

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

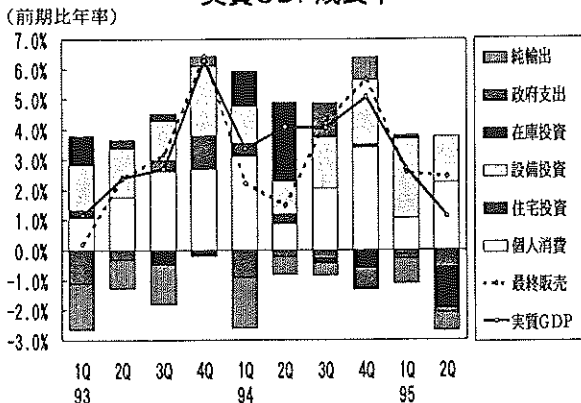
(1) 景気～足もとの指標は強弱混在

95年4-6月期の実質GDP成長率（8/30発表、暫定推定値）は、事前推定値の前期比年率0.5%から同1.1%に上方修正された。1-3月期の同2.7%から大きく減速したことはない。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になっている。個人消費は回復の動きを見せており、設備投資もやや鈍化したものの、個人消費、設備投資が成長を支える形となっている。GDPデフレーター（インプリシット）は、前期比年率1.6%と前期の同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は、大幅な減速となった4-6月期から成長ペースが緩やかに回復しつつあることを示唆しているものの、強弱混在の内容となっている。8月の雇用統計は、非農業雇用者数が前月比24万9千人増加した。7月の鉱工業生産は、猛暑による電力需要の増加を背景とした原材料の伸びに加えて、設備財が伸びたことから、わずかながら前月比増加したが、自動車・部品の生産の落ち込みが大きく、全体の伸びが抑えられている。景気の先行きに対しては、家計、企業共に7月は前月に比べてやや明るい見通しを持ったものの、足もとでは企業がやや後退している。需要面を見ると、7月の乗用車販売は前月比大幅減少となったが、7月の住宅着工件数は前月比大幅増加となった。物価は引き続き落ち着いた動きとなっている。

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。95年下期は、前期比年率2%程度の緩やかな成長が続く見込みである。物価は、設備稼働率の低下、失業率の下げ止まり等上昇圧力が後退しており、引き続き安定した推移となろう。金

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 3 Q	4 Q	95年 1 Q	2 Q	4月	5月	6月	7月	8月
雇用部門										
失業率		6.0	5.6	5.5	5.7	5.8	5.7	5.6	5.7	5.6
非農業雇用者増減数(前期差、千人)		833	848	750	290	8	▲62	299	6	249
家計部門										
実質可処分所得	前期比年率	3.1	7.5	4.1	▲1.1	▲13.0	8.2	4.5	5.4	
	前年同期比	3.6	4.4	4.5	3.3	3.3	3.1	3.6	3.9	
実質消費	前期比年率	3.1	5.1	1.6	3.4	▲3.2	12.7	5.3	0.5	
	前年同期比	3.2	3.5	2.8	3.3	2.8	3.5	3.6	3.7	
消費者信頼感指数(コンファレンス・ト)		90.4	97.6	100.2	100.4	104.6	102.0	94.6	101.4	101.0
乗用車販売台数	前期比	▲0.7	1.7	▲4.4	▲1.3	▲7.9	8.0	▲1.5	▲5.6	
	前年同期比	5.1	3.1	▲6.4	▲4.7	▲11.5	▲1.0	▲1.2	▲1.1	
住宅着工件数	前期比	2.1	2.7	▲13.4	▲2.0	2.5	1.0	0.9	6.7	
	前年同期比	12.5	2.5	▲3.9	▲11.1	▲13.3	▲13.9	▲5.6	▲4.2	
企業部門										
鉱工業生産	前期比	1.2	1.5	1.3	▲0.7	▲0.6	0.0	▲0.1	0.1	
	前年同期比	5.8	6.0	5.5	3.2	3.9	3.2	2.6	2.6	
設備稼働率		84.3	84.9	85.2	83.9	84.1	83.9	83.6	83.4	
NAPM指数		58.3	59.0	54.6	47.9	52.0	46.1	45.7	50.5	46.9
消費者物価										
コア部分	前期比	0.7	0.6	0.9	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2	
	前年同期比	2.9	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	

(資料) 米商務省“Survey of Current Business”

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、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る。

個人部門

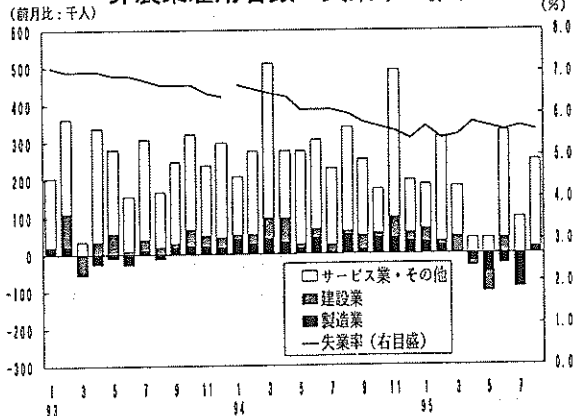
雇用は、8月の非農業雇用者数が前月比24万9千人の増加となった。引き続きサービス業が増加の中心となっているが、減少傾向が続いていた自動車・部品関連の雇用が前月比増加となったこ

とから、製造業も5カ月振りに増加に転じた。失業率は、5.6%と横這いの動きが続いている。時間当たり賃金、週平均労働時間は、サービス部門を中心に前月比減少となった。雇用は、今後もサービス業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。

企業部門

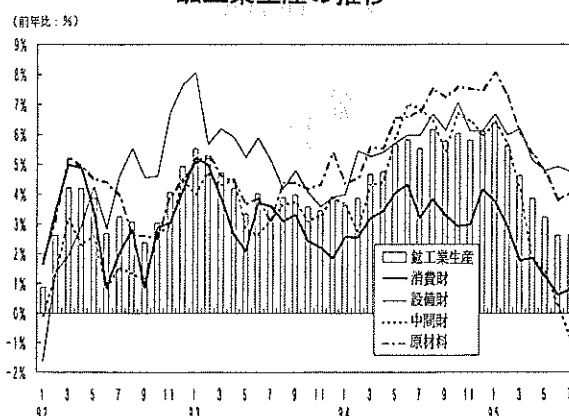
7月の鉱工業生産は、前月比0.1%の微増となった。猛暑の影響で電力需要が急増したことが影響

非農業雇用者数・失業率の推移



(資料) 米労働省 労働統計局

鉱工業生産の推移



(資料) FRB“Federal Reserve Bulletin”

している。自動車・部品は引き続き生産の減少が続いている。内訳を見ると、設備財、原材料は大きく落ち込んでいないが、消費財、中間財は前年比の伸びが鈍化あるいはマイナスとなっている。在庫調整圧力はさほど強くないと思われるが、生産の本格的な回復には、暫く時間を要する見込みである。

(2) 物価動向

7月の物価は、生産者物価が前月比横這い、消費者物価が同0.2%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。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。物価は引き続き安定基調が持続しよう。

(3) 金融政策・金利

8月22日のFOMCでは、政策金利の据え置きが決定された。雇用、生産の減少に歯止めがかかったことや、消費者、企業の景気に対する見方がやや上向いたことが背景にあると思われる。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。

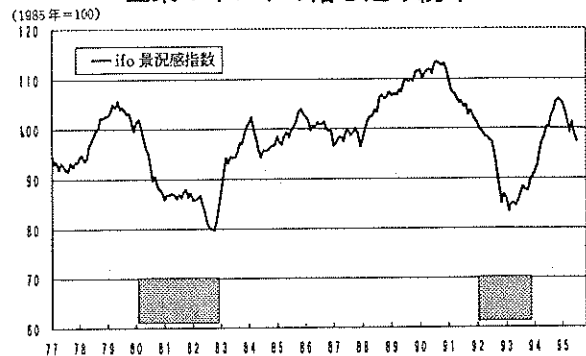
長期金利は、景況感の上振れと、8月上旬の入札を控えた債券の需給懸念からやや上昇していた。足もとでは、設備投資の先行指標とされる耐久財新規受注(7月)が前月比減少したことや、NA PM指数(8月)が低下したことから、6.6%台の動きとなっている。今後は、インフレ圧力の後退、緩やかな景気拡大の中、弱含み横這いで推移するものと思われる。

2. ドイツ経済～通貨供給量押し上げのために利下げ実施

(1) 景気～生産伸び悩みが続く

ドイツ経済は、輸出から内需(設備投資)に景気のリード役がバトンタッチされつつあった年初に、急激なマルク高に見舞われた。以来、外需の落ち込み、企業マインドの悪化、個人消費の回復の遅れから、国内景気は冴えない状況が続いている。

企業マインドの落ち込み続く



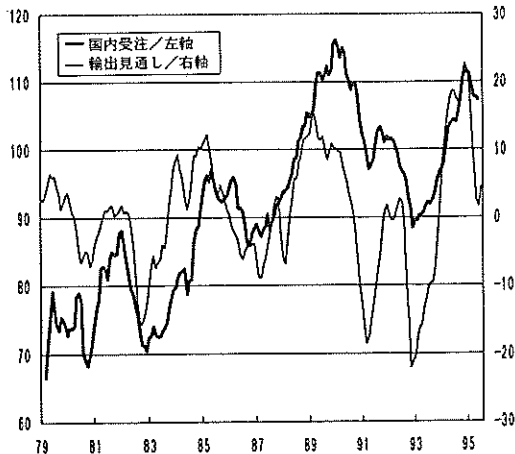
(注) ifo 景況感指数は現在および将来に関する企業の景気判断を指数化、加重平均したもの
80～82年、92～93年は景気後退期
(資料) ifo 研究所、ドイツ連銀"Monthly Report"

国内生産は94年第4Qから95年第1Qにかけて大きく落ち込んだ後、第2Qにはやや持ち直した(鉱工業生産前期比:95年第1Q▲4.1%→第2Q+1.0%)。しかし、成長率と連動性の高いifo研究所の企業景況感指数は7月に97.5(1985年=100)と前月比低下(←6月同99.0)が報告されており、第3Qに入っても生産の伸び悩み状況は変わっていない模様である。

ただし、現状についても将来についても総じて悲観的な回答が寄せられた7月のifoサーベイの中で、今後3ヵ月間の輸出見通しに関してだけは、楽観的な見方がわずかに増えている。足もとでのマルク高の修正(対ドル相場1.47DM/\$台で推移、4月のピーク時からは8%も下落)が落ち込みを続けている国外受注の回復につながるかどうか、今後の動きが注目される。

企業の輸出見通しと国外受注

(1991年=100) (バランス%)



(注) 3カ月移動平均値、輸出見通しは今後3カ月間に「増加を予想する企業」-「減少を予想する企業」の割合
(資料) ifo研究所、ドイツ連銀“Monthly Report”

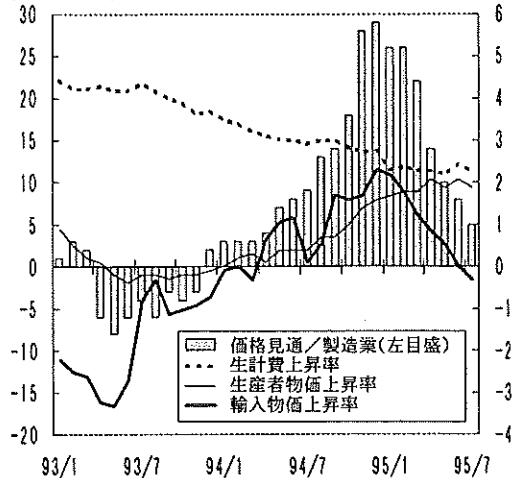
(2) 物価～インフレ圧力鎮静化

西独の一部の州（生計費指数速報値の構成州）における8月の生計費上昇率は、前月比▲0.1%と発表された。食料品価格の低下が物価下落に寄与した。

7月の生産者物価、輸入物価も前月から低下（それぞれ▲0.1%、▲0.6%）するなど、足もとの物価動向は安定している。特に輸入物価は、マ

川上部門からのインフレ圧力鎮静化

(バランス%) (前年比%)



(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”

ルク高の効果から、95年年初をピークに低下傾向が顕著である。投入価格、あるいは競合価格となる輸入品価格の低下に平行するように企業の価格上昇期待も大幅に後退しており、物価の安定推移が当面続くとみられる。

(3) 96年税制改革～可処分所得比1%規模の所得税減税実施

所得税にかかわる基礎控除の額が生活保護手当などの支給額を大幅に下回るといふ、低額所得者と生活保護受益者との不公平を是正するため、ドイツ政府は所得税法の改正を求められている（ドイツの最高裁にあたる憲法裁判所の92年の判断、実施期限は96年1月1日）。この所得税改正を含む96年税制改革案について、議会の両院調停委員会で審議が行われていたが、この度、以下の内容で合意が成立した。

- 所得税の課税最低限を96年1月よりほぼ倍増（単身世帯12000マルク、夫婦世帯24000マルクへ）
- 児童手当引き上げ
- 石炭補助金廃止（石炭産業助成金捻出のための電力料金上乘せ分の廃止）

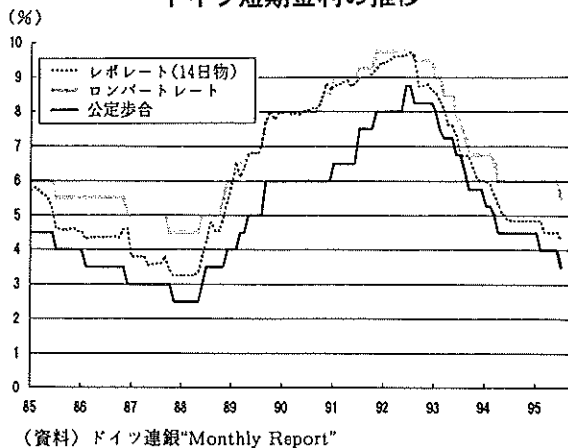
減税総額は、全独ベースの可処分所得の1%強（名目GDP比約0.7%）にあたる約260億マルクとなる見込みである。

政府は、財政支出の削減、公共部門の圧縮などにより税収減を一部穴埋めとしている。閣議決定された政府予算案によれば、96年度（96年1～12月）の連邦政府歳出は43年振りに前年度比減（▲1.3%）の緊縮型となっているが、財政赤字は95年度の490億マルク（実績見込み）から96年度は598億マルクへの拡大が見込まれている（政府予算案ベースで必ずしも実績と一致しない）。

(4) 金融政策～マネーサプライ押し上げのために
利下げ

ドイツ連銀は8月24日の理事会で公定歩合、ロンバートレートのそれぞれ0.5%引き下げを決定した(公定歩合3.5%、ロンバートレート5.5%)。政策金利の引き下げは3月末に公定歩合が4.5%から4.0%へ引き下げられて以来5ヵ月ぶり、新レートは、89年1月以来の低水準となった。また、政策金利引き下げと併せて、より細かな金融調節に用いられる債券オペ(毎週水曜日実施)の最低落札金利(14日物)が8月2日の4.50%からじりじり引き下げられ、8月30日には4.30%まで低下した。

ドイツ短期金利の推移



金融緩和の根拠として、連銀は7月の通貨供給量の減少を挙げた。また、マルク高推移、生産者物価の上昇圧力後退も利下げを可能にした要因として指摘している。

3月末の利下げ後、マネーサプライは緩やかに増加に転じていたが、対民間貸出の伸び鈍化、M3構成預金から長期物への資金シフト(金融資本形成の大幅増)を主因に、7月には対94年第4Q比年率▲0.4%と再びマイナスの伸びになった。7月13日の理事会で利下げを見送った際、連銀は「追加利下げによるマネーサプライ押し上げが必要かどうかの判断はまだできない」としていたが、マネーサプライ伸び率が再び目標圏(前年第

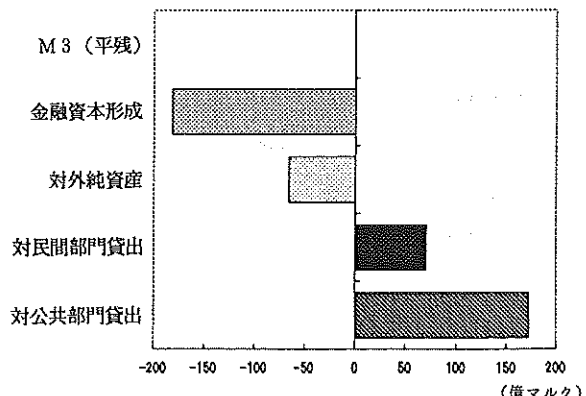
4Q比年率4~6%)から遠ざかるに至って、「やはり一段の金融緩和が必要」との判断に傾いたものとみられる。

(注) ドイツ連銀は物価安定化を最優先課題としており、そのための政策手段(中間目標)としてマネーサプライ伸び率の適正化を重視している。

連銀の今後の追加利下げの可能性について、市場の見方は分かれている。

短期市場金利の下限を画する公定歩合の引き下げにより、債券オペ金利はさらに低め誘導の余地が生まれた。しかし96年には財政が拡張的となる(所得税減税実施)ことから、連銀としてはもう一段の公定歩合引き下げには積極的ではあるまい。マルク高のインフレ鎮静効果も、相場がこのまま安定すれば早晩消滅して利下げ支援材料とはならなくなる。マネーサプライ伸び悩みが今後も続いた場合の「最後の切り札」として追加利下げの可能性は残しつつも、政策金利は当分現状で据え置きとなろう。

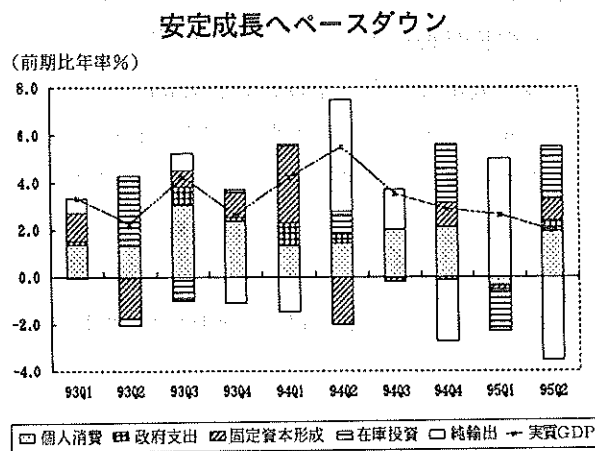
7月のマネーサプライ構成項目増減



3. イギリス経済～緩やかな景気減速の中、金利は据え置き

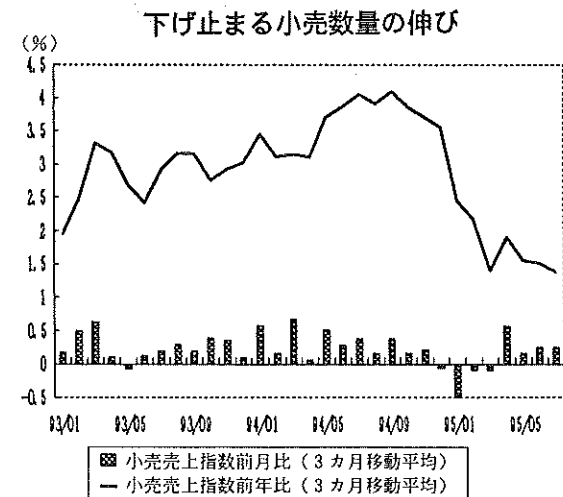
(1) 景気～緩やかな減速続く

8月21日に、95年第2QのGDPの改定値が発表されたが、純輸出の寄与が大幅なマイナスに転じたため、実質成長率は、前期比年率2.3%から1.9%へ下方修正された。これは英国の潜在成長率（2%台前半）をやや下回る水準である。



(資料) 中央統計局

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、95年第2Qに入り、前年比は依然低下しているものの、前月比では上昇



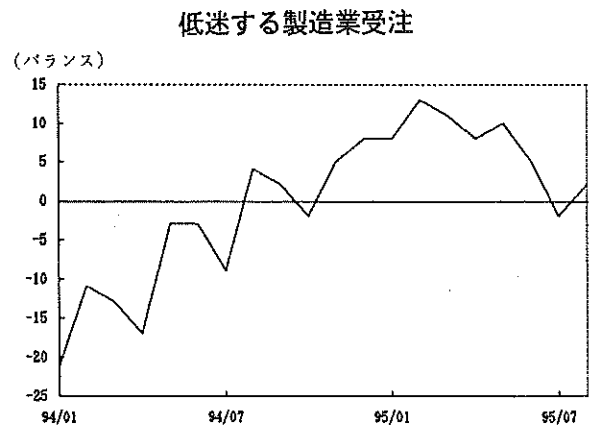
(資料) 中央統計局

に転じている。小売上の伸び率は、下げ止まりから、上昇に向かいつつある。

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

しかし、鉱工業生産指数は、5、6月と連続して前年比1.7%と低い伸びに止まっている (95年第1Q同4.3%)。また、英国産業連盟 (CBI) 調査の受注状況判断も95年5月以降低下傾向にある。

さらに、7月には、92年12月以降初めて失業者数が前月比でプラスに転じ、製造業における残業時間も減少した一方、パートタイム労働が増加しているなど雇用環境にも曇りが見える。



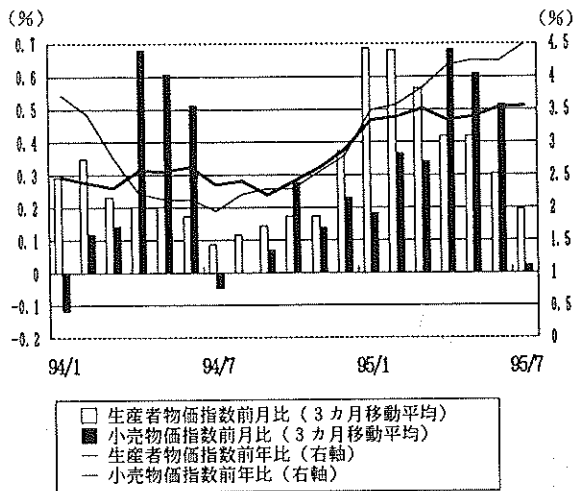
(注) 現在の受注状況について、「適正水準以上の企業」 - 「適正水準以下の企業」の割合
(資料) 英国産業連盟 (CBI)

以上を総合すれば、足もとでは個人消費にやや持ち直しがみられるものの、景気は緩やかな減速傾向にあると言える。

(2) インフレ～高進の可能性少ない

7月の小売物価、生産者物価は前年比でそれぞれ3.5%、4.5%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、94年2月以来の高水準となっている。

物価指標の推移



(資料) 中央統計局

生産者投入価格の上昇率(95年第2Q前年比11.1%)が高止まっていることから、川上部門からのインフレ圧力は依然強い。

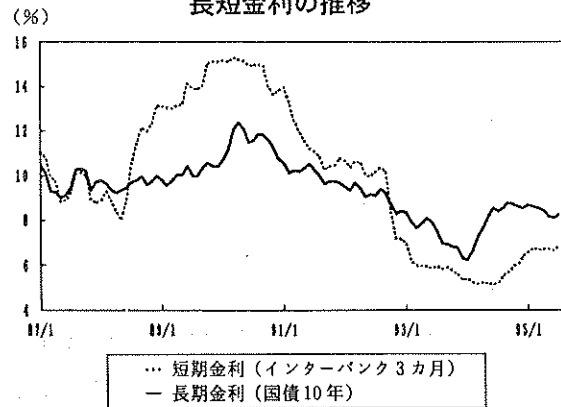
しかし、①賃金上昇率の低下から単位労働コストの上昇が鈍化している、②8月にはいってポンドがやや高めに推移しており、輸入インフレ圧力の軽減が期待できることから、川下部門でのインフレ高進の可能性は少ないと考えられる。

(3) 金融政策～ベースレートは据え置き

ベースレートは、94年2月以降6.75%の水準に据え置かれている。金融政策を巡っては、インフレ高進を懸念するジョージ中銀総裁と景気減速を重く見るクラーク蔵相との意見相違が依然解消されていない。しかし、インフレ率は高止まっているものの、川下部門でのインフレ高進の可能性は低下しており、景気減速を示す指標の発表も相次いでいることから、ベースレートは、当面、現行水準で据え置きとなろう。

ただ、来年度予算(96年4月～97年3月)で減税実施が組み込まれる場合には、ベースレートの引き上げが併せて実施される可能性はある。

長短金利の推移



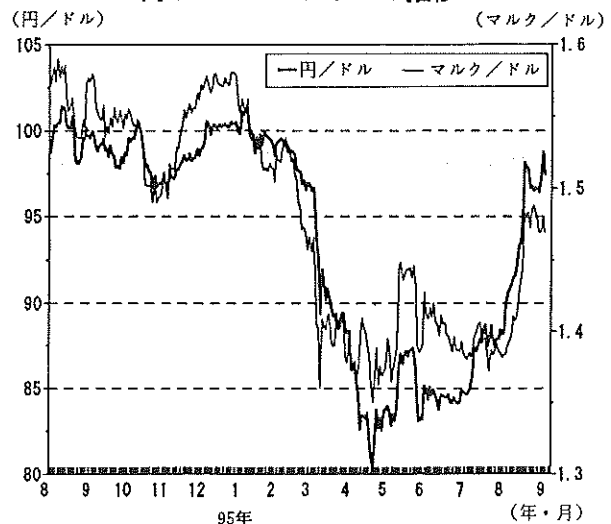
(資料) DATASTREAM

4. 為替～当面、円高修正傾向が持続

(1) 足もと90円台後半の推移

円の為替レートは4月に最高値(79.75円、4/19)をつけた後、①通貨当局による円高・ドル安是正に向けた各種政策協調の実施、②米景気の持ち直し傾向、③相場行き過ぎ感などから円高修正が起り、8月半ば以降は90円台後半で推移している。

円ドル・マルクドルの推移



(資料) 日本経済新聞

○政策協調：

- ・ G7(4/25)「ドル安の秩序ある反転」
- ・ 大蔵省(8/2)「円高是正のための海外投融資促進対策」
- ・ 協調介入
5/31<日米欧>、7/7<日米>、
8/2<日米>、8/15<日米欧>

当面、90円台後半～100円程度の動きと見られるが、目先は米国予算審議の難航、趨勢的には日米両国の対外不均衡の大きさが円高ドル安リスク要因となろう。

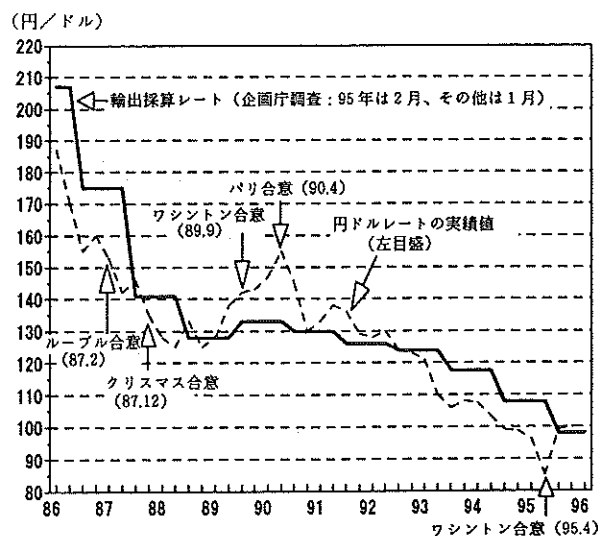
(2) 通貨政策の転換点～行き過ぎ感は解消へ

8/15の協調介入では、95円台で介入を入れるなど「円高ドル安是正」に向けた国際協調体制が明確化している。

85年9月のプラザ合意(円高・ドル安指向)以降の通貨政策の転換点は、①ドル安行き過ぎから円安・ドル高指向に転換したルーブル合意(87/2)、クリスマス合意(87/12)、②対外不均衡の縮小傾向、米景気の回復傾向などの中での円安行き過ぎから、円高・ドル安指向へと転換したワシントン合意(89/9)、パリ合意(90/4)、③そして今回、「ドル安の秩序ある反転」を目的とした95/4のワシントン合意が挙げられる。

年初来の円高により、一時は、輸出企業の採算レートを大きく割り込むほど円高が進展した。協調介入の結果、円安が進み、輸出企業にとっても採算のとれるレートに近づいたと考えられる。

為替レートと輸出採算レート



(注) 96年2月の採算レートは、94年2月→95年2月の採算レートを上昇分と同じ率だけ上昇すると想定し、98円と算出。
(資料)経済企画庁

<円安・ドル高指向のG7>

- ルーブル合意(87/2)、クリスマス合意(87/12)、
ワシントン合意(95/4)

<円高・ドル安指向のG7>

- プラザ合意(85/9)、ワシントン合意(89/9)、
パリ合意(90/4)

II. 日本経済

1. 経済動向～景気は足踏み状態を持続

(1) 景気の現状と今後の見通し

1) 経済指標の動向と景気の現状

景気は95年4-6月期より足踏み状態にある。95年度改定見通し(7/7発表)から現状認識に変更はない。①2月以降の急激な円高、米国景気減速による輸出数量の鈍化、②高水準であった住宅着工の持家を中心とした反動減、③阪神大震災、地下鉄サリン事件等の社会不安、雇用環境の

悪化等を背景とした消費の低迷などが顕著となっている。一方、震災復旧の本格化を背景とした公共投資、製造業を中心とした設備投資などは、比較的堅調に推移しているが、総じて見ると最終需要は弱いと判断される。このため鉱工業生産は、4-6月期の前期比ゼロに続き7-9月期は同▲1.9%の見込みであり、失業率も史上最悪の3.2%で高止まりしている。経済レポート8月号で指摘した通り、景気動向指数も一致指数の50%割れが2カ月続いた。実質GDP成長率も4-6月期は前期比0.4%(年率1.8%)、7-9月期は同0.2%(年率0.9%)と低成長が続こう(8月24日発表、超短期予測レポート)。

○最近の経済指標

(#は前年同期(月)比、%)

	94年 7-9	10-12	95年 1-3	4-6	7-9	95年 4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率	前期比 前年同期比	0.9 1.0	▲1.0 0.8	0.1 0.1	(0.4) (0.4)	(0.2) (▲0.3)				
景気動向指数	先行指数 一致指数					62.5 80.0	16.7 30.0	9.1 25.0		
鉱工業生産	(予測指数) 前期(月)比 前年同期(月)比	1.4 1.8	2.1 6.0	1.3 6.1	0.0 4.9	(▲1.9) (1.4)	▲0.9 6.0	▲0.5 5.7	▲0.7 3.2	(4.0) (▲2.4) (▲4.3)
実質消費支出(家計調査、全世帯)*		0.6	▲2.0	▲2.5	0.1	0.2	0.6	▲0.6		
大型小売店販売額(店舗調整済)*		▲0.8	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.7	▲2.1	▲1.5	▲2.7	
新車販売(登録車)台数*		6.1	4.5	9.7	3.1	1.0	3.9	4.2	1.8	
住宅着工戸数(季調済、年率、万戸)		155.8	155.7	152.8	141.0	145.3	142.4	135.4	139.2	
機械受注額(船舶・電力除く民需)*		2.8	10.1	2.2	14.2	(▲0.5)	22.2	10.3	10.8	
公共工事請負額*		▲3.8	▲2.8	▲23.3	4.0	▲0.6	5.9	10.2	9.9	
通関輸出 数量指数*		2.4	6.8	4.9	6.7	6.4	11.3	3.3	▲0.3	
通関輸入 数量指数*		13.9	18.6	15.2	15.0	18.0	15.7	11.4	16.6	
通関黒字(季調済、年率、億ドル)		1,152	1,187	1,091	1,307	1,331	1,252	1,338	972	
為替レート(円/ドル)		99.1	98.8	96.3	84.4	83.7	85.1	84.5	87.2	94.6
完全失業率(季調済、%)		3.0	2.9	3.0	3.1	3.2	3.1	3.2	3.2	
消費者物価指数(生鮮食品除き)*		0.7	0.5	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	
総合卸売物価指数*		▲1.5	▲1.2	▲0.9	▲1.7	▲1.5	▲1.8	▲1.8	▲1.4	

(注) ①実質GDPの()内は8/24超短期予測。

②鉱工業生産の()内の四半期系列は予測指数より算出、月次系列は順に95年8月、9月の予測指数。

③機械受注額の()内は受注見通し。

(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

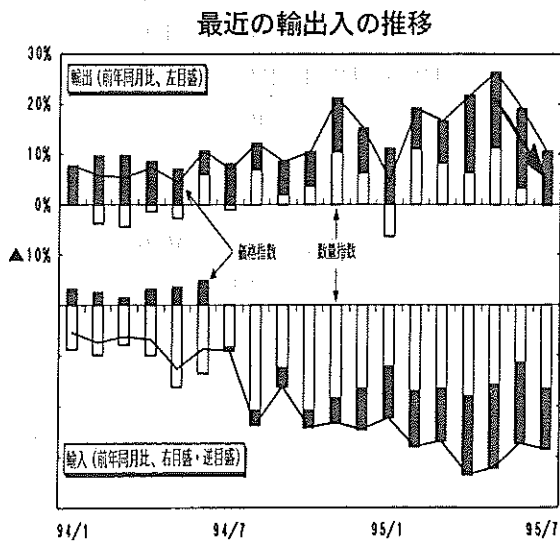
2) 今後の見通し

95年2月末以降、円高が急速に進展し一時は80円割れとなったが、足もと90円台後半まで戻している。また、株価も一時18000円台を回復するなどの状況となっており、企業マインドにもやや改善の兆しが見られる。しかし、6、7月頃までの円高のマイナスの影響などはすぐには解消されず、年内の景気は低調な推移となろう。90円台後半の為替レートが今後定着したとしても、プラスの効果が明確化するのには10-12月期、ないしは年末頃からと予想される。9/20発表予定の景気対策は95年度二次補正の形で具体化され、10-12月期以降の景気を下支えすることとなる。

(2) 輸出入の動向

1) 最近の動向

経済企画庁の調査によれば、95年2月時点の輸出企業の採算円レートは107.8円（「平成7年企業行動に関するアンケート調査」）であった。当時の円レートは90円台後半で推移していたため、実際の円レートと採算円レートとの間には10円程度の開きがあったことになる。円高はその後も急速に進展し、80円割れとなった時点で



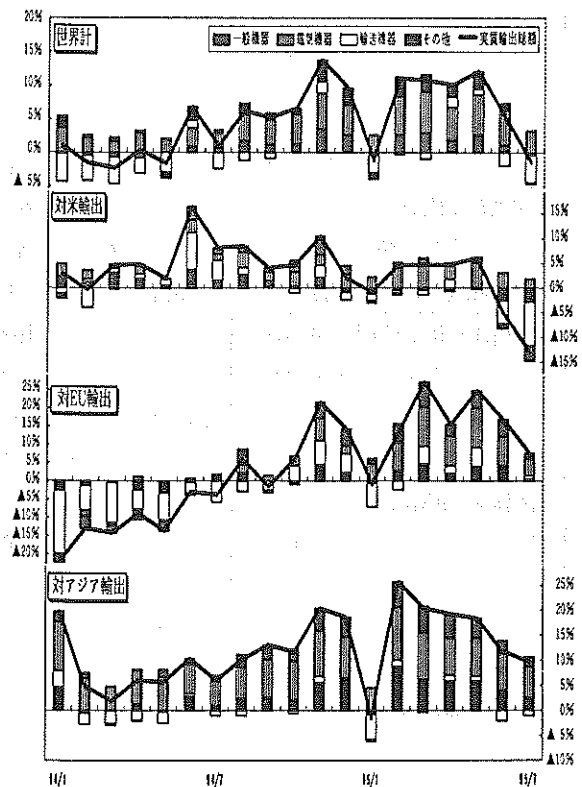
(注) 価格指数はドルベース
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

は乖離幅は25円を越えた。加えて米国の景気が減速傾向を強めたこともあり、足もと輸出数量の鈍化傾向が顕著となっている。他方、輸入数量は円高下における輸入物価の下落を背景として、製品輸入を中心に高水準の伸びが続いている。

2) 地域別の輸出動向

対アジア向け輸出を中心に堅調に推移してきた実質輸出は、足もと鈍化傾向を強めている。対米向け輸出が6月から対前年マイナスに転じたことが全体を押し下げているが、中でも輸送機器のマイナス寄与が顕著となっている。6、7月頃までの急激な円高に加えて、米国景気の減速がこの背景にあると考えられる。対アジア向けの輸出は、円高下にもかかわらず電気機器を中心に高水準の伸びが続いている。

実質輸出の地域別・品目別動向
(前年同月比、品目別は寄与度)

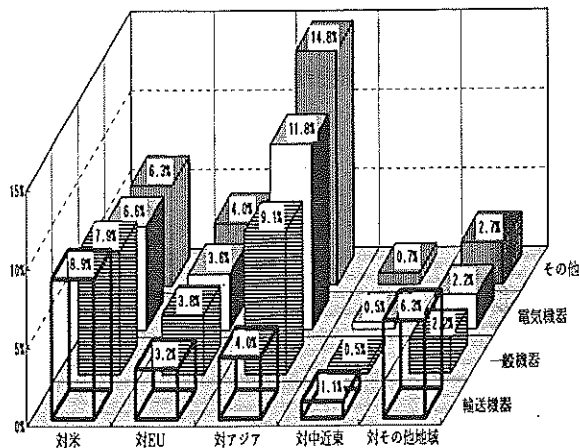


(注) 実質値は、「名目通関輸出÷輸出物価指数（日本銀行）」により算出
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「物価指数月報」

3) 高まるアジア依存度

94年のアジアへの輸出依存度は約40%と米国の約30%を大きく上回った。品目別に見ても、米国への依存度が最大なのは輸送機器（輸出全体に占める割合は約9%）であり、それ以外の品目では全てアジアへの依存度が最大となっている。95年に入り、急激な円高下にもかかわらず比較的堅調に推移した実質輸出は、アジアの好景気に支えられていたことが、このことから理解できる。

94年の輸出シェア（地域別・品目別）



(注) 「その他」は残差であるが、「化学製品」、「金属及び同製品」、「精密機器」等が含まれている。
 (資料) 大蔵省「外国貿易概況」

4) 今後の動向

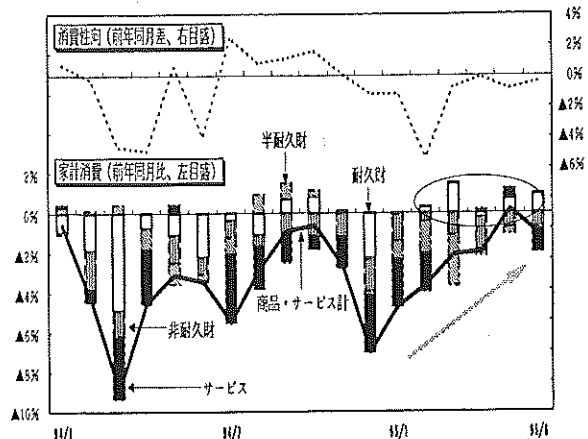
日本経済新聞社の調査によれば7月時点の輸出採算レートは95円にまで改善されている。現在の90円台後半の為替レートが今後も定着すれば輸出採算はかなり向上するとみられる。輸出動向は為替レートの動きだけではなく輸出国の景気にも大きく依存しているが、米国景気はソフトランディング実現の可能性が高く、輸送機器の減少傾向には歯止めがかかろう。アジア向け輸出が電気機器を中心に引き続き牽引役を果たす中、足もとの円高是正によりこれまでの急激な円高によるマイナスの効果は剥落するとみられ、実質輸出は10-12月期以降、再び緩やかな増加基調に転じる可能性が高い。

(3) 民間消費

1) 最近の動向

94年以降、家計の消費支出（家計調査ベース）はマイナスの伸びが続いてきた。所得税・住民税減税は2年連続で実施されているものの、景気の先行きに対する不安、雇用環境の悪化などが消費マインドを悪化させているためである。95年に入ると、阪神大震災、地下鉄サリン事件等の社会不安も新たなマイナス要因として加わったため、消費性向は94年12月以降7カ月連続で対前年マイナスとなっている。足もと年初来のマイナス効果は徐々に弱まってきており、消費の減少幅は縮小傾向となっている。形態別に見ると、94年以降ほぼ一貫してマイナスに寄与してきたサービス消費が徐々にその幅を縮小させている中、耐久財消費には回復の兆しが見られている。

財・サービス別の消費動向



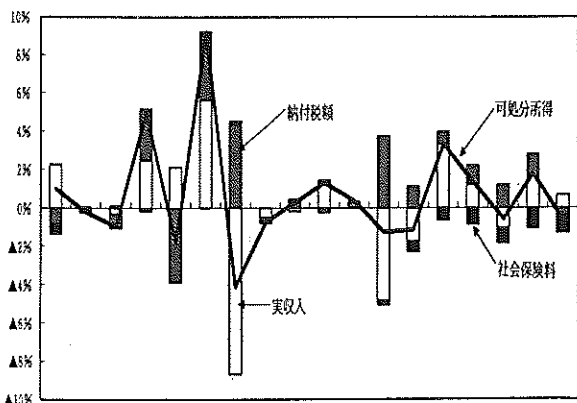
(注) ①家計消費支出の内訳は前年同月比の寄与度である。
 ②全国、全世帯の名目ベース。
 ③「商品・サービス計」には、「こづかい」、「贈与金」、「他の交際費」及び「仕送り金」は含まれていない。
 (資料) 総務庁「家計調査報告」

2) 今後の動向

8月に入り、猛暑、円高修正の動き、これに伴う株価の回復など明るい材料も新たに見え始めており、消費マインドの改善が期待される。しかし、失業率は史上最悪の3.2%で高止まりしており、企業のリストラの動き等から考えても雇用環境の

改善には時間を要するとみられる中、消費マインドの急回復はなからう。95年度の所得税・住民税減税額は94年度並みの5.5兆円である。また、社会保険料が94年10月から引き上げられており、可処分所得の押し下げ要因となっている。所得環境、消費性向の両面から見て、消費の力強い回復は当面、期待できそうにない。

家計の所得環境



(注) ①グラフは家計可処分所得の前年同月比を寄与度分解したものである。
 ②全国、勤労者世帯の名目ベース。
 (資料) 総務庁「家計調査報告」

2. 金融～利下げ期待が再浮上

(1) 長短金利は弱含み横這い圏

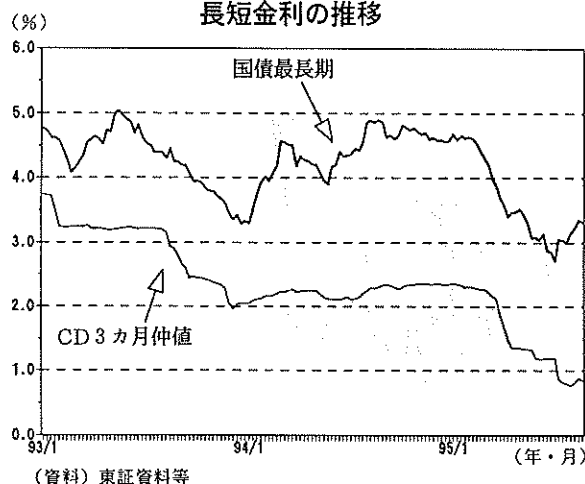
金融市場では一時、参議院選挙後にも利下げが行われる可能性が取り沙汰される状況にあったが、①8月2日の大蔵省の「円高是正のための海外投融资促進対策」と日米協調介入、8月15日の日米独3国協調介入による円高が是正されたこと、②それを好感した株価の上昇からムードが変わり、利下げ期待が一旦、遠のいた展開となった。

しかし、①その後発表されたマネーサプライや家計調査、鉱工業生産といった景気指標が低調であった、②金融機関の低い格付けや信組、住専問題の難航など金融問題が株式市場に影を落とした、③8月24日にドイツで利下げ（公定歩合4.0%

→3.5%、ロンバートレート6.0%→5.5%）が実施一などから再び利下げ期待が醸成されつつある。

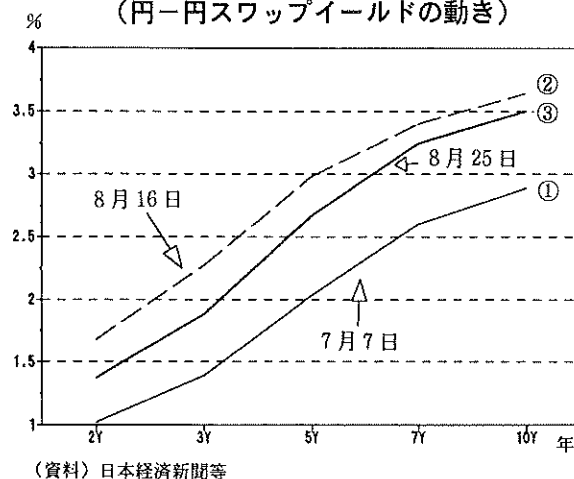
日米独の協調為替介入に見られるように、このところの国際協調体制の中で、金利に関しても、公定歩合や政策金利の操作で各国が整合的に動くという観測は根強い。公定歩合に次ぐ政策金利と言われるコールレートの低め誘導（7月7日～）を既に実施している日本で公定歩合の引き下げ期待が出ている。

長短金利の推移



(資料) 東証資料等

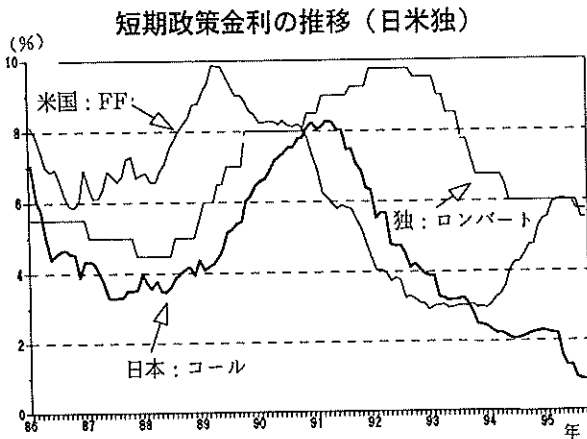
金利は上昇の後、再び低下
 (円-円スワップイールドの動き)



(資料) 日本経済新聞等

9月ないし10月頃に、景気低迷、政策協調期待、後述の金融システム不安の中で公定歩合の引き下げに至る公算は大きい。しかし、為替レート

が円安にふれたこと、景気対策で国債が増発されること、中間決算対策の債券益出しなど金利下支え要因もあることから、長短金利はともに弱含み横這い圏となる。



(注) 値は月末値
(資料) IMF "International Financial Statistics" 他

(2) 金融機関問題の処理

東京の二信組問題、コスモ信組問題の処理が難航する中で8月30日に関西の木津信用組合と兵庫銀行の処理策が日本銀行と大蔵省から発表された。

預金保険機構から両金融機関に対して資金援助がなされる予定で、コスモ信組に対する約1100億円の援助と併せ、95年3月末の責任準備金が8700億円余であった預金保険機構に対して過重な負担となる。当面、同機構への日銀貸出枠5000億円などで乗り切ると見られている。尚、同問題は、大蔵省の諮問機関である金融制度調査会で討議されている。

破綻処理専門の特別基金の設立や日銀貸出枠の拡充、料率(現行～預金残高の0.012%)の引き上げといった預金保険機構の拡充策が喫緊の課題となっている。

今後、金融機関の経営状態のディスクローズ、付保限度額の周知徹底などを進めたうえで預金者

の自己責任原則も確立していかなければならない。

預金保険機構の支援例と概要

決定時期	救済対象金融機関	支援額	内容	引受機関
91年10月	東邦相互銀行	80億円	救済合併先に低利融資	伊予銀行
92年6月	東洋信用金庫	200億円	救済合併先に贈与	三和銀行
93年6月	金石信用金庫	260億円	事業譲渡先に贈与	岩手銀行
同 7月	大阪府民信用組合	199億円	救済合併先に贈与	信用組合大阪弘容
94年11月	信用組合岐阜商銀	25億円	救済合併先に贈与	信用組合関西興銀
95年2月	東京協和信用組合 安全信用組合	400億円	事業譲渡先新銀行に贈与	東京共同銀行
同 5月	友愛信用組合	28億円	事業譲渡先に贈与	神奈川県分館金庫
同 8月	コスモ信用組合	1100億円	事業譲渡先に贈与	東京共同銀行
同 8月	木津信用組合	3500億円	事業譲渡先に贈与	事業譲渡先銀行
同 8月	兵庫銀行	4000億円	事業譲渡先に贈与	民間出資新銀行

	国内預金総額(a)	付保対象預金総額(b)	カバー率(b/a)
日本(94年9月末,兆円)	467.0	297.8	64%
米国(94年12月末,10億ドル)	3,179.6	2,565.5	81%

(注) 1. 日本は全国銀行及び信用金庫、米国はFDIC加入の商業銀行及び貯蓄金融機関。
2. 日本の数値は名寄せ前であるが付保限度額1000万円は名寄せ後になるため、実際のカバー率はこれより低い。

(資料) 日本銀行月報95年8月号、各種報道等

参考～

金融制度調査会の金融システム安定化委員会日程

会合日程	会合主旨
7月4日	初会合
7月25日	預金保険機構等
8月8日	住専問題、検査・監督体制
8月29日	預金保険機構
9月12日(予定)	協同組織金融機関
9月末	中間答申(予定)
12月頃	最終答申(予定)

8月21日に発表された有力格付け機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスの財務格付けは邦銀に厳しい結果となった。S&PやIBCAといった他の有力格付け機関も邦銀の格付けを下げる見込みである。日本の金融システム問題がより強く意識されてきている。

IMFの“International Capital Markets”(95年8月)でも日本の不良債権問題にページを割いている。その中で、①弱い金融機関への出資負担分担の原則の欠如が東京の二信組問題で明らかになった、②金利減免にもかかわらず住専の不良債

権残高は縮小の方向へ計画を改善出来なかった、
 ③情報公開体制が貧弱な為に、預金者や投資家が
 良い金融機関と悪い金融機関を区別出来ず、市場
 原理が働かない—などを問題点として指摘してい
 る。

ムーディーズ財務格付け

各行の財務格付け	格付定義	
A	UBA ⁺ 銀(米), UBA ⁺ 銀(米), おが ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米)	例外的に固有の財務内容、優れた競争力を持つ。
B+	UBA ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米), UBA ⁺ 銀(米), UBA ⁺ 銀(米)等	強い固有の財務内容、強い競争力を持つ。
B	UBA ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米), UBA ⁺ 銀(米), 7 ⁺ 銀(米)等	強い競争力を持つ。
C+	東京銀, 三菱銀, 三和銀, UBA ⁺ 銀(米), UBA ⁺ 銀(米)等	良好な固有の財務内容、平均以上の財務基盤を持つ。
C	第一勧業銀, 富士銀, 日本興業銀, 住友銀, UBA ⁺ 銀(米)等	平均以上の財務基盤を持つ。
D+	あさひ銀, さくら銀, 大和銀, 東海銀, 横浜銀, 全信連等	一定の財務内容、競争力は弱い。
D	三菱信託銀, 住友信託銀, 東洋信託銀, 日本長期信用銀, 足利銀等	競争力は弱い。
E+	三井信託銀, 日本信託銀, 安田信託銀, 農林中金, UBA ⁺ 銀(米)等	非常に弱い固有の財務内容、外部の援助を必要とする可能性。
E	中央信託銀, 北海道拓殖銀, 日本債券信用銀, UBA ⁺ 銀(米)等	外部の援助を必要とする可能性。

(資料) Moody's Investors Service "NEWS" 他

外国銀行の中には決済リスクへの意識もあり、邦銀への与信供与、取引拡大に慎重になる銀行が出てきており、ユーロ市場などでも邦銀の調達レートは上昇している。6月まではLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）に対して同じ程度の上乗せ金利で資金調達していた邦銀有力行も徐々に上乗せを要求されるようになり、中には0.2%も上乗せを要求されたり、与信枠を削減されたりした例も報告されている。

海外の要人や国際機関日本の金融システムに数多く言及するようになってきている^(注)。日本の景気への影響、対外配慮からも金融システム問題が焦点となっている。

(注) ルービン米財務長官「日本は銀行の問題を完全に、しっかりと処理すべきだ」(7月)
 IMF 対日審査理事会「邦銀の不良債権問題が日本の景気回復の足かせになっている」(7月)

(9月8日現在)