

海外経済動向

—— 1996年春 (注1) ——

■ 要 旨 ■

1. わが国を取り巻く海外主要国の景気動向をみると、全体としては若干減速しつつも緩やかな拡大が持続している（図表1）。すなわち、米国では、昨年末から本年初にかけての豪雪や政府機関の一部閉鎖の悪影響も一時的なものにとどまり、在庫調整が概ね完了する中で、最終需要の緩やかな拡大に見合った潜在成長率近傍での安定成長軌道に軟着陸しつつある。

一方、欧州では、ドイツ景気が、昨春のマルク高や高率の賃上げ等を背景とする企業マインドの萎縮から、輸出・設備投資を中心に低迷を続けているほか、他の諸国の景気についても、国により強弱の差はあるものの、総じて力強さを欠く展開となっている。

この間、東アジアでは、NIEs諸国で資本ストック調整局面入り等から景気拡大テンポがやや鈍化しているものの、ASEAN諸国は高成長を継続しているほか、中国でも、これまで鈍化してきた生産・投資がこのところやや持ち直しており、全体としては幾分伸びを鈍化させつつも高成長を継続している。

(図表1) 海外主要国の実質GDP成長率

		(前年比 %)				
		1993年	94年	95年	95年上期	95年下期
米	国	2.2	3.5	2.0	1.2	2.0
欧 州	ド イ ツ	△ 1.2	2.9	1.9	2.2	0.9
	フ ラ ン ス	△ 1.5	2.9	2.4		
	英 国	2.2	4.0	2.5	2.0	2.1
東 ア ジ ア	N I E s	6.3	7.6	7.4		
	A S E A N	7.0	7.7	7.8		
	中 国	13.5	11.8	10.2		

- (注) 1. 欄外の1995年上期、下期は、前期比年率。
 2. NIEs、ASEANについては、1994年の名目GDP（同年中の平均為替レートでドル換算）のウェイトでの加重平均値。
 3. ASEANは、タイ、マレーシア、インドネシア（1995年は政府見込み）、フィリピンの4か国合計。
 (資料) 米国は政府統計、欧州は各国政府統計、東アジアは各国政府・中央銀行統計。

(注1) 本資料は、日本銀行の政策運営に際しての参考資料として、海外経済の動向を取りまとめたものです。今後、四半期ごとに作成する予定です。なお、これまで作成してきた「海外金融経済概観」は3月分をもって終了しました（ただし、従来から添付している「海外主要経済指標」は、後掲のとおり今後も毎月『日本銀行月報』に掲載します）。

2. 海外主要国の金融・資本市場の動向をみると、米国では、昨年中低下傾向を辿った長期金利が、2月下旬以降、景気下振れ懸念の後退や財政均衡化問題の早期収束期待の剥落などから、若干反転上昇している。この間、株価については、昨年大幅に上昇した後、本年入り後も企業業績の高水準持続見通し等を背景にさらに上昇し、最近では高値圏でもみ合っている。

また、短期金利は、昨年末から本年初にかけての公定歩合引き下げを含む2度の緩和策の後、さらに一段の利下げ予想を織り込む展開となっていたが、2月下旬以降、景況感の持ち直しに伴って、そうした先行き低下予想は概ね払拭された金利形成となっている。

ドイツでも、米国同様、昨年中低下傾向を辿った長期金利が本年1月末以降反転上昇している。こうした動きの背景としては、財政赤字の拡大や通貨統合を巡る不透明感の高まりが市場では長期金利の上昇要因として受け止められていることに加え、年明け後のマネーサプライの伸びが高いことから、市場における早期の利下げ予想が後退していることなどが指摘されている。

一方、短期金利は、昨年12月央の公定歩合およびロンバート金利の引き下げ後も、ブンデスバンクによる債券買いオペ金利の低下に歩調を合わせる形で低下している。

1. 実体経済

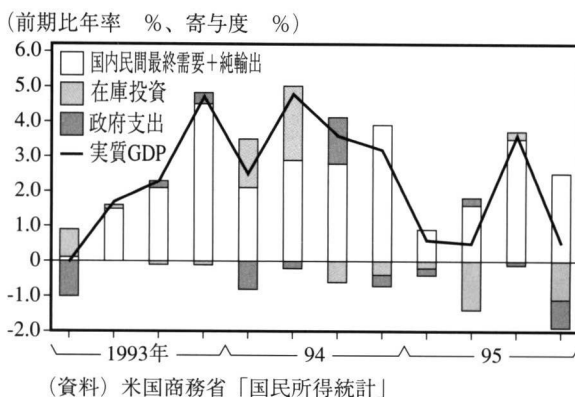
(1) 米国

米国景気は、1995年前半の調整局面を経て、年後半以降は、第3四半期に大きくリバウンドした後、第4四半期には再びスローダウンするなど、四半期ごとの振れを伴いつつも、潜在成長率（年率+2%程度と言われる）近傍の安定成長軌道に軟着陸しつつある（図表2（a））。企業の慎重な生産姿勢が継続する中で、在庫調整も順調に進捗し、最新の地区連銀報告等のマイクロ情報によれば、なお過剰感の残っていた自動車など一部消費財を含め、概ね調整が完了した模様である。この間、昨年末から本年初にかけて、財政審議の難航に伴う政府機関の2度にわたる一部閉鎖や北東部での豪雪等により、一時生産・支出活動が下振れしたが、均してみれば、その影響は軽微なものにとどまった（図表2（b））。

最終需要の推移をみると、今次景気拡大の原動力である設備投資については、現在も比較的高めの伸びを続けているが、さすがに一頃のような年率+10%を超える勢いはなく、現に、稼働率がこれまでの投資の生産能力化に伴って低下に転じ、増産投資は伸び悩み傾向を強めるなど、成熟局面入りを窺わせる展開となっている。もっとも、コンピュータ等の情報化関連投資の活況が続いており、これが設備投資全体を下支える姿となっている（後掲図表3（a））。

個人消費についても、物価安定と雇用の

(図表2) 米国景気の現況
(a) 実質GDP



(b) 政府機関の一部閉鎖、および寒波の影響

	(前期比 %)		
	小売売上高	鉱工業生産	雇用者数 (非農業部門)
1995年11月	0.9	0.3	0.2
12	0.6	0.1	0.1
96年 1	△0.1	△0.4	△0.1
2	0.8	1.2	0.5
95年9~11	0.4	0.5	0.3
95年12~96年2	1.3	0.2	0.4

(資料) 米国商務省「小売売上高統計」、米国連邦準備制度理事會「鉱工業生産指数統計」、米国労働省「雇用統計」

好環境（非製造業での雇用吸収、生産性向上に応じた時間当たり賃金の増加）が続く下で、雇用者所得の緩やかな増加から、堅調に推移している。また、住宅投資についても、低金利の下で、増加を続けている。

また、対外面では、輸出が競争力のあるコンピュータ関連や資本財の分野でNIEs、ASEAN諸国、日本等のアジア向けを中心に好伸している（後掲図表3（b））^(注2)。

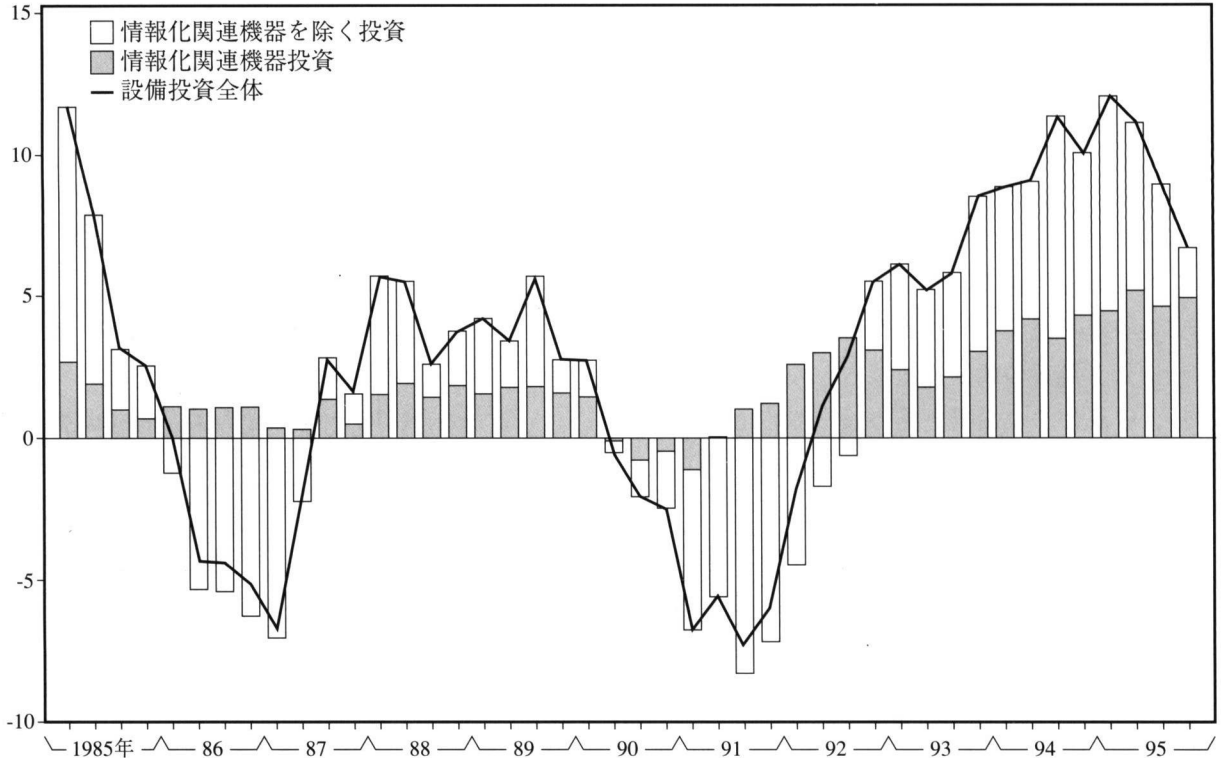
(注2) コンピュータ関連では、日本をはじめとして全世界的にコンピュータ需要が伸び続けている中で、米国は高い技術開発力に支えられて小型演算処理装置(MPU)等の高付加価値部品の生産・輸出で圧倒的優位にあるため、最近のアジア諸国とのコンピュータ関連での生産分業の急速な進展も、米国にとってはネット外需の改善に引き続き寄与している。

(図表3)

米 国 の 内 外 需

(a) 設備投資

(実質、前年比 %、寄与度 %)



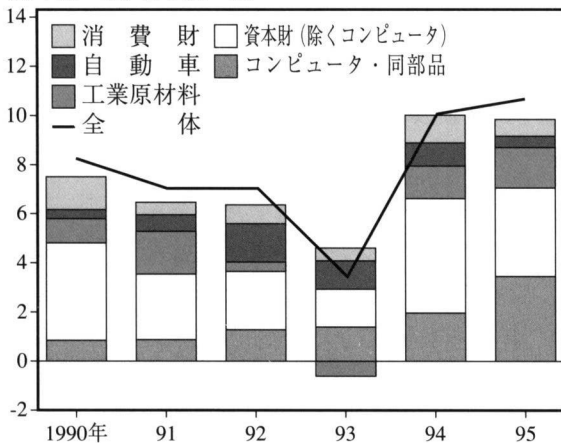
(資料) 米国商務省「国民所得統計」

(b) 輸 出

(品目別、実質ベース)

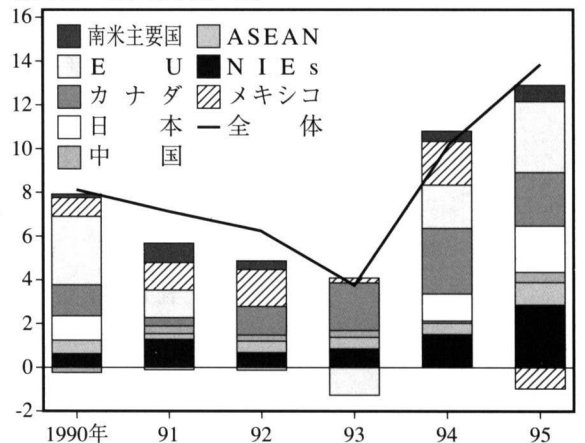
(相手国別、名目ベース)

(前年比 %、寄与度 %)



(資料) 米国商務省「国民所得統計」「財・サービス収支統計」

(前年比 %、寄与度 %)



一方、輸入は伸び悩みとなっていることから、ネット外需ではGDPへのプラス寄与を徐々に高めている(注3)。

(2) 欧州

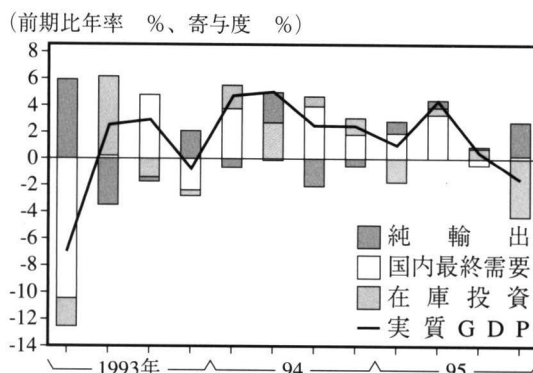
欧州では、ドイツ景気が昨年後半から低迷を続け、その他の欧州連合(EU)諸国の景気も国により強弱の差はあるものの、総じて力強さを欠く展開となっている。これら諸国では、構造的な高失業問題を抱えて、景気浮揚が求められている一方、通貨統合に向けた財政赤字の縮小要請もあって、経済運営は難しさを増している。

すなわち、ドイツでは、1995年第3四半期のゼロ成長に続き、第4四半期は前期比 $\Delta 0.5\%$ (年率 $\Delta 2\%$)のマイナス成長に転落し、本年入り後も、生産・雇用の不振が続く中で、景気低迷が持続している(図表4(a))。景気低迷の引き金となった輸出については、昨春のマルク高の修正がなお不十分な中で、名目ベースでみる限り、欧州域内向けを中心に停滞色を強めているほか、先行指標である海外受注等も引き続き低迷しており、これまでのところ明確な回復の兆しがみられていない(図表4(b))(注4)。

景気回復が遅れている大きな要因としては、昨年中の高率の賃上げや社会保障の高負担等の構造問題が重くのしかかる中で、国内投資に対する企業マインドが萎縮し、

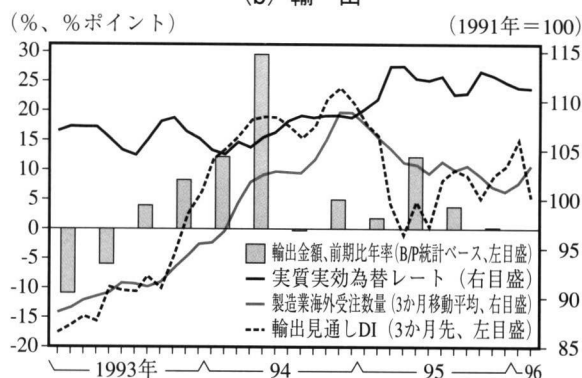
(図表4) ドイツ景気の現況

(a) 実質GDP



(資料) Deutsche Bundesbank “Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen”

(b) 輸出



(注) 輸出金額の直近値は1995年第4四半期の前期比年率0.0%。

(資料) Statistisches Bundesamt “Wirtschaft und Statistik”, Deutsche Bundesbank “Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen”, ifo Institut “ifo Wirtschaftskonjunktur”, IMF “International Financial Statistics”

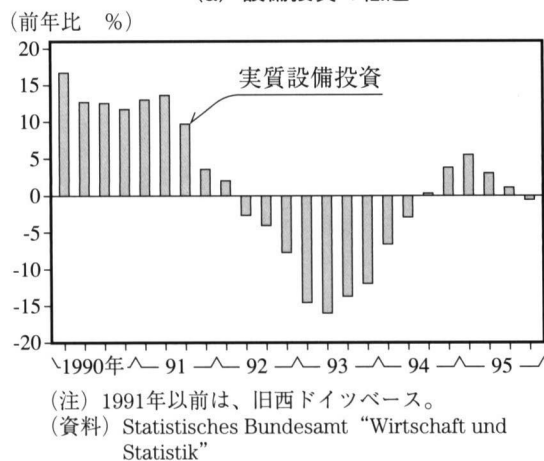
(注3) わが国自動車メーカーの米国での生産本格化により、米国の日本からの自動車輸入が激減していることも、ネット外需の改善要因となっている。

(注4) なお、ドイツの経済統計については、EU統一基準への共通化に向けて、1995年初末、改訂作業が行われている。ブンデスバンクでは、改訂作業中の経済指標については、信頼性が低下しているとコメントしている。

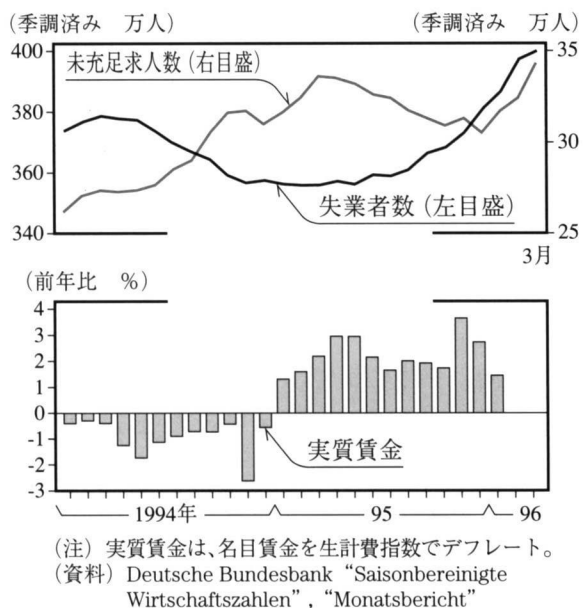
資本ストック・サイクルからみて本来であれば拡大過程に入りつつあった設備投資を大きく抑制している点が指摘できよう(図表5(a))。構造調整圧力がどの程度増大しているかは必ずしも明確ではないが、高率の賃上げや手厚い失業給付の下で、失業者が既往ピークに達する一方、未充足求人数も増加しているなど、労働需給のミスマッチが広がっている点からみて、労働市場における需給調整機能の低下がマクロ経済の成長力を阻害している姿が窺われる(図表5(b))(注5)。こうした状況下、ドイツ政府は、1月末に「投資と雇用のためのアクション・プログラム」を閣議決定し、構造問題への対策を打ち出した(注6)。

フランスでも、増税による個人消費の減退とドイツを中心とするEU域内向け輸出の落ち込みのほか、1995年12月の交通機関のストライキに伴う一部経済活動の停滞も加わって、第4四半期はマイナス成長に転じた。本年初からは、社会保障制度改革に向けての一段の歳出抑制・増税強化が開始されたこともあって、景気が低迷している中で、フランス銀行では為替安定に配慮しつつも一段の金融緩和による需要喚起を図っている。一方、英国では、1994年9月からの1年余りにわたる金融引き締めによりインフレ^{こうしん}を回避した後、内需はスローダウンしつつも個人消費を中心に底堅さを維持している。昨年12月以降3度に及

(図表5) ドイツの構造問題
(a) 設備投資の低迷



(b) 高賃上げと労働需給のミスマッチ



お利下げもあって、住宅投資等の一部には上向きに転じる指標も現れ、景気は下げ止まりの様相となっている。

(注5) 最近の労働市場における構造変化は、ドイツと米国では対照的である。この点については、ボックスを参照。

(注6) 「アクション・プログラム」の主な内容は、①企業創業への支援、②雇用増大に向けた財政・税制上の優遇措置や法整備、③賃金以外の労働コストに係る企業負担の軽減、④不況業種の構造転換促進、等である。

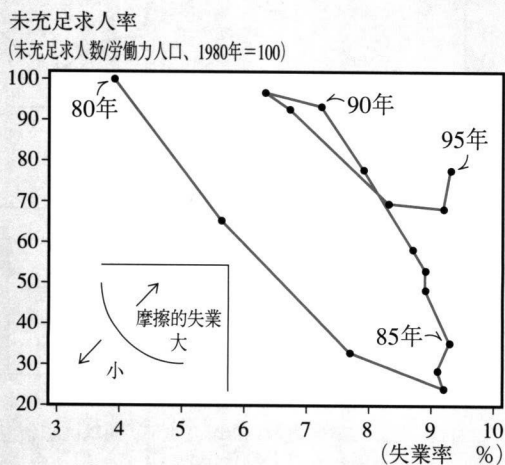
[ボックス]

ドイツの雇用構造について（摩擦的失業の増大）

ドイツの雇用問題は、景気が次第に停滞色を濃化させていく中で、失業者数が増勢の一途を辿り、1996年入り後には、東西両地域の合計で400万人に達し、失業率も10%を超えるなど、深刻の度合いを増している。こうした背景としては、これまでも、①賃金ばかりでなく、企業の社会保障負担も含めた労働コストの高さ、②賃金や労働時間が非弾力的なこと、③手厚い失業時保障等が労働意欲を阻害していることなどが指摘されてきた。これを労働市場の硬直性という観点からみるために、「UV曲線」(unemployment & vacancy rate curve、充足されていない求人の比率と失業率の関係)のシフトについて検証した(図表(a))。その結果、ドイツの場合、UV曲線は1980年代後半にかけて右上方向へシフトした後、ここ2~3年の間にさらにそうしたシフトが進んでおり、いわゆる摩擦的失業者(自己の意思に基づいてより良い職場を得るために職探しをしている失業者や、制度上の障害等により求人案件に応募できない未就業者)が増大する形で、労働市場の硬直化が進行していることを示唆している。

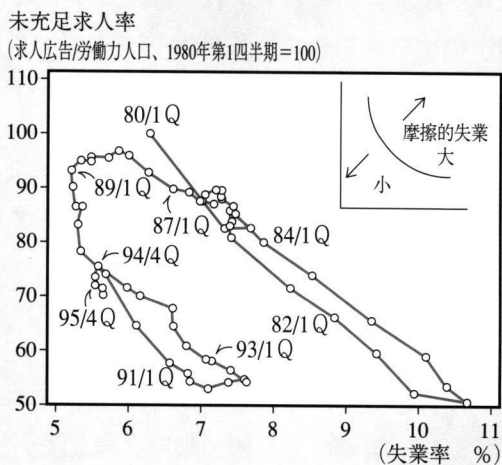
ここで、同様の検証を米国について行ったところ、ドイツとは対照的に、1990年代前半にかけて、UV曲線の左下方向へのシフトが生じており、摩擦的失業者の減少、すなわち、労働市場の柔軟性が増していることが窺われる(図表(b))。

(a) ドイツ労働市場のUV曲線



(注) 旧西ドイツベース

(b) 米国労働市場のUV曲線



(資料) Statistisches Bundesamt “Wirtschaft und Statistik”, 米国労働省「雇用統計」等

(3) 東アジア

東アジアでは、NIEs 諸国を中心にやや減速しているものの、全体としては高成長を継続している。

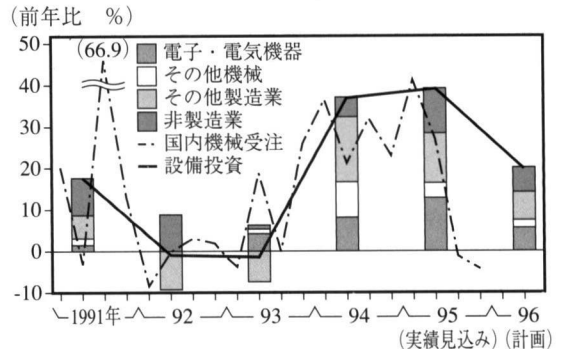
すなわち、NIEs 諸国では、輸出、設備投資を軸とした高成長メカニズムは崩れていないが、輸出は対円での為替相場の反発などから幾分伸び悩んでいるほか、設備投資も近年高い伸びを続けた結果、ハイ・ペースの資本蓄積が進んできたことから、韓国をはじめとして本年の投資計画を慎重化する動きがみられる(図表6(a))。このため、景気の拡大テンポはやや鈍化し始めている。

一方、ASEAN 諸国では、先進国向け輸出に伸び悩みの兆しが窺われるが、直接投資の流入やインフラ投資を起点とする高成長が続いている。この間、フィリピン、タイ等では、内需好調の下で、天候不順の要因も加わって、物価上昇率が高まっている。また、多くの国で内需の伸びが外需を上回る状況が続いていることから、貿易収支は赤字基調で推移している。

中国では、海外からの直接投資が高い伸びを続けているほか、国内の建設・設備・公共投資の伸びが昨年末頃からやや持ち直しており、工業生産も増加傾向に転じている(図表6(b))。国有銀行の貸出残高も昨年前半まで増勢鈍化の後、年後半以降は伸びを高めている。対外面では、輸出は、輸出企業に対する増徴税(付加価値税)の還付率の引き下げ(17%→1995年7月14%→1996年1月9%)に伴う駆け込み輸出の剥落もあって、前年を下回る水準まで減少し

(図表6) 東アジアの景気の現況

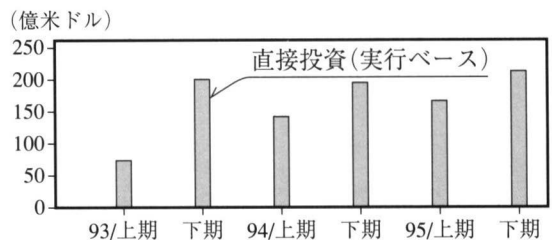
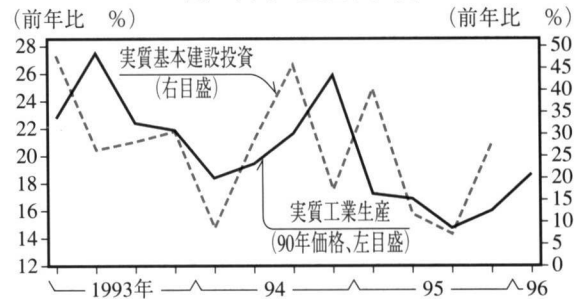
(a) 韓国の設備投資



(注) 設備投資は韓国産業銀行による2,321社に対するアンケート調査ベース。

(資料) 韓国産業銀行「産銀調査月報」、National Statistical Office “Monthly Statistics of Korea”

(b) 中国の生産、投資



(注) 実質工業生産の1996年第1四半期は国家信息中心(国务院傘下のシンクタンク)の見通し。実質基本建設投資(国有企業による設備、住宅、公共投資の合計)は小売物価の建設資材価格でデフレート。

(資料) China Statistical Information and Constantly Service Center “China Monthly Statistics”, 対外貿易経済合作部資料

ている。一方、輸入は、輸入免税措置の撤廃(4月実施)を控えた資本財の駆け込み

輸入等の影響により、伸びが高まっている。このため、貿易収支は昨年12月、本年1月に小幅ながら赤字に転じた。この間、小売物価の上昇率は価格統制の実施もあって引き続き低下している。

2. 金融・資本市場

(1) 米国の長期金利は、1995年中、景気拡大テンポの鈍化や物価の落ち着きに加え、昨秋からの財政論議の過程での中期的な財政赤字縮小への期待の盛り上がり等から、大きく低下した(後掲図表7(a))。もっとも、本年に入ってから、こうした金利低下傾向に変化が生じ、2月下旬以降3月央まで10年物国債利回りで約0.7%ポイント上昇した。この背景としては、豪雪や政府機関の一部閉鎖による悪影響が一時的なものにとどまり、景気が安定成長軌道に軟着陸しつつあることが最近の経済指標で明確になってきたため、景気下振れ懸念が後退したことや、議会と大統領府の間の財政論議が難航していることから、財政均衡化問題の早期収束期待が剥落したことが挙げられる。

この間、米国の株価については、1995年中は、ミューチュアル・ファンド(投資信託)などを通じる活発な資金流入を反映して、ダウ平均でみて3割を超える大幅な上昇となり、年末には5,000ドルの大台に乗せた後、年明け後も、企業業績の高水準持続の見通し等を背景にさらに1割程度上昇し、最近では高値圏でもみ合っている。

一方、米国の短期金利については、昨年7月の金融緩和以降、緩やかに低下し、昨年末から本年初にかけての公定歩合引き下げ(1月31日、5.25%→5.0%)を含む2度の緩和策の後、市場では一段の利下げ予想を織り込む展開となっていたが、2月下旬以降、景況感の持ち直しに伴って、そうした先行き低下予想は概ね払拭された金利形成となっている。

(2) ドイツの長期金利も、1995年中は、景気停滞色の濃化に加えて、欧州域内等からの資本流入が一貫して増加傾向を辿ったことなどから、大きく低下したが、本年入り後は、1月下旬から徐々に上昇し、3月央には10年物国債利回りで昨年10月の水準まで約0.4%ポイント上昇した。この間の上昇については、①財政赤字の拡大や通貨統合を巡る不透明感の高まりがドイツの長期金利の上昇要因として市場では受け止められていること、②年明け後のマネーサプライが高い伸びとなり(前年第4四半期対比年率、1996年1月+8.4%→2月+12.8%)、市場における早期の利下げ予想が後退したことなどが指摘されている。

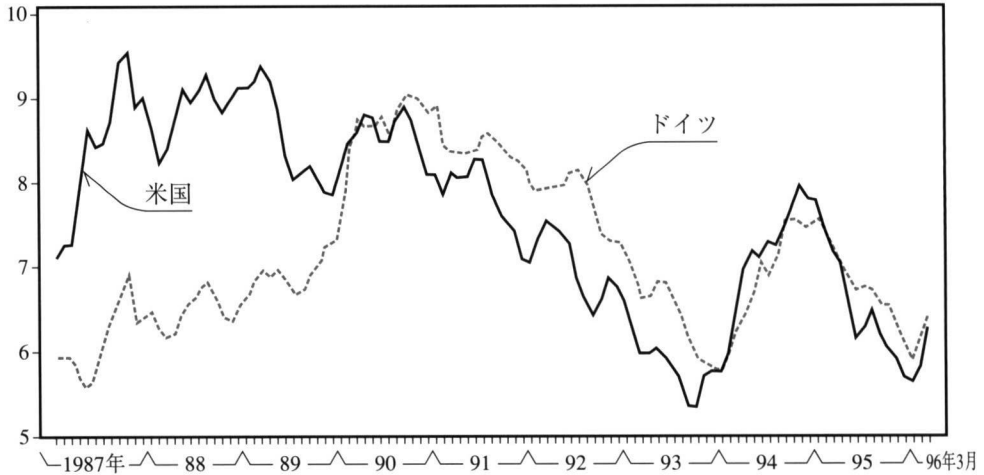
一方、ドイツの短期金利については、昨年央以降、緩やかに低下し、さらに昨年12月15日の公定歩合引き下げ(3.5%→3.0%)およびロンバート金利引き下げ(5.5%→5.0%)後も、ブンデスバンクによる債券買いオペ金利の低下に歩調を合わせる形で低下している。この結果、ドイツの短期金利は両ドイツ統一以降の最低水準まで低下し、長短金利差はかなり拡大している(後掲図表7(b))。

(図表7)

米国、ドイツの金利

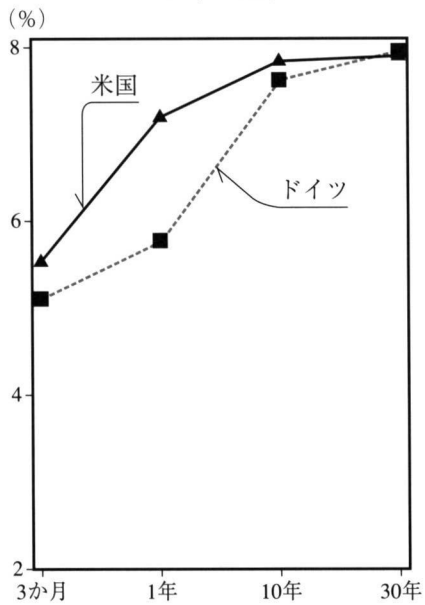
(a) 米国、ドイツの長期金利 (10年国債金利)

(月中平均 %)

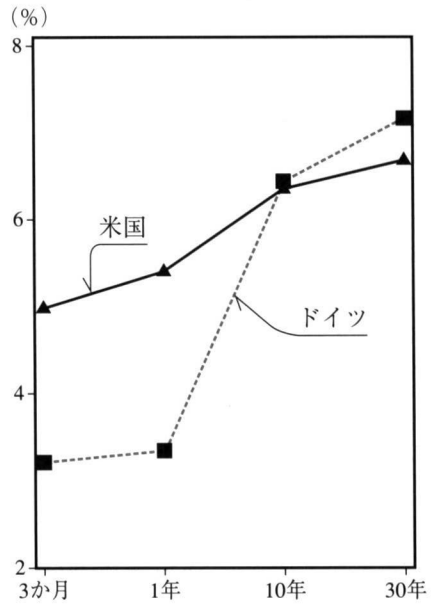


(b) 米国、ドイツのイールド・カーブ (国債利回りベース) (注)

1994年12月末



1996年3月末



(注) ただし、ドイツの3か月、1年はユーロマルク金利。

(資料) 米国連邦準備制度理事会 "Federal Reserve Bulletin", Bloomberg社資料

1996年4月12日

(国際局)