

金融経済月報（98年4月）（注1）

1998年4月13日

日 本 銀 行

■基本的見解（注2）■

わが国経済をみると、家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。

最終需要面をみると、これまで経済活動を下支えしてきた純輸出の増加テンポが鈍化しており、設備投資には減少の兆しが現れ始めている。個人消費は、特別減税の実施にもかかわらず、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、公共投資もこれまでのところは減少傾向にある。こうした最終需要動向の弱さを背景として、在庫が大幅に積み上がっているため、鉱工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益が急速に悪化するなど、雇用・所得環境は厳しさを増してきており、これが国内需要の一段の低迷につながっている。

先行きについてみると、アジア経済の調整の深まりなどを受けて、純輸出に景気の悪化を食い止めるほどの勢いは見込みにくくなっており、また設備投資は、企業収益の悪化を主因に減少を続け、調整局面に入るとみられる。個人消費に関しては、消費マインドの萎縮にはある程度の歯止めがかかるとしても、所得形成の力の弱まりを踏まえると、明確な改善は期待できない。すでに現状、在庫水準が相当高くなっている下で、このように国内民間需要に目立った回復を見込みにくいことから、少なくとも当面は、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続く公算が大きい。ただしその一方で、すでに実施に移されている金融システム安定化策や特別減税に加え、現在、追加的な景気対策が検討されており、その具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響などに注目していく必要がある。

この間、物価面をみると、内外市場における需給の緩和を反映して、卸売物価の下落が続いているほか、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た前年比上昇率が、

（注1）本稿は、4月9日に開催された政策委員会・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2）本「基本的見解」は、4月9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決定されたものである。

ゼロ近傍まで低下してきている。先行きも、国内需給ギャップの拡大傾向が続くことや、これまでの国際商品市況の下落の影響から、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられ、こうした物価の状況が企業活動に及ぼすリスクについても、注意深くみていくことが適当である。

金融面をみると、短期金融市場におけるターム物金利やジャパン・プレミアムは、日本銀行による潤沢な期末越え資金の供給や金融システム安定化策の具体化進展などを反映して、2月末から3月半ばにかけてかなり低下し、その後も総じて落ち着いた推移を辿っている。ただ、その水準は、昨年秋以前に比べて依然やや高めのレベルにあり、信用リスクに対する市場の意識が引き続き根強いことが窺われる。この間、弱めの実体経済指標の発表等を受けて、長期国債利回りが過去最低圏内で推移し、株価も3月末以降軟化している。

量的金融指標をみると、2月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等から引き続き高めの伸びとなった。この間、民間金融機関貸出は低調な動きを続けているが、企業の資金調達全体でみれば、資本市場等からの調達増加もあって、大きな落ち込みは避けられているように窺われる。

一方金融機関サイドは、中期的な収益性や健全性の向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持している。また、企業の調達コスト面では、信用力に伴う金利格差が拡大したままの状態が続いているとみられる。このため、中小企業などを中心に、企業によって厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、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に減少傾向を続けている。今後は、97年度補正予算の執行が進むほか、98年度当初予算分の前倒し執行や

（図表1-1）

国内主要経済指標（1）

（前年比、％）

	97/7-9月	10-12月	98/1-3月	97/12月	98/ 1月	2月	3月
消費水準指数（全世帯）	1.4	-2.3	n. a.	-4.8	-4.1	p -4.4	n. a.
全国百貨店売上高	-1.3	-3.0	n. a.	-4.1	-2.0	p -5.4	n. a.
チェーンストア売上高	-3.6	-5.3	n. a.	-7.0	-4.6	-5.0	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-10.3	-13.7	-21.5	-3.9	-23.1	-23.2	-19.8
家電販売額（NEBAベース）	-3.7	-4.5	n. a.	-5.8	-2.6	-9.5	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	2.2	1.0	n. a.	-0.2	-5.4	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 <季調済年率換算、万戸>	130	130	n. a.	129	131	133	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	1.3	-13.4	n. a.	-8.9	-4.7	n. a.	n. a.
製造業	8.7	-2.9	n. a.	-2.4	-6.0	n. a.	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-4.1	-20.4	n. a.	-13.7	-3.4	n. a.	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	3.8	-8.0	n. a.	-8.4	-12.7	-7.7	n. a.
鉱工業	8.4	-1.4	n. a.	-8.0	-11.0	-1.1	n. a.
非製造業	2.2	-10.5	n. a.	-8.6	-13.4	-10.1	n. a.
公共工事請負金額	-1.7	-9.1	n. a.	5.1	0.1	4.2	n. a.
実質輸出 <季調済前期（月）比、％>	0.6	1.3	n. a.	0.8	3.2	-5.0	n. a.
実質輸入 <季調済前期（月）比、％>	2.5	-3.7	n. a.	10.0	1.1	-10.3	n. a.
生産 <季調済前期（月）比、％>	-0.4	-2.3	n. a.	1.1	2.9	p -3.3	n. a.
出荷 <季調済前期（月）比、％>	0.6	-2.5	n. a.	1.4	3.4	p -3.6	n. a.
在庫 <季調済前期（月）比、％>	0.7	1.2	n. a.	0.4	0.1	p 0.5	n. a.
在庫率 <90年=100、季調済>	115.3	122.6	n. a.	122.6	121.6	p 127.0	n. a.

(図表 1 - 2)

国内主要経済指標 (2)

(前年比、%)

	97/7-9月	10-12月	98/1-3月	97/12月	98/ 1月	2月	3月
有効求人倍率 <季調済、倍>	0.73	0.69	n. a.	0.67	0.64	0.61	n. a.
完全失業率 <季調済、%>	3.41	3.46	n. a.	3.45	3.48	3.59	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	1.1	-2.5	n. a.	-3.6	-3.1	p -5.8	n. a.
雇用者数(労働力調査)	1.0	1.0	n. a.	0.8	0.3	-0.1	n. a.
常用雇用者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	0.9	0.8	n. a.	0.7	0.7	p 0.6	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	1.5	0.7	n. a.	0.7	-0.8	p 0.0	n. a.
国内卸売物価	-0.5	-1.0	-1.6	-1.2	-1.2	-1.6	-2.0
全国消費者物価	0.6	0.7	n. a.	0.3	0.3	0.4	n. a.
除く生鮮食品	0.8	0.8	n. a.	0.8	0.6	0.4	n. a.
企業向けサービス価格	-0.2	0.0	n. a.	0.0	-0.1	-0.2	n. a.
マネーサプライ(M ₂ +CD) <平残前年比、%>	3.0	3.3	n. a.	3.9	4.5	p 4.8	n. a.
取引停止処分件数	9.5	19.0	n. a.	28.4	16.2	18.0	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。

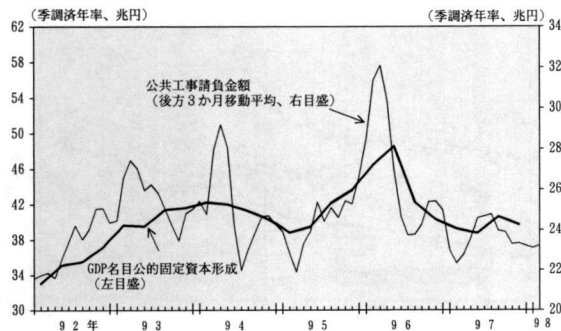
3. 国内卸売物価、全国消費者物価、企業向けサービス価格は、いずれも97/4月の消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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)

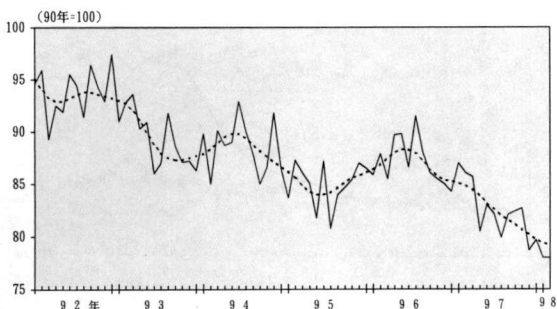
公共投資

(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



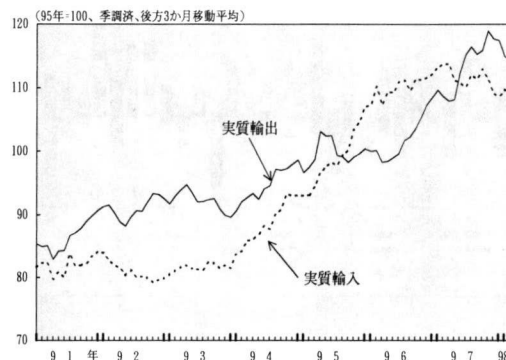
(注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。
2. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。
実値は季節調整系列 (= $T \cdot C \cdot I$)、点線はその趨勢循環変動成分 (= $T \cdot C$)。
ただし、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot D \cdot I$ (乗法型を仮定)。
Y: 原系列、TC: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、
D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

(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」

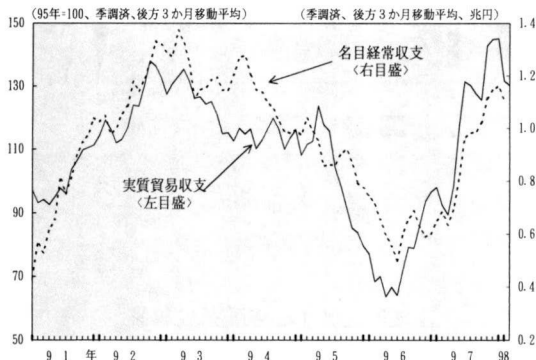
(図表 3)

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. 実質輸出入及び実質貿易収支はX-11、名目経常収支は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」

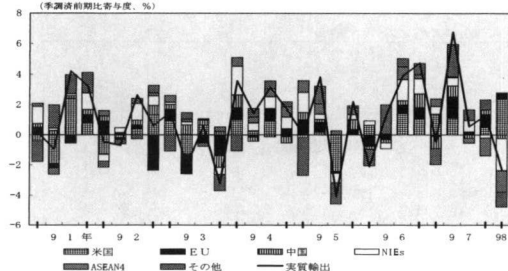
公共事業の追加など、現在検討されている財政面からの追加措置が決定され、実施に移されることになれば、公共投資の減少には歯止めがかかっていくと見込まれる。

次に、実質輸出は(図表3、後掲図表4～6)、欧米向けが引き続き堅調裡に推移している一方で、ASEAN、韓国向けについては、これら諸国における通貨・経済調整の影響が顕著に現れていることから、1～2月平均でみると、前10～12月期対比で減少に転じており、増勢の鈍

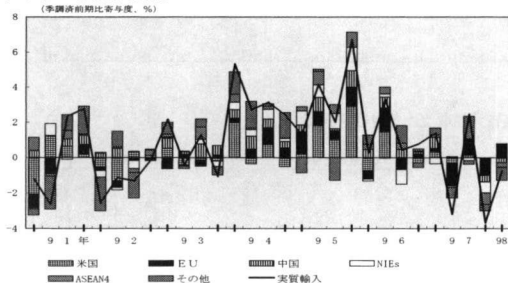
化が次第に明確となってきた。先行きの輸出を取り巻く環境をみると、まず、円の実質実効レートは(後掲図表7(1))、1月から2月にかけて円高方向に進んでいたが、最近では、対米ドルなどで下落していることから、再び円安方向への動きとなり、97年末頃の水準まで戻している。次に海外経済については(後掲図表7(2))、米国や欧州等では引き続き総じて良好な経済パフォーマンスが続くことが見込まれる一方、アジア諸国については、外貨繰りの制約は

(図表 4) 地域別実質輸出入

(1) 日本からの地域別実質輸出



(2) 日本の地域別実質輸入



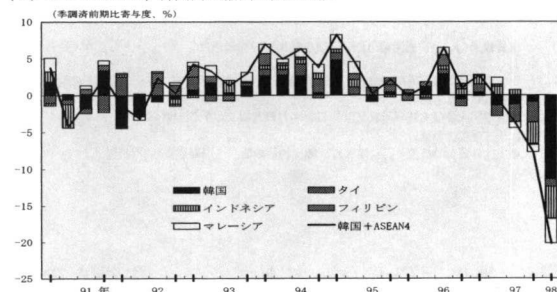
- (注) 1. 実質輸出入計と、各地域別実質輸出入の積み上げが完全に一致しないのは、実質化の際の季節調整の誤差等による。
2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
3. 98/1Qは、1-2月実績の四半期換算値。
4. 各計数ともX-11による季節調整値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

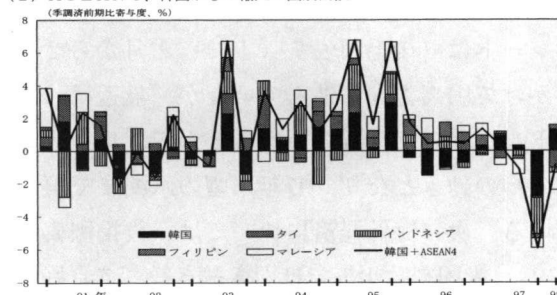
(図表 5)

ASEAN4、韓国との貿易

(1) ASEAN4、韓国向け輸出の国別内訳



(2) ASEAN4、韓国からの輸入の国別内訳



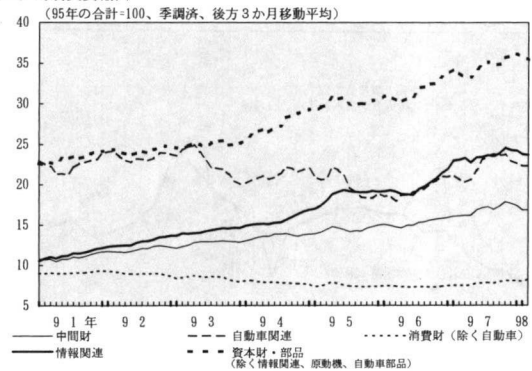
- (注) 1. 98/1Qは1-2月実績の四半期換算値。
2. 各計数とも、X-11による季節調整値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

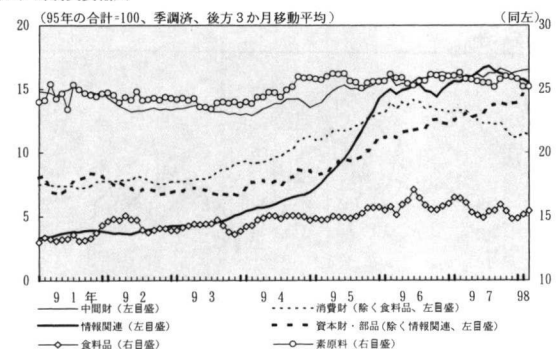
(図表 6)

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. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。
3. 各計数ともX-11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」

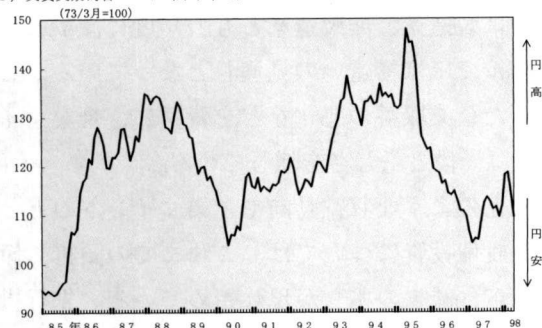
徐々に解消に向かうとしても、国内経済の調整は今後一段と濃化していくとみられる。これらの諸情勢を踏まえると、わが国の実質輸出の増勢は、当面、かなり緩やかなものとなる可能性が高い。

一方、実質輸入は（前掲図表3、図表4～6）、97年10～12月に減少の後、1～2月もほぼ横這いとなっており、わが国の内需低迷などを映じて、弱含み横這い圏内の動きとなっている。アジア諸国からの輸入については、円がこれら諸国の通貨に対して大幅に上昇しているにもかかわらず減少を続けており、アジア諸国からの輸

(図表 7)

純輸出を取り巻く環境

(1) 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、4月8日までの平均値。
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、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

(2) 海外経済 (実質GDP)

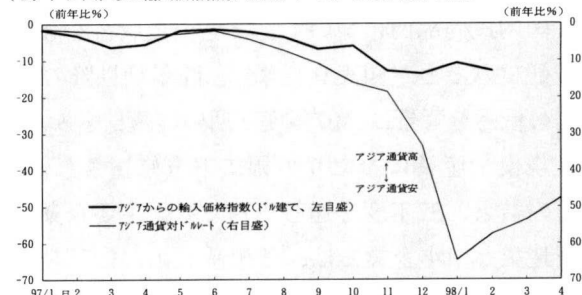
		95年	96年	97年	97年	97年	97年	97年
					1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
欧 州	米 国	2.0	2.8	3.8	4.9	3.3	3.1	3.7
	E U	2.5	1.8	n.a.	1.8	4.9	3.3	n.a.
	ド イ ツ	1.8	1.4	2.2	1.5	3.8	2.9	1.1
	フ ラ ン ス	2.1	1.5	2.4	1.3	4.7	3.7	3.1
東 ア ジ ア	英 国	2.8	2.5	3.1	2.1	3.5	3.6	2.5
	中 国	10.5	9.7	8.8	9.4	9.5	9.0	8.8
	韓 国	8.9	7.1	5.5	5.7	6.6	6.1	3.9
	台 湾	6.0	5.7	6.8	6.9	6.3	6.9	7.1
ア ジ ア	香 港	3.9	5.0	5.2	6.0	6.8	5.7	2.4
	シンガポール	8.7	6.9	7.8	4.2	8.5	10.7	7.6
	タ イ	8.7	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	インドネシア	8.2	8.0	4.6	8.5	6.8	2.5	1.3
ア ジ ア	マレーシア	9.5	8.6	7.8	8.5	8.4	7.4	6.9
	フィリピン	4.8	5.7	5.1	5.0	5.7	4.9	4.7

(資料) 各国政府または中央銀行、OECD統計

(図表 8)

アジアからの輸入価格

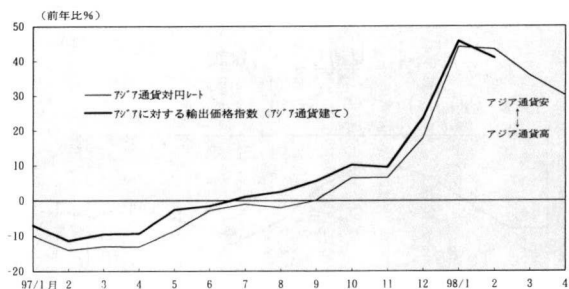
(1) アジアからの輸入価格指数 (通関ベース) と為替相場の推移



(注) 「アジア通貨」は、97年通関輸入ウェイトで各国通貨を加重平均して算出。4月の為替レートは8日までの平均値。なお、為替レートは、東京三菱銀行対顧客為替相場を使用。

(2) アジアに対する輸出価格指数 (通関ベース) の推移

—— アジア現地企業の輸入価格をみる場合、アジア各国の輸入価格のデータ収集に制約があるため、日本からアジアに対する輸出価格指数 (アジア通貨建て) を代替的に利用。



(注) 「アジア通貨」は、97年通関輸出ウェイトで各国通貨を加重平均して算出。4月の為替レートは8日までの平均値。なお、為替レートは、東京三菱銀行対顧客為替相場を使用。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

入価格の低下幅は (図表8 (1))、これまでのところごく小幅に止まっている。この要因としては、アジア諸国の為替相場下落がわが国の輸入価格に反映されるまでのタイム・ラグもあるだろうが、むしろ現地の輸入インフレが為替減価の効果を減殺している面が多いとみられ (図表8 (2)) (注3)、当面、アジア諸国からの輸入が、輸入価格の低下によって急増することは見込み

難しい。したがって、実質輸入は先行きも、国内需要の弱さを映じて、弱含み横這い圏内で推移する公算が大きい。

以上の輸出入動向の結果、純輸出 (注4) は、なお増加傾向にはあるが、そのテンポは鈍化しつつあり (前掲図表3)、先行きの増勢もかなり緩やかなものになると考えられる。一方、名目経常収支については (注5)、原油等の輸入原材料

(注3) 図表8 (2) にみるように、通貨が大幅に下落したアジア諸国では、輸入品価格が一般的な物価以上に上昇しているとみられる。このため、資本財や部品を輸入に多く依存する製品に関しては、自国通貨が下落しても、輸出価格を大幅に切り下げるのは困難ということになる。

(注4) 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5) 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2.3%→7～9月2.4%→10～12月2.8%で推移している。

価格が低下しているため、純輸出の伸びが緩やかとなる中でも、黒字幅は拡大する可能性がある。

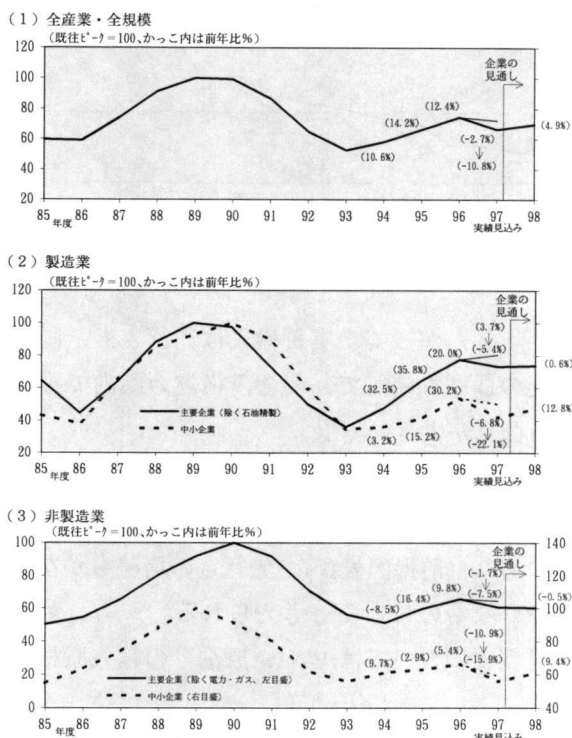
国内民間部門について、まず企業収益を3月短観でみると（図表9）（注6）、昨年秋以降の内需の低迷を背景に、97年度下期の実績見込みが、全規模全産業にわたり大幅に下方修正された。この結果、97年度を通じてみても、主要企業非製造業と中小企業では、予想減益幅が12月調査比拡大したほか、これまで堅調を維持してきた主要企業製造業の収益も減益見込みに転じた。98年度についても、原油価格下落等の交易条件

改善効果が製造業の収益をある程度下支えするとみられるが、景気の停滞が続く中で、主要企業では製造業、非製造業とも97年度に減少したレベルではほぼ横這いの見通しとなっている。こうした企業収益の悪化などを背景に、企業マインドは一段と厳しさを増している。

以上のような収益動向や企業マインドのもとで、設備投資については、これまでの頭打ち傾向から、減少の兆しが現れ始めている。先行指標の動きをみると（図表10）、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

収益見通し（3月短観）
—— 経常利益の動き ——

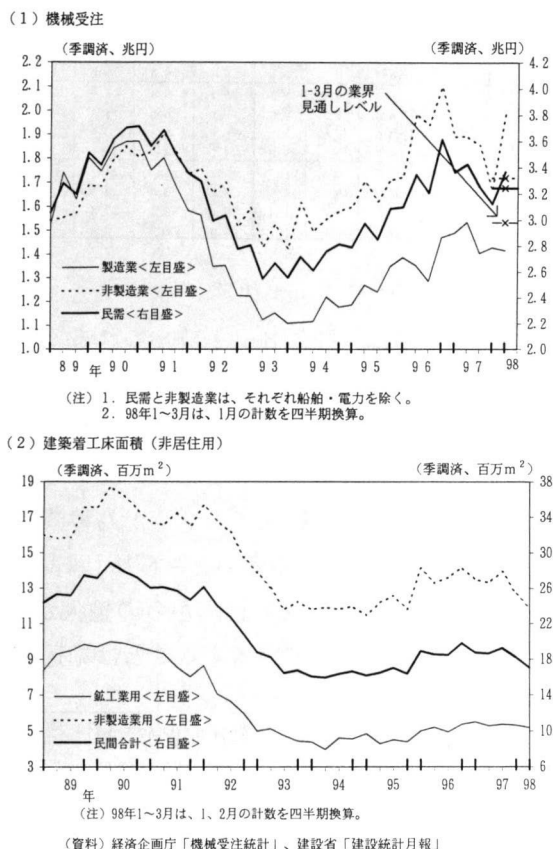
（図表 9）



(注) 1. 細線は97/12月短観時の企業の見通し。
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」

設備投資関連指標

（図表 10）



(注) 1. 民需と非製造業は、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。

(注) 98年1～3月は、1、2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6）ここでの企業収益に関する記述は、3月の日本銀行企業短期経済観測調査（以下、「3月短観」）をベースとしている。

転じてきている。また、3月短観で98年度設備投資計画をみると（図表11）、主要企業は、95～

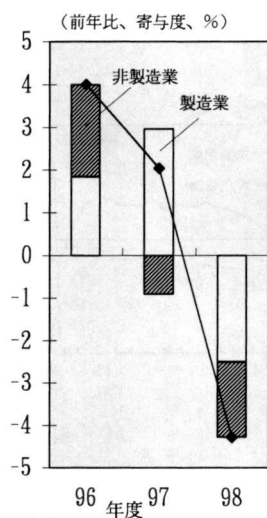
96年度にかけて活発な設備投資がみられた電気機械や通信が減少に転じることもあって、非製

（図表11）

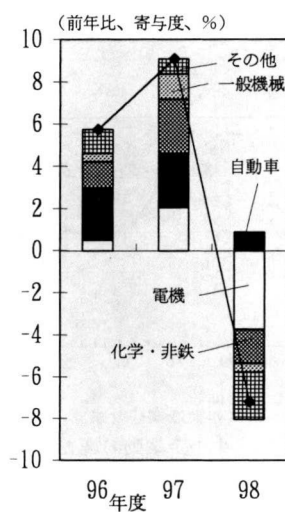
設備投資年度計画（3月短観）

（1）主要企業

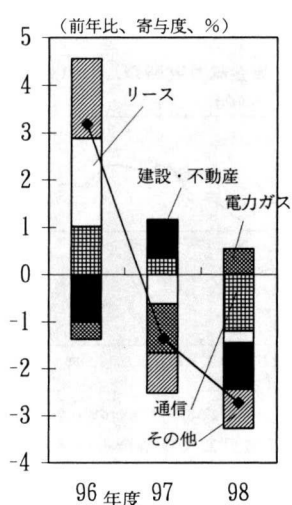
①全産業



②製造業

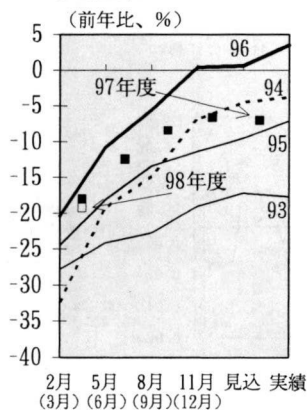


③非製造業

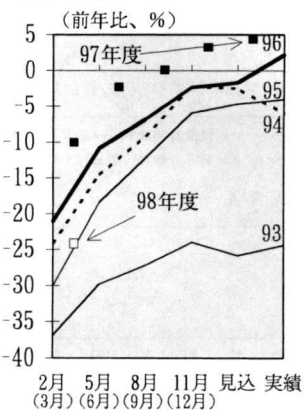


（2）中小企業の計画修正状況

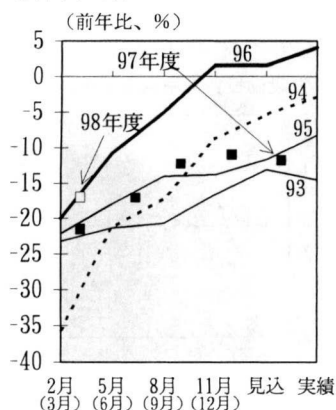
①全産業



②製造業



③非製造業



（注）97/3月調査以降、かっこ内の月に調査月を変更。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

造業が2年連続の減少計画となっているほか、製造業が4年振りに減少へ向かう計画となっている。また、中小企業については、現時点では計画を固め切れていない先が多いとみられ、3月時点としてはほぼ例年並みの前年比約2割減の滑り出しとなっている。

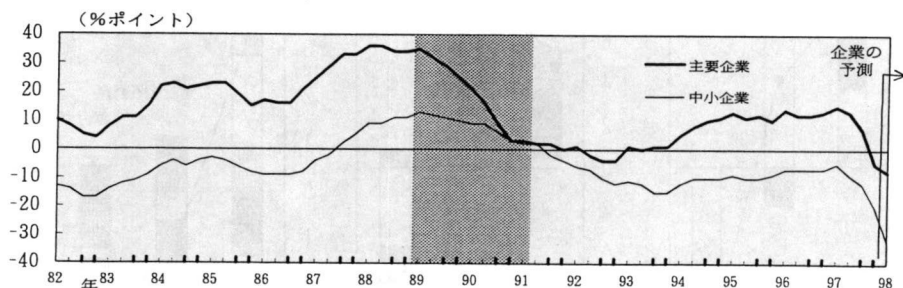
今後の設備投資を規定する諸要因をみると、

①まず企業収益に関しては、国内販売の低迷を主因に厳しい状況が続くとみられる。②また、3月短観によれば、国内売上の低迷に加えて、金融機関の融資姿勢の慎重化から、主要企業、中小企業いずれについても、資金繰りが厳しくなっているとみる企業が増加しており（図表12（1））、こうした企業金融面からの影響が、設備

（図表12）

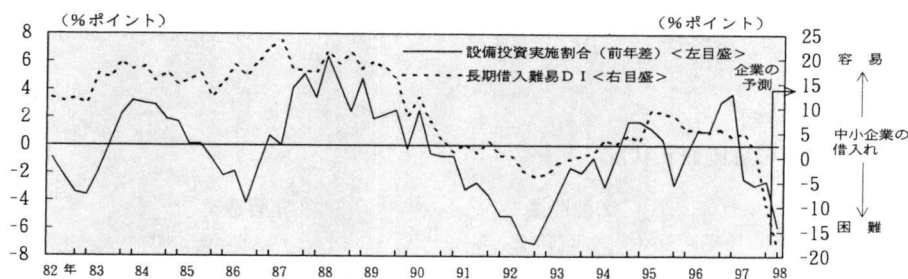
企業金融と設備投資

（1）資金繰り判断D.I.（短観）

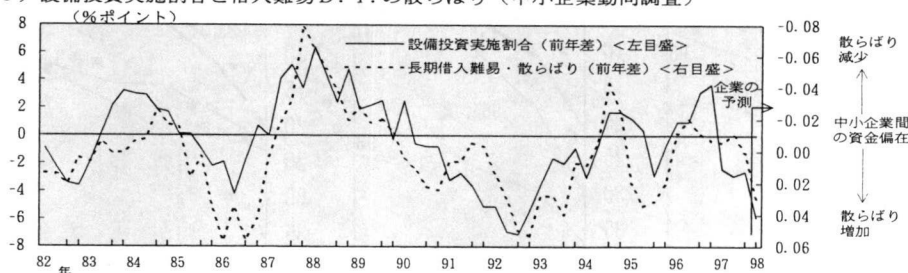


（注）1. シヤドーは、公定歩合引き上げ局面。
2. 83/2月以前の中小企業D.I.には非製造業を含まず。

（2）設備投資実施割合と借入難易D.I.（中小企業動向調査）



（3）設備投資実施割合と借入難易D.I.の散らばり（中小企業動向調査）



（注）長期借入難易D.I.：前年同期比、「容易」－「困難」＜中小企業の借入れの厳しさ＞
長期借入難易D.I.の散らばり： $1 / (\phi^{-1}(1-A) - \phi^{-1}(B))$ ＜中小企業間の資金偏在＞
ただし、Aは「容易」割合、Bは「困難」割合。 $\phi(\cdot)$ は標準正規累積分布関数。「容易」と「困難」の割合が小さく、「不変」の割合が大きいくほど、散らばりが小さくなるように算定。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

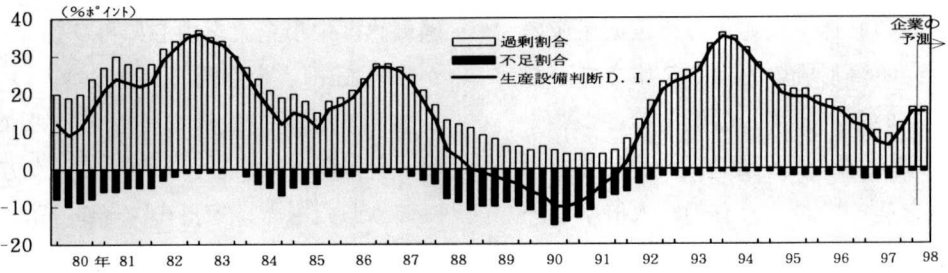
投資に対して抑制的な効果を及ぼすと考えられる(注7)。^③他方、中長期的な投資環境をみると、資本ストック循環の観点からは、引き続き大幅

な設備調整を要する状況ではないが、このところの急速な需要の低迷を受けて設備の過剰感は若干拡大しつつある(図表13)。また、企業の戦

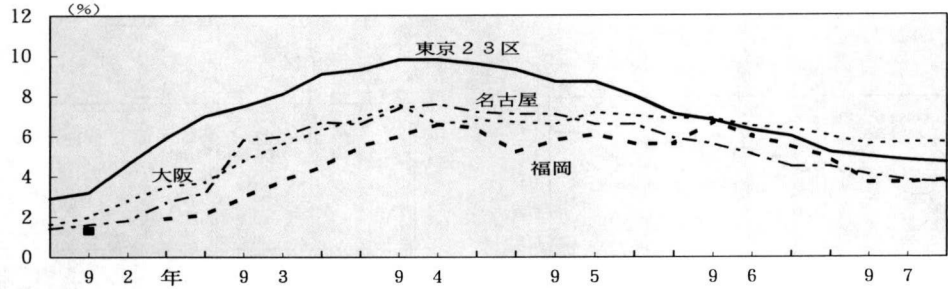
(図表13)

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)

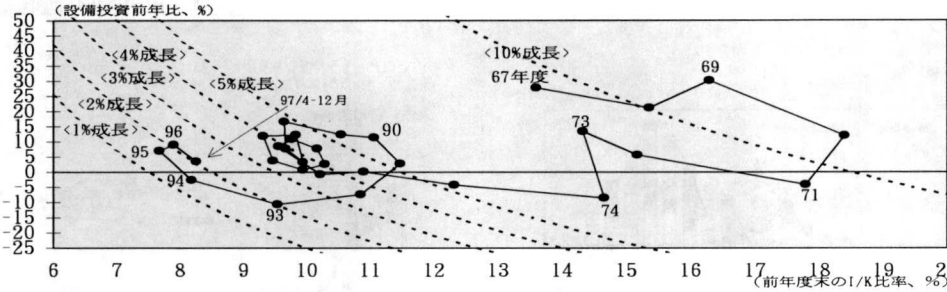


(2) オフィスビル空室率



(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)



(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」

(注7) 全体として、企業の資金調達自体が減少している訳ではないので、手許資金を比較的潤沢に有する企業もある筈である。しかし、資金繰りの厳しくなった企業が投資を抑制する一方で、資金を潤沢に調達した企業は、それを手許資金として保有するため、投資の活発化にはつながりにくい。このように、企業間での資金の偏在状況は、設備投資に全体として抑制的な効果をもたらすものと考えられる(図表12(2)(3))。

略的投資についても、環境関連などには根強い意欲が窺われるが、情報通信関連はこのところ伸び悩んでおり、投資全体を支えるには至っていない。以上の点を踏まえると、設備投資については、ある程度の調整局面に入る公算が大きいとみられる。

次に家計部門について、雇用・所得環境をみると、最終需要の低迷や後述する鉱工業生産の減少を受けて、所得形成の力はここにきてかなり弱まってきている。まず、労働需給については（図表14）、新規求人数が製造業や建設業を中心に減少傾向を辿っており、有効求人倍率も一

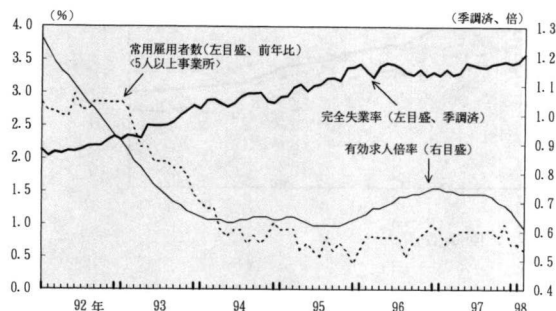
段と低下している。また、最近の非自発的な離職者数の増加に伴って、失業率は既往最高水準で推移している。雇用者所得についても（図表15）、所定外給与と特別給与が前年水準を下回っているほか、所定内給与も伸び悩むなど、このところ賃金の伸びは一段と低下している。先行きについて3月短観をみると、企業の雇用過剰感は中小企業を中心に再び強まっているほか（図表16）、今春闘におけるベアのこれまでの妥結状況が過去最低の伸びとなっており、雇用・所得環境は厳しさを増していく方向にある。

こうしたもと、家計のマインドは引き続き低

（図表14）

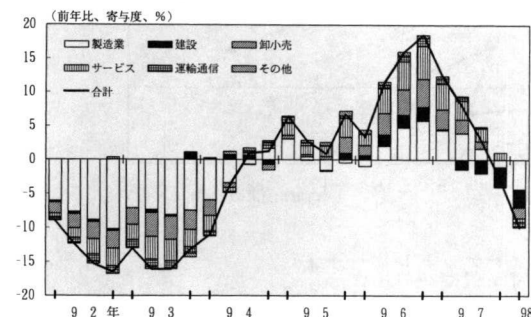
雇用関連指標

（1）雇用関連指標



（注）常用雇用者数の98/2月は速報値。

（2）新規求人数の業種別内訳



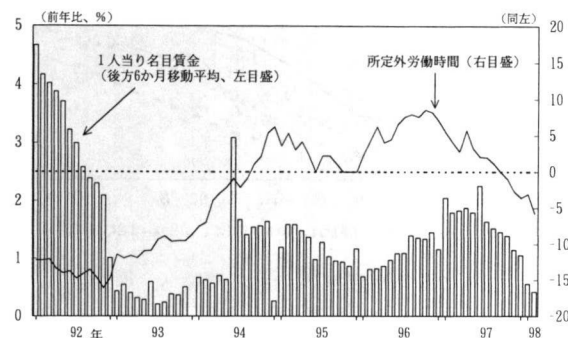
（注）1. 新規求人数は新規学卒者を除き、パートタイムを含む。
2. 98/1Qは1-2月の値。

（資料）総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

（図表15）

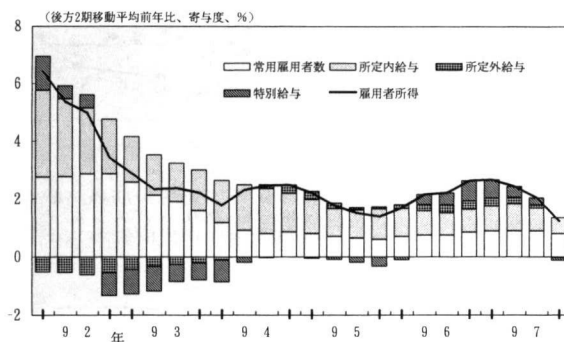
雇用者所得

（1）1人当り名目賃金



（注）1.5人以上事業所ベース。
2. 98/2月は速報値。

（2）雇用者所得



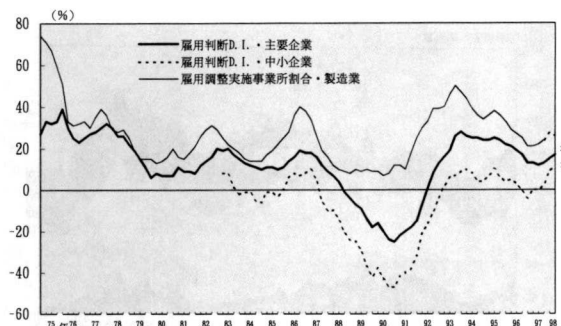
（注）1.5人以上事業所ベース。
2. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
3. 98/2月は速報値。

（資料）労働省「毎月勤労統計」

(図表16)

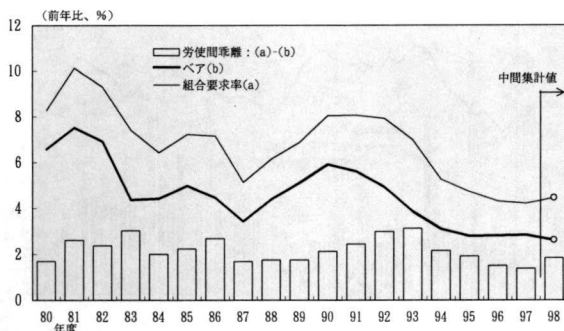
雇用調整圧力

(1) 雇用調整圧力



(注) 1. 雇用判断D.I. = 「過剰」 - 「不足」。ただし、98/2Q(*)は企業の予測値。
2. 雇用調整実施事業所割合 = 雇用調整を実施した事業所数 / 集計事業所数。
ただし、98/1Q以降(点線部分)は雇用調整を予定している事業所数。

(2) 春闘ベア(日経連調べ)



(注) 1. 組合要求率、ベア(定界分を含む)とも日経連主要企業ベース。
2. 中間集計値は、組合要求率は3/10日時点(提出率68%、同一企業ベース前年比+4.5%)、ベアは3/31日時点(回答率75%、同一企業ベース前年比+2.6%)のもの。
3. なお、組合要求率の実績については、日経連調べの要求額を伸び率に換算。

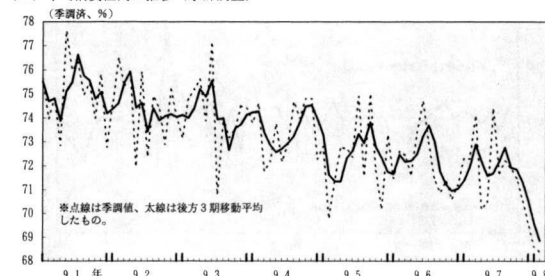
(資料) 労働省「労働経済動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、日経連「労働情報」「春季労使交渉速報」

迷しており、消費性向に回復の兆しはみられていない(図表17)。個人消費関連指標の推移をみると(後掲図表18)、乗用車新車登録台数、家電販売、および百貨店売上高などが、年明け後も低迷を続けているほか、これまで比較的底固い動きとなっていたコンビニエンス・ストアの売上げや旅行取扱額などのサービス支出においても、頭打ち傾向が強まっている。また、小売業界からは、2月から実施されている特別減税の効果が現れているとの声は、これまでのところ殆ど聞かれていない。

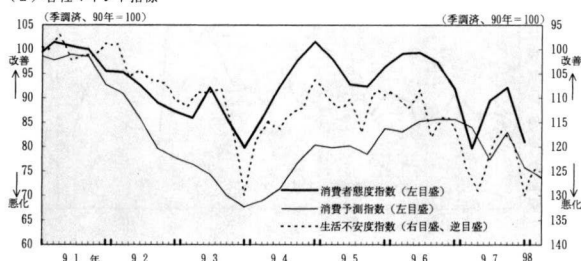
(図表17)

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「日経消費予報報告」、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」

先行きの個人消費については、特別減税などの諸施策を受けて消費者マインドの萎縮に歯止めがかかることが期待されるが、これまでの買い控え分を取り戻すような回復は見込み難いとみられる。

また、住宅投資を新設住宅着工戸数でみると(後掲図表19)、97年夏場以降、季調済み年率で130万戸前後の低水準での推移が続いている。目先の持家着工と密接に関連する住宅金融公庫の個人住宅建設向け受理件数も、2～3月に実施された97年度第4回申し込みの結果は引き続き低調に終わった。所得形成の力の弱まりや家計マインドの慎重化に加え、貸家着工主やマンション・ディベロッパーに対する金融機関の融

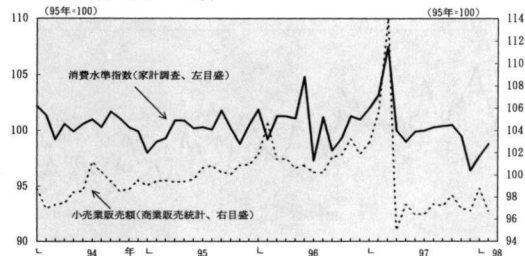
(図表18-1)

消費関連販売統計(季調済系列)

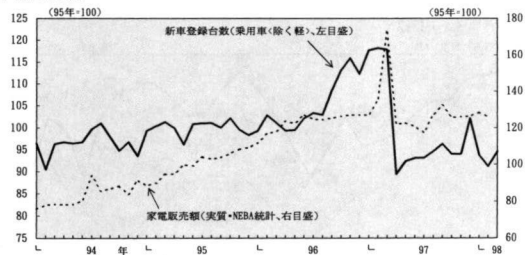
(図表19)

住宅投資

(1) 家計調査・商業販売統計(実質)



(2) 耐久消費財



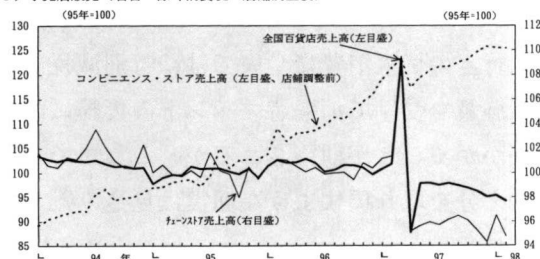
(注) 1. X-12-ARIMA(β_h-_h)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売販売総額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

(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「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」

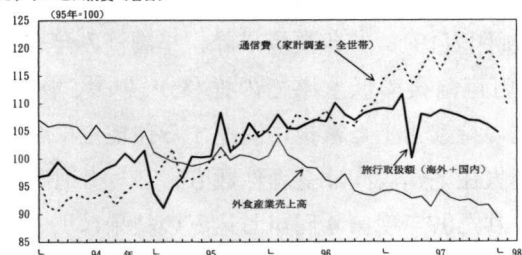
(図表18-2)

消費関連販売統計(季調済系列)

(3) 小売店販売(名目・除消費税・店舗調整後)



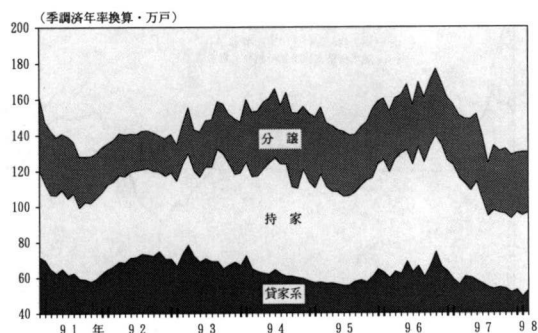
(4) サービス消費(名目)



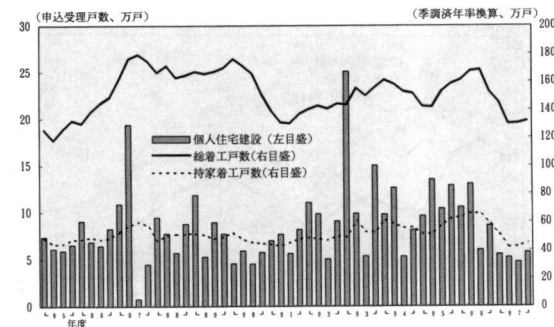
(注) 1. X-12-ARIMA(β_h-_h)による季調済系列。
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。
3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。

(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」

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公庫個人向け融資申込受理戸数と住宅着工



(注) 住宅着工戸数の97年度4Qは98/1~2月の平均値。

(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「月刊ハウジングデータ」

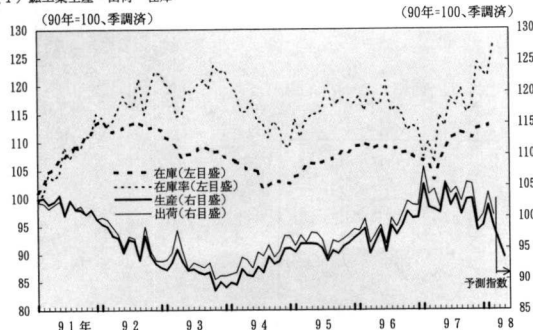
資姿勢が厳格化していることなどを考慮すると、当面、住宅投資全体が、現在のレベルから大きく持ち直す可能性は低いとみられる。

以上のような最終需要のもと、鉱工業生産は減少を続けている(図表20)。7~9月、10~12月に続き、1~3月も、電気機械や輸送機械の低迷や、化学、非鉄金属などの大幅減産を受けて、3四半期連続の減少となった模様である。目先4~6月についても、生産予測指数や各種業界からのヒアリング調査によれば、減少傾向が続く見通しにある。また、製造業の在庫状況をみると(後掲図表21)、最終需要財、生産財のいずれにおいても、在庫水準は一段と切り上がっ

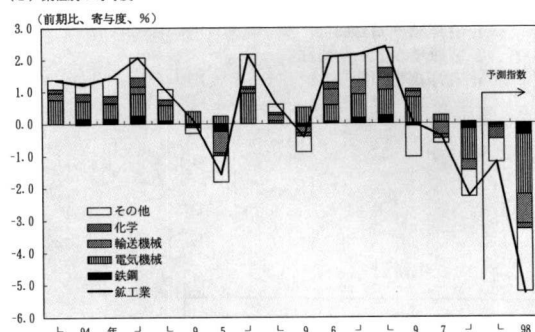
(図表20)

鉱工業生産・出荷・在庫

(1) 鉱工業生産・出荷・在庫



(2) 業種別の寄与度



(注) 1. 輸送機械、化学は、それぞれ船舶・鉄道車両、医薬品を除く。
2. 98/2Qは、98/5、6月を4月と同水準と仮定。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

ており、今後暫くは在庫調整圧力の強い状況が続くものとみられる。

なお、現在検討されている経済対策については、その有効需要創出の効果のみならず、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響も重要であり、その規模に加えて、内容・実施のタイミングにも注目していく必要がある。

2. 物価(注8)

物価情勢をみると(後掲図表22~24)、輸入物価は(後掲図表23(1))、アジアにおける需給の緩和などを背景とした原油、非鉄金属、化学などの国際商品市況の下落を映じて、1、2月と連続して急速に下落したが、3月にはそのテンポが緩やかなものとなっている(注9)。国内卸売物価については(夏季電力調整後、後掲図表23(3))、こうした輸入物価の低下に加えて、国内の在庫調整の本格化を受けた鉄鋼・建材関連の軟化などもあって、下落が続いている(97年7~9月前期比-0.5%→10~12月同-0.5%→98年1~3月同-0.5%)。

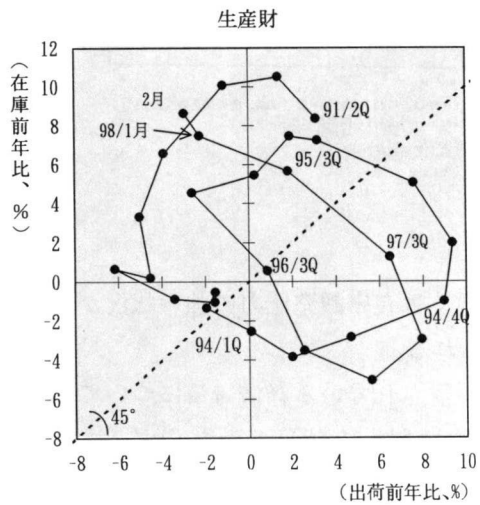
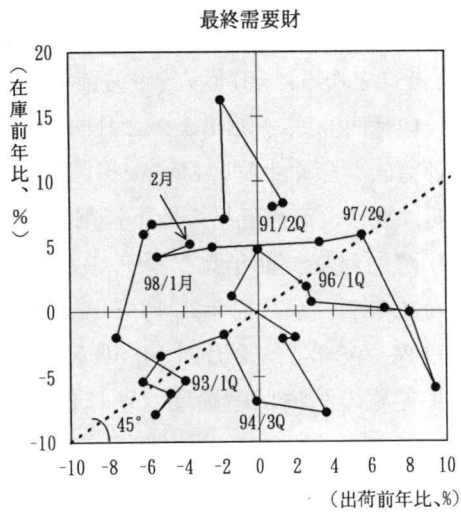
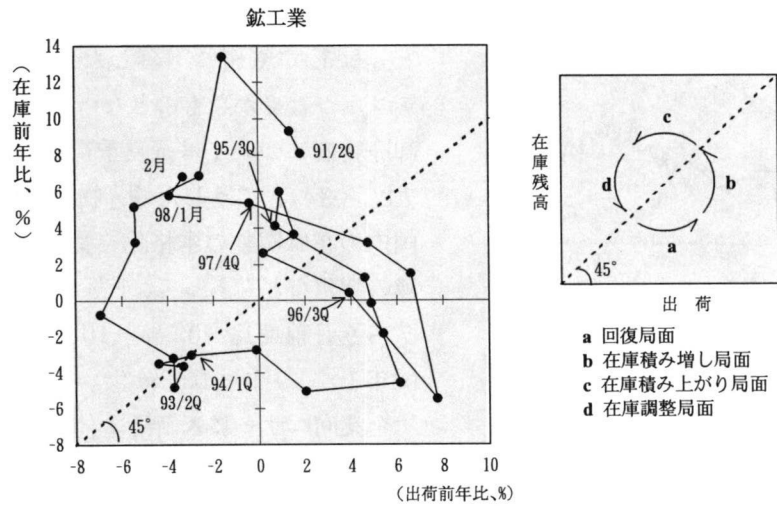
企業向けサービス価格は(後掲図表24(1))、97年末にかけて前年比マイナス幅がゼロまで縮小してきていたが、年明け後は、荷動き停滞を受けた外洋貨物輸送や、競争が激化した通信関連などで値下がりが見られたため、再び小幅のマイナスとなった(97年7~9月前年比-0.2%→10~12月同0.0%→98年1~2月同-0.1%)。消費者物価(除く生鮮)は(後掲図表24(2))、年明け後は、商品価格の低下に電気料金の値下がりが見加わり、前年比プラス幅が縮小している(97年7~9月前年比+0.8%→10~12月同+0.8%→98年1~2月同+0.5%)。なお、97年9月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの上昇を除いた基調的な上昇率は、10~12月の前年比+0.4%程度から1~2月は+0.1%程度と、ほぼ前年比横這い水準にまで低下している。

(注8) 以下、97年4月の消費税率引き上げ分を控除したベース(日本銀行試算)。

(注9) 国際商品市況は、産油国間の減産合意を受けて原油価格が3月下旬に反発したことなどを背景に、若干持ち直している。

(図表 2 1)

在庫循環

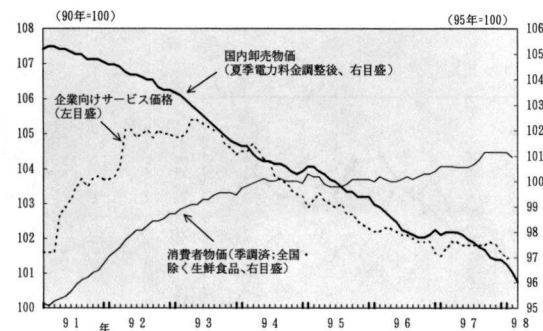


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

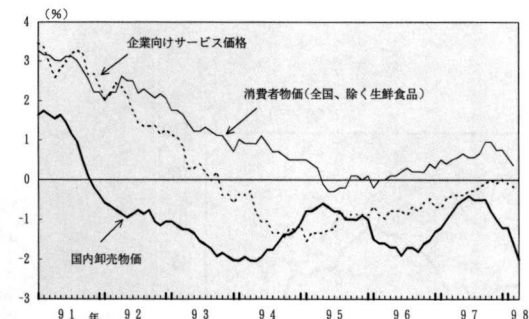
(図表22)

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」

この間、地価についてみると（後掲図表25）、商業地地価、住宅地地価のいずれにおいても、需要の低迷を反映して、このところ再び軟化傾向を強めている。

物価全般を取り巻く環境を考えると、国際商品市況の97年秋以来の下落を反映して、輸入物価を通ずる下落圧力は当面続くとみられるが、これまでのところ、アジアからの輸入価格の低下幅は小さく、全体としてみれば、現在は94～95年当時に見られたような、輸入ペネトレーション比率の上昇を伴った国内競合品価格全般に対する急激な押し下げ圧力はみられていない

（後掲図表26（1））。

しかし、国内の需給ギャップは、今後も拡大傾向を続ける可能性が高く（後掲図表26（2）（3））、こうした内生的な物価下落圧力から、物価は軟調に推移する公算が大きい。このように、最終需要の停滞に物価下落が加わって、企業の売上げが落ち込むことになると、固定費の調整には時間を要するだけに、企業収益がさらに圧迫されることになりかねない。したがって、今後の国内需給動向や物価動向については、企業活動に及ぼすリスクをも念頭におきつつ、引き続き注意深くみていくことが適当である。

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（後掲図表27（1）、後掲図表28（1））、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね、公定歩合水準（0.5%）をやや下回って推移している。

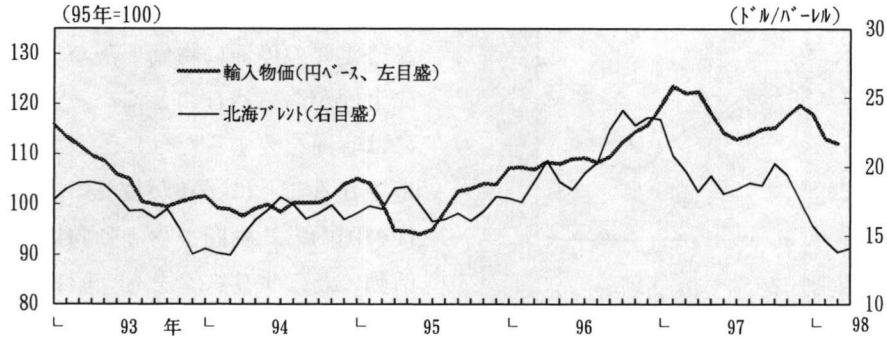
一方、ユーロ円金利（3か月物）は、日本銀行による潤沢な期末越え資金の供給や金融システム安定化策の具体化進展等を反映して、2月末から3月半ばにかけてかなり低下し、その後も総じて落ち着いた推移を辿っている。ただ、その水準は、昨年秋以前に比べれば依然やや高めのレベルにある。

ちなみにユーロ円金利（3か月物）を、1か月物現物レートおよびインプライド・フォワード・レートに分解してみると（後掲図表28（2））、とくに3月期末越えに相当するレートは、期末における流動性リスク意識の強まりから、2月半ばまでかなり高い水準を続けたが、その後は徐々に低下し、期明け後はいずれのレートも概ね0.7%台に収斂してきている。

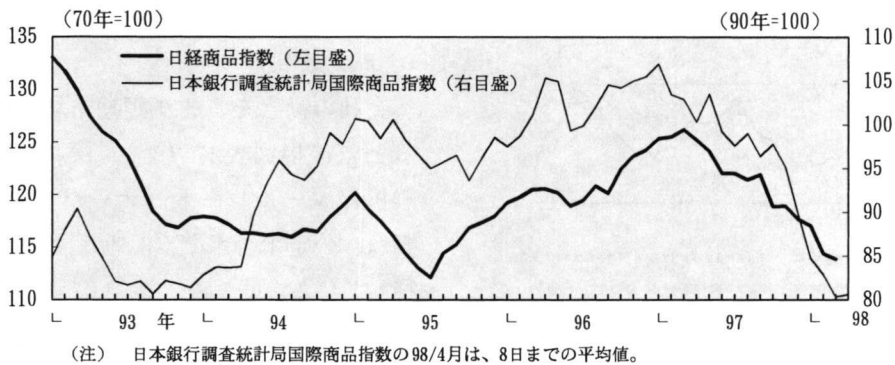
(図表23)

輸入物価と卸売物価

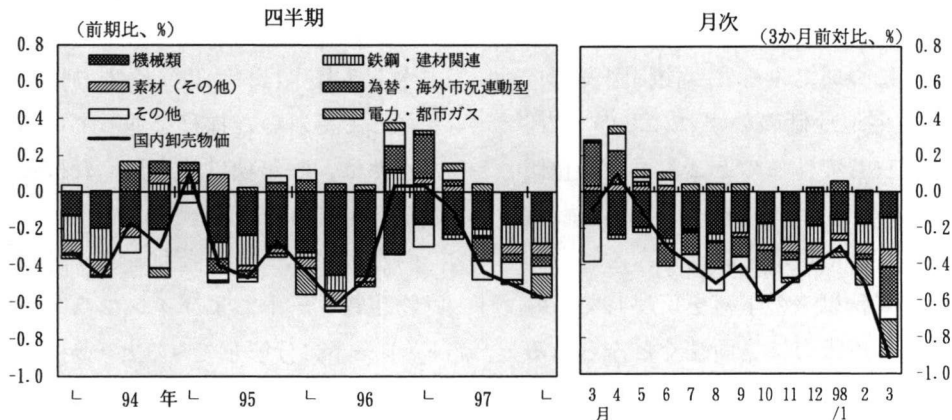
(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



(2) 商品市況



(3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



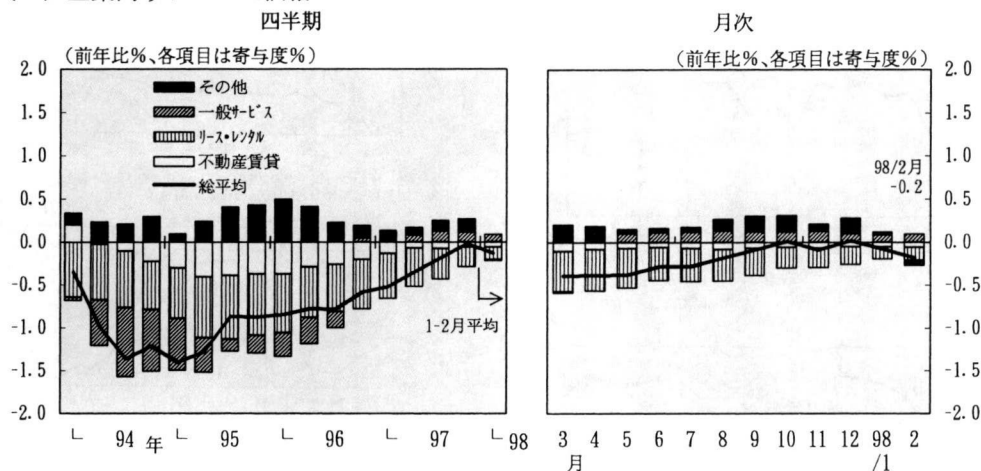
- (注) 1. 為替・海外市況連動型: 石油・石炭製品、非鉄金属
2. 鉄鋼・建材関連: 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、ガラス・陶器
3. 機械類: 電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
4. 素材(その他): 化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
5. その他: 加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道
6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

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

(図表 2 4)

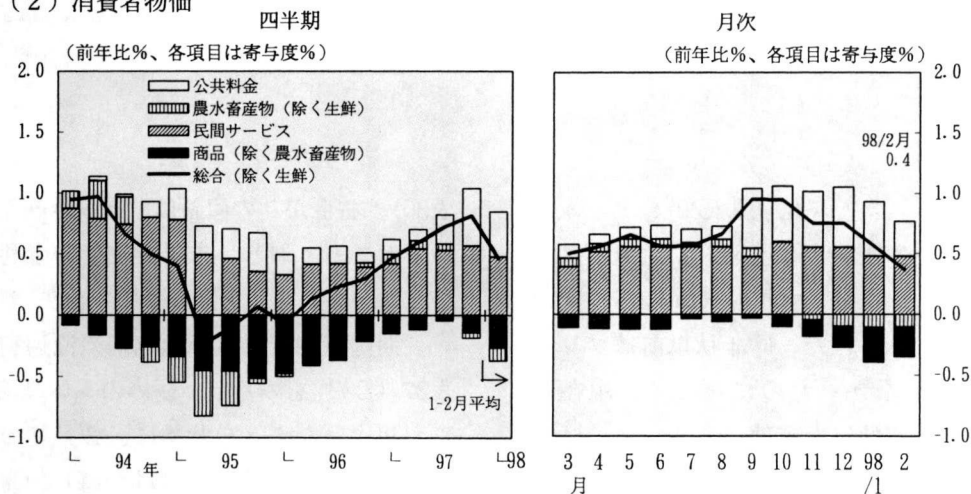
企業向けサービス価格と消費者物価

(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



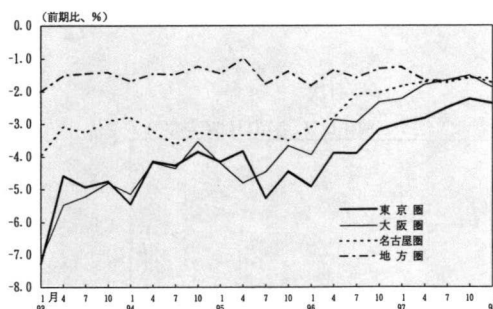
- (注) 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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」

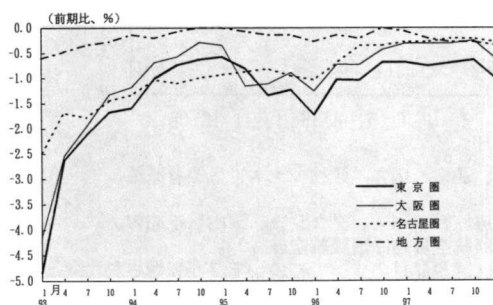
(図表 25)

四半期別地価動向指数

(1) 商業地



(2) 住宅地

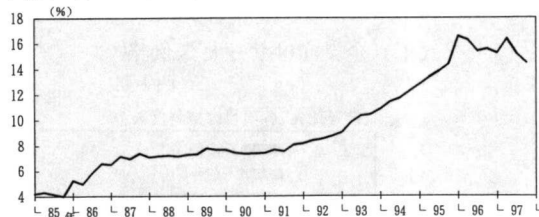


- (注) 1. 97/4月以降は速報値。
 2. 「四半期別地価動向指数」は、国土庁が実施している「短期地価動向調査(1,4,7,10各月1日時点の調査)」をもとに土地総合研究所が算出しているもの。
 (資料) 土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」

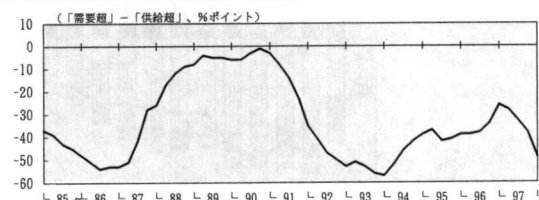
(図表 26)

物価を取り巻く環境

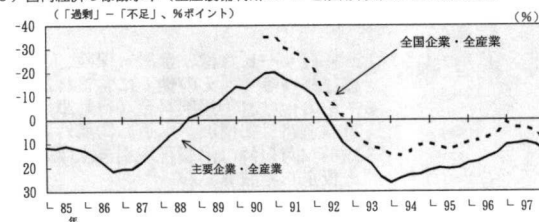
(1) 輸入ペネトレーション比率



- (注) 輸入ペネトレーション比率=輸入÷(国内向け出荷+輸入)×100
 (2) 製品需給判断D. I. (全国企業・製造業)



(3) 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」、通商産業省「鉱工業指数統計」
 経済企画庁「国民所得統計」

ジャパン・プレミアムも(図表29)、ターム物金利と同様に、2月末以降低下に転じ、現在は、1か月物～6か月物のいずれも概ね0.2%程度水準となっている。ただ、昨年秋以前はプレミアムがほとんどなかったのに対して、現在は依然プレミアムが残った状態にあることには変わりがない。こうしたジャパン・プレミアムやターム物金利の動きは、昨年秋以降、信用リスクに対する市場の意識が強まったことを反映している。

この間、ユーロ円金利先物をみると(後掲図

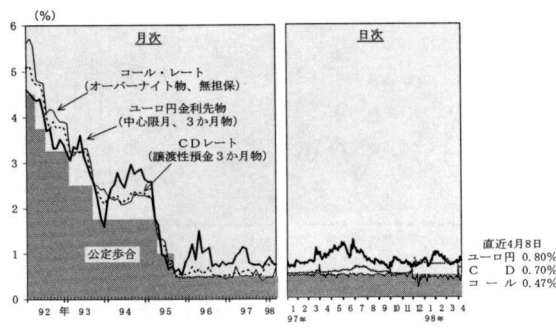
表30)、右上がりの傾斜は引き続き緩やかなものにとどまっており、市場参加者の金利観に大きな変化がないことを窺わせている。

長期国債利回り(指標銘柄の流通利回り、図表27(2))をみると、弱めの実体経済指標の発表が相次いだことを背景に、2月初めから低下傾向を辿り、3月下旬には一時1.49%と過去最低水準を更新した(それまでの最低水準は本年1月の1.57%)。その後、長期国債利回りは、与党による「総合経済対策の基本方針」の発表などを受け小反発しているが、その水準はなお

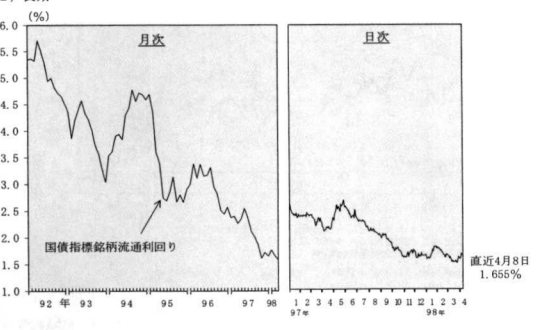
(図表 27)

市場金利等

(1) 短期



(2) 長期



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

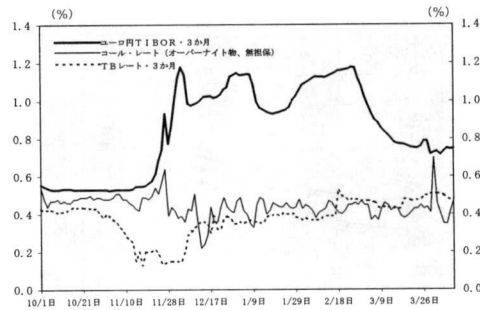
1.6%台と過去最低圏内にある。ちなみに長期金利の動きを、円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レートに分解してみても(後掲図表31)、ほぼ全期間にわたり、きわめて低い水準が続いている。

株価をみると(後掲図表32(1))、3月入り後は、政府の景気対策への思惑等に支えられて1万6千円台後半を中心に一進一退の動きを続けたが、3月末以降、弱めの実体経済指標や企業収益の下方修正が相次いだことを背景に、軟化している。また、イールド・スプレッド(国債利回り-予想株式益回り)も依然低水準にあり(後掲図表32(2))、企業収益の期待成長率やリスクに関する市場の見方が引き続き厳しいものであることが窺われる。

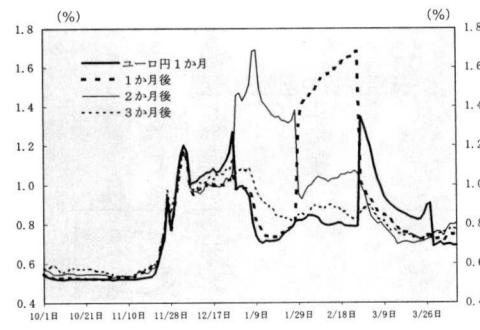
(図表 28)

短期金融市場

(1) ターム物金利



(2) 1か月物インプライド・フォワード・レート

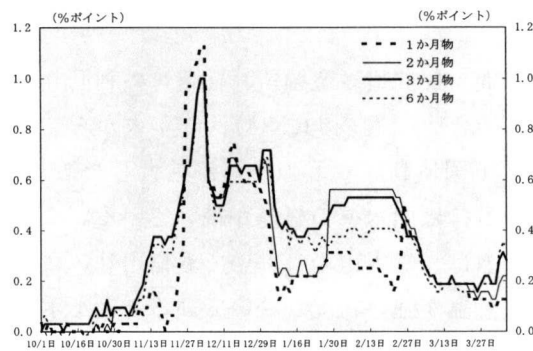


(注) ユーロ円金利(TIBOR)から算出。

(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 29)

ジャパン・プレミアム

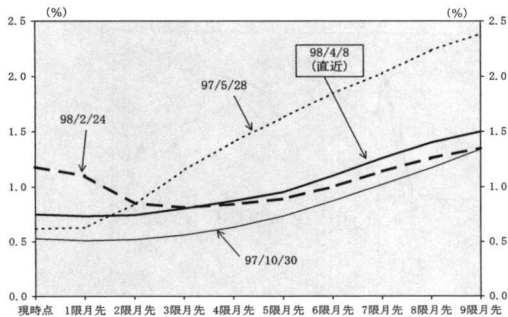


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オフアーレート-パナソニック銀行オフアーレート

(資料) British Bankers' Association

(図表 30)

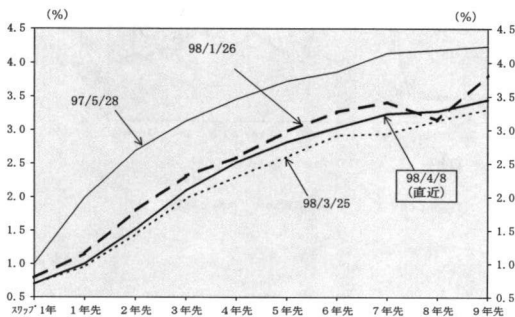
ユーロ円金利先物 (3か月)



(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

(図表 31)

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」

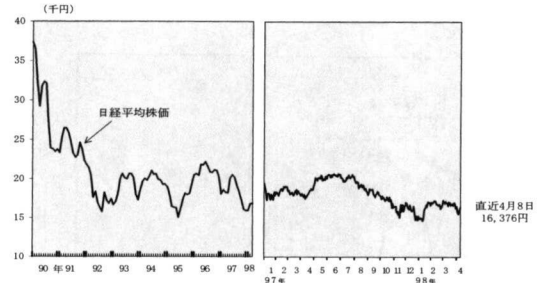
この間、民間債（金融債、社債）の利回りについてみると（図表33、34）、昨年末から2月にかけて国債利回りとの格差が拡大したあと、その後もほぼ同水準の格差が続いている。こうした動きは、資本市場においても信用リスクに対する意識が強い状況が続いていることを示している。

為替相場をみると（図表35）、円の対米ドル相場は、2月央にかけていったん120円台前半ま

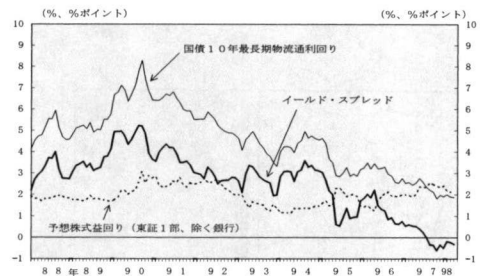
(図表 32)

株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド



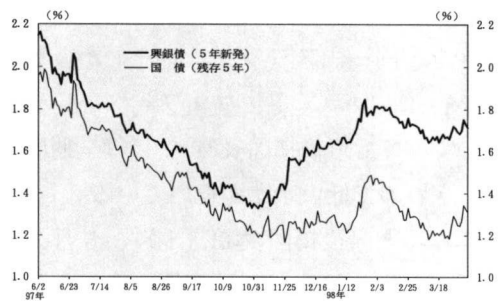
(注) 1. イールド・スプレッド=国債利回り-予想株式益回り
 予想株式益回り=1/予想PER
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

(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」

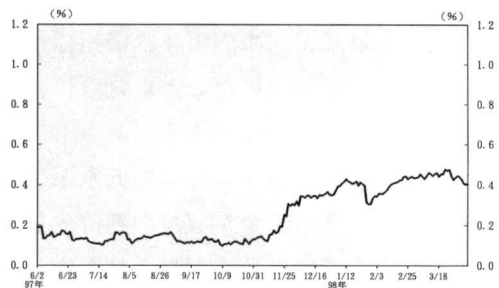
(図表 33)

金融債流通利回り

(1) 流通利回り



(2) スプレッド (新発金融債流通利回り-国債流通利回り)

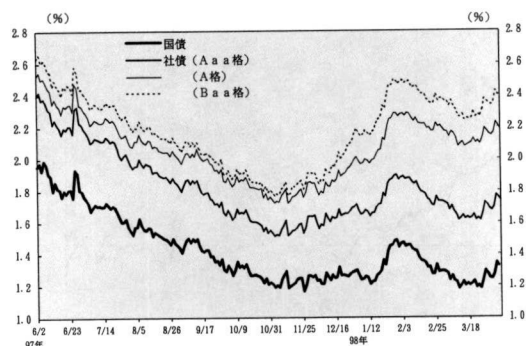


(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」等

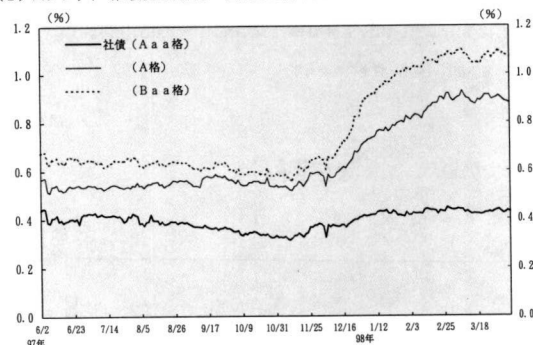
(図表34)

社債流通利回り

(1) 流通利回り



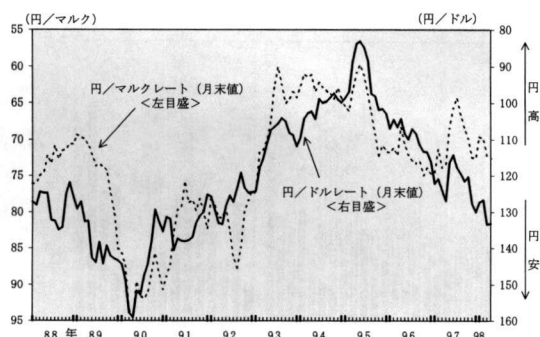
(2) スプレッド (社債流通利回り－国債流通利回り)



(注) 1. 国債、社債とも残存年数5年。
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、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35)

為替レート



(注) 98/4月は4月8日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

で円高方向への動きが進んだが、日米景気動向の相違などを反映するかたちで、最近では130円台前半に軟化している。この間、円の実質実効レートも、円安方向への動きとなっている（前掲図表7（1））。

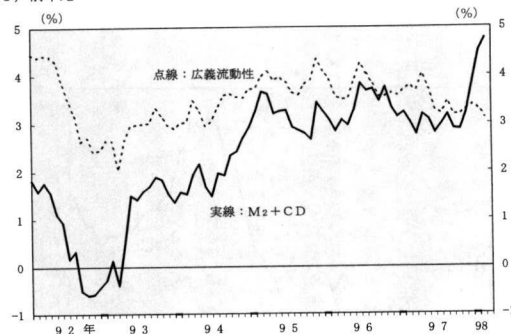
(2) 量的金融指標

マネーサプライの動向をみると、2月の $M_2 + CD$ は、投信等からの資金流入を主因に、前年比（+4.8%）、季調済み3か月前比年率（+7.7%）ともに、引き続き高めの伸びとなった（図表36）。また、 $M_2 + CD$ 内の動きとしては、 M_1 や現金通貨の伸び率が引き続き大きく

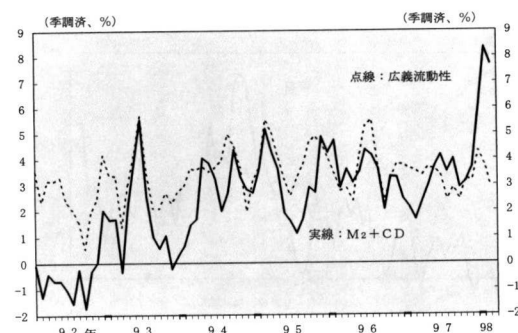
(図表36)

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」

上昇している（図表37）。

（図表 38）

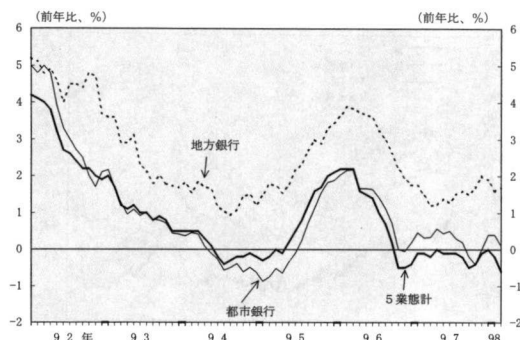
目先き4～6月の $M_2 + CD$ も、前年比伸び率は4%台を続ける見通しである。

なお、5業態ベースの民間銀行貸出（図表38）は低調に推移している。

（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、公的資本の導入等もあって、自己資本面からの制約は、一頃に比べて和らぎつつあるようにみられる。また、民間企業による資本市場からの調達も、CPや社債の発行を中心に増加している（図表39）。さらに中小企業向けの政府系金融機関の貸出残高も、このところ前年比のマイナス

民間銀行貸出



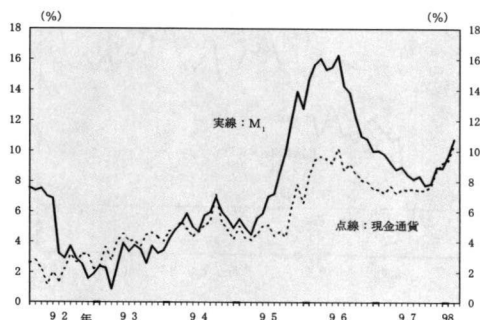
（注）1. 総貸出平残ベース。
2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。

（資料）日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

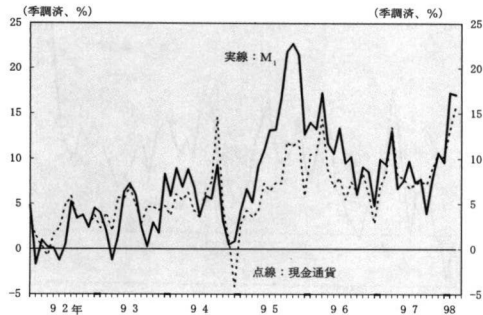
（図表 39）

マネーサプライ（ M_1 、現金通貨）

（1）前年比



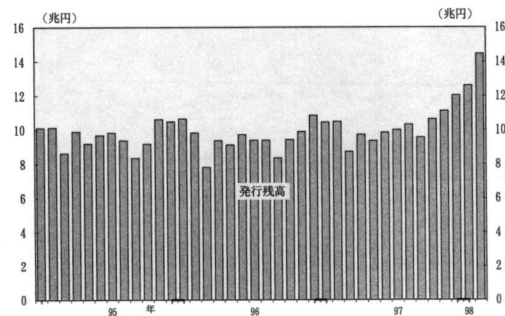
（2）3か月前比年率



（資料）日本銀行「経済統計月報」

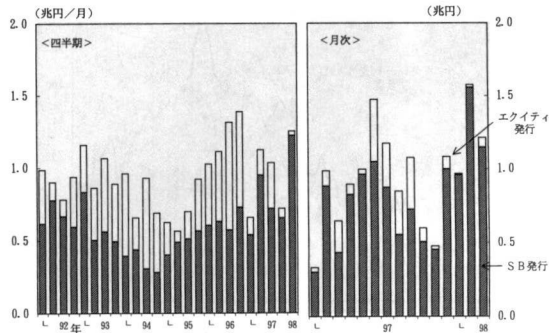
資本市場調達

（1）CP



（注）日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。

（2）社債・株式



（注）民間部門（居住者）の資本市場調達額。

（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

幅が縮小ないしプラスに転じてきている（図表40）。こうしたことから、企業の資金調達、これまでのところ全体としてみれば、急速な量の収縮といった事態は回避されてきたように窺われる。

しかしながら金融機関サイドでは、中期的な収益性・健全性の向上の観点から、慎重な融資姿勢を維持している。そうしたもとで、3月短観における企業からみた「金融機関の貸出態度判断」も、「厳しい」とする先が大幅に増加した（図表41）。また、資本市場においても、格付けが低めの企業は社債発行が容易でない状態が続

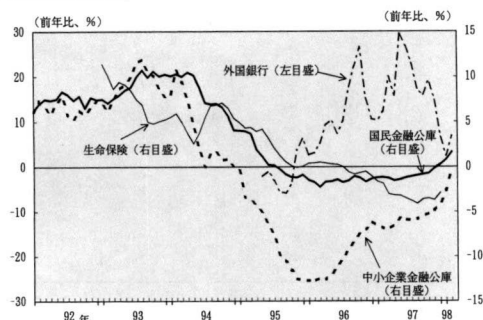
いている。これらの状況を踏まえると、資金調達環境は、企業によってかなりのばらつきが生じているものとみられる。

また、企業の資金調達コスト面をみると、昨年末以降の貸出約定平均金利（後掲図表42）の上昇幅は、短期プライムレートが据え置かれるもとで、総じて小幅なものにとどまっている。このように、借入コスト面でも、全体としては目立った上昇は窺われていないが、信用リスクに対する金融機関や資本市場参加者の意識には根強いものがあり、企業間の金利格差は拡大したままの状態が続いているものとみられる。

(図表 40)

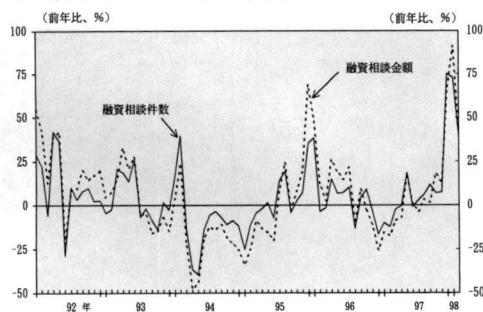
その他金融機関貸出

(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）

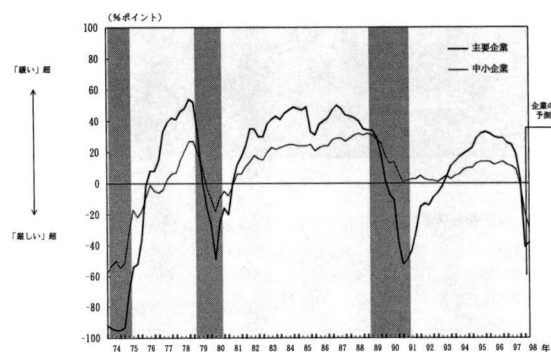


(資料) 日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

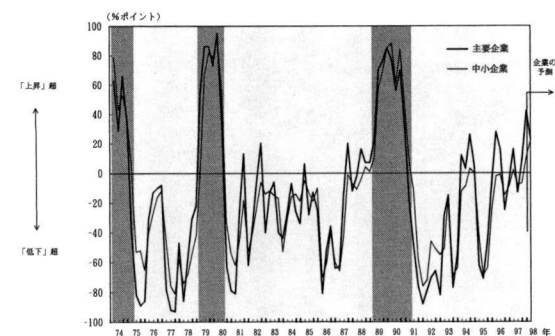
(図表 41)

短観からみた企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断D. I.



(2) 借入金利水準判断D. I.



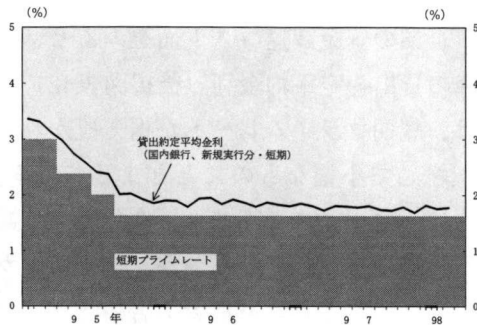
(注) 1. シェドローは公定歩合引き上げ局面
2. 83/2月以前の中小企業D. I. には非製造業を含まず。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 4 2)

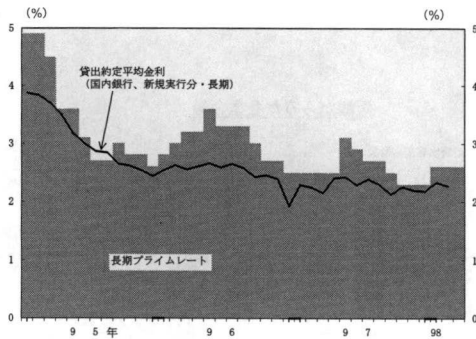
貸出金利

(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」

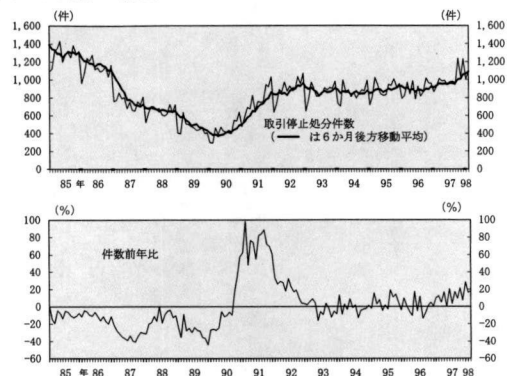
以上を踏まえると、企業の資金調達全体では大きな落込みは避けられているが、信用リスクに対する市場の意識が強まるもとの、中小企業を中心に、企業によって、厳しい資金調達環境が続いているものとみられる（注10）。こうした金融面の動向が、実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについて、引き続き注意深く点検していく必要がある。

（注10）倒産関連指標をみると、企業倒産も引き続き増加傾向にある（図表43）。

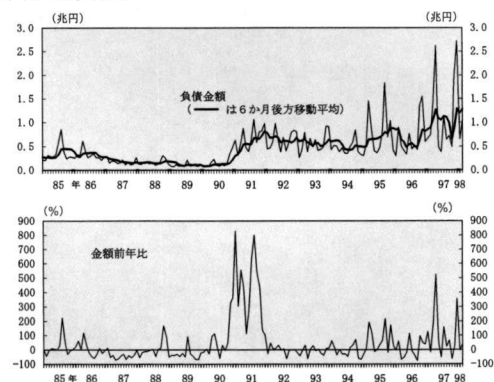
(図表43)

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」