

金融経済月報（98年2月）

■基本的見解（注1）■

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・所得面に及んでおり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞を続けている。

最終需要面をみると、純輸出が引き続き増加基調にあって経済活動を下支えしているが、これまで増勢を維持してきた設備投資には、このところ頭打ちの様相が窺われる。個人消費については、家計マインドが慎重化していることなどを背景に、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、在庫調整の動きが本格化しており、鉱工業生産は弱含み基調となっている。この結果、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けており、生産・所得・支出を巡る前向きの循環は停滞している。

先行きについては、外需の下支え効果や、家計支出に対する特別減税の好影響などが期待されるが、在庫調整圧力が強まっている中で、最終需要の目立った回復が見込めないことから、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ものとみられる。このため、今後、アジア経済の調整がわが国の輸出等に与える影響や、後述するような金融面の動向が实体经济に及ぼす影響などには、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緩和を反映して、卸売物価が軟化しているが、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も、前年を若干上回る水準で推移しており、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。今後についても当面、物価全般は総じて安定的な推移を辿るとみられるが、国内需給ギャップの縮小を見込みにくい状況の下にあって、アジアにおける需給の緩和などを背景に国際商品市況が下落しており、物価の潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。

（注1）本「基本的見解」は、2月13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。

金融面をみると、短期金融市場では、1月中旬にかけて一旦やや低下したターム物金利が、1月後半には再び上昇するなど、3月期末を控え、流動性リスクや信用リスクに対する市場の懸念が強い状況が続いている。この間、景気対策や金融システム安定化策の具体化等を背景に、株価が反発しているほか、長期国債利回りが幾分上昇し、為替相場も円高方向の動きとなっている。ただ、市場の景況感が明確に改善したとは言い難い。

民間金融機関貸出やマネーサプライ等の量的金融指標には、全体として大きな変化はみられない。また、株価や円相場の反発、金融システム安定化策への期待等により、金融機関貸出に対する自己資本面からの制約は、一頃に比べれば幾分緩和していると考えられる。しかし、基本的には、金融機関の融資姿勢は引き続き慎重であるほか、企業の資金調達コストは、銀行借入、社債ともに、若干上昇してきている。したがって、金融機関の融資姿勢や直接金融市場の動向、それらの企業金融に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要がある。

【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、公共投資関連財出荷とも、減少基調にある。当面は、97年度補正予算の執行に伴って一時的に下げ止まる場面もあろうが、98年度当初

（図表1-1）

国内主要経済指標（1）

	97/4-6月	7-9月	10-12月	97/10月	11月	12月	98/ 1月
(前年比、%)							
消費水準指数（全世帯）	-2.7	1.4	n. a.	1.1	p -2.0	n. a.	n. a.
全国百貨店売上高	-6.3	-1.3	p -3.0	-2.3	-2.0	p -4.0	n. a.
チェーンストア売上高	-4.8	-3.6	-5.3	-3.6	-4.5	-7.0	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-9.2	-10.3	-13.7	-14.0	-21.8	-3.9	-23.1
家電販売額（NEBAベース）	-8.3	-3.7	-4.5	-5.6	-1.6	-5.8	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	0.7	2.2	1.0	3.6	-0.8	-0.2	n. a.
新設住宅着工戸数 <季調済年率換算、万戸>	145	130	130	133	128	129	n. a.
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	2.5	1.3	-13.4	-14.3	-16.6	-8.9	n. a.
製造業	13.6	8.7	-2.9	2.9	-8.3	-2.4	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	-4.7	-4.1	-20.4	-23.6	-22.8	-13.7	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	0.7	3.8	-8.0	-8.8	-6.6	-8.4	n. a.
鉱工業	1.5	8.4	-1.4	-8.8	14.5	-8.0	n. a.
非製造業	0.4	2.2	-10.5	-8.8	-14.2	-8.6	n. a.
公共工事請負金額	-1.2	-1.7	-9.1	-17.7	-6.7	5.1	n. a.
実質輸出 <季調済前期(月)比、%>	5.9	0.3	p 1.2	8.6	-9.5	p 0.7	n. a.
実質輸入 <季調済前期(月)比、%>	-2.7	2.4	p -3.0	-2.4	-6.2	p 8.1	n. a.
生産 <季調済前期(月)比、%>	0.0	-0.4	p -2.3	0.1	-5.0	p 0.8	n. a.
出荷 <季調済前期(月)比、%>	-1.6	0.6	p -2.5	-0.2	-5.9	p 1.2	n. a.
在庫 <季調済前期(月)比、%>	7.1	0.7	p 1.2	-0.5	1.4	p 0.4	n. a.
在庫率 <90年=100、季調済>	117.8	115.3	p 122.4	116.3	123.9	p 122.4	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	97/10月	11月	12月	98/1月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.73	0.72	0.69	0.70	0.69	0.68	n. a.
完全失業率 ＜季調済、％＞	3.43	3.41	3.46	3.45	3.49	3.44	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	3.7	1.1	p -2.5	-1.0	-2.8	p -3.6	n. a.
雇用者数(労働力調査)	1.4	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8	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	p 0.9	0.8	1.0	p 0.8	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	1.4	1.5	p 0.8	1.4	0.0	p 0.9	n. a.
国内卸売物価	-0.5	-0.5	-1.0	-0.8	-1.0	-1.2	-1.2
全国消費者物価	0.6	0.6	0.7	1.0	0.6	0.3	n. a.
除く生鮮食品	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7	0.8	n. a.
企業向けサービス価格	-0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	n. a.
マネーサプライ(M ₂ +CD) ＜平残前年比、％＞	3.0	3.0	p 3.3	2.9	3.2	p 3.8	n. a.
取引停止処分件数	11.5	9.5	19.0	21.3	7.2	28.4	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」、

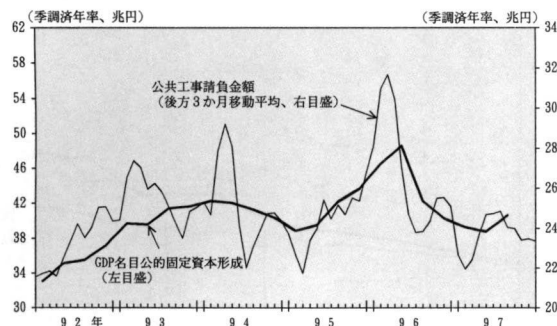
日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「経済統計月報」、

全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」

(図表 2)

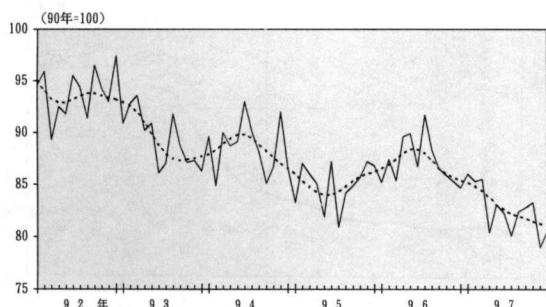
公共投資

(1) 公共工事請負金額



(注) 1. 名目の固定資本形成は、四半期の値を中心に月にプロット。
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



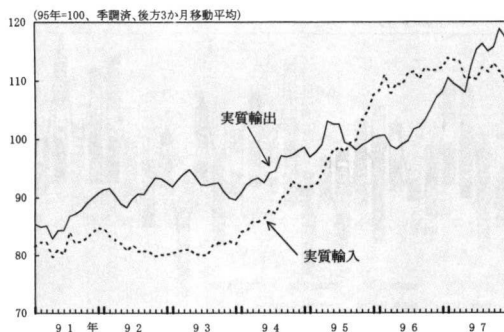
(注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。
2. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。
実線は季節調整系列 (= T・C・I)、点線はその趨勢循環変動成分 (= T・C)。
ただし、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot D \cdot I$ (乗法型を仮定)。
Y: 原系列、T・C: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、
D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

(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」

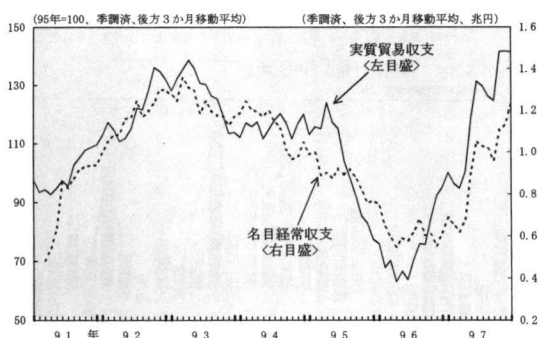
(図表 3)

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。
3. WPI基準改定(90→95年)に伴い、今回から実質輸出入(貿易収支)も95年基準に改定。

(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」

予算案が抑制的なものとなっているため(注2)、公共投資は引き続き減少基調を辿る見込みである。

次に、実質輸出をみると(図表3、後掲図表4、5)、97年7～9月、10～12月と、ASEAN向けが自動車関連を中心に減少したが、欧米向

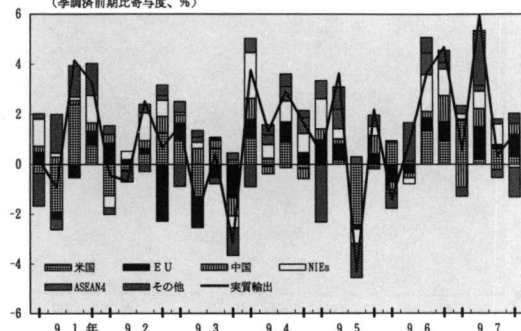
けが資本財・部品および情報関連などを中心に堅調に推移したため、全体としては増加傾向を続けている。一方、実質輸入は、7～9月に増加の後、10～12月は減少したが、均してみれば、内需減速等の影響を背景として横這い圏内の動きが続いている。この結果、純輸出(注3)およ

(注2) 97年度補正予算は、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。

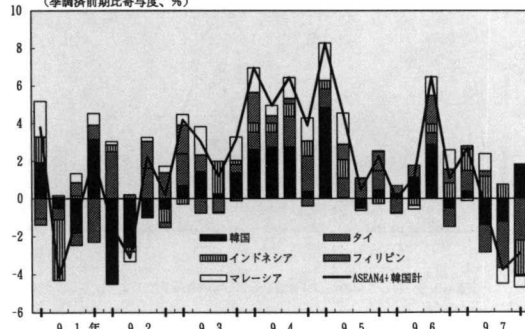
(注3) 図表3(2)に記載されている実質貿易収支は、厳密には純輸出とは異なるが(実質貿易収支は、所有権移転ベースではなくて通関ベースであることや、サービス収支を含まないなどの点で、GDPベースの純輸出と相違)、その推移は純輸出に概ね等しい。

(図表 4)

地域別実質輸出

(1) 日本からの地域別実質輸出
(季調済前期比寄与度、%)

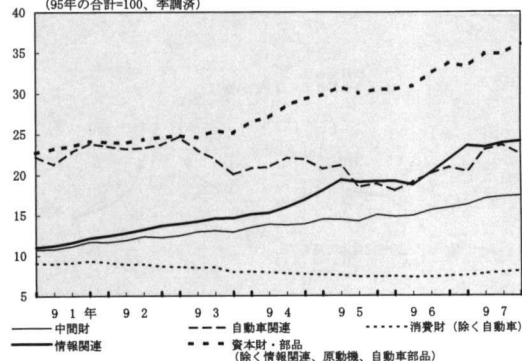
(注) 1. 実質輸出計と、各地域別の実質輸出の積み上げが完全に一致しないのは、実質化の際の品目分類の相違や季節調整の誤差による。
2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
3. WPI基準改定(90→95年)に伴い、今回から実質輸出も95年基準に改定。

(2) ASEAN4、韓国向け輸出の国内別
(季調済前期比寄与度、%)

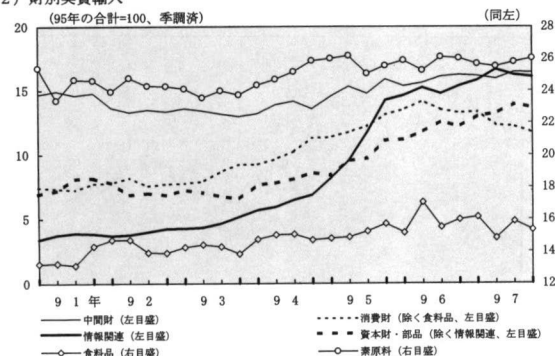
(注) 1. 97/4Qは、10-11月の値を四半期換算したもの。
2. WPI基準改定(90→95年)に伴い、今回から実質輸出も95年基準に改定。
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表 5)

財別実質輸出入

(1) 財別実質輸出
(95年の合計=100、季調済)

(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、通信機、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. WPI基準改定(90→95年)に伴い、今回から実質輸出入も95年基準に改定。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

び名目経常収支(注4)は、振れを伴いつつも増加基調を維持している。

当面の輸出入の環境についてみると、まず、海外経済は(図表6(1))、ASEAN諸国の一部や韓国において、IMFからの支援のもとで経済調整プログラムが実施に移されており、これに伴って経済見通しが下方修正されているが、米国や欧州等では、持続的な成長を維持することが見込まれている。一方、円の実質実効レートは、対アジア諸国で大幅な円高となって

いるほか、対欧米でもこのところ円が反発しているため、全体として円高方向での推移となっている(図表6(2))。こうした環境からみて、わが国の純輸出は、引き続き増加基調が維持されようが、そのテンポはこれまでに比べ鈍化することが見込まれる。

設備投資については(図表7)、これまで製造業を中心に緩やかな増勢を続けてきたが、このところ関連指標には頭打ちの様相が窺われる。一般資本財出荷が、10~12月は前期比マイナス

(注4) 名目経常収支黒字の対名目GDP比率は、97年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。

(図表 6)

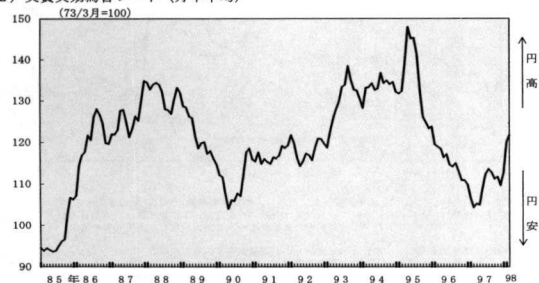
純輸出を取り巻く環境

(1) 海外経済 (実質GDP)

		95年	96年	97年	(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)			
					1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
欧 州	米 国	2.0	2.8	3.8	4.9	3.3	3.1	4.3
	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.	1.3	4.4	3.5	n.a.
東 ア ジ ア	中 国	10.5	9.7	8.8	9.4	9.5	9.0	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.
	香 港	3.9	5.0	n.a.	6.0	6.8	5.7	n.a.
ア フ リ カ	シンガポール	8.8	7.0	7.6	4.1	8.2	10.1	n.a.
	フィリピン	4.8	5.7	5.1	5.0	5.7	4.9	4.7
	タ イ	8.7	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	マレーシア	9.5	8.2	n.a.	8.5	8.4	7.4	n.a.
ア メ リ カ	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 (月中平均)



(注) 1. 日本銀行試算値。直近は、2月12日までの平均。

2. 主要輸出相手国通貨 (24通貨) に対する為替相場 (月中平均) を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額で加重平均したもの。

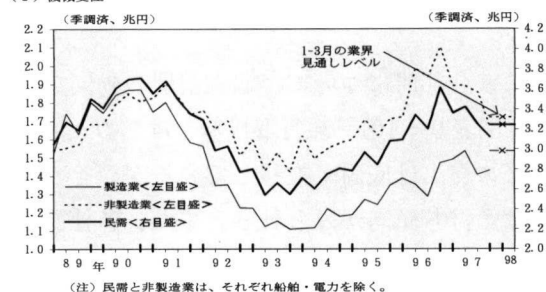
に転じているうえ、先行指標の動きをみると、機械受注は、非製造業を中心に頭打ち傾向が明確になっており、建築着工床面積についても、振れを伴いながらも、総じて鈍い動きとなっている。因みに、法人企業動向調査 (97年12月調査) で設備投資計画をみると、97年度通計では増加計画となっているが、足許から先行きにかけては、低調な計画となっている。

当面の設備投資動向を展望すると、これまでのところ資本ストックには大幅な過剰感が窺われないほか、中長期的視野からの戦略投資意欲は根強いものと見込まれる。しかし、景気の停滞や金融機関の慎重な融資姿勢が続いていることを背景に、企業収益 (注5) や資金繰りを巡る

(図表 7-1)

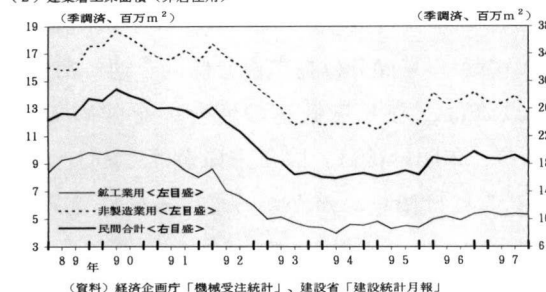
設備投資関連指標 (1)

(1) 機械受注



(注) 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)

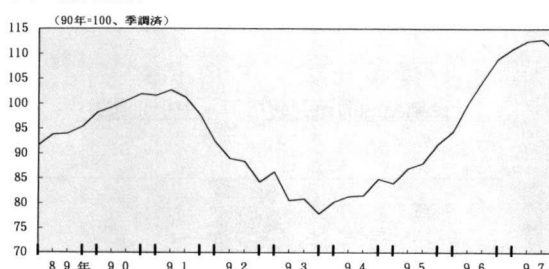


(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

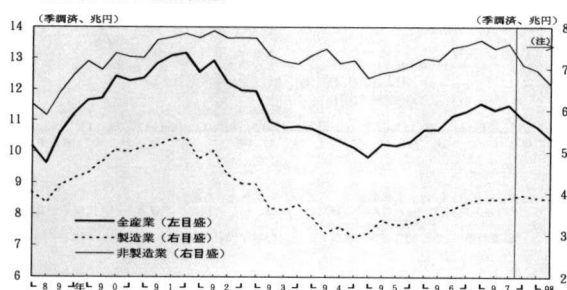
(図表 7-2)

設備投資関連指標 (2)

(3) 一般資本財出荷



(4) 設備投資 (法人企業動向調査)



(注) 97/10~12月は実績見込み、98/1~3月、4~6月は計画。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「法人企業動向調査」

(注5) 12月の日本銀行企業短期経済観測調査によれば、主要企業製造業では増益基調を維持しているが、非製造業や中小企業では減益見通しとなっている。

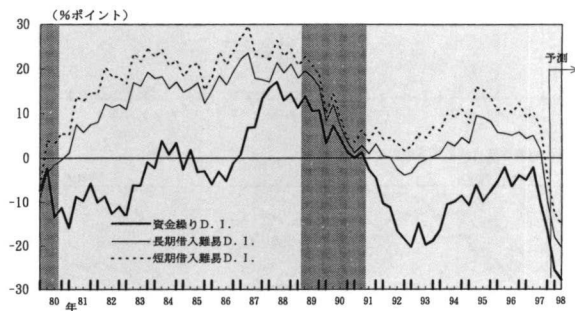
環境(注6)が厳しさを増してきており(図表8)、今後の企業の設備投資計画を注視していく必要がある。

次に家計部門について、個人消費の動向をみると(図表9~10)、旅行取扱額をはじめとするサービス支出は底固く推移しているが、その増勢には頭打ち傾向がみられる。また、各種商品の販売は低調に推移している。すなわち、乗用車新車登録台数や家電販売、さらには全国百貨店・チェーンストア売上高では、昨年秋口までは鈍いながらも幾分は持ち直し傾向を辿ったが、それ以降は、むしろ低迷の度合いを強めている(注7)。年明け後は、昨年末にかけてのような落ち込みには歯止めがかかっている模様であるが、回復の兆しも窺われていない。

住宅投資をみると、新設住宅着工戸数は(図表11)、97年7月に85年9月以来の低水準(季調済年率124万戸)となった後、最近まで

(図表 8)

企業金融関連判断指標(中小企業)



(注) 1. 資金繰りD.I.は、前年同期比、「好転」-「悪化」企業割合。
長期借入難易D.I.と短期借入難易D.I.は、前年同期比、「容易」-「困難」企業割合。
2. シェドーは、公定歩合引き上げ局面。
3. 調査対象 11,827社(有効回答数: 5,273社<97/12月調査>)

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

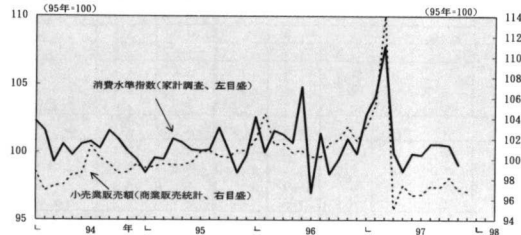
(注6) この点に関しては、今通常国会で審議されている金融システムの諸施策の効果に注目する必要がある。

(注7) 12月の乗用車新車登録台数は、季調済みベースでかなりの持ち直しとなったが、これは一部メーカーの販売攻勢等といった一時的な要因が寄与していたとみられる。実際、1月はその反動もあって大幅な減少となった。

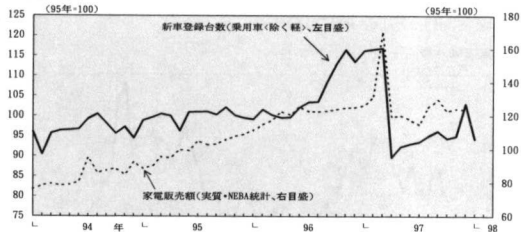
(図表 9-1)

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



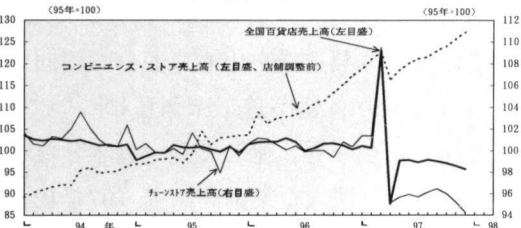
(注) 1. X-12-ARIMA(βパージョン)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高タエイトで加重平均し、実質化したもの。

(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」

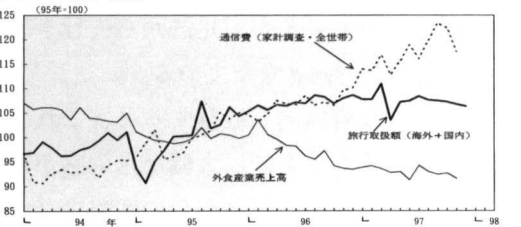
(図表 9-2)

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)



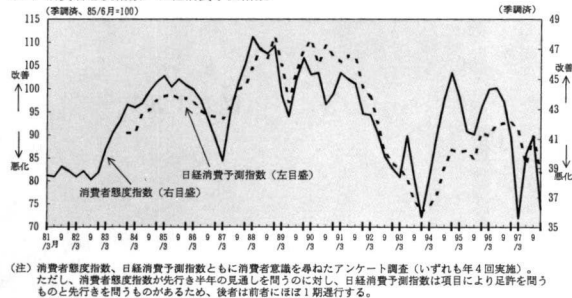
(注) 1. X-12-ARIMA(βパージョン)による季調済系列。
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。
3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。

(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」、外食協「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」

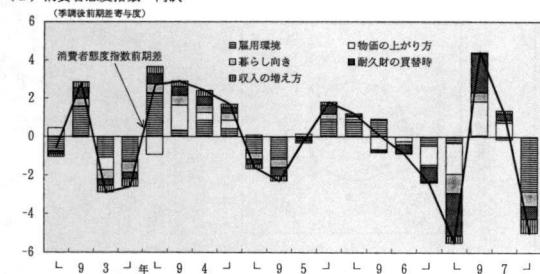
(図表10)

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



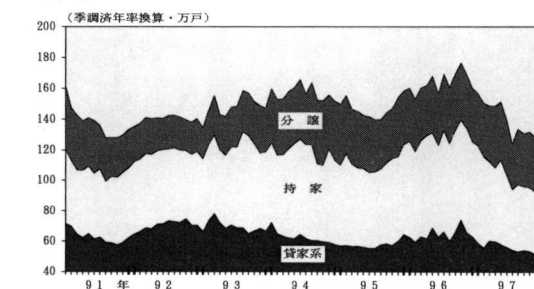
(2) 消費者態度指数・内訳



(図表11)

新設住宅着工戸数

(1) 月次



130万戸前後で推移している。11月に行われた住宅金融公庫の97年度第3回申し込みが不調であったことなどからすると、当面、着工水準が現在のレベルから大きく持ち直す可能性は低い。

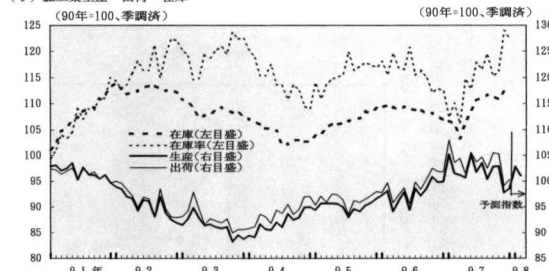
先行きの家計支出についても、後述するように所得形成の力が弱まっていることを踏まえると、当面目立った回復は見込み難い。ただ、近々実施される特別減税が個人消費に好影響をもたらすと考えられるほか、最近では株価も幾分持ち直しており、これまで高まっていた家計の将来にわたる所得への不安感が徐々に和らいでいくことが期待される。

以上のような最終需要のもと、鉱工業生産をみると(図表12)、7～9月に季調済前期比-0.4%となった後、10～12月については、電気機械、輸送機械、素材関連など多くの業種で生産が抑制されたことから、同-2.3%と2四半期連続の

(図表12)

鉱工業生産・出荷・在庫

(1) 鉱工業生産・出荷・在庫

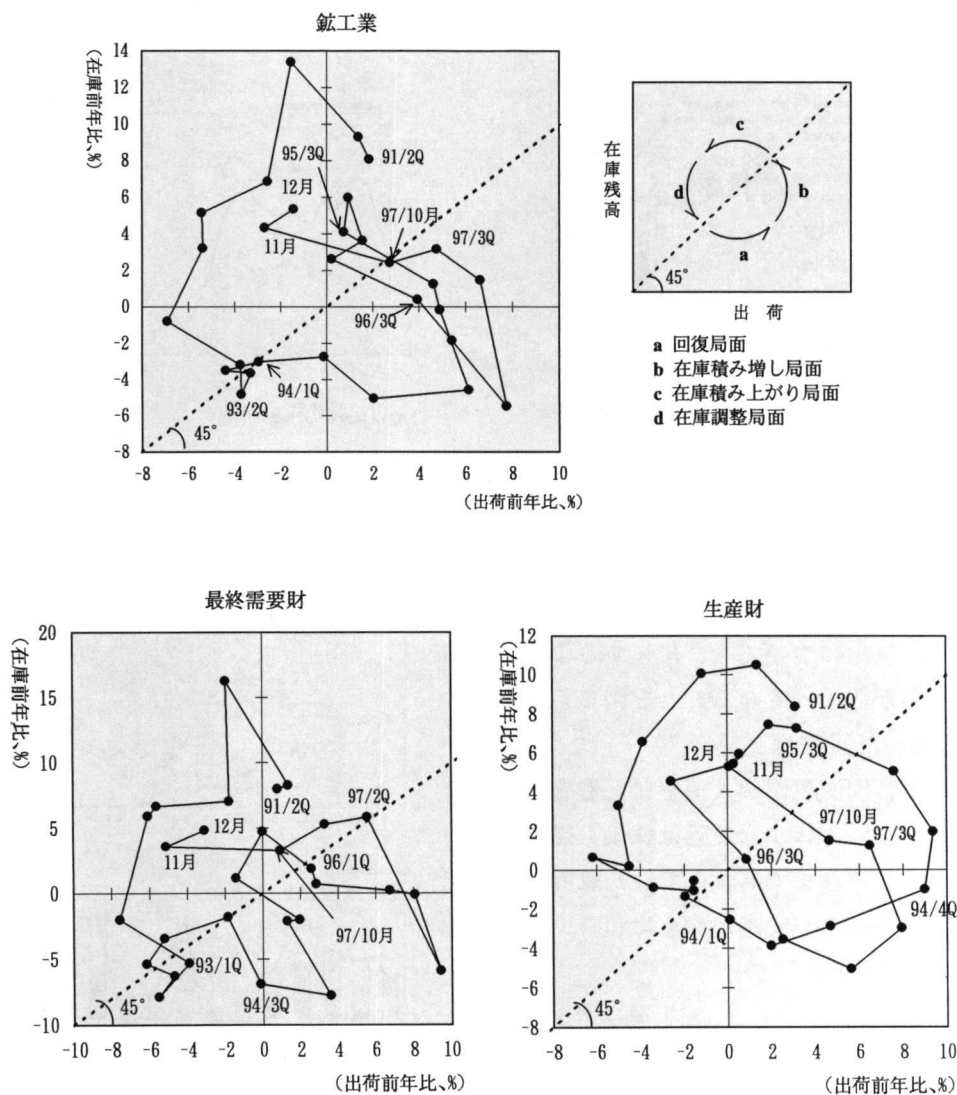


減少となった。年明け後も、現段階の生産予測指数によれば、幾分持ち直すことが見込まれているが、各種業界からのヒアリング調査などか

ら総合的に判断すれば、弱含みの基調が続いているものとみられる。また、製造業の在庫状況をみると（図表13）、最終財、生産財ともに積み

（図表13）

在庫循環



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

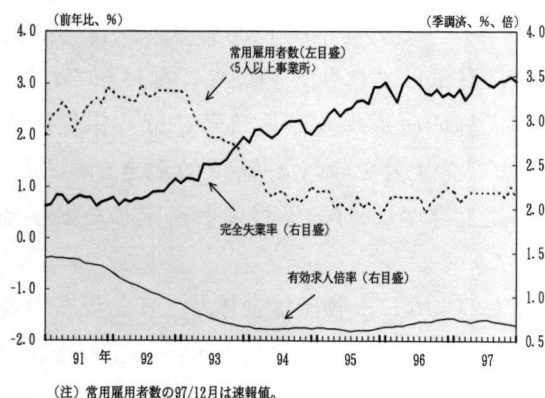
上がりが顕現化しており、在庫調整の動きが本格化している。こうした状況のもとで、差し当たり最終需要に目立った伸びは期待し難いだけに、生産は、なお暫く、停滞基調が続く公算が大きい。

こうした中であって、雇用・所得環境をみる

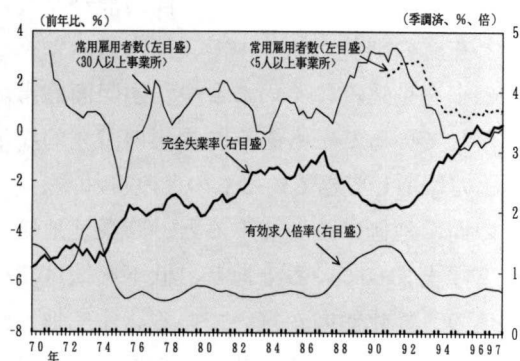
(図表14)

雇用関連指標

(1) 月次



(2) 四半期

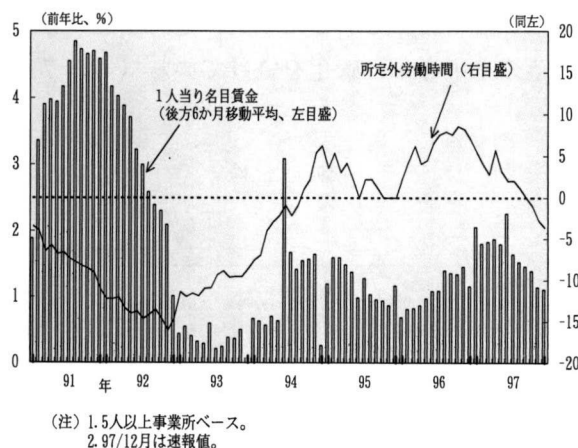


と、雇用関連指標は(図表14)、失業率が高水準で推移しているほか、有効求人倍率も弱含んでいる。また、雇用者所得も(図表15)、所定外労働時間が前年割れに転じているもとで、所定外給与や特別給与を中心に、増加テンポは鈍化している。

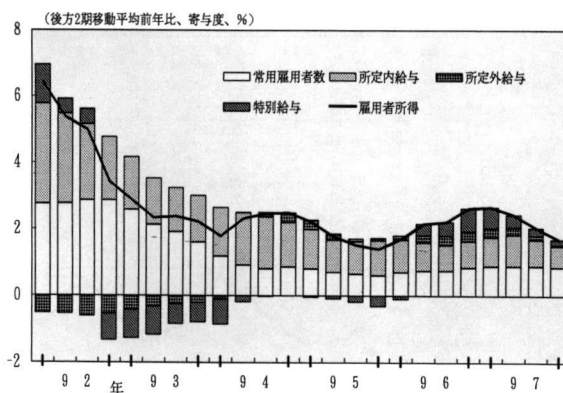
(図表15)

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



2. 物価 (注8)

物価情勢をみると(図表16、17、後掲図表18)、このところ、アジアにおける需給の緩和などを背景に、原油価格を中心に、国際商品市況が大幅に下落している。このため、輸入物価は(図表17(1))、契約通貨ベースで下落が続いているほか、これまで幾分上昇していた円ベースでも、円相場がここにきて反発していることもあって、下落に転じている。国内卸売物価は(夏季電力料金調整後、図表17(3))、国内における公共投資や住宅投資の減少や、ASEANや韓国の需給緩和を映じた鉄鋼・建材関連の価格下落等を中心に、軟化を続けている(97年7～

9月前期比-0.5%→10～12月同-0.5%→98年1月の10～12月対比-0.2%)。

一方、企業向けサービス価格は(後掲図表18(1))、「一般サービス(情報サービス、労働者派遣等)」が需要の底固さを反映して横這いしないし強保合いとなっているほか、「不動産賃貸」が横這い圏内の推移となっていることから、全体の前年比マイナス幅が、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%→10～12月同0.0%)。また、消費者物価(除く生鮮)については(後掲図表18(2))、4～6月前年比+0.6%の後、7～9月、10～12月はいずれも同+0.8%で推移しており、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上昇を除いた基調的な動きをみると、前年比上昇率は+0.4%程度と安定した推移となっている。

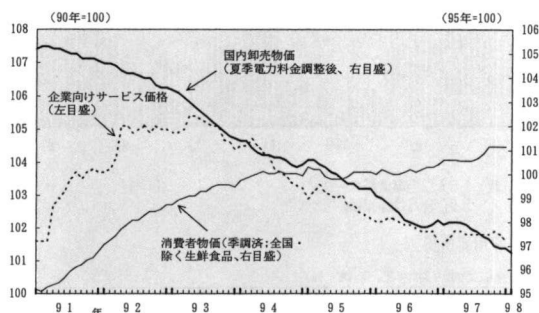
以上のように、物価は全体として、現在のところ、引き続き安定した動きを示しており、今後についても当面、物価全般は総じて安定的な推移を辿るとみられる。ただ、国内最終需要の低迷と在庫の調整が続く中で、国内需給ギャップの縮小を見込みにくいことや、国際商品市況が下落していることもあり、物価の潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。

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きたが、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ことなどから、再び軟化の兆しも窺われている。

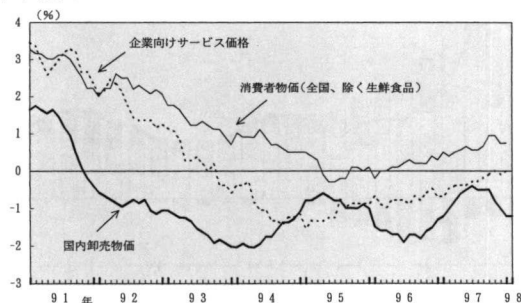
(図表16)

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。

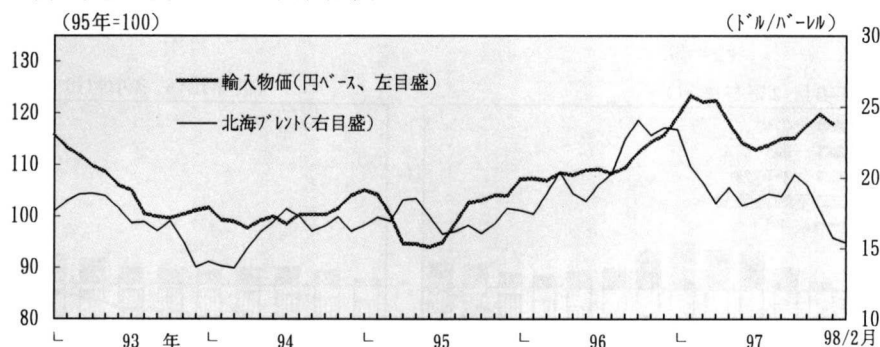
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

(注8) 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(日本銀行試算)。

(図表17)

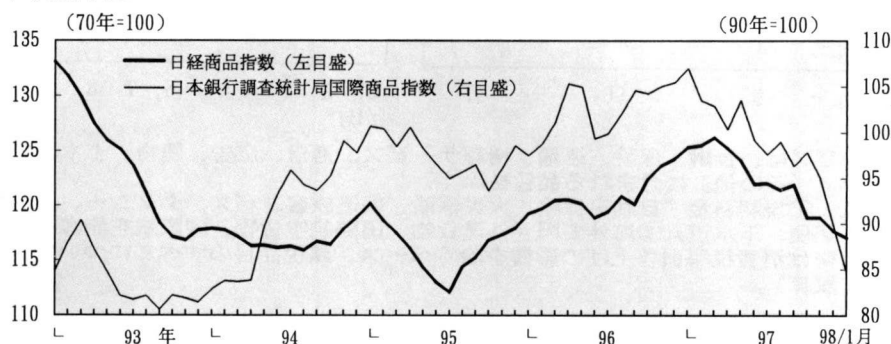
輸入物価と卸売物価

(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況

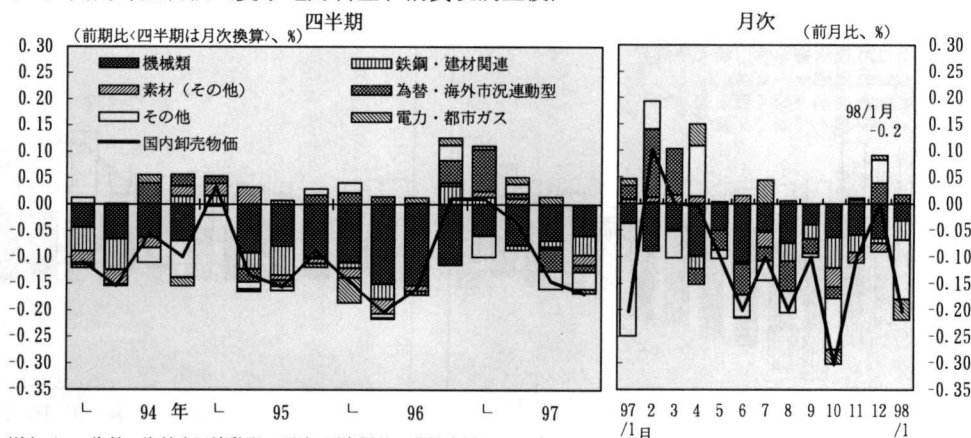


(注) 北海ブレントの98/2月は、6日までの平均値。

(2) 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)。

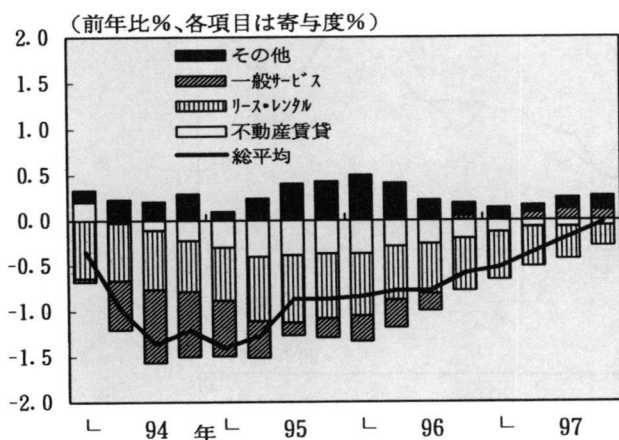
(資料)日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」「日本銀行月報」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」

(図表 18)

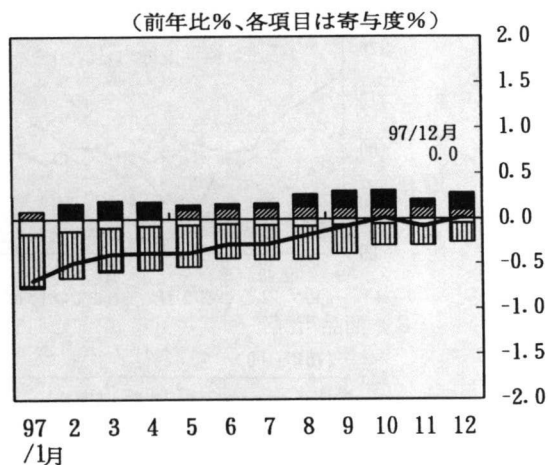
企業向けサービス価格と消費者物価

(1) 企業向けサービス価格

四半期



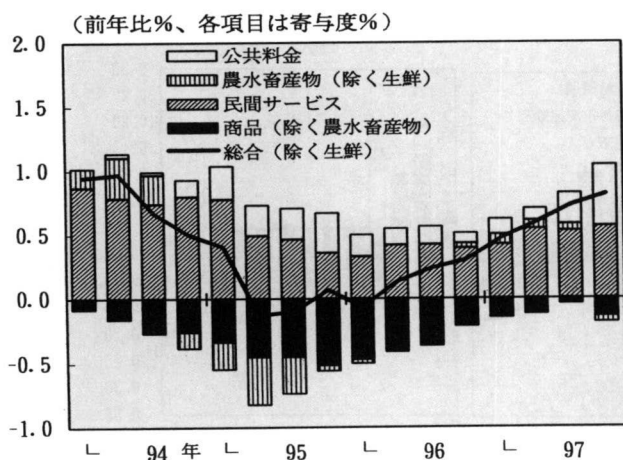
月次



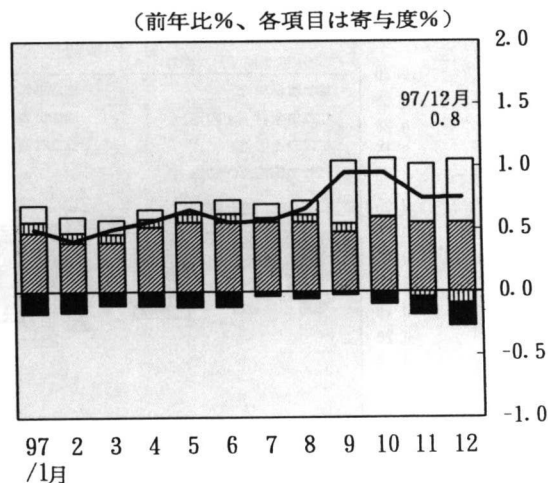
- (注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、広告、建物・土木、労働者派遣、機械修理等（「その他」に含まれる品目を除く）。
 2. その他は、①規制料金（自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道）②海外要因（外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客）。
 3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

(2) 消費者物価

四半期



月次



- (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」

3. 金融

(1) 金融市況

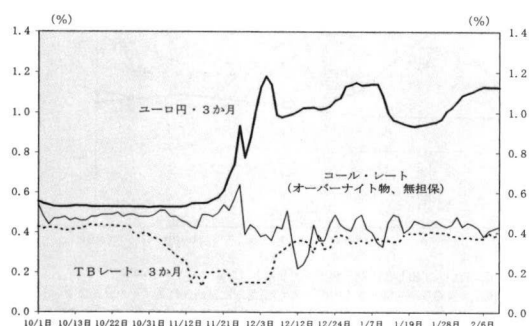
金利の動きを、まず短期市場金利についてみると（図表19（1）、20）、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、公定歩合（0.5%）をやや下回って推移している。一方、ユーロ円（3か月物）の金利をみると、1月中旬にかけて、一旦低下した後、同月後半には再び上昇している。

こうした1月後半におけるターム物金利の再上昇には、ユーロ円金利先物がかなり将来の限月にわたってやや上昇していることからみて（図表21）、景気対策等への期待感が影響している可能性もある。ただ、より基本的には、3月期末を控え、市場の流動性リスクや信用リスクに対する懸念が根強いもとで、年度末越え資金

の調達圧力が強まっていることの影響が大きいとみられる。ちなみに、ユーロ円金利から算出した1か月物インプライド・フォワード・レートの動向をみると（後掲図表22）、12月末以降、3月期末越えとなる1か月物資金（すなわち3月中にスタートし4月中にエンドとなる資金）のレートが、他のレートに比べてかなり高めの水準になるという現象がみられている。これは、市場参加者が、年度末の流動性を根強く意識していることを反映したものとみることができる。

（図表20）

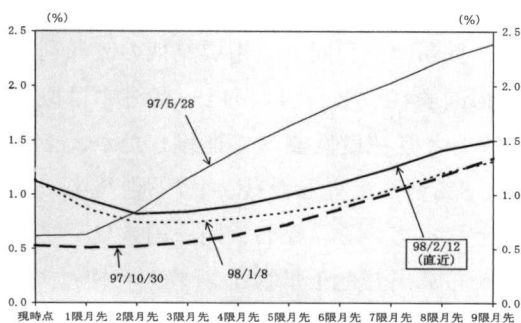
短期金融市場



（資料）日本銀行「経済統計月報」、日本経済新聞社「日経金融新聞」

（図表21）

ユーロ円金利先物（3か月）

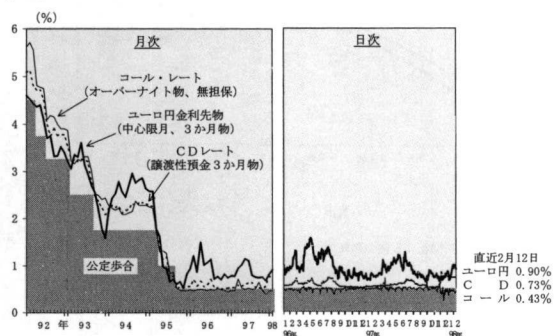


（資料）日本経済新聞社「日経金融新聞」

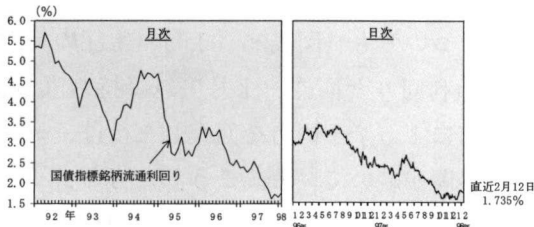
（図表19）

市場金利等

(1) 短期



(2) 長期

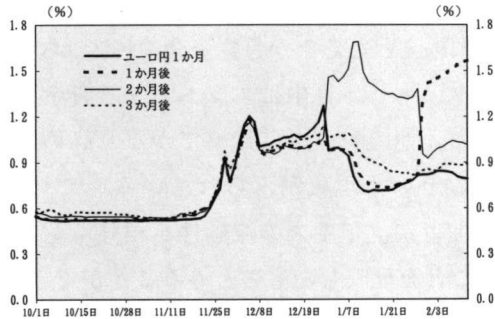


（資料）日本銀行「経済統計月報」

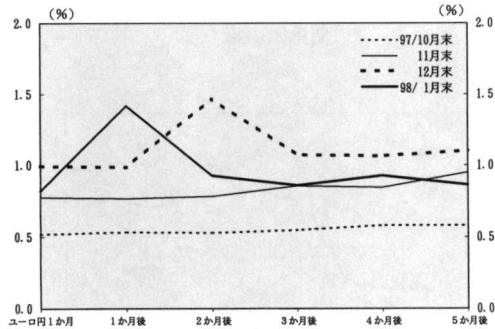
(図表 2 2)

1 か月物インプライド・フォワード・レート

(1) スタート時点別



(2) 観察時点別

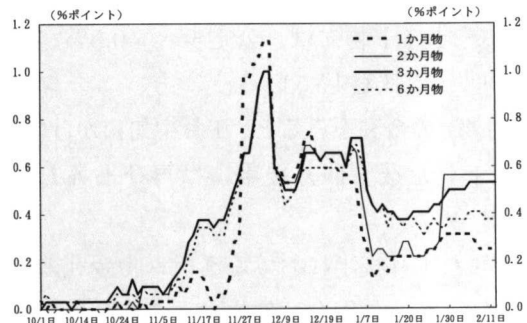


(注) ユーロ円金利から算出した1か月物インプライド・フォワード・レート。
ユーロ円は2営業日後決済であるので、例えば1月末に契約される「1か月後スタートの1か月資金」とは、2月初からカウントして1か月後にスタートする1か月資金のことを意味しており、具体的には、3月初から4月初までの年度末繰越資金になる。

(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

(図表 2 3)

ジャパン・プレミアム

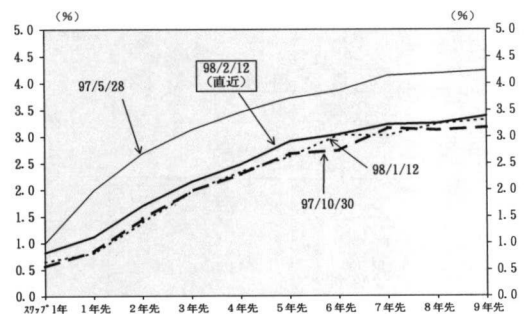


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

(資料) British Bankers' Association

(図表 2 4)

長期金利の期間別分解



(注) 円-円スワップ・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。

(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

この間、ジャパン・プレミアムについても(図表23)、ユーロ円金利と同様、1月中旬にかけて一旦低下した後、2か月物を中心に再び上昇し、高止まっている。

次に、長期国債利回り(指標銘柄の流通利回り、前掲図表19(2))は、11~12月中は概ね1.6~1.7%と既往最低圏内で推移したが、1月下旬に1.8%台へ上昇した後、1.7%台後半での小動きとなっている。なお、円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レートにより、長期金利の変化を期間別に分解してみると(図表24)、全体的に幾分上

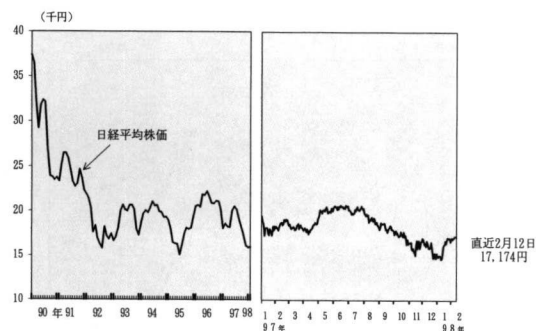
方へシフトしている。

株価についても(図表25(1))、上記の長期国債流通利回りと同様、1月央以降持ち直し、同月下旬に1万7千円台を回復した後は、一進一退の展開が続いている。こうしたもと、イールド・スプレッド(国債利回り-予想株式益回り)をみると(図表25(2))、このところ若干

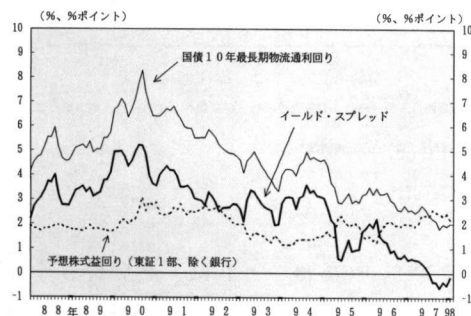
(図表25)

株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド



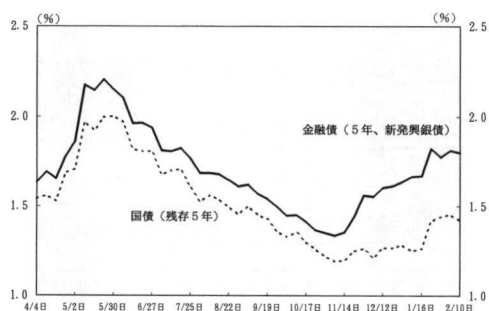
(注) 1. イールド・スプレッド＝国債利回り－予想株式益回り
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

(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」

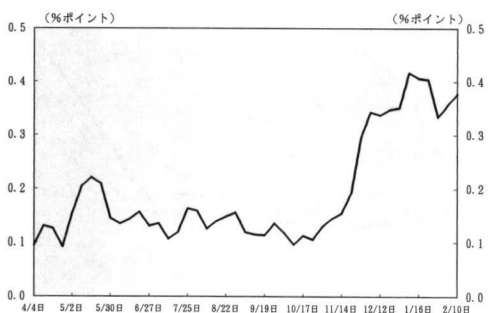
(図表26)

金融債流通利回り

(1) 流通利回り



(2) スプレッド(金融債流通利回り－国債流通利回り)



(注) 複利ベース。
 (資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

改善しているが、なお低水準であり、経済の先行きや不確実性に対する見方が、明確に改善したとは言いがたい。

この間、民間債（金融債、社債）の利回りについてみると、金融債と国債の利回り格差がなお高水準にあるほか（図表26）、社債についても、信用力を反映した利回り格差が大きい状態が続いている（後掲図表27）。このように、信用リスクに対する市場の懸念は引き続き強いように窺われる。

為替相場をみると（後掲図表28）、円の対米ドル相場は、年初は134円程度まで円安となったが、その後は円高方向となり、このところ124～

125円前後での動きとなっている。加えて、対アジア通貨での円高もあり、円の実質実効レートは、前述の通り、円高方向の動きとなっている（前掲図表6（2））。

(2) 量的金融指標

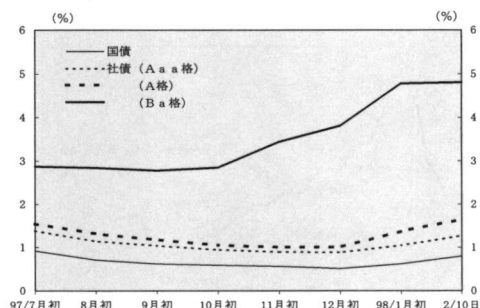
民間銀行貸出を5業態ベースでみると（後掲図表29）、引き続き低調な推移ながら、従来に比べてとくに落ち込みが目立っているわけではなく、銀行の融資姿勢慎重化の影響は、目下のところ量的指標面に明確には現れてきていない。

こうした中で、マネーサプライの動向をみると、12月のM₂＋C Dは、前年比（+3.8%）、3か

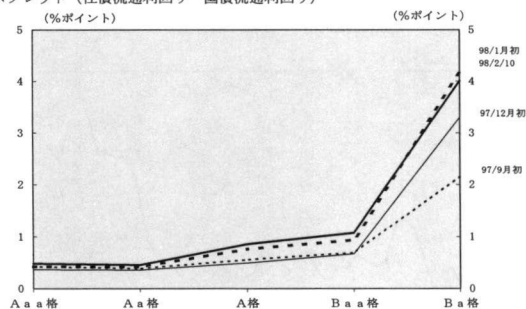
(図表 27)

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)

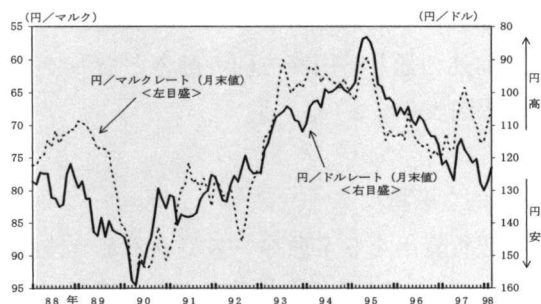


(注) 国債、社債とも残存年数2年。格付はムーディーズによる。

(資料) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

(図表 28)

為替レート

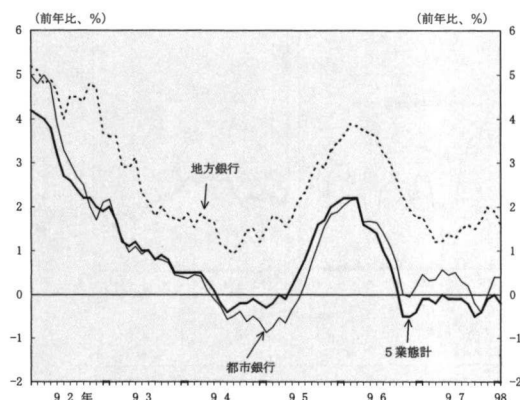


(注) 98/2月は2月12日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表 29)

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」

月前比年率(+6.5%)とともに、高い伸び率を示した(図表30)。こうした高い伸びは、この時期に大量に解約された投信等からのシフトによる面が大きい(注9)。また、 $M_2 + CD$ 内の動きとして、 M_1 や現金通貨が引き続き高い伸びを示していることも、一つの特徴である(図表31)。以上のようなマネーサプライの動きは、金融システムや景気に対する不安感を背景とした、①企業による手許資金積み上げ姿勢の強まり、②企業や家計による金融資産間のシフト、等を反映したものと考えられる。

(3) 民間金融機関の貸出姿勢と企業金融

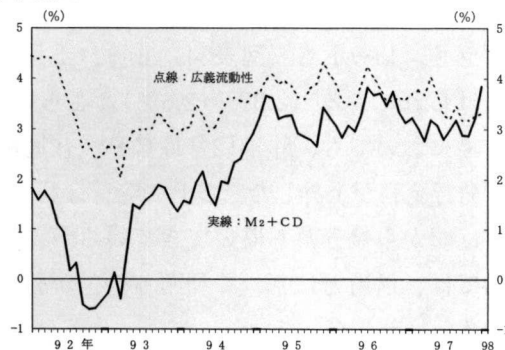
次に、民間金融機関の貸出姿勢についてみると、①株価や円相場の反発、②金融システム安定化策への期待などにより、自己資本面からの

(注9) この間、郵便貯金との関係では、郵便貯金の伸び率は年末にかけて高まっており(10月末残高前年比+5.1%、11月同+5.5%、12月同+6.2%)、むしろ $M_2 + CD$ の伸び率を低下させる要因として働いたと考えられる。

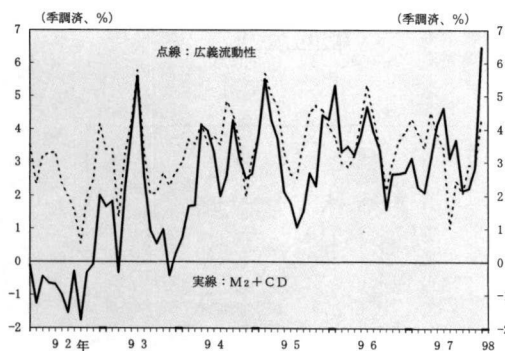
(図表30)

マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率

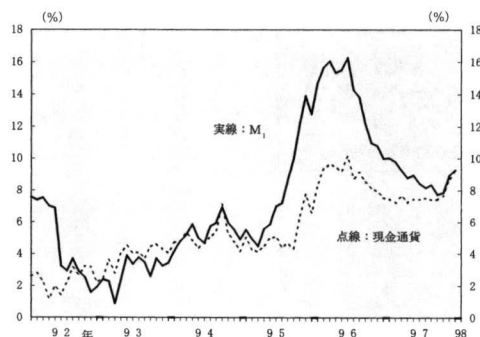


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

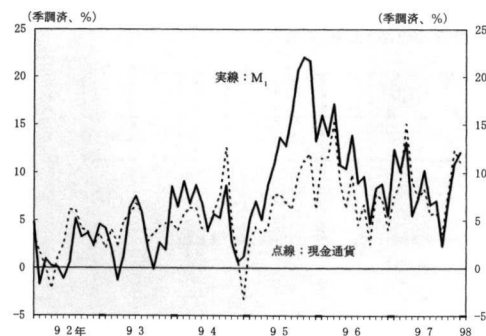
(図表31)

マネーサプライ (M1、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」

制約は、一頃に比べれば幾分和らいできている可能性がある。また、中堅・中小企業の資金需要に対しては、自己資本に比較的余裕のある一部地銀や、政府系金融機関が、前向きに対応している模様である（後掲図表32）（注10）。しかし、大手銀行を中心に、3月末にかけて貸出を圧縮する基本方針に、大きな変化はないように窺われる。

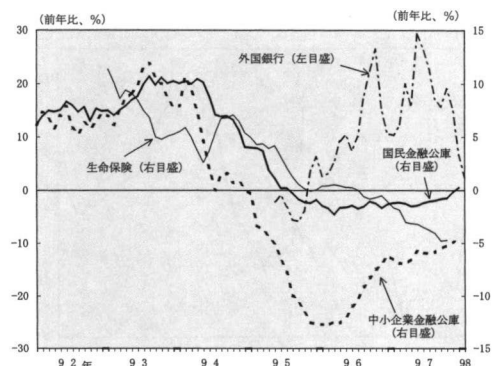
一方、民間企業の資本市場調達をみると（後掲図表33）、普通社債の発行を中心に堅調な動きが続いている。また、CPの発行も、日本銀行によるCPオペ拡大もあって、このところ増加している模様である。これらからみると、大手銀行の貸出姿勢が慎重なもとで、民間企業は資本市場などを通じて手許資金確保の動きを強めているようにみられる。

（注10）このほか、生命保険会社についても、統計上の確認は困難であるが、本年入り後、大手を中心に、企業の資金需要に前向きに応じる動きがみられ始めている。

(図表 3 2)

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。

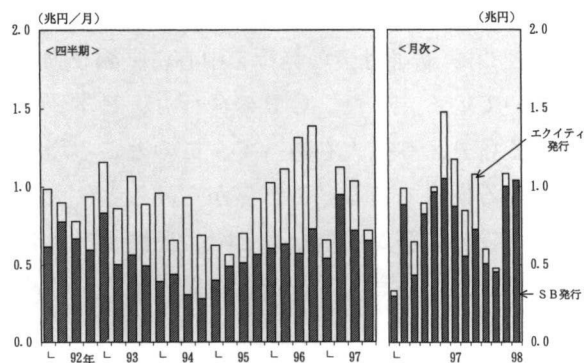
(2) 中小企業金融公庫の融資相談額 (直貸分)

(前年比、%)							
97年	4-6月	7-9	10-12	8	9	10	11
	3.7	0.0	32.3	3.0	1.5	18.0	12.6
							65.9

(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 3)

資本市場調達



(注) 民間部門(居住者)の資本市場調達額。

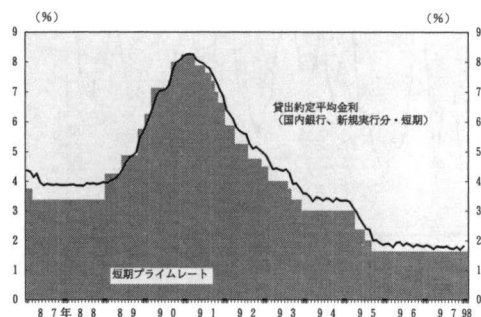
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

この間、企業金融面の動きを、資金調達コストについてみると、12月の貸出約定平均金利(新規分・短期)は、既述の市場金利上昇を反映して、小幅ながら上昇した(図表34(1))。また、長期プライムレートも(図表34(2))、1月に引き上げられている(2.3%→2.6%)。さらに、資本市場においても、昨年12月はCP、普通社債とも発行金利が上昇した。CPの発行金利は、1月半ば頃から幾分落ち着いてきているが、社債市場では、信用力に基づく利回り格差が引き続き大きい状態となっている。

(図表 3 4)

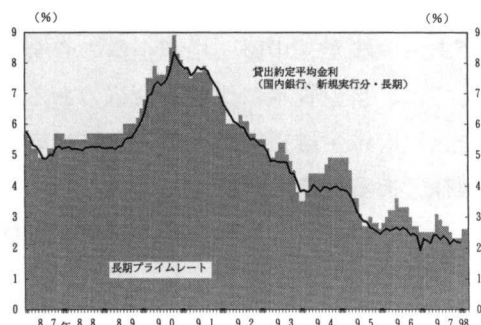
貸出金利

(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」

以上のように、①金融機関の貸出に対する自己資本面からの制約が一頃に比べれば幾分和らいでいることや、②資本市場等の代替的なルートを通じた資金調達もある程度活発に行われていることなどから、これまでのところ、企業金融全般が量的な側面から大きく制約されるには至っていないとみられる。しかし、企業の収益力自体が弱まってきているもとの、①金融機関の貸出姿勢が、大手銀行を中心に慎重であることには基本的な変化はなく、②市場参加者全般に信用リスクに対する懸念は依然強い状況にある。これらを踏まえると、業績不振企業を中心に、資金繰り面の制約や資金調達コストの上昇

圧力がさらに強まっていくことはないか(注11)、またこうした企業金融面での動きが実体経済にどのような影響を及ぼすかという点について、引き続き注意深くみていく必要がある。

1998年2月17日

(日本銀行)

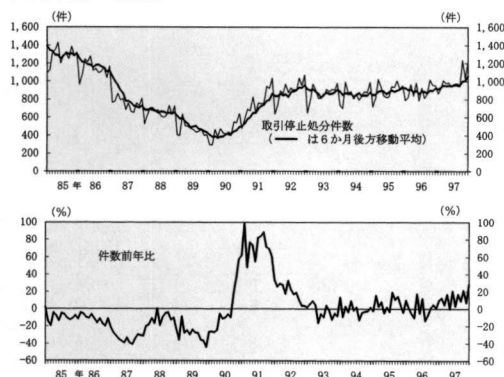
(本稿は、2月13日に開催された金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている)

(注11) ちなみに、企業倒産件数をみると、増勢が幾分強まりつつあるように窺われる(図表35)。

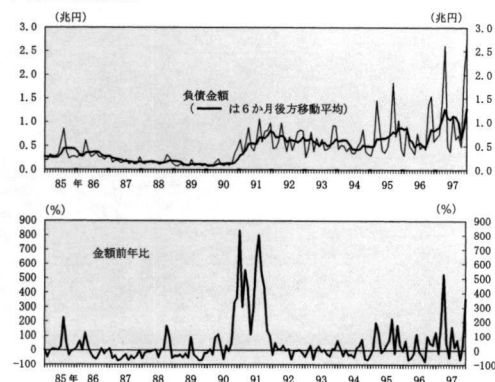
(図表35)

企業倒産

(1) 銀行取引停止処分件数



(2) 倒産企業負債金額



(資料) 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」、東京商工リサーチ「倒産月報」