

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

1. 米国経済～景気減速下、一段の金融緩和へ

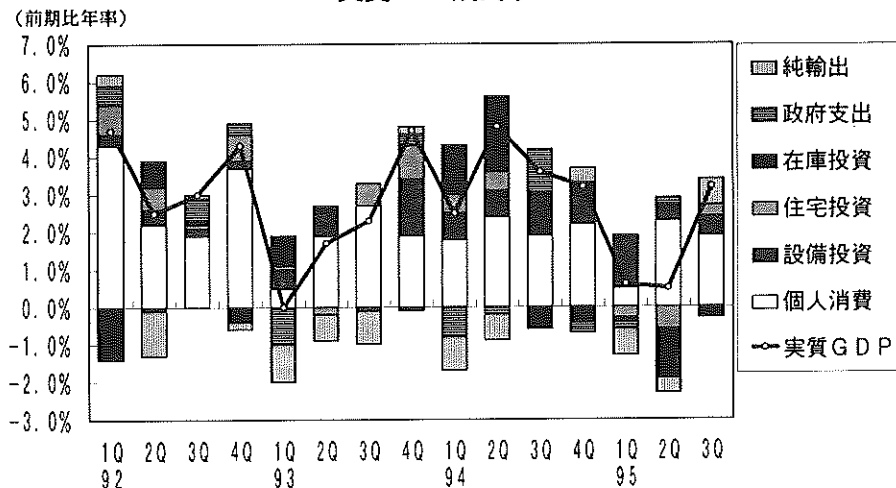
(1) 景気～95年10-12月期、 96年1-3月期ともに低成長

95年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.2%となった。個人消費、設備投資、純輸出が成長を支えている。住宅投資も5四半期振りのプラス寄与となった。在庫投資は4-6月期と比べてマイナス寄与が軽微となっており、在庫調整が進んでいることが窺われる。

1月19日に発表された今回のGDP統計では、87年から92年への基準年改訂、インプリシットデフレーターから連鎖デフレーターへの変更等が加えられているため、これまでの成長経路がやや異なった形となっている。93年の実質GDP成長率が3.1%から2.2%へ、94年が4.1%から3.5%へと下方修正された。95年1-3月期、4-6月期はそれぞれ前期比年率0.6%、同0.5%となりかなりの低成長軌道に入った。特に設備投資は、93年、94年の実績が前年比2桁の伸びから1桁の伸びに下方修正されており、成長に対する寄与度が87年基準と比べて小さくなっている。

しかし、足もとの経済指標は引き続き景気の減速を示唆するものが多い。96年1月の非農業雇用者数は前月比20.1万人の減少となった。95年12月の鉱工業生産は前年比1.1%と引き続き減速

実質GDP成長率



(注) 各需要項目は寄与度。ただし、合計が一致しないことがある。
(資料) 米国商務省“Survey of Current Business”

主要経済指標の推移

		95年				95年				96
		1Q	2Q	3Q	4Q	9月	10月	11月	12月	1月
雇用部門										
失業率		5.5	5.7	5.6	5.6	5.6	5.5	5.6	5.6	5.8
非農業雇用者増減(前期差、千人)		749	290	414	413	94	68	212	161	▲201
家計部門										
実質可処分所得	前期比年率	3.6	0.0	3.6		5.7	5.7	2.6		
	前年同期比	4.9	2.4	2.8		2.9	2.7	3.0		
実質消費	前期比年率	0.8	3.4	2.9		0.4	▲6.7	11.5		
	前年同期比	2.5	2.5	2.6		2.7	1.5	2.2		
消費者信頼感指数(コンファレンス・ボード)		100.2	100.4	100.4	99.0	97.3	96.3	101.5	99.2	87.0
乗用車販売台数	前期比	▲4.4	▲1.3	4.8		▲6.8	▲7.0	1.3		
	前年同期比	▲6.4	▲4.7	0.6		0.0	▲5.8	▲5.9		
住宅着工件数	前期比	▲13.4	▲1.9	10.0		1.3	▲4.8	5.7		
	前年同期比	▲3.9	▲11.0	▲4.1		▲6.7	▲7.4	▲7.6		
企業部門										
鉱工業生産	前期比	1.0	▲0.3	0.7	0.2	0.1	▲0.4	0.3	0.1	
	前年同期比	5.5	3.3	2.9	1.7	3.1	2.0	1.8	1.1	
設備稼働率		84.8	83.7	83.6	82.9	83.6	83.0	83.0	82.8	
N A P M指数		54.2	48.4	49.1	46.2	48.4	46.6	46.0	46.0	44.2
消費者物価										
除：食料品・エネルギー	前期比	0.8	0.9	0.6	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	
	前年同期比	2.9	3.1	2.9	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	

(資料) 米商務省“Survey of Current Business”

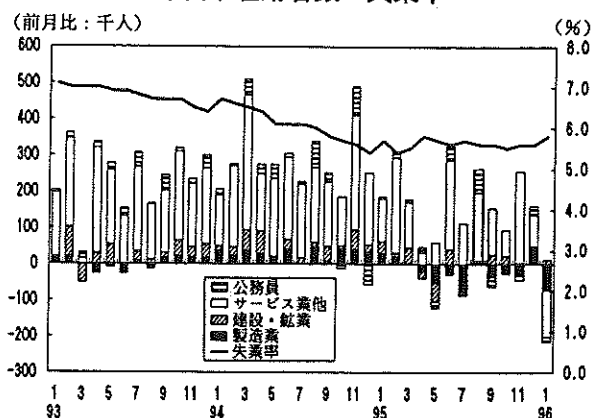
している。96年1月の消費者信頼感指数(コンファレンス・ボード)は、87.0と前月の99.2から大きな落ち込みを見せた。96年1月のNAPM指数は、44.2と景況感の分岐点とされる50を割り込む状況が続いている。

95年10-12月期以降は、個人消費の減速、設備投資の伸び悩みに、政府機関閉鎖、東部の豪雪等の特殊要因が加わり、低成長が続いていると思われる。95年10-12月期、96年1-3月期ともに1%台程度の成長となろう。

個人部門

1月の非農業雇用者数は製造業・サービス業中心に前月比20.1万人の減少となった。豪雪の影響を受けていることから実勢を表しているとは考えにくい。雇用の伸びは鈍化する方向にあると思われる。失業率は5.8%と前月から0.2ポイントの上昇となった。時間当たり賃金は前年比3.5%と91年1月以来のやや高めの伸びとなったが、週平均労働時間は前年比1.1時間減少しており、週当たり賃金は前年比0.2%の伸びに止まっている。

非農業雇用者数・失業率



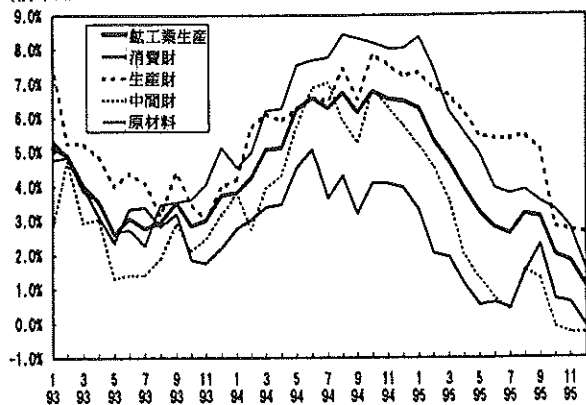
(資料) 米労働省 労働統計局

企業部門

12月の鉱工業生産は、消費財・中間財の落ち込みが響いて前月比0.1%の微増となり、95年9月以降足踏み状態が続いている。前年伸び率でも1.1%と引き続き生産が減速基調にあることが窺われるが、GDP統計からみると在庫調整は進展しつつあるとみられることから、調整圧力は徐々に緩んでこよう。ただし、個人消費を中心に最終需要が伸び悩むことから、生産の回復にはしばらく時間がかかるものと思われる。

鉱工業生産

(前年比：%)



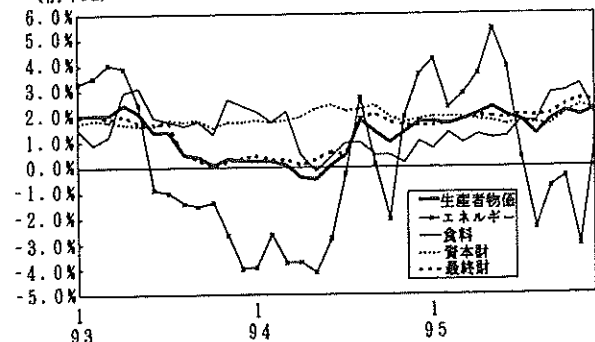
(資料) FRB "Federal Reserve Bulletin"

(2) 物価動向～安定基調が持続

1月の生産者物価は前月比0.5%の上昇、食料品・エネルギー除きでは同0.1%の上昇となった。このところ低下基調にあったエネルギー価格が寒波の影響で上昇したことが全体の上昇を押し上げる要因となった。1月の消費者物価は前月比0.2%の上昇、食料品・エネルギー除きでは同0.1%の上昇となった。食料品・エネルギー価格の変動による振れが大きいものの、引き続き安定基調にあると思われる。

生産者物価

(前年比)



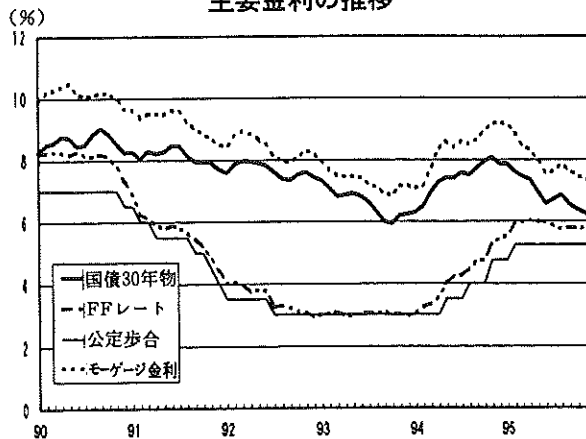
(資料) 米国労働省 "Monthly Labor Review"

(3) 金融政策・金利～一段の利下げへ

FOMCは1月30-31日の会議でFFレート及び公定歩合を引き下げること¹⁾を決定した。95年7月、12月に次いで3度目となるFFレートは5.50%から5.25%へ、92年7月以来3年7カ月振りとなる公定歩合は5.25%から5.00%へ引き下げられた。景気拡大が緩やかになってきており、今後の潜在的なインフレ圧力が後退していることを指摘している。今後は、景気が減速していること、物価が概ね安定していることを背景に一段の利下げ余地を探ることとなろう。

長期金利は、財政収支均衡をめぐる審議が難航したことを背景に一時上昇する局面が見られたが、審議の対立点が11月の大統領選挙の争点に移されつつあることから、落ち着きを取り戻した。経済指標の発表が再開されてからは、景気の減速を示唆する内容を受けて低下基調を辿っている。今後は、景気減速、物価安定を背景に緩やかに低下する見込みである。

主要金利の推移



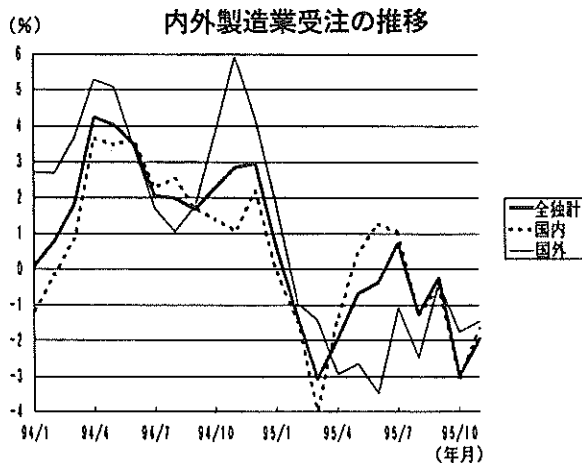
(資料) FRB "Federal Reserve Bulletin" 他

2. 欧州経済

(1) ドイツ経済～景気低迷下、雇用を巡る議論が活発化

1) 景気動向～95年末にかけて落ち込み強まる

ドイツの95年のGDP成長率が速報値で1.9%と発表された(四半期ごとの成長率は未発表)。すでに発表されている第1～3四半期分に改訂がないとすると、第4四半期は前期比▲0.2～▲0.6%と推計され、2四半期連続で前期比マイナス成長に落ち込んだことになる。



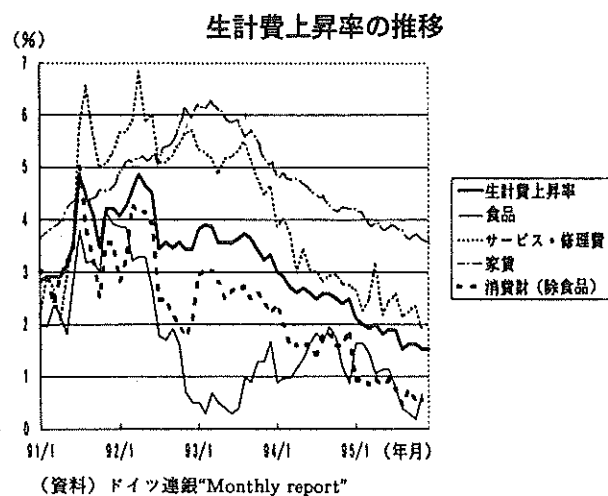
月次指標をみても、国内生産活動は第3四半期から第4四半期にかけて一段と減速している。企業の在庫過剰感も強く、96年入り後の生産の持ち直しは遅れよう。

政府は、1月30日に発表した経済見通しの中で、96年前半は景気のもたつきが続き通年の成長率は1.5%にとどまるとしている。同時に公表された総合経済対策には即効性のある景気浮揚策は盛り込まれておらず、内需回復は金融緩和の効果浸透と所得税減税の効果次第とみられる。ただ、94年末から95年前半にかけて急速に落ち込んだ国外受注がその後のマルク相場下落を受けて持

ち直しつつあり、外需主導で景気が下げ止まる兆しもみられる。

2) 物価動向～95年生計費上昇率は1.8%

物価上昇率は低下基調が続いている。生計費上昇率(西独)は95年第4四半期に前年比で1.6%となった後、96年1月は速報値で1.4%と発表された。生産者物価上昇率も低下が持続、輸入物価も前年比マイナスとなっている。



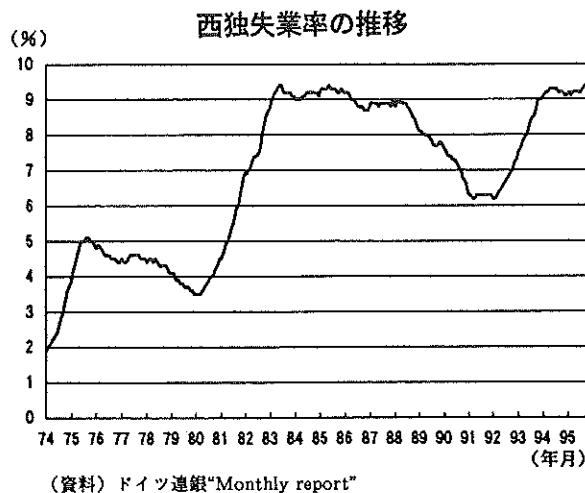
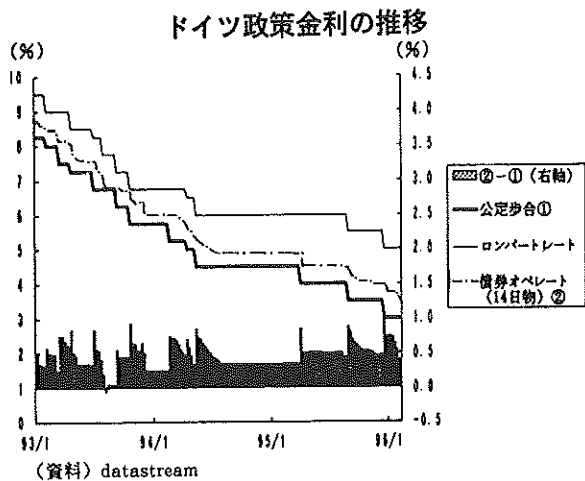
マルク高による輸入物価抑制効果は春以降消えるが、①96年賃上げ率は昨年より低めとみられる、②需要伸び悩みの中で企業の価格引き上げも難しい—などから、当分物価の安定傾向が続こう。

3) 金融政策～短期金利低め誘導持続

連銀は95年12月の利下げ後、債券オペ(毎週水曜日実施)の入札金利の低め誘導を続けている。14日物の最低落札レートは利下げ直前の3.98%から直近(1月31日)には3.40%まで低下し、2月7日、14日の債券オペ入札は3.30%の固定レートで行う旨が発表された。

当面連銀は、これまでの金融緩和と96年所得税減税のマネー、需要への影響を確認しつつ、債

券オペを通じた金利低め誘導を続けよう。第1四半期のマネーサプライおよび国内需要の動向によっては、追加利下げ実施の可能性も残る。



4) 雇用問題～雇用 or 賃上げ

①雇用不安で賃上げ要求軟化?

ドイツの失業者は東西合わせて400万人近く(95年12月379万人、失業率9.9%)、特に西独の失業率は60年代以降で最高となっており、雇用不安が高まっている。

輸出主導の景気回復への期待が高まっていた昨年は、「春闘」でも最大の労働組合組織であるIGメタル(金属産業労組)が強気の要求を掲げて11年振りに本格的なストライキに突入し、賃上げ率は平均4%という高率での妥結となった。しかし、労働コスト負担増にマルク高ショックが重なって国内生産はその後落ち込み、減少過程にあった失業者数も再び増大の一途を辿っている。今年の賃上げ交渉においては、労組側も、賃上げ幅で譲歩して雇用の確保を—という姿勢に変わってきている。

②政府、労使の「雇用サミット」

そうした中、1月23日に、政府および労使による「雇用サミット」が行われた。三者協議での基本合意は以下の通り。

目標：2000年までに失業者数を半減
 政策：政府—規制緩和、税制改正などにより企業負担軽減、企業投資促進
 企業—投資拡大による雇用創出、長期失業者の雇用促進
 労組—賃上げ要求抑制、労働慣行の柔軟化受け入れ

政府は、「雇用サミット」での合意を受けて、1月30日発表の総合経済対策の中で個人・企業減税、社会保障制度の改革などを打ち出した。しかし以下の点から、その内容に対する国内の評価は今ひとつである。

- 同時に財政赤字の削減にも取り組まなければならないという縛りから財政的には中立で規模が不十分
- ほとんどが97年以降の実施予定で足もとの景気浮揚・雇用拡大にはつながらない
- サプライ・サイド重視の対策で短期的な効果は期待薄、また労働者より企業に有利

—社会保障制度の見直しには「福祉後退」であるとして抵抗が強い（→議会審議の行方は不透明）

③労組からの「雇用のための連合」提案

一方、組合側からは、「雇用サミット」に先立ち、IGメタルが経営側に「雇用のための連合」を提案している。これは、96年末で現在の賃金協定が期限切れとなった後、賃上げ率を物価上昇率並みに抑える（実質賃上げゼロ）代わりに、経営側に3年間で33万人の新規雇用拡大、残業時間の削減^(注)などを要求したものである。

(注) IGメタルは、95年年間の業界残業時間累計は15万人分の雇用に匹敵と主張

これに対して金属産業経営側は、「雇用は拡大を云々する状況ではなく削減の食い止めを目指すべき」とし、その見返りとして、賃上げ凍結に加えて労働時間の柔軟化、諸手当支払いの企業裁量幅拡大などを要求、労使の交渉は難航している。

雇用拡大を賃上げ凍結の交換条件とするこうした戦略に、他の労働組合も追随の動きをみせている。

④注目される96年賃上げ交渉

ドイツの失業率高止まりの一因が硬直的な労働市場構造にあることは明らかである。その点から、これまで「時短&賃上げ」を要求するのが常であった労働組合が「雇用 or 賃上げ」の選択を自ら提案したことは一歩前進といえよう。ただ、昨年12月にフランスで社会保障制度改革に抗議する大規模ゼネストが行われたように、労働者の既得権を侵害するような政策に対する組合側の抵抗は非常に大きい。雇用創出のための具体策が議題となる今後の「雇用サミット（2月と4月に開催）」でも、労使とも政府からどれだけのものを引き出

せるか（労：社会保障制度の維持、使：企業負担の軽減）を睨みながら交渉を進める構えであり、財政出動の余裕のない政府との協議は難航しそうである。

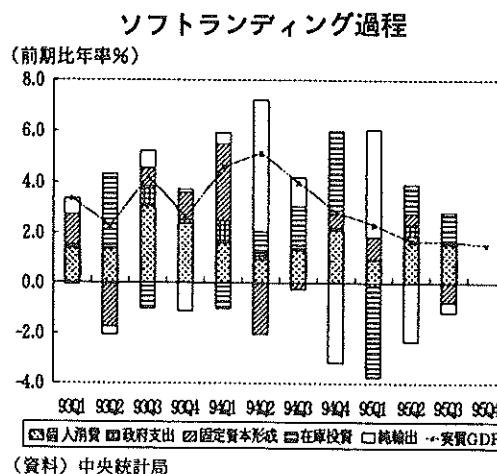
「雇用サミット」開催はドイツの労働市場改革に向けた望ましい第一歩ではあるが、参加者それぞれの思惑の違いから、総論、抽象論レベルでの合意に終わる可能性もある。

ドイツが失業者削減に向けて労働市場の構造転換を図れるかどうか、まずはこれから本格化する96年賃上げ交渉の行方が注目される。交渉の先頭を切る建設業労組、化学産業労組はそれぞれ、5%、6%の賃上げ要求を提示した。スタートラインは昨年同様の高率要求となっているが、ここから労働組合がどの程度譲歩をみせるかに、「雇用サミット」基本合意に対する組合側の姿勢が示されることになる。

(2) イギリス経済～景気回復の兆し、インフレ率落ち着く

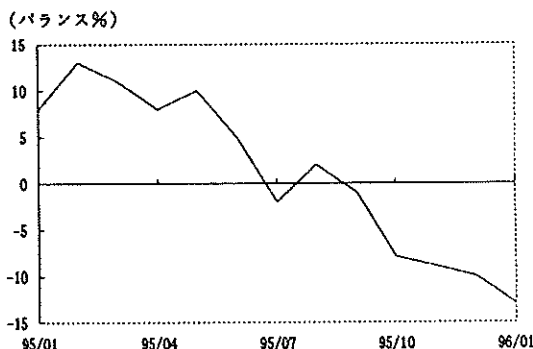
1) 景気～個人消費に回復の兆し

96年1月22日に発表された95年第4Qの実質GDP（速報）は前期比年率1.5%となった。3期連続で英国の潜在成長率（2%台前半）よりやや低めとなっている。



鉄工業生産の伸び率（前年比）は、95年3月以降低下傾向にあったが、95年11月は1.8%とやや上昇した。しかし、英国産業連盟（CBI）調査によれば、95年6月以降「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。このような製造業受注の落ち込みは、在庫調整と欧州大陸諸国の景気鈍化に伴う輸出不振が要因である。欧州大陸諸国の景気鈍化に伴い、当面、生産は伸び悩みの傾向となろう。

低下する製造業受注

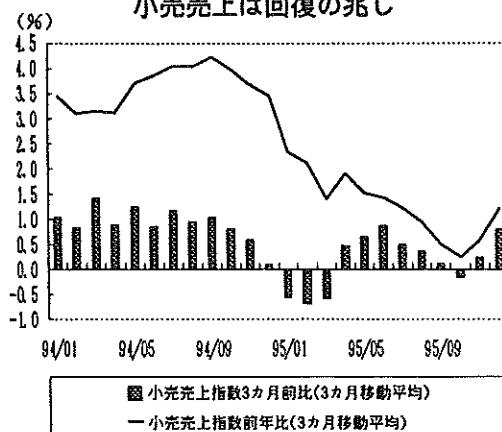


（注）現在の受注状況について、「適正水準以上の企業」-「適正水準以下の企業」の割合
（資料）英国産業連盟（CBI）

しかし、需要面では個人消費が回復しつつある。小売売上の伸び率（前年比）は、95年5月以来低下傾向にあったが、11月1.4%、12月1.8%と上昇した。クリスマスシーズンには小売売上は好調に転じた。背景としては、①雇用環境改善による個人所得増加、②減税と利下げの実施、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があげられる。

製造業の活動は鈍いもののサービス産業は好調とみられる。また、失業者数の減少など雇用環境の改善も明瞭になってきている。足もとでの成長鈍化は一時的で、景気は内需中心に回復へ向かうと予想される。

小売売上は回復の兆し



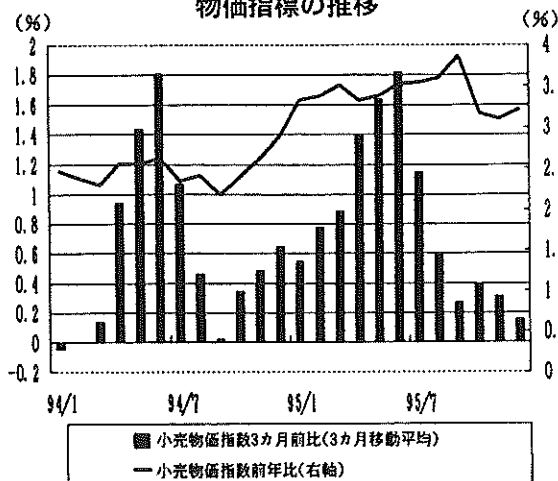
（資料）中央統計局

2) インフレ～落ち着く傾向

95年12月の小売物価上昇率（前年比）は、11月の3.1%からわずかに上昇し、3.2%となった。しかし、川上部門のインフレ圧力は、一次産品価格の下落などから低下傾向にある。また生産者物価上昇率（前年比）は、11月と同じ4.3%となった。また、生産者投入価格上昇率（前年比）は、11月の6.1%から5.8%へとさらに低下した。

足もとで労働コストの伸び率が上昇しており、またCBI調査の企業の価格引き上げ期待も高まっているものの、消費者の低価格志向は相変わらず根強いことから、小売物価上昇率は、96年上期にかけて落ち着いた推移となろう。

物価指標の推移



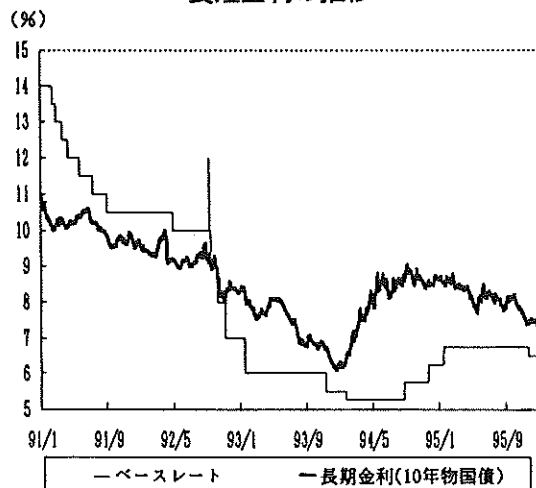
（資料）中央統計局

3) 金融政策～追加利下げの実施

ベースレートは、95年12月13日に利下げ局面に転じ、6.75%から6.50%に引き下げられたのに続き、96年1月18日にさらに6.25%へと引き下げられた。個人消費の回復傾向を示す95年12月の指標が発表される中で利下げが行われた背景としては、①総選挙対策としての政治的利下げ圧力の増加、②前回95年12月の利下げ時に再利下げがある程度決定されていた可能性一があげられる。

当面ベースレートは据え置かれると考えられるが、今後、インフレ高進を懸念する中銀総裁に対し、97年5月までに実施予定の総選挙対策として蔵相が利下げを主張する可能性もでてこよう。

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

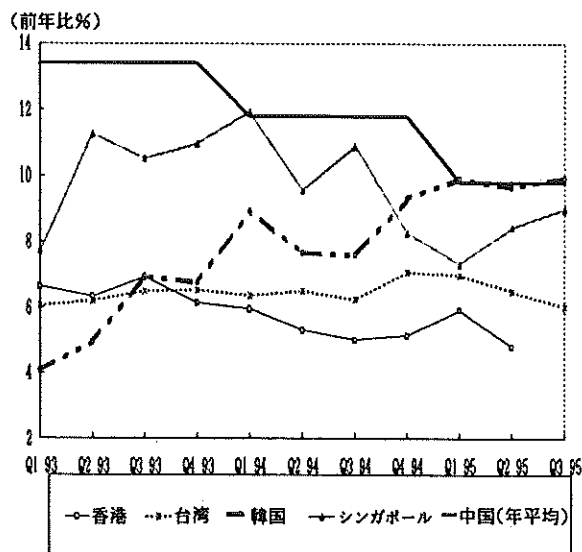
3. アジア経済

(1) 概況

東アジア（NIEs、ASEAN、中国）の実質成長率は、依然高水準なものの、中国の金融引き締めや台湾・香港における政治的不透明感の高まり等の影響で低下傾向にある。

中国は、景気がソフトランディングの過程にあり、インフレ率も低下傾向にある。韓国は、内需、輸出が依然高い伸びだが、景気減速の兆しが見える。台湾は、台中関係緊張の影響で内需の伸びが鈍化している。香港は、返還を前にして内需が低迷し、失業率が高まっている。シンガポールは、パソコン関連輸出が好調で、生産も拡大している。

アジア主要国の実質 GDP の動向



(資料) 香港：CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT
台湾：DGBAS, 韓国：THE BANK OF KOREA
シンガポール：DEPARTMENT OF STATISTICS
中国：経済企画庁「海外経済報告」等

(2) 台湾経済～注目される政治動向

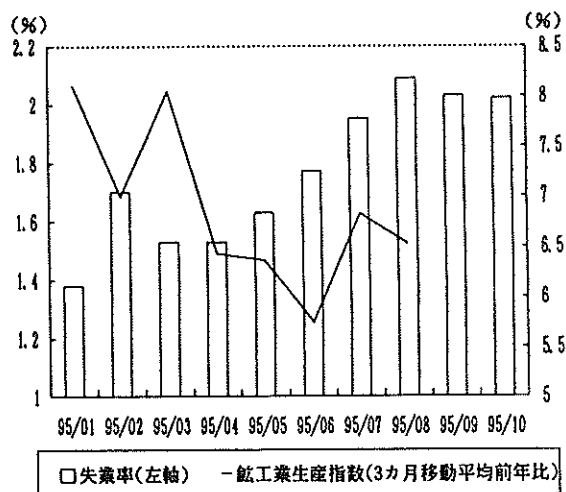
1) 景気～減速の兆し

台湾経済は、95年入り後も内需、外需の好調により景気拡大が続いていたが、95年下期より

拡大テンポの鈍化がみられる（実質 GDP 前年同期比、95年第2Q 6.5%→第3Q 6.0%）。すなわち、①台中関係の緊張など政治面での先行き不透明感の高まり、②株、不動産など資産価格の下落、③一連の金融機関の不祥事等にもなる金融システムの不安定化一等を背景に内需の伸びが鈍化している。特に、中国の軍事演習等にもなる株価の下落は、経済全体に深刻な影響を与えている。また、生産も95年入り後、伸びを低下させている。さらに、失業率も95年下期以降、依然低水準ながら2%近辺まで高まっている。貿易収支は、パソコン関連等の輸出好調により黒字拡大基調となっている。

今後、中台関係の緊張が一層高まることも予想されることなどから、当風景気減速が続くと考えられる。

低下する生産の伸び、高まる失業率



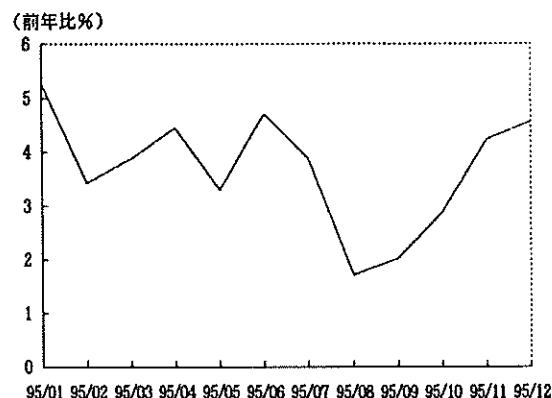
(資料) DIRECTORATE-GENERAL OF BUDGET, ACCOUNTING AND STATISTICS, EXECUTIVE YUAN他

2) インフレ～おおむね落ち着く

消費者物価上昇率は、95年入り後も高めに推移していたが、95年8～10月頃は①食料品価格の安定、②消費の鈍化、③円高修正による輸入物価上昇の沈静化一などから低下傾向にあった。しかし、足もと再び4%台に上昇している。

今後、基調的には景気鈍化が続くことから、インフレ率はおおむね落ち着いた推移となろう。しかし、①台中関係の緊張にもなる為替の対ドルレート下落等の影響から輸入物価が高まる可能性、②景気対策として金融が緩和傾向一等からインフレ高進の懸念は残ろう。

消費者物価の推移



(資料) DIRECTORATE-GENERAL OF BUDGET, ACCOUNTING AND STATISTICS, EXECUTIVE YUAN

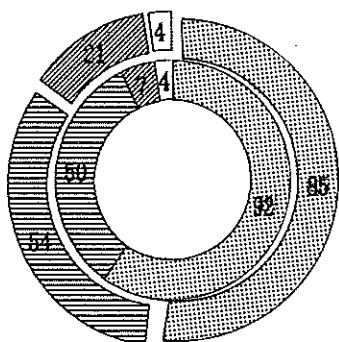
3) 金融政策～金融緩和傾向、 政治動向～内外で不安定

台湾の中央銀行は、95年11月7日預金準備率を引き下げた。背景としては、①インフレ率の落ち着き、②景気対策一があげられるが、特に、景気に深刻な影響を与えている金融システム安定化をねらったものといえる。金融システムが不安定化してきたのは、一連の金融機関の不祥事その他、台中関係の緊張にもなる株価の下落と海外への資金流出があるためである。

しかし、こうした政策がとられても、国内経済に暗い影を落としている内外政治動向の安定が実現しない限り景気回復は望めないであろう。95年12月2日に行われた台湾の国会にあたる立法院選挙で、与党である国民党が議席を大きく減らし、独立反対派の新党が躍進した。この結果の背景には、中国が軍事演習などによって圧力をかけたため、国内で社会不安が高まったことがあると

いわれている。国民党がかろうじて単独過半数を確保したものの、党内非主流派の動きによっては政局が混乱に陥る可能性もある。また、96年3月の台湾総統直接選挙に向けて中国からの政治的・軍事的圧力が増し、台中関係の緊張が高まるのは必至である。今後の内外政治動向次第で国内経済が大きな打撃を被むる可能性もでてこよう。

台湾立法院議席数の内訳



■国民党 ■民進黨 ▨新党 □その他

(注) 外円は95年12月2日の選挙の結果

内円は選挙前

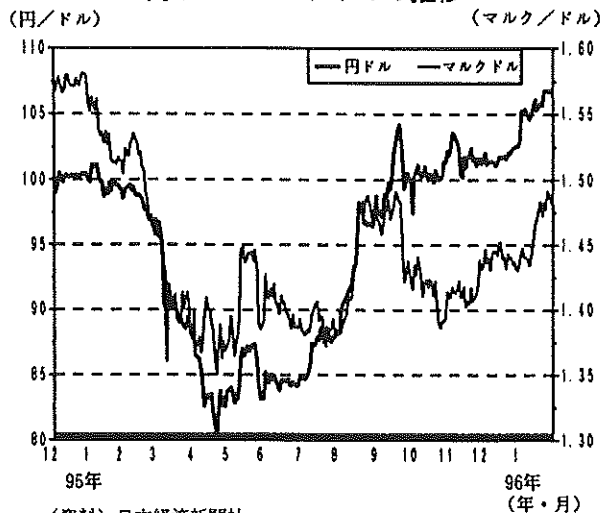
(資料) 主要紙

4. 為替～米国株高・債券高、 マルクとの連れ安から円安で推移

(1) 最近の動向と当面の見通し

ほぼ100円で安定状態にあった円ドルレートは、96年年初から、①米政府・議会の財政協議妥結への期待、②12月19日のFFレート引き下げ(25bp)と追加利下げ期待一などによる米株・債券高などを背景に、円安ドル高の展開となった。更に独連銀総裁のもう一段の金融緩和を示唆する発言(「通貨供給量の回復が遅れば政策金利の再引き下げの余地が生まれる」1/17)やG7(1/20)での欧州通貨当局者のマルク安を望む発言一などからマルクが対ドルで下落する中、連れ安の形で円は106～107円前半に下落した。

円ドル・マルクドルの推移



(資料) 日本経済新聞社

当面、やや円安気味の推移が続こうが、日本の対外黒字は漸減傾向にあるものの、規模自体は、依然、大幅であり、輸出の下げ止まりも予想されることから、一本調子の円安進展の可能性は小さいとみられる。

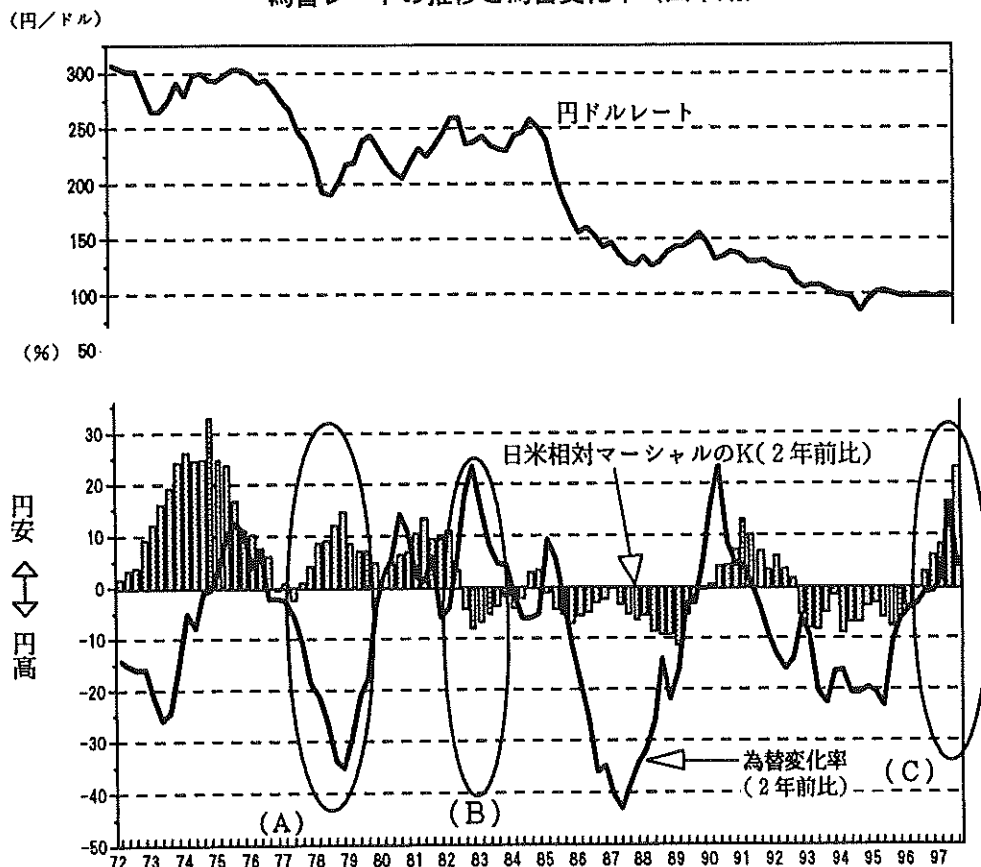
(2) ソロス氏の円安論～幅をもって解釈する
必要あり

ソロス氏の講演(1/17)が話題となった。氏は「日本の通貨供給量の伸びが米国より高いこと」を一つの根拠に、円安傾向を予想していると報道されている。同氏の分析手法を再現すると、主張どおり現時点で「97年末までは円安方向」のシグナルが出ている。しかし、ソロス氏の手法は完全なものではなく、解釈には注意(次ページ)が必要である。なお、ソロス氏本人も、講演会後の記者会見等で「108-112円程度まで下がれば、ワシントンで様々な異論(政財界からの)が聞こえるようになるのではないか」(日経金融1月18日)と発言しており、一般に言われているよりも円安に対しては慎重とみられる。

○ソロス氏の分析手法と足もとの状況

- ・「日米相対マーシャルのk(日本のK/米国のK)」は「為替変化率(2年前比)」に2年先行する関係にある。95年末までのデータで「97年末までの為替変化率」がわかることになる。
- ・「マーシャルのk」は、 $K=M1+Y$ (K:マーシャルのK、Y:名目GDP、M1(現金+要求払い預金))であり、金融緩和等によりM1が増加する時にはKが大きくなる傾向がある。
- ・足もと、「日本のK」は、金融緩和と金融システム不安によるM1の急増から上昇。一方、米国は、94年以降の引き締めに加え、景気減速からM1の伸びは低下しており、Kも低下傾向にある。これを映じ「日米相対マーシャルのK」は上昇傾向にあるため、少なくとも97年末までは為替変化率は円安方向という予測になる。

為替レートの推移と為替変化率(四半期)



(注) ①ソロス氏の講演会資料掲載のグラフを再現したものの。
 ②グラフ上の「96～97年にかけての為替レート変化率」は、96年4-6月期以降、98円と置いて計算した為替レート変化率。
 ③「日米相対マーシャルのK」の数値は、2年ずらして表示。例：76年のKは78年の箇所に表示している。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」、FRB他

[ソロス氏の手法を用いるにあたっての注意点]

①誤ったシグナル、タイミングの不一致

「77～79年末にかけ円安のシグナル」(グラフの(A))が出ていたが、実際には急激な円高が進展し、過去最高値を更新した。また、「82年央～84年央まで円高方向へのシグナル」(グラフの(B))が出ているにもかかわらず、85年9月まで円安ドル高が持続した。これは、円ドルレートが、「対外黒字等のマネタリーな要因以外の動きに大きく影響される」からである。

②為替変化の方向性はわかっても、変化率まではわからない

過去の間係をみると、「日米相対マーシャルのK」が「為替変化率」の動きに正確に先行し、「為替変化の方向性」が分かる場合でも、為替の変化率自体までは予測できない。

③為替レートと為替変化率の概念の違い

グラフで表示されるのは、「2年前に比べての為替変化率」であって、為替レートの水準自体ではない。例えば、現状より円高となり、96～97年にかけて98円で推移すると仮定しても、95年年初の急激な円高のため、97年第二四半期には2年前比で16%近い円安となる。(グラフの(C))

II. 日本経済

1. 経済動向～「緩やかな回復傾向」への復帰

(1) 景気の現状

日本の景気は95年4月頃から「調整局面」となっていたが、急速な円高の修正や株価の持ち直し、95年9月策定の経済対策の効果浸透などを背景に、95年10-12月期に「緩やかな回復傾向」へ復帰し始めたと判断される。10-12月期は民間投資に持ち直しの動きが見え始めるとともに、公共投資執行が本格化する兆しも現れ、企業の業況感は小幅改善し、生産も95年春頃の水準をおおむね回復している。こうしたなか、政府は「景気は緩やかながらこのところ足踏み状態を脱する動きがみられる」(1月11日「月例経済報告」)とこれまでの景況感をやや修正し、日銀も「わが国の景気は再び回復に向かいつつある」(1月26日「情勢判断資料」)との判断を示している。

1) 経済指標の動き、景気の現状

95年5月以降5ヵ月連続で50割れしていた景気動向指数(一致指数、先行指数)は11月、12月と連続して50以上となった。また、7-9月期に前期比マイナス2.3%と減少した鉱工業生産は10-12月期は前期比2.3%と増加に転じ、95年春頃の水準をおおむね回復している。今後も公共投資や住宅投資関連需要が期待されることもあり、生産予測指数は96年1月、2月もプラスの伸びを示している。在庫率指数は11月、12月と連続して前月比低下した。7、8月には年率換算130万戸程度にとどまっていた住宅着工戸数は、10月以降3ヵ月連続で年率換算150万戸以上の高水準となった。また、12月の公共工事請負金額が前年比で約20%増加するなど、95年9月に

策定された経済対策策に基づく公共事業の執行が本格化する兆しがみえる。

ただし、完全失業率が2ヵ月連続で3.4%の最高水準を記録するなど厳しい雇用環境が続く中で、実質消費支出（家計調査、全世帯）が6ヵ月連続で前年同月比マイナス、大型小売店販売額（店舗調整済）が3ヵ月連続で前年同月比マイナスとなるなど消費は依然低迷している。また、95年前半の円高や米国景気の減速などを背景に、輸出の伸びを大きく上回る輸入の伸びにより、対外収支黒字は縮小し、10-12月期も外需の悪化が続いている。

以上の通り、景気はまだ模様様の状況を脱しきれていない。しかし、総じてみれば、持ち直し、ないし、上向きの指標が増え始めており、景気は95年10-12月期に「緩やかな回復傾向」へ復帰

し始めたと判断される。当研究所が実施した「超短期予測（1月30日）」によると、95年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.1%、96年1-3月期比は1.1%となる見込みである。

(2) 生産、在庫および設備の動向

95年10-12月期の鉱工業生産は前期比2.3%増と再びプラスに転じた。在庫も前期比1.2%増加したが、在庫率指数は前期比1.5ポイント低下した。生産および在庫の動向には業種間の跛行性がみられるものの、鉱工業全体の生産は増加基調に戻る公算が高い。

また、設備資本ストックについては圧縮が進んでおり、低金利・売上高の回復などとあわせ、設備投資は増加傾向に転じ、その傾向を支える環境も徐々に整いつつある。

○最近の経済指標

(#は前年同期(月)比、%)

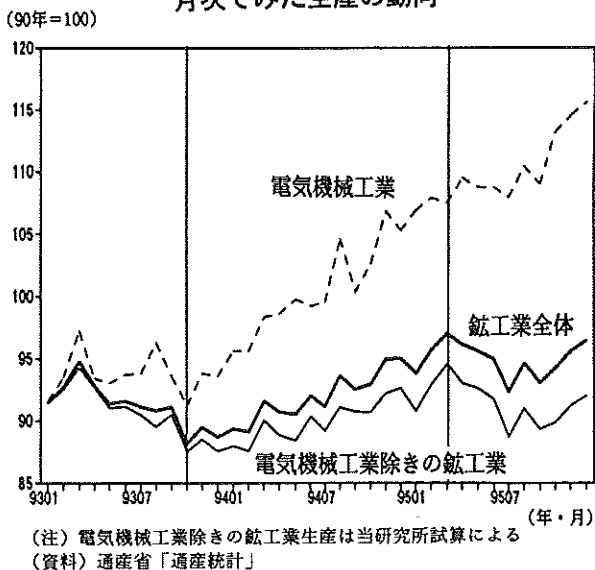
	94年 10-12	95年 1-3	4-6	7-9	10-12	95年				
						8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率	▲1.1 前期比 0.3 前年同期比	0.1 0.1	0.6 0.5	0.2 ▲0.2						
景気動向指数						30.8 先行指数 45.5	46.2 一致指数 36.4	72.7 75.0	60.0 50.0	
鉱工業生産									(1.1)	(1.0)
(予測指数)										
前期(月)比	2.1	1.3	0.0	▲2.3	2.3	2.5	▲1.7	1.3	1.5	0.8
前年同期(月)比	6.0	6.1	4.9	1.0	1.1	1.0	0.6	1.4	0.7	1.6
在庫率指数	110.4	112.7	115.1	118.6	117.1	116.3	118.5	119.9	116.2	115.3
実質消費支出[家計調査、全世帯]*	▲2.0	▲2.5	0.1	▲0.5		▲0.3	▲0.2	▲1.7	▲2.4	
大型小売店販売額[店舗調整済]*	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.5	▲2.1	▲1.1	0.0	▲3.2	▲0.5	▲2.5
新車販売(登録率)台数*	4.5	9.7	3.1	2.2	5.3	3.2	2.0	6.5	4.6	4.9
住宅着工戸数(季調済、年率、万戸)	155.7	152.8	141.0	139.3	157.0	134.2	144.5	150.9	159.5	160.8
機械受注額(船舶・電力除く民需)*	10.1	2.2	14.2	2.4	(8.1)	2.4	▲0.9	4.6	10.9	
公共工事請負額*	▲2.8	▲23.3	4.0	2.9	9.5	2.2	▲3.7	10.8	0.0	19.7
通関輸出 数量指数*	6.8	4.9	6.7	1.8	0.6	3.0	2.7	▲1.4	0.5	2.7
通関輸入 数量指数*	18.6	15.2	15.0	10.5	10.2	8.3	7.1	11.7	7.6	11.2
通関黒字(季調済、年率、億ドル)	1,187	1,091	1,307	1,011	873	1,030	1,030	575	1,066	978
為替レート(円/ドル)	98.8	96.3	84.4	94.1	101.5	94.6	100.5	100.7	101.9	101.9
完全失業率(季調済、%)	2.9	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4
消費者物価指数(生鮮食品除き)*	0.5	0.2	▲0.2	▲0.1	0.1	▲0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
総合卸売物価指数*	▲1.2	▲0.9	▲1.7	▲0.9	▲0.1	▲1.0	▲0.2	▲0.1	0.0	▲0.3

(注) ① 鉱工業生産の四半期系列の()内は予測指数を用いて算出、月次系列の()内は順に96年1月、2月の製造工業予測指数
② 機械受注額の()内は受注見通し

1) 生産と在庫の動向

12月の鉱工業生産は3ヵ月連続で対前月比プラスとなり、ミニ調整局面入りする前の95年3月と比較すると、生産は▲0.6ポイント減とほぼ同水準を回復した。また、在庫は3.2ポイント増、在庫率は2.8ポイント上昇となっている。

月次でみた生産の動向



93年11月以降の景気回復局面でミニ調整に入るまでの期間において、特に著しい生産の回復を示したのは電気機械工業である。他の業種と同様、95年4月以降は生産の足踏み状態もみられたが、半導体関連需要などの好調に支えられて、10月以降は鉱工業全体をはるかに上回る伸びで増産を行ってきた。電気機械工業の12月の生産指数は95年3月の水準を8.1ポイント上回っている。

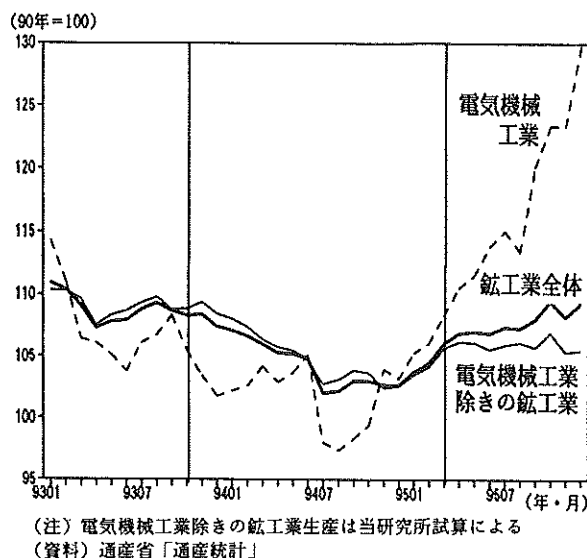
また、在庫は94年夏頃より増加基調にあり、12月の在庫指数は3月より21.4ポイントも高い水準にある。その結果、在庫率指数は3月より11.3ポイントの上昇となった。

電気機械工業が鉱工業生産に占める割合は約2割であるが、このように生産・在庫ともに高い伸びを示しているため、全体の指数への影響が大きく、生産および在庫の基調がやや判別し難い。

それ以外の業種の生産および在庫の基調を判断

するために、電気機械工業除きの指数を作成して12月を3月と比較すると、生産は▲2.6ポイント減、在庫は▲0.2ポイント減、在庫率は1.5ポイント上昇している。ただし、生産指数は最も低かった7月と比較すると3.3ポイントの上昇、在庫指数は最も高かった10月から▲1.4ポイントの低下、在庫率指数は最も高かった7月から▲6.2ポイントの低下である。

月次でみた在庫の動向

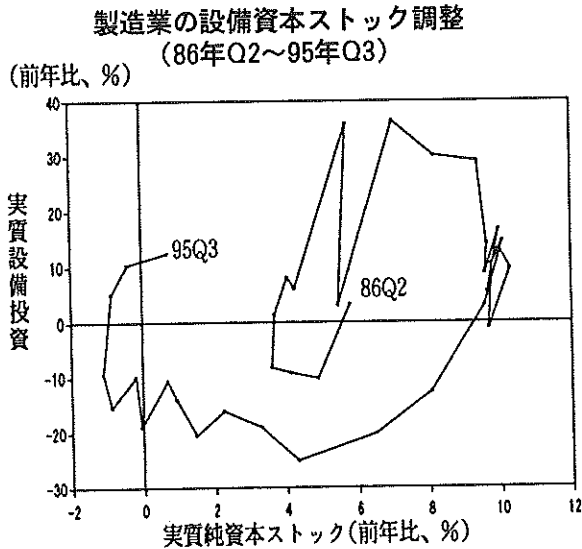


従って、これまでのところ、電気機械工業では積極的な在庫積み増しを行ってきたのに対し、他の業種では在庫の圧縮に取り組んできたものと判断される。今後については、住宅投資や設備投資が持ち直しつつあるのに加え、公共投資の本格執行も見込まれることから、業種間の跛行性はあるものの、鉱工業全体の生産は当面、増加基調をたどる公算が高い。

2) 設備資本ストック調整の進捗状況

95年4月頃から景気が調整局面入りした要因としては、急激な円高と米国景気の減速による外需の悪化、震災や社会不安による消費の低迷などのほか、景気回復のリード役が公共投資・住宅投資から設備投資へと円滑にバトンタッチできなかつ

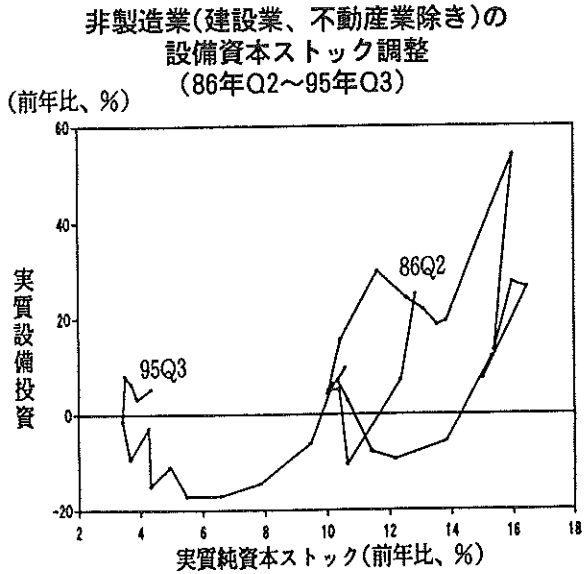
たことが挙げられる。現在、景気は「緩やかな回復傾向」へと復帰しつつあるが、景気の足取りが確かなものになるには、設備投資の持ち直しが定着することが必要となろう。



(注) 70年Q1の値をベンチマークとして、各期の固定資産額・新設投資額・減価償却額・設備投資デフレーターをもとに、当研究所にて実質純資本ストック及び実質設備投資の系列を作成
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」経済企画庁「国民経済計算年報」

これまでのところ、バブル崩壊とともに顕在化した過剰な資本ストックは、過度に積み上がった金融負債、過剰雇用とともに、その後の企業の新規支出・新規採用を抑制する要因となっており、調整を長期化させている。企業リストラの中で非効率資産が償却・圧縮されるとともに、新規投資が抑制され、資本ストックの伸びは低位にとどまってきた。

減価償却分を控除した実質純資本ストックを試算してみると、製造業では94年、95年上期にはストックの前年比増加率がマイナスになる(新規の設備投資額が既存設備の減価償却分を下回る)ところまで調整が進んだ。特に、製造業では、売上高の回復、長短金利の低位安定などを背景に大企業を中心に収益環境も徐々に改善し、現在は設備投資・資本ストックの対前年比がともにプラスになる段階にいたっている。



(注) ①70年Q1の値をベンチマークとして、各期の固定資産額・新設投資額・減価償却額・設備投資デフレーターをもとに、当研究所にて実質純資本ストック及び実質設備投資の系列を作成
②非製造業=全産業-農林水産業-鉱業-製造業-建設業-不動産業-電気業-ガス業とした
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」経済企画庁「国民経済計算年報」

非製造業のうち、不動産業では、バブルの崩壊後も設備投資を増やしていた時期があり、その後の設備投資抑制は長期化している。また、不動産業と関連の深い建設業などでも、資本ストックの伸び率は引き続き低下傾向にある。しかし、こうした業種を除いてみれば、非製造業についても、前年比でみた設備投資・資本ストックの伸び率がともに増加する状況になり始めている。

厳しい雇用・所得環境を背景に消費の基調は弱く、年度後半の公共投資の息切れの恐れなどの需要面での不安要因があり、また、不良債権処理問題の重石や政局動向などの不透明要因も大きい。このため、今後の設備投資を巡る環境には要注視ではあるものの、足もとの状況は設備投資の増加傾向を支える方向に整いつつある。

2. 金融動向～当局の景況判断は改善方向、 長期金利はやや強含み圏

①短期金利～短期金利は当面、低め誘導継続

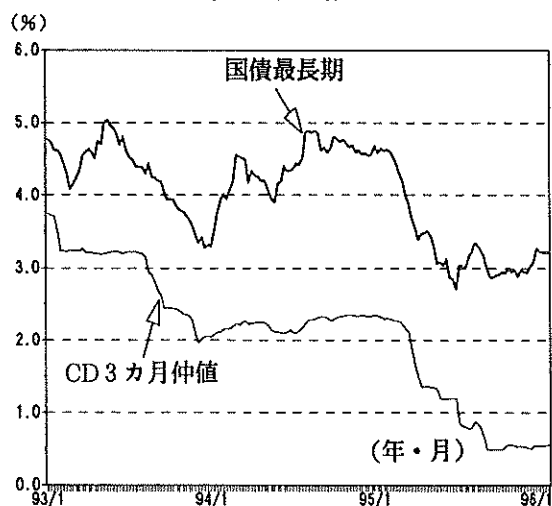
鉱工業生産の持ち直し傾向など景気に改善傾向がみえ始める中、日銀は「情勢判断資料」(1/26)を発表した。「景気は再び回復傾向に向かいつつある。最終需要面では純輸出の減少テンポが幾分鈍化するなか、公共投資が増加し、住宅投資もかなりのテンポで回復しつつある」としており、直前に開催された支店長会議(1/23、24)の報告なども踏まえ日銀は景況判断を上方修正しつつある^(注)。

(注) 前回95年10月の「情勢判断資料」では「景気は足踏み状態を続けている。最終需要面では設備投資が緩やかに回復しており、公共投資も増加傾向にあるが、純輸出が減少傾向を強め、住宅投資も減少している」との表現。

日銀は短期金利低め誘導(公定歩合以下にコール無担保翌日物金利を誘導)終了後の金融市場を睨んで、1月12日に1962年以降実施されていた都市銀行向けの日銀貸出限度額(直近、合計5兆円)を撤廃した。従来、金融調節の中心で恒常的に高水準であった日銀貸出(94年12月末残高6.0兆円→95年12月末残高2.4兆円)は今後は金融機関への流動性維持を目的とした位置づけとし、通常の金融調節は手形オペ、現先オペなど各種オペレーションで行うスタンスを示したものである。

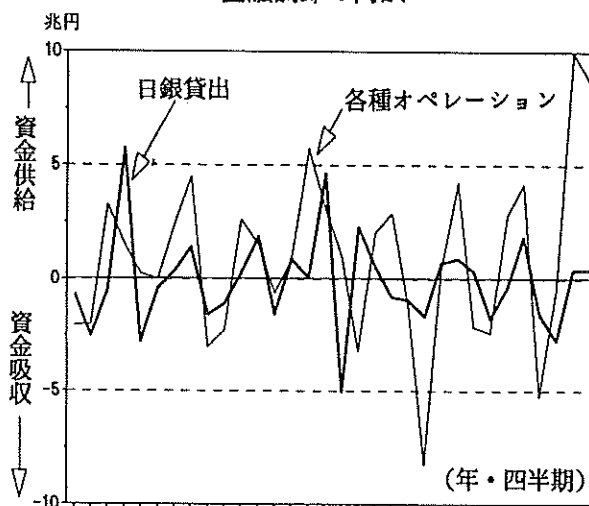
短期金利の低め誘導策は、①日銀の景気先行きの見方は依然慎重(「わが国の成長の基盤は海外景気や円高などの外的ショックに対していぜん脆弱」(情勢判断資料)など)、②住専問題など不良債権関係の懸念材料が多いことなどから当面、継続されよう。

長短金利の推移



(注) 値は週末値
(資料) 東証資料等

金融調節の内訳



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

②長期金利～景気改善の中強含み圏

長期金利は足もと円安推移、株価持ち直し、景気改善傾向の中、強含み傾向にある。今後、当面、景気の緩やかな回復、高水準の国債発行もあり、強含み圏で推移しよう。金利先行指数も長期金利の強含み方向を示唆している。ただし、景気の回復力は限られ、資金運用部など公的部門の買い余力もあることなどから小幅上昇にとどまろう。

次に以下で財政赤字関係の問題についてふれたい。平成8年度予算案では一般会計から、国債整理基金への定率繰り入れを4年ぶりに復活させるなど、隠れ借金で赤字国債発行を回避するスタンスから、「財政危機宣言」に見られるように財政の危機的状況を明るみに出すことで、危機意識を高める方向に変わった。

また、大蔵省は1月22日、①隠れ借金の額が平成7年度の約6兆円に対して、平成8年度予算では約1兆円になる。②将来の国の返済を要するいわゆる隠れ借金の残高が平成8年度末見込みで43.1兆円(含国鉄清算事業団債務27.0兆円)に達することを明らかにした。

このため国債発行額は赤字国債12.0兆円を含む21.3兆円となり、金利への悪影響が心配されている。

通常、財政バランスの金利への影響を考える際には、①一般政府財政と中央政府財政、②循環的要因と構造的要因、③債務や国債のフローとストックなどの観点があろう。隠れ借金を顕在化させると、政府の概念を広くとった一般政府ベースでの財政赤字額は変わらないが、国債発行額自体は増加することになるため、国債需給面を通じての金利上昇要因となる可能性は残ろう(参考参照)。

(参考)～財政バランスの金利への影響を試算したものに以下がある。

- ①経済企画庁第5次世界経済モデル(95.5発表)では日本の一般政府財政バランスがフローで1%悪化すると、名目10年国債金利は0.14%上昇する。
- ②IMFの“World Economic Outlook”(95.5)では一般政府債務残高の名目GDP比が世界全体で1%上昇すると世界実質長期金利は0.14%上昇するとしている。

(96年2月9日現在)

隠れ借金内訳

(億円)

	7年度	8年度
国債整理基金への定率繰り入れ等の停止	32,457	—
決算調整資金への繰入れの特例	5,663	—
一般会計が承継した債務の資金運用部に対する償還	8,054	—
厚生年金特別会計への繰入れ	4,150	8,000
国民年金特別会計への繰入れ	2,372	—
労働保険特別会計への繰入れ	300	—
外為特会から一般会計へ繰入れ	3,500	2,000
自賠責再保険から一般会計への繰入れ	3,100	—
合計	59,596	10,000

(注) 国債整理基金への定率繰り入れのこれまでの停止分累計は先の隠れ借金の残高43.1兆円には入っていない。

(資料) 大蔵省「平成8年度における財政運営のための公債の発行の特例等に関する法律案について」

政府の概念

一般政府	
中央政府	
一般会計	
特別会計	国債整理基金、外国為替資金、自賠責再保険、資金運用部(一部)等
事業団	雇用促進事業団、環境事業団等
地方政府	
普通会計	
事業会計	国民健康保険(直診)、病院、下水道等
社会保障基金	
特別会計・準会計	船員保険、国民年金、労働保険等
共済組合	国家公務員、地方公務員、国民健康保険組合
基金	厚生年金等

(注) 資金運用部特別会計は郵便貯金、各特別会計の積立金及び余裕金等を統合管理したもので、資金の運用利殖金の収入、資金運用部預託金の利子、事務取扱費等のみ国の特別会計に計上。

(資料) 大蔵省「財政金融統計月報」他