

経済の動き

経済調査部

米国景気はやや減速の可能性が強く、欧州も景気回復力が弱い状態にある。東アジアは高成長が続いているものの、中国、台湾などで拡大テンポが鈍化している。日本は景気指標に低調なものが増え、日銀短観の業況判断も主要企業・製造業で悪化するなど、やや足踏み気味の状況となったが、基調的には景気は緩やかな回復傾向が維持されよう。

1. 鈍化の可能性高い米国景気

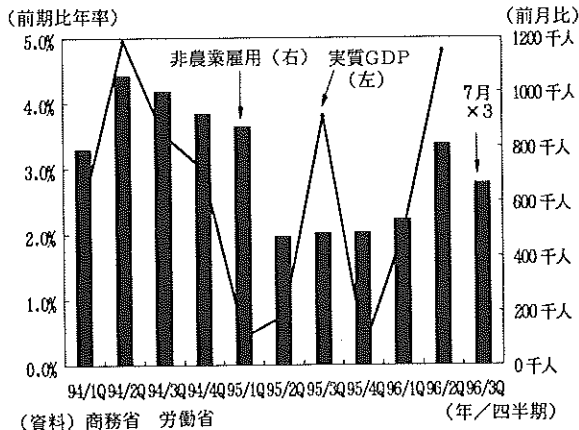
米国景気は94年来の金融引き締めの影響等から、95年は鈍化傾向にあったものの、96年1－3月期2.0%（実質GDP、前期比年率）、4－6月期4.8%と消費、住宅投資、設備投資の伸びなどからリバウンドした。月次統計でも、非農業雇用者数や鉱工業生産等が増加傾向にあり、景気加熱による賃金コスト上昇からインフレ悪化懸念が強まる状況にあった。

足もとの景気指標は、住宅着工件数や乗用車販売等が減少を続ける一方、製造業新規受注等は増加に転じるなど、強弱混在しており、金融市場の景況感も「振れ」ている。しかし、基本的には、①牽引役だった設備投資の増勢鈍化、②長期金利上昇による住宅投資の下押し、③家計部門の債務過多による消費拡大への制約一等を背景に今後の

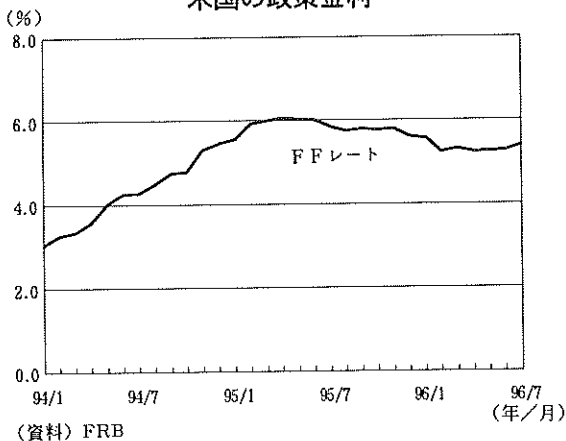
米国景気は鈍化傾向をたどる可能性が高い。超短期予測（当研究所NY事務所、8月16日付け）でも実質GDP成長率（前期比年率）は7－9月期、10－12月期と1%台に低下するとの試算結果である。

物価面は賃金コストの落ち着きを背景に引き続き安定基調にある。失業率の5%台前半への低下や賃金上昇率の動きから、7月2・3日、8月21日のFOMC（連邦公開市場委員会）で金融引き締めに転換するとの観測が強まったが、公定歩合やFFレートは据え置かれた。ただし、先日公開された7月2・3日の議事録によれば、金融市場調整のスタンスが「次回のFOMC（8月21日）までの方針として、従来の中立型からきつめ型へと変更」されており、要警戒の状況であったことが明らかになっている。景気は鈍化傾向をたどる可能性が高く、賃金上昇率も直近7月分は前月比マイナスとなるなど落ち着き圏内である。金融市場は経済指標の動きに応じて利上げ観測が台頭したり、逆に後退したり、振れやすい状況が続こうが、政策金利は当面、現状据え置きが基本線となるだろう。

米国の実質GDPと非農業雇用増



米国の政策金利

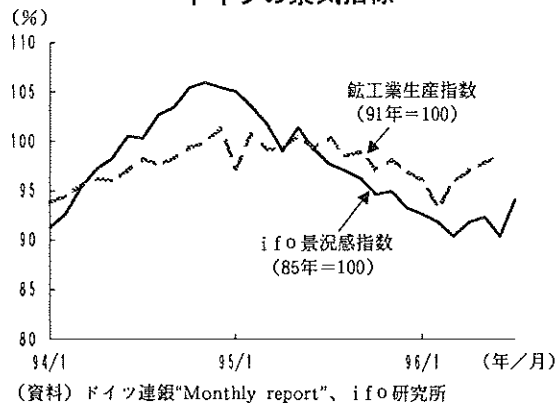


2. 追加緩和が実施された大陸欧州、東アジア

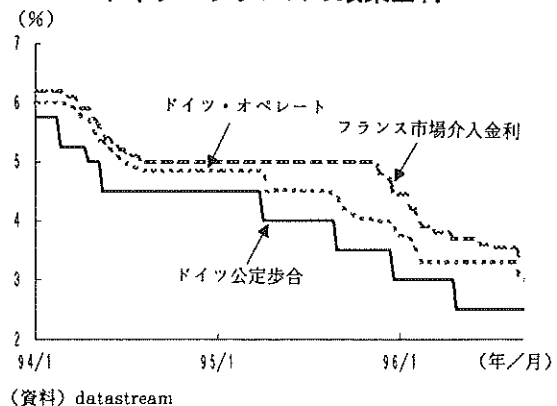
ドイツは95年央頃からマルク高の悪影響による投資減や建設投資の低迷などから景気が落ち込み始め、実質GDP成長率(前期比)も95年7-9月期0.1%、10-12月期0.0%、96年1-3月期▲0.5%と低迷した。しかし、マルク高修正や金融緩和などを背景に、鉱工業生産は96年2月をボトムに増加傾向にあり、また、代表的景気指標のifo研究所景況感指数も直近7月は大幅改善となるなど、景気の持ち直しを示すものが増している。4-6月期の実質GDP成長率(前期比)も1.5%と高めのプラス成長となった。物価面は生産者物価が前年比小幅下落を続け、生計費指数の前年比も連銀目標の2%を下回る1%強が続くなど鎮静傾向にある。

こうした中、8月22日の連銀理事会では公定歩合、ロンバードレートは4月19日の引き下げ後の水準に据え置いたものの、市場金利を誘導する短期買いオペ金利を3.30%から3.0%へと史上最低水準に引き下げ、「ミニ追加緩和」を行った。景気持ち直しを示す経済指標が出る中で、追加緩和を行った目的は、マルク高抑制を通じた景気回復支援に加え、景気低迷が続く欧州各国の利下げ余地を拡げる点にあったとみられる。事実、ドイツのオペ金利の引き下げ決定後、フランス、ベルギー、オランダ、オーストリアが追随して市場介入金利等の引き下げを行った。EU各国は景気が弱い中、通貨統合の条件である財政赤字の削減を急いでおり、金融緩和策への期待が大きい。当面、ドイツの低金利政策継続が求められる状況が続こう。

ドイツの景気指標



ドイツ・フランスの政策金利



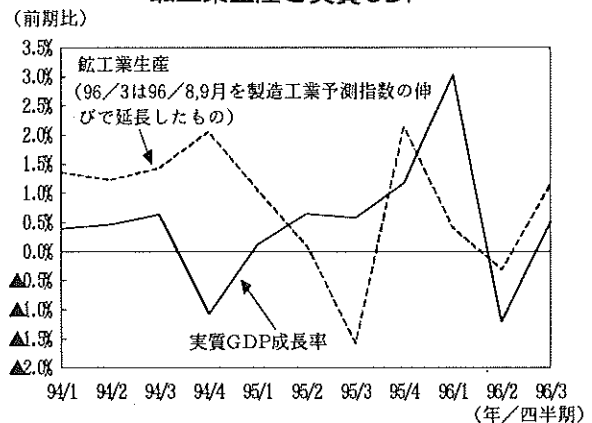
東アジアは高成長が続いているが、中国、台湾、香港、韓国などで拡大テンポが鈍化している。中国の93年秋以降の金融引き締め、台湾・香港などでの政治的不透明さ、主要輸出先の米国景気鈍化などが背景であり、ここにきて景気鈍化の中、利下げが実施されている。台湾は5月に続き、8月9日に公定歩合を引き下げ（5.25%→5.0%）、中国は5月に続き8月23日に2度目の利下げ（預金金利を平均1.5%引き下げ、貸出金利を同1.2%引き下げ）を実施した。

3. 日本の景気はやや足踏み気味、基調的には「緩やかな回復傾向」が維持

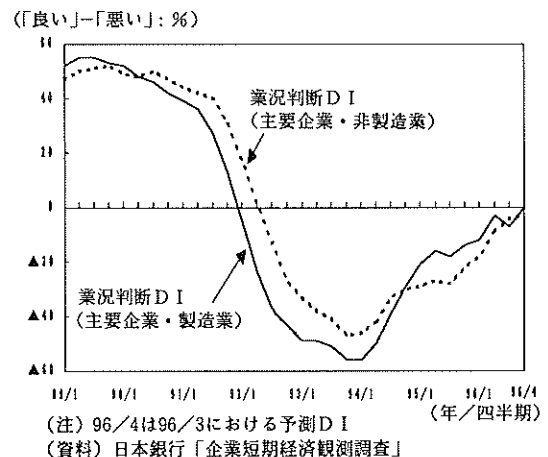
日本経済は生産、GDP、業況判断などからみて、足もとやや足踏み気味の状況にある。鉱工業生産は95年10-12月期の前期比2.1%の後、96年1-3月期0.4%、4-6月期▲0.3%となった。また、実質GDP成長率（前期比）は96年1-3月期に3.0%の高成長となったが、4-6月期は▲1.2%と6期振りのマイナスとなった模様（当研究所超短期予測、8月23日発表）である。さらに、8月28日発表の日銀短観（8月調査）では主要企業・製造業と中小企業・非製造業の業況判断DIが前回5月調査よりも悪化した。こうした景気はやや足踏み気味の状況は、①1-3月期のうるう年要因の反動減による消費や生産の減少、②公共投資のピークアウト、③半導体、鉄鋼、紙パ等の生産財の在庫調整・減産、④O157の消費関連での下押し圧力一などが背景となったものとみられる。

この点、今後については、鉱工業生産は7-9月期は前期比1.1%のプラス（8、9月分は製造工業生産予測指数を用いて算出）と企業レベルでは回復の計画になっている。また、実質GDP成長率も7-9月期は公共投資の減少はあるものの、①設備投資が回復を続ける、②消費の反動減要因

鉱工業生産と実質GDP



企業の景況感



はなくなる、③輸出下げ止まり・輸入頭打ちから外需の改善も見込める一ことから、前期比0.5%と再びプラスに転じる見通しである（当研究所超短期予測）。日銀短観の業況判断DIも12月までの予測は小幅ながらおしなべて改善が見込まれている。

景気の先行きには、公共投資の息切れ、半導体市況の軟調持続、97年4月からの消費税引き上げなどの懸念要因があるものの、①企業収益の改善や通信関係などの新規需要の増加を背景に設備投資の全般的な回復傾向は徐々に着実化してきている、②失業率は労働需給のミスマッチから高水準が続いているが、雇用者数は96年初来、前年比でおおむね1%台の伸びが続き、雇用・所得環

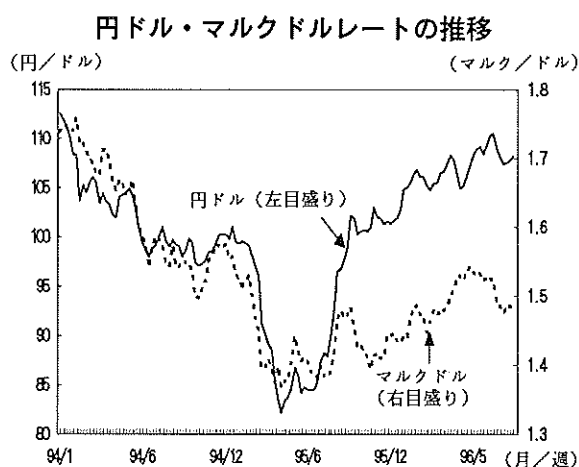
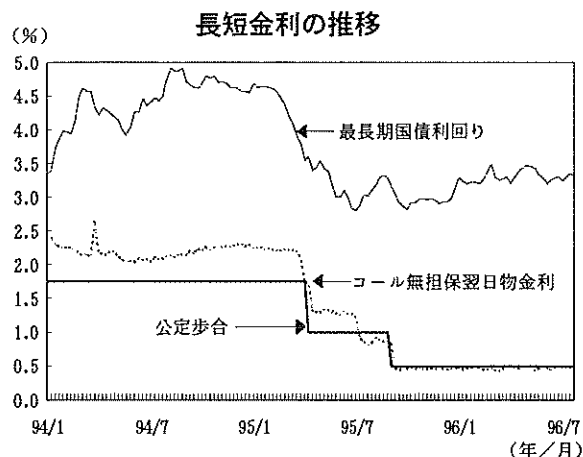
境の改善が消費の堅調さを支える、③円高修正傾向の持続などから外需のマイナス寄与は解消方向となる一等から、足踏み気味の状況は短期間で終了し、景気は基調的には回復傾向を維持できるものと判断される。

4. 日本の政策金利は当面据え置き、為替はやや円安気味推移に

金融市場では、8月にかけて米国の利上げ観測の高まり、解散・総選挙見通し等と関連して、早期利上げ説が強まった。しかし、米国政策金利据え置き、日本の景気指標の足もとでの不冴え、株価軟調などの中、利上げ観測は後退し、日銀短観（8月調査）の主要企業・製造業の業況判断悪化で先送り観測が決定的となった。

今後の金融政策は引き続き予想にくいものの、①景気は基調的には回復が続くが、力は弱い、②米国は年明け頃には景気減速から利下げ予想が台頭する状況になる、③97年4月には消費税引き上げが予定されており、財政政策面からの景気下押し要因が強まる、④金融機関の不良債権処理問題の重石も続く一ことからすれば、連続的利上げ局面が始まるのは早くて消費税増税のデフレ効果が消える97年度下期頃からと予想される。なお、緊急避難措置との位置づけからデフレ懸念の強い95年9月に実施された0.5%水準の公定歩合と短期金利の低め誘導については、今回の日銀短観の主要企業製造業・業況判断DIが12月までの予測でも「ゼロ」にとどまったことなども勘案すると、年内に微修正される可能性は低下した。

為替は95年4月に最高値（4/19、79.75円）を付けた後、円高・ドル安修正の過程が続いている。96年2月頃からは主に日米金利感に左右される展開にある。最近では7月上旬に米国利上げ観測、日本の対外黒字縮小傾向などの中、2年5



ヵ月振りの110円台を付けたが、日本の利上げ観測の強まり、米国株安などの中、ドル安・円高に動き、8月上旬には106円台になった。その後は日本の利上げ観測後退等から、やや円安水準で推移している。今後については、年内程度は日本の超低金利継続観測などを背景にやや円安気味の推移が続こう。なお、輸出持ち直し・輸入頭打ちにより日本の対外黒字が下げ止まりから増加に向かう可能性がある点、やや円高方向に転じるリスク要因として要注視であろう。

(9月6日現在)