

1997 年度改定経済見通し

～景気腰折れは回避・下期にかろうじて持ち直し、1.1%成長～

景気は総じて足踏み状況にある。当面、景気の弱さは続くものの、設備投資と外需の趨勢的な増加維持などから下期にかろうじて景気は持ち直そう。今回見通しでは、消費低迷の長期化などにより実質GDP成長率を前回（「1997 年度改定経済見通し」、7月4日発表）の 1.6%から 1.1%に下方修正した。

1. 国内経済

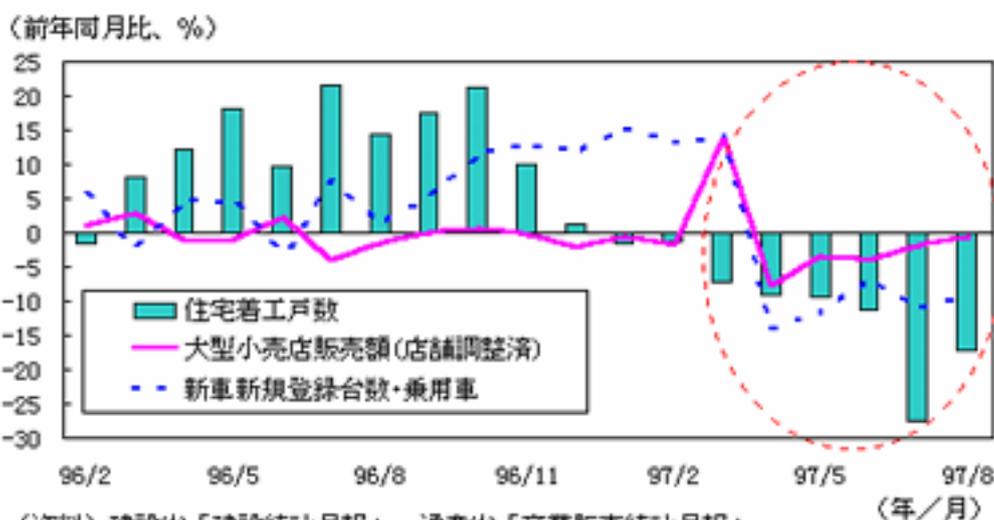
～下期にかろうじて持ち直し

(1) 景気の現状

本年4月以降の景気指標は大幅に悪化しており、景気は足踏み状況にある。駆け込み需要の反動減や、消費税増税・特別減税廃止等の影響などを主因に自動車販売、大型小売店販売は前年同月比マイナスが継続しており、住宅着工も8カ月連続で前年割れとなっている。鉱工業生産は国内最終需要の低迷を受け、自動車、電気機械等で在庫調整の動きから、7-9月期はマイナス 0.4%と弱含み横這い圏の推移となっている。

一方で、欧米景気の好調持続、円安効果などから輸出の拡大基調は継続しており、外需が民需の落ち込みを緩和し、外需頼みの景気状況となった。4-6月期の経常黒字は年率 13.1 兆円（名目GDP比で 2.6%）の高水準へと拡大し、貿易摩擦の警戒水域にある。

図表－１ 消費、住宅における駆け込み需要と反動減



(2) 97年度の日本経済

不良債権問題、バランスシート問題、海外との競合、閉塞感など景気は中期的にも力強さの欠ける展開となろう。

当面、景気の弱さは続くものの、①設備投資と外需の増勢継続、②雇用増等の所得環境の趨勢的な改善などから、駆け込み需要の反動減等の影響が薄れるにつれ消費は改善方向へ、③在庫調整は軽微かつ短期間に終了する見込みなどから、景気は97年度下期にかろうじて持ち直してこよう。

実質GDP成長率は97年度1.1%と96年度2.9%より低下しよう。

1) 予測の前提

- ①公的支出：経済対策等の追加はなし
- ②為替（年度平均）：1ドル 115円
- ③公定歩合：現行 0.5%で据え置き

2) 予測のポイント

今回予測では、①駆け込み需要が前回予測以上の規模、かつ反動減の影響の出尽くしは後ズレ、②設備投資の趨勢が足もとやや鈍化、③外需増加が前回予測を上回るペース、を考慮し、見直しをおこなった。見通しの基本的見方（「景気足踏みの後、持ち直し」の方向性）に変更はない。

外需等の上方修正を消費と住宅の下方修正が上回り、実質GDP成長率を1.1%（前回1.6%）と下方修正した。

（消費税等の家計負担増加の影響）

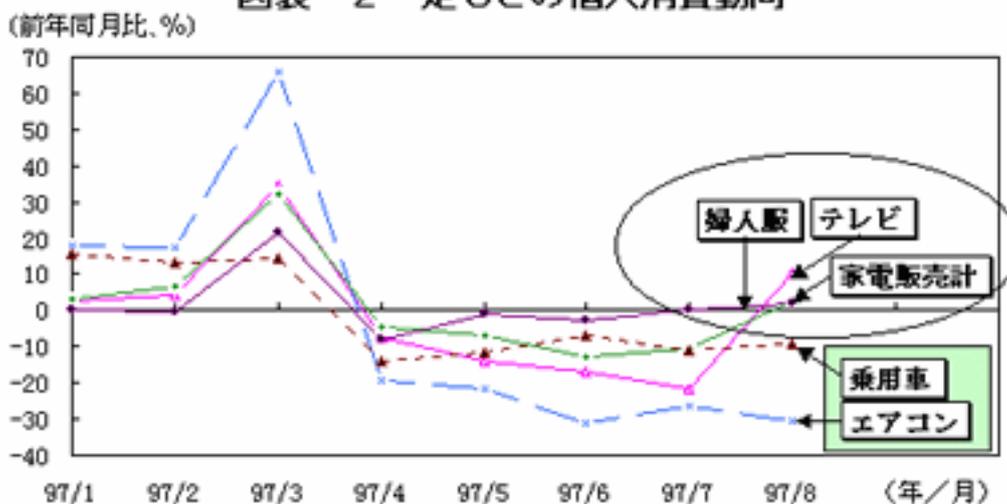
4－6月期の民間消費は前期比マイナス5.7%と第1次オイルショック以来の減少を示した。こうした消費の落ち込みについて、減少率が1－3月期の増加率（前期比4.4%）を上回ったことから、消費の趨勢的な落ち込

みを指摘する見方もあるが、足もとの消費関連指標から判断すると、正しくない。

消費関連指標で品目毎の動きをみると、自動車、エアコン等の一部電化製品を除き、足もとでは、婦人服等被服が7、8月とプラス、家電販売合計が8月にプラスに転じるなど、回復の動きがみられる。

実質GDP成長率は前期比で4-6月期にマイナス 2.9%となったが、反動減、増税等の影響はこの期が最大で7-9月期以降は薄れてくることから、7-9月期には逆に大幅プラス成長が見込まれる。

図表-2 足もとの個人消費動向



(注) 乗用車を除き、店舗調整後系列を採用

(資料) 日本自動車工業会「自動車統計月報」、日本電気大型店協会「商品別売上高」、日本百貨店協会「全国百貨店売上高概況」

(設備投資の状況)

4-6月期の設備投資は前期比マイナス 1.5%と 10 四半期振りの減少となった。消費等の落ち込みの影響から企業の投資が慎重なものになったことが主因とみられる。

しかし、増益率は低下するとはいえ、企業収益は増益基調にある。また、企業の設備投資計画も前年度比プラス、設備投資の先行指標である機械受注統計も増加傾向を維持している。こうしたことから今後とも設備投資の増加基調は保たれよう。

もっとも、97 年度は各機関の設備投資計画調査で見られるように、中小企業、非製造業の回復は依然として遅れており、牽引役も見当たらない。このため、設備投資の拡大テンポは低下し、97 年度の伸びは 2.9%と 96 年度 (6.4%) を下回ろう。

図表-3 97年度設備投資計画調査（8月調査）
-全産業-

（前年度比、%）

	大企業		中堅・中小	
		修正率		修正率
日本開発銀行調査	+4.5	+3.5	-3.8	+7.2
日本長期信用銀行調査	+5.8	+2.1	-4.7	+1.9
日本債券信用銀行調査	+3.3	+1.7	+1.0	-0.0

（注） 修正率＝今回調査／前回調査（97年2月）

大企業は資本金10億円以上、中堅・中小は資本金10億円未満

日本開発銀行調査の中堅・中小は資本金1億円以上10億円未満

（出所）

- ・日本開発銀行「1996・97・98年度の設備投資計画調査結果（8月調査）」
- ・日本開発銀行「1996・97・98年度中堅企業設備投資動向調査（8月調査）」
- ・日本長期信用銀行「1997・98年度設備投資計画について（8月調査）」
- ・日本債券信用銀行「1997・98年度設備投資計画調査（8月調査）」

（在庫調整の状況）

生産者在庫指数は、97年8月末111.4と93年初以来の水準まで上昇している。しかし、足もとまでの在庫増加は、鉄鋼等の素材産業で小幅な増加がみられるが、主因は電気機械、自動車等の大幅な在庫増加による限定的なものである。

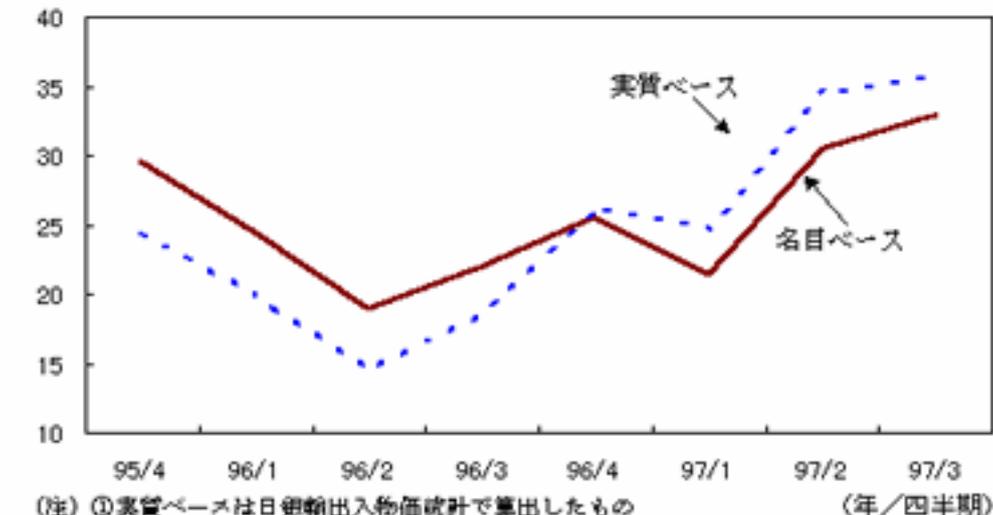
在庫調整により生産は、7-9月期に前期比でマイナス、10-12月期は横這いと予想されるが、その影響は限定的となろう。

（対外収支の動向）

経常黒字は96年4-6月期をボトムに拡大傾向を鮮明にしている。これは、①企業の輸出採算を上回る円安水準の継続、②米国を中心とする海外景気の拡大、によって輸出の回復がみられたことが主因である。97年4-6月期は内需落ち込み等による輸入の減少や輸出シフトから経常黒字は年率13.1兆円と大幅増加となった。

7-9月期には若干減少するものの予測の前提の為替水準であれば、今後とも企業の輸出採算レートを上回り、97年度の経常黒字は、96年度の7.2兆円から12.0兆円（名目GDP比2.3%）へと大幅に増加しよう。

図表-4 増加維持を示す貿易黒字



(注) ①実質ベースは日銀輸出入物価統計で算出したもの
 ②97/7、8月は通関統計より転載、9月は当研究所予測
 (資料) 日銀「国際収支統計月報」「物価指数月報」

図表-5 日本経済見通し総括表 (前期比、%)

	95年度	96年度		97年度			97年度 前回予測
		上期	下期	予測	上期	下期	
実質GDP成長率	2.4	2.9	0.9	1.8	1.1	-1.2	2.5
(前年同期比)	-	-	<3.3>	<2.6>	-	<0.8>	<1.4>
(内需寄与度)	(3.4)	(3.3)	(1.1)	(1.3)	(-0.0)	(-2.1)	(2.6)
(内、民間需要)	(2.5)	(3.2)	(0.7)	(2.5)	(-0.1)	(-2.1)	(1.6)
(内、公的需要)	(0.9)	(0.2)	(0.5)	(-1.2)	(0.0)	(0.0)	(0.9)
(外需寄与度)	(-1.0)	(-0.4)	(-0.2)	(0.5)	(1.2)	(0.9)	(-0.1)
民間消費支出	2.8	2.8	-0.1	3.3	0.2	-2.6	2.3
民間住宅投資	-6.8	14.2	8.7	1.8	-14.4	-15.1	0.2
民間設備投資	5.7	6.4	2.9	3.6	2.9	0.0	2.2
公的固定資本形成	7.7	-0.5	4.3	-14.0	-0.8	1.0	9.0
財貨・サービス輸出	4.5	3.7	0.6	6.2	12.7	6.9	4.7
財貨・サービス輸入	15.1	7.6	2.7	1.9	3.2	-0.6	5.9
総工業生産上昇率	2.1	4.0	0.9	4.4	3.2	1.0	0.0
総合卸売物価上昇率	-0.6	1.0	1.0	1.0	1.7	2.4	1.1
消費者物価上昇率	-0.1	0.4	0.2	0.5	2.0	2.0	2.0
経常収支(兆円)	9.5	7.2	7.1	7.4	12.0	12.4	11.7
対名目GDP比	1.9	1.4	1.4	1.5	2.3	2.4	2.2

(注) 前回予測は7月4日発表のもの。
 総合卸売物価上昇率、消費者物価上昇率の半期数値は前年同期比。
 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) 実数部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」他

2. 国内金融

～97年度中は金融政策の変更なし

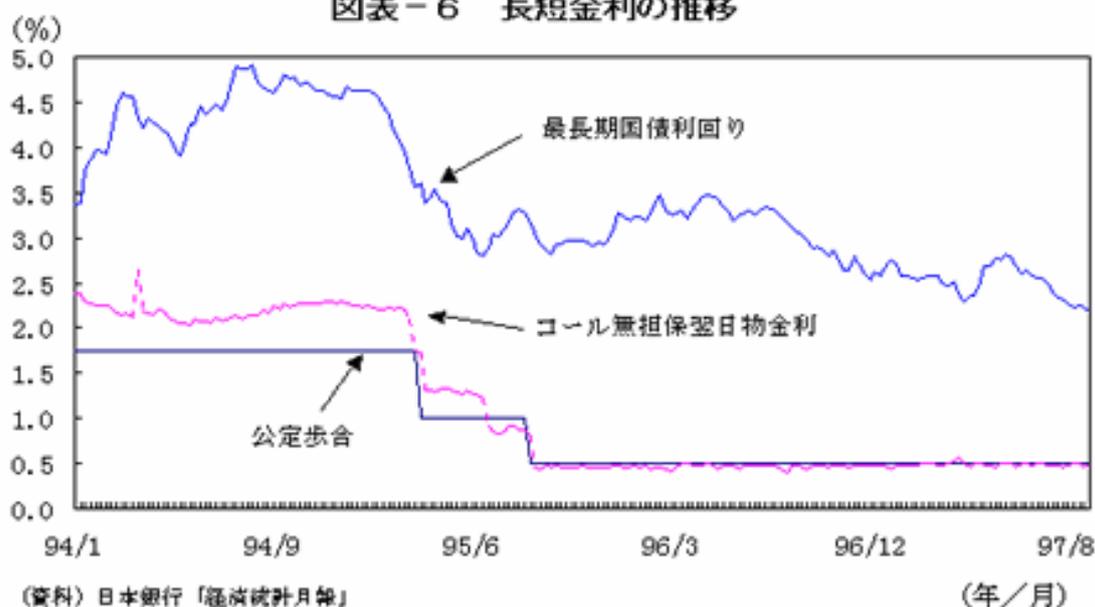
(1) 現状

95年9月に公定歩合引き下げと無担保コールレートの低め誘導が実施

され、3年目に入っている。

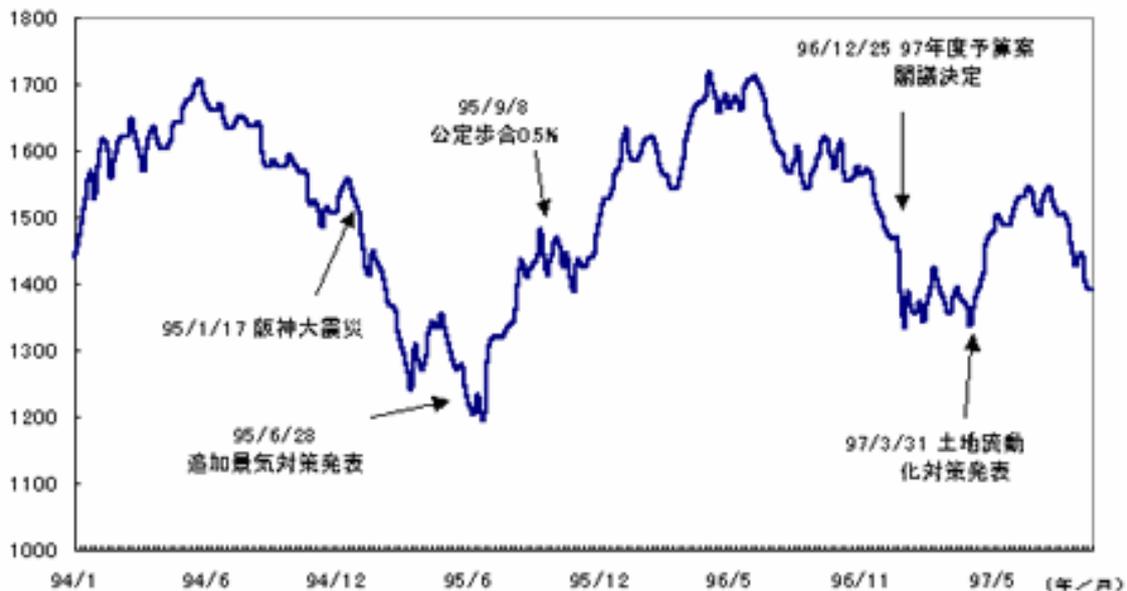
長期金利はその間低下をたどっている。97年4月には国債最長期が一旦最低値をつけた。その後一時大幅上昇となったが、景気腰折れ懸念の台頭など景況感が悪化する中、5月下旬より再び低下傾向に戻った。6/25の日銀短観で非製造業・中小企業の回復の遅れが示され、7/24の夏の情勢判断資料で日銀の景気への姿勢が慎重なものとなったことなどをきっかけに金利は一段と低下。8月に入り、経企庁、日銀が相次ぎ景気実体の弱さを認める発表をしたことで、8月末には史上最低水準を更新したが、その後も低下は続き足もと指標銘柄は1.9%前後の推移となっている。

図表-6 長短金利の推移



株価は先行き悲観論が強い中、金融機関不祥事や上場建設会社の相次ぐ破綻、米国株のピークアウト傾向などから8月中旬頃から下落傾向に転じた。その後も景気悲観論は払拭されず、足もと軟調傾向が続いている。

図表-7 株価の推移



(資料) 東京証券取引所

(2) 政策金利は据え置き、長期金利は強含み方向へ

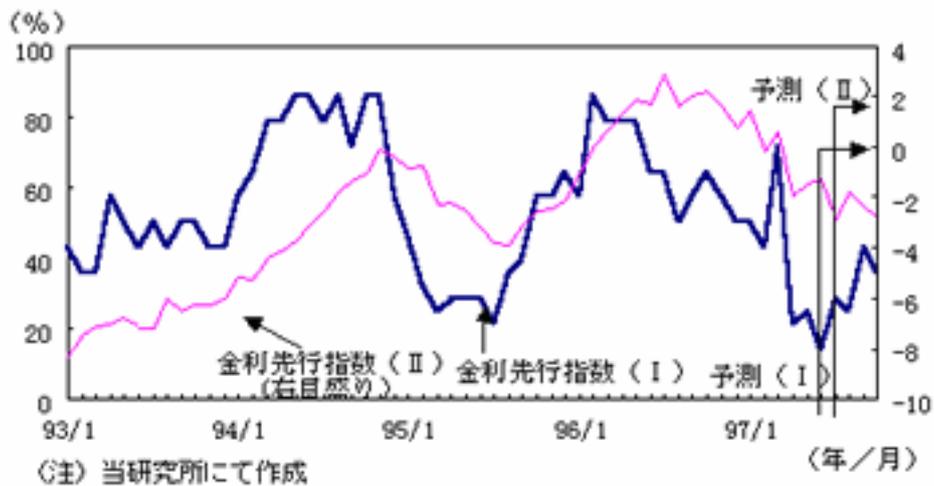
景気回復力の弱さ、緊縮財政、不良債権問題、バランスシート問題等から基本的には低金利政策が続けられよう。

景気は 97 年度下期にかろうじて持ち直しとなる程度にとどまり、97 年度中は金融政策は据え置かれよう。

過去の連続的な利上げ、利下げに先行して動くニッセイ基礎研金利先行指数は、足もと低水準で推移しており、連続的利上げのサイン(指数(I)が最低3カ月連続で 80%以上)は出ていない。

長期金利は当面、市場に景気腰折れ懸念が強い中、横這い圏内での推移が続こう。その後 97 年度末にかけ、景気がかろうじて持ち直し傾向となる中、やや上昇しよう。しかし、①短期金利上昇テンポが緩やか、②債券需給はややタイト、③為替が緩やかな円高、④海外金利、特に米国金利がピークアウト、などから上昇余地は限られよう。

図表-8 ニッセイ基礎研金利先行指数の推移



3. 為替

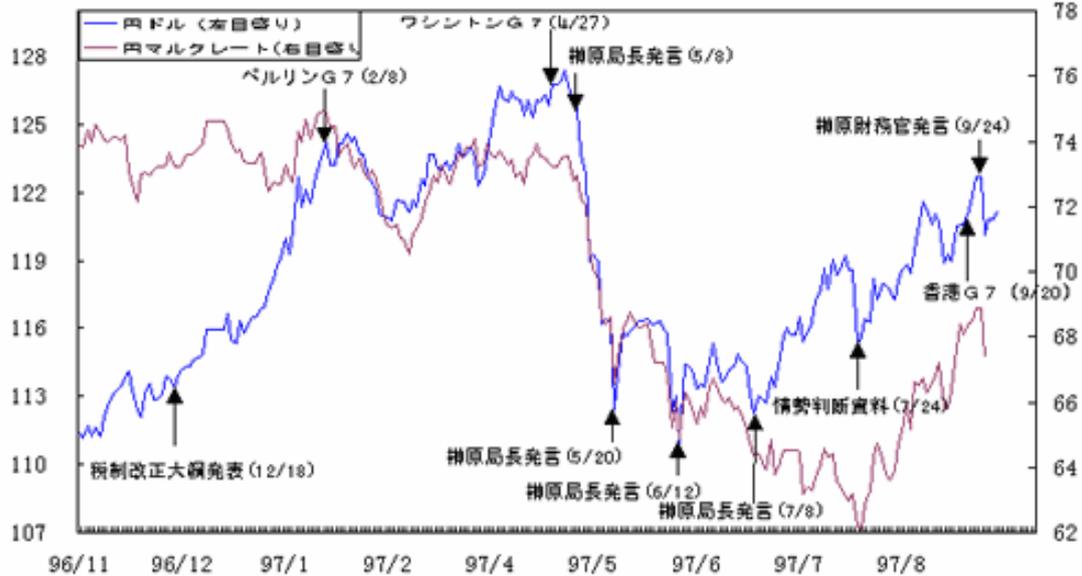
(1) 現状～円安圧力の強い展開

96年12月中旬以降、日本経済超悲観論などの中、120円台後半まで円安ドル高が進んだが、97年5月上旬からの通貨当局者の円高誘導発言、日米景況感の差縮小、米通貨当局者の経常黒字拡大に対する懸念、から110円台前半まで急激な円安修正が生じた。足もとは、日本の景況感の悪化・金利急低下から再び円安圧力の強い展開となっているが、香港G7(9/20)での強めの声明と通貨当局者の牽制から円安方向にも限度がある状況。

(円/ドル)

図表-9 円レートの推移

(円/マルク)



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

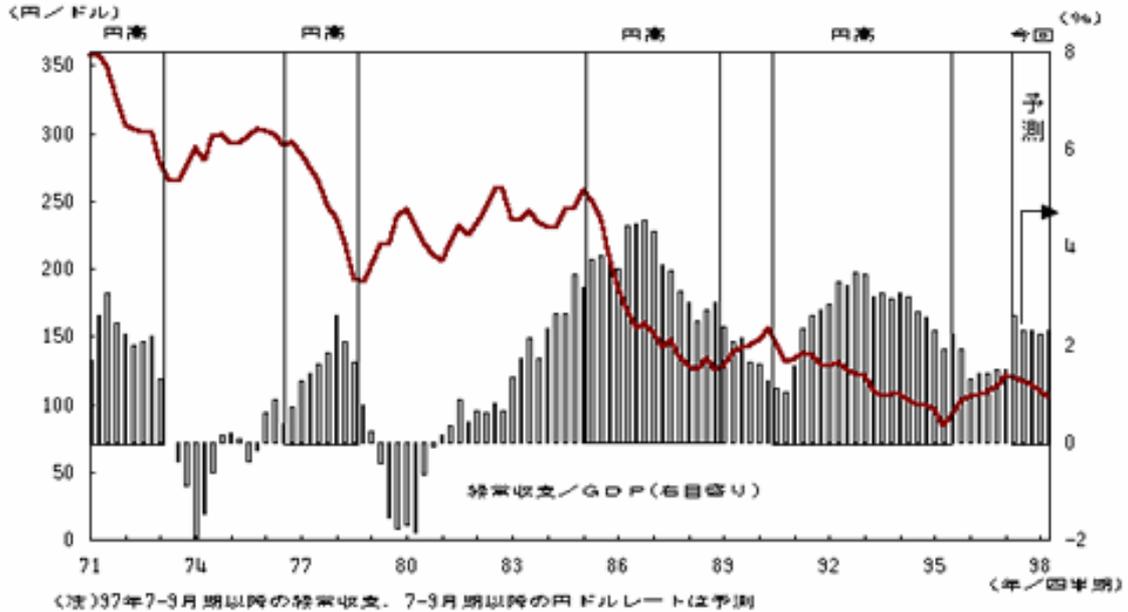
(2) 今後の方向は緩やかな円高へ

95年4月以降の中期的な円安ドル高局面は終了したものとする。97年度下期については、日本の対外黒字増加傾向の中、日本の景気持ち直し、通貨当局者のターゲットレンジも円高方向へ移動することなどから、97年度末までに110円程度まで円高ドル安が進もう。97年度平均では、115円と予想される。要因は次のとおり。

①日本の経常黒字は高水準

71年以降、4回の円高局面は、経常黒字増を背景としている。今回も、黒字拡大から円高方向の動きになると考えられるが、黒字拡大幅は過去ほど大幅とは見込まれず、円高のペースも緩やかなものにとどまろう。

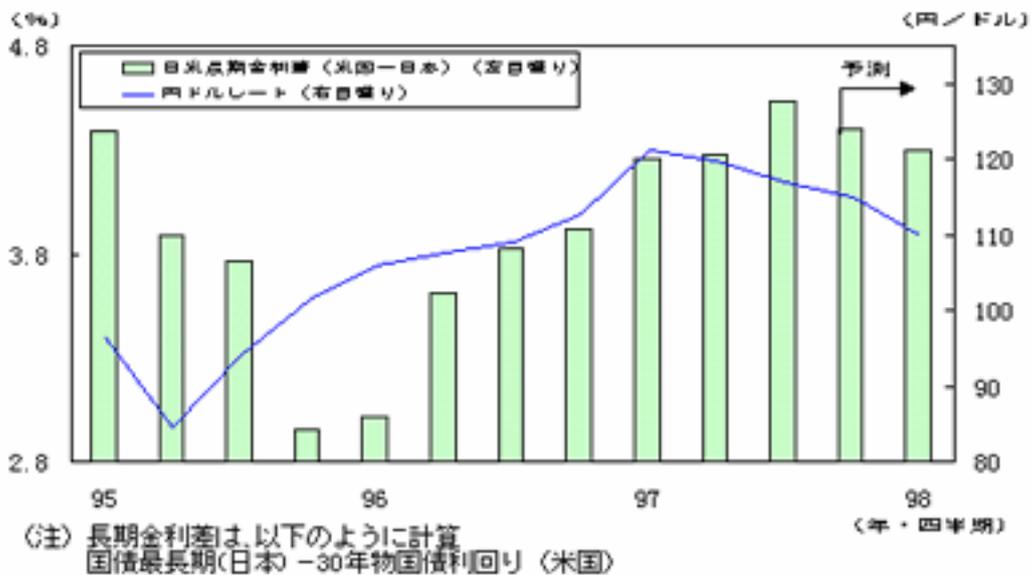
図表-10 日本の経常収支と円ドルレート



②日米景況感・金利差

足もと日本の長期金利急低下から日米金利差は拡大傾向にある。しかし、97年度末にかけて、日本の金利がやや上昇することから緩やかな縮小方向が見込まれる。

図表-11 円ドルレートと日米長期金利差



③通貨当局の態度

対外黒字高水準、米景気減速という状況の中、日本の景気を睨みながら97年度下期中には日米通貨当局ともやや円高方向へとターゲットレンジをシフトするものと考えられる。

4. 海外経済

(1) 北米経済

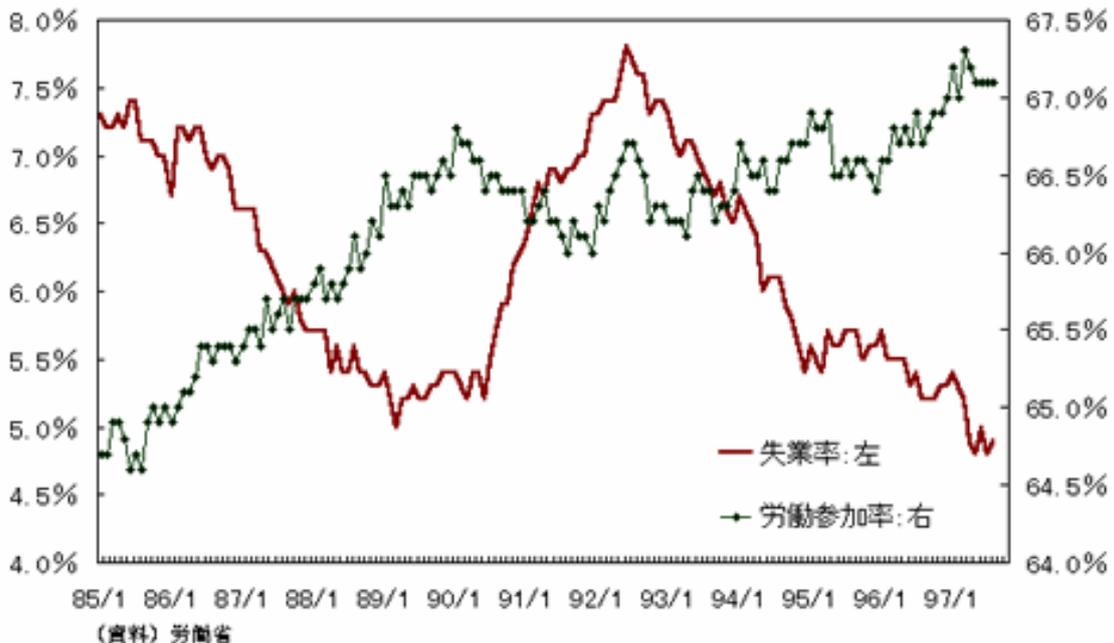
97年の北米経済は、下期に米国経済がやや減速する一方、カナダ経済は高成長を持続することから、全体として拡大基調が続こう。

米国経済は、97年上期は前期比年率4.4%の高成長となった。下期は2.6%と上期に比して減速しよう。上期に積み上がった在庫が調整局面入りする可能性があることと、4-6月期に大きく改善した純輸出がやや足を引っ張る形となろう。7-9月期は、個人消費が前期比年率4%程度の高めの成長となることから、純輸出の伸び悩み、在庫調整等のマイナス効果が見込まれるものの、2%台半ばの成長となろう。10-12月期は、個人消費がやや減速し、2%弱の成長にとどまる見込みである。

97年の実質GDP成長率は3.6%となろう。98年に入ってから、個人消費の伸び悩み等から、暫くはやや緩慢な成長が続こう。

物価は、潜在成長率とされる2%強を上回る成長にもかかわらず、安定傾向が持続している。エネルギー価格の大幅下落に加えて、財価格全般に安定基調が続いた。しかし、労働市場が逼迫している状況は変わっておらず、時間当たり賃金の前年比上昇率は3.5%程度となっている。また、労働参加率は足もと67%近辺で頭打ちとなっており、今後の労働供給の増加余地は限られてきている。このような背景から、インフレ懸念は完全に払拭されたわけではなく、FRBは、年末頃までに小幅ながら追加利上げ

図表-12 失業率・労働参加率の推移



カナダ経済は、昨年後半からの拡大基調が持続している。97年4-6月

期は、実質GDP成長率が前期比年率 4.9%の高成長となった。自動車購入と住宅購入が好景気を牽引している。また、企業収益が好調なことから、設備投資も堅調となっており、内需主導の景気回復が続く見通しである。97年は3.6%成長となろう。しかし、貯蓄率がこれ以上低下できない水準にあることから、98年には現状の内需主導の景気回復パターンに変化が見られるであろう。物価は、賃金上昇圧力が小さいこと、労働生産性の伸びが高めなことから、安定的に推移しよう。

図表-13 北米経済の見通し

($\%$：億ドル)	96年	97年		
		上期	下期	
米国				
実質GDP	2.8	3.6	4.4	2.6
消費者物価	2.9	2.5	2.7	2.3
経常収支	-1482	-1720	-1580	-1860
失業率	5.4	5.0	5.1	5.0
カナダ				
実質GDP	1.5	3.6	3.3	3.8
消費者物価	1.6	1.7	1.9	1.5
経常収支	38.3	-52.3	-80.4	-24.2
失業率	9.8	9.3	9.5	9.0

(注) 実質GDPの上下期は前期比年率
 消費者物価の上下期は前年同期比
 経常収支は、自国通貨で億ドル単位

(2) 欧州経済(英・独)

～イギリスとドイツの差は縮小方向

イギリスの成長率は、96年の2.3%から3.4%へ高まろう。景気の焦点である消費は、雇用・所得の拡大に加え、住宅金融会社等の株式会社化による一時所得もあり、やや過熱気味である。しかし、下期にかけては、金利上昇等から、消費ブームもピークアウトし、景気はソフトランディングに向かおう。BOE(英中央銀行)は、4カ月連続でベースレートを引き上げ、8月には7%とした。金融政策委員会は「年内、追加利上げの必要なし」と示唆しており、当面、据え置きとなろう。

ドイツの成長率は、96年の1.4%から2.5%へと高まる見通しである。ドイツは景気拡大テンポが加速してきた。上期は、マルク安を背景に外需が拡大の中心となる一方、失業率が戦後最悪となるなど雇用・所得の悪化から消費中心に内需は低迷が続いた。下期については、金融引き締め期待等からマルク安は一服となっており、マルク安効果は剥落するものの、

景気拡大テンポの高まりが、雇用環境の改善、消費の回復へとつながると予想される。徐々に景気のエンジンは「外需から内需」へとバトンタッチしていこう。

景気加速、マルク安に伴う輸入物価上昇とインフレ率上昇、EMU参加国との短期金利収斂の必要、からドイツ連銀は年内にもレポレート引き上げの方向へスタンスを転じよう。

図表-14 実質GDP成長率見通し

(前年比%)	96年	97年	97年	
			上期	下期
イギリス	2.3	3.4	4.0	2.7
ドイツ	1.4	2.5	1.8	3.6

(3) 豪州・アジア経済 ～通貨混乱で不透明感増す

1) オーストラリア経済

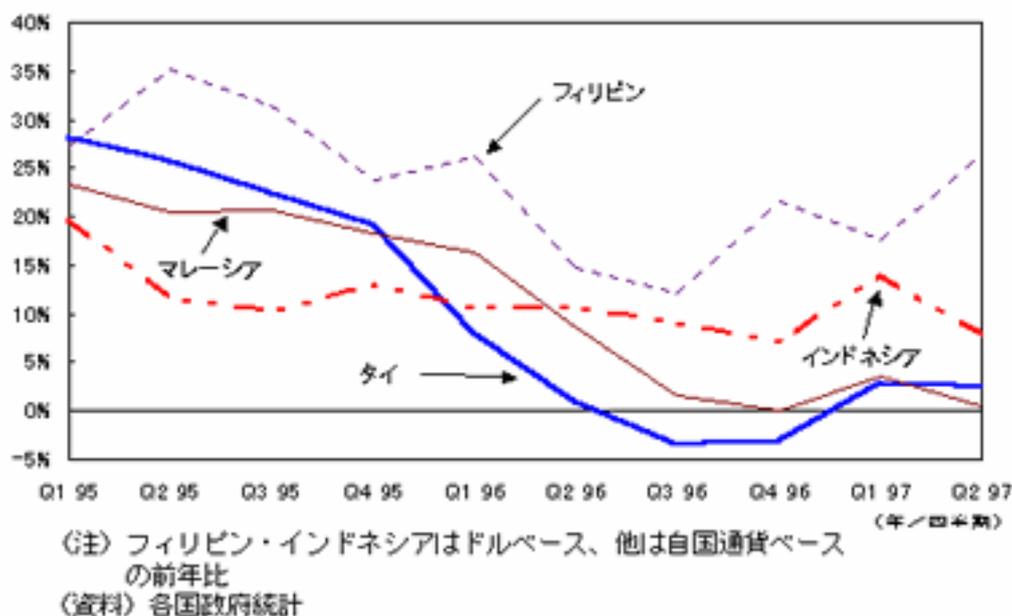
景気は96年末に底入れ後、持ち直し傾向が続いている。雇用情勢の改善が緩慢で、97年の成長率は2.8%にとどまる見込みだが、98年は本格的回復となろう。物価は安定傾向が持続している。

2) アジア経済

バブル下落に端を発したアジア通貨安が続いている。特に、タイではバブル崩壊後の金融システム不安もあり、通貨危機が経済・金融全般の混乱に発展する可能性が指摘されている。また、マレーシア・インドネシア・フィリピンも同様の問題を抱えており、これまで順風満帆だったアジア地域の先行きに不透明感が増している。

東アジア各国は90年代入り後も輸出と投資主導の経済発展を続けてきたが、95年頃からは総じて成長率はスローダウンした。特に、タイでは不動産融資規制等を契機にバブルが崩壊するなど、ブームと過剰投資の反動の面もある。

図表-15 ASEAN 4 力国の輸出額の推移



96 年は、①世界的な半導体不況、②ドル連動下での行き過ぎたアジア通貨高、③賃金が低いベトナム・中国の追い上げによる繊維などの労働集約的産業の価格競争力低下、等を背景に各国の輸出が伸び悩んだ。

ただし、各国情勢は多様であり、韓国では財閥の経営危機や足もとのウォン高・円安等によって景気減速が続いているが、香港・台湾では 96 年央頃から内需中心の自律的な回復プロセスに入っている。また、97 年春頃より総じて輸出に回復の兆しが出ていた。こうしたなかで生じた通貨混乱は、景気回復に水を差す一方、これまで過度に楽観的であったアジア経済に対する見方にも修正を迫るものとなっている。

今回の通貨混乱の底流にあるのは実力以上の通貨高の修正である。95 年以降のドル高・円安・マルク安で、ドルと連動性が高いアジア通貨の実質実効レートが上昇し、経常収支の赤字拡大、対外債務の増大につながった。また、タイでは不動産バブルが崩壊し、不良債権問題・金融不安も生じている。各種金融自由化策や 93 年のバンコク・オフショア市場創設が大規模な外資流入を招き、過剰流動性をもたらしたとも言える。問題の顕在化でアジアからの資金の流出も生じ、通貨は売られ、「ドル連動の通貨高政策」は破綻した。

図表-16 アジア各国の1人当たり名目GDP
(95年)

	実額(ドル)	米国比(%)
シンガポール	28463	107.7
香港	23291	88.1
台湾	12439	47.0
韓国	10156	38.4
マレーシア	4336	16.4
タイ	2770	10.5
フィリピン	1055	4.0
インドネシア	1038	3.9
中国	571	2.2
パキスタン	454	1.7
インド	331	1.3
ベトナム	274	1.0
日本	41043	155.2
米国	26438	100.0

(注) インドは94年

(資料) 経済企画庁

今回の通貨危機を東アジアの成長の限界の表れとする見方がある。確かに、1人当たり所得の上昇は生活水準の向上を示すと同時に、賃金高・労働集約的産業の輸出競争力低下を意味することから、成長には生産性上昇が不可欠である。

この点、ASEAN 諸国にはまだキャッチアップの余地があり、危機収束により外国資本と技術の流入が再開すれば、生産性の上昇も期待できる。高い貯蓄率・良質の労働力などこれまでの経済発展を支えた要因も基本的には持続する見込みで、中期的な成長力は損なわれていないと考えられる。

ただし、当面は経済・金融再建のための調整期間となろう。通貨下落で純輸出は期待できるが、特にタイでは、①財政緊縮、②抑制的金融政策、③バランスシート問題(不良債権、外貨建て債務負担の増大)があり、景気減速が続こう。各国とも通貨下落に伴うインフレ率上昇は避けられない。

図表-17 タイの包括的経済再建策:マクロ経済の運営

	97、98年の目標	その後の中期的目標
経済成長率	3～4%	6～7%
インフレ率	7～8%	4～5%
経常収支	-5% (97年)	-3%
外貨準備	230億ドル (97年)	輸入4か月分の250億ドル
財政収支	1%の黒字	
歳出	9230億バーツに削減 (削減幅590億バーツ)	
付加価値税	7%→10% (8/16～)	

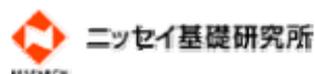
(注) 経常収支、財政収支は名目GDP比

(資料) タイ大蔵省・中央銀行

また、通貨下落に伴う国内金利上昇、海外資金流入の停滞や国内企業の為替差損等で設備投資も抑制されよう。民需鈍化と為替下落により、高水準の経常収支赤字は改善する見込みである。

なお、急速な金融自由化の中での与信拡大、バブル崩壊による不良債権等の問題は残っており、通貨や金融が混乱するリスクには今後も注意を要しよう。

(97. 10. 3 現在)



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所 [経済調査部](#)までお寄せ下さい。