

# 経済の動き

経済調査部

## I. 海外経済

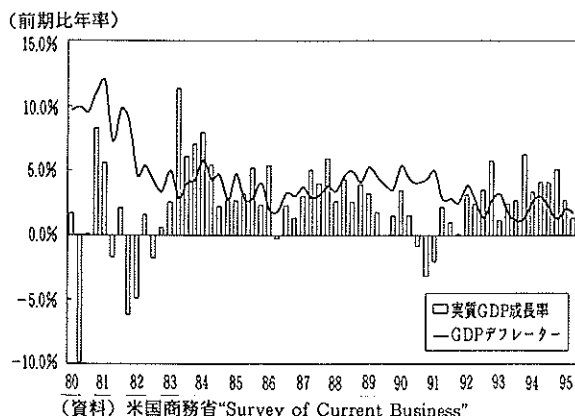
### 1. 米国経済～可能性高まる

#### ソフトランディング

##### (1) 景気～足もと、やや持ち直しの動き

実質GDP成長率は、94年を中心とした利上げの効果などから、95年1-3月期の2.7%（前期比年率）が、4-6月期は、1.3%（9/29発表、最終推定値←暫定推定値1.1%）に低下したが、足もと景気はやや持ち直しの動きにある。

#### 実質GDP成長率・GDPデフレーターの推移



直近の月次経済指標は、8月に入り持ち直しを示すものが多い。非農業雇用者数は24万9千人の増加、鉱工業生産も前月比1.1%の増加、乗用車販売台数も前月比18.1%の増加となっている。

鉱工業生産は、自動車・部品が目立った伸びを示した他、全般的に生産の回復が見られた。ただし、8月分の統計は自動車関係が新モデル投入を控えたセールスなどによる一時的増加分で強めに出ている可能性があり、多少割り引いて見る必要がある。

米国経済は、今後7-9月期、10-12月期と前期比年率2%程度の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、設備投資は企業の投資意欲が根強いことを背景に、高めの伸びを維持しよう。物価は、設備稼働率の低下気味の推移、時間当たり賃金の低下等、インフレ圧力が後退していることから、引き続き安定した推移となろう。金融政策は、9月26日のFOMCでは、足もとの景気はやや持ち直しの動きを見せたことを背景に政策金利の据え置きが決定されたが、物価の安定を背景に利下げ余地は拡大しており、今後は、景気動向を勘案しつつ金融緩和が進められることとなろう。議会では、財政赤字削減へ向けた審議が進行中であるが、クリントン政権と議会共和党とが早期に合意に達することができれば、金融緩和余地が一段と拡大しよう。

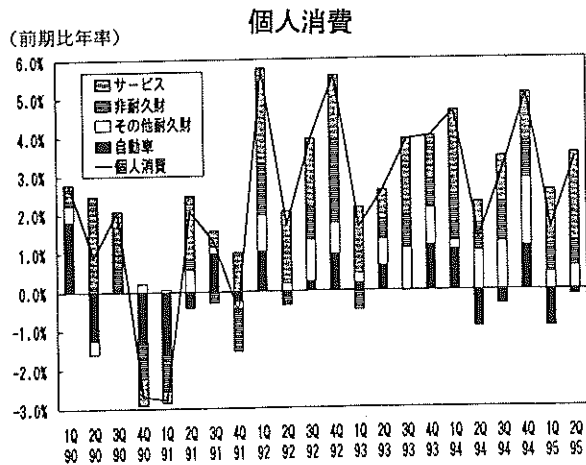
### 主要経済指標の推移

	14年		15年		16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	5.9	5.7	5.6	5.7	5.6
非農業雇用者増減数(前期比、千人)	633	848	750	290	8	▲62	239	6	249
家計部門									
実質可処分所得	前期比年率 3.1 前年同月比 3.6	7.5 4.4	4.1 4.5	▲1.1 3.4	▲13.0 3.3	8.3 3.1	4.8 3.6	4.8 3.9	▲1.6 3.4
実質消費	前期比年率 3.1 前年同月比 3.2	5.1 3.5	1.6 2.8	3.4 3.3	▲2.9 2.8	12.4 3.5	5.0 3.6	▲3.3 3.4	10.4 3.4
消費者信頼感指数(12771521ポイント)	90.4	97.6	100.2	103.4	104.6	102.0	94.6	101.4	102.4
乗用車販売台数	前期比 ▲0.7 前年同月比 5.1	1.7 3.1	▲4.4 ▲6.4	▲1.3 ▲4.7	▲7.9 ▲11.5	8.0 ▲1.0	▲1.5 ▲1.2	▲5.6 ▲1.1	18.1 2.7
住宅着工件数	前期比 2.1 前年同月比 12.5	2.7 2.5	▲13.4 ▲3.9	▲1.9 ▲10.9	2.5 ▲13.3	1.0 ▲13.9	1.2 ▲5.3	7.1 ▲3.5	0.6 ▲4.4
企業部門									
鉱工業生産	前期比 1.2 前年同月比 5.8	1.5 6.0	1.3 5.5	▲0.6 3.3	▲0.6 3.9	0.2 3.4	▲0.2 2.7	0.1 2.9	1.1 3.3
設備稼働率	84.3	84.9	85.2	83.9	84.1	84.0	83.7	83.7	84.3
コアPI指数	58.3	59.0	54.6	47.9	52.0	45.1	45.7	50.5	46.9
消費者物価									
コア部分	前期比 0.7 前年同月比 2.9	0.6 2.6	0.9 2.9	0.9 3.1	0.4 3.1	0.2 3.1	0.2 2.9	0.2 3.0	0.2 2.9

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

### 個人部門

個人消費は、耐久財消費が95年に入り冴えない動きとなっている。影響の大きい自動車消費は、94年第2四半期以降、94年第4四半期を除いて、個人消費全体を押し下げる要因となっている。8月の乗用車販売は好調であったものの、新モデル投入前の値引き販売等、一時的要因が働いた可能性がある。消費者マインド面もコンファレンスボードの消費者信頼感指数が、102.4(8月)から97.4(9月)へ低下しており、新車購入意欲もやや後退している。自動車メーカーの一部にも年後半の生産調整を視野に入れる動きが見られる。今後の自動車消費が、勢いよく回復の動きを見せるとは考えにくい状況にある。

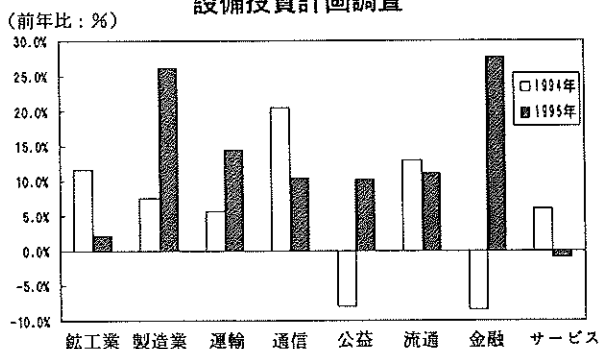


(資料) 米国商務省"Survey of Current Business"

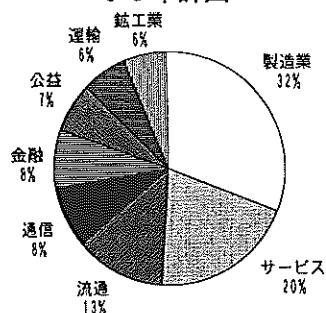
### 企業部門

9月22日発表の商務省による設備投資計画調査では、95年の設備投資計画は前年比9.4%増となった。調査が名目ベースで行われているため、やや割り引いて見る必要があるものの、企業の設備投資意欲が引き続き根強く、95年の設備投資は堅調に推移しよう。業種別では、全体の3割強を占める製造業が前年比25%増を超える投資を計画しており、牽引役となっている。

### 設備投資計画調査



### 95年計画



(資料) 米国商務省 設備投資計画調査

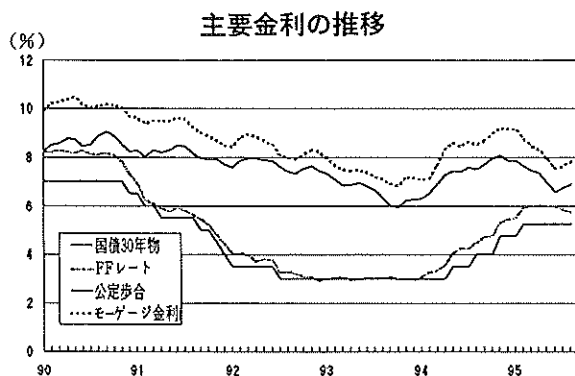
### (2) 物価動向

8月の物価は、生産者物価が前月比0.1%低下、消費者物価が同0.1%上昇となった。エネルギーと食料品を除いたコア部分もそれぞれ同0.1%、同0.2%と安定した動きとなっている。設備稼働率が低下気味なことや、時間当たり賃金の低下等労働コストも抑制されていることから、インフレ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

9月26日のFOMCでは政策金利の据え置きが決定された。7月6日にFFレート0.25%の利下げ(6.00%→5.75%)を実施してから、2回連続の利下げ見送りとなる。8月の雇用、生産面でやや持ち直しの動きが見られたことが背景にあると思われる。今後は、景気動向を勘案しつつ、金融緩和が進められることとなろう。政府議会の財政赤字削減に向けた取り組みが順調に進めば、早ければ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、物価の安定、小売売上高の伸び悩みを背景に低下基調にあり、足もとでは6.6%を下回る動きとなっている。今後は、物価が安定的に推移し景気の拡大が緩やかとなる中、弱含み横這いで推移すると思われる。



(資料) FRB "Federal Reserve Bulletin"

## 2. ドイツ経済～成長ペースの鈍化は小幅

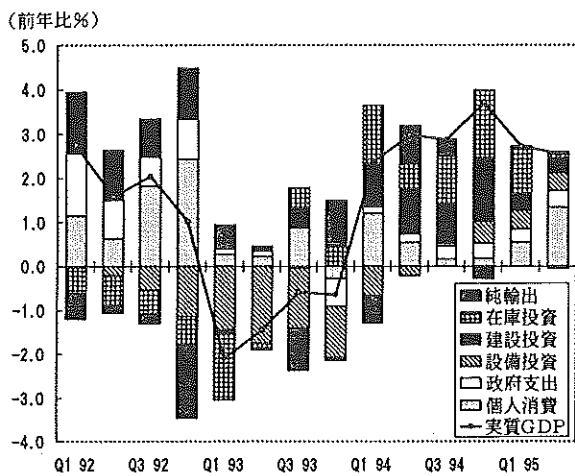
### (1) 景気動向～95年上半期の成長率は前年比+2.6%

9月6日に95年上半期のGDPデータが発表された。全独ベースの上半期の実質GDP成長率は前年比+2.6%となり、94年下半期の+3.3%

から景気拡大ペースは鈍化したものの、サービス支出を中心とした個人消費の堅調が景気を下支えた。一方、季調値の前期比で見れば第1Q+0.2%→第2Q+1.1%と、成長率の足もとでの持ち直しが見られる。第2Qの成長回復には純輸出の伸びが寄与した。

(注) 経済指標算出におけるEU標準方式への移行、基準年改訂に伴う季節調整のベース期間短縮により、ドイツの生産統計、特に季調値の扱いには当分注意が必要である。当局は、今後生産関連統計の大幅(上方)改定の可能性もあるとしている。

### GDP成長率と項目別寄与度



(注) 成長率は季調値の前年比  
(資料) ドイツ連邦銀行

第3Qに入ってからの月次指標は、強弱まちまちである。7月の鉱工業生産は前月比+3.3%、同製造業受注は+4.1%と資本財を中心に非常に強かったが、成長率と連動性の高いifo研究所の「企業景況感指数(西独ベース、85年=100)」は8月に96.9と、水準としてはまだ高いとはいえ昨年11月の106をピークに低下傾向となっている。8月の調査結果によれば、輸出に関する見通しはやや明るさを増しているものの、受注ペースの鈍化、完成品在庫の積み上がりから、企業は生産の拡大を手控える状況が続いている。

月毎の振れを均してみれば、年央以降も緩やかな成長ペースの鈍化は続いているものと思われる。しかし、マルク相場の反落を受けて輸出の先行きに明るさがみえ始めていること、96年の所得税

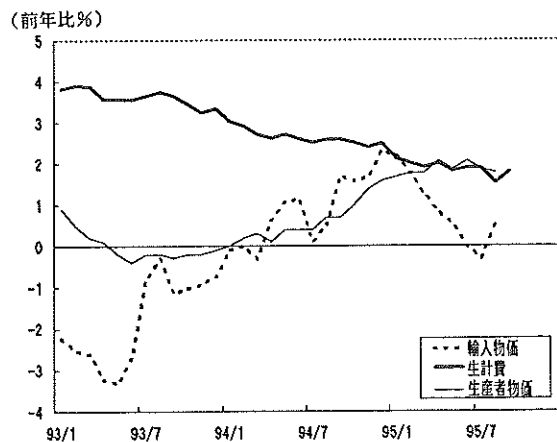
減税の実施が個人消費を押し上げるとみられること一から、景気底割れのリスクは小さい。

## (2) 物価～連銀のインフレ目標達成

8月の生計費上昇率（西独）速報値は前年比+1.8%と発表された。基準年改訂（85年→91年）と指数構成バスケットの変更に伴って西独のインフレ率は大きく下方修正され、今年5月以降は連銀が目標とする「インフレ率2%」を下回る推移となった。

川上部門の物価は落ち着いており（8月西独生産者物価は前年比+1.8%）、生計費上昇率の安定は当面続こう。96年1月に石炭産業補助のための電気料金上乘せ徴収が廃止されることも、インフレ率押し下げ要因となる（生計費上昇率を0.2%程度引き下げ）。

### 物価は安定推移続く



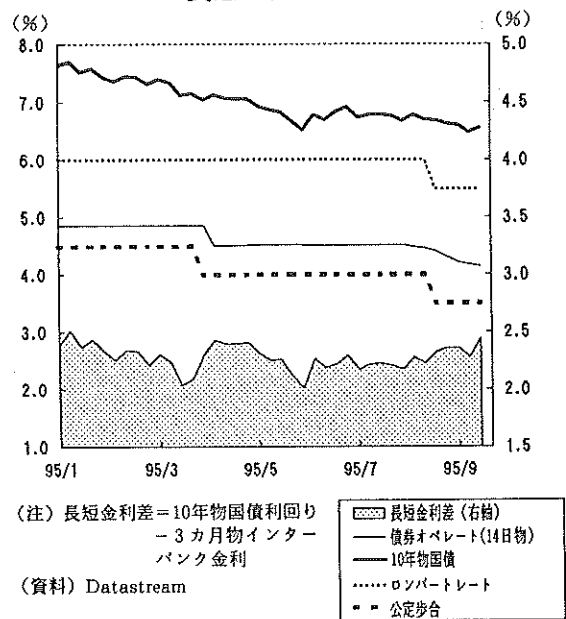
(資料) ドイツ連銀"Monthly Report"

## (3) 金融・金利動向～短期金利低め誘導続く中、長期金利は下げ渋り

8月24日の公定歩合、ロンバートレート引き下げ（各々4.0%→3.5%、6.0%→5.5%）後も、連銀は毎週水曜日に実施される債券オペを通じて短期市場金利の低め誘導を続けている。14日物の債券オペ最低入札レートは、政策金利変更直前

（8月23日）の4.39%から9月27日には4.08%まで低下した。短期市場金利の下限を画する公定歩合の水準は3.5%であり、債券オペレートにはまだ低下余地がある。足もとインフレ懸念が遠のいていることから、伸び悩んでいるマネーサプライ残高の動向をにらみながら、債券オペを通じた短期金利の低め誘導が続けられよう。

### 長短金利の推移



(注) 長短金利差=10年物国債利回り  
- 3カ月物インター  
バンク金利

(資料) Datastream

インフレ率の低下、短期金利の低下にもかかわらず長期金利は足もとで下げ渋っている（10年物国債は6%台半ばで推移）。

市場では、欧州統一通貨の導入期限である1999年以降に償還となるドイツ長期債が敬遠されて国内から非EU通貨（主にスイスフラン）への資金シフトが進んでいる、ドイツ長期金利の水準はその他EU通貨の長期金利水準に「逆」鞘寄せされていくとの観測がでていいる。通貨統合後は現在のマルク建て資産が（マルクよりは弱くなるとみられる）新統一通貨建てとなり、その価値は低下するとの懸念がその背景にある。もちろん、統一通貨への移行はまだ先の話で、その時期（先送り論も台頭）、形態とも明確にはなっておらず、安定成長・低インフレという好ファンダメンタル

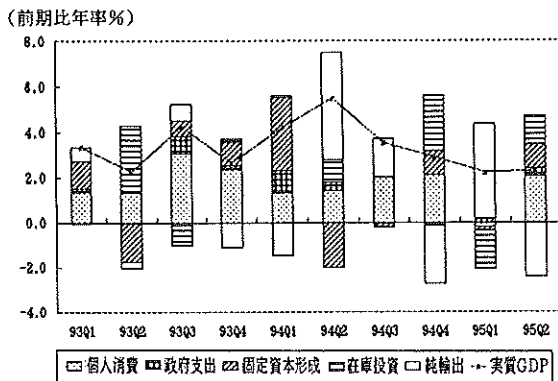
ズのドイツから EU 域外への資本逃避の動きが長期化、大規模化する可能性は小さい。ただし、欧州通貨統合に向けての準備が進むにつれて、今後も欧州市場が混乱する場面があろう。ドイツ長期金利にも「ヨーロッパ・プレミアム」とでもいうような要因から上振れリスクがある。

### 3. イギリス経済～安定成長へ 緩やかに移行

#### (1) 景気～ソフトランディング過程

9月22日に、95年第2QのGDPの改定値が発表されたが、第1Qの値が下方に修正されたため、第2Qの実質成長率は、前期比年率1.9%から2.3%へ改定された。これで、第1Qの2.2%に続き2期連続で、英国の潜在成長率（2%台前半）に匹敵する水準となったことになる。

#### 潜在成長率へ落ちつく



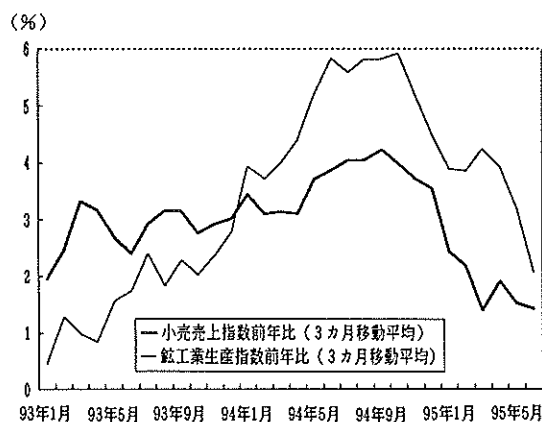
(資料) 中央統計局

94年下期以降低下傾向にあった小売上の伸び率は、95年8月には一段と低下し、前月比▲0.7%（前年比0.4%）となった。但し、これは記録的な猛暑の影響が大きい。一方で、消費関連指標であるM0（流通現金+市中銀行の手元現金+市中銀行のイングランド銀行預け金）や消費者信用は高い伸びを示しており、消費の落ち込みは一時的な現象と考えられる。ただ、①依然住宅市場が低迷している、②雇用環境が不安定であ

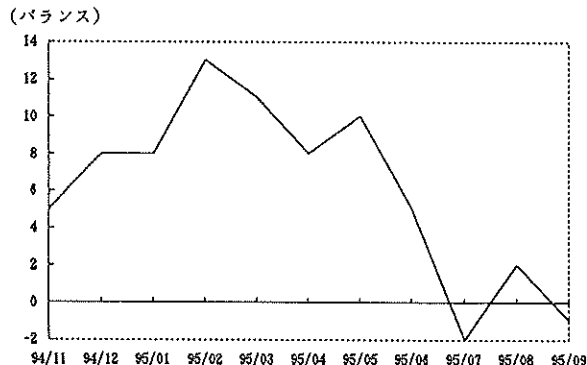
る一ことから、個人消費の急速な回復は望みにくい。

また、7月の鉱工業生産の伸び率（前年比）も、1.6%と低く（95年第2Q 2.1%）、3カ月移動平均で見ても、93年8月以来初めて2%を割り込む低い水準となっている。さらに、英国産業連盟（CBI）調査によれば、現在の受注状況が適性水準以下と判断する企業が全体の半数以上となっている。

#### 低下した内需の伸び



#### 減少した製造業受注



(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

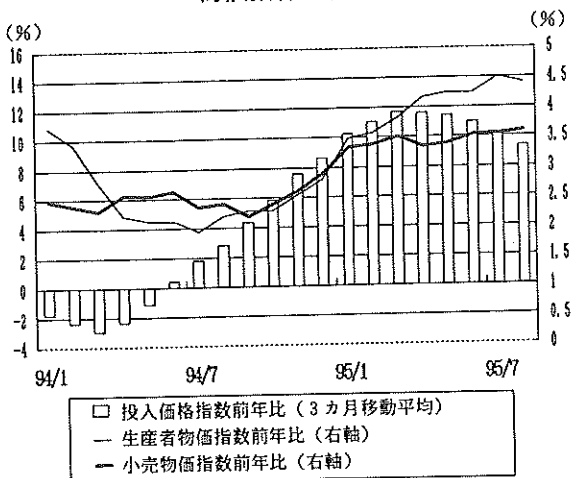
(資料) 英国産業連盟 (CBI)

足もとの消費、生産の弱さは一時的であり、基調的には個人消費の下支え効果から景気底割れの懸念はない。景気はソフトランディングの過程にあると言えよう。

## (2) インフレ～高進の懸念弱まる

8月の小売物価上昇率（前年比）は、7月に比し0.1ポイント上昇し、3.6%と高い伸びとなった。モーゲージ利払い、間接税を除いたベースでも、2.5%と93年11月以来の高水準となっている。これは、猛暑によって季節食品の価格が一時的に上昇したためである。

物価指標の推移



(資料) 中央統計局

一方、8月の生産者物価上昇率（前年比）は、94年7月以来初めて鈍化し、4.4%となった。これは、①ポンド高、一次産品価格の下落を反映した生産者投入価格上昇率の低下、②雇用コスト上昇率の足もとでの低下傾向—などコスト面からの物価押し上げ圧力が低下したためである。川上部門からのインフレ圧力の低下にともなって、小売物価上昇率は、ピークアウトの段階を迎えていると言えよう。

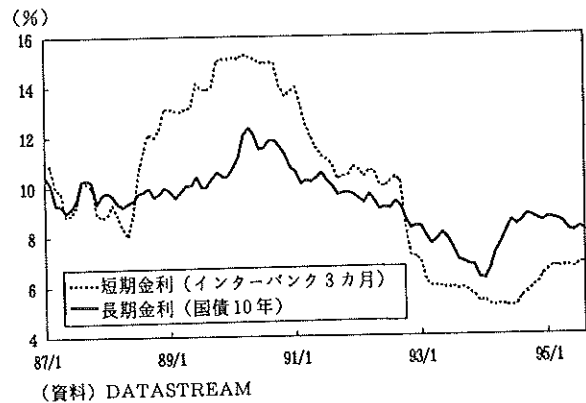
## (3) 金融政策～ベースレートは当面据え置き

金融政策に関しては、景気減速を示す指標の発表が相次いでいることから、現在、クラーク蔵相（景気減速を重く見てベースレート据え置きを主張）に対して、ジョージ中銀総裁（これまでインフレ高進を懸念して利上げを主張）が譲歩する形

となっている。しかし、中銀は、依然インフレ高進を警戒しており、クラーク蔵相も、両者の月例会談において利下げまでは主張していない模様である。

市場では、足もとの景気指標の悪さ、利下げの政治的メリットなどを理由に利下げ観測が出ている。しかし、現在の景気の落ち込みは、金融緩和を行う程深刻なものではなく、近い将来回復するとみられるため、ベースレートは、当面、現行水準（6.75%）で据え置きと考えるのが妥当である。

長短金利の推移



(資料) DATASTREAM

## 4. 為替～円高修正傾向が持続しているものの、値動きの激しい展開

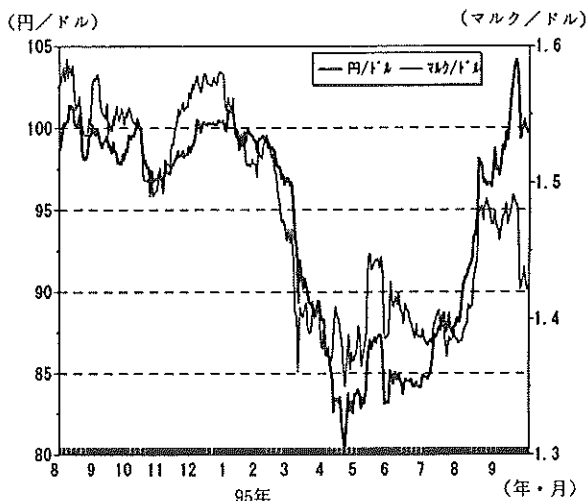
### (1) 9月20日以降、100円近辺の推移

円の対ドルレートは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こり、日本の利下げ(9/8:1.0→0.5%)とドル買い介入、100円台前半での米政府高官の「ドル高容認」発言から一時104円台まで円安が進んだ。しかし、日本の経済対策発表(9/20)後に協調介入がなされなかったことや、ワイゲル独蔵相発言によるマルク高、9/21発表の米貿易赤字が大幅、バーグステン発言—などから一転して

円が急伸、NY市場では97円前半まで円高が進展した。足もと、日銀の介入等により100円近辺まで戻した展開となっている。

- ワイゲル独蔵相発言（9月22日 日経）  
「イタリアが、99年までに通貨統合に参加するのは難しい」
- バーグステンIEE所長（9月20日 時事）  
「ドルは、經常赤字が拡大する水準に達した。1ドル=90円付近であれば、米の対日赤字も減少しよう」

円ドル・マルクドルの推移



(資料)日本経済新聞社

## (2) 国際協調体制～協調体制は強固だが、通商関係者の発言には要注意

バーグステン発言は、市場関係者に「米政権のドル高支持の態度の変化」を連想させ、急激な円高ドル安が進展する材料の一つになった。しかし、ルービン財務長官は、日本の一連の内需拡大策に対し、「金融緩和を歓迎する」(公定歩合引き下げ: 9/8)、「大規模な経済刺激策を歓迎したい」(経済対策: 9/20)と歓迎の意を表しており、20日以降のドル安円高進展の際にも、ドル高支持の姿勢を明確にしている。サマーズ財務副長官も103円台で「ドル高支持」を表明、また、財務省だけ

でなく、通商関係のキーパソンであるブラウン商務長官も、20日の大幅な米貿易赤字発表の際、「対日赤字幅が減少したことを評価」と発言していることから、米政権全体のコンセンサスとして、「少なくとも100円台前半までのドル高円安政策」についての協調体制には変化がないものと考えられる。

ただし、GMのスミス社長が、ドル高政策を非難するなど輸出企業から不満の声が上がっている。今後、大統領選挙(96年11月)に向け、米通商関係者、政府高官の発言には注視の必要があるう。

## (3) 外為取引高～1日当たり1兆ドル超、貿易取引の100倍程度の見込み

BISの世界の外為取引高発表(96年4月予定)に向け、日米英等の中央銀行は自国の外為取引高の調査を行った。92年調査に比べ、20%程度の伸び(フィナンシャルタイムズ9/20)という事前の予想を上回り、日米英での取引規模は30~60%のペースで拡大していることが明らかになった。96年4月に正式に発表となるが、95年4月時点の世界の一日当たりの外為取引高は、1兆ドルを大幅に越えることになる。(92年4月: 8800億ドル)

貿易取引の規模と比べると、(外為取引高/貿易取引量)は、80年代前半には、50倍を切る水準であったと推定されるが、今回の調査では100倍を上回ろう。今後、外為取引高の増加ペースは鈍化すると予想されるが、対貿易取引では更に規模が大きくなると考えられる。

外為取引高の規模増大は、①相場が大きく振れやすくなり、均衡レート(国際競争力に対応したレート)からのオーバーシュートが発生しやすく

なる、②中央銀行の為替介入が量的にはますます効果がなくなり、タイミング等を重視したより洗練された介入技術が必要とされる一などの事態をもたらそう。

### 1日当たり外為取引高

(億ドル)

	1983年4月	1986年3月	1988年4月	1992年4月	1995年4月
ロンドン	NA	900	1870	2300	4540
ニューヨーク	260	555	1283	1670	2440
東京	125	490	1110	1202	1614
世界合計	NA (100)	NA (300)	6400	8800	NA (12000)
<参考> 1日当たり世界貿易取引量 (億ドル)	43	50	74	94	117
外為取引高/貿易取引量(倍)	NA (21倍)	NA (60倍)	86倍	94倍	NA (100倍)

(注) ①(外為取引高/貿易取引量)で使用した一日当たりの貿易取引量は、IFSの年間の世界輸出(調査年の前年分)を365日で割り算出。また、95年4月、86年3月、83年4月の世界外為取引高は、未調査のため、各々、1兆2000億ドル、3000億ドル、1000億ドルと仮定。

②NAは未調査。

(資料) 日銀、FRB(米国)、BOE(英国)の外国為替市場の取引高調査等

## II. 日本経済

### 1. 経済動向～景気はミニ調整局面

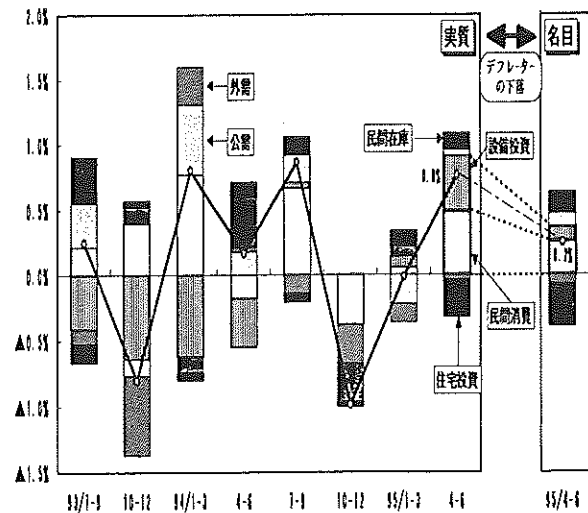
#### (1) 景気の現状、今後の見通し

日本の景気は、95年4-6月期に「足踏み状況」に入ったと見ていたが、直近の景気動向指数や生産統計等から見ると、4-6月期から「調整局面(後退局面)」となった可能性が高い。円高のマイナス効果は年末頃まで続くと思われる一方で、経済対策の実施本格化は年末頃以降と予想されることから、景気はほぼ年内、「ミニ調整局面」となる。

#### 1) 経済指標の動向と景気の現状

95年4-6月期の実質GDP成長率は前期比0.8% (年率3.1%、9月18日経済企画庁発表)と、猛暑の影響で高い伸びとなった昨年の7-9月期(同0.9%、年率3.5%)に匹敵するものとなった。需要項目別に見ると、成長率を押し上げているのは民間消費、設備投資であり、一見すると自律的な景気回復パターンであるかのように思える。しかし、民間消費などの伸びには阪神大震災

GDP成長率の内訳



(注) ①GDP成長率は名目・実質ともに前期比、構成項目は名目・実質ともに前期比寄与度

(資料) 経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」



の影響から低調に推移した1-3月期の反動が含まれており、在庫の積み上がりも見られている。これらの要因を差し引いて見れば、実勢の成長率はかなり低下することになる。民間消費、設備投資を中心としたデフレーターの下落により名目GDPの伸びは実質GDPを下回っており、デフレ的な状況が続いている。また、これまで景気の牽引役を果たしてきた住宅投資は減少に転じた。7-9月期の成長率は大きく鈍化する可能性が高いと判断される。

足もとの経済指標も、総じて景気の弱さを映じた推移となっている。年初来の急激な円高、米国景気の減速を背景に輸出が鈍化傾向となる一方で輸入の伸びは比較的高く、黒字の減少傾向が明確

になっている。失業率が3.2%に達するなど雇用環境の悪化を背景に実質家計消費支出が6、7月と前年同月比マイナスになっており、消費は依然力強さに欠ける。鉱工業生産は4-6月期は前期比ゼロに終わり、7-9月期はマイナス（予測指数を用いると▲2.6%）となる見込みである。最終需要の弱さを反映して減産下での在庫積み上がりの状況になっており、在庫率が高まっている。また、経済レポート8月号で指摘した通り景気動向指数の一致指数は5-7月と3ヶ月連続の50%割れとなったが、8、9月もこの傾向が続く可能性が高い。

## 2) 今後の見通し

年初来の円高は修正され足もとの為替レートが100円前後の推移となる中、株価も持ち直しの方

### ○最近の経済指標

(#は前年同期(月)比、%)

	94年	94年	95年	95年	95年	95年	95年	95年	95年	95年
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率	0.9	▲1.0	▲0.0	0.8						
前期比										
前年同期比	1.0	0.8	▲0.0	0.6						
景気動向指数						65.4	23.1	15.4	20.0	
先行指数						72.7	27.3	22.7	10.0	
一致指数										
(予測指数)									(▲2.5)	(2.9)
鉱工業生産	1.4	2.1	1.3	0.0	(▲2.6)	▲0.9	▲0.5	▲0.7	▲2.7	2.4
前期(月)比										
前年同期(月)比	1.8	6.0	6.1	4.9	(0.6)	6.0	5.7	3.2	1.4	0.9
在庫率指数	112.6	110.4	112.7	115.1		114.0	115.8	115.5	120.9	116.4
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	▲1.1	
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	▲1.3
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	3.2
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	8.3	
公共工事請負額#	▲3.8	▲2.8	▲23.3	4.0		▲0.6	5.9	10.2	9.9	2.2
通関輸出 数量指数#	2.4	6.8	4.9	6.7		6.4	11.3	3.3	▲0.3	3.0
通関輸入 数量指数#	13.9	18.6	15.2	15.0		18.0	15.7	11.4	16.6	8.2
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	1,034
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	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	▲0.3
総合卸売物価指数#	▲1.5	▲1.2	▲0.9	▲1.7		▲1.5	▲1.8	▲1.8	▲1.4	▲1.0

(注) ①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9月、10月の予測指数。

②機械受注額の( )内は受注見直し。

(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

向にある。9月8日の公定歩合の引き下げ実施(第9次利下げ:1.0%→0.5%)に続き、9月20日には約14兆円強の経済対策が発表された(詳細は後述)。しかし、6、7月頃までの円高のマイナスの影響は年末頃まで続くと思われ、また、公共事業追加を柱とした経済対策が本格化するの  
は年末頃からと考えられる。景気はほぼ年内、「ミニ調整局面」となる。

円があてられている。土地税制については、「平成8年度(96年度)税制改正で結論を得るべく検討する」としているが、96年度の特別減税の継続については触れられていない。いずれも年末の来年度税制改正で検討されることとなろう。なお、金融機関の不良債権処理問題に関しては、9月27日発表の金制調・金融システム安定化委員会の審議経過報告で基本方向が示された(P.17「2.金融」参照)。

(2) 経済対策

1) 対策の概要

9月20日、政府は弱含む景気へのテコ入れを目的として総事業規模(貸付等を含む)14.22兆円にのぼる「経済対策」を決定した。今回の対策は、95年に入ってから6月の対策に次ぐ3回目、バブル景気崩壊後91年5月に景気が後退した後では8回目であり、公共投資等の事業規模は12.8兆円と過去最大の対策となった。

対策は、①思い切った内需拡大、②日本経済が直面する課題の克服、③経済構造改革の一層の推進一の3本柱で構成されており、一般公共事業が4.6兆円追加された他、科学技術・情報通信の振興、教育・社会福祉施設等の整備などにも0.9兆

経済対策の骨子

1. 思い切った内需拡大
  - ①公共投資の推進(4.6兆円)
  - ②科学技術・情報通信の振興、教育・社会福祉施設等の整備(0.9兆円)
  - ③土地の有効利用促進(3.2兆円)
  - ④阪神大震災復興事業(1.4兆円)
  - ⑤ウルグァイ・ラウンド農業合意関連対策(1.1兆円)
  - ⑥地方単独事業の推進(1.0兆円)
  - ⑦住宅投資の促進(融資0.5兆円)
  - ⑧国債・地方債の消化についての財政投融资の積極的な活用
2. 直面する課題の克服
  - ①土地の有効利用促進
  - ②みなし配当課税の特別措置、償還期間2週間未満のCP発行の解禁

財政措置が明示された過去の経済対策(91年5月以降)

(単位:兆円)

	92/8 総合経済対策	93/4 新総合経済対策	93/9 緊急経済対策	94/2 総合経済対策	今回(95/9) 経済対策
公共投資など	8.60	10.62	5.15	7.70	10.29
公共事業	4.45	4.17	1.45	3.59	4.63
施設費	0.55	1.15	---	0.61	0.91
地方単独事業	1.80	2.30	0.50	0.30	1.00
用地取得	1.00	1.20	0.30	2.00	3.23
住宅金融公庫など	0.80	1.80	2.90	1.20	0.52
政府系金融機関など	2.10	2.43	1.00	1.46	1.40
中小企業	1.20	1.91	1.00	1.36	1.29
民間設備投資対策	0.90	0.52	---	0.10	0.11
政策減税	---	0.15	0.07	5.85	---
農業国際化への対応	---	---	---	0.23	1.11
雇用対策	---	---	---	0.01	0.01
阪神大震災復興事業	---	---	---	---	1.41
景気対策の事業規模	10.70	13.20	6.22	15.25	14.22
(参考) 公共事業等	8.60	10.62	5.15	7.94	12.82

(注)「公共事業等」は、「政府系金融機関など」、「政策減税」を除いた対策の合計

- ③中小企業対策
  - ④雇用対策
  - ⑤金融機関の不良債権問題
3. 経済構造改革の一層の推進
- ①科学技術・情報通信の振興、防災対策等の推進
  - ②新規事業への債務保証等の充実、知的財産権の担保化促進等を通じた新規事業育成
  - ③新産業・生活インフラ整備等の促進
  - ④輸入・対日投資の促進
  - ⑤規制緩和の着実な実施、公共料金の見直し（電気、ガス、旅客、電気通信）

## 2) 経済対策の景気押し上げ効果

今回の経済対策は、これまでの対策に比べて「真水分」が多いと評価されよう。経済対策を受けた95年度第二次補正予算の追加額は総額5.3兆円程度と、補正予算としては大型のものが予想され、用地の先行取得を除いた公共事業関連につ

### 95年度第二次補正予算追加額（見込み）

（単位：億円）

公共事業の追加	20,303
一般公共事業	15,000
災害復旧事業	5,303
教育・科学・社会福祉施設の整備	7,112
科学技術、情報通信振興特別対策費	3,696
教育、社会福祉施設費	3,091
緊急銃器対策費	325
土地有効利用特別対策	3,303
公共事業の追加	2,780
都市開発資金融通特別会計繰り入れ	523
阪神大震災復興対策	7,782
公共事業の追加	6,262
災害救助関係経費	1,520
ウルグアイ・ラウンド農業合意関連対策費	5,950
中小企業特別対策費	2,701
中小企業特別対策	2,055
産業投資特別会計繰り入れ	646
◇経済対策関係合計	47,150
◇通常追加分合計	7,416
◇既定経費の節減	▲5,476
◇予備費の減額	▲1,500
◇決算調整資金繰り入れ	5,663
95年度第二次補正予算の歳出合計	53,252

いても3兆円を越えるとみられるからである。

経済対策の事業のうち、直接需要に結びつかない用地費や融資を除いて考えると、経済対策の効果は1年間で実質GDPを1.3%押し上げる程度<sup>(注1)</sup>と試算される。

しかし第二次補正予算の成立は10月下旬とみられ、これを受けて地方公共団体が補正予算を編成し事業に着手するのは年末頃となろう。このため経済対策の景気押し上げ効果が本格化するのには年末頃からとなる可能性が高い。また、かなりの部分について事業の執行が96年度にズレ込むこととなろう。

経済対策による景気押し上げ効果と年初来の急速な円高の修正があったことから、95年度の成長率は1%強になるものと見込まれる（85年基準<sup>(注2)</sup>）。

（注1）＜試算の前提＞

①公共投資関係の「真水分」は約6兆円（経済対策の総事業規模のうち、住宅金融公庫融資枠の追加などのローン関係、用地費等を除外した額）。

②公共事業の乗数は1.1

（注2）8月号の経済レポートの通りGDP統計は90年基準に改訂される予定である。

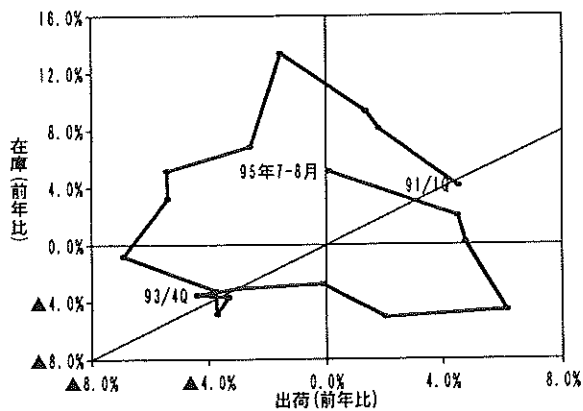
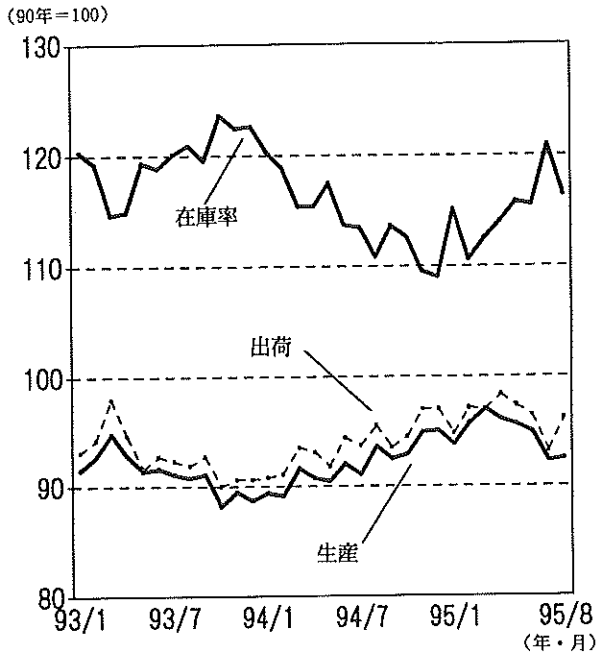
### (3) 生産動向～減産下で在庫積み上がり

鉱工業生産は、93年秋頃を底に回復傾向にあったが、年明け後の急激な円高の進行・米国景気の減速などによる輸出への懸念や建設投資の落ち込み、公共事業の執行の遅れなどから4月以降減少に転じ、4-6月期は前期比ゼロに終わった。

8月は5カ月ぶりに前月比プラス2.4%となったものの、7-9月期でみると前期比マイナス（9月の予測指数を用いると前期比▲2.6%）の見込みである。

最終需要の弱さから出荷の落ち込みと在庫の積み上がり傾向がみられ、減産にもかかわらずほとんどの業種で在庫率は94年初のレベルまで上昇している。

生産・出荷・在庫の動向



(資料) 通産省「通産統計」

ただし、在庫率の上昇幅(94年12月:109.0→95年8月:116.4)は、前回の景気後退期(91年5月:104.5→93年10月:123.6)に比べると相対的に小さい。

また、円高修正によって今後は輸出抑制圧力の低下が期待されること及び経済対策によって年末

頃から公需が拡大することから、調整は軽微なものにとどまるとみられるが、第一次石油危機後の回復に続くミニ調整時(77年2月～77年10月の9カ月の景気後退期間)のような在庫調整局面となる公算が高い。

#### (4) 雇用動向～再び懸念される雇用情勢の悪化

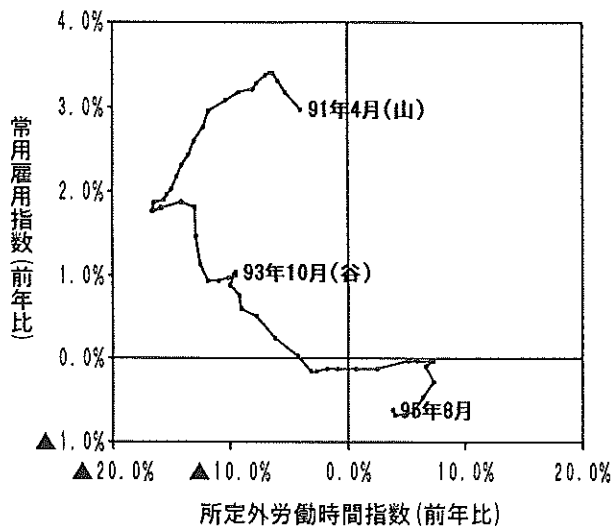
雇用者数と労働時間の関係から「雇用循環」をみると、①景気拡大局面では常用雇用者数・所定外労働時間ともに増加し、②景気の山を超えるあたりから、まず所定外労働時間が減少(ないし伸び率が低下)、次に常用雇用者数が減少(ないし伸び率が低下)し、③景気の谷を過ぎる頃から所定外労働時間の減少幅が縮小・常用雇用者数の減少(ないし伸び率の低下)が下げ止まり、④所定外労働時間が増加に転じ、最後に常用雇用者が増加(ないし伸び率が上昇)へと転じ本格的な景気回復へと至る—という段階を経ていくのが一般な展開である。

この「雇用循環」に即してみると、95年春はじめには「所定外労働時間、常用雇用者数ともに減少幅が縮小する」段階から「所定外労働時間が増加し、常用雇用者数が下げ止まる」段階へと移行しつつあった。しかし、95年4～6月期からは、再び「所定外労働時間の増加幅が縮小し、常用雇用者数も減少する」展開となっている。

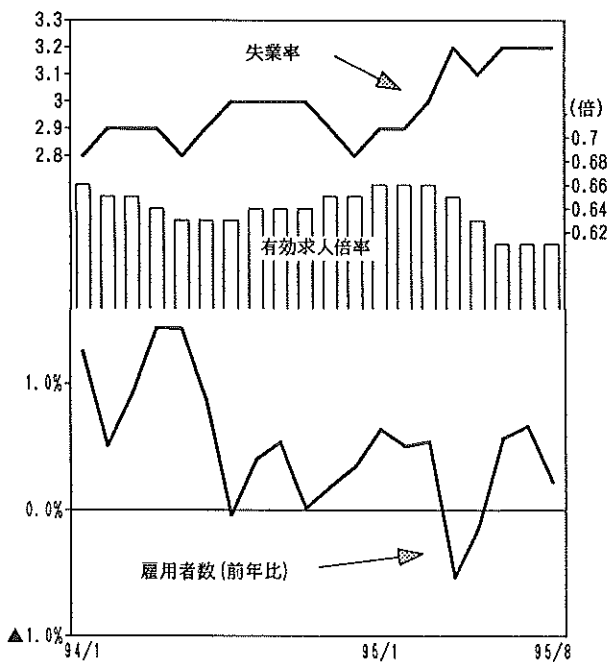
労働需給を示す有効求人倍率をみると、94年後半から緩やかに上昇し、95年1～3月には0.66まで回復していた。しかし、その後は再び低下している。失業率も再び上昇した。雇用者数は95年春頃に前年比でマイナスになるなど落ち込んだ後、6月0.6%、7月0.7%とやや高い伸びになったが、主として臨時雇用者が一時的に増えたものであり、雇用低迷の基調は変わっていない。

雇用者数の増減は生産動向に連行するため、今後の「ミニ調整」に伴って更に失業率が上昇するなど雇用情勢の悪化が懸念される。

常用雇用者と所定外労働時間の動向



(注) 常用雇用者指数・所定外労働時間指数は3カ月移動平均値の前年比を使用。



(資料) 労働省「一般職業紹介状況」  
総務庁「労働力調査」ほか

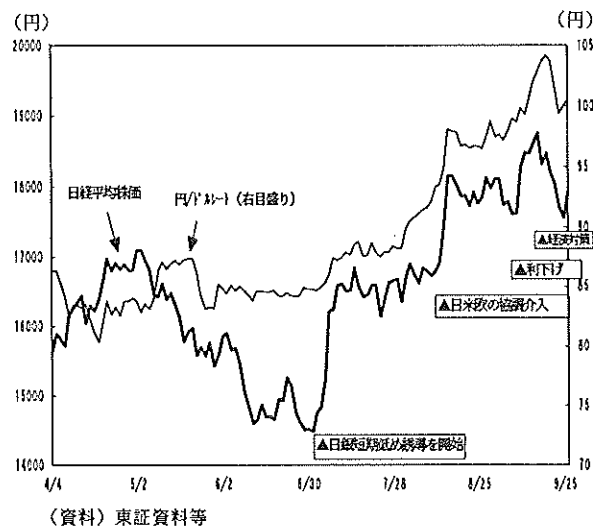
## 2. 金融～金利弱含みの中、 長短金利差が拡大

### (1) 利下げ、景気対策発表と金融市場

7月7日の短期金利低め誘導以降、株式市場は金融緩和を好感し、株価は反転した。

さらに円高・ドル安修正に向けた協調介入（7月7日、8月2・15日）を契機に為替相場も円安傾向となり、市場では金利先安感がやや後退した状況となっていた。

直近の株価・為替の動き



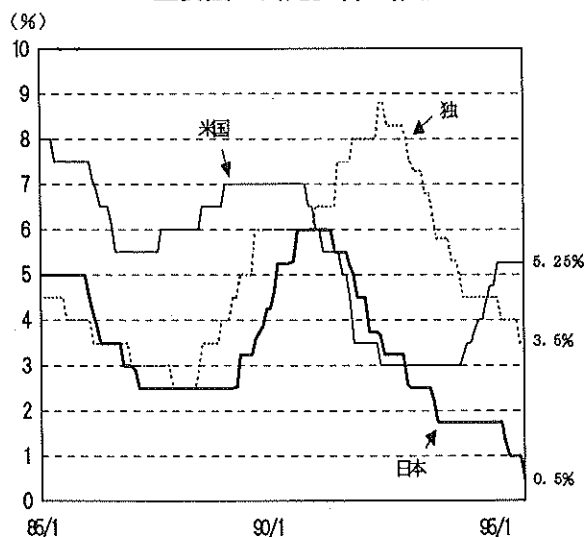
しかし、①生産の弱含み、マネーサプライの伸び鈍化などマクロ指標の低迷と景況感の後退、②相次いだ金融機関の破綻、③ドイツの利下げ（8月25日・日本時間）一等の中、日銀は9月8日に公定歩合を1.0%から0.5%（91年7月以降の金利緩和局面では、9回目）に引き下げ、主要国でも異例の低金利<sup>(注)</sup>とした。

(注) 主要国を見ても日本の0.5%は過去最低。海外主要国ではスイス(78～79年)、米国(37～42年、46～48年)に1.0%が最低。なお、米国では戦時下の特惠レートとして42～46年に0.5%の例がある(米商務省「アメリカ歴史統計」)。

## 最近の動き

7月7日	日銀の短期低め誘導開始 日米による協調介入
31日	コスモ信用組合業務停止
8月2日	円高是正のための海外投融資促進 対策発表
	日米による協調介入
15日	日米欧による協調介入
21日	ムーディーズ社財務格付け発表
25日	独利下げ(4%→3.5%)
30日	兵庫銀行自主再建断念清算へ
//	木津信用組合業務停止
9月8日	第9次公定歩合下げ
//	企業短期経済観測調査 (日銀短観)
20日	経済対策発表
27日	金融制度調査会金融システム安定 化委員会審議経過報告 大蔵省「金融機関の不良債権の早 期処理について」発表

## 主要国の公定歩合の推移



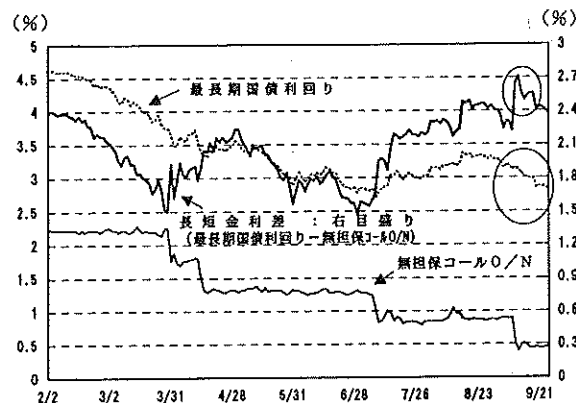
(資料) IMF "International Financial Statistics"

その後、9月20日に「経済対策」が発表され、①金融緩和政策継続が再確認された、②国債、地方債の増発に対して財政投融資資金を積極的に活用するとの内容が盛り込まれたことから、需給悪化懸念が払拭され、長期金利は対策後大きく低下した。

直近での長期金利の低下にはやや行き過ぎ感もあるが、景気の弱さ、金融機関の不良債権問題の厳しさなどの中、当面、基調的には短期金利は低

め推移、長期金利は横這い圏内の動きとなろう。

## 長短金利推移



(資料) 経済統計月報、公社債月報他

## 経済対策骨子

(金融システムの安定化策・資本市場活性化策)

- 金融政策の機動的運営
- 国債、地方債の消化等について財政投融資資金の積極的活用
- 金融機関の不良債権問題の取扱い
- 証券市場の活性化
- ・みなし配当課税の特例措置 他

## (2) 不良債権処理の方向性示される

「経済対策」では、不良債権問題については「9月末に問題検討の基本的方針を示すよう努力するとともに、年内に対応策がまとまるよう取り組む」とされたが、これを受ける形で9月27日に金融制度調査会金融システム安定化委員会から審議経過報告が発表された。さらに同日、大蔵省は「金融機関の不良債権の早期処理について」を発表した。

今回の経過報告では、ディスクロージャーの拡充、金融機関経営の健全性確保のための早期是正、破綻処理手続きの早期開始、預金保険の拡充、信用組合経営の健全性確保、住専問題対策、公的資金導入など金融システム回復に向けた方向性が示された。しかし、具体的な不良債権の処理方法の提示までは至っていない。

年末の最終報告書まで、具体的な不良債権処理方法、破綻処理方法、公的資金導入方法などにつき急ピッチでの議論が続くものと思われる。

#### 金融システム安定化委員会審議経過報告内容

1. 不良債権の現状
2. 不良債権問題の背景と今後のあり方
3. 不良債権のディスクロージャー
4. 不良債権処理及び破綻処理の方法  
金融機関経営の健全性確保のための早期是正と破綻処理手続きの早期開始、破綻処理方法の多様化、当面の破綻処理を円滑に行うための民間による資金拠出の枠組み整備
5. 信用組合等の経営の健全性確保
6. 住専問題 当事者に歩みよりの努力を要請。不良債権の受け皿となる機関の設置を検討
7. 公的関与のあり方  
今後5年間の公的資金の時限的な導入が検討課題。破綻以前の段階でも金融システム全体に悪影響を及ぼす場合には、公的資金の導入も含めて早期解決を検討

(10月6月現在)