

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 13 年 12 月

日 本 銀 行

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を
国会に提出する。

平成 13 年 12 月

日本銀行総裁

速水 優

目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済の動向	
（ 概況 ）	1
（ 長期化した I T 関連財の在庫調整 ）	2
（ 純輸出は引き続き大幅に減少 ）	5
（ 公共投資は前年度補正予算の執行一巡に伴い減少 ）	6
（ 企業収益の減益を背景に、設備投資は減少 ）	7
（ 雇用者の所得形成は徐々に弱まり、個人消費は横這い圏内の動き ）	9
（ 鉱工業生産は大幅に減少 ）	13
（ 2 ） 物価の動向	14
（ 3 ） 海外金融経済の動向	19
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場の動向	24
（ 2 ） 債券市場の動向	27
（ 3 ） 株式市場の動向	28
（ 4 ） 外国為替市場の動向	29
（ 5 ） 預金金利、貸出金利等の動向	31
（ 6 ） 量的金融指標等の動き	
イ ． 企業金融の動向	33
ロ ． マネーサプライ等の動向	38
． 金融政策運営及び金融政策手段	
1 ． 金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要	41
2 ． 金融政策決定会合における検討の様相	
（ 1 ） 概況	
（ 金融経済情勢 ）	44
（ 金融政策運営 ）	45
（ 2 ） 「 経済・物価の将来展望とリスク評価 」 の公表	45

(3) 各会合における検討の様様	
イ . 平成 13 年 4 ~ 5 月の会合	
(景気は調整局面入り)	47
(金融政策運営は現状維持)	48
ロ . 6 ~ 7 月の会合	
(深まりをみせる景気の調整)	49
(金融政策運営は現状維持)	49
ハ . 8 月 13、14 日会合	
(企業部門における調整の拡がり と 家計部門への波及)	50
(日銀当座預金残高の増額)	51
(長期国債の買い入れ増額)	51
ニ . 9 月 18 日会合	
(会合日程の短縮)	53
(厳しさを増す調整と米国テロ事件の影響)	53
(特定の残高目標を設けない潤沢な資金供給)	54
(公定歩合の引き下げなど)	56
ホ . 金融政策のあり方を巡る議論	
(物価下落を防止するために必要な政策対応)	57
(インフレーション・ターゲティング)	58
(金融緩和と為替円安)	59
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	61
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	65
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 補完貸付制度の見直し	68
(2) 手形買入の手形期間の延長	69
. 金融政策決定会合における決定の内容	
1 . 金融政策運営に関する決定事項	70
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	89
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	93
4 . 金融政策決定会合議事要旨	107
参考計表・資料一覧	218

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 平成 12 年度下期末にかけて輸出の減少を背景に足踏み状態となっていた国内景気は、13 年度上期入り後調整局面に入った。期中を通じ、IT 関連を中心とする輸出・生産の大幅な減少が継続し、期末にかけては、そうした企業部門の調整が雇用・所得面に広がるなど、景気は厳しさを増す展開となった。

海外経済情勢をみると、米国では景気が一段と減速した。これに伴って、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気が大きく減速したほか、ユーロエリアでも景気の減速傾向が明確化し、世界経済の同時減速傾向が強まった。

こうしたなかで、9 月には、米国で同時多発テロ事件が発生し、内外で景気の先行きに対する不透明感が一段と高まった。

2. 物価動向をみると、景気が調整局面入りするなかで、需要面から物価低下圧力が掛かりやすい状況となったほか、製品輸入の増大、規制緩和・流通合理化・技術進歩等に伴う財・サービス価格の低下といった供給面の要因が、引き続き価格下落方向に作用した。

この間、地価の動向をみると、二極化の傾向を伴いつつ、全体としては引き続き下落した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場の動きをみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、日本銀行当座預金残高が 5 兆円程度となるよう金融市場調節を行うという 3 月に決定された方針のもとで、概ね 0.01% で安定的に推移した。その後、8 月の金融政策決定会合での同残高の 6 兆円程度への引き上げや、9 月の会合での同残高が 6 兆円を上回ることを目標とする潤沢な資金供給の決定等を受けて、同レートは一段と低下した。オーバーナイト物より期間の長い短期金利については、日本銀行による 8、9 月の一連の措置を受けて一段と低下したあと、横這い圏内で推移した。

長期金利は、概ね 1.1~1.5% のレンジ内で揉み合う展開となった。また、株値は、5 月初までは堅調に推移したが、その後は 9 月末にかけて年初来最安値

圏まで大幅に下落するなど、軟調な展開が続いた。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、6月初にかけて上昇したあと、一旦下落し、7月中旬以降再び上昇した。円の対ユーロ相場は、4～5月中上昇したあと、6月以降8月半ばまでは下落傾向を辿り、その後は揉み合いで推移した。

4. 民間銀行貸出は、13年度入り後も弱めの動きが続き、夏場以降は前年比マイナス幅が幾分拡大した。民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見極めつつ、基本的には優良企業向けを中心に貸出を増加させる姿勢を続けた。ただし、中小企業からみた銀行の貸出態度には、幾分慎重姿勢が窺われるようになった。一方、資金需要の面では、企業が財務内容改善の一環として借入金を圧縮するスタンスを維持しているうえ、設備投資が減少に転じたことなどから、夏場以降は減少傾向を強めた。

5. マネーサプライ ($M_2 + CD$) の前年比伸び率は、緩やかな上昇を続けた。この背景をみると、民間部門の資金調達は、社債・CPによる資本市場調達が伸び率を高めたものの、銀行借入れのマイナス基調が続いたため、全体としては依然マイナス方向に寄与した。こうしたなかで、郵便貯金からの資金シフトの動きが、引き続きマネーサプライの伸びを高める主因となった。

マネタリーベース (流通現金と日銀当座預金の合計) の前年比伸び率は、金融緩和措置等に伴う日銀当座預金残高の増加や、郵便貯金の大量満期に伴う銀行券発行残高の伸び率上昇といった要因により、大きく高まった。

(金融政策決定会合における検討)

6. 13年度上期中には、計8回の金融政策決定会合が開催された。各会合における検討の状況を振り返ると、まず、4月12、13日の会合では、金融経済情勢について、輸出の落ち込みを主因に生産が減少し、わが国経済が調整局面にあるとの認識で一致し、前月の「足踏み状態」から判断を慎重化させた。その後の4月25日および5月17、18日の会合でも、この判断が維持された。金融政策運営面では、3月の緩和措置は、こうした厳しい景気の展開を予想して決定されたものであり、当面はその効果を見極めていくべきとの見方から、4～5月中の会合を通じて現状維持とされた。

7. 6～7月にかけての会合でも、金融政策運営面では現状維持が決定された。

しかし、経済の下振れリスクがさらに増大した場合には何らかの追加的な政策対応が必要であり、追加的な緩和措置についてのあり方を注意深く検討していくことが適当である、との認識が共有された。

8. 8月13、14日の会合では、前回会合時と比較して、経済の調整が一段と深まっていると判断した。また、株価の軟調や金融機関の不良債権処理促進・融資姿勢の厳格化などから、先行きについて金融面からの下振れリスクが高まっていることが意識された。物価については、需要の弱さに起因する物価下落の傾向が強まっているとの見方が示された。

こうした情勢に鑑み、金融政策運営面では、日銀当座預金残高をそれまでの5兆円程度から6兆円程度に増額するという追加緩和措置を決定した。その際、この緩和措置が効果を十分に発揮するためには、不良債権問題の解決や構造改革の進展により、前向きの経済活動が活発化することが不可欠との認識を共有した。また、本決定と合わせ、当座預金の供給を円滑に行っていく観点から、長期国債の買い入れが月4千億円ペースから月6千億円ペースに増額された。

9. 9月18日の会合では、米国テロ事件の発生や金融市場の情勢などに鑑み、当初の2日間の開催予定を短縮し、1日で金融市場調節方針を決定・公表した。

本会合では、金融経済情勢について、米国テロ事件が金融資本市場や实体经济に与える影響については引き続き細心の注意をもって見守る必要がある、

資金決済の円滑や金融市場の安定が損なわれるような事態になると、これまでの思い切った金融緩和措置の効果浸透に支障をきたすおそれがある、といった認識を概ね共有した。そのうえで、具体的な措置として、日銀当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として潤沢な資金供給を行う、公定歩合を0.10%に引き下げる、9月の準備預金積み期間について補完貸付制度の公定歩合による利用上限日数を引き上げる（時限的措置）ことを決定した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

10. 13年度上期の日本銀行のバランスシートは、発行銀行券、当座預金、政府預金が前年を上回ったことや、現先取引の会計処理を変更したことなどを反映して、前年を上回る規模で推移し、13年9月末の総資産残高は115.6兆円（前年比+35.5%）となった。この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を引き続き維持した。

I . 経済及び金融の情勢

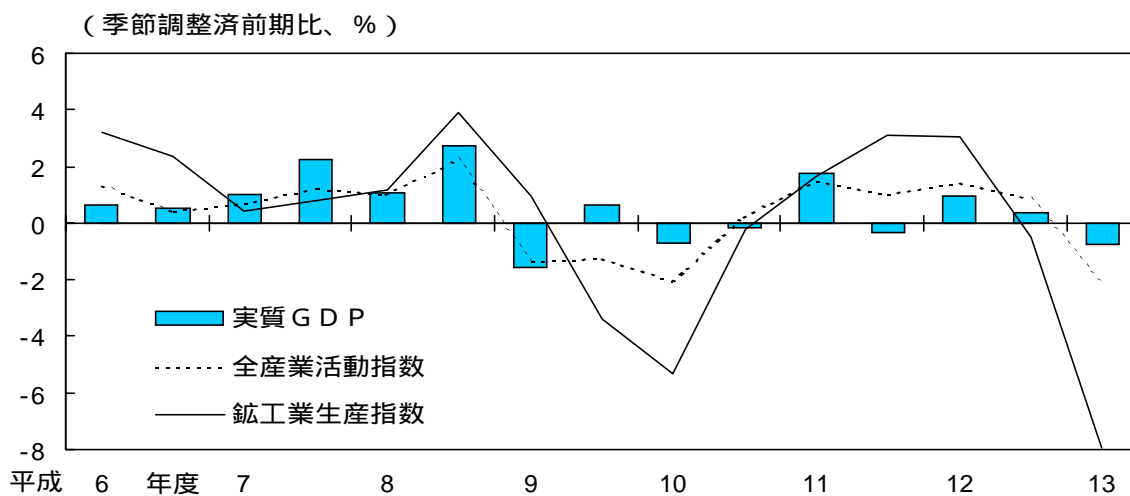
1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済の動向

(概況)

平成 12 年度下期末にかけて輸出の減少を背景に足踏み状態となっていた国内景気は、13 年度上期入り後調整局面に入った。期中を通じ、IT 関連を中心とする輸出・生産の大幅な減少が継続し、期末にかけては、そうした企業部門の調整が雇用・所得面に広がるなど、景気は厳しさを増す展開となった(図表 1)。また、9 月には、米国で同時多発テロ事件が発生し、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まった。

(図表 1) 国内実体経済の動向



(注 1) 13 年度上期の実質 GDP は 13 年 4 ~ 6 月、全産業活動指数は 13 年 4 ~ 8 月の値。

(注 2) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

需要項目ごとの動向をみると、純輸出(実質輸出 - 実質輸入) は海外経済の減速、とりわけ IT 関連財(半導体等電子部品、コンピュータなど) の需要低迷を背景に減少した。こうした輸出環境の悪化を受け、設備投資も、12 年度を通じて増加基調を辿ったあと、減少に転じた。住宅投資は緩やかに減少し、公共投資も前年度補正予算の執行に伴い期初には一旦増加したが、その後再び減少に向かった。この間、個人消費は、総じて横這い圏内の動きとなった。

このような最終需要の動向に加え、電子部品や素材で在庫調整の動きが続いたことから、鋳工業生産は大幅に減少し、企業の収益や業況感も製造業を中心に悪化した。雇用環境が厳しさを増すなかで、家計の所得形成も期末にかけて弱まった。

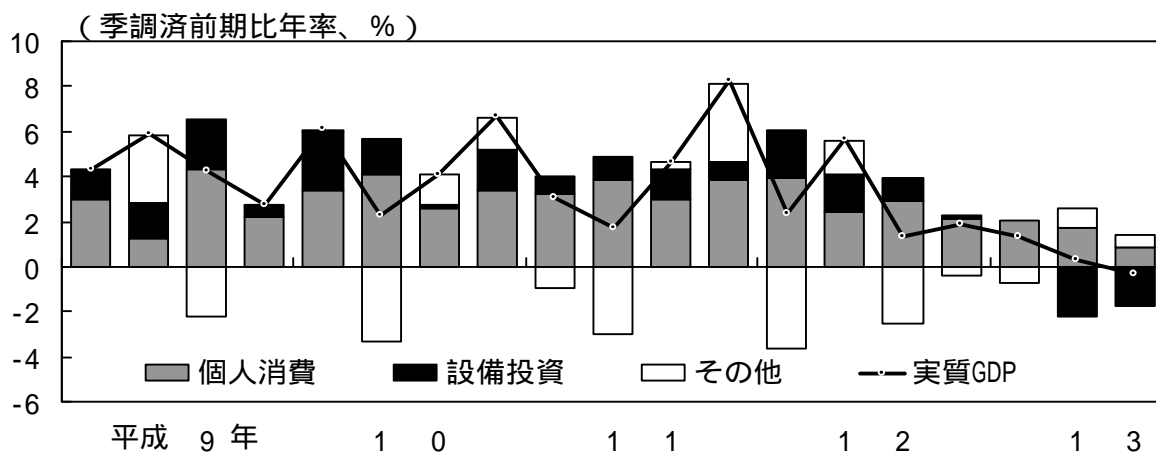
(長期化したIT関連財の在庫調整)

このように、国内景気の調整が厳しいものとなった要因としては、米国経済が急激な減速を続けたこと、世界的に高い成長を遂げてきたIT分野で、最終需要の減少に伴い、予想を超える大規模な在庫調整が続いたこと、が挙げられる。こういった要因は、とりわけ米国向けIT関連輸出のウェイトの高い東アジア経済や、日本の輸出に大きな影響を与え、さらには、欧州を含めた世界同時的な景気の減速傾向を強めることとなった¹。

すなわち、米国経済は、13年入り後もIT関連を中心に設備投資が大幅に減少したことから減速を続け、7～9月にはそれまで底固く推移してきた個人消費や住宅投資がはっきりと弱まったことから、減速傾向をさらに強めた(図表2)。これらの影響から、米国への輸出依存度の高い東アジア経済、なかでもNIEs²の輸出・生産は、減少傾向を辿った。また、世界規模でのパソコン・携帯電話の販売不振やIT関連分野での設備投資意欲の後退を背景に、世界の半導体出荷は業界の予想を超えて大幅に減少した。

(図表2) 各国経済の動向とIT関連需要

(1) 米国の実質GDP

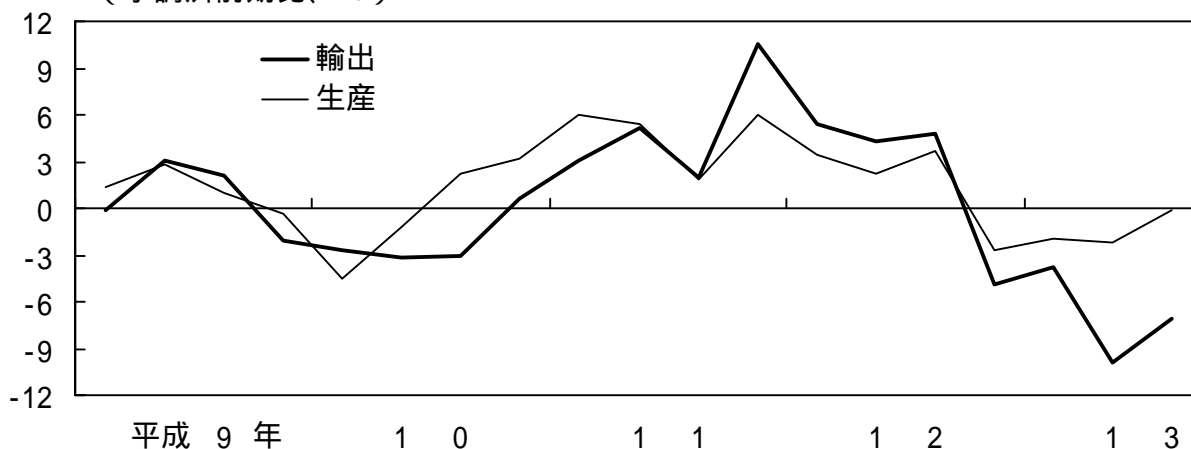


¹ 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済の動向、で後述。

² 本節ではNIEsは、韓国、台湾、シンガポールを指す。

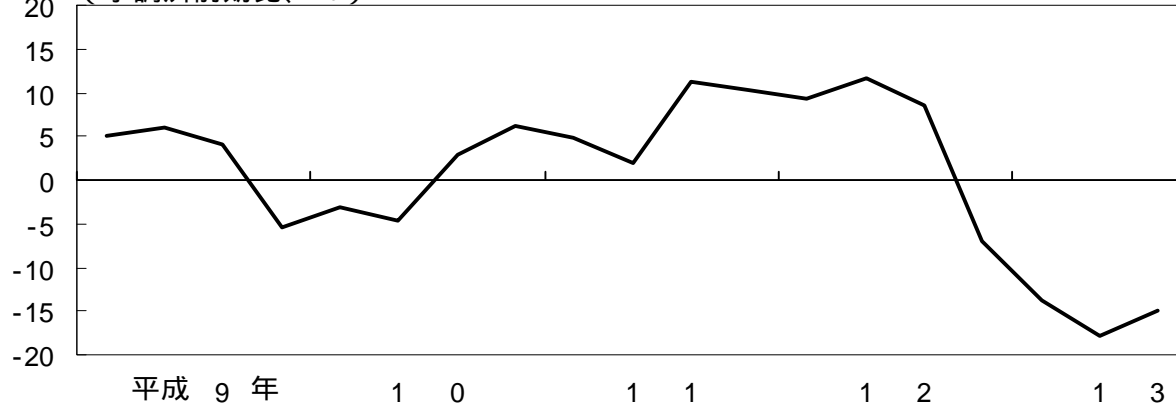
(2) N I E s の輸出・生産

(季調済前期比、%)



(3) 世界の半導体出荷

(季調済前期比、%)



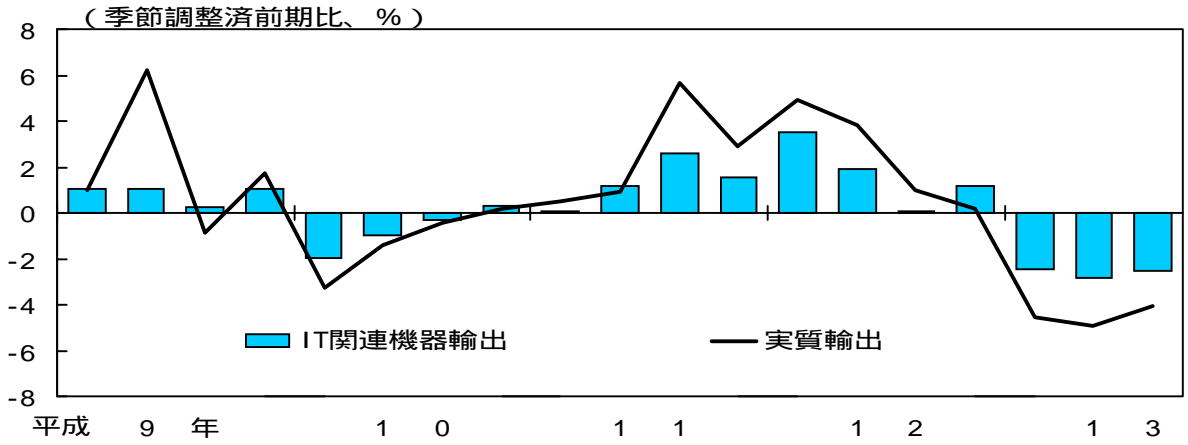
(注 1) N I E s (韓国、台湾、シンガポール) の生産・輸出 (名目の米ドルベース) は GDP ウェイトで加重平均。

(注 2) 世界の半導体出荷は、米国の生産者物価 (P P I) の電子部品を用いて実質化した値。

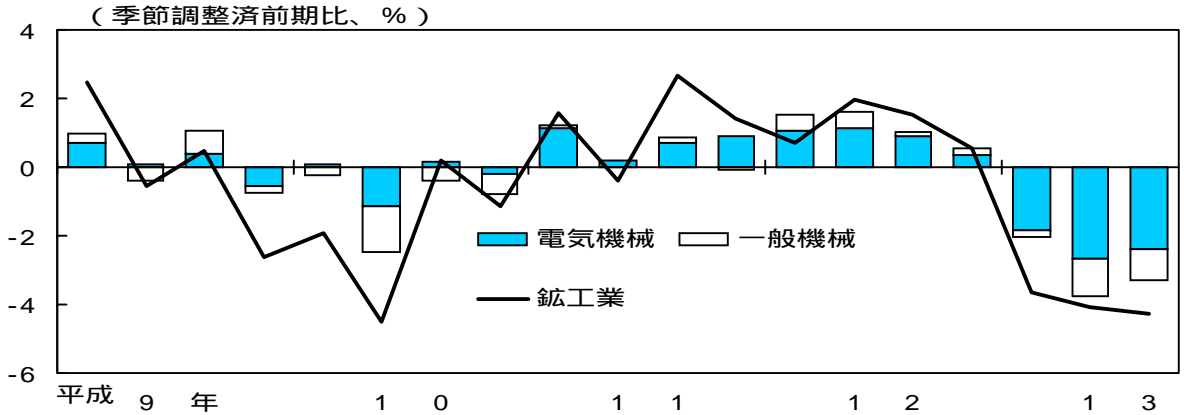
こうした世界規模でみた輸出環境の悪化を受け、日本の輸出や生産は I T 関連を中心に大幅に減少した (図表 3) 。当初は、景気の調整が I T 関連分野に集中していることから、I T 分野での世界的な在庫調整が早期に終了すれば、輸出が再び景気を下支えするとの見方もあった。しかし、I T 関連財の最終需要の低迷が続き、世界経済の同時減速傾向が強まるなかで、在庫調整の動きが拡がるとともに長期化を余儀なくされ、収益悪化に見舞われた関連企業の間では、夏場以降、設備投資の見送りや雇用削減の動きが相次いだ。生産の大幅な減少が続くなかで、期末にかけては、雇用者所得も徐々に減少していくなど、景気の調整は厳しさを増した (図表 4) 。

(図表 3) 輸出・生産

(1) 実質輸出と I T 関連輸出



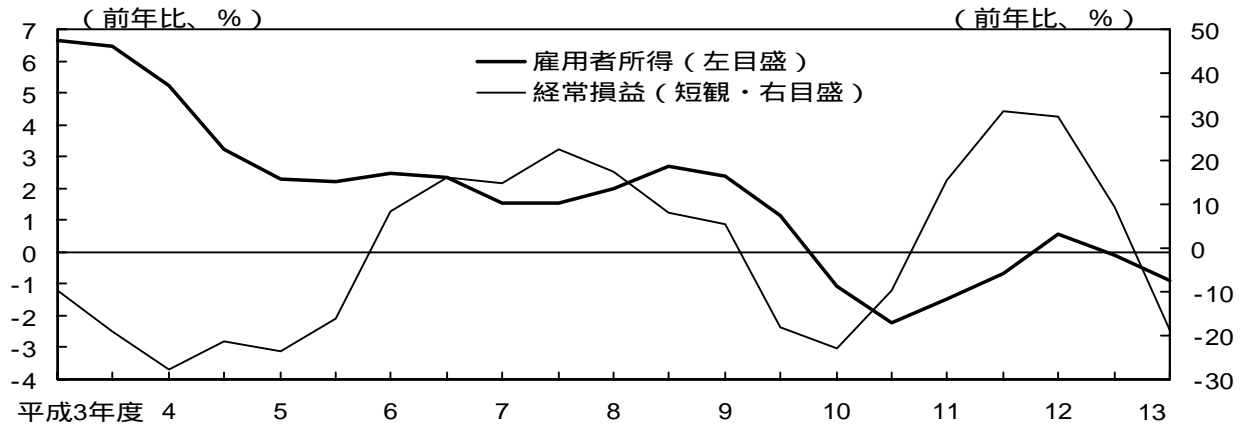
(2) 鉱工業生産と I T 関連生産



(注 1) 半導体製造装置は、(1)では I T 関連機器輸出に、また、(2)では一般機械に含まれている。

(注 2) 実質輸出は後掲の図表 5 (1)と同じベース。

(図表 4) 企業収益と雇用者所得



(注 1) 雇用者所得は後掲の図表 11 と同じベース。

(注 2) 13 年度上期の経常損益は、13 年 9 月時点の見込み。

(純輸出は引き続き大幅に減少)

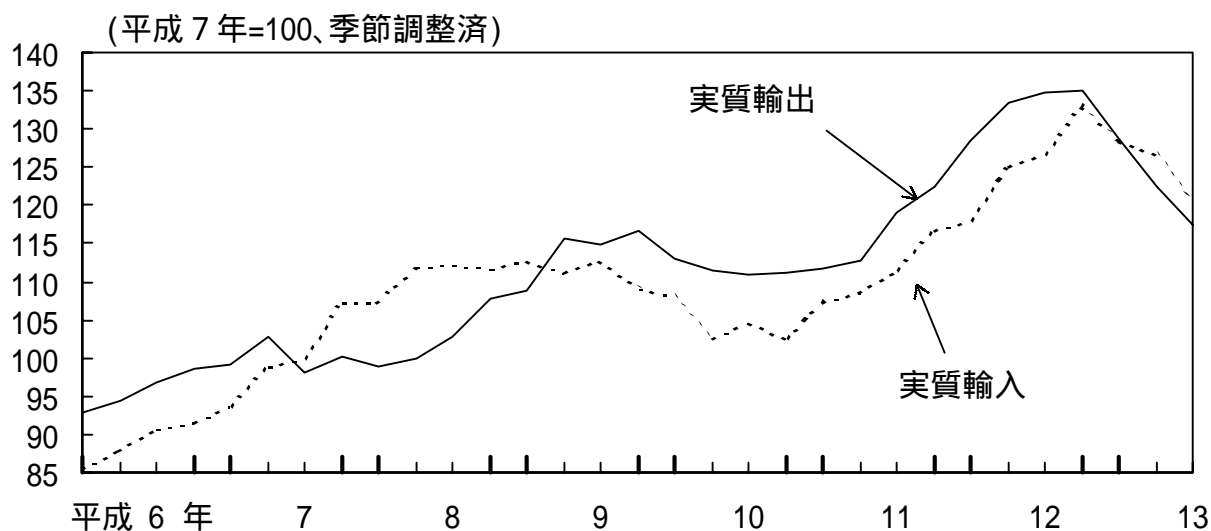
輸出入の動向をやや詳しくみると、通関統計ベースでみた実質輸出は、12年度下期に前期比1.6%の減少となったあと、13年度上期には同9.0%の大きな減少となった(図表5(1))。この内訳をみると、前期に減少した自動車関連が増加に転じた一方で、IT関連財や資本財(半導体製造装置)が大幅に減少した。また、中間財(鉄鋼、化学)も東アジアでの需給緩和を主因に、落ち込んだ。

一方、輸入についてみると、通関統計ベースの実質輸入は、12年度下期に前期比4.0%伸びたあと、13年度上期には、IT関連の部品やパソコン、さらには素原料や中間財が減少したため、逆に同5.5%の減少となった。

なお、実質貿易収支³でみた純輸出(実質輸出-実質輸入)をみると、輸出入ともに減少するなか、輸出の減少テンポが輸入を上回ったことから、引き続き大幅に減少した(図表5(2))。

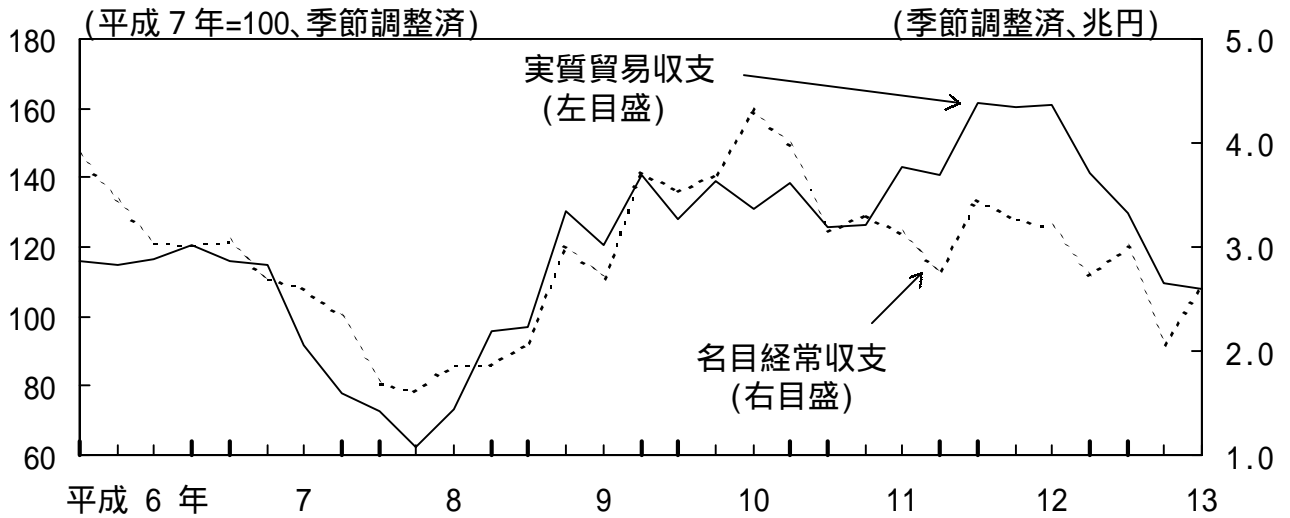
(図表5) 輸出入

(1) 実質輸出入



³ 厳密に言えば、実質貿易収支でみた純輸出は、所有権移転ベースではなく通関ベースである、サービス収支を含まない、などの点で、GDP統計上の純輸出とは異なるが、その推移は概ね等しい。

(2) 対外収支

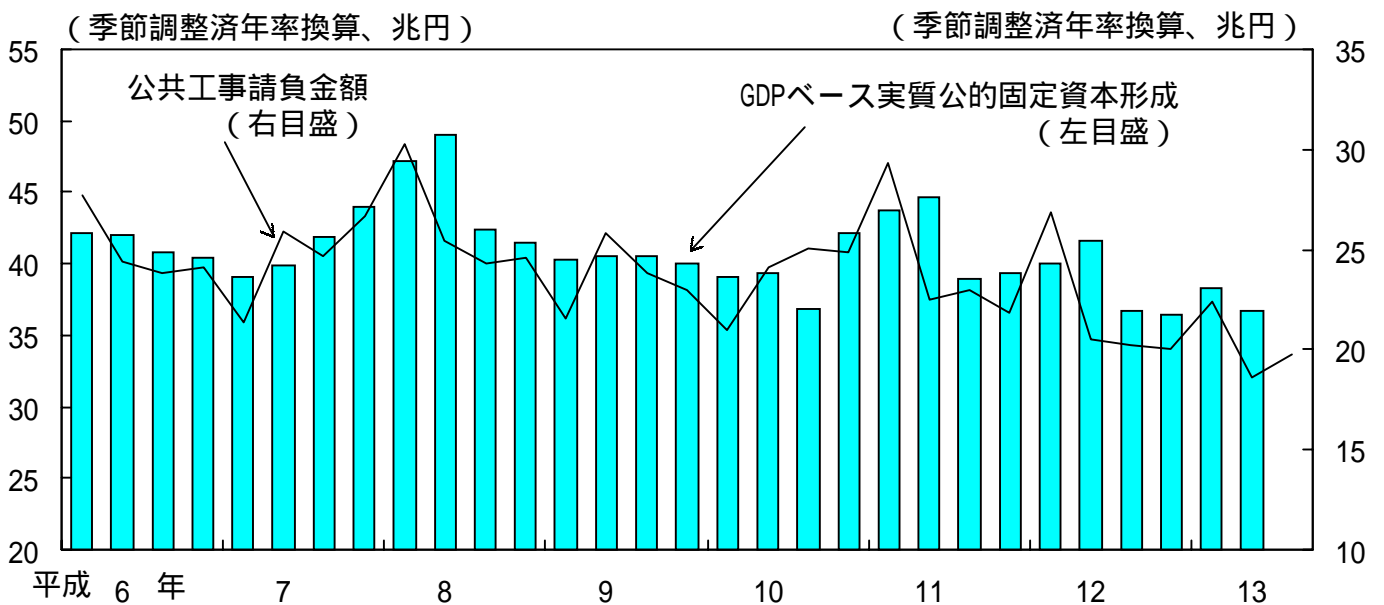


(注1) 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々除したうえ指数化したもの。
 (注2) 実質貿易収支は、上記の実質輸出入の差を指数化したもの。

(公共投資は前年度補正予算の執行一巡に伴い減少)

公共工事の発注の動きを表す公共工事請負金額は、12年度の補正予算関連の発注が集中したことを主因に13年1～3月に増加したが、13年度入り後は概ね低調に推移した(図表6)。また、工事執行ベースでも、こうした発注の動きを反映し、13年度入り後一旦増加したあと、減少傾向を辿った。

(図表6) 公共投資

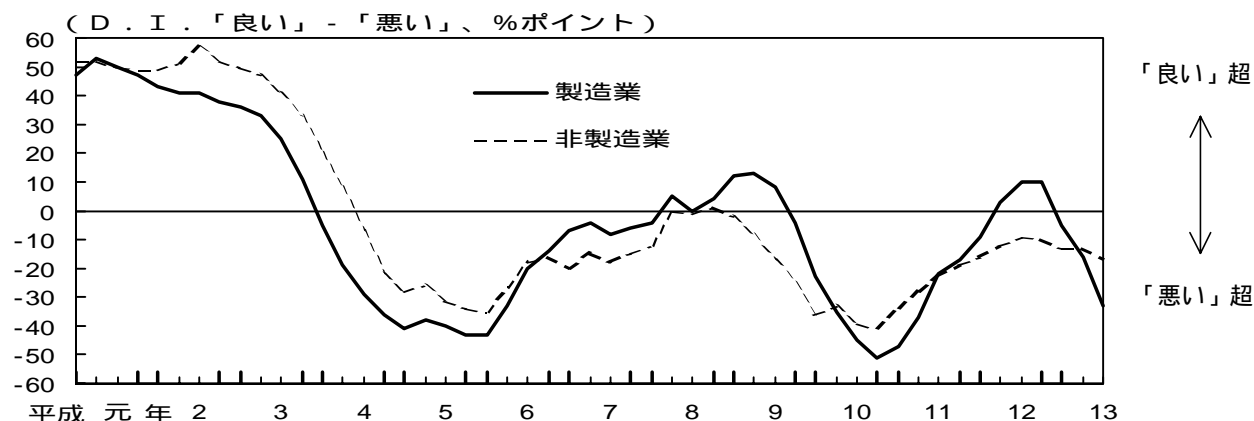


(企業収益の減益を背景に、設備投資は減少)

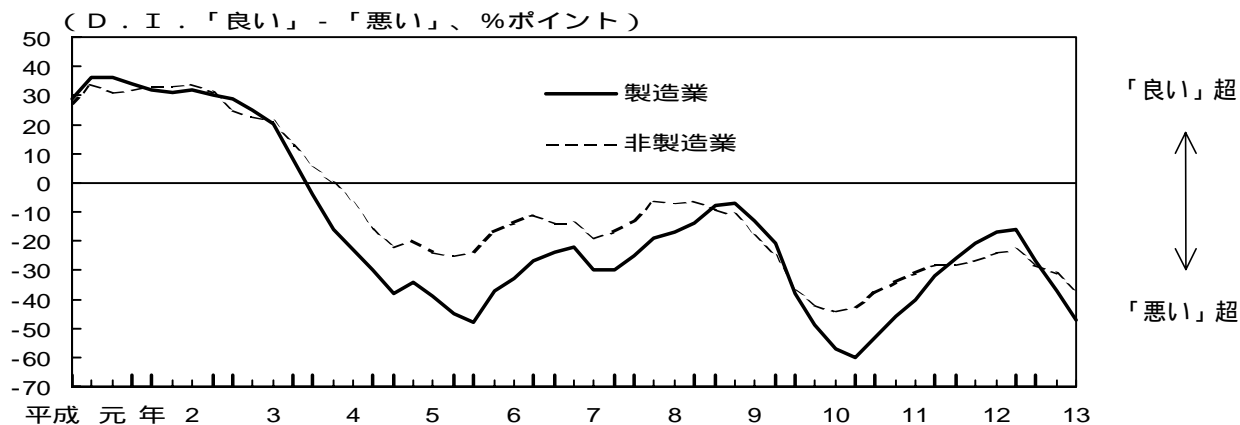
企業部門をみると、11・12年度と連続して大幅増益となった経常利益は、13年度上期には、輸出・生産の大幅な減少を受けて、製造業を中心に減益に転じたとみられる(前掲図表4)。企業の業況感は、企業収益が減少に転じたことに加え、株価下落の影響もあって、製造業を中心に悪化した(図表7)。この間、企業金融は、短観などをみると、13年度上期中を通じて概ね緩和された状態が続いたが、製造業の資金繰りには企業収益悪化の影響が徐々にみられたほか、中小企業からみた金融機関の貸出態度には、幾分、慎重姿勢が窺われるようになった⁴。

(図表7) 企業の業況判断(短観)

(1) 大企業



(2) 中小企業



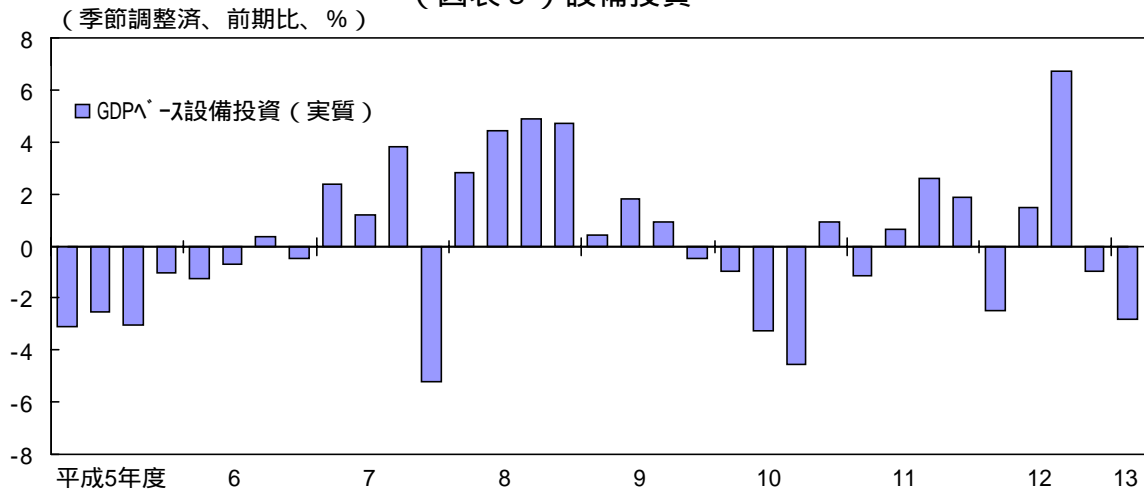
(注) 大企業：常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。

中小企業：常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

⁴ 企業金融の動向の詳細については、2.(6)量的金融指標等の動き、で後述。

このように企業の収益や業況感が悪化したことを受け、GDPベースの設備投資は、13年1～3月に概ね横這いの動きとなったあと、4～6月には、はっきりと減少した(図表8)。

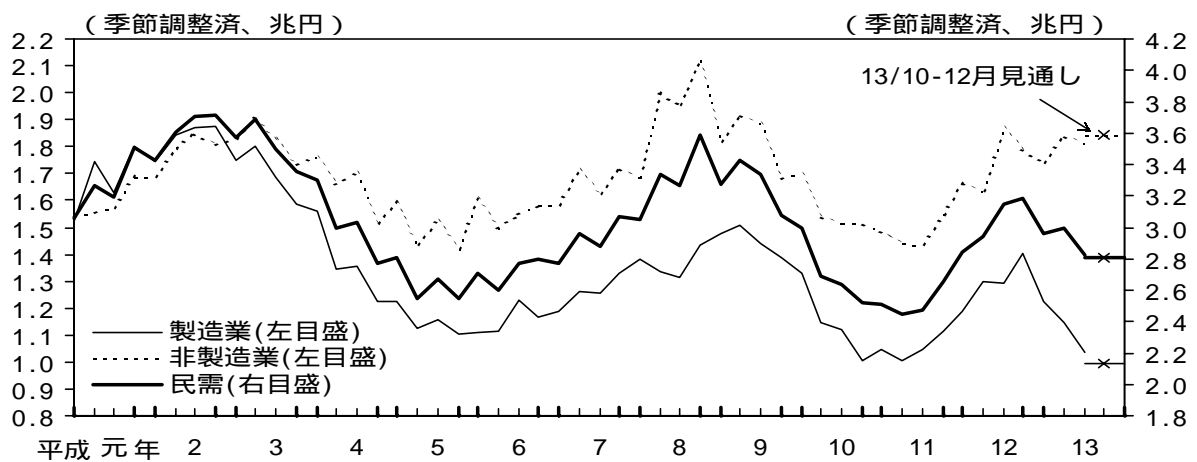
(図表8) 設備投資



その後も、IT分野を中心に投資計画が下方修正されるなど、設備投資の減少傾向が明確化した。具体的にみると、機械投資の先行指標である機械受注は、13年1～3月に減少に転じたあと、13年度入り後も減少傾向を辿った(図表9(1))。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積(非居住用)も、13年1～3月まで増加基調を続けた鉱工業用が、13年度入り後減少に転じたことを主因に、減少傾向を辿った(図表9(2))。

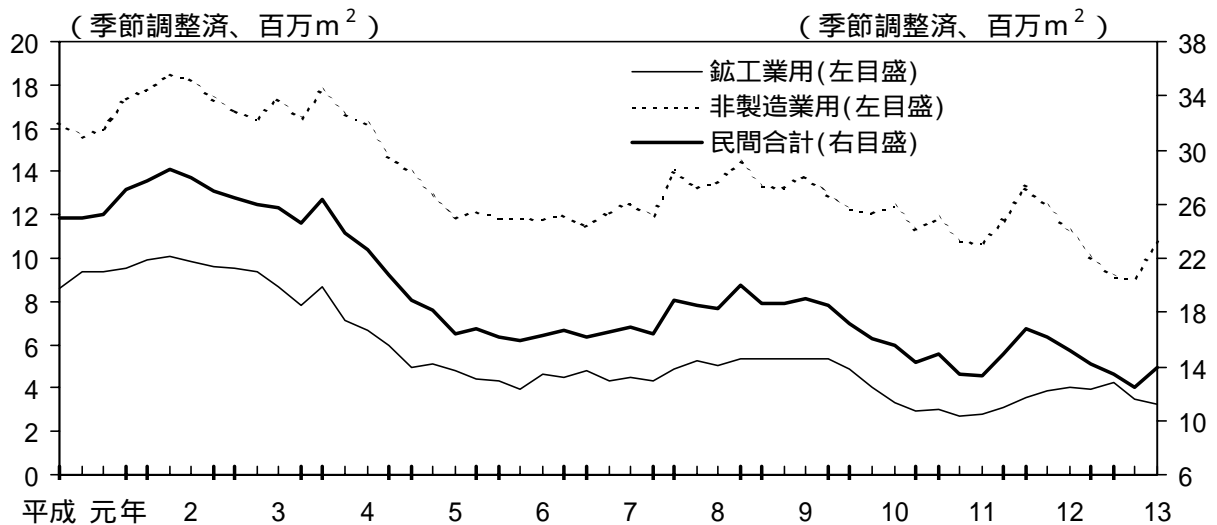
(図表9) 設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)



(雇用者の所得形成は徐々に弱まり、個人消費は横這い圏内の動き)

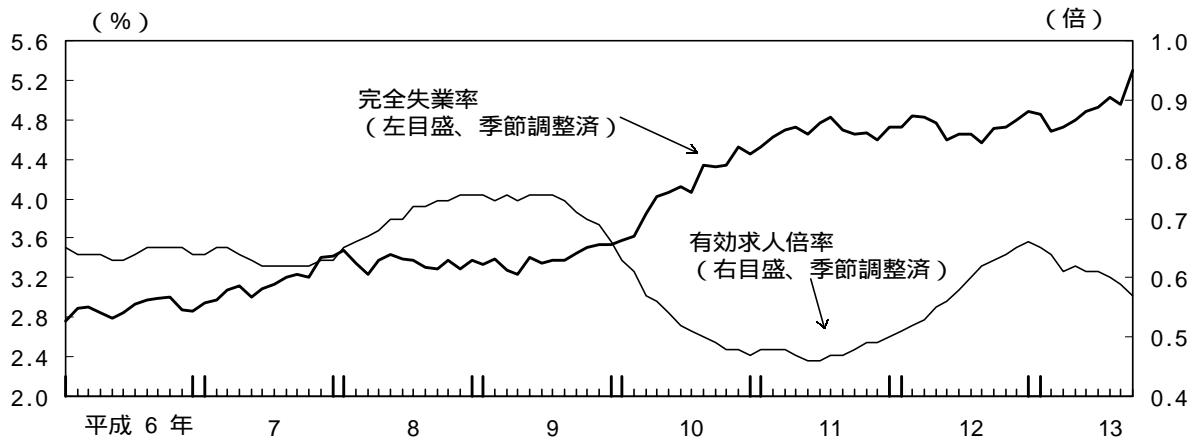
次に家計部門をみると、雇用者所得は、13年度入り後、しばらくは底固く推移したが、生産活動低下の影響を背景に、期末にかけて徐々に減少した(前掲図表4)。個人消費は、乗用車販売など強めの指標がある一方で、チェーンストア販売など低調な指標⁵もみられるなど、指標ごとに区々の動きがみられたが、総じてみれば横這い圏内で推移した。

雇用・所得環境のうち、労働需給は製造業を中心に緩和した(図表10)。完全失業率は若年層を中心に緩やかに上昇し、13年7月には昭和28年の統計作成開始以来初めての5%台に達したあと、9月にはさらに上昇した。また、13年初めに減少に転じた新規求人は、13年度上期入り後しばらくは非製造業を中心に底固く推移したが、期末にかけてやや減少した。加えて、新規求職が期中を通じ緩やかに増加したことから、有効求人倍率は徐々に低下した。

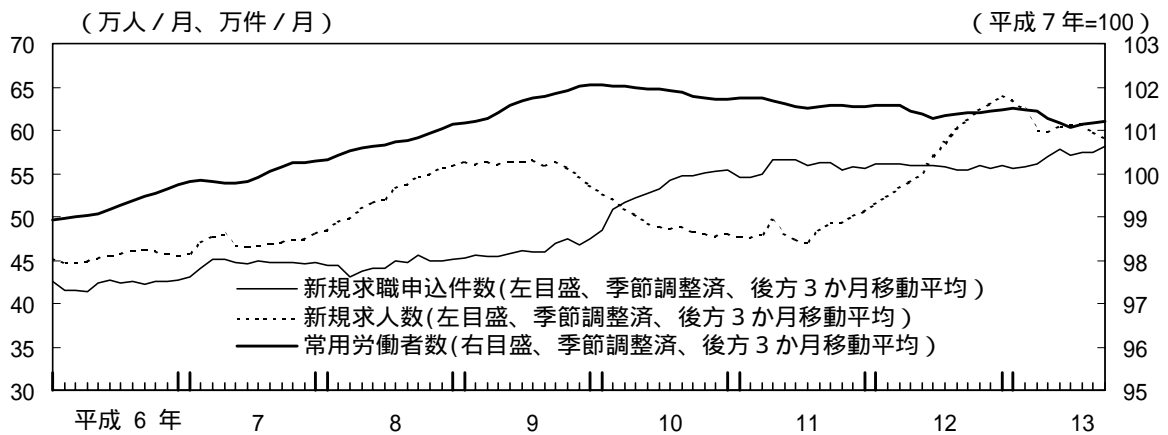
⁵ このうち家電販売については、本年4月の家電リサイクル法(法律の正式名称は、特定家庭用機器再商品化法)施行前にかけて、対象4品目(テレビ、冷蔵庫、エアコン、洗濯機)に駆け込み購入の動きが目立ったが、今年度上期にはその反動がみられたほか、パソコン販売も落ち込むなど、総じてみれば低調に推移した。

(図表 10) 労働需給

(1) 完全失業率と有効求人倍率



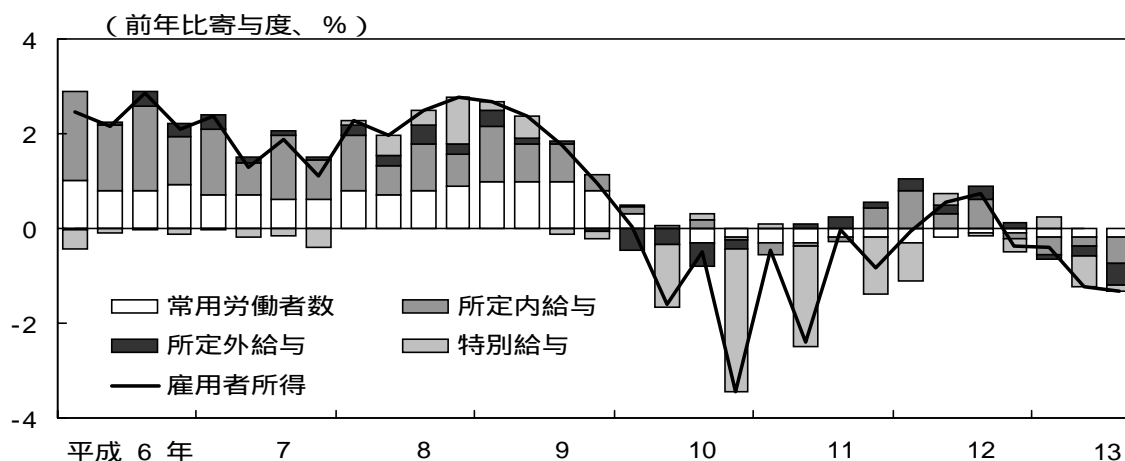
(2) 新規求人数・求職申込件数と常用労働者数



雇用者所得は、13 年度入り後もしばらくは底固い動きを続けたが、期末にかけて徐々に減少した(図表 11)。内訳をみると、常用労働者数の小幅な減少が続くなかで、1 人当たり名目賃金の低下幅が期末にかけて拡大した。名目賃金の動きをやや細かくみると、生産活動の低下を背景に所定外給与が減少したうえ、所定内給与の前年比もマイナスで推移した。また、夏季賞与の支給対象期間に相当する 6～8 月の特別給与も前年を下回った⁶。

⁶ 図表 11 では、賞与の支給時期にあわせて、第 1 四半期：3～5 月、第 2 四半期：6～8 月、第 3 四半期：9～11 月、第 4 四半期：12～2 月として表示している。

(図表 11) 雇用者所得



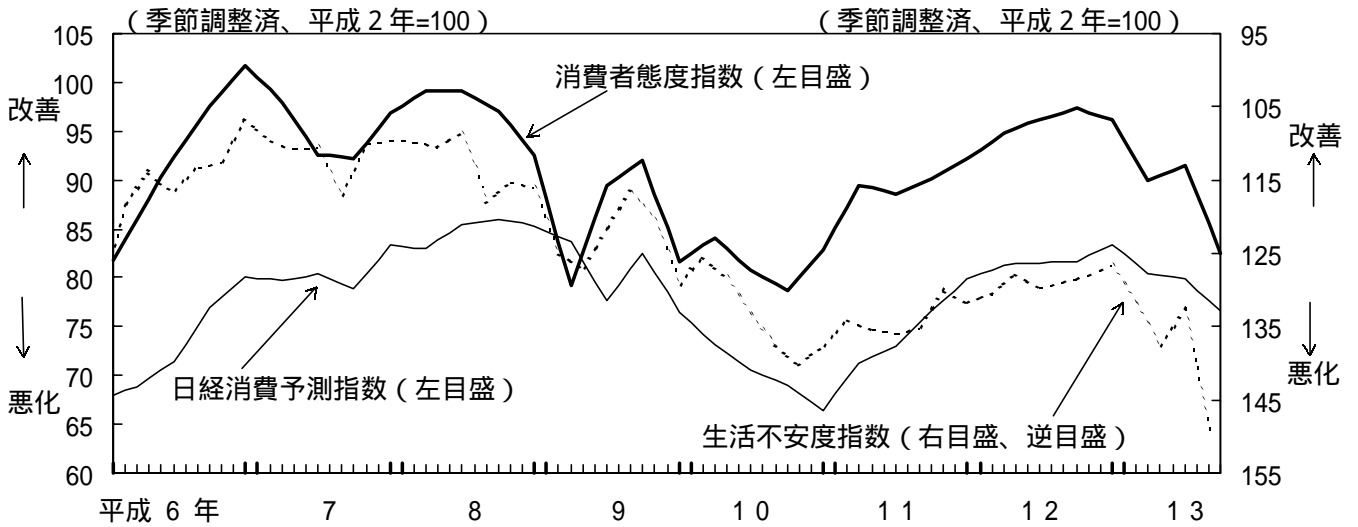
(注) 事業所規模5人以上の計数を使用。

消費者心理は12年度末にかけて慎重化したあと、春先には幾分改善したが、上期末にかけて再び悪化した(図表12)。個人消費は、ほぼ横這いの動きとなった。個人消費の動きをGDPベースで見ると、12年7～9月に1%強の減少、10～12月に1%弱の増加となったあと、13年入り後は1～3月に0.1%の増加、4～6月に0.2%の減少と、引き続き一進一退の推移を辿った。その後は、総じてみれば、横這い圏内の動きが続いたが、各種の個人消費関連指標では期末にかけてやや弱めの指標が増えていった(図表13)⁷。

⁷ 消費財供給数量とは、消費財の国内向け出荷に輸入を加えたものであり、鉱工業総供給表による。平成13年第3四半期(7～9月)の値は、「国内分」については、鉱工業出荷指数における消費財の伸び率から輸出寄与分(実質輸出より推計)を差し引いた伸び率を用いて試算し、「輸入品」については、消費財の実質輸入の伸び率を用いて試算した。

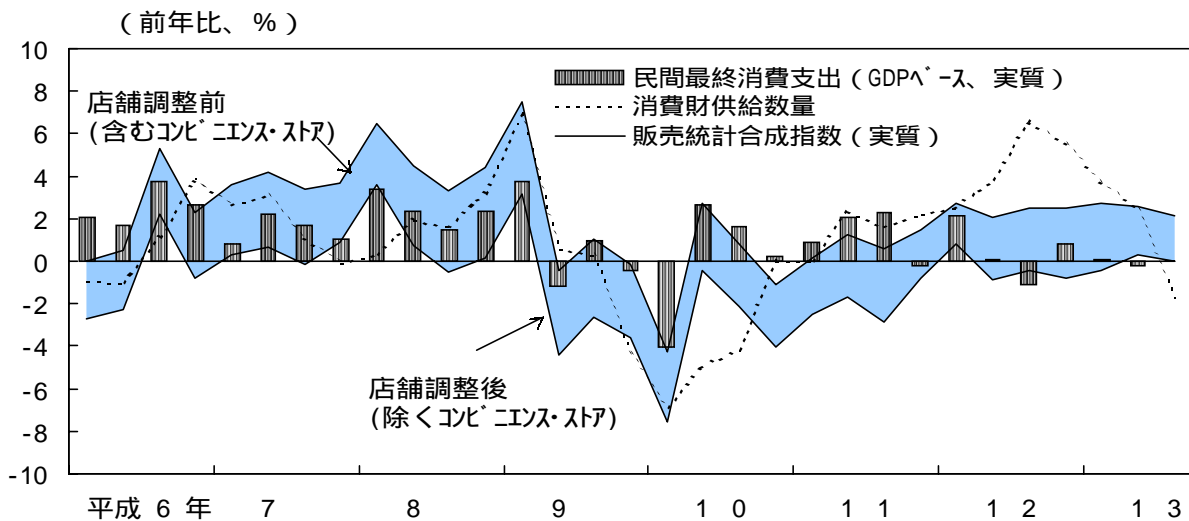
販売統計合成指数については、店舗調整前と店舗調整後の2系列を、全国百貨店・スーパー売上高、チェーンストア売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱高、外食産業売上高の各統計を用いて、家計調査の支出額ウェイトを用いて合成することにより作成している。「店舗調整前」は、新規出店による需要の掘り起こしや、既存店から新規の店への需要のシフトも含めて、消費動向のカバレッジをできるだけ広めにとったものである(店舗調整前の指数にはコンビニエンス・ストア売上高を含めている)。他方、「店舗調整後」は、新規出店への需要はカウントせずに、既存店における継続的な消費動向を示したものである。個人消費動向の実勢は、おそらく店舗調整前と調整後の中間にあると考えられる。なお、名目額で公表されているものについては、それぞれ該当の消費者物価指数、卸売物価指数を用いて実質化している。

(図表 12) 消費者心理



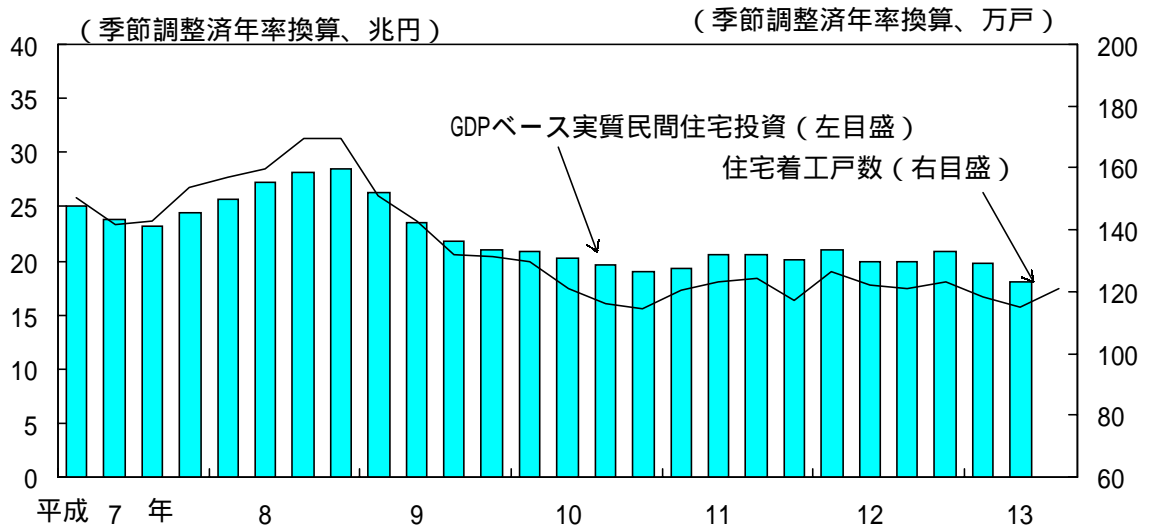
(注) 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040 世帯) 日経消費予測指数 (同首都圏 1,500 人) 生活不安度指数 (同全国 2,200 人) はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(図表 13) 個人消費



住宅投資は持家を中心に緩やかに減少した(図表 14)。新設住宅着工戸数の内訳をみると、住宅金融公庫の借入れ申し込み状況が低調であったことを反映し、公的資金を利用した持家着工が落ち込んだことを主因に、着工戸数全体では 13 年度上期に 118 万戸 (季節調整済みの年率換算値) と、12 年度下期 (同 121 万戸) に比べ若干減少した。

(図表 14) 住宅投資



(鉱工業生産は大幅に減少)

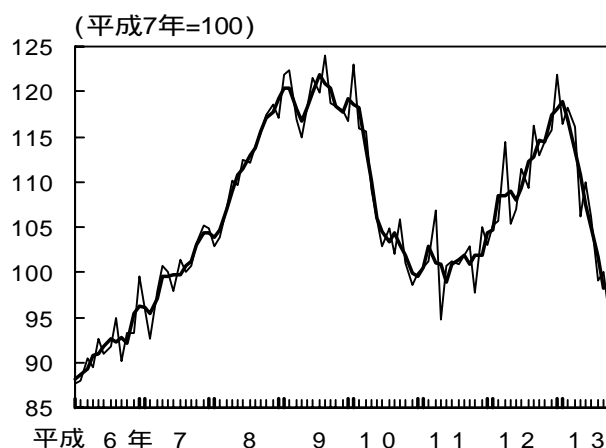
13 年入り後減少に転じた鉱工業生産は、引き続き電気機械や一般機械を中心に大幅に減少した(前掲図表 3 (2))。これを出荷面からみると(図表 15) 前述のように輸出の減少を主因に、生産財(半導体等電子部品や鉄鋼、化学)や資本財(半導体製造装置)が大幅に減少したうえ、建設財も低調な民間建設投資や公共投資を反映し、落ち込んだ。

(図表 15) 財別出荷

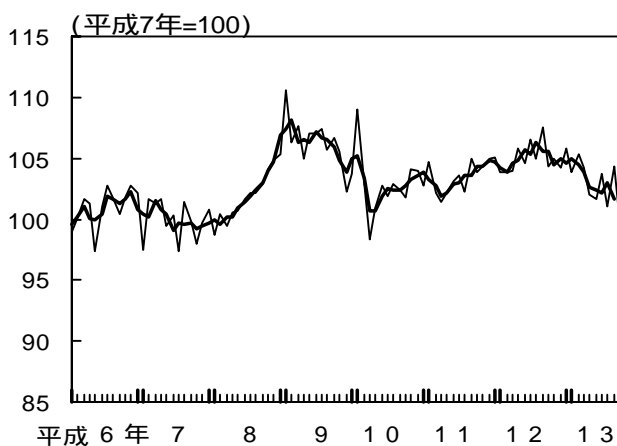
(1) 生産財<45.1%>



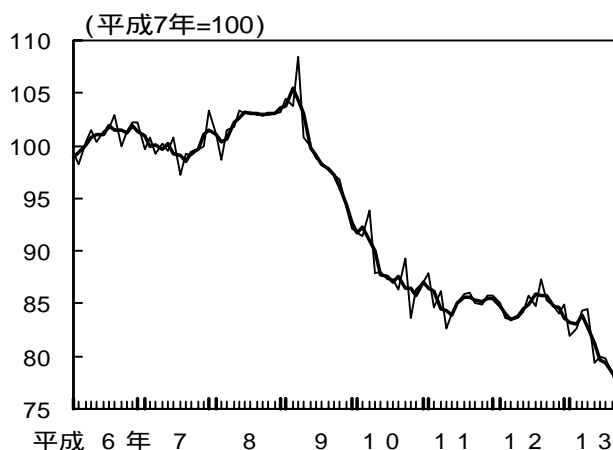
(2) 資本財(除く輸送機械)<14.2%>



(3) 消費財<28.0%>



(4) 建設財<8.3%>



(注) < >内は鉱工業出荷に占めるウェイト。

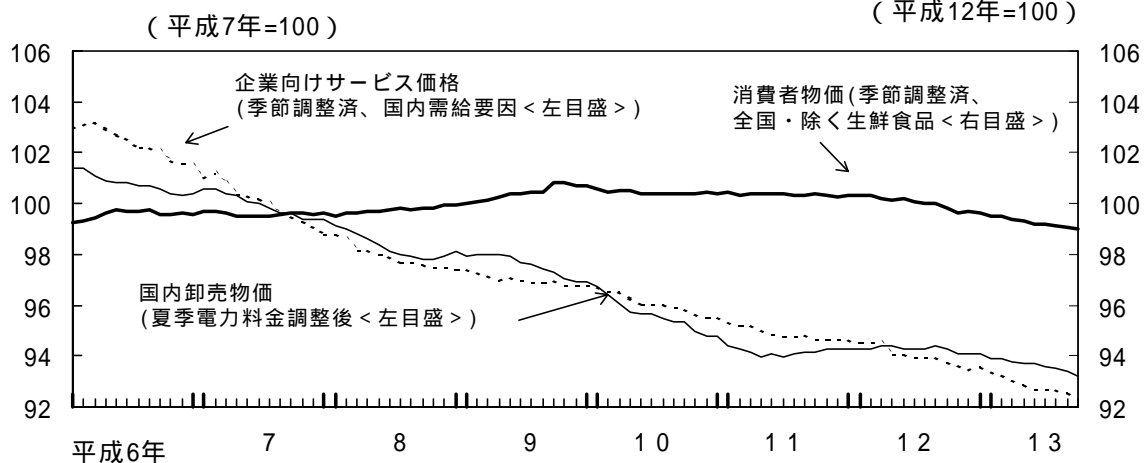
在庫動向をみると、最終需要財では建設財が幾分増加したものの、総じて在庫が抑制された状況が続いた一方、生産財では海外需要の減少が大きかった電子部品や素材を中心に13年入り後在庫が大幅に積み上がった。生産財については、13年度上期を通じた生産調整の結果、期末にかけて在庫の増加には歯止めが掛かったものの、在庫率は依然として高止まりが続くなど、企業の在庫過剰感は根強く残った。

(2) 物価の動向

13年度上期中の国内物価をみると、国内卸売物価は弱含みを続け、期末にかけて

は下落幅がやや拡大した（図表 16）。消費者物価⁸（除く生鮮食品⁹）も、輸入製品やその競合品価格の下落を主因に、弱含んだ。また、企業向けサービス価格指数（国内需給要因¹⁰）も、下落が続いた。

（図表 16）物価



（注）平成 9 年 4 月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して調整。図表 17、18 も同様。

⁸ 消費者物価指数は、本年 8 月に、これまでの平成 7 年基準から 12 年基準への切替えが行われた。今回の基準変更にあたっては、品目の改廃やウェイトの変更が行われたほか、幾つかの統計作成上の技術的変更も行われた。図表 16 の季節調整済系列では、各基準年の原計数値から生鮮食品およびデータ制約から季節調整に現段階では馴染まない外国パック旅行を除いたうえ、季節調整を行っている。

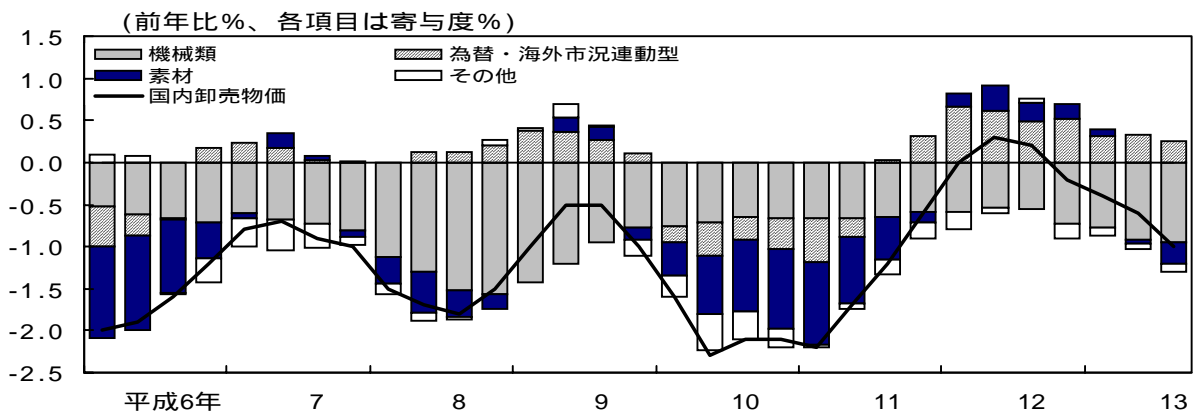
⁹ 「消費者物価（除く生鮮食品）」とは、消費者物価総合から天候要因等による振れが大きい生鮮食品を除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。因みに、13 年度上期中は、生鮮食品を含む消費者物価総合でも、概ね生鮮食品を除くベースと同様の動きを辿った。

¹⁰ 企業向けサービス価格（国内需給要因）とは、主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目のみから構成される指数を指す。すなわち、企業向けサービス価格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い料金を除いたものである。企業向けサービス価格（国内需給要因）を具体的にみると、一般サービス（機械修理、ソフトウェア開発等）、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などが含まれる。

13 年度上期の企業向けサービス価格（国内需給要因）は、IT 関連機器の価格低下や長期金利の低下を背景としたリース料金の値下がりや、一般サービス価格の下落が続くもとで、通信（国内通話料金や通信業者間のネットワーク料金）が大きく下落したことから、下落幅がやや拡大した。また、企業向けサービス価格指数の総平均も、同様にマイナス幅が拡大した。

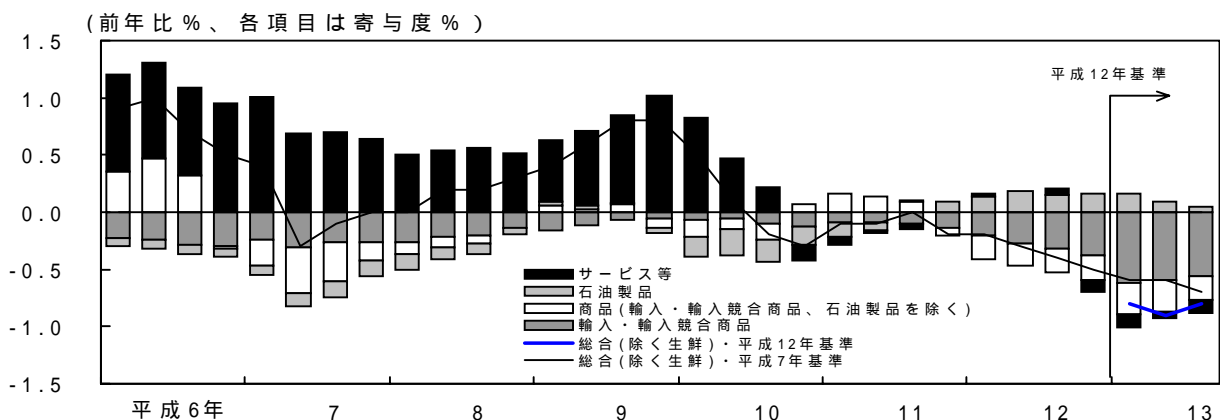
このうち、卸売物価では、機械類が引き続き下落するなか、13年度に入って素材が前年比で下落に転じたほか、為替・海外市況連動型（石油・石炭製品等）の上昇幅も縮まったことから、全体の前年比低下幅は徐々に拡大した（図表 17）。また、消費者物価（除く生鮮食品）は、輸入および輸入競合商品が引き続き下落するなか、石油製品の上昇幅が縮小したことなどから、全体の前年比低下幅は概ね横這いで推移した¹¹（図表 18）。

（図表 17） 国内卸売物価



（注 1）為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属。
 （注 2）機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

（図表 18） 消費者物価・総合（全国、除く生鮮食品）



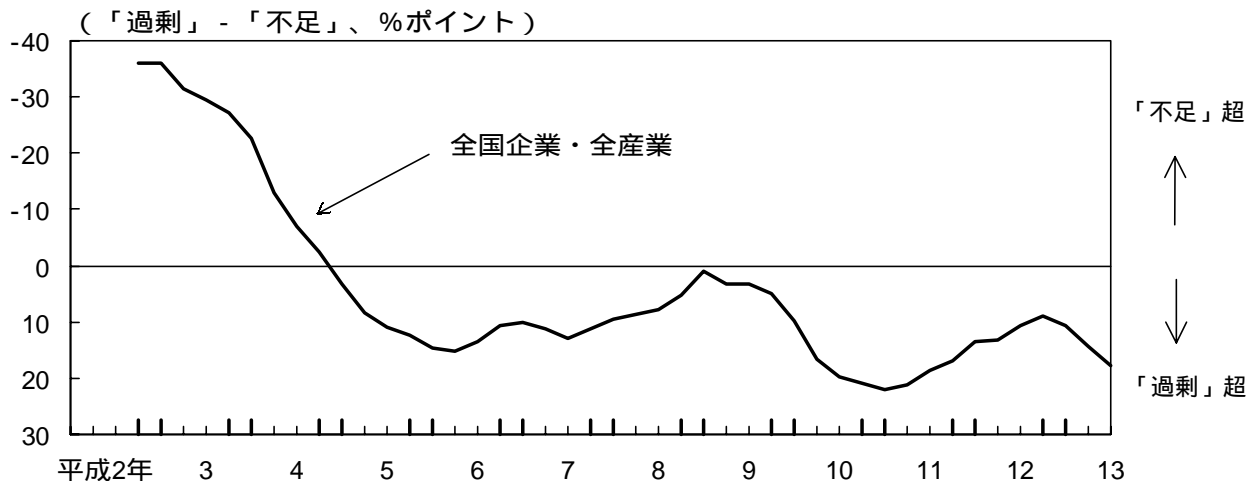
（注）輸入・輸入競合商品とは、消費者物価指数のうち、輸入物価指数と共通に採用されている品目と、輸入品と競合関係にありそうな品目を集計したもの。

¹¹ 平成 7 年基準も本年末まで新基準と併せ公表されていることから、図表 18 では両者の前年比をともに表示している。旧基準と新基準の前年比低下幅は、概ね 0.3%程度異なるが、これは今回の基準変更に伴い新たにパソコンが品目として採用され、パソコンの価格指数が前年比でみて 4 割弱下落していることの影響が大きい。

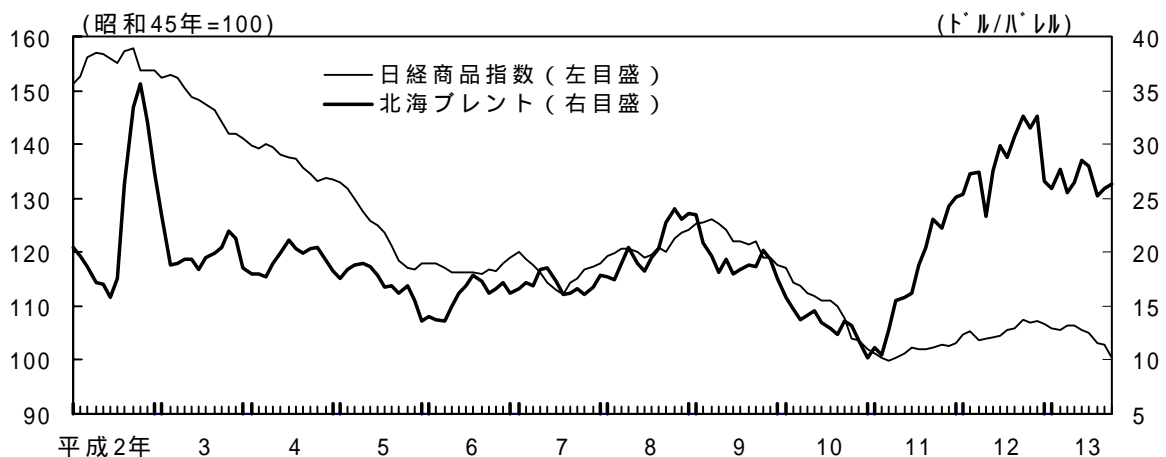
物価を巡る環境をみると、13年度上期中は、12年度下期中の為替円安がなお物価の押し上げ要因として働いたが、その他の要因の多くは、物価を押し下げる方向に作用した。すなわち、国内需給バランスの面では、13年度入り後、景気が調整局面入りするなかで経済の稼働水準も低下するなど、物価低下圧力が掛かりやすい状況となった（図表19(1)）。また、原油価格は総じて横這いで推移したものの、内外需給の緩和などを背景に、国内の商品市況は軟化を続けた（図表19(2)）。加えて、中国など東アジアからの製品輸入の増大、規制緩和・流通合理化に伴う財・サービス価格の低下や、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落が、引き続き価格下落方向に作用した。

（図表19）物価を巡る環境

（1）国内経済の稼働水準（生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.の加重和）



（2）原油価格と商品市況

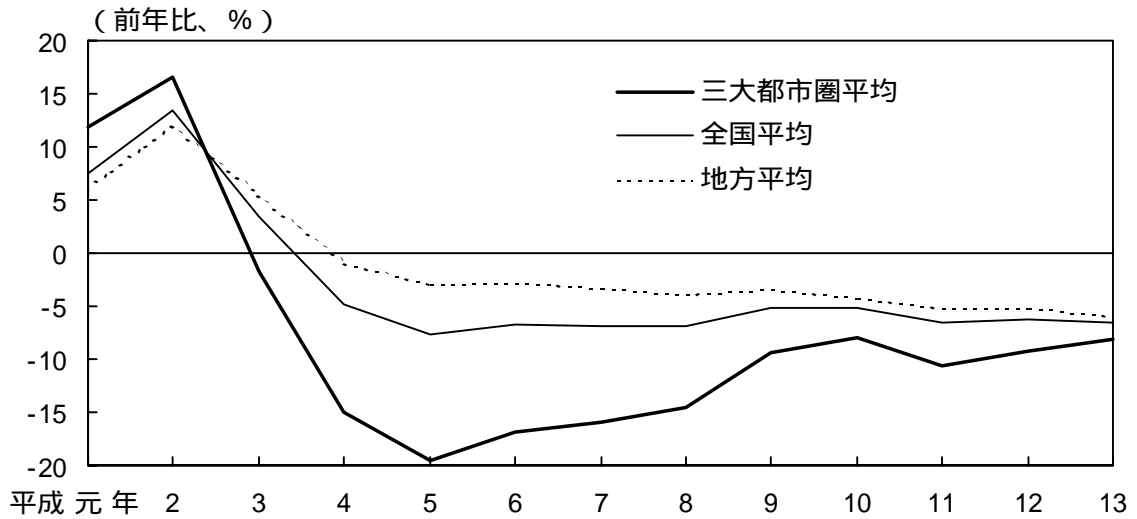


（注）短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を、資本と労働の分配率（平成2～11年度平均）のウェイトで合成したもの。

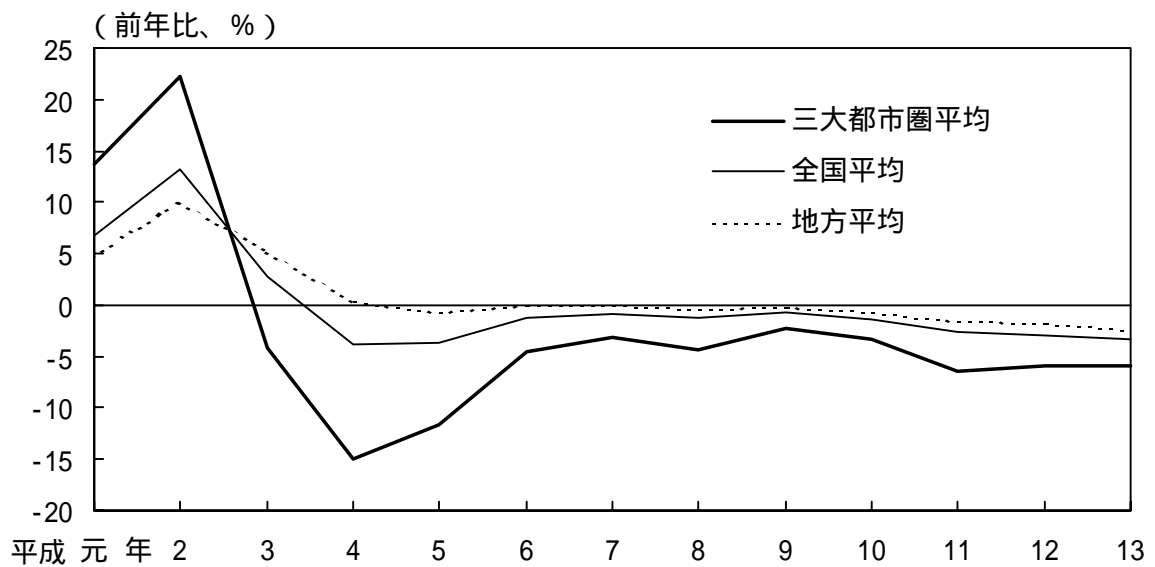
この間、地価の動向をみると、地域間や物件ごとでの二極化の傾向を伴いつつ、全体としては、商業地地価、住宅地地価のいずれも引き続き下落した（図表 20）。

（図表 20）地価

（ 1 ）商業地



（ 2 ）住宅地



(3) 海外金融経済の動向

13年度上期の海外経済情勢をみると(図表21) 米国では景気が一段と減速した。これに伴って、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気が大きく減速したほか、ユーロエリアでも景気の減速傾向が明確化し、世界経済の同時減速傾向が強まった。

(図表21) 海外経済(実質GDP)

(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

		平成 11年	12年	12年 3Q	4Q	13年 1Q	2Q	3Q	
米 国		4.1	4.1	1.3	1.9	1.3	0.3	- 0.4	
欧 州	ユーロエリア	2.6	3.4	1.9	2.3	2.0	0.4	n.a.	
	ドイ ツ	1.8	3.0	0.5	0.6	1.6	- 0.1	n.a.	
	英 国	2.1	2.9	2.8	2.0	2.6	1.8	2.4	
中 国		7.1	8.0			(1~9月) 7.6			
東 ア ジ ア	N I E S	韓 国	10.9	8.8	9.2	4.6	3.7	2.7	n.a.
		台 湾	5.4	5.9	6.7	3.8	0.9	- 2.4	n.a.
		香 港	3.0	10.5	10.8	7.0	2.3	0.5	n.a.
		シンガポール	5.9	9.9	10.3	11.0	4.8	- 0.7	- 5.6
	A S E A N 4	タ イ	4.2	4.4	2.9	3.2	1.8	1.9	n.a.
		インドネシア	0.8	4.8	4.4	5.2	3.2	3.5	n.a.
		マレーシア	6.1	8.3	7.6	6.3	3.1	0.5	n.a.
		フィリピン	3.4	4.0	4.6	3.8	3.2	3.3	n.a.

海外金融市場の動向をみると、米国、欧州では、政策金利の引き下げに伴い、短期金利は総じて低下基調で推移した。長期金利についても、世界景気の減速観測の強まり等から、特に7月以降、低下が目立った。株価は、IT関連企業を中心に企業収益の悪化懸念が高まったことから、下落傾向を辿った。また、東アジアの金融市場でも、企業収益の悪化懸念や米国株価下落の影響等から、多くの国・地域で株価の下落傾向が続いた。

エマージング諸国では、アルゼンチンやトルコなど一部債務国の債務返済能力

に対する市場の懸念が高まったことから、7月に対米国債スプレッド¹²が急拡大する局面がみられたが、IMFによる追加支援策等により、市場はやや落ち着きを取り戻した。

9月入り後は、11日の米国テロ事件発生に伴い、米国では一時債券・株式の取引が停止され、取引開始後も株価が大幅に下落する一方、国債金利が急低下するなど、金融市場は大幅な変動に見舞われた。欧州においても株価の下落、国債金利の低下がみられたほか、東アジア、中南米など、多くの地域でも、為替相場・株価の下落、国債金利の対米国債スプレッドの拡大等の影響がみられた。こうした状況に対し、米国、欧州の金融当局は、金融市場の機能維持・安定確保のために、大量の流動性供給や政策金利の引き下げ等の施策を相次いで実施した。

こうした動きをやや細かくみると、まず、米国では、生産・在庫調整が続くなかで、企業収益の悪化等を背景にIT関連を中心とした設備投資が大幅に減少した。労働需給も、企業の雇用スタンスの慎重化から緩和傾向を辿り、失業率は上昇を続けた。一方、個人消費や住宅投資など家計部門の需要は、雇用環境の悪化が進むもとでも比較的底固く推移し、米国景気を下支えした。この間、7月に減税が実施され、家計所得の押し上げに寄与した。もっとも、テロ事件発生後は、消費者コンフィデンスが大きく低下し、個人消費が大幅に減少するなど、不安定な動きがみられ、7～9月の実質GDPは、8年半ぶりに前期比減少した。

物価は、エネルギー価格の低下、財・労働需給の緩和等を背景に、総じて安定的に推移した。また、対外バランス面では、景気減速に伴う輸入の大幅減少を主因に、経常収支は赤字幅の縮小が続いた。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、4月18日、5月15日、6月27日、8月21日、さらに、テロ事件後の9月17日と、相次いでフェデラル・ファンド・レート誘導目標水準を引き下げたため（年初来8回、累計で3.50%）、同水準は9月末時点で3.00%となった。また、財政政策面でも向う10年間で総額1兆3,500億ドルの減税を決めたほか、9月にはテロ事件の発生を受けて航空業界支援など550億ドルの財政支出を決定した。

長期金利の動きをみると（図表22(1)）、4月から5月にかけては、年後半にかけての景気回復期待や、減税実施に伴い国債発行残高の減少テンポが鈍化すると懸念などから上昇したが、6月から9月にかけては、景気減速観測の強まりや

¹² これら諸国の国債に対する市場の信用リスク認識を示す指標。

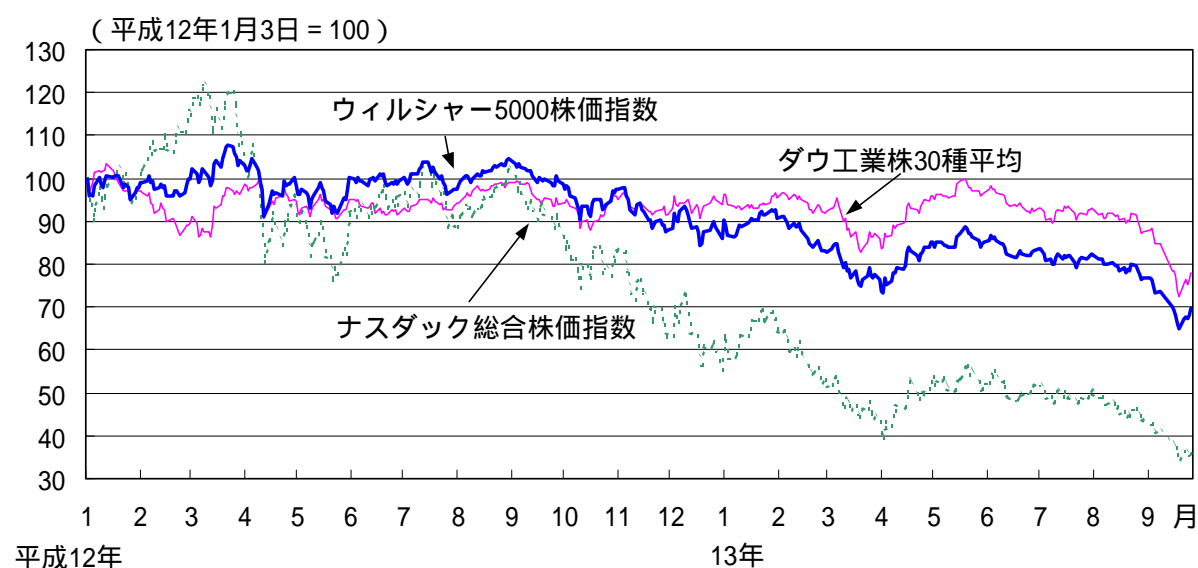
株価下落に伴う安全資産へのシフトもあって、低下傾向を辿った。なお、テロ事件の影響により、米国債券市場は9月11、12日に取引停止となったが、取引再開直後には国債金利が一時急低下した。また、株価は(図表22(2))、4月から5月にかけて、年後半にかけての収益回復期待などから上昇したが、その後、景気が急激な減速を示すなか、企業収益の悪化懸念が高まり、ダウ工業株30種平均、ナスダック総合株価指数ともに下落傾向を辿った。なお、テロ事件の影響により、米国株式市場は9月11日から14日まで休場となったが、取引再開後には株価が急落し、ダウ工業株30種平均、ナスダック総合株価指数ともに、平成10年10月以来の水準まで下落した。

(図表22) 米国の長期金利と株価

(1) 米国長期金利(国債10年物)



(2) 米国株価



欧州についてみると、ユーロエリアでは、主要国における減税の効果もあって、個人消費が底固く推移した一方で、世界景気減速の影響等から、輸出・生産が減少し、設備投資も減少したため、4～6月には景気減速が明確化した。特にドイツでは、実質GDP成長率は前期比マイナスに転じた。こうしたなか、失業率も改善が足踏み状態となり、一部の国では失業者数の増加がみられた。

ユーロエリアの物価動向をみると、エネルギー価格の上昇や、家畜伝染病の影響による食料品価格の上昇等から、消費者物価は、5月まで前年比上昇率を高めていった。その後、エネルギー価格の低下を主因に前年比上昇率は低下した。

こうした情勢のもとで、欧州中央銀行は、5月10日および8月30日に、中長期的な物価上昇圧力が低下したとの判断から、政策金利である主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利を0.25%ずつ引き下げ、4.25%とした。さらに、米国テロ事件の発生後、9月17日には、米国連邦準備制度の政策金利引き下げに協調するかたちで同金利を4.25%から3.75%に引き下げた。

英国では、世界景気減速の影響から輸出が減少を続けた一方、雇用環境の改善や住宅価格の上昇等を背景に、個人消費は堅調に推移したため、景気は底固く推移した。物価面では、個人消費の堅調や天候要因による食料品価格上昇の影響から、小売物価指数（除くモーゲージ利払）の前年比上昇率がやや高まった。

こうしたなか、イングランド銀行は、4月5日、5月10日、8月2日、さらに、米国テロ事件後の9月18日に、政策金利であるレポ金利をそれぞれ0.25%ずつ引き下げた（年初来累計引き下げ幅1.25%）。この結果、上期末の同金利の水準は4.75%となった。

欧州の長期金利の動きをみると、ユーロエリアでは、4月から5月にかけて、食料品・エネルギー価格の上昇に伴うインフレ懸念の高まり等から、上昇した。また英国でも、4月から6月にかけて、個人消費の堅調や食料品・エネルギー価格の上昇から、長期金利は上昇した。その後は、株価下落や景気減速懸念から、ユーロエリア、英国とも長期金利は低下傾向を辿った。

欧州株価は、ユーロエリア、英国とも、5月にかけて、年後半にかけての収益回復期待から上昇したが、その後は、景気減速懸念の高まりから下落傾向を辿った。さらに9月中旬から下旬にかけては、米国テロ事件の影響から、各国株価は大幅に下落し、ここ数年の最安値を更新した（英FT100は平成9年4月、独DAX30は9年10月、仏CAC40は10年12月以来の安値）。

NIEs、ASEAN4 各国¹³では、米国景気の減速や、世界的なIT関連財需要の減速を背景に、輸出が減少傾向を辿った。このため、生産が減少し、稼働率の低下等から設備投資も減少するなど、景気は減速傾向を強めた。こうしたなか、韓国、台湾等では、政策金利が数次にわたり引き下げられたほか、財政面からの需要拡大策も採られた。物価については、インドネシアで公共料金の引き上げ等の影響から消費者物価は高めの伸びが続いたが、その他の国・地域では、概ね安定的に推移した。

この間、金融市場をみると、株価は、政権交替（インドネシア）や企業や金融部門におけるリストラ進捗期待（マレーシア、タイ）等から一時上昇する動きもみられたが、総じてみると、米国株価の下落や米国景気減速に伴う輸出の減少を受けて軟調に推移した。なお、米国テロ事件以降は各国・地域とも株価は大幅に下落した。この間、為替レートは、インドネシアでは政権交替を受けて通貨ルピアが大幅高となったが、その他の通貨は総じて横這い圏内で推移した。

中国では、輸出の伸び率は低下したものの、積極的な財政政策と高水準の直接投資流入等を背景に、高成長が維持された。株式市場では、2月に外国人投資家向け株式の取引が一部の国内投資家に対して解禁されて以降、株価は大幅に上昇したが、その後は反落している。

中南米主要国についてみると、アルゼンチンでは、景気低迷が続くなかで、7月には債務返済能力に対する市場の懸念が高まったことから、同国国債の対米国債スプレッドが急拡大した。その後、歳出削減策とIMF追加融資を受けて小康状態にあったが、米国テロ事件以降は同スプレッドが再び拡大している。ブラジルでは、アルゼンチン情勢の余波に加えて、干ばつによる電力危機もあったことから、通貨レアルの下落が続き、政策金利の引き上げにも拘わらず最安値を更新した。

また、トルコでは、アルゼンチン情勢の余波と同国の債務返済能力に対する市場の懸念から、対米国債スプレッドが7月に大きく拡大した。その後、経済改革プログラムに対するIMFの評価等が好感され、同スプレッドは一旦は縮小したが、米国テロ事件以降には再び拡大した。この間、通貨リラは軟調に推移し、最安値を更新した。

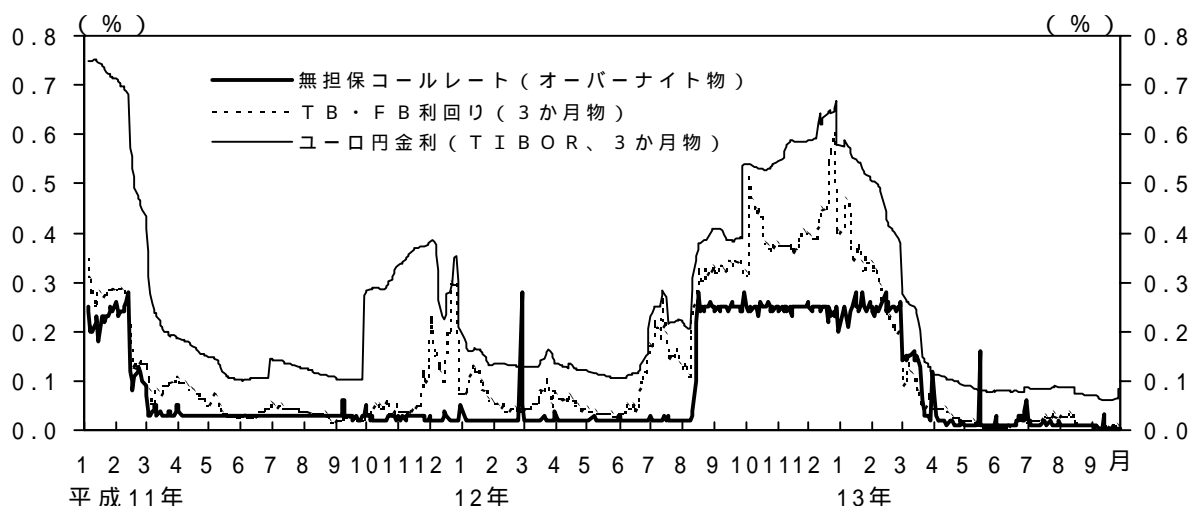
¹³ 本節では、NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポールを指す。また、ASEAN4 各国は、協議体としてのASEAN10 各国のうち、比較的規模の大きいタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンを指す。

2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成13年度上期の短期金融市場の動きをみると(図表23) 無担保コールレート(オーバーナイト物、以下同じ)¹⁴は、日本銀行当座預金残高¹⁵を5兆円程度にするという3月に決定された金融市場調節方針のもとで、概ね0.01%で安定的に推移した。その後、8月の金融政策決定会合での当座預金残高の6兆円程度への引き上げや9月の同会合での6兆円を上回ることを目標とする潤沢な資金供給の決定等を受けて、同レートは一段と低下した。ターム物金利¹⁶については、日本銀行による8、9月の一連の措置を受けて一段と低下したあと、横這い圏内で推移した。

(図表23) 短期金融市場金利



具体的にみると、8月13、14日の会合で金融市場調節方針が変更(日銀当座預金残高の5兆円程度から6兆円程度への増額)されたことや、9月6日(同日約定分)からは、コール市場での取引金利の刻み幅が0.01%刻みから0.001%刻みへ細分化されたことなどを受けて、無担保コールレートは一段と低下し、0.001~

¹⁴ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

¹⁵ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高のこと。

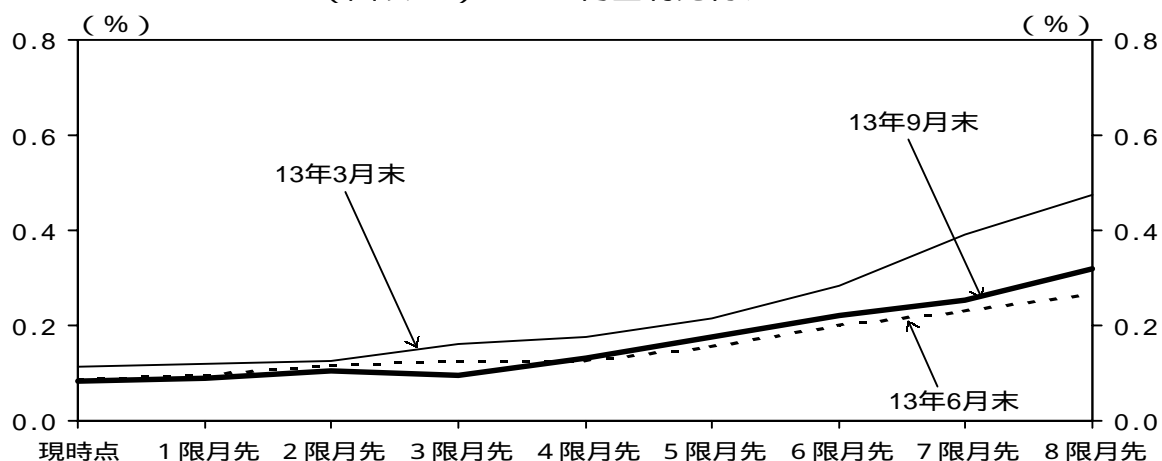
¹⁶ ターム物金利とは、オーバーナイトよりも期間の長い短期金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

0.003%とゼロ近辺で推移した。その後、米国テロ事件の発生（9月11日）を受けた流動性需要の高まりを背景に、一時的に若干強含む局面がみられたが、9月18日の会合での政策決定のあとは、6兆円を上回ることを目標とする潤沢な資金供給を受けて、落ち着きを取り戻した。

また、ターム物金利の動向をみると、ユーロ円金利（TIBOR3か月物、以下同じ）やTB（割引短期国債）・FB（政府短期証券）レートは、3か月物が9月末越えとなる6月下旬頃から一旦は若干強含んだが、8月、9月の金融政策決定会合での措置を受けて低下に転じ、本年5～6月の既往最低に近い水準で推移した。

短期金融市場における金利観の推移をみると（図表24）、ユーロ円金利先物レートは、株価の下落などを背景に金利先高観が後退したことから、期先のものを中心に6月末にかけて低下した。その後、日本銀行による8、9月の一連の措置を受けて、期近の期間のものを中心に若干ながら水準を下げた。9月末の段階では先行きの短期金利について、当面14年半ば頃までは横這い圏内ないし、ごく緩やかな上昇に止まることを織込んだ形状となっている。

（図表24）ユーロ円金利先物レート

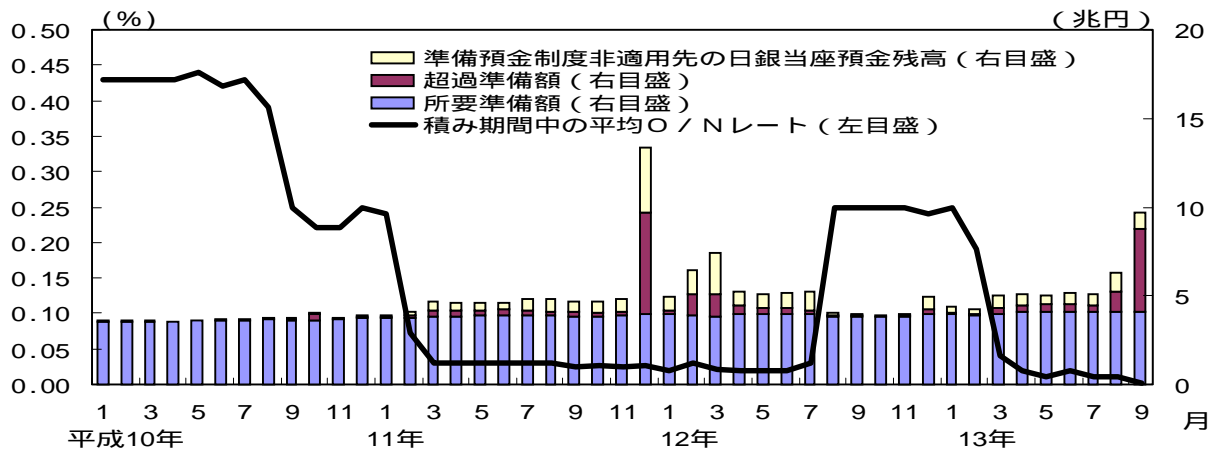


（注）ユーロ円金利先物レートは、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（ユーロ円TIBOR3か月物）である。グラフでは、例えば、13年9月末時点（太実線）における1限月先（13年12月央）のユーロ円金利の市場予想値が0.090%、2限月先（14年3月央）が0.105%、3限月先（14年6月央）が0.095%であったことを表わしている。

日銀当座預金残高は（図表25）、3月19日の金融政策決定会合での金融緩和措置を受け、概ね5兆円程度が維持されたあと、8月13、14日の同会合での金融市場調節方針の変更を受けて、6兆円程度に引き上げられた。その後、米国テロ事

件を受けて、無担保コールレートが強含むなど流動性需要が強まったことから、当座預金残高は一段と引き上げられた。さらに、9月18日の会合での金融市場調節方針の変更を受けて、当座預金残高が6兆円を上回ることを目標に潤沢な資金供給が行われたことから、同残高は9月末には12兆円超に達した。

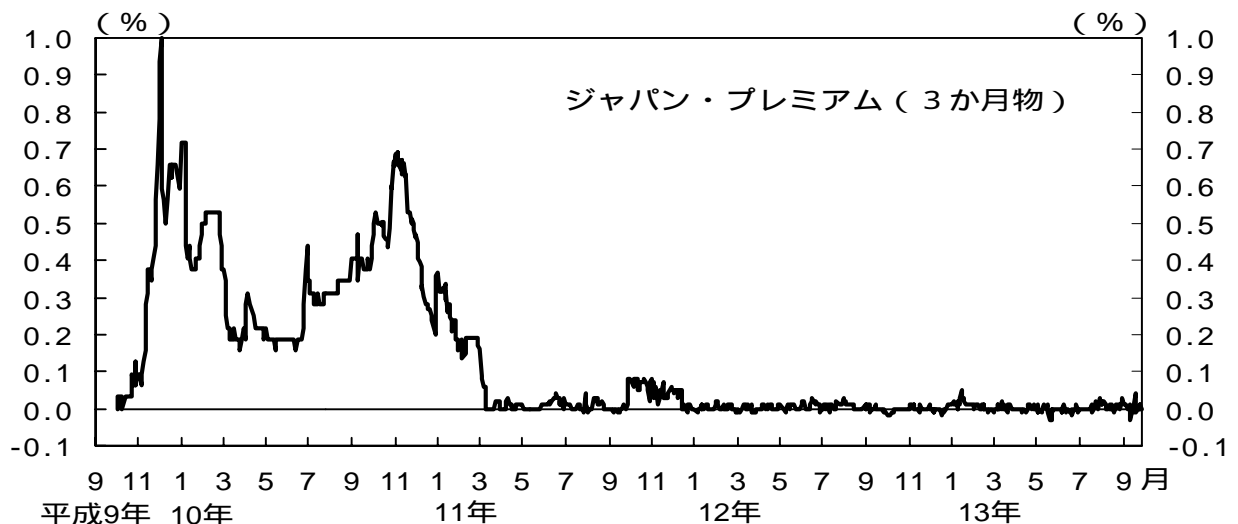
(図表 25) 日銀当座預金残高 (月中平残)



(注) 積み期間中の平均残高。

ジャパン・プレミアム¹⁷は(図表 26)、ほぼ解消された状態が続いている。

(図表 26) ジャパン・プレミアム

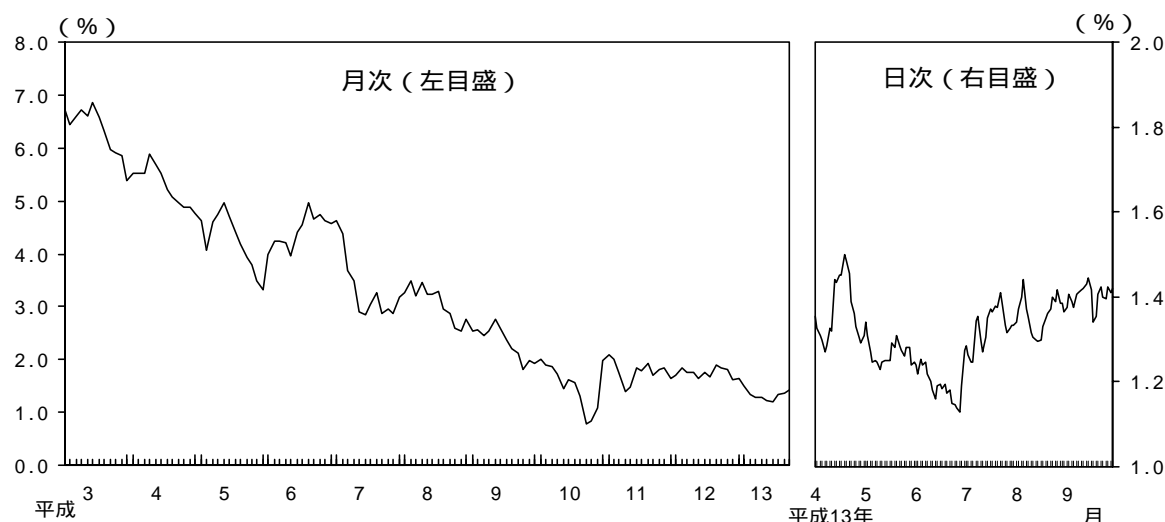


¹⁷ わが国の金融機関がドル資金を調達する際に、欧米金融機関のドル資金調達金利に上乗せしなければならない金利幅。ここでは、ジャパン・プレミアムを「東京三菱銀行オファーレートとパークレイズ銀行オファーレートの差」でみている。

(2) 債券市場の動向

13年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債の流通利回りは(図表27) 概ね1.1~1.5%の間のレンジ内で揉み合う展開となった。

(図表27) 長期国債流通利回り



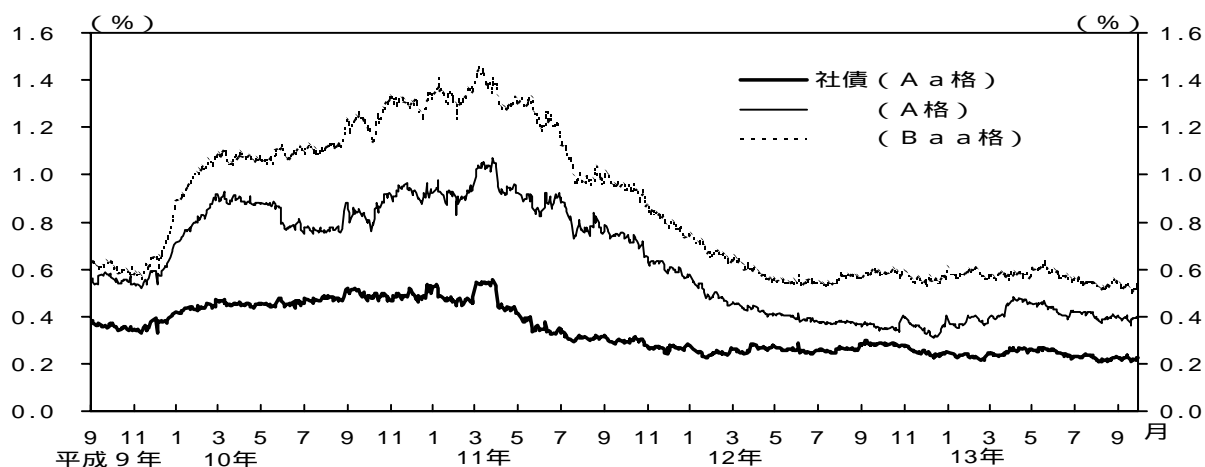
(注) 長期国債流通利回りは10年物新発債。ただし、10年11月以前は10年物上場最長期物。

やや詳しくみると、まず4月下旬にかけては、景気に対する見方が慎重化するなか、国債需給悪化懸念を背景に、長期金利は一旦1.5%まで上昇した。もっとも、6月末にかけては、小泉新政権下で財政構造改革が進展するとの期待感が国債需給悪化懸念の後退に繋がったことなどから、低下に転じ、一時は1.1%台前半まで低下した。

その後、新規財源国債の発行規模拡大に関する思惑などから、長期金利は幾分上昇気味に推移した。8月の金融緩和措置発表のあとも、株価が下落するなか、投資家のリスク許容度の低下を背景としたポジション調整売りが増加したこと、海外格付機関がわが国国債の格付けを引き下げ方向で見直す等の報道が嫌気されたこと、などもあって9月末にかけて1.4%程度にまで上昇した。

この間、社債・金融債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表28) 概ね横這いしないしやや縮小して推移した。

(図表 28) 社債流通利回り格差

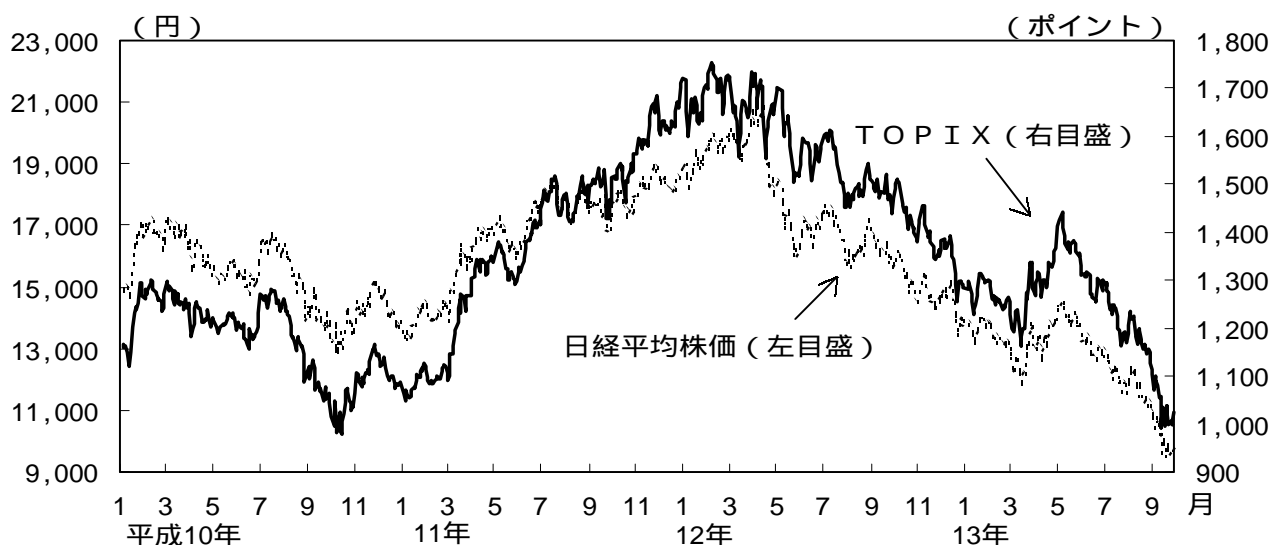


(注) 国債、社債とも残存年数5年。社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 株式市場の動向

13年度上期の株式市場の動向をみると(図表 29) 株価は、小泉新政権下での構造改革進展に対する期待感などを背景に、5月初までは堅調に推移した。もっとも、その後は、ナスダック指数を中心とする米国株価(前掲図表 22(2))の下落、国内企業業績見通しの下方修正の動き、米国テロ事件を受けた世界的な株価の下落ならびに景気見通しの下方修正、などを受けて、9月末にかけて年初来最安値圏まで大幅に下落するなど、軟調な展開が続いた。

(図表 29) 株価



やや詳しくみると、4月から5月初にかけては、小泉新政権のもとでの構造改革の進展に対する期待感に加えて、ナスダック指数を中心とする米国株価の堅調な推移等を背景に、わが国の株価は堅調に推移し、5月7日には日経平均株価（14,529円）、東証株価指数（TOPIX、1,440ポイント）ともに年初来高値を更新した。

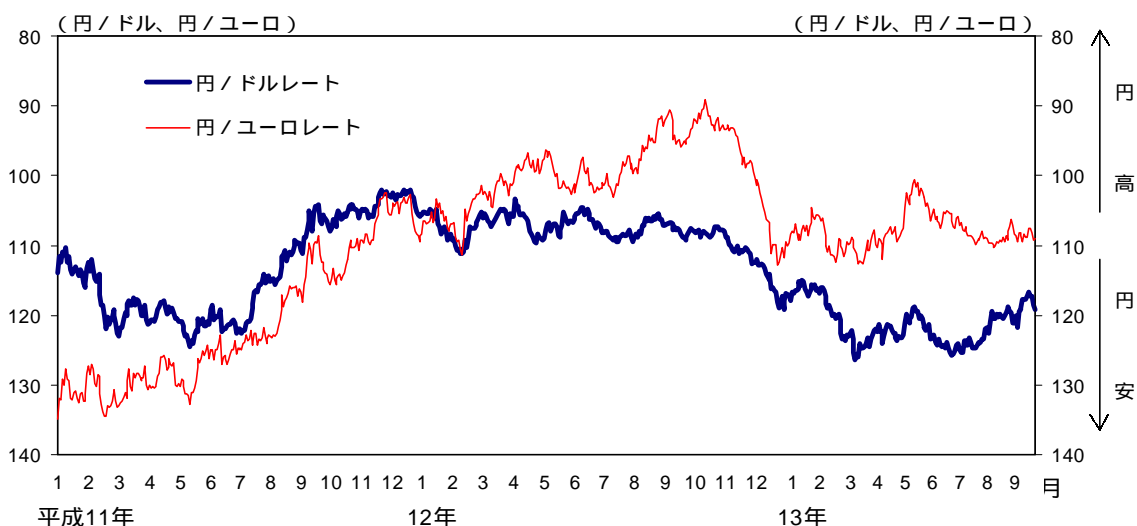
しかしながら、その後9月にかけては、米国株価の下落、IT関連をはじめとする国内企業業績見通しの下方修正の拡がり、銀行の不良債権処理の遅れに対する懸念の拡がり、などを背景に、IT関連株と銀行株を中心に株価は下げ足を早めた。8月13、14日の金融政策決定会合における金融緩和措置決定のあとも、株価は、都市再生計画期待を背景とした不動産、建設等を除きほぼ全業種で下落するなど、軟調な展開が続いた。

その後、米国テロ事件の発生後は、9月12日に日経平均株価が9,610円と1万円を割り込んだほか（年初来最安値は17日の9,504円）、東証株価指数も10年10月15日以来の1,000ポイント割れ（990ポイント＜年初来ボトム＞）を記録するなど、9月末にかけて年初来最安値圏まで大幅に下落した。

（4）外国為替市場の動向

13年度上期の外国為替市場の動向についてみると（図表30）、円の対米ドル相場は、6月初にかけて上昇したあと、一旦下落し、7月中旬以降再び上昇した。一方、円の対ユーロ相場は、4、5月中上昇したあと、6月以降8月半ばまでは下落傾向を辿り、その後は揉み合いで推移した。

（図表30）為替相場



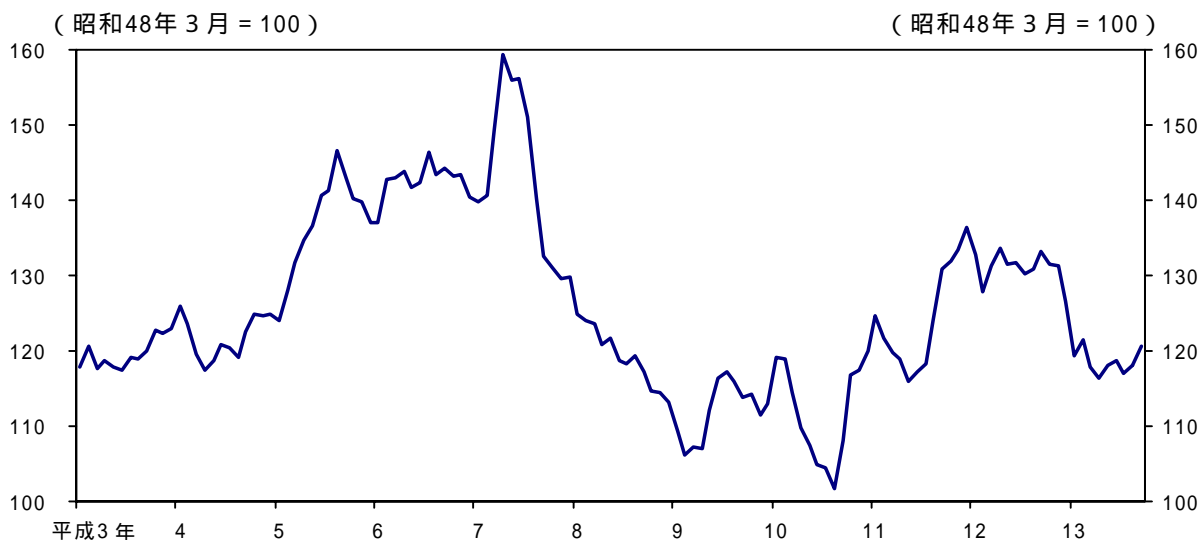
やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、4月以降、小泉新政権による構造改革進展に対する期待感や米国景気の減速懸念等を背景に、6月初には119円台まで上昇した。その後は、わが国における景気減速感が強まるなか、日米当局が円安を容認するとの思惑が高まり、7月上旬には125円台まで下落した。もっとも、7月中旬以降は、米国景気回復時期の後ずれ懸念が強まるなか、米国当局がドル高政策を修正するのではないかとの思惑が高まり、円は上昇に転じた。8月中旬に日本銀行が一段の金融緩和策を決定したあとも、中間決算を意識したわが国機関投資家や不良債権処理を控えた邦銀が外貨建資産売却を積極化するとの思惑もあって円高傾向は続き、9月初にかけて118円台に上昇した。その後、9月上旬には、介入警戒感の強まりや海外格付機関がわが国国債の格付けを引き下げ方向で見直すとの報道等から122円台まで反落した。しかし、米国テロ事件が発生すると、米国経済の先行き見通しの下方修正等を背景に、一時115円台まで急騰した。ただ、その後は、わが国当局による円売り介入報道を受けて、119円台まで軟化した。

次に、円の対ユーロ相場をみると、小泉新政権による構造改革期待に加え、欧州における景気減速感の拡がりを背景に、4月上旬の113円台から6月初には100円台まで大幅に上昇した。しかし、6月中旬以降は、わが国の景気減速感が一段と強まるなか、欧州景気の相対的良好さが評価されたほか、欧州中央銀行による政策金利引き下げへの期待感もあって、8月中旬には110円台まで下落した。その後は、わが国機関投資家による中間決算を意識した外貨建資産売却についての思惑等を受けて、揉み合う展開となった。

この間、アジア諸国通貨の対米ドル相場をみると、年度初から7月頃までは、米国の景気減速を眺めた景気先行き不透明感の強まりや政情不安問題等から、全般に軟調に推移したが、7～8月にかけては、米国のドル高政策修正への思惑が強まるなか、当局による介入報道や投機的取引抑制策の導入等もあって、大きく反発する動きが目立った。もっとも、米国テロ事件以後は、景気後退懸念の強まりを背景に、全般に軟調な展開となった。

13年度上期中の円の実質実効為替レート¹⁸は(図表31)、やや強含む展開となった。

(図表31) 円の実質実効為替レート



(5) 預金金利、貸出金利等の動向

13年度上期の預金金利は(図表32)、全体としてきわめて低い水準で推移した。まず、大口定期預金(預入金額1,000万円以上)¹⁹の金利(預入期間が2か月以上3か月未満の金利)をみると、3月に日本銀行の金融緩和措置を受けて低下したあと、13年度上期中は0.03~0.04%程度の水準で推移した。また、小口定期預金(同、預入金額300万円未満)の金利(同)についても、3月に低下したあとは、0.02%程度の横這い圏内での動きとなった。

この間、流動性預金の金利をみると、普通預金金利は、期中を通じて、0.02%で横這いとなったほか、貯蓄預金金利も0.03%で横這いでの推移となった。

¹⁸ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表すと考えられる指標である。日本銀行試算。

¹⁹ 国内銀行・新規受入ベース、月中平均。

(図表 32) 預金金利

(単位 ・ %)

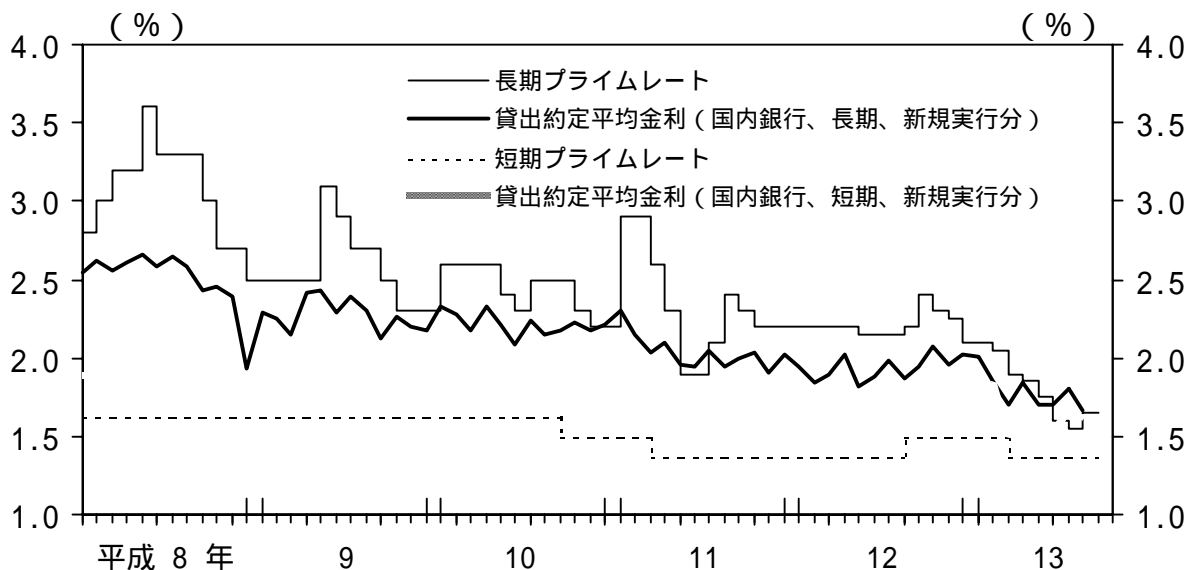
	13年 3月	6月	7月	8月	9月
普通預金	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02
貯蓄預金 (最低預入残高10万円)	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03
大口定期預金 (2 ~ 3 か月)	0.103	0.042	0.029	0.026	0.038
小口定期預金 (2 ~ 3 か月)	0.081	0.019	0.017	0.016	0.016

(注) 普通預金、貯蓄預金は、5 業態 (都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行) + 信金 + その他 (計約700先) の加重平均で、各月末日を含む週の値。

次に貸出金利の動きをみると (図表 33)、短期プライムレート (都市銀行²⁰) は、日本銀行の金融緩和措置を受けて、3月下旬に 1.375% に引き下げられたあとは、期中を通じて横這いで推移した。一方、長期プライムレートは、長期の市場金利の低下を背景に、4月以降7月まで4度にわたって累計で 0.35% 引き下げられたが、8月には市場金利が幾分上昇したことを受けて、0.10% 引き上げられた。

こうしたなかで、国内銀行の貸出約定平均金利 (新規実行分) は、短期・長期とも既往ボトム圏の水準で、概ね横這いで推移した。

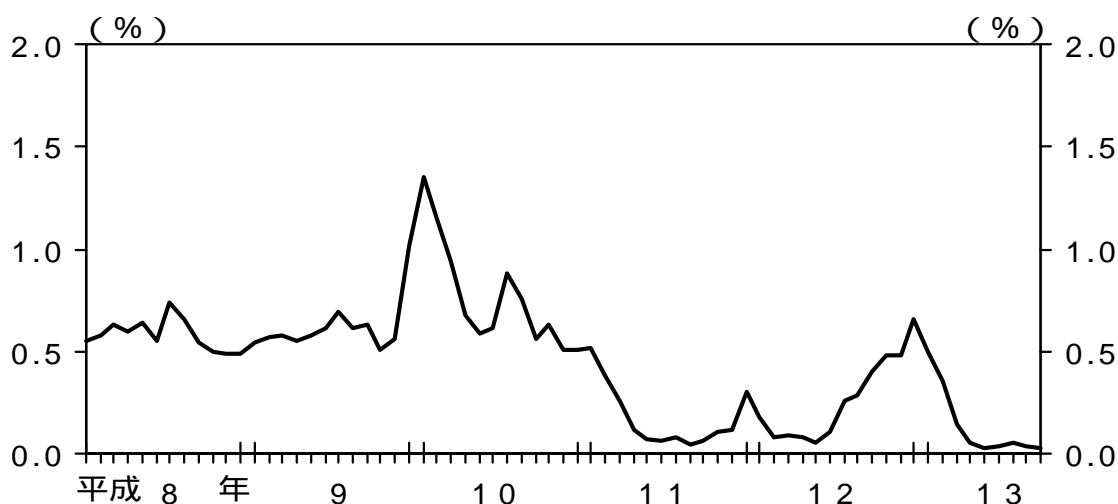
(図表 33) 貸出金利



²⁰ 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

この間、企業の短期の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー（ＣＰ）の発行金利についても、きわめて低い水準で推移した。すなわち、ＣＰ３か月物の最上位格付け取得先の新規発行金利は（図表 34）、３月にかけて大幅に低下したあと、４月以降は、0.03～0.05％の低水準でほぼ横這い圏内の動きとなった。この間、高格付け先と低格付け先のＣＰ発行金利格差は、日本銀行による相次ぐ金融緩和措置を受けた投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、縮小傾向を辿った。また、社債の発行金利も、高格付け先と低格付け先との利回り格差の縮小を伴いつつ、国債との利回り格差が全体としてやや縮小したことから、13年度上期を通じて緩やかに低下傾向を辿った。

（図表 34）ＣＰ発行金利（３か月物）



（注）最上位格付け取得先の新発金利（発行手数料などの諸費用を含むベース）。

（ 6 ）量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向

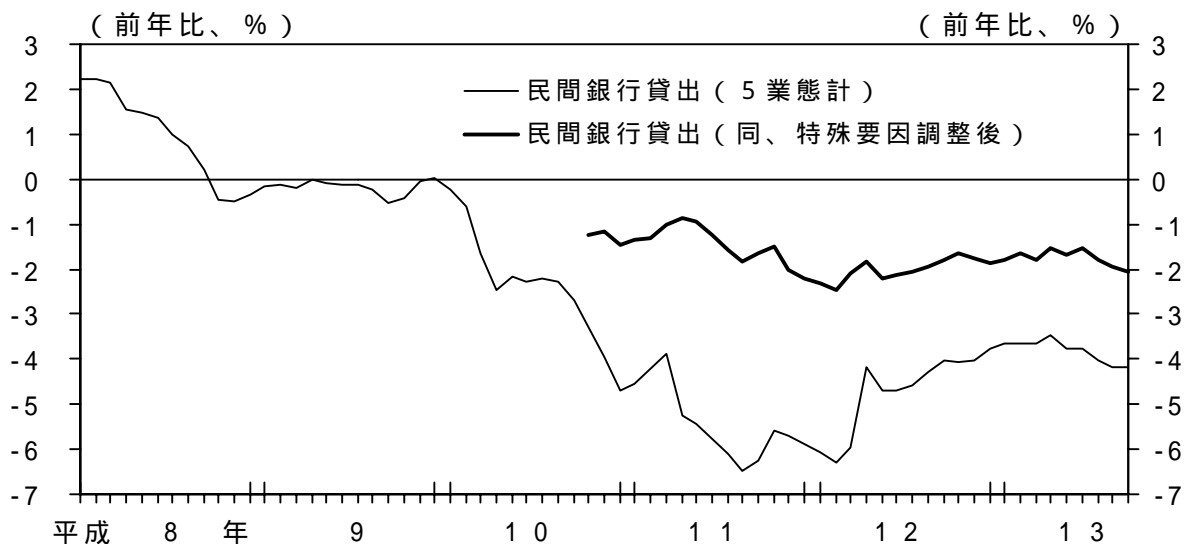
13年度上期の企業の資金調達をみると、ＣＰなど資本市場での調達は増加したが、民間銀行からの借入は弱めの動きが続き、全体としては引き続き低迷した。

すなわち、民間銀行５業態合計の貸出残高は²¹（図表 35）、13年度上期を通じて

²¹ ５業態（都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行）に属する金融機関の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。日本銀行調べ。

前年比4%程度の減少を続けた。また、不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を調整したベースでも²²、弱めの動きが続いており、夏場以降は前年比マイナス幅が幾分拡大した。

(図表 35) 民間銀行貸出



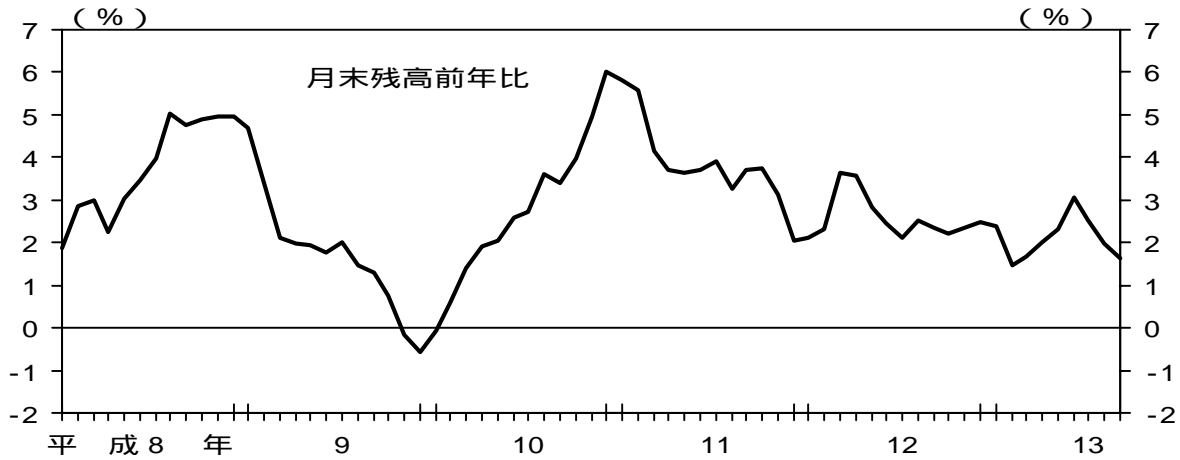
民間銀行借入以外の企業の資金調達についてみると(図表 36)、社債の発行残高の前年比は²³、発行環境の好転を背景とした企業の資金調達前倒しの動きから、6月にかけて伸び率を高めた。しかし、その後は、前倒し調達の一段落により、伸びは鈍化した。一方、CPの発行残高は、CP発行金利の低下を背景とした企業の発行意欲の強まりを受けて、4月から7月まで4か月連続で既往ピークを更新するなど、高水準で推移した。一方、政府系金融機関の企業向け貸出は、企業の資金需要が低迷していることなどから、伸び率はさらに低下した。この間、エクイティ・ファイナンスについては、株価の下落を受けて、新規公開の条件設定を慎重化したり、公開を延期するなどの動きが引き続きみられた。

²² 日本銀行では、10年10月以降、民間銀行5業態の総貸出について、貸出債権の流動化による変動分、為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、および貸出債権の償却による変動分などの特殊要因を調整した計数もあわせて公表している。

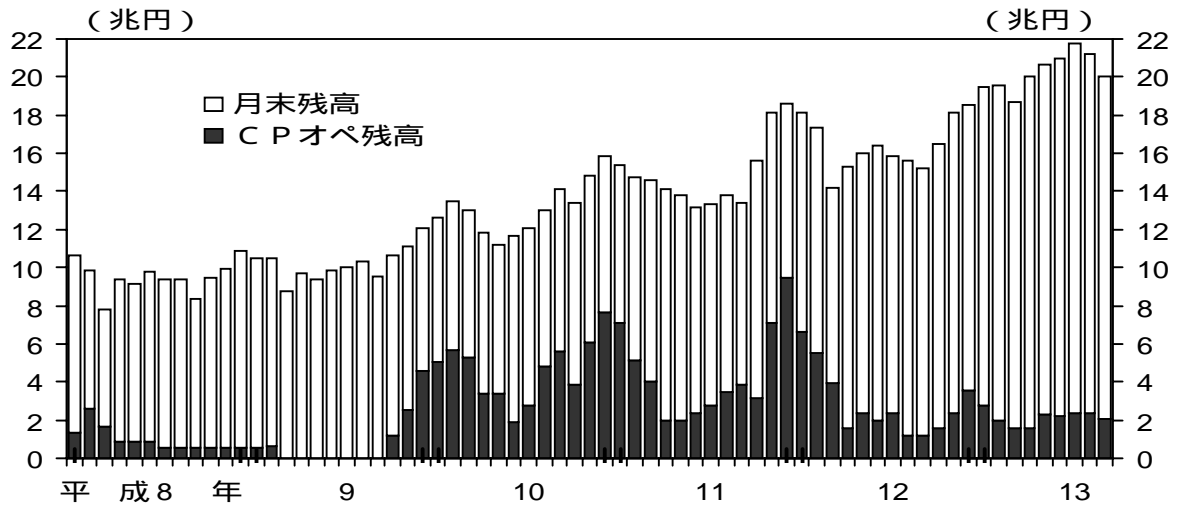
²³ 社債発行残高の計数は、民間部門(居住者)が発行した普通社債(除く銀行普通社債)、転換社債およびワラント債の残高(海外起債分を含む)。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 36) 資本市場調達

(1) 社債発行残高



(2) C P 発行残高

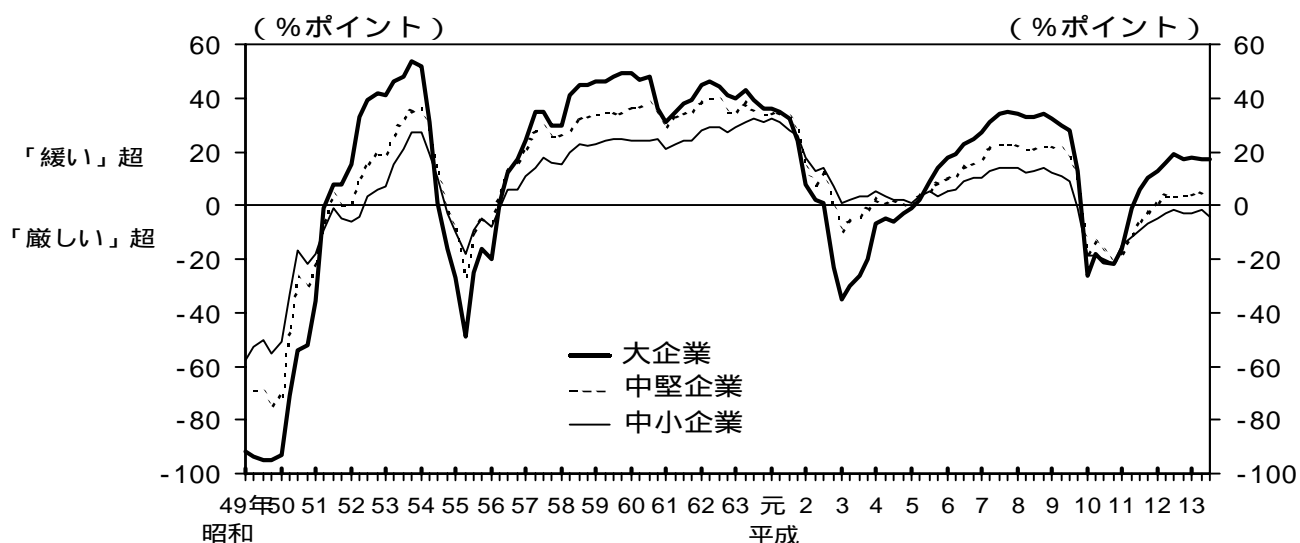


(注) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの (除く銀行 C P)。

こうした計数の背後にある、民間銀行の資金供給および企業の資金需要の動きは、概ね以下のとおりであった。

まず、民間銀行の融資スタンスをみると (図表 37、38)、融資先の信用力を慎重に見極めつつ、中長期的な顧客基盤確保の観点や経営健全化計画に示された貸出計画への対応などを背景に、基本的には優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けた。ただし、中小企業からみた金融機関の貸出態度には、幾分慎重姿勢が窺われるようになった。

(図表 37) 金融機関の貸出態度判断D.I. (短観)



(注1) 全産業ベース。ただし、中堅企業および中小企業の昭和58年2月以前のデータは非製造業を含んでいない。

(注2) 大企業の昭和58年2月以前のデータは主要企業ベース。

(図表 38) 貸出運営スタンス (主要銀行貸出動向アンケート調査)

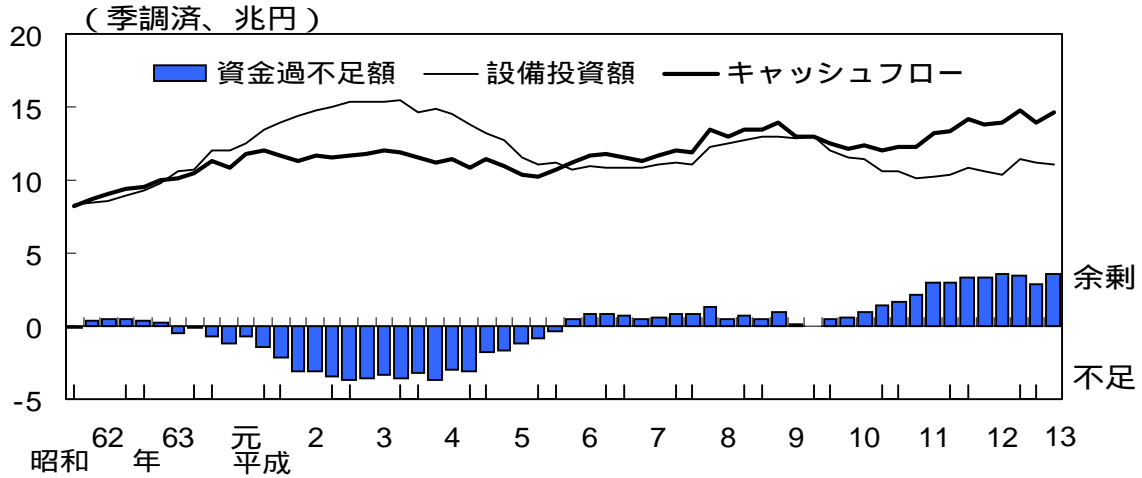
	12年 10～12月	13年 1～3月	4～6月	7～9月
大企業向け	11	8	13	12
中堅企業向け	25	20	20	16
中小企業向け	37	27	28	28

(注1) 0を上回れば「積極化」超、0未満であれば「慎重化」超。

(注2) 主要銀行は、金融機関のうち貸出残高の大きい50行。

一方、民間企業の資金需要は、13年度上期を通じて低迷が続けたが、夏場以降は一段と減少傾向を強めた。この背景としては、企業が財務内容改善の一環として、借入金を圧縮するスタンスを維持しているうえ、設備投資が減少に転じたことなどが挙げられる(図表39)。

(図表 39) 企業の財務状況

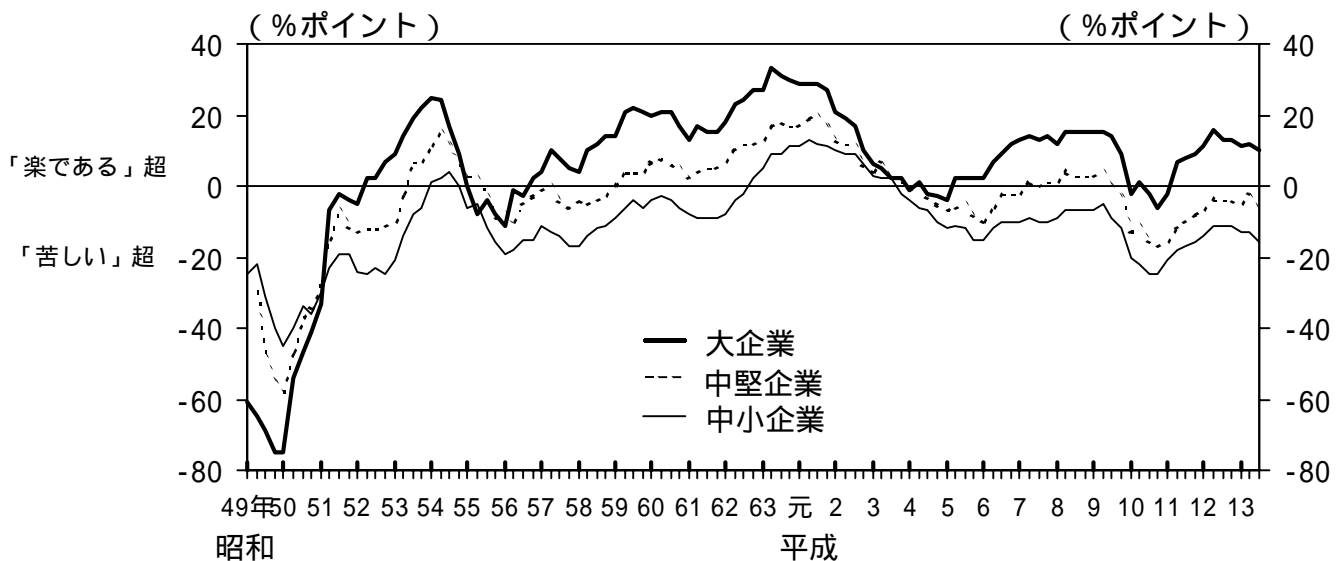


(注1) 資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額 (キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費)

(注2) 全産業全規模 (除くその他サービス大企業)

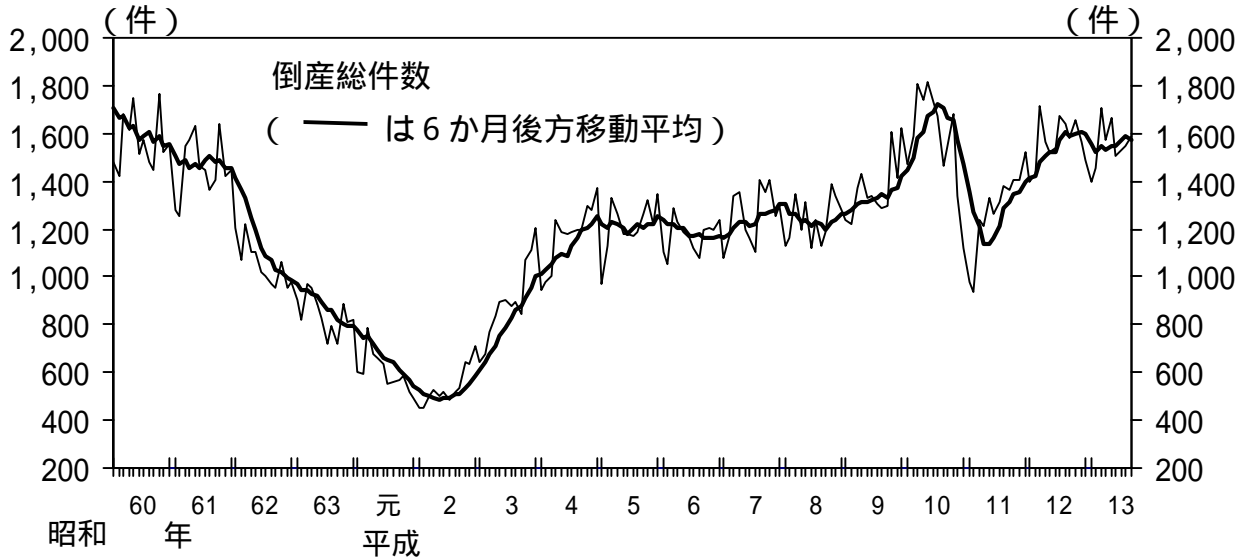
このように、企業金融を巡る環境については、株価下落のエクイティ・ファイナンスへの影響がみられたほか、企業業績の悪化などから、中小企業を中心に資金繰りの厳しさを指摘する企業が幾分増加した。しかし、日本銀行による金融緩和措置の効果もあって、市場を通じた企業の資金調達環境の改善がみられるなど、総じてみれば、緩和された状況が継続した (図表 40)。

(図表 40) 企業の資金繰り判断 D.I. (短観)



企業倒産件数は、13年度上期中は、概ね横這い圏内で推移した（図表41）。

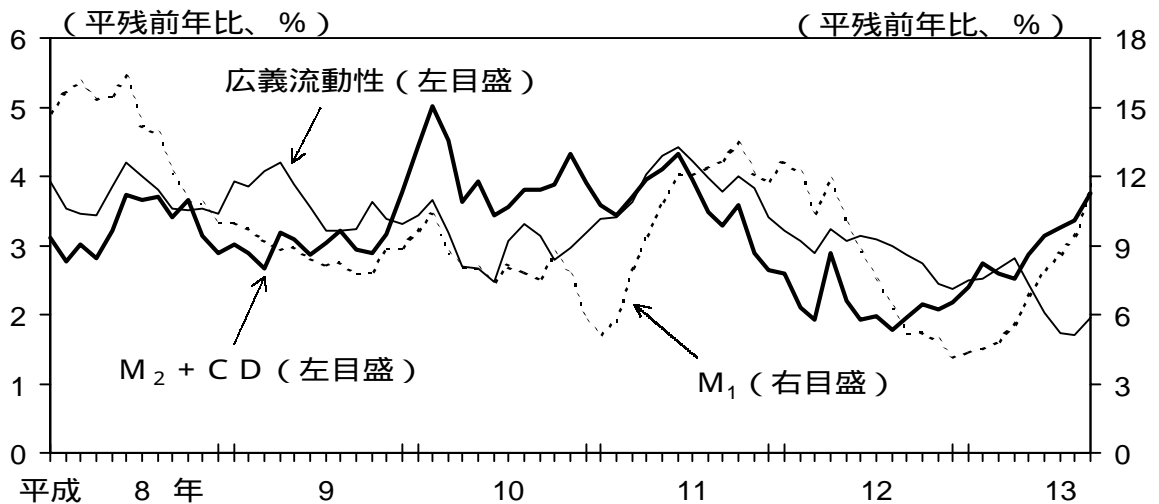
（図表41）企業倒産



ロ．マネーサプライ等の動向

13年度上期のマネーサプライの動向をみると（図表42）、代表的指標である $M_2 + CD$ の平均残高の前年比伸び率は、緩やかな上昇を続けた。

（図表42）マネーサプライ



（注1） M_1 = 現金通貨 + 預金通貨（要求払預金）

（注2） $M_2 + CD$ = M_1 + 準通貨（定期性預金等）+ 譲渡性預金（CD）

（注3）広義流動性 = $M_2 + CD$ + 郵便貯金 + その他預貯金（農協、信用組合等）+ 金銭信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・FB + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 外債 + 金融機関発行CP

こうしたマネーサプライの動きを、マネー保有主体（家計、企業、地方公共団体）を通じる資金の流れという観点から捉えると、まず財政資金の流れは、引き続きマネーサプライの伸び率にプラスに寄与したが、その前年比押し上げ幅は縮小した。

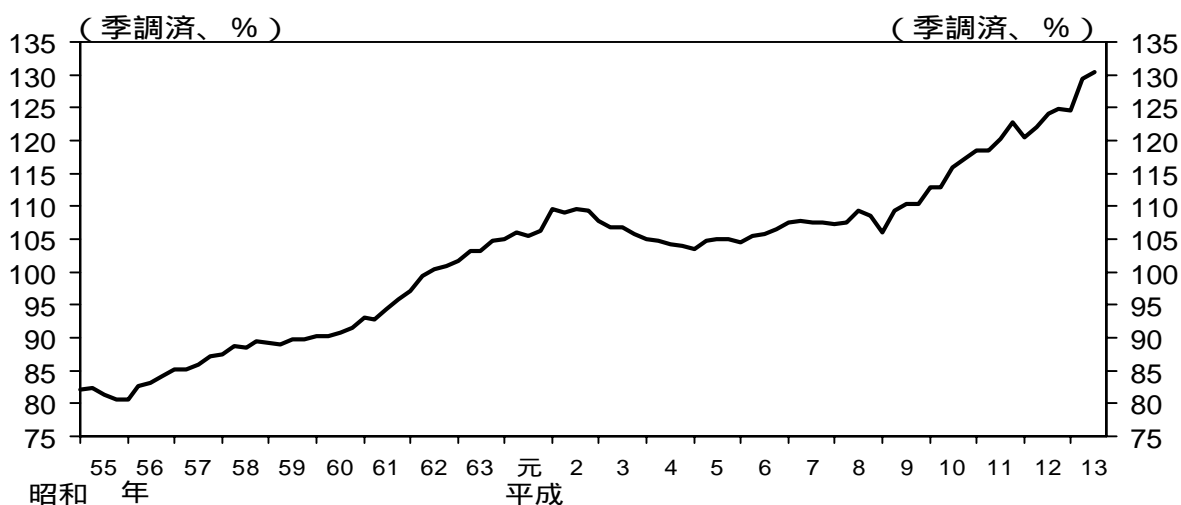
一方、家計や企業といった民間部門の資金調達の面では、民間金融機関貸出の前年比はマイナス基調が続いた一方で、社債とCPをあわせた資本市場調達の伸び率は高まった。このため、民間部門の資金調達のマネーサプライ伸び率への寄与は、全体としては依然マイナスであったが、マイナス幅は幾分縮小した。

こうしたなかで、郵便貯金からの資金シフトの動きが、引き続きマネーサプライの伸びを高める主因となった。すなわち、約10年前に大量預入された高金利の定額貯金の満期が12年4月以降集中して到来しており、13年度上期は前年同期よりも多額の満期を迎えたため、そのうちの一部が預金として $M_2 + CD$ に流入した。

この間、 $M_2 + CD$ よりも幅広い金融資産をカバーした広義流動性は、伸び率が幾分鈍化した。一方で、現金および流動性預金から構成される M_1 は、定期預金金利と流動性預金金利との格差が縮小するなかで、預金者が流動性の高い預金を選択する傾向を強めたことから、伸びが大きく高まった。

また、マネーサプライの動きを、名目GDPとの対比でやや長い目でみると（図表43）、名目GDPの伸びが低いものにとどまっている一方で、マネーサプライはこれよりも高めの伸びを続けている。このため、マネーサプライの対名目GDP比率は、9年頃を境に、それまでのトレンドを上回るペースで上昇している。

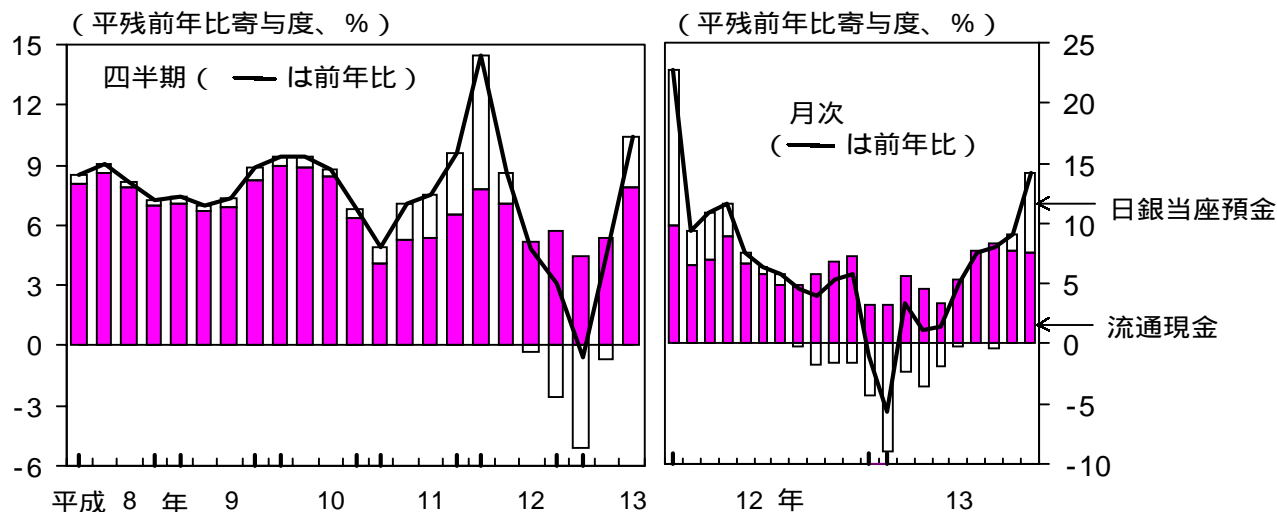
（図表43）マネーサプライの対名目GDP比率



（注）13年7～9月期の名目GDPは、4～6月期比横這いと仮定して算出した。

次に、マネタリーベース（流通現金 + 日銀当座預金）の前年比伸び率は（図表 44）、4 月には 1.4%にとどまっていたが、9 月には 14.2%にまで達するなど、13 年度上期中に大きく高まった。

（図表 44）マネタリーベース



この背景としては、日本銀行による金融緩和措置等に伴う日銀当座預金残高の伸び率上昇、郵便貯金の大量満期に伴う銀行券発行残高の伸び率上昇、が挙げられる。すなわち、日本銀行が、8月に日銀当座預金残高を増額する金融緩和措置を実施したことや、9月の米国テロ事件後に流動性選好の高まりを受けて資金供給を拡大したことなどから、日銀当座預金は大幅に増加した。また、13年度上期には郵便貯金の大量満期が到来したが、郵便局は、これに伴う資金流出に備えて手元现金を増やした。流出した郵便貯金の一部について、家計が銀行券のまま保有したことも、銀行券発行残高の増加に繋がったとみられる。