

海外経済動向

— 1996年夏 —

■要 旨■

1. 海外の景気動向をみると、欧州は停滞の域を脱していないが、米国はこのところ拡大テンポが高まっており、東アジアも全体としてみれば高成長を続けるなど、わが国経済を取り巻く海外環境としては比較的良好な状態が続いている（図表1）。

（図表1） 海外の実質GDP成長率

（単位 前年比 %）

		1993年	94年	95年	96年1～3月
米	国	2.2	3.5	2.0	2.2
欧 州	ド イ ツ	△ 1.2	2.9	1.9	△ 1.5
	フ ラ ンス	△ 1.3	2.8	2.2	4.9
	英 国	2.3	4.0	2.5	1.6
東 ア ジ ア	N I E s	6.3	7.5	7.4	n. a.
	A S E A N	7.0	7.7	8.0	n. a.
	中 国	13.5	11.8	10.2	10.2

- （注）1. 1996年1～3月は、前期比年率（ただし、中国は前年同期比）。
 2. NIEs、ASEANについては、1995年の名目GDPウエイト（同年の購買力平価で評価）による加重平均値。
 3. ASEANは、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの4か国合計。
 （資料）米国、欧州は各国政府統計、東アジアは各国政府または中央銀行統計。

すなわち、米国では、景気拡大の牽引役である設備投資に成熟化の兆しが窺われるが、国内最終需要全体としてはなお好調を持続し、今春の在庫調整完了に伴ってこのところ生産が伸びを高めるなど、景気拡大テンポはむしろやや高まっている。

一方、欧州については、ドイツでは、海外からの受注の回復など輸出環境にやや明るさが窺われるが、先行きに対する企業コンフィデンス回復の遅れから、設備投資を中心に依然として景気低迷の域を脱していないほか、他の主要国でも、総じて力強さを欠く景気展開が続いている。

この間、東アジアについては、N I E s 諸国のうち韓国では、輸出の伸び悩みと資本ストック調整局面入りから景気拡大テンポの鈍化が窺われるが、A S E A N 諸国では、高水準の直接投資流入やインフラ投資に牽引されて、高成長が持続している。また中国でも、昨年秋以降、生産・投資の伸びが緩やかに高まっており、東アジア全体としては幾分スローダウンしつつも高成長を維持している。

2. 海外主要国の金融・資本市場の動向をみると、米国では、長期金利は、2月央以降景況感の好転等を背景に上昇傾向を辿ったあと、一時一服気味となったが、ここへきて再び上昇している。この間、株価は、堅調な企業収益予想等に支えられて、高値圏でもみ合いを続けてきたが、ごく最近では長期金利上昇を受けて、やや軟化している。

また、短期金利については、2月以降、振れを伴いつつも概ね横這い圏内で推移しているが、最近ではやや強含んでおり、金利先物市場等でも金利先高予想が窺われる展開となっている。

欧州では、ドイツの長期金利は、春先以降、景気低迷の持続や物価の落ち着きもあって、横這い圏内の安定した推移となっている。この間、他の欧州主要国のうちイタリア、フランスの長期金利は、欧州通貨統合をにらんだ財政赤字削減策への取り組み積極化等を背景に、低下傾向を辿り、ドイツとの格差が縮小ないし解消している。

一方、ドイツの短期金利は、2月上旬まで低下した後は、最近まで横這いで推移している。この間、金利先物市場で一時みられた金利先安予想は、ごく最近では後退している。

1. 実体経済

(1) 米国

米国では、本年第1四半期の実質GDPは前期比年率+2.2%と潜在成長率(年率+2%程度と言われる)近傍の伸びとなった後(図表2(a))、この第2四半期については、景気拡大テンポは一段と高まっている。すなわち、在庫調整も今春には完了し、国内最終需要が全体としてなお好調を持続するもとの、生産・出荷はこのところ伸びを高めている(図表2(b))。

最終需要をみると、今次景気拡大の牽引役である設備投資については、4年余りの拡大を経て、さすがに機械や構造物といった従来型の投資は一巡し成熟化の兆しが窺われるが、専ら情報化関連投資が設備投資全体を支える形で、なお高めの伸びを続けている(後掲図表3(a))。なお、情報化関連投資については、昨年後半以降、関連機器に対する受注の伸びが高水準ながらもやや鈍化し、同機器の出荷の伸びを若干下回るようになってきている(後掲図表3(b))。

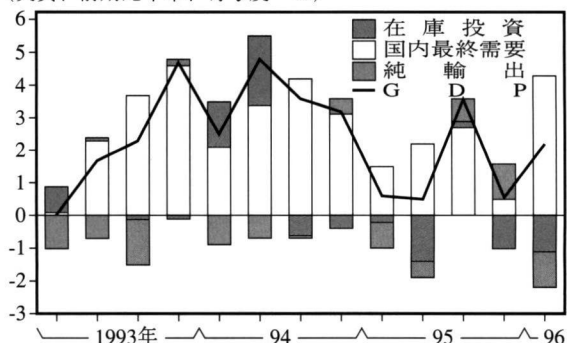
個人消費についても、雇用者増のもとの所得の緩やかな伸びと物価安定を背景に、堅調に推移している。一方、住宅投資については、増加が続いているが、先行指標の住宅着工件数をみると、モーゲージ・ローン金利の緩やかな上昇から、頭打ち気配が窺われる。

また、対外面では、輸出は、中南米や日本を含めたアジア諸国等の景気持ち直しなし高成長持続から、競争力の強いコンピュータ関連等の資本財を中心に増加傾向を辿っている。一方、輸入も、内需拡大に

(図表2) 米国景気(1)

(a) GDP

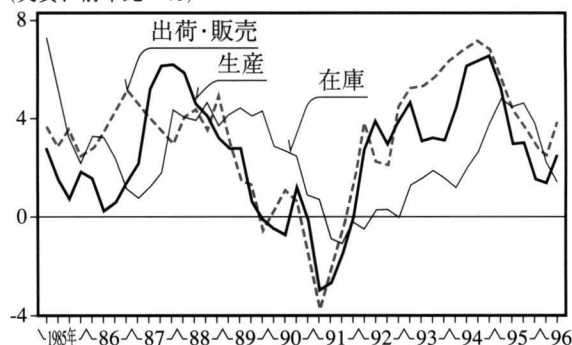
(実質、前期比年率、寄与度 %)



(資料) U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts."

(b) 生産・出荷・在庫

(実質、前年比 %)



(注) 四半期ベース、なお直近は、生産が3~5月平均、出荷・販売が2~4月平均、在庫が4月末。

(資料) Federal Reserve Board, "Industrial Production and Capacity Utilization."
U. S. Department of Commerce, "Manufacturing and Trade Sales and Inventories."

伴い、やはり伸びを高めており、この結果、第1四半期のネット外需は若干のマイナス寄与に転じている(図表2(a))。(注1)

このように、需要好調が持続するもとの、供給サイドをみると、資本ストック面では、設備の稼働率は高水準ではあるが、最近の生産能力の増加もあって1994年末頃のフル

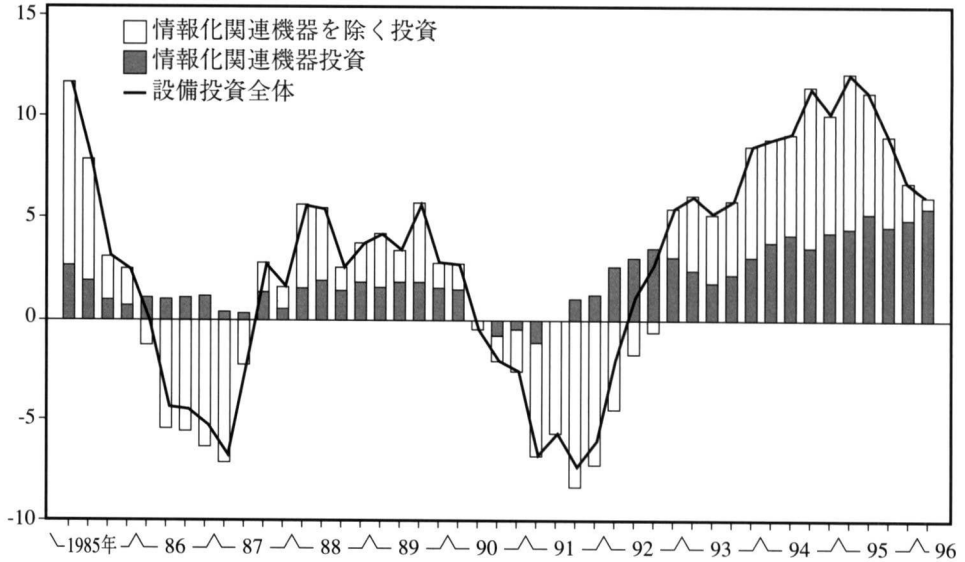
(注1) 米国では、最近の輸出の増加には競争力の強まりや対外直接投資の増加が寄与しているとみられる一方、輸入増加については、高い所得弾力性など内需拡大に伴って輸入が増加しやすい経済体質が大きく影響している。この点については、後掲ボックスを参照。

(図表3)

米国景気 (2)

(a) 設備投資

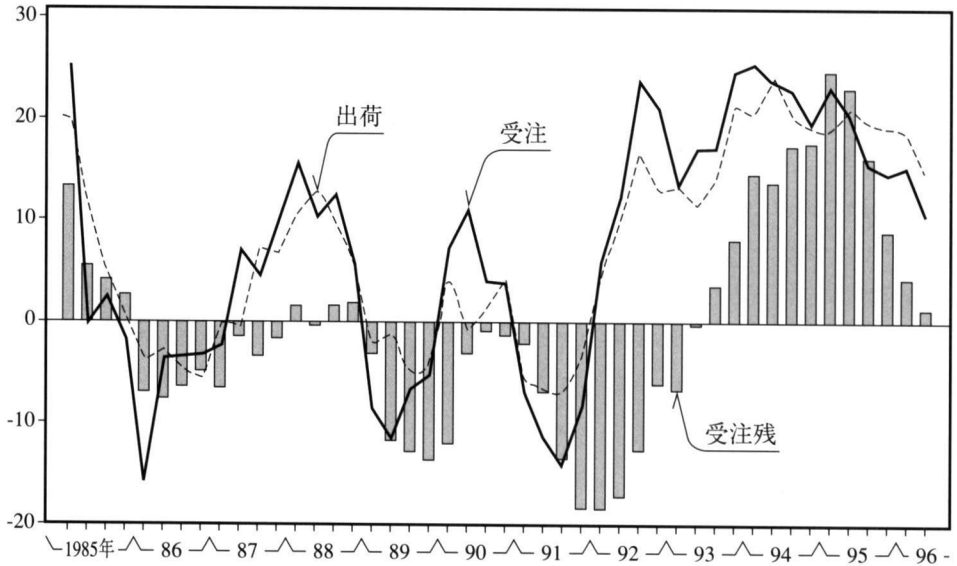
(実質、前年比、寄与度 %)



(資料) U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts."

(b) 情報化関連機器の受注

(名目、前年比 %)



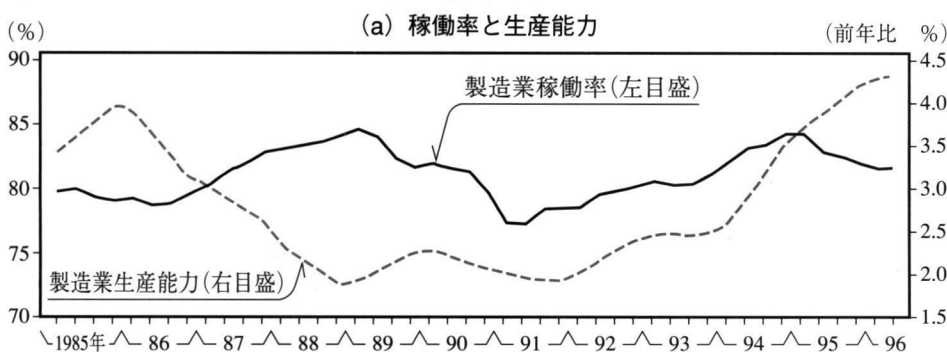
(注) 直近は出荷・受注が3~5月平均、受注残が5月末値。

(資料) U.S. Department of Commerce, "Manufacturers' Shipments, Inventories and Orders."

操業に近い状態と比べて幾分余裕が生じている(図表4(a))。一方、労働力の面では、失業率は5%台前半まで低下し(図表4(b))、賃金も落ち着き圏内にあるが若干伸

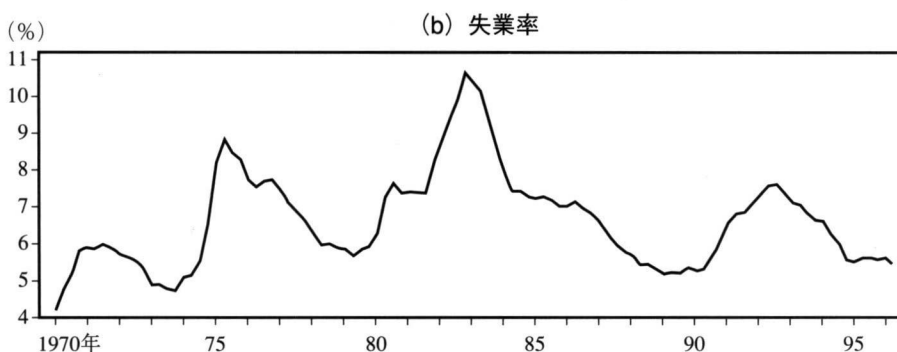
びを高めている。物価は安定的に推移しているが、労働需給がタイトな状況下、引き続き注視が怠れない状況となっている(図表4(c))。(注2)

(図表4) 米国景気(3)

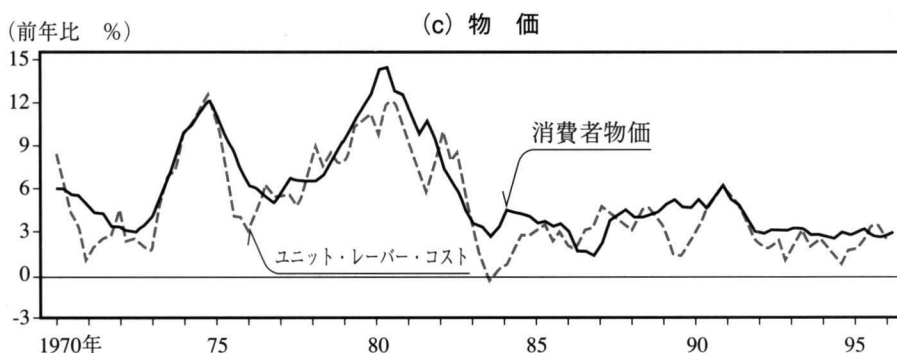


(注) 四半期ベース、直近は3~5月平均。

(資料) Federal Reserve Board, "Industrial Production and Capacity Utilization."



(注) 直近は1996年第2四半期。



(注) 直近は消費者物価が3~5月平均、ユニット・レーパー・コストが第1四半期。

(資料) U.S.Department of Labor, "Employment Situation," "Productivity and Costs," "Consumer Price Index."

(注2) やや子細にみると、サービス部門では、サービス価格の上昇率が鈍化している一方、生産性向上を上回る賃金の上昇(=ユニット・レーパー・コストの上昇)が一部にみられ、賃金上昇がサービス価格に転嫁されやすい状況となっている。

(2) 欧州

欧州では、ドイツ景気は輸出環境にやや明るさが窺われるものなお低迷を続けており、その他の主要国も総じて力強さを欠く景気展開となっている。

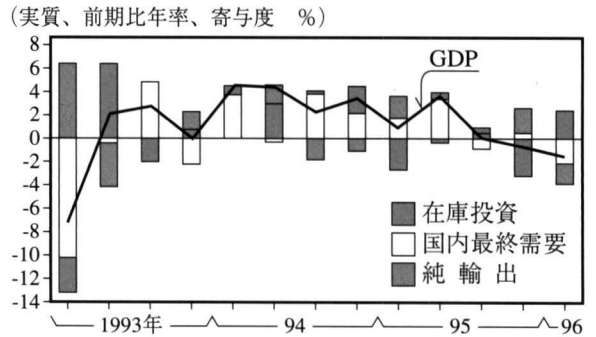
ドイツでは、昨年後半以来の景気低迷がなお続いている。本年第1四半期の実質GDP成長率は、厳冬による建設投資の大幅減少の影響もあって、前期比年率 $\Delta 1.5\%$ と2期連続でのマイナス成長となった(図表5(a))。生産面をみても、春以降の建設関連のリバウンドにもかかわらず、回復は依然として緩慢である。これには、製造業受注自体はやや持ち直しているが、実際の生産は海外拠点に振り向けられている面も影響しているとみられる。(注3)

最終需要をみると、景気低迷の引き金となった輸出については、一段のマルク高修正もあって、海外受注がようやく回復しつつあり、先行き実際の輸出の増加となって現れてくることが期待されている(図表5(b))。一方、内需面では、個人消費は底堅く推移しているが、設備投資は依然として盛り上がり欠いている。投資環境をみても、生産の不振による稼働率の低迷に加え、企業の収益率の回復が総じて緩慢である中で、先行きに対する企業コンフィデンスの回復が遅れている。このため、国内投資財受注はなお低水準にとどまるなど(図表5(b))、投資マインドはなおおさえ込んだ状態が続いている。

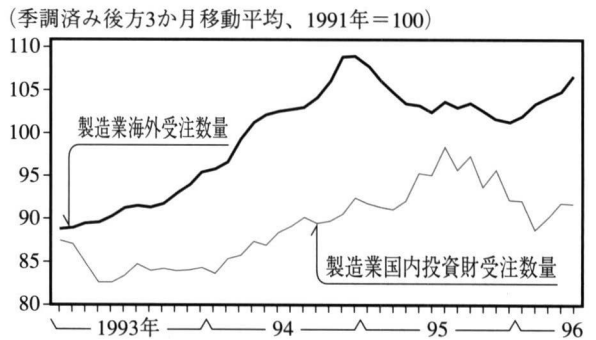
他の欧州主要国のうち、フランスでは、

(図表5) ドイツ景気

(a) GDP



(b) 内外受注



(資料) Deutsche Bundesbank, "Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen."

本年第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率 $+4.9\%$ とリバウンドしたが、昨年末のストの影響の反動等の特殊要因によって上振れた面が大きく、欧州通貨統合参加をにらんだ本年初からの一段の歳出抑制・増税強化もあって、最終需要の実勢は依然として緩慢な伸びにとどまっている。また、イタリアでも、リラ安修正の進展から輸出の増勢が大きく鈍化し、成長率もスローダウンしている。この間、英国では、イタリアと同様、ポンド安修正のもとで輸出が伸

(注3) 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年初来の改訂作業が完了していない。改訂作業中の鉱工業生産や輸出等の経済指標については、「信頼性が低下している」(ブンデスバンクのコメント)ことから、その評価には若干の幅をもってみる必要がある。

び悩み傾向を強めているが、個人消費が既往の利下げ効果や減税等から堅調に推移していることから、景気は減速しつつも引き続き緩やかに拡大している。

(3) 東アジア

東アジアでは、NIEs諸国を中心に幾分減速しているが、全体としては高成長を維持している。

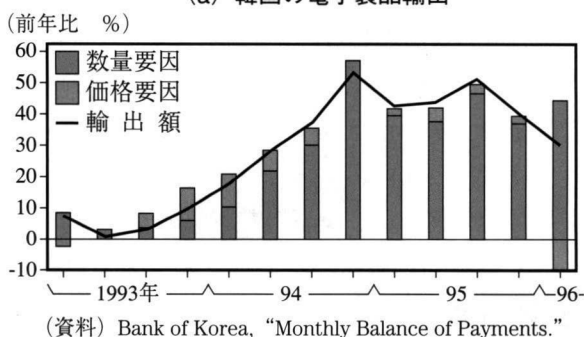
NIEs諸国のうち、韓国では、輸出について、①円高修正に伴う日本との間の競争力の低下に加え、②主要輸出品目の半導体の市況下落もあって、電子製品を中心に伸びが鈍化している(図表6(a))。また、設備投資についても、総じてストック調整局面に差し掛かっていることから、スローダウンしており、景気の拡大テンポは鈍化している。このほか、台湾、香港でも景気拡大テンポはやや鈍化している。この間、シンガポールでは、電子関連分野のみならず、金属製品、一般機械等においても、ASEAN諸国との生産分業の中核拠点として活況を呈しており、高成長を続けている。

一方、ASEAN諸国では、先進国向けを中心に輸出はやや伸び悩んでいるが、高水準の直接投資の流入(図表6(b))、および、インフラ投資の盛行を背景に(図表6(c))、内需が引き続き拡大していることから、高成長が続いている。こうした状況下、各国とも景気過熱を回避するため、引き締め気味の政策運営を行っている。

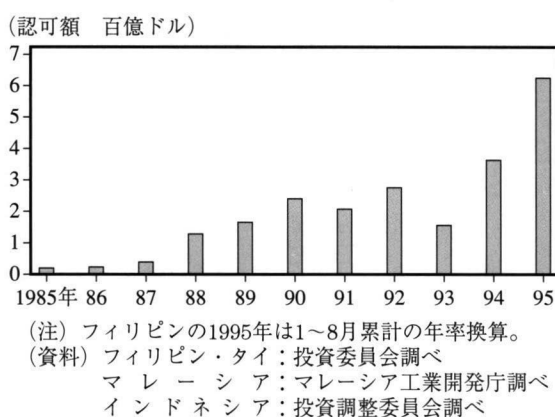
中国では、昨年秋以降、一部の大規模国有企業等で投資が増加し、海外からの直接投資とともに高成長を支えている。もっと

(図表6) NIEs、ASEAN諸国経済

(a) 韓国の電子製品輸出



(b) ASEANの対内直接投資



(c) ASEANの政府開発予算

(当初予算ベース、単位 前年比 %)

	1994年	95年	96年
タイ	n.a.	17.7	44.4
マレーシア	13.6	16.5	12.9
インドネシア	8.6	12.4	12.1
3か国合計	n.a.	15.1	20.8

(注) タイ、インドネシアについては国家予算ベース、マレーシアについては地方政府、公営企業を含むベース。
(資料) 各国予算、Bank Negara Malaysia, "Annual Report."

も、国有企業改革を進める中で、一部の中小規模の国有企業に対しては、再編や合理化に向けて、投資認可や設備資金向け貸出

増加額が抑制されているため、中小国有企業を主対象とする地方政府所管の基本建設投資はこのところ低迷を続けている(図表7(a))。こうしたことから、全体としての生産増大テンポは緩やかなものとなっている(図表7(b))。

対外面では、実質為替相場がやや上昇しているもとで輸出が伸び悩んでいるほか、輸出企業に対する増値税(付加価値税)の還付率の引き下げ(本年1月までに延べ2回)に伴う前年までの駆け込み輸出の剥落や、輸入関税率の引き下げ(4月)による輸入増加等の制度変更要因も加わって、貿易収支の黒字幅は急速に縮小し、最近では収支均衡圏内で推移している。この間、物価面では、農産物買入れ価格引き上げ(6月より平均+20%)の影響が及ぶとみられるが、これまでのところ小売物価は前年比+6%台半ばと比較的落ち着いた推移となっている。

2. 金融・資本市場

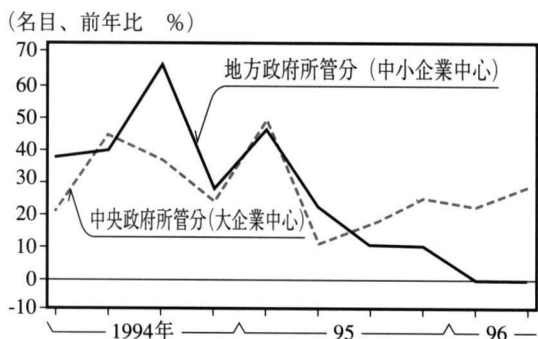
(1) 米国

債券市場では、長期金利は2月央に上昇に転じた後、上昇テンポは次第に鈍化し、一服気味となっていたものの、ここへきて再び上昇している。すなわち、国債(30年物)利回りは、5%台後半を底として上昇し、6月入り後は7%台乗せを示現、その後6月末から7月初にかけて一時6%台へと小緩んだが、最近では再び7%台乗せとなっている(図表8(a))。

こうした金利動向から窺われる市場の景況感の変化をみるために、米国債の利回りから作成したイールド・カーブの形状の変化を辿ってみると(図表8(b))、2月から4月にかけて中期ゾーン(3~5年)を中心に全体として上方シフトがみられた後、最近にかけて小幅ながらさらに上振れている。こうした動きの背景をみると、まず春先以降、経済指標の好転を受けて景気の腰の強さに対する強気の見方が広がったこと、

(図表7) 中国 経済

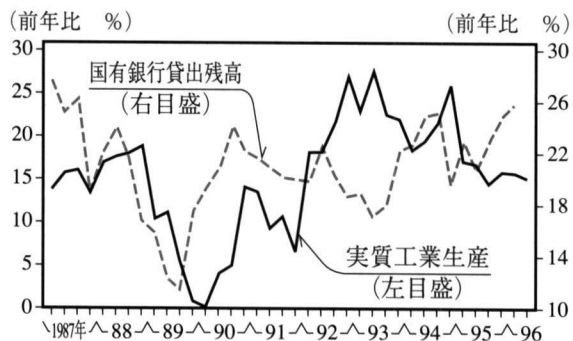
(a) 基本建設投資



(注) 直近は1996年4月。

(資料) China Statistical Information and Consultancy Service Center, "China Monthly Statistics."

(b) 国有銀行貸出と実質工業生産

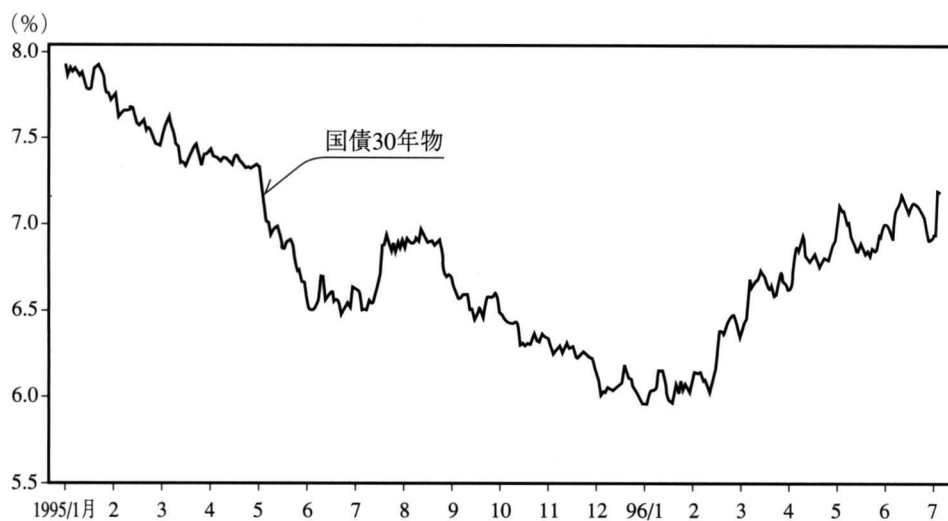


(注) 直近は1996年4月。

(資料) China Statistical Information and Consultancy Service Center, "China Monthly Statistics," the People's Bank of China, "Monetary Statistics of the People's Republic of China."

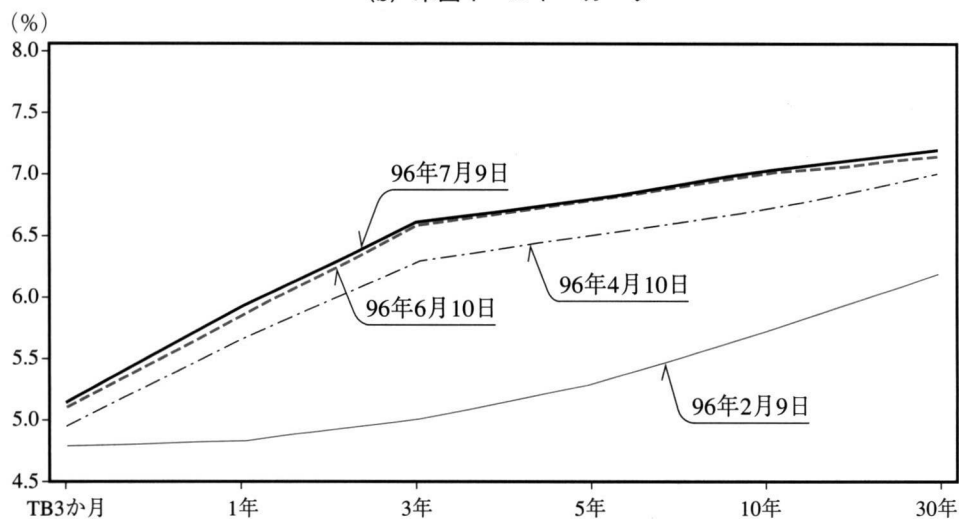
(図表8) 欧米金融市場 (1)

(a) 米国長期金利



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Bulletin."
WEFA GROUP

(b) 米国イールド・カーブ



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Bulletin."
WEFA GROUP

および、財政赤字削減問題は膠着状態のまま秋の大統領選まで先送りされるとの観測が強まったこと、さらに最近は、予想以上に拡大テンポが高まるとの見方が強まったことが挙げられよう。(注4)

この間、株式市場では、株価は、2月中旬以降総じてみれば5,500~5,700ドルレンジの高値圏内でもみ合いを続けてきたが、ごく最近はやや軟化している。当面の持続的な景気拡大見通しや、これに支えられた堅調な企業収益予想などを背景に、ミューチュアル・ファンド等を通じた投資家の資金が引き続き大量に流入し、ニューヨーク証券取引所の売買高も本年上半期(1~6月)は前年同期を2割強上回る等、活発な取引が続いてきたが、ここへきて、長期金利上昇を眺めた高値警戒感から幾分見送り気分が生じている。

一方、米国の短期金利については、TB3か月物利回りをみると、本年1月末のFRBによるフェデラル・ファンド金利の誘導水準引き下げ(5.50%→5.25%、今次緩和期3回目の引き下げ)時に低下した後は、振れを伴いつつも概ね横這い圏内で推移する中で、最近は若干強含んでいる(図表9(a))。この間、金利先物市場でも、春先からの景気拡大テンポの高まりを受けて、それまでの金利先安予想は急速に後退し、むしろ先行き金利先高予想が支配的となっている(図表9(b))。

(2) 欧州

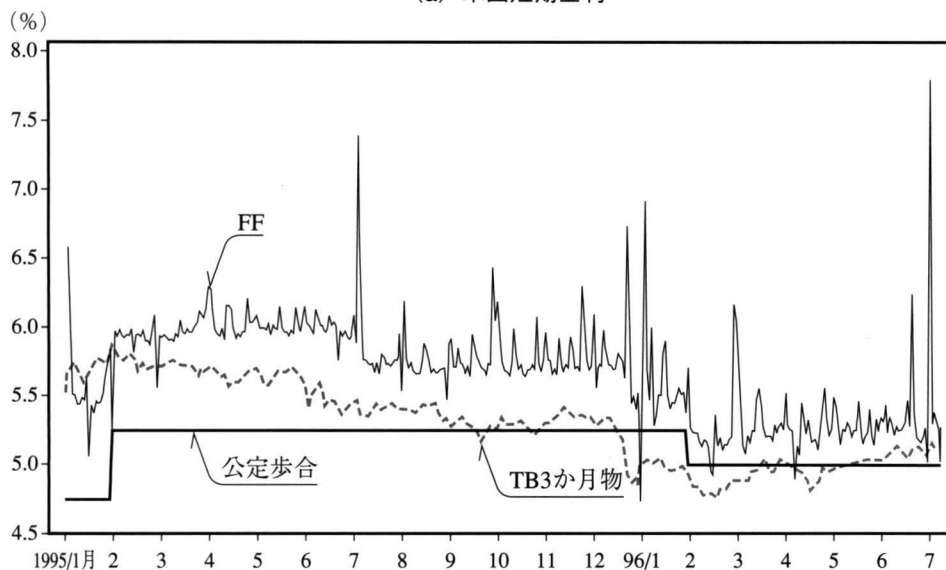
ドイツの長期金利は、本年1月下旬を底として上昇に転じたが、3月央以降は、景気の低迷持続や物価の落ち着きに加え、欧州通貨統合の実現に向けた政府の財政赤字削減方針の表明等もあって、^概均してみれば6.5%前後で横這い圏内の安定的な推移となっている(後掲図表10(a))。この間、その他の欧州主要国の長期金利の動向をみると、特にイタリア、フランスについては、ドイツ同様、景気のスローダウンや物価の落ち着きに加え、欧州通貨統合をにらんだ財政再建への取り組み等を背景に低下傾向にあり、この結果、両国ともドイツとの金利差が縮小ないし解消している(後掲図表10(b))。

一方、ドイツの短期金利は、ブンデスバンクによる債券買いオペ金利の低下につれて2月上旬まで低下した後は、オペ金利が固定金利(3.30%)で据え置かれていることから、ほぼ横這いで推移している(後掲図表10(c))。この間、ユーロマルク金利先物市場では、4月後半から6月初にかけて、一時先物金利が現物金利を下回るなど金利先安予想が窺われたが、マネーサプライが高い伸びを続けている(1996年5月の1995年第4四半期対比年率+10.5%、ブンデスバンクの目標レンジ同+4~7%)ことに加え、海外受注の回復など一部先行指標の好転もあって、ごく最近ではそうした先安観は後退している。

(注4) 民間エコノミストを対象としたブルーチップのアンケート結果(7月10日時点)によれば、実質GDP前期比年率の推移は、1996年第2四半期+3.7%(6月10日時点+3.3%)→第3四半期+2.6%(同+2.3%)→第4四半期(同+2.0%)+2.1%→97年第1四半期+2.0%(同+2.0%)となっている。

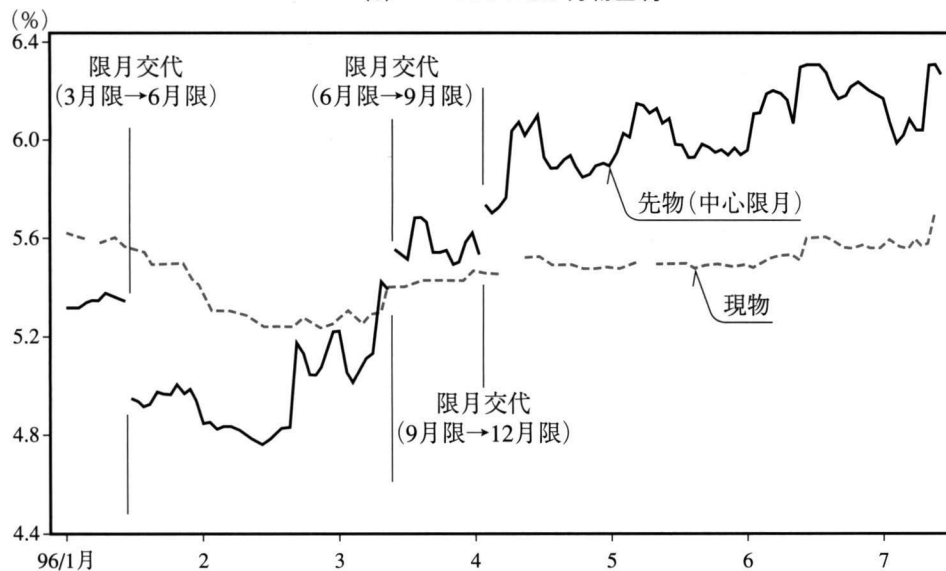
(図表9) 欧米金融市場 (2)

(a) 米国短期金利



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Bulletin."
WEFA GROUP

(b) ユーロドル3か月物金利



(注) 現物はLIBOR3か月。

(資料) Bloomberg
WEFA GROUP

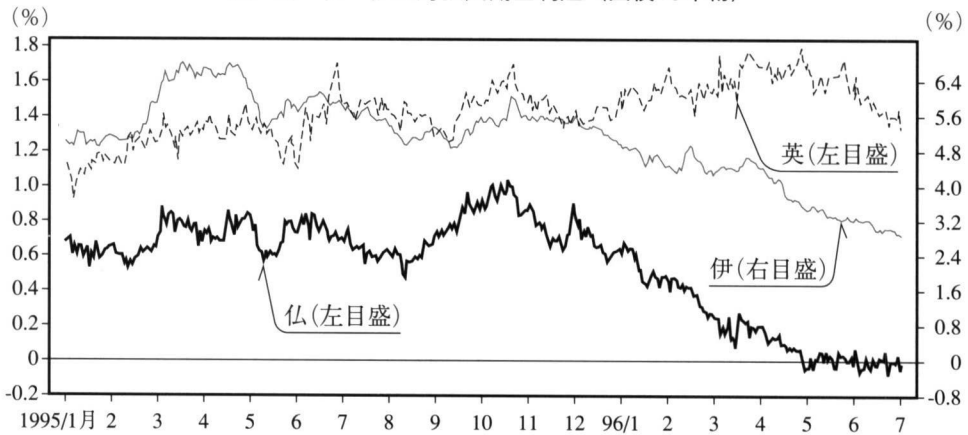
(図表10)

欧米金融市場 (3)

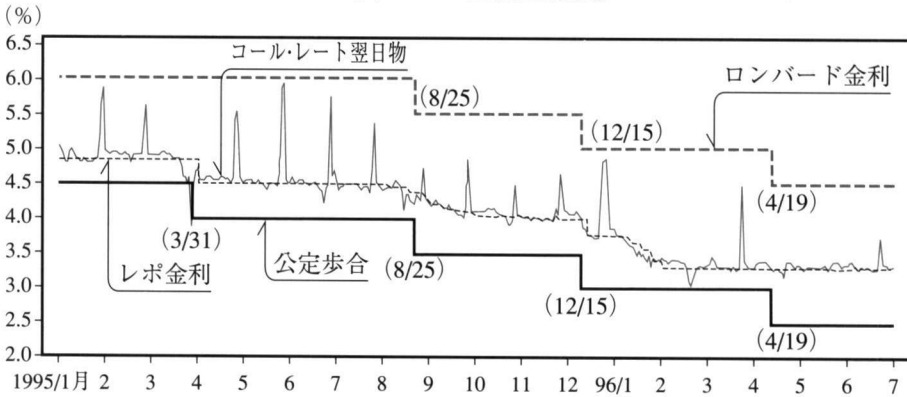
(a) 米独長期金利 (国債10年物)



(b) 英・仏・伊の対独長期金利差 (国債10年物)



(c) ドイツ主要金利推移



(資料) Deutsche Bundesbank "Monatsbericht"
Data Stream

[ボックス]

最近の米国の輸出入動向について

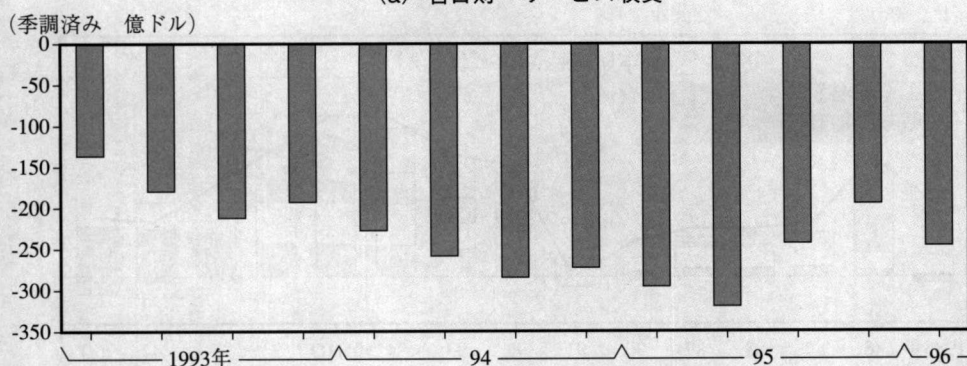
米国の貿易収支（財・サービス収支）の赤字は、1992年以降ほぼ一貫して拡大基調を辿った後、1995年第2四半期をピークに2期連続して大幅に減少したが、1996年第1四半期には再び拡大している（末尾図表（a））。これを輸出入別にみると、輸出は1994年以降最近まで高い伸びを続けている一方、輸入は1995年中目立って増勢鈍化した後、1996年第1四半期にはややリバウンドしている。

こうした輸出入動向の背景をみると、まず輸出については、地域別には日本のほかNIEs、ASEAN等アジア向けの大幅な増加が目立っており、財別にはコンピュータ等のハイテク製品が牽引役となっている（図表（b））。その1つの要因として、米国のNIEs、ASEAN等に対する直接投資に伴う輸出の増加が挙げられる。すなわち、米国企業は、こうした競争力のあるハイテク製品を中心に高成長地域であるアジアでの生産・販売拠点の拡充を積極化しており（図表（c））、こうした動きが最近の米国の輸出好調に少なからず寄与しているとみられる。

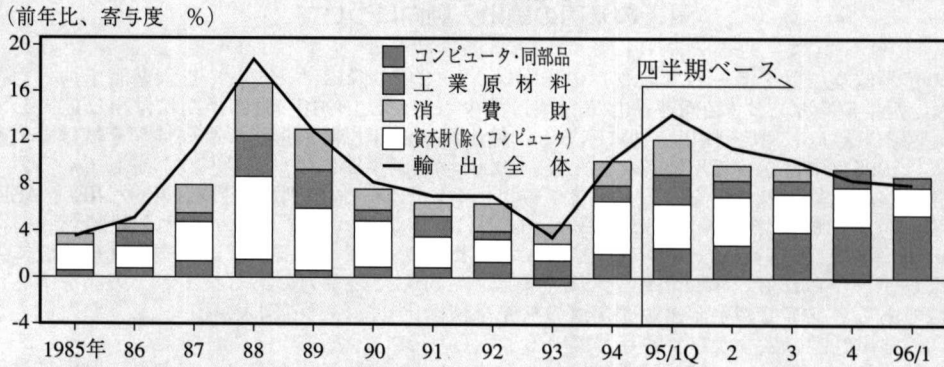
次に、輸入については、1995年は地域別には日本、EUの増勢鈍化が際立っており、財別には消費財、特に自動車の減少が顕著である（図表（d））。とりわけ日本からの輸入については、日本の自動車メーカーによる米国への生産シフトに伴う輸入代替効果の顕現化も、増勢鈍化の一因とみられる（もっとも、今年に入ってからには内需拡大を背景に再び拡大をみており、こうした構造変化による輸入抑制効果を上回っている）。

このように、米国の輸出入についてみる場合には、内外の景気・物価といった循環要因のほかに、対内外直接投資による構造変化を勘案する必要がある。米国の場合、1980年代後半の対内直接投資急増が1990年代初頭の輸入増に寄与したとみられるが、1990年代入り後はむしろ対外直接投資が大幅に増加しており、最近の輸出拡大につながっているとみられる（図表（e））。ちなみに、米国の輸出入関数の計測に当たって、内外所得と相対比価だけでなく、対内外直接投資を説明変数に加えると、推計誤差がかなり改善され、対内外直接投資が輸出入の変動に有意に影響していることが窺われる（図表（f）、（g））。もっとも、輸入に関しては、関数推計結果における所得弾性値は3.3とかなり高く、輸出の所得弾性値1.1を大幅に上回っており、対内外直接投資に伴う構造変化を織り込んでも、なお米国は景気拡大期には基本的に輸入が増えやすい体質であることが看取される。したがって、今後貿易収支の赤字縮小がさらに進むかどうかは、競争力の強まりや対外直接投資の増加を背景に輸出好調が持続する中であって、最近拡大テンポが高まっている内需に対するマクロ・コントロールの奏効に大きく依存していると言えよう。

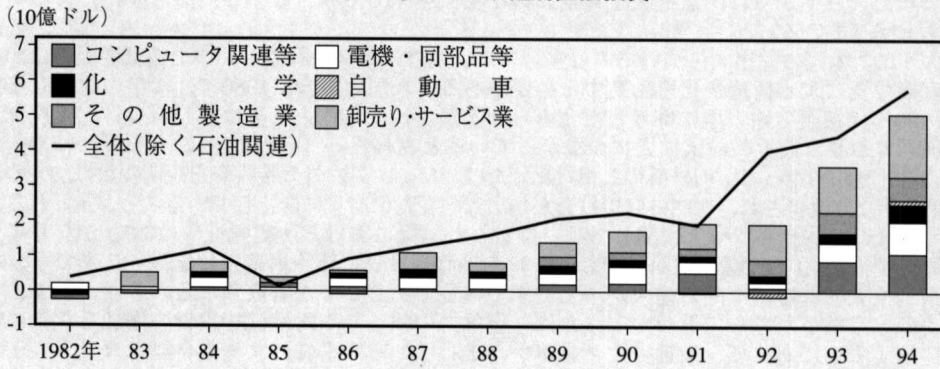
(a) 名目財・サービス収支



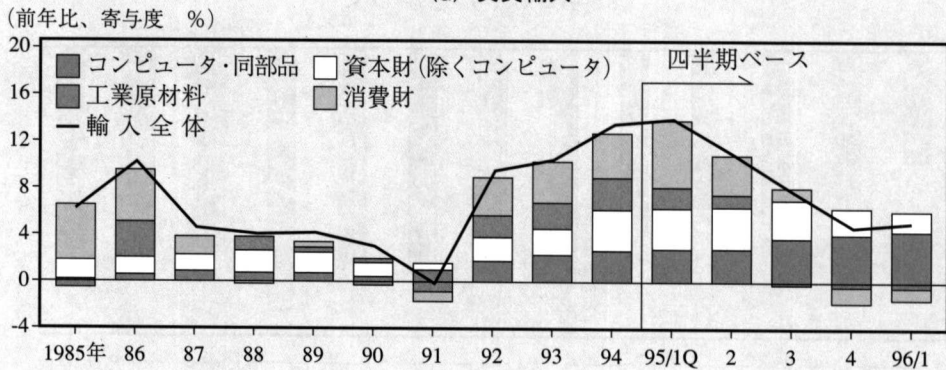
(b) 実質輸出



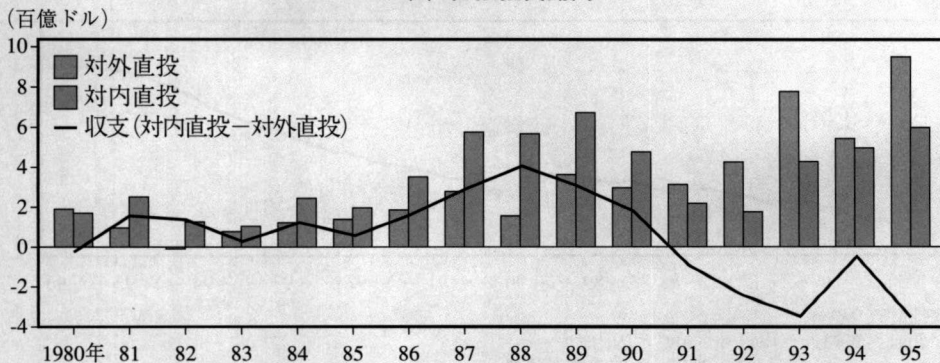
(c) 対アジア業種別直接投資



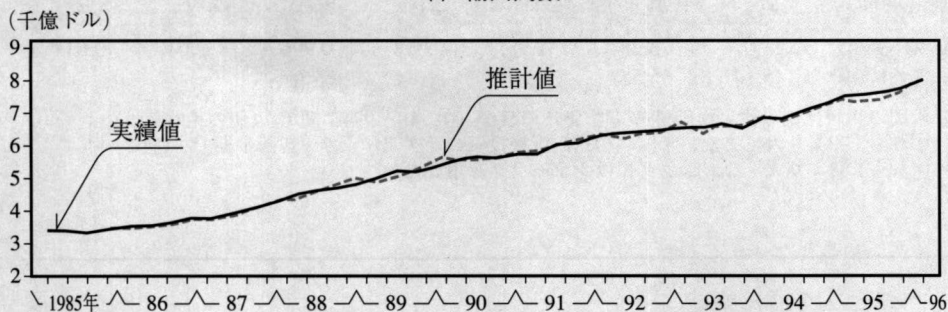
(d) 実質輸入



(e) 直接投資動向



(f) 輸出関数



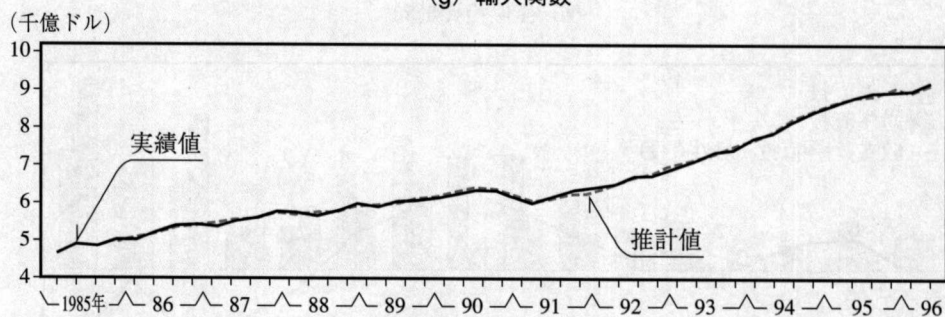
<推計式>

$$\log(\text{実質輸出}) = a_0 + a_1 \times \log(\text{世界内需}) + \sum a_2 \times \log(\text{米国の実質実効為替レート}_{-i}) + \sum a_3 \times \log(\text{米国からの対外直接投資}_{-j})$$

推計期間	a0	a1	Σa2	Σa3	R ²	D.W.	S.E.
1985/4Q~95/4Q	3.34	1.09	△ 0.58	0.026	0.993	1.75	0.022
() 内はt値	(4.49)	(12.97)					

(注) 米国実質実効為替レートのラグ (i) は0~13四半期で、t値の絶対値はいずれも2.58より大。また、対外直接投資のラグ (j) は9~11四半期で、t値はいずれも2.14より大。なお、ラグにはシララグを用いた。

(g) 輸入関数



<推計式>

$$\log(\text{実質輸入}) = a_0 + a_1 \times \log(\text{米国内需}) \\ + \sum a_2 \times \log(\text{米国の相対比価}_{-i}) \\ + \sum a_3 \times \log(\text{米国への対内直接投資}_{-j})$$

推計期間	a ₀	a ₁	Σa ₂	Σa ₃	R ²	D.W.	S.E.
1985/4Q~96/1Q ()内はt値	△23.01 (△45.14)	3.28 (65.55)	△ 1.98	0.048	0.996	2.01	0.011

(注) 米国の相対比価 (輸入物価/生産者物価) のラグ (i) は0~9四半期で、t値の絶対値はいずれも3.93より大。また、米国への対内直接投資のラグ (j) は7~17四半期で、t値はいずれも1.87より大。なお、ラグにはシラールラグを用いた。

(国際局)