

【Ⅱ】
特 集

景気腰折れの恐れ強く、0.5%成長へ —1995年度改定経済見通し—

経済調査部

<要 旨>

以下は、「1995年度改定経済見通し」(4/7:以下、前回、ないし前回予測)を見直したものである。実質 GDP 成長率は、米、独、英の海外3カ国はわずかに下方修正し、日本経済はやや大幅な引き下げを行った。日本経済は景気が腰折れし、低迷状況となる恐れが強い。スパイラル的悪化を回避するため、追加対策が不可欠である。なお、本予測より、アジアの主要5カ国の予測を開始した。

I. 海外環境

～米国は依然軟着陸が可能な情勢、ドイツはマルク高の影響で景気鈍化へ
英国は最終利上げ局面へ、アジアは高成長ながらやや鈍化の方向

(1) 米国の景気拡大テンポは金融引き締めによる住宅投資や自動車購入の減少等から95年1-3月期に潜在成長率(実質GDP、2.5~2.8%程度)並の2.7%に鈍化し、4-6月期にはさらに1%程度に減速したとみられる。生産減少に雇用減少も加わり、リセッションの恐れもあるが、①生産減少の主因は「ミニ在庫調整」、②民間設備投資が情報化関連中心に基調が強い、③ドル安効果等で外需も堅調—などから、依然、軟着陸の公算が高い。95年下期の実質成長率は2%程度で推移し、通年では94年4.1%が95年3.0%(前回3.1%)となろう。インフレ率は若干騰勢が高まっているが、景気減速、稼働率ピーク・アウト、失業率ボトム・アウトの中、95年4-6月期が前期比のピークとなろう。対外赤字はドル安と景気減速下で、やや縮小方向を示そう。景気、物価からみて、7-9月期、ないし10-12月期に第一次利下げ、96年には追加利下げがなされよう。予算が赤字削減方向で決まれば金融緩和は強まろう。

(2) 欧州では、ドイツ(旧西)の実質GDP成長率は94年に純輸出・建設投資の拡大、在庫積み増しから2.4%とプラスに転じた。しかし、急激なマルク高で足も

との景況感は低下しており、今後下期以降、成長率は鈍化しよう。95年通年では純輸出の成長寄与は低下するが、①設備投資が増加局面、②高率賃上げとマルク高によるインフレ率鈍化を背景に個人消費が堅調—などから、2.4%（前回2.6%）となろう。生計費上昇率は、川上からの上昇圧力が懸念されたが、マルク高で下期上昇率が上期をわずかに上回る程度であろう。公定歩合は現行4.0%で据え置きとみられるが、当面、下げの可能性を残す展開となろう。

イギリスは94年に3.8%（実質GDP成長率）と高成長となったが、予防的利上げ・増税による消費鈍化から95年1-3月期には前期比年率2.6%に低下した。今後も、固定投資の伸びは高水準ながら、海外景気鈍化等を映じた輸出の増勢テンポ低下などから2%強の成長ペースに下がろう。94年の消費・外需中心が95年は固定投資中心に変化しよう。95年通年では2.8%成長（前回3.1%）となろう。小売物価上昇率は、川上部門からのコスト上昇が出尽くしておらず、ジリ高傾向が予想されるが、95年10-12月期には前年同期比でピーク・アウトしよう。金融政策面では、景気、インフレ率からみて、7-9月期に追加利上げ（ベース・レート：6.75%→7.25%）がなされ、その後、据え置かれよう。イギリス経済も、年末頃には「軟着陸」の状況になろう。なお、総選挙のタイムリミット（97年5月）を視野に入れた11月発表の来年度予算の姿（減税等、予算の内容）には注視を要する。

- (3) アジアは域内相互依存度が高まる中、世界の成長センターとして、高成長を続けているが、95年は米国景気鈍化、中国の引き締め実施などから、実質成長率はやや鈍化しよう。95年の実質GDP成長率は中国9.5%（94年11.8%：以下、同じ）、韓国7.5%（8.4%）、台湾6.7%（6.5%）、香港5.5%（5.5%）、シンガポール8.0%（10.1%）となろう。
- (4) 為替は高水準の日本の経常黒字・米国の経常赤字を背景に91年初頃より円高・ドル安傾向にある。95年4月には80円割れ（4/19、79.75円）となったが、その後、おおむね80円台半ば近辺で推移している。今後は、①日米とも対外不均衡は緩やかながら縮小方向、②ドル安牽制を目指す国際協調体制（4/25のワシントンG7：「（ドル安を）秩序ある形で反転させることが望ましい」、5/31の日米欧協調介入等）、③円高のオーバーシュート感（輸出採算レートや相対的購買力平価との関係等）—から80円台後半へとわずかに戻り、95年度平均87円（前回95円）とみた。円安・ドル高方向への戻りは、日米両国の対外不均衡の規模自体が依然大幅であり、米国の段階的利下げも予想される等から、「ドル安・円高進展リスクが残る中での小幅なもの」にとどまろう。

II. 日本経済

～95年度は0.5%成長と4年連続ほぼゼロ成長に

景気は腰折れし低迷の恐れが強い、スパイラル的悪化回避に不可欠な追加対策

(1) 前回予測では、「景気はかろうじて回復傾向を維持し、実質GDP成長率は94年度0.7%、95年度1.4%の見通し」、「ただし、為替レートが直近水準である80円台後半程度、ないしそれ以上の円高で推移するような場合には95年度中に景気後退となる可能性が高まる」とみていた。その後の状況は前回予測よりも悪い。為替は80円台半ば近辺の円高水準、株式相場も軟調である。また、鉱工業生産、GDP統計(95年1-3月期)、日銀短観(95年5月調査)などを総合すると、93年10月を底に回復過程にあった景気が、直近の95年4-6月期には足踏み状況になっているとみられる。

(2) もともと、基調的に、景気回復力が弱い状況にある背景は以下のとおり。

①実体経済面

1)バブル景気・バブル崩壊の後遺症

要因は、

- ・バブル経済・バブル崩壊の後遺症としての企業部門、家計部門でのバランスシート問題
- ～「自己資本比率低下、負債比率上昇」の是正を目指した支出・投資の抑制
- ・バブル経済下での企業部門の効率悪化(資産効率、利益率等の低下)の問題

～通常の設定ストック調整、遊休不動産や過剰雇用

2)持続的な円高傾向による景気下押し圧力

- ・輸出抑制、輸入促進、企業業績・設備投資への下押し

3)価格破壊等の中での、物価下落の景気下押し圧力

- ・バランスシート問題の深刻化、実質金利高、企業マージン率の低下など

②金融面

バブル景気、バブル崩壊の後遺症としての金融機関の不良債権問題など

- ・貸出への抑制圧力・制約要因など

(3) ここにきて、景気が足踏み状況に入っているのは、①急激な円高、米国景気の減速等の中での外需のマイナス寄与(輸出の頭打ち、輸入の高水準の伸びの持続)、②急激な円高・株安、阪神大震災、地下鉄サリン事件、景気・雇用情勢の悪化懸念などを背景とした消費者マインド慎重化による消費低迷によるものである。

(4) 今後の景気がどのような推移をたどるかは、判断が難しい。しかし、もともと回復力が弱い中、急激な円高等を背景に一層の景気下押し圧力が加わっているこ

とから、足踏み状況の景気は腰折れし、低迷に向かう恐れが強いとみられる。設備投資の大幅マイナスは考えがたいが、①円高・欧米景気等の鈍化などを背景とした外需減少、②住宅投資の反落傾向、③雇用環境の厳しさなどによる消費低調—などから、95年度の実質 GDP 成長率は0.5%（前回1.4%）となろう。92年度0.3%、93年度▲0.2%、94年度0.6%に次いでの0.5%であり、4年連続ではほぼゼロ成長と厳しい状況となろう。なお、95年度予測の前提として、①秋口に95年度予算の二次補正で公共投資2兆円追加、②公定歩合は1.0%で据え置き、③円／ドルレートは87円—を置いている。また、阪神大震災の実質 GDP 成長率への影響は、95年1－3月期は前期比▲0.1%の押し下げ、95年度は0.3%の押し上げとみた。

- (5) 物価面では趨勢的な円高、賃金上昇率の鈍化、景気低迷下での需給緩和、価格破壊の動き—などから、下落・鎮静傾向が続こう。卸売物価は▲1.3%と5年連続の下落となり、消費者物価は上昇率がゼロと86年度（0.0%）と並ぶ鎮静状況となろう。国際収支は、円高のJカーブ効果などから貿易黒字の縮小はわずかとみられるが、経常黒字は旅行赤字の増加等から93年度（1305億ドル、名目GDP比3.0%）をピークに、94年度1250億ドル（同2.7%）に続いて、95年度1170億ドル（同2.2%）と緩やかながら縮小傾向が続こう。
- (6) 金利は景気、物価、為替、資産価格の状況などからみて、短期金利の低め誘導、ないし、追加利下げの可能性があるとみられる。長期金利は景気腰折れの可能性が高い中、当面、弱含みで、今年度中は横這い圏にとどまろう。

日本経済は試練の時期にある。規制緩和を軸とした拡大均衡追求の観点を基本に、民間部門、公的部門ともにリストラを進め、構造改革をはかる必要がある。効率改善を目指したリストラ、円高状況への取り組みなどが求められ、このことはマクロ的な産業構造調整への対応でもある。また、当面の重要課題は景気のスパイラル的悪化の防止であり、公共投資基本計画の前倒しとしての公共投資追加や減税継続などの景気下支え策と不良債権問題への取り組み促進—が重要と考える。

目次

(要旨)

I. 海外経済

1. 米国経済～下振れリスクを抱えながらも、「軟着陸」に
2. ドイツ経済～マルク高下、景気・物価とも安定圏へ
3. イギリス経済～最終利上げ局面へ、年末頃には「軟着陸」
4. アジア経済～やや減速するものの、高成長が持続
5. 為替～ドル安・円高進展リスク残る中、円高一服へ

II. 日本経済～景気は腰折れし、低迷の恐れ

1. 景気の現状～足踏み状況
 - (1) もともと弱かった景気回復力
 - (2) 景気下押し圧力の増大(円急騰、株安他)
2. 95年度の見通し～0.5%成長
 - (1) 見通しの前提とポイント
 - (2) 項目別の動向
 - (3) 金融～金利は弱含み横這い圏
望まれる不良債権問題への取り組み促進

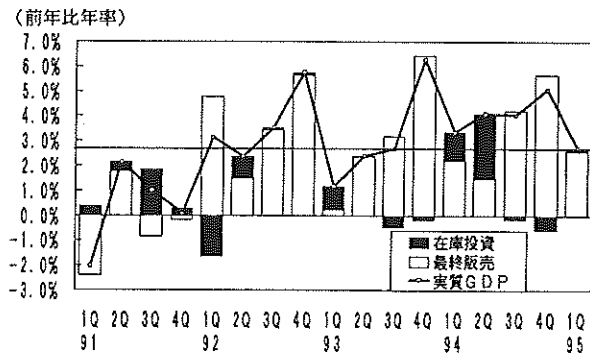
I. 海外経済

米国～下振れリスクを抱えながらも、「軟着陸」に

(1) 現状～景気減速が明確化

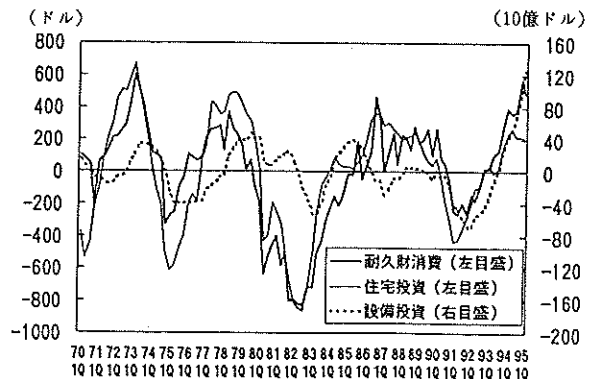
米国経済は、91年3月に景気の「谷」を付け、拡大局面に転じた後、4年以上が経過(戦後9回の景気拡大期間の平均は約50ヵ月)している。実質GDP成長率は、93年3.1%、94年4.1%と潜在成長率(2.5～2.8%程度)を大きく上回る拡大テンポが続いていたが、①予防的金融引き締めの効果(94年2月以降7回の利上げを実施、公定歩合は5.25%、FFレートは6.00%：利上げ開始前は各々3.0%)、②耐久財消費、住宅投資等の需要一巡一等から、景気の減速傾向が明確になり、95年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.7%となった。足もと、95年4～6月期には過剰在庫減らしのため、減産が実施されている。実質GDP成長率(7月28日に速報値発表)は「ミニ在庫調整」の影響も加わり、さらに1%台に減速したとみられる。

実質GDP成長率

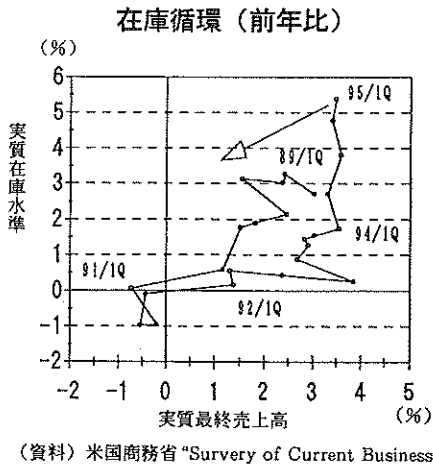


(注) 実線は潜在成長率(年率2.5～2.8%程度)。需要項目は寄与度
(資料) 米国商務省“Survey of Current Business”

消費・投資のトレンドとの乖離



(注) 消費、住宅は一世代当たり。設備は全体の額。87年価格ベース
(資料) 米国商務省“Survey of Current Business”他



(2) 今後の動向

米国経済は、成長率は潜在成長率に近い水準が維持され、インフレ率のピークアウトも予想されるため、軟着陸(ソフトランディング)の可能性が最も高いとみられる。この点、前回予測と基本的な見方は同じである。今回見通しでは足もとの状況等を勘案し、わずかに実質GDP成長率の下方修正等をしている。

1) 成長率～下振れリスクを抱えながらも、可能性高い「軟着陸」

95年の実質GDP成長率は、金利上昇の影響、需要の一巡等を背景とした個人消費や住宅投資の鈍化、在庫調整に伴う在庫のマイナス寄与などから、3.0% (前回予測: 3.1%) と94年の4.1%から鈍化しよう。四半期ベースでは、下期の実質GDP成長率は2%程度のペースとなろう。下期には設備投資の伸びが一ケタに鈍化するが、他方で、外需はプラスの寄与に転じ、景気を下支える形となろう。

なお、足もとの生産や雇用の減少傾向などからリセッション入りが懸念されている。この点、景気の下振れリスクはあるが、①過剰在庫の度合いは小さく、生産下押し圧力も小幅、②民間設備投

資は情報関連の合理化投資中心に基調的に強い、③世界経済の拡大持続と94年以降のドル安効果などから輸出が堅調、④95年初来の長期金利低下による住宅投資、耐久財消費への下支え効果—等から、リセッションは回避されよう。

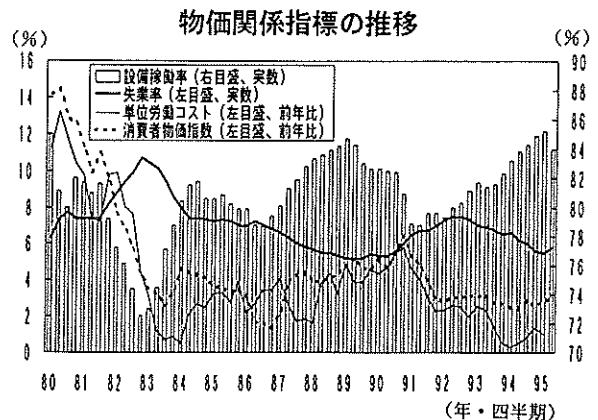
米国経済見通し総括表

	93年	94年	95年				95年 前四半期	
	実績	実績	1Q(実績)	2Q(予測)	3Q(予測)	4Q(予測)		
実質GDP	3.1	4.1	3.0	2.7	1.2	2.0	1.7	3.1
個人消費	3.3	3.5	2.6	1.6	2.3	2.2	1.9	2.9
設備投資	12.5	13.7	14.2	21.5	10.3	8.2	6.0	8.9
住宅投資	8.2	8.6	0.2	▲3.4	2.8	3.4	1.2	1.7
政府支出	▲0.6	▲0.6	▲1.0	▲0.7	▲2.5	▲1.5	▲1.2	0.0
在庫増減	0.3	0.6	▲0.2	0.1	▲0.8	▲0.7	▲0.5	▲0.1
輸出	▲0.8	▲0.7	▲0.2	▲0.8	▲0.5	0.3	0.3	0.1
輸入	4.1	9.0	9.9	4.8	7.3	5.3	4.4	10.4
貿易差	10.7	13.4	10.0	10.1	10.0	2.8	1.7	7.9
製造業生産	4.1	5.3	3.1	5.1	▲2.2	1.6	1.4	4.7
失業率	6.8	6.1	5.7	5.5	5.7	5.8	6.0	5.6
消費者物価総指数	3.0	2.6	3.0	3.2	3.4	3.1	2.9	3.2
貿易収支	▲1,326	▲1,664	▲1,710	▲1,602	▲1,710	▲1,690	▲1,640	▲1,870
経常収支	▲939	▲1,512	▲1,520	▲1,620	▲1,560	▲1,480	▲1,400	▲1,670
公定歩合	3.00	4.75	4.75	5.25	5.25	5.25	4.75	5.25

(注) ①実質GDP、その内訳、鉱工業生産、消費者物価総合は前年比、四半期は前期比年率、%
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース、%
 ③失業率は平均値、%
 ④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル、予測値は億ドル単位で四捨五入
 ⑤公定歩合は期末、または年末水準、%
 (資料) 実績値は米商務省 "Survey of Current Business" 他

2) 物価～4-6月期頃をピークに鈍化傾向

消費者物価は、足もと95年4-6月期まで前期比ベースの上昇率(年率)がいくぶん高まるが、



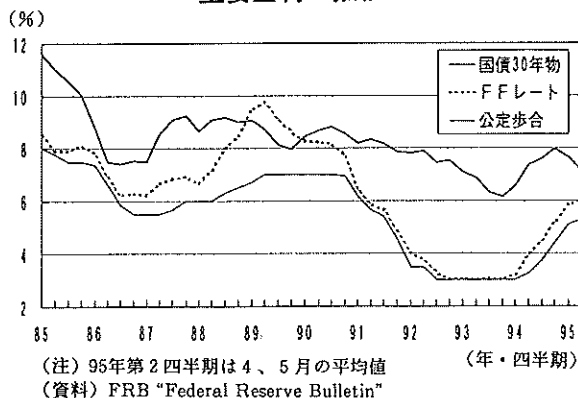
(注) 95年第2四半期は4、5月の平均値。ただし、単位労働コストを除く
 (資料) FRB、米労働省

その後は、景気の減速傾向が続く中、失業率の上昇、稼働率の低下も予想されることから、上昇率は低下しよう。95年の消費者物価上昇率は3.0% (94年2.6%) となろう。

3) 金融政策・金利～7-9月期、ないし 10-12月期に利下げへ

2月1日の利上げ後、政策金利は据え置き（公定歩合：5.25%、FFレート：6.00%）となっているが、景気の減速基調や、インフレ率のピークアウトなどから、7-9月期ないし、10-12月期には利下げがなされ、96年にはさらに段階的な引き下げが実施されよう。長期金利（国債30年物利回り）は、成長率鈍化、インフレ率の落ち着きから、低下基調となろう。なお、議会とクリントン政権の財政赤字削減をめぐる確執は、市場の波乱要因である。議会とホワイトハウスとの間で、財政赤字削減に関して早期に合意がなされるような場合には、利下げのテンポが早まろう。

主要金利の推移

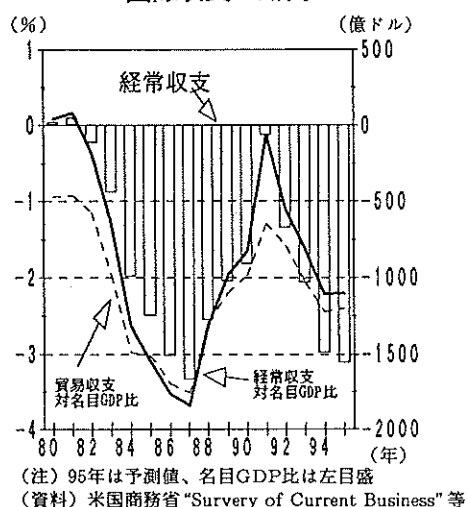


4) 国際収支～対外赤字は高水準だが、 下期にかけ縮小基調

95年の貿易赤字は1710億ドル程度（名目GDP比2.4%）、経常赤字は1520億ドル程度（同2.1%）と、94年よりわずかながら拡大しよう。これ

は、①海外景気の拡大、②94年以降のドル安効果一等から、輸出が伸びるものの、輸入も設備投資と関連した資本財輸入の増加傾向等から、堅調な推移が続くためである。ただし、下期にかけては、ドル安効果等から輸出が高めの伸びを持続する一方、成長減速に伴う輸入の伸び鈍化から、対外赤字はやや縮小（経常赤字：上期年率1600億ドル、下期は同1440億ドル）となろう。

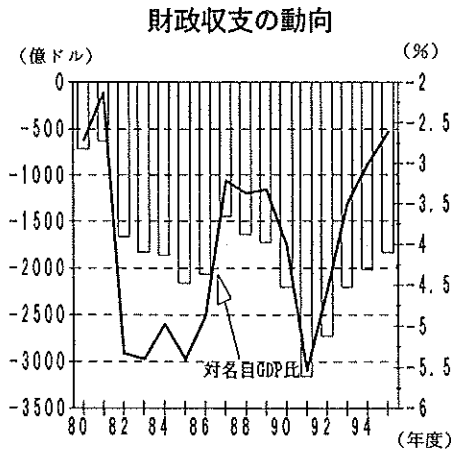
国際収支の動向



5) 財政赤字～短期的には縮小、議会と政府の 財政赤字削減案に注目

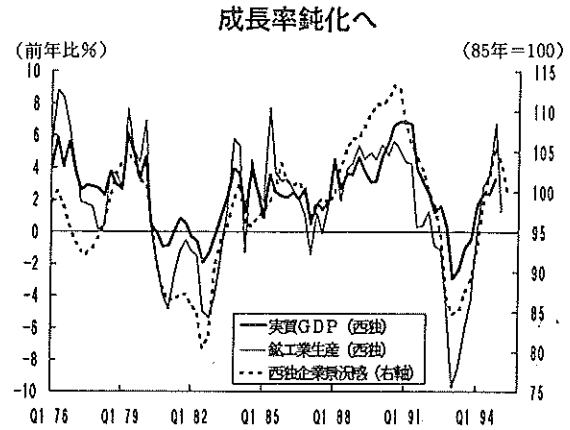
95会計年度(94年10月～95年9月)の連邦財政赤字は、税収の伸び持続（税収は景気に運行的）、年初来の長期金利低下一等から、94年度の2034億ドル(94年名目GDP比3.0%)に比べ赤字幅は縮小し、1850億ドル程度(同95年2.6%)となろう。しかし、医療費や社会保障費の支出等の構造的な財政赤字拡大要因は改善されておらず、政府(96年度予算教書)や議会予算局も、96年度以降、財政赤字は再び拡大すると見込んでいる。こうした状況の中、現在、議会と政府は中長期的な財政赤字削減案を発表している。上下院は、2002年までに財政均衡化を求める予算決議の統一案を、6月29日に本会議で可決した。最大の争点であっ

た減税規模は7年間で2450億ドルとなった(当初の上院案は減税なし、下院案は約3500億ドルの減税を主張)。一方、クリントン政権は「2005年までの財政均衡化10カ年計画」を打ち出しているが、今後の審議には、かなり難航が予想される。



(注) 95年度は予測値、対名目GDPは右目盛
(資料) 米国財務省 "Treasury Bulletin"

企業の輸出、生産見通しは4月に急激に悪化した。また、94年には前年比18%と大きく伸びた国外からの機械受注も、4月に93年8月以来の前年比マイナスとなった。



(注) 企業景況感95年第2Qは4~5月の平均
(資料) ドイツ連銀 "Monthly Report"、ifo 研究所

2. ドイツ経済～マルク高下、景気・物価とも安定圏へ

(1) 景気～下期にはマルク高の影響顕在化

ドイツ(旧西独ベース)の景気は93年10-12月期を底に輸出主導型の回復局面にあったが、94年末以降の急激なマルク高の影響から、足もとで景況感の悪化がみられる。マルク高止まりの状況を考慮し、95年の実質GDP成長率を2.4%と前回予測(2.6%)から下方修正した。下方修正は純輸出と設備投資を中心としている。

マルクレートは年初来急騰しており、5月までに対米ドルで10.2%、実効レートベースで4.3%の上昇となっている。足もとではマルク上昇に歯止めがかかった状態となっているものの、マルク高の影響は徐々に経済指標に現れ始めている。「企業景況感調査」(ifo 研究所)によれば、西独

マルク高の景気への影響時期が注目される。この点、GDP成長率や生産の伸びと連動性が高いifo 研究所の企業景況感指数は足もとでの景気減速を示唆しているが、製造業の受注残が平均2.8ヵ月分(95年3月)あることなどから、国内経済に影響が現れてくるのは夏休み明け以降とみられる。下期以降96年にかけては、消費の伸びが高まるものの、マルク高と主要輸出市場の景気減速などから輸出・設備投資の伸びが鈍化し、実質成長率は緩やかに低下しよう。

ドイツ経済見通し総括表

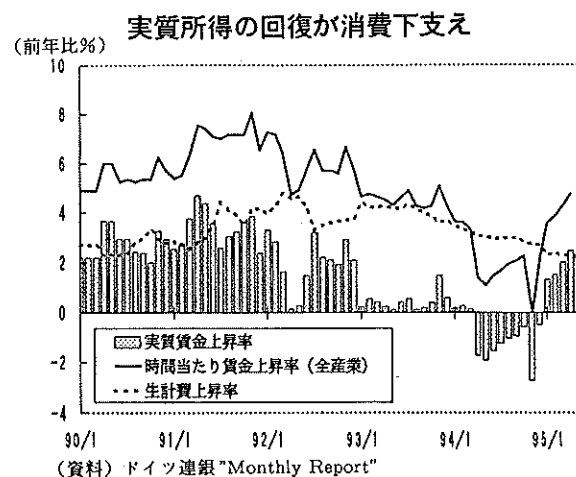
	93年実績	94年実績		95年予測			前回予測
		上期	下期	上期	下期	下期	
実質GDP	▲ 1.7	2.4	2.6	2.4	2.6	2.2	2.6
個人消費	0.2	0.8	1.5	0.2	1.2	0.5	1.8
政府支出	▲ 1.1	1.1	0.5	1.7	0.7	0.5	0.4
設備投資	▲ 17.6	▲ 2.8	▲ 7.9	2.7	5.9	6.8	6.4
建設投資	▲ 0.7	4.2	3.1	3.4	2.3	1.8	2.8
在庫増減	▲ 0.3	0.8	0.7	1.0	0.5	0.8	0.2
純輸出	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4	0.6	0.7
輸出増	▲ 3.3	8.1	6.4	9.8	4.7	5.4	6.2
輸入増	▲ 5.4	7.8	5.4	10.1	4.6	4.5	5.1
生計費	4.1	3.0	3.2	2.9	2.3	2.2	2.5
貿易収支	619	741	706	783	831	855	881
経常収支	▲ 252	▲ 334	▲ 101	▲ 562	▲ 383	▲ 333	▲ 442
公定歩合	5.75	4.5	4.5	4.5	4.0	4.0	4.5

(注)
①実質GDP、その内訳、生計費は前年同期比 %
②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース %
③貿易収支と経常収支はFOB-CIFベース、年率値 値マルク
④公定歩合は期末、または年末水準 %
⑤貿易収支、経常収支と公定歩合は統一ドイツ、その他は西独ベース
(資料) 実績値はドイツ連銀 "Monthly Report" 他

①個人消費

小売上の伸びは、雇用改善の足踏み、年初の増税などから冴えない（全独：1-3月期前年比▲3%→4月同+1%）。しかし高率賃上げ、インフレ率の低位安定を受け、95年の実質所得の伸びは94年の▲0.9%からプラスに転じる見込みであり、消費下支え要因となろう。また、マルク高による消費者購買力の高まり、96年1月の所得税等減税（政府案では総額220億マルク規模で、家計可処分所得の1%程度）も、96年にかけて個人消費にプラスの材料となる。

ただし、マルク高局面が長期化し、雇用の増加が進まないような場合には、徐々に上向いてきた消費者マインドが再び冷え込む恐れがある。



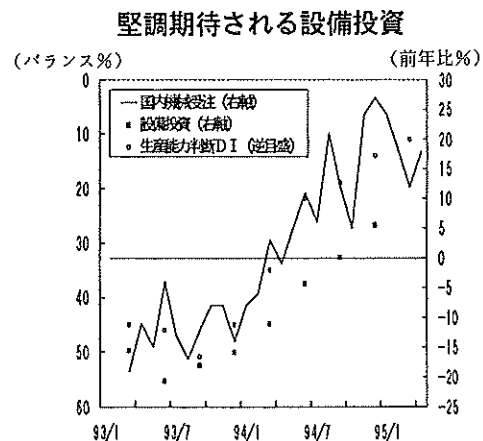
②設備投資

設備投資は、94年10-12月期に3年振りに前年比プラス成長となった。国内機械受注は足もと前年比二ケタの伸びが続いており、マルク高下にもかかわらず設備投資が堅調なことを示唆している。

生産設備の不足感は、外需の伸び鈍化から今後徐々に後退しようが、価格競争が激化する中、企業の合理化投資意欲は引き続き旺盛とみられる(ifo研究所調査によれば製造業の設備投資のうち設備拡張目的は全体の2割以下)。

マルク高の影響浸透で下期にはややペースダウ

ンが予想されるものの、企業収益好調、金利低下など、設備投資環境も良好であることから、設備投資は通年で6%程度の高めの伸びとなろう。

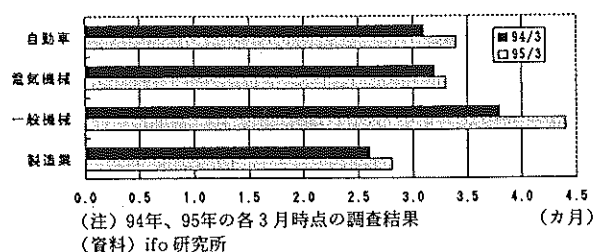


(注) 生産能力DIは、受注状況から判断して現在の生産能力は「十分以上と回答した企業の割合」-「不足と回答した企業の割合」
(資料) ドイツ連銀 "Monthly Report"、ifo研究所、ドイツ機械装置産業連盟

③輸出

輸出産業の中心である一般機械、電気機械、自動車は、製造業平均を上回る3.3~4.4ヵ月分の受注残(3月時点、生産月数)を抱えている。1-3月期の輸出(FOBベース、マルク建て)は前年比11.2%増と好調を維持しており、マルク高の輸出への影響が顕在化するの95年下期以降となろう。

産業別受注残高(生産月数)



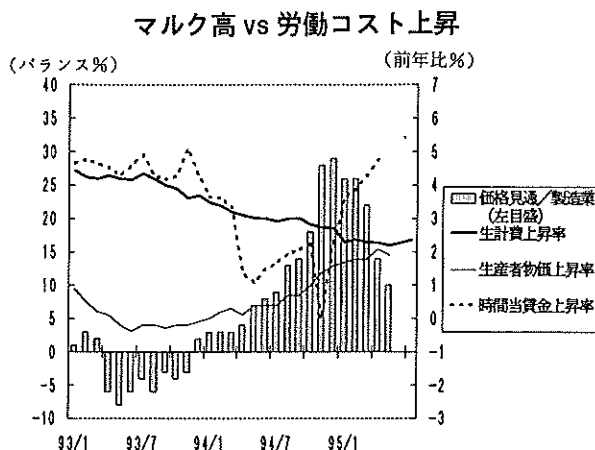
(2) 物価~通貨高が物価安定に寄与

生計費上昇率は、前年比2%台前半で安定している。マルク高が、①輸入物価の下落、②国内製品の値上げ抑制、③川上部門でのインフレ圧力緩

和一などの経路から物価安定に寄与している。企業の価格上昇期待も、足もとで後退している。

ただし、他方で、賃金上昇率は前年比で94年10-12月期1.2%→95年1-3月期3.9%→4月4.7%と加速傾向にある。現在は、マルク高の物価抑制効果が労働コスト面からの物価上昇圧力を上回っているが、下期以降は、生産の伸びが鈍化する中で単位労働コストの高まりが徐々に川下部門に波及し、生計費上昇率はやや上昇しよう。

95年の生計費上昇率（前年同期比）は、上期2.2%、下期2.3%となろう。



(注) 価格見通しは今後3カ月間の販売価格について「上昇見込み企業」-「下落見込み企業」の割合
(資料) ifo研究所、ドイツ連銀"Monthly Report"

(3) 金融～政策金利据え置き

1) 金融政策

マルク高による景気減速懸念、生計費上昇率の低下、マネーサプライの低い伸びなどを背景に、金融緩和に対する期待が高まっている。

しかし、為替市場の再混乱によるマルク再急伸、マネーサプライの一段低下-といった金融環境の急激な変化がなければ、以下の点から、政策金利は年内据え置かれる公算が高い。

①マルク相場と景気

4月以降マルク相場の上昇には歯止めがかかっている。また、景気的大幅減速を示唆するような指標も出てきていない。96年1月には減税が実施されることを勘案すると、景気に対する効果が現れるまでにタイムラグのある金融緩和を現段階で実施する必要性は低いように思われる。

②インフレ率

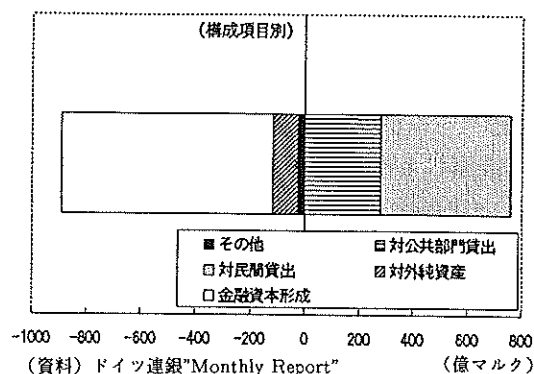
2%台前半のインフレ率水準自体としては金融緩和の条件を満たそう。しかし、連銀は高率賃上げの物価押し上げ圧力に警戒を解いていない（下期以降は労働コストの高まりからインフレ率はジリ高の見込み）。

③マネーサプライ

マネーサプライ(M3)の伸びは、足もと5月で対前年第4Q比年率▲0.7%となっている。94年11月以降ターゲット(同4~6%)を下回っているが、最近のマネーサプライの低い伸びは、貸出不調というより長短金利格差の拡大を受けた金融資産シフトに起因する部分大きい。金融資本形成(長期金融商品の購入)の伸びは5月に前年比+11.3%と高い。

こうした状況では、短期金利をさらに引き下げても、長期物への資金シフトを助長するばかりでマネーサプライ上昇には結びつかない可能性がある。

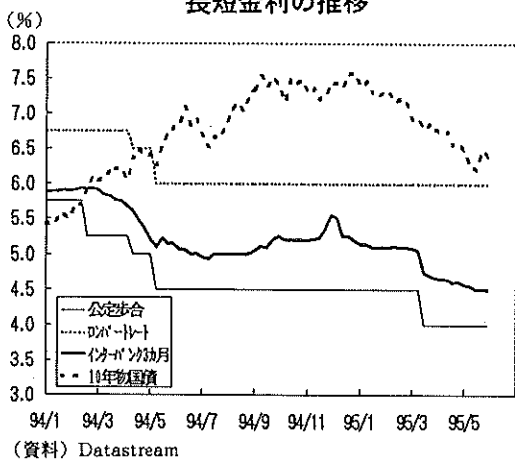
95年1～5月のマネーサプライ増減



2) 長期金利

利下げ期待などから、長期金利は6%台後半での弱含み推移となっている。しかし、今後景気の後退局面入りは予想されず、インフレ率も下期以降高とみられる。長期金利がさらに低下する可能性は低く、当面7%前後での横這い推移が続こう。

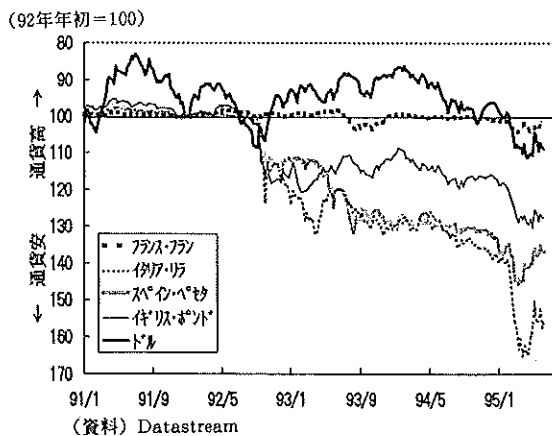
長短金利の推移



3) マルク相場

4月以降、マルクは高止まりが続いている。今後、ある程度の調整はあっても、マルク相場は堅調を維持しよう。

主要国通貨対マルク相場の推移

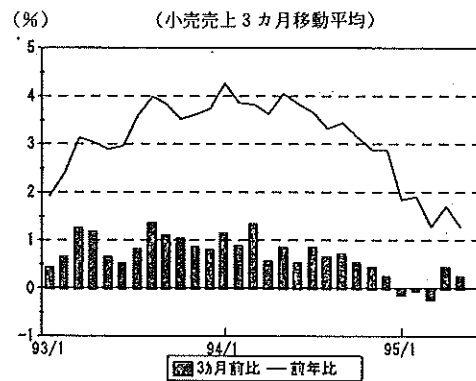


3. イギリス～最終利上げ局面へ、 年末頃には「軟着陸」

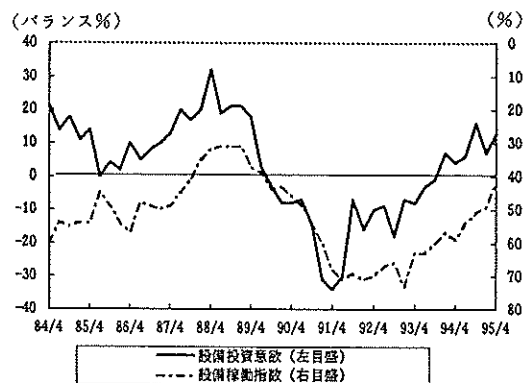
(1) 景気～安定成長へと軟着陸

景気は、①94年9月以降の予防的引き締め・昨年度以降の増税を背景とした消費の伸び低下、②欧州景気鈍化等の中での純輸出の寄与度低下などから、安定成長へと軟着陸しよう。95年の実質GDP成長率は、94年の3.8%から2.8%(前回予想3.1%)となろう。基本的な見方は前回予想と同じであるが、直近までの実績を踏まえ、固定資本形成の下方修正を行った。

伸び悩む個人消費



堅調な設備投資



個人消費は、94年下期以降伸びが鈍化しており（小売売上前年比、94年上期3.9%→下期3.2%→95年1-3月期1.3%）、95年も伸び率の低下傾向が続こう。①住宅市況の低迷、②雇用環境改善の遅れ、③増税による可処分所得の伸び悩みから、消費者マインドが悪化し、貯蓄率が上昇している。95年は、雇用環境が持ち直し、可処分所得の伸びは高まるものの、予防的金利引き締め下でモーゲージ金利の負担は低下せず、消費者マインドの回復は遅れよう。個人消費が力強さを取り戻すのは、減税盛り込みが予想される96年度予算発表後の年末以降となろう。

95年の固定資本形成は、製造業設備投資の主導で高めの伸びとなろう。英国産業連盟調査の設備稼働指数、設備投資意欲も、80年代後半の好況期に近い水準となっている。

純輸出は、このところ成長を大きく支えてきたが、4-6月期以降は、欧州各国の景気減速に伴う輸出の伸び鈍化から、成長への寄与を低下させよう。

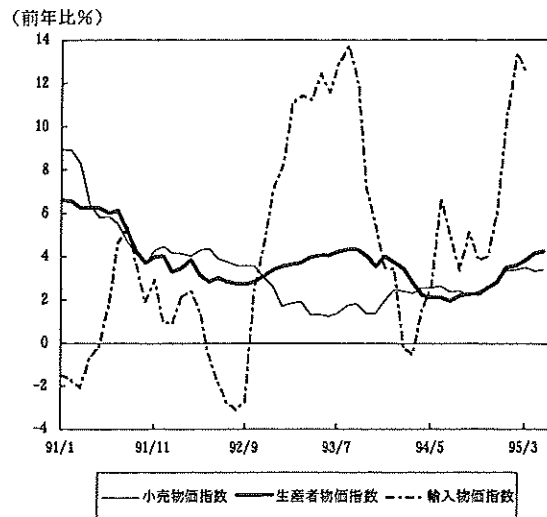
(2) 物価～インフレ圧力が川下部門に波及

ポンド安による輸入物価の上昇や単位労働コストの上昇などから、生産者物価上昇率は、5月には前年比4.2%と93年9月以来の高水準となった。こうした川上部門の物価上昇が、川下部門に波及し、小売物価上昇率(前年比)も、94年9月の2.2%をボトムとして、95年1-3月期は3.4%に高まっている。

今後もこうしたコスト・プレッシャーが続き、95年下期の小売物価上昇率は3.8%へ上昇しよう。しかし、①労働コストの上昇は一服し始めている、②一次産品価格の上昇が鈍化してきている、③景気鈍化の中、安易なコストの価格転嫁は難しい

(英国産業連盟調査による「企業の価格引き上げ期待」も低下傾向) - ことから、小売物価上昇率は95年10-12月期でピーク・アウトしよう。

物価指標の推移



(資料) 中央統計局

イギリス経済見通し総括表

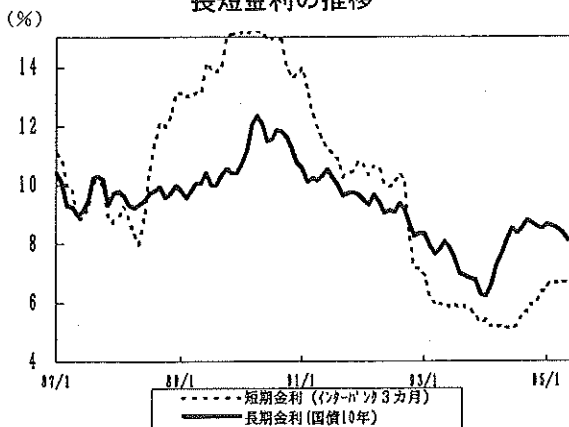
	93年実績	94年実績		95年見通し		95年前回予測		
		上期	下期	上期	下期			
実質GDP	2.3	3.8	3.7	4.0	2.8	3.2	2.9	3.1
個人消費	2.6	3.0	3.2	2.9	1.8	2.0	1.9	1.9
政府支出	0.3	2.0	2.5	1.9	0.7	0.1	0.4	0.6
固定資本形成	1.0	3.3	3.6	3.0	3.8	1.1	6.0	6.9
在庫増減	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	0.3▲	0.2	0.1
純輸出	0.1	0.4	0.1	0.7	1.0	1.5	0.6	0.4
輸出増減	3.3	8.1	7.0	9.1	6.5	7.6	5.2	8.8
輸入増減	2.8	6.1	6.2	6.0	2.5	2.2	2.9	6.0
小売物価	1.8	2.9	2.9	2.9	3.8	1.4	3.8	3.8
貿易収支	▲134	▲169	▲186	▲134	▲91	▲26	▲59	▲50
経常収支	▲118	▲171	▲171	▲121	▲73	▲28	▲78	▲118
ベースレート	5.5	6.25	5.75	6.25	7.25	6.75	7.25	7.25

(注)
 ①実質GDP、その内訳、小売物価は前年同期比 %
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース %
 ③貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率値 億ポンド
 ④ベースレートは期末、または年末水準 %
 (資料) 実績値は中央統計局 "Monthly Digest of Statistics" 他

(3) 金融～7-9月期に最終利上げへ

ベースレート(政策金利と連動する民間金融機関の基準貸出金利、通常大手4大銀行のものが指標として用いられる)は、95年2月に0.5%引き上げられて以来、6.75%に据え置かれている。5月に続き、6月の蔵相・中銀総裁月例会談でも追加利上げは見送られた。

長短金利の推移



(資料) DATASTREAM

政策金利の行方は、景気の先行きと物価動向に依存するが、川上部門からのコスト上昇分は小売物価に必ずしも反映しつくされていない。95年下期の消費者物価上昇率は高まりが予想されるため、7-9月期以降に、0.5%程度の利上げが実施される可能性が高い。景気のスローダウン傾向を考慮すると、政策金利はその後は据え置きとなる。

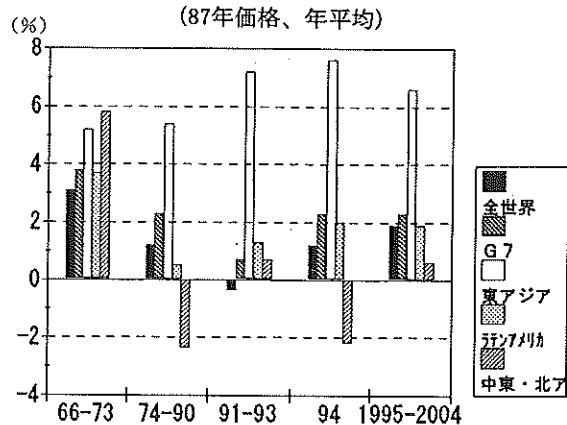
長期金利は年初来低下傾向(8%台半ば→8%前後)にあったが、95年下期には金利上昇の可能性もある。遅くとも97年5月までに総選挙が実施されるが、現政権の支持率が極めて低水準にあることから、11月発表の来年度予算が減税等を盛り込んだ拡張的なものとなる可能性があり、長期金利の上昇要因として注視の必要がある。

4. アジア経済～やや減速するものの、高成長が持続

95年のアジア経済(対象は、NIEs 4カ国、ASEAN 4カ国、中国)についての基本的な見方は、前回見通しと比べ大きな変更はない。世界経済が全般的に減速に向かう中、実質成長率はNIEs 4カ国が平均7%程度、ASEAN 4カ国が平均7%台、中国が9%半ばと94年に比べやや鈍化しよう。総じて輸出主導型の経済構造を有するアジア

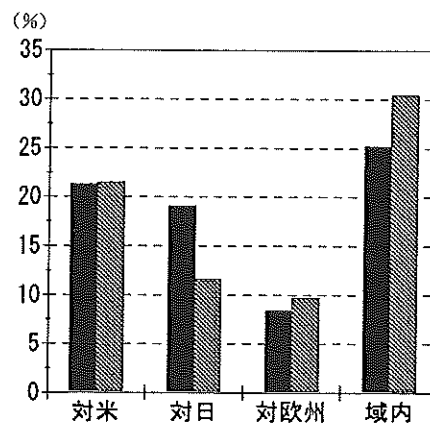
経済は、域内の相互依存関係が高まっているものの、依然、日米欧に対する貿易依存度は高く、これら先進国経済の成長鈍化による輸出環境の悪化が予想されるためである。なかでも、アジア経済の輸出に占める日本のウェイト(82年→93年)は低下しているものの、日本向け製品輸出の増加傾向は著しく、アジアの輸出市場としての日本の景気腰折れリスクが懸念される。今後も、日米欧の景気、中国の政治経済情勢、各国が抱える構造問題一等の動向に注意を要しよう。

世界の地域別成長率の推移



(資料) 世界銀行 "Global Economic Prospects and the Developing Countries", 95年4月

NIEs・ASEAN・中国の輸出先構成比の変化



(注) 左は82年、右は93年
(資料) 経済企画庁 "海外経済データ"

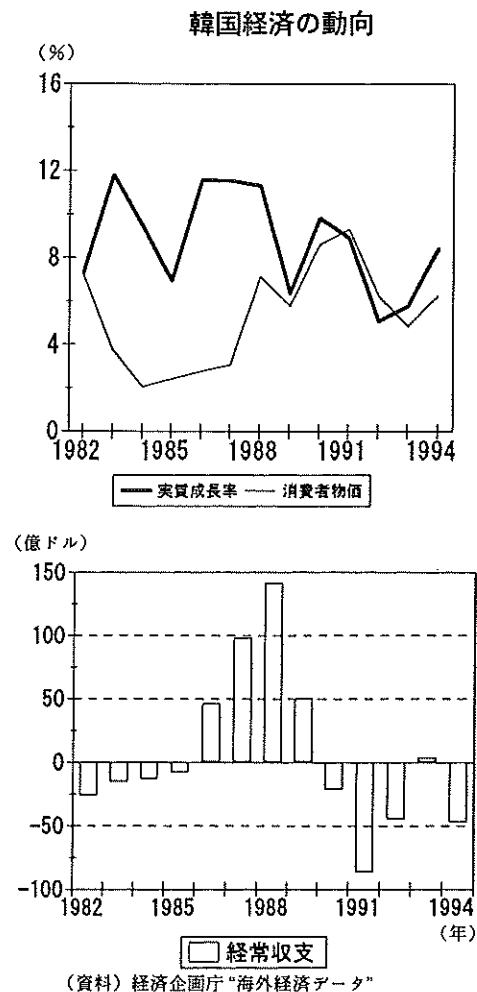
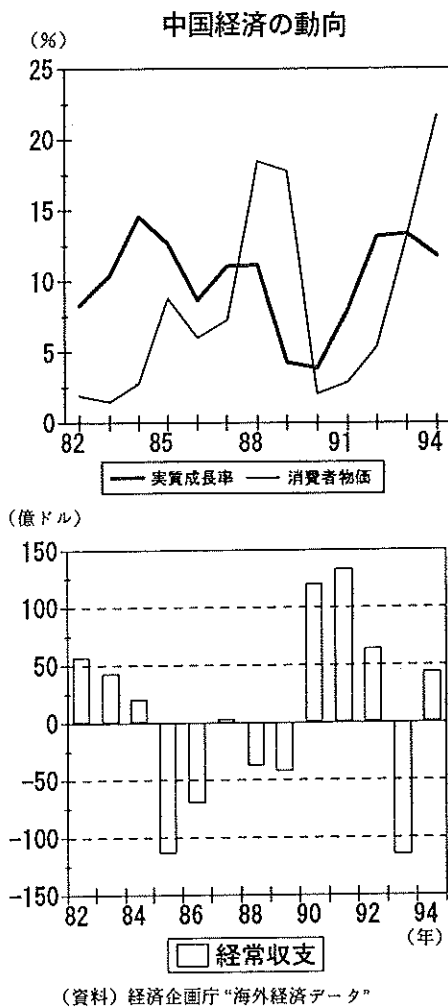
(1) 中国

95年の中国経済は、92年以降3年連続で実質

GDP 成長率が 10%を超える加熱状態の景気からやや鈍化すると予想されるものの、基本的には改革開放政策の堅持、海外からの投資一等で、9.5%と高い成長が続こう。一方、インフレ率は成長率の鈍化により低下が予想されるものの、物価抑制の有効な政策手段が整備されておらず、大きな成果は期待しにくい。今後、景気過熱とインフレ高進は、幾分、抑制されると思われるが、ポスト鄧小平をめぐる国内の政治動向、インフレと社会的不平等の拡大など大きな不安材料は残っている。引き続き、マクロ経済運営能力、国営企業の改革、エネルギー・交通・通信等のインフラ整備の推進一などが持続的で安定的な経済成長のための課題となるろう。

(2) 韓国

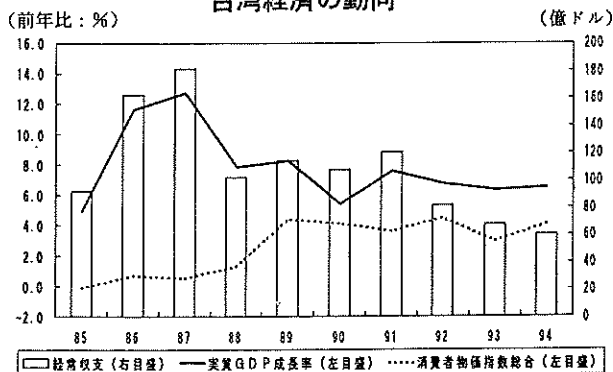
95年の韓国経済は金融引き締めや世界景気の減速による輸出の伸び鈍化一等から、実質 GDP 成長率は7.5%と94年の8.4%成長から低下しよう。しかし、相対的に国内の消費と投資活動が活発であることから、インフレ懸念はなお根強く、資本財等の対日輸入依存による対外赤字の拡大も深刻な問題になりつつある。最近、電子、自動車、鉄鋼、造船などで活発な韓国企業の動きが注目されているものの、マクロ経済の面では技術と競争力強化、市場開放への対応、国際金融市場との関係強化、対日輸入依存（機械等の資本財）の引き下げなどの構造改革が大きな課題である。また、短期的には、野党の圧倒的勝利となった6月末の統一地方選挙後の政治動向も注目されよう。



(3) 台湾

台湾経済は好調な個人消費、設備投資に支えられて、95年の実質 GDP 成長率は6.7%と94年(6.5%)並みの高成長を維持しよう。特に、個人消費は、①失業率が1%台半ばと低い、②所得水準が向上している、③耐久財、サービスを中心に消費意欲が旺盛である一から、好調を持続すると思われる。設備投資も政府のハイテク産業への投資、国内投資を奨励することを柱とする「アジア太平洋オペレーショナルセンター構想」を背景に堅調となろう。95年のインフレ率は公共料金の引き上げ、原材料価格の上昇等の懸念材料があるものの、食料品高騰が顕著であった94年よりはやや低下しよう。経常収支は対香港、対米国貿易黒字を背景に、黒字基調が持続すると思われる。金融政策については、物価上昇の懸念は残るものの、企業の設備投資意欲に水を差すことがないよう、国内景気に配慮する運営が(6月上旬、中銀総裁は、「利上げすれば投資に悪影響を与えかねない」と発言)行われよう。

台湾経済の動向



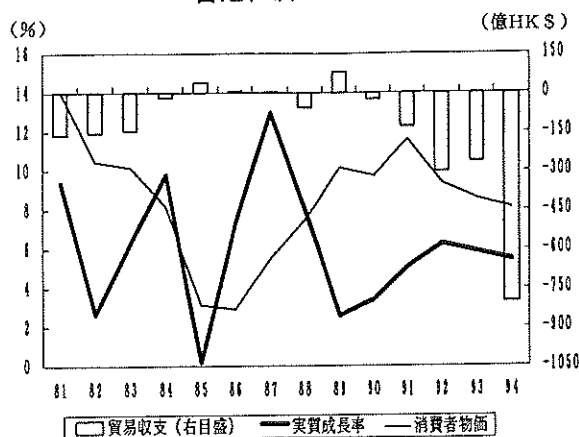
(資料) 行政院主計処の資料等

(4) 香港

95年は、設備投資好調の一方、輸出、消費の伸びが低下するため、実質 GDP 成長率は5.5%と前年並みに止まろう。個人消費は、94年下期から高金利、資産価格の下落、政治面での先行き

不透明感一から、次第に減速してきたが、95年もこの傾向は続こう。設備投資は、新空港建設関連のインフラ整備によって95年も好調が持続しよう。94年8.1%と高水準であった消費者物価上昇率は、95年は住宅家賃、交通費などの上昇に加え、香港ドル安に伴う輸入物価の上昇から、9.3%に高まろう。94年中、米国の政策金利に追随した政策金利は、為替政策もあって95年も米国の金融政策に左右されよう。94年の貿易収支は赤字幅が拡大した。これは、新空港建設関連インフラ整備等から輸入の増勢が強かった一方、中国の経済引き締め政策等の影響で輸出の伸びが鈍化したためである。この傾向は95年も続き、赤字幅はさらに拡大しよう。

香港経済の動向

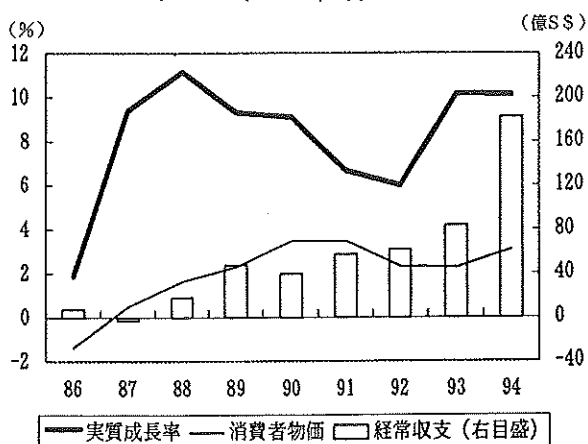


(資料) 香港政府 センサス統計局

(5) シンガポール

94年の実質 GDP 成長率は10.1%と高成長となったが、95年は設備投資、消費の伸びが低下し、8.0%に止まろう。個人消費は、物品・サービス税導入の影響等により94年4-6月期から伸びが鈍化しており、この傾向は95年も続こう。設備投資も94年は外需好調の電子産業を中心に高めの伸びであったが、95年は輸出の伸び鈍化等から減速しよう。

シンガポール経済の動向



(資料) シンガポール統計局

消費者物価上昇率は、94年は4月から導入された物品・サービス税の影響で3.6%に上昇したが、95年はその影響が薄れ、3.2%に止まろう。94年はインフレ対策として、金利の高め誘導とシンガポール・ドル高容認がなされてきたが、95年は物価上昇率低下に伴い、金融は緩和気味、為替レートはドル安方向に調整される政策がとられる可能性がある。貿易収支の赤字幅は縮小傾向にあり、95年1～2月には黒字となった。95年は、内外景気の減速から輸出入とも伸び悩むと予想される中、貿易収支は94年(▲59億ドル)と同程度の水準となる。

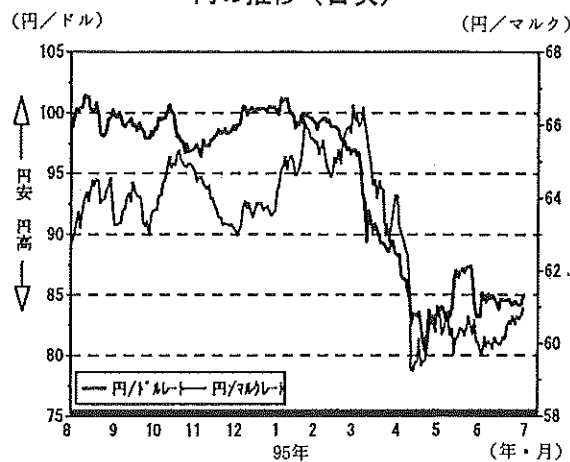
5. 為替～ドル安・円高進展リスクが残る中、円高一服へ

(1) 最近の動向～年初来の急激な円高の後、足もと80円台半ばで推移

94年末頃に100円近辺であった円ドルレートは、メキシコ通貨危機を契機にドル安・円高となった。2月中旬からは、米景気減速に伴う利上げ打ち止め観測や米国の構造的問題(大幅な経常赤字、基軸通貨論等)が加わる中、円高が加速し、4月19日には80円割れ(79.75円)となった。5月25日以降、米国利下げ予想の台頭から再びドル全面

安が進行したものの、日米欧協調介入(5/31)が実施され、やや円安ドル高方向に戻し、足もと80円台半ばの推移となっている。しかし、なお米景況感に振られやすい展開にある。

円の推移(日次)



(資料) 日本経済新聞社

(2) 今後の見通し～円高・ドル安一服へ

今後については、①日本の対外黒字・米国の対外赤字とも小幅ながら縮小傾向、②円高の行き過ぎ感(3月以降の急激な円高、相対的購買力平価との関係など)、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(4/25のG7合意「(ドル安を)秩序ある形で反転させることが望ましい」)から、円高・ドル安圧力はやや減じよう。ただし、①年初来のドル安・円高によるJカーブ効果も加わり、日本のドルベースでの対外黒字は高水準、②米国の景気減速(下振れ懸念)による利下げと長期金利低下の見通しから前回(4/7)に比べ、円の戻りは小幅にとどまろう。95年度平均で87円とみた。(前回予測:95円、94年度平均:99円)

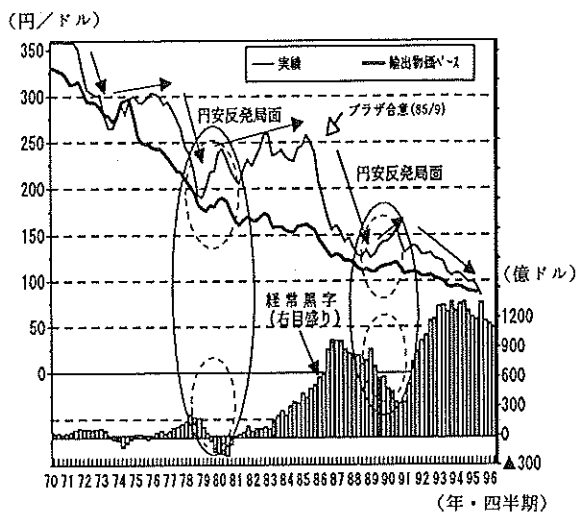
(3) 依然残る円高・ドル安進展リスク

1) 為替の変動～購買力平価と経常黒字からみて

71年8月のニクソンショック(=実質的な変動

相場制への移行)以来、円ドルレートは長期的には「輸出物価ベースの購買力平価」に沿った推移となっている。70年代後半以降、この「輸出物価ベースの購買力平価」に接近した時期は、78、88年と二度あったが、両方ともいわゆる「ドル危機」とよばれた時期であった。今回は3度目となる。

為替の推移と購買力平価



(注) ①95年第二四半期以降の経常黒字額は基礎研予測
 ②輸出物価ベースの購買力平価は73年第一四半期基準
 (資料) 日本銀行「国際収支月報」、米労働省他

この「輸出物価ベースの購買力平価」は「中長期的な動き」とみなせるが、現実の為替変動は、この「中長期的な動き」と「短期的な動き」との合成である。「輸出物価ベースの購買力平価」は、日米両国の輸出企業の販売価格をもとにしており、両国の「輸出企業の価格競争力」を反映して、競争力のある国の通貨が中長期的には強くなることを示している。趨勢的な円高の背景には、米国に対する日本の競争力の相対的上昇という事実がある。短期的には、為替は「中長期的な動き」から乖離するが、円ドルレートの場合、特に「ドルベースの経常黒字」が大きな説明要因であり、「ドルベースの経常黒字が明確に縮小状況」にある時は、円安方向への乖離幅が大きくなる傾向が強い。

現在の局面は「対外黒字は微減傾向であり、この面からは短期的には円高一服の状況」となる。

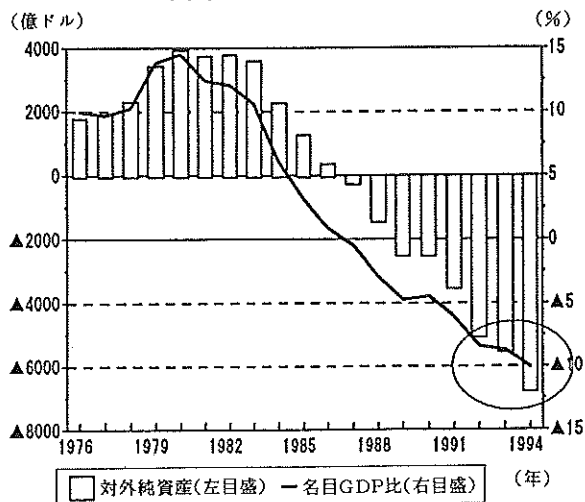
しかし、「対外黒字の大幅縮小は予想されず、円安方向の頭は抑えられた状況」とみられる。

2) ドル安リスク～為替市場の構造変化リスク

95年2月中旬以降、急激なドル安が進んだが、その一因は「巨額の対外赤字と財政赤字」という米国の構造問題を、市場が以前にも増して問題視したことにあった。米国は、80年代始め以降、対外赤字が続いており、その赤字が対外債務として累積し、現在、GDP比で10%近辺となっている。この対外債務残高の累増から利払い額も増加し、年ベースでみて、94年には国際収支上の投資収益収支が赤字に転落するなど、体質が悪化している。

景気の減速とこれまでのドル安から米国の「フローとしての対外赤字」はやや縮小しよう。ただし、対外赤字の水準自体は引き続き大幅であり、「ストックとしての対外債務残高」の増大が、リスクに敏感となっている市場で注目され、ドル安と国際金融市場の混乱を招く可能性は残ろう。対外収支が黒字に転換し、対外債務残高に頭打ち感が見えないかぎり、この構造問題はドル安リスクとして残ろう。

米国の対外債務の推移



(資料) 米商務省資料より作成

II. 日本経済～景気は腰折れし、 低迷の恐れ

前回予測では、「景気はかろうじて回復傾向を維持し、実質 GDP 成長率は 94 年度 0.7%、95 年度 1.4%の見通し」、「ただし、為替レートが直近水準である 80 円台後半ないしそれ以上の円高で推移するような場合には 95 年度中に景気後退となる可能性が高まる」とみていた。その後の状況は前回予測よりも悪く、93 年 10 月を底に回復過程にあった景気は、直近の 95 年 4 - 6 月期には足踏み状態になっている。

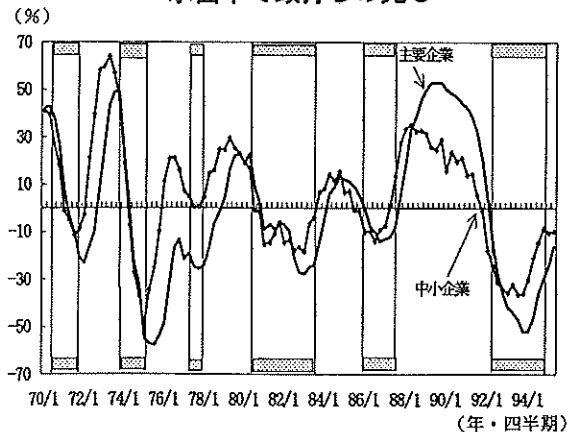
もともと回復力が弱い中、急激な円高等を背景に一層の景気下押し圧力が加わっていることから、足踏み状況の景気は腰折れし、低迷に向かう恐れが強い。今回予測では、95 年度の実質 GDP 成長率を 0.5% (前回 1.4%) に下方修正した。

1. 景気の現状～足踏み状況

93 年 10 月を底に回復過程にあった景気は、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、持続的円高の影響や企業リストラは道半ばであることなどから回復力が基調的に弱い状況にあった。そこに今年初来の急激な円高による外需減少などの景気下押し圧力が加わっている。回復傾向にあった鉱工業生産は、4、5 月が前月比マイナスに転じ、4 - 6 月期は前期比ではほぼゼロ、実質 GDP 成長率もゼロ近辺とみられる。また、企業の業況判断も頭打ちの兆しが出ている。景気の現状は「足踏み状況」に入ったとみられる。

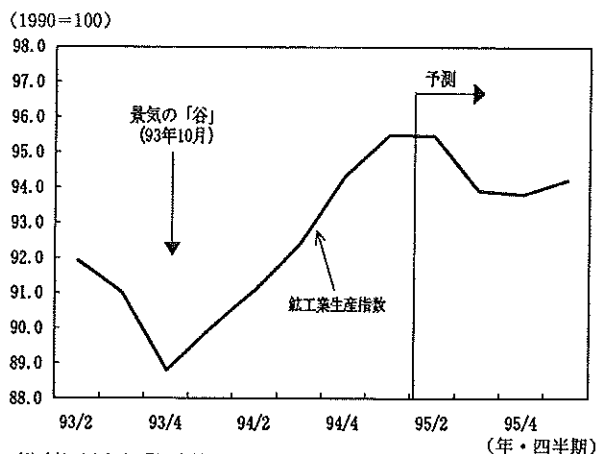
次に、93 年 10 月に始まった景気回復がもともと弱いものであった要因、今年初来の追加的な下押し要因の順でみていきたい。

企業の業況判断DI (「良い」-「悪い」)
～水面下で頭打ちの兆し



(注) ①主要企業は「企業短期経済観測調査 (日銀)」の全産業、中小企業は「中小企業動向調査 (中小企業金融公庫)」の全産業。日銀短観は95年5月調査、中小企業動向調査は95年3月調査まで反映。
②網掛け部分は景気後退期
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

生産は減少方向へ



(資料) 通産省「通産統計」

(1) もともと弱かった景気回復力

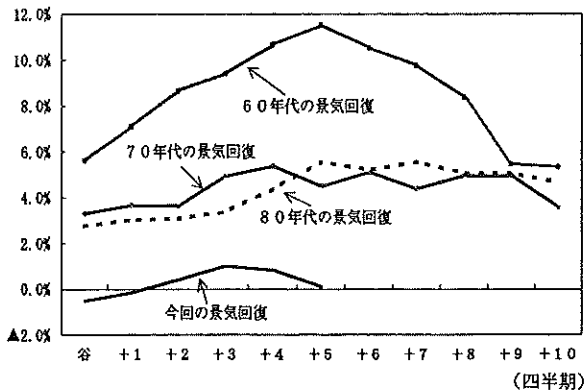
日本経済が、弱いながらも景気回復に向かうことができたのは、①財政・金融政策の効果、②ストック調整の一定の進展、③海外経済の改善—などによるものである。公的固定資本形成は 92 年度実質 17.6%、93 年度 13.3%と大幅に拡大した。住宅投資は金利低下と住宅価格下落を背景に増加し、企業設備投資の圧縮も進んだ。海外経済の改善から輸出も増加した。94 年夏には減税効果に

猛暑も手伝って消費が伸びを高め、設備投資も回復の兆しを見せ始めた。

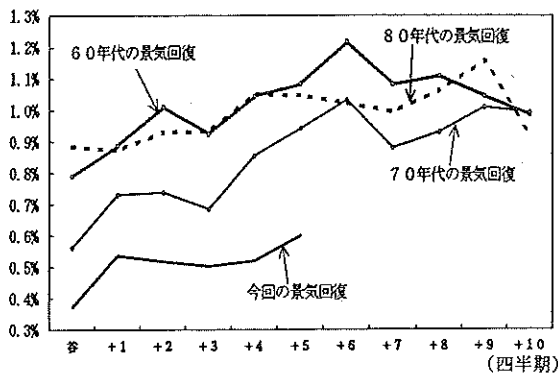
しかし、今回の回復は従来の景気回復期に比べて、限定的であり、かつ弱い。実質 GDP の伸びは過去の景気回復期に比べはるかに低く、企業業績も低調にとどまっている。

この背景はこれまでも見通しで指摘してきたように、①バブル景気・バブル崩壊の後遺症、②累積的な円高、③価格破壊に伴う物価鎮静による企業収益圧迫—などによるものである。以下、この要因を順に再確認したい。

伸びわずかな今回の実質GDP



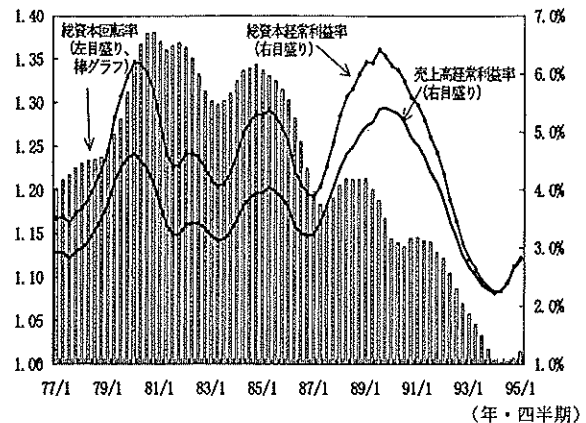
低水準続く今回の企業業績
～総資本経常利益率



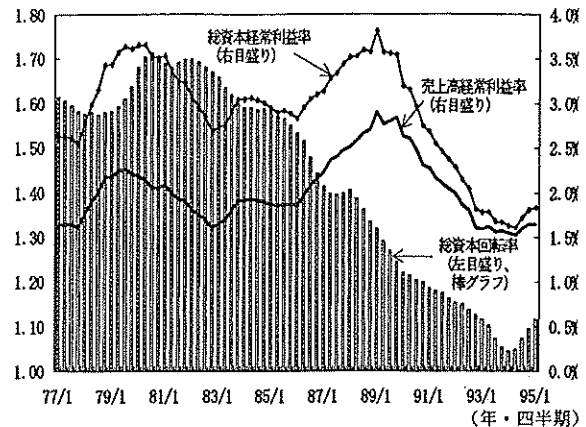
1) 大きいバブル景気・バブル崩壊の後遺症

80年代後半のバブル景気においては、①地価・株価など資産価格の上昇を背景とした資金調達の容易化、②企業の期待成長率の高まり等による設備投資の活発化—などの中、採算にのりにくい投資の増加もあって、資産効率は著しく悪化した。製造業では総資本回転率はバブル期に改善をみせず、景気の後退とともに急速に低下した。非製造業ではバブル期以降を通じて総資本回転率の低下が顕著で、資産効率は著しく低下している。景気回復に伴い経常利益は増加に向かったが、利益率は総資本経常利益率、売上高経常利益率ともに第一次オイルショックに次ぐ低い水準にとどまっている。

利益率と資本効率（製造業）

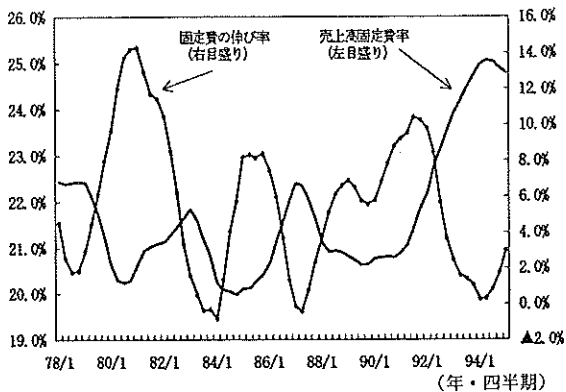


利益率と資本効率（非製造業）

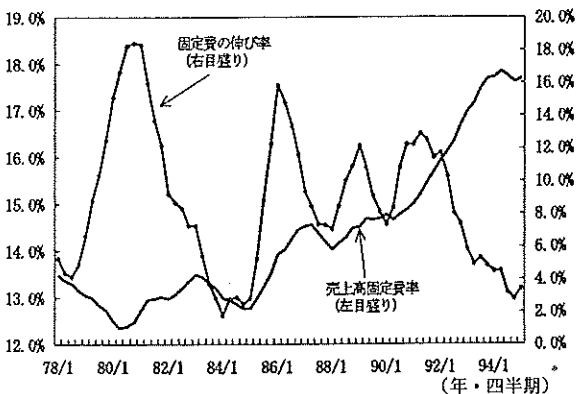


非製造業ではバブル景気の時期を通じて固定費の伸びが高く、売上高固定費率は上昇傾向にあったが、製造業、非製造業ともに景気が後退に向かった後も固定費増加が続いたことから売上高固定費率はこれまでにない高い水準に上昇している。

売上高固定費率（製造業）



売上高固定費率（非製造業）



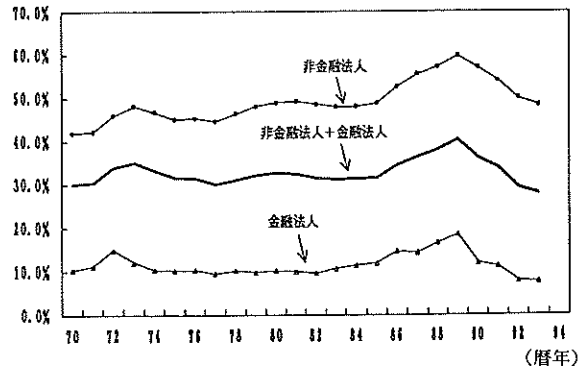
(注) ①数値は全て4期移動平均ベース、
 ②固定費の伸び率は前年同期比。
 ③固定費は人件費、減価償却費、純金融費用の合計
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

自己資本比率(時価ベース)はバブル景気時に株価、地価の上昇から高まったが、89年末をピークに株価が急落、地価も大幅に下落したことから、低下傾向となっている。

こうした企業部門の効率悪化は、設備投資の抑制、人件費の抑制などを迫っている。また、いわゆるバランス・シート問題といえる時価ベースの自己資本比率の低下は非金融法人の企業活動を抑制し、金融法人の貸し出し態度を慎重化させている。マクロの景気動向と相互依存的ではあるが、

マイクロベースでの企業リストラが「道半ば」の状況にとどまっていることは、マクロの景気回復力の弱さにつながっている。

自己資本比率（SNAベース）の動向

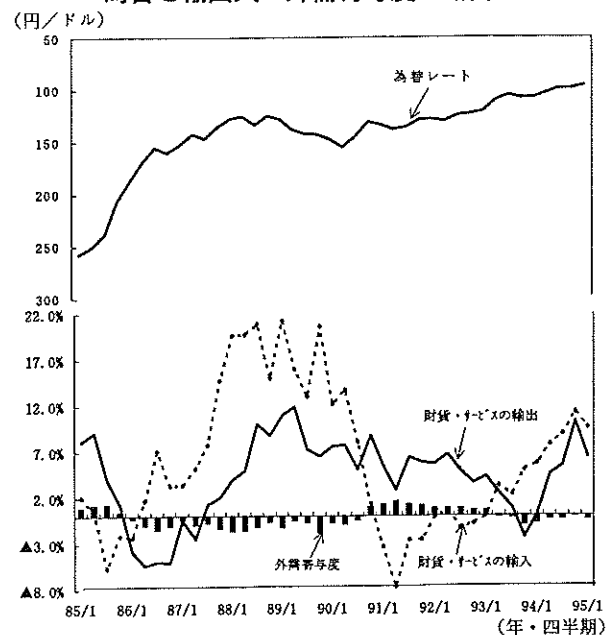


(注) 自己資本比率 = (株式、正味資産) / 期末資産。(時価ベース)
 (資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

2) 累積的な円高

91年初頃から円高傾向が続いているが、円高は、①輸出にマイナス、輸入にプラスとなり外需を減少させる、②企業収益の悪化などを通じて設備投資にマイナスに作用することから、景気に悪影響を与える。

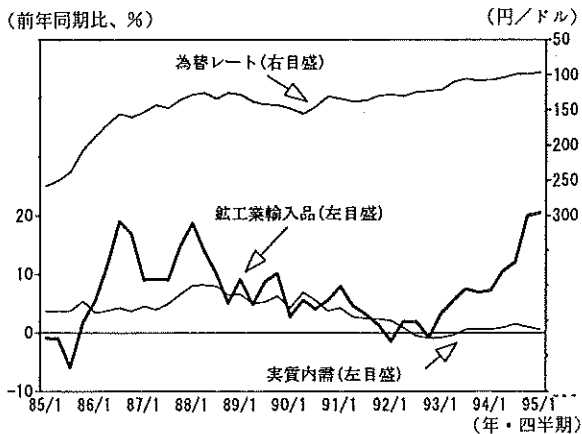
為替と輸出・外需寄与度の動向



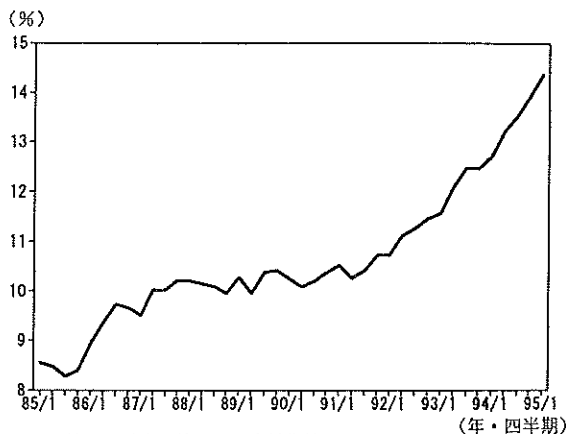
(注) ①財貨・サービスの輸出入は前年同期比、実質、SNAベース。
 ②外需寄与度は実質、前年同期比
 (資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」
 日本銀行「経済統計月報」

従来の円高局面に比して93年頃から特徴的なのは、輸入増加テンポの速さである。プラザ合意後の円高期と比較しても、内需の伸びが低い一方で、鉱工業輸入品の伸びはほぼ同程度の高さである。輸入浸透度(国内総供給に占める輸入の割合)も急上昇しており、輸入品との競合業種は困難な状況にある。特に、最近ではアジア諸国などからの輸入が大きく増えており、①アジア企業の「キャッチアップ」、②日本企業の生産拠点の移転による逆輸入によるものと考えられる。

円高下で高い伸びを示す輸入品



輸入浸透度は92年頃より急上昇



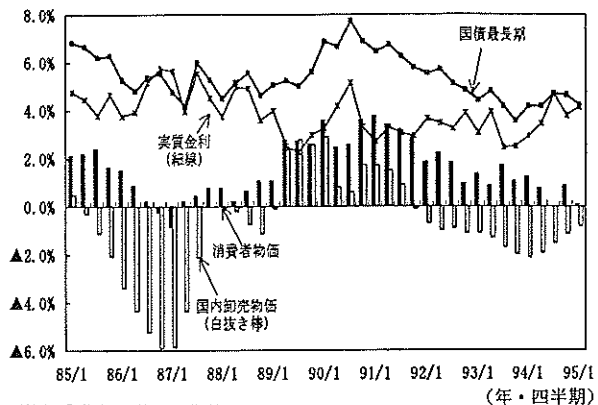
(注) ①輸入浸透度 = 輸入 ÷ 国内総供給 × 100
 ②国内総供給表における国産と輸入の合計
 (資料) 通商産業省「鉱工業生産活動分析」経済企画庁「国民経済計算年報」日本銀行「経済統計月報」

3) 価格破壊

卸売物価(国内品)は下落、消費者物価は上昇率ほぼゼロとなっている。

こうした物価の動きの背景には、①円高による輸入物価下落の国内物価への波及、②景気低迷による需給緩和、③「価格破壊」という言葉に象徴される流通経路などの構造変化がある。

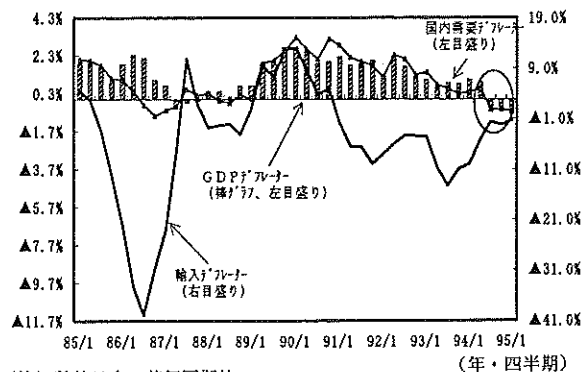
物価と金利動向



(注) ①物価は前年同期比
 ②実質金利 = 国債最長利率 - 消費者物価上昇率 (前年同期比)
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」、総務庁「物価統計月報」

物価下落ないし物価上昇率の低下は、名目金利の低下にもかかわらず実質金利を高止まりさせ景気回復の制約要因となっている可能性が高い。また、物価の下落は名目額で固定されている負債の実質的負担増につながるもので、この面からもバランズ・シート問題の重石を大きくしている。

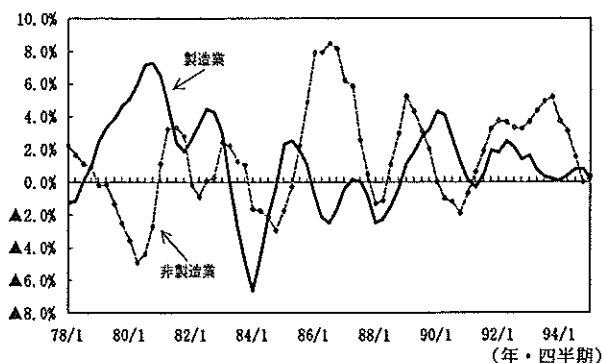
マイナス傾向となったGDPデフレーター



(注) 数値は全て前年同期比
 (資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

また、物価下落、ないし物価上昇率の低下は企業収益の圧迫を示唆している。GDP デフレーターは単位当りの企業収益（営業余剰）や雇用者所得などの合計額であるが、伸び率が94年7-9月期から前年同期比でマイナスとなっている。今回と同じようにGDP デフレーターの上昇率がマイナスとなった87年度当時と比較すると、内需拡大の速度が極めて遅いことから企業収益への影響がより深刻であると考えられる。また、従来に比して卸売物価と消費者物価の変化率の差が縮小傾向にある。いわゆる「価格破壊」のプロセスの中で、流通マージンが圧縮気味となっている可能性が大きいものとみられる。

限界利益率の推移



(注) ①数値は、前年同期比。
 ②限界利益率は「経常利益＝売上高－固定費－変動費」より以下のように算出した。

$$\text{経常利益} = \text{売上価格} \times \text{売上数量} - \text{固定費} - \text{単位当たり変動費}$$

$$\times \text{売上数量} = \text{限界利益率} \times \text{売上高} - \text{固定費}$$
 ③非製造業については(1－変動費/売上高)を限界利益率とした。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「物価指数月報」

この点、法人企業統計で限界利益率（売上単位当りの利益）の推移をみても、製造業、非製造業ともに足もと伸び率が低く、従来に比して企業収益は回復しにくい状況にあるといえよう。

(2) 景気下押し圧力の増大（円急騰、株安他）

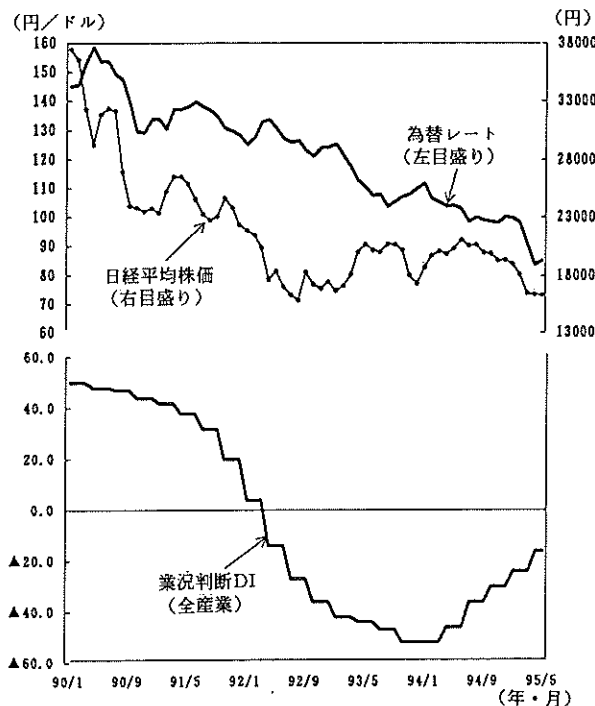
円高などによる景気下押し圧力が高まり、腰折れリスクが増している。実質GDP成長率は、95年1-3月期の0.1%(前期比)に続き、4-6月

期もほぼゼロとみられる。

1) 円高、海外景気減速と株安

為替レートは今年初来急激な円高となり、足もと80円台半ばで推移している。企業の採算レートとの乖離も大きい。94年は円高は進んだが米国をはじめとする海外経済の改善があり、輸出は拡大した。しかし、95年入りしてからは米国経済は減速しており、欧州も概して減速方向にある。高成長を続けてきたアジアも95年は成長率がやや鈍化の見通しである。このため、円高の輸出面への影響はより厳しいものとなろう。また、海外からの廉価品流入が急ピッチで伸びており、競合品生産企業を圧迫する要因になっている。

円高・株安と業況判断DI（全産業）の動向



(資料) 日本銀行「経済統計月報」、「企業短期経済観測調査」

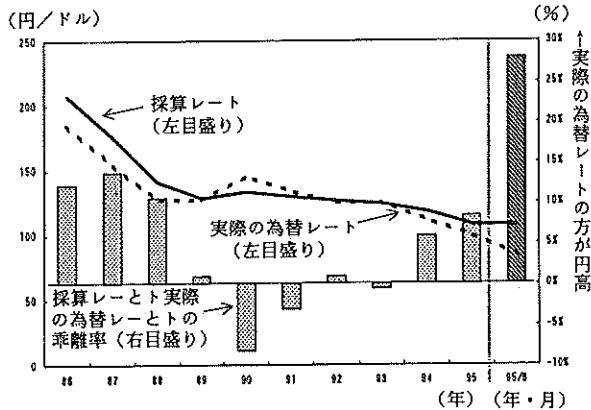
以上、①輸出の頭打ち・輸入の高水準の伸びによる外需減少、②企業収益悪化、設備投資抑制への波及の可能性—など、円高の直接・間接の景気下押し圧力が懸念される。

また、株価も今年初来軟調傾向となっており、

バランス・シート問題、不良債権問題の圧力を増している。

2. 95年度の見通し～景気腰折れの恐れ強く、0.5%成長へ

採算レートと実際の為替レート（製造業）



(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の乖離(棒グラフ)は上方が実際の為替の円高となる。
 (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」
 日本銀行「経済統計月報」

2) 阪神大震災と社会的不安事件

1月の阪神大震災・3月の地下鉄サリン事件は消費マインドを冷やしたことから、95年1-3月期の民間消費の低迷の要因となつたとみられる。その後も消費関連指標は低迷を示しているが、円高・株安下での景気下押し圧力の増加による雇用環境悪化から、更に消費マインドが萎縮している恐れもある。

(1) 見通しの前提とポイント

1) 見通しの前提

- ①第二次補正で名目公的固定資本形成2兆円追加
- ②公定歩合：据え置き
- ③為替レート：平均87円/ドル
- ④原油価格(通関ベース)：平均17.4ドル

2) 予測結果のポイント

これまで景気の下押し要因であった企業設備のストック調整はようやく一巡した感がある。また、阪神大震災の影響も、これまでのマイナス効果が漸減し、復興需要のプラス効果の方が上回ってくることから、ネットで95年度の実質GDP成長率を0.3%押し上げる—など景気のプラス要因はある。しかし、①円高や欧米景気等の減速傾向を背景に外需は減少傾向(輸出は低調、輸入は高水準の伸び)、また、輸出関連製造業の生産・設備投資にも悪影響が生じる、②住宅投資の反落傾向が続く、③雇用環境の厳しさが続く—と予想される—などプラス要因を上回るマイナス要因がある。

95年度の実質GDP成長率は、94年度(0.6%)並みの0.5%(前回予測1.4%)にとどまろう。もともと回復力が弱い中、急激な円高等を背景に一層の景気下押し圧力が加わっていることから、足踏み状況の景気は腰折れし、低迷に向かう恐れが強いと予想される。92年度0.3%、93年度▲0.2%、94年度0.6%についての0.5%であり、4年連続でほぼゼロ成長と厳しい状況となろう。

95年度日本経済見通し結果（特に指定なき場合、前期比、％）

	93年度 実績	94年度 実績			95年度 予測		
			上期	下期		上期	下期
実質GDP成長率	▲0.2	0.6	1.0	▲0.5	0.5	0.4	0.7
（内需寄与度）	(0.3)	(0.9)	(0.9)	(▲0.2)	(1.5)	(1.0)	(1.1)
（内、民間需要）	(▲0.9)	(0.3)	(0.3)	(▲0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.2)
（内、公的需要）	(1.1)	(0.7)	(0.6)	(▲0.0)	(1.0)	(0.4)	(0.9)
（外需寄与度）	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.9)	(▲0.5)	(▲0.4)
民間消費支出	1.4	1.7	0.9	▲0.0	1.0	0.7	0.6
民間住宅投資	5.3	8.9	8.0	▲3.5	▲5.2	▲2.0	▲3.0
民間設備投資	▲10.0	▲6.3	▲3.7	0.5	1.5	1.5	▲0.4
公的固定資本形成	13.3	2.4	2.7	▲2.2	7.6	3.3	9.0
財貨・サービス輸出	0.2	6.6	5.5	2.7	2.8	1.1	0.9
財貨・サービス輸入	4.1	9.4	4.9	5.3	9.0	4.5	3.3
鉱工業生産上昇率	▲4.0	3.1	2.6	3.4	1.1	▲0.2	▲0.8
総合卸売物価上昇率	▲3.2	▲1.6	▲1.9	▲1.1	▲1.3	▲1.1	▲1.4
消費者物価上昇率	1.2	0.4	0.4	0.5	0.0	0.1	▲0.0
経常収支（億ドル）	1305	1250	1311	1193	1170	1250	1090

（注）貿易・経常収支の半期数値は季節調整値・年率換算ベース、
総合卸売物価上昇率、消費者物価上昇率の半期数値は前年同期比
（資料）実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」、通産省「通産統計」、日本銀行「物価指数月報」、「国際収支統計月報」、総務庁「物価統計月報」

物価の下落傾向や景気腰折れの恐れが強いことから、経済がスパイラル的な悪化（「物価下落という意味でのデフレと景気後退の併存」、ないしは「物価下落と景気後退の併存という意味でのデフレ」の状況となり、その状況が悪化すること）に陥る恐れも払拭できず、追加対策は不可欠である。

とされており、昨夏のような猛暑効果も期待薄である。

所得・消費の見通し（前年比、％）

	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度予測
実質民間消費	2.7	0.9	1.4	1.7	1.0
実質家計可処分所得	4.0	0.4	0.9	2.4	1.7
実質雇用者所得	5.2	0.9	1.5	2.2	2.0
平均消費性向	85.2	85.6	86.2	85.7	85.1

（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」

(2) 項目別の動向

1) 民間消費～雇用環境の悪化懸念等から

消費は低迷

95年度の民間消費は1.0%増と94年度(1.7%)に比し低迷しよう。

阪神大震災、一連の毒ガス事件などから消費は一時落ち込みがみられたが、5月以降の月次統計ではその影響がやや薄らぎつつある。しかし、基調的には、①所得は低率春闘(2.83%)などから伸びは低め、②雇用環境は悪化傾向とみられ、消費者態度も慎重—などから消費は低調な推移にとどまろう。なお、長期気象予報では今年「冷夏」

2) 住宅投資～反落へ

95年度の住宅投資は▲5.2% (94年度8.9%増)と3年振りの減少となろう。着工戸数は141万戸と94年度の156万戸から減少しよう。住宅着工の中期的な適正水準を1975年度以降の平均(143万戸)とみると、93年度(151万戸)、94年度(156万戸)は過大であり、当面この反動減があらう。

利用関係別には、分譲(マンションなど)の供給過剰感が強い。一方、持家の過剰感は相対的に小さく、住宅金融公庫金利が再び3%台となる中、

底堅い推移が見込まれる。

利用関係別の住宅着工予測（季調済、年率、万戸）

	中期的な 適正水準	94年度実績				95年度予測		95年度予測		上期	下期
		91年度 実績	92年度 実績	93年度 実績	94年度 実績	上期	下期	上期	下期		
着工戸数	143	134	142	151	156	158	154	141	145	138	
持家	56	45	48	54	58	58	58	55	55	55	
貸家	55	58	69	65	57	59	56	51	52	50	
分譲	29	27	22	29	38	38	38	33	35	31	

(注) 中期的な適正水準は1975年度以降の着工戸数を平均したものと
(資料) 建設省「建設計画月報」

しかし、輸出関連企業群の設備投資は海外需要・為替の影響を受けやすい。海外景気の減速傾向が明確になりつつあり、足元の円高水準の継続などから一本調子の回復は見込み難しく、95年度下期にかけて設備投資は弱含む場面もみられよう。

非製造業の設備投資については、回復の兆しが見られるものの、依然として厳しい状況が続こう。

主要企業の設備投資計画

(単位：%)

3) 設備投資～円高継続で製造業設備投資は弱含む懸念も

これまでのストック調整の進展により設備投資の抑制圧力は減退しつつある。95年度の設備投資は1.5%と94年度の▲6.3%から小幅ながら増加に転じよう。

もっとも、今回の設備投資の回復は、輸出関連製造業主導によるところが大きい。設備投資の先行指標である機械受注統計を業種別にみると、94年4～6月期以降、海外需要の高まりを背景として半導体などの電機機械、一般機械などの業種で設備投資の拡大意欲が強かったことが窺える。

	94年度実績		95年度計画	
	修正率	修正率	修正率	修正率
全産業	▲8.3	▲3.1	3.2	0.0
製造業	▲13.3	▲4.3	8.1	4.9
素材業種	▲15.2	▲6.5	6.1	5.9
加工業種	▲11.8	▲2.6	9.6	4.3
非製造業	▲6.0	▲2.5	1.0	▲2.3
除 電力ガス	▲6.0	▲0.7	▲1.4	▲0.1
電力ガス	▲5.9	▲6.0	5.2	▲6.2

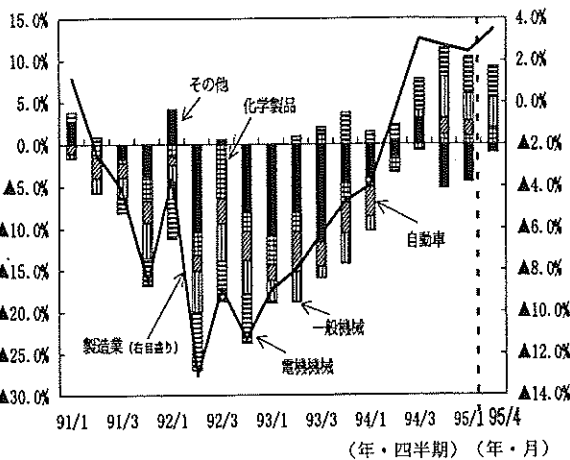
(注) 94年度実績及び95年度計画は前年度比、修正率は95年2月調査との比較

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査(95年5月)」

4) 雇用動向～厳しさ増す恐れ

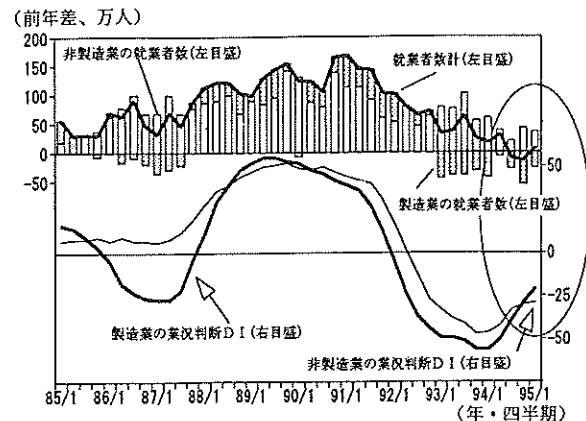
国内需要の低迷・海外との競合などの中、製造業の就業者数は減少が続いている。プラザ合意後の円高期には、非製造業で製造業の減少を補う就業者増があった。しかし、現状では、価格破壊の

設備投資を牽引する輸出関連製造業



(注) 製造業（実線）は前年同期比、電機機械等の棒グラフは寄与度（前年同月比）表示
(資料) 経済企画庁「機械受注統計」

業況判断DIと就業者数の変化



(注) 就業者計は製造業就業者と非製造業就業者の和。
非製造業は農林水産漁業・鉱業・公務を含まない。
(資料) 総務庁「労働力調査」日本銀行「企業短期経済観測調査」

動きや消費の低迷などから非製造業の景況感は製造業よりも悪く、雇用の受け皿としての役割を期待できなくなっている。

95年度の失業率は3.3%と最高水準となろう。

なお、企業は人件費負担を軽減すべく新規採用を手控えている。このため、今後は日本でも欧米のように若年層の失業が問題化する可能性があるう。

春闘賃上げ率・失業率の推移（単位：％）

	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度
春闘賃上げ率	5.65	4.95	3.89	3.13	2.83
失業率	2.1	2.2	2.5	2.9	3.3

（注）95年度の春闘賃上げ率は6/28労働省発表数値
（資料）総務庁「労働力調査」等

5) 物価～鎮静傾向は継続

95年度の総合卸売物価は▲1.3%と、94年度(▲1.6%)に続き下落基調が続こう。①円高基調による輸入物価の下落、②単位労働コスト上昇率の低さ、③製品需給の緩和傾向持続一などが背景である。

物価の予測（前年度比、％）

	93年度	94年度	95年度	
			上期	下期
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲1.3	▲1.4
内、国内品	▲1.8	▲1.4	▲0.6	▲0.6
内、輸出品	▲8.0	▲2.8	▲4.8	▲5.2
内、輸入品	▲12.4	▲1.5	▲4.2	▲5.1

	93年度	94年度	95年度	
			上期	下期
消費者物価	1.2	0.4	0.0	▲0.0
内、公共料金	0.5	0.7	0.9	0.3
寄与度	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
内、生鮮食品	3.6	▲2.0	1.4	5.5
寄与度	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)

（注）消費者物価の（ ）内の数値は前年度比寄与度
（資料）日銀「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

消費者物価も、労働需給の緩和等を背景とした賃金上昇率の鈍化、石油関係等の輸入物価関連の下落、価格破壊現象などから、95年度0.0%（94年度0.4%）と86年度（0.0%）以来の鎮静状況となろう。

6) 原油価格～世界景気の減速傾向から

弱含み

94年末以降、上昇傾向にあった原油価格は、米国のガソリン需要の盛上がりに加え、ドル安等の要因も絡み、3月中旬から5月初旬にかけ高騰、WTIベースで20ドルを越える場面もあった。しかし、①急ピッチな上げに伴う高値警戒感、②ドル下落の一服、③OPEC総会での生産上限枠に対する閣僚からの懐疑的発言一等から価格の低下傾向が明確となっている。

原油市場では先安感が強い。今後は、米国をはじめ世界景気の減速が弱材料として取り上げられ、原油価格は、更に下落するものと予想される。95年度平均は、入着原油ベースで17.4ドルと94年度（17.3ドル）並みになるう。

7) 国際収支～経常黒字は漸減

95年度の貿易黒字（国際収支ベース）は1,430億ドル（名目GDP比2.7%）と、94年度（1,443億ドル、名目GDP比3.1%）からわずかながら減少しよう。

経常黒字は、貿易外赤字の拡大（旅行収支）を背景として、95年度は1,170億ドル（名目GDP比2.2%）と93年度の1305億ドル（同3.0%）をピークに漸減傾向が続こう。

経常収支の予測
(季調済み年率換算ベース、億ドル)

	93年度	94年度	95年度		
			上期	下期	
経常収支	1,305	1,250	1,170	1,250	1,090
(対GDP比%)	(3.0)	(2.7)	(2.2)	(2.3)	(2.0)
貿易収支	1,430	1,450	1,430	1,460	1,400
(対GDP比%)	(3.3)	(3.1)	(2.7)	(2.7)	(2.6)
輸出	3,563	3,965	4,470	4,540	4,400
(前年同期比%)	(6.2)	(11.3)	(12.8)	(17.9)	(8.0)
輸入	2,133	2,515	3,040	3,070	3,000
(前年同期比%)	(7.0)	(17.9)	(20.7)	(29.4)	(12.9)
貿易外収支	▲55	▲120	▲180	▲130	▲230
移転収支	▲70	▲80	▲80	▲80	▲80

(注) 予測値は億ドル単位を四捨五入
(資料) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

8) 阪神大震災の影響～95年度は景気を
押し上げ

阪神大震災(1月17日)の影響が懸念されてきた。被災地域では、神戸港が壊滅的被害を受け、輸出入ともに大幅に減少した。港湾施設や輸送路の復旧に伴って持ち直して来たが、依然水準は低い。消費は、震災直後は大幅に落ち込んだが3月以降は家屋補修・耐久消費財需要が増加している。しかし、被災地の雇用状況の悪化は著しく、所得面からの制約が大きいと考えられる。住宅・公共投資関連の指標は、3月以降前年同月比で高い伸びを示し始め、震災復興の動きが本格化しつつあることを示している。

全国レベルの景気に対しては、1-3月期にかなりのマイナスの影響があったが、その後は影響幅は縮小している。現在までに発表された月次統計でみる限り、①1-3月期の消費を被災地域を

主要経済指標に見る阪神大震災の影響

年/月		94/	94/	94/	94/	95/	95/	95/	95/	95/	
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	1	2	3	4	5
鉱工業生産	全国	▲3.0	▲1.0	1.6	5.7	6.1	4.7	7.6	5.9	5.8	5.8
	近畿	▲3.2	▲1.5	▲0.0	2.6	2.7	▲0.6	5.3	3.2	4.6	4.8
	兵庫県	2.2	▲0.7	2.6	5.7	▲8.9	▲9.3	▲3.2	▲12.8	4.0	
勤労者世帯消費支出	全国	▲1.9	▲0.4	0.4	▲0.6	▲1.7	▲2.5	▲3.4	0.5	▲0.7	
	近畿	1.7	▲3.0	0.6	▲0.8	▲5.1	▲11.5	▲3.8	▲0.5	▲2.5	
	神戸市	4.7	▲6.3	▲1.9	11.6	18.0	▲12.7	▲2.8	60.2	62.8	
通関輸出(ト)ル	全国	6.1	7.5	9.1	15.4	14.0	4.7	19.1	16.6	21.7	26.4
	神戸港	2.1	▲0.7	1.8	13.6	▲62.9	▲43.4	▲77.5	▲64.4	▲54.3	▲31.8
	大阪港	11.8	13.2	31.7	46.4	91.0	26.0	117.1	115.7	114.5	83.5
通関輸入(ト)ル	全国	6.4	9.3	16.3	24.0	25.8	22.3	28.1	26.8	33.6	32.2
	神戸港	10.6	19.2	17.7	23.2	▲61.6	▲32.9	▲74.9	▲76.6	▲65.1	▲45.4
	大阪港	10.1	11.2	10.7	21.3	60.6	31.9	67.1	81.0	89.1	79.7
雇用保険 初回受給者数	全国	21.1	12.0	5.2	▲1.4	2.9	▲1.9	3.2	7.1	▲2.4	18.9
	近畿	19.1	7.8	4.1	▲3.2	29.3	▲1.9	30.1	59.6	15.1	17.0
	兵庫県	17.1	7.5	4.8	1.3	104.2	▲0.2	96.2	203.8	93.9	37.0
新設住宅着工戸数	全国	7.7	11.8	1.7	2.5	▲2.9	▲5.6	1.8	▲4.8	▲8.6	▲11.1
	近畿	10.2	15.9	11.0	14.4	6.2	▲6.4	11.1	13.2	1.6	▲1.5
	兵庫県	17.5	18.3	20.6	13.6	▲9.8	▲22.7	▲22.4	16.5	27.8	16.7
公共工事請負金額	全国	10.3	▲6.1	▲3.8	▲2.8	▲23.3	▲7.8	▲12.7	▲35.3	▲0.6	5.9
	近畿	▲10.0	▲6.5	▲11.7	▲12.9	▲4.1	6.1	▲23.2	▲1.8	9.8	16.2
	兵庫県	▲15.4	▲8.4	0.8	▲0.6	7.6	▲0.3	▲15.0	18.7	36.0	101.4

(注) 前年同期(月)比伸び率、%。

「近畿」は、滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山の2府4県。ただし鉱工業生産は、福井県を加えた2府5県。

(資料) 通産省「通産統計」、総務庁「家計調査報告」、大蔵省「外国貿易概況」、労働省「雇用保険事業月報」、建設省「建設統計月報」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

中心に抑制、②神戸港の被害から1月の輸出の伸びが低下したがその後は急ピッチで他港に転換、③鉱工業生産は1月に影響があったが、2月以降は他地域での代替が進みつつある—などがうかがえる。

実質 GDP 成長率との関係では、① 95 年 1 - 3 月期の成長を 0.1% (前期比) 押し下げた、② 95 年度は震災によるマイナス効果は漸減し、復興需要のプラス効果が上回ることから成長率を 0.3% 押し上げる—とみた。

(3) 金融～金利は弱含み横這い圏、望まれる不良債権問題への取り組み促進

1) 景気腰折れの恐れが強い中、長短金利は弱含み横這い圏

93 年末以降、緩慢な景気回復が続いていたが、今年初来の急激な円高の影響などから、株式市場は低迷、先行き不透明感が増している。「企業短期経済観測調査 (日銀、5 月)」でも業況判断 DI など先行きに対する慎重な見方が示された結果となった。

景気、物価、為替、資産価格などの動向、不良債権問題の状況などからみて、金融政策は緩和スタンスが続けられ、コールレートの低め誘導や公定歩合の引き下げの可能性もあると見られる。(日本経済の予測の前提は、既述のとおり、公定歩合 1.0% で据え置き)

長期金利は、需給面では追加補正に伴う国債増発などの上昇要因はあるものの、景気実体の弱さ、短期金利の弱含み観測、米国金利低下観測—等から弱含み横這い圏で推移しよう。

2) 鍵にぎる不良債権処理

最近の景気局面が不透明感を増している背景に

は不良債権問題の存在がある。6 月 8 日大蔵省は、「金融システムの機能回復について」を発表し、不良債権処置について基本方針を打ち出している。

基本方針としては債権流動化などの自助努力促進策、預金保険機構の充実などが示され、日銀法 25 条適用などもふれられている。また、公的資金問題との関係では、「不良債権処理は、厳しい自助努力が前提であるが、最大限の努力を尽くした後になお解決すべき問題がある場合をも念頭に置きつつ、公的な関与のあり方をも含めた多角的な視点から広く議論が行われ、本問題に対する理解が深まることを期待する」とされている。

金融システムの機能回復について

- 現時点における金融機関の破綻先債権・延滞債権及び金利減免等債権の総額は、都市銀行等 3 業態にかかる破綻先債権・延滞債権の合計額 (約 12.5 兆円) の 3 倍強。5 年で処理の目処をつける
- ディスクロージャーの拡充
- 金融機関の合理化努力、ノンバンク・住専の再建計画の抜本的な見直し
- 担保不動産流動化策を検討
- 経営基盤強化のため、合併、破綻金融機関の子会社化、他業態への転換が有効
- 預金保険の活用については資金援助方式の可能性を追求
- 5 年以内にペイオフを実施し得る環境を整備
- 日銀法 25 条の発動は緊急避難的な措置としてやむをえない
- 金融機関の検査、監督機能を高めるため、早期に経営是正を求める措置の導入を検討

6 月 27 日に発表された「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」では「公的資金など公的な関与のあり方を含めて、直ちに検討を開始する」と公的資金の導入に関して、より踏み込んだ表現がなされた。また、預金保険制度拡充への法改正の日程について次期通常国会を目処とすることが明示されたほか、金融システム安

定化委員会の設置の方針が含まれた。

不良債権問題への対処に関しては、海外でも公的資金が導入された例が数多くある。こうした例も参考としつつ、金融機関の体質強化、金融システムの健全化を図るため、自己責任原則、ディスクローズ拡充を基本に、公的資金導入の基準を明確化する中で、日本での不良債権処理問題についての早急な取り組みが望まれる。

<7月□日現在>

(海外の公的資金導入による金融機関救済の例)

	支援時期	経営悪化の背景	金融機関支援方法	政府支援額合計の支援時期初年の名目GDP比()は総金額
イギリス	74年	不動産不況による不良債権増加	信用管理委員会が危険金融機関を認定、関連の深い金融機関と中央銀行が協調融資(イングランド銀行1割、民間銀行9割)を実施(ライフサポート作戦)	0.3%(約1700億円)
	91~92年	80年代後半の不動産不況による不良債権増加	大手銀行を通じて中小銀行救済融資を実施(ライフサポート作戦)	0.02%(約300億円) 支援期間平均0.01%
アメリカ	88~92年	不動産不況、石油等地域経済の要となっている産業の不振、経営者のモラルハート、監督能力の欠如(第二次S&L危機80年後半~)	連邦政府機関であるRTCを設立し、倒産したS&Lの清算処理を実施(第二次S&L危機時)	1.9%(約12兆1600億円) 支援期間平均0.3%
ノルウェー	88~92年	80年代後半の不動産不況による不良債権増加	破綻銀行の株式取得や破綻していない銀行への自己資本増強のための投資を実施。ただし、不良債権の買取りは実施せず	3.6%(約4200億円) 支援期間平均0.6%
フィンランド	91~92年		全銀行を対象とした株式取得や政府保証基金による不良債権の買取りを実施	7.4%(約1兆2000億円) 支援期間平均3.7%
スウェーデン	91~93年		金融機関に政府保証、株式取得、バッドバンク(不良債権を集めた銀行)を設立し、そこから生じる損失を政府が補償、さらに銀行直接にも資金を供給	4.7%(約1兆5000億円) 支援期間平均1.6%

(注) ①政府支援額：イギリスはイングランド銀行融資分のみ、アメリカは運転資本貸出除き、ノルウェー・フィンランド・スウェーデンに関しては中央銀行含み

②支援期間平均：政府支援額合計/支援期間の名目GDPの合計

③円換算為替レートはすべて支援開始年の平均レートを使用

(資料) '93年BIS「年次報告」、日本銀行「外国経済統計年報」、IMF「International Financial Statistics」他

1995年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 実績	95年度 予測	94年度 前回予測	95年度 前回予測
名目国内総支出(GDP)	1.8 (464.2)	0.6 (466.8)	0.3 (468.3)	0.3 (469.7)	0.5 (469.2)	1.5 (476.3)
実質国内総支出	0.3	▲0.2	0.6	0.5	0.7	1.4
国内需要	▲0.4	0.3	0.9	1.5	1.1	1.6
国内民間需要	▲2.2	▲1.0	0.3	0.6	0.4	1.6
民間最終消費支出	0.9	1.4	1.7	1.0	1.6	2.2
民間住宅投資	▲3.7	5.3	8.9	▲5.2	8.6	▲4.9
民間企業設備投資	▲6.6	▲10.0	▲6.3	1.5	▲6.0	1.9
民間在庫品増加	(0.9)	(1.3)	(1.3)	(1.1)	(1.5)	(1.3)
国内公的需要	9.9	7.0	3.9	5.3	4.1	1.5
政府最終消費支出	3.0	1.8	3.1	3.3	2.6	2.2
公的固定資本形成	17.6	13.3	2.4	7.6	3.6	2.4
財貨・サービスの純輸出	(5.0)	(2.8)	(1.4)	(▲2.6)	(1.2)	(0.3)
財貨・サービスの輸出	4.8	0.2	6.6	2.8	5.0	5.1
財貨・サービスの輸入	▲0.4	4.1	9.4	9.0	8.0	6.6
鉱工業生産	▲6.3	▲4.0	3.1	1.1	3.0	3.1
総合卸売物価	▲1.5	▲3.2	▲1.6	▲1.3	▲1.5	▲0.1
消費者物価	1.6	1.2	0.4	0.0	0.4	0.5
貿易収支(億ドル)	1361	1430	1450	1430	1410	1300
経常収支(億ドル)	1259	1305	1250	1170	1260	1170

(注) ①前回予測は、4月7日発表分

②二重線内は、今回の予測値(次ページ以降も同様)

③()内は、実数、兆円

④貿易収支、経常収支は国際収支ベース

(資料) 実績値は、経済企画庁「国民経済計算年報」、通産省「通産統計」、総務庁「物価統計月報」、日本銀行「物価指数月報」、「国際収支統計月報」
(次ページ以降も同様)

見通しの主な前提

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 実績	95年度 予測	94年度 前回予測	95年度 前回予測
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	19.3	16.8	17.3	17.4	17.2	18.0
円/ドル・レート	125	108	99	87	99	95
公定歩合（年度末値、%）	2.5	1.75	1.75	1.0	1.75	1.25
米国実質経済成長率（暦年、%）	2.3	3.1	4.1	3.0	4.1	3.1

（注）原油価格、円/ドル・レートは年度平均値

需要項目別寄与度

	92年度 実績	93年度 実績	94年度 実績	95年度 予測	94年度 前回予測	95年度 前回予測
実質国内総支出	0.3	▲0.2	0.6	0.5	0.7	1.4
国内需要	▲0.4	0.3	0.9	1.5	1.0	1.6
国内民間需要	▲1.9	▲0.9	0.3	0.5	0.3	1.3
民間最終消費支出	0.5	0.8	1.0	0.6	1.0	1.3
民間住宅投資	▲0.2	0.2	0.4	▲0.3	0.4	▲0.3
民間企業設備投資	▲1.4	▲2.0	▲1.2	0.3	▲1.1	0.3
民間在庫品増加	▲0.8	0.1	0.0	▲0.0	0.0	▲0.0
国内公的需要	1.5	1.1	0.7	1.0	0.7	0.3
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	1.2	1.0	0.2	0.7	0.3	0.2
財貨・サービスの純輸出	0.7	▲0.5	▲0.3	▲0.9	▲0.4	▲0.2
財貨・サービスの輸出	0.7	0.0	1.0	0.4	0.7	0.8
財貨・サービスの輸入（控除項目）	0.1	▲0.6	▲1.3	▲1.4	▲1.1	▲1.0

（注）①四捨五入の関係で、需要項目別の合計と全体とは必ずしも一致しない。

95年度日本経済見通し結果（四半期系列）

（上段は季調済・前期比％、中段は季調済・前期比年率％、下段は原数値・前年同期比％）

	94年			95年			96年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目国内総支出	0.2	0.2	▲1.2	0.1	0.2	0.6	▲0.5	1.0	
	1.4	0.5	0.2	▲0.8	▲0.6	▲0.4	0.7	1.4	
実質国内総支出	0.2	0.9	▲1.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.6	
	0.7	3.5	▲3.9	0.3	1.0	1.0	1.0	2.5	
	0.5	1.0	0.8	0.1	0.1	▲0.5	1.0	1.5	
国内需要	0.1	1.0	▲0.7	0.1	0.5	0.7	0.4	0.7	
	0.9	1.4	0.9	0.5	0.9	0.6	1.8	2.5	
国内民間需要	▲0.1	1.0	▲0.9	0.4	0.3	0.2	▲0.0	0.3	
	0.1	0.8	▲0.0	0.4	0.8	0.0	0.9	0.8	
民間最終消費支出	▲0.3	1.1	▲0.6	0.1	0.5	0.4	0.3	0.4	
	2.1	2.9	1.5	0.3	1.0	0.2	1.1	1.5	
民間住宅投資	7.9	2.6	▲5.4	1.5	▲1.8	▲1.9	▲2.3	0.4	
	16.5	11.1	2.3	6.2	▲3.3	▲7.5	▲4.4	▲5.5	
民間企業設備投資	▲2.1	0.3	0.1	0.6	1.1	0.0	▲0.4	0.1	
	▲10.7	▲8.4	▲5.2	▲1.2	2.1	1.9	1.3	0.8	
民間在庫品増加 *	0.1	▲0.1	▲0.0	0.1	▲0.1	0.0	0.0	▲0.0	
	▲0.1	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.0	0.0	▲0.1	
国内公的需要	1.0	1.2	▲0.0	▲1.2	1.5	3.2	2.1	2.4	
	5.3	4.6	4.9	1.0	1.8	3.3	5.9	9.6	
政府最終消費支出	0.0	1.5	0.1	2.2	0.1	1.6	▲1.0	2.0	
	3.5	2.4	2.7	3.8	3.8	3.9	2.9	2.6	
公的固定資本形成	1.4	0.7	▲0.9	▲3.2	2.8	4.4	4.5	4.2	
	5.9	3.9	3.0	▲2.0	▲0.8	2.8	8.5	16.9	
財貨・サービスの純輸出 *	0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.1	▲0.1	
	▲0.4	▲0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲1.1	▲0.8	▲1.0	
財貨・サービスの輸出	3.4	0.5	2.4	▲0.0	2.5	▲2.7	1.0	2.6	
	4.4	5.4	10.3	6.4	5.4	2.1	0.7	3.3	
財貨・サービスの輸入	3.2	1.4	4.4	0.2	4.4	0.1	1.7	3.0	
	7.6	8.9	11.2	9.6	10.8	9.3	6.5	9.5	
鉱工業生産	1.2	1.4	2.1	1.3	▲0.0	▲1.6	▲0.1	0.4	
総合卸売物価	▲2.3	▲1.5	▲1.3	▲1.0	▲1.4	▲0.8	▲1.2	▲1.6	
消費者物価	0.8	0.0	0.8	0.1	▲0.1	0.2	▲0.4	0.4	
貿易収支（億ドル）	1474	1469	1406	1425	1480	1450	1420	1380	
経常収支（億ドル）	1354	1269	1203	1183	1340	1160	1130	1060	
公定歩合（％）	1.75	1.75	1.75	1.75	1.00	1.00	1.00	1.00	

（注）①民間在庫品増加、財貨・サービスの純輸出は寄与度（上段：前期比、下段：前年同期比）表示
 ②鉱工業生産は季節調整値・前期比％、総合卸売物価、消費者物価は前年同期比％
 ③貿易収支、経常収支の四半期の数値は季節調整済・年率換算
 ④公定歩合は、期末値