

【Ⅱ】

特 集

景気は緩やかな回復傾向に復帰、
1.7%成長へ

—1996年度経済見通し—

経済調査部

〈要 旨〉

96年は米欧主要国の成長率がやや鈍化し、アジアも拡大テンポが若干低下しよう。こうした中、日本経済に回復傾向が定着するか、とりわけ96年度下期がカギを握ろう。

I. 海外環境～海外景気はやや鈍化、追加利下げの公算高い米欧経済

(1) 米国は93年3.1%、94年4.1%と潜在成長率（実質GDP成長率、2.5～2.8%程度）を上回る拡大ペースを続けた後、95年に入ってから四半期別成長率の振れは大きいが、趨勢的には2%程度に鈍化している。これは、①94年2月以降の予防的引き締め、②景気の成熟化、③家計部門の負債比率上昇—などを背景に、消費が減速傾向を強め、設備投資も情報化投資主体に好調なものの2ケタ増が1ケタ増に鈍化し、さらに在庫調整が95年春頃以降続いていることによる。成長ペースは96年上期も2%程度が続くが、下期は金利低下効果等からやや高まろう。95年の実質成長率は3.3%、96年は2.2%と鈍化しよう。インフレ率は96年も落ち着きを示そう。景気、物価等からみて、96年上期末頃までに1%程度の追加利下げがなされよう（公定歩合：現行5.25%）。財政赤字削減に向けた取り組みが順調に進めば、金利低下が促されよう。

(2) 欧州では、ドイツは94年に建設投資と輸出の増加などから実質GDP成長率は3.0%とプラスに転じた。95年入り後は、住宅建設にかかわる課税優遇措置終了（94年末）に伴う建設投資減速、マルク高等による輸出伸び鈍化、在庫調整局面入り—から景気は減速し、現在、低迷状況にある。95年の成長率は2.1%に下がる。96年は在庫調整が成長率押し下げ要因ではあるが、①合理化目的中心に基調の強い設備投資、②マルク高の悪影響—巡等による輸出増加、③減税実施等による個人消費増勢—が予想され、95年並の2.0%成長となる。景気は上期は低迷状態が続くが、下期にはやや改善しよう。こうした中、物価は落ち着いている。欧州の通貨情勢も不透明である。12月14日に利下げ（3.5%→3.0%）が決定されたが、当面、一段の下げの可能性は残ろう。

イギリスは米国の後を追う展開である。実質GDP成長率は94年3.9%と高成長となったが、94年9月以降の予防的引き締めの影響などから95年入り後は安定成長へと減速しており、95年は2.6%となる。インフレ率は95年下期にピークアウトしたとみられ、予防的引き締めは成功と判断される。96年上期も低成長が続くが、下期は、①減税等を背景とした消費の増加、②金利低下も加わった固定資本形成の拡大—から成長率は高まろう。96年トータルとしては上期の低さから2.3%と95年から鈍化しよう。12月13日に1年10カ月振りの利下げ（ベースレート：6.75%→6.5%）がなされたが、さらに、0.25%程度の下げがある。

- (3) 東アジア（NIEs、ASEAN、中国）は直接投資流入による投資拡大と域内貿易活発化の中、高成長を続けているが、96年は、①中国他での金融引き締め、②主要輸出先の米景気の拡大テンポ鈍化を背景に、実質GDP成長率は8.1%（95年8.9%）に低下しよう。中国はソフトランディング過程にあり、韓国、台湾、シンガポールも堅調な推移と予想されるが、香港は景気腰折れの恐れもある。
- (4) 円ドルレートは95年8月中旬頃から100円程度で推移している。当面、①国際協調体制、②ファンダメンタルズ面での円安要因（日本の景気・金融セクターの弱さ、対外黒字の縮小傾向等）一等により、95円～105円程度となろう。96年下期は、①日米両国の対外不均衡の規模は依然大きい、②日本の景気は緩やかな回復傾向に復し、金融機関決算から金融システム問題にも目処がつく一等から円高気味となろう。94年度99円、95年度95円が96年度98円となろう。欧州通貨統合問題など、海外からの相場変動リスクには注視を要しよう。

II. 日本経済～景気は緩やかな回復傾向に復帰、96年度は1.7%成長へ

残る景気回復力の弱さと構造改革課題、望まれる機動的政策対応

- (1) 景気は93年10月を底に緩やかな回復傾向にあったが、95年4月頃以降、鉱工業生産が減少するなど、調整気味の状況にある。もともと回復力が基調的に弱かった中、①財政金融政策を背景に増加傾向にあった公共投資と住宅投資の息切れ、②急激な円高、米景気鈍化傾向等による純輸出の下押し、③阪神大震災、地下鉄サリン事件等の社会不安問題、雇用情勢の厳しさなどを背景とした消費低調一等の最終需要面での弱さに、④過剰在庫の調整圧力ーが加わった結果、足もとは「中だるみ」の局面にある。

今後の景気は、①円高・ドル安修正、株価持ち直し、②経済対策（9月発表、14兆円）、利下げ（9月、1%→0.5%）、③リストラの部分的進展等による企業収益持ち直し、④情報通信関係分野での新規需要一等から、96年1～3月頃には「緩やかな回復傾向」に復帰しよう。

- (2) 96年度の景気は、上期は経済対策による公共投資（95年度の追加補正の繰越分と96年度当初予算）が景気を支え、下期は設備投資や消費へのバトン・タッチの形で回復が続こう。

実質GDP成長率は95年度0.8%と見込まれる。96年度は、①名目公的固定資本形成は4%増（秋に3.5兆円追加補正）、②特別減税継続（2兆円）、③公定歩合据え置き、④円レート98円を前提に1.7%となろう。なお、97年4月に消費税税率2%引き上げ（3%→5%）としており、一部、かけ込み需要が発生しよう。

- (3) 景気の自律的回復に向けた環境は万全ではない。①バブル経済・バブル崩壊の後遺症は大きく、企業リストラは道半ば、②趨勢的円高・アジア諸国工業化等を背景とする純輸出縮小圧力と産業構造調整圧力が持続、③不良債権処理問題・金融機関リストラ上の課題も多いーなどの構造的な問題から、消費や設備投資の基調は弱く、外需にも期待できない。企業規模別には中小企業、業種別には非製造業がより厳しい状況にある。為替など不透明要因もあり、外部環境や政策いかんで、再度、停滞状況に入るリスクも残っている。

- (4) 金利は景気の弱さ、物価鎮静、金融機関不良債権問題等の中、長短とも基本的には低位が続くが、方向性としては緩やかな景気回復への復帰等からやや強含みとなろう。

現在、緩やかな景気回復傾向に復する兆しが現れている。本格回復につなげるためには、構造改革、とりわけ金融部門の再生が急務である。また、回復力の弱い中、96年度には景気が再び停滞するリスクも払拭できない。引き続き、機動的な政策スタンスが望まれる。

目次

(要旨)

I. 海外経済

1. 米国経済～成長率は鈍化、追加利下げへ
2. 欧州経済
 - (1) ドイツ～減税・金融緩和が景気下支え
 - (2) イギリス～減税・利下げから下期に成長率アップへ
3. アジア経済～高成長の中、景気拡大テンポは鈍化
4. 原油価格～非OPEC増産の中、横這い圏の推移
5. 為替～横這い推移の後、やや円高に

II. 日本経済

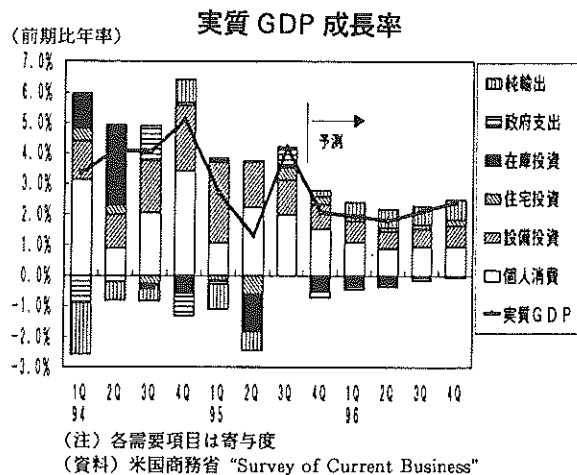
1. 景気の現状～中だるみの最終局面
2. 今後の見通し～緩やかな回復傾向に復帰
 - (1) 景気が回復傾向を取り戻す背景
 - (2) 依然残る回復力制約要因
 - (3) 現在の景気の特徴～強まる規模別・業種別跛行性
3. 96年度の見通し～成長率は1.7%に
 - (1) 見通しの前提と骨子
 - (2) 主要項目の動向
 - (3) 金融～金利は強含み傾向に

I. 海外経済

1. 米国経済～成長率は鈍化、追加利下げへ

(1) 実体経済～拡大テンポは2%程度に

米国経済は91年3月に景気の谷をつけた後、すでに4年を超える拡大が続いているが、94年2月以降の予防的引き締め、景気の成熟化などを背景に拡大ペースが鈍化してきている。実質GDP成長率は、93年3.1%、94年4.1%と高成長となった後、95年1-3月期2.7%（前期比年率、以下同じ）、4-6月期1.3%と鈍化し、7-9月期には4.2%と再び高成長をみせたものの、足もと、10-12月期は2%程度と見込まれ、傾向的には潜在成長率（2.5～2.8%程度）をやや下回る状況となっている。



96年の実質GDP成長率は、個人消費の鈍化傾向、設備投資の2ケタ増から1ケタ増へのペースダウンなどを背景に、95年の3.3%から96年には2.2%へと鈍化しよう。上期は2%程度の成長が続き、下期は在庫調整の進展、金利低下の追い風を受けて、成長率はやや上昇してこよう。

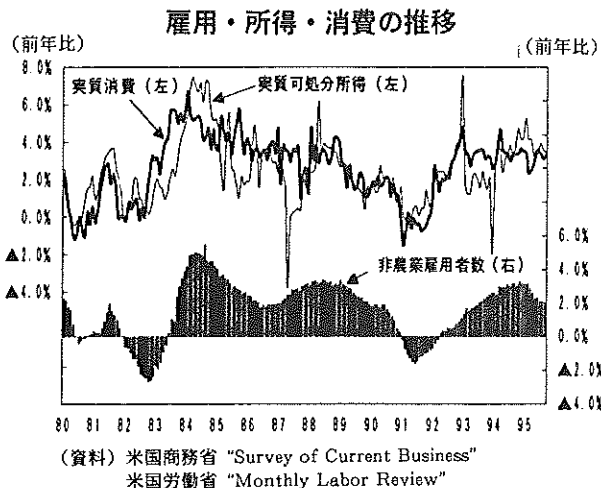
米国経済見通し総括表

	94年 実績	95年 見込み	96年 予測	96年	
				上期	下期
実質GDP	4.1	3.3	2.2	1.9	2.1
個人消費	3.5	3.0	1.9	1.7	1.4
設備投資	13.7	14.4	5.6	5.0	4.2
住宅投資	8.6	▲1.9	4.1	4.7	4.0
政府支出	▲0.8	0.1	▲0.2	▲0.7	▲0.5
在庫増減	0.6	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.1
純輸出	▲0.7	▲0.3	0.3	0.4	0.6
輸出等	9.0	10.9	8.9	9.0	8.3
輸入等	13.4	11.1	5.4	5.0	3.3
鉱工業生産	5.3	3.6	2.3	1.5	3.5
失業率	6.1	5.6	5.8	5.8	5.9
消費者物価総合	2.6	2.9	2.8	2.8	2.9
貿易収支	▲1,664	▲1,770	▲1,510	▲1,540	▲1,480
経常収支	▲1,512	▲1,600	▲1,390	▲1,370	▲1,410
公定歩合	4.75	5.25	4.25	4.25	4.25

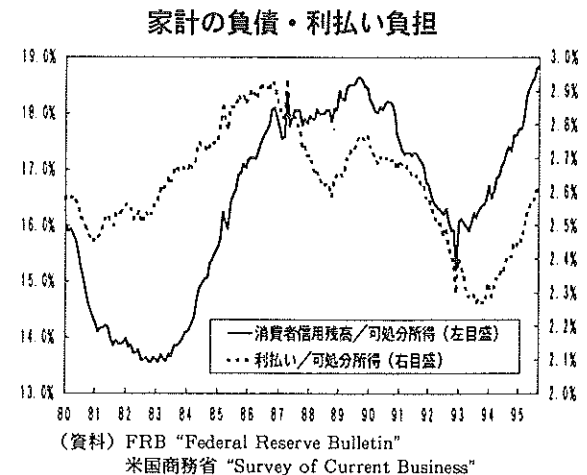
(注) ①実質GDP、その内訳、鉱工業生産、消費者物価総合は前年比、上下期は前期比年率、%
 ②在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース、%
 ③失業率は平均値、%
 ④貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率、億ドル、予測値は億ドル単位で四捨五入
 ⑤公定歩合は期末、または年末水準、%
 (資料) 実績値は米国商務省 "Survey of Current Business" 他

個人部門

雇用は、サービス業中心に緩やかな増加傾向が続くが、企業の合理化・コスト削減意欲が根強いことに加えて、景気の鈍化、収益の伸び悩みが雇用拡大の制約要因となろう。個人消費は、①所得の伸び鈍化、②高水準の家計負債残高(消費者信用残高の可処分所得比)等から、96年は1.9%増と95年(3.0%増)を下回る伸びとなろう。住宅



投資は、低金利が下支えし、95年の1.9%減から96年は4.1%増とプラスに転じるものの、成長の牽引役としては力不足であろう。

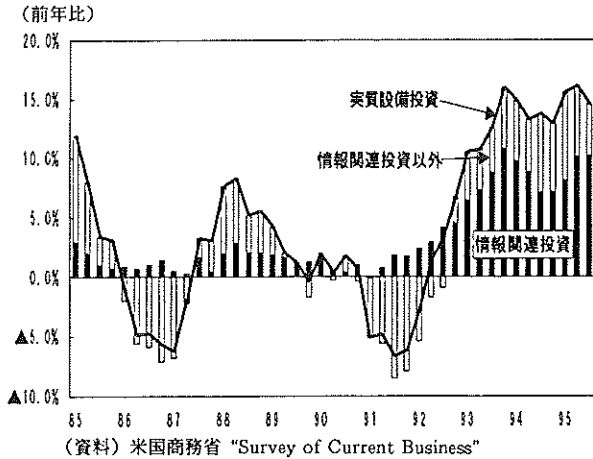


企業部門

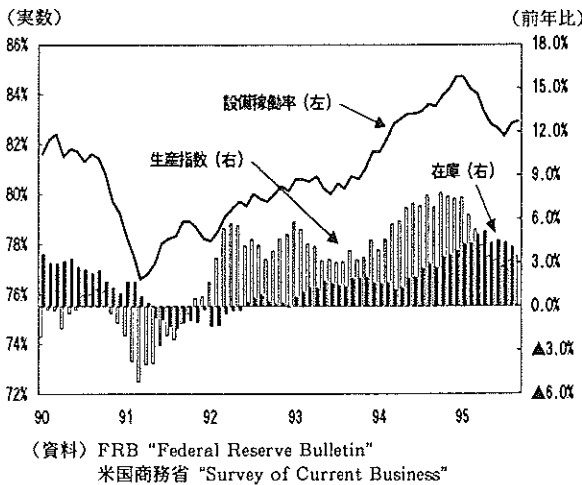
設備投資は、93年以降、3年連続で2ケタ増となったと見込まれる。96年については、根強い企業の合理化意欲を背景に、情報関連は高水準

の伸びが続くものの、その他の一般投資分はすでに鈍化傾向にあり、設備投資全体としては、5.6%増と1ケタに低下しよう。在庫は、完成品在庫が依然、積み上がる状況にあり、NAPM 指数に示される企業の業況判断も 96 年上期には低下傾向が続くと思われる。

実質設備投資と内訳（寄与度）



生産・稼働率・在庫の推移（製造業）



政府部門

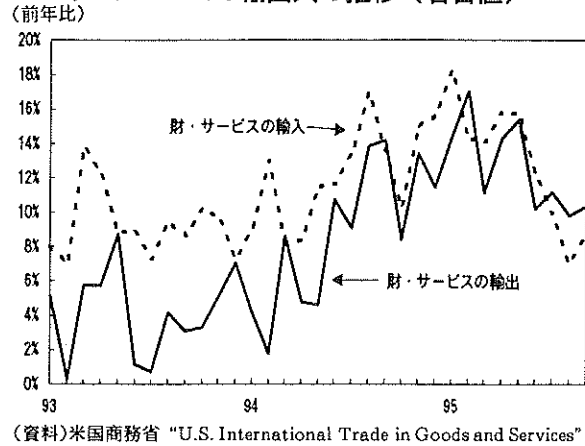
「2002年に連邦財政収支の均衡を図る」という財政赤字削減に向けた取り組みが進められており、政府支出は需要項目としては引き続き景気下押し要因となろう。反面、財政収支改善への取り組みが順調に進めば、赤字削減を背景とした金利低下

が景気を下支えしよう。

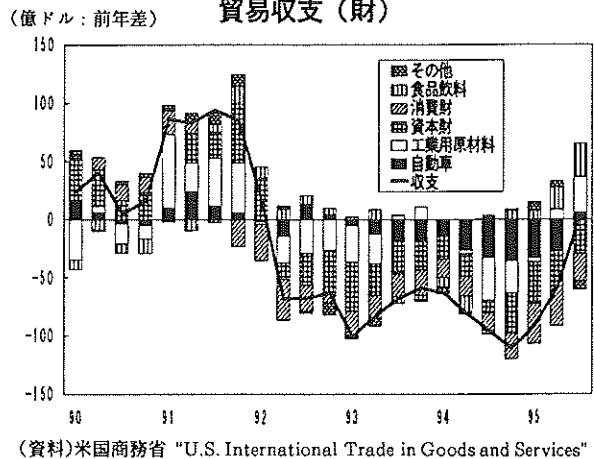
海外部門

純輸出は、国内景気鈍化を背景とした輸入の伸び率低下の中で、改善方向となろう。財別には、貿易赤字の主因である自動車、工業用原材料等の赤字幅が、自動車販売、鉱工業生産の鈍化などを背景に縮小する見込みである。

財・サービスの輸出入の推移（名目値）



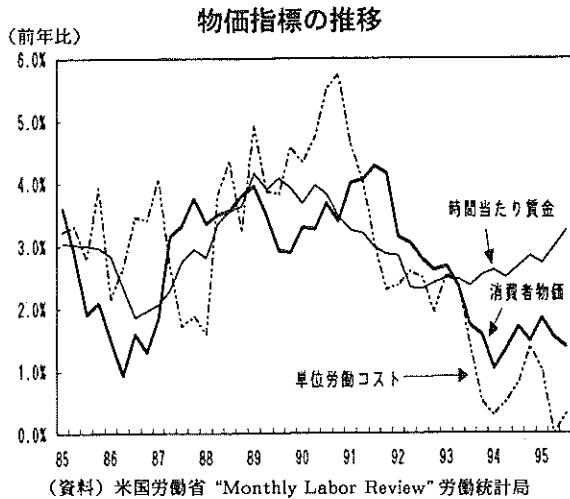
貿易収支（財）



(2) 物価～安定基調が持続

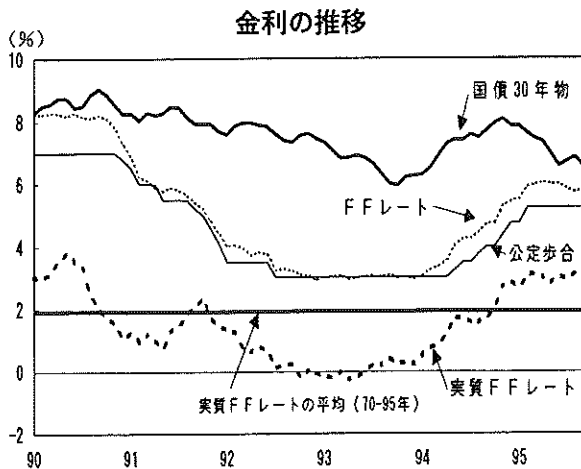
物価は、企業の生産性向上によるコスト削減と消費者の低価格指向を背景に安定基調が持続しよう。すなわち、生産性向上への取り組みが、労働

コストの圧縮という形で厳しい雇用環境を生み、厳しい雇用環境が、消費者の低価格指向を増幅するという構図が、物価安定の背景にあると思われる。



(3) 金利～96年上期末頃までに累計1%利下げ

94年2月以降矢継ぎ早に実施された予防的金融引き締めはインフレ悪化を未然に防ぐことに成功した。今後の金融政策は、①物価が沈静化傾向を示す中、景気の拡大テンポは鈍化が続いていること、②実質短期金利の水準は過去の平均的レベルに比してやや景気抑制的な水準である(70-95年平均2%、直近3%)ことから、96年上期末



(注) 実質FFレートは「FFレート-消費者物価上昇率(前年比)」
 (資料) FRB "Federal Reserve Bulletin"
 米国労働省 "Monthly Labor Review"

頃までに累計1%程度の追加利下げが行われよう。また、財政赤字削減の具体案が決まれば金融緩和余地が拡大しよう。

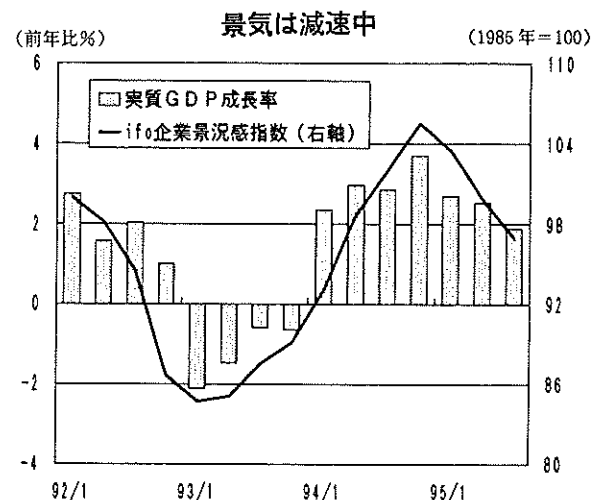
2. 欧州経済

(1) ドイツ～減税・金融緩和が景気下支え

1) 景気～成長ペースは96年下期に やや持ち直しへ

景気は93年10-12月期を底に回復局面に入ったが、実質GDPの拡大ペースは94年10-12月期の前年比3.7%をピークに、95年7-9月期には前期比ゼロ成長、前年比でも+1.9%へと減速し、景気は現在低迷状態にある。これは、4%近くの高率賃上げを背景に個人消費は堅調であるものの、次のような景気下押し要因が強まったことによる。

- ①建設投資は94年には二ケタ近い伸びを示して高成長を支えたが、94年末に住宅建設にかかわる課税優遇措置が期限切れとなり、急速に勢いを失った。
- ②94年末から95年春先にかけての急激なマルク高と95年の高率賃上げが企業の景況感を悪化させ、生産拡大に歯止めをかけた。



(注) ifo企業景況感指数は全独ではなく西独企業のみが調査対象
 (資料) ドイツ連銀 "Monthly report", ifo 研究所

ドイツ経済見通し総括表

	94年 実績	95年実績見込み		96年予測			
		上期	下期	上期	下期		
実質GDP	3.0	2.1	2.6	1.7	2.0	1.7	2.2
個人消費	0.9	1.6	1.6	1.5	2.2	2.2	2.2
政府支出	1.2	1.7	1.6	1.9	1.4	1.3	1.5
設備投資	▲ 0.9	2.9	5.0	0.8	4.9	3.9	6.0
建設投資	8.0	1.4	2.6	0.3	1.2	0.9	1.4
在庫増減	1.1	0.3	0.6	0.1	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.5
純輸出	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	0.3	0.1	0.4
輸出等	8.0	3.1	4.0	2.1	3.8	2.6	4.9
輸入等	7.4	2.6	4.0	1.2	2.6	2.1	3.1
生計費	2.6	1.8	2.0	1.6	1.8	1.6	2.1
貿易収支	746	890	886	900	980	960	1000
経常収支	▲ 329	▲ 240	▲ 128	▲ 350	▲ 260	▲ 150	▲ 360
公定歩合	4.5	3.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0

(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FOB-CIFベース、年率値 億マルク
 (資料) 実績値はドイツ連銀 "Monthly report" 他

④公定歩合は期末、または年末水準 %
 ⑤生計費は西独ベース、その他は全独ベース

96年の実質GDP成長率は2.0%と、95年実績見込み(2.1%)と同程度を維持しよう。上期はなお低調な景気拡大ペースが続くが、①95年下期に落ち込んだ設備投資の持ち直し、②マルク高効果一巡による輸出回復一から、下期には成長率がやや高まろう。

①個人消費

所得の伸びを背景に、96年の個人消費は2.2%と95年(1.6%)を上回る伸びを示そう。

96年の賃上げ率は95年を若干下回るとみられるものの、96年には総額で可処分所得比1%規模の所得税減税等(所得税課税最低額引き上げ、児童手当引き上げ、石炭補助金廃止<後述>)が実施されるため、実質可処分所得の伸びは95年を上回ろう。しかも、減税は消費性向が高い低所得者層中心になされるため、消費刺激効果が期待できる。

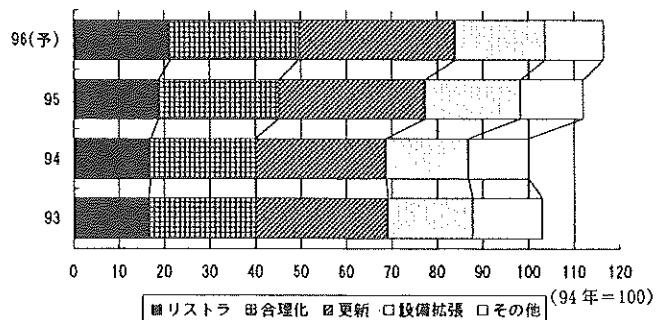
ただし、景気低迷の中、失業率が95年央以降ジリ高傾向にあるなど雇用もやや悪化している。消費者マインドの萎縮から減税分の多くが貯蓄に

向かうようであれば、景気の浮揚につながらない恐れもあるため、当面個人消費動向には注視を要しよう。

②設備投資

マルク高、高率賃上げの影響で企業マインドが冷え、生産拡大のための投資意欲は減退しているものの、企業のコスト意識の高さから合理化投資への意欲は底堅い。西独製造業を対象としたifo研究所の設備投資計画調査(95年9/10月実施)によると、合理化関連投資(図中のリストラ目的から更新目的までの合計)は設備投資全体の8割

設備投資は合理化関連中心



(資料) ifo 研究所

を占め、伸び率も95年の前年比12.7%に続き96年も同8.5%（名目ベース）とされている。生産が落ち込んでいる製造業の中でも、資本財産業は国内外向けともに受注が堅調である。95年7-9月期の設備投資落ち込み（前期比▲3.4%）は一時的とみられ、96年の設備投資は通年で5%近くの伸びとなって成長に寄与しよう。

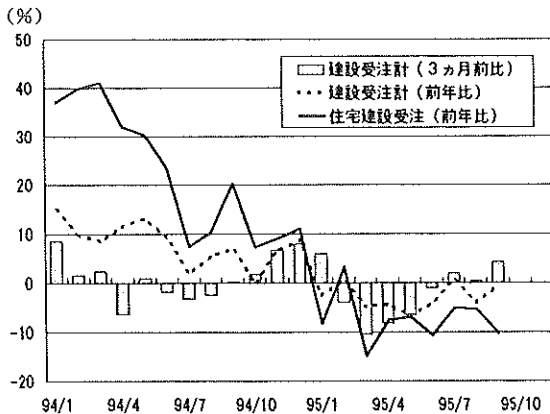
③建設投資

94年末で住宅建設にかかわる税制優遇措置が期限切れ（旧西独）となった。また、95年上期にはライン川下流の広範囲な地域を記録的な大洪水が襲った影響もあり、旧西独の建設受注は95年1-9月期に前年比▲2.9%と落ち込んだ。

駆け込み需要の出尽くしにより旧西独の住宅建設の不振は当面続き、建設投資は96年も95年に引き続き旧東独が中心となろう。ただし、住宅以外の分野では西独建設受注も底打ちの兆しが窺える。金利の低下基調も今後プラスに働く^(注)とみられ、下期には建設投資全体もやや持ち直そう。

（注）建設業界の活動障害要因として「資金難」を挙げる企業の割合が上昇している（ifo研究所調査、建設業界はドイツ産業の中では自己資本比率が低く、銀行からの短期借入に依存する割合が高い）。

低迷続く西独建設受注



（注）建設受注は住宅、非住宅建物、土木建設の合計
（資料）ドイツ連銀 "Monthly report"

④純輸出

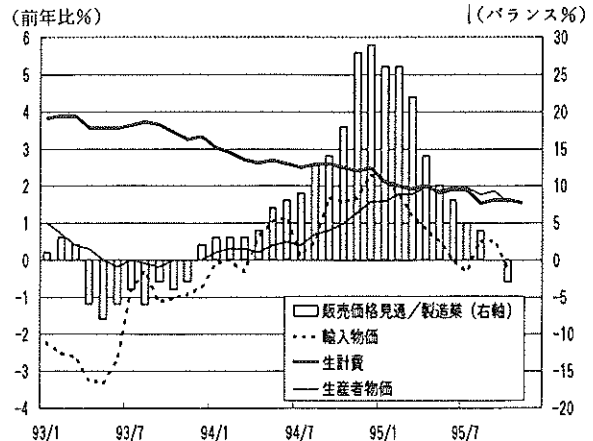
マルクは、94年末から95年春にかけて急騰し、対欧州通貨で前年比5%のマルク高となっている（1-9月平均の実効レートベース）。ドイツでは貿易シェア（輸出入とも）の6割以上を欧州向けが占めるため、このマルク高と欧州景気のピークアウトからドイツの対欧州貿易黒字は95年に大幅縮小し、純輸出の回復に水を差した。

96年は、欧州の景気回復は緩やかなものに止まるとみられるものの、①マルク高要因の一巡、②各国とも設備投資は引き続き堅調、③高成長をみせている東南アジア地域向けの輸出好調一から、純輸出は景気押し上げ要因として寄与しよう。

2) 物価～低位安定続く

マルク高効果による輸入物価の安定と国内需要の伸び悩みを背景に、物価は非常に落ち着いた動きを示している。生計費上昇率は95年5月以来、ドイツ連銀が中期目標とする「前年比2%」を下回っている。賃上げでは4%近くの高率妥結が相次ぎ、単位労働コストは95年に1年振りの前年比プラスに転じたとみられるが、その他の要因がインフレ抑制的に働き、95年のインフレ率は上昇するには至らなかった。

コスト面からのインフレ圧力低下



（注）販売価格見通しは今後3ヶ月間に「上昇見込み企業の割合」-「下落見込み企業の割合」

（資料）ドイツ連銀 "Monthly report", ifo研究所

96年の生計費上昇率は、消費者の低価格指向の強さが引き続き企業の値上げに抑制的に働くことなどから95年と同水準の1.8%に止まろう。また、96年年初からの電気料金引き下げもインフレ率引き下げに寄与する^(注)。

(注) 税制改革の一環として、これまで石炭産業への補助金給付のために行われていた電気料金の上乗せ徴収が廃止される。この物価押し下げ効果は、0.2%ポイント程度と試算される。

ただし、川上部門のインフレ圧力は95年より強まろう。すなわち、96年の賃上げ交渉は95年を下回る水準で妥結するとみられているが(昨年の交渉で既に妥結した金属産業の96年賃上げ率は3.6%<95年11月より>)、生産伸び悩みと労働時間短縮から単位労働コストは緩やかな上昇が続くと考えられる。金属産業の賃上げも時短との抱き合わせの形であり、時間当たり賃金の伸び率としては5%を超えるとされる。一方、マルク急騰効果の剥落から、輸入物価面のインフレ抑制効果も95年ほどは期待できない。

3) 金融～景気低迷下、金利低め誘導続く

低迷する景気の浮揚、マネーサプライ伸び悩み(M3伸び率の目標である前年第4Q比年率4～6%に対し95年10月の実績は同1.7%)への対応のため、ドイツ連銀は95年12月14日に、95年に入って3回目の利下げを決定した(今回は8月)。公定歩合は3.5%から3.0%へ、ロンバートレートは同5.5%から5.0%へと引き下げられ、公定歩合は88年8月以来の低水準となった。また同時に、より機動性の高い政策金利である14日物の債券オペレートも、3.98%(12月13日実施分)から3.75%への引き下げが発表された。

今後の金融政策については、当面は、公定歩合引き下げの効果を推し量りながら債券オペレートの低め誘導を続ける展開となろう。短期市場金利

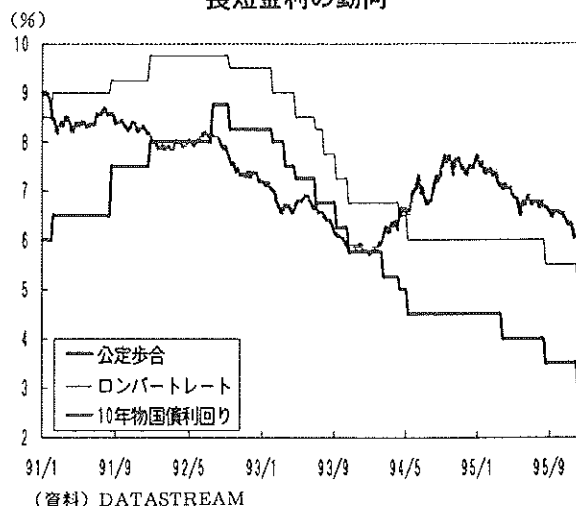
の下限を画する公定歩合の引き下げで、債券オペレートはなお0.5%程度の低下余地が生じた。

公定歩合が2%台まで引き下げられたのは60年代以降では87年ブラックマンデー後の7ヵ月間だけ(2.5%)であることから、公定歩合の水準はこれで底との見方もある。しかし、低インフレ下で短期実質金利水準はなお高く、またドイツ連銀の絶対優先の政策目標である物価安定には問題のない状況であることから、96年上期に景気がさらに落ち込むようであれば追加利下げの可能性は残る。

また、対外的配慮から一段の金融緩和が実施される可能性もある。96年は欧州経済通貨統合に向けた各国政府間協議が行われる。統合の骨格を定めたマーストリヒト条約の見直しも議題となるため、各国意見の対立から協議が紛糾し、欧州の金融・為替市場が混乱に陥るリスクがある。特に、フランス・フランが売り投機に曝されれば、ドイツは市場鎮静化のために金融緩和に追い込まれることになろう。

長期金利(10年物国債利回り)は、短期金利の低下とインフレ圧力の後退に伴い、95年初めの7%台半ばから12月初めには6%近くまで低下してきた。96年上期には、低成長・低インフレ下で、金利低め誘導が続き、米国でも金融緩和

長短金利の動向



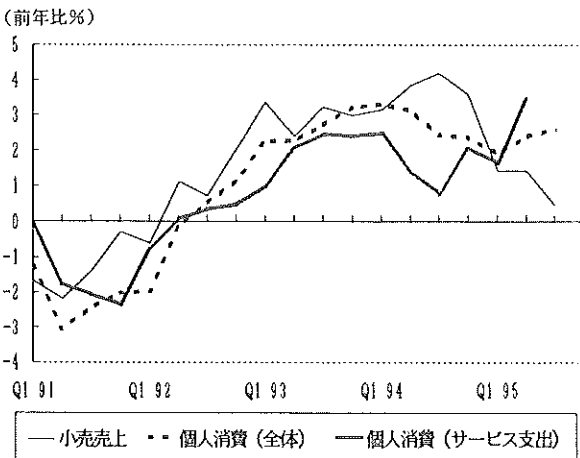
策が予想されることから、長期金利にはもう一段低下の余地がある。その後96年末にかけては、景気持ち直しを背景にやや戻す推移となろう。

(2) イギリス～減税・利下げから下期に成長率アップへ

1) 景気～消費・設備投資がけん引役

94年秋口から95年初にかけての予防的引き締めの影響により、95年の経済は安定成長へと減速したが、96年は、減税と金融緩和を背景として個人消費、設備投資の伸びが上昇し、成長率は下期にかけて高まろう。実質GDP成長率(前年比)は、上期1.9%、下期2.8%となろう。96年トータルとしては、95年の2.6%から2.3%となろう。

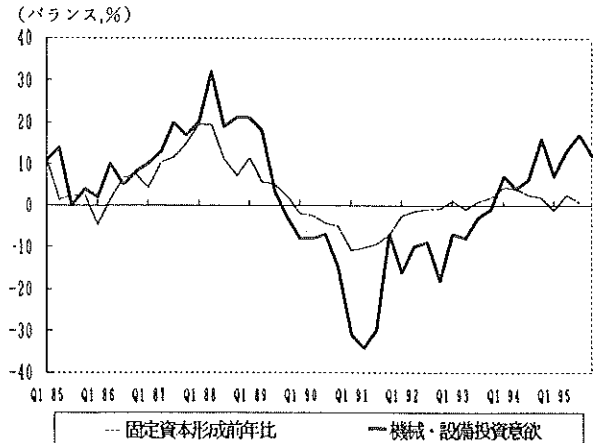
個人消費はサービス支出が下支え



(資料) 中央統計局

個人消費は、94年下期以降伸びが鈍化傾向にあったが、95年4-6月期にやや上昇に転じ、95年7-9月期は前年比(実質)2.6%となった。小売売上は、依然冴えないが、サービス支出の好調が個人消費を下支える形となっている。①雇用環境改善による個人所得増加、②減税と金利低下、③金融機関の再編、電気会社の利益還元等に伴う一時金の還付一から、96年も個人消費の増勢は強いであろう。

設備投資は回復の兆し



(注) 機械・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) 英国産業連盟他

固定資本形成は回復が遅れており、95年7-9月期は前年比0.6%まで伸びが低下している。これは、主に住宅市況の低迷や猛暑の影響から建設部門で不振となったためである。しかし、96年は、消費の増加や金利低下などの中で、機械設備中心に固定資本形成は高めの伸びとなろう。最近の英国産業連盟調査のレポートでも、96年に向けての企業の設備投資意欲が高いことが指摘されている。

純輸出は、95年4-6月期以降、欧州各国の景気減速に伴う輸出の伸び鈍化からGDPへの成長寄与が低下してきたが、96年下期には、ポンド安による競争力改善、世界経済拡大ペースの回復の中、輸出の伸びが上昇し、成長寄与もやや拡大しよう。

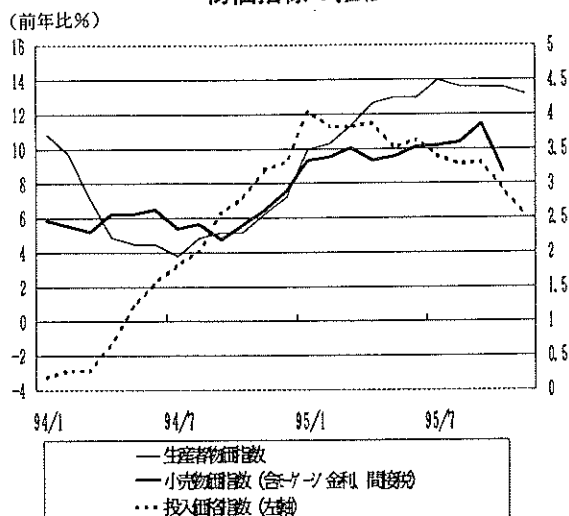
2) 物価～95年下期にピークアウト

小売物価(前年比)は、95年7-9月期に猛暑等による食料品価格の上昇から、3.7%に高まったが、10月には3.2%に低下している。また、投入価格(前年比)も、足もとでは低下が著しい。これは、①一次産品価格の下落持続、②労働コスト上昇率の低下、③景気鈍化下でのコストの価格

転嫁の困難さ（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）－を背景にコスト面からの物価押し上げ圧力が低下しているためである。川上部門からのインフレ圧力の後退にともなって、小売物価の上昇率はピークアウトしたといえる。

小売物価（前年比）は、96年上期2.4%、下期はわずかに上昇し2.6%と予想されるが、基調的には落ちついた推移となろう。

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

	94年実績	95年実績・見込み		96年予測			
		上期	下期	上期	下期	96年	
実質GDP	3.9	2.6	3.1	2.0	2.3	1.9	2.8
個人消費	2.8	2.3	2.2	2.5	3.0	2.9	3.0
政府支出	1.9	0.7	0.5	0.9	1.0	1.0	1.0
固定資本減	3.1	0.8	0.6	1.0	3.9	1.8	6.0
在庫増減	0.4	0.2	0.6▲	0.1▲	0.4▲	0.2▲	0.6
純輸出	0.9	0.5	0.9	0.1	0.0▲	0.3	0.2
輸出等	9.1	4.8	5.7	3.3	4.9	4.3	5.4
輸入等	5.3	2.6	2.2	3.0	4.8	5.3	4.4
小売物価	2.5	3.4	3.4	3.4	2.5	2.4	2.6
貿易収支	▲106	▲115	▲102	▲128	▲101	▲112	▲90
経常収支	▲17	▲74	▲74	▲74	▲37	▲43	▲34
ベースレート	6.25	6.50	6.75	6.50	6.25	6.25	6.25

(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、年率値債ポンド
 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～96年上期に追加利下げへ

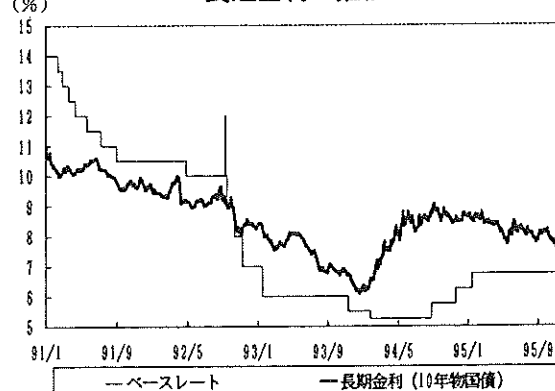
ベースレートは、95年2月の第3次利上げ以降、6.75%で据え置かれていたが、12月13日に6.50%へと利下げがなされた。

英国中銀総裁は、8月頃までインフレ懸念払拭を最優先として追加利上げを主張していたが、最終的には、景気減速を重く見た蔵相が据え置きを決定していた。

足もとでは、①95年7-9月期の小売物価上昇率の高まりは一時的であり、10月の上昇率は大幅に低下した、②景気拡大ペースの鈍化が月々の指標からより明らかとなっている、③政策金利に関する最終決定権は大蔵大臣にあるが、総選挙が遅くとも97年5月までに実施される日程であり、政治的な利下げ圧力が増している－ことから利下げが実施されたものとみられる。当面、96年上期は追加利下げ(0.25%程度)の可能性が高い状況が続こう。

長期金利は、年初来低下傾向にあった(10年物国債、年初8%半ば→11月末7%半ば)。これは、成長ペースの鈍化、金融緩和期待の広がりの中、市場の高すぎたインフレ懸念が修正されつつあることによる。96年の長期金利は、当面やや低下余地はあるが、基調的には横這いで推移しよう。

長短金利の推移



(注) ベースレート(ロンドン手形交換所加盟大手銀行の基準貸出金利)は、上図のように92年9月に一時的上昇・低下となっている。9月16日に10%から12%に引き上げられたが、翌17日に10%へ、さらに22日には9%に引き下げられている。
 (資料) DATASTREAM

(参考) 欧州経済通貨統合に向けた動き

1) 統合のスケジュール

欧州各国の大目標である通貨統合の日程が具体化してきた。

当初は「過半数の加盟国が所定条件を満たせば、97年1月に統一通貨を導入する」として97年年初からの通貨統合の可能性が示されていた。しかし、各国ファンダメンタルズの悪化から、95年6月のEU首脳会議(カンヌ)において97年スタート案は正式に断念された。その上で、欧州中央銀行の前身である欧州通貨機関(EMI)は95年11月に、統一通貨の導入を99年1月とする以下の日程案を発表した。

1996~97	マーストリヒト条約見直しのための政府間協議
98年初	EU首脳会議において参加国決定、欧州中央銀行設立
1999.1.1.	各国通貨と新統一通貨の為替相場固定、統一金融政策開始
2002.1.1.までに	新紙幣、コインの流通開始
2002.7.1.までに	各国通貨が法定通貨としての地位を失う

2) 今後の議論のポイント

①参加国の決定~焦点はフランス

92年調印のマーストリヒト条約に定められた統一通貨参加の条件を厳格に適用すると、「当選確実」はドイツ、ルクセンブルクの2カ国だけとなる(次頁表参照)。このため、それ以外の国のメンツをかけた条件闘争(統合条件の柔軟解釈、統合日程の先送り)が活発化している。統一通貨への参加の可否が最も注目されているのはフランスである。

フランスは、単年の財政赤字規模(94年実績

GDP比6%)が唯一ネックとなって、統一通貨への参加が危ぶまれている。政府は財政赤字削減のために大胆な社会保障制度改革案を打ち出したが、公務員の強硬な反発にあっており、景気減速下(実質GDP前期比伸び率は95年Q1:0.7%→Q2:0.2%→Q3:0.2%)での赤字削減計画の成否は予断を許さない。自他ともに欧州の盟主と認めるフランス抜きに統一通貨統合はあり得ない。フランスが財政赤字削減に失敗すれば通貨統合に向けた求心力が一挙に失われる恐れがある。

②参加国決定のタイミング

通貨移行準備期間を十分にとれる98年早々か(フランスなどが主張)、

97年実績値に基づく厳格な達成状況判断ができる98年年央近くか(ドイツが主張)

(注)フランス政府は、98年3月に予定されている総選挙でEMUが争点となることを恐れており(マーストリヒト条約の批准に関する国民投票は僅差での合意)、総選挙実施前に参加国の認定を受けたいという事情もある。

③統一通貨移行後の「会員規定」~

ドイツが条件厳格化を主張

通貨統合後の各国経済運営については、これまで具体的には何も定められていなかったが、ドイツが通貨統合参加国の会員規定ともいえる「安定協定」を提案した。その内容は通貨統合参加条件よりも厳格なものとなっているものの、表立って反対すれば経済政策に自信なしとの烙印を押されるため、あからさまな反対意見はでにくい。しかし、①各国主権である国家予算編成権にかかわる問題である、②財政赤字国にさらに重い財政負担を課すことになる一ことから、提案通りの内容で各国にすんなり受け入れられるとは考え難い。

「安定協定」の要点

- 統一通貨移行後もマーストリヒト条約の諸条件は厳守
- 財政赤字幅は対GDP比1%以内に抑えるよう努力する
- 同3%を超えた場合は罰則（超過GDP比1%当り同0.25%の無利子預金、超過2年で没収）

④統一金融政策の運営方法～哲学論争

マネーサプライ重視で金融市場自由化に消極的なドイツ式か、

オープン市場が発達しており総合判断に基づく公開市場操作重視のイギリス式か

3) 同床異夢の通貨統合

統一通貨への移行を目指すことでは合意しているものの、それ以外のあらゆる点において、各国（特にドイツ対その他諸国）の主張の隔たりはなお大きい。ドイツにとっては通貨価値の維持が最優先であり、そのために統一通貨参加のハードルをできるだけ高くしようとしている。一方その他の諸国は、自国が通貨統合に乗り遅れないための条件闘争に必死である。

通貨統合の実現に疑問符がつけば、たとえ統合日程の先送りであっても、欧州金融市場が大混乱に陥ることは避けられない。そのため、EUは各国の意見対立を取り繕うのに懸命となっている。しかし、Xデーが近づくとつれ、各国の自国優先のエゴは露骨にぶつかり合うようになろう。しかも、欧州市場統合ブームでヨーロッパ中が好景気にわいた80年代終盤とは様変わりであり、最近の欧州景気は全般的に低迷しており、通貨統合条件達成のための緊縮政策は国民に大きな負担を強いることになる。そして当の国民の欧州統合熱は冷め気味である。そうした状況下で、各国があくまで壮大な計画を押し進められるかどうか。欧州通貨統合を巡る動きは96年の世界の金融市場における大きな注目材料となろう。

欧州各国の通貨統合参加条件達成状況

	(1) インフレ率	(2) 為替相場	(3) 長期金利	(4) 財政赤字額	(5) 公的債務	(6) オプト・アウト (不参加権留保)	(7) 総合評価
ドイツ	○	○	○	○	○		◎
フランス	○	○	○	○/△	○		○
イタリア	○	ERM離脱中	×	×	×		×
イギリス	○	ERM離脱中	○	○	○	○	△
スペイン	○/△	× (95年3月切下)	×	×	×		×
オランダ	○	○	○	○	×		△
ベルギー	○	○	○	×	×		△
スウェーデン	○	ERM未加盟	×	×	×		×
オーストリア	○	○	○	×	×		△
デンマーク	○	○	○	○	×	○	△
フィンランド	○	ERM未加盟	○	○	×		△
ポルトガル	○	× (95年3月切下)	×	×	×		×
ギリシャ	×	ERM未加盟	×	×	×		×
アイルランド	○	○	○	○	×		△
ルクセンブルク	○	○	○	○	○		◎

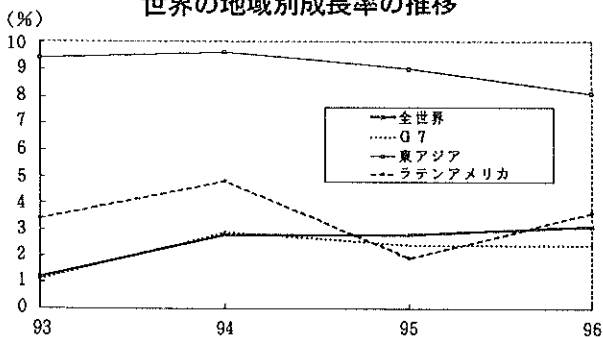
- 統一通貨参加条件
- (1) CPI上昇率が最も低い3カ国の平均値から+1.5%ポイント以内にあること
 - (2) 最低2年間、ERMの「通常の変動幅」のもとで中心相場の切り下げを行っていないこと
 - (3) CPI上昇率が最も低い3カ国の平均長期金利から+2%ポイント以内にあること
 - (4) 一般政府部門の赤字額が対GDP比3%以内にあること
 - (5) 一般政府部門の債務残高が対GDP比60%以内にあること

(注) (1)~(5)の評価基準は欧州通貨統合参加のための経済ファンダメンタルズ収斂基準（表右参照）に基づく
 (1)、(4)、(5)は欧州委員会による97年予測（95年11月22日発表）、(2)は95年11月末時点の状況、(3)はOECDによる96年予測
 (1)、(3)~(5)、(7)の判定は当研究所による。◎：条件達成確実、○：十分可能、△：やや問題あり、×：97年時点で条件達成は無理
 (資料) 欧州委員会、OECD Economic Outlook June 95

3. アジア経済～高成長の中、 景気拡大テンポは鈍化

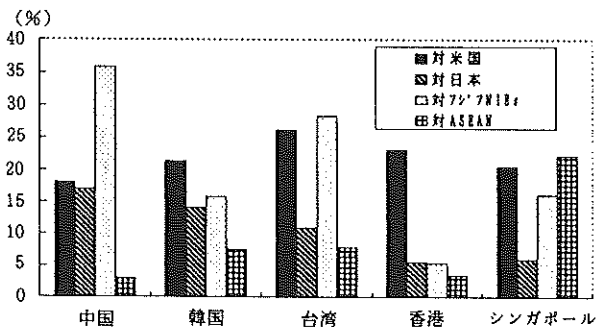
東アジア（NIEs、ASEAN、中国）の実質成長率は高水準なものの、95年の8.9%（見込み）から8.1%へと若干低下しよう。①主要輸出先の米景気の拡大テンポ鈍化、②中国他での金融引き締め—の影響による。東アジア経済は輸出主導型構造であり、域内の相互依存が強まっているが、日米欧に対する依存度は依然として高い。特に、香港経由も含め対米輸出依存度は高く、96年は米景気の鈍化が東アジア輸出の増勢を鈍化させよう。96年の景気鈍化は、①中国にとっては当面継続するであろう軟着陸の一過程、②韓国、台湾、シンガポールはやや短期的な鈍化、③香港は腰折れリスクを抱え、停滞が長期化する可能性もある—とみられる。

世界の地域別成長率の推移



(注) 87年価格、96年は予測値
(資料) THE WORLD BANK "GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS AND THE DEVELOPING COUNTRIES" 95年8月

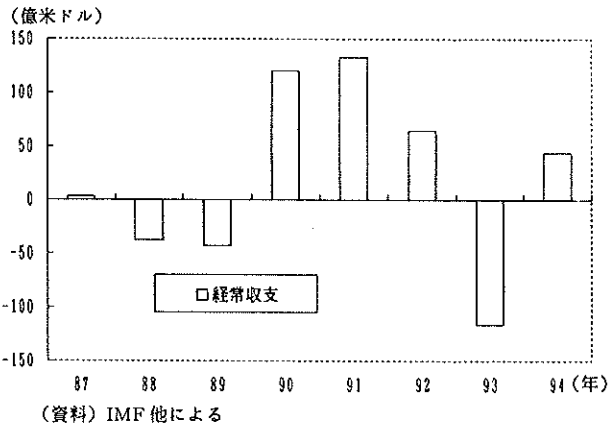
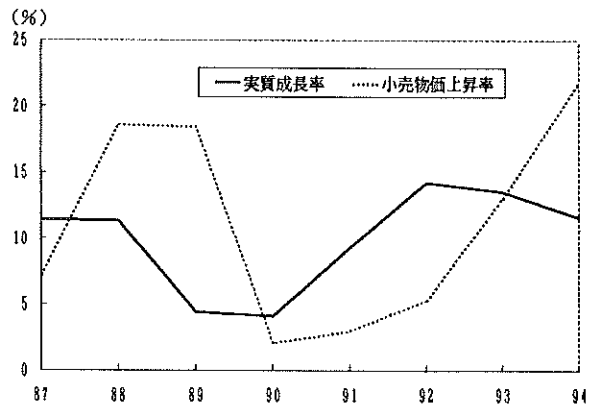
東アジア主要国の国・地域別輸出依存度



(注) 94年数値
(資料) IMF 他による

(1) 中国

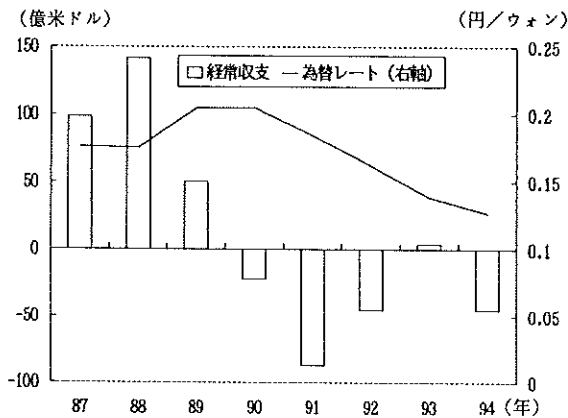
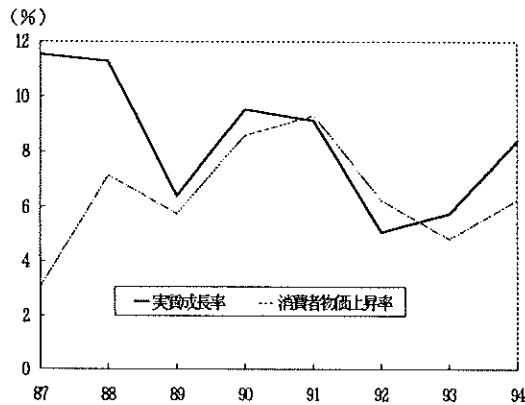
景気は92年以降、実質 GDP 成長率が10%を超える過熱状態にあったが、93年6月からの金融引き締めの影響により、94年10-12月期をピークに消費・生産の伸びが低下し、拡大テンポは鈍化している。小売物価上昇率も、95年に入って低下傾向にある。こうした中、国営企業等の資金不足によるインフラ建設（交通、電力など）の遅れなどから、産業界や地方政府を中心に金融緩和を求める声が高まっている。しかし、政府はインフレ再燃を最も警戒しており、当面、引き締め政策を継続しよう。96年の実質 GDP 成長率は8.8%（95年見込み10.0%）と安定成長レベルへ軟着陸しよう。また、96年のインフレ率も11.0%（95年見込み16.0%）へと低下しよう。貿易収支は対香港、米国を中心に黒字が続いているが、96年は米景気の鈍化などにより黒字幅が縮小しよう。



(資料) IMF 他による

(2) 韓国

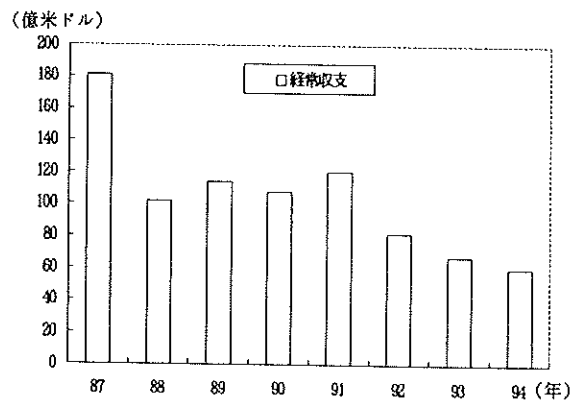
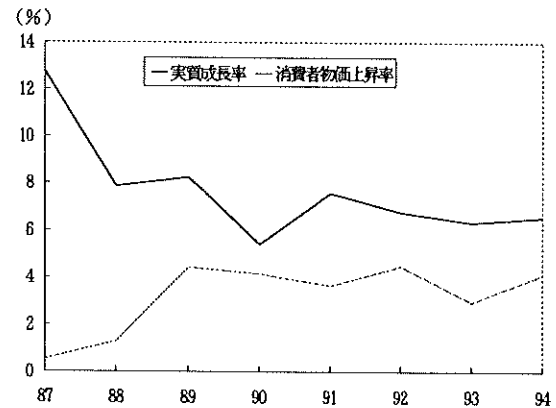
景気は93年下期以降、輸出、設備投資、消費ともに好調である。しかし96年は米景気の鈍化による対米輸出の伸び悩みなどから成長率は7.5%（95年見込み9.1%）に低下しよう。消費者物価上昇率は94年10-12月期より低下傾向にあるが、95年の卸売物価上昇率は高めに推移している。対日輸入依存度が高く、趨勢的な円高ウォン安が輸入物価を上昇させることも予想され、96年の消費者物価上昇率は4.8%（95年見通し4.8%）と高めの推移が続こう。貿易収支は欧米の景気鈍化から輸出の伸びが低下する一方、資本財・中間財輸入の増勢は依然根強く、96年も貿易赤字が拡大しよう。政治面では96年総選挙、97年大統領選挙を巡る動向が注目される。



(資料) NATIONAL STATISTICAL OFFICE 他による

(3) 台湾

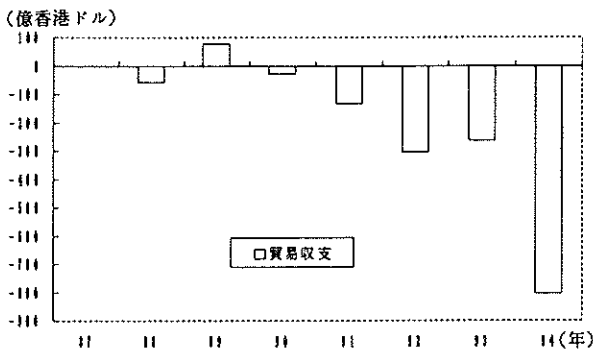
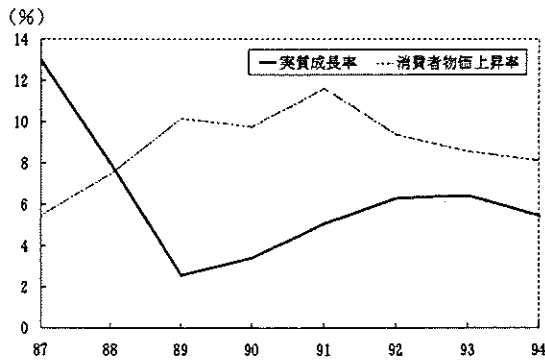
景気は堅調な個人消費、設備投資、好調な輸出に支えられ、95年入り後も高成長を維持している。対米輸出依存度が高いため、96年は米景気の鈍化に伴い輸出の伸びは低下すると考えられる。しかし、インフレ率の低下傾向、株価低迷、マネーサプライ増加率の低下に伴う金融緩和（預金準備率の引き下げ等）の中、個人消費、設備投資の増勢が続き、実質 GDP 成長率は6.5%（95年見込み6.7%）とわずかな鈍化にとどまろう。消費者物価上昇率はおおむね落ち着いてきており、95年3.8%（見込み）、96年3.6%となろう。対外取引面では、①輸出は依存度の高い対米国、香港向けの伸びが低下し、全体としても増勢が鈍化、②輸入は国内景気が堅調であり、日本からの資本財・中間財を中心に増勢が持続—から、96年の貿易黒字拡大テンポは鈍化しよう。政治面では96年3月予定の総統直接選挙が注目される。



(資料) THE CENTRAL BANK OF CHINA 他による

(4) 香港

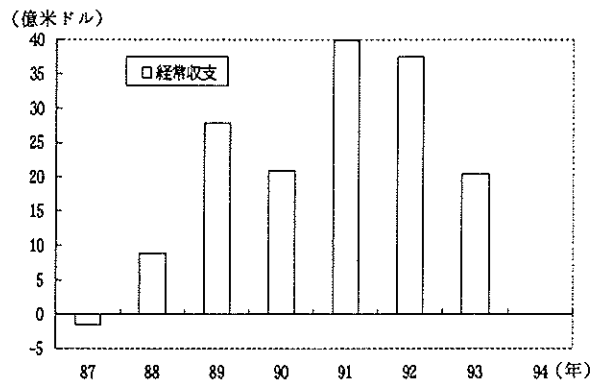
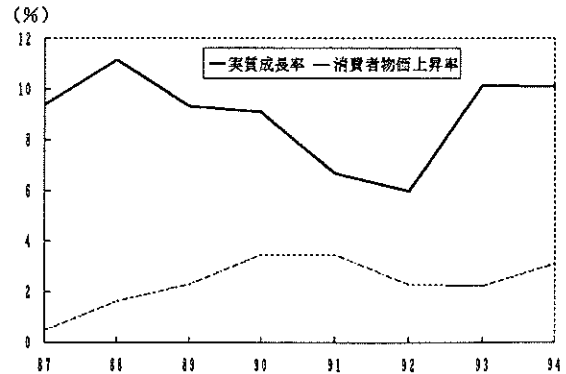
景気は、①94年下期より高金利、資産価格の下落、政治面での先行き不透明感等を背景に消費の増勢が鈍化、②95年入り後は設備投資の伸びも低下—などから、拡大テンポが鈍化している。96年は米国利下げに追随して政策金利の低下が予想されるが、①主要輸出先の中国や米国の景気鈍化、②政治面での根強い先行き不透明感—等により景気減速は続き、実質GDP成長率は4.8%（95年見込み5.0%）に低下しよう。消費者物価上昇率は円高による輸入物価上昇などから高めに推移しているものの低下傾向にあり、95年9.0%（見込み）、96年8.5%となろう。貿易収支は、新空港建設関連インフラ整備等から輸入の増勢が強い一方、中国の引き締め政策の影響等で輸出の伸びが鈍化しており、赤字幅が拡大している。96年は米景気の鈍化も加わり、赤字はさらに拡大しよう。



(資料) CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT 他による

(5) シンガポール

景気は95年に入って、設備投資、消費が比較的堅調であるが、これまで成長を支えてきた外需の伸びが低下し、拡大テンポが鈍化している。96年は米景気鈍化により輸出の伸びがさらに低下し、外需に依存する電子産業などの設備投資の伸びも鈍化すると予想され、実質GDP成長率は7.8%（95年見込み8.2%）に低下しよう。物価は94年4月から導入された物品・サービス税の影響が薄れ、シンガポール・ドル高による輸入物価抑制効果などから、前年比で95年2.1%（見込み）、96年2.0%と安定傾向が続こう。貿易収支は、中国、日米欧の景気鈍化等の影響から赤字が続いているが、96年は内外景気の減速から輸出入とも伸びが鈍化する中、95年と同程度の水準となろう。

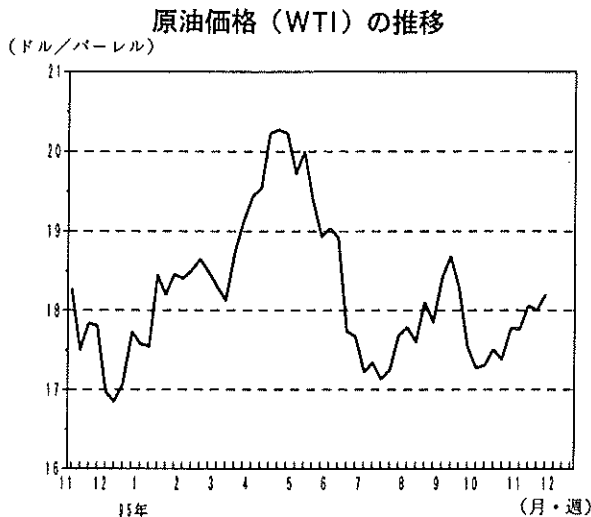


(資料) DEPARTMENT OF STATISTICS 他による

4. 原油価格～非 OPEC 増産の中、横這い圏の推移

(1) 原油価格の推移

95年の原油価格は、米国のガソリン需要の盛り上がり、年初来の急激なドル安、米の対イラン原油禁輸措置一から、4月末には20ドルを越え急騰する場面もあった。しかし、上記要因の剥落に加え、6月21日のOPEC総会で、生産上限枠撤廃論が出たことなどから反落し、基調的には、WTIベースで17.5～18.5ドルの範囲内で推移した。

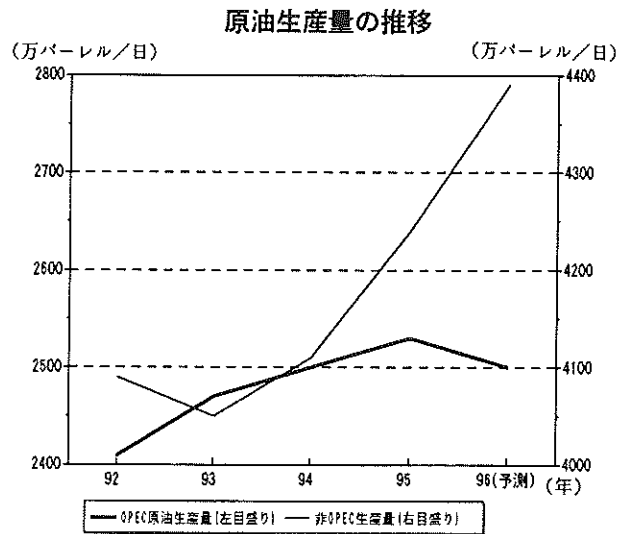


(2) 非 OPEC の強い増産圧力

11月21日のOPEC総会では、93年9月の生産上限枠(日産2452万バレル)の半年間の延長が決定された。

財政赤字を抱えるOPECが、生産上限枠の引き上げに踏み切れなかった背景には、非OPECの増産の動きがある。94年からの世界景気回復により原油需要は増加しているが、需要増加分は、北海油田(ノルウェーと英国)を中心とした非OPECにより吸収され、OPECの生産増加はわずかとなっている。供給過剰と価格暴落を防ぐため、

OPECは生産量を抑制しなければならない状況に追い込まれている。



(注) 図の95年は実績見込み、96年は予想。IEA等の予想(95年10月末時点)を参考に試算。
(資料) IEA「オイルマーケットリポート」他

今回のOPEC総会で、生産上限枠の延長を1年ではなく半年とし、96年6月の次回総会で上限枠を見直す含みをもたせたことは、増産を続ける非OPECへの牽制の意味合いを含めたものと考えられる。しかし、現在の原油需給構造に大きな変化がないかぎり、OPECは需給調整機能の役目から解放されず、現行生産枠を大幅に引き上げるケースは当面、予想しがたい。

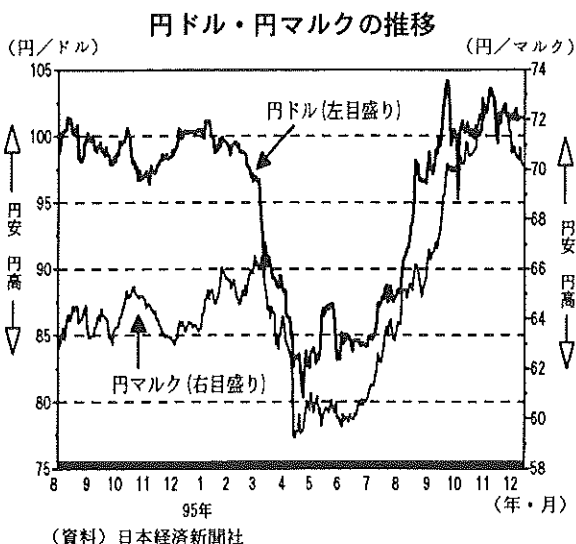
今後については、景気は米国はソフトランディング、日本は立ち直り傾向、欧州は減速しながらも堅調、アジアは高成長の状況とみられ、96年も原油需要は増加しよう。しかし、供給面においても、非OPEC諸国による増産が予想されるため、91年以来続いている季節パターンから96年上期に原油価格が急騰する場面もあろうが、基調的にはWTIベースで、17～19ドル程度のレンジ内の推移となろう。日本の通関入着ベースで、96年度平均で17.9ドル/バレル(95年度17.9ドル)とみた。

5. 為替～横這い推移の後、やや円高に

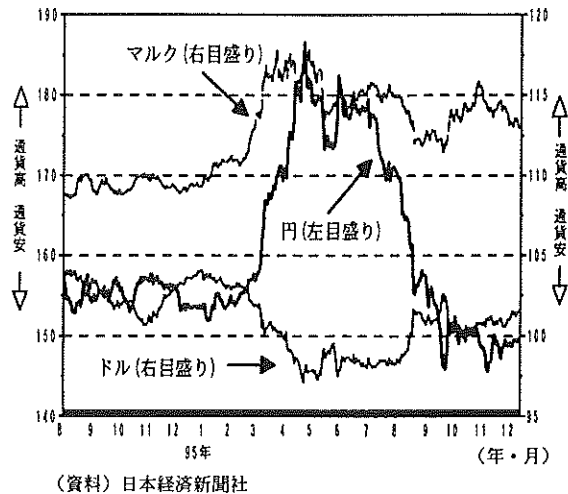
(1) 最近の動向～7月以降、政策協調により 円安へ

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円高ドル安是正に向けた各種の政策協調の実施<協調介入(5/31、7/7、8/2、8/15)、日米同時金融緩和(7/6、7)、「円高是正のための海外投融資促進政策」(8/2)>、②日本の景気の弱さと不良債権問題、③米景気持ち直し傾向～などの中、円安傾向となり、8月中旬頃から100円近辺の推移となっている。

なお、円と同様、マルクもドル安修正方向にあったが、9月21日のワイゲル独蔵相発言(「イタリアは統合に最初から参加するのは適当でない」)などから欧州の通貨統合に対する先行き不透明感が広がり、1.40マルク台前半へと急騰した。その後もマルクが高止まりする中、円は対マルクでも下落しており、貿易加重された「実効レートベース」でも、円高修正となっている。



実効レートの推移 (90年=100)



(2) 今後の見通し～96年下期は、 やや円高方向に

大幅な為替変動を回避するG7の基本姿勢の転換は想定されないものの、①日米両国の対外不均衡の緩やかな縮小傾向は続くが、規模自体は依然大きい、②日本の景気は緩やかな回復傾向に復す、③金融機関の決算動向から金融システム問題にも目処がつく～ことから、96年下期はやや円高方向の動きとなろう。年度平均で、94年度99円に対して、95年度95円、96年度98円となる。リスク要因としては、欧州通貨混乱や米景気失速懸念に注視する必要がある。

(参考) 当面、為替安定を見込む背景

以下の点から、当面、急激な円高、円安ともに可能性は少ないとみられる。

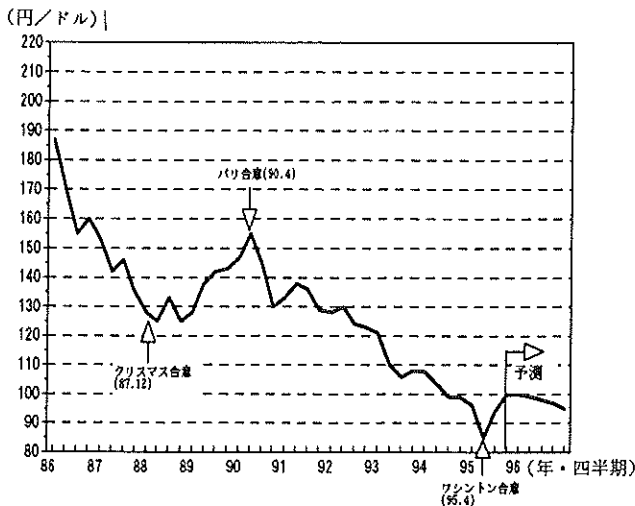
1) 円高・ドル安方向の歯止め要因～

国際協調を維持する状況が続く

ドル高円安阻止のプラザ合意(85/9)以降、クリスマス合意(87/12、「主要非ドル通貨の対ドルレートでのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましい」)、パリ合意(90/4、「円の他通貨に対する下落について、望ましからざる結果について議論した」)、そしてワシントン合意(95/4、「秩序ある反転が望ましい」)といった国際協調への取り組み(とりわけ米通貨当局)がなされたタイミングは、為替相場の転換点と重なっている。協調体制が強固に維持された間は為替も安定的に推移したといえる。

95年4月のG7では、「円安ドル高方向へと戻す」かわりに「日本は内需拡大による対外不均衡の是正、金融機関の健全性維持に努める」という合意があったとみられる。少なくとも、①日本の景気回復過程が確認される、②日本の金融システム問題に目処がつく一までは円高ドル安方向への歯止め要因となろう。

国際協調体制と為替レート



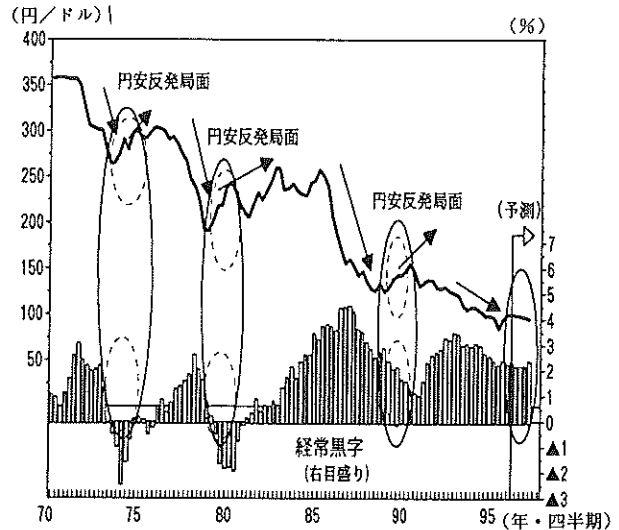
また、日本の経常黒字も穏やかな縮小過程にあり、96年度は対GDP比で2%程度になると予想される。日米包括協議の枠組み協議時(93年)に米国サイドが中期的目標として提示したと報じられる2%をほぼ達成したことになる。80年代後半の経験からいえば、急激な円高が進む状況にはない

2) 円安・ドル高方向の歯止め要因～

対外黒字の縮小テンポは緩やか

日本の金融システム不安等を材料に大きく円安方向へ進むという見方もある。過去の円安局面では、経常黒字が急減している。これに対して、今回は、日本の経常黒字の対GDP比は縮小傾向にあるものの、内需の弱さから下げ渋っており、円安方向への動きも限定的とみられる。

円安反発局面と経常黒字の対GDP比率



(注) 95年第四四半期以降の円ドルレート、経常黒字の対GDP比は当研究所予測
(資料) 日本銀行「国際収支月報」

II. 日本経済

景気は95年4月以降、調整気味の状況にあるが、為替の円高ドル安修正、9月の14兆円を越す大型景気対策策定などの中、回復の兆しが現れており、96年1-3月期頃には93年11月以降の「緩やかな回復傾向」へと復帰しよう。現在の調整局面は「短期かつ浅い」ことから「中だるみ」と位置付けるのが妥当とみられる。

96年度上期は引き続き公共事業の下支えが不可欠であるが、下期には弱いながらも民需主体の成長に切り替わっていかう。実質GDP成長率は95年度は0.8%、96年度は1.7%となろう。景気の回復力そのものは構造的問題を抱える中、基調は弱く、自律的回復に向けた環境は万全ではない。構造改革を基本に、機動的な景気対策が求められる可能性の高い状況が続こう。

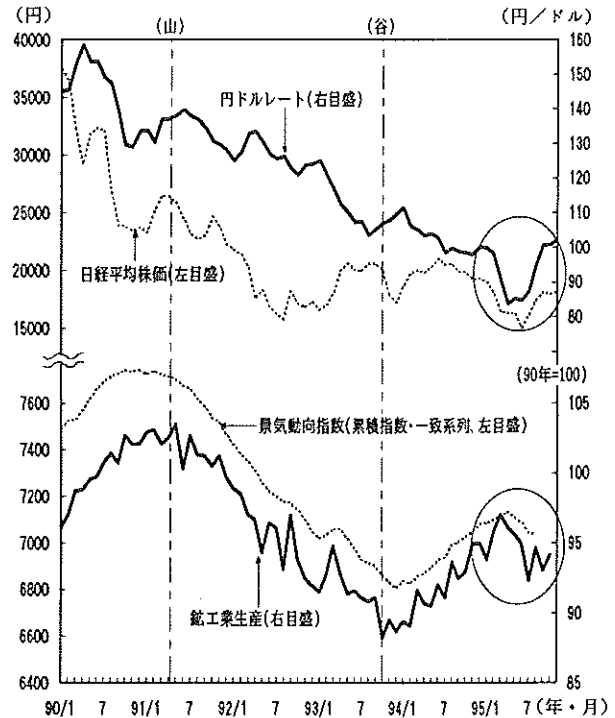
1. 景気の現状～中だるみの最終局面

(1) 中だるみ局面

91年5月からの景気後退は93年10月には底入れし、「緩やかな回復傾向」が続いていた。その後、急激な円高（95年4月に一時70円台）等の状況下、生産は4月から減少傾向に転じ、景気動向指数も5月から50%割れが続いており、事実上、景気は調整（後退）局面に入った。

しかし、足もとでは為替の100円程度への修正や、大型景気対策の決定等から、生産は下げ止まり、企業の業況判断もやや改善（マイナス幅の縮小）するなど、回復への兆しも現れている。景気の現状は、調整局面の最終段階とみられる。

為替・株価と景気指標の推移



(注) 景気動向指数の累積指数は1953年3月を0として各月の指数の50を越えた分を累積したもの
(資料) 経済企画庁「景気動向指数」、通産省「通産統計」他

(2) 景気調整の背景

95年4月からの調整局面の背景は、以下4点である。

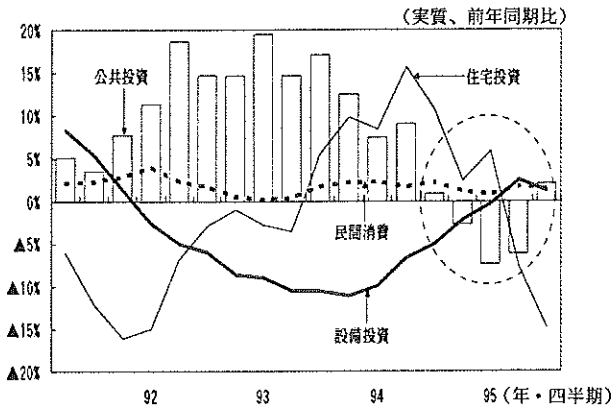
1) 景気回復力の弱さと需要のボタンタッチ失敗

93年11月からの景気回復は、バブル崩壊の後遺症や趨勢的な円高などにより、もともと回復力の弱いものであった。

また、①景気対策としての公共投資拡大、②低金利と住宅金融公庫融資枠拡大を背景とした住宅投資増加一が、景気底入れとその後の回復の主役であったが、設備投資の拡大へと十分にボタンタッチがなされる前に公共投資、住宅投資とも息切れしてしまった。公的固定資本形成は94年10-12月期に前年比マイナスに転じ、住宅投資も95年4-6月期にはマイナスとなった。他方で、設備

投資がプラスに転換したのは95年4-6月期に至ってである。需要のバトンタッチが十分な形ではなされなかったことが、円高等の悪影響への抵抗力を弱めた。

バトンタッチの失敗
～早すぎた公共投資と住宅投資の後退

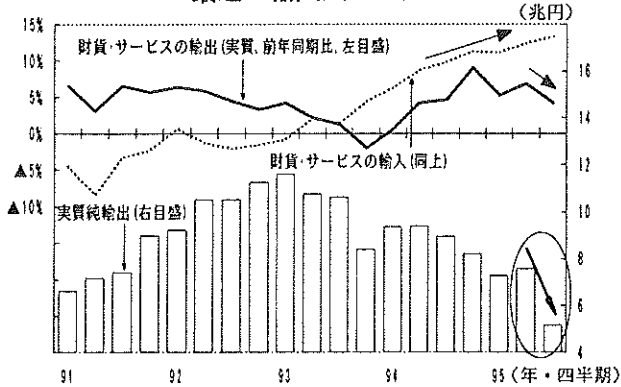


(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

2) 急激な円高と米国景気減速による外需の悪化

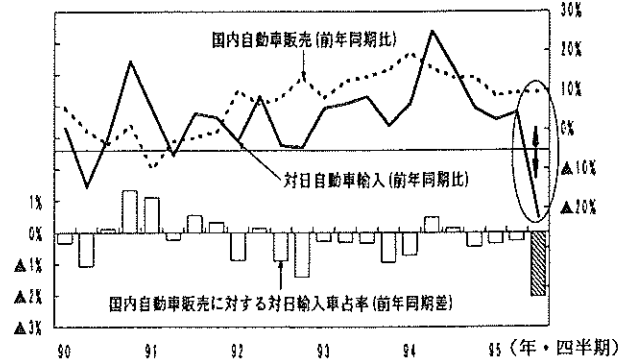
95年初来の円高は3月以降急激なものとなり、生産の4月からの減少傾向、輸入の増勢、輸出の停滞を引き起こした。米国景気の趨勢的なスロウダウンから特に自動車輸出が不振となっており、海外景気の鈍化が、純輸出のマイナス寄与を拡大させている。このような円高と外需の減少は、企業の収益やマインドに悪影響を与え、7-9月期の設備投資のスロウダウンを招いている。

最近の輸出入の動向



(注) 実質純輸出は季調済み、年率
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

米国の対日自動車輸入の動向

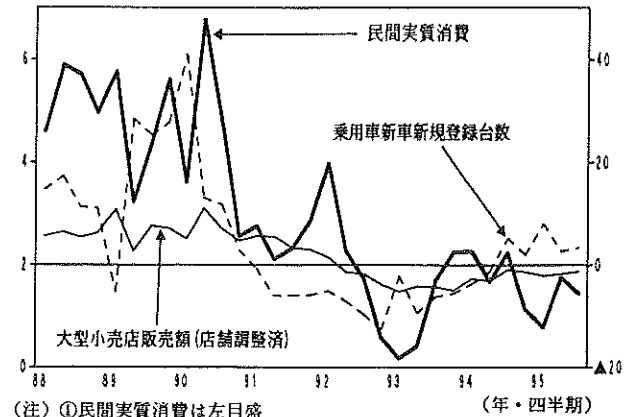
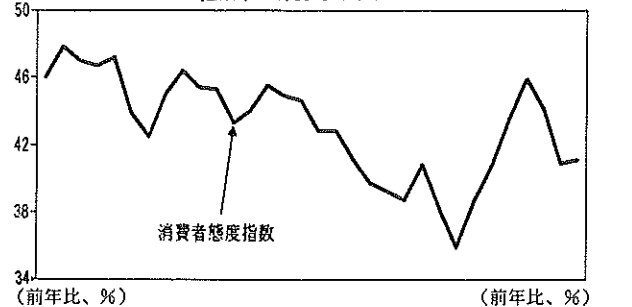


(資料) 米国商務省「Advance Monthly Retail Sales」、大蔵省「外国貿易概況」

3) 消費の弱さ

94年には減税実施と景気回復によって消費者マインドは改善し、消費の拡大が期待されたが、95年1月には阪神大震災が発生し、被災地域の消費を大幅に押し下げた。その後も地下鉄サリン事件の発生などの社会不安や雇用不安などから、消費者のセンチメントは後退している。企業のリ

低調な消費動向



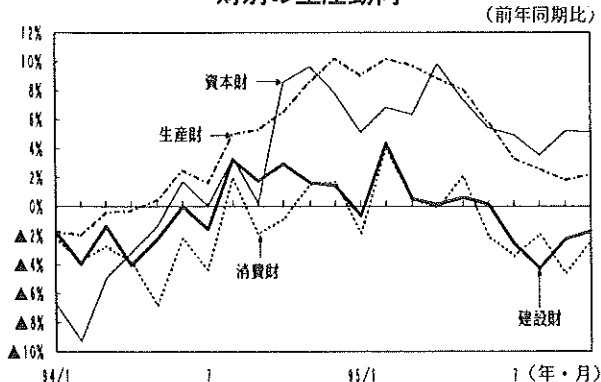
(注) ①民間実質消費は左目盛
②大型小売店販売額・乗用車新車新規登録台数は右目盛
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」「消費動向調査」、通産省「大型小売店販売統計」他

ストラ圧力による雇用者所得の伸び悩みとあいまって、GDPの過半を占める消費は低調な推移にとどまっている。

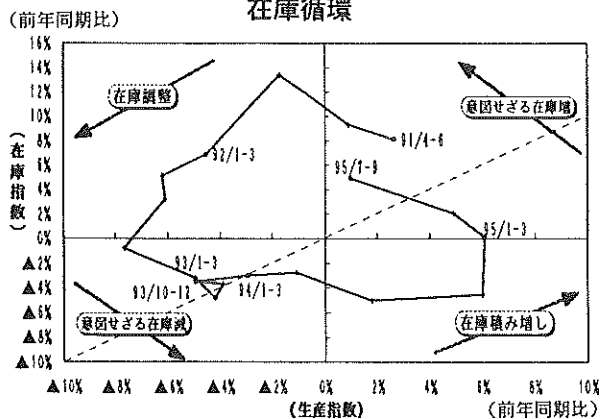
4) 在庫調整圧力の発生

阪神大震災は被災地域の経済活動や資産に大きなダメージを与えたが、復興需要を見込んで、建設財などの増産が見られた。震災の復興は当初の期待よりは遅れ、また地方単独事業の伸び低下などから公的固定資本形成がマイナスとなり、建設財の在庫積み上がりを招いた。さらに、3月以降の急激な円高や米国景気減速の影響が加わる中で、在庫過剰感が強まり、生産調整が行われている。外需の悪化は7-9月期以降顕著となっており在庫調整圧力を高めている。

財別の生産動向



在庫循環



(資料) 通産省「通産統計」

2. 今後の見通し～緩やかな回復傾向に復帰

日本経済には、景気を回復傾向に向かわせそれを維持する力が醸成されつつあり、96年1-3月期頃には回復傾向に復帰しよう。ただし、バブル崩壊の後遺症などを背景とする構造的な景気下押し要因も残っており、今後の回復は「緩やか」なものにとどまろう。

(1) 景気が回復傾向を取り戻す背景

景気回復への要因としては、①為替の円高の修正、株価の持ち直し、②大型の経済対策と公定歩合の引き下げ、③リストラの部分的進展の中での企業収益の改善、④情報・通信関係の需要増加などがあげられる。

1) 円高修正、株価の持ち直し

95年3月頃から急速に進んだ円高は、4-6月期は概ね80円台で推移したが8月中旬頃から100円近辺の推移となっている。各種の調査による輸出採算レートをもとに80円台の為替レートでは輸出の採算がとれる業種、企業は少数であり、大幅な過大評価であったと考えられる。その後の円高修正により、採算面からみた輸出環境は幾分改善されたと言える。株価も7月には一時14,500円を割る推移となったが、足もとでは19,000円近辺の動きとなっている。株価の下落は、地価の下落とあいまって企業行動を慎重なものとしていたが、株価の持ち直しにより、バランスシート面からの支出抑制圧力の増大には歯止めがなかったと考えられる。

2) 大型経済対策と公定歩合引き下げ

94年度は地方公共団体の財政状況の悪化から

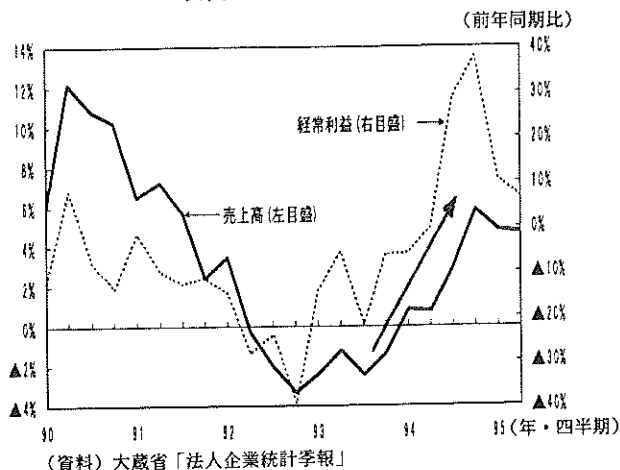
地方単独の公共事業量の伸びは低位にとどまり、公共投資全体(名目固定資本形成ベース)でも94年度は前年比▲1.9%と85年度以来のマイナスとなっていた。95年度に入ってから公共投資は前年比ではマイナスの状態が続いたが、9月に総額14,22兆円・事業規模12.8兆円と過去最大級の経済対策が策定され、95年度下期から96年度上期にかけて公共投資を押し上げる見込みである。また、9月には公定歩合が史上最低を更新する0.5%に引下げられ、短期市場の低め誘導も継続されており、景気支持型の財政・金融政策による下支え効果が期待できる。

3) リストラの部分的進展の中での企業収益改善

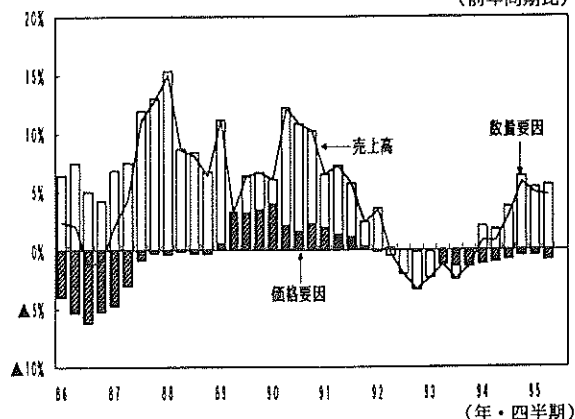
バブル景気の90年頃には民間企業設備投資の名目GDP比は高度成長期並の20%近くに達していたが、92年度以降3年連続で設備投資が大幅に減少したため、この比率は15%を切る水準にまで低下し、設備投資の圧縮はマクロでは進展している。また趨勢的な円高下で、とりわけ大企業においては海外を含めた生産拠点の再編成、部品の海外調達、コストダウンのための部品共通化など、各種リストラが部分的には進展し、企業収益の改善に寄与している。

93年11月以降の景気回復で、売上高は伸びは低いものの増加傾向にあり、リストラ効果とあい

改善する企業収益



売上高に回復傾向 ～数量オンリーから数量・価格の相乗効果へ (前年同期比)



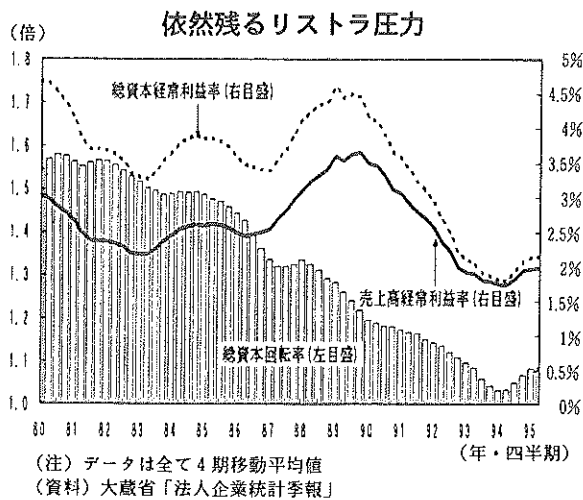
まって、低水準ながらも企業収益改善の背景となっている。

4) 情報・通信関係の需要増

パソコン生産の世界的な増加は半導体需要の拡大を引き起こしており、日本の半導体生産企業の設備投資も増加傾向にある。また、95年7月からPHSサービスが開始され新規需要を喚起する一方、既存の携帯電話も通話料引き下げによって需要が拡大した。このような情報・通信関係の需要の発生・拡大、また設備投資の増加も今後の景気回復要因である。

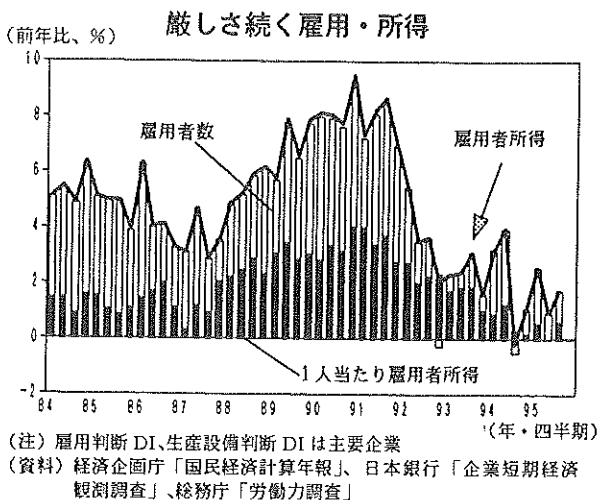
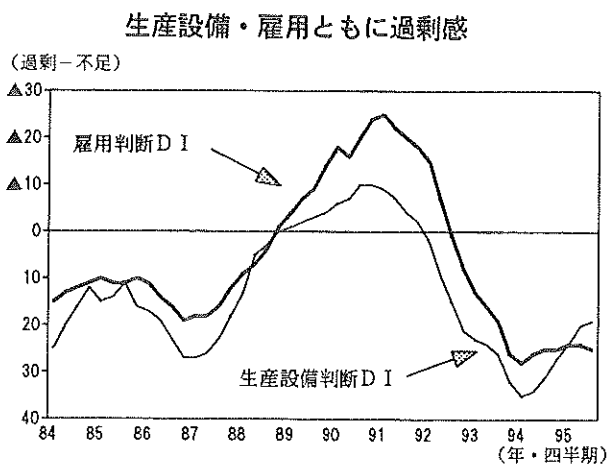
(2) 依然残る回復力制約要因

景気が回復傾向に復帰するとしても、以下の構造的な景気下押し要因があり、本格的な、自律的な景気回復に向けた環境は万全ではない。



1) リストラ継続の必要性

企業部門のリストラは今後も続けられよう。利益率も資本効率も依然、低水準であり、企業の生産設備、雇用ともに過剰感は著しく、今後も投資や雇用の抑制圧力が続こう。

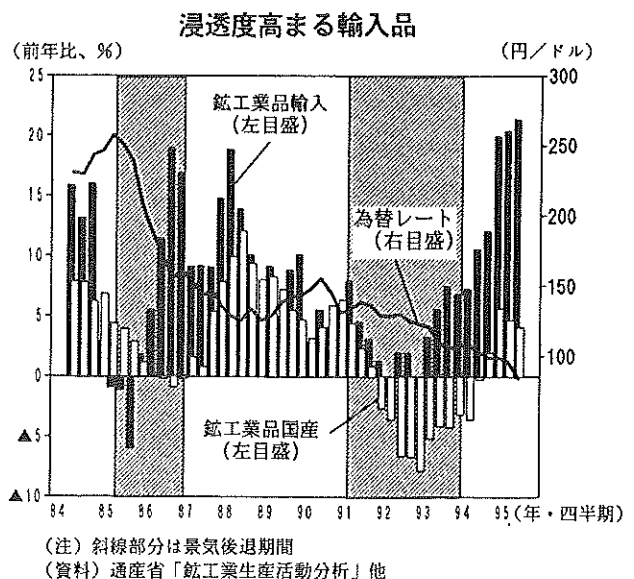


2) 輸出鈍化と輸入増加

趨勢的円高を背景に生産拠点の海外移転が進んでおり、海外生産比率は93年度7.4%にまで高まっている。海外生産拠点の本格稼働は、輸出代替効果を通じて輸出を抑制するとともに、逆輸入の増加によって輸入増大にも寄与している。

また、東アジア諸国を始めとする外国企業製品も国内市場への流入度合を高めており、競合国内企業の収益圧迫要因となっている。

91年5月以降の景気後退局面では国産品が大幅に落ち込む中で輸入品の増加が起こった。足もとでは輸入品の増加は急速であり、競合関係の強い中小企業の生産に大きなマイナスの影響を与えているとみられる。

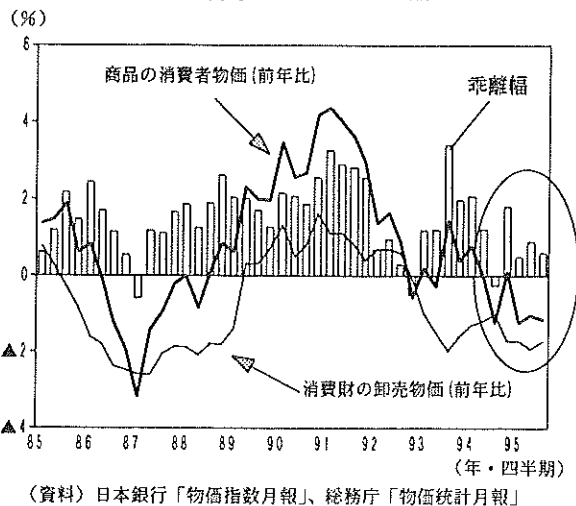


3) 価格破壊・価格下落

94年7-9月期以降、GDPデフレーターは前年比でマイナスとなっており、経済成長率の低迷とあいまってデフレ的様相が出ている。価格破壊の動きに現れた物価下落は、企業収益の圧迫要因となっている。

卸売物価と消費者物価の上昇率の乖離幅は顕著に縮小しており、流通段階での企業マージンが圧迫されていることを示すものであろう。

流通部門のマージン圧縮



4) 不良債権問題

金融機関の不良債権問題は貸し出しスタンスの慎重化などを通じて、今後も引き続き景気回復力の制約要因となろう。

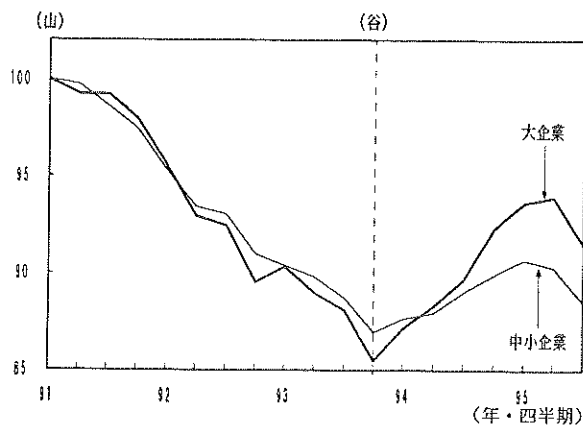
(3) 現在の景気の特徴～強まる規模別・業種別 跛行性

以上のように、景気回復要因と構造的な回復力制約要因とがある中で、現在顕著となっているのが規模別・業種別の跛行性である。規模別には中小企業が大企業に比して生産活動や業況判断で相対的に改善が遅れている。これは、①中小企業はリストラがなされる中で、大企業の合理化・コスト削減努力のしわ寄せを受けている可能性が強い、②趨勢的な円高を背景とした海外現地生産の影響や、急増傾向が続いている輸入品との競合関係が強いのも中小企業である、③業種別に見て情報・通信関係の新規需要が多いとみられる「運輸・通信」「電気機械」のウェイトが中小企業は低い一

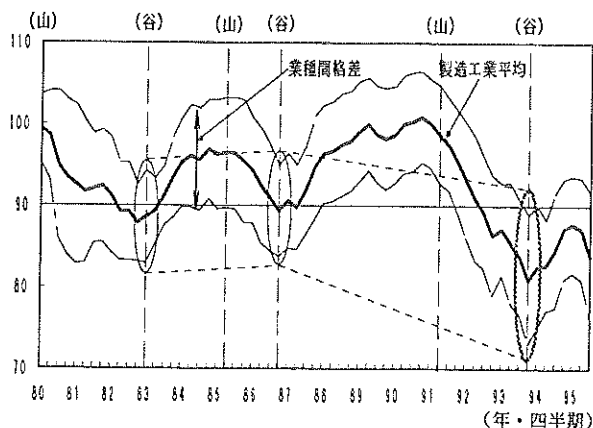
ことによるものと考えられる。

また、業種別には、バブル崩壊の後遺症が「建設」「不動産」といった業種で顕著なことに加えて、価格破壊に代表される企業マージンの圧縮、超過利潤の減少は消費低調ともあいまって、主として流通・小売部門で下押し圧力となって作用しているとみられる。他方で、新規需要分野は情報・通信関係であり、製造業の堅調、非製造業の低調といった格差をもたらしているといえよう。

規模別の生産動向
～格差目立つ大企業と中小企業



広がる稼働率の業種間格差

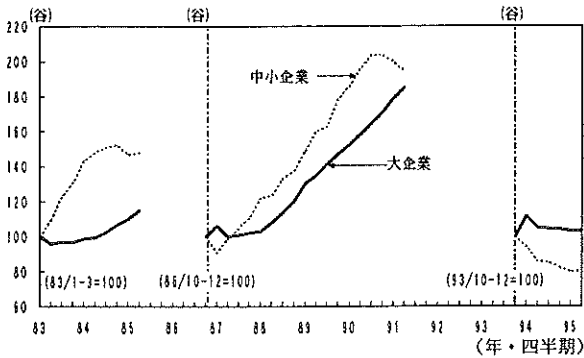


(注) ①データは季節調整値、鉄工業生産は91年4～6月期=100、稼働率指数は90年=100
②鉄工業生産の大企業は従業員300人以上、中小企業は300人未満
③稼働率の業種間格差は産業別の稼働率指数をもとに当研究所で作成
(資料) 通産省「鉄工業生産動向」、中小企業庁「規模別製造工業生産指数」

こうした規模別格差・業種間格差は設備投資動向にも反映されている。

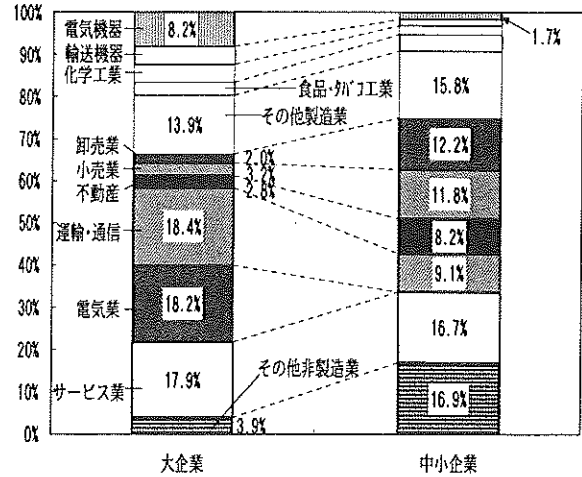
すなわち、①従来景気の回復局面では中小企業の設備投資が先行的に増加する傾向が見られたが、今回の景気の「谷」近辺ではこのような動きが見られない、②設備投資の回復している業種が特定の業種に偏っている、ということが指摘できよう。

規模別の設備投資動向



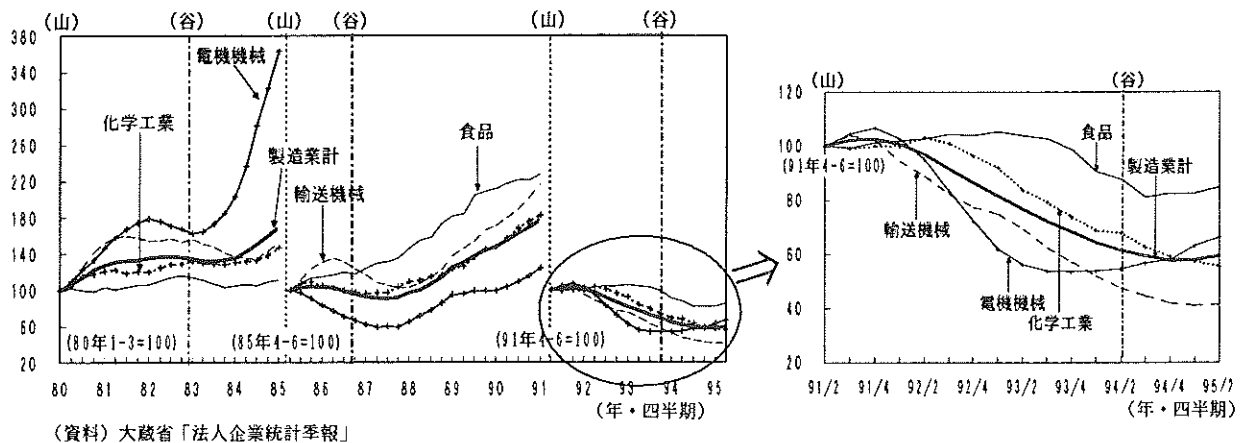
(注) 資本金1億円以上の企業を「大企業」、1億未満の企業を「中小企業」とした
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

94年度の業種別設備投資シェア



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

業種別の設備投資（製造業）



3. 96年度の見通し～成長率は1.7%に

(1) 見通しの前提と骨子

1) 見通しの前提

- ①公共投資：96年度名目公的固定資本形成は4%増（秋に3.5兆円追加補正）
- ②増減税：特別減税（2兆円）を継続。97年4月から消費税率引き上げ（3%→5%）
- ③公定歩合：予測期間中、0.5%で据え置き
- ④円ドルレート：95年度95円、96年度98円
- ⑤原油価格：95年度17.9ドル/バレル、96年度17.9ドル/バレル

2) 見通しの骨子

95年4月以降の「中だるみ」状態は96年1-3月期頃には「緩やかな回復傾向」に復帰し、実質GDP成長率も、95年度0.8%から96年度は1.7%とやや高まろう。需要項目別には、95年度

下期、96年度上期にかけては景気対策による公共投資の伸びが景気を支えるが、円高修正による外需のマイナス寄与の縮小もあいまって次第に成長率が高まろう。96年度下期には設備投資、消費が弱いながらも伸び率を高め、民需主力型の成長へとバトンタッチがなされていこう。

ただし、日本経済の構造的な景気制約要因も大きく、民需の本格回復に向けた環境は整っておらず、再度停滞状況に陥るリスクも残る。規制緩和を軸とした構造改革の推進が不可欠であり、とりわけ金融部門の改革が急務であるが、同時に景気対策面では引き続き機動的な政策スタンスが望まれる。

(2) 主要項目の動向

1) 民間消費

民間消費は95年度の1.9%から96年度は2.0%へとわずかに伸びを高めよう。96年度の所得環境は、厳しい雇用情勢等を背景に低調な推移となろう。企業のリストラ圧力は依然強く、新規卒業生の採用抑制も続くことから失業率は上昇しよ

96年度日本経済見通し(特に指定なき場合、前年比、%)

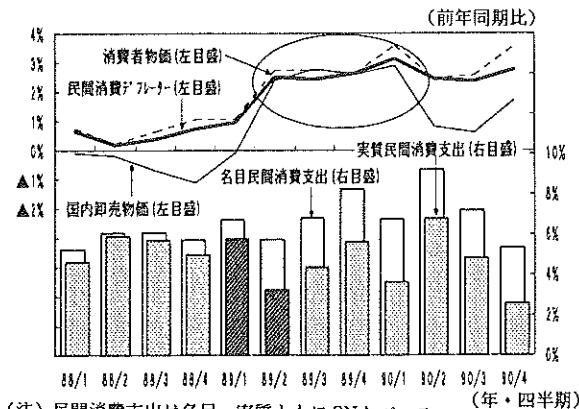
	94年度 実績	95年度 見込み	95年度		96年度 予測	96年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP成長率	0.5	0.8	0.1	1.5	1.7	1.5	1.9
(内需寄与度)	(0.8)	(1.7)	(0.7)	(2.6)	(2.2)	(2.3)	(2.1)
(内、民間需要)	(0.5)	(1.1)	(0.8)	(1.3)	(1.7)	(1.3)	(2.0)
(内、公的需要)	(0.2)	(0.6)	(▲0.1)	(1.3)	(0.5)	(1.0)	(0.1)
(外需寄与度)	(▲0.3)	(▲0.9)	(▲0.6)	(▲1.1)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.2)
民間消費支出	1.5	1.9	1.6	2.2	2.0	1.7	2.2
民間住宅投資	8.6	▲9.0	▲11.4	▲6.4	▲0.2	0.6	▲1.1
民間設備投資	▲3.5	2.4	1.6	3.0	3.5	2.4	4.4
公的固定資本形成	▲1.0	6.4	▲1.5	12.7	4.7	11.5	▲0.0
財貨・サービス輸出	5.7	3.7	5.4	2.1	3.7	2.3	5.1
財貨・サービス輸入	10.2	12.9	12.8	13.0	8.2	9.3	7.2
鉱工業生産上昇率	3.1	1.2	2.9	▲0.4	2.1	1.7	2.6
総合卸売物価上昇率	▲1.6	▲0.6	▲1.3	▲0.0	0.4	1.1	▲0.2
消費者物価上昇率	0.4	▲0.2	0.0	▲0.5	0.1	▲0.2	0.4
経常収支(億ドル)	1243	1110	1209	1000	1000	970	1030

(注) 経常収支の半期数値は季節調整値・年率換算ベース
 (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」

う。春闘賃上げ率は95年度2.83%が96年度は2%前半まで鈍化し、所定内賃金の伸びは低調に推移するが、他方で、企業収益回復・生産増加を背景にボーナスや所定外賃金はやや伸びが高まろう。雇用者所得の伸びは95年度1.4%から96年度は1.7%、名目可処分所得の伸びは1.4%から1.6%となろう。95年初から4-6月期頃にかけては阪神大震災、地下鉄サリン事件等を背景に消費者マインドの悪化が見られたが、これらは解消方向に向かっている。ただし、雇用環境の厳しさが続く中、消費マインドの改善は限定的である。

97年4月より消費税率の引き上げ(3%→5%)が予定されており、97年度には物価や消費等への影響が懸念されるが、96年度には駆け込み需要があろう。89年4月の消費税導入時には、消費関連を中心に1-3月期の駆け込み、4-6月期の反動減の動きが見られた。基礎研短期マクロモデルによれば、駆け込み需要で89年1-3月期の民間消費は1%程度押し上げられたと推計される。本予測では今回は消費税引き上げ幅が前回の3%に比して2%であることなどから、駆け込み需要による97年1-3月期の消費押し上げ効果を1%弱程度とみた。

89年消費税導入時の各種経済指標の動き



(注) 民間消費支出は名目・実質ともにSNAベース
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「物価統計月報」、日本銀行「物価指数月報」

- (注) 89年度と比べると、
- ①消費税率の引き上げ幅が前回は3%に対し今回は2%である
 - ②前回は消費税の導入に合わせて85品目(自動車、貴金属、ゴルフクラブ等)の物品税が廃止されたため、自動車販売等の買い控えの動きが駆け込み需要を一部相殺したが、今回は消費税率の引き上げだけが単独で行われるという点異なる。この両方の影響から、今回の消費税率引き上げの効果は1%を下回ろう。

所得・消費の見通し (特に指定なき場合、前年比、%)

	92年度	93年度	94年度	95年度見込み		96年度予測			
				上期	下期	上期	下期		
実質民間消費	1.2%	1.7%	1.5%	1.9%	1.6%	2.2%	2.0%	1.7%	2.2%
民間消費デフレーター	1.8%	1.1%	0.4%	▲0.5%	▲0.4%	▲0.5%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%
名目民間消費	3.0%	2.8%	1.9%	1.5%	1.2%	1.7%	1.9%	1.7%	2.1%
名目家計可処分所得	3.0%	2.3%	2.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	1.7%	1.4%
雇用者所得	2.9%	2.5%	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.7%	1.7%	1.4%
平均消費性向	▲0.0%	+0.4%	▲0.5%	+0.0%	▲0.2%	+0.5%	+0.3%	+0.0%	+0.7%
失業率	2.2%	2.6%	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%

(注) 平均消費性向は前年同期差、失業率は水準
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「労働力調査」

2) 住宅投資

住宅投資は、95年度は▲9.0%の大幅減少となるが、96年度は▲0.2%と下げ止まろう。低金利が追い風となるものの、家計所得の伸び悩みや94年度の住宅着工が高水準であった反動から低調に推移しよう。95年度の住宅着工は144万戸と持家、分譲(マンション等)の落ち込みを背景に94年度(156万戸)から大幅に減少しよう。阪神大震災の復興のための持家を中心とした住宅建設が引き続き発生することなどから、96年度は着工戸数は下げ止まり146万戸となろう。97年度には消費税の引き上げが予定されていることから、96年度中の住宅着工は前倒しされ、97年1-3月期には反動で減少に転じるだろう。分譲はマンション供給の過剰から96年度は減少しよう。

住宅着工戸数の見通し(季調済、年率、万戸)

	中期的な適正水準	92年度	93年度	94年度	95年度見込み		96年度予測			
					上期	下期	上期	下期		
着工戸数	143	142	151	156	144	140	140	146	145	147
持家	56	48	54	58	55	53	57	56	55	56
貸家	55	69	65	57	55	52	58	57	57	58
分譲	29	23	29	38	32	33	30	30	30	38

(注) 中期的な適正水準とは1975年度以降の着工戸数を平均したもの
(資料) 建設省「建設統計月報」

3) 民間設備投資

96年度は製造業では円高の修正による輸出採算の改善、国内需要の回復による売り上げの増加から企業収益はかなりの改善が見込まれる。しかし、非製造業では不動産業が依然として不振が続くと見られる他、「価格破壊」という言葉に代表されるような価格競争の激化から企業のマージンが圧迫され、収益の改善は小幅にとどまろう。

民間設備投資は企業収益の改善などに支えられて回復傾向が続くであろう。パソコンや携帯電話、PHSの好調に支えられた半導体需要の好調を背景に、電気機械や通信業、半導体関連の化学などをリード役として設備投資の増加が見られよう。しかし、不動産業を中心に非製造業や中小企業の設備投資が相対的には不振で、過去の景気回復期に比べれば設備投資全体としての増加幅は小幅なものとなろう。

企業の設備投資計画

(単位: %)

	94年度実績		95年度計画		94年度計画	
		修正率		修正率	(94/11月)	修正率
主要企業	▲8.3	▲3.1	3.8	0.5	▲3.9	▲0.2
製造業	▲13.3	▲4.3	10.7	2.6	▲7.9	▲1.3
素材業種	▲15.2	▲6.5	6.2	1.1	▲8.4	▲0.4
加工業種	▲11.8	▲2.6	13.9	3.6	▲7.5	▲2.0
非製造業	▲6.0	▲2.5	0.9	▲0.5	▲2.1	0.3
除 電力ガス	▲6.0	▲0.7	0.1	1.0	▲3.9	0.6
電力ガス	▲5.9	▲6.0	2.3	▲3.1	1.0	▲0.2
中小企業	▲3.8	0.8	▲11.4	3.5	▲6.9	6.4
製造業	▲6.0	0.1	▲5.9	7.8	▲2.3	4.8
非製造業	▲2.9	1.0	▲13.8	1.6	▲8.8	7.2

① 94年度実績の修正率は95年2月調査比、95年度計画は前年度比、修正率は95年8月調査との比較

② 94年度計画は、94年11月調査、修正率は94年8月調査との比較

③ 主要企業とは資本金10億円以上の上場企業、中小企業とは従業員50~299人の企業のこと

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査(95年11月)」

4) 物 価

物価は引き続き安定基調が続こう。96年度は為替レートが年度平均で95年度95円から98円

へと若干円安となるため、円高による物価の引き下げ効果が薄れ、卸売物価の輸出品、輸入品が上昇に転じよう。国内物価はこれまでの円高効果の顕在化、流通業のコストダウン、構造変化一が価格の上昇を抑制する働きをしよう。

総合卸売物価の上昇率は0.4%と消費者物価の上昇率0.1%を上回るが、これは輸出入物価の上昇によるものである。

物価の見通し(前年比、%)

	93年度	94年度	95年度見込み		96年度予測			
			上期	下期	上期	下期		
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲0.6	▲1.3	▲0.0	0.4	1.1	▲0.2
国内品	▲1.8	▲1.4	▲0.8	▲0.8	▲0.7	0.0	0.0	0.0
輸出品	▲8.0	▲2.8	▲0.1	▲4.0	3.9	2.4	6.3	▲1.3
輸入品	▲12.4	▲1.5	▲0.0	▲2.5	2.4	2.3	6.1	▲1.2
消費者物価	1.2	0.4	▲0.2	0.0	▲0.5	0.1	▲0.2	0.4

(資料) 日本銀行「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

5) 国際収支

これまでの累積的な円高を背景とした輸出の低調な伸びと高水準の輸入の増加から、96年度の貿易収支黒字は1,170億ドル、名目GDP比2.3%となろう。95年度の1,280億ドルの黒字から縮小し、名目GDP比も2.5%から低下しよう。経常収支黒字は1,000億ドルと94年度以降の縮小傾向が続こう。名目GDP比も96年度は2%

経常収支の見通し(季調済、年率、億ドル)

	93年度	94年度	95年度見込み		96年度予測		
			上期	下期	上期	下期	
経常収支	1,305	1,243	1,110	1,209	1,000	970	1,030
(対GDP比、%)	2.9	2.6	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0
貿易収支	1,430	1,444	1,280	1,420	1,140	1,170	1,180
(対GDP比、%)	3.2	3.0	2.5	2.6	2.4	2.3	2.4
輸出	3,563	3,965	4,260	4,421	4,100	4,360	4,260
(前年同期比、%)	6.2	11.3	7.6	14.9	0.7	2.4	▲3.7
輸入	2,133	2,522	2,980	3,000	2,960	3,200	3,100
(前年同期比、%)	7.0	18.2	18.2	26.3	11.0	7.2	3.4
貿易外収支	▲55	▲121	▲90	▲117	▲60	▲80	▲100
サービス	▲458	▲532	▲590	▲572	▲600	▲660	▲640
投資収益	403	411	500	455	550	580	610
移転収支	▲70	▲80	▲90	▲94	▲80	▲90	▲80

(注) 合計と内訳は四捨五入の関係で必ずしも一致しない

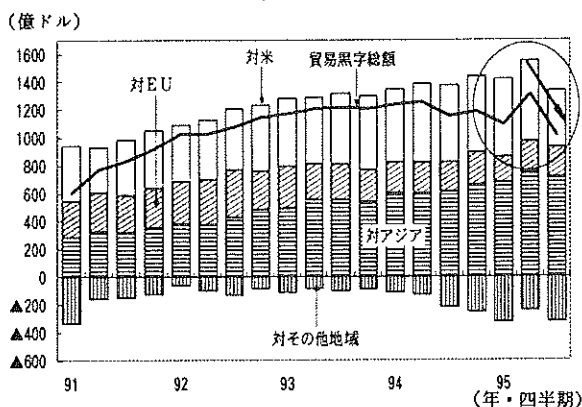
(資料) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

に低下しよう。

なお、地域別にみると、95年7-9月期には対米輸出が減少し、対米黒字も大幅に減少した。品目別には自動車輸出の減少が大きく寄与している。この背景には米国経済の減速による自動車販売の低調や、円高、米国での現地生産の増加などの要因があろう。一方、対アジアの貿易黒字は日本からの生産拠点の海外移転に伴う資本財輸出の増加などもあって、急速に増加しており日本の貿易黒字に占める割合では対米黒字を上回る規模にまで拡大している。96年度は米国経済の拡大減速も加わって対米黒字の縮小が続くだろう。一方で、アジア経済の見通しで述べたようにこの地域ではやや減速するものの高い成長率が続くことに支えられ、アジア向けの輸出は堅調な推移を続けよう。アジアから日本への製品の逆輸入も増加するであろうが、対アジアの黒字拡大が続こう。

貿易外収支では円高の動きは一服となるものの、国内旅行に比べて海外旅行費用の割安感があり、旅行収支の赤字幅拡大が続くとみられる。

最近の貿易収支の動向



(3) 金融～金利は強含み傾向に

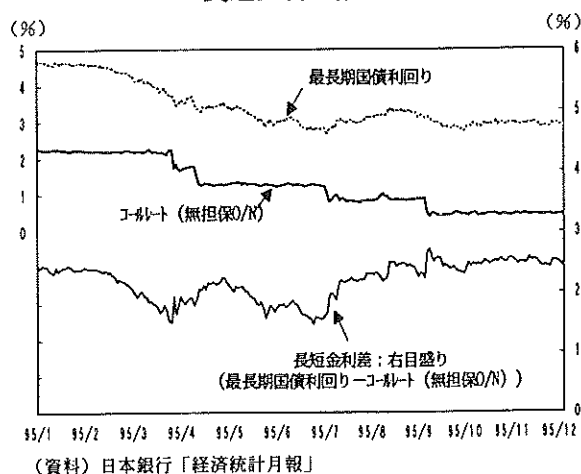
1) 日銀緩め調整継続、長期金利は横這い推移

景気は調整気味の状態が続いている。こうした中、日銀は9月8日の公定歩合引き下げ後も、コールレート（無担保O/N）を公定歩合以下に引き下げる短期金利の低め誘導を続ける一方、過度の金利低下期待に対しては量的にきつめの調節で抑制していた。

しかし、10月以降、海外でのジャパンプレミアム問題から国内短期金利に上昇圧力が加かった後は、緩め調節の姿勢を鮮明にし、短期金利の上昇を抑制している。

この間、長期金利は、95年度2次補正に伴う国債増発にもかかわらず横這い圏内で推移している。

長短金利の推移



2) 不可欠な金融セクターの早期再生

95年度中間決算では、金利低下の中での利鞘拡大、好調な債券売買益などから、銀行の本業の利益を示す業務純益は過去最高を記録した。一方、都銀・長信銀・信託21行全体では総額23.8兆円（今期より都銀・長信銀・信託大手21行が金利減免債権額を公表。金利減免債権は10.8兆円）に

のぼる不良債権があり、業務純益の大半がこの償却原資に向けられている。

利益部分が不良債権の償却にあてられたため、自己資本中のいわゆる本源的資本 (Tier I)^(注1)の充実はなされなかったものの、株価の持ち直し (日経平均株価 95年3月末 16,140円 → 同9月末 17,913円) から保有株式の含み益が膨らみ、補完的資本 (Tier II)^(注2)を含めた自己資本比率としては、大手21行は軒並み9%台に上昇 (21行平均で95年3月期 9.08% → 同9月期 9.50%) した。

(注1) 本源的資本(Tier I)は、資本金、準備金、剰余金、非累積配当型永久優先株式など

(注2) 補完的資本(Tier II)は、有価証券含み益、期限付劣後債など

95年9月中間決算

(単位: 億円、%)

	業務純益	経常利益	不良債権額		不良債権比率	不良債権処理額	引当率	自己資本比率
			内金利減免	内金利減免				
都市銀行	10,675 (71.1)	4,832 (98.5)	135,557	54,548	4.9%	13,702	24.7%	9.28%
長信銀	3,275 (101.8)	616 (6.2)	39,699	18,545	7.3%	2,485	21.9%	9.04%
信託	2,745 (16.0)	545 (12.1)	82,995	35,042	10.0%	4,337	12.4%	10.03%
合計	24,885 (85.7)	5,793 (70.4)	238,251	108,135	6.1%	20,524	21.0%	9.50%

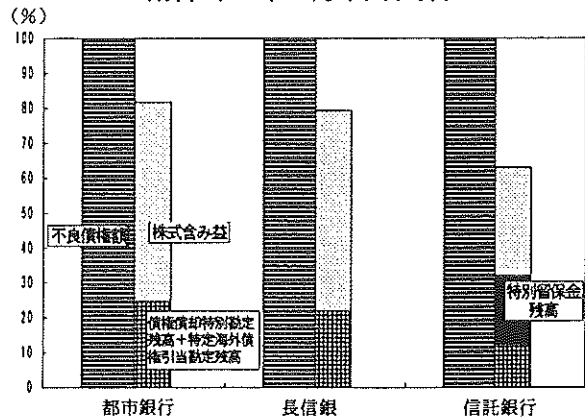
(注) 利益のカッコ内は94/9月比伸び率。不良債権比率は総貸出金に対する割合。不良債権処理額=債権償却特別勘定繰入額+共同債権買取機構への売却損+累積債務国向け債権売却損などの合計。引当率=(債権償却特別勘定残高+特定海外債権引当勘定残高)/公表不良債権(95/9現在)

(資料) 都銀・長信銀・信託21行の決算短信等

株価持ち直しで株式含み益は3月末に比べ増加したが、公表不良債権額の半分に過ぎず、不良債権処理の中心は、今後も業務純益となろう。

今回の決算が示すように日本の金融機関の不良債権問題は大きく、国際的にもジャパンプレミアムに代表されるように邦銀の信用力低下が著しい。不良債権の処理に際しては、従来のような横並びの方法から、さらに進めて、一刻も早く1行でも多く金融機関を健全な姿に再生させることによって、国際的信頼の回復を図るべきであろう。

不良債権額に対する債権償却特別勘定残高等の割合 (95年9月中間決算)



(注) 信託銀行の不良債権は信託勘定含み

(資料) 都銀・長信銀・信託21行の決算短信等

3) 金利は強含み傾向

日銀は、①景気の弱さ、②金融機関の不良債権処理問題一等の中、当面、低め誘導を継続しよう。しかし、①景気は徐々に緩やかな回復傾向に復する、②物価も下げ止まる一等から、短期金利はやや上昇方向となろう。

長期金利は、こうした景気、物価や短期金利の動向に加えて国債増発もあり、強含み傾向とみられる。しかし、海外金利の落ち着き傾向、郵貯シフトを背景とした資金運用部の買い余力などから、上昇幅は限定的なものとなろう。

1966年度日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	93年度	94年度	95年度	96年度	前回予測 95年度 (旧基準)
	実績	実績	見込み	予測	
名目国内総支出(GDP)	0.8 (476.5)	0.4 (478.6)	0.5 (481.0)	1.7 (489.4)	0.3 (469.7)
実質国内総支出	0.2	0.5	0.8	1.7	0.5
国内需要	0.5	0.8	1.7	2.2	1.5
国内民間需要	▲0.8	0.7	1.3	2.1	0.6
民間最終消費支出	1.7	1.5	1.9	2.0	1.0
民間住宅投資	4.9	8.6	▲9.0	▲0.2	▲5.2
民間企業設備投資	▲10.5	▲3.5	2.4	3.5	1.5
民間在庫品増加	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)
国内公的需要	7.0	1.3	3.3	2.8	5.3
政府最終消費支出	2.4	2.5	1.1	0.9	3.3
公的固定資本形成	12.6	▲1.0	6.4	4.7	7.6
財貨・サービスの純輸出	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.9)	(▲0.5)	(▲0.9)
財貨・サービスの輸出	0.4	5.7	3.7	3.7	2.8
財貨・サービスの輸入	3.5	10.2	12.9	8.2	9.0
鉱工業生産	▲4.0	3.1	1.2	2.1	1.1
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲0.6	0.4	▲1.3
消費者物価	1.2	0.4	▲0.2	0.1	0.0
貿易収支(億ドル)	1430	1444	1280	1170	1430
経常収支(億ドル)	1305	1243	1110	1000	1170

(注) ①今回の予測は新基準(90年基準)によるもの。なお、前回予測(7月7日発表)は旧基準(85年基準)。

②二重線内は、今回の予測値(次ページ以降も同様)

③民間在庫品増加、財貨・サービスの純輸出は寄与度表示

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

	93年度 実績	94年度 実績	95年度 見込み	96年度 予測	95年度 前回予測
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	16.8	17.3	17.9	17.9	17.4
円/ドル・レート	108	99	95	98	87
公定歩合（年度末値、%）	1.75	1.75	0.5	0.5	1.0
米国実質経済成長率（暦年、%）	3.1	4.1	3.3	2.2	3.0

（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

	93年度 実績	94年度 実績	95年度 見込み	96年度 予測	95年度 前回予測
実質国内総支出	0.2	0.5	0.8	1.7	0.5
国内需要	0.5	0.8	1.7	2.2	1.5
国内民間需要	▲0.7	0.5	1.1	1.7	0.5
民間最終消費支出	1.0	0.9	1.1	1.2	0.6
民間住宅投資	0.2	0.4	▲0.5	▲0.0	▲0.3
民間企業設備投資	▲1.9	▲0.6	0.4	0.5	0.3
民間在庫品増加	0.0	▲0.2	0.1	▲0.0	▲0.0
国内公的需要	1.2	0.2	0.6	0.5	1.0
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
公的固定資本形成	1.0	▲0.1	0.6	0.4	0.7
財貨・サービスの純輸出	▲0.3	▲0.3	▲0.9	▲0.5	▲0.9
財貨・サービスの輸出	0.0	0.7	0.4	0.5	0.4
財貨・サービスの輸入（控除項目）	▲0.3	▲0.9	▲1.3	▲0.9	▲1.4

（注）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。

96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%）

	95年			96年			97年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目国内総支出	▲0.0	0.8	▲0.2	1.1	0.2	0.5	0.1	0.8
	▲0.3	▲0.4	1.0	1.9	1.6	1.7	2.0	1.7
実質国内総支出	0.6	0.2	▲0.0	1.1	0.2	0.5	0.2	0.8
	2.6	0.6	▲0.1	4.4	1.0	1.9	1.0	3.3
	0.5	▲0.2	1.1	2.0	1.2	1.8	2.0	1.8
国内需要	0.6	0.7	0.6	0.9	0.2	0.7	0.3	0.9
	0.9	0.6	2.3	3.0	2.2	2.4	2.1	2.2
国内民間需要	0.6	0.2	0.4	0.4	0.2	0.8	0.8	1.2
	1.6	0.5	1.5	1.8	1.3	1.8	2.1	3.1
民間最終消費支出	0.7	1.2	0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	1.3
	1.8	1.4	2.2	2.3	2.0	1.4	1.7	2.8
民間住宅投資	▲6.7	▲5.7	5.1	1.6	▲3.3	0.3	1.7	▲1.4
	▲7.7	▲14.8	▲6.6	▲6.1	▲2.5	3.7	0.3	▲2.7
民間企業設備投資	2.8	▲1.9	1.5	0.8	0.3	1.3	1.6	1.6
	2.5	1.2	2.8	3.2	0.7	4.0	4.0	4.8
民間在庫品増加 *	▲0.0	0.1	▲0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.3	0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	0.1
国内公的需要	0.7	2.8	1.4	2.9	0.2	0.3	▲1.4	▲0.6
	▲2.4	1.2	5.6	8.0	6.5	5.0	2.1	▲1.4
政府最終消費支出	▲1.2	0.3	▲0.2	0.6	0.1	0.3	▲0.2	0.5
	0.5	1.3	3.1	▲0.4	0.9	1.1	0.9	0.7
公的固定資本形成	3.2	5.7	3.0	5.1	0.4	0.2	▲2.5	▲1.6
	▲6.1	2.0	8.4	18.1	15.4	8.8	3.0	▲3.5
財貨・サービスの純輸出 *	0.1	▲0.5	▲0.6	0.2	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1
	▲0.4	▲0.8	▲1.2	▲0.9	▲1.0	▲0.6	▲0.1	▲0.3
財貨・サービスの輸出	4.2	▲1.9	▲1.4	2.6	1.8	0.6	0.8	1.1
	6.8	4.1	0.7	3.5	1.0	3.6	5.9	4.4
財貨・サービスの輸入	4.3	2.6	3.9	1.2	1.5	2.3	1.7	1.9
	12.3	13.3	13.4	12.6	9.5	9.2	6.8	7.5
鉱工業生産	0.0	▲2.3	0.6	1.2	0.9	0.2	0.4	0.9
総合卸売物価	▲1.7	▲0.9	▲0.1	0.1	1.4	0.7	▲0.1	▲0.3
消費者物価	0.0	0.0	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.2	0.4	0.4
貿易収支（億ドル）	1536	1305	1120	1160	1170	1140	1160	1200
経常収支（億ドル）	1235	1184	950	1060	980	960	1000	1060
公定歩合（%）	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

（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済・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