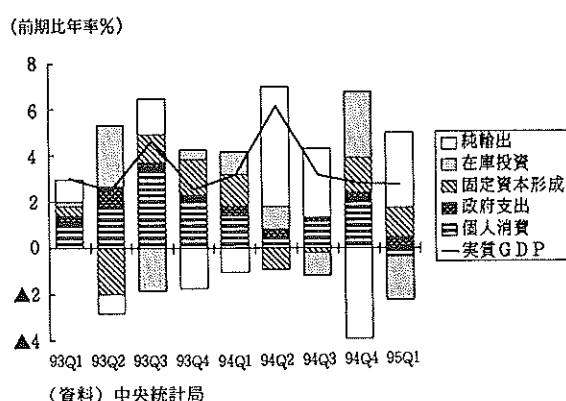


### 3. イギリス経済～金融当局は インフレを懸念

#### (1) 景気～第1Qの成長率は潜在成長率 に近づく

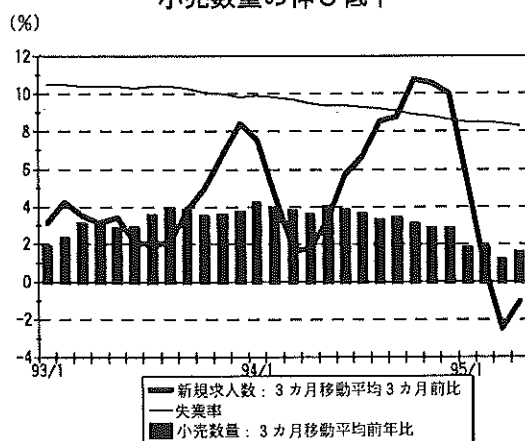
5月24日に、95年第1QのGDPの改定値が発表され、実質成長率は、前期比年率3.1%から2.7%へ下方修正された。

##### 設備投資主導の安定成長へ移行



個人消費が前期比年率でマイナスに転じた(94年第4Q 3.4%→95年第1Q▲0.6%)。一方、固定資本形成の伸びは、やや鈍化しているものの、依然高い水準にあるといえる(前期比年率94年第4Q 9.1%→95年第1Q 7.6%)。また、純輸出の寄与がプラスに転じた反面、在庫は、積み増しペースの鈍化からマイナスの寄与となった。

##### 小売数量の伸び低下



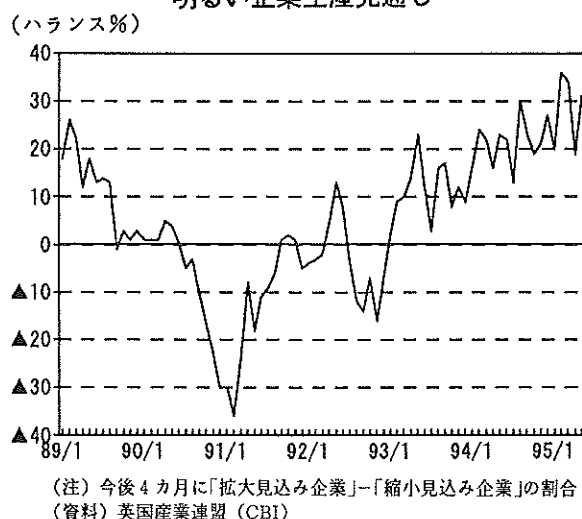
94年下期以降、小売上の伸び率は、増税とモーゲージ金利上昇による所得の伸び悩みを背景に低下傾向にあったが(94年上期前年比3.8%→下期3.2%→95年第1Q 1.3%)、4月の伸び率は、前年比0.8%と一段と低下した。

雇用環境は改善しつつもそのペースは鈍化してきており、当面消費マインドの急回復は望めない。

一方、企業部門の活動は依然好調を維持している。鉱工業生産の伸び率は、足元で若干低下しているものの前年比では堅調な伸びを続けている(94年第4Q 5.1%→2月3.6%→3月5.0%)。

また、英国産業連盟(CBI)調査の製造業の生産見通しも、依然高い水準にある。

##### 明るい企業生産見通し



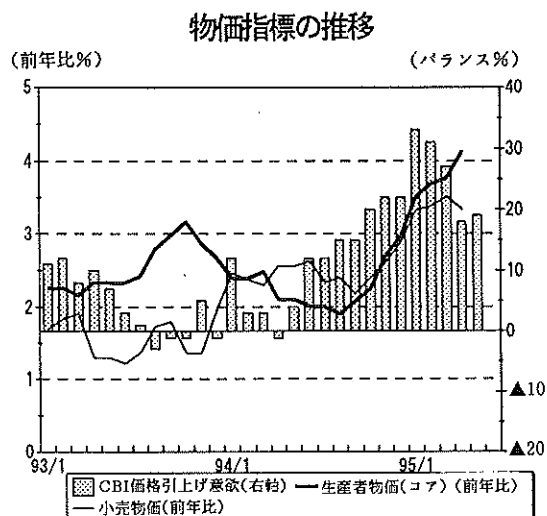
以上から、個人消費の伸び率が低下する中、設備投資が下支えとなり、95年の実質GDP成長率は、94年の3.8%から「3%強の安定成長」へと緩やかにペースダウンしよう。

#### (2) インフレ～金融当局は高進を警戒

4月の小売物価、生産者物価(コア)は、前年比でそれぞれ3.3%、4.1%と高い伸びとなった。また、小売物価については、モーゲージ利払い、間接税を除いたベースでも、94年10月をボトム

に上昇率が高まってきており、4月には、94年10月のほぼ2倍の水準の前年比2.1%となっている。

労働コストの上昇、ポンド安の持続等を背景とする川上部門からのインフレ圧力が高まりが、小売物価にある程度反映し始めているといえる。英中銀は、5月11日に発表したインフレ・レポートの中で、「最近のポンド安によってインフレが加速する恐れがある」としている。



(資料) 中央統計局

(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

しかし、①雇用環境の改善ペースが鈍化している中、個人消費の伸びの低下が顕著である、②CBI 調査による企業の価格引き上げ期待が低下していることから、川下部門でのインフレ高進の可能性は少ないと考えられる。

### (3) 金融政策・為替～中銀は金融

#### 引き締めを主張

##### 1) 金融政策

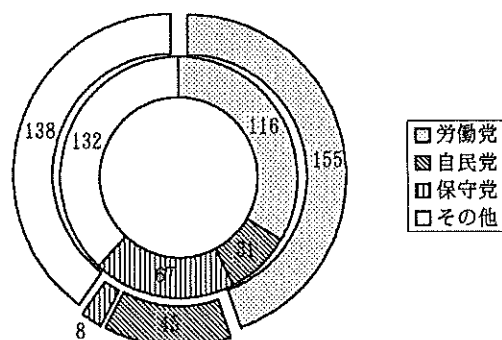
市場関係者の間では、5月5日の蔵相・中銀総裁月例会談において、ベースレートの追加引き上げが決定されると予想されていたが、実際には見送られた。同会談において、インフレ懸念を重視

したジョージ中銀総裁が利上げを求めたのに対し、景気減速を重く見たクラーク蔵相が拒否した、という見方が大勢を占めている。

クラーク蔵相の利上げ拒否の背景には、5月4日に、イングランドとウェールズで行われた統一地方選挙が与党保守党にとって結党以来最悪の結果となった後だけに、国民に不人気の利上げは避けるべきとのメジャー政権の政治的判断があったとの観測もある。

イギリスの次回総選挙は、97年4月までに実施されるが、95年4月時点での与党保守党の支持率は25%程度と労働党(55%程度)に大きく水を開けられている。また、このところの地方選挙等でも惨敗が相次いでいる。

5月4日統一地方選挙の結果



(注) 数値は過半数を占める議会数。外枠が選挙後の結果。

(資料) 英紙タイムズ

こうした状況のため、低迷する消費マインドを回復させ、支持率を引き上げたい政府にとっては、さらなる金融引き締め(家計を圧迫するモーゲージ金利の引き上げにつながる)は、できるだけ避けたいところである。

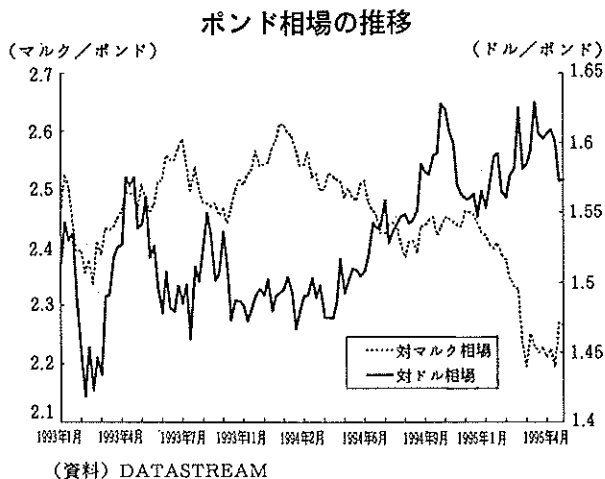
しかし、①ポンド安は一服しているものの依然本格的な回復の兆しはない、②インフレ率も高進していると言えないまでも高い水準にあることから、ベースレート追加引き上げが妥当である。

中銀もポンド安の国内物価に与える影響を強く懸念しており、また、5月5日の利上げ見送りによって、政府・大蔵大臣、中銀の信用は損なわれた形となっている。その信用の回復の必要もあっ

て、6月にベースレート追加引き上げ（0.5%程度）が行われる可能性が依然残っている。

## 2) ポンド相場

ポンド相場は、5月初旬に史上最安値（5月9日対マルク 2.176、TWI〈貿易加重実効為替レート〉82.7）をつけた後、やや回復している。5月4日の地方選挙における与党の大敗、年初来の貿易収支の悪化といった材料もポンド相場にはそれほど影響を与えていないようである。



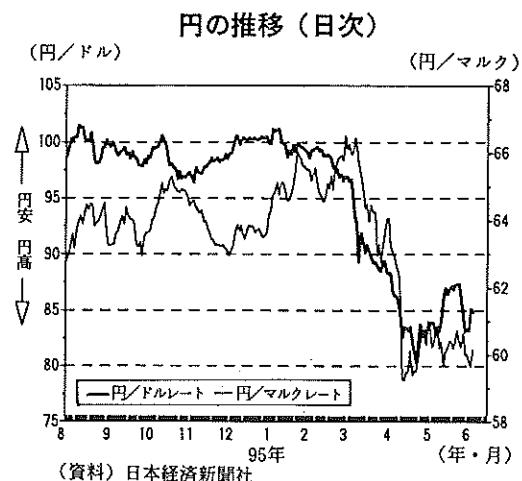
年初来のポンド相場の推移は、イギリスの国内事情よりは、歴史的にポンドとの連動性が高いドルの影響を受けたものと考えられる。

## 4. 為替～米景気の下振れによる円高リスクに注視

3月初旬から加速したドル安・円高は、79.75円の最高値（4/19）を更新後、小康状態にあったが、5月25日以降、米景気鈍化と金融緩和観測から、再びドル全面安が進行した。ただし、5月31日に日米欧の中央銀行による協調介入が行われ、足もと80円台半ばでの推移となっている。

### (1) 今後の見通し～足もと円高リスクの高い展開

今後については、①円高進展の基本的要因である日米対外不均衡は下期に縮小方向、②購買力平価との関係などからみて最近の円高は行き過ぎ、③5月31日の日米欧の協調介入により、急激なドル安に対する国際協調体制が確認された（4/25のG7合意「反転させることが望ましい」）—などから徐々に円高圧力は軽減されよう。ただし、米経済はソフトランディングする見通しであるが、当面、市場でリセッション懸念が材料視され、円高・ドル安が進展するリスクがある。

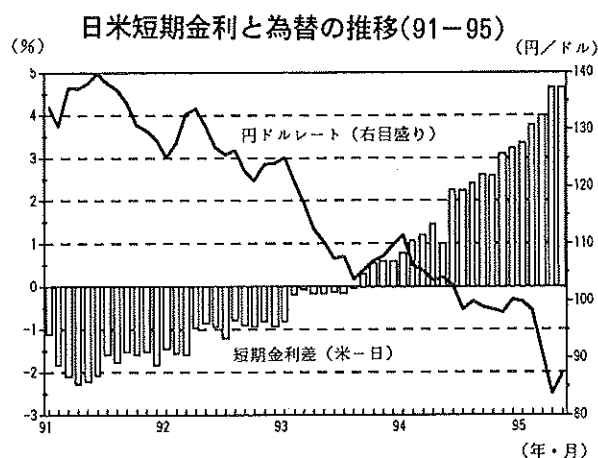
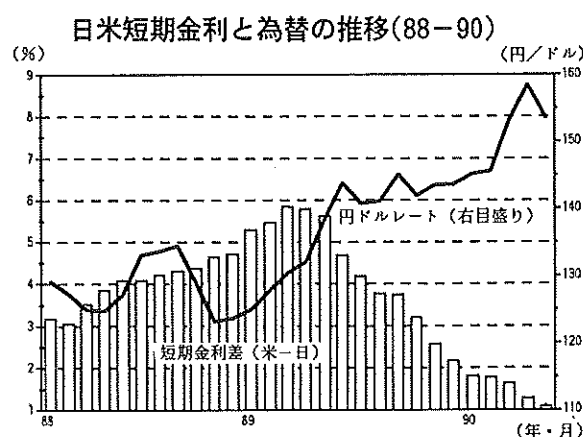


## (2) 米景気鈍化の影響～対外不均衡 VS 金利格差

米景気鈍化は、米対外赤字の縮小(ドル高要因)、米金利低下(ドル安要因)の二つの点で為替に影響しうが、趨勢的には次の点から円安・ドル高要因になるとみられる。ただし、短期的には、(1)に記したとおり、円高・ドル安方向のリスク要因として、注視する必要がある。

①今回の円高局面(91年～)では、日米の対外不均衡拡大及び米インフレ懸念が原因であり、日米金利格差(米金利－日本金利)の拡大(→円安・ドル高要因)の影響は極めて低かった。

②前回の円安反発局面(89年)でも、日米金利格差は縮小傾向(→円高・ドル安要因)にあったものの、日米対外不均衡の縮小、日本の株安などの円安要因が上回った。



(注)米短期金利はTB3カ月物、日本の短期金利は担保コール翌日物  
(資料)日本銀行「経済統計月報」、FRB「FEDERAL RESERVE BULLETINE」

## II. 日本経済

### 1. 経済動向～景気は「足踏み状態」

#### (1) 国内経済の概況

##### 1) 景気の現状

景気は財政・金融政策の効果、ストック調整進展、物価鎮静、海外景気改善などから、93年10月に底入れし、回復傾向が続いていた。しかし、バランスシート問題などバブル崩壊の後遺症が残っている上、企業のリストラは道半ばであるなど、回復力は弱い状況にあった。現状では、急激な円高・ドル安による外需の減少などが加わり、「足踏み状態」となっている可能性が高い。

増加基調にあった鉱工業生産は4月は前月比マイナスに転じ、5、6月の予測も前月比マイナスとなっている。4-6月期の鉱工業生産は前期比ではほぼゼロ、実質GDP成長率もほぼゼロとみられ(基礎研超短期予測、5/25発表)、景気は足踏みの様相を示している。

名目消費支出(前年同月比、%)

|    | 全国   | 被災地域  | 被災地域を除く全国 |
|----|------|-------|-----------|
| 1月 | ▲3.8 | ▲25.3 | ▲2.0      |
| 2月 | ▲2.7 | ▲9.0  | ▲2.2      |
| 3月 | ▲1.2 | +5.1  | ▲1.6      |

(注)被災地域とは、神戸市・西宮市・伊丹市・大阪市・箕面市  
(資料)総務庁「家計調査報告」

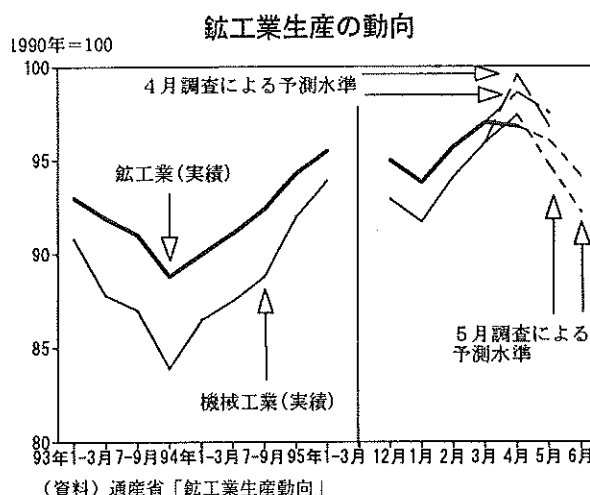
家計の消費(「家計調査」名目ベース、前年同月比)は、1月▲3.8%、2月▲2.7%、3月▲1.2%となり、一見持ち直しているように見えるが、「阪神大地震の被災地域で1・2月に消費が激減した後、3月に住居の修繕関係中心に支出が増えたこと」が原因である。被災地域を除いた地域では趨勢にほとんど変化がなく、消費全体としては低迷が続いている。

消費者物価が安定していることもあって、春闘賃上げ率は史上最低の2.8%にとどまった。4月には一時は改善していた有効求人倍率が0.65と低下し、失業率は3.2%と史上最高水準に悪化、雇用者数も前年同月比▲0.5%減少となるなど雇用情勢は悪化した。雇用者所得の伸びの低迷、慎重な消費者態度が続く可能性が大きく、消費を押し上げる力は弱いとみられる。

## 2) 円高と今後の見通し

93年10月に景気底入れした後、鉱工業生産は極めて緩慢ながらも増加基調を維持してきたが、足踏みの兆しを見せている。5月27日発表の4月の実績は前月比▲0.2%と4月時点での予測を大きく下回った。5月生産の予測水準が4月時点に比べ大幅下方修正され、6月も前月比マイナスの予測、業種別には「機械工業」のマイナス幅が

大きく、円高や米国景気の減速などが影を落としているとみられる。



直近の基礎研超短期予測(5/25発表)によれば、「95年4-6月期の実質GDPは、円高による外需押し下げ効果でゼロ成長」となり、「足踏み状態」になっているとみられる。対日制裁措置

## ○最近の経済指標

(#は前年同期比、%)

|                   | 93年<br>10-12                 | 94年<br>1-3  | 4-6        | 7-9        | 10-12       | 95年<br>1-3 | 94年<br>12月 | 95年<br>1月 | 2月    | 3月     | 4月     |
|-------------------|------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-----------|-------|--------|--------|
| 実質GDP成長率          | 前期比<br>▲0.8<br>前年同期比<br>▲0.3 | 0.8<br>▲0.3 | 0.2<br>0.5 | 0.9<br>1.0 | ▲0.9<br>1.0 |            |            |           |       |        |        |
| 鉱工業生産<br>(予測指数)   |                              |             |            |            |             |            |            |           |       | (▲0.8) | (▲2.0) |
| 前期(月)比            | ▲2.4                         | 1.4         | 1.2        | 1.4        | 2.1         | 1.3        | 0.1        | ▲1.3      | 2.0   | 1.4    | ▲0.2   |
| 前年同期(月)比          | ▲4.9                         | ▲2.9        | ▲1.1       | 1.8        | 6.0         | 6.1        | 6.8        | 4.8       | 7.3   | 5.9    | 6.7    |
| 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  | ▲0.6   |        |
| 大型小売店販売額[店舗調査]    | ▲5.0                         | ▲2.7        | ▲3.2       | ▲0.8       | ▲1.5        | ▲2.2       | ▲2.0       | ▲2.8      | ▲1.4  | ▲2.1   | ▲1.7   |
| 新車販売[登録車]台数*      | ▲7.8                         | ▲4.2        | ▲1.5       | 6.1        | 4.5         | 9.7        | 4.9        | 5.5       | 12.9  | 9.4    | 1.0    |
| 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      | 153.3      | 155.8     | 157.3 | 145.2  | 145.3  |
| 機械受注額[船舶・電力除く民需]* | ▲8.7                         | ▲2.4        | 2.4        | 2.8        | 10.1        | 2.2        | 8.8        | 1.8       | 6.7   | 0.1    |        |
| 建設工事受注[民間計]*      | ▲20.2                        | ▲20.9       | ▲9.9       | 9.0        | 8.1         | ▲4.8       | 5.3        | ▲23.5     | ▲11.2 | 7.0    | 13.2   |
| 公共工事請負額*          | ▲0.8                         | 10.3        | ▲6.1       | ▲3.8       | ▲2.8        | ▲23.3      | ▲2.8       | ▲7.8      | ▲12.7 | ▲35.3  | ▲0.6   |
| 通関輸出 数量指数*        | ▲4.8                         | ▲2.9        | 0.7        | 2.4        | 6.8         | 4.9        | 6.3        | ▲6.3      | 11.0  | 8.2    | 6.4    |
| 通関輸入 数量指数*        | 5.2                          | 8.7         | 13.1       | 13.9       | 18.6        | 15.2       | 16.5       | 12.2      | 17.0  | 16.4   | 18.0   |
| 通関黒字[季調済、年率、億ドル]  | 1,206                        | 1,235       | 1,253      | 1,152      | 1,187       | 1,091      | 1,250      | 900       | 1,255 | 1,120  | 1,331  |
| 内、対米黒字            | 526                          | 526         | 567        | 551        | 546         | 558        | 541        | 525       | 565   | 585    | 564    |
| 内、対EC黒字           | 226                          | 223         | 215        | 223        | 227         | 184        | 241        | 120       | 182   | 251    | 215    |
| 内、対東南アジア黒字        | 579                          | 657         | 683        | 712        | 765         | 820        | 801        | 662       | 920   | 878    | 948    |
| 為替レート[円/ドル]       | 108.1                        | 107.6       | 103.4      | 99.1       | 98.8        | 96.3       | 100.1      | 99.8      | 98.2  | 90.8   | 83.7   |
| 有効求人倍率[季調済 倍]     | 0.67                         | 0.65        | 0.63       | 0.64       | 0.65        | 0.66       | 0.65       | 0.66      | 0.66  | 0.66   | 0.65   |
| 雇用者数*             | 1.0                          | 0.9         | 1.3        | 0.3        | 0.2         | 0.6        | 0.3        | 0.6       | 0.5   | 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        | 0.3       | 0.2   | 0.1    | ▲0.1   |
| 総合卸売物価指数*         | ▲3.2                         | ▲3.1        | ▲2.3       | ▲1.5       | ▲1.2        | ▲0.9       | ▲1.1       | ▲1.1      | ▲0.6  | ▲1.1   | ▲1.5   |

(注) 鉱工業生産の( )内は順に95年5月、6月の予測指数。

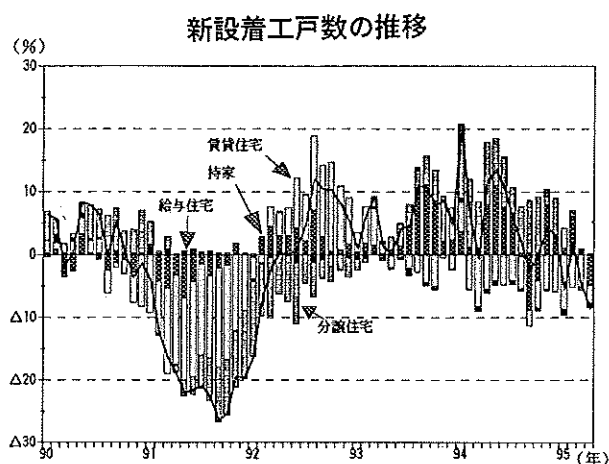
(資料) 総務庁「家計調査報告」、通産省「鉱工業生産動向」等、各種統計

(日本製高級車に対する 100%輸入関税)で5月下旬からの輸出(年率 59 億ドル)が止まれば、輸出への直接効果だけでも 4-6 月期と 7-9 月期の GDP 成長率を▲0.3%(年率換算)程度押し下げるとみられる。

円高の持続により輸入の大幅な増加の持続、輸出抑制、設備投資減少のリスクが高まっており、現在の為替水準が続けば、景気は腰折れし再び後退に向かう公算が高い。

## (2) ピークアウトする住宅投資

住宅投資は、①金利の低下、②バブル崩壊後の地価下落等による住宅価格の低下、③政府の経済対策による住宅金融公庫貸出枠の追加等を背景に、93 年 7-9 月期以来、高い伸びを示し、今回の景気回復を下支えしてきた。しかしここへきて新設住宅着工戸数の伸びが鈍化し、ピークアウトの様相を示している。



(注) 折れ線は、合計、前年同月比伸び率。

内訳は、合計の伸び率への寄与度。

(資料) 建設省「建設統計月報」

3 月、4 月の住宅着工戸数の急低下には住宅金融公庫新規申込の受付時期のブランク(12 月半ば～3 月初め)の影響も含まれ、95 年度の募集による着工が本格化すると持家を中心に若干改善する可能性はある。しかし全体としては、低金利や震

災復興需要といったプラス要因よりも、住宅金融公庫の貸出条件の変更やマンションの過剰感、貸家の供給過剰等のマイナス要因が勝り、住宅投資のピークアウトが明確化しよう。

## 1) 懸念される住宅金融公庫貸出条件変更の影響

住宅金融公庫は、92 年以来、政府の経済対策の一環として金額、件数の両面で貸出枠を拡大し、住宅ブームを牽引して来た。しかし、①利用者が返済難に陥るケースの増加、②資金運用部を源資とする資金面での制約等によって、①融資限度額の引き下げ、②貸出予定戸数の伸び悩み、③貸出実行時期の遅れ等、拡大にブレーキをかける要因が出てきている。

住宅金融公庫融資の利用は民間住宅ローンと組み合わせるのが一般的で、公庫融資限度額の引き下げも民間のローンでかなりカバーされよう。また、公庫融資実行の遅れも民間によるつなぎ融資でのカバーが可能であり影響は限定的である。貸出予定戸数も、今後追加される可能性は大きいものの、個人の住宅購入には公庫融資を前提とする傾向が強い現状のもとでは、これらの住宅金融公庫貸出条件の変更は住宅投資の環境悪化要因となる。

### <住宅金融公庫の貸出条件の変更>

○94/9/26～(94年度第2回受付から)

融資額(各種加算額を含む)は、住宅の建設費等の 80%が限度に。

○95年度～

融資限度額引き下げ。

|                            | 1戸あたり床面積     | 95年度    | 94年度    |
|----------------------------|--------------|---------|---------|
| 個人建設住宅<br>(一般貸付け)<br>木造の場合 | 125㎡超 175㎡以下 | 1,860万円 | 1,960万円 |
|                            | 100㎡超 125㎡以下 | 1,250万円 | 1,500万円 |
| 優良分譲住宅<br>(共同住宅)           | 75㎡超 80㎡以下   | 3,700万円 | 3,800万円 |
|                            | 70㎡超 75㎡以下   | 2,840万円 | 2,940万円 |

(注) 1次取得者、東京都の大部分・横浜市・川崎市のケース。

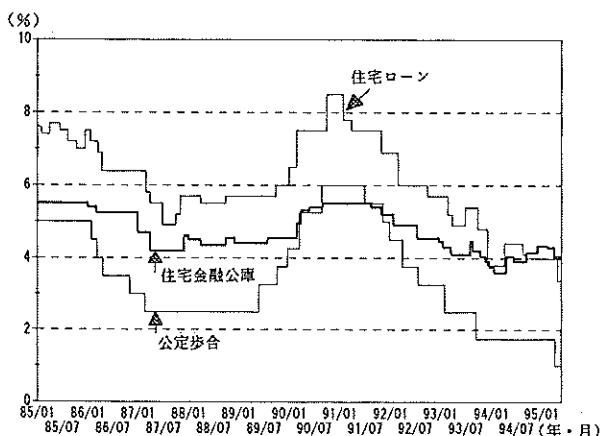
(資料) 住宅金融公庫「住宅金融月報」他

## 2) 金利面では好環境が続く

住宅金融公庫金利は、93 年末～94 年初にかけて史上最低の 3.6% を記録した後若干上昇したが、95 年に入り市場金利の低下を受けて再び低下し、近日中には再び 3.6% に引き下げられる見込みである。

民間の住宅ローン金利も同様の動きを示してきた他、スワップを利用した銀行の固定金利型ローンの開発等によって利用者の負担軽減が進んでいる。金利面では引き続き住宅投資の好環境が続く。

住宅ローンおよび住宅金融公庫金利の推移



(注) 住宅ローンは都銀変動金利型 (94/8 以降は短期プライムレート連動型)、住宅金融公庫は基準金利の金利  
(資料) 住宅金融公庫「住宅金融月報」他

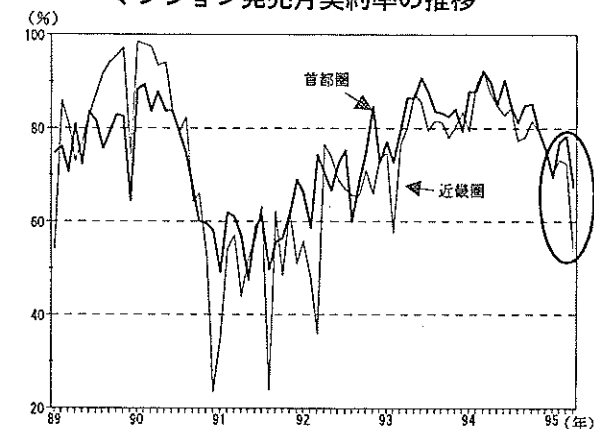
## 3) マンションは過剰感・震災の心理的影響からマイナスに

マンションは、94 年後半から供給過剰気味となり契約率が低下しはじめたが、震災によって喚起された集合住宅所有への不安心理等から、4 月は契約率が急低下した。マンションの契約率は 2 ～ 3 月にかけて住宅金融公庫の貸出条件改定前の駆け込み需要から一時的に回復したが、今後も① 昨年着工された物件の大量供給が続く、② 不安心理は容易には払拭され得ないことから大幅な回復は期待薄で、在庫過剰感から着工戸数も減少し

よう。

賃貸住宅は、生産緑地法の改正に伴って農地の転用が進んだ 92 年に大幅に増加した。その結果、首都圏を中心に供給過剰となり、93 年初から着工戸数がマイナスに転じた。現在も依然、需給関係は緩んでおり、改善は困難である。

マンション発売月契約率の推移



(注) 不動産経済研究所調べ、ただし 89/12 までは日本高層住宅協会調べ  
(資料) 住宅金融公庫「住宅金融月報」他

阪神大震災による住宅の復興需要は、潜在的には大きいものの、がれき処理の遅れ、住宅メーカー・工務店の供給能力、個人の資金調達能力、マンション住民の合意形成の問題等があり、実現には困難が伴う。金利の低下はあるものの、住宅投資のピークアウトが明確化しよう。

## (3) 円高の進行と輸出関連企業の対応

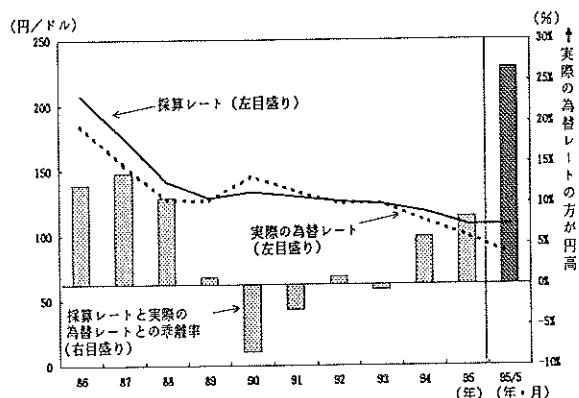
円高の進行は、好調な輸出に支えられた生産の増加・収益回復とこれを背景とした設備投資回復を牽引してきた輸出関連製造業の行動に水を差しかねない。以下では企業が、今般の円高に対してどのような行動をとろうとしているのか分析した。

### 1) 円高により輸出関連企業の多くで採算悪化

輸出企業の採算レートは、企業のコスト削減努力などによって実際の為替レート動向に対応して

切り上がってきており、95年2月時点では108.1円となっている（「平成7年企業行動に関するアンケート調査報告書」、経済企画庁、5/24発表、以下「企業行動アンケート」）。しかし、足元の水準をみると、採算レートと実際の為替レートとの乖離率は25%と極めて大きなものとなっており、輸出企業の収益悪化・数量減少が懸念される。加えて、輸出企業は、採算レートを調整するために部品等の海外調達を増加させており、国内生産へのマイナスの影響が出てこよう。

#### 製造業の採算レートと実際の為替レートの推移



(注) ①採算レートの調査時点は各年の1月1日、但し86年及び95年は2月1日。  
 ②実際の為替レートは、調査月月平均値。  
 ③採算レートと実際の為替レートとの乖離率＝(採算レート－実際のレート)／実際のレート×100。  
 採算レートと実際の為替レートとの乖離（棒グラフ）は、上方向が実際の為替の方が円高となる。なお、95年は95/5月月平均との乖離率を上乗せした。  
 (資料) 経済企画庁「平成7年企業行動に関するアンケート調査報告書」、日本銀行「経済統計月報」

「企業行動アンケート」によると、パルプ・紙(70.6%)、電気ガス(41.7%)など、円高メリットを享受している業種もみられるものの、大半の企業(57.8%)で円高により企業収益はマイナスの影響を受けたとしている。輸出関連の製造業でその割合は大きく、電気機器(85.5%)、輸送用機器(85.7%)など90%近い企業でマイナスの影響があったとしている。

## 2) 円高に対する輸出関連企業の対応

「企業行動アンケート」によれば、これまでの円高対策は、①原材料・部品の輸入（円高メリットの享受）、②円高に見合う分の輸出価格を上昇させる（価格転嫁）ほか、輸出契約の円建てへの変更要請、③設備投資の縮小・雇用の削減—などの国内拠点で可能なコスト削減を中心に対応してきた。しかし、今後については、従前と比較して、生産拠点を海外に移しそこから輸出入を行うとする企業が増加している。製造業全体で、今後、生産拠点を海外に移転させると回答した企業は33.7%であり、特に輸出関連業種では45.7%と他と比しこの割合が高くなっている。

### ①輸出契約の円建化は進まず

円高による企業収益への影響を緩和するために円建化による輸出を促進すれば良いとの指摘がある。輸出の円建化は92年には40.1%まで上昇したが、その後は頭打ちとなり95年3月調査では4ポイント急減し、35.7%となっている。輸出価格の円建化は、輸出相手国の支払負担の増加や為替変動リスクの増大を意味するため、企業としても円高に伴う競争力低下によって海外の取引先に対して円建化を強く要望できないことが、背景にあると考えられる。逆に、輸入の円建化が進みおり、円高メリットの出にくい形となっている恐れがある。

### 貿易の円建比率の推移

|    | 86年  | 87年  | 88年  | 89年  | 90年  | 91年  | 92年  | 93年  | 94年  | 95年  |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 輸出 | 36.5 | 33.4 | 34.3 | 34.7 | 37.5 | 39.4 | 40.1 | 39.9 | 39.7 | 35.7 |
| 輸入 | 9.7  | 10.6 | 13.3 | 14.1 | 14.5 | 15.6 | 17.0 | 20.9 | 19.2 | 24.4 |

(注) ①輸出入とも92～94年は9月時点、95年は3月時点、その他は暦年ベース。

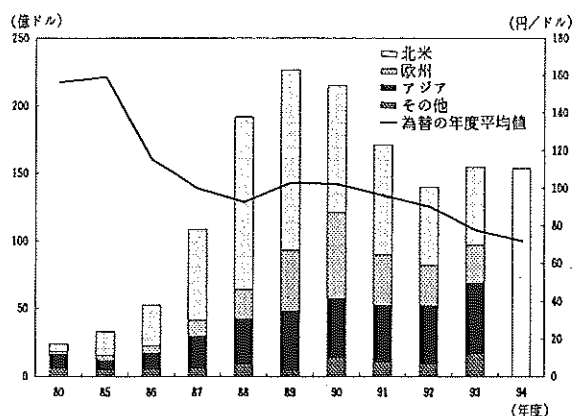
②輸入の86年については、年度ベース。

(資料) 70～80年は「輸出信用状」、85～91年は「輸出確認統計」、92・93年は「輸出報告書通貨建動向」、94年以降は「輸出決済通貨建動向調査」。

## ②コスト削減を目指しアジア向け投資が拡大

海外への拠点移転の動きを「対外直接投資届出実績」（大蔵省）で確認すると、日本の製造業の直接投資は、80年代後半に急拡大し、89年度の投資額は85年度の約7倍（85年度24億ドル→89年度163億ドル）となった。

製造業・地域別対外直接投資届出実績



（注）94年度の対外直接投資届出実績は、94年度上期実績を2倍した。  
（資料）大蔵省「対外直接投資届出実績」、日本銀行「経済統計月報」

80年代後半の直接投資急増は、プラザ合意による急速な円高に対応した海外生産へのシフトに加え、電機機器、輸送機器などを中心とした北米・欧州への貿易摩擦回避型の直接投資が増加したことによるものである。その後、北米向け投資の減少から89年度をピークに直接投資は減少傾向にあった。

製造業の直接投資は90年度以降、北米向けシェアが低下する一方で、アジア向けシェアが上昇し、円高の進行によりアジア向けを中心に再び増加する動きとなっている。94年度はアジア向け直接投資（非製造業を含む全産業ベース）は前年度47%増（世界全体で14.2%増）となっており、製造業もアジアへの直接投資が増加しているとみられる。

「企業行動アンケート」でも、今後3年間の海外直接投資の相手先も、アジアNIES、ASEAN、中国の増加が目立っている。

## 海外現地生産を行う理由

（単位：%）

|         | 海外市場での需要 | 日本に比べて低コスト |         |        |        | 貿易摩擦の回避 |
|---------|----------|------------|---------|--------|--------|---------|
|         |          | 円高への対応     | 原材料等が安い | 人件費が安い | 土地代が安い |         |
| 北米      | 81.3     | 46.9       | 7.3     | 3.1    | 4.2    | 18.8    |
| 欧州      | 86.4     | 40.0       | 3.2     | 4.0    | 2.4    | 16.0    |
| アジアNIES | 58.4     | 43.4       | 24.9    | 50.9   | 2.3    | 1.2     |
| アセアン    | 59.1     | 48.4       | 17.8    | 72.4   | 8.4    | 1.3     |
| 中国      | 64.6     | 37.5       | 17.9    | 75.0   | 5.8    | ---     |

（注）複数回答。

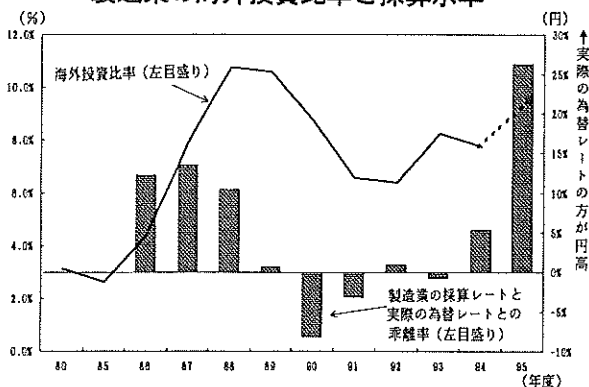
（資料）経済企画庁「平成7年企業行動に関するアンケート調査報告書」

アジア向け直接投資は、欧米向けに比べて低廉な労働コストの確保や原材料・部品コストの低減など、生産コストの低下を主目的とする企業が多い。これが最近のアジア向けの直接投資増加の背景となっているとみられる。

## ③円高による海外投資で、国内投資が抑制される懸念も

海外への投資動向について国内投資との比率でみると、92年度以降海外投資比率は増加傾向にある。製造業の内外への設備投資行動と採算レートとの関係でみると、多少のラグはあるものの、

製造業の海外投資比率と採算水準



（注）①採算レートと実際の為替レートとの乖離（棒グラフ）は、上方向が実際の為替レートの方が円高となる。なお、95年度の実際の為替レートは、95/5月中平均。

②海外投資比率＝海外投資額／（国内投資額＋海外投資額）。国内投資額は「民間企業資本ストック新設投資額（進捗ベース）」、海外投資は「対外直接投資届出実績」をOECD調査の購買力平価で円ベースに換算した。従って、海外投資には資本の投資などのファイナンス関連を含んでおり、また、現地の再投資は含まれていないため、幅をもつてみる必要がある。

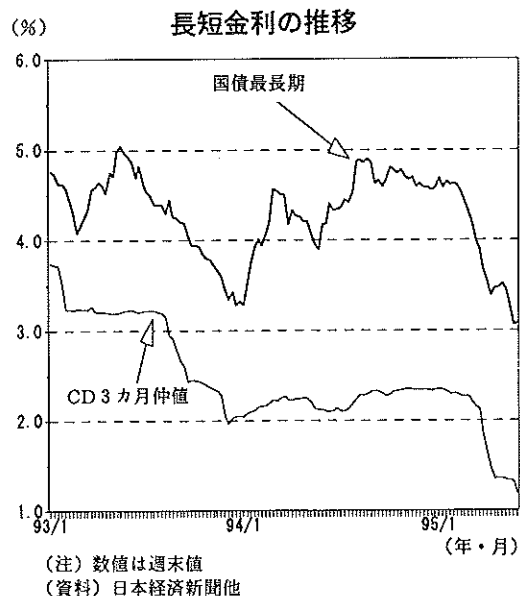
（資料）経済企画庁「四半期別民間企業資本ストック速報」、大蔵省「対外直接投資届出実績」、経済企画庁「平成7年企業行動に関するアンケート調査報告書」、日本銀行「経済統計月報」

実際の為替レートが採算レートに比し円高となると、海外投資にシフトする様子が窺える。93年以降、再び円高方向へ乖離が広がりつつあり、足元でその乖離率は80年代後半以降最大となっている。製造業の海外投資は今後とも増加が見込まれ、国内投資への影響が懸念される。

## 2. 金融～国債を抱えた日本経済

### 1) 景気悪化懸念から長期金利は大幅低下

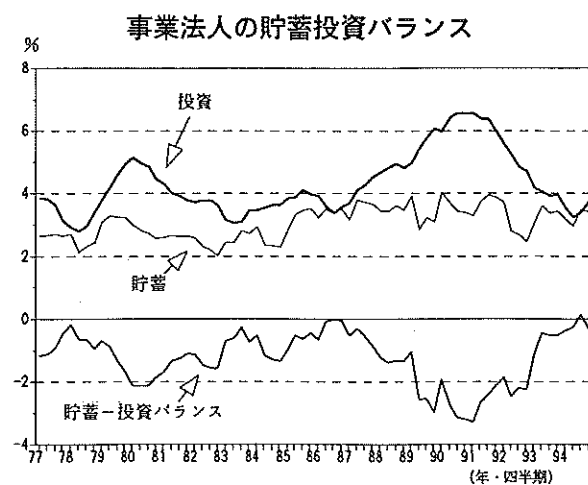
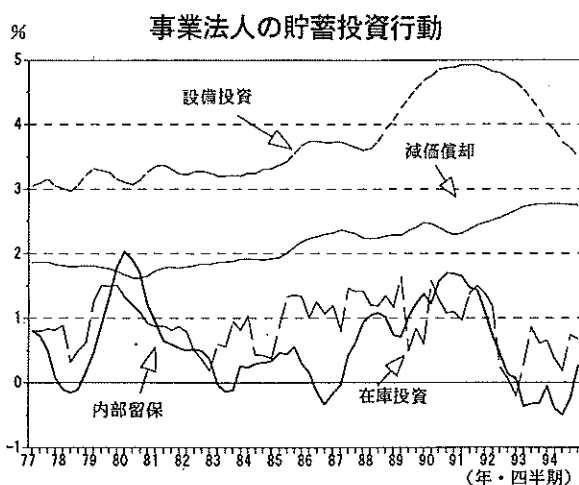
円高・株安に加え、金融機関決算や鉱工業生産指数の発表などで景気の先行き悪化懸念が強まったことから、長期国債の金利は直近で3%割れと、94年1月以来の低水準となっている。5月19日に震災復興、防災、円高対策を目的とした95年度補正予算が成立し、歳出総額2兆7261億円の増額とともに、国債発行2兆8260億円（建設2兆2622億円、赤字5638億円）の増額が決まったが、長期金利への影響では景気悪化懸念が上回った形となっている。



当面、7～9月期までは、円高の実体経済への悪影響が経済指標面に出てくると予想され、織り込み済みの面もあるものの長期金利は弱含み横這い圏で動こう。短期金利も低位安定が続こう。

### 2) 企業の資金需要は依然、低迷

こうした直近の金利低下は景気の先行き悪化懸念によるものであるが、趨勢的に低めの金利が続いていることの背景には景気回復力の弱さ・企業部門の資金需要の弱さがある。91年頃は高水準の設備投資がなされ、企業部門の資金不足（＝投



資超過＝「投資－貯蓄」は大幅であった。しかし、設備投資はその後の景気後退下で大きく減少し、93年10月を底とした回復過程でも、低水準にとどまっている。他方で、リストラの部分的な進展などから貯蓄（内部資金）は足もとでやや増加していることから、資金不足幅が著しく縮小し、資金需要は極めて弱い状況となっている。

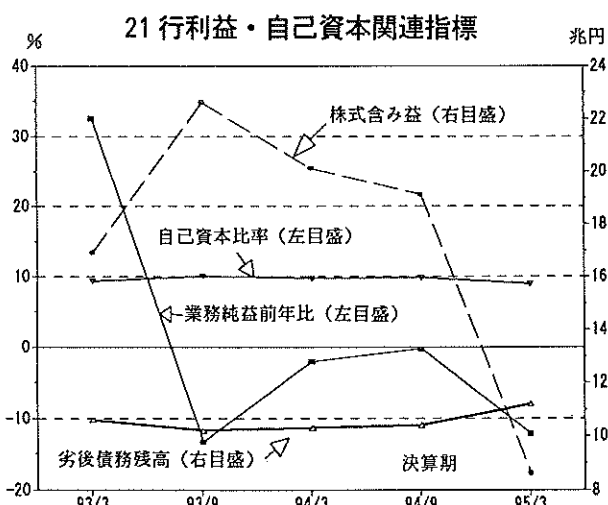
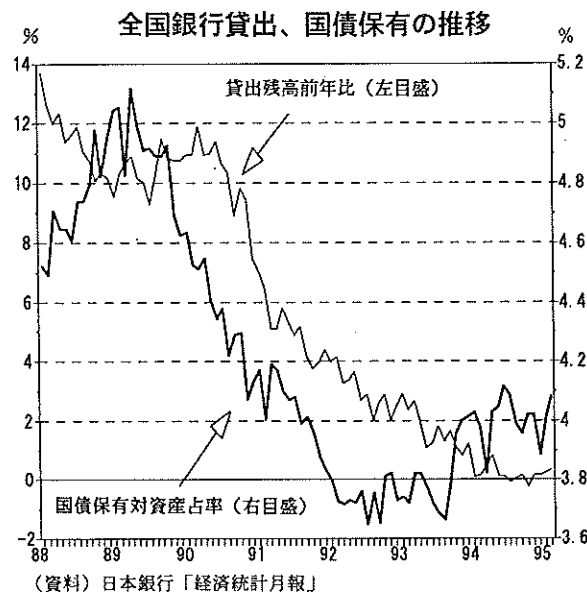
景気の弱さ・民間部門の資金需要の弱さ、大量の国債発行、銀行部門の不良債権問題等を背景に、金融機関の資産サイドでは「貸出低迷、国債保有の増加」傾向が続いている。全国銀行（都長銀、

信託、地銀、第二地銀）の貸出残高の前年比の伸びも94年年初頃より、ほぼゼロが続いており、他方で、国債保有の伸びは94暦年の月末平均値の伸びで前年比4.7%と高く、全国銀行の資産残高に占める国債の割合も92年7月の3.6%から直近の95年2月では4.1%となっている。

### 3) 金融機関の決算は厳しい状況、不良債権問題の中、増える国債保有

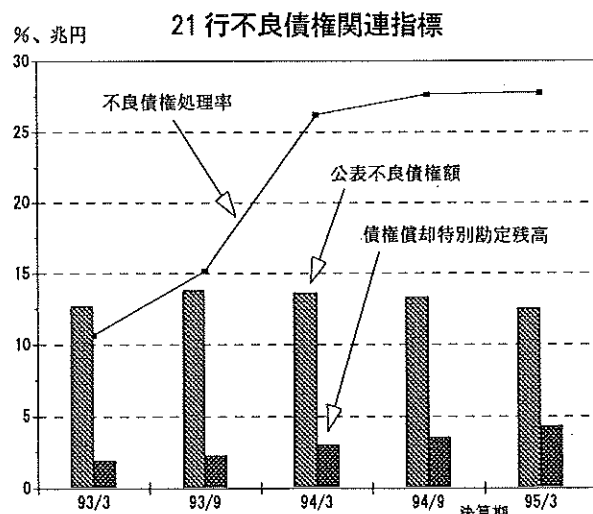
都銀、長信銀、信託銀21行の95年3月期決算が5月下旬に発表されたが、業務純益は4期連続の減益、株価下落・不良債権処理の中での株式含み益の大幅減少、また、不良債権処理自体の遅れが目立つ結果となった。

株価低迷とともにBISの自己資本規制の補完的自己資本に入る有価証券の含み益も株式の含み益を中心に減少している。各行は劣後債務を取り入れ自己資本比率を維持しているが、自己資本比率の分母であるリスクアセットの抑制も視野に入ろう。この面からも銀行の国債（リスクウェイトがゼロ）保有の誘因は増そう。



(注) 自己資本比率は中間決算は単純平均、株の含み益は上場、非上場含み、本決算は加重平均。劣後債務は残高。不良債権はディスクロースベース（経営破綻先、6ヵ月以上延滞債権の合計、信託勘定含み）。不良債権処理率とは債権償却特別勘定への純繰入額と共同債権買取り機構は売却損（支援分含み）の合計を公表不良債権額で除したものの。尚、95/3は他にSPC（特別目的会社）への貸付債権を出資したことによる損失0.06兆円がある。

(資料) 決算短信他



<6月5日現在>