

最近の金融情勢について

（概況）

金融市況をみると、長期国債流通利回りや株価は、恒久減税等に対する期待が高まったことから、7月中旬にかけて上昇したが、その後は、市場の関心が、新政権の具体的な経済政策を見極める方向に移ったことなどを受けて、やや低下した。また、ユーロ円金利やジャパン・プレミアム、さらには金融債と国債の利回り格差等からみると、金融機関の信用リスクや、9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、依然として根強い状況にある。

企業金融面をみると、民間部門の資金調達は全体として低迷を続けている。この基本的な背景は、経済情勢の悪化を受けた資金需要の落ち込みと考えられるが、同時に、金融機関の融資姿勢が引き続き慎重であることなど、資金供給サイドの制約も、企業毎のばらつきを伴うかたちで作用し続けている。すなわち、信用力の高い企業は、資本市場へのシフトなどからほぼ順便に資金調達を行い得ている一方、信用力の相対的に低い企業は、資金のアベイラビリティ、金利の両面で、引き続き厳しい資金調達環境にある。こうした状況が実体経済に与える影響については、今後とも注意深く点検していく必要がある。

1. 金融市況（図表1）

（1）短期金融市場の動向

無担保コールレート・オーバーナイト物は（図表2(1)）、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、概ね公定歩合（0.5%）をやや下回る水準で推移している。

ユーロ円レート（図表2(1)、3）やジャパン・プレミアム（図表4）をみると、6月末にかけて一部金融機関の経営問題を巡る報道をきっかけに、かなり上昇したが、その後は幾分低下しており、市場の不安心理も若干は鎮静化している。しかし、6月半ばまでと比べると、依然としてやや高め的水準を続けており、金融機関の信用リスクや、9月中間期末の流動性リスクに対して、市場の警戒感が根強いことが窺われる。

—— ユーロ円レートを1か月物インプライド・フォワード・レートに分解してみると（図表2(2)）、7月中は、2か月後スタート物（9月スタート、10月エンド）の上昇が目立ち、7月末には、1か月後スタート物が、期末越えになったことに合わせて急上昇した。

—— ジャパン・プレミアムは、3か月物が7月以降0.3%前後で推移しているほか、2か月物も、7月末に期末越えとなったことに合わせて、それまでの0.2%前後の展開から0.3%程度にまで拡大している。

—— この間、信用リスクを伴わないTBレート3か月物（図表2(1)）は、6月下旬以降、金融政策運営に関する日本銀行の「現状維持」スタンスはかなり強いとの認識が市場に拡がり、追加的な金融緩和に対する市場の思惑が幾分後退したことから、小幅ながら上昇した。しかし、7月末以降は、日本銀行が、9月中間期末に向けた潤沢な資金供給を改めて強調したことなどを受けて、市場参加者の金利観

が若干巻き戻されたため、TBレートはやや低下した。

(2) 長期国債利回りと株価

長期国債（指標銘柄）の流通利回りは（図表5(1)）、7月中旬にかけて、恒久減税等に対する市場の期待の高まりを反映して、1.4%台半ばの水準まで上昇した。しかしその後、自民党総裁選挙から新政権発足へと政局が展開するにつれて、市場の関心が、新政権の具体的な経済政策を見極める方向に移ったことや、日本銀行による潤沢な資金供給の継続の表明などを受けて、最近では1.2%台前半まで低下している。

—— 長期金利の動きを、円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レートでみると（図表6）、前々回決定会合時以降、ほぼ全期間にわたって小幅に低下している。

—— 債券先物オプションのインプライド・ボラティリティをみると（図表7）、ボラティリティ・スプレッドは、引き続き債券価格下落（債券利回り上昇）のリスクを意識したかたちとなっている。

株価も（前掲図表5(2)）、長期国債利回りと同様の理由から、7月中旬にいったん16千円台後半を回復したが、その後は幾分軟化して、概ね16千円前後での展開となっている。この軟化局面においては、米国株価の下落も影響したものとみられる。

—— 株価オプションのボラティリティ・スプレッドをみると（図表8）、全体として、株価の下値不安が強く意識されている状況ではないように窺われる。

—— もっとも、イールド・スプレッドは低い水準が続いており（図表9）、企業収益の期待成長率やリスクに対する市場の見方が、依然としてきわめて厳しいことが窺われる。

—— 業種別にみると（図表10）、今後、金融機関の不良債権処理の過

程で、より厳しい経営環境に直面する先が出てくるのではないかと
いった思惑等を背景に、銀行株、建設株の弱さがやや目立っている。

(3) 民間債利回り

民間債（金融債、社債）の流通利回りは（図表 11、12）、国債と同様、
7月中旬以降、軟化傾向を辿っている。

国債との利回り格差は、社債が概ね安定的に推移している一方、金融債
は、一部金融機関の経営問題がクローズアップされた6月末に上昇し、そ
の後は幾分反落しつつも、なお高止まっている。こうした動きや、既述の
銀行株の動向などからみると、信用リスクに対する市場の警戒感は、とり
わけ金融機関について根強いように窺われる。

(4) 実質金利の動向

長短市場金利について、CPIやWPI前年比（消費税率引き上げや医
療保険制度改革の影響を除く実勢ベース）を用いて実質金利を試算してみ
ると（図表13）、昨年央頃から総じて上昇基調にあったが、このところ、
WPI（とりわけ最終財）の下落テンポが幾分小幅になってきたことから、
これを用いたベースでは、幾分低下している。

以上の金融市況動向から読み取れる情報をまとめると、次のとおりであ
る。

- ① 長期金利や株価の動向をみると、7月中旬にかけては、恒久減税等
に対する市場の期待が高まったが、その後、市場の関心は、新政権の
具体的な経済政策を見極める方向に移っているように窺われる。
- ② ユーロ円金利やジャパン・プレミアム、さらには金融債と国債の利

回り格差等をみると、金融機関の信用リスクや、9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、6月末の一時期よりは落ち着いてきているが、依然として根強い。

— なお、7月下旬に、ムーディーズ社が、わが国の国債等の格付けを引き下げる方向で見直す方針を発表している（同社は4月初に見直しを「中立」から「ネガティブ」に変更しており、本措置はこれに続くもの）。ただし各市場とも、これに対する大きな反応は、今のところはみられていない。

2. 金融機関の融資行動と企業金融

(1) 量的側面

まず、民間銀行貸出の動向について（図表14）、6月までの実績とその後のヒアリング情報から判断すると、低迷基調が続いているとみられる。

— 7月時点における本年度上期の貸出計画をみても、前年比マイナス幅が1か月前の6月時点と同じレベルにある（3業態計9月平残・償却要因等調整後、4月時点▲1.5%→6月時点▲1.9%→7月時点▲1.9%＜3月平残実績▲1.0%＞）。

一方、資本市場調達、大手生保、政府系金融機関からの借入といった、民間銀行借入以外のルートからの資金調達は（図表15、16）、全体として増加を続けている。

— 資本市場調達のうち、社債発行については、6か月連続で1兆円を上回る高水準となっている（グロス・ベース）。もっとも、その背景としては、先行きについて、①信用不安の再燃等による銀行借入の困難化や、②財政赤字拡大に伴う長期金利の上昇など、資金調達上のリスクが意識されるなかで、高格付け先を中心に、償還資金などの前倒し調達を進めていることによる面が大きく、企業の資金

需要自体は基調として依然弱いものとみられる。

—— 投資家サイドでは、安全資産である国債の利回りがきわめて低位にあるため、運用利回り向上の観点から、AA～A格の債券に対する購入意欲をひと頃よりは強めている模様である。もっとも、同じ格付けでも、個別銘柄に対する選別姿勢が引き続き強いほか、BBB格以下の企業による起債は、昨年12月以降みられていない。

—— この間、政府系金融機関からの借入は、総じて堅調に推移している。また、CP発行については、概ね横這いで推移している模様である。

以上のように、資本市場調達などは増加しているが、民間銀行借入の落ち込みが大きいことから、民間部門の資金調達全体としては低迷が続いているとみられる。これは、基本的には、経済情勢が全般に悪化を辿るもとで、企業の資金需要そのものが落ち込んできていることを反映していると考えられる。ただし、収益性・健全性向上の観点から、民間銀行が、慎重な融資姿勢を維持していることなど、資金供給サイドからの要因も引き続き影響しているとみられる。

—— 因みに、中堅企業・大企業では、「貸し渋りを受けている」とする企業の割合が、新年度入り後かなり低下しており（通産省調査「貸し渋りを受けているとする中堅・大企業の割合」：3月31.9%→5月14.9%→7月18.7%）、民間銀行貸出の低迷が、基本的には資金需要サイドに起因していることを窺わせる。一方、中小企業に関しては、資金供給サイドの影響を引き続き強く受けている可能性が、アンケート調査結果によって示唆されている（図表17）。

—— この間、マネーサプライは（図表18～21）、緩やかながらも引き続き鈍化傾向を辿っている。

(2) 調達コスト面

企業の資金調達コスト面をみると、新規貸出約定平均金利は(図表22)、昨年秋以降、長期・短期ともに横這い圏内で推移している。

スプレッド貸出の基準金利となるユーロ円やCD等の市場金利は、前述のとおり6月末に上昇したあと、総じて高止まっており、スプレッド貸出のスプレッドも徐々に拡大する傾向にある(図表23)。また、7月には長期プライムレートも0.2%引き上げられている(6月2.3%<過去最低水準>→7月2.5%)。こうしたなか、ヒアリング情報によれば、個別企業毎の貸出金利では、上昇するケースが増えてきているように窺われる。

もっとも、現時点では短期プライムレートの引き上げが当面予想しがたいため、貸出金利全体が目立って上昇するとは考えにくい(短期プライムレート連動貸出のウェイトは、短期貸出残高の6割程度、長期貸出残高の3~4割を占める)、以上のような貸出金利の上昇要因が、下記CP市場の動向とも併せて、今後、企業の資金調達コスト全般にどのような影響を及ぼしていくか注目される。

CP発行金利は(図表24)、金融システム不安再燃の思惑が高まった6月下旬に、ユーロ円金利と歩調を合わせるかたちで上昇した。ヒアリング情報等によれば、その後もCPの発行金利は、6月中旬のレベルと比べると、やや高めの水準となっている模様である。この間、社債の発行金利については、概ね横這い圏内で推移している。

以上(1)~(2)から読み取れる情報をまとめると、次のとおりである。

- ① 民間部門の資金調達は、低迷を続けているものとみられる。これは、基本的には、経済情勢が全般に悪化を辿るもとで、企業の資金需要そ

のものが落ち込んできていることを反映している面が大きいものとみられる。

② 資金供給サイドの制約が企業金融に及ぼす影響は、引き続き企業毎にばらついた状況にある。すわわち、信用力の高い企業は、資本市場で高水準の社債発行を続けるなど、必要な資金の調達をほぼ順便に行っているものとみられる。一方、信用力の相対的に低い企業は、民間銀行の慎重な融資姿勢の影響を受けやすいため、引き続き厳しい資金調達環境にあるものとみられる。

③ 企業の資金調達コストは、これまでのところ総じて横這いの動きとなっている。もっとも、金融機関の調達コストの上昇、貸出スプレッド拡大、さらにはCP発行金利の高止まりなどの動きが、今後、企業の資金調達コストを通じて实体经济にどのような影響を与えるか、引き続き注意深く点検していく必要がある。

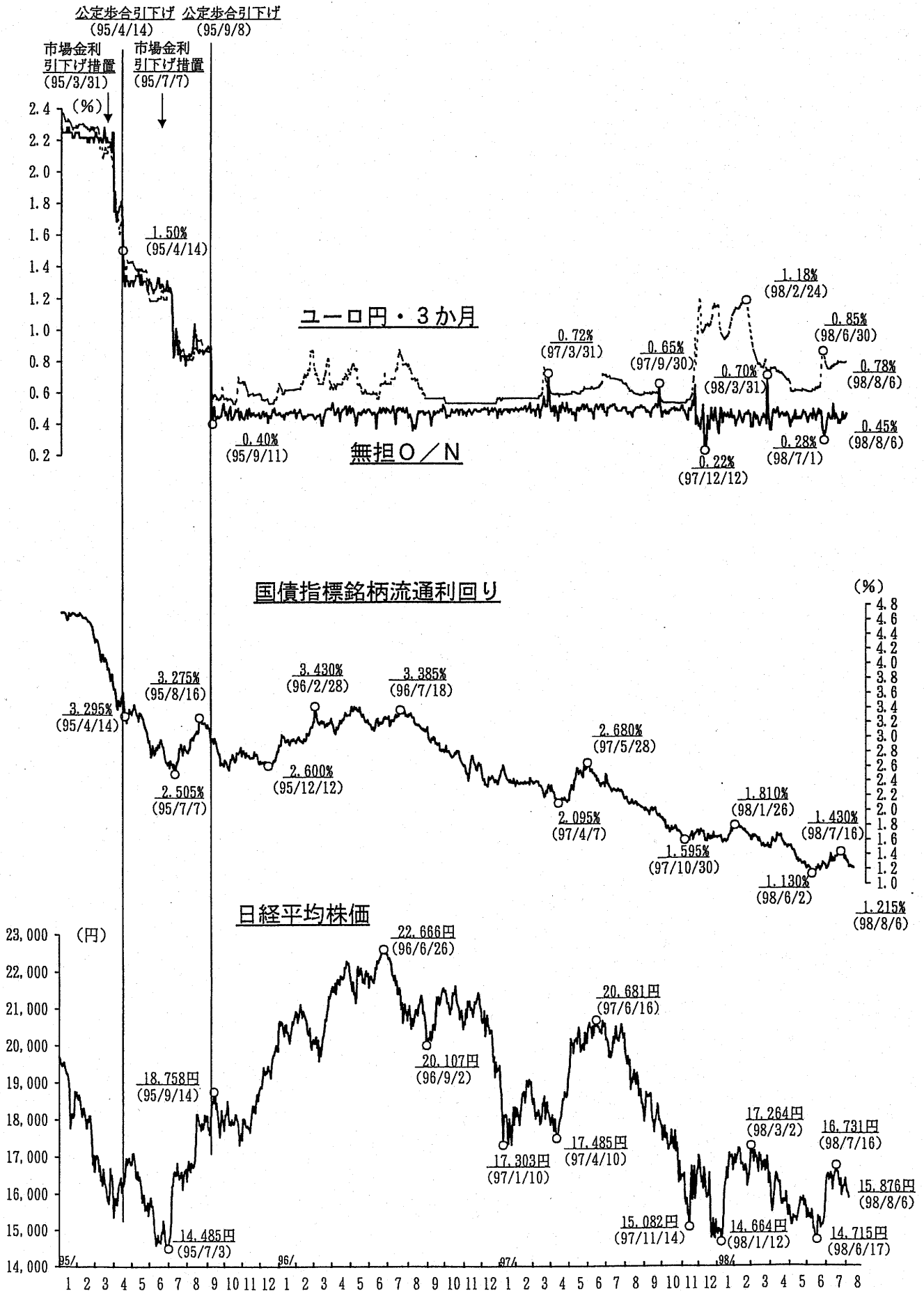
—— 企業倒産関連指標をみても、企業倒産はこのところさらに増加している（図表25、ただし前回会合以降は新しいデータなし）。

以 上

「最近の金融情勢について」参考計表

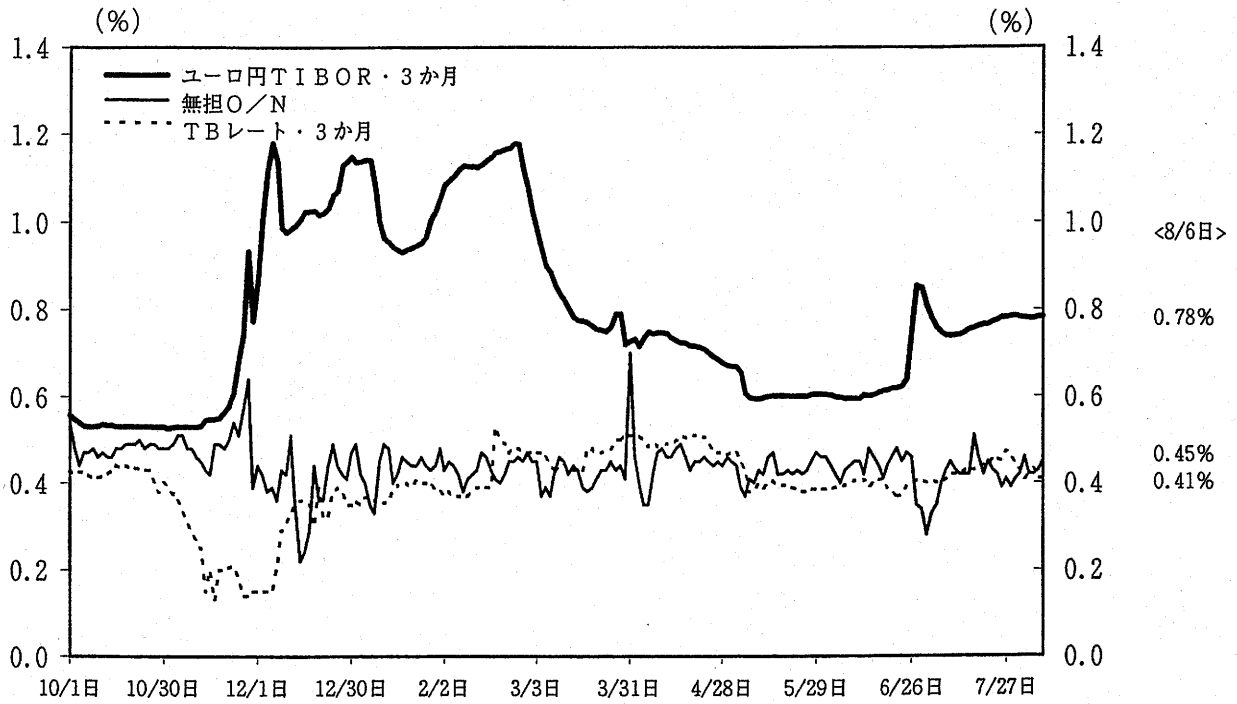
- (図表 1) 金融市況
- (図表 2) 短期金融市場
- (図表 3) ユーロ円金利先物 (3 か月)
- (図表 4) ジャパン・プレミアム
- (図表 5) 長期金利と株価
- (図表 6) 1 年物インプライド・フォワード・レート
- (図表 7) 債券価格変動に対する市場の見方
- (図表 8) 株価変動に対する市場の見方
- (図表 9) イールド・スプレッド
- (図表 10) 業種別株価
- (図表 11) 金融債流通利回り
- (図表 12) 社債流通利回り
- (図表 13) 実質金利 (試算値)
- (図表 14) 民間銀行貸出
- (図表 15) 資本市場調達
- (図表 16) その他金融機関貸出
- (図表 17) 中小企業からみた金融機関の貸出態度
- (図表 18) マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)
- (図表 19) M2 + CD 増減の寄与度分解 (前年比)
- (図表 20) マネーサプライ (M1、現金通貨)
- (図表 21) マネタリー・ベース
- (図表 22) 貸出金利
- (図表 23) スプレッド貸出のスプレッド
- (図表 24) 資本市場調達コスト
- (図表 25) 企業倒産

金融市況

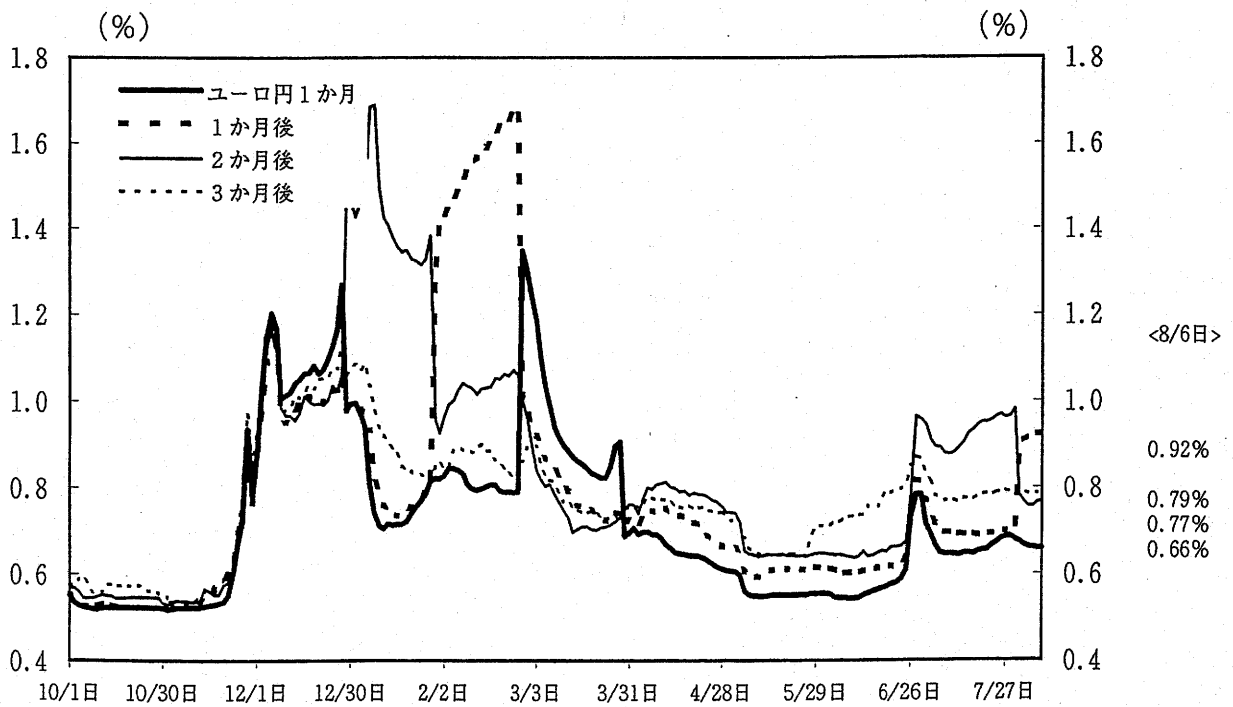


短期金融市場

(1) ターム物金利

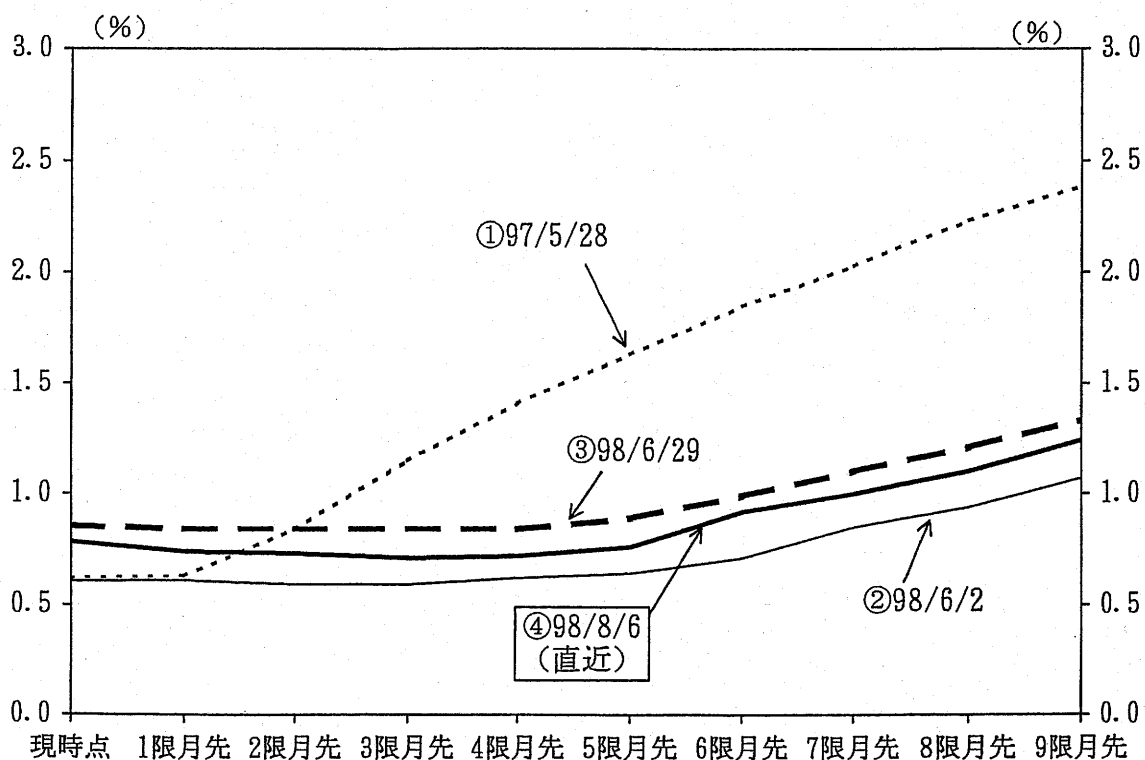


(2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

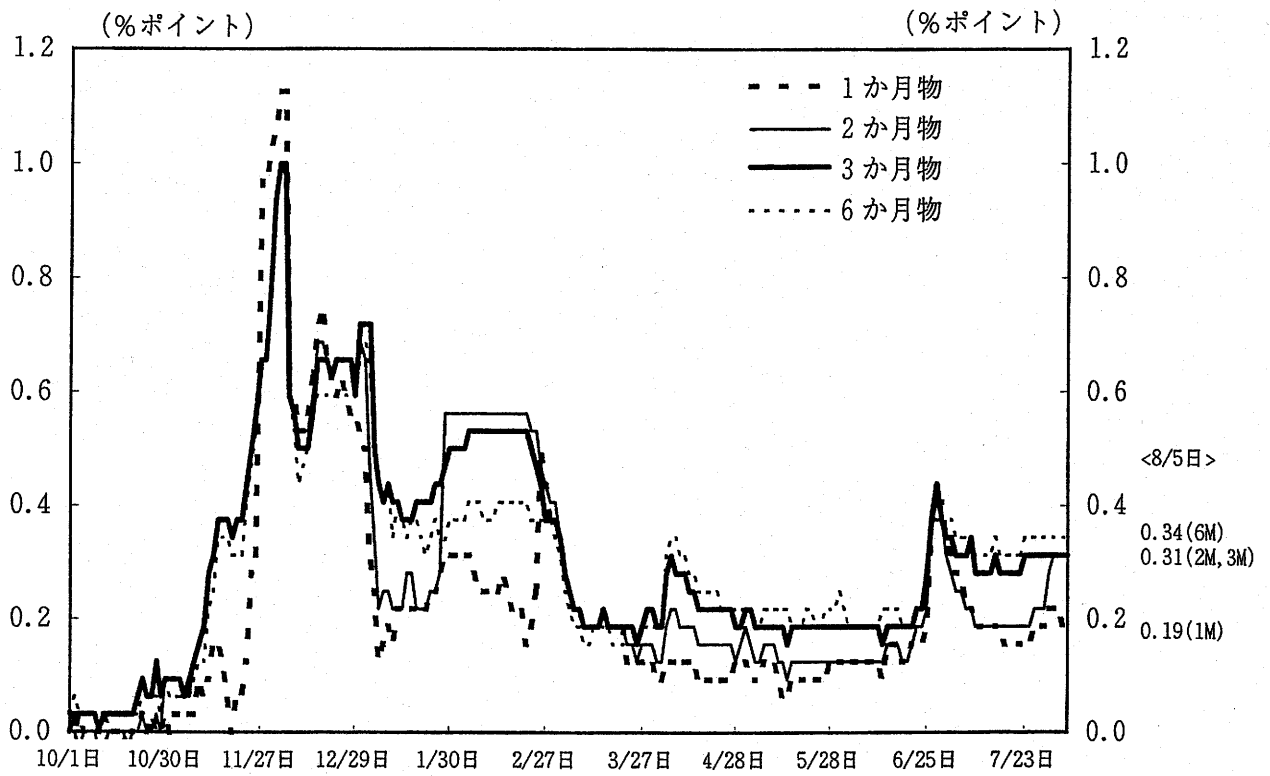
ユーロ円金利先物 (3か月)



(注) (指標銘柄利回り)

① 97/ 5/28	: 国債指標銘柄流通利回り97年中ピーク	(2.680%)
② 98/ 6/ 2	: 国債指標銘柄流通利回り過去最低	(1.130%)
③ 98/ 6/29	: 前週末、長銀・住信の合併に関する報道	(1.320%)

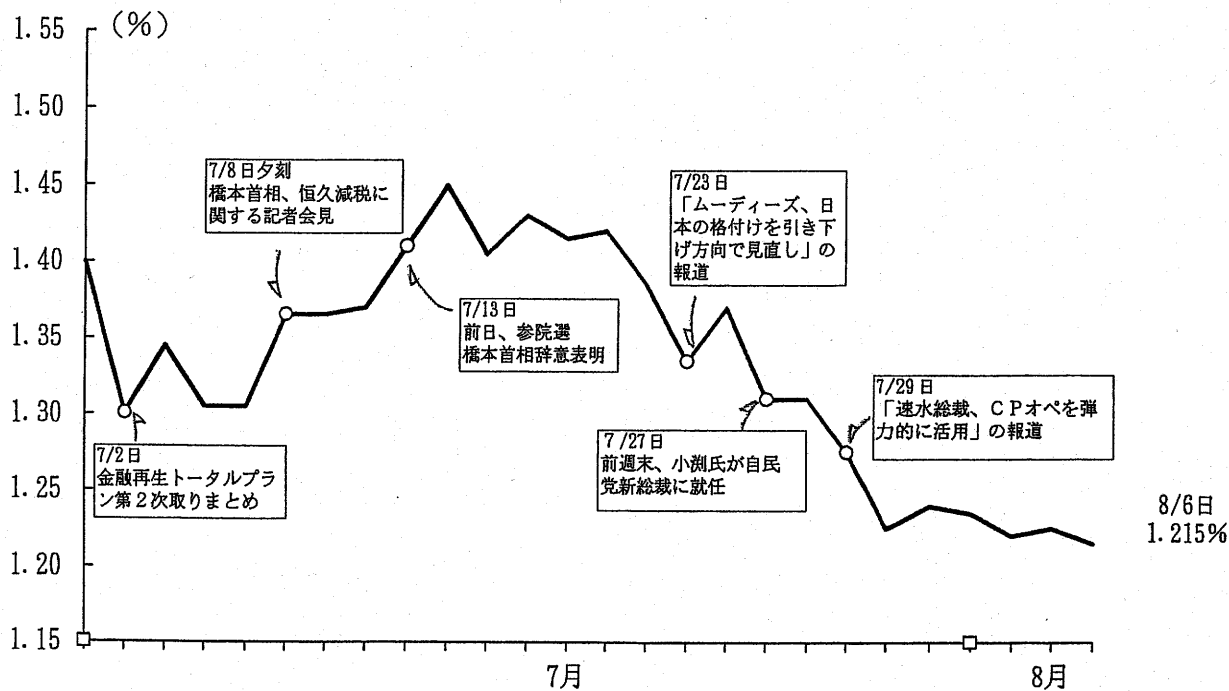
ジャパン・プレミアム



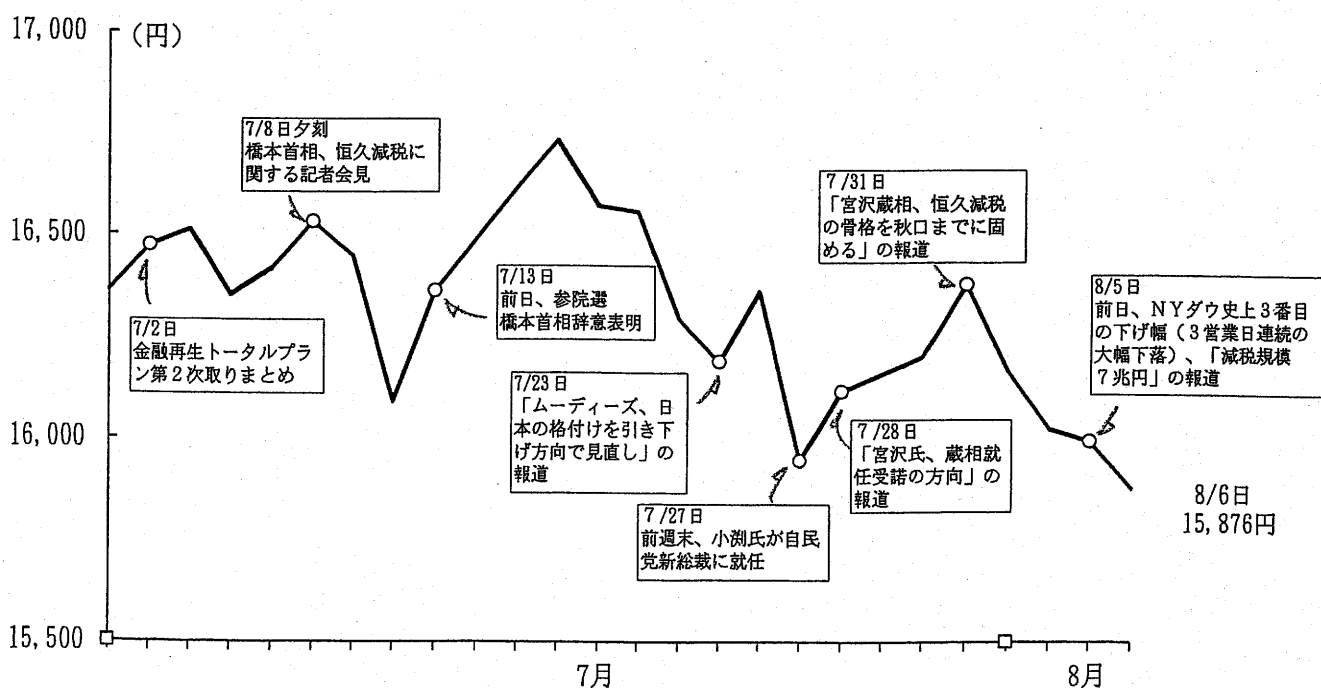
(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

長期金利と株価

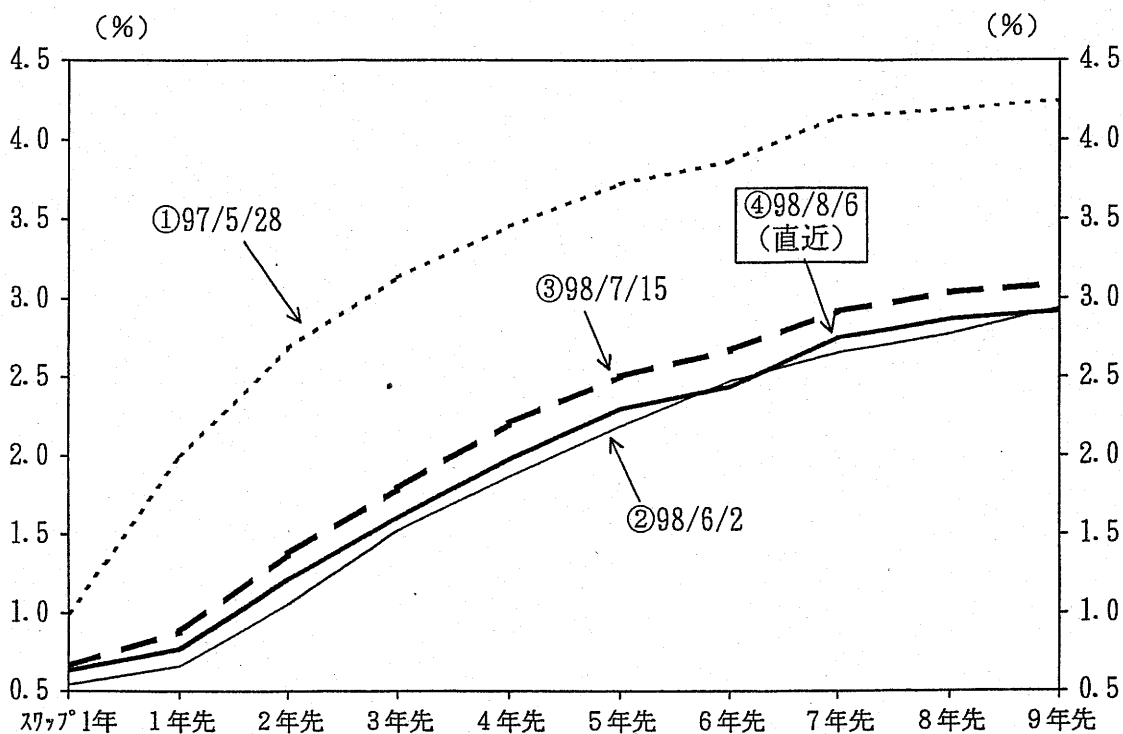
(1) 国債指標銘柄流通利回り



(2) 日経平均株価



1年物インプライド・フォワード・レート

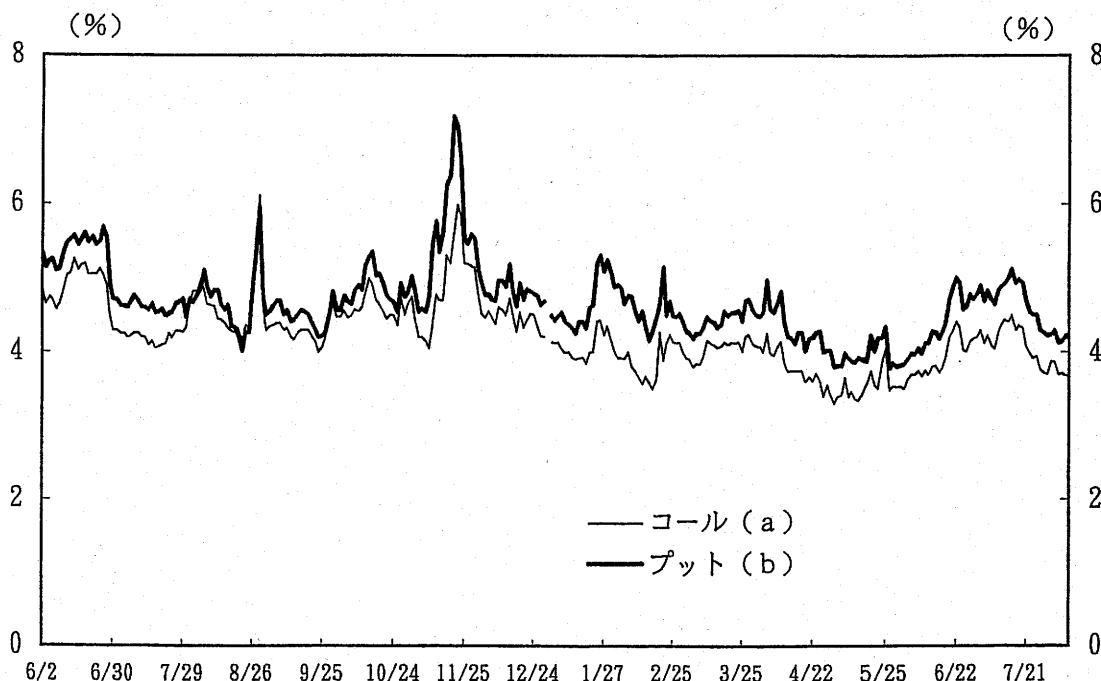


(注1) 円-円スワップ・レートから算出。

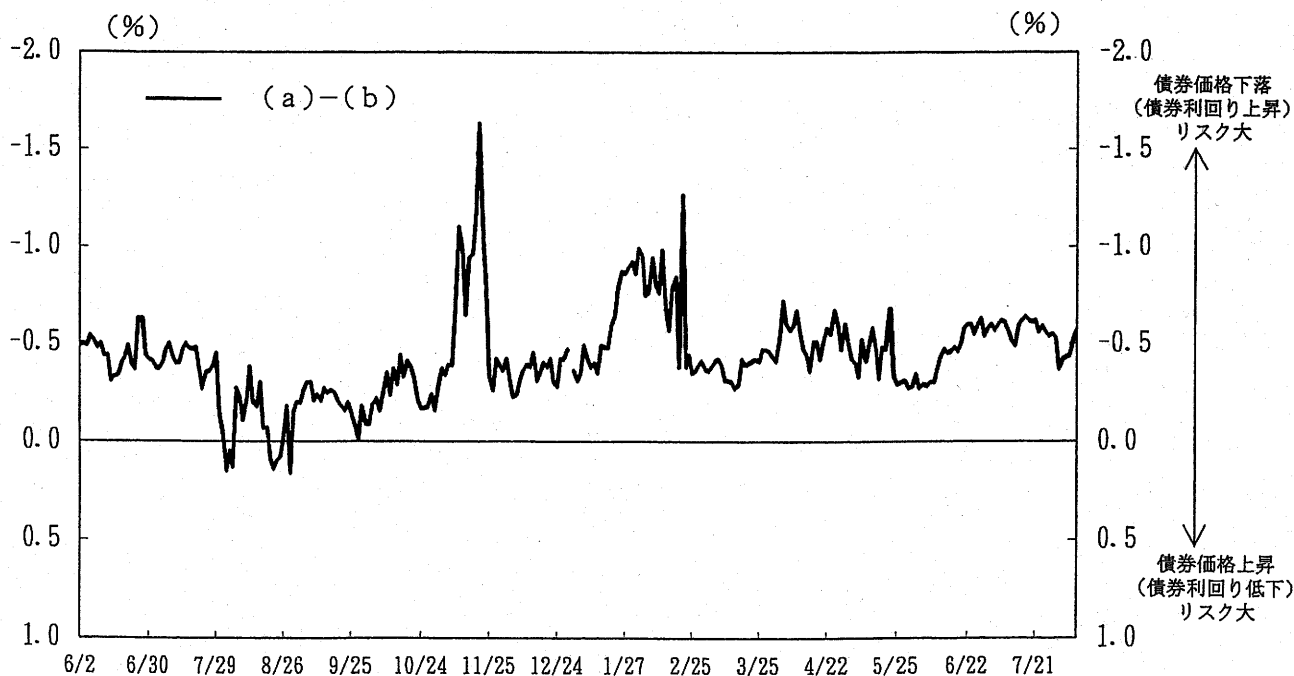
(注2) ① 97/ 5/28 : 国債指標銘柄流通利回り97年中ピーク (指標銘柄利回り) 2.680%
② 98/ 6/ 2 : 国債指標銘柄流通利回り過去最低 1.130%
③ 98/ 7/15 : 前々回決定会合開催日前日 1.405%

債券価格変動に対する市場の見方

(1) 債券先物オプションのインプライド・ボラティリティ



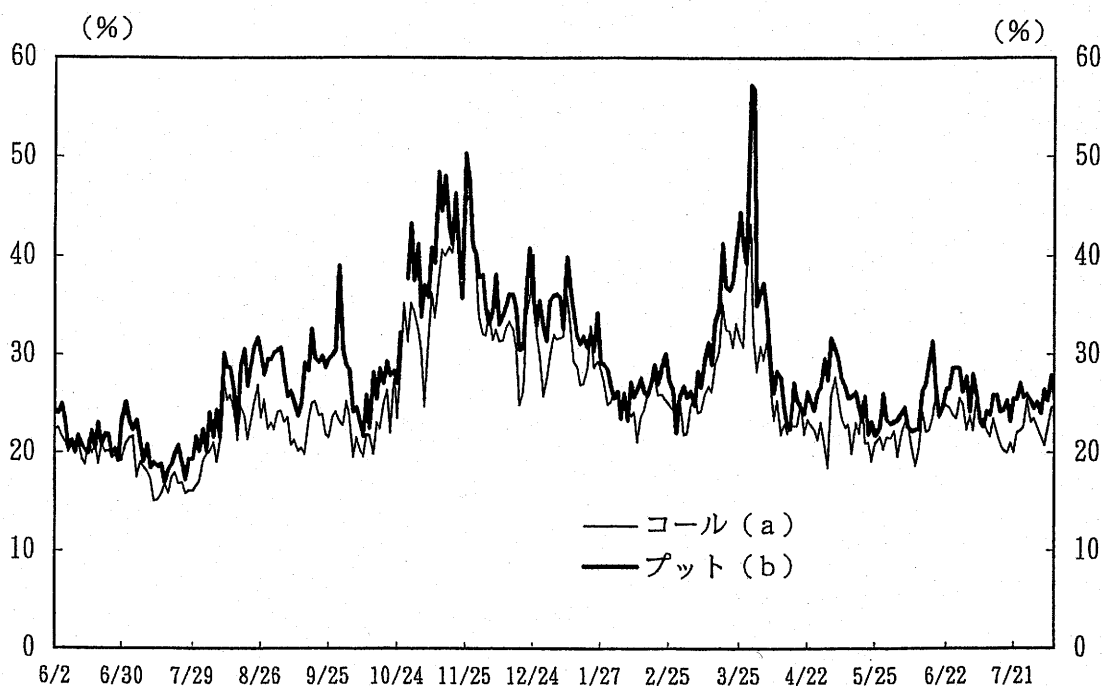
(2) ボラティリティ・スプレッド



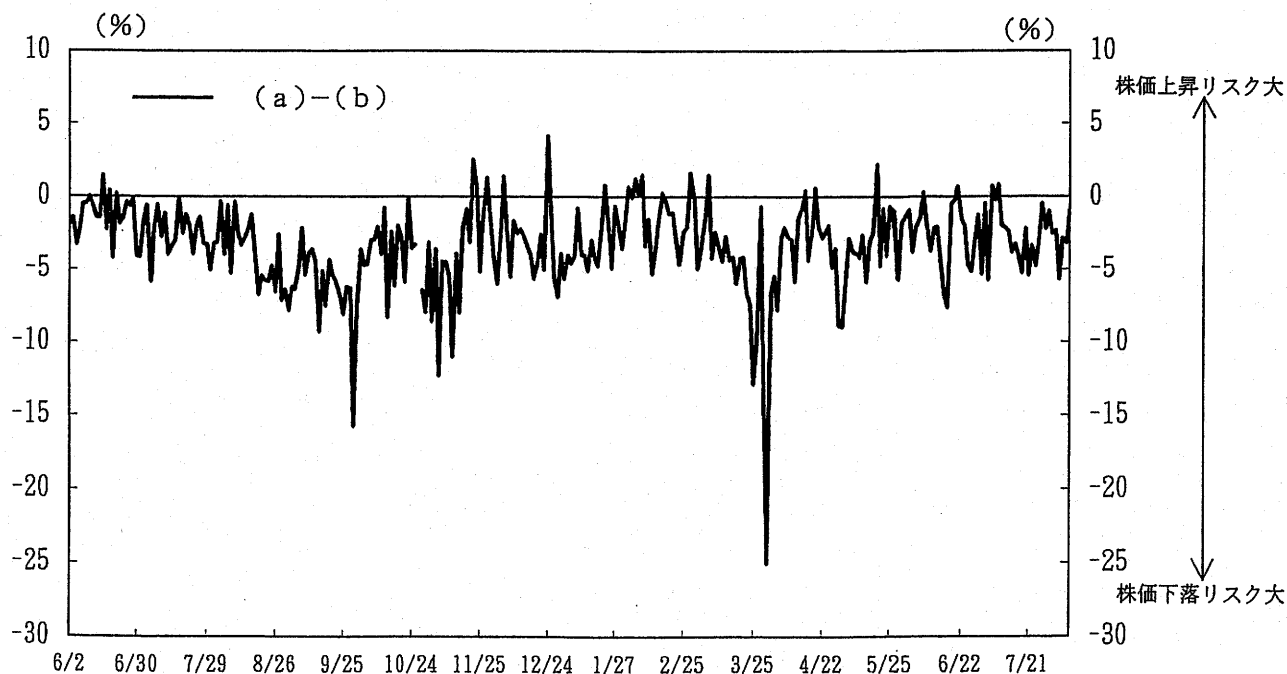
(注) インプライド・ボラティリティ (IV) は、債券価格 (債券利回り) 変動の大きさ (方向は問わない) に関する市場の予想を、オプション価格から逆算したもの。また、コール・オプションから計算されたIV (a) とプット・オプションから計算されたIV (b) との差 (a-b) をボラティリティ・スプレッド (VS) という。VSは、仮に債券価格が先行き大きな変動を示す場合、その方向は上下いずれである確率が高いかについて、市場の見方を示すものである (グラフにおいてVSがプラス<マイナス>の値をとるときは、債券価格の上方<下方>リスクが大きいと市場がみていることを示す)。

株価変動に対する市場の見方

(1) 日経平均株価オプションのインプライド・ボラティリティ



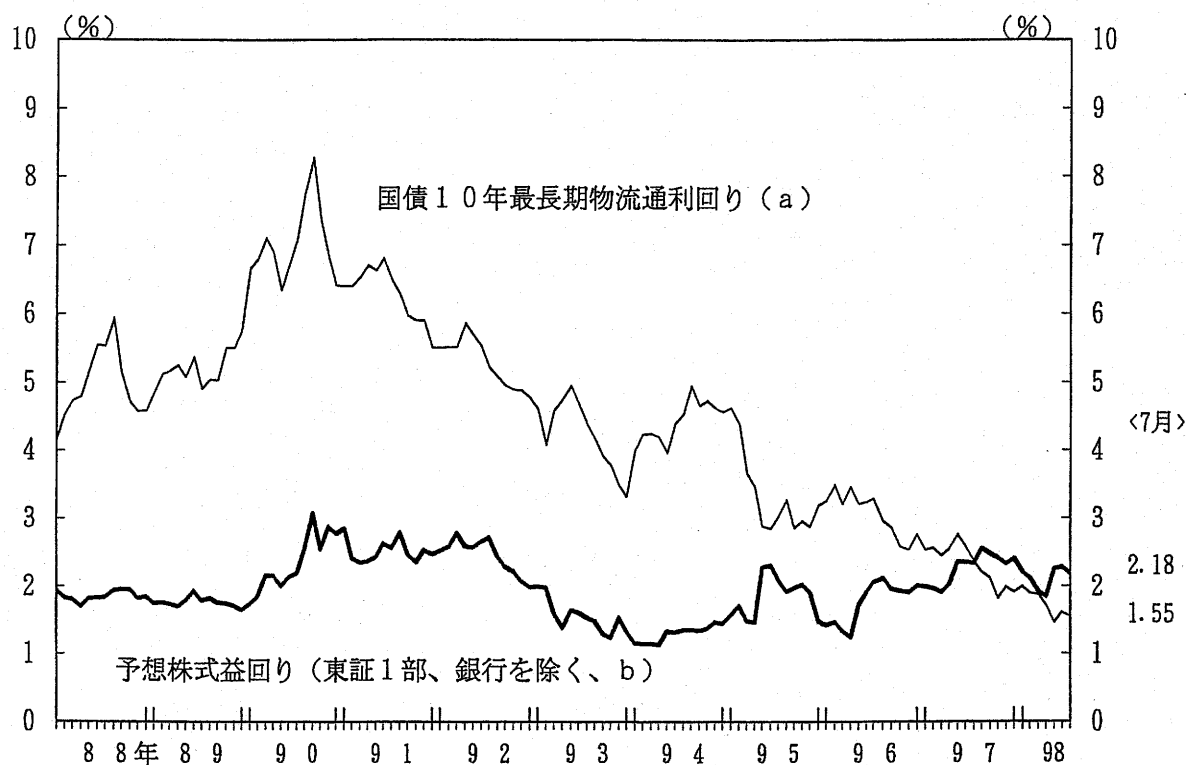
(2) ボラティリティ・スプレッド



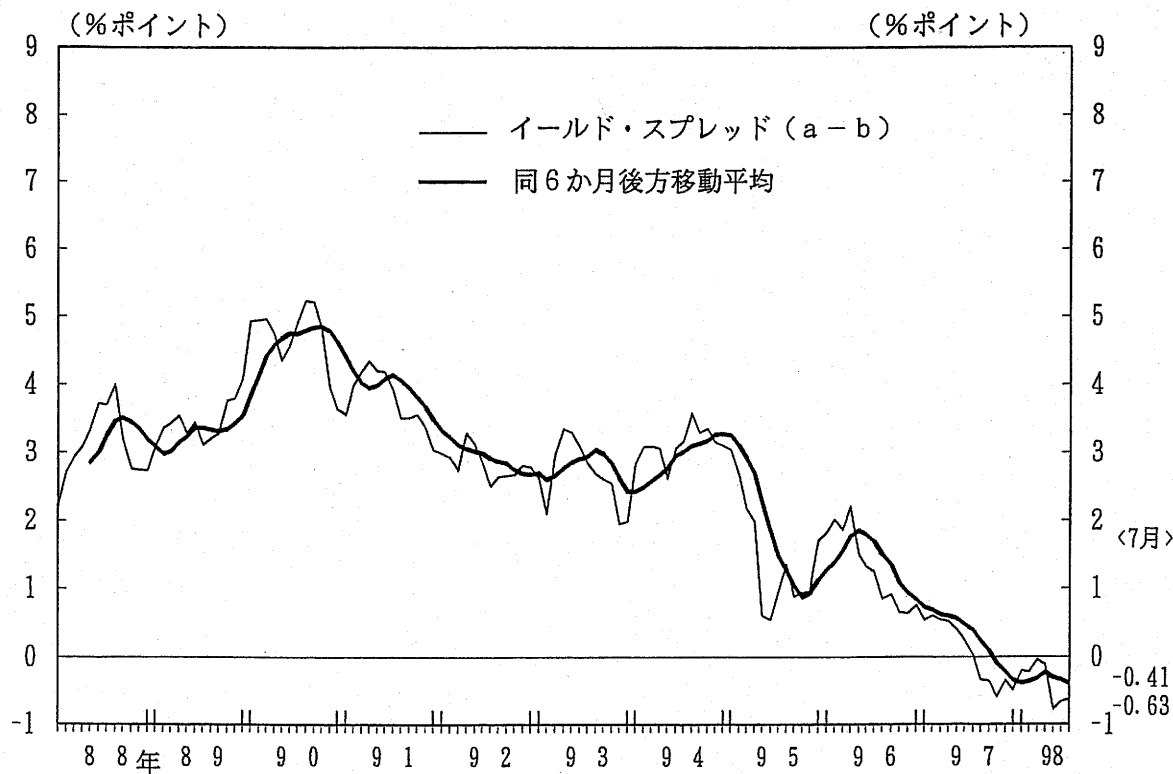
(注) インプライド・ボラティリティ (IV) は、株価変動の大きさ (方向は問わない) に関する市場の予想を、オプション価格から逆算したもの。また、コール・オプションから計算された IV (a) とプット・オプションから計算された IV (b) との差 (a - b) をボラティリティ・スプレッド (VS) という。VS は、仮に株価が先行き大きな変動を示す場合、その方向は上下いずれである確率が高いかについて、市場の見方を示すものである (グラフにおいて VS が上方 < 下方 > に位置しているときは、株価の上方 < 下方 > リスクが大きいと市場がみていることを示す)。

イールド・スプレッド

(1) 国債利回りと予想株式益回り



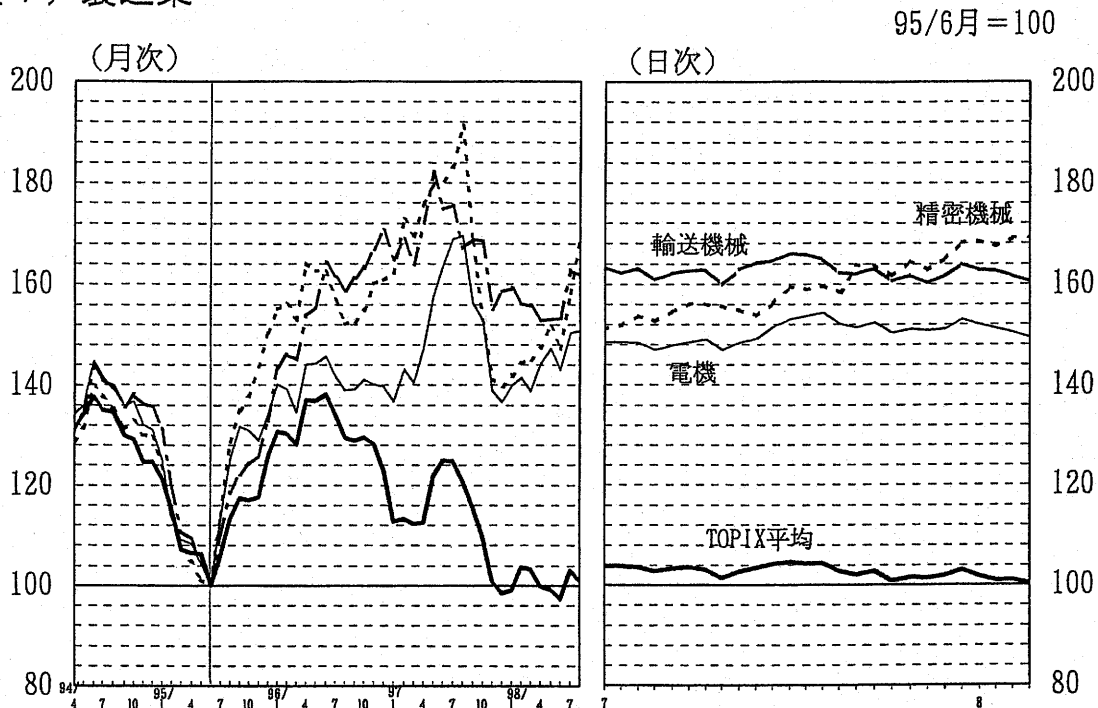
(2) イールド・スプレッド



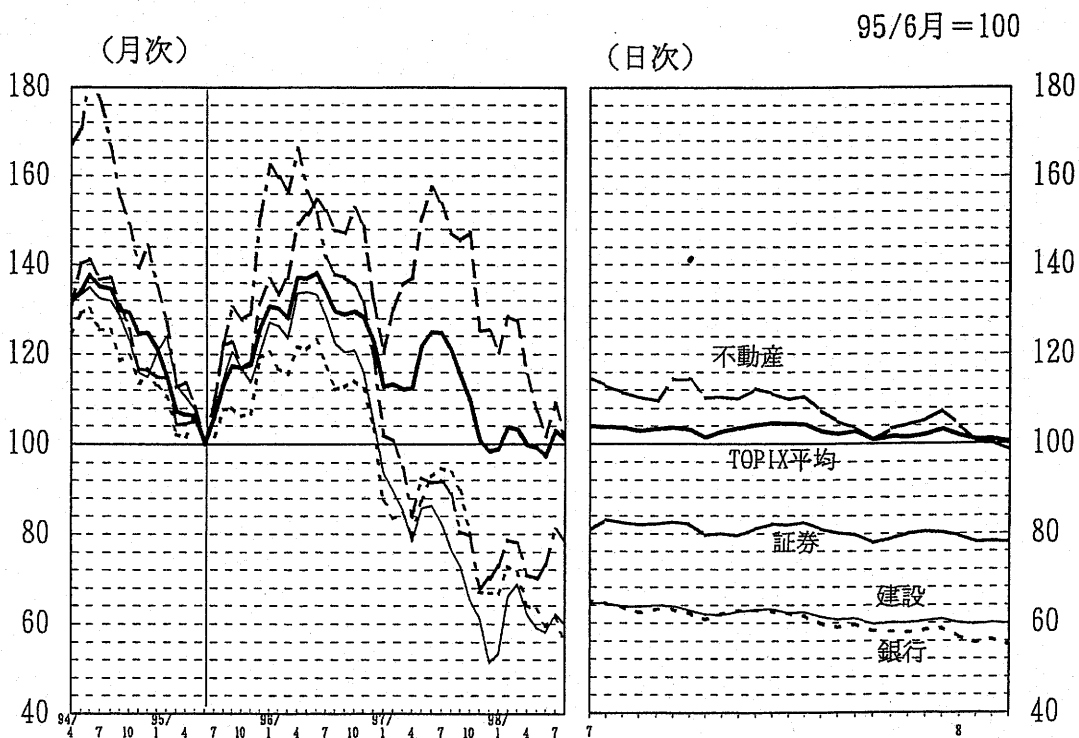
(注1) イールド・スプレッド = 国債流通利回り - 予想株式益回り (予想1株当たり利益/株価)
= 企業収益の期待成長率 - リスク・プレミアム
(注2) 予想株式益回りは大和総研調べ。
(注3) 月末値。

業種別株価

(1) 製造業



(2) 金融・建設・不動産

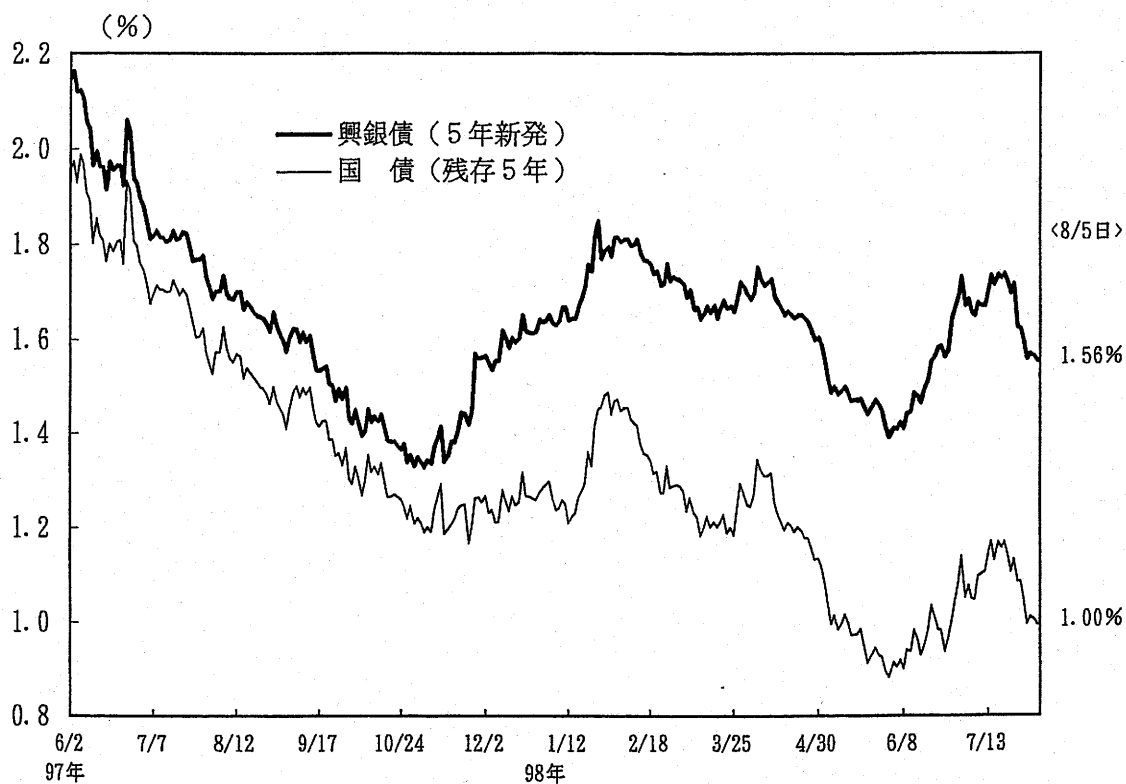


(注1) 東証1部。終値ベース。月次計数は月中平均値。

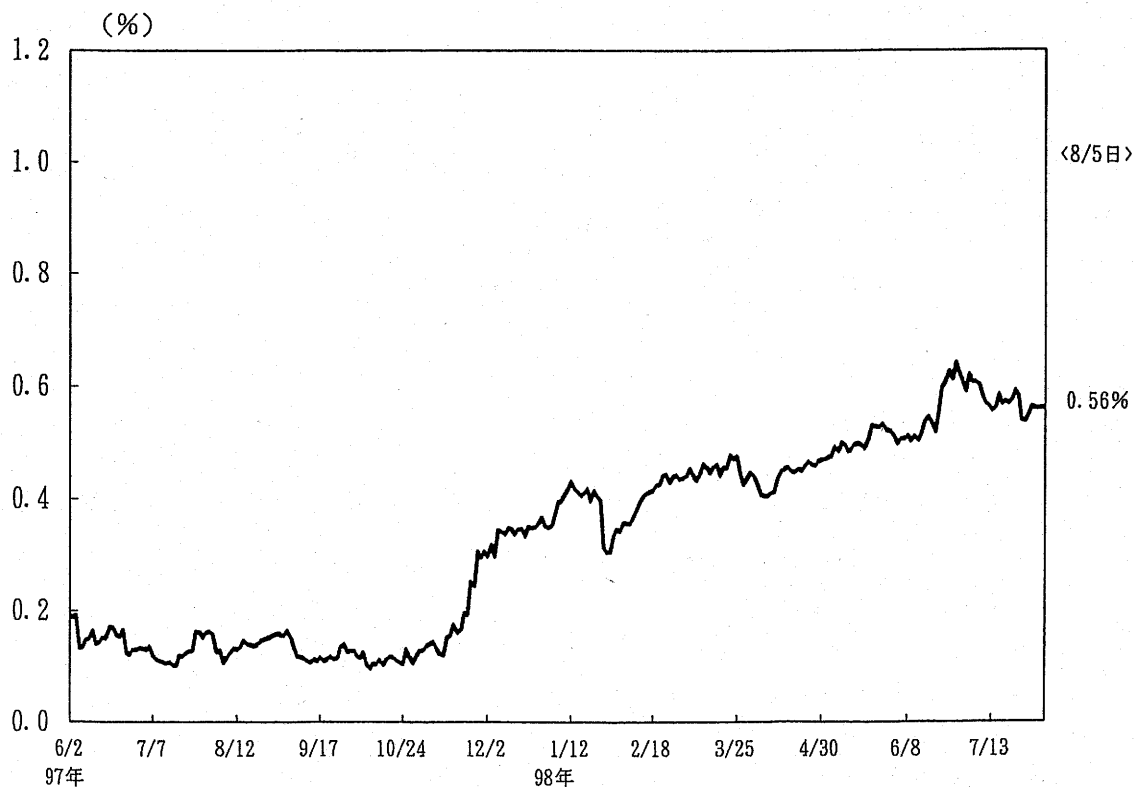
(注2) 直近は8/6日(98/8月計数は8/3~6日の平均)。

金融債流通利回り

(1) 流通利回り

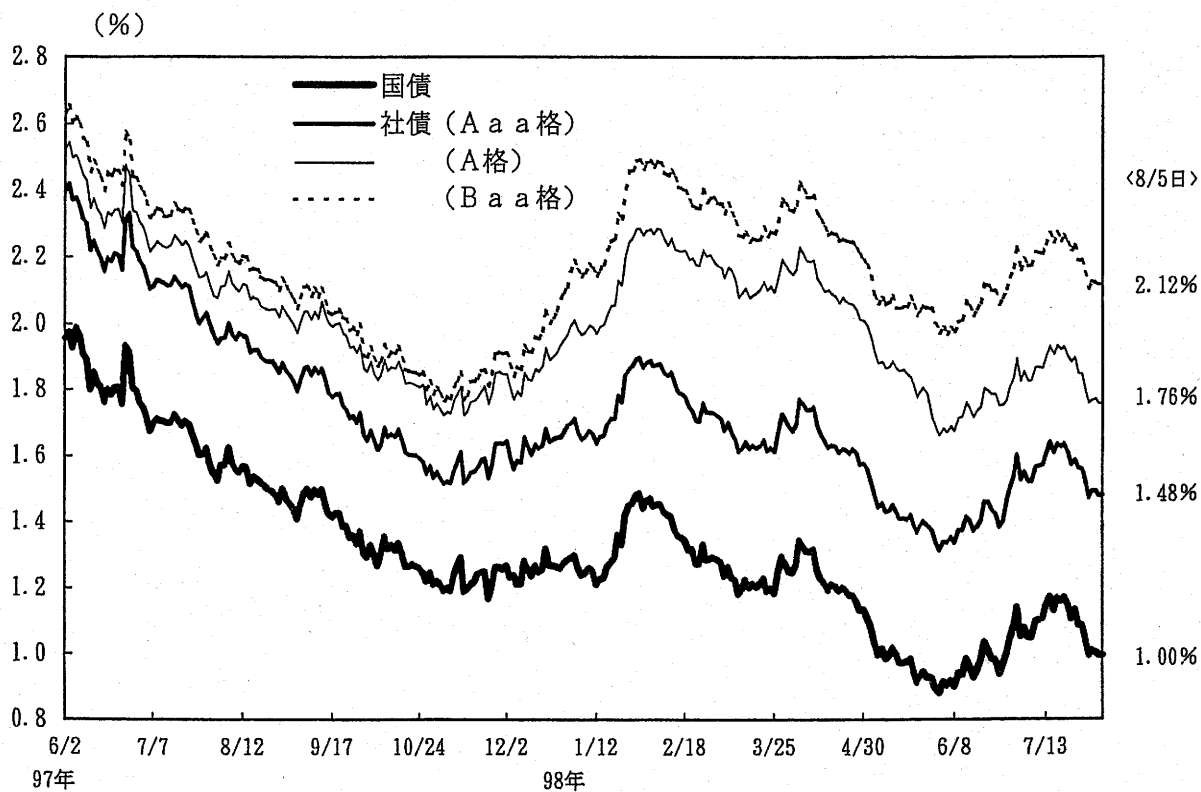


(2) スプレッド (興銀債流通利回り - 国債流通利回り)

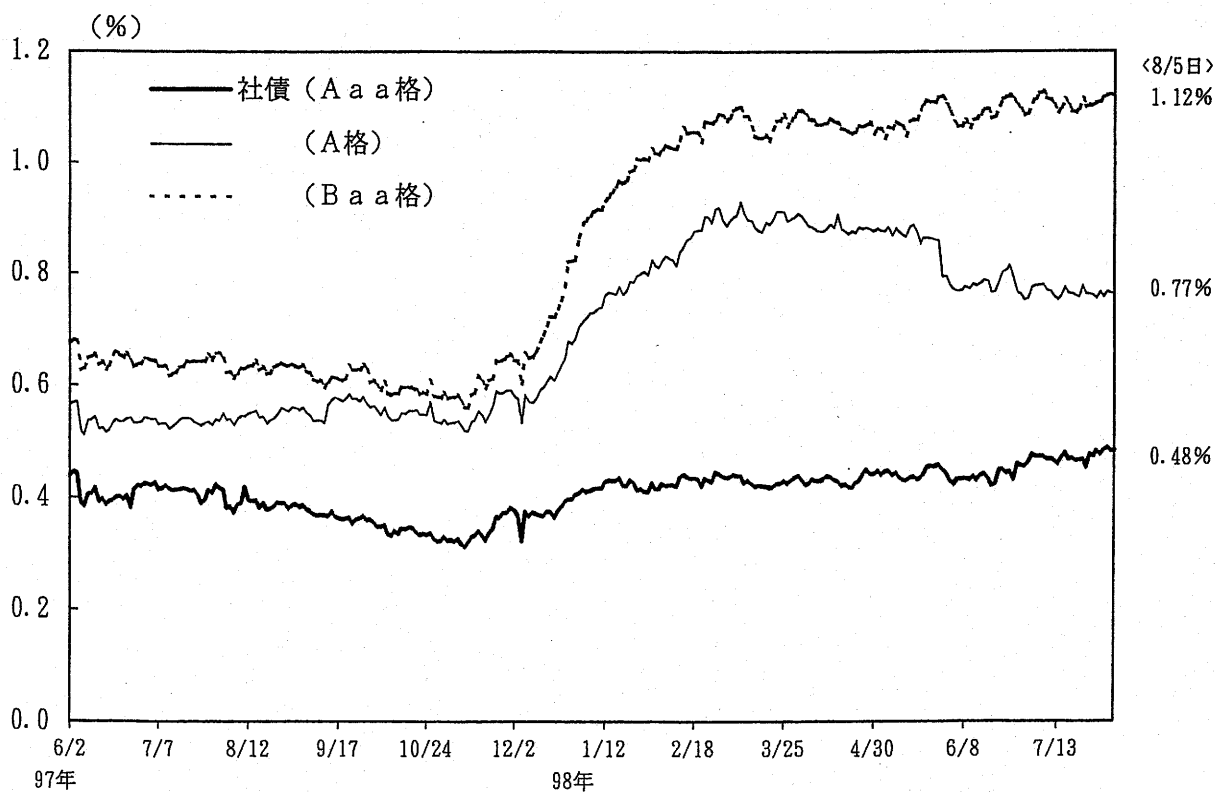


社債流通利回り

(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)



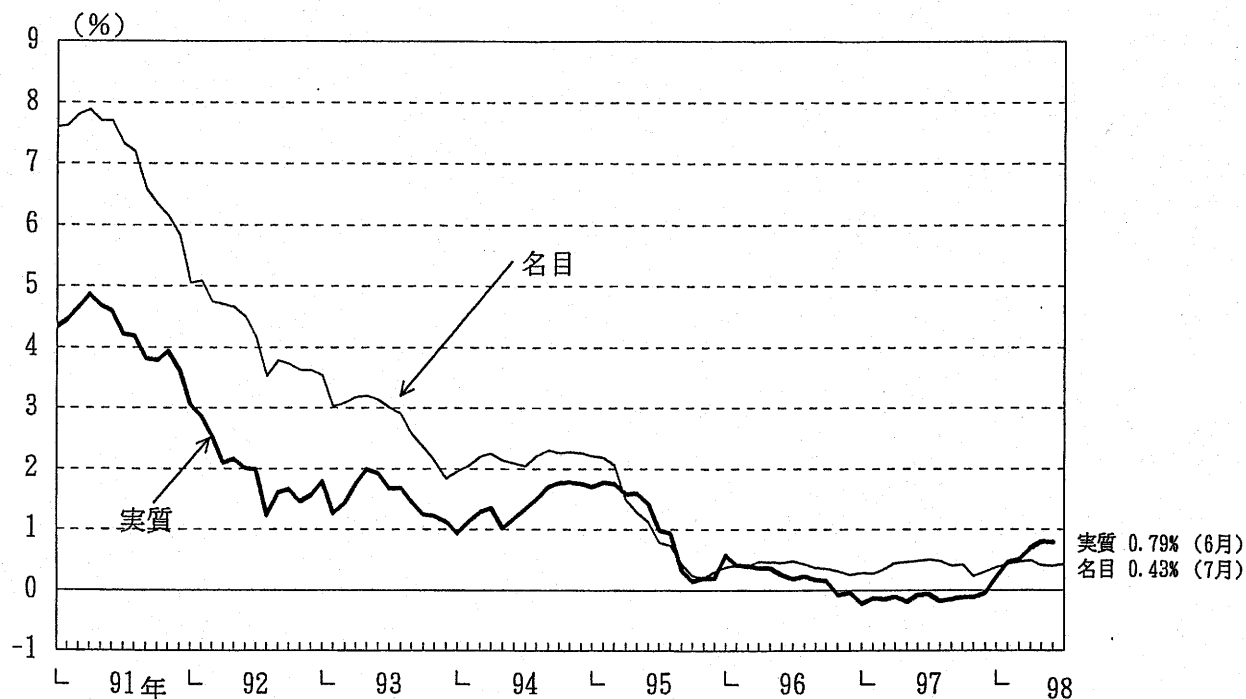
(注1) 国債、社債とも残存年数5年。

(注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。

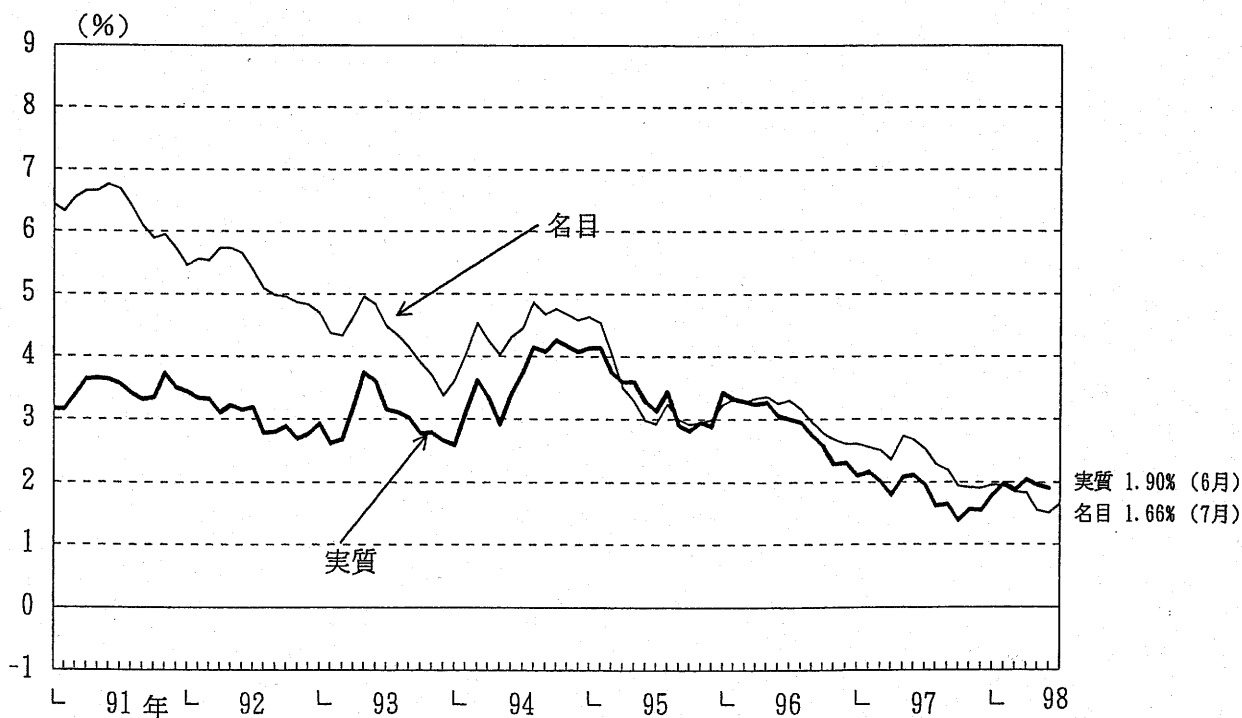
実質金利 (試算値、1)

— 実質金利は、名目金利 (月中平均) からCPI (除く生鮮) 前年比 (消費税率引き上げ、医療保険制度改革の影響を調整したベース) を差し引いたもの。

(1) TB 3 か月物利回り



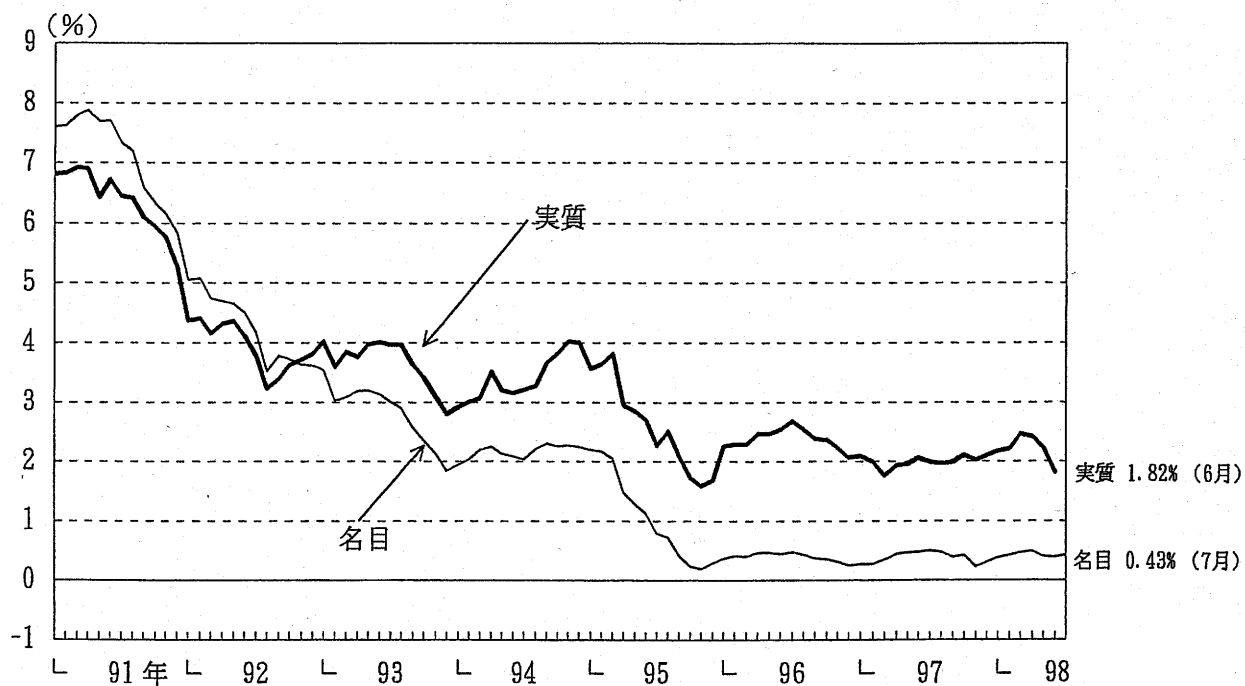
(2) 国債10年最長期物流通利回り



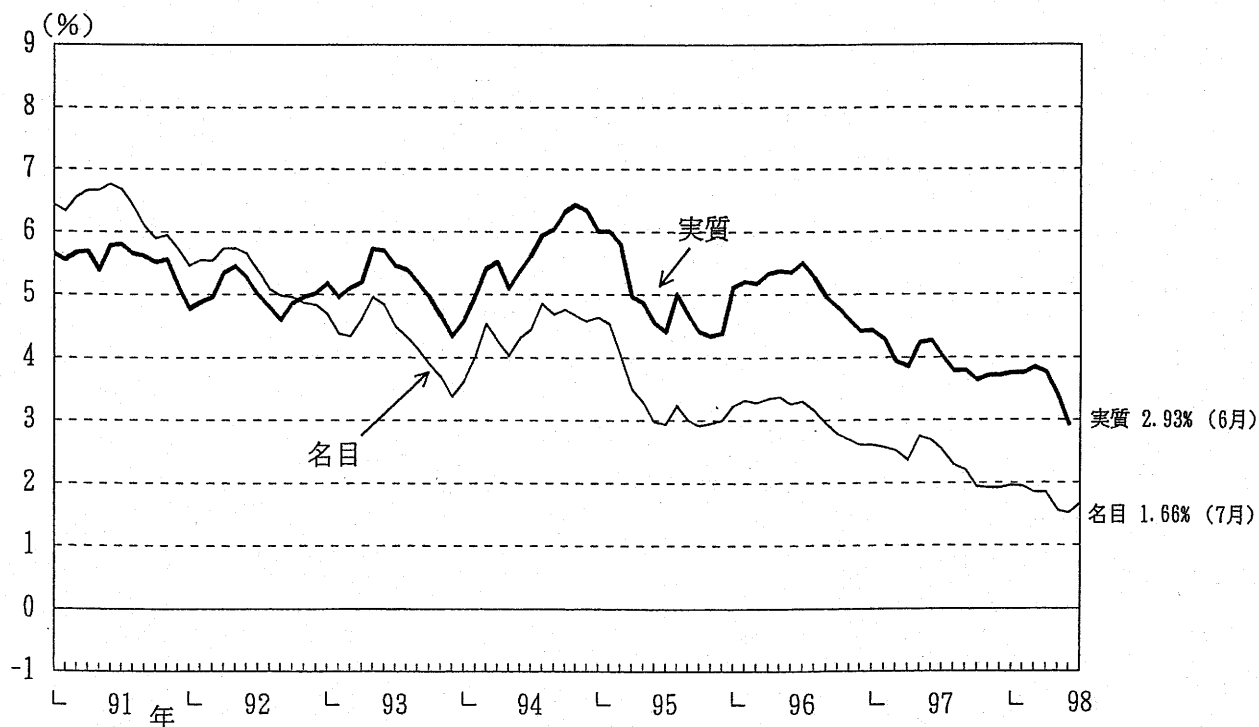
実質金利 (試算値、2)

— 実質金利は、名目金利 (月中平均) からWPI最終財 (国内品) 前年比 (消費税率引き上げの影響を調整したベース) を差し引いたもの。

(1) TB 3 か月物利回り



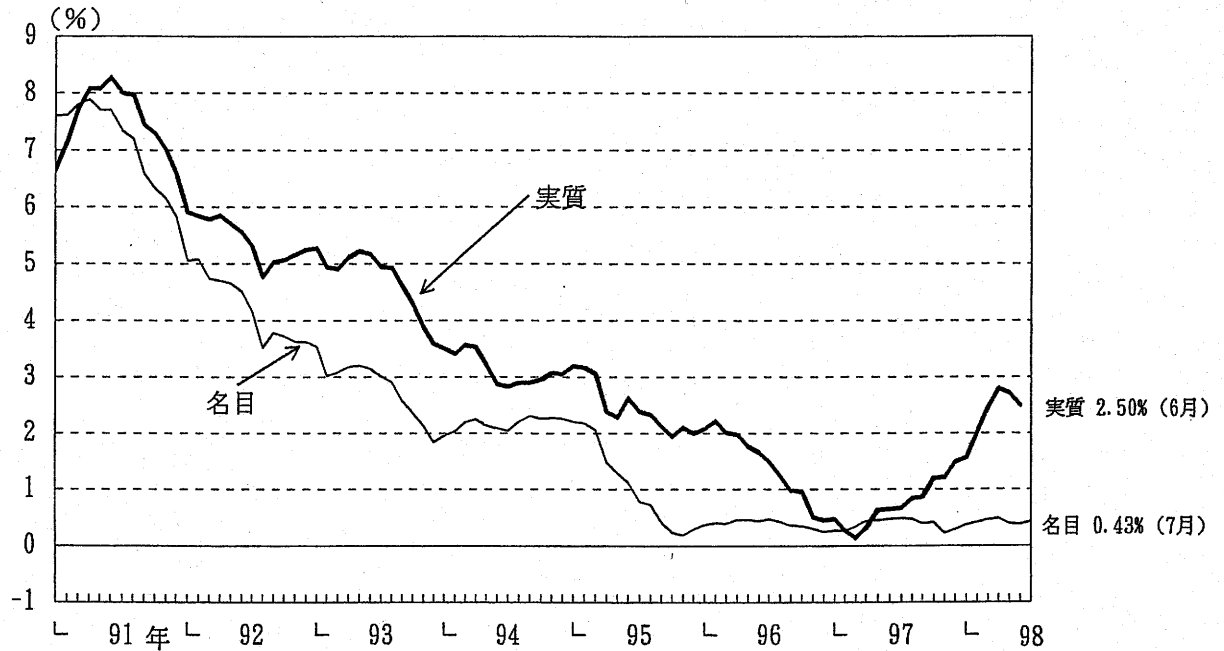
(2) 国債10年最長期物流通利回り



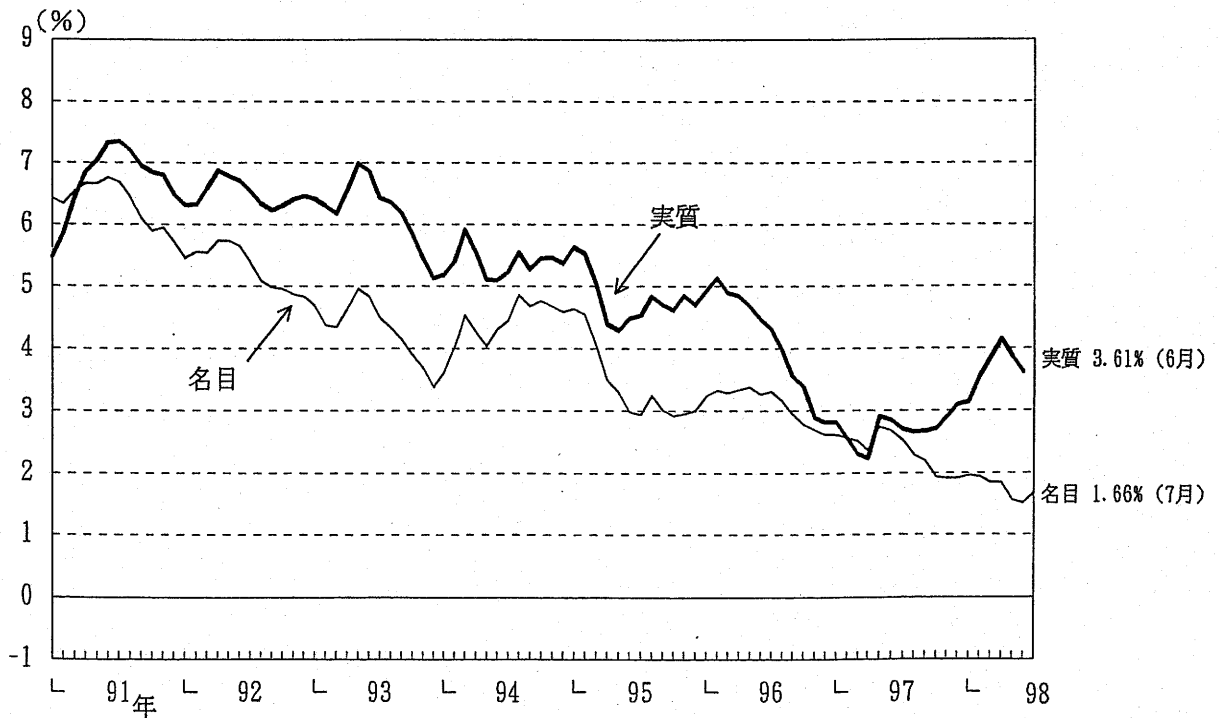
実質金利（試算値、3）

—— 実質金利は、名目金利（月中平均）から国内WPI前年比（消費税率引き上げの影響を調整したベース）を差し引いたもの。

(1) TB 3か月物利回り

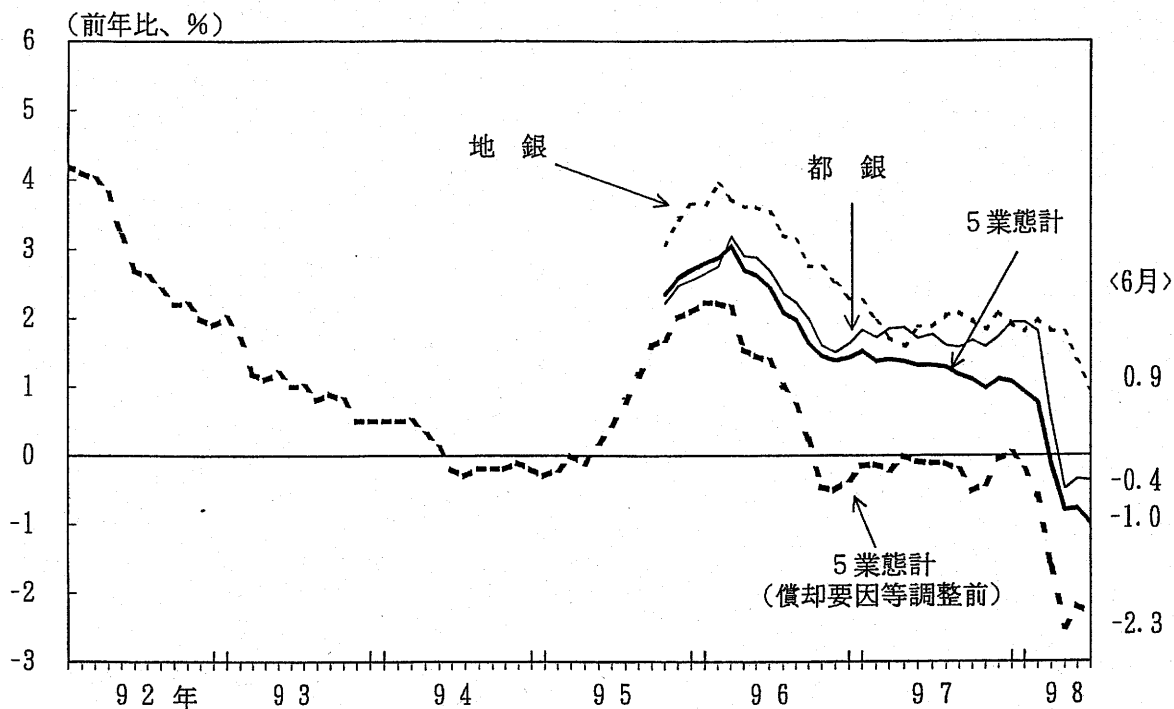


(2) 国債10年最長期物流通利回り



民間銀行貸出

(1) 主要5業態の貸出実績 (償却要因等調整後)



- (注) 1. 総貸出平残ベース。
 2. 5業態 (6月平残513兆円) は、都銀 (同238)、長信 (同41)、信託 (同49)、地銀 (同134)、地銀Ⅱ (同51)。
 3. 償却要因等調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①償却要因、②貸出債権流動化要因、③為替要因の調整を行ったもの。①、②については、直接償却、貸出債権流動化に伴う貸出の減少がなかったものとして、③については外貨インパの円換算に伴う振れが生じないように換算為替レートを調整し、計算を行っているが、あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持つてみる必要がある。

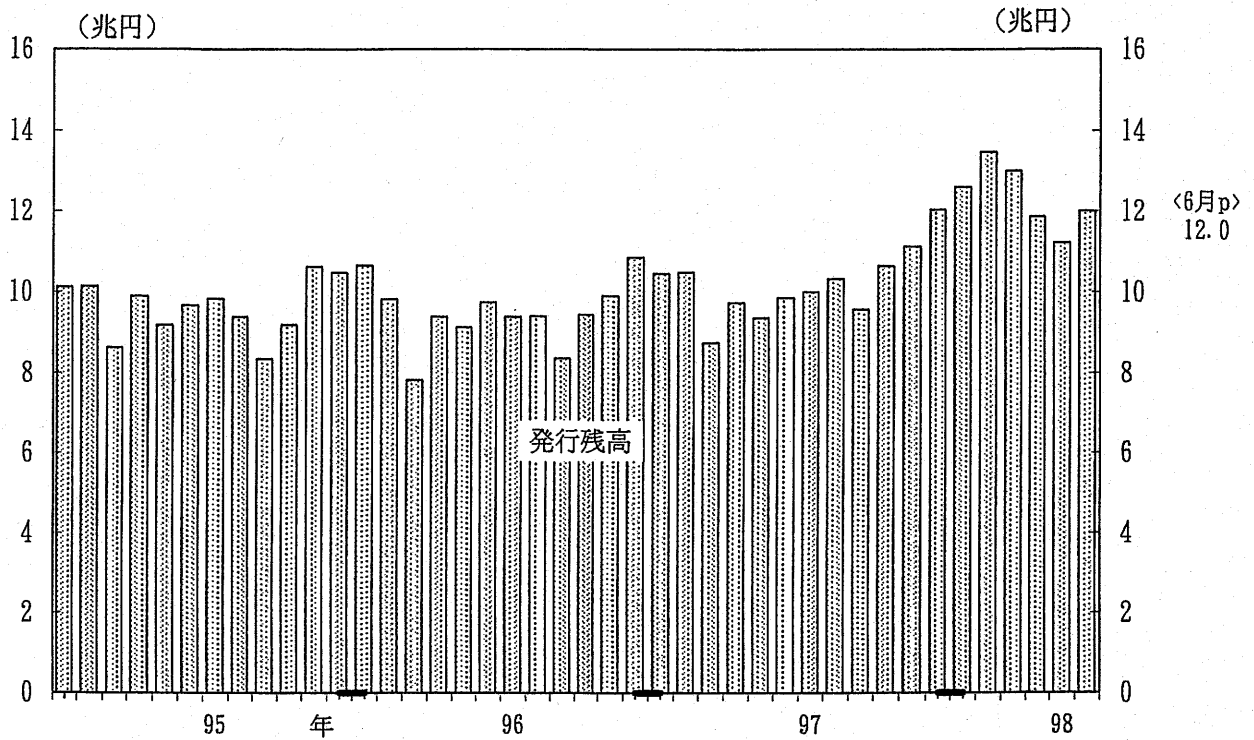
(2) 主要3業態の貸出実績・計画

					(前年比、%)				
97/	3月 実績	9月 実績	12月 実績	98/ 3月 実績	6月 実績	98/9月計画			修正幅
						4月時点	6月時点	7月時点	
	<1.4>	<0.9>	<0.9>	<▲ 1.0>	<▲ 1.7>	<▲ 1.5>	<▲ 1.9>	<▲ 1.9>	< 0.0>
	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 2.9	▲ 3.5	▲ 3.1	▲ 3.5	▲ 3.5	0.0

- (注) 1. 都、長信、信託の総貸出月中平残。ただし、拓銀を除く。
 2. <>内は償却要因等調整後、山一特融を除くベース。

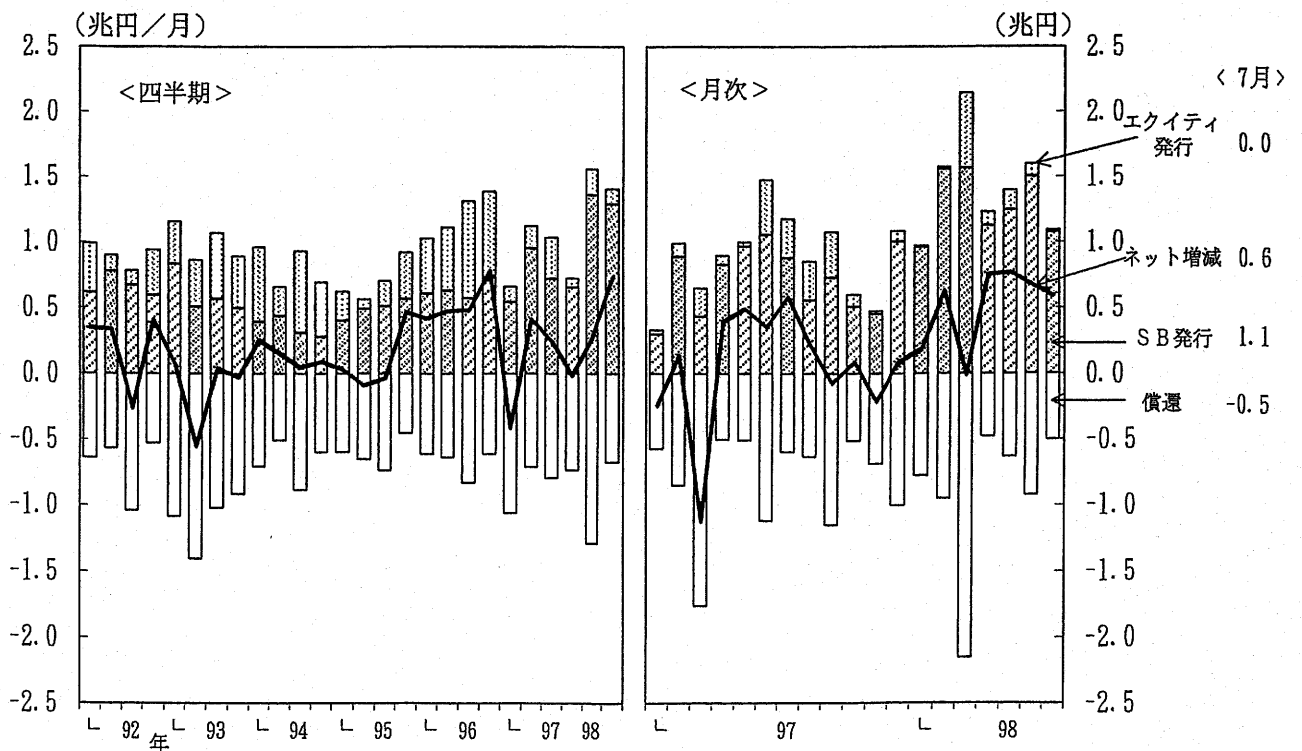
資本市場調達

(1) CP



(注) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。

(2) 社債・株式

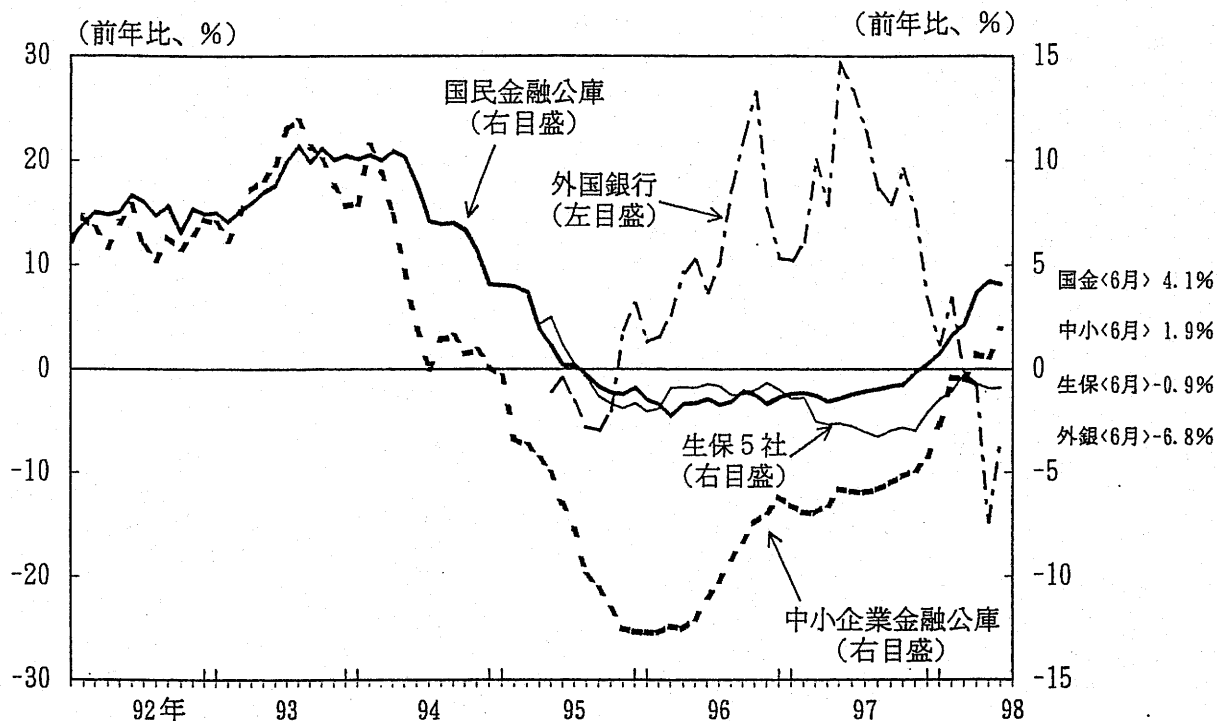


(注1) 民間部門(居住者)の調達額。エクイティは転換社債、ワラント債、新株発行の合計。

(注2) 償還額は推計。

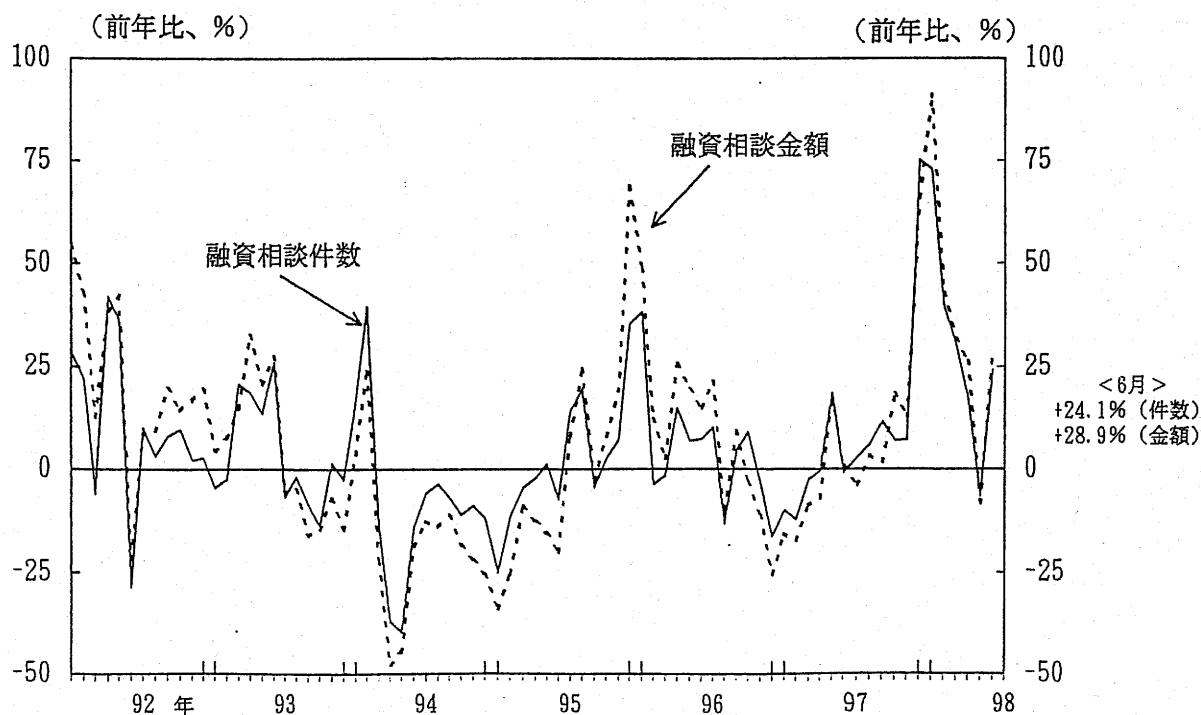
その他金融機関貸出

(1) その他金融機関貸出



(注) 外銀は平残ベース。その他は末残ベース。
直近月の残高は、国金(9兆円)、中小(7兆円)、外銀(6兆円)、生保5社(37兆円)。

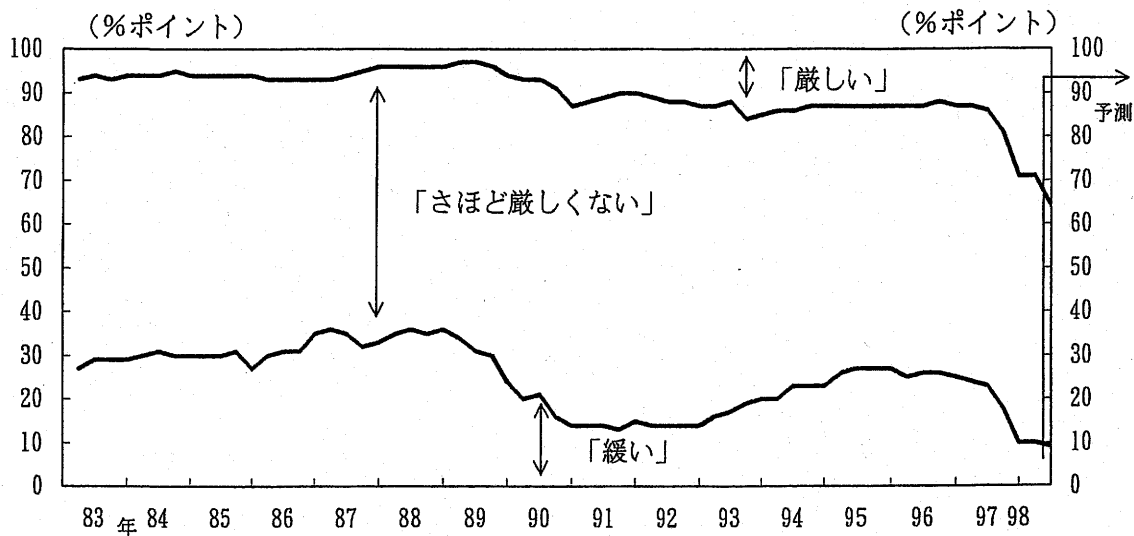
(2) 中小公庫の融資相談件数・金額(直貸分)



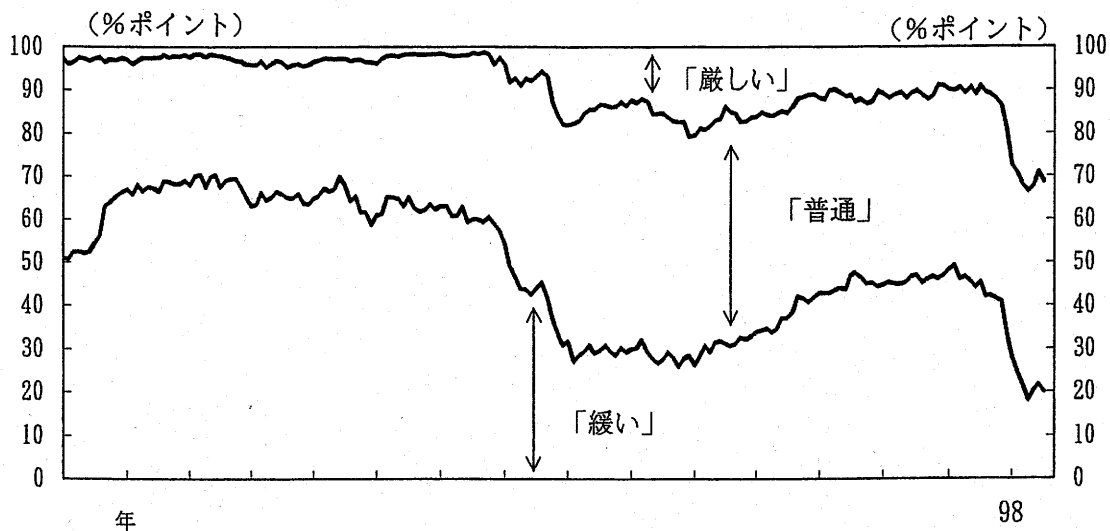
(注) 6月の融資相談は、件数 2,171件、金額 1,668億円。

中小企業からみた金融機関の貸出態度

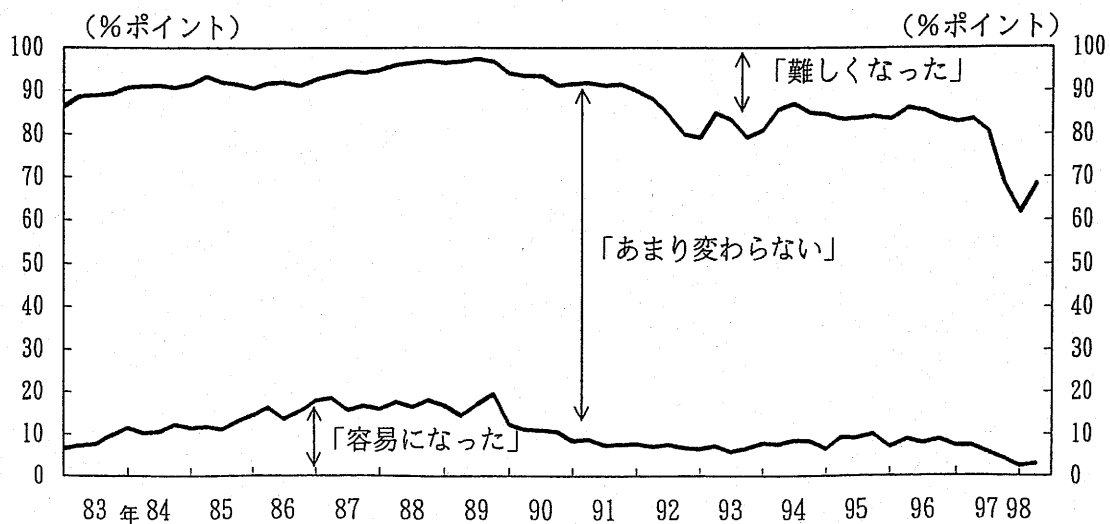
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点7月中旬)

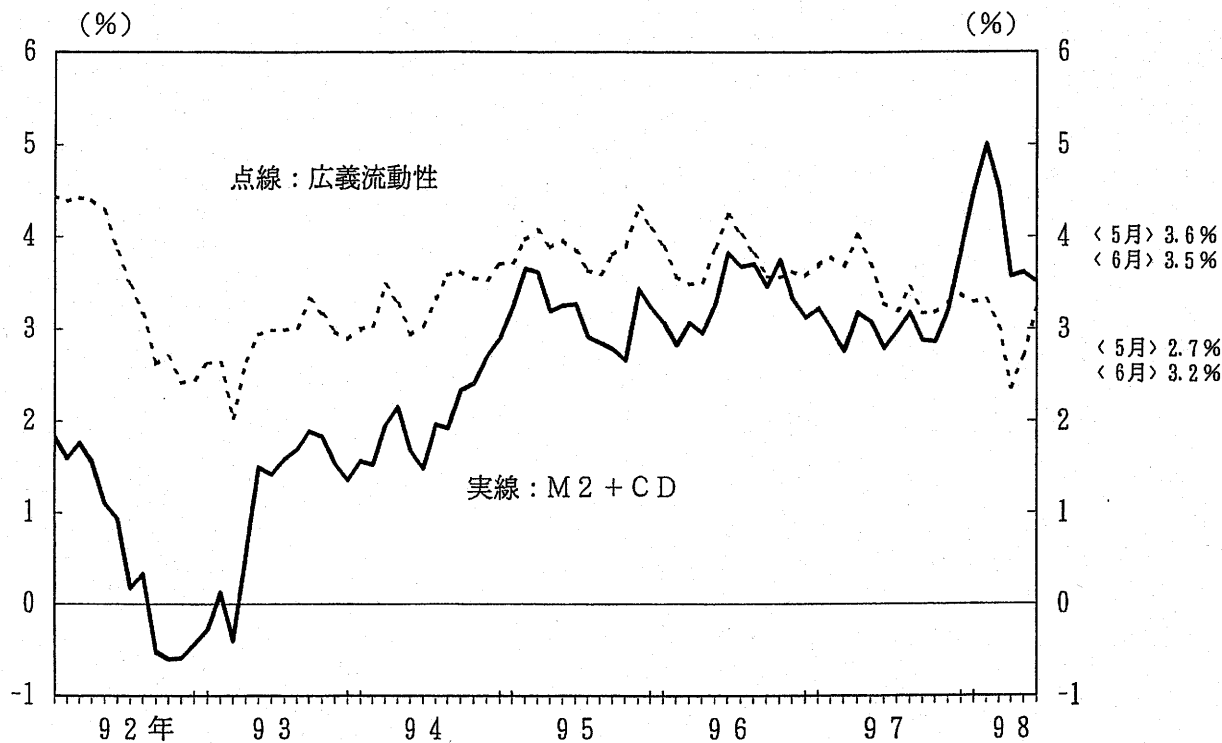


(3) 国民公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点6月中旬)

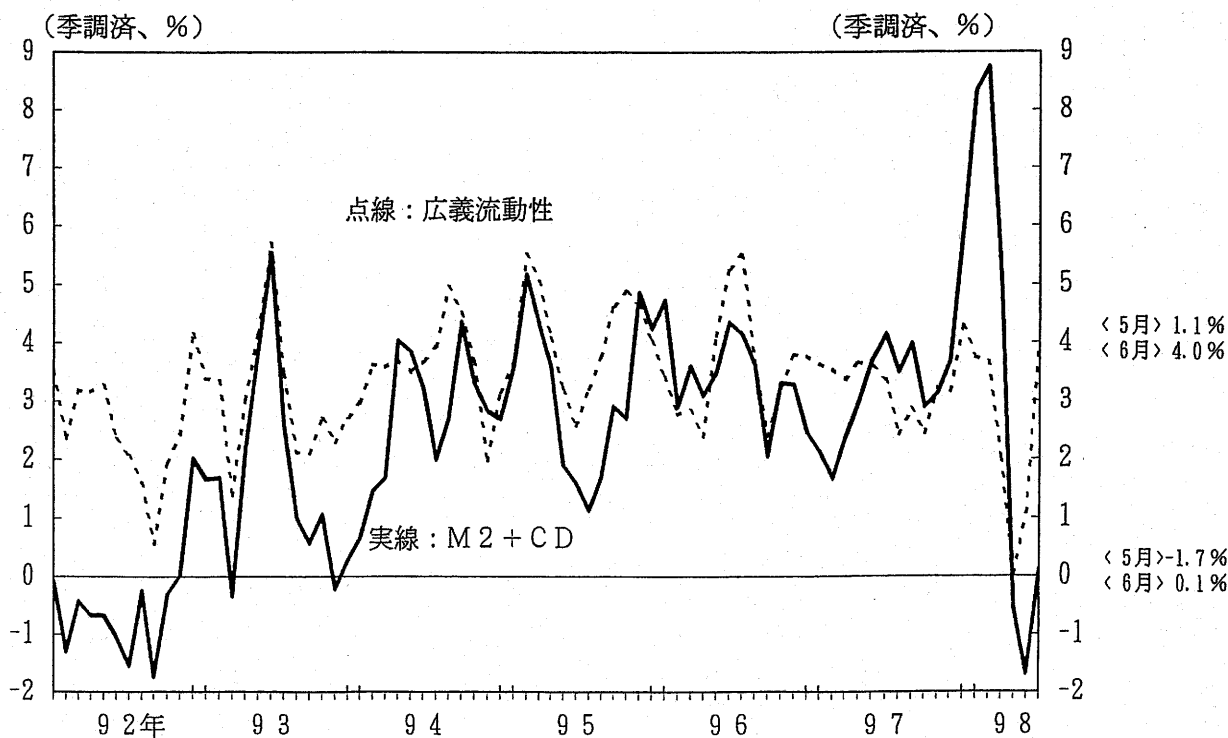


マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)

(1) 前年比



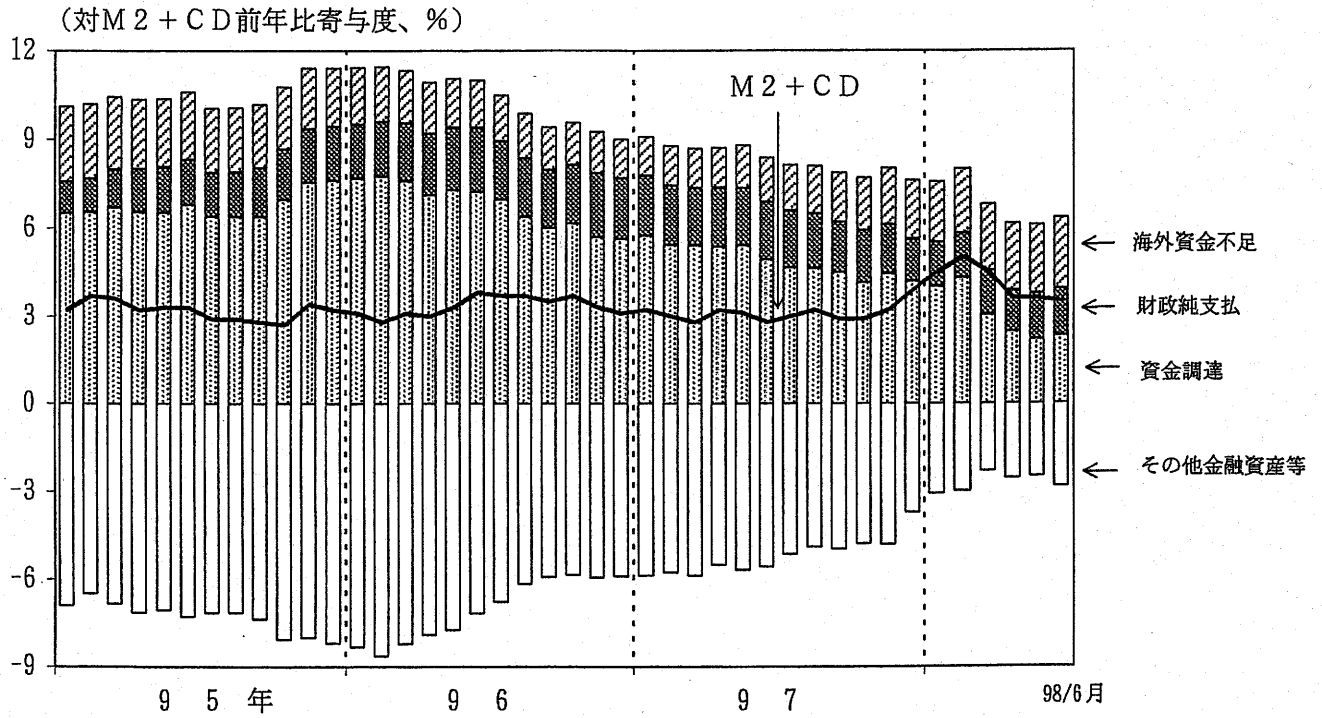
(2) 3か月前比年率



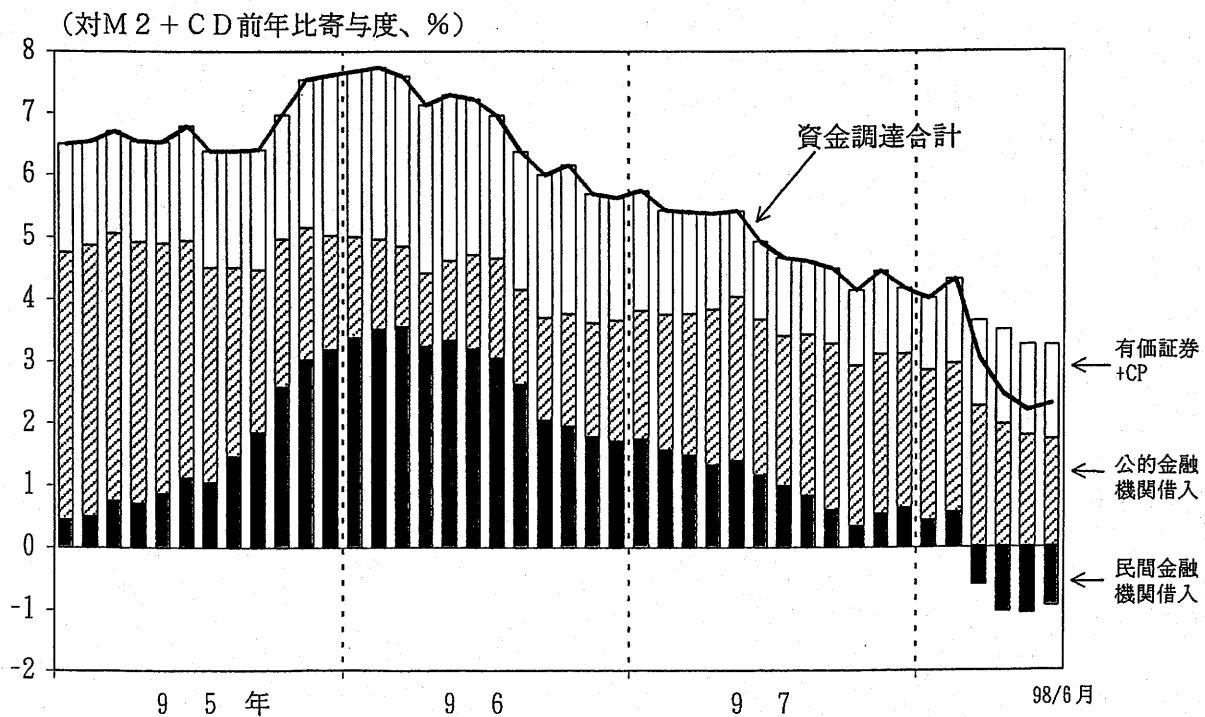
M2 + CD増減の寄与度分解 (前年比)

— マネー保有主体 (民間部門・地公体) のバランスシート・アプローチによる。

(1) M2 + CD増減の寄与度分解

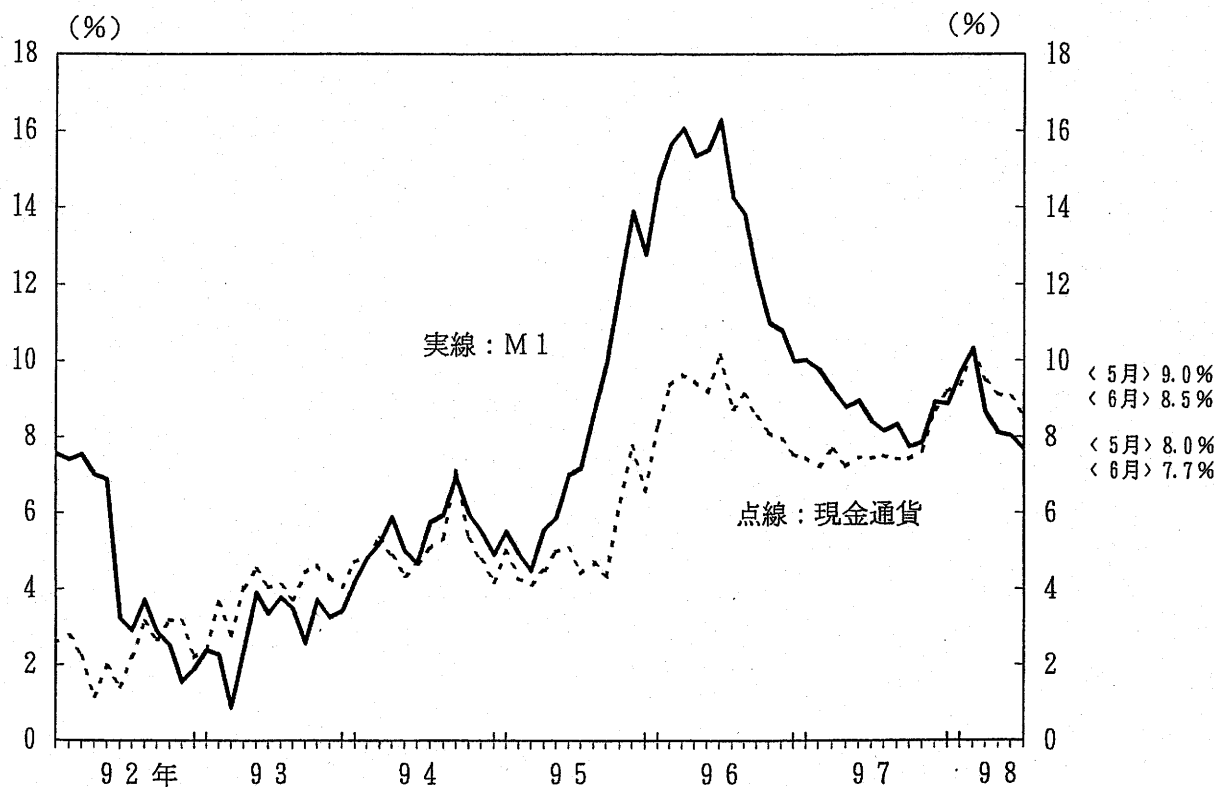


(2) 資金調達増減の寄与度分解

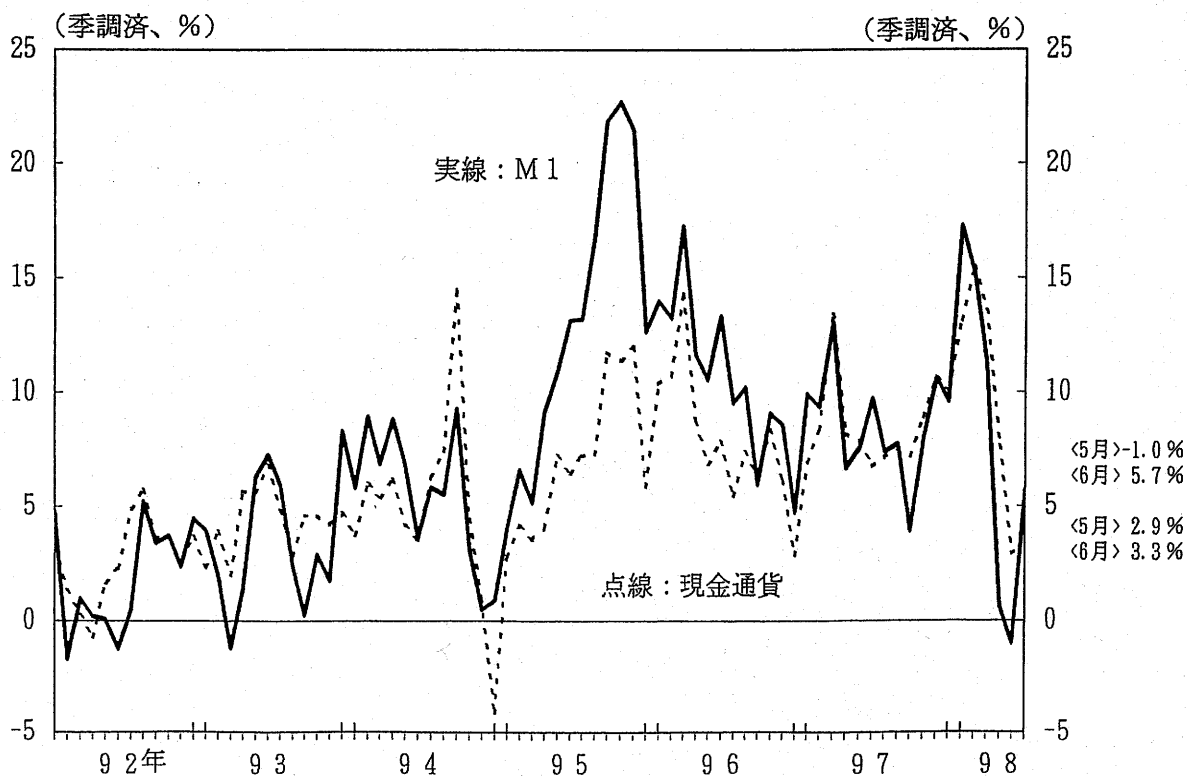


マネーサプライ (M1、現金通貨)

(1) 前年比

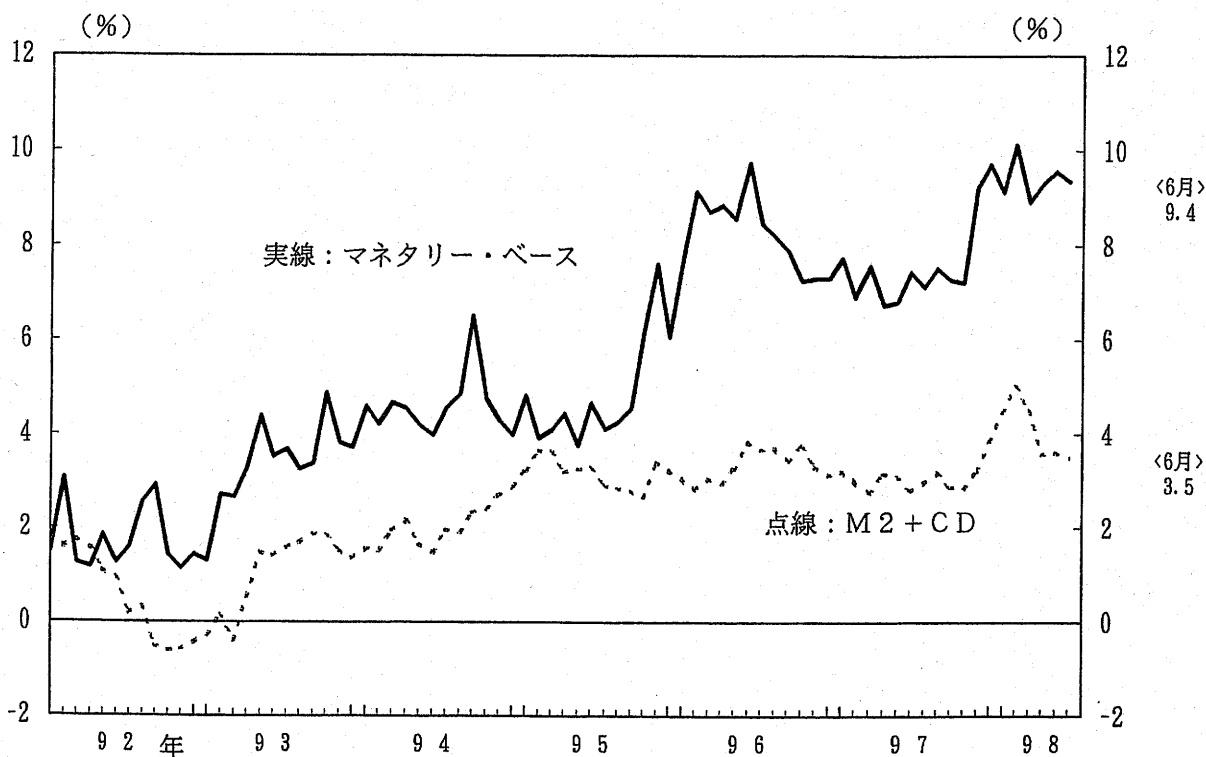


(2) 3か月前比年率

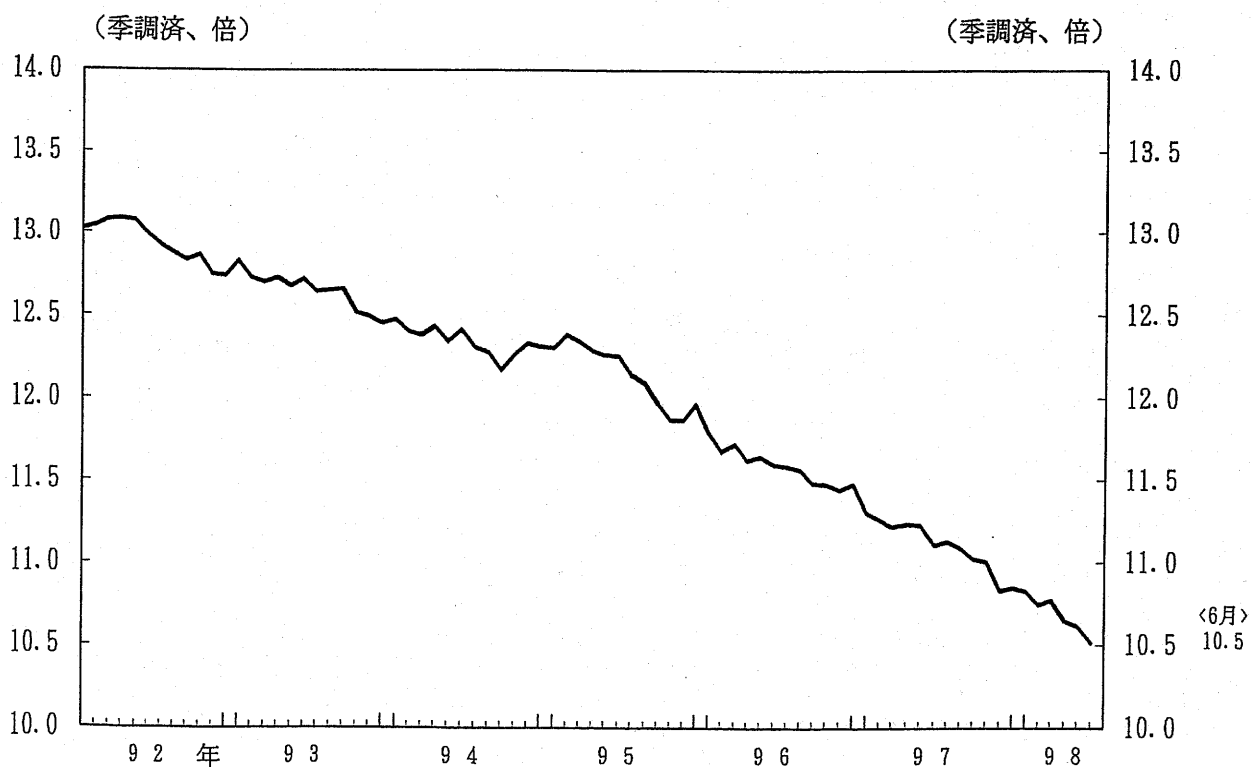


マネタリー・ベース

(1) 前年比



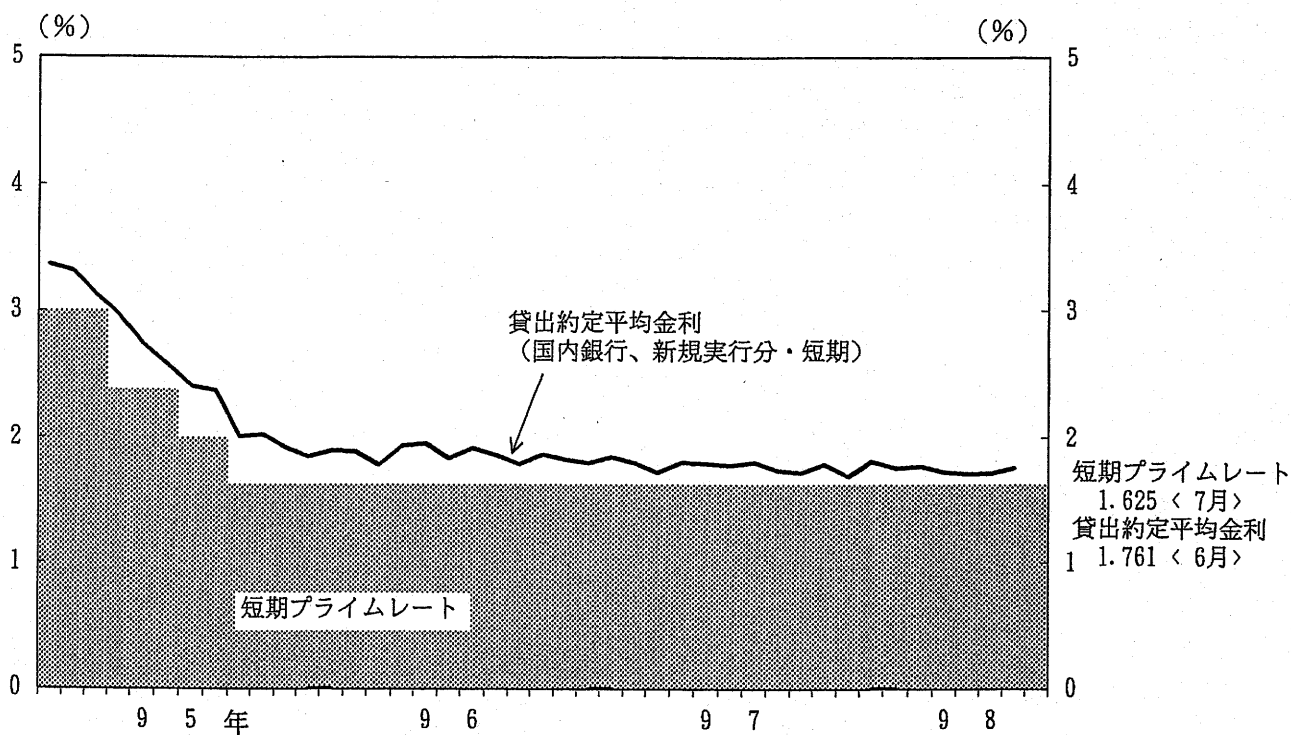
(2) 信用乗数 (=M2 + CD / マネタリー・ベース)



(注) 1. マネタリー・ベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+準備預金額。
2. 98/6月のマネタリー・ベースは推計値。
3. マネタリー・ベースは準備率調整前。ただし、92/10月以前の前年比は準備率調整後数値から計算。

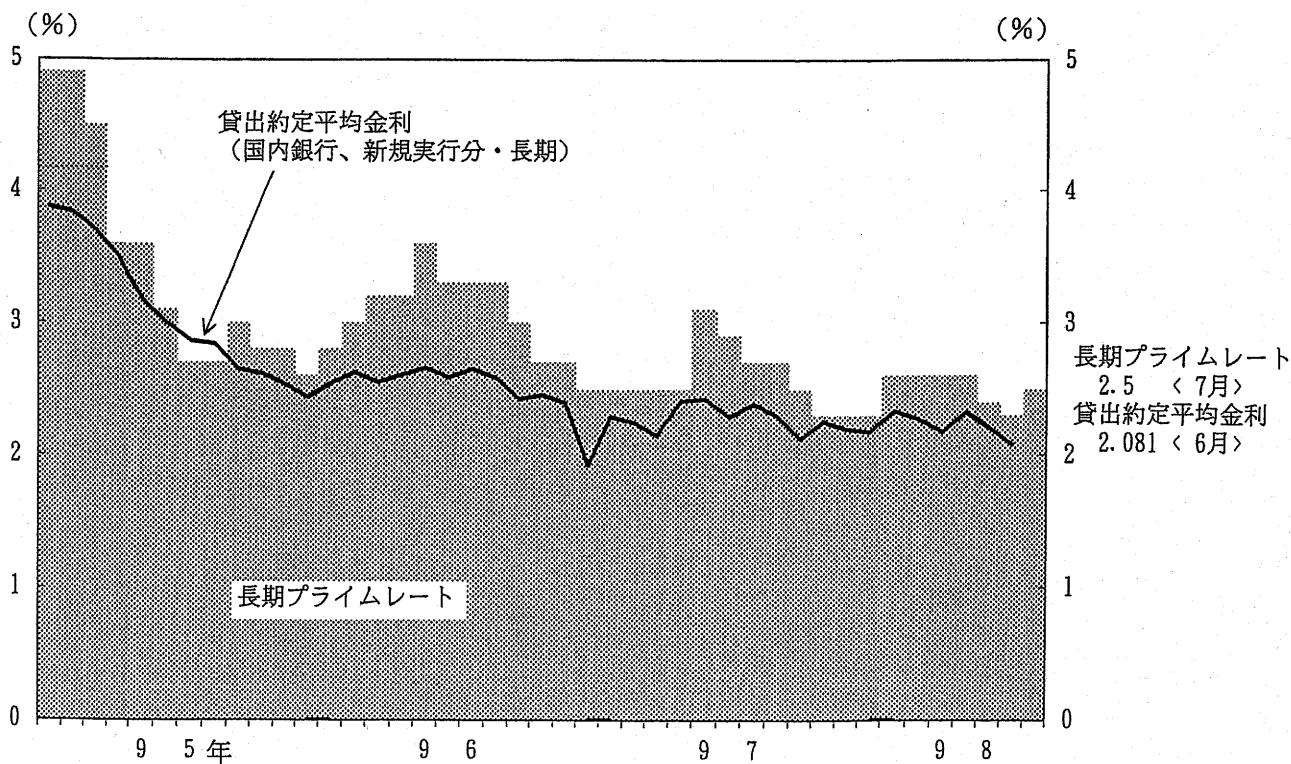
貸出金利

(1) 短期



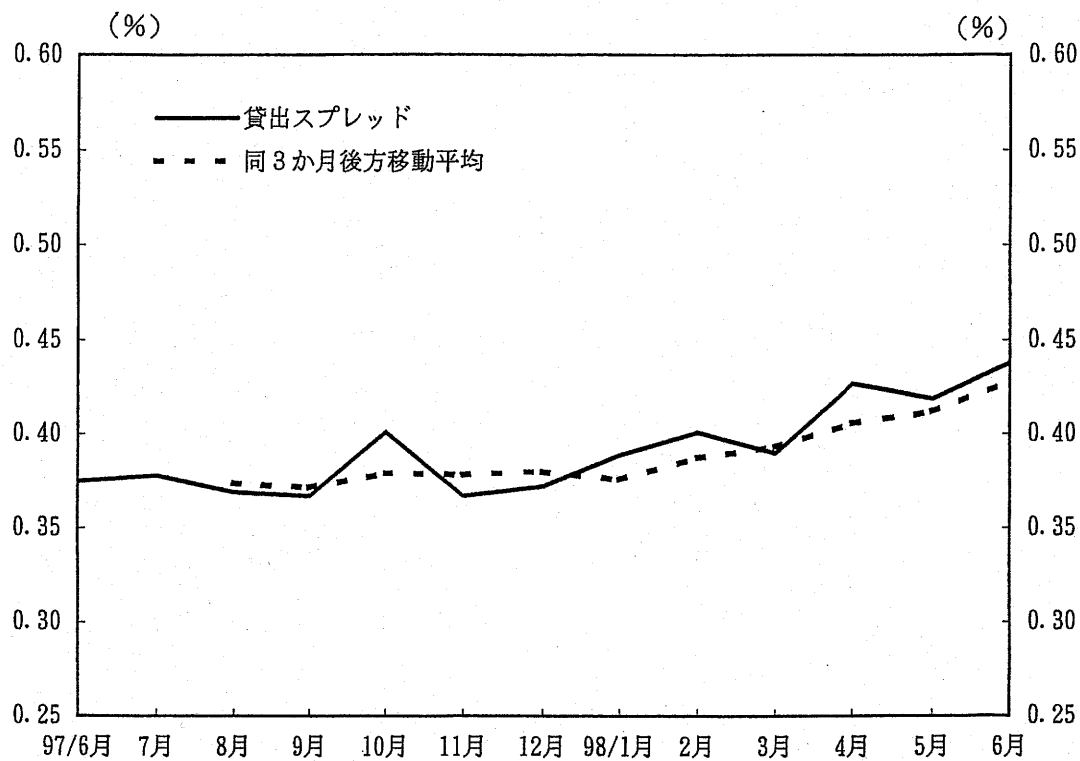
(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) 長期

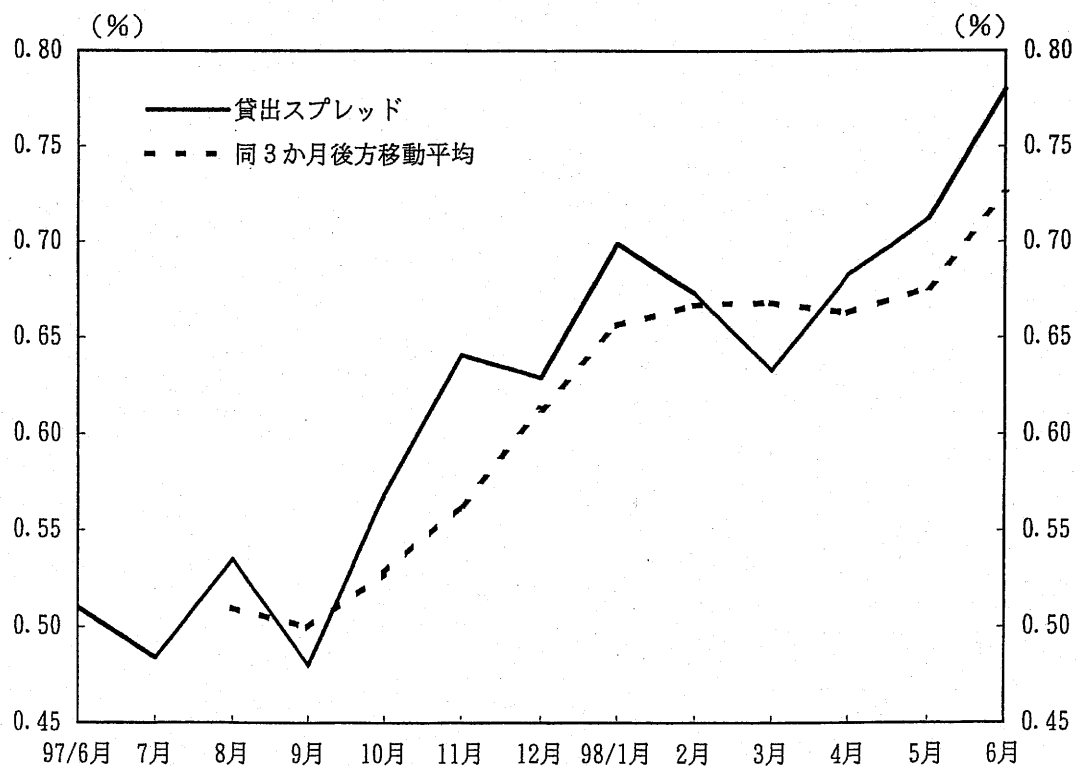


スプレッド貸出のスプレッド

(1) 短期



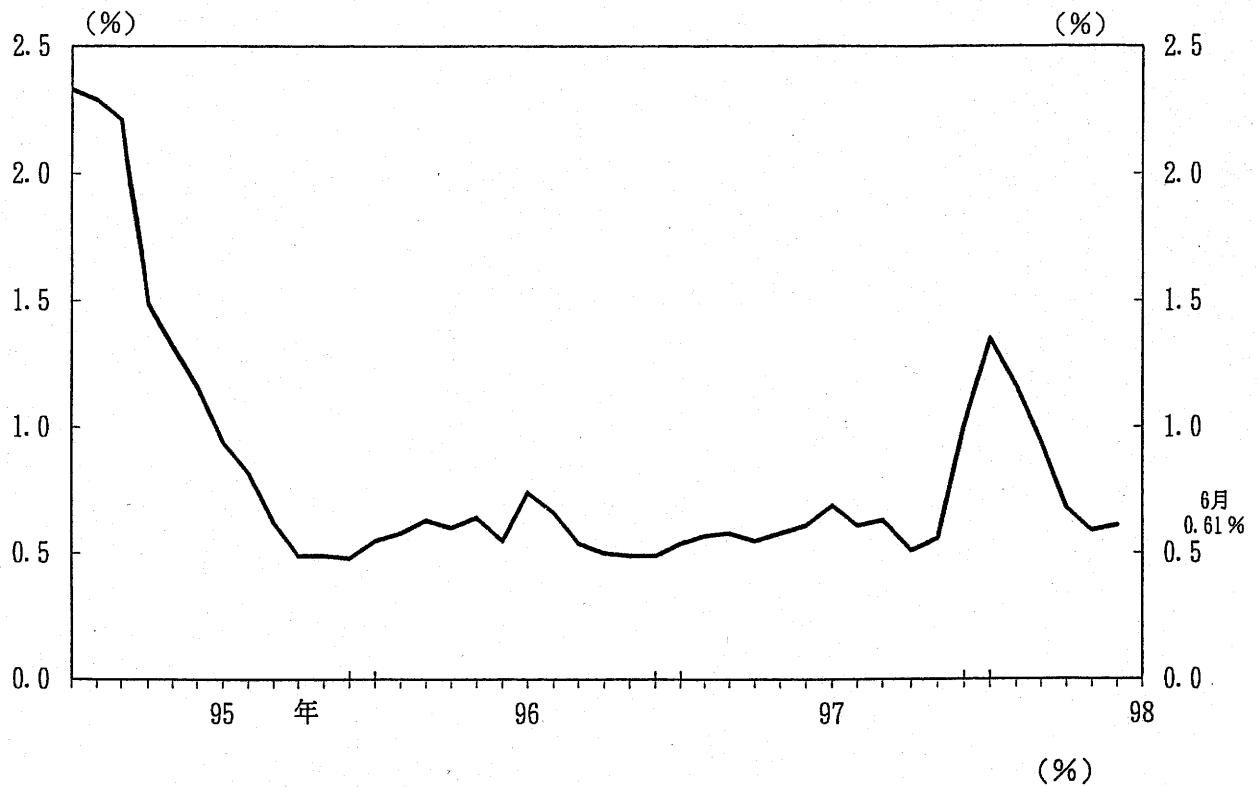
(2) 長期



(注) 都銀主要行に対するヒアリングによる。

資本市場調達コスト

(1) CP発行レート(3か月物、月中平均)



98/4月			5月			6月		
上旬	中旬	下旬	上旬	中旬	下旬	上旬	中旬	下旬
0.74	0.67	0.63	0.61	0.64	0.53	0.58	0.58	0.68

(注) 最上位格付取得先の新発利回り(オールインコスト・ベース)。

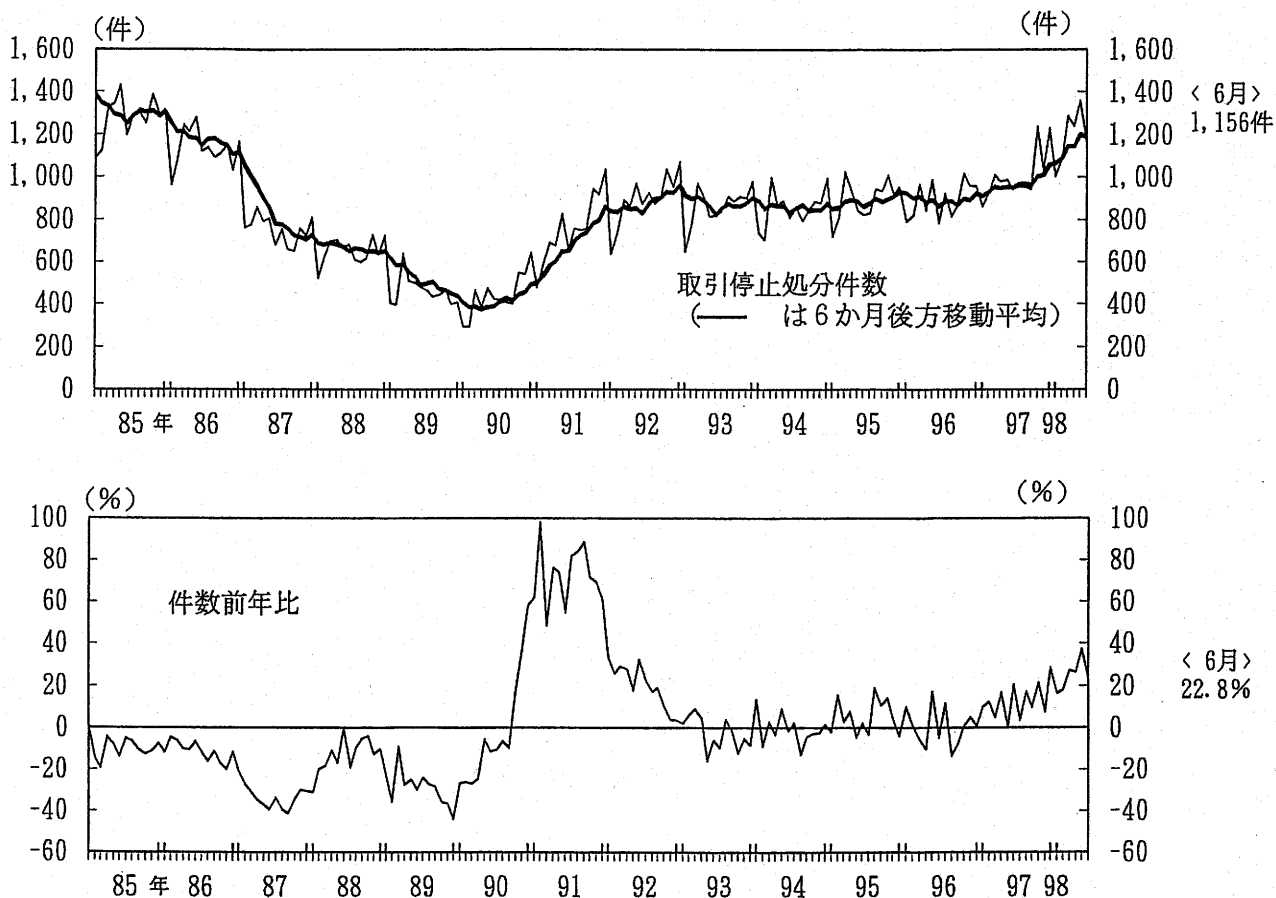
(2) SB発行クーポン(スワップ・レート対比スプレッド)

	97/4-11月 平均	97/12月	98/1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
AAA	-16	2	-4	8	-6	8	8	6	0
AA	8	36	49	50	53	41	46	40	42
A	33	70	104	110	89	86	89	87	79
BBB	86	122	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.

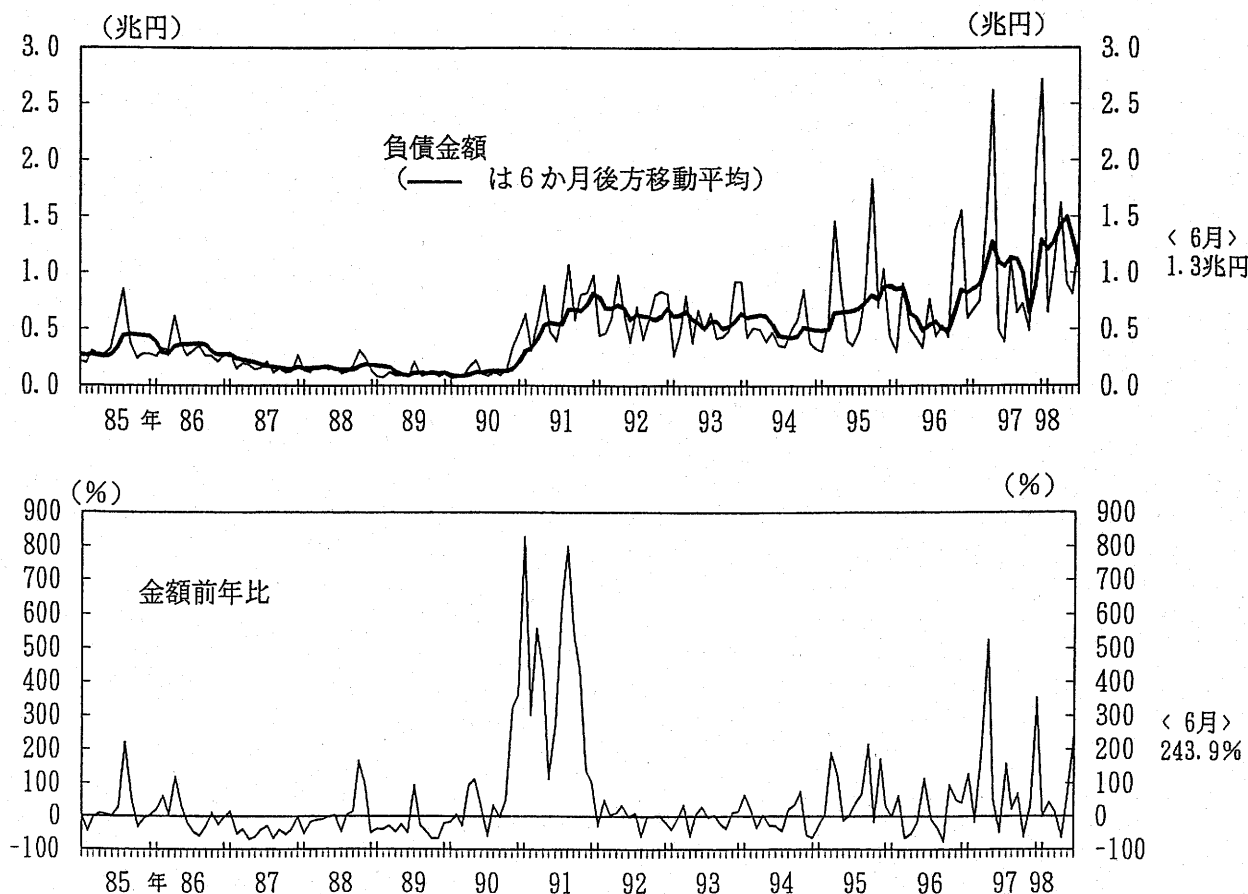
スワップレート(5年) 1.81 1.47 1.53 1.61 1.49 1.47 1.24 1.20 1.34

企業倒産

(1) 銀行取引停止処分件数 (全国銀行協会連合会調べ)



(2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)



98.8.6
企画室

当面の金融政策運営上の検討ポイント

1. 金融経済情勢に関する検討ポイント

- (1) 景気・物価の現状をどう判断するか。
- (2) 景気の先行きについて、最近の指標から窺われる民間需要の弱さと、今後次第に顕在化ないし強まってくるとみられるプラス材料（総合経済対策の効果、円安の効果、減税を軸とする新たな景気対策）とを、どのように総合的に評価するか。
- (3) 先行き、デフレ・スパイラルに陥るリスクをどう評価するか。
- (4) 金利や株価、為替相場の動向をどう評価するか。
- (5) 民間銀行貸出やマネーサプライなど、量的金融指標の動きから何を読みとるか。

2. 当面の金融政策運営方針

選択肢 A

金融調節方針を幾分引き締め、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 〇%前後で推移することを促す。（あわせて、公定歩合を 〇%引き上げ、 〇%とする。）

（考え方）

純輸出は増加に転じているほか、在庫調整圧力も、波及効果の大きい自動車等を中心に、一頃よりは和らいできている。先行きについてみると、年度下期には、総合経済対策やこれまでの円安の効果などから、景気の下げ止まりが明確化する可能性が高い。さらに、減税を軸とする新たな景気対策の実施や、不良債権の処理加速が見込まれ、これらが企業や家計のコンフィデンスの回復に資すると考えられる。

一方、物価面では、卸売物価の下落テンポが鈍化している。また、円相場に対する下落圧力は引き続き根強い。

これらを勘案すると、3年近くにわたり継続されてきた現行金利水準を、早めに引き上げることが適当である。

選択肢 B

現在の金融政策スタンスを維持し、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

（考え方）

純輸出は増加に転じているが、設備投資が大幅な減少を続けているほか、家計支出も総じて低迷している。こうしたもとで、企業が大幅な減産を実施してきた結果、企業収益の減少や、雇用情勢の大幅な悪化が続いている。物価面では、卸売物価の下落テンポは鈍化しつつあるが、消費者物価は、医療費引上げ等の制度変更要因を除くと、前年比マイナスで推移している。

この間、金融面でも、資金需要の落ち込みなどを背景に、銀行貸出が低迷を続けているほか、マネーサプライの伸び率も鈍化している。

しかし、先行きについてみると、総合経済対策やこれまでの円安の効果が、年度下期には顕在化し、景気の下押し圧力に歯止めがかかる可能性が高い。このため、デフレ・スパイラルに陥るリスクは大きくないと判断される。

こうした情勢を踏まえると、当面は、総合経済対策の効果がどのように現れてくるか、また、不良債権処理や、減税を軸とする新たな景気対策の策定がどのように進展し、企業や家計のコンフィデンスに影響を与えていくか、といった点に注目しつつ、これまでの金融政策スタンスを維持していくことが適当である。

選択肢 C

金融調節方針を一段と緩和し、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて %前後で推移することを促す。（あわせて、公定歩合を %引き下げ、 %とする。）

（考え方）

純輸出は増加に転じているが、設備投資が大幅な減少を続けているほか、家計支出も総じて低迷している。こうしたもとで、企業が大幅な減産を実施してきた結果、企業収益の減少や、雇用情勢の大幅な悪化が続いている。物価面では、卸売物価の下落テンポは鈍化しつつあるが、消費者物価は、医療費引上げ等の制度変更要因を除くと、前年比マイナスで推移している。

この間、金融面でも、資金需要の落ち込みなどを背景に、銀行貸出が低迷を続けているほか、マネーサプライの伸び率も鈍化している。

今後、総合経済対策が実行されていけば、景気の下押し圧力には歯止めがかかる可能性が高いが、上記のような景気の現状からみて、何らかの追加的なショックが生じる場合等には、デフレ・スパイラルに陥るリスクも完全には払拭できない。そうしたリスクのひとつとして、不良債権の抜本処理を促していく過程で、金融市場での不安心理が高まり、これが経済に悪影響を及ぼす可能性なども念頭においておく必要がある。

こうした景気・物価、ならびに金融情勢を踏まえると、ここで一段の金融緩和を進めることによって、デフレ・スパイラルに陥るリスクを金融面からさらに縮減することが適当と考えられる。こうした一層の金融緩和が、総合経済対策や、不良債権の抜本処理への展望、恒久的な減税を軸とする新たな景気対策の検討とも相俟って、企業や家計のコンフィデンスの回復を促し、景気の回復力を補強することを期待する。

選択肢D

準備預金制度の準備率を引き下げることによって、約 兆円の所要準備額を解放することとし、 月1（or 16）日から実施する。

（考え方）

純輸出は増加に転じているが、設備投資が大幅な減少を続けているほか、家計支出も総じて低迷している。こうしたもとで、企業が大幅な減産を実施してきた結果、企業収益の減少や、雇用情勢の大幅な悪化が続いている。物価面では、卸売物価の下落テンポが鈍化しつつあるが、消費者物価は、医療費引上げ等の制度変更要因を除くと、前年比マイナスで推移している。

この間、金融面でも、資金需要の落ち込みなどを背景に、銀行貸出が低迷を続けているほか、マネーサプライの伸び率も鈍化している。

今後、総合経済対策が実行されていけば、景気の下押し圧力には歯止めがかかる可能性が高いが、上記のような景気の現状からみて、何らかの追加的なショックが生じる場合等には、デフレ・スパイラルに陥るリスクも完全には払拭できない。そうしたリスクのひとつとして、不良債権の抜本処理を促していく過程で、金融市場での不安心理が高まり、これが経済に悪影響を及ぼす可能性なども念頭においておく必要がある。

このような景気・物価、ならびに金融情勢を踏まえると、この際、準備預金制度の準備率を引き下げ、金融機関の融資対応力を強化することなどを通じて、現在の金融緩和基調（or 金融調節方針の一段の緩和）を補完することが適当と考えられる。

（具体的な引き下げ方法に関する基本的な考え方＜詳細な選択肢は別添＞）

- ① 引き下げ幅は、円滑な金融調節の運営を阻害しない範囲で検討する。
- ② 対象債務区分間の準備率格差をある程度縮小させる方向で検討する。

以上

準備率引下げの具体例 I (計数はいずれも 98/5 月中平残を使用)

ケース (1) : 所要準備を約 5 千億円減少させる場合 (現行 3. 5 9 兆円)

- (a) 案 : 超過累進制の対象債務残高区分を極力簡素化 (所要準備 2. 9 9 兆円)
 (b) 案 : 準備率が高めの区分を中心にほぼ同程度引下げ (所要準備 3. 0 1 兆円)
 (c) 案 : 最低準備率の区分等を除きほぼ同程度引下げ (所要準備 2. 9 8 兆円)
 (d) 案 : ほぼ全ての金融機関にメリットが及ぶよう引下げ (所要準備 2. 9 5 兆円)

① 準備率

単位 : %

対象債務残高区分		2. 5 兆円超	1. 2 兆円超 2. 5 兆円以下	5 千億円超 1. 2 兆円以下	5 百億円超 5 千億円以下	農林中央金庫
定期性預金	現行	1. 2	0. 9	0. 0 5	0. 0 5	0. 0 5
	(a)	0. 9	0. 9	0. 0 5	0. 0 5	0. 0 5
	(b)	1. 0	0. 7	0. 0 5	0. 0 5	0. 0 5
	(c)	1. 0	0. 7	0. 0 5	0. 0 5	0. 0 5
	(d)	1. 0	0. 7	0. 0 5	0. 0 5	0. 0 5
その他の預金	現行	1. 3	1. 3	0. 8	0. 1	0. 1
	(a)	1. 1	1. 1	0. 6	0. 1	0. 1
	(b)	1. 1	1. 1	0. 6	0. 1	0. 1
	(c)	1. 1	1. 1	0. 6	0. 1	0. 1
	(d)	1. 1	1. 1	0. 6	0. 0 5	0. 0 5

	債券	金銭 信託	非居住者 外貨債務	居住者外貨預金		非居住者円勘定 にかかる債務	特別国際金融取引 勘定からその他の 勘定への資金振替
				定期性	その他		
現行	0. 1	0. 1	0. 1 5	0. 2 0	0. 2 5	0. 1 5	0. 1 5
(a)	0. 1	0. 1	0. 1 5	0. 2 0	0. 2 5	0. 1 5	0. 1 5
(b)	0. 1	0. 1	0. 1 5	0. 2 0	0. 2 5	0. 1 5	0. 1 5
(c)	0. 1	0. 1	0. 1 0	0. 1 5	0. 2 0	0. 1 0	0. 1 0
(d)	0. 1	0. 1	0. 1 0	0. 1 5	0. 2 0	0. 1 0	0. 1 0

②実効準備率

%

	全体	都銀	長信	信託	地銀	地銀Ⅱ	信金	外銀	農中
改定前	0.50	0.98	0.20	0.27	0.44	0.11	0.07	0.15	0.05
(a)	0.42	0.78	0.19	0.24	0.39	0.11	0.07	0.15	0.05
(b)	0.42	0.82	0.18	0.23	0.35	0.10	0.07	0.15	0.05
(c)	0.42	0.82	0.18	0.23	0.35	0.10	0.07	0.10	0.05
(d)	0.41	0.81	0.18	0.23	0.35	0.09	0.06	0.10	0.05

③所要準備額シェア

%

	全体	都銀	長信	信託	地銀	地銀Ⅱ	信金	外銀	農中
改定前	100	67.0	2.9	4.8	20.5	1.9	1.6	1.0	0.4
(a)	100	64.0	3.2	5.2	21.8	2.2	1.9	1.2	0.5
(b)	100	66.9	3.0	5.0	19.8	2.0	1.8	1.2	0.5
(c)	100	67.1	3.0	4.9	19.9	2.0	1.8	0.9	0.5
(d)	100	67.6	3.0	5.0	19.7	1.8	1.7	0.9	0.5

準備率引下げの具体例Ⅱ（計数はいずれも98/5月中平残を使用）

ケース（2）：所要準備を約1兆円減少させる場合（現行3.59兆円）

- （a）案：超過累進制の対象債務残高区分を極力簡素化（所要準備2.43兆円）
- （b）案：準備率が高めの区分を中心にほぼ同程度引下げ（所要準備2.51兆円）
- （c）案：最低準備率の区分等を除きほぼ同程度引下げ（所要準備2.48兆円）
- （d）案：ほぼ全ての金融機関にメリットが及ぶよう引下げ（所要準備2.46兆円）

①準備率

単位：%

対象債務残高区分		2.5兆円超	1.2兆円超 2.5兆円以下	5千億円超 1.2兆円以下	5百億円超 5千億円以下	農林中央金庫
定期性預金	現行	1.2	0.9	0.05	0.05	0.05
	(a)	0.7	0.7	0.05	0.05	0.05
	(b)	0.8	0.6	0.05	0.05	0.05
	(c)	0.8	0.6	0.05	0.05	0.05
	(d)	0.8	0.6	0.05	0.05	0.05
その他の預金	現行	1.3	1.3	0.8	0.1	0.1
	(a)	0.9	0.9	0.5	0.1	0.1
	(b)	0.9	0.9	0.5	0.1	0.1
	(c)	0.9	0.9	0.5	0.1	0.1
	(d)	0.9	0.9	0.5	0.05	0.05

	債券	金銭 信託	非居住者 外貨債務	居住者外貨預金		非居住者円勘定 にかかる債務	特別国際金融取引 勘定からその他の 勘定への資金振替
				定期性	その他		
現行	0.1	0.1	0.15	0.20	0.25	0.15	0.15
(a)	0.1	0.1	0.15	0.20	0.25	0.15	0.15
(b)	0.1	0.1	0.15	0.20	0.25	0.15	0.15
(c)	0.1	0.1	0.10	0.15	0.20	0.10	0.10
(d)	0.1	0.1	0.10	0.15	0.20	0.10	0.10

②実効準備率

%

	全体	都銀	長信	信託	地銀	地銀Ⅱ	信金	外銀	農中
改定前	0.50	0.98	0.20	0.27	0.44	0.11	0.07	0.15	0.05
(a)	0.34	0.62	0.17	0.20	0.31	0.10	0.07	0.15	0.05
(b)	0.35	0.67	0.16	0.20	0.30	0.09	0.06	0.15	0.05
(c)	0.35	0.66	0.16	0.20	0.30	0.09	0.06	0.10	0.05
(d)	0.34	0.66	0.16	0.20	0.29	0.08	0.06	0.10	0.05

③所要準備額シェア

%

	全体	都銀	長信	信託	地銀	地銀Ⅱ	信金	外銀	農中
改定前	100	67.0	2.9	4.8	20.5	1.9	1.6	1.0	0.4
(a)	100	62.8	3.4	5.4	21.7	2.4	2.2	1.5	0.6
(b)	100	65.1	3.3	5.2	20.2	2.2	2.0	1.5	0.5
(c)	100	65.4	3.3	5.2	20.3	2.2	2.0	1.0	0.5
(d)	100	66.0	3.3	5.3	20.0	2.0	1.9	1.0	0.5

1998年8月13日
日 本 銀 行

金 融 経 済 月 報

(9 8 年 8 月)

本稿は、8月11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。

【基本的見解¹】

わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあり、純輸出も、輸入の減少を主因に、再び増加に転じている。その一方で、設備投資の大幅な減少が続いており、住宅投資も一段と低迷している。個人消費については、一進一退を続けている。こうした最終需要動向の下で、引き続き大幅な減産が実施されている。この結果、在庫は幾分減少しているが、なお高い水準にある。以上のような支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇員者所得も前年水準を下回って推移している。また、有効求人倍率が既往最低水準まで低下し、失業率もさらに上昇するなど、雇用・所得環境が一段と悪化している。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働いているが、今後は、政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かるものとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度低下していることを踏まえると、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。そうした中で、金融システムの建て直しに向けての諸法案が国会に提出されたほか、新政権の下で、補正予算による公共投資の追加や、個人所得・法人税減税の検討を含む、新たな景気対策を策定する方針が打ち出されている。今後は、これらがどのように具体化され、企業・家計のコンフィデンスにどう影響を及ぼすか、といった点に注目

¹ 本「基本的見解」は、8月11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。

していく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価が基調としては下落を続けているほか、消費者物価も、制度変更要因を除いてみれば、前年比マイナスで推移している。先行きについては、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まってきており、また、総合経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かるとみられる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、長期国債流通利回りや株価は、恒久減税等に対する期待が高まったことから、7月中旬にかけて上昇したが、その後は、市場の関心が新政権の経済政策の具体的な内容に移り、様子見姿勢が強まったことなどを受けて、低下した。また、ユーロ円金利やジャパン・プレミアム等をみると、金融機関の信用リスクや、9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、依然として根強い状況にある。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライ(M₂+CD)も総じて伸び率鈍化傾向を辿っている。これには、民間金融機関が慎重な融資姿勢を維持していることも作用しているとみられるが、より基本的には、経済情勢が全般に悪化を続けている下で、企業の資金需要が落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

【背景説明】

1. 実体経済

実体経済の動向を最終需要面からみると、まず公共投資については（図表2）、発注の動きを反映する公共工事請負金額が、97年度補正予算の執行などから、下げ止まり傾向にある。今後、公共投資は、6月に成立した98年度補正予算の執行に伴って、徐々に増加に転じると見込まれる。

次に、実質輸出をみると（図表3～5）、欧米向けがとくに欧州を中心に堅調に推移している一方、アジア向けは、一部諸国における内需の著しい減退を受けて、大幅に減少している。ただ、アジア向けについては、一部諸国で外貨繰り難の影響が強くみられた1～3月との対比では、幾分マイナス幅が縮小した。以上の結果、実質輸出全体では、1～3月に前期比で大きく減少した後、4～6月は微減となった。一方、実質輸入は、わが国の内需低迷や減産の強まりを背景として、幅広い品目で減少傾向にあり、4～6月は減少幅を拡大した。この結果、純輸出の動きを実質貿易収支でみると²、1～3月に前期比減少となったあと、4～6月は再び増加に転じた。この間、名目経常収支の黒字幅については、1～3月までは、原油等の輸入素原料価格の低下などが寄与して、拡大傾向を辿ってきたが³、4～5月は、所得収支黒字の一時的な減少の影響⁴から、幾分縮小した。

² 図表3(2)に記載されている実質貿易収支は、厳密には純輸出とは異なるが（実質貿易収支は、所有権移転ベースではなくて通関ベースであることや、サービス収支を含まないなどの点で、純輸出と相違）、その推移は純輸出に概ね等しい。

³ 名目経常収支黒字の対名目GDP比は、97/4～6月2.3%→7～9月2.4%→10～12月2.8%→98/1～3月2.9%で推移している。

⁴ 所得収支黒字は、4月に、本邦金融機関のアジア拠点の収益悪化などを背景に大きく縮小した。もっとも、こうした要因が剥落した5月には、所得収支黒字が再び増加している。

先行きの輸出入を取り巻く環境をみると、まず、円の実質実効レートは、昨年春頃をやや下回る水準まで円安が進んでいる（図表6（1））。こうした下で、米国や欧州において良好な経済パフォーマンスの持続が予想される（図表6（2））ことや、当面国内需要の低迷が続くとみられることなどを考えれば、基調としては純輸出が増加しやすい状態にあると考えられる。ただ、アジアの一部諸国における経済調整が、暫くの間は続くとみられることなどを考慮すると、今後の純輸出の増加テンポは、緩やかなものとなる可能性が高い。

設備投資は、大幅な減少を続けている。98年1～3月期のGDPベース設備投資が、大きな落ち込みを記録（季調済前期比-5.1%）した後、4～6月も、設備投資の動向を反映する一般資本財出荷は大幅な減少となった⁵。先行指標である機械受注や建築着工床面積の動きをみても（図表7-1）、製造業、非製造業のいずれにおいても減少傾向が続いている。

このように設備投資は、現在調整局面に入っているが、企業収益の悪化や、設備稼働率の大幅な低下などからみて、今後も設備投資が速やかに調整局面から脱するとは考えにくい。とくに、中小企業に関しては、6月短観でも設備投資計画の弱さが目立っていたが、その他のアンケート調査の結果をみても、企業収益が一段と落込み、厳しい企業金融環境が続く下で、投資マインドにはさらなる慎重化が窺われる（図表7-2）。これらを踏まえると、中小企業の設備投資については、先行きもかなりのテンポで減少を続けることが予想される。そうした中であって、今後は、政府の総合経済対策の実施に加え、金融システム建て直しのための諸施策の具体化、さらには、今般新政権によって方向性が

⁵ 一般資本財出荷の季調済前期比は、97/10～12月-2.6%→98/1～3月-0.6%→4～6月-10.3%となっている。

示された個人所得・法人税の減税をはじめとした追加的な景気対策に関する検討の本格化などが、どのように企業のコンフィデンスに影響を及ぼすかが注目される。

次に家計部門について、個人消費の動向をみると（図表8）、家電販売がテレビやVTRを中心に6月も増加したが、百貨店・チェーンストア売上高が弱含みで推移しているほか、乗用車販売も5月にいったん増加した後、2か月連続で減少している。また、旅行取扱額などのサービス支出は、引き続き伸び悩んでいる。こうした最近の小売指標からみると、個人消費は、回復感に乏しく、一進一退を続けているものと考えられる。この間、最近発表された各種の消費者アンケート調査をみると、雇用環境の悪化などを背景に、消費者マインドは再び慎重化しているように窺われる（図表9）⁶。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると（図表10）、97年夏場以降、130万戸前後（季調済年率）の低水準で推移してきたが、4月以降は一段と落ち込み、6月には121万戸まで減少した。

家計支出の先行きについては、98年度補正予算に盛り込まれた特別減税が、所得面の下支えにある程度寄与することが見込まれる。しかしその一方で、後述のように家計の所得環境は悪化を続けており、今後の雇用情勢によっては、消費者マインドが一段と弱気化する可能性もある。したがって、今後の個人消費の動向については、これから検討が本格化する個人所得・法人税減税の具体

⁶ 一方、6月の家計調査ベースの消費性向は、大幅な上昇となっている（5月69.7→6月77.0）。しかし、同消費性向は、もともと振れが大きいという点、6月の計数については、①所得面において、ボーナスなどの臨時収入・賞与が毎勤統計ベース以上の落ち込みとなっている一方、②支出面では、新車登録台数ベースでは伸び悩んでいる自動車について購入が急増するなど、イレギュラーな要素が影響した可能性がある。したがって、この計数のみをもって、消費者マインドが改善していると判断することはできない。

的な内容や、それが消費者マインドに及ぼす影響などを含め、注意深くみていく必要がある。

以上のような最終需要のもとで、4～6月の鋳工業生産は、設備投資の落ち込みを反映した一般機械や、在庫圧縮を企図した鉄鋼、輸送機械などでの減産を背景に、極めて大幅な減少となった（季調済前期比 -5.2% ⁷、図表 11）。この結果、製造業の在庫状況をみると（図表 12）、自動車など最終需要財の一部では、かなりの在庫減少となっている。しかし、生産財などの在庫は、大幅に積み上がった状態が続いており、全体としての在庫率はなお高い水準にある。業界からのヒアリングなどをもとに7～9月の生産についてみると、最終需要の低迷持続が見込まれる中で、全体としてはなお在庫調整が必要とされることもあって、減少傾向を続ける公算が大きい。

次に家計部門について、雇用・所得環境をみると、国内最終需要の低迷や鋳工業生産の大幅な減少を受けて、このところ一段と悪化している。まず、労働需給については（図表 13）、新規求人数が、製造業、建設業さらには卸小売業を中心に急ピッチで減少を続けており、6月の有効求人倍率は0.51倍と統計作成開始（63年）以来の最低水準（78年1月と同水準）に並んだほか、失業率も4.3%と統計作成開始（53年）以来のピークを更新し続けている。こうした労働需給悪化の背景としては（図表 14）、①企業倒産が増加基調にあることや、②中小企業を中心に雇用過剰感が急ピッチで高まってきていること、さらには、③90年代前半の雇用調整局面では雇用吸収の受け皿として機能した建設業や卸小売業でも、今回は雇用者数の伸びが大幅に鈍化していることなどが挙げられ

⁷ 前期比減少率としては、75年第1四半期（ -6.7% ）に次ぐ、統計作成開始（53年）以来2番目の大きさ。

る。また、賃金面でも（図表 15）、所定外給与が大幅な前年割れを続ける下、所定内給与は伸びを鈍化させており、さらに特別給与も、夏季ボーナスが低調となる中⁸、前年割れの状態が続いている。この結果、雇用者数の伸び鈍化とあいまって、雇用者所得は、このところ前年比マイナス幅が拡大気味に推移している。

2. 物価

物価情勢をみると、輸入物価は（図表 17(1)）、契約通貨ベースの下落テンポが、国際商品市況の動きを反映して、鈍化しつつある中で、円ベースでは、為替円安の影響から、均してみれば強含みで推移している。国内卸売物価についてみると（夏季電力料金調整後、図表 17(3)）、国際商品市況と関連の深い財の下落テンポが大幅に鈍化しているため、ごく最近は、弱含み横這い圏内の動きとなっている。ただ、国内の在庫調整の深まりを反映した鉄鋼・建材関連の下落や、販売競争激化に伴う機械類の値下げといった動きに変化はなく、基調としては下落傾向が続いているものと考えられる（98年1～3月前期比 -0.5% →4～6月同 -0.8% →7月の4～6月対比 $- . \%$ ）。

企業向けサービス価格は（図表 18(1)）、4～6月は、リース・レンタルや広告の値下がりなどから、1～3月に比べて、ごく僅かではあるが前年比マイナス幅を拡大している（97年10～12月前年比 0.0% →98年1～3月同 -0.1% →4

⁸ 大企業のウエイトが高い日経連調査による夏季賞与妥結の結果をみると、前年比は $+1.40\%$ と昨年（ $+3.73\%$ ）に比べかなり伸びを鈍化させたが、なおプラスを維持している。一方で、中小企業も含む毎勤統計ベース（事業所規模5人以上）の6月の特別給与は前年割れ（ -1.6% ）となっている。両者を併せてみれば、中小企業の夏季賞与が、大企業に比べかなり抑制されていることが窺われる。

～6月同-0.2%)⁹。

消費者物価（除く生鮮）を前年比ベースでみると（図表18(2)）、商品の下落傾向が続いていることに加え、このところサービス関連価格の上昇率の鈍化もあって、4～6月の前年対比上昇率はさらに低下した（97年10～12月前年比+0.8%→98年1～3月同+0.5%→4～6月同+0.1%）。この結果、97年9月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの上昇を除いたベースでみると、1～3月の前年比+0.1%程度から、4～6月は-0.3%程度と前年水準を割り込んできている。

物価全般を取り巻く環境をみると、為替円安の影響もあって、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まっており、今後、政府の総合経済対策の実施が本格化していけば、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かるとみられる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえると、総合経済対策の効果を勘案しても、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

3. 金融

(1) 金融市況

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

ユーロ円金利やジャパン・プレミアムは、6月末にかけて、一部金融機関の

⁹98年1～3月以前は、97年4月の消費税率引き上げ分を控除したベース（日本銀行試算）。以下の消費者物価についても同様の扱い。

経営問題を巡る報道をきっかけに、かなり上昇したが、その後は幾分低下した。しかし、6月半ばまでの水準と比べるとなお0.1~0.2%程度高い。また、ユーロ円金利から算出した1か月物インプライド・フォワード・レートでは、9月中間期末越えとなる金利が高止まっている。これらは、金融機関の信用リスクや、期末の流動性リスクに対して、市場の警戒感が根強いことを示唆している。

長期国債の流通利回り（指標銘柄、前掲図表19(2)）は、7月中旬にかけて、恒久減税等に対する期待の高まりを反映して、1.4%台半ばの水準まで上昇した。しかしその後、市場の関心が新政権の経済政策の具体的な内容に移り、様子見姿勢が強まったことなどを受けて、最近では1.2%台前半まで低下している。ちなみに長期金利の動きを、円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レートでみると（図表23）、7月中旬以降、ほぼ全期間にわたって低下している。

この間、民間債（金融債、社債）の流通利回り（図表24、25）については、社債と国債の流通利回り格差が概ね安定的に推移する一方で、金融債と国債の流通利回り格差は、一部金融機関の経営問題を巡る報道があった6月末に拡大し、その後は幾分反落しつつも、なお高止まっている。こうしたことからみて、資本市場における信用リスクに対する警戒感は、とくに金融機関について根強いように窺われる。

株価は（図表26(1)）、長期国債利回りの動きと同様に、7月中旬にいったん16千円台後半を回復したが、その後は、幾分軟化して、概ね16千円台前後での展開となっている。この軟化の局面においては、米国株価の下落も影響したものとみられる。こうした株価を反映して、イールド・スプレッド（国債流通利回り-予想株式益回り、図表26(2)）はなお低水準にあり、企業収益の期待成長

率やリスクに対する市場の見方が、依然としてきわめて厳しいことが窺われる。

為替相場をみると（図表27）、7月中は概ね138～142円での推移となったが、月末から8月初にかけては、日米景気動向の相違が市場においてあらためて強く認識されたこともあって、再び143～145円程度まで軟化している。

（2）量的金融指標と企業金融

マネーサプライ（図表28、29）の動向をみると、 $M_2 + CD$ 前年比は、昨年末から本年初にかけて一時伸び率を高めたが、その後は鈍化に転じ、4～6月は+3%台半ばの伸びとなった（97/10～12月+3.3%、98/1～3月+4.7%、4～6月+3.6%）。また、広義流動性も、均してみれば、昨年央以降伸び率鈍化傾向が続いている。

こうしたマネーサプライの動きと関連の大きい民間部門の資金調達をみると、まず、民間銀行貸出は（5業態・月中平均残高、図表30）、4月以降、前年比-2%台と低迷基調が続いている。民間銀行の融資姿勢をみても、中期的な収益性・健全性の向上といった課題を抱えながら、依然として慎重である。ちなみに、信用力の高い企業は、次に述べるように資本市場で高水準の社債発行を続けるなど、必要な資金の調達をほぼ順便に行っているとみられるが、中小企業等では、企業アンケート調査の結果をみても、金融機関の貸出態度判断を「厳しい」とみている先が引き続き多く（図表31）、厳しい資金調達環境にあることが窺われる¹⁰。

民間銀行貸出以外の資金調達のルートをみると（図表32、33）、社債発行が、

¹⁰ この間、通商産業省の調査によれば、大企業・中堅企業については、「貸し渋り」を受けているとする企業割合は、新年度入り後かなり低下している（3月31.9%→5月14.9%→7月18.7%）。

高格付け企業による償還資金の前倒し調達などを中心に高水準を続けているほか¹¹、政府系金融機関貸出も総じて堅調に推移している。この間、CPの発行は、概ね横這いで推移している。

このように、資金調達ルートによって濃淡はあるが、全体としてみれば、民間部門の資金調達は低調に推移している。これには、既述のとおり、民間金融機関が慎重な融資姿勢を維持していることも作用しているとみられるが、より基本的には、経済情勢が全般に悪化を続けていることを背景に、企業の資金需要が落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

企業の資金調達コスト面をみると、新規貸出約定平均金利（図表34）は、6月まで長期、短期ともに横這い圏内で推移している。しかし、前述のように金融機関の資金調達コストは高止まっており、また貸出スプレッドもこのところ拡大傾向にあるため、こうした金利の上昇要因が、今後、企業の資金調達コストにどの程度及んでいくかが注目される。

とりわけ中小企業に関しては、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい調達環境が続いているものとみられ、以上のような金融面の動向が、实体经济にどのような影響を及ぼしていくかについて、引き続き注意深く点検していく必要がある¹²。

以 上

¹¹ なお、資本市場調達においても、信用リスクの選別を強化する動きは続いており、格付けが相対的に低めの企業は、社債発行が容易でない状態が続いている。

¹² 企業倒産関連指標をみると、企業倒産もこのところ増加テンポが高まっている（図表35）。

金融経済月報（98年8月） 参考計表

(図表 1)	国内主要経済指標
(図表 2)	公共投資
(図表 3)	実質輸出入
(図表 4)	実質輸出の内訳
(図表 5)	実質輸入の内訳
(図表 6)	純輸出を取り巻く環境
(図表 7)	設備投資関連指標
(図表 8)	消費関連販売統計（季調済系列）
(図表 9)	消費者コンフィデンス指標
(図表 10)	新設住宅着工戸数
(図表 11)	鉱工業生産・出荷・在庫
(図表 12)	在庫循環
(図表 13)	労働需給
(図表 14)	雇用を巡る環境
(図表 15)	雇用者所得
(図表 16)	物価
(図表 17)	輸入物価と卸売物価
(図表 18)	企業向けサービス価格と消費者物価
(図表 19)	市場金利等
(図表 20)	短期金融市場
(図表 21)	ユーロ円金利先物（3か月）
(図表 22)	ジャパン・プレミアム
(図表 23)	長期金利の期間別分解
(図表 24)	金融債流通利回り
(図表 25)	社債流通利回り
(図表 26)	株価
(図表 27)	為替レート
(図表 28)	マネーサプライ（M ₂ +CD、広義流動性）
(図表 29)	マネーサプライ（M ₁ 、現金通貨）
(図表 30)	民間銀行貸出
(図表 31)	中小企業からみた金融機関の貸出態度
(図表 32)	資本市場調達
(図表 33)	その他金融機関貸出
(図表 34)	貸出金利
(図表 35)	企業倒産

(図表1-1)

国内主要経済指標(1)

(前年比、%)

	97/10-12月	98/1-3月	4-6月	98/4月	5月	6月	7月
消費水準指数(全世帯)	-2.3	-4.7	p -0.8	-1.6	-0.3	p -0.5	n. a.
全国百貨店売上高	-3.0	-9.8	p 0.6	8.1	-0.7	p -0.5	n. a.
チェーンストア売上高	-5.3	-7.0	0.3	1.8	0.9	-2.0	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽)	-13.7	-21.5	-2.1	-4.1	0.1	-2.2	-0.5
家電販売額(NEBAベース)	-4.5	-14.1	3.6	0.6	7.4	3.2	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	1.2	-6.2	n. a.	0.0	-3.5	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 <季調済年率換算、万戸>	130	132	123	124	125	121	n. a.
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	-13.4	-5.8	n. a.	-17.8	-28.6	n. a.	n. a.
製造業	-2.9	-7.6	n. a.	-17.1	-31.7	n. a.	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	-20.4	-4.2	n. a.	-18.1	-26.3	n. a.	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	-8.0	-7.8	-13.8	-10.5	-3.1	-25.3	n. a.
鉱工業	-1.4	-7.2	-25.9	-27.4	-20.0	-29.5	n. a.
非製造業	-10.5	-8.0	-8.9	-3.2	3.7	-23.7	n. a.
公共工事請負金額	-9.1	-2.2	-6.2	2.7	-24.4	0.8	n. a.
実質輸出 <季調済前期(月)比、%>	1.3	-4.9	-0.9	4.8	2.7	-5.1	n. a.
実質輸入 <季調済前期(月)比、%>	-3.7	-1.5	-7.8	-5.1	-6.4	9.7	n. a.
生産 <季調済前期(月)比、%>	-2.5	-1.3	p -5.2	-1.6	-2.0	p 1.3	n. a.
出荷 <季調済前期(月)比、%>	-2.6	-1.1	p -5.1	-2.9	-0.1	p 0.7	n. a.
在庫 <季調済前期(月)比、%>	1.6	0.7	p -2.0	0.1	-1.7	p -0.5	n. a.
在庫率 <95年=100、季調済>	107.0	112.9	p 110.8	116.0	114.4	p 110.8	n. a.

(図表1-2)

国内主要経済指標(2)

(前年比、%)

	97/10-12月	98/1-3月	4-6月	98/3月	4月	5月	6月
有効求人倍率 <季調済、倍>	0.69	0.61	0.53	0.58	0.55	0.53	0.51
完全失業率 <季調済、%>	3.46	3.65	4.18	3.87	4.13	4.14	4.26
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	-2.5	-5.4	p -9.3	-7.2	-9.9	-8.1	p -9.9
雇用者数(労働力調査)	1.0	0.0	-0.6	-0.1	-0.6	-0.5	-0.8
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	0.8	0.6	p 0.1	0.5	0.2	0.1	p 0.1
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	0.7	-0.1	p -0.9	0.6	-0.7	-0.7	p -1.0
国内卸売物価	-1.0 [0.9]	-1.6 [0.3]	-2.3	-2.0 [-0.1]	-2.3	-2.3	-2.1
全国消費者物価	0.7 [2.2]	0.5 [2.0]	0.4	0.7 [2.2]	0.4	0.5	0.1
除く生鮮食品	0.8 [2.3]	0.5 [1.9]	0.1	0.4 [1.8]	0.2	0.0	0.0
企業向けサービス価格	0.0 [1.8]	-0.1 [1.7]	-0.2	-0.1 [1.7]	-0.1	-0.3	-0.2
マネーサプライ(M ₂ +CD) <平残前年比、%>	3.3	4.7	p 3.6	4.5	3.6	3.6	p 3.5
取引停止処分件数	19.0	20.8	28.9	27.2	26.3	37.3	22.8

(注) 1. p は速報値。

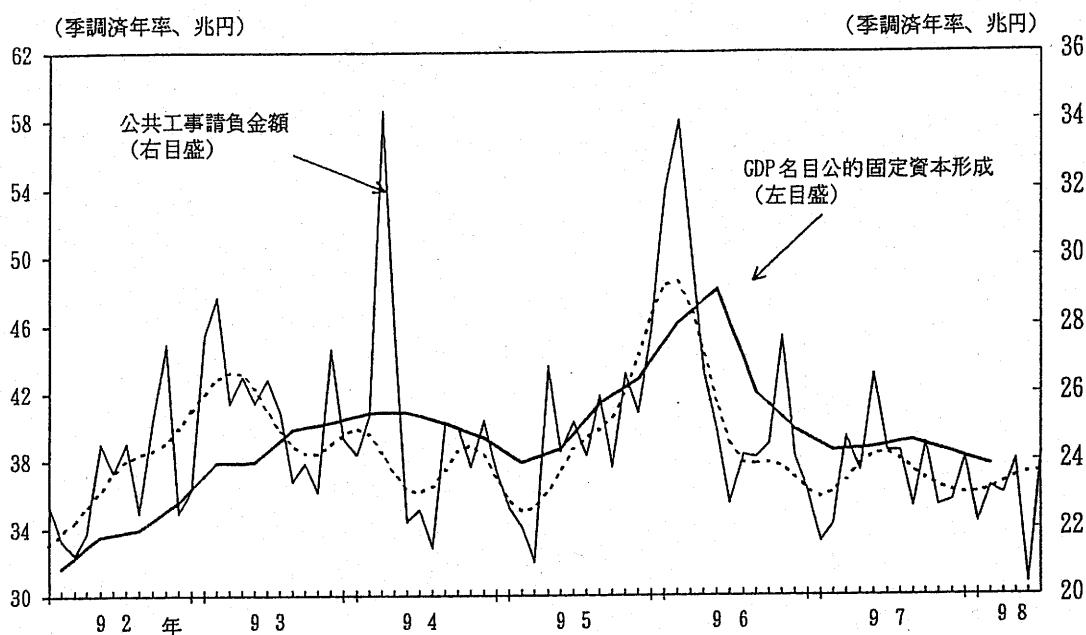
2. チェーンストア売上高は、消費税を除くベース。

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

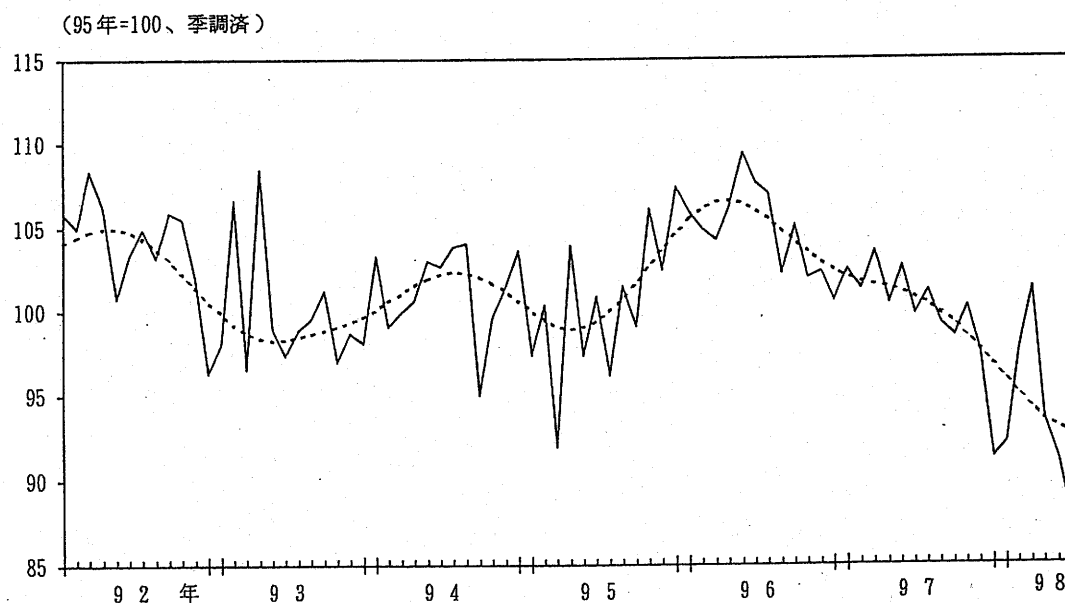
(資料) 総務庁「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、
 通商産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」、
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「旅行取扱状況」、
 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、
 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、
 大蔵省「外国貿易概況」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、
 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「経済統計月報」、
 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」

公共投資

(1) 公共工事請負金額と名目公的固定資本形成



(2) 公共投資関連財出荷

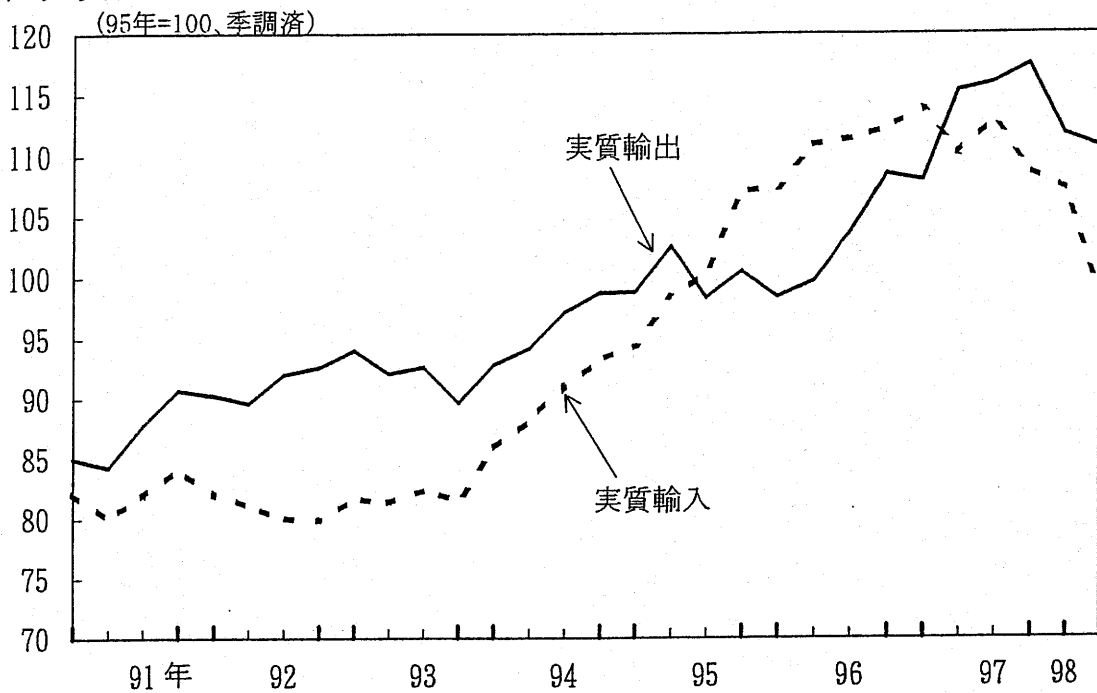


- (注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
2. 公共投資関連財出荷は、アスファルト、道路用コンクリート製品、橋梁、セメントをそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。
3. 公共工事請負金額と公共投資関連財出荷の季節調整は、X-12-ARIMA(β バージョン)により実施。細点線は趨勢循環変動成分。

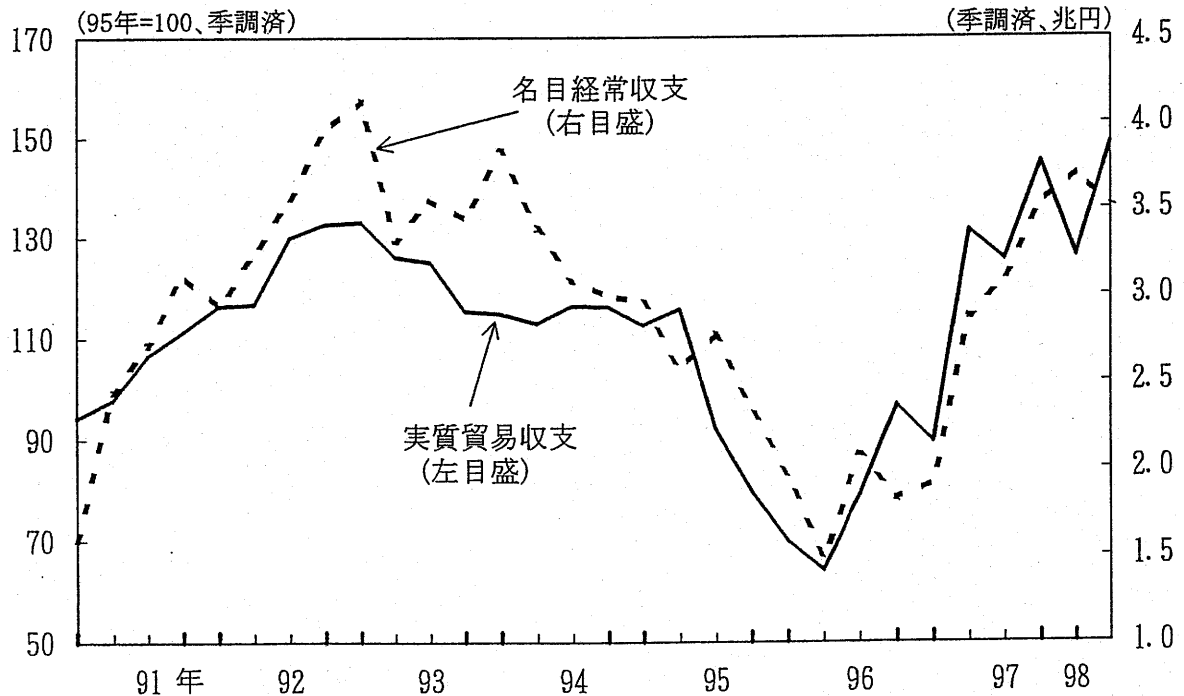
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

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. 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. 98/2Qの名目経常収支は、4-5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」

実質輸出の内訳

(1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 96年	97	97年 4-6月	7-9	10-12	98年 1-3	4-6	98年 4月	5	6
米国	<27.8>	1.8	14.6	3.9	0.0	1.8	4.6	-0.8	9.2	-0.9	-2.1
EU	<15.6>	-1.2	13.8	9.4	1.3	5.4	1.3	7.2	7.9	5.1	-4.9
東アジア	<40.6>	6.1	8.6	3.1	0.5	-2.6	-11.7	-7.6	-0.4	-1.0	-5.5
中国	<5.2>	11.0	8.2	15.1	-3.9	6.2	-3.9	4.0	10.7	-7.8	-4.9
NIES	<24.0>	3.7	10.5	2.1	3.1	-0.8	-11.4	-8.7	-1.8	0.2	-4.8
韓国	<6.2>	6.2	-1.5	-5.7	-4.0	-2.8	-29.8	-7.0	-3.2	-0.1	-6.7
ASEAN4	<11.4>	8.9	5.0	0.6	-2.8	-10.0	-16.0	-11.3	-3.6	0.9	-7.7
タイ	<3.5>	3.3	-11.6	-6.0	-11.8	-15.4	-9.6	-2.3	-5.9	25.0	-14.8
インドネシア	<2.4>	0.9	22.6	6.8	3.4	-19.5	-36.0	-26.9	-0.5	-24.7	-0.7
実質輸出計		2.3	11.2	6.8	0.6	1.3	-4.9	-0.9	4.8	2.7	-5.1

- (注) 1. < >内は、97年通関輸出額に占める各地域・国のウェイト。
 2. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。

(2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 96年	97	97年 4-6月	7-9	10-12	98年 1-3	4-6	98年 4月	5	6
中間財	<14.7>	5.0	11.2	5.7	1.1	0.7	-3.2	2.3	-0.4	2.0	1.8
自動車関連	<20.5>	-1.7	14.6	13.5	2.6	-4.2	-3.0	0.7	8.4	-4.5	-0.7
消費財	<6.9>	-1.9	6.3	3.6	2.2	2.2	2.3	0.7	1.7	4.0	-8.1
情報関連	<18.2>	5.8	18.1	0.6	2.0	1.3	-5.5	-5.3	5.4	0.2	-8.0
資本財・部品	<29.6>	5.1	9.0	5.2	-0.1	3.5	-5.8	-2.8	3.5	10.0	-12.3
実質輸出計		2.3	11.2	6.8	0.6	1.3	-4.9	-0.9	4.8	2.7	-5.1

- (注) 1. < >内は、97年通関輸出額に占める各財のウェイト。
 2. 「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。
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

実質輸入の内訳

(1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 4-6月	7-9	10-12	98年 1-3	4-6	98年 4月	5	6
米国	<22.3>	15.5	1.1	-1.3	0.6	-0.1	0.5	-4.8	-9.2	2.7	5.9
EU	<13.3>	11.1	-3.6	-9.0	6.3	-7.1	3.4	-8.5	1.3	-13.9	16.4
東アジア	<34.7>	15.1	0.9	-0.1	-0.8	-4.5	-0.2	-6.0	-6.0	-10.3	15.0
中国	<12.4>	20.4	8.8	0.1	0.6	-2.9	0.8	-4.7	-6.6	-11.0	12.9
NIES	<10.4>	9.2	-8.1	-0.7	-1.5	-5.6	-0.5	-9.0	-5.3	-8.0	9.5
韓国	<4.3>	0.7	-3.9	2.4	0.4	-8.8	3.7	-10.1	-6.6	-7.4	6.4
ASEAN4	<12.0>	16.4	2.2	0.3	-1.6	-5.2	-0.9	-4.7	-6.0	-11.6	21.9
タイ	<2.8>	9.4	-0.5	-2.4	0.4	-2.1	-3.5	-2.7	0.5	-14.8	21.4
インドネシア	<4.3>	7.8	-2.3	0.0	-1.6	-8.5	0.1	-4.1	-5.9	-18.5	36.4
実質輸入計		10.3	0.9	-3.2	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	-5.1	-6.4	9.7

- (注) 1. < >内は、97年通関輸入額に占める各地域・国のウェイト。
 2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。

(2) 財別

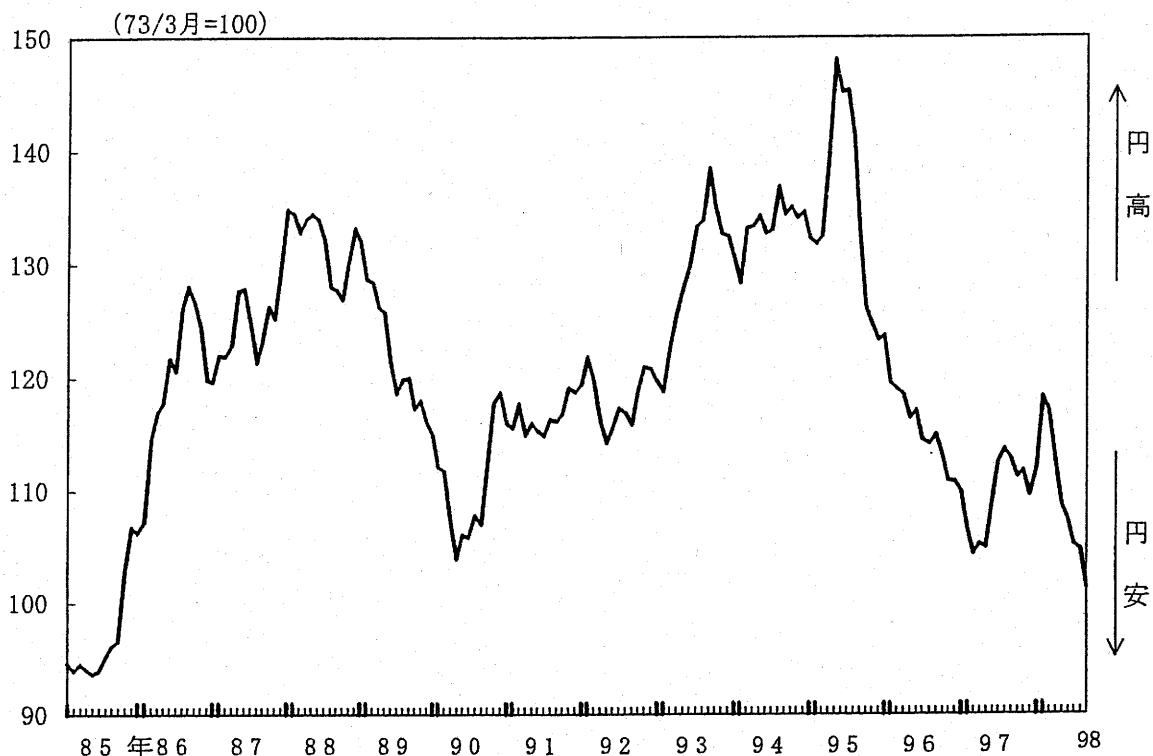
		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 96年	97	97年 4-6月	7-9	10-12	98年 1-3	4-6	98年 4月	5	6
素原料	<27.1>	0.5	-0.5	-1.1	1.0	0.1	-4.3	-4.4	-0.4	-10.0	13.4
中間財	<13.7>	4.6	2.7	-1.1	4.4	-1.5	-2.0	-9.3	-7.0	-4.4	9.6
食料品	<13.6>	5.1	-3.5	-7.4	6.8	-6.6	0.9	-2.9	4.9	-6.7	0.5
消費財	<10.8>	12.3	-10.0	-7.4	0.0	-9.1	-0.3	-8.9	-6.1	-12.7	13.4
情報関連	<12.5>	36.8	8.0	4.8	-2.4	-3.1	-4.0	-1.2	-1.0	-2.6	15.8
資本財・部品	<11.4>	23.1	13.6	0.4	5.6	0.3	8.0	-10.8	-19.7	0.1	10.8
実質輸入計		10.3	0.9	-3.2	2.5	-3.7	-1.5	-7.8	-5.1	-6.4	9.7

- (注) 1. < >内の数字は、97年通関輸入額に占める各財のウェイト。
 2. 「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。
 3. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。
 4. 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」

純輸出を取り巻く環境

(1) 実質実効為替レート (月中平均)



(注) 1. 日本銀行試算値。直近は、8月5日までの平均値。

2. 主要輸出相手国通貨 (24通貨) に対する為替相場 (月中平均) を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

(2) 海外経済 (実質GDP)

(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

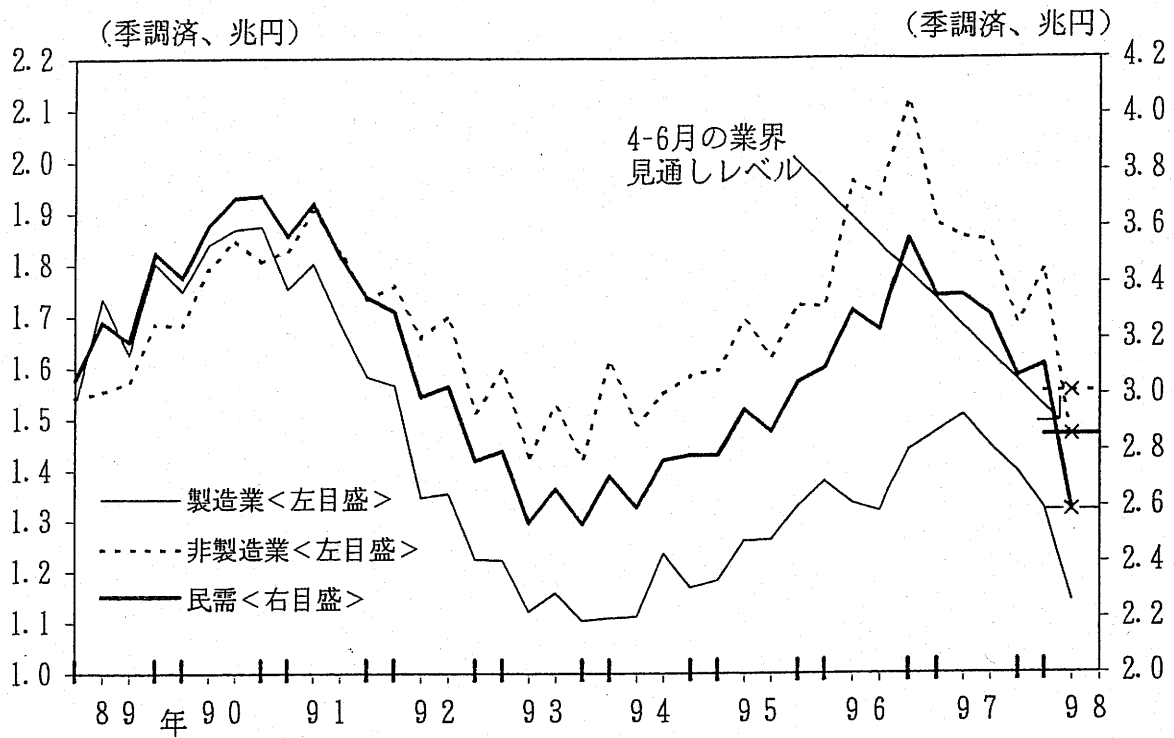
		96年	97年	98年	97年 7~9月	97年 10~12月	98年 1~3月	98年 4~6月
米国		3.4	3.9	(2.7)	4.2	3.0	5.5	1.4
欧 州	E U	1.8	2.6	(2.7)	3.3	2.2	n. a.	n. a.
	ドイツ	1.4	2.2	(2.7)	2.9	1.2	3.9	n. a.
	フランス	1.6	2.3	(2.9)	3.7	3.1	2.3	n. a.
	英国	2.5	3.1	(1.7)	3.6	2.5	2.2	2.1
東 ア ジ ア	中 国	9.7	8.8	(7.2)	(1~9月) 9.0	(1~12月) 8.8	7.2	(1~6月) 7.0
	N 韓国	7.1	5.5	(-0.2)	6.1	3.9	-3.8	n. a.
	I 台湾	5.7	6.8	(5.9)	6.9	7.1	5.9	n. a.
	E 香港	4.6	5.3	(0.9)	6.0	2.7	-2.8	n. a.
	S シンガポール	6.9	7.8	(3.2)	10.7	7.6	5.6	1.8
	A タイ	5.5	(-0.4)	(-1.5)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
	S インドネシア	8.0	4.6	(-8.5)	2.5	1.3	-7.9	-16.5
	A マレーシア	8.6	7.8	(1.4)	7.4	6.9	-1.8	n. a.
N フィリピン	5.7	5.1	(1.8)	4.9	4.7	1.7	n. a.	

(注) 1. 計数は、各国政府または中央銀行、OECD統計による。

2. ()内はOECDのEconomic Outlook (98/5月公表)における見通し。

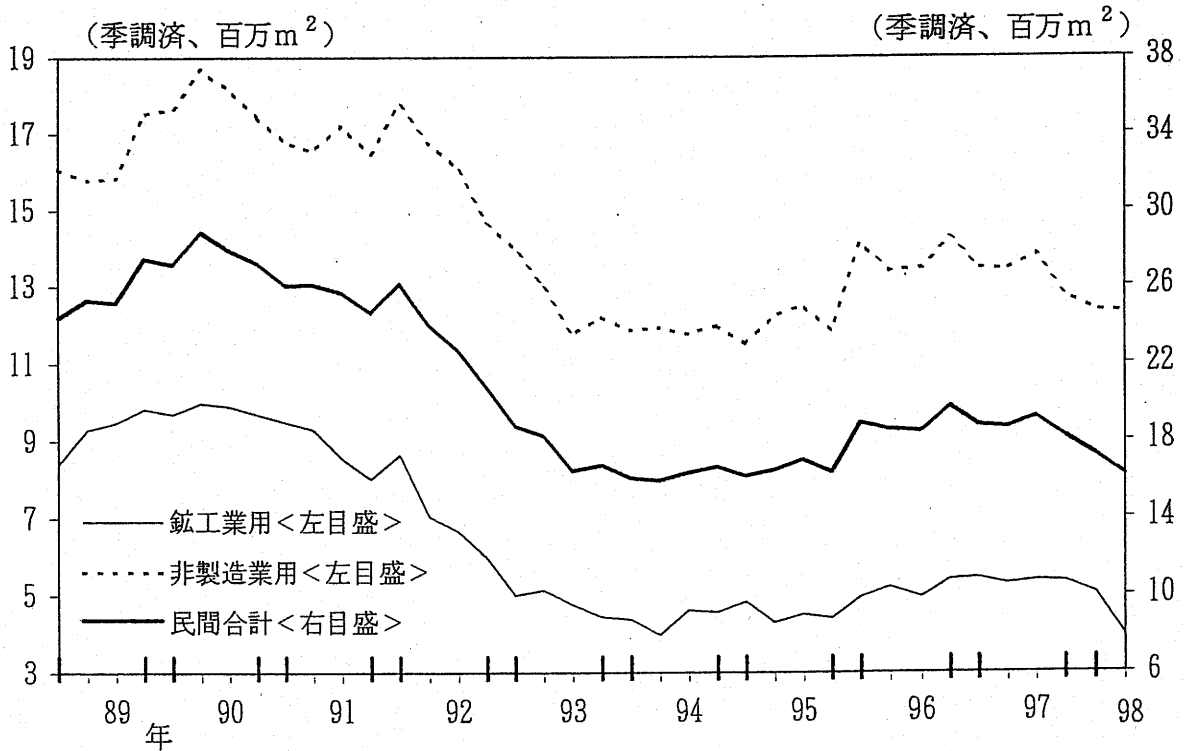
設備投資関連指標

(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. 98年4~6月は、4、5月の計数を四半期換算。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)

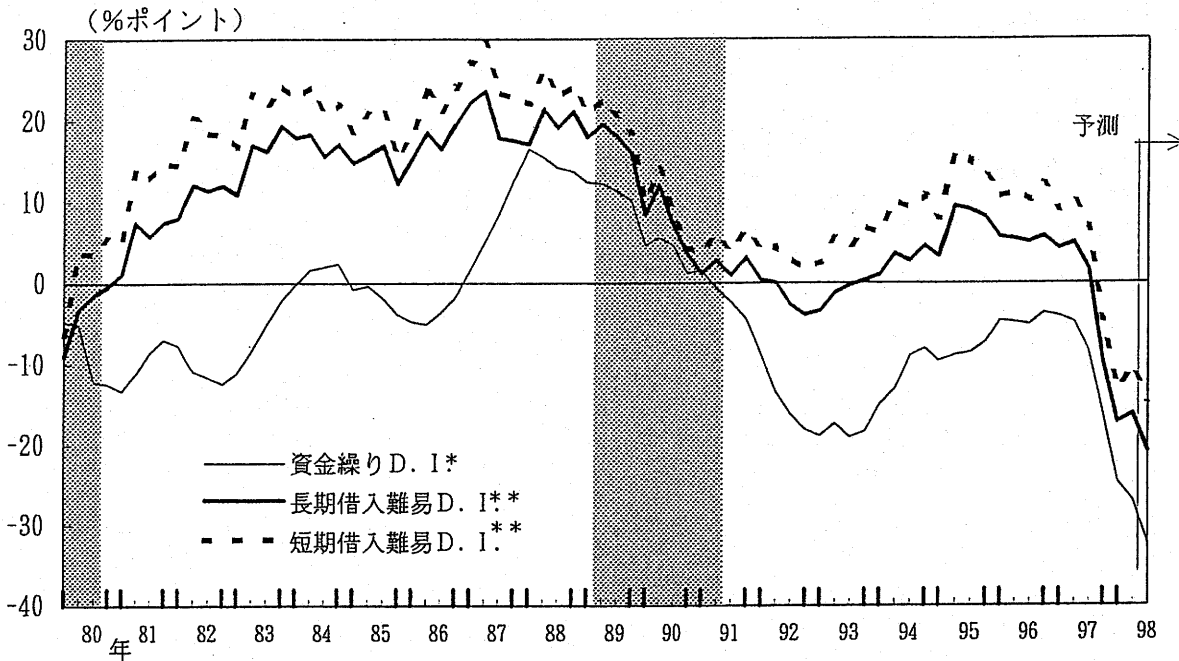


(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

設備投資関連指標 (2)

(3) 中小企業動向調査

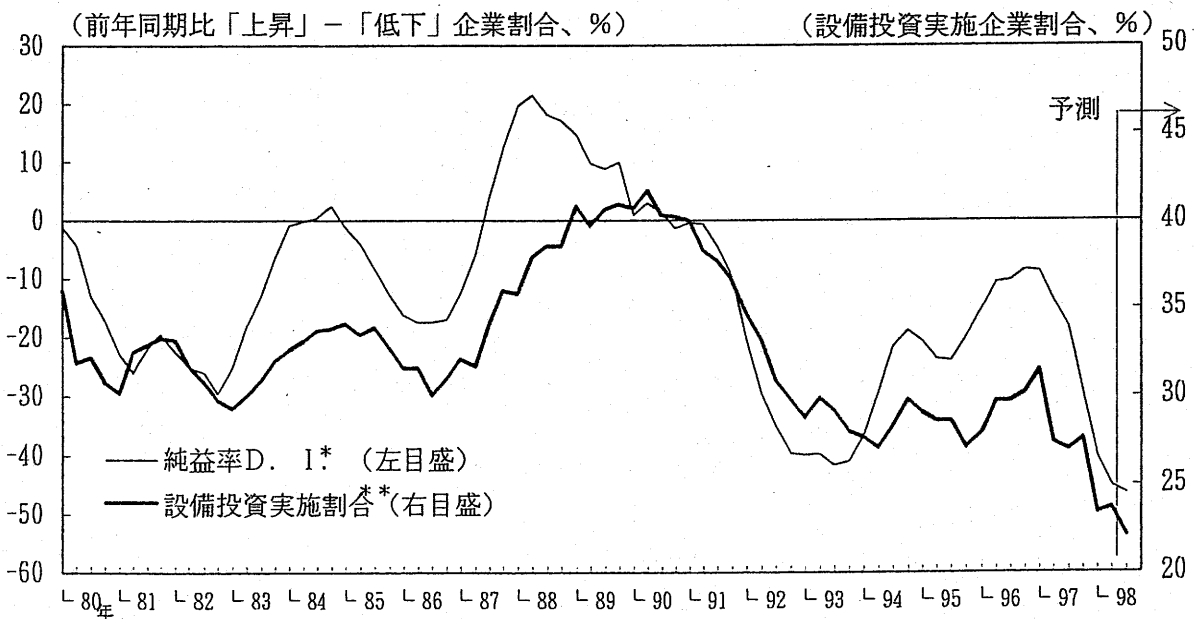
<企業金融>



* 前年同期比、「好転」-「悪化」企業割合、季節調整値。

** 前年同期比、「容易」-「困難」企業割合。

<収益と設備投資>



* 前年同期比、「上昇」-「低下」企業割合、季節調整値。

** 期間中設備投資を実施した企業(支払ベース)の割合、季節調整値。

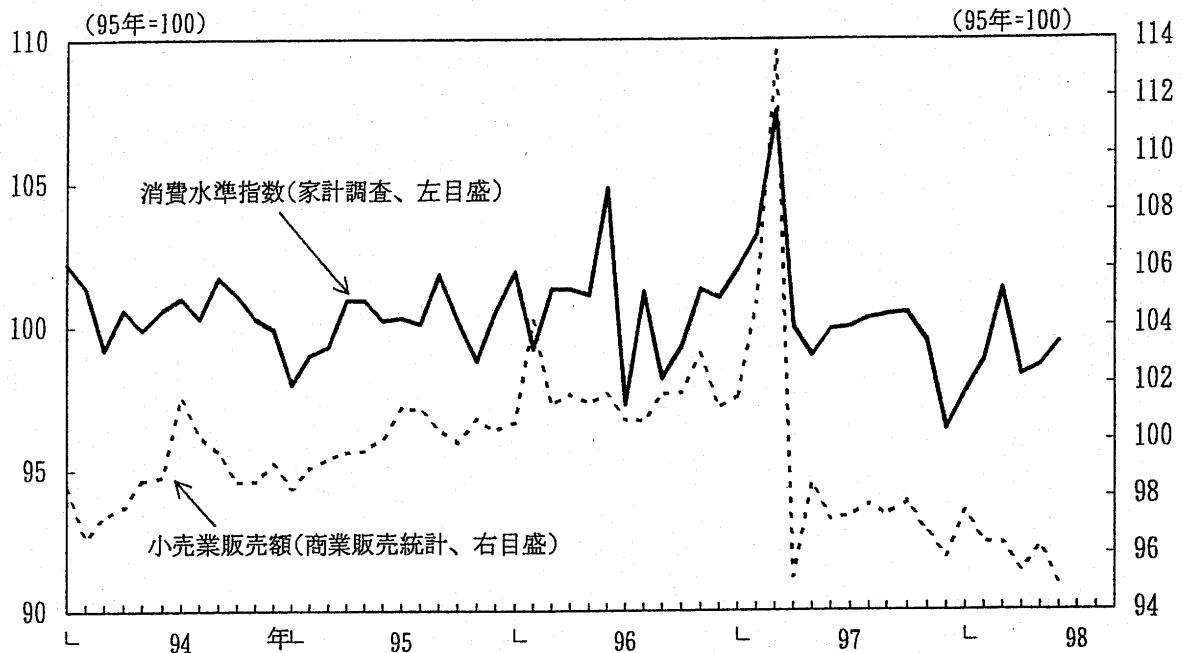
(注) 1. シャドーは、公定歩合引き上げ局面。

2. 調査対象 12,223社(有効回答数: 6,853社<98/6月調査>)

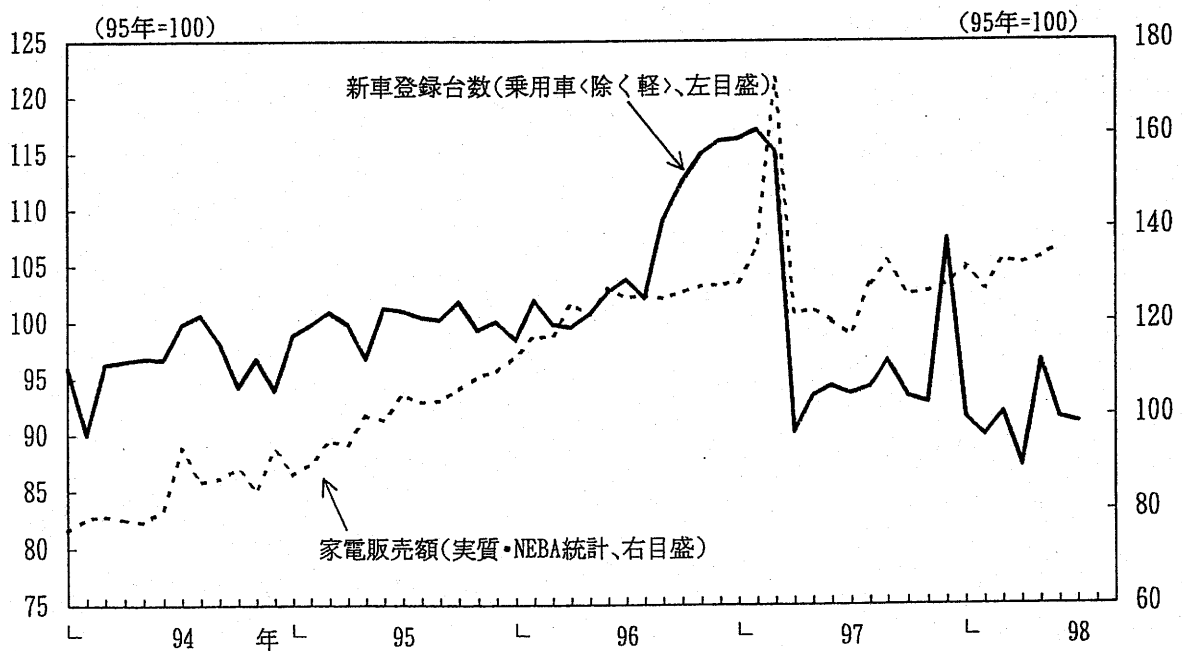
(資料) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

消費関連販売統計 (季調済系列)

(1) 家計調査・商業販売統計 (実質)



(2) 耐久消費財

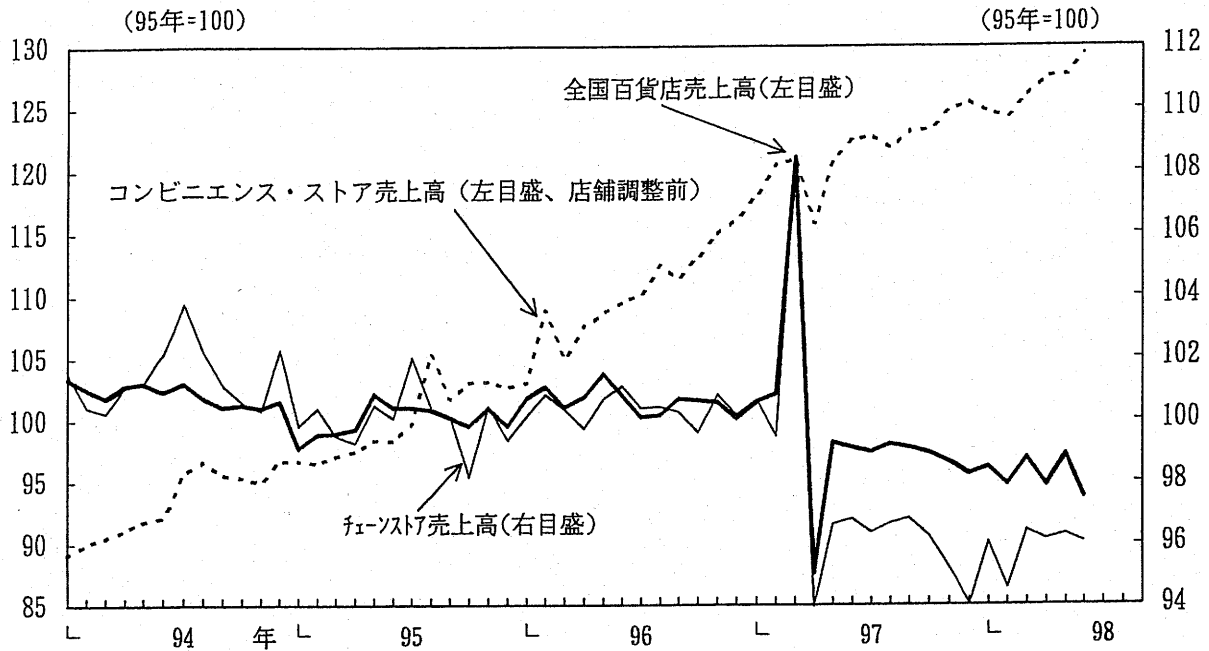


- (注) 1. X-12-ARIMA(β バージョン)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
 2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。

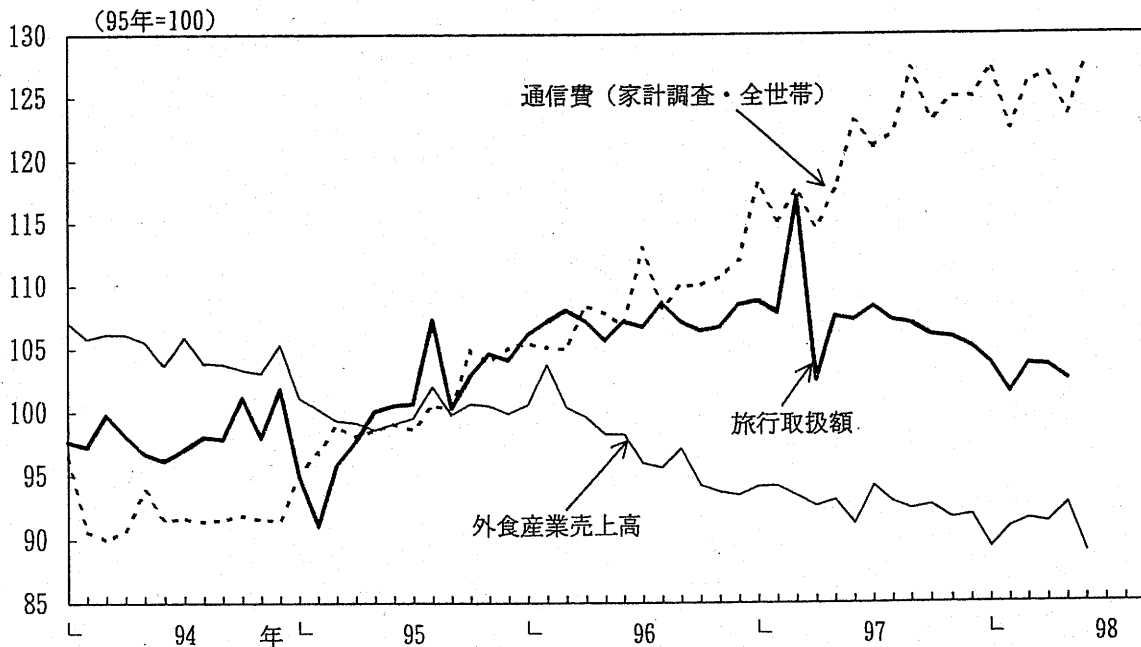
(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

消費関連販売統計 (季調済系列)

(3) 小売店販売 (名目・除く消費税・店舗調整後)



(4) サービス消費 (名目)



(注) 1. X-12-ARIMA(バージョン)による季調済系列。

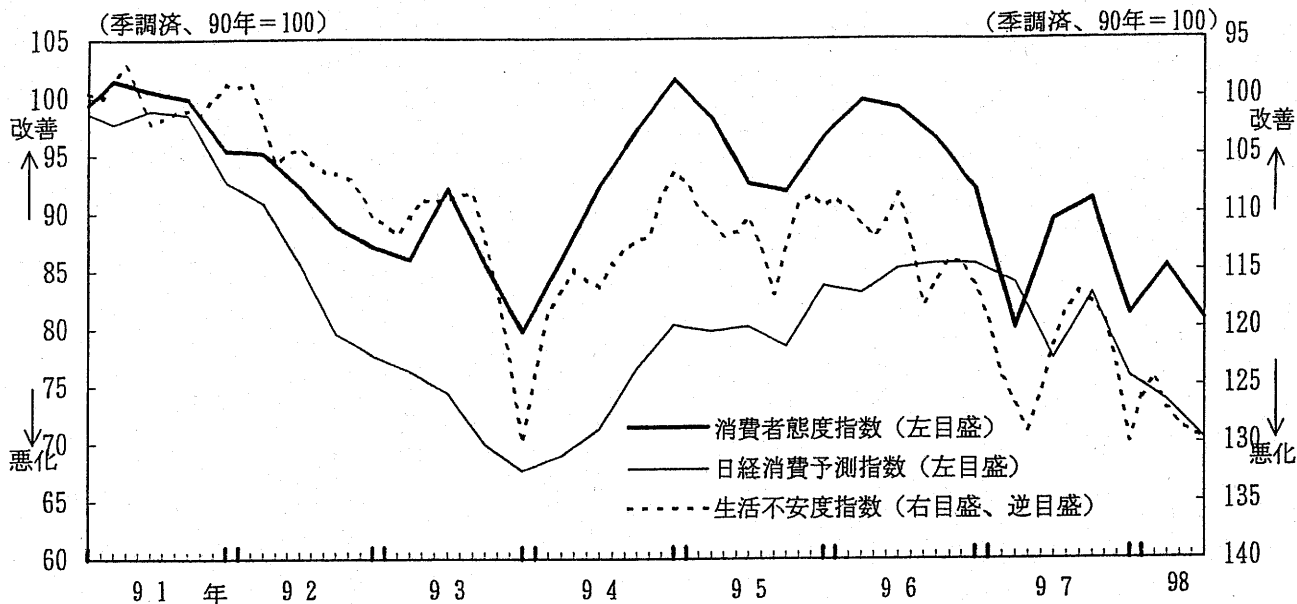
2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。

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。

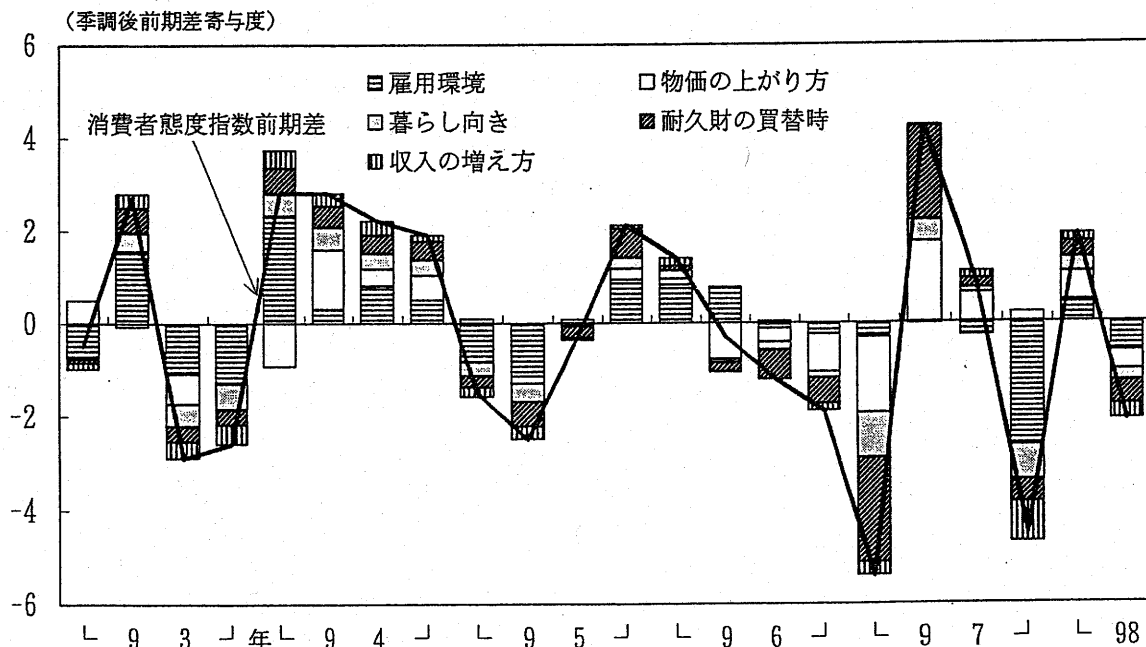
(資料) 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、通商産業省「商業販売統計」、外食総研「月次売上動向調査」、運輸省「旅行取扱状況」、総務庁「家計調査報告」

消費者コンフィデンス指標

(1) 各種マインド指標



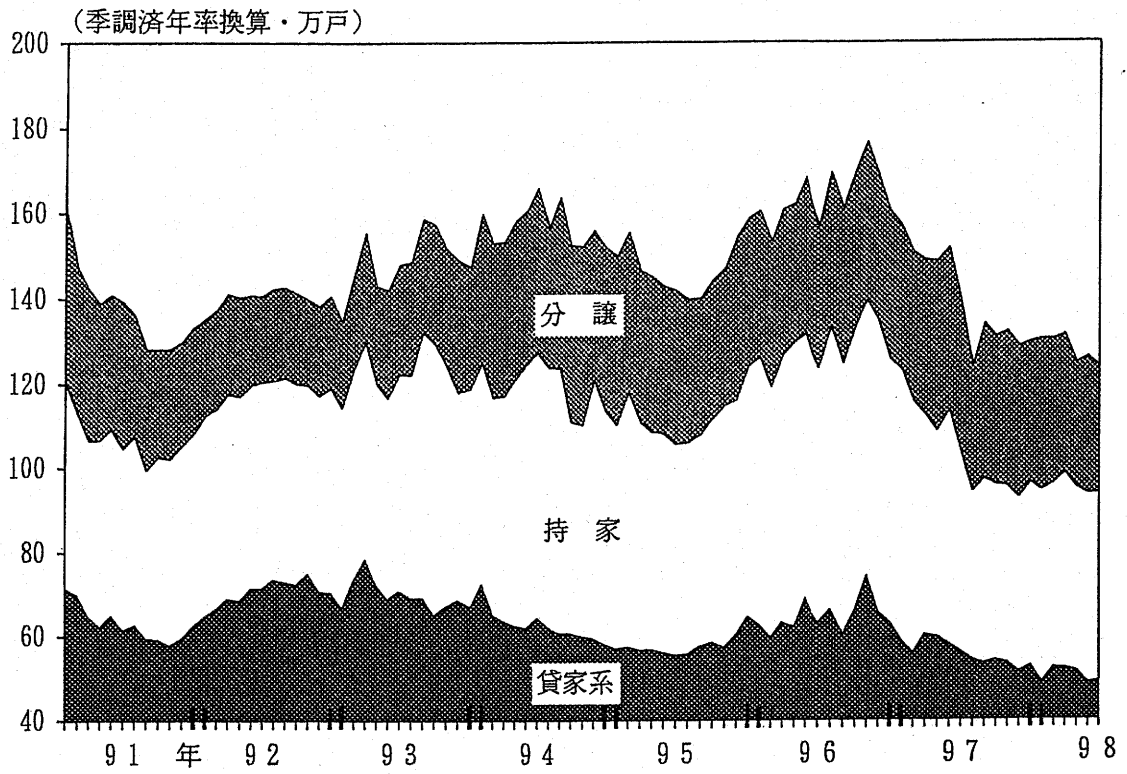
(2) 消費者態度指数の項目別寄与



- (注) 1. 消費者態度指数、日経消費予測指数、生活不安度指数はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
2. 生活不安度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、生活不安度指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

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

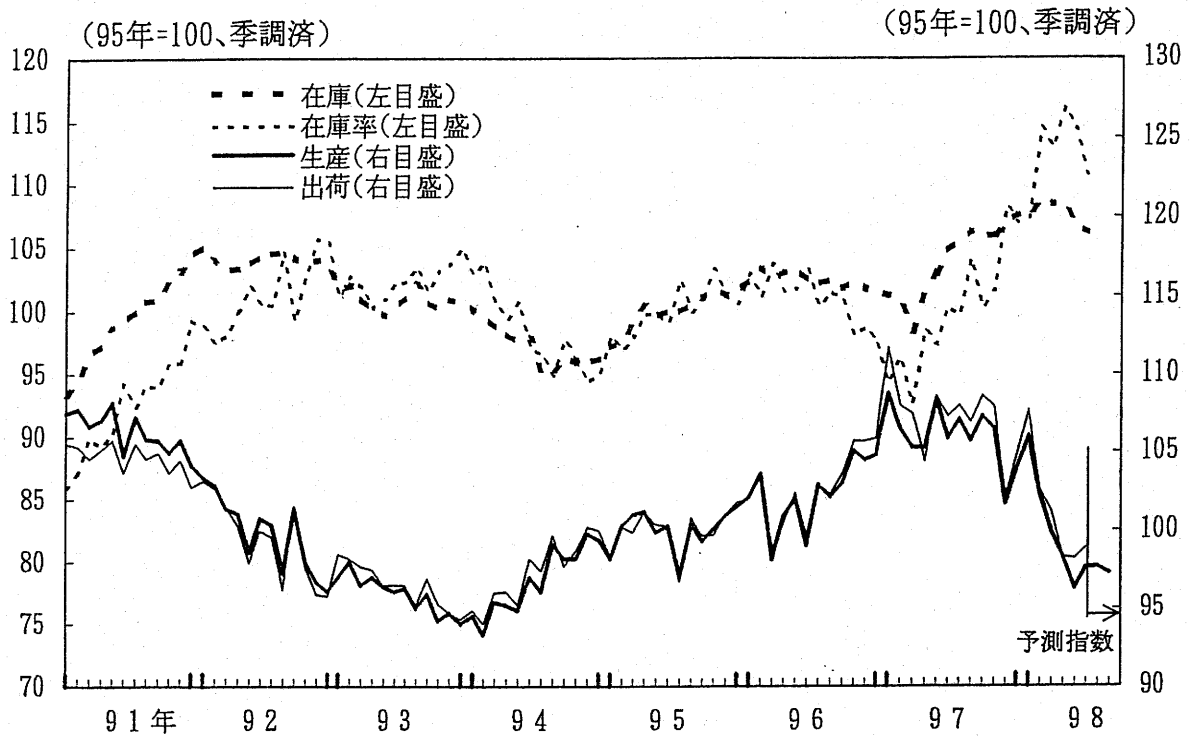
新設住宅着工戸数



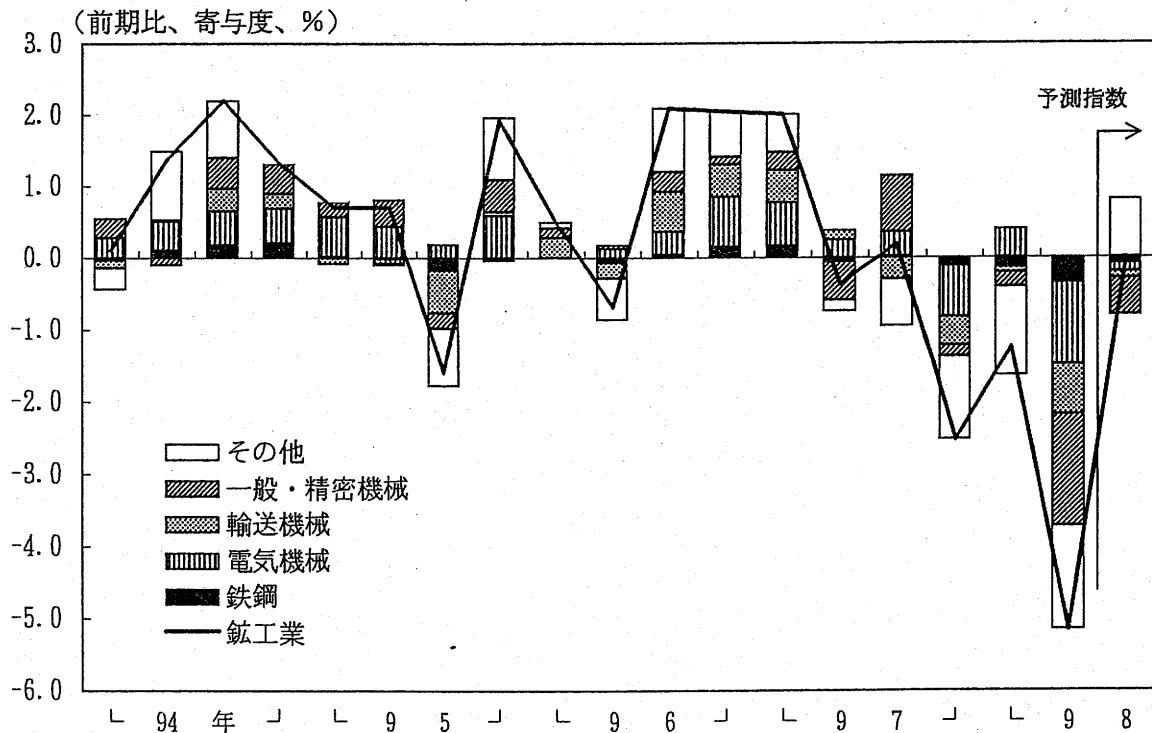
(資料) 建設省「建設統計月報」

鋳工業生産・出荷・在庫

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



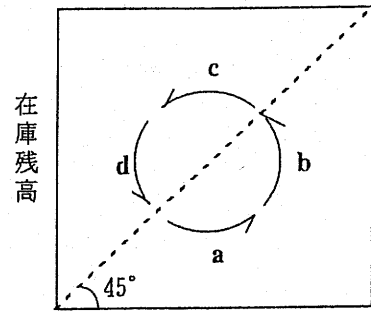
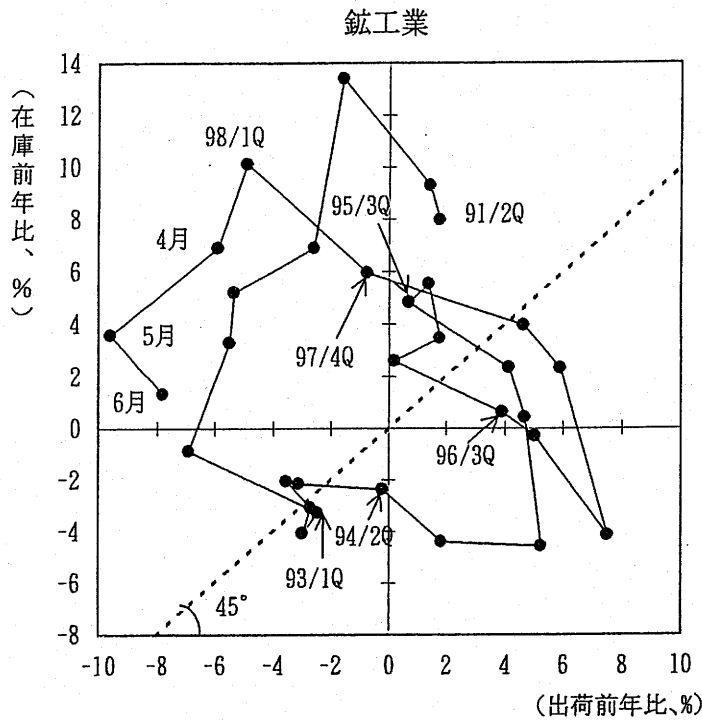
(2) 生産の業種別寄与度



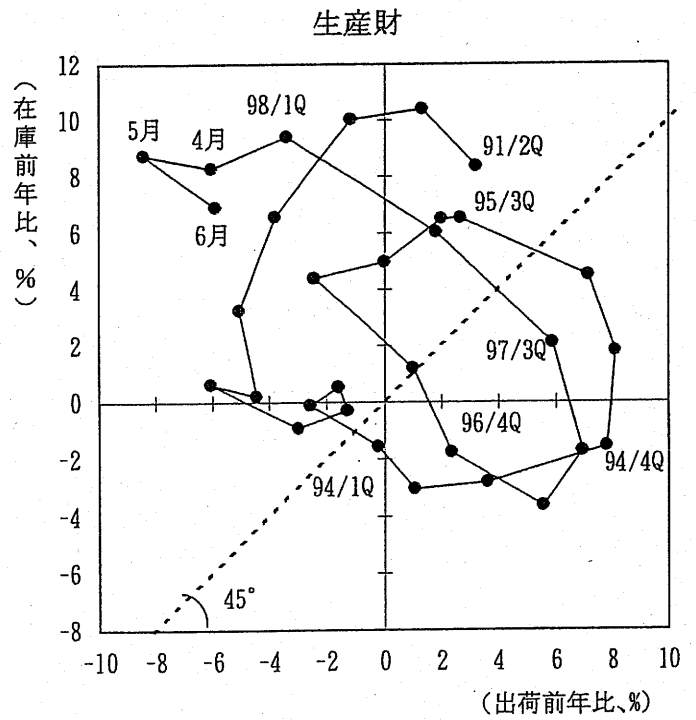
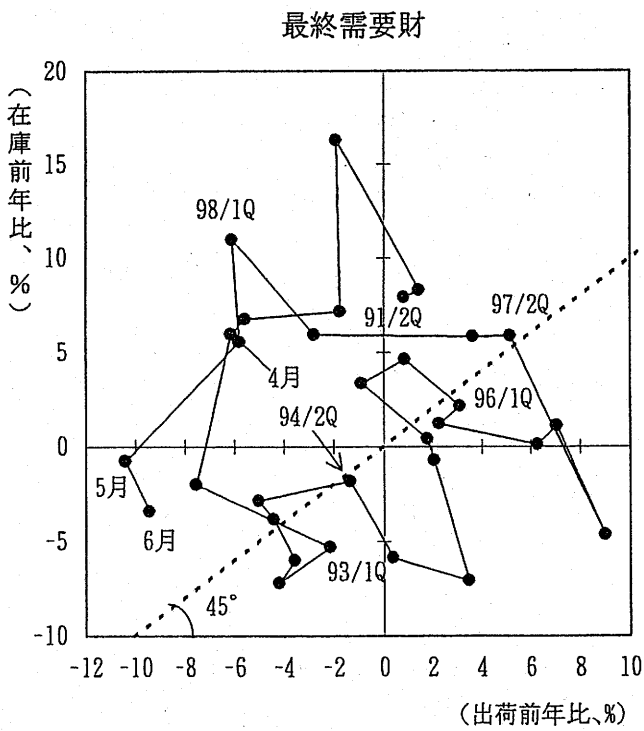
(注) 1. 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。
 2. 98/3Qは、98/9月を8月と同水準と仮定。

(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

在庫循環



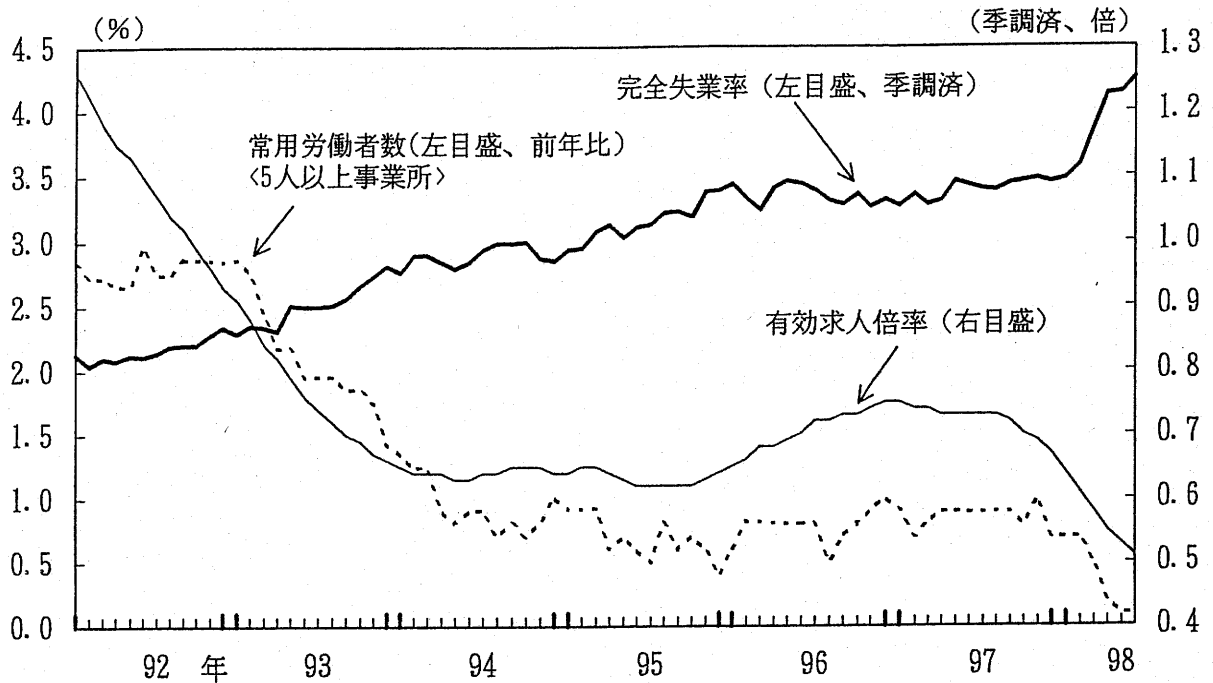
- a 回復局面
- b 在庫積み増し局面
- c 在庫積み上がり局面
- d 在庫調整局面



(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

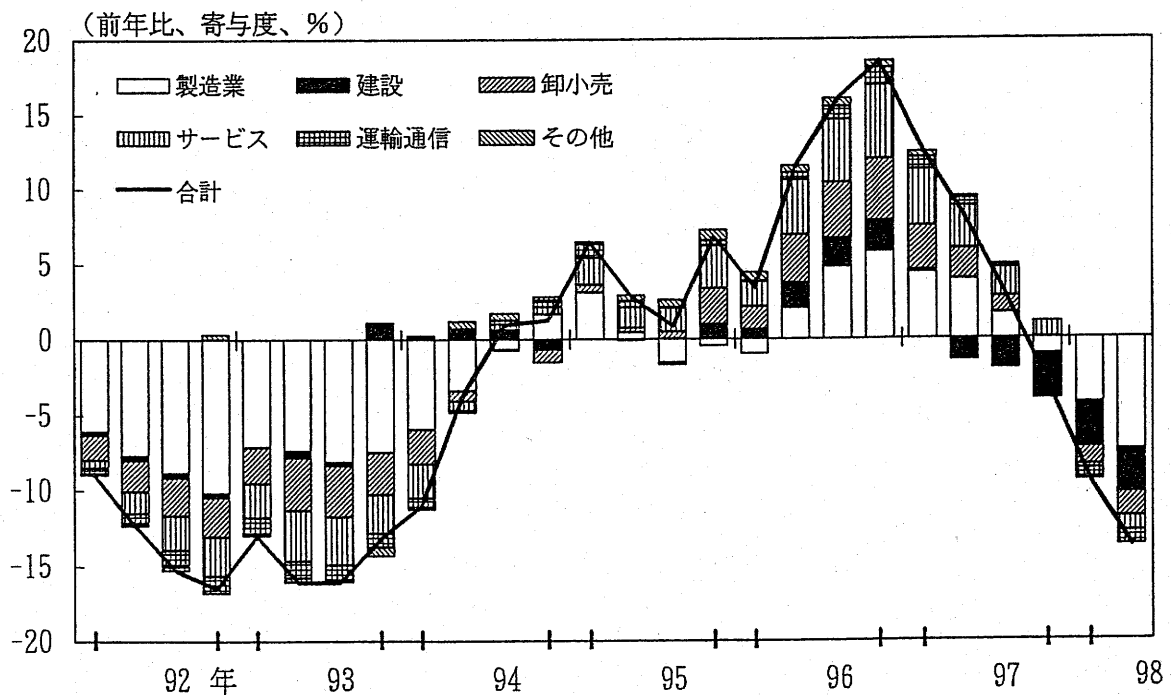
労働需給

(1) 雇用関連指標



(注) 常用労働者数の98/6月は速報値。

(2) 新規求人数の業種別内訳



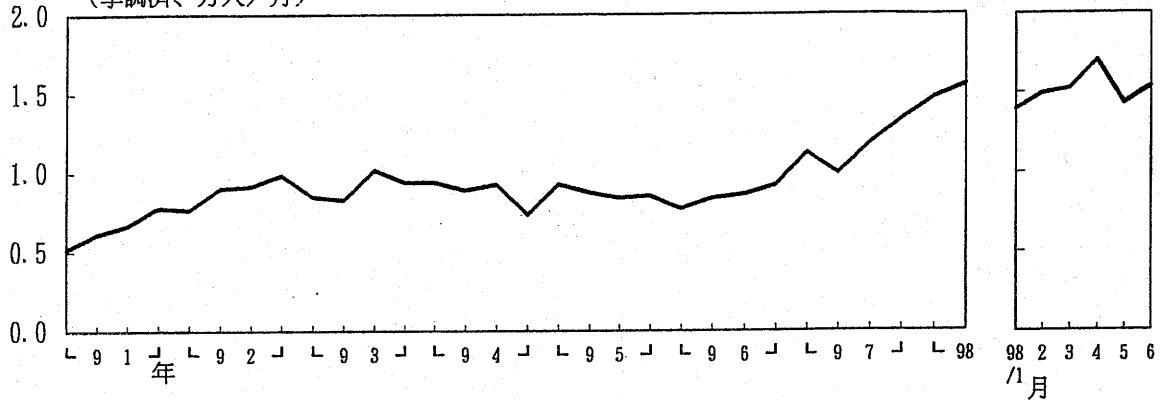
(注) 新規求人数は新規学卒者を除き、パートタイムを含む。

(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

雇用を巡る環境

(1) 倒産先従業員数

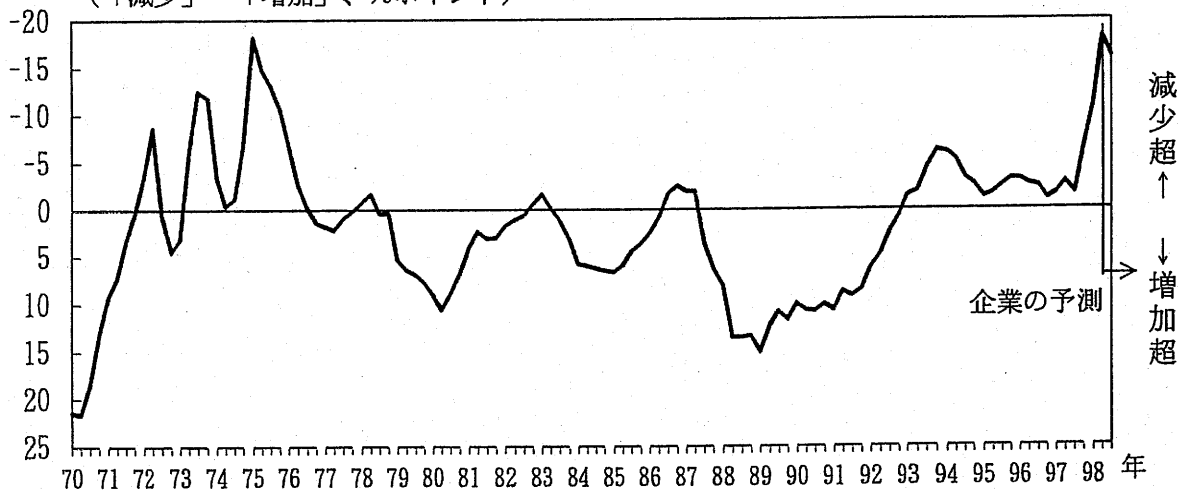
(季調済、万人/月)



(注) 帝国データバンク調べ。集計対象は負債総額1千万円以上の倒産先。

(2) 中小企業動向調査(従業員増減D. I.)

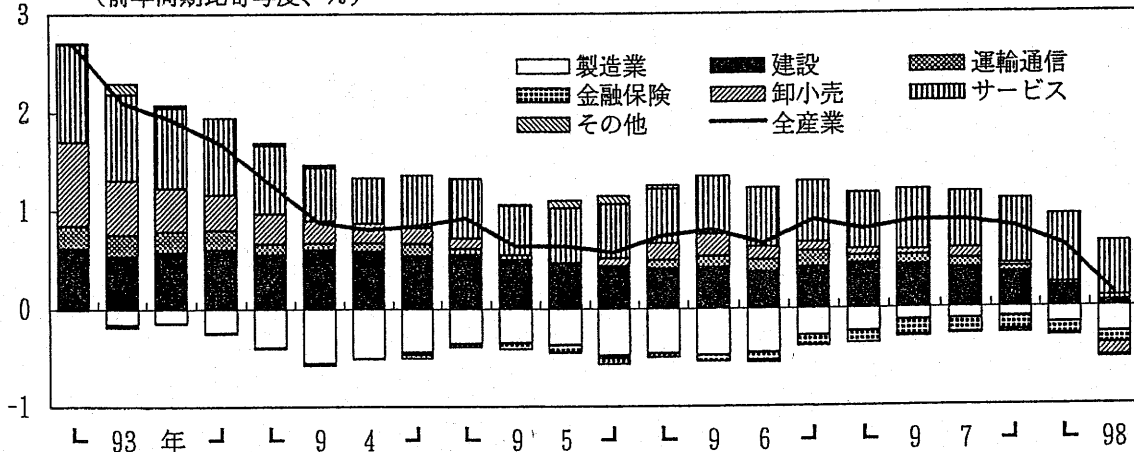
(「減少」-「増加」、%ポイント)



(注) 調査対象 12,223社(有効回答数:6,853社<98/6月調査>)。

(3) 常用労働者数

(前年同期比寄与度、%)

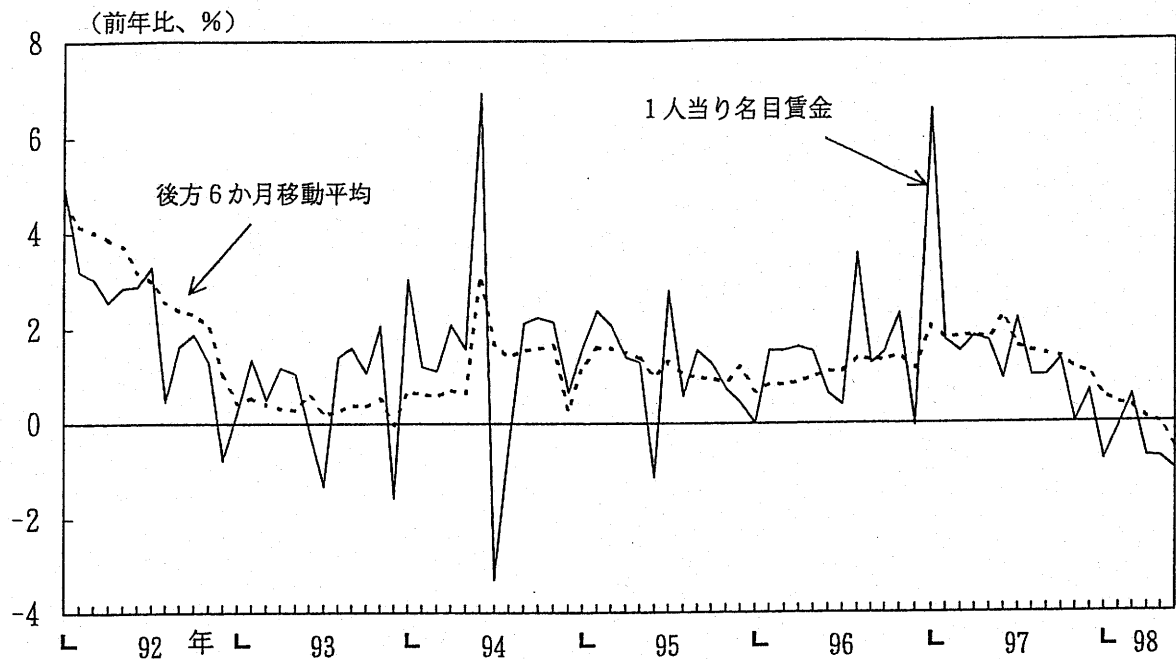


(注) 98/6月は速報値。

(資料) 帝国データバンク「全国企業倒産集計」、中小企業金融公庫「中小企業動向調査」、労働省「毎月勤労統計」

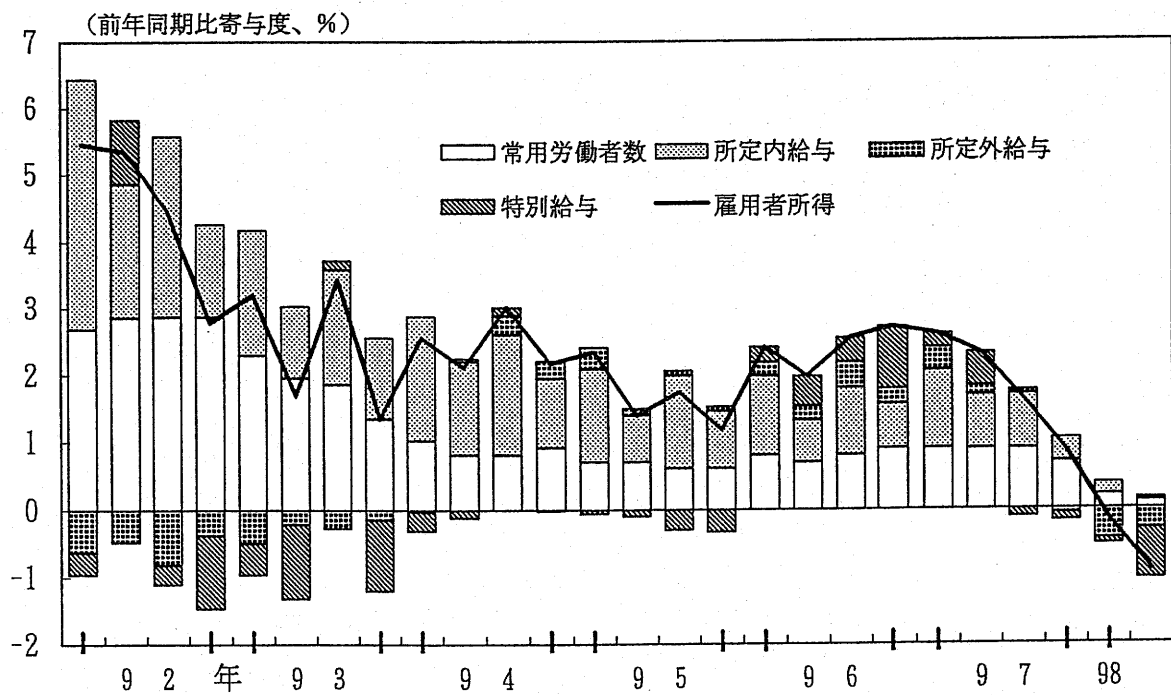
雇用者所得

(1) 1人当り名目賃金



(注) 1. 1.5人以上事業所ベース(以下同じ)。
2. 98/6月は速報値(以下同じ)。

(2) 雇用者所得

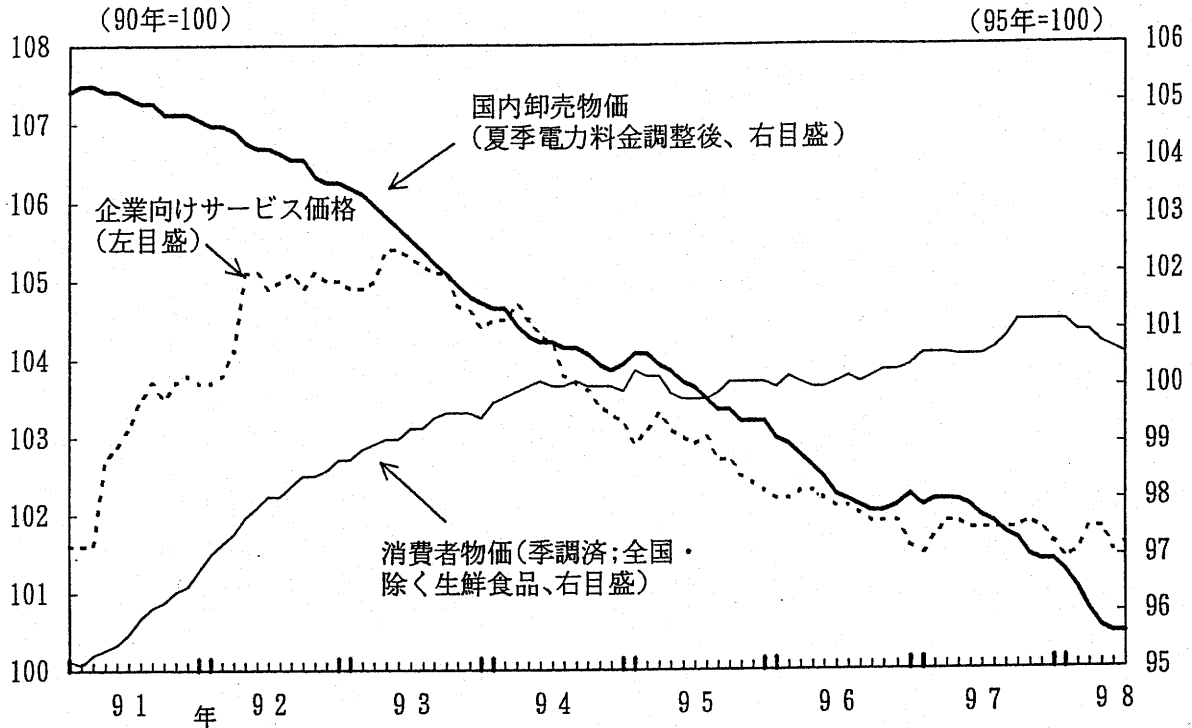


(注) 1. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 98/2Qは6月の値。

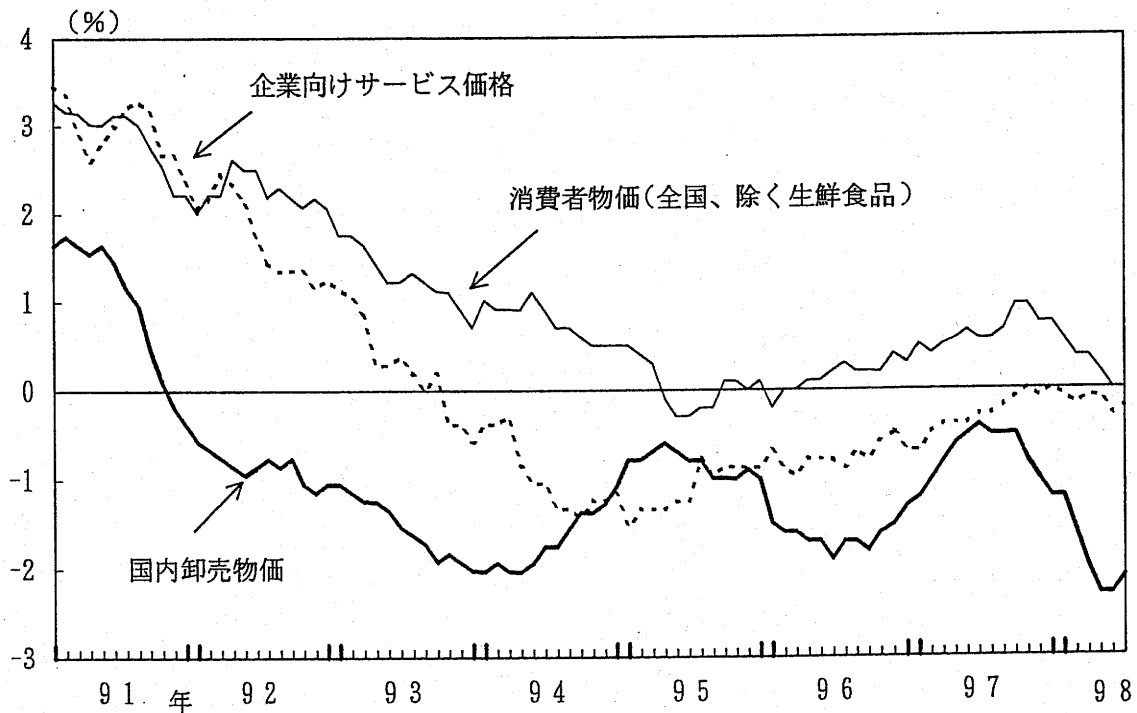
(資料) 労働省「毎月勤労統計」

物 価

(1) 水準



(2) 前年比

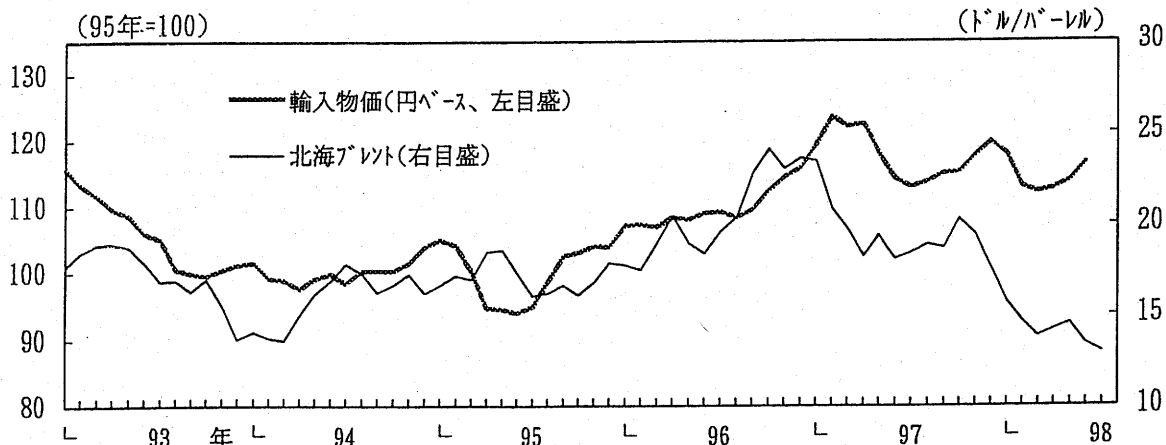


- (注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。
2. (1)の消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

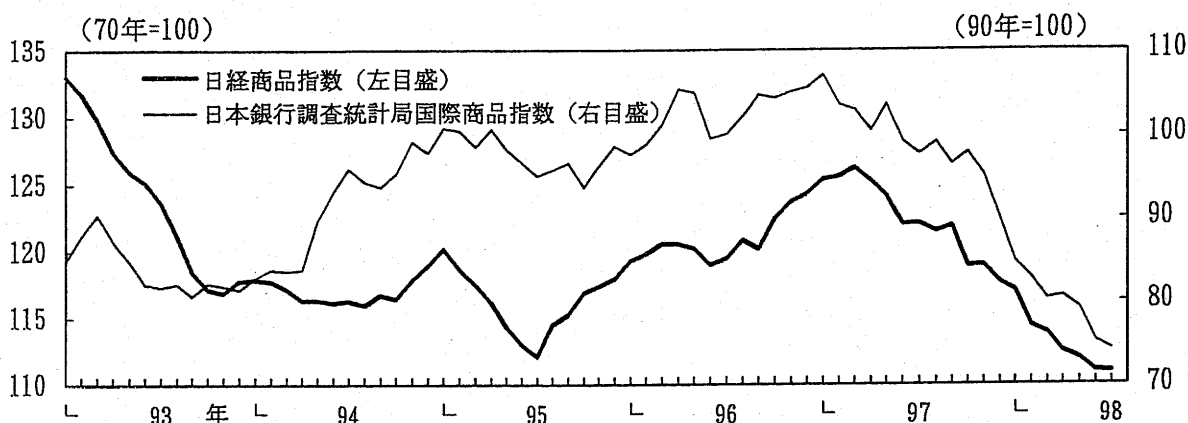
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

輸入物価と卸売物価

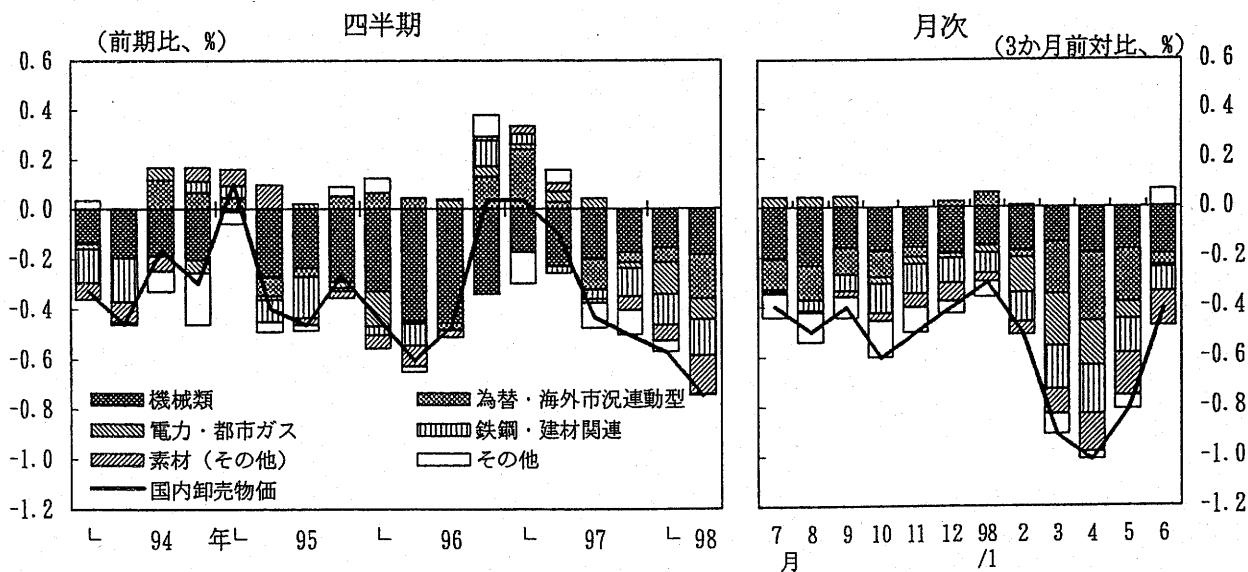
(1) 輸入物価(円ベース)、原油市況



(2) 商品市況



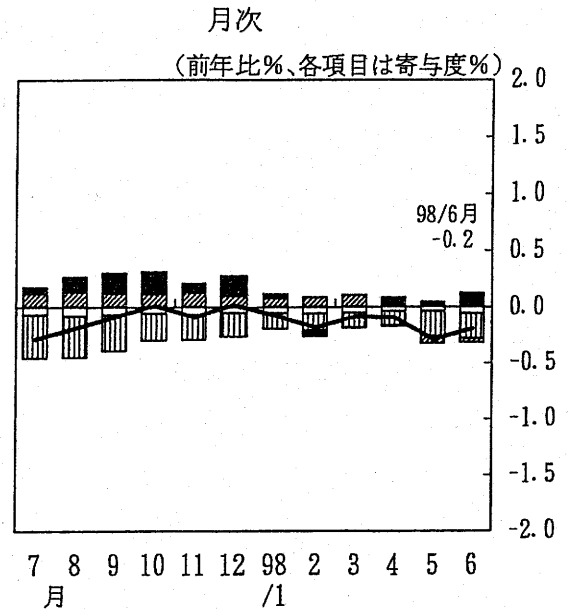
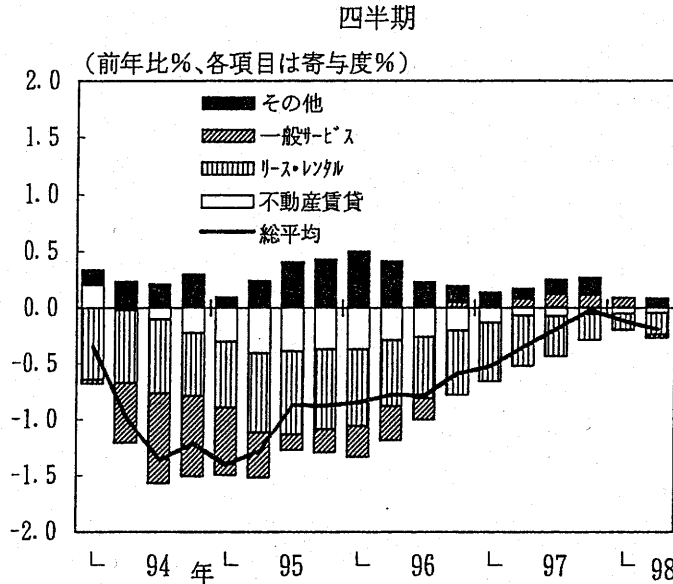
(3) 国内卸売物価(夏季電力料金、消費税調整後)



- (注) 1. 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)。

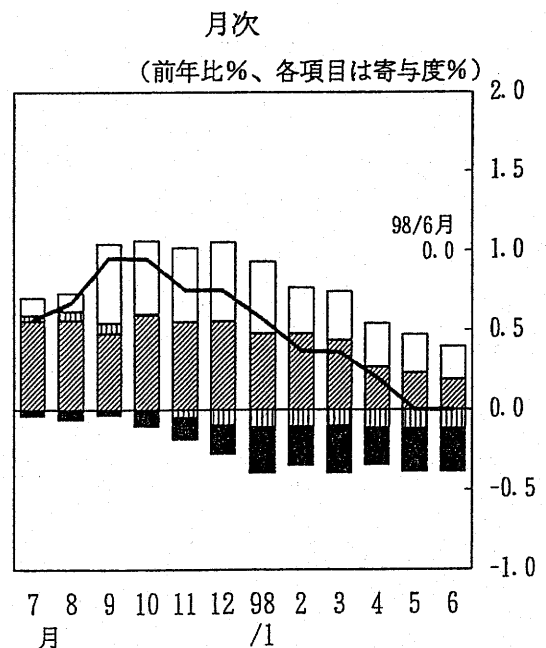
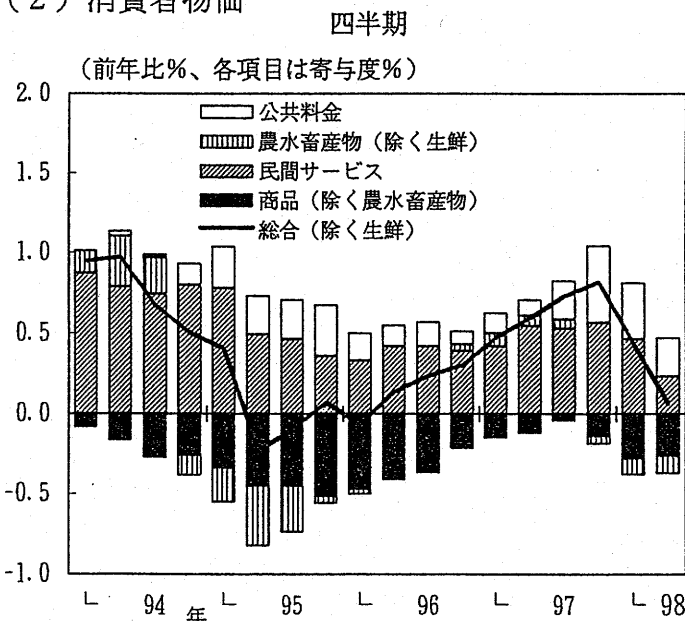
企業向けサービス価格と消費者物価

(1) 企業向けサービス価格



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

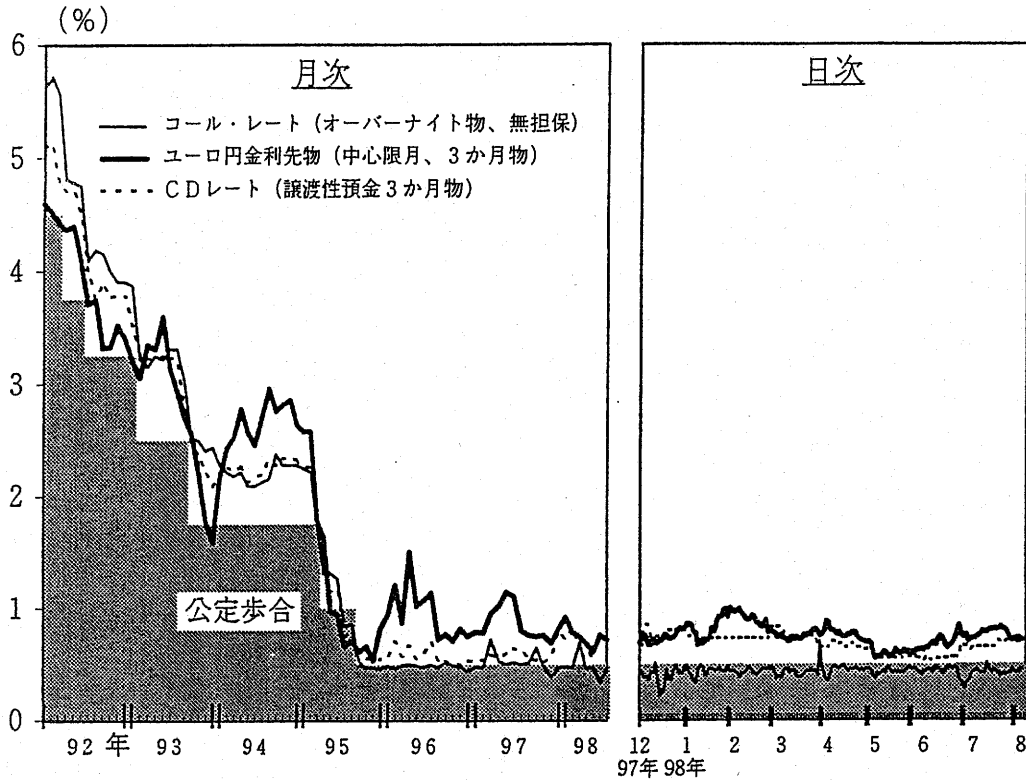
(2) 消費者物価



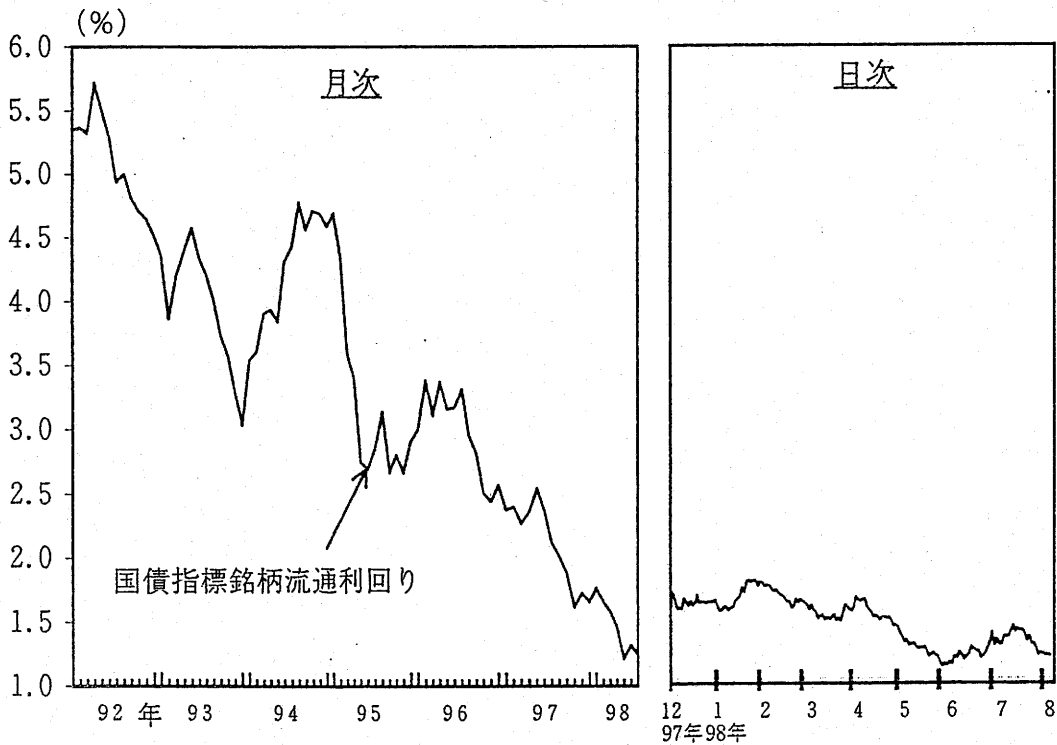
- (注) 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

市場金利等

(1) 短期



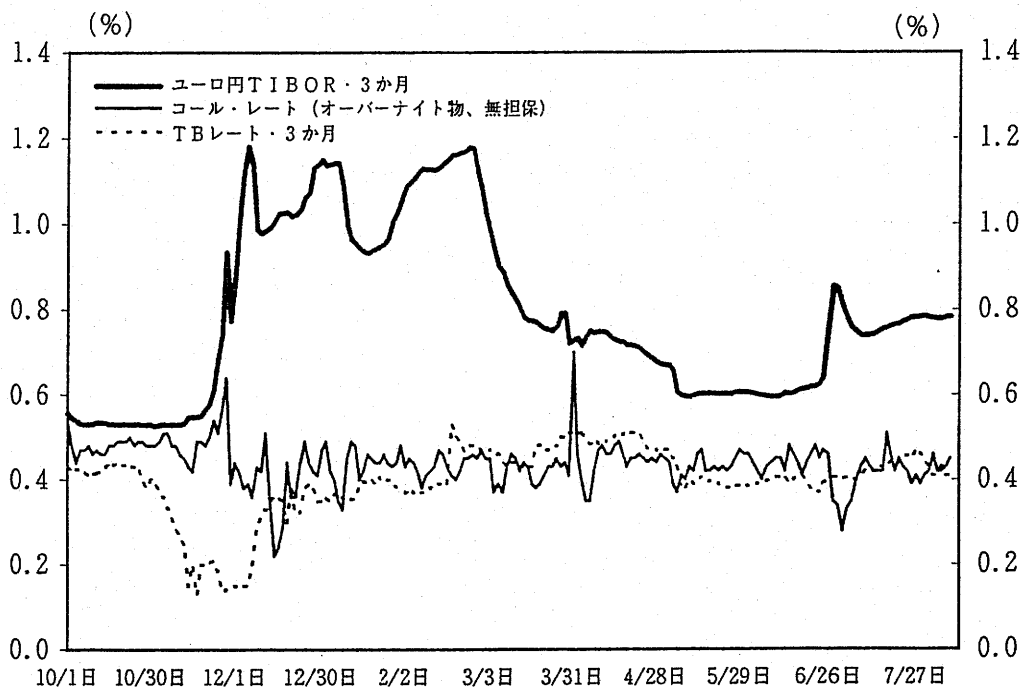
(2) 長期



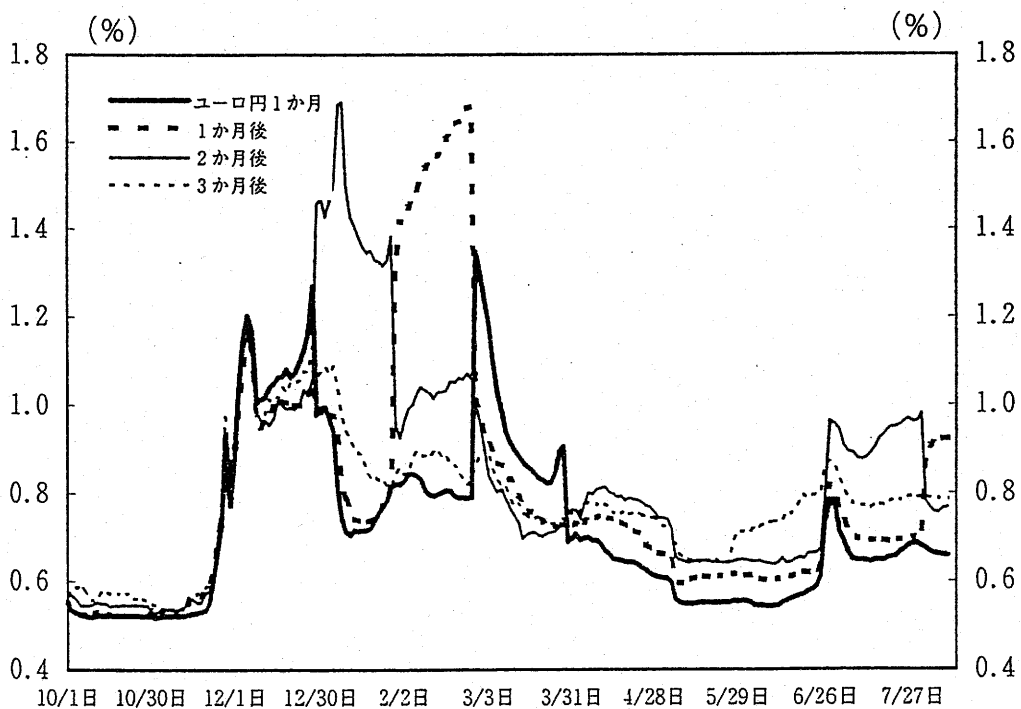
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

短期金融市場

(1) ターム物金利



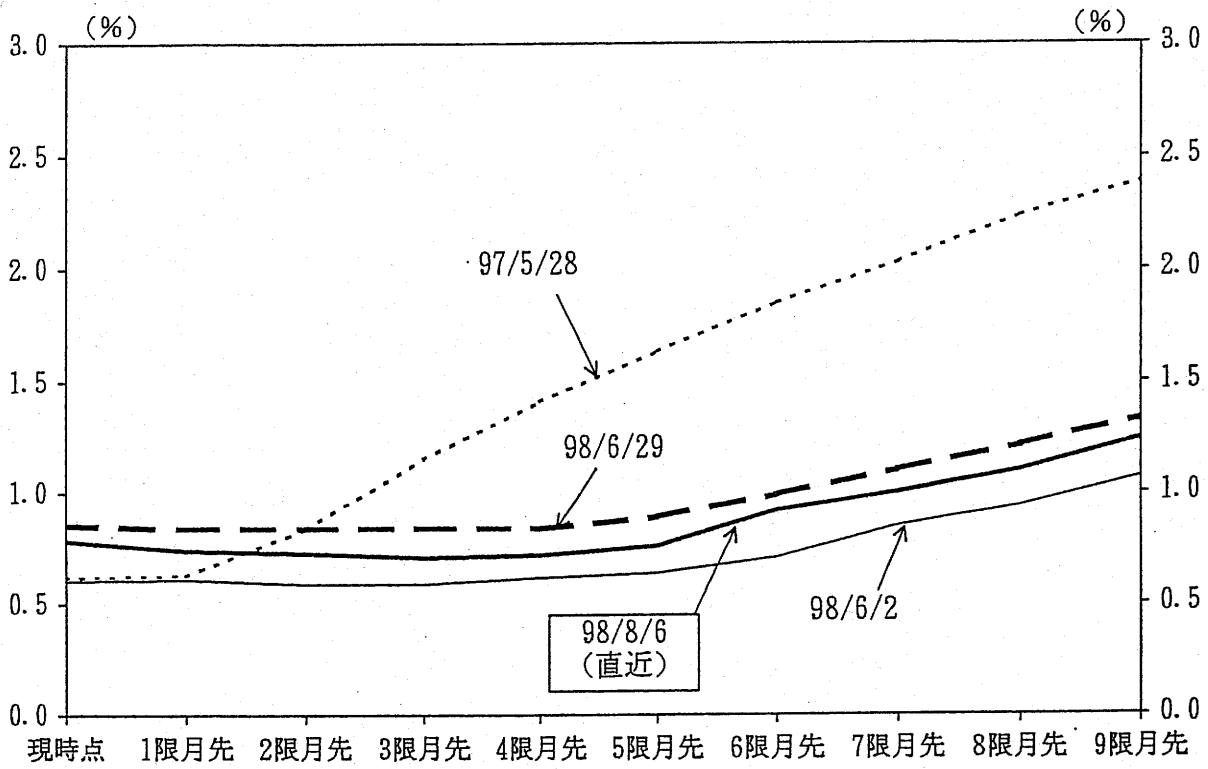
(2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

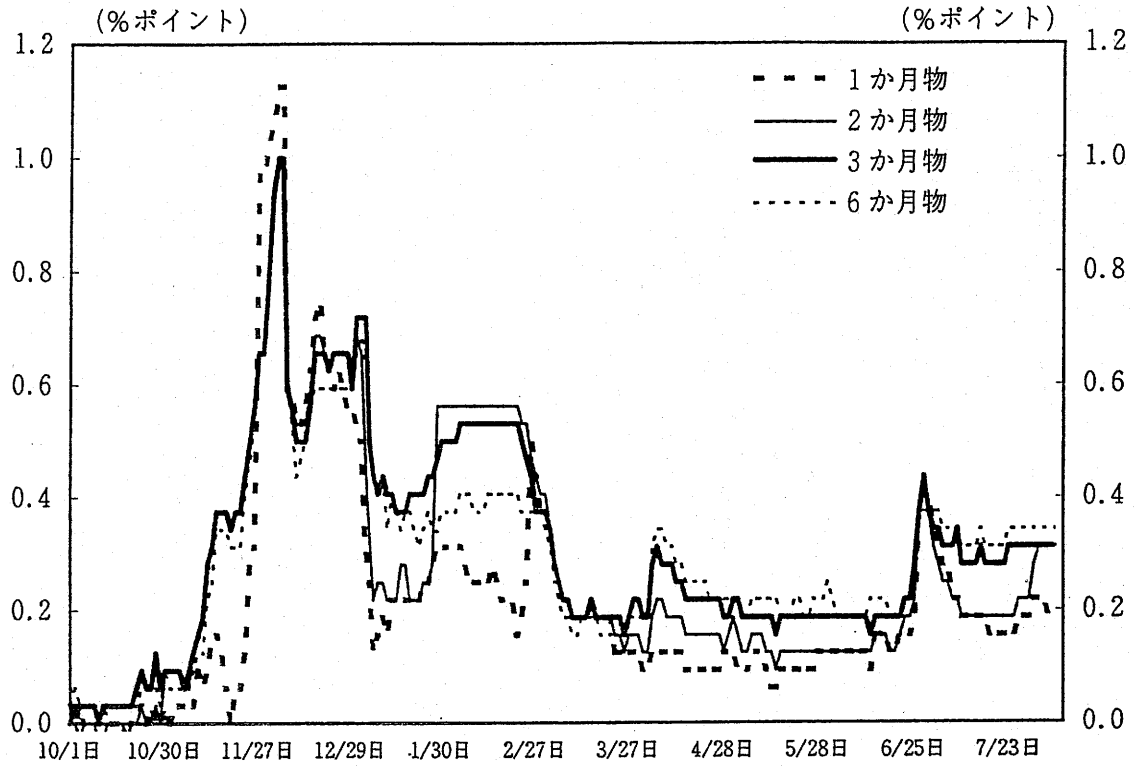
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、日本経済新聞社「日経金融新聞」

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」

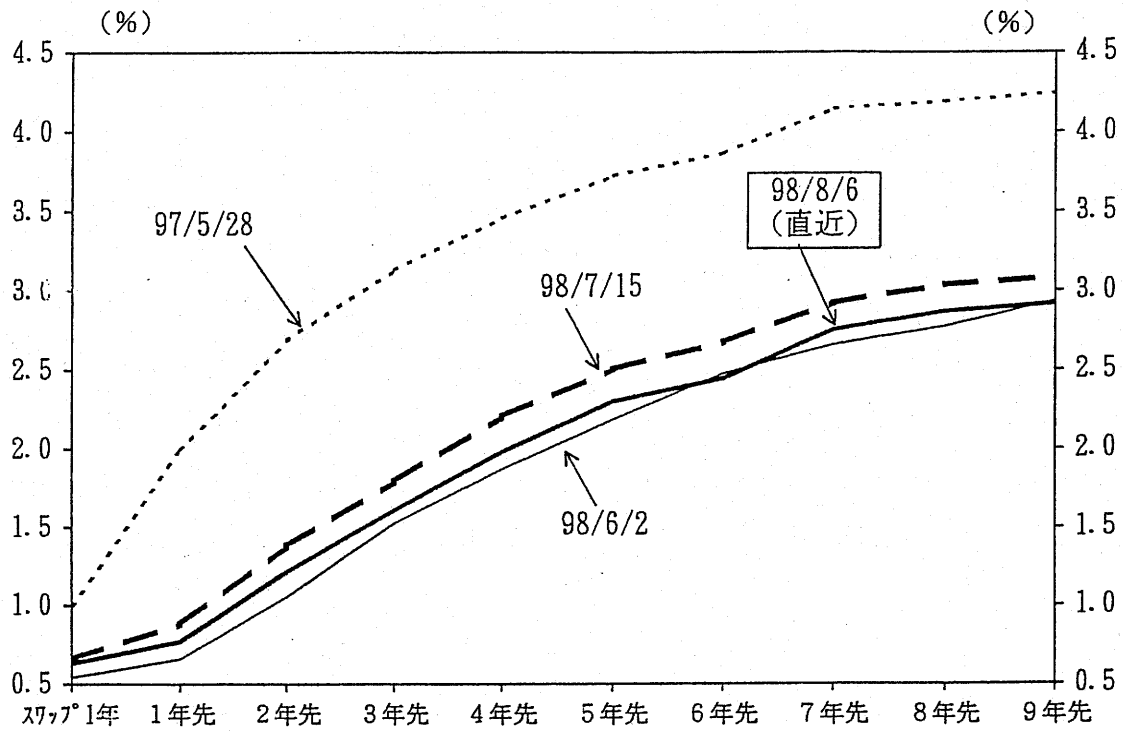
ジャパン・プレミアム



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

(資料) British Bankers' Association

長期金利の期間別分解

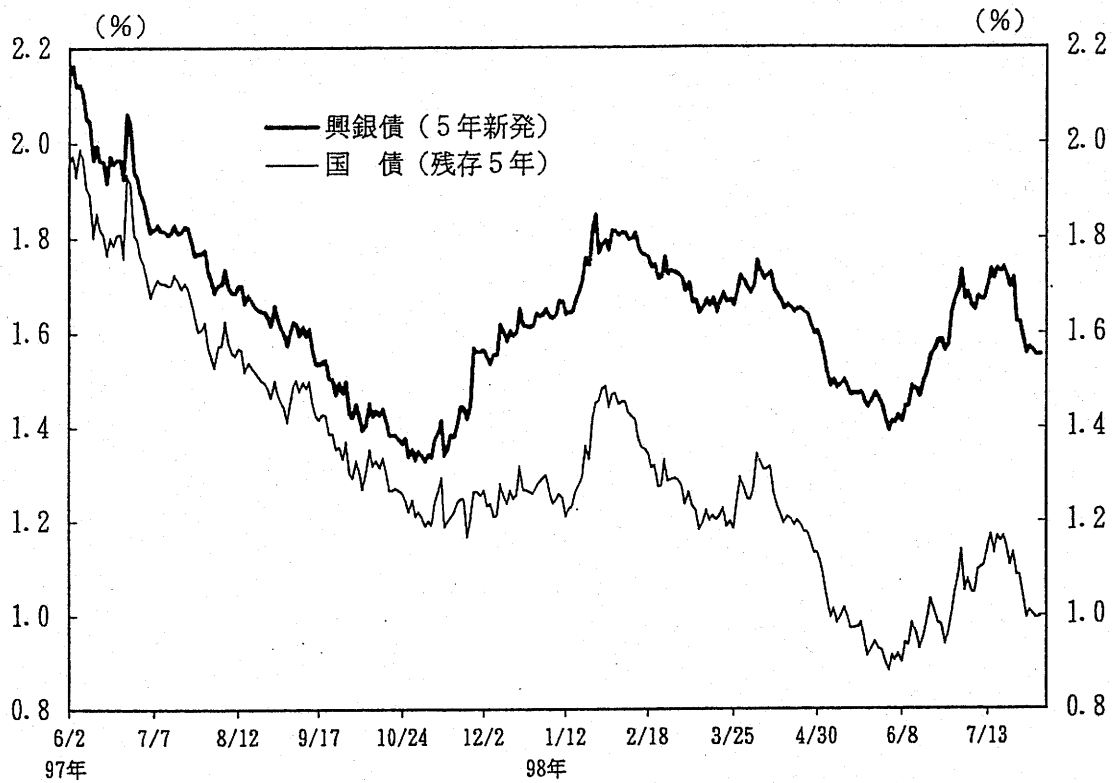


(注) 円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レート。

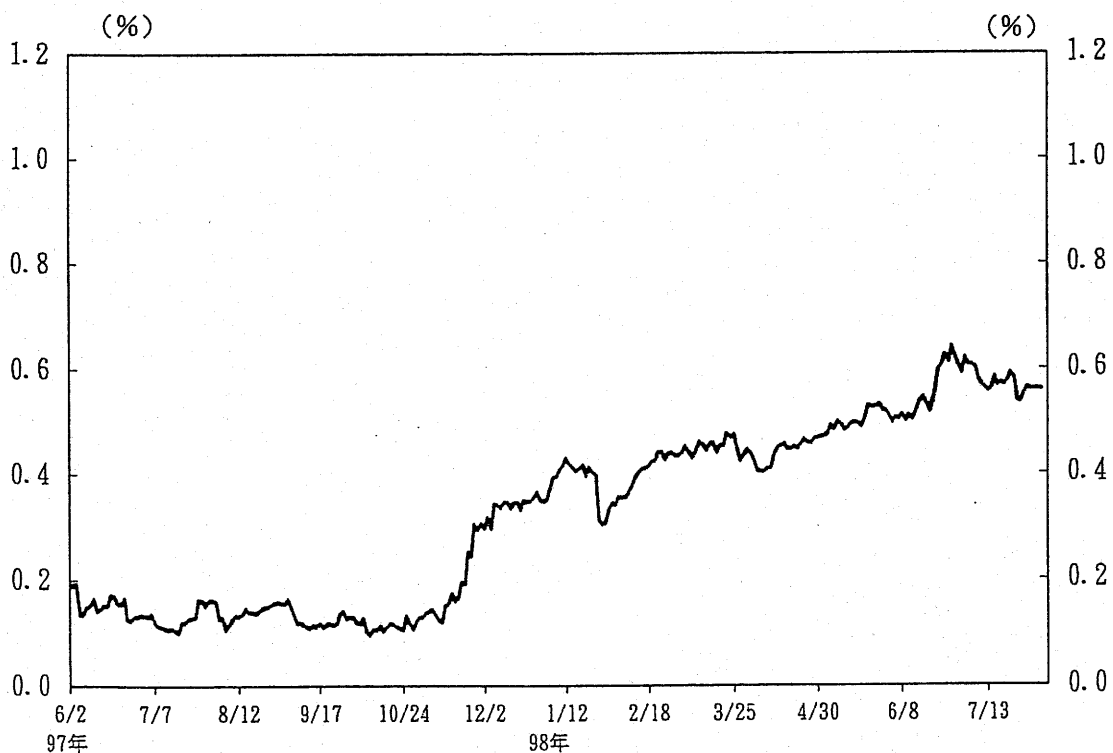
(資料) 日本経済新聞社「日経金融新聞」

金融債流通利回り

(1) 流通利回り



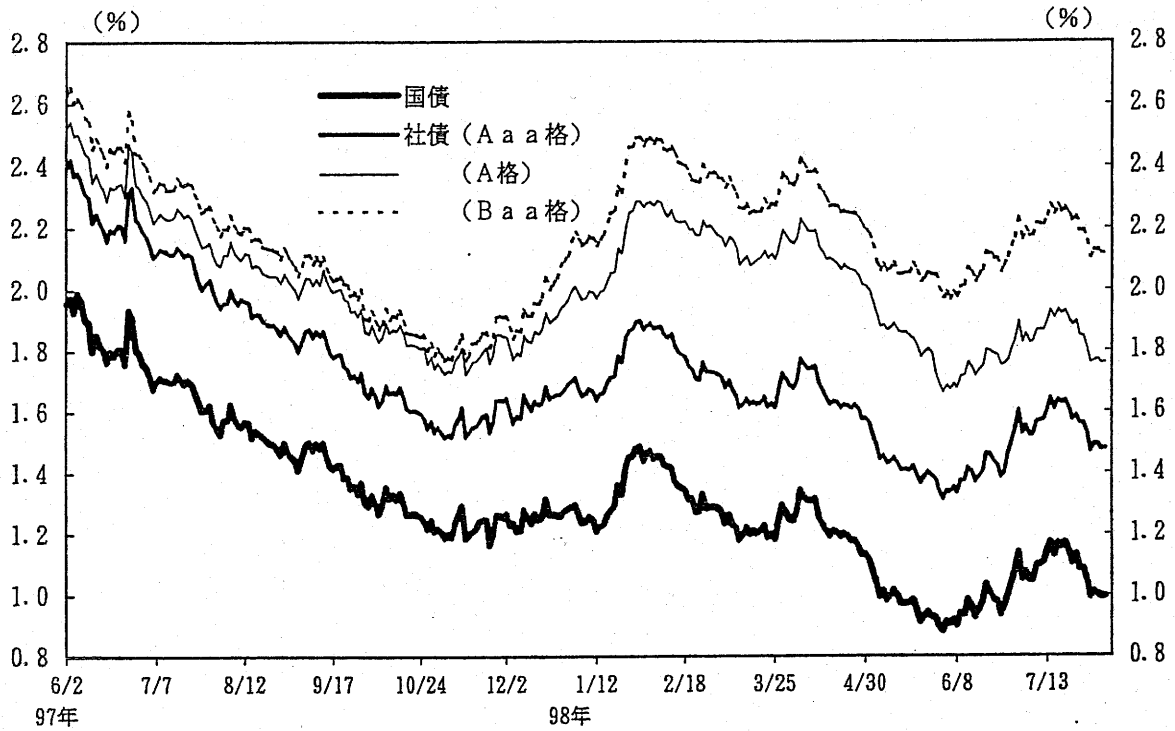
(2) スプレッド (新発興銀債流通利回り - 国債流通利回り)



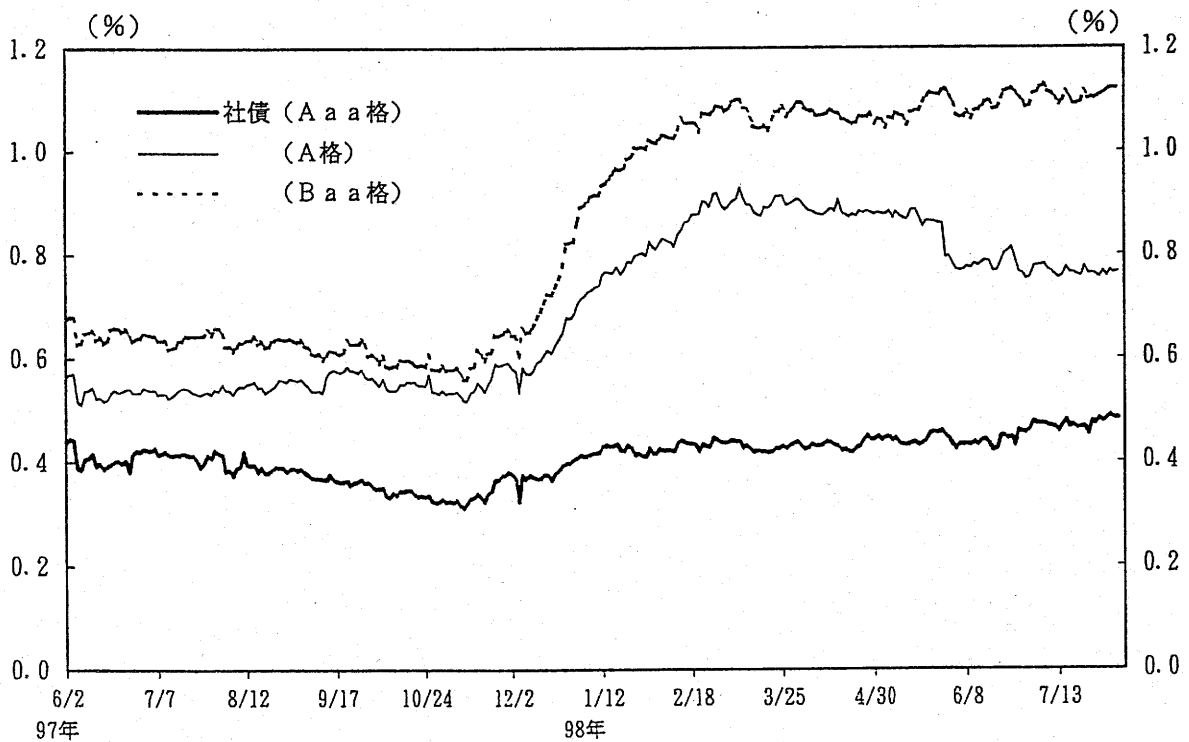
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

社債流通利回り

(1) 流通利回り



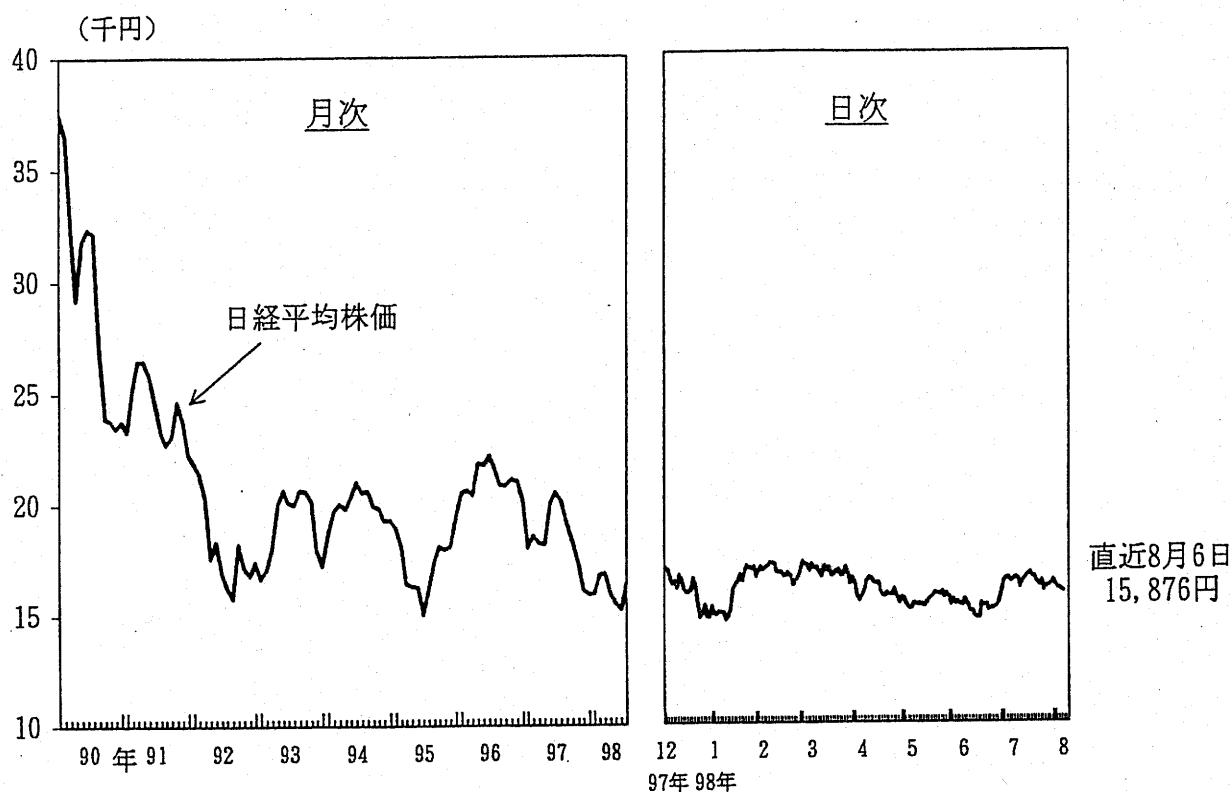
(2) スプレッド (社債流通利回り - 国債流通利回り)



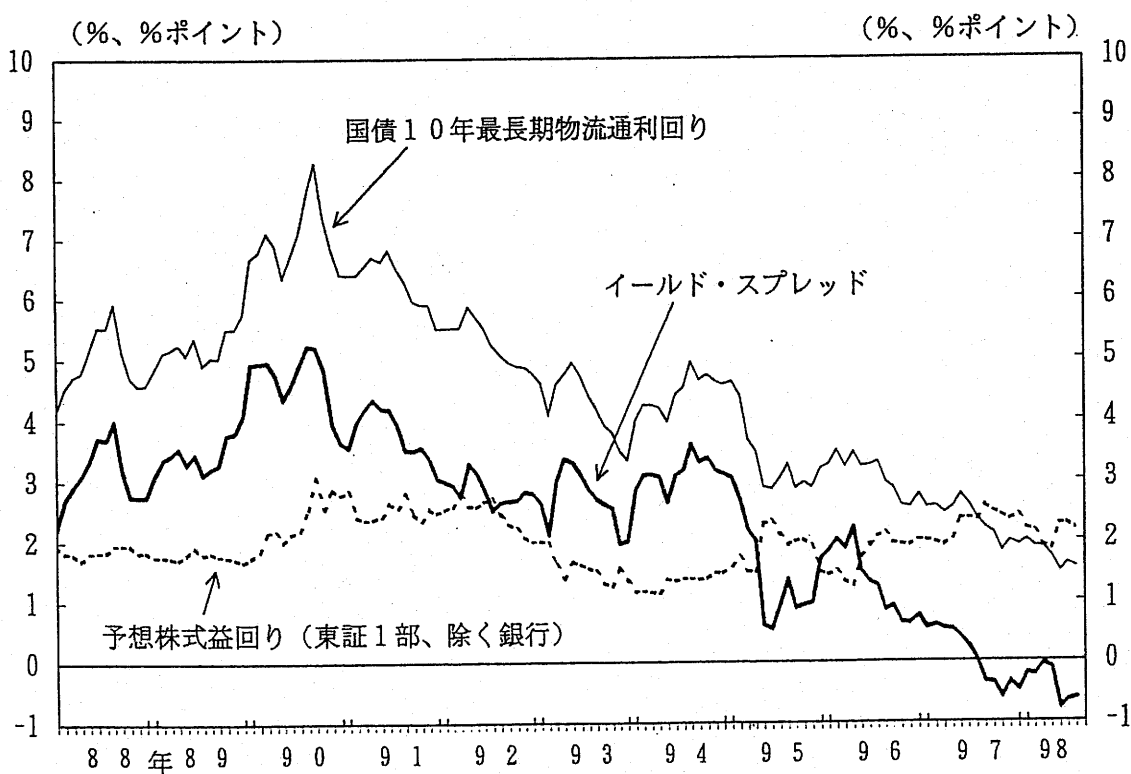
(注) 1. 国債、社債とも残存年数5年。
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

株 価

(1) 株式市況



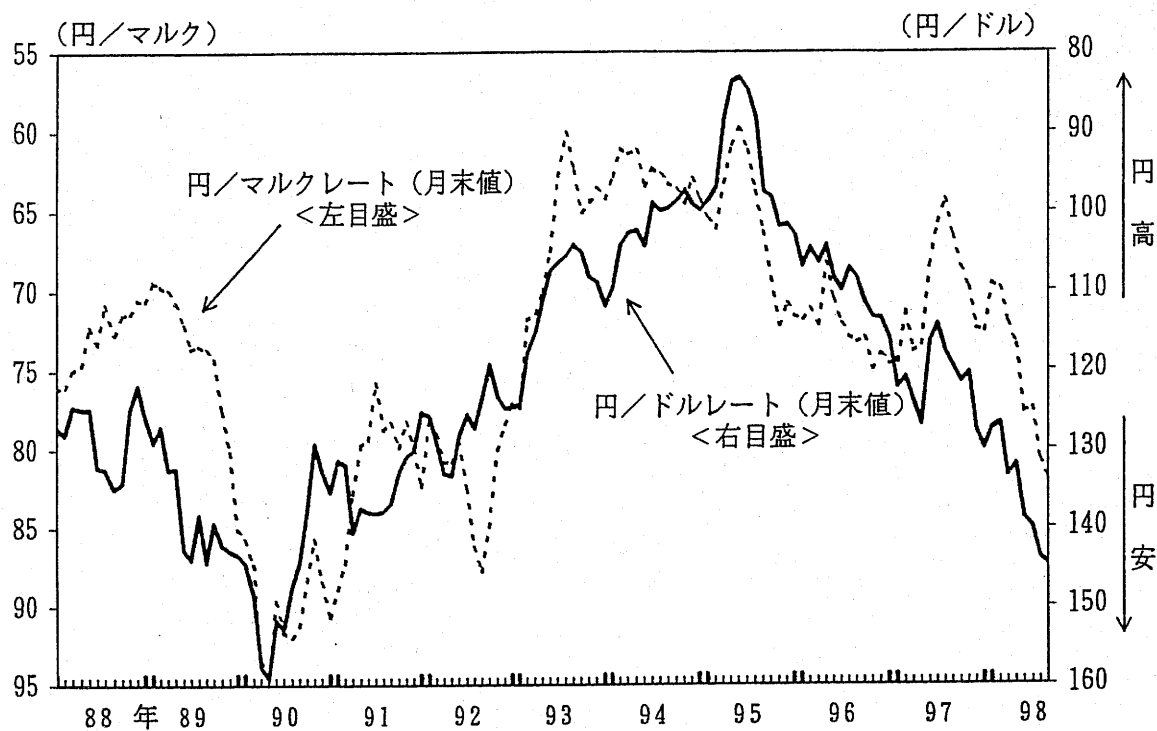
(2) イールド・スプレッド



- (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 = $1 / \text{予想PER}$
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」

為替レート

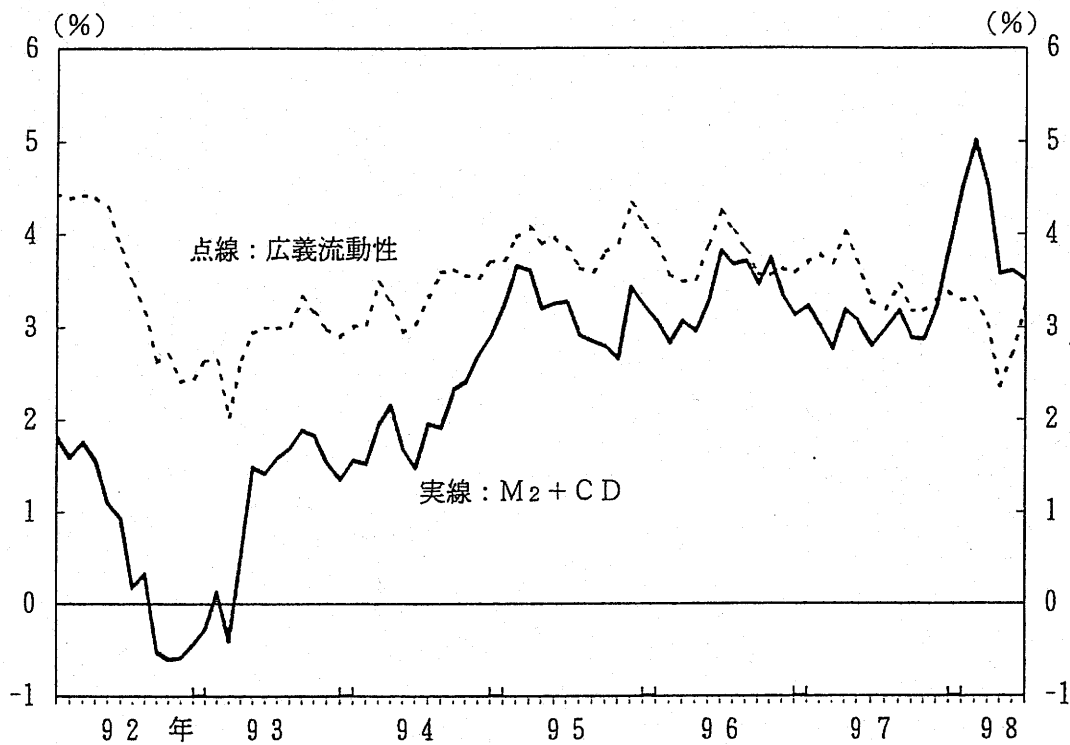


(注) 98/8月は8月6日計数。

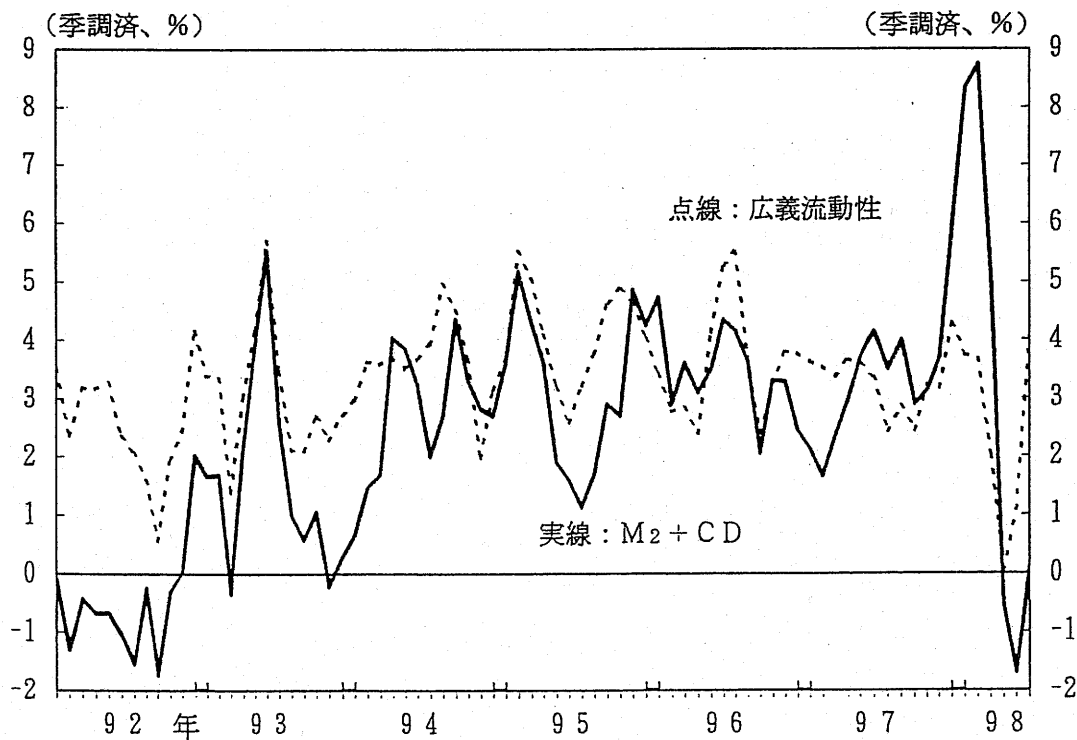
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

マネーサプライ (M₂ + CD、広義流動性)

(1) 前年比



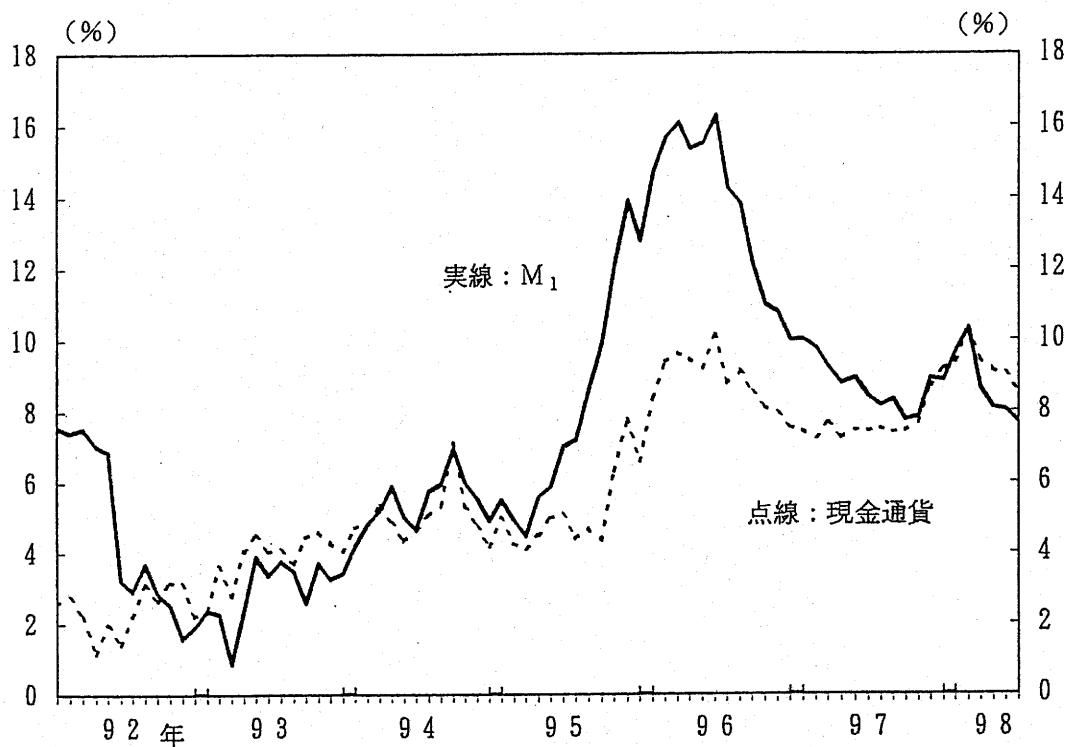
(2) 3か月前比年率



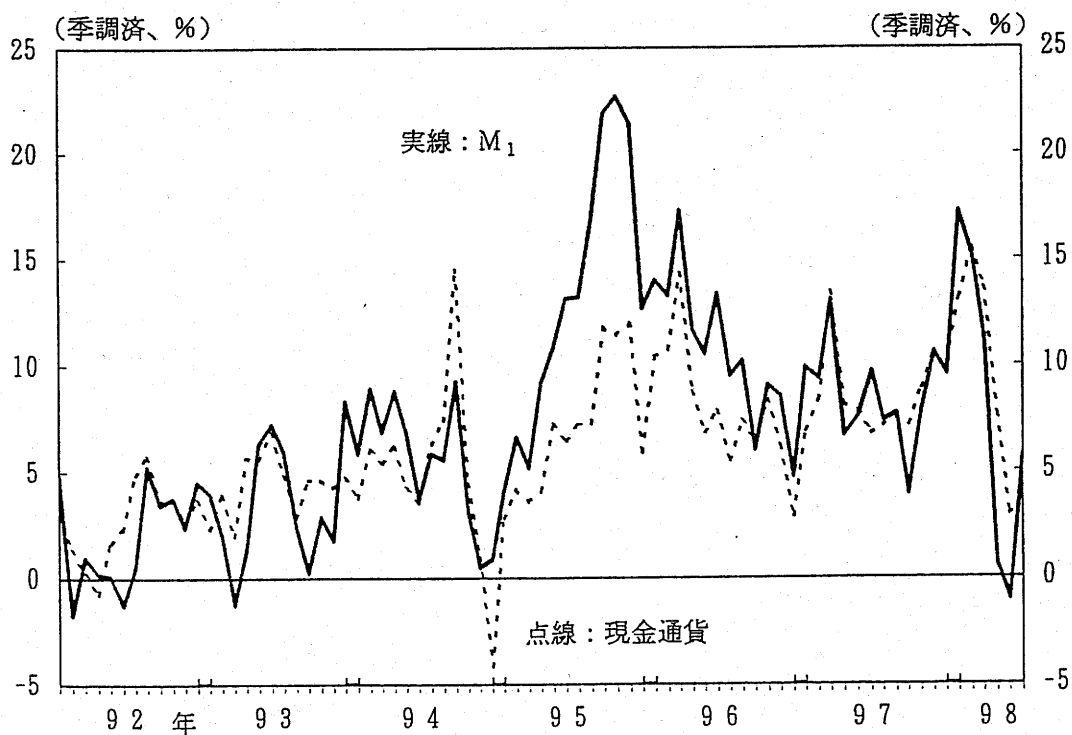
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

マネーサプライ (M1、現金通貨)

(1) 前年比

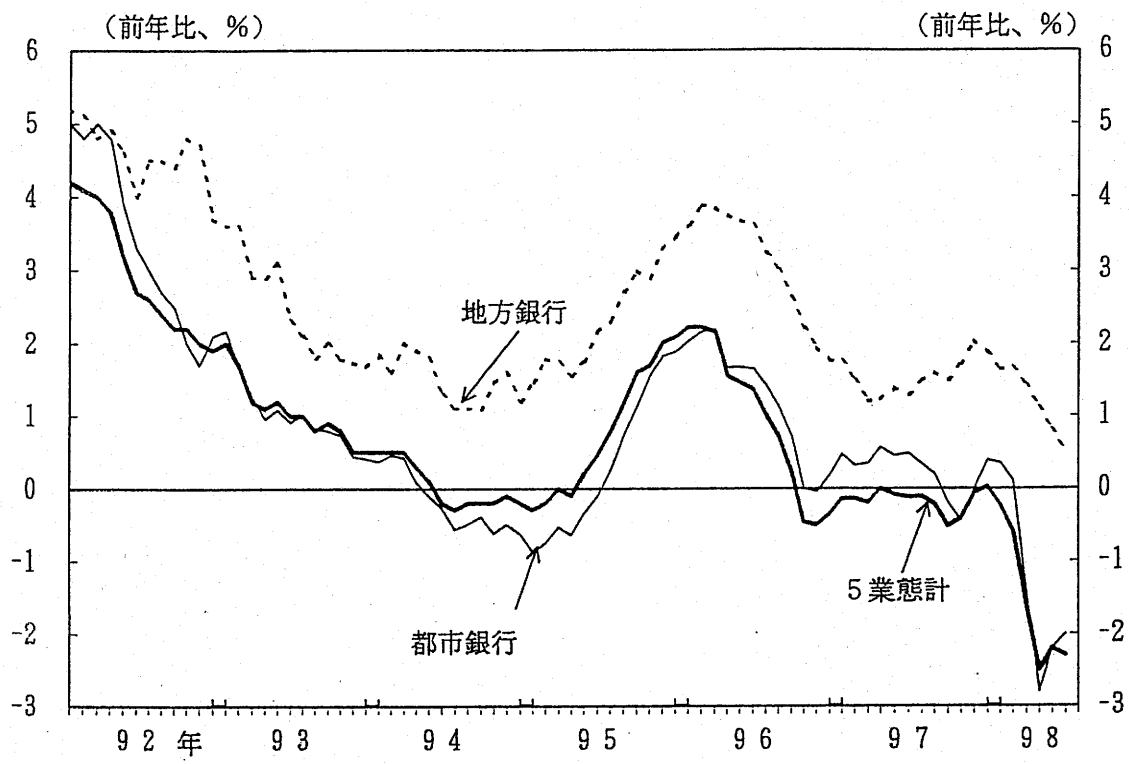


(2) 3か月前比年率



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

民間銀行貸出

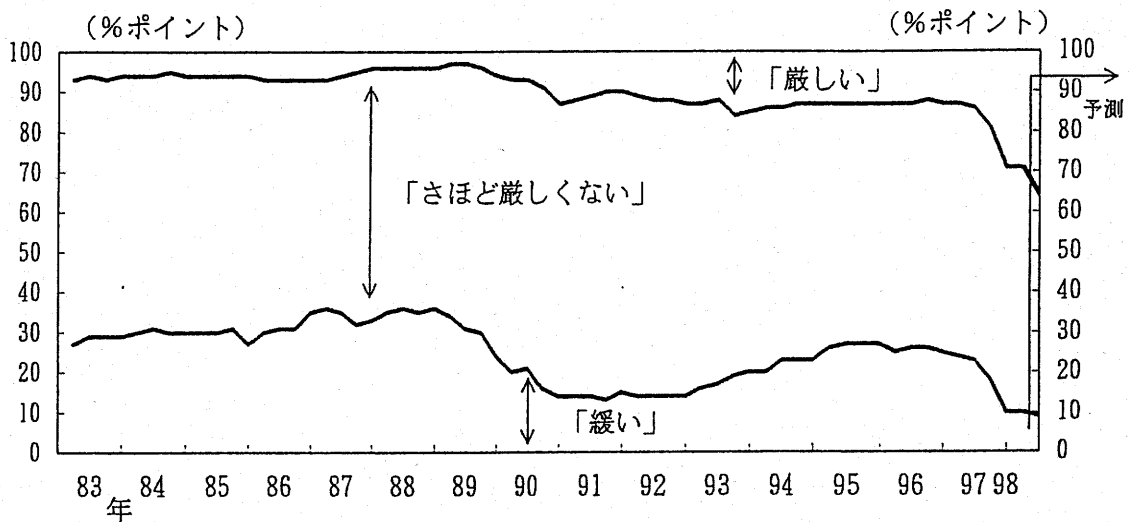


- (注) 1. 総貸出平残ベース。
2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。

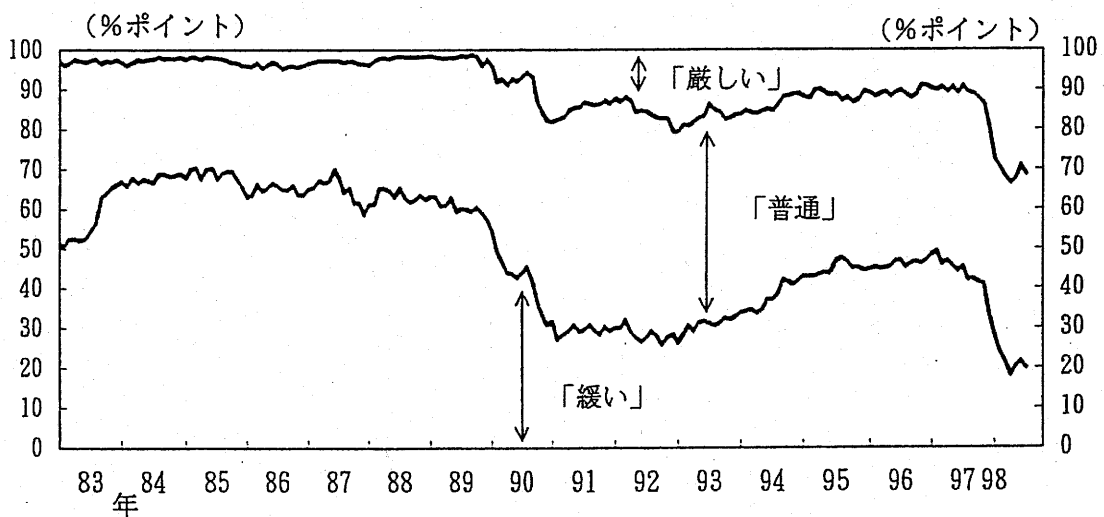
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

中小企業からみた金融機関の貸出態度

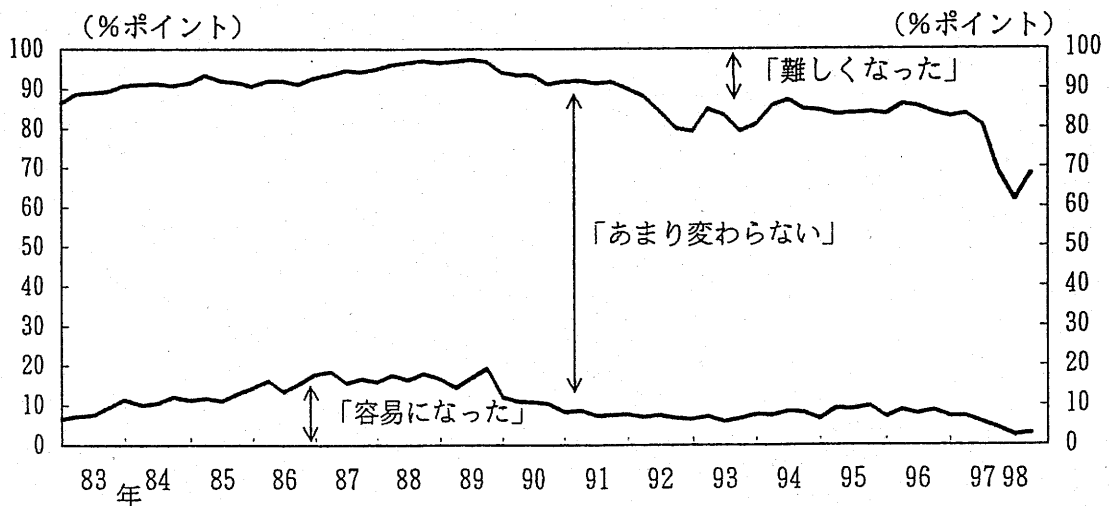
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点7月中旬)



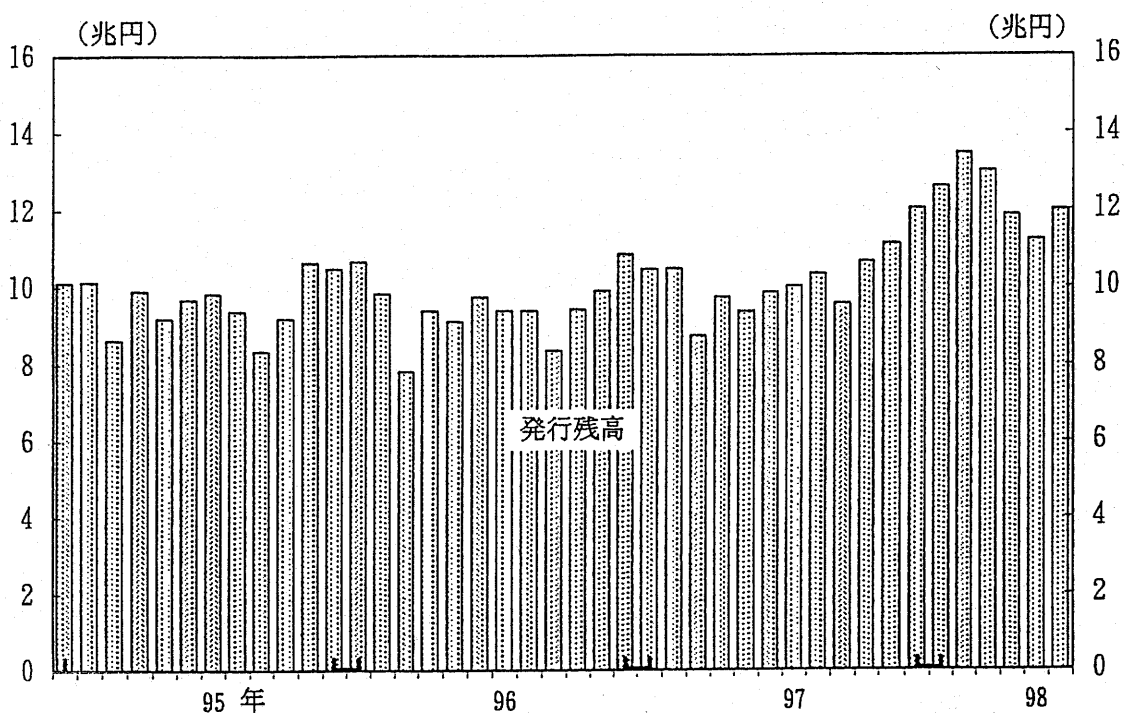
(3) 国民金融公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点6月中旬)



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

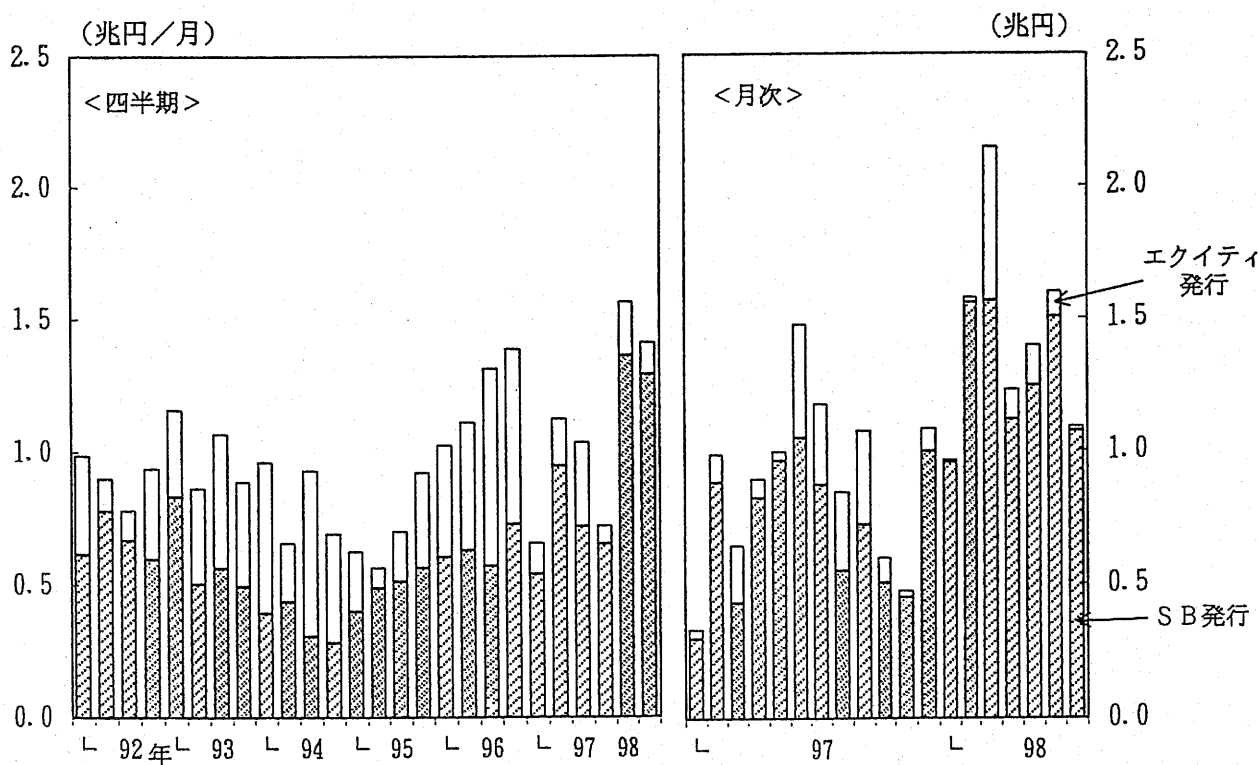
資本市場調達

(1) CP



(注) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。

(2) 社債・株式

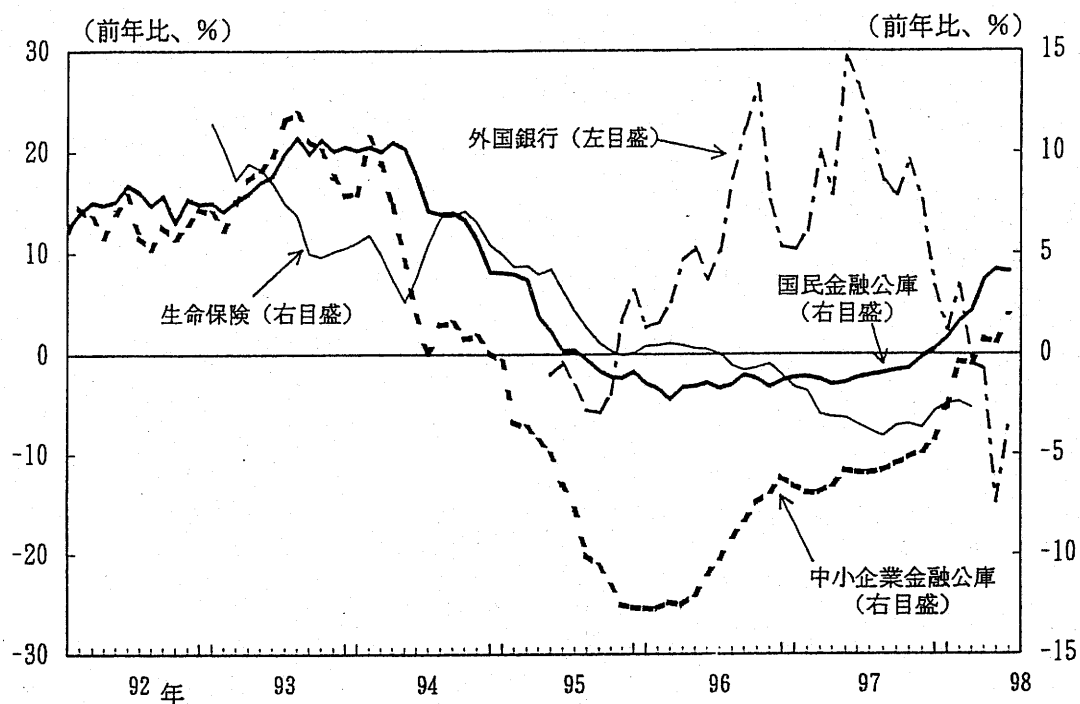


(注) 民間部門(居住者)の資本市場調達額。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、公社債引受協会「公社債月報」等

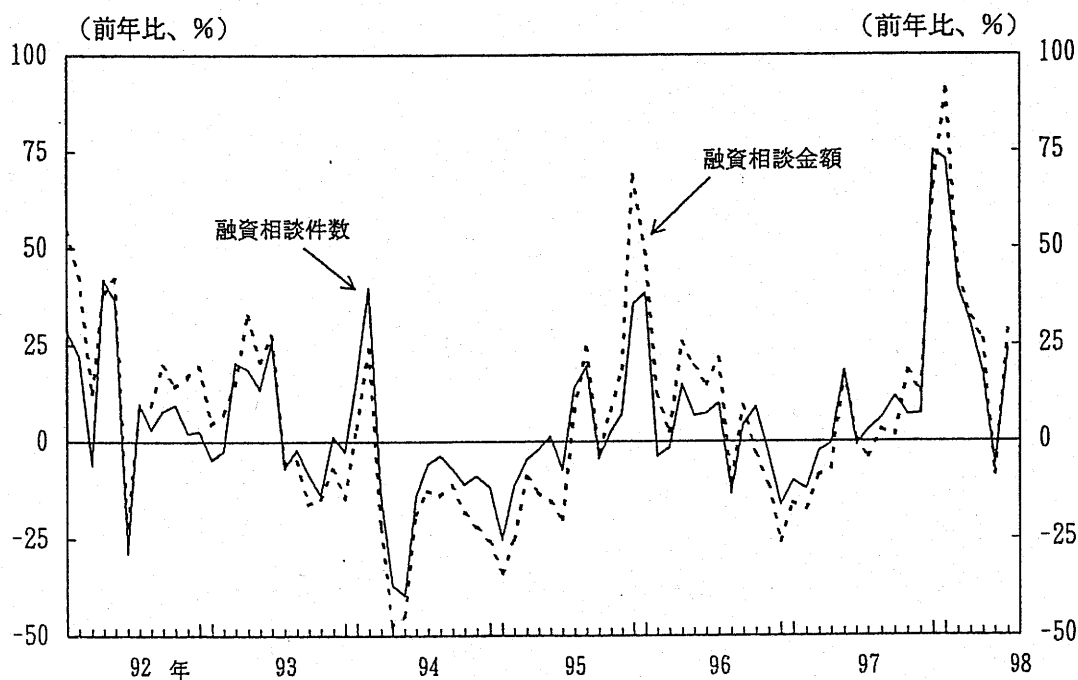
その他金融機関貸出

(1) その他金融機関貸出



(注) 外銀は平残ベース。その他は末残ベース。

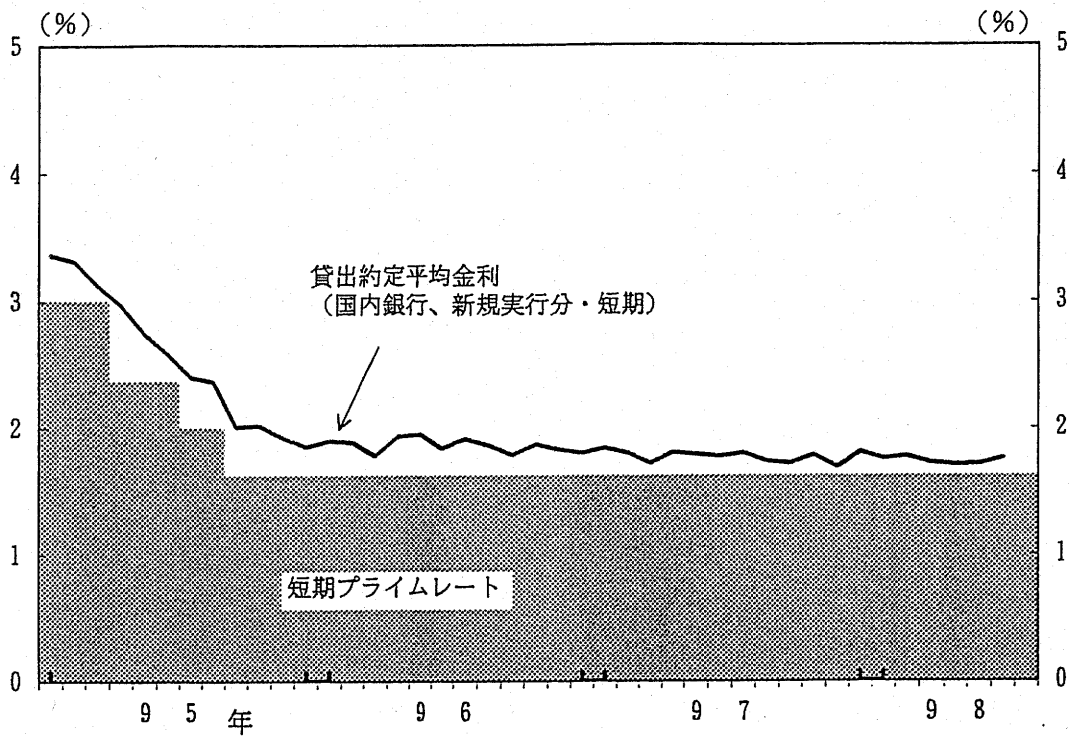
(2) 中小企業金融公庫の融資相談件数・金額 (直貸分)



(資料) 日本銀行「経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

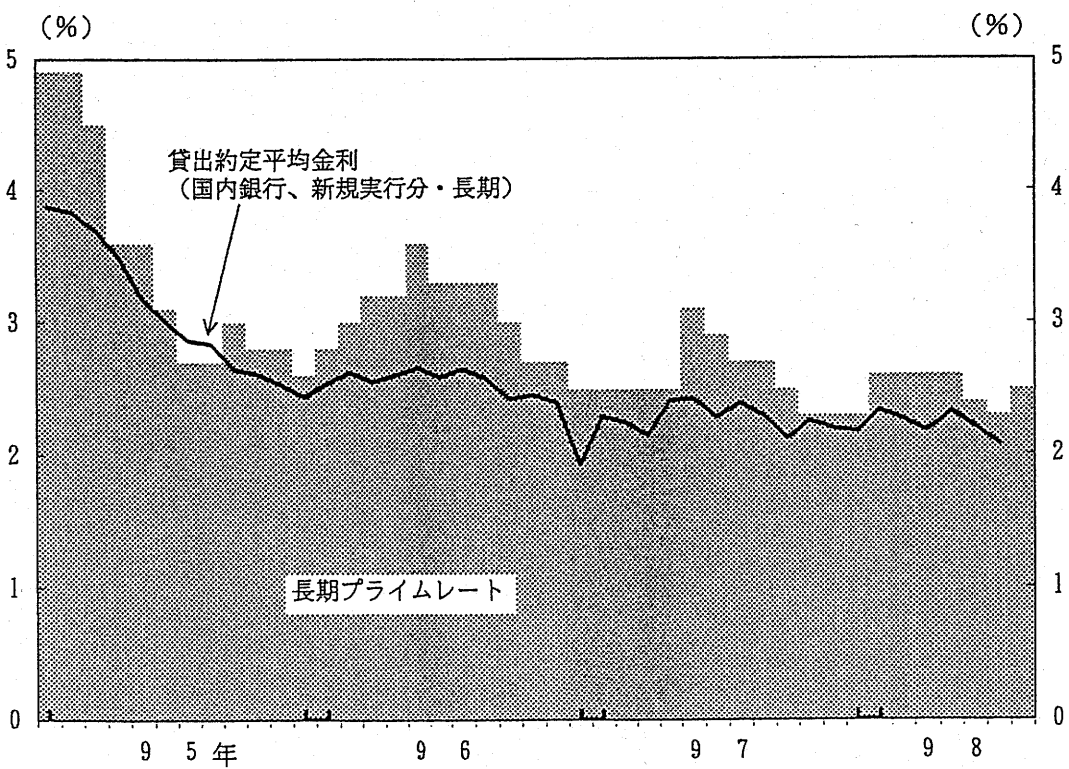
貸出金利

(1) 短期



(注) 短期プライムレートは月末時点。

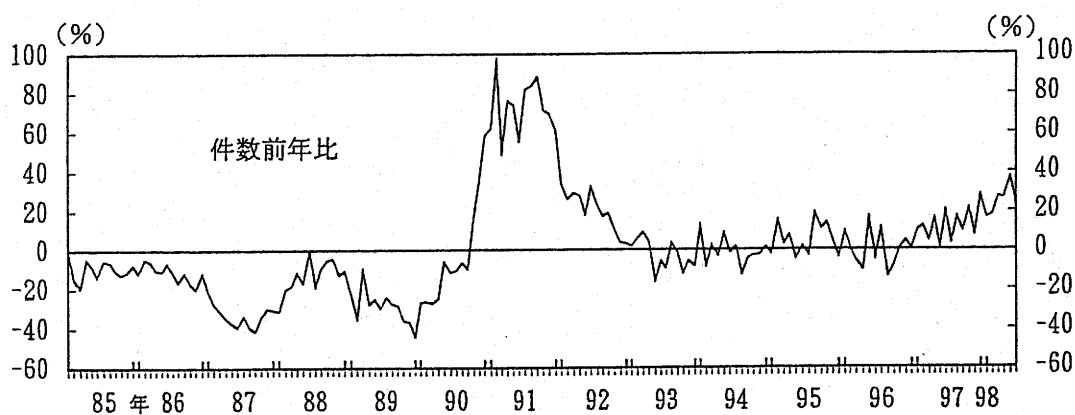
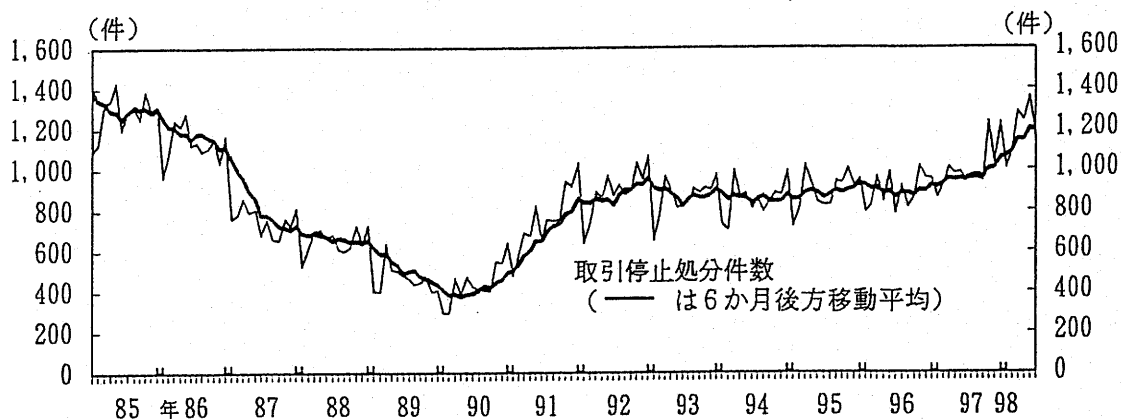
(2) 長期



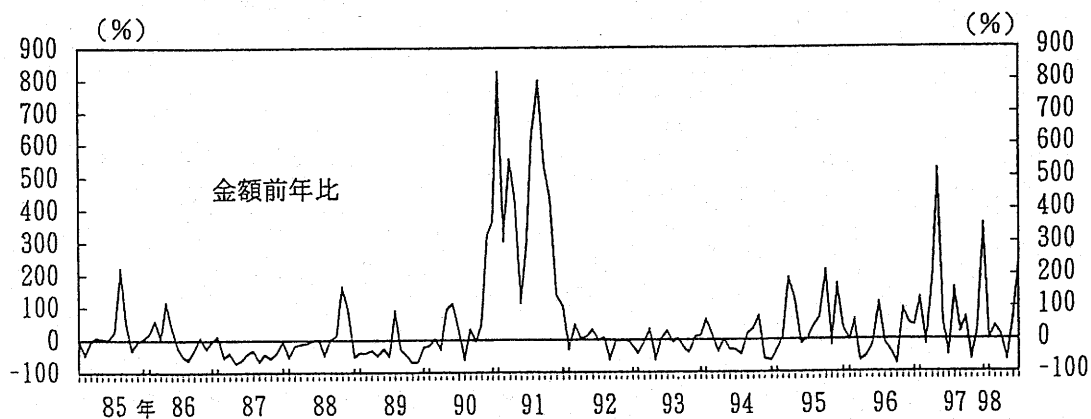
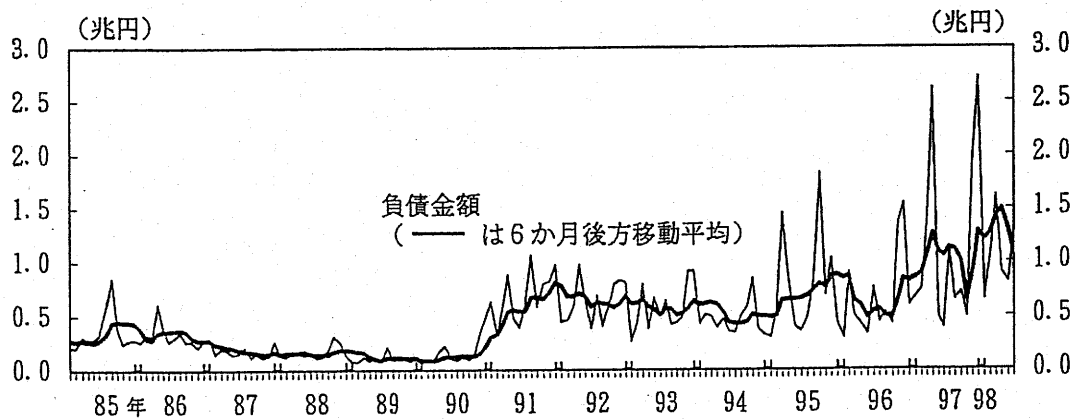
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

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」

[中原委員案]

当面の金融政策運営に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。

記

金融調節方針を一段と緩和し、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。

以 上

[議長案]

当面の金融政策運営に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

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

以 上

(別 添)

平成10年 月 日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。

以 上

98年8月

98年7月

(総論)

わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている。

最近の経済情勢をみると、最終需要の低迷を背景として、大幅な減産が行われる下で、雇用・所得環境が悪化を続けており、企業マインドは一段と後退している。このように、わが国の経済情勢は全般に悪化している。

(各論)

- ・純輸出…輸入の減少を主因に、再び増加に転じている。
- ・設備投資…大幅な減少が続いている。
- ・個人消費…一進一退を続けている。
- ・住宅投資…一段と低迷している。
- ・公共投資…下げ止まり傾向にある。
- ・在庫…幾分減少しているが、なお高い水準にある。
- ・鉱工業生産…引き続き大幅な減産が実施されている。
- ・所得形成…支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇用者所得も前年水準を下回って推移している。また、有効求人倍率が既往最低水準まで低下し、失業率もさらに上昇するなど、雇用・所得環境が一段と悪化している。

- ・純輸出…輸入の急減を主因に、再び増加に転じている。
- ・設備投資…大幅に減少している。
- ・個人消費…悪化に歯止めは掛かっているが、回復感にも乏しい展開が続いている。
- ・住宅投資…不振が続いている。
- ・公共投資…下げ止まり傾向にある。
- ・在庫…なお高い水準にある。
- ・鉱工業生産…減少テンポは速まっている。
- ・所得形成…企業収益がさらに悪化しているほか、最近では賃金が前年水準を割り込むなど、雇用・所得環境の大幅な悪化が目立っている。

(先行き)

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働いているが、今後は、政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かるものとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度低下していることを踏まえ、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。そうした中で、金融システムの建て直しに向けての諸法案が国会に提出されたほか、新政権の下で、補正予算による公共投資の追加や、個人所得・法人税減税の検討を含む、新たな景気対策を策定する方針が打ち出されている。今後は、これらがどのように具体化され、企業・家計のコンフィデンスにどう影響を及ぼすか、といった点に注目していく必要がある。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環はマイナス方向に働いているが、今後は、政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果本格化してくることによって、景気のさらなる悪化には歯止めが掛かるものとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度低下していることを踏まえ、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。そうした中で、金融システム建て直しのための諸施策が策定され、さらに税制改正を巡る検討も本格化するとみられる。今後は、これらの具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす効果などに注目していく必要がある。

(物価)

卸売物価が基調としては下落を続けているほか、消費者物価も、制度変更要因を除いてみれば、前年比マイナスで推移している。先行きについては、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まってきており、また、総合経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かるとみられる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえ、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

卸売物価の下落傾向が続いているほか、消費者物価も、制度変更要因を除いてみれば、僅かながら前年水準を割り込んでいる。先行きについては、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まってきており、また、総合経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かると見込まれる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえ、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

8月金融経済月報「基本の見解」の前月からの相違点（金融部分）

98年8月

金融面をみると、長期国債流通利回りや株価は、恒久減税等に対する期待が高まったことから、7月中旬にかけて上昇したが、その後は、市場の関心が新政策の経済政策の具体的な内容に移り、様子見姿勢が強まったことなどを受け、低下した。また、ユーロ円金利やジャパン・プレミアム等をみると、金融機関の信用リスクや、9月中旬期末の流動性リスクに対する市場の警戒感、依然として根強い状況にある。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）も総じて伸び率鈍化傾向を迎えている。これには、民間金融機関が慎重な融資姿勢を維持していることも作用していると考えられるが、より基本的には、経済情勢が全般に悪化を続けている下で、企業の資金需要が落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

98年7月

金融面をみると、株価や長期国債流通利回りは、6月中旬以降、反発に転じている。これは、金融再生トータルプランの公表や恒久減税実施を巡る思惑の台頭などをきっかけとして、市場の景況感が、依然慎重さを残しながらも、幾分持ち直しつつあることを示唆しているように窺われる。

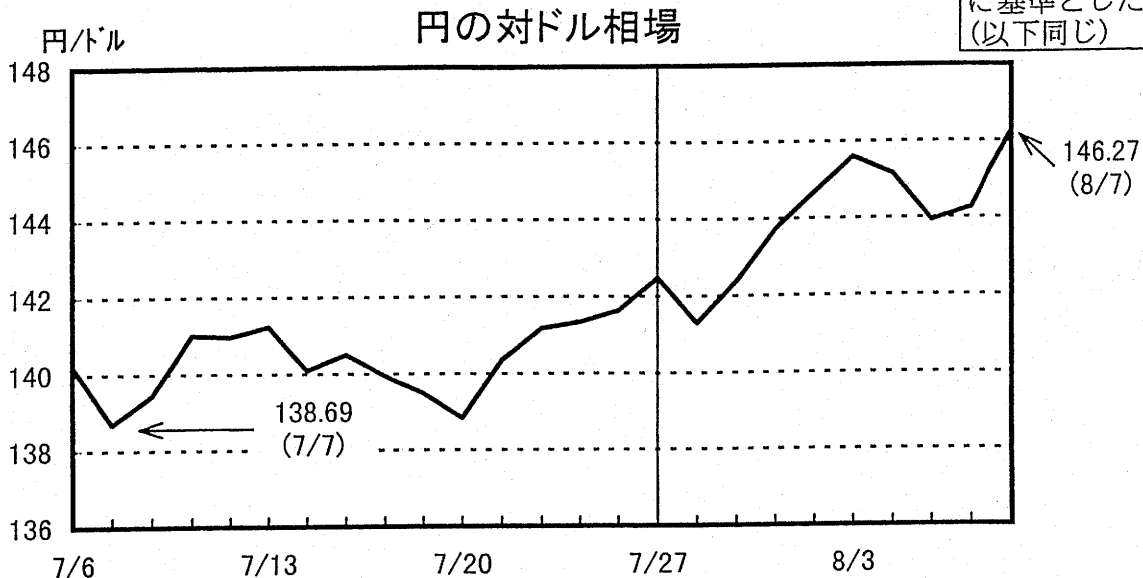
この間、一部金融機関の経営問題を巡る報道をきっかけに、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感が再び強まり、6月末にかけて、金融市場における金利上昇圧力が高まった。これに対して日本銀行が当面の金融調節方針に沿って潤沢な資金供給を続けたことや、金融再生トータルプランが公表されたことなどもあって、市場の不安心理は次第に鎮静化した。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）も総じて伸び率鈍化傾向を迎えている。これには、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持していることに加えて、経済情勢全般の悪化から企業の資金需要がかなり落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

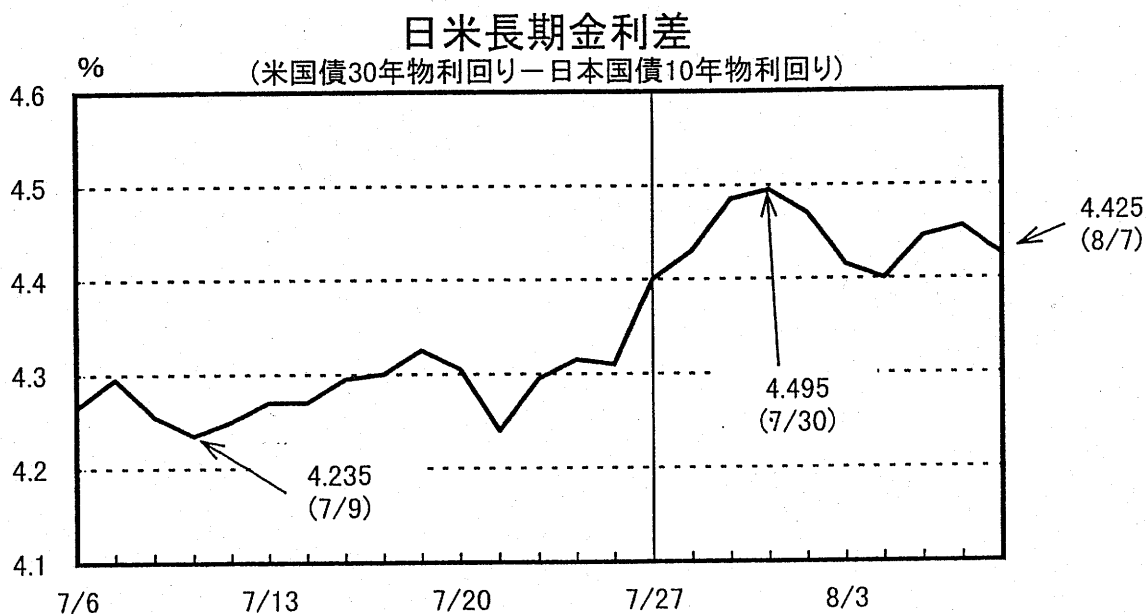
主要為替相場の最近の動向(1)

グラフ上の縦線は、前回会合時に基準とした7月27日時点を示す(以下同じ)

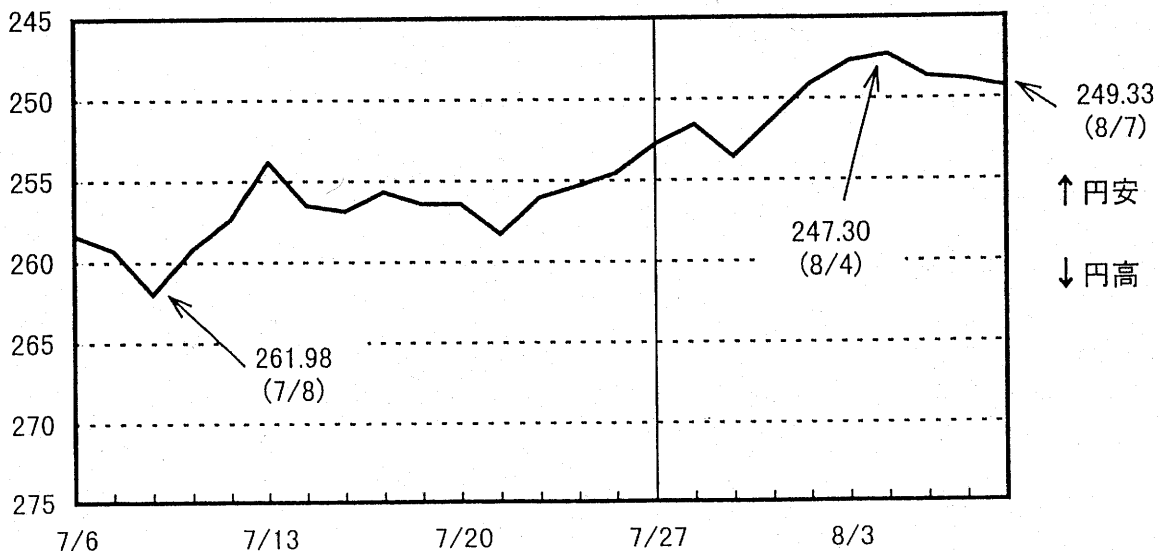


〈ザラ場ベース〉
 最安値
 146.35
 (8/7 NY)
 最高値
 138.10
 (7/8 TKY)

(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数

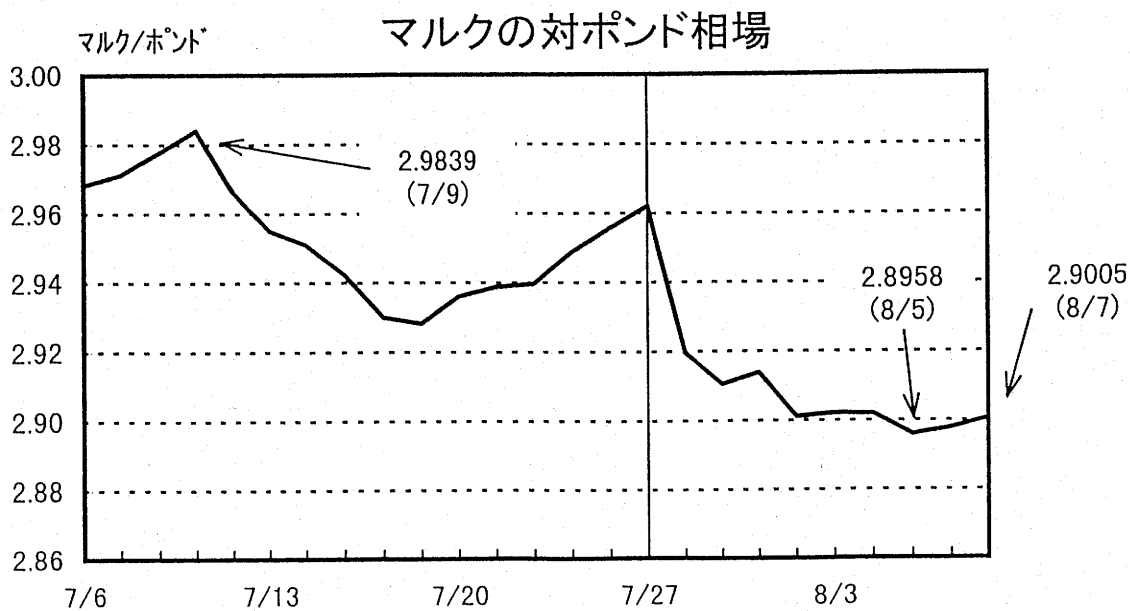
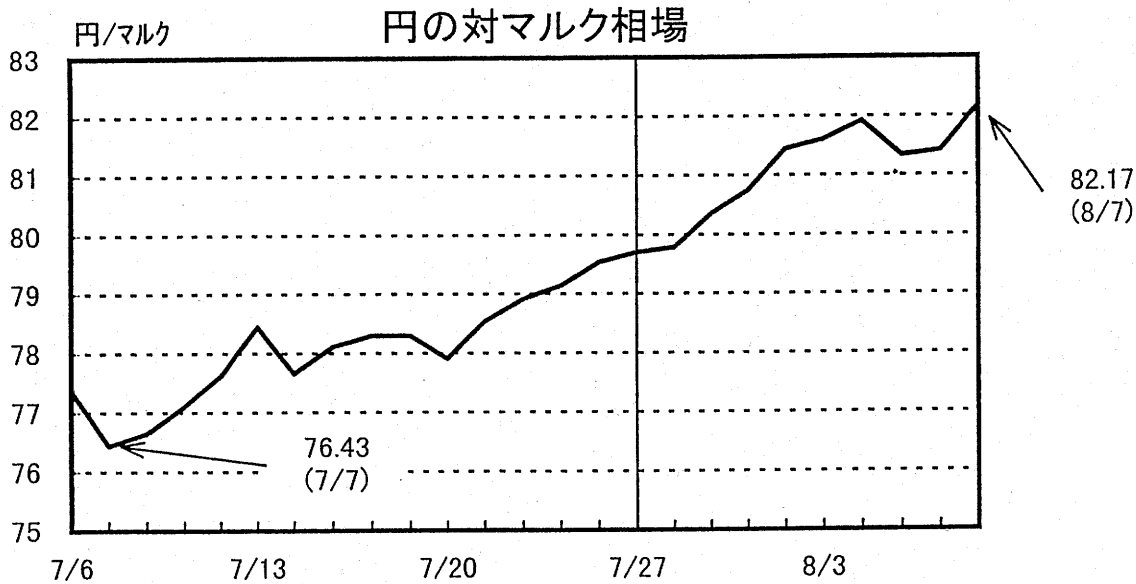
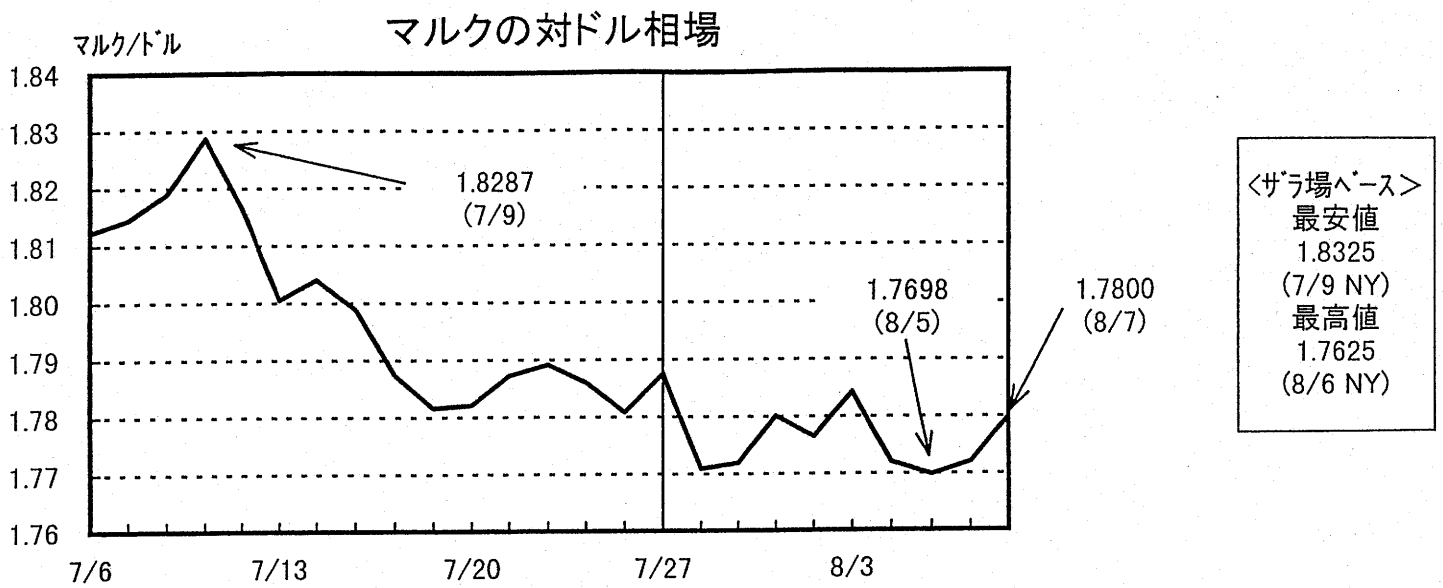


円名目実効為替レート(73/3月=100)



↑ 円安
 ↓ 円高

主要為替相場の最近の動向(2)



(注) グラフ上の為替レートはNY市場 16時時点計数

中国、香港の経済動向

(中国の実質GDP成長率、CPI上昇率)

(前年比、%)

	97/1Q (1~3月)	2Q (1~6月)	3Q (1~9月)	4Q (1~12月)	98/1Q (1~3月)	2Q (1~6月)
実質GDP成長率	9.4	9.5	9.0	8.8	7.2	7.0
CPI	5.2	2.9	2.1	1.0	0.3	△0.7

2Q
6.8 (推計)

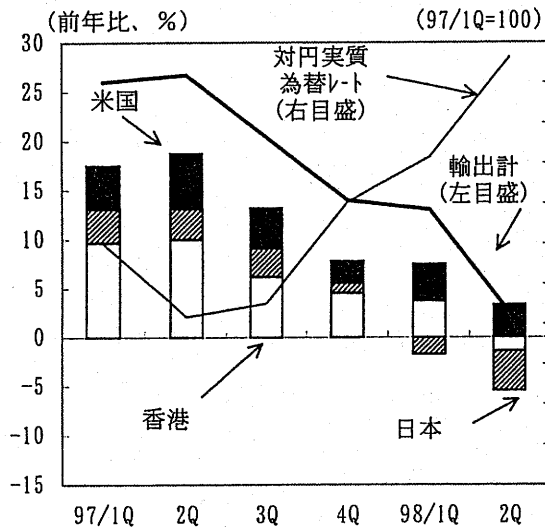
(香港の実質GDP成長率、CPI上昇率)

(前年比、%)

	97/1Q	2Q	3Q	4Q	98/1Q	2Q
実質GDP成長率	5.7	6.9	6.0	2.7	△2.8	n. a.
CPI	6.1	5.6	6.0	5.4	5.1	4.4

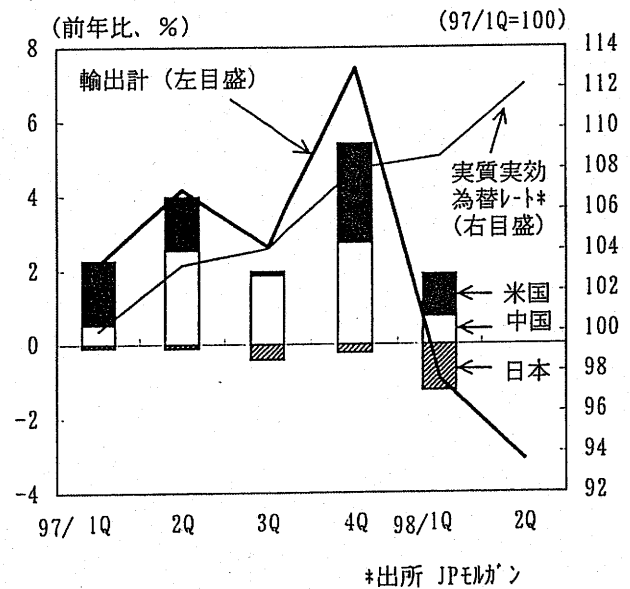
(中国の輸出動向)

(前年比、%)



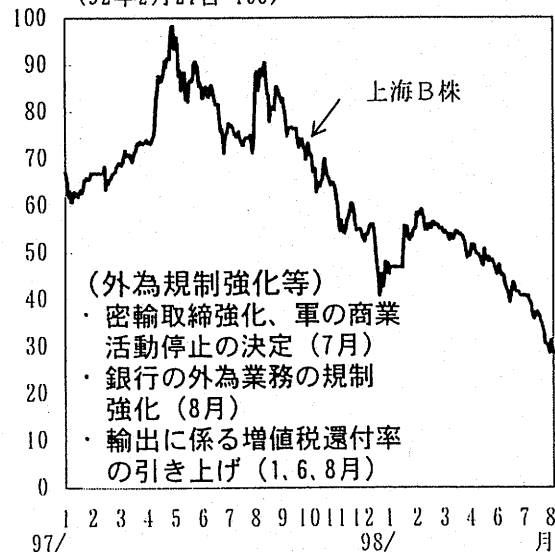
(香港の輸出動向)

(前年比、%)



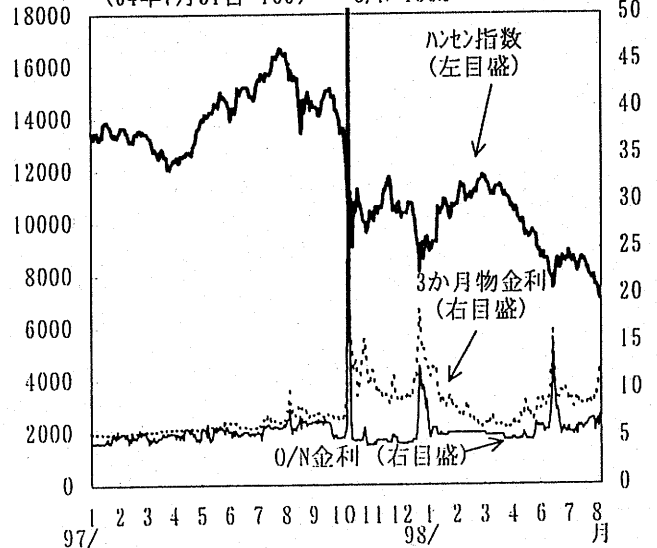
(中国の株価)

(92年2月21日=100)



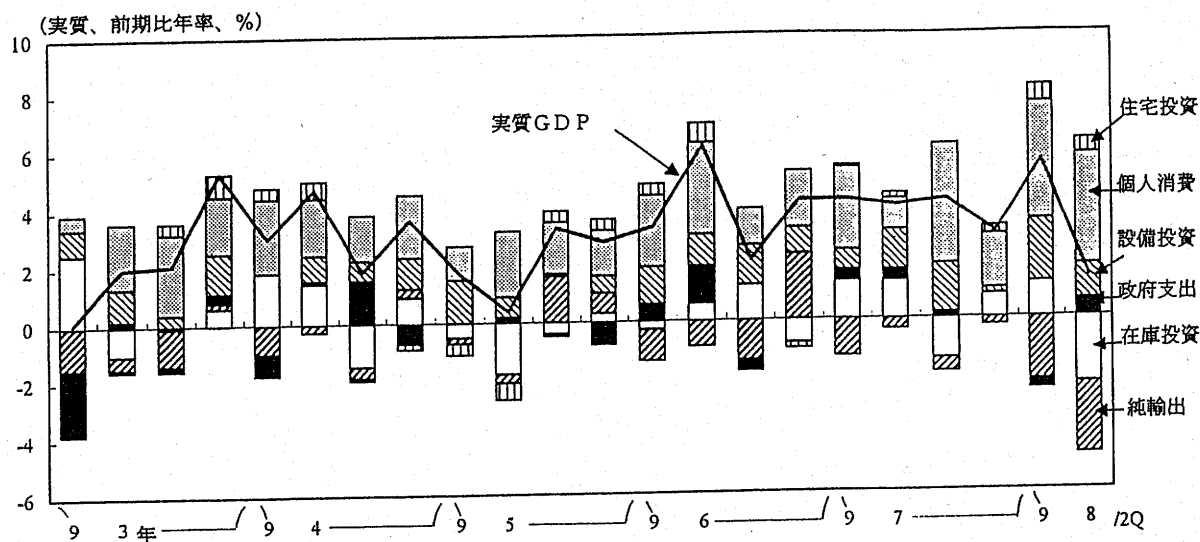
(香港の株価、金利)

(64年7月31日=100)

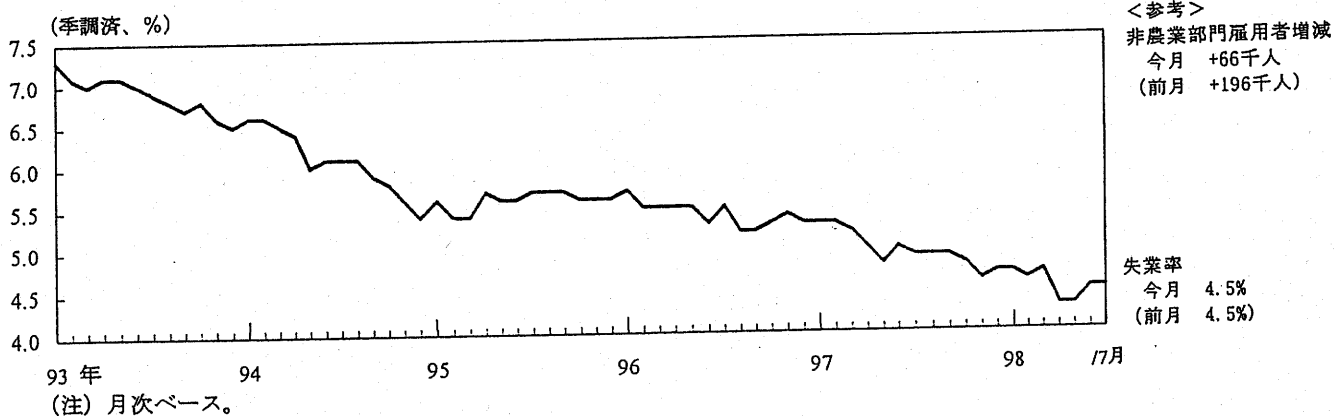


米国のGDPおよび労働市場の動向

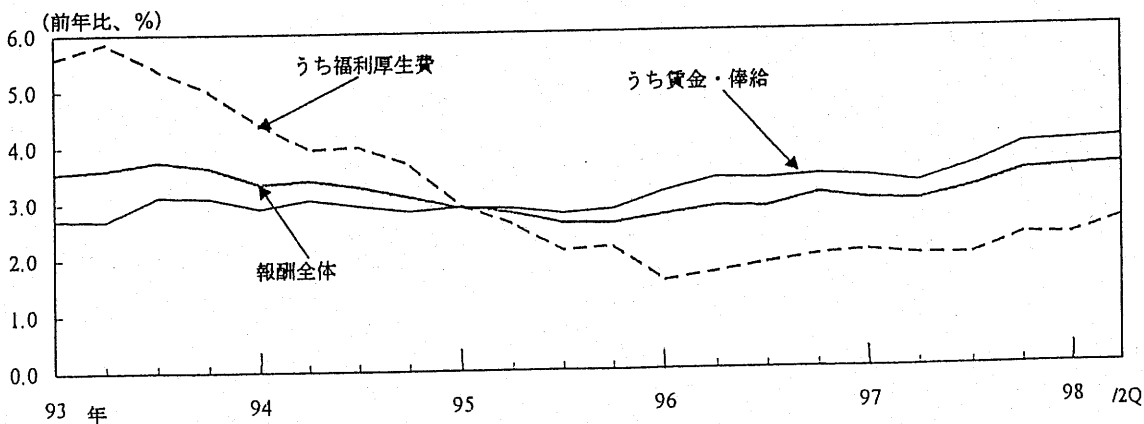
実質GDP (需要項目別寄与度)



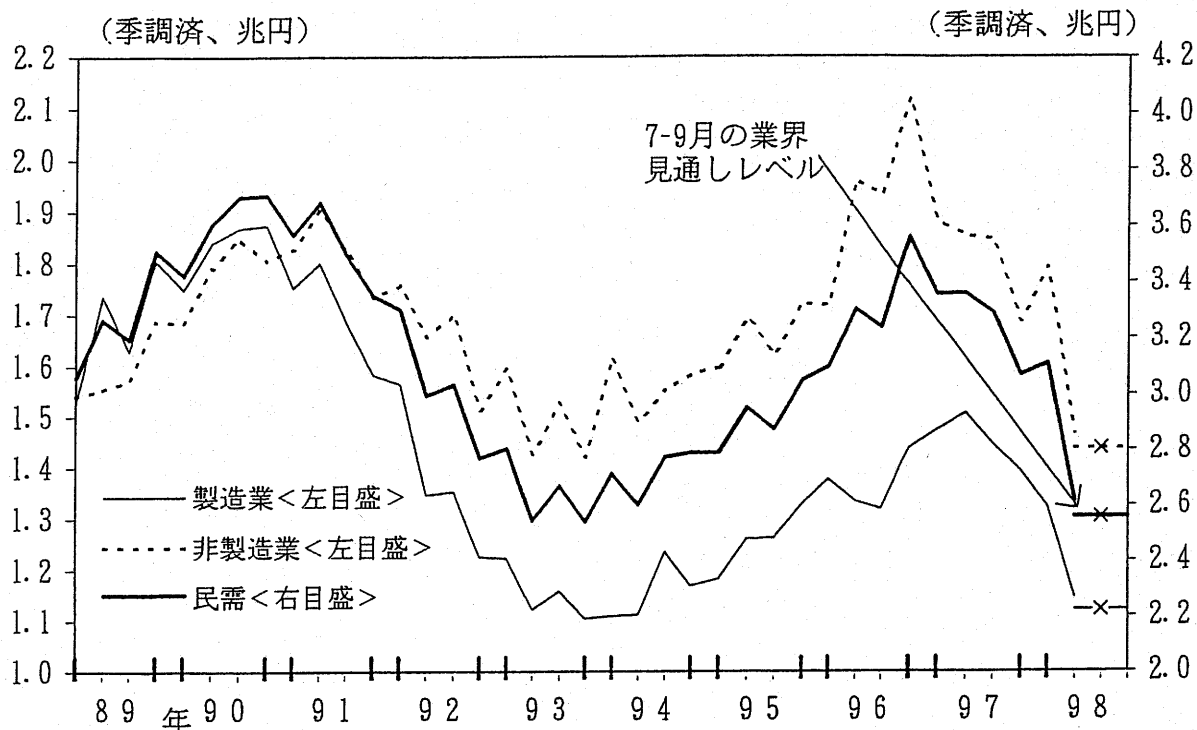
失業率



企業の雇用コスト (ECI)



機械受注の推移



(注) 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

機械受注実績と見通し

(季調済前期<月>比、%)

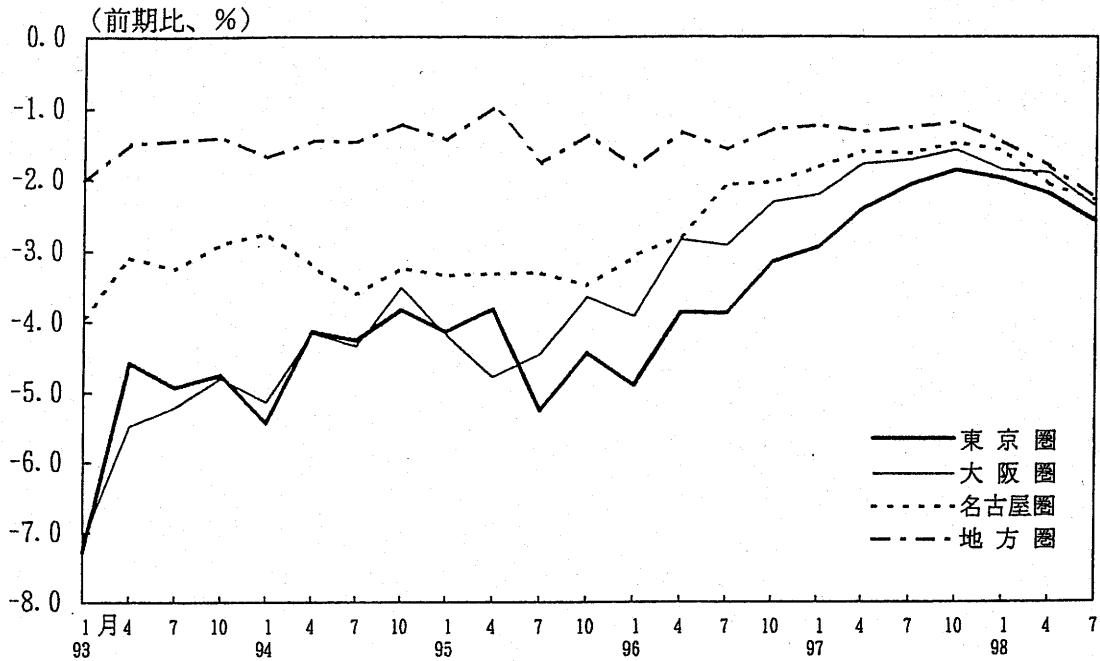
	1~3月実績		4~6月実績		6月実績	7~9月見通し	
		達成率(%)		達成率(%)			修正率(%)
民需 (除く船舶・電力)	1.4	84.8	-16.0	78.2	5.6	-2.1	81.5
製造業	-5.1	81.4	-13.4	75.5	6.9	-2.2	80.7
非製造業 (除く船舶・電力)	6.2	87.9	-17.9	80.2	4.7	-2.1	82.3
官公需	-0.9	97.6	12.8	90.0	36.7	-14.8	90.4
外需	-14.4	80.4	10.3	91.4	40.6	-5.7	84.1
代理店	-14.2	75.3	-4.1	90.5	18.7	-7.2	87.0

(注) 見通し調査では、単純集計値に過去3期の達成率(単純集計値に対する実績値の割合)の平均値(修正率)を乗じた計数を見通しとして公表。

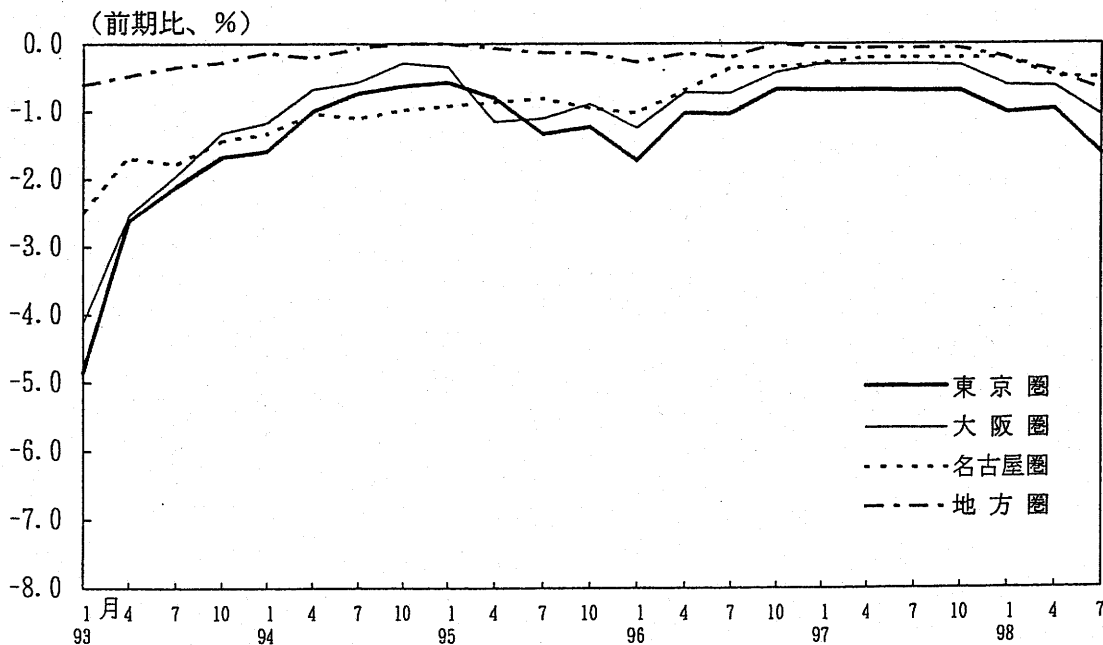
(資料) 経済企画庁「機械受注統計」

四半期別地価動向指数 騰落率前期比

(1) 商業地



(2) 住宅地



(注) 1. 98年4月以降の計数は速報値。

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」