

# 金融経済月報（98年10月）（注1）

1998年10月15日

日 本 銀 行

## ■基本的見解（注2）■

わが国の経済情勢は、依然として悪化を続けている。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まってきており、純輸出（輸出－輸入）も、輸入の減少を主因に、増加基調にある。しかし、設備投資は、金融面からの影響もあって、大幅な減少を続けており、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、依然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、企業は大幅な減産を継続している。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、企業収益が急速に悪化している。また、失業率が既往最高水準を更新し、雇用者所得の減少テンポも速まるなど、雇用・所得環境は一段と厳しさを増している。そうした下で、企業の業況感が大幅に後退し、消費者心理も慎重化している。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は、依然としてマイナス方向に働いている。もとより、今年度下期にかけては、政府の総合経済対策や今次金融緩和の効果が見込まれるため、これまでのような景気の悪化テンポは次第に和らいでいくことが期待できる。しかし、上記のようなマイナスの循環の強さに加え、金融機関の不良債権問題に伴う貸出姿勢の慎重化等、金融面からの制約をも考慮すると、速やかな景気回復は展望し難い状況にある。こうした状況を踏まえると、まず、金融システムの早急な建て直しを図ることが不可欠である。この点、今般、金融再生関連法案が成立したほか、公的資金による資本増強策を含む早期健全化法案が、衆議院を通過した。これら制度に基づいて、金融システムの機能と信認の回復が図られていくことが強く期待される。また、個人所得・法人税減税や、公共投資による追加的な景気対策が政府で検討されているが、この点についても、直接的な効果に加えて、企

（注1）本稿は、10月13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、10月13日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解として決定されたものである。

業・消費者心理の回復を促すといった点を踏まえて、早急に具体化されることが望まれる。

物価面をみると、需給ギャップの拡大を背景に、国内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ている。先行きについては、総合経済対策の効果などが期待されるが、生産・所得・支出のマイナスの循環の強さを踏まえると、当面、需給ギャップの拡大に歯止めが掛からない可能性が高まっている。また、賃金の軟化が続いていることや、このところの円高なども、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、下落基調を続ける公算が大きい。

金融面をみると、日本銀行による一段の金融緩和措置の実施（9月9日）を受けて、9月中旬以降、短期市場金利は全般に低下傾向を辿った。ただし9月末からは、わが国金融機関の年末越え外貨手当てに対する市場の警戒感が強まったことから、ジャパン・プレミアムが拡大に転じ、あわせてユーロ円金利も小幅反発した。この間、長期金利は、経済の先行きに対する不透明感が一段と強まったことから、大幅な低下を示した。

株価は、世界的な株価下落に対する懸念や実体経済指標の一段の悪化、金融システム問題を巡る不透明感の持続などを背景に引き続き下落傾向を辿り、10月入り後は、一時、バブル崩壊後の最安値を更新した。また円の対米ドル相場は、米国景気に対する先行き不透明感の台頭などから、10月上旬、急伸した。

金融の量的側面をみると、資金需要面では、実体経済活動に伴う資金調達ニーズは減退しているとみられる一方で、大企業を中心に、不測の事態に備えて手許資金を厚めに確保しようとする動きが広がっている。こうした資金需要の高まりを背景に、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、夏以降、伸び率を若干持ち直している。

もっとも資金供給面では、金融機関の融資姿勢は、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や企業業績の悪化を反映して、一段と慎重なものとなっている。CPや社債の発行は大企業を中心に着実に増加しているが、中堅・中小企業や格付けが相対的に低めの企業にとっては、資本市場調達は引き続き容易でない状態にある。こうした厳しい金融環境が、企業活動や実体経済にどのような影響を与えていくか、今後とも十分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）（注3）、発注の動きを反映する公共工事請負金額が、98年

（図表1-1）

## 国内主要経済指標（1）

（前年比、％）

	98/1-3月	4-6月	7-9月	98/6月	7月	8月	9月
消費水準指数（全世帯）	-4.7	-0.8	n. a.	-0.5	-2.7	p-1.9	n. a.
全国百貨店売上高	-9.8	0.6	n. a.	-5.0	-4.1	p-4.3	n. a.
チェーンストア売上高	-7.0	0.3	n. a.	-2.0	-1.4	-3.7	n. a.
乗用車新車登録台数（除軽）	-21.5	-2.1	-1.8	-2.2	-0.5	-3.1	-2.5
家電販売額（NEBAベース）	-14.1	3.6	n. a.	3.2	8.3	6.3	n. a.
旅行取扱額（主要50社）	-6.2	-2.8	n. a.	-4.4	-1.0	-3.2	n. a.
新設住宅着工戸数 ＜季調済年率換算、万戸＞	132	123	n. a.	121	110	118	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	-5.8	-21.7	n. a.	-18.6	-24.1	-25.0	n. a.
製造業	-7.6	-23.7	n. a.	-21.9	-26.1	-23.8	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-4.2	-20.1	n. a.	-15.9	-22.3	-25.8	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	-7.8	-13.8	n. a.	-25.3	-5.5	-22.4	n. a.
鉱工業	-7.2	-25.9	n. a.	-29.5	-29.9	-41.7	n. a.
非製造業	-8.0	-8.9	n. a.	-23.7	4.2	-15.1	n. a.
公共工事請負金額	-2.2	-6.2	n. a.	0.8	-10.7	3.5	n. a.
実質輸出 ＜季調済前期（月）比、％＞	-4.9	-0.9	n. a.	-5.1	4.9	-3.9	n. a.
実質輸入 ＜季調済前期（月）比、％＞	-1.5	-7.8	n. a.	9.7	-0.2	-2.3	n. a.
生産 ＜季調済前期（月）比、％＞	-1.3	-5.1	n. a.	1.7	-0.6	p-0.6	n. a.
出荷 ＜季調済前期（月）比、％＞	-1.1	-5.1	n. a.	0.9	-0.3	p-0.9	n. a.
在庫 ＜季調済前期（月）比、％＞	0.7	-1.9	n. a.	-0.4	-0.7	p-0.5	n. a.
在庫率 ＜95年=100、季調済＞	112.9	111.0	n. a.	111.0	111.2	p 113.2	n. a.

（注3）後掲図表2（2）に示した公共投資関連財出荷は、急速に減少している。これは、金額の嵩む橋梁の大幅な減少が影響したものであるが、橋梁の出荷はもともと振れが大きく、幅をもってみる必要がある。

(図表 1 - 2)

## 国内主要経済指標 (2)

(前年比、%)

	98/1-3月	4-6月	7-9月	98/6月	7月	8月	9月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.61	0.53	n. a.	0.51	0.50	0.50	n. a.
完全失業率 ＜季調済、％＞	3.65	4.18	n. a.	4.26	4.12	4.34	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	-5.4	-9.3	n. a.	-9.9	-8.8	p -8.1	n. a.
雇用者数(労働力調査)	0.0	-0.6	n. a.	-0.8	-1.0	-0.3	n. a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	0.6	0.1	n. a.	0.1	-0.1	p -0.2	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	-0.1	-0.6	n. a.	-0.4	-2.5	p -3.8	n. a.
国内卸売物価	-1.6 [ 0.3 ]	-2.3	-2.1	-2.1	-2.2	-2.1	-2.0
全国消費者物価	0.5 [ 2.0 ]	0.4	n. a.	0.1	-0.1	-0.3	n. a.
除く生鮮食品	0.5 [ 1.9 ]	0.1	n. a.	0.0	-0.1	-0.1	n. a.
企業向けサービス価格	-0.1 [ 1.7 ]	-0.2	n. a.	-0.2	-0.2	-0.4	n. a.
マネーサプライ(M2+CD) ＜平残前年比、％＞	4.7	3.7	n. a.	3.4	3.5	p 3.9	n. a.
取引停止処分件数	20.8	28.9	n. a.	22.8	28.4	7.9	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。

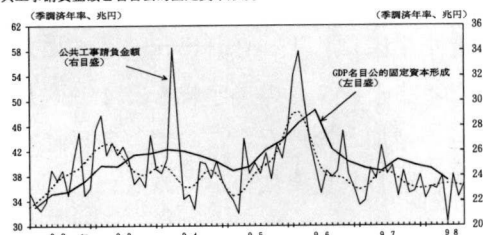
(資料) 総務庁「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
 通商産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」、  
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、  
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「旅行取扱状況」、  
 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、  
 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、  
 大蔵省「外国貿易概況」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「経済統計月報」、  
 全国銀行協会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



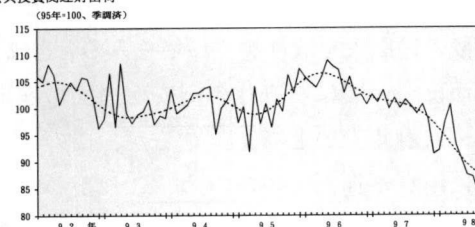
(図表 2)

## 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。細点線は季節調整後値を示す。  
 (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」

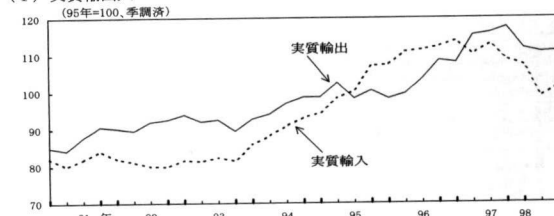
度予算の上期前倒しの効果等から下げ止まってきた。今後、公共投資は、6月に成立した98年度補正予算の執行に伴って、増加に転じると見込まれる。

次に、実質輸出をみると(図表3、後掲図表4、5)、欧米向けは引き続き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、一部諸国における外貨繰り事情の緩和などから、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、1～3月に前期比大幅減となった後、4～6月は微減に止まり、7～8月は小幅の増加となった。このように、実質輸出は、

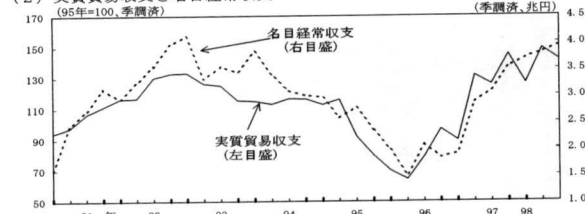
(図表 3)

## 輸出入

(1) 実質輸出入

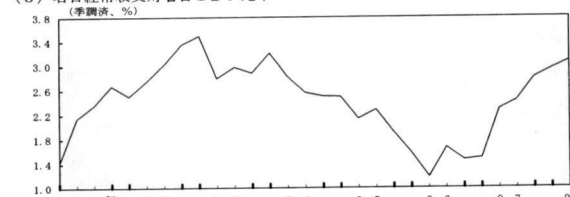


(2) 実質貿易収支と名目経常収支



(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、指数化。  
 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。  
 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。なお98/3Qは7-8月実績の四半期換算値。  
 4. 名目経常収支の98/3Qは、7月実績の四半期換算値。

(3) 名目経常収支対名目GDP比率



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

下げ止まりつつある。一方、実質輸入は、足許については、航空機輸入の集中など一時的な要因から幾分増加しているが、基調としては、わが国の内需低迷や減産継続を背景に減少が続いている。

以上のような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支(注4)でみた純輸出(実質輸出－実質輸入)は、7～8月についてはやや減少しているが、基調としては、輸入の減少を背景に増加が続いているとみられる。名目経常収支の黒字

(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)

## 実質輸出の内訳

## (1) 地域別

(7) 地域別		(前年比、%)		(季節前同期比、%)					(季節前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 3Q	4Q	98年 1Q	2Q	3Q	98年 6月	7	8
	米国 <27.8>	1.8	14.6	0.0	1.8	4.6	-0.8	1.5	-2.1	6.4	-5.9
	EU <15.6>	-1.2	13.8	1.3	5.4	1.3	7.2	0.3	-4.9	6.9	-9.0
	東アジア <40.6>	6.1	8.6	0.5	-2.6	-11.7	-7.6	-2.3	-5.5	3.2	-2.5
	中国 <5.2>	11.0	8.2	-3.9	6.2	-3.9	4.0	-3.6	-4.9	3.4	-1.6
	N I E S <24.0>	3.7	10.5	3.1	-0.8	-11.4	-8.7	-3.9	-4.8	1.1	-3.7
	韓国 <6.2>	6.2	-1.5	-4.0	-2.8	-29.8	-7.0	-5.1	-6.7	1.8	-4.6
	A S E A N 4 <11.4>	8.9	5.0	-2.8	-10.0	-16.0	-11.3	2.5	-7.7	8.1	-0.4
	タイ <3.5>	3.3	-11.6	-11.8	-15.4	-9.6	-2.3	-1.5	-14.8	5.0	-5.3
	インドネシア <2.4>	0.9	22.6	3.4	-19.5	-36.0	-26.9	5.0	-0.7	10.7	11.6
	実質輸出計	2.3	11.2	0.6	1.3	-4.9	-0.9	0.2	-5.1	4.9	-3.9

(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7-8月実績の四半期換算値。

## (2) 財別

(2) 別所	前年比、%				(季節前同期比、%)			(季節前月比、%)		
	前年 96年	97	97年 3Q	4Q	98年 1Q	2Q	3Q	98年 6月	7	8
中間財 <14.7>	5.0	11.2	1.1	0.7	-3.2	2.3	2.7	1.8	2.3	-2.8
自動車関連 <20.5>	-1.7	14.6	2.6	-4.2	-3.0	0.7	3.5	-0.7	9.1	-6.3
消費財 <6.9>	-1.9	6.3	2.2	2.2	2.3	0.7	-2.7	-8.1	3.6	-3.7
情報関連 <18.2>	5.8	18.1	2.0	1.3	-5.5	-5.3	0.0	-8.0	7.4	-3.2
資本財・部品 <29.6>	5.1	9.0	-0.1	3.5	-5.8	-2.8	-1.4	-12.3	6.8	-4.3
実質輸出計	2.3	11.2	0.6	1.3	-4.9	-0.9	0.2	-5.1	4.9	-3.9

(注) 1. < >内は、97年通関輸入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、自動車データ処理機械、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7-8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

(7) 地域別		(前年比、%)			(季節前同期比、%)			(季節前月比、%)				
		暦年 96年	97	97年 3Q	4Q	98年 1Q	2Q	3Q	98年 6月	7	8	
	米国	<22.3>	15.5	1.1	0.6	-0.1	0.5	-4.8	2.5	5.9	-2.8	1.4
	EU	<13.3>	11.1	-3.6	6.3	-7.1	3.4	-8.5	0.3	16.4	-3.7	-1.7
	東アジア	<34.7>	15.1	0.9	-0.8	-4.5	-0.2	-6.0	0.7	15.0	-3.0	-3.4
	中国	<12.4>	20.4	8.8	0.6	-2.9	0.8	-4.7	3.1	12.9	2.5	-6.8
	N I E S	<10.4>	9.2	-8.1	-1.5	-5.6	-0.5	-9.0	-3.8	9.5	-6.6	-0.5
	韓国	<4.3>	0.7	-3.9	0.4	-8.8	3.7	-10.1	-6.3	6.4	-4.5	-6.6
	ASEAN 4	<12.0>	16.4	2.2	-1.6	-5.2	-0.9	-4.7	2.0	21.9	-5.6	-1.9
	タイ	<2.8>	9.4	-0.5	0.4	-2.1	-3.5	-2.7	2.7	21.4	-3.5	-2.0
	インドネシア	<4.3>	7.8	-2.3	-1.6	-8.5	0.1	-4.1	0.9	36.4	-9.4	-4.6
	実質輸入計		10.3	0.9	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	2.6	9.7	-0.2	-2.3

(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7-8月実績の四半期換算値。

## (2) 財別

	(前年比、%)		(季節前同期比、%)					(季節前月比、%)		
	前年 96年	97	97年 3Q	4Q	98年 1Q	2Q	3Q	98年 6月	7	8
農原料 <27.1>	0.5	-0.5	1.0	0.1	-4.3	-4.4	2.6	13.4	0.8	-5.8
中間財 <13.7>	4.6	2.7	4.4	-1.5	-2.0	-9.3	2.1	9.6	0.8	-6.5
食料品 <13.6>	5.1	-3.5	6.8	-6.6	0.9	-2.9	0.8	0.5	2.4	0.9
消費財 <10.8>	12.3	-10.0	0.0	-9.1	-0.3	-8.9	4.6	13.4	3.8	-5.7
情報関連 <12.5>	36.8	8.0	-2.4	-3.1	-4.0	-1.2	3.2	15.8	-5.4	0.1
資本財・部品 <11.4>	23.1	13.6	5.6	0.3	8.0	-10.8	3.6	10.8	-1.7	-3.0
実質輸入計	10.3	0.9	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	2.6	9.7	-0.2	-2.3

(注) 1. < >内は、97年通関輸入額に占める各財のウェイト。  
2. 「農原料」は農産品、鉱物性燃料。  
3. 「消費財」は、食料品を除く。  
4. 「情報関連」は、半導体用機械、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7-8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」

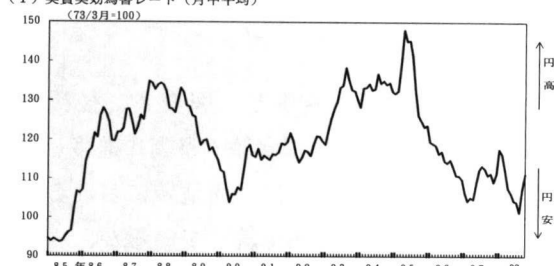
幅については、1～3月まで、原油等の輸入素  
原料価格の低下などが寄与して拡大傾向を辿っ  
た後、4～6月は、実質貿易収支が増加に転じ  
たことを主因に、1～3月に比べさらに若干拡  
大した。また、7月の黒字幅も、4～6月対比  
で小幅の増加となった。この間、名目経常収支  
の対名目GDP比率についてみると、1～3月  
2.9%の後、4～6月は3.1%と、94年1～3月  
(3.2%) 以来の3%台乗せとなった。

今後の輸出入を取り巻く環境をみると、まず、  
為替面については、既往の円安が当面の輸出に  
プラスに働くものと考えられるが、このところ  
急速に円高が進んでいるため、これがわが国製  
品の価格競争力に及ぼす影響には留意が必要で  
ある(図表6(1))。一方、内外景気面では、  
米国や欧州の景気が、なお当面は堅調を維持す  
ると予想されている(図表6(2)) ことや、国  
内民需の低迷が長引く可能性が高いとみられる

(図表 6)

## 純輸出を取り巻く環境

## (1) 実質実効為替レート(月平均)



(注) 1. 日本銀行試算値。直近は、10月12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、( )内は外部機関による見通し  
(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

	97年	98年			97年 3Q	98年		
		97	4Q	1Q		2Q	3Q	4Q
米国	3.9	(3.4)	(2.2)	4.2	3.0	5.5	1.8	
EU	2.7	(2.8)	(2.4)	3.2	2.4	2.5	n.a.	
ドイツ	2.2	(2.7)	(2.4)	2.3	1.2	5.9	0.4	
フランス	2.3	(3.0)	(2.5)	3.8	3.0	2.5	2.8	
英	3.5	(2.2)	(1.1)	4.0	2.9	3.1	1.9	
中国	8.8	(7.1)	(7.5)	9.0	8.8	7.2	7.0	
韓国	5.5	(5.9)	(0.2)	6.1	3.9	-3.9	-6.6	
台湾	6.8	(4.9)	(4.4)	7.1	7.1	5.9	5.2	
香港	5.3	(4.7)	(2.8)	6.0	2.7	-2.8	-5.0	
シンガポール	7.8	(0.1)	(0.2)	10.7	7.6	6.1	1.6	
タイ	-0.4	(-7.9)	(-0.5)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
インドネシア	4.6	(-16.5)	(-2.8)	2.5	1.4	-7.9	-16.5	
マレーシア	7.8	(-5.0)	(-0.5)	7.4	6.8	-2.8	-6.8	
フィリピン	5.1	(0.6)	(2.0)	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. 米国の見通しは、「BLUE CHIP ECONOMIC INDICATORS (9/10日号)」(Aspen Publishers社)。  
他国の見通しは、「CONSENSUS FORECASTS (9/14日号)」(Consensus Economics社)による。

ことなどを踏まえれば、純輸出が増加しやすい状態にあるものと考えられる。ただ、アジア経済については、一部諸国における経済調整が長期化しつつあるため、引き続き純輸出の抑制要因として働くものとみられる。また、米国経済については、今後、緩やかな減速が見込まれているが、エマージング諸国経済や株価下落を含

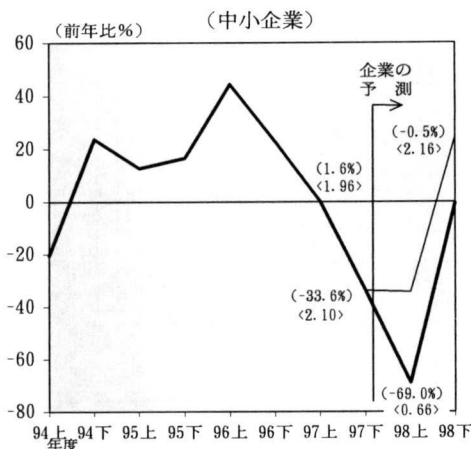
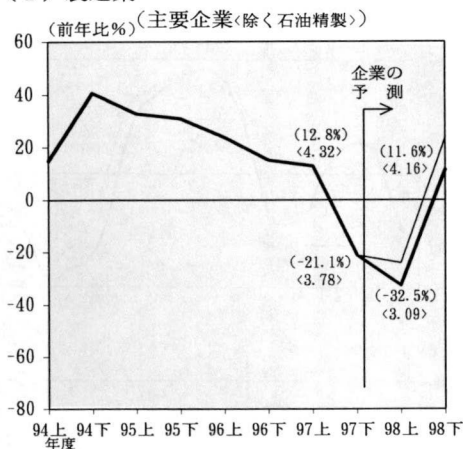
めた金融環境の動向次第では、減速テンポが速まるリスクが出てきている点にも、注意を払う必要がある。

国内民間需要について、まず企業部門の動向をみると、企業収益は、最終需要の減少等を背景に、悪化が続いている。すなわち、9月短観で経常利益の動向をみると（図表7-1）、98年度上

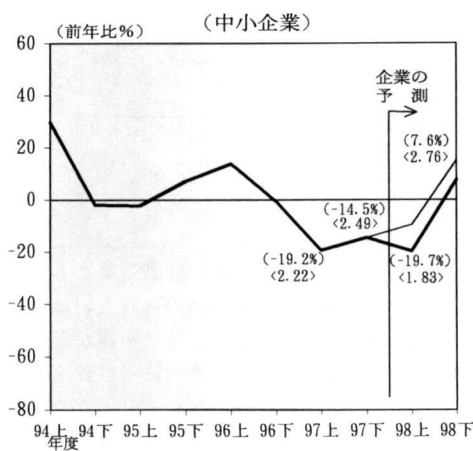
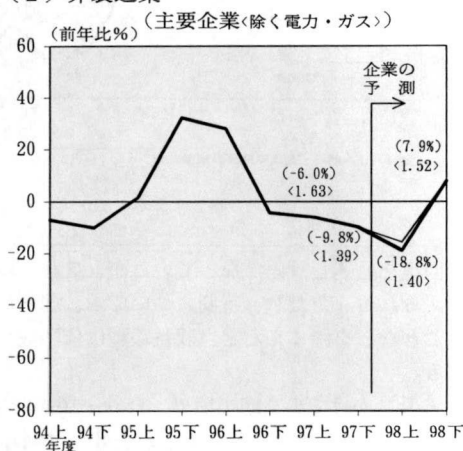
（図表7-1）

### 収益見通し（9月短観・1） ——経常利益の動き——

#### （1）製造業



#### （2）非製造業



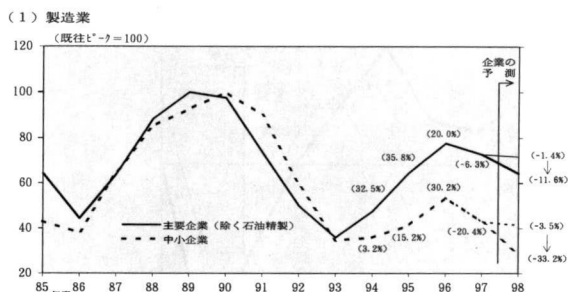
（注）細線は6月短観時見通し、（ ）内は前年比％、< >内は売上高経常利益率。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

期は、製造業、非製造業ともに、6月調査比下方修正され、大幅な減益となった模様である。また、98年度通期でもかなりの減益が見込まれている（注5）。こうした収益動向や先行き不透明感を反映して、企業の業況感が一段と厳しさを増しているが、中でも、中小企業については、収益水準も前回景気後退期を下回るとの見通しの下、業況判断は製造業、非製造業とも、過去最低水準となっている（図表8）。

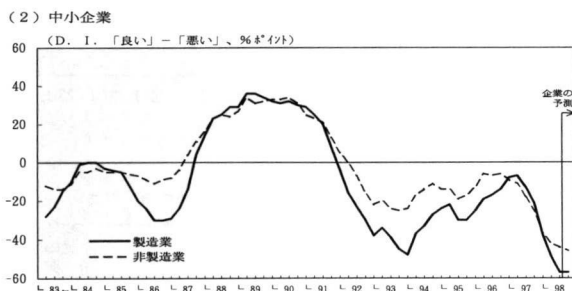
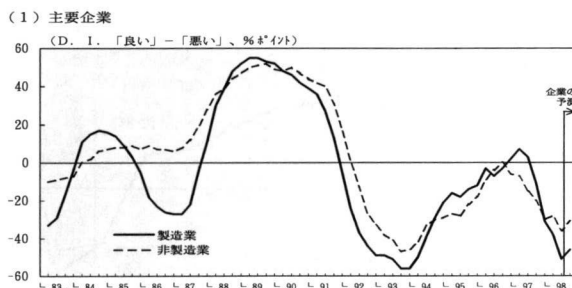
（図表7-2）

収益見通し（9月短観・2）  
——経常利益の動き——



（図表8）

業況判断（9月短観）



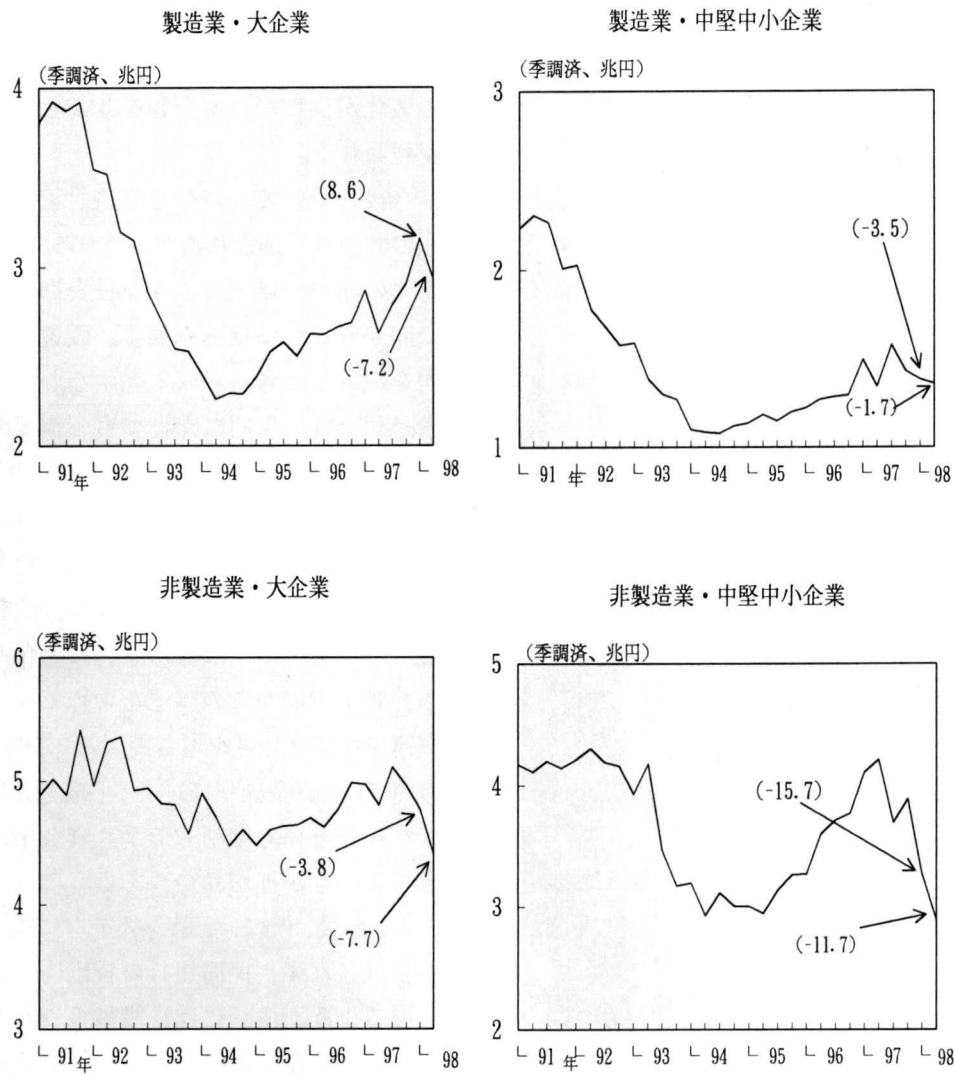
（注5）98年度下期については、製造業、非製造業ともに、幾分回復を見込む計画となっているが、これには、政府の経済対策の効果などに対する期待が込められているものと考えられる。ただし、下期についても、国内民需の低迷が続くとみられる中で、このところ急速に円高が進んでいることなどを踏まえると、収益環境は依然厳しいと考えられ、収益回復の実現性については慎重にみておく必要がある。

（注6）この結果、実質設備投資は、昨年10～12月から本年4～6月にかけての2四半期で、合計-10.4%の落ち込みとなったが、これは、2四半期としては、統計開始（55年）以来最大の減少率である（過去最大は64年10～12月から65年4～6月にかけての-9.0%）。

（注7）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%→7～8月平均の4～6月平均対比-2.3%となっている。

(図表 9)

業種別・規模別の設備投資動向（法人季報）



(注) カッコ内の数字は98/1～3月、4～6月の季調済前期比。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表10)、減少傾向が続いている。また、9月短観により、98年度設備投資計画をみると(図表11)、主要企業では、6月調査比下方修正され、製造業が-4.8%と4年振り、非製造業が-1.0%と2年連続の前年割れとなっている。中小企業については、この時期としては例年に比べて小幅の上方修正にとどまっており、製造業、非製造業ともに大幅な減少計画となっている。

このように設備投資は深い調整局面に入っているが、これには、最終需要が減退する中で、設備過剰感が急速に高まり(後掲図表12)、また企業収益が大幅に減少したことが影響していると考えられる。ただ、この間の金融面の動向を

振り返ってみると、昨年末以降、民間銀行の貸出姿勢が厳しくなっており、その影響が、中小企業の資金繰り等に顕著に表れている(後掲図表13)。また、そうした下で、非製造業中小企業といった銀行借入への依存度がもっとも高い部門の設備投資がとりわけ大きく落ち込んでいるといった点を踏まえると、最近の設備投資減少には、上記の企業収益悪化などに加え、金融面の変化が少なからず影響を及ぼしている可能性が窺われる。

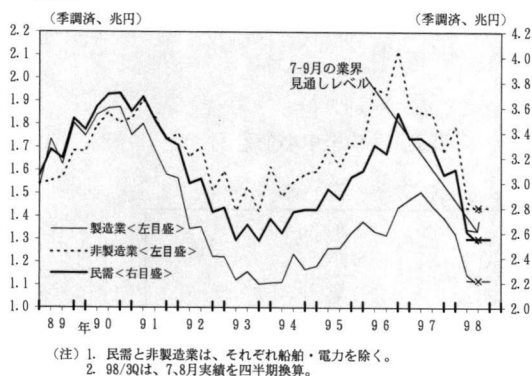
今後についても、総合経済対策や今次金融緩和の効果は見込まれるが、それらを踏まえても、暫くの間は、以上のような投資抑制要因が改善に向かうことは見込み難く、設備投資は減少傾向を続けると考えられる。すなわち、まず、設備過剰感は、下期にかけても、需要の低迷持続から拡大傾向を続けるものとみられる。次に、企業収益についても、前述のとおり、厳しい状況が続くと考えられる。さらに、企業金融面では、民間銀行の厳しい貸出姿勢に改善の兆しが窺われない中で、収益が急速に悪化しているため、資本市場からの調達を含めて、企業の資金調達環境は厳しさを増している。このため、企業の間では、資金繰りに対する不安感が高まっており、投資を極力抑制して手許資金を確保しようとする動きが拡がりつつある。これらを踏まえると、今後、仮に、金融システムに関する不安感が払拭されず、民間銀行の貸出姿勢が一層厳しくなるような場合には、設備投資がさらに抑制される可能性がある。また、経済の先行き展望の明確化に繋がるような対策が打ち出されないと、企業の中期的な期待成長率が一段と下方修正され、投資調整がさらに深まりかつ長引くリスクがある点についても、十分な留意が必要である。

次に、家計部門についてみると、雇用・所得

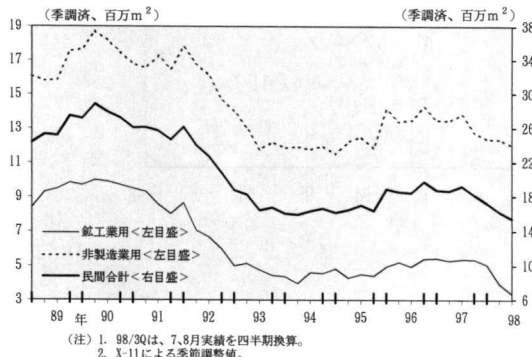
設備投資関連指標

(図表10)

(1) 機械受注



(2) 建築着工床面積 (非居住用)



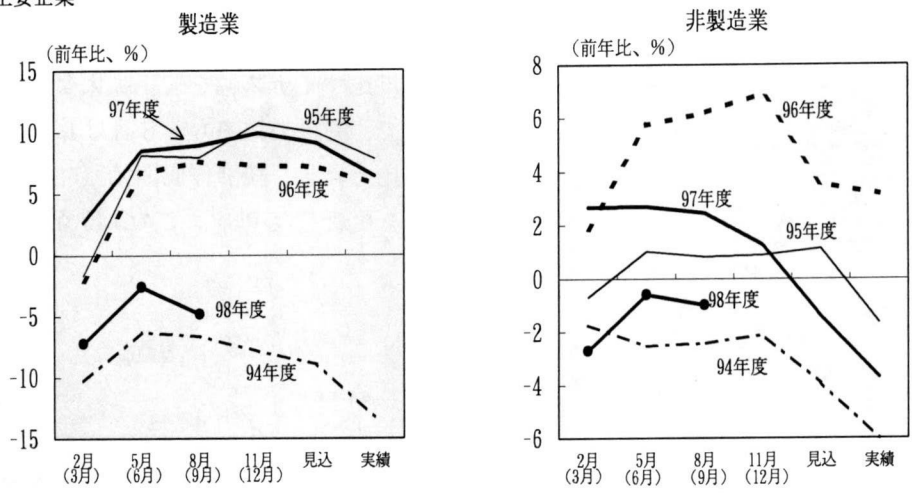
(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」



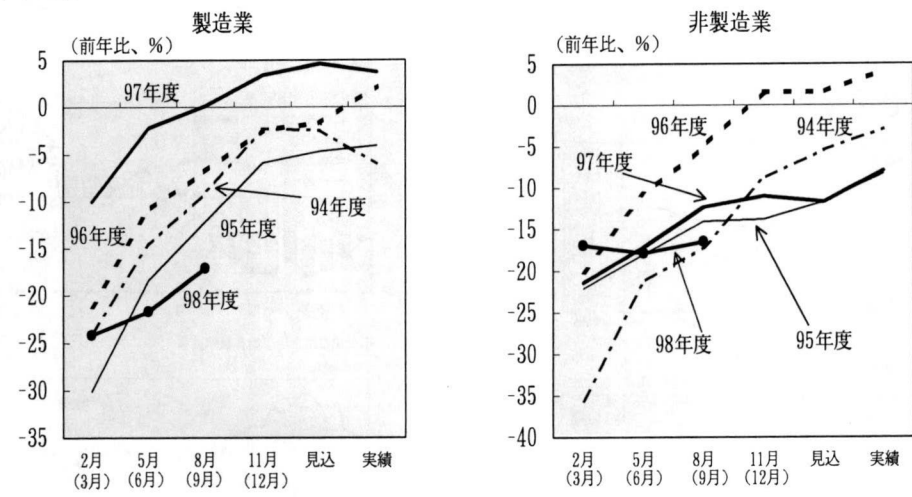
(図表11)

設備投資計画（短観）

(1)主要企業



(2)中小企業



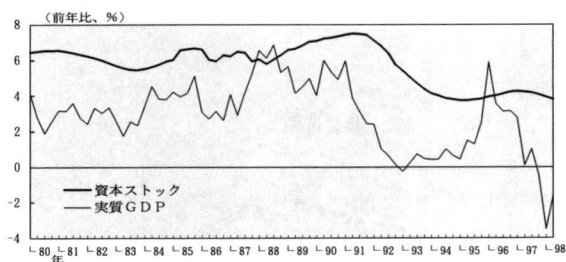
(注) 97/3月調査以降、カッコ内の月に調査月を変更。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表12)

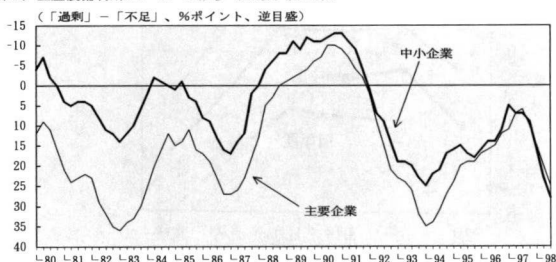
## 資本ストックの伸びと設備過不足

(1) 資本ストックの伸び(全産業)



(注) 資本ストックは、NTT、JR等の民営化調整済。

(2) 生産設備判断D. I. の推移(短観、製造業)

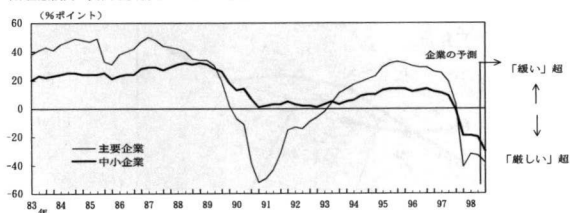


(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、「国民所得統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

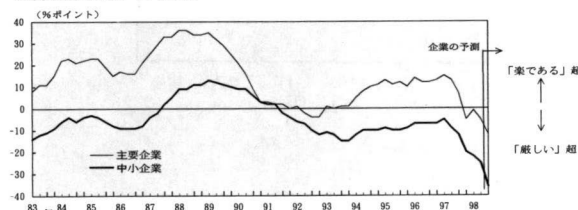
(図表13)

## 企業金融関連指標

(1) 金融機関の貸出態度判断D. I. の推移



(2) 資金繰り判断D. I. の推移



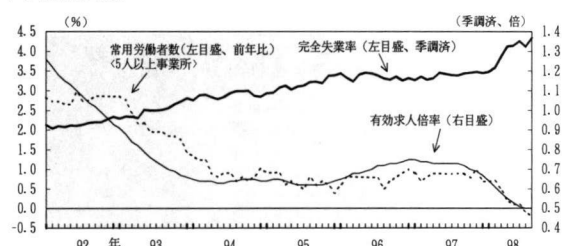
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

環境は、最終需要の低迷や後述する鉱工業生産の減少を受けて、一段と厳しさを増している。労働需給については(図表14)、新規求人数が減少傾向を続ける中で、8月の有効求人倍率は0.50倍と、統計作成開始(63年)以来のボトムを記録した前月と同水準となり、8月の雇用者数(5人以上事業所ベース)は、前月に比べ前年比マイナス幅を若干拡大した。これらを受けて、完全失業率も、8月は4.3%と前月(4.1%)比上昇し、統計作成開始(53年)以来のピークを更新した(注8)。このような労働需給悪化の背

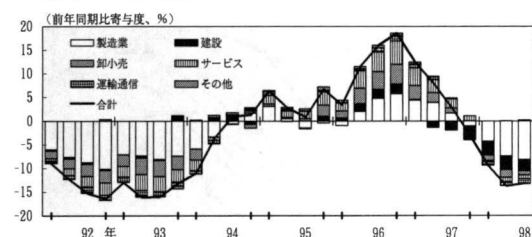
(図表14)

## 労働需給

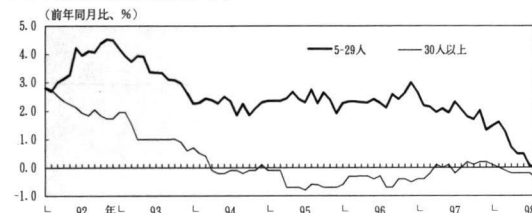
(1) 雇用関連指標



(2) 新規求人数の業種別内訳



(3) 事業規模別常用労働者数の推移



(注) 1. 常用労働者数の98/8月は速報値。

2. 新規求人数は新規卒者を除き、パートタイムを含む。また、98/3Qは98/7-8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」

(注8) 既往ピークを記録していた6月の失業率も8月と同様に4.3%であったが、より詳しくみると、8月は、4.34%と6月の4.26%を若干上回っている。

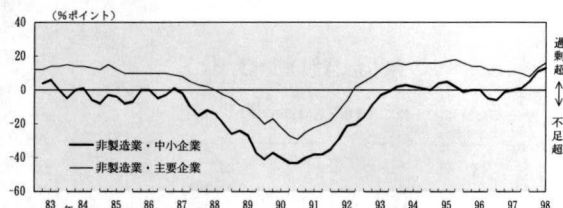
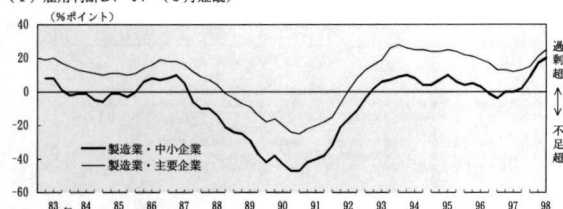
景としては（図表15）、まず、短観にみられるように、企業の雇用過剰感が高まっていることが挙げられる。とくに、非製造業中小企業では、過去において雇用過剰感を示すことが殆どなかっただけに、今回の過剰感の高まりは注目される。この点、非製造業中小企業は、大企業とは異なり、昨年まで一貫して雇用吸収の受け皿として機能してきたが（注9）、そのことが、過去に例をみない大幅な売上げ減少と相俟って、人

件費圧力の急速な高まりを招いていることが背景と考えられる。また、企業倒産の増勢が続いていることも、労働需給の悪化に影響しているものと考えられる。さらに、やや長い目でみた場合、雇用削減のクッションとなってきた企業の時短がかなり進捗した結果、労働投入量の削減が、時間による調整から雇用者数による調整に繋がりがやすくなってきていることも、背景の一つとして指摘できる（注10）。一方、賃金面をみ

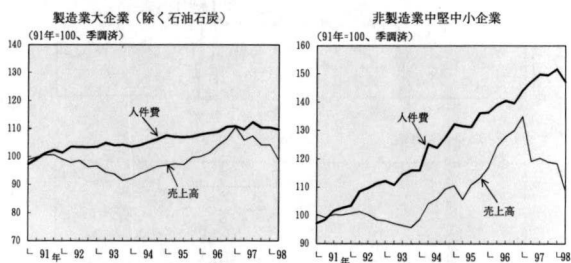
（図表15-1）

## 雇用を巡る環境（1）

（1）雇用判断D、I、（9月短観）



（2）売上高・人件費（法人季報）



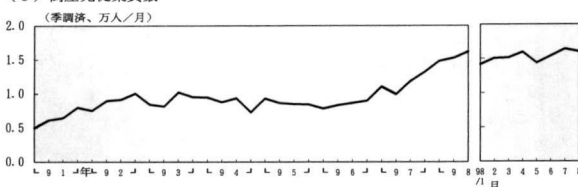
（注）非製造業中堅中小企業のデータは、総資産をベースに段差を調整したもの。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計季報」

（図表15-2）

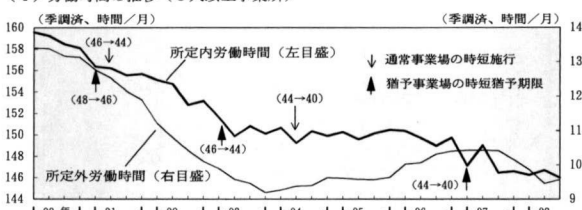
## 雇用を巡る環境（2）

（3）倒産先従業員数



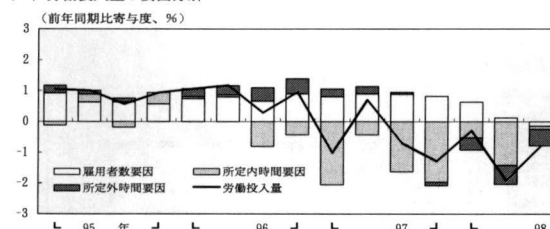
（注）1. 帝国データバンク調べ。集計対象は負債総額1千万円以上の倒産先。  
2. 98/30は、98/7-8月の値（以下同じ）。  
3. X-11による季調整系列。

（4）労働時間の推移（5人以上事業所）



（注）1. 猶予事業場は、原則として常時300人以下の労働者を使用する事業場を指す。  
2. 通常の労働者よりも短時間しか従事しないパートタイム労働者の存在により、所定内労働時間は週平均40時間を下回る。

（5）労働投入量の要因分解



（資料）労働省「毎月勤労統計」、帝国データバンク「全国企業倒産統計」

（注9）非製造業中小企業では、過去には不況期にも人手不足状態が続くことが通例であったため、90年代もこのような雇用確保に努めてきたものとみられる。

（注10）さらに、所定外労働時間についても、既往ボトムに近づいてきており、削減余地は小さくなりつつある。

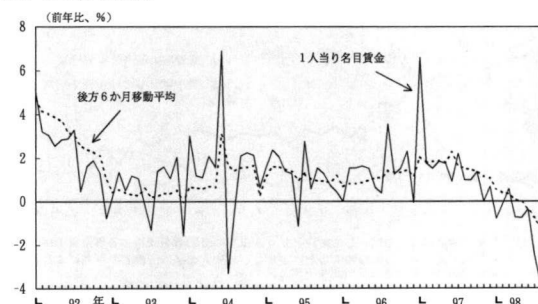
ても（図表16）、所定外給与が大幅な前年割れを続ける下、所定内給与が伸びを鈍化させているほか、特別給与も夏季賞与が前年を大きく下回ったことから、全体として前年比マイナス幅が拡大している。このように、雇用者数・一人当り賃金の両面において抑制傾向が強まっている結果、雇用者所得は減少テンポを速めている。

こうした下で、個人消費は一進一退を続けている。個人消費関連指標の動向をみると（図表17）、家電販売は、新製品投入の効果によるパソコンの売上増等から、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、依然弱含みが続いており、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

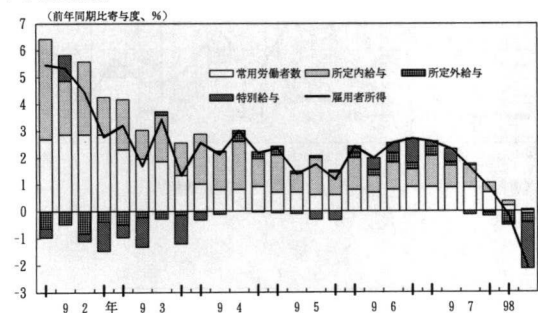
（図表 16）

## 雇用者所得

### （1）1人当り名目賃金



### （2）雇用者所得

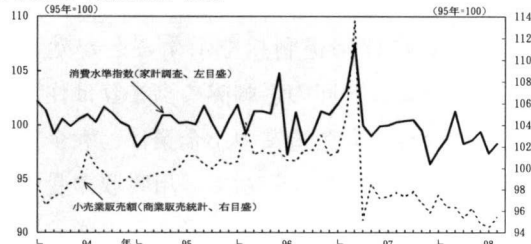


（資料）労働省「毎月勤労統計」

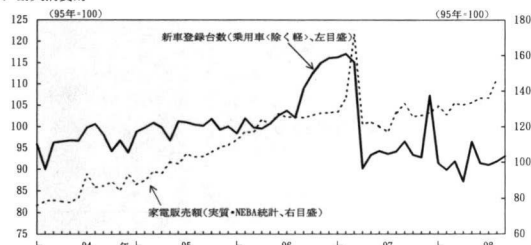
（図表 17-1）

## 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



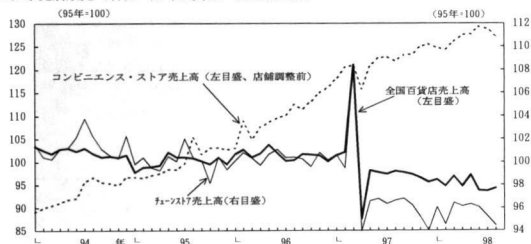
（注）1. X-12-ARIMA (SAS) による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。  
2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI（商品）で実質化。家電販売額は、各品目のCPI（但しパソコンはWPIで代用）を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

（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」

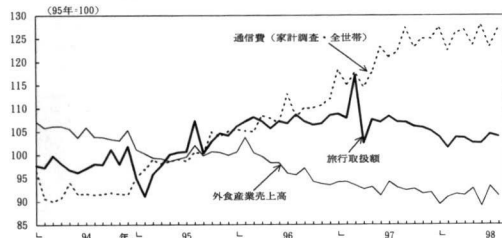
（図表 17-2）

## 個人消費関連指標（2）

### （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）



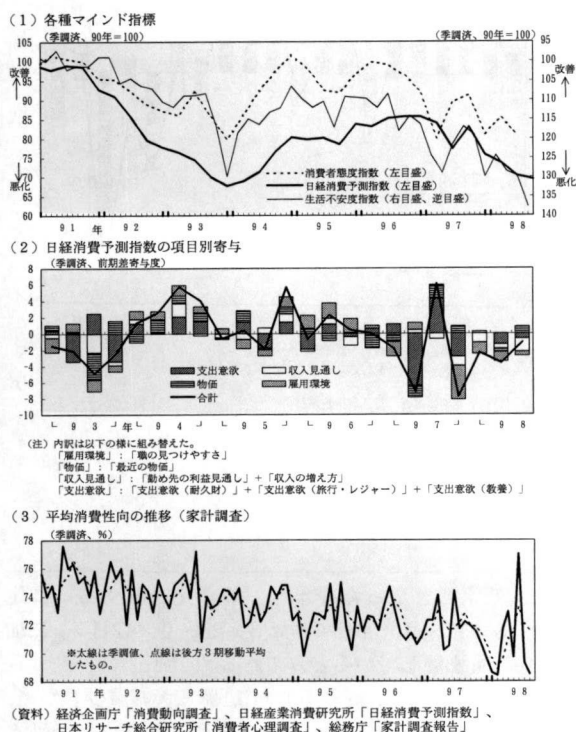
（注）1. X-12-ARIMA (SAS) による季調済系列。  
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。  
3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。

（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」

としては低調の域を脱するには至っていない。また、旅行取扱額などのサービス支出も、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を含め、特別減税の相当程度が実施されているにもかかわらず、依然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、前述のように雇用・所得環境が悪化を続ける下で、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、また消費者心理も慎重化してきているとみられること（図表18）などが考えられる。

(図表18)

## 消費者コンフィデンスと消費性向

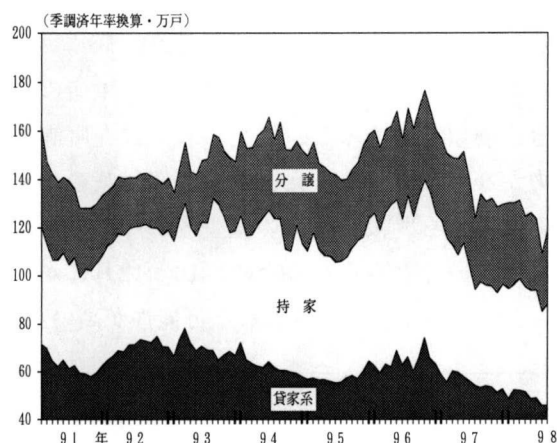


個人消費の先行きについては、98年度補正予算に盛り込まれた特別減税が、なおある程度は所得面の下支えに寄与することが見込まれる。しかし、雇用・所得環境の悪化や、金融システムを巡る不透明感の中で、今後消費者心理がさらに慎重化し、個人消費の低迷が続く可能性が小さくない。したがって、今後の個人消費動向を展望するに当たっては、これから検討が本格化する所得税減税をはじめ政府の諸施策が、消費者心理の改善に繋がる内容となるかどうか、重要なポイントであると考えられる（注11）。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると（図表19）、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、7～8月は

(図表19)

## 新設住宅着工戸数



(資料) 建設省「建設統計月報」

(注11) 9月実施の日経産業消費研究所の調査（調査対象、首都圏1500人）によれば、「先行きの生活について経済面の不安を感じる」と答えた人が全体の80.1%を占めたが、その理由（複数回答可）としてもっとも多かったのは、「政府の経済対策が不透明で将来の生活が読みにくい」（うち69.6%）であった。

114万戸とさらに減少している。先行きについては、住宅ローン金利の低下が下支えに寄与すると考えられるが(注12)、雇用・所得環境の悪化やマンション・デベロッパーの投資スタンスの慎重化などを踏まえると、当面、住宅投資が回復基調に転じることは展望し難い。

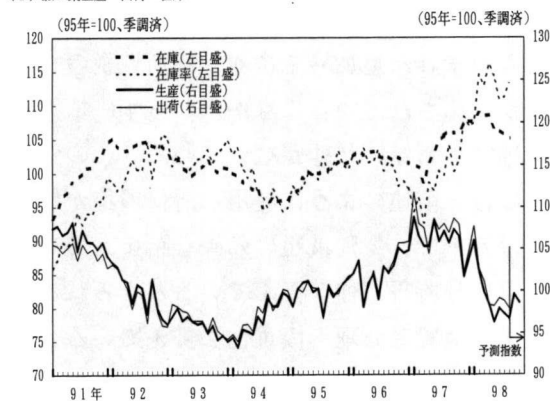
以上のような最終需要動向の下で、鉱工業生産は減少傾向を続けている。4～6月は、設備投資の落ち込みを反映した一般機械や、在庫圧縮を企図した輸送機械などの減産を背景に、前期比-5.1%と大幅に減少した。また、7～8月も、一般機械の減産強化などから4～6月対比で-0.5%と小幅ながら減少が続いている(図表20)(注13)。この結果、製造業の在庫状況をみると(図表21)、自動車の在庫が大きく減少したのをはじめ、最終需要財関連の業種では、在庫調整が進捗しつつあるが、生産財などの在庫は、依然として大幅に積み上がった状態が続いている。このため、在庫率は全体としてなお高水準にあり、9月短観も、企業の在庫過大感が強い状況にあることを裏付けている(後掲図表22)(注14)。

企業からのヒアリングも踏まえて、生産の先行きを展望してみると、以上のように在庫調整圧力がなお残存するうえ、総合経済対策の効果を勘案しても、設備投資の減少等から最終需要の低迷が続くとみられるため、10～12月にかけても、生産は小幅の減少となる可能性が高い。

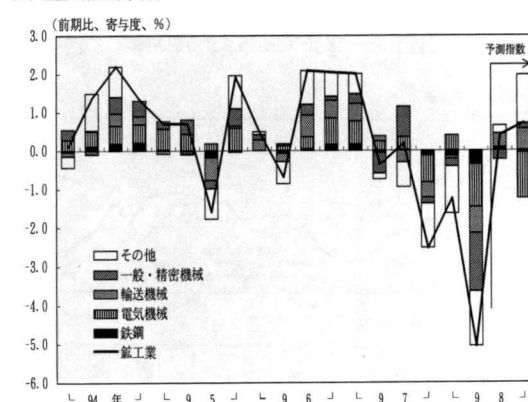
(図表20)

### 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) 1. 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。  
2. 98/4Qは、98/11、12月を10月と同水準と仮定。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(注12) 第2回住宅金融公庫(個人住宅建設)の申込受理戸数は、低水準となった昨年(一昨年比-60.3%)に比べ+28.8%と増加したが、これには、申込期間が延長されたこと(8/17～9/30日<昨年8/25～9/12日>)に加え、融資基準金利が一段と引き下げられたこと(2.75%→2.55%)も影響しているとみられる。

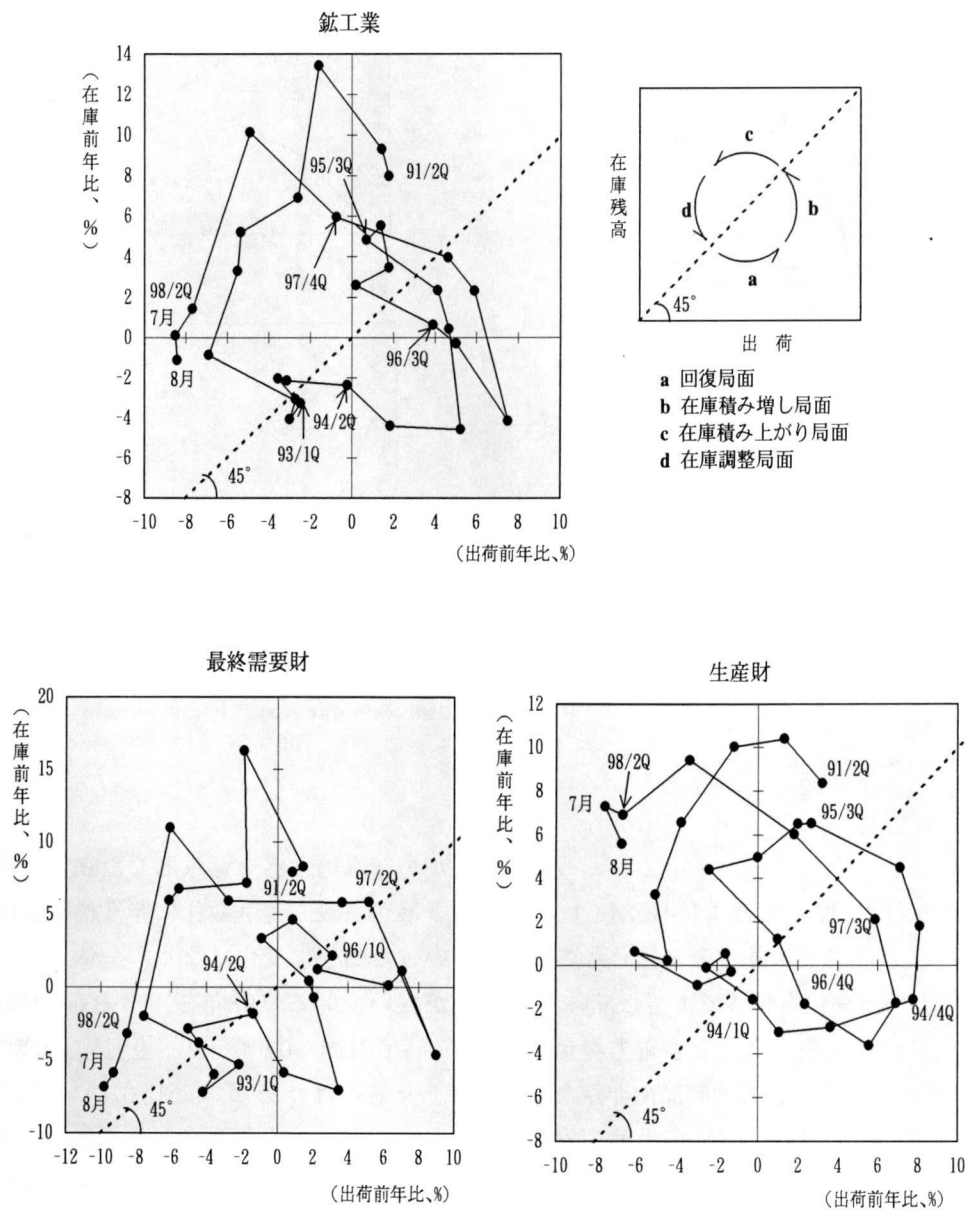
(注13) 鉱工業生産(通産省ベース、X-11による季節調整値)は、前期比でみて、4～6月-5.1%と大幅減少した後、7～9月は、生産予測指数を前提とすれば、+0.4%と小幅増加する見通しとなっている。ただし、こうした動きには曜日構成要因なども影響していると考えられ、そうした影響を勘案したベース(X-12-ARIMAによる季節調整値)でみると、4～6月(-3.5%)、7～9月(-1.4%)ともに減少が続く見通しとなる。

(注14) 9月短観によれば、製造業の製品在庫だけでなく、製造業からみた流通在庫や卸小売業の商品在庫に関する過大感も、依然根強い状況にある。



(図表21)

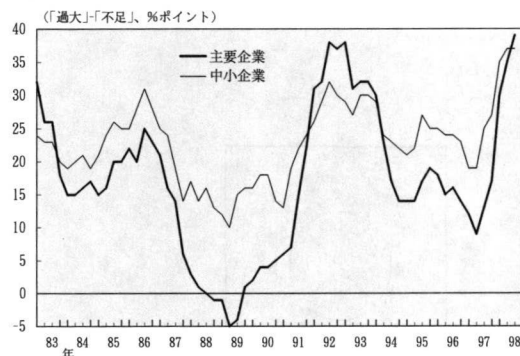
## 在庫循環



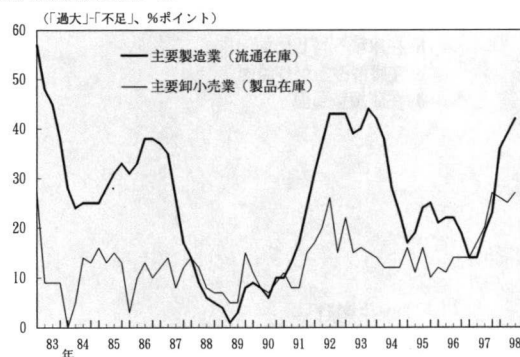
(図表 2 2)

(図表 2 3)

(1) 製造業製品在庫判断D. I.



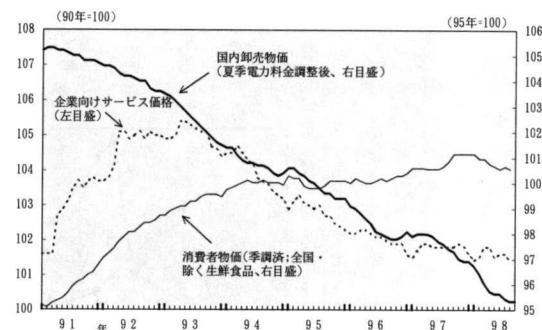
(2) 流通在庫判断D. I.



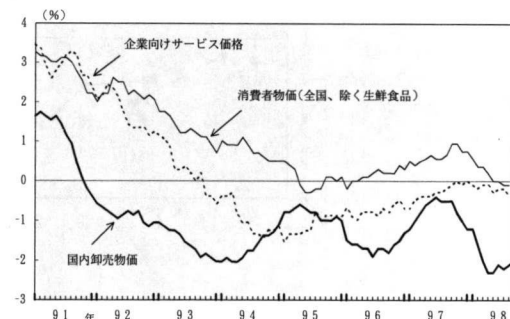
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

## 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」

## 2. 物価

物価情勢をみると、輸入物価は(図表24(1))、円ベースでは、8月までは強含みに推移していたが、9月は為替円高化を受けて下落している。国内卸売物価についてみると(夏季電力料金調整後(注15)、図表24(3))、石油製品や非鉄など輸入物価と関連の深い財は、既往の為替円安の影響からこのところ横這い圏内で推移している

が、在庫過大感を背景とした鉄鋼・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 $-0.8\%$ →7～9月同 $-0.3\%$ )。

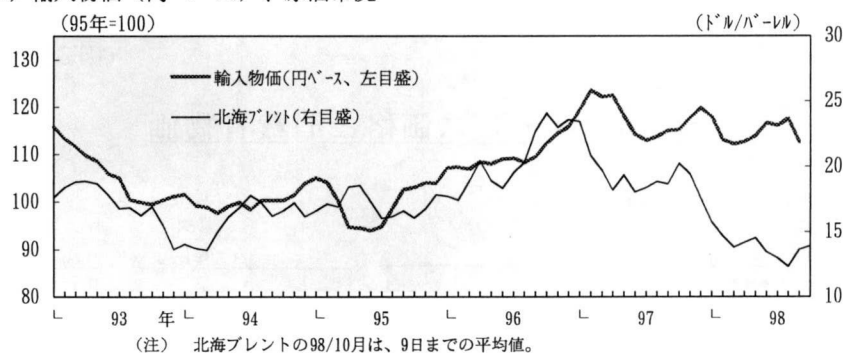
企業向けサービス価格については(後掲図表25(1))、昨年後半から本年1～3月にかけて、概ね下げ止まり傾向にあったが、最近は、

(注15) 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。

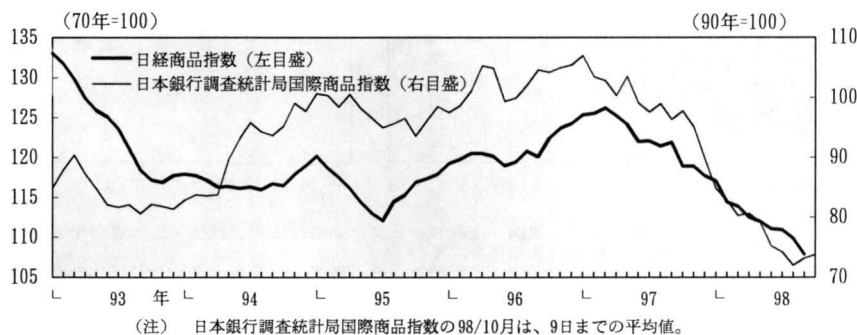
(図表24)

## 輸入物価と卸売物価

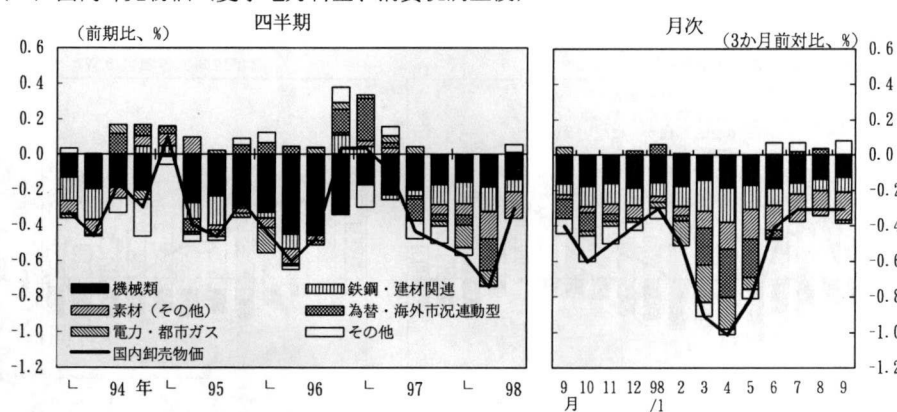
## (1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



## (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、スラック類  
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)。

(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」

企業収益の悪化が顕著となる下で、広告やリース・レンタルをはじめ、全般に弱含み傾向を強めており、前年比マイナス幅は徐々に拡大して

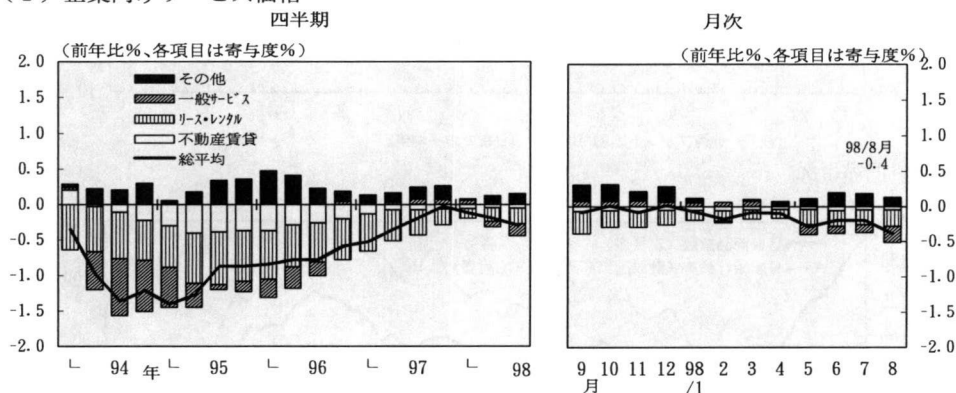
いる（98年1～3月前年比－0.1%→4～6月同－0.2%→7～8月同－0.3%）（注16）。

消費者物価（除く生鮮食品）を前年比ベース

（図表25）

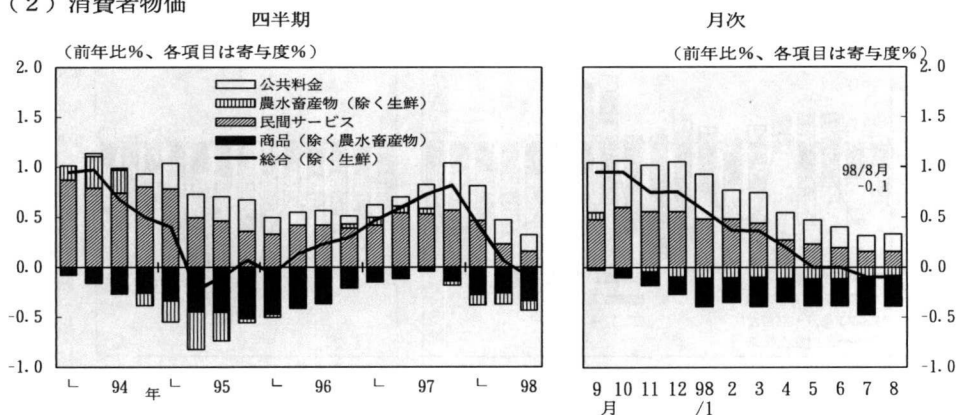
## 企業向けサービス価格と消費者物価

### （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）。  
 4. 98年第3四半期は、98/7-8月の前年同期比。

### （2）消費者物価



- （注）1. 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. 98年第3四半期は、98/7-8月の前年同期比。

（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」

（注16）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。

でみると（図表25（2））、商品価格の下落傾向が続いているほか、民間サービス関連価格も伸び率を鈍化させていることから、全体として弱含みに推移しており、7～8月は前年比でみてマイナスに転じている（98年1～3月前年比+0.5%→4～6月同+0.1%→7～8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、7～8月は-0.5%程度とマイナス幅が拡大している。

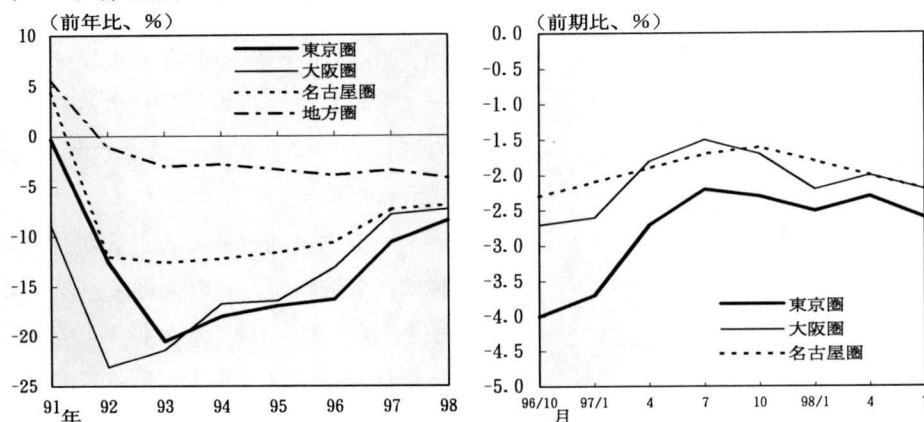
この間、地価の動向について、都道府県地価調査でみると（図表26）、商業地地価、住宅地地

（図表26）

## 都道府県地価調査

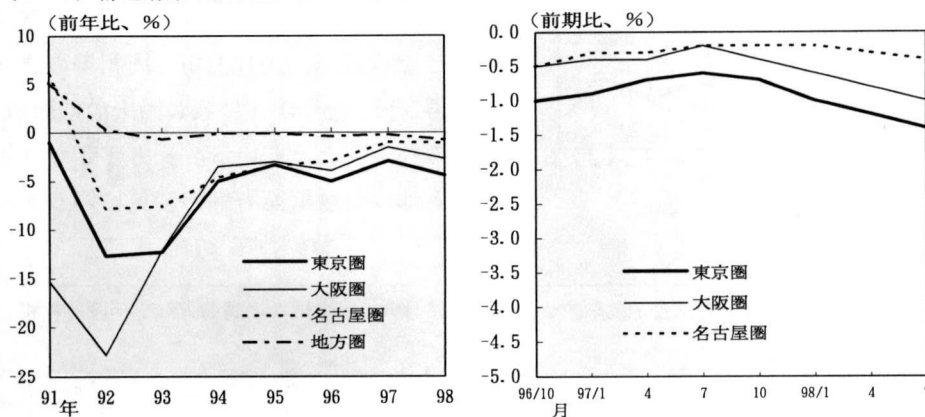
### （1）商業地

（1-1）都道府県地価調査（7/1日時点） （1-2）代表標準地・指定基準地（各月1日時点）



### （2）住宅地

（2-1）都道府県地価調査（7/1日時点） （2-2）代表標準地・指定基準地（各月1日時点）



（注）「代表標準地」、「指定基準地」とは、「公示地価」並びに「都道府県地価」の調査対象である標準地（基準地）群のなかで基準となる地点であり、両者ともほぼ同じ地点であることから、連続して把握することが可能。

（資料）国土庁「都道府県地価調査」、「地価公示」

価のいずれにおいても、下落が続いている。

物価全般を取り巻く環境をみると、足許、需給ギャップはかなり拡大しており、内生的な物価下落圧力は相当強い状況にある（図表27）。今後は、政府の総合経済対策の効果などが期待されるが、生産・所得・支出のマイナスの循環の強さを踏まえると、当面、需給ギャップの拡大

に歯止めが掛からない可能性が高まっている。また、賃金の軟化が続いていることや、このところの円高なども、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、下落基調を続ける公算が大きい。

### 3. 金融

#### （1）金融市況

日本銀行は、9月9日の金融政策決定会合において、一段の金融緩和措置（金融市場調節方針の変更）を決定、実施した（注17）。

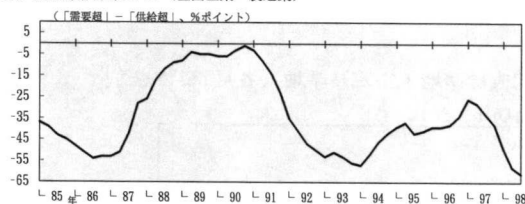
短期市場金利についてみると（図表28（1）、29、30、31）、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、日本銀行による潤沢な資金供給の継続の下で、新しい誘導水準（0.25%前後）に沿った動きとなっている。

ターム物金利をみると、3か月物ユーロ円金利は、金融調節方針の変更後、いったん0.7%台後半から0.5%台後半へと低下した。しかしながら9月末以降は、年末に向けて金融機関の外貨繰りに見合った円資金手当てが強まるとの見方から、小幅反発した。ユーロ円金利先物（金利ベース、12月限）も、9月末以降強含みの展開となったが、10月上旬の円相場の急伸を受けて再び低下し、現在は概ね過去最低圏内（0.5%台）の動きとなっている。一方、3か月物TBレートは、金融調節方針の変更に伴って大きく低下

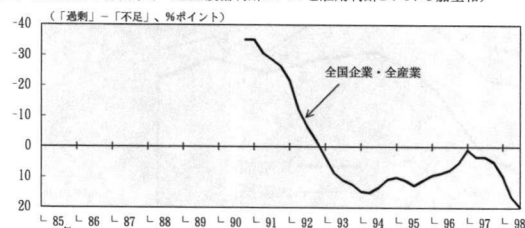
（図表27）

物価を取り巻く環境

（1）製品需給判断D. I.（全国企業・製造業）

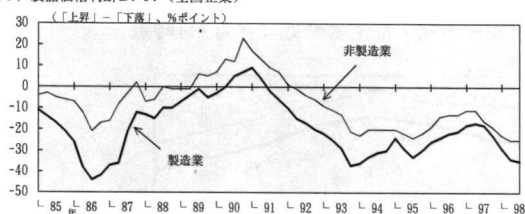


（2）国内経済の稼働水準（生産設備判断D. I.と雇用判断D. I.の加重和）



（注）1. 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。  
2. 生産設備判断D. I.の調査対象は、90/93以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象の拡大された90/94以降については、上記計数を算出。

（3）製品価格判断D. I.（全国企業）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」

（注17）日本銀行は、9月9日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、以下のとおりすることを決定した。

「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。

なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」

因みに、それまでの金融市場調節方針は、以下のとおりであった。

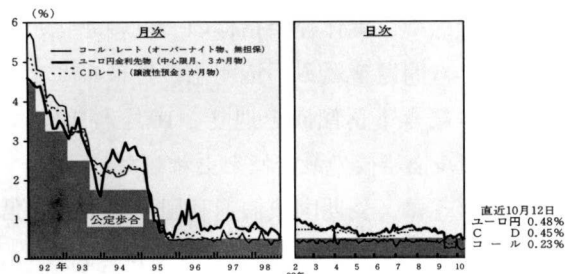
「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す」



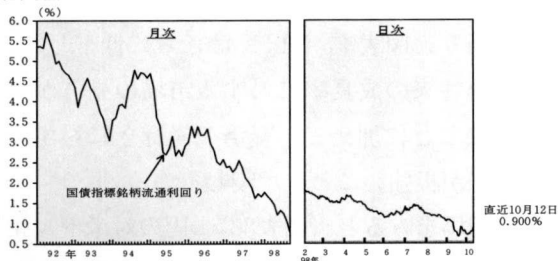
(図表 28)

## 市場金利等

## (1) 短期



## (2) 長期

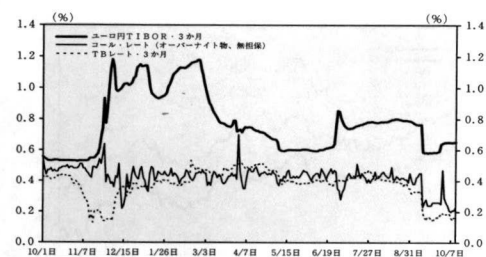


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

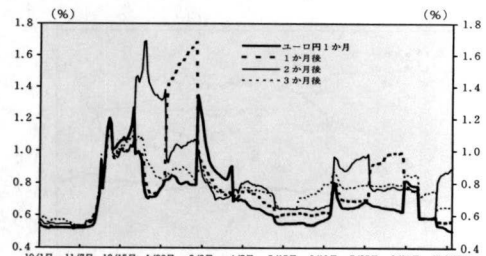
(図表 29)

## 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

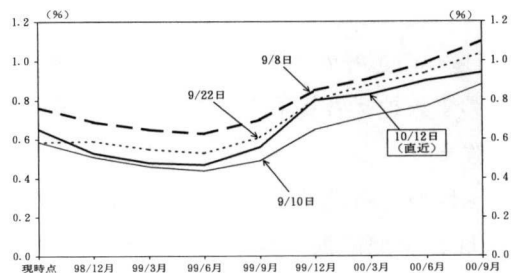


(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

(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 30)

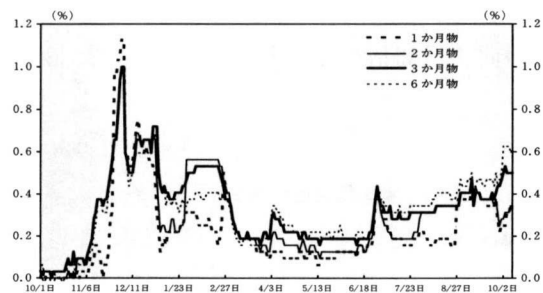
## ユーロ円金利先物 (3か月)



(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

(図表 31)

## ジャパン・プレミアム

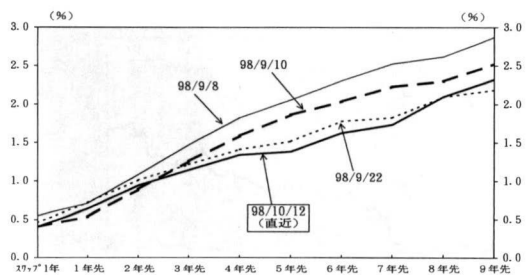


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

(資料) British Bankers' Association

(図表 32)

## 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」

した後、9月中旬以降、0.1%台での小動きとなっている。

この間ジャパン・プレミアムは、米国ヘッジファンドの経営不安をきっかけとする世界的な「安全資産への選好の強まり」の中で、わが国金融機関の年末越え外貨手当てに対する市場の警戒感が強まったことから、9月末以降拡大した。

長期国債の流通利回り（指標銘柄、前掲図表28（2））は、金融調節方針の変更後さらに低下テンポを速め、低下幅は短期金利を上回る大きなものとなった。これは、一段の金融緩和に伴って短期金利が低下したことに加えて、景気の悪化を示す実体経済指標の発表が相次ぎ、経済の先行きに対する不透明感が一段と強まったことが影響したものと思われる。

この間、民間債の流通利回り（図表33、34）

も、国債利回りと歩調をあわせるかたちで、低下した。

株価は（図表35（1））、世界的な株価下落に対する懸念や、実体経済指標の一段の悪化、金融システム問題を巡る不透明感の持続などを背景に引き続き下落傾向を辿り、10月入り後は、一時バブル崩壊後の最安値を更新した。

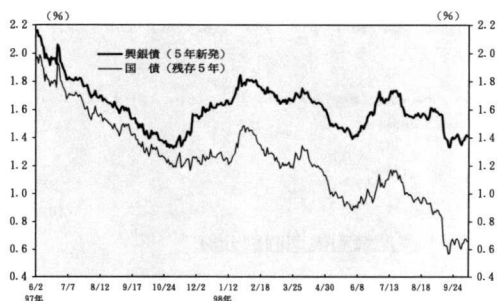
このように、長期国債流通利回りの大幅な低下にもかかわらず、株価が下落を続けたため、イールド・スプレッド（国債流通利回り－予想株式益回り、図表35（2））はさらに低下した。これは、将来の成長率に対する市場の見方が下振れしたことに加えて、経済の先行きに対する不透明感が根強いことを示唆している。

為替相場をみると（図表36）、円の対米ドル相場は、米国景気に対する不透明感の強まりなど

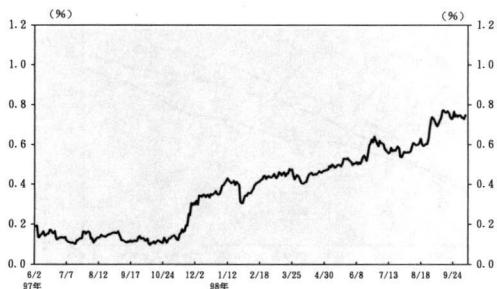
（図表33）

### 金融債流通利回り

（1）流通利回り



（2）スプレッド（新発国債流通利回り－国債流通利回り）

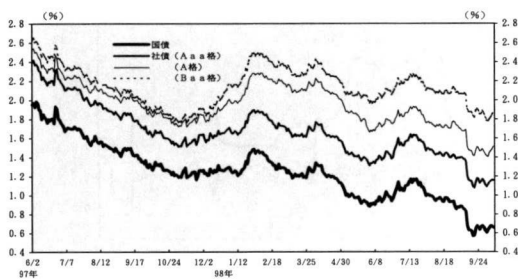


（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

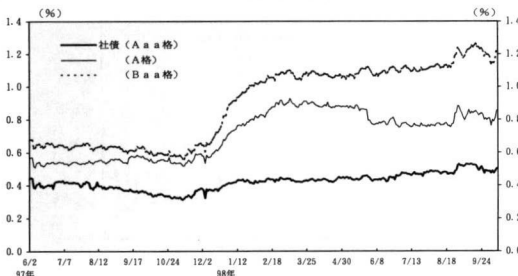
（図表34）

### 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）

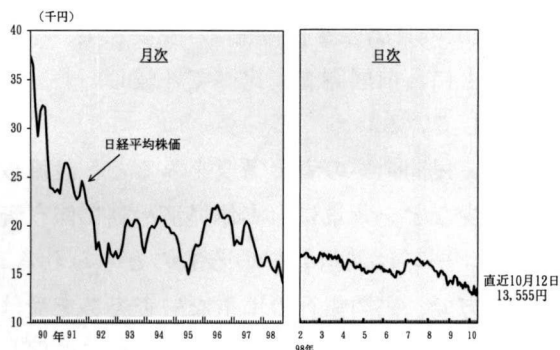


（注）1. 国債、社債とも残存年数5年。  
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。  
（資料）日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」

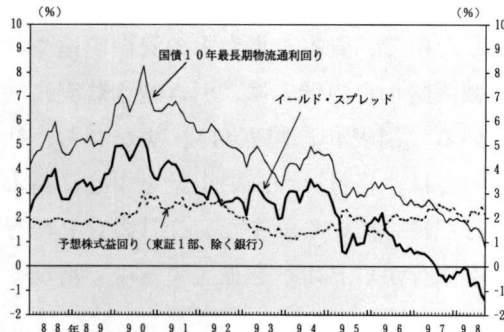
(図表35)

## 株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド

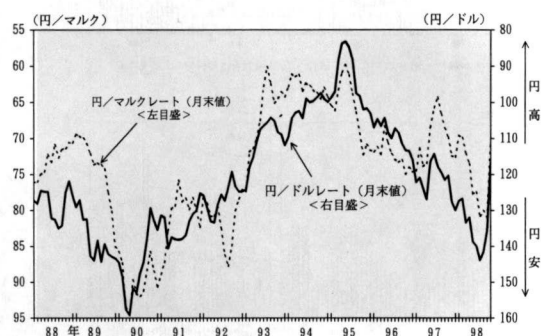


(注) 1. イールド・スプレッド=国債流通利回り-予想株式益回り  
 予想株式益回り=1/予想PER  
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。

(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36)

## 為替レート



(注) 98/10月は10月12日計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

から、10月上旬に急速に円高が進展し、現在は1ドル115～120円程度で、振れの大きい展開となっている。

## (2) 量的金融指標と企業金融

マネーサプライ(図表37、後掲図表38)の動向をみると、8月の $M_2 + CD$ は前年比伸び率を幾分持ち直した(4～6月実績+3.7%→7月+3.5%→8月+3.9%)。また先行き10～12月の前年比伸び率は「+3%台」となる見通しにある。

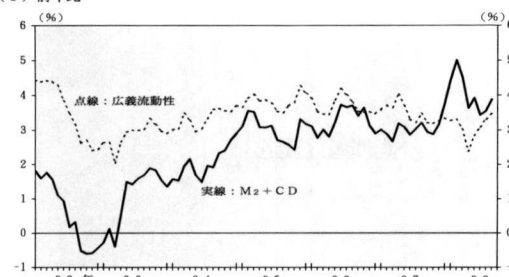
この間、民間銀行貸出も(5業態・月中平均残高、後掲図表39)、前年比マイナス幅がこのところ概ね横這いとなってきている。

こうした量的金融指標の動きの背景についてやや詳しくみると、民間銀行の融資姿勢は、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や景気

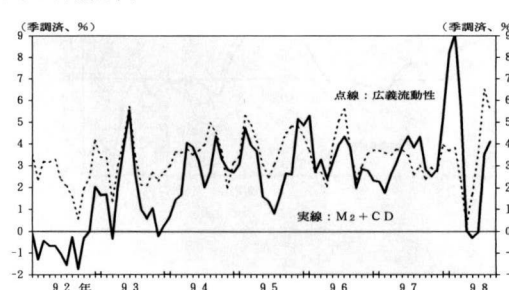
(図表37)

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

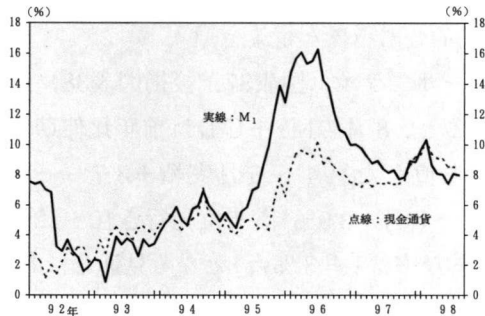


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

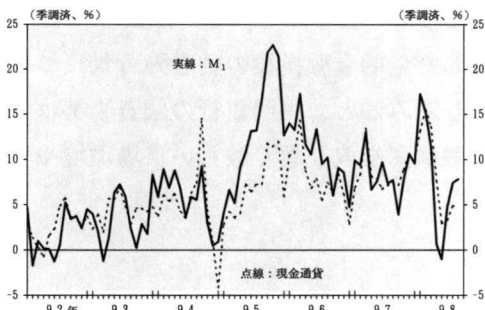
(図表38)

## マネーサプライ (M1、現金通貨)

(1) 前年比



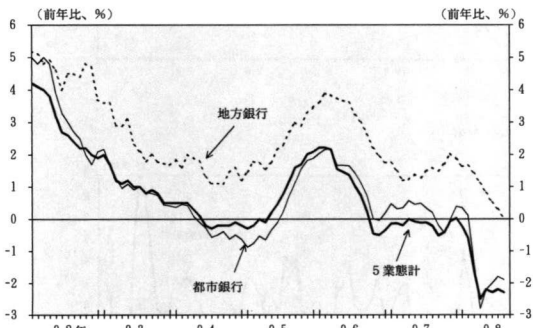
(2) 3か月前比年率



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表39)

## 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」

の低迷持続に伴う企業業績の悪化を反映して、一段と慎重なものとなっている。9月短観の調査結果をみても（前掲図表13）、企業からみた「金融機関の貸出態度」判断は、主要企業、中小企業ともに、前回調査に比べて「厳しい」超幅が拡大している。

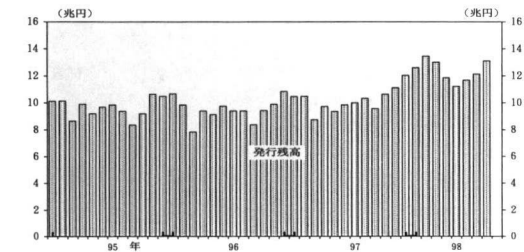
一方、民間企業の資金需要をみると、設備投資の減少などを背景に、実体経済活動に伴う資金調達ニーズは減退しているものとみられる。その一方で、民間銀行の慎重な融資姿勢を受けて、大企業を中心に、手許資金を厚めに確保しようとする動きが広がっている。

こうした中で、資本市場からの資金調達や政府系金融機関からの借入は、引き続き着実に増加している（図表40、図表41）。すなわち、社債については、格付けの高い企業を中心に高水準の発行が続いている。また、9月のCP発行は、日本銀行がCPオペを拡大する中で増加を

(図表40)

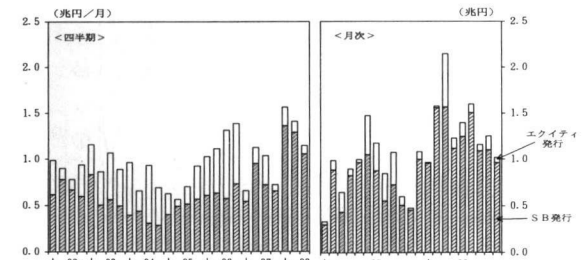
## 資本市場調達

(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

続けた模様である。

企業の資金調達コストをみると、8月の新規貸出約定平均金利（図表42）は、長期、短期ともに前月比はほぼ横這いとなった。

その後、9月の金融調節方針の変更を受けて、大手行は短期プライムレートの引き下げを実施した（1.625%→1.5%）。また長期プライムレートも10月に0.2%引き下げられた（2.5%→2.3%）。

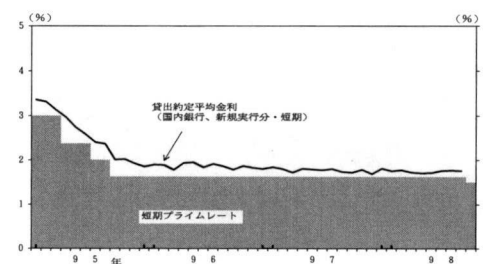
さらにCPや社債の発行金利も、9月半ば以降着実に低下を続けている。

しかし、中堅・中小企業や格付けが相対的に低めの企業にとっては、引き続き資本市場調達は容易でない状態にある。また、上述のように金融機関は慎重な融資姿勢を崩していない。こうした厳しい金融環境が、企業活動や実体経済にどのような影響を与えていくか、今後とも十分注意深く点検していく必要がある（注18）。

（図表42）

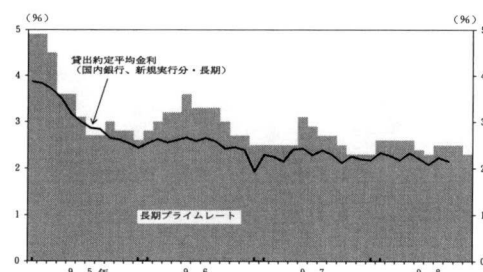
### 貸出金利

（1）短期



（注）短期プライムレートは月末時点。

（2）長期

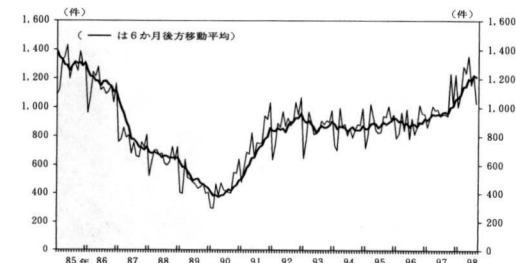


（資料）日本銀行「経済統計月報」

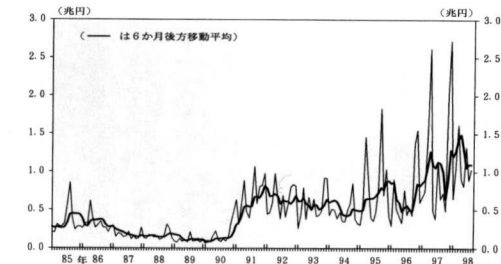
（図表43）

### 企業倒産

（1）銀行取引停止処分件数



（2）倒産企業負債金額

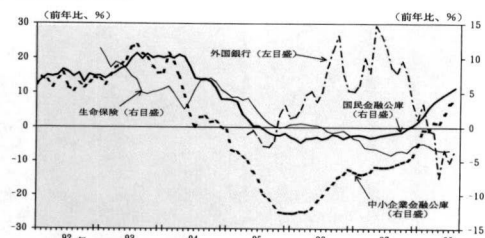


（資料）全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」、東京商工リサーチ「倒産月報」

（図表41）

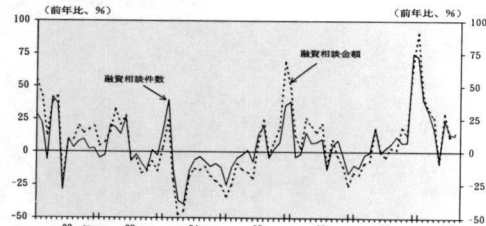
### その他金融機関貸出

（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18）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43）。