

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

1. 米国経済～可能性高まる

ソフトランディング

1) 景気の現状および今後の見通し

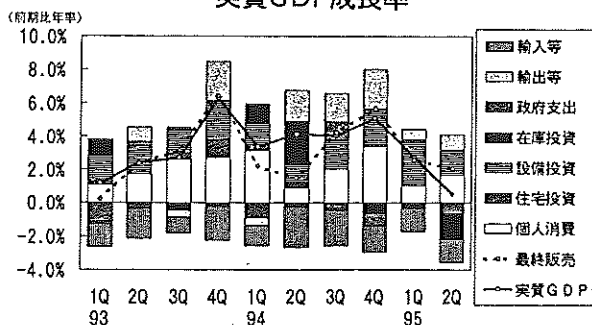
95年4－6月期の実質GDP成長率（7/28発表、事前推定値）は、前期比年率0.5%に減速した。在庫投資が大きく成長の足を引っ張る形となり、住宅投資も前期に続き成長下押し要因となっている。個人消費が回復の動きを見せており、設備投資がやや鈍化したものの、個人消費、設備投資が引き続き成長を支える形は変わっていない。最終販売は、在庫の取り崩しが進んだことから、前期比年率2.1%と大幅な落ち込みとはなっていない。最終販売が伸び悩むなか、企業が早い段階

で在庫調整に入った模様である。GDPデフレーター（インプリシット）は、前期比年率1.3%と前期の2.2%から低下しており、物価が安定基調にあることが窺える。

最近の月次経済指標には、景気の先行きにやや明るさを感じさせるものが見られる。6月の非農業雇用者数が前月比21万5千人増加し、6月の鉱工業生産も4カ月振りにわずかながら前月比増加に転じた。7月の消費者信頼感指数（コンファレンスボード）は、3カ月振りに上昇し消費者マインドもやや明るさを取り戻した様子である。物価は、95年に入りやや高めの動きとなっていたが、足もとでは安定している。

米国経済は、今後緩やかな成長ペースを続け、景気のソフトランディング（軟着陸）が実現する公算が高い。個人消費、住宅投資は低めの伸びが続く一方、設備投資、純輸出が成長を支える形となろう。在庫は、成長を下押しするものの、調整圧力は軽微なものに止まるものと考えられる。金融政策は、物価が安定的に推移していることを背景に、利下げ余地が拡大しており、今後は景気動向に配慮しながら慎重に金融緩和が進められることとなろう。

実質GDP成長率



（注）各需要項目は寄与度

（資料）米国商務省“Survey of Current Business”

主要経済指標の推移

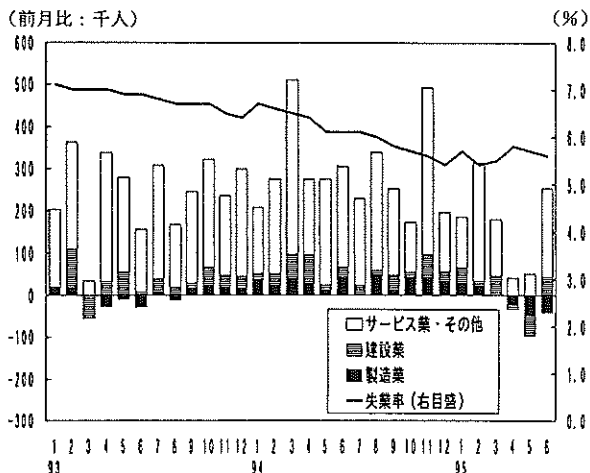
	94年	94年	95年	95年	95年	95年	95年	95年	95年
	3Q	4Q	1Q	2Q	1月	2月	3月	4月	5月
雇用部門									
失業率	6.0	5.6	5.5	5.7	5.4	5.5	5.8	5.7	5.6
非農業雇用者増減数(前期差、千人)	833	848	750	273	313	179	8	-46	215
家計部門									
実質可処分所得	前期比年率	3.1	7.5	4.1	-1.3	3.5	4.0	-13.2	8.5
	前年同期比	3.8	4.4	4.5	3.3	4.1	4.2	3.3	3.1
実質消費	前期比年率	3.1	5.1	1.6	2.5	-2.4	6.7	-3.5	10.5
	前年同期比	3.2	3.5	2.8	3.1	2.3	2.5	2.7	3.3
消費者信頼感指数(コンファレンス・ロード)	前期比	90.4	97.6	100.2	100.4	99.0	100.2	104.6	102.0
乗用車販売台数	前期比	-0.7	1.7	-4.4	-1.3	-1.9	4.4	-7.9	8.0
	前年同期比	5.1	3.1	-6.4	-1.7	-7.3	-7.5	-11.5	-1.0
住宅着工件数	前期比	2.1	2.7	-13.4	-3.2	-3.4	-6.1	2.5	-0.4
	前年同期比	12.5	2.5	-3.9	-12.2	0.1	-17.4	-13.3	-13.1
企業部門									
鉱工業生産	前期比	1.2	1.5	1.3	-0.8	0.1	-0.1	-0.7	-0.2
	前年同期比	5.8	6.0	5.5	3.1	5.6	4.6	3.8	3.0
設備稼働率		84.3	84.9	85.2	83.8	85.3	84.9	84.1	83.7
NAPM指数		58.3	59.0	54.6	47.9	54.5	51.4	52.0	46.1
消費者物価									
コア部分	前期比	0.7	0.6	0.9	0.9	0.3	0.3	0.4	0.2
	前年同期比	2.9	2.8	2.9	3.1	3.0	3.0	3.1	2.9

(資料) 米商務省 "Survey of Current Business"

個人部門

雇用は、6月の非農業雇用者数が前月比21万5千人の増加となった。4月、5月分は上方修正され、4月が前月比8千人の増加、5月が同4万6千人の減少となった。6月の非農業雇用者数の内訳を見ると、サービス業・その他が増加の大半を占めており、建設業が3カ月振りの増加となった。製造業は、4月以降3カ月連続で減少が続いている。今後は、サービス業を中心に増加基調は続くものの、雇用の伸びは緩やかなものに止まる見通しである。

非農業雇用者数・失業率の推移



(資料) 米労働省 労働統計局

企業部門

6月の鉱工業生産は、前月比0.1%とわずかながら4カ月振りに増加に転じた。前月比減少が続いていた耐久消費財も前月比0.3%と増加に転じた。設備稼働率は、引き続き低下基調にある。生産の減少に歯止めはかかったものの、企業は耐久消費財消費の鈍化等、景気減速を背景に、生産調整局面を迎えていると考えられる。今後の景気を見る上で生産調整の動向が重要であるが、調整圧力はあまり大きくないと考えている。

今回は、比較的早期に生産調整に入ったことと、鉱工業生産の伸びが在庫売上比率の急上昇に結びつくほど高くないことがその理由である。

鉱工業生産と、売上要因と在庫要因に分けた在庫売上比率の変化を見ると、在庫売上比率の下げ止まりが売上の伸び鈍化によって生じてから、鉱工業生産の前年比がピークを迎えている。

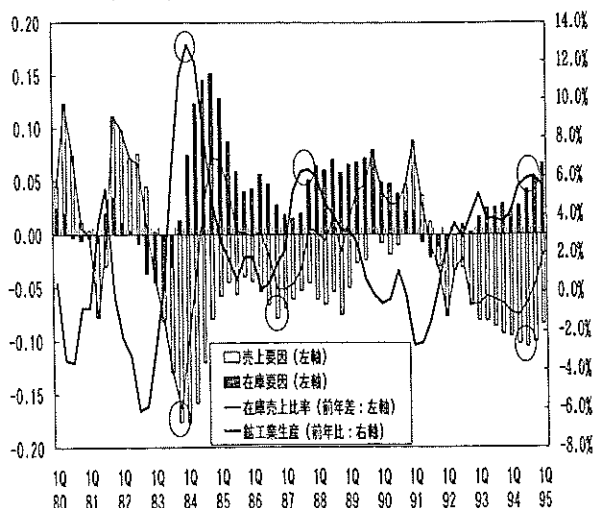
グラフに示した通り、鉱工業生産の前年比伸び率のピークを大きく捉えて、84年第1四半期、87年第4四半期、94年第4四半期とする(81年は前年比増加が第2・3四半期のみなので除く)。それよりも前に、売上要因が在庫売上比率を低下させる方向にもっとも大きく作用しているのは、

83年第4四半期、86年第4四半期、94年第3四半期である。つまり、売上の伸び鈍化による在庫売上比率の下げ止まりを認知してから、生産調整に入るまでの期間は、それぞれ、1四半期、1年、1四半期であったことになり、86年から87年にかけてが長い。

鉱工業生産の伸び率は、84年第1四半期、87年第4四半期、94年第4四半期がそれぞれ、前年比12.9%、6.3%、6.0%であり、84年第1四半期が突出して高い。

以上からすれば、過去と比較して、今回は早期に生産調整局面に入り、鉱工業生産の伸びも突出して高くないことから、生産調整圧力は大きくないと思えることはできよう。

鉱工業生産・在庫売上比率の推移



(資料) 米国商務省 FRB

2) 物価動向

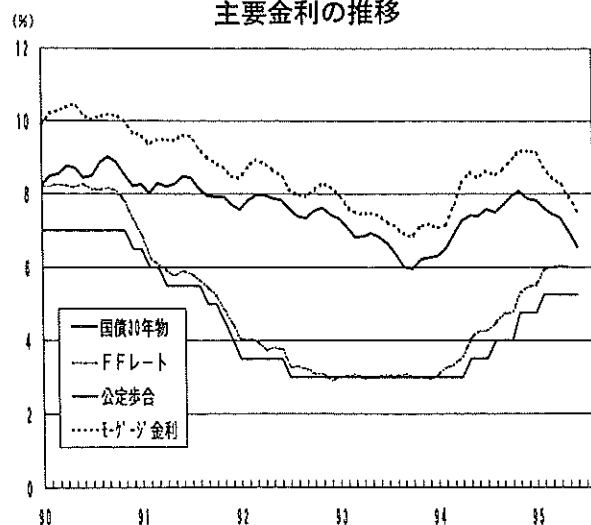
6月の物価は、生産者物価が前月比▲0.1%、消費者物価が同0.1%となった。エネルギーと食料品を除いたコア部分もそれぞれ同0.2%、同0.2%と安定した動きとなっている。95年に入りやや高めの動きとなったが、失業率の下げ止まり、設備稼働率の低下を背景に物価上昇圧力は後退している。前期比上昇率は4-6月期をピークに安定した推移となろう。

3) 金融政策・金利

7月6日のFOMCは、FFレート0.25%の利下げを決定した。利下げ決定に至った背景にインフレ圧力の後退を挙げている。7月19日に行われたグリーンズパンFRB議長の議会証言でも、インフレ圧力の後退を強調している。利下げ以降発表された経済指標は、景気の先行きにやや明るさを感じさせるものとなっており、今後は景気動向に配慮しながら、慎重に利下げ余地を探る展開となろう。9月もしくは11月のFOMCで追加利下げが決定されると思われる。

長期金利は、景況感の上振れと、8月上旬の入札を抑えた債券の需給懸念から足もと上昇しているが、今後はインフレ圧力の後退、景気の減速を背景に低下基調を辿るものと思われる。

主要金利の推移



(資料) FRB "Federal Reserve Bulletin"

2. ドイツ経済～95 年上期、緩やかに 成長率鈍化

(1) 景気：個人消費立ち直りが安定成長維持の鍵

94 年下期に輸出主導で高成長となったドイツ（西独）経済も、95 年入り後はマルク高の定着により企業景況感の悪化が続いている。ただ、公式統計の不備（95 年第 1・2 Q の GDP 統計発表は 9 月初めの見込み）から景気鈍化の程度が見極めにくい状況となっている。4、5 月の生産統計によれば国内生産は第 2 Q にやや持ち直した模様であるが、成長率との連動性の高い ifo 研究所の景況感指数は 5 月から 6 月にかけ悪化するなど冴えない。

1) 第 2 Q に鉱工業生産持ち直し

鉱工業生産指数はデータ改訂作業のために発表が遅れていたが、直近 95 年 5 月までの数字が公表された。鉱工業生産伸び率は 94 年第 4 Q の前期比 +2.5% から 95 年第 1 Q に同 -4.1% と大きく落ち込んだ後、国内生産活動は第 2 Q に入って同 +1.2%（4～5 月平均）とやや持ち直した模様である。ifo 研究所の調査でも、第 2 Q の設備

稼働率は 86.1% と第 1 Q の 85.4% からさらに上昇した（←94 年平均 82.7%）。

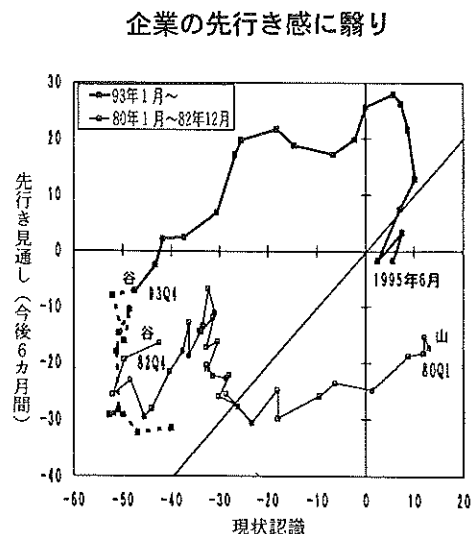
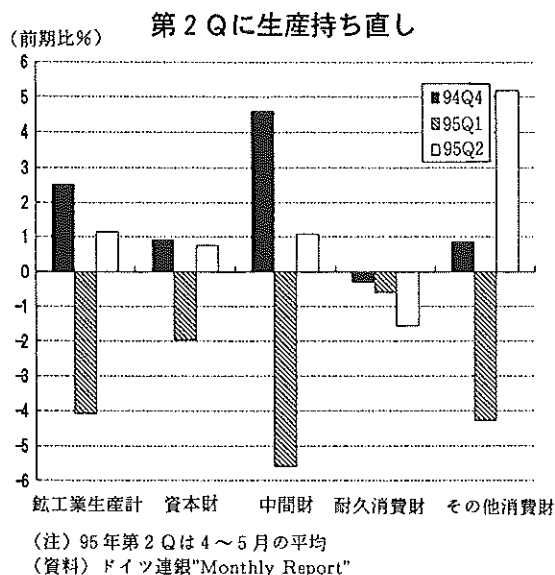
製造業生産を財別にみると、第 1 Q に大きく落ち込んだ後ながら消費財（除く耐久消費財）生産の好調が目につく。国外からの製造業受注は年初来 4 カ月連続で前月比マイナスとなっており、国内需要が景気を下支えしている。

2) 6 月の企業景況感再び悪化

しかし企業景況感は冴えない。ifo 景況感指数（85 年=100）は、マルク高進行を受けて 94 年第 4 Q 平均 105.6→95 年 4 月 99.1 と低下、その後 5 月 101.3 とやや持ち直したが、6 月には再び 98.9 へと低下した。

現状認識はそれほど悲観的になっていないものの、先行きに対する見方（今後 6 カ月間）では、業況悪化を予想する企業が好転予想の企業を上回った。受注残高の前月比減が続いている（3 カ月連続）ことが企業マインドに影響を与えているとみられる。

企業景況感からみる限り、西独経済は景気の山が近い。過去においては、「先行き指数」が「現状指数」を下回りマイナスの領域に入ってくると、



（注）現状認識は「良好」と回答した企業の割合－「不振」と回答した企業の割合
先行き見通しは「好転」と予想する企業の割合－「悪化」と予想する企業の割合
（資料）ifo 研究所

その後成長率鈍化の局面となっている。96 年にかけて予想される成長率の鈍化が緩やかなものに止まるかどうかは、輸出から設備投資へと移ってきた景気のリード役を個人消費がうまく引き継ぐことができるかどうかにかかっている。

(参考)

試みに、ifo 景況感指数を用いた GDP 成長率の推計を行ったところ、95 年第 2 Q の成長率は 2.7% となった。ifo 景況感指数は GDP 成長率と連動性が高く、また景気トレンドをみるのに適した指標として知られている。

生産統計、小売統計などの公式統計は統計改訂のために発表が著しく遅れており、また信頼性の低下も指摘されている。西独景気の足下の実態は公式統計では十分把握できないが、それほど弱くはないようである。

(推計式)

$$\text{GDP}\% = -21.2 + 0.24 * \text{IFODI} + 0.12 * \text{CAPA}\%$$

(-12.49) (13.82) (1.61)

R * R = 0.7831

GDP% : 実質 GDP 成長率 (前年比%)

IFODI : ifo 景況感指数 (85 年=100)

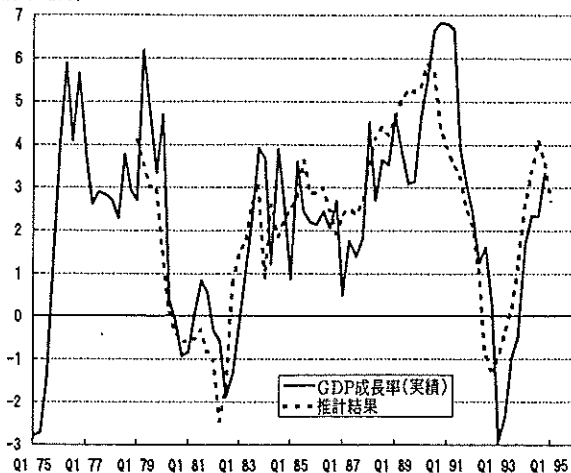
CAPA% : 設備稼働率変化率 (前期比%)

(推計期間)

1979 年第 2 Q ~ 1994 年第 4 Q

95 年上期成長率は緩やかに鈍化の模様

(前年比%)



(注) 推計値は 95 年第 2 Q まで

(資料) ドイツ連銀"Monthly Report"、ifo 研究所

(2) 金融～政策金利は当面据え置き

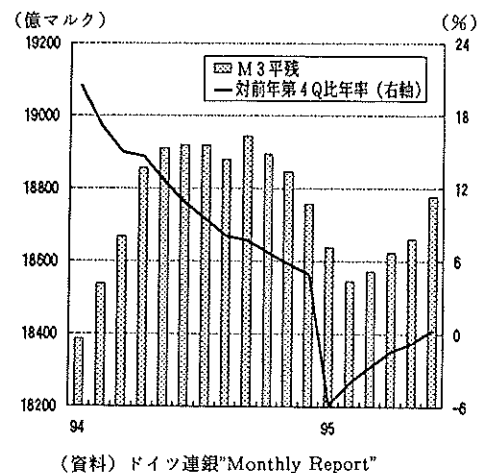
市場ではドイツ連銀の金融緩和観測が高まっている。連銀の金融政策の行方を占う上で注目される国内要因は、マネーサプライ (M3) と物価の動向である。7 月 13 日の連銀定例理事会では政策金利の据え置きが決定されたが、この両者について連銀は以下のような見解を示した。

- ① マネーサプライは、3 月末の利下げ後緩やかに増加に転じ、目標圏 (95 年第 4 Q 平残前年比 +4 ~ +6%) に近づきつつある。現時点では、追加利下げによるマネーサプライ押し上げが必要であると判断する根拠に乏しい。
- ② マルク高がこれまでのところ物価安定に貢献しているが、相場上昇は一段落しており、マルク高が今後も一次産品価格の上昇を相殺するという保証はない。また、6 月のインフレ率がハネた (前月比 5 月 +0.2% → 6 月 +0.4%) ことが一時的な現象かどうか見極める必要がある。

この理事会の後に発表されたマネーサプライ、インフレ率の最近動向は以下の通り。

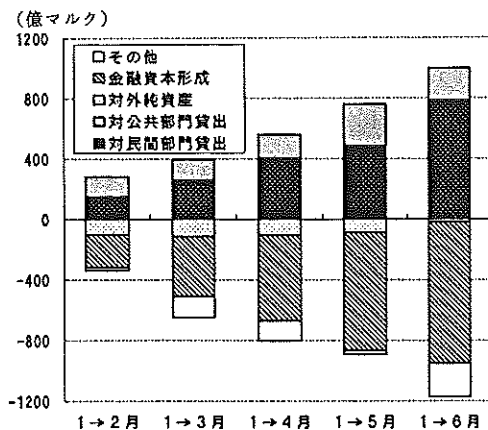
① マネーサプライ : 6 カ月振りに対前年第 4 Q 比プラスの伸びに

マネーサプライ動向



(資料) ドイツ連銀"Monthly Report"

M3 構成要素累積変化額



(注) 95年1月からの累積変化額
(資料) ドイツ連銀"Monthly Report"

6月のM3残高は、6ヵ月振りに対前年第4Q比プラスの伸び(0.3%)となった。マネーサプライ増加の要因は、①対民間部門を中心とした銀行貸出の回復、②これまでマネーサプライ伸び悩みの主因であった金融資本形成(長期金融商品の購入)の増加ペースダウン、③対外純資産残高の5月からの増加。

マネーサプライ動向は引き続き望ましい方向に向かっており、新たに連銀の判断を金融緩和に傾かせる材料になるとは考えにくい。連銀は7月の理事会で、「中期的な通貨供給量管理という観点からは、M3の伸びを無理やりターゲットに近づけるより緩やかな動きにまかせることが望ましい」としている。

②物価：7月に上昇率低下、ただしサービス価格に懸念残る

6月に前年比+2.4%(前月比+0.4%)と高い上昇率になった生計費(消費者物価に相当)は、7月速報値では同+2.2%(同-0.1%)とやや上昇率が低下した。この発表を受けて、利下げ期待の高まりから一時マルクが対ドルで売られる場面もあったが、中身をみると、必ずしも連銀に歓迎されるようなものではない。

すなわち、インフレ率低下に寄与したのは食料

品と燃料であって、サービス価格は引き続き高止まっている。コア部分のインフレ圧力低下は7月の生計費速報値からは確認できなかった。

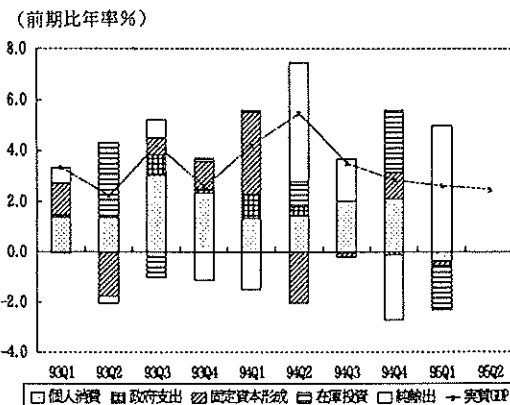
これら2つの要因に限れば、7月の理事会で「当面様子見」を決めたドイツ連銀が8月10日の理事会で利下げに踏み切る根拠となるとは考えにくい。ドイツの政策金利は、当面現状維持が予想される。

3. イギリス経済～持続可能な安定成長へと軟着陸

(1) 景気～設備投資主導で安定成長の持続

イギリス経済は、94年は実質GDP成長率3.8%と高成長であったが、94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の低下を主因に鈍化傾向をたどっている。95年第1Qの前期比年率2.6%に続いて、7月21日発表の第2QのGDP速報値では2.3%となった。

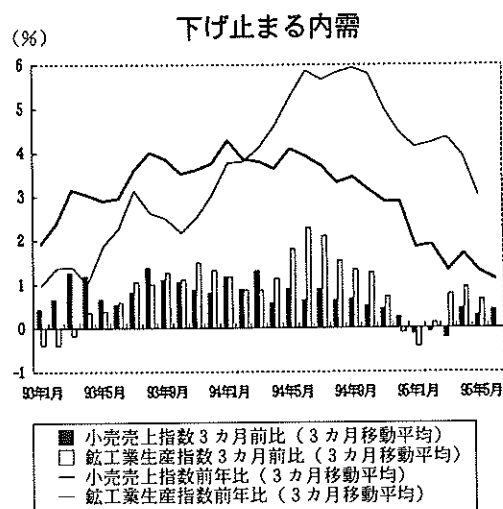
安定成長へ軟着陸



(資料) 中央統計局

94年下期以降低下傾向にあった小売売上の伸び率は、足元で下げ止まりの兆しが見られる。第2Qに入って、前年比では低下しているものの、3カ月前比でみるとわずかながら上昇に転じている。これは、①利上げが見送られていることなど

から生じている金利低下期待によって消費者マインドが回復しつつある、②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）や消費者信用が高い伸びを示している、③最近の一連の住宅金融組合の合併・買収に伴って顧客に一時金（補償金）が支払われることから、個人消費の増加が見込まれる一ためである。また、96年度予算に減税盛り込みが予想されることも、96年にかけての個人消費回復の要因となろう。



(資料) 中央統計局

また、鉱工業生産の伸び率も、第2Qに入って、前年比では低下しているが、3カ月前比では下げ止まっている。企業部門の活動堅調を示すように、英国産業連盟(CBI)調査の設備投資意欲は、海外からの受注好調を反映して依然高い水準にある。

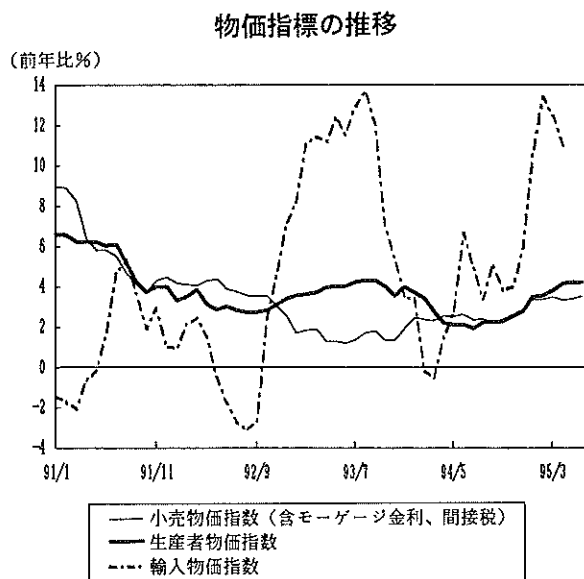


(注) 設備投資意欲は、今後12カ月に「拡大見込み企業」－「縮小見込み企業」の割合
(資料) 英国産業連盟

以上から、個人消費の伸び率が低めに推移する中、設備投資が下支えとなり、イギリスの景気は、潜在成長率(2～2.5%)程度の安定成長へと軟着陸しつつある。

(2) インフレ～川上部門の圧力が川下部門に波及

ポンド安の持続による輸入物価の上昇等を背景として、6月の生産者物価は、前年比4.2%と93年9月以来の高水準となった。また、こうした川上部門からのインフレ圧力が、小売物価にある程度反映し始めている。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、6月には3.5%に高まっており、モーゲージ利払い、間接税を除いたベースでも、同月前年比2.3%と94年2月以来の高水準となっている。



(資料) 中央統計局

①景気(需要)が鈍化している、②単位労働コストの上昇が鈍化していることから、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。

しかし、①消費者マインドの回復により、コストの価格転嫁が比較的容易になってきた、②生産者投入価格の上昇率が高止まっており、川上部門でのコスト上昇は小売物価に必ずしも反映しつく

されてはいない—ことから小売物価上昇率はジリ高の状態が続こう。

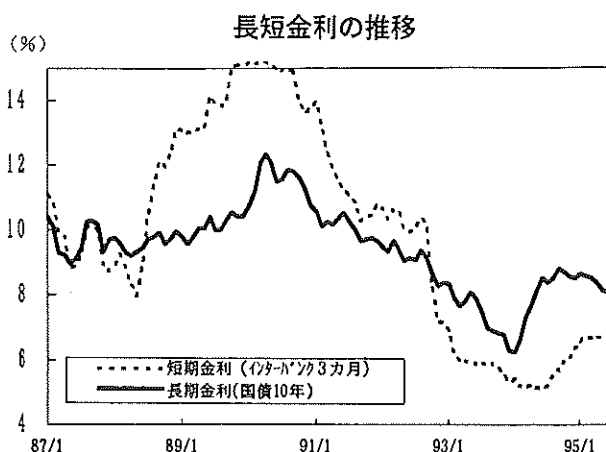
(3) 金融政策・為替～当面見送られるものの 利上げの可能性残る

1) 金融政策

6月に引き続き7月の中銀総裁月例会談においても、インフレ懸念を重視したジョージ中銀総裁がベースレート引き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これを拒否したとみられる。

景気減速を示す指標の発表が相次いでいることから、ベースレート追加引き上げは当面見送られよう。

しかし、97年5月までに実施される総選挙を控え、現在、与党保守党の支持率が極めて低水準にあることから、有権者の支持を集めるため、11月に発表される来年度予算の中に減税が盛り込まれる可能性が高い。その場合、小売物価上昇率が高水準でジリ高にある中、減税による個人消費の盛り上がりに伴うインフレの高進を予防するため、利上げが併せて行われることが想定される。



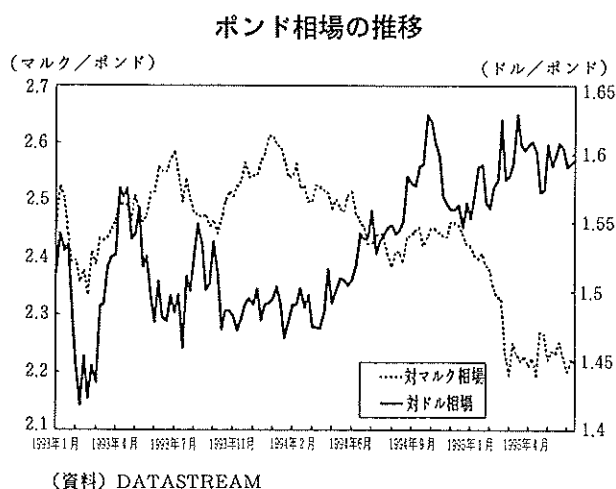
(資料) DATASTREAM

長期金利は、年初来低下傾向(8%台半ば→8%前後)にあったが、6月のメジャー首相の保

守党党首辞任によって急上昇した。7月4日のメジャー再選によって低下したが、その後は再び米国長期金利につられる展開となっている。

2) ポンド相場

ポンド相場は、対ドル、対マルクとも、5月中旬頃より、横這い圏内にあったが、6月のメジャー首相の保守党党首辞任によって急落、同首相の再選によってほぼ辞任発表前の水準に戻した。



市場関係者の間では、今回の党首再選と内閣改造によって保守党内でのメジャー首相の基盤が一応は強化されたとの見解が一般的であった。しかし、7月27日に行われた下院補欠選挙で保守党が惨敗するなど不安定要素もあり、今後の政治動向には注視を要しよう。

4. 為替～足もと、円高ドル安一服の展開

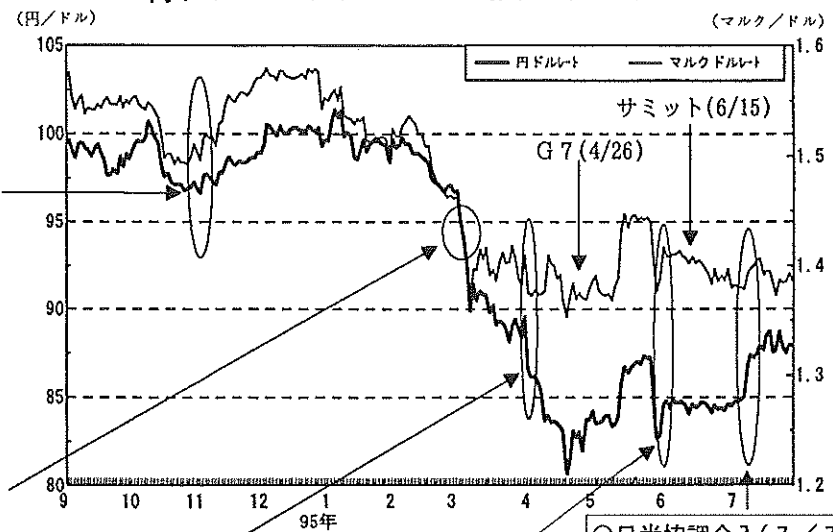
(1) 最近の動向～7/7の日米協調介入後、 足もと80円台後半で推移

円の対ドルレートは4月に最高値(79.75円、4/19)を付けた後、①通貨当局のドル安・円高牽制スタンスの明確化(5/31の日米協調介入。そして、実質上の日米協調利下げ<7月6日の米

円ドル・マルクドルレートの推移と協調介入

○日米協調介入(11/2, 3)
 ・米インフレ懸念の強まり等から、ドル安・円高が進み、米国の株価下落、長期金利上昇の中、協調介入。
 ・欧州中央銀行は介入には参加しなかったが、歓迎声明発表
 ・11/15に米国が予想より大幅な利上げを実施(0.75%)
 ・介入額(推定、概数、億ドル)
 2日:20、3日:10~20

○日米欧協調介入(3/2, 3)
 ・メキシコ通貨危機を背景に「急速なドル全面安」が進展。
 ・マルクは、対 ERM 通貨でも急上昇し、欧州通貨は混乱。(3/6にポルトガル・エクスクード他が切り下げ)
 ・2日に日米、3日に日米欧の協調介入。介入効果なし。
 ・介入額(推定、概数、億ドル)
 2日:日米10、3日:日米欧18



○日米欧協調介入(4/3, 6)
 ・3/30の独利下げで相場は小康状態に入ったが、3/31の日銀公定歩合引き下げ見送りから、再びドル全面安に。
 ・ドル全面安を嫌気して米株式、債券が下落。EMSに危機感。
 ・4/3に日米、4/6に日米欧の協調介入。介入効果はなし。
 ・介入額(推定、概数、億ドル)
 3日:日米12~15、6日:日米欧15

○日米欧協調介入(5/31)
 ・米金融緩和観測が台頭し、ドル全面安に。
 ・ドル安が一服、相場感が交錯している時に日米欧が介入。円は、82→85円まで大きく戻す。介入タイミングの意外感から介入効果は大きかった。
 ・介入額(推定、概数、億ドル) 20

FFレート引き下げ: 6.0→5.75%、7/7の日銀の短期金利低め誘導(コールレート): 1.25→0.8% 近辺>と7/7の日米協調介入)、②足もとの強めの米経済指標(雇用統計、小売売上等)、③相場の行き過ぎ感—などから、円安・ドル高気味に推移している。

しなかった。昨年11月以降の介入パターンをみると、独連銀は、マルクが対ドルで大きく切り上がる一方、他の ERM 通貨がこれについていけないため、ERM 内で軋みが生じた時、介入する傾向がある。現在、マルクは、高値圏にはあるものの、安定しており、これが今回、独連銀が協調介入に参加しなかった理由と考えられる。

(2) 7/7の日米協調介入について～意外感から介入効果は大

7/6のFFレート引き下げの翌日(7/7)にNY市場で日米協調介入が行われた。ドルが安定していたにもかかわらず、介入が実施されたという意外感から、介入規模に比し、効果は大きかった。ドル安リスクに対する予防的措置、円の水準訂正が目的とも考えられる。

介入は、日米当局のみで行われ、独連銀は介入

II. 日本経済

1. 経済動向～高まる景気腰折れ懸念

1) 景気の現状～足踏み状況を継続

95年度改定見通し（7/7発表）で指摘した通り、景気は95年4－6月期より足踏み状況にあるとみられる。改定見通し発表以降の経済指標等の動向をみると、公共投資（公共工事請負額）は震災復旧の本格化から前年同月比で95年5月以降再び増加に転じ、設備投資は微増傾向を保っているものの、①円高等による外需のマイナス寄与の継続、②これまで景気を牽引してきた住宅投資は95年3月以降年率で140万戸台に減少、③個人消費も耐久消費財の買替え需要はあるものの、力強さがみられないーなど、最終需要の弱さが目

立っている。

また、生産は、95年4－6月期前期比0.0%となり、景気動向指数が先行・一致とも50%割れ（93年12月以来15ヶ月振り）となるなど、景気が腰折れの可能性が高まっていることを示唆する指標が相次いでいる。

一方で金融・為替市場では、日米の同時的金融緩和（7/6米FFレート引き下げ、7/7日本短期金利低め誘導）や、為替の協調介入など時宜を得た政策発動により、為替は80円台後半の円安・ドル高方向へ、株価は16,000円台を回復するなど、一時の急激な円高・株安進展リスクはとりあえず回避されている。しかしながら、現在の円高水準でも、輸出企業や輸入財との競合企業にとっては厳しい状況にあるとみられる。

○最近の経済指標

（#は前年同期(月)比、%）

	94年 1-3	4-6	7-9	10-12	95年 1-3	4-6	95年 2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率	前期比 前年同期比	0.8 ▲0.3	0.2 0.5	0.9 1.0	▲1.0 0.8	0.1 0.1					
鉱工業生産 (予測指数) 前期(月)比 前年同期(月)比	1.4 ▲2.9	1.2 ▲1.1	1.4 1.8	2.1 6.0	1.3 6.1	0.0 4.8	2.0 7.3	1.4 5.9	▲0.9 6.0	(▲1.2) ▲0.5	(3.2) ▲0.8
実質消費支出[家計調査、全世帯]*	▲0.7	▲1.1	0.6	▲2.0	▲2.5		▲2.7	▲0.6	0.2	0.6	
大型小売店販売額[店舗調査]*	▲2.7	▲3.2	▲0.8	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.4	▲2.1	▲1.7	▲2.1	▲1.5
新車販売(登録車)台数*	▲4.2	▲1.5	6.1	4.5	9.7	3.1	12.9	9.4	1.0	3.9	4.2
住宅着工戸数[季調済、年率、万戸]	157.4	159.8	155.8	155.7	152.8	141.0	157.3	145.2	145.3	142.4	135.4
機械受注額[船舶・電力除く民需]*	▲2.4	2.4	2.8	10.1	2.2		6.7	0.1	22.2	10.3	
建設工事受注[民間計]*	▲20.9	▲9.9	9.0	8.1	▲4.8	12.5	▲11.2	7.0	13.2	18.0	7.4
公共工事請負額*	10.3	▲6.1	▲3.8	▲2.8	▲23.3	4.0	▲12.7	▲35.2	▲0.6	5.9	10.2
通関輸出 数量指数*	▲2.9	0.7	2.4	6.8	4.9	6.7	11.0	8.2	6.4	11.3	3.3
通関輸入 数量指数*	8.7	13.1	13.9	18.6	15.2	15.0	17.0	16.4	18.0	15.7	11.4
通関黒字[季調済、年率、億ドル]	1,235	1,253	1,152	1,187	1,091	1,307	1,255	1,120	1,331	1,252	1,338
内、対米黒字	526	567	551	546	558	578	565	585	564	562	609
内、対E C黒字	220	215	221	231	180	222	177	247	214	206	247
内、対東南アジア黒字	656	683	712	765	819	911	916	877	947	912	882
為替レート[円/ドル]	107.6	103.4	99.1	98.8	96.3	84.4	98.2	90.8	83.7	85.1	84.5
有効求人倍率[季調済、倍]	0.65	0.63	0.64	0.65	0.66	0.63	0.66	0.66	0.65	0.63	0.61
雇用者数*	0.9	1.3	0.3	0.2	0.6	▲0.0	0.5	0.5	▲0.1	▲0.2	0.6
消費者物価指数[生鮮食品除き]*	0.9	0.9	0.7	0.5	0.2	▲0.2	0.2	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2
総合卸売物価指数*	▲3.1	▲2.3	▲1.5	▲1.2	▲0.9	▲1.7	▲0.6	▲1.1	▲1.5	▲1.8	▲1.8

（注）鉱工業生産の（）内は順に95年7月、8月の予測指数。

（資料）経企庁「国民経済計算年報」、総務庁「家計調査報告」、通産省「鉱工業生産動向」等、各種統計

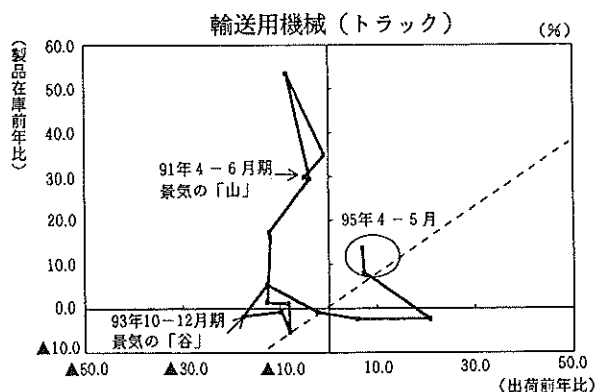
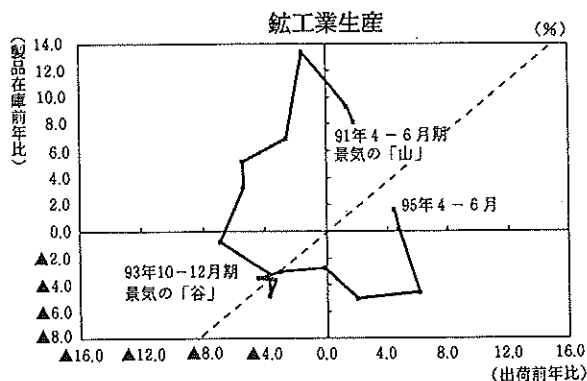
2) 今後の見通し～景気は腰折れリスク高まる

①一部業種で減産の動き

鋳工業生産は今後とも低迷する可能性が高い。内外需とも好調な半導体、紙パ等の増勢は継続が見込まれるが、一方で、民間建設投資の不振や公共事業の伸び鈍化を背景に鉄鋼等の建設財関連では生産調整強化の方向にあり、自動車業界でも円高や米景気のスローダウンによる輸出の鈍化などの需要の減退に対して減産が計画されている。このうちトラックについては既に在庫の積み上がり局面にあり8月より95年度当初計画比で10%程度減産を予定している。

製造業全体では在庫循環曲線は現状が積極的な在庫積み増し局面にあることを示唆しているが、需要の減退から再び在庫調整入りする恐れもある。

製造業の出荷・在庫状況 ～トラックでは在庫が積み上がり局面へ

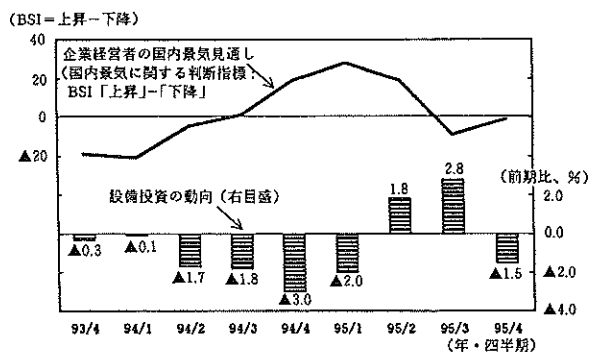


②経営者／消費者マインドは悪化傾向

法人企業動向調査報告(95/6調査)でみると、企業経営者の景気見通しは円高等を背景に一転して警戒的なものとなっており、これを反映して設備投資計画も製造業を中心に下方修正されている(全産業ベース95年7-9月期計画:3月調査時点7.0%→今回2.8%)。

また、消費者態度指数(消費動向調査、95/6月調査)は、95年4-6月期は前期比3.2ポイント低下し、家計調査では消費性向が前年同月を下回る傾向が続くなど、消費者マインドも悪化がみられる。

景気の先行き見通しは悪化へ



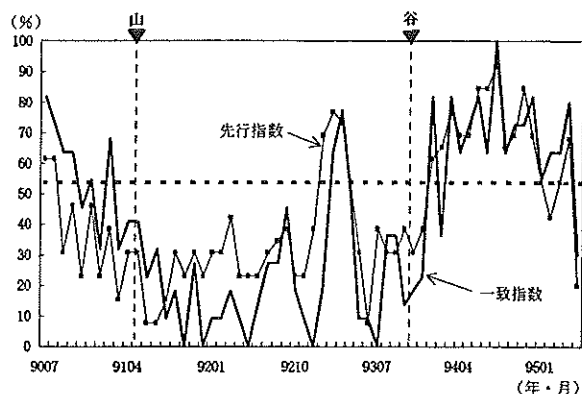
(注) ①数値は季節調整系列
②設備投資H、95/2期は実績見込み、95/3及び95/4期は計画
(資料) 経済企画庁「法人企業動向調査報告(平成7年6月実施)」

③景気動向指数は今後とも50%割れの可能性が高い

景気動向指数(5月速報)は、先行・一致指数ともに93年12月以来の50%割れとなった。一致指数の構成指標の1つである鋳工業生産が、前述の通り、今後とも低迷するとの予測から、6、7月についても50%を下回る可能性が高い^(注)。これまで一致指数が3ヶ月以上連続して50%を下回ると、景気の基調が変わっているとみることが多く、景気動向指数からも景気腰折れを告げるメッセージとなる可能性が高い。

(注) 90年度以降について、一致指数を構成する指標と鋳工業生産の動きのクセをみると、原材料消費指数や中小企業売上高などの5系列が生産指数と連動性が高く、生産指数と同様の動きとなれば11指標中6指標がマイナスとなり一致指数は今後とも50ポイント割れとなる。

景気動向指数（一致・先行）の推移



(注) 右表の網掛けした指標が生産指数との連動性が高い指標。なお、その他の「電力使用量」、「労働投入量」については、6、7月と5月水準で横這いになったとしても「悪化」となる
(資料) 経済企画庁「景気動向指数」

一致指数の動き	一致指数を構成する指標の動き			生産指数との連動性
	3月	4月	5月	
①生産指数（鉱工業）	○	○	●	
②原材料消費（製造業）	○	○	●	87.1%
③電力使用量	○	○	●	58.1%
④稼働率指数（製造業）	○	○	●	79.0%
⑤労働投入量（製造業）	●	●	●	48.4%
⑥投資財出荷（除輸送機械）	●	○	○	61.3%
⑦百貨店販売額	●	○	○	51.6%
⑧商業販売額（卸売業）	○	○	○	62.9%
⑨経常利益（全産業）	●	—	—	71.0%
⑩中小企業売上高（製造業）	○	○	●	87.1%
⑪有効求人倍率（除学生者）	○	●	●	69.4%
拡張系列数	7	8	8	
採用系列数	11	10	10	
一致指数	63.6	80.0	30.0	

このように今後については、95年度第1次補正予算や公共事業の前倒しから公的資本形成は増加に転じるものの、①円高の継続、米景気の減速などを背景とした外需のマイナス寄与の持続）、②需要の低迷等から生産は低迷、③経営者／消費者マインド悪化などを受けた設備投資鈍化・消費は低調な伸び—などから、景気は腰折れリスクの高い状況にある。

7/20現在の超短期予測では、実質GDP成長率（前期比）は95年4—6月期0.3%、7—9月期0.2%と引き続き低い成長にとどまると予測される。

2. 金融～金利は利下げ期待の中、弱含み横這い圏

1) 短期金利の低め誘導が開始

日銀は7月7日に、「当面の金融調節方針について」を発表し、景気の「足踏み」を認め景況感を下方修正し、「低め誘導」を開始した。これは円高の影響が反映されたマクロ指標が発表され、平均株価が7月3日に一時バブル後の最安値（14,309円＜92年8月18日＞）を下回る中、米国のFFレート引き下げを踏まえるものである。

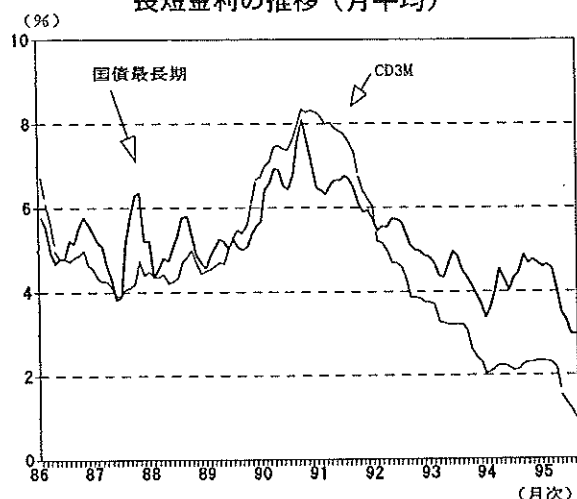
その後、7月21日に発表された「情勢判断資料（1995年夏）」でも景気回復の足踏みが長引く可能性と景気下振れリスクに言及するなど弱いトーンになっている。この間、政府も景気判断を変え、「景気の足踏み」を認める（「月例経済報告」、7月11日）など、政策当局も厳しい景気局面を認める方向で足並みを揃えつつある。

低め誘導後、コール無担保翌日物の加重平均金利は概ね公定歩合（1.0%）以下の0.7%～0.9%台で推移している。さらに一時、政局、米国絡みの早期追加利下げ期待が醸成され、CD3カ月金利など短期金利は弱含んだ。

長期金利も短期金利の弱含む中、月初には国債指標銘柄金利で史上最低の2.505%まで低下した。しかし、その後、円高の一服感と早期追加利下げ期待の鎮静もあり、やや上昇した後に横這っている。

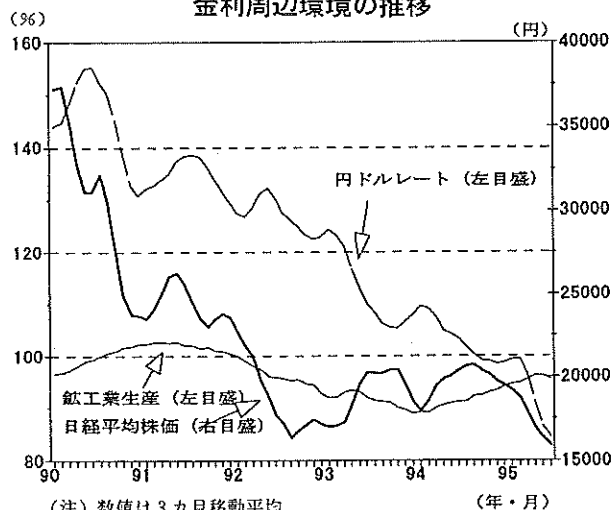
今後も政局の展開も睨みながら、神経質な展開が続こう。しかし、金利と密接な関係のある物価環境、企業活動や消費活動を示す諸指標は低迷しており、不良債権問題や95年度予算の二次補正も絡んで、早晩追加利下げ期待が醸成されよう。長短金利ともに弱含み横這い圏での推移となろう。

長短金利の推移（月平均）



（資料）日本銀行「経済統計月報」

金利周辺環境の推移



（注）数値は3ヵ月移動平均
（資料）日本銀行「経済統計月報」他

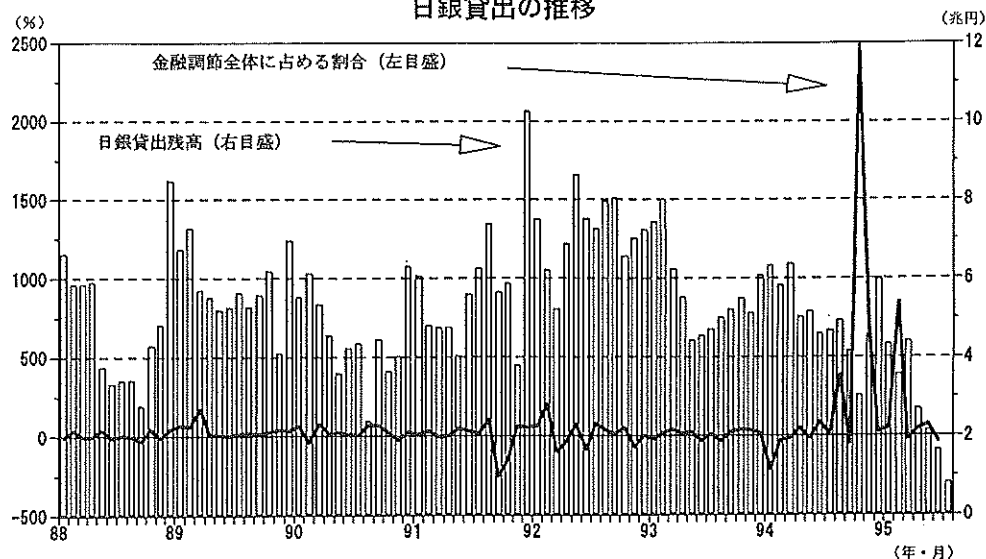
2）金融調節～短期金利低め誘導と日銀貸出

一時、早期利下げ期待が醸成された理由に、①参議院選終了後は政局に配慮せず景況感に合わせて利下げが出来る、②米国が8月にも利下げを行い、日銀も協調する—という観測の他に、③市場金利が公定歩合を下回ることによる金融調節の困難性—がある。

短期市場金利が公定歩合を下回れば、金融機関にとっては公定歩合による日銀貸出を受けるメリットがなくなる。日銀貸出は金融調節の中で中心的な役割を果たしてきたが、一般金融機関にとり、メリットがなくなったことで回収も進み、遂に残高で1兆円を割った。

日銀は手形買いオペの一層の活用や債券現先オペの再開など日銀貸出の代替手段の活用で乗り切れるとしているが、手形には適格担保に限りがあり、米国のTB市場におけるオペのような市場の厚みがあり、かつ商品の信用性、単一性が保たれているようなオペの中核になるものがない。

日銀貸出の推移



（注）金融調節に占める割合は毎月のフローの調節に占めるフローの日銀貸出の割合
（資料）日本銀行「経済統計月報」

日銀の調節は準備預金を積めない銀行が連銀貸出に追い込まれるといったFRBの金融調節とは異なり、オペと日銀貸出を併用して市場の資金過不足に応じていくものである。当局者の発言からも^(注)、日銀貸出を使えない現在の状況が不自然な状況であることを窺わせ、この面からの利下げ観測は根強く残ろう。

- (注) 1. 小島理事「市場金利の動きに幅があり、タイミングによって今後も日銀貸出の役割はある」(低め誘導実施時の記者会見)
2. 山口企画局長「将来的に日銀貸出の役割を落とす政策意図は全くない。経済情勢が大きく転換した時には、公定歩合で、微調整の時には低め誘導を弾力的に使いたい。」

(時事通信社取材<7月13日>)

トピックス～国民所得統計の基準年次改定(95年10月頃)

経済企画庁では、今秋(10月頃)にも国民所得統計の基準年次改定(1985年から1990年への変更)を行う予定である。これまでの基準改定の経験からみると、基準年が更新される度に過去のGDP成長率も修正され、一般的に、実質成長率は低下する傾向がある。

しかしながら、今回の基準改定では、これまでと違って、実質GDP成長率は若干だが上方修正される可能性がある。これは、1985年以降、為替レートは238.54円(85年暦年平均)から80円台へと大きく円高化しており、実質GDP成長率の算出上のデフレーターには需要項目間で大きな格差が生じているためである。1985年を100とする財貨・サービスの輸入デフレーターは54.2(94年度)であり、民間消費の111.5(同)の半分程度となっている。このため、輸入金額の変化は同額の消費に比べて、成長率に2倍の影響を与えることになる。こうした影響は90年基準に改定されることによりかなり解消されるものとみられる^(注)。

過去の基準改定における成長率の改定状況

	公表時期	名目成長率			実質成長率			デフレーター		
		新	旧	差	新	旧	差	新	旧	差
① 65年基準改定 (1951～1967年度平均)	1969年5月	14.1	13.9	0.2	9.6	9.8	▲0.2	4.1	3.7	0.4
② 70年基準改定 (1951～1972年度平均)	1974年2月	14.6	14.6	0.0	9.7	10.0	▲0.3	4.5	4.2	0.3
③ 75年基準改定 (1970～1978年度平均)	1980年11月	14.1	14.2	▲0.1	4.5	5.0	▲0.5	9.2	8.8	0.4
④ 80年基準改定 (1970～1983年度平均)	1985年10月	10.9	10.7	0.2	4.4	4.6	▲0.2	6.3	5.9	0.4
⑤ 85年基準改定 (1970～1988年度平均)	1990年10月	9.5	9.4	0.1	4.3	4.4	▲0.1	5.0	4.8	0.2

(注) 表内の数値はGNP成長率

(資料)「テキスト国民経済計算」藤岡分七、渡辺源次郎著による

(注) GDP の控除項目の輸入は名目で 1.1 兆円増加すると 85 年基準では約 2 兆円のマイナス、90 年基準では約 1.5 兆円のマイナスにカウントされる。他の需要項目、例えば民間消費は名目で 1 兆円増加すると 85 年、90 年基準ともに約 0.9 兆円とほぼ同じである。但し、実際の基準改定では各品目レベルで計算し直されるため、ある程度幅をもってみる必要がある。

価格基準を GDP 統計の需要項目レベルで 90 年基準及び前年基準に変えて実質 GDP 成長率を試算してみた。結果は、輸入の実質額を過大評価する主要因である為替の基準が変更されるため、今回の基準改定で成長率が若干上方修正される可能性があることを示しているが、依然として低成長であることには変わりはない。

基準年次を変更した場合の実質 GDP 成長率

	85 年基準	90 年基準	前年基準
1992 年度	0.3	0.4	0.4
1993 年度	▲0.2	0.1	0.3
1994 年度	0.6	0.9	1.1

(注) ①90 年基準の試算方法は 90 年暦年のデフレーターを 100 とし、各需要項目毎に年度のデフレーターを再計算。年度の名目値を再計算したデフレーターで割りいた。

②前年基準は 90 年基準同様、各需要項目毎に下記の通り算出した。

(例)94 年度の場合

前年基準 GDP = (94 年度名目値 / 93 年度名目値) ÷ (94 年度デフレーター / 93 年度デフレーター)

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

(8 月 1 日現在)