

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

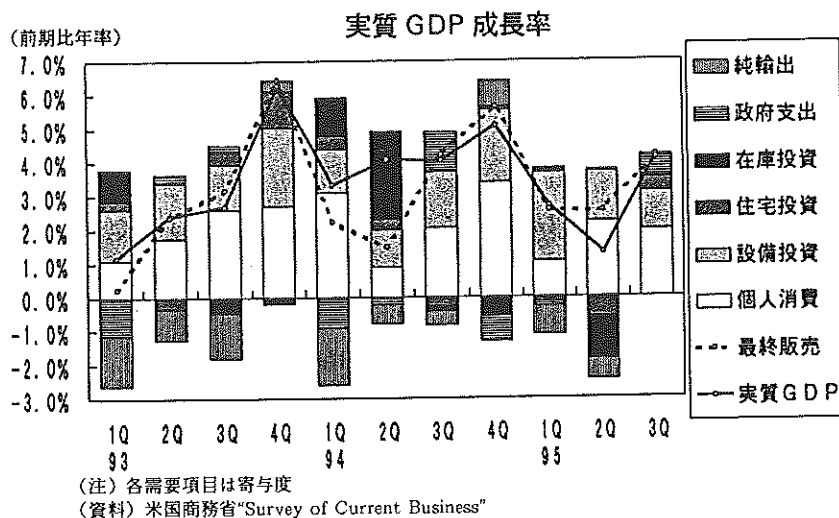
1. 米国経済～景気拡大テンポは鈍化、 96 年上期にかけ追加利 下げへ

(1) 景気～7－9 月期は高成長となったが、
10－12 月期以降は鈍化へ

95 年 7－9 月期の実質 GDP 成長率（10/27 発表）は、前期比年率 4.2%と予想外の高成長となった。個人消費、設備投資が成長を支える構図は 1.3%成長に鈍化した 4－6 月期と変化するが、在庫投資、住宅投資、純輸出が前期のマイナス寄与からプラス寄与に転じた他、政府支出もプラス寄与となったことにより、大きく加速した。在庫

投資は、4－6 月期に大きな成長下押し要因となったものの、7－9 月期は成長寄与度はほぼゼロとなり、在庫調整が進展しつつあることが窺われる。なお、GDP デフレーターは前期比年率 0.6%と低水準に止まり、物価の安定基調が確認された。

しかし、直近の経済指標は弱めのものが増している。雇用統計は、10 月の非農業雇用者数が前月比 11.6 万人増と緩やかな伸びとなったものの、9 月分が 5 万人増へと大幅に下方修正された。9 月の鉱工業生産は、8 月に電力需要等で大きく伸びた反動から前月比▲0.2%の減少となり、9 月の自動車販売、住宅着工件数も低調な結果となった。10 月の消費者信頼感指数、NAPM 指数等のマインド面も前月と比べてやや後退している。



主要経済指標の推移

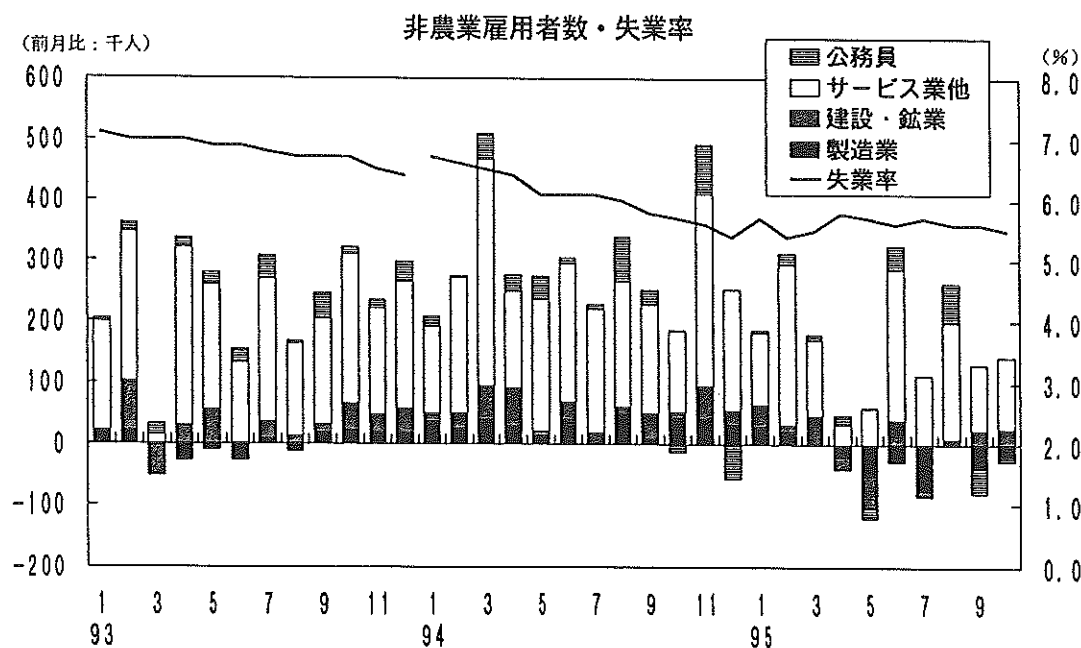
		94年 4 Q	95年 1 Q	2 Q	3 Q	6月	7月	8月	9月	10月
雇用部門										
失業率		5.6	5.5	5.7	5.7	5.6	5.7	5.6	5.6	5.5
非農業雇用者増減数（前期差、千人）		848	750	290	88	299	28	263	50	116
家計部門										
実質可処分所得	前期比年率	7.5	4.1	▲1.1	2.0	4.8	5.6	▲0.2	4.9	
	前年同期比	4.4	4.5	3.4	3.1	3.6	3.9	3.6	3.5	
実質消費	前期比年率	5.1	1.6	3.4	1.4	5.0	▲4.2	8.0	2.2	
	前年同期比	3.5	2.8	3.3	2.8	3.5	3.3	3.1	3.3	
消費者信頼感指数（コンファレンス・ノート）		97.6	100.2	100.4	99.3	94.6	101.4	102.4	97.3	97.0
乗用車販売台数	前期比	1.7	▲4.4	▲1.3	0.2	▲1.5	▲5.6	18.1	▲6.8	
	前年同期比	3.1	▲6.4	▲4.7	▲3.9	▲1.2	▲1.1	2.7	0.0	
住宅着工件数	前期比	2.7	▲13.4	▲1.9	4.2	1.2	10.3	▲2.8	▲0.1	
	前年同期比	2.5	▲3.9	▲10.9	▲9.1	▲5.3	▲0.6	▲4.9	▲8.0	
企業部門										
鉱工業生産	前期比	1.5	1.3	▲0.6	0.1	0.0	0.1	1.2	▲0.2	
	前年同期比	6.0	5.5	3.4	2.2	2.9	2.8	3.2	3.0	
設備稼働率		84.9	85.2	83.9	83.8	83.7	83.6	84.2	83.8	
N A P M 指数		59.0	54.6	47.9	47.4	45.7	50.5	46.9	48.3	46.8
消費者物価										
コア部分	前期比	0.6	0.9	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
	前年同期比	2.8	2.9	3.1	2.5	2.9	3.0	2.9	3.0	

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

米国経済は、95年10-12月期、96年上期と潜在成長力（2.5%程度）を下回る緩やかな成長ペースを続けることとなろう。個人消費は、負債増加等が制約要因となり徐々に鈍化傾向をたどる見込みである。住宅投資は、金利低下による下支え効果はあるものの成長牽引役は期待できない。設備投資も、高めの伸びが持続するものの徐々に鈍化すると思われる。

個人部門

雇用は、10月の非農業雇用者数が前月比11.6万人の増加となった。9月分は、当初発表の前月比12.1万人増から、5万人増へと下方修正された。全体としては緩やかな増加が続いているが、製造業は4月以降8月を除いて減少している。失業率は5.5%に低下した。95年に入り下げ止まった後、概ね横這いの動きが続いている。



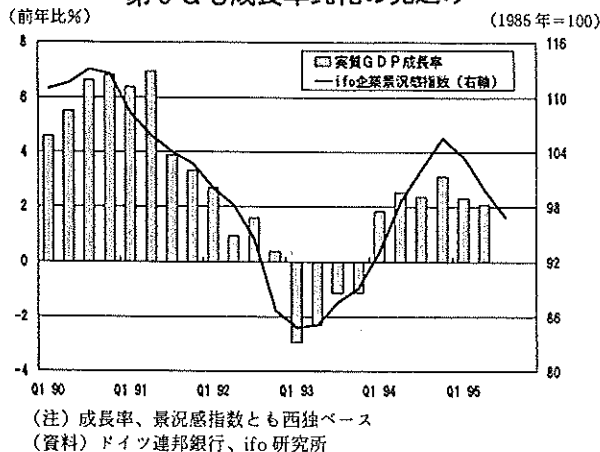
2. 欧州経済

ドイツ経済～生産拡大ペースの鈍化続く

1) 景気動向～来年には持ち直しが期待されるが 失業増が懸念材料

足もとの景気指標は、生産拡大ペースの鈍化が続いていることを示している。鉱工業生産指数は、前年同期比伸び率が第1Q 3.1%→第2Q 1.9%→第3Q -0.6%と推移、成長率と連動性の高いifo研究所の「企業景況感指数」も昨年末をピークに9月の96.2（1985年=100）まで低下が続いている。

第3Qも成長率鈍化の見込み



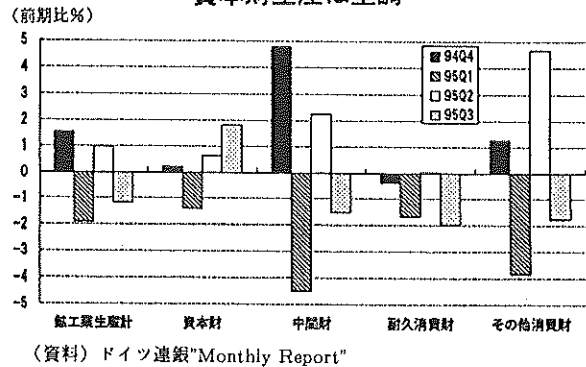
ただそうした中でも、資本財生産は比較的堅調を維持している。機械受注の底堅さからも競争力強化のための企業の合理化投資意欲は旺盛とみられ、96年にかけて設備投資が景気の下支え役になると期待される。また、①所得税減税（96年年初）を受けた個人消費の回復、②マルク急騰の影響一巡後の輸出増加一から、95年下期に比べて96年の景気はやや勢いを取り戻そう。

景気面での懸念材料は雇用情勢改善の遅れである。95年の高率賃上げと物価安定から実質賃金は前年比2%程度の上昇率を維持しているものの、

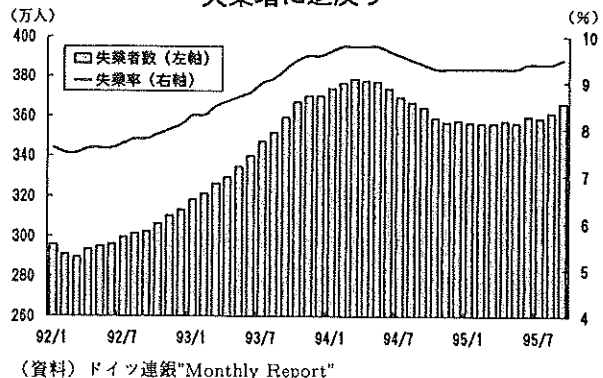
失業率は年央以降再びジリ高となっている。

企業が積極的に雇用の拡大に向かうような高成長は、96年も期待薄である。96年年初の所得税減税は低所得者層中心のため、減税分のうち消費にまわる割合が高いとみられているが、雇用不安から減税が貯蓄増につながるだけであれば、ドイツ経済は浮揚力を失うことになりかねない。

資本財生産は堅調



失業増に逆戻り



2) 物価～当面安定持続

10月の西独生計費上昇率（速報）は前年比1.6%と発表された。

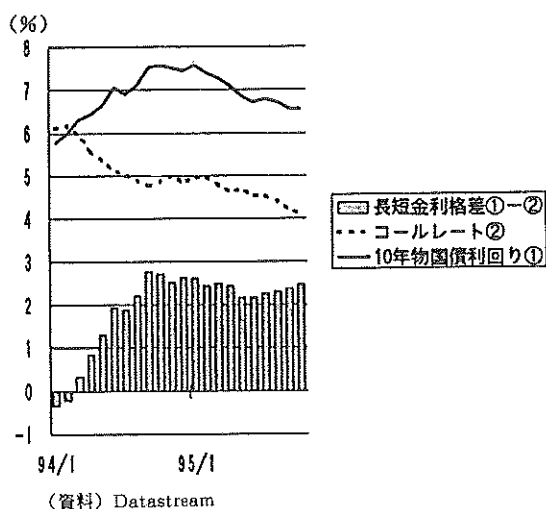
今後についても、①輸入物価・生産者物価など川上部門の物価が落ち着いている、②需要の伸び悩みから企業の価格引き上げ意欲が低下している（今後3ヵ月間に販売価格の上昇を見込む西独企業／製造業の割合は94年12月29%→95年9月0%：ifo調査）一ことから、当面物価安定が持続しよう。

3) 金融政策・金利～長期金利は横這い推移

連銀は、慎重に短期金利の低め誘導を進めている。毎週水曜日に実施される債券オペの最低入札金利は3週間4.03%で据え置かれた後、11月1日に4.02%へと僅かながら引き下げられた。成長ペースの鈍化、マネーサプライ伸び悩みが続く中、物価は極めて安定しており、オペ金利は3%台後半程度まで低下余地がある。

ただし、公定歩合、ロンバートレートに関しては、再引き下げが行われるとすれば、①欧州通貨混乱（フランスフラン安？）などによるマルク相場急騰、②減税実施にもかかわらず年明け後も景気減速が持続、③マネーサプライ残高の落ち込み—といった状況下でとなろう。

下げ渋る長期金利



長期金利（10年物国債利回り）は6%台半ばで推移している。緩やかな短期金利低下局面にもかかわらず長期金利は下げ渋り、長短金利格差は年央以降むしろ僅かながら拡大してきている。長期金利の下げ渋りには、欧州通貨統合（99年予定）後の新統一通貨の減価、新（統一）金利上昇の可能性が市場で嫌気されていることも影響している（ドイツ国内の金融機関も顧客向けレポート等で長期債から中期債への乗り換えを推奨している）。

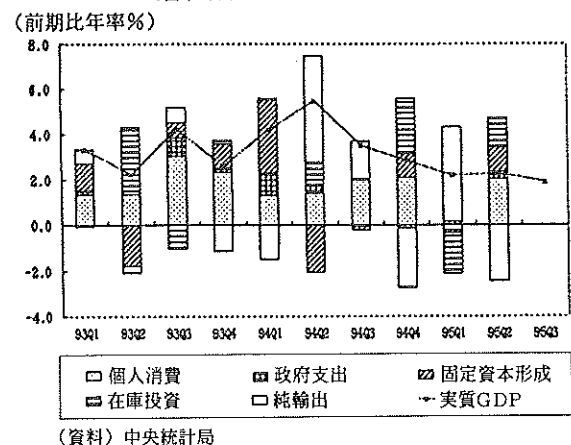
物価安定、緩やかな景気拡大ペース持続、マルク相場堅調—といった環境から、長期金利は当面現状で安定推移となろう。短期金利は現水準がほぼ底とみられ、上述の「マルク債の将来」に対する市場の不安もあることから、長短金利格差を縮小しての長期金利の低下余地は小さい。

(2) イギリス経済～持続可能な安定成長へ移行

1) 景気～緩やかな鈍化傾向続く

10月23日に、95年第3QのGDP速報値が発表された。第3Qの実質成長率は前期比年率1.9%と英国の潜在成長率（2%台前半）よりやや低めとなったが、安定成長への緩やかな移行過程が継続しているとみられる。

潜在成長率圏内で推移

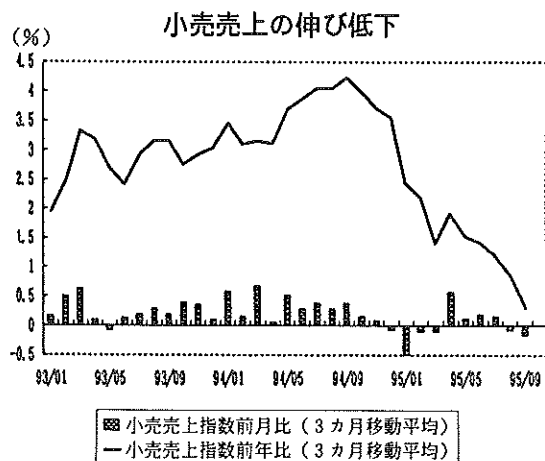


94年下期以降鈍化傾向にあった小売売上の伸び率は、95年9月には一段と低下し、前年比▲0.4%と92年7月以来はじめてマイナスに転じた。主因は猛暑による季節食料品価格の上昇で、消費者の買い控えムードが広がったためである。このことはまた、消費者の物価感応度が依然高いことを示している。

また、8月の鉱工業生産の伸び率（前年比）も、1.0%と93年6月以来の低さとなった（95年第

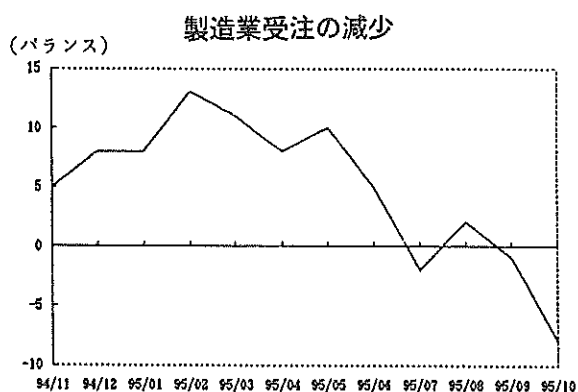
2Q 2.1%)。3カ月移動平均で見ても、2カ月連続で2%割れとなっている。

さらに、英国産業連盟（CBI）調査によれば、9-10月と「現在の受注状況は適正水準以下」と判断する企業が増加しており、企業の景況感も冷え込んでいる。



（資料）中央統計局

しかし、これらの月次指標からは、経済に占める割合が大きく（約60%）、しかも現在強含んでいるサービス部門の動向は把握できない。サービス部門の好調ぶりは、労働市場の需給が逼迫気味であることからもうかがわれる。景気は底割れの懸念はなくソフトランディングの過程にあると言えよう。

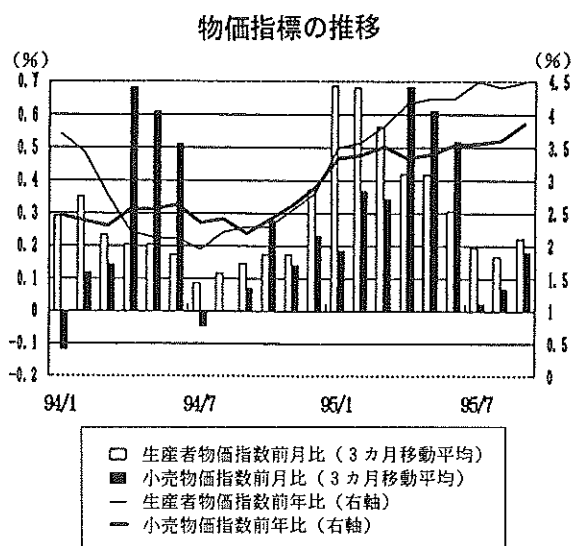


（注）現在の受注状況について、「適正水準以上の企業」-「適正水準以下の企業」の割合

（資料）英国産業連盟（CBI）

2) インフレ～ピークアウト段階

9月の小売物価上昇率（前年比）は、8月に比し0.3ポイント上昇し、3.9%の高さとなった。モーゲージ利払いを除いたベースでも、3.1%と93年9月以来の高水準となっている。これは、①年初のポンド下落、②小売業者がマージン回復のため、食品、衣料品などの価格を引き上げた一ことも影響しているが、主に猛暑を背景とした食料品価格の上昇という一時的要因によるものとみられる。



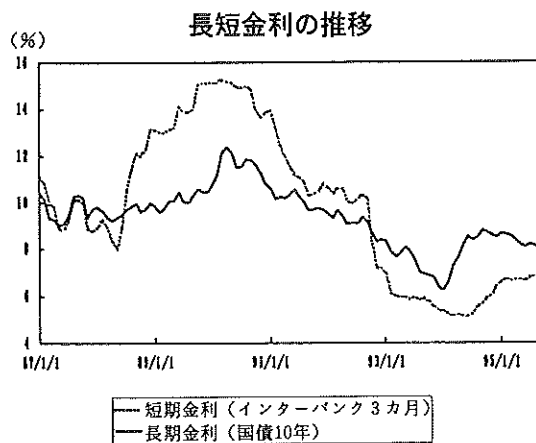
（資料）中央統計局

一方、9月の生産者物価、生産者投入価格の上昇率（前年比）は、再び上昇に転じ、それぞれ4.5%、9.5%となった。しかし、①一次産品価格の下落が続いている、②労働コストの伸び率が鈍化している、③CBI調査による企業の価格引き上げ期待が低下している一ことからコスト面での物価押し上げ圧力は足もとで低下していると考えられる。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・レートは当面現行水準

金融政策に関しては、現在、インフレ率は高止まっているものの、足もとの物価押し上げ圧力は減じており、しかも景気減速を示す指標の発表が相次いでいることから、利上げは行われないであろう。一方、一般に、景気はソフトランディングの過程にあり、近い将来回復すると考えられており、中銀は依然インフレ懸念を緩めていないため、利下げも行われないであろう。ベースレートは、当面、現行水準（6.75％）で据え置きと考えられる。

しかし、ベースレートに関する最終決定権は、政治家である大蔵大臣にある。そのため、97年4月までに行われる総選挙が近づくにつれ、政治的な利下げ圧力は増そう。



（資料）DATASTREAM

(3) フランス～注目される財政赤字削減の行方、通貨混乱の恐れも

このところ欧州金融為替市場では、5月にシラク新大統領の下で発足したばかりのフランスのジュベ内閣の政策運営ぶりが注目材料となっている。

○テロ、スト、スキャンダル…

ジュベ政権の人気は、発足後5ヵ月にしてガタ落ちである。大統領、首相への国民の支持率は10月には10%台まで落ち込んだ。

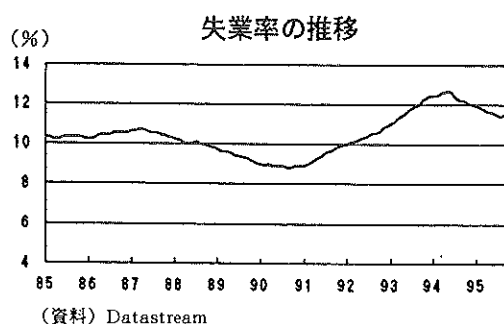
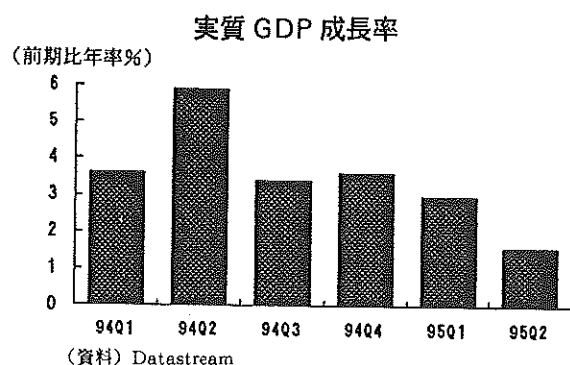
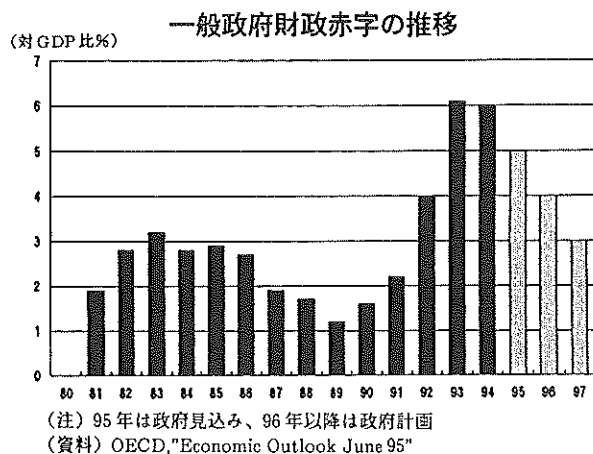
国民の最大の関心事であり、政権も「最優先課題」としている失業問題は、景気が減速する中、遅々として改善が進まない。また、シラク大統領の減税公約に反して、政府が財政赤字削減のための増税、公務員給与の凍結などを打ち出したため、反発した公務員が10月に10年ぶりのゼネストを実施、フランス全土はほぼマヒ状態となった。さらには、国内各地で死傷者を出すテロ事件が頻発、首相・大統領の住宅を巡るスキャンダルも政権のイメージダウンに追い打ちをかけた。

○財政赤字削減計画に不安

ジュベ政権にとって、失業問題と並ぶもう一つの重要課題が、欧州経済通貨統合（EMU）の参加条件を満たすための財政赤字削減である。フランスの財政赤字幅は94年に対GDP比6%であったが、欧州経済通貨統合参加のためには97年までにこの比率を3%以下に抑えなければならない。フランスの財政赤字拡大は社会保障関連赤字の増大、国家公務員の過剰など構造的要因によるもので、これを短期間で縮小するためには、社会保障給付の縮小、公務員の削減など不人気の政策の導入が不可避である。

しかし、緩やかな改革を好むジュベ首相は急進的な財政改革を主張したマドラン前蔵相を8月に

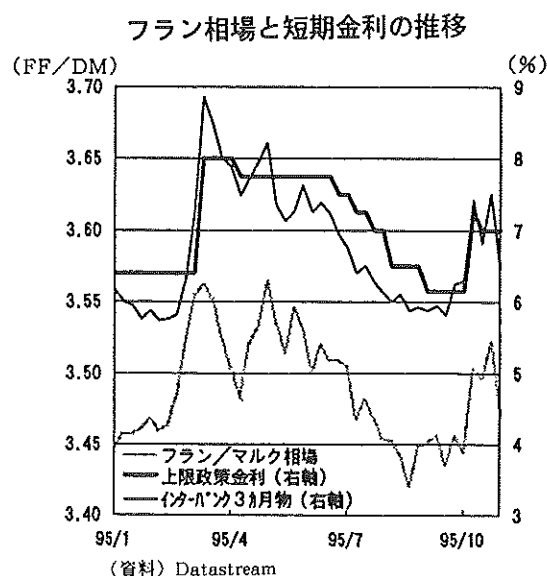
事実上解任しており、財政再建にどれだけ大鉈をふるうつもりか、そのスタンスについては不安視する向きが多い。しかも政府の肩には、失業問題の改善という選挙公約も重くのしかかっている。



○フランス政府の政策運営が欧州通貨統合の成否の鍵を握る

フランス政府の政策運営に対する不信感から、フランは8月半ば以来軟調地合にある。フランス中央銀行は新政権誕生後徐々に金融緩和を進めて

きたが、10月に入ってスキャンダル絡みでジュペ首相の辞任が取り沙汰されフランが急落するに至って、通貨防衛のための金利引き上げを余儀なくされた（その後フラン相場は持ち直し、金利も若干引き下げ）。



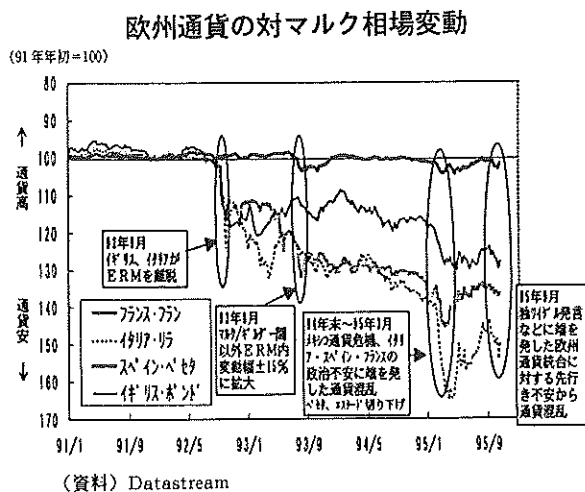
「欧州の盟主」を自認してきたフランス抜きで欧州通貨統合は政治的に意味を成さず、フランスが期限までに EMU の参加条件をクリアするかどうかは EMU 成功の鍵を握るともいえる。

その他の「周辺諸国」はいざ知らず、フランスが期限までに条件を満たせないとすると、通貨統合の日程の延期や条件の緩和が持ち出され、欧州統合への求心力は急速に失われてしまう懸念があるためである（フランスは参加条件の緩和を密かに当てにしているところがあり、ドイツはこれを恐れている）。このところドイツ政府、あるいはドイツ連銀幹部によるフランス（フラン）支援の口先介入が目立つのも、フランス政府の政策が市場の信認を失えば、それが ERM ひいては EMU 崩壊につながりかねないという認識があるからとみられる。

財政赤字を 97 年までに対 GDP 比 3% に抑える方策として、フランス政府は、社会保障会計の

赤字を95年の見込み額645億フラン（対GDP比約0.8%）から97年にはゼロにするという計画を打ち出した。シラク大統領も10月下旬に、（当選時の失業対策優先との公約から一転して）今後2年間は財政赤字削減を最優先に進める考えを表明して政府を援護した。

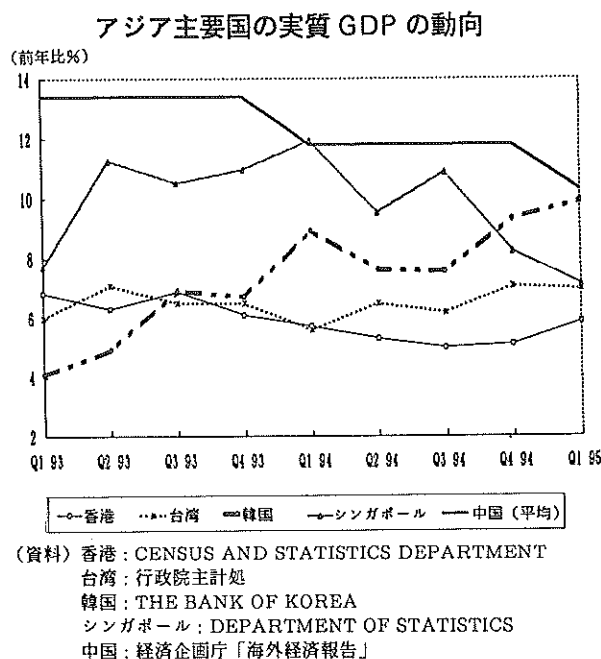
ジュペ首相は11月初めに、社会保障制度改革の議会審議に先立って態勢固めのための内閣改造を行い、財政改革の重要性を改めて国民に訴えた。内閣支持率は取りあえず持ち直したものの、既得権益の消滅には国民の反発が強く、社会保障赤字削減のための議会審議の行方は予断を許さない。財政赤字削減失敗によるEMUからのフランス脱落の気配を市場が嗅ぎとれば、フランスフラン売りから欧州通貨は一挙に大混乱に陥る可能性もある。



3. アジア経済

(1) アジア経済の概況

中国とアジアNIEsは、高成長の中、拡大テンポをやや鈍化させている。中国は、金融引き締め政策の結果、インフレ率は低下し、景気拡大テンポが鈍化している。香港は、失業率が高まり、政治面での先行き不透明感もあって消費の伸びが鈍化している。台湾は、消費が堅調で、95年上半期で鈍化していた生産の伸びも回復に転じている。韓国は、景気拡大に伴い貿易赤字が増加している。シンガポールは、消費が足もとで、生産も95年に入って伸びを鈍化させている。



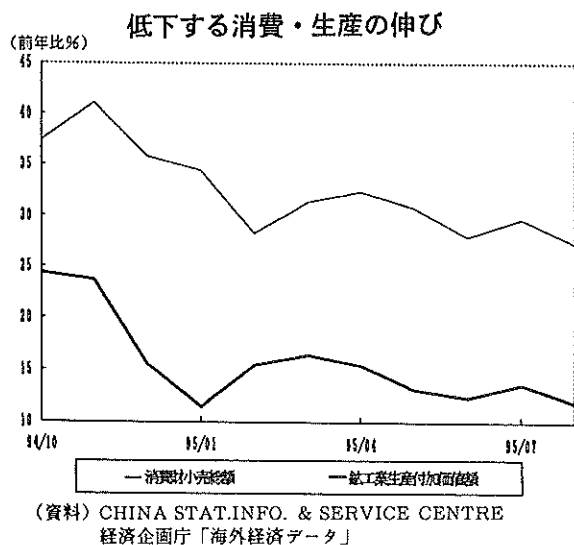
(2) 中国経済～成長の鈍化

1) 景気～ソフトランディング過程

中国経済は、92年以降、3年連続で実質GDP成長率が10%を超える過熱状態にあった。しかし、95年は、主に金融引き締め政策の影響から、94年第4Qをピークに消費・生産の伸びが低下

し、景気拡大テンポが鈍化している。もっとも、基本的には改革開放政策及び海外からの投資が継続しており、景気の底割れはなく、軟着陸の過程にあると言える。

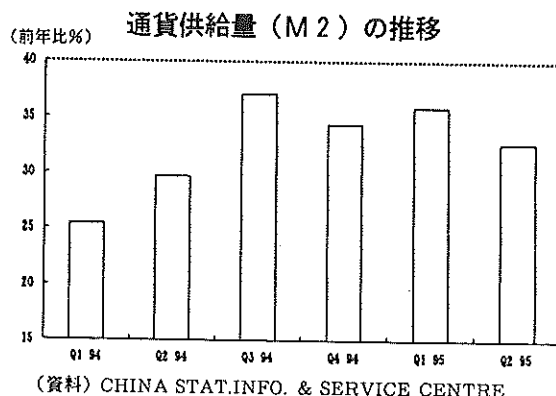
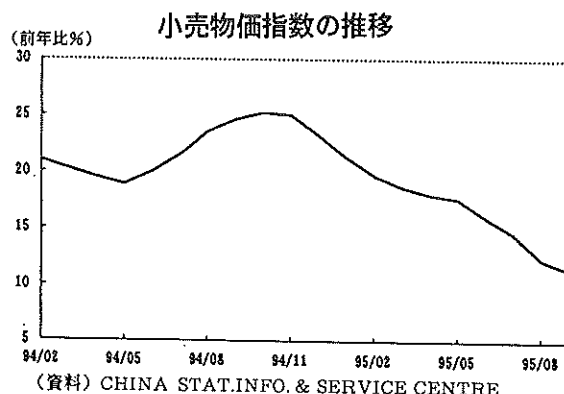
9月の五中全会（中国共産党第14期中央委員会第5回全体会議）において2000年までの年平均成長率を8%程度とする計画が承認されており、中国政府は、インフレなき持続可能な安定成長への移行を目指しているものと考えられる。



2) インフレ～上昇率低下傾向

小売物価上昇率（前年比）は、93年以来上昇傾向にあったが、94年10月にピーク・アウトを迎え、以後低下を続けてきた。10月に発表された9月の小売物価上昇率（前年比）は、11.4%にまで低下した。95年1－9月では、前年比16.6%の上昇となっており、95年の物価上昇率を15%以下に抑制するという政府目標が達成される可能性が高くなってきた。

インフレ率の低下傾向は、政府の金融引き締め政策が功を奏したものと考えられる。しかし、①通貨供給量が依然高めに推移している、②干ばつ、洪水など自然災害によって食料品価格が上昇する可能性がある—など依然インフレ率上昇の懸念は残ろう。



3) 金融政策～緩和要請を巡る動向

政府は、93年以降本格的な金融引き締めに乗出していたが、最近、インフレ率の低下傾向に伴い、産業界や地方政府を中心に緩和を求める声が高まっている。その背景には、国営企業等が資金不足に陥り、国内のインフラ建設（交通、電力など）が遅れていることがある。また、それに伴い国内の重工業生産の増勢が鈍化し、景気拡大テンポの鈍化が生じている。

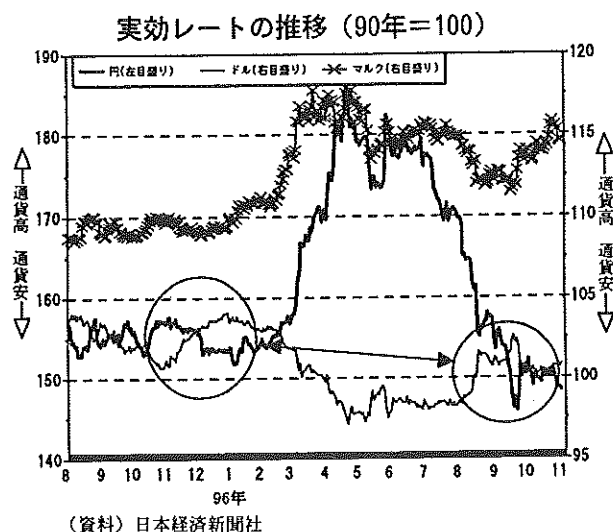
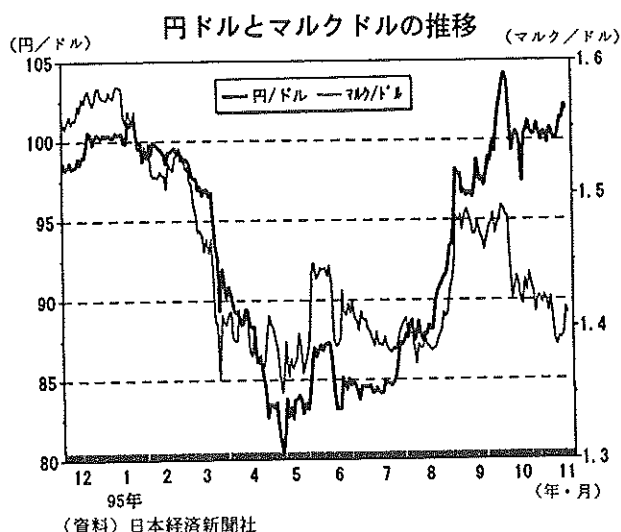
しかし、政府はインフレなき安定成長への移行を最重要目標に据えており、インフレ再燃をもっとも警戒しているため、基本的には、当面は引き締め政策を継続していくものと考えられる。

ただし、中国人民銀行（中央銀行）は、10月、国営企業、国家プロジェクトを峻別し、一部、優良なものには、運転資金融資の厳しい抑制を緩和する方針を表明した。また、将来の食糧危機の可能性が取りざたされる中、農業部門への資金供給緩和も方針に盛り込まれた。

4. 為替～マルク高持続の中、 円安気味の展開

(1) 9月末以降、100円近辺の落ち着いた推移

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、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等により、一時104円台まで円安が進んだ。しかし、欧州通貨統合の先行き不透明感から生じたマルク高との連れ高、大幅な米貿易赤字(9/21)から、NY市場では97円前半まで円高が進展する場面もあった。その後、日銀介入等により、100円近辺まで戻し、10月に入ると相場は落ち着きを取り戻し、100円台前半程度の推移となった。



欧州通貨統合の先行き不透明感の残存からマルクは、なお1.4マルク台前半のマルク高が持続している。このため、円は対マルクでも円安となっており、貿易加重された「実効レートベース」でみると、昨年12月の急激な円高が進展する前の水準よりも円安水準にある。景気低迷に悩む日本経済にとって、かなりの追い風になっていると考えられる。

(2) 足もと円安気味の展開～対ドル、対マルクともやや円安の展開

足もと、「ジャパンプレミアム」に代表される日本の金融システム不安等を理由に円安気味の展開となっている。しかし、円高方向への材料として、日米対外不均衡、欧州通貨統合の動向、メキシコの政情不安一が加わり、不透明感を深めている。特に欧州の通貨統合問題は、99年1月の統合期限を控え、経済収斂状況の不完全さ、参加条件等を巡る各国の立場の違いが表面化している。統合への雲行きが怪しくなると再び欧州通貨の混乱とファンダメンタルズ面で健全なマルクの急伸といった事態を招くことになろう。この時には、巨額の対外黒字から比較的下落リスクの少ない日本円にも資金が集中し、円高ドル安が進むリスクがある。その動向には注意を払う必要がある。

II. 日本経済

1. 経済動向～景気は調整局面

(1) 景気の現状、今後の見通し

日本の景気は4－6月期から「調整（後退）局面」となっている^(注)。円高のマイナス効果は徐々に縮小し、年末頃以降には経済対策の実施が本格化すると予想されることから、景気は緩やかながら改善に向かうとみられる。

1) 経済指標の動き、景気の現状

年初来の急激な円高、米国景気の減速を背景に、引き続き対外収支黒字は減少傾向が続いている。

失業率が3.2%で高止まりする中、実質家計消費支出は3カ月連続の前年同月比マイナスとなった。住宅着工も分譲の不振等から140万戸程度の推移が続いている。景気動向指数の一致指数も5月以降4カ月連続の50%割れとなり、9月もこの傾向が続く可能性が高い。景気は、依然「調整局面」にあると考えられる。しかし、一部の指標にはやや明るさが見え始めてきた。8月の大型小売店販売額は前年同月比▲0.1%と、94年12月以降10カ月連続のマイナスとなったもののマイナス幅は小さく下げ止まりの兆しが見られる。また、4－6、7－9月期と調整局面が続いた鉱工業生産も10、11月の予測指数は3.4%、0.0%とプラスに転じた。

○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 5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率	前期比 前年同期比	0.9 1.0	▲1.0 0.8	▲0.0 ▲0.0	0.8 0.6					
景気動向指数	先行指数 一致指数					23.1 27.3	15.4 22.7	18.2 10.0	30.0 40.0	
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	▲2.3 1.0	▲0.5 5.7	▲0.7 3.2	▲2.7 1.4	(3.4) 2.5 ▲1.7 0.6
在庫率指数		112.6	110.4	112.7	115.1	118.7	115.8	115.5	120.9	116.3 118.8
実質消費支出[家計調査、全世帯] #		0.6	▲2.0	▲2.5	0.1		0.6	▲0.6	▲1.1	▲0.3
大型小売店販売額[店舗調整済] #		▲0.8	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.5	▲2.1	▲1.5	▲2.7	▲1.1 ▲0.1
新車販売(登録車) 台数 #		6.1	4.5	9.7	3.1	2.2	3.9	4.2	1.8	3.2 2.0
住宅着工戸数[季調済、年率、万戸]		155.8	155.7	152.8	141.0	139.3	142.4	135.4	139.2	134.2 144.5
機械受注額[船舶・電力除く民需] #		2.8	10.1	2.2	14.2	(▲0.5)	10.3	10.8	8.3	2.4
公共工事請負額 #		▲3.8	▲2.8	▲23.3	4.0	2.9	5.9	10.2	9.9	2.2 ▲3.7
通関輸出 数量指数 #		2.4	6.8	4.9	6.7	1.8	11.3	3.3	▲0.3	3.0 2.7
通関輸入 数量指数 #		13.9	18.6	15.2	15.0	10.5	15.7	11.4	16.6	8.3 7.1
通関黒字[季調済、年率、億ドル]		1,152	1,187	1,091	1,307	1,011	1,252	1,338	972	1,030 1,028
為替レート[円/ドル]		99.1	98.8	96.3	84.4	94.1	85.1	84.5	87.2	94.6 100.5
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 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 0.2
総合卸売物価指数 #		▲1.5	▲1.2	▲0.9	▲1.7	▲0.9	▲1.8	▲1.8	▲1.4	▲1.0 ▲0.2

(注) ①鉱工業生産の月次系列の()内は順に95年10月、11月の予測指数。

②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

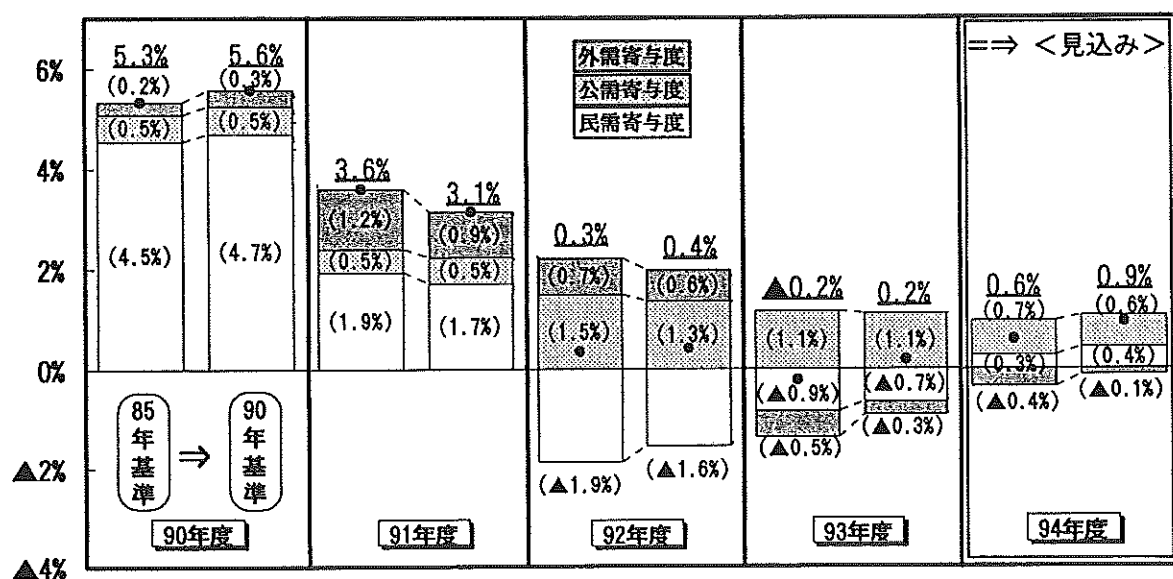
足もと為替レートは1ドル100円近辺で推移しており、6、7月頃までの円高のマイナスの影響は徐々に縮小していくとみられる。年末頃からは9月20日の経済対策の効果も本格化し、公共事業も増加すると考えられる。景気指標には一部でやや明るい動きも見え始めており、下振れリスクは軽減されつつある。実質GDP成長率(85年基準)は4-6月期の前期比0.8%(実績、速報)から7-9月期には0.0%、10-12月期は0.6%程度になると見られるが、住宅投資の減少、所得環境の悪さによる消費の低迷から民間需要は弱く公的需要に頼る展開となろう。

(注) 足もとの鉱工業生産のピークは95年3月。景気動向指数(一致)の採用系列についても95年3月近辺にピークをつけている指標が多い。一方、生産予測指数によれば生産のボトムは95年7月となる可能性が高く、景気動向指数(一致)の生産以外の指数(稼働率指数、投資財出荷指数など)も95年7月にボトムを打つ指標が多くみられる。従って、ヒストリカルDIを用いた判定では調整期間は4カ月程度とされる可能性が大きく、期間の短さから、公式には「景気後退」と判定されない可能性がある点には留意を要しよう。この場合、極く短期間の景気後退であるため、「中だるみ」が妥当な表現となろう。

(2) GDP統計の基準改訂(85⇒90年)について

10月20日に経済企画庁より「平成2年基準改訂国民経済計算(GDP統計)」が発表された。基準改訂は支出、生産、分配及びストック面について5年に1度行われるもので、今回は85年基準から90年基準への改訂になる。名目値は「90年産業連関表」、「90年国勢調査」、「91年商業統計調査」などの新たな基礎資料を基に85年度以降について推計がやり直され、実質値は計算に用いる価格の基準年が85年から90年に改められた。経済レポート8月号で指摘した通り92、93年度の新基準の成長率は、実質価格の基準年の変更に伴う外需のマイナス寄与縮小により旧基準に比べて上昇したが、これ以外にも民需の寄与度の上方修正が目立った。新基準によるGDPは93年度までしか発表されていないが、94年度の新基準の実質GDP成長率は、0.9%程度と旧基準の0.6%から若干高まると推計される。なお、93年度の実質GDP成長率は▲0.2%からプラス0.2%に上方改訂されたため、統計開始の1955年度以降でマイナス成長は74年度の▲0.5%(85年基準:▲0.0%)だけとなった。

実質GDPの改訂状況



(3) 貿易動向と円高修正の影響

夏場以降の円高修正が貿易収支にどのような影響を与えるのかについて、地域別・品目別輸出入の動向などからみてみた。

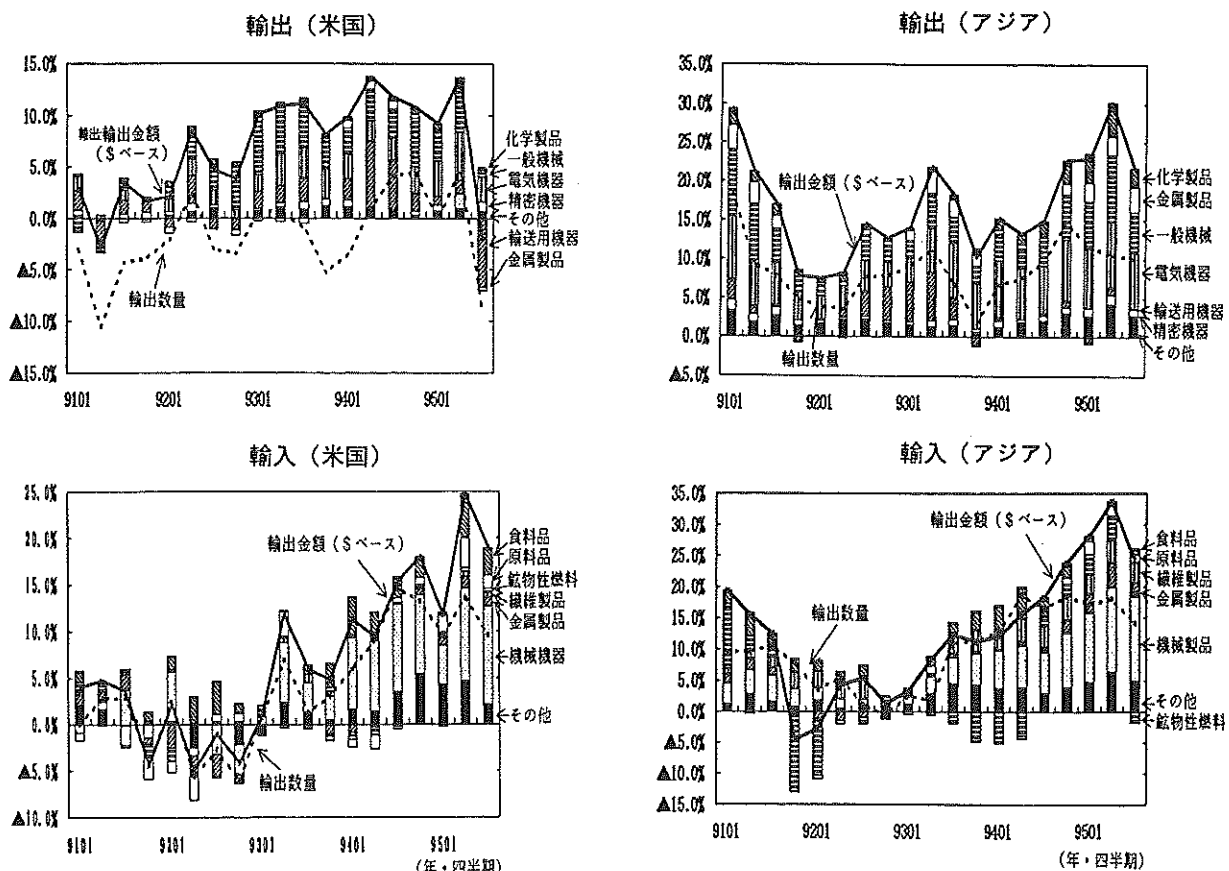
1) 地域別・品目別にみられる輸出入の動き

輸出入の動向を地域別にみると、米国向け輸出数量は低水準な伸びが続いていたが、直近では米国景気の減速などから自動車中心に落ち込み、輸入は半導体等電子部品の増加から高い伸びが続いており出超額は縮小傾向にある。対 EC では 95 年以降、自動車等の製品輸入が増加傾向の一方で、事務用機器の輸出増加から出超額は横這い推移にある。対アジアでは、電気機器等の製品輸入は増加傾向にあるものの、輸入を上回る半導体等の電

子部品、工業用薬品等の輸出増加から出超額では増加基調にあり、出超額の水準は対米国を上回る状況が続いている。全体では円高や米国景気の停滞等から輸出は伸び悩む一方、アジア・EC からの製品輸入の増加などから、出超額は縮小傾向にある。なお、製品輸入比率は 93 年以降再び増加傾向にあり、直近（95 年 7 - 9 月期）では 59.9 % と過去最高水準を更新している。

このような地域別・品目別にみられる輸出入の違いは、一つには海外直接投資の動向が影響しているとみられる。円高下では、国内生産に比し海外生産を行う方が相対的に有利となるため、企業は生産拠点の海外化を進めることとなる。直接投資は 80 年代後半は欧米中心だったが、90 年代に入ってアジア向けが増加していることを背景に、前述の通り現地で生産された製品の逆輸入が大幅

地域別・品目別の輸出入の動向

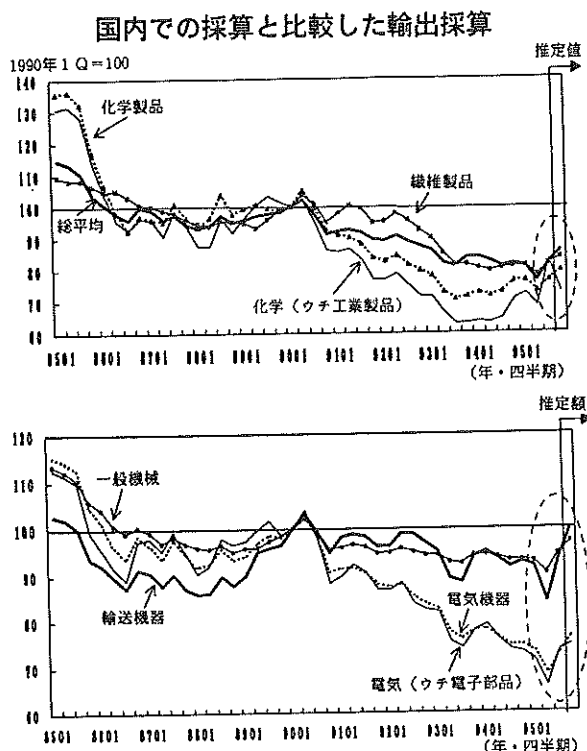


(注) 輸出入の金額・数量は前年同期比、品目別の動向は寄与度表示
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

に増加している一方で現地生産のための資本財の輸出が大きく増加し、アジア向け出超額は増加傾向にある。

2) 円高修正により輸出採算は改善

製造業の産業別の国内採算と輸出採算の関係をみるために、以下では品目別に国内卸売物価と輸出物価の動きを比較してみた。90年第1四半期を100として輸出物価/国内卸売物価の動きを見てみると、輸送用機器を除き、電気機器・化学製品などの産業では輸出物価が国内卸売物価に比べて相対的にかなり低下している。長期的には輸出物価が国内卸売物価に比べて下落する傾向がみられるのは、一般的には輸出品の方が生産性の向上などによって円高に対応できる製品の比率が高いためであると考えられる。



（注）算出方法：輸出物価指数/国内卸売物価指数
（90年第1四半期=100）

（資料）日本銀行「卸売物価指数」等

このため、輸出物価と国内卸売物価の構成品目のウェイトの差から産業によって乖離が生じる。短期的には輸出物価が国内卸売物価に比べて下落すれば輸出の採算が悪化し、国内販売が採算面で相対的に有利となると考えられる。バブル期の末期に輸出物価が相対的に低下するという傾向が逆転しているのは、為替が円安傾向にあったことを反映しているとみられる。バブル崩壊後の円高の動きの中で輸出物価が相対的に急速に下落する場面が何度か見られるが、95年に入ってからの変化はかなり急速であった。8月以降の円高修正によって、多く産業で輸出の採算が相対的に改善している傾向がみられる。円高が相当修正された現在の為替水準でも製造業の海外直接投資の意欲は強い。しかし、採算面では輸出の採算は国内販売との関係では改善しており企業収益は改善しやすい環境にあるとみられる。

3) 今後の動向

海外の現地生産コストは国内生産に比べて依然として安く（企業アンケート^(注)では、アジア向け直接投資の理由の多くは人件費等コスト安を挙げている）、アジアを中心とした現地生産の拡大による輸出誘発的な資本財等の輸出増加は中期的に今後とも続く可能性高い。短期的には円高修正を背景として輸出採算は、国内販売との比較で相対的に改善しており輸出増加要因となる可能性もある。しかしながら、製品輸入の増勢傾向は今後とも継続するとみられ、貿易収支は当面縮小傾向が続くとみられる。

（注）平成7年企業行動に関するアンケート（経済企画庁、平成7年2月調査）

2. 金融動向～短期金利に上昇圧力

(1) 信用リスクを反映～ジャパンプレミアムも影響

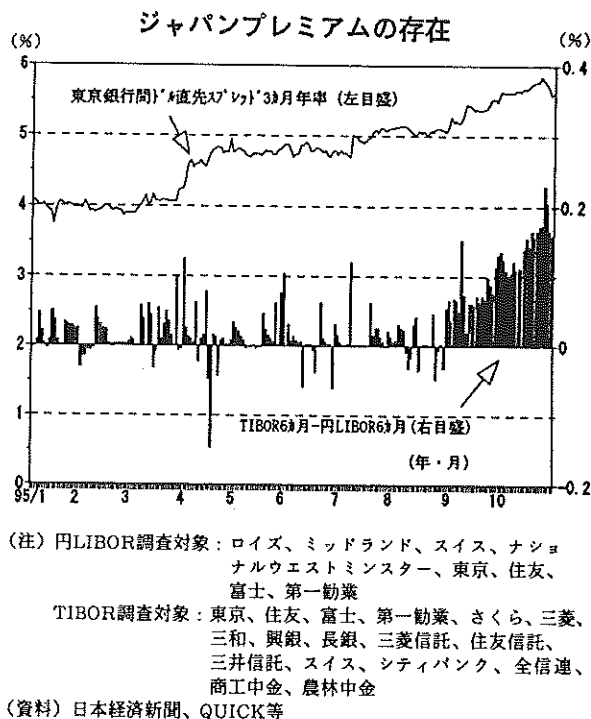
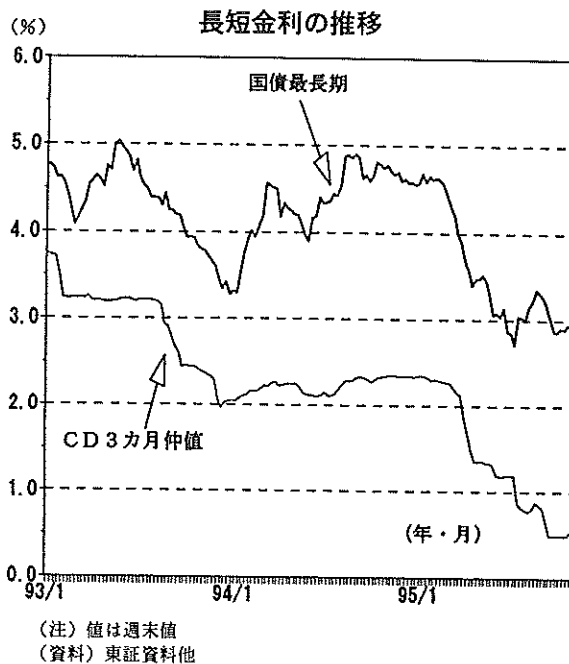
景気の足踏みが続く中、日本銀行は10月20日に発表した「秋の情勢判断資料」でも景気の足踏みを再確認し、①アジア諸国との競合、②バランシート問題、③企業のリストラ姿勢一等により回復は緩やかになるとしている。そのような判断の下、短期金利の低め誘導は継続されている。

しかし、邦銀の信用力低下により、資金調達時にいわゆるジャパンプレミアムという上乗せ金利が発生し、短期金利の波乱要因となっている。これは当初海外でのドル資金の調達時に発生し、さらに邦銀向けのクレジットラインが絞られた為に、国内外の円資金でも資金調達圧力が増したことによる。

ユーロ市場などでユーロドルとユーロ円の金利差の拡大などから円・ドルの直物と先物の差を示す直先スプレッドの乖離率は拡大傾向にあった。しかし、ドル資金をとりにくくなった邦銀が外為市場でドルを調達することも手伝って、直物で円売りドル買いをして当座のドル資金を調達し、先物で円買いドル売りをするために10月に入って、直先スプレッドは金利差よりもさらに0.15%～0.35%広がっている。

円資金でもジャパンプレミアムの乗らない外銀の出し手の割合が多い円LIBOR（ロンドン銀行間出し手レート）6カ月とほとんど邦銀の出し手からなるTIBOR（東京銀行間出し手レート）6カ月でも調達金利の差を反映して、乖離が広がってきている他、CD3カ月とリスクの少ないTB3カ月の乖離幅も広がってきている。

上昇圧力の働いているCD3カ月金利は通常コー



ルレートと裁定関係にあるが、日本銀行は潤沢な資金供給を続けており、CDに対してもCD買いオペなどで短期金利上昇を抑えている。

長期金利も、このところの下げ過ぎ感への警戒、円高是正の継続、95年度2次補正成立による国債増発により、やや戻している。

しかし、景気低迷感の持続、金融機関への配慮から日銀は短期金利の低め誘導策を当面、維持し、与党や金融制度調査会の金融システム対策も出ることから短期金利は小幅な上昇にとどまろう。また、長期金利も短期金利動向に加え、次に述べる資金運用部の買い余力などから需給悪化懸念は大きくなく、当面、横這い圏内での推移と見られる。

(2) 国内マネーフローの変化と公的金融

10月 は高金利時のワイドの大量償還など、個人マネーに急激な動きがあった。日本銀行の発表した銀行券の10月の月末残高は38.9兆円と前年同月よりも2.6兆円、7.1%も増加し、平均残高でも6.8%増となっている。

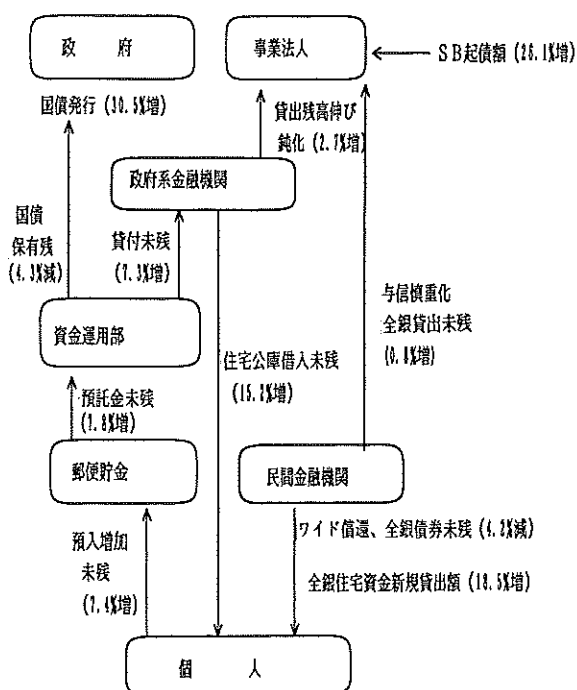
また、このところマネーサプライ統計でも指標となるM2+CDの伸びがやや鈍化してきているのに対して、現金や要求払預金からなるM1の伸びが目立ち、郵便貯金も含む広義流動性も堅調である。個人マネーは現金や要求払預金といった流動性の高いもの、郵便貯金、そして外債などにシフトしているものとみられる。

これに年度初来続いている政府の国債発行増加、資金需要は低迷しているものの、法人の社債発行増加などが加わり、国内のマネーフローに変化が起きつつある。

また、低金利下で住宅金融公庫金利と民間金融機関の変動金利住宅ローン金利の逆転に見られるように政府系金融機関の提示する金利に対しての割安感がなくなってきており、公的金融の貸出ウェイトが低下している。

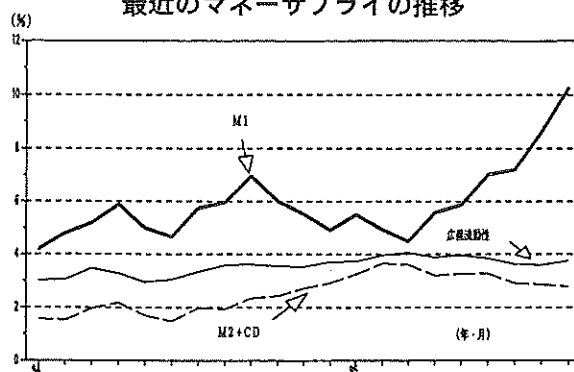
こうした中、このところ国債保有額の減少していた資金運用部の預託金は郵便貯金を中心に増加に向かい、国債買い余力も増していくものと思

95年度第1四半期の国内マネーフロー (前年同期比)



(注) 政府系金融機関の事業法人の貸出残高は開銀、輸銀、国民公庫、中小公庫、公営公庫の合計
(資料) 日本銀行「経済統計月報」他

最近のマネーサプライの推移



(注) 値は前年同期比
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

われる。買い余力の増加が2次補正、さらには今後予想される3次補正での国債増発による長期金利上昇圧力を緩和するものと思われる。

(11月7日現在)