

金融経済月報（98年9月）（注1）

1998年9月11日

日 本 銀 行

■基本的見解（注2）■

わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあり、純輸出（輸出－輸入）も、輸入の減少を主因に、このところ増加している。その一方で、設備投資の大幅な減少が続いており、住宅投資も一段と減少している。個人消費については、特別減税の実施にもかかわらず、なお回復が確認されない状態が続いている。こうした最終需要動向の下で、大幅な減産が実施されてきている。この結果、在庫については、調整が進捗しつつある業種もみられるが、全体としてはなお高い水準にある。以上のような支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇用者所得も減少テンポがやや速まっている。また、有効求人倍率が既往最低水準を更新し、失業率も高水準で推移するなど、最近の雇用・所得環境は一段と厳しさを増している。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働いている。今後は、政府の総合経済対策の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かると期待されるが、既に経済活動の水準が相当程度低下していることを踏まえると、民間需要を中心とした自律的回復へと速やかに繋がっていくことは考えにくい。また、株価下落など、金融面の動向が、実体経済面にマイナスの影響を及ぼす可能性にも注意が必要である。こうした状況下、政府は、来年度予算について、財政構造改革法の凍結を前提に4兆円の特別枠（注3）を設けるなど、景気に配慮した内容の概算要求基準を示した。また、金融システムの建て直しに向けての諸法案が現在国会で審議されているほか、6兆円を超える規模の個人所得・法人税減税に関しても、検討が本格化するとみられる。今後は、こうした施策がどのよ

（注1）本稿は、9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、9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。

（注3）「景気対策臨時緊急特別枠」

うに具体化され、企業・消費者の心理にどう影響を及ぼすか、といった点に注目していく必要がある。

物価面をみると、卸売物価が下落傾向を続けているほか、消費者物価も、前年比マイナスに転じつつある。先行きについては、総合経済対策の効果が期待されるが、需給ギャップの水準が相当程度拡大していることを踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、株価は、8月下旬以降、金融システム問題を巡る不透明感の高まりや、ロシア金融危機に端を発する世界的な株価低迷をきっかけに、一時大幅に下落するなど、不安定な動きとなっている。また、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感の高まりを背景に、ユーロ円とＴＢとの金利格差、ジャパン・プレミアム、民間債と国債との利回り格差は、それぞれ拡大した。もっとも、市場の一部に追加的な金融緩和に関する思惑が出たことなどもあって、長短市場金利は総じてみれば、小幅の低下となった。

金融の量的側面をみると、実体経済活動に伴う企業の資金需要は引き続き低迷しているが、民間銀行の慎重な融資姿勢などを眺めて、企業の中には再び手許流動性を厚めに確保しようとする動きがみられている。この結果、社債、ＣＰの発行が引き続き拡大しているほか、低迷基調を続けている民間銀行貸出も、前年比マイナス幅は横這いとなってきている。またマネーサプライも、ここへきて伸び率鈍化傾向がやや一服気味となっている。

ただ、中小企業などを中心に、企業によっては、資金のアベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いていることに変わりなく、その実体経済に与える影響について、今後とも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）、発注の動

きを反映する公共工事請負金額が下げ止まり傾向にあるが、7月までのところ、目立った増加もみられていない。今後、公共投資は、上期前

（図表1-1）

国内主要経済指標（1）

（前年比、％）

	97/10-12月	98/1-3月	4-6月	98/ 5月	6月	7月	8月
消費水準指数（全世帯）	-2.3	-4.7	-0.8	-0.3	-0.5	p -2.7	n. a.
全国百貨店売上高	-3.0	-9.8	0.6	-0.7	-5.0	p -4.1	n. a.
チェーンストア売上高	-5.3	-7.0	0.3	0.9	-2.0	-1.4	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-13.7	-21.5	-2.1	0.1	-2.2	-0.5	-3.1
家電販売額（NEBAベース）	-4.5	-14.1	3.6	7.4	3.2	8.3	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	1.2	-6.2	-2.8	-3.5	-4.4	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 ＜季調済年率換算、万戸＞	130	132	123	125	121	110	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	-13.4	-5.8	-21.7	-28.6	-18.6	n. a.	n. a.
製造業	-2.9	-7.6	-23.7	-31.7	-21.9	n. a.	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-20.4	-4.2	-20.1	-26.3	-15.9	n. a.	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	-8.0	-7.8	-13.8	-3.1	-25.3	-5.5	n. a.
鋁工業	-1.4	-7.2	-25.9	-20.0	-29.5	-29.9	n. a.
非製造業	-10.5	-8.0	-8.9	3.7	-23.7	4.2	n. a.
公共工事請負金額	-9.1	-2.2	-6.2	-24.4	0.8	-10.7	n. a.
実質輸出 ＜季調済前期（月）比、％＞	1.3	-4.9	-0.9	2.7	-5.1	4.9	n. a.
実質輸入 ＜季調済前期（月）比、％＞	-3.7	-1.5	-7.8	-6.4	9.7	-0.2	n. a.
生産 ＜季調済前期（月）比、％＞	-2.5	-1.3	-5.1	-2.0	1.7	p -0.8	n. a.
出荷 ＜季調済前期（月）比、％＞	-2.6	-1.1	-5.1	-0.1	0.9	p -0.6	n. a.
在庫 ＜季調済前期（月）比、％＞	1.6	0.7	-1.9	-1.7	-0.4	p -0.8	n. a.
在庫率 ＜95年=100、季調済＞	107.0	112.9	111.0	114.4	111.0	p 111.0	n. a.

(図表 1 - 2)

国内主要経済指標 (2)

(前年比、%)

	97/10-12月	98/1-3月	4-6月	98/5月	6月	7月	8月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.69	0.61	0.53	0.53	0.51	0.50	n. a.
完全失業率 ＜季調済、％＞	3.46	3.65	4.18	4.14	4.26	4.12	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模 5 人以上)	-2.5	-5.4	-9.3	-8.1	-9.9	p -8.8	n. a.
雇用者数 (労働力調査)	1.0	0.0	-0.6	-0.5	-0.8	-1.0	n. a.
常用労働者数 (毎勤統計) (事業所規模 5 人以上)	0.8	0.6	0.1	0.1	0.1	p -0.1	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模 5 人以上)	0.7	-0.1	-0.6	-0.7	-0.4	p -2.5	n. a.
国内卸売物価	-1.0 [0.9]	-1.6 [0.3]	-2.3	-2.3	-2.1	-2.2	-2.1
全国消費者物価	0.7 [2.2]	0.5 [2.0]	0.4	0.5	0.1	-0.1	n. a.
除く生鮮食品	0.8 [2.3]	0.5 [1.9]	0.1	0.0	0.0	-0.1	n. a.
企業向けサービス価格	0.0 [1.8]	-0.1 [1.7]	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	n. a.
マネーサプライ(M2+CD) ＜平残前年比、％＞	3.3	4.7	3.7	3.9	3.4	p 3.5	n. a.
取引停止処分件数	19.0	20.8	28.9	37.3	22.8	28.4	n. a.

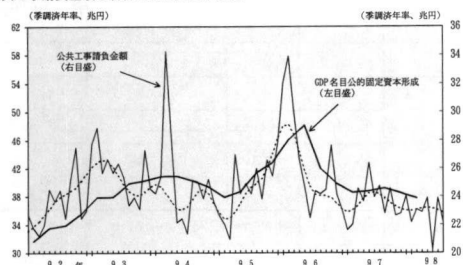
- (注) 1. p は速報値。
 2. チェーンストア売上高は、消費税を除くベース。
 3. 国内卸売物価、全国消費者物価、企業向けサービス価格は、いずれも 97/4月の消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。[] 内は消費税を含んだベースでの上昇率。

(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」

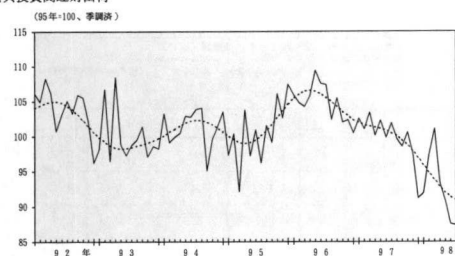
(図表 2)

公共投資

(1) 公共工事請負金額と名目公的固定資本形成



(2) 公共投資関連財出荷



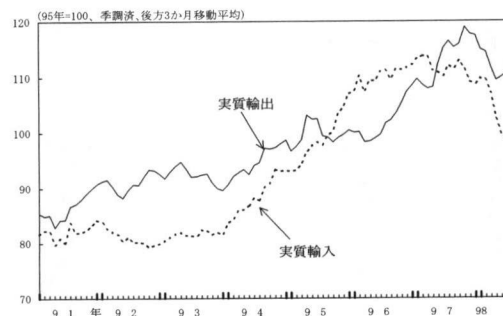
(注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
2. 公共投資関連財出荷は、アスファルト、道路用コンクリート製品、橋梁、セメントをそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。
3. 公共工事請負金額と公共投資関連財出荷の季節調整は、X-12-ARIMA(βバージョン)により実施。細点線は趨勢・季節変動成分。

(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」

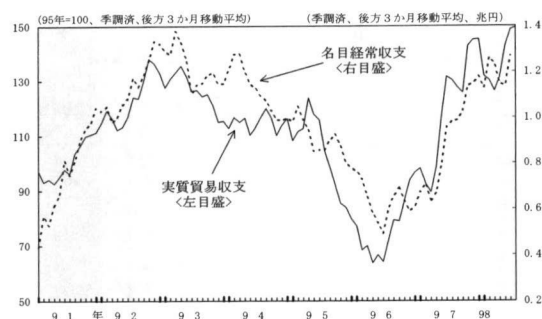
(図表 3)

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」

倒しの効果に加え、6月に成立した98年度補正予算の執行に伴って、徐々に増加に転じると見込まれる。

次に、実質輸出をみると(図表3、後掲図表4、5)、欧米向けが、とくに欧州を中心に堅調に推移している。一方、アジア向けは、同地域における内需減退を受けて減少傾向を続けているが、一部諸国において外貨繰りがやや緩和してきたことなどから、減少テンポは鈍化してきている。このため、実質輸出全体では、このところ下げ

止まり傾向にある。一方、実質輸入は、わが国の内需低迷や減産継続を背景に、基調として減少が続いている。この結果、純輸出(輸出－輸入)は、実質貿易収支でみて(注4)、このところ増加している。名目経常収支の黒字幅については、1～3月まで、原油等の輸入素原料価格の低下などが寄与して拡大傾向を辿った(注5)。その後4月には、所得収支黒字の一時的減少から

(注4) 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比は、97/4～6月2.3%→7～9月2.4%→10～12月2.8%→98/1～3月2.9%で推移している。

(図表 4)

実質輸出の内訳

(1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)						(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 7-9月	10-12	98年 1-3	4-6	7-9	98年 5月	6	7	
米国	<27.8>	1.8	14.6	0.0	1.8	4.6	-0.8	4.6	-0.9	-2.1	6.4	
EU	<15.6>	-1.2	13.8	1.3	5.4	1.3	7.2	5.1	5.1	-4.9	6.9	
東アジア	<40.6>	6.1	8.6	0.5	-2.6	-11.7	-7.6	-1.0	-1.0	-5.5	3.2	
中国	<5.2>	11.0	8.2	-3.9	6.2	-3.9	4.0	-2.8	-7.8	-4.9	3.4	
NIES	<24.0>	3.7	10.5	3.1	-0.8	-11.4	-8.7	-2.1	0.2	-4.8	1.1	
韓国	<6.2>	6.2	-1.5	-4.0	-2.8	-29.8	-7.0	-2.9	-0.1	-6.7	1.8	
ASEAN4	<11.4>	8.9	5.0	-2.8	-10.0	-16.0	-11.3	2.7	0.9	-7.7	8.1	
タイ	<3.5>	3.3	-11.6	-11.8	-15.4	-9.6	-2.3	1.2	25.0	-14.8	5.0	
インドネシア	<2.4>	0.9	22.6	3.4	-19.5	-36.0	-26.9	-0.7	-24.7	-0.7	10.7	
実質輸出計		2.3	11.2	0.6	1.3	-4.9	-0.9	2.2	2.7	-5.1	4.9	

(注) 1. < >内は、97年通関輸出額に占める各地域・国のウェイト。
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。なお、98/3Qは7月実績の四半期換算値。

(2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)						(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 7-9月	10-12	98年 1-3	4-6	7-9	98年 5月	6	7	
中間財	<14.7>	5.0	11.2	1.1	0.7	-3.2	2.3	4.2	2.0	1.8	2.3	
自動車関連	<20.5>	-1.7	14.6	2.6	-4.2	-3.0	0.7	6.9	-4.5	-0.7	9.1	
消費財	<6.9>	-1.9	6.3	2.2	2.2	2.3	0.7	-0.9	4.0	-8.1	3.6	
情報関連	<18.2>	5.8	18.1	2.0	1.3	-5.5	-5.3	1.6	0.2	-8.0	7.4	
資本財・部品	<29.6>	5.1	9.0	-0.1	3.5	-5.8	-2.8	0.8	10.0	-12.3	6.8	
実質輸出計		2.3	11.2	0.6	1.3	-4.9	-0.9	2.2	2.7	-5.1	4.9	

(注) 1. < >内は、97年通関輸出額に占める各財のウェイト。
2. 「消費財」は自動車を除く。
3. 「情報関連」は、自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。
4. 「資本財・部品」は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。
5. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、98/3Qは7月実績の四半期換算値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表 5)

実質輸入の内訳

(1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)						(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 7-9月	10-12	98年 1-3	4-6	7-9	98年 5月	6	7	
米国	<22.3>	15.5	1.1	0.6	-0.1	0.5	-4.8	1.8	2.7	5.9	-2.8	
EU	<13.3>	11.1	-3.6	6.3	-7.1	3.4	-8.5	1.2	-13.9	16.4	-3.7	
東アジア	<34.7>	15.1	0.9	-0.8	-4.5	-0.2	-6.0	2.5	-10.3	15.0	-3.0	
中国	<12.4>	20.4	8.8	0.6	-2.9	0.8	-4.7	6.7	-11.0	12.9	2.5	
NIES	<10.4>	9.2	-8.1	-1.5	-5.6	-0.5	-9.0	-3.6	-8.0	9.5	-6.6	
韓国	<4.3>	0.7	-3.9	0.4	-8.8	3.7	-10.1	-3.1	-7.4	6.4	-4.5	
ASEAN4	<12.0>	16.4	2.2	-1.6	-5.2	-0.9	-4.7	3.0	-11.6	21.9	-5.6	
タイ	<2.8>	9.4	-0.5	0.4	-2.1	-3.5	-2.7	3.8	-14.8	21.4	-3.5	
インドネシア	<4.3>	7.8	-2.3	-1.6	-8.5	0.1	-4.1	3.2	-18.5	36.4	-9.4	
実質輸入計		10.3	0.9	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	3.8	-6.4	9.7	-0.2	

(注) 1. < >内は、97年通関輸入額に占める各地域・国のウェイト。
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。なお、98/3Qは7月実績の四半期換算値。

(2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)						(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 7-9月	10-12	98年 1-3	4-6	7-9	98年 5月	6	7	
素原料	<27.1>	0.5	-0.5	1.0	0.1	-4.3	-4.4	5.7	-10.0	13.4	0.8	
中間財	<13.7>	4.6	2.7	4.4	-1.5	-2.0	-9.3	5.5	-4.4	9.6	0.8	
食料品	<13.6>	5.1	-3.5	6.8	-6.6	0.9	-2.9	0.3	-6.7	0.5	2.4	
消費財	<10.8>	12.3	-10.0	0.0	-9.1	-0.3	-8.9	7.7	-12.7	13.4	3.8	
情報関連	<12.5>	36.8	8.0	-2.4	-3.1	-4.0	-1.2	3.2	-2.6	15.8	-5.4	
資本財・部品	<11.4>	23.1	13.6	5.6	0.3	8.0	-10.8	5.2	0.1	10.8	-1.7	
実質輸入計		10.3	0.9	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	3.8	-6.4	9.7	-0.2	

(注) 1. < >内の数字は、97年通関輸入額に占める各財のウェイト。
2. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。
3. 「消費財」は、食料品を除く。
4. 「情報関連」は、事務用機器、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。
5. 「資本財・部品」は、情報関連を除く。
6. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、98/3Qは7月実績の四半期換算値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

經常黒字は縮小したが、4～6月通期では、実質貿易収支が増加に転じたことを主因に、1～3月に比べさらに若干の拡大をみた。

先行きの輸出入を取り巻く環境をみると、まず、円の実質実効レートは、ごく最近円高方向に振れているが、なお昨前半と同程度の水準にあり、わが国製品の価格競争力は引き続き高いとみられる(図表6(1))。こうした下で、米国や欧州の景気が当面堅調を持続すると予想される(図表6(2))ことや、国内需要がなお暫く低迷が続けるとみられることなどを踏まえれば、基調としては純輸出が増加しやすい状態

にあると考えられる。ただ、アジアの一部諸国における経済調整が、暫くの間は続くと思われることなどを考慮すると、今後の純輸出の増加テンポは、緩やかなものとなる可能性が高い。なお、最近の世界的な株価下落などが、各国経済に及ぼす影響についても、注意深くみていく必要がある。

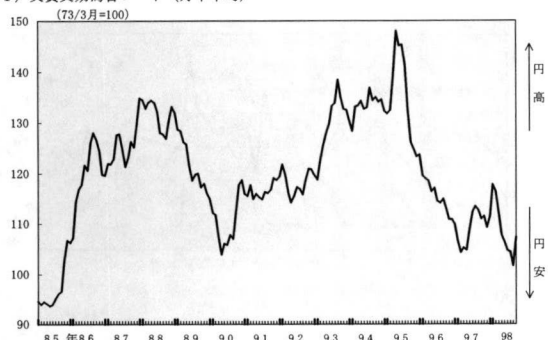
設備投資は、大幅な減少が続けている。足許の動きを示す一般資本財出荷は、4～6月に大幅に減少した後、7月も4～6月対比で減少している(注6)。また、先行指標である機械受注や非居住用建築着工床面積の動きをみても(図

(注6) 一般資本財出荷の季調済前期比は、98/1～3月-0.6%→4～6月-10.2%→7月の4～6月対比-0.4%となっている。

(図表 6)

純輸出を取り巻く環境

(1) 実質有効為替レート (月中平均)



(注) 1. 日本銀行試算値。直近は、9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)

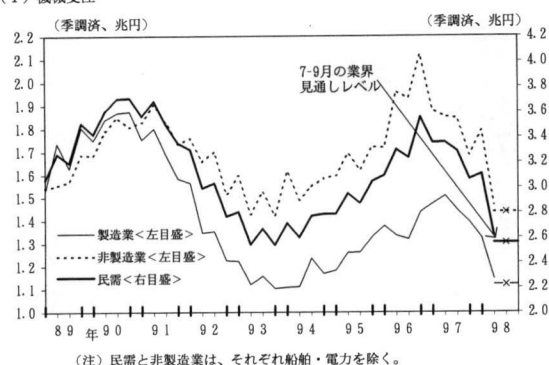
		(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)							
		96年	97年	98年	97年	98年	98年	98年	98年
					7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	
欧 州	米 国	3.4	3.9	(2.7)	4.2	3.0	5.5	1.6	
	E U	1.8	2.7	(2.7)	3.2	2.4	2.5	n.a.	
	ド イ ツ	1.4	2.2	(2.7)	2.9	1.2	3.9	n.a.	
	フ ラ ン ス	1.6	2.3	(2.9)	3.8	3.0	2.5	2.8	
東 ア ジ ア	英 国	2.5	3.1	(1.7)	3.6	2.5	2.2	2.0	
	中 国	9.7	8.8	(7.2)	9.0	8.8	7.2	7.0	
	韓 国	7.1	5.5	(-4.7)	6.1	3.9	-3.9	-6.6	
	台 湾	5.7	6.8	(5.9)	6.9	7.1	5.9	5.2	
ア メ リ カ	香 港	4.6	5.3	(0.9)	6.0	2.7	-2.8	-5.0	
	シンガポール	6.9	7.8	(3.2)	10.7	7.6	6.1	1.6	
	タ イ	5.5	-0.4	(-1.5)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	インドネシア	8.0	4.6	(-8.5)	2.5	1.4	-7.9	-16.5	
ア フ リ カ	マレーシア	8.6	7.8	(1.4)	7.4	6.9	-2.8	-6.8	
	フィリピン	5.7	5.1	(1.8)	4.9	4.8	1.7	-1.2	

(注) 1. 計数は、各国政府または中央銀行、OECD統計による。
2. ()内はOECDによる最新の見通し。

(図表 7-1)

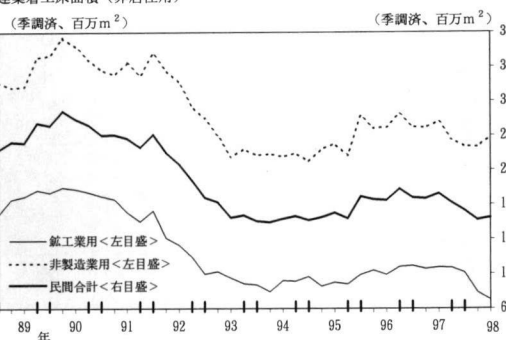
設備投資関連指標 (1)

(1) 機械受注



(注) 民間と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)



(注) 1. X-11による季節調整値。
2. 98/7~9月は、7月実績を四半期換算。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

表7-1)、製造業、非製造業のいずれにおいても減少傾向が続いている。

このように、設備投資は深い調整局面に入っており、今後、政府の総合経済対策の効果が現れてくるにしても、現在の企業収益の悪化や設備稼働率の大幅な低下などを踏まえると、設備投資が速やかに調整局面から脱するとは考えにくい。とくに、中小企業に関しては、短観をはじめ各種アンケート調査の結果によれば、企業収益が一段と落ち込む下で、投資態度がさらに慎重化する動きが窺われており、設備投資は

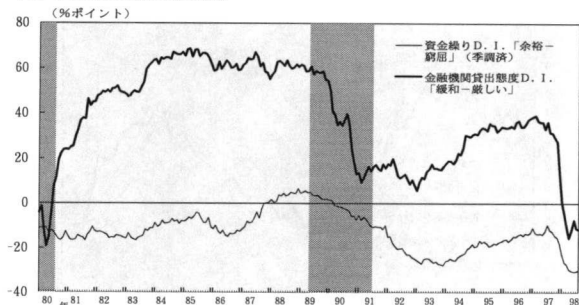
かなりのテンポで減少を続けるとみられる(後掲図表7-2)(注7)。また、株価低迷や、企業によっては資金調達環境が厳しさを増しているといったことが、企業の投資態度のさらなる慎重化に繋がる可能性もある。したがって、今後の設備投資動向については、金融システム建て直しのための諸施策や、個人所得・法人税減税をはじめとした追加的な政府の景気対策が、どのように具体化され、企業心理にどう影響を及ぼすかといった点を含め、注意深くみていく必要がある。

(注7) 例えば、8月下旬に公表された中小企業庁・中小企業金融公庫の「中小商業・サービス業設備投資動向調査」(98年6月調査、有効回答数9,725社)をみても、98年度計画は、90年代前半の景気後退期や97年度の同時点調査に比べ、前年比減少幅が相当大きなものとなっている。

(図表7-2)

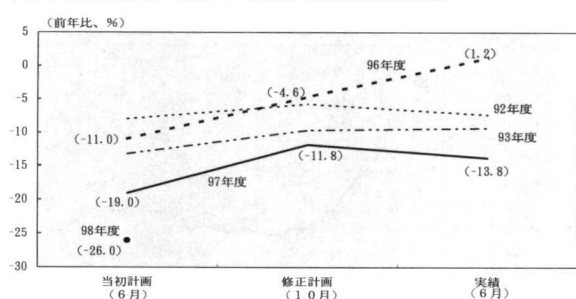
設備投資関連指標(2)

(3) 中小企業の企業金融の動向



(注) 1. シャドーは、公定歩合引き上げ局面。
2. 中小企業景況調査: 調査対象 900社(有効回答数: 638社<98/8月調査>)

(4) 中小非製造業(卸・小売・サービス業)の設備投資計画の推移



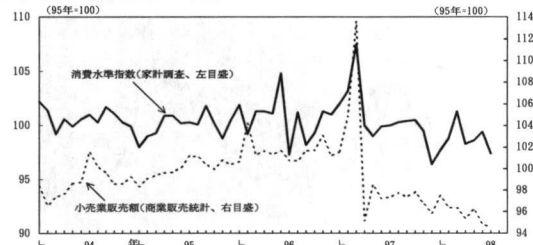
(注) 1. 中小商業・サービス業設備投資動向調査: 調査対象27,000社(有効回答9,725社)。
2. 公表資料(上記3業種の計数がそれぞれ公表されている)をもとに日本銀行が計算。

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、
中小企業庁・中小企業金融公庫「中小商業・サービス業設備投資動向調査」

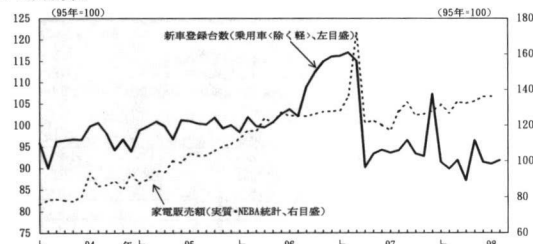
(図表8-1)

個人消費関連指標(1)

(1) 家計調査・商業販売統計(実質)



(2) 耐久消費財



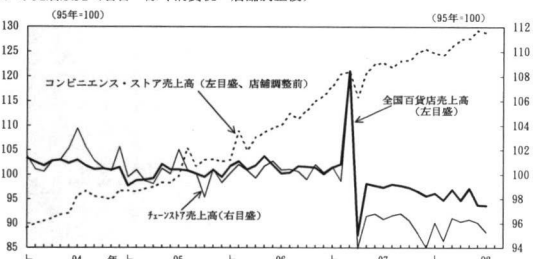
(注) 1. X-12-ARIMA(β-hat-gamma)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売販売額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

(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」

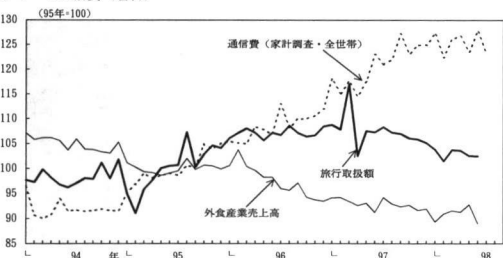
(図表8-2)

個人消費関連指標(2)

(3) 小売販売(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-hat-gamma)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」

次に、個人消費の動向をみると(図表8)、家電販売は、新製品投入の効果によるパソコンの売上増もあって、比較的底固く推移している。しかし、百貨店・チェーンストア売上高は、総じて弱含みを続けており、乗用車販売も、一部には新型車投入の効果もみられるが、全体としては低調に推移している。また、旅行取扱額などのサービス支出は、引き続き伸び悩んでいる。こうした最近の指標からみると、個人消費については、98年度補正予算に盛り込まれた追加分の一部を含め、特別減税が実施されてきているにもかかわらず、なお回復が確認されない状態が続いている。この背景としては、後述のように、雇用・所得環境が悪化する下で、特別減税の効果を踏まえても足許の可処分所得が伸

び悩んでいるとみられること、また消費者心理もやや慎重化してきているとみられること（図表9）などが考えられる。

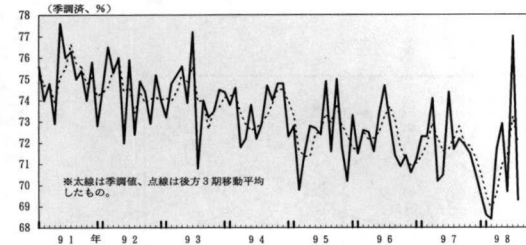
住宅投資を新設住宅着工戸数でみると（図表10）、97年夏頃から本年1～3月まで130万戸前後（季調済年率）の低水準で推移してきたが、4～6月に123万戸に減少した後、7月には110万戸とさらに減少した。

家計支出の先行きについては、98年度補正予算に盛り込まれた特別減税が、引き続き所得面の下支えにある程度寄与することが見込まれる。しかし一方で、最近では、雇用・所得を巡る環境の悪化が顕著となってきているだけに、消費者心理がさらに慎重化する可能性もある。したがって、今後の家計支出の動向については、これから検討が本格化する所得税減税の具体的な内容や、それが消費者心理に及ぼす影響などを含め、注意深くみていく必要がある。

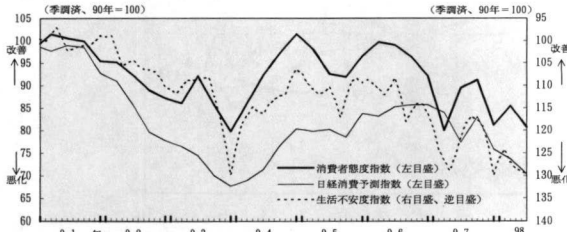
（図表 9）

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



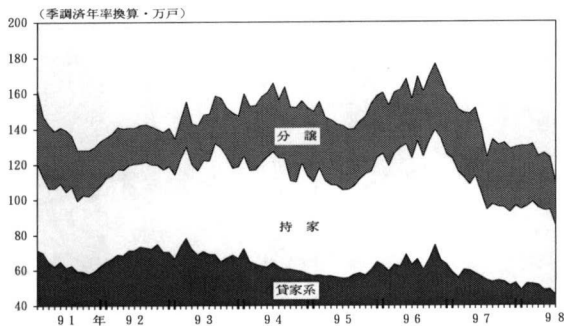
（注）1. 消費者態度指数、日経消費予測指数、生活不安定指数はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
2. 生活不安定指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。
3. 消費者態度指数は経済企画庁、消費予測指数は日経産業消費研究所、生活不安定指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

（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」

以上のような最終需要の下で、鉱工業生産は、設備投資の落ち込みを反映した一般機械や、在庫圧縮を企図した鉄鋼や輸送機械などの減産を背景に、4～6月は前期比-5.1%と大幅に減少した。また、7月も4～6月対比で-0.4%と小幅ながら減少が続いている（図表11）。この結果、

（図表10）

新設住宅着工戸数

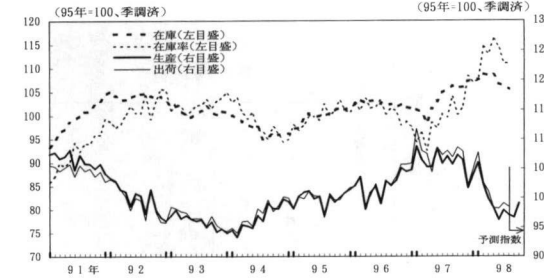


（資料）建設省「建設統計月報」

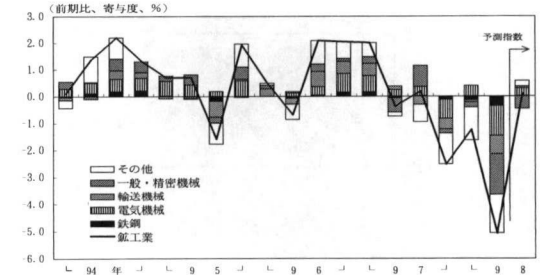
（図表11）

鉱工業生産・出荷・在庫

（1）鉱工業生産・出荷・在庫



（2）生産の業種別寄与度



（注）輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。

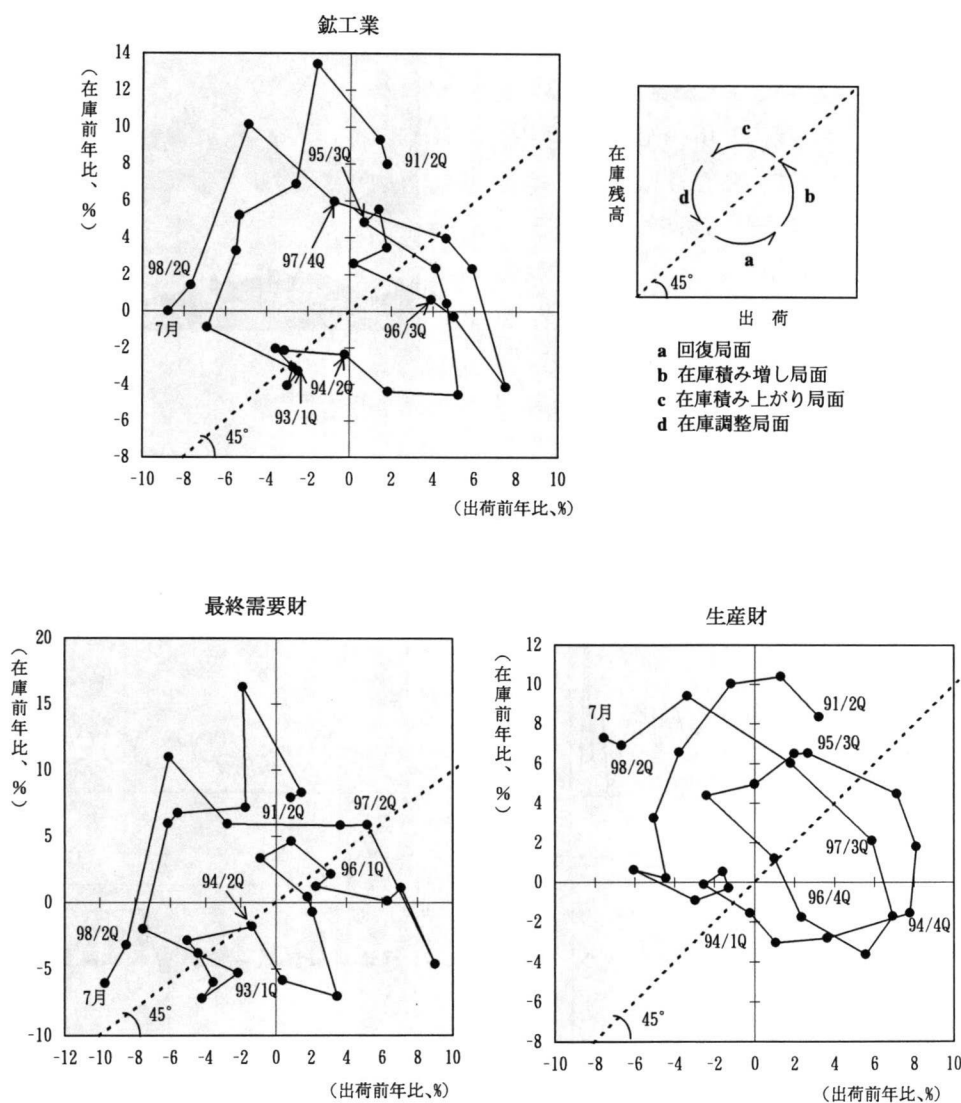
（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

製造業の在庫状況をみると（図表12）、自動車の在庫が大きく減少したのをはじめとして、最終需要財関連の業種では、在庫調整がある程度進捗している。しかし他方で、生産財などの在庫

は、依然として大幅に積み上がった状態が続いている。したがって、製造業全体としてはなお在庫調整を必要とする環境にあり、業界からのヒアリング等によれば、7～9月の生産につい

（図表12）

在庫循環



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

でも、最終需要が低迷を続ける下で、減少傾向を続ける公算が大きいとみられる（注8）。

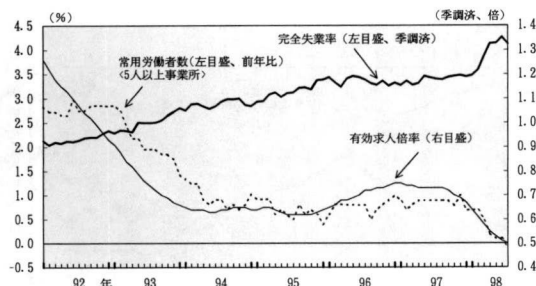
次に、雇用・所得環境をみると、国内最終需要の低迷や鉱工業生産の大幅な減少を背景に、このところ一段と厳しさを増している。まず、労働需給については（図表13）、新規求人数が、製造業、建設業を中心に急ピッチで減少を続けており、7月の有効求人倍率は0.50倍と統計作成開始（63年）以来の最低水準を更新した（それまでの最低水準は、前月および78年1月の

0.51倍）。また、失業率も、6月に4.3%と統計作成開始（53年）以来のピークを更新した後、7月は4.1%とやや低下したが（注9）、引き続き極めて高い水準にある。このような労働需給悪化の背景としては（図表14）、まず、企業倒産が増加基調にあることが挙げられる。また、90年代前半の雇用調整局面では雇用吸収の受け皿として機能した建設業や卸小売業においても、今回は雇用を抑制していることも、背景の一つと

（図表14）

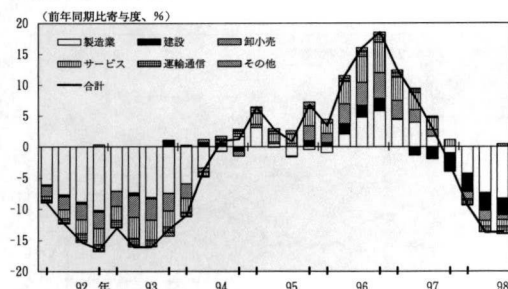
労働需給

（1）雇用関連指標



（注）常用労働者数の98/7月は速報値。

（2）新規求人数の業種別内訳

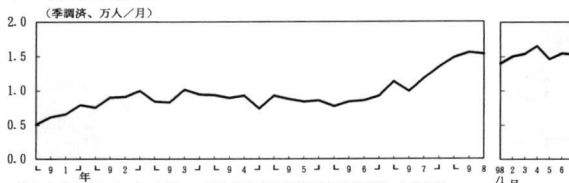


（注）新規求人数は新規学卒者を除き、パートタイムを含む。
98/3Qは98/7月の値。

（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」

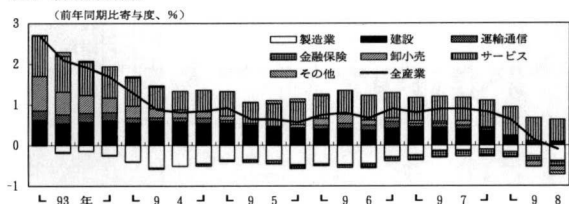
雇用を巡る環境

（1）倒産先従業員数



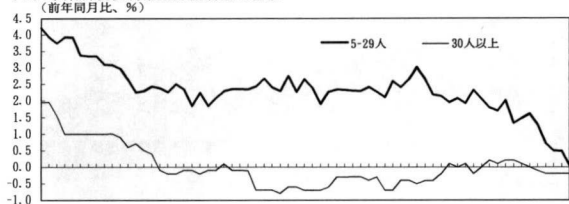
（注）1. 帝国データバンク調べ。集計対象は負債総額1千万円以上の倒産先。
2. 98/3Qは、98/7月の値。
3. X-11による季調済系列。

（2）常用労働者数



（注）1. 事業所規模5人以上ベース。
2. 98/3Qは98/7月の値（速報値）。

（3）事業所規模別常用労働者数の推移



（注）98/7月は速報値。

（資料）帝国データバンク「全国企業倒産集計」、労働省「毎月勤労統計」

（注8）鉱工業生産（通産省公表ベース、X-11による季節調整値）は、前期比でみて、4～6月－5.1%と大幅減少した後、7～9月は、生産予測指数を前提とすれば、+0.1%と僅かながら増加する見通しとなっている。ただし、こうした動きには曜日構成要因なども影響していると考えられ、そうした影響を勘案したベース（X-12-ARIMAによる季節調整値）でみると、4～6月（－3.5%）、7～9月（－1.6%）ともに減少が続く見通しとなる。

（注9）これには、最近の労働需給の悪化を眺めて求職活動を取り止めた結果、統計上失業者に計上されなくなった人の数が増加したことが影響していると思われる。

して指摘できる。さらに、これまで雇用を増やしてきた中小企業が、業績の悪化等に伴い、設備投資のみならず雇用についても調整テンポを速めていることも最近の特徴である（注10）。こうした下で、7月の雇用者数は、統計作成開始（90年＜5人以上事業所ベース＞、以下同じ）以来初めての前年割れ（-0.1%）となった。また、賃金面でも（図表15）、所定外給与が大幅な前年割れを続ける下、所定内給与は7月に統計作成開始以来初めて前年水準を割り込んだ（-0.3%）ほか、特別給与も、夏季ボーナスが前年をかな

り下回っている。この結果、雇用者所得の前年比マイナス幅は拡大している。

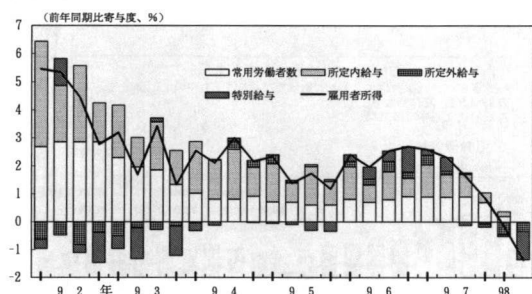
2. 物価

物価情勢をみると、輸入物価は（図表17（1））、円ベースでは強含みに推移している。これは、契約通貨ベースでの下落テンポが、既往の国際商品市況の動きを反映して鈍化しつつある中で、為替円安の影響が加わったためである。国内卸売物価についてみると（夏季電力料金調整後（注11）、図表17（3））、輸入物価と関連の深い財の下落

（図表15）

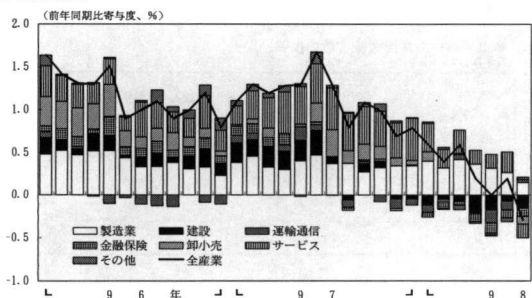
雇用者所得

（1）雇用者所得



（注）1. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 98/2Qは、6-7月の前年同期比寄与度（7月は速報値）。

（2）所定内給与



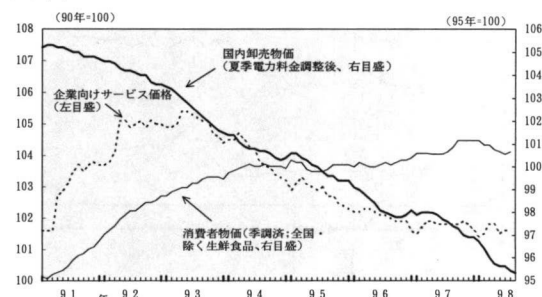
（注）98/7月は速報値。

（資料）労働省「毎月勤労統計」

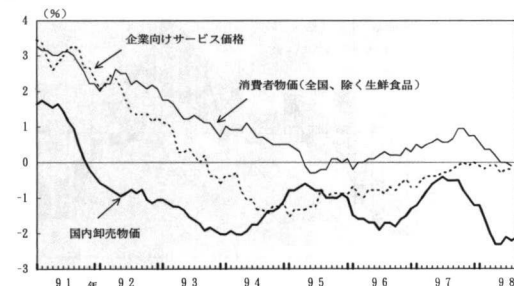
（図表16）

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ものと仮定して試算）。
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」

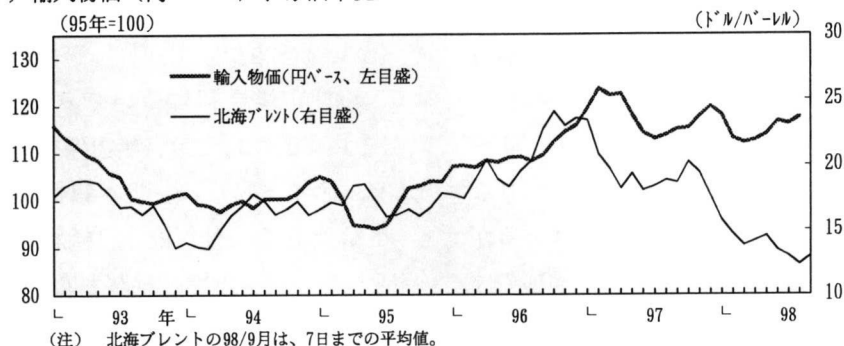
（注10）毎勤統計ベースで、規模別の雇用者の動きをみると、このところ5～29人の事業所規模の雇用者数の前年比伸び率が急速に低下しており、中小企業での雇用調整テンポが速まっていることが窺われる。

（注11）電力使用量が膨らむ7～9月期については、産業用・業務用電力の使用料が通常の時期に比べ高めに設定されている。ここでは、国内卸売物価の基調的な動きをみるために、こうした季節的に大きな変動が生じる要因を取り除いたベースに調整している。

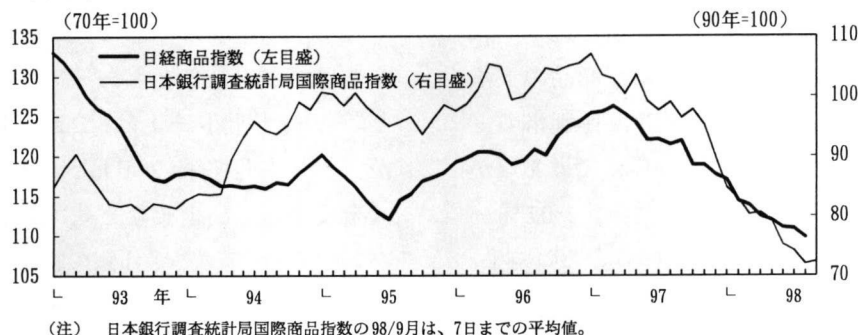
(図表 17)

輸入物価と卸売物価

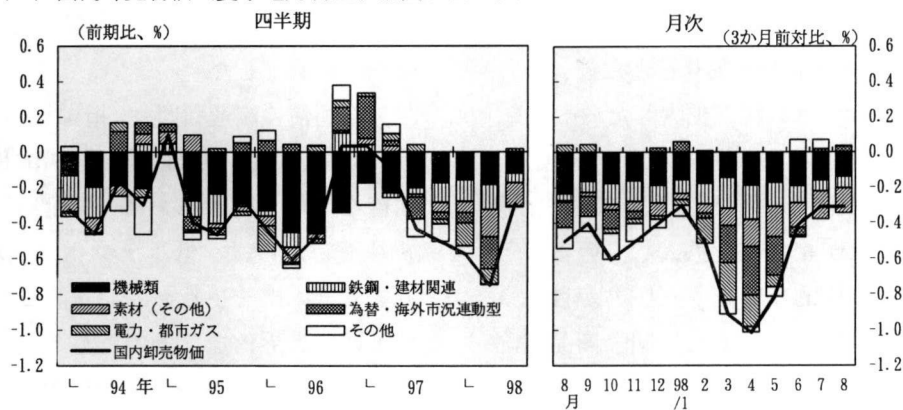
(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



(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. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、窯業・土石製品、窯業・土石製品
 3. 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
 4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
 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3四半期は、98/7-8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」

テンポは大幅に鈍化しているが、国内の在庫調整の深まりを反映した鉄鋼・建材関連の下落や、販売競争激化に伴う機械類の値下げといった動きに変化はなく、全体として下落傾向が続いている（98年1～3月前期比-0.5%→4～6月同-0.8%→7～8月の4～6月対比-0.3%）。

企業向けサービス価格は（図表18（1））、4～6月は、リース・レンタルや広告の値下がりなどから、1～3月に比べてごく僅かではあるが前年比マイナス幅を拡大した後、7月も同様のマイナス幅となった（98年1～3月前年比-0.1%→4～6月同-0.2%→7月同-0.2%）（注12）。

消費者物価（除く生鮮食品）を前年比ベースでみると（図表18（2））、7月は、商品の下落幅がやや拡大したほか、サービス関連価格の上昇率がさらに鈍化したことから、僅かではあるが前年割れに転じた（98年1～3月前年比+0.5%→4～6月同+0.1%→7月同-0.1%）。この結果、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価格上昇を除いたベースでみると、1～3月の前年比+0.1%程度から、4～6月には-0.3%程度と前年水準を割り込んだ後、7月は-0.5%程度とマイナス幅が拡大した。

物価全般を取り巻く環境をみると、今後は、政府の総合経済対策の効果が期待されるが、需給ギャップの水準が相当程度拡大していることを踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくい。また、国際商品市況がこのところ再び下落歩調を強めていることや、賃金の軟化が続いていることなども、今後、物価の低下要因として作用する可能性がある。こ

れらを踏まえると、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

3. 金融

（1）金融市況

短期市場金利についてみると（後掲図表19（1）、20、21、22）、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、日本銀行による潤沢な資金供給の下で、引き続き、概ね公定歩合（0.5%）をやや下回る水準で推移した。

ユーロ円金利先物（金利ベース）は、8月下旬にいったん強含んだ後、8月末から9月初にかけては、市場の一部に追加的な金融緩和に関する思惑が出たこともあって、低下傾向を辿った。一方、現物レートは、3か月物ユーロ円金利が、9月中旬期末に向けた根強い資金調達ニーズを反映して高止まりを続けている。またジャパン・プレミアムも、邦銀の根強い外貨調達ニーズなどを背景に、このところ拡大傾向を示している。この間、3か月物TBレートは、安全資産への選好の強まりなどを反映して、8月中、緩やかに低下した。

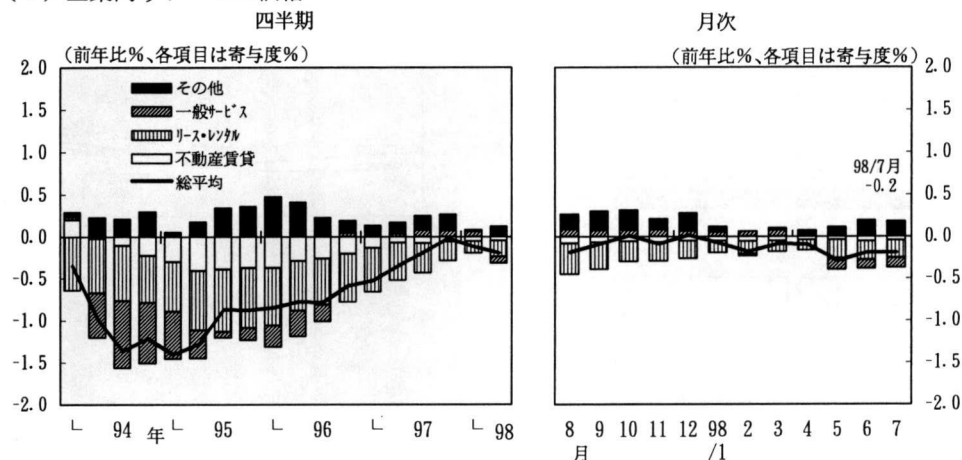
長期国債の流通利回り（指標銘柄、後掲図表19（2））は、7月半ば以降、恒久減税等に対する期待などの一巡から緩やかに低下を続けた後、8月下旬からは、低下テンポが一段と速まり、過去最低水準を更新している。こうした金利の低下は、世界的な株価の下落と金融システム問題を巡る不透明感の高まりを受けた、安全資産への選好の強まりと市場の景況感の後退などが影響しているものとみられる。

（注12） 98年1～3月以前は、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）。以下の消費者物価についても同様の扱い。

(図表18)

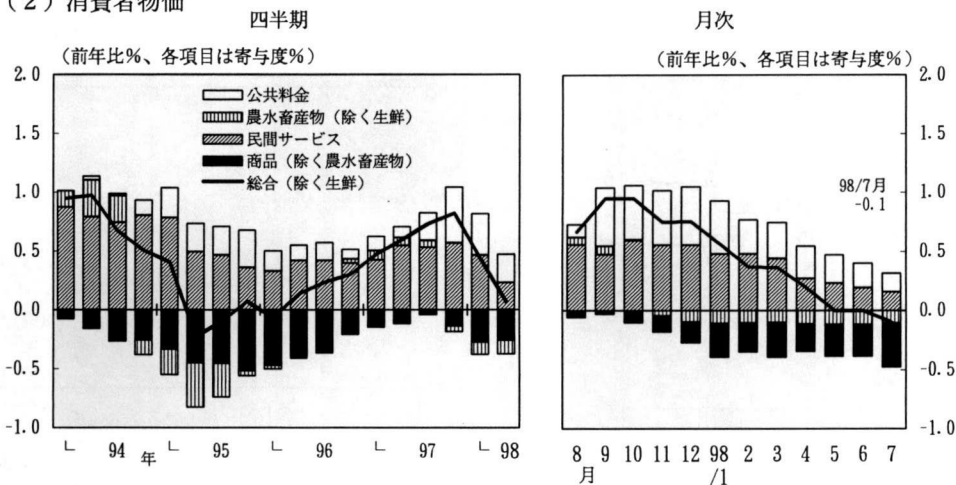
企業向けサービス価格と消費者物価

(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<自賠責>、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



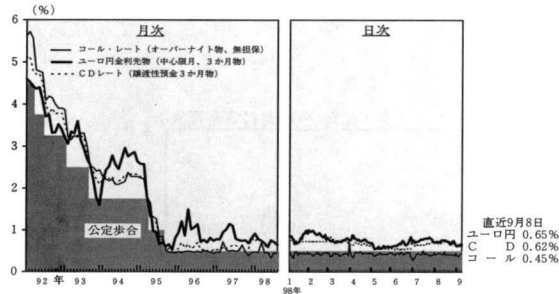
- (注) 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

(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」

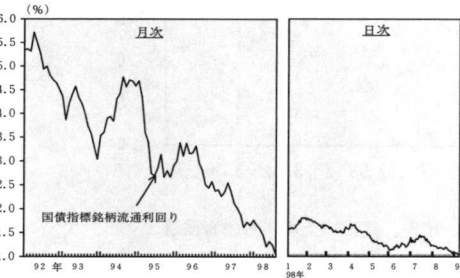
(図表 19)

市場金利等

(1) 短期



(2) 長期

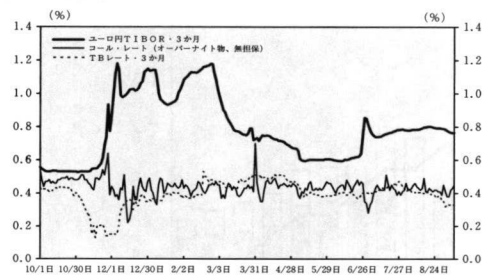


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

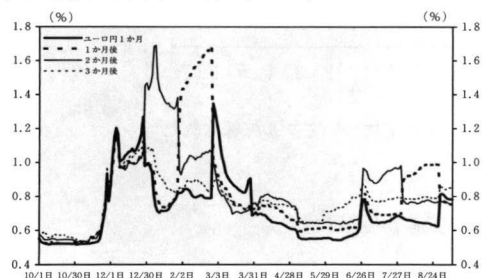
(図表 20)

短期金融市場

(1) ターム物金利



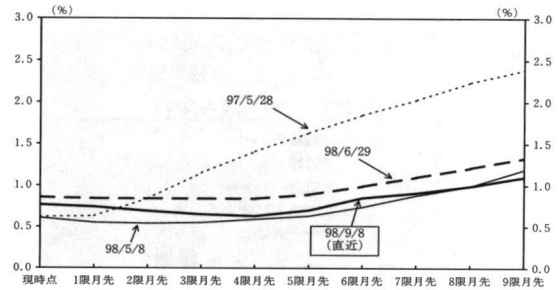
(2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



(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)

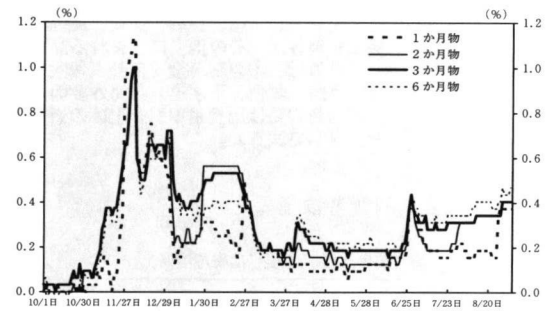
ユーロ円金利先物 (3か月)



(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

(図表 22)

ジャパン・プレミアム

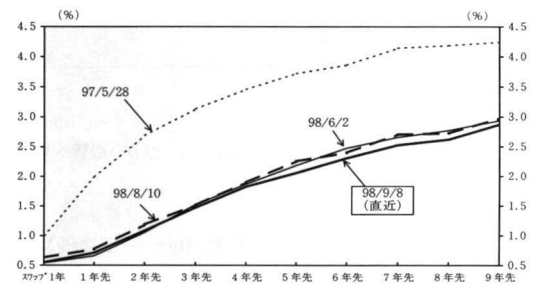


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

(資料) British Bankers' Association

(図表 23)

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、民間債の流通利回り（図表24、25）についてみると、金融債利回りは、概ね横這いで推移した。また社債利回りは、7月半ば以降緩やかに低下した後、8月下旬には幾分強含んだ。

株価は（後掲図表26（1））、7月半ば以降、軟化傾向を辿った後、8月下旬には、①ロシア金融危機に端を発した米国株価の急落や、②金融システム問題を巡る不透明感の高まりなどをきっかけに、大幅に下落し、8月末には、バブル崩壊後の最安値を更新した。その後、9月上旬には、急反発する場面がみられるなど、不安定な動きとなっている。

このように、長期国債流通利回りの低下にも

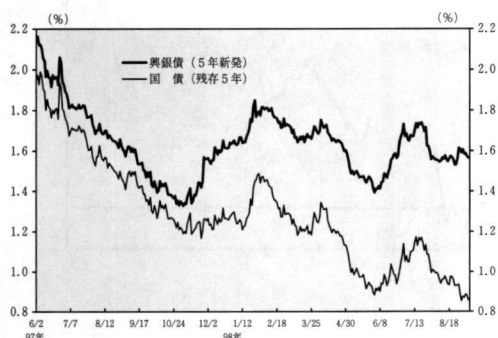
かわらず、株価が軟化傾向を辿った結果、イーールド・スプレッド（国債流通利回り－予想株式益回り、後掲図表26（2））は、ここへきて一段と低下している。これは、将来の成長率に対する市場の見方が下振れするとともに、リスク・プレミアムが上昇していることを示唆している。

為替相場をみると（後掲図表27）、円の対ドル相場は、8月中旬に、147円台まで軟化した後、141～147円程度での振れの大きい展開となった。8月末以降、米国経済に対する先行き不透明感の台頭などから、円相場は振幅を伴いながら上昇し、最近では132～135円程度の展開となっている。

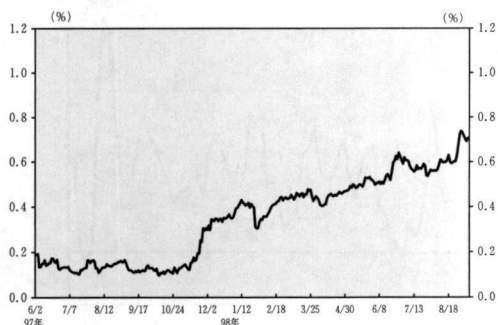
(図表 2 4)

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）

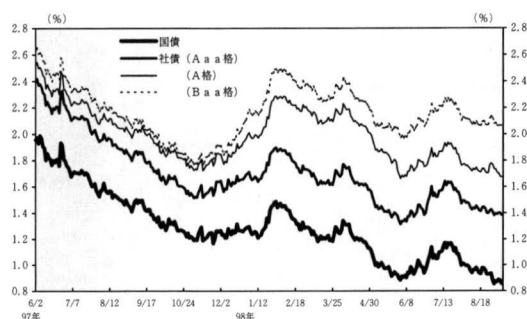


（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

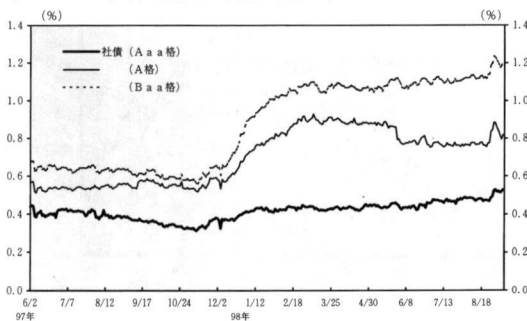
(図表 2 5)

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）



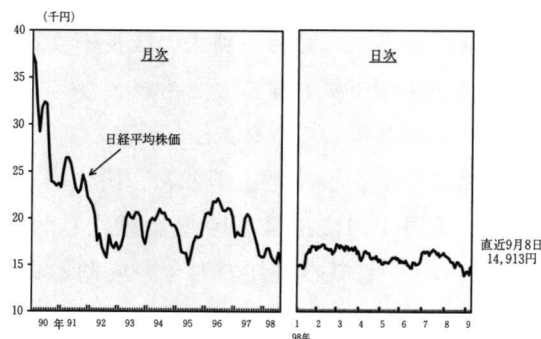
（注）1. 国債、社債とも残存年数5年。
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。

（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

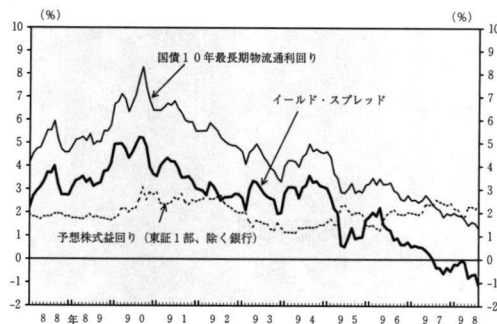
(図表26)

株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド

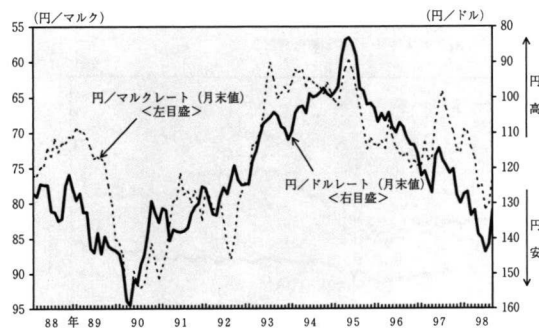


(注) 1. イールド・スプレッド=国債流通利回り-予想株式益回り
 2. 予想株式益回り=1/予想PER

(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27)

為替レート



(注) 98/9月は9月8日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(2) 量的金融指標と企業金融

マネーサプライ (図表28、29) の動向をみると、 $M_2 + CD$ 前年比は、本年3月以降伸び率を低下させてきたが、ごく最近では鈍化傾向がやや一服気味となっている (98/1~3月+4.7%→4~6月+3.7%、6月+3.4%→7月+3.5%)。

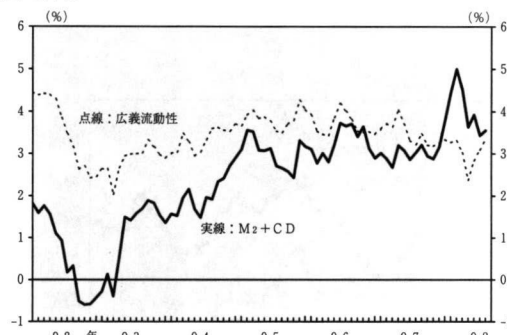
また民間銀行貸出は (5業態・月中平均残高、図表30)、4月以降、前年比-2%台と低迷が続いているが、前年比マイナス幅はこのところ総じて横這いで推移している。

こうした量的金融指標の動きの背景について

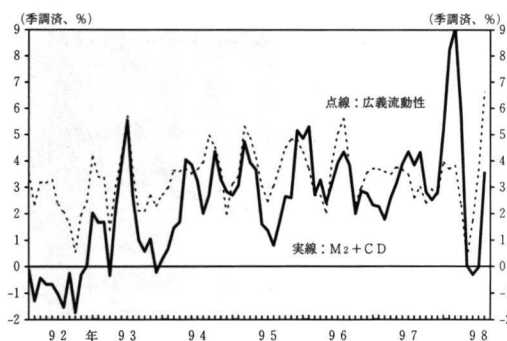
(図表28)

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

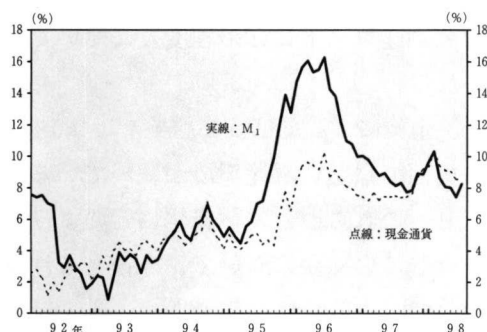


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

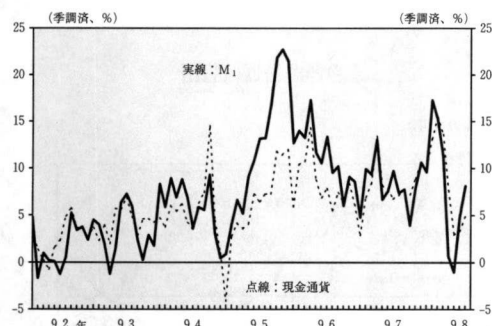
(図表 29)

マネーサプライ (M₁、現金通貨)

(1) 前年比



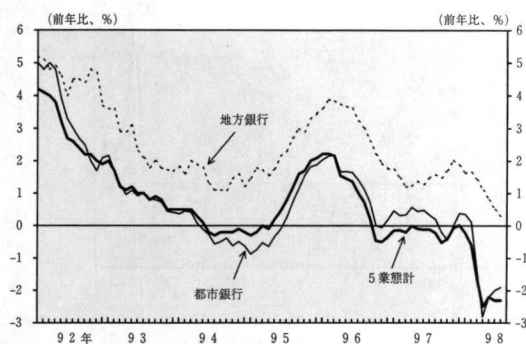
(2) 3か月前比年率



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表 30)

民間銀行貸出



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

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

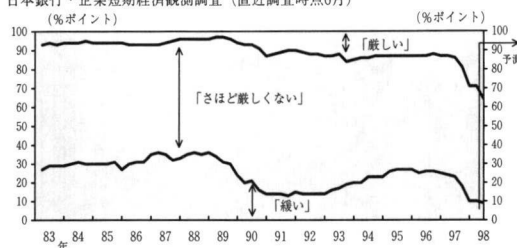
やや詳しくみると、民間銀行の融資姿勢は、経済情勢全般の悪化に伴う企業の業況後退などあって、引き続き慎重な状態にある。企業のアンケート調査結果をみても（図表31）、金融機関の融資態度に関する中小企業の見方は、「厳しい」とする先の割合が依然高い状態が続いている。

一方民間企業の資金需要をみると、実体経済活動に伴う資金需要は、設備投資の抑制などから大きく落ち込んでいるものとみられる。しかし、企業の中には、民間銀行の厳しい融資態度を眺めて、あらかじめ手許流動性を厚めに確保しておこうとする動きもみられている。

(図表 31)

中小企業からみた金融機関の貸出態度

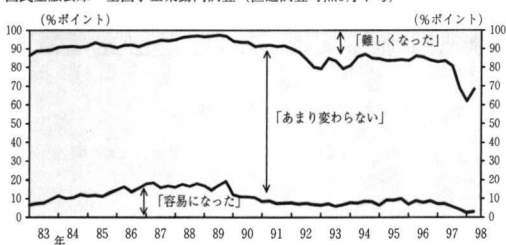
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査（直近調査時点6月）



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査（直近調査時点8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6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」

こうしたこともあって、資本市場調達や政府金融機関借入などは、全体として緩やかな増加傾向にある（図表32、33）。すなわち、社債発行は、格付けの高い企業を中心に高水準が続いている。また、CP発行も、日本銀行がCPオペを拡大する中で、企業の9月末越えの資金調達が本格化したことから、増加傾向を辿っている。

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34）は、昨秋以降7月まで、長期、短期ともに横這い圏内で推移している。しかし、スプレッド貸出の基準金利となるユー

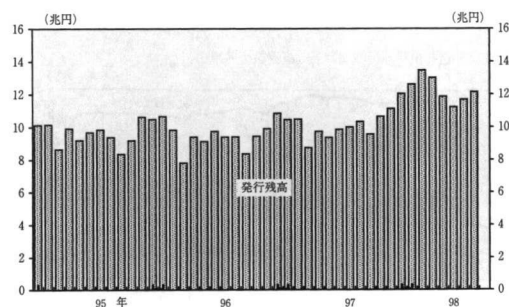
ロ円レートが高止まっているほか、7月には長期プライムレートが引き上げられた。また貸出のスプレッド幅も緩やかな拡大が続いている模様である。こうした金利上昇要因が、今後、企業の資金調達コストにどの程度及んでいくかが注目される。

また、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい調達環境が続いているものとみられ、これらが、実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについて、今後とも注意深く点検していく必要がある（注13）。

（図表 3 2）

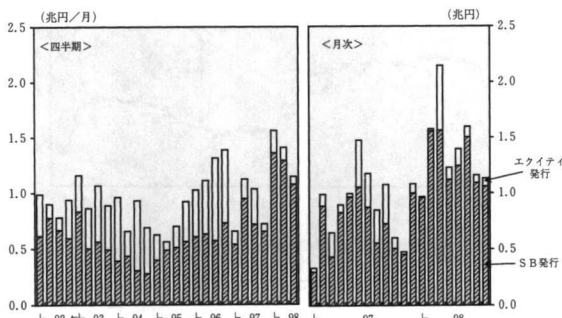
資本市場調達

(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



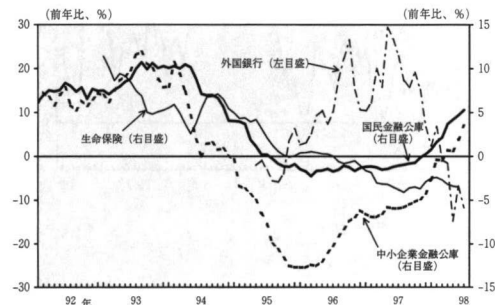
（注）1. 民間部門（居住者）の資本市場調達額。
2. 98/3Q計数は7～8月の平均

（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 3 3）

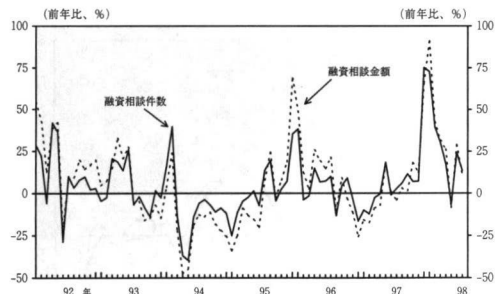
その他金融機関貸出

(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）



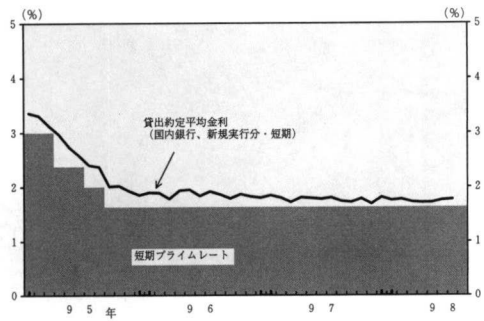
（資料）日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

（注13）企業倒産関連指標をみると、企業倒産も増加基調にある（図表35）。

(図表34)

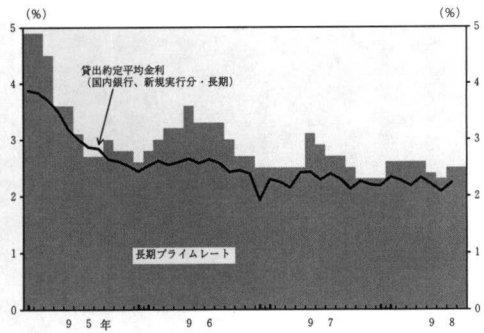
貸出金利

(1) 短期



(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) 長期

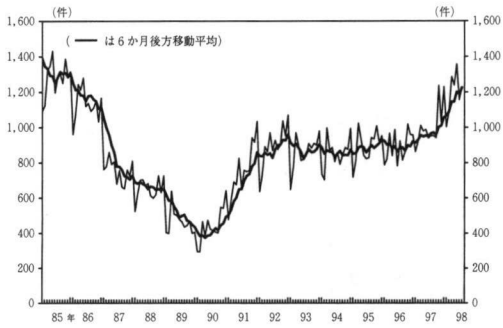


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

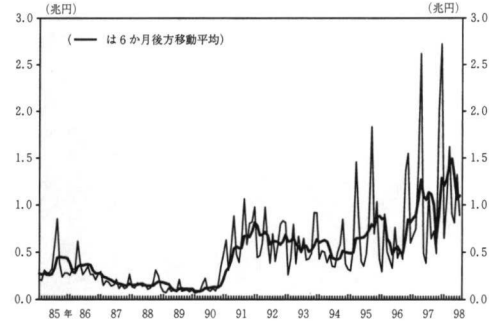
(図表35)

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」