

金融経済月報（99年2月）（注1）

1999年2月16日

日 本 銀 行

■基本的見解（注2）■

わが国の経済情勢をみると、公共投資の増加などを背景に、悪化テンポが緩やかになっている。

最終需要面をみると、設備投資は大幅な減少が続けている。住宅投資については、新設着工戸数が、横這い圏内の動きになってきているが、水準は依然低い。また、個人消費も、一部には改善の動きもみられるが、全体としては回復感に乏しい状態となっている。一方、純輸出（輸出－輸入）が緩やかながらも増加基調を維持する中で、公共投資は増勢を示している。こうした最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗していることを背景に、これまで減少傾向にあった生産は、横這い圏内の動きとなってきている。

一方、企業収益は減少傾向が続けている。また、失業率が既往最高水準で推移しているほか、冬季賞与もかなりの減少となるなど、家計の雇用・所得環境は引き続き悪化している。企業金融面に関しては、足許改善の動きが続いているが、先行きに対する不安感は、なお払拭し切れていない模様である。以上のことから、企業・消費者心理は依然慎重なものとなっており、民間需要の回復の動きはみられていない。

今後の経済情勢については、政府の経済対策の実施に伴い、来年度上期にかけて、公共投資の増加が経済を下支えしていくとみられる。また、日本銀行による金融面からの措置や、政府の貸し渋り対策も、引き続き効果を発揮していくものと考えられる。しかし、上記のように企業収益や家計所得が依然悪化の方向にあることに加え、民間金融機関の慎重な融資姿勢のもとで、企業金融面における制約要因もなお暫くの間は作用し続けるとみられることなどを考えると、民間需要が速やかに自律的な回復に向かうことは展望し難い。また、昨秋以降の円高進行やこのところの長期金利上昇の影響、さらには海外情勢の不透明感にも、留意

（注1）本稿は、2月12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、2月12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。

が必要である。これらを踏まえると、景気回復を確実なものとするためには、金融システムの早期建て直しなどを含め、企業や家計が経済の先行きに対して自信を取り戻し得るような環境を整えていくことが重要である。

物価面をみると、大幅な需給ギャップなどを背景に、国内卸売物価が下落傾向を続け、企業向けサービス価格も軟化している。消費者物価については、生鮮食品の値上がりから、前年比でみて上昇しているが、こうした一時的要因を除いてみれば、基調として軟調に推移している。今後の物価を取り巻く環境についてみると、来年度上期にかけて、公共投資が増加する一方、民間需要は低迷を続けるとみられるため、需給ギャップの明確な縮小は見込み難い。また、賃金の軟化が続いていることや、昨秋以降の円高進行も、物価の低下要因として作用し続けると考えられる。これらを踏まえると、物価は、今後も、下落基調を続けるものとみられる。

金融面をみると、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利（各3か月物）は、年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた推移を辿っている。これは、日本銀行による思い切った金融緩和の継続に加えて、金融システム建て直しに向けた取り組みの進展によって、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する警戒感が後退してきていることを反映している。

一方、長期国債の流通利回りは、将来にわたる財政赤字拡大懸念などを背景に再び上昇している。また為替相場も円高気味の展開となっている。株価も軟調に推移している。これら相場の動きは、景気の回復を阻害する要因となりかねないものであるだけに、先行きの動向を注意深く点検していく必要がある。

金融の量的側面に関連して、企業の資金需要面をみると、設備投資の大幅減少を背景に、実体経済活動に伴う資金需要は低迷が続けている。また、資金調達の厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、徐々に収まってきている。一方、民間金融機関は、基本的に慎重な融資姿勢を維持しているが、信用保証制度の活用には引き続き積極的である。この結果、企業金融は、一頃に比べ逼迫感が和らいできている。

もっとも、信用リスクに対する金融機関や資本市場の警戒感は根強く、格付けが低めの企業などでは、依然厳しい資金調達環境が続いている。

こうした企業金融の動向が、今後、年度末に向けてどのような展開を辿るか、注目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、総合経済対策の効果から、均してみれば高水準を持続している。また、こうした発注の動向を反映して、

（図表1-1）

国内主要経済指標（1）

（前年比、％）

	98/4-6月	7-9月	10-12月	98/10月	11月	12月	99/1月
消費水準指数（全世帯）	-0.8	-1.9	p 0.2	-0.6	1.5	p -0.2	n. a.
全国百貨店売上高	0.6	-4.5	p -4.6	-4.6	-2.4	p -6.2	n. a.
チェーンストア売上高	0.3	-2.5	-1.4	-2.3	0.5	-2.2	n. a.
乗用車新車登録台数（除軽） ＜季調済年率換算、万台＞	324	325	287	289	274	296	328
家電販売額（NEBAベース）	3.6	8.2	10.1	13.6	11.3	7.3	n. a.
旅行取扱額（主要50社）	-2.8	-3.2	-7.0	-10.5	-2.7	-7.3	n. a.
新設住宅着工戸数 ＜季調済年率換算、万戸＞	123	115	113	115	109	115	n. a.
機械受注 （民需、除く船舶・電力）	-21.7	-20.3	n. a.	-26.1	-12.2	n. a.	n. a.
製造業	-23.7	-22.0	n. a.	-32.3	-26.3	n. a.	n. a.
非製造業 （除く船舶・電力）	-20.1	-18.9	n. a.	-21.6	0.5	n. a.	n. a.
建築着工床面積 （民間、非居住用）	-13.8	-18.2	-22.9	-23.5	-20.4	-24.6	n. a.
鉱工業	-25.9	-38.1	-45.5	-41.2	-48.5	-46.4	n. a.
非製造業	-8.9	-10.5	-13.4	-16.9	-7.1	-15.7	n. a.
公共工事請負金額	-6.2	4.9	10.4	22.6	-1.5	4.3	n. a.
実質輸出 ＜季調済前期（月）比、％＞	-0.9	1.7	p -0.6	4.8	-14.2	p 5.6	n. a.
実質輸入 ＜季調済前期（月）比、％＞	-7.8	3.3	p -1.4	-3.3	-0.2	p 2.1	n. a.
生産 ＜季調済前期（月）比、％＞	-5.1	0.0	p -0.4	-1.1	-2.1	p 1.3	n. a.
出荷 ＜季調済前期（月）比、％＞	-5.1	0.8	p 0.0	-1.3	-2.1	p 1.4	n. a.
在庫 ＜季調済前期（月）比、％＞	-1.9	-2.4	p -3.5	-0.5	-1.4	p -1.7	n. a.
在庫率 ＜95年=100、季調済＞	111.0	109.1	p 107.8	111.4	111.2	p 107.8	n. a.

(図表 1 - 2)

国内主要経済指標 (2)

(前年比、%)

	98/4-6月	7-9月	10-12月	98/10月	11月	12月	99/1月
有効求人倍率 ＜季調済、倍＞	0.53	0.50	0.48	0.48	0.47	0.48	n. a.
完全失業率 ＜季調済、％＞	4.18	4.26	4.35	4.27	4.44	4.33	n. a.
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	-9.3	-8.7	p -7.3	-7.7	-8.6	p -5.8	n. a.
雇用者数(労働力調査)	-0.6	-0.7	-0.5	-0.2	-0.4	-0.8	n. a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	0.1	-0.2	p -0.4	-0.4	-0.6	p -0.4	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	-0.6	-2.0	p -2.3	-0.1	0.1	p -4.2	n. a.
国内卸売物価	-2.3	-2.1	-2.1	-2.1	-2.2	-2.2	-2.3
全国消費者物価	0.4	-0.2	0.5	0.2	0.8	0.6	n. a.
除く生鮮食品	0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	n. a.
企業向けサービス価格	-0.2	-0.4	-0.9	-0.8	-0.8	-0.9	n. a.
マネーサプライ(M2+CD) ＜平残前年比、％＞	3.7	3.7	p 4.0	3.9	4.3	p 3.9	n. a.
取引停止処分件数	28.9	17.3	-17.5	-5.3	-8.3	-37.4	n. a.

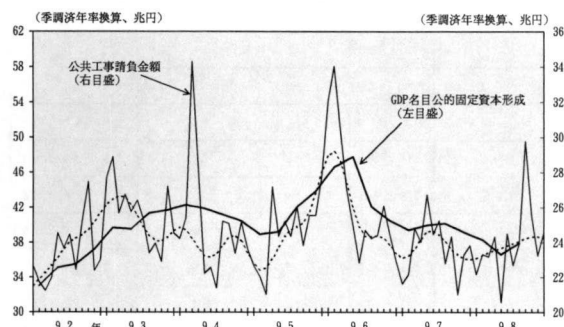
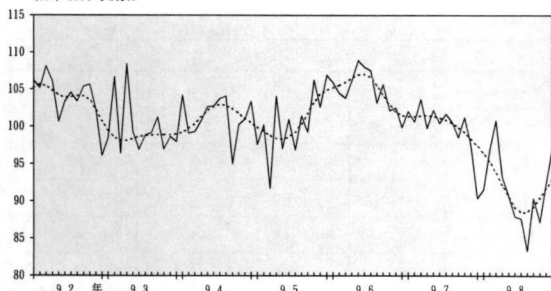
- (注) 1. p は速報値。
 2. チェーンストア売上高は、消費税を除くベース。
 3. 乗用車新車登録台数(除軽)は、X-12-ARIMA (β パーセント) による季調済系列。

(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
(95年=100, 季調済)

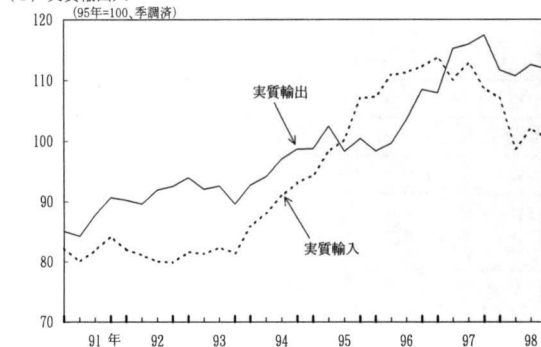
- (注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
 2. 公共投資関連財出荷は、アスファルト、道路用コンクリート製品、橋梁、セメントをそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。
 3. 公共工事請負金額と公共投資関連財出荷の季節調整は、X-12-ARIMA(βバージョン)により実施。
 点線は趨勢循環変動成分。

(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」

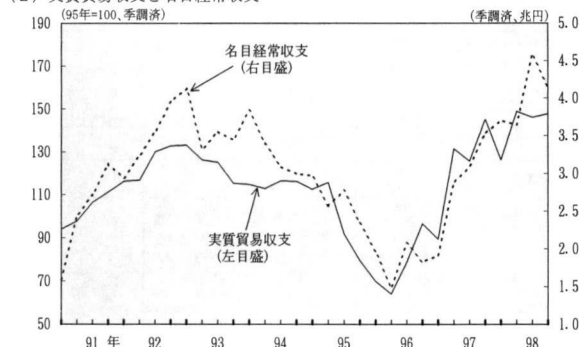
(図表 3)

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(入)金額を輸出(入)物価指数で各々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(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、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。
 4. 98/4Qの名目経常収支は、10-11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」「国際収支統計月報」

公共投資関連財出荷もこのところ増加しており、工事進捗ベースでみた公共投資は増勢にあると考えられる。今後についても、総合経済対策の効果に加え、緊急経済対策に基づく第3次補正予算が執行に移されていくことに伴い、公共投資は増加傾向を辿る見込みである。

次に、実質輸出についてみると(図表3、後掲図表4、5)、7～9月に増加に転じた後、10～12月は僅かに減少するなど、均してみれば、横這い圏内の動きとなっている。地域別には、堅

調な増加を示していた欧米向けが、やや伸びを鈍化させている一方、大幅な落ち込みを示していたアジア向けが、減少幅を縮小させている。一方、実質輸入は、4～6月に極めて大幅な減少となった後、7～9月は増加したが、10～12月には再び減少するなど、国内民需の低迷や減産継続を背景に、基調的には弱含みで推移している。

以上のような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支(注3)でみた純輸出(実質輸出－実質

(注3) 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

		(前年比、%)			(季節前同期比、%)					(季節前月比、%)		
		暦年 97年	98		97年 4Q	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	98年 10月	11	12
米国 <30.5>		14.6	6.8		1.8	4.6	-0.8	2.5	-2.4	7.2	-17.6	3.8
EU <18.4>		13.8	15.6		5.4	1.3	7.2	2.0	0.9	4.8	-13.7	8.6
東アジア <33.2>		8.6	-18.1		-2.4	-11.1	-7.3	-0.2	-1.3	-0.4	-10.7	7.6
中国 <5.2>		8.2	0.8		6.2	-3.9	4.0	-2.1	-2.0	1.8	-11.4	3.7
N I E s <20.2>		10.5	-16.5		-0.4	-10.5	-8.2	-1.4	-0.9	-0.8	-11.4	9.7
韓国 <4.0>		-1.5	-35.5		-2.8	-29.8	-7.0	-1.4	13.1	4.2	-5.1	13.7
ASEAN 4 <7.8>		5.0	-29.2		-10.0	-16.0	-11.3	4.2	-1.7	-0.8	-8.3	5.2
タイ <2.4>		-11.6	-29.4		-15.4	-9.6	-2.3	-0.4	-2.6	1.3	-11.6	6.3
インドネシア <1.1>		22.6	-53.5		-19.5	-36.0	-26.9	8.7	5.5	3.1	-9.4	7.0
実質輸出計		11.2	-2.1		1.3	-4.9	-0.9	1.7	-0.6	4.8	-14.2	5.6

(注) 1. < >内は、98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。

(2) 財別

		(前年比、%)			(季節前同期比、%)					(季節前月比、%)		
		97年	98年		97年	98年			98年			
		97年	98年		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月
中間財	<14.5>	11.2	3.0		0.7	-3.2	2.3	4.9	-1.5	3.2	-14.9	5.9
自動車関連	<21.9>	14.6	1.3		-4.2	-3.0	0.7	4.1	1.8	5.4	-10.4	7.8
消費財	<7.3>	6.3	5.0		2.2	2.3	0.7	-2.7	0.9	8.0	-12.2	5.6
情報関連	<17.2>	18.1	-7.0		1.3	-5.5	-5.3	1.6	-1.7	0.3	-11.6	9.0
資本財・部品	<28.6>	9.0	-5.4		3.5	-5.8	-2.8	0.5	-4.1	0.1	-12.5	2.3
実質輸出計		11.2	-2.1		1.3	-4.9	-0.9	1.7	-0.6	4.8	-14.2	5.6

(注) 1. < >内は、98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。

(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

(1) 地域別		(季節前同期比、%)								(季節前月比、%)		
		前年比、%		97年		98年				98年		
		97年	98年	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月	
米国	<23.9>	1.1	-3.8	-0.1	0.5	-4.8	1.4	-4.5	4.2	-6.9	-5.3	
EU	<14.0>	-3.6	-6.1	-7.1	3.4	-8.5	4.0	1.9	-9.2	8.3	-2.4	
東アジア	<34.9>	0.9	-7.7	-4.5	-0.2	-6.0	1.4	0.4	-4.7	3.6	4.4	
中国	<13.2>	8.8	-4.4	-2.9	0.8	-4.7	1.4	-1.2	-2.9	4.1	7.4	
NIEs	<10.2>	-8.1	-10.9	-5.6	-0.5	-9.0	-0.4	5.8	-5.6	6.7	1.1	
韓国	<4.3>	-3.9	-9.1	-8.8	3.7	-10.1	-3.7	10.2	-0.4	5.6	3.8	
ASEAN4	<11.4>	2.2	-8.2	-5.2	-0.9	-4.7	3.0	-2.2	-5.6	0.5	4.3	
タイ	<2.9>	-0.5	-6.7	-2.1	-3.5	-2.7	2.9	-4.3	-3.2	-3.0	1.6	
インドネシア	<3.9>	-2.3	-10.0	-8.5	0.1	-4.1	5.8	-5.4	-15.3	2.2	2.4	
実質輸入計		0.9	-8.3	-3.7	-1.5	-7.8	3.3	-1.4	-3.3	-0.2	2.1	

(注) 1. < >内は、98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。

(2) 財別

		(前年比、%)		(季節前同期比、%)						(季節前月比、%)		
		97年	98年	97年	98年					98年		
		97年	98年	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		10月	11月	12月
素原料	<23.2>	-0.5	-6.0	0.1	-4.3	-4.4	2.7	0.0		2.5	-4.7	2.0
中間財	<14.0>	2.7	-7.1	-1.5	-2.0	-9.3	2.1	0.9		-2.0	2.9	2.6
食料品	<14.7>	-3.5	-4.2	-6.6	0.9	-2.9	3.4	-3.7		-11.8	6.4	-0.8
消費財	<10.7>	-10.0	-13.8	-9.1	-0.3	-8.9	7.0	-6.7		-15.4	8.4	-0.1
情報関連	<13.2>	8.0	-5.8	-3.1	-4.0	-1.2	4.1	-1.6		-4.2	1.3	0.3
資本財・部品	<13.3>	13.6	2.7	0.3	8.0	-10.8	1.8	-1.1		10.3	-9.6	-1.7
実質輸入計		0.9	-8.3	-3.7	-1.5	-7.8	3.3	-1.4		-3.3	-0.2	2.1

(注) 1. < >内の数字は、98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。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

輸入)は、4～6月大幅増の後、7～9月は小幅減少となったが、10～12月は小幅ながら再び増加するなど、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を維持しているとみられる。また、名目経常収支の黒字幅も、均してみれば増加傾向にある。

今後の輸出入を取り巻く環境をみると、為替面では、昨秋以降の円高進行が、来年度にかけて、徐々に輸出を抑制する方向に作用していくものとみられる(図表6(1))。次に、内外景気面をみると、当面は、国内民需が低迷が続けるとみられる一方、米国景気が堅調を維持し、

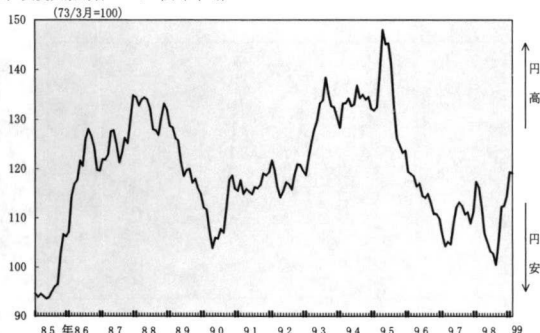
アジア諸国も98年に比べれば持ち直しの方向と予想されることが(図表6(2))、純輸出を押し上げる方向に働くと考えられる。しかし、欧州経済が減速しつつあるほか、アジアの経済調整の帰趨についても、なお不確実な面が残されている。さらに、現状、高めの成長を示している米国経済についても、先行きは緩やかな減速が見込まれており、このところ調整色を強めつつある中南米諸国経済などの動向次第では、そのテンポが速まるリスクが存在している。

設備投資は大幅な減少が続けている。足許の機械投資の動きを示すと考えられる一般資本財

(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2月は、10月までの平均値。
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、%)

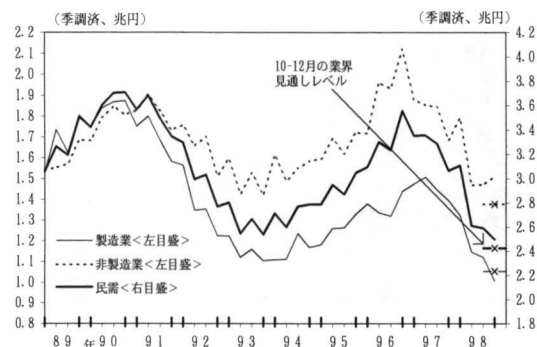
	97年	98年	99年	98年 1Q	2Q	3Q	4Q
米 国	3.9	3.9	(2.4)	5.5	1.8	3.7	5.6
欧 州							
E U	2.7	(2.8)	(2.0)	3.1	2.1	n.a.	n.a.
ドイツ	2.2	2.8	(1.8)	5.9	0.2	3.5	n.a.
フランス	2.3	(3.0)	(2.2)	2.8	3.3	2.1	n.a.
英 国	3.5	(2.5)	(0.5)	1.9	2.0	1.6	n.a.
東 中 国	8.8	7.8	(7.6)	7.2	7.0	7.2	7.8
ア 韓 国	5.5	(-6.3)	(1.0)	-3.9	-6.8	-6.8	n.a.
イ 台 湾	6.8	(5.0)	(4.5)	5.9	5.2	4.7	n.a.
E 香 港	5.3	(-4.9)	(-0.9)	-2.6	-5.1	-7.1	n.a.
ジ シンガポール	7.8	1.3	(-0.8)	6.2	1.8	-0.7	-1.5
ア タ イ	-0.4	(-7.8)	(0.0)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
インドネシア	4.9	-13.7	(-3.2)	-6.4	-16.8	-17.4	-19.5
マレーシア	7.7	(-6.2)	(0.0)	-2.8	-6.8	-8.6	n.a.
フィリピン	5.2	-0.5	(1.5)	1.6	-0.8	-0.7	-1.9

(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 (1/10日号)」(Aspen Publishers社)。
他国の見通しは、「CONSENSUS FORECASTS (1/11日号)」(Consensus Economics社)による。

(図表 7)

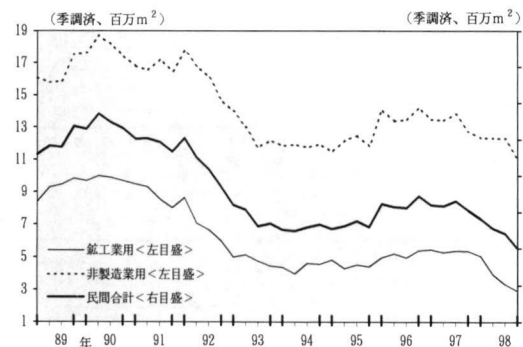
設備投資関連指標

(1) 機械受注



(注) 1. 民間需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。
2. 98/4Qは10、11月実績を四半期換算。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)



(注) X-11による季節調整値。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

出荷は、7～9月に季節調整済前期比-0.7%となった後、10～12月も-4.1%と減少が続いている。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(図表7)、依然かなりのテンポで減少している。

このように設備投資は、引き続き深い調整局面にある。今後の設備投資を取り巻く環境をみると、企業収益は、引き続き減少傾向にあり、昨秋以降の円高進行やこのところの長期金利上

昇が、追加的な収益圧迫要因として働く可能性がある。こうした企業収益の動向や、設備過剰感の強さは、今後も、設備投資を抑制する方向で作用するものと考えられる。また、企業金融面では(後掲図表8)、中小企業などにおいて足許改善してきているが(注4)、民間金融機関の慎重な融資姿勢が続くもとで、先行きに対する不安感が残っている。このため、設備投資に対する金融面からの制約は、なお暫くの間、作用し

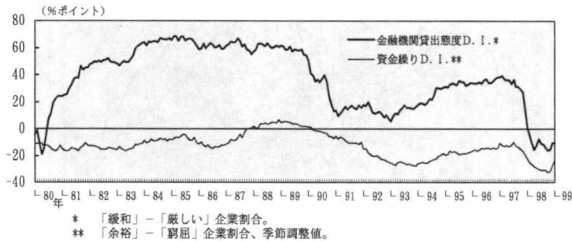
(注4) 中小企業では、企業金融面における逼迫感の後退もあって、このところ業況判断には下げ止まり感がみられる。

これらを背景に、昨年前半に急速な落ち込みを示した設備投資についても、減少テンポが鈍化する兆しが窺われる(後掲図表8(2))。

(図表 8)

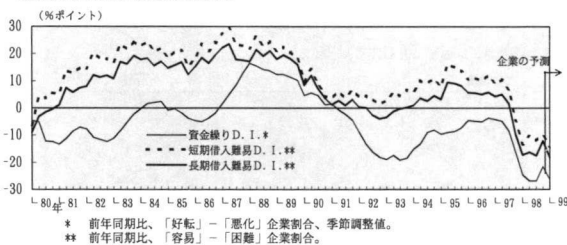
企業金融関連指標

(1) 中小企業景況調査

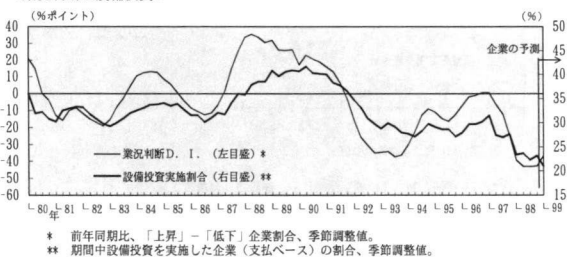


(2) 中小企業動向調査

<金融機関の貸出態度と資金繰り>



<業況判断と設備投資>



(注) 1. 中小企業景況調査：調査対象 900社（有効回答数：638社<99/1月調査>）
2. 中小企業動向調査：調査対象 12,117社（有効回答数：5,880社<98/12月調査>）

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業景況調査」「中小企業動向調査」

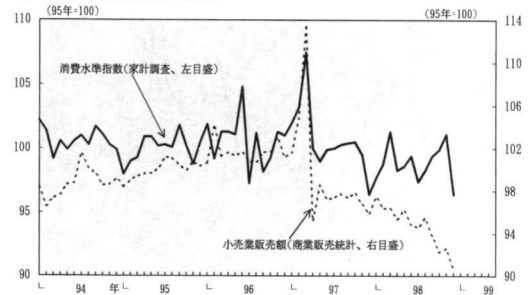
続けるものと考えられる。

次に、個人消費の動向をみると（図表9）、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、堅調を持続している。百貨店・チェーンストア売上高は、10月に減少した後、11月は、大手スーパーなどにおける大規模セールの奏功から、持ち直したが、12月には歳末商戦の不振から再び大きく落ち込むなど、一進一退の状態にある。乗用車販売台数（除く軽乗用車）は、規格変更に伴い一斉に新型車が投入さ

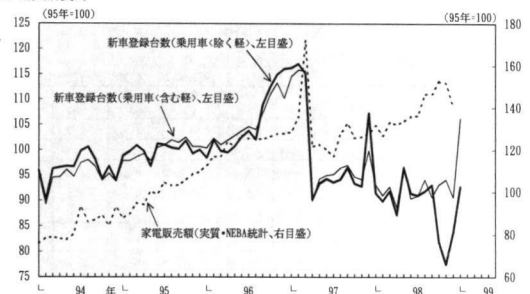
(図表 9-1)

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-β-β)による季節調整。ただし、消費水準指数はX-11による季節調整。
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。

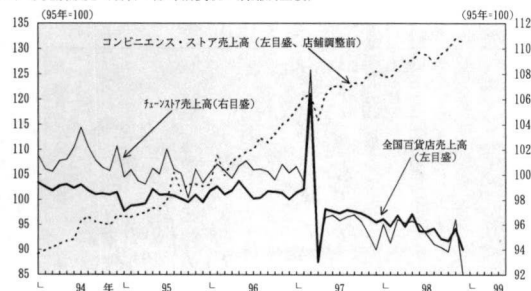
(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

れた軽乗用車へ需要が一部シフトしたこともあって、10～12月には大きく落ち込んだが、1月は新車投入効果などから7～9月並みの水準に回復した。軽乗用車を含むベースでみると、10～12月に概ね横這いとなった後、1月はかなりの増加となった。一方、旅行取扱額は減少傾向が続いている。このように、個人消費は、新製品投入効果や拡販努力の奏功などから、一部には改善の動きもみられているが、他方で弱い動きを示す指標も少なくなく、全体としては回復感に乏しい展開となっている。また、消費者心理をみると、悪化に歯止めがかかりつつあるようにも窺われるが、なお慎重なものにとどまっている（図表10）。先行きについても、厳し

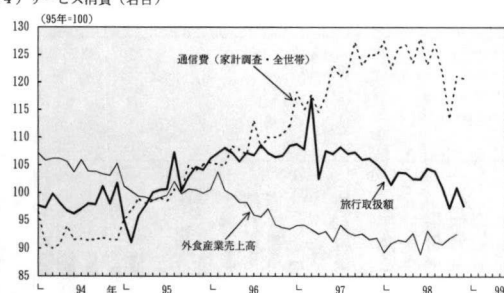
(図表9-2)

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)



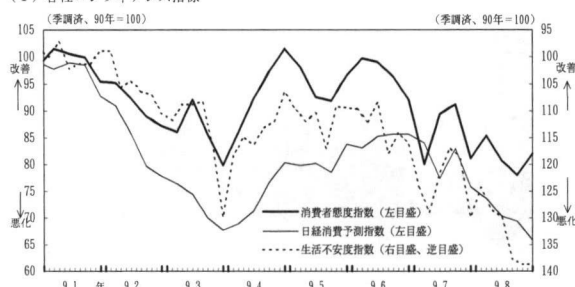
- (注) 1. X-12-ARIMA(βバージョン)による季調済系列。
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。
3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。

(資料) 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、通商産業省「商業販売統計」、外食協研「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」

(図表10)

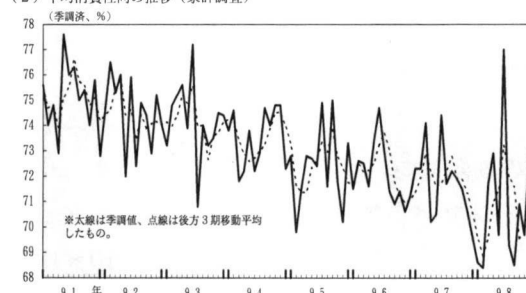
消費者コンフィデンスと消費性向

(1) 各種コンフィデンス指標



- (注) 1. 消費者態度指数(調査対象全国5,040世帯)、日経消費予測指数(同首都圏1,500人)、生活不安定指数(同全国2,000人)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。

(2) 平均消費性向の推移(家計調査)



(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」

い雇用・所得環境の中で、個人消費は、当面、回復感に乏しい状態を続ける可能性が高い。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると(後掲図表11)、季節調整済の年率戸数でみて、4～6月123万戸(前期比-5.8%)、7～9月115万戸(-6.7%)とかなりのテンポで減少していたが、10～12月は113万戸(-1.8%)と小幅減少にとどまった。このように、新設住宅着工戸数は、横這い圏内の動きとなってきたが、水

準は依然低い。先行きについては、分譲住宅や貸家の着工が、在庫過剰などを背景に、当面低迷を続けるとみられる一方、持家の着工については、昨年末にかけて募集された住宅金融公庫への借入れ申込みが大幅増となったことなどからみて、今後、増加に転じることが予想される(注5)。政府から打ち出された住宅減税の効果を含め、今後の住宅着工の動向が注目される(注6)。

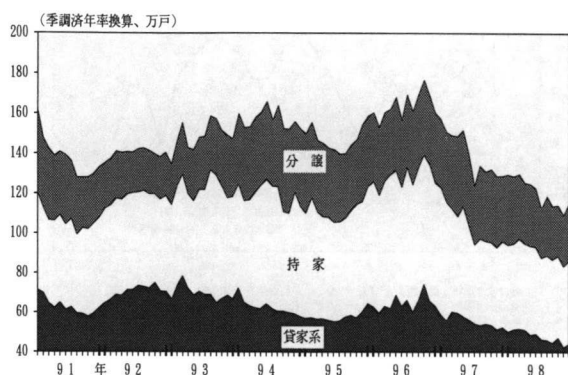
以上のような最終需要動向のもとで、鉱工業

(注5) 住宅金融公庫の98年度第3回(11/2～12/25日)申込み受理戸数(個人住宅建設)は、前年比+49.9%と大幅に増加した。

(注6) 住宅ローン金利に先高観がある中で、住宅金融公庫の98年度第4回(1/18～3/12日)申込みの融資基準金利が2.2%に据え置かれたことや、政府から打ち出された住宅減税策が、雇用・所得環境が悪化するもとで、どのような効果を持つかが注目される。

(図表11)

新設住宅着工戸数



(資料) 建設省「建設統計月報」

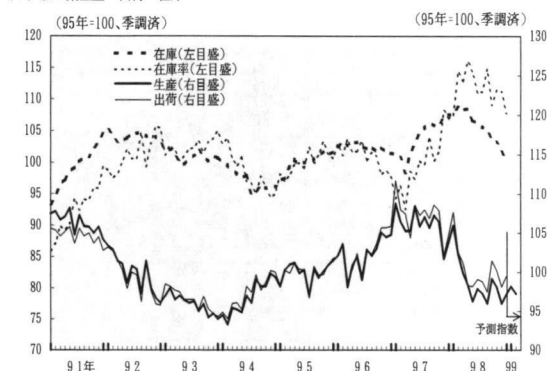
生産の動向についてみると(図表12)、4～6月は季節調整済前期比-5.1%と大幅に減少したが、7～9月は横這い(0.0%)となり、10～12月も小幅減少(-0.4%)にとどまった(注7)。また、目先1～3月についても、企業からのヒアリングや生産予測指数によれば、概ね前期比横這いとなる見通しである。このように、鉱工業生産は、減少テンポがさらに鈍化し、横這い圏内の動きとなってきている。これは、最終需要面で、設備投資が減少を続ける一方、公共投資や一部消費財需要が増加していることや、在庫調整も引き続き進捗していることなどが背景とみられる(図表13)。

次に、雇用・所得環境をみると、引き続き悪

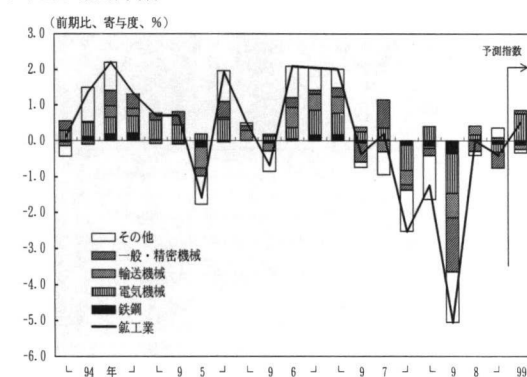
(図表12)

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. 99/1Qは、99/3月を2月と同水準と仮定。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

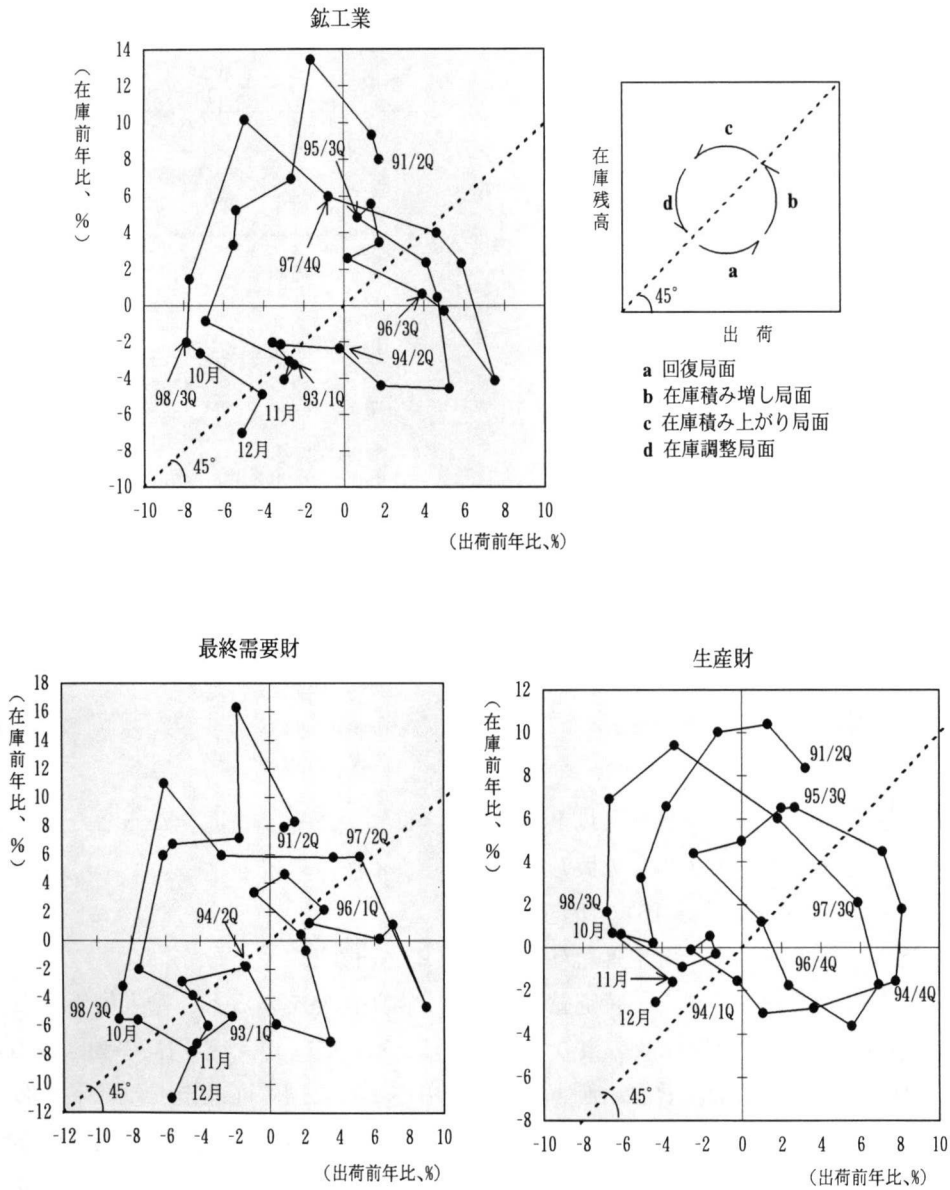
化している。労働需給については(後掲図表14)、有効求人倍率が、7～9月0.50倍の後、10～12月は0.48倍とさらに悪化したほか、完全失業率も、7～9月に4.3%まで上昇した後、10～12月も同水準で推移した(注8)。また、常用労働

(注7) ちなみに、曜日構成などの影響を調整したX-12-ARIMAの季節調整でみると、4～6月、7～9月、10～12月の前期比は、それぞれ-3.5%、-1.7%、0.0%となっている。

(注8) 月次ベースでみると、有効求人倍率は、11月まで3か月連続で統計作成開始(63年)以来のボトム更新となった後、12月(0.48倍)は11月(0.47倍)比やや改善した。完全失業率も、11月に4.4%と統計作成開始(53年)以来のピークを更新した後、12月は4.3%と僅かに低下した。

(図表13)

在庫循環

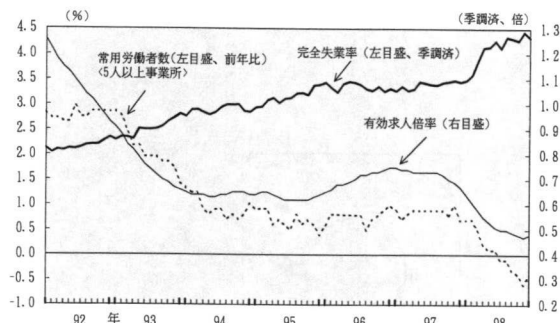


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

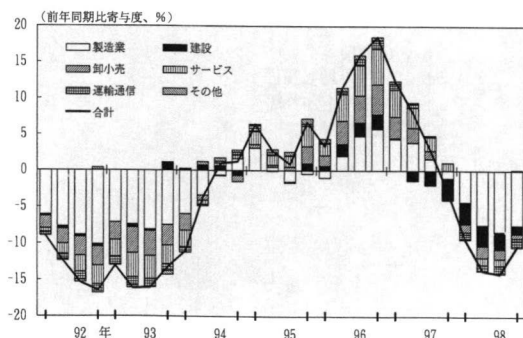
(図表14)

労働需給

(1) 雇用関連指標



(2) 新規求人数の業種別内訳

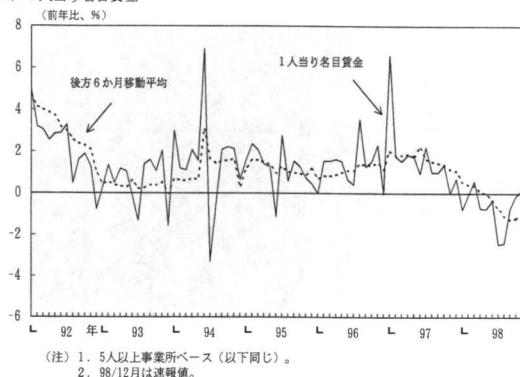


(注) 1. 常用労働者数の98/12月は速報値。
2. 新規求人数は新規卒卒者を除き、パートタイムを含む。
(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

(図表15)

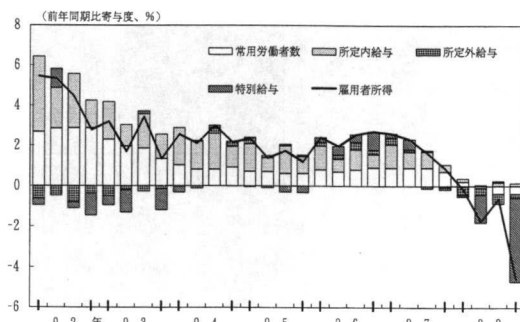
雇用者所得

(1) 1人当り名目賃金



(注) 1. 5人以上事業所ベース(以下同じ)。
2. 98/12月は速報値。

(2) 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. 98/4Qは12月の値(速報値)。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」

者数(毎月勤労統計ベース、従業員5人以上事業所)は、徐々に前年比マイナス幅を拡大している。一方、賃金面をみると(図表15)、所定内給与が低い伸びにとどまる中で、所定外給与が大幅な前年割れを続けている。また、特別給与についても、冬季賞与がかなりの減少となった(注9)。以上のような雇用者数・賃金の動きを反映して、雇用者所得は減少傾向にあり、先行

きについても、当面、こうした傾向が続くとみられる。

2. 物価

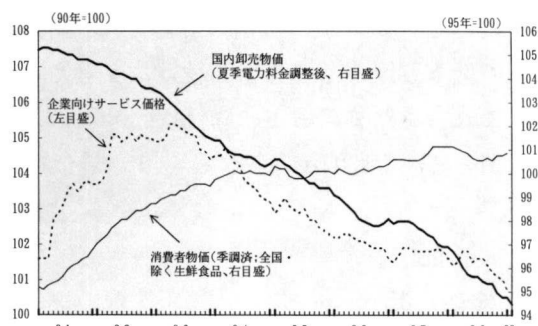
物価情勢をみると、輸入物価(円ベース)は(図表17(1))、為替円高の動きに加え、原油を中心とした国際商品市況の低下もあって、引き続きかなりのテンポで下落している。国内卸売

(注9) 賃金統計(労働省「毎月勤労統計」)により、冬季賞与の支給が集中する11～12月の特別給与の動きをみると、前年比-6.4%と大幅な減少を示した。これは、昨年の夏季賞与の支給月とみられる6～8月の特別給与の落ち込み(前年比-3.9%)を上回るものである。

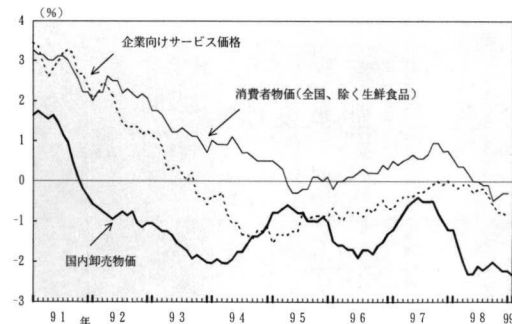
(図表16)

物 価

(1) 水準



(2) 前年比



(注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。
2. (1)の消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

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

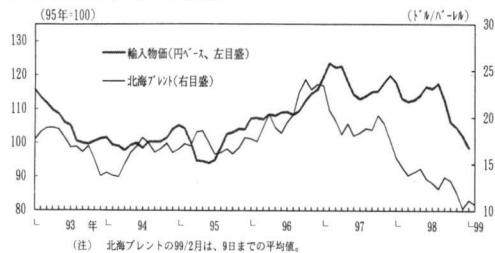
物価についてみると(夏季電力料金調整後(注10)、図表17(3))、鉄鋼や機械類の値下がりが続いているほか、円高の影響などで非鉄金属等が大きく低下していることから、全体として引き続き下落している(98年7～9月前期比-0.3%→10～12月同-0.5%→99年1月の10～12月対比-0.4%)。

企業向けサービス価格については(後掲図

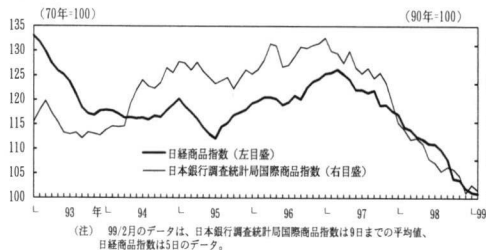
(図表17)

輸入物価と卸売物価

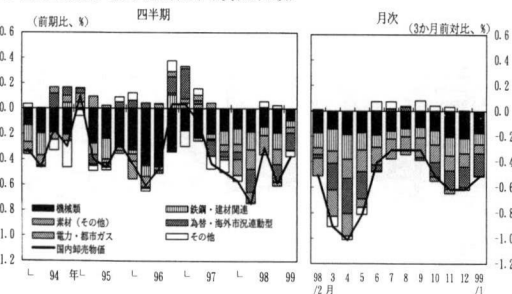
(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



(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、セラミクス
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、非食料農畜産物、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. 99年第4四半期は、99/1月の9/10・12月平均対比。

(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」

表18(1))、企業活動の低迷などを背景に、不動産賃貸、広告をはじめ、全般に軟化しており、前年比下落幅は次第に拡大している(98年4～6月前年比-0.2%→7～9月同-0.4%→10～12月同-0.9%)。

(注10) 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。

消費者物価（除く生鮮食品）を前年比で見ると（図表18（2））、商品価格が前年割れを続けているほか、民間サービス価格の伸び率が鈍化傾向にあることから、全体として軟調に推移している（98年4～6月前年比+0.1%→7～9月同-0.2%→10～12月同-0.3%）。ただ、天候不順の影響から生鮮食品が昨秋以降大幅に上昇したため（注11）、これを含めた消費者物価総合で見ると、10～12月は前年比+0.5%とプラスに転じた（7～9月前年比-0.2%）。

今後の物価を取り巻く環境をみると、来年度

上期にかけて、公共投資が増加する一方、民間需要は低迷を続けるとみられるため、需給ギャップの明確な縮小は見込み難い。また、賃金の軟化が続いていることや、昨秋以降の円高進行も、物価の低下要因として作用し続けると考えられる。これらを踏まえると、物価は、今後も、下落基調を続けるものとみられる。

3. 金融

（1）金融市況

短期市場金利についてみると（図表19（1））、

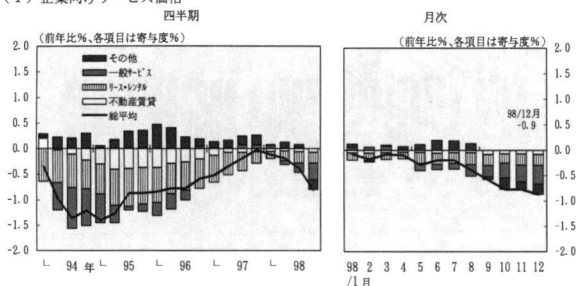
（図表18）

（図表19）

企業向けサービス価格と消費者物価

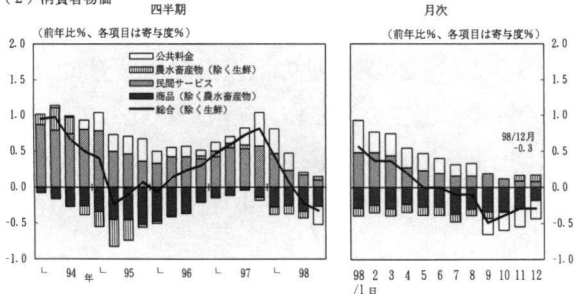
市場金利等

（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）。

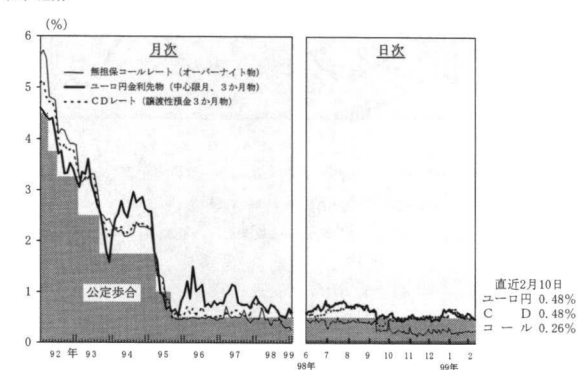
（2）消費者物価



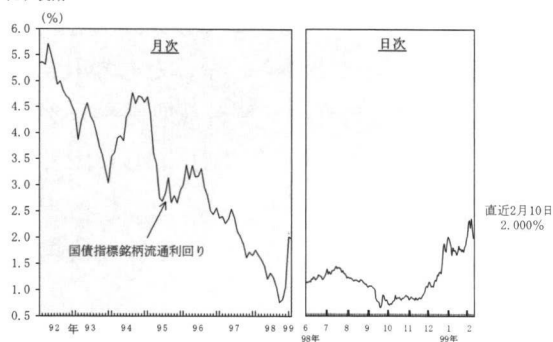
（注）97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

（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」

（1）短期



（2）長期



（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注11）もっとも、東京地区の1月速報からみると、生鮮食品の価格は10～12月に大幅な上昇となった後、1月には前年比上昇率がかなり低下している。このため、全国ベースでも、この面からの消費者物価総合（前年比）に対する押し上げ寄与は、1月には相当低下するものと考えられる。

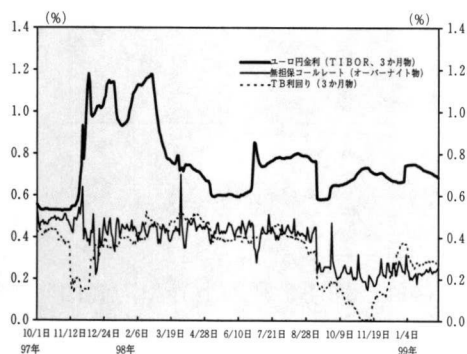
20、21、22)、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き0.25%前後の水準で推移している。

ジャパン・プレミアム（3か月物）は、12月末にいったん強含んだが、1月中旬以降、縮小テンポを速めており、現在は、昨年中の最低水準並みとなっている。また、ユーロ円金利（同）も、1月中旬以降、緩やかな軟化傾向にある。このように、短期金融市場は、年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた展開が続いて

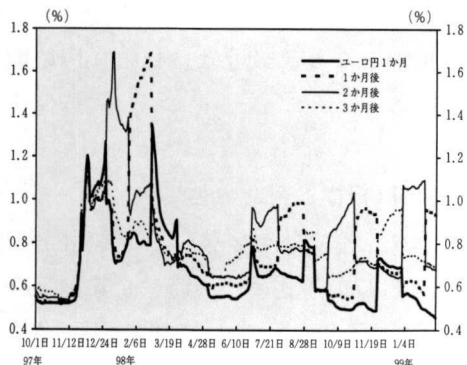
(図表20)

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



(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

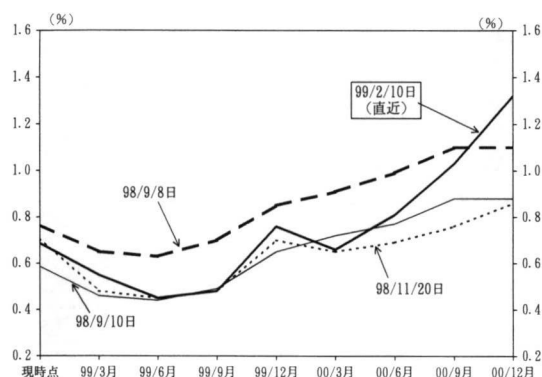
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、日本経済新聞社「日経金融新聞」

いる。

これは、日本銀行の思い切った金融緩和の継続に加えて、金融システム建て直しに向けた取り組みの進展を受けて、邦銀の流動性リスクや

(図表21)

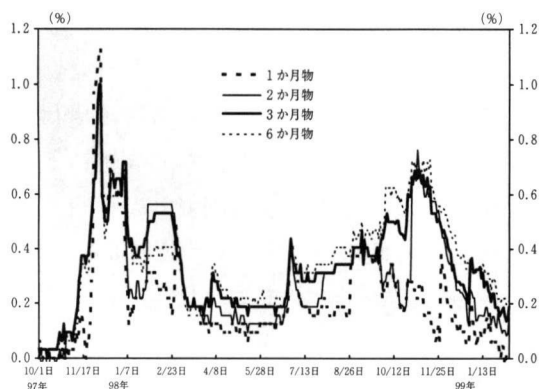
ユーロ円金利先物 (3か月)



(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

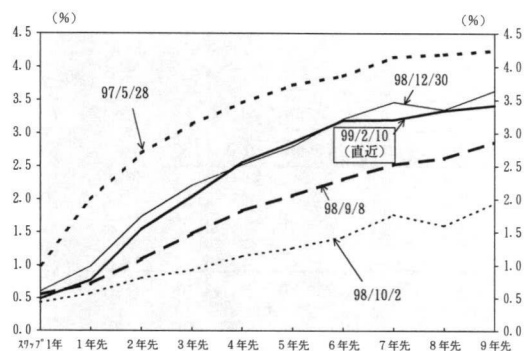


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オフアーレート-パナシティ銀行オフアーレート

(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」

信用リスクに対する市場の警戒感が後退してきていることを反映している。

この間、3か月物T B利回りは、年初来、幾分低下している。

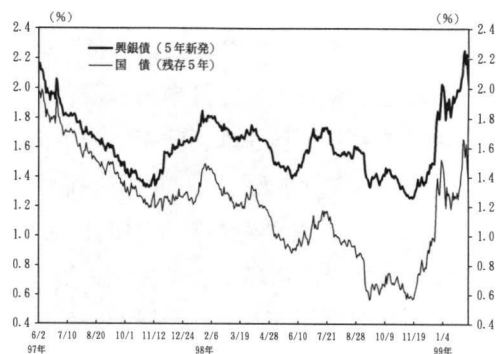
長期国債の流通利回り（指標銘柄、前掲図表19（2））は、12月末に2%台まで上昇したあと、いったんは、1月新発債の好調な入札結果などを受けて反落した。しかし、ここに来て再び、債券の需給悪化懸念や将来の財政赤字拡大に対する懸念などを材料に上昇に転じ、2月上旬には、一昨年夏以来の高水準となった。民間債の流通利回り（図表24、25）も、国債利回りの動きに歩調をあわせるかたちで大幅に上昇している。この間、民間債と国債との利回り格差は、格付けの低めの企業の社債を中心に、昨年秋以降の一段と開いたままの状態が続いている。

株価は（図表26（1））、1月中旬以降、金融システム安定化策の進展などが好感され、1万4千円台前半へ持ち直して推移した。しかし、

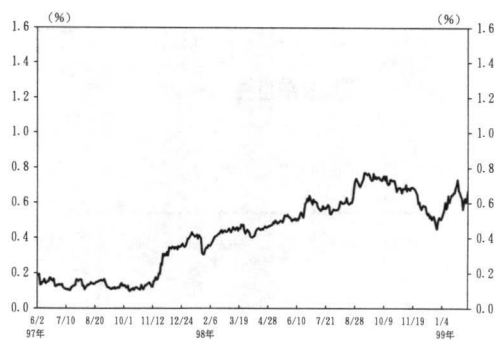
(図表24)

金融債流通利回り

(1) 流通利回り



(2) スプレッド（新発5年償還流通利回り-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」

2月入り後は、長期金利の上昇や円高傾向が嫌気され、再び1万4千円台を割り込んでいる。

為替相場をみると（図表27）、円の対米ドル相場は、日本の長期金利の動向などを受けて、円高気味の展開となり、最近では111～115円の間で推移している。

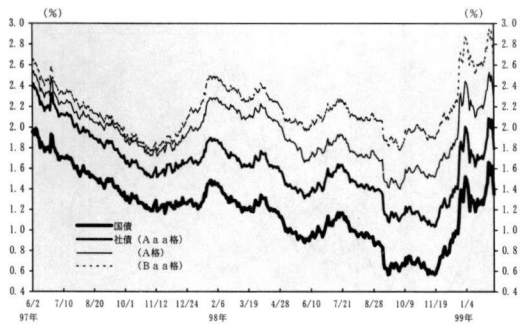
(2) 量的金融指標と企業金融

マネーサプライの動向をみると（後掲図表28、29）、 $M_2 + CD$ 前年比は、一時、企業の手許資金確保の動きなどを反映して伸び率が幾分高まったが、概ね3%台での横這い圏内での動きが続いている（7～9月+3.7%→10月+3.9%→

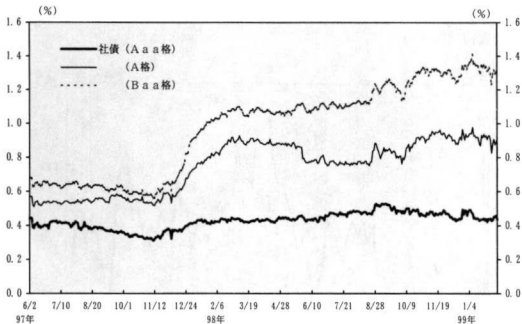
(図表25)

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)

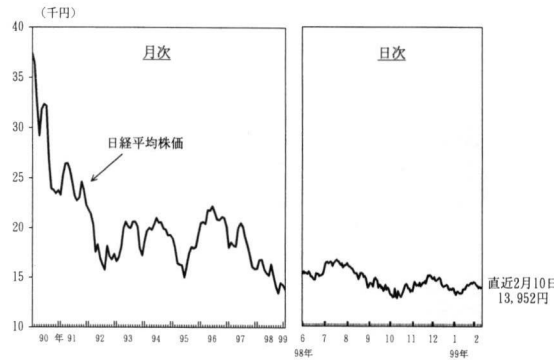


(注) 1. 国債、社債とも残存年数5年。
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

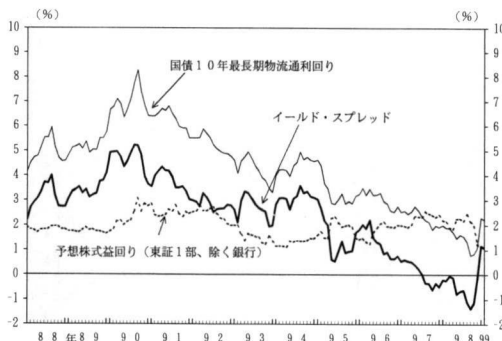
(図表26)

株 価

(1) 株式市況



(2) イールド・スプレッド



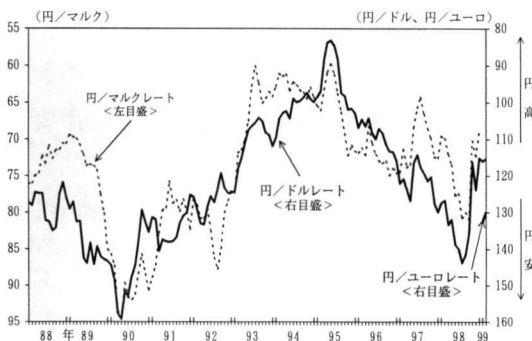
(注) 1. イールド・スプレッド＝国債流通利回り－予想株式益回り
予想株式益回り＝1／予想PER
2. 予想株式益回りは大和総研調べ。
(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、大和総研「大和投資資料」

11月+4.3%→12月+3.9%)。

一方、12月、1月は銀行券の伸び率の低下が目立った。また、これに伴って、マネタリーベース(銀行券+準備預金)の伸びも鈍化している。こうした銀行券の動きは、年末年始の休暇期間が例年に比べて短かったことや冬季賞与の減少などを反映した面がある。また、一昨年秋以降、企業や家計は金融システム不安を背景に現金(銀行券)を手許に保有する動きを強めたが、最近ではそうした動きが収まってきており、これが銀行券の伸び鈍化に寄与している面も大きいとみられる。

1月の民間銀行貸出(5業態・月中平均残高、

為替レート

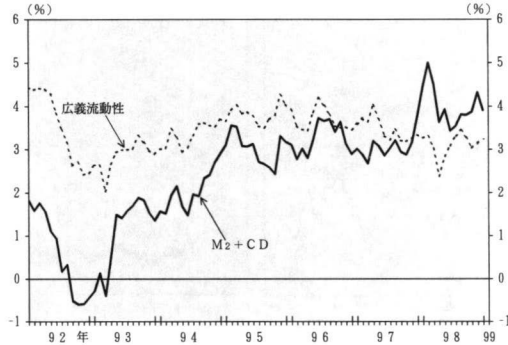


(注) 月末値。ただし、99/2月は2月10日計数。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

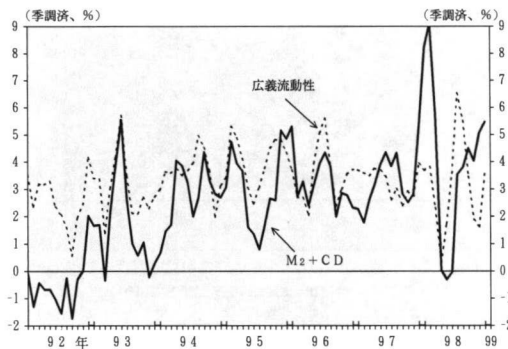
(図表28)

マネーサプライ (M₂ + C D、広義流動性)

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率

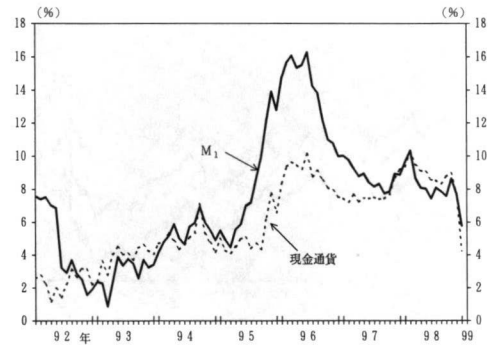


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

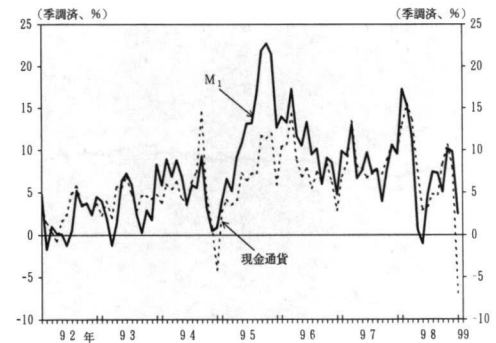
(図表29)

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」

特殊要因調整後(注12)、図表30)の前年比マイナス幅は、概ね横這い圏内の動きとなっている。

こうした量的金融指標の動きに関連して、民間企業の資金需要面をみると、設備投資の大幅減少を背景に、実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けている。また、昨年秋以降に強まった企業の手許資金(現預金)積み上げの動きは、政府や日本銀行による各種措置の効果もあって、

このところ一服してきている。

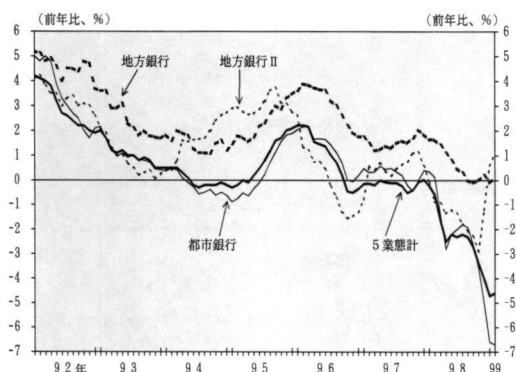
この間、民間金融機関は、企業業績の悪化に伴う信用リスクの高まりを踏まえて、基本的に慎重な融資姿勢を維持しているが、信用保証制度の活用には引き続き積極的である。

民間銀行以外からの資金調達をみると(後掲図表32、33)、ここにきて幾分スローダウンの方向にある。資本市場では、C P発行残高は引

(注12)「特殊要因調整後」とは、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、および④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、を調整した計数である。

(図表30)

民間銀行貸出



特殊要因(①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、および④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分)を調整した前年比伸び率は下表のとおり(カッコ内は原計数前年比)。

	(前年比、%)			
	98/10月	11月	12月	99/1月
5業態計	-1.4 (-3.4)	-1.2 (-4.0)	-1.5 (-4.7)	-1.4 (-4.6)
都銀・長信・信託	-2.3 (-4.9)	-2.4 (-6.1)	-3.1 (-7.4)	-3.2 (-7.4)
地銀	0.7 (-0.0)	1.0 (0.2)	0.7 (-0.1)	1.0 (0.1)
地銀Ⅱ	-1.1 (-2.9)	0.9 (-1.2)	3.2 (0.6)	3.8 (1.1)

(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」

き続き高水準にあるが、1月の社債発行は前月比大きく減少した。3月に社債の大量償還を控えた企業の多くは、すでに前月までの社債発行で資金手当てをほぼ完了したとみられており、これが社債発行の減少につながっている。

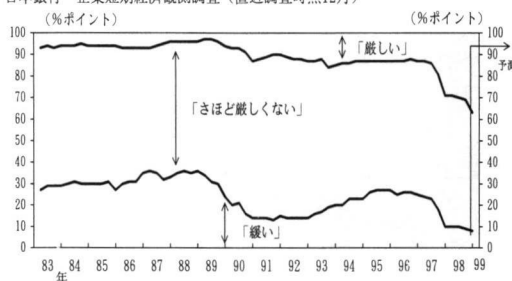
企業の資金調達コストをみると、12月の新規貸出平均金利は(後掲図表34)、概ね横這い圏内での動きとなった。

C P発行金利は、年明け後も日本銀行による多額のC Pオペが継続されるもとで、低位安定の動きとなっている。一方、社債の発行金利は、

(図表31)

中小企業からみた金融機関の貸出態度

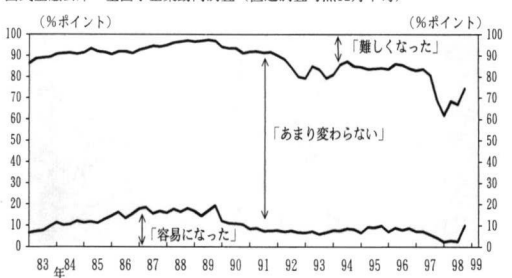
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査(直近調査時点12月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査(直近調査時点1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12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」

流通市場の動きに対応して大幅に上昇した。

このように、企業金融は、政府による信用保証制度の拡充措置、日本銀行による潤沢な資金供給やオペ・貸出面の措置の実施などを背景に、一頃に比べ逼迫感が和らいでいる。企業倒産件数も、このところ前年水準を下回ってきている(後掲図表35)。

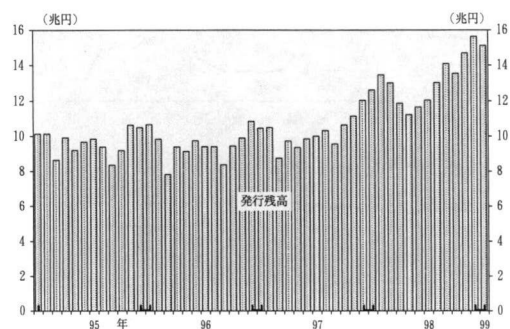
もっとも、企業の信用リスクに対する民間銀

行や資本市場の警戒感は根強く、格付けが低めの企業などでは、資金調達環境が依然厳しい状態にあることに変わりはない。

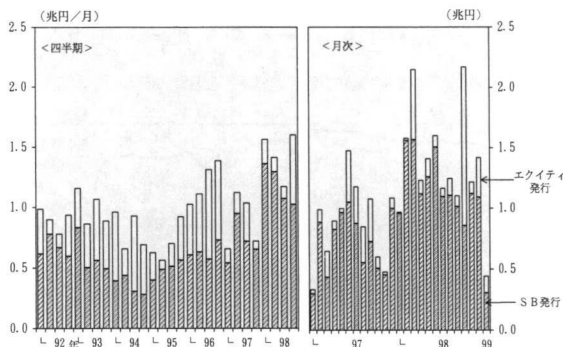
(図表32)

資本市場調達

(1) CP



(2) 社債・株式



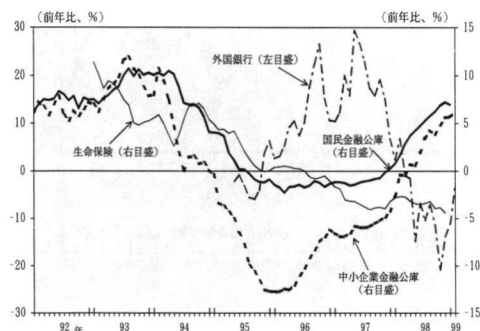
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、公社債引受協会「公社債月報」等

こうした企業金融の動向が、今後、年度末に向けてどのような展開を辿るか、注目していく必要がある。

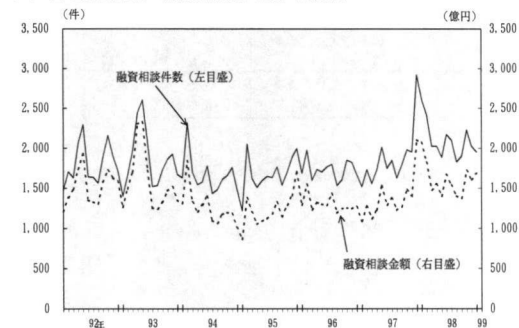
(図表33)

その他金融機関貸出

(1) その他金融機関貸出



(2) 中小企業金融公庫の融資相談件数・金額(直貸分)

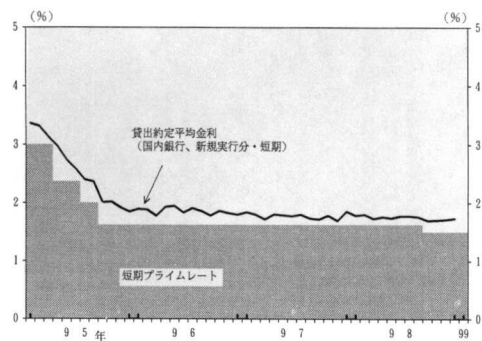


(資料) 日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

(図表34)

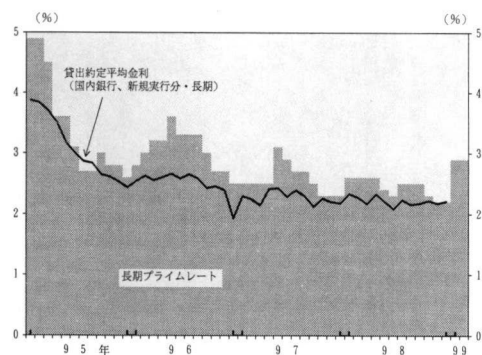
貸出金利

(1) 短期



(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) 長期

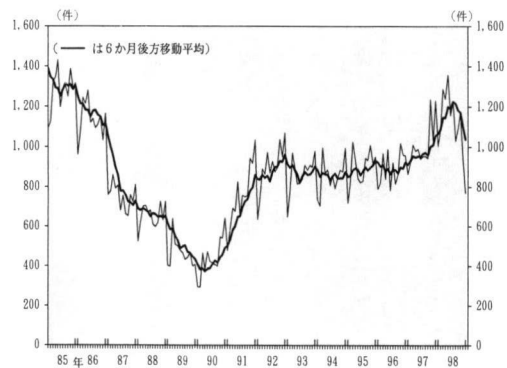


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

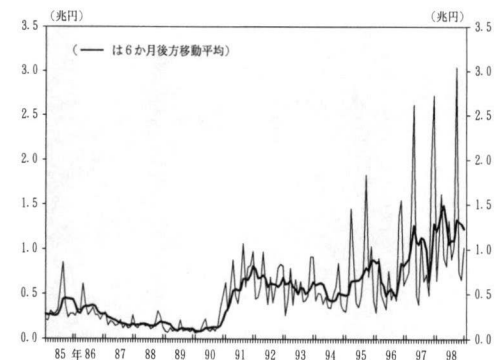
(図表35)

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」