

# 海外経済動向

— 1996年秋 —

## ■要 旨■

1. 海外主要国の景気動向をみると（図表1）、米国では景気拡大が続いている一方、欧州では一部に明るさが窺われるが全体としてなお力強さを欠く景気展開となっている。この間、東アジアでは、NIEs、ASEAN諸国の景気が小幅減速に転じている。

まず、米国では、本年第2四半期の実質GDP成長率が前期比年率+4.7%と大幅な伸びとなった。その後、第3四半期入り後の動きをみると、設備投資は全体として緩やかな減速に向かい、家計支出も高水準ながら増加テンポがやや低下するなど、景気は成熟化に向かう兆しが窺われるが、国内最終需要の腰はなおかなり強く、生産も堅調に推移し、タイトな労働需給が続いている。

（図表1） 海外の実質GDP成長率  
（単位 前年比、前期比年率 %）

		1994年	95年	96年1～3月	4～6月
米	国	3.5	2.0	2.0	4.7
欧	ド イ ツ	2.9	1.9	△1.9	6.1
	フ ラ ン ス	2.8	2.2	4.4	△1.5
州	英 国	4.0	2.5	2.6	2.2

（前年比 %）

		1994年	95年	96年1～3月	4～6月
東 ア ジ ア	N I E s	7.5	7.4	6.5	n. a.
	A S E A N	7.7	8.0	n. a.	
	中 国	11.8	10.2	(1～6月)	9.8

（注）1. 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。

2. 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）各国政府または中央銀行統計

一方、欧州については、ドイツでは輸出の持ち直しからようやく景気回復の途に就いたとみられるが、なお脆弱さを残した推移となっており、他の主要国においては、英国は内需主導の緩やかな拡大が続いているが、フランスでは内外需ともに不透明感が濃化しているほか、イタリアでも減速が目立っている。

また、東アジアでは、NIEs、ASEAN諸国とも、今春来の輸出鈍化を主因に、高成長ながら景気拡大テンポは総じてやや鈍化している。このうち一部のASEAN諸国については、内需が依然として高い伸びを続けていることもあって、経常収支赤字はこのところ拡大している。この間、中国では、物価が落ち着きに向かう中で、高成長を継続している。

2. 欧米の金融・資本市場の動向をみると、米国では、長期金利（国債30年物利回り）は、7月上旬から8月中旬にかけて一旦小幅低下した後、月末以降は7%台に上昇したが、最近では、再び7%台を割り込む水準まで低下している。こうした状況下、短期金融市場でも、一頃強まった金利先高観はかなり後退している。この間、株価（ニューヨーク・ダウ平均）は、7月に調整局面を迎えた後リバウンドし、最近では長期金利の低下傾向を好感する形で騰勢を続け、10月前半には既往最高値を更新して6,000ドル台へ上昇した。

欧州では、ドイツの長期金利は、景気回復の腰はなお弱い一方、財政赤字削減に向けた予算編成等もあって、振れを伴いつつも徐々に低下している。一方、短期金利は、8月22日の Bundesbankによる政策金利の引き下げ決定を受けて低下した後、ほぼ横這いで推移している。この間、その他の欧州主要国の金利・為替は、通貨統合問題をにらんだ展開となっている。すなわち、フランスの景気低迷、財政赤字削減の難航予想から、同国の通貨統合参加に必要なコンバージェンス・クライテリアの充足に関する不透明感が広がり、8月に一時仏フラン安とドイツ・フランス長期金利差の拡大が生じるなどの動きがみられたが、ドイツによる上記政策金利の引き下げや各国の緊縮型1997年度予算案提出等もあって、市場はひとまず落ち着きを取り戻したように窺われる。

# 1. 実体経済

## (1) 米国

米国では、本年第2四半期の実質GDP成長率が前期比年率+4.7%と大幅に高まった(図表2(a))。こうした背景としては、個人消費・住宅投資の好調に加え、春先の本予算成立に伴う政府支出の一時的増加もあって、内需が一段と拡大テンポを高めたほか、輸出も堅調に推移したことが挙げられる。

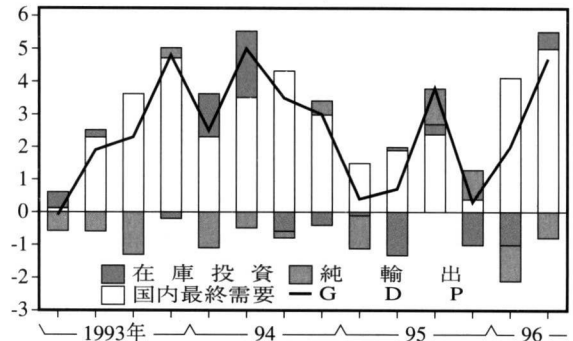
その後、第3四半期入り後の動きも含めてみると、これまで景気拡大を牽引してきた設備投資については、情報関連投資は引き続き好調ながら、情報関連以外の分野での投資は一巡しつつあり、先行指標である資本財受注等をみても低下傾向にあるなど、設備投資全体としては緩やかな減速に向かっている(図表2(b))。また、家計支出についても、夏場以降、個人消費の増加テンポがやや低下しているほか、関連指標をみても住宅着工件数や自動車販売は高水準ながら頭打ちとなっている(後掲図表3(a))。

このように景気は成熟化に向かう兆しが窺われるが(注1)、国内最終需要の腰はなお強く、生産も堅調に推移し、失業率が歴史的にみてもかなり低い水準となっているなど、タイトな労働需給が続いている。こうした状況下、賃金上昇率は緩やかに高まっているが、これが物価面へ波及するまでには

(図表2) 米国景気(1)

(a) GDP

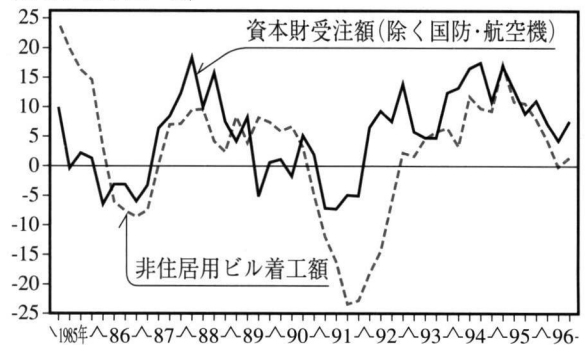
(実質、前期比年率、寄与度 %)



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

(b) 資本財受注、非住居用ビル着工

(名目、前年比 %)



(注) 直近は6~8月。

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

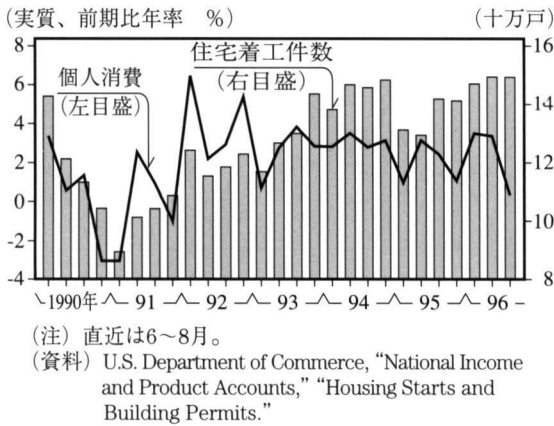
至っておらず、ドル高下での輸入物価の下落もあって、消費者物価は引き続き落ち着いた推移となっている(後掲図表3(b))(注2)。

(注1) 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調査(10月10日時点)によれば、実質GDP前期比年率の平均的見通しは、1996年第3四半期+2.4%→第4四半期+2.3%となっている。

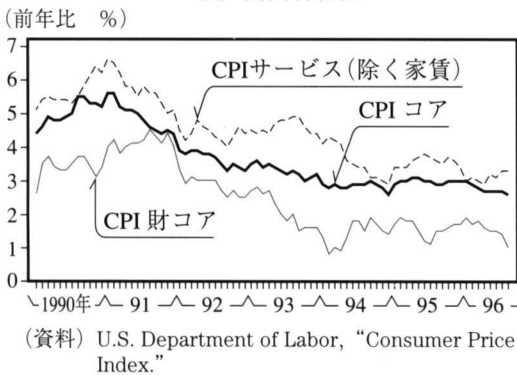
(注2) このように景気の腰が強く、タイトな労働需給が続いているにもかかわらず、これまでのところ、物価が落ち着いている背景については、後掲「ボックス」を参照。

(図表3) 米国景気 (2)

(a) 個人消費と住宅投資

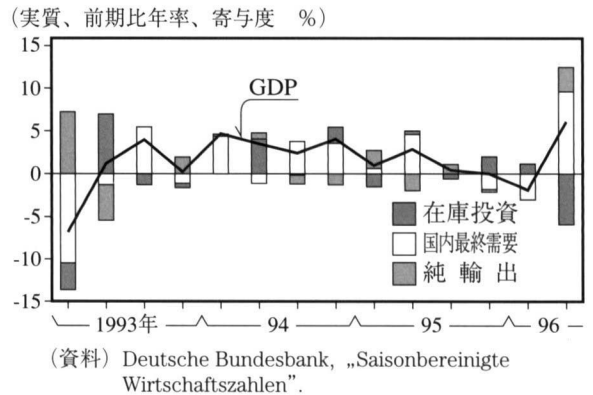


(b) 消費者物価

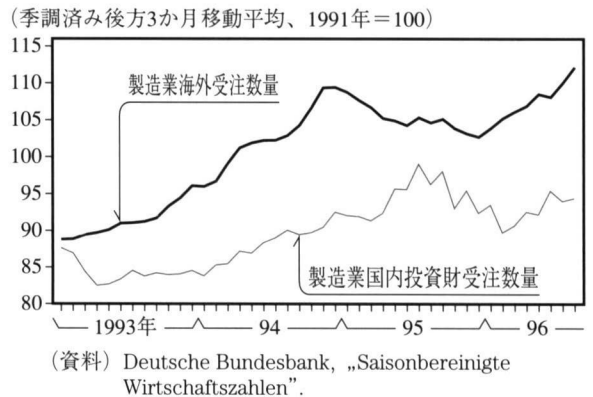


(図表4) ドイツ景気

(a) GDP



(b) 内外受注



(2) 欧州

欧州では、ドイツ景気がようやく回復の途に就いたとみられるが、他の主要国も含めた全体としてはなお力強さを欠く景気展開となっている。

ドイツでは、昨年後半以降の景気低迷の後、本年第2四半期の実質GDP成長率は、冬場に落ち込んだ建設投資の復調という特殊要因もあって、前期比年率+6.1%と大きくリバウンドした(図表4(a))。こうした特殊要因を除いても、このところ海外からの受注が伸びて(図表4(b))、漸次輸

出の持ち直しに結び付いており、つれて生産も底入れし、設備稼働率も下げ止まりとなっている。もっとも、こうした輸出の持ち直しが設備投資をはじめとする内需全般に裾野を広げるまでには至っておらず、景気はなお脆弱さを残していると思われる。

その他の主要国については、英国では、輸出は伸び悩んでいるが、金融緩和のもとで、個人消費を中心に内需は堅調に推移し、景気は引き続き緩やかに拡大している。一方、フランスでは、本年2月からの増税(新所得税の導入等)の影響もあって、個人

消費が盛り上がりを欠き、輸出も低迷しているなど、景気の不透明感が濃化している(注3)。また、イタリアでも、リラ安修正と財政緊縮・賃上げ抑制策のもとで、輸出の競争力が大きく後退し内需も冷え込むなど、景気減速が目立っている。

なお、EU加盟国では、通貨統合(正式には、経済通貨統合(EMU)の第3段階)に参加するための要件として、マーストリヒト条約で規定された財政赤字等に関するコンバージェンス・クライテリアの達成が求められている。このため、関係国の1997年度予算案は一段と緊縮的になっているが、こうした措置の実効性を確保しつつ、財政健全化による長期金利低下のメリットを活かしながら、景気回復を確かなものとするのが共通課題となっている。

### (3) 東アジア

東アジアをみると、NIEs、ASEAN諸国とも、輸出鈍化を主因に、高成長ながら景気は総じて小幅減速に転じている。この間、中国は高成長を継続している。

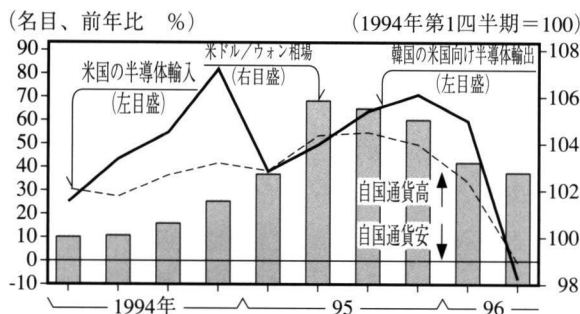
NIEs諸国のうち、韓国では、4年間続いた設備投資ブームが下火になりつつあり、こうした内需鈍化に加えて、輸出も、ウエイトの大きい半導体の価格軟化傾向の持続や、本年前半までの為替ウォン相場の高止まりによる価格競争力後退から、電子製品を中心に伸びが大きく鈍化しているため、景気減速度合いを強めている(図表5(a))。一方、台湾では、輸出が中国向けの

復調などから全体として下げ止まってきたことから、景気減速にも次第に歯止めがかかりつつある。

ASEAN諸国では、実質為替相場の増価に伴う競争力の後退を反映した輸出の落ち込みを主因に、高成長ながら景気拡大テンポがやや鈍化している(図表5(b))。

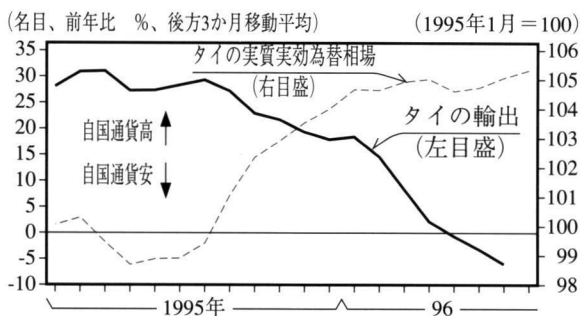
(図表5) 東アジア景気

(a) 韓国の米国向け半導体輸出



(資料) The Bank of Korea, "Monthly Balance of Payments," U.S. Department of Commerce, "Survey of Current Business," International Monetary Fund, "International Financial Statistics."

(b) タイの輸出



(注) 実質実効為替相場は、タイの通関輸出の主要相手国11か国の1995年ウエイトで加重平均(CPIベース)。

(資料) Bank of Thailand.

(注3) フランスの本年第2四半期の実質GDP成長率は、需要低迷に加え閏年要因の反動もあって、前期比年率△1.5%とマイナス成長に転じた。

このうち一部の国については、インフラ投資の進捗や高水準の直接投資の実行を背景に、依然として内需の高い伸びが続いており、この結果、輸出の鈍化と相俟って、経常収支の赤字幅はこのところ拡大している。

中国では、設備投資や公共投資等の基本建設投資が増加傾向を辿っていることから、本年上期の実質GDP成長率は前年比+9.8%と高水準を持続している。最近では、中小国有企業を主対象とする地方政府所管も含めて、基本建設投資が伸びを高め（図表6(a)）、海外からの直接投資とともに高成長を支えている。こうした投資の盛り上がりを背景に、国有銀行貸出は伸びが一段と高まっている。もっとも、全体としての生産増大テンポは、企業投資の増大に対して、個人消費が落ち着いた推移となっていることから、引き続き大きく加速することなく推移している（図表6(b)）。こうした状況下、最近の小売物価は前年比+5%台と落ち着きに向かっている。

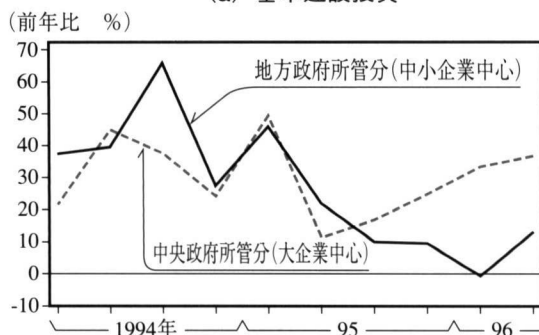
## 2. 金融・資本市場

### (1) 米国

米国の長期金利（国債30年物利回り）は、景気、インフレの動向をにらみながら、7%を挟んでもみ合ってきたが、最近では、低下気味に推移している。すなわち、7月上旬から8月中旬にかけて一旦小幅低下した後、下旬には景気の強さを示す指標の発表等を受けた景況感の好転を背景に上昇に転じ、月末以降は7%台へ上昇した。もっとも、最近では、景気減速を示唆する指標の発表もあって、市場での景気過熱感、インフレ懸念は後退し、再び7%台を割る水準ま

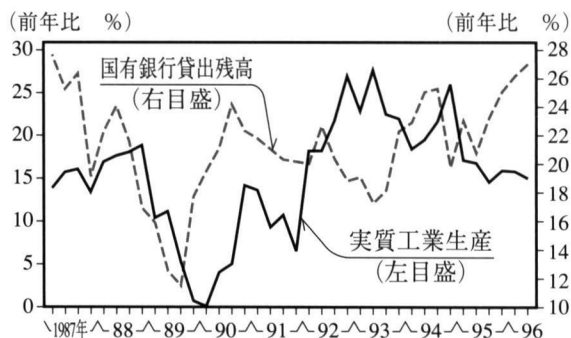
(図表6) 中国経済

(a) 基本建設投資



(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



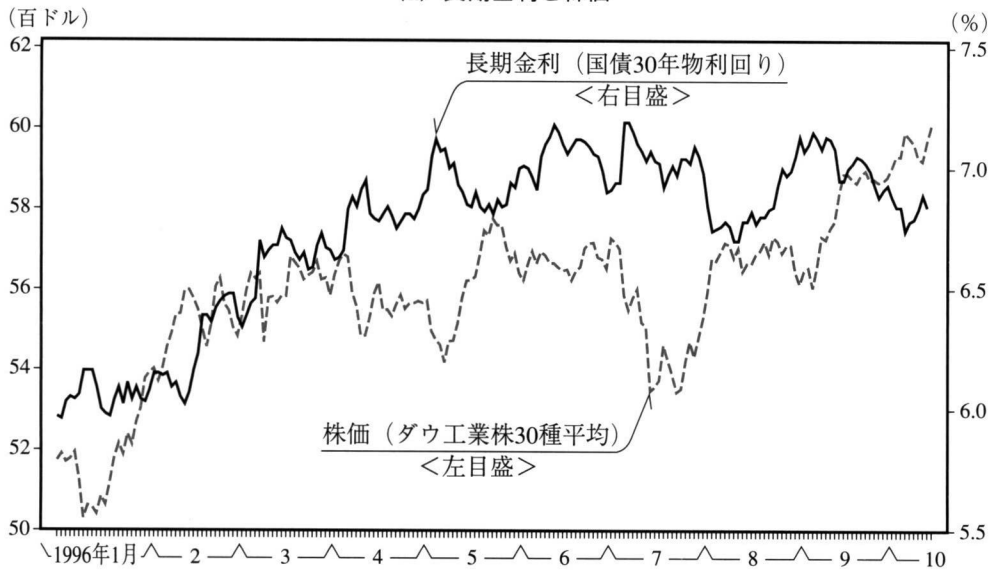
(資料) China Statistical Information and Consultancy Service Center, "China Monthly Statistics," the People's Bank of China, "Monetary Statistics of the People's Republic of China."

で低下している（図表7(a)）。

こうした状況下、短期金融市場でも、一頃強まった金利先高予想はかなり後退している。すなわち、金利先物（ユーロドル3か月金利先物）の推移をみると、8月下旬から9月上旬にかけて金利先高を見込む動きが強まったが、その後、9月下旬のFOMCにおいて政策変更が行われなかったこともあって、現物金利とのスプレッドが縮小するなど、徐々にそうした先高予想が後退している（図表7(b)）。

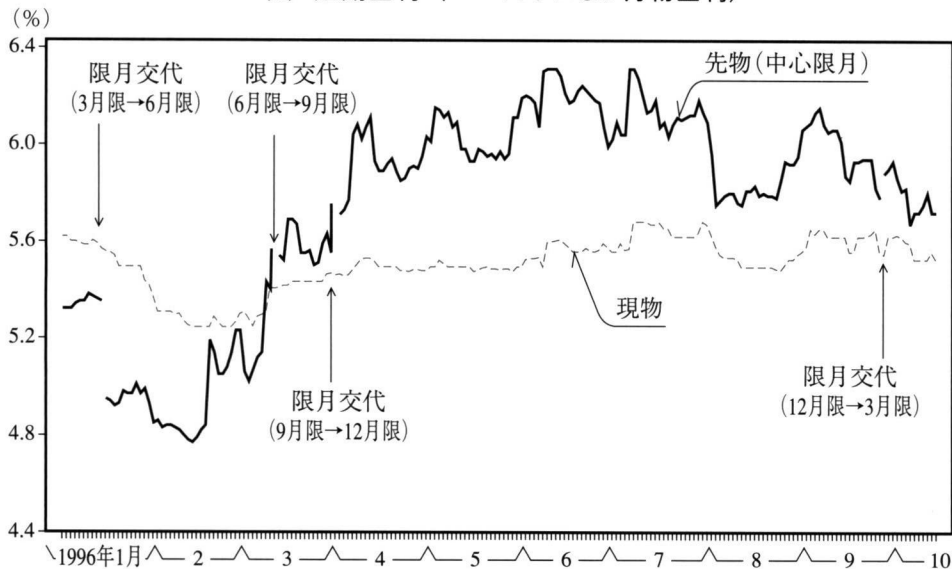
(図表7) 米国金融市場

(a) 長期金利と株価



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

(b) 短期金利 (ユーロドル3か月物金利)



(資料) Bloomberg.

この間、株式市場では、ニューヨーク・ダウ平均は、7月に調整局面を迎えた後リバウンドし、8月中は5,700ドル前後の水準で横這い圏内で推移した。その後、9月に入ってから一段高となり、5月に記録した既往最高値を更新し、さらに10月入り後は、上記のような長期金利の低下傾向を好感する形で騰勢を持続し、6,000ドル台へ上昇した（前掲図表7（a））。機関投資家の動きをみても、6月から7月にかけて増加テンポが急速に鈍化したミューチュアル・ファンドへの資金流入額は、企業収益の好調見通しを背景に8月以降再び伸びが高まった。

## （2）欧州

ドイツの長期金利（国債10年物利回り）は、景気回復の足取りが緩やかなものにとどまっている一方、財政赤字削減策の具体化（9月、歳出削減プログラム主要法の成立）等もあって、6月から7月頃の6.6%強のレベルをピークに振れを伴いつつ緩やかに低下しており、10月入り後は6.0%前後と

なっている（図表8（a））。

一方、短期金利は、8月22日の Bundesbank による債券買いオペ金利引き下げ（3.3%→3.0%）発表を受けて低下した後、ほぼ横這いで推移している（図表8（a））。

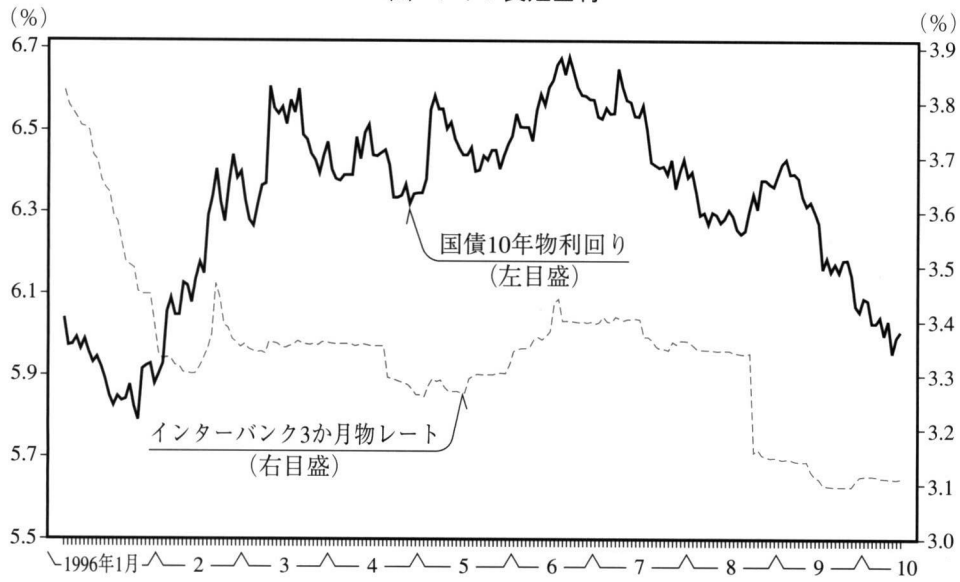
この間、その他の欧州主要国の金利・為替動向は、通貨統合問題をにらんだ展開となっている（図表8（b））。すなわち、フランスの景気低迷、財政赤字削減の難航予想から、同国の通貨統合参加に必要なコンバージェンス・クライテリアの充足に関する不透明感が広がり、8月入り後は一時仏フラン安とドイツ・フランス長期金利差の拡大が進行した。もっとも、8月下旬には、上記のドイツによる政策金利引き下げが発表されたほか、9月入り後は、EUの諸会議で通貨統合実現へ向けての合意形成が報道されたことに加え、フランスを含む各国において通貨統合参加をにらんだ緊縮的な1997年度予算案が議会に提出されたこともあって、最近では、市場はひとまず落ち着きを取り戻したように窺われる。



(図表8)

欧州金融市場

(a) ドイツ長短金利



(資料) Data Stream.

(b) フランスの対独長期金利差と対独マルク為替相場



(資料) Data Stream.

[ボックス]

米国の物価の落ち着きについて

米国の物価を巡る環境をみると、本文で述べたとおり、本年第2四半期の実質GDP成長率は前期比年率+4.7%と潜在成長率(+2%強と言われる)を大幅に上回る伸びとなるなど、景気は拡大を続けている。生産要素である資本・労働面をみても、設備稼働率は今次拡大期のピーク(1995年第1四半期、全産業ベース84.8)比やや低下したとはいえ、高水準で下げ止まっていることに加え、失業率は歴史的にも低水準へ低下してきており、こうした状況下、賃金上昇率は全体として緩やかであるが、一頃に比べて徐々に伸びを高めている(図表(a))。

このようにインフレ圧力の増大につながる要素が少なくない一方で、実際の物価は引き続き落ち着いた推移となっている。こうした背景としては、従来の景気拡大局面とは様相を異にする以下のような要因が少なからず寄与してきたことが挙げられる。

第1に、コンピュータや通信等の技術革新の急速な進展を背景に、企業は業容の最適化を目指したダウンサイジングやアウトソーシングを推進しており、情報関連分野を中心に設備投資コストが労働コストに比べて一貫して下落し続けているもとで(図表(b))、省力化その他の労働コスト削減努力の広範化(注)から、雇用環境が急速かつ著しく変化している。このため、家計サイドでは、従来に比して雇用確保(job security)をより重視する傾向がみられ、賃上げ要求も総じてマイルドになっているように見受けられる。また、1990年代初頭までの景気拡大期では、全体の失業率が低下する中で、より有利な雇用条件を求めて一時的に離職する者が増加することなどから、自発的失業率はむしろ上昇する傾向が窺われたが、1994年以降は全体の失業率と同様に低下に転じている(後掲図表(c))。

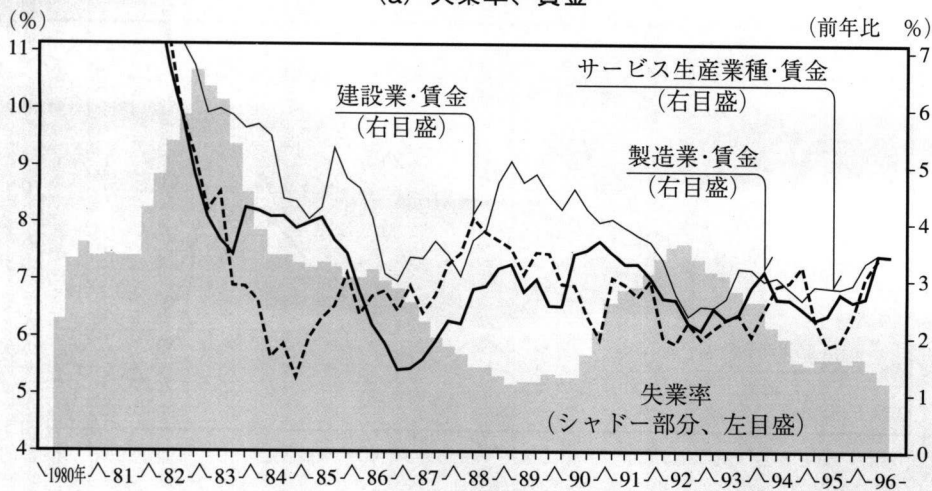
第2に、これまでの積極的な設備投資により、資本装備率が上昇し、労働生産性の向上が持続している。このため、賃金上昇率が、やや高まっているとはいえ、現状程度の緩やかなものにとどまっているもとでは、生産性向上が賃金上昇を吸収してユニット・レーバ・コストの上昇を防ぎ、企業の製品価格への転嫁圧力を抑制してきたとみられる(後掲図表(d))。

第3に、東アジアや中南米等のエマージング・エコノミー諸国からの安値輸入品の流入に加え、ドル高傾向の持続もあって、輸入物価は下落しており、競合する米国産品の価格に対して少なからず下方圧力がかかっているとみられる。

こうした物価安定要因は、非循環的要素を多分に含んでいるだけに、今後直ちに消失するとはみられないが、何分資本・労働はフル稼働に近いことから、当面の需要・生産動向次第では、これまで抑えられてきた労働コストの上昇圧力が顕現化し、実際に物価面へと波及していく変化が生じないとも限らず、引き続き注視が怠れない状況が続こう。

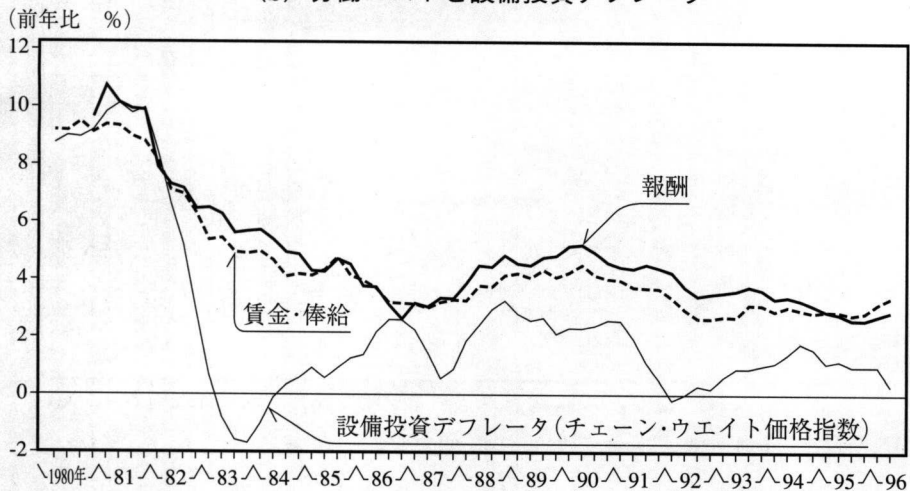
(注) 企業では、労働コスト削減のため、このところ福利・厚生費の抑制に力を注いでおり、この結果、最近では賃金・俸給にこれらのFRINGE費用を含めた「報酬」全体の上昇テンポは賃金・俸給よりも緩やかなものとなっている。

(a) 失業率、賃金



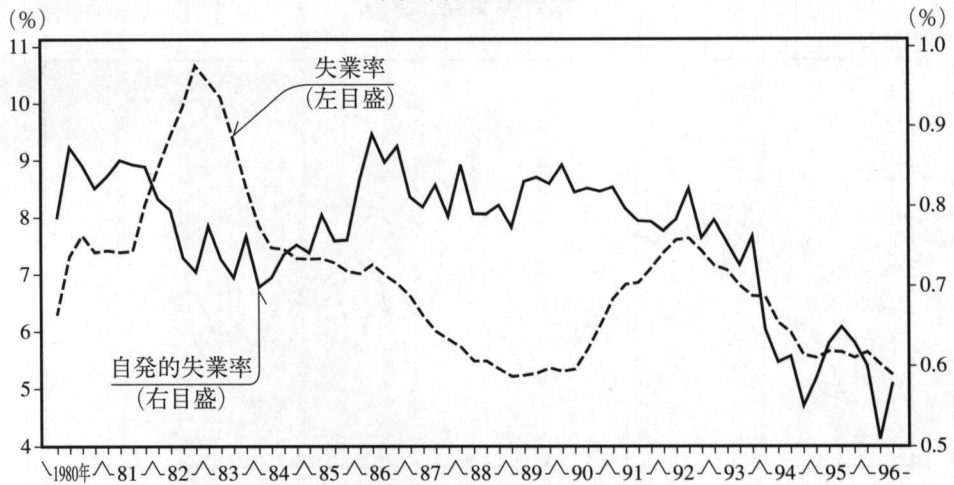
(注) 賃金のうち製造業は雇用統計(直近は第3四半期)、サービス生産業種および建設業は雇用コスト指数(ECI、同第2四半期)。  
 (資料) U.S. Department of Labor, "The Employment Situation," "Employment Cost Index."

(b) 労働コストと設備投資デフレーター



(注) 報酬は、賃金・俸給と福利厚生費の合計。  
 (資料) U.S. Department of Labor, "Employment Cost Index," U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts."

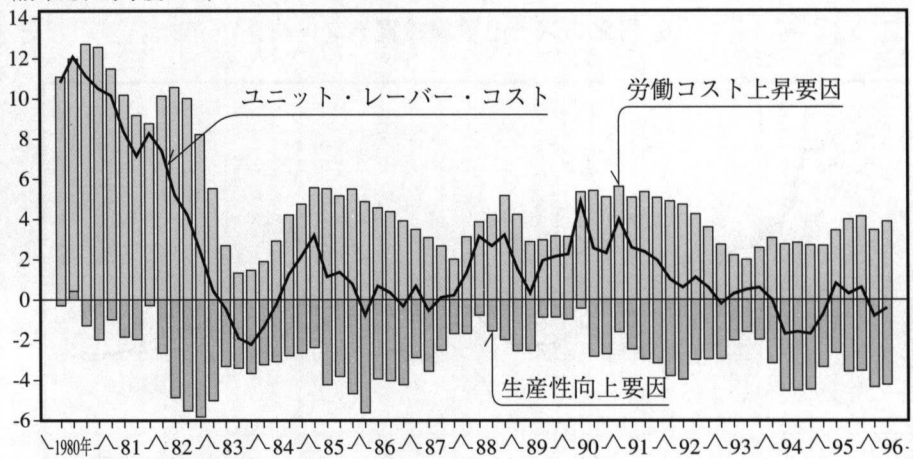
(c) 自発的失業率



(資料) U.S. Department of Labor, "The Employment Situation."

(d) ユニット・レーバー・コスト (製造業)

(前年比、寄与度 %)



(資料) U.S. Department of Labor, "Productivity and Costs."

1996年10月16日

(国際局)