

【Ⅱ】
特 集

1%成長、下期にやや改善 — 1997年度経済見通し —

経済調査部

＜要 旨＞

日本経済は95、96年度と2年連続で足踏みを経験した。現在、持ち直し局面にあるが、消費税増税のある97年度上期は3度目の足踏みに陥る恐れが強い。しかし、設備投資の大幅調整は終了、円高修正により外需は下げ止まり等でスパイラル的悪化は回避でき、下期景気は持ち直そう。現下の課題は産業構造調整・金融再編・行財政改革等を通じた日本経済の再生である。マクロ政策も従来型公共投資追加ではなく、減税と金融緩和基調の継続が望ましい。

- (1) 97年の海外経済はおおむね96年並みとなろう。米国は、消費低迷等から96年下期より停滞局面にある。97年上期も景気停滞は続くが、①情報関連中心に設備投資は堅調、②家計バランスシート調整は97年央頃に終了等から下期は回復しよう。実質成長率は96年2.2%、97年1.9%となろう。欧州ではドイツは輸出依存の回復初期、イギリスは内需主導の景気加速局面にある。ドイツの成長率は96年1.4%が97年2.3%に、イギリスは96年2.2%が97年3.3%に高まろう。東アジア（NIEs、ASEAN、中国）の成長率は依然高いが、踊り場状況にあり、96年、97年とも7.5%に鈍化しよう。
- (2) 日本経済は96年春から夏場の間、足踏み状況となった。足踏みは93年11月以降の回復局面では超円高等を背景とした95年度上期に続き2回目である。今回の要因は、①生産財在庫調整、②耐久消費財の1-3月の伸びの反動、③O(オー)157の影響(7-9月期民間消費を約▲0.2%下押しと推計)であった。しかし、設備投資の増加基調が持続し、外需の成長寄与も小幅プラスに転じる中で、①在庫調整進展、②自動車販売復調、③O157もほぼ解消となり、足踏みは上期に終了し、景気は再び持ち直し傾向にある。
- (3) 景気は引き続き弱さを抱えているが、設備投資増加、外需改善等から97年度もかろうじて回復傾向を維持できよう。今後を左右する要因は以下のとおり。

当見通しは、12月12日に発表したものである。

(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

プラス：①民需は回復傾向

- ・企業関係＝設備投資のすそ野拡大、企業業績の増益傾向
規制緩和の設備投資拡大効果、半導体分野は97年度下期やや改善
- ・家計関係＝雇用・所得環境のゆるやかな改善持続

②外需は下げ止まり・漸増（年度ベースで5年振りにプラス寄与に転換）

マイナス：①財政政策関連はマイナス要因

- ・財政緊縮＝消費税増税、特別減税廃止、公共投資減少
 - ・駆け込み需要の反動減＝消費、住宅、一部の設備投資
- ②構造問題は依然大きい（産業構造調整、不良債権問題等）

- (4) 実質成長率は、①消費税増税・特別減税廃止等による消費鈍化、②公共投資減少、③住宅投資反落—などから97年度1.0%(96年度2.4%)に鈍化しよう。成長率への影響は、プラス要因が趨勢的な一方、マイナス要因のうち、財政政策関連は上期集中なため、上期は3回目の足踏みとなるが、下期は緩やかな回復傾向に持ち直そう。

なお、①公共投資96年度補正1兆円(GDPベース、ほぼ全額97年度執行)、97年度当初予算は実質伸び率ゼロ、②消費税引き上げ(4月、3→5%)、③特別減税廃止(2兆円)、④公定歩合引き上げ(98/1-3月、0.5→1%)、⑤円レート年度平均105円。また増税等の影響は、(1)GDPには消費税駆け込み需要(96年度0.3%)、同反動減(97年度▲0.3%)、消費税デフレ効果(同▲0.5%)、特別減税廃止デフレ効果(同▲0.2%)、(2)97年度成長率には▲1.3%—と想定。

- (5) 基本的には物価鎮静が続くが、消費税要因により消費者物価は4年振り、総合卸売物価は7年振りの1%台上昇となろう。円高修正等から輸入の伸びが大幅鈍化し、輸出の伸びを下回ることから、経常黒字の縮小傾向は96年度7.9兆円(GDP比1.6%)で止まり、97年度は8.8兆円(同1.7%)とやや増加しよう。
- (6) 金融政策は景気回復力の弱さ、緊縮財政、不良債権問題、物価安定等の下で緩和スタンスが維持されよう。利上げは97年度下期以降となろう。ここでは、景気が足踏みから脱し、98年度には財政緊縮化ペースも鈍化とみられる中、97年度末までに公定歩合の小幅引き上げ(0.5→1%)が実施されるとみた。市場金利もやや強含みに向かおう。

目次

(要 旨)

I. 海外経済

1. 米国経済～持続的成長へ向けた調整局面に
2. 欧州経済
 - (1) ドイツ～輸出リードで景気上向き
 - (2) イギリス～景気加速下、金融引き締め強化へ
3. アジア経済～鈍化傾向の中、回復の兆しも
4. 為替～円高気味の展開に
5. 原油価格～高値一服の展開

II. 日本経済～97年度上期に3度目の足踏み、下期には改善方向へ

1. 景気の現状～再び持ち直し傾向へ
2. 97年度の日本経済～1.0%成長
 - (1) 予測の前提
 - (2) 97年度日本経済のポイント
 - (3) 需要項目別の動向
3. 金融～利上げは97年度下期以降に

I. 海外経済

1. 米国経済～持続的成長へ向けた調整局面に

- (1) 実体経済～上期は減速基調が持続、
下期は回復傾向に

米国経済は、負債の増加を背景に低迷している個人消費を中心に、96年4～6月期の前期比年率4.7%から、7～9月期は2.0%と減速基調に転じている。GDPから在庫投資を除いた最終販売の成長寄与度は0.4%に止まっており、需要の伸び悩みが見られる。

97年の米国経済は、上期は減速基調が持続し、下期は回復傾向を示すこととなろう。上期は、家計部門がバランスシート調整を迫られるため、個人消費を中心に伸び悩むことから、低成長となろう。96年7～9月期に積み上がった在庫、伸び悩みを見せている輸出の動向によっては、厳しい局面が予想される。下期は、設備投資が引き続き堅調な動きを見せることや、家計部門のバランスシート調整が一段落することから、回復傾向に戻るものと思われる。

米国経済見通し総括表

	95年 実 績	96年 予 測	97年 予 測	上期	下期
実質GDP	2.0	2.2	1.9	1.3	2.7
同上前年同期比	-	-	-	(1.8)	(2.0)
個人消費	2.3	2.3	1.2	0.9	1.9
設備投資	9.5	7.7	9.0	8.0	8.0
住宅投資	▲2.3	5.2	0.8	0.0	2.7
政府支出	0.0	1.0	1.0	0.8	0.4
在庫増減	▲0.4	▲0.3	0.0	▲0.4	0.3
純輸出	▲0.0	▲0.2	▲0.2	0.1	▲0.0
輸出等	8.9	5.3	5.5	6.3	7.8
輸入等	8.0	6.4	5.9	4.6	6.7
鉱工業生産	3.3	2.8	4.2	3.6	4.8
失業率	5.6	5.4	5.6	5.6	5.7
消費者物価総合	2.8	3.0	3.3	3.3	3.2
貿易収支(財)	▲1,734	▲1,680	▲1,570	▲1,630	▲1,500
経常収支	▲1,482	▲1,350	▲1,280	▲1,310	▲1,250
公定歩合	5.25	5.00	5.25	5.00	5.25

(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(財)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

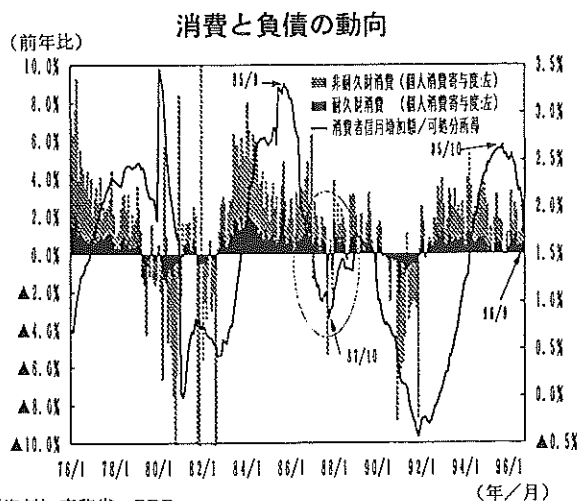
⑤公定歩合は期末、または年末水準(%)

(資料) 実績値は米国商務省“Survey of Current Business”他

①家計部門

個人消費は、借入に大きく依存する形で拡大が続いてきたが、96年後半に入って減速している。負債の増加が家計のバランスシートを圧迫していることが、個人消費減速の一因となっている。96年9月の消費者信用残高は、93年5月以来の前月比減少となった。また、消費者信用の前年比増加額を名目可処分所得の比率でみると、95年10月に2.5%とピークをつけた後、96年9月には1.7%にまで低下している。80年代の景気拡大期間を見ると、85年9月にピーク、87年10月に一旦底を打つという動きとなっていて、借入の抑制開始から調整終了までにはほぼ2年間を要する結果となっている。今回は調整が始まって約一年が経過しており、経験則的に言えば、あと一年程度で一旦調整が終了すると考えることができる。

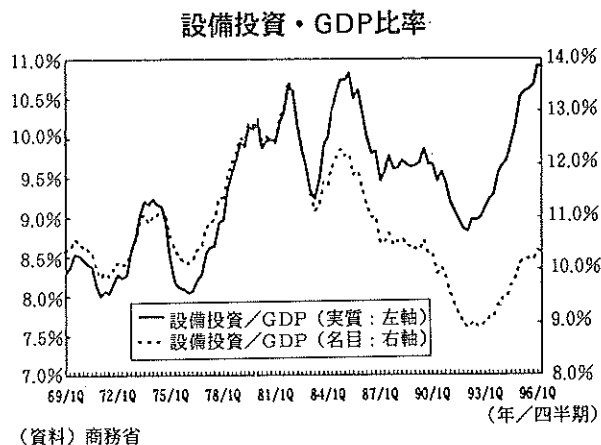
消費者信用残高の可処分所得に対する比率が過去最高水準にあることから、力強い拡大は考えにくい。調整が進めば消費は回復方向へ転じると思われる。



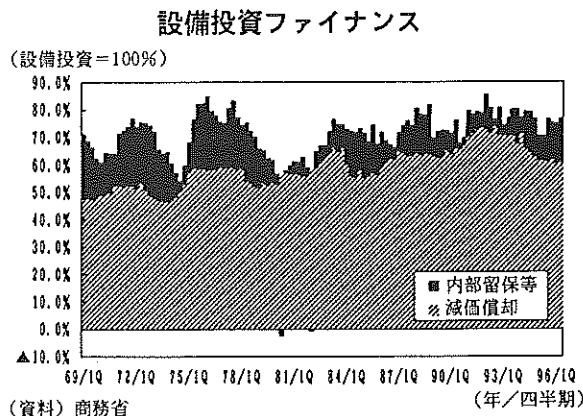
②企業部門

設備投資は、95年に入って概ね前期比年率一桁(実質)の成長ペースが続き、情報関連投資プー

ムは一巡方向と思われたが、96年7-9月期に前期比年率16.9%と再び二桁のペースを回復している。



設備投資に占める情報関連機器の割合が近年高くなってきていると同時に、情報関連機器の価格低下が非常に速いペースで進んでいることから、設備投資の状況が実質と名目で見た場合にやや異なっている。GDPに占める設備投資の比率をみると、実質値では過去のピークを超える水準となっているが、名目値では過去の局面と比較しても、それほど高くなっていない。キャッシュフローを見ると、好調な収益を背景に余裕のある状況である。経営者の生産性向上に向けた投資意欲は損なわれておらず、情報関連機器の価格低下傾向にも大きな変化は見られない。このまま二桁の実質成長ペースが持続するとは考えにくいものの、概ね高水準の伸びが続くこととなろう。

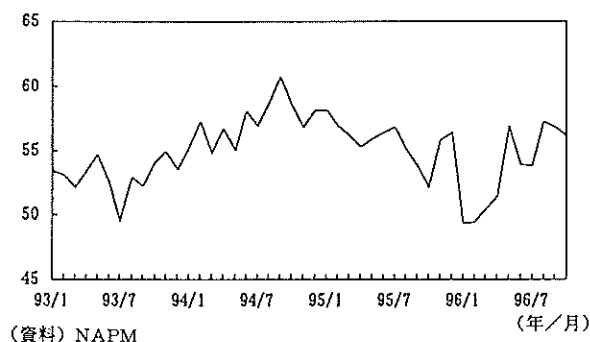


③海外部門

純輸出（輸出－輸入）は、96年に入って輸入が堅調な伸びを示す一方で、輸出が伸び悩んだことから、成長下押し要因となっている。足もとの通関収支は、石油価格の上昇等から輸入が伸びている一方、資本財輸出の伸び悩みから、赤字拡大基調となっている。しかし、NAPM 輸出受注指数が96年1月を底に改善基調を示していることや、アジアの航空会社がまとまった規模の航空機の発注を行うなど、輸出が今後回復に向かうことを示唆する材料が見られる。

純輸出は、上期は輸出の回復から成長に寄与するものの、下期は国内景気回復を背景に輸入が伸びることから、成長下押し要因となろう。

NAPM 輸出受注指数

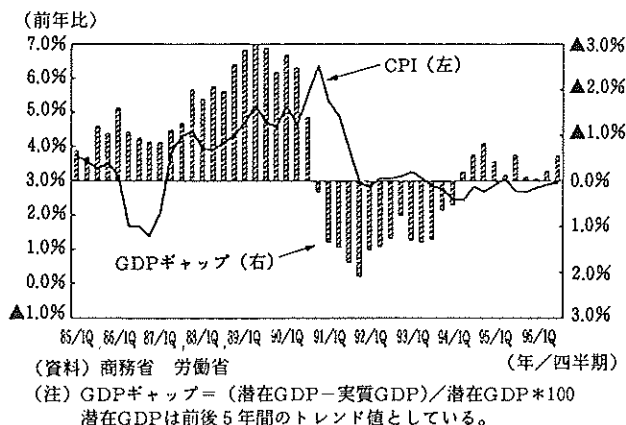


(2) 物価動向～コア指数は当面安定基調ながら、下期に上昇圧力

物価は、5年半におよぶ景気拡大によって需給がやや逼迫する状況にあることから、安定的な水準で横這いからやや上昇といった動きを見せている。しかし、97年上期は、景気が減速し需給が緩和方向に向かうため、懸念される状況にはないと考えられる。

しかし、97年後半以降は景気が再び拡大方向に向かうことから、物価上昇圧力が高まることが考えられる。失業率の低下を背景とした賃金上昇が徐々に物価上昇へと繋がることとなろう。

GDPギャップと物価上昇率

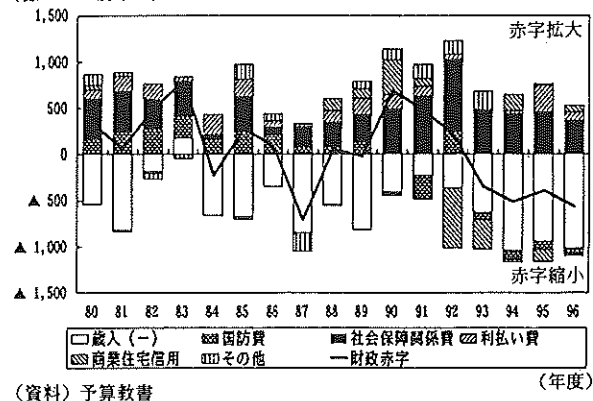


(3) 財政政策～財政均衡化へ向けた取り組みが重要課題に

96年度の連邦財政収支は、1,073億ドルと4年連続の赤字縮小となった。赤字縮小の最大の要因は、増税と景気拡大を背景とした歳入増加である。一方、連邦財政圧迫の最大要因である社会保障関連費用は、やや伸びが鈍化しているものの増加基調には変化が見られない。今後、赤字縮小を持続するためには、歳入増加に依存するのではなくて、社会保障関連費用の歳出構造にメスを入れる必要がある。

昨年は、2002年までに財政均衡を達成すると政府・議会の合意が金融市場に好感され、長期金利が低下する局面が見られた。今後、長期金利が安定的に推移するには、実効性のある政策が提示されることが必要である。

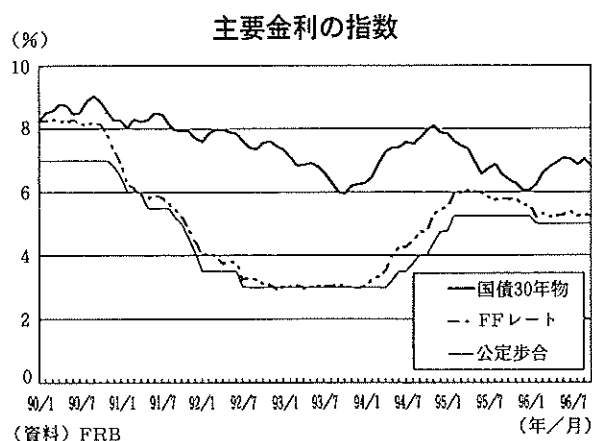
(億ドル：前年差) 連邦財政収支の推移



(4) 金融政策～上期は現状維持、下期にインフレ 予防的引き締め

FRBは、7月のFOMCにおいて失業率の低下を背景とした賃金上昇が物価上昇に繋がることを懸念して、FFレートの引き上げは見送ったものの、引き締め寄りの政策スタンスに変更した。しかし、その後の景気鈍化を示唆する経済指標、および物価が安定基調を維持したことから、利上げ実施には至っていない。

当面は、景気が減速に向かうことから、「引き締め寄り」もしくは「中立的」な政策スタンスを維持すると思われる。しかし、97年後半に入って再び景気が拡大し、需給が逼迫する方向に向かうことや、これまでの低失業率を背景とした賃金上昇が徐々に物価上昇圧力を高めてくることから、インフレ警戒姿勢を強めてくるとと思われる。97年下期には、インフレ予防的引き締めが実施されると思われる。



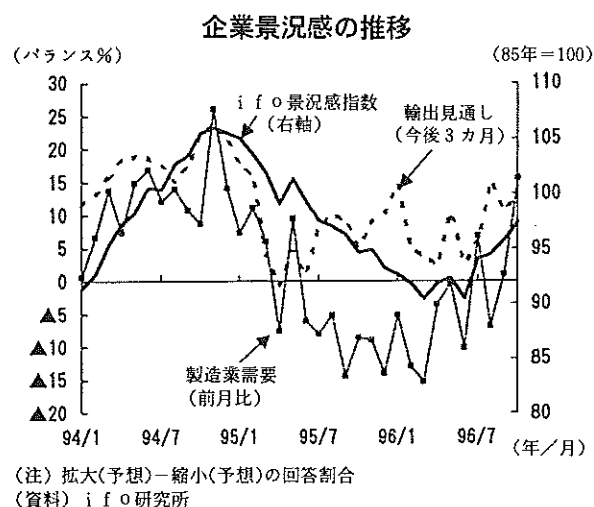
2. 欧州経済

(1) ドイツ経済～輸出リードで景気上向き

①景気動向

ドイツ経済は、96年1-3月期に天候不良などから前期比マイナス成長となった後、緩やかな回復局面にある。マルク相場の安定から輸出が景気を牽引しているとみられる。96年7-9月期の成長率は前年比1.9%、前期比0.8%となったが、前期比ベースでは純輸出の成長寄与が9割以上であった。

景気は上向きつつあるものの、依然雇用増にはつながっていない。失業率は95年年初の9.2%から96年11月に10.7%に達しており、低下の気配はみられない。



景気回復ペースは今後もゆるやかなものに止まり、実質 GDP 成長率は96年1.4%、97年2.3%となろう。外需は引き続き好調が予想されるが、内需は、①財政政策が景気抑制的、②労働市場の硬直性などから企業が国内新規投資・雇用増に慎重、等の背景から、力強さに欠ける展開となろう。

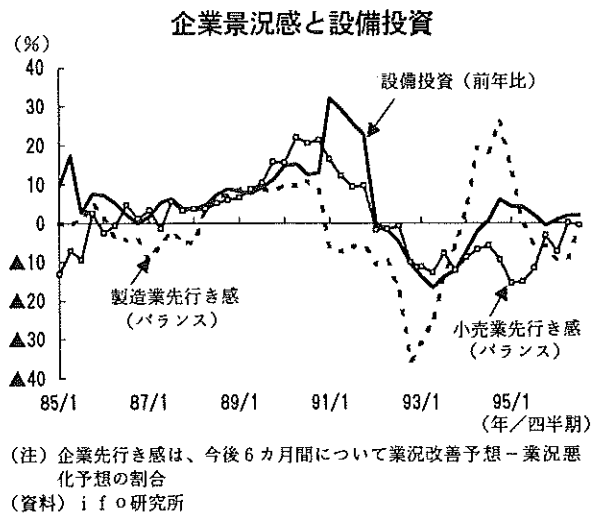
i) 個人消費

97年の賃上げ率は、春闘の基準となる金属労組の要求が「インフレ率程度」であることから、96年の約2%を下回るとみられる（ニーダーザクセン州金属労組は97年4月からの1.5%賃上げですでに交渉妥結）。また97年には社会保険料の引き上げ、疾病手当の引き下げ等、一連の財政緊縮政策も導入され、可処分所得の伸びは抑制されよう。景気底打ち感の広がりから貯蓄率低下の余地はあるが、97年の個人消費の伸びは1.9%と、96年の1.6%からわずかな上昇に止まろう。

ii) 設備投資・建設投資

国外需要の回復から、企業の業況判断において先行きに明るい見方が増えている。95年以来低下が続いていた設備稼働率も96年1-3月期を底に、7-9月期83%と、80年以降の平均水準まで回復した。需要の回復、合理化投資意欲の強さから、設備投資は徐々に上向くとみられる。ただし設備拡大やそれに伴う建設投資（建物）は引

き続き伸び悩もう。また住宅建設に関しても、東独以外では低調な動きとなろう。



iii) 外 需

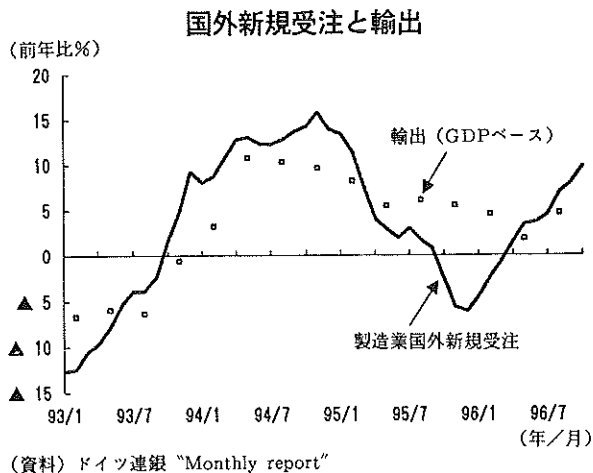
95年の極端なマルク高の是正、欧州景気の底打ちにより、輸出の好調が97年の成長を押し上げよう。マルクは95年のピークから実効レートベースで5%、貿易の大半を占める対EU通貨では7%以上減価している（96年10月時点）。貿

ドイツ経済見通し総括表（前年比%）

	95年 実績	96年 予測		97年 予測	
		上期	下期	上期	下期
実質GDP	2.1	1.4	0.7	2.0	2.3
個人消費	2.0	1.6	1.3	1.8	1.9
政府消費	2.0	3.0	2.9	3.2	▲ 0.7
設備消費	2.4	1.7	1.4	1.9	2.8
建設消費	1.3	▲ 2.8	▲ 6.3	0.8	3.7
在庫増減	0.3	▲ 0.4	0.1	▲ 0.9	0.1
純輸出	▲ 0.1	0.5	0.1	1.0	0.6
輸出等	6.3	4.5	3.1	5.8	6.2
輸入等	6.6	2.4	2.9	2.0	4.1
生計費 (%)	1.8	1.4	1.4	1.5	1.8
貿易収支 (億マルク)	853	975	850	1100	1100
経常収支 (億マルク)	▲ 300	▲ 230	▲ 240	▲ 220	▲ 140
公定歩合 (%)	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5

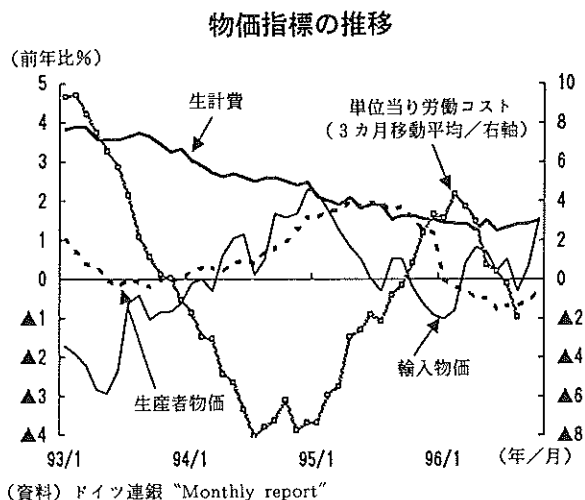
(注) ①在庫増減と純輸出はGDP寄与度ベース
②生計費は西独ベース、その他は全独ベース
③貿易収支と経常収支はFOB-CIFベース、年率値
④公定歩合は期末、または年末水準
(資料) 実績値はドイツ連銀“Monthly report”他

易相手国別にみると、96年上期は旧ソ連・東欧諸国への輸出の伸びが目立つ。この地域では、プラス成長への転換に伴って97年もドイツ製資本財への需要が一段と伸びるものとみられる。



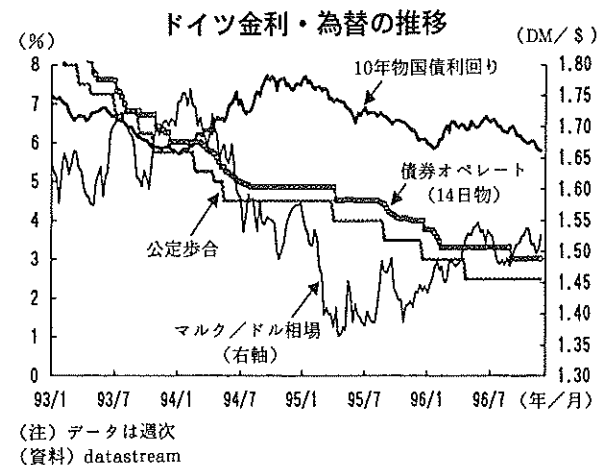
②物価動向

生計費上昇率は、96年の1.4%に続き97年も1.8%と連銀の中期目標(2%)を達成しよう。川上部門の投入コストは落ち着いた推移が続いており、97年も賃上げ率は低めでの妥結が予想される。また、国内需要の回復力の鈍さから企業も価格設定に強気にはなり難いとみられる。

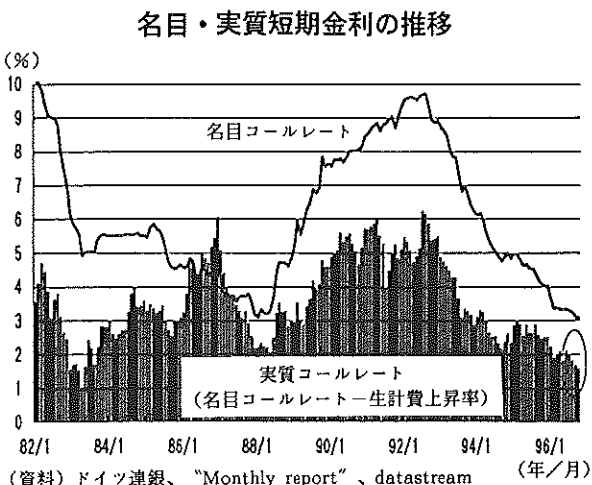


③金融動向

ドイツの公定歩合、ロンバートレートは96年4月の利下げ(各々3.0%→2.5%、5.0%→4.5%)、レポレートは96年8月の引き下げ(3.30%→3.00%)以来、ともに据え置かれている。実質短期金利の水準は現在、80-82年の景気後退期後以来の低水準にある。



ドイツの景気は、欧州大陸諸国の中では緩やかながらも先行して回復していくとみられるが、公定歩合、ロンバートレートに関しては、97年を通じて現水準で維持されよう。98年初頭に欧州通貨統合(EMU)参加国が決定されるまで、欧州金融市場は各国の政治・経済動向に大きく左右される神経質な展開が続くと予想される。そうした中でドイツが金融引き締めへ転換することは、



欧州通貨の混乱につながるリスクが高い。

ただし、年下期に景気加速、あるいは98年賃上げ交渉の成り行きから物価上昇が懸念される状況となれば、レポレート引き上げによる微調整が図られよう。

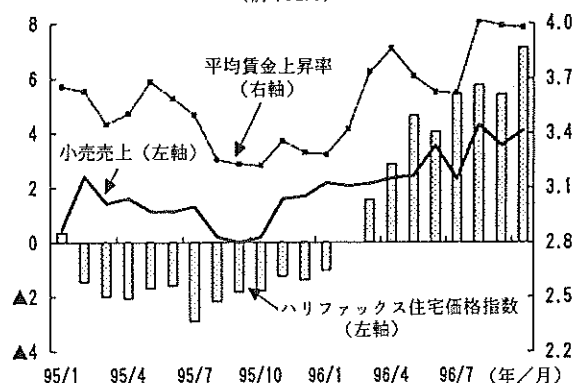
(2) イギリス経済～景気加速下、金融引き締め強化へ

①景気動向

イギリス経済は、96年上期に輸入増、在庫取り崩しなどから成長率が前年比1.9%、前期比年率2.2%とやや伸び悩んだが、7-9月期の成長率は前年比2.3%、前期比年率3.0%となり、個人消費主導での景気加速局面にある。

総選挙（実施期限97年5月）前後に政治不透明感から一時的に経済活動が沈滞する可能性はあるものの、基調としては、97年を通じて個人消費の力強さに牽引された景気拡大が続くとみられる。実質GDP成長率は96年の2.2%から97年には3.3%へ上昇しよう。

所得・資産増が消費を牽引
(前年比%)



i) 個人消費

雇用・所得環境の改善を受けた個人消費の好調は97年も続こう。賃上げ率の安定推移(96年7-9月期前年比4%)に加えて、金融機関再編に伴う一時金収入は、97年には可処分所得比3%近くに上る見込みである。住宅市況、金融資産市場の上昇から消費者マインドは良好であり、一時所得増は貯蓄より消費にまわる割合が高いとみられる。

イギリス経済見通し総括表(前年比%)

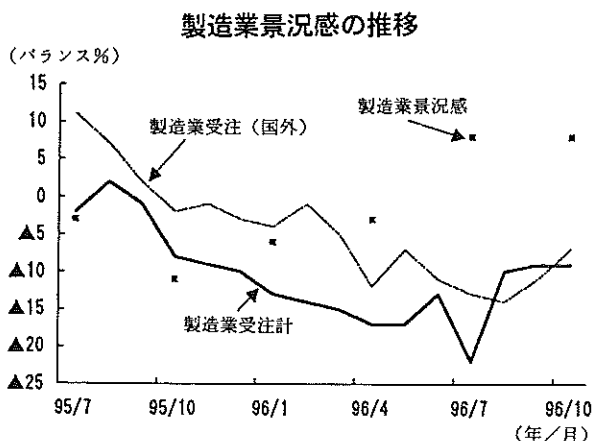
	95年 実績	96年 予測				97年 予測		
			上期	下期		上期	下期	
実質GDP	2.5	2.2	1.9	2.5	3.3	3.2	3.4	
個人消費	1.9	3.0	2.4	3.6	3.4	3.6	3.1	
政府消費	1.4	0.8	0.6	1.1	1.4	1.6	1.2	
固定資本形成	▲ 0.2	2.4	1.7	3.0	3.2	1.9	4.6	
在庫増減	0.1	▲ 0.4	0.0	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	
純輸出	0.9	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.3	0.4	0.3	
輸出等	7.4	6.8	6.3	7.2	7.0	7.0	7.0	
輸入等	3.7	7.5	7.7	7.3	5.8	5.7	5.9	
小売物価 (%)	3.4	2.5	2.5	2.4	3.1	2.9	3.2	
貿易収支(億ポンド)	▲ 116	▲ 129	▲ 138	▲ 120	▲ 103	▲ 108	▲ 98	
経常収支(億ポンド)	▲ 39	▲ 2	▲ 10	6	▲ 3	▲ 4	▲ 2	
ベースレート (%)	6.50	6.00	5.75	6.00	7.00	7.00	7.00	

(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ベースレートは年末、または年末水準
 (資料) 実績値は国民統計局 "Monthly Digest of Statistics" 他

97年度政府予算(97年4月～98年3月)では、総額22億ポンドの所得税減税が打ち出された。平均的な労働者の給与所得比約1%の減税である。ただ一方で間接税の引き上げにより、ネットの減税規模は97年度7億ポンド程度(GDP比約0.1%)と、総選挙直前の減税規模としては極めて小さいものに止まった。

ii) 投資関連支出

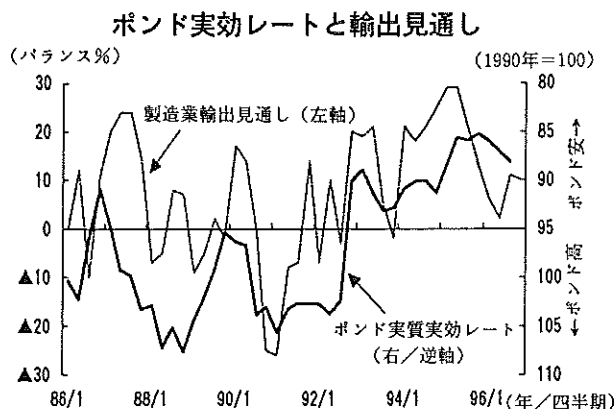
投資関連支出の伸びは、96年の2.4%から97年は3.2%へと加速しよう。中心は需要好調な住宅建設となろうが、これまで低迷が続いていた製造業設備投資も、96年7～9月期に3四半期ぶりに前期比プラスに転じた。内外受注の回復で製造業景況感も好転しつつある。政局の先行き不透明感が払拭される97年下期以降は、企業投資も力強さを増すと思われる。



iii) 外 需

足元でポンドは大幅に上昇したが、それでも92年ERM離脱前の水準をはるかに下回っており、まだイギリス製品の競争力に警戒信号が点る状況ではないと考えられる。製造業者も輸出見通

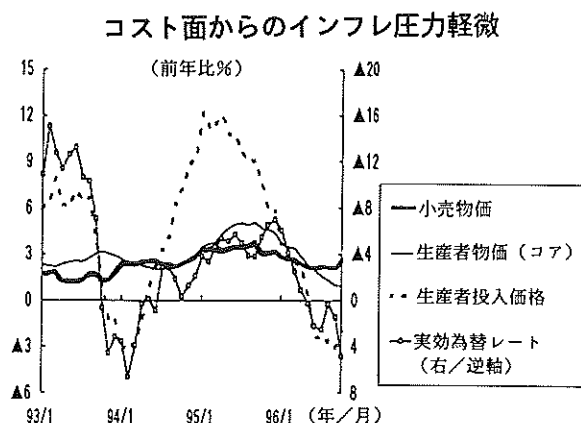
しについては楽観的である。97年は、欧州大陸の景気回復が輸出を下支えしよう。一方輸入は、総選挙前後の投資/購入手控えムードから、96年と比較して伸び率が鈍化しよう。



②物価動向

小売物価上昇率(RPI)は96年末の2.7%から97年を通じてじり高となり、年末には3.3%程度となる見込みである。

高成長持続に伴って需要面からの価格上昇圧力は高まっているが、生産者段階のインフレ圧力は、ポンド高の効果もあって軽微である。金融当局の「予防的引き締め」も効いて、モーゲージ金利支払い負担を除いたベースの小売物価上昇率(RPIX)



は、97年を通じてほぼ現水準（3%前後）で推移するとみられる（利上げはモーゲージ金利支払い負担の上昇を通じてRPIベースではインフレ率押し上げ）。

政府は、現議会の任期切れ（97年4-6月期）までにRPIXを2.5%以下とすることを目標にしているが、この達成は不可能であろう。

③金融動向

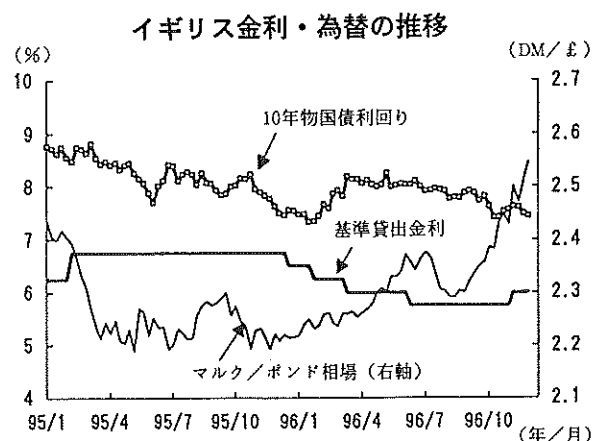
イングランド銀行が再三指摘してきた景気加速によるインフレ懸念を認める形で、クラーク蔵相は10月にベースレートを0.25%引き上げた（5.75→6.00%）。総選挙前に再利上げとの見方があるが、97年度政府予算がさほど拡張的とはならなかったことから、政策金利は総選挙まで現水準で据え置かれる公算が大きい。

総選挙後は、インフレ加速の予防措置として、また新政権が経済政策運営の信頼性を市場にアピールするために、早い時期に政策金利引き上げが行われよう。97年4-6月期中にベースレートは7.00%まで引き上げられよう。それでもインフレ加速懸念が払拭されなければ、下期に追加利上げの可能性もある。

ポンドは、先行き不透明なEMUからの「逃避通貨」として、またその高成長、高金利に引き付けられた資金流入により、96年秋口以降急上昇した。しかしこの基調は持続するまい。総選挙での労働党勝利、インフレ懸念の高まりという国内の（市場にとっての）悪材料に加えて、98年初頭のEMU参加国決定によりEMUにかかわる先行き不透明感も払拭されるとみられ、98年にかけてはややポンド安に戻す展開となろう。

④総選挙関連

政権交代が行われた場合、労働党新政権下で政府補正予算が組まれる可能性がある。現保守党政権の作成した予算からの方向転換は、歳出削減、財政赤字削減などの「マクロレベル」では考え難いが、予算割り振りや租税負担配分に関しては、見直しが予想される（たとえば高収益の公益事業への課税強化など）。



(注) データは週次
(資料) datastream

3. アジア経済～鈍化傾向の中、 回復の兆しも

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7.5%に低下（95年8.4%）しよう。97年も96年並みの7.5%となろう。

過去数年、東アジアの高成長を支えた輸出は、96年入り後、①世界的な半導体市況の低迷、②円安傾向等にもともなう輸出競争力の低下、③中台関係緊張の影響、④中国の輸出優遇税制の見直し—などから鈍化傾向にあった。

97年は、韓国、ASEANの景気鈍化傾向が続くものの、中国・台湾は96年に順次行われた金融緩和などによって持ち直し傾向にあると予想され、東アジア全体の成長率は96年と同程度となろう。なお、輸出は、①足もとにおける半導体市況下げ止まりの兆し、②97年における緩やかな円高、③97年下期頃からの米景気等の回復—などから、今後、緩やかながら回復に向かう可能性が大きい。

【中国】 92年以降、景気は、実質GDP成長率が10%を超える過熱状態にあったが、93年央からの金融引き締めにより、94年以降鈍化傾向となった。96年1－9月期の小売物価上昇率は6.6%に低下する一方、実質GDP成長率は9.6%に鈍化し、中国経済はソフトランディングに成功した。96年全体では、①増値税還付率引き下げ等による輸出の伸び低下、②国営企業の資金不足等にもともなう経済活動の停滞—などから、実質GDP成長率は9.7%に低下しよう。97年は、96年中これまで2度（5月、8月）にわたって実施された金融機関の預金・貸出金利引き下げ等金融緩和の効果などから、実質GDP成長率は10.3%に上昇し、インフレ率もやや高まろう。

【韓国】 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、①設備投資の一巡、②輸出の鈍化—などから、96年6.8%、97年6.5%と低下し、インフレ率も落ち着き傾向となろう。対外面では、輸入が国内景気鈍化から増勢が鈍っているものの、輸出が、①95年央以降の円高・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ことから、貿易収支の赤字基調が続き、経常収支の赤字拡大が懸念されている。97年は、円高・ウォン安傾向などから、輸出はやや回復に向かおう。

アジア経済見通し総括表

	GDP成長率			インフレ率		
	95年実績	96年見込み	97年予測	95年実績	96年見込み	97年予測
中国	10.2	9.7	10.3	14.8	6.4	6.7
韓国	9.0	6.8	6.5	4.5	5.1	4.8
台湾	6.0	5.7	6.0	3.7	3.1	3.5
香港	4.7	4.5	4.7	8.7	6.1	6.5
シンガポール	8.8	6.0	6.0	1.8	1.3	1.8
東アジア	8.4	7.5	7.5	—	—	—

（注）実績値は日本銀行「海外主要経済指標」他
インフレ率は、中国が小売物価上昇率、その他は消費者物価上昇率
東アジアの95年は見込み

【台湾】 90年代に入っても、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、景気は鈍化傾向となった。96年入り後、実質 GDP 成長率は上昇の兆しを見せているが、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半導体価格の低下、円高・台湾ドル安の修正等にもなう輸出の伸び低下—などから5.7%に低下しよう。97年は、①96年中これまで2度（5月、8月）実施された公定歩合引き下げ等の金融緩和の効果、②円高・台湾ドル安傾向—などから、実質 GDP 成長率は6.0%に上昇し、インフレ率もやや上昇基調となろう。なお、97年も、中台関係緊張の高まりにもなう経済活動停滞の可能性には留意を要しよう。

【香港】 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—等にもなう内需の伸び低下などから減速傾向にあった。96年の実質 GDP 成長率は、①中国の引き締め政策の影響、②中台関係緊張、香港ドル高などによる輸出の伸び低下、③中国への返還を直前にした政治的不透明感の高まり—などから4.5%となろう。97年は、基調的には返還が終わるまで不安定な状況が続くものの、①不動産市況の回復、②新空港関連プロジェクトによる内需の拡大—などにより4.7%となり、インフレ率もやや高まる傾向にある。

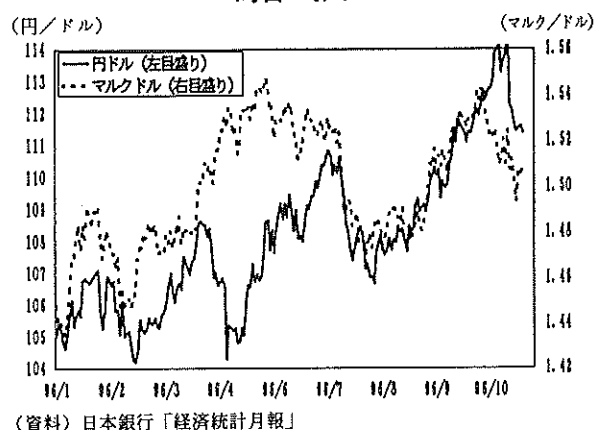
【シンガポール】 95年は内需、輸出ともに堅調であったが、96年の実質 GDP 成長率は、①エレクトロニクス製品・部品等の輸出の伸び低下、②輸出に依存する電子産業等の生産の伸び鈍化—などから6.0%に低下しよう。97年上期においても景気の鈍化傾向が続くものの、下期は、①米景気等の回復、②低インフレ下のシンガポール・ドル安誘導政策—等にもなう輸出の伸び上昇などから景気は上向き、97年全体としては実質 GDP 成長率は6.0%と前年並みとなろう。

4. 為替～円高気味の展開に

(1) 最近の動向

96年に入り、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った。2月、4月、7月に生じた円高方向の動きは日本の金融引締め期待がきっかけであり、11月にかけての円安は日銀短観（8/28）による金利先高感後退と米景況感の上振れによるものであった。しかし、足もとでは、これまでの日米景況感・金利感に加え、通貨当局者の発言や日本の貿易黒字等の要因が円ドルレートに与える影響の度合いが強まっているとみられる。

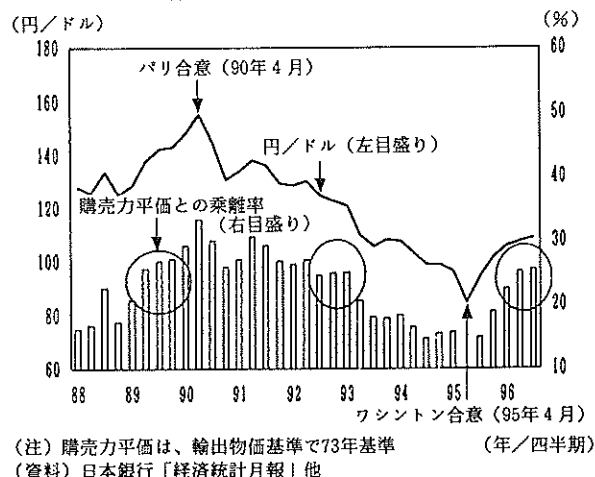
為替の推移



(2) 為替の水準感

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3Q：25.6%）でみると急激な円高が進む前の92年後半とほぼ同水準にあり、輸出企業にとってはかなりの追い風になっていると考えられる。前回のG7（9/28）では、為替はほとんど話題にならなかったが、97年にかけて日本の貿易黒字が漸増傾向をたどる中、今後の通貨当局者の対応が注目される。

購売力平価と為替レート



(3) 今後の動向

97年の円ドルレートは、日米景況感に加え、日本の貿易黒字の円ドルレートへの影響度が強まり、円高気味の展開となろう。

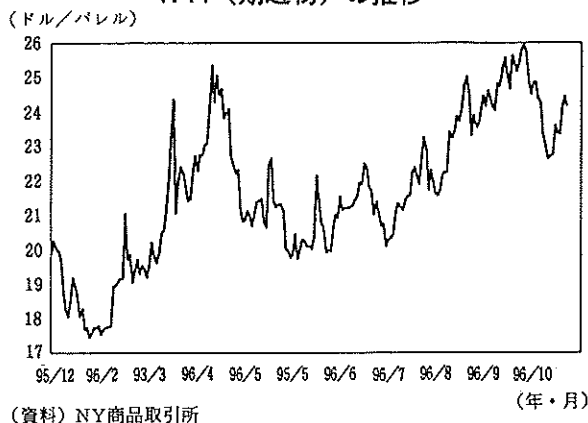
97年後半には米景況持ち直しから米金利は上昇傾向となるものの、日本の金利にも先高感が出ると予想されるため、日本の対外黒字増加傾向が明確化する中、円高方向の動きが予想される。ただし、日本の経常収支黒字の対GDP比率は2%弱にとどまると予想され、過去の経常収支と円ドルレートの関係などからすると円高の度合いは限られよう。96年度は、年度平均で109円程度(実績見込み)に対し、97年度105円程度とみた。

5. 原油価格～高値一服の展開

(1) 原油価格の動向

96年の原油価格は、欧米を襲った異常寒波により急騰し、湾岸戦争以来の25ドルをつけた。5月以降、暖房用燃料需要の一服等から反落、20ドル台前半での推移となっていたが、9月上旬の米国のイラク爆撃により、再び原油価格は上昇し、高値での推移が続いている。

WTI (期近物) の推移

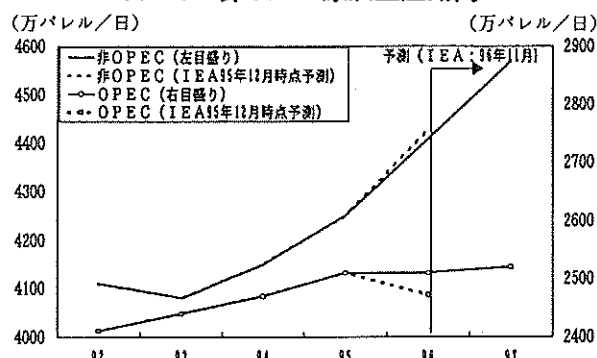


(2) 97年は需給緩和の方向へ

96年の原油価格は、95年末時点での市場予想(「原油価格は弱含み」)とは逆に高値圏で推移した。これは、欧米諸国への異常寒波到来による原油需要拡大、北海油田を中心とした非OPECの生産量が当初見込みを下回ったことから需給が予想以上に逼迫したためであった。また、このような状況を背景に96年6月のOPEC総会で生産枠拡大が可能になったともいえる。

最新のIEA予測(11月号)によれば、97年は、世界景気堅調から需要増が見込まれるものの、非OPEC増産から対OPEC需要は横ばいとなるため、OPECに増産の余地はない。原油需給が更に逼迫することはなさそうである。

OPEC・非OPEC原油生産動向



(注) 96、97年のOPEC生産量は、原油需要 (IEA予測・見込み) - 非OPEC生産
(資料) IEA「オイルマーケットリポート」

(3) 今後の見通し

97年の原油価格は、①非OPECの増産、②イラクの原油市場限定復帰一から、需給緩和傾向の中、弱含みの推移になろう。CIF通関価格ベースで97年度平均19.5ドル/バレル (96年度実績見込み: 20.2ドル) とみた。ただし、①欧米諸国への異常寒波の到来、②イスラエルとアラブ諸国間での中東和平交渉の決裂一などの際には、原油価格が再び急騰するリスクがあり、注視を要しよう。

II. 日本経済～97年度上期に3度目の足踏み、下期には改善方向へ

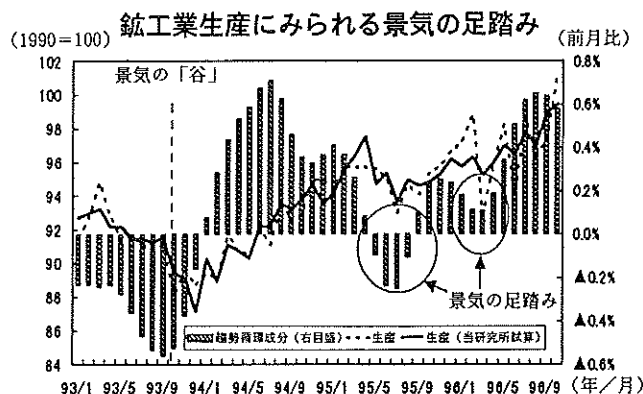
わが国景気は4-6月期から夏場にかけて足踏み状況にあったものの持ち直しつつあり、96年度内は緩やかな回復傾向を維持しよう。97年度上期は消費税増税のデフレ効果などから、今景気回復局面で3度目の足踏みとなろう。しかし、外需の好転や設備投資の増加継続などから、失速は回避され、下期の景気は改善に向かい、かろうじて回復傾向が維持されよう。96年度の実質GDP成長率は2.4%、97年度は1.0%となろう。

景気は構造調整圧力が残り、自律的な回復力は脆弱である。日本経済の体質強化を目的とした構造改革の更なる進展が望まれる。

1. 景気の現状～再び持ち直し傾向へ

(1) 2度目の景気の足踏み

96年4-6月期から夏場にかけて、①生産財等の在庫調整の遅れによる生産活動の停滞、②自動車販売の低迷や病原性大腸菌O-157の影響などによる民間消費の低迷などから、景気は足踏み状況にあった。93年11月以降の景気回復局面では、95年度上期の急激な円高を背景とした足踏



(注) ①鉱工業生産 (指数、左目盛)。破線は通産省発表値。実線はX12-ARIMAによる当研究所試算
②X12-ARIMAによる季節調整は、推計期間1980/1-96/10、SARIMA (211) (111)で推計
(資料) 通産省「鉱工業生産」より当研究所にて推計・作成

みに続き2度目の回復の停滞である。

しかし、景気を下押しした要因の剥落、民間設備投資の増加、外需のプラス寄与への改善などを背景に、景気は再び緩やかな回復局面に復帰したとみられる。

(2) 今回の景気足踏みの要因と現状

96年度初めの景気足踏みをもたらした生産財の在庫調整は終了し、消費も回復傾向にある。

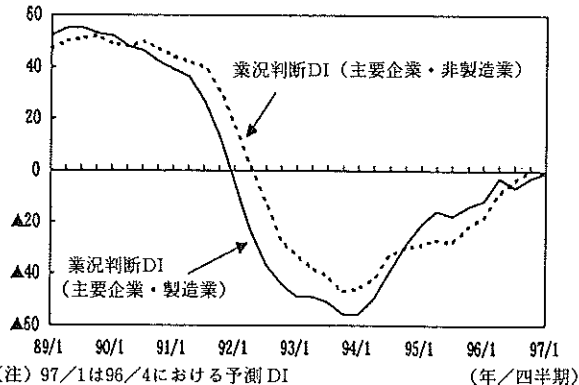
①生産財での在庫調整

96年初から半導体市況が急速に悪化したことなどから、半導体関連産業など生産財で在庫調整の動きが発生し、生産活動は低迷した。こうした動きは生産財関連業種での企業マインドの低下にもつながり、96年8月日銀短観における業況判断の再悪化となって現れた。

しかし、7-9月期には生産財の在庫調整は終了し、再び「在庫積み増し」局面入りしている。鉱工業生産は4-6月期は前期比▲0.3%となったものの、在庫調整の進展などを受けて、7-9月期は1.6%、10-12月期2.5%程度(11、12月は製造工業予測指数による)と増加基調に転じている。

企業の景況感

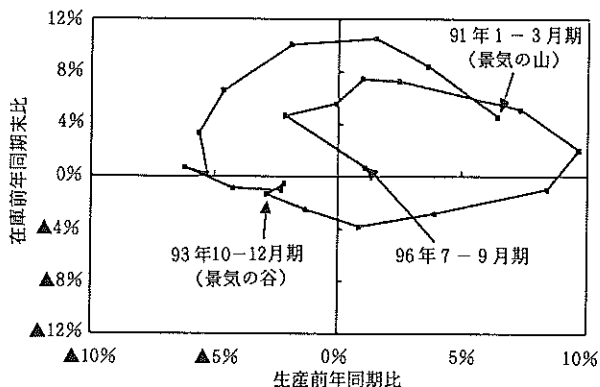
(「良い」-「悪い」：%)



また、企業マインドもこうした動きを背景に改善傾向が窺える。11月日銀短観の業況判断DIは

製造業▲3、素材業種▲11と小幅ながら改善がみられた。

在庫循環 (生産財)

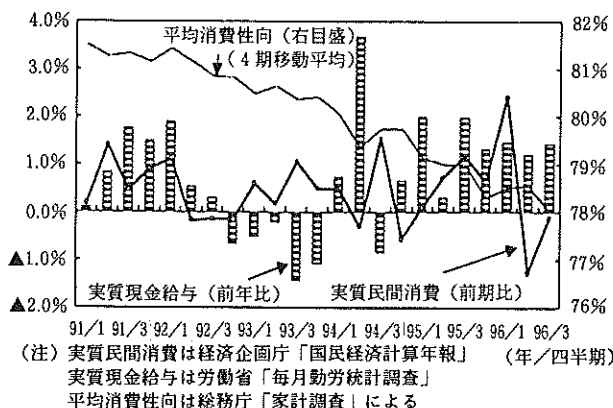


②消費の低迷

4-6月期の民間消費支出は前期比▲1.0%と、うるう年のために1-3月期が高い伸びとなったことによる反動減(▲0.8%程度)を上回る減少となった。これは自動車等の耐久消費財支出が落ち込んだことによる。自動車販売は夏場にかけて復調してきたものの、①病原性大腸菌O-157による消費下押し、②夏場の天候不順による消費の落ち込みなど、一時的要因が重なり、前期比実質▲0.1%(民間消費)と7-9月期も引き続き低迷している。

しかし、O-157の影響は一過性のものとどまったこと、自動車販売の好調持続や百貨店販売等にみられる秋物衣料の増加などから、消費の基調は緩やかな回復傾向にあるとみられる。

民間消費の推移



2. 97年度の日本経済～1.0%成長

公共投資の減少、特別減税廃止などの財政抑制、消費税率引き上げのデフレ効果などから、97年度上期に景気は3度目の足踏みとなろう。しかし、①外需の改善（寄与度は5年振りのプラスへ）、②設備投資の増加が持続する、③雇用・所得環境の緩やかな改善が消費を支える—ことなどから、景気はスパイラル的な悪化に陥ることなく、年度後半には改善に向かおう。97年度の実質GDP成長率は1.0%となろう。

(1) 予測の前提

①増税：97年4月より消費税率引き上げ（3⇒5%）、特別減税（約2兆円）廃止。

消費税増税及び特別減税廃止に伴う成長率への影響は▲1.3%と見られる。

②公的支出：公共投資の96年度補正による追加の真水分は1兆円（GDPベース）で、ほぼ全額97年度執行となろう。97年度当初予算では公共事業の伸びは消費税率の上昇分程度で、96年度当初予算からの実質の伸びはゼ

ロとなろう。

③為替（年度平均）：96年度109円、97年度105円

④原油（入着ベース）：96年度13,700円/KL

(20.2ドル/バレル)

97年度13,200円/KL

(19.5ドル/バレル)

⑤公定歩合：97年度末に1.0%

(2) 97年度日本経済のポイント

97年度の日本経済を見る上で大きなポイントは消費税増税、特別減税廃止による実質GDP成長率の押し下げ効果の大きさと民間需要の自律的な回復力である。

①消費税増税と特別減税廃止

消費税率引き上げは、次の2つのルートから経済に影響を及ぼす。

1) 税率引き上げによる物価上昇から家計の実質所得が減少し、消費支出、住宅投資が減少する（直接的な効果）。さらに、消費、住宅投資の減少から、企業の生産・売上高・収益の減少につながり、その結果企業の設備投資の

97年度日本経済見通し結果（特に指定なき場合、前年比、%）

	95年度	96年度見込み		97年度予測			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期
実質GDP成長率（前年比）	2.4	2.4	3.2	1.7	1.0	1.0	0.9
（前期比）	—	—	<0.8>	<1.0>	—	<▲0.1>	<1.1>
（内需寄与度）	(3.4)	(3.0)	(4.3)	(1.7)	(0.8)	(0.6)	(0.9)
（内、民間需要）	(2.5)	(2.6)	(3.1)	(2.2)	(1.0)	(1.4)	(0.6)
（内、公的需要）	(0.9)	(0.3)	(1.2)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.8)	(0.3)
（外需寄与度）	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲1.2)	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.0)
民間消費支出	2.8	1.9	2.5	1.3	0.8	1.2	0.5
民間住宅投資	▲6.8	14.2	17.4	10.9	▲3.7	▲4.9	▲2.5
民間設備投資	5.7	6.1	6.0	6.2	3.9	5.0	2.9
公的固定資本形成	7.7	1.4	12.7	▲6.3	▲4.9	▲12.0	1.0
財貨・サービス輸出	4.5	2.6	0.4	4.8	4.5	6.4	2.8
財貨・サービス輸入	15.1	7.5	10.6	4.7	3.1	3.3	2.8
鉱工業生産上昇率	2.0	3.2	0.7	3.4	1.6	▲0.5	0.8
総合卸売物価上昇率	▲0.6	0.6	1.0	0.3	1.3	1.6	1.1
消費者物価上昇率	▲0.3	0.3	0.1	0.4	1.4	1.2	1.6
経常収支（兆円）	9.5	7.9	7.4	8.4	8.8	8.7	8.9

（注）鉱工業生産の半期数値は季節調整済・前期比

消費者物価上昇率の実績値は過去に遡り95年基準で算出したもの

経常収支の半期数値は季節調整済・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」

減少、雇用者の所得減少を通じて、更なる民間消費等の減少となる（波及的な効果）

- 2) 97年4月に消費税率引き上げが確定したことにより、引き上げ後の物価上昇を見込んだ「駆け込み需要」と引き上げ後の「その反動減」が生じる（短期的な効果）

消費税率引き上げのインパクト

（マクロベースでの所得移転＜家計・企業⇒政府＞）

（単位：兆円）

	前回	今回
増 消費税	5.4	5.0
税 課税の適正化等	1.2	
減 所得税・相模税	4.0	
法人税	1.8	
税 既存間接税廃止	3.4	
ネット収	▲2.6	5.0
（所得減税の廃止		2.0）

（注）①前回とは89年度の消費税率導入時のこと
②今回の消費税額は、平成7年度当初ベースより算出

（経済に与える影響）

（単位：％）

	消費税率増税				特別減税打ち切り	計
	95年度	97年度	97年度	97年度		
	駆け込み需要	駆け込み減	物価上昇の影響	計	可処分所得減の影響	
民間消費	0.2	▲0.2	▲0.5	▲0.7	▲0.4	▲1.1
住宅投資	3.0	▲3.0	▲1.2	▲4.2		▲4.2
民間設備投資	0.2	▲0.2	▲0.8	▲1.0		▲1.0
GDPへの影響 （成長率の変化）	0.3	▲0.3	▲0.5	▲0.8	▲0.2	▲1.0 （▲1.3）

物	消費税率増税	97年度	97年度
消費者物価指数		1.4	1.4
国内卸売物価指数		1.9	1.9

（注）①97年度への駆け込み需要の反動減については、駆け込み需要分がそのまま落ちると仮定。
②97年度の物価上昇の影響は、直接的な効果、波及的な効果を合算したもの
③住宅面への駆け込み戸数は、約3万戸程度とみられる
（資料）各種統計より当研究所試算

96年度は、消費税率引き上げを見込んだ駆け込み需要が民間消費を中心に発生し成長率を0.3％程度押し上げよう。97年度は、①駆け込み需要の反動減による下押し（成長率を▲0.3％押し下げ：上記2）の短期的な効果）に加え、②物価上昇による実質所得の減少を通じた景気の押下げ効果（▲0.5％：上記1）の直接的な効果と波及的な効果を合わせたものから、▲0.8％のデフ

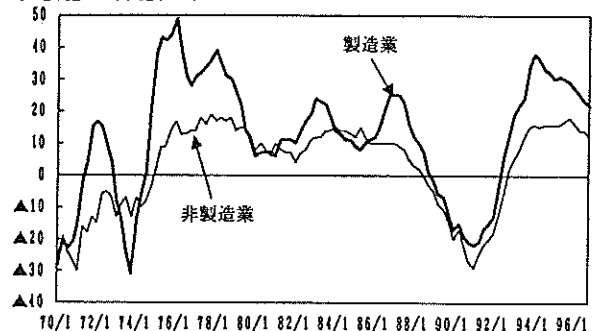
レ効果が見込まれる。特別減税（2.0兆円）廃止のマイナス効果は▲0.2％程度と見られる。実質GDP成長率への影響は▲1.3％となる。

②民間需要の自律的な回復力

民間消費は雇用情勢の改善と緩やかな所得の増加に支えられ、97年度も趨勢としては増加基調を保つだろう。企業の雇用過剰感の依然残存するものの改善傾向にある。こうした中で、現金給与は所定内給与の伸びは鈍いものの、特別給与（賞与）では業績改善が反映され増加傾向に転じている。また、失業率は依然高水準にあるものの、雇用者数の増加も見られ、雇用情勢は最悪期を脱して改善基調にあって消費の伸びを支えよう。

雇用判断DIの推移 （主要企業）

（「過剰」-「不足」、％）

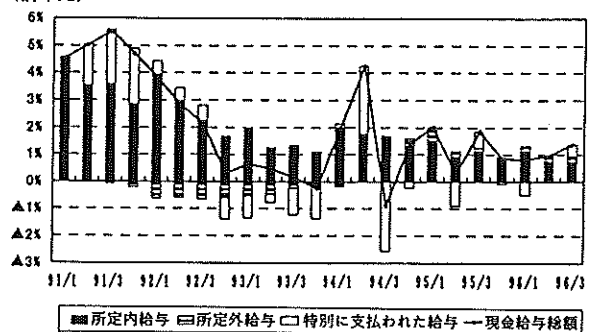


（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

（年／四半期）

現金給与の伸び（事業所規模5人以上）

（前年比）



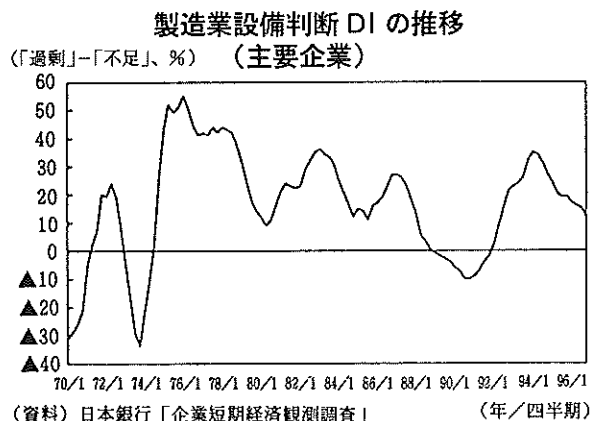
（資料）労働省「毎月勤労統計調査」

（年／四半期）

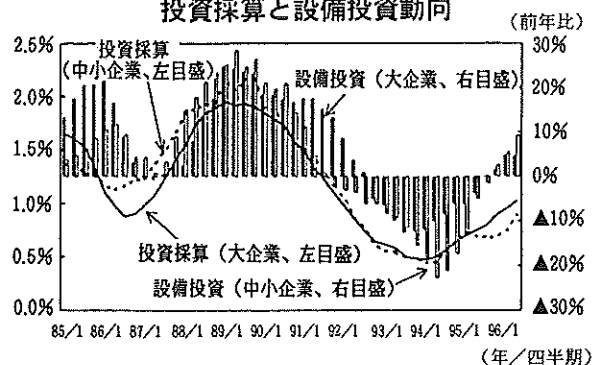
民間設備投資はバブル景気時の過剰な投資レベルの削減段階は終了した。過剰ストックの調整は進展し、新規成長分野を中心に設備投資の増加が期待できる状況となっている。生産設備判断DIをみると、概ね過去の設備投資拡大初期の水準まで過剰感が後退してきている。

企業の損益分岐点は、引き続き改善状況にある。これまで改善の遅れていた非製造業でも改善は進んでいる。損益分岐点の改善は、大企業製造業では人件費の圧縮を中心に進められてきた。中小企業、非製造業では人件費の圧縮は進んでいないが、金融緩和による金融費用の軽減が改善につながっている。このようなバランスシート調整の進展や金融緩和傾向により、企業の設備投資採算は改善しており、設備投資の伸びを支える要因となっている。

こうした要因から、消費税などの経済への影響にもかかわらず、97年度も民間需要は緩やかながらも増加傾向を維持しよう。



投資採算と設備投資動向



(3) 需要項目別の動向

①民間消費～消費税増税、特別減税廃止の影響から低調な伸び

民間消費は96年度の1.9%から97年度0.8%へ伸びが鈍化しよう。雇用・所得環境は企業のリストラ圧力は残っているものの、緩やかに改善し、春闘賃上げ率は3%程度と96年度(2.86%)をやや上回る水準となろう。所定内賃金の伸びは低調に推移するが、特別給与で企業業績の改善が反映されることから、名目可処分所得の伸びは96年度2.3%、97年度2.0%となろう。実質可処分所得の伸びは96年度の1.8%から消費税増税による物価上昇率の高まりの影響から97年度は0.6%へ低下し、消費は低調な伸びとなろう。

所得・消費の見通し(特に指定なき場合、前年比、%)

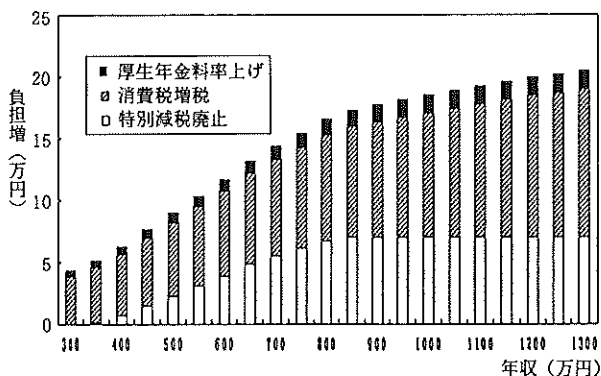
	95年度	96年度見込み		97年度予測		
		上期	下期	上期	下期	
実質民間消費	2.8	1.9	2.5	1.3	0.8	1.2
民間消費デフレーター	▲0.6	0.5	0.3	0.7	1.4	1.3
名目民間消費	2.3	2.4	2.8	2.0	2.2	2.5
名目家計可処分所得	1.9	2.3	2.1	2.4	2.0	1.7
雇用者所得	1.8	2.2	2.0	2.4	2.1	1.8
平均消費性向	0.4	0.0	0.5	▲0.5	0.1	0.6
失業率	3.2	3.3	3.4	3.2	3.2	3.2

(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」

増税等による家計の負担増を所得階層別にみると、消費税率引き上げの影響は消費性向の高い低所得層で相対的に大きく、特別減税廃止の影響は中堅所得層で相対的に大きくなっている。例えば、年収400万円の世帯の負担増が消費税率引き上げにより5万円、特別減税廃止により0.7万円見込まれるのに対して、年収700万円の世帯ではそれぞれ7.7万円と5.5万円の見込みである。特別減税の上限額7万円に対応する年収は850万円程度とみられ、それを上回る年収の場合には廃止による負担増は7万円である。なお、厚生年金保険料率引き上げ（96年10月）の影響は引き上げ幅が0.85%（16.5%→17.35%）であるため、比較的軽微である。

所得階層別の負担増



（注）夫婦子供2人からなるモデル世帯を想定
（資料）当研究所にて試算

②住宅投資～低金利継続から、大幅減少には至らず

住宅投資は、96年度14.2%の大幅増加となるが、97年度は▲3.7%と減少に転じよう。96年度は低金利を背景に、家計所得の緩やかな伸び、消費税増税前の駆け込み需要（約3万戸程度、住宅投資を3%程度押上げ）から、大幅増加となろう。97年度は駆け込み需要の反動減や、消費税率引き上げによる購入コスト増から減少しよう。しかしながら、低金利が続くことから底堅い推移がみ

こまれる。住宅着工戸数は、96年度157万戸が97年度は減少するが、146万戸と高水準が維持されよう（75～95年度の平均143万戸）。

住宅着工戸数の見通し（季調済、年率、万戸）

	95年度	96年度見込み		97年度予測	
		上期	下期	上期	下期
着工戸数	148	157	163	151	146
持家	55	61	63	59	57
貸家	56	60	62	57	55
分譲	34	34	35	33	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、設備投資は増加継続。ただし、伸びは鈍化。

96年度の設備投資の伸びを牽引した情報通信関連では新規事業や規模の拡大に伴う投資から高水準が続こうが、伸び率は低下しよう。また、自動車、一般機械なども収益改善から設備投資は増加しようが、海外現地生産化の進展などから更新投資を中心としたものにとどまろう。なお、96年度は市況の悪化から計画が減額された半導体関連投資は、アジア企業との競合関係から、大幅に減額修正されることは考えられず、減少幅は縮小しよう。

企業の設備投資計画

	95年度実績	96年度計画		95年度計画	95/8比修正率
		(96/11)	修正率	(95/11)	修正率
主要企業	1.2	7.0	0.6	3.8	0.5
製造業	7.8	7.2	▲0.2	10.7	2.6
素材業種	4.5	1.9	3.1	6.2	1.1
加工業種	10.2	10.8	▲2.2	13.9	3.6
非製造業	▲1.6	6.9	0.9	0.9	▲0.5
中小企業	▲7.1	0.4	6.0	▲11.4	3.5
製造業	▲4.1	▲2.4	3.8	▲5.9	7.8
非製造業	▲8.3	1.6	7.0	▲13.8	1.6

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

しかしながら一方で、中小企業の設備投資計画は非製造業を中心に上方修正され、96年度は0.4%増と5年ぶりに前年比プラス計画となっている。

設備投資は業種、規模の広がりはみられるものの、牽引役不在の緩やかな伸びにとどまろう。設備投資は96年度6.1%から97年度は3.9%へ伸びが鈍化しよう。

④外需～対外黒字は下げ止まりから微増傾向へ

大幅な円高の修正から、輸出数量は下げ止まりから持ち直し、輸入数量は伸びが鈍化している。貿易黒字は減少傾向にあるものの、最近の原油価格高騰により原油輸入価格が上昇しており、これを除けば貿易黒字の減少は下げ止まっていることが窺える。

経常黒字は96年1－3月期、貿易黒字は4－6月期をボトムに、微増傾向に転じよう。為替レートはやや円高となるものの1ドル=100円台の水準が続くと見られることから、96年度は経常黒字は7.9兆円（GDP比1.7%）、97年度は8.8兆円（GDP比1.7%）と増加しよう。

⑤物価～消費税増税の影響から卸売物価、消費者物価とも上昇率がやや高まる

96年度内は国内物価は引き続き安定した動きとなろう。97年度は消費税増税の影響から、卸売、消費者物価とも上昇しよう。しかしながら、価格破壊や流通合理化の動きが持続するもとでは、89年度の消費税導入時に比べて消費税アップ分の転嫁率は下がる可能性が高いとみられる。

また、大幅な円安はなく、原油価格・穀物価格も落ち着きを取り戻すことから、輸入物価上昇の影響も軽微にとどまり、国内物価の上昇は限定的なものにとどまろう。97年度の卸売物価（総合）上昇率は1.3%、消費者物価上昇率は1.4%となろう。

経常収支の予測（季調済年率、100億円）

	95年度	96年度見込み		97年度予測			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期
経常収支	948	790	736	840	880	870	890
対GDP比	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
貿易・サービス収支	588	260	198	320	390	400	370
貿易収支	1,152	890	877	910	1,020	1,020	1,010
対GDP比	2.4	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
輸出	4,094	4,410	4,330	4,490	4,620	4,630	4,610
[(前年同期比%)]	3.7	7.7	8.5	7.1	4.8	6.9	2.8
輸入	2,942	3,510	3,450	3,580	3,600	3,610	3,600
[(前年同期比%)]	15.9	19.3	26.7	13.0	2.6	4.5	0.7
サービス収支	▲565	▲640	▲680	▲590	▲630	▲620	▲640

（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）実績値は、日本銀行「国際収支統計月報」

物価の見通し（前年比）

	95年度	96年度		97年度予測			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期
総合卸売物価	▲0.6	0.6	1.0	0.3	1.3	1.6	1.1
国内品	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.7	1.4	1.6	1.2
輸出品	0.5	5.8	9.3	2.6	0.9	1.2	0.6
輸入品	▲0.3	10.4	12.1	8.7	1.5	2.9	0.1
消費者物価	▲0.3	0.3	0.1	0.4	1.4	1.2	1.6

（注）消費者物価の実績値は過去に遡り95年基準で算出したもの

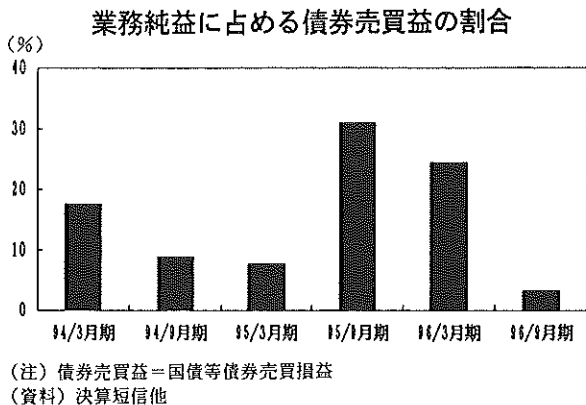
（資料）日本銀行「物価指数月報」、総務庁「物価統計月報」

3. 金融～利上げは97年度下期以降に

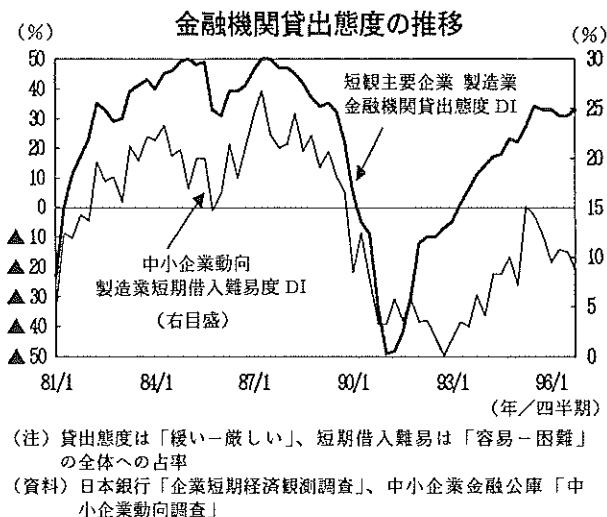
(1) 低金利とマネーフロー

95年9月の公定歩合引き下げと短期金利の低め誘導の同時実施以来の超低金利政策が長期化する中で資金の流れが変わりつつある。

先般発表された都長銀、信託大手20行の中間決算では、①業務純益に占める国債売却益の割合が大幅に低下、②赤字決算はなかったが業務純益の範囲内で債権償却特別勘定繰り入れを行うなど不良債権の償却を実施、③不良債権償却が遅れている銀行では貸出が低調—といった点が明らかになった。

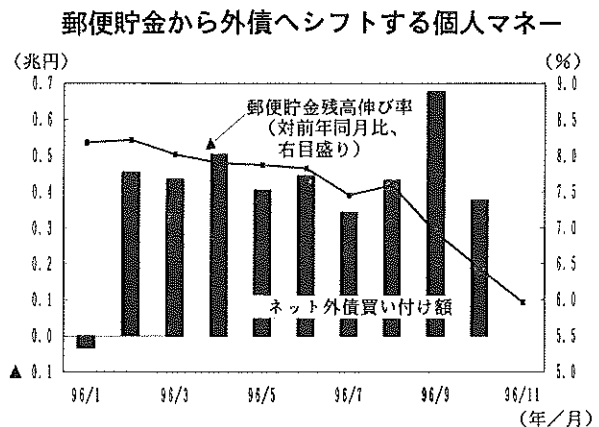


金融機関が貸出に慎重な中、大企業では社債や増資による資金調達が増加している。



他方、中堅、中小企業では増資、社債発行に様々な制約があり、依然借入依存が続いている。不良債権等を背景とした金融機関の慎重な貸出態度は、これらの企業の業況感回復のマイナス要因ともなっている。

超低金利は個人貯蓄にも影響を与えている。金融機関の破綻やワイドの大量償還があった95年後半から個人の郵便貯金への選好は信用面、利息面から高まりつつあったが、96年9月には残高ベースで前月比約3100億円の減少となるなど、シフトの動きは一服しつつあり、個人の関心は外債等へと向かった。二重通貨建て債やユーロ円債などで発行主体が調達後の円を外貨に換えるため、年度上期の為替相場の円安要因になった点も指摘されている。

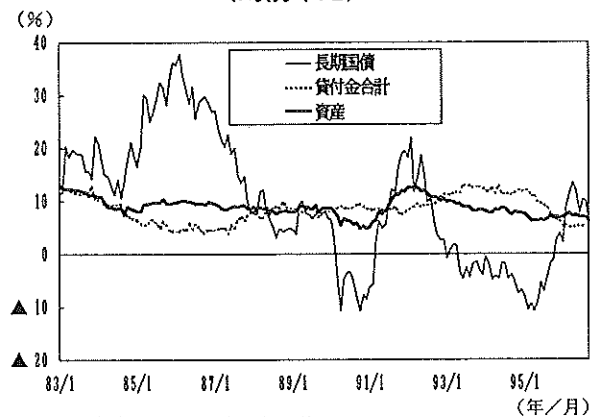


また、原資の郵便貯金増加を背景に、資金運用部は96年度上期に長期国債を1.2兆円買い越しし長期債市場を支える要因となった。しかし、資金運用部の資産全体の伸びを大幅に上回る債券投資は経済対策による融資増加などの影響もあって、過去は長期間続いていない。

また、個人の貯蓄行動の変化が資金運用部の原資の伸びに影響し、また運用の国債シフトの背景となっていた政府系金融の貸出鈍化も住宅公庫融資拡大など流れが変わりつつあることなどから、

長期金利に対する需給面からの下げ圧力が続く訳ではないと考えられる。今後のポイントは基本的には景気動向であり、政策スタンスとみられる。

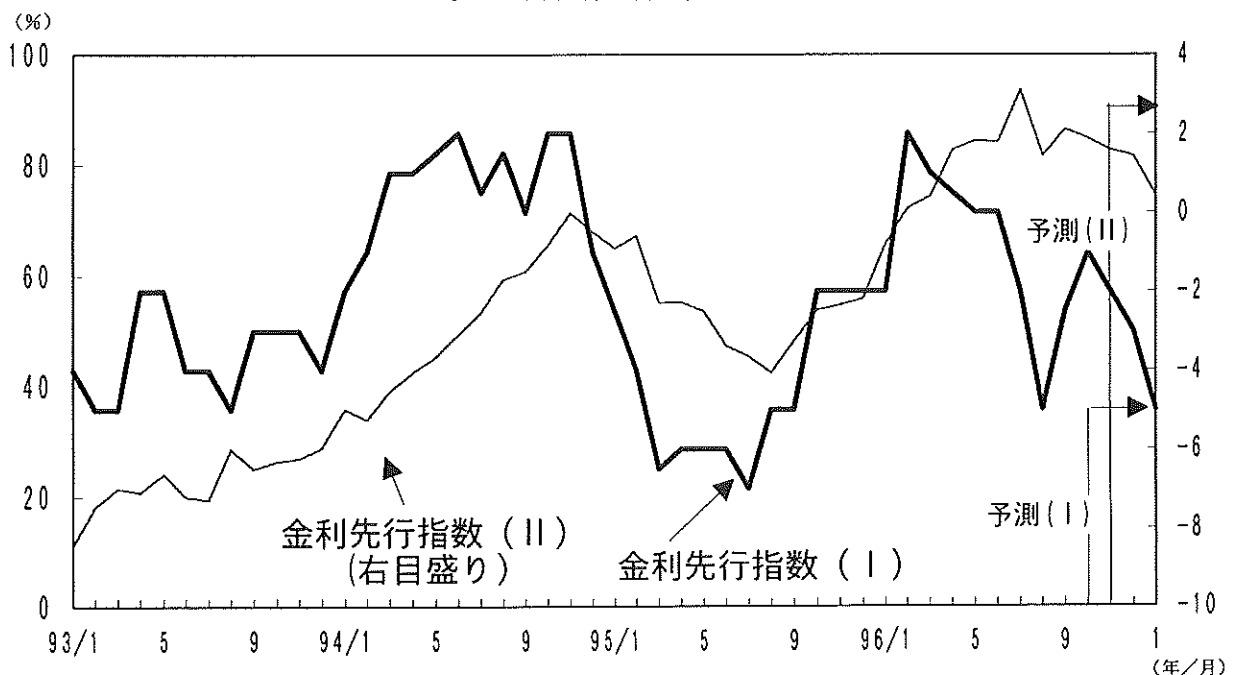
資金運用部の資産、国債、貸付残高の伸び
(対前年比)



(2) 長短金利の動き

直近のニッセイ基礎研金利先行指数では、金利引き上げのサインとされる「指数（Ⅰ）」が最低3カ月連続で80%以上、その状況で指数（Ⅱ）が「プラス」を満たしておらず、政策変更の兆しはない。景気回復力の弱さ、財政緊縮、不良債権処理問題、物価安定等の中で、金融政策は緩和基調が維持されよう。利上げは景気が足踏みから脱する97年度下期以降となろう。ここでは、①後半の緩やかな景気回復、②不良債権処理の進展一等の中、97年度内に公定歩合の小幅引き上げ（0.5→1.0%）があるとみた。長短金利市場も徐々に上昇しよう。

ニッセイ基礎研金利先行指数の動き



1997 年度 日本経済見通し結果

(前年度比、%)

	94年度	95年度	96年度	97年度	96年度
	実績	実績	見込み	予測	前回予測
名目国内総支出 (GDP)	0.5 (479.0)	2.0 (488.5)	2.6 (501.5)	2.1 (511.9)	2.7 (500.4)
実質国内総支出	0.7	2.4	2.4	1.0	2.4
国内需要	1.0	3.5	3.0	0.8	3.2
国内民間需要	0.9	3.1	3.3	1.2	3.4
民間最終消費支出	1.6	2.8	1.9	0.8	2.1
民間住宅投資	7.6	▲6.8	14.2	▲3.7	12.2
民間企業設備投資	▲2.8	5.7	6.1	3.9	5.6
民間在庫品増加	(▲0.2)	(0.3)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)
国内公的需要	1.4	5.1	1.8	▲1.3	2.2
政府最終消費支出	2.9	3.0	2.1	2.0	1.3
公的固定資本形成	▲1.1	7.7	1.4	▲4.9	3.1
財貨・サービスの純輸出	(▲0.3)	(▲1.0)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.8)
財貨・サービスの輸出	5.9	4.5	2.6	4.5	2.7
財貨・サービスの輸入	10.5	15.1	7.5	3.1	9.8
鉱工業生産	3.2	2.0	3.2	1.6	2.6
総合卸売物価	▲1.6	▲0.6	0.6	1.3	0.4
消費者物価	0.5	▲0.3	0.3	1.4	0.4
貿易収支 (100億円)	1410	1152	890	1020	950
経常収支 (100億円)	1243	948	790	880	730

(注) ①前回予測とは96年10月4日発表のもの。

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。

⑤消費者物価の実績値は過去に遡り95年基準で算出したもの

(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

	94年度 実績	95年度 実績	96年度 見込み	97年度 予測	96年度 前回予測
原油価格（通関入着、100円/KL）	108.3	110.0	137.0	132.0	136.0
＜参考＞（ドル/バレル）	17.3	18.3	20.2	19.5	20.2
円/ドル・レート（年度平均）	99	96	109	105	107
公定歩合（年度末値、%）	1.75	0.5	0.5	1.0	0.5
米国実質経済成長率（暦年、%）	3.5	2.0	2.2	1.9	2.3

（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

	94年度 実績	95年度 実績	96年度 見込み	97年度 予測	96年度 前回予測
実質国内総支出	0.7	2.4	2.4	1.0	2.4
国内需要	1.0	3.4	3.0	0.8	3.1
国内民間需要	0.7	2.5	2.6	1.0	2.7
民間最終消費支出	0.9	1.7	1.1	0.5	1.2
民間住宅投資	0.4	▲0.4	0.7	▲0.2	0.6
民間企業設備投資	▲0.5	0.9	1.0	0.6	0.9
民間在庫品増加	▲0.2	0.3	▲0.2	0.1	▲0.0
国内公的需要	0.3	0.9	0.3	▲0.2	0.4
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲0.1	0.7	0.1	▲0.4	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲0.3	▲1.0	▲0.5	0.2	▲0.8
財貨・サービスの輸出	0.7	0.5	0.3	0.6	0.3
財貨・サービスの輸入（控除項目）	▲1.0	▲1.5	▲0.9	▲0.4	▲1.1

（注）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。

1997 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％）

	96年 4-6	7-9	10-12	97年 1-3	4-6	7-9	10-12	98年 1-3
名目国内総支出	▲0.4 3.3	0.3 3.5	0.8 3.0	0.2 0.8	0.3 1.9	0.5 1.9	0.9 1.9	0.8 2.6
実質国内総支出	▲0.3 ▲1.1 3.0	0.1 0.4 3.3	0.8 3.4 2.6	0.1 0.5 0.7	▲0.3 ▲1.2 1.0	0.2 1.0 0.9	0.6 2.6 0.6	0.7 2.7 1.3
国内需要	▲0.1 4.7	▲0.2 4.0	0.7 2.8	0.0 0.5	▲0.4 0.5	0.2 0.6	0.7 0.5	0.8 1.4
国内民間需要	▲0.3 4.2	▲0.1 3.5	1.5 3.1	1.0 2.3	▲0.8 1.6	0.0 1.8	0.7 0.9	0.7 0.6
民間最終消費支出	▲1.0 3.0	▲0.1 1.9	0.6 1.5	1.6 1.1	▲1.1 1.1	0.2 1.4	0.3 1.0	0.5 ▲0.1
民間住宅投資	5.9 14.5	▲0.5 20.2	3.9 16.1	▲3.7 5.5	▲4.0 ▲4.5	▲1.5 ▲5.4	4.1 ▲5.2	2.2 0.6
民間企業設備投資	1.4 5.5	1.6 6.4	2.1 5.9	1.2 6.4	0.7 5.6	0.5 4.6	0.7 3.1	0.7 2.7
民間在庫品増加 *	▲0.2 ▲0.0	▲0.2 ▲0.4	0.3 ▲0.1	▲0.1 ▲0.2	0.1 0.1	▲0.1 0.2	0.0 ▲0.1	0.0 0.1
国内公的需要	0.8 7.2	▲0.5 6.6	▲2.6 1.4	▲4.3 ▲6.4	1.4 ▲4.8	1.3 ▲4.5	1.0 ▲1.2	1.1 4.8
政府最終消費支出	0.1 1.8	1.4 2.4	0.0 2.3	0.4 1.9	0.2 2.1	0.7 1.4	0.8 2.1	0.5 2.3
公的固定資本形成	2.1 15.4	▲2.0 10.8	▲5.6 0.6	▲9.4 ▲14.4	2.8 ▲14.4	2.0 ▲10.3	1.2 ▲4.0	1.6 7.7
財貨・サービスの純輸出 *	▲0.2 ▲1.7	0.3 ▲0.7	0.1 ▲0.1	0.1 0.2	0.1 0.5	0.0 0.3	▲0.1 0.1	▲0.1 ▲0.1
財貨・サービスの輸出	0.1 ▲1.2	1.5 1.9	2.8 3.7	1.4 5.9	1.2 7.0	0.4 5.9	0.3 3.3	0.3 2.2
財貨・サービスの輸入	1.8 13.4	▲0.7 7.9	2.0 5.2	0.9 4.1	0.6 2.8	0.3 3.8	1.1 2.8	1.0 2.9
鉱工業生産	▲0.3	1.6	2.5	0.2	▲0.7	0.2	0.4	0.5
総合卸売物価	1.3	0.7	0.5	▲0.0	1.4	1.8	1.1	1.0
消費者物価	0.1	0.2	0.4	0.4	1.1	1.4	1.5	1.8
貿易収支（100億円）	857	898	890	930	990	1050	1040	990
経常収支（100億円）	651	822	830	850	820	920	920	860
公定歩合（％）	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00

（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