

金融経済月報（98年3月）

1998年3月17日

日本銀行

■基本的見解（注1）■

わが国の景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある。

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は頭打ちが明確になってきている。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する中で、鉱工業生産は弱含み基調となっており、その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面にも及んでいる。

先行きについては、金融システム安定化策や特別減税の効果が期待されるが、国内最終需要に目立った回復が見込めない下で、所得形成の力の弱まりが、国内需要の一層の減退につながっていく可能性も否定できない。これに加えて、アジア経済の調整の深まりや、後述するような金融面の動向が経済に及ぼす影響など、景気下振れリスクについて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、卸売物価は軟化を続けているが、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みると、上昇率が徐々に低下しながらも、引き続き前年を若干上回る水準にある。先行きについては、国内需給ギャップの拡大傾向が続くと見込まれることや、アジアにおける需給の緩和を背景に国際商品市況が下落していることなどから、当面、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられる。

金融面をみると、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な期末越え資金供給等を反映して、このところターム物レートが明確に低下し始めている。もっとも、昨年秋以前に比べればなお高い水準にあり、市場では信用リスクを強く意識した状況が続いている。長期国債利回りは、追加景気対策への思惑による振れを伴いつつも、実体経済指標の弱さを反映して、

（注1）本「基本的見解」は、3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。

2月初以降低下傾向にある。この間、株価については、実体経済指標や企業収益面での弱い材料と、金融システム安定化策が具体化してきたことなどの下支え要因を背景に、一進一退の動きとなっている。

量的金融指標をみると、1月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等からさらに伸びを高めた。2月の民間金融機関貸出は、前年比減少幅がやや拡大したが、資本市場調達等の代替的な資金調達ルートも含めると、企業の資金調達額は、全体として増加している可能性が高い。しかし、金融機関の貸出姿勢をみると、自己資本面からの制約は一頃に比べ緩和してきているとは言え、中期的な収益性や健全性向上の観点から、与信先を慎重に選別するスタンスが続いている。このため、中小企業を中心に、企業によっては資金繰り環境が厳しさを増しているとみられる。また、企業の資金調達コストは、信用リスクの格差を反映しつつ、全般に若干上昇してきているとみられる。これら金融面での動きが、実体経済に与える影響については、引き続き注意深く観察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に、引き続き減少傾向にある。先行きについては、97年度補正予算の執行などから、一時的に下げ止まる

（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	97/11月	12月	98/ 1月	2月
消費水準指数（全世帯）	-2.7	1.4	-2.3	-2.0	-4.8	p -4.1	n. a.
全国百貨店売上高	-6.3	-1.3	-3.0	-2.0	-4.1	p -2.2	n. a.
チェーンストア売上高	-4.8	-3.6	-5.3	-4.5	-7.0	-4.6	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-9.2	-10.3	-13.7	-21.8	-3.9	-23.1	-23.2
家電販売額（NEBAベース）	-8.3	-3.7	-4.5	-1.6	-5.8	-2.6	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	0.7	2.2	1.0	-0.8	-0.2	-5.4	n. a.
新設住宅着工戸数 ＜季調済年率換算、万戸＞	145	130	130	128	129	131	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	2.5	1.3	-13.4	-16.6	-8.9	-4.7	n. a.
製造業	13.6	8.7	-2.9	-8.3	-2.4	-6.0	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-4.7	-4.1	-20.4	-22.8	-13.7	-3.4	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	0.7	3.8	-8.0	-6.6	-8.4	-12.7	n. a.
鋁工業	1.5	8.4	-1.4	14.5	-8.0	-11.0	n. a.
非製造業	0.4	2.2	-10.5	-14.2	-8.6	-13.4	n. a.
公共工事請負金額	-1.2	-1.7	-9.1	-6.7	5.1	0.1	n. a.
実質輸出 ＜季調済前期（月）比、％＞	6.8	0.6	1.3	-9.6	0.8	3.0	n. a.
実質輸入 ＜季調済前期（月）比、％＞	-3.2	2.5	-3.7	-7.9	10.0	1.0	n. a.
生産 ＜季調済前期（月）比、％＞	0.0	-0.4	-2.3	-5.0	1.1	p 2.9	n. a.
出荷 ＜季調済前期（月）比、％＞	-1.6	0.6	-2.5	-5.9	1.4	p 3.1	n. a.
在庫 ＜季調済前期（月）比、％＞	7.1	0.7	1.2	1.4	0.4	p -0.2	n. a.
在庫率 ＜90年=100、季調済＞	117.8	115.3	122.6	123.9	122.6	p 120.9	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	97/11月	12月	98/ 1月	2月
有効求人倍率 <季調済、倍>	0.73	0.73	0.69	0.69	0.67	0.64	n. a.
完全失業率 <季調済、%>	3.40	3.41	3.46	3.48	3.45	3.48	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	3.7	1.1	-2.5	-2.8	-3.6	p -3.1	n. a.
雇用者数(労働力調査)	1.4	1.0	1.0	0.9	0.8	0.3	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	0.8	1.0	0.7	p 0.7	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	1.4	1.5	0.7	0.0	0.7	p -1.1	n. a.
国内卸売物価	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0	-1.2	-1.2	-1.6
全国消費者物価	0.6	0.6	0.7	0.6	0.3	0.3	n. a.
除く生鮮食品	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8	0.6	n. a.
企業向けサービス価格	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.1	n. a.
マネーサプライ(M ₂ +CD) <平残前年比、%>	3.0	3.0	3.3	3.2	3.9	p 4.3	n. a.
取引停止処分件数	11.5	9.5	19.0	7.2	28.4	16.2	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。

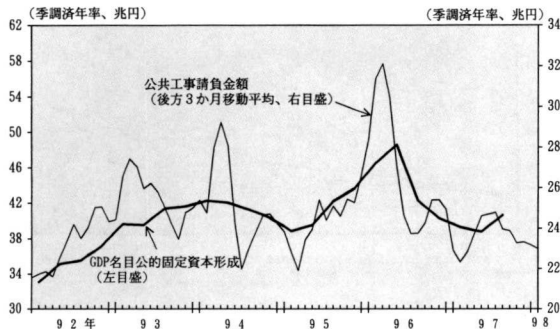
3. 国内卸売物価、全国消費者物価、企業向けサービス価格は、いずれも97/4月の消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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)

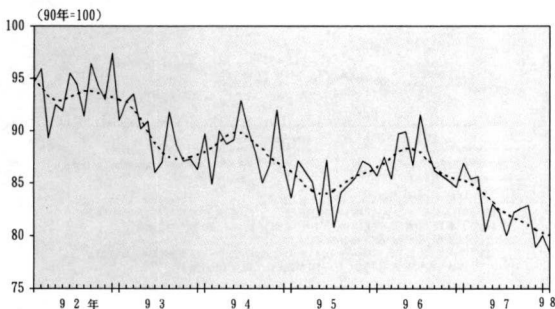
公共投資

(1) 公共工事請負金額とGDP



(注) 1. 名目公定固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
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 (= $T \cdot C \cdot I$)、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: 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」

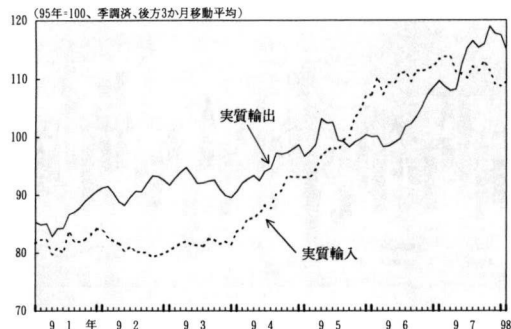
場面もあるが、引き続き減少傾向を辿るとみられる。

次に、実質輸出をみると(図表3、後掲図表4、5)、アジア向けは、ASEANのほか、韓国についても、通貨・経済調整の影響が顕著に現れてきているが、欧米向け輸出が堅調に推移して

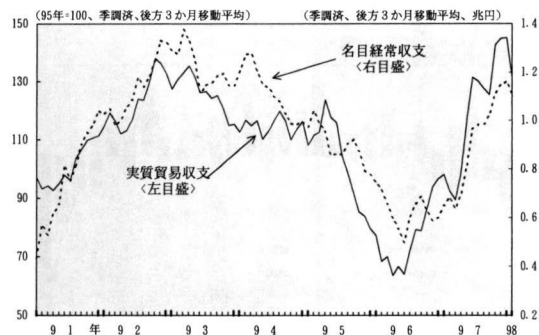
(図表 3)

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. 実質輸出入及び実質貿易収支は、97年年間補正後の計数。
4. 名目経常収支は、今回からX-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整値。
(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」

いることから、全体としての増加基調は維持されている。一方、実質輸入は、振れを伴いつつも、均してみれば、内需低迷を主因に横這い圏内の動きが続いている。この結果、純輸出(注2)および名目経常収支(注3)は、増加傾向を維持している。

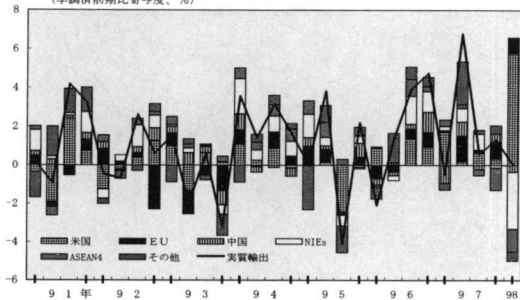
当面の輸出入の環境をみると、海外経済につ

(注2) 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。

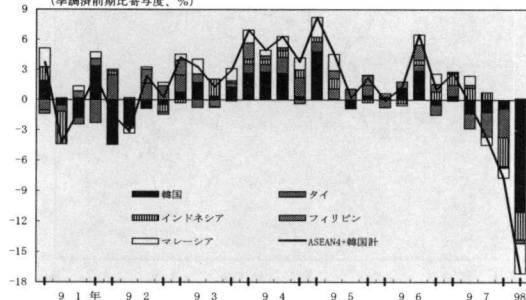
(注3) 名目経常収支黒字の対名目GDP比率は、97年1～3月1.5%→4～6月2.3%→7～9月2.4%という推移となっている。

(図表 4)

地域別実質輸出

(1) 日本からの地域別実質輸出
(季節前年比増減率、%)

- (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. 実質輸出計は、97年間の補正後の計数。地域別計数については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。
3. 98/1Qは1月実績の四半期換算値。
4. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

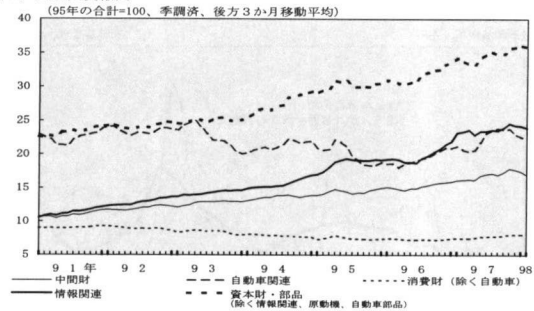
(2) ASEAN4、韓国向け輸出の国別内訳
(季節前年比増減率、%)

- (注) 1. 98/1Qは1月実績の四半期換算値。
2. 各国計数については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

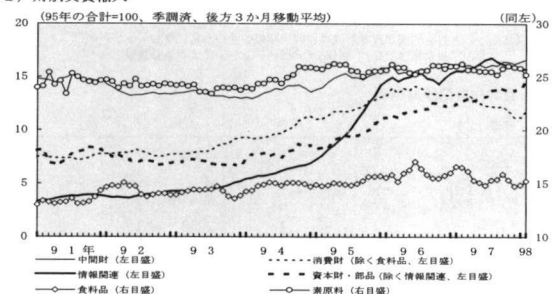
(図表 5)

財別実質輸出入

(1) 財別実質輸出



(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. 「食料品」は原料品、飲食物品。
3. 各財別計数は、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表 6)

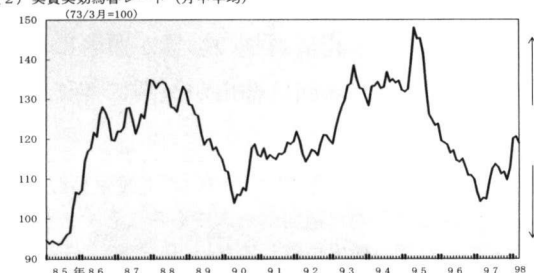
純輸出を取り巻く環境

(1) 海外経済 (実質GDP)

		97年 前期比増減率、東アジアは前年比、%							
欧 州	米 国	2.0	2.8	3.8	4.9	3.3	3.1	3.9	
	E U	2.5	1.8	n.a.	1.8	4.9	3.3	n.a.	
	ド イ ツ	1.8	1.4	2.2	1.5	3.8	2.9	1.1	
	フ ラ ン ス	2.1	1.5	2.4	1.3	4.7	3.7	3.1	
東 ア ジ ア	英 国	2.8	2.6	3.2	2.5	4.2	3.5	1.8	
	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	6.8	6.9	6.3	6.9	7.1	
中 国	香 港	3.9	5.0	5.2	6.0	6.8	5.7	n.a.	
	シンガポール	8.8	6.9	7.8	4.2	8.5	10.7	7.6	
	フィリピン	4.8	5.7	5.1	5.0	5.7	4.9	4.7	
	タ イ	8.7	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
ASEAN4	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	4.6	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)



- (注) 1. 日本銀行試算値。直近は、3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。

いては (図表 6 (1))、米国や欧州等が、持続的な成長を維持することが見込まれている。一方、ASEAN諸国の一部や韓国では、IMFなどの支援を受けた緊縮的な経済調整プログラムの下で減速傾向が強まっており、アジア向けの輸出は引き続き抑制されるとみられる。他方、アジア諸国からの輸入については、わが国と現地生産拠点との間で生産の棲み分けが進んでいる下で、現地企業の原材料・部品調達のための外貨繰り面の制約や、わが国の内需低迷もあって、当面、目立って増加することもないとみられる。この間、円の実質実効レートは、円高方向に進んだ前月並みの水準となっている (図表 6 (2))。上記の点を踏まえると、純輸出

は先行きも増加傾向が維持されると見込まれるが、そのテンポは緩やかなものとなる可能性が高い。

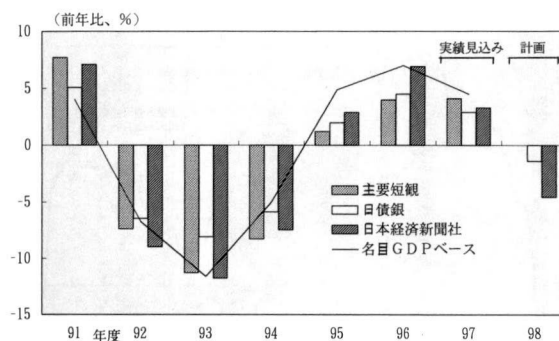
設備投資については、これまで製造業を中心に緩やかな増勢を続けてきたが、このところ明確に頭打ちとなってきた。先行指標の動きをみると（図表7-1）、機械受注、建築着工床面積のいずれも、非製造業を中心に減少に転じてきており、これまでに明らかになった98年度設備投資計画は、ここ2～3年の2月時点調査

を下回っている（図表7-2）。また、企業の中には、例年に比べ翌98年度の投資案件を固め切れていない先が多い模様であり、現在のような需要の低迷や収益の下振れ傾向（注4）、さらには資金繰り面の制約（後掲図表8）などが続くと、投資の先送り姿勢が強まる可能性がある。ただし、情報通信、環境関連などの中長期的視点に立った戦略投資意欲は引き続き根強いものがある

（図表7-2）

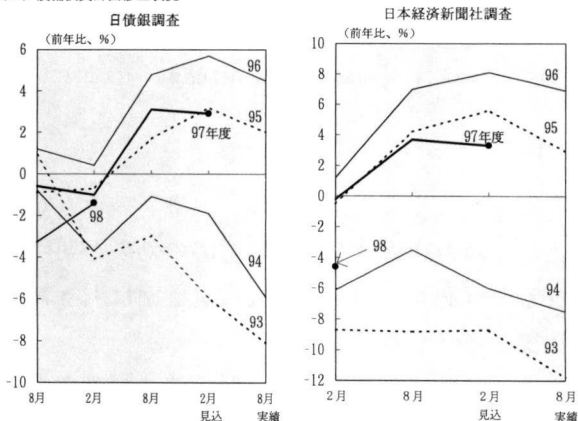
設備投資関連指標（2）

（3）設備投資年度計画



（注）97年度については、主要短観は97/12月調査時点の計画。日債銀は98/2月調査、日本経済新聞社は民間設備投資動向の最終集計（2月2日時点）の実績見込み。なお、97年度の名目GDPベースは上期実績。

（4）設備投資計画修正状況

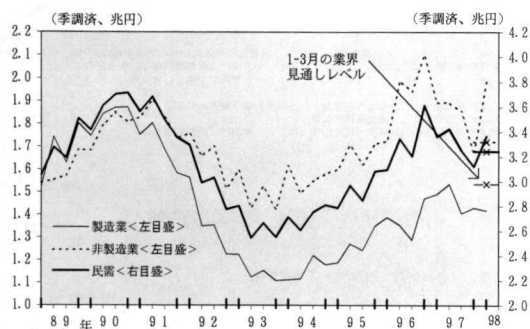


（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、日本債券信用銀行「設備投資計画調査」、日本経済新聞社「日本経済新聞、3/12日朝刊」、経済企画庁「国民所得統計」

設備投資関連指標（1）

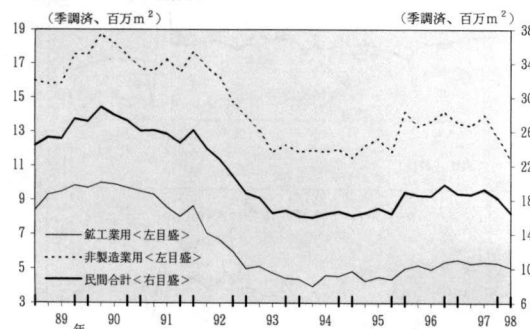
（図表7-1）

（1）機械受注



（注）1. 民間と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。
2. 98年1～3月は、1月の計数を四半期換算。

（2）建築着工床面積（非居住用）



（注）98年1～3月は、1月の計数を四半期換算。

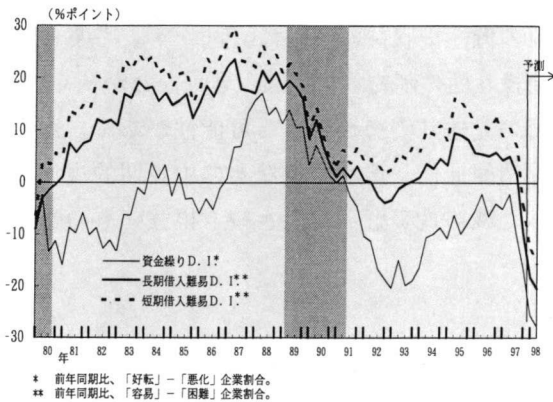
（資料）経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

（注4）法人企業統計調査（大蔵省調べ）によれば、全産業ベースの経常利益は、97年4～6月前年比+5.0%→7～9月同+4.0%→10～12月同-9.0%と、前年水準を下回ってきている。

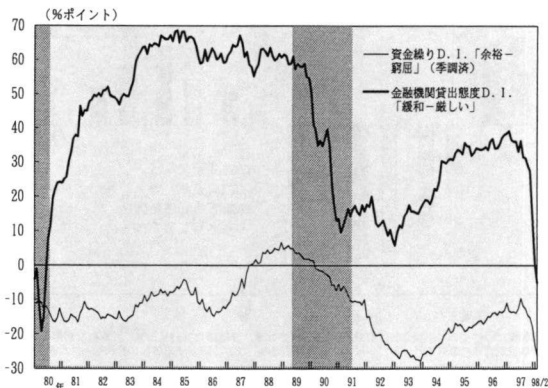
(図表 8)

企業金融関連判断指標 (中小企業)

(1) 中小企業動向調査 (四半期)



(2) 中小企業景況調査 (月次)



- (注) 1. シャドーは、公定歩合引き上げ局面。
2. 中小企業動向調査: 調査対象 11,827社 (有効回答数: 5,273社<97/12月調査>)
中小企業景況調査: 調査対象 900社 (有効回答数: 625社<98/2月調査>)

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」「中小企業景況調査」

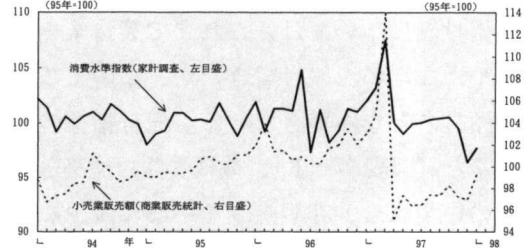
るとみられるほか、今後は、金融システム安定化のための諸施策など政策対応の効果が期待される面もあり、企業の設備投資計画は引き続き注視していく必要がある。

次に家計部門について、個人消費の動向をみると (図表9)、まず、旅行取扱額などのサービス支出は、これまで比較的底固く推移してきたが、ここにきて伸び悩み傾向を強めている。また、各種商品の販売動向をみると、昨年末にかけて大きく落ち込んだ後だけに、年明け後は一

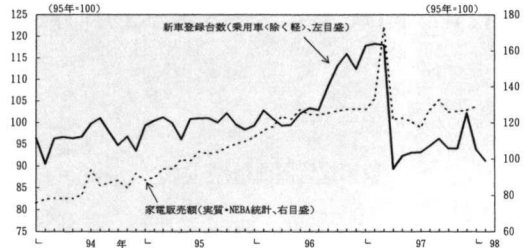
(図表9-1)

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



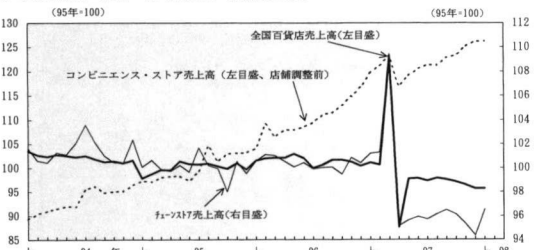
- (注) 1. X-12-ARIMA(βバージョン)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売販売総額は、日本銀行において、CPI (商品) で実質化。家電販売額は、各品目のCPI (但しパソコンはWPIで代用) を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。

(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」

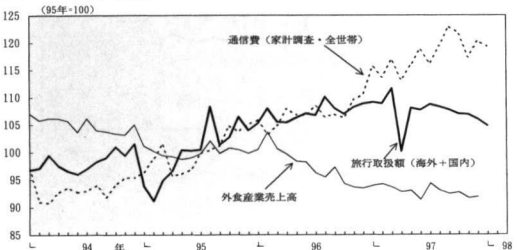
(図表9-2)

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バージョン)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」

段の悪化はひとまず回避されている。しかし、2月には乗用車販売が低迷を続けたほか、百貨店売上高なども引き続き低調であった模様であり、目下のところ回復を明確に示す動きは窺われていない。今般実施に移された特別減税の効果が今後期待されるが、これまでの消費性向の大幅な低下（図表10）の影響を、短期間に取り戻すような回復は見込み難いとみられる。

住宅投資をみると、新設住宅着工戸数は（図表11）、97年夏場以降、130万戸前後の低水準での推移が続いており、当面、現在のレベルから大きく持ち直す可能性は低い。

以上のような最終需要の動向を受けて、製造業の在庫状況をみると（後掲図表12）、最終需要財、生産財ともに積み上がりが見えてくる。

り、在庫調整の動きが本格化している。このため、鉱工業生産は（後掲図表13）、7～9月、10～12月と2四半期連続の減少となったあと、1～3月については、概ね横這い圏内の予想となっている。上記在庫調整圧力や、一部業界の減産計画拡大の動きなどを踏まえると、生産は今後も下振れやすい状況にあるものとみられ、基調としては減少傾向を続ける可能性が高い。

こうした中であって、雇用・所得環境をみると、労働需給は（後掲図表14）、新規求人数が製造業や建設業などを中心に減少に転じてきているほか、有効求人倍率も低下を続けている。

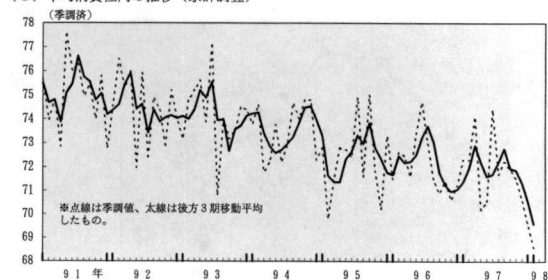
（図表11）

新設住宅着工戸数

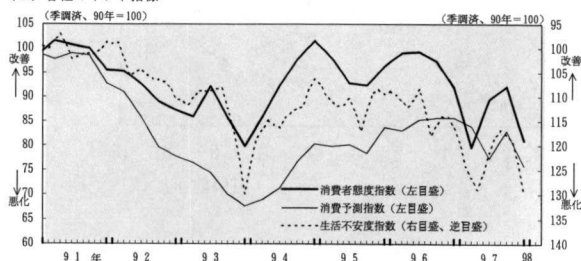
（図表10）

消費性向と消費者コンフィデンス

（1）平均消費性向の推移（家計調査）



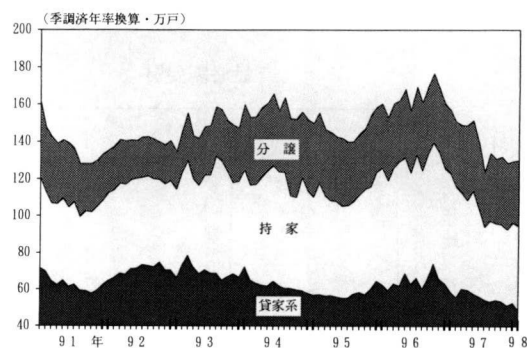
（2）各種マインド指標



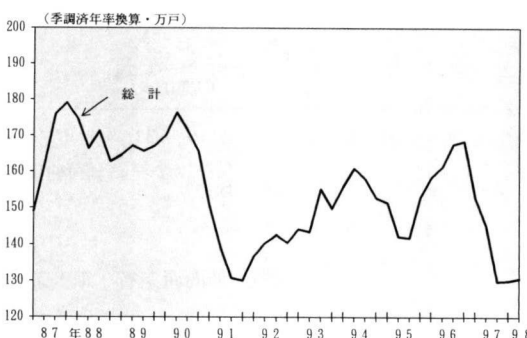
（注）1. 消費者態度指数、日経消費予測指数、生活不安定指数はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
2. 生活不安定指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。
3. 消費者態度指数は経済企画庁、消費予測指数は日経産業消費研究所、生活不安定指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

（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」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、総務庁「家計調査報告」

（1）月次



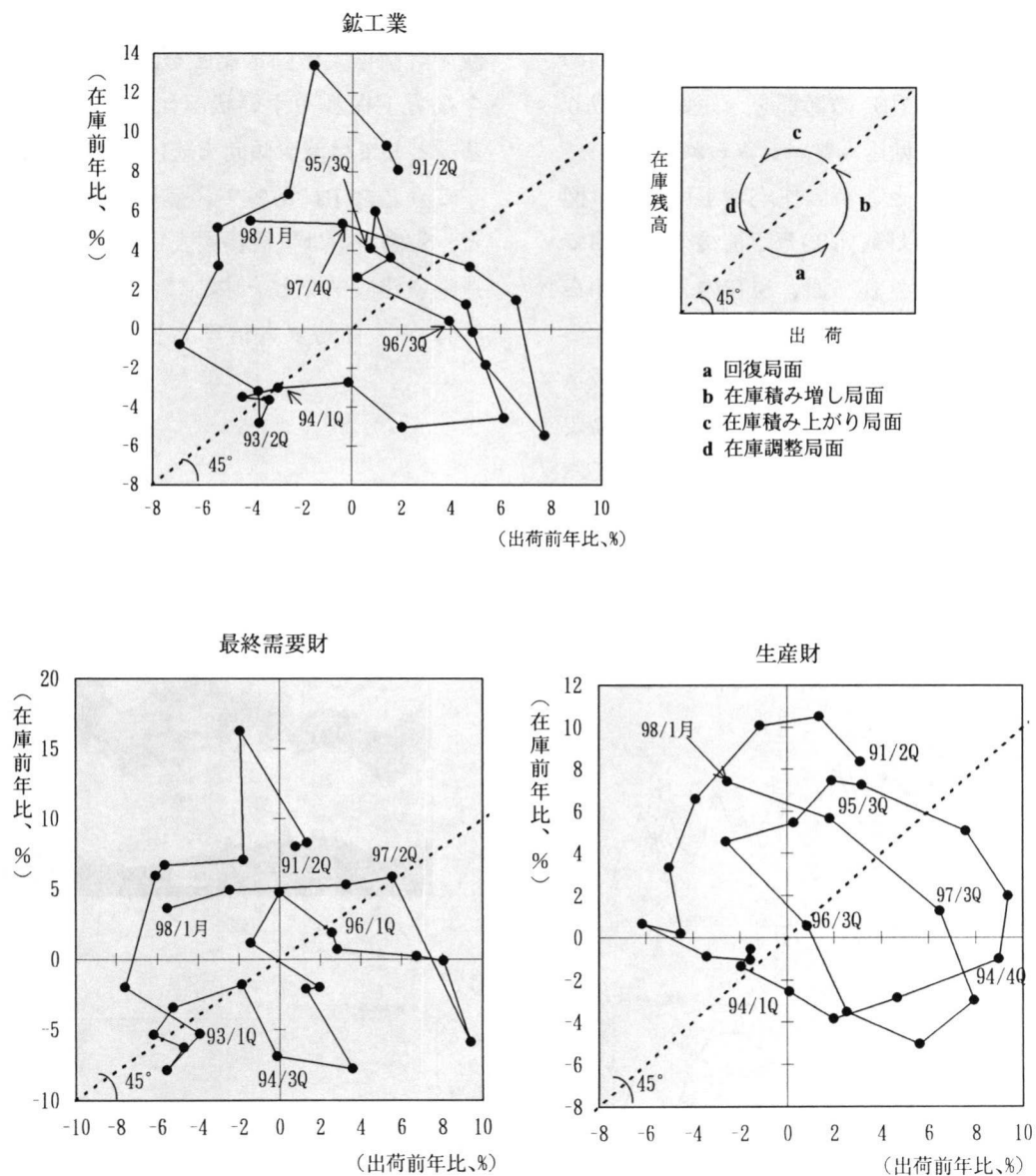
（2）四半期



（注）98/1Qは1月の値
（資料）建設省「建設統計月報」

(図表12)

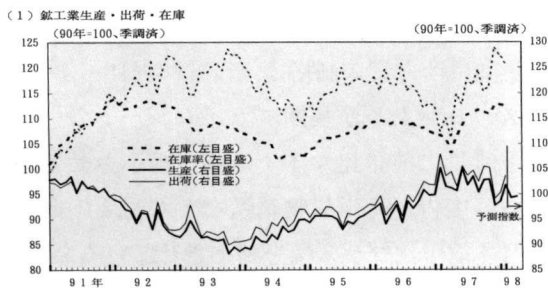
在庫循環



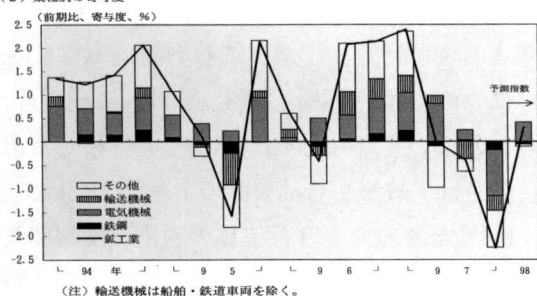
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

鉱工業生産・出荷・在庫

(図表13)



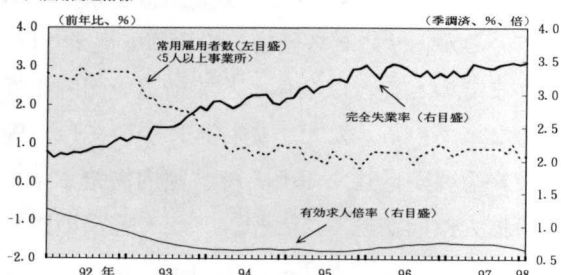
(2) 業種別の寄与度



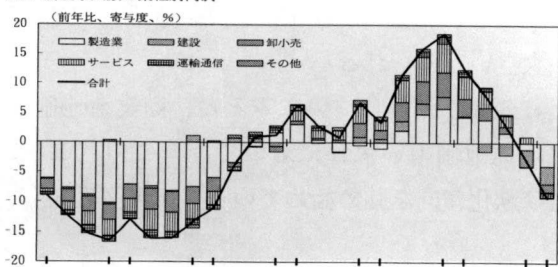
(図表14)

雇用関連指標

(1) 雇用関連指標



(2) 新規求人数の業種別内訳

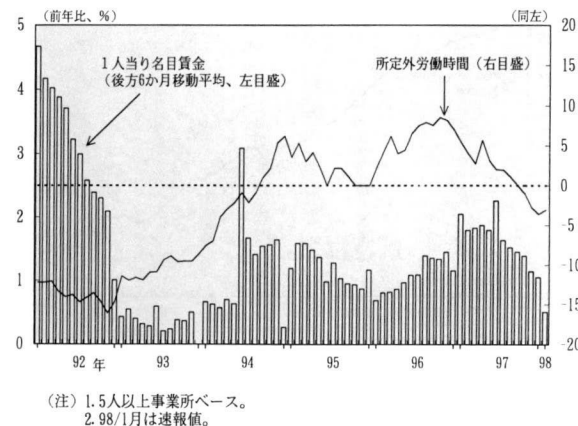


また、このところ非自発的な離職者数の増加に伴って、失業率は高水準で推移している。雇用者所得に関しても(図表15)、所定外労働時間の前年割れが続くもとで、所定外給与が前年水準を下回っているほか、今冬季の特別給与も業績の下振れを反映して低調に推移するなど、賃金の伸び率は一段と低下している。このように、所得形成の力は、ここにきてさらに弱まっているものとみられる。

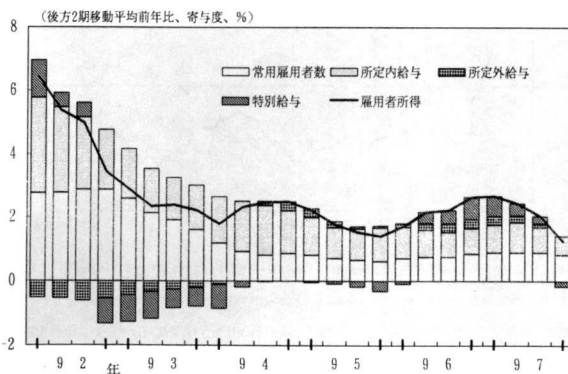
(図表15)

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5）

物価情勢をみると（図表16、17、後掲図表18）、まず輸入物価は、アジアにおける需給の緩和を背景とした、原油、非鉄金属、化学などの国際商品市況の軟化を映じて、下落が続いている。国内卸売物価は（夏季電力料金調整後、図表17（3））、こうした輸入物価の動きに加え、国内における公共投資や住宅投資の減少などから鉄鋼・建材関連の価格が統落するなど、軟化傾向

を続けている（97年7～9月前期比-0.5%→10～12月同-0.5%→98年1～2月の10～12月対比-0.3%）。

企業向けサービス価格は（後掲図表18（1））、リース・レンタルが長期プライムレートの引き上げを背景に前年比マイナス幅を縮小させている一方、広告や外洋貨物輸送などが需要の低下を映じて前年比プラス幅を縮小させているため、全体では前年並みの水準での推移となっている（7～9月前年比-0.2%→10～12月同0.0%→98年1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））、7～9月、10～12月はいずれも前年比+0.8%で推移したあと、1月は、被服や石油製品の下落等を受けて、同+0.6%となった。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上昇率は、10～12月の同+0.4%程度から1月は同+0.2%程度と、ここきて伸び率が鈍化してきている。

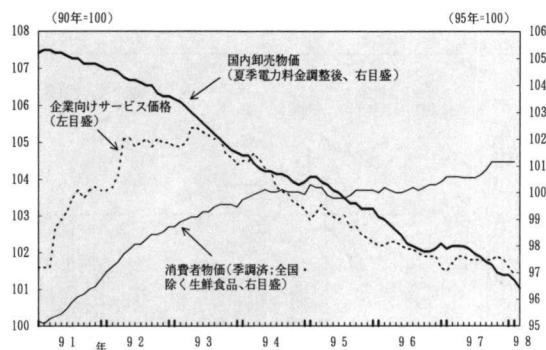
以上のように、物価は、商品価格が軟化を続けているが、サービス価格まで含めて捉えれば、これまでのところは全体として横這い圏内の推移となっている。ただ、先行きについては、国内最終需要が低迷するもとで、国内需給ギャップの拡大傾向が続くことや、アジア経済の調整の深まりによる国際商品市況の下落が、国内競合品価格の低下を徐々に促していく可能性を踏まえると、物価は、全般に軟調に推移する算が大きいとみられる。

この間、地価についてみると、商業地地価と住宅地地価のいずれにおいても、このところ、再び軟化傾向を強め始めている（後掲図表19）。

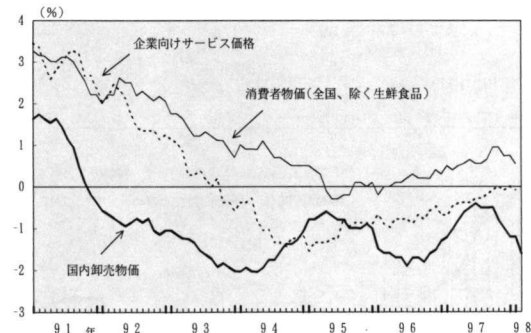
（図表16）

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。

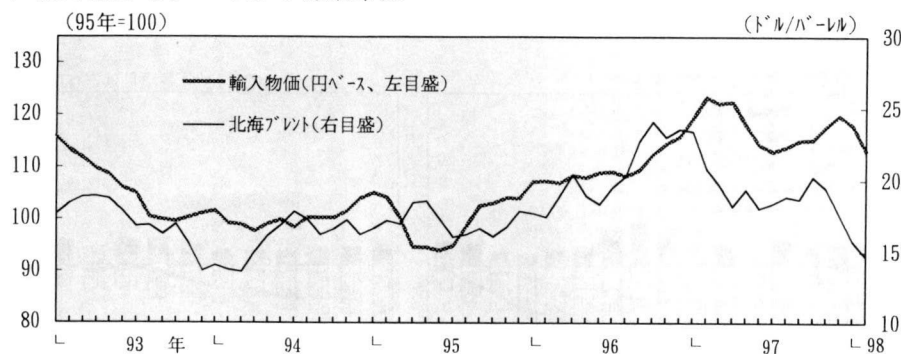
（資料）総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

（注5）以下、消費税率引き上げ分を控除したベース（日本銀行試算）。

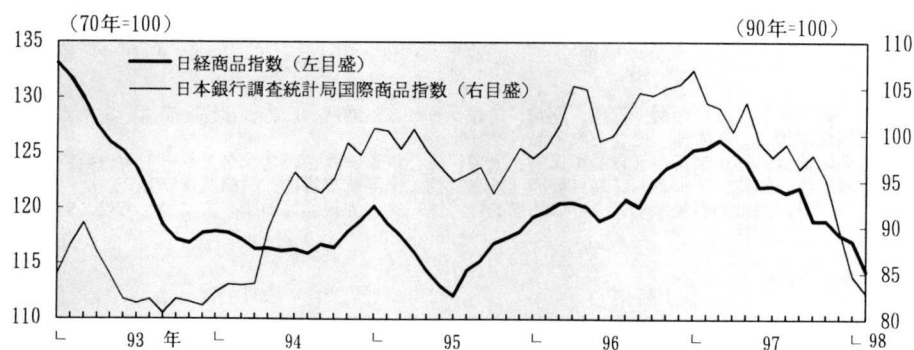
(図表17)

輸入物価と卸売物価

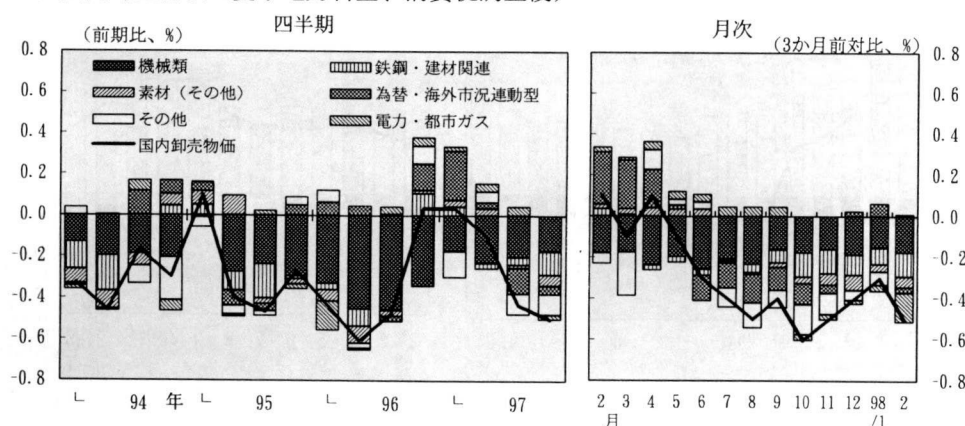
(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



(2) 商品市況



(3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



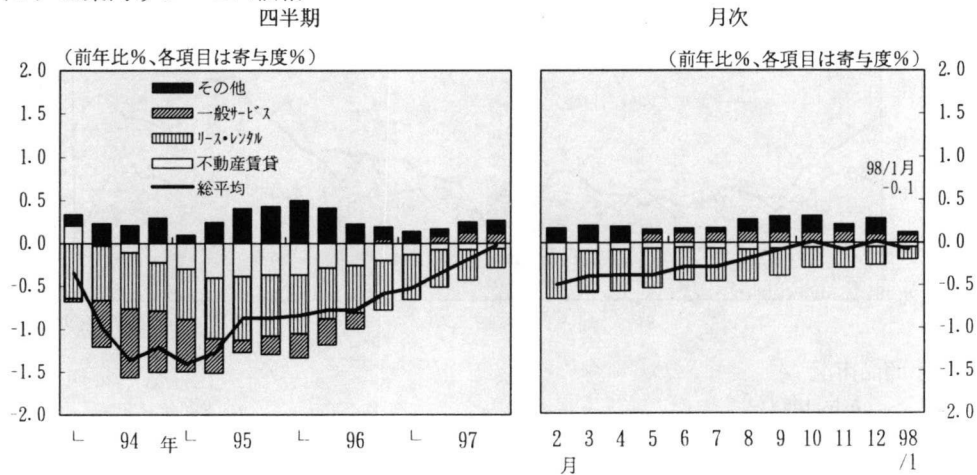
- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、セラミック類
 3. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 4. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道
 6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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)

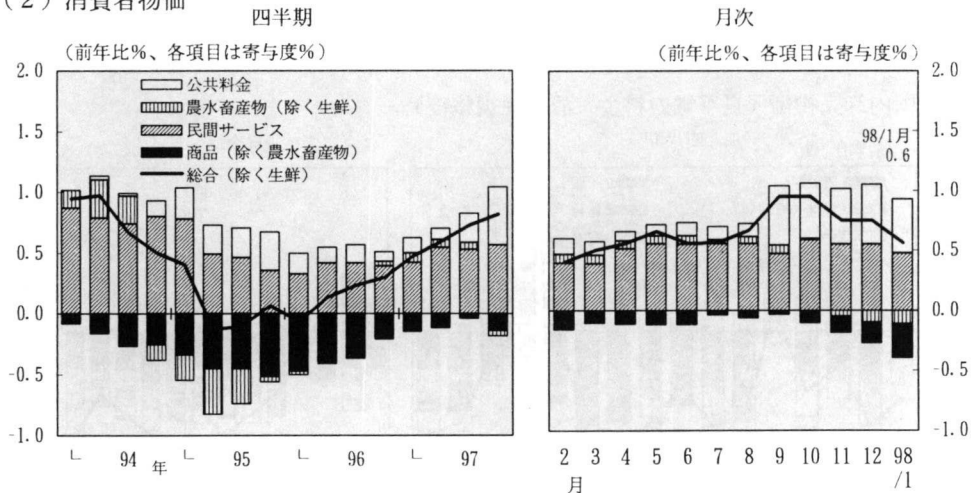
企業向けサービス価格と消費者物価

(1) 企業向けサービス価格



- (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

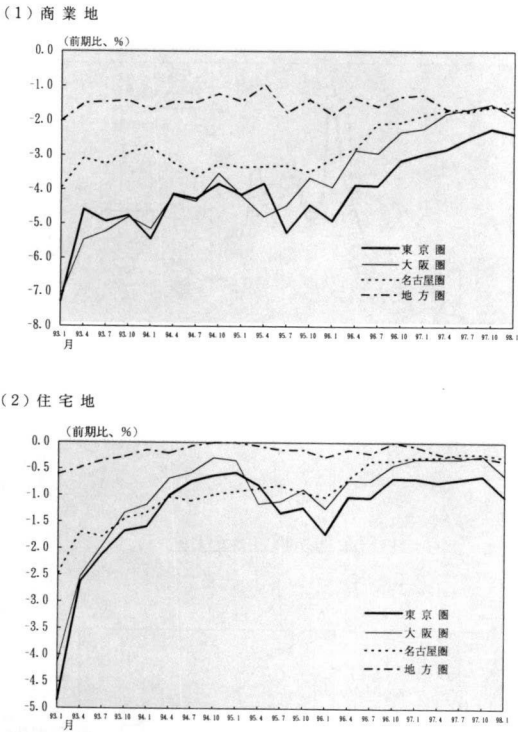


- (注) 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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」

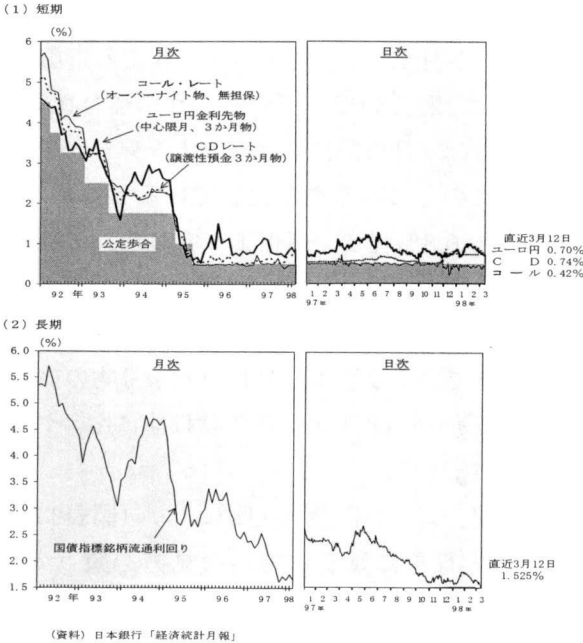
(図表19)

四半期別地価動向指数



(図表20)

市場金利等



(図表21)

短期金融市場

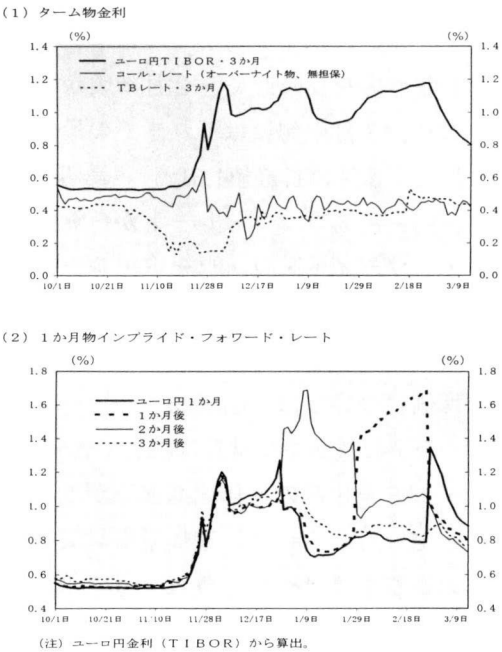
(注) 1. 97/4月以降は速報値。
2. 「四半期別地価動向指数」は、国土庁が実施している「短期地価動向調査(1、4、7、10各月1日時点の調査)」をもとに土地総合研究所が算出しているもの。
(資料) 土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」

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20(1)、21(1))、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、日本銀行による潤沢な期末越え資金供給等を反映して、このところ明確に低下し始めている。もっとも、昨秋以前に比べれば、なお0.3%前後高い水準にある。

3か月物ユーロ円レートを、1か月物の現物レート及びインプライド・フォワード・レートを分解してみると(図表21(2))、期末越えに



相当するレートは、年初来概ね1.3～1.7%のレンジで推移してきたが、このところ1%を下回る水準にまで低下してきている。このことからみて、3月末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、和らいできているように窺われる。もっとも、4月以降にスタートするレートをみると、このところやや軟化しているとは言え、なお0.7～0.8%程度で高止まっており、市場では信用リスクを強く意識した状況が続いている。

ジャパン・プレミアムも（図表22）、かなり低下してきているが、1か月物～6か月物のいずれをみても0.2%程度と、昨年秋以前に比べやや高い水準にある。

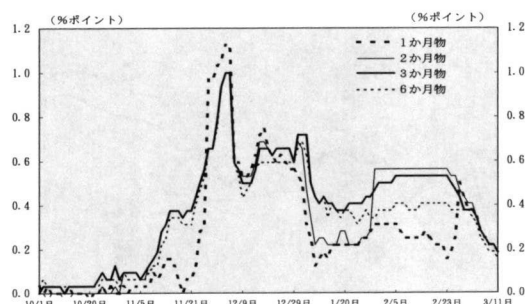
この間、ユーロ円金利先物により（図表23）、金利の先行きに対する市場の見方を窺うと、2月初頃に比べ全般に幾分低下している。これは次に述べる長期金利と同様、実体経済指標の弱さを反映した動きとみられる。

長期国債利回り（指標銘柄の流通利回り、前掲図表20（2））をみると、追加景気対策への思惑から振れを伴いつつも、均してみれば、実体経済指標の弱さを反映して、2月初頃から低下基調にあり、3月中旬にはそれまでの最低水準を更新した（3月11日終値1.51%）。長期金利の動きを、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・レートに分解してみても（図表24）、1月下旬頃に比べ、全期間にわたり幾分低下している。

一方、株価については（図表25（1））、実体経済指標や企業収益面での材料は総じて弱い、金融システム安定化策の具体化進展等が下支え要因になっているとみられ、追加景気対策に対する思惑の影響を受けつつ、概ね1万7千円前後で一進一退の動きを続けている。イールド・スプレッド（国債利回り－予想株式益回り）を

（図表22）

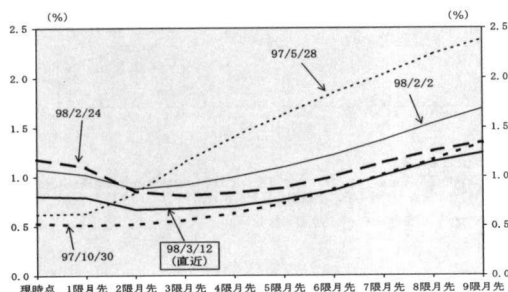
ジャパン・プレミアム



（注）ジャパン・プレミアム＝東京三菱銀行オファーレート－パナソニック銀行オファーレート
（資料）British Bankers' Association

（図表23）

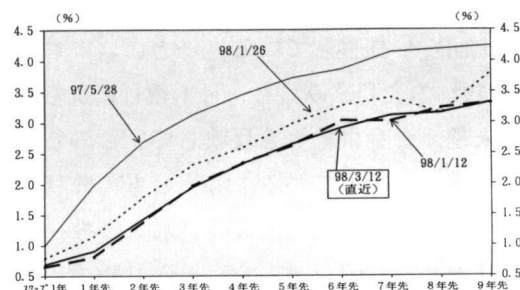
ユーロ円金利先物（3か月）



（資料）日本経済新聞社「日経金融新聞」

（図表24）

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」

みると（図表25（2））、昨年末頃までの下落傾向には歯止めがなかったとみられるが、なお低水準にとどまっており、企業収益の期待成長率やリスクに関する市場の見方は、依然として厳しいように窺われる。

この間、民間債（金融債、社債）の利回りについてみると（図表26、後掲図表27）、昨年末頃に国債利回りとの格差が拡大した後、その格差が概ね保たれたまま、ないしさらに若干拡大して最近に至っている。こうした動きは、資本市場における信用リスクに対する選別姿勢が、引き続き強いことを示しているものとみられる。

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後、2月半にかけては円高に転じたが、最近再び弱含みとなり、128～129円程度の動きとなっている。この間、円の実質実効レートは、昨年後半における対アジア通貨での円高を主因に、昨年前半に比べ1割強上昇している（前掲図表6（2））。

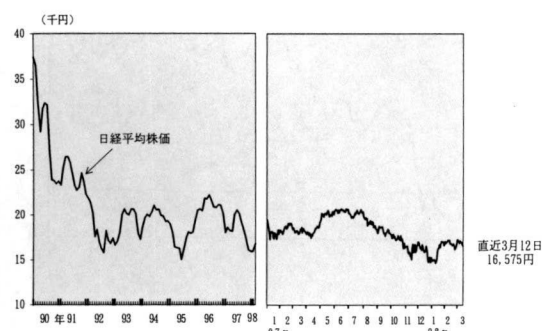
（2）量的金融指標

マネーサプライの動向をみると、1月のM₂+CDは、前年比（+4.3%）、季調済み3か

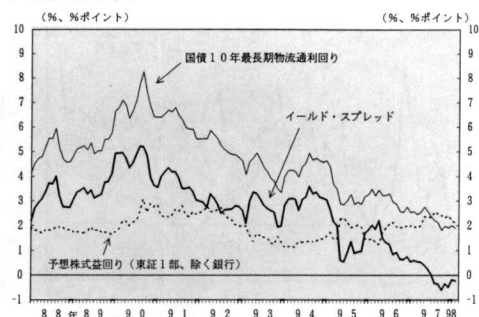
（図表25）

株 価

（1）株式市況



（2）イールド・スプレッド



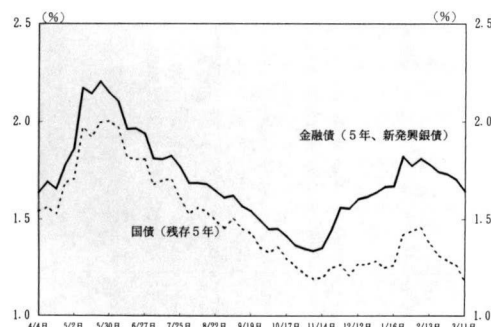
（注）1. イールド・スプレッド＝国債利回り－予想株式益回り
2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

（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」

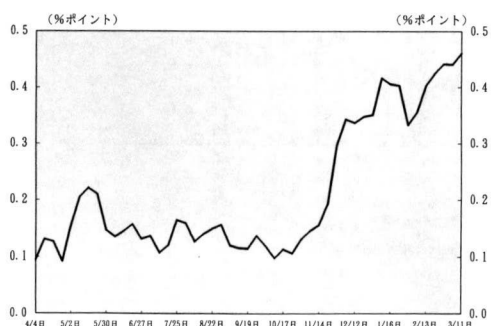
（図表26）

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）

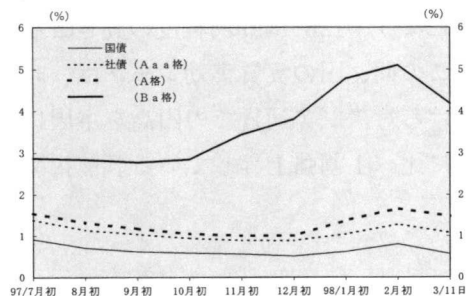


（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

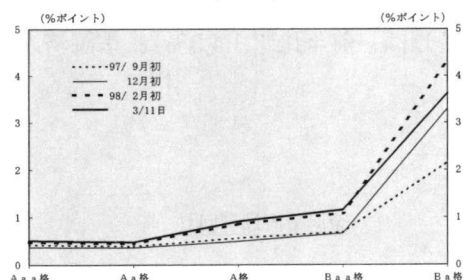
(図表 27)

社債流通利回り

(1) 流通利回り



(2) スプレッド (社債流通利回りー国債流通利回り)

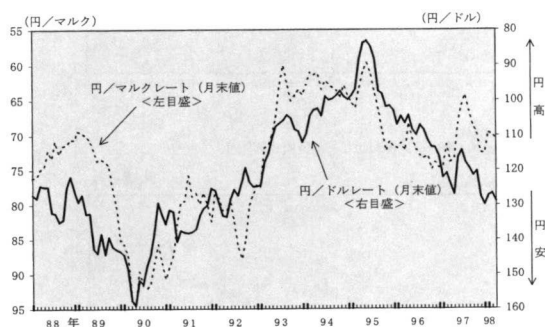


(注) 国債、社債とも残存年数2年。格付はムーディーズによる。

(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) 98/3月は3月12日計数。

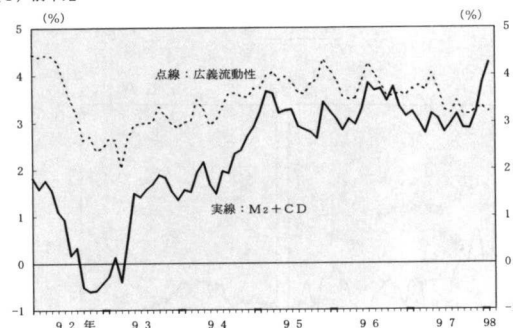
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

月前比年率(+7.3%)とともに、高い伸び率を示した(図表29)。これは、民間部門の資金調達が底固く推移する一方で、投信等からのシフトが続いていることなどによるものとみられる(注6)。また、 $M_2 + CD$ 内の動きとしては、 M_1 や現金通貨が、引き続き大きく伸びている(図表30)。これらの特徴からみて、最近におけるマネーサプライの増加は、金融システムや景気に対する不透明感を背景に、企業が手元流動性を積み増そうとする動きや、家計が金融資産を振り替える動きなどを、反映したものとみられる。

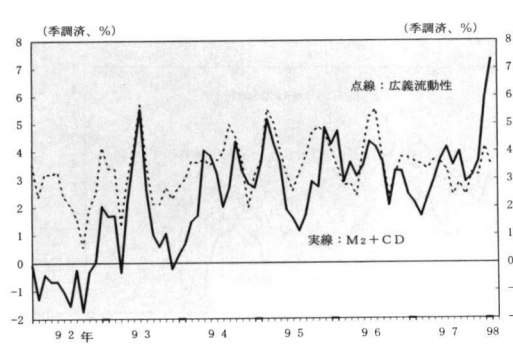
(図表 29)

マネーサプライ ($M_2 + CD$ 、広義流動性)

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率



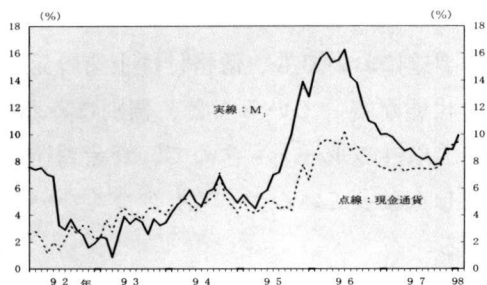
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(注6) この間、郵便貯金は、高い伸びを続けており(11月末残高前年比+5.5%、12月同+6.2%、1月同+6.5%)、 $M_2 + CD$ の伸び率をむしろ低下させる要因として働いたと考えられる。

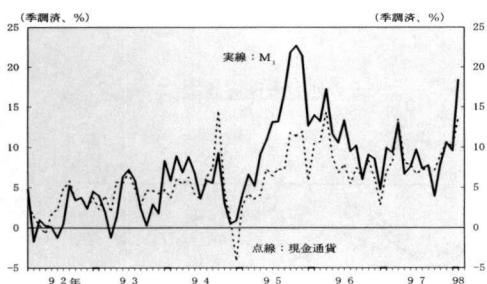
(図表30)

マネーサプライ (M1、現金通貨)

(1) 前年比



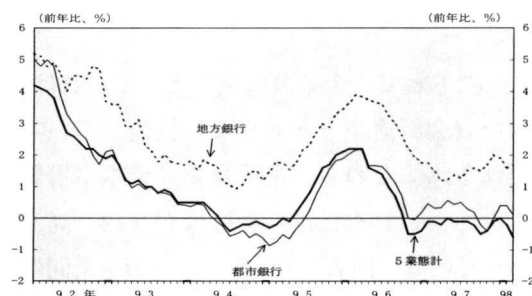
(2) 3か月前比年率



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表31)

民間銀行貸出

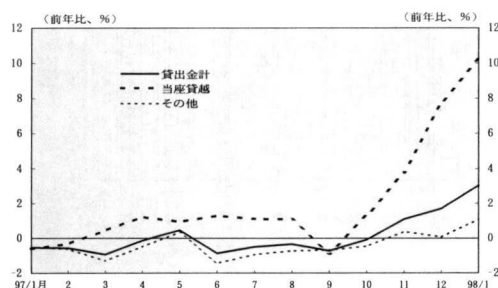


(注) 1. 総貸出平残ベース。
2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

(図表32)

都銀貸出の種類別内訳



(注) 未残ベース。在外支店勘定を含まない。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

民間銀行貸出を5業態ベースでみると(図表31)、2月は前年比減少幅がやや拡大した(注7)。そうした中で、ヒアリング情報等を総合すると、大企業を中心とした手元流動性積み上げ需資の増大が、貸出量の底上げに寄与している模様である。因みに、都銀の貸出(在外支店勘定を含まないベース)を種類別にみると、大企業向けの短期貸出が多いとみられる当座貸越が、大きく伸びており、それ以外は低調に推移している(図表32)。こうしたことなどからみて、銀行貸出のアベイラビリティには、借り手によるばらつきが強まってきている可能性が高いように窺われる。

(3) 民間金融機関の貸出姿勢と企業金融

民間金融機関の貸出姿勢についてみると、貸出に対する自己資本面からの制約は、①株価や円相場に対する下値不安が一時期に比べて薄らいできたこと、②公的資金の導入等の自己資本増強策が具体化しつつあること、などを反映して、幾分緩和してきている模様である。もっと

(注7) もっとも、これには、為替円高による外貨建貸付の円換算額減少や、債権流動化の増加等が、かなり影響している模様であり、こうした要因を除けば、減少幅はさほど拡大していないものとみられる。

も、上位業態を中心に、より中期的な観点から、収益性・健全性向上のために融資先を慎重に選別していくという姿勢には、基本的な変化はみられない。

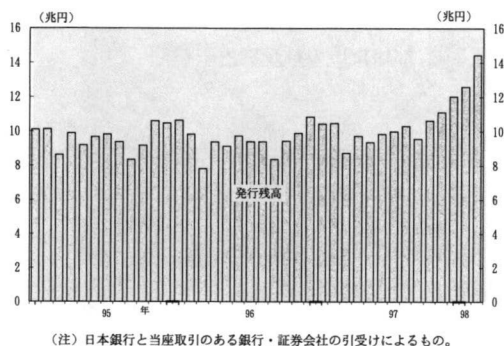
こうしたもとで、企業金融全体としてみれば、代替的な資金調達ルートもかなり機能しているとみられる。すなわち、民間企業の資本市場調達をみると、CPや社債の発行は引き続き高水準となっている（図表33）。また、中小企業向け

の政府系金融機関における融資相談額は、昨年末から急増しており、実際の貸出残高も、このところ前年比のマイナス幅が縮小ないしプラスに転じてきている（図表34）（注8）。ただし、資本市場調達においても、低格付け企業の発行が困難な状態が続いているなど、個別にみれば、銀行貸出以外のルートも含めて、資金調達が全般に厳しくなっているケースも少なくないと考えられる。

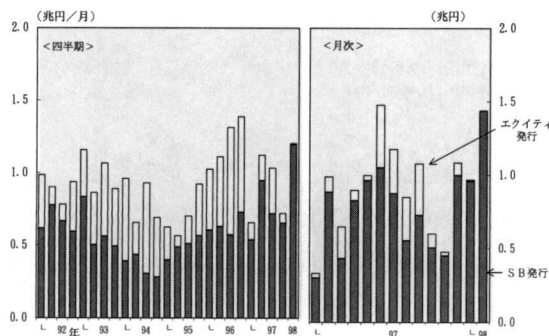
（図表33）

資本市場調達

（1）CP



（2）社債・株式

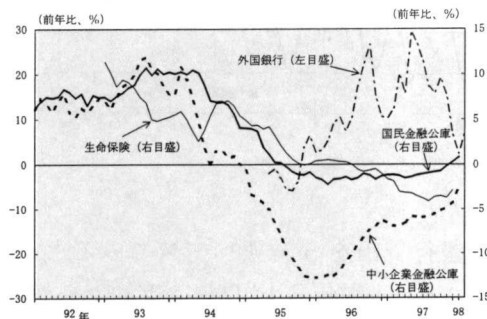


（資料）日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、公社債引受協会「公社債月報」等

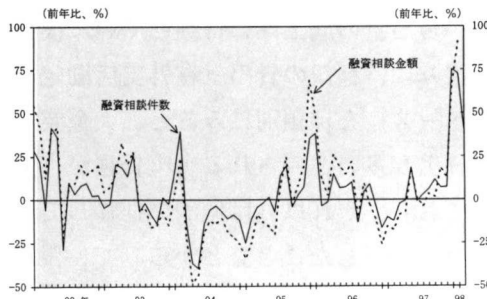
（図表34）

その他金融機関貸出

（1）その他金融機関貸出



（2）中小企業金融公庫の融資相談件数・金額（直貸分）



（資料）日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

（注8）このほか、生命保険会社についても、統計に速報性がないことから計数面での確認が困難ではあるが、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。

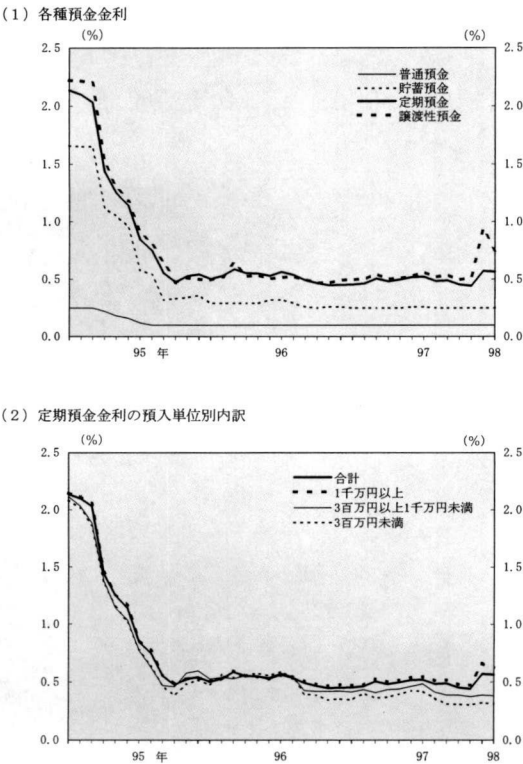
次に、企業金融の動向を、資金調達コスト面からみるため、まず銀行の資金調達コストをみると、既述のターム物市場金利のほか、それと裁定関係にある市場性預金（CD、大口定期預金）の金利も、12月以降上昇している（図表35）。もっとも、銀行が短期プライムレートを据え置いているため、短期貸出約定平均金利は（図表36（1））、これまでのところ、市場金利からスプレッド貸出金利への転嫁を反映した変動にとどまっている（12月に小幅上昇、1月に一部

反落）。この間、長期貸出約定平均金利は、長期プライムレートの引き上げにより、1月以降幾分上昇している（図表36（2））。

資本市場においても、CP発行金利（最上位格付取得先）は、3か月物が一時1.5%を超えた1月初に比べれば幾分低下しているが、なお1%強と、昨年秋以前に比べて高い状況が続いている。社債発行金利も、12月から1月にかけて信用力に基づく格差が拡大した後、現在もその格差が維持されたままとなっている。

（図表 3 5）

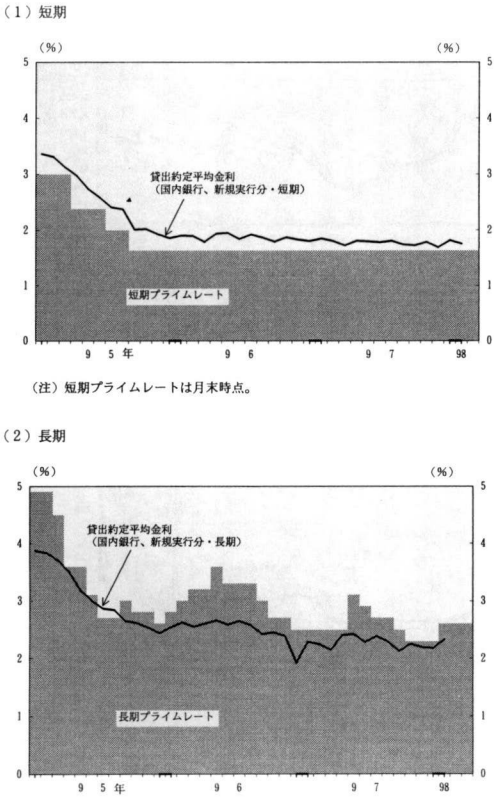
預 金 金 利



（資料）日本銀行「経済統計月報」

（図表 3 6）

貸 出 金 利



（資料）日本銀行「経済統計月報」

以上を踏まえると、企業の資金調達額全体としては、増加を続けている可能性が高いが、金融機関、資本市場とも信用リスクに対する選別姿勢が引き続き強いもとで、中小企業を中心に、企業によっては資金繰り環境が厳しさを増しているとみられる（注9）。こうした金融面の動向が、実体経済にどのような影響を及ぼしていくのか

については、引き続き注意深くみていく必要がある。

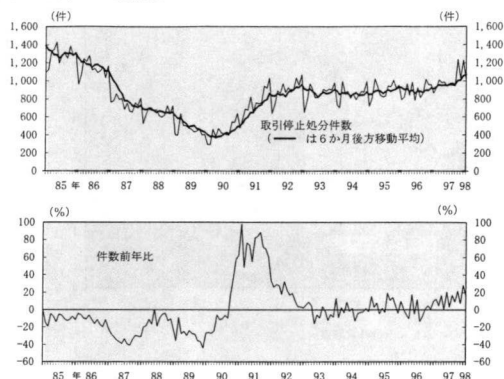
（本稿は、3月13日に開催された金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている）

（注9）中小企業向けアンケート調査によれば、企業の資金繰りに関する判断は、このところ月を逐って厳しくなっている（前掲図表8）。また、企業倒産関連指標をみても、急速ではないにせよ、次第に増勢を強めてきているように窺われる（図表37）。

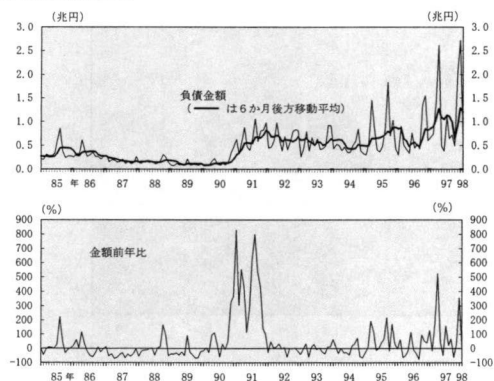
（図表37）

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」