

1998 年度改定経済見通し

～ 負の遺産に苦しむ日本経済、本格回復は困難 ～

経済調査部

景気は家計の負担増などから 97 年度初より後退局面入りした。11 月に金融機関の経営破綻が続き、消費がさらに落ち込んだため景気は一段と悪化した。97 年度は-0.4%と 74 年度以来のマイナス成長となる。大型の景気対策から景気は下げ止まるだろうが、バブル崩壊の負の遺産は重く日本経済にのしかかっている。98 年度も低迷基調が継続し、実質成長率は 0.7%にとどまろう。

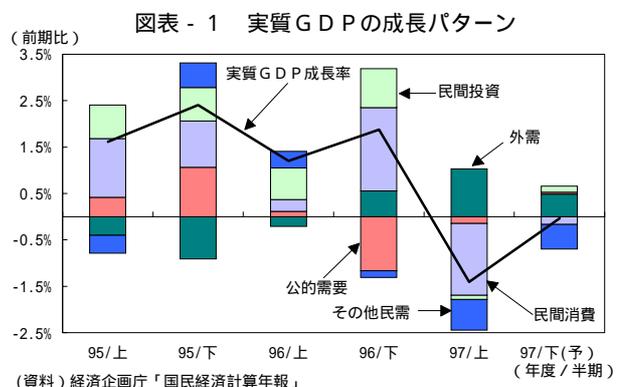
1 . 国内経済

～ 97 年度の景気は大きく悪化

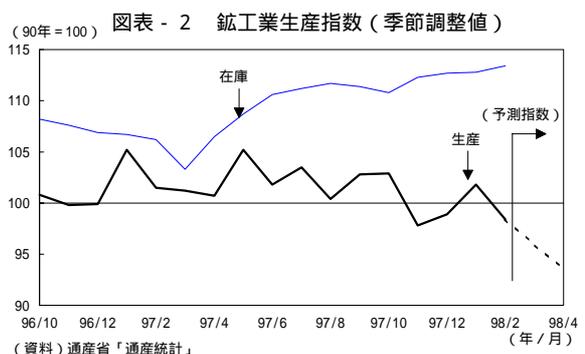
(1) 景気の現状

97 年度の日本経済は、4 月からの消費税率引き上げなどの負担増から消費が落ち込み、春頃をピークに景気後退に陥った。夏から秋にかけて消費に持ち直しの兆しも見えたが、11 月に山一証券を始めとする金融機関の経営破綻が相次いだことから、消費は再び落ち込んでいる。95 年度以降増加を続けてきた設備投資も伸びが鈍化し、減少基調に転じた。

民需の低迷に加えて、公共事業が減少したため、内需が大きく落ち込み、外需が景気を下支えする形で経常収支黒字が大きく膨らんだ。

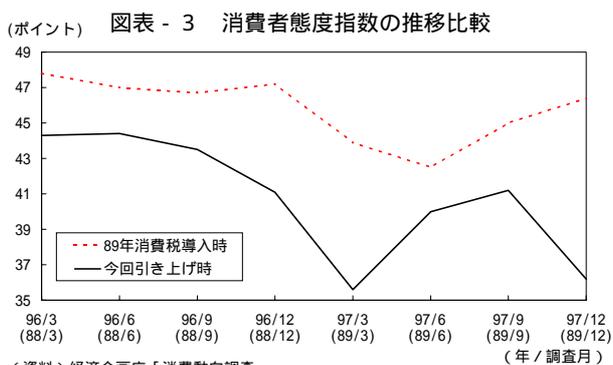


鉱工業生産は、4-6 月期には駆け込み需要で減少した在庫の積み増しのために横這いを維持したが、予想以上の最終需要の落ち込みから在庫が積み上がり、生産調整は最終財から秋頃には素材へと波及した。在庫調整のため生産は減少傾向を強め、アジア経済の混乱による外需の鈍化も加わって、企業行動を慎重なものとしている。



1) 消費の低迷

消費は4月の消費税率引き上げの影響で大きく減少した。消費税率の引き上げで実質的な所得が減少したこと、税率引き上げ前に駆け込み需要が発生し、4月以降はその反動が生じたことが大きな減少の原因である。

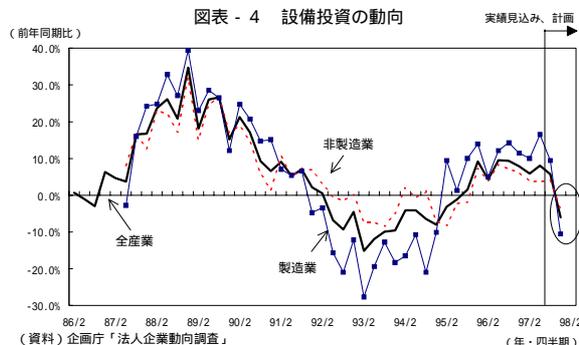


消費者マインドは、消費税率の引き上げで97年春頃に悪化したもののその後は緩やかな改善の動きを示していた。89年の消費税率導入時と比べると、景気実勢が弱いために水準は低いものの、税負担による落ち込みとそこからの回復の動きは今回もそれほど遜色があった訳ではない。しかし、11月に金融機関の経営破綻が相次ぎ、失業率も戦後最高水準に達したことから、12月には雇用不安を主因として再びマインドは悪化して消費を萎縮させた。消費性向でも低下がみられ、消費者の買い控え行動が顕著となっている。

2) 設備投資の減速

設備投資は95年度から増加が続いてきたが、97年度に入って鈍化が明確になっている。95年度から設備投資の循環的な増加をもたらしたのは、当初は半導体関連の投資の増加、次いで規制緩和によるPHSや携帯電話など移動体通信の投資増加であった。96年度には、円安による輸出企業の収益改善から自動車などの投資も活発化したが、これらの投資が一巡する

とともに、景気の悪化を受けて企業行動全体が慎重化しており、設備投資は全業種にわたって減速が続いている。



名目で見ると価格の低下によって設備投資のGDP比はバブル期のピークであった91年の19.6%から97年15.8%に低下しているものの、実質では17.6%とバブル期の91年19.8%から小幅な低下にとどまっている。景気の後退で企業収益が減少に転じ、アジア向け輸出の鈍化を受けて、企業の設備投資行動は慎重化しており、今後さらに落ち込む恐れがある。

3) 財政支出の減少とアジアの混乱

97年度の景気を減速させたもう一つの要因は財政支出の減少である。政府の経済見通しでは、公的固定資本(名目)は0.5%の増加が見込まれていたが、結果的にはマイナス5.7%の大幅減少となったと見られる。

また、アジア経済の混乱は予想以上に拡大、長期化している。これまでのところでは、アジア向けの輸出に影響が見られるものの、東南アジア各国からの輸入は日本の内需低迷の影響を受けて減少している。しかし、初期段階の混乱が収まれば、通貨安を利用し日本への輸出は大幅に増加し、外需の景気下支え効果が縮小していくだろう。

(2) 見通しの前提とポイント

1) 予測の前提

公的支出：景気対策は事業規模で 16 兆円を見込んだ。これにより公的固定資本形成ベースでは、名目では 97 年度並みと予測。

税制：景気対策で 2 兆円規模の特別減税の積み増しが実施されると想定。

為替：97 年度平均 1 ドル 123 円、98 年度平均 125 円

公定歩合：0.5% で据え置き

2) 景気対策の見方

景気対策として、公共事業の追加（真水 5 兆円）、2 兆円規模の特別減税の積み増しを見込んだ。公共事業では、当初予算による地方単独事業の減少が大きいと、景気対策による公共事業の追加によって、98 年度の公共事業量はようやく 97 年度と同じになる程度と考える。このため、財政緊縮による景気の下押し圧力は大幅に軽減され、ほぼゼロとなるものの、景気対策として成長率を押し上げるほどの効果はないと考えられる。減税の景気押し上げ効果も限定的とみられる。

3) バブルの負の遺産と金融システム不安

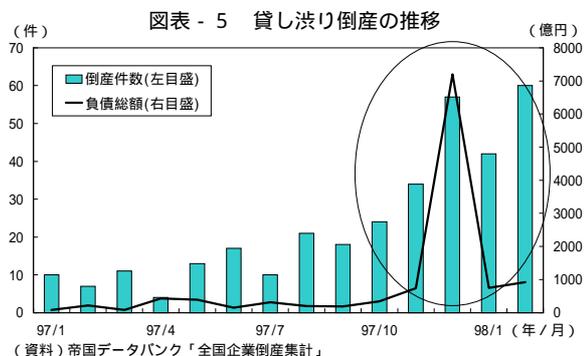
バブル崩壊後既にかかなりの年月が経過しているが、抜本的な処理を行ってこなかったために、日本経済は未だにバブル崩壊の負の遺産を抱えたままである。企業は未だに過去を清算できず、大胆な事業のリストラによって新たな事業展開のために思い切った投資を行えるまでには体力が回復していない。これが、日本経済の閉塞感となって、先行きを不透明なものとしている。

さらに、97 年秋頃からは 98 年 4 月からの銀行の早期是正措置導入に関連して、貸し渋り問

題が懸念されるようになってきた。日銀短観などを見ても、企業の貸出判断 DI が悪化しており、資金調達が困難となっていることが分かる。

これまでの設備投資の減速は循環的な投資の減少と景気の悪化や先行き不透明による企業マインドの悪化によるもので、資金的な制約が設備投資に直接大きな影響を与えているとは考えていない。しかし、将来の資金調達への不安が企業の設備投資行動を慎重化させたり、景気が回復に向かう過程で、資金面で設備投資が制約を受け、景気の抑制要因となる可能性は否定できないリスクである。

貸し渋りによる倒産件数は、倒産全体に占める割合は低いものの 97 年末から急速に増加しており、企業の行動を慎重なものにするだろう。金融機関への公的資金の導入が行われたが、中小企業の資金調達難を解消するのは難しいと考えられる。



金融システム不安を解消するためには、金融機関が不良債権を処理し、経営体力を回復することが必要である。自力で立て直れないものについては公的資金を用いた再編などの抜本的な措置が求められよう。貸し渋りに対しては、対症療法よりも間接金融に過度に依存した日本の金融システムを、より市場を活用したシステムに変えていくことが求められるであろう。

(3) 1998 年度見通し

1) 経済見通し

大型の景気対策が決定されることから、景気の一段の悪化リスクは回避できよう。しかし、バブル崩壊による負の遺産の清算の道は遠く、日本経済が 98 年度中に本格的な景気回復軌道に乗ることは難しい。景気は底這い状態が続くと予想される。

景気の低迷から雇用者数の増加テンポが減速しており、98 年度末には失業率が 4 % 程度にまで上昇するだろう。生産の低迷から所定外労働時間は減少し、所定外賃金が減少すると見込まれる。98 年度の春闘賃上げ率は史上最低を更新する 2.6% にとどまると予想され、企業収益の悪化からボーナスの伸びも望めない状態にある。98 年度は 97 年度のような公的負担の大幅増加は予定されていないものの、所得の伸び悩みから消費は低調な動きにとどまろう。

設備投資は、独立的な投資が一巡した上に景気の後退による企業活動全般の慎重化を受けて、減少に転じるだろう。しかし、95 年度からの設備投資の増加の過程で過熱感は少なく、

バブル崩壊直後のような急速な減少は起こらないものと考えられる。

輸出は、欧米向けの輸出の伸びはあるもののアジア経済の混乱の影響から全体としては伸びが鈍化しよう。一方輸入は、アジア各国が通貨下落を利用して輸出を伸ばすと考えられることから、内需の低迷にも関わらず堅調となるだろう。このため、対外黒字は高水準ながら増加は頭打ちとなるだろう。98 年度の経常収支黒字は名目 GDP の 2.8% 14.4 兆円と見られる。98 年度も物価は超安定状態が続くだろう。アジア経済混乱による世界的需要の減少で原油を初めとした一次産品価格は下落している。こうした輸入物価からの価格下落要因に加えて、国内要因を見ても、97 年度の消費税率引き上げのような特殊な上昇要因もなく、内需の不振による需給の緩和から物価上昇圧力は殆ど見られない状態にある。金融は超緩和状態でマネーサプライの伸びはやや高まっているが、むしろデフレが懸念される状況にある。

図表 - 6 日本経済見通し総括表 (前期比、%)

	96年度	97年度		98年度			前回予測		
		予測	上期	下期	予測	上期	下期	97年度	98年度
実質 GDP 成長率 (前年同期比)	3.2 -	-0.4 -	-1.4 <0.6>	-0.0 <-1.3>	0.7 -	0.2 <0.2>	1.0 <1.2>	-0.1 -	0.5 -
(内需寄与度)	(3.5)	(-2.0)	(-2.4)	(-0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.9)	(-1.4)	(0.6)
(内、民間需要)	(3.7)	(-1.4)	(-2.3)	(-0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.7)	(-0.9)	(0.7)
(内、公的需要)	(-0.2)	(-0.6)	(-0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(-0.5)	(-0.2)
(外需寄与度)	(-0.4)	(1.6)	(1.0)	(0.5)	(0.1)	(-0.2)	(0.0)	(1.3)	(-0.1)
民間消費支出	2.8	-1.2	-2.6	-0.3	1.4	0.9	1.3	-0.7	1.7
民間住宅投資	13.7	-21.5	-17.6	-9.9	-5.0	0.3	0.3	-20.5	-4.7
民間設備投資	9.1	2.1	-0.5	0.7	-1.0	-1.4	0.1	2.5	-0.0
公的固定資本形成	-2.7	-7.4	-0.6	-2.1	0.8	1.7	0.2	-6.3	-2.9
財貨・サービス輸出	5.1	10.2	5.7	1.9	1.6	-0.1	1.5	9.5	2.7
財貨・サービス輸入	8.7	-2.5	-2.6	-2.0	1.3	1.6	1.5	-1.3	4.0
鉱工業生産上昇率	4.0	1.6	1.0	-3.0	-3.9	-2.7	0.4	2.2	-1.4
総合卸売物価上昇率	0.4	1.2	2.0	0.5	-1.8	-2.0	-1.6	2.0	-0.1
消費者物価上昇率	0.4	2.1	2.0	2.1	-0.2	-0.1	-0.3	2.0	0.2
経常収支 (兆円)	7.2	13.2	11.9	14.5	14.4	14.8	13.9	12.1	11.3
対名目 GDP 比	1.4	2.6	2.4	2.9	2.8	2.9	2.7	2.4	2.2

(注) 前回予測は97年12月12日発表のもの。
総合卸売物価上昇率、消費者物価上昇率の半期数値は前年同期比。
経常収支の半期数値は季節調整済み・年率換算ベース。

(資料) 実績部分は、経済企画庁「国民経済計算年報」他

2) 金融・為替見通し

95年9月に公定歩合引き下げと無担保コールレートの低め誘導が実施され、3年目に入っている。その間、長期金利は一貫して低下している。97年10/1以降は国債指標銘柄利回りが19世紀以降の主要国金利の最低(1941年米国1.85%)を下回った。その後も香港発の世界同時株安、相次ぐ金融破綻から、金利低下が続いた。12月には、一連の金融システム安定化策や特別減税復活が打ち出されたが、悲観論は消えず景気・景況感の悪さから史上最低を更新している。

98年度は景気低迷が続くことから、超低金利政策が継続されよう。長期金利は、景気低迷が続く中、短期金利は横這い推移、債券需給も良好、為替が緩やかな円安修正などから横這い圏内での推移が続こう。

図表 - 7 長期金利と株価の推移



株価は夏場まで堅調であったが、その後、米国株の天井感、上場建設会社の破綻などから軟調な展開に転じた。10月末の世界同時株安に加え、11月には銀行、証券会社の大型破綻があり、大型株を中心とした外人売りが続いた。年明け後も、金融システム不安再燃から下落が続けたが、金融2法案成立に伴い17000円近辺を回復した。景気対策のための早期補正を巡って市場は乱高下を繰返したが、3月初めの自民党幹部発言による郵貯・簡保資金の流入期待、

景気対策期待及び金融機関への公的資金導入などの中、17000円近辺での推移が続いている。しかしながら、今後も金融システム問題などで若干の進展はあろうが、概ね弱含み横這いの推移となろう。

為替については、97年7月頃からの日本の景況感悪化、11月以降の金融システム不安による株価急落、アジア通貨危機の深刻化から134円台まで円安が加速した。「日本売り」を抑えるため、2兆円の特別減税と日銀介入が実施されたが、円安圧力の強い展開が続く。今後も、日本の景況感の悪化傾向が持続する中、円安圧力の強い状況となるが、98年度下期以降、日本の景気下げ止まり、大幅な対外黒字の存在、金融システム不安緩和からやや円安修正が生じよう。しかし、景気の弱さから大幅な円高も予想されない。

図表 - 8 為替レートの推移



2. 海外経済

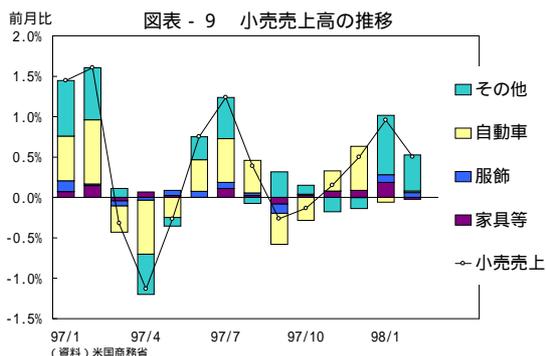
(1) 北米経済 (米・カナダ)

1) 米国

98年の米国経済は97年の3.8%から2.5%へ減速する見通しである。個人消費、設備投資の鈍化、純輸出の悪化が減速の主因となろう。

98年1-3月期の米国経済は、国内需要が堅調となる一方で、純輸出が大きく悪化する形となろう。個人消費は、小売売上高が非常に高い伸びを示すなど、堅調に推移している。設備投資は、前期に減少となった反動や、情報関連機器の受注の回復などから、高い伸びを示すと見られる。一方、純輸出は1月の貿易収支が大幅な赤字拡大となり、アジア経済混乱の影響が表れ始めている。

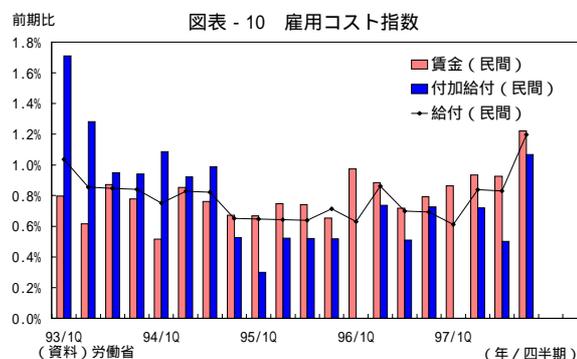
米国経済は、今後国内需要の鈍化、アジア経済混乱の余波を受ける形で鈍化に向かうと考えられる。雇用・所得環境を見ると、失業率の低下、労働コストの上昇が始まっており、今後雇用創出余地は限られてきている。個人消費は、これまでの高い伸びの反動などもあり、今後は伸びが鈍化すると思われる。



設備投資は、97年10-12月期に6年ぶりに前期比減少となった。これまで設備投資を牽引してきた情報関連投資の伸びが低いものにとどまったことが要因である。製造業の受注動向を見ると、情報関連は持ち直しているが、生産

機器全体では伸び悩みが見られる。今後は、緩やかな伸びに鈍化していくものと考えられる。純輸出は、アジア向けの輸出が急減するなど影響が表れ始めており、当面はこの傾向が持続すると見られる。

物価は、安定傾向が持続している。エネルギー価格が下落したことを受けて、2月の消費者物価は前年同月比1.4%まで低下した。しばらくは安定基調が続くと思われる。しかし、雇用コスト指数の上昇に見られるように、労働コストは徐々に上昇を始めており、98年末にかけて緩やかに上昇すると見込まれる。



金融政策は、労働市場の逼迫に対する警戒を続けながらも、アジア経済混乱による米国景気の減速、輸入物価下落によるインフレ抑制効果等を勘案し、98年内は現状維持となろう。しかし、99年入り後は景気減速に配慮して金融緩和が実施される可能性がある。

2) カナダ

98年のカナダ経済は、3.0%へ減速する見通しである。98年は、97年の内需主導型から、内外需のバランスの取れた成長パターンになろう。労働市場の逼迫感が98年は更に強まることから、消費者物価上昇率は、97年の1.6%よりは上昇するものの、引き締め気味の金融政策の下で、中央銀行の目標である1.5%から3.0%に収まるであろう。

(2) 欧州経済(英・独)

1) 英・独とも2%台の成長

イギリスの成長率は97年の3.3%から2.2%へ減速する見通しである。97年の消費は、雇用・所得の拡大に加え住宅金融会社等の株式会社化による一時所得もあり、やや過熱気味となったが、一時所得効果の剥落、金利上昇等から、消費を中心に減速するとみられる。BOE(英中央銀行)は、97年11月に政策金利を引き上げ7.25%とした。インフレ率の小幅上昇から、98年上期にもう一段の金利引き上げが予想される。ただし、これが、最後の金利引き上げとなる。

ドイツの成長率は98年2.2%なり、景気拡大は維持される見通しである。97年は、マルク安を背景に外需中心の景気拡大となったが、失業率が戦後最悪となるなど雇用・所得の悪化から消費を中心に内需は低迷した。98年については、雇用環境の下げ止まり等から消費の回復が見込まれ、徐々に景気のエンジンは「外需から内需」へと転換していきこう。

ドイツ連銀は、97年10月にレポレートを引き上げたが、最近のインフレ率低下、景気減速から金融引き締め期待は後退している。ただし、短期金利収斂の必要から年後半、小幅の政策金利引き上げの可能性は残る。

図表 - 11 欧州主要国の実質GDP成長率見通し

(前年比%)	97年	98年		
			上期	下期
イギリス	3.3	2.2	2.3	2.0
ドイツ	2.3	2.2	2.2	2.1

2) 欧州通貨統合(EMU)の推移

99年1月から開始される欧州通貨統合(EMU)の参加国が、98年5月のロンドンで開催される特別首脳会議で決定される。英国、デンマーク、スウェーデン、ギリシャを除く、EU11カ国の加盟が予想される。第一陣の不参加を決めた英国のブレア政権は、「現議会期間である2002年春までに参加することは現実的でない」としており、参加の決定は世論をうかがいながら2002年以降になされよう。また、ギリシャは、98年3月にEMUへの準備期間である「ERM」へ加盟し、2002年までの参加を目指す。

98年5月に参加国が決定された後、99年1月から「固定為替レート制度」に移行、参加国の為替レートは固定される。一方、金融政策の権限は各国の中央銀行から欧州中央銀行(ECB)に移され、一元的な金融政策が実施されることになる。そして、2002年1月以降、マルク等の各国通貨が回収されると同時に、欧州単一通貨であるeuro(ユーロ)紙幣・貨幣が発行され、名実ともに欧州通貨統合が完成することになっている。

図表 - 12 欧州通貨統合(EMU)の今後の予定

< 欧州通貨統合(EMU)の今後の予定 >

フェーズA(1998年5月)

・通貨統合参加国の決定

EU11カ国が選ばれる予定

英国、デンマーク(経済収斂基準を達成しているものの、政治的理由から不参加)、スウェーデン(ERMへの不参加)、ギリシャ(財政赤字、インフレ率等で経済収斂基準が未達成)は不参加。

・参加国の交換レートの固定方法の発表

フェーズB(1999年1月~2001年12月)

・EMU参加国通貨とeuroとの交換レートを不可逆的に固定

・ECBによる一元的な金融政策

フェーズC(2002年1月~2002年6月)

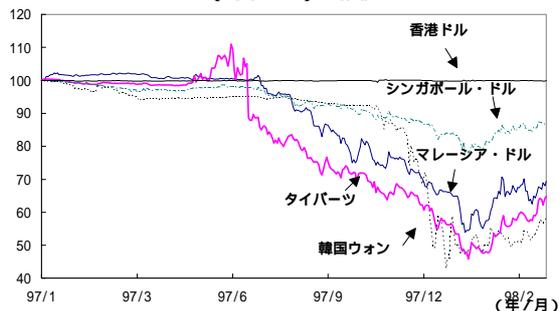
・euro紙幣・コインの流通開始

・旧各国紙幣・コインの回収完了

(3) アジア経済

97年7月のパーツ、11月のウォン、98年1月のルピアが震源となったアジア通貨の混乱は1月下旬以降、一応の小康状態にある。しかし、対外債務返済負担の累増、海外資金に依存した国内金融の不安定化、など抜本的問題は解決されておらず、再混乱のリスクは依然残っている。

図表 - 13 東アジア各国の為替レート (対米ドル) の推移
(97/1/1=100)



香港ドル・中国元を除くと、アジア各国の実質実効為替レートは上昇が始まった95年4月以前の水準をすでに大きく下回っている。しかし、国内景気減速・金融不安などから下落が続いてきた。また、アジア通貨下落・金融危機と日本の景気停滞・金融システム不安が足を引き合ってきた面もある。

アジア通貨危機の背景にあるのは、実質為替高(95年以降の円安・ドル高で、ドル連動のアジア通貨の実質実効レートが上昇)、

経常収支赤字拡大と短期対外借入れの増大、バブル崩壊などによる金融システム不安である。これらは程度の差は違うがアジアの経常収支赤字国に共通している。対ドルレートの安定を拠り所に、海外からの資金流入に依存した国内金融の構造がそこには見られる。結局、ドル連動の通貨高政策は破綻した。問題は、通貨下落によって「自国通貨に換算した対外債務」が累増し、返済が更に困難になったこと、それが金融不安を助長し、

更なる通貨下落につながっている点である。

アジア各国の現状を通貨下落の度合い、経常収支と金融危機の状況に応じて整理すると、IMF等を中心とした金融支援によって当面の国際流動性危機を免れている韓国・タイ・インドネシア、IMF支援は受けていないが同様の問題が存在するマレーシア・フィリピン、経常収支黒字国で通貨下落率も低い台湾・シンガポール、通貨危機前と同水準の対米ドルレートをいまだ維持している香港ドル・中国元、の4グループに分けることができる。

の国は国際的な信頼をまず回復して、通貨下落に歯止めをかけなければならない。そのためには、外需の改善をはかる一方、支出抑制等を通じて対外債務を返済可能なレベルにとどめなければならない。輸入物価の高騰でインフレ率も上昇するから、相当な耐乏生活となる。また、監督行政も含め金融機関経営の健全性確保に向けた枠組みを確立し、金融システムの安定性を回復する必要がある。

図表 - 14 98年の見通し

	実質GDP	消費者物価
オーストラリア	2.9	1.7
韓国	-1.0	8.0
香港	3.5	6.0
シンガポール	3.0	2.5
タイ	-4.0	12.0
マレーシア	2.0	6.0

(注)前年比、%

こうした経済・金融の再建には少なからず時間がかかろう。外需を拠り所にして経済が立ち直るまでは経済成長率は実力よりずっと下の水準まで落ちることになる。98年は、韓国、タイ、インドネシアではマイナス成長となる。だが、これは潜在能力を回復するためには避けて通れないプロセスである。

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。