

海外経済動向

— 1997年夏 —

■ 要 旨 ■

1. 海外主要国の景気動向をみると（図表1）、米国では息の長い景気拡大が続いている。また、欧州では、全体として緩やかな回復傾向を辿っている。この間、東アジアでは、中国が高成長を続ける一方、ASEAN諸国の輸出に持ち直しの動きもみられる。

（図表 1）

海外の実質GDP成長率

（前年比、前期比年率、％）

		95年	96年	96年10～12月	97年1～3月
米	国	2.0	2.4	3.8	5.9
欧 州	ドイ ツ	1.9	1.4	0.3	1.8
	フ ラ ン ス	2.1	1.5	0.8	0.8
	英 国	2.7 (2.8)	2.3 (2.5)	4.3 (4.3)	3.9 (3.5)

（前年比、％）

		95年	96年	96年10～12月	97年1～3月
東 ア ジ ア	N I E s	7.4	6.3	6.6	n. a.
	A S E A N	8.1	7.1	n. a.	
	中 国	10.5	9.7	n. a.	9.4

（注）1. 英国の（ ）内は要素費用表示ベース。

2. N I E s、ASEANについては、95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。

（資料）各国政府または中央銀行統計。

まず、米国では、本年第1四半期の実質GDP成長率が前期比年率+5.9%の高い伸びとなった。その反動から、第2四半期入り後景気拡大テンポは幾分鈍化しているが、最終需要の腰は引き続きかなり強く、生産・所得の好循環が続いている。こうした中で、タイトな労働需給が続いているが、物価はこれまでのところ落ち着いた推移となっている。

一方、欧州については、ドイツ、フランスでは、輸出の持ち直しを中心とする景気回復が続いているが、その回復テンポは緩慢なものとなっている。この間、英国では内需中心に力強い景気拡大が続いている。

また、東アジアでは、中国が高成長を続け、この好影響もあって台湾、香港が景気拡大を継続している。一方、ASEAN諸国では、コンピュータ関連財等の輸出が上向きに転じる動きもみられるが、7月初のタイの管理フロート制移行等に伴う一部ASEAN諸国の自国通貨減価が、今後これら諸国の景気・物価動向にどのような影響を及ぼすか注目される。

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、4月半ばに7.1%まで上昇したが、その後は緩やかな低下傾向を辿っており、最近では、6%台半ばで推移している。また、短期金融市場では、4月以降、金利先高予想が徐々に後退している。この間、株価（ニューヨーク・ダウ平均）は、長期金利の低下傾向や企業収益の好調持続予想を背景に上昇基調を辿り、既往ピークを更新している。

欧州大陸主要国の長期金利をみると、4月以降、通貨統合（EMU第3段階）の帰趨に関して市場のコンフィデンスが一進一退しつつも、概ね低下方向での収斂が進んでいる。

1. 実体経済

(図表 2)

(1) 米国

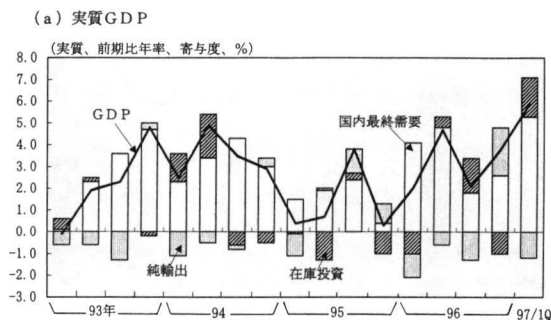
米国では、本年第1四半期の実質GDP成長率が前期比年率+5.9%と大幅に高まった(図表2(a))。これは、設備投資の堅調な増加に加え、個人消費が暖冬等の特殊要因もあって(注1)大幅な増加を示したことが主因である。第2四半期入り後、景気は、個人消費を中心として緩やかな拡大テンポに鈍化しているが、最終需要の腰は引き続きかなり強く、これを受けた生産・所得の好循環が続いている。

すなわち、企業部門では、積極的な情報化関連の設備投資が続いていることに加え、ほぼ10年振りの低空室率を背景とする商業用不動産投資の活発化もあって、設備投資は全体として高目の伸びが続いている(図表2(b))。

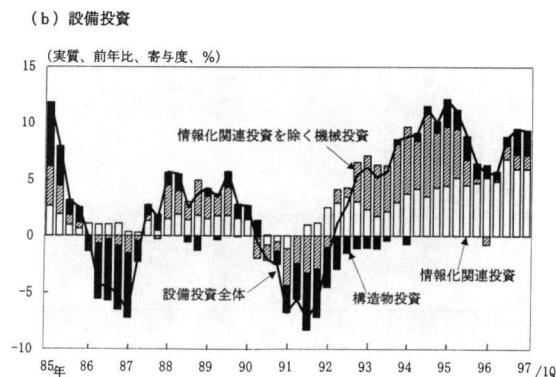
また、家計部門では、消費支出が年初の高い伸びに比べればやや鈍化しているが、良好な所得環境が持続する下で、高水準で推移している(後掲図表3(a))。すなわち、第1四半期には可処分所得が伸びを高める下で、家具、自動車等の耐久財を中心に消費支出がかなり高い伸びとなった。第2四半期については、前期の特殊要因(脚注1参照)の剥落から財消費の伸びは明確に鈍化しているが、サービス消費は堅調に推移している。この間、住宅投資も、長期金利の緩やかな低下傾向等を背景に高水準横這いで推移している。

この間、外需については、ドル高の下でもコンピュータ・航空機等の非価格競争力の強さもあって、輸出は堅調な伸びを示してはいるが、

米国景気(1)



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



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

上記のとおり力強い内需拡大の下で輸入も高い伸びとなっており、ネット外需は景気に対して若干のマイナス寄与となっている。

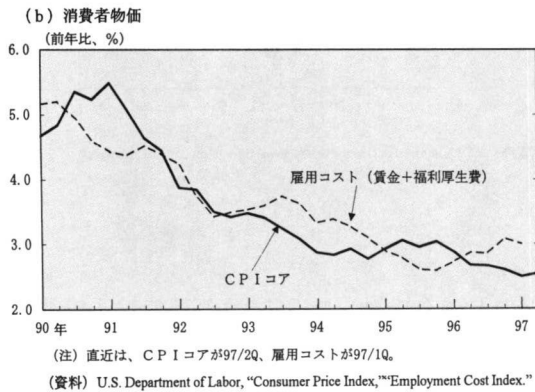
こうした最終需要の腰の強さを背景に、企業の生産活動は引き続き高水準で推移しており、失業率は歴史的にみてかなり低い水準となっている。このようなタイトな労働需給の下で、賃金は高目の伸びが続いているが、物価は、これ

(注1) 第1四半期の個人消費の好伸については、①暖冬(春物衣料販売、住宅建築の進捗に伴う家具販売が好伸)や、②所得税還付の例年比早期化、③復活祭休暇時期のズレ(本年は3月下旬)、④自動車販促活動の強化、等の特殊要因により需要が上振れた可能性を指摘する向きもある。

までのところ落ち着いた推移となっている（図表3（b））。なお、こうした物価の落ち着きには、既往のドル高を背景とする輸入物価の下落等のほか、生産性上昇（注2）も寄与しているとの見方が多い。

（図表 3）

米国景気（2）



(2) 欧州

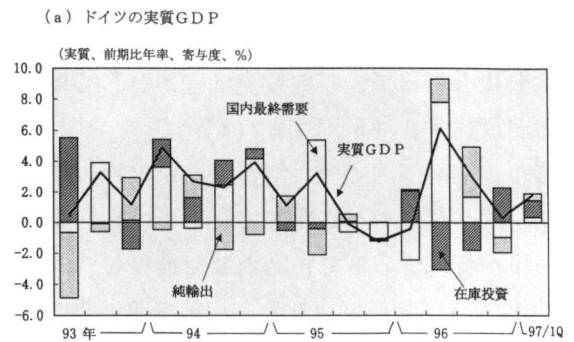
欧州については、ドイツ、フランスでは、輸出の持ち直しを中心とする景気回復が続いているが、内需の動きが鈍く、その回復テンポは緩

慢となっている。この間、英国では内需中心に力強い景気拡大が続いており、インフレ圧力が高まっている。

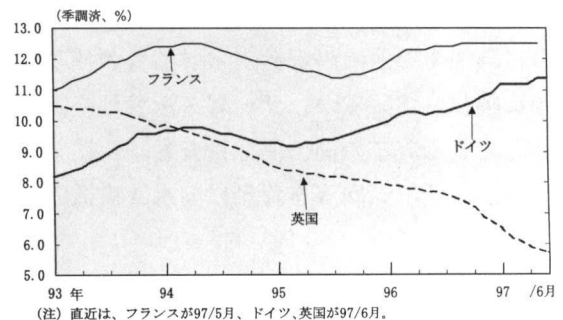
ドイツでは、ドル高・マルク安進展の下で、昨秋来明確化してきた輸出持ち直しが、生産の活発化に繋がりつつあり、設備投資にも若干の動意が窺われる。もっとも、内需全体の立ち上がりはなお緩慢なものに止まっており（図表4（a））、なかでも個人消費は、雇用環境の改善が遅れていることもあって（図表4（b））（注3）、

（図表 4）

欧州景気



(b) 失業率



（注2）米国では、息の長い景気拡大が続く中で、このところ生産性が上昇している。こうした生産性上昇の背景等については、末尾のボックスを参照。

（注3）ドイツでは、97年5月および6月の失業率（季調済）が11.4%と、両独統一後最悪の水準を記録している。

低迷の域を脱していない。

フランスにおいても、対ドル、ないし対ポンドでのフラン安を背景に、昨秋来輸出は持ち直している反面、内需全般が足踏み状態を続けており、雇用情勢にもなお改善の兆しは窺われない（図表4（b））。

この間、英国では、個人消費を中心とする内需が主導する形で、力強い景気拡大が続いており、労働需給も一段とタイト化している下で（図表4（b））、サービス価格を中心に小売物価の上昇圧力が高まっている。こうした状況の下で、イングランド銀行は、7月10日、今次金融引き締め局面（96年10月以降）で第4次の政策金利引き上げを実施した（5月以降3か月連続の引き上げ）。

（3）東アジア

東アジア諸国の景気をみると、中国が高成長を続け、この好影響もあって台湾、香港が景気拡大を持続している。一方、ASEAN諸国では、コンピュータ関連財等を中心に輸出持ち直しの動きもみられ、その景気全体への波及が注目されている。この間、韓国、タイでは、輸出は持ち直しつつあるものの、内需が低迷していることから景気は減速を続けている。

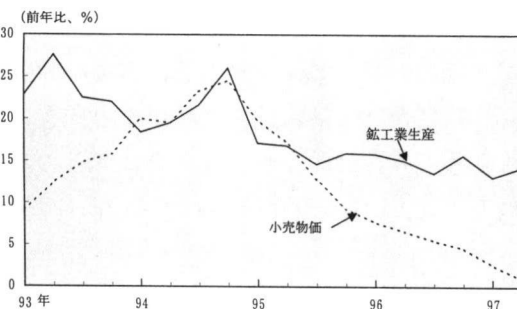
中国では、高成長・低インフレ傾向が続いている（図表5（a））。すなわち、需要が全体として高目の伸びを続ける中で、小売物価は、在庫調整等もあって、最近の上昇率は1%前後まで低下している。また、台湾では、高水準を続ける対中輸出のほか、コンピュータ関連財輸出の回復もあって、これが内需にも波及する格好で、実質GDP成長率が高まりつつある。香港

では、対中輸出が堅調に推移する中、設備投資、個人消費といった旺盛な内需が牽引する形で、景気拡大が続いている（図表5（b））（注4）。

東アジア景気(1)

(図表 5)

(a) 中国の鉱工業生産と小売物価

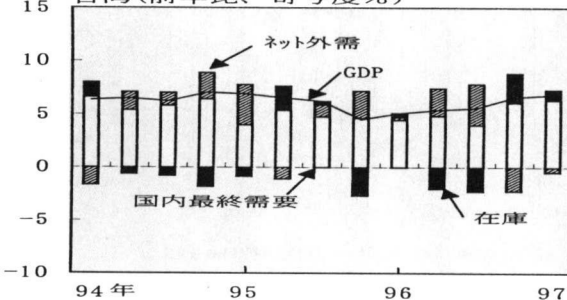


(注) 直近の鉱工業生産は4~5月。

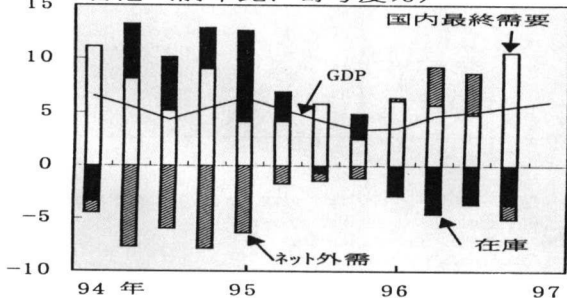
(資料) China Statistical Information and Consultancy Service Center, "China Monthly Statistics."
国家統計局「中国統計年鑑1996」

(b) 台湾・香港の実質GDP

台湾(前年比、寄与度%)



香港(前年比、寄与度%)



(注) 香港の直近のGDP伸び率は香港政府見込み。
(資料) 台湾行政院主計所「国民経済動向統計季報」
香港政府統計所「香港統計月刊」

(注4) 香港については、7月1日、主権が中国に返還され、香港特別行政区となった。

韓国では、ウォンの対円相場が年初来下落に転じたことや、半導体価格が安定したことから、昨年来落ち込んでいた輸出が、春以降前年を上回ってきているが(注5)、個人消費や設備投資といった内需が減速しており、景気は調整色を強めている(図表6(a))。

ASEAN諸国(シンガポールを含む)では、米国向け等のコンピュータ関連財需要の回復から、昨秋にかけて落ち込んだ輸出が上向きに転じる動きもみられ、これが景気全体へどのように波及していくかが注目されている(図表6

(b))。この間、タイでは、内需が低迷しているほか、労働集約財(繊維、食品加工等)の輸出競争力低下が、持ち直しつつある輸出全体の頭を押さえている面も否めず、高水準の経常収支赤字が持続している。こうした状況の下、同国では、7月2日、従来のバスケット通貨制から管理フロート制に移行した。

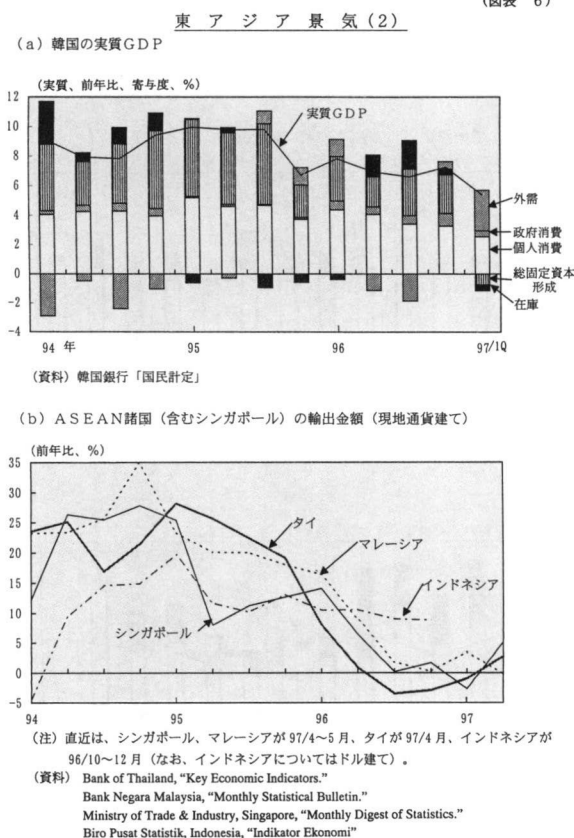
2. 金融・資本市場

(1) 米国

米国の長期金利(国債30年物利回り)は、年初来の景気拡大テンポの高まりを映じて4月半ばに7.1%まで上昇したが、その後は5月初の財政均衡化計画の発表や、第2四半期入り後の景気拡大テンポ鈍化を示す経済指標発表を眺めて、緩やかな低下傾向を辿っており、最近では、6%台半ばで推移している(図表7(a))。また、短期金利も、3月25日のFOMC(連邦公開市場委員会)におけるきつめの市場調節方針決定を受けて小幅上昇した後、金利先高予想が後退するにつれて、やや低下している。

この間、株式市場では、ニューヨーク・ダウ平均株価は、長期金利の低下傾向や企業収益の好調持続予想を背景に上昇基調を辿り、6月央には7,800ドル近傍まで急上昇した。その後、6月後半には一部のハイテク関連企業業績の下振れ懸念等もあって、一旦7,600ドル台まで低下する場面もみられたが、最近では長期金利の一段の低下や企業の第2四半期における好業績発表等から再び既往ピークを更新し、7月央には8,000ドル台に上昇した(図表7(a))。

(図表 6)

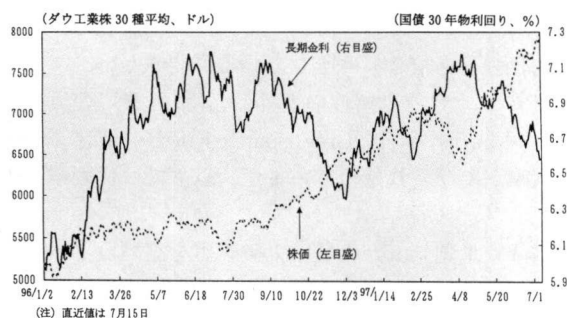


(注5) 韓国では、97年4月以降、輸出金額の前年比がプラスとなり、6月の貿易収支は、94年12月以来、2年半振りに黒字に転じた。

(図表 7)

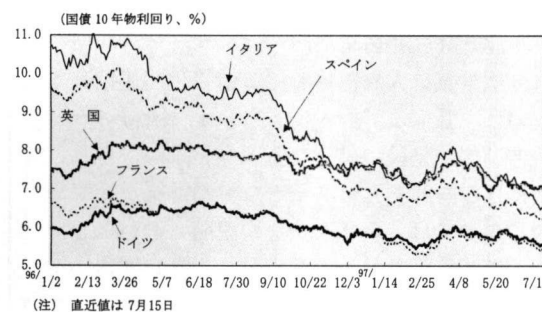
欧米金融市場

(a) 米国長期金利と株価



(資料) Datastream.

(b) 欧州長期金利



(資料) Datastream.

(2) 欧州

欧州のうち、大陸主要国の長期金利をみると、域内の景気回復歩調が緩やかであり、物価も落ち着き基調にある中で、4月以降は、通貨統合(EMU第3段階)の帰趨に関する市場のコンフィデンスが一進一退(注6)するにつれてやや振れを伴いつつも、均してみれば、低下方向での収斂が進んでいる(図表7(b))。この間、英国の長期金利は、4月以降低下傾向を辿り、最近では概ね横這いで推移している。

短期金利については、ドイツをはじめ大陸主要国では、概ね横這いで推移している(注7)。一方、英国では、政策金利引き上げを受けて5月以降上昇し、最近でも金利先高予想の強まり等から上昇傾向が続いている。

(注6) 5月下旬から6月上旬にかけては、ドイツ・ブンデスバンク保有の外貨準備再評価問題やフランス総選挙結果を眺めて、市場に「通貨統合参加国判定のためのクライテリアの解釈が柔軟化し、結果として新通貨euroの価値が弱まる(soft euro)」、あるいは「統合開始時期が延期になる」との観測が台頭した。もっとも、その後、6月15、16日の欧州理事会(EUサミット)で安定協定が正式合意に至ったこともあって、統合延期との見方は幾分後退した一方、soft euro観測は根強く残っている。

(注7) イタリアでは、6月30日、今次金融緩和局面(96年7月以降)で第4次の利下げを実施した。

[ボックス]

米国における生産性上昇を巡る議論

米国では、製造業のみならずサービス業を含んだ非農業部門（注8）でみても、96年以降、生産性の上昇がみられており（ボックス図表（a））、これが最近の物価の落ち着きに寄与している可能性といった観点から注目されている。景気拡大が長期化する局面でのこうした生産性の上昇は、「これまでの景気循環に関する経験に当てはまらない」（NY大学における、5月8日のGreenspan・FRB＜連邦準備制度理事会＞議長講演）との指摘を巡って、多くの議論が展開され始めているが、以下では代表的な2つの見方を紹介する。

第1の見方は、このところの生産性の上昇には、96年以降、米国景気が再び拡大テンポを高めたことに伴う稼働率の上昇がなにごとに寄与したとの解釈から、現段階で全要素生産性（注9）の上昇がもたらされたとは断定し得ないと主張する立場（ボックス図表（b））。これは、先行き景気がスローダウンしてくれば、生産性の上昇は消失しようという伝統的な循環論の主張である。

第2の見方は、テクノロジーの進歩に根差した生産性上昇を主張するもので、米国企業の積極的な情報化関連投資が、景気拡大が長期化する過程で、徐々に生産性上昇をもたらしつつあるという立場である（注10）。この見方に立つ人々は、そもそも現行の生産性統計（非農業部門）は、サービス部門をも含めた全般的な生産性上昇を過小評価しており、特に今次景気拡大局面における情報化関連投資の成果示現をGDPベースの統計でフォローし切れていないと主張する。因みに、GDI（所得ベース）統計で、最近2年間の生産性を補完的に試算すると、伸び率が格段に高くなるとの結果が得られる（注11）（後掲ボックス図表（d））。この点について、FRBの内部でも、タイトな労働需給が持続する下での驚くべき物価の落ち着きをもたらしている要因については、現状なかなか説明し難いとした上で、「現実の生産性が現行の公表統計以上に上昇している可能性があり、これがインフレ抑制に重要な役割を果たしている可能性がある」（5月20日、FOMC議事録）との議論が行われている。

生産性上昇については、先行きの物価見通しにも影響し、政策判断をも左右する要素を含んでいるだけに、統計手法の改善と併せ、最近の動向に関する解釈の帰趨に一段と注目度が高まってこよう。

（注8）非農業部門とは、一般政府、非営利団体、自営業、農業部門等を除いたセクターを指し、同部門の産出高でGDP全体の75%をカバーしている。

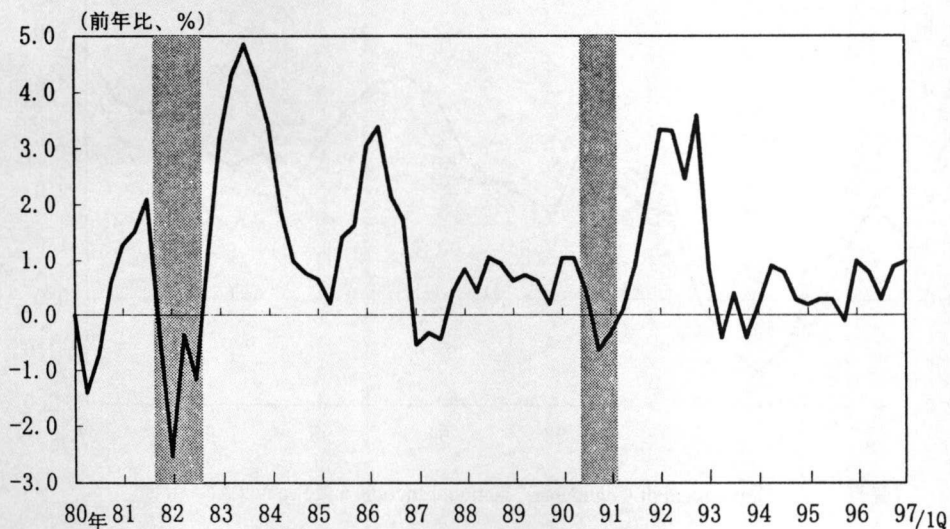
（注9）全要素生産性（TFP：Total Factor Productivity）とは、技術進歩によってもたらされる生産性として捉えられ、一般的に経済成長に対する資本と労働投入の寄与分以外の残差として求められる。

（注10）Greenspan議長は、既述の講演において「（このところの生産性上昇は）過去20年に亘るコンピュータや通信技術の目覚ましい進歩に起因する技術や生産管理面の効率性の高まりが、このタイミングでやや遅れて顕現化したボーナスであるかもしれないことを示唆している」と言及している。

（注11）97年の米国経済白書（Economic Report of the President）では、本来は、三面等価の原則から一致するはずの国内総生産（GDP：Gross Domestic Product）と国内総所得（GDI：Gross Domestic Income）が、最近2年間後者（GDI）が前者（GDP）の伸びを上回る形で乖離していることに言及した上で（後掲ボックス図表（c））、国内総所得（GDI）に基づいた生産性が、大幅に上昇しているといった議論を紹介している。なお、GDIとGDPが統計上一致しないことは、本来一致すべき国内貯蓄－投資バランス（米国の場合、投資超過）と海外部門の資金過不足（米国の場合、資金余剰）が一致しないという点にも現われている。

(ボックス図表)

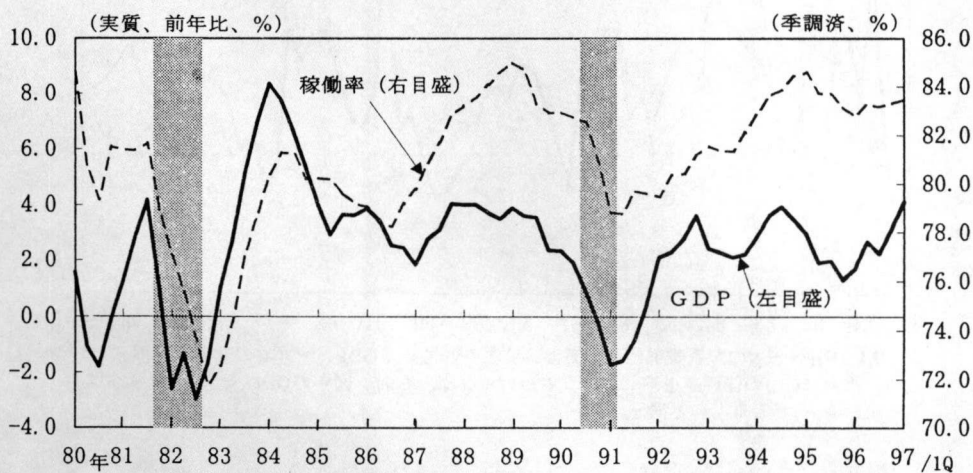
(a) 生産性 (非農業部門)



(注) シャドーは、景気後退期を示す (図表b、dも同じ)。

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

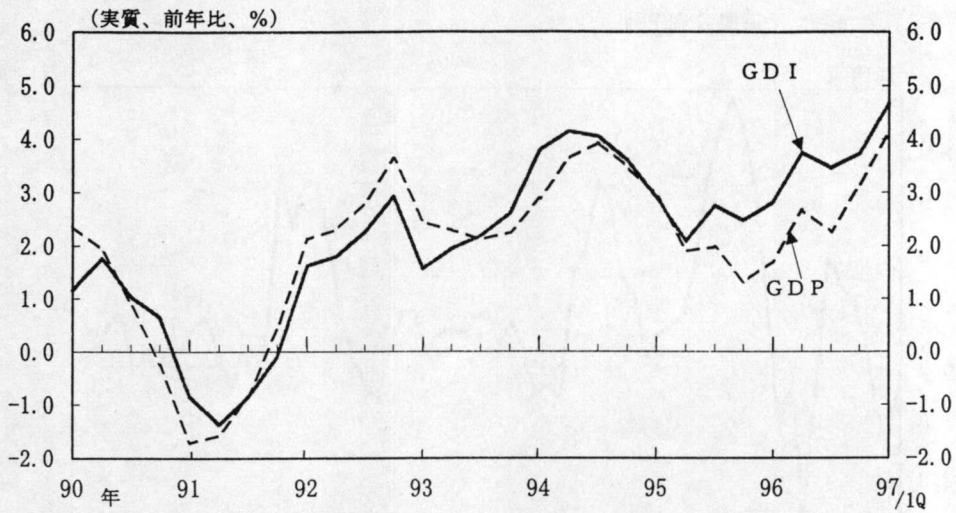
(b) 景気の循環要因



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

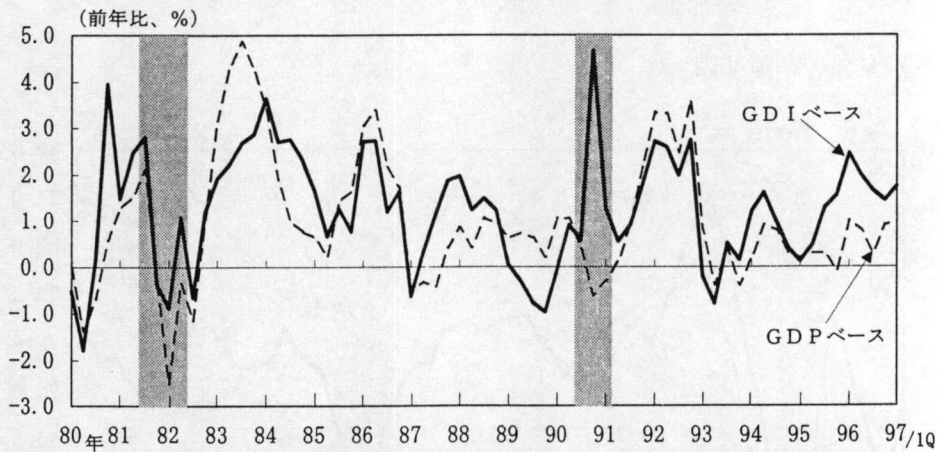
Board of Governors of the Federal Reserve System, "Industrial Production and Capacity Utilization."

(c) 国内総生産 (GDP) と国内総所得 (GDI)



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

(d) 国内総所得 (GDI) に基づく生産性 (非農業部門)



(注) GDIベースの非農業部門産出高は、公表されているGDPベースでの非農業部門産出高にGDIの伸び率を乗じて、日本銀行で算出。なお、図中のGDPベースの生産性は、図表aに示したものと同一。

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

1997年7月18日

(国際局)