

# 海外経済動向

——1997年冬——

## ■要 旨■

1. 海外主要国の景気動向をみると（図表1）、米国では潜在成長率近傍の息の長い景気拡大が続いている。また、欧州でも全体として緩やかな回復傾向にある。一方、東アジアでは高成長ながらも成長テンポが鈍化している国が多い。

まず、米国では、1996年第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%（第2四半期、+4.7%）となるなど、景気はやや減速しつつ拡大を続けている。すなわち、設備投資は、情報化関連を除く機械設備投資や構造物投資が頭打ちとなる一方、情報化関連投資が伸びを高めていることから、全体として堅調を持続しているほか、個人消費も緩やかな伸びが続いている。このように国内最終需要が堅調に推移し、生産水準も高くタイトな労働需給が続いているもとで、賃金上昇率はやや高まっているが、物価は引き続き落ち着いた推移となっている。

（図表1）

海外の実質GDP成長率

（単位 前年比、前期比年率 %）

		1995年	96年1～3月	4～6月	7～9月
米	国	2.0	2.0	4.7	2.1
欧 州	ド イ ツ	1.9	△1.6	6.0	3.3
	フ ラ ン ス	2.2	4.9	△0.7	3.5
	英 国	2.5 (2.6)	2.5 (2.4)	2.6 (2.2)	1.8 (2.7)

（前年比 %）

		1995年	96年1～3月	4～6月	7～9月
東 ア ジ ア	N I E s	7.4	6.6	6.1	5.7
	A S E A N	8.0		n.a.	
	中 国	10.5		(1996年) 9.7	

- （注）1. 英国は市場価格表示ベース。（ ）内は要素費用表示ベース。  
 2. NIEs、ASEANについては、1995年の名目GDPウェイト（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。  
 4. NIEsの1996年7～9月については速報値。

（資料）各国政府または中央銀行統計

また、欧州については、ドイツ、フランスでは、なお力強さに欠けるが、輸出の持ち直しから緩やかな景気回復傾向にある。一方、英国では、内需を中心に引き続き好調を持続している。

一方、東アジア諸国のうち、韓国やASEAN諸国では、輸出鈍化が続いていることから、高成長ながら景気拡大テンポは減速している。一方、中国は高めの成長が持続し、その好影響が中国との貿易ウエイトの大きい香港、台湾へ及んでいる。

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、景気拡大テンポの鈍化や物価の落ち着きのもとで低下傾向を辿り、一時1996年11月末に6.3%台となった後、最近では、市場予想に比べて景気好調を示唆する経済指標の発表などを反映して、やや上昇し6%台後半で推移している。また、短期金利も、秋口以降概ね横這い圏内で落ち着いた推移となっていたが、年末以降はやや強含んでいる。この間、株価（ニューヨーク・ダウ平均）は、12月上旬まで上昇基調を辿り、その後は、高値警戒感から騰勢一服の場面を挟んで、年明け後は再び既往ピークを更新するなど、やや振幅の大きい展開となっている。

欧州のうち大陸主要国では、長期金利は、通貨統合（EMU第3段階）を控えた財政赤字の圧縮努力などから、総じて低下方向での収斂が進展している。また、短期金利は、ドイツでは横這いの推移となっているが、フランス、イタリアでは小幅の政策金利引き下げ実施を受けてやや低下している。一方、英国では、景気拡大を背景とした物価上昇圧力の強まりから、1996年10月末に政策金利が引き上げられたことを反映して、長短金利ともやや上昇している。

# 1. 実体経済

## (1) 米国

米国では、実質GDP成長率（前期比年率）は、1996年第2四半期に+4.7%と拡大テンポを大きく高めた後、第3四半期は+2.1%へ低下し、潜在成長率近傍の息の長い景気拡大が続いている（図表2（a））。

すなわち、企業部門では、情報化関連を除く機械設備投資は、ストック調整圧力が緩やかながらも顕現化して、頭打ちとなっているが、情報化関連投資は、コンピュータ・通信関連分野の技術革新を取り込んで労働生産性の向上を企図する動きが広範化しているもとで、さらに伸びを高め、約6年にもわたる息の長い景気拡大を牽引している（図表2（b））。

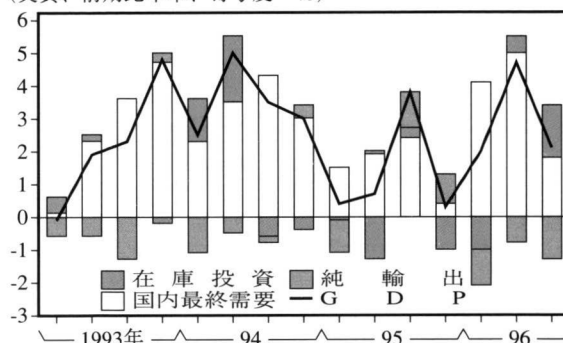
また、家計部門をみると、良好な所得環境のもとで、消費性向は落ち着いた推移となっており、個人消費は緩やかな伸びが続いている（後掲図表3（a））。すなわち、自動車など耐久財消費ではペントアップ・デマンドの充足などから伸びがやや鈍化してきたが、非耐久財・サービス消費は底堅く推移している。住宅投資については、1996年中の長期金利の上昇が均してみれば緩やかなものにとどまっている中で、第3四半期には若干減少したが、第4四半期入り後は住宅販売が持ち直すなど、堅調に推移している。

この間、外需については、ドル相場の堅調地合いが続くもとで、輸出は、このところ伸びが鈍化しているが、カナダやメキシコの景気回復を背景になお高水準で推移している一方、輸入は比較的高い伸びが続い

(図表2) 米国景気 (1)

(a) GDP

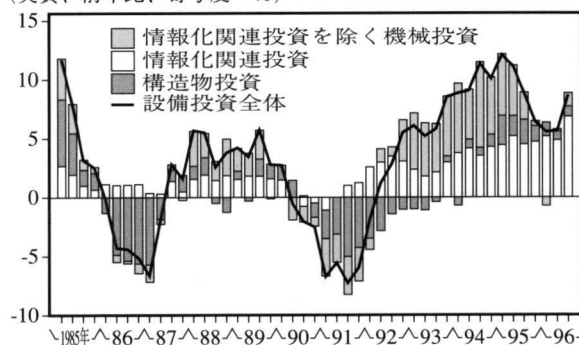
(実質、前期比年率、寄与度 %)



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

(b) 設備投資

(実質、前年比、寄与度 %)



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

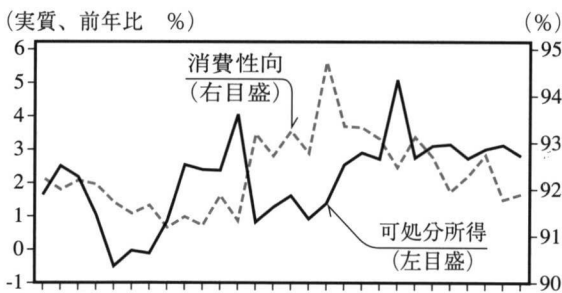
ており、純輸出は景気に対してややマイナス寄与となっている。

このように、景気は1996年前半に比べてやや減速したが、最終需要の腰はなお強く、高水準の生産とタイトな労働需給が続くもとで、賃金上昇率はやや高まっている。もっとも、これまでのところでは、企業が好調な収益を背景にコスト上昇を吸収し得ることなどから、物価は落ち着き圏内で推移している（後掲図表3（b））（注1）。

(注1) 米国物価の落ち着きの背景については、1996年10月公表の「海外経済動向—1996年秋—」（『日本銀行月報』1996年11月号所収）のボックスを参照。

(図表3) 米国景気 (2)

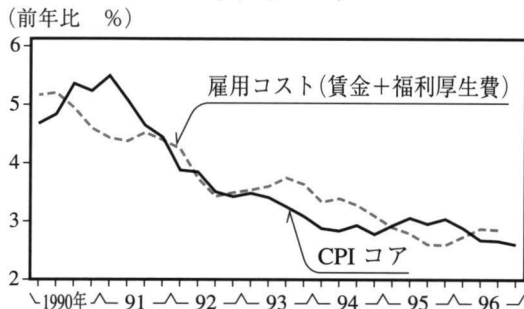
(a) 個人消費



(注) 直近は9~11月。

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

(b) 物 価



(注) 直近は、雇用コストが第3四半期、CPIコアが第4四半期。

(資料) U.S. Department of Labor, "Consumer Price Index," "Employment Cost Index."

(2) 欧州

欧州景気をみると、ドイツ、フランスでは、なお力強さに欠けるが、輸出持ち直しから緩やかな景気回復傾向にある。一方、英国では、内需を中心に引き続き好調を持

続している。

ドイツでは、このところのマルク高修正基調を背景に、輸出が、東欧や米国などEU域外向けを中心に持ち直していることから、1996年第3四半期の実質GDP成長率（前期比年率）は+3.3%となった（図表4(a)）（注2）。もっとも、一段の財政緊縮が見込まれるもとの、企業の投資姿勢は依然として慎重であることや（注3）、厳冬下で建設投資の進捗が滞っていることなどから、内需の回復度合いはなお緩慢である（図表4(b)）。

また、フランスでは、1996年初来の増税（新所得税の導入等）等の緊縮的な財政運営のもとで景気の不透明感が漂っていたが、フラン高修正基調を背景に輸出がやや持ち直してきたことなどから、再び緩やかな景気回復傾向を辿っている（注4）。一方、イタリアでは、通貨統合（EMU第3段階）先発組入りをにらんだ財政緊縮やリラ高のもとで、内外需とも落ち込んでいる。

この間、英国では、個人消費は、良好な所得環境や、株高のもとでの資産効果を背景に、高い伸びが続き、企業の設備投資意欲も引き続き旺盛なことから、内需主導の景気拡大傾向が持続している。こうした状況下、物価面では、サービス価格を中心に小売物価上昇率がやや高まっている。

(注2) 実質GDP成長率の1996年前年比（速報値）は+1.4%。1996年第4四半期については、未公表ながら、前期比横這い圏内との連邦統計局の談話が報道された。

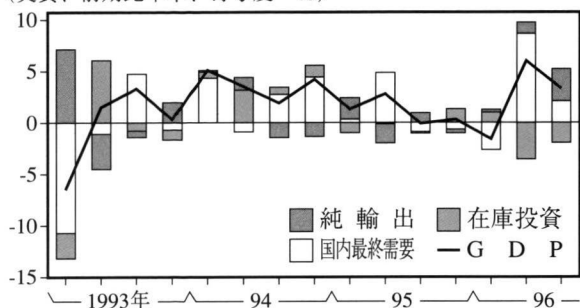
(注3) 1996年11月時点における1997年の設備投資計画（旧西ドイツの製造業ベース、ifo経済研究所調べ）をみると、1996年見込み対比横這いにとどまっており、10~11月の国内投資財受注数量も前年比△3.7%と依然として低調となっている。

(注4) 1996年第3四半期の実質GDP成長率（前期比年率）は+3.5%へ上昇したが、これには、乗用車購入に対する補助金給付打ち切り（9月末）前の駆け込み需要増といった特殊要因が少なからず影響したとみられる。

(図表4) ドイツ景気

## (a) GDP

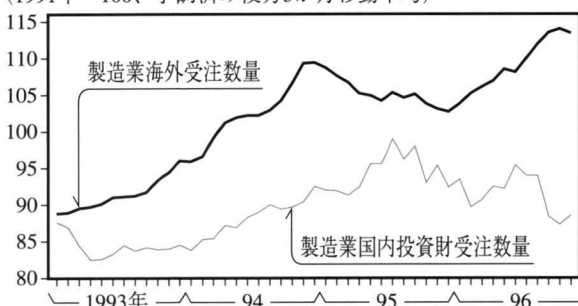
(実質、前期比年率、寄与度 %)



(資料) Deutsche Bundesbank, „Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen“.

## (b) 製造業新規受注

(1991年=100、季調済み後方3か月移動平均)



(資料) Deutsche Bundesbank, „Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen“.

## (3) 東アジア

東アジア諸国のうち、韓国やASEAN諸国では、輸出鈍化が続いていることから(注5)、高成長ながら景気拡大テンポは減速している。一方、中国は高成長が持続し、その好影響が中国との貿易ウエイトの大きい香港、台湾へ及んでいる。

韓国の実質GDP成長率(前年比)は、第1四半期+7.9%の後、第2、第3四半期と連続して6%台へ低下した。景気減速の主因である輸出は、半導体価格の1996年初

来の軟調と円高修正に伴う対日輸出競争力の後退を背景にかなり落ち込み、こうした輸出不振が生産・所得形成にもマイナス・インパクトをもたらしている(後掲図表5(a))。

シンガポールや、タイ、マレーシア等のASEAN諸国では、実質為替相場の増価や、中国、インドシナ諸国等の追い上げ等を背景に、米国、日本向けを中心に輸出の鈍化傾向が続いていることから、景気拡大テンポが低下している。もっとも、直接投資の流入は引き続き高水準であり(後掲図表5(b))、インフラ投資の盛行とともに成長を牽引している。こうした内需の好調持続の結果、輸出の鈍化と相俟って、経常収支赤字が続いている。

一方、中国では、個人消費は比較的落ち着いた推移となっているが、全社会固定資産投資(注6)が高い伸びを続けているほか(後掲図表6(a))、輸出が持ち直していることもあって、高成長を継続しており、1996年の実質GDP成長率は+9.7%となった。この間、物価は引き続き騰勢が鈍化しており、小売物価は前年比+4%台となっている。

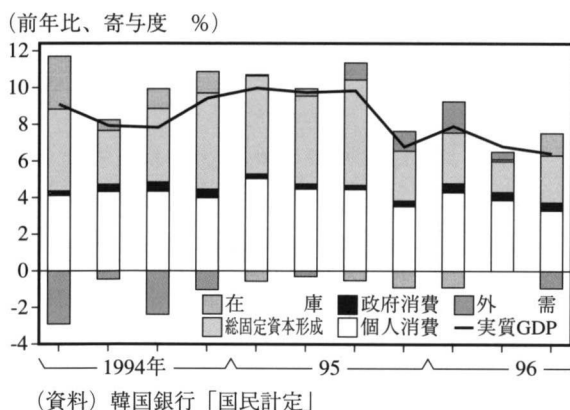
また、香港では、1997年7月の返還を控えて、中国との貿易拡大の恩恵を強く受ける形で、輸出のほか個人消費も上向くなど、景気回復テンポが高まっており、台湾でも、日本、米国向け輸出は低調の域を脱していないが、対中輸出の復調から、景気拡大テンポの鈍化傾向に歯止めがかかっている(後掲図表6(b))。

(注5) 東アジア諸国の輸出のうち、落ち込みの顕著なコンピュータ関連分野の動向については、末尾のボックスを参照。

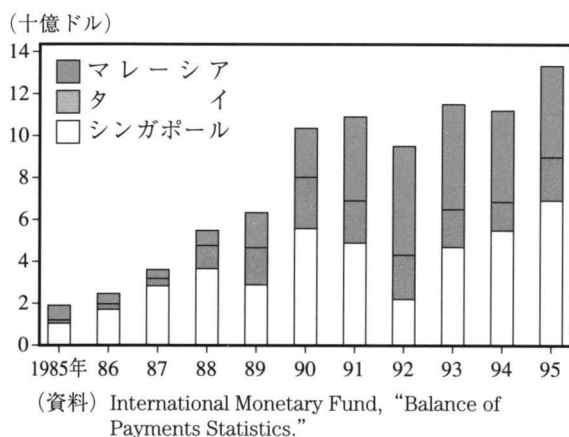
(注6) 全社会固定資産投資とは、基本建設投資(国有企業の能力増強投資)に、国有企業の更新投資や技術開発投資のほか、個人企業や集団所有制企業の固定資産投資等を加えたもの。

(図表5) 東アジア景気 (1)

(a) 韓国GDP要因分解

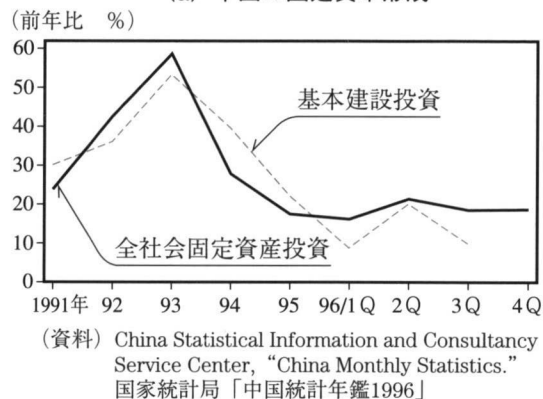


(b) シンガポール・タイ・マレーシアの直接投資受け入れ

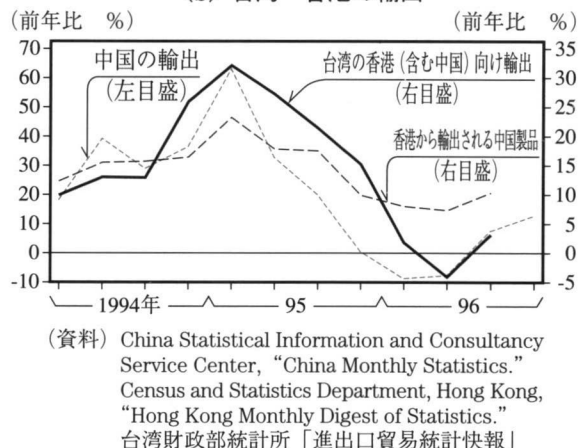


(図表6) 東アジア景気 (2)

(a) 中国の固定資本形成



(b) 台湾・香港の輸出



## 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、1996年9月上旬の7.1%を直近のピークとして、その後は、景気拡大テンポの低下や物価の落ち着きを示す経済指標発表に加え、

大統領・議会選挙（11月5日）結果を受けて財政健全化政策が維持されるとの見方が市場に広がったことから、ほぼ一貫して低下傾向を辿り、11月末には、3月上旬以来の6.3%台まで低下した。もっとも、12月上旬以降は、F R B議長の講演（注7）が相場

(注7) グリーンスパンF R B議長は、12月5日の“The Challenge of Central Banking in a Democratic Society”と題する講演の中で、金融政策における資産価格の位置付けに言及し、「いかなる時に合理的でない活況（irrational exuberance）によって資産価格が過度に上昇していることを知り得るのか」と自問した上で、「バランスシート全般、とりわけ資産価格に関する評価は、金融政策を遂行する上で不可欠な部分（integral part）である」という趣旨の発言をした。

過熱への警告と受け止められたことや、年末年始に市場予想に比べて景気好調を示唆する経済指標の発表が続いたことなどを背景に、上昇に転じており、最近では6%台後半で推移している（後掲図表7（a））。

こうした状況下、短期金利は、秋口以降概ね横這い圏内で落ち着いた動きとなっていたが、年末以降はやや強含んでいる。先物金利と現物金利のスプレッド（ユーロドル3か月物）をみても、11月頃はほぼ解消していたが、最近ではやや開きつつあるなど、市場では幾分金利先高期待が生じている（後掲図表7（b））。

この間、株価（ニューヨーク・ダウ平均）は、長期金利の低下や企業収益の好調見通しを背景に、上昇基調を辿り、11月入り後は、ほぼ連日既往最高値更新を続け、下旬には6,500ドルを超える水準に急上昇した。その後、前記のFRB議長発言もあって、高値警戒観が強まり、中旬には一旦6,200ドル台まで低下した。もっとも、その後は、企業収益の好調持続予想等から再び上昇傾向を回復し、更年後には既往最高値を更新するなど、やや振幅の大きい展開となっている（後掲図表7（a））。

## （2）欧州

欧州の長期金利は、大陸主要国では、通貨統合（EMU第3段階）を控えた財政赤字の圧縮努力や、域内の景気回復の歩調が緩慢であり、物価も落ち着き基調にあるといった諸要因から、総じて低下方向での収斂<sup>しゅうれん</sup>が進展している。すなわち、域内各国のドイツとの長期金利格差は、フランスでは、昨春以降概ね解消しているほか、イタリア等周辺国でも、ここへきて縮小テンポを速めている（注8）。一方、英国では、景気の拡大を反映して、金利はこのところ強含みで推移している（後掲図表8（a））。

一方、短期金利は、ドイツでは、1996年8月以降政策金利が据え置かれていることから、横這いで推移している。この間、フランス、イタリアでは、9月から12月にかけて景気・為替の動向をにらみながら、小幅の金利引き下げが実施されたことから、やや低下している（後掲図表8（b））。このような大陸諸国での動きとは対照的に、英国では、景気拡大を背景とした物価上昇圧力の強まりを受けて、政策金利が引き上げられたことから（10月30日、最低貸出金利5.75%→6.0%）、やや上昇している。

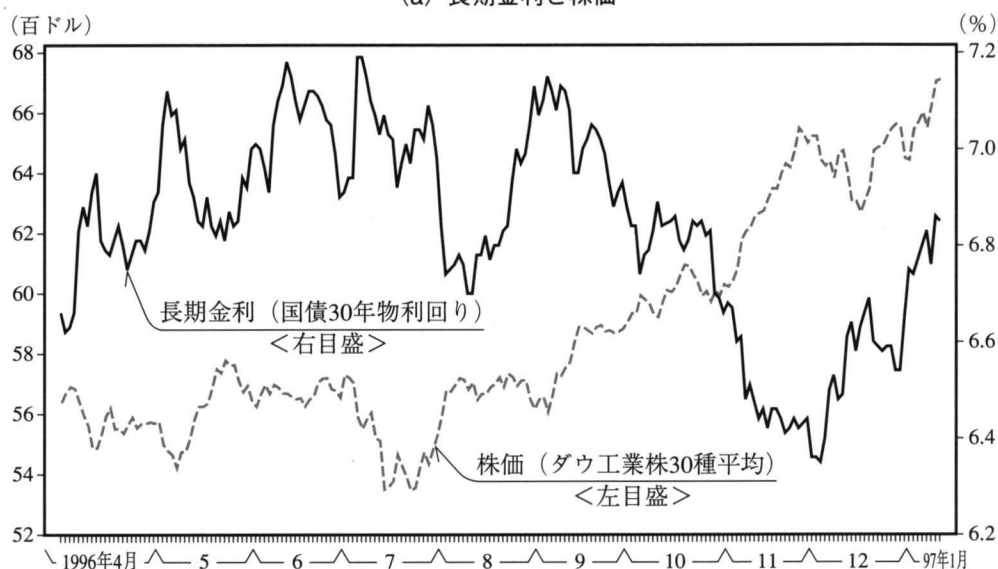
（注8）イタリアに関しては、ERMの介入義務を再開（1996年11月24日発表）したこともあって、通貨統合先発組入りに向けての市場の期待が高まっており、最近では、ドイツとの長期金利格差は1.6%ポイント程度まで縮小（1996年初時点では、約4.5%ポイント）。

なお、EUでは、12月13、14日、ダブリンで欧州理事会（EUサミット）を開催し、1999年1月のEMU第3段階移行を再確認するとともに、通貨統合後に財政規律を維持するためのStability and Growth Pactの締結や、通貨統合参加・不参加国間の為替取り極め（新ERM）導入等に関して基本合意に達したが、こうしたEMUの制度的枠組みに関する検討の進展も、金融・資本市場におけるEMUについてのコンフィデンス増大に寄与しているとみられる。

(図表7)

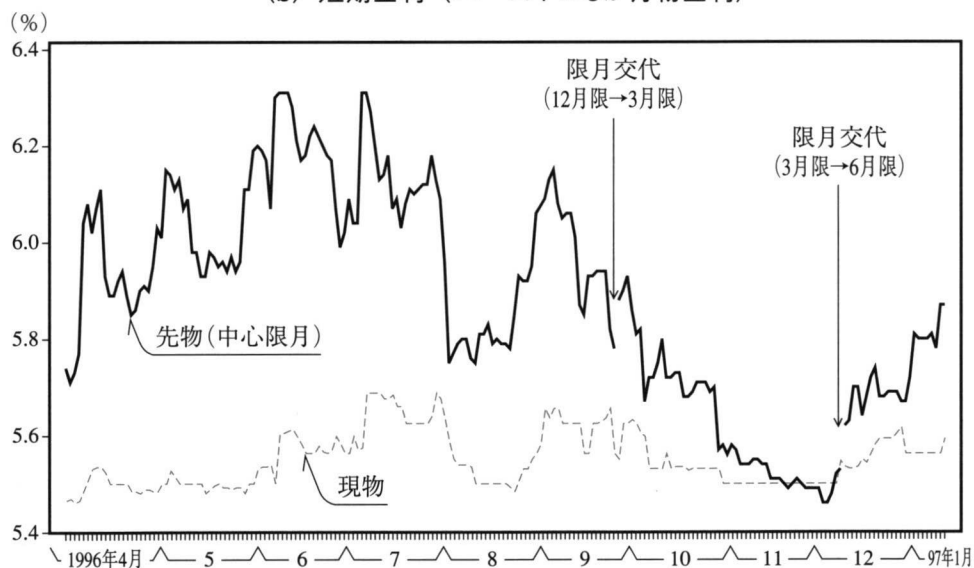
米国金融市場

(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)

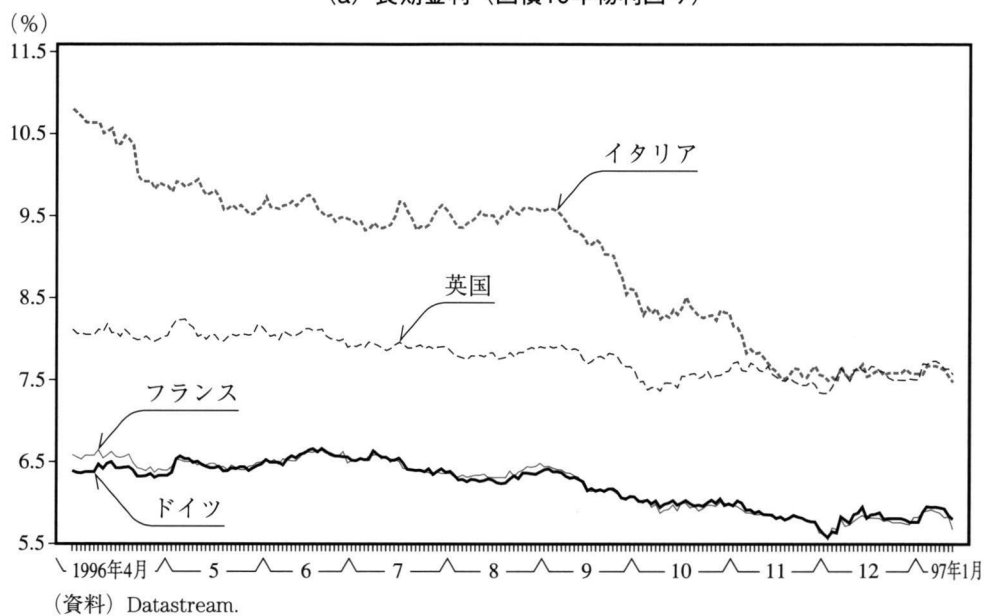


(資料) Bloomberg.

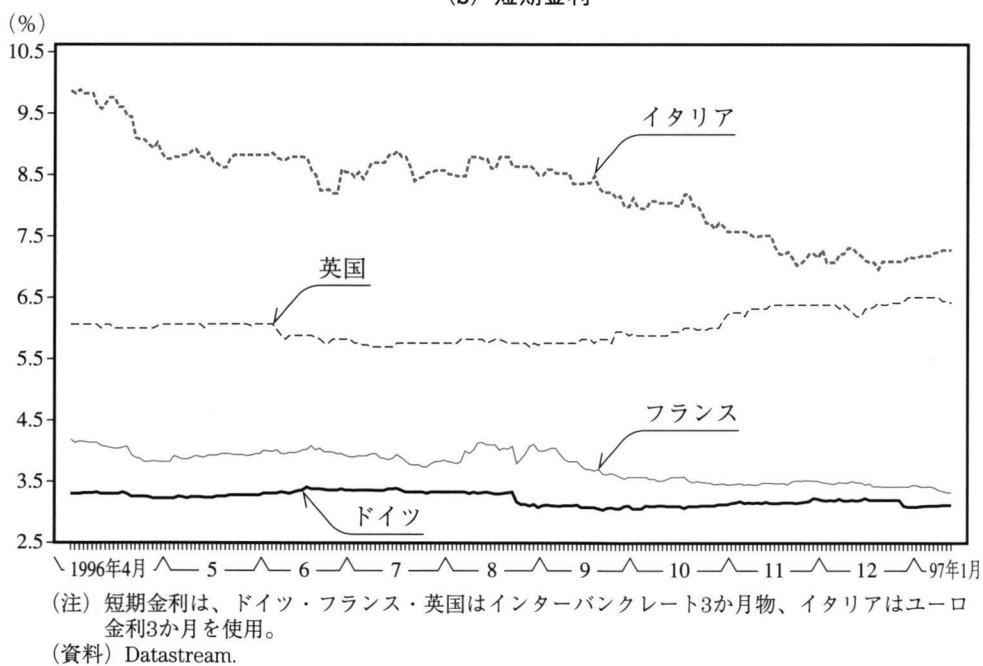
(図表8)

## 欧州金融市場

(a) 長期金利 (国債10年物利回り)



(b) 短期金利



[ボックス]

東アジアのコンピュータ関連輸出について

近年、東アジア諸国では、先進国向け輸出、とりわけコンピュータの生産分業の進展に伴う部品や周辺機器の輸出が、景気拡大に大きく寄与してきた。ところが、このところ多くの国で輸出が鈍化し、これが景気減速につながっている。すなわち、NIEs、ASEANのうち一部計数未公表のインドネシアを除く7か国計の輸出伸び率（名目ベース前年比）は、1995年の+21.4%から1996年第3四半期には△0.3%へ急速に低下した。輸出先では米国向けの伸び悩みが顕著であり、殊に半導体やコンピュータ部品・周辺機器の変調の影響が大きい（図表（a））（注）。

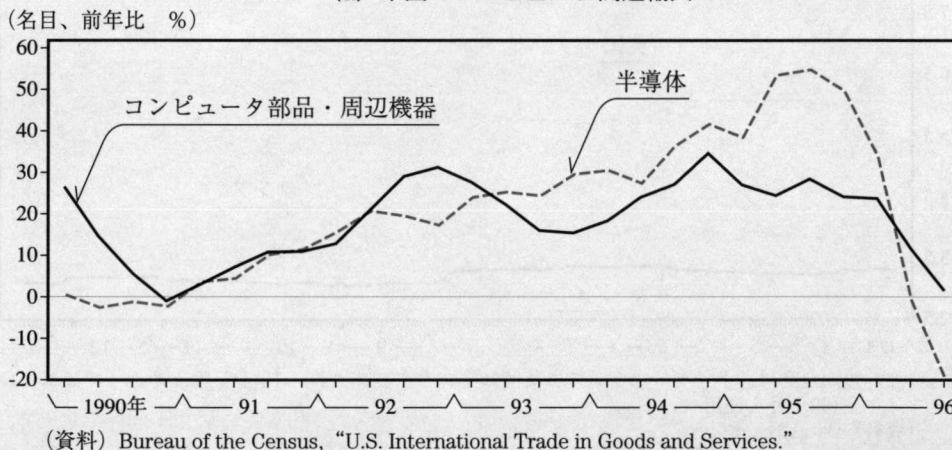
東アジアからのコンピュータ関連輸出が落ち込んでいる主な背景としては、1996年前半を中心とした半導体やコンピュータ部品の世界的な在庫調整が尾を引いていることが挙げられる。特に米国では、小型コンピュータの頭脳に当たるMPU（超小型演算処理装置）等の世代交替が進む中で、旧型化した関連部品の在庫調整が捗々しく進まなかったとの指摘がなされている。

しかし、本文でみたように、米国の情報関連投資が好調を持続しているもとで、年後半以降、高性能半導体を組み込んだ多機能のコンピュータ需要の伸びが高まっており、これにつれて、半導体や関連部品の需要も伸びが高まりつつある。1996年中は新世代製品の立ち上げ局面とあって、高性能部品を中心に主として米国内での生産増で賄われてきたとみられるが、米国コンピュータ関連産業のフル操業の現状に照らすと（図表（b））、今後は米国のコンピュータ関連輸入も再び伸びが高まることが見込まれる。

こうしたことから、1996年中の東アジア諸国の輸出不振の主因であったコンピュータ関連輸出も、今後は底入れから回復に向かい、つれてこれらの諸国の景気にも好影響を及ぼすとの期待が高まっている。

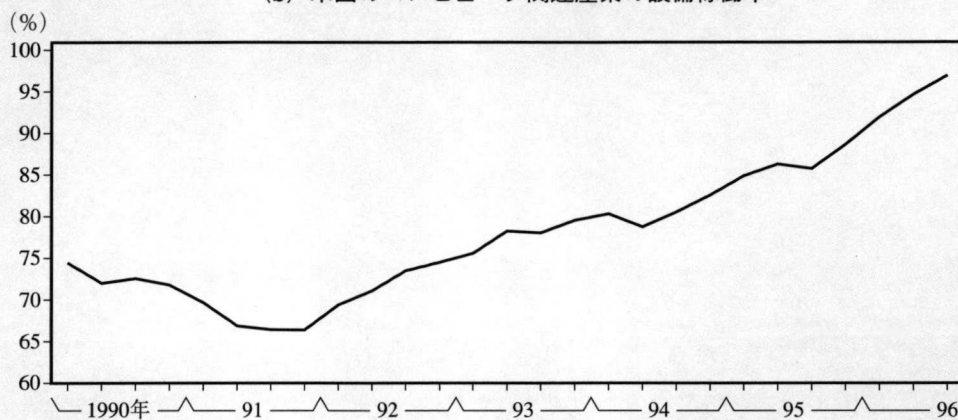
もっとも、米国コンピュータ産業の要求する部品の技術水準が一段と高度化してくるとみられることや、中南米等も含めたエマージング諸国間のハイテク部品供給における競合がこのところ激化していることに鑑みれば、今後とも東アジアの優位性が持続する保証はない。これら諸国にとっては、引き続き積極的な技術導入・開発を通じて、急テンポで進むコンピュータ関連の世代交替の動きに遅滞なく追従する——台湾における高性能半導体の生産設備の新設等といった先取的な取り組みがその一例——とともに、国内のインフラを含めて不断に投資環境を整備することがこれまでに増して重要となるとみられる。

(a) 米国のコンピュータ関連輸入



(注) 東アジア諸国の1996年入りの品目別輸出統計は出揃っていないため、ここでは、米国側の輸入統計からコンピュータ関連の輸出動向をみた。

(b) 米国のコンピュータ関連産業の設備稼働率



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, "Industrial Production and Capacity Utilization."

1997年 1 月17日  
(国 際 局)