

# 金融経済月報（98年5月）（注1）

1998年5月21日

日 本 銀 行

## ■基本的見解（注2）■

わが国の景気は停滞を続けており、引き続き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、これまで減少傾向にあった公共投資には、下げ止まりの兆しが窺われている。その一方、純輸出はアジア向けの減少からこのところ頭打ち気味となっており、設備投資は減少傾向を辿っている。個人消費は、悪化には歯止めが掛かってきているが、回復に転じる兆しは窺われない。また、住宅投資も、引き続き落ち込んだ状態にある。こうした最終需要動向の弱さを背景に、在庫が一段と積み上がり、鉱工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益が悪化しており、雇用・所得環境の悪化も顕著になってきている。

このように、生産・所得・支出を巡る循環はマイナス方向に働き始めているが、こうした中で、先般、政府の総合経済対策が決定され、補正予算案などが国会に提出された。今後、財政支出の追加や特別減税等の需要創出効果によって、景気の下押し圧力に歯止めが掛かることが見込まれる。さらに、わが国経済が自律的な回復軌道に復するためには、企業・家計のコンフィデンスが改善することが重要であり、今回の景気対策の効果を含め、経済活動全般の動きを注意深くみていく必要がある。

この間、物価面をみると、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、ゼロ近傍まで低下してきている。先行きについては、国際商品市況など輸入物価からの下落圧力は薄れる方向にあり、また、経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かると見込まれる。しかし、現下の在庫や需給ギャップの水準を踏まえると、物価は、なお暫くの間、全般に軟調に推移する公算が大きい。

（注1）本稿は、5月19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、5月19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。

金融面をみると、長短市場金利は、弱めの実体経済指標の発表などをを受けて低下傾向を辿り、長期国債流通利回りは過去最低水準を更新している。また、株価も軟調が続いている。この間、ジャパン・プレミアムや国債・民間債の利回り格差には目立った縮小の動きはみられておらず、信用リスクに対する市場の警戒感は依然根強いことが窺われる。

量的金融指標をみると、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、昨年末以降高めの伸びが続いたが、3月以降は伸び率が低下している。また、広義流動性は、昨年中央以降の伸び率鈍化傾向が続いている。

民間銀行貸出は低調な動きが続いている。この間、資本市場や政府系金融機関等からの資金調達は引き続き増加傾向にあるが、民間企業の資金調達を全体としてみると、経済活動が停滞を続けるもとで、増加テンポはかなり鈍化してきているように窺われる。

民間銀行の融資姿勢をみると、中期的な収益性や健全性の向上といった課題を抱えながら、引き続き慎重な姿勢を維持している。また、資本市場でも、信用力の相違に基づく金利格差の大きい状態が続いている。このため、中小企業などを中心に、企業によっては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、まず公共投資は、発注の動きを反映する公共工事

請負金額において（後掲図表2）、97年度補正予算の執行を受けて、下げ止まりの兆しが窺われる。一方、進捗の動きを反映する公共投資関連

（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	98/ 1月	2月	3月	4月
消費水準指数（全世帯）	1.4	-2.3	p-4.7	-4.1	-4.4	p-5.8	n. a.
全国百貨店売上高	-1.3	-3.0	p-9.7	-2.0	-5.4	p-18.3	n. a.
チェーンストア売上高	-3.6	-5.3	-7.0	-4.6	-5.0	-10.7	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-10.3	-13.7	-21.5	-23.1	-23.2	-19.8	-4.1
家電販売額（NEBAベース）	-3.7	-4.5	-14.1	-2.6	-9.5	-25.3	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	2.2	1.2	-6.2	-5.4	-4.3	-8.4	n. a.
新設住宅着工戸数 ＜季調済年率換算、万戸＞	130	130	132	131	133	131	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	1.3	-13.4	-5.8	-4.7	-17.9	1.4	n. a.
製造業	8.7	-2.9	-7.6	-6.0	-25.4	4.2	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-4.1	-20.4	-4.2	-3.4	-10.9	-0.9	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	3.8	-8.0	-7.8	-12.7	-7.7	-3.4	n. a.
鉱工業	8.4	-1.4	-7.2	-11.0	-1.0	-9.0	n. a.
非製造業	2.2	-10.5	-8.0	-13.4	-10.1	-1.2	n. a.
公共工事請負金額	-1.7	-9.1	-2.2	0.1	4.2	-5.8	2.7
実質輸出 ＜季調済前期（月）比、％＞	0.6	1.3	-4.9	3.1	-4.9	-5.6	n. a.
実質輸入 ＜季調済前期（月）比、％＞	2.5	-3.7	-1.5	1.1	-10.3	3.2	n. a.
生産 ＜季調済前期（月）比、％＞	-0.4	-2.3	p-1.4	2.9	-3.9	p-1.9	n. a.
出荷 ＜季調済前期（月）比、％＞	0.6	-2.5	p-1.2	3.4	-4.2	p-1.8	n. a.
在庫 ＜季調済前期（月）比、％＞	0.7	1.2	p 0.4	0.1	0.7	p-0.4	n. a.
在庫率 ＜90年=100、季調済＞	115.3	122.6	p 129.0	121.6	128.0	p 129.0	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	98/ 1月	2月	3月	4月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.73	0.69	0.61	0.64	0.61	0.58	n. a.
完全失業率 ＜季調済、％＞	3.41	3.46	3.65	3.48	3.59	3.87	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	1.1	-2.5	-5.4	-3.1	-5.8	-7.2	n. a.
雇用者数(労働力調査)	1.0	1.0	0.0	0.3	-0.1	-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	0.6	0.7	0.7	0.5	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	1.5	0.7	-0.1	-0.8	-0.1	0.6	n. a.
国内卸売物価	-0.5	-1.0	-1.6	-1.2	-1.6	-2.0	-2.3
全国消費者物価	0.6	0.7	0.5	0.3	0.4	0.7	n. a.
除く生鮮食品	0.8	0.8	0.5	0.6	0.4	0.4	n. a.
企業向けサービス価格	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	n. a.
マネーサプライ(M <sub>2</sub> +CD) ＜平残前年比、％＞	3.0	3.3	p 4.7	4.5	5.0	p 4.5	p 3.5
取引停止処分件数	9.5	19.0	20.8	16.2	18.0	27.2	26.3

(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)。

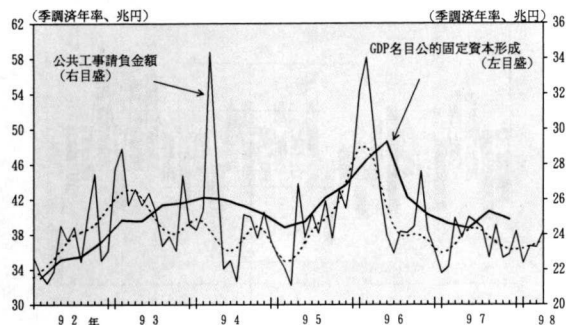
(資料) 総務庁「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
 通商産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」、  
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、  
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「旅行取扱状況」、  
 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、  
 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、  
 大蔵省「外国貿易概況」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「経済統計月報」、  
 全国銀行協会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



(図表 2)

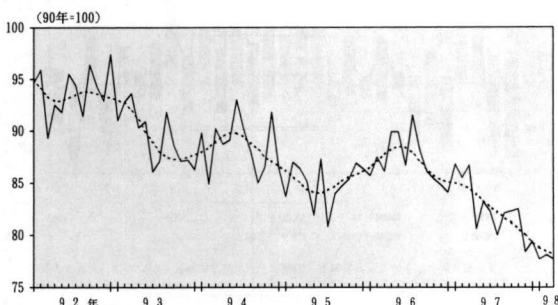
## 公共投資

(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、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot I$  (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、I: 不規則変動成分

(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、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

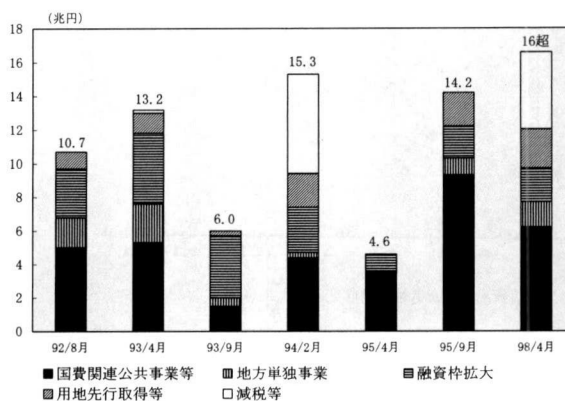
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

財出荷は、なお減少を続けている。今後、政府の総合経済対策に盛り込まれた公共事業の前倒し執行や追加措置が実施に移されれば(図表3)、公共投資の減少には歯止めが掛かり、夏場以降、増加に転じると予想される。

次に、実質輸出をみると(後掲図表4、5、6)、

(図表 3)

## 経済対策における事業規模



(注) 1. 国費関連公共事業等は、一般公共事業費、災害復旧事業費、施設費等。  
 2. 95/9月の対策における国費関連公共事業等は、他の時期の経済対策とベースを揃える観点から、「土地の有効利用の促進」の細目として別計上された用地取得費 (1.2兆円) を含んでいる。  
 3. 98/4月の総合経済対策は、過去との比較のため、便宜的に次のように整理した。  
 (1) 融資枠拡大には、「中小企業対策」の事業費 (2.0兆円) を対応させた。  
 (2) 用地先行取得等には、「土地・債権の流動化と土地の有効利用」に含まれる2.3兆円を対応させた。  
 (3) 減税等には、特別減税、政策減税、福祉給付金などの合計4.6兆円を対応させた。

(資料) 政府公表資料

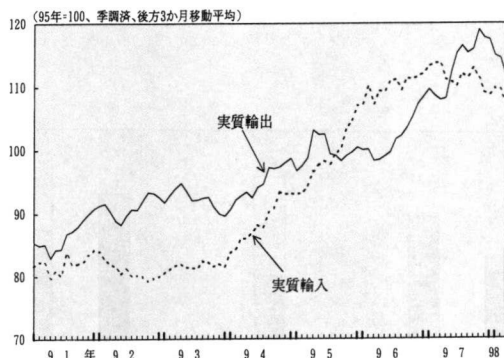
欧米向けが引き続き堅調に推移している一方、ASEAN、韓国向けが、通貨・経済調整の影響や、一部諸国での外貨繰りの制約の影響から、自動車関連、情報関連、資本財・部品などを中心に大幅に減少しているため、全体でも1~3月は前期比で減少となった。これに対して実質輸入は、わが国の内需の低迷などを反映して、弱含み横這い圏内の動きを続けている。この結果、純輸出の動きを実質貿易収支でみると(注3)、

(注3) 後掲図表4(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。

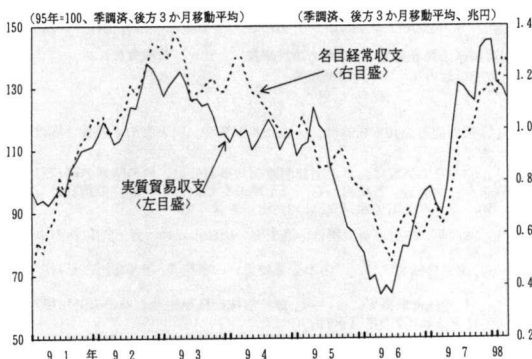
(図表 4)

## 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」

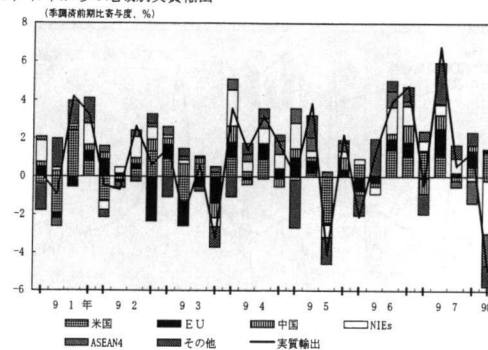
1～3月は減少したが(図表4)、名目経常収支は(注4)、原油等の輸入素原材料価格の低下を背景に、黒字幅が引き続き拡大傾向にある。

輸出入を取り巻く環境をみると、海外経済は(図表7(1))、米国や欧州では良好なパフォーマンスが続くことが見込まれるが、アジア諸国では、外貨繰り面の制約が緩和する方向にある

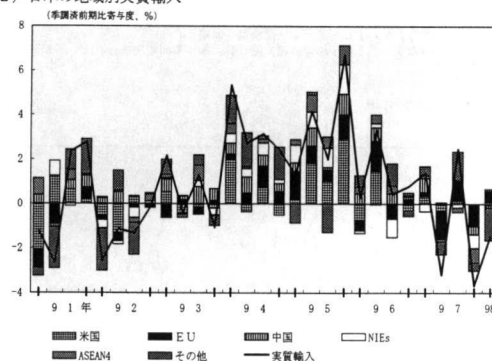
(図表 5)

## 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. 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」

とは言え、緊縮的なマクロ政策などの下で国内経済は一段と減速していくとみられる。この間、円の実質実効レートは(図表7(2))、対米ドルでの軟化などを反映して、若干円安方向に振れている。これらの点を踏まえると、純輸出は先行き持ち直すとしても、そのテンポはかなり緩やかなものとなる公算が大きい。

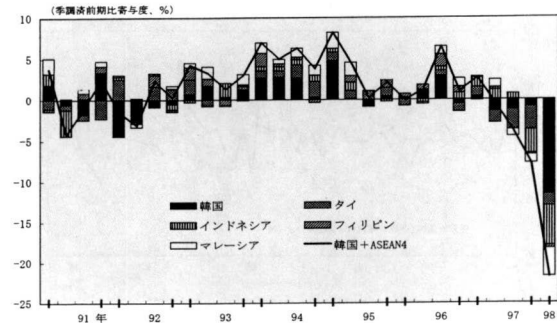
設備投資については、このところ減少傾向を辿っている。一般資本財出荷が、減少を続けて

(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2.3%→7～9月2.4%→10～12月2.8%で推移している。

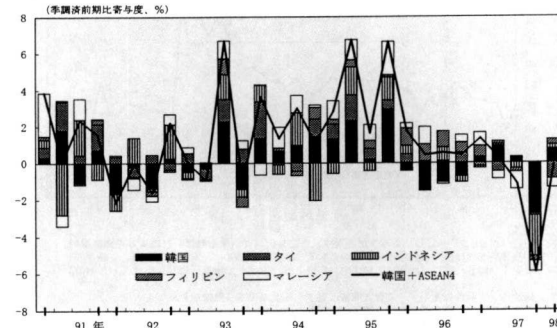
(図表 6)

ASEAN 4、韓国との貿易

(1) ASEAN 4、韓国向け輸出の国別内訳



(2) ASEAN 4、韓国からの輸入の国別内訳



(注) 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 7)

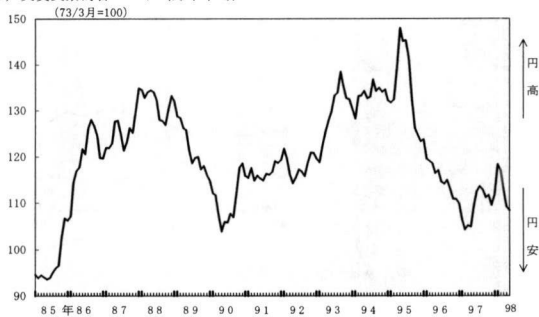
純輸出を取り巻く環境

(1) 海外経済 (実質 GDP)

		95年	96年	97年	97年 4～6月	7～9月	10～12月	98年 1～3月
欧 州	米 国	2.0	2.8	3.8	3.3	3.1	3.7	4.2
	E U	2.5	1.8	n.a.	4.9	3.3	n.a.	n.a.
	ド イ ツ	1.8	1.4	2.2	3.8	2.9	1.1	n.a.
	フ ラ ン ス	2.1	1.6	2.3	4.6	3.4	3.1	n.a.
東 ア ジ ア	英 国	2.8	2.5	3.1	3.5	3.6	2.5	1.8
	中 国	10.5	9.7	8.8	(1～6月) 9.5	(1～9月) 9.0	(1～12月) 8.8	7.2
	韓 国	8.9	7.1	5.5	6.6	6.1	3.9	n.a.
	台 湾	6.0	5.7	6.8	6.3	6.9	7.1	n.a.
J A P A N	香 港	3.9	5.0	5.3	6.8	6.0	2.7	n.a.
	シ ン ガ ポ ー ル	8.7	6.9	7.8	8.5	10.7	7.6	5.6
	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	6.8	2.5	1.3	n.a.
A S E A N 4	マレーシア	9.5	8.6	7.8	8.4	7.4	6.9	n.a.
	フィリピン	4.8	5.7	5.1	5.7	4.9	4.7	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、5月18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、通関輸出金額ウエイトで加重平均したもの。

いるほか(注5)、先行指標である機械受注、建築着工床面積はいずれも(後掲図表8(1)(2))、これまでの非製造業に加え、製造業でも減少に向かいつつある。

このように設備投資は、内需の低迷と企業収益の悪化を背景に減少を続け、調整局面に入っているが、資本ストック循環の観点からみて、大幅なストック調整圧力が働くとは当面考えにくく、また、政府の総合経済対策による企業マインドへの好影響も期待される。しかし、資金調達環境をみると、新年度入り後も、中小企業を中心に厳しい状態が続いている(後掲図表8

(3))。また、企業が予想する日本経済の期待成長率は(後掲図表8(4))、今後3年間の予想が1%台前半まで低下するなど、先行きに関する見方が弱気化しており、今後もこうした状況が続けば、企業の投資見送り姿勢がさらに強まる可能性がある。以上のような環境からみて、設備投資が速やかに調整局面から脱するとはみられない。

次に家計部門について、個人消費の動向をみると(後掲図表9)、3月は百貨店・チェーンストア売上高、家電販売や旅行取扱額などが全般にやや持ち直したほか、消費性向もここ数か月

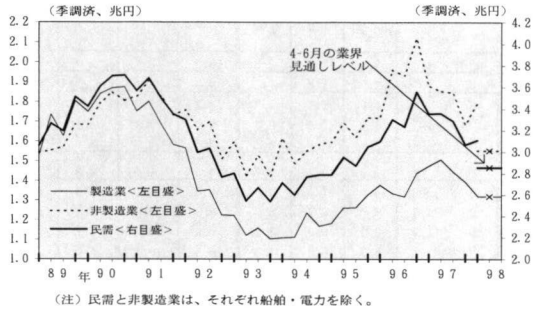
(注5) 一般資本財出荷の季調済前期比は、97/10～12月-2.1%→98/1～3月-0.9%と、2四半期連続で減少となっている。

設備投資関連指標 (1)

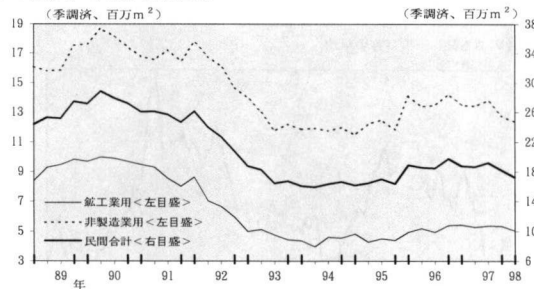
(図表 8-1)

(図表 9-1)

(1) 機械受注



(2) 建築着工床面積 (非居住用)

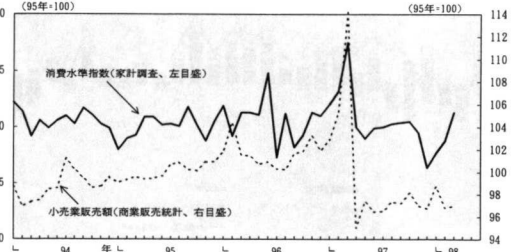


(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

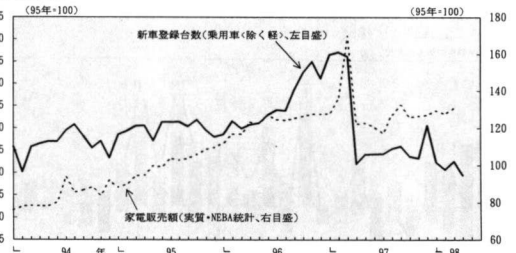
(図表 8-2)

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



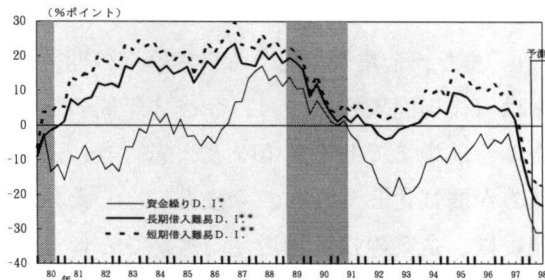
(注) 1. X-12-ARIMA (Seasonal adjustment) による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。  
2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI (商品) で実質化。家電販売額は、各品目のCPI (但しパソコンはWPIで代用) を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

(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」

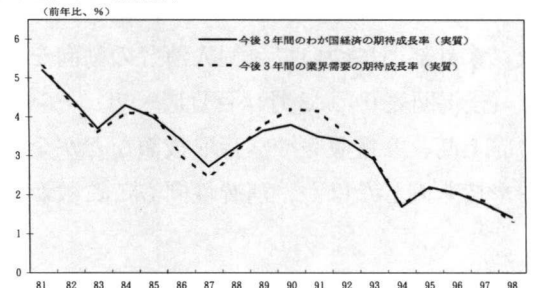
設備投資関連指標 (2)

(図表 9-2)

(3) 中小企業動向調査



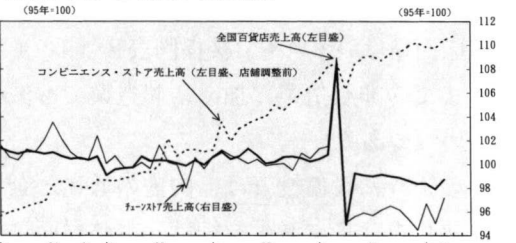
(4) 企業からみた期待成長率



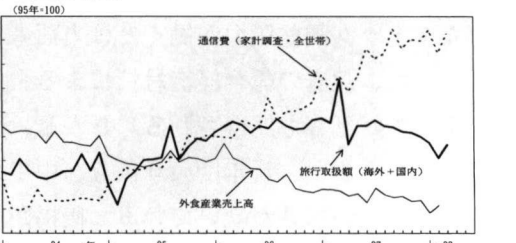
(資料) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」、経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」

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 (Seasonal adjustment) 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」

の落ち込んだレベルからは回復した（図表10）。ただし、乗用車や家具等の値嵩の耐久財の販売は引き続き低調であり、消費が明確に上向く手応えは窺われない。こうしたことを踏まえると、2月から実施されている特別減税などの効果もあって、個人消費の悪化には歯止めが掛かっているとみられるが、低迷基調を脱するには至っていないと考えられる。

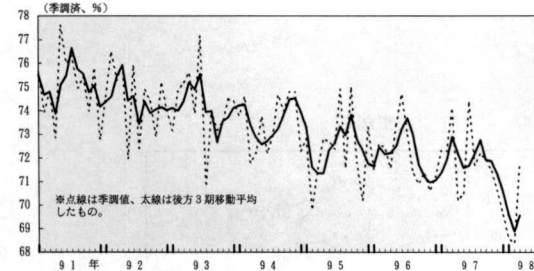
先行きについては、今回の経済対策に盛り込まれた特別減税が実施に移されれば、家計所得の下支えに寄与するとみられるが、一方で、後述のように雇用・所得環境が悪化してきており、今後の個人消費の回復度合いについては、消費者マインドの動きも含め、注意深くみていく必要がある。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると（図

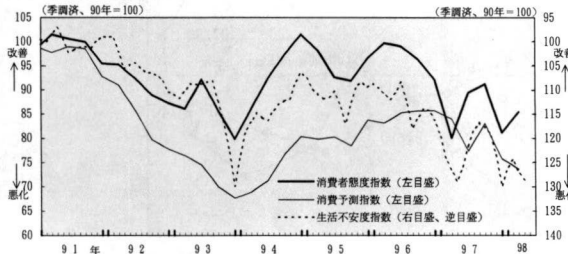
（図表10）

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で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。

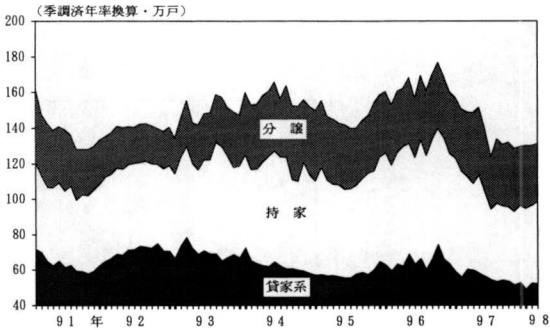
（資料）経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、総務庁「家計調査報告」

表11)、97年夏場以降、季調済年率で130万戸前後の低水準で推移している。

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12）。1～3月は、化学、

（図表11）

新設住宅着工戸数

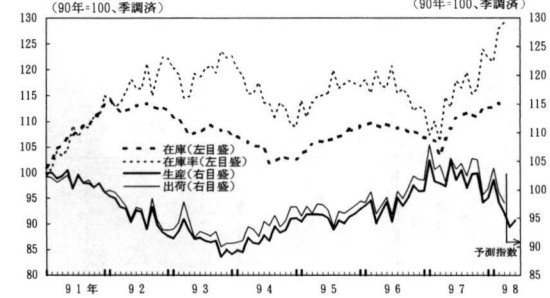


（資料）建設省「建設統計月報」

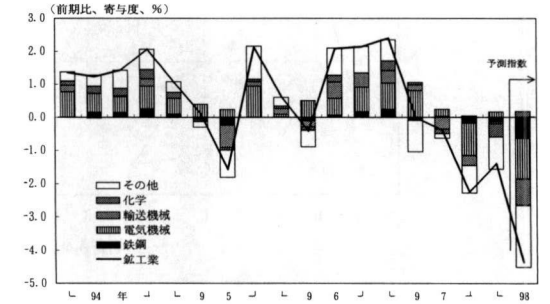
（図表12）

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、98/6月を5月と同水準と仮定。

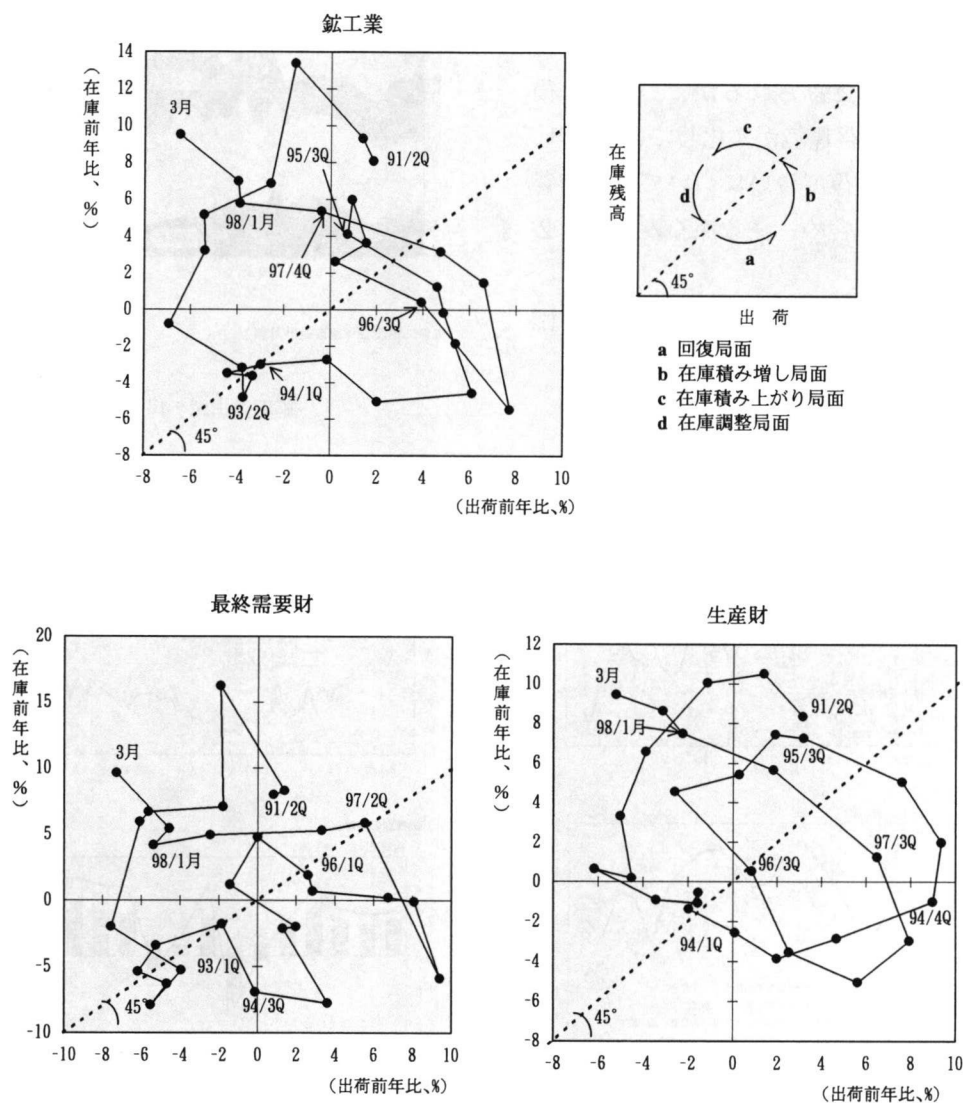
（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

鉄鋼などの素材業種を中心に減産の動きが広がり、昨年7～9月以来、3四半期連続の減少となった。4～6月についても、生産予測指数や業界からのヒアリング調査によれば、輸送機械

や電気機械が減産を強化、継続する構えにあり、この影響は鉄鋼などの素材業種にも波及するため、かなりの減産が続く見通しである。また、製造業の在庫状況をみると（図表13）、最終需要

（図表13）

## 在庫循環



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」



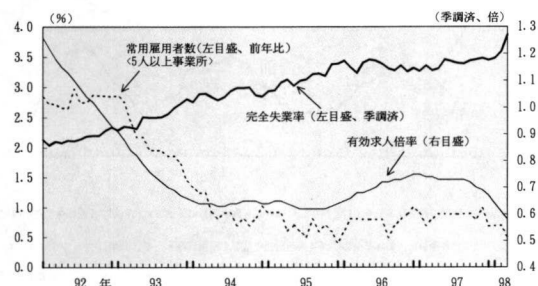
財、生産財のいずれも、在庫は一段と積み上がっており、暫くは在庫調整圧力の強い状況が続くとみられる。

こうした中であって、雇用・所得環境をみると、ここに来て悪化が顕著になってきている。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急ピッチで減少しており、3月は、有効求人倍率が0.58倍と83年7月以来の低水準となったほか、失業率は3.9%と既往最高を更新した。3月の失業者数の増加には（図表15）、自発的失業者の一時的な著増という特殊要因が影響している面もあるが、

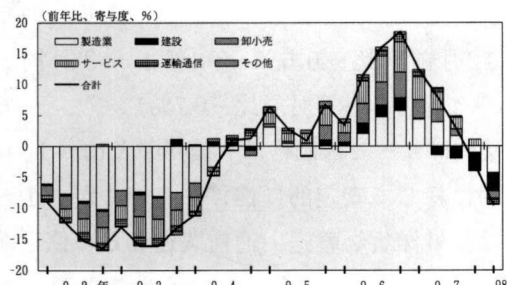
（図表14）

### 労働需給

（1）雇用関連指標



（2）新規求人数の業種別内訳



（注）新規求人数は新規学卒者を除き、パートタイムを含む。

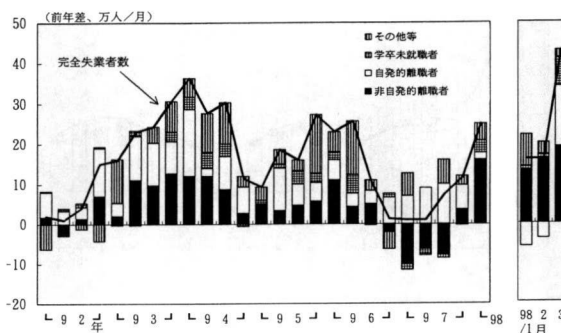
（資料）総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

①1～3月の非自発的離職者の増加テンポが、92～93年の雇用調整期を上回っていることや（注6）、②労働移動の活発な若年層の失業増が中心であった95～96年とは異なり、このところ中高年層の失業が目立っていること、などからみて、雇用情勢は厳しさを増しているように窺われる。この間、雇用者所得に関しても（後掲図表16）、所定外給与の前年割れが続くもと、所定内給与、特別給与ともに低迷しており、賃金の伸びは一段と低下している。

（図表15）

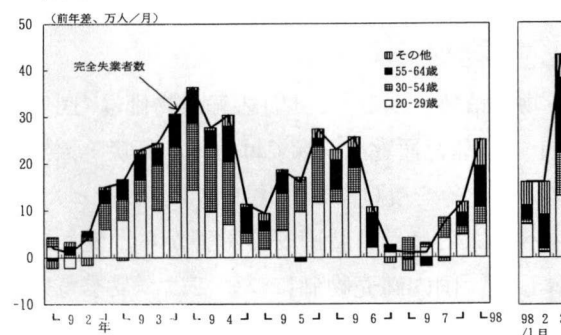
### 失業者

（1）求職理由別完全失業者数



（注）「その他」は離職者、学卒未就職者以外の求職者のほか、求職理由を回答しなかった者も含む。

（2）年齢別完全失業者数



（注）「その他」は15-19歳と65歳以上の合計。

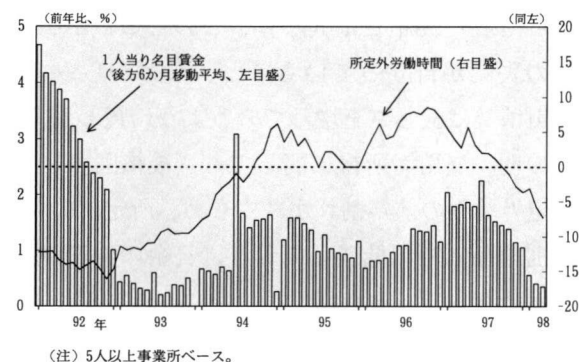
（資料）総務庁「労働力調査」

（注6）これには、公共投資、住宅投資、および耐久財消費の低迷の影響を強く受けて、建設業や一部製造業（木材・家具など）では、所定外労働時間の短縮を通じた雇用調整がすでに限界に近づいているため、雇用者数の削減に踏み切ったことなどが影響したものと考えられる。

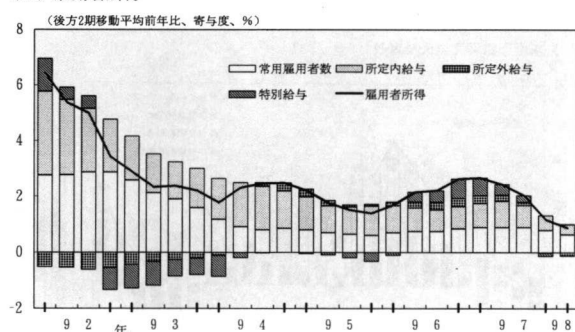
(図表16)

## 雇用者所得

(1) 1人当り名目賃金



(2) 雇用者所得

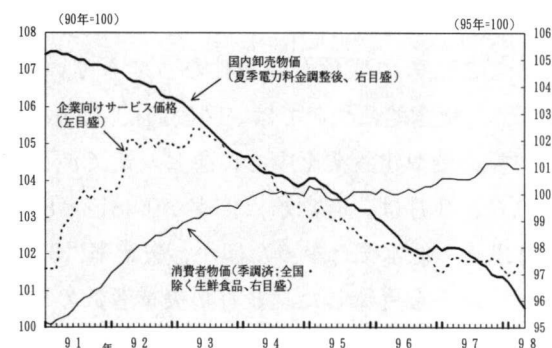


(資料) 労働省「毎月勤労統計」

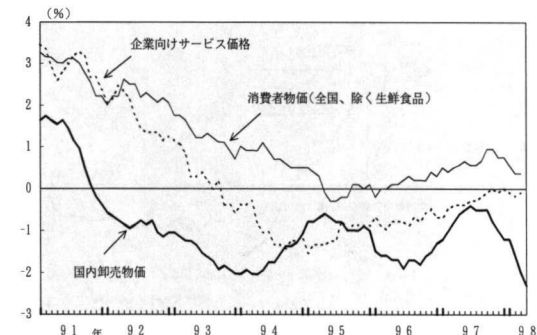
(図表17)

## 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」

## 2. 物価 (注7)

物価情勢をみると、4月の輸入物価は(図表18(1))、契約通貨ベースでは石油・石炭・天然ガスの軟化等を受けて前月比小幅下落となったが、円ベースでは、為替円安の影響から、僅かに上昇した。国内卸売物価については(夏季電力調整後、図表18(3))、国内の在庫調整の本格化を反映して、鉄鋼、木材等の建材関連や化学製品の下落が続いているほか、既往原油市況安の影響や家電製品の販売競争激化に伴う値下げな

ども加わって、引き続き下落基調にある(97年10～12月前期比-0.5%→98年1～3月同-0.5%→4月の1～3月対比-0.7%)。

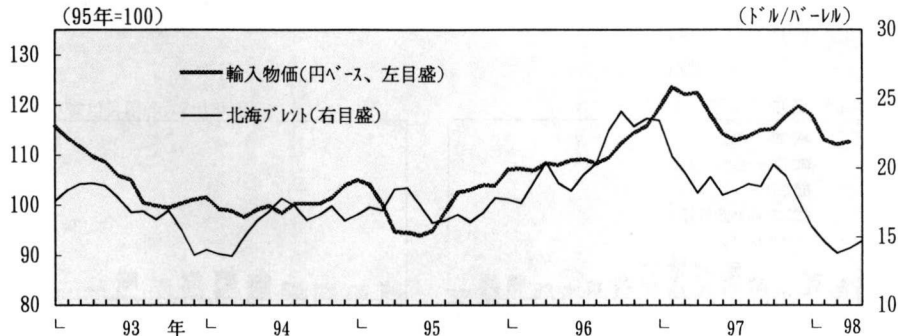
企業向けサービス価格は(後掲図表19(1))、基本的に総じて安定的に推移しているが、1～3月は、外洋貨物輸送、通信関連などの値下がりを受けて、前年比若干のマイナスとなった(97年10～12月前年比0.0%→98年1～3月同-0.1%)。また、消費者物価(除く生鮮)についてみると(後掲図表19(2))、民間サービス

(注7) 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)。

(図表18)

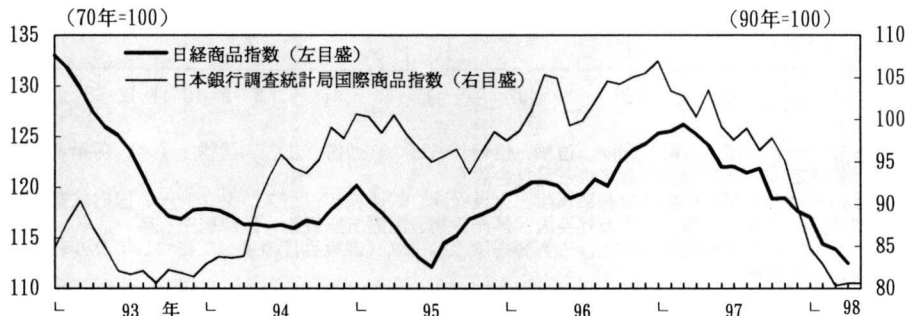
# 輸入物価と卸売物価

## (1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



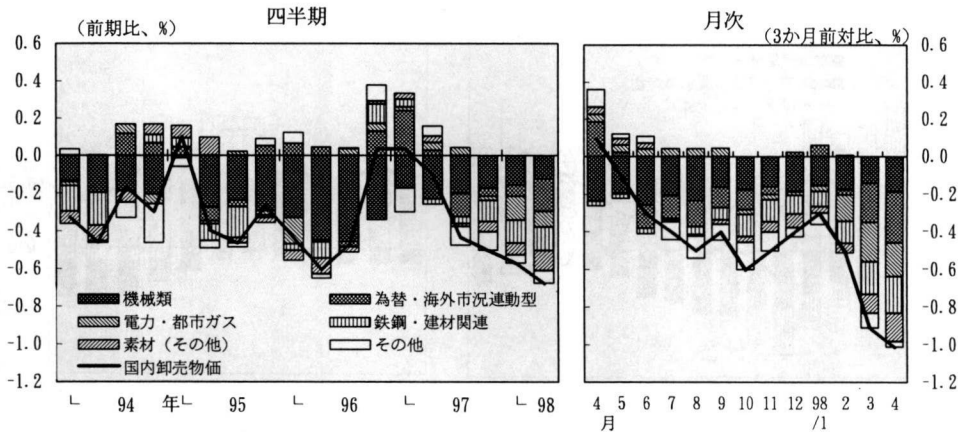
(注) 北海プレントの98/5月は、12日までの平均値。

## (2) 商品市況



(注) 日本銀行調査統計局国際商品指数の98/5月は、12日までの平均値。

## (3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



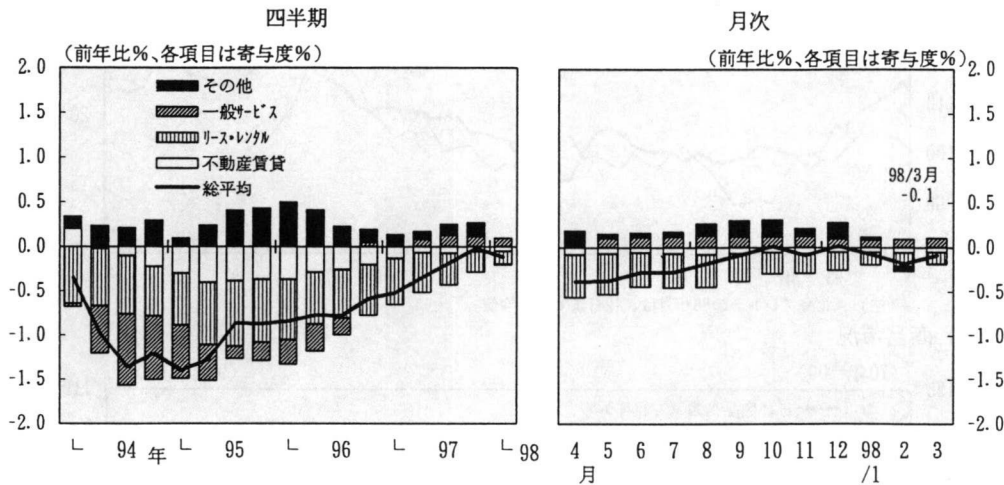
- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属  
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スラック類  
 3. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器  
 4. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道  
 6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 7. 98年第2四半期は、98/4月の計数。

(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 19)

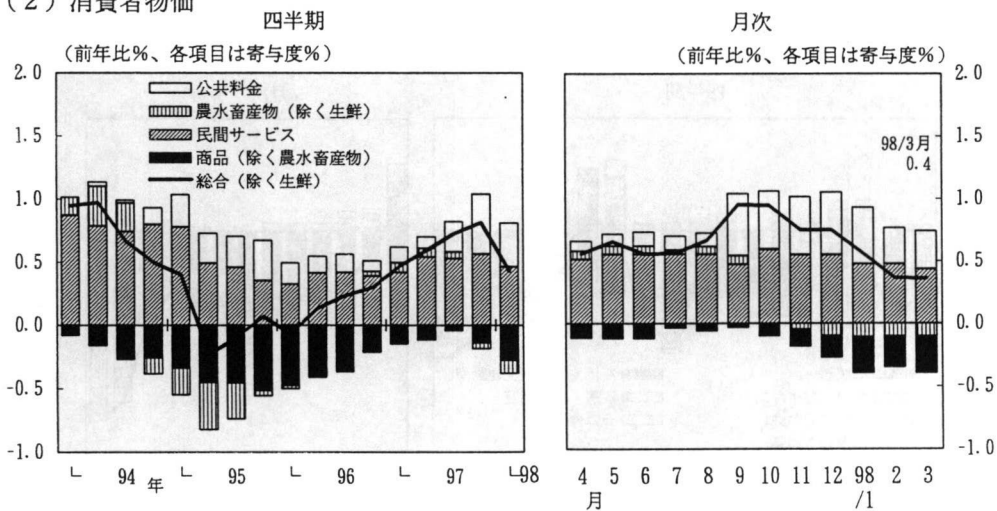
## 企業向けサービス価格と消費者物価

### (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20)

価格が安定的に推移する一方、商品価格の下落幅が緩やかに拡大するという構図が続いているが、1～3月は、電気料金の値下がり加わって、前年比プラス幅が縮小した(97年10～12月前年比+0.8%→98年1～3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1～3月は+0.1%程度と、ほぼ前年比横這い水準となっている。

先行きについてみると、国際商品市況が最近はい保合い圏内の動きとなっており、この面からの物価下落圧力は今後減衰していくとみられる。また、経済対策が実施に移されていけば、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めがかかると見込まれる。しかし、現下の在庫や需給ギャップの水準を踏まえると、物価は、なお暫くの間、全般に軟調に推移する公算が大きい。

### 3. 金融

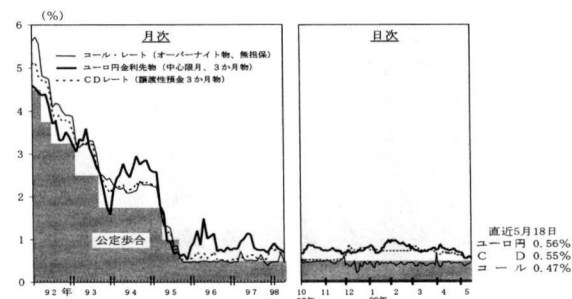
#### (1) 金融市況

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)、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。

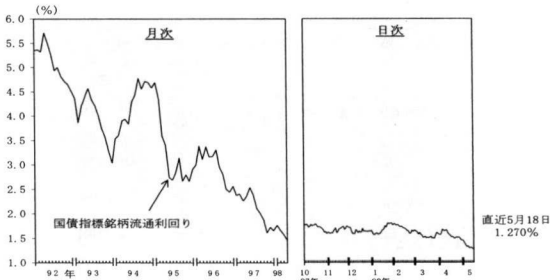
一方、ユーロ円金利(3か月物)は、2月末から3月半ばにかけてかなり低下したあと、概ね横這いで推移していたが、4月下旬以降再び低下している。また、ユーロ円金利先物をみると(後掲図表22)、この1か月間で、各限月とも0.2～0.3%程度下方にシフトしており、市場の景況感が引き続き弱い状態にとどまるなかで、市場参加者の金利観が変化してきていることを窺わせている。

市場金利等

#### (1) 短期



#### (2) 長期

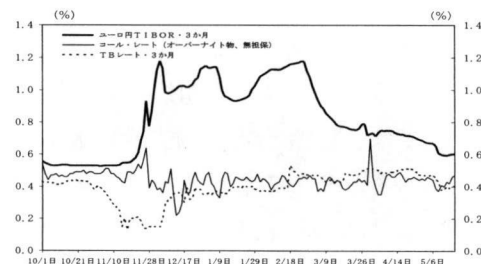


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

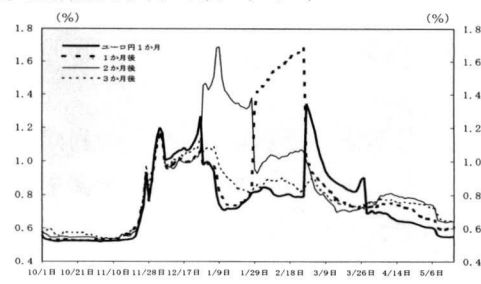
(図表21)

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

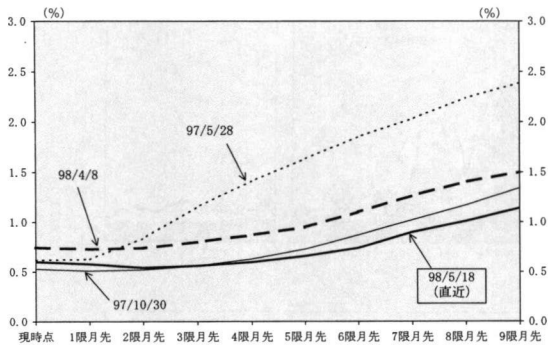


(注) ユーロ円金利(TIBOR)から算出。

(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 2 2)

## 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」

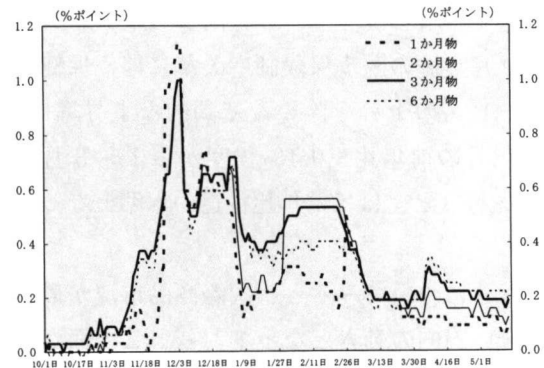
これに対してジャパン・プレミアムは(図表23)、とくに目立った縮小の動きはみられておらず、3か月物でみて0.2%弱のプレミアムが残っている。こうした動きは、信用リスクに対する市場の警戒感がなお根強いことを反映している。

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、弱めの実体経済指標の発表などをうけて、4月中旬以降低下傾向を辿り、最近では、1.2%台と、過去最低水準を更新している(それまでの最低水準は本年3月下旬の1.49%)。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(図表24)、全期間にわたって一段と低下している。

この間、民間債(金融債、社債)の利回りも(図表25、26)、国債利回りの低下と歩調をあわせるかたちで、かなり低下している。ただ、国債と民間債との利回り格差は昨年秋以降拡大し

(図表 2 3)

## ジャパン・プレミアム

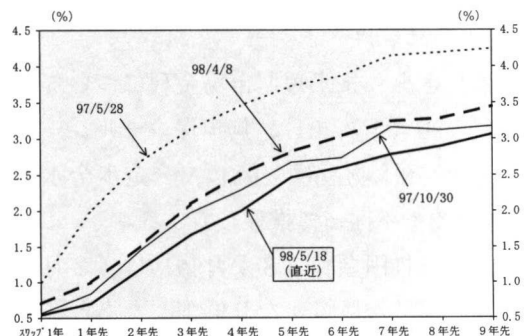


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

(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」

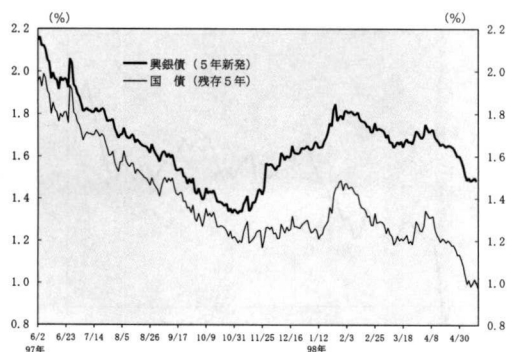
たままの状態が続いており、資本市場においても信用リスクに対する意識が根強いことが窺われる。



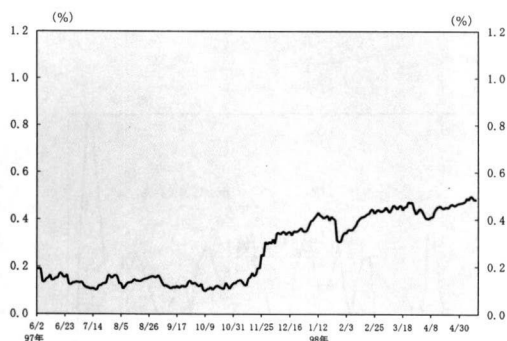
(図表 2 5)

## 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)

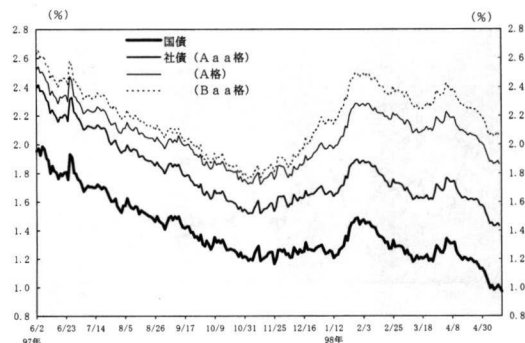


(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」等

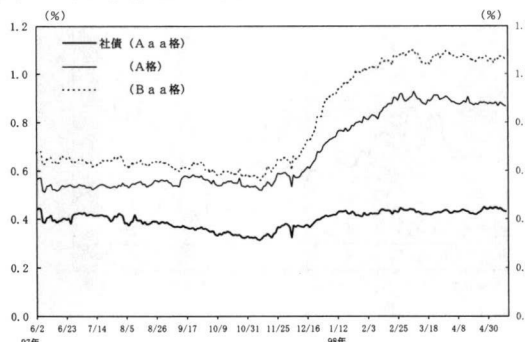
(図表 2 6)

## 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」

株価をみると（後掲図表27（1））、弱めの实体经济指標の発表や企業収益の下方修正などを背景に軟調に推移している。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27（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。

為替相場をみると（後掲図表28）、円の対米ドル相場は、4月半ばに129円程度までいったん強含んだが、その後は再び円安気味に推移し、最近では130円台半ばとなっている。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（2））。

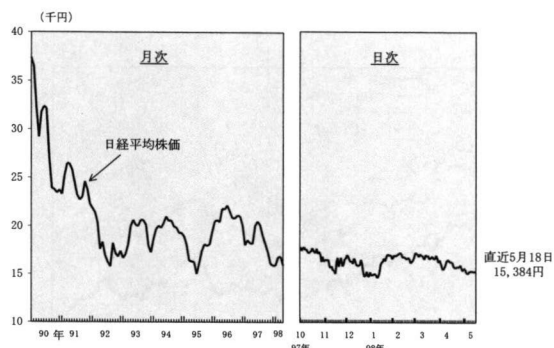
## (2) 量的金融指標

マネーサプライ（後掲図表29、30）の動向をみると、 $M_2 + CD$ は、昨年末以降投信等からの資金シフトなどを背景に高めの伸びを続けたが、3月以降は、経済活動の停滞や資金シフトの沈静化などを反映して、伸び率が低下している。また、広義流動性は、昨年中央以降の伸び率鈍化傾向が続いている。

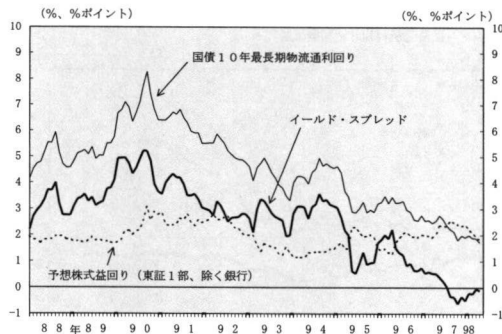
(図表 27)

## 株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド

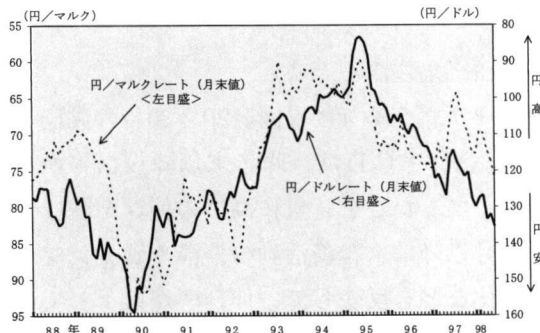


(注) 1. イールド・スプレッド = 国債利回り - 予想株式益回り  
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

(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 28)

## 為替レート



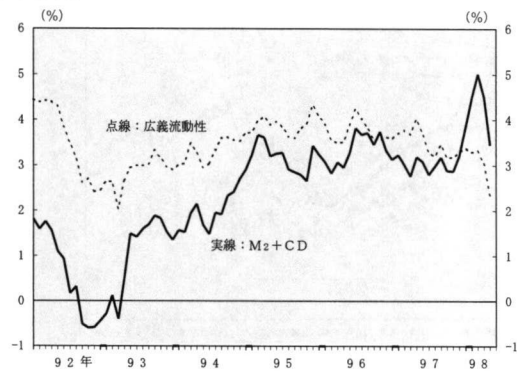
(注) 98/5月は5月18日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

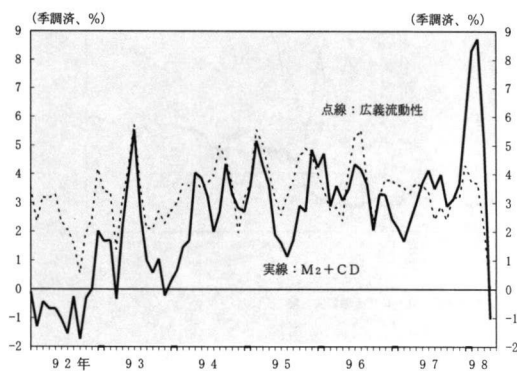
(図表 29)

## 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」

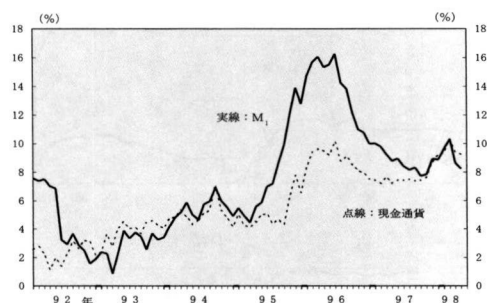
## (3) 民間銀行貸出と企業金融

民間銀行貸出を5業態・月中平均残高ベースでみると(図表31)、4月はマイナス幅をさらに拡大させた。こうした平均残高ベースでの落込みには、3月期末に多額の貸出金償却や貸出残高の圧縮が行われたことが影響している面があるとみられる。しかし、この点を踏まえても、民間銀行貸出が依然低調であることには変わりはない。

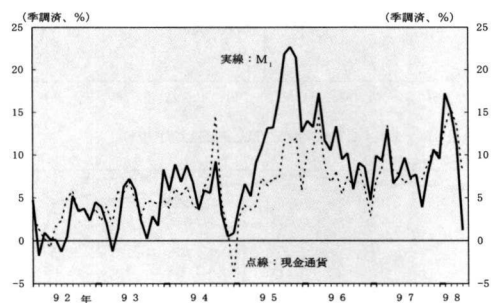
(図表30)

## マネーサプライ (M1、現金通貨)

(1) 前年比



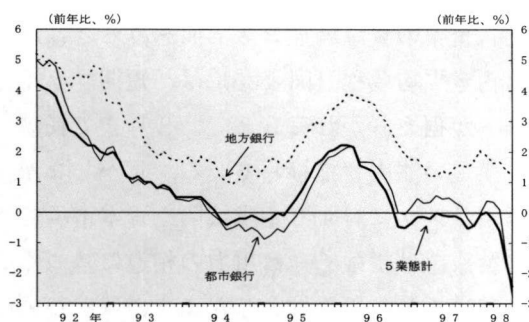
(2) 3か月前比年率



(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」

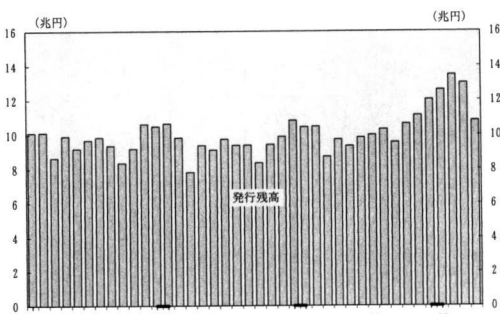
この間、民間企業による資本市場からの調達  
は社債発行を中心に増加傾向にある(注8)ほか、  
政府系金融機関からの借入も増加基調を辿っ  
ている(図表32、後掲図表33)。しかしながら、  
民間企業の資金調度を全体としてみると、経済  
活動が停滞を続けるもとで、増加テンポはかな  
り鈍化してきているように窺われる。

民間銀行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。

(図表32)

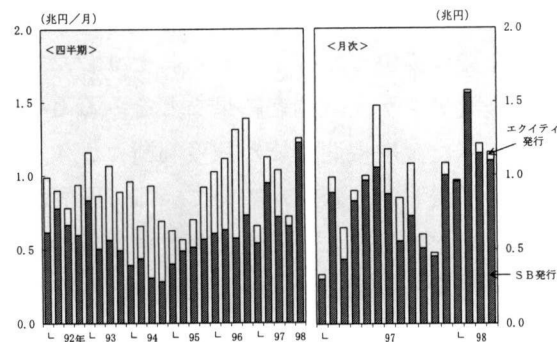
## 資本市場調達

(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。

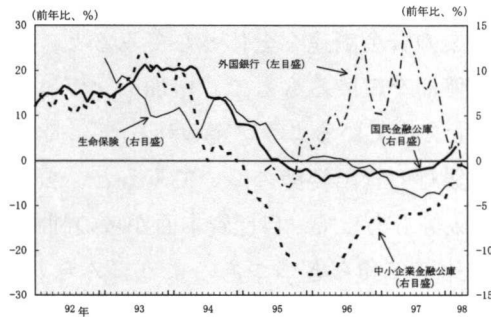
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、公社債引受協会「公社債月報」等

(注8) CPの発行は、期末資金手当のための発行意欲の高まりを反映して1～3月に大幅に増加した後、4月は一服した。

(図表 3 3)

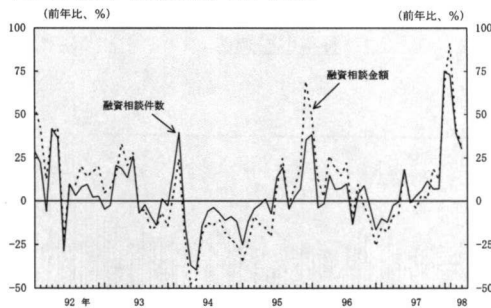
### その他金融機関貸出

(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)



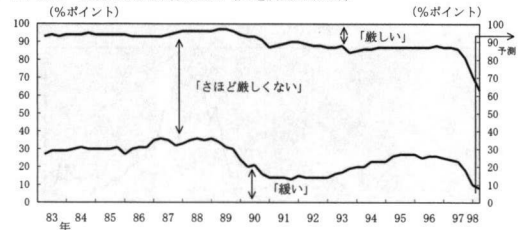
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

しかしながら金融機関サイドでは、中期的な収益性・健全性の向上といった課題を抱えながら、慎重な融資姿勢を維持している。そうしたもとで、企業アンケート調査結果などをみると、企業からみた金融機関の貸出態度判断は、4月入り後も「厳しい」状態が続いている(図表34)。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

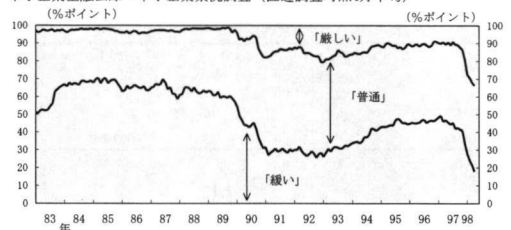
(図表 3 4)

### 中小企業からみた金融機関の貸出態度

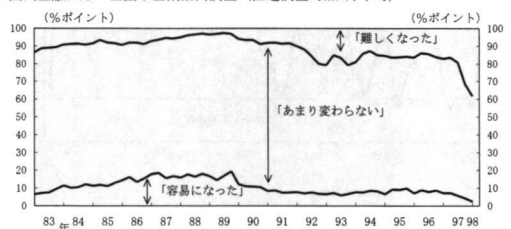
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査(直近調査時点3月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査(直近調査時点4月中旬)



(3) 国民金融公庫・全国小企業動向調査(直近調査時点3月中旬)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、国民金融公庫「全国小企業動向調査」

のとみられる。

また、企業の資金調達コスト面をみると、新規貸出約定平均金利(図表35)は、短期プライムレートが据え置かれるもとで、3月まで長短ともに横這い圏内で推移している。しかしながら、信用リスクに対する金融機関や資本市場参加者の警戒感根強く、信用力の相違に基づく金利格差は昨年秋以降拡大したままの状態が続いているとみられる(注9)。

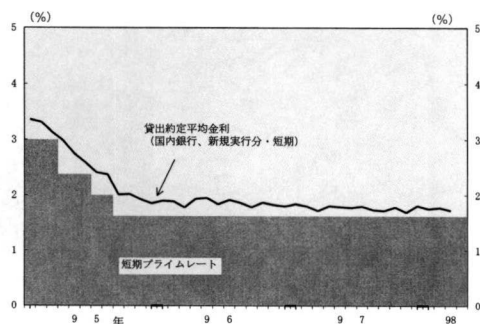
一方、スプレッド貸出の基準金利であるター

(注9) 新規貸出約定平均金利が目立って上昇しなかったのは、大企業向け貸出のウェイトが高まったこと(平均金利計算上の構成比の変化)も影響しているようにみられる。

(図表 3 5)

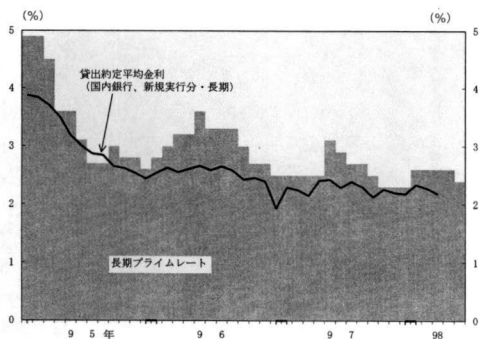
## 貸 出 金 利

(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」

ム物市場金利は2月末以降かなりの低下をみている。また、長期プライムレートも、5月に0.2%引き下げられ、2.4%と過去最低（昨年10～12月、2.3%）に近い水準となっている。

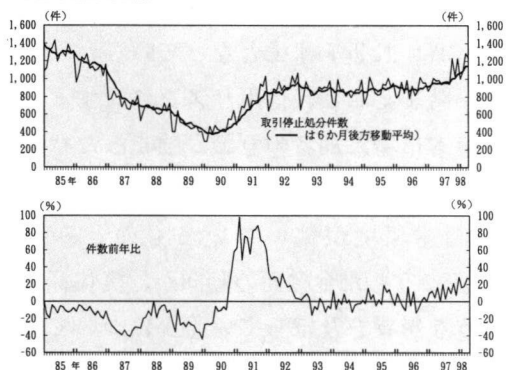
以上を踏まえると、信用リスクに対する金融機関や資本市場参加者の意識が強まった状態のもとで、中小企業を中心に、企業によっては、厳しい調達環境が続いているものとみられる（注10）。こうした金融面の動向が、实体经济にどのような影響を及ぼしていくかについて、引き続き注意深く点検していく必要がある。

（注10）企業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36）。

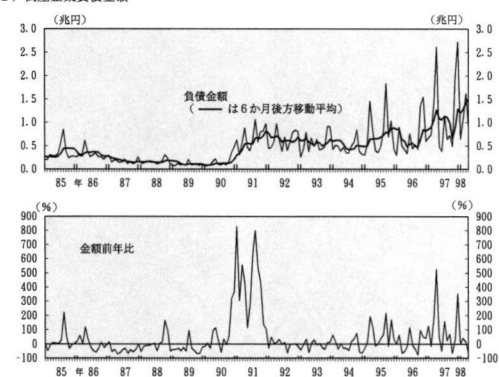
(図表36)

## 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」