

経済の動き

経済調査部

I. 海外経済

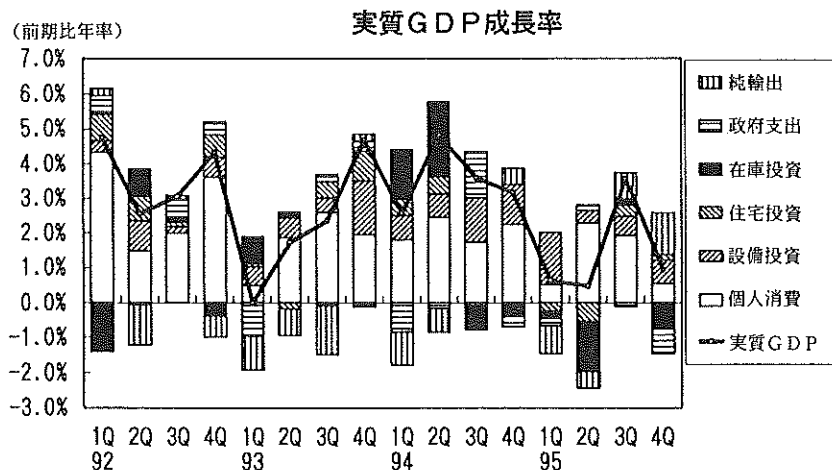
1. 米国経済～景気減速下、一段の金融緩和へ

(1) 景気～95年10～12月期は前期比年率0.9%、
96年1～3月期も低成長

95年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率0.9%となった。純輸出、設備投資、個人消費が成長を支える一方で、政府支出、在庫投資が成長の足を引っ張る形となった。個人消費は、非耐久財消費が前期比年率▲5.1%と減少、耐久財消費が同1.5%の伸びに止まるなど、財消費の不調が響いて実質GDP成長率に対する寄与度は

0.6%と低迷した。純輸出は、自動車、資本財、工業用原材料の収支が改善したことから、寄与度1.2%と最大の成長項目となった。政府支出は政府機関閉鎖等の影響からマイナス寄与となった。在庫調整は引き続き続いている模様である。

足もとの経済指標は強弱混合の状況である。1月の鉱工業生産は前期比▲0.6%、前年比0.1%と引き続き減速している。2月の消費者信頼感指数（コンファレンス・ボード）は、97.0と前月の88.4から改善したものの、2月のNAPM指数は45.2と製造業の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。



（注） 各需要項目は寄与度。但し、合計が成長率と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	95年	95年	95年	95年	96年	96年
		1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月	1月
雇用部門									
失業率		5.5	5.7	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	68	212	161	▲201
家計部門									
実質可処分所得	前期比年率	3.6	0.0	4.5	3.5	2.3	3.7	7.0	▲0.4
	前年同期比	4.9	2.4	3.0	2.9	2.7	3.0	3.0	2.5
実質消費	前期比年率	0.8	3.4	2.8	1.1	▲6.9	9.5	9.6	▲9.1
	前年同期比	2.5	2.5	2.6	2.0	1.4	2.0	2.6	2.0
消費者信頼感指数（コンファレンス・ボード）		100.2	100.4	100.4	98.9	96.3	101.6	98.7	88.4
乗用車販売台数	前期比	▲3.8	▲0.5	5.1	▲3.3	▲5.7	1.4	8.2	▲15.7
	前年同期比	▲5.5	▲5.0	▲0.9	▲2.8	▲6.2	▲4.4	2.3	▲8.1
住宅着工件数	前期比	▲11.5	▲1.4	9.6	▲1.3	▲3.6	7.9	▲5.0	4.4
	前年同期比	▲5.0	▲11.8	▲2.7	▲5.7	▲6.0	▲3.1	▲8.0	5.5
企業部門									
鉱工業生産	前期比	1.0	▲0.3	0.7	0.1	▲0.5	0.2	0.2	▲0.6
	前年同期比	5.5	3.3	2.9	1.5	1.9	1.6	0.9	0.1
設備稼働率		84.8	83.7	83.6	82.8	82.9	82.8	82.7	81.9
NAFPM指数		54.2	48.4	49.1	46.2	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	0.8	0.7	0.7	0.3	0.1	0.1	0.3
	前年同期比	2.9	3.0	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0

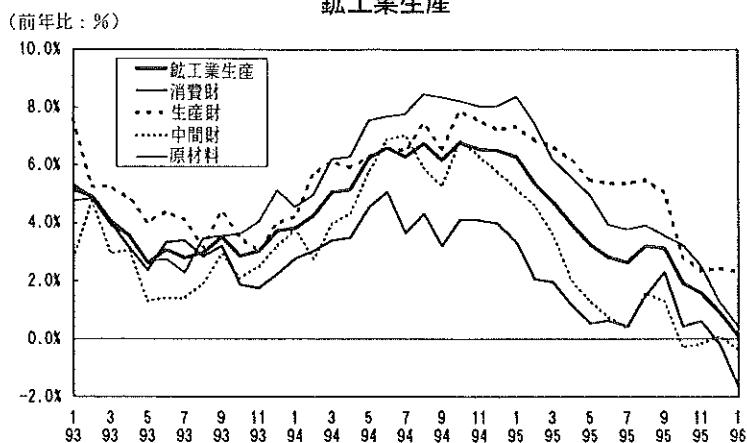
（資料）米国商務省“Survey of Current Business”他

96年1－3月期以降年央にかけて、純輸出の下支えがあるものの、個人消費の減速、設備投資の頭打ちから低成長が続く見込みである。

企業部門

1月の鉱工業生産は、前月比▲0.6%、前年比0.1%と低調な結果となった。生産財に下げ止まりの動きはみられるものの、消費財が前年水準を大きく割り込むなど、低迷状況が続いている。在庫調整は進展しつつあるとみられるが、個人消費、設備投資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

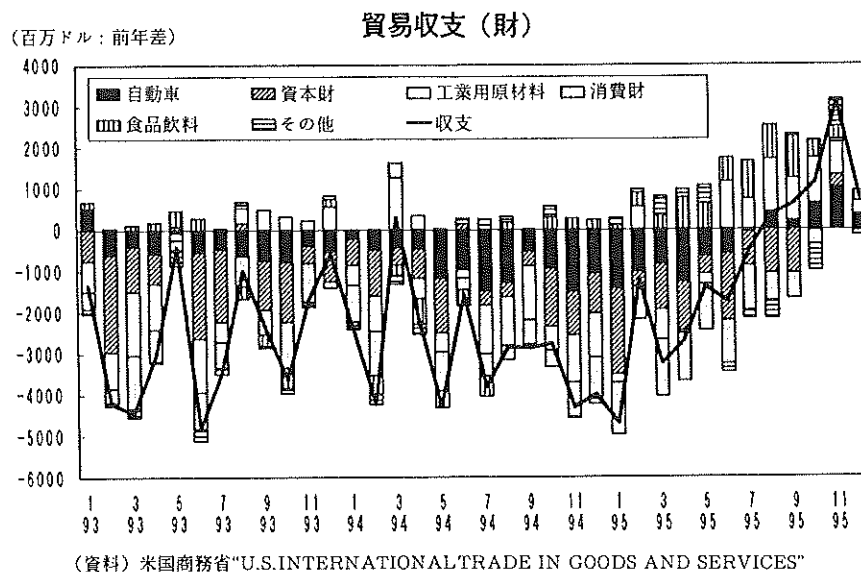


（資料）FRB“Federal Reserve Bulletin”

海外部門

12月の貿易収支（財収支：センサスベース）は、112億ドルの赤字となった。自動車、資本財、工業用原材料等の収支改善を受けて前年同月比約8億ドルの赤字減少となった。自動車は国内自動車販売の低迷を背景に輸入の減少が続いている。

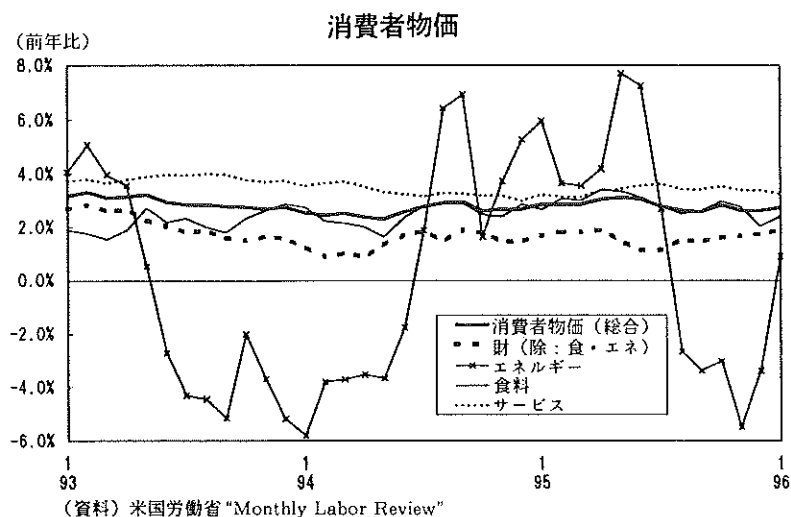
資本財は輸出入ともに拡大が続いているが、輸入がやや鈍化する一方で輸出の堅調が続いていることから黒字幅が拡大している。工業用原材料は国内生産の低迷を背景に輸入の伸びが抑えられている。今後国内景気の低成長が続くことを背景に貿易収支の改善基調が続くと思われる。



(2) 物価動向～安定基調が持続

1月の生産者物価は前月比0.3%の上昇、食料品・エネルギー除きでは同0.1%の低下となった。1月の消費者物価は前月比0.4%の上昇、食料品・

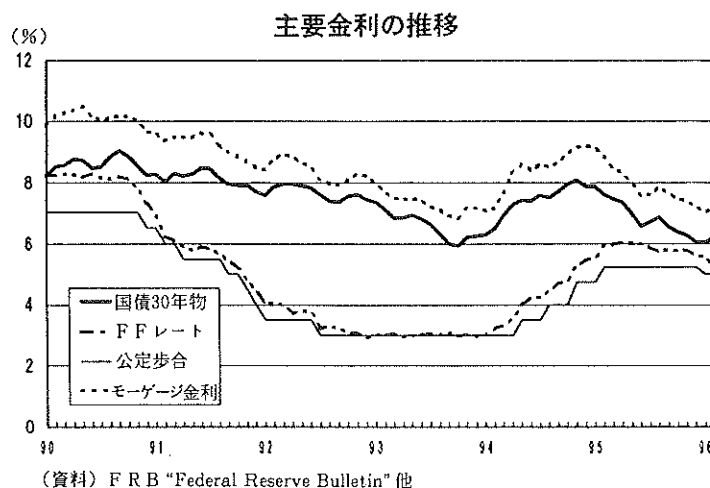
エネルギー除きでは同0.3%の上昇となった。やや高めの伸びとなったのは、寒波の影響でエネルギー価格が高騰していることが背景である。サービス価格が安定傾向にあること等を背景に、物価は概ね安定傾向を辿ると思われる。



(3) 金融政策・金利～一段の利下げへ

グリーンズパン FRB 議長は、2 月 20 日に行われた議会証言で景気の減速は一時的であるとの見解を示した。背景として、政府機関の閉鎖、寒波等を指摘している。FRB が現状の金融政策を引き締め寄り、あるいは中立的のどちらとみなしているかは明確ではないが、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る。

長期金利は、グリーンズパン FRB 議長が景気減速を一時的と見てしていると証言したことを受けて、景況感が交錯し一時急上昇する展開となった。財政収支均衡が予備選挙の政策論争の対象とならず、宙に浮いた形となったことも影響している。足もとでは、95 年 2 月の NAPM 指数が引き続き 50 を割り込む水準となったことなどを背景に低下している。今後は、景気減速、物価安定を背景に当面弱含みとなる。



2. 欧州経済

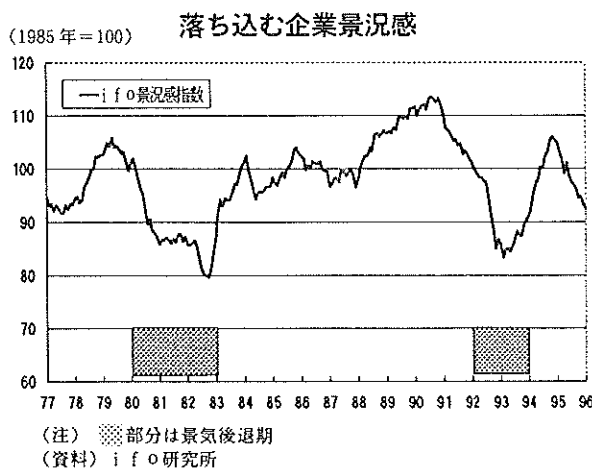
(1) ドイツ経済～下げ渋る長期金利、景気の足踏み続く

1) 景気動向～足踏み続き失業増大

10 数年振りという厳冬となった影響もあり、国内景気の低迷は 96 年第 1 Q に入っても続いている模様である。GDP 成長率とほぼ連動している ifo 企業景況感指数（西独、85 年＝100）は 1 月に、景気の底打ち直後だった 94 年初めの水準まで低下して 92.6 となった。輸出の見通しは 95 年 11 月 8.9 (注)→12 月 10.8→1 月 14.9 と明るさ

を増しているものの、企業の現状判断は引き続き厳しい。

(注) 今後 3 ヶ月間に関して「拡大予想企業」－「減少予想企業」の割合。バランス％。



(旧西)ドイツ企業は資金調達において外部資金、その中でも借り入れに依存する比率が高い。したがって、連銀の短期金利低め誘導、国内インフレ圧力の低下にもかかわらず長期金利が下げ渋っていることも企業活動に影響を与えていると思われる。

金融緩和はほぼ最終局面であり、また追加的な財政出動(96年年初より対名目GDP比0.7%規模の所得税等減税を実施)の余裕もないことから、今後の景気の立ち直りは、マルク安定下での輸出の伸びと減税を受けた個人消費の回復を待たざるを得ない。景気は足踏み状態から徐々に回復に向かうとみられるが、そのペースは極めて緩やかなものにとどまろう。

景況回復が遅れる中、大きな社会問題となっている雇用情勢の悪化も続いている。1月の失業率は10%の大台(全独ベース、季調値)に乗った。

労使は、賃上げを小幅にとどめる見返りに雇用を保障する—という「雇用協定」に関する協議を行っているが、話し合いは平行線を辿っており、早期合意は期待薄である。個別の賃上げ交渉では、化学、建設、保険の各労組から軒並み5%以上の賃上げ要求が出されている。11年振りの本格的ストライキが行われた昨年引き続き、今年の春

闘も交渉は難航が予想される。

かねてより雇用促進の阻害要因として指摘されてきたドイツの高賃金、硬直的な労働慣行の見直しは叫ばれているものの、具体的な動きはまだみられない。失業率の高止まりが懸念される。

2) 物価動向～インフレ率は1%台で安定推移

96年2月の(西独)生計費上昇率は、速報値で前年比1.4%と発表された。1月の生産者物価上昇率が同0.0%、輸入物価上昇率が▲1.0%(ともに全独)と、川上部門のインフレ率も安定している。

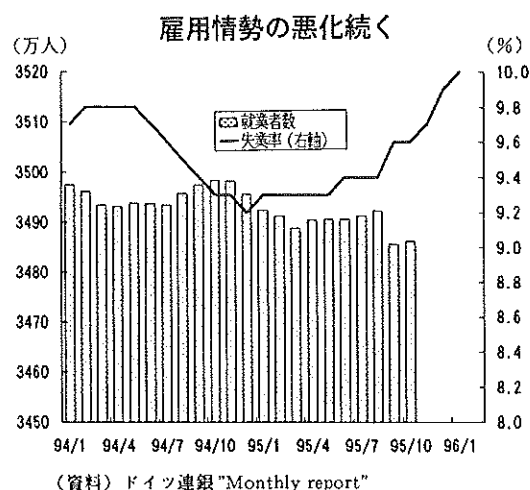
ドイツのインフレ懸念は当分浮上しないとみられる。

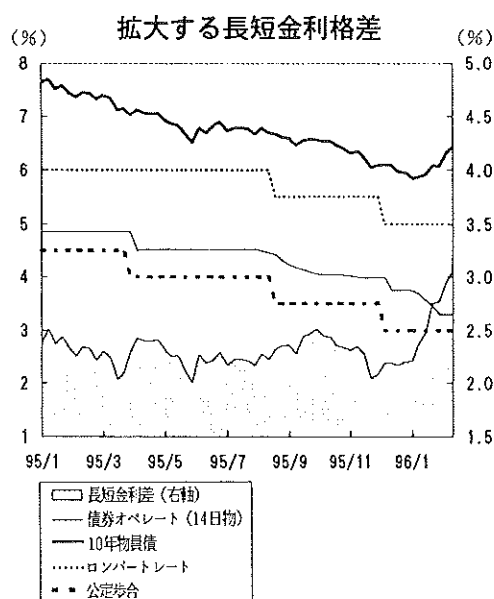
マルクの実効レートは95年4月をピークに緩やかな低下(＝減価)傾向にあるが、景気低迷による国内インフレ圧力の不在、一次産品価格の安定—から、国内物価の上昇は抑えられている。

連銀も2月の月報の中で「物価の推移は満足できるもの」としており、金融政策は当分景気対策に重点を置いたものとなる。

3) 金融政策・金利動向～金融緩和局面続くが長期金利は下げ渋り

ドイツ連銀は、昨年12月の公定歩合・ロンバートレート引き下げ後、債券オペレートの低め誘導を進めてきた。これにより短期金利は12月から2ヵ月間で40bp程度低下したが、長期金利は下げ渋っており、長短金利格差は年初来拡大する一方である。これは、米国長期金利の上昇という外部条件に加えて、ドイツの金融緩和もほぼ最終段階という認識が市場で広がっており、また欧州通貨統合の先行き不透明感から投資家が長期債を敬遠しているためと考えられる。





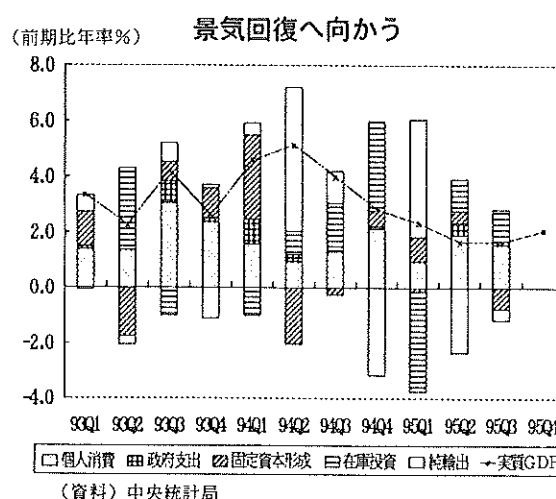
(注) 長短金利格差=10年物国債利回り-インターバンクレート(3ヵ月)
(資料) Datastream

マーストリヒト条約の通貨統合条件達成のために財政当局の手は縛られており、景気浮揚の手段はもっぱら金融緩和頼みとなっている。しかし、市場短期金利の下限を画する公定歩合は現在 3.0 %とほぼ史上最低水準であり、金利引き下げの余地はそれほど大きくない(第2次大戦後、公定歩合が3%を下回る水準まで引き下げられたのは87年のブラックマンデー時のみ)。景気持ち直しの兆しがみられなければ再利下げが考慮されることにはなろうが、もう一段政策金利が下げられても、かえって打ち止め感が強く、長期金利の低下は限られたものとなる。

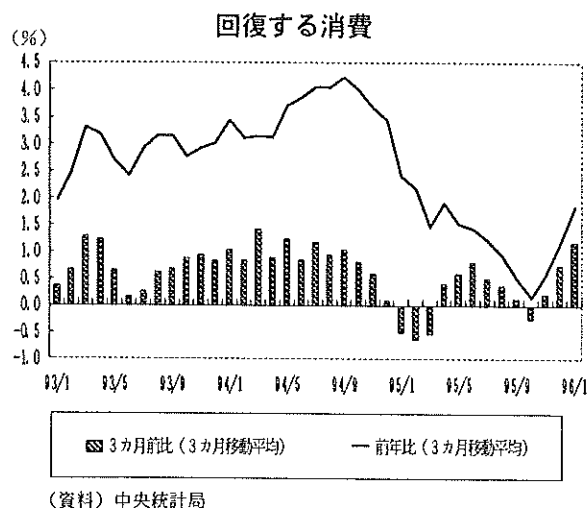
(2) イギリス経済～景気回復へ、 インフレ率は落ち着く

1) 景気～好調な個人消費

96年2月22日に発表された95年第4Qの実質GDP(改定値)は前期比年率2.1%と英国の潜在成長率(2%台前半)に匹敵する水準となった。

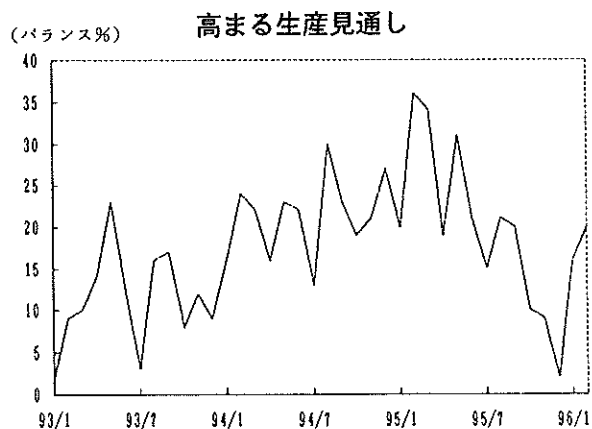


鉱工業生産の伸び率(前年比)は、95年3月の5.3%をピークに低下傾向にあったが、10月をボトムに足もとやや持ち直し、11月1.9%、12月1.7%となった。しかし、これは厳寒にともなうエネルギー需要の増加が主因である。製造業生産の伸び率(前年比)は、11月0.3%、12月▲0.1%と伸び悩みの傾向にある。これは欧州大陸諸国の景気鈍化にともなう輸出不振が要因である。



小売上の伸び率は、前年比で95年11月1.6%、12月1.7%と上昇傾向にあったが、96年1月は、前年比2.3%、前月比▲0.6%となった。小売上が前月比でマイナスとなったのは、今冬期における厳寒が主因とみられる。2月も厳寒の影響が続くと考えられるが、こうした要因を除けば、基調的には、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—等を背景に回復基調が続くであろう。



(注) 今後4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 (CBI)

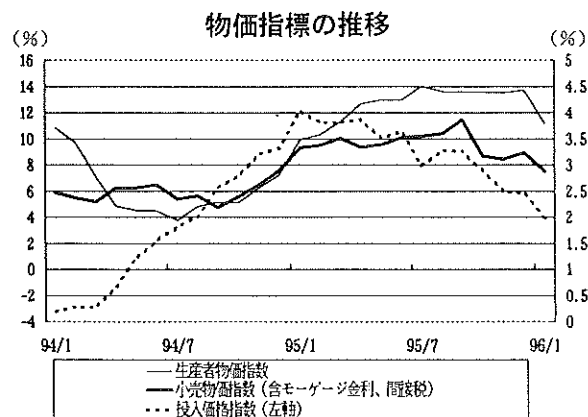
以上のように生産は伸び悩んでいるものの、個人消費回復基調に加え、①失業率の低下など雇用環境の改善、②英国産業連盟 (CBI) 調査による企業生産見通しの改善—等もみられ、景気は回復へ向かっていると判断できよう。

2) インフレ～落ち着く傾向

95年1月の小売物価上昇率 (前年比) は、12月の3.2%から低下し2.9%となった。これは、①モーゲージ利払いの低下、②クリスマスセールにおける値引きが例年を上回ったこと—が要因である。

一次産品価格の下落を主因に川上部門のインフレ圧力は一段と低下している。1月の生産者物価上昇率 (前年比) は、12月の4.4%から低下し3.8%となった。また、生産者投入価格上昇率 (前年比) も、12月の5.7%から4.1%へとさらに低下した。

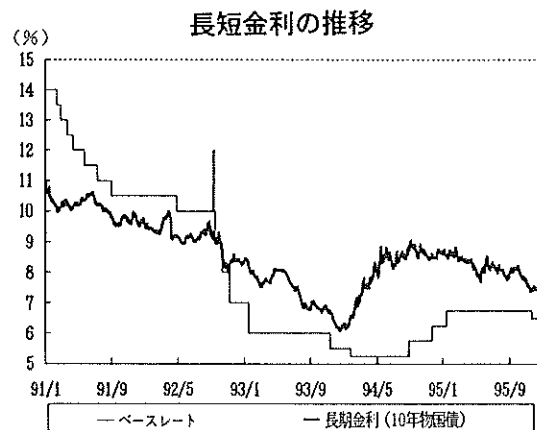
足もと労働コストの伸び率が上昇しているものの、一次産品価格の下落はそれを相殺して余るものであり、また消費者の低価格志向も根強いことから、当面インフレ率は落ち着いた推移となろう。



(資料) 中央統計局

3) 金融政策～注目される政治動向

ベースレートは、96年1月18日に6.25%へと引き下げられた後、据え置かれている。しかし、今後インフレ率が落ち着く中、景気、総選挙対策として追加利下げが行われる可能性がある。



(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

政局については、下院での議員離党などによる保守党過半数割れと早期総選挙の可能性がとりざたされている。現在、保守党と労働党の経済政策の差異は、①労働党が前総選挙敗北の反省から保守党よりの政策を打ち出している、②マーストリヒト条約によって経済政策がある程度政府外から決まる—ため、ほとんどない。このことがブレア

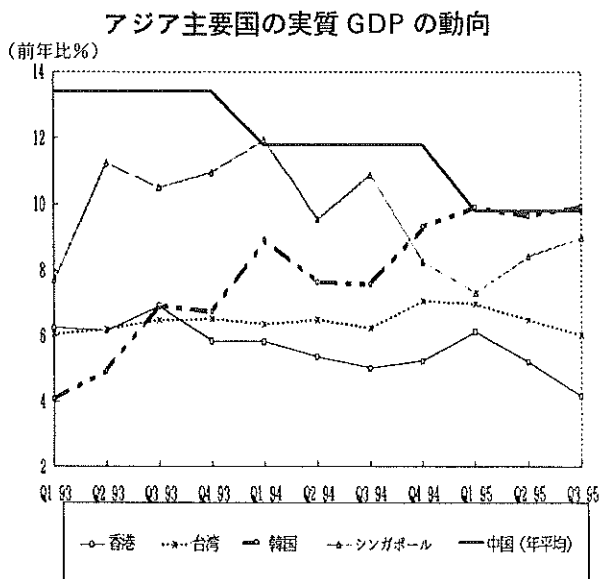
労働党党首の人気と相まって労働党支持層を広げている。市場においては、労働党政権による財政支出拡大等を懸念する向きもあるが、実際に労働党が政権を担った場合でも、労働党が保守党よりの政策を掲げていることなどから、保守党とほぼ同じ経済政策がとられるであろう。

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高まる政情不安等の影響で低下傾向にある。

中国は、安定成長への移行過程にあり、インフレ率も低下傾向にある。韓国は、設備投資をはじめとして内需、外需とも依然高い伸びだが、景気鈍化の兆しがみえる。台湾は、台中関係緊張の影響によって景気鈍化が著しい。香港は、政治的不透明感が根強く、消費が低迷し、景気腰折れの可能性がでている。シンガポールは、パソコン関連輸出の増勢が景気をけん引している。



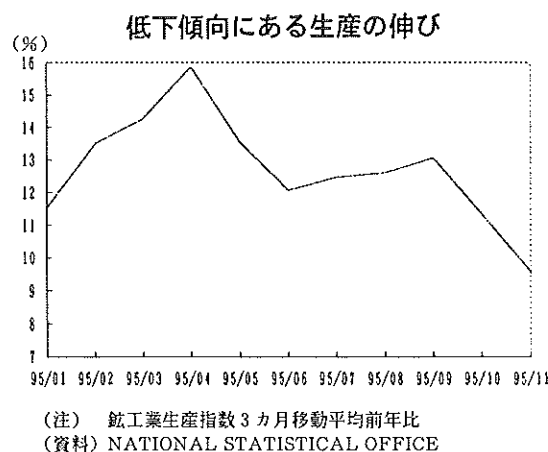
(資料) 香港: CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT
台湾: DGBAS, 韓国: THE BANK OF KOREA
シンガポール: DEPARTMENT OF STATISTICS
中国: 経済企画庁「海外経済報告」等

(2) 韓国経済～注目される内外政治動向

1) 景気～鈍化の兆し

韓国経済は、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る（実質 GDP 前年同期比、95 年第 2 Q 9.7%→第 3 Q 9.9%）。特に設備投資の増勢は強く、景気拡大を主導している。

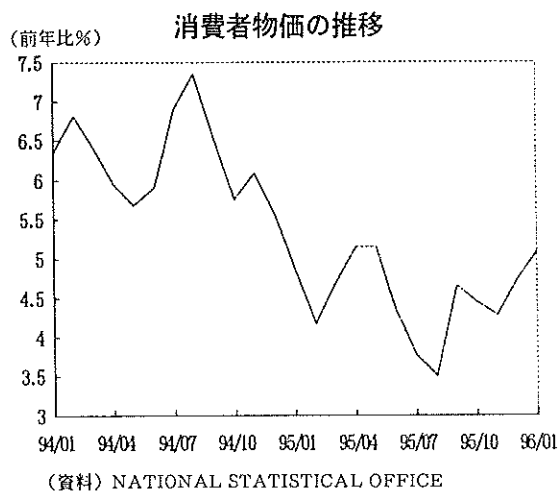
しかし、足もと生産の伸びの低下傾向にみられるように、景気鈍化の兆しがでている。これは、①景気拡大期間が長いことによる天井感、②95 年 8 月以降の円高・ウォン安の修正による輸出の伸びの鈍化、③秘密資金事件等による国内政治の不安定化一のためである。今後はこれらの要因に加えて、①北朝鮮の政情不安（およびそれにとともなう株価の下落）の影響による内需の鈍化、②米国、中国等輸出先国の景気鈍化にとともなう外需の鈍化一もあり、韓国経済は景気鈍化へ向かうと考えられる。



2) インフレ～おおむね落ち着く

消費者物価上昇率（前年比）は、95 年入り後、①食料品価格の安定、②円高修正による輸入物価上昇の沈静化一などから、依然高い水準ながらも低下傾向にあった（95 年第 2 Q 4.8%→第 3 Q

4.0%)。今後は、①賃金上昇率、輸入物価上昇率の安定にともなう生産者物価上昇率（川上部門からの物価押し上げ圧力）の低下、②景気の鈍化—などから、依然高めながらもおおむね落ち着いた推移となろう。

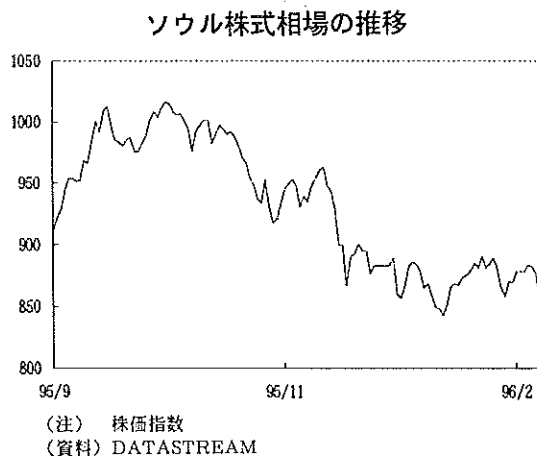


3) 金融政策～緩和の可能性、 政治動向～高まる政情不安

市場金利は、①設備投資鈍化による資金需要の伸びの低下、②インフレ期待の低下—から低下傾向にある。今後もこの傾向が継続するものと考えられるが、景気対策として政策当局が金融緩和に向かう可能性もある。

ソウル株式相場は、内外の政情不安により軟調が続いている。内政については、①秘密資金事件、②4月実施予定の総選挙—をめぐり政局が流動化している。また最近、北朝鮮の動向が朝鮮半島の緊張を高めている。①自然災害等にもなう食糧不足と援助問題、②金正日書記の権力継承問題、③亡命者の急増、④平壤でのロシア通商代表部ろう城事件—等から、悪化の一途をたどる経済情勢の中で北朝鮮の国家体制が動揺していることがうかがえる。そのなかで北朝鮮の軍部は、海外からの食糧援助受け入れに反対するなど、危機感を背景に体制の引き締めに出てきている。金書記の権

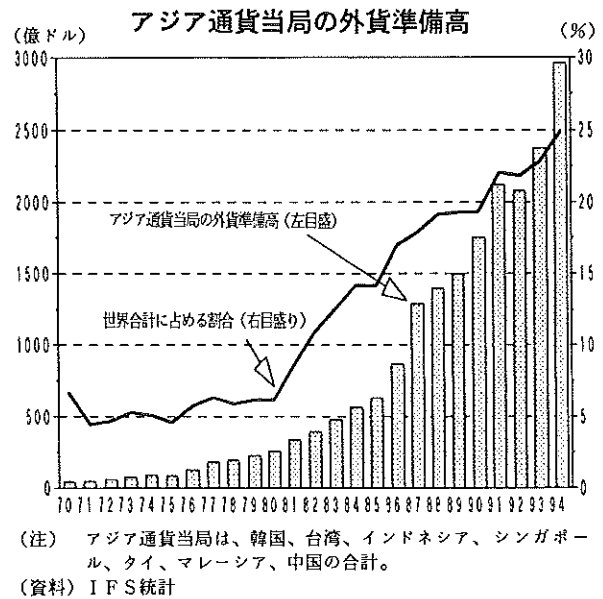
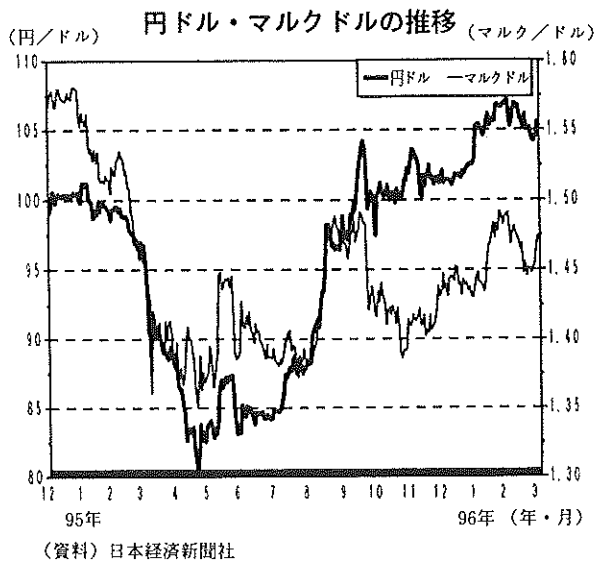
力継承が一段と不透明感を増す中で、北朝鮮の国家運営は異例の状態が続き、軍部の動向が注視されている。こうした内外の政情不安は韓国経済にとって大きな懸念材料となっており、今後景気鈍化を深刻化させる可能性もでてこよう。



4. 為替～日本の金利動向に振られ 安い展開

(1) 最近の動向～日銀短観と強力な介入により 円高圧力は一服

円ドルレートは、ジリ安傾向にあったが、①2月15日の久保蔵相発言（「年金生活者への影響も検討しながら金融政策を考える」）による日本の金融引き締め観測浮上、②米国株・債券安—から円高圧力が高まった。これに対し、2月20日に大蔵省は「外国通貨当局との委託介入取り決め」を発表するとともに、日本銀行は、4カ月ぶりにドル買い介入を行った。この「ドル買い介入」（新聞報道では、2月の介入額は200億ドルと大規模なもの：日経新聞3月1日）と3月1日発表の日銀短観が予想より悪かったことによる「早期金融引き締め論の後退」から円高圧力一服の展開となっている。



(2) 「委託介入取り決め」について～

無視できない「アジア」の存在

今回の取り決め内容は、香港、シンガポール通貨当局との「為替に関する委託介入協定」である。この協定に則り、日本の依頼で、香港、シンガポール当局は自国市場で為替介入を実施することになる。日本は、G7諸国やオーストラリアと同協定を結んでいたが、はじめてアジア諸国とも結ぶことになった。今回の協定の政策意図は、①世界市場で24時間切れ目なく、為替介入が可能となる、②95年前半の円高時には、アジア通貨当局のドル売りが一つの波乱材料となったが、意志疎通を密にすることにより、為替安定において歩調を揃える—ことにあったと考えられる。

経済成長に伴い、アジア各国の外貨準備高は急増している。主なアジア諸国の合計額をみると94年末で世界総準備高合計のほぼ25%、金額にして、3000億ドル近くに達している。これは、G7諸国の準備高の合計(3660億ドル)に迫るものである。貿易関係だけでなく、金融市場でも「アジア」が無視できない存在となってきたという大きな流れが、この協定の背後にあるといえよう。

Ⅱ. 日本経済

の景況感は改善傾向にあるものの緩やかなものにとどまっていることが確認された。

1. 経済動向～「緩やかな回復傾向」への復帰

1) 経済指標の動き、景気の現状

(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から、生産は95年10-12月期に前期比2.3%、96年1-3月期も前期比プラスの見込みで、「緩やかな回復傾向」へ復帰し始めたと判断される。96年1-3月期は経済対策による公的需要の増加から高い成長となるとみられるが、民間需要の伸びは力強さに欠け、金融機関の不良債権問題など不透明要因も多く、景気の回復力は限られたものとなろう。日銀短観（3月1日発表）でも企業

景気動向指数（一致指数）は95年5月以降5ヵ月連続で50%割れしていたが、12月は70%となった。12月の先行指数は100%となり、景気動向指数に採用されている景気の先行性を示す指標のすべてが好転を示している。

95年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、金利の低下や阪神大震災の復興需要による兵庫県の着工戸数の大幅な増加などから10月以降4ヵ月連続で年率換算150万戸以上となり、特に96年1月は年率165万戸の高水準となった。

○最近の経済指標

（＃は前年同期(月)比、％）

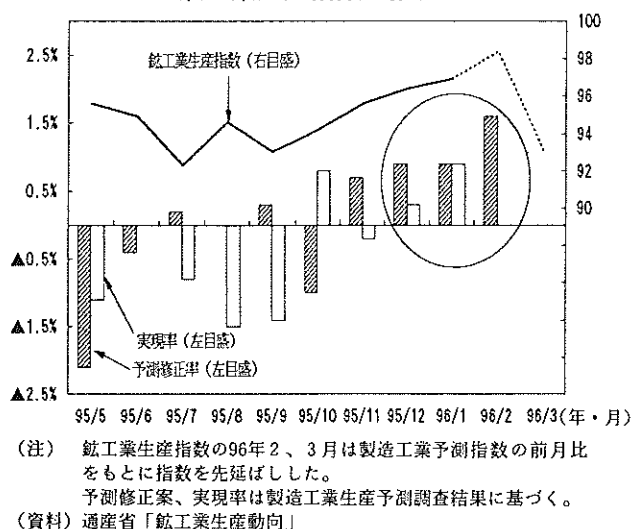
	94年 10-12	95年 1-3	4-6	7-9	10-12	95年 9月	10月	11月	12月	96年 1月
実質GDP成長率	前期比 ▲1.1 前年同期比 0.3	0.1 0.1	0.6 0.5	0.2 ▲0.2						
景気動向指数	先行指数 一致指数					46.2 45.5	75.0 75.0	58.3 50.0	100.0 70.0	
鉱工業生産	(予測指数) 前期(月)比 前年同期(月)比	2.1 6.0	1.3 6.1	0.0 4.9	▲2.3 1.0	2.3 1.1	▲1.7 0.6	1.3 1.4	1.5 0.7	(1.5) (▲5.3) 0.8 0.5 1.6 3.3
在庫率指数		110.4	112.7	115.1	118.6	117.2	118.5	119.9	116.2	115.5 118.2
実質消費支出 [家計調査、全世帯] #	▲2.2	▲2.5	0.1	▲0.5	▲1.6	▲0.2	▲1.7	▲2.4	▲1.0	
大型小売店販売額 [店舗調査] #	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.5	▲2.1	0.0	▲3.2	▲0.5	▲2.6	1.7
新車販売 [登録車] 台数 #	4.5	9.7	3.1	2.2	5.3	2.0	6.5	4.6	4.9	6.0
住宅着工戸数 [季調済、年率、万戸]	154.7	151.8	141.7	140.0	156.0	144.3	150.2	157.0	160.8	165.3
機械受注額 [船舶・電力除く民需] #	10.1	2.2	14.2	2.4	10.3	▲0.9	4.6	10.9	15.2	
公共工事請負額 #	▲2.8	▲23.3	4.0	2.9	9.5	▲3.7	10.8	0.0	19.7	37.0
通関輸出 数量指数 #	6.8	4.9	6.7	1.8	0.6	2.7	▲1.4	0.5	2.7	10.0
通関輸入 数量指数 #	18.6	15.2	15.0	10.5	10.2	7.1	11.7	7.6	11.2	8.5
通関黒字 [季調済、年率、億ドル]	1,187	1,091	1,307	1,011	873	1,030	575	1,066	978	651
為替レート [円/ドル]	98.8	96.3	84.4	94.1	101.5	100.5	100.7	101.9	101.9	105.8
完全失業率 [季調済、％]	2.9	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4	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	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
総合卸売物価指数 #	▲1.2	▲0.9	▲1.7	▲0.9	▲0.1	▲0.2	▲0.1	0.0	▲0.3	▲0.2

(注) 鉱工業生産、月次系列の()内は順に96年2月、3月の製造工程工業予測指数

(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

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、96年1月も0.5%の伸びとなった。生産予測指数は2月はプラスの伸びとなっているが、3月はマイナス5.3%の大幅なマイナスの見込みとなっている。これは今年が閏年であるという要因と休日数の関係で、例年に比べ2月の営業日が多く3月の営業日が少ないため季節調整が不完全であることや、不況期に見られがちな年度末の駆け込み的な生産、出荷の増加が景気の改善で緩和されているためとみられる。また、最近では予測に比べ実績は上方修正される傾向が続いてきたことや、1-3月期でみれば10-12月期に比べてプラス0.8%程度の見込みであることから、生産の増加基調に変化はないと判断される。

鉱工業生産指数の推移



当研究所が実施した「超短期予測（2月29日発表）」によると、95年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.0%、96年1-3月期は1.1%の高い成長となる見込みである。1-3月期の高めの成長は公的需要の拡大の寄与が大きく、民間需要の伸びは力強さに欠けている。なお、95年7-9月期の成長率は、法人企業統計季報、国際収支統計確報の発表のため、前期比0.5%（12月に経企庁から発表された速報値では0.2%）と上方に改訂されると見込んでいる。

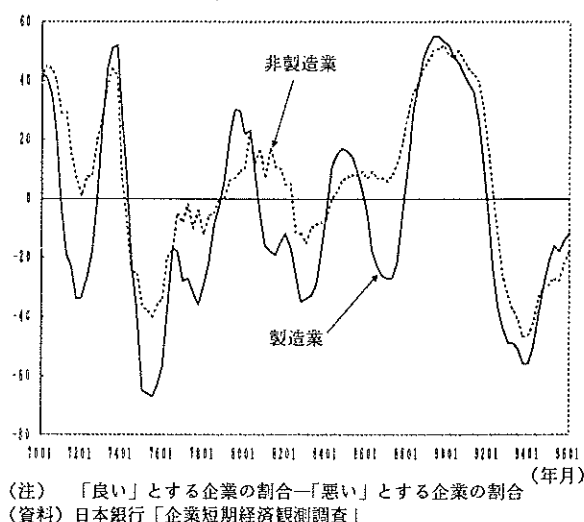
(2) 企業の業況感と設備投資計画の動向

1) 企業の業況感

日銀2月短観（3月1日発表）では、主要企業の業況感は改善したものの改善幅は前回の予想を下回り、景況感回復が緩やかであることを示している。主要企業（712社）の業況判断は、93年11月調査を底に改善していたが、95年8月調査では円高の影響から再び悪化していた。その後円高が急速に修正されたことや大型の経済対策が決定されたことから、2月調査でも依然としてマイナス超（「良い」とする企業よりも「悪い」とする企業が多い）ではあるものの昨年11月調査に引き続いて製造業、非製造業ともにマイナス幅が縮小し小幅ながら改善、先行きについても引き続き改善が見込まれている。

中小企業は95年11月調査では8月調査比で横這いだったが、今回は改善した。

業況判断の推移



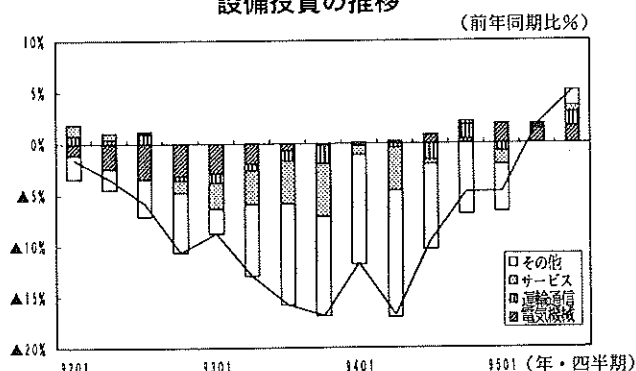
2) 設備投資計画

企業の設備投資は、95年度当初大幅な円高となったにも関わらず、法人企業統計季報では4-6月期、7-9月期ともに前年同期比でプラスと

なった。円高が比較的早期に修正されたことも要因であるが、PHSのサービス開始に伴う投資や料金の値下げによる携帯電話の加入者の急増を背景とした通信の設備投資の増加といった為替の変動に影響されない設備投資の増加も一因となっているとみられる。また、価格の急速な低下とウィンドウズ95に代表される操作の容易化に伴う国内のパソコン需要の増加や、国際的な半導体需給の逼迫に対応した電気機械の設備投資が増加している。

各種の設備投資計画調査をみても95年度は全産業ベースで前年度比増加が見込まれており、4年振りの増加見込みとなっている。96年度については、各調査ともに非製造業の設備投資計画は前年度比プラスであるものの、製造業の設備投資計画がマイナスであることから、全産業では微増か微減となっている。日銀短観では95年度に増加した運輸・通信でマイナスとなっているが、企業向けのパソコンなどの投資からリースでは堅調な伸びが見込まれており、非製造業の設備投資は増加が見込まれている。景気の回復期には年度の途中で設備投資計画が上方修正される傾向があり、景気の緩やかな回復が続けば96年度の設備投資も増加を続けよう。

設備投資の推移



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

設備投資計画調査の比較

(%)

	94年度実績			95年度見込み			96年度計画		
	日債銀	興銀	日銀短観	日債銀	興銀	日銀短観	日債銀	興銀	日銀短観
全産業	▲5.9	▲3.2	▲8.3	3.2	3.7	3.8	0.4	▲1.3	0.6
製造業	▲9.9	▲7.8	▲13.3	8.6	12.2	10.0	▲6.7	▲5.0	▲2.0
紙・パルプ	▲27.2	▲21.0	▲37.2	67.4	63.8	64.2	11.3	7.3	22.4
一般機械	▲16.5	1.2	▲4.9	16.3	13.6	14.3	10.2	4.4	▲2.2
電気機械	21.3	22.4	7.1	21.6	27.4	22.8	▲0.6	0.1	3.2
非製造業	▲4.8	▲1.6	▲6.2	1.6	0.8	▲6.0	2.6	0.1	1.1
運輸・通信	▲6.7	—	▲6.2	2.7	—	6.3	2.8	—	▲3.0
リース	0.1	2.1	0.0	7.0	3.7	5.9	4.6	3.5	6.0

(注) 日銀短観は主要企業の設備投資

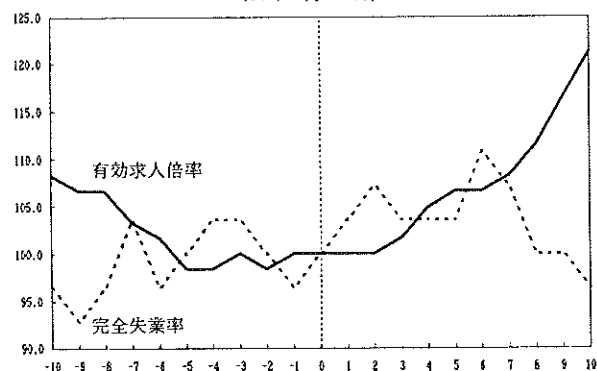
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、日本興業銀行「1995・96年度設備投資アンケート調査結果(2月)」、日本債券信用銀行「1995・96年度設備投資計画調査(2月調査)」

(3) 厳しさの続く雇用情勢

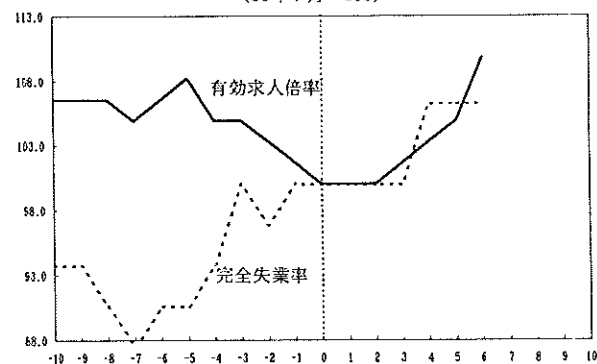
景気は緩やかな回復傾向に復帰しつつあるが、雇用環境は厳しい状況が続いている。有効求人倍率と失業率は、雇用情勢を示す経済指標であるが、最近では有効求人倍率が上昇（改善）の動きを示す一方で、失業率も上昇（悪化）しており、互いに矛盾するシグナルを出しているように見える。過去の動きを見ると、景気の回復に伴って、有効求人倍率の上昇と失業率の低下が見られることが多いが、86年11月を底とした景気の回復時のように有効求人倍率が上昇する中で失業率がさらにかなりの期間上昇するという事象も見られる。

景気と雇用指標の動き

(86年11月=100)



(95年7月=100)

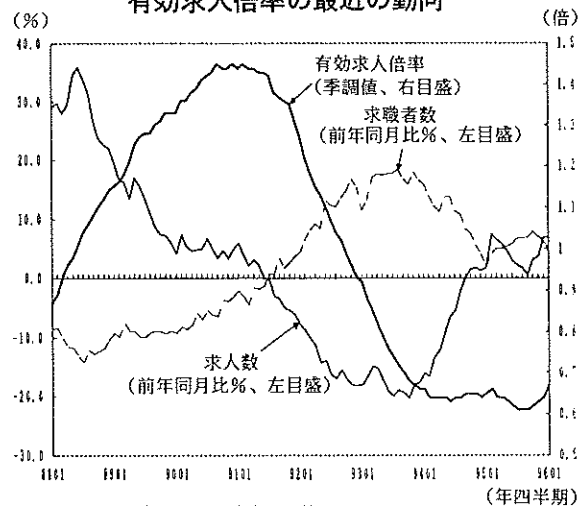


(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「一般職業紹介状況」

今回の有効求人倍率の下げ止まりから上昇への転換を詳細に検討すると、求職者数の伸びが低いものに留まっている一方で求人数の伸びが若干改善したことが原因となっていると見られる。景気

の改善に伴って求職者数が増加すれば改善の足踏みや悪化の可能性も残っている。

有効求人倍率の最近の動向

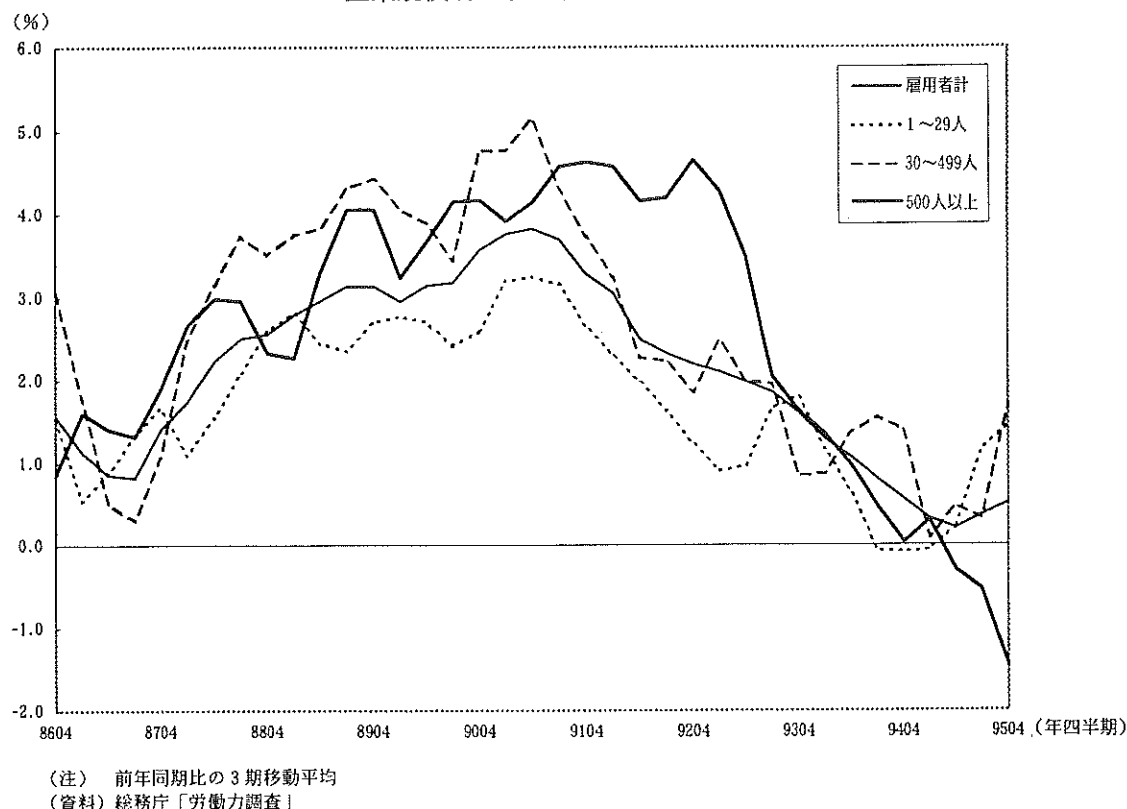


(資料) 労働省「一般職業紹介状況」

女性の労働力率は第一次石油危機後一貫して上昇傾向にあったが、最近の雇用環境の悪化から上昇傾向は頭打ちから逆にやや低下しており、景気の回復に伴って女性労働力が再び増加することは有効求人倍率の上昇の足を引っ張り、失業率が低下するのを妨げることになるだろう。新規学卒者の就職の内定状況は昨年度に比べて悪化しており、高校、大学等の卒業者が労働市場に出てくる年度末から96年度初めに、失業率がさらに上昇する可能性がある。

雇用者数の動きを企業の規模別でみると、バブル景気末期には比較的企業規模が大きい500人以上規模の層で相対的に増加率が高かった。最近では雇用者数の伸びの持ち直しが見られるが、500人以上の層では前年同期比マイナスの伸びとなっており、比較的規模の小さい企業での雇用の伸びが要因となっていることが分かる。これは、大企業での人件費の抑制などリストラの動きを反映しているとみられる。

企業規模別の雇用者数の動き



日銀短観では雇用判断は依然過剰感があるものの、徐々に過剰感は弱まっており、先行きも過剰感の後退が予想されている。景気の全般的な改善に伴って雇用者数の増加も見込まれるが、大企業でのリストラが依然道半ばであることを考えると、増加する雇用者の多くは、大企業に比べれば相対的に所得の低い、比較的規模が小さい企業でのものと考えられる。

雇用環境の悪化から消費者の態度は慎重で、実質消費支出（家計調査、全世帯）は6ヵ月連続で前年同月比マイナスとなっている。1月の大型小売店販売額（店舗調整済）は前年同月比プラスに転じたものの、95年1月が阪神大震災の影響でマイナスだった反動もあり消費の伸びは依然低迷していると判断される。有効求人倍率の上昇など雇用環境がある程度改善しても、大企業の雇用者数の減少が続くとみられ、家計の消費意欲の改善に結びつくまでには時間を要するであろう。

2. 金融～金利は目先横ばい圏に

(1) 長短金利の推移～低め誘導は継続、長期金利は上昇の後、横ばい圏へ

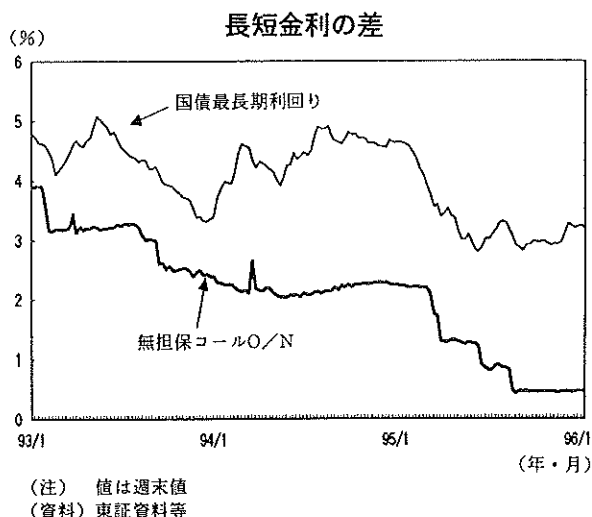
景気は、総じて見れば再び回復に向かいつつある。3月1日に発表された企業短期経済観測調査（日銀短観）でも為替レートの円高修正、株価上昇の影響もあって緩やかではあるが、回復傾向が確認された^(注)。

(注) 松島調査統計局長の日銀短観発表時の記者会見「総論としては再び回復に向かいつつあるという判断と概ね整合的な答え。自律的回復になっていくかは、なお注意深く点検していく」

このような中、長短金利ともに上昇圧力のかかりやすい展開となっていたが、年度末の株価などに配慮して日銀は手形オペ等のオペレーションによる懸命の資金供給で低め誘導を継続している。

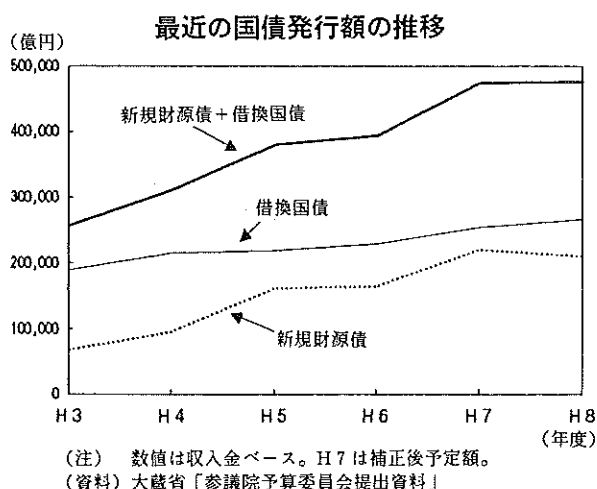
日銀の景気先行きの見方は上方修正されてきて

いるが、下期の見方については依然慎重であることなどからみて、短期金利低め誘導（日銀は95年7月以降、コールレートを公定歩合以下に抑えている）の解除は早くても5月短観等の出る6月頃とみられる。



長期金利は一時の円安・株高傾向、景気の緩やかな回復傾向への復帰などから強含みで推移してきた。なお、2月28日に国債指標銘柄は174回債から182回債に交代した。

今後は高水準の公社債発行による需給悪化懸念などはあるが、目先横這い圏となろう。



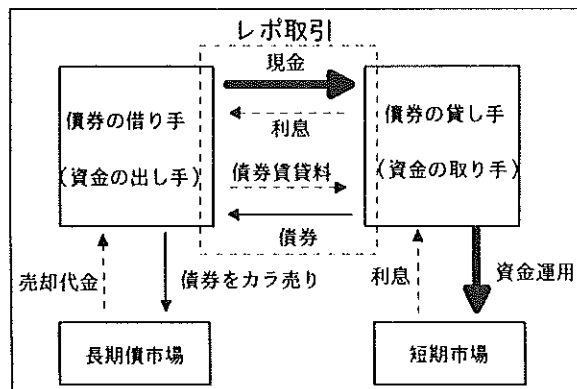
(2) 金融市場～開始される債券レポ取引

日本銀行が景況感を上方修正し、公定歩合以下の低め誘導を解除した際に問題となるのが再び割安となる日銀貸出の位置づけである。

先月号でも言及した通り、1月15日をもって日銀は日銀貸出への依存度が高い都市銀行への貸出枠を撤廃し、あらためて今後の金融調節で日銀貸出は補助的に用い、手形や債券現先、TBといったオペレーション中心の調節を行う姿勢を示した。最近の金利上昇圧力のかかる局面においては、日銀はオペレーションを利用し、市場に資金を供給することで低め誘導を行ってきた。

しかし、オペレーション対象の制限、有価証券取引税の有無などから、従来利用していたオペには限界が見え始めている。

レポ取引の仕組み



(資料) 日本経済新聞等

そこで短期市場でのオペレーション多様化を狙った「債券レポ取引」が4月より導入される。

レポ取引は、債券と現金を一定期間交換する取引。債券の借り手は資金運用・出し手は資金調達が可能となる。

レポ取引は、有価証券取引税がかからないことから、債券現先に比べ、短期金融市場取引に占め

るウェートが高まることが予想され、レポを利用すれば、金融調節に支障をきたす心配がないとみられる。なお、一部に、レポが国債の需給に直接影響を与え、長期金利をターゲットとした金融調節が可能になるという意見もあるが、基本的にはレポ実施は金融調節のスタンスを示し、金利先行き感を変化させることを通じての影響にとどまろう。

英国でも 94 年に利子課税の源泉徴収撤廃が決定され、96 年 1 月から国債のレポ市場が創設され、国債の流動化への寄与が期待されている。日本でも定着まで時間はかかると予想されるものの、低め誘導解除後の短期市場調節等への利用が期待されよう。

以上のように低め誘導解除後の条件整備は整ってきているが、景気の実勢は未だ脆弱でリスクファクターも多い。低め誘導の解除は早くとも 5 月短観等の出る 6 月頃とみられる。

(3 月 8 日現在)