

# 金融経済月報（98年1月）

## ■基本的見解\*■

---

最近のわが国経済をみると、家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及びつつあり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞色の強い状況にある。

最終需要面をみると、純輸出は増加基調を続けており、設備投資も製造業を中心に緩やかに増加している。一方、個人消費については、消費税率引き上げの影響が一巡した後も、家計のマインドが慎重化していることから、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが広がっており、鉱工業生産は弱含みの展開となっている。さらに、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けている。このように、生産・所得・支出を巡る前向きの循環は停滞してきている。

先行きについては、外需が引き続き下支えに働くとみられるうえ、昨年末に発表された特別減税が、家計の支出に好影響を及ぼすことが期待される。しかし、在庫調整圧力が強まっているところへ、公共投資の減少が持続し、設備投資についても増勢鈍化が見込まれるため、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきているとみられるだけに、今後、アジア経済の調整の長期化・深刻化、金融機関の慎重な融資姿勢の強まりによる企業金融への悪影響、あるいは企業や家計のコンフィデンスの一層の低下、などの景気下押しリスクが発生することがないか、十分な注意を払っていく必要がある。

この間、物価面をみると、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価が軟化している一方、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いて、前年を若干上回る水準で推移しており、物価全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。

---

\* 本「基本的見解」は、1月16日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解として了承されたものである。

先行きについても、デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年当時のように、為替円高によって輸入ペネトレーションが誘発され、競合する国内最終財価格を直接押し下げるという環境にはないだけに、当面、総じて安定的な推移を辿る可能性が高いとみられる。ただ、国内需給ギャップの縮小を見込みにくいことを踏まえると、アジアにおける需給の引き緩みなども視野に入れつつ、今後とも物価環境を丹念にみていくことが適当である。

金融面をみると、TB利回りや長期国債利回りは既往最低圏で推移しているが、一部金融機関の経営破綻をきっかけに、信用リスク・流動性リスクに対する市場の意識が強まっており、短期金融市場のターム物金利や、社債・金融債利回りなどは、上昇・高止まりしている。このように、市場の景況感が引き続き弱い一方、金融システムに関する不透明感が高まるという状況のもとで、株価は低迷を続けている。また、為替レートは、対アジア通貨では円高が進んでいるが、対米ドルでは円安となっている。

量的な金融指標をみると、民間金融機関の貸出は、計数面からみる限りこれまでのトレンドに大きな変化はみられていない。マネーサプライも、 $M_2 + CD$ の前年比は概ね3%前後で推移している。しかし、金融機関の貸出姿勢は、株安・円安による自己資本面からの制約の強まりもあって、一段と慎重化する方向にある。貸出金利面でも、上記市場動向等を反映して、12月入り後は上昇圧力が強まっている。当面、以上のような金融面の動向が、实体经济活動に対してどのような影響を及ぼすか、注意深くみていく必要がある。

---

## 【背景説明】

## 1. 実体経済

実体経済の動向を最終需要面からみると、まず公共投資については（後掲図表2）、公共工事

請負金額が、97年5月以降頭打ち傾向となり、再び減少へ向かっている。今後は、本年度補正予算が徐々に執行されていくと見込まれるが、

（図表1-1）

## 国内主要経済指標（1）

（前年比、％）

	97/4-6月	7-9月	10-12月	97/ 9月	10月	11月	12月
消費水準指数（全世帯）	-2.7	1.4	n. a.	2.4	1.1	p -2.0	n. a.
全国百貨店売上高	-6.3	-1.3	n. a.	-2.3	-2.3	p -2.1	n. a.
チェーンストア売上高	-4.8	-3.6	n. a.	-4.3	-3.6	-4.5	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-9.2	-10.3	-13.7	-9.1	-14.0	-21.8	-3.9
家電販売額（NEBAベース）	-8.3	-3.7	n. a.	-1.0	-5.6	-1.6	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	0.7	2.2	n. a.	1.8	3.6	-0.8	n. a.
新設住宅着工戸数 <季調済年率換算、万戸>	144	129	n. a.	133	136	129	n. a.
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	2.5	1.3	n. a.	1.3	-14.3	n. a.	n. a.
製造業	13.6	8.7	n. a.	6.3	2.9	n. a.	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	-4.7	-4.1	n. a.	-2.3	-23.6	n. a.	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	0.7	3.8	n. a.	18.2	-8.8	-6.6	n. a.
鋁工業	1.5	8.4	n. a.	15.9	-8.8	14.5	n. a.
非製造業	0.4	2.2	n. a.	19.1	-8.8	-14.2	n. a.
公共工事請負金額	-1.2	-1.7	n. a.	1.2	-17.7	-6.7	n. a.
実質輸出 <季調済前期(月)比、％>	7.5	-0.4	n. a.	-3.0	10.4	-9.3	n. a.
実質輸入 <季調済前期(月)比、％>	-2.2	3.1	n. a.	6.6	-1.1	-8.4	n. a.
生産 <季調済前期(月)比、％>	0.0	-0.4	n. a.	2.4	0.1	p -4.1	n. a.
出荷 <季調済前期(月)比、％>	-1.6	0.6	n. a.	2.9	-0.2	p -5.3	n. a.
在庫 <季調済前期(月)比、％>	7.1	0.7	n. a.	-0.3	-0.5	p 1.4	n. a.
在庫率 <90年=100、季調済>	117.8	115.3	n. a.	115.3	116.3	p 123.8	n. a.

(図表 1 - 2)

## 国内主要経済指標 (2)

(前年比、%)

	97/4-6月	7-9月	10-12月	97/9月	10月	11月	12月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.73	0.72	n. a.	0.71	0.70	0.69	n. a.
完全失業率 ＜季調済、%＞	3.43	3.41	n. a.	3.44	3.45	3.49	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	3.7	1.1	n. a.	0.0	-1.0	p -2.8	n. a.
雇用者数(労働力調査)	1.4	1.0	n. a.	0.7	1.1	0.9	n. a.
常用雇用者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	0.9	0.9	n. a.	0.9	0.8	p 1.1	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	1.4	1.5	n. a.	1.0	1.4	p -1.0	n. a.
国内卸売物価	-0.5	-0.5	-1.0	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2
全国消費者物価	0.6	0.6	n. a.	0.9	1.0	0.6	n. a.
除く生鮮食品	0.6	0.8	n. a.	0.9	0.9	0.7	n. a.
企業向けサービス価格	-0.3	-0.2	n. a.	-0.1	0.0	-0.1	n. a.
マネーサプライ(M <sub>2</sub> +CD) ＜平残前年比、%＞	3.0	3.0	n. a.	2.9	2.9	p 3.2	n. a.
取引停止処分件数	11.5	9.5	n. a.	9.3	21.3	7.2	n. a.

(注) 1. p は速報値。

2. チェーンストア売上高は、消費税を除くベース。

3. 国内卸売物価、全国消費者物価、企業向けサービス価格は、いずれも97/4月の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)。

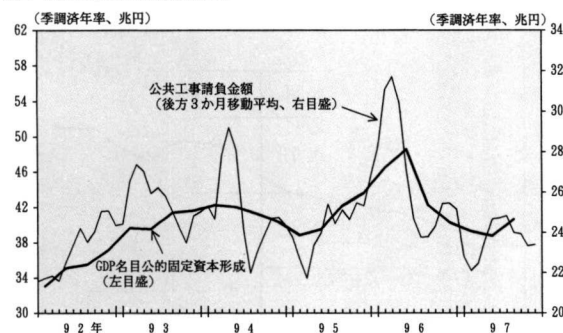
(資料) 総務庁「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
通商産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」、  
日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、  
日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「旅行取扱状況」、  
建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、  
保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、  
大蔵省「外国貿易概況」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「経済統計月報」、  
全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」



(図表 2)

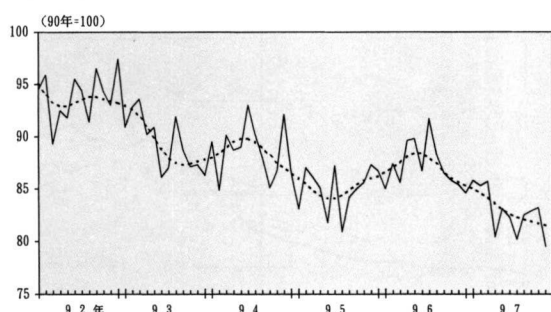
## 公共投資

(1) 公共工事請負金額とGDP



(注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心にプロット。  
2. 請負金額は、X-12-ARIMA (βバージョン) により季節調整。

(2) 公共投資関連財出荷



(注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。  
2. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。  
実線は季節調整系列 (=  $T \cdot C \cdot I$ )、点線はその趨勢循環変動成分 (=  $T \cdot C$ )。  
ただし、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot D \cdot I$  (乗法型を仮定)。  
 $Y$ : 原系列、 $T \cdot C$ : 趨勢循環変動成分、 $S$ : 季節変動成分、 $D$ : 曜日変動成分、 $I$ : 不規則変動成分

(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」

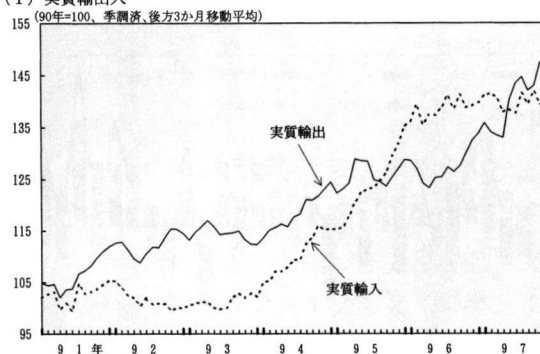
98年度当初予算案は財政構造改革のもとで抑制的なものとなっているため(注1)、公共投資は引き続き減少基調を辿る見込みである。

次に、実質輸出は(図表3、後掲図表4、5)、97年7～9月にASEAN向けの自動車関連及び資本財・部品の減少もあって微減となった後、10～11月は、情報関連や資本財・部品を中心に再び伸長した。先行きの輸出を取り巻く環境を

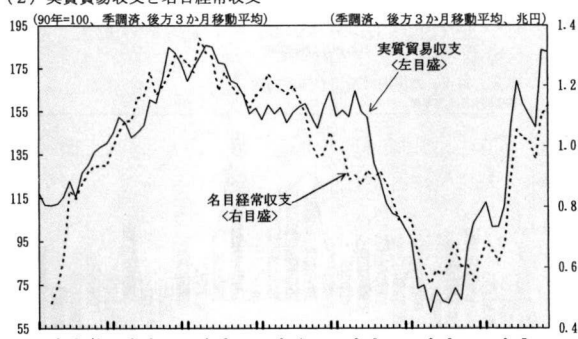
(図表 3)

## 実質輸出入

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



(注) 1. 実質輸出入は、通関輸出入金額を輸出入物価指数で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デフレートし、その輸出入差を指数化したもの。

(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」

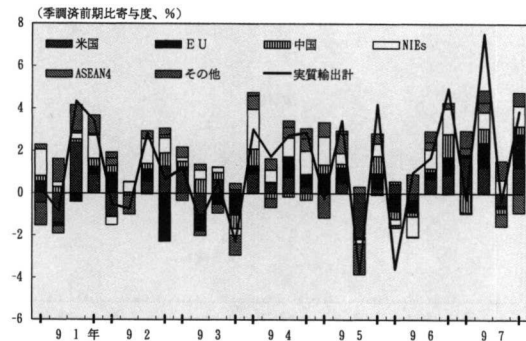
みると、まず海外経済は(後掲図表6(1))、米国や欧州、中国等で総じて良好な経済パフォーマンスが続くことが見込まれる。一方、アジア諸国のうち、ASEAN諸国の一部や韓国では、IMFからの支援のもとで経済調整プログラムの実施に乗り出しており、今後、成長がかなり鈍化する見通しであるが、そうした諸国への輸出についても、欧米へ完成品が再輸出されるような半導体、電子部品といった情報関連等に関しては、域内の内需減速の影響を受けにく

(注1) 97年度補正予算案は、歳出全体で1.1兆円強の規模となっている。しかし、98年度当初予算案における国の公共事業関係費は、前年度の当初予算比-7.8%となっている。

(図表 4)

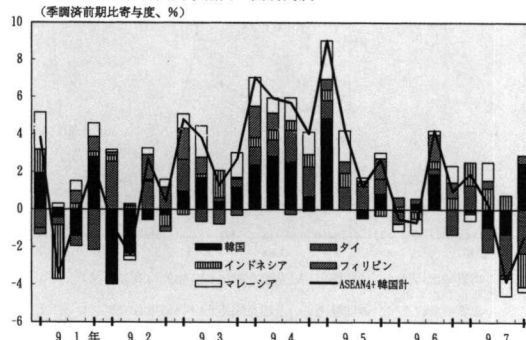
## 地域別実質輸出

(1) 日本からの地域別実質輸出



- （注）1. 実質輸出計と、各地域別の実質輸出の積み上げが完全に一致しないのは、実質化の際の品目分類の相違や季節調整の誤差による。  
2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。  
3. 97/4Qは10-11月の四半期換算値。

(2) ASEAN4、韓国向け輸出の国別内訳



（注）97/4Qは、10-11月の値を四半期換算したもの。

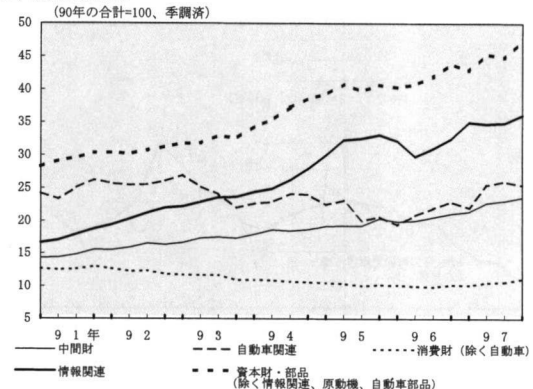
（資料）大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

い（注2）点を割り引いてみておく必要があるだろう。また、為替相場を実質実効ベースでみると、対アジア諸国では大幅な円高となっている反面、対欧米では逆に円安となっているため、全体では概ね横這い圏内で推移しており（図表6（2））、輸出製品の価格競争力は全体として維持されている。こうした輸出環境からみて、わが国の実質輸出は、今後も総じて増勢を維持する可能性

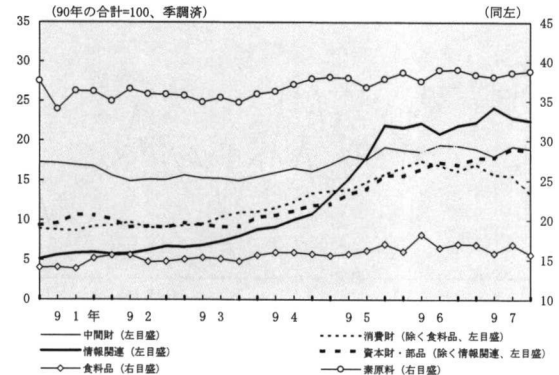
(図表 5)

## 財別実質輸出入

(1) 財別実質輸出



(2) 財別実質輸入



- （注）1. 「情報関連」は、  
輸出：自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器  
輸入：事務用機器、IC等電子部品、科学光学機器。  
2. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。  
3. 97/4Qは、10-11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」

が高い。

しかし、その増加テンポは、既述のようなアジア経済の調整等を踏まえると、これまでに比べ鈍化していくことが予想される。さらに、仮に万一、今後のアジア経済の調整が一段と深刻化するような事態になれば、わが国や米国を含め、世界経済全体に及ぼすリスクについて、注意が必要である。

（注2）実際、97年後半のアジア向け輸出の財別推移をみても、素材の輸出は、アジア域内における需給ギャップの拡大を背景とした市況軟化等から、また、自動車関連の輸出は現地消費の落ち込みから、それぞれ減少に転じている一方、情報関連では増勢を維持している。

(図表 6)

## 純輸出を取り巻く環境

(1) 海外経済 (実質GDP)

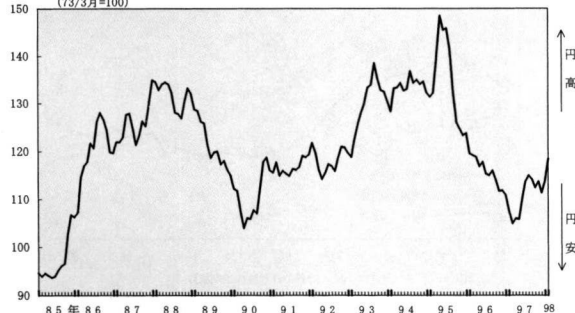
(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

		95年	96年	97年	97年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
欧 州	米 国	2.0	2.8	n.a.	4.9	3.3	3.1	n.a.
	E U	2.5	1.7	n.a.	1.3	4.8	n.a.	n.a.
	ド イ ツ	1.8	1.4	n.a.	1.2	4.1	3.2	n.a.
	フ ラ ン ス	2.1	1.5	n.a.	1.4	4.6	3.5	n.a.
東 ア ジ ア	英 国	2.8	2.6	n.a.	2.7	4.3	3.4	n.a.
	中 国	10.5	9.7	8.8	9.4	(1～6月) 9.5	(1～9月) 9.0	(1～12月) 8.8
	韓 国	8.9	7.1	n.a.	5.5	6.4	6.3	n.a.
	台 湾	6.0	5.7	n.a.	6.9	6.3	6.9	n.a.
ジ ア ナ シ ア	香 港	3.9	4.9	n.a.	6.1	6.4	n.a.	n.a.
	シンガポール	8.8	7.0	n.a.	4.1	8.2	10.1	n.a.
	フィリピン	4.8	5.7	n.a.	5.0	5.7	4.9	n.a.
	タ イ	8.7	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ア フ リ カ	マレーシア	9.5	8.2	n.a.	8.5	8.4	7.4	n.a.
	インドネシア	8.2	8.0	n.a.	6.9	6.0	n.a.	n.a.

(資料) 各国政府または中央銀行、OECD統計

(2) 実質実効為替レート (月平均)

(73/3月=100)



- (注) 1. 日本銀行調査統計局試算値。  
2. 主要輸出相手国通貨 (24通貨) に対する為替相場 (月平均) を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。  
3. 直近は、1月14日までの平均値。

一方、実質輸入は (前掲図表3、5)、7～9月に増加した後、10～11月は減少しているが、均してみれば、内需減速等の影響を背景として横這い圏内の動きが続いている。先行きについても、当面、わが国の内需低迷が続くもとで、横這い圏内の推移にとどまる見込みである。

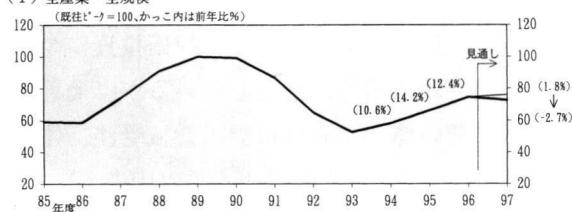
以上の輸出入動向の結果、純輸出 (注3) および名目経常収支は、振れを伴いつつも、増加基調を維持しており (注4) (前掲図表3)、先行きも、これまでよりはペースを鈍化させつつも、引き続き増加傾向を辿ると考えられる。

次に、国内民間部門について、まず企業部門の活動状況を企業収益でみると (図表7) (注5)、

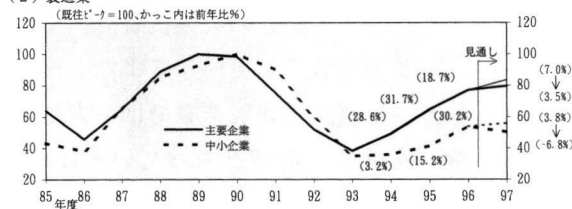
(図表 7)

## 収益見通し (12月短観)

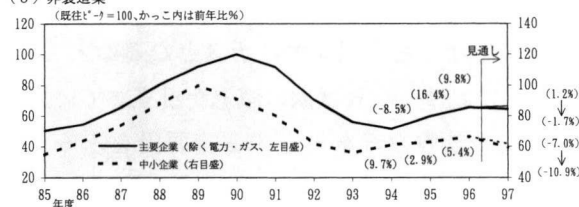
(1) 全産業・全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業



- (注) 1. 細線は97/9月短観時見通し。  
2. 全産業・全規模は、全国短観を法人企業統計年報における業種・規模別の経常利益ウェイトを用いて調整したベース。  
なお、企業規模については、法人企業統計年報で資本金10億円以上の企業を大企業、同1～10億円の企業を中堅企業、同1億円未満の企業を中小企業とし、便宜的に短観の各企業区分と対応させた。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計年報」

(注3) 前掲図表3 (2) に記載され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)、その推移は純輸出に概ね等しい。

(注4) 名目経常収支黒字の対名目GDP比率は、97/1～3月1.5%→4～6月2.5%→7～9月2.3%という推移となっている。

(注5) ここでの企業収益に関する記述は、12月の日本銀行企業短期経済観測調査 (以下、「12月短観」) をベースとしている。

本年度は、製造業大企業では、価格・数量両面からの円安効果もあって、増益基調を維持しているが、非製造業や中小企業では、内需の減速を反映して減益見通しとなっており、製造業大企業との収益格差は一段と拡大している。現状、消費が低迷基調から脱し切れず、生産が弱含みの展開となっていることからみて、本年度は全規模全産業では小幅の減益となる可能性が高く、企業収益を起点として景気回復の裾野が広がっていくという姿は、期待し難くなってきている。

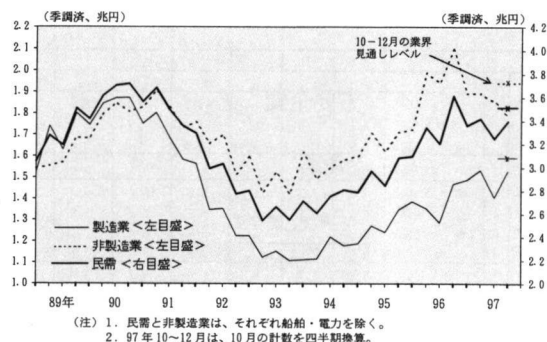
こうした収益動向のもとで、設備投資については、引き続き増勢は維持しているが、最近の資本財出荷の伸びや先行指標（機械受注、建築着工床面積）の動向が示すように（図表8）、非製造業を中心に、そのテンポは鈍化しているとみられる。また、12月短観の設備投資計画でも（図表9）、主要企業製造業で前年度よりも伸びを高める一方、主要企業非製造業では下方修正の結果、伸びを低める計画となっているほか、中小企業でも、製造業が、減益見込みにもかかわらず前年を上回る伸びとなっている反面、非製造業は現時点でも大幅なマイナスとなるなど、非製造業における投資意欲の減退が目立っている。

今後の設備投資を規定する諸要因をみると、まず、企業収益に関しては、当面、非製造業を中心に厳しい状況が続くとみられるため、この面からは設備投資の伸びを抑制する力が働くとみておくべきであろう（後掲図表10）。次に、金融面からの影響であるが、金融機関による企業向け貸出姿勢の慎重化は、これまでのところ、設備投資に大きな影響を及ぼしてこなかったとみられる。しかし、12月短観で中小企業からみた貸出態度判断DI（後掲図表33）が、金融緩

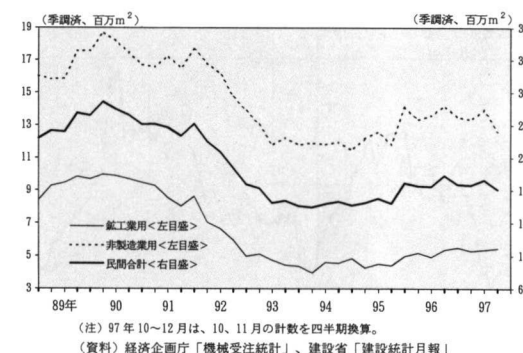
（図表 8）

# 設備投資関連指標

（1）機械受注



（2）建築着工床面積（非居住用）



和局面では初めて「厳しい」超に転じたことから窺われるように、このところ金融機関の貸出姿勢が慎重化の度合いを強めていることを考慮すると、今後は、その設備投資への影響についても、注意してみていく必要がある。また、株価の不安定な動きが示すように、最近、企業が先行きに対する不透明感を強めているように窺われるが、このことが、設備投資の先送りに繋がることがないかという点をも注視する必要がある。いずれにせよ、少なくとも企業側が金融面について不安感を意識している状況では、企業は投資計画を慎重なものとする可能性が高いとみておくべきであろう（注6）。ただ、その一

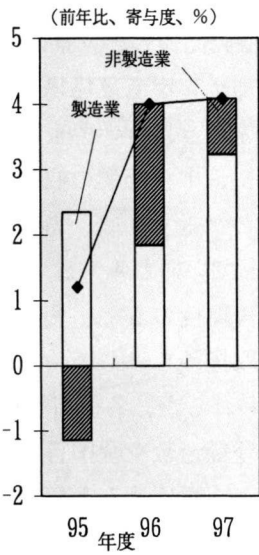
（注6）しかしながら、この点に関しては、今通常国会で審議が予定されている金融システム安定のための諸施策の効果に注目する必要がある。

(図表 9)

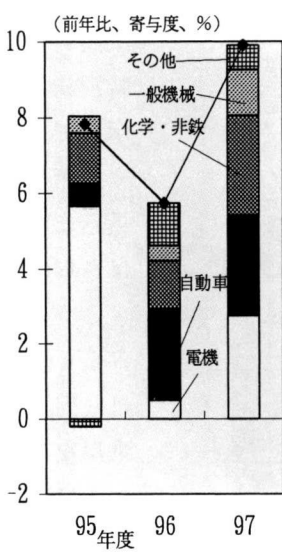
設備投資年度計画（短観）

(1) 主要企業

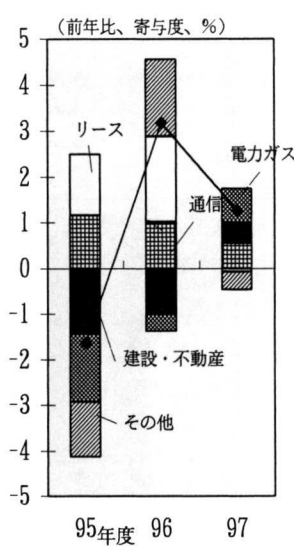
①全産業



②製造業

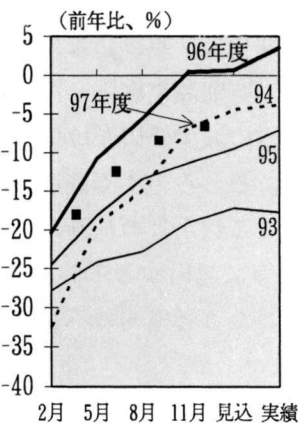


③非製造業

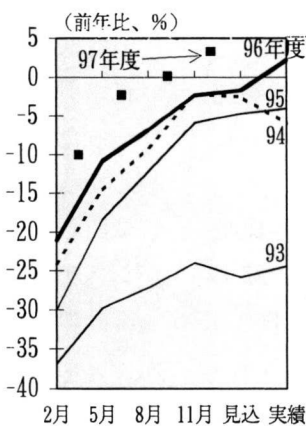


(2) 中小企業の計画修正状況

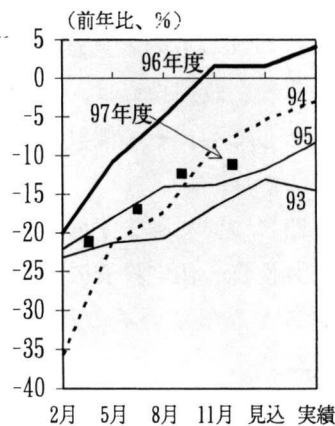
①全産業



②製造業



③非製造業

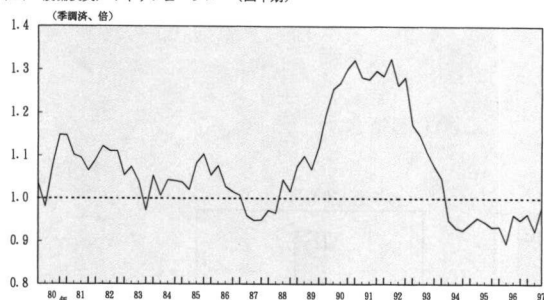


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

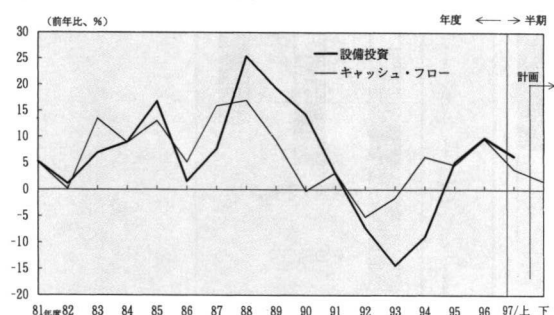
(図表10)

設備投資とキャッシュ・フロー  
(法人季報ベース)

(1) 設備投資/キャッシュ・フロー (四半期)



(2) 設備投資とキャッシュ・フローの推移



- (注) 1. キャッシュ・フロー＝減価償却費＋当期利益。ただし、当期利益は経常利益／2で推定。  
2. 97年度は上期が実績。下期は経常利益が12月全国短観の97年度下期前年比計画（全産業）、減価償却費が97年度上期実績の伸び率と同幅と仮定し、キャッシュ・フローを推計。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

方で、資本ストック調整の観点からは、引き続き大きな設備過剰感が窺われないほか（図表11）、情報化ニーズに対応した通信・情報関連の投資も、継続的に行われるものと見込まれる（注7）。以上を踏まえると、設備投資は、今後、増勢鈍化傾向を辿るとしても、その調整が深いものになるとは考えにくい。

次に家計部門について、まず雇用・所得環境をみると、公共投資・住宅投資の減少や、鉱工業生産が弱含みとなっていること等を受けて、

このところ所得形成の力はかなり弱まってきている。例えば、雇用関連指標の推移をみると（後掲図表12）、失業率が高水準で推移しているほか、有効求人倍率も弱含んでいる。また、雇用人所得の動向をみても（後掲図表13）、所定外労働時間が前年割れに転じてきているもとで、所定外給与の増勢が明確に鈍化しているほか、既述の企業収益動向などを背景に、所定内給与、特別給与の増加テンポも夏場以降、鈍化傾向を示している。先行きについても、在庫調整に伴う生産の減少や、中小企業の収益環境の悪化が見込まれることからすれば、当面、所得の伸びはさらに鈍化していくとみておくべきであろう。

こうした所得環境のもと、個人消費の推移をみると、旅行取扱額をはじめ、サービス支出には底固さが窺われるが、各種商品の販売統計は、乗用車の新車登録台数や全国百貨店・チェーンストア売上が、駆け込み需要の反動減で昨年の春に落ち込んだ後、前年水準まで復することなく、10月以降も低迷しているほか、家電販売も夏場までの戻り歩調が途切れるなど、低迷が長期化する様相を強めている（後掲図表14）（注8）。また、歳末商戦も、総じて盛り上がりには欠けたまま終わった模様である。これらを踏まえると、消費低迷の長期化は、駆け込みの反動や、消費税率引き上げ・特別減税廃止・医療費負担増といった実質所得の減少要因だけでは説明しにくくなっている。むしろ、ごく最近の消費の動きに関しては、ここ数か月の株価の低迷や、金融システム不安等に起因する不確実性の増大が、家計の将来にわたる所得への不安感を高め、消

(注7) 例えば、移動体通信では、シェア拡大のための拡張投資や、新規格対応投資の前倒しを計画しているほか、金融機関の機械化関連投資をみても、12月短観によれば、本年度計画ではかなりの増加となっている。

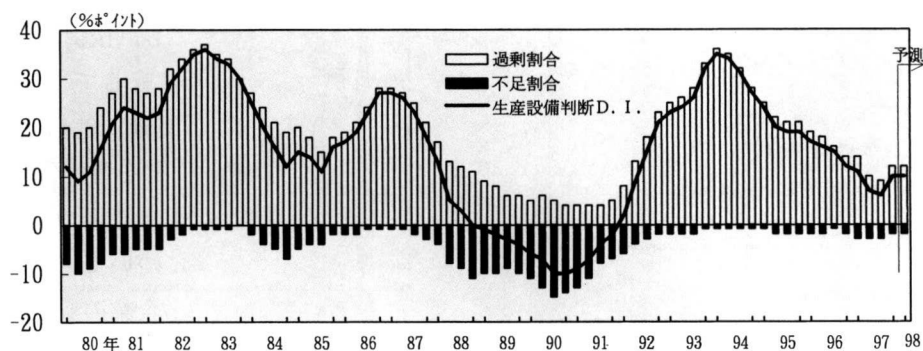
(注8) 昨年12月の乗用車販売は、季節調整後で前月比かなりの持ち直しとなったが、現時点では、これが基調的な回復に繋がるとまでは判断できない。



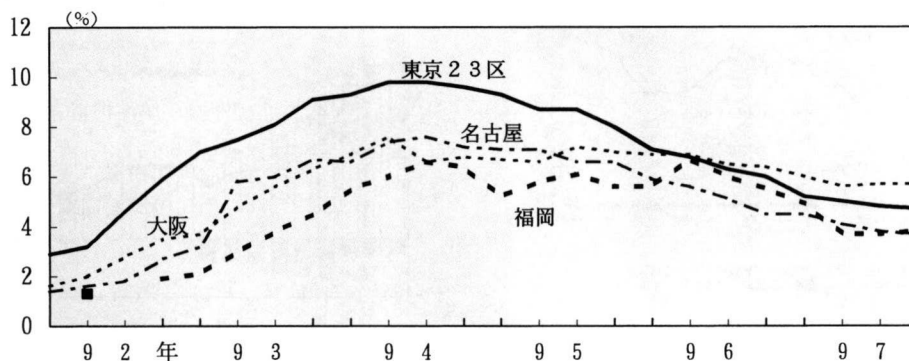
(図表 1 1)

## 設備過不足とストック調整

## (1) 生産設備判断D. I. (主要企業・製造業)

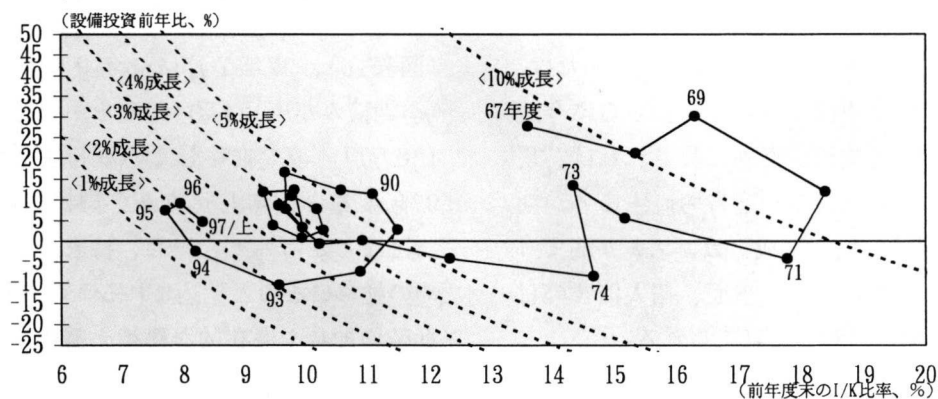


## (2) オフィスビル空室率



(注) 福岡については、92年は2Q(6月)、4Q(12月)の2回調査。

## (3) 資本ストック循環(全産業)



(注) 民間資本ストック統計の確報が未公表のため、一部日本銀行調査統計局推計。

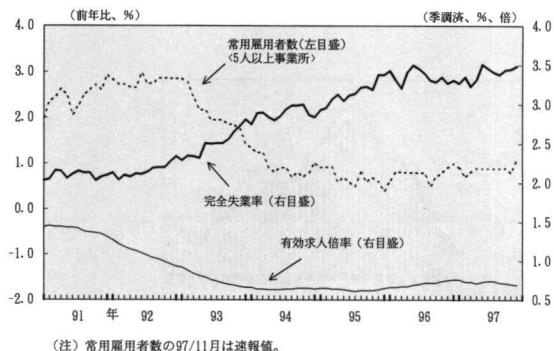
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、  
生駒データサービスシステム「オフィスマーケットレポート」、  
経済企画庁「民間資本ストック統計」「国民所得統計」

雇用関連指標

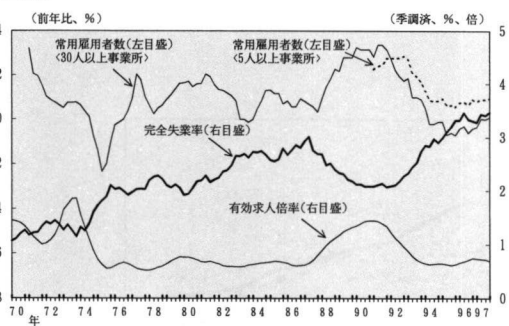
(図表12)

(図表13)

## (1) 月次



## (2) 四半期



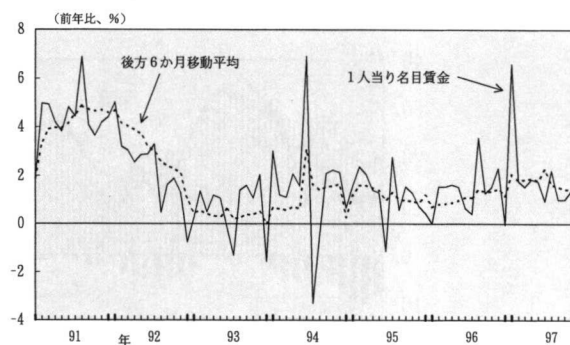
費性向を低下させた可能性が高いと考えられる  
(図表15)。

先行きについては、消費性向の低下が、不確実性の高まりを反映した一時的なものであれば、何がしかの戻りは期待できるうえ、さらに今般打ち出された特別減税が実施に移されれば、現在の低迷振りからはある程度持ち直すことが期待できる。しかし、所得形成メカニズムが弱まっていることを踏まえると、当面、個人消費の目立った回復は期待し難いと考えられる。

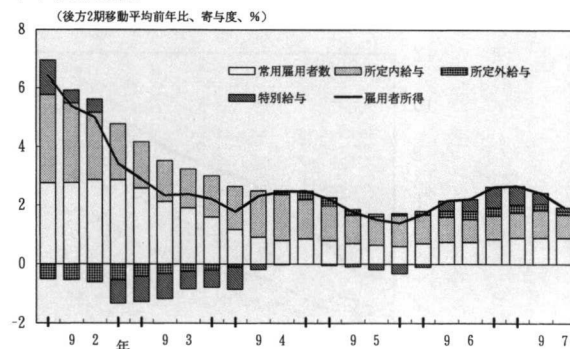
次に、住宅投資を新設住宅着工戸数でみると

## 雇用者所得 (毎勤ベース)

## (1) 1人当り名目賃金



## (2) 雇用者所得



(資料) 労働省「毎月勤労統計」

(図表16)、97年7月に85年9月以来の低水準(季調済み年率124万戸)となった後、最近まで130万戸前後で推移している。住宅金融公庫の97年度第3回申し込みが不調に終わった(注9)ことなどからみて、当面、持家着工戸数は、弱めの推移になると見込まれる。こうした弱さは、世帯増加数や潜在的な建替え需要などから想定される中長期トレンドとの乖離からみると、い

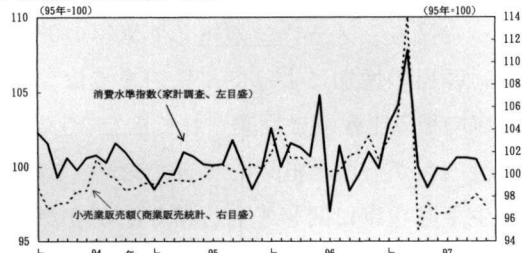
(注9) 第3回の公庫申し込み(11/4~28日)における個人住宅の受理件数は、前年を2割方下回る水準にとどまった。

これは、前回申し込み時に先行きの金利低下を見越した先送りがあったことを踏まえると、相当な不調に終わったと評価される。

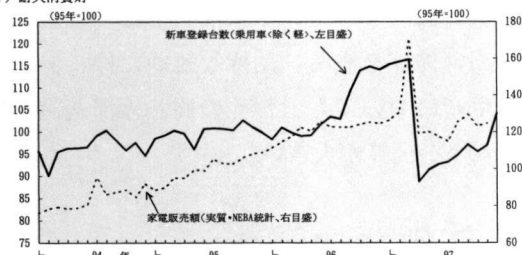
(図表14-1)

## 消費関連販売統計(季調済系列)

(1) 家計調査・商業販売統計(実質)



(2) 耐久消費財



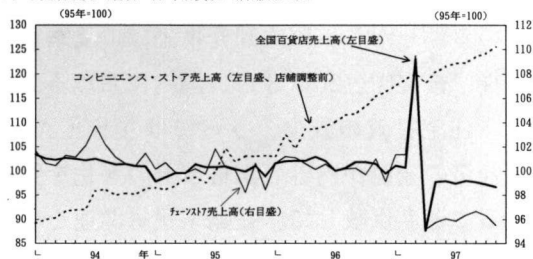
(注) 1. X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-g<sup>h</sup>-w<sup>h</sup>)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。  
2. 小売販売額は、日本銀行調査統計局において、CPI商品で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。

(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、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」、日本銀行「卸売物価指数」

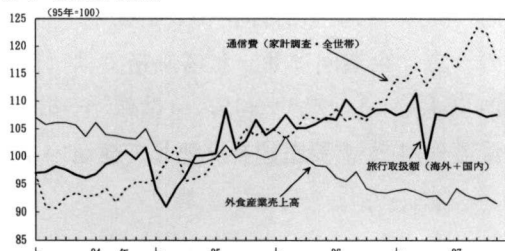
(図表14-2)

## 消費関連販売統計(季調済系列)

(3) 小売店販売(名目・除く消費税・店舗調整後)



(4) サービス消費(名目)



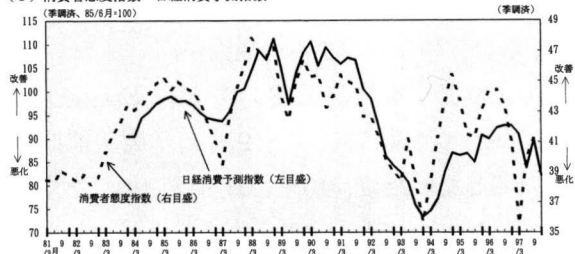
(注) 1. X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-g<sup>h</sup>-w<sup>h</sup>)による季調済系列。  
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行調査統計局において、消費税分を控除したもの。  
3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行調査統計局集計ベース。

(資料) 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、通商産業省「商業販売統計」、外食総研「月次売上動向調査」、運輸省「旅行取扱状況」、総務庁「家計調査報告」

(図表15)

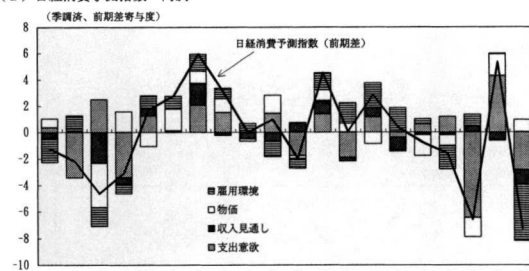
## 消費者コンフィデンス

(1) 消費者態度指数・日経消費予測指数



(注) 消費者態度指数、日経消費予測指数ともに消費者意識を尋ねたアンケート調査(いずれも年4回実施)。ただし、消費者態度指数が先行半年の見通しを問うのに対し、日経消費予測指数は項目により足許を問うものと先行きを問うものがあるため、後者は前者にはば1期遅延する。

(2) 日経消費予測指数・内訳



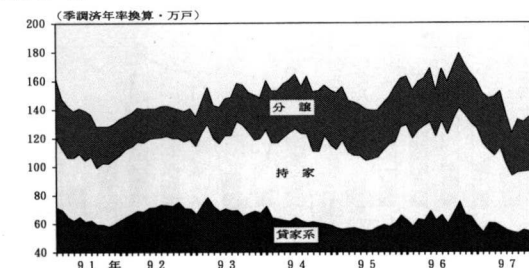
(注) 内訳は以下の様に組み替えた。  
「雇用環境」：「職の見つけやすさ」  
「物価」：「最近の物価」  
「収入見通し」：「勤め先の利益見通し」+「家計収入の増え方」  
「支出意欲」：「支出意欲(耐久財)」+「支出意欲(旅行・レジャー)」+「支出意欲(教養文化)」

(資料) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」

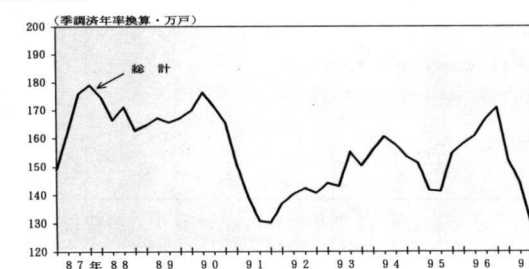
(図表16)

## 新設住宅着工戸数

(1) 月次



(2) 四半期



(注) 97/4Qは10、11月平均値

(資料) 建設省「建設統計月報」

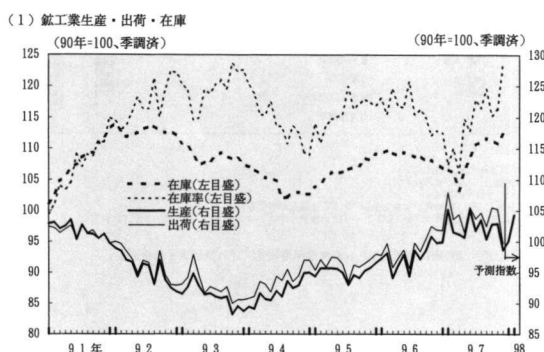
つまでも続くとは考え難く、いずれ現状よりは持ち直すことが展望されるが、既述のような所得形成の鈍化を考えると、持ち直しのテンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

以上のような最終需要のもと、鉱工業生産をみると（図表17）、7～9月に季調済前期比－0.4%となった後、10～12月も予測指数を用いて計算すると、同－1.6%と引き続き減少した模様である。また、各種業界からのヒアリング調

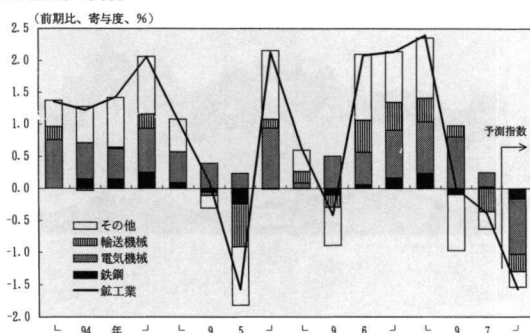
査によれば、本年入り後も弱含みの基調が続いているものとみられる。製造業の在庫状況をみても（図表18）、最終財の在庫積み上がりが明確となった後も、メーカーの総じて素早い減産対応や、輸出の増加によって、秋口までは、生産財在庫の積み上がりは回避されてきた。しかし、その後内需が一段と低迷してきたため、11月には、生産財在庫に関しても、積み上がりが顕現化している。このように、製造業全体として在庫調整局面入りしている状況のもとで、最終需要の高い伸びを直ちに期待し難いだけに、先行きの生産についても、暫くの間、停滞基調を脱し切れない公算が大きい。

（図表17）

鉱工業生産・出荷・在庫



（2）業種別の寄与度



（注）輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。

（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

## 2. 物価（注10）

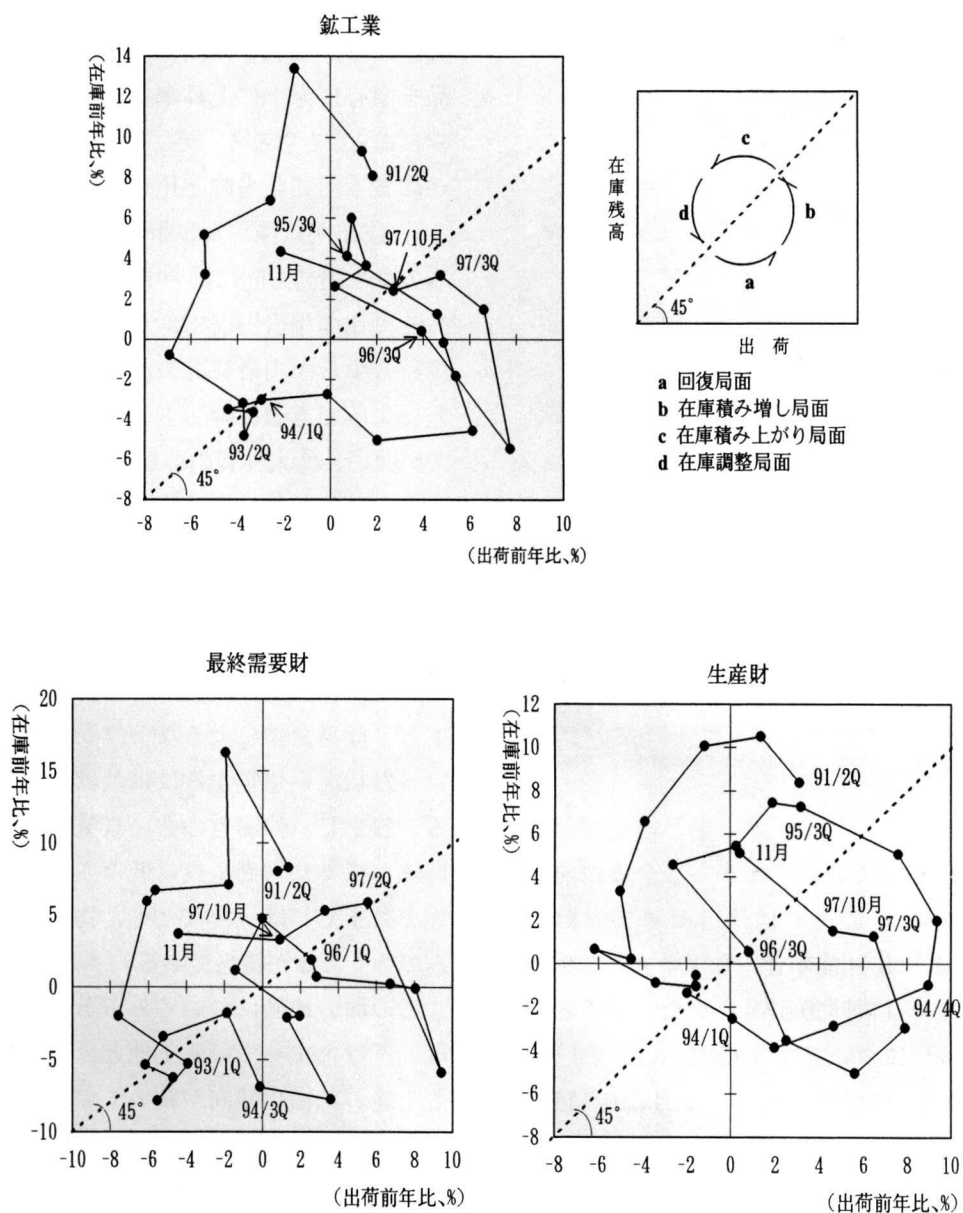
物価情勢をみると（後掲図表19～22）、まず、輸入物価は（後掲図表20（1））、契約通貨ベースでは、化学製品、金属・同製品、木材・同製品等の国際商品市況が続落していることから、低下しているが、円相場が対ドルでみて円安方向に振れているため、円ベースでは、幾分上昇している。しかし、国内卸売物価は（夏季電力調整後、後掲図表20（3））、国内における公共投資や住宅投資の減少、さらにはASEAN、韓国経済の変調が内外の素材市況の悪化を促していることも反映して、鉄鋼・建材関連を中心に軟化している（4～6月前期比－0.1%→7～9月同－0.5%→10～12月同－0.5%）。

その一方、企業向けサービス価格では（後掲図表21（1））、「一般サービス（情報サービス、人材派遣等）」が需要堅調を反映して横這いしない

（注10）以下、とくにことわりのない限り、消費税率引き上げ分を控除したベース（日本銀行調査統計局試算）。

(図表18)

## 在庫循環

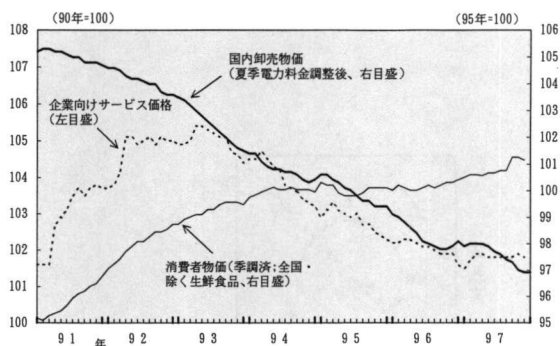


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

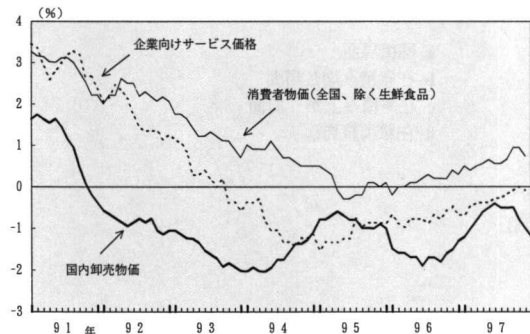
(図表19)

## 物 価

(1) 水準



(2) 前年比



(注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース（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年基準の季節別系列と90年基準の季節別系列とを、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」

し強保合いとなっていることから、全体の前年比マイナス幅は、最近ではほぼゼロまで縮小している（4～6月前年比-0.3%→7～9月同-0.2%→10～11月同0.0%）。また、消費者物価（除く生鮮）については（後掲図表21（2））、4～6月前年比+0.6%の後、7～9月、10～11月はいずれも同+0.8%と上昇幅を幾分拡大しているが、これは9月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの大幅な上昇によるものであり、これを除いた基調的な上昇率は、前年比+0.4～0.5%と安定した推移となっている。

一般物価全般を取り巻く環境をみると、在庫の調整や、国内最終需要の低迷が続く中で、国内需給ギャップが拡大していること（後掲図表22-1）や、アジアの需給悪化が素材市況を押し下げていることから、当面は、国内卸売物価が緩やかな低下傾向を辿り、消費者物価も商品を中心に徐々に上昇率を低下させていく見込みにある。もちろん、デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年当時と比べれば（後掲図表22-2）、①年明け後、為替相場は実質実効ベースでみてやや円高方向に動いているが、水準自体は、当時に比べ相当円安であり、最終財輸入品と直接競合する国内最終財製品の価格が、内外価格差によって急激に押し下げられる状況とはなっていない、②人件費の伸び率をみても、当時は、92年から趨勢的に低下傾向を辿っていたのに対し、最近では安定的に推移しており、人件費の影響を強く受けるサービス価格等の伸び率が急激に低下するとは考えにくい、ということを勘案すると、目下のところ、物価全般が大きく低下し、経済全体に大きなデフレ圧力がかかるといった状況を想定するには及ばないと考えられる。しかし、停滞色の強い景気展開が続くこと自体が徐々に物価全般に低下圧力を及ぼす可能性を踏まえれば、今後とも、物価環境を丹念にみていくことが適当である。

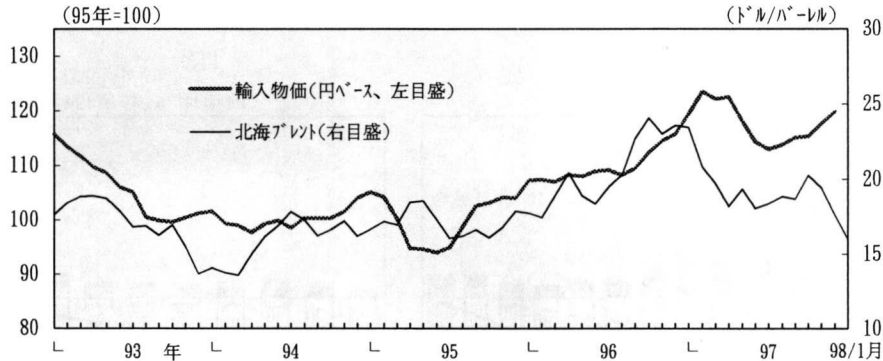
この間、地価についてみると、商業地地価では、下げ止まっている土地と、低下を続けている土地の二極化傾向が続いている。住宅地地価は、下落率の縮小傾向が続いているが、このところの住宅需要の低迷を反映してマンション用地に対するデベロッパーの取得スタンスが後退してきているなど、再び軟化する兆候も窺われ始めている。



(図表20)

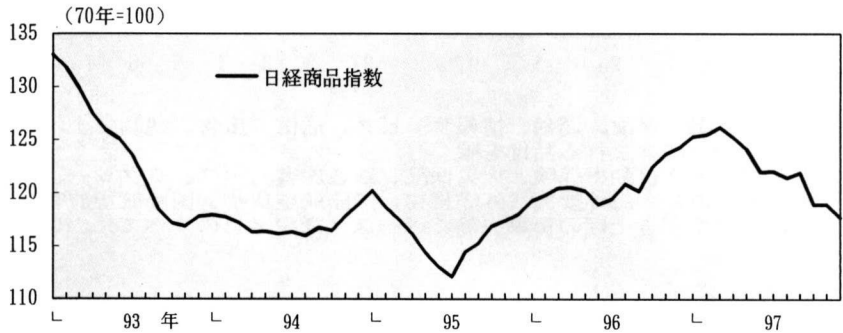
# 輸入物価と卸売物価

## (1) 輸入物価(円ベース)、原油市況

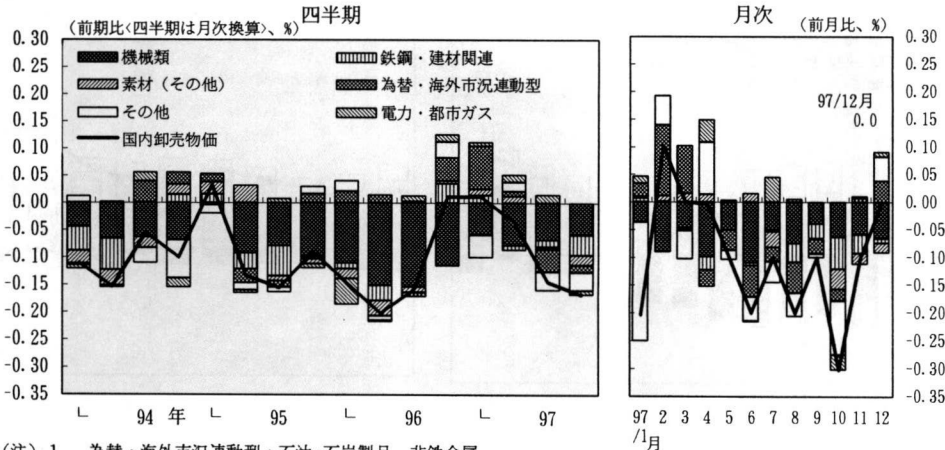


(注) 北海ブレンットの98/1月の計数は、1/9日までの平均値。

## (2) 国内商品市況



## (3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



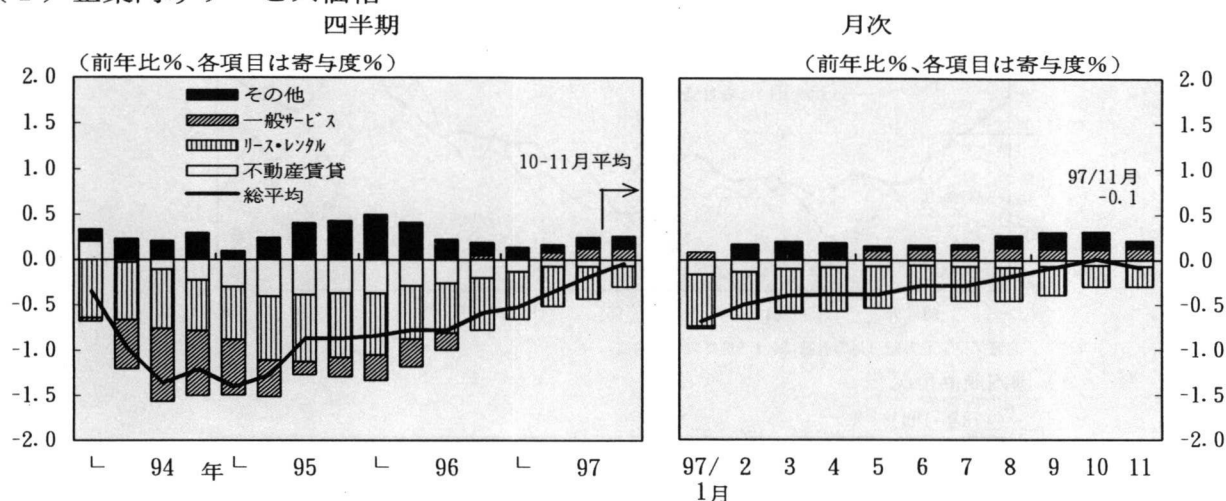
(注) 1. 為替・海外市況連動型: 石油・石炭製品、非鉄金属  
 2. 鉄鋼・建材関連: 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スラック類  
 3. 機械類: 電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器  
 4. 素材(その他): 化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
 5. その他: 加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道  
 6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」

(図表 2 1)

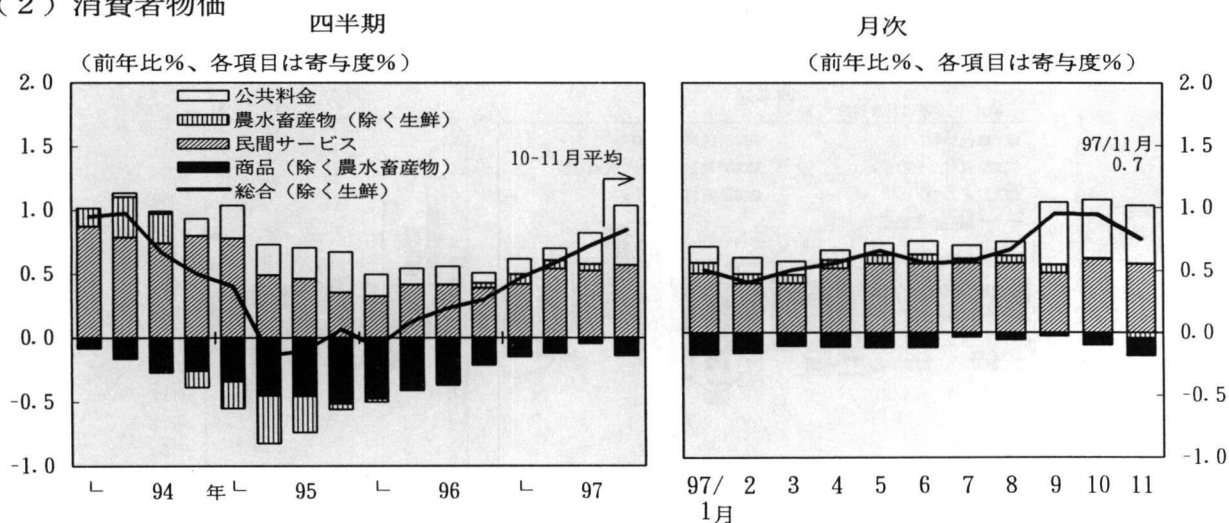
## 企業向けサービス価格と消費者物価

### (1) 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、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）。

### (2) 消費者物価



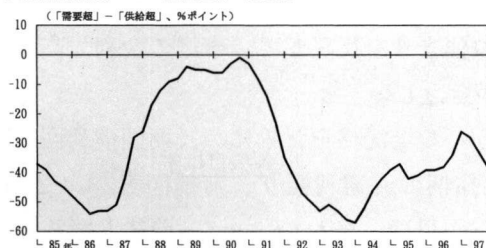
- (注) 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」、総務庁「消費者物価指数」

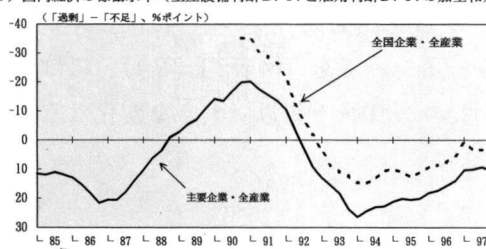
(図表22-1)

## 物価を取り巻く環境(1)

## (1) 製品需給判断D.I. (全国企業・製造業)



## (2) 国内経済の稼働水準(生産設備判断D.I.と雇用判断D.I.の加重和)



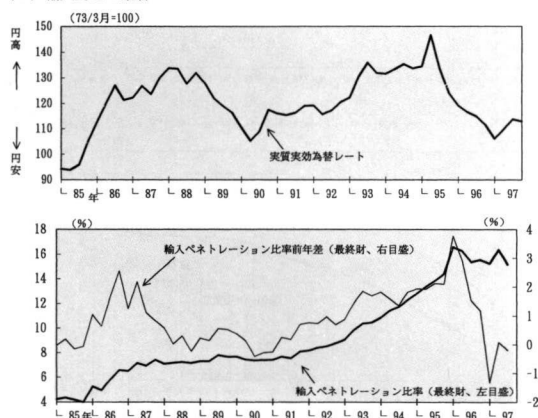
(注) 生産設備判断D.I.と雇用判断D.I.を、資本・労働分配率(75~96年度平均)を用いて加重和。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」

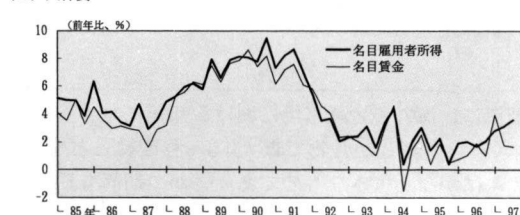
(図表22-2)

## 物価を取り巻く環境(2)

## (1) 輸入財との競合



## (2) 人件費



(注) 1. 実質実効為替レートは、日本銀行調査統計局試算値。  
 2. 輸入ペネトレーション比率=輸入÷(国内向け出荷+輸入)×100  
 3. 名目賃金は、現金給与に常用雇用者数を乗じたもの(毎勤30人以上事業所ベース)。  
 (資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「毎月勤労統計」、経済企画庁「国民所得統計」

## 3. 金融

## (1) 金融市況

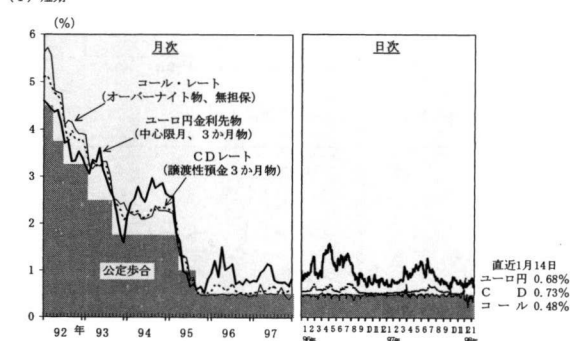
金利の動きを、まず短期市場金利についてみると(図表23(1))、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、一部金融機関の破綻等を背景に、11月下旬には一時、公定歩合(0.5%)を大きく上回る水準まで上昇した。こうした状況に対し、日本銀行が潤沢な資金供給を続けた結果、コールレートは12月上旬以降、概ね公定歩合を下回って推移している。

このように、コールレートが総じて落ち着きを取り戻した後も、CDやユーロ円等いわゆるターム物の金利は、11月下旬頃から上昇し、その後も高止まっている(後掲図表24(1))。また、海外市場でも、いわゆるジャパン・プレミアムの高止まりがみられている。すなわち、ユーロドル3か月物でみた邦銀主要行と外銀主要行の

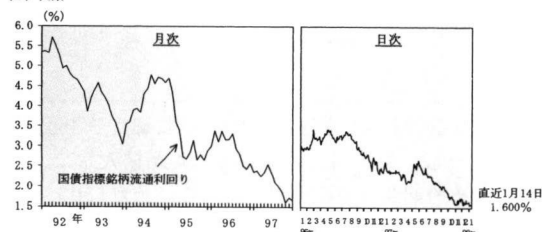
(図表23)

## 市場金利等

## (1) 短期



## (2) 長期



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

金利格差は(図表24(2))、12月初の約1%に比べれば最近は低下しているが、なお0.4~0.5%程度と高い水準が続いている(注11)。この間、個別金融機関毎のレート格差も拡大している。一方、信用リスクが基本的に無いと考えられるTBの利回りは低水準を続けている(図表24(1))。こうした一連の状況は、一部金融機関の破綻等を背景に、市場で信用リスクが強く意識されることとなったことや、それと密接に関連して、年末・年度末にかけての流動性リスクに対する警戒感が強まったことによるものとみられる(注12)。

ユーロ円金利先物の動向をみると(図表25

(1))、限月が期近のものについては、上述の通り現物市場におけるユーロ円金利が高止まっている影響から、上昇している。しかし、景気停滞色の強まりを反映して、市場の金利先高観は引き続き乏しい。

こうした景況感を背景に、長期国債利回りは(指標銘柄の流通利回り、前掲図表23(2))、10月下旬以降、概ね1.6~1.7%前後と既往最低圏での動きが続いている。円-円スワップ・レートから算出したインプライド・フォワード・レートをみても(図表25(2))、ほぼ全期間にわたり、10月下旬以降大きな変化はみられていない。

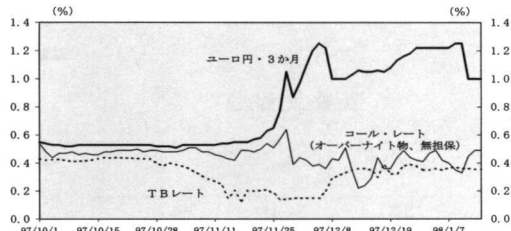
(図表25)

#### 長短金利(期間別)

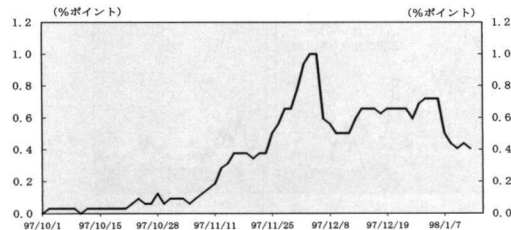
(図表24)

#### ターム物金利

(1) 短期金融市場



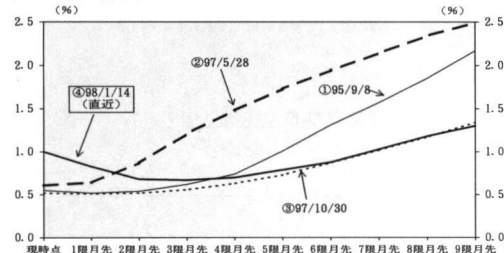
(2) ユーロドル市場におけるジャパン・プレミアム(3か月)



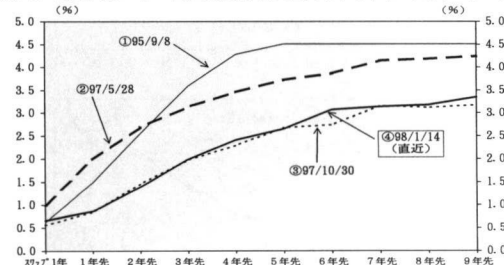
(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オフアーレート-パナソニック銀行オフアーレート

(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」等

(1) ユーロ円金利先物(3か月)



(2) 円-円スワップ・レートから得られる1年物インプライド・フォワード・レート



(注) ① 95/9/8 : 公定歩合引き下げ(1.0→0.5%)  
② 97/5/28 : 国債指標銘柄流通利回り97年中ピーク  
③ 97/10/30 : 国債指標銘柄流通利回り1.6%割れ

(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」等

(注11) 95年10月にも、邦銀の海外支店における不正事件の発生等を契機に、海外の金融市場における邦銀に対する信認が低下し、ジャパン・プレミアムが拡大した。ただ、この時はユーロドル3か月物で最大0.5%程度にとどまり、かつその期間も短期間で終息した。それに比べ、今回のプレミアムはかなり大きなものであり、かつ期間も長引いている。

(注12) 1か月物のジャパン・プレミアムについては、昨年12月中は概ね0.5~0.6%程度で推移したが、本年入り後は0.1~0.2%程度まで低下している。

一方、社債の流通利回りの動向をみると（図表26）、最上格付け債については国債利回りに歩調を合わせて低下傾向を続けてきているが、低格付け債の利回りは10月以降上昇傾向にあり、比較的上位格付けの社債についても、12月入り後は利回りが幾分上昇している。また、金融債の利回りは（図表27）、11月以降上昇し、国債利回りとの格差が開いている。このように、資本市場においても、信用リスクに対する市場の意識が強まっている。

株価の動向をみると（後掲図表28（1））、景気や金融システムを巡る不透明感の増大や、アジア市場における株価急落もあって、日経平均

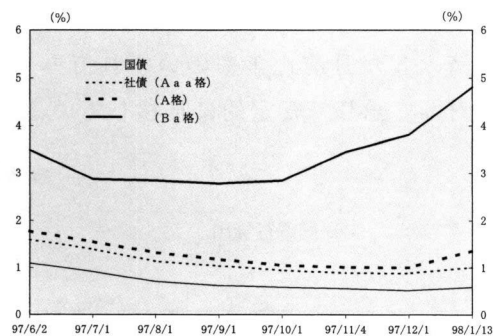
株価は1月中旬に約2年6か月振りの安値水準（1月13日14,664円）をつけるなど、低迷状態が続いている。イールド・スプレッド（国債利回り－予想株式益回り）をみても過去と比較して引き続き低い水準にあり（後掲図表28（2））、企業収益の先行きに対する市場の弱気な見方ないし、先行きの不確実性に対する市場の懸念が根強いことを示唆している。

為替相場をみると（後掲図表29）、円の対米ドル相場は、昨年秋以降軟化しており、本年入り後は、133～134円程度と約5年8か月振りの円安水準になった後、このところ130円前後で推移している。ただ、円の実質実効為替レートでみると、既述の通り、昨年秋以降概ね横這い圏内の動きとなっている（前掲図表6（2））。

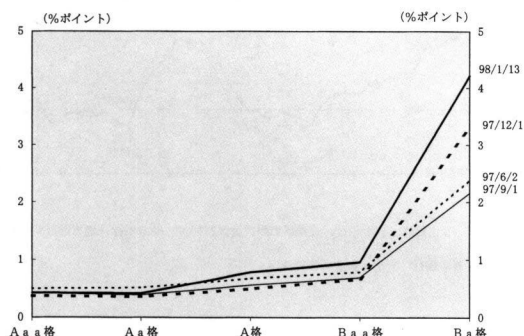
（図表26）

### 社債流通利回り

（1）流通利回り



（2）スプレッド（社債流通利回り－国債流通利回り）



（注）国債、社債とも残存年数2年。格付はムーディーズによる。

（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

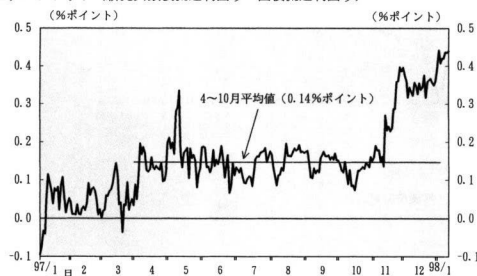
（図表27）

### 金融債流通利回り

（1）流通利回り



（2）スプレッド（新発興銀債流通利回り－国債流通利回り）



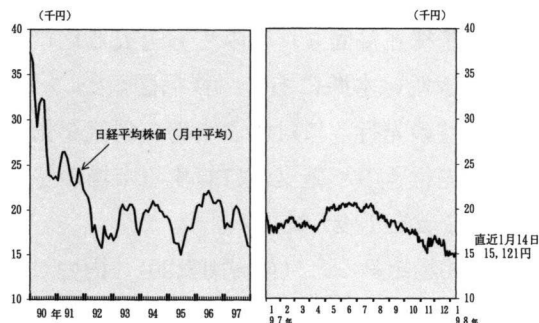
（注）直近は1月14日。

（資料）日本経済新聞社「日経金融新聞」等

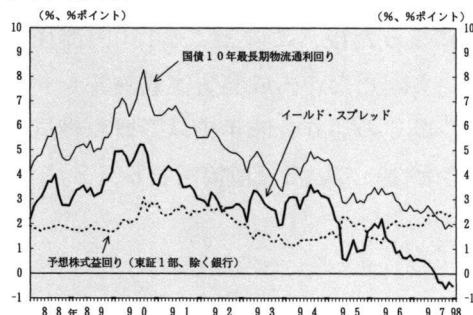
(図表28)

## 株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド

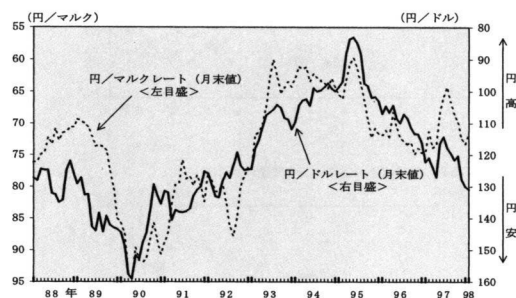


(注) 1. イールド・スプレッド=国債利回り-予想株式益回り  
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、大和総研「大和投資資料」

(図表29)

## 為替レート



(注) 98/1月は1月14日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

## (2) 量的金融指標

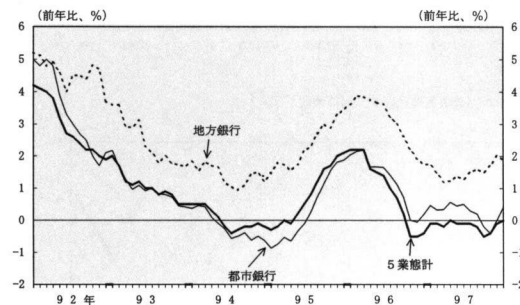
民間銀行貸出を5業態ベースでみると(図表30)、基調的には概ねこれまでと同様の低調な推移が続いている(注13)。後述の通り、銀行の貸出姿勢は一段と慎重化する方向にあるが、目下のところは、それが貸出計数面にはっきりと現れてきてはいない。

こうした中で、マネーサプライの動向をみると、 $M_2 + CD$ の前年比伸び率は(図表31(1))、11月は若干伸びを高めた(97年4~6月+3.0%、7~9月+3.0%、10月+2.9%、11月+3.2%)。これを季調済み3か月前比年率でみても(図表31(2))、9月、10月と2%強の伸びにとどまった後、11月は2.7%と伸びが幾分高まっている。こうした11月の動きは、上述の通り民間銀行貸出のマイナス幅が幾分縮小したことを、反映したものと思われる。

やや長い目でみれば、 $M_2 + CD$ は、前年比、季調済み3か月前比年率のいずれでみても、3%内外で総じて安定的に推移しているとの

(図表30)

## 民間銀行貸出



(注) 1. 総貸出平残ベース。  
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

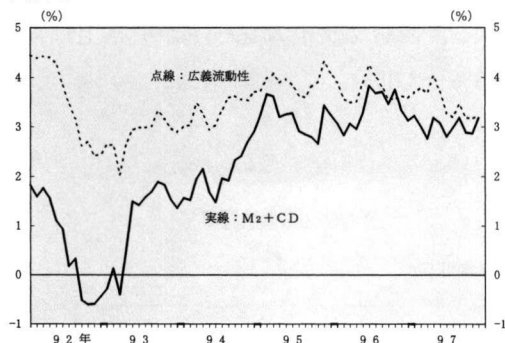
(注13) 11月には、月末にかけて金融不安が高まるもとで、CP市場の機能が一時弱まったことなどもあって、企業が流動性確保を優先し、実需以上に借入を急いだ可能性が高い。



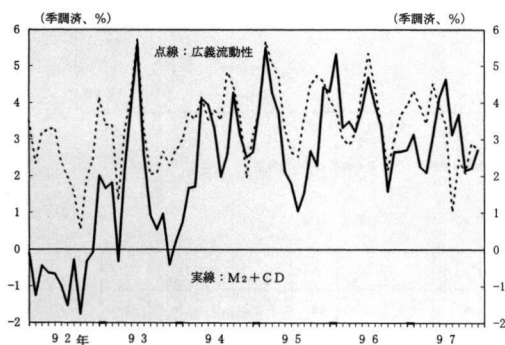
(図表 3 1)

マネーサプライ (M<sub>2</sub>+CD、広義流動性)

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率

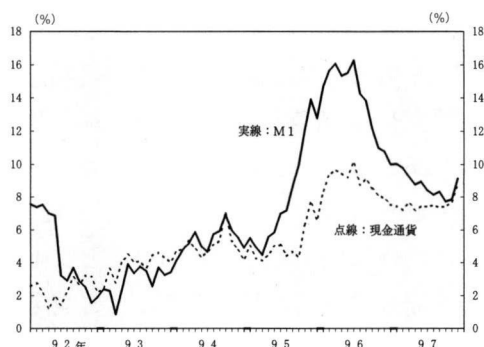


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

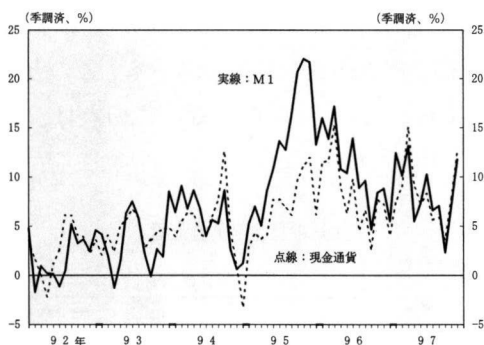
(図表 3 2)

マネーサプライ (M<sub>1</sub>、現金通貨)

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

評価が可能であり、目先き1～3月におけるM<sub>2</sub>+CDの前年比伸び率も、3%台となる見通しである。

この間、M<sub>1</sub>および現金通貨の動きについては(図表32)、とりわけ季調済み3か月前比年率でみると、11月に大きく伸びを高めている。その背景としては、金融システム不安の強まりを受けて解約された金融商品の資金が、郵便貯金等へシフトしたほか(郵貯の10月末残高前年比+5.1%→11月同+5.5%、12月同+6.2%)、要求払い預金や現金として一時的に滞留した可能性が考えられる。

## (3) 民間金融機関の貸出姿勢と企業金融

次に、民間金融機関の貸出姿勢についてみると、貸出に関するリスク管理の強化や収益性重視のスタンスが維持されるもと、大手銀行を中心に、株価の低迷や円安等による自己資本面からの制約が、ここへきて一段と厳しくなっているとみられる。既述の通り、これまでの貸出計数面からは、貸出姿勢の変化は明らかではないが、多くの先で97年度下期の貸出残高をかなり絞り込む方針にある。

これを企業側からみると、金融機関の貸出態度に関する企業の判断が、このところ明確に

「厳しい」方向へ振れてきている（図表33）。また、中小企業向け政府系金融機関の動向をみると（図表34（1））、貸出残高の前年比マイナス幅が縮小傾向にあるほか、融資相談額が年末にかけて急増している模様である（図表34（2））。

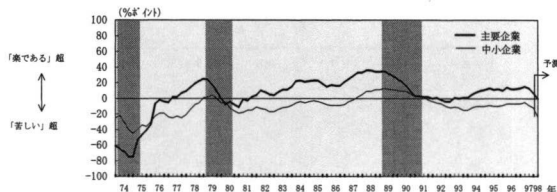
こうしたもと、民間企業の資本市場調達をみると（図表35）、設備投資の増勢が一頃に比べ鈍化しつつあることなどから、総じて盛り上がりには欠ける状況が続いていた。しかし、12月は、市場の流動性に関する懸念が強いもと、上述のような民間金融機関の状況もあって、企業の起債意欲が強まり、グロスの調達額は、普通社債を中心に比較的高水準となった。1月以降についても、発行を希望している企業が少なくない。

この間、企業の資金調達コストも、このところ上昇し始めているとみられる。この点は、11月

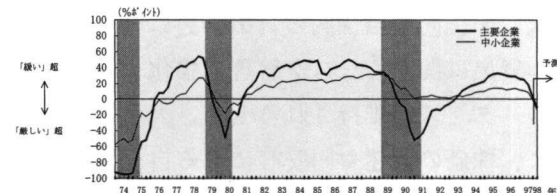
（図表 3 3）

### 短観からみた企業金融

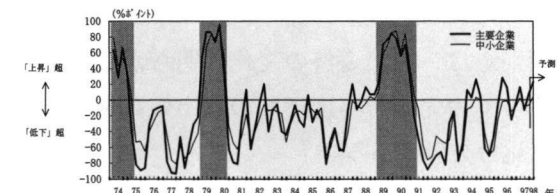
#### （1）資金繰り判断D. I.



#### （2）金融機関の貸出態度判断D. I.



#### （3）借入金利水準判断D. I.



（注）1. 83/2月以前の中小企業D. I. には非製造業を含まない。  
2. シャドローは公定歩合引き上げ局面。

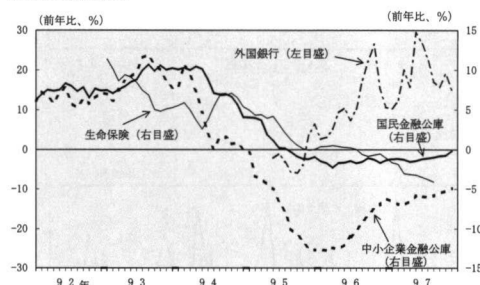
（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

までの貸出約定平均金利（新規分）では確認できないが（図表36）、12月以降、スプレッド貸出の金利や、CPの発行金利が上昇しているほか、本年入り後は、金融債利回りの高止まりを反映して、長期プライムレートが引き上げられた（2.3%→2.6%）。

（図表 3 4）

### その他金融機関貸出

#### （1）その他金融機関貸出



（注）外銀は平残ベース。その他は末残ベース。

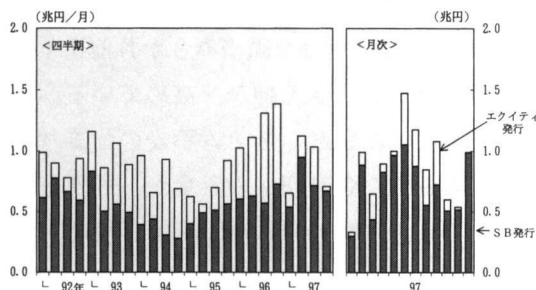
#### （2）中小企業金融公庫の融資相談額（直貸分）

97年	1-3月	4-6	7-9	7	8	9	10	11
▲14.3	3.7	0.0	▲3.9	3.0	1.5	18.0	12.6	

（資料）日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

（図表 3 5）

### 資本市場調達



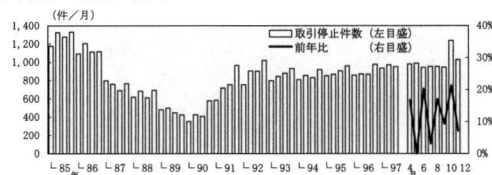
（注）民間部門（居住者）の資本市場調達額。

（資料）公社債引受協会「公社債月報」等

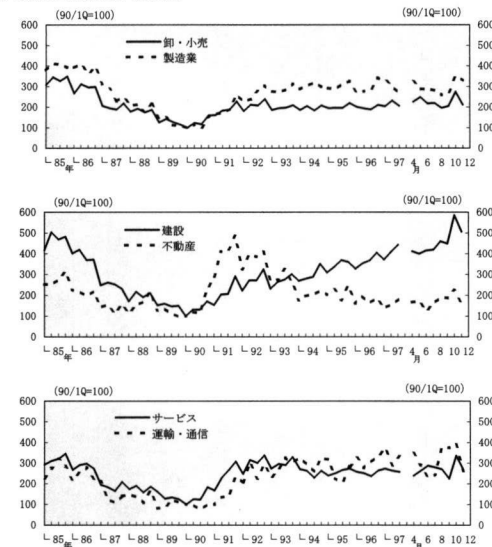
(図表37)

## 企業倒産

(1) 取引停止処分件数 (合計)



(2) 取引停止処分件数 (業種別)



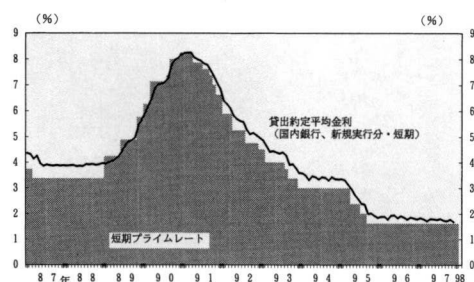
(資料) 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」

このように、企業金融を巡る環境は、量的な面でも調達コストの面でも、今後厳しさを増していくものとみられる。企業の倒産件数をみると(図表37)、これまでのところ増加テンポに目立った変化は現れていないが、企業の収益力自体が全体として弱まってきている事実も踏まえると、当面はこうした企業金融面の変化が、実体経済面にどのような影響を及ぼすか、注意深くみていく必要があろう。

(図表36)

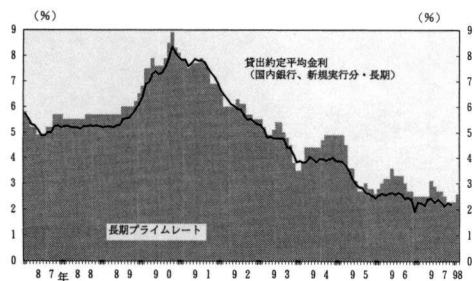
## 貸出金利

(1) 短期



(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) 長期



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

1998年1月20日

(日本銀行)

(本稿は、1月16日に開催された金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている)