

98.1.16
営業局

金融調節と金融市場動向

1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、出し手の選別姿勢などからなお不安定な市場地合いが続く下で、O/Nレートの安定確保に主眼を置きつつ、95年9月8日に決定された方針（O/Nレートを平均的にみて公定歩合水準をやや下回るよう促す）に従って運営した。

最近の運営実績についてやや具体的にみると、今積み期入り後（12月16日以降）も、各種の調節手段をフルに活用しつつ、連日大幅な積み上を造成するなど市場に対する潤沢な資金供給に努めた。こうした多額の資金供給の結果、O/Nレートの目立った上昇は回避し得ているが、潜在的な上昇圧力にはなお相当根強いものがある。

この間、ターム物キャッシュレートについては、年末要因の剥落などから比較的短期の金利は一頃に比べかなり低下しているが、年度末越えとなる3か月物金利が高止まるなど、依然として市場地合いは不安定である。

このようなターム物金利の高止まりに対しては、かねて年度末越えを含む長目の資金供給を積極的に進めてきており（2月以降に期日到来するオペ残高：本年12.3兆円、前年3.0兆円）、そうした下で3か月物にも金利低下の兆しが出始めている。今後とも長目の資金供給に努め、その累積効果が、O/Nレートの安定とも相俟って、ターム物金利の一層の低下に結びつくことを期待したい。

2. 証券市場動向

(1) 債券市場

指標銘柄利回りは、このところ 1.6% を挟んだ比較的狭いレンジで推移している。

これは、①景況感の低迷や flight to quality による国債選好などが相場の下値抵抗要因となる一方、②もともと高値警戒が根強い中で、株安に伴う債券益出し売り・換金売り懸念や経済対策の追加発動に対する警戒などが上値を抑える、という構図が続いていることによるものである。もっとも、年明け後は、国内景況の悪化見通しに加え、世界的な長期金利の低下観測の強まりもあって、高値トライの動きもみられる。

(2) 株式市場

株価は、昨年 12 月初に 17 千円台を回復したが、その後は各種経済対策の発表にもかかわらず、総じて軟調を続け、最近では 15 千円を挟んでの動きとなっている。

このように株価が低迷基調を脱し得ていないのは、マーケットが、①国内景気・企業業績に対し依然として厳しい見方を改めていないこと、②個別企業の信用リスクに引続き敏感であること、③アジアの金融市場混乱の悪影響を懸念していること、などによるものである。当面の株価は、経済対策に関する国会審議の帰趨や海外株価動向等を睨みつつ、神経質な相場展開を続けるとみられる。

以 上

(別紙)

金融調節とO/Nレート等の推移

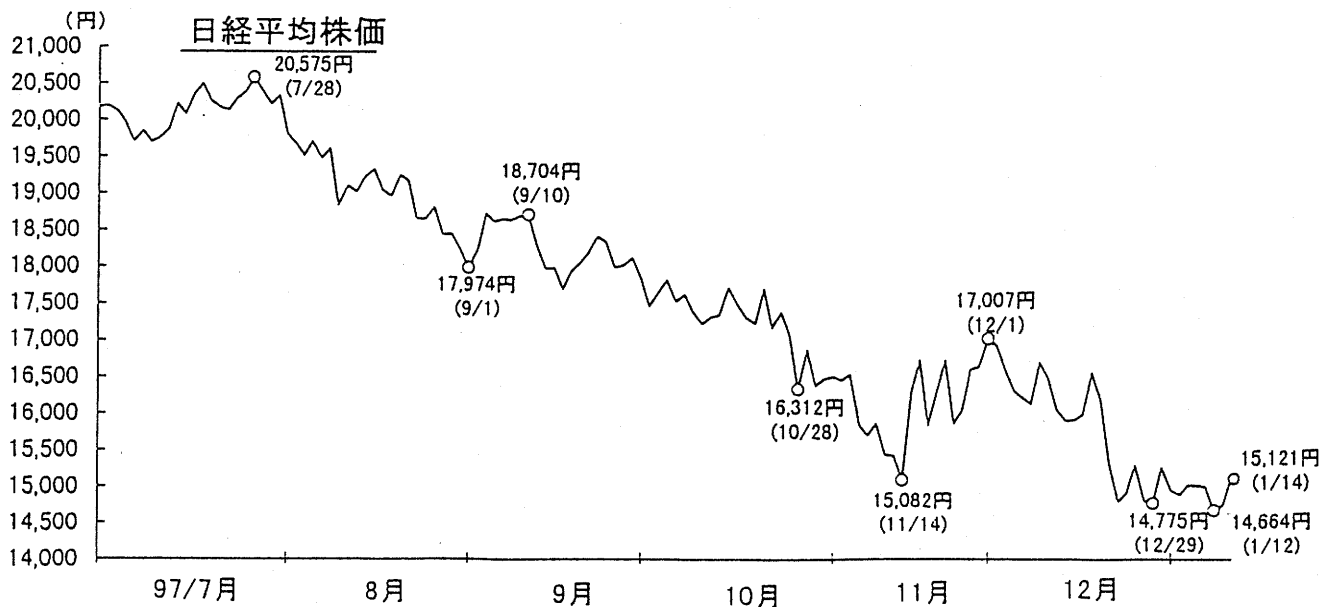
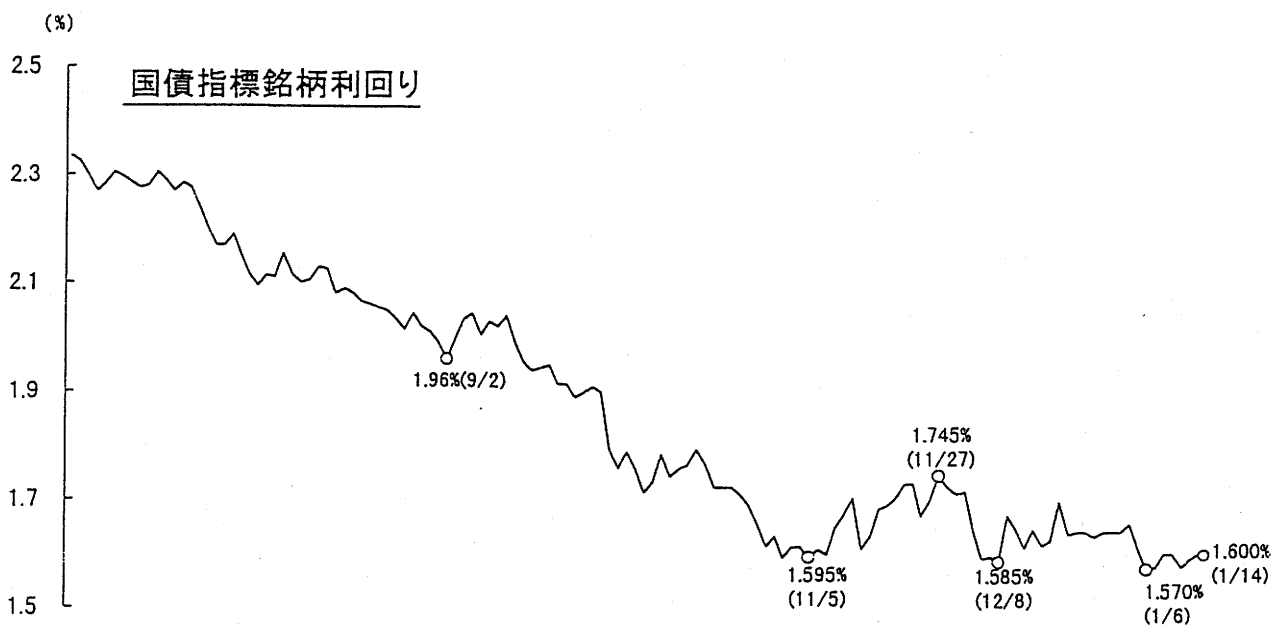
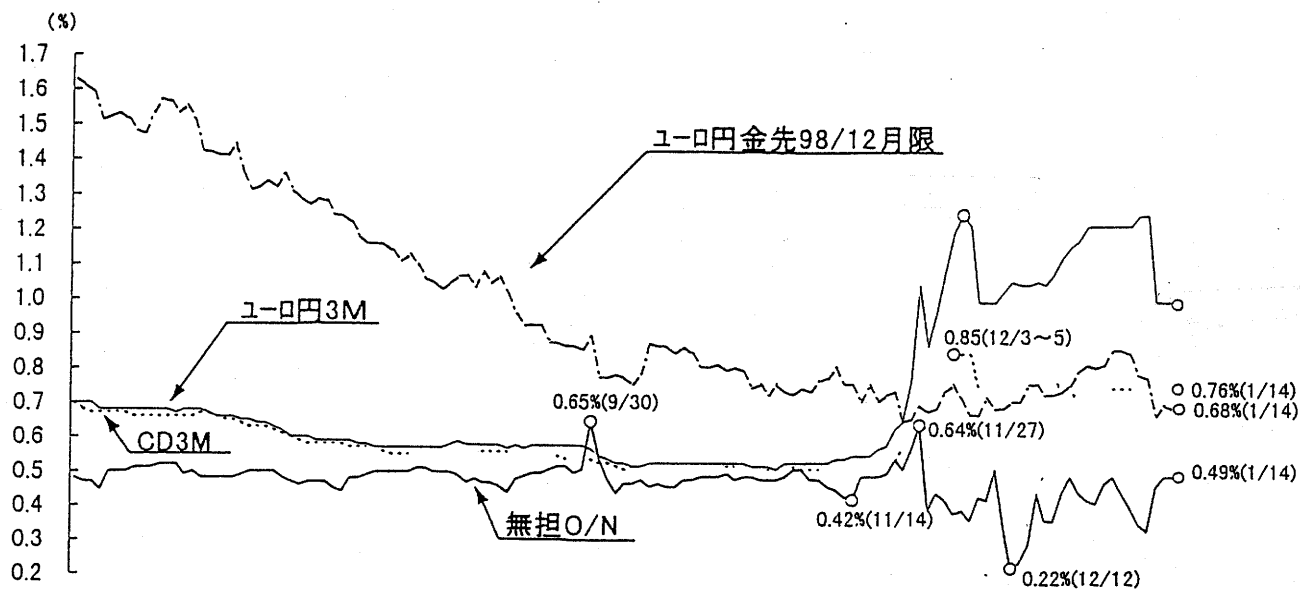
日付	積み上幅(千億円)			O/Nレート(%)		ユーロ円レート(%)		特記事項
	9:20	追加	計	加重平均	最高値	1か月	3か月	
12/16(火)	20	—	20	0.29				
17(水)	15	—	15	0.44				
18(木)	12	—	12	0.36				
19(金)	12	—	12	0.36				・債券買切り 2,000 億円
22(月)	12	2	14	0.44				・買手追加 2,000 ・年度末越えレポオペ 4,000
24(水)	15	3	18	0.49				・貸出追加 3,000 ・年度末越えレポオペ 4,000
25(木)	16	—	16	0.44				・年度末越えレポオペ 4,000 ・追加売手オファーせず
26(金)	27	—	27	0.42				
29(月)	25	—	25	0.41				・年度末越えレポオペ 4,000
30(火)	30	—	30	0.47				・年度末越え買手オペ 4,000
1/5(月)	30	4	34	0.49				・貸出追加 4,000 ・年度末越えレポオペ 4,000 ・年度末越え買手オペ 3,000
6(火)	35	—	35	0.42				
7(水)	31	—	31	0.40				
8(木)	23	—	23	0.35				・年度末越え買手オペ 3,000
9(金)	18	—	18	0.33				・年度末越え債券現先オペ 4,000
12(月)	16	—	16	0.45				・債券買切り 2,000
13(火)	13	3	18	0.49				・貸出追加 3,000 ・年度末越えレポオペ 4,000
14(水)	準預残 見込み 37	—	最終 準預残 P 29	P 0.49				・年度末越え買手オペ 4,000

(注1) O/Nレートの最高値は都銀出合いベース。

(注2) ユーロ円レートは当局ヒアリング・ベース。

[金融市場の動向]

(97/7月以降)



最近の為替市場および国際金融・経済動向について

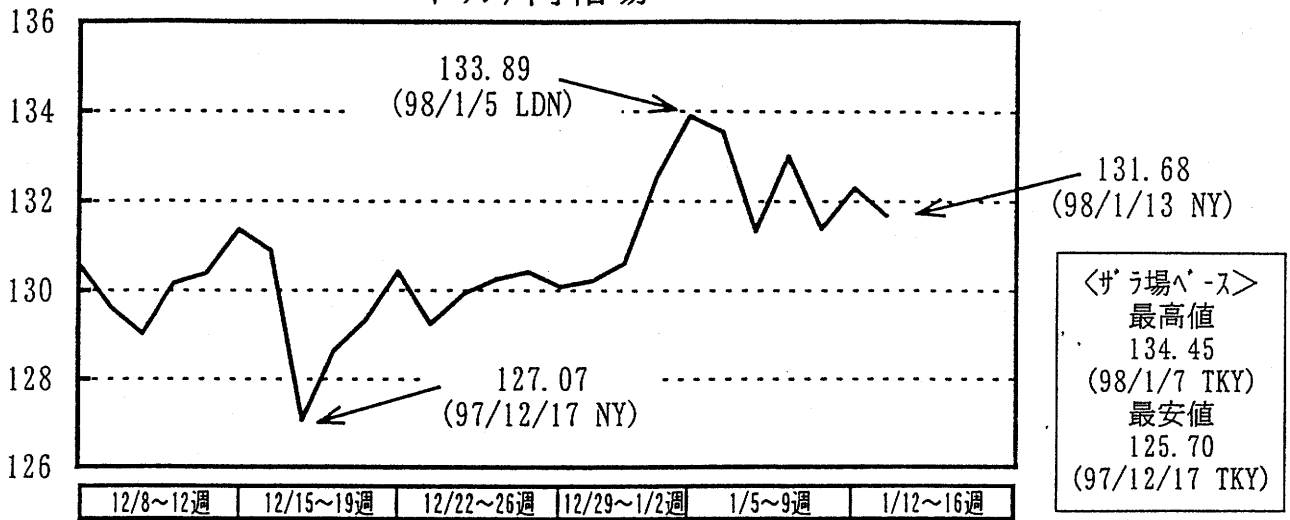
(図表 1)	主要為替相場推移……………	1
(図表 2)	ドル/円、ドル/マルク リスクリバーサル (1 M) とボラティリティ (1 M) の推移……………	2
(図表 3)	日米長期金利推移……………	3
(図表 4)	米国株式市況の推移……………	4
(図表 5)	東アジア諸国の通貨動向……………	5
(図表 6)	東アジア諸国の株価動向……………	6
(図表 7)	E R M主要参加国通貨の対独マルク中心相場比 乖離率の推移および長期金利の推移……………	7
(図表 8)	商品市況の推移……………	8
(図表 9)	米国の主要経済指標……………	9
(図表 10-1)	欧州の主要経済指標 (ドイツ) ……………	10
(図表 10-2)	” (英国、フランス) ……………	11
(図表 11)	東アジア諸国の主要経済指標……………	12

(図表1)

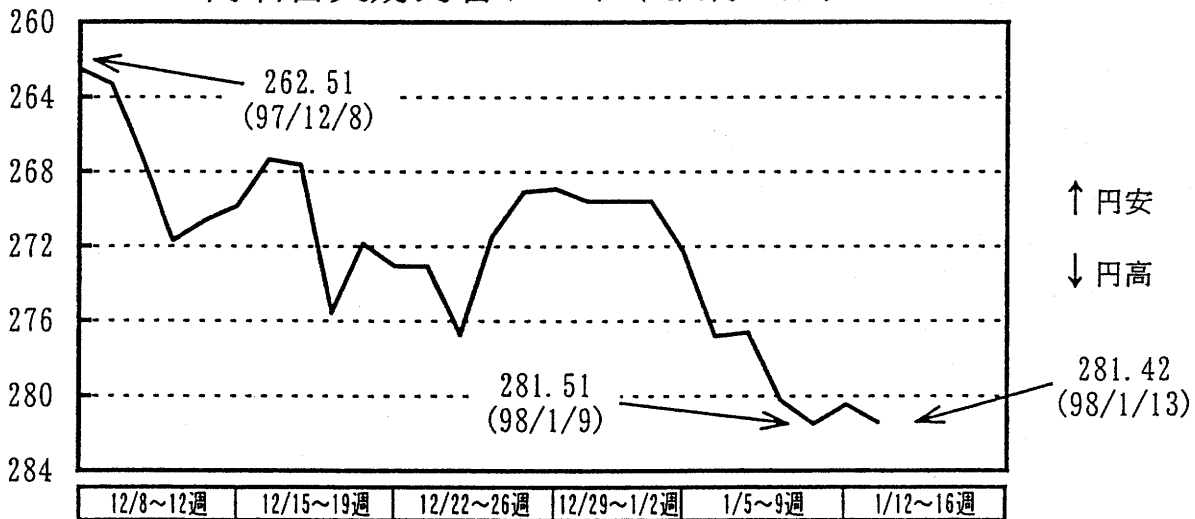
主要為替相場推移

円/ドル

ドル/円相場

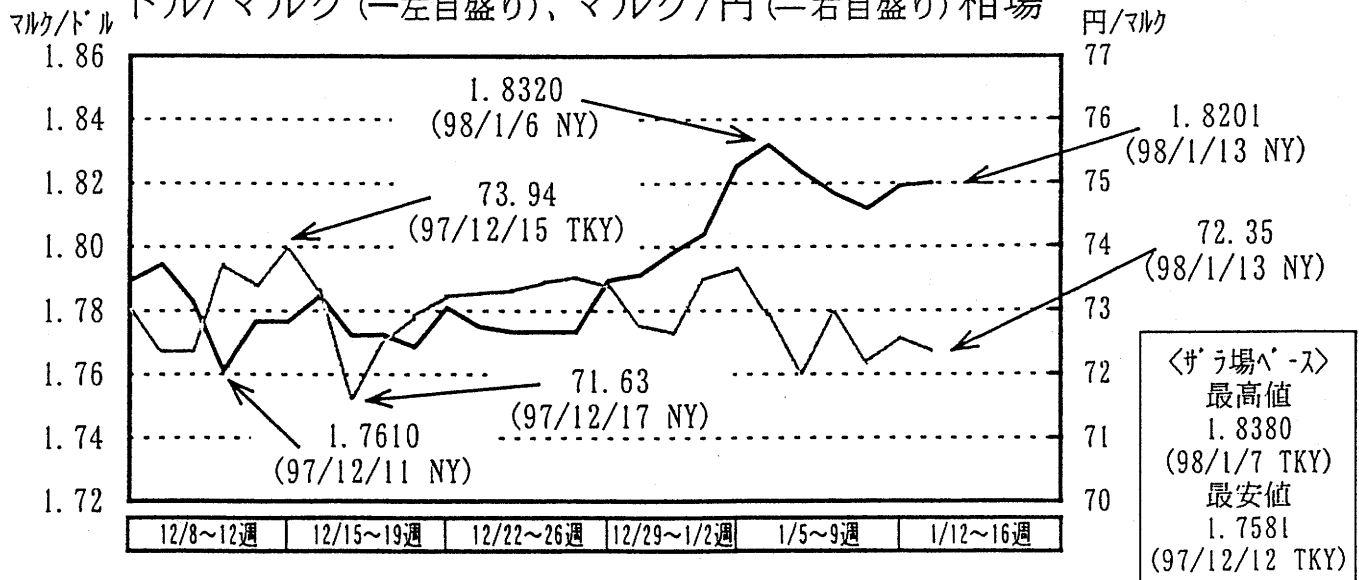


円名目実効為替レート (73/3月=100)



↑ 円安
↓ 円高

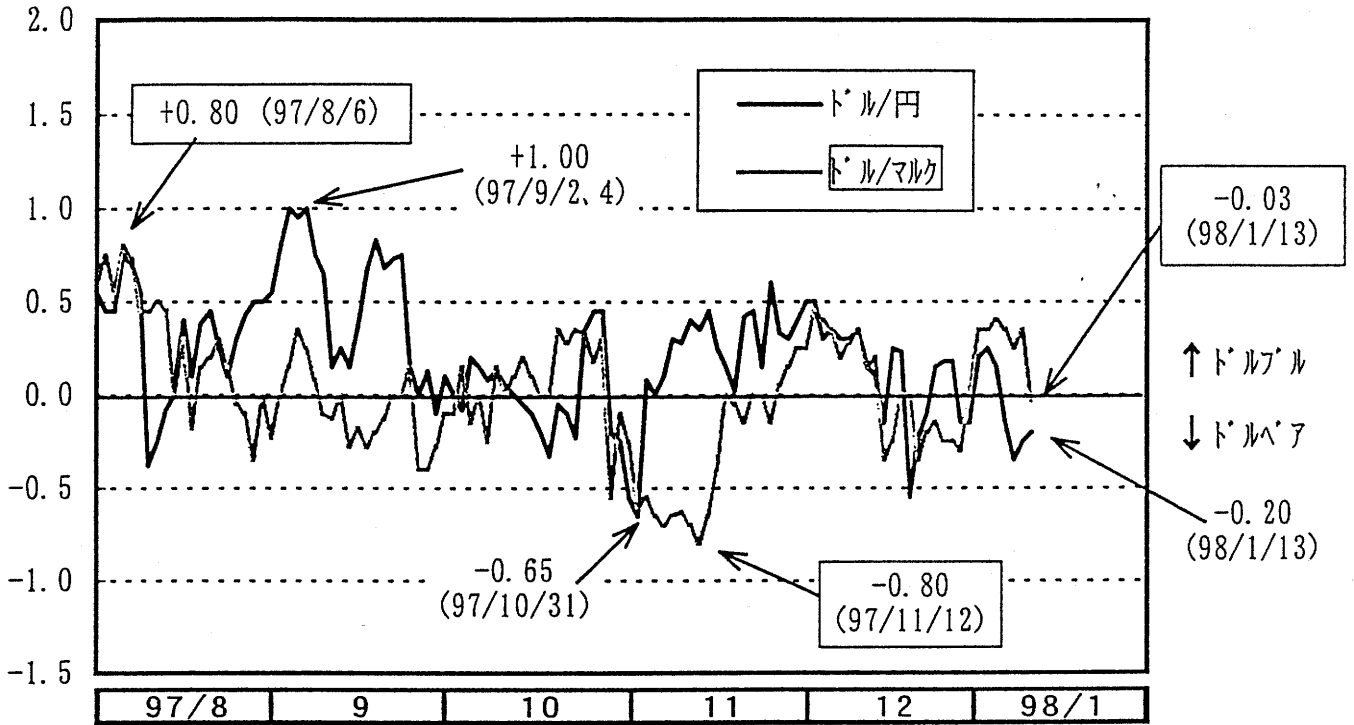
ドル/マルク (←左目盛り)、マルク/円 (←右目盛り) 相場



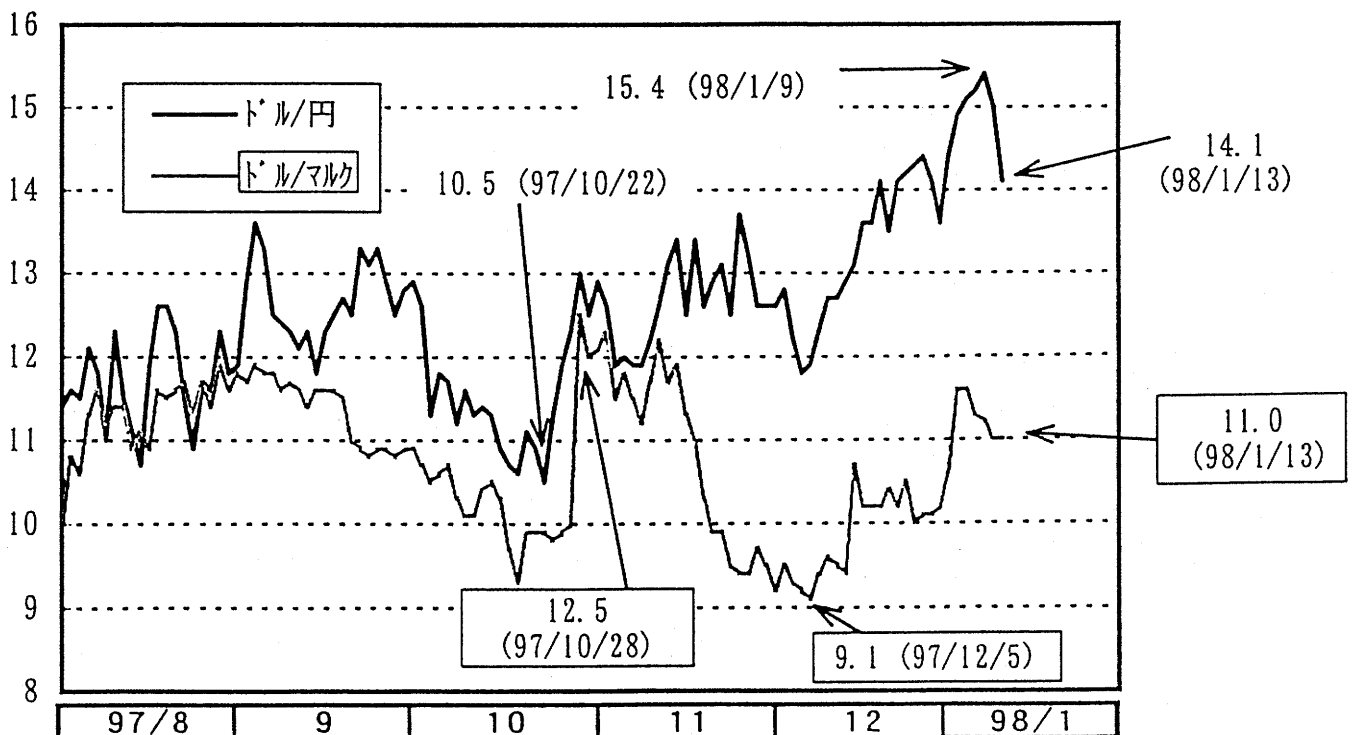
(注) グラフ上の各レートは市場クローリングベース

ドル/円、ドル/マルク リスクリバーサル(1M)とボラティリティ(1M)の推移

(%) ドル/円、ドル/マルク リスクリバーサル(1M)の推移

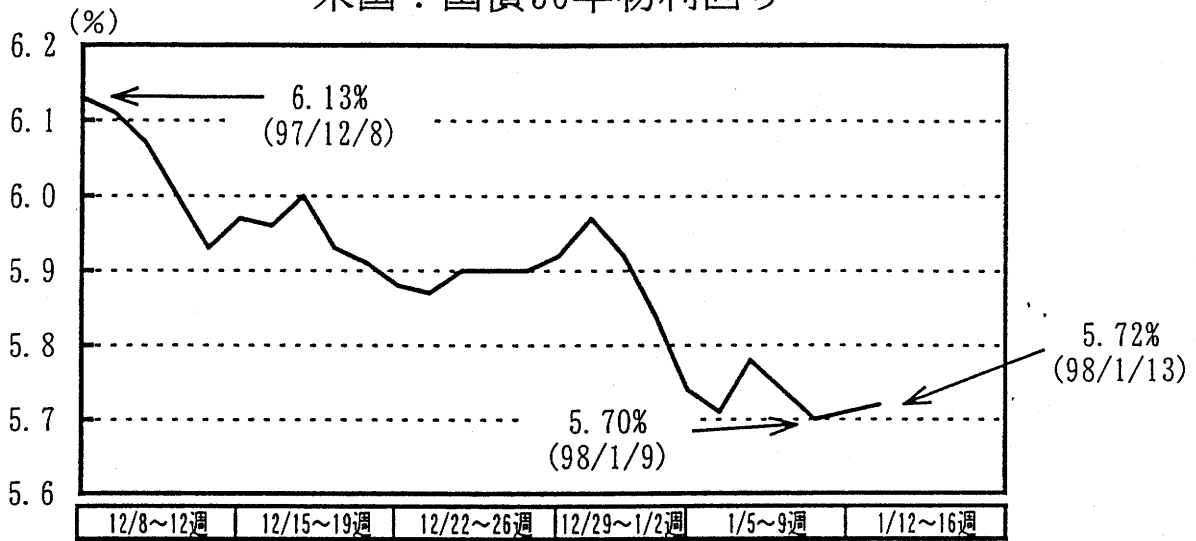


(%) ドル/円、ドル/マルク ボラティリティ(1M)の推移

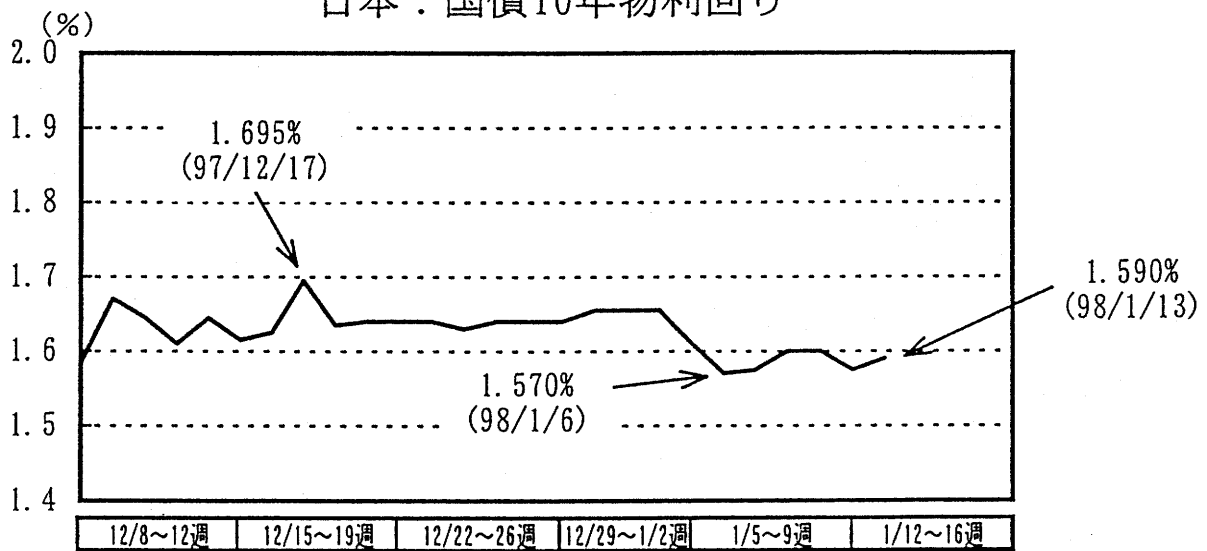


日米長期金利推移

米国：国債30年物利回り

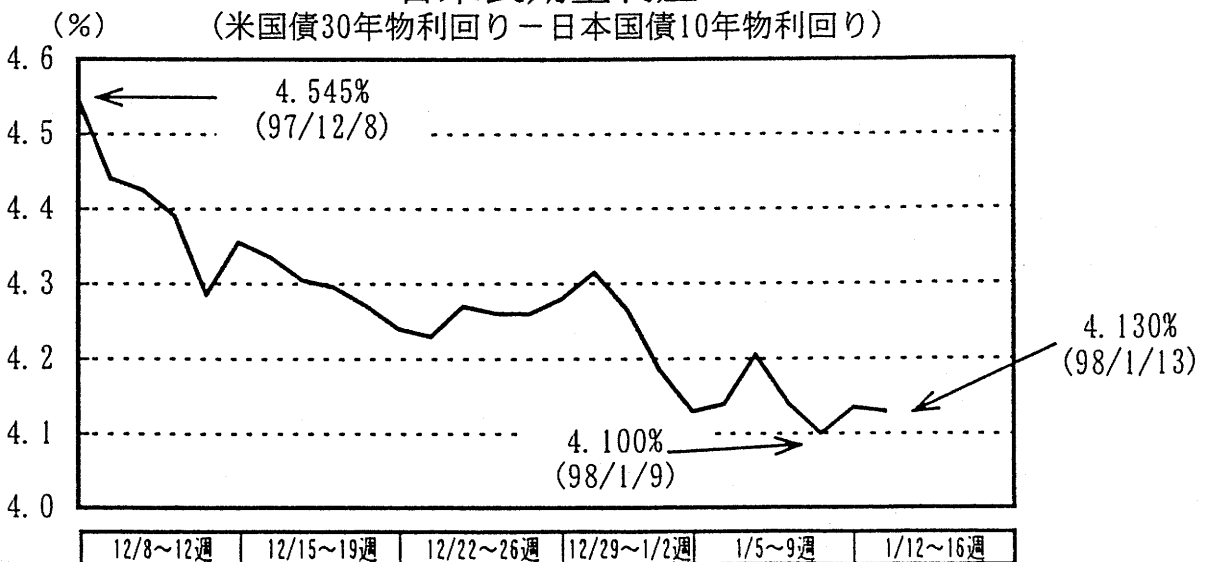


日本：国債10年物利回り

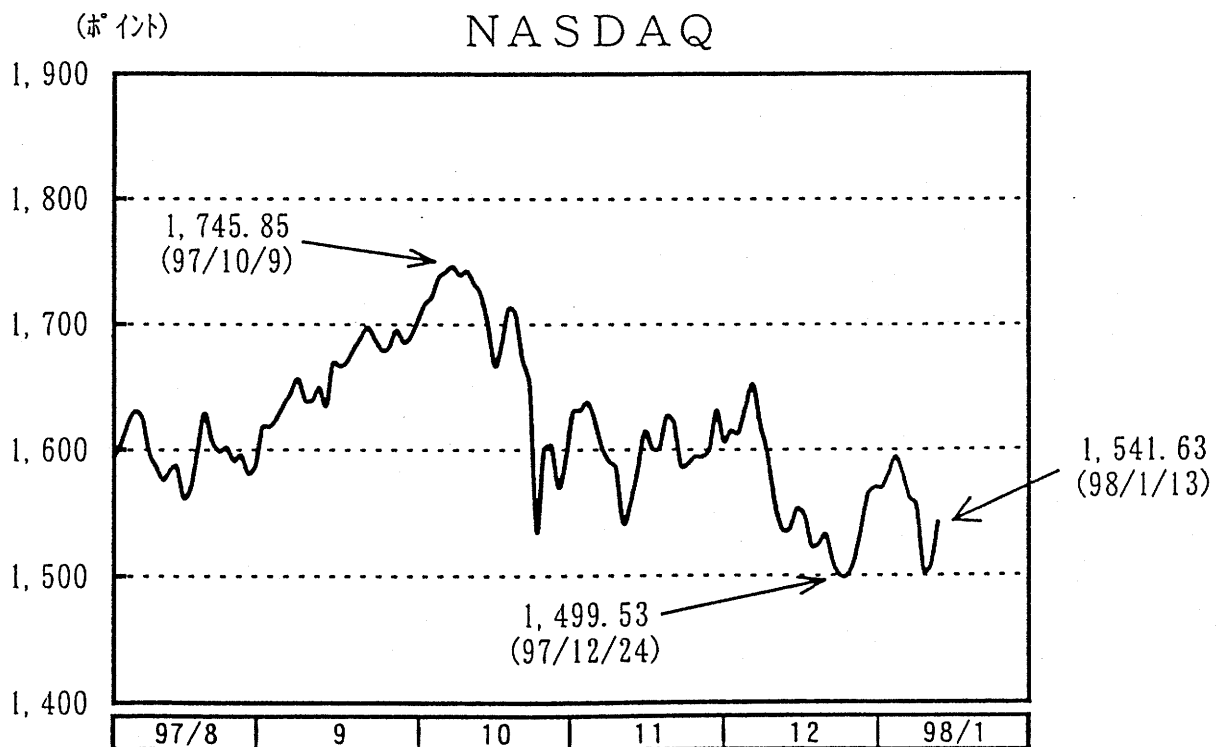
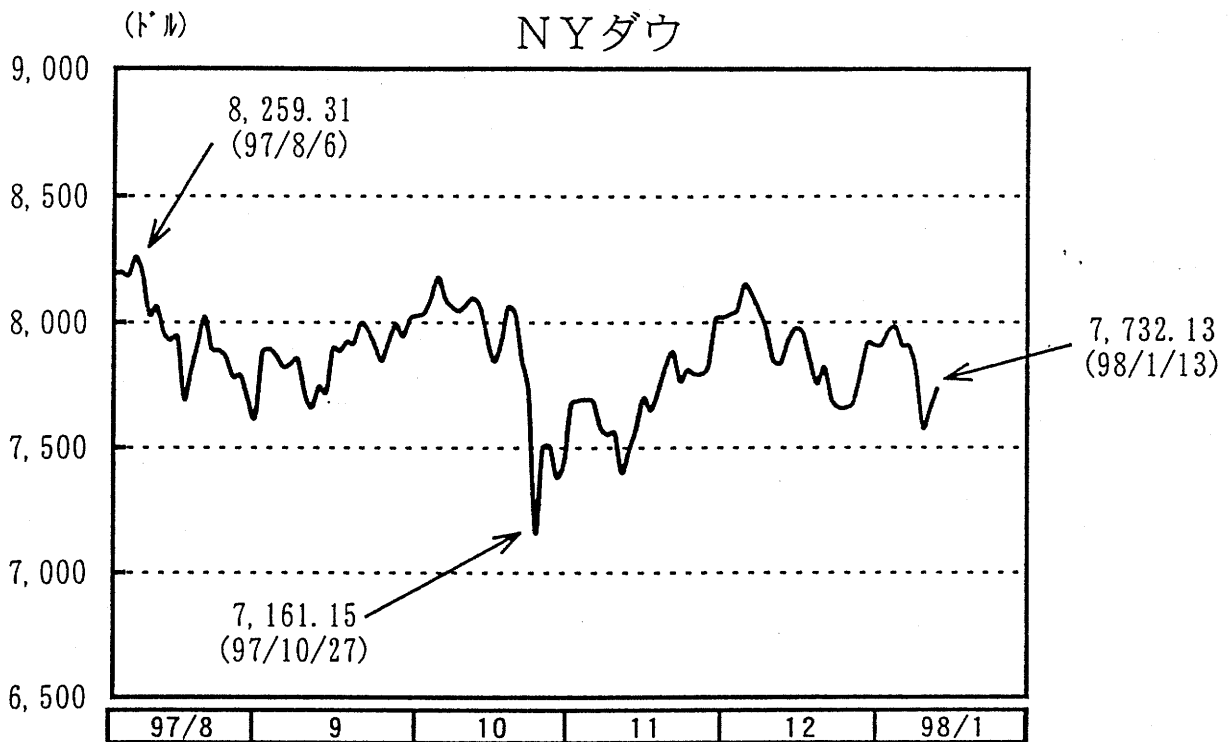


日米長期金利差

(米国債30年物利回り - 日本国債10年物利回り)



米国株式市況の推移



(注) 71/2/5日を100とした指数

(図表5)

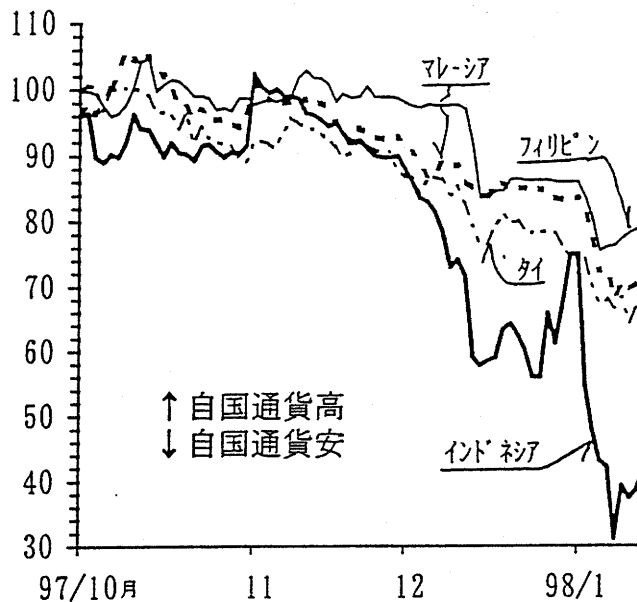
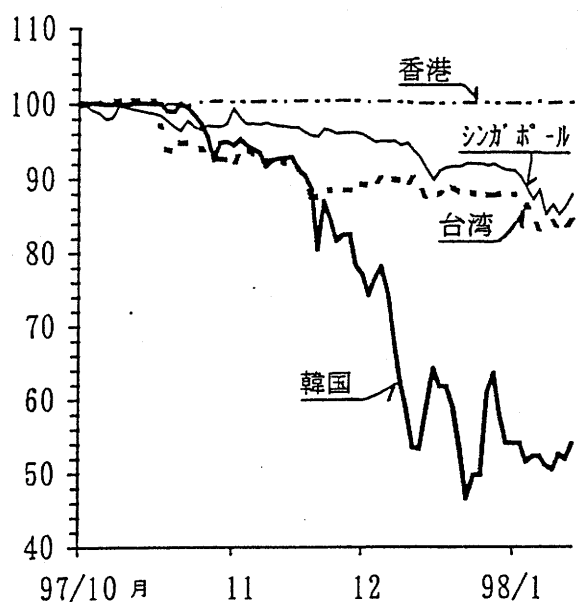
東アジア諸国の通貨動向

(1997/9/30=100)

(対ドルレート)

NIEs 諸国

ASEAN 諸国



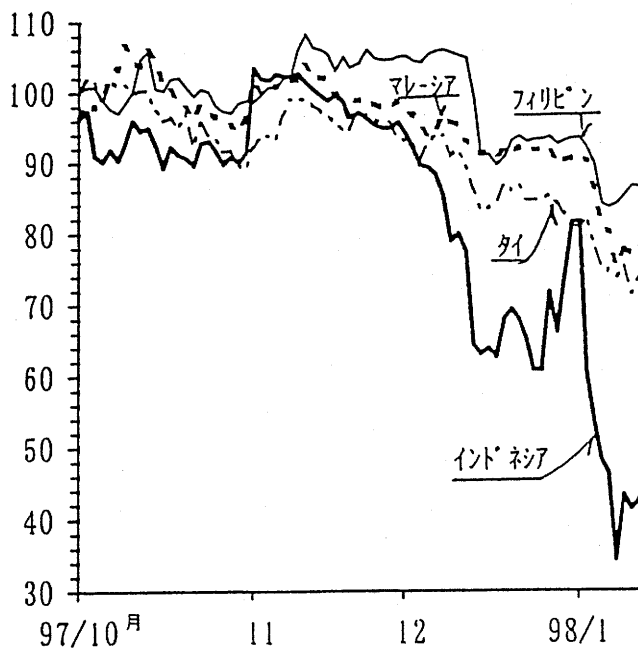
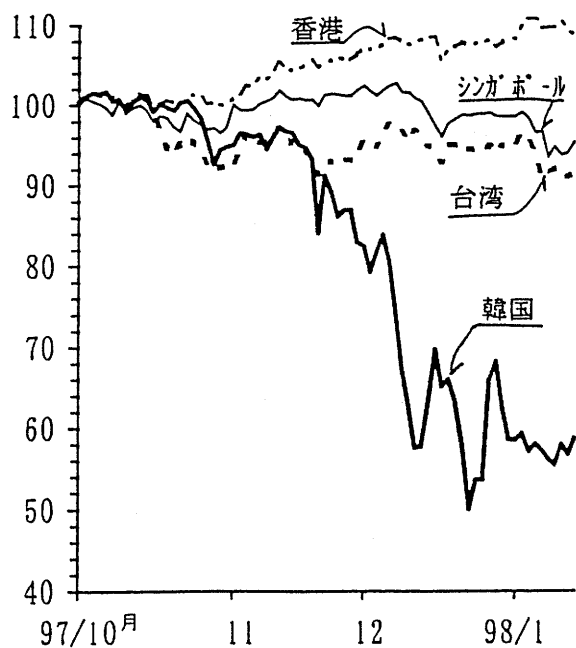
▽ 対ドル為替レートの97/7/1日対比下落率

(%)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン
1/14日時点	△47.6	△18.3	+ 0.1	△18.0	△51.2	△68.4	△42.1	△38.0

(注) 香港は97/6/27日対比。タイ、台湾は同6/30日対比。

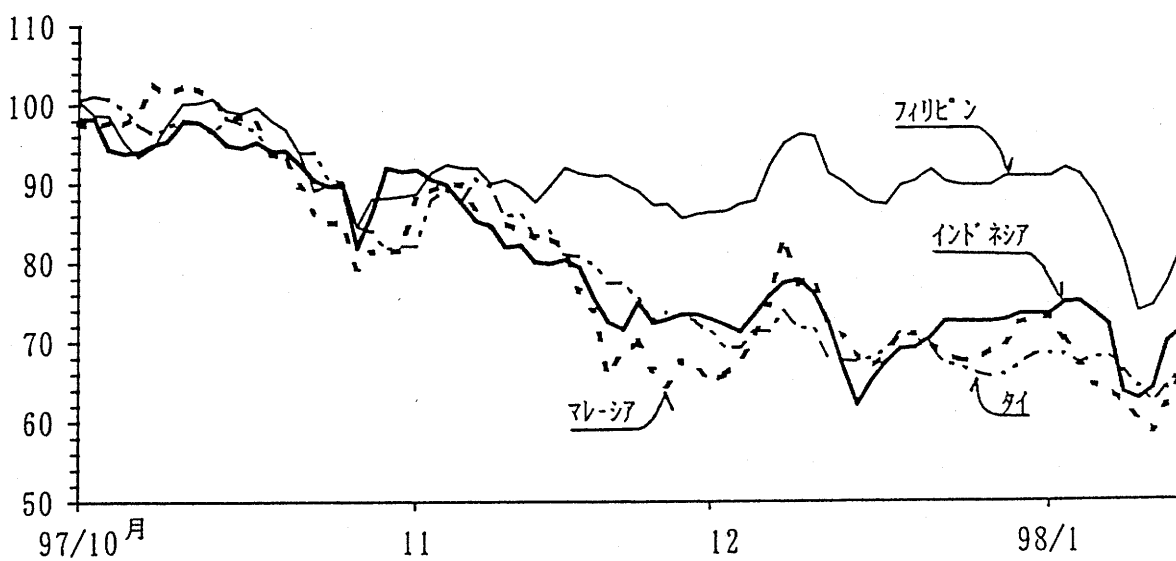
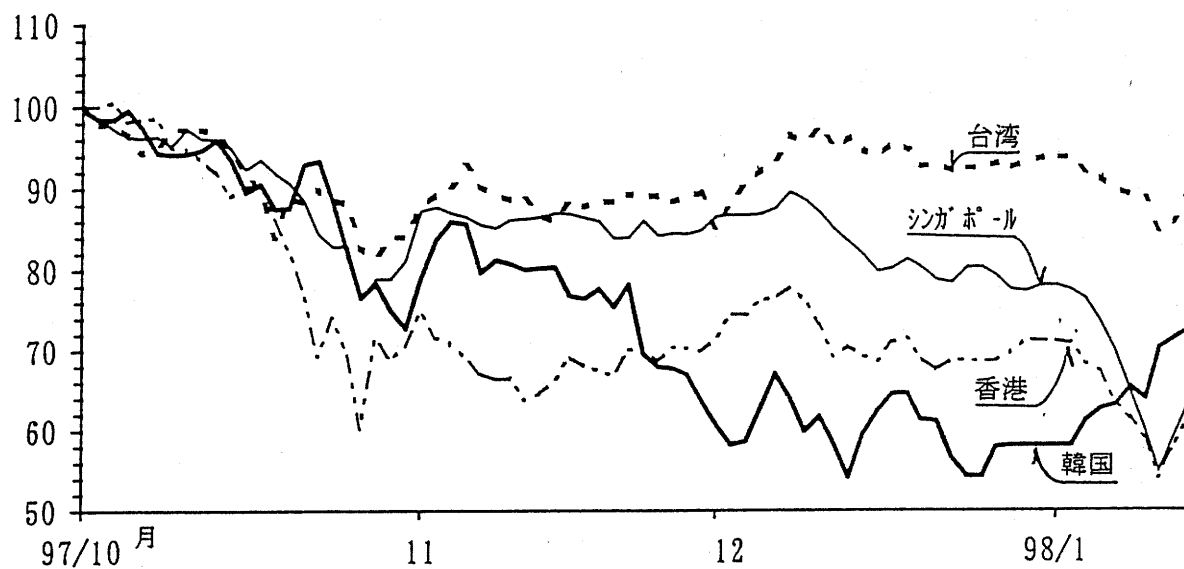
(対円レート)



(図表6)

東アジア諸国の株価動向

(1997/9/30=100)



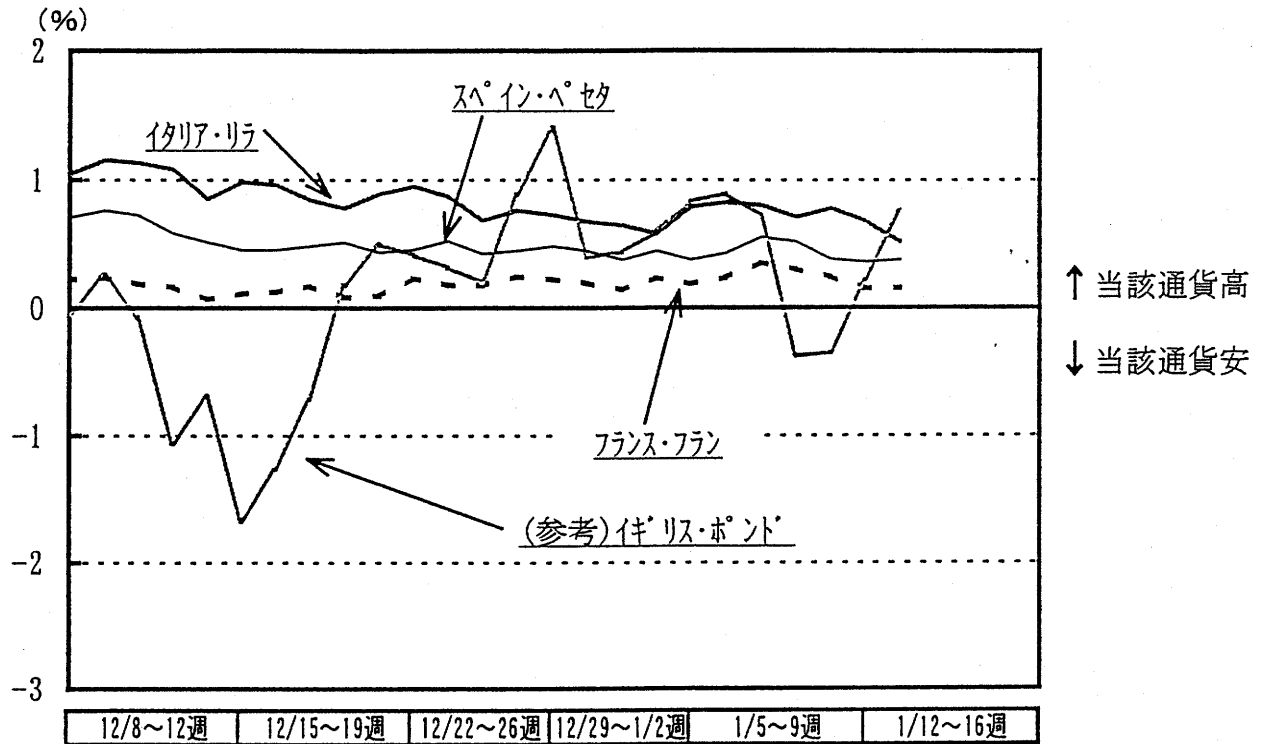
▽ 株価の96年末比変動率

(%)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン
1/14日時点	△27.7	+12.5	△31.3	△44.0	△56.6	△38.6	△56.8	△46.8

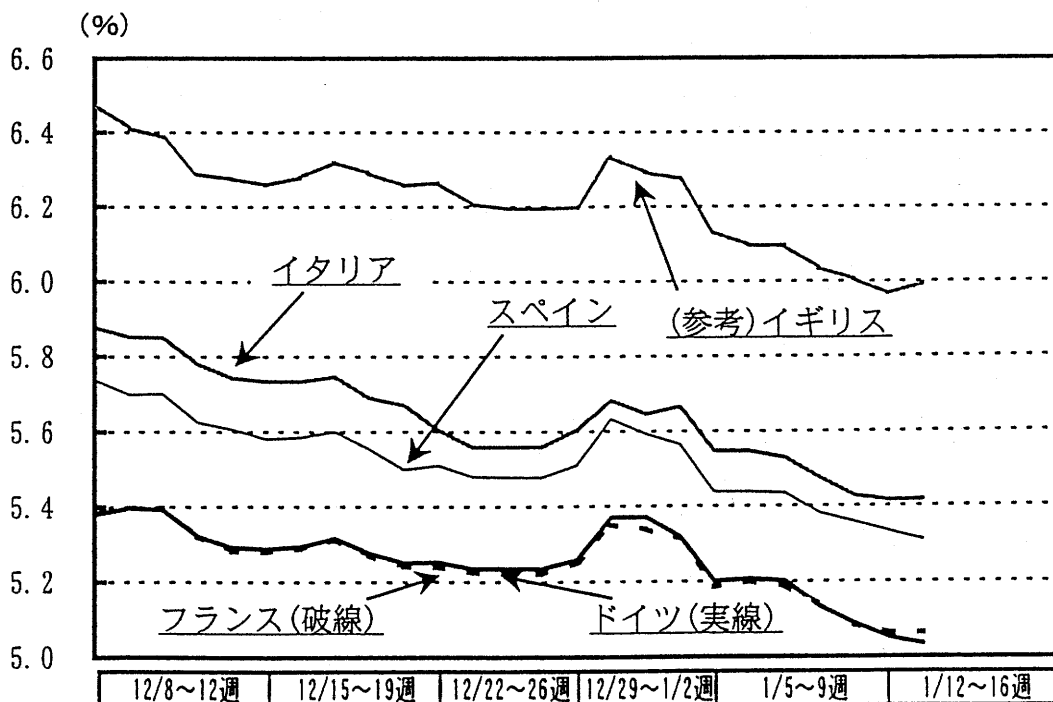
(図表7)

ERM主要参加国通貨の対独マルク 中心相場比乖離率の推移



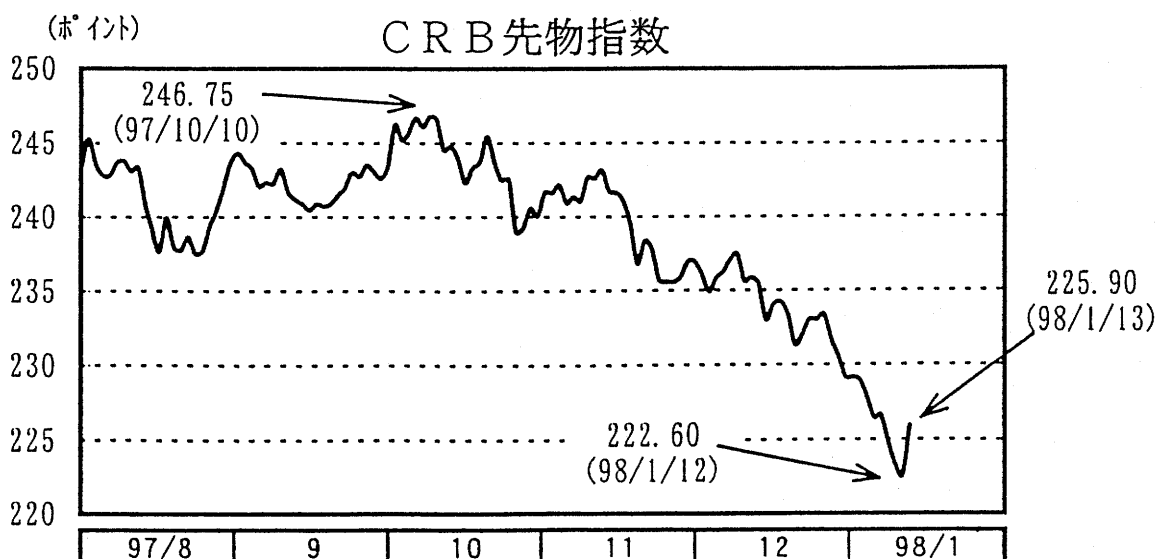
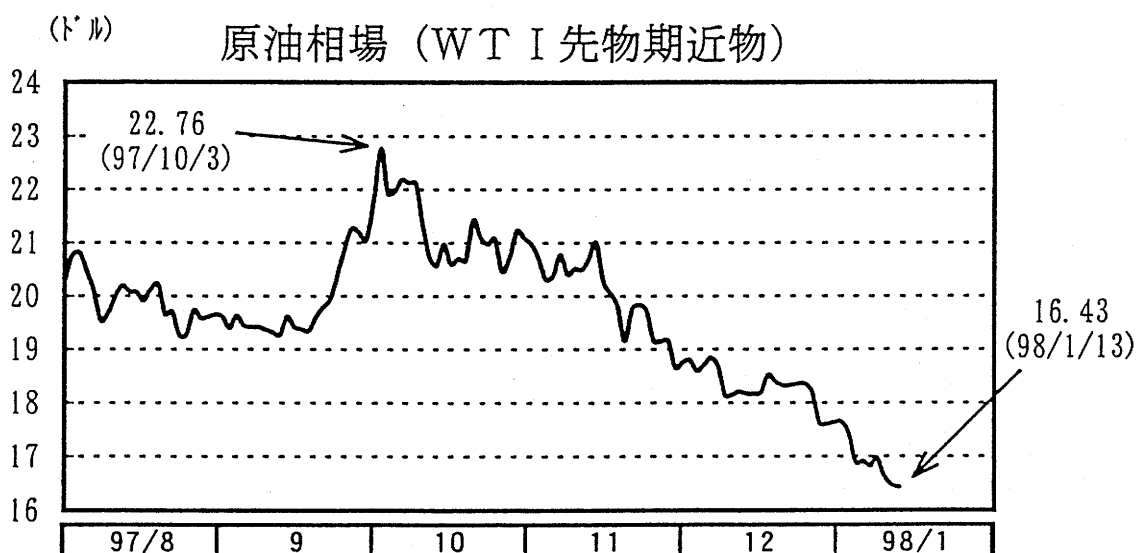
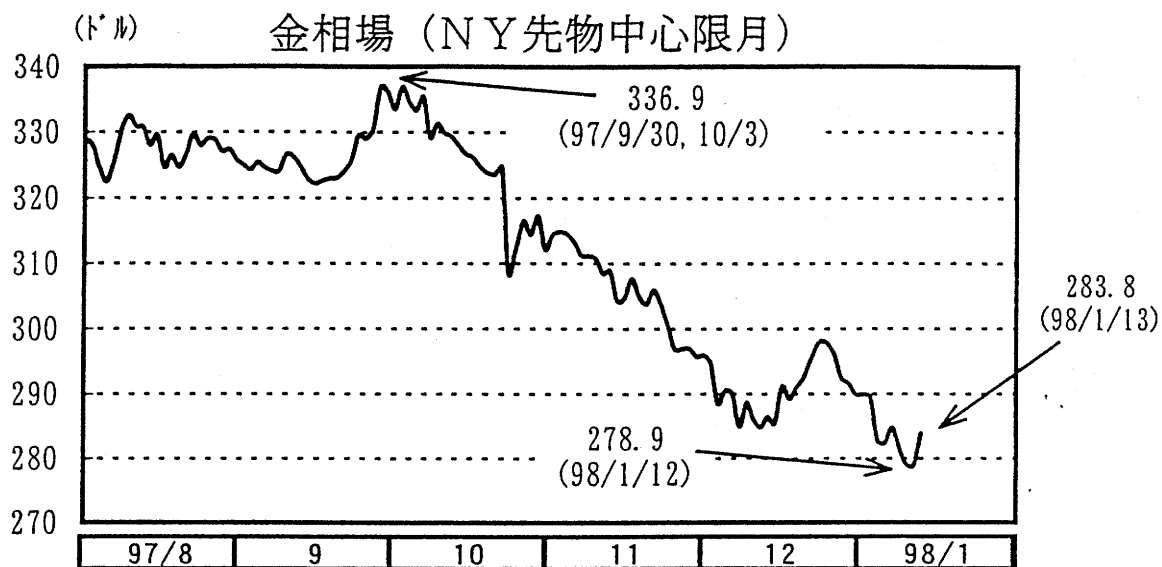
(注) イギリス・ポンドは92/9/16日ERM離脱

ERM主要参加国長期金利の推移



(注) 長期金利はいずれも国債10年物利回り

商品市況の推移



(注) 67年平均を100とした指数

米国の主要経済指標

	96年	97年	97/3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月
1. 実質GDP ＜前期比年率、％＞	2.8		3.1					
2. 実質可処分所得 ＜前期比、％＞	2.3		0.6		0.2	0.4	0.6	
3. 実質個人消費 ＜前期比、％＞	2.6		1.4		0.0	0.3	0.3	
4. 小売売上高 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	5.2		1.8 5.0		▲0.3 5.7	▲0.2 3.9	0.2 1.9	
5. 自動車販売 (年率、万台)	1,546		1,577		1,544	1,507	1,556	
6. 消費者コンフィデンス指数	104.6	125.2	128.0	128.7	130.2	123.4	128.1	134.5
7. 住宅着工 (年率、千戸)	1,477		1,456		1,507	1,519	1,531	
8. 非国防資本財受注 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	8.0		6.5 8.9		1.3 3.6	2.7 7.9	18.4 37.2	
9. 財・サービス貿易収支 (億ドル)	▲1,110.4		▲100.1		▲112.3	▲96.9		
10. NAPM (全米購買者協会) 指数	50.1	55.0	56.5	54.3	54.2	56.0	54.4	52.5
11. 鉱工業生産 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	3.5		1.5 5.0		0.4 5.0	0.5 5.7	0.8 5.6	
12. 製造業稼働率 (％)	81.4		81.7		81.7	81.8	82.3	
13. 失業率 (除く軍人、％)	5.4	4.9	4.9	4.7	4.9	4.8	4.6	4.7
14. 非農業部門雇用者数 (増減数、千人/月) うち製造業	212 ▲5	269 19	245 12	358 42	300 ▲2	291 37	412 49	370 39
15. 時間当り賃金 (全産業、前年比％) (製造業、前年比％)	3.3 3.3	3.8 3.1	3.7 2.7	4.0 3.3	3.7 2.6	4.0 3.6	4.2 3.3	3.7 3.0
16. PPI <前期比％> (前年比％) コア (前年比％)	2.6 1.5	0.4 0.3	0.1 ▲0.1	0.3 ▲0.7	0.5 0.0	0.1 ▲0.2	▲0.2 ▲0.6	▲0.2 ▲1.2
17. CPI <前期比％> (前年比％) コア (前年比％)	2.9 2.7	2.3 2.4	0.5 2.2	0.5 1.9	0.2 2.2	0.2 2.1	0.1 1.8	0.1 1.7
18. マネーサプライ (M2) (前年4Q対比年率％)	4.3		4.8		5.1	5.1	5.2	
19. 公定歩合 (期末値、％)	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
20. FFレート誘導目標水準 (期末値、％)	約5.50	約5.50	約5.50	約5.50	約5.50	約5.50	約5.50	約5.50

(注) ・季節調整済。ただし前年比は原計数ベース(除く非国防資本財受注)。

・財・サービス貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・FRBでは、マネーサプライ(M2)について、97、98年の目標値を「97/4Q、98/4Qの前年同期比+1.0~+5.0%」と設定・公表。

欧州の主要経済指標 (ドイツ)

(1) ドイツ

	96年	97年	97/3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	1.4		3.2					
2. 小売売上数量 <前期比、%> (前年比、%)	▲0.5		▲4.7 ▲3.4		0.9 ▲0.9	1.8 ▲0.5		
3. 製造業受注数量 <前期比、%> (前年比、%)	0.3		2.4 8.0		▲0.6 9.5	▲0.6 6.2	▲0.8 6.1	
うち 国内投資財 <前期比、%> (前年比、%)	▲3.6		▲1.6 ▲0.8		▲1.0 1.0	2.0 0.1	1.5 ▲0.8	
うち 海外 <前期比、%> (前年比、%)	5.6		6.3 16.2		▲0.1 20.6	▲3.7 11.5	▲2.9 9.6	
4. 貿易収支 (億マルク)	986		120		140	92		
5. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	▲0.3		1.9 2.6		▲0.5 0.5	2.6 4.2	0.3 4.1	
6. 失業率 (%)	10.4	11.8	11.6	11.8	11.7	11.8	11.8	11.9
7. 失業者数 (千人)	3,965	4,400	4,438	4,521	4,497	4,515	4,526	4,547
8. 生産者物価(鉱工業) <前期比、%> (前年比、%)	▲0.5		0.5 1.4		0.1 1.4	▲0.1 1.2	0.0 1.2	
9. 生計費指数(全家計) <前期比、%> (前年比、%)	1.5	1.8	0.7 2.0	0.3 1.9	0.0 1.9	0.1 1.8	0.2 1.9	0.1 1.8
10. マネーサプライ(M3) (前年4Q対比年率%)	8.0		5.6		5.2	5.1	4.7	
11. 公定歩合 (期末値、%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
12. レポ金利 (期末値、%)	3.00	3.30	3.00	3.30	3.00	3.30	3.30	3.30

(注) ・季節調整済。ただし前年比は、製造業受注数量、鉱工業生産を除いて原計数ベース。

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・ブンデスバンクでは、マネーサプライ(M3)について、97年の目標値を「97/4Qの前年同期比+3.5～+6.5%」、98年の目標値を「98/4Qの前年同期比+3.0～+6.0%」と設定・公表。

欧州の主要経済指標 (英国、フランス)

(2) 英国

	96年	97年	97/3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	2.6		3.4					
2. 小売売上数量 <前期比、%> (前年比、%)	2.9		0.9 5.2		▲1.7 3.9	2.8 6.5	▲0.4 4.8	
3. 貿易収支 (億ポンド)	▲126.6		▲8.6		▲12.5	▲13.5		
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	1.1		1.2 2.4		▲0.1 1.8	▲0.2 1.9	▲0.6 0.8	
5. 失業率 (%)	7.5		5.5	5.2	5.2	5.2	5.1	
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	2.7	1.2	0.4 1.5	0.0 1.0	▲0.6 1.2	0.1 1.1	▲0.2 0.9	0.4 1.0
7. 小売物価(除くモーゲージ金利) <前期比、%> (前年比、%)	3.0	2.8	0.5 2.8	0.6 2.8	0.4 2.7	0.1 2.8	0.1 2.8	0.2 2.7
8. マネーサプライ(M4) (前年比、%)	9.5		11.7		11.7	10.8	10.6	
9. レボ金利 (期末値、%)	6.00	7.25	7.00	7.25	7.00	7.00	7.25	7.25

(3) フランス

	96年	97年	97/3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	1.5		3.5					
2. 実質家計財消費 <前期比、%> (前年比、%)	2.5		2.5 ▲0.6		▲1.6 ▲3.0	2.8 3.1	▲0.4 3.1	
3. 貿易収支 (億フラン)	887.1		168.0		189.1	184.0		
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	0.3		1.6 4.3		▲1.0 3.6	3.3 7.3		
5. 失業率 (%)	12.3		12.5		12.5	12.5	12.4	
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	▲3.6		0.1 0.5		0.1 0.7	0.0 0.8		
7. 消費者物価 <前期比、%> (前年比、%)	2.1	1.1	0.2 1.3	0.3 1.1	0.2 1.3	0.0 1.0	0.2 1.3	0.0 1.1
8. マネーサプライ(M3+P1) (前年比、%)	1.5		4.1		4.1	4.5	4.3	
9. 市場介入金利 (期末値、%)	3.15	3.30	3.10	3.30	3.10	3.30	3.30	3.30

(注) ・1.~5.は、季節調整済。6.~8.は、原計数ベース。

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・英国の実質GDPは要素費用表示の計数。

・英国政府では、小売物価(除くモーゲージ金利)について、97年の目標値を、「前年比+2.5%」と設定・公表。

・英国のレボ金利は97/6/5日以前は最低貸出金利。

・フランス銀行では、マネーサプライについて、97年からは、M1、M2、M3、M3+P1を総合的に注視していくこととし(その中ではM3+P1を特に重視)、目標値を「中期的増加率+5%」と設定・公表。

・フランスの市場介入金利はフランス銀行の月中における最終の現先オペ金利。

東アジア諸国の主要経済指標

(1) 実質成長率

(前年比、%)

	1996年	1997年 見込み ^{*1}	1998年 予測 ^{*1}	97/1Q (1~3月)	2Q (1~6月)	3Q (1~9月)
中国	9.7	p 8.8	9.0~10.0	9.4	9.5	9.0
韓国	7.1	6.0	1.0~2.0	5.5	6.4	6.3
台湾	5.7	6.7	6.5	6.9	6.3	6.9
香港	4.9	5.5	-	6.1	6.4	-
シンガポール	7.0	7.6 ^{*2}	5.0~7.0	4.1	8.2	10.1
タイ	6.4	0.3	▲0.7	-	-	-
インドネシア	8.0	7.0	4.0	6.9	6.0	-
マレーシア	8.2	7.5~7.7	4.0~5.0	8.5	8.4	7.4
フィリピン	5.7	5.5~6.0	4.5	5.0	5.7	4.9

*1 各国政府または中央銀行発表の見通し。中国は国家計画委員会見通し。フィリピンはGNPベース。

*2 中国、シンガポールの97年は実績。

*3 インドネシアの97年、98年は、年度ベース(4月~翌3月)。

(2) 輸出動向

(米ドルベース、前年比、%)

	1996年	1997年	97/2Q	3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月	対GDP 輸出比率 (96年)
N I E s 計	4.3	-	4.3	6.5	-	7.2	5.5	4.5	-	-
韓国	3.7	5.3	7.2	16.1	4.6	14.7	5.8	5.3	2.8	26.8
台湾	3.8	5.3	2.0	7.2	6.5	10.6	6.1	11.1	2.3	42.6
香港	4.0	-	4.0	2.5	-	0.5	10.0	5.3	-	117.1
シンガポール	5.7	-	4.0	3.2	-	7.2	▲2.3	▲3.8	-	132.9
A S E A N 計	5.8	-	5.5	-	-	-	-	-	-	-
タイ	▲1.3	-	2.8	5.4	-	9.9	10.5	-	-	30.1
インドネシア	9.7	-	7.9	-	-	-	-	-	-	21.9
マレーシア	6.0	-	0.1	2.5	-	0.8	▲2.6	▲1.8	-	85.2
フィリピン	17.8	-	28.6	25.5	-	24.6	23.4	-	-	24.5

(3) 中国の主要経済指標

(前年比、%)

	1996年	1997年	97/2Q	3Q	4Q	97/9月	10月	11月	12月
鉱工業生産 (付加価値ベース)	12.7	10.9	12.2	9.8	10.9	10.1	11.8	11.6	9.2
全国社会固定資産投資	18.2	-	13.8	7.8	-	13.4	17.8	13.7	-
消費財小売総額	19.4	p 11.6	13.2	11.5	-	9.9	11.6	10.8	-
小売物価指数	6.1	0.8	0.9	0.2	▲0.8	0.0	▲0.4	▲0.8	▲1.2
マネーサプライ M2 (末残)	25.3	17.9	19.1	17.1	17.9	17.1	16.4	16.1	17.9
輸出(通関、米ドルベース)	1.5	-	26.6	20.6	-	23.7	17.5	22.8	-
輸入(通関、米ドルベース)	5.1	-	1.2	7.9	-	11.5	13.6	4.0	-
貿易収支 <通関・億米ドル>	122.3	-	110.9	127.9	-	50.8	50.2	46.4	-
外貨準備高(国家保有分) <末残・億米ドル>	1,050.0	-	1,209.4	1,340.7	-	1,340.7	1,379.0	-	-

98. 1. 12
調査統計局

経済活動の現状評価

1. 概況

- 純輸出や設備投資は引続き景気下支えに働いているが、消費税率引き上げなど財政面からの影響が一巡した後も、家計支出の低迷は長期化の様相を強めている（図表1）。こうした最終需要の動向を背景に、在庫は調整局面に入りつつあり、生産は弱含みの展開となっている。この結果、雇用・所得の改善テンポは鈍化を続けており、生産・所得・支出を巡る前向きの循環は停滞してきている。

—— 秋口以降の株価の動きなどの背後には、景気の先行きに対する見方の弱気化のほかに、金融システムに対する市場の不安感や将来への不確実性の増大が窺われる。こうしたことが翻って、家計のマインドや、ひいては支出活動にも一部影響を及ぼしていると考えられる。

物価面では、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価が軟化している。ただ、これまでのところ、消費者物価は、消費税等の制度変更要因を除いても前年を上回る水準で推移しており、物価全体としては、安定的な動きを続けている。

- 先行きについてみると、円安などを背景に、外需が引き続き下支えに働くとみられるうえ、資本ストックに過剰感が窺われないことも、調整圧力のある程度緩和する方向に働くものと考えられる。また、昨年末に発表された2兆円の特別減税が、所得形成の弱まってきている家計の支出に呼び水効果を及ぼすことも期待できるため、設備・雇用の急激な調整を巻き込む形の景気の累積的な悪化にまでは至らないとみられる。

しかし、在庫調整圧力が強まっている中、公共投資がさらに減少するという事情や、これまで景気を下支えしてきた純輸出や設備投資も今後は増勢が鈍化していく見込みにあることを考慮すると、なお暫くはかなり停滞色の強い展開が続くとみておくべきであろう。

—— なお、これまでの景気減速により、外的ショックへの耐久力は失われてきているだけに、仮に、①アジア情勢の混乱深化により、輸出が腰折れする、②クレジット・クランチが深刻化する、③株価のさらなる下落や大型倒産等のショックにより企業・家計のコンフィデンスが一段と悪化する、といった事態が生ずれば、経済全体が downward spiral に陥るリスクも無いとは言い切れない。

—— また物価面では、95年当時のように、為替円高に誘発された輸入ペネトレーションの拡大が、国内最終財価格を直接押し下げるといった環境にはないため、直ちに全般的なデフレを懸念する状況ではないが、98年度にかけても国内の需給ギャップはさらに拡大する方向にあることや、アジアの需給悪化を踏まえると、今後の物価動向には、十分な注意を払っていく必要がある。

2. 最終需要

(公共投資)

- まず、公共投資についてみると(図表2)、発注の動きを反映する公共工事請負金額は、97年の春先には96年度補正予算の執行等を映じて一時持直したが、5月以降は、97年度当初予算において公共事業関係費が減額されていることから頭打ち傾向となったあと、再び減少へ向かっている。一方、工事の進捗と連動するとみられる公共投資関連財の出荷は、96年後半以降減少傾向を続けてきたあと、夏場には一時的に下げ止まったが、このところ再び減少している¹。

¹ 一般に発注の動きと工事進捗の動きとの間には、1四半期程度のラグがあるため、夏場の公共投資関連財出荷の下げ止まりは、96年度補正予算の効果などを反映した一時

- 先行きについても、97年度補正予算の効果から、一時的には下げ止まる場面もあるが、基調的には、財政再建計画のもとで減少傾向を辿る見込み。

—— 97年度補正予算は、歳出全体（国費ベース）で1.1兆円強の規模となっているほか、過去最大のゼロ国債（国庫債務負担行為）1.5兆円も計上している。しかし、98年度当初予算における国の公共事業関係費が-7.8%と、「財政構造改革の推進に関する特別措置法」の上限（-7%）を上回る切り込みとなっていることなどを考えると、地方を含めた公共投資全体としても、引き続きかなり緊縮的な姿となる公算が大きい。

（純輸出）

- 実質輸出は（図表3～5）、基調的には、米国、EUを中心とした海外景気の堅調と、95年後半からの為替円安の動きを背景に、増加傾向が続いている。昨年7～9月には、ASEAN向けの自動車関連および資本財・部品の減少もあって季調済前期比-0.4%の微減となったが、10～11月は米国・EU向けの自動車関連、資本財・部品さらには情報関連などを中心に、同+4.0%と、再び伸長した。

先行きについても、米国、EU経済が拡大基調を続ける見通しにあることに加え、為替環境が引き続き輸出にとって良好であることから、輸出は全体として増勢を維持しよう。しかし、その増加テンポは、アジア経済——とくに、韓国やASEAN——の調整が続くことなどから、97年度より鈍化するとみられるほか、アジア経済の混乱が長期化・深刻化することになれば、大きな影響が出る可能性がある。

—— 円の実質実効レートをみると、アジアに対しては大幅に増価している一方で、対ドル、対欧州通貨ではこのところ円安方向に推移していることから、全体では横這い圏内で推移（図表6）。従って、為替面では引き続き輸出にとって良好な環境にある。

—— 次に98年の世界経済をみると（図表7）、EUが成長テンポをやや

的なものと判断される。

高める見通しにあるほか、米国も、97年に一旦加速した後、持続可能な成長を続ける見通しにある。

—— 一方、98年のアジア経済は、中国、香港などでは比較的高い成長を維持する見通しにあるが、ASEANの一部国や、とくに韓国では、IMFからの支援のもとで経済調整プログラムの実施に乗り出しており、本年にかけて成長がかなり鈍化する見通し。

アジア経済の減速とアジア向け輸出の関係については、財の種類によって区々である(図表8)。例えば、①素材(鉄鋼、化学など)の輸出は、アジア域内における需給ギャップの拡大を背景とした市況軟化等から、②自動車等の最終需要財の輸出は現地消費の落ち込みから、それぞれ減少に転じている。その一方で、③半導体、電子部品等の輸出については、アジアから欧米諸国向けの製品輸出が増加していること(欧米諸国の景気堅調やアジア諸国の通貨切り下げを背景としたもの)を映じて、増勢を持続している。このように、アジア経済減速のわが国の輸出に及ぼす影響を考える場合には、アジア内需の減速の影響をそのまま受ける部分(前記①、②)から、アジアを中継点として欧米に向かう部分(前記③)を、割り引いてみる必要がある。

—— ただし、今後、仮に、アジア経済の混乱が深刻化した場合には、日・米を含めて貿易を通じた負の乗数効果が働くリスクについて、十分な注意を払う必要がある。とりわけ、韓国についてみると、昨年末の外貨繰り逼迫は、IMFおよびG7の支援前倒し実施などを受けて、ひとまず鎮静化した感があるが、今後再び、外貨繰りに重大な支障を来すようなことになると、わが国からの資本財・部品や鉄鋼など素材の輸入にファイナンスがつかなくなるため、①わが国の輸出に大きな影響を及ぼすとともに(図表9)、②韓国自身の輸出増による景気回復シナリオ自体が崩れ、経済がさらに混迷度合いを深める、というリスクがある。

○ 実質輸入は(前掲図表3および5)、昨年4～6月に季調済前期比-2.2%と減少した後、7～9月は同+3.1%、10～11月は-4.7%と、期毎に振れはあるが、均してみれば、内需減速等の影響を背景に、横這い圏内の動きが続いている。財別にみると、消費財が減少気味であるほか、情報関連にも頭打ち傾向が窺われる。先行きについても、わが国の内需低迷が続くも

とで、横這い圏内の推移にとどまる見込み。

—— 輸入面では、アジア域内での需給ギャップの拡大や対アジア通貨での円高進行から、アジアからの輸入品の流入圧力が高まるかどうかという点がチェック・ポイント。現時点では、内外価格の連動関係の強い、素材や半導体において、ASEAN、韓国の輸出攻勢などを受けて、日本の輸入が直接増えるというより、むしろ国内市況面へ影響が現れつつある。また、ASEAN から日本に輸出される最終需要財や大半の生産財（情報関連財、家電・AV 機器等）については、国際分業の観点から生産の拠点を日本国内からアジアに移したものが中心で、既に輸入品への切替えが進展しているため、これまでのところ輸入圧力が高まるような状況には至っていない。

- 以上を踏まえて、純輸出の動きを実質貿易収支でみると（前掲図表 3 下）、96 年後半以降の増加傾向が続いており、先行きも、これまでに比べればペースが鈍化しつつも、引き続き増加傾向を辿る見通し。また、名目経常収支は、97 年前半から黒字の拡大傾向が顕著になった（名目 GDP 比率 97 / 1～3 月 1.5% → 4～6 月 2.5% → 7～9 月 2.3%）が、今後は実質貿易収支と同じく、緩やかな拡大傾向を辿る見通し。

（企業収益・設備投資）

- 97 年度の企業収益は（図表 10）、12 月短観によれば、価格・数量両面からの円安効果もあって、製造業大企業では増益基調を維持しているが、内需の減速を反映して、非製造業や中小企業では減益見通しとなっている。後述のとおり、当面は、消費が低迷基調から脱することは難しく、生産が 7～9 月以降 3 四半期連続で減少する可能性が高いことを踏まえると、97 年度トータルでは、全規模全産業で小幅の減益となる可能性が高い。こうしたことからすると、企業収益を起点として景気回復の裾野が広がっていくという姿は、当面期待しがたくなっていると判断せざるを得ない。

—— このように、97 年度入り後、製造業大企業²と、非製造業・中小企業

² 製造業大企業では、想定為替レートが 117 円台と、現状に比べかなり厳しめとなって

との収益格差は一段と拡大している。これまでは、製造業大企業が高収益を確保すれば、その好影響が徐々に非製造業や中小企業へと裾野の広がりをみせていくことを期待してきたが、現状では、収益は一部門にブロックされる傾向が強く、その波及は期待しがたくなっている。

○ こうした収益動向を前提として、設備投資の推移をみると、97年度入り後も底固く推移しているが、最近の先行指標の動向からみて、その増勢は鈍化していると判断される³。

—— 機械投資の先行指標である機械受注をみると（図表 11 上）、96 年後半に大きく伸びた後、昨年は、4～6 月が季調済前期比+1.8%、7～9 月-5.0%、10 月も 7～9 月平均対比で+4.6%に止まり、非製造業を中心に、従来の増勢基調に変化が窺われる。このほか、一般資本財出荷も、このところ頭打ち気味となっている⁴。

—— 建築着工床面積は（図表 11 下）、4～6 月-0.5%、7～9 月+3.3%、10～11 月の 7～9 月対比も-5.8%と、鈍い動きになっている。ミクロ情報によれば、計画中の大型着工案件が少なからず存在しているが、中小案件まで含め着工が広範化する状況にはない。

—— 12 月短観の設備投資計画によれば（図表 12）、主要製造業では前年比+9.9%と 96 年度よりも伸びを高める一方、主要非製造業では下方修正の結果、+1.3%と伸びを低める計画となっている。また中小企業でも、製造業では、減益見込みにもかかわらず、前年を上回る伸びとなる反面、非製造業は前年比 2 桁のマイナスとなっており、全般に非製造業

いることを考慮すると、97 年度収益見通しは今後、上方に再修正される可能性もある。
³ GDP 確報によれば、96 年度後半には、設備投資がこれまでに把握されてきた以上に急増していた。このため、97 年度に入って設備投資の増勢がかなり鈍化しても、97 年度の年間設備投資計画はゲタ要因が効いてそこそこの伸び率となることが展望される。

▽設備投資の 97 年度に持ち越されたゲタ：速報段階+2.1%→確報段階+2.8%

⁴ 一般資本財出荷の推移 (%)

	96/10～12 月	97/1～3 月	4～6 月	7～9 月	9 月	10 月	11 月
前期(月)比 ・季調済	+4.1	+1.8	+1.4	+0.3	-2.8	+3.4	-4.3
前年比	+19.0	+16.8	+12.4	+7.7	+5.5	+4.5	-0.7

における投資意欲の減退が目立っている。

- 設備投資の増勢が98年度に向けて維持されるかどうかについては、「家計支出低迷に起因する企業収益の悪化や、企業が金融面の問題のある程度意識することが、その設備投資姿勢を慎重なものにしていくが、資本ストックの積み上がりがみられない状況下では、設備投資の調整が深いものになるとも考えにくい」という見方が、現時点では最も蓋然性が高いとみられる。この背景を整理すると、以下のとおり。

- (1) まず、設備投資と企業収益との関係であるが、既述のように企業収益が、消費の低迷を主因に、97年度は全規模全産業ベースで若干の減益となる可能性が高く、先行き98年度についても、国内最終需要の伸び悩みから、非製造業中心に厳しい見通しにある。このため、企業収益面からは設備投資の伸びを抑制する力が働くとみておく必要がある（図表13）。

—— なお、製造業大企業では、先行き98年度にかけても、輸出の緩やかな増加見込みに加え、内需も減税効果などから幾分改善することが期待できるため、一応増益基調を維持し得る見通しであり、この面からは、設備投資を抑制する効果が緩和される。

- (2) その一方で、資本ストック調整の観点では、引き続きさほどの設備過剰感は窺われず、製造業を中心に大きな落ち込みは避けられる環境と考えられる。また、情報化ニーズに対応した通信・情報関連の投資も、力強さには欠けるものの、コンスタントには出てくると見込まれる⁵。従って、設備投資の先行きについては、仮に調整局面には入るとしても、その深度は軽度なものととどまると考えられる。

—— 設備ストック面をみると（図表14）、製造業の生産設備判断DIでみた設備過剰感は、今のところ目立って拡大してはいない。資本スト

⁵ 例えば、移動体通信では、シェア拡大のための拡張投資や新規格対応投資の前倒しを計画しているほか、金融機関の機械化関連投資をみても、短観によれば、97年度計画はかなりの増加。情報関連以外にも、例えば、自動車業界では、エンジン関連や排ガス対策をはじめとする環境関連の投資案件を98年度に予定する等の動きがみられる。

ックの循環図をみても、ここ数年の設備投資の伸び率は2%程度の中期的な期待成長率に概ね見合うものとなっており、期待成長率が大きく下方屈折しない限り、資本ストックの過度な積み上がりは生じない見込み。

(3) また、このところの株価下落などの金融市場の不安定化と、設備投資との関係については、①金融機関が貸出を一層慎重化する可能性があること、②企業からみて将来に対する不透明感が高まっていること、といった2つの経路に分けて考える必要がある。

① 設備資金を銀行借入に依存する度合いの高い中小企業の設備投資についてみると、これまでの投資の不冴えは、主に景気回復の鈍さ、とりわけ中小企業の業況後退と企業自身の債務負担率の高さによって説明され、金融機関サイドの貸出姿勢慎重化が主因ではなかったと考えられる。

しかし、昨年12月短観では、中小企業からみた「金融機関の貸出態度」判断DIが、金融緩和局面では初めて「厳しい」超となった。また今後、株価の下落や早期是正措置などへの対応が本格化すると、これが、中小企業の設備投資の大きな制約要因になりかねないので⁶、今後も、実情を注意深く把握していく必要がある。

—— 民間金融機関が貸出を抑制すると、資本市場にアクセスしにくい中小企業は、公的金融機関に借入れを求めるため、民間貸出が伸びを落とす一方で公的金融機関貸出が伸びを高めるという「滲み出し」現象が生じ得る。マクロ的には明確でないが、地域別にみれば(図表15)、一部ではそうした特徴が出始めている。

② ここ2~3ヶ月みられるような、日本経済の先行きや金融システムの安定性に関する不透明感が増大している状況の下では、企業は投資に関する意思決定を先送りする可能性がある⁷。今後、こうした影響が

⁶ 過去のデータからも、金融機関の自己資本比率の増減が、銀行の貸出態度の変化を通じて、中小企業の設備投資に影響を及ぼすという経路が確認できる(補足資料1)。

⁷ 因みに、この考え方の妥当性を、わが国について検証しても、株価の動きに反映される不確実性・不透明感と、設備投資の間には、有意な因果関係が得られている(補足

顕在化するかどうかという点については、現時点ではなお仮説の域を出ないが、一つのダウンサイド・リスクとして認識しておく必要がある。

—— なお、今通常国会で審議が予定されている金融システム安定のための諸施策については、目下のところ定量的な効果は不明ながら、上記①、②のリスクを緩和することが、期待される。

(個人消費・住宅投資)

○ 次に家計部門については、まず雇用・所得環境をみると、公共投資・住宅投資の減少や、鉱工業生産の動きが弱まっていること等を受けて、このところ所得形成の力はかなり弱まってきている。

—— 労働需給をみると(図表 16)、新規求人数が、製造業や建設業の減少を受けて昨年 10 月以降前年割れとなっており、こうした求人動向を背景に有効求人倍率は、11 月に 0.69 倍と、96 年 5 月以来の 0.7 倍割れとなった。また失業率も高水準で推移しており、雇用判断 D I も足許悪化している。

—— このように、労働需給が全体として緩和する方向にある中で、所定外労働時間が減少に転じており(図表 17)、所定外給与の増勢は明確に鈍化してきている。また、既述の企業収益動向などを背景に、所定内給与と特別給与の増加テンポも夏場以降、鈍化傾向を示している。

○ 先行きを展望すると、在庫調整局面入りに伴う生産の弱含みや、中小企業の収益環境の悪化、さらには労働分配率の再上昇などを踏まえれば(前掲図表 16 下)、今後、賃金は伸び悩み、所得形成は鈍化していくとみておくべきであろう。

—— 当面の所得を考えるに当たっては、冬季賞与と春闘ベアがポイントとなる。このうち、冬季賞与は、日経連調査によれば、昨年度及び本年夏季並みの伸びとなっているが、この調査の対象となっていない建設業や

資料 2)。

金融・保険のほか、中小企業の業況も悪化していることを踏まえると、全体では伸び率が鈍化するとみられる。

—— 一方、春闘ベアについてみると、景況感の良くない時期ほど妥結実績が組合要求を大きく下回るという過去の実績を踏まえると、現在の経済環境の下では、大きな伸びは考えにくい。ただ、本年の場合には、消費税率引き上げに伴う消費者物価の上昇という影響もあって、ある程度の伸びは維持される見通し。

- こうした所得環境を前提に、個人消費の推移をみると、昨年夏以降、駆け込み需要の反動が一巡したにもかかわらず、各種販売統計では、回復力の乏しい展開が続き、相次ぐ金融破綻等から経済の先行き不透明感が強まった11月以降は、むしろ低迷の度を強めている。

—— 最近の個人消費関連指標をみると（図表 18～19）、いずれも7～9月に小幅回復したあと、10月以降は低迷している。乗用車販売では、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が96年9月頃から発生していたと仮定しても、昨年9月頃にはその反動減が出尽くす姿となっており（図表 20）、最近の乗用車販売の不振は、それだけでは説明がつかない⁸。また、家電販売では、エアコン・パソコン等の販売不振が続いており、業界では悲観的な見方が強まっている。さらに、歳末商戦についても、12月上旬こそまずまずの滑り出しとなったものの、仕上がりでは11月と同程度の前年比マイナス幅に止まった模様。

- 最近の消費の低迷は、単に、駆け込みの反動や、消費税率引上げ・特別減税廃止・医療費負担増といった実質所得減少の要因だけでは説明できない。これらに加え、金融システム不安、企業倒産、あるいは株価急落等に起因する先行き不透明感の増大が、消費者マインドを冷やしている可能性が高く、この結果消費性向が低下したと考えざるを得ない。こうして個人消費の低迷が長引いたことが、企業収益の減少を通じて家計の所得にも跳ね返りつつあり、結果として生産・所得・支出の好循環が停滞してきてい

⁸ なお、昨年12月の新車登録台数は、季調済でかなりの持ち直しとなったが、これには一部メーカーの販売攻勢など一時的な要因が相当作用しているとみられ、販売地合の基調が変化したとは判断できない。

る状態とみることができる。

—— 株価低迷に表われるような将来に対する不確実性の増大は、家計に予備的貯蓄 (precautionary saving) 動機を芽生えさせ、結果として消費性向の低下をもたらすと考えられる⁹。秋口以降の株価下落は、率で見ると大きく、しかも下値不安感には根強いものがあり、こうした動きの背後にある不確実性の増大が、家計マインドの萎縮に影響を及ぼした可能性は否定できない。

—— なお、90～93年の北欧においては、資産価格の大幅な下落や金融システム不安の発生に伴って、家計は、将来に対する不確実性の増大やバランスシートの毀損に直面し、生活必需品やサービス支出をあまり減らさない一方で、生活必需品の購入後に残る余剰所得やローンに依存して購入するような耐久消費財への支出を大幅に切り詰めた。この点は、旅行支出などが堅調に推移する一方で、自動車販売が大幅に落ち込んでいるわが国の現状と、ある程度共通する面がある。もちろん、北欧とわが国との間では、家計の債務負担の大きさや、失業率の高さといった事情が異なるので、そのまま当てはめる訳にはいかないが、家計の消費性向との関係や、生産への影響という点で留意するに値しよう。

- 先行きについても、所得形成メカニズムが弱まってきていることを踏まえると、当面、個人消費の目立った回復は期待しがたい。しかしながら、①今般打ち出された2兆円の特別減税が、家計支出に呼び水効果を及ぼすことが期待できることや、②上述の消費性向の低下が先行き不安感の急激な高まりを反映した一時的なものであれば、その不安感の解消とともにある程度の戻りは見込めるため、現在の低迷振りからは、今後は、ある程度持ち直していくことを期待できる。
- 次に、住宅投資をみると(図表21上)、96年秋をピークに大幅に減少し、昨年7月には季調済年率124万戸と12年振りの低水準となった後、130

⁹ こうした議論は、90年代初の米国においても聞かれたが、これをわが国について検証してみても、①株価の低迷が、将来所得についての不確実性の増大を反映している面があり、②その不確実性の増大が、消費性向の低下につながる、といった関係が検出され、しかもその程度はバブルの崩壊以降、強まっている(補足資料3)。

万戸台で推移したが、11月には129万戸と再び130万戸台を割り込んだ。住宅金融公庫の97年度第3回申込みにおける個人住宅の受理戸数が、前年を2割方下回る水準となった¹⁰ことからみて、目先1～3月にかけての持家着工戸数は弱いと考えざるを得ない（図表21下）。

こうした弱さについては、世帯増加数や潜在建替え需要などから想定される中長期トレンドからの乖離を考えると、いずれ現状よりは持直すことが展望される。しかし、個人消費の場合と同様に、所得形成の鈍化が予想されている点や、家計に予備的貯蓄動機が芽生えていることを踏まえると、当面は伸び悩む可能性が高い。

3. 生産

- 鉱工業生産は、以上のような家計支出の低迷や公共投資の減少と、それらを反映した在庫調整のもとで、昨年4～6月季調済前期比0.0%、7～9月同-0.4%となった後、10～12月は予測指数を用いて計算すると同一1.6%と減少している（図表22）。さらにマイクロ・ヒアリングによれば、1～3月についても減少が続く見通し。

—— 業種別に見ると、足許の落ち込みには、自動車の国内販売の不振が響いているほか、このところ、電気機械（エアコン、パソコン、通信機器）でも需要が踊り場を迎えつつあり、その関連で生産財の生産も徐々に下方修正されてきている¹¹。

—— また、ASEAN及び韓国経済の変調は、一部素材市況の悪化を通じてわが国の素材メーカーの収益を悪化させ、減産を促している（例えば、セメント、鉄鋼）。

- 製造業全体の在庫状況を在庫循環図でみると（図表23）、昨年11月に

¹⁰ 第3回の公庫申込み（11/4～11/28日）は、前回申込時に金利低下を見越した繰り越し分もあったことを考えると、相当な不調に終わったとの評価。

¹¹ 例えば、エアコン・メーカーの大幅減産の動きを反映した非鉄（伸銅品）、世界的なパソコン需要の鈍化を背景としたパソコン関連財、半導体。

は、45度線を突き抜け、在庫の「積み上がり局面」に入ったことが示されている。これまで、在庫の積み上がりが回避されていた生産財でも、上記の最終需要財の販売不振や、アジア経済の変調による素材市況の悪化の煽りを受けるかたちで、在庫積み上がり局面入りしている。

—— なお過去の経験では、最終需要財が在庫の「積み上がり局面」に入ると、程なく生産財でも「積み上がり局面」に入り、鉱工業全体でみて、在庫調整局面ということになる。いったん在庫調整局面入りすると、それを抜けるまでには、短めの場合でも3～4四半期を要するのが通例である（図表24）。

- 以上のように、在庫調整局面の下で、最終需要に目立った伸びは期待し難いだけに、生産はなお暫く停滞基調を脱しきれない公算が大きい。このような生産・収益の状況においては、雇用者所得も伸び悩む見込みであるが、そうした中であっても、特別減税などを契機に個人消費が今少し持ち直し、在庫調整が進捗していくことになれば、本年後半には生産が幾分上向いていく姿は展望できよう。

4. 物価¹²

- 国内卸売物価（夏季電力料金調整後）は（図表25）、公共投資や住宅投資の減少を映じた建設財価格の低下等から、5月以降軟化している（4～6月前期比 -0.1% →7～9月同 -0.5% →10～12月同 -0.5% ）。

—— 輸入物価は、契約通貨ベースでは、化学製品、金属・同製品、木材・同製品等の国際商品市況が続落していることから、低下しているが、為替相場が対ドルでみて円安方向に振れているため、円ベースでは、幾分上昇している。

—— 一方、国内商品市況は、製材・木製品（住宅需要低調）、非鉄金属（海外市況安）等が下落していることから、全体でも下落を続けている。さらにこのところ、国内需給の引き緩みに加えて、ASEAN、韓国の景気悪化もあって、セメント、鉄鋼等の国内市況も軟化している。

¹² 以下、とくに断りのない限り、消費税率引上げ分を控除したベース。

- こうした卸段階における財価格の弱さに対し、サービスや最終消費段階の財価格は総じて引続き安定的な動きをみせている。まず、企業向けサービス価格は（図表 26）、全体では前年比マイナス幅が着実に縮小している（4～6月-0.3%→7～9月-0.2%→10～11月0.0%）。

—— 内訳をみると、「リース・レンタル」において、主力物件であるコンピューター価格の下落等を受けた低下圧力が残っている一方で、「一般サービス（情報サービス、人材派遣等）」が需要堅調を反映して横這いしないし強保合いとなっているほか、「不動産賃貸」の下落幅も小幅に止まっている。

—— ただ、11月には、「国際航空旅客」の値下がりや、韓国の原油輸入減少に伴う「外洋タンカー」の値下がりなどを受けて、前月比、前年比いずれも-0.1%と下落した。

- 次に、消費者物価（全国、除く生鮮、図表 27）をみると、4～6月が前年比+0.6%のあと、7～9月、10～11月はいずれも同+0.8%と、上昇幅が幾分拡大。ただ、これは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大幅な上昇によるものであり、これを除いた基調的な上昇率は前年比+0.4～0.5%程度と、引続き安定している。

—— 「商品」は総じて前年比マイナス幅が小幅に止まっている一方、民間サービスでは、前年比プラス幅がほぼ安定。

- 以上のような各物価の動きを踏まえ、物価全般の状況を総括すれば、以下のように整理できる（図表 28～29）。

(1) 在庫調整や国内最終需要の低迷の下で、需給ギャップは拡大している。

このため、当面は、国内卸売物価は緩やかな低下傾向を辿り、消費者物価上昇率も次第に低下していく可能性が高く、潜在的なデフレ圧力が蓄積され始めている局面にあると理解できよう。

(2) しかし、現在は、物価全般が直ちに下落に転じ、経済全体にデフレ圧力が現実的に顕在化してくるような状況とは考えにくい。その背景は次のとおり。

① 消費者物価指数の中でもウェイトの高いサービス価格には人件費が強く反映しているが、本年の名目賃金が、消費税率引上げの影響もあってある程度の伸びを維持するとみられるため、需給引き緩みの下でも、サービス価格が下落に転じる可能性は低い。

② デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年前半とは異なり、現状、為替相場が全体としてはむしろ円安の水準にあり、輸入ペネトレーション比率の上昇も、内外価格差がかつてより縮小していること等から最近は一服している。このため、最終財輸入品と競合する国内製品の価格が急激に低下する状況とはなっていない。

—— 95年前半のケースは、人件費の伸び鈍化もあって趨勢的に消費者物価の伸びが鈍化してきたところへ、最終需要段階に輸入面から直接ショックが及んだため、当時の需給ギャップから想定される程度以上に、デフレ圧力が高まったと理解される。

(3) ただし、今後、経済の停滞状況が長期化すれば、デフレ圧力がさらに蓄積されるうえ、アジア経済の混迷深刻化や、それに伴うアジア製品との間での内外価格差の拡大による輸入圧力の増大、クレジット・クランチの深刻化、さらには株価の下落や企業倒産を契機とした企業・家計のコンフィデンスの一段の悪化といったショックが加わる可能性もあり、物価の動向については警戒しておくべきであろう。

○ なお、地価は、商業地地価については、下げ止まっている土地と、低下を続けている土地への2極化傾向が続いている。また、住宅地地価は、下げ幅が縮小しつつあるものの、このところ再び軟化の兆しが窺われる(図表30)。

—— 住宅地においても、このところ2極化が顕在化してきているように窺われる。また、このところのマンション販売低調を反映して、首都圏マンション用地に対するデベロッパーの取得スタンスも、やや後退している。

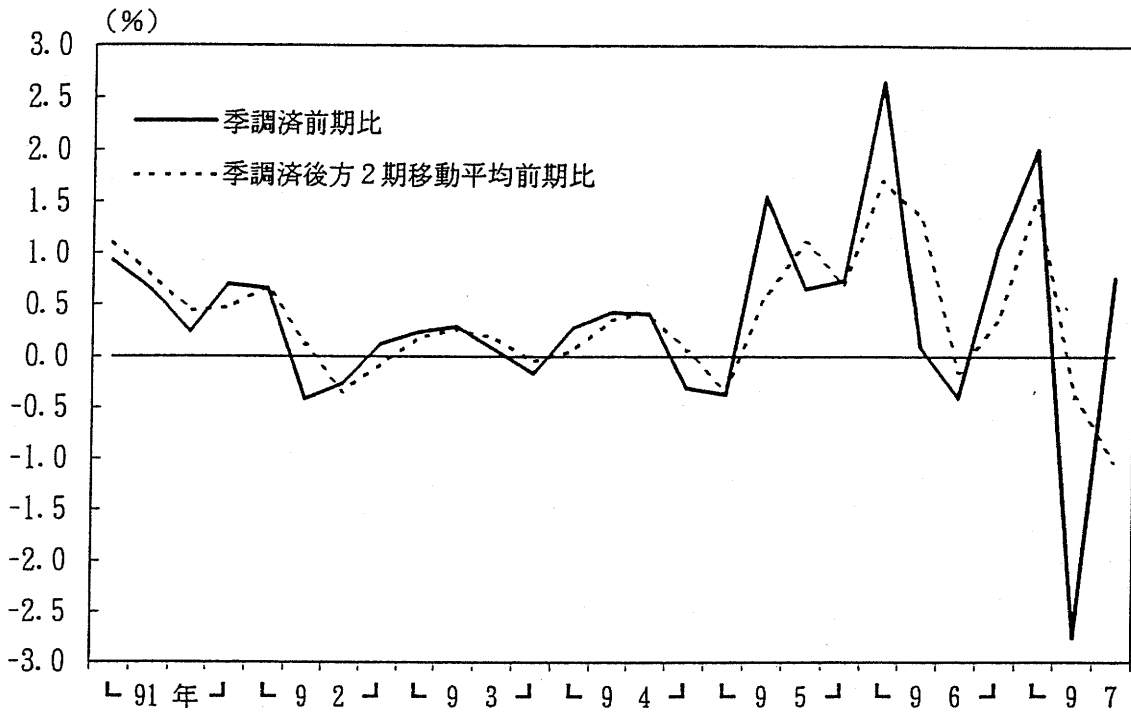
以上

「経済活動の現状評価」 図表一覧

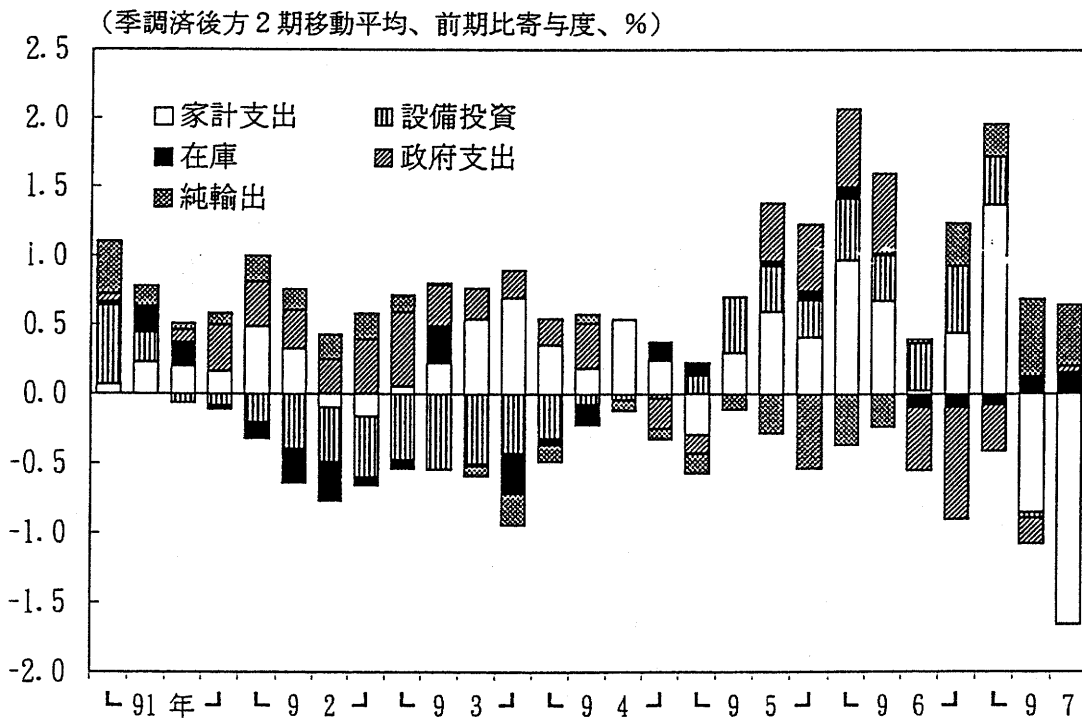
- | | |
|--------------------------------|------------------------|
| (図表 1) 実質GDP | <計表 6> 個人消費関連指標 |
| <計表 1> 公共投資関連指標 | (図表18) 個人消費1 (季調済系列) |
| (図表 2) 公共投資 | (図表19) 個人消費2 (季調済系列) |
| <計表 2> 輸出入関連指標 | (図表20) 乗用車の駆け込み・反動の評価 |
| (図表 3) 実質輸出入 | <計表 7> 住宅関連指標 |
| (図表 4) 地域別実質輸出 | (図表21) 住宅投資 |
| (図表 5) 財別実質輸出入 | <計表 8> 生産・出荷・在庫関連指標 |
| (図表 6) 実質実効為替レート | (図表22) 生産 |
| (図表 7) 海外経済 | (図表23) 在庫循環 |
| (図表 8) わが国からアジアへの輸出 | (図表24) 財別在庫調整期 |
| (図表 9) 日本の輸出入における地域別ウェイト(96CY) | <計表 9> 物価関連指標 |
| <計表 3> 企業収益関連指標 | (図表25) 卸売物価 |
| (図表10) 収益見通し(12月短観) | (図表26) 企業向けサービス価格 |
| <計表 4> 設備投資関連指標 | (図表27) 消費者物価 |
| (図表11) 設備投資関連指標 | (図表28) 物価を取り巻く環境(1) |
| (図表12) 設備投資年度計画(短観) | (図表29) 物価を取り巻く環境(2) |
| (図表13) 設備投資と企業収益 | <計表10> 地価関連指標 |
| (図表14) 設備過不足とストック調整 | (図表30) 四半期別地価動向指数 |
| (図表15) 削除 | <補足資料1> 中小企業の設備投資と貸出態度 |
| <計表 5> 雇用関連指標 | <補足資料2> 不確実性と設備投資 |
| (図表16) 労働需給 | <補足資料3> 不確実性と個人消費 |
| (図表17) 雇用・所得 | |

実質 GDP

(1) 実質 GDP 成長率



(2) 実質 GDP の内訳



(注) 家計支出 = 民間最終消費 + 住宅投資

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

公共投資関連指標

<公共工事請負金額>

— 前年比・%、()内はX-12-ARIMAによる季調済金額・兆円

	96年度	97/4~6月	7~9	8月	9	10	11
公共工事請負金額	- 8.1 (24.6)	- 1.2 (6.2)	- 1.7 (6.0)	- 7.4 (1.9)	1.2 (2.0)	-17.7 (1.9)	- 6.7 (1.9)
うち国の発注 〈ウエイト25.5%〉	-12.3 (6.3)	- 5.2 (1.5)	4.0 (1.6)	- 3.1 (0.5)	2.8 (0.5)	-29.4 (0.4)	- 8.0 (0.5)
うち地方の発注 〈ウエイト68.8%〉	- 5.7 (16.9)	0.0 (4.2)	- 3.4 (4.1)	- 8.8 (1.3)	0.3 (1.4)	-14.2 (1.3)	- 8.1 (1.3)

(注) 「ウエイト」は、合計に占める各発注主体別計数のウエイト(96年度)。

<公共関連財出荷>

— 季節調整済、90年=100、()内は前期(月)比、%

96/4~6月	7~9	10~12	97/1~3	4~6	7~9	9月	10	11
88.7	88.8	85.3	85.6	81.9	81.9	82.9	83.2	79.5
(3.1)	(0.1)	(-3.9)	(0.4)	(-4.3)	(0.0)	(0.5)	(0.4)	(-4.4)

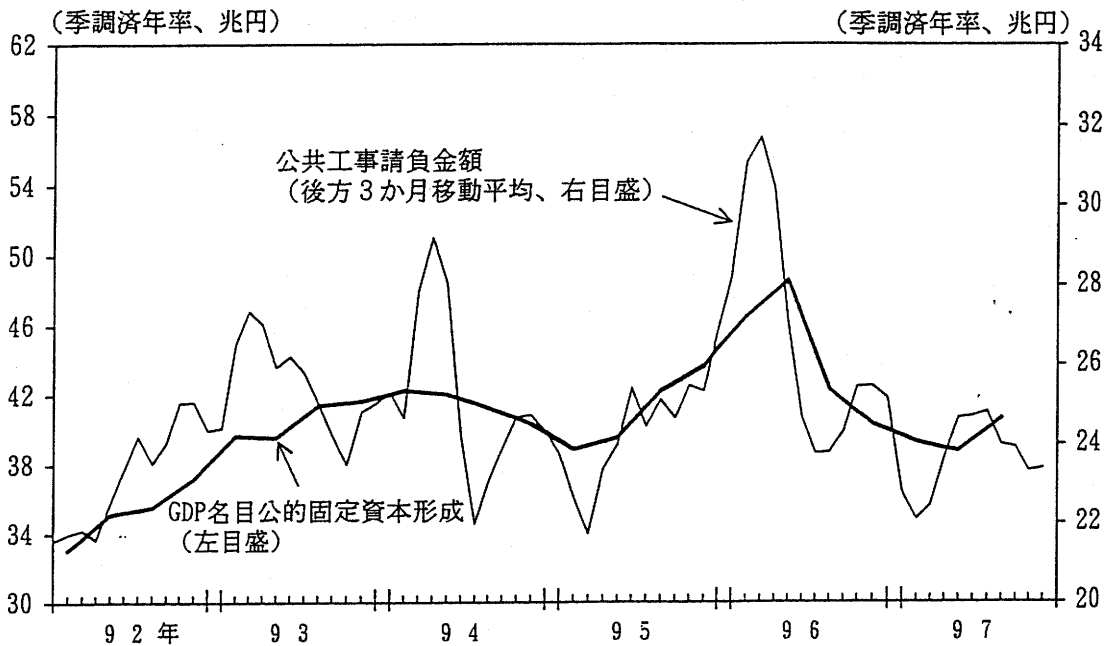
(注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウエイトで加重平均。四半期データは各月データの単純平均。

2. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。

(資料) 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」

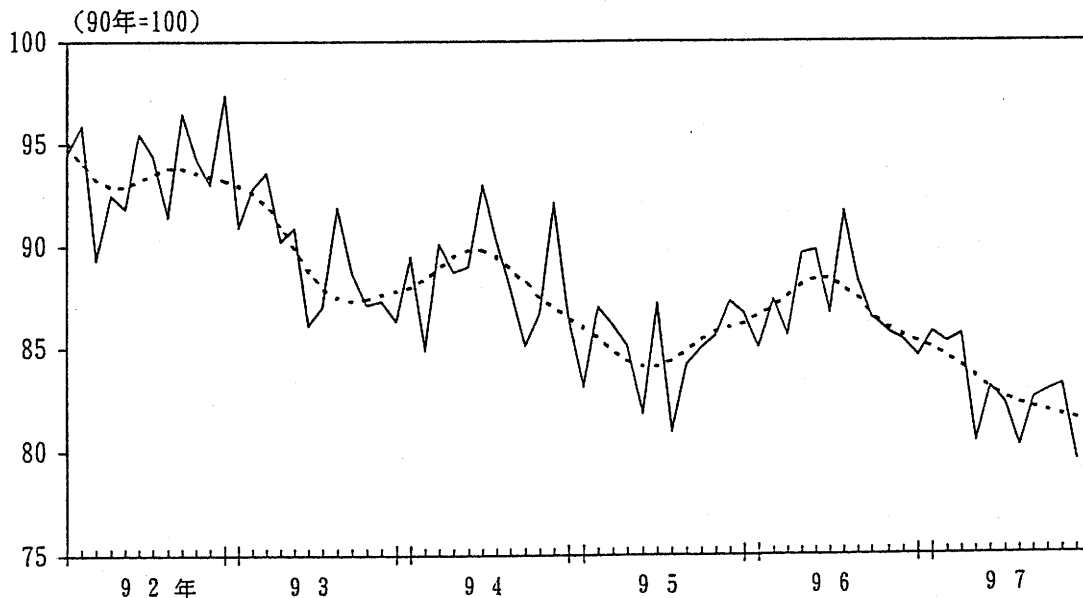
公共投資

(1) 公共工事請負金額とGDP



(注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
 2. 請負金額は、X-12-ARIMA (βバージョン) により季節調整。

(2) 公共投資関連財出荷



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

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

輸出入関連指標

<実質輸出入>

— 季調済前期(月)比、()内は原計数前年比、%

	96年度	97/4~6月	7~9	10~12 ^(注)	9月	10	11
実質輸出	2.8	7.5 (14.4)	-0.4 (12.0)	4.0 (7.8)	-3.0 (11.8)	10.4 (15.8)	-9.3 (3.3)
実質輸入	7.9	-2.2 (-0.7)	3.1 (0.4)	-4.7 (-1.5)	6.6 (3.4)	-1.1 (-0.8)	-8.4 (-5.6)

(注) 10~12月は、10~11月の四半期換算値の7~9月対比。

<国際収支>

— 季調済・兆円(名目GDP比率は単位%)

	96年度	97/4~6月	7~9	9月	10	11
経常収支 <名目GDP比率>	7.17 <1.4>	3.15 <2.5>	2.94 <2.3>	0.80	1.35	
貿易・サービス収支	1.92	1.73	1.51	0.40	0.88	

<通関収支>

— 輸出入数量は指数、輸出入総額及び収支尻は、原計数・名目・兆円、()内は前年比

	96年度	97/4~6月	7~9	9月	10	11
輸出数量	109.3 (2.9)	116.5 (12.6)	118.2 (9.3)	122.1 (8.5)	130.2 (14.6)	117.1 (3.9)
輸入数量	142.6 (3.3)	143.6 (1.4)	147.6 (3.9)	147.3 (6.7)	115.5 (1.5)	137.3 (-2.6)
輸出総額	46.05 (9.5)	12.65 (18.1)	12.64 (13.3)	4.42 (14.2)	4.65 (17.3)	4.23 (6.5)
輸入総額	39.63 (20.3)	10.17 (7.8)	10.02 (5.1)	3.36 (8.4)	3.54 (1.3)	3.16 (-4.1)
収支尻	6.42	2.48	2.63	1.07	1.10	1.06

<為替相場>

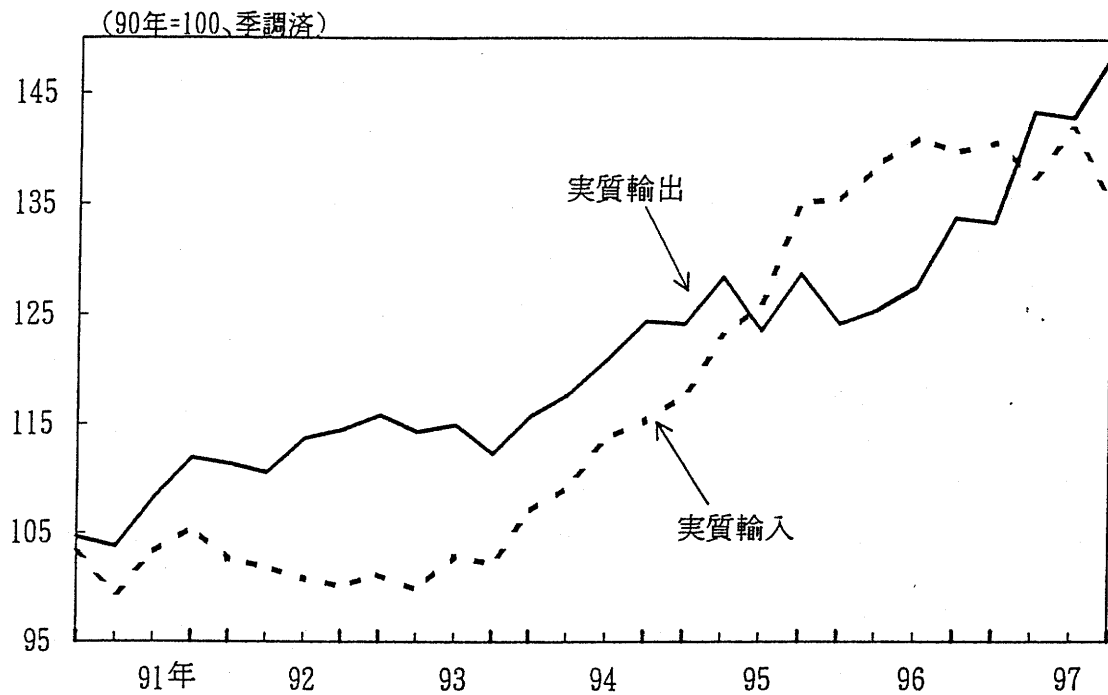
	95年末	96	97	8月末	9	10	11	12
ドル-円	102.91	115.98	129.92	119.39	121.44	120.29	127.66	129.92
DM-円	71.61	74.62	72.60	66.59	68.57	69.82	72.42	72.60

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

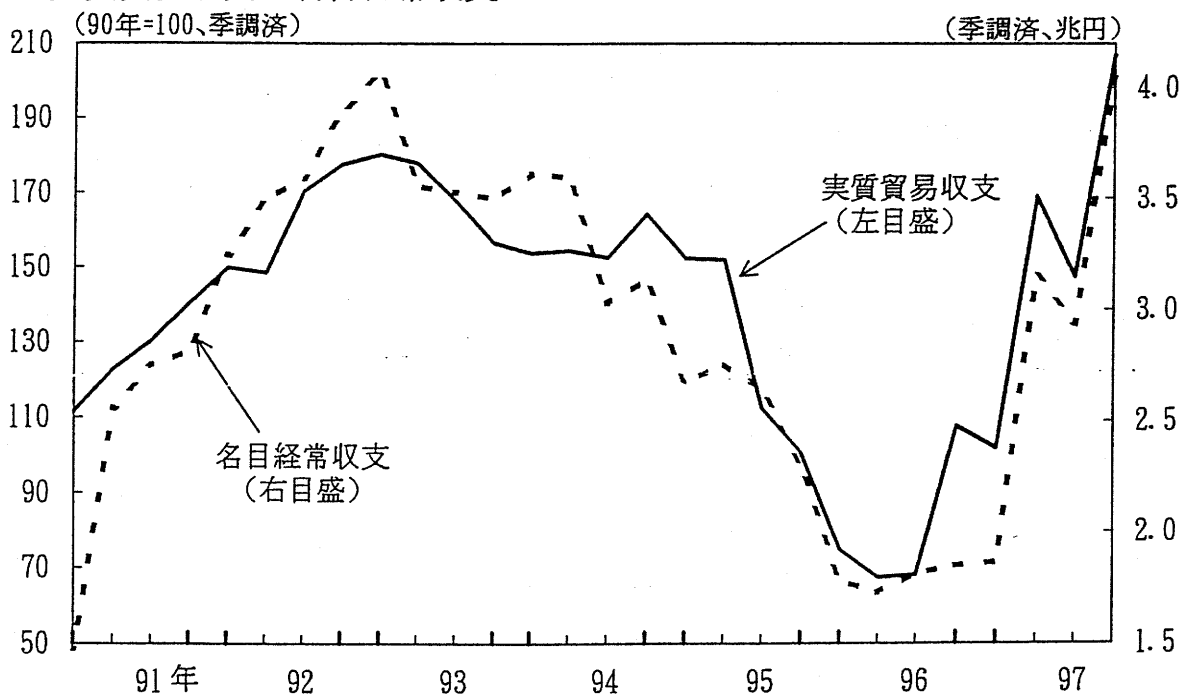
日本銀行「経済統計月報」「国際収支統計月報」「卸売物価指数」

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

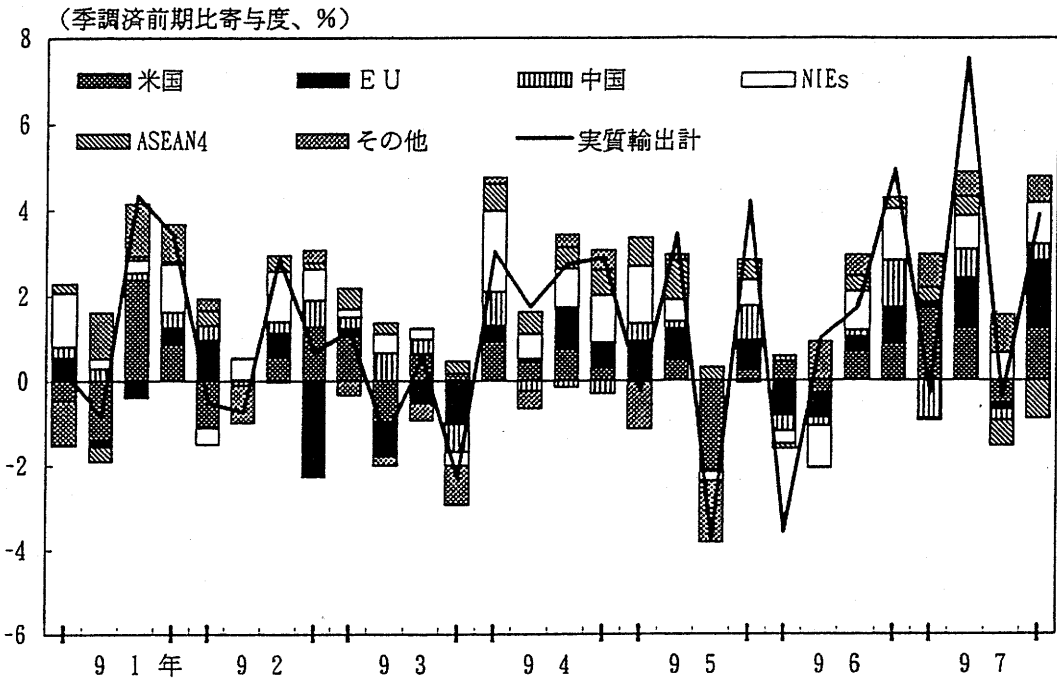


- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえ指数化したもの。
2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、その輸出入差を指数化したもの。
3. 97/4Qの実質輸出入、実質貿易収支は10-11月、名目経常収支は10月の四半期換算値。

(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」

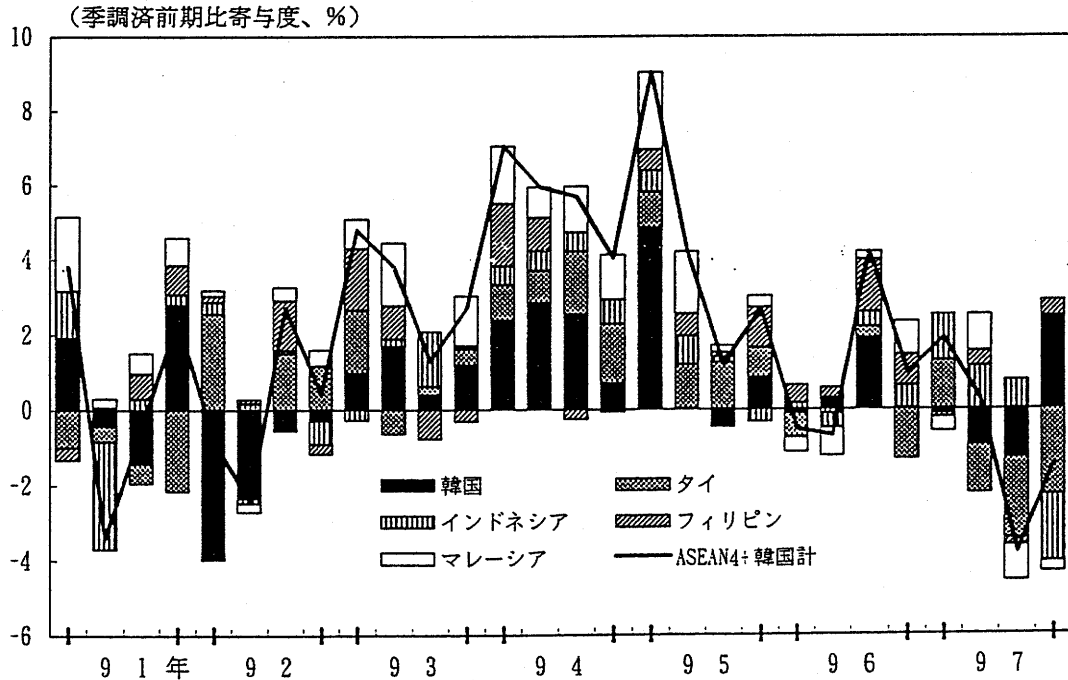
地域別実質輸出

(1) 日本からの地域別実質輸出



- (注) 1. 実質輸出計と、各地域別の実質輸出の積み上げが完全に一致しないのは、実質化の際の品目分類の相違や季節調整の誤差による。
- 2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
- 3. 97/4Qは10-11月の四半期換算値。

(2) ASEAN4、韓国向け輸出の国別内訳



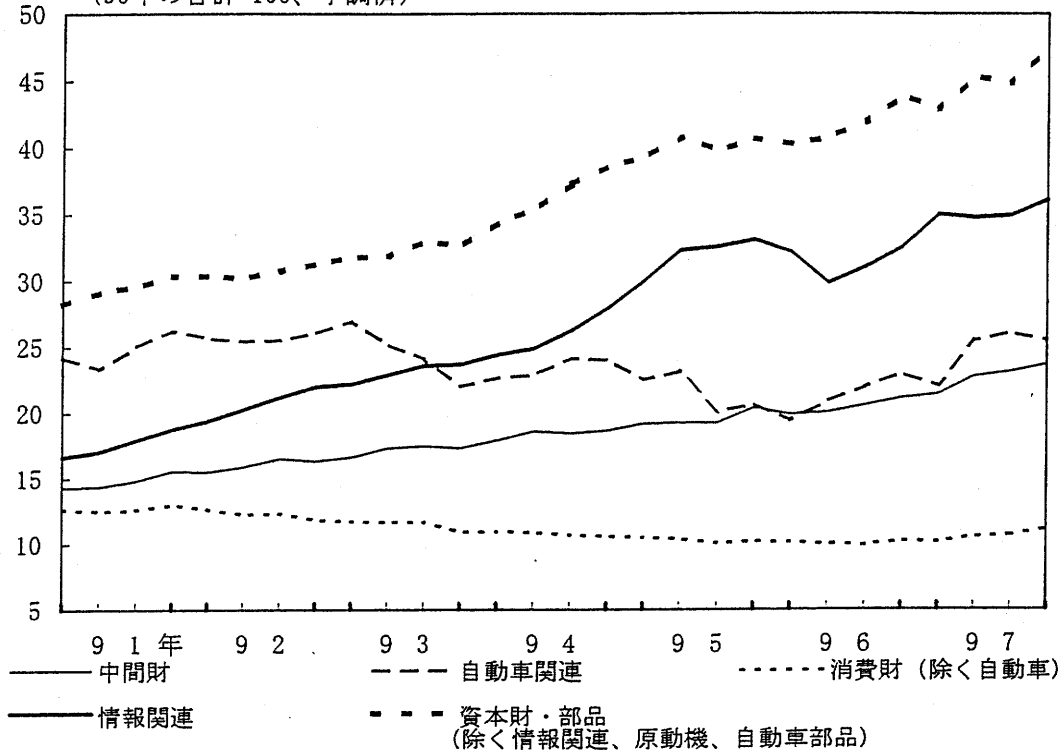
(注) 97/4Qは、10-11月の値を四半期換算したもの。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

財別実質輸出入

(1) 財別実質輸出

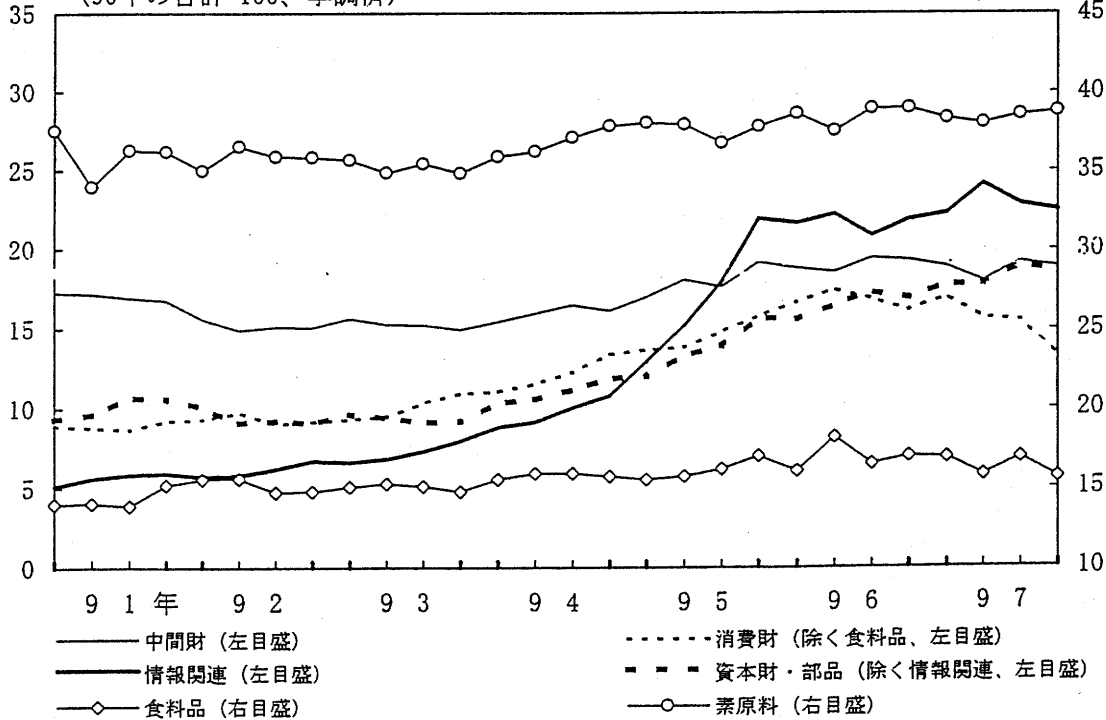
(90年の合計=100、季調済)



(2) 財別実質輸入

(90年の合計=100、季調済)

(同左)

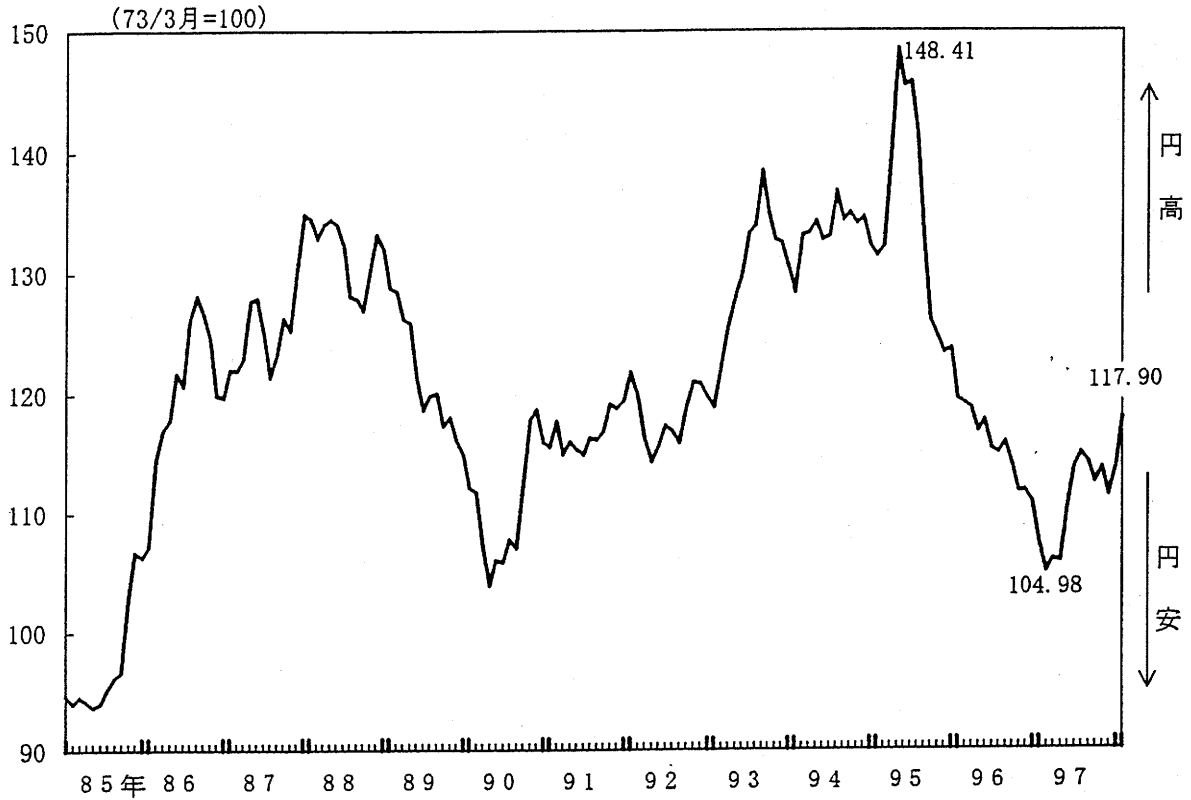


- (注) 1. 「情報関連」は、
 輸出：自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器
 輸入：事務用機器、IC等電子部品、科学光学機器。
 2. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。
 3. 97/4Qは、10-11月の四半期換算値。

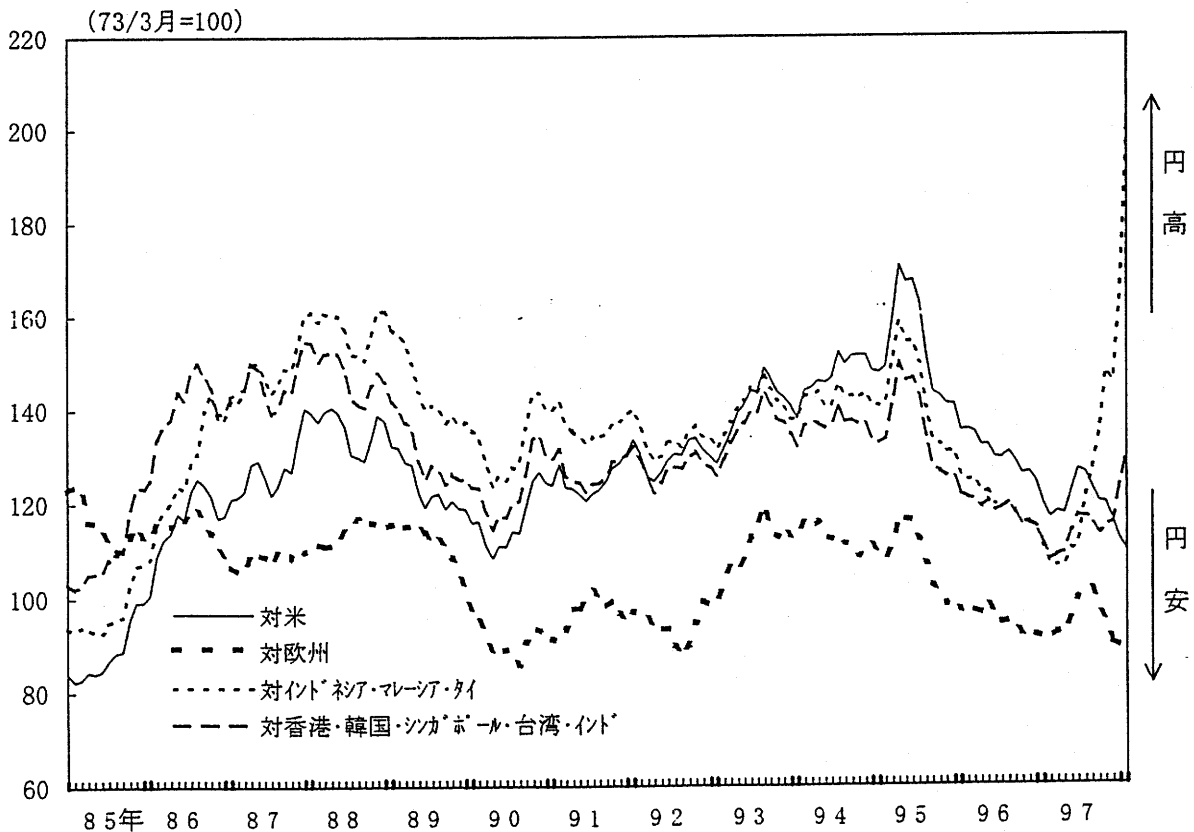
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

実質実効為替レート

(1) 円の実質実効レート



(2) 相手地域別



(注) 日本銀行調査統計局試算値。なお、直近は1月9日までの平均値(円/ドル相場の月中平均値は、133.90円)。また、算出の際に使用した各国の物価指数のうち実績値のない部分については、直近実績値横這いとした。

海外経済

(前年比%)

		95年	96年	97年 (見通し*)	98年 (見通し*)
米 国	(27.2)	2.0	2.8	3.7	2.5
E U	(15.3)	2.5	1.7	2.5	2.8
^ラ ドイツ	(4.4)	1.8	1.4	2.4	2.9
フランス	(1.3)	2.1	1.5	2.4	2.8
英国	(3.0)	2.8	2.6	3.5	2.5
東アジア	(42.5)	9.3	8.5	7.5	6.4
中国・香港・台湾	(17.8)	9.9	9.2	8.9	8.7
韓国	(7.1)	8.9	7.1	5.8	1.8
ASEAN4+シンガポール	(17.5)	8.1	7.2	4.7	2.1
タイ	(4.5)	8.7	6.4	0.3	-1.3
世界計**		5.4	5.0	4.9	3.6

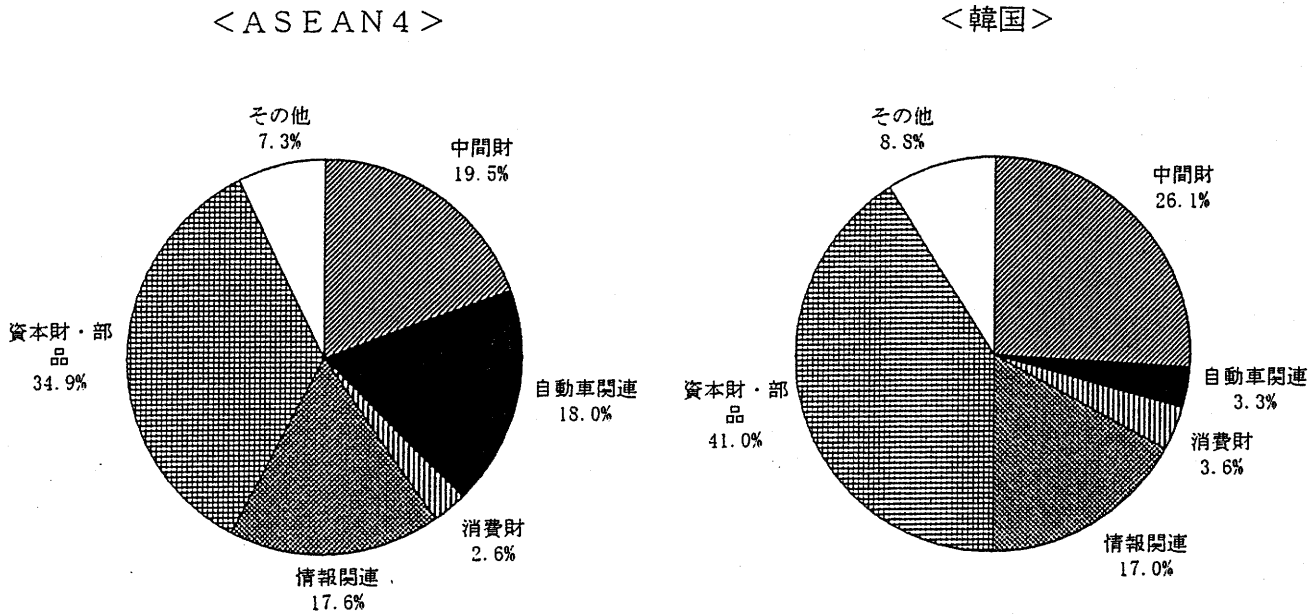
* ・ 米国はブルチーフ(12月号)、E U、東アジアはコンセンサス・フォーキャスト(12月号)を利用。
 ・ ASEAN4はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

** ・ カッコ内は96年通関輸出ウェイト。なお、「世界計」は、より直近の97年上半期通関ウェイト(米国28%、E U 15%、中国・香港・台湾18%、韓国7%、ASEAN17%)を利用。

(資料)大蔵省「外国貿易概況」、各国政府または中央銀行、OECD統計

わが国からアジアへの輸出

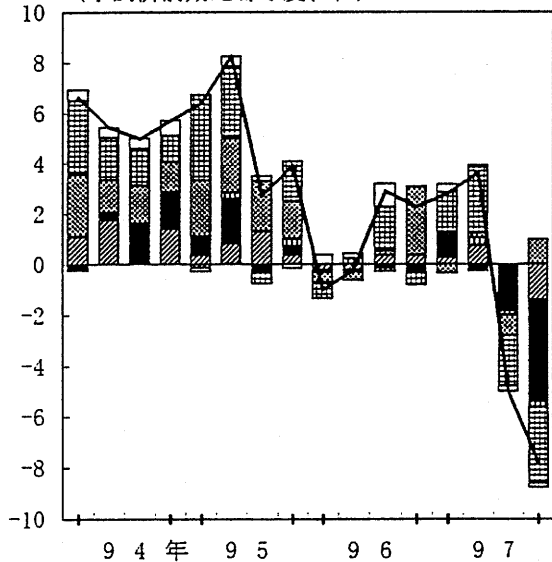
(1) アジアへの財別輸出のウェイト (名目・96年中)



(注) ASEAN4は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの4か国を指す。

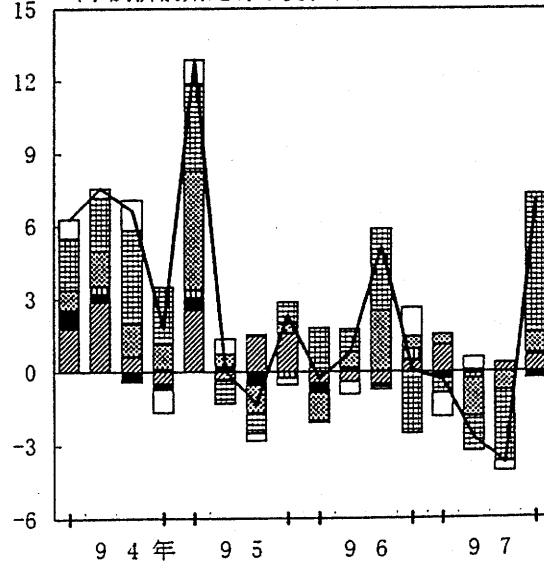
(2) アジアへの財別輸出動向
<ASEAN4>

(季調済前期比寄与度、%)



<韓国>

(季調済前期比寄与度、%)



	中間財		自動車関連		消費財		情報関連
	資本財・部品		その他		総額		

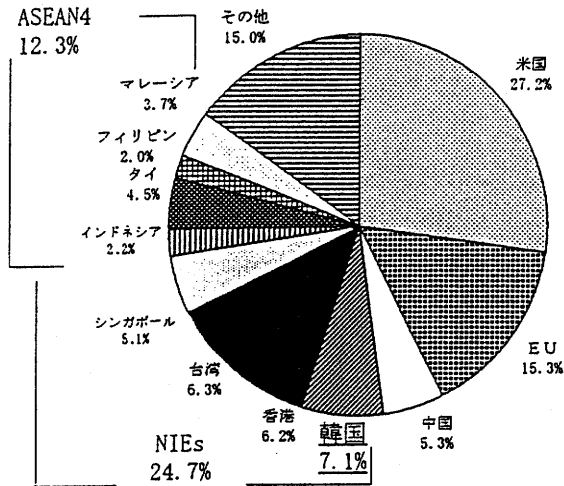
(注) 97/4Qは、10-11月の四半期換算値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

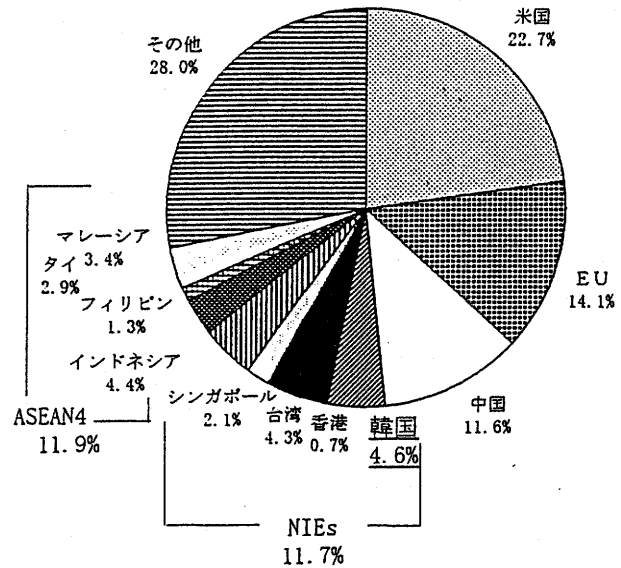
日本の輸出入における地域別ウェイト (96CY)

1. 輸出入に占めるウェイト

<輸出>



<輸入>



2. 貿易収支 (国際収支ベース) に占めるASEAN4、韓国の位置付け (億円)

- () 内は貿易黒字 (90,966億円) に占めるウェイト

(日本側の黒字)			(日本側の赤字)		
米国	40,532	(44.6)	中国	-17,411	(-19.1)
香港	24,735	(27.2)	アラブ首長国連邦	-9,228	(-10.1)
韓国	16,300	(17.9)	サウジアラビア	-7,553	(-8.3)
シンガポール	14,469	(15.9)	オーストラリア	-6,270	(-6.9)
台湾	13,023	(14.3)	インドネシア	-5,658	(-6.2)
タイ	9,415	(10.4)	カナダ	-4,739	(-5.2)
オランダ	7,930	(8.7)	イタリア	-3,230	(-3.6)
イギリス	6,164	(6.8)	ロシア	-2,890	(-3.2)
ドイツ	5,358	(5.9)	イラン	-2,557	(-2.8)
マレーシア	4,713	(5.2)	スイス	-1,402	(-1.5)
フィリピン	4,570	(5.0)	ブラジル	-1,396	(-1.5)
ベルギー・ルクセンブルグ	2,348	(2.6)	スウェーデン	-1,290	(-1.4)
メキシコ	2,052	(2.3)	フランス	-849	(-0.9)
スペイン	754	(0.8)	ニュージーランド	-679	(-0.7)
			南アフリカ	-332	(-0.4)
			インド	-254	(-0.3)

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」

企業収益関連指標

<主要短観（12月）経常利益>

— 前年同期比、（ ）内は前期比、< >内は売上高経常利益率、修正率は9月調査比、%

	96年度 実績	97年度 計画	96/下期 実績	97/上期 実績	修正率	97/下期 計画	修正率
製造業 [除く石油精製]	20.0 <4.28>	3.7 <4.39>	16.2 (28.9) <4.55>	12.7 (-12.7) <4.32>	2.5	-3.3 (10.7) <4.46>	-7.2
非製造業 [除く電力・ガス]	9.8 <1.62>	-1.7 <1.58>	-4.3 (-4.2) <1.50>	-6.3 (-2.4) <1.62>	-0.1	3.1 (5.7) <1.54>	-5.2

<全国短観（12月）・中小企業経常利益>

— 前年同期比、（ ）内は前期比、< >内は売上高経常利益率、修正率は9月調査比、%

	96年度 実績	97年度 計画	96/下期 実績	97/上期 実績	修正率	97/下期 計画	修正率
製造業	30.2 <2.59>	-6.8 <2.34>	22.9 (63.6) <3.08>	-2.3 (-41.1) <1.91>	-5.4	-9.5 (53.6) <2.74>	-13.7
非製造業	5.4 <2.72>	-10.9 <2.40>	-0.7 (17.8) <2.75>	-18.8 (-33.6) <2.11>	6.4	-4.4 (43.9) <2.66>	-13.2

<民間9研究・調査機関による主要上場企業の収益見通し（12月公表分）>

— 前年比、%、（ ）内は前回<97年9月>公表分

	96年度	97年度	98年度
全産業	11.9	5.2 (8.6)	5.3 (6.9)
製造業	17.9	4.2 (9.2)	7.7 (8.3)
非製造業	1.1	7.2 (7.5)	0.5 (4.2)

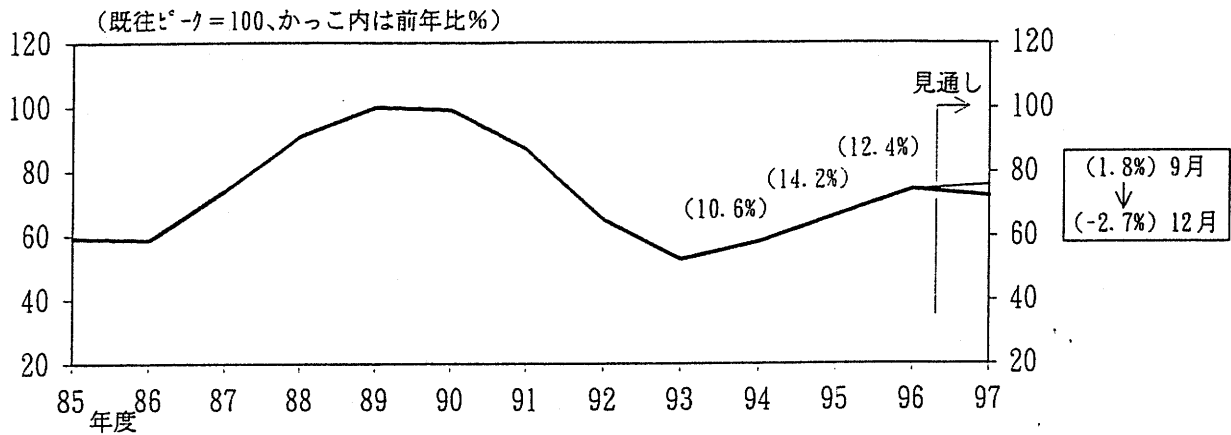
(注) 9研究・調査機関は日経新聞、野村証券、大和総研、日興リサーチター、新日本証券、勸角総合研、岡三経済研、コスモ証券経済研、第一証券経済研。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」等

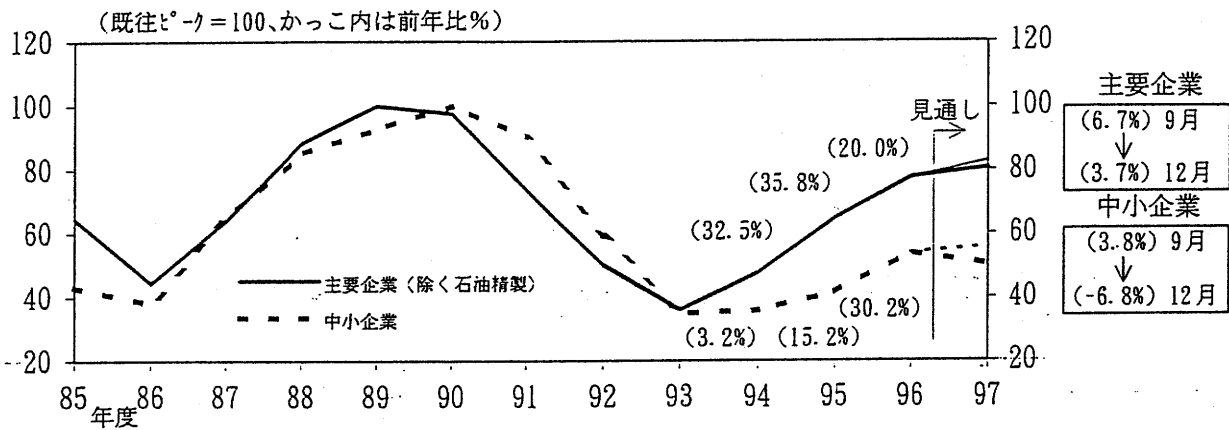
(図表10)

収益見通し（12月短観）

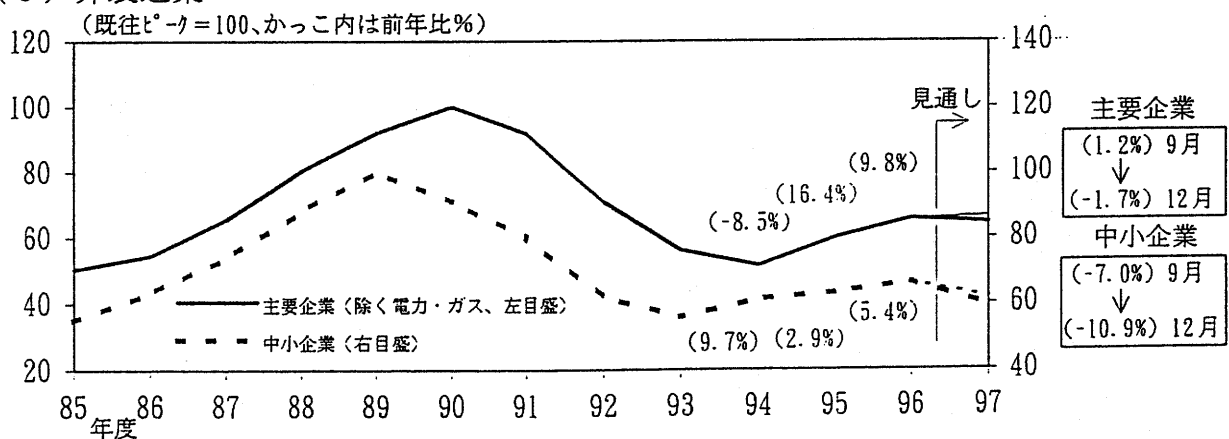
(1) 全規模・全産業



(2) 製造業



(3) 非製造業



(注) 1. 細線は97/9月短観時見通し。

2. 全産業・全規模は、全国短観を法人企業統計年報における業種・規模別の経常利益ウェイトを用いて調整したベース。

なお、企業規模については、法人企業統計年報で資本金10億円以上の企業を大企業、同1～10億円の企業を中堅企業、同1億円未満の企業を中小企業とし、便宜的に短観の各企業区分と対応させた。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計年報」

設備投資関連指標

<先行指標等>

— 季調済前期(月)比、()内は前年比、%

	96年度	97/4~6月	7~9	10~12 ^(注)	9月	10	11
機械受注	11.4	1.8	-5.0	4.6	-12.3	16.3	
[民需、除く船舶・電力]		(2.5)	(1.3)		(1.3)	(-14.3)	
うち製造業	6.2	3.1	-8.4	8.7	-12.7	21.4	
うち非製造業	15.5	0.0	-2.0	5.0	-9.3	5.0	
建築着工床面積	10.3	-0.5	3.3	-5.8	17.3	-16.2	-0.9
[民間非居住用]		(0.7)	(3.8)		(18.2)	(-8.8)	(-6.6)
うち鉦工業	16.1	-3.8	1.4	1.7	6.0	-14.4	19.7
うち非製造業	8.3	-1.2	4.5	-9.3	21.3	-16.6	-9.7
一般資本財出荷	17.4	1.4	0.3	-1.1	-2.8	3.4	-4.3
		(12.4)	(7.7)		(5.5)	(4.5)	(-0.7)
稼働率指数(90年平均=100)	87.7	90.1	88.8		89.1	89.4	

(注) 機械受注は10月の7~9月平均対比。建築着工床面積および一般資本財出荷は10、11月平均の7~9月平均対比。なお、機械受注の10~12月の業界見通し(季調済前期比)は、民需(除く船舶・電力)+8.2%、製造業+13.1%、非製造業(除く船舶・電力)+4.7%となっている。

<法人企業統計季報>

— 季調済前期比、%

	96年度	96/10~12月	97/1~3月	4~6月	7~9月
全産業	9.8	3.2	4.6	-4.2	2.5
うち製造業	8.1	-1.6	12.4	-9.7	10.5
うち非製造業	10.7	4.1	2.3	-1.2	-1.5

<設備投資アンケート調査>

— 季調済前期比、%、

	96年度 実績	97年度 計画	97/4~6月 実績	7~9月 実績見込	10~12月 計画	98/1~3月 計画
法人企業動向調査(9月)	7.8	3.0	-2.1	-1.1	2.1	0.2
うち製造業	10.8	5.7	-0.6	0.5	2.6	0.2
うち非製造業	6.4	1.7	-2.8	-1.9	2.2	0.5

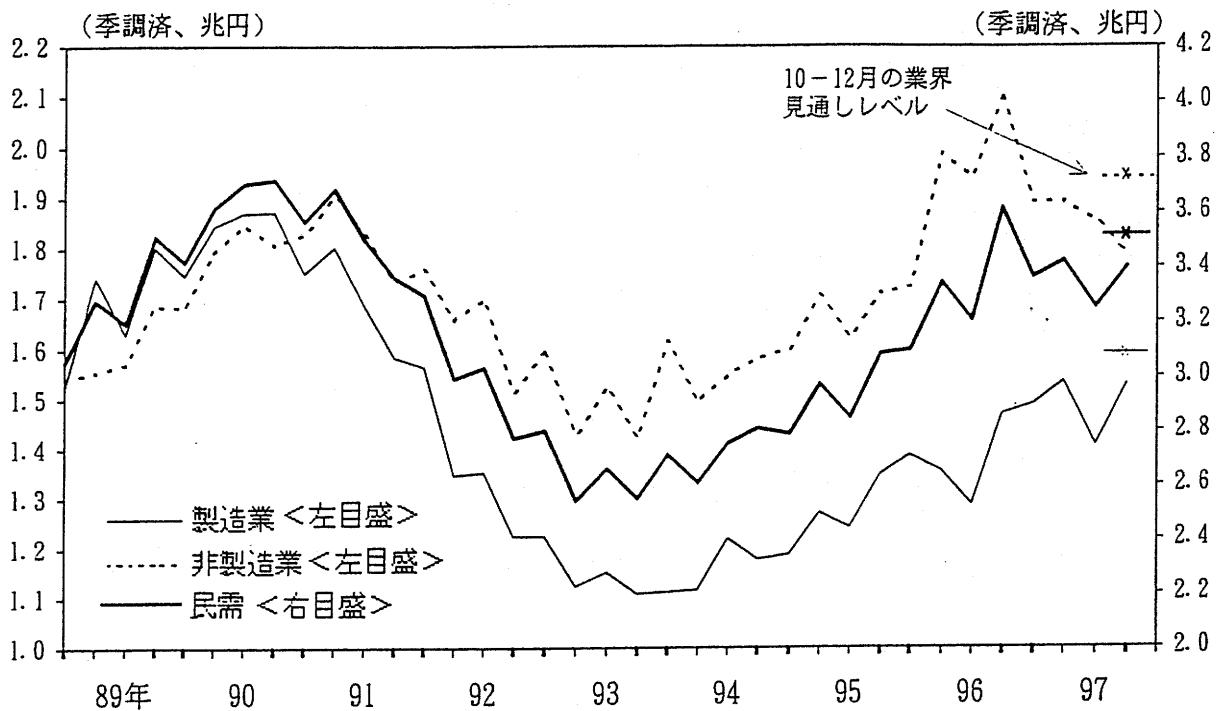
— 前年比、%、()内は前年11月調査時点

	96年度実績	97年度計画
主要短観(12月調査) 全産業	4.0 (7.0)	4.1
製造業	5.7 (7.2)	9.9
非製造業	3.2 (6.9)	1.3
全国短観(12月調査) 全産業	4.0 (3.4)	-0.8
製造業	6.7 (5.9)	7.7
非製造業	2.8 (2.2)	-4.9
うち中小企業・全産業	3.5 (0.4)	-6.7
製造業	2.2 (-2.4)	3.4
非製造業	4.1 (1.6)	-11.0

(資料) 通商産業省「鉦工業指数統計」、経済企画庁「法人企業動向調査」「機械受注統計」
建設省「建設統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

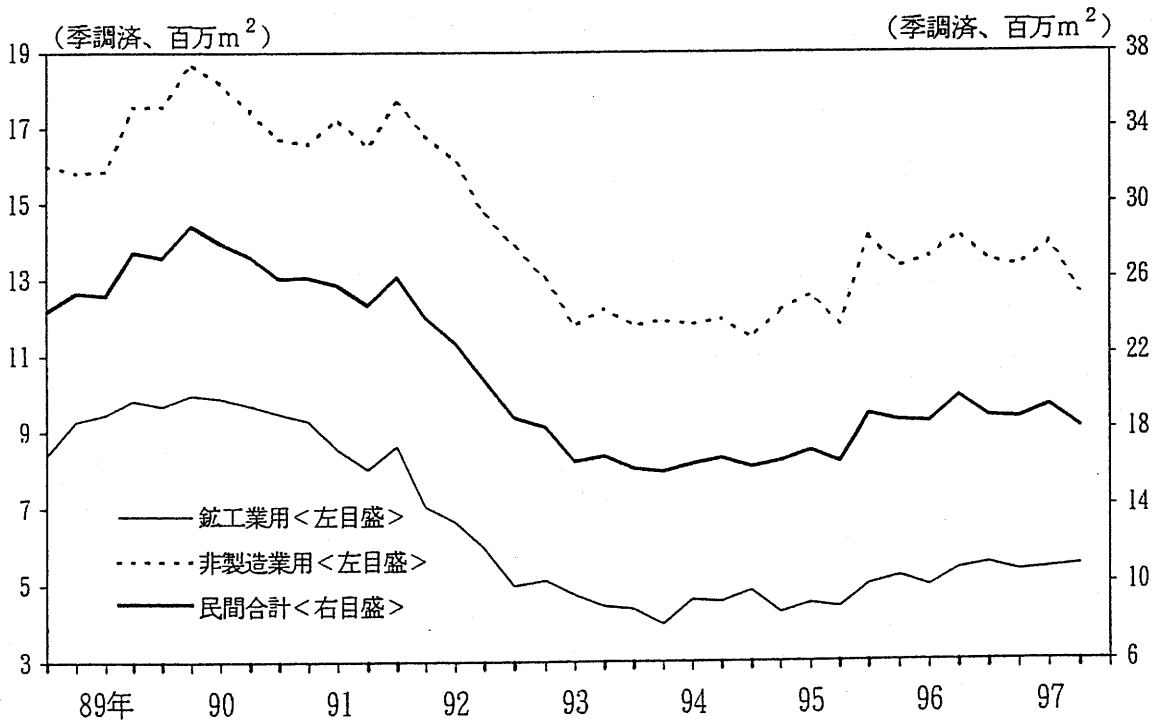
設備投資関連指標

(1) 機械受注



(注) 1. 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。
2. 97年10~12月は、10月の計数を四半期換算。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)



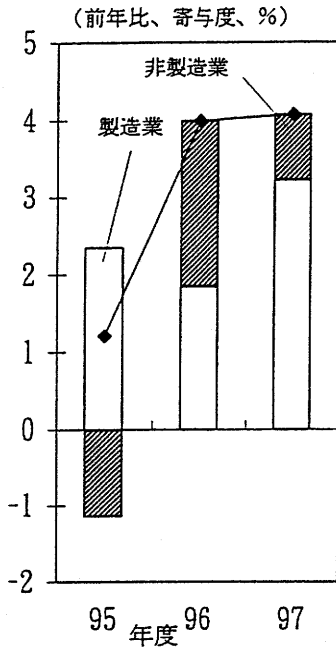
(注) 97年10~12月は、10、11月の計数を四半期換算。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」

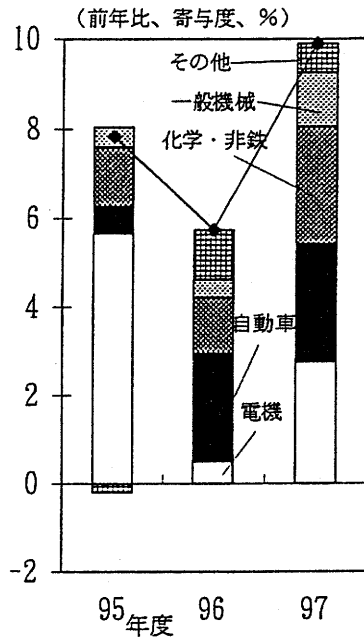
設備投資年度計画 (短観)

(1) 主要企業

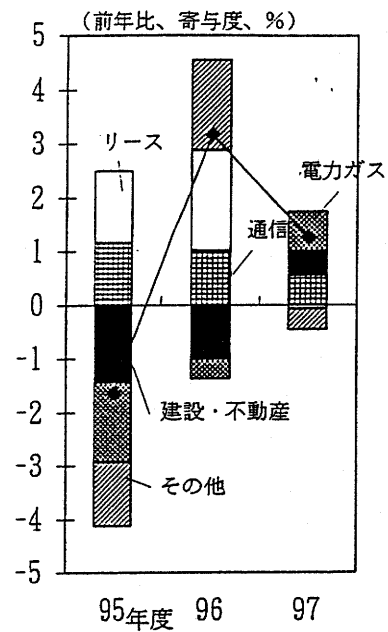
①全産業



②製造業

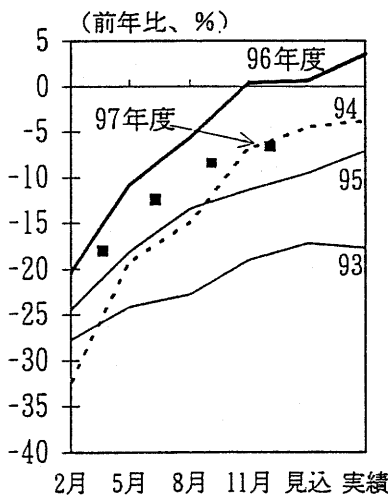


③非製造業

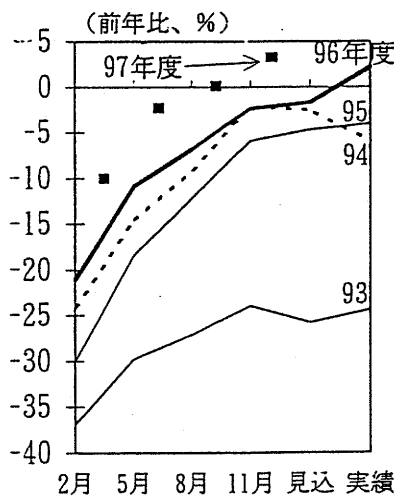


(2) 中小企業の計画修正状況

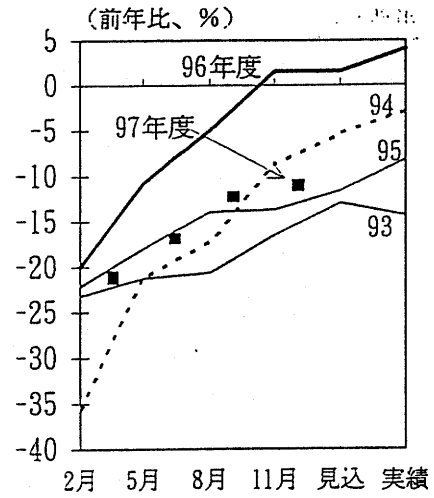
①全産業



②製造業



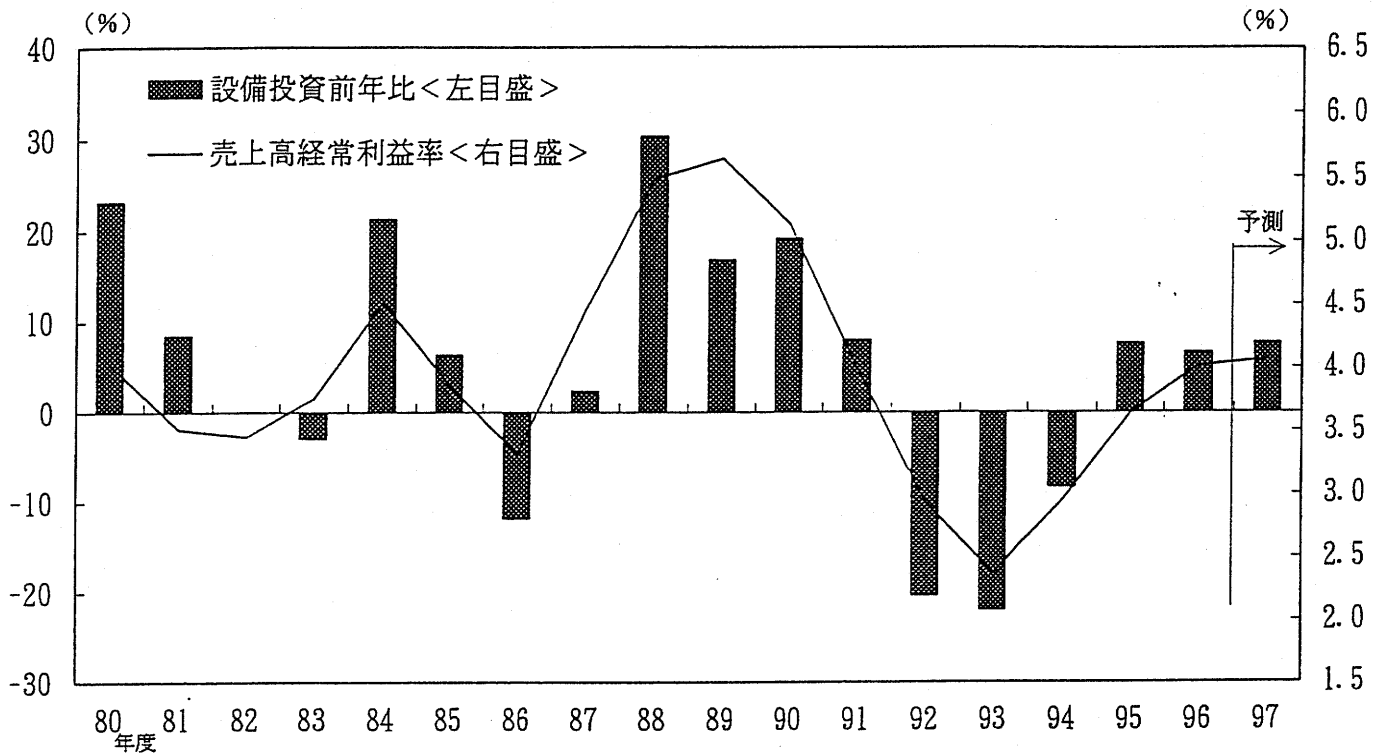
③非製造業



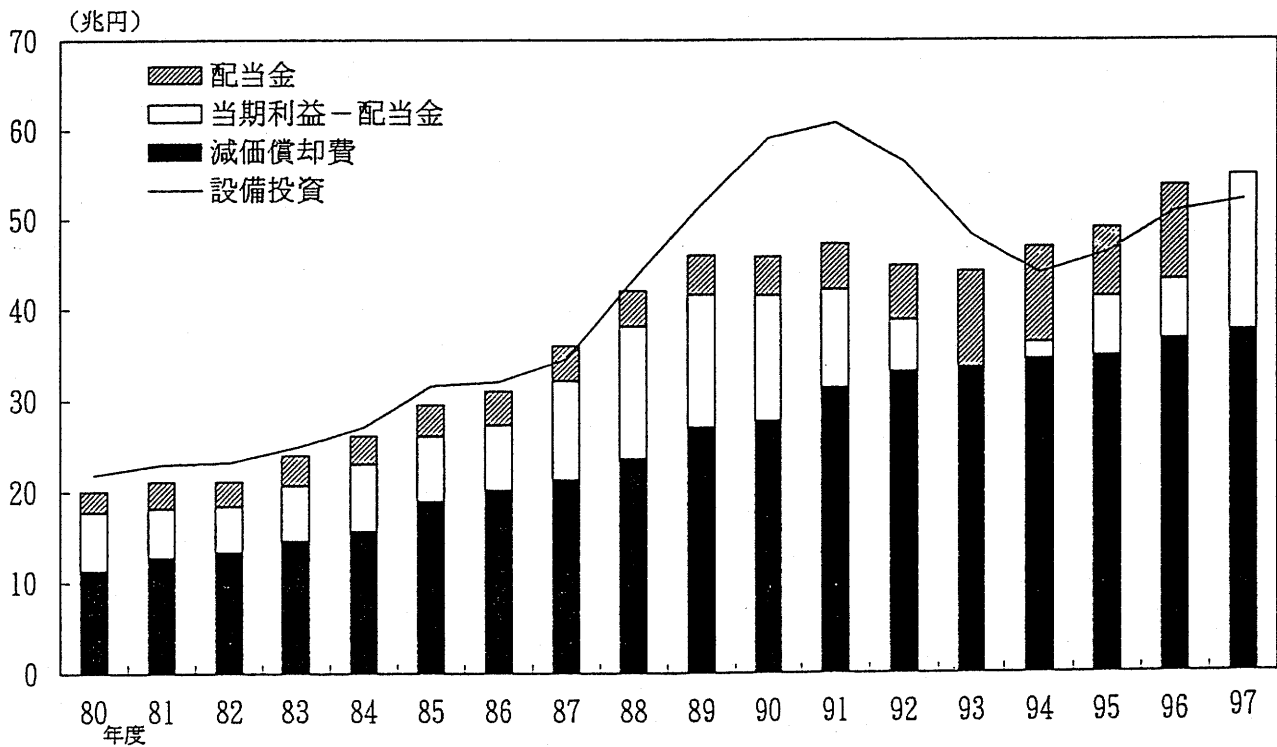
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

設備投資と企業収益

(1) 設備投資と売上高経常利益率(製造業、全国短観ベース)



(2) 設備投資とキャッシュ・フロー(全産業、法人季報ベース)

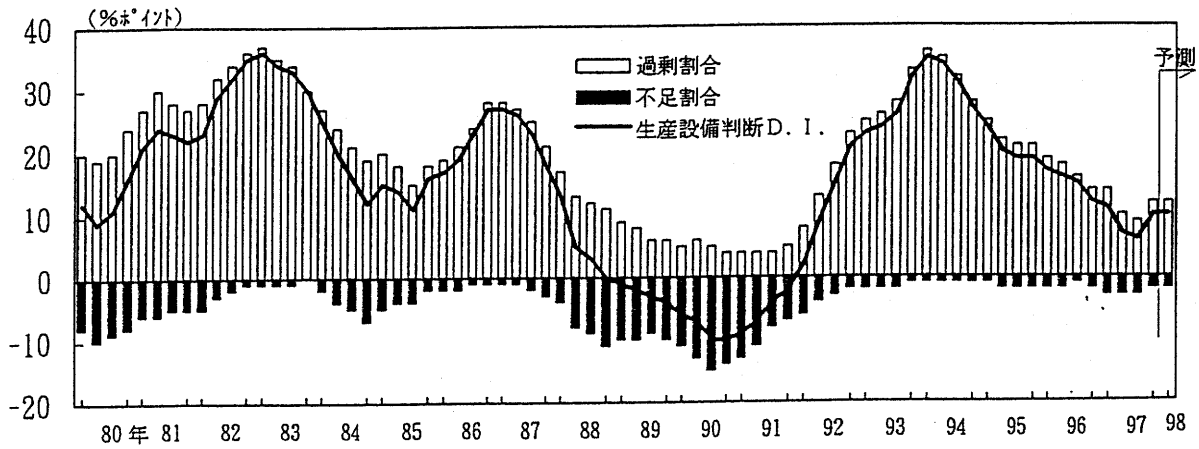


(注) 1. 当期利益は経常利益/2で推定。また、配当金は法人年報の配当性向から推定。
 2. 97年度は上期季調済年率換算。ただし、経常利益は12月全国短観の97年度前年比計画(全産業)で伸ばしている。また、配当金は実績不明のため図示していない。

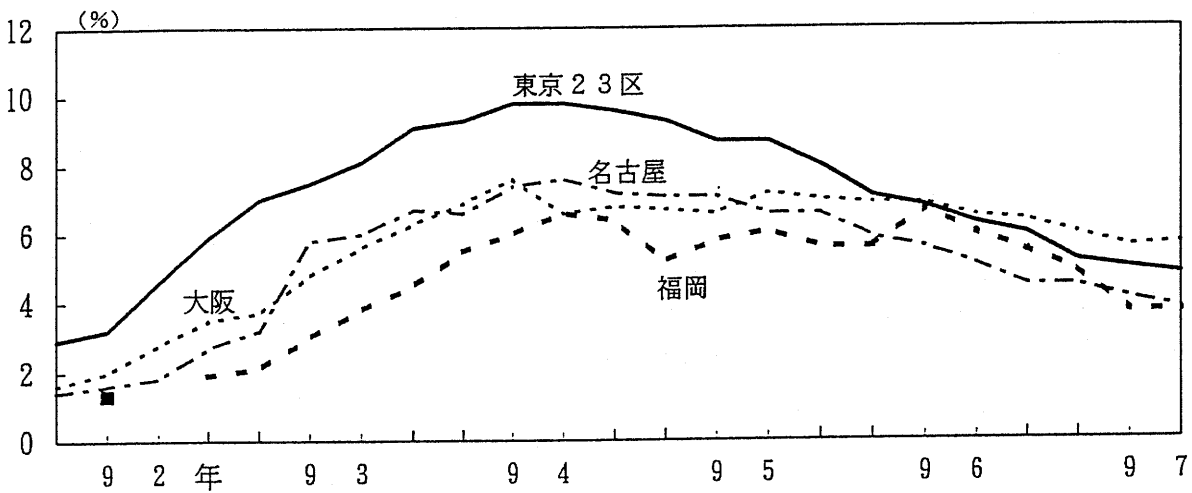
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計季報」「法人企業統計年報」

設備過不足とストック調整

(1) 生産設備判断D. I. (主要企業・製造業)

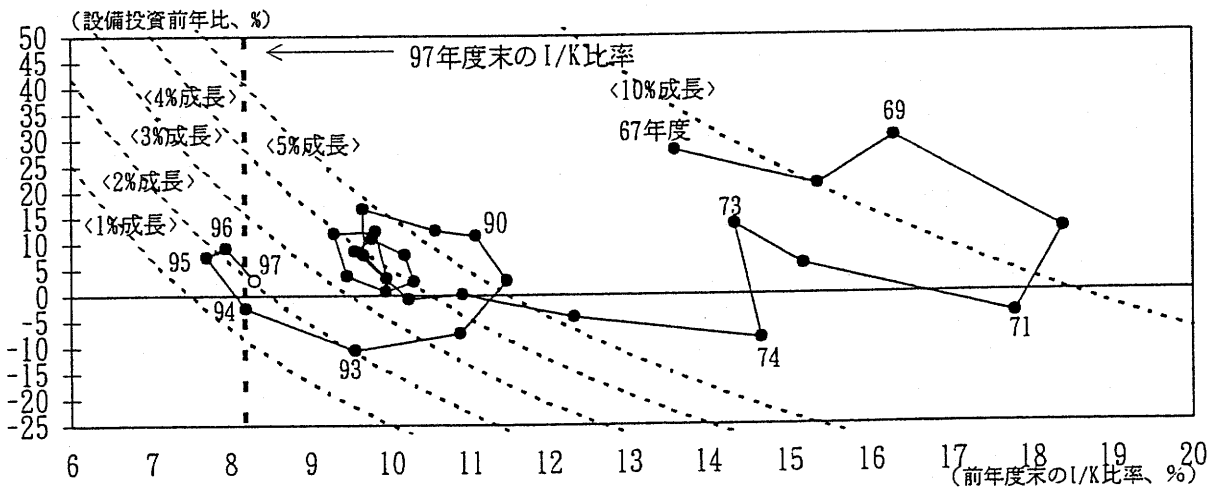


(2) オフィスビル空室率



(注) 福岡については、92年は2Q(6月)、4Q(12月)の2回調査。

(3) 資本ストック循環(全産業)



(注) 97年度は見通し。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、
生駒データサービスシステム「オフィスマーケットレポート」、
経済企画庁「民間資本ストック統計」「国民所得統計」

対外非公表計数を含むため、削除

雇用関連指標

—— 前年比、%

	96年度	97/4~6	7~9	9月	10	11速報
雇用者数 (a<毎勤>)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	1.1
製造業	-1.4	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4
非製造業	1.6	1.4	1.4	1.4	1.2	1.6
名目賃金 (b<毎勤>)	1.6	1.4	1.5	1.0	1.4	-1.0
所定内給与	1.1	1.5	1.1	1.1	1.0	0.7
所定外給与	5.3	6.3	2.6	2.0	0.9	0.0
特別給与	2.3	0.1	2.9	-10.4	34.2	-28.9
雇用者所得 (a×b)	2.4	2.3	2.4	1.9	2.2	0.1

——特に断りなき限り前年比、()内は季節調整済前期(月)比、%

	96年度	97/4~6月	7~9	9月	10	11
15才以上人口	0.66	0.87	0.86	0.86	0.86	0.84
労働力人口	1.0	1.3	0.8	0.6	0.9	0.7
		(0.0)	(-0.1)	(-0.1)	(0.3)	(-0.4)
就業者数	0.9	1.4	0.7	0.4	0.8	0.5
		(-0.1)	(-0.1)	(-0.2)	(0.3)	(-0.4)
雇用者数	1.3	1.4	1.0	0.7	1.1	0.9
		(-0.7)	(0.0)	(-0.1)	(0.3)	(0.0)
完全失業者数(季調済、万人)	225	233	231	233	235	236
完全失業率(季調済、%)	3.34	3.43	3.41	3.44	3.45	3.49

——特に断りなき限り前年比、()内は季節調整済前期(月)比、%

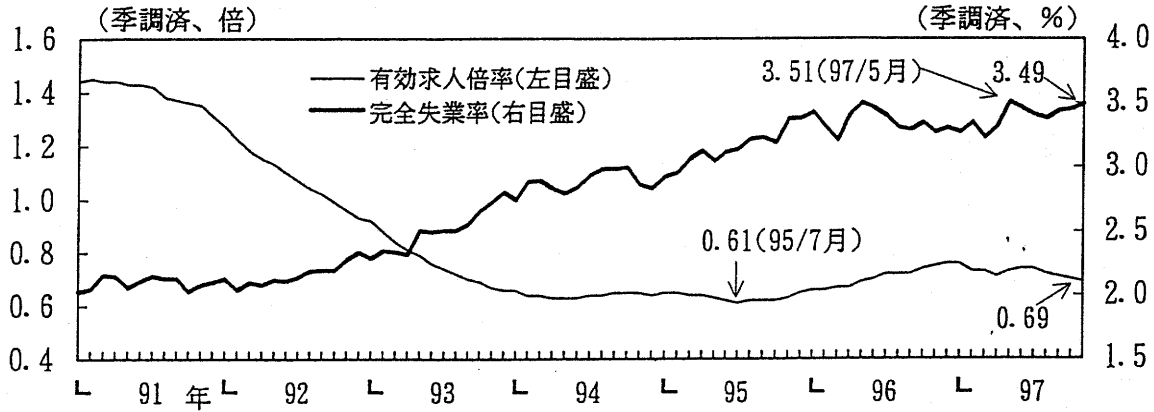
	96年度	97/4~6月	7~9	9月	10	11
有効求人倍率(季調済、倍)	0.72	0.73	0.72	0.71	0.70	0.69
有効求職	1.6	(2.0)	(1.0)	(2.7)	(0.9)	(-0.4)
有効求人	15.8	(-0.1)	(0.8)	(1.4)	(-0.4)	(-1.4)
新規求人倍率(季調済、倍)	1.22	1.23	1.17	1.17	1.17	1.17
新規求職	2.1	(0.0)	(6.0)	(8.4)	(-2.8)	(-6.8)
新規求人	14.4	8.0	2.8	4.8	-0.7	-7.6
		(-0.9)	(1.1)	(6.3)	(-3.2)	(-6.6)
うち製造業	18.2	17.0	6.5	7.2	1.0	-9.1
うち非製造業	13.3	5.3	1.6	4.0	-1.3	-7.1
パートの有効求人倍率(倍)	1.36	1.47	1.46	1.45	1.44	1.42

(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

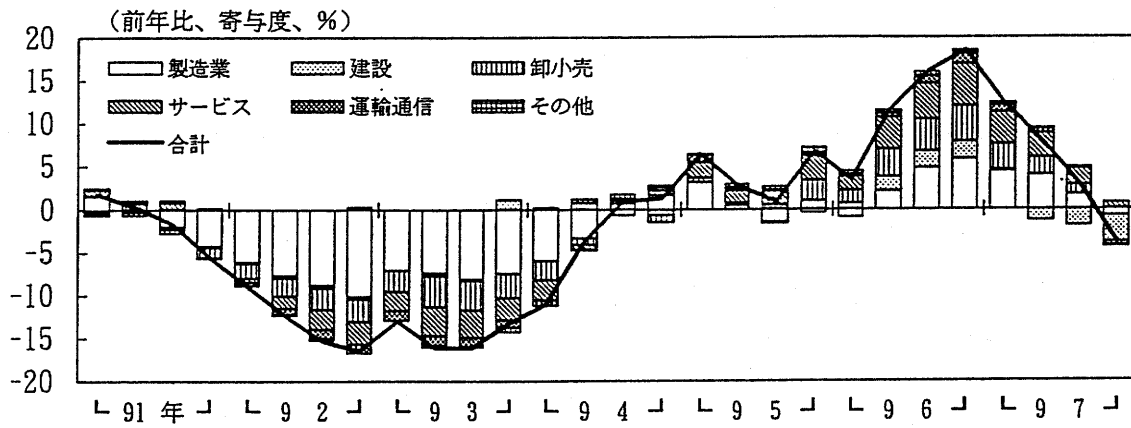
(図表16)

労働需給

(1) 労働需給

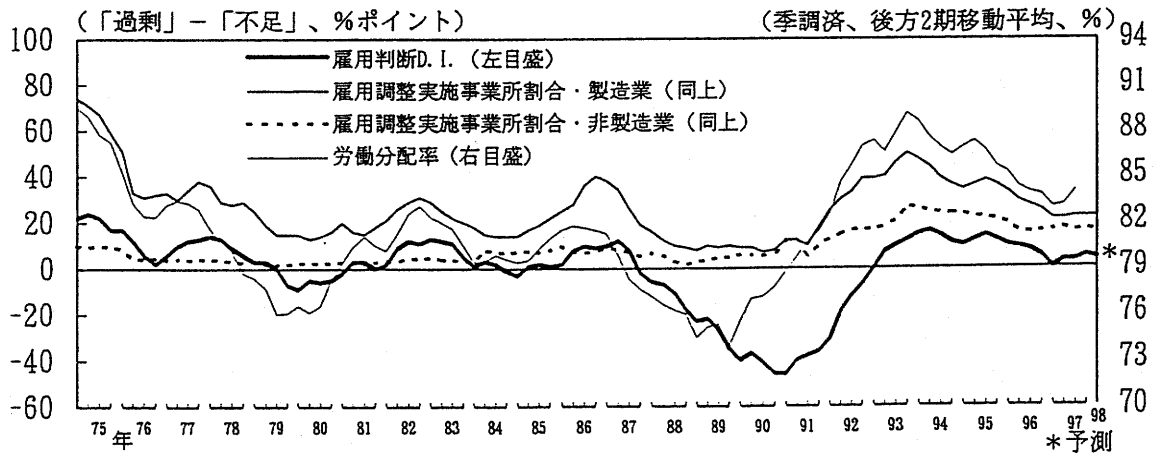


(2) 新規求人数



(注) 新規学卒者を除きパートタイムを含む。ただし、97/4Qは10-11月の値。

(3) 雇用調整圧力

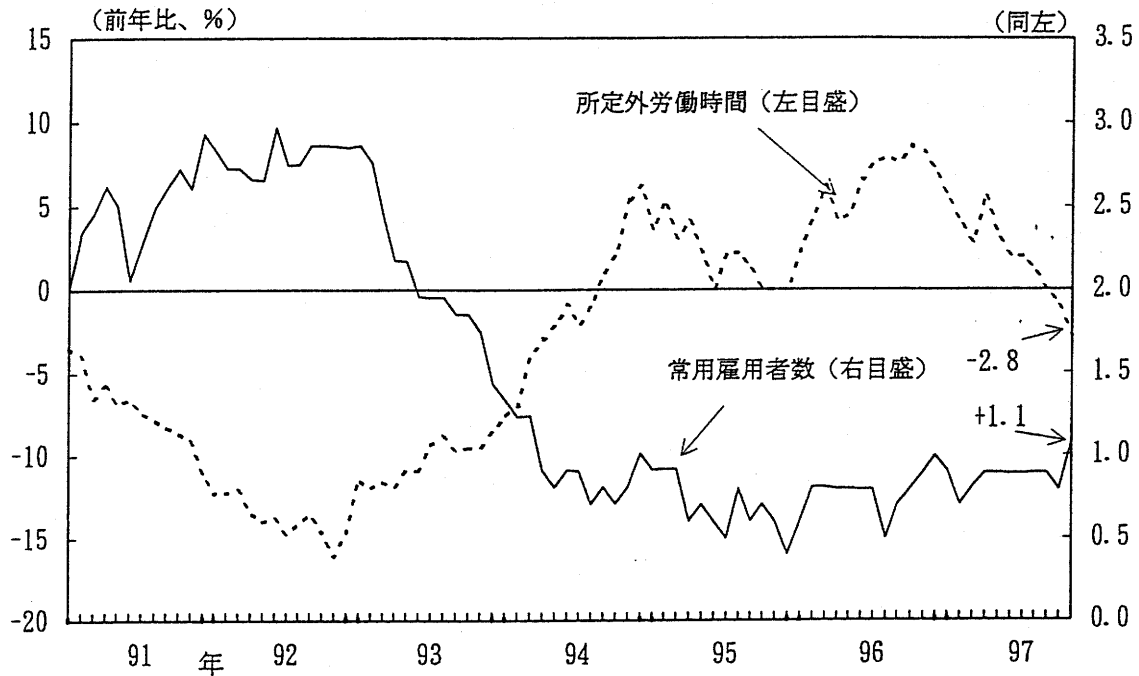


(注) 1. 雇用判断D.I. は全国短観・全産業ベース。また、98/1Qは予測値。
 2. 労働分配率=人件費/(人件費+経常利益)、法人季報・全産業、規模計ベース。
 3. 雇用調整実施事業所割合=雇用調整を実施した事業所数/調査事業所数。
 ただし、97/4Q以降は雇用調整を予定している事業所数。
 集計対象は常用雇用者30人以上を雇用する約3,000事業所。

(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「労働経済動向調査」等

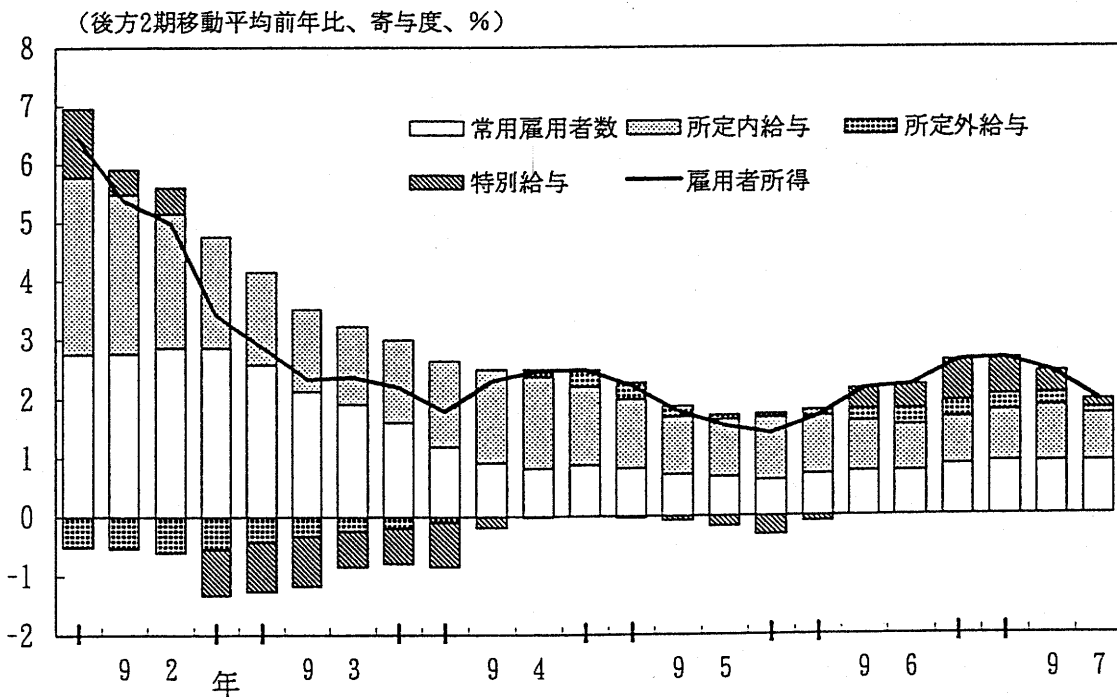
雇用・所得

(1) 常用雇用者と所定外労働時間 (全産業)



(注) 5人以上事業所ベース。97/11月は速報値。

(2) 雇用者所得



(注) 1. 5人以上事業所ベース。
2. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
3. ただし、97/3Qの11月は速報値。

個人消費関連指標

— 前年比、%、() 内は季調済前期(月)比、%

	96年	97/4~6月	7~9	10~12	9月	10	11	12
家計消費支出(全世帯、実質)	-0.1	-2.5 (-4.6)	1.9 (0.9)		2.6 (0.9)	1.1 (-1.1)	-2.1 (-2.3)	
消費水準指数(全世帯)	0.6	-2.7 (-5.1)	1.4 (0.8)		2.4 (0.0)	1.1 (-0.1)	-2.0 (-1.4)	
乗用車新車登録台数(除く軽)	4.7	-9.2	-10.3	-13.7	-9.1	-14.0	-21.8	-3.9
家電販売(NEBAベース、実質)	20.1	-3.3	0.5		3.0	-1.5	2.3	
全国百貨店売上高(通産省)	1.3	-8.1	-3.1		-4.2	-4.2	-4.0	
都内百貨店売上高	1.3	-8.6	-4.1		-4.2	-4.7	-5.6	
全国チェーンストア売上高	0.2	-4.8	-3.6		-4.3	-3.6	-4.5	
旅行取扱額(主要50社)	6.7	-1.2	0.3		-0.2	1.6	-2.7	
うち国内	4.2	-2.9	0.2		-1.2	3.0	-2.3	
うち海外	10.2	1.2	0.2		0.8	-1.0	-3.3	

(注1) 都内百貨店、チェーンストアは公表計数通り(消費税を含まないベース)。全国百貨店は調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。いずれも店舗調整済。

(注2) 家電販売額は、調査統計局において、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。

(注3) 旅行取扱額は、調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。

(参考) 消費者コンフィデンス関連指標

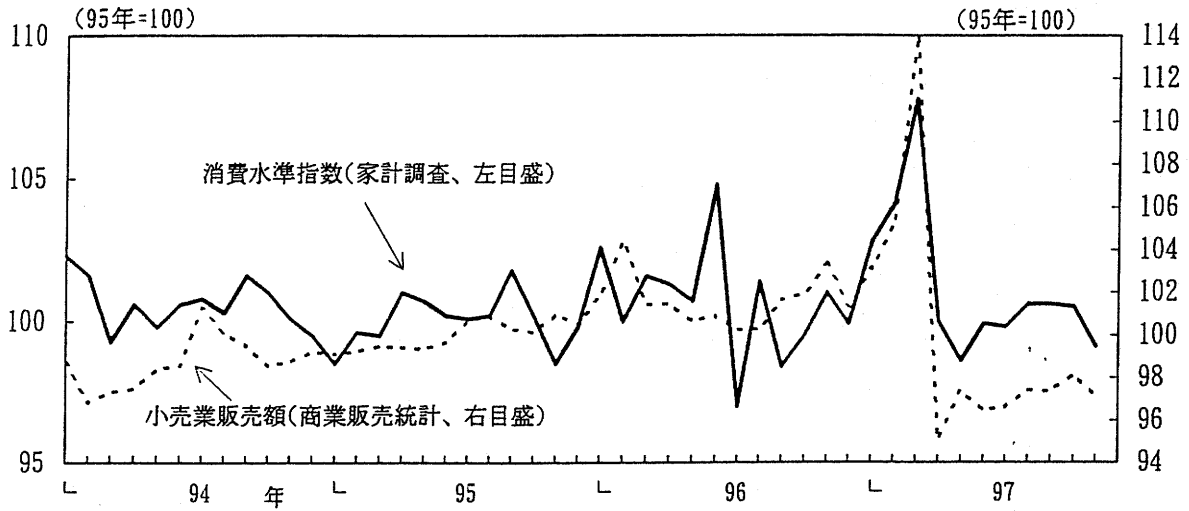
	97/3月	6	9	12
日経消費予測指数(日経産業消費研究所、 数値が高いほど良好)	91.5	84.7	89.3	81.1
消費者態度指数(経済企画庁調べ、 数値が高いほど良好、レンジ0~100)	35.6	40.0	41.2	

	97/2月	4	6	8	10	12
生活不安度指数(リサーチ総研調べ、数値が 低いほど良好、レンジ-100~300)	127	130	120	115	121	133

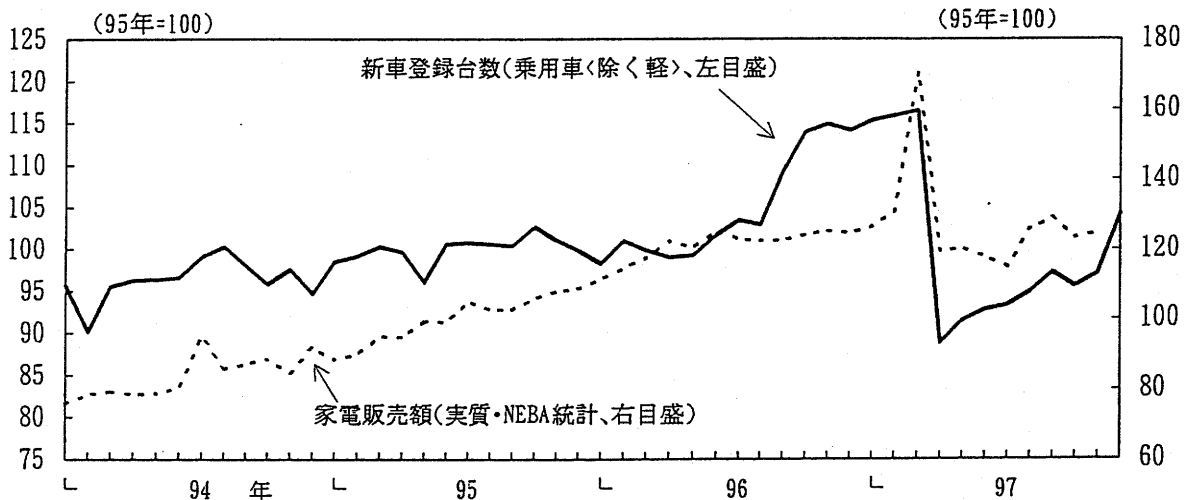
(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、運輸省「旅行取扱状況」、通商産業省「商業販売統計」、日本百貨店協会「都内百貨店売上高」、日本銀行「卸売物価指数」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、

個人消費1 (季調済系列)

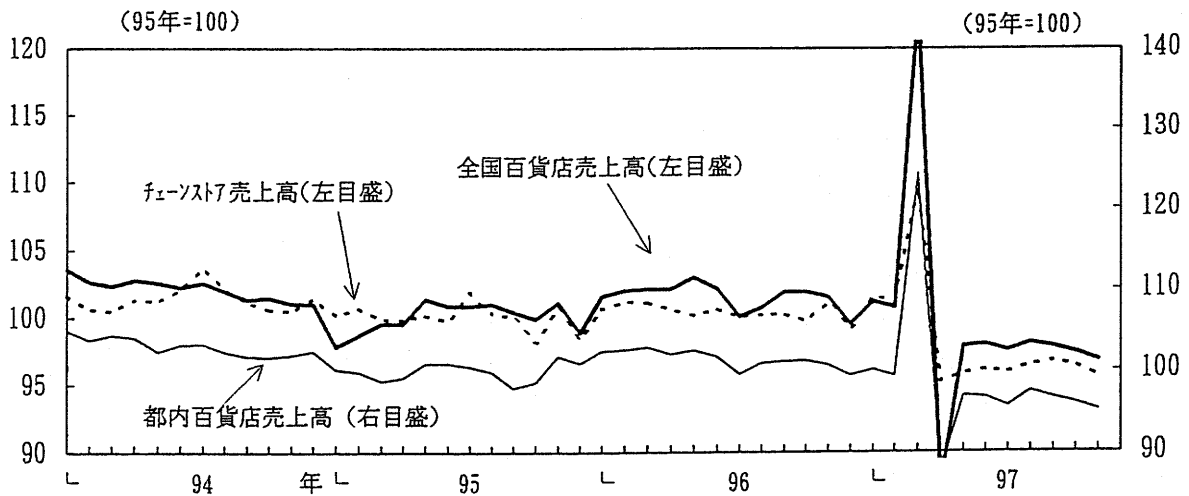
(1) 家計調査・商業販売統計 (実質)



(2) 耐久消費財



(3) 大型小売店売上高 (名目・除く消費税・店舗調整後)



(注) 1. X-12-ARIMA(βバージョン)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。

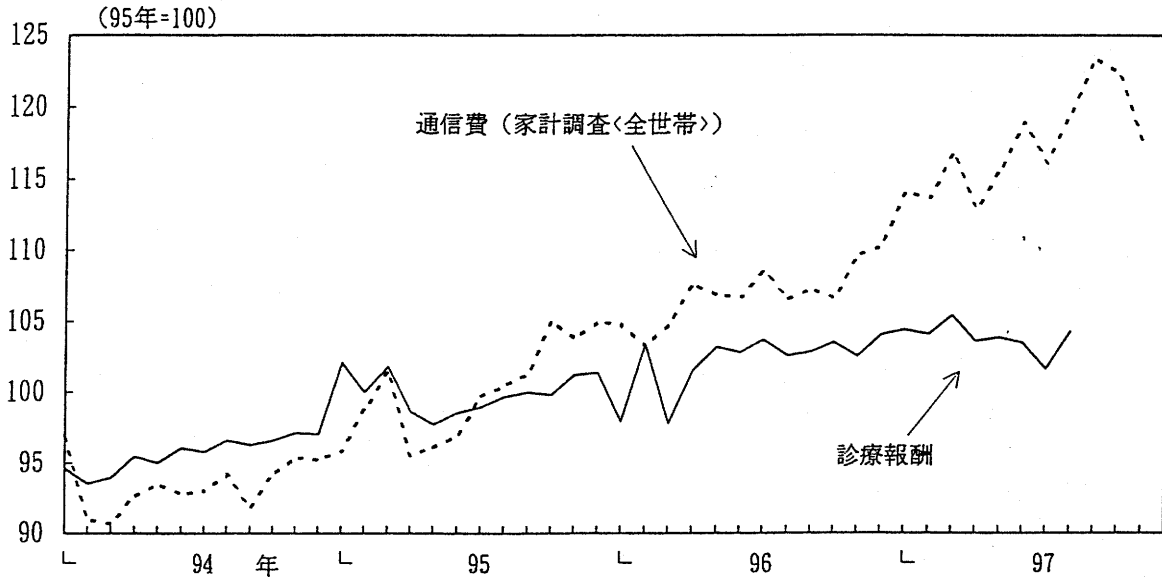
2. 小売業販売額は、調査統計局において、CPI商品で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウイトで加重平均し、実質化したもの。

3. 全国百貨店売上高は、調査統計局において、消費税分を控除したもの。

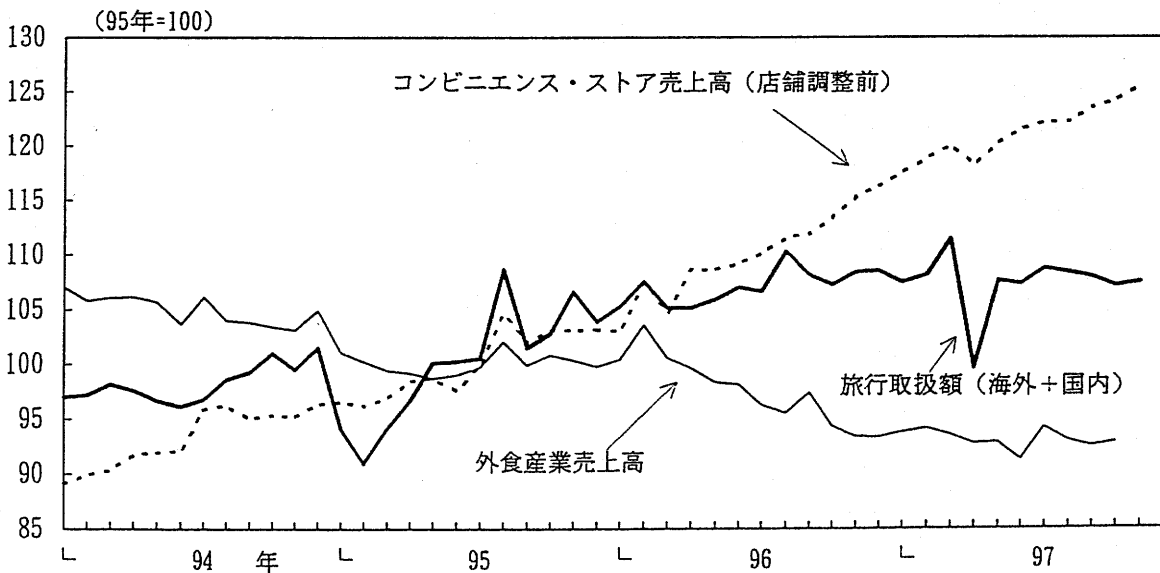
(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本百貨店協会「都内百貨店売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

個人消費2 (季調済系列)

(1) サービス関連(1)



(2) サービス関連(2)

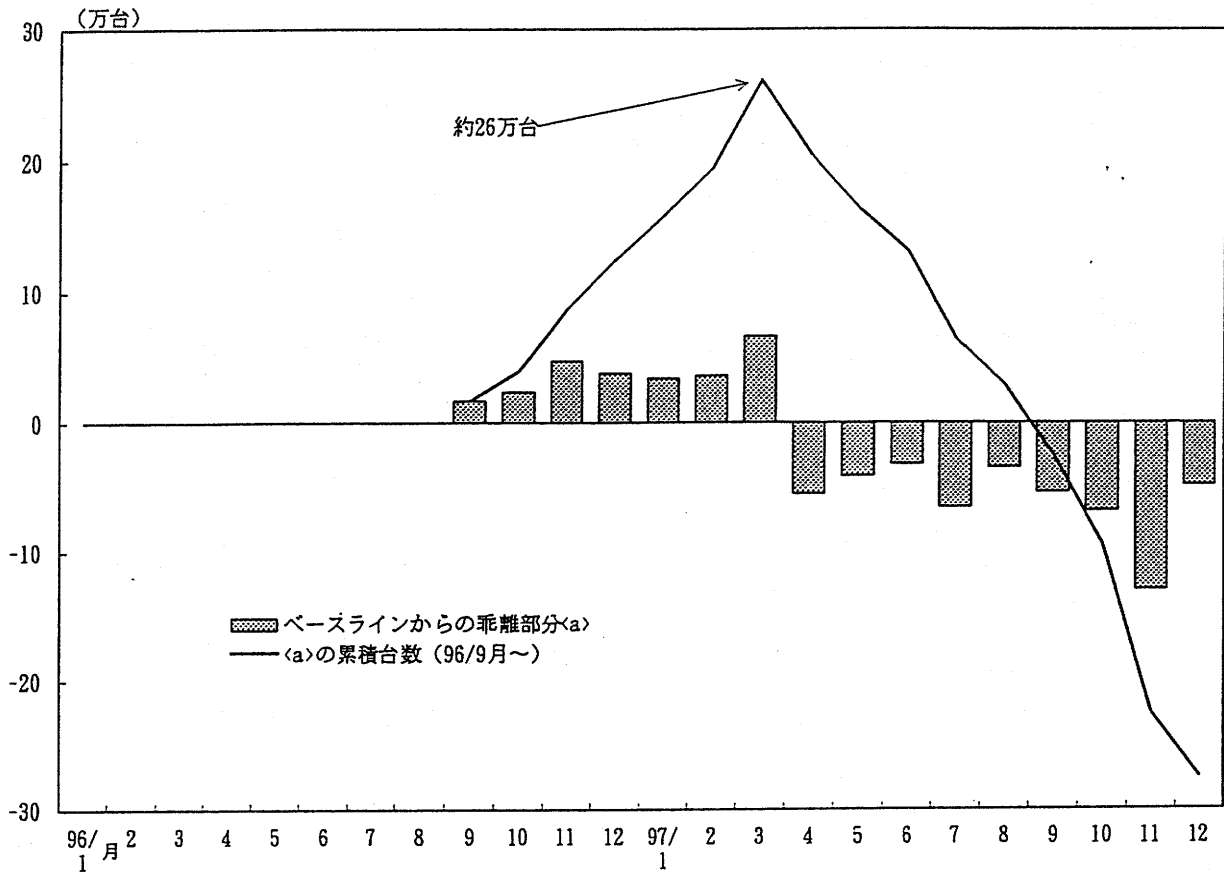


- (注) 1. 計数はいずれも名目値。X-12-ARIMA(β バージョン)による季調済系列。
2. コンビニエンス・ストア売上高は、調査統計局集計ベース。
3. 外食産業売上高、旅行取扱額は、調査統計局において、消費税分を控除したもの。

(資料) 外食総研「月次売上動向調査」、医療保険業務研究協会「医療保険統計月報」
運輸省「旅行取扱状況」、総務庁「家計調査報告」

(図表20)

乗用車の駆け込み・反動の評価



(注) 1. 乗用車販売のベースラインを前年比+3%と仮定。
2. 「乗用車」には小型トラックを含む(除く軽)。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」

住宅関連指標

<新設住宅着工戸数>

— 季調済年率換算戸数、万戸、()内は季調済前期(月)比、< >内は前年比、%

	96年度	97/4~6月	7~9	9月	10	11
総戸数	163.0 (9.8)	144.4 (-5.2) <-10.2>	129.1 (-10.6) <-22.7>	132.9 (1.7) <-22.2>	136.3 (2.6) <-25.2>	128.9 (-5.4) <-23.5>
持家	63.6 (15.6)	49.6 (-18.2) <-20.6>	40.9 (-17.5) <-36.9>	40.9 (-3.9) <-37.6>	42.3 (3.5) <-35.3>	42.7 (0.7) <-39.2>
分譲	35.2 (2.1)	38.1 (10.2) < 11.5>	33.7 (-11.7) <- 8.2>	34.6 (-6.1) < -5.2>	37.4 (8.3) < -1.1>	35.9 (-4.1) < 3.6>
貸家系	64.2 (8.9)	57.8 (0.5) <-10.5>	54.2 (-6.2) <-16.0>	55.4 (4.3) <-17.7>	54.5 (-1.8) <-27.9>	51.4 (-5.5) <-22.0>

<住宅金融公庫申込件数(個人住宅建設)等>

— %

	96年度/1回	2回	3回	4回	97/1回	2回	3回
公庫申込件数前年比	9.7	-3.4	-42.2	-33.0	-47.7	-60.3	-21.9
基準金利	3.35	3.25	3.10	→	→	→	3.00

<首都圏新築マンション関連指標—不動産経済研究所調べ—>

— 前年比、%

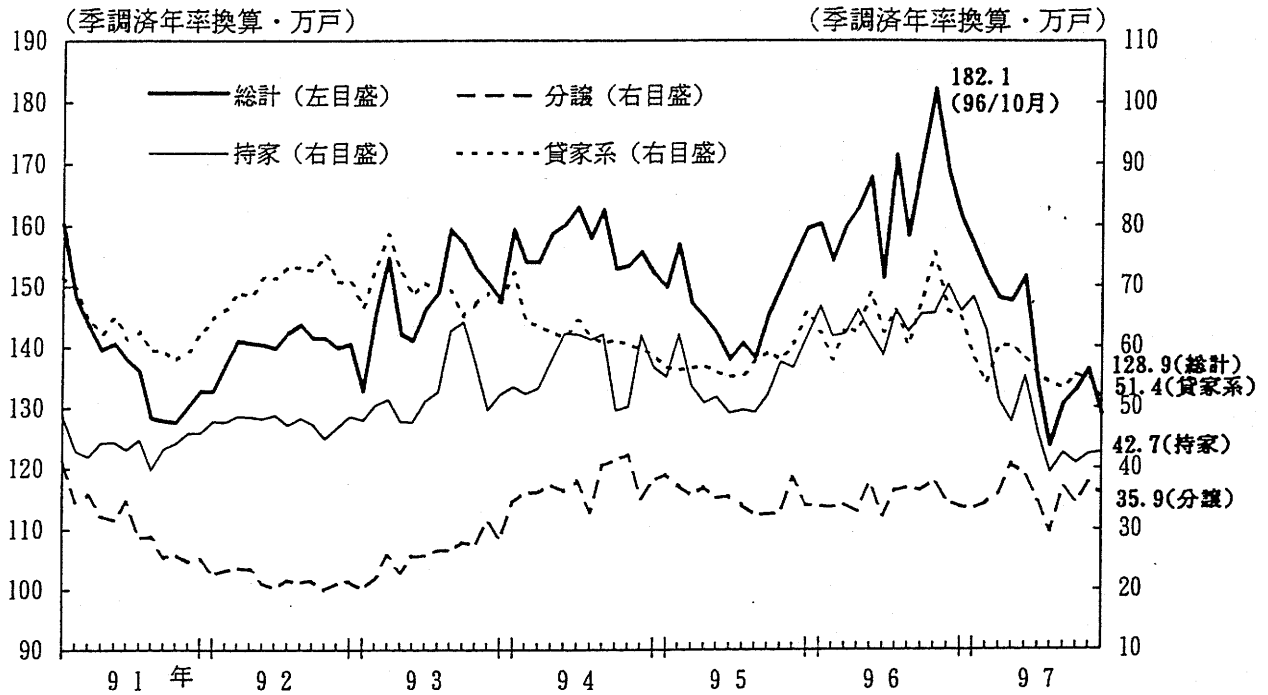
	96年	97/4~6月	7~9	8月	9	10	11
新規供給戸数	-2.5	-24.6	-33.6	-19.2	-43.7	23.8	15.0
期末在庫(戸)	8,330	8,634	9,160	8,946	9,160	9,131	9,623
新規契約率(%)				71.7	71.5	73.4	73.5

(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「住宅金融公庫申込受理戸数」、
不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」

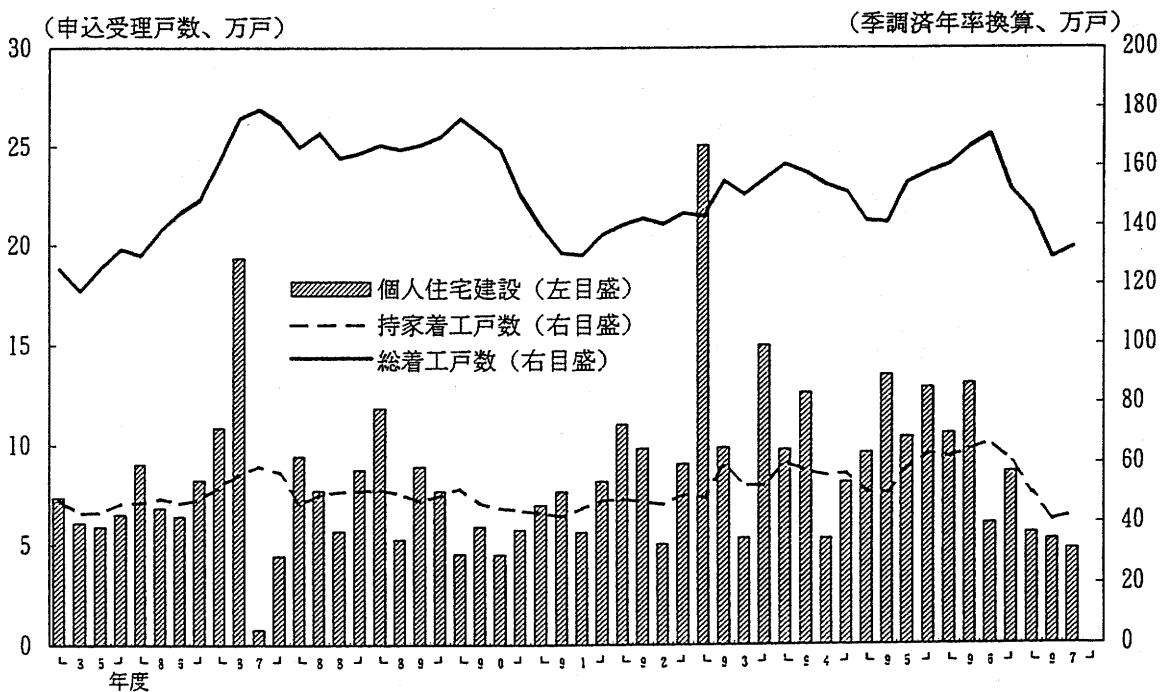
(図表21)

住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公庫個人向け融資申込受理戸数と住宅着工



(注) 97年度3Qの着工戸数は10、11月の平均値。

(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「月刊ハウジングデータ」

生産・出荷・在庫関連指標

<鋁工業指数統計等>

— 季調済前期(月)比、()内は原計数前年比、%、在庫率は指数水準

	96年度	97/4~6月	7~9	10~12	97/9	10	11	12	98/1
生産	4.0	0.0 (6.7)	-0.4 (4.3)	-1.6* (0.4)*	2.4 (4.2)	0.1 (2.1)	-4.1 (-1.1)	1.4* (0.2)*	4.2* (-0.9)*
出荷	4.3	-1.6 (6.6)	0.6 (4.8)		2.9 (5.1)	-0.2 (2.7)	-5.3 (-2.1)		
在庫	-5.5	7.1 (1.5)	0.7 (3.2)		-0.3 (3.2)	-0.5 (2.4)	1.4 (4.3)		
在庫率	106.2	117.8	115.3		115.3	116.3	123.8		
大口電力 需要量**	2.2	1.7 (4.4)	-0.1 (3.9)		0.8 (4.7)	-0.8 (2.4)	-1.6 (0.7)		

* 予測指数による。

**大口電力需要量の季調値は調査統計局試算。

<生産指数における MITI 季調値と X-12-ARIMA 季調値との比較>

—— 前期(月)比、%

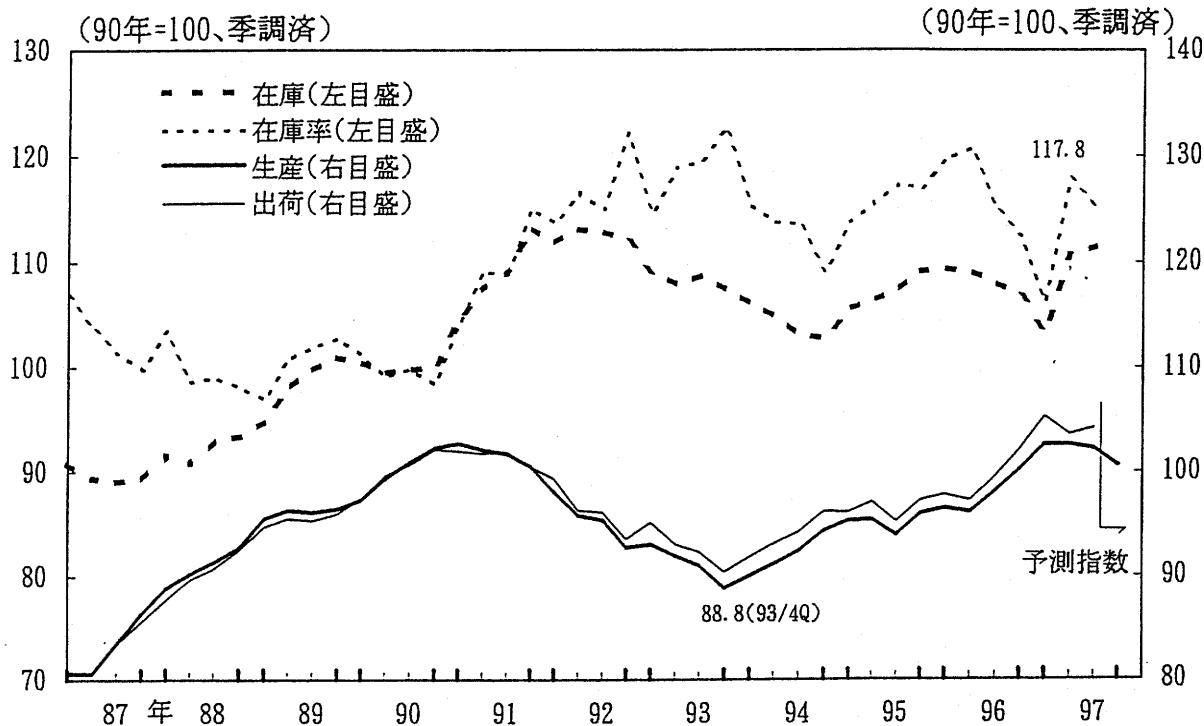
	97/2Q	97/3	97/4*	9月	10	11	12*	98/1*
MITI 公表値	0.0	-0.4	-1.6	2.4	0.1	-4.1	1.4	4.2
X-12-ARIMA	0.2	0.1	-2.1	-0.6	-1.1	-0.4	-1.2	3.4

* 予測指数による。

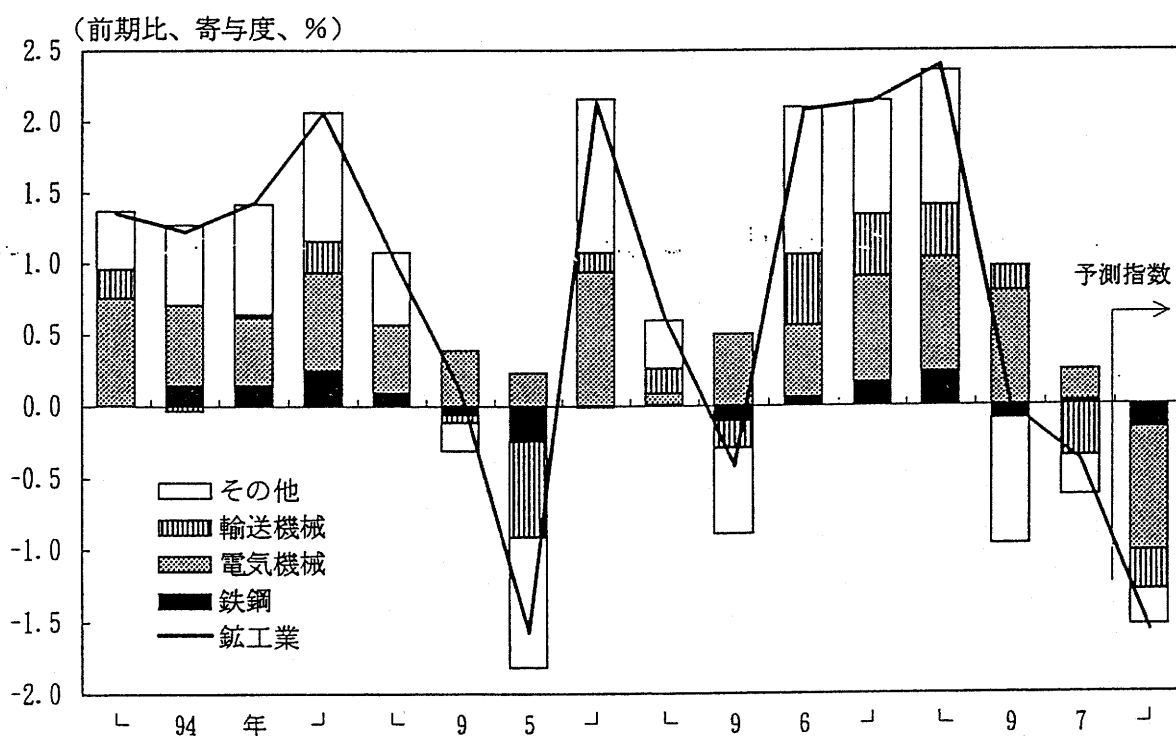
(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」、電気事業連合会「電力需要実績」

生産

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



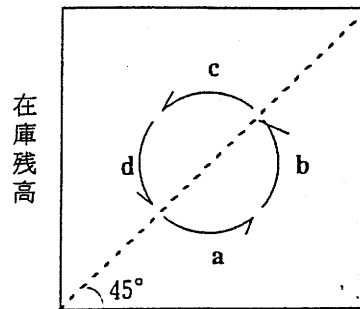
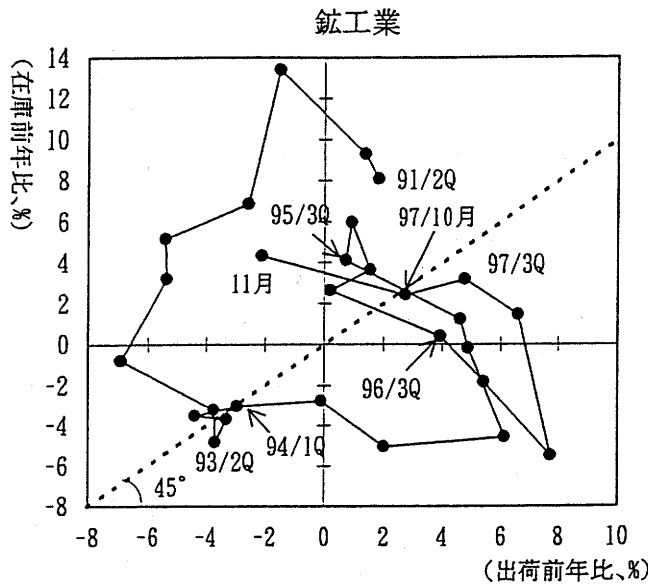
(2) 業種別の寄与度



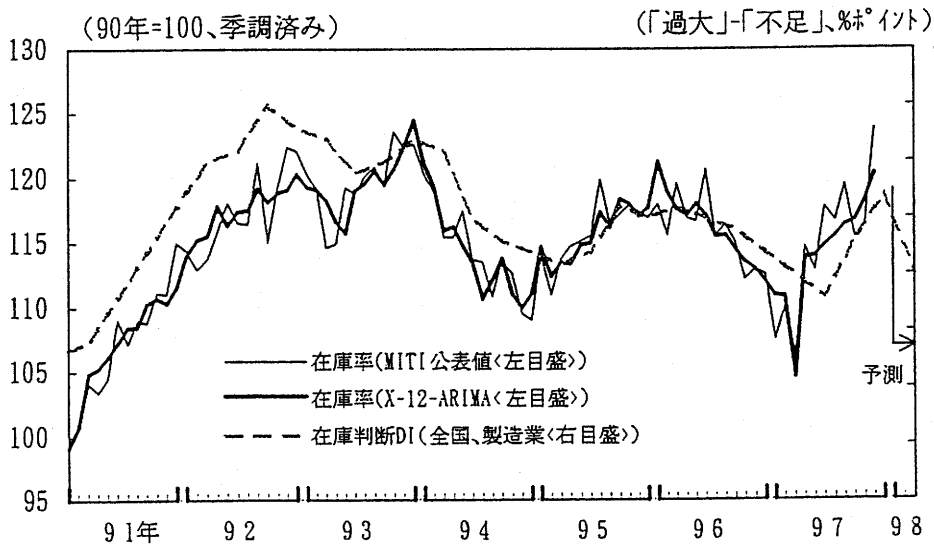
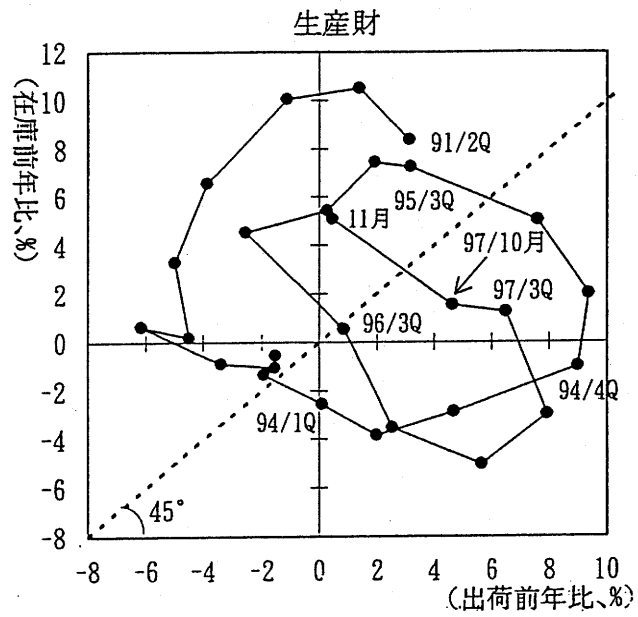
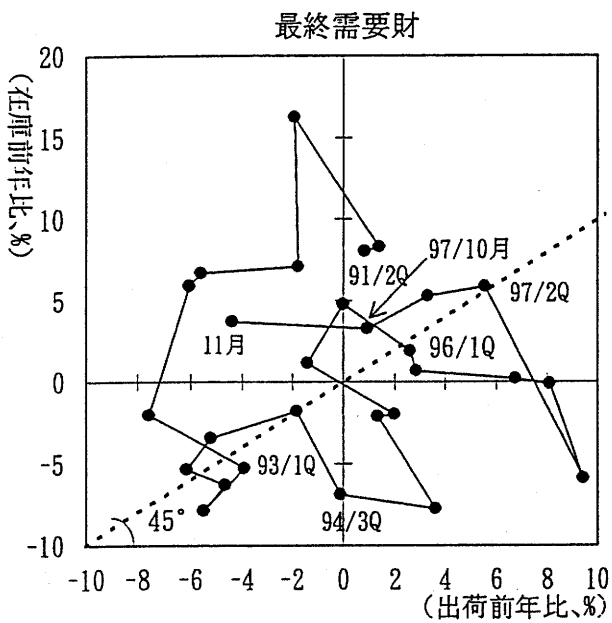
(注) 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。

(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

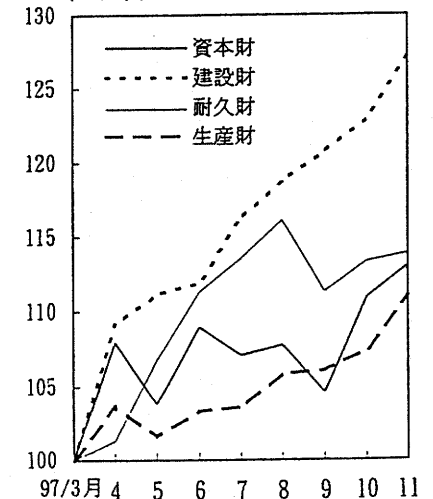
在庫循環



- a 回復局面
- b 在庫積み増し局面
- c 在庫積み上がり局面
- d 在庫調整局面



(参考) 財別の在庫率<X-12-ARIMA>
(97/3月=100、季調済)

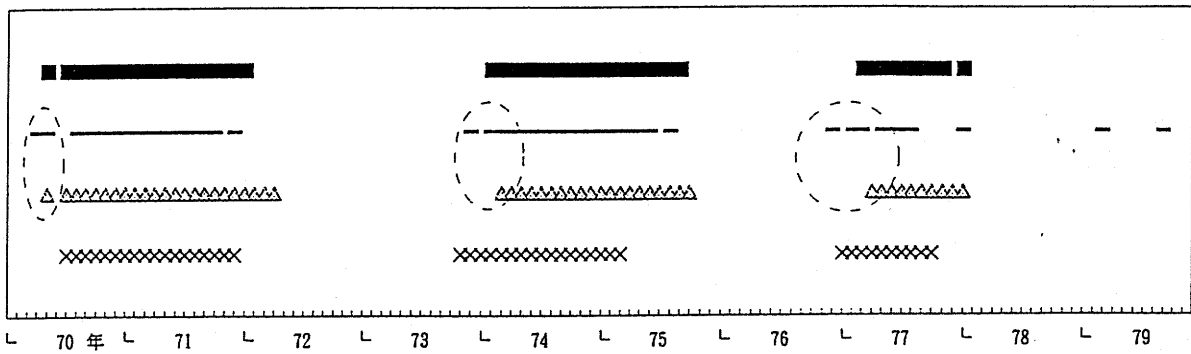


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

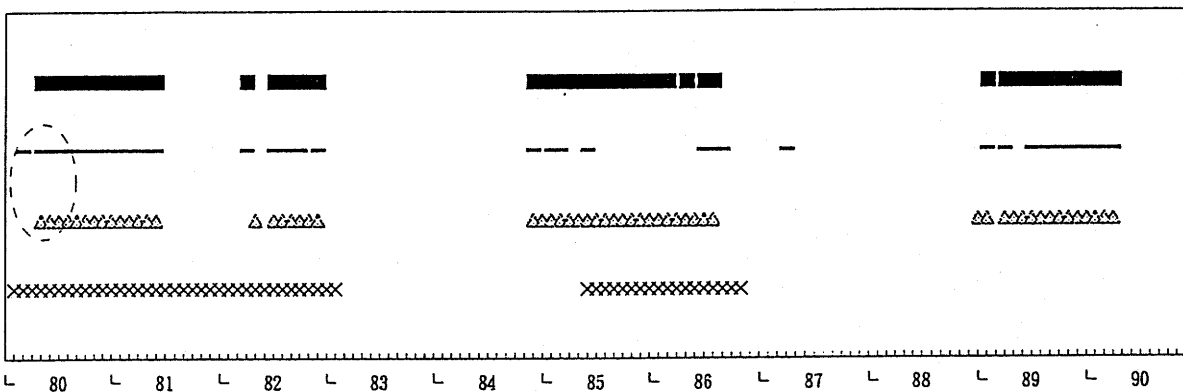
財別在庫調整期

・70～79年

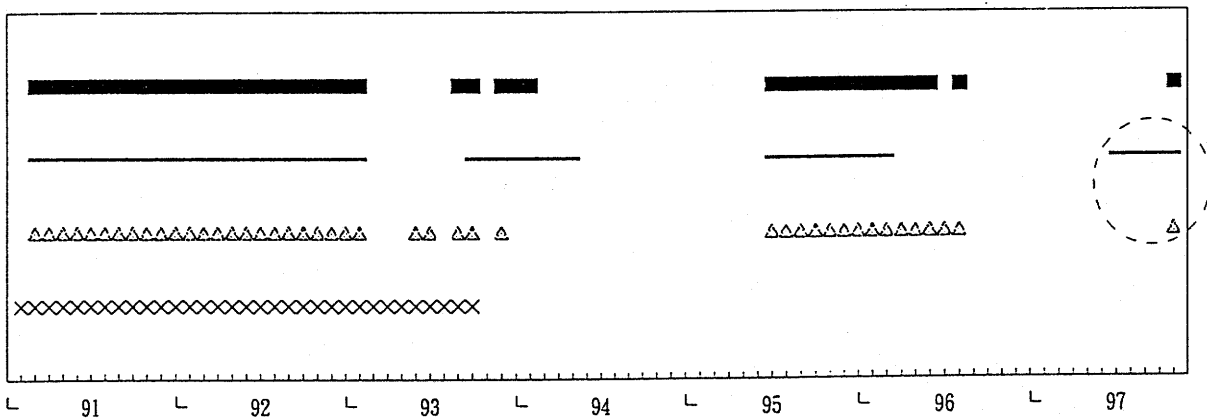
■ 鉱工業全体 - 最終需要財 △ 生産財 × 景気後退局面



・80～90年



・91年～



- (注) 1. 在庫調整期とは、在庫循環図上の45度線を切った期間を指す。
- 2. 景気後退局面は、EPAの景気基準日付による。
- 3. ○で囲んだ部分は、最終需要財が先に調整期に入り、生産財が後から調整期入りした局面を指す。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

物 価 関 連 指 標

— 前期(月)比、()内は前年比、< >内は消費税率引き上げの影響を除いた前年比、%

	96年度	97/7~9月	10~12	9月	10	11	12
国内卸売物価	-1.5	-0.5*	-0.5*	-0.1	-0.3*	-0.1	0.0
		(1.4)	(0.9)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(0.7)
		<-0.5>	<-1.0>	<-0.5>	<-0.8>	<-1.0>	<-1.2>
輸入物価(円ベース)	12.3	-3.6	3.2	1.1	0.2	2.1	1.8
同(契約通貨ベース)	-0.3	-1.9	-0.9	-0.4	-0.3	0.1	-0.6
全国CPI	(0.4)	(2.1)		(2.4)	(2.5)	(2.1)	
		<0.6>		<0.9>	<1.0>	<0.6>	
全国CPI(除く生鮮)	(0.3)	(2.2)		(2.4)	(2.4)	(2.2)	
		<0.8>		<0.9>	<0.9>	<0.7>	
東京CPI(除く生鮮)	(0.0)	(1.9)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)**
		<0.6>	<0.9>	<1.0>	<0.9>	<0.9>	<0.9>**
C S P I	-0.7	0.0		0.0	0.1	-0.1	
		(1.6)		(1.7)	(1.8)	(1.7)	
		<-0.2>		<-0.1>	< 0.0>	<-0.1>	

* 夏季電力料金調整後

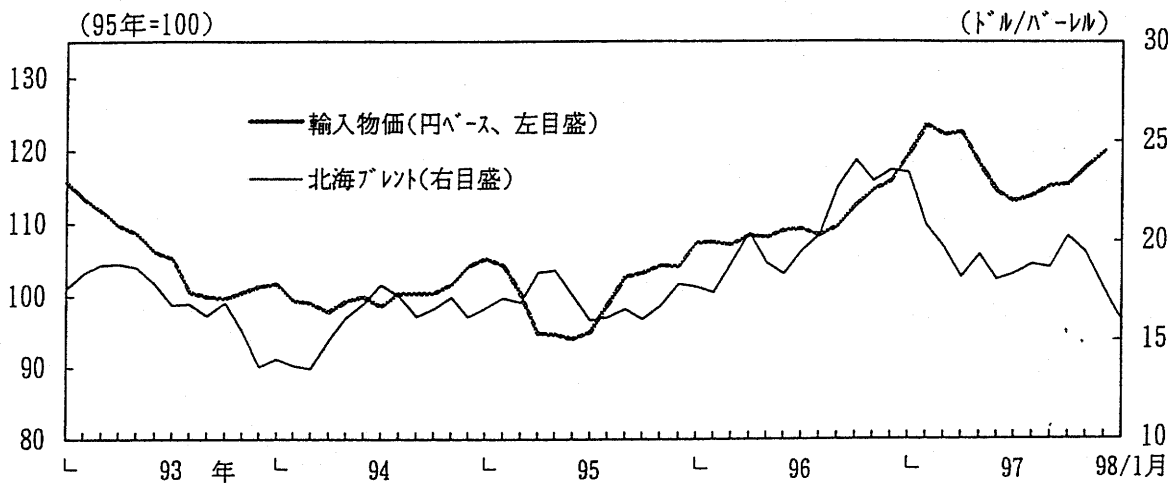
**12月中旬速報値

(注) 「消費税率引き上げの影響を除いたベース」は、課税品目の全てについてフル転嫁されたと仮定し、調査統計局で試算。

(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」

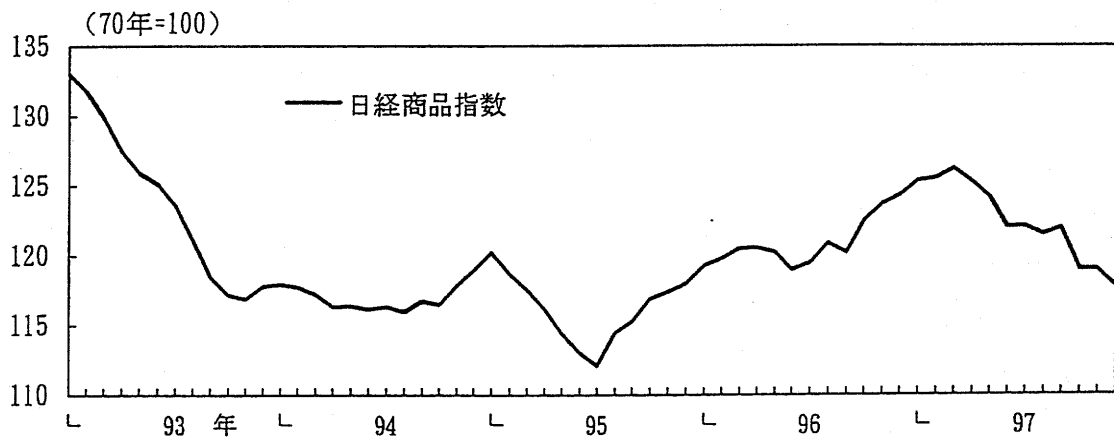
卸売物価

(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況

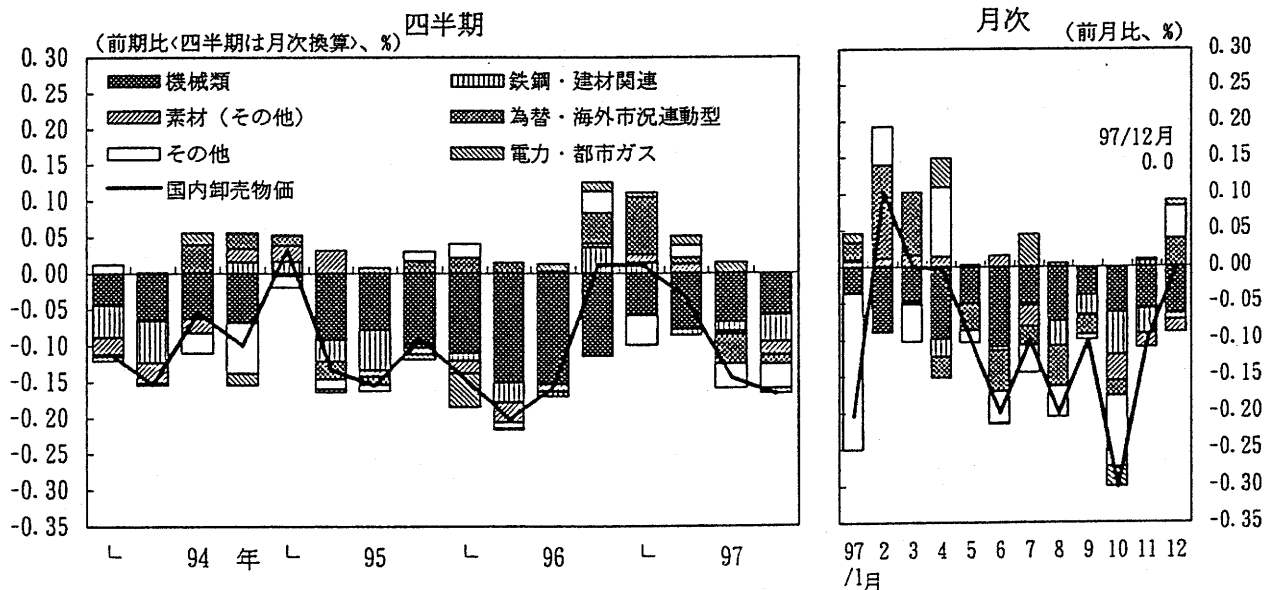


(注) 北海プラントの98/1月の計数は、1/9日までの平均値。

(2) 国内商品市況



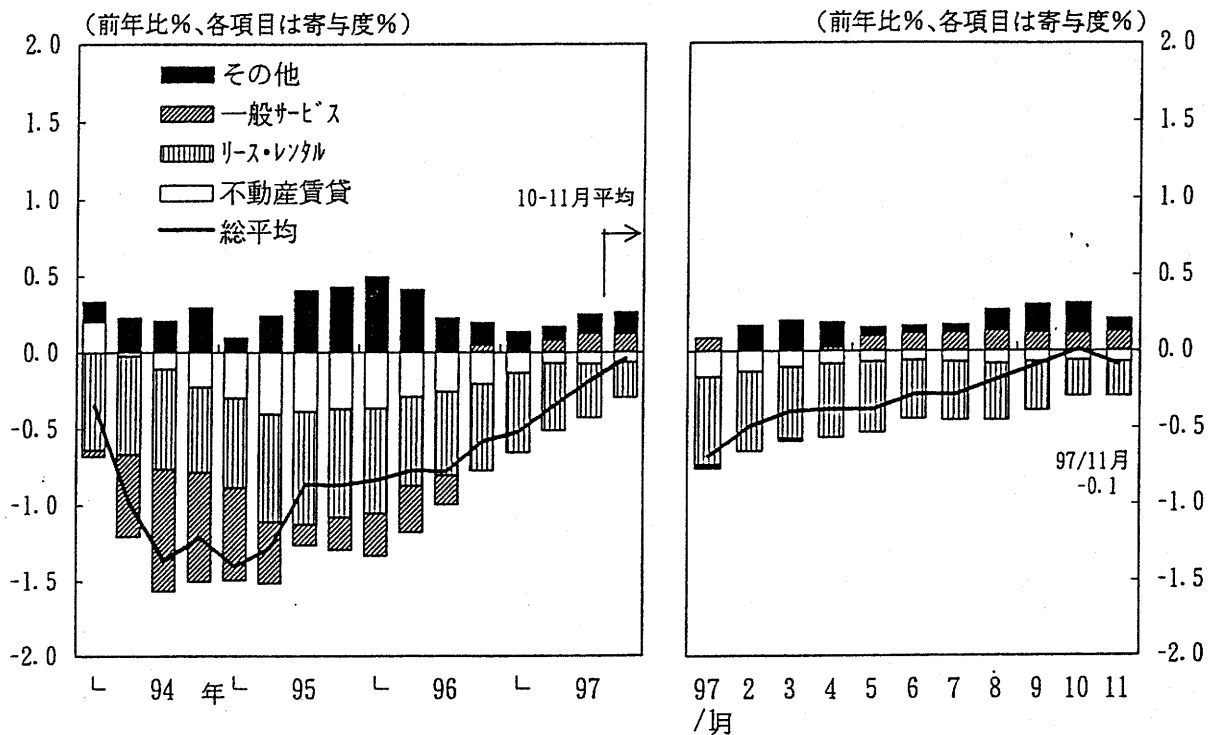
(3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



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

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

企業向けサービス価格

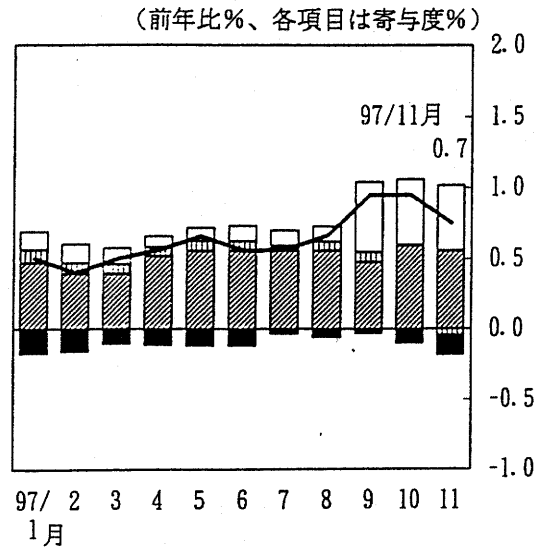
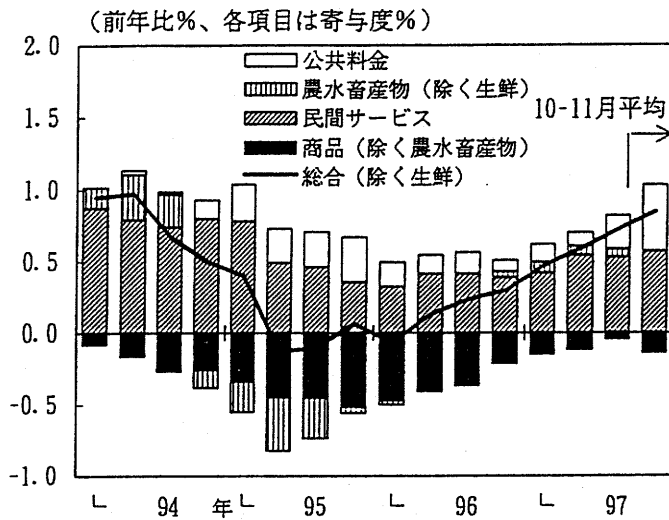


- (注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、広告、建物・土木、労働者派遣、機械修理等(「その他」に含まれる品目を除く)。
- 2. その他は、①規制料金(自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)。
- 3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

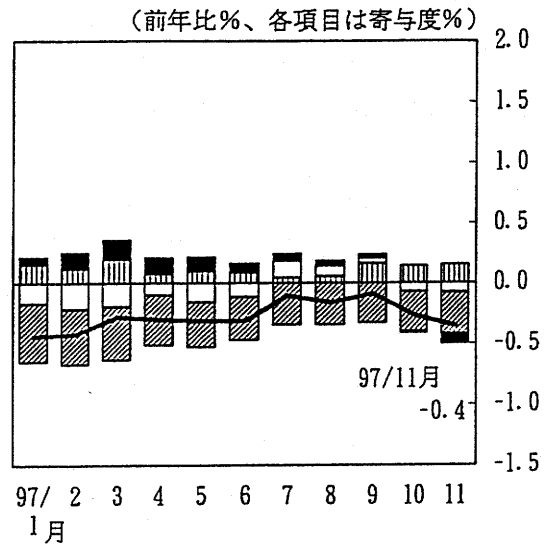
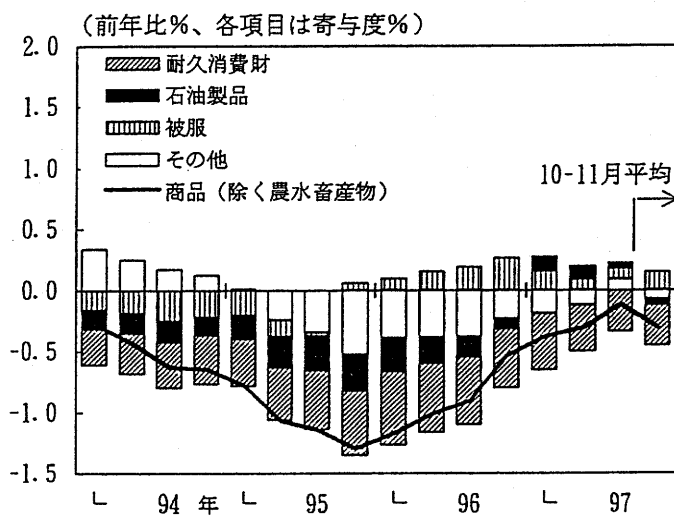
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

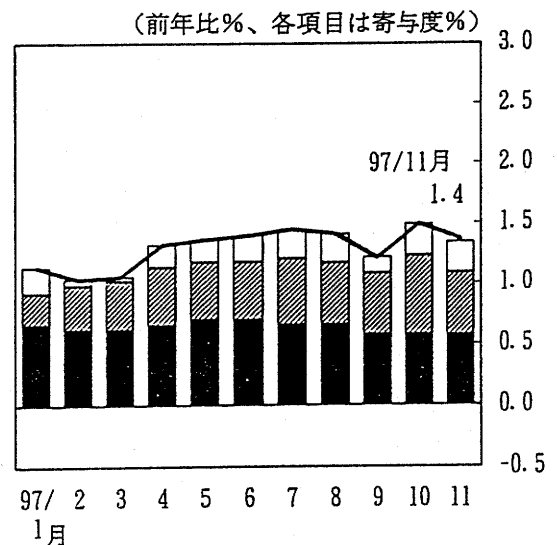
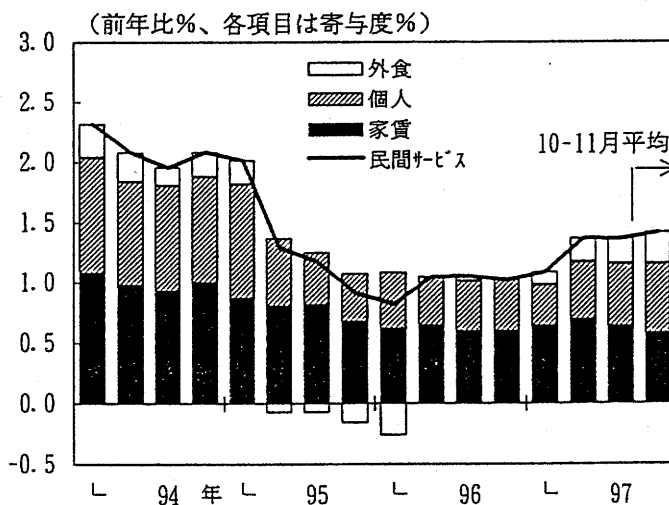
(1) 総合 (除く生鮮)



(2) 商品 (除く農水畜産物) の要因分解



(3) 民間サービスの要因分解

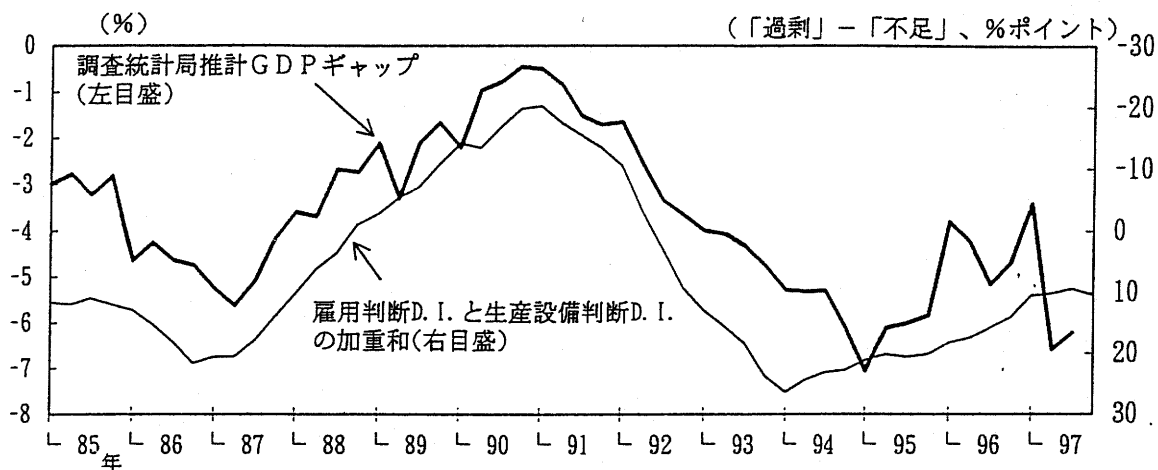


(注) 1. 石油製品: プロパンガス、灯油、ガソリン(レギュラー)
 2. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

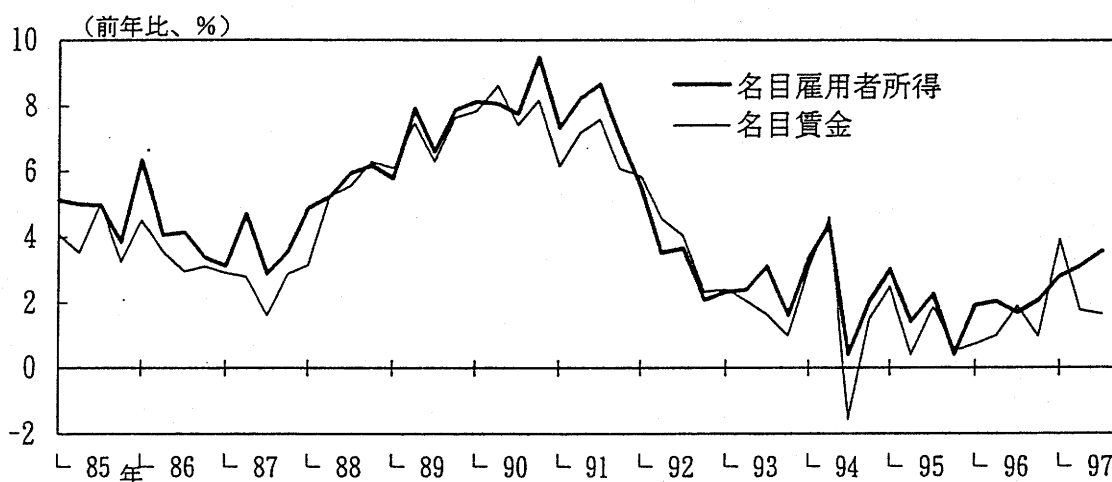
(資料) 総務庁「消費者物価指数」

物価を取り巻く環境(1)

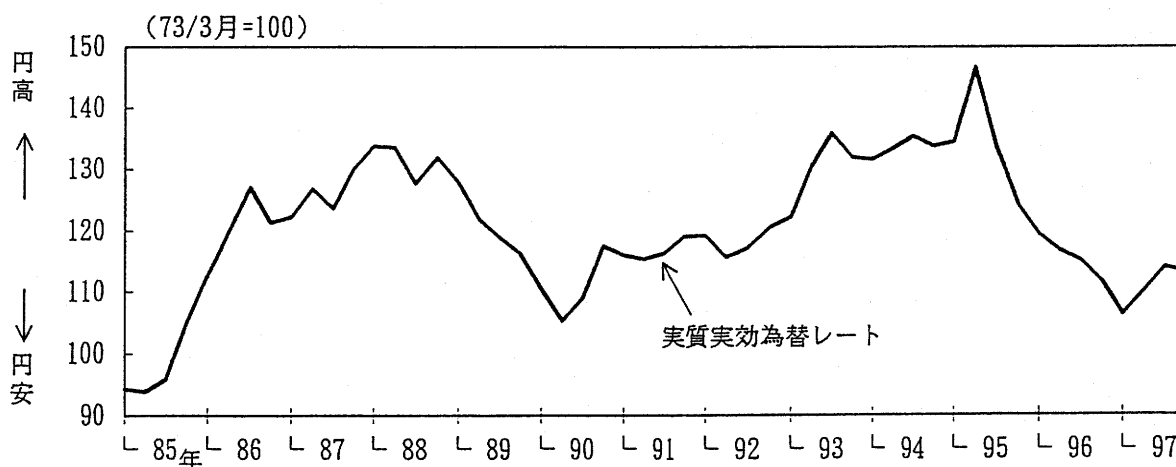
(1) 需給ギャップの推移



(2) 人件費



(3) 実質実効為替レート



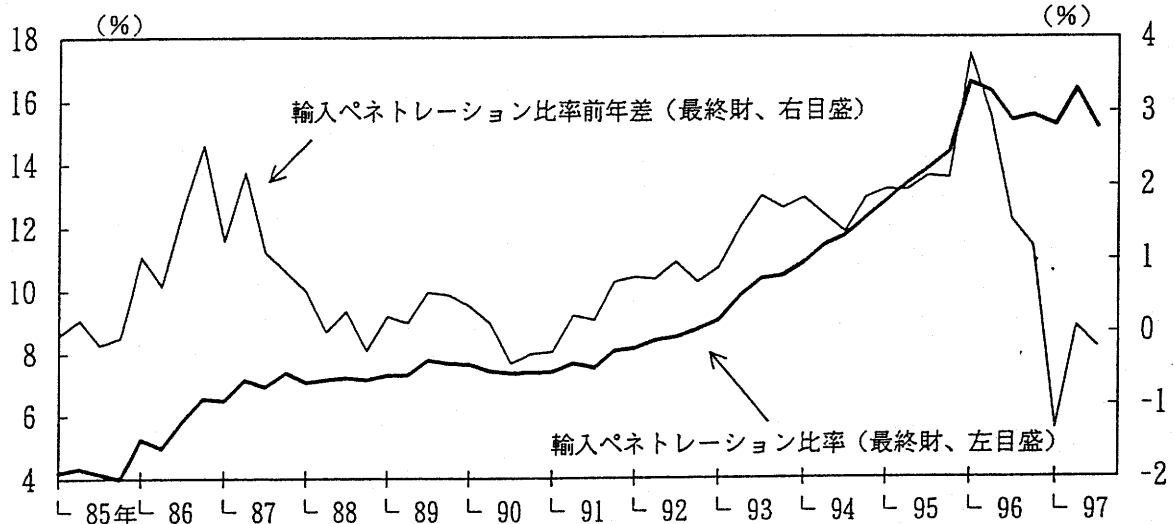
- (注) 1. 雇用判断D. I. と設備判断D. I. (ともに主要・全産業) を労働・資本分配率(75~96年度平均)を用いて加重和。
2. 名目賃金は、現金給与に常用雇用者数を乗じたもの(毎勤30人以上事業所ベース)。
3. 実質実効為替レートは、調査統計局試算値。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、労働省「毎月勤労統計」、経済企画庁「国民所得統計」

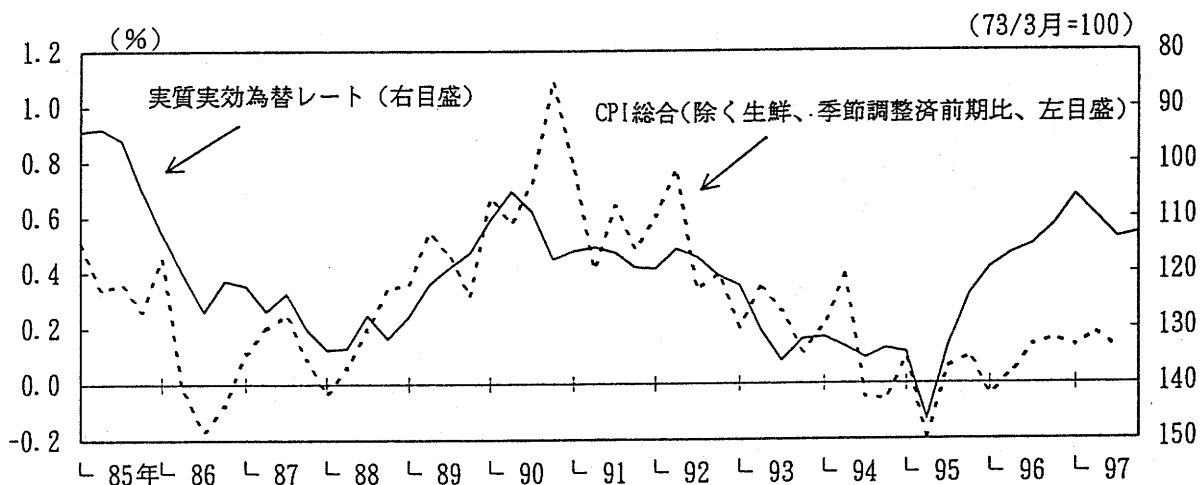
物価を取り巻く環境(2)

(4) 輸入財との競合

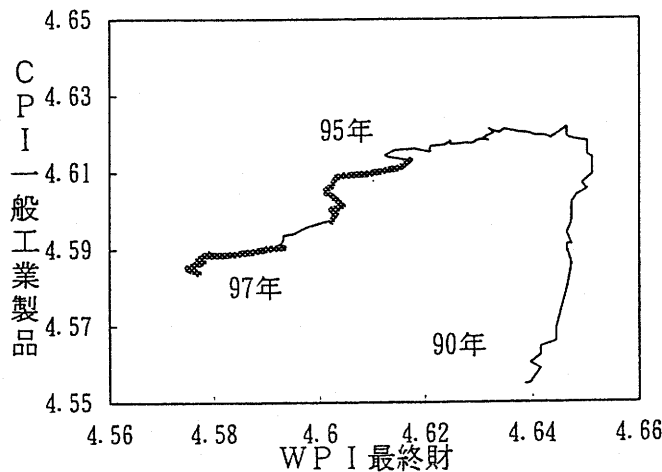
① 輸入ペネトレーション比率



② CPIと円相場の実質実効為替レート



③ CPIとWPI最終財価格



対数変換値をプロット。
傾きが大きいほど弾力性が高い。

(注) 1. 輸入ペネトレーション比率 = $\frac{\text{輸入}}{\text{国内向け出荷} + \text{輸入}} \times 100$
 2. CPIは、消費税率引上げ、医療費負担増の影響を除いた(X-12-ARIMAによる季節調整値)。
 3. 実質実効為替レートは、調査統計局による試算値。

<計表10>

地 価 関 連 指 標

<六大都市市街地価格指数>

	— 前期比、%			
	96/3月末	9月末	97/3月末	9月末
全用途平均	-5.4	-4.4	-3.2	-2.7
商業地	-10.4	-8.5	-6.0	-5.3
住宅地	-3.1	-2.1	-1.6	-1.3

<公示地価(1月1日時点)・都道府県地価調査(7月1日時点)>

	— 前年比、%					
	95/1月 時点	7	96/1	7	97/1	7
住宅地 三大圏平均	-2.8	-3.2	-4.6	-4.4	-2.8	-2.2
商業地 "	-14.8	-16.0	-16.0	-14.6	-11.5	-9.4

<四半期別地価動向指数>

	— 原指数、()内は前期比、%					
	96/7月調査	10	97/1	4	7	10
住宅地・東京圏	161.8 (-1.0)	160.7 (-0.7)	159.6 (-0.7)	158.4 (-0.8)	157.3 (-0.7)	156.3 (-0.6)
大阪圏	163.2 (-0.7)	162.5 (-0.4)	162.0 (-0.3)	161.5 (-0.3)	161.0 (-0.3)	160.6 (-0.2)
名古屋圏	142.4 (-0.3)	141.9 (-0.4)	141.5 (-0.3)	141.1 (-0.3)	140.8 (-0.2)	140.5 (-0.2)
商業地・東京圏	136.1 (-3.9)	131.8 (-3.2)	127.9 (-3.0)	124.3 (-2.8)	121.2 (-2.5)	118.5 (-2.2)
大阪圏	129.1 (-2.9)	126.1 (-2.3)	123.3 (-2.2)	121.1 (-1.8)	119.1 (-1.7)	117.3 (-1.5)
名古屋圏	122.4 (-2.1)	119.9 (-2.0)	117.7 (-1.8)	115.7 (-1.7)	113.7 (-1.7)	111.9 (-1.6)

<オフィスビル空室率等>

	— 単位%、募集賃料は円/坪					
	96/6月	9	12	97/3	6	9
オフィスビル空室率	6.8	6.3	6.0	5.2	5.0	4.8
募集賃料(生駒データサービス)	16,120 (96年平均) 15,840 15,680 15,480 15,540					

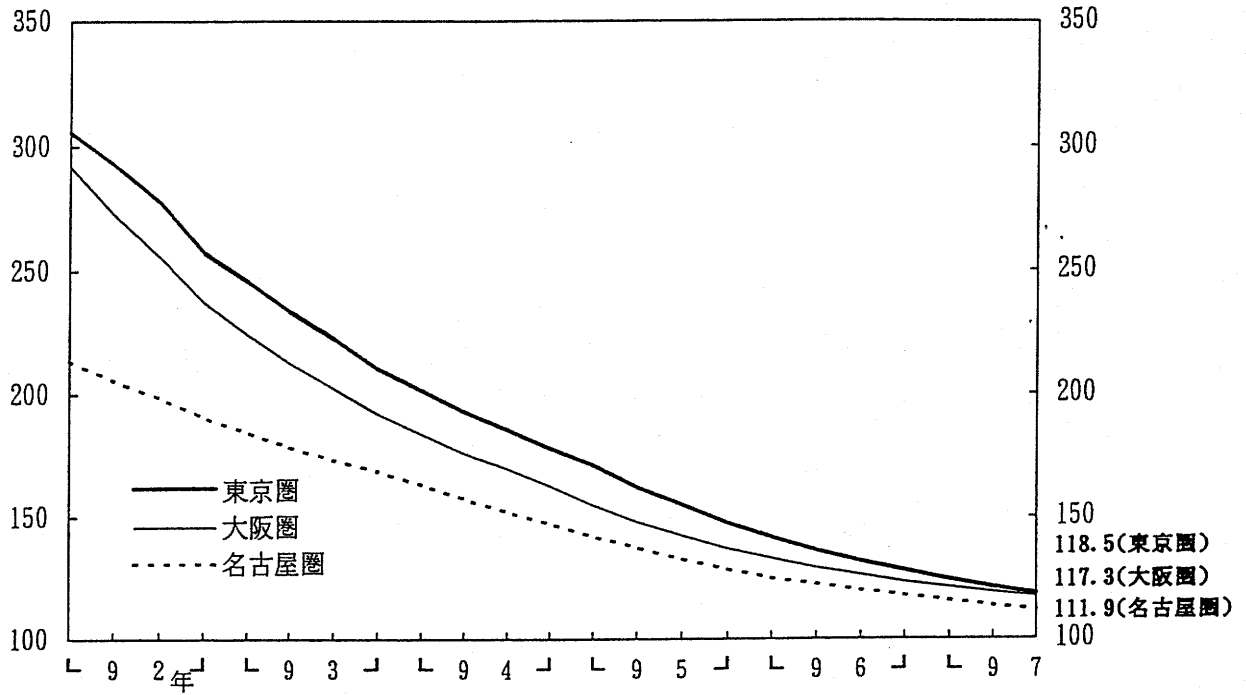
<土地取引件数(法務統計「売買による土地所有権の移転登記件数」)>

— 単位千件、()内は前年比、%									
91年	92	93	94	95	96	97/6月	7	8	9
2,004	1,818	1,773	1,837	1,848	1,957	138	146	128	132
(-9.1)	(-9.3)	(-2.5)	(3.6)	(0.6)	(5.9)	(2.7)	(-10.4)	(-12.9)	(-3.5)

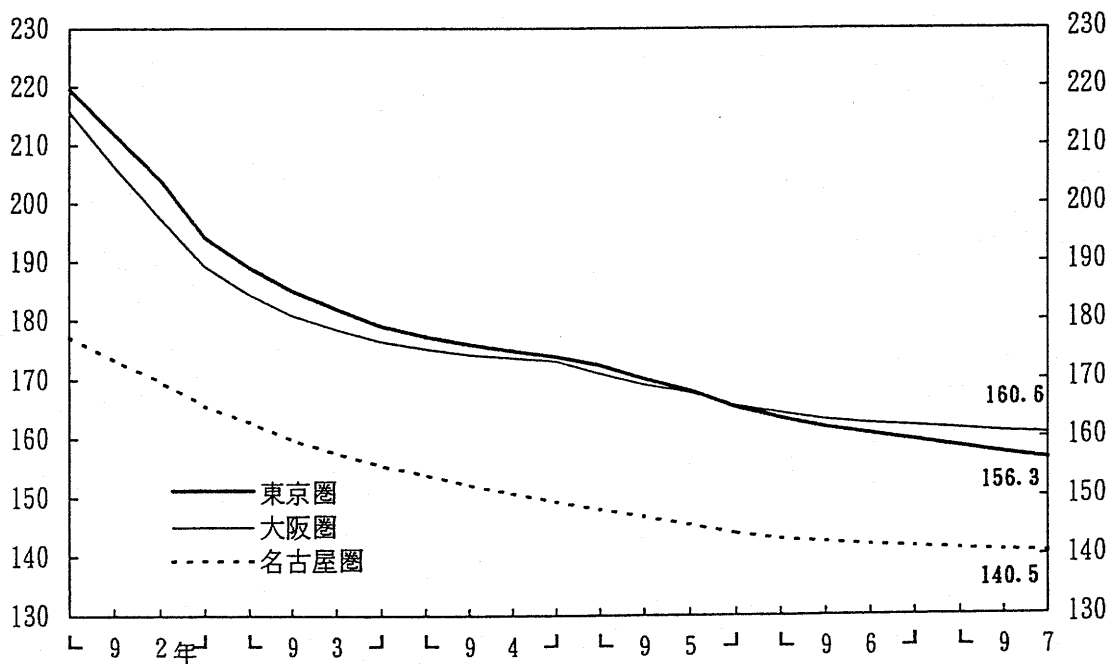
(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、国土庁「公示地価」「都道府県地価調査」、
土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」、生駒データサービス「賃貸オフィスにおける市場動向」、
法務省「法務統計月報」

四半期別地価動向指数 (1983年1月1日=100)

(1) 商業地



(2) 住宅地



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

(資料) 土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」

中小企業の設備投資と貸出態度

1. 設備投資と借入判断（「設備投資 ← 借入判断」のプロセス）

[関数型] $I_{i,t} - I_{i,t-4} = \alpha S_{i,t} + \beta B_{i,t} + g_i + \varepsilon_{i,t}$

[記号] $I_{i,t}$: 設備投資実施企業割合、 $S_{i,t}$: 売上DI（前年比「増加」-「減少」）
 $B_{i,t}$: 長期借入難易DI（前年比「容易」-「困難」）
 i は業種、 t は年、 g_i は業種ダミー、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項

[分析目標] 「借入が容易(困難)になれば、設備投資が増える(減る)」ということ立証。
 —— $B_{i,t}$ のパラメータ β が正で、有意であることを言う。

[推計結果] (推計期間: 81/1~97/3Q) ()内はt値

	売上 パラメータ: α	借入難易 パラメータ: β	R^2 *
全産業	0.086 (12.05)	0.137 (5.70)	0.197
製造業	0.093 (11.10)	0.140 (4.63)	0.213
非製造業	0.040 (3.02)	0.146 (4.32)	0.124

* パネルデータを用いた場合、 R^2 は低めに出る場合が多い。

2. 借入判断と金融機関の自己資本比率（「借入判断 ← 自己資本」のプロセス）

[関数型] $B_{i,t} = aP_{i,t} + b(PR_t - PR_{t-4}) + cD_{i,t} + dC_t + g_i + \varepsilon_{i,t}$

[記号] $B_{i,t}$: 長期借入難易DI（前年比「容易」-「困難」）、 PR_t : 長期プライムレート
 $P_{i,t}$: 純益率DI（前年比「上昇」-「低下」）、 $D_{i,t}$: 長期借入/土地時価資産残高
 C_t : 金融機関の実質自己資本比率

[分析目標] 「金融機関の自己資本比率が上昇(低下)すれば、借入が容易(困難)になる」ということを立証。
 —— C_t のパラメータ d が正で、有意であることを言う。

[推計結果] (推計期間: 82/2~97/1Q) ()内はt値

	純益率 パラメータ: a	長プラ パラメータ: b	債務負担率 パラメータ: c	自己資本 パラメータ: d	R^2
全産業	0.168 (15.61)	-1.329 (-6.01)	-0.177 (-9.06)	0.964 (11.50)	0.475
製造業	0.168 (14.50)	-1.432 (-5.41)	-0.191 (-8.33)	0.900 (9.37)	0.466
非製造業	0.160 (4.84)	-1.003 (-2.48)	-0.121 (-3.25)	1.230 (6.24)	0.508

- (注) 1. DIは中小企業金融公庫による中小企業動向調査。
 調査対象: 取引先11,861社、回答社数5,546社
 2. 製造業は14業種(食料品、繊維、木材、紙パ、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄、金属、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、出版・印刷)、非製造業は5業種(建設、運送、卸売、小売、サービス)
 3. 債務負担率(長期借入/土地時価)は、法人季報から推計。
 4. 金融機関の実質自己資本比率 = (資本勘定残高 + 有価証券含み損益 + 貸倒引当金残高 - 公表破綻先・延滞債権残高 * 0.65 - 公表金利減免等債権残高 / 2 * 0.65) / 総資産残高

不確実性と設備投資

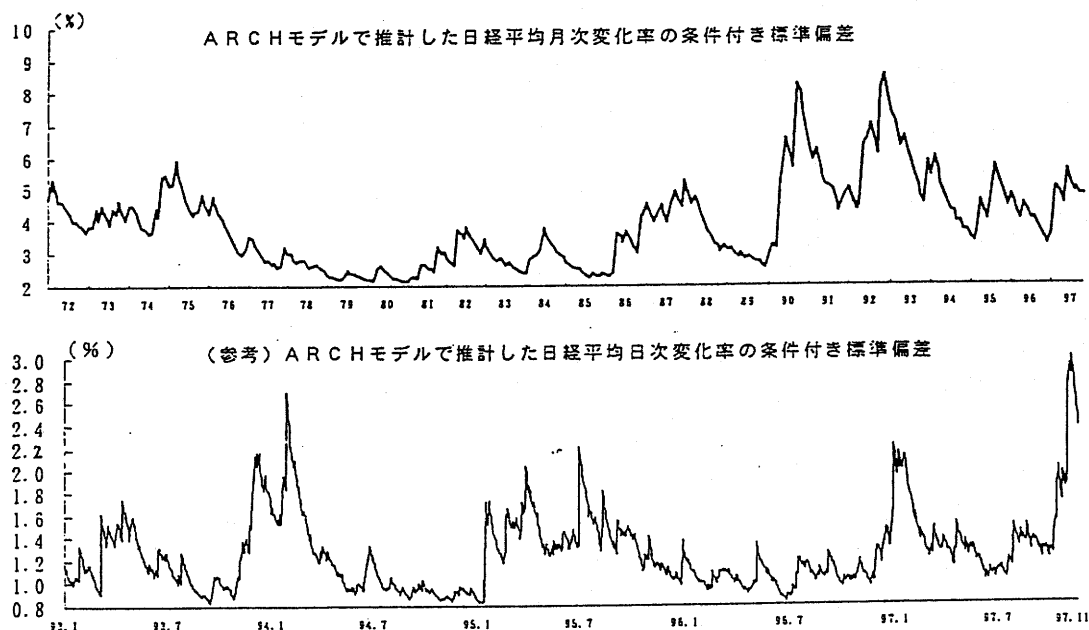
1. 検証方法

将来に対する不確実性の増大が設備投資に及ぼすインパクトについて、下記の変数を用いた時系列モデル（VAR<Vector Autoregressive>モデル）により計測。

[変数]

①不確実性：投資家が企業の成長率を予測する際の不確からしさ。ここでは、株価変化率（日経平均月次変化率）と株式投資収益率（東証1部株式投資収益率）の自己回帰モデルによる予測値の条件付き分散を利用*。

* 「符号は分からないが、大きい変化の後には大きい変化が続き、小さな変化の後には小さい変化が続く」という金融市況時系列の独特な特徴を組み込むため、1期先予測の条件付き分散が、過去の予測誤差に依存するモデル（ARCH<Autoregressive Conditional Heteroscedasticity>モデル）を使用。



②期待成長率：経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告」による先行き3年間のわが国経済の実質経済成長率見通し。

③債務負担：企業がリスクテイクするかどうかの判断は、投資が失敗した場合に企業が体力的にもつかどうか、すなわち企業のバランスシートに依存すると考える。

計測方法 = (長期借入金残高 + 社債残高) ÷ 保有土地時価評価額

④設備投資：GDPベース設備投資前年比

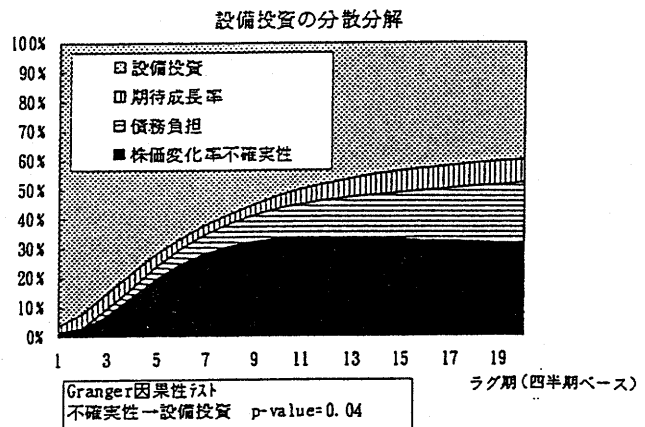
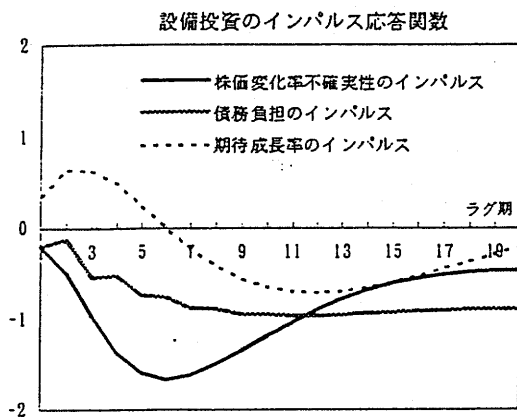
2. 検証結果

不確実性の増大は設備投資に対してマイナスのインパクトを及ぼしており、その大きさは1～2年後にかなり大きくなる。

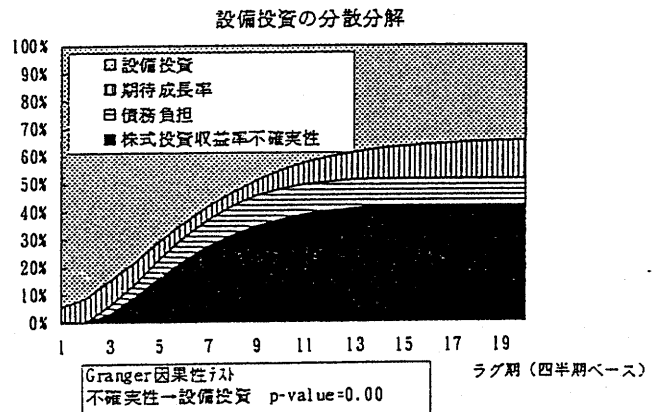
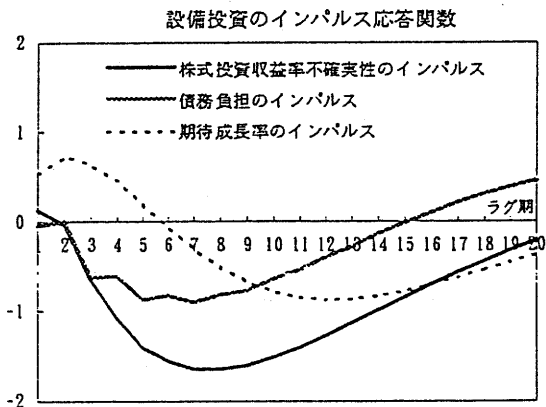
不確実性・債務負担・期待成長率の変化が設備投資に与える影響

(VARモデルの推計期間：1981/1Q～1997/2Q、ラグ次数2期)

ケース1. 不確実性＝日経平均変化率の条件付き分散



ケース2. 不確実性＝株式投資収益率の条件付き分散



(注)

- インパルス応答関数とは、ある変数にショックが加わった時に、それに関連する他の経済変数にどのようにショックの影響が波及していくかを表したものの。
- 分散分解とは、ある変数の変動をその原因となったイノベーション毎に振り分けたもの。
- Grangerの因果関係とは、ある変数の最適予測を行う時に、他の経済変数に関する過去の情報が、予測誤差の減少に貢献するか否かを因果関係の判断基準にしたもの。不確実性から設備投資への影響は、Grangerの因果性の意味で有意である(p-valueが0.05未満)。

不確実性と個人消費

1. 検証方法

不確実性の増大が株価低迷に反映されると考え、①「株価低迷→将来所得についての不確実性（以下、「所得リスク」という）の増大」という関係を、回帰式により計測。そのうえで、②「所得リスクの増大→平均消費性向の低下」という関係を、回帰式により計測。

① 株価→所得リスク

$$\sigma_{yp,t}^2 = a_1 + a_2 * \Delta nikkei + a_3 * dummy74 + a_4 * dummy75 + a_5 * dummy76$$

$\sigma_{yp,t}^2$: 実質所得成長率の（予想値の）分散

—— 将来所得についての不確実性の高まりを、人々の実質所得成長率予測値の分散の大きさで表す。この分散を、消費者態度指数の質問項目のうち、「収入の増え方」、「物価の上がり方」という2つのDIの構成要素の変動と、実際の名目可処分所得および消費者物価上昇率から、カールソン・パーキン法によって求める。

$\Delta nikkei$: 日経平均株価（実質値）の変化幅

$dummy74-76$: 74、75、76年を各々1とするオイルショック・ダミー

② 所得リスク→平均消費性向

$$\frac{c}{y} = b_1 + b_2 * \frac{1}{y} + b_3 * \hat{\sigma}_{yp,t}^2$$

$\frac{c}{y}$: 平均消費性向（GDPベース、季調済）

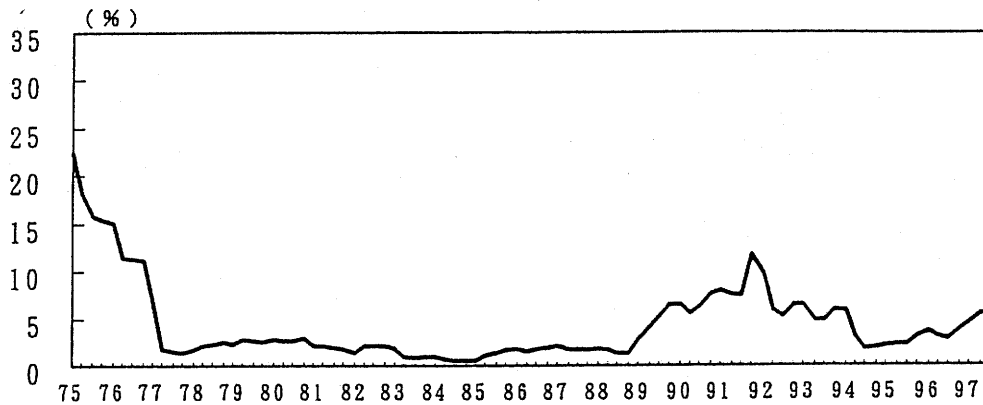
y : 実質可処分所得（ " " ）

$\hat{\sigma}_{yp,t}^2$: 実質所得成長率の（予想値の）分散の推計値（①式で得られた推計値）

2. 検証結果

- ① 株価下落幅が拡大すると、所得リスクは上昇する。この上昇は、90～92年頃と97年が顕著。

所得リスクの推移



(注) 所得リスクは、過去3年の情報を利用して計測。

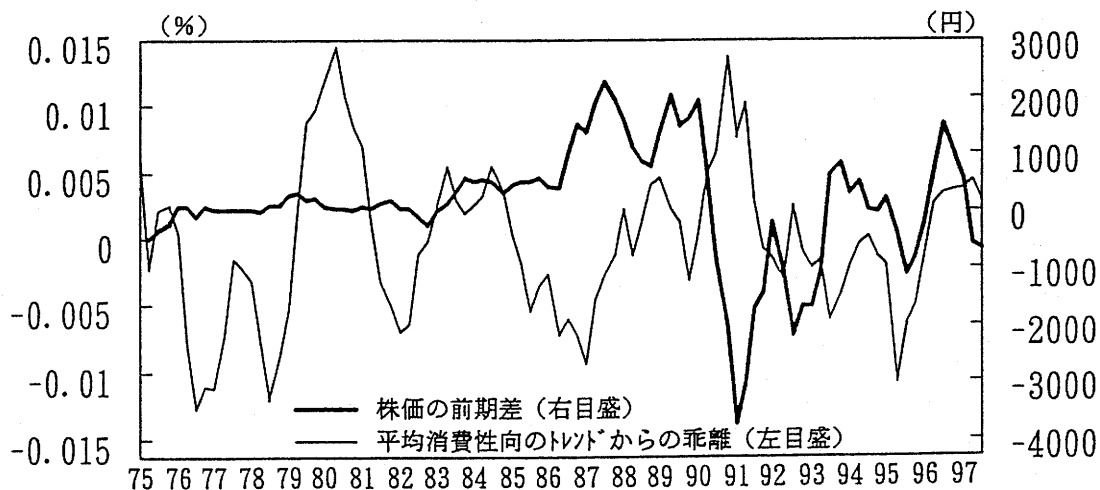
所得リスク関数の推計結果

	a ₁	a ₂	a ₃	a ₄	a ₅	adjR ²	S.E/D.W
所得リスク	3.307 (13.34)	-0.0004 (-2.82)	23.012 (17.30)	14.647 (12.71)	8.893 (7.72)	0.84	2.25 0.76

(注) 推計期間は74/2Q～97/3Q。括弧内はt値、S.Eは方程式の標準誤差、D.Wはダービン・ワット比。

- ② 株価の下落幅の拡大に伴い、所得リスクが上昇すると、平均消費性向は低下する。

平均消費性向と株価の推移



(注) 平均消費性向、株価の前期差とも、後方4期移動平均をとった。

所得リスクを含んだ消費関数の推計結果

	b ₁	b ₂	b ₃	adjR ²	S.E/D.W
平均消費性向	1.023 (108.69)	-39.56 (-16.41)	-0.0014 (-3.84)	0.84	0.015 1.053

(注) 推計期間は74/2Q～97/3Q。括弧内はt値、S.Eは方程式の標準誤差、D.Wはダービン・ワット比。