

【Ⅱ】

特 集

一進一退の景気回復、96年度は2.4%成長に
— 1996年度改定経済見通し —

経済調査部

《要 旨》

景気は96年春から再び足踏み状況となり、先行き懸念も多いが、設備投資の増加、外需下押しの軽減等から93年11月以降の緩やかな回復トレンドが維持されよう。前回見通し(7/9)同様、日本経済は政策の軸足を体質強化を目的とした構造改革に移行することが可能な状況になりつつあると認識する。現時点では、在来型公共投資の追加でなく、規制緩和推進を中軸に、行革への取り組み、特別減税継続と法人税減税、金融緩和継続が望まれる。

- (1) 景気は4-6月期の生産減少、同GDPのマイナス成長、8月日銀短観の業況悪化等からみて、足踏み状況にある。前回見通しでも景気は一本調子ではないとみたが、足もとの景気状況はやや弱めである。うるう年による見掛け上のマイナス要因を除外すると、足踏みの背景は、①1-3月期高成長の反動、②生産財での在庫調整(鉄鋼、半導体等)、③O(オー)157の支出下押し—等とみられる。③はもとより、①、②も予想以上であった。
- (2) バブル崩壊後の景気後退は93年10月に終了し、その後回復局面にあるが、当研究所・経済見通しで再三指摘したように産業構造調整や不良債権問題等から回復力は弱い。この回復力の弱さが、95年度上期の超円高下の足踏みと今回の足踏みの底流にある。
- (3) 今後の景気は弱さを抱えているが、かろうじて回復傾向が維持されよう。なお、設備投資や生産等で業種・品目別に跛行性がみられ、海外生産シフトや輸入浸

当見通しは、「1996年度改定経済見通し」(7月9日発表、当月報8月号掲載)の改定であり、10月4日に発表したものである。なお、「1997年度経済見通し」は12月中旬に発表し、当月報97年1月号に掲載の予定である。

(総 括) 山村、正地

(米 国 経 済) 木下、NY事務所 熊坂、村本、ドネリー

(ドイツ経済) 田坂

(イギリス経済) ドウ、田坂

(アジア経済) 牛越

(為替、原油) 井口

(日本経済(実体)) 樋、石川、小巻、斎藤

(日本経済(金融)) 高橋、矢嶋

透度上昇、規制緩和による需要創出(通信等)等を通じた産業構造調整が進みつつあることが窺われる。

プラス：①設備投資はすそ野が拡大する形で増加傾向。企業業績も改善傾向
②失業率はミスマッチから高水準だが、雇用・所得環境は改善傾向で消費を下支え
③外需は縮小傾向にあったが、円高修正持続で今後、外需の成長寄与はプラスに

マイナス：①財政政策が景気抑制型(早期大型補正なし、97年4月消費税増税など)
②半導体市況の悪化による生産、企業業績、設備投資への下押し圧力

- (4) 96年度の実質GDP成長率は、①円レート107円(95年度96円)、②公共投資追加0.7兆円(年末。災害復旧・基礎研究分野等)、③消費税引き上げ(97年4月、3%→5%)、駆け込み需要は96年度GDPを0.1%押し上げ、④特別減税2兆円継続(97年度)、⑤公定歩合据え置き(0.5%)—を前提に2.4%(前回：2.6%)となろう。前提はほぼ前回見通しと同じだが、消費の基調がやや弱く、わずかながら実質成長率を下方修正した。

景気の足踏みは7-9月期中には解消されよう。実質GDP成長率(前期比)は7-9月期は0.157の消費抑制があるものの若干のプラスとなろう。97年1-3月期は97年4月の消費税増税を見越した駆け込み需要からやや高めとみられる。なお、97年度上期は、①駆け込み需要反動減、②増税のデフレ効果—から3回目の足踏みとなる恐れが強い。

- (5) 経常収支黒字は96年度7.3兆円(名目GDP比1.5%)と93年度をピークとする黒字縮小傾向が続こう。なお、輸出増加と輸入伸び鈍化から黒字は96年度上期がボトムとなろう。
- (6) 金融政策は、①景気は基調的には回復が続くが、力は弱い、②米国は景気減速に向かう、③消費税引き上げなど、財政政策は景気抑制的になる、④金融機関の不良債権問題の重石も続く—などから、96年度内に利上げ局面への転換は予想されない。

に変更することが決定され、8月のFOMCでも同じ内容が決定された。

しかし、非農業雇用者数は順調な伸びを見せているものの、公務員を除いた民間雇用はやや鈍化の兆しを見せており、所得環境がすべての面で好調とは言い難い。消費者物価指数、GDPデフレーター等のインフレ指標には、加速の兆候は現れておらず、下期減速との見方が残る中でFFレートは据え置かれている。

(2) 今後の動向～年末にかけて減速、

金融政策は現状据え置き

今後の米国経済は96年末にかけて減速基調を辿ると考えられる。需要項目別に見ると、個人消費が家計の負債過多から拡大余地が限られていることがあげられる。96年第2四半期のクレジットカード債務の返済遅延率（30日以上）が3.66%と調査開始（74年）以来最高水準に達していること等から、家計の負債状況は楽観視できるものではない。金利水準が歴史的にみて低いことや、

所得環境がやや改善していることから、急激な消費の落ち込みは避けられるものの、成長を牽引する余力は限られている。

次いで、情報化投資ブームに支えられた設備投資が伸び悩んでいることがあげられる。半導体市況の緩和、関連メーカーの設備投資に対する消極的な動きからみて、今後しばらくはこれまでのような前期比2桁のペースを維持することは難しいと考えられる。

その他、住宅投資が金利上昇を背景に鈍化傾向を示していることも成長の足を引っ張ることとなる。

一方、在庫は調整が終了しており成長に幾分寄与すると思われるが、積極的な積み増し局面に向かうには、需要の本格的回復を待たなければならない。純輸出は、輸出の堅調、輸入の鈍化を背景に改善方向を維持する見込みである。

物価は、失業率の低下等を背景に上昇圧力がやや高まっている一方で、生産性の上昇、内外との競争の激化等の物価上昇圧力緩和要因が働いており、先行きが懸念される状況ではない。

米国経済見通し総括表

	94年 実績	95年 実績	96年 予測	上期	下期	96年 前回予測
実質GDP	3.5	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0
同上前年同期比	-	-	-	(2.2)	(2.2)	-
個人消費	3.1	2.3	2.4	2.8	1.8	2.5
設備投資	9.8	9.5	5.5	7.3	3.5	5.9
住宅投資	10.8	▲2.3	6.1	9.3	3.5	4.0
政府支出	▲0.1	0.0	1.0	1.6	2.0	▲0.1
在庫増減	0.6	▲0.4	▲0.4	▲0.6	0.2	▲0.4
純輸出	▲0.5	▲0.0	▲0.0	▲0.5	▲0.1	▲0.0
輸出等	8.2	8.9	6.6	4.9	7.2	6.9
輸入等	12.0	8.0	6.2	8.1	7.1	6.0
鉱工業生産	5.8	3.3	2.5	2.2	2.7	2.2
失業率	6.1	5.6	5.6	5.5	5.7	5.7
消費者物価総合	2.6	2.8	3.0	2.8	3.1	3.0
貿易収支	▲1,661	▲1,734	▲1,680	▲1,790	▲1,570	▲1,650
経常収支	▲1,484	▲1,482	▲1,360	▲1,450	▲1,260	▲1,340
公定歩合	4.75	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00

(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

金融政策は、年末にかけての景気減速、物価の安定を受けて現状据え置きとなろう。

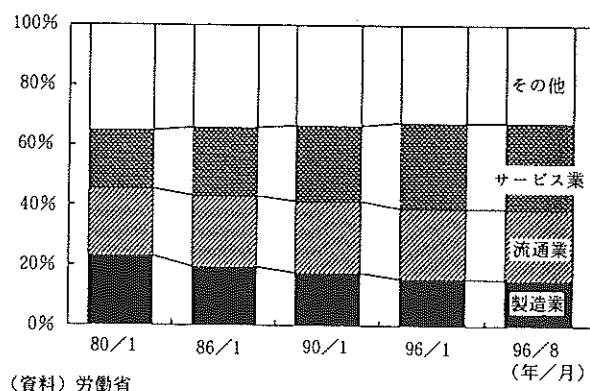
(3) 労働市場の動向

今後の米国経済を占う上で最も重要な点は、労働市場の逼迫を背景とした賃金の上昇が、物価の上昇に結びつくか否かということである。経済指標から見る限り、8月の5.1%の低い失業率、前月比0.1%の低い消費者物価上昇率という一見相反する事象が同居している。

今後のインフレ動向についてみると、現在の5%そこそこの失業率はいわゆる自然失業率を下回っている可能性が高く、時間あたり賃金、雇用コスト指数は緩やかに上昇を続けている。この状況下で需要の伸びが続けば、賃金上昇が物価上昇に繋がるのが懸念されるが、これまでの経験と比較するとやや楽観的に捉えることができるだろう。

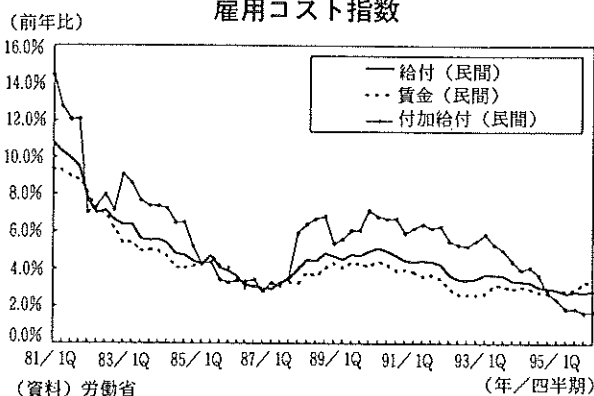
その理由として、雇用の業種別の構成と雇用条件・形態の変化を指摘することができる。事業所調査による非農業雇用の業種別構成比を比較すると、構成比の変化が顕著に現れているのは、高賃金の製造業の減少と低賃金のサービス業、流通業（特に小売業）の増加である。足もとでもその傾向は変わっておらず、雇用の伸びの中心は、サービス業、流通業である。

非農業雇用の構成比



次に、雇用条件・形態の変化を見ると、医療保険等のコストが削減される等、福利厚生面でのコスト削減が進んだことに加えて、近年の米国では正社員から人材派遣、パートタイマーへと、いわゆる福利厚生費等のコストが少なくてすむ雇用形態が進んだ。

雇用コスト指数



以上のように、現在の労働市場の逼迫から生じるインフレ圧力は以前と比べて軽減されている可能性がある。加えて、海外との競争、流通システムの変化等、インフレ圧力を軽減する要因が作用している現状を合わせて考えれば、現在のインフレ圧力が中期的にコントロール不可能な物価上昇を招く切迫した状況ではないと思われる。

2. 欧州経済

(1) ドイツ経済～ゆるやかな景気拡大続く

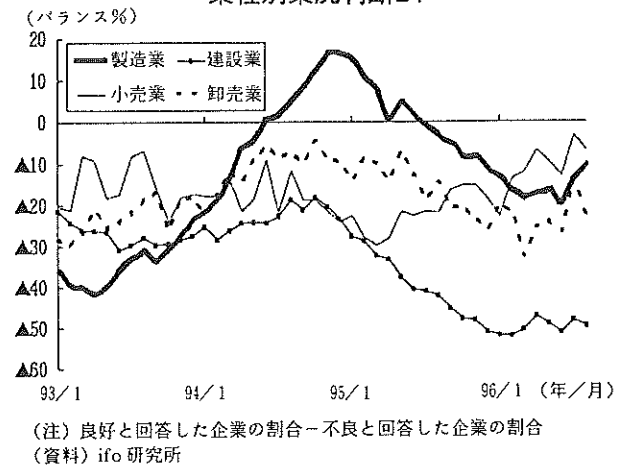
①景気動向

a) 現 状

96年4－6月期の成長率は前期比年率6.1%の高成長となった。ただし第1四半期に天候不良により落ち込んだ建設投資の持ち直しの影響を除けば、国内最終民需の伸びは前期比年率3.2%である（前期同2.2%）。政府支出は連邦統計局によれば介護保険導入などから前期比年率7.0%と伸びた。

企業景況感の推移を業種別にみると、小売業の業況判断が順調に回復しており、堅調な消費が景気を下支えしていることが窺われる。ただし需要増は雇用拡大にはつながっておらず、失業率は96年年初以来10.3%程度での高止まりが続いている。

業種別業況判断DI



b) 今後の動向

96年下期の景気拡大ペースは、前年比1.6%とゆるやかなものにとどまろう。上述の政府支出の大幅拡大などから上期の成長率が前回見通しを上回ったため、通年の成長率見通しは前回の1.0%から1.2%へ若干上方修正を行った。

ドイツ経済見通し総括表（特に指定なき場合、前年比：％）

	9 4 年 実 績	9 5 年 実績			9 6 年 予測			9 6 年 前回予測
			上 期	下 期		上 期	下 期	
実質 G D P	3.0	2.1	2.6	1.6	1.2	0.7	1.6	1.0
個人消費	1.1	2.0	2.2	1.8	2.0	1.4	2.6	2.0
政府消費	1.3	2.0	1.2	2.8	2.4	3.4	1.4	1.9
設備投資	▲ 0.8	2.4	4.1	0.6	1.3	0.6	2.0	1.5
建設投資	7.9	1.3	3.4	▲ 0.7	▲ 2.9	▲ 6.5	0.8	▲ 2.7
在庫増減	1.0	0.3	0.6	0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.5
純輸出	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.3	0.2	0.5	0.2
輸出等	8.4	6.3	6.9	5.7	3.7	3.2	4.1	3.7
輸入等	8.0	6.6	7.9	5.4	2.3	2.3	2.3	2.7
生計費 (%)	2.6	1.8	2.0	1.6	1.4	1.4	1.5	1.4
貿易収支 (億マルク)	718	911	891	932	935	910	960	1010
経常収支 (億マルク)	▲ 319	▲ 240	▲ 61	▲ 399	▲ 270	▲ 180	▲ 350	▲ 210
公定歩合 (%)	4.5	3.0	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5

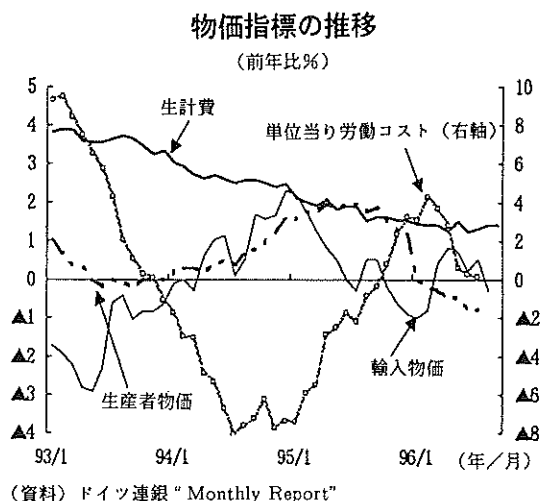
(注) ①在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース
②生計費は西独ベース、その他は全独ベース
③貿易収支と経常収支はFOB-CIFベース、年率値
④公定歩合は期末、または年末水準
(資料) 実績値はドイツ連銀 "Monthly Report" 他

個人消費・輸出の堅調、投資関連支出の回復、という需要項目別の成長パターンは前回見通しの見方と同様である。

失業率が高止まりし雇用不安が払拭されない状況で、個人消費の前期比ベースでの伸び率加速は期待しにくいものの、実質可処分所得の安定した伸びが消費堅調の下支えとなるとみられる。また企業部門では、設備稼働率の低さから設備投資は合理化中心となろう。建設投資は、東独地域の住宅建設を除いて低調な動きが続くとみられる。一方外需は、製造業国外新規受注が過去半年で年率16%伸びるなど好調であることから、96年下期の成長率押し上げ要因として期待される。

②物価動向

物価は安定推移が続いている。川上部門のインフレ圧力低下、賃上げ率の低下・生産拡大による単位当たり労働コストの伸び抑制がその背景である。国内景気が力強さを欠いていることから需要面からのインフレ圧力は弱く、97年にかけて生計費上昇率は前年比1%台での推移が続こう。

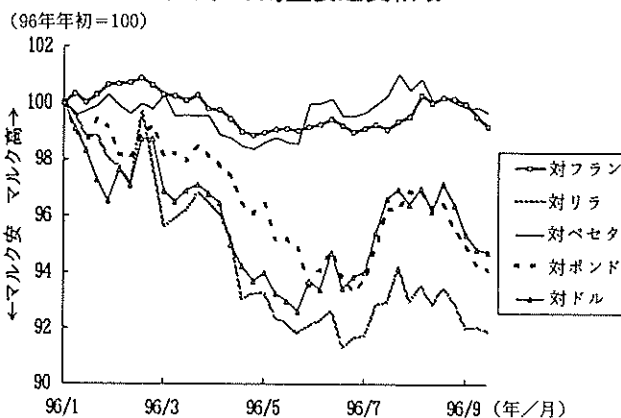


③金融政策・金利動向

8月末のレポレート引き下げ(3.30→3.00%)後、マルクは主要通貨に対してやや軟調推移となっている。為替安定により、景気が総じて低調な欧州各国にとっては金融緩和の余地も生じており、ドイツ利下げの対外面での所期の目的は達したといえる。また、景気が上向きかけていることから、国内要因による追加利下げの必要性は薄い。

したがって、公定歩合は前回見通し通り、年内据え置き、レポレートも基本シナリオとしては横ばい推移となろう。ただし、為替市場でマルク、あるいはフランスフランに対する圧力が高まれば、レポレート再引き下げの可能性は残される。欧州各国の財政赤字削減努力が本格化する97年中に金融引き締めへの転換は考えにくく、ドイツの低金利政策は当分維持されよう。

マルクの対主要通貨相場



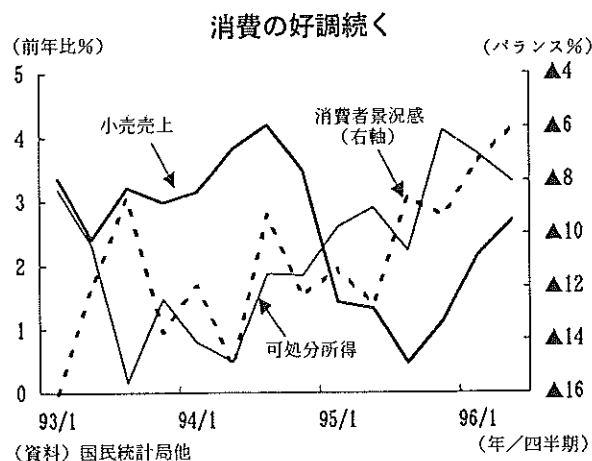
(注) データは週次
(資料) datastream

(2) イギリス経済～消費主導で3%成長へ加速

①景気動向

96年4-6月期の経済成長率は改定値で前期比年率2.4%と発表された。固定資本形成と純輸出が成長に大きく寄与した一方、在庫投資は▲3.0%（前期比年率寄与度ベース）と成長の足を引っ張った。狂牛病の影響により成長率は年率で0.4%程度押し下げられた。

個人消費の好調はサービス支出中心から財購入に広がりつつある。特に住宅関連の支出の伸びが高い。



96年の成長率予測を前回の2.1%から今回2.3%へやや上方修正したが、需要項目別の成長パターンの見方に変化はない。雇用・所得環境の改善により引き続き旺盛な個人消費が景気を牽引し、成長率は96年下期にかけて前年比2.7%（前期比年率3.2%）へと高まろう。固定資本形成の回復は市況好調の住宅関連中心となろう。CBI（英国産業連盟）調査での製造業景況感不振から判断して、製造業の設備投資に回復の兆しはみられない。

97年春までに総選挙が実施されるが、労働党政権が誕生しても基本的な経済政策運営における方針転換は考えにくく、政権交代による経済活動への影響は軽微とみられる。

②物価動向

小売物価上昇率は4-6月期平均の前年比2.3%から7-9月期には同2.1%へ低下する見込みである。

小売物価上昇率の低下傾向は一連の金融緩和に伴うモーゲージ金利の低下（→物価指数の構成項目であるモーゲージ利払い負担の軽減）が主因で

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	3.8	2.4	2.9	1.8	2.3	1.9	2.7	2.1
個人消費	2.6	2.0	2.3	1.7	3.0	2.4	3.5	3.1
政府消費	1.3	1.0	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6
固定資本形成	2.9▲	0.1	1.5▲	1.7	3.9	0.9	7.1	2.6
在庫増減	0.5	0.1▲	0.2	0.3▲	0.2	0.5▲	0.9	0.1
純輸出	0.9	0.9	1.2	0.5▲	0.2▲	0.4▲	0.0	▲ 0.5
輸出等	9.2	7.2	8.0	6.5	6.8	6.4	7.2	5.4
輸入等	5.4	3.9	3.4	4.4	7.4	7.7	7.2	7.1
小売物価 (%)	2.5	3.4	3.4	3.4	2.4	2.5	2.2	2.3
貿易収支 (億ポンド)	▲ 108	▲ 116	▲ 98	▲ 134	▲ 140	▲ 146	▲ 134	▲ 132
経常収支 (億ポンド)	▲ 24	▲ 29	▲ 12	▲ 46	▲ 7	▲ 6	▲ 8	▲ 48
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

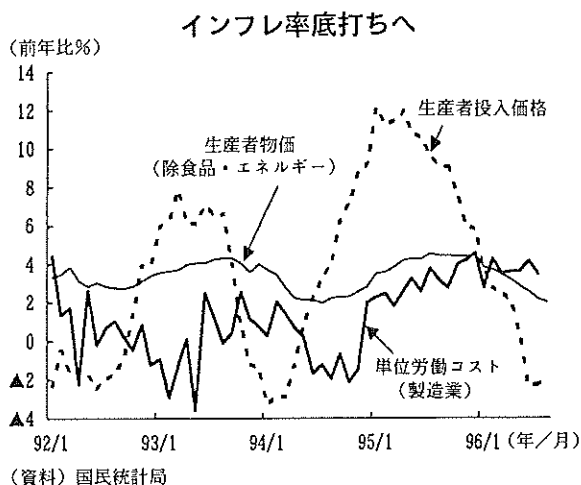
②貿易収支と経常収支は国際収支ベース、年率値

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

ある。生産者投入価格、輸入物価の上昇率低下は続いているものの、一方で単位労働コスト上昇率は高止まっており、また消費の好調が続いているなど、インフレ環境は必ずしも芳しいものではない。

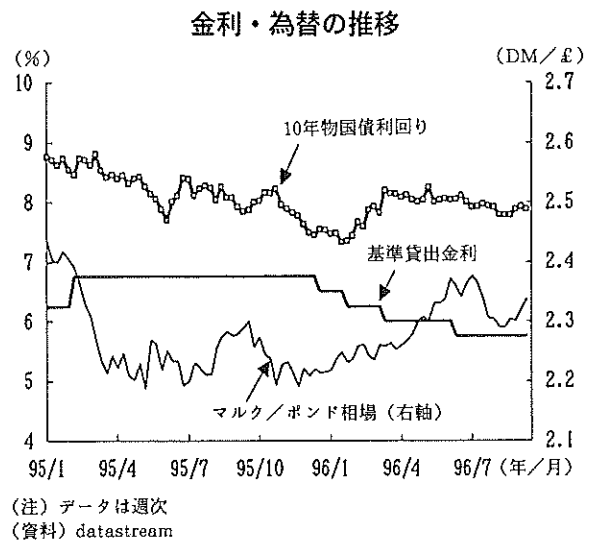
金利低下効果の剥落と成長加速に伴い、小売物価は96年7－9月期を底に上昇に転じよう。ただし総選挙後の新政権は引き締め政策に転じるとみられ、国内インフレ圧力高進の懸念は小さい。



③金融政策・金利動向

景気加速に伴い、イングランド銀行はインフレ予防的措置として金融引き締めに転じるべきだとの姿勢を強めており、政策金利を据え置いている蔵相との意見の違いが鮮明化している。97年春の総選挙実施まで、支持率アップのための利下げ、政府のインフレ・ファイターとしての印象づけを狙った利上げの双方の可能性はあるものの、基本シナリオとしては政策金利は据え置きとみられる。

ただし総選挙後は、新政権への市場の信認確保のために金融政策は引き締め転換されるとみられ、市場長期金利もこれを織り込んで今後やや強めに推移しよう。



3. アジア経済～高成長ながら 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、輸出の伸び率低下などにより、95年の8.4%（見込み）から7.6%へと低下しよう。

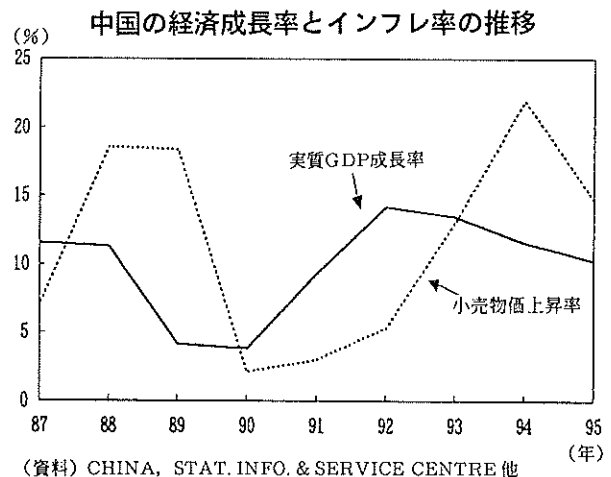
過去数年、東アジアの高成長を支えた最も重要な要因は、貿易・直接投資などにおける域内外との相互依存関係の拡大であった。ところが、96年入り後、①世界的な半導体市況の低迷、②円安傾向にともなう輸出競争力の低下、③中台関係緊張の影響、④輸出優遇税制の見直し（中国）—などから、東アジアの輸出の伸びは低下、景気は鈍化傾向にあるといえる。

しかし、構造的に東アジアの輸出競争力が低下しているとは考えられず、中国、台湾は、金融緩和などから今後景気回復へと向かう可能性が高い。もっとも、東アジアが本格的な景気回復に向かうためには、今後、半導体市況や為替相場の変動に対応する国内企業・産業の構造調整、合理化・効率化、インフラの整備などによる輸出競争力の強化が求められよう。

(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年中央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年上期においては、小売物価上昇率が前年同期比7.1%に低下する中、実質GDP成長率は同9.8%に低下し、中国経済はソフトランディングに成功したといえる。96年全体では、①増値税還付率引き下げ等にともなう輸出の伸びの低下、②国営企業の資金不足等にともなう経済活動の停滞、③洪水等の自然災害による深刻な被害—などから、実質GDP成長率は9.7%（95年10.2%）に低下しよう。

金融政策については、景気の鈍化傾向の中、国営企業の経営救済を主な目的として、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、96年5月、8月に、金融機関の預金・貸出金利が引き下げられた。



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	9.7	14.8	7.0	8.9	9.0
韓国	9.0	7.3	4.5	5.3	7.3	4.7
台湾	6.0	5.8	3.7	3.5	5.8	3.2
香港	4.7	4.4	8.7	6.0	4.4	7.0
シンガポール	8.8	7.0	1.7	1.7	7.7	1.7
東アジア	8.4	7.6	—	—	7.4	—

(注) 実績値は日本銀行「海外主要経済指標」他
東アジアの95年は見込み

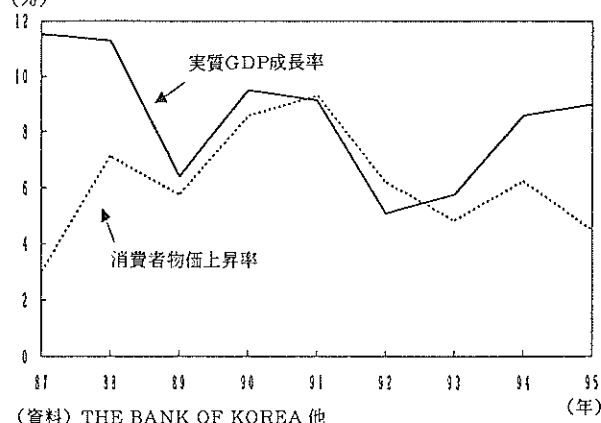
今後、景気は、金融緩和等によって上昇局面に転じる可能性が高いと考えられるが、一方、インフレ率も、政府の穀物買い付け価格の引き上げなどにより上昇圧力を増すとみられる。今のところ、96年中においてインフレ率の大幅な上昇はないと予想されるが、自然災害等供給サイドの状況によっては、再びインフレ率が高進する可能性も否定しきれない。小売物価上昇率は、引き締め政策の影響によって、95年に続き、上期において大幅に低下し、96年全体としては、7.0%（95年14.8%）へと低下しよう。輸出は、95年から増値税の還付率引き下げなどにより伸びが鈍化していたが、96年は、増値税の還付率の追加引き下げなどから、伸びの低下が顕著となろう。

(2) 韓国

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。実質GDP成長率は、96年1-3月期に前年同期比7.9%に上昇したものの、4-6月期には同6.7%に低下し、96年全体としては、①設備投資の一巡、②輸出の鈍化—などから、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ったが、足もと賃金上昇率の高まりなどから上昇傾向にあり、96年全体としては5.3%（95年4.5%）となる。。今後は、資本市場の対外開放にともなう外資流入によってインフレ圧力が高まることも懸念される。

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、輸出は、①95年8月以降の円高・ウォン安の修正、②主要輸出品の半導体価格の低下—などから伸び悩んでいる。そのため、貿易収支の赤字基調が続く、経常収支の赤字拡大が懸念されている。また、96年9月に内定したOECD加盟も市場開放圧力の高まりにつながる面があり、今後、国内産業の国際競争力強化が課題となろう。

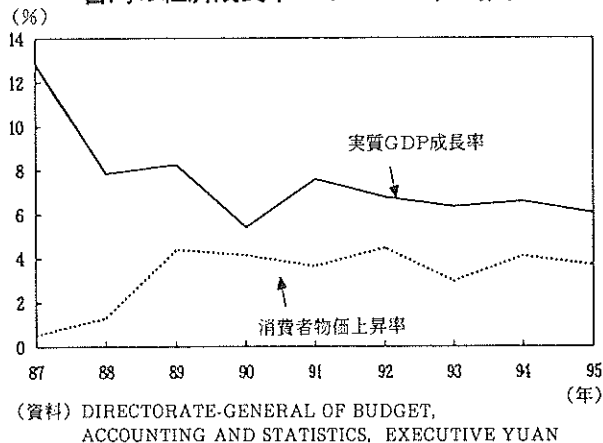
(%) 韓国の経済成長率とインフレ率の推移



(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、景気は鈍化傾向にある。実質GDP成長率は、96年1-3月期に前年同期比5.1%、4-6月期に同5.4%とやや上昇し、回復の兆しも見え始めているが、96年全体としては、①中台関係緊張等による内需の鈍化、②輸出の伸びの低下—などから、5.8%（95年6.0%）となる。中台関係の緊張については、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く、国内政局も対中政策をめぐり不安定化している。96年の消費者物価上昇率は、①円高・台湾ドル安の修正、

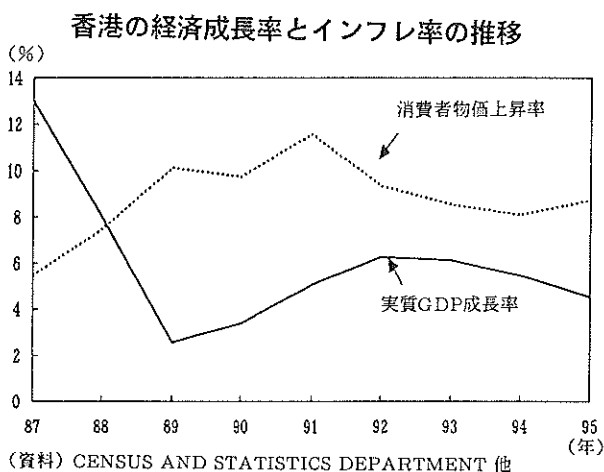
台湾の経済成長率とインフレ率の推移



②景気の鈍化—等によって落ち着き傾向にあり、3.5% (95年3.7%) となろう。こうした中、台湾中央銀行は、96年8月、景気を刺激するため、96年5月に引き続き公定歩合を引き下げた。今後も金融は緩和傾向（預金準備率の引き下げなど）にあると考えられる。輸出は、①対中関係の悪化、②半導体価格の低下、③円高・台湾ドル安の修正—などから、主に米国、中国向けの増勢が鈍化している。

(4) 香 港

香港経済は、94年下期より、①高金利、②資産価格の下落、③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。実質GDP成長率は、96年1-3月期に前年同期比3.1%に低下し、96年全体としても、①中国の引き締め政策の影響、②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、4.4% (95年4.7%) となろう。今後、不動産市況の回復、新空港プロジェクトによる内需の拡大が景気の下支え要因となる可能性もあるが、基調的には返還が終わるまで経済的にも不安定な状況が続こう。また、今後、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



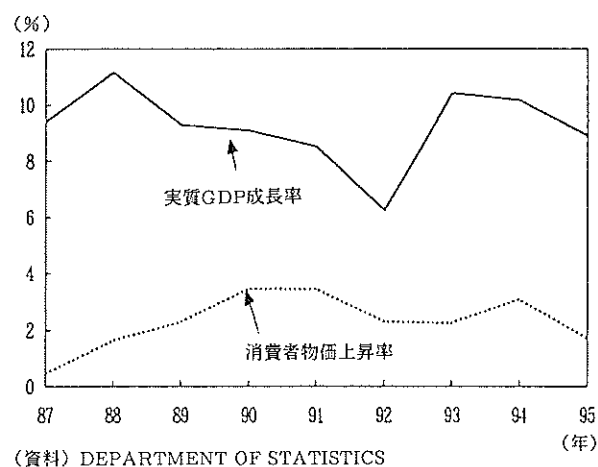
な影響を受ける懸念もある。

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、6.0% (95年8.7%) となろう。輸出は、①中国の外資政策の変更、②中台関係の緊張—などから増勢を鈍化させており、96年の貿易収支は赤字傾向が続こう。

(5) シンガポール

シンガポール経済は、95年は内需、輸出ともに堅調であった。しかし、96年入り後、実質GDP成長率は、1-3月期に前年同期比10.9%に上昇したものの、4-6月期は、同7.0%に低下した。96年全体としては、①エレクトロニクス製品・部品等主要製品の米国等海外需要の鈍化にともなう輸出の伸びの低下、②輸出に依存する電子産業等の生産の伸びの鈍化—などから、実質GDP成長率は7.0% (95年8.8%) に低下しよう。消費者物価上昇率は、①94年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。

シンガポールの経済成長率とインフレ率の推移

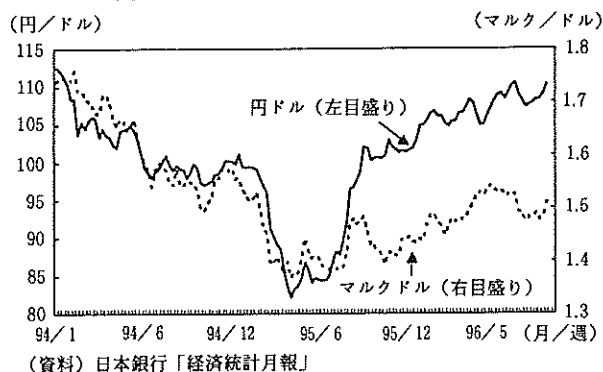


4. 為替～やや円高気味の展開に

(1) 最近の動向

96年にはいり、円ドルレートは日米経済・金融動向に振られやすい展開にある。為替が円高方向に大きく動いた2月、4月、7月とも日本の金融引き締め期待がきっかけとなった。足もとは、日銀短観(8/28)による引き締め観測後退と米景況感の上振れから円安圧力の強い展開となっている。

円ドル・マルクドルレートの推移



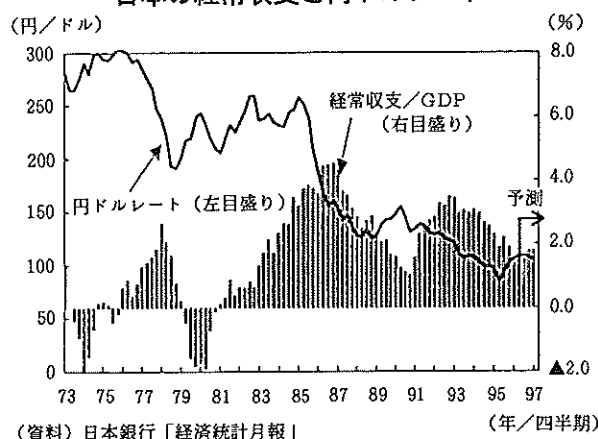
参考として、現在の為替レートの水準を輸出物価基準の購買力平価との乖離率(96年8月:25.3%)でみると、急激な円高が進む93年1月の水準を上回る円安水準にある。輸出企業にとってはかなりの追い風となっていると考えられる。

(2) 今後の動向

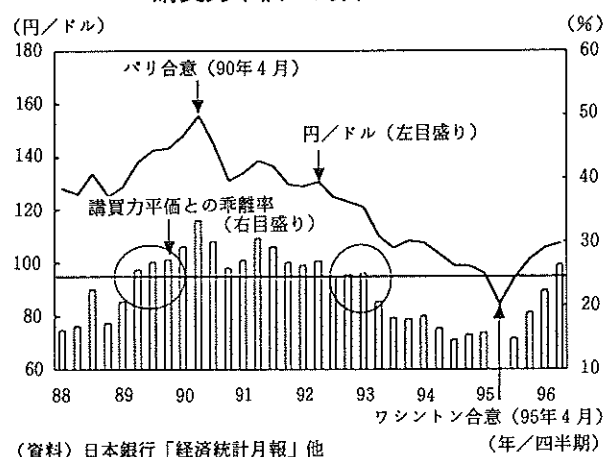
年度前半は、予想どおり、日本の対外黒字急減、米国景気上振れ、日本の低め誘導解除期待の後退から円安圧力の強い展開となった。今後の見方についても、前回の「改定見通し」(96年7月)から基本的に変化はない。年度後半に関しては、米景気減速傾向、日本の対外黒字の下げ止まりが徐々に明確化してくることなどから、やや円高への動きが予想される。ただし、日本の経常収支黒字の対GDP比率は2%を越えず、過去の経常収支と

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107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



購買力平価と為替レート

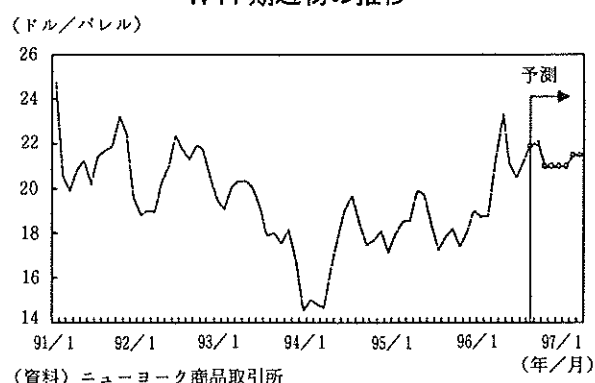


5. 原油価格～強含みの展開

(1) 原油価格の動向

原油価格は、イラク・国連交渉難航、欧米の異常寒波による暖房用燃料急増から急騰、4月中旬には湾岸戦争以来の25ドルをつけた。暖房用燃料需要の一服等から5月以降反落、20ドル台前半での推移となったが、原油・石油製品の低在庫を映じ、底堅い動きを見せている。足もと、8/31のイラク軍のクルド人自治区への侵攻に端を発した米国のイラク爆撃とイラクの市場復帰延期決定が更に原油価格を押し上げる展開となっている。

WTI 期近物の推移



(注) 米国のイラク爆撃～原油価格への影響は軽微

9/3、9/4の米国のイラク爆撃による原油価格の上げ幅は小幅となっている。小幅なものにとどまった理由として、対イラク制裁継続により減少する供給量が70万バレル/日（世界全体の生産量の1%程度）と供給不安から原油価格が急騰した79年（第二次オイルショック）と90年（湾岸戦争）に比べ小規模であったことなどを挙げることができる

過去供給不安量のインパクト

	今回	79年	90年 (ケース1)	90年 (ケース2)
供給不安量(万バレル/日)	70 (1%)	527 (9%)	465 (7%)	1012 (16%)
世界全体の生産量(万バレル/日)	7100	6105	6382	

(注) ①生産量等は、「」内の年次の数値を使用。今回「96年」、79年「78年」、90年「89年」

②90年の「ケース1」の供給不安量は「イラク＋クウェート」、
「ケース2」は「イラク＋クウェート＋サウジアラビア」

(2) 今後の動向

国連・米国によるイラク復帰延期決定により、イラクの年内復帰はほぼなくなったこと（11月の米大統領選から年内復帰の可能性は更に低くなるだろう）から、下期の「イラク原油市場復帰→原油安」シナリオの可能性はなくなった。しかし、年後半にかけ北海をはじめとした非OPEC諸国の増産が期待されること、サウジなどにも増産余力があることから原油価格上昇も限定的となろう。年末までは、20ドル強程度（WTIベース）の推移になると予想される。96年度平均で20ドル/バレル程度（CIF通関価格）とみた。ただし、ガソリン、中間留分等の石油製品在庫は、低水準といわれた昨年のレベルをさらに下回っており、冬場の気候如何によっては、年明け以降に急騰するリスクには注意を払う必要がある。

II. 日本経済～基調的には 回復傾向を維持、2.4%成長

緩やかな回復傾向にあった日本経済は、96年春から再び足踏み状況となっている。

現在の足踏みの状況は、①設備投資の業種・規模間のすそ野の広がり、②雇用所得環境の改善から消費の緩やかな回復が続くこと、③円安効果の浸透から外需の改善が見込める—ことなどから景気後退には至らず、前回見通し（7月9日発表）通り、景気は緩やかな回復傾向を維持しよう。96年度実質GDP成長率は、2.4%となろう。

1. 景気の現状～足踏み、需給の ミスマッチが目立つ

景気は足踏み状況にあるが、経済の各所で「ミスマッチ」が発生し、景気回復の動きを複雑なものにするとともに、経済指標が一見相反する動きを示す要因となっている。たとえば、自動車販売では主力のセダン系の小型乗用車は不調である一方で、RV車は好調である。電機機械でもTV、VTRが輸入品におされて不振である一方で、移動体電話などの通信関連生産は堅調となっている。こうした需要のシフトで、経済全体としては生産能力が過剰で遊休設備があり（稼働率低迷の背景）ながら、既存の設備では生産できない製品の需要が拡大し設備投資が必要（設備投資の増加の背景）

となるという状況をつくり出している。

また、雇用市場でも産業構造の変化で企業の求める人材と既存の労働者が持っている技能が適合しなかったり、若年層を中心に希望職種と実際の求人が適合しないという「ミスマッチ」が見られて、経済統計の上では有効求人倍率が改善の動きを示す一方で、失業率が戦後最悪水準にとどまる一因となっている。

このように経済の各所にみられる需給のミスマッチが、経済指標に改善を示すものと一向に改善の兆しを見せないものが併存するという、強弱のまだら模様を作り出す原因になっていると考えられる。

2. 景気回復の持続性の点検 ～緩やかな民需の回復は維持

景気の先行きには、①公共投資息切れ、②半導体関連投資の減速、③生産財の在庫調整・減産の動き—などの懸念要因がある。また、産業構造調整、不良債権問題等から、再三指摘してきたように景気回復力は弱い。景気が回復を続けるかどうかは、民間需要の回復基調が今後とも維持されるかにかかっている。

以下で、①設備投資の持続力、②消費の動向、③円安傾向下での外需動向—などの点から景気回復の持続性を点検してみよう。

強弱まだら模様の生産活活動

(単位：%)

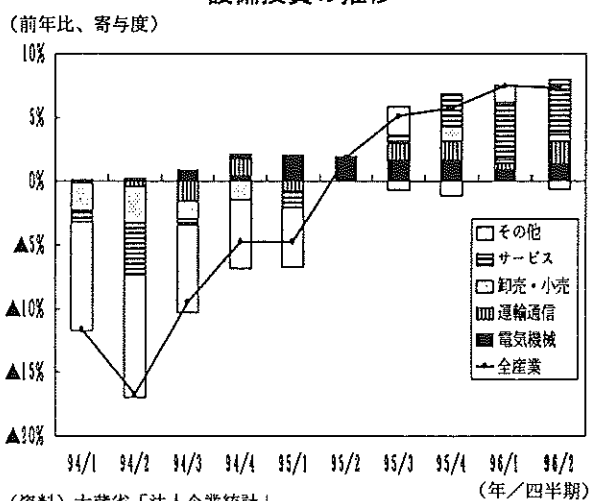
		94年度	95年度	95年 7-9月	10-12月	96年 1-3月	4-6月
鉱工業生産		3.2	2.0	▲1.6	2.1	0.4	▲0.3
業種別	加工型業種	4.7	3.6	▲1.4	3.1	0.9	0.6
	素材型業種	3.6	0.6	▲2.5	0.9	0.6	▲0.9
財別	最終需要財	0.9	1.7	▲1.6	2.8	0.3	1.5
	生産財	5.7	2.6	▲1.7	1.3	0.6	▲2.3
品目別	(電気機械全体)	9.2	8.8	1.1	4.3	0.0	2.6
	通信機器	18.4	33.3	11.6	13.4	5.1	37.8
	集積回路	11.1	19.0	2.0	6.7	3.8	▲9.1

(注) 年度の値は前年比、四半期の値は季調済前期比
(資料) 通産省「通産統計」

(1) 設備投資の持続力

今景気回復局面における設備投資は、半導体・通信等の情報関連投資を牽引役に回復してきた。4-6月期までの設備投資実績（法人企業統計季報、9/11発表）をみると、電気機械、運輸通信にみられる情報関連投資、製造業では自動車、一般機械、非製造業では卸小売が増加傾向を維持している。また、企業規模別では中堅・中小企業も増加基調にあり、業種間・規模間で広がりが確認できる。

設備投資の推移



しかしながら、96年初以降半導体メモリの需給が崩れ価格の急落などから、大手半導体メーカーでは設備投資を下方修正する動きにある。また、内需の伸びが緩やかなことから、素材型産業で在庫調整・減産の動きがあり、今後の設備投資への悪影響が懸念される。

設備投資の持続力は、①半導体及び素材型産業の設備投資の落ち込みをカバーできるだけの、他の業種への設備投資の広がりがあるのか、また強さがあるのか、②半導体関連投資の落ち込みの影響—がポイントとなろう。

機械受注の動きをみると、半導体関連投資は6月より減少、素材関連も鈍化傾向にあるものの、製造業では自動車、一般機械、非製造業では通信などが増加を維持しており業種間の広がりがみられる。企業規模別の動きでも、日銀短観（8月調査、8/28発表）によれば、中小企業は依然マイナス計画であるものの、5月調査に比し、修正率がプラスとなっており、中小企業等の設備投資計画の急激な落ち込みはみられない。

設備投資の動向

(前年比、%)

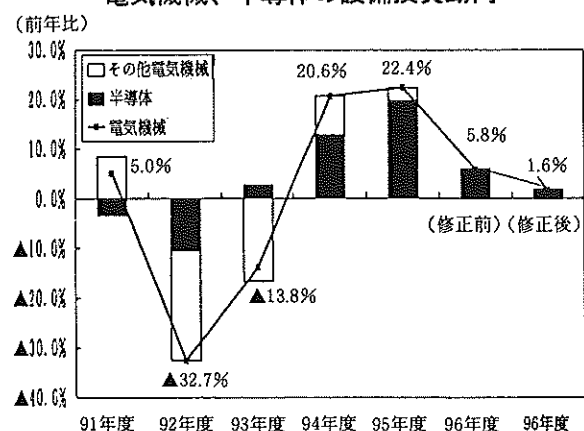
	法人企業統計		機械受注		日銀短観(主要企業)			日銀短観(中小企業)		
	95年度	96年	95年度	96年	95年度	96年度計画	5月調査比修正率	95年度	96年度計画	5月調査比修正率
		4-6月		4-6月	8月調査	8月調査		8月調査	8月調査	
全産業	5.2	7.3	9.7	12.8	1.2	6.6	0.5	▲7.1	▲5.6	7.7
製造業	9.8	4.7	11.9	6.4	7.8	7.6	1.0	▲4.1	▲6.8	5.2
化学	5.7	10.9	14.1	▲6.9	7.1	11.4	▲0.4	47.6	▲4.9	5.5
鉄鋼	10.5	▲32.1	21.2	▲34.6	6.9	▲24.1	0.6	▲51.8	▲11.9	1.9
一般機械	15.8	▲4.8	6.1	5.8	11.8	13.6	0.2	▲17.9	▲6.3	6.4
電気機械	21.8	20.6	25.5	6.4	25.2	5.8	0.0	51.5	▲10.9	▲0.8
自動車	9.1	5.0	4.0	18.9	4.3	20.5	0.7	7.2	▲6.6	10.4
非製造業	3.1	8.6	4.4	12.1	▲1.6	6.2	0.3	▲8.3	▲5.0	8.8
卸売小売	1.7	4.4	1.5	30.9	▲3.4	7.8	▲1.1	▲38.5	▲14.2	19.4
運輸通信	6.0	13.4	29.2	30.7	2.5	5.3	▲0.3	19.5	▲14.4	9.1
サービス	10.4	20.7	2.1	25.5	▲8.8	8.3	3.6	7.4	1.0	2.4

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「機械受注統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

次に半導体関連投資の減少の影響をみてみる。日銀短観（8月調査）では、96年度設備投資計画は主要企業6.6%（昨年度1.2%）、全国企業ベースで1.8%（▲1.3%）と、景気回復3年目としては緩やかな伸びであるものの、昨年度を上回る伸びとなっている。調査時点では半導体関連投資の減速が織り込まれていないとの指摘があるが、半導体各社の設備投資計画の下方修正状況を反映させ（直接効果のみ、当研究所推計）ても、主要企業ベースで6.2%と、大きな落ち込みには至らないとみられる。もっとも、波及効果を勘案すれば懸念は残ろう。

しかしながら、他の業種でのすそ野の広がりを勘案すれば、設備投資は伸び率こそ鈍化する可能性が高いものの、年度内は失速することなく緩やかな増加基調を継続しよう。

電気機械、半導体の設備投資動向



(注) 実績部分は大蔵省「法人企業統計」の大企業（資本金10億円以上）
96年度（修正前）は日銀短観（8月調査）主要企業の計画、
修正後の数値は当研究所による推計
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

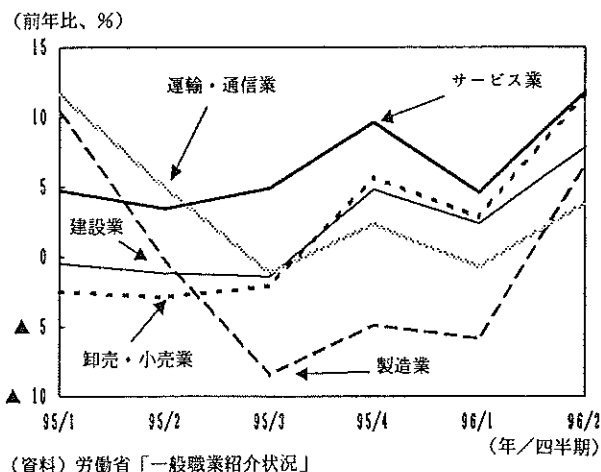
(2) 雇用・消費の動向

93年10月に景気の谷をつけてから、雇用情勢の際立った改善はみえていない。特に、失業率は96年5、6月に3.5%を記録するなど高水準のままである。

しかし、企業の求人数をみると、円高に歯止め

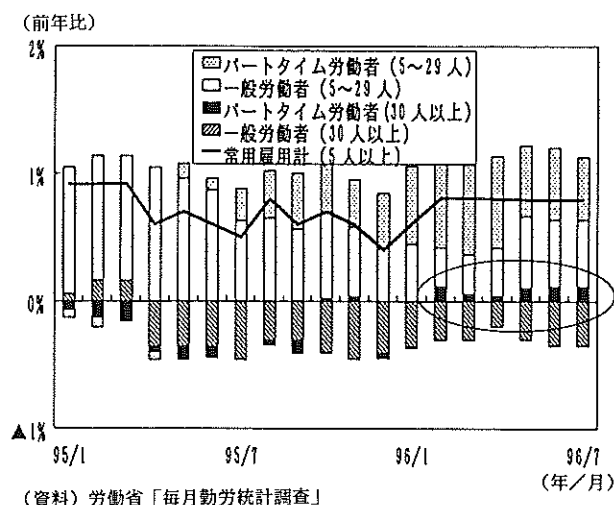
がかかった95年7-9月期以降は多くの業種で前年比プラスとなっている。こうした動きを反映して有効求人倍率も93年9月以来の0.7倍台を回復している。

主要産業の新規求人数の推移



さらに、95年半ばより従業員規模5人～29人の企業で、96年初より30人以上企業でもパートタイム労働者が前年比増加基調に転じたことなどにより、96年度入り後の常用雇用者数は前年度より伸びをやや高めつつある。このように極めて緩慢であるが、着実に雇用情勢は改善に向かっている。

常用雇用者の推移

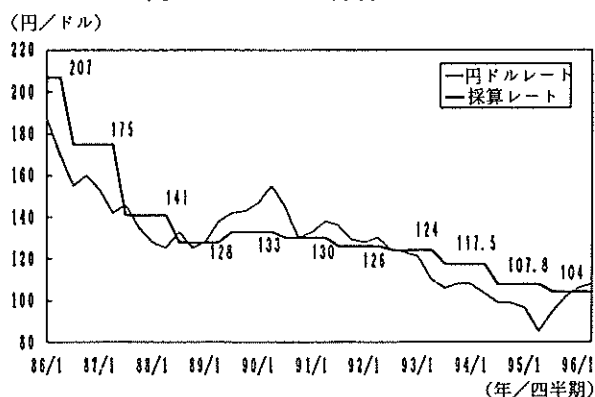


一方、民間消費は96年1-3月に前期比2.4%という年要因で大きく伸びた後は、その反動もあり4-6月期は前期比▲1.3%と四半期毎の振幅が大きい展開となっている。しかし、半期毎の動きをみると、低調だった95暦年上期の0.2%の後には、95暦年下期1.8%、96暦年上期2.1%と弱いながらも増勢基調が続いてきた。また、O-157関連食中毒の影響を受けた96年7-9月期は0.3%程度の押し下げ効果により前期比0.4%の伸びにとどまったとみられるが、その影響は鎮静化しつつある。雇用情勢が改善しつつあることを考えあわせれば消費の増勢傾向は今後も維持されよう。ただし、中小企業で夏のボーナスの伸びが振るわないなど消費を後押しする所得の動きに力強さがかけるため、今後の動向には注意を要しよう。

(3) 輸出入の動向

昨年夏以降の円高修正により外需の改善が期待されたが、現在のところ改善はやや遅れている。

円ドルレートと採算レート

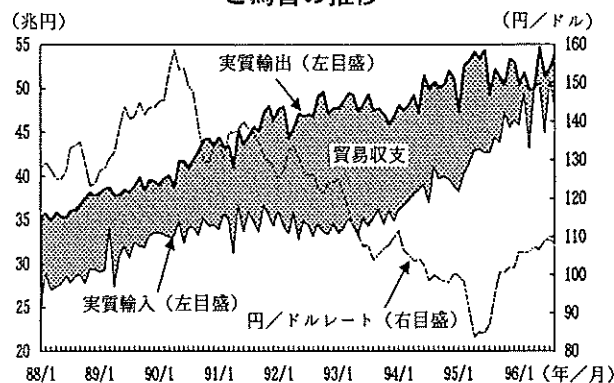


(資料) 経済企画庁「企業行動アンケート調査」
日本銀行「経済統計月報」

現在の為替水準は日本企業の輸出採算レート(平成8年経済企画庁調査、104円)を上回る円安水準にあることから、企業の輸出競争力が改善し、輸出の伸び回復が期待された。しかし、輸出の回復は鈍いものとなっている。円安傾向の継続は、輸出産業にとって価格競争力の回復を意味す

るものである。このことは、韓国をはじめとするNIEs諸国では円安自国通貨高による輸出競争力の低下に深刻な関心を示していることからわかる。機械受注統計では外需が4-6月期(前期比)▲9.8%から7月同50.9%へと大幅増加し、統計でみても回復の兆しが窺える。

実質貿易収支(季調済・年率・90年基準)
と為替の推移



(注) 実質輸出入は名目値を輸出入物価指数(日銀)でデフレートしたもの

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「経済統計月報」

また、95年半ば以降の実質輸出の落ち込みは、日銀の分析(96/9調査)でも指摘されている通り、①世界的な半導体需給悪化、②自動車の米国現地在庫積み上がりなど、個別業界を巡る要因もあった。半導体需給は依然改善が遅れているものの、自動車の米国現地在庫状況は改善傾向にあり、貿易統計でみると、米国向け自動車輸出は6月より増加に転じている。

輸出は、今後、円安継続の価格効果から、緩やかに回復してこよう。

一方、輸入は増加傾向を維持している。輸入の増加持続の背景には、国際分業の進展などにより、製品輸入比率が増加するなど輸入構造の変化がある。しかし、円高修正の継続により円高効果は一巡し、価格要因の変化で増加した輸入品の落ち着きなどから、輸入の増加は幾分鈍化してこよう。

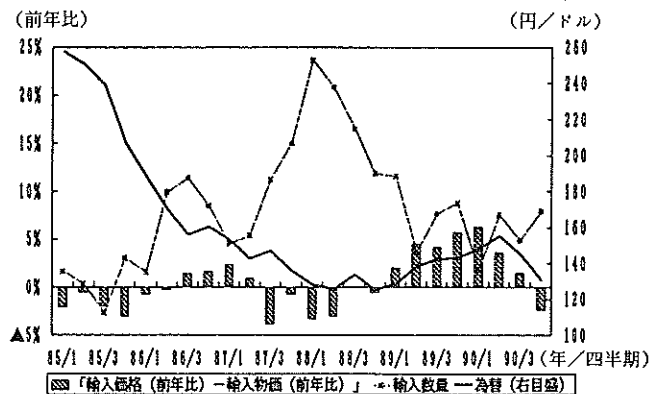
月次統計では、実質輸入の伸びはやや鈍化の兆しを見せている。95年10-12月期まで前年同期比で、連続7四半期2桁を超える伸びを示した輸

入数量は、96年1-3月期には5.0%、4-6月期には2.8%と落ちつきをみせている。これは、これまでの円高効果の一巡による輸入（安価な輸入品）の減少と考えられる。

価格効果による輸入品の品質変化を通じた輸入減少の動きはプラザ合意後の円高修正局面でもみられた。

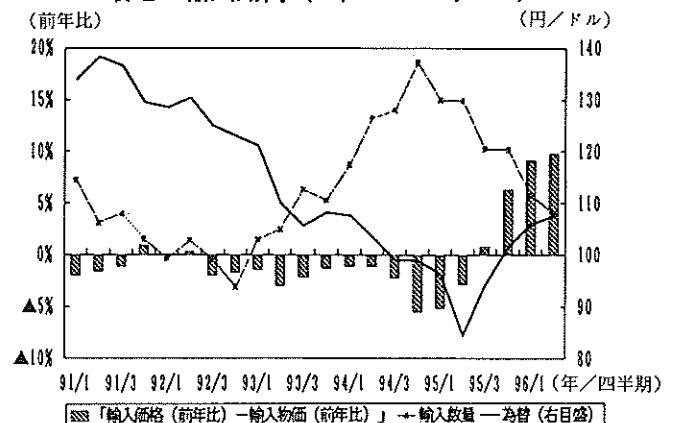
ここでは、輸入品の品質については、日銀輸出入物価指数と大蔵省貿易価格指数との乖離で代用した。日銀輸出入物価指数と大蔵省貿易価格指数とは、その算出方法の違いから両者の格差は貿易品目の品質差を表している。すなわち、大蔵省の貿易価格指数は通関する種々の商品进行分类した品目の平均単価によって指数を算定しているのに対し、日銀の輸出入物価指数は輸出入商品について銘柄を指定し、その価格を継続的に調査している。したがって商品の品種・品質変化に基づく価格変動の影響が両指数の格差となって現れることとなる。この点に着目して、プラザ合意後の実質輸入の動きをみると、円高の進行とともに価格の安い輸入品が増加し輸入数量を急激に押し上げたが、輸入品の品質のボトムと輸入数量増加率のピークがほぼ一致した88年頃より円の反転下落を背景に、輸入数量の伸びは鈍化した。

プラザ合意後の輸入動向（85/1Q～90/4Q）



(注) 棒グラフは、輸入価格指数(前年比)と輸入物価指数(前年比)との格差を示したもので、輸入品の品質を示す。格差が大きければ大きい程、輸入品の品質が高いことを意味する。

最近の輸入動向（91/1Q～96/2Q）



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「物価指数月報」

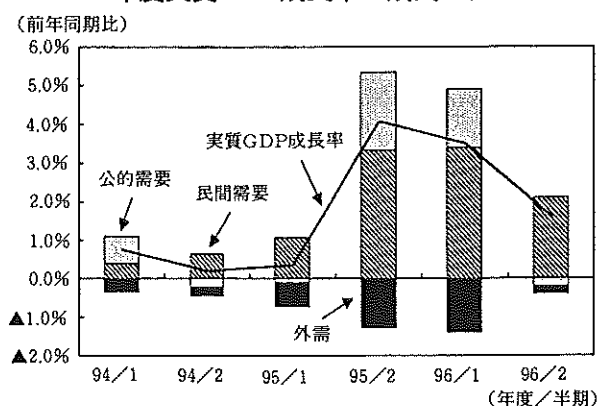
今回も95年初に輸入品の品質のボトムと輸入数量増加率のピークがほぼ一致し、95年の半ばには輸入数量の伸びの鈍化がみられる。これは、低価格品の用途、需要先が限定的であるため、円高により刺激された需要がやがては一巡するということが一因と考えられる。

したがって、外需の先行きについては、実質輸出が横這いから緩やかな回復に転じるとともに、実質輸入の伸びが幾分鈍化することから、純輸出の減少テンポに歯止めがかかり、景気下押し圧力は軽減してこよう。

3. 96年度の日本経済～2.4%成長

96年度は、財政による押し上げ効果が消滅する中で、設備投資の緩やかな回復など民需の回復、外需のマイナス寄与縮小により、基調的には景気回復が維持されよう。実質 GDP 成長率は2.4%となろう。半期ベース（前年同期比）でみると、95年度下期4.1%から、96年度上期3.4%、下期1.4%と、成長率が低下しよう。

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」

(1) 予測の前提

予測の前提は、前回見通し時とほぼ同様である。

- ①公的支出：大型補正は組まれず、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積み増し（名目公的固定資本形成で7000億円程度の純増）
- ②増減税：97年4月より消費税引き上げ（3⇒5%）、特別減税は97年度も継続。
- ③為替：107円
- ④原油（入着ベース）：13,500円（20.2ドル/バレル）
- ⑤公定歩合据え置き（0.5%）

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		96年度 予測	96年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP成長率	0.5	2.2	0.3	4.1	2.4	3.4	1.4
(内需寄与度)	(0.8)	(3.2)	(1.0)	(5.3)	(3.1)	(4.8)	(1.6)
(内、民間需要)	(0.5)	(2.2)	(1.1)	(3.3)	(2.7)	(3.4)	(2.1)
(内、公的需要)	(0.2)	(1.0)	(▲0.1)	(2.0)	(0.4)	(1.5)	(▲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	3.7	2.1	2.5	1.7
民間住宅投資	8.6	▲6.7	▲11.4	▲1.5	12.2	15.5	8.9
民間設備投資	▲3.5	5.0	3.2	6.6	5.6	6.3	4.9
公的固定資本形成	▲1.0	10.0	▲1.4	19.0	3.1	16.3	▲5.6
財貨・サービス輸出	5.7	4.2	5.6	2.9	2.7	0.6	4.9
財貨・サービス輸入	10.2	14.5	13.0	16.0	9.8	13.0	6.9
鉱工業生産上昇率	3.2	2.0	3.2	1.0	2.6	2.4	2.9
総合卸売物価上昇率	▲1.6	▲0.6	▲1.3	0.0	0.4	1.0	▲0.1
消費者物価上昇率	0.5	▲0.3	0.0	▲0.5	0.4	0.1	0.6
経常収支(兆円)	12.4	9.5	11.0	7.9	7.3	6.5	8.4

(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」

(2) 需要項目別の動向

①民間消費～雇用・所得環境の改善を背景に、 緩やかな回復継続

7－9月期は〇－157による食品関連を中心とする消費手控えなどから、消費はやや鈍化したとみられる。しかし、〇－157の消費面への影響は一過性のものにとどまり、消費は雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けると予測される。

雇用情勢は改善しつつあるが、中小企業中心に夏季特別給与の伸びが振るわないなど消費を後押しする所得の動きに力強さが欠けるため、今後の動向には注意を要しよう。

②住宅投資～低金利、消費税前の駆け込み等で 堅調継続

住宅着工は4－6月期、金利上昇予測などを背景に160.7万戸と大幅な増加となった。その後金利上昇予測は鎮静したもの、低金利による住宅需要の刺激や消費税引き上げ前の駆け込みなどから、引き続き住宅需要は強いとみられる。96年度の住宅着工戸数は154万戸（前回予測：152万戸）、民間住宅投資は実質12.2%の高い伸びとなる。

住宅着工戸数の見通し（季調済、年率、万戸）

	94年度	95年度		96年度予測		
		上期	下期	上期	下期	
着工戸数	156	148	141	157	154	162
持家	58	55	50	62	63	66
貸家	57	56	54	59	59	62
分譲	38	34	34	34	31	33

（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 増加継続

半導体関連の設備投資は、7－9月期以降、減少傾向が鮮明化してこようが、業種・規模の広がりから半導体関連の落ち込みをカバーできる程度の設備投資が出てくるとみられ、設備投資の大幅な落ち込みはなかろう（p18参照）。もっとも、増加が予測される、自動車、一般機械、通信、卸小売などでは、大幅な設備投資増加は期待できず、設備投資全体では緩やかな伸びにとどまろう。

④公共投資～公共投資はピークアウト

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7－9月期以降マイナスの伸びとなろう。また、補正予算は金額は小幅にとどまり、成立も11月末頃になるとみられることから、96年度下期は前年同期比の伸びもかなりのマイナスとなろう。

所得・消費の見通し（特に指定なき場合、前年比、%）

	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	1.5	2.7	1.6	3.7	2.1	2.5
民間消費デフレーター	0.4	▲0.5	▲0.4	▲0.6	0.2	0.1
名目民間消費	1.9	2.1	1.1	3.1	2.3	2.6
名目家計可処分所得	2.0	1.3	0.5	2.1	1.8	2.1
雇用者所得	1.8	1.4	1.4	1.5	2.9	3.0
平均消費性向	▲0.1	0.8	0.6	1.0	0.5	0.5
失業率	2.9	3.2	3.2	3.3	3.4	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」

なお、補正予算については、総選挙後、編成作業も勘案すれば、補正予算成立は早くても11月末頃となろう。したがって、仮に大型の補正予算が組まれた場合でも、96年度内への押し上げ効果は限定的なものにとどまるとみられる。

⑤外需～対外黒字は下げ止まりへ

輸出の緩やかな回復、輸入の伸びやや鈍化などから、経常黒字の減少傾向は96年7-9月期をボトムに、緩やかな増加基調を辿ろう。96年度の経常黒字は7.3兆円、年度内の動きは上期6.5兆円、下期8.4兆円となろう。

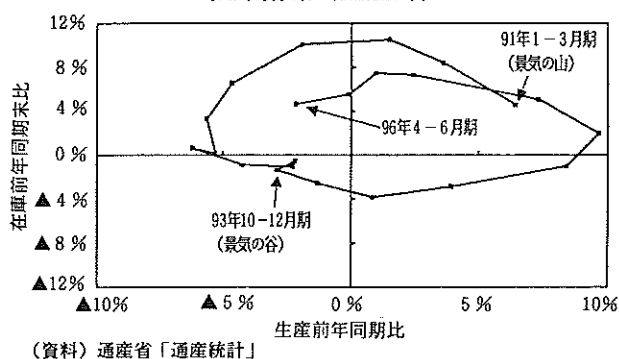
⑥在庫・生産～生産財の在庫調整・減産の動きは継続

半導体、紙パ、鉄鋼等の生産財では在庫調整の動きから、減産となっている。半導体市況の改善の動きは遅く、公共投資が今後減少してくることなどから、生産財関連の在庫調整の動きは長引く可能性もある。

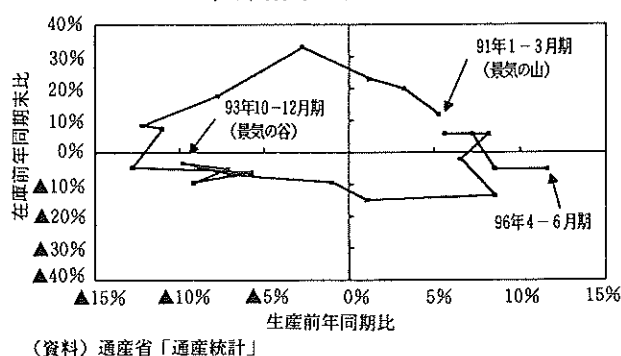
しかし、一方で、円高修正などに伴う輸出回復の動きから、資本財関連を中心に外需は高まっている。機械受注等の外需の動きをみると、7月には前年同月比50.9%と大幅に増加するなど、内需に加え、外需から生産は増加を維持しよう。

したがって、生産財の在庫調整は進もうが、マクロ全体での在庫調整の動きは、緩やかな景気回復が維持される中、軽微なものにとどまろう。

在庫循環（生産財）



在庫循環（資本財）



経常収支の予測（季調済年率、100億円）

	94年度	95年度	96年度		96年度 予測	96年度	
			上期	下期		上期	下期
経常収支	1,243	948	1,096	791	730	650	840
対GDP比	2.6	1.9	2.3	1.6	1.5	1.3	1.7
貿易・サービス収支	906	588	751	413	300	220	390
貿易収支	1,410	1,152	1,266	1,026	950	880	1,020
対GDP比	2.9	2.4	2.6	2.1	1.9	1.8	2.0
輸出	3,948	4,094	3,992	4,191	4,340	4,330	4,360
（前年同期比%）	2.4	3.7	1.4	6.1	6.2	8.4	4.0
輸入	2,538	2,942	2,726	3,165	3,400	3,450	3,340
（前年同期比%）	9.0	15.9	10.7	21.1	15.3	26.6	5.5
サービス収支	▲504	▲565	▲515	▲613	▲650	▲650	▲630

（注）貿易・経常収支の半期数値の季節調整済み、年率換算ベース

（資料）実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

⑦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。円安に伴う輸入物価上昇の影響は限定的なものにとどまり、国内物価の上昇にはつながっていない。しかし、原油価格の上昇、パルプ、建設用資材等の素材関連価格の上昇などに、景気の回復傾向も手伝って、物価上昇圧力は残ろう。96年度の卸売物価（総合）は0.4%、消費者物価は0.4%となろう。

物価の見通し

	94年度	95年度	96年度予測					
			上期	下期	上期	下期	上期	下期
総合卸売物価	▲1.6	▲0.6	▲1.3	0.0	0.4	1.0	▲0.1	
国内品	▲1.3	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.5	▲0.8	▲0.2	
輸出品	▲2.7	0.5	▲4.1	5.1	3.8	8.3	▲0.3	
輸入品	▲1.5	▲0.3	▲2.5	1.9	7.2	11.9	2.9	
消費者物価	0.5	▲0.3	0.0	▲0.5	0.4	0.1	0.6	

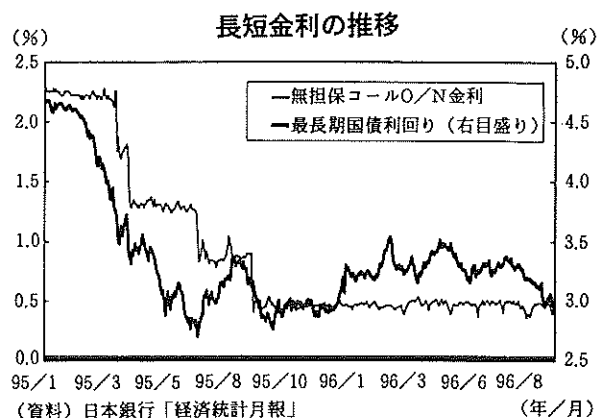
（資料）日本銀行「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

4. 金融～政策金利は当面据え置き

(1) 最近の動き～早期利上げ観測大きく後退

金融市場では、8月にかけて米国利上げ観測、日本の政治スケジュールとの関係などから、早期利上げ説が高まり、長短金利とも強含む場面がみられた。

しかし、その後、①米国政策金利据え置き（FOMC 8月20日）、②足もとでの日本の各種経済指標の弱さ、③株価軟調傾向～などから、利上げ観測は後退し、8月調査日銀短観（8月28日発表）の主要企業・製造業の業況判断悪化（5月調査▲3→今回8月調査▲7）で先送り観測が決定的となった。このような中、長期金利は下落傾向をたどり、さらに短観発表後8月29日には大幅下落し、その後、国債最長期ものが3%割れの水準となった。また短期金利も直近では低下圧力が強く、日銀はきつめ調節をするなど過度の金利低下を牽制している。



(2) 低金利持続の中、長期金利は行き過ぎの修正へ
今後の金融政策は、①景気回復力の弱さ、②米国の景気減速、③97年4月には消費税引き上げが予想されており、財政政策面からの景気下押し

（最近の日銀総裁等の発言）

7/23日	夏の情勢判断	景気は緩やかな回復を続けている
8/7日	総裁発言	景気回復のすそ野は次第に広がりを見せていて、経済の自立的回復に向けての明るい材料も増えているが、ただ、経済活動の回復テンポ自体は、依然として緩やかなものにとどまっている
8/27日	金融経済概観	景気は緩やかな回復を続けている
8/27日	短観発表後	（短観の結果について）全体としてみると、景気は緩やかに回復しているとの見方を裏書きするものだと判断している
9/6日	総裁発言	景気回復の基盤をよりしっかりとしたものとするに重点を置いて、金融経済情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当
9/18日	総裁発言	景気回復テンポは依然、緩やかなものにとどまっている。このために企業の景況観も、足元は改善傾向が一服気味となっている

要因が強まる、④金融機関の不良債権処理への配慮一等から基本的には低金利政策が継続されよう。

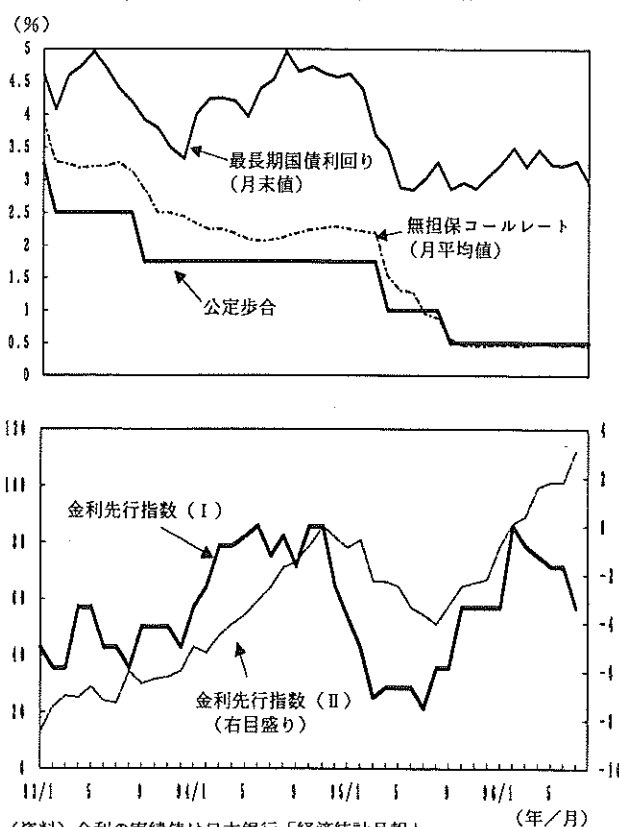
緊急避難的措置との位置づけから0.5%への公定歩合引き下げと同時に行われた短期金利の低め誘導（95/9月）については、8月短観の主要企業製造業・業況判断DIが12月までの予測でもゼロにとどまったこと、政治・外交スケジュールなどから、当面微修正される可能性は大きく後退したと考えられる。

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でも（詳細は当研究所調査月報96年9月号参照）連続的な公定歩合引き上げのサインはでておらず、低金利政策の持続が示唆される。

（注）金融引き締め時の法則

指数（Ⅰ）：最低3カ月連続で80以上となると、第一次利上げ、ないし、追加利上げへ。ただし、過去はすべて段階的利上げ局面である。長期金利は上昇傾向に。
 指数（Ⅱ）：第一次利上げ前に、指数がマイナスからプラスに転換。また、プラスの間はおおむね多段階の追加利上げが実施。（ただし、指数（Ⅰ）が成立する場合にのみ適用）。長期金利は上昇傾向に。

ニッセイ基礎研金利先行指数の推移



（資料）金利の実績値は日本銀行「経済統計月報」、
金利先行指数は当研究所で作成

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	96年度
	実績	実績	実績	予測	前回予測
名目国内総支出(GDP)	0.8 (476.5)	0.4 (478.6)	1.8 (487.2)	2.7 (500.4)	2.7 (500.5)
実質国内総支出	0.2	0.5	2.2	2.4	2.6
国内需要	0.5	0.8	3.3	3.2	3.5
国内民間需要	▲0.8	0.7	2.8	3.4	4.0
民間最終消費支出	1.7	1.5	2.7	2.1	3.2
民間住宅投資	4.9	8.6	▲6.7	12.2	7.4
民間企業設備投資	▲10.5	▲3.5	5.0	5.6	5.6
民間在庫品増加	(0.0)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)
国内公的需要	7.0	1.3	5.5	2.2	1.1
政府最終消費支出	2.4	2.5	1.6	1.3	1.7
公的固定資本形成	12.6	▲1.0	10.0	3.1	0.3
財貨・サービスの純輸出	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.8)
財貨・サービスの輸出	0.4	5.7	4.2	2.7	1.0
財貨・サービスの輸入	3.5	10.2	14.5	9.8	8.2
鉱工業生産	▲4.0	3.2	2.0	2.6	2.8
総合卸売物価	▲3.2	▲1.6	▲0.6	0.4	0.8
消費者物価	1.2	0.5	▲0.3	0.4	0.2
貿易収支(100億円)	1527	1410	1152	950	910
経常収支(100億円)	1422	1243	948	730	690

(注) ①前回予測とは96年7月9日発表、当月報8月号掲載のもの。

②二重線内は、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。

(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 実績	96年度 予測	96年度 前回予測
原油価格（通関入着、100円/KL）	114.7	108.3	110.0	135.7	125.0
＜参考＞（ドル/バレル）	16.8	17.3	18.3	20.2	18.7
円／ドル・レート（年度平均）	108	99	96	107	106
公定歩合（年度末値、％）	1.75	1.75	0.5	0.5	0.5
米国実質経済成長率（暦年、％）	2.2	3.5	2.0	2.3	2.0

（注）原油価格は入着ベース、ドルベースは為替の年度平均値で換算したもの。

需要項目別寄与度

	93年度 実績	94年度 実績	95年度 実績	96年度 予測	96年度 前回予測
実質国内総支出	0.2	0.5	2.2	2.4	2.6
国内需要	0.5	0.8	3.2	3.1	3.4
国内民間需要	▲0.7	0.5	2.2	2.7	3.2
民間最終消費支出	1.0	0.9	1.6	1.2	1.9
民間住宅投資	0.2	0.4	▲0.4	0.6	0.4
民間企業設備投資	▲1.9	▲0.6	0.8	0.9	0.9
民間在庫品増加	0.0	▲0.2	0.2	▲0.0	0.1
国内公的需要	1.2	0.2	1.0	0.4	0.2
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	1.0	▲0.1	0.9	0.3	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲0.3	▲0.3	▲1.0	▲0.8	▲0.8
財貨・サービスの輸出	0.0	0.7	0.5	0.3	0.1
財貨・サービスの輸入（控除項目）	▲0.3	▲0.9	▲1.5	▲1.1	▲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。

1996年度 日本経済見通し結果（四半期系列）

（上段は季調済・前期比％、中段は季調済・前期比年率％、下段は原数値・前年同期比％）

	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	0.5	3.5	▲1.0	0.4	0.5	0.7
	▲0.3	▲0.0	2.2	5.4	3.6	3.5	3.2	0.5
実質国内総支出	0.6	0.6	1.2	2.9	▲0.7	0.1	0.3	0.6
	2.6	2.3	4.8	12.2	▲2.9	0.2	1.1	2.6
	0.5	0.2	2.7	5.6	3.4	3.5	2.4	0.2
国内需要	0.6	1.1	1.8	3.3	▲0.5	0.1	0.2	0.5
	0.9	1.1	4.0	7.1	5.1	4.7	2.9	0.2
国内民間需要	0.6	0.7	1.4	2.5	▲0.5	0.5	0.9	0.9
	1.6	1.0	3.1	5.5	4.2	4.1	3.4	1.9
民間最終消費支出	0.7	1.2	0.6	2.4	▲1.3	0.4	0.5	1.7
	1.8	1.4	2.6	5.0	2.9	2.1	2.0	1.3
民間住宅投資	▲6.7	▲5.7	7.2	8.4	3.7	▲2.7	5.6	▲4.3
	▲7.7	▲14.8	▲4.8	2.2	13.7	17.3	15.6	1.9
民間企業設備投資	2.8	0.6	2.3	1.0	1.6	1.7	0.8	0.4
	2.5	3.8	6.4	6.9	5.7	6.8	5.2	4.6
民間在庫品増加 *	▲0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.1	0.1	▲0.0	▲0.1
	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	▲0.0	▲0.1
国内公的需要	0.7	2.8	3.1	6.5	▲0.7	▲1.8	▲2.8	▲1.4
	▲2.4	1.3	7.7	14.0	9.8	7.4	0.8	▲6.4
政府最終消費支出	▲1.2	0.2	▲0.4	3.3	▲1.3	0.3	▲0.4	1.2
	0.5	1.2	2.8	1.9	1.8	2.0	1.8	▲0.3
公的固定資本形成	3.2	5.8	6.9	8.7	0.6	▲3.8	▲5.0	▲4.1
	▲6.1	2.1	12.6	27.2	22.2	12.3	▲0.2	▲11.7
財貨・サービスの純輸出 *	0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.3	▲0.2	▲0.0	0.1	0.1
	▲0.4	▲0.8	▲1.2	▲1.4	▲1.7	▲1.1	▲0.4	0.0
財貨・サービスの輸出	4.2	▲1.6	1.3	▲1.8	1.0	2.0	1.9	1.8
	6.8	4.5	3.8	2.0	▲1.2	2.4	3.0	6.8
財貨・サービスの輸入	4.3	3.0	6.4	0.9	2.6	2.2	1.1	0.6
	12.3	13.7	16.6	15.4	13.5	12.6	7.0	6.7
鉱工業生産	0.2	▲1.6	2.1	0.4	▲0.3	1.9	0.7	0.8
総合卸売物価	▲1.7	▲0.9	▲0.1	0.0	1.3	0.6	0.5	▲0.6
消費者物価	▲0.1	0.0	▲0.6	▲0.3	0.1	0.2	0.4	0.8
貿易収支（100億円）	1298	1235	1151	901	889	860	1020	1030
経常収支（100億円）	1065	1128	931	650	658	640	810	860
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