

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（1997年秋）——

■要 旨■

1. 最近のわが国経済をみると、消費税率引き上げなどの影響から、引き続き4月以降の減速局面にあり、企業のマインドも慎重化している。しかし、輸出や設備投資増加の支えもあって、企業収益や雇用・所得面の改善基調は崩れていない。

最終需要面をみると、公共投資が減少基調にあるほか、住宅投資は駆け込み需要の反動を主因に落ち込んでいる。また、個人消費については、駆け込みの反動は一頃に比べ和らいできているが、総じてなお低調な動きが続いている。他方、純輸出や設備投資は増加傾向にある。こうしたもとで、在庫は耐久消費財などで幾分過剰となっており、鉱工業生産は横這い圏内の動きとなっている。雇用・所得環境は、一頃に比べそのテンポは幾分鈍化しているが、引き続き改善傾向にある。

物価情勢は、消費税率引き上げの影響を除いてみると、全体としては総じて安定した動きとなっている。すなわち、国内卸売物価（夏季電力料金調整後）は、建設関連財の需給緩和などを反映して、幾分弱含みとなっているが、企業向けサービス価格は、前年比のマイナス幅がかなり縮小してきており、消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、概ね前年比+0.5～0.6%程度の落ち着いた動きが続いている。この間、地価については、引き続き二極化が進んでおり、全体として明確な下げ止まりには至っていない。

2. 金融・為替市場をみると、無担保コール・オーバーナイト・レートは、概ね公定歩合（0.5%）をやや下回る水準で推移している。長期金利（国債指標銘柄の流通利回り）は、5月下旬には一旦2.7%近くまで上昇したが、その後は景気不透明感の強まりなどを背景に、ほぼ一貫して低下傾向を辿り、10月入り後は概ね1.7%前後の既往最低圏で推移している。株価も同様に、最近では概ね1万7千円台の低水準で推移している。この間、円の対米ドル相場は、米国と日本の経済情勢に関するコントラストが意識されるもとで、幾分円安方向の展開となっており、最近では概ね120～122円程度で推移している。

民間金融機関の貸出は、引き続き伸び悩んでおり、企業の資本市場調達も、引き続き前年

を下回っている。こうしたもと、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の平残前年比は、概ね3%で推移している。

3. 今後の景気展開を展望すると、公共投資は、政府の予算状況等からみて、減少傾向を続けるとみられる。他方、純輸出は、4～6月までの増加ペースに比べれば増勢は鈍化しようが、海外需要が全体として堅調を持続していることや、既往円安の影響から、先行きも増加傾向を続けるとみられる。

こうした状況を踏まえ、企業部門の動向をみると、9月短観による97年度の経常利益見通しによれば、非製造業中小企業では、構造的な要因に需要の減少が加わり減益が見込まれているが、全体としては、輸出の支えが大きい製造業大企業を中心に、そのテンポは鈍化しつつも増益基調が維持されている。こうしたもとで、設備投資についても、前年度に急増した通信の投資が横這いに転じることもあって、増加テンポは若干鈍化する可能性があるが、一面で資本ストックの過度な積み上がりがみられないことや、情報関連投資の潜在的なニーズが根強いことなどから、引き続き底固く推移するものと考えられる。

家計部門をみると、特別給与や所定外給与の増勢がこのところやや鈍化しており、本年度入り後の景気減速が、家計の所得形成にも影響を与え始めているように窺われる。ただ、現下の雇用環境は、大きな調整リスクを抱えていた93年頃の状況に比べて明らかに改善しており、この面から家計のコンフィデンスが大きく損なわれる可能性は小さいと考えられる。また、最近の個人消費や住宅投資の弱さには、駆け込み需要の反動といった一時的な要因も作用しており、財政面からの負担増の影響も、今後は次第に減衰していくと考えられる。これらを踏まえると、反動の剥落によって家計支出が回復し、生産・所得・支出の好循環が再び明確になっていく道筋を一応展望できるが、心理的な要因も働く家計支出の回復には不確実性が伴うことも否定できない。

4. 物価の先行きを展望すると、国内卸売物価は、輸入面からの物価下落圧力は剥落しつつある反面、在庫調整圧力が働いていることや、技術革新等による電気機器の価格下落傾向が根強いことなどを背景に、目先幾分弱含みの動きを続ける可能性が高いように思われる。一方、企業向けサービス価格は当面横這い圏内で推移し、消費者物価は現状程度のごく緩やかな上昇率を続けるとみられる。

5. 以上を総括すると、最近の日本経済においては、消費税率引き上げなど財政面の要因が引き続き作用するもとで、内需減速の影響が生産活動を通じて、企業収益や雇用・所得面にも

徐々に及びつつあるように窺われる。

しかしながら、企業収益や雇用者所得は、幾分ペースダウンしているとは言え、増加基調を維持している。また、雇用や資本ストック面での調整圧力は大きくないとみられるほか、物価面でもデフレが懸念される状況にはない。これらの点を踏まえると、景気回復の基盤は損なわれていないとみられ、家計支出の持ち直し等によって在庫調整圧力が順調に低下していけば、緩やかながら回復メカニズムが再び明確化していくことを展望し得る。

もとより、企業マインドが慎重化しており、目先の需要動向に不確実性が伴うことを考えると、家計支出の回復の足取りや、在庫調整の進捗度合いを中心に、当面の景気展開を注意深くみていく必要があると考えられる。

1. 最近の経済情勢

最近のわが国経済をみると（図表1、2）、消費税率引き上げなどの影響から、引き続き4月

以降の減速局面にあり、企業マインドも慎重化している。しかし、輸出や設備投資増加の支えもあって、企業収益や雇用・所得面の改善基調

（図表 1）

景気指標（概観）

| | 96/1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 97/1-3月 | 4-6月 | 7-9月 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------------|
| 鉱工業生産 ＜季調済前期比、％＞ ＜前年比、％＞ | 0.6 1.1 | -0.4 0.7 | 2.1 3.9 | 2.1 4.9 | 2.4 6.4 | 0.0 6.7 | (7-8月) -0.6 4.2 |
| 業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」、％ポイント＞ | -15 | -6 | -5 | -2 | -1 | 0 | -6 |
| 消費水準指数（全世帯） ＜前年比、％＞ | 2.1 | 1.6 | -1.7 | 0.5 | 3.5 | -2.7 | (7-8月) 1.0 |
| 全国大型小売店販売額 ＜前年比、％＞ | 1.8 | -0.1 | -2.1 | -0.8 | 4.2 | -5.0 | (8月) -0.7 |
| 家電販売 ＜前年比、％＞ | 14.8 | 13.9 | 6.7 | 3.9 | 14.9 | -8.3 | (7-8月) -4.7 |
| 乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万台＞ | -1.0 358 | -0.4 345 | 6.0 373 | 15.3 413 | 16.2 418 | -9.2 313 | -10.3 334 |
| 新設住宅着工戸数 ＜前年比、％＞ ＜季調済年率、万戸＞ | 4.4 158 | 13.2 161 | 17.9 167 | 10.8 171 | -3.8 152 | -10.2 144 | (7-8月) -23.0 127 |
| 機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比、％＞ | 8.7 | 12.8 | 10.7 | 17.3 | 6.2 | 2.5 | (7-8月) 1.4 |
| 建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比、％＞ | 16.3 | 12.8 | 8.5 | 21.0 | -1.0 | 0.7 | (7-8月) -2.9 |
| 公共工事請負金額 ＜前年比、％＞ | 46.0 | -2.0 | -1.9 | -4.7 | -26.3 | -1.2 | -1.7 |
| 有効求人倍率 ＜季調済、倍＞ | 0.66 | 0.69 | 0.72 | 0.75 | 0.74 | 0.73 | (7-8月) 0.73 |
| 実質輸出 ＜季調済前期比、％＞ | -3.6 | 1.0 | 1.7 | 5.0 | -0.3 | 7.5 | -0.4 |
| 実質輸入 ＜季調済前期比、％＞ | 0.2 | 2.3 | 1.8 | -1.0 | 0.6 | -2.2 | 3.0 |
| 国内卸売物価 ＜前年比、％＞ | -1.0 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.2 | -0.1 | -0.1 |
| 全国消費者物価 ＜除く生鮮、前年比、％＞ | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | (7-8月) 0.6 |
| マネーサプライ(M2+CD) ＜前年比、％＞ | 3.0 | 3.4 | 3.6 | 3.4 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |

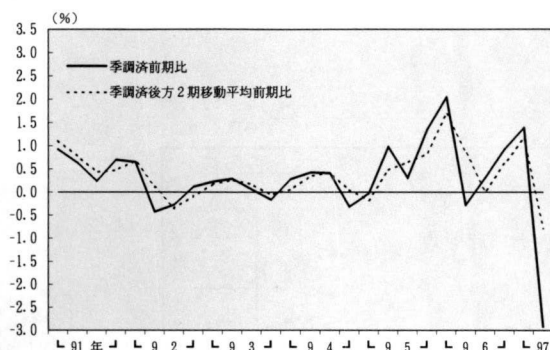
（注） 国内卸売物価および全国消費者物価は、消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

（資料） 通商産業省「鉱工業指数統計」「商業販売統計」、総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」「経済統計月報」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、労働省「職業安定業務統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、大蔵省「外国貿易概況」

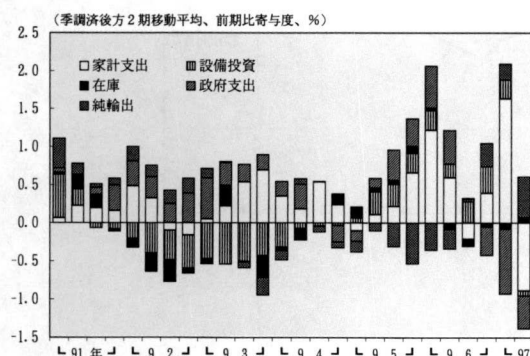
実質 GDP

(図表 2)

(1) 実質 GDP 成長率



(2) 実質 GDP の内訳



(注) 家計支出＝民間最終消費＋住宅投資

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

は崩れていない。

最終需要面を具体的にみると、公共投資は、抑制的な97年度予算を反映して減少基調にあり、住宅投資も、昨年後半にみられた駆け込み需要の反動を主因に落ち込んでいる。また、個人消費については、駆け込みの反動は一頃に比べ

らいできているが、総じてなお低調な動きが続いている。他方で、純輸出は、海外経済の堅調や既往の円安を背景に増加基調を続けているほか、設備投資も、資本ストック面での調整圧力が小さく、全体として増益基調が維持されるもとで、増加傾向にある。

生産・在庫面をみると(後掲図表3)、在庫は、耐久消費財や建設関連財を中心に、幾分過剰となっている。鉱工業生産は、以上の最終需要や在庫の動向を反映し、4～6月に続き、7～9月も横這い圏内の動きとなった模様である。目先10～12月についても、在庫調整圧力が尾を引くもとで、生産は大勢横這い圏内にとどまる可能性が強まりつつある。こうしたもと、雇用・所得環境をみると(後掲図表4)、有効求人倍率や失業率はこのところ横這い圏内で推移しているが、常用雇用者数は緩やかな増加を続けており、一人当たり名目賃金も、一頃に比べそのテンポは幾分鈍化しつつも、引き続き増加している。

物価情勢は、消費税率引き上げの影響を除いてみると、全体としては総じて安定した動きとなっている(後掲図表5)(注1)。物価指数毎にみると、国内卸売物価(夏季電力料金調整後)は、建設関連財の需給緩和などを反映して、幾分弱含みとなっている。一方、企業向けサービス価格は、前月比では横這い圏内、前年比でもマイナス幅がかなり縮小してきており、消費者物価(全国、除く生鮮食品)も、概ね前年比+0.5～0.6%程度での落ち着いた動きが続いている(注2)。

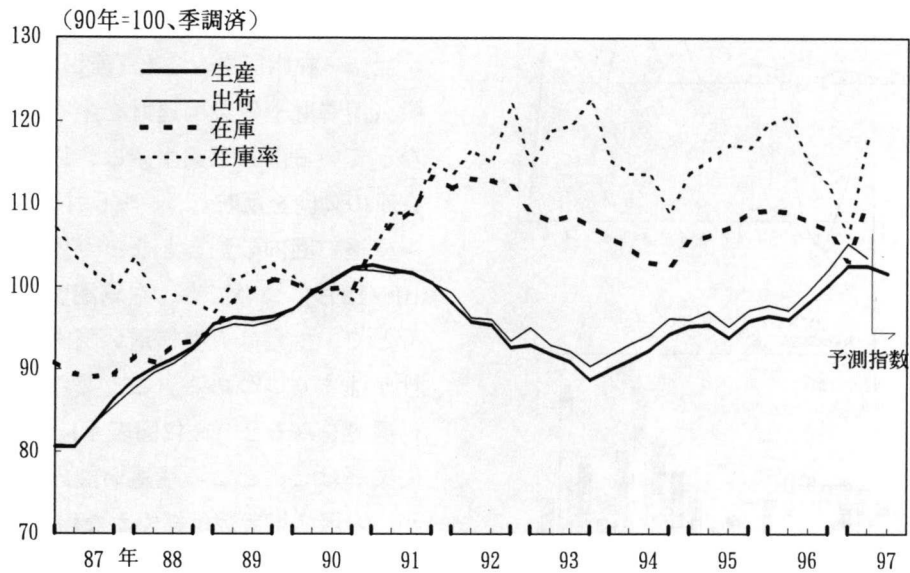
(注1) 以下、物価に関する記述は、消費税率引き上げ分を捨象したものである。これは、消費税率引き上げ分の価格転嫁は、制度変更に伴う一回限りの価格水準の切り上がりであって、マクロ的な不均衡を反映した持続的な物価上昇圧力とは異なるためである。

(注2) GDPデフレーターについて、消費税率引き上げに関する調整を行わない原データでみると(後掲図表6)、4～6月は個人消費デフレーターを中心に大幅に上昇しているが、上記の各種物価指数の動向からみて、実勢はやはり落ち着いた動きになっていると考えられる(GDPデフレーターは、品目毎のウェイトが明らかになっている通常の物価指数とは異なり、消費税率引き上げ分の調整が難しい)。

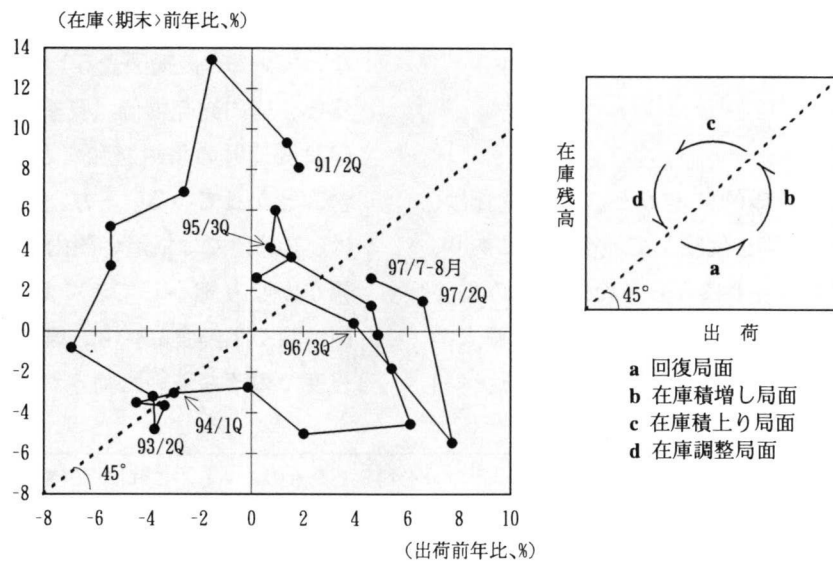
(図表 3)

鉍工業生産・出荷・在庫

(1) 鉍工業生産・出荷・在庫



(2) 在庫循環

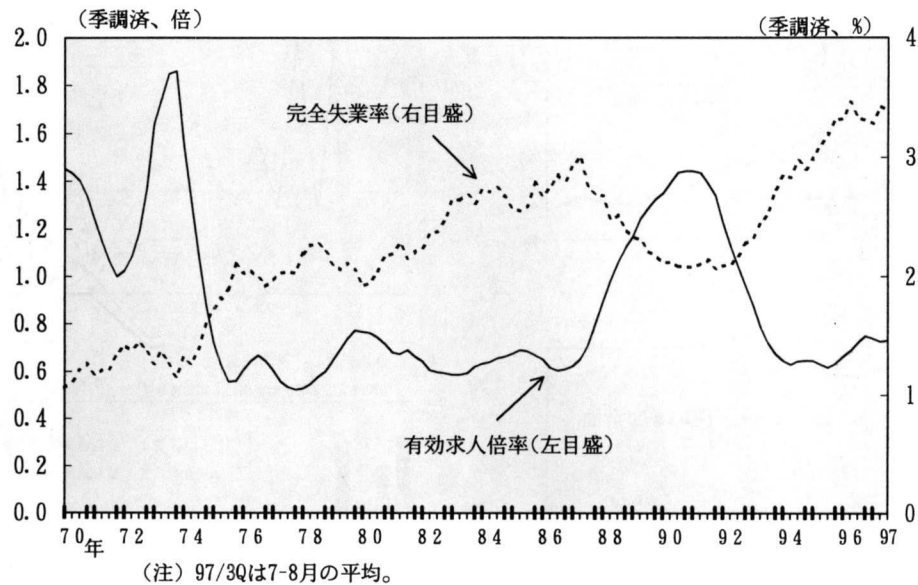


(資料) 通商産業省「鉍工業指数統計」

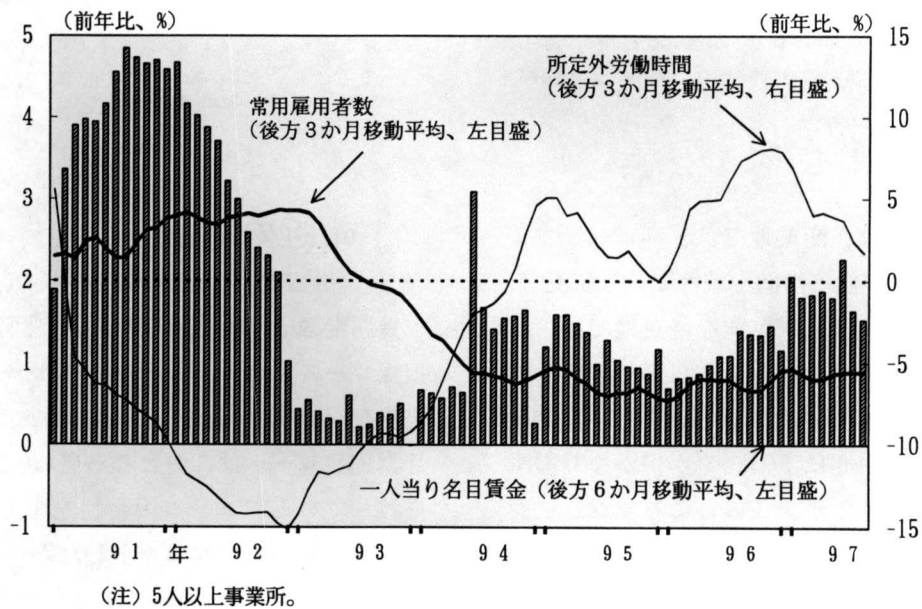
(図表 4)

雇用関連指標

(1) 労働需給



(2) 所得環境

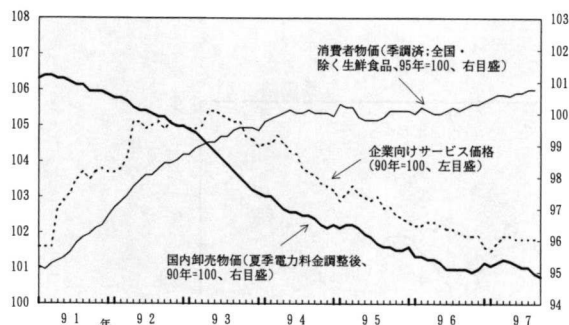


(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、
総務庁「労働力調査」

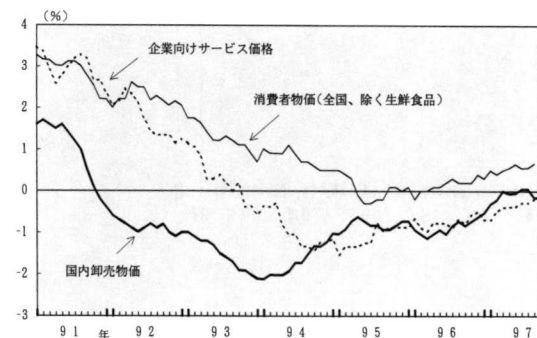
(図表 5)

物 価

(1) 水準



(2) 前年比



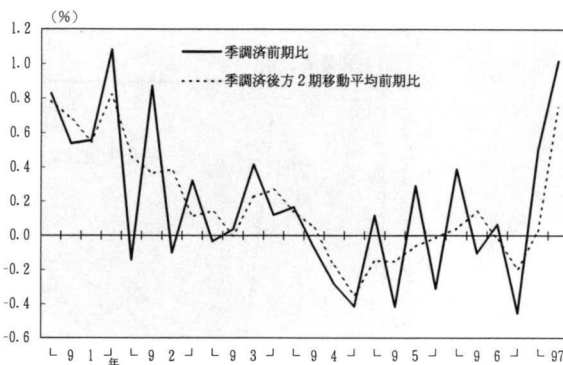
(注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。
 2. (1)の消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

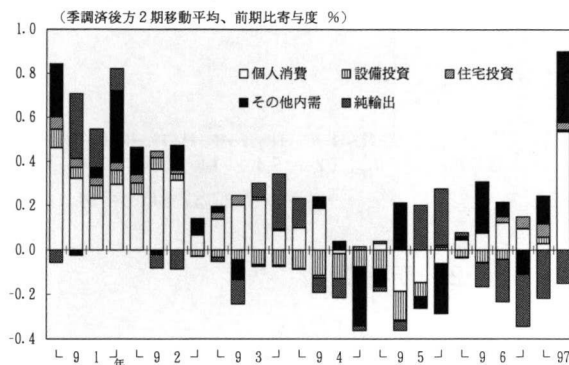
(図表 6)

GDPデフレーター

(1) GDPデフレーター前期比



(2) GDPデフレーターの内訳



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

地価に関しては、商業地では、都市部オフィスビルの空室率が低下傾向を続けている状況下、都心に近く大規模開発が可能な優良地では下げ止まりが明確化しつつある一方、不整形、小規模の土地では下落を続けている。また、住宅地は、東京都内を中心に下落テンポがかなり緩やかになってきているが、このところマンション販売が低調であることもあって、明確な下げ止まりには至っていない。

2. 最近の金融情勢

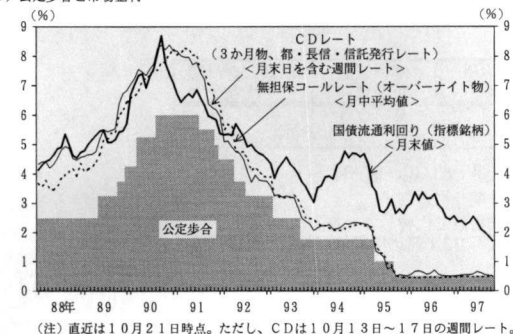
(1) 金融市況

短期金融市場の金利をみると（図表7上）、無担保コール・オーバーナイト・レートが概ね公定歩合（0.5%）をやや下回る水準で、また3か月物CDレートはこのところ概ね0.5%台前半で推移している。ユーロ円金利先物をみると（図表8上）、限月毎にプロットしたカーブの傾きが、5月末頃には一旦右上がりの角度を高めたが、その後はほぼ一貫して緩やかになる方向で動い

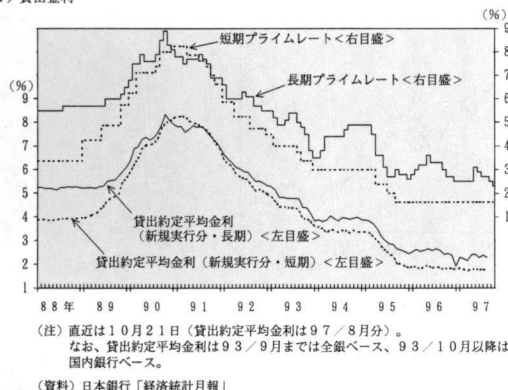
(図表 7)

金利

(1) 公定歩合と市場金利



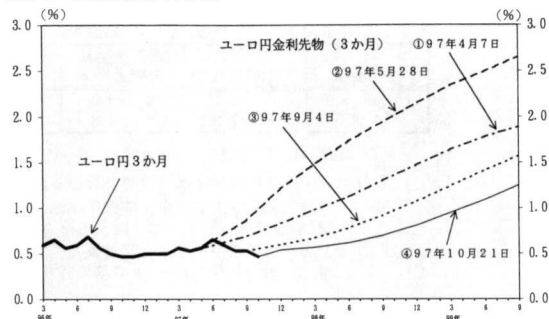
(2) 貸出金利



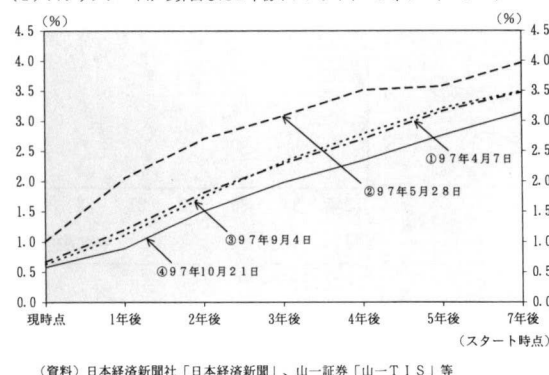
(図表 8)

市場の金利観

(1) ユーロ円金利先物(3か月)



(2) スワップレートから算出した1年物インプライド・フォワード・レート



てきており、最近金利先高観に乏しい展開となっている。

次に、長期金利(国債指標銘柄の流通利回り)をみると(図表7上)、5月下旬には一旦2.7%近くまで上昇したが、景気不透明感の強まりなどを背景に、その後はほぼ一貫して低下傾向を辿っており、10月入り後は概ね1.7%前後の既往最低圏で推移している。長期金利の動きを、スワップ・レートから算出した1年物IFR(=インプライド・フォワード・レート)に分解

してみると(図表8下)、5月末頃に比べ、短期ゾーンの低下幅がやや大きい、全期間にわたってかなり低下している。

長期金利が低水準となっている背景には、いくつかの要因が考えられる。一つの試みとして、長期金利の関数を推計してみると(後掲図表9(1))、やや長い目で見た場合、期待インフレ率が低下してきたことが長期金利の水準に大きく影響している(注3)。加えて、足許の短期的な変動については、昨年後半からかなりのテンポで

(注3) ここでは、期待インフレ率は実際のインフレ率に基づいてゆっくりと修正されていくものと考え、消費者物価(除く生鮮、消費税率調整後)の3年前比変化率を期待インフレ率の代理変数とみなしている。

長期金利

(1) 国債10年(最長期物)の推計式

| 説明変数 | CPI 3年前比年率 | 鉱工業生産 前期比年率 | 円ドル為替相場 前期比年率 | 無担0/N コールレート | 米国実質 長期金利 | CD、TB(3か月物) レート格差 |
|-------|---------------|----------------|------------------|-----------------|--------------|----------------------|
| パラメータ | 0.61 | 0.05 | 0.005 | 0.37 | 0.20 | -2.44 |
| (t値) | (9.18) | (5.33) | (2.19) | (11.82) | (4.57) | (-2.05) |

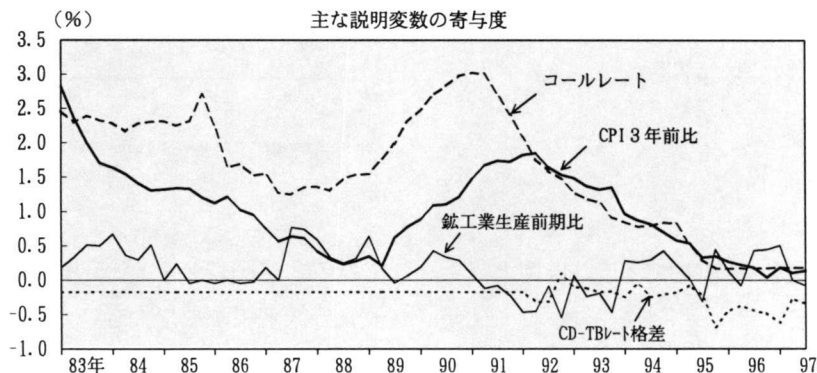
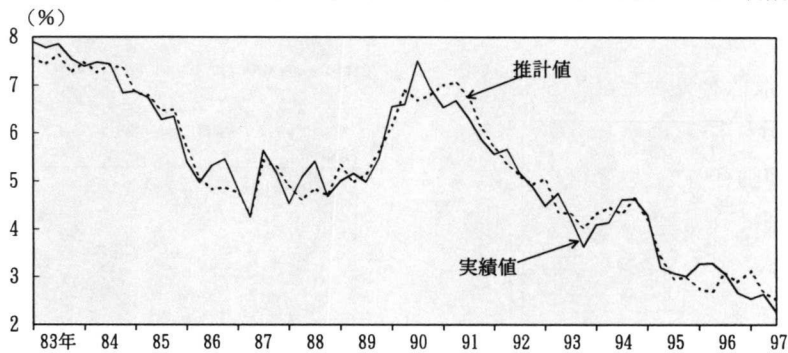
$R^2=0.95$, $S.E.=0.35$, $D.W.=1.61$, 推計期間: 83/1Q~97/3Q

(注) 1. CPI 3年前比年率(消費税要因を調整したベース)は1期ラグ。

2. 97/3Qの鉱工業生産前期比年率は、97/9月の計数を予測指数で代替して計算。

3. 米国実質長期金利は、財務省証券10年物利回り-米国CPI73年前比年率(97/3Qの計数は97/9月を8月比横違いと想定して計算)。

4. CD、TB(3か月物)レート格差の92/1Q以前の計数は、92/2Q~94/4Qの平均値(0.07%)で代替。



(2) 短・中・長期ゾーン金利の各推計式(IFRはインプライド・フォワード・レートの略)

(上段: 各説明変数のパラメータ、下段: 同t値、推計期間: 83/1Q~97/3Q)

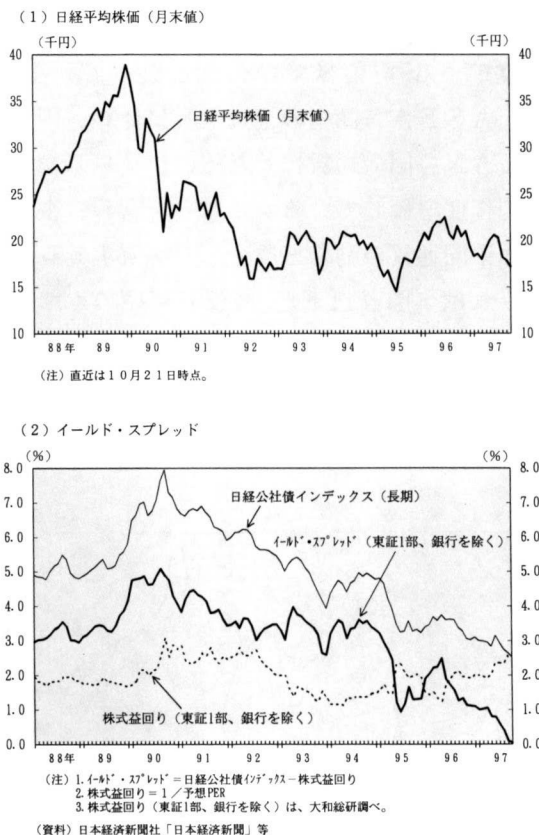
| | CPI 3年前比年率 | 鉱工業生産 前期比年率 | 円ドル為替相場 前期比年率 | 無担0/N コールレート | 米国実質 長期金利 | CD、TB(3か月物) レート格差 | \bar{R}^2 | S.E. | D.W. |
|----------------------|-----------------|----------------|------------------|-----------------|----------------|----------------------|-------------|------|------|
| 短期ゾーン (残存年物) | 0.18 (2.61) | 0.04 (3.87) | 0.002 (0.92) | 0.79 (24.42) | 0.13 (2.85) | -2.46 (-2.00) | 0.97 | 0.36 | 1.51 |
| 中期ゾーン (2年先4年物IFR) | 0.82 (10.02) | 0.05 (4.59) | 0.004 (1.43) | 0.32 (8.15) | 0.15 (2.79) | -0.70 (-0.48) | 0.92 | 0.43 | 1.48 |
| 長期ゾーン (6年先4年物IFR) | 0.65 (6.00) | 0.06 (3.80) | 0.009 (2.12) | 0.12 (2.29) | 0.30 (4.34) | -4.54 (-2.31) | 0.79 | 0.57 | 1.18 |

(注) 説明変数については、推計式(1)の注を参照。

(資料) 公社債引受協会「公社債年鑑」、日本銀行「経済統計月報」等

(図表10)

株 価



増加してきた鉱工業生産が横這いに転じるといった、4月以降の景気動向が作用しているとみられるほか(注4)、リスク・プレミアムの強まりも、安全資産である国債の利回りを低下させる方向に作用しているように窺われる(注5)。

以上のような市場金利の動向は、銀行の貸出金利にも反映されている(前掲図表7下)。具体的にみると、短期プライムレートは、95年9月以降1.625%の史上最低水準が続いており、長期プライムレートも、6月以降漸次引き下げられ、10月には2.3%と既往最低を更新した。貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期、長期とも引き続き既往最低圏での動きとなっている。

次に、日経平均株価は(図表10上)、5~7月は概ね2万円~2万1千円のレンジにあったが、景気不透明感やゼネコン破綻などを背景に9月には1万8千円前後まで下落し、最近では概ね1万7千円台で推移している。こうした中で、個別銘柄の騰落率格差が大きくなっていることや、国債と株式の収益率格差であるイールド・スプレッド(=長期債利回り-株式益回り)が一段と低下していることは(図表10下)、企業収益の期待成長率低下に加え、リスク・プレミアムの上昇を示唆していると言えよう(注6)。

この間、為替相場をみると(後掲図表11上)、円の対米ドル相場は、6月前半に110円程度ま

で円高方向への動きがみられたが、その後は米国と日本の経済情勢に関するコントラストが意識されるもとの、振れを伴いつつも幾分円安方

(注4) 長期金利(国債10年最長期物利回り)を、短期ゾーン(残存2年物国債利回り)、中期ゾーン(残存2年物と残存6年物から算出したIFR)、長期ゾーン(残存6年物と最長期物から算出したIFR)に分解し、その各々について関数推計を行ってみると(図表9(2))、鉱工業生産の前期比という景気の短期的変動を示す変数が、中・長期ゾーンのIFRにも有意な説明力を持っていることがわかる。

(注5) 図表9では、CDとTBの利回り格差を、リスク・プレミアムの代理変数として用いている。なお、投資家の選好がリスク回避に傾いていることは、BBB格の事業債利回り(とりわけ建設業)と国債利回りの乖離が、夏前頃から急速に拡大していることなどにも表れている。

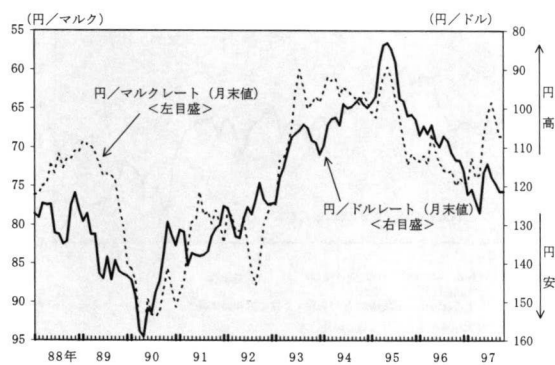
(注6) イールド・スプレッドは、単純化の仮定のもとでは、「中期的な期待名目成長率-株式の国債に対するリスク・プレミアム」に等しくなる。したがって、イールド・スプレッドの低下は、中期的な期待成長率の低下、リスク・プレミアムの上昇の、いずれかまたは双方を意味する。

向の展開となっており、最近は概ね120～122円程度で推移している。円は、ドイツ・マルクに対しても、夏場以降は円安気味となっており、最近では67～69円前後での動きとなっている。一方、ASEAN諸国の通貨混乱に伴い、円はASEAN各国の通貨に対しては、夏以降総じて3割程度増価している。これらを含め、主要輸出相手国通貨の動きを総合した実質実効レートでみれば（図表11下）、概ね91年頃の水準となっている。

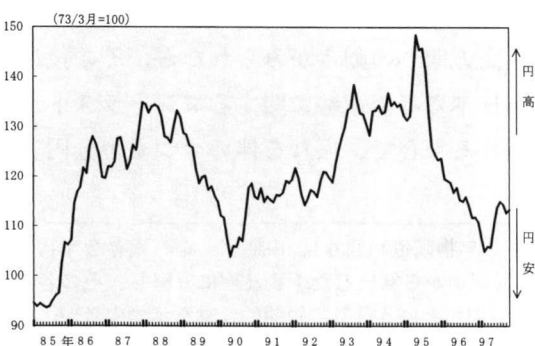
（図表11）

為替レート

（1）円の対ドル、対マルクレート



（2）日本の実質実効レート



（資料）日本銀行「経済統計月報」

（2）量的金融指標

金融機関の貸出をみると、民間金融機関5業態の総貸出平残の前年比は、企業の設備投資が概ねキャッシュフローの範囲内にとどまっていることなどを反映し（注7）、97年1～3月-0.2%、4～6月-0.1%、7～9月-0.3%と引き続き伸び悩んでいる（図表12）。資本市場調達（グロス・ベース）をみても（図表13上）、普通社債の発行は前年を上回っているが、エクイティー調達が株価の軟調等を背景に低水準となっている

（図表12）

金融機関貸出

（1）5業態の総貸出

| | 96年 | 97年 | | | | 97年 | | | |
|--------|--------|------|------|------|--|------|------|------|------|
| | 10～12月 | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
| 都市銀行 | 0.0 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | | 0.5 | 0.3 | 0.2 | -0.2 |
| 長期信用銀行 | -4.1 | -2.0 | -1.4 | -2.2 | | -1.5 | -1.5 | -2.1 | -3.0 |
| 信託銀行 | -4.2 | -5.1 | -5.2 | -5.7 | | -5.2 | -5.3 | -5.7 | -6.0 |
| 地方銀行 | 2.0 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.5 |
| 地方銀行Ⅱ | -1.4 | 0.1 | 0.4 | 0.6 | | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 5業態計 | -0.4 | -0.2 | -0.1 | -0.3 | | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.5 |
| 円貸出 | -0.6 | -0.4 | -0.2 | -0.3 | | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.5 |
| インバウンド | 1.7 | 2.2 | 1.7 | 0.3 | | 0.9 | 0.7 | 0.5 | -0.4 |

（2）その他金融機関の総貸出

| | 96年 | 97年 | | | | 97年 | | | |
|---------|--------|------|------|------|--|------|------|------|------|
| | 10～12月 | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
| 外国銀行 | 17.2 | 14.4 | 23.8 | 18.5 | | 26.7 | 22.9 | 17.2 | 15.7 |
| 信用金庫 | 1.0 | 0.4 | 0.3 | 0.7 | | 0.3 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 生命保険 | -1.1 | -3.0 | -3.5 | n.a. | | -3.5 | -3.8 | n.a. | n.a. |
| 政府系金融機関 | 3.9 | 4.8 | 4.7 | n.a. | | 4.7 | 4.7 | 4.6 | n.a. |

- （注）1. 外国銀行は円貸出、平残前年比。
2. 信用金庫はインバウンドを含む。
3. 政府系金融機関とは、日本開発銀行、日本輸出入銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫、公営企業金融公庫、中小企業信用保証公庫、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の合計。

（資料）日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」、生命保険協会「総勘定元帳残高表」等

（注7）法人企業統計季報で企業の貯蓄投資差額をみると、非製造業における小幅投資超が、製造業の貯蓄超で概ね相殺され、企業部門全体としてネットでは資金需要が生じないバランスになっている。

ため、全体として引き続き前年を下回っている。また、個人向け貸出をみると、住宅ローンが総じて堅調を続けているが、消費者信用は引き続き減少している（図表13下）。

こうしたもと、マネーサプライの動きをみると（図表14上）、 $M_2 + CD$ の平残前年比は概ね3%で推移している（97年1～3月+3.0%、4～6月+3.0%、7～9月+3.0%）。また、季調済み3か月前比（年率）でも（図表14下）、今次景気回復局面に入った94年頃からの安定的なレンジの中で、引き続き推移している。この間、広義流動性の平残前年比は、このところ概ね3%台前半となっており、95～96年頃の平均的な伸び（3%台後半）に比べて、若干低下して

いる。一方、 M_1 の平残前年比は、一頃に比べれば低下しているが、8%程度と引き続き高い。

なお、10～12月における $M_2 + CD$ の平残前年比は、3%前後と予想される。

3. 当面の経済情勢の展望

（1）景気展開の展望

最初に、公共投資についてみると（後掲図表15）、4～6月はGDPベースの名目公的固定資本形成が増加したが、これは96年度補正予算の執行による一時的な動きとみられる。発注の動きを反映する公共工事請負金額は、春先に一旦持ち直したが、このところ再び弱含みとなっており、公共投資関連財出荷も減少傾向を辿っている。

（図表13）

資本市場調達・個人向け貸出

（1）資本市場における民間資金調達

（億円、（ ）内前年比、％）

| | 資本市場 調達計 | 普通社債 | 転換社債 | 新株引受 権付社債 | 増資 |
|----------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| 95年度 | 96,057 (10.7) | 64,712 (53.8) | 14,602 (-49.6) | 6,923 (2.8倍) | 9,820 (-25.6) |
| 96年度 | 134,878 (40.4) | 74,975 (15.9) | 32,955 (2.3倍) | 3,585 (-48.2) | 23,363 (2.4倍) |
| 97年 1～3月 | 19,851 (-35.5) | 16,305 (-9.8) | 1,150 (-83.2) | 173 (-94.3) | 2,223 (-21.1) |
| 4～6月 | 32,396 (-4.7) | 27,113 (36.5) | 2,723 (-72.5) | 106 (-91.8) | 2,454 (-17.4) |
| 7～9月 | 31,629 (-19.7) | 22,342 (30.6) | 5,037 (-58.7) | 158 (-90.2) | 4,092 (-51.7) |

（注）1. グロスの発行額。民間金融機関の発行する劣後債以外の金融債は含まれない。
2. 増資は新規公開時公募を含むベース。
3. 97年9月の増資は時価発行公募増資と新規公開時公募のみ。

（2）個人向け貸出

（末残前年比、％）

| | 住宅信用 合計 | 消費者信用＜国内銀行＞ | |
|-----------------|------------|-------------|------|
| | | 国内銀行 | 住宅公庫 |
| 96年 6月末 | 7.1 | 15.5 | 0.4 |
| 9月 | 7.3 | 11.7 | 3.5 |
| 12月 | 7.6 | 7.9 | 7.4 |
| 97年 3月末 | 8.5 | 7.6 | 9.4 |
| 6月末 | 8.4 | 7.7 | 9.1 |
| 96年度末残高 （兆円） | 118.2 | 56.5 | 61.6 |
| | | | 15.1 |

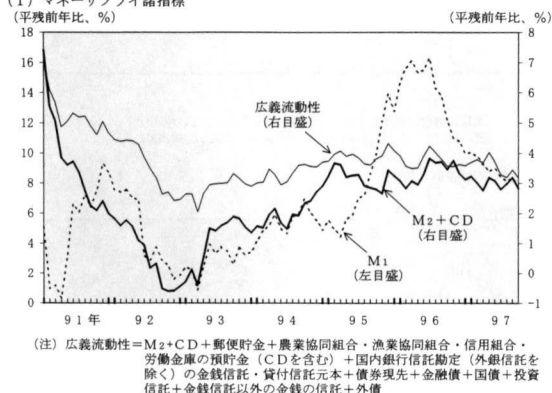
（注）国内銀行は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。

（資料）公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」等

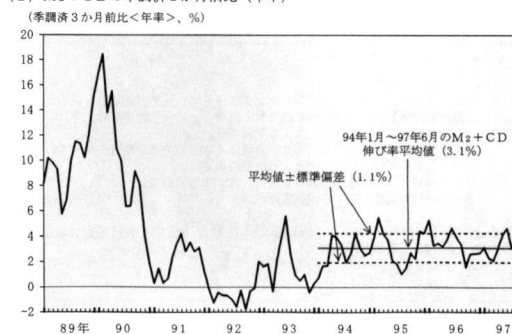
（図表14）

マネーサプライ

（1）マネーサプライ諸指標 （平残前年比、％）



（2） $M_2 + CD$ の季調済み3か月前比（年率）



（資料）日本銀行「経済統計月報」等

予算面をみても、97年度の公共事業費は地方府の単独事業分を中心に抑制的なものとなっており、98年度についても、財政構造改革会議の最終報告に基づき、国の一般会計における公共事業費概算要求は、97年度当初予算比－7％となっている。これらを踏まえると、先行き公共投資は、減少傾向を続けるとみられる。

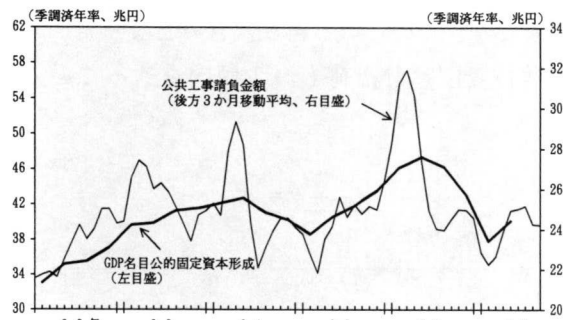
次に、輸出について、まず海外環境をみると、通貨混乱が生じたASEAN諸国では、内需が

減速している模様であり、特にタイについては、わが国からの輸出も自動車関連を中心にかなり落ち込んでいる（図表16上）。これら諸国においては、通貨に対する信認を回復するための経済調整策が、ある程度の期間にわたって続く可能性があるため、その動向には今後とも注意してみていく必要がある。ただし、これら諸国がわが国の輸出全体に占めるウェイトがそれほど大きくないことや（注8）、米国をはじめその他の地

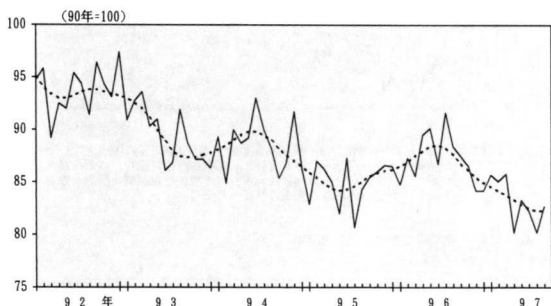
（図表15）

公共投資

（1）公共工事請負金額



（2）公共投資関連財出荷

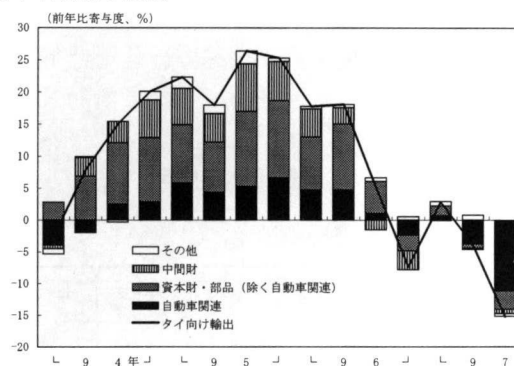


（資料）経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

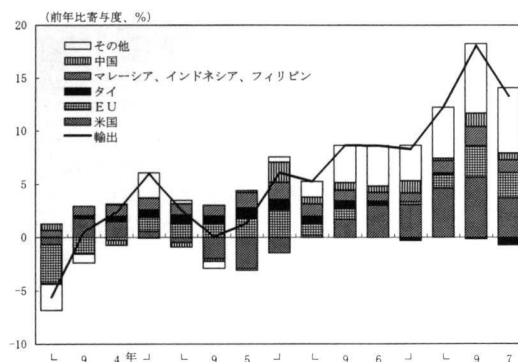
（図表16）

輸出の内訳

（1）タイ向け輸出（名目）



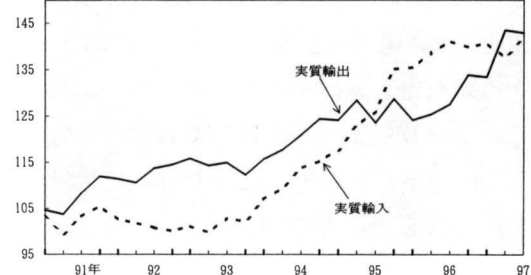
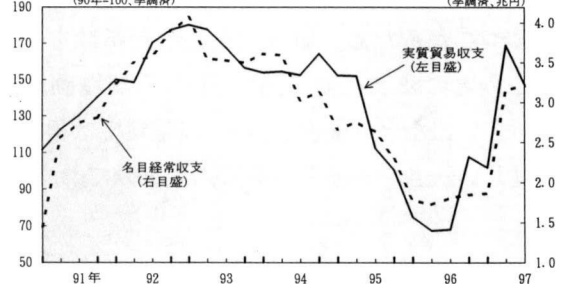
（2）輸出全体の地域別寄与度（名目）



（注8）96年における通関ベースの輸出でみると、タイ向けのウェイトは4.5％、これにインドネシア、マレーシア、フィリピンを加えた4か国向けのウェイトは12.3％である。

(図表 17)

対外収支

(1) 実質輸出入
(90年=100, 季節法)(2) 実質貿易収支と名目経常収支
(90年=100, 季節法)

- (注) 1. 実質輸出入は、通関輸出入金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえ指数化したもの。
 2. 実質貿易収支は、通関輸出入金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、その輸出入差を指数化したもの。
 3. 97/3Qの名目経常収支は7-8月の四半期換算値。
 (資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

域では総じて良好な経済パフォーマンスが続くとみられることなどを勘案すると、わが国の輸出環境が全体として大きく悪化する可能性は小さい(図表16下)。この間、為替相場をみると、既述の通り、既往の円安を背景に実質実効レートが91年頃の水準にあり、価格競争力の点からみても良好な輸出環境にあると考えられる。

以上を踏まえると、実質輸出は、今後も増加傾向を続ける可能性が高い。しかし、米国経済が堅調に拡大しつつも先行きはより持続可能な拡大テンポに減速していくとみられることや(注9)、既往円安が輸出を促進する度合いも時間の経過につれ徐々に薄れていくことなどを勘案すると、先行きの輸出増加テンポは、昨年後半から本年4～6月頃までに比べ(図表17上)、緩やかなものになると考えられる。

輸入サイドをみると、実質輸入は、昨年半ば頃から概ね横這い圏内の動きを続けている(図表17上)。94～95年頃に急増した実質輸入が、その後横這いに転じたのは、次の二つの要因によるところが大きい。第一に、95年頃までわが国企業の海外生産は急速に拡大したが、円安の持続を背景にさすがに拡大テンポは鈍化し、逆輸入や海外部品調達動きにブレーキがかかってきたことである。第二に、95年頃にはわが国の情報関連市場が急速に拡大し、これが情報関連財の輸入を大きく押し上げたが(注10)、最近では家庭向けパソコンの伸びが一服するなど、情報関連の内需拡大テンポが鈍化していることである。もとより、わが国の輸入は、国際分業の深

化や規制緩和の進展によって、他の条件が一定であれば以前よりも増えやすい構造になっていると考えられるが、内需が減速し為替相場も円安の現局面においては、輸入が目立って増加に転じるとは考えにくく、当面横這い圏内の動きが続くとみられる。

以上の輸出入動向を踏まえると、純輸出は、4～6月までの増加ペースに比べれば増勢は鈍化しようが、先行きも増加傾向を辿るとみられる。経常収支も、基本的には純輸出と同様の動きと考えられる(図表17下)(注11)。

(注9) IMFの世界経済見通し(9月公表)によれば、米国の実質GDP成長率は、97年+3.7%から98年+2.6%へと減速する姿となっている。

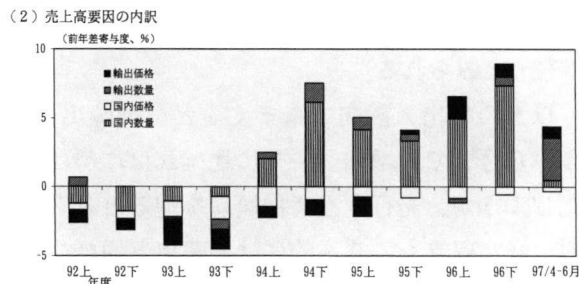
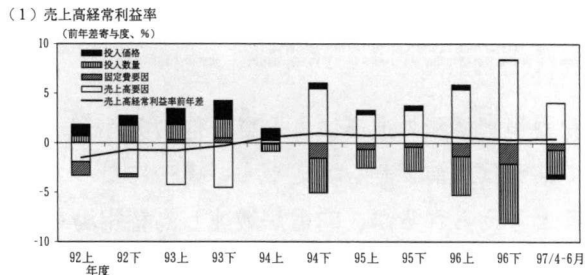
(注10) 情報関連財は、米国、アジア等との間で高度に国際分業が発達しているため、内需が輸入に与える影響が、他の財に比べて大きい。

(注11) 図表17下に記載している実質貿易収支は、厳密には純輸出とは異なるが(実質貿易収支は、所有権移転ベースではなくて通関ベースであることや、サービス収支を含まないなどの点で、純輸出と相違)、概ね等しいとみなして差し支えないうえ、速報性があり月次計数も利用可能等の利点がある。

次に、国内民間部門に目を転じ、まず企業活動の状況を総括的に表す収益の動向からみていくこととする。今次景気回復の起点となっている製造業大企業の収益をみると（図表18）、リストラ効果や売上高の増加を背景に増益基調が続けており、97年度入り後は内需減速の影響がみられてはいるが、輸出（とりわけ輸出数量）の増加がそれをかなりの程度補っている。一方、輸出の支えがない非製造業については、公共投資の減少や家計支出の低調がそのまま売上の不振につながるため、第3次産業活動指数をみてもこのところ鉱工業生産に比べ低調な動きとなっているなど（図表19上）、収益環境は相対的に厳しい。さらに非製造業の内訳をみておくと、

（図表18）

経常利益の変動要因（製造業大企業）
＜法人季報ベース、除く石油石炭＞



(注) 1. 大企業は資本金10億円以上。
2. 要因分解は以下の式によった。

$$\frac{\Delta \pi}{S} = \frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta P}{P} - \frac{FC}{S} \cdot \frac{\Delta Q}{Q} - \frac{\Delta FC}{S}$$

$$\frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta S}{S} = \frac{FC + VC}{S} \cdot \left(\frac{PQOI}{S} \cdot \frac{\Delta P}{P} + \frac{PQOI}{S} \cdot \frac{\Delta Q}{Q} + \frac{PQOI}{S} \cdot \frac{\Delta OI}{OI} + \frac{PQOI}{S} \cdot \frac{\Delta Oe}{Oe} \right)$$

ただし、 π : 経常利益、 S : 売上高、 FC : 固定費、 VC : 変動費
 PQ : 国内価格、 P : 輸出価格、 P : 投入価格
 QI : 国内数量、 Oe : 輸出数量、 OI : 投入数量

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」「主要企業経営分析」

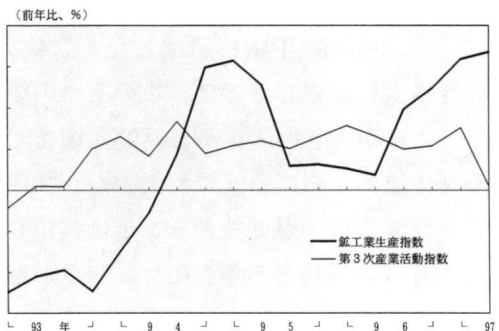
対事業所サービス（情報サービス、リース、広告等）は相対的に活動水準が高く（図表19下）、こうした業種のウェイトが比較的高い非製造業大企業の収益を下支えていると考えられる。しかし、卸小売や建設のウェイトが高い非製造業中小企業は、もともと抱えている構造的な要因に、ここへきての需要減少が重なり、収益環境は一層厳しいと考えられる。

以上の点を、9月短観の97年度経常利益見通しで確認してみると（図表20）、製造業大企業を中心に増益基調は維持されており、企業収益を起点とする景気回復のメカニズムは、現在も引き続き維持されているとみることができよう。もっとも、6月調査時に比べ、非製造業や中小

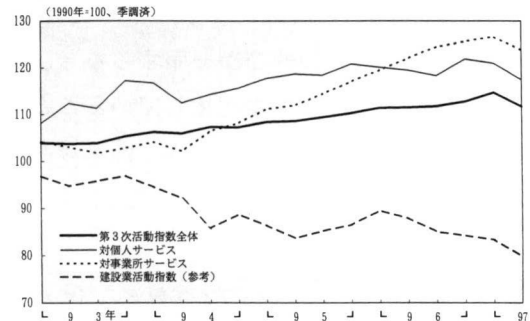
（図表19）

製造業と非製造業

(1) 鉱工業生産と第3次産業活動指数



(2) 第3次産業活動指数の内訳



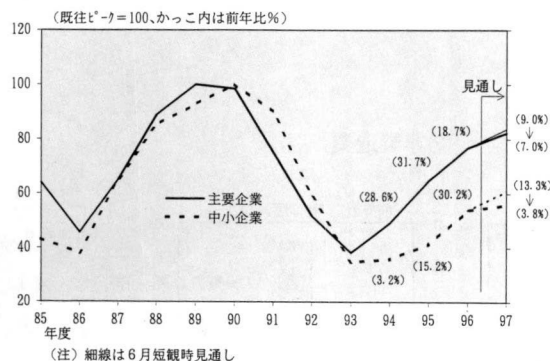
(注) 建設業活動指数は、第3次産業活動指数とは別に、建設総合統計（建設省）をもとに通商産業省が試算したもの。

（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」、総務庁「産業連関表」

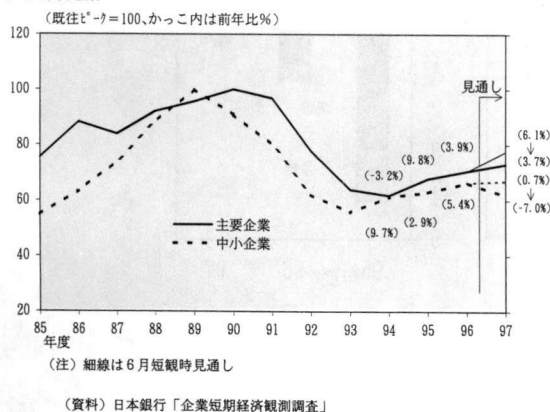
(図表20)

収益見通し(短観)

(1) 製造業



(2) 非製造業



企業を中心に下方修正されており、非製造業中小企業では4年振りの減益見通しに転じているなど、全体として増益テンポは鈍化してきている。

こうした企業収益のもと、9月短観で97年度の設備投資をみると、まず主要企業では(後掲図表21上)、非製造業が前年度に急増した通信の投資が鈍化することなどから(注12)、前年度よりも低い伸びとなっているが、製造業では自動車や情報関連(電機、非鉄、化学)を中心に前年

度よりも伸びを高めているため、全体でも前年度より幾分伸びが高まる計画となっている。ただ、非製造業の投資を押し上げている電力については、近年のパターンからみて投資金額が今後絞り込まれていくとみられるため、全産業の伸びも、96年度並みなしそれ以下で着地する可能性が高い。一方、中小企業の投資計画については(後掲図表21下)、過去数年の修正状況と比べてみると、製造業では堅調な計画となっているが、ウェイトの高い非製造業の影響から、全体としては、現在のところ96年度よりも幾分弱い計画となっている。

このように、97年度の設備投資は、増加テンポが若干鈍化する可能性があると思われる。しかしながら、資本ストックの過度な積み上がりがみられないことや、情報関連投資の潜在的なニーズが根強いことなどから、設備投資の底固さは引き続き維持されると考えられる。資本ストック面についてやや詳しくみると、まず短観の生産設備判断D I(製造業主要企業)は、設備過剰感の後退傾向が現在も続いていることを示しているほか、主要都市のオフィス・ビル空室率も低下傾向にある(後掲図表22)。さらに、資本ストックの循環図(全産業)をみても、過去2~3年における設備投資の回復は、2%程度の中期的な成長率に概ね見合っており、資本ストックが過度に積み上がっている状況にはない(後掲図表23)。このように、企業の投資行動はもともと慎重であり、足許の内需減速をきっかけに、設備投資が調整局面へ転じるリスクは大きくないと言えよう。

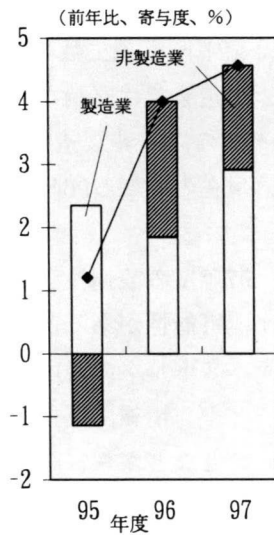
(注12) 通信業に関しては、郵政省の調査が広いカバレッジを有しており、信頼度が高い。それによると、NTTを含む第一種電気通信事業者の設備投資額は、96年度は移動体通信の急増を主因に+24.6%の伸びとなったが、97年度は横這い程度(+2.1%)にとどまる計画になっている。これは、わが国の設備投資全体の増加率を、1%ポイント程度低下させるマグニチュードに相当する。

(図表21)

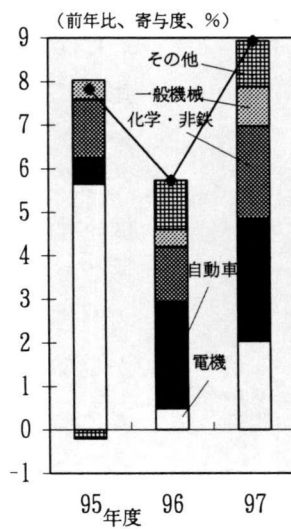
97年度設備投資計画（短観）

(1) 主要企業

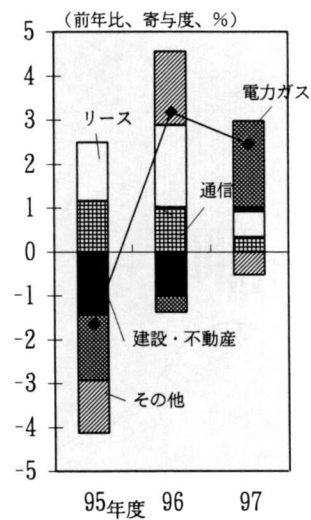
①全産業



②製造業

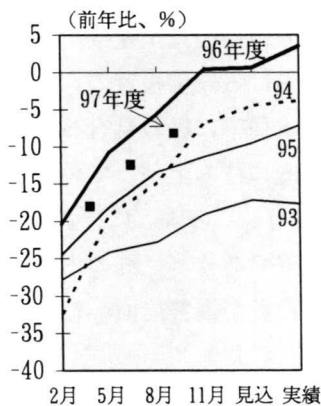


③非製造業

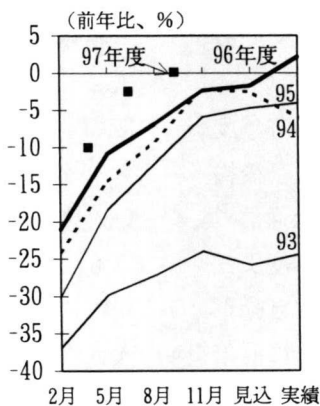


(2) 中小企業の計画修正状況

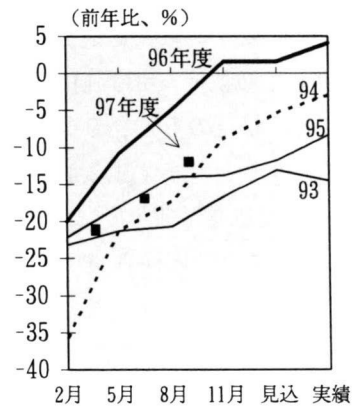
①全産業



②製造業



③非製造業

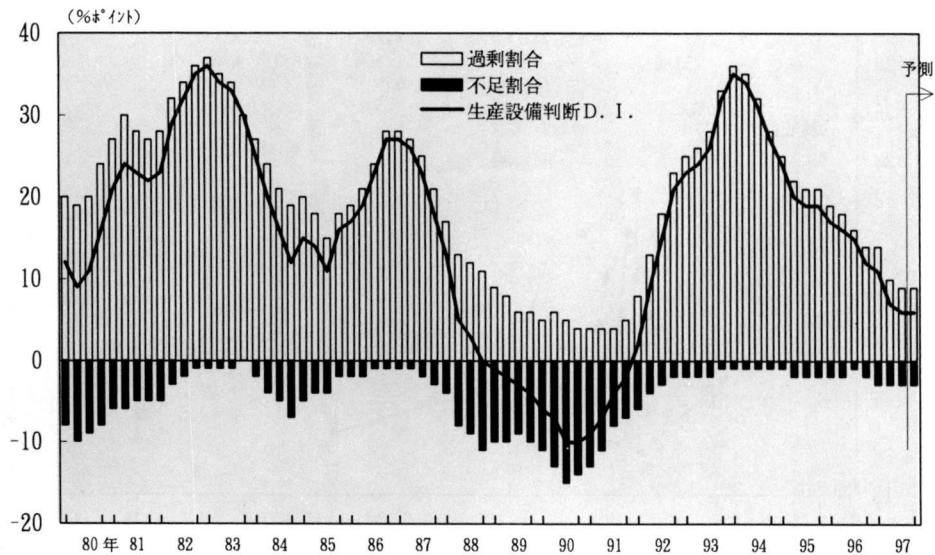


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

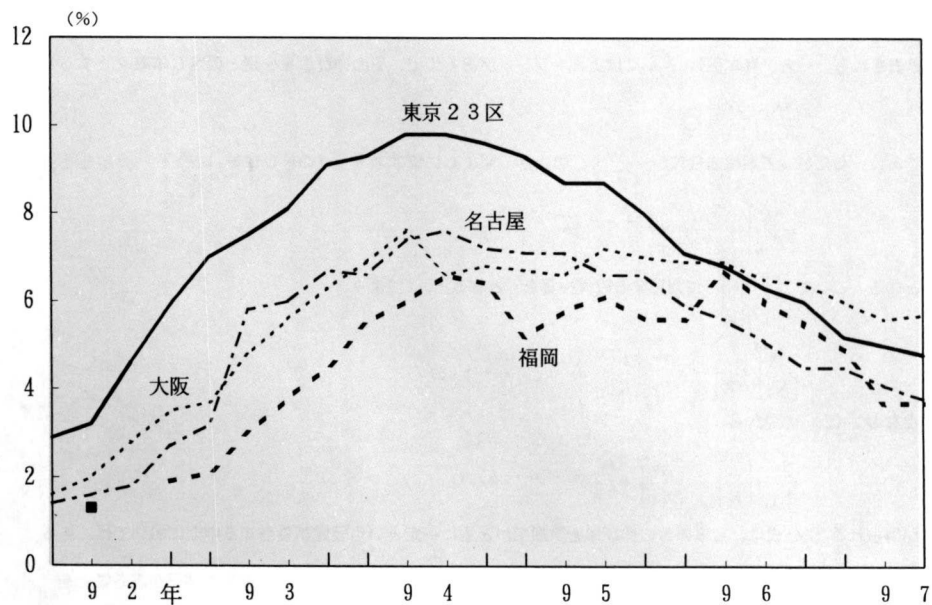
(図表 2 2)

ストック調整

(1) 生産設備判断D. I. (主要企業・製造業)



(2) オフィスビル空室率



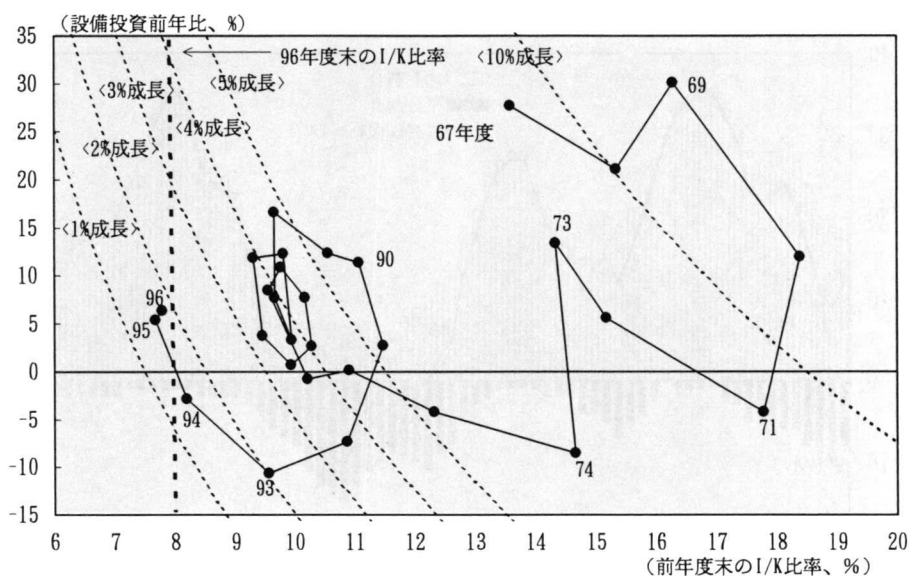
(注) 福岡については、92年は2Q(6月)、4Q(12月)の2回調査。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、
生駒データサービスシステム「オフィスマーケットレポート」

(図表23)

資本ストック循環

全産業



(考え方)

まず、 δ を除却率(一定)とすると、資本ストックの増加率 $\left[\frac{\Delta K}{K_{-1}}\right]$ は、

$$\frac{\Delta K}{K_{-1}} = \frac{(I - \delta K_{-1})}{K_{-1}} = \frac{I}{K_{-1}} - \delta \quad \dots (1)$$

と表される。一方、資本係数 $\left[\frac{K}{Y}\right]$ には上方トレンドがあるので、その伸び率を一定と仮定し年率 γ とすると、

$$\frac{\Delta K}{K_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} = \gamma$$

である。したがって期待成長率が $\left[\frac{\Delta Y}{Y_{-1}}\right]^e$ のとき、望ましい資本ストックの伸び率を $\left[\frac{\Delta K}{K_{-1}}\right]^*$ とすると、

$$\left[\frac{\Delta K}{K_{-1}}\right]^* = \left[\frac{\Delta Y}{Y_{-1}}\right]^e + \gamma \quad \dots (2)$$

となる。ここで、 $\left[\frac{\Delta K}{K_{-1}}\right]^*$ に対応する設備投資を I^* とすると、(1)より、

$$\left[\frac{\Delta K}{K_{-1}}\right]^* = \frac{I^*}{K_{-1}} - \delta = \frac{I^*}{I_{-1}} \times \left[\frac{I}{K_{-1}}\right] - \delta \quad \dots (3)$$

となり、(2)、(3)から、

$$\frac{I^*}{I_{-1}} \times \left[\frac{I}{K_{-1}}\right] = \left[\frac{\Delta Y}{Y_{-1}}\right]^e + \gamma + \delta \quad \dots (4)$$

が得られる。(4)式は、資本係数の伸び率と除却率がともに一定という仮定が妥当する中期においては、ある期待成長率 $\left[\frac{\Delta Y}{Y_{-1}}\right]^e$ に対し、前年度末の $\left[\frac{I}{K}\right]$ と設備投資前年比 $\left[\frac{I}{I_{-1}}\right]^*$ の間に双曲線の関係があることを意味している。

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」

この間、企業のバランス・シート問題が、引き続き投資行動を制約する要因として作用していることは否定できない。因みに、債務残高の時価ベース土地保有残高に対する比率を、自己資本の毀損をも勘案した実質的な債務負担指標とみなし、業種別パネル・データ（80～96年度）を用いて回帰分析を行うと（図表24）、債務負担指標は、業種別・規模別の全てのカテゴリーで

投資行動に負の影響を与えており、その度合いは大企業よりは中小企業、製造業よりは非製造業において、各々大きいことがわかる。もっとも、純債務残高売上高比率を時系列でみると、不動産業等では依然高止まっているが、全体としての債務負担が、一頃に比べ低下してきているのも事実である（後掲図表25）。こうしたも

（図表24）

バランス・シートと設備投資

—— バランス・シート毀損の影響 ——

〔関数型〕

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta \frac{B_{i,t}}{LAND_{i,t}} + \gamma \frac{1}{K_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{i,t}$$

〔記号〕 $I_{i,t}$ ：設備投資、 $K_{i,t}$ ：資本ストック、 $CF_{i,t}$ ：キャッシュフロー
 $B_{i,t}$ ：債務（銀行借入＋社債）残高、 $LAND_{i,t}$ ：保有土地残高（時価ベース）
 i は業種、 t は年を示す。 c_i は業種ダミー、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項

推 計 結 果

| | 投資収益率の パラメータ： α | 債務残高の パラメータ： β | R^2 |
|----------------|---------------------------|-------------------------|-------|
| 製造業 大企業 | 0.078 (7.43) | -0.014 (-3.13) | 0.16 |
| 非製造業 大企業 | 0.225 (6.42) | -0.026 (-6.70) | 0.60 |
| 製造業 中堅中小企業 | 0.452 (14.96) | -0.061 (-5.48) | 0.59 |
| 非製造業 中堅中小企業 | 0.433 (4.70) | -0.075 (-3.95) | 0.56 |

- （注）1. 推計期間：1980年度～1996年度
 2. 大企業：資本金10億円以上、中堅中小企業：資本金10億円未満
 3. 製造業は17業種（食料品たばこ、繊維、パルプ紙、化学、石油石炭、窯業土石、鉄鋼、非鉄、金属、一般機器、電気機器、輸送用機器、精密機器、衣類その他、木材木製品、印刷出版、鉱業）、非製造業は電力ガスを除く5業種（建設業、卸小売業、不動産業、運輸通信、サービス業）
 4. 土地の時価換算は、市街地価格指数（六大都市全用途平均）を用い、以下の算式に従い推計した。

$$ML_t = \frac{PL_t}{PL_{t-1}} ML_{t-1} + (BL_t - BL_{t-1})$$

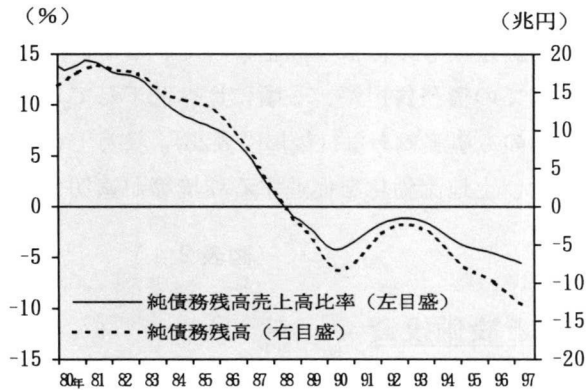
ML_t 、 BL_t は、それぞれ時価、簿価ベースでみた土地残高。 PL_t は市街地価格指数。時価の土地残高の初期値（1980年）は、国民経済計算年報の期末貸借対照表における非金融法人企業の土地資産時価と、法人企業統計季報（全規模全産業）における土地資産簿価の比率を用いて算出。

（資料）大蔵省「法人企業統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

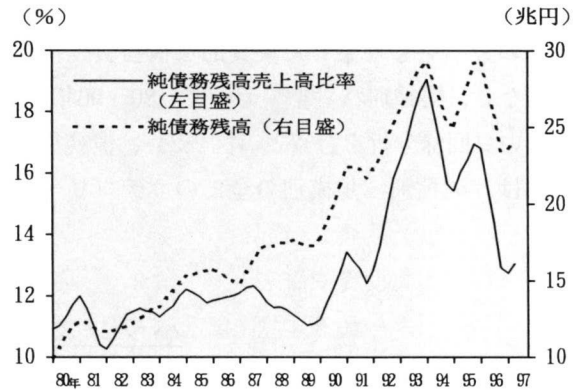
(図表 25)

純債務残高売上高比率 (法人季報ベース)

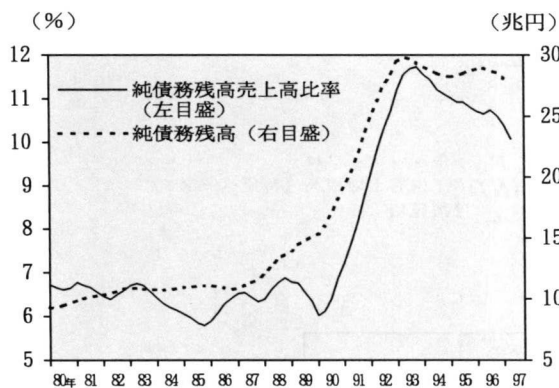
(1) 製造業大企業



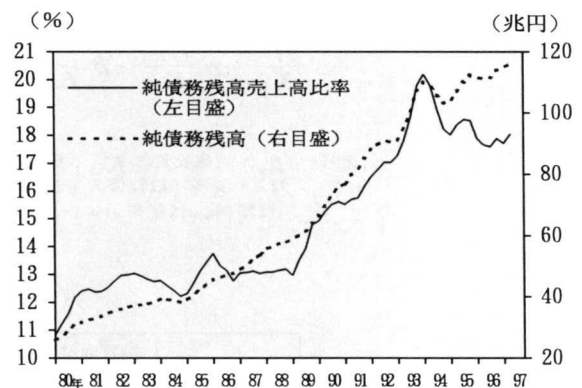
(2) 製造業中堅中小企業



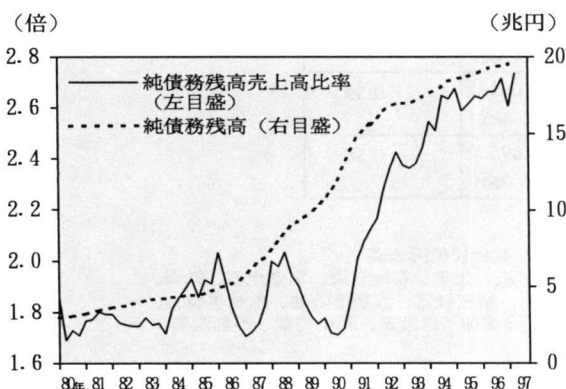
(3) 非製造業大企業 (除く不動産・電力・運輸通信)



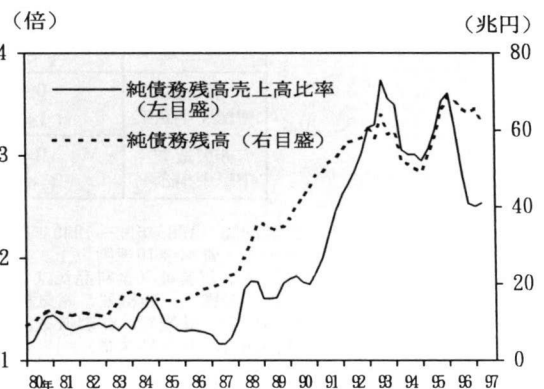
(4) 非製造業中堅中小企業 (除く不動産)



(5) 不動産大企業



(6) 不動産中堅中小企業



(注) 1. 季調済後方3期移動平均 (直近は97年4~6月)

2. 純債務残高売上高比率 = $\frac{\text{仕入債務} + \text{短期借入金} + \text{その他流動負債} + \text{社債} + \text{長期借入金} + \text{その他固定負債} - \text{現預金} - \text{売上債権} - \text{その他流動資産} - \text{投資有価証券} - \text{長期貸付金} - \text{その他投資等}}{\text{売上高 (年率)}}$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

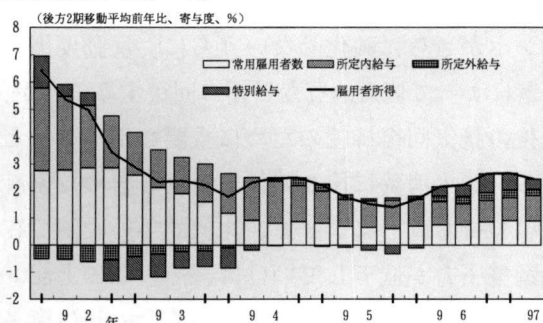
されていけば、バランス・シート面からの投資制約の度合いは、今後徐々に和らいでいくことが一応期待できよう。

次に、家計部門について、まず雇用・所得環境をみると、雇用者所得は、生産や企業収益に対する感応度が高い特別給与や所定外給与を中心に、増勢がこのところやや鈍化している（図表26上）。特別給与の業種別内訳をみると（図表26下）、製造業ではなお若干伸びが高まっているが、公共投資や住宅投資の減少が影を落としているとみられる建設業を中心に、非製造業では伸びが全体として低下しており、先に述べた企業収益の増勢鈍化が、家計の所得形成に

(図表26)

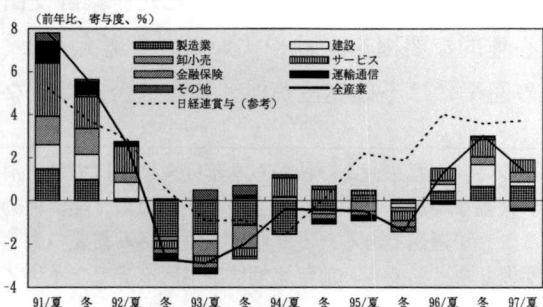
雇用者所得

(1) 雇用者所得（毎勤ベース）



(注) 1. 対象は全産業、5人以上事業所。
2. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

(2) 特別給与の業種別内訳



(注) 1. 特別給与については、夏：6～8月、冬：11～1月。
2. 要因分解は次の通り。

1 業種の寄与度 = (1 業種の特別給与額 (当期) * 1 業種の雇用者数 (当期)) / (1 業種の特別給与額 (前年同期) * 1 業種の雇用者数 (前年同期))

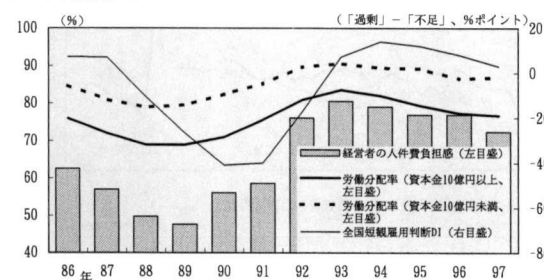
(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日経連「賃・一時金労使交渉状況」

も影響を与え始めているように窺われる。ただ一方で、これまでのリストラ推進もあって、企業収益に対する人件費の圧迫感は着実に低下傾向を続けており、短観の雇用判断DIも、緩やかに雇用過剰感の後退が続いている（図表27上）。また、こうした雇用調整圧力の低下を背景に、98年春の新卒採用は、97年に続き増加の計画となっている（図表27下）。このように、現下の雇用環境は、大きな調整リスクを抱えていた93年頃の状況に比べ明らかに改善しており、労働市場の流動化が徐々に進みつつあることとも相俟って、この面から家計のコンフィデンスが大きく損なわれる可能性は小さいと考えられる。

(図表27)

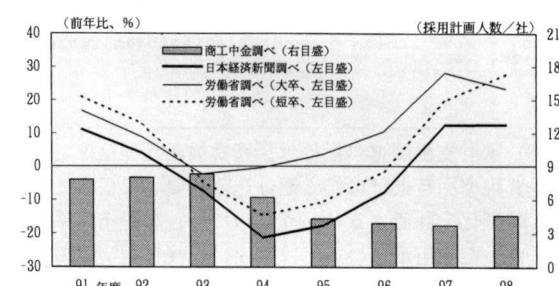
雇用調整圧力

(1) 人件費負担感



(注) 1. 経営者の人件費負担感、日経連のトップマネジメントのアンケート調査*で、春闘への受給実績が企業経営に及ぼす影響について、「影響は大きく人件費負担は重い」、「負担は大きく、人件費負担は限界に達している」と回答した先の合計の割合。
なお、他の選択肢は、「影響はほとんどない」、「影響はない」。
*5月中旬～6月中旬に掛けて実施。集計対象：製造業249社、非製造業173社。
2. 労働分配率 = 人件費 / (経常利益 + 人件費)。法人季報・全産業・年度ベース。
ただし、97年については、97/20の季調値。
3. 全国短観雇用判断DIは全産業ベース、年中平均（ただし、97年は9月調査時点の実績）。

(2) 新卒採用計画



(注) 1. 日本経済新聞調べは、同誌例年6月に掲載している新卒採用計画調査より抜粋。
また、大卒、短大・専門学校・高専卒、高卒の合計。
2. 労働省調べは、各年7月1日までに採用計画書を職安に提出した事業所についてとりまとめたもの。
3. 商工中金調べについては、1社あたりの採用予定人数。
集計対象は、中小企業1,152社（製造業597社、非製造業555社）。

(資料) 日経連「平成9年春労働交渉に関するトップ・マネジメントのアンケート調査結果」等

こうしたもと、家計部門の支出サイドをみると、個人消費は、消費税率引き上げ直後からみれば徐々に持ち直しているが、総じてなお低調な動きが続いている（図表28）（注13）。これには、基本的には、①消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が尾を引いていること（以下「反

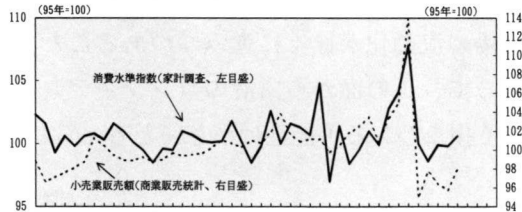
動要因」）、②消費税率引き上げ、特別減税の廃止、医療費負担の増加、といった財政再建策が家計の実質購買力を低下させていること（以下「財政要因」）、③上述のように雇用者所得の増勢が鈍化していること（以下「所得要因」）、の三つが作用していると考えられる（注14）。このうち、①の反動要因は、現状なお尾を引いているとは言えいずれ一巡するものであり、②の財政要因も、予定されていた制度変更は既に実施され、今後追加的に家計を圧迫していく度合いは低下していくとみられる。すなわち、これら2要因に関しては、最悪の時期は過ぎつつあるとみて差し支えない。これに対し、③の所得要因は、景気変動の原因として作用すると同時に、結果としての面も持つ内生的な要因であることに注意する必要がある。

このように整理すると、雇用者所得の増加テンポがさらに鈍化しないうちに、反動要因の剥落によって個人消費が早期に回復することが、今後の景気回復持続のために重要なポイントとなる。個人消費に後述の住宅投資も含めた家計支出の持ち直しによって、比較的早い段階で在庫調整圧力が低下していけば、その間に上記②の財政要因が次第に弱まっていくため、生産・所得・支出の好循環が再び明確になっていく道筋を展望することができよう。ただ、家計支出が心理的な要因を受けやすいことを考えると、その回復には不確実性が伴うことは否定できな

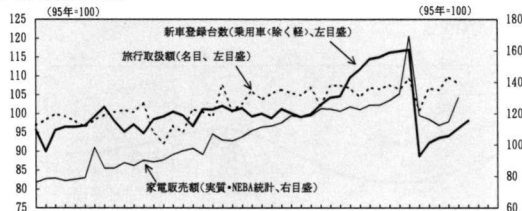
（図表28）

個人消費（季調済系列）

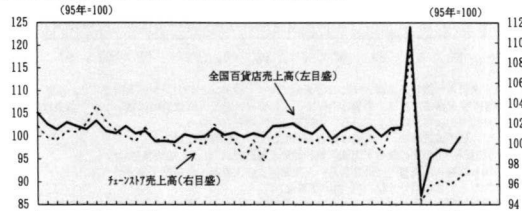
（1）家計調査・商業販売統計（実質）



（2）耐久消費財・旅行



（3）大型小売店売上高（名目・除消費税・店舗調整後）



（注）1. X-12-ARIMA(β₀-β₁₂)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売販売額はCPI商品で実質化。家電販売額は各品目のCPIを各項目の売上高で加重平均し、実質化。但し「ファミ」はPPIで代用。
（資料）総務庁「家計調査報告」、通商産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会（NEBA）「商品別売上高」、運輸省「旅行取扱状況」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」

（注13）家計支出関連の指標は、通常前年比伸び率で示されることが多い。ただし、この秋から本年度末にかけては、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要等によって、前年の計数が大幅な増加となっているものが多いため、経済活動の変化を評価するという意味では、季調済み系列の動きでみるのが適当である（とりわけ、駆け込み需要の大きかった乗用車については、仮に今後季調済みの計数でかなり回復したとしても、前年比では本年度末までマイナスを続けるということが十分にあり得る）。

（注14）これら①～③の要因は相互に重なり合っている部分もあり、また先行きに対する心理面への影響まで含めて考えると、三つの要因に整然と分けることはできない。ただ、ここでは概念整理を明確にする趣旨から、便宜上これらの要因に分けて説明を試みた。

い。この点、駆け込み需要が特に大きかったとみられる乗用車の販売動向は、生産への波及効果が大きいこともあり、注目点の一つであろう。

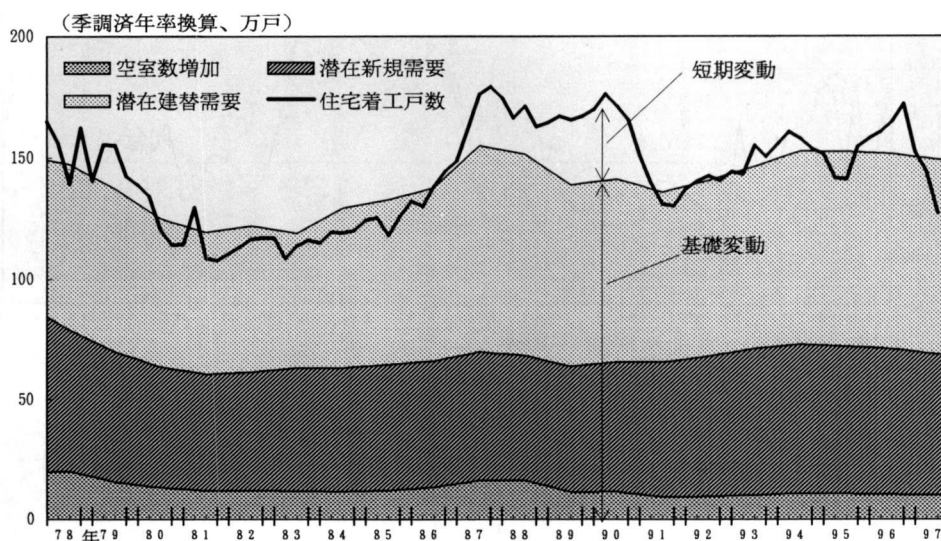
家計部門のもう一つの支出項目である住宅

投資をみると、新設住宅着工戸数は、駆け込み需要の影響が集中した96年10～12月をピークに(注15)、その後は大きく落ち込んでいる(図表29)。

住宅着工を潜在新規需要や潜在建替需要等から

(図表29)

新設住宅着工戸数



<基礎変動の導出方法>

基礎変動とは、住宅需要のベースを規定する以下の需要項目の総和である。

「潜在新規需要」・・・世帯増加数の後方5年間の移動平均(住民基本台帳ベース)。97年の世帯増加数については厚生省推計によって求めた。

「潜在建替需要」・・・最初に、5年に1回調査される「住宅統計調査」(総務庁)から、「居住世帯あり」のストックについて5年毎の増加戸数を算出し、該当する5年間の住宅着工戸数との差を、各5年間における建替戸数とみなす。これを年データが利用可能な除却統計の除却戸数で按分し、毎年の「推計建替戸数」とする。

次に、この「推計建替戸数」のうち、短期的な変動とは無関係に決まる部分、すなわち「潜在建替需要」を推計する。具体的には、まず税法上の住宅償却期間が22ないし24年であることを踏まえ、着工から15～19、20～24、25～29年経過後に、それぞれ25%、50%、25%が建て替えられると想定した場合の建替戸数を「建替理論値」とする。この「建替理論値」で、上で求めた「推計建替戸数」を説明する回帰式を推計し、その推計値を「潜在建替需要」とする。

「空室数増加」・・・5年に1回調査される「住宅統計調査」の「居住世帯なし」の住宅ストック戸数から5年間の空室増加数を求め、これを各年の住宅着工戸数で按分。94年以降は過去とのトレンドを考慮して約10万戸で横這いとした。

因みに、「住宅統計調査」の「居住世帯なし」の住宅とは、別荘や建築中の住宅等も含むため、いわゆる「空室」よりも広い概念である。

(注) 97/3Qの着工戸数は97/7、8月の平均値。

(資料) 総務庁「住宅統計調査」、自治省「住民基本台帳」、建設省「建設統計月報」等

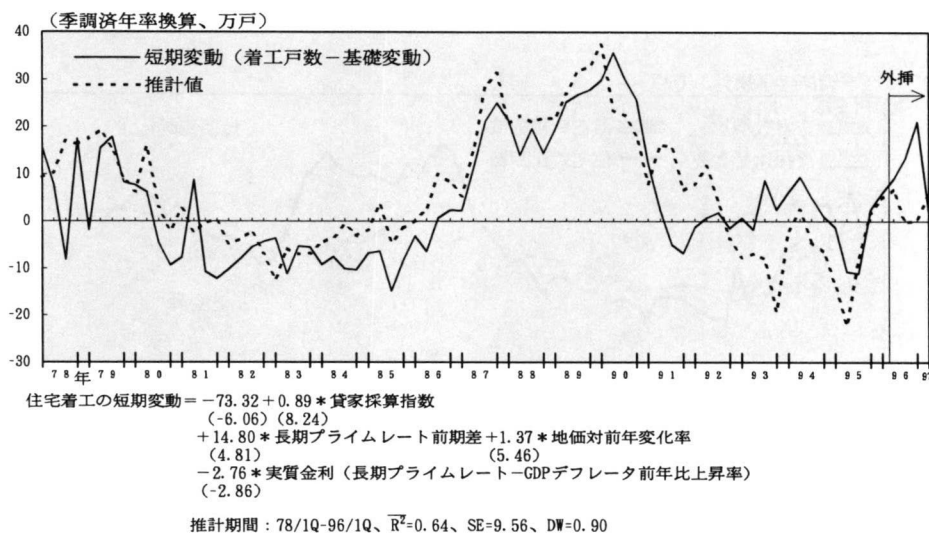
(注15) 住宅については、96年9月末までに契約を結べば、引き渡しは97年4月以降であっても旧消費税率が適用されるという扱いであった。このため、同年9月までにかなりの駆け込み契約が生じ、それが10～12月の着工急増につながったものとみられる。

なる「基礎変動」と(注16)、循環的ないし一時的な要因の影響で決まる「短期変動」に分解して考えると、昨年以降この短期変動部分が大きな

振幅を示したことがわかる(同図表)。この短期変動に、金利水準やその変化、地価の変化等からなる関数を当てはめてみると(図表30)、96年

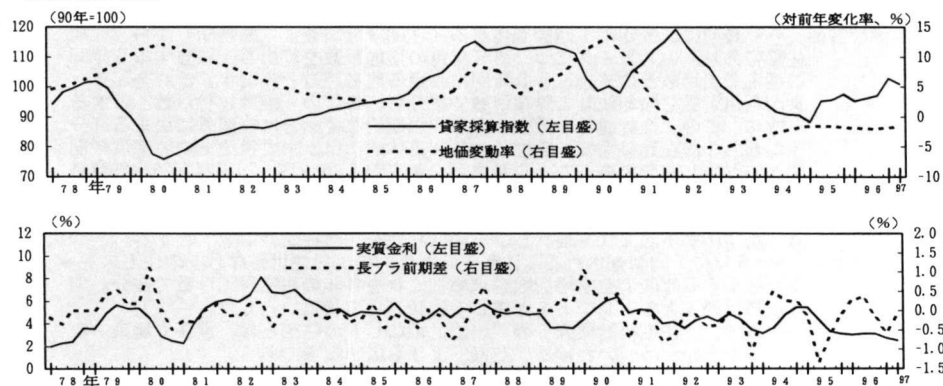
(図表30)

住宅着工の関数推計



- (注) 1. 基礎変動=潜在建替需要+潜在新規需要+空室数増加
 2. 貸家採算指数 = (家賃/建築費用) / $\frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$ i: 平均約定金利、n: 返済期間 (20年間)
 3. 家賃は90年まではCPI全国家賃を、90年以降は民間調査機関アットホーム調べの賃料の伸び率で伸ばしたものを、建設費用についてはCPI全国設備修繕維持費(住宅)を用いた。

<説明変数の動き>



(資料) 総務庁「住宅統計調査」、自治省「住民基本台帳」、建設省「建設統計月報」等

(注16) 潜在新規需要は世帯数の増加等をもとに、また潜在建替需要は住宅耐用年数の分布等をもとに推計した(詳しくは前掲図表29の脚注を参照)。

の着工増加はそうした要因で説明可能な範囲をかなり上回っており、駆け込み需要が大きく寄与したことを示唆している。したがって、97年入りの住宅着工が急減しているのは、基本的には大幅な駆け込み需要の反動として捉えることができる。

このほか、金利や地価の先高（安）観が短期的に住宅着工を押し上（下）げる、という関係が認められることを勘案すると（図表30）、本年夏場の着工低調には、地価の底入れが依然明確には確認できない一方、長期金利の低下に伴い金利先安観が拡大していたことも、影響していたと考えられる。以上を踏まえると、97年度の住宅投資は96年度をかなり下回る水準にとどまる可能性が高いが、97年度中の動きとしては、駆け込みの反動で大幅に落ち込んでいる足許の水準に比べ、先行きはさすがに持ち直す方向にあるものとみられる。

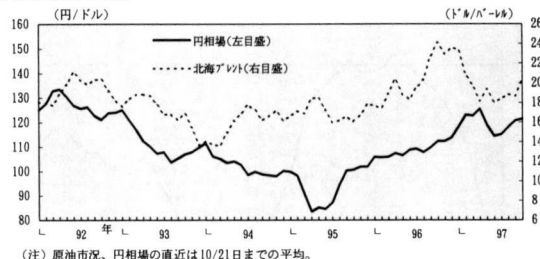
（2）物価の展望

物価の先行きを展望するに当たり、まず輸入物価（円ベース）の動きをみると、原油価格や円相場の変動を反映して、昨年後半から本年初まで急上昇した後、本年前半は一転して大幅下落になるなど、上下動の大きい展開であった（図表31上・中）。しかし、最近の輸入物価は総じて落ち着いており、今後は国内卸売物価に対して、上下いずれの方向にも目立った圧力がかかりにくいとみられる。また93～95年には、輸入ペネトレーション比率が急速に上昇し（図表31下）、これが競争の激化を通じて国内物価に持続的な下落圧力として働いていたが、96年央頃から同比率が概ね横這い圏内で推移していることからみると、この面からの物価押し下げ圧力は、現状さほど大きくないと考えられる。

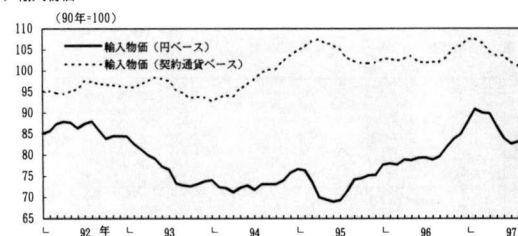
（図表31）

輸入面からの物価上昇圧力

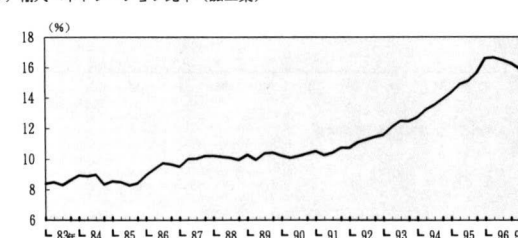
（1）原油市況、円相場



（2）輸入物価



（3）輸入ペネトレーション比率（鉱工業）



(注) 輸入ペネトレーション比率＝輸入／（国内向け出荷＋輸入）
 (資料) 通商産業省「鉱工業総供給表」、日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」等

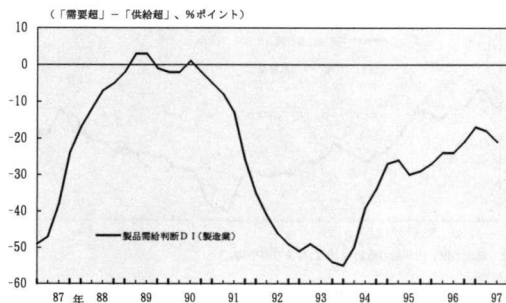
一方、国内需給動向は、本年初まで緩やかな改善傾向を続けてきたが、ここへきて幾分引き緩む方向に転じている（後掲図表32上）。これは、既述した在庫調整圧力の発生を反映した動きとみられ、国内商品市況も、在庫過剰が価格に反映されやすい建設関連財を中心に、このところ弱含みの展開になっている。この間、製品価格や仕入価格に関する企業の見方も、足許やや弱含みの動きとなっている（後掲図表32下）。

以上を踏まえ、国内卸売物価の先行きを展望すると、輸入面からの物価下落圧力が剥落しつつある反面、在庫調整圧力が働いていることや、技術革新等による電気機器の価格下落傾向が根

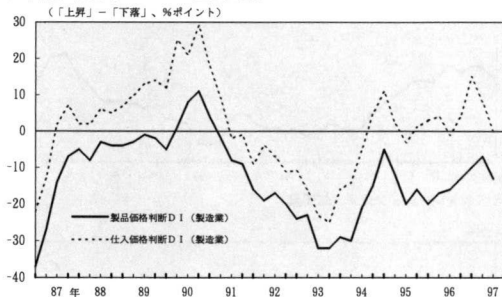
需給環境

(図表32)

(1) 製品需給判断D. I. (主要企業)



(2) 製品価格判断D. I. (主要企業)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

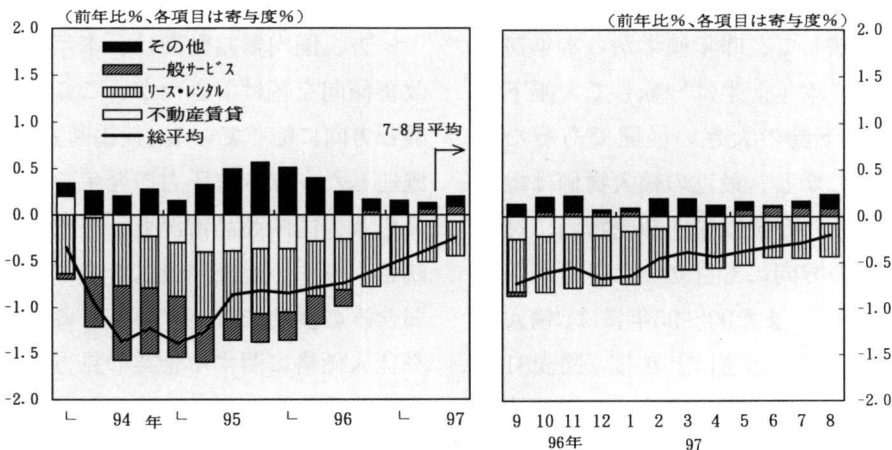
強いことなどを背景に、目先幾分弱含みの動きを続ける可能性が高いように思われる。

次に、企業向けサービス価格は、既述の通り前年比のマイナス幅がかなり縮小してきている。内訳をみると(図表33)、「リース・レンタル」は引き続き下落しているが、情報サービスを含む「一般サービス」が小幅上昇に転じ、「不動産賃貸」はオフィスビル需給の改善傾向を反映して下落幅がかなり小幅になっている。リース物件の価格下落は技術革新等を背景にした趨勢的なものである一方、情報化ニーズの堅調や、都心オフィスビル空室率の緩やかな低下傾向等に照らすと、当面の企業向けサービス価格は、全体として前期比、前年比ともに横這い圏内の動きとなろう。

消費者物価(全国、除く生鮮食品)については(図表34)、「商品」の下落幅縮小傾向、「民間

(図表33)

企業向けサービス価格



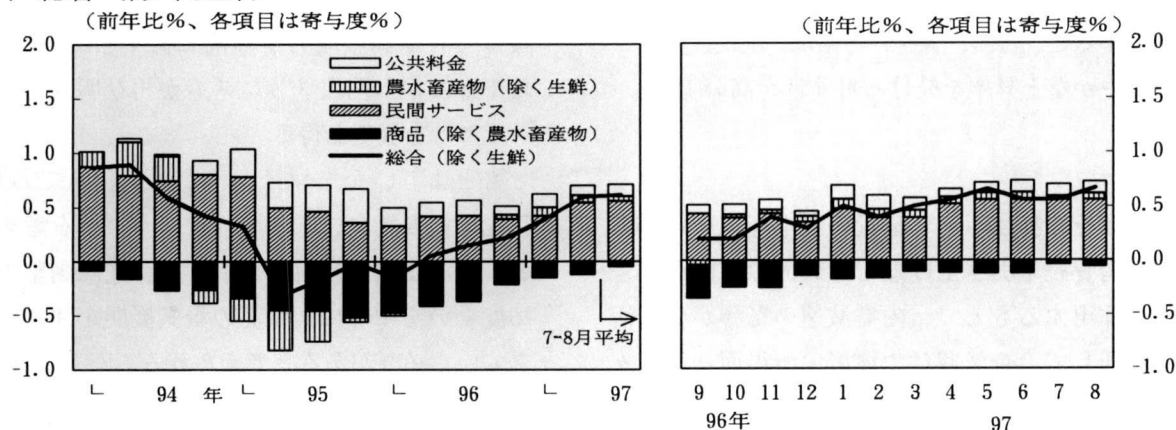
- (注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、広告、建物・土木、労働者派遣、機械修理等(「その他」に含まれる品目を除く)。
2. その他は、①規制料金(自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、電話<基本料>、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)。
3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

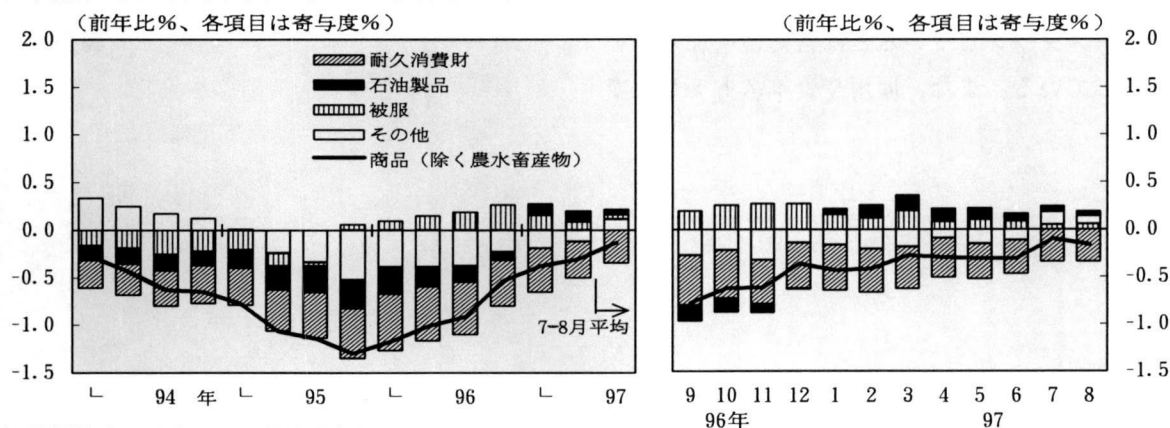
(図表34)

消費者物価

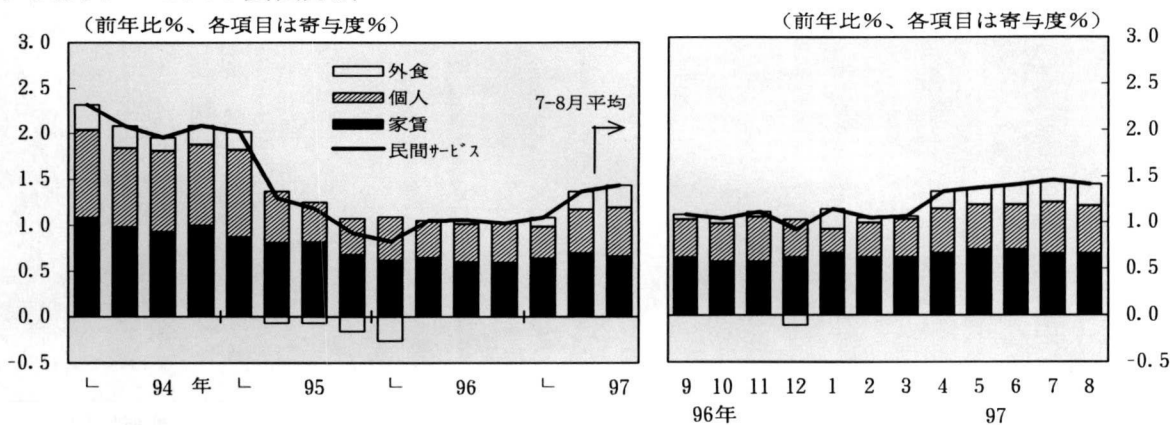
(1) 総合（除く生鮮）



(2) 商品（除く農水畜産物）の要因分解



(3) 民間サービスの要因分解



(注) 1. 石油製品：プロパンガス、灯油、ガソリン（レギュラー）

2. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」

サービス」の上昇幅拡大傾向には、それぞれ一巡感が出てきている。こうしたもとで、国内卸売物価が幾分弱含みの動きを辿るとみられることや、労働需給も一進一退の状況にあることを勘案すると、当面、消費者物価は、現状程度のごく緩やかな上昇率を続ける可能性が高い（注17）。

（3）結び

以上を総括すると、最近の日本経済においては、消費税率引き上げなど財政面の要因が引き続き作用するもとで、内需減速の影響が生産活動を通じて、企業収益や雇用・所得面にも徐々に及びつつあるように窺われる。

しかしながら、企業収益や雇用者所得は、幾分ペースダウンしているとは言え、増加基調を維持している。また、雇用や資本ストック面で

の調整圧力は大きくないとみられるほか、物価面でもデフレが懸念される状況にはない。これらの点を踏まえると、景気回復の基盤は損なわれていないとみられ、家計支出の持ち直し等によって在庫調整圧力が順調に低下していけば、緩やかながら回復メカニズムが再び明確化していくことを展望し得る。

もとより、企業マインドが慎重化しており、目先の需要動向に不確実性が伴うことを考えると、家計支出の回復の足取りや、在庫調整の進捗度合いを中心に、当面の景気展開を注意深くみていく必要があると考えられる。

1997年10月27日

（調査統計局）

（注17）ただし、9月の消費者物価については、医療保険制度改革に伴う診療費の上昇が、0.4%程度押し上げに寄与する可能性が高い（既に9月の指数が公表されている「東京」のケースでは、診療費が消費者物価全体を0.5%程度押し上げた）。このような物価上昇要因をどう評価すべきかについては、消費税率引き上げに関する脚注1を参照。