

1998 年度経済見通し

～低迷続き、0.5%成長。当面、高い下振れリスク～

増税等の負担増、反動減などから景気は 97 年度初より後退局面入りし、民間需要の低迷が長期化している。97 年度は -0.1% と 74 年度以来のマイナス成長となる。

金融システム不安、アジア経済の混乱等が加わる中、当面、スパイラル的な下降リスクも高い。98 年度は景気下支え要因に乏しく、低迷基調が継続し、0.5% 成長にとどまろう。

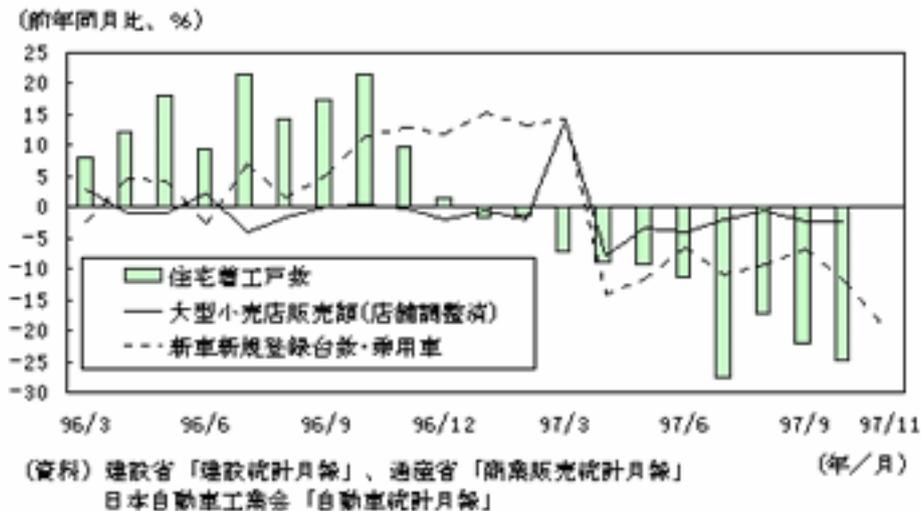
1. 国内経済

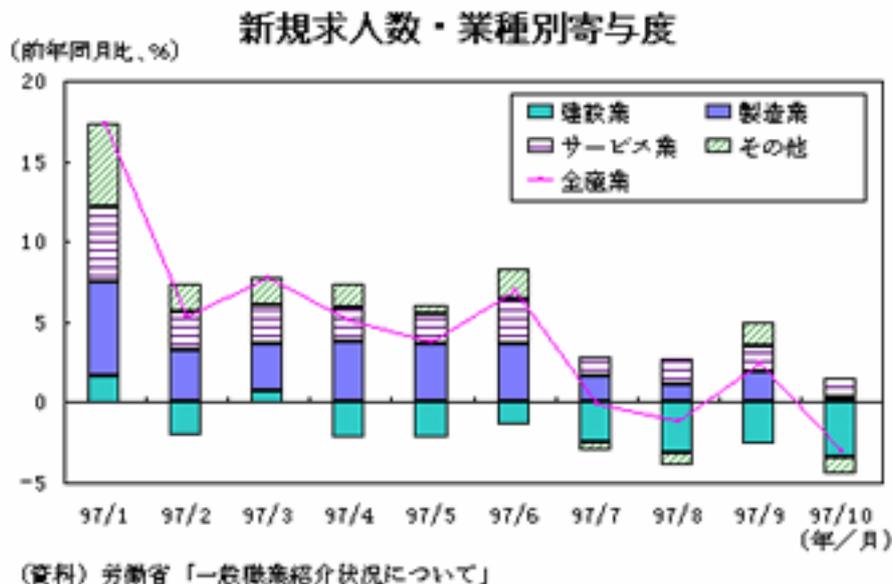
～スパイラル的下降リスクの高い状況

(1) 景気の現状

新設住宅着工戸数は 97 年 1 月より前年比減少に転じ、自動車販売や大型小売店販売など多くの指標で 97 年 4 月以降、減少傾向が続いている。足もとでは、消費税増税、特別減税廃止等の約 8 兆円に及ぶ家計の負担増の影響に加え、これまで消費を下支えてきた雇用・所得の伸びが鈍化を示し、消費低迷が長期化する懸念が強まっている。

低迷が続く消費関連指標





反動減の影響はほぼ出尽くしてきたものの、①財政緊縮の影響継続、②耐久消費財、住宅のストック調整などから最終需要の回復は遅れている。当初、自動車、エアコン等の一部電化製品にとどまっていた在庫増も、化学などの素材産業に波及し、在庫調整の強まりの中、生産も減少傾向である。景気は97年度初より後退局面に入ったとみられる。

さらに、金融システム不安再燃、株安、アジア経済混乱の拡大・長期化なども加わり、企業・消費者マインドは冷え込み、最終需要の低迷が長期化する恐れが強まっている。当面の景気は下振れ懸念が強く、スパイラル的な悪化のリスクも高い状況である。

(2) 見通しの前提とポイント

1) 予測の前提

- ①公的支 出: 98年度予算は財政構造改革法通り、一般会計公共事業費は7%削減。公的固定資本ベースでは名目で4%程度のマイナス。97年度補正は災害復旧等0.5兆円
- ②税 制: 法人税ほぼ中立(税率2.5%下げ、課税ベース拡大)、教育等の政策減税
- ③為 替: 年度平均で1ドル124円
- ④公定歩 合: 0.5%で据え置き

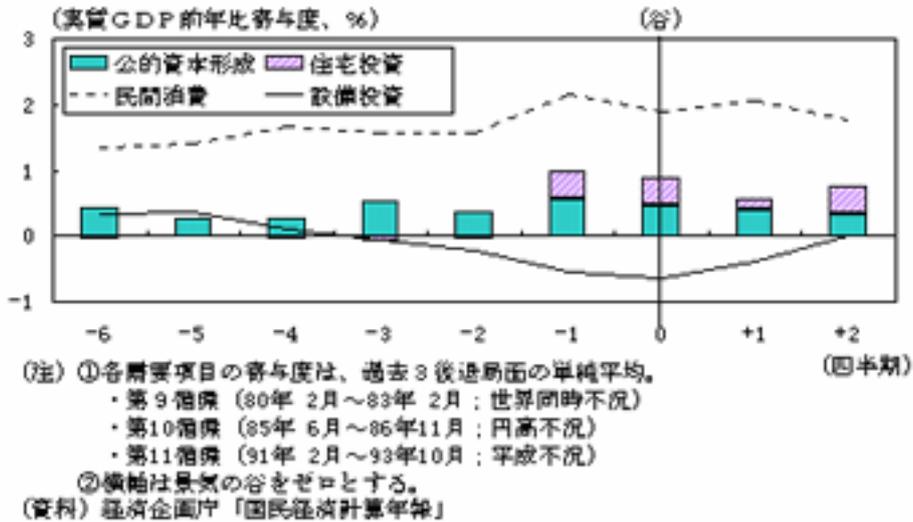
2) 景気動向を左右するポイント

80年代以降の後退局面では財政金融政策の発動などを契機として、公的固定資本形成、住宅投資の増加が景気回復の先導役を果たしてきた。

しかし、今局面では財政は構造改革初年度に当たること、住宅はストッ

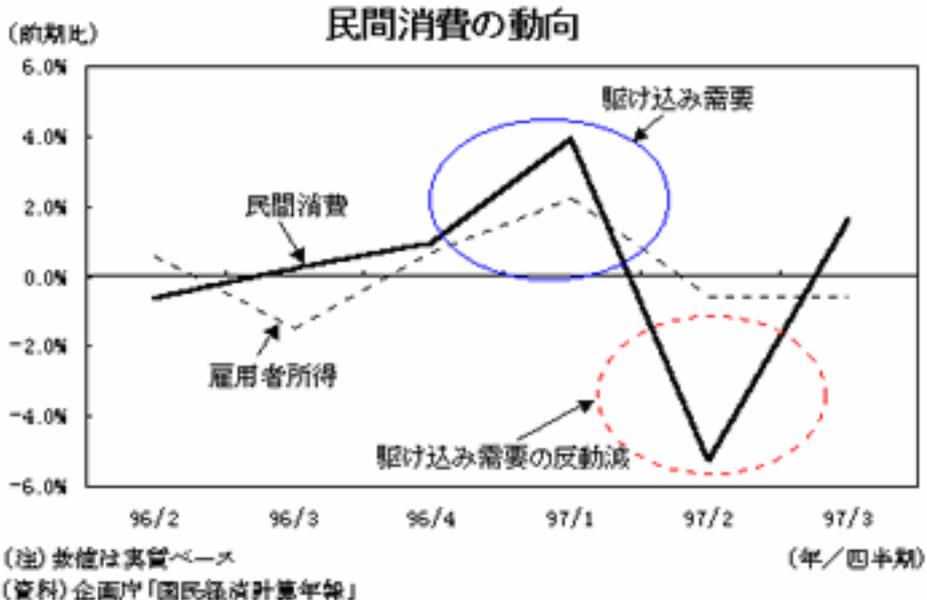
ク調整局面にあることなどから従来の先導役を期待できない。民間消費、設備投資の回復動向が大きなポイントとなつてこよう。

過去3後退局面のGDP 需要項目の動き



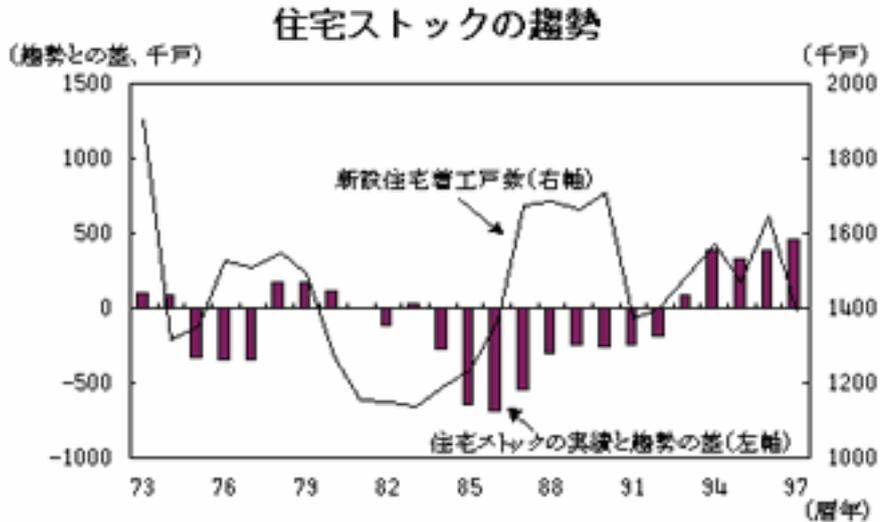
①民需の自律回復力

反動減の影響はほぼ出尽くしたものの、家計負担増の影響による実質可処分所得の減少に加え、雇用・所得の伸び鈍化、さらに先行き雇用所得不安などを背景とした消費者マインドの悪化から、消費低迷が長期化する懸念が強まっている。97年7-9月期の消費の戻りも弱いものに終わった。



また、駆け込み需要等の結果から、耐久消費財・住宅ではストック調整の状況にある。住宅では、着工戸数が人口要因等でみた趨勢的な増加ペースを上回る状況が93年度以降続いており、ストック調整局面入りを示

す状況にある。98年度の住宅着工戸数は125万戸程度と今後とも着工戸数の減少が続こう。

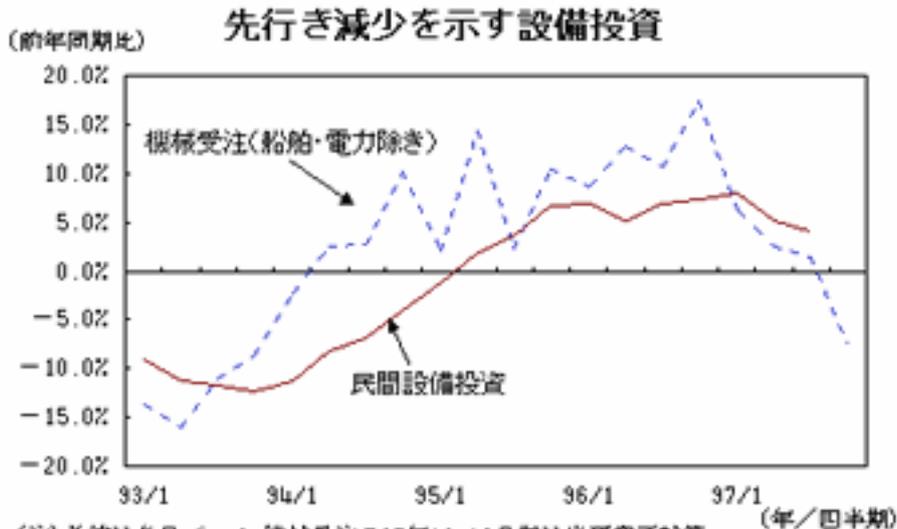


(資料) 総務庁「住宅統計調査」、建設省「住宅着工統計」

95、96年度の設備投資を牽引した通信関連、小売等の独立的投資の一巡や景気連動的な投資のピークアウト、企業収益の鈍化などから、設備投資は減少傾向を明確にしてこよう。

しかし、設備投資の資金調達は、小売業等の一部を除き、多くの産業で減価償却費の範囲内にとどまっており投資の過熱感はない。

今後の設備投資は減少が予想されるが、大幅な落ち込みはなからう。



(注) 数値は名目ベース。機械受注の97年10-12月期は当研究所試算

(資料) 企画庁「機械受注統計」「国民経済計算年報」

② 財政緊縮の影響

「財政再建至上主義」のもと、財政構造改革法によって、2003年度までに国と地方を合わせた財政赤字をGDP比で3%以下にするなどの目標

が掲げられ、予算編成段階で歳出削減に一定のタガがつけられることとなった。

98年度の公共事業は一般会計で97年度当初予算比7%削減することとなっており、この分、景気へのデフレ要因となろう。98年度では、1.5兆円(名目)の減額によりGDP成長率を0.2%押し下げよう。ただし、経済へのデフレ効果の点では、消費税増税や特別減税廃止等が集中した97年度が98年度を上回る。

③金融システム不安の影響

大型金融破綻、株安などにより、企業、消費者マインドは下振れ感を強めている。マインドの低下は消費、設備投資に影響を与え实体经济に大きな影響を与えよう。金融面からの实体经济への影響も懸念される。この点、金融システム安定化に向けた公的資金導入の枠組み確立がカギを握ろう。

④アジア経済の混乱の影響

タイを始めとするアジア諸国の経済混乱は、韓国にも飛び火し、拡大・長期化の様相をみせている。アジア経済の混乱に伴う日本への影響は、貿易面以外についての定量的分析は現時点では困難である。ただし、金融面での「不良債権増加」の影響は、タイの海外借入残高で邦銀シェアが50%を超えるなどから、アジア諸国の混乱如何では金融機関の不良債権問題のさらなる重石となることが懸念される。

貿易面の影響(ここでは輸出のみ勘案)では、96年から97年へのアジア各国の経済成長率は2%程度の低下が見込まれ、対円通貨は97年1月より12月までに12%下落した。こうした状況が今後とも続くとすれば、アジア経済の混乱により、GDP成長率は-0.3%程度押し下げられよう。貿易黒字は1兆円程度減少しよう

アジア経済動揺の影響

日本 アジア	貿易黒字		GDP成長率
		兆円	
成長率1%低下	-2.8%	-0.2	-0.07%
対円為替10%下落	-6.6%	-0.6	-0.17%
計	-9.3%	-0.8	-0.24%

(資料) 大蔵省「貿易統計」等をもとにした当研究所試算

⑤短期的側面としての在庫調整の状況

当初では自動車、エアコン等電化製品にとどまっていたものが、足もと最終需要の低迷長期化などから化学、鉄鋼など素材産業にも波及し、在庫調整は本格化してきた。在庫調整の期間は、素材産業まで波及したことから、生産が下げ止まる98年度央頃までと長期化しよう。

(3) 1998 年度見通し

1) 経済見通し

(景 気)

98 年度の経済は家計負担増の影響の薄れ、耐久消費財等のストック調整や在庫調整の進展などから下期に下げ止まるが底這い状況にとどまり、低迷が続こう。実質経済成長率は 0.5%と、97 年度に続き2年連続でほぼゼロ%という厳しい状況が予想される。

企業収益の悪化により雇用者数の削減が行われ、失業率はさらに上昇し年度末には4%に迫る恐れが大きい。このため雇用者所得の伸びはさらに低下し、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減が無くなっても、所得面の制約が消費の伸びを妨げることになろう。独立的な設備投資もピークを超え、内需不振から設備投資はマイナスの伸びとなろう。

(公的需要)

補正予算による大幅な公共事業の追加が無ければ公共事業量は減少しよう。

(対外収支)

アジア経済不振の影響から輸出の伸びが抑制され、外需の経済成長への寄与はマイナスに転じると考えられるが、国内需要の低迷から輸入の伸びも緩やかなため、高水準の対外黒字が続こう。経常収支黒字は 97 年度、98 年度ともに2%台前半となり、貿易摩擦の再燃が懸念される。日本経済の不振は日本へ輸出を行っているアジア各国の経済不振の一因ともなっているなどから、日本の内需拡大策を求める国際的な圧力が高まると考えられる。

(物 価)

消費税率の引き上げが行われた 97 年度と異なり、98 年度は物価を押し上げる要因が無い。内需の不振による需給緩和を反映して、物価は超安定というべき状況が続き、むしろデフレ懸念が出て来よう。

日本経済見通し総括表（前期比、％）

	96年度	97年度		98年度			97年度 前回予測	
		予測	上期	下期	予測	上期		下期
実質GDP成長率	3.2	-0.1	-1.4	0.6	0.5	-0.0	0.5	1.1
（前年同期比）	—	—	<-0.6>	<-0.7>	—	<-0.5>	<-0.4>	—
（内需寄与度）	(3.5)	(-1.4)	(-2.4)	(0.5)	(0.6)	(0.1)	(0.5)	(-0.0)
（内、民間需度）	(3.7)	(-0.9)	(-2.3)	(0.3)	(0.7)	(0.2)	(0.6)	(-0.1)
（内、公的需度）	(-0.2)	(-0.5)	(-0.1)	(0.2)	(-0.2)	(-0.2)	(-0.1)	(0.0)
（外需寄与度）	(-0.4)	(1.3)	(1.0)	(0.1)	(-0.1)	(-0.1)	(-0.0)	(1.2)
民間消費支出	2.8	-0.7	-2.7	0.9	1.7	0.8	1.0	0.2
民間住宅投資	13.7	-20.5	-17.5	-8.0	-4.7	-0.8	0.7	-14.4
民間設備投資	9.1	2.5	-0.3	1.0	-0.0	-0.6	0.3	2.9
公的固定資本形成	-2.7	-6.3	-0.5	0.2	-2.9	-1.3	-2.9	-0.8
財貨・サービス輸出	5.1	9.5	5.8	0.4	2.7	0.8	3.4	12.7
財貨・サービス輸入	8.7	-1.3	-2.3	-0.3	4.0	2.0	4.2	3.2
製造業生産上昇率	4.0	2.2	1.0	-1.9	-1.4	-0.8	0.6	3.2
総合卸売物価上昇率	1.0	2.0	2.3	1.6	-0.1	0.2	-0.4	1.7
消費者物価上昇率	0.4	2.0	2.0	2.0	0.2	0.2	0.2	2.0
经常収支（兆円）	7.2	12.1	12.2	11.9	11.3	11.5	11.1	12.0
対名目GDP比	1.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3

（注） 前回予測は10月3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。
 经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「国民経済計算年報」他

2) 金融・為替見通し

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傾向をたどっている。97年4月に一旦最低値をつけた後一時大幅上昇したが、5月下旬より、①消費・住宅の弱さ、在庫調整圧力、②財政面での景気対策も期待薄、などから再び低下し、秋口以降は歴史的な低水準となった。

98年度は景気低迷が続くことから、超低金利政策が継続されよう。長期金利は、①短期金利は横這い推移、債券需給も良好、②為替が緩やかな円高、③海外金利、特に米国金利のピークアウト、などから横這い圏内での推移が続こう。



株価は夏場まで堅調であったが、その後、米国株の天井感、上場建設会社の破綻などから軟調な展開に転じた。10月末からの世界同時株安に加え、11月には銀行、証券会社の大型破綻があり、大型株を中心とした外人売りが続いた。足もと公的資金導入期待でやや持ち直したものの依然下値不安の強い状況が続いている。今後も金融システム問題などで若干の進展はあろうが、概ね弱含み横這いの推移となろう。ドルベースでは日本株に割安感も出ている。97年度下期入り後、売越し基調の外人が、金融システム安定化に向けた対策などを如何に評価するかが注目されよう。

為替は、97年7月下旬頃から日本の景況感悪化、株価下落を材料に円安方向の動きとなった。11月に入り、金融機関破綻等により円安が加速し、足もと130円近辺の動きとなっている。今後も、日本の景況感が悪化する中、円安圧力の強い展開となろう。98年度下期以降、日本の景況下げ止まり、金融システム不安緩和からやや円安修正が生じよう。しかし、日本経済の基調は弱く、大幅な円高はないと予想される。



3) 政策課題

中長期的課題である規制緩和などの構造改革は引き続き進めることが求められる。しかし、短期的には景気のスパイラル的な悪化と金融システム不安の拡大をくい止めることが最優先の政策課題である。金融機関の不良債権問題については、金融システムの動揺が現在の経済不振の一つの大きな要因であることから、公的資金導入などの枠組みを確立し、早急に対応することが求められる。

こうした政策は財政赤字を拡大するとの批判も考えられるが、98年度の経済持ち直しも期待でき、中長期的には財政バランスをより早く改善させるであろう。98年度予算での所得税2兆円、法人税2兆円計4兆円の減税、不良債権問題処理のための公的資金導入の枠組みの確立を行うべきである。

2. 海外経済

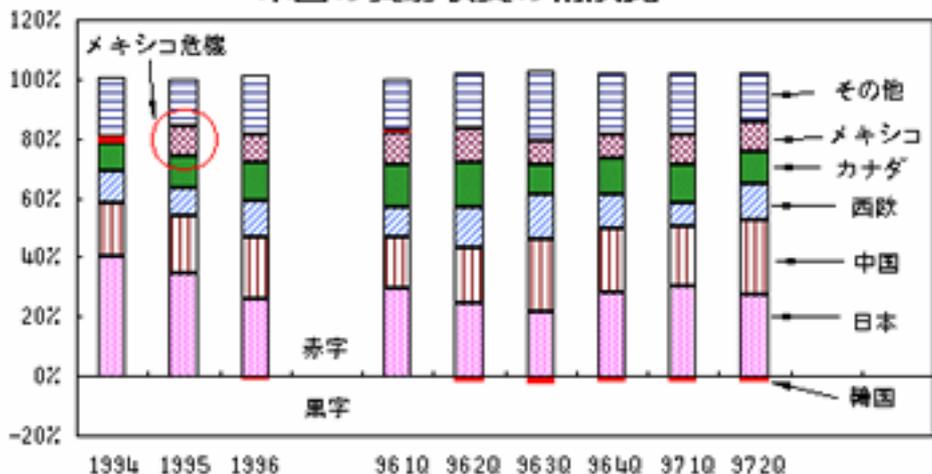
(1) 北米経済(米・カナダ)、豪州

98年の北米経済は、米国・カナダ経済ともに減速しよう。米国は97年3.7%から98年2.2%へ、カナダは同じく3.6%から3.4%へ減速する見通しである。オーストラリアは3.0%、3.4%と堅調が持続しよう。

1) 米国

米国経済は、景気拡大期間が7年以上に及んでおり、労働市場の逼迫、耐久財消費のピークアウト等、個人部門を中心に減速へ向かいつつある。また、アジア経済混乱が輸出の減少を通じて景気の足を引っ張る可能性も高い。98年の米国経済は、上期に1-2%程度の減速局面が続こう。耐久財消費を中心とした個人消費の伸び悩み、アジア経済混乱による輸出の低迷が景気減速の主因となろう。需要の伸び悩みから在庫の積み増し余地も限られており、生産機器を中心とした設備投資以外に景気の牽引役が乏しい状況となろう。下期には、個人消費中心に持ち直す動きが出てこよう。物価は概ね安定基調が続こう。上期は、労働市場の逼迫を背景に、これまでの低下安定基調に比べて上昇率がやや高まるが、下期は景気の減速から落ち着こう

米国の貿易収支の構成比



(資料) 商務省

アジア経済混乱の影響は、貿易赤字の構成比からみて無視できない。日本と中国合計で米国の貿易赤字の半分を占める。また、韓国はこのところ米国が輸出超過であるが、98年は赤字に転化するとみられる。対アジアの輸出減少、輸入増加が景気の足を引っ張ることとなる。

2) カナダ

97年から98年にかけて減速するものの、高成長が持続しよう。ただし、

貯蓄率はすでに低く、これまでの内需拡大パターンに変化がみられよう。失業率の低下から消費者、企業コンフィデンスが高く急速な内需の冷え込みは予想されないが、自動車販売の伸びは止まると思われる。一方、住宅投資は今後も伸びる可能性がある。設備投資は、97年がピークと見られるが、強い投資意欲を背景に98年も底固い伸びとなろう。需要が投資を呼び、生産性が向上し、所得の増加が需要を喚起するといった好循環の形で高成長が持続しよう。物価は安定的に推移しよう。

3)オーストラリア

景気は96年末に底入れし、回復が続いている。アジア景気減速で外需は期待できないが、内需は回復傾向が続き、97年3.0%、98年3.4%成長になろう。物価は安定傾向が持続しよう。

オーストラリアの貿易相手国(96年)

	輸出	輸入
日本	19.7	13.0
米国	6.3	23.4
ニュージーランド	7.1	4.7
英・独・仏・加・伊	9.0	19.7
NIEs4	21.3	10.8
韓国	9.4	3.0
香港	3.8	1.2
台湾	4.4	3.2
シンガポール	3.7	3.4
ASEAN4	10.1	6.1
タイ	2.1	1.4
マレーシア	2.8	2.2
インドネシア	4.0	2.2
フィリピン	1.2	0.4
中国	5.0	5.2
アジア計	36.4	22.2

(注) ①シェア、%

②アジア計はNIEs4、ASEAN4、中国の合計

(資料) IMF「Direction of Trade」

(2) 欧州経済(英・独)

1) 英・独とも2%台の成長

イギリスの成長率は97年の3.6%から2.2%へ減速する見通しである。97年の消費は、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、やや過熱気味となったが、一時所得効果の剥落、金利上昇等から、消費を中心に減速するとみられる。BOE(英中央銀行)は、97年11月に政策金利を引き上げ7.25%とした。インフレ率の小幅上昇から、98年上期にもう一段の金利引き上げが予想される。

ドイツの成長率は97年の2.4%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を加速させている。97年は、マルク安を背景に外需中心の景気拡大となったが、失業率が戦後最悪となるなど雇用・所得の悪化から消費を中心に内需は低迷した。98年については、雇用環境の下げ止まり、製造業の高収益を背景とした高めの賃上げから消費の回復が

見込まれ、徐々に景気のエンジンは「外需から内需」へと転換していこう。

ドイツ連銀は、97年10月にレポレートを引き上げたが、①景気拡大を背景としたインフレ予防措置、②EMU参加国との短期金利収斂の必要、から98年上期にもう一段の政策金利の引き上げが予想される。

2) 欧州通貨統合(EMU)の推移

ここ数年、何度か成立が危ぶまれた欧州通貨統合(EMU)であるが、99年1月から開始される観測が強まっている。

99年1月からは、英国、スウェーデン、デンマーク(経済収斂基準を達成しているものの、政治的理由から不参加)、ギリシャ(財政赤字、インフレ率等で経済収斂基準が未達成)を除く、EU11カ国の参加が予想される。英国のブレア政権は、統合に対し前向きな姿勢を示しているものの、参加時期に関しては、①99年1月からは参加しない、②現議会期間である2002年春までに参加することは現実的でない、としており、参加の決定は世論をうかがいながら2002年以降になされよう。

98年5月に参加国が決定された後については、99年1月から「固定為替レート制度」に移行し、参加国の為替レートは固定される一方、金融政策の権限は各国の中央銀行から欧州中央銀行(ECB)に移され、一元的な金融政策が実施されることになる。そして、2002年1月以降、マルク等の各国通貨が回収されると同時に、欧州単一通貨であるeuro(ユーロ)紙幣・貨幣が発行され、名実ともに欧州通貨統合が完成することになっている。

< 欧州通貨統合 (EMU) の今後の予定 >	
○フェーズA (1998年5月～1998年12月)	・ 欧州中央銀行 (ECB) の創設 ・ 通貨統合参加国の決定、交換レートの固定方法の発表
○フェーズB (1999年1月～2001年12月)	・ EMU参加国通貨とeuroとの交換レートを不可逆的に固定 ・ ECBによる一元的な金融政策
○フェーズC (2002年1月～2002年6月)	・ euro紙幣・コインの流通開始 ・ 旧各国紙幣・コインの回収完了

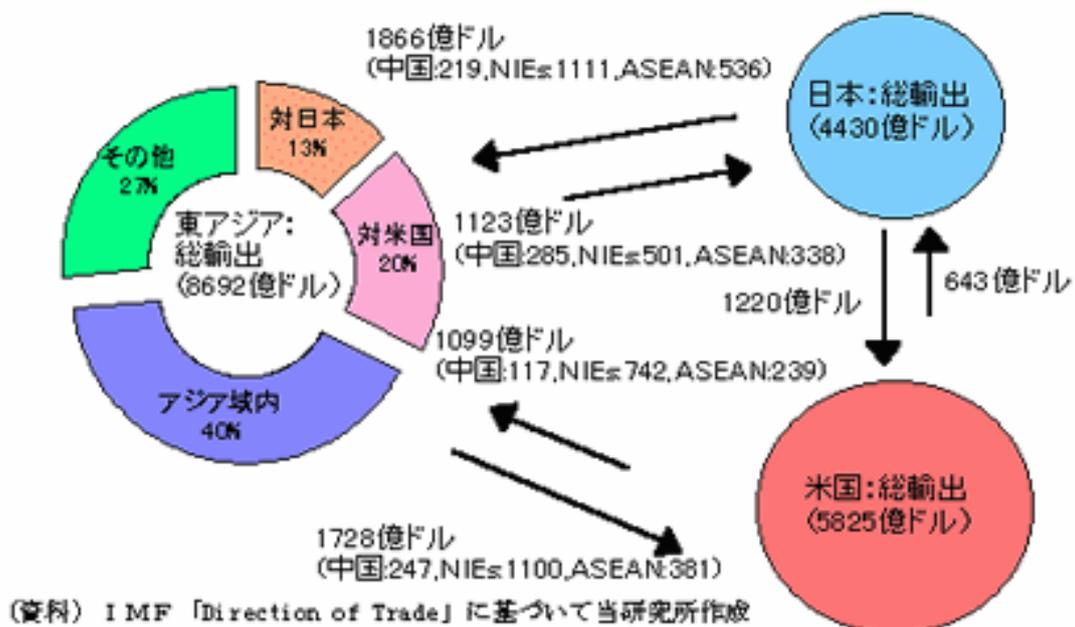
(3) アジア経済

パーツ下落に端を発したアジア通貨の混乱は依然続いている。一部の国では金融不安も拡がり、アジア経済の先行き不透明感は更に強まって

いる。

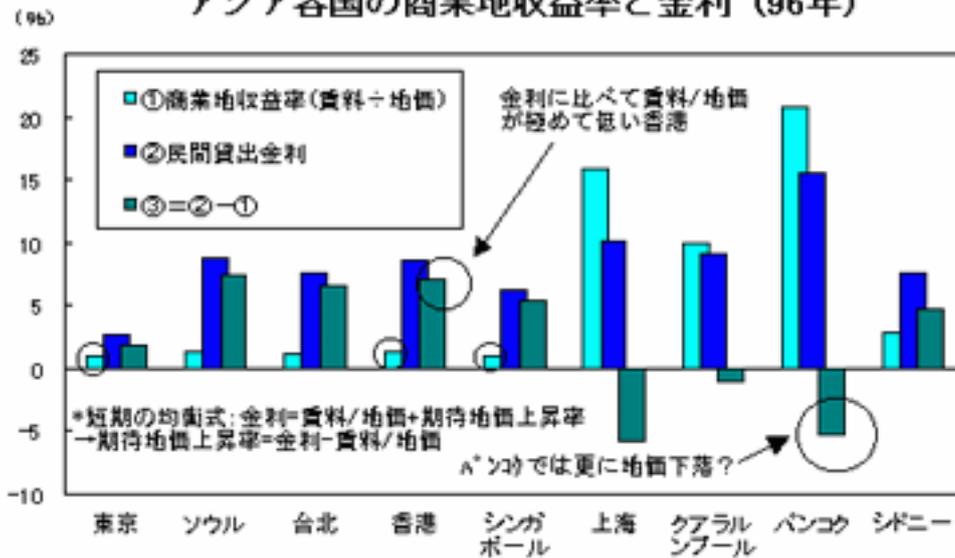
タイ(7月2日)・インドネシア(8月14日)は変動相場制へ移行したが、香港のドルペッグ制も揺れている。10月下旬の香港株の大幅下落は世界中に連鎖反応を起こした。韓国でも財閥系企業の相次ぐ経営破綻や金融機関問題などからウォンが急落した。韓国政府は不良債権処理策を発表したが混乱は収まらず、タイ、インドネシアに続き、韓国へもIMF等の融資が12月3日に決定した。

アジア・日本・米国の貿易フロー



通貨危機前のアジア経済は、香港・台湾では96年半ばより内需中心の自律的回復を続け、他の国々でも97年春頃より輸出が上向きに転じていた。しかし、80年代後半からブームが続いてきた設備投資が下降局面入りしていたところに、今回の通貨・金融の混乱が加わったタイなどでは経済再建のための構造調整が避けられない。アジアは経済面・金融面で日本との相互依存関係が深い。日本と比べれば経済規模が小さく輸出主導の成長構造を有する各国にとって日本の景気低迷や一部金融機関の経営破綻の影響は大きい。また、各国通貨の下落により価格競争力が低下した中国が元を切り下げる可能性も新たな懸念材料である。

アジア各国の商業地収益率と金利 (96年)

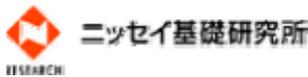


(資料) 国土庁「第2回世界地価等調査」、IMF「IFS」ほか

金融面で、バブル崩壊の後遺症を抱えている国も多い。これまでの投資ブームによる供給過剰から空室率が高まり、不動産市場の先行き期待は弱気である。不動産業への融資を急増させた金融機関も不良債権を抱え、タイでは 91 社中 58 社のファイナンスカンパニーが営業停止となり、このうち 56 社は閉鎖となっている。

今後、金融機関の信用供与が急激に収縮して实体经济活動に支障が生じるといような事態が生じないよう、必要に応じて金融当局が迅速に流動性供給を行う等の措置とともに金融システム再建に向けた抜本的改革が必要であろう。

以上の通り、当面のアジア景気を巡る環境は悪化している。しかし、これまでの反動で、現在は過度に悲観的見方が支配的になっている面も否定できない。高い貯蓄率・良質の労働力・海外からの技術移入などアジア各国の経済発展を支えてきた基本的条件は損なわれていない。キャッチアップ余地の大きい ASEAN 諸国を中心に今後も長期的には高い成長が見込める点には留意する必要がある。



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。