



経済月報 2002.7

July 2002

<http://www.mri.co.jp>

CONTENTS

1. 足許のトピック	1
(1) 日銀短観	1
(2) 経済財政諮問会議	3
(3) 特定財源諸税見直し問題	4
(4) 地方債新時代	5
2. 景気全体の動き	8
(1) 景気動向指数	8
(2) 生産	9
3. 個別分野の動向	12
(1) 設備・収益	12
(2) 個人消費関連	13
(3) 住宅投資	18
(4) 公共投資	19
(5) 輸出入	20
(6) 物価	22
(7) 金融	23
(8) マネー	25

「MRI 経済月報」は、変化の激しい国内経済に関する情報を月次にて提供する資料であり、過去1ヶ月間の経済統計や出来事を中心にとりまとめています。

HIGHLIGHTS

1. 米国株式市場の変調

米国株式市場が変調を来し、世界経済の大きな攪乱要素となりつつある。会計不信といった構造要因に加え、景気の不透明感の高まりもあって、米国株価は軟調な地合いを強めてきた。米国株価の軟調は米国経済自体の悪化と裏腹の関係にあり、ドル売りを招き、また米国以外の国々の景気シナリオに修正を迫っている。これは、国内に自律的な景気回復要因に乏しいわが国において顕著である。わが国の株価も、一時はバブル崩壊後最安値を更新するかと思われるテンポで下落した。わが国の株価は、7月末には、米国株式市場の持ち直しなどから回復しているが、米国金融市場、あるいは米国の景気が、わが国の金融・経済に直接的かつ大きなインパクトを持って影響する状況が続いている。

2. 小泉首相が1兆円超の先行減税を指示

小泉政権が、財政運営に関して大きく舵をきろうとしている。まず小泉首相が1兆円の先行減税を指示したほか、来年度の予算編成については国債30兆円枠にこだわらない方針を明らかにした。これは、いずれも政策運営上の自由度を高める意味で評価されてしかるべきである。もちろん、一旦柔軟性を高めると、また歯止めがかからなくなるリスクがあるため、その点に関する配慮は十分になされるべきだが、単年度の増減税中立や国債発行額の限度額設定など、いずれもデフレ圧力が強く、また金融システムも機能不全に陥っている中では、強過ぎる制約であった。

郵政民営化の議論で指導力を発揮したことなどが支持率回復につながっているとみられる小泉首相だが、大胆な施策を打ち出すことこそが改革支持の基盤になるとの自信を深めているように伺われる。9月には党幹部・内閣の人事が見込まれる中、今後は来年度の予算編成でどこまで政権の独自性を発揮できるかが、政策運営における重要なポイントとなってくる。

◆お問い合わせ先 株式会社三菱総合研究所 政策・経済研究センター

後藤康雄(ygoto@mri.co.jp) 浅岡均(asaoka@mri.co.jp)

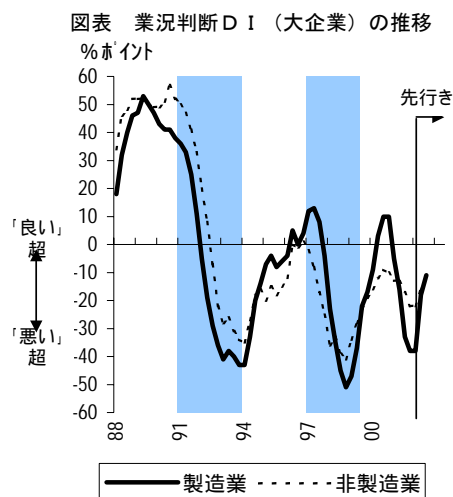
(Tel 03-3277-3440 / Fax 03-3277-0521)

* 本資料は、株式会社三菱総合研究所 政策・経済研究センターが作成時点において正しいと判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性ならびに正当性に関して責任は負いません。また、本資料に示された見通し・意見は将来予告なしに変更されることがあります。

国内経済の動向

1. 足許のトピック

(1) 日銀短観(6月) - 景況感は大幅改善



1. 大企業・製造業は過去最大の改善幅

日銀から「短期経済観測調査(短観)」の6月調査分が発表された(7月1日)。もっとも注目される業況判断DIは、底打ち傾向を示した前回調査の後、大幅な改善を示す内容となった。アンケート回収期間(5月末以降)の問題で、足許の円高・株安が完全に織り込まれていない点を割り引いても、ひとまず景況感改善を確認した内容である。特に注目度の高い大企業・製造業の業況判断は、過去最大の改善幅(+20%ポイント)となった。「企業規模(3分類)」と「製造業・非製造業(2分類)」ごとにみた6区分の全てで業況感は改善している。先行きについても、中小企業・非製造業で若干の悪化(-1%ポイント)を見込んでいる以外は、全区分で改善を予想している。

今回は、事前の段階から改善が見込まれていたが、その度合いは、大方の予想を上回るものであった。この背景としては、まずなんといっても、製造業を中心に、輸出主導による生産回復が一段と進み、また改善している業種も広がってきている点が挙げられる。製造業では、原油市況の上昇等から収益悪化が懸念される石油・石炭製品以外の全ての業種で、業況感が改善ないし横這いとなった。2番目の背景として、足許の円高・株安の影響が予想に比べ限定的に止まった点が挙げられる。これは、足許の市況変動が続くか不透明であるという模様眺めの部分もあろうが、円高・株安が進む以前にアンケート票を記入した可能性も大きいと思われる。例えば、2002年度の想定為替レート(大企業・製造業)は、前回調査時に比べ、約1.5円/ドル円安の125.73円となっているなど、やや違和感のある数字となっている。

図表 企業規模ごと等にした業況判断DI
(単位：%ポイント、先行きの()内は改善幅)

		前回3月の 現状認識	今回の 現状認識	先行き
大企業	製造業	38	18	11(+7)
	非製造業	22	16	12(+4)
中堅企業	製造業	47	28	21(+7)
	非製造業	32	26	23(+3)
中小企業	製造業	51	41	35(+6)
	非製造業	42	37	38(-1)

資料：日本銀行

図表 設備投資計画

(前年比%)

		2001年度	2002年度 (計画)	修正率%
大企業	製造業	9.2	8.9	3.2
	非製造業	8.6	5.2	0.3
中堅	製造業	10.9	13.4	3.7
	非製造業	2.0	0.1	2.1
中小	製造業	14.7	17.4	10.7
	非製造業	0.4	6.7	12.3

資料：日本銀行

図表 経常利益計画

(前年比%)

		2001年度	2002年度 (計画)	修正率%
大企業	製造業	38.6	34.1	9.7
	非製造業	7.9	7.9	1.8
中堅	製造業	35.6	17.1	4.6
	非製造業	0.4	8.3	3.3
中小	製造業	46.2	47.9	2.4
	非製造業	4.4	8.8	1.4

資料：日本銀行

2. 設備投資には引続き慎重スタンス

各種の経営計画(売上、設備、収益)も今回の注目点であったが、このうち設備投資計画で目を引く動きがあった。大企業・製造業で、2002年度計画を前回調査から下方修正したのである。3月調査から6月調査にかけては上方修正されるのが通常のパターンであり、これは異例のことである。景気立ち上がり期ということも考え合わせると、製造業の設備投資スタンスは依然かなり慎重であるといえる。需要項目としては、当面輸出のみが景気を支え、年末頃から設備投資にバトンタッチするというのが期待されるシナリオであるが、それが順調に達成されるかについて不安を残す内容となった。

このほか、収益に関しては、下期にかなりのテンポで回復するという計画を立てている。これは、下期にかけて需要が伸びてくるという期待もあるが、リストラを積極的に進めることによる固定費削減による効果も大きいとみられる。

3. その他 - 景気に対するリスク要因等

短観では、景況感だけでなく、様々な分野について判断項目を設けている。その中でこのところ注目されているのが、企業金融関連のDIである。銀行が融資抑制や金利上げのスタンスを強めているのではないかとされる中、今回の資金繰り判断、銀行の貸出態度の各DIは、これまでの厳格化傾向から一服し、横這いないしやや緩和という結果となった。もっとも、中小企業の借入金利水準判断DIは上昇するなど、銀行の“信用リスクに応じた金利の設定”という方針によって、中小企業の借入コストが上昇しつつある姿が窺われる。

景気回復に対するリスク要因も散見される。例えば、雇用判断DIをみると、非製造業では過剰感がむしろ強まるなど、今後も雇用リストラ圧力は根強い状況が続く可能性が高い。また、2002年度の海外生産比率や海外設備投資比率は前年に比べ一段と高まる計画にあり、現地化の進展により景気回復のメリットが十分に国内に還元されない可能性もある。

(2) 運営のあり方を模索する経済財政諮問会議

役割の再点検を行う

図表 諮問会議の所掌事務

1. 内閣総理大臣の諮問に応じて、経済全般の運営の基本方針、財政運営の基本、予算編成の基本方針その他の経済財政政策に関する重要事項についての調査審議
2. 内閣総理大臣又は関係各大臣の諮問に応じて、全国総合開発計画その他の経済財政政策に関連する重要事項について、経済全般の見地から政策の一貫性・整合性を確保するための調査審議
3. 上記 1. と 2. について、内閣総理大臣等に意見を述べること

資料：経済財政諮問会議ホームページ

図表 経済諮問委員会の役割

1. 大統領経済白書の作成に際しての支援と助言
2. 経済情報の収集と動向の分析、大統領への伝達
3. 連邦政府の活動の評価と大統領への提案
4. 経済安定化、完全雇用を実現する経済政策の大統領への提案
5. その他、大統領の要請に応じて、経済政策、法令作成に資する研究の実施

資料：米国CEAホームページ

1. なぜトップダウン型の政策決定が実現できないのか？

経済財政諮問会議が運営のあり方自体を議題として取り上げて近く議論を行うという。内閣機能の強化のための目玉として発足した会議であるが、最近では抵抗勢力との意見調整に時間を要し、政策提言を思うように打ち出せていない。首相によるリーダーシップの必要性が国民から痛感されているにも関わらずである。経済財政諮問会議が手本とするアメリカの経済諮問委員会（CEA）は、大統領による経済政策の判断支援を行っているが、これはアメリカでは大統領が経済政策の直接責任者だからだ。日本では財政政策については財務大臣、産業政策は経済産業大臣といったぐあいに権威ある担当者が存在し、これを役所や議員がサポートするので、首相が最終決定する経済政策にはどうしても調整機能が必要となる。

2. 調整機能を高める情報力

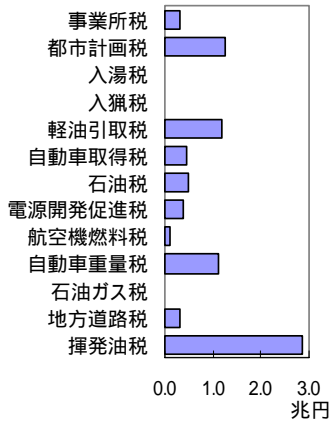
世界的に有名な財政学者であるフェルドシュタイン教授は、1982 - 84 年に CEA 委員長を務めたが、彼の手記によると CEA における約 20 名のスタッフが米国政府内の様々な会議に出席し、そこで意見を開陳し、政策情報を収集している様が報告されている。現在の経済財政諮問会議に不足しているものは、このような各省庁や国会における個別議論のフォローではないだろうか。「抵抗勢力」は、彼らなりによく情勢を分析し政策を進化させているはずである。最終的にはトップダウン型の政策提言により個別議論を否定する内容となっても、収集された最新情報は役立つものと思われる。

民間議員の名声に依存することで改革を推進させる手法はかつての土光臨調を想起させるが、事務局を有する常設機関なのだから政策提言機関に留まるのは惜しい。内部組織を活用した調整能力と的確な状況判断に基づく政策提言が求められる。

(3) 特定財源諸税の見直し問題

一般財源化へのみち

図表 税収見込み (14年度)



資料：「国予算」、「地方財政計画」

図表 税目と用途

[国税]	課税対象	税収用途
揮発油税	揮発油	道路整備
地方道路税	揮発油	道路整備
石油ガス税	LPG	道路整備
自動車重量税	自動車	道路整備
航空機燃料税	航空機燃料	空港整備
電源開発促進税	電気	電源対策
石油税	原油等	エネルギー対策
[地方税]	課税対象	税収用途
自動車取得税	自動車	道路整備
軽油引取税	軽油	道路整備
入猟税	狩猟	鳥獣保護
入湯税	入湯	施設整備
都市計画税	不動産	都市整備
事業所税	事業活動等	都市整備

資料：各種資料をもとに作成

1. 特定財源諸税をめぐる論点

税収不足が懸念されるなかで道路財源の見直し問題が浮上している。税収の全額または一部を特定の公共サービスに要する費用の財源にあてるものを国税では特定財源諸税といい、代表的なものとして揮発油税(税収 2.8 兆円)、自動車重量税(1.1 兆円)、石油税(0.5 兆円)がある。租税法において目的税として用途を特定化しているものは電源開発促進税(0.4 兆円)と地方道路税(0.3 兆円)の2つだけであり、これ以外は普通税、すなわち元来は一般財源であるものを別の法律によって用途を限定させたものである。そのため、これを一般財源に戻せという主張が生まれてくる。しかし、例えばドライバーが道路整備から享受する受益とガソリン消費に対する揮発油税の負担の間には密接な対応関係があり、この合理性(受益者負担)が反対論を形成している。さらに特定財源諸税の一部には財源確保のために暫定税率として上乘せ課税をしているものがあり、ならばこれを先に廃止せよという主張や、最近注目を集めている環境税への転換を目指す動きが議論を迷走させている。

2. 参考となる地方目的税

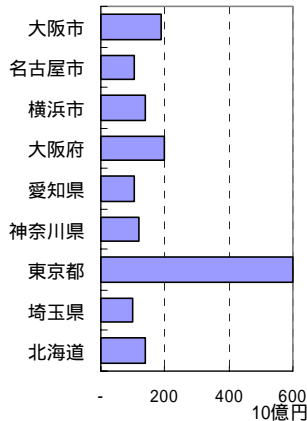
国税と異なり地方税には財源を特定化する普通税は存在せず、目的税として都市計画税(1.3 兆円)、軽油引取税(1.2 兆円)、自動車取得税(0.5 兆円)などが徴収されている。この場合、財源が不要になれば課税を停止すればよいので、国税よりは仕組みが単純である。

国税における問題複雑化の原因のひとつは、普通税を特定財源に投入したところにあると思われ、その是正を将来的に考えるべきであろう。合理性が認められる税目は目的税とする一方で、合理性が希薄な税目は普通税とし、両者を峻別させる方向を模索したらどうか。部分的な改革では財政の一層の硬直化を招くので、かえって将来に禍根を残すおそれがある。

(4) 地方債新時代

2 テーブル制のその後

図表 主な公募地方債発行額



注：数字は14年度予定額
資料：総務省

図表 応募者利回りの推移



資料：地方債協会「地方債月報」

1. 横浜市ショック

平成14年度の地方債発行額は16兆円を予定しているが、うち2.6兆円は市場公募の地方債であり、店頭市場を通じて主として機関投資家に販売される。公募債を発行するのは全国3千自治体のうち28団体に留まるが、これまでその発行条件(利回り)の決定方法は統一条件方式として28団体横並びであった。しかし、自治体間の財政力格差が問題視されるなかで、調達金利に差をつけるべきとの主張があり、2002年4月からは東京都債とその他のグループの2つに分ける市場改革がなされた。これが2テーブル制と呼ばれるものである。

新制度導入の影響はただちにあらわれた。4月債の発行条件が東京都債については1.453%(10年債・応募者利回り)とされる一方で、その他グループでは1.417%となり3.6bpの格差が付いたのである。横浜市債は東京都債と同じ条件を希望したため休債に追い込まれ、北海道債、大阪府債のシンジケート団から一部の都銀が抜けるなど象徴的な事件が重なった。

2. 風向きが変わった5月

しかし、5月になるとはやくも風向きが変わる。ペイオフ対策などで信用力が高い地方債が相対的に評価され、流通市場において国債と地方債のスプレッドが縮小したのだ。新規資金が流入するならば、起債に際しての利回りも高くなる。横浜市ではシンジケート団における引受けシェアを見直し、市債を高く引き受ける証券会社を優遇する戦略に出ており、他の自治体もIR活動などを強めた。そのため7月における東京都以外の自治体の発行価格は99円54銭となり東京都との格差が15銭から5銭まで縮小した(応募者利回りでは0.7bp)。2テーブル制維持のために有力自治体での交渉結果が他にも適用された、手数料部分で証券会社が泣いているという見方があるが、金余りのなかで公募地方債の消化は当面堅調に推移しそうだ。

地方債新時代

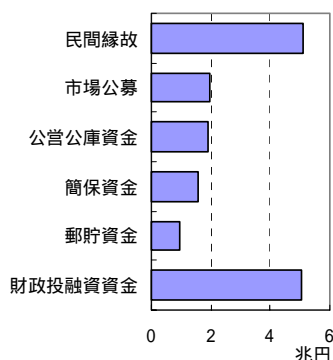
人気を集めるミニ公募債

図表 主な発行予定（14年度）

自治体	億円	起債目的
青森県	20	新幹線整備
東京都	200	道路ほか
岐阜県	20	教育文化
兵庫県	100	都市施設
鳥取県	10	情報基盤
札幌市	20	会議施設
神戸市	5	リサイクル施設

資料：日本経済新聞

図表 地方債全体の調達



資料：「14年度 地方債計画」

1. 正式名称は「住民参加型ミニ市場公募債」

地方債には公募債と縁故債があるが、いずれの資金の調達先も政府資金（郵貯など）民間銀行、生命保険といった機関投資家である。個人向けの地方債を用意するためには販売単位を小口化させなくてはならず、これは債券発行にコストを要するため、これまでは敬遠されてきた。しかし、都銀・地銀による地方債の引受けが消極化し、政府資金が先細りするなかで新たな財源先として、個人資金に目が向けられている。

通常の公募債は東京都ほかの28団体しか発行ができないがミニ公募債はその他の自治体でも発行できる。発行年限を短くし、購入限度額を設定することで個人向けとしている。国債とは異なり地方債には起債目的がそれぞれ明示されるが、生活ニーズに直結したものをミニ公募債とすることにより、市民に親しみやすくする工夫を施している。

2. 人気は高いが調達額はわずか

ミニ公募債の第1号は2002年3月の群馬県債であり、10億円を調達した。6月に起債された兵庫県債では50億円を調達したが、いずれも申し込みの開始直後に売り切れとなっている。利回りが国債よりも若干高く、債務不履行になる可能性はほとんど無いので個人投資家の人気を集めている。群馬県債の好調ぶりをみて起債の検討を開始させた自治体が相次いでいる。

地方分権の基本は地域住民から財源を調達するところにあるので、この観点からもミニ公募債の機能は評価できる。ただし、調達額は僅かであり過度の期待は禁物である。14年度に発行が予定されるミニ公募債の総額はおそらく500億円を超えず、地方歳出100兆円の財源としては力不足である。自治体にとっては地方債の発行元としての認知度を高めることにより、ミニ公募債以外の資金調達を容易にすることが、将来への布石につながるものと思われる。

地方債新時代

地方債の共同発行

図表 連名方式の共同発行構想

■法的根拠：地方財政法第5条
(連帯債務による共同発行を認める)

◇発行方法：証券形式
◇対象債券：10年債、5年債
◇発行頻度：毎月300億円
◇発行団体：東京都以外の27団体

資料：地方債協会内設置の委員会報告

図表 ドイツにおける共同発行

◆自治体債券：
金融機関が自治体向け貸付の原資を得るために発行する公共ファンドブリーフ債

◆レンダージャンボ債：
複数の州による共同発行(ただし、債務保証は州の債務割合に応じる)

資料：各種資料をもとに三菱総研作成

1. 発行ロットの確保がねらい

地方債の商品性の改善のためには、市場における流通性の向上が求められている。16兆円(14年度)に及ぶ地方債は全国3,300自治体によって起債されているので、平均すると1自治体あたりの起債額は年間50億円にも満たず、これには非公募の縁故債が含まれている。市場でつねに売買される流動性を確保するためには年間200億円のロットが必要と言われている。実際データをみていくと、公募債の発行額は、長野県や千葉市ですらようやく200億円であり、ほとんどの自治体では対応が不可能な金額である。そこで複数の自治体により地方債を共同発行していこうという考え方が生まれる。共同発行構想は地方分権化の議論でも繰り返し指摘されたテーマであり、総務省では東京都を除く現在の公募債の発行団体27団体について、先行的に開始させたいと考えているようだ。

2. 責任分担のあり方

共同発行における最大の論点は責任分担のあり方である。責任分担には、1)共同発行債の償還が困難になった場合に資金調達額の割合に応じて償還責任を割り振る分離責任型と、2)共同で債務保証をしていく連帯責任型の2つがある。自治体側からみると分離責任型を選考すると思われるが、投資家からみると発行された地方債の償還を確実にするためには連帯責任型を好むだろう。

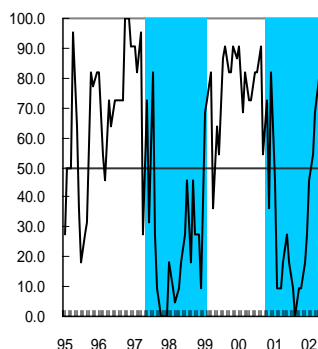
じつは、わが国には分離責任型に類似した地方債がすでに存在している。昨年から公営企業金融公庫が発行を開始した財投機関債である。それまでの公営公庫債は政府保証債であったが、財投機関債の場合には償還リスクは融資先である自治体の財政状態に行き着く。2002年6月現在の公営公庫の財投機関債と国債とのスプレッドは12bpであり、他の債券に比べると健闘している。現在の地方財政制度の下では自治体が破綻する可能性は低く分離責任と連帯責任の違いは大きくはないが、地方分権が進むにつれて、責任分担論が検討課題として浮上していくことになるだろう。

2. 景気全体の動き

(1) 景気動向指数

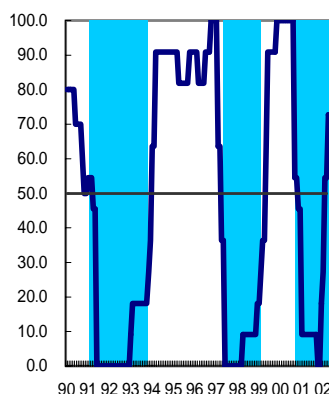
100%となったDI一致指数

図表 DI一致指数の推移
(月次)



資料：内閣府

図表 ヒストリカルDIの推移
(月次)



資料：内閣府資料等より三菱総合研究所
推計

内閣府から発表された「景気動向指数」(7月5日)によると、景気の現状を示す一致指数は、全ての指標の変化方向がプラスとなる100.0%と4ヶ月連続で50%を上回った。これは1996年11月以来である。また、半年ほど先の景気動向を示す先行指数も88.9%と5ヶ月連続で50%を上回った。なお、景気の動きに遅行する遅行指数は33.3%と2ヶ月振りに50%を下回った。内閣府は5月の一致指数に対する判断を「改善している」と前月より上方修正し、景気局面についても「変化した可能性がある」としている。

一致指数を個別で見ると、百貨店販売額と投資財出荷指数がプラスに転じたことにより、全ての指標がプラスとなった。生産指数、所定外労働時間、中小企業売上高が各4ヶ月連続のプラス、鉱工業生産財出荷指数が5ヶ月連続のプラス、大口電力使用量、商業販売額指数、有効求人倍率が各2ヶ月連続のプラスとなっている。また先行指数の個別指標では、長短金利差がマイナスを持続したものの、新設住宅着工床面積はプラスに転じ、最終需要財在庫率指数、新規求人数、消費者態度指数が各3ヶ月連続のプラス、耐久消費財出荷が4ヶ月連続のプラス、鉱工業生産財在庫率が5ヶ月連続のプラス、東証株価指数が6ヶ月連続のプラスとなった。

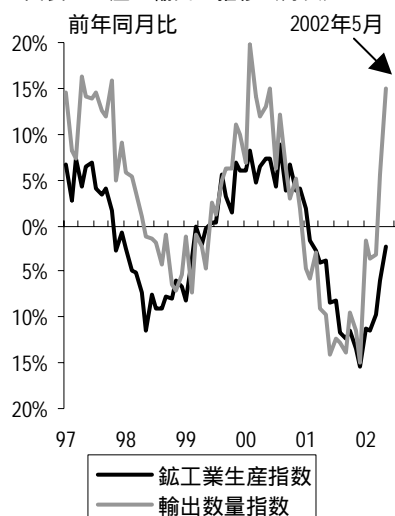
ヒストリカルDIも2月に急上昇して50%超えを果たし、その後も堅調に推移していることから、景気は既に転換点を迎えたと見ることができる。ただし、内訳を見ると生産関連の指標は好調を持続しているものの、消費関連指標の強さは一時的な可能性も強く、内需に強さは見られない。

(2)生産

鋳工業生産(5月)

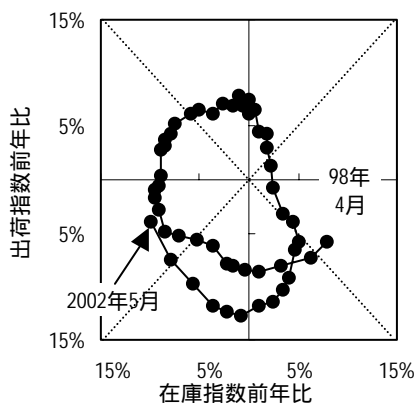
幅広い業種で生産上昇、先行きは回復一服

図表 生産と輸出の推移(月次)



資料：経済産業省、財務省

図表 在庫循環(鋳工業)
・月次・3ヶ月移動平均



資料：経済産業省

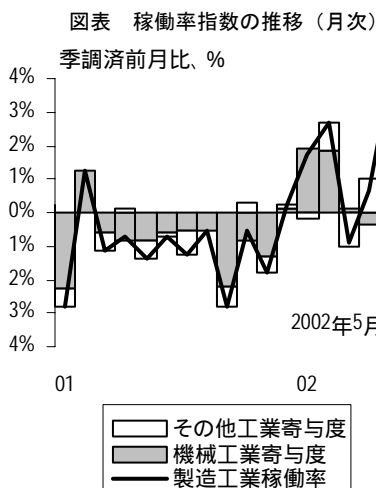
6月28日に発表された経済産業省「鋳工業生産速報」によれば、2002年5月の鋳工業生産指数(季調済)は96.6(前月比3.9%)と4ヶ月連続の上昇となった。原指数の前年同月比も2.2%と引き続き減少幅の縮小を記録している。一方、鋳工業出荷指数については、季調済前月比4.8%の大幅な上昇を記録しており、前年同月比では0.2%と16ヶ月振りの対前年比プラスに転じた。5月の輸出数量指数が前年同月比15.0%の大幅な伸びを記録していることから、特に出荷は外需に牽引された側面が強い。こうした動きの中、在庫については依然大幅削減基調が続いており、積戻しの動き等は見られていない。このため、図表に示したように引き続き在庫調整が急速に進捗するに至り、「在庫調整」局面を脱し「意図せざる在庫減」局面入りしている。

5月の生産上昇に寄与した業種は広汎にわたっている。伸び率が特に高かった業種としては、パソコンやアクティブ型液晶素子が増加した電気機械工業(季調済前月比7.8%)、包装・荷造機械等が増加した一般機械工業(7.7%)、小型乗用車、普通乗用車が増加した輸送機械工業(5.1%)、プラスチック製機械器具部品等が増加したプラスチック製品工業(3.4%)、更に鉄鋼業(2.4%)が挙げられる。この年初以降、輸出製品ウェイトが高い業種での生産回復傾向が顕著であったが、特に5月の場合は広く関連業種にも拡大している様子が窺われる。

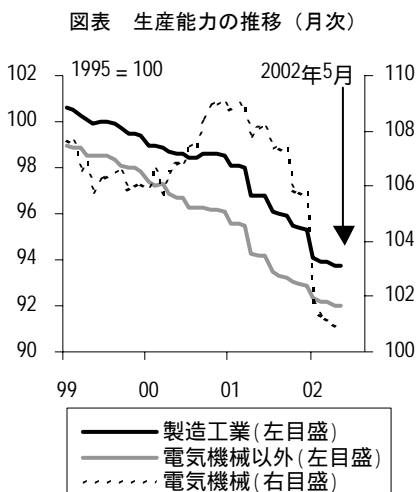
同時に発表された6月の製造工業生産予測調査結果をみると、6月に前月比0.0%、7月に0.3%と横這いから微減が見込まれており、先行き回復感がやや一服する格好となっている。特に機械工業については6,7月と2ヶ月連続の減少見込みとなっており、今後が懸念される。

稼働率・生産能力指数(5月)

機械工業中心に稼働率急伸



資料：経済産業省



資料：経済産業省

7月15日発表の経済産業省「鉱工業生産確報」によると、2002年5月の製造工業稼働率指数(季調済)は94.6、前月比3.8%と、2001年12月以降の稼働率上昇局面で最も高い伸びを記録した。3、4月と年初来回復を牽引してきた機械工業の伸びがやや低迷したが、5月に入り年初以上の回復を示し、全体も伸びた格好である。一方、同時に発表された製造工業生産能力指数(原指数 期末)は93.7、前年同月比3.2%と、引き続き減少基調である。外需による生産の回復のみならず、生産能力削減の継続が稼働率の高率の上昇に寄与している。

稼働率を業種別にみると、5月は13業種中11業種で前月水準から上昇、と稼働率回復は拡がりをみせている。上昇率が高い業種としては、米国向け自動車輸出が好調に推移した輸送機械工業(前月比8.7%)、昨年11月の水準から既に20%近くの上昇となった電気機械工業(7.3%)、石油・石炭製品工業(6.3%)、非鉄金属工業(4.5%)等が挙げられる。生産動向同様、ここでも外需主導色が鮮明である。なお、稼働率が低下した2業種のうち精密機械工業は12.3%の大幅減少を記録し、稼働率は昨年秋の水準をも下回ってしまった。

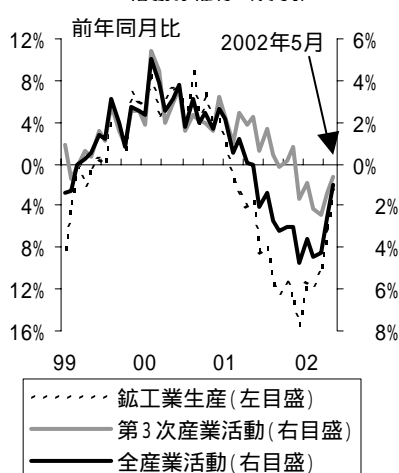
また、生産能力の動きを業種別にみると、前月水準から低下したのは13業種中6業種と減少基調を示しつつも、そのペースは昨年比鈍化している。ただし、精密機械工業と繊維工業の2業種では、それぞれ前月比0.7%、0.6%の大幅減となっている。これら2業種では稼働率上昇ペースが鈍い事実を勘案すると、むしろ削減ペースが今後高まる可能性もあろう。

稼働率回復の要因である外需の主役、米国は、足許、企業会計不信や中東情勢不安などにより株式市場が不安定化し、先行き不透明感が払拭できない状況が続いている。わが国の内需について当面回復が期待できない以上、稼働率上昇が続いても潜在的な設備過剰感が高止まりし、生産能力削減基調は続くものとみられる。したがって、今後の設備投資回復も微弱なものに留まる公算が高い。

第3次産業・全産業活動指数(5月)

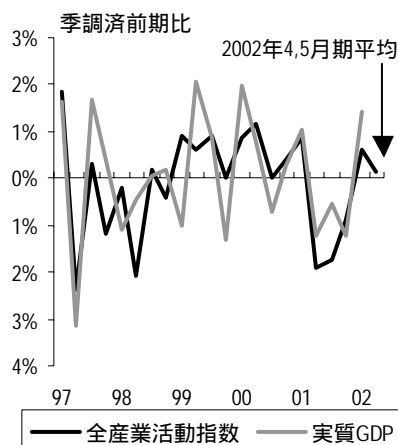
2ヶ月振り上昇も息切れ懸念
大きい

図表 IIP・第3次・全産業
指数の推移(月次)



資料：経済産業省

図表 実質GDPと全産業活動指数



資料：経済産業省、内閣府

7月22日に経済産業省から発表された「第3次産業活動指数」によると、2002年5月の第3次産業活動指数(季調済)は106.8(前月比1.0%)と、2ヶ月振りに前月水準から上昇した。また、原指数の前年同月比の推移をみても、2.4%

1.3% 0.6%と3ヶ月連続して減少幅を縮小し、水面上に浮上する勢いである。同時に発表された3月の全産業活動指数は、構成要素である建設業活動指数が2ヶ月連続して5%を超える大幅な減少を示したものの、鉱工業生産と第3次産業活動の上昇がこれを打ち消し、季調済前月比1.1%(原指数前年同月比1.0%)と2ヶ月振りに前月水準から上昇している。

5月の第3次産業活動指数の前月比上昇に寄与した業種を列挙すると、情報サービス業、スポーツ施設・遊戯場・遊園地が寄与したサービス業(季調済前月比1.9%)、機械器具卸売業、自動車小売業が上昇した卸売・小売業、飲食店(1.4%)、証券業が21.7%と大幅上昇した金融・保険業(2.4%)、電気業、ガス業が上昇した電気・ガス・熱供給・水道業(3.2%)となる。5月は国内外の自動車販売が好調に推移したことから自動車関連が上昇に大きく寄与したものの、今後、特に米国向け販売について息切れ懸念が高い。更に、証券業についても、足許の株安により、今後第3次産業全体に対して下押し圧力として働く。

さて、2002年4-6月期GDP速報(QE)は現在の情報によれば8月下旬に発表される模様である。QEは4-6月期分より供給側の統計を重視した推計が導入される予定である為、従来以上に実質GDPと全産業活動指数の連動性は高まる可能性が高い。2002年4、5月平均による全産業活動指数の季調済前期比は0.1%とほぼ横這いであり、6月に大きく伸長しない限りは実質GDPについても前期の高成長から、ゼロ成長近傍に転じる公算が大きい。

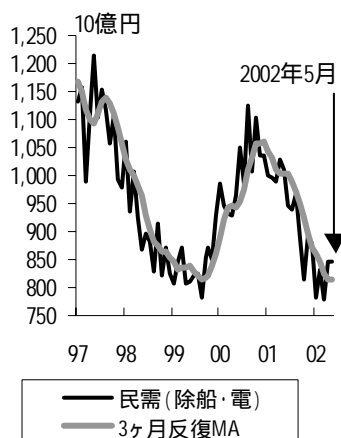
3. 個別分野の動向

(1) 設備・収益

機械受注(5月)

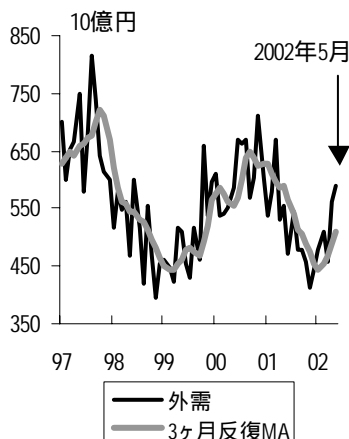
底入れに向けた動き続くも
製造業中心に弱含み推移

図表 民需(除く船舶・電力)
の推移(月次)



資料：内閣府

図表 外需の推移(月次)



資料：内閣府

内閣府「機械受注統計調査報告」(7月8日)によれば、GDP上の民間設備投資額の先行指標である機械受注額 民需(除く船舶・電力)は、4月に季調済前月比8.4%と高い伸びを記録したことから反動減も懸念されていたものの、5月も0.2%と上昇し、これで2ヶ月連続の増加となった。原指数の前年同月比も22.0% 17.9% 16.6%と減少幅は縮小傾向で推移しており、基調としては弱含み推移ながらも、ひとまず底入れに向けた動きが続いているものと判断できる。

業種別にみると、民需のうち製造業からの受注は、季調済前月比2.1%と2ヶ月連続の減少となった。うち17業種中9業種で減少となっており、鉄鋼業では52.2%の大幅減少を記録している。ただし、これは4月の68.2%増の反動とみられ、基調が転換したかどうかは判断できない。2ヶ月連続で減少しているのは、食品工業、繊維工業、造船業、精密機械の4業種である。特に精密機械については1-3月期、電気機械や一般機械同様に底離れの動きが顕著だっただけに今後が懸念される動きである。

一方で、非製造業(除く船舶・電力)からの受注は季調済前月比2.0%と2ヶ月連続で増加した。うち11業種中7業種で増加し、特に通信業では4月の4.2%に続き、5月も14.0%と2ヶ月連続の上昇を記録している。他に高い伸びを示した業種としては、電力業の65.9%や、2ヶ月連続で減少していた情報サービス業の26.6%が挙げられる。

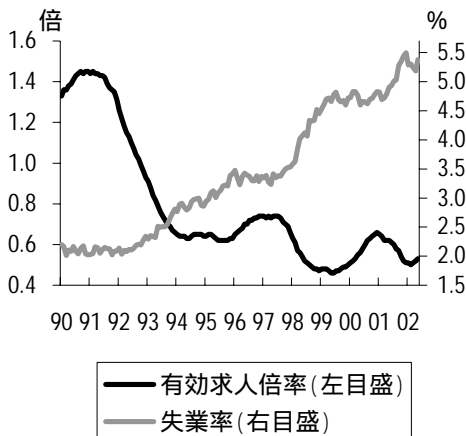
以上のように内需が弱含みで推移する中、外需は高い伸びが続いている。4月に前年比5.6%と増加に転じた上に、5月も6.7%の増加とさらに伸び率が高まった格好である。株安などから米国景気回復腰折れ懸念が日に日に高まっているものの、少なくとも日本側の機械受注を見る限りではいまだ腰折れを示唆する動きはみられていない。

(2) 個人消費関連

雇用・賃金

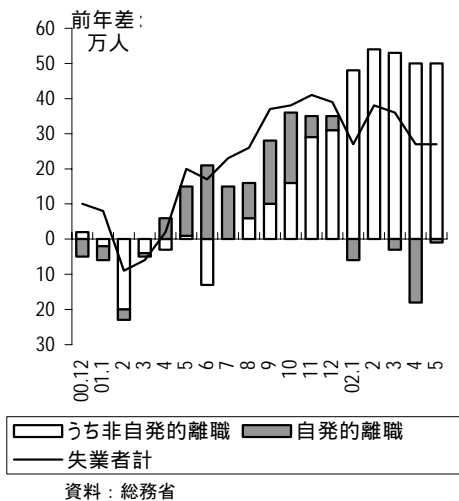
労働力調査(5月) - 失業率は再び悪化

図表 雇用指標の推移



資料：総務省、厚生労働省

図表 離職理由別失業者(前年差)の推移



資料：総務省

総務省「労働力調査」の5月分をみると、このところ頭打ち傾向にあった完全失業率(季節調整値)は5.4%と再び悪化し(0.2%ポイント)、根強い雇用環境の厳しさを示す内容となった。

1. 分子・分母の状況

失業率上昇の理由を“分子(失業者数)”、“分母(労働力人口)”に分けてみると、就業者の減少により労働力人口が減少(季節調整値の前月比: 0.4%)したことに加え、失業者が増加(同 3.2%)したことによる。昨年末以降、失業者は減少傾向にあったが、5月は男性・女性とも増加となった。特に女性失業者の大幅な増加(同 6.7%)が目立っている。

こうした失業率の動きに対し、もう一方の代表的雇用指標である有効求人倍率は、0.53倍(季節調整値)と前月を0.01ポイント上回る改善となった。依然厳しい雇用環境ではあるが、さすがにどんどん悪化するリスクは遠のいているといえよう。

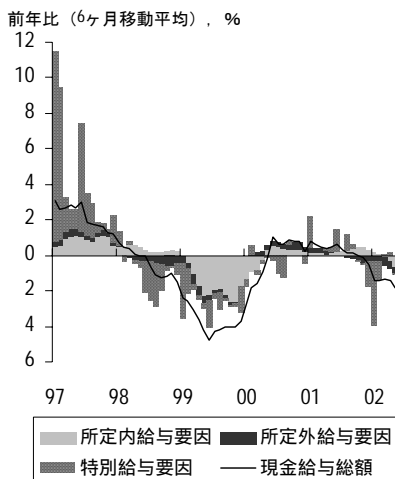
2. 足許の特徴

この他足許の特徴としては、まず、このところ回復傾向にあった製造業の就業者が再びマイナス幅を拡大し、前年差 75万人となった(13ヶ月連続の前年比マイナス)。企業の生産は増加しているが、未だ雇用面にはっきりとプラスの影響が出るには至っていない。建設業でも同様の傾向がみられ、前年差 27万人とマイナス幅を拡大した(18ヶ月連続の前年比マイナス)。2001年度補正予算の執行が進み、ある程度建設業の雇用に対する下支え効果が出ているとは思われるが、その程度は限られている。

また、失業の理由別にみると、自発的失業が総じて減少傾向を辿っている一方、非自発的失業者(いわゆるリストラ型)が高止まっている。企業のリストラ圧力は依然強い。

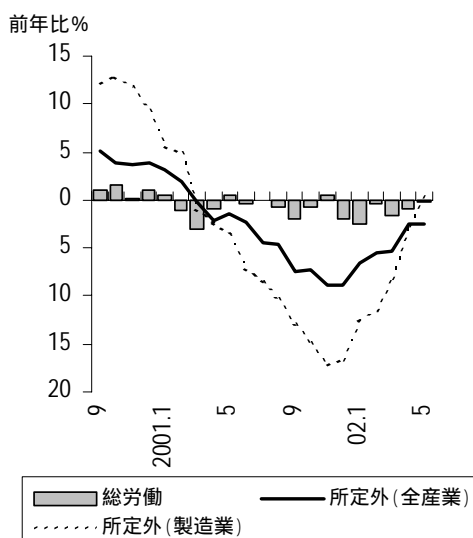
毎月勤労統計(5月) - 製造業の残業時間は15ヶ月ぶりにプラス

図表 現金給与との推移



資料：厚生労働省

図表 労働時間の推移



資料：厚生労働省

1. 現金給与総額は13ヶ月連続で前年割れ

厚生労働省「毎月勤労統計(毎勤統計)」の5月分をみると、現金給与総額(規模5人以上)は前年比2.4%と、13ヶ月連続で前年割れとなり、また前月に比べマイナス幅を拡大した。これは、所定内給与(前年比1.6%)、所定外給与(=残業代:同3.5%)、特別給与(=賞与等:同24.3%)のいずれもが前年比マイナス幅を広げたことによる。この間、現金給与総額を消費者物価で実質化した「実質賃金」も、前年比1.2%と2ヶ月連続で前年割れとなった。企業の賃金削減スタンスの下、給与環境は依然厳しい。

もっとも、その一方で、製造業における生産回復の動きなどを背景に、総じてみれば所定外給与は回復傾向を辿っていることから、今後給与総額が大きく底割れする懸念は薄れている。当面の給与の動向は、一進一退のレンジで推移する可能性が高い。

2. 製造業の所定外労働は15ヶ月ぶりに前年比プラス

次に労働時間(調査産業計)の動きをみると、総労働時間は前年比0.2%の減少と、ぎりぎり前年割れながら、そのマイナス幅はかなり縮まってきている。これは、景気の底入れ傾向が強まる中、所定外労働時間(=いわゆる残業時間)が増加していることに加え、所定内労働時間も回復気味に推移しているためである。特に、景気や生産との連動性が強いとされる製造業の所定外労働時間は、前年比0.4%と15ヶ月ぶりに前年比プラスとなった。

このように、ひとまず足許は生産の増加が、労働時間を増加させ、先述の所定外給与を下支えしつつある。

雇用政策研究会報告について～働き方が変わる

個性に応じた働き方の実現

図表 雇用政策研究会報告の概要

<p>企業、労働者の行動、意識等の変化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 採用方法の変化、多様化 ・ 労働者側の仕事に対する意識の変化 ・ 賃金の年功度の変化、評価制度の普及と運用への不安
<p>中期的な労働移動の見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 今後5年間の労働移動の年平均は379万人（2000年は323万人） ・ うち産業間移動は201万人（2000年は164万人） ・ うち産業内移動は178万人（2000年は158万人） ・ 円滑な労働移動を実現するための政策面の対応が必要
<p>労働市場システムをめぐる今後の課題</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 個人の個性・能力と経済活力が両立できる働き方が必要。 ・ 「多様選択可能型社会」（個人の個性と能力に応じた働き方が、複線型で、かつ随時選択可能なものとして用意され、誰もがそれを明確に認識している社会）を目指す。 ・ そのためには、労働市場の基礎となる基本的なルールと働き方の選択可能性を保障する社会的インフラが必要。
<p>当面重点的に展開する雇用政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 労働市場のインフラ整備の推進 ・ 雇用・就業機会の整備 ・ 長期失業者や若年者など重点的な支援を要する者への対応強化 ・ セーフティネットとしての雇用保険制度のあり方の検討

資料：雇用政策研究会「雇用政策の課題と当面の展開」

1. 雇用慣行はどうなるのか

日本的雇用慣行の維持が困難になる中で、企業は新たな雇用のあり方を模索している。今後、我々はどのような働き方をしていくべきなのか。企業と従業員はどのような関係を持つてよいのか。中長期的な雇用慣行の行方を考えてみたい。

2. 「多様選択可能型社会」

昨日、雇用政策研究会（座長：小野 旭 東京経済大学教授）の報告が「雇用政策の課題と当面の展開」として公表された(*)。

今回の報告では、「個人の個性と能力に応じた働き方が、複線型で、かつ随時選択可能なものとして用意され、誰もがそれを明確に認識している社会」を「多様選択可能型社会」と呼び、この実現に向けた労働市場システムのあり方や当面重点的に講じるべき雇用政策について検討しており、かなり踏み込んだ内容を盛り込む意欲的な報告になっている。

3. 新しい働き方の要請

自分の個性に応じた働き方をいつでも選べる社会という考えは、今後の雇用慣行を考えるヒントになる。勉強したいときには労働時間を減らす。海外へボランティアに行きたいときには休職する。希望を果たしたら仕事に復帰できる。こうした生き方が通る社会なら、人生の充実感も増すだろう。

ただ、こうした働き方はこれまでの長期雇用とは異なるものである。長期雇用には、失業率を抑えるなどの効果をもち、そのメリットは改めて指摘するまでもない。これをすべて手放して、闇雲に個人の個性に応じた働き方を目指すという方向が正しいとも思えない。長期雇用のメリットを活かしつつ、多様選択型の社会の実現を目指したい。

そのためには、まずもって政府が適切な労働市場を構築し、必要な雇用政策を実施していく必要がある。同時に、企業や労働者にもなすべきことが出てくる。

4. 企業と従業員の関係を変える

企業には、従業員が自分を取り巻く環境や自分の価値観に基づいて職業生活を主体的に送ることができるよう、社内の従業員施策を改善することが求められる。これまで、従業員の職業生活の決定は主として企業が行っていた。勤務地も配属先もキャリア形成の方向も、基本的には企業側が決め、従業員はそれに従って働いてきた。しかし、「多様選択可能型社会」を目指すのであれば、こうした決定権を可能な限り従業員に譲り渡し、個人の主体的な選択の可能性を広げていくべきである。

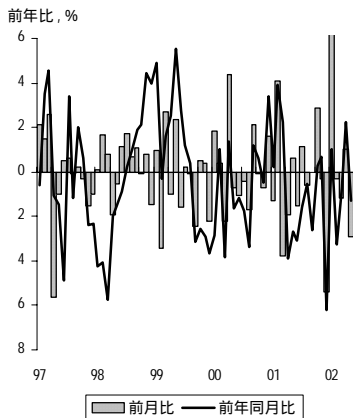
一方、幅広い選択肢を得た従業員には、自分の職業生活のハッキリとした展望をもつ必要が出てくる。これまでは企業の方針に沿って努力をすれば自ずと道が開けてきた。しかし、「多様選択可能型社会」では、自分で方針を決めて選択しなくてはならない。それだけ個人の責任は重くなるが、働き方の可能性は拡大する。「オレの人生、これでいいのか」と思ったら、いつでも再スタートを切ることができる。これこそ「多様選択可能型社会」の大きなメリットなのである。

「もはや「戦後」ではない。われわれはいまや異なった事態に当面しようとしている。」この名句で経済白書が警告を鳴らして以来、我々は日本的雇用慣行のもとで成長を続けることができた。ただ、少なくとも雇用慣行に関する限り、われわれは再び異なった事態に当面しようとしている。職業生活の有り様を決めるのは、もはや「企業」ではない。

(*)：
雇用政策研究会とは、厚生労働省職業安定局長が参集を委嘱した学識経験者（12名）による研究会であり、昭和59年以降、我が国の雇用政策の方向性や雇用に関する重要課題について報告を取りまとめている。

家計調査(5月) - 個人消費は強含み

図表 消費水準指数(全世帯・季調値)の推移



資料：総務省

1. 5月の消費支出はやや弱含み

5月の家計調査報告(全世帯)をみると、一世帯当たりの実質消費支出の前年同月比は1.6%と2ヶ月ぶりにマイナスとなった。実質消費支出は、基調が把握し難い一進一退の状態が続いているが、世帯人員数、各月の日数、物価上昇率を考慮した消費水準指数(季節調整値)も前月比3.3%の低下となったことも考え合わせると、5月の消費支出は弱含みであったと評価されよう。昨年末前後から、消費マインドの改善などを背景に幾分持ち直し気味の個人消費であるが、消費マインド改善による消費下支え効果にも限りがあるほか、所得環境は依然厳しいことから、明確な改善基調を辿るには至っていない。

2. 費目毎の動き

費目別の消費動向をみると、5月は、設備修繕・維持などが減少した「住居」が実質前年比8.1%(寄与度0.60%)と大きくマイナスに寄与したほか、「教育」(教科書・学習参考教材など)が同5.4%(寄与度0.22%)、光熱・水道(他の光熱、ガス代など)が同3.1%(寄与度0.21%)、保健医療(保健医療用品・器具など)が同4.8%(寄与度0.19%)などのマイナスが目立っている。一方、昨年まで長らく減少を続けてきた「食料」が足許増加傾向を辿っており、5月も同2.4%(寄与度0.58%)と好伸したほか、「家具・家事用品」(家庭用耐久財など)が同5.2%(寄与度0.17%)とプラスに寄与する動きなどがみられた。

図表 費目別の動向

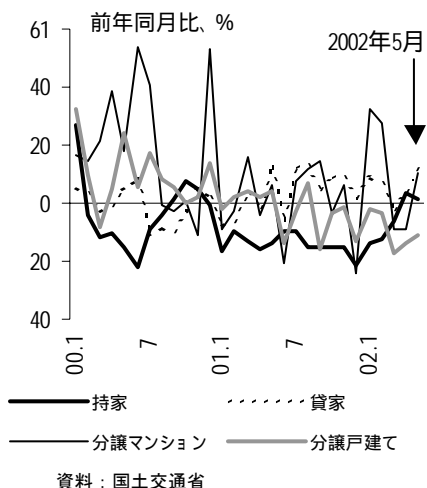
	実質前年比 (%)	寄与度 (%)	主な増減の理由
消費支出	1.6	1.6	
食料	2.4	0.58 (増加)菓子類	
住居	8.1	0.60 (減少)設備修繕・維持	
光熱・水道	3.1	0.21 (減少)他の光熱、ガス代	
家具・家事用品	5.2	0.17 (増加)家庭用耐久財、寝具類	
被服及び履物	2.8	0.14 (減少)和服、他の被服、洋服、シャツ・セーター類	
保健医療	4.8	0.19 (減少)保健医療用品・器具	
交通・通信	0.8	0.09 (増加)自動車等関係費	
教育	5.4	0.22 (減少)教科書・学習参考教材	
教養娯楽	0.9	0.10 (増加)教養娯楽用耐久財、書籍・他の印刷物	
その他	-	- (減少)仕送り金、諸雑費、交際費	

資料：総務省

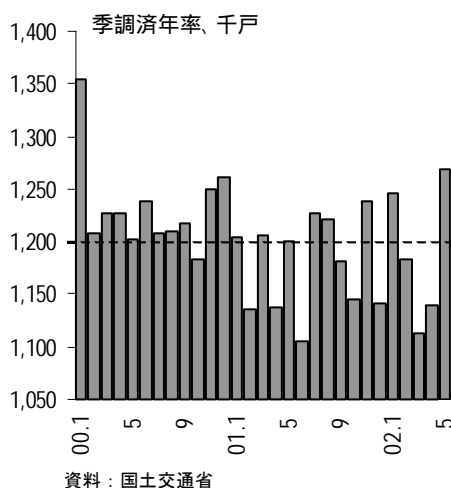
(3)住宅投資(5月)

貸家着工の大幅増加により
全体も対前年比プラスに

図表 利用関係別住宅着工
の推移



図表 住宅着工戸数の推移



6月28日に国土交通省より発表された「住宅着工統計」によれば、2002年5月の新設住宅着工戸数は106.1千戸（原指数 前年同月比5.8%）と事前の市場予想等に反して3ヶ月振りの対前年比プラスを記録した。季調済年率換算値戸数も126.9万戸（前月比11.3%）と2ヶ月連続の大幅上昇を記録している。

利用関係別の内訳をみると、持家34.3千戸（前年同月比1.5%）、貸家42.7千戸（12.0%）、分譲マンション18.6千戸（10.1%）、分譲戸建て9.6千戸（11.0%）であり、国土交通省は「5月の住宅着工は、持家、貸家、分譲住宅とも増加となったため、全体でも増加となった。」とコメントしている。

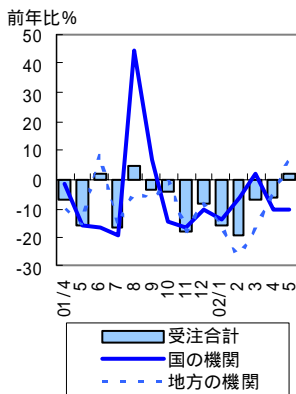
特に5月は貸家着工戸数の増加率が著しく、これが全体を押し上げた格好である。貸家着工を地域別にみると、首都圏25.2%、中部圏25.3%、近畿圏74.1%、その他地域2.7%と二大都市圏での増加が著しい。また、持家着工についてみると、4月に17ヶ月振りの対前年比プラスに転じたが、5月も辛うじてプラスを保っている。ただし、住宅金融公庫融資利用分持家着工の急激な減少基調は依然続いており、44.3%と依然半減ペースである。一方で、民間資金分持家着工は23.7%と年初以降20%前後の高い伸びが続いている。更に、3,4月と2ヶ月連続対前年比マイナスの後再びプラスに転じた分譲マンションについては、首都圏1.6%、中部圏27.4%、近畿圏24.7%、その他地域141.0%と、貸家着工同様に地域的な格差が大きい。

足許生産は回復に転じたものの、失業率の悪化が続くなど雇用環境の改善は当面見込み難い状況であり、当面住宅投資は基調として低迷が続くものとみられる。

(4) 公共投資(5月)

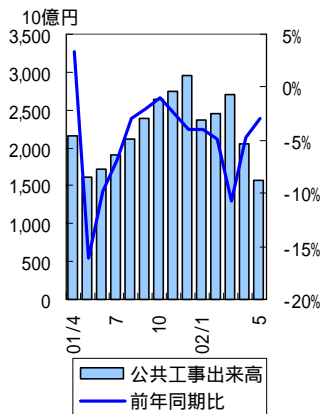
出来高のマイナス幅は縮小

図表 公共工事受注の推移



資料：国土交通省

図表 公共工事出来高等の推移



資料：国土交通省

1. 受注は国では前月に同じく低迷、地方ではプラス転化

公共工事受注が前年並みで推移している。5月の「建設工事受注動態」(国土交通省)によると、公的固定資本形成の先行指標とされる「公共機関からの受注工事」は、8ヶ月連続の前年割れから前年比+2.0%になり、僅かながらも水面上に浮上した。国・地方別にみても、国 10.6%、地方+6.9%であり、昨年5月に大幅なマイナスを記録した都道府県が反動要因からプラスに転化したのが大きい。13年度の本予算と補正効果が3月にかけて発現したが、つづく4月 6.7%、5月+2.0%と推移している。

同じく公的固定資本形成の先行指標である「公共工事前払金保証」によると、前年比ベースで、4月 3.8%、5月+3.4%、6月 4.8%となっており、6月には再びマイナスに落ち込んでいる。今後、公共工事がさらに増加していく展開はなく、14年度を通じて減少傾向をたどるものと思われる。

2. 出来高はマイナス幅が縮小

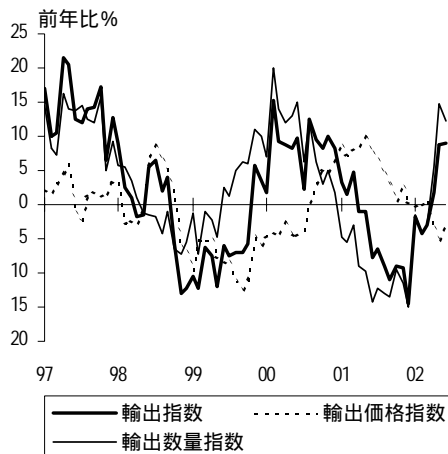
公共工事出来高は依然としてマイナスで推移している。同省「建設総合統計」によると、公的固定資本形成の一致指標とされる公共工事出来高は、13ヶ月連続の前年割れとなっており、4月 4.7%、5月 2.9%とマイナス幅が縮小している。受注がやや上向いたので6月データは一桁台のマイナスに留まるものと思われる。その場合、四半期ベースでみると4-6月期には前年比 5%前後のマイナスとなるだろう。8月下旬に公表予定のQEでは、公的固定資本形成はGDPに対してマイナス要因となるが、GDPを大きく押し下げる可能性は低いものと思われる。

公共工事による景気浮揚が論点になっている。GDPの約7%を占める公共工事が10%減少すると景気へのマイナスインパクトは0.7%、5%減少すると0.35%の下押し要因として働く。現在は0.5%程度のマイナス圧力を経済成長率に与える状態である。

(5) 輸出入

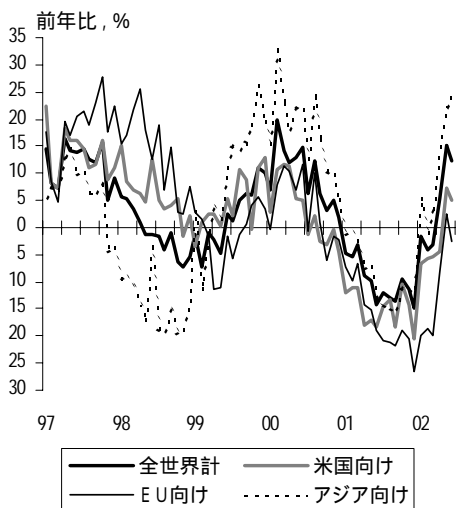
貿易統計(6月) - 米国、アジア向け輸出が牽引 -

図表 輸出関連指数の推移



資料：財務省

図表 地域別輸出数量の推移



資料：財務省

1. 輸出の動向 - 概況

財務省「貿易統計速報」(7月24日発表)をみると、6月の輸出総額は3ヶ月連続で前年比プラスとなった(前年比:4月1.7% 5月8.8% 6月8.9%)。これは、輸出価格は低い伸びが続いている(同:4月3.5% 5月5.2% 6月3.1%)ものの、海外需要の堅調を背景に輸出数量の伸びが高まっている(同:4月5.4% 5月14.8% 6月12.4%)ことによる。需要項目の中で唯一増加傾向を辿っている輸出は、足許拡大基調を維持している。

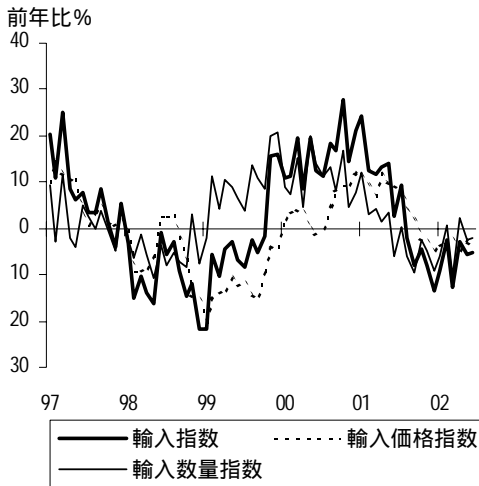
2. 製品別・地域別にみた輸出動向

内容についてやや詳しくみると、まず品目別では、鉄鋼(輸出総額前年比に対する寄与度0.7%)や事務用機器(同0.7%)、映像機器(同0.6%)、半導体等電子部品(同0.6%)、自動車(同3.1%)などのプラス寄与が目立っている。

次に地域別の輸出を特に数量ベースでみると、米国向けが2ヶ月連続、アジア向けが4ヶ月連続で前年比プラスとなった一方、EU向けは2ヶ月ぶりにマイナスに転じた。特にアジア向けは4ヶ月連続で伸び率を高めており、輸出牽引役としての位置付けを高めている。さらにアジアの中で国別にみると、中国や韓国向け輸出の伸び率が高いほか、台湾、タイ向けも好伸びしている。

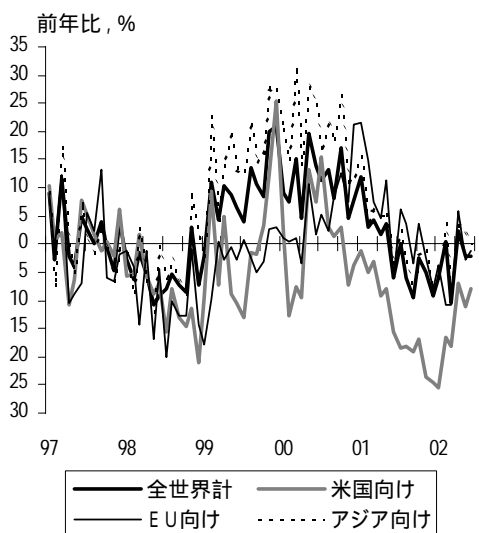
このように、アジア向け輸出の相対的な好調さが目立ってきているが、電気機器を中心に、アジア向け輸出のかなりの部分は最終的に米国に再輸出されるとみられることを鑑みると、やはり米国の最終需要の影響は強い。

図表 輸入関連指数の推移



資料：財務省

図表 地域別輸入数量の推移



資料：財務省

3. 輸入の動向 - 概況

輸入の前年比は引続き同程度のマイナス幅が続いている(前年比: 4月 2.8% 5月 5.5% 6月 5.1%)。これは、輸入価格が引続き一進一退の範囲の動きを辿っている(同: 4月 4.8% 5月 3.1% 6月 3.0%) ことに加え、輸入数量の伸びも低迷を続けているためである(同: 4月 2.2% 5月 2.5% 6月 2.2%)。

4. 地域別・製品別にみた輸入動向

地域別の輸入について、特に数量指数からみると、米国、EU向けがマイナス幅を縮小気味に推移している一方で、アジア向けがプラス幅をやや縮小させている。品目別では、大きくプラスに寄与しているのは航空機(輸入総額前年比に対する寄与度 1.2%)程度で、その他の製品は総じてマイナス寄与ないし小幅のプラス寄与となっている。特に原油及び粗油(同 1.3%)、事務用機器(同 0.8%)、衣類(同 0.6%)などによる下押しが目立っている。底入れしたとみられるわが国の景気であるが、輸入の力強い回復にはつながっていない。

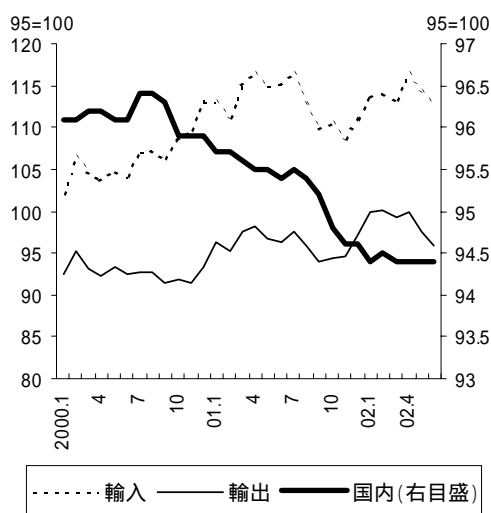
5. 貿易バランスの動向

輸出が拡大する一方、輸入は低迷していることから、6月の貿易バランスは前年比 71.4%の増加となった。季節調整値の前月比でも 23.0%増加している。当面、海外景気は拡大基調を辿る一方、わが国の内需は引続き力強さに乏しい展開が続くと見込まれることから、貿易黒字は拡大傾向で推移すると予想される。もっとも、こうした展望は特に米国の需要に大きく依存しており、米国景気の変調を来たせばシナリオは大きく変わってくる可能性がある。

(6)物価

最近の物価動向 - 引続き下げ止り傾向

図表 卸売物価（前年比）の推移



資料：日本銀行

主な物価指標である卸売物価、消費者物価の動向をみると、以下の通り、足許の物価は下げ止まり傾向にある。

1. 国内 WPI は下げ止まり傾向ながら根強いデフレ圧力

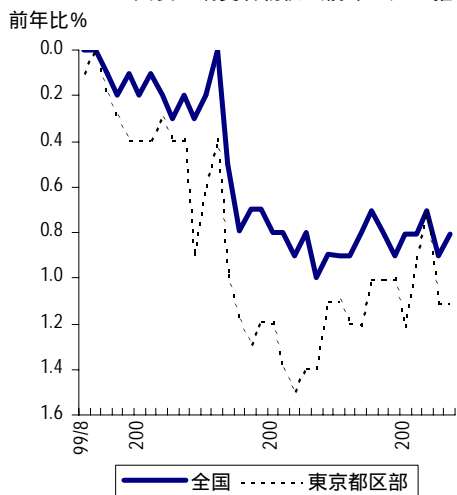
日本銀行が発表した卸売物価指数をみると、6月の国内卸売物価は2ヶ月連続で前月比横這い(0.0%)となった。また、前年比でみると前月からマイナス幅をやや縮小し1.0%となった(前月同1.2%)。

この間、輸入、輸出物価については、まず輸入物価が、契約通貨ベースで前月比0.2%の上昇となった(円ベースでは1.4%)。これは、金属関連製品や化学製品といった市況品が強含み傾向にあることによる。一方、輸出物価は、契約通貨ベースで2ヶ月連続の前月比低下となった(5月0.1% 6月0.4%)。円ベースでも2ヶ月連続の低下となっている(5月2.4% 6月1.7%)。全体を概観すると、輸入物価の上昇傾向が強まる中、国内の生産増加による需給引き締めもあって、国内卸売物価は下げ止まり傾向にある。もっとも、依然国内景気の足取りは弱いことに加え、円高が輸入物価(特に円ベース)を押し下げる方向に働くなどデフレ圧力は根強い。

2. CPI も下落傾向に歯止め

総務省発表の消費者物価指数(CPI)をみると、「全国」総合指数(除く生鮮食品)の6月分は、前年比0.8%の下落となり、前月と同水準のマイナス幅となった(前年割れは99年10月以降33ヶ月連続)。4月に電気料金の引下げにより下落した後は、総じて落ち着いた動きとなっている。一方、1ヶ月先行して発表される「東京都区部」総合指数(除く生鮮食品)の7月分は、前月と同水準の落ち込み幅の同1.0%となっている。WPIと同様にCPIも昨年のような下落テンポが加速しかねない状況は脱している。もっとも、一部外食産業が再び値下げを行うなど、CPIを取り巻くデフレ圧力は依然強い。

図表 消費者物価（前年比）の推移

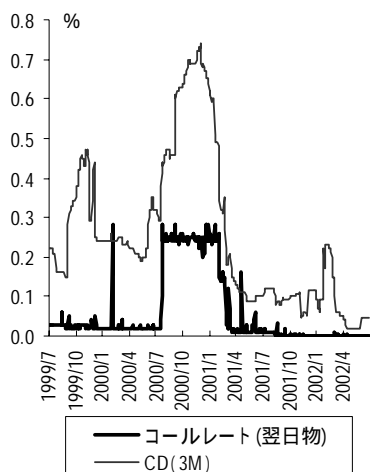


資料：日本銀行

(7) 金融

最近の金融市況(7月) - 円と株が乱高下

図表 短期金利の推移



出所：Bloomberg

1. 短期金利

短期金利は総じて落ち着いた動きが続いている。日銀の誘導対象である無担保コールレート翌日物は、引続きゼロ%近傍の水準のままである。ターム物も低水準で安定的に推移している。4～5月まではペイオフ部分解禁や一部大手行のシステム障害などを睨んで、超潤沢な資金供給がなされていたが、その後徐々に本来の目標水準である日銀当座預金残高15兆円に向けての市場調節がなされた。その過程で、短期金利への上昇圧力が強まる可能性を指摘する声も聞かれたが、総じてみればそうした圧力は顕現化していない。これは、日銀当預15兆円でも本来必要な(所要準備預金)約4兆円を大幅に上回る水準であること、量的緩和による(無担コールO/N物の)ゼロ金利状態が長期化するとの見方が強まっていること、などによる。

引続き今後の関心は、量的緩和の指標となっている日銀当座預金の残高である。景気底入れ感が強まる中、残高をどう設定していくかは、判断のしどころであろう。もっとも、景気回復の足取りは弱く、政府がデフレ対策を講じる方針にある状況下、実際には当預残高の削減は困難である。

図表 長期金利(10年物国債流通利回り)の推移

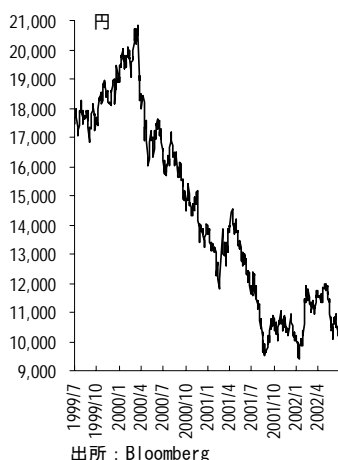


出所：Bloomberg

2. 長期金利

長期金利は、じりじりと下落圧力が強まっている。長期国債10年物流通利回りは、徐々にレンジを切り下げており1.25～1.3%超の範囲で推移している。格付け機関による国債格下げなど、本来であれば売り材料には事欠かない状況ながら、依然運用難が続いていることに加え、米国株式市場の変調に端を発する日米株価の下落により、相対的にわが国の国債に対する評価が高まり、運用資金が向かいがちとなっていることが大きな材料となっている。

図表 日経平均株価の推移



3. 株価

足許の株式市況は、基本的には軟調な地合いながら、米国株式市況を睨みつつ乱高下の展開となっている。最大の材料は、なんといっても米国株式市況の動向である。会計不信や景気の不透明感を背景に米国株式市況が軟調な地合いを辿ってきたことから、わが国の株価も下落基調で推移してきた。米国株価の軟調が嫌気される理由としては、日米間の株価裁定といったポートフォリオ上の観点がまず挙げられるが、さらに大きな背景として、米国株式市場の変調は米国経済自体の悪化を睨んだものであること、あるいは逆に株式市場の混乱が米国経済に悪影響を与える可能性があること、などが指摘される。米国の景気回復は、わが国の経済にとって命綱に近い存在となっており、これが崩れるとわが国の景気展望シナリオも大幅な修正を余儀なくされるとの背景認識がある。

7月末近くには、会計不信に対して米国当局や市場関係者が厳格に臨もうとしているスタンスが評価され、日米株価は持ち直しているが、今後の展開は不透明である。

図表 円ドルレートの推移

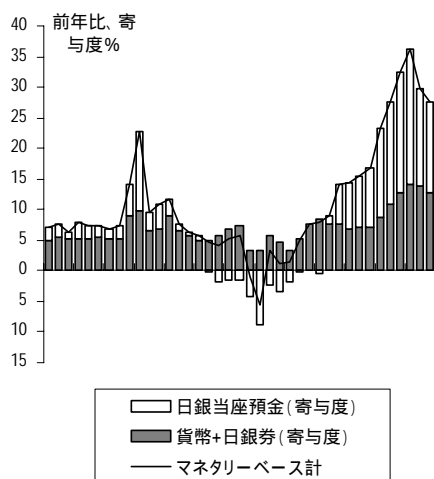


4. 為替レート

為替市場では円高地合いにあり、一時 110 円台半ばをつける展開となった。これは、専ら米国側の要因に負う部分が大きく、米国株式市場の軟調地合い、あるいは米国経済自体の変調懸念を背景に、ドル売り ドル安・円高が進みやすかったためである。7月末には、米国当局・市場関係者による会計不信に対する厳格なスタンスがひとまず評価され、ドル売り圧力が弱まり、120 円近くまで戻しているが、今後の展開は不透明である。まず、会計不信問題は相当根深いとみられ、どこまで抜本的な対応がとられるかは、現時点では見極め難い。また、米国内では設備過剰感が強いため、景気回復の鍵を握る設備投資の回復はしばらく見込み難いなど、米国景気の腰折れ懸念は根強い。日本側には、相場を大きく左右する材料に欠ける状況下、米国側の要因で相場が振れる構図が続く可能性が高い。

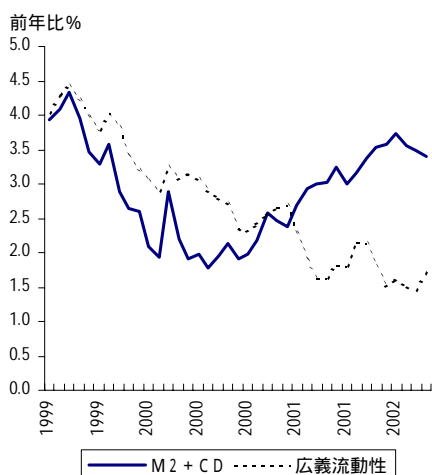
(8) マネー(6月) - 量的緩和にも拘わらずマネーサプライは弱含み

図表 マネタリーベースの推移



資料：日本銀行

図表 マネーサプライの推移



資料：日本銀行

1. マネタリーベースは2ヶ月連続で伸びが低下

6月のマネタリーベース(注)は、2ヶ月連続で前月から伸びを低め、前年比27.6%となった(前月同29.7%)。前月に比べ伸びを低めた理由としては、4月まではペイオフ解禁や大手行のシステム障害に伴う市場の混乱を回避するために、日銀が、本来のテンポ以上に潤沢に資金供給していたのが、5月以降は、市場の落ち着きを眺め、日銀として徐々にそうした資金供給スタンスを修正したことが挙げられる。

マネタリーベースの内訳は大きく分けて、日銀券+貨幣と、日銀当座預金から構成されるが、日銀券+貨幣が同13.7%と前月(5.0%)からやや伸びを低めたほか、日銀当座預金も先述の一時的要因の剥落から伸びを低下させた(同:4月292.8% 5月208.6% 6月196.0%)。

(注) マネタリーベースは、ハイパワードマネーあるいはベースマネーとも呼ばれるもので、現金を中心としたおカネの中でもっとも“おカネらしい”(マネー性が高い)部分である。

2. M2+CDの伸びは低下、広義流動性の伸びは上昇

こうした中、足許のマネーサプライの伸びは、総じて弱含みの状況にある。まず代表的なマネー指標であるM2+CDは、前年同月比3.4%と、3ヶ月連続で徐々に伸びを低下させている(前月同3.5%)。これに対し、もう一方の代表的指標である広義流動性は2ヶ月ぶりに伸びを高め、同1.7%となった(前月同1.4%)。単月で見れば伸びを高めたとはいえ、伸び率の水準は低く、またM2+CDはむしろ伸び率を低めている状況下、量的緩和によりマネタリーベースは潤沢に供給されているが、それが信用創造メカニズムを通じてマネーサプライ全体の増加に結びついていない状況が続いている。