

【Ⅱ】
特 集

回復傾向は維持、96年度は2.6%成長に
— 1996年度改定経済見通し —

経済調査部

《要 旨》

日本経済は 92～94 年度にかけてゼロ%台成長が続いたが、95 年度は下期に成長加速が起こり、2.3%成長となった。うるう年や政策要因の寄与もあるものの、民需が徐々に改善傾向をたどったのも事実である。「民需の自律的回復」には当面、景気支持的スタンスの経済政策が必要だが、政策の軸足を体質強化を目的とした構造改革へと移行させることが可能な状況になりつつある。基本的な重要課題は規制緩和をテコとした産業構造調整、不良債権処理を軸とした金融セクター再生、行財政リストラである。96、97 年度は日本経済にとって正念場となろう。以下は 4 月 5 日見通し（以下、前回）を見直したものである。

- (1) 景気は急激な円高を主因に 95 年 4 月以降、「中だるみ」となった後、10－12 月期に「緩やかな回復傾向」が再開し、96 年 1－3 月期には回復が明確化してきた。96 年 1－3 月期の 12.7%成長（実質 GDP、前期比年率）は政策要因・うるう年要因を含んだかさ上げ数値だが、日銀短観（96 年 5 月調査）での業況判断の改善傾向などを総合判断すると、現状が「政策需要牽引・民需低迷→政策需要牽引・民需回復」の段階にあるのは確かである。95 年度実質 GDP 成長率も 3 年連続のゼロ%台から 2.3%となった。景気改善の背景は、①円高修正下での企業収益改善、株価堅調、② 95 年 9 月の経済対策（14 兆円）による公共投資増、③低金利政策による企業業績改善、住宅投資拡大、④携帯電話、パソコンなど情報関連の需要増、⑤震災復興需要—である。
- (2) 今後、公共投資減少、消費税増税と財政抑制のマイナスはあるが、民間部門の調整進展等のプラスから、景気は弱さを抱えながらも回復傾向を維持できよう。
プ ラ ス：①企業部門は大幅設備調整は終了。損益分岐点比率も改善傾向・抵抗力が増加
②雇用情勢は厳しいものの、家計部門の雇用・所得とも緩やかながら増加等

③海外生産増等から輸出減・輸入増だが、円高修正で外需マイナス寄与はやや縮小

マイナス：①財政政策が景気抑制気味

②設備投資面で大きなプラス寄与を示してきた半導体関係需要の鈍化傾向

③不良債権問題の処理には依然、課題が大きい

- (3) 今後の景気は一本調子ではないが、徐々に民需の自律回復に移行する姿となろう。96年度上期は95年度下期の高成長の反動や公共投資減などから前期比で低めの成長率となるものの、下期は97年4月の消費税増税を見越した駆け込み需要等から前期比成長率はやや改善しよう。97年度上期は駆け込み需要の反動減、消費税増税のデフレ効果から再び前期比は低めとなるが、下期には成長率は回復しよう。

①円レート106円(95年度96円)、②公共投資追加(災害復旧、基礎研究分野など0.7兆円)、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2.6%(前回：2.0%)と予測される。前回見通しに比し、環境面では為替レートの円安、需要項目別の動きでは消費、住宅投資、設備投資の堅調が成長率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(5%へ)を前提としており、駆け込み消費等は96年度GDPを0.1%程度押し上げると見込んだ。特別減税2兆円の継続も前提とした。

- (4) 物価の鎮静基調は続くが、円高修正、景気回復傾向等から卸売物価、消費者物価とも強含みに転じよう。昨年一時期、デフレ懸念が強まったが、景気・物価両面から現在、懸念は薄れている。96年度は3年振りに名目が実質を上回る成長率となろう。
- (5) 国際収支面では、海外生産増加等から対外黒字は93年度をピークに縮小してきた。経常黒字は95年度9.5兆円(名目GDP比1.9%)が96年度6.9兆円(1.4%)に縮小しよう。ただし、半期別には経常黒字額は96年度上期がボトムとなろう。
- (6) 金融政策面では、緊急避難的措置は修正される可能性が高いものの、①民需の回復は力強くはない、②不良債権処理は依然大きな課題、③財政政策は景気抑制的となる公算が高い—とみられる中、基本的には低金利政策が維持されよう。短期金利低め誘導は解除、公定歩合は0.5%で据え置きとみた。こうした中、長短市場金利は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～96年下期は減速、金融政策は現状維持

2. 欧州経済

(1) ドイツ～景気の先行きにやや明るさ

(2) イギリス～消費主導で97年にかけて景気加速

3. アジア経済～景気拡大テンポは鈍化

4. 為替～足もと円安圧力の強い展開

5. 原油～価格高騰は一服

II. 日本経済～先行き懸念残るものの、緩やかな回復継続

1. 回復傾向に復帰した日本経済

2. 景気回復力の点検

3. 96年度の日本経済～2.6%成長

(1) 予測の前提

(2) 実質 GDP 成長率と景気パターン～公的需要から民需へ移行

(3) 需要項目

4. 金融～金利水準修正の時期探る金融市場

I. 海外経済

1. 米国経済～96年下期は減速、金融政策は現状維持

(1) 実体経済～96年下期には消費中心に減速

米国経済は昨年末から年明けにかけての政府機関閉鎖、東部豪雪等の影響を受けて急減速したものの、その後持ち直し、96年1-3月期は前期比年率2.2%成長となった。2月以降、非農業雇用はサービス業中心に増加しており、失業率は完全雇用水準に近い5.5%を挟んだ動きとなっている。鉱工業生産も、在庫調整がほぼ終了したことを背景に回復している。ストライキ等の影響で一時的生産が落ち込んだ自動車製造業では、販売の好調から在庫積み増しの動きもみられる。

こうした状況を背景に、96年4-6月期は潜在成長率を上回るペースとなった模様である。しかし、足もとの景気持ち直しは新たな成長局面入りではなく、政府機関閉鎖、異常気象等の特殊要因の剥落、借入に依存した実力以上の消費拡大の結果である。今回の景気拡大が91年4月から5年以上と長期にわたり、成長余力が限られてくるなかでの一時的な高成長と判断される。前回予測では、景気は96年に入り早い段階で低成長局面入りするとみていたが、今回予測では、96年後半に1%台の成長へと鈍化するとの見方に修正した。また、景気の上振れ、インフレ懸念を背景とした足もとでの市場金利上昇が96年後半から97年にかけての低成長局面を長引かせる懸念も生じている。

実質 GDP 成長率は、96年上期が前期比年率2.0%、96年下期が1.9%となろう。96年10-12月期には前期比年率1%台の低成長に止まる見込みである。通年では、96年は95年に続き2.0%成長となろう。

米国経済見通し総括表

	94年	95年	96年			96年
	実績	実績	予測	上期	下期	前回予測
実質GDP	3.5	2.0	2.0	2.0	1.9	1.6
同上前年同期比	-	-	-	(2.0)	(2.0)	-
個人消費	3.0	2.4	2.5	2.8	1.7	1.5
設備投資	9.8	9.7	5.9	7.9	3.5	4.8
住宅投資	10.8	▲2.3	4.0	6.5	0.9	3.7
政府支出	▲0.0	0.1	▲0.1	0.2	0.6	▲1.9
在庫増減	0.6	▲0.4	▲0.4	▲0.7	0.2	▲0.3
純輸出	▲0.5	▲0.1	▲0.0	▲0.3	0.0	0.6
輸出等	8.3	8.3	6.9	5.9	8.0	7.5
輸入等	12.0	8.0	6.0	7.4	6.6	2.3
鉱工業生産	5.8	3.3	2.2	1.7	2.7	1.4
失業率	6.1	5.6	5.7	5.6	5.7	5.8
消費者物価総合	2.6	2.8	3.0	2.9	3.1	2.9
貿易収支	▲1,661	▲1,734	▲1,650	▲1,730	▲1,570	▲1,530
経常収支	▲1,484	▲1,482	▲1,340	▲1,420	▲1,260	▲1,380
公定歩合	4.75	5.25	5.00	5.00	5.00	4.50

(注) ①実質GDPとその内訳は前年比、上下期前期比年率(%)、在庫増減と純輸出は寄与度
 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(%)
 (資料) 実績値は米国商務省“Survey of Current Business”他

個人部門

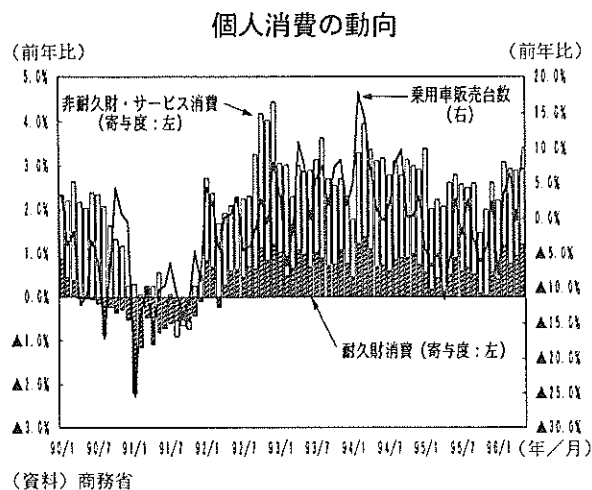
雇用は、サービス業を中心に緩やかな伸びを続けるものの、最終需要の落ち込み、企業収益の伸び悩み等から新規雇用抑制の動きが見られることとなろう。個人消費は、所得の伸びが鈍化すること、消費者信用等の負債の積み上がりが消費拡大余地を狭めることから、96年上期の前期比年率2.8%が96年下期には1.7%に減速する見込みで

ある。

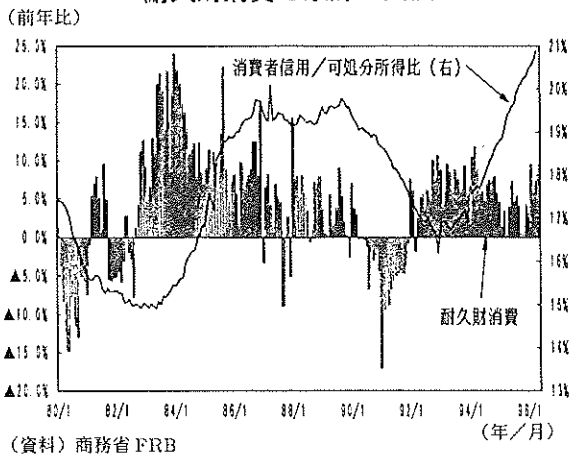
住宅投資は、モーゲージ金利が歴史的低水準にあることが下支え材料になるものの、足もとの金利上昇、借入負担等から前期比年率で96年上期6.5%から96年下期の0.9%へと減速する見込みである。

(家計の負債状況)

家計部門は、従来からの見方通り、借金に依存しつつ消費を拡大した結果、利払い負担が増加し、破産の増加や返済遅延率の上昇等に見られるようにバランスシート悪化の状況にある。低金利、株高等が消費マインドの冷え込みを遅らせた結果、個人消費は高い伸びとなっている。しかし、借入に依存する形で所得の伸びを上回る消費拡大を続けてきたことから問題は深刻化しており、96年下期の個人消費は減速する可能性が高いと予想される。



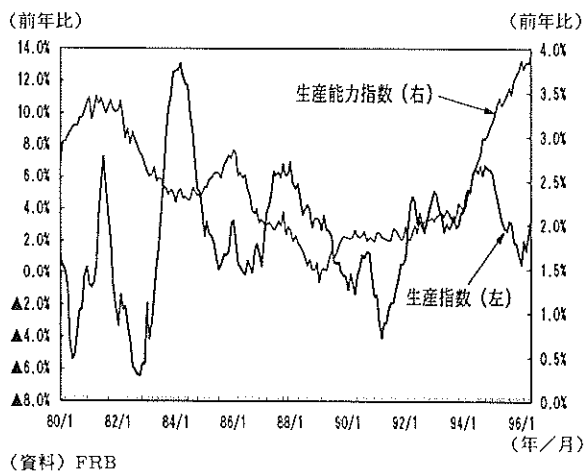
耐久財消費と家計の負債



企業部門

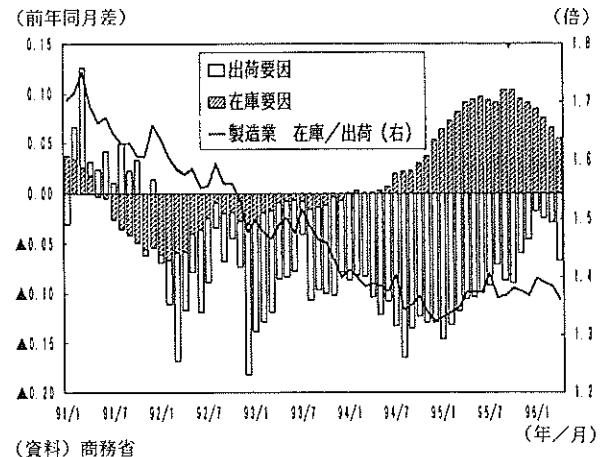
設備投資は、企業の根強い合理化意欲を背景に情報関連機器の伸びが持続するものの、全体としては96年上期の前期比年率7.9%から96年下期の3.5%へと鈍化する見込みである。生産能力指数はかなり高い伸びを続けてきており、設備稼働率は83%近辺の動きとなっている。非国防資本財受注等の伸びが鈍化の兆しをみせていること、半導体市況の需給もやや緩んでいることを考え合わせると、情報関連投資ブームは一巡した模様である。

生産・生産能力指数の推移



在庫調整はほぼ終了したとみられる。自動車製造業など、ストライキによる生産落ち込みの埋め合わせ、足もとの販売増加等から、在庫積み増しに動く業種も出てこよう。ただし、個人消費、設備投資等の最終需要の伸び悩みから大幅な在庫積み増しが行われるとは予想しにくい。

製造業在庫：名目値



海外部門

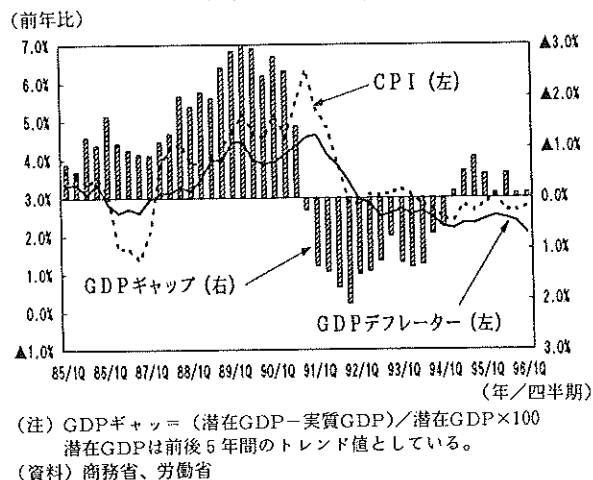
輸出は、情報関連機器、半導体等が堅調なことから、増加ペースはやや鈍化するものの堅調な動きが続くと思われる。輸入は、在庫調整がほぼ終了し生産がやや回復傾向にあることから工業用原材料等を中心に増加するが、最終需要の伸び悩みから輸出の伸びを下回る状況が続くと思われる。

(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。需給ギャップ面からも物価上昇圧力は弱まる方向にある。

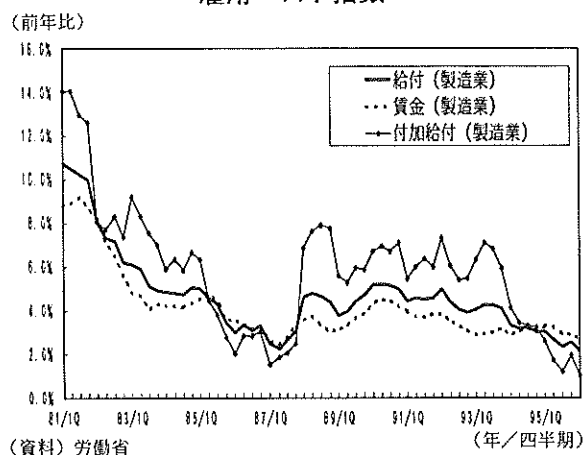
ただし、食料品価格、特に穀物関連製品、食肉、乳製品等は、穀物在庫が歴史的低水準にあることからある程度の上昇は避けられない見込みである。

GDPギャップと物価上昇率



懸念材料は、現在の労働市場が失業率が6%を優に下回るほぼ完全雇用水準にあることから、賃金上昇圧力が高まっているとみられることである。この点、賃金の上昇はみられるが、雇用コストは目立った上昇を示していない。この背景としては、報酬のうち賃金部分に比べて福利厚生費等の付加給付部分の伸びが低く抑えられていることがある。ただし、この動きは景気変動の結果というよりは、企業医療保険制度の改善などに起因するものといえよう。雇用コスト全体をみる上で、今後の付加給付の動向が鍵を握ってくると考えられる。

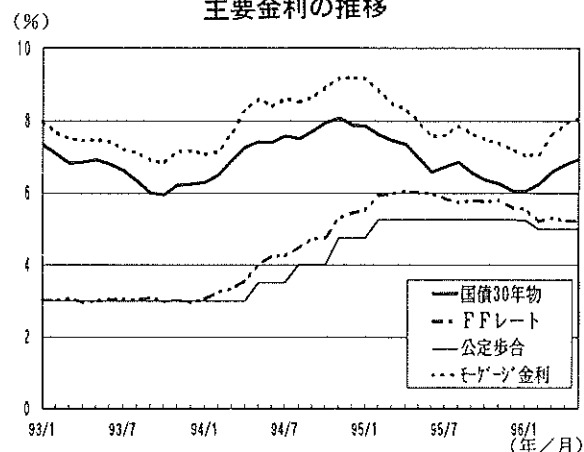
雇用コスト指数



(3) 金融政策の動向～基本スタンスは現状据え置きに

FRBは、95年7月に金融緩和に転じて以来、96年1月までにFFレートで累計0.75%の利下げを実施し、その後据え置いている。足もとでは、時間当たり賃金の上昇、穀物・原油相場の上昇を背景にインフレ懸念が広がり、長期金利が上昇するなど、金融引き締めを視野に入れた動きもみられる。しかしながら、景気の減速が予想され、雇用コストの安定基調も続くこととみられることから、現状のインフレ圧力は当面FRBの許容範囲に収まるものと思われる。FRBは金融政策の基本スタンスを現状据え置きとしながら、96年後半の景気減速を確認することとなる。

主要金利の推移



2. 欧州経済

(1) ドイツ経済～景気の先行きにやや明るさ

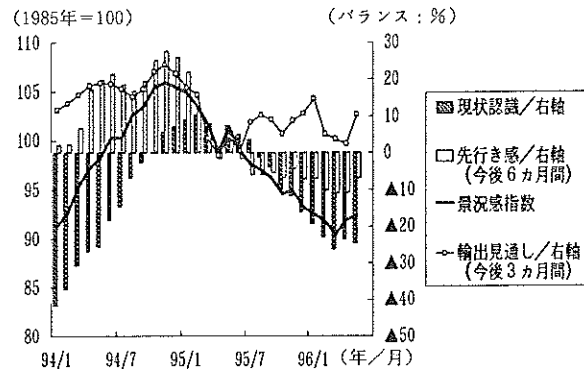
1) 景気動向～景気は上期底入れ

①現 状

95 年下期以降、高率賃上げとマルク上昇の影響で景気拡大ペースは鈍化傾向にある。96 年 1 - 3 月期の経済成長率は、悪天候の影響も加わり前期比▲0.4%と 2 四半期連続の前期比マイナス成長になった。消費（個人・政府）は堅調であったものの、建設投資の落ち込み（前期比▲7.7%）が大きく、輸出も大幅に伸びた 95 年 10 - 12 月期の反動で前期比で減少した。

ただし 96 年春頃より、国外受注の改善から景気持ち直しの兆しがみられる。天候回復による建設投資の反動増もあって鉱工業生産は 3、4 月と順調に伸びており、ifo 研究所の企業景況感指数も 5 月まで 2 ヶ月連続で改善した。

企業景況感の推移



(注) 輸出見通し、現状認識、先行き感は「良いとみる企業の割合 - 悪いとみる企業の割合」
(資料) ifo 研究所

②今後の動向

年末にかけて、個人消費・輸出の堅調、投資関連支出の回復により景気は徐々に上向こう。ただし、在庫の調整局面が続くことから、通年の成長率は 1%程度にとどまる見込みである。

ドイツ経済見通し総括表（特に指定なき場合、前年比：％）

	94年 実 績	95年 実績			96年 予測			96年 前回予測
			上 期	下 期		上 期	下 期	
実質 GDP	3.0	2.1	2.7	1.5	1.0	0.3	1.7	1.1
個人消費	0.9	1.9	2.0	1.7	2.0	1.5	2.5	2.0
政府支出	0.6	2.2	1.6	2.7	1.9	2.6	1.3	1.4
設備投資	▲ 0.9	2.4	4.3	0.5	1.5	0.6	2.4	1.8
建設投資	8.0	1.3	3.7	▲ 1.0	▲ 2.7	▲ 5.9	0.6	0.1
在庫増減	1.2	▲ 0.1	0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.8
純輸出	0.1	0.3	▲ 0.0	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3
輸出等	8.0	4.1	4.1	4.2	3.7	3.4	4.0	3.6
輸入等	7.4	2.9	4.2	1.6	2.7	2.6	2.9	2.3
生計費 (％)	2.6	1.8	2.0	1.6	1.4	1.4	1.5	1.7
貿易収支 (億マルク)	718	912	891	932	1010	920	1100	1050
経常収支 (億マルク)	▲ 329	▲ 249	▲ 99	▲ 399	▲ 210	▲ 140	▲ 270	▲ 190
公定歩合 (％)	4.5	3.0	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5

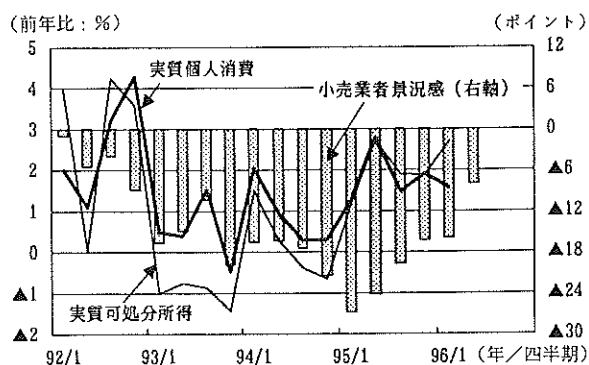
(注) ①在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース
②生計費は西独ベース、その他は全独ベース
③貿易収支と経常収支はFOB-CIFベース、年率値
④公定歩合は期末、または年末水準
(資料) 実績値はドイツ連銀 "Monthly Report" 他

個人消費

所得税減税の影響で96年1-3月期の可処分所得は前期比1.5%増加した。貯蓄率がわずかに上昇したものの消費も同0.5%増となった。

インフレ率低下の効果もあって、96年の実質可処分所得は前年を上回る伸びとなる見込みである。景気見通しに明るさが広がるにつれて消費者マインドも改善し、個人消費は下期にかけて景気を下支えしよう。

個人消費関連指標



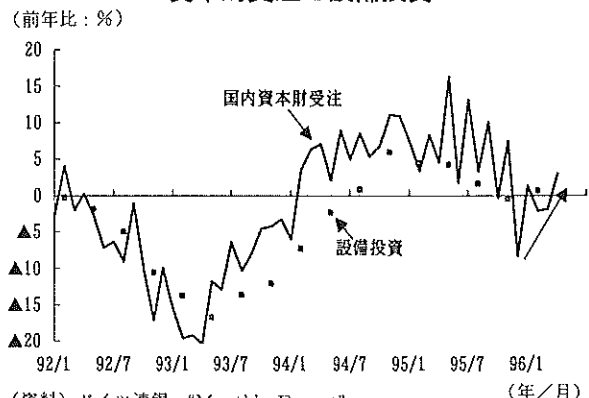
（注）小売業者景況感は現状認識と先行き感（今後6ヵ月間）の加重平均、96/2は4-5月の平均

（資料）ドイツ連銀“Monthly Report”、ifo研究所

設備投資

国内資本財受注に持ち直しの兆しがあること、企業の輸出見通しが改善していることから、設備投資は今後伸び率を高めるとみられる。ただし、

資本財受注と設備投資



（資料）ドイツ連銀、“Monthly Report”

稼働率は過去20年間の平均を下回る水準にあり、新規投資は合理化目的が中心となろう。

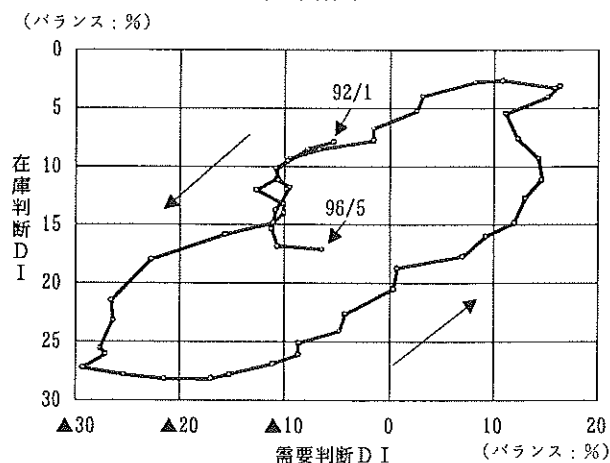
建設投資

96年1-3月期に厳冬の影響で落ち込んだ建設投資は、4-6月期には反動増となろう。しかし、①西独の住宅建設が循環的に下降局面にある、②東独の建設ブームはすでに峠を越えた—という95年からの状況に変化はなく、建設投資は96年も伸び悩もう。建設業界では、96年に前年比プラス成長となる分野は東独住宅建設だけで、建設投資全体では前年比実質▲2%と予想している。

在庫投資

在庫投資は1-3月期に前期比成長寄与度+0.6%と大幅に伸びた。ただし循環的には在庫取り崩しの局面にあり、ifo景況感調査においても企業の在庫過剰感は依然強い。1-3月期の在庫積み増しは意図せざるものと考えられ、4-6月期以降は在庫調整局面が続こう。

在庫循環



（注）在庫判断DIは「過剰と回答した企業の割合」-「過小と回答した企業の割合」、需要判断DIは前月比「増加と回答した企業の割合」-「減少と回答した企業の割合」。データは月次。3ヵ月移動平均。

（資料）ifo研究所

純輸出

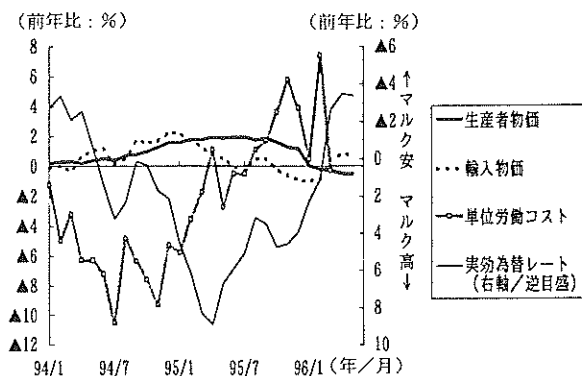
マルク高修正と主要輸出先である欧州諸国の緩やかな景気持ち直しにより、下期にかけて輸出の伸びが高まろう。

2) 物価動向～2年連続で連銀の目標達成へ

96年上期の生計費上昇率は前年比1.4%（西独ベース）となった。生産者段階のインフレ圧力が弱いこと、96年の賃上げ交渉が軒並み2%未満での妥結となっていることから、当面インフレ昂進の懸念はない。生計費上昇率は95年に続き96年も1%台となり、連銀のインフレ率目標（長期的に2%程度）を達成しよう。

ただし、96年初頭まで国内物価鎮静化に寄与してきたマルク高の効果は剥落し始めており、生計費上昇率は年内に下げ止まってその後はじり高となろう。

インフレ指標の推移



（資料）ドイツ連銀、“Monthly Report”

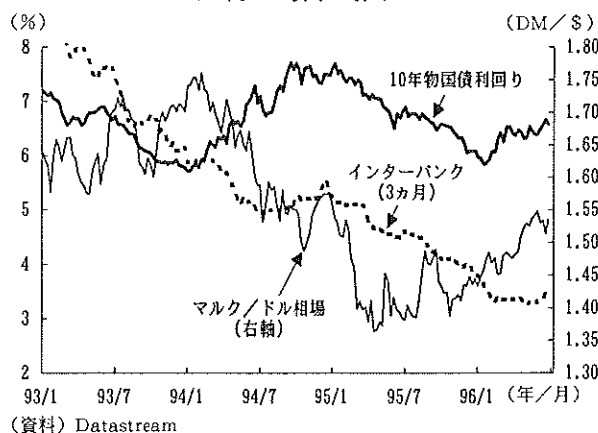
3) 金融政策・金利動向～長短金利とも今景気サイクルでの底の水準

ドイツ連銀は6月27日の理事会で、債券オペレートを含めた政策金利の据え置きを決定した。景気が上向き始め、対民間部門貸出も4、5月と年率8%（6ヵ月前比）で堅調に伸びていること

から、さらなる金融緩和による景気浮揚の必要性は低下している。また連銀はマルク相場の現水準（1.50～1.55DM/\$）にほぼ満足しているとみられ、通貨面からも利下げが取り沙汰される状況にはない。公定歩合、ロンバートレートは年内現水準（それぞれ2.5%、4.5%）で据え置かれよう。

ドイツの金利は長短ともに今景気サイクルでのほぼ底の水準にあるとみられる。

金利・為替の推移



（資料）Datastream

ただ、市場に金利底打ち→先高感が広がって景気回復に水を差すことのないように、連銀としては当面債券オペレートの引き下げ期待を持続させたいところである。足もとの国外受注好調が国内生産、国内需要拡大につながっていくかどうか慎重に見極めつつ、景気の足取り次第では7月中に債券オペレート小幅引き下げの可能性が残る。

(2) イギリス経済～消費主導で97年にかけて景気加速

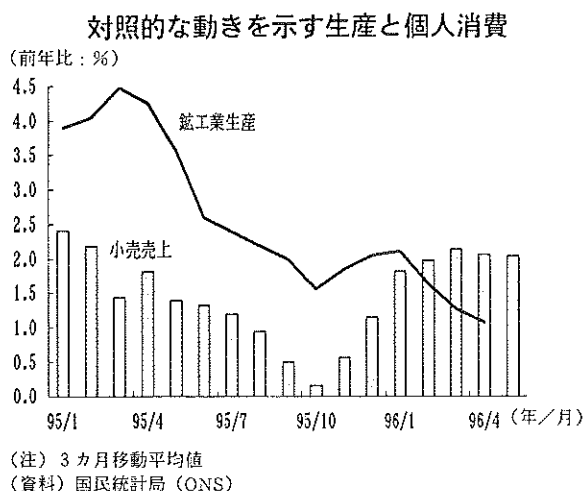
1) 景気動向～個人消費主導で成長加速

①現 状

96年1～3月期の経済成長率は前期比年率1.5%となった。輸入拡大がブレーキとなって、95

年下期の前期比年率 1.9%からややペースダウンした。

所得増を背景として、個人消費がサービス支出中心に好調であるのと対照的に、企業は足もとの内外需要の不振から在庫過剰感が根強く、生産の伸び悩みが続いている。鉱工業生産は、前年比で95年10-12月期2.0%→96年1-3月期1.3%→4月0.9%と伸びが低下してきている。



②今後の動向

個人消費の堅調推移、固定資本形成の伸び率上昇により、景気拡大ペースは97年にかけて加速しよう。ただし、今後企業の積極的な在庫積み増しは期待できず、在庫投資が成長の足枷となる局面が続くとみられる。

個人消費

住宅市況の活況を受けて、個人消費の好調はサービス支出中心から耐久消費財などの製品購入にも広がりはじめた。金融機関再編に伴う新株割り当てなど一時金支給の消費押し上げ効果も大きいとみられる。

個人消費は97年にかけてより力強さを増し、景気を牽引しよう。賃上げ率上昇、インフレ率低下、96年4月から実施された減税により、実質可処分所得は堅調な伸びが期待できる。英中銀の試算によれば、減税は個人所得を0.5%増加させる。また金融機関再編に伴う一時金支給が97年にかけて続くことも、個人消費を押し上げよう。

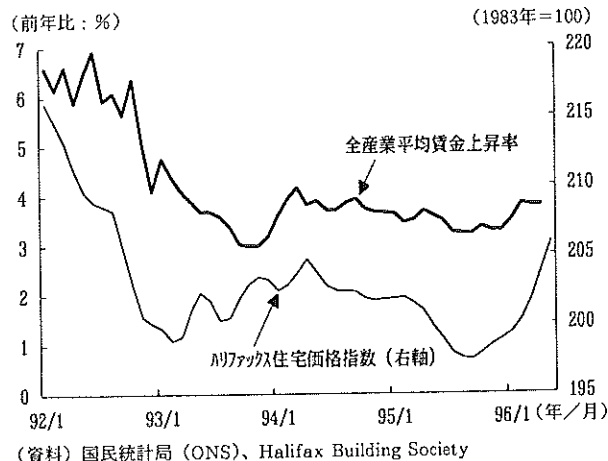
イギリス経済見通し総括表 (特に指定なき場合、前年比：%)

	94年 実績	95年 実績				96年 予測				96年 前回予測
			上期	下期			上期	下期		
実質GDP	3.9	2.4	2.9	1.9	2.1	1.8	2.3		2.1	
個人消費	2.6	2.0	2.3	1.7	3.1	2.5	3.7		2.8	
政府消費	1.9	1.3	1.4	1.2	0.6	0.6	0.7		0.8	
固定資本形成	2.9	▲ 0.1	1.5	▲ 1.7	2.6	▲ 0.0	5.3		2.7	
在庫増減	0.5	0.1	▲ 0.3	0.4	0.1	0.8	▲ 0.6		▲ 0.2	
純輸出	0.9	0.8	1.2	0.5	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.3		▲ 0.1	
輸出等	9.2	7.2	8.0	6.5	5.4	5.1	5.7		3.1	
輸入等	5.4	3.9	3.4	4.4	7.1	7.5	6.7		3.2	
小売物価 (%)	2.5	3.4	3.4	3.4	2.3	2.5	2.2		2.5	
貿易収支 (億ポンド)	▲ 108	▲ 116	▲ 98	▲ 134	▲ 132	▲ 140	▲ 126		▲ 125	
経常収支 (億ポンド)	▲ 24	▲ 29	▲ 12	▲ 46	▲ 48	▲ 50	▲ 46		▲ 69	
ベースレート (%)	6.25	6.50	6.75	6.50	5.75	5.75	5.75		5.75	

(注) ①在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース
②貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率値
③ベースレートは期末、または年末水準
(資料) 実績値は国民統計局 "Monthly Digest of Statistics" 他

特に 97 年上期の支給総額は可処分所得比 5 % 近くに達する見込みであり、一時所得の増加に加えて、資産効果による消費者マインドの改善から貯蓄率の低下が予想される。

個人消費関連指標

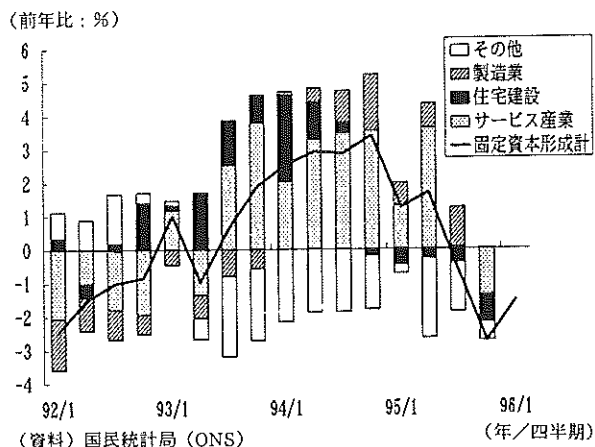


投資関連支出

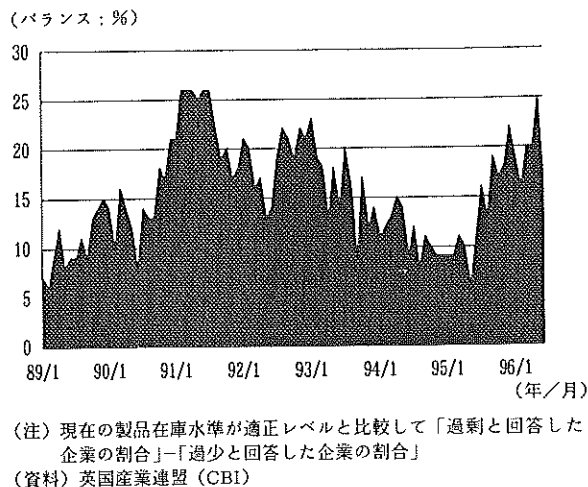
固定資本形成は 96 年下期から 97 年にかけて加速を予想しているが、生産伸び悩みと在庫積み上がりの状況から判断して、製造業にさほどの寄与は期待できない。投資回復は、全体の 6 割近くを占めるサービス産業と、市況回復を受けた住宅建設の分野が中心となろう。

在庫投資は 97 年にかけて成長にマイナス寄与となろう。

投資回復はサービス産業に期待



積み上がった製造業在庫



純輸出

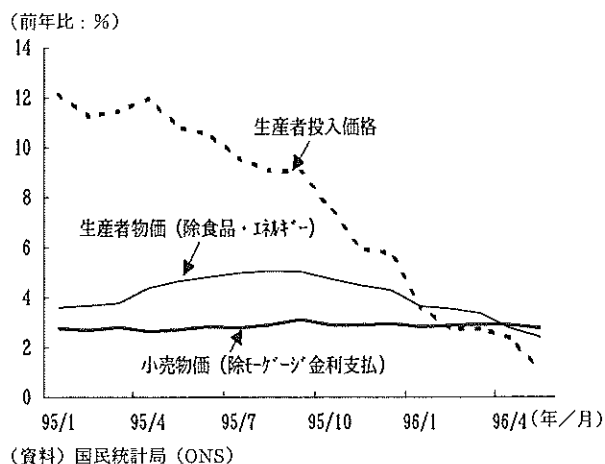
96 年の純輸出は、国内需要の回復、上期中のポンド相場上昇の影響で 95 年よりマイナス幅が拡大する見込みである。主要輸出先である EU 諸国の緩やかな景気持ち直しに伴って、年末にかけてはやや収支改善の方向に向かおう。

2) 物価動向～成長加速で低位からじり高へ

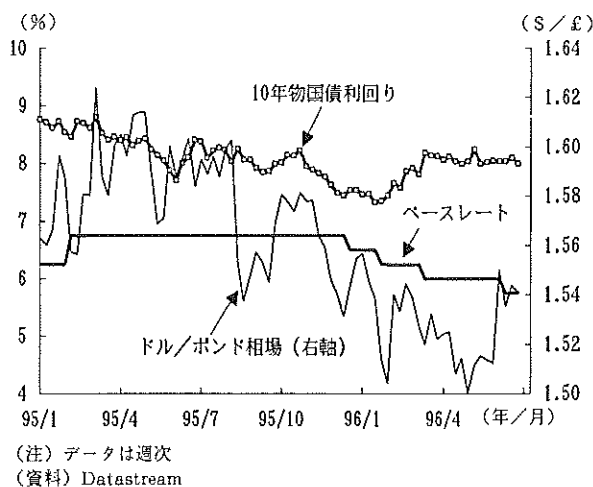
小売物価上昇率は 95 年 9 月の 3.9% から低下傾向にあり、直近 5 月には 2.2% となった。これはモーゲージ金利低下の寄与が大きく、政府がインフレ目標を設定しているコア小売物価上昇率 (除くモーゲージ金利支払) は過去 1 年以上の間 3% 弱での横這い推移となっている。

小売物価上昇率は 96 年 7 - 9 月期に底をつけ、その後は成長加速に伴って高まるとみられる。ただし、川上部門でのインフレ圧力低下は続いており、消費者の低価格指向も依然強いことがインフレ昂進への歯止めとなろう。

川上部門のインフレ圧力は低下続く



金利・為替の推移



3) 金融政策・金利動向～金融緩和局面は終了

前回予測では4－6月期の追加利下げの可能性が高いとみていたが、金融当局は6月6日に利下げを実施し、ベースレートを0.25%引き下げて5.75%とした。経済指標が景気拡大ペースの加速、将来のインフレ率上昇を示唆する中での利下げ決定は、総選挙(97年5月までに実施)前に有権者のマインドを改善したい与党保守党の政治的決断という意味合いが強かったとみられる。

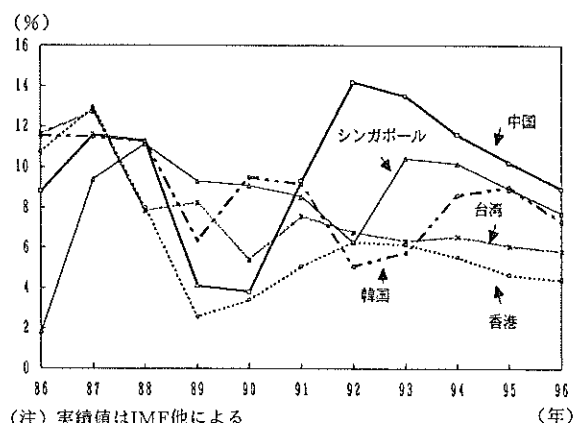
インフレ率が底をつけると予想される7－9月期に蔵相が追加利下げの機会を捉える可能性は残るが、今後中銀は利下げ反対の姿勢をより強固にすると考えられ、96年中の政策金利は現行水準で据え置かれよう。

長期金利は6月の利下げにほとんど反応せず、10年物国債利回りは96年3月以来8.0%前後での推移が続いている。今後景気は加速し、インフレ率が高まること、次期政権を握るとみられる労働党の経済政策への市場の不信感から、97年にかけて長期金利は緩やかに上昇しよう。

3. アジア経済～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、①米国や東アジア域内等の主要輸出先国における景気鈍化、②中国の金融引き締めの影響—などにより、95年の8.4%(見込み)から7.4%へと低下しよう。

アジア主要国の実質GDP成長率の動向



こうした東アジアの経済動向は、貿易・直接投資など域内外との相互依存関係と密接な関わりがある。過去10年、世界全体としても相互依存関係の拡大が加速してきたといえるが、その中でも、東アジアが他の地域よりも速いスピードで相互依

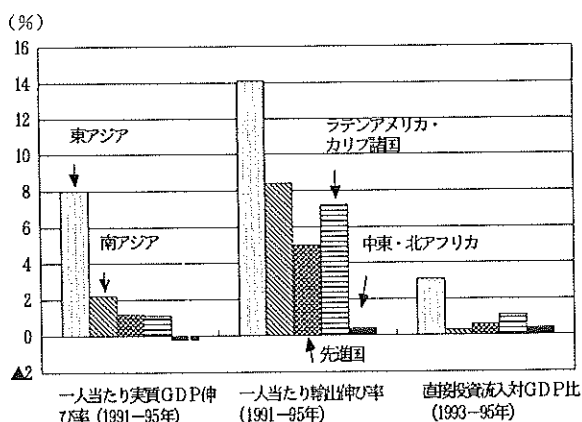
アジア経済見通し総括表

(%)

	今回予測				前回予測	
	GDP成長率		インフレ率		GDP成長率	インフレ率
	95年実績	96年予測	95年実績	96年予測	96年予測	96年予測
中国	10.2	8.9	14.8	9.0	9.2	10.0
韓国	9.0	7.3	4.5	4.7	7.3	4.5
台湾	6.1	5.8	3.7	3.2	5.8	3.4
香港	4.6	4.4	8.7	7.0	4.6	8.0
シンガポール	8.9	7.7	1.7	1.7	7.5	1.7
東アジア	8.4	7.4	—	—	7.5	—

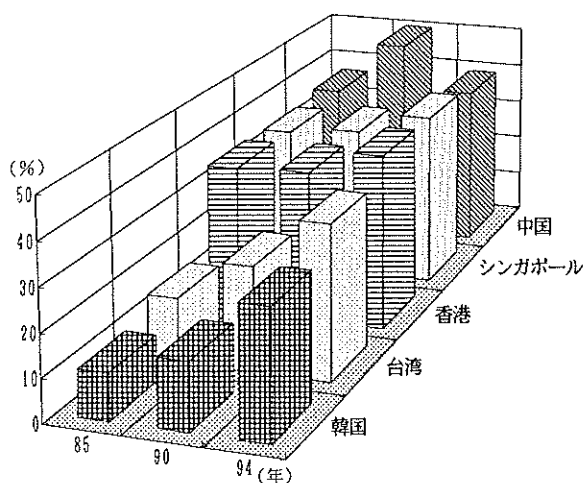
(注) 実績値は経済企画庁「海外経済報告」他による
東アジアの95年は見込み

著しい東アジアの経済成長



(注) 各期間平均値
(資料) THE WORLD BANK, "GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS AND THE DEVELOPING COUNTRIES 1996" による

対東アジア輸出依存度



(資料) IMF等による

存関係を高めてきた。このことが東アジアの高成長を支えてきた最も重要な要因のひとつといえる。

また、近年特徴的なのは、貿易・直接投資において、これまで東アジアは米国等に大きく依存してきたが、今日、東アジア域内での相互依存関係のウェイトが拡大している点である。そのため、域内における一国の景気動向、経済政策、あるいは域内の国際問題などが東アジア経済全体に与える影響は大きくなってきている。

こうした観点から、96年は、①米国の景気動向はもとより、②中国の金融政策、③中台関係の推移、④香港返還をめぐる動き一などが東アジア経済全体に影響を及ぼす要因として注目される。また、中長期的には、APECなど地域統合に向

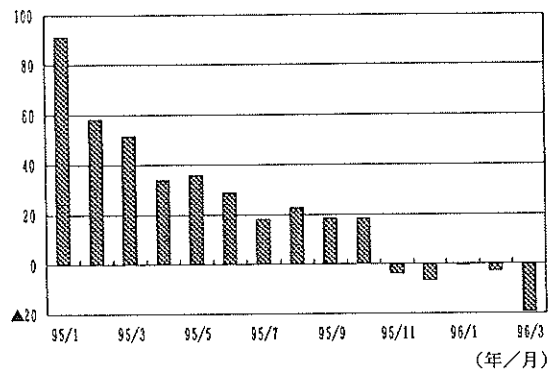
けた試みが、今後の東アジアの成長を支える要因として注目されてこよう。

(1) 中国

中国経済は、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年からの金融引き締めにより、94年以降、景気は鈍化傾向にある。96年は、①輸出の伸びの低下傾向、②国営企業の資金不足等にとまなう固定資産投資の伸びの低下—などから、実質GDP成長率は8.9% (95年10.2%) に低下しよう。金融政策については、既に農業部門や一部事業において限定的に緩和がなされていたが、インフレ率が落ち着く中、国営企業の経営救済を主な目的として、金融機関の預金・貸出金利が引き下げられた

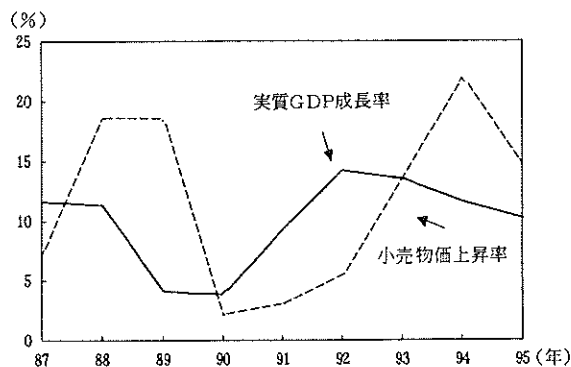
輸出の伸びの推移

(前年比：%)

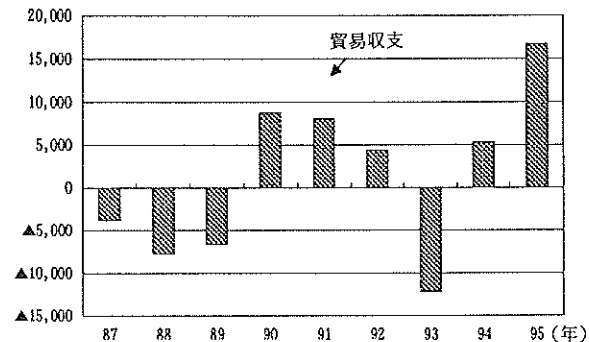


(資料) CHINA STAT.INFO. & SERVICE CENTRE他による

(96年5月1日)。今後、下期において本格的な緩和(利下げ・銀行融資総量抑制の緩和など)が行われる可能性もあろう。小売物価上昇率は、95年に続き、96年も引き締め政策の影響などから、9.0%(95年14.8%)へと低下しよう。輸出は、95年から増値税の還付率引き下げなどにより伸びが鈍化していたが、96年は、①増値税の還付率の追加引き下げ、②米国等主な輸出先国の景気の鈍化—などから、伸びの低下が顕著となり、貿易収支は悪化しよう。



(百万ドル)

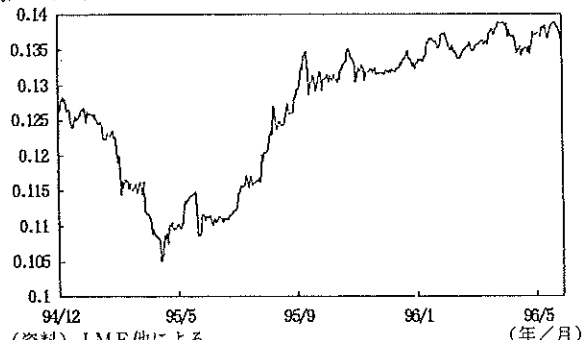


(資料) 経済企画庁「海外経済データ」他による

(2) 韓国

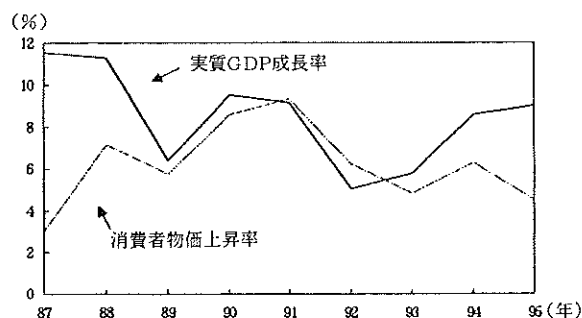
為替レート(ウォン)の推移

(円/ウォン)

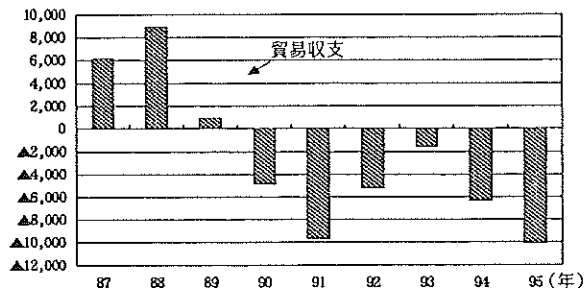


(資料) IMF他による

韓国経済は、93年下期以降、内需、輸出ともに好調であったが、95年10-12月期から減速傾向にある。96年は、①設備投資の一巡、②95年8月以降の円高・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—などから、成長率は7.3%(95年9.0%)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り、96年は景気鈍化の中、4.7%(95年4.5%)と概ね落ち着いた推移となる。対外面では、輸入が国内景気鈍化から増勢が鈍っている一方、足もとの円安・ウォン高傾向や海外景気の鈍化などから輸出の伸びも低下傾向にあるため、96年の貿易収支は赤字基調が続き、経常収支の赤字拡大が懸念されよう。



(百万ドル)

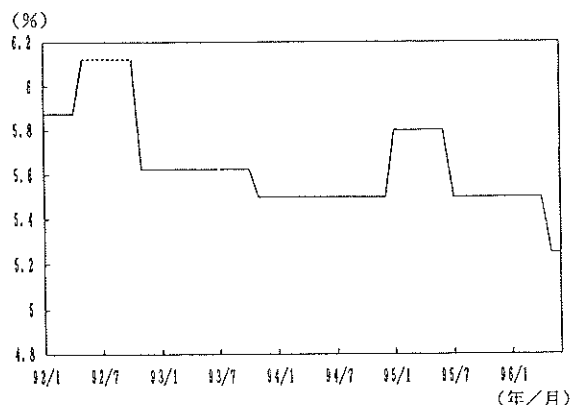


(資料) NATIONAL STATISTICAL OFFICE他による

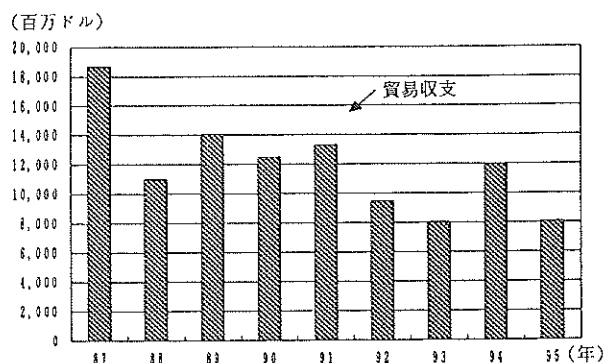
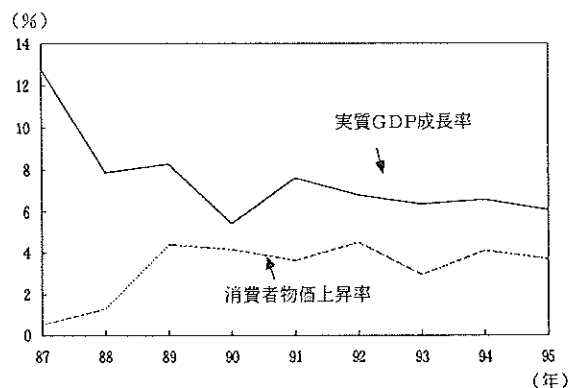
(3) 台湾

台湾経済は、堅調な内需、好調な輸出により高成長を持続していたが、95 年下期より、①中台関係緊張等による内需の鈍化、②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の低下—などから、景気は鈍化傾向にある。そのため、インフレ率の落ち着き傾向の中、台湾中央銀行は、景気を刺激するため公定歩合を引き下げた（96 年 5 月 24 日）。96 年は、中台関係の緊張に緩和の兆しが見えるものの、中国の主張する「一つの中国」原則、台湾の「実務外交」などをめぐる両国の対立は依然厳しいことなどから、当面、内需、輸出の鈍化傾向は続き、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、金融が緩和傾向にあるものの、①円高・台湾ドル安の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、3.2%（95 年 3.7%）となろう。96 年の貿易収支は、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、中国向け輸出の増勢の鈍化から、黒字幅が縮小傾向となろう。

公定歩合の推移



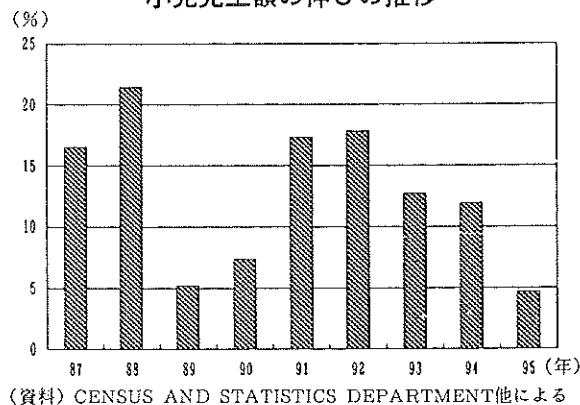
（資料）日本銀行「日本銀行月報」他による



（資料）経済企画庁「海外経済データ」他による

(4) 香港

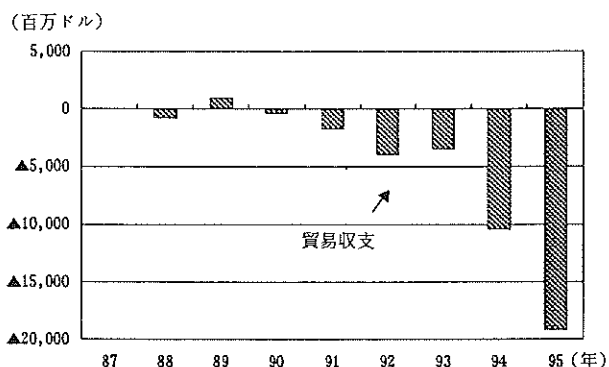
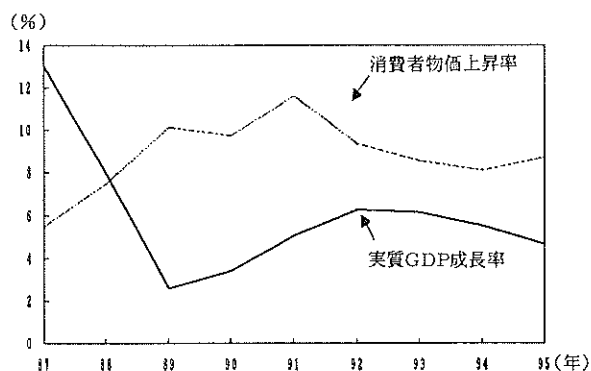
小売売上額の伸びの推移



（資料）CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT他による

香港経済は、94 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—等にともなう内需の伸びの低下などから減速傾向にある。96 年は、①中国の引き締め政策の影響、②米国等主要輸出先の景気鈍化等にともなう輸出の伸びの低下、③中国への返還を直前にした政治的不透明感の高まり—などにより景気の減速傾向が続き、実質 GDP 成長率は 4.4%（95 年 4.6%）となる

う。また、緩和の兆しがあるものの依然厳しい中
台関係や貿易等をめぐる米中関係の悪化によっ
ては、貿易等の中継地点である香港が大きな影
響を受ける可能性もあろう。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、7.0%（95年8.7%）となろう。対外面
では、96年の貿易収支の赤字幅は拡大傾向にあ
らう。

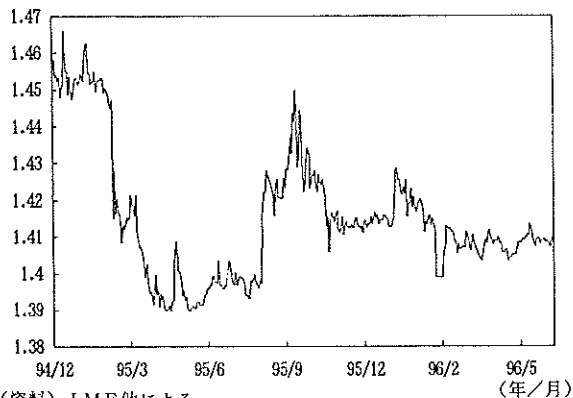


（資料）CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT他による

(5) シンガポール

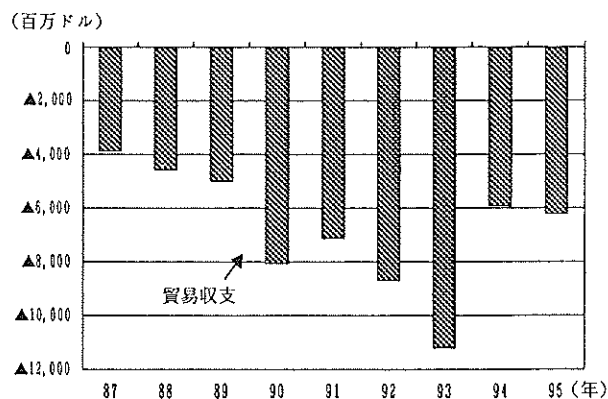
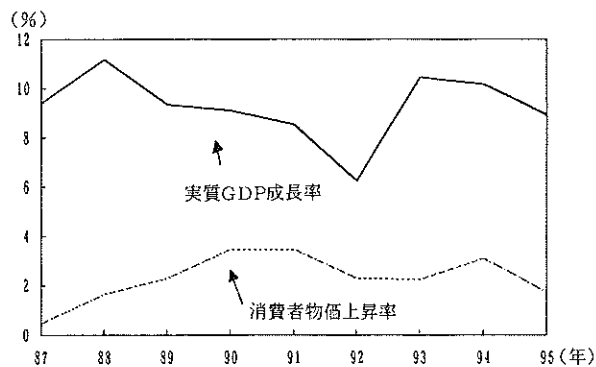
為替レート（シンガポール・ドル）の推移

（Sドル／ドル）



（資料）IMF他による

シンガポール経済は、95年は内需、輸出主導
で堅調であったが、96年は、①主要輸出先であ
る米国等の景気鈍化による輸出の伸びの低下、②
輸出に依存する電子産業等の設備投資の伸びの鈍
化—などから、実質 GDP 成長率は7.7%（95年
8.9%）に低下しよう。消費者物価上昇率は、①
94年4月から導入された物品・サービス税の影
響の薄れ、②シンガポール・ドルの高めの推移—
などから落ち着いており、96年は1.7%（95年
1.7%）と安定傾向が継続しよう。96年の貿易収
支は、内外景気の鈍化から輸出入とも伸びが鈍化
し、赤字基調が続こう。



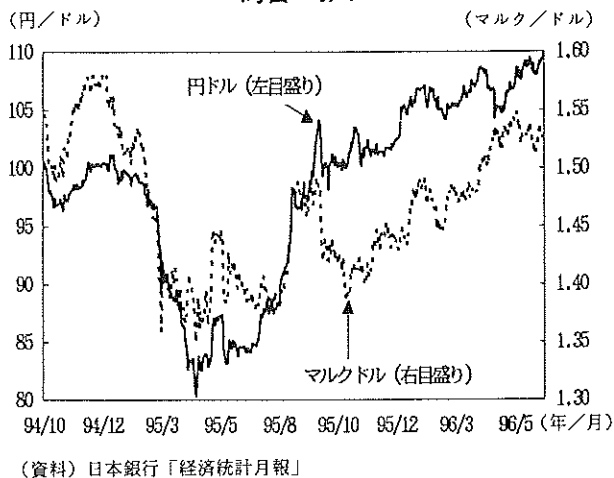
（資料）DEPARTMENT OF STATISTICS他による

4. 為替～足もとと円安圧力の強い展開

(1) 為替の推移

96年に入り、円ドルレートは、対外黒字額に加え、日米景況感・金利感に振られやすい展開が続いている。年金生活者に配慮する久保蔵相発言(2/15)、金利上昇に肯定的な松下日銀総裁発言(4/3)後には100円台前半までの円高となった。逆に弱めの結果と受けとめられた日銀短観(3/1)、強めの米景気指標(2月(3/8)や5月の米雇用統計(6/7)・1-3月期の米GDP(4/26))発表後には大幅な円安という動きがみられた。足もと、5月15日の日銀総裁等の発言から低め誘導解除期待の後退、強めの米経済指標から円安ドル高圧力の強い110円近辺での推移となっている。

為替の推移

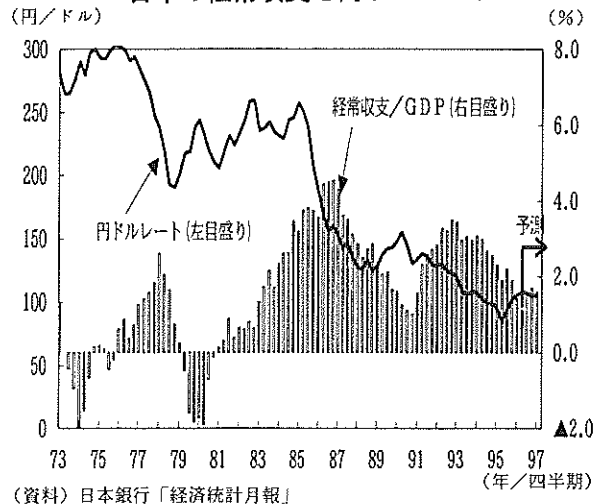


(2) 今後の推移～年度後半、やや円高方向に

ファンダメンタルズからみると、年度前半は、日本の対外黒字急減、米国景気上振れ、日本の低め誘導解除期待の後退—から円安圧力が強い展開となろう。年度後半には日本の対外黒字の下げ止まりと金利強含み傾向、米国景気の鈍化が見込まれる—ことからやや円高方向への動きと予想される。ただし、日本の経常収支黒字の対GDP比率

は着実に低下しており、過去の経常収支と為替の関係からすると円急騰の可能性は小さいと考えられる。96年度は、年度平均で106円程度(95年度実績96円)とみた。

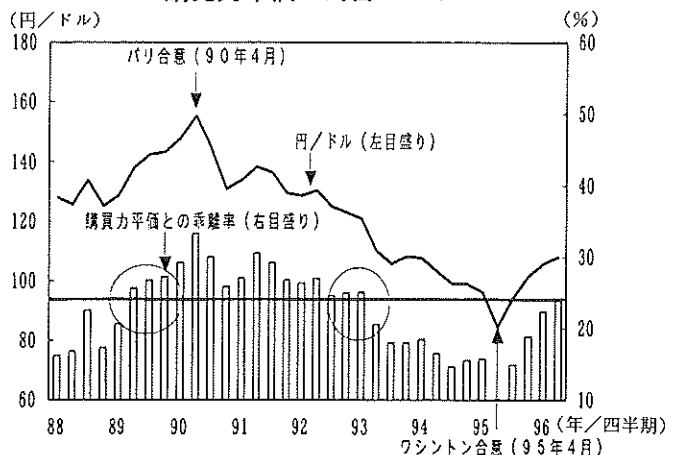
日本の経常収支と円ドルレート



(参考) 購買力平価からみた為替レート ～大幅な円安方向での乖離

為替の水準感をみるため、購買力平価(輸出物価基準)と為替レートの乖離率をみると、現在、かなりの円安水準にある。この円安方向での乖離

購買力平価と為替レート

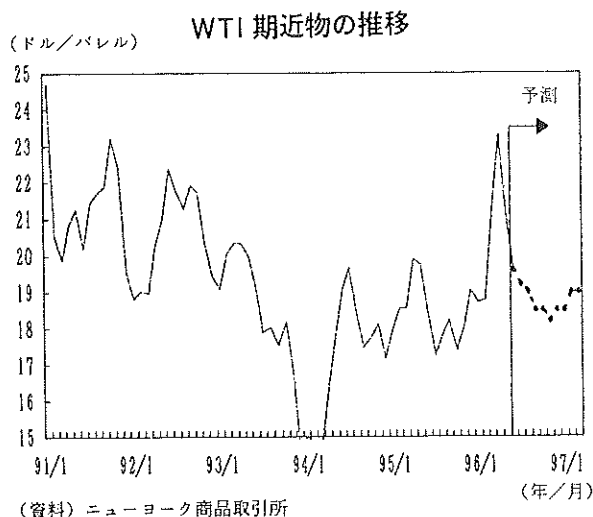


は、輸出採算の向上を示し、過去においては対外黒字拡大と急激な円高を招いたケースが多い。実際、急激な円高局面前の71年、77年、85年、93年には、この乖離率が拡大するとともに、対外黒字も大きく拡大している。足もとの乖離率は25%近くに達しており、これは前回の円安反転時に日銀が逆介入（円買い・ドル売り）を実施した水準（89年4月）、93年の急激な円高進展前の水準（バグステン発言などがあった時期）にほぼ匹敵する状況にある。過去の経験則からいえば、円安基調にも歯止めがかかろう。

5. 原油～価格高騰は一服

(1) 年初からの動向

昨年末、原油価格は強含みであったが、イラク・国連交渉妥結の公算が高まったことから急落、2月初めには17ドル台半ば（WTIベース）の推移となった。しかし、イラク・国連交渉の難航、欧米への大寒波到来による暖房用燃料の急増から、4月中旬には湾岸戦争以来、5年ぶりに25ドルをつけた。その後、暖房用燃料需要の一服、イラク・国連交渉の妥結から下落し、20ドル近辺で推移している。



(2) OPEC 総会～生産枠引き上げへ

6月5日に開催されたOPEC総会では、93年9月以来、2年9カ月振りに生産枠引き上げが決定された。基本的には、国連から認められたイラク増産分（80万バレル/日）をそのまま上乗せした形。湾岸戦争後、生産枠を拡大したサウジが減産し、OPEC生産枠の引き上げを回避するとの意見もあったが、サウジがこれを拒否したこと、足もと石油価格は高水準であることから生産枠引き上げへとつながった。

もう一つの焦点であるベネズエラ等の「生産枠違反問題」に関しては、今総会で明確な解決策は出されておらず、生産枠拡大とともに供給過剰による原油価格下落圧力として働こう。

今後については、OPEC、非OPEC両諸国の増産持続に加え、需要サイドでも暖房用燃料需要の一服、米国エネルギー省の予測では、主要製品であるガソリン需要も昨年比穏やかな増加にとどまることから原油価格は穏やかに下落しよう。96年度平均で18.7ドル/バレル（95年度平均18.3ドル（入着原油価格ベース））とみた。

(万バレル/日)

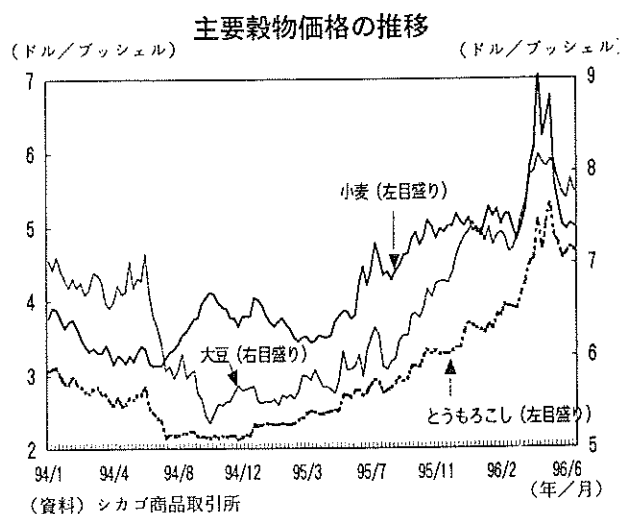
	旧生産枠	新生産枠
サウジ	800	800
UAE	216.1	216.1
イラク	40	120
イラン	360	360
クウェート	200	200
インドネシア	133	133
アルジェ	75	75
ベネズエラ	235.9	235.9
カタール	37.8	37.8
リビア	139	139
ナイジェリア	186.5	186.5
ガボン	28.7	脱退
合計	2452	2503.3

(資料) PIW 他

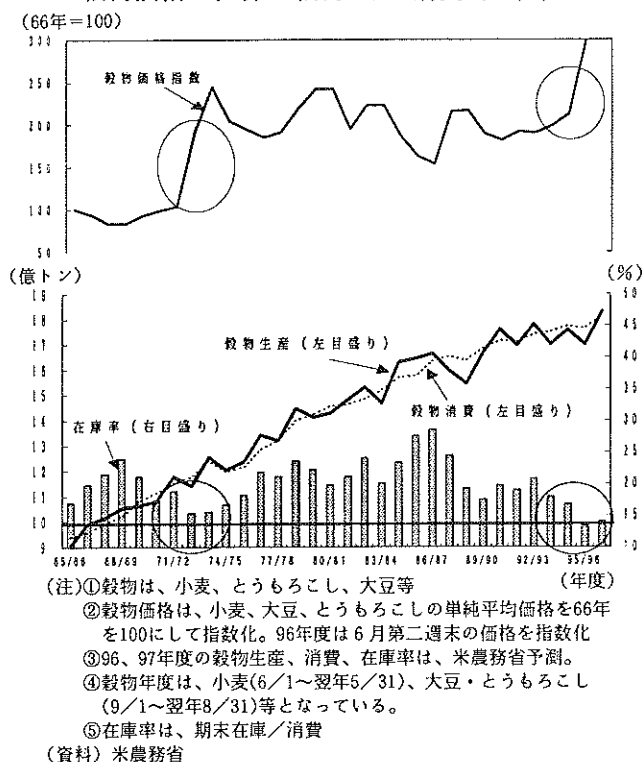
(参考) 穀物価格の推移

(1) 最近の動向

穀物価格は、95 年央以降、上昇傾向にあったが、96 年に入り、急騰した。足もと、6 月の米国の気候が比較的良かったことから反落したもの、依然、高水準にある。



穀物価格と世界の穀物生産・消費・在庫率



(2) 穀物価格急騰の背景

穀物価格急騰の基本的な背景には、最大の穀物輸出国である米国の不作による生産低調と中国を中心としたアジア諸国の旺盛な食料需要がある。96 年度の在庫率 (米農務省見込み 96/6) は 13 % と大幅な価格上昇を記録した 73 年度を下回っている。米農務省 (96/6) によれば、生産の増加にもかかわらず、97 年度も在庫率は 14% と低水準にとどまる見込みである。当分、穀物価格が上昇しやすい地合が続くとみられる。

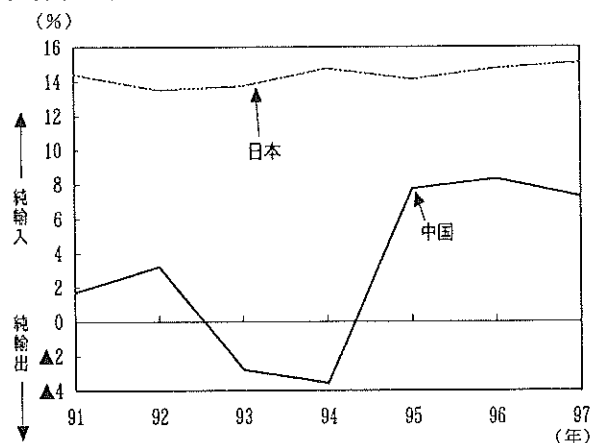
(3) 需給逼迫と中国の動向

今後の穀物相場をやや長期的な観点から見た時、米国の穀物生産動向とともに、中国の穀物輸入動向が攪乱要因となる可能性は高い。

近年、中国は、高経済成長、食肉需要の高まりによる飼料需要の増加から穀物輸入を急増させている。これを映じ、93、94年と、穀物の純輸出国であったが、95年以降、純輸入国に転じた。その輸入規模は世界穀物貿易量の8%に達し、更にその比重を高めるものと見込まれている。

世界最大の食料輸入国である日本などの先進国の穀物輸入額は比較的安定しているのに対し、中国はじめアジア諸国の穀物輸入額は急増しており、今後も穀物需給を圧迫することになるだろう。

世界穀物貿易に占める日本と中国の食料輸入割合

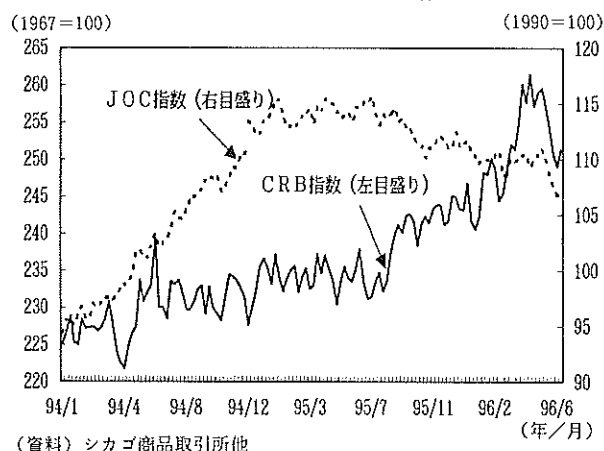


(注) ①各国の(穀物輸入-穀物輸出)/世界貿易×100から算出。
93、94年に中国がマイナスとなっているのは、この時期に食料の純輸出国であったことを示す
②96、97年は米農務省予測
(資料) 米農務省

(4) 世界のインフレに与える影響

穀物価格の上昇を受け、農産物のウェイトが高いCRB指数は上昇しているが、工業原材料価格から作成されるJOC指数は、世界景気鈍化による需要減退から下落している。過去、全般的な物価上昇の局面では両指数とも上昇しており、穀物価格の上昇だけをもって全般的なインフレにつながるというのはやや短絡的であろう。

JOC指数とCRB指数の推移



○JOC指数(ジャーナル・オブ・コマース指数) 主要産業素材17品目(合板、原油、鉄スクラップ等)の現物価格を加重平均、1990年を100として指数化。

○CRB指数(コモディティ・リサーチ・ビューロー指数)
構成品目は17品目だが、農産物のウェイトが6割と高い。

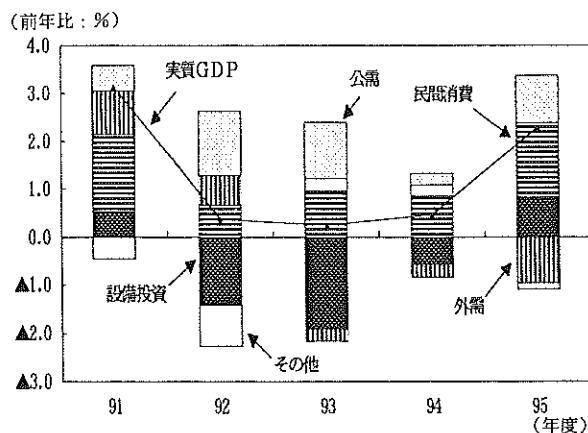
II. 日本経済～先行き懸念残るものの、緩やかな回復継続

95年度上期に円高等から中だるみ状態となった景気は円高修正、経済対策などにより、95年10-12月期から回復傾向に復帰している。95年度の実質GDP成長率は92年度から3年続いたゼロ%台から脱し2.3%となった。96年度も緩やかながら回復傾向が続き、実質GDP成長率は95年度を若干上回る2.6%となろう。公的需要による押し上げ効果の縮小、外需のマイナス寄与の継続はあるが、96年度は民間需要の伸びによる自律的回復への移行過程として、緩やかながら回復が続こう。

1. 回復軌道に復帰した日本経済

95年度は、92年度以降大幅なマイナスを続けていた企業の設備投資がストック調整の進展と情報関連の投資の増加などにより増加に転じ、消費も通信、情報関連支出などが増加した。94年度に伸びが低下した公的需要も阪神大震災の復興需要や経済対策によって大幅な伸びとなり成長率をかさ上げた結果、実質GDP成長率は2.3%となった。

実質経済成長率の推移

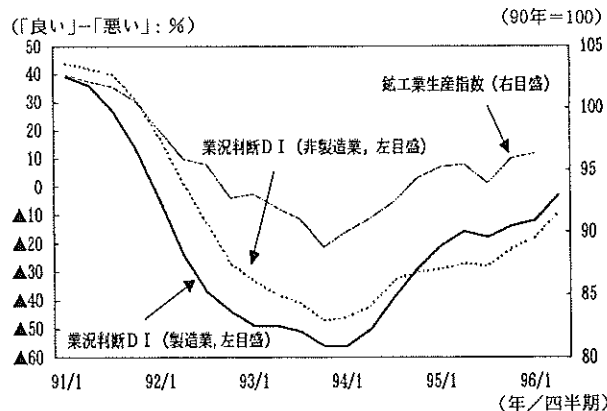


95年度の成長率は、年度前半の4-6月期、7-9月期は前期比0.6%だったが、年度後半は10-12月期1.2%、96年1-3月期は3.0%の高成長となった。96年1-3月期は、①うるう年要因も加わった民間消費の大幅増加、②95年9月の経済対策による公共事業追加の効果、③低金利等による住宅投資の伸びーから高成長となった。

また、企業の景況感も、業況判断DI(日銀短観)は「悪い」が「良い」を上回っており依然水面下にあるものの、ゼロ近辺にまで回復してきている。

しかし、95年入り後の鉱工業生産の動きは、円高の影響から落ち込んだ後の回復を除けば、伸びは大きなものではない。実質GDP成長率の動きは、実勢よりかさ上げされた部分が大きく、民需中心の力強い景気回復と言えるほどのものではないとみられる。

業況判断DIと鉱工業生産指数の動き



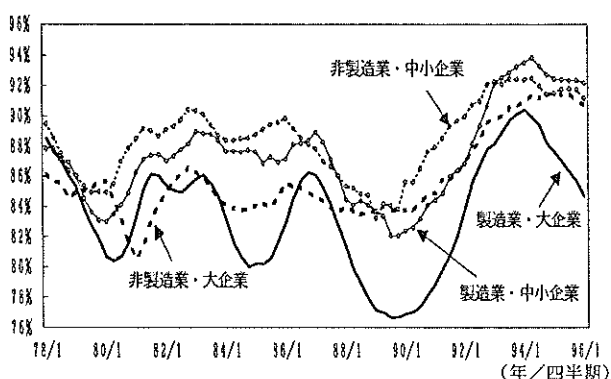
2. 景気回復力の点検

96年度経済のポイントは、政策需要の落ち込みが予想される中で、民間需要が自律的に拡大し、景気回復傾向が維持されるかどうかという、民需の「回復力」の強さについてである。以下では企業部門と家計部門、外需について、回復力の強さを検討した。

(1) 企業部門のリストラ進展と設備投資回復力

95年度の民間設備投資は、①リストラの進展による投資採算の改善、②情報関連などの新規成長分野の拡大—などを背景に製造業・大企業中心に緩やかな回復を続けた。日銀短観や法人企業統計等によれば、設備投資は出遅れていた非製造業や中小企業にも持ち直し傾向がみられるなど、徐々にすそ野を広げつつ回復傾向にある。

損益分岐点比率の状況



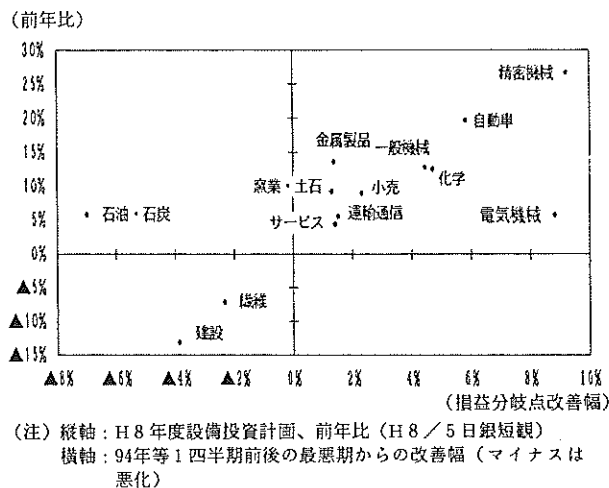
(注) 損益分岐点比率＝損益分岐点売上高／売上高
損益分岐点売上高＝固定費／(1－変動費率)
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

損益分岐点比率は、製造業・大企業を中心に改善しており、非製造業、中小企業でも改善傾向が出てきた。業種別の損益分岐点比率の改善幅と日銀短観の設備投資計画の関係をみると、改善幅の大きい業種ほど設備投資計画の増加率が大きく、リストラの進展が設備投資回復につながっていることがみてとれる。企業の利益面からの改善がリスクテイクの余力を高め設備投資の回復を支える形となってきたと言えよう。

製造業の企業収益は95年度に続き96年度も増益が見込まれ、設備投資回復の動きを支えよう。しかし、海外生産へのシフトが国内への設備投資を減少させる効果もあり、またマクロ的にみれば依然供給能力過剰な状態が続いている。このため過去の好況期に見られた投資が投資を呼ぶという、

加速度原理の発現の可能性は低く、設備投資の急速な増加は予想されない。

損益分岐点改善幅と設備投資計画



(注) 縦軸：H8年度設備投資計画、前年比(H8/5日銀短観)
横軸：94年等1四半期前後の最悪期からの改善幅(マイナスは悪化)

(2) 家計部門の所得環境と消費

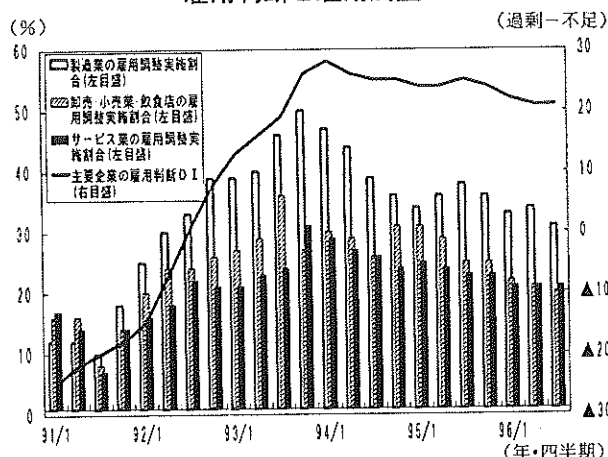
1) 雇用・所得環境～厳しさ続く中、やや改善傾向

全般的には依然厳しい雇用環境が続いている。完全失業率は95年11月から3か月連続で3.4%を記録した後、96年2月・3月には若干低下したが、4月には再び上昇、5月は3.5%に達した。特に、80年代後半に採用を大幅に拡大した大企業などでは雇用人員の過剰感の改善は僅かなものにとどまっており、学卒の未就職者も96年4月は史上最高の22万人を記録した。

しかし、97年度の新卒予定者に関しては、多くの企業で採用を増やす計画になっている。また、現有労働者に関しても、景気の底である93年10-12月期と比較すれば、雇用調整を実施する企業の割合は低下傾向にある。

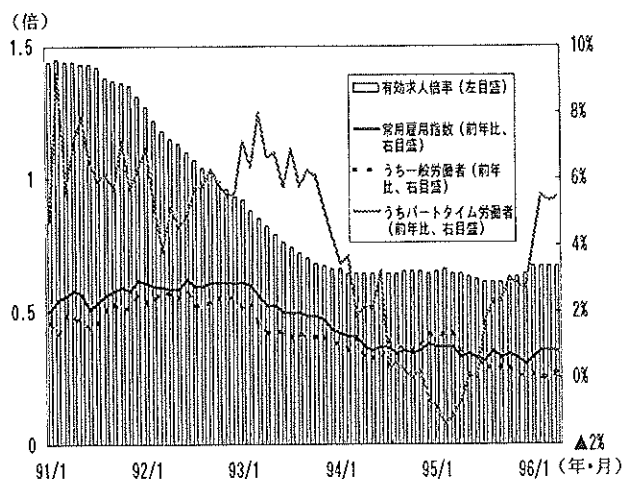
こうしたなか、常用雇用者数はパートタイム労働者が先行的に回復し、全体としても持ち直しの兆しがみられる。

雇用判断と雇用調整



一方、所得についても、96年度の春闘賃上げ率がほぼ95年度並みとなり、所定内給与の伸びは引き続き低位にとどまる見込みである。しかし、所定外給与は生産の回復傾向を反映して増加し、ボーナスも企業収益の改善を背景に増加が期待される。従って、雇用動向と併せて考えれば、96年度の所得環境は95年度に比して若干改善すると言えよう。

雇用関連指標の動向

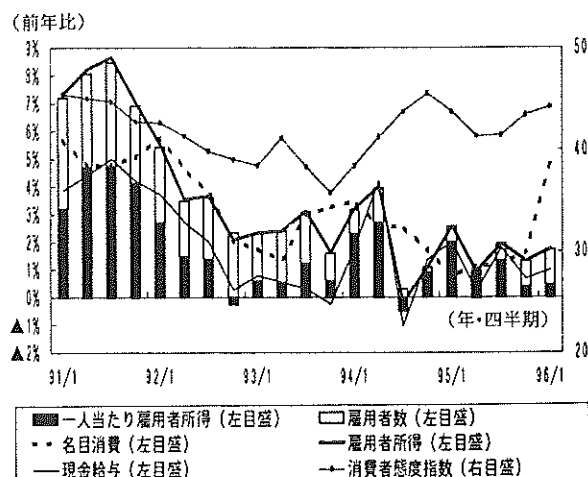


2) 消費の動向～低調ながらもやや増勢

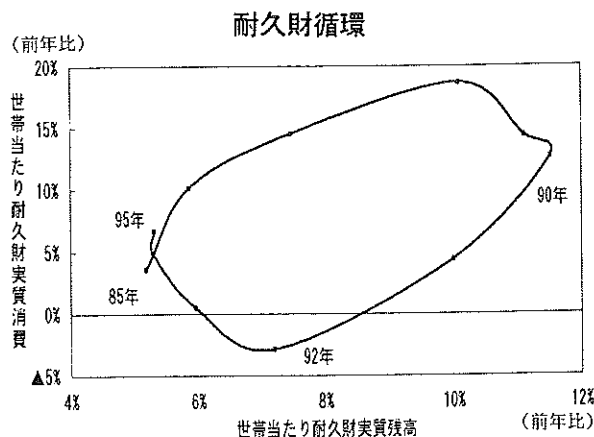
個人消費は、低調ながらもやや増勢を強めつつある。95年度は、年初の震災や社会的不安事件、急速な円高の進行による雇用への懸念などから、消費者マインドが一時萎縮していた。

しかし、これらの要因が剥落するにつれ、消費態度も改善に向かっている。名目所得の伸びが低位にとどまっているため、95年度の名目民間消費は対前年度比2.2%と94年度の1.9%に続き低調なものになったが、物価鎮静のプラス効果から、実質ベースでは2.7%と3年続いた1%台の伸びから脱却した。

消費と所得の動向



また、80年代後半に高額耐久財を購入したことの反動で92年以降は耐久財消費が抑制される傾向もあったが、その調整も94年でおおむね終わり、95年からは伸びが高まっている。ストック調整の進展という観点からは耐久財の購入環境は96年度も良好と言え、所得環境の改善とあわせて消費の増勢を支える要因となろう。



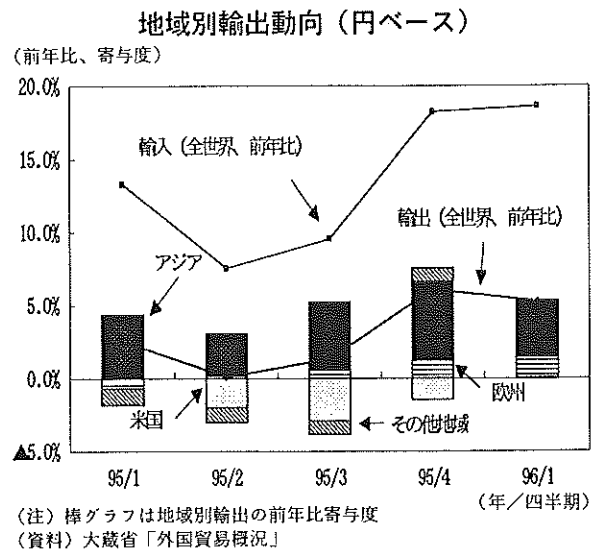
（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「物価統計月報」「家計調査」通産省「商業動態統計」等をもとに当研究所にて推計

ただし、消費デフレーターが前年度比下落した95年度に対して、96年度は若干の上昇に転じると見込まれ、実質ベースの消費はやや増勢を強めるにとどまろう。

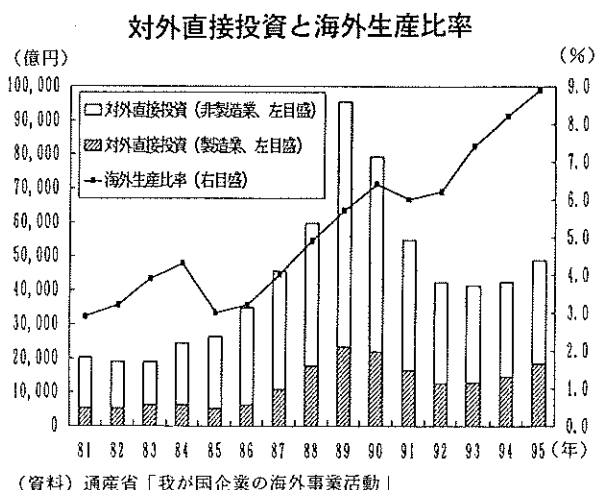
(3) 外需のマイナス寄与

95年度前半の景気中だるみをもたらした急速な円高は夏頃から修正傾向となり、96年入り後は100円台での推移となっている。しかし円高の修正にも関わらず通関輸入金額は前年同期比で2ケタを上回る高い伸びを続けており、輸出の伸びの改善はわずかである。95年度の実質成長率に対して外需は▲1.0%の大幅なマイナス寄与となり、景気の足を引っ張る要因となった。

バブル崩壊後減少していた対外直接投資は円高の進展とともに93年度以降製造業を中心に再び拡大している。海外生産比率の上昇による輸出抑制、逆輸入の増加による製品輸入の増加も加わって、足もとでは対外黒字の縮小、外需のマイナス寄与が顕著となっている。96年度も外需はマイナス寄与を続けるが、その度合いは徐々に小幅となろう。



輸出企業の採算レートは、趨勢的に円高となっており、直近96年2月時点では104.0円（経済企画庁「企業行動アンケート調査」）である。足もとの110円近辺の水準は採算レートよりも円安で、輸出企業の収益の増加、輸出の回復要因である。こうした為替動向等から輸出は下げ止まりから増加に向かおう。ただし、採算レートが円高になってきたことには、海外生産比率の引き上げや部品の海外調達などによるところも大きい。また、96年下期に米景気が減速するとみられることを合わせて考えると、急速な輸出の拡大はなからう。一方、96年度も製品を中心とした輸入の増加が続くとみられるが、円高修正から伸びは徐々に低下し、外需のマイナス寄与度も縮小方向となろう。



(4) 今後の景気回復力

96年度は、公共投資の減少、97年度には消費税の増税という財政面から景気が抑制されるといふマイナスはあるが、民間部門の調整進展、円高の修正により外需のマイナス寄与がやや縮小するなどのプラスから、景気は弱さを抱えながらも回復傾向を維持できよう。

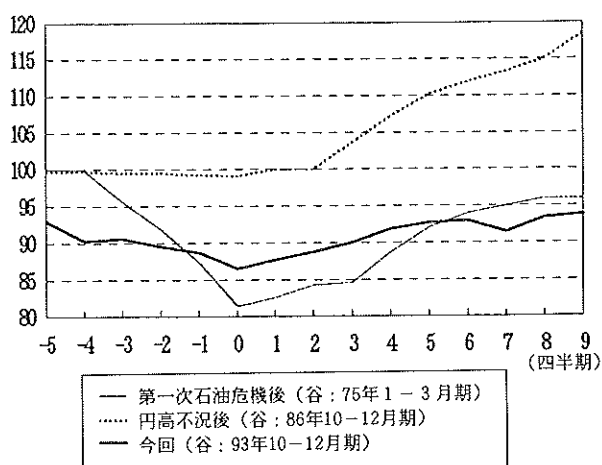
景気のプラス要因として以下の点が指摘できよう。(1)企業部門では設備投資の大幅な調整はほぼ終了し、ストック調整による設備投資の縮小圧力は縮小してきた。収益面でも損益分岐点比率も改善傾向にあり、外的なショックに対する抵抗力も増加し、リスクテイクの余力が出てきたと考えられる。(2)家計部門では、失業率が依然高い水準にあるなど雇用情勢は厳しいものの、雇用者数は緩やかながら増加し、ボーナスの増加や所定外給与の伸びから、所得の伸びが高まることが期待できる。(3)外需の面では海外生産の増加等から、輸出の伸び悩み、輸入の大幅な増加が続いているが、96年度は95年度に比べ円安となることから、輸入の伸びは徐々に低下し外需のマイナス寄与はやや縮小しよう。また、輸出企業では円安で採算が改善し、収益の伸びの要因となるだろう。

マイナス要因は以下の点である。(1)財政面では、96年度の公的固定資本形成の伸びは低下し公的需要による成長率の押し上げ効果が消滅すること、97年度からの消費税率引き上げによる増税効果が景気抑制的に働こう。(2)設備投資面では、95年度の設備投資の増加に大きく寄与した半導体関連需要の鈍化傾向がある。(3)金融機関の不良債権問題では、処理には一定の進展はあったものの、依然として多くの課題が残されている。

95年度上期と比較すれば、為替レートが円安となっており日本経済の外部環境は改善しており、

設備投資、民間消費も改善傾向にあって、民需の回復力は増している。このため、96年度の景気はマイナス要因を乗り越えて、回復傾向を維持しよう。しかし、過去の景気回復局面と比べれば、鉱工業生産の増加ペースが緩やかであるように、景気の回復力は弱いものととどまるであろう。

景気の谷前後の生産の動き



(注) 直前の景気の山を100とする生産の動き
(資料) 通産省「通産統計」

3. 96年度の日本経済～2.6%成長

96年度の日本経済は徐々に民需の自律的回復に移行する姿となろう。政策関連需要は期待できないが、企業のリストラクチャリング進展・収益改善による設備投資の増勢持続、緩やかな所得増加等を背景とした消費の伸び—などから、96年度の実質成長率は2.6% (前回予測に比べ0.6ポイントの上方修正) と95年度(2.3%)を若干上回る程度となろう。96年度は民需の自律回復経済への移行過程と位置付けることができよう。ただし、景気の回復力は力強いものとは言いがたい。

(1) 予測の前提

予測の前提は以下の通りである。97年度に予定されている消費税率の引き上げによる経済への

マイナス効果を緩和するため96年末には特別減税の継続が決定され、また規制緩和を中心とし96年度中の小規模な公共投資の追加を内容とする経済対策の策定が行われよう。

①増減税：97年4月より消費税引き上げ（3%→5%）、特別減税（2兆円）は97年度も継続。なお消費税引き上げを見越した駆け込み需要として、消費中心に97年1-3月期のGDPは0.5%、96年度のGDPは0.1%程度押し上げられると見込んだ。

②公的支出：下期公共投資は、災害復旧等例年追加分に規制緩和、基礎研究分野等に小幅増し（名目公的固定資本形成で7000億円程度の純増）

③為替：106円

④原油（入着ベース）：12500円／kl（18.7ドル／バレル）

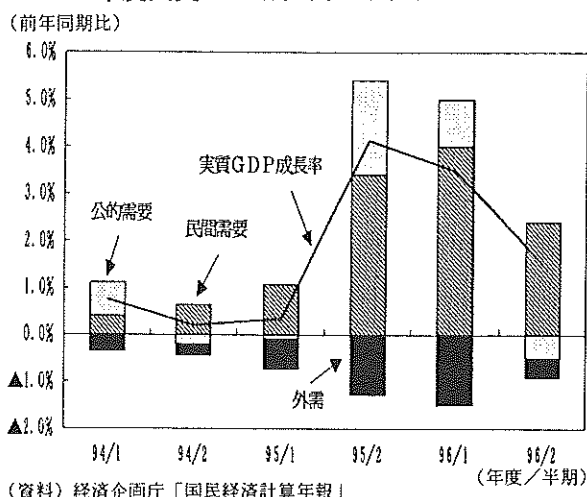
⑤公定歩合据え置き（0.5%）

(2) 実質 GDP 成長率と景気パターン ～公的需要から民需へ移行

96年度は外需のマイナス寄与が続き、財政による押し上げ効果が消滅し、公的需要から民間需要への移行過程の時期と位置づけられよう。97年度上期には消費税率の引き上げから一時的に減速するが、下期には成長率は回復しよう。

前期比の実質 GDP 成長率は96年度上期は0.8

96年度実質GDP成長率の成長パターン



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	95年度			96年度		
			上期	下期	予測	上期	下期
実質GDP成長率	0.5	2.3	0.3	4.1	2.6	3.7	1.7
(内需寄与度)	(0.8)	(3.3)	(1.0)	(5.4)	(3.4)	(5.1)	(1.9)
(内、民間需要)	(0.5)	(2.3)	(1.1)	(3.4)	(3.2)	(4.1)	(2.5)
(内、公的需要)	(0.2)	(1.0)	(▲0.1)	(2.0)	(0.2)	(1.0)	(▲0.5)
(外需寄与度)	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲0.6)	(▲1.3)	(▲0.8)	(▲1.4)	(▲0.2)
民間消費支出	1.5	2.7	1.6	3.8	3.2	3.6	2.7
民間住宅投資	8.6	▲6.7	▲11.4	▲1.5	7.4	12.8	2.0
民間設備投資	▲3.5	5.1	3.2	6.9	5.6	6.8	4.6
公的固定資本形成	▲1.0	10.0	▲1.4	19.0	0.3	10.0	▲6.0
財貨・サービス輸出	5.7	4.7	5.6	3.8	1.0	0.1	1.8
財貨・サービス輸入	10.2	15.1	13.0	17.1	8.2	12.8	3.9

鉱工業生産上昇率	3.2	2.0	3.1	1.1	2.8	2.7	3.0
総合卸売物価上昇率	▲1.6	▲0.6	▲1.3	▲0.1	0.8	1.2	0.5
消費者物価上昇率	0.4	▲0.1	0.0	▲0.3	0.2	0.1	0.4
経常収支(兆円)	12.4	9.5	11.0	7.9	6.9	6.1	7.6

(注) 貿易・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「国民経済計算速報」、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」

%、下期は1.0%と下期の成長率が高まるが、前年同期比では96年度上期は3.7%、下期は1.7%と下期の成長率が低下する。95年度下期に大規模な公共事業の増加があったことなどにより高成長となった反動で96年度下期の伸びが低下するなど、みかけの成長パターンが歪んでいるが、年度を通じて緩やかな成長が続くものと予測される。

(3) 需要項目

1) 民間消費～消費性向の改善を示す中、 緩やかに回復継続

96年度の春闘賃上げ率は2.86%と95年度(2.83%)とほぼ同水準となったが、企業収益の改善に伴うボーナスの伸び、景気の緩やかな改善にともなう雇用者数の増加から、雇用者所得の伸びは高まろう。物価は上昇に転じるものの引き続き安定基調を続けることから、実質ベースでみても可処分所得の伸びが高まり消費増加に寄与しよう。

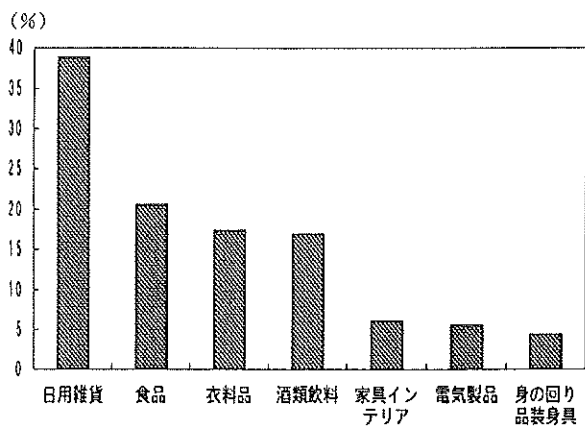
雇用環境は依然厳しいものが続くものの、景気の改善によりパートや新卒者の採用増など明るい動きも出てこよう。

消費税率引き上げの影響

97年4月からは、消費税率が現行3%から5%へと引き上げられる予定である。このため、直前の97年1-3月期を中心に民間消費などで一部駆け込み需要が見込まれる。

今回と比較すると、89年4月の消費税導入時は、景気の実勢が強く所得の伸びも高かったため、89年1-3月期には多くの品目で買い急ぎが起こった。他方で、物品税の廃止も同時に行われ、消費税導入後に購入を行うのが有利であった自動車などでは「買い控え」もみられた。

89年消費税導入時「買い急ぎ項目」



(資料) 日本経済新聞社「消費税実施後の消費者および流通調査 (89年8月)」

所得・消費の見通し (特に指定なき場合、前年比、%)

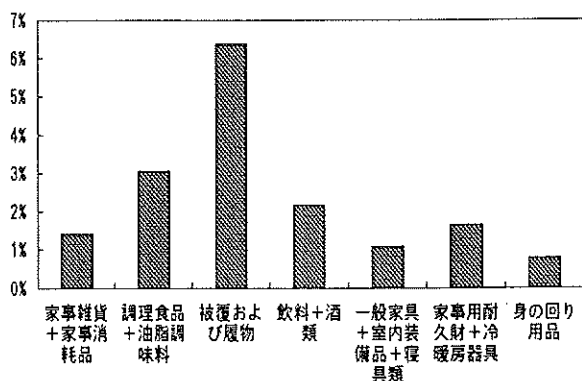
	93年度	94年度	95年度			96年度予測		
			上期	下期		上期	下期	
実質民間消費	1.7	1.5	2.7	1.6	3.8	3.2	3.6	2.7
民間消費デフレーター	1.1	0.4	▲0.5	▲0.4	▲0.6	0.2	0.2	0.1
名目民間消費	2.8	1.9	2.2	1.1	3.1	3.3	3.8	2.9
名目家計可処分所得	2.9	2.0	1.4	0.5	2.2	2.6	2.3	0.9
雇用者所得	2.5	1.8	1.5	1.4	1.5	3.0	3.1	2.9
平均消費性向	▲0.1	▲0.1	0.6	0.4	0.7	0.5	0.9	0.2
失業率	2.5	2.9	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3

(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」

このように、今回は89年4月とは環境も異なり、同一に論じることにはできないが、消費税導入前後の消費者行動調査をもとに、「買い急ぎ」を試算すると、97年1-3月期の民間消費は1%程度押し上げられる可能性がある。

支出シェア（94年家計調査）



（資料）総務庁「家計調査」

なお、下の事例のように、消費税率引き上げと特別減税の廃止が同時に行われると家計の税負担増が急激に高まり、97年度の消費・景気への影響が懸念されるため、景気への配慮を優先するならば特別減税は継続される見込みである。

特別減税の廃止と消費税率引き上げが行われた場合の家計の税負担増

（単位：万円）

年 収	特別減税廃止	消費税増税(3%→5%)
100	0.0	1.6
200	0.0	2.6
300	0.0	3.8
400	0.7	4.9
500	2.3	5.8
600	3.9	6.8
700	5.5	7.9
800	6.7	8.7
900	7.0	9.5
1,000	7.0	10.3
1,300	7.0	12.3
1,800	7.0	16.1

（注）いずれか一方が働く夫婦と子ども2人の勤労者世帯のモデルケース

（資料）当研究所にて試算

2) 住宅投資～低金利、復興需要、金利上昇予想・消費税前の駆け込みで堅調継続

96年度の住宅着工は、低金利による住宅需要の刺激や阪神大震災の復興需要が依然残る中で先行き金利上昇予想・消費税の引き上げ前の駆け込み需要効果が加わり、年率152万戸と95年度に引き続き高い水準となろう。

民間住宅投資は実質7.4%の増加となり、95年度の▲6.7%から増加に転じよう。

住宅着工戸数の見通し（季調済、年率、万戸）

	93年度	94年度	95年度		96年度予測	
			上期	下期	上期	下期
着工戸数	151	156	148	141	152	155
持家	54	58	55	50	62	64
貸家	65	57	56	54	58	59
分譲	29	38	34	34	30	31

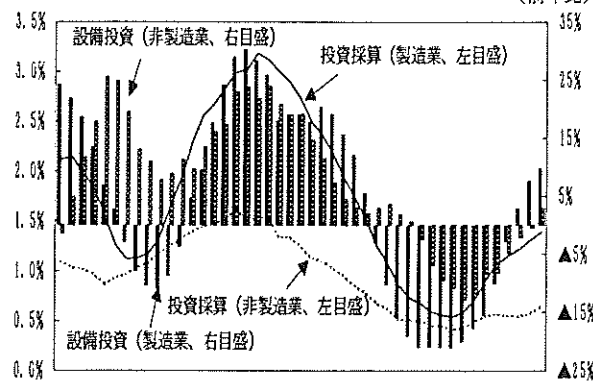
（資料）建設省「建設統計月報」

3) 設備投資～すそ野を広げつつ、設備投資は改善。半導体市況の急落による懸念

情報関連を中心とした製造業・大企業の設備投資に加え、非製造業・中小企業の持ち直しから民間設備投資は緩やかな増加基調となろう。金利の低下による金融費用の減少のみでなく、営業利益の改善も加わって、製造業の投資採算は改善しており、設備投資の増加傾向が続こう。

投資採算と設備投資動向

（前年比）



（注）投資採算＝総資本営業利益率－借入金金利子率（年／四半期）
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」

非製造業は投資採算の改善が遅れていたが底打ち傾向にあり、設備投資のすそ野の広がりが期待できよう。ただし、95年度の設備投資の増加の主役であった半導体関連の投資は、メモリー半導体の需給緩和による価格の下落を受けて、電機各社の生産調整が行われる中、伸びの鈍化が懸念される。

4) 公共投資～前期比では、

96年4～6月期より減少へ

公的固定資本形成は95年度後半に高い伸びを示したことから、前期比では96年度に入ってマイナスの伸びとなろう。95年度下期の公共事業の水準が高いことと96年度の経済対策による公共事業の追加幅が小幅なものにとどまると見込んでいることから、96年度下期は公的固定資本形成の前年同期比の伸びもかなりのマイナスとなるだろう。

5) 外需～対外黒字は下げ止まりへ

96年度の経常黒字は6.9兆円（名目GDP比1.4%）と95年度の9.5兆円（同1.9%）から減少傾向が続こう。円高修正により伸びは次第に低下するものの製品輸入を中心に輸入の増加が続き、輸出は価格競争力の改善はあるものの伸びが緩やかなものにとどまることによるものである。年度内の動きは上期6.1兆円（名目GDP比1.2%）が下期7.6兆円（名目GDP比1.5%）と下げ止まりとなろう。

6) 物価～卸売物価、消費者物価ともやや上昇

国内物価は引き続き安定している。過去の円安局面では、輸入物価の上昇に数四半期遅れて消費者物価の上昇率の高まりが見られる。円高修正に伴う輸入物価上昇が徐々に国内物価に浸透し、景気の回復傾向も手伝って、96年度は卸売物価上昇率は0.8%、消費者物価上昇率は0.2%となろう。

経常収支の予測（季節調整済年率、100億円）

	94年度	95年度			96年度		
			上期	下期	予測	上期	下期
経常収支	1,243	946	1,096	786	690	610	760
対GDP比	2.6	1.9	2.4	1.7	1.4	1.2	1.5
貿易・サービス収支	906	591	751	419	280	230	330
貿易収支	1,410	1,163	1,266	1,047	910	840	970
対GDP比	2.9	2.4	2.8	2.2	1.9	1.8	2.0
輸出	3,948	4,124	3,992	4,249	4,250	4,220	4,290
(前年同期比%)	2.4	4.4	1.4	7.5	2.6	5.8	▲0.2
輸入	2,538	2,961	2,726	3,203	3,350	3,380	3,220
(前年同期比%)	9.0	16.7	10.7	22.5	12.1	24.0	2.1
サービス収支	▲504	▲572	▲515	▲628	▲630	▲610	▲640

（注）貿易・経常収支の半期数値は季節調整済、年率換算ベース

（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「国際収支統計月報」

物価の見通し（前年比、%）

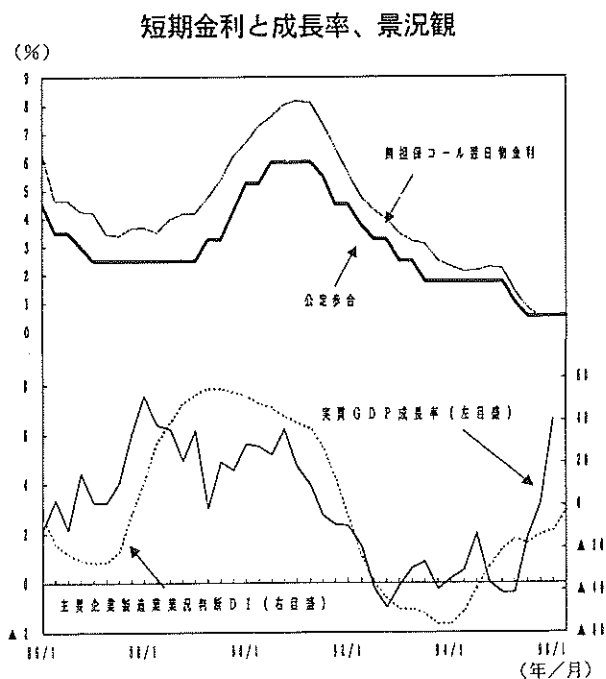
	93年度	94年度	95年度			96年度予測		
				上期	下期		上期	下期
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲0.6	▲1.3	▲0.1	0.8	1.2	0.5
国内品	▲1.8	▲1.3	▲0.8	▲0.8	▲0.9	0.0	▲0.3	0.3
輸出品	▲8.0	▲2.7	0.5	▲4.1	5.1	3.8	7.7	0.2
輸入品	▲12.4	▲1.5	▲0.3	▲2.5	1.9	6.9	10.7	3.4
消費者物価	1.2	0.4	▲0.1	0.0	▲0.3	0.2	0.1	0.4

（資料）日本銀行「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

4. 金融～金利水準修正の時期探る 金融市場

(1) 超低金利政策の導入と現状

足もとで機械受注など代表的なマクロ指標の回復、企業収益などの回復がみられる中、1～3月期のGDP成長率や企業短期経済観測調査（日銀短観）の5月調査も回復傾向を反映する結果となった。



(注) 成長率は前年比年率の3期移動平均、景況判断DIは「良い」-「悪い」

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、「経済統計月報」他

景気回復の認識が広がる中、政策当局及び金融市場は金利水準の訂正時期を模索し始めた。下表をみても昨年からの金融政策が景気動向のみならず、物価下落、為替、株価も視野に入れ、また9月8日の利下げ後の日本銀行総裁の会見で金融機関問題にも言及するなど、景気に複合的に影響を及ぼす諸要素に配慮してきていることがわかる。

特に最後の金融緩和措置(95年9月8日)は金融機関問題や金融資本市場全般、物価下落も睨んだ「緊急避難的措置」であり、短期金利低め誘導と公定歩合引き下げが同時に実施された。しかし、このところの円安、株価の持ち直し、景気の改善、物価の下げ止まりから、「緊急避難的措置」継続の前提となる状況は変化して来ている。

(2) 基本的には低金利政策が継続

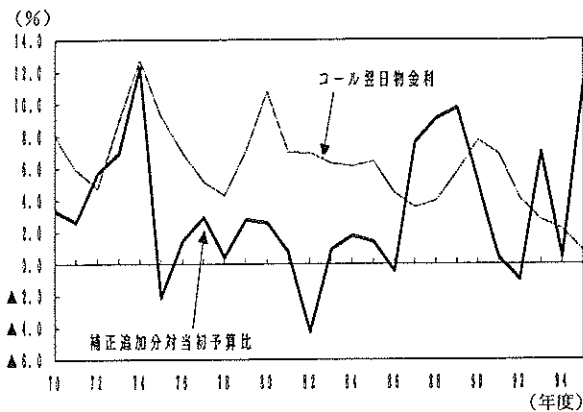
ただし可能性高い短期金利の低め誘導解除

今後の金融政策は、①民需の回復力が力強いものではない、②不良債権問題の処理は引き続き大きな課題、③財政政策面からの景気刺激効果は縮小し、景気抑制的となる可能性が高いとみられる情勢の中、基本的には低金利政策が継続されよう。景気、物価などの動向からみて、公定歩合は96年度中据え置き、短期金利の低め誘導は解除とみた。

松下総裁就任以後の金融政策

		日本銀行が総裁会見や「当面の金融調節方針」で言及している点 (◎=強調、○=言及)			
		景気の弱さ	物価の下落	為替相場の円高化	株価の下落
95年3月31日	短期金利低め誘導	○	○	◎	◎
95年4月14日	公定歩合引き下げ(1.75→1.00%)	◎	○	◎	◎
95年7月7日	短期金利低め誘導	○	◎		
95年9月8日	公定歩合引き下げ(1.00→0.50%) 短期金利低め誘導	◎	◎	○	○

一般会計予算とコール翌日物金利

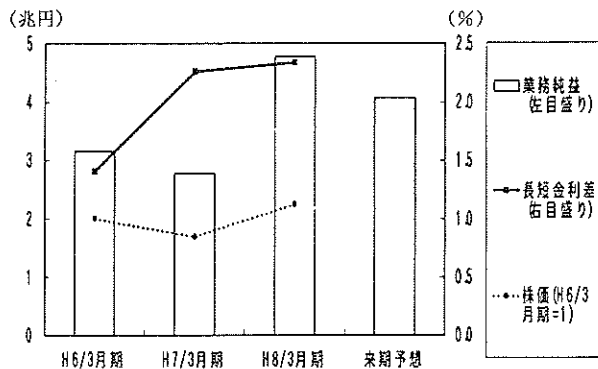


(注) コール翌日物金利は85年までは有担保、それ以降無担保
補正追加対当初予算比=(補正後予算額-当初予算額)/当初予算額×100
(資料) 大蔵省「財政金融統計月報」他

財政政策との関連では、厳しい財政状態の中、補正予算での大幅な公共投資追加は予想しにくい。過去の金利上昇時には一般に景気がよかったため、補正予算での追加はあまりなかった。例外的に74年や80年の金利上昇時に補正予算での追加がなされたが、前者はインフレに伴う公務員給与の調整、後者は冷夏に対する農業保険費、災害復旧等事業費などである。今回は景気回復力は力強さに欠け、財政事情などから多額の追加補正が予想しにくい中、金利上昇にはリスクが残ろう。

また、不良債権処理が金融機関の高水準の業務純益と有価証券含み益に依存していることなどへの配慮もなされよう。

大手21行の業務純益の推移

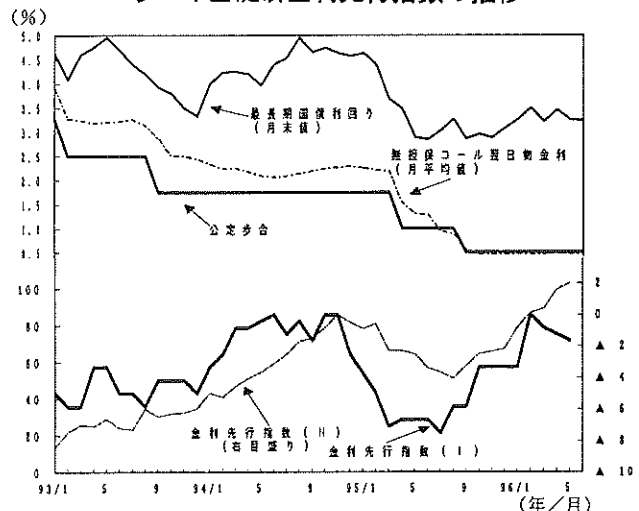


(注) 長短金利差は(10年上場国債利回り-無担保コール翌日物金利)の平均値
(資料) 大手21行「決算短信」、日本銀行「経済統計月報」

(3) 長短金利は強含みの展開

今後の長短金利は足もとの景気回復を反映して当面、やや強含む。当研究所が開発した2種類の「ニッセイ基礎研金利先行指数」も公定歩合引き上げのサインは出ていないものの目先強含む方向を示している。

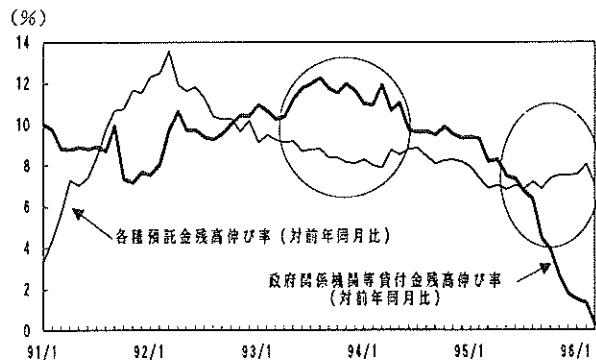
ニッセイ基礎研金利先行指数の推移



(注)・指数(I): 円ドルレート、M2+CD、製品在庫率等14の月次統計で構成したDI。
・指数(II): (I)のうちM2+CD、製品在庫率等8系列について前年同期比をとり主成分分析で作成した指数

短期金利は誘導レンジ切り上げに伴い上昇しよう。長期金利は趨勢的には95年12月頃より強含む傾向にあるが、昨年度、6.5兆円の長期国債保有を純増させた資金運用部の潤沢な資金による長期債券購入も予想され緩やかな上昇にとどまろう。

資金運用部に集まる資金



(注) 預託金は郵便貯金・郵便振替預託金・簡易生命保険・郵便年金預託金、厚生保険預託金、国民年金預託金の合計
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

見通し総括表

表1. 実質GDP成長率（前年比・前年同期比％、日本は年度ベース、東アジアの95年は見込み）

	94年 実績	95年 実績	96年 予測	上期	下期
米国	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0
ドイツ	3.0	2.1	1.0	0.3	1.7
イギリス	3.9	2.4	2.1	1.8	2.3
東アジア	8.8	8.4	7.4	—	—
日本	0.5	2.3	2.6	3.7	1.7

表2. 消費者物価上昇率（前年比・前年同期比％、日本は年度ベース）

	94年 実績	95年 実績	96年 予測	上期	下期
米国	2.6	2.8	3.0	2.9	3.1
ドイツ	2.6	1.8	1.4	1.4	1.5
イギリス	2.5	3.4	2.3	2.5	2.2
日本	0.4	▲0.1	0.2	0.1	0.4

表3. 経常収支（上・下期は季調値・年率、（ ）内は名目GDP比％、日本は年度ベース）

	94年 実績	95年 実績	96年 予測	上期	下期
米国：億ドル	▲1484 (▲2.1)	▲1482 (▲2.0)	▲1340 (▲1.8)	▲1420 (▲1.9)	▲1260 (▲1.6)
ドイツ：億マルク	▲329 (▲1.0)	▲249 (▲0.7)	▲210 (▲0.6)	▲140 (▲0.4)	▲270 (▲0.8)
イギリス：億ポンド	▲24 (▲0.4)	▲29 (▲0.4)	▲48 (▲0.7)	▲50 (▲0.7)	▲46 (▲0.6)
日本：兆円	12.4 (2.6)	9.5 (1.9)	6.9 (1.4)	6.1 (1.2)	7.6 (1.5)
<円の対ドルレート>	<99>	<96>	<106>	<107>	<105>

表4. 金利（％）

	93年末 実績	94年末 実績	95年末 実績	96年6月末実績	96年末予測(日本 は97年3月末)
米国（公定歩合）	3.0	4.75	5.25	5.0	5.0
ドイツ（同）	5.75	4.5	3.0	2.5	2.5
イギリス（ベースレート）	5.5	6.25	6.5	5.75	5.75
日本（公定歩合）	1.75	1.75	0.5	0.5	0.5