

【Ⅱ】

特 集

## 不安要因残る回復、96年度は2%成長 — 1996年度改定経済見通し —

経済調査部

### 《要 旨》

日本経済は95年10-12月期から景気に改善傾向が見え始めたが、民間需要は弱く、景気の自律的回復には至っていない。96年度の景気は徐々に民需主体の回復に向かうと予想されるものの、不確定要因は多い。景気の回復傾向を持続的かつ着実なものとするには、規制緩和を軸とした構造改革と不良債権処理が不可欠であり、少なくとも96年度中は景気支持的な財政・金融政策が望まれる。以下は昨年12月20日に発表した「1996年度経済見通し」（以下、前回）をその後の状況を踏まえ、改定したものである。海外経済は前回をやや下方修正し、日本経済の実質成長率見通しは、95年度実績見込みを1.4%（前回：0.8%）、96年度見通しを2.0%（同：1.7%）と上方修正した。

#### I. 海外環境～低迷期脱しつつある海外経済

- (1) 米国経済は94年3.5%成長の後、減速傾向にある。94年2月以降の金融引き締め、景気の成熟化等を背景に、成長テンポは趨勢的に鈍化している。95年10-12月期、96年1-3月期は政府機関閉鎖や豪雪の影響などが加わり、低迷状況となった。足もと景気指標にはリバウンドを示すものが多いが、①家計部門の負債が高水準であり、消費の伸びを抑制、②パソコン関連需要のかげり等から設備投資の拡大ピッチは鈍化、③政府支出は削減傾向—などから、景気の基調は弱いと判断される。実質GDP成長率（前期比年率）は在庫調整終了等を背景に、96年上期1.1%が下期1.9%に高まるものの、潜在成長率（約2%台前半）を下回ろう。年ベースでは95年2.1%が96年1.6%（前回：87年基準の旧ベースで2.2%）となる。物価は安定傾向を続けよう。景気、物価からみて96年夏頃までに累計0.5%程度の利下げがなされよう（公定歩合：現行5.0%）。
- (2) 欧州では、ドイツは建設投資減少や在庫調整などから実質GDP成長率が95年10-12月期に前期比マイナスへと落ち込み、95年は2.1%（94年3.0%）に低下した。96年1-3月期も引き続きマイナス成長の見込みであり、足もとの景気低迷は著しい。今後に関しては、①減税等による個人消費の伸び、②マルク相場安定等を背景とした純輸出増加—などから、景気は年末にかけて徐々にやや上向こうが、力強さには欠け、96年の成長率は1.1%（前回：2.0%）にとどまろう。景気の弱さが続く中、物価は鎮静しており、年央頃までに追加利下げがあろう（公定歩合：現行3.0%→2.5%）。

イギリスの景気は消費の増加を背景に95年半ば頃を底としてやや回復傾向にあり、95年の実質GDP成長率は2.4%となった。今後、利下げ効果等を映じた資産効果や所得増から消費中心に拡大テンポが強まろう。96年の実質成長率は2.1%（前回：2.3%）と95年並みにとどまるが、四半期別には96年末にかけ3%程度に上昇しよう。消費者物価上昇率は96年央頃には下げ止まり、強含み傾向となろう。ベースレートは95年12月を含め3回、引き下げられたが、年央頃までに0.25%の追加利下げがあり、5.75%となろう。

- (3) 東アジア（NIEs、ASEAN、中国）の実質成長率は依然、高水準であるものの、①主要輸出先である米国の景気減速や相互依存的な東アジア地域の成長鈍化、②中国の金融引き締めや台湾・韓国・香港での政治的不確実性の高まり—などにより、95年の8.3%（見込み）が96年は7.5%（前回：8.1%）に鈍化しよう。
- (4) 円ドルレートは、95年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実施（協調介入他）、②日本の景気の弱さ・不良債権問題—などの中、円安・ドル高傾向となり、96年入り後は100円台半ばの推移となっている。円ドルレートは当面、横這い基調とみられるが、円安の地合を映じた日本の輸出持ち直し等による対外黒字の増加などから下期にはやや円高気味となろう。年度平均では、95年度96円に対して、96年度は103円（前回予測：98円）とみた。

## II. 日本経済～不安要因残る景気回復、96年度は2%成長

- (1) 景気は急激な円高を主因に95年4月以降「中たるみ」状況にあったが、10-12月期からそれ以前の「緩やかな回復傾向」が再開している。景気改善の背景は、①円高・ドル安修正による外需のマイナス寄与頭打ち、②95年9月の経済対策（14兆円）、低金利政策（同9月以降、公定歩合0.5%）による公的固定資本形成と住宅投資拡大、③携帯電話、パソコンなど情報関連の投資や消費の増加、④住宅等の震災復興需要—である。95年度実質GDP成長率は3年連続のゼロ%台から1.4%（前回：0.8%）となろう。
- (2) 96年度の景気は緩やかな回復傾向が続こう。主な背景は、①大幅なストック調整の終了、企業業績の回復傾向持続などから設備投資が弱いながらも増勢傾向、②為替の安定傾向等から外需のマイナス寄与が縮小方向、③民間消費も雇用情勢の厳しさからマインドは慎重なもの、所得増・物価安定の中、緩慢ながら増加—等である。上期は公的需要依存型であるが、下期は弱いながらも民間需要と外需の改善が景気を支える形となろう。①円レート103円、②公共投資下期追加（3.5兆円）、③公定歩合据え置き（0.5%）—を前提に、96年度の実質GDP成長率は2.0%（前回：1.7%）と予測される。前回見通しに比して、環境面では為替レートの円安、需要項目別の動きでは設備投資の堅調が成長率見通しを上方改定した主因である。なお、97年4月の消費税率2%引き上げ（3%→5%）を前提としており、今年度の消費等のカサ上げ要因となろう。

景気見通し上の懸念要因は多い。①追加補正がない場合の公共投資の下期息切れ、②設備投資に関

する米国ハイテク景気減速などの影響、③不良債権問題、④円高リスクーなどであり、政策動向を含め、要注視の状況が続こう。

- (3) 物価面は、①為替が年度平均で96年度はやや円安、②景気の回復傾向が持続ーから鎮静基調は変わらないが、卸売物価、消費者物価ともにわずかながら上昇に転じよう。景気の回復傾向とあわせ、日本経済のデフレ的な色彩は弱まろう。96年度は3年振りに名目GDP成長率が実質成長率を上回る状況に復しよう。
- (4) 国際収支面では、趨勢的円高や海外現地生産増加等を背景に対外黒字の漸減傾向が続いてきた。経常黒字は94年度12.4兆円(名目GDP比2.6%、旧統計1243億ドル)が95年度9.7兆円(2.0%、1010億ドル)、96年度8.0兆円(1.6%、780億ドル)に縮小しよう。ただし、96年度内では円高修正や海外景気の下期改善等から徐々に黒字は増加しよう。
- (5) 金利は景気回復力の弱さ、下振れリスクの残存、物価の鎮静、不良債権問題などの中、96年度も低金利政策が基本となろう。ただし、長短市場金利は弱々しいながらも景気回復が持続する中、強含み方向で推移しよう。

## 目次

### (要旨)

#### I. 海外経済

1. 米国経済～景気の足場を探る展開
2. 欧州経済
  - (1) ドイツ～足もと景気は低迷、96年は1%成長に
  - (2) イギリス～利下げ・減税から96年下期に成長率高まる
3. アジア経済～高成長ながら景気拡大テンポは鈍化
4. 為替～下期はやや円高に

#### II. 日本経済

1. 景気の現状～回復傾向に復帰した日本経済
  - (1) 全般的動向
  - (2) 堅調な設備投資と伸び悩む消費
  - (3) 薄日さし始める中小企業
2. 96年度の日本経済～2.0%成長
  - (1) 予測の前提
  - (2) 実質GDP成長率と景気パターン～前半公的需要主導、後半民需へ移行
  - (3) 各需要項目毎の動向
  - (4) 金融～長短金利は当面ボックス圏内で推移、後半やや強含み

#### I. 海外経済

##### 1. 米国経済～景気の足場を探る展開

###### (1) 実体経済～上期は1%程度の緩やかな成長

米国経済は昨年末から年初にかけての政府機関の閉鎖、東部の豪雪等の影響を受けて急減速した後、足もとでは持ち直しの動きが見られる。2月の雇用と鉱工業生産は、豪雪の影響を受けた1月からの反動増も加わって大幅な伸びを示した。2月の乗用車販売、住宅着工等も堅調な動きを見せた。

しかしながら、このまま潜在成長ペースへ復帰する過程を辿ることは考えにくい。家計の負債状

況が際だった改善を示していないことや、情報関連投資の高い伸びが期待できないことが理由である。一方で、純輸出と住宅投資が成長の下支え役となることから景気後退は避けられる見込みである。

96年の実質GDP成長率は95年の2.1%から96年には1.6%へと減速する見込みである。96年上期は、個人消費、設備投資の鈍化を背景に1%程度の成長が続いた後、96年下期は在庫の下押し要因が剥落し、最終需要が緩やかに回復してくることから、2%程度の成長となろう。

米国経済見通し総括表

	94年 実績	95年 実績	96年 予測	96年		95年 前回予測	96年 前回予測
				上期	下期		
実質GDP	3.5	2.1	1.6	1.1	1.9	3.3	2.2
個人消費	3.0	2.4	1.5	1.1	1.6	3.0	1.9
設備投資	9.8	9.9	4.8	5.1	4.0	14.4	5.6
住宅投資	10.8	▲2.4	3.7	4.4	4.0	▲1.9	4.1
政府支出	▲0.0	0.1	▲1.9	▲2.8	▲0.8	0.1	▲0.2
在庫増減	0.6	▲0.4	▲0.3	▲0.4	0.1	▲0.2	▲0.3
純輸出	▲0.5	▲0.1	0.6	0.7	0.3	▲0.3	0.3
輸出等	8.3	8.3	7.5	7.9	6.3	10.9	8.9
輸入等	12.0	7.9	2.3	1.7	3.3	11.1	5.4
鉱工業生産	5.8	3.3	1.4	0.7	2.0	3.6	2.3
失業率	6.1	5.6	5.8	5.8	5.9	5.6	5.8
消費者物価総合	2.6	2.8	2.9	2.8	3.0	2.9	2.8
貿易収支	▲1,661	▲1,751	▲1,530	▲1,560	▲1,490	▲1,770	▲1,510
経常収支	▲1,512	▲1,530	▲1,380	▲1,400	▲1,360	▲1,600	▲1,390
公定歩合	4.75	5.25	4.50	4.75	4.50	5.25	4.25

- (注) ①実質GDPとその内訳は前年比、%、上下期は前期比年率。在庫増減と純輸出はGDP寄与度  
 ②鉱工業生産、消費者物価は前年比、%、上下期は前年同期比  
 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、%  
 ⑥前回予測は87年基準。今回予測は92年基準  
 (資料) 実績値は米国商務省 "Survey of Current Business" 他

個人部門

雇用は、サービス業を中心に緩やかな増加傾向が続くものの、企業の合理化・コスト削減意欲は根強く、加えて景気の減速や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、所得の伸び悩み、消費者信用等の負債の家計圧迫等から、96年は1.5%増と95年の2.4%増を下回る伸びとなろう。住宅投資は、モーゲージ金利が歴史的に低水準にあることから、95年の2.4%減から96年は3.7%増とプラスに転じるが、成長の下支え役程度に止まる見込みである。

家計の負債状況

家計の可処分所得に対する利払いの比率は、94年からほぼ一貫して上昇しており、足もとでは2.57%に達している。80年代後半以降の動きを見ると、86年10月に2.86%、89年9月に2.66

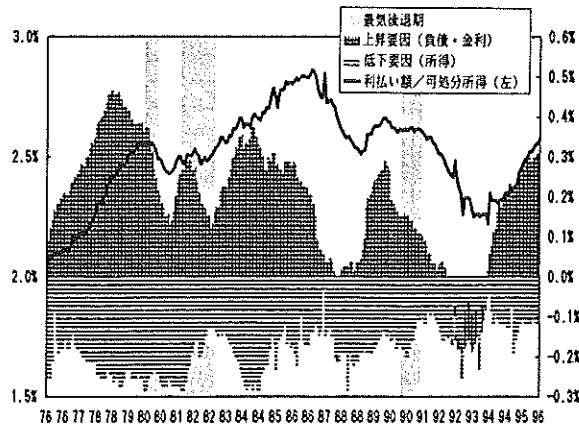
%でピークとなった。米国の消費者は耐久財消費を消費者信用等の借り入れによってまかなう傾向が強い。利払い負担の上昇を背景に借り入れの余地は縮小しつつあり、耐久財を中心に消費拡大の制約要因となろう。

利払いの比率(以下、比率)を、可処分所得の増加による低下要因(分母)と借入増加・金利上昇の上昇要因(分子)に分けてみよう。足下では、低下要因(所得増加)が比率を前年比▲0.1%程度低下させており、上昇要因(負債増加・金利上昇)が前年比0.3%程度上昇させている。結果的に前年比0.2%程度の上昇となり、家計にとって利払い負担が大きくなりつつあることが窺われる。このまま上昇が続けば、96年5月には前回のピーク、97年6月には86年10月と同水準となる。

懸念される点は、利払い比率を低下させる要因が乏しいことである。低金利を背景に消費者が借

入を増やした結果、消費者信用残高の可処分所得に対する割合は過去最高水準に達している。消費者が高水準の負債を抱える状況下では、金利上昇が利払い比率を上昇させ、消費拡大の制約要因として大きく影響する。また、利払い比率を低下させる可処分所得の伸びは趨勢的に低下しており、所得の伸びによる負担の軽減は期待できない。足もとでは、消費者信用の返済遅延率が上昇しており、家計のバランスシートが悪化し始めていることが窺われる。

家計の負債状況

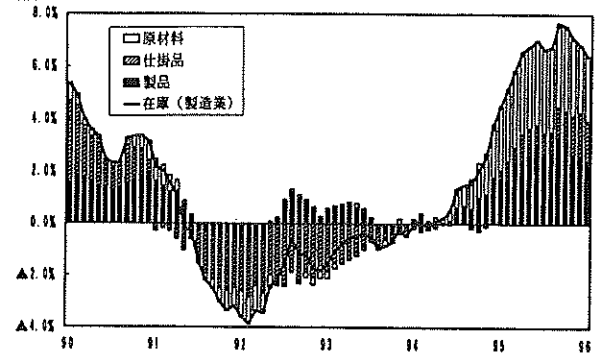


(資料) FRB、商務省、銀行協会

### 企業部門

設備投資は、企業の根強い合理化意欲を背景に情報関連機器の伸びが持続するものの、全体としては、95年の9.9%増から96年は4.8%増と鈍化しよう。在庫は前年比で見た伸びは頭打ちとなりつつあるが、製品及び仕掛品の在庫水準が依然高止まっていることから、生産が順調な伸びを示すまでにはしばらく時間がかかる見込みである。NAPM 指数に示される製造業の業況判断も96年上期中に本格的に回復する可能性は低い。

段階別在庫（製造業）  
(前年比：%)



(資料) 米国商務省 センサス局

### 政府部門

政府支出は、95年末から今年初にかけて連邦政府機関が閉鎖されたことや、一部の連邦機関が暫定予算となっていることから、景気下押し要因となる見込みである。また、大統領選挙戦で、財政収支均衡が政策課題として十分には取り上げられておらず、財政収支均衡に向けた取り組みは当面宙に浮く可能性が高い。

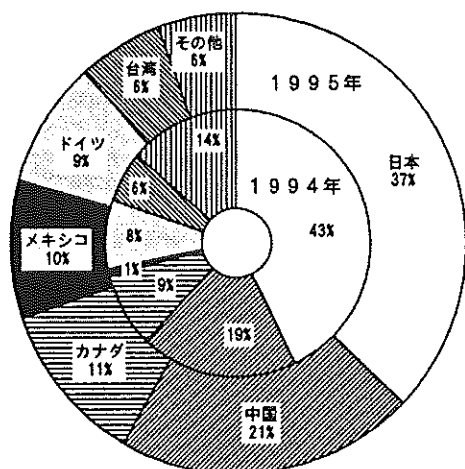
### 海外部門

純輸出は、国内景気鈍化を背景として輸入の伸び率が鈍化することから、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。

94年から95年にかけての国別収支を見ると、対日本の赤字が縮小する一方、対中国、メキシコの赤字が大幅に拡大している。

米国の国内景気鈍化を背景に収支は改善するものの、対アジア・NAFTAでの赤字基調が持続するものと思われる。

### 米国の貿易赤字構成

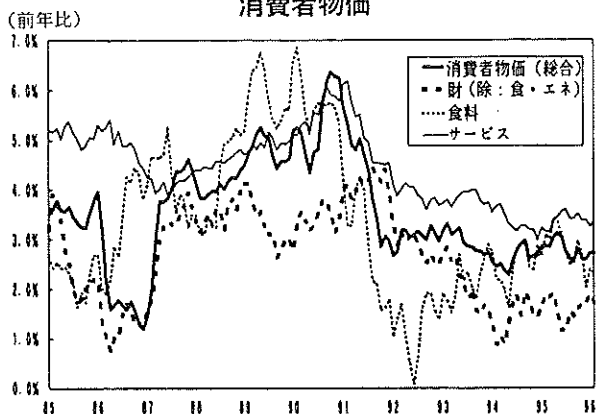


(資料) "U.S. International Trade in Goods and Services"

### (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すると思われる。また、需給面からも物価上昇圧力は概ね後退している。ただし、原油価格が政治的要因等を背景に上昇していることや、穀物在庫が低水準にあることから、エネルギー・食料品価格の高騰による物価上昇リスクが考えられる。

### 消費者物価



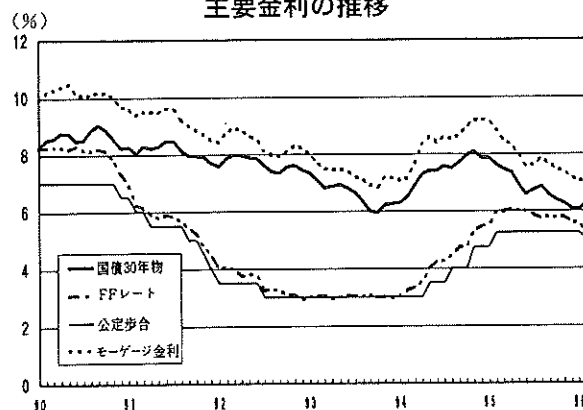
(資料) 米国労働省 "Monthly Labor Review"

### (3) 金利～夏頃にかけて一段の金融緩和

FRBは、3月26日のFOMCで政策金利を据え置きとした。足もとの統計に、年初の豪雪の影響による反動増も加わり、景気の持ち直しを示唆するものが多かったことが背景にあると思われる。

しかしながら、家計のバランスシートの状況からすると金利上昇が個人消費に与える影響は大きく、明確なインフレ環境の悪化がなければ、景気抑制的な金融政策はとりにくいものと思われる。今後は、景気が潜在成長率以下の成長に止まることや、物価が安定基調にあることを背景に一段の金融緩和余地を探ることになる。夏頃までに、0.5%程度の金融緩和が実施されると思われる。

### 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～足もと景気は低迷、 96年は1%成長に

#### 1) 景気動向～内需伸び悩み、 在庫調整から低迷長引く

#### ①現状

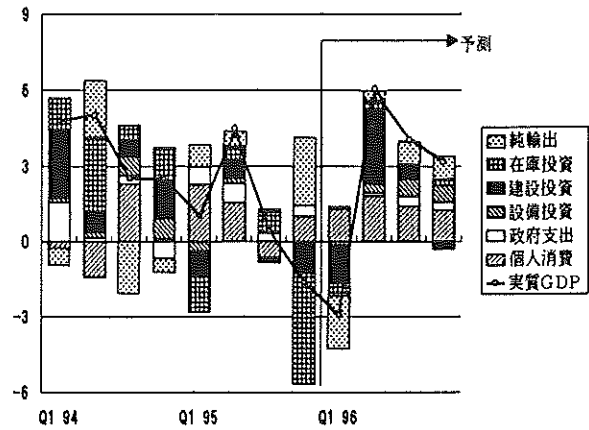
95年通年の経済成長率は、2.1%（連銀ベース）と発表された。

第1～3Qの数値は速報値からやや上方修正されたものの、95年第4Qは2年振りの前期比マイナス成長となり景気が大きく落ち込んだことが確認された。第4Qについて需要項目別にみると、悪天候が影響した建設投資の落ち込みと、景況感後退による在庫積み増し幅の縮小が大きい。それ以外の需要項目では、個人消費は堅調、純輸出は輸出の伸びから成長に大きく貢献した。

96年第1Qは引き続き投資関連支出が不振となり、95年第4Qから2四半期連続のマイナス成長となる可能性が高い。失業者数も96年に入って1月、2月と史上最悪を更新している。10数

年振りという厳しい寒波の影響に加えて循環的にも調整期にある建設業の不振が主因である。

GDP成長率需要項目寄与度  
(前年比年率：%)



(資料) ドイツ連銀 "Monthly report"

#### ②今後の動向

年末にかけて、景気は輸出の伸びと個人消費下支えにより徐々に上向こう。ただし、投資関連支出の伸び悩み継続と在庫調整から推進力は乏しく、通年の成長率は1.1%程度に止まろう。

### ドイツ経済見通し総括表

	94年 実績	95年 実績		96年 予測			95年 前回見込	96年 前回予測
		上期	下期	上期	下期	下期		
実質GDP	3.0	2.1	2.7	1.5	1.1	0.2	2.1	2.0
個人消費	0.9	1.9	2.1	1.6	2.0	1.5	2.5	2.2
政府支出	1.2	1.6	1.1	2.1	1.4	1.6	1.2	1.4
設備投資	▲ 0.9	2.4	4.2	0.6	1.8	0.2	3.4	4.9
建設投資	8.0	1.3	3.4	▲ 0.7	0.1	▲ 1.9	2.1	1.2
在庫増減	1.1	0.1	0.5	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.6	0.5
純輸出	0.1	0.3	▲ 0.1	0.7	0.3	0.3	0.4	0.3
輸出等	8.0	4.1	3.9	4.4	3.6	3.2	4.0	3.8
輸入等	7.4	2.9	4.2	1.7	2.3	2.0	2.6	2.6
生計費	2.6	1.8	2.0	1.6	1.7	1.5	1.9	1.8
貿易収支	733	933	914	952	1050	1000	1100	890
経常収支	▲ 347	▲ 249	▲ 99	▲ 399	▲ 190	▲ 100	▲ 280	▲ 260
公定歩合	4.5	3.0	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5	3.0

(注) ①実質GDP、その内訳、生計費は前年同期比

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



## 個人消費

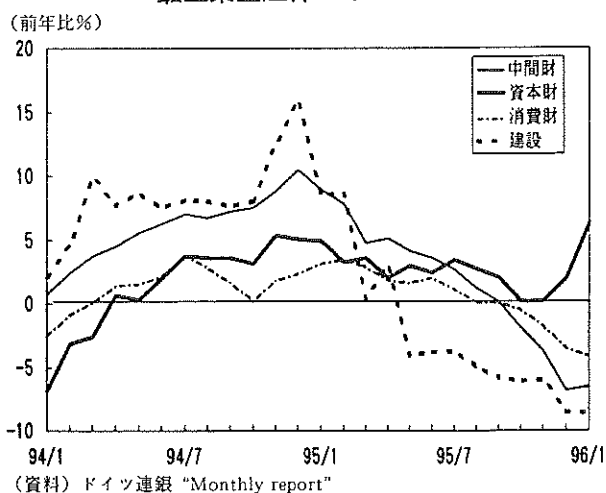
96年は95年並みの伸びとなろう。減税とインフレ率低下により実質可処分所得の伸びは95年を上回ると見込まれるが、雇用不安が解消されないことから消費の頭は抑えられよう。

## 設備投資

稼働率がじりじり低下してきていることもあり、合理化関連が中心となろう。

マルク高の進行をうけて、ドイツ企業の対外直接投資が急増している。マルク上昇が一服しても、新規の設備拡張は労働コストが相対的に低い国外に向かい、国内設備投資の伸びを抑制しよう。ただ、資本財受注は国内向けも堅調であることから、下期にかけて、輸出見通しを中心とした景況感の好転により設備投資はやや回復が期待される。

鉱工業生産伸び率：財別



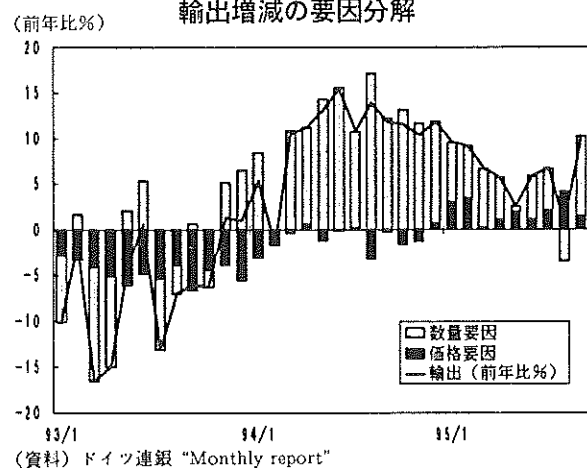
## 建設投資

天候が回復すれば若干の反動増が期待される。しかし、東独の建設ブームはすでに峠を越えたとみられること、西独の住宅建設は循環的に下降局面にあることから、年間の伸び率はほぼゼロとなろう。

## 純輸出

95年初のマルク急騰の影響から輸出の激減が懸念されたが、GDPベースの輸出は95年第2Q以降堅調な伸びとなった。高成長のアジア地域への輸出が伸びたことや、企業のマージン縮小などの「マルク高対策」が功を奏したものとみられる。内需が弱いことから輸入の伸びは引き続き鈍く、また、マルク相場の反転→安定から輸出は今後もある程度の伸びが期待できる。純輸出は96年も景気の下支え要因となろう。

輸出増減の要因分解



## 2) 物価動向～96年も1%台のインフレ率

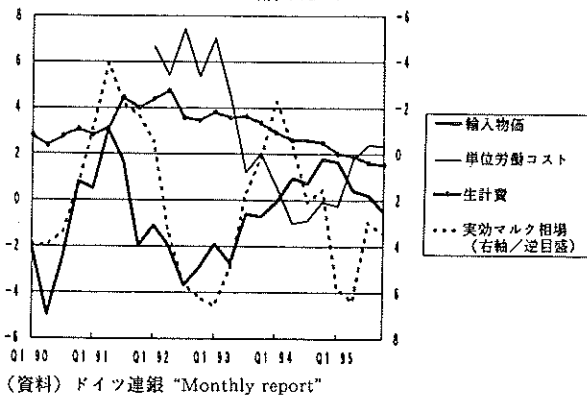
95年の生計費上昇率は1.8%となり、通年ベースでは7年振りにドイツ連銀の目標である2%を下回った。

96年に入ってから物価動向は引き続き安定している。マルク高効果の持続で輸入物価は前年比マイナスの伸びが続いており、生産者物価も上昇率は低下傾向にある。川上部門のインフレ圧力低下と国内需要の弱さから、家賃・サービス以外の生計費上昇率は前年比1%以下で推移している。

為替面からの輸入物価抑制効果はほぼ剥落しつつあり、93年から94年にかけて大幅に低下した単位労働コストも95年第2Q以降は反転してい

る。こうしたことから、足もとのインフレ率低下傾向も上期止まりで、下期の物価上昇圧力はやや高まるとみられる。ただし雇用不安から消費者マインドが盛り上がらない状況の下では、消費者の低価格指向が物価上昇の頭を抑えて、96年通年の生計費上昇率は1.7%と95年程度に止まろう。

低水準ながらインフレ率も下げ止まりへ  
(前年比%)



### 3) 金融政策・金利動向～追加利下げの可能性

95年12月の公定歩合・ロンバートレート引き下げ後、連銀は債券オペ(毎週実施)レートを通じて短期金利を低めに誘導してきたが、2月以降の債券オペは3.30%での固定金利入札となり(4月17日実施分まで決定)、低め誘導を停止している。

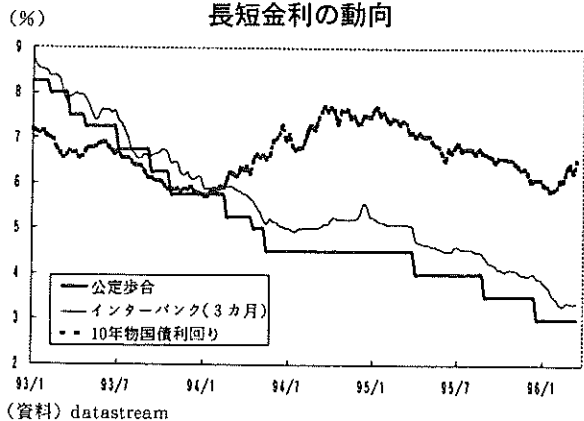
しかし、国内景気の停滞が長引いている中で物価は極めて安定していることから、上期中にもう一段の利下げの可能性がある(現在公定歩合3.0%)。

ただ、公定歩合の水準がほぼ史上最低にあるため、金融緩和も最終段階という見方が強い。利下げのタイミングによっては打ち止め感から長期金利の上昇につながり、かえって企業の投資意欲を殺ぎかねない。このため、追加利下げの決定は内外債券市場の動向をにらみながら行われることになろう。

年初6%割れまで低下していた長期金利(10年物国債利回り)は、その後米国金利の上昇につられる形で反転、3月末には6.5%前後の推移となった。

景気低迷、物価安定、さらにもう一段の金融緩和の可能性から、長期金利は年央にかけ低下しようが、短期金利の底打ち感、景況感の回復とともに、年末に向けては横這いからやや上昇気味の推移となろう。

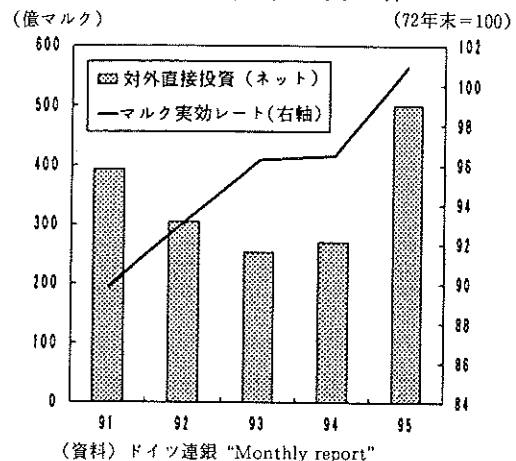
長短金利の動向



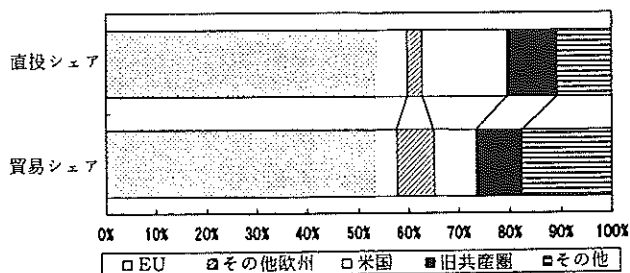
### 4) トピックス～急増するドイツの対外直接投資

ドイツからの対外直接投資が急増している。95年の対外直接投資額(ネット)は前年比85%増となった。投資額自体はEU諸国向けが圧倒的に大きいが、輸出先別の市場シェアとの比較では米国向け投資が突出している。ドイツの国内経済は

95年に対外直接投資急増



### 対外直接投資・輸出の地域別シェア

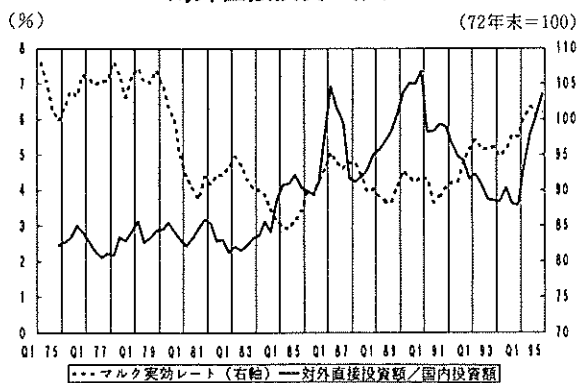


(注) 直接(ネット)シェアは95年、貿易(輸出)シェアは94年10月～95年9月計のデータに基づく  
 (資料) ドイツ連銀 "Monthly report"

不振であるが、国際的な拠点展開が進んだドイツ大企業の企業業績は国外部門を中心に好調であり、さらなる国外展開を押し進めようとしているものと思われる。

ただ、この「対外直接投資ブーム」も過去との比較ではさほどの水準ではない。総固定資本形成に対する対外直接投資額の比率をみると、足もとの伸びは急ではあるが、その水準は85年9月のプラザ合意後のマルク急騰に続く86～87年の水準、あるいはEC市場統合ブームとなった89～90年と同程度であり、国内投資総額の7%前後に過ぎない。

### 対外直接投資の推移



(注) 対外直接投資額はネットベース  
 国内投資額 = 総固定資本形成 (設備投資 + 建設投資)  
 (資料) ドイツ連銀 "Monthly report"

したがって、対外投資の急増がただちに国内産業空洞化の危機をもたらすものではないが、こうした対外投資を拡大する一方で企業は国内の人員

削減を進めており、その点からみれば、投資に伴って雇用機会も国外に流出しているといえる。

連銀によれば、対外直接投資の急増は、ドイツ国内のコスト高という要因ばかりでなく、市場戦略、為替リスク回避などによるものである。長期的な傾向として、今後対外直接投資は旧共産圏諸国、成長著しいアジア地域などへもさらに伸びていくと思われる。またペースはともあれ EU 諸国の統合は不可逆的であることから、ドイツ企業の戦略的な設備投資の先として、低コスト地域がますます重要となっていこう。その一方で コスト高から対内投資が伸びないままであれば、雇用機会の喪失は続き、国内産業空洞化の危機も現実のものとなりかねない。

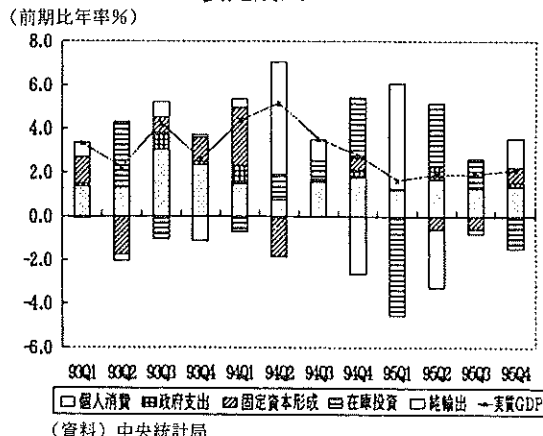
### (2) イギリス～利下げ・減税から

#### 96 年下期に成長率高まる

#### 1) 景気～堅調な個人消費

95年のイギリス経済は、94年9月から95年2月にかけての予防的引き締め等により、安定成長へと減速した。しかし、96年は、95年12月以降の金融緩和と減税から個人消費、設備投資の伸びが高まり、成長率は下期にかけて上昇しよう。96年の実質 GDP 成長率(前年比)は、上期 2.0%、下期 2.3%(通年では95年の2.4%から2.1%に低下)となる。

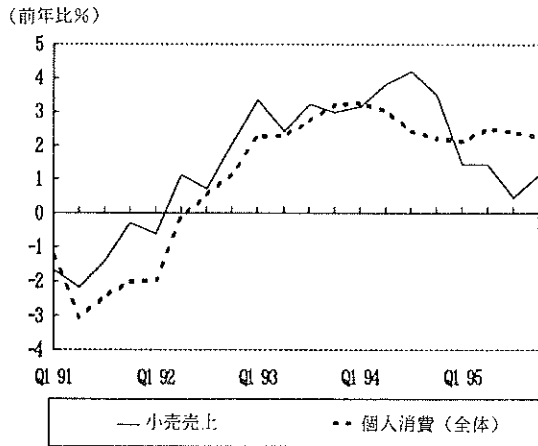
### 安定成長へ減速



(資料) 中央統計局

個人消費は、94年7-9月期から伸びが低下傾向にあったが、95年4-6月期以降は堅調で、95年下期は前年比（実質）2.3%となった。小売売上の伸びも95年10-12月期以降上昇傾向にある。96年は、①雇用環境改善、モーゲージ金利の低下、減税、低インフレなどにもなう家計の実質可処分所得の増加、②住宅市況の改善一等から、個人消費の伸びが高まろう。

持ち直す小売売上の伸び



(資料) 中央統計局

固定資本形成は、95年において前年比▲0.7%まで伸びが低下した。95年10-12月期においては、特に機械設備部門の設備投資が落ち込んでい。しかし、96年は、金利低下や住宅市況の改善などによって、固定資本形成は弱いながらも回復に向かおう。最近の英国産業連盟の調査報告では、企業の設備投資意欲が高まっていることがうかがえる。

2) 物価～インフレ率年央以降強含み

小売物価上昇率（前年比）は、95年9月（3.9%）にピークアウトし、96年2月には2.7%まで低下した。これは、①モーゲージ金利の低下、②一次産品価格の下落を主因とした川上部門におけるインフレ圧力の低下一などによる。当面、消費者の低価格志向も根強いことから、インフレ率は落ち着いた推移となろう。

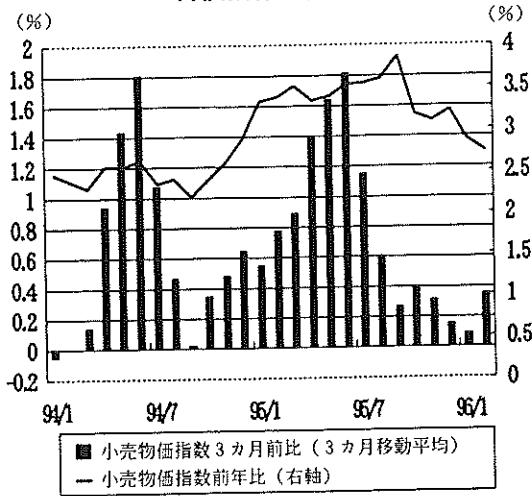
しかし、今後、①成長率の上昇、②労働コストの伸び率上昇一などから、小売物価上昇率（前年比）は96年年央をボトムとして上昇に転じ、96年10-12月期には2.6%に高まるであろう。

イギリス経済見通し総括表

	94年実績	95年実績		96年予測		95年 前回見込み	96年 前回予測
		上期	下期	上期	下期		
実質GDP	3.8	2.4	2.9	2.0	2.1	2.0	2.3
個人消費	2.7	2.3	2.3	2.3	2.8	2.6	3.1
政府支出	1.7	0.9	0.8	1.0	0.8	0.8	0.9
固定資本形成	3.0	▲0.7	▲0.7	▲0.7	2.7	1.4	4.1
在庫増減	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2	0.1	0.5
純輸出	0.9	0.7	1.1	0.3	0.1	0.2	0.0
輸出等	9.0	5.7	7.3	4.2	3.1	2.6	3.5
輸入等	5.1	3.1	3.2	3.1	3.2	3.1	3.3
小売物価	2.5	3.4	3.4	3.4	2.5	2.5	2.4
貿易収支	▲108	▲116	▲104	▲123	▲125	▲120	▲130
経常収支	▲21	▲67	▲54	▲80	▲69	▲66	▲72
ベースレート	6.25	6.50	6.75	6.50	5.75	5.75	5.75

(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 億ポンド  
 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

物価指標の推移



(資料) 中央統計局

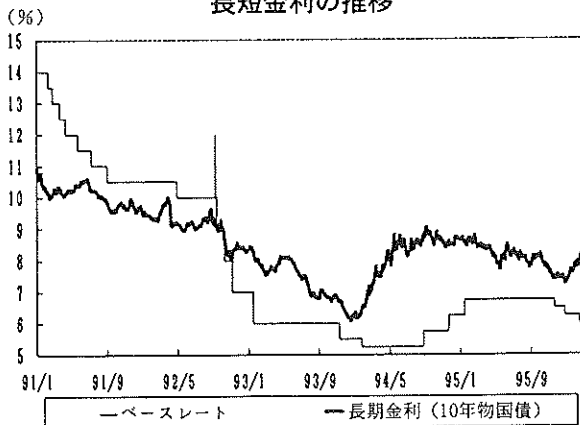
現在、労働党は、①中道寄りの政策、②ブレア党首の人気—などから支持層を広げており、保守党は、遅くとも97年5月までに実施される総選挙に危機感を増大させている。そのため、仮に今後数カ月の間に成長率やインフレ圧力の上昇などによって経済面からの利下げの必要性が薄れても、政治面からの利下げ圧力は高い状況が続こう。

長期金利は、95年初めから低下傾向（10年物国債、年初8%半ば→12月末7%半ば）にあったが、96年3月には8%近辺まで上昇している。96年の長期金利は、下期にかけて成長率・インフレ圧力の上昇にともない上昇基調となろう。

### 3) 金融～96年4-6月期に 追加利下げの可能性

ベースレートは、95年12月から3回（95年12月13日、96年1月18日、3月8日）にわたって0.25%ずつ引き下げられた（96年3月末現在6.00%）。今後についても96年4-6月期に0.25%の追加利下げが行われる可能性が高い。

長短金利の推移



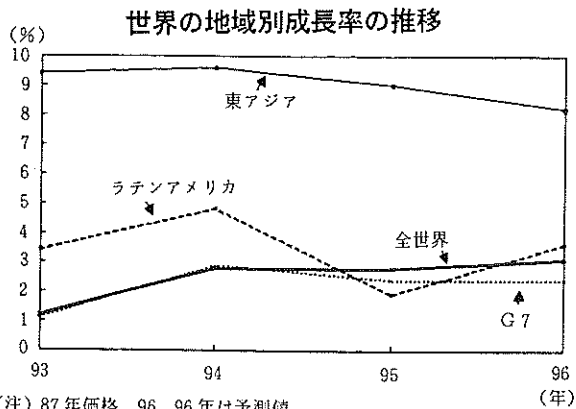
(注) ベースレート（ロンドン手形交換所加盟大手銀行の基準貸出金利）は、上図のように92年9月に一時的上昇・低下となっている。9月16日に10%から12%に引き上げられたが、翌17日に10%へ、さらに22日には9%に引き下げられている。

(資料) DATASTREAM

### 3. アジア経済～高成長ながら 景気拡大テンポは鈍化

東アジア（NIEs、ASEAN、中国）における96年の実質成長率は、依然高水準なものの95年の8.3%（見込み）から7.5%へと低下しよう。  
①米国や東アジア域内等の主要輸出先における景気鈍化、②中国の金融引き締め、③高まる政情不安—の影響による。

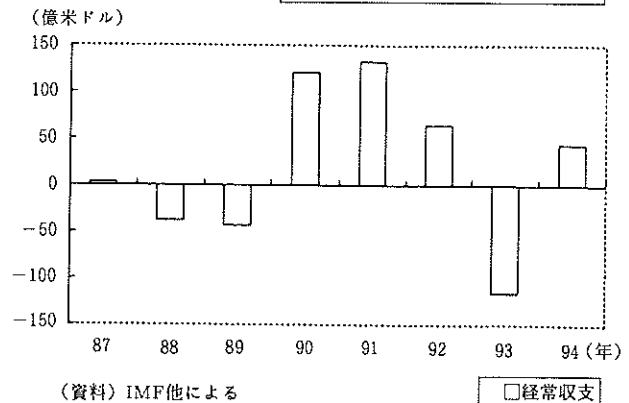
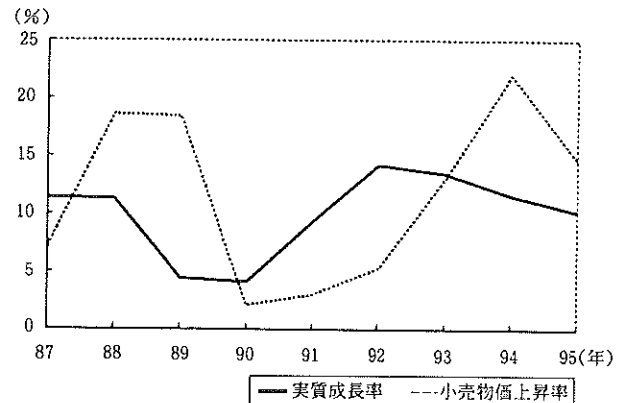
東アジアは概して輸出主導型経済であり、特に米国への依存度が高い。また、貿易、对外投资等において域内での相互依存関係が高まっている。そのため、米国はもとより域内における一国の景気鈍化が、東アジア経済全体に与える影響は大きい。96年入り後、東アジアでは、①中台関係の緊張、②北朝鮮の国家体制動揺、③香港返還問題—など概して政情不安が高まっている。こうした政治情勢が当該国の経済停滞の長期化となつて、東アジア経済全体に影響を及ぼす可能性もでてくる。



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

#### (1) 中国

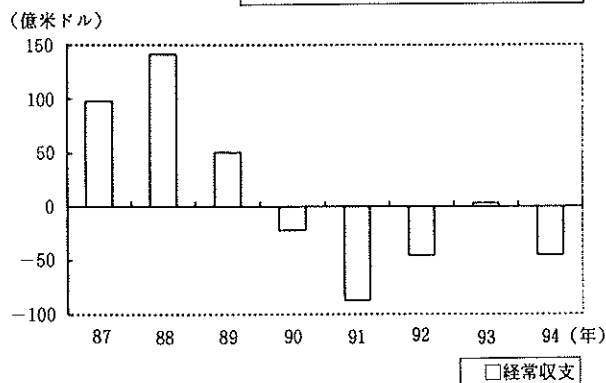
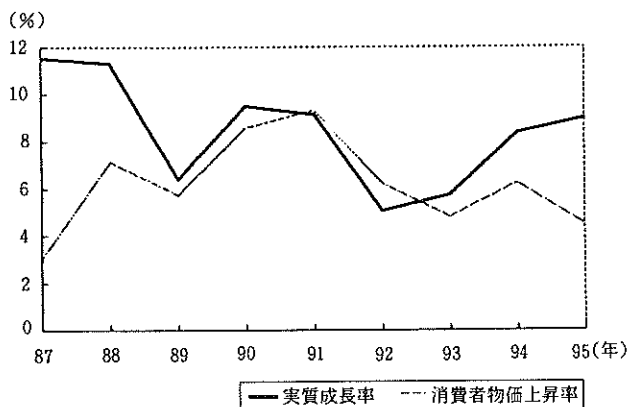
92年以降、実質 GDP 成長率が10%を超える景気過熱の状態にあったが、93年6月からの金融引き締めにより、景気は94年10-12月期をピークに鈍化傾向にある。96年においても、金融は引き締め基調にあって、輸出の伸びの低下傾向も継続するものの、農業部門や一部事業については限定的に金融緩和が始まっていることなどから、実質 GDP 成長率は9.2%（95年10.2%）と軟着陸へ向かおう。96年3月の全国人民代表大会は、年平均8%の経済成長を目標とする第9次5カ年計画（1996-2000年）を決定している。小売物価上昇率は、95年に続き、96年もインフレ抑制を最優先課題とした引き締め政策の継続などから、10.0%（95年14.8%）へと低下しよう。輸出は、95年半ばから増値税の還付税率引き下げなどにより伸びが鈍化していたが、96年は、①人件費などコスト上昇による競争力の低下、②米国等主な輸出先の景気の鈍化—などもあり、伸びの低下が顕著となり、貿易黒字幅は縮小しよう。



(資料) IMF他による

## (2) 韓国

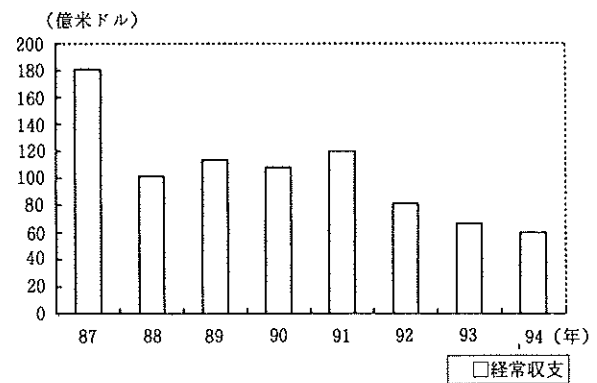
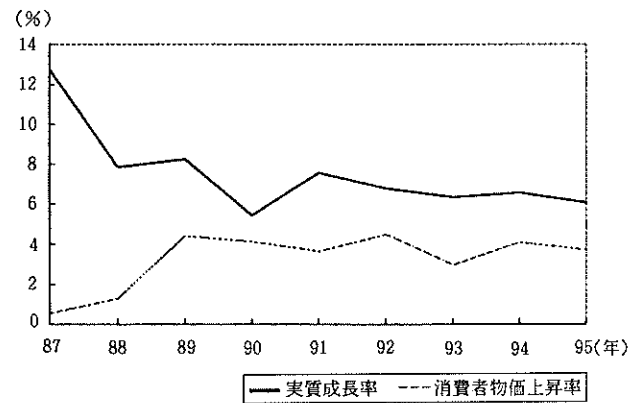
景気は、93年下期以降、内需、輸出ともに好調であったが、96年は、①円高・ウォン安の修正や米国等主な輸出先国の景気鈍化にともなう輸出の鈍化、②内外の政情不安（96年4月の総選挙を巡る政局流動化、秘密資金事件、北朝鮮の国家体制動揺等）にともなう内需の鈍化—などから成長率は7.3%（95年9.0%）に低下しよう。特に②の要因は、株式相場および対外開放等資本市場の近代化の進展にもマイナスの影響を与えよう。消費者物価上昇率は94年10-12月期より低下傾向にあるが、96年も円高・ウォン安の修正による輸入物価の安定、景気の鈍化—などから4.5%（95年4.5%）と落ち着いた推移となろう。こうした国内景気鈍化から輸入の伸びが鈍化しているものの、円高・ウォン安の修正や海外景気の鈍化から輸出の伸びも低下しているため、96年の貿易収支は赤字基調が続こう。



(資料) NATIONAL STATISTICAL OFFICE 他による

## (3) 台湾

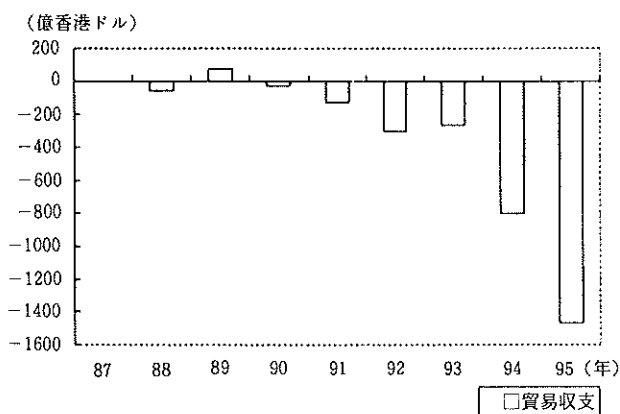
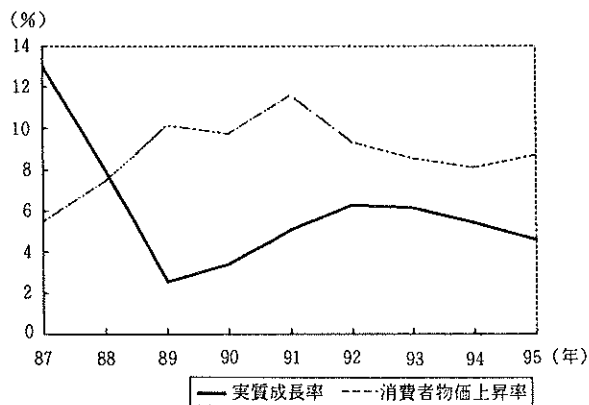
これまで堅調な内需、好調な輸出により高成長を持続していた景気は、①米国、中国等主な輸出先国の景気鈍化や対中関係の悪化にともなう輸出の伸びが低下、②中台関係の緊張から内需も鈍化—すると考えられるため、96年の実質 GDP 成長率は5.8%（95年6.1%）に低下しよう。96年の消費者物価上昇率は、景気、株価対策のため金融が緩和傾向（預金準備率の引き下げ等）にあるものの、①円高修正による輸入物価の沈静化、②景気の鈍化—などから、おおむね落ち着き傾向にあり、3.4%（95年3.7%）となろう。国内景気鈍化等により輸入の伸びが低下するものの、主に米国、中国向けにおいて輸出の増勢も鈍化するため、96年の貿易収支は黒字幅が縮小傾向となろう。



(資料) THE CENTRAL BANK OF CHINA 他による

#### (4) 香港

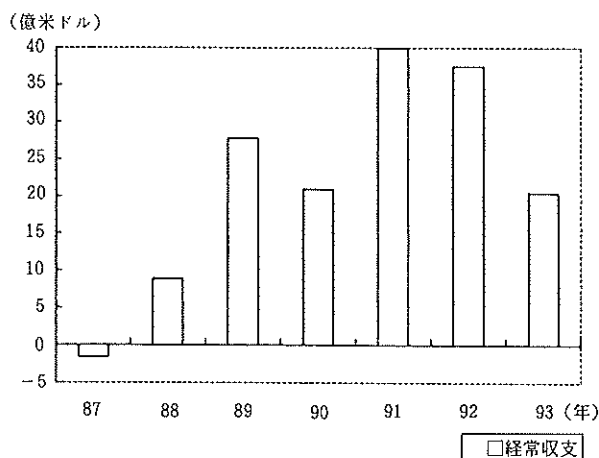
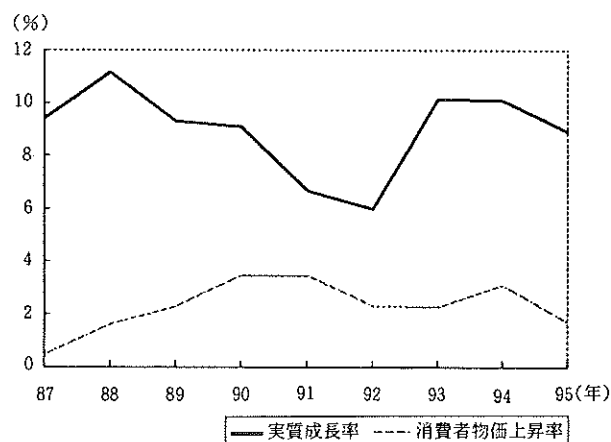
景気は、95年入り後、高金利、資産価格の下落、政治面での先行き不透明感等による内需の伸びの低下から、拡大テンポが鈍化していた。96年も、①主要輸出先の中国や米国等の景気鈍化や中台関係の緊張による輸出の伸びの低下、②政治面での根強い先行き不透明感等により景気の鈍化傾向が続き、実質 GDP 成長率は4.6%（95年4.6%）となろう。96年の消費者物価上昇率は、内需の鈍化等から高水準ながらも低下傾向にあり、8.0%（95年8.7%）となろう。対外面では、新空港建設関連インフラ整備等から輸入の増勢が強い一方、輸出の伸びが鈍化しており、96年の貿易収支は赤字幅が拡大しよう。



(資料) CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT 他による

#### (5) シンガポール

景気は、95年は内需、輸出が堅調であったが、96年は、①主要輸出先である米国等の景気鈍化（特にパソコン関連需要の鈍化）により輸出の伸びが低下、②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ため、実質 GDP 成長率は7.5%（95年8.9%）に低下しよう。消費者物価上昇率は、94年4月から導入された物品・サービス税の影響が薄れ、食品価格も安定していることなどから落ち着いており、96年も1.7%（95年1.7%）と安定傾向が続こう。96年の貿易収支は、内外景気の減速から輸出入とも伸びが鈍化し、赤字基調が続こう。



(資料) DEPARTMENT OF STATISTICS 他による

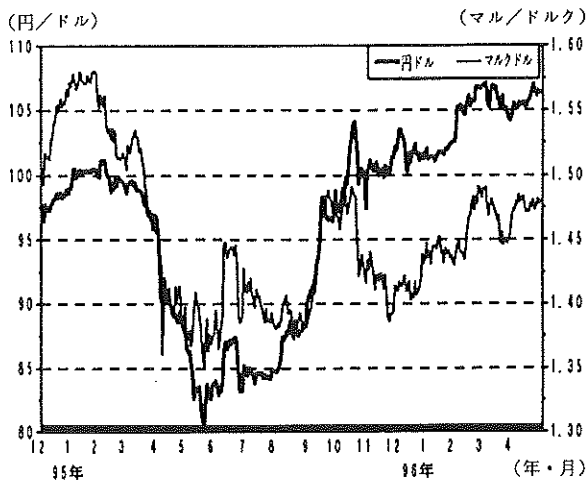


#### 4. 為替～下期はやや円高に

##### (1) 現在までの推移

円の対ドルレートは、95年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、日米同時金融緩和等>、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月中旬頃から年末にかけて、100円近辺の推移となった。96年に入り、日米両国の対外不均衡縮小、米金融緩和の中での債券・株高を背景に100円台半ば程度での穏やかな円安ドル高の推移となっている。

円ドルとマルクドルの推移

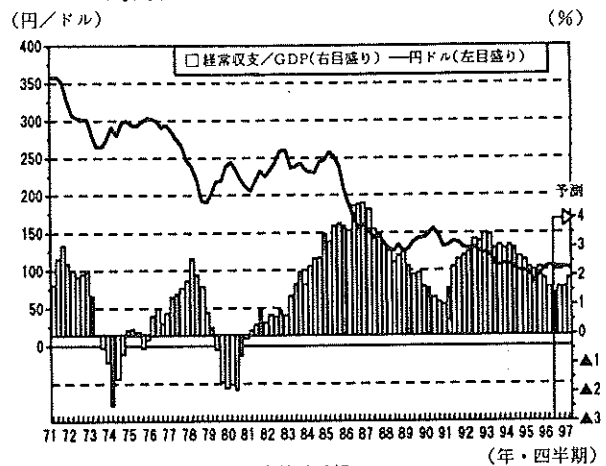


(資料) 日本経済新聞社

##### (2) 今後の動向～対外黒字の増加に伴う 円高圧力には注視

日米の景気、対外不均衡の動向が見極めにくい中、当面、円ドルレートは横ばい基調で推移しよう。下期の方向性としては、①円高修正、海外景気の改善等から日本の対外黒字が再び増加、②日本の景気は緩やかながらも回復傾向を維持-などからやや円高気味の展開となる。

対外黒字と円ドルレートの推移



(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

年度平均でみると、95年度 96.4円に対し、96年度 103円となろう。対外黒字の予想以上の縮小により、前回見通し(96年度: 98円)から円安方向に修正した。「大幅な為替変動を好まない」G7の基本姿勢に変化は想定されないものの、96年度は日本の対外黒字の増加から円高圧力が高まるリスクには注視する必要がある。

## II. 日本経済～不安要因残る回復、 96年度は2%成長

93年10-12月期以降緩やかな回復過程にあった日本経済は、もともと民需の自律的な回復力が弱かったところに、95年初に「阪神大震災」、「急速な円高」という衝撃が加わり、95年4-6月期及び7-9月期は「中だるみ」状況に陥った。

しかし、8月中旬頃には円高も是正され100円近辺の水準にまで戻ったこと、9月には14兆円を超える大型の景気対策が策定されたこと、公定歩合が史上最低の0.5%に引下げられるなど更なる金融緩和が行われたことなどから、95年10-12月期より景気はもとの緩やかな回復軌道に復帰している。

96年度の日本経済は、①設備投資の増勢傾向、②外需のマイナス寄与の縮小、③民間消費の緩やかな伸びから緩やかな回復が続き、下期には民需主体の成長が期待できよう。実質GDP成長率は、95年度実績見込みを1.4%（前回[95年12月20日発表]：0.8%）、96年度見通しを2.0%（同：1.7%）と上方修正した。

### 1. 景気の現状～回復傾向に復帰した 日本経済

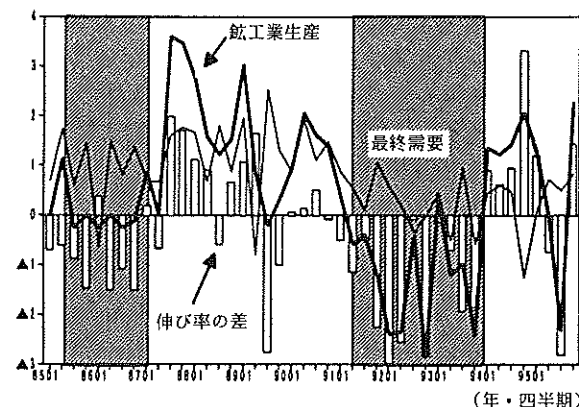
#### (1) 全般的動向

日本経済は92年度から3年続いたゼロ%台の低成長を脱し、95年度の実質GDP成長率は1.4%となる見込みである。

95年は4月には70円台に突入するなど一時急速な円高が進んだことから、景気は「中だるみ」状況となった。その後は8月中旬頃に100円近辺にまで下落し、96年に入ってから100円台半ばで推移している。このため、鉱工業生産は4月ころからは減少基調に転じ、7-9月期は前期比で▲2.3%という大幅な落ち込みとなったものの、

10-12月期には急速に回復し、景気は元の緩やかな回復軌道に復帰した。年初の「阪神大震災」の経済成長率への影響はマクロ的に見る限り軽微なものにとどまった。

最終需要と鉱工業生産の動向  
(前期比、%)



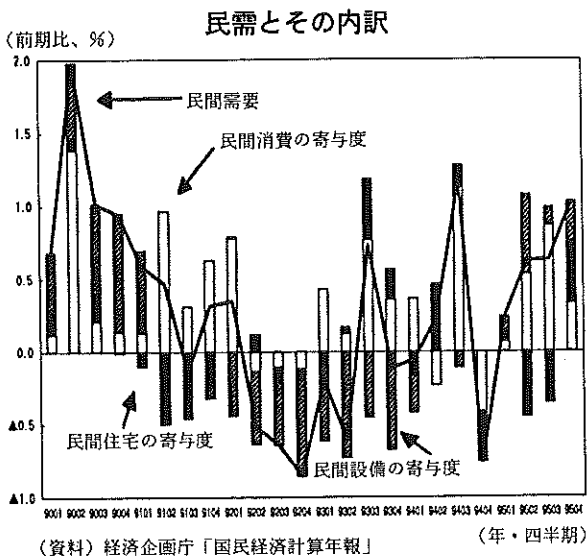
(注) 斜線部分は景気後退期間  
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」通産省「通産統計」

この間9月には14兆円を超える大型の景気対策が策定され、公共事業による景気の下支えが行われた。また、公定歩合が史上最低の0.5%に引下げられるなど更なる緩和が行われ、財政・金融両面から景気支持的政策が採られたことが、95年度下期の回復傾向への復帰につながった。

#### (2) 堅調な設備投資と伸び悩む消費

円高によって鉱工業生産が大きな落ち込みを見せた反面、企業の設備投資は堅調に推移した。民間設備投資は、95年1-3月期に前期比で0.5%と16四半期ぶりにプラスに転じた後、95年初来の円高の影響による鈍化が懸念されたが、10-12月期まで4四半期連続前期比で増加した。設備投資が増勢傾向に転じたのは、大幅なストック調整の終了、企業業績の回復傾向の持続によるものである。円高にも関わらず設備投資が堅調に推移した背景には、7月からサービスが開始されたPHSや通話料引き下げによって需要の拡大した携帯電話などの為替に影響されない内需に対する投資

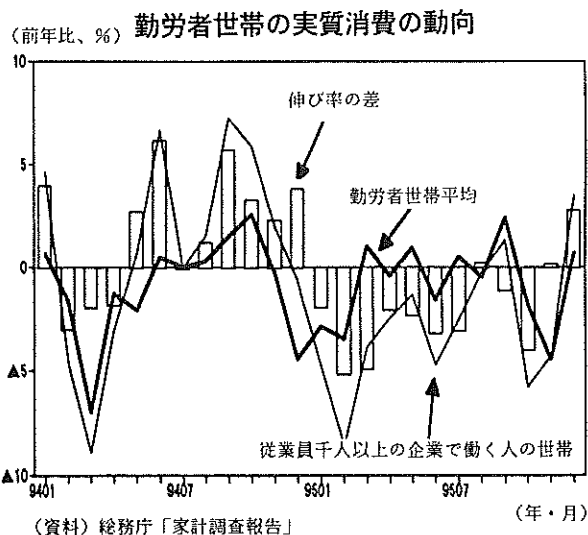
が拡大したことや世界的な半導体の需給逼迫を背景とした半導体生産関連の電機、化学の設備投資が拡大したことがあげられる。



一方、消費は、家計調査でみると全世帯の実質消費支出が95年6月以降7カ月前年同月を下回るなど低調な動きが続いている。

95年度の春闘賃上げ率が史上最低の2.8%にとどまるなど、所得の伸び悩みが消費低迷の基本的な要因として挙げられる。

加えて、消費マインドの面でも、年初に起きた阪神大震災や社会的不安に加え、雇用面での不安などが、消費行動を慎重化させた原因として考え



られる。有効求人倍率が上昇する兆しは見えるものの、失業率は史上最高の3.4%を記録するなど、依然厳しい雇用環境が続いている。

特に、大企業では雇用者数が減少するなかで雇用過剰感はあまり低下しておらず、雇用調整が道半ばであることが示唆される。こうした大企業で働く勤労者世帯での消費の相対的な不振が家計調査でも顕著である。

世帯主の働く企業の規模別に消費動向を比較すると、95年1-3月期以降、従業員規模1000人以上企業で働く勤労者世帯の消費の伸びは、全勤労者世帯平均の消費の伸びを下回っている。大企業で働く人の収入および消費の水準は高いので、こうした世帯での消費の不振が消費全体の伸びを低迷させているものと理解される。中小企業の雇用者数は増加しているが、公共投資の追加による建設業での増加など、非製造業における雇用の拡大によるものとみられる。

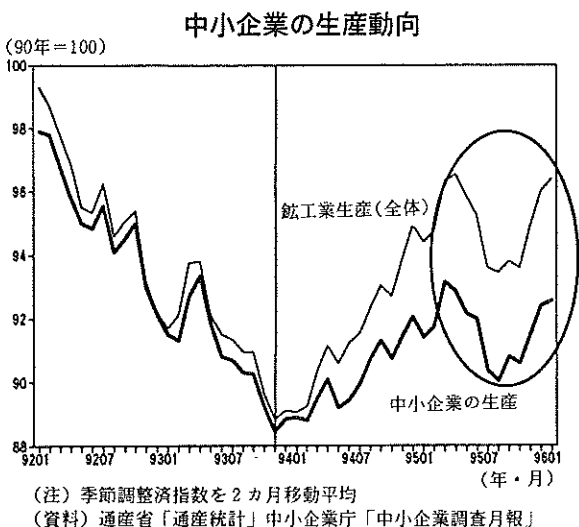
### (3) 薄日さし始める中小企業

93年11月以降の景気回復局面における1つの特徴は、中小企業の回復が遅れたことである。しかし、生産面では、依然、大企業に比べて改善のペースが緩やかであるものの、95年10-12月期より増産基調に復帰している。これに伴って、業況判断は「水面下」ながら、改善傾向に戻った。また、減少が続いてきた中小企業の設備投資も7-9月期からは2期連続して前年比プラスとなっている。

#### 1) 中小製造業の生産動向

景気は緩やかな回復傾向にとどまっているが、輸入は景気回復以前から高い伸びを続けてきた。累積的な円高傾向、大企業を中心とした生産拠点の海外移転、東アジア諸国の供給力向上などを背景に、高水準の製品輸入が行われていることが主

因である。国内の製品供給に占める輸入品の割合が高まったことは、国内物価の鎮静・安定に寄与する一方、国内企業の収益を圧迫する要因となってきた。

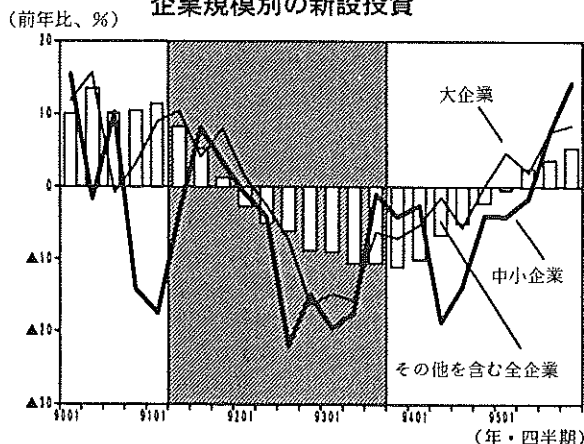


生産面でも、最終需要が弱いことに加え、こうした廉価な輸入品との競争があったため、低迷が続いてきた。特に、競争力の弱い中小企業の生産回復のテンポは大企業より更に緩慢なものとなった。景気の「中だるみ」がみられた95年4-6月期及び7-9月期には減産が行われ、再び減産傾向となることが懸念されたが、10-12月期に再び増産に転じ、現在は95年初の水準をおおむね回復している。

## 2) 中小企業の設備投資動向

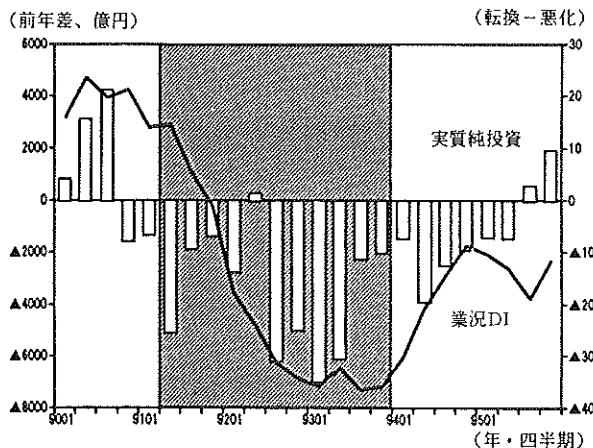
GDPベースの民間設備投資は、長期にわたって低迷が続いていたが、95年1-3月期以降4四半期連続で前期比プラス、4-6月期以降は3四半期連続で前年比プラスとなっている。大企業の設備投資は、95年1-3月期に前年比プラスに転じている。一方、中小企業の設備投資は、大企業に比べて回復が遅れていたが、7-9月期からは前年比プラスになるなど回復傾向がみえてくる。

## 企業規模別の新設投資



(注) ①大企業は法人企業統計季報ベースの資本金10億円以上企業、中小企業は資本金1億円未満企業の新設投資を実質化  
②その他を含む全企業は国民経済計算年報ベースの実質民間企業設備額  
③斜線部分は景気後退期間  
(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」

## 中小企業の業況判断と純投資



(注) ①実質投資額は、法人企業統計季報ベースの資本金1億円未満の企業の新設投資額から減価償却分を控除した後、実質化  
②斜線部分は景気後退期間  
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」中小企業金融公庫「中小企業金融公庫月報」他

中小企業においても設備投資が回復しつつある背景には、大幅なストック調整の進展と生産・売上の回復による企業収益の改善を挙げることができる。

設備資本ストックに関しては、新設の投資額が減価償却額を下回る水準にまで抑制された結果、ストックの伸び率が大幅に低下し、設備過剰感は低下しつつある。

また、大企業よりもペースは遅れているものの、

生産・売上の回復によって企業収益が改善し、一旦悪化しかけた業況判断も「水面下」ながら、改善傾向に戻っている。

これらを背景に減少が続いてきた中小企業の設備投資も95年7-9月期からは2期連続して前年比プラスとなり、回復傾向がうかがえる。

## 2. 96年度の日本経済～2.0%成長

96年度も、95年度に引き続き緩やかな回復傾向を辿ろう。設備投資の増勢傾向、為替安定による外需のマイナス寄与縮小、所得増・物価安定による消費の増加から、実質 GDP 成長率は2.0%となろう。年度後半には、公的需要主導から民需中心の成長への移行が期待される。

しかし、前回予測(95年12月20日発表)でも指摘したように、景気の自律的回復に向けた環境は万全ではない。①追加補正がない場合の公共投資の下期息切れ、②設備投資に関する米国ハイ

テク景気減速などの影響、③不良債権処理問題、④円高リスク、など懸念要因は多い。景気回復を腰折れさせないためにも、96年度予算の早期成立、不良債権問題の解決に道筋をつける等の着実な政策遂行が望まれる。

### (1) 予測の前提

- ①公的支出：96年度下期に3.5兆円の公共投資の追加が行われる。
- ②税制：97年4月から消費税率引き上げ(3%→5%)
- ③公定歩合：0.5%据え置き
- ④為替レート：96年度平均1ドル=103円
- ⑤原油価格(入着ベース)：96年度18.4ドル/バレル

96年度日本経済見通し結果(特に指定なき場合、前年比、%)

	94年度 実績	95年度 見込み	96年度 予測		96年度 予測	上期	下期
			上期	下期			
実質GDP成長率	0.5	1.4	0.3	2.5	2.0	2.0	1.9
(内需寄与度)	(0.8)	(2.4)	(1.0)	(3.8)	(2.5)	(3.2)	(1.9)
(内、民間需要)	(0.5)	(1.7)	(1.1)	(2.3)	(2.1)	(2.2)	(1.9)
(内、公的需要)	(0.2)	(0.7)	(▲0.1)	(1.5)	(0.5)	(1.0)	(▲0.1)
(外需寄与度)	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲0.6)	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲1.2)	(0.1)
民間消費支出	1.5	2.1	1.6	2.6	2.1	2.0	2.2
民間住宅投資	8.6	▲7.8	▲11.4	▲3.7	1.5	4.1	▲1.2
民間設備投資	▲3.5	4.3	3.2	5.4	4.4	4.4	4.4
公的固定資本形成	▲1.0	7.8	▲1.4	15.1	3.7	11.4	▲1.6
財貨・サービス輸出	5.7	5.0	5.6	4.4	4.9	3.8	6.0
財貨・サービス輸入	10.2	15.5	13.0	17.9	9.9	14.7	5.6
鉱工業生産上昇率	3.1	1.8	▲0.5	1.3	3.0	1.8	1.2
総合卸売物価上昇率	▲1.6	▲0.7	▲1.3	0.0	0.5	0.8	0.1
消費者物価上昇率	0.4	▲0.2	0.0	▲0.4	0.1	▲0.0	0.2
経常収支(100億円)	1243	970	1079	830	800	730	870

(注) ①鉱工業生産は季節調整済・前期比%

②経常収支の半期数値は季節調整済み、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」

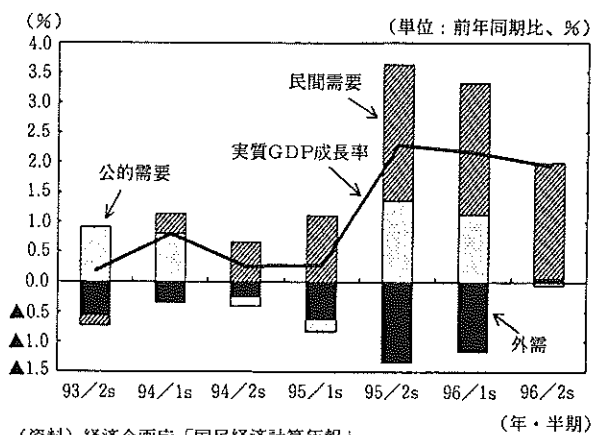
(2) 実質 GDP 成長率と景気パターン～

前半公的需要主導、後半民需へ移行

上期は公的需要が、下期は弱いながらも民間需要と外需の改善が景気を支える形となろう。

96年度も、引き続き公共投資の増加を見込んでいるが、年度下期には成長率押し上げ効果が消滅する。しかし、円高の修正や、米国景気の回復を背景に輸出が持ち直し、外需がプラス寄与に転換することや、民間設備投資は引き続き堅調とみこまれ、徐々に民需中心に移行してこよう。

96年度実質GDP成長率の成長パターン



(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

(3) 各需要項目毎の動向

1) 民間消費～厳しい雇用環境、

消費の改善は緩やか

民間消費は自動車、情報関連機器等の耐久財の伸びを中心に、95年度、96年度とも2.1%増となろう。

96年度の春闘賃上げ状況は、賃上げ額こそ6年振りに前年を上回るものの、賃上げ率はほぼ前年(2.83%)並みの水準となったとみられる。雇業者所得は、所定外、ボーナス部分の上昇がみこまれることから、95年度の1.2%から96年度は2.2%へと伸びを高めよう。96年度下期は97年4月より実施予定の消費税引き上げに伴う「駆け込み」需要が一部みこまれるものの、企業の雇用過剰感は依然強く、失業率の高止まりなど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なものにとどまろう。

所得・消費の見通し (特に指定なき場合、前年比、%)

	93年度 実績	94年度 実績	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	1.7	1.5	2.1	1.6	2.6	2.1	2.0	2.2
民間消費フレーター	1.1	0.4	▲0.7	▲0.4	▲0.9	▲0.0	▲0.3	0.2
名目民間消費	2.8	1.9	1.4	1.1	1.7	2.1	1.8	2.4
名目家計可処分所得	2.9	2.4	1.1	1.2	1.0	2.0	2.0	2.1
雇業者所得	2.5	1.8	1.2	1.4	1.1	2.2	2.1	2.2
平均消費性向	▲0.1	▲0.4	+0.1	▲0.1	+0.5	+0.0	▲0.3	+0.2
失業率	2.6	2.9	3.3	3.2	3.4	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」

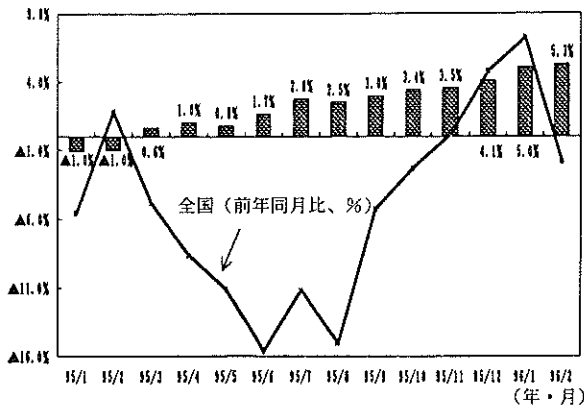
## 2) 住宅投資～復興需要、

金融緩和継続から96年度は増加

95年度の住宅投資は▲7.8%になったと見込まれる。住宅着工戸数は95年度上期は141万戸と落ち込んだが、阪神大震災の復興需要、金利低下を背景に、持家を中心として95年度下期には、再び155万戸台を回復した模様である。

96年度についても、引き続き堅調な住宅着工が見込まれ、「消費税駆け込み需要」も見込まれることから、住宅投資は1.5%の増加となろう。住宅着工戸数は、95年度148万戸、96年度150万戸となろう。

兵庫県の新設住宅着工への影響



(注) 直線は新設住宅着工戸数(全国)の前年同月比、棒グラフは全国の着工戸数に対する兵庫県の着工戸数寄与度  
(資料) 建設省「建設統計月報」

## 3) 民間設備投資

～非製造業の回復から増加基調継続

95年度の民間設備投資は前年度比4.3%と4年振りにプラスになった模様である。

先頃発表された各機関調査の96年度設備投資計画は、全産業では前年度比でやや増加と慎重なものとなっている。これは、96年度は95年度に比べ、非製造業が増加するものの製造業の設備投資計画がマイナスであることによる。95年2月時点の95年度設備投資計画と比較すると、製造

業の伸びは下回っているものの、非製造業の増加から全産業ベースではどの調査も前年を上回っており、緩やかな回復が続けば、今後、設備投資計画の上方修正が見込まれる。ただし、世界的な需給緩和から半導体価格の低下がみられるなど、今回の設備投資の増加を牽引してきた半導体関連の投資が息切れする懸念がある。

## 96年度 設備投資計画の動向

(単位: %)

	調査月	全産業		製造業		非製造業	
			前年調査		前年調査		前年調査
日銀短観	2月	0.6	▲1.0	▲2.0	▲1.7	1.9	▲0.7
日債銀調査	2月	0.4	▲0.7	▲6.7	▲4.6	2.6	0.5
開銀調査	3月	0.7	0.3	▲0.6	3.8	1.3	▲1.3

(注) 前年調査は、それぞれ95年度設備投資の当初計画。日銀短観、日債銀は2月調査、開銀は3月調査。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査(96年2月)」、日本債券信用銀行「設備投資計画調査(96年2月)」、日本開発銀行「設備投資計画調査」

## 4) 物価動向～引き続き安定基調継続

物価は引き続き安定基調が継続しよう。サービス価格、公共料金関連の物価は上昇傾向にあるものの、商品価格は下落傾向にある。円高是正などから、消費者物価は95年度▲0.2%、96年度0.1%と下げ止まりに転じよう。

円高是正によりこれまでの物価引き下げ効果は薄らぎ、輸出入物価は上昇しよう。国内卸売物価については、流通業のコストダウン、構造変化などから価格の上昇は押さえられ、引き続き弱含むものの、輸出入物価の上昇から総合卸売物価は上

## 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	▲0.7	▲1.3	0.0	0.5	0.8	0.1
国内品	▲1.8	▲1.4	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.4	▲0.7	0.0
輸出品	▲8.0	▲2.8	0.2	▲4.0	4.5	3.8	7.4	0.4
輸入品	▲12.4	▲1.5	0.1	▲2.5	2.5	5.5	10.1	1.2
消費者物価	1.2	0.4	▲0.2	0.0	▲0.4	0.1	▲0.0	0.2

(資料) 日本銀行「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

昇に転じよう。96年度は3年振りに名目GDP成長率が実質成長率を上回る。実質成長率の高まりと合わせて、デフレ的色彩は弱まろう。

#### 5) 外需、国際収支動向～米国経済の回復を受け 輸出は持ち直し

95年前半の円高進行に米国景気の鈍化が重なり、95年7-9月期に輸出数量は減少した。その後、円高是正による輸出採算の改善などから輸出数量は下げ止まり傾向にある。96年度の輸出は、為替の安定化傾向、96年末に向けて米国経済の成長率は徐々に高まることから持ち直してこよう。しかしながら、生産拠点の海外移転の動き

は継続しており、輸出の急激な回復は期待できず、小幅増加にとどまろう。一方、輸入については、高水準の製品輸入が持続するとみられるが、伸び率は低下してこよう。

経常黒字は、94年度の12.4兆円（名目GDP比2.6%、旧統計ベース1,243億ドル）から、95年度は9.7兆円（同2.0%、同1,010億ドル）、96年度は8.0兆円（同1.6%、同780億ドル）と縮小しよう。

しかし、前述の通り、96年度下期以降は、輸出の持ち直しから、黒字の減少に歯止めがかかろう。

経常収支(新統計)の予測(季調済年率、100億円)

	94年度	95年度		96年度			
		上期	下期	上期	下期		
経常収支	1,243	970	1,079	830	800	730	870
(対GDP比%)	(2.6)	(2.0)	(2.2)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.7)
貿易収支	1,410	1,200	1,274	1,100	1,200	1,110	1,290
(対GDP比%)	(2.9)	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.6)

(注) 新統計ベースの予測値は100億円単位を四捨五入。  
(資料) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

経常収支(旧統計)の予測(季調済年率、億ドル)

	94年度	95年度		96年度			
		上期	下期	上期	下期		
経常収支	1,243	1,010	1,209	810	780	710	850
(対GDP比%)	(2.6)	(2.0)	(2.2)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.7)
貿易収支	1,444	1,240	1,427	1,060	1,170	1,070	1,260
(対GDP比%)	(3.0)	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.6)
輸出	3,965	4,250	4,421	4,090	4,320	4,190	4,460
(前年同期比%)	(11.3)	(7.3)	(14.9)	(0.4)	(1.6)	(▲5.2)	(9.0)
輸入	2,522	3,010	2,994	3,030	3,160	3,120	3,190
(前年同期比%)	(18.2)	(19.3)	(26.1)	(13.4)	(4.9)	(4.3)	(5.4)
貿易外収支	▲121	▲140	▲112	▲170	▲290	▲260	▲330
移転収支	▲80	▲100	▲106	▲90	▲100	▲110	▲90

(注) 旧統計ベースの予測値は億ドル単位を四捨五入。  
(資料) 実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」



(4) 金融～長短金利は当面ボックス圏内で推移、後半やや強含み

①長短金利～低め誘導当面継続

景気は緩やかな回復基調にあるものの、金融セクターの弱さなど、なお課題を抱えており、日銀は基調的には低金利政策を続けよう。当面、現状並みの緩和スタンスが予想されるが、景気動向が堅調さを増せば徐々にコールレートの誘導レンジを微調整して市場動向をフォローする展開となる。

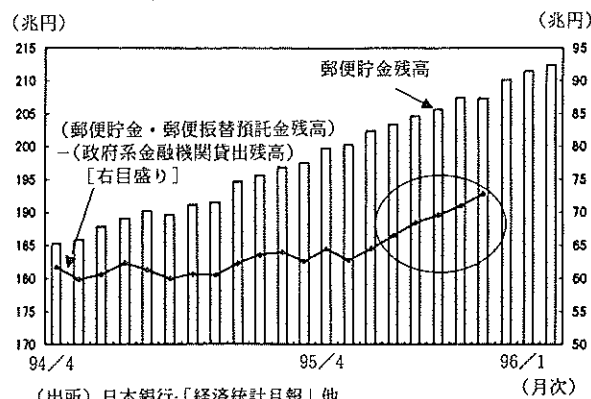
長期金利は当面、短期金利が低めに維持されることなどから、年央頃までは横這い圏で推移しよう。その後、①民需の若干の回復、②国債の発行圧力ーの中、上昇方向となるが、①資金運用部の債券買い余力、②海外金利の落ち着きーなどから上昇幅は限られよう。

②マネーフロー～公的金融からの借り入れ減少、社債発行増加

政府系金融機関は93年頃より、①経済対策による貸出枠拡大、②民間金融機関を下まわる貸出金利ーなどによって貸出を伸ばし、いわゆる民業圧迫の状態にあったが、95年度入り後は、中小企業向けの政府系金融機関の貸出残高の伸び(前年比)はマイナスとなっている。個人も住宅ローンで民間の方が有利になるケースが出ており、住宅金融公庫の貸出残高の伸びも鈍化してきている。

他方、資金運用部原資の約6割を占める郵便貯金は、①金利面などでの商品性の有利さ、②預金者のリスク回避指向ーを背景に著増しており、債券購入余力が増しているとみられている。

資金力を増す資金運用部



民間金融機関にあっても、かつて貸出の大宗を占めた製造業や卸売業の貸出残高はマイナス基調を続けている。

こうした中、普通社債の発行が大きく伸び、公募普通社債の発行は95年の第4四半期のみで1.47兆円と前年同期に対して倍増した。ただ、これらの調達は過去のエクイティファイナンスの借換もあり、必ずしも前向きな設備資金調達には至っていない。当面、資金需要が金利上昇の引金になるとは考えにくい。

# 1996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	95年度	96年度
	実績	実績	見込み	予測	前回見込み	前回予測
名目国内総支出(GDP)	0.8 (476.5)	0.4 (478.6)	0.9 (483.0)	2.1 (493.2)	0.5 (481.0)	1.7 (489.4)
実質国内総支出	0.2	0.5	1.4	2.0	0.8	1.7
国内需要	0.5	0.8	2.4	2.5	1.7	2.2
国内民間需要	▲0.8	0.7	2.1	2.6	1.3	2.1
民間最終消費支出	1.7	1.5	2.1	2.1	1.9	2.0
民間住宅投資	4.9	8.6	▲7.8	1.5	▲9.0	▲0.2
民間企業設備投資	▲10.5	▲3.5	4.3	4.4	2.4	3.5
民間在庫品増加	(0.0)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)
国内公的需要	7.0	1.3	3.9	2.4	3.3	2.8
政府最終消費支出	2.4	2.5	1.0	1.2	1.1	0.9
公的固定資本形成	12.6	▲1.0	7.8	3.7	6.4	4.7
財貨・サービスの純輸出	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲0.9)	(▲0.5)
財貨・サービスの輸出	0.4	5.7	5.0	4.9	3.7	3.7
財貨・サービスの輸入	3.5	10.2	15.5	9.9	12.9	8.2
鉱工業生産	▲4.0	3.1	1.8	3.0	1.2	2.1
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲0.7	0.5	▲0.6	0.4
消費者物価	1.2	0.4	▲0.2	0.1	▲0.2	0.1
貿易収支(100億円)	1527	1410	1200	1200	----	----
経常収支(100億円)	1422	1243	970	800	----	----
参貿易収支(億ドル)	1430	1444	1240	1170	1280	1170
考経常収支(億ドル)	1305	1243	1010	780	1110	1000

(注) ①前回予測は95年12月20日発表のもの。

②太線内は、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、参考数値は旧統計・ドルベース。

(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 前回見込み	96年度 前回予測
原油価格（通関入着、ドル/バレル）	16.8	17.3	18.3	18.4	17.9	17.9
円/ドル・レート	108	99	96	103	95	98
公定歩合（年度末値、%）	1.75	1.75	0.5	0.5	0.5	0.5
米国実質経済成長率（暦年、%）	2.3	3.5	2.1	1.6	3.3	2.2

（注）原油価格、円/ドル・レートは年度平均値

米国実質経済成長率は、今回予測より、1992年基準（連鎖アフレクタ）前回予測は1987年基準。

## 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 前回見込み	96年度 前回予測
実質国内総支出	0.2	0.5	1.4	2.0	0.8	1.7
国内需要	0.5	0.8	2.4	2.5	1.7	2.2
国内民間需要	▲0.7	0.5	1.7	2.1	1.1	1.7
民間最終消費支出	1.0	0.9	1.2	1.3	1.1	1.2
民間住宅投資	0.2	0.4	▲0.4	0.1	▲0.5	▲0.0
民間企業設備投資	▲1.9	▲0.6	0.7	0.7	0.4	0.5
民間在庫品増加	0.0	▲0.2	0.2	0.0	0.1	▲0.0
国内公的需要	1.2	0.2	0.7	0.5	0.6	0.5
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	1.0	▲0.1	0.7	0.3	0.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	▲0.3	▲0.3	▲1.0	▲0.5	▲0.9	▲0.5
財貨・サービスの輸出	0.0	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5
財貨・サービスの輸入（控除項目）	▲0.3	▲0.9	▲1.6	▲1.1	▲1.3	▲0.9

（注）①四捨五入の関係で、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）

	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	1.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.5	0.8	
	▲0.3	▲0.0	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0	2.5	
実質国内総支出	0.6	0.6	0.9	0.2	0.6	0.3	0.5	0.7	
	2.6	2.3	3.6	0.8	2.5	1.2	2.2	3.0	
	0.5	0.2	2.5	2.4	2.0	2.1	1.6	2.3	
国内需要	0.6	1.1	1.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.6	
	0.9	1.1	3.7	4.0	3.5	3.0	1.8	1.9	
国内民間需要	0.6	0.7	1.1	0.4	0.6	0.4	0.7	1.0	
	1.6	1.0	2.7	3.0	2.9	2.6	2.1	2.8	
民間最終消費支出	0.7	1.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	1.1	
	1.8	1.4	2.4	2.7	2.4	1.7	1.8	2.6	
民間住宅投資	▲6.7	▲5.7	7.2	3.3	▲2.2	▲2.0	1.5	▲0.2	
	▲7.7	▲14.8	▲4.7	▲2.6	2.1	6.1	0.5	▲2.9	
民間企業設備投資	2.8	0.6	1.4	0.4	1.7	1.0	0.9	1.2	
	2.5	3.8	5.4	5.4	4.2	4.6	4.0	4.8	
民間在庫品増加 *	▲0.0	0.1	0.1	▲0.1	0.1	▲0.0	0.0	▲0.0	
	0.3	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	▲0.0	0.0	
国内公的需要	0.7	2.8	3.2	1.1	0.2	0.5	▲1.0	▲1.1	
	▲2.4	1.3	7.8	8.0	6.5	5.2	0.7	▲1.4	
政府最終消費支出	▲1.2	0.2	▲0.4	0.7	0.2	1.0	▲0.4	▲0.0	
	0.5	1.2	2.8	▲0.6	0.8	1.7	1.5	0.7	
公的固定資本形成	3.2	5.8	6.9	1.3	0.3	0.0	▲1.6	▲2.2	
	▲6.1	2.1	12.7	18.3	15.5	8.6	▲0.0	▲3.5	
財貨・サービスの純輸出 *	0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.3	0.1	▲0.1	0.2	0.2	
	▲0.4	▲0.8	▲1.2	▲1.4	▲1.4	▲1.0	▲0.2	0.3	
財貨・サービスの輸出	4.2	▲1.6	1.1	1.3	2.0	0.2	1.9	2.1	
	6.8	4.5	3.6	5.1	2.8	4.8	5.5	6.4	
財貨・サービスの輸入	4.3	3.0	6.4	4.2	1.4	1.1	0.6	0.8	
	12.3	13.7	16.6	19.2	15.8	13.7	7.4	3.9	
鉱工業生産	0.0	▲2.3	2.3	0.4	1.4	0.4	0.8	0.2	
総合卸売物価	▲1.7	▲0.9	▲0.1	0.1	1.2	0.4	▲0.1	0.2	
消費者物価	0.0	0.0	▲0.5	▲0.3	▲0.0	▲0.1	0.1	0.2	
貿易収支 (100億円)	1297	1240	1156	1030	1050	1160	1240	1340	
経常収支 (100億円)	1042	1113	908	760	700	770	800	940	
対貿易収支 (億ドル)	1536	1318	1139	980	1010	1130	1210	1320	
対経常収支 (億ドル)	1235	1183	895	720	670	750	780	920	
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