

99.3.17  
日本銀行

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合

議事要旨

(99年2月12日開催分)

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、99年3月12日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

(開催要領)

1. 開催日時：99年2月12日(9:00～12:17、13:04～17:34)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長 速水 優 (総 裁)  
藤原作弥 (副 総 裁)  
山口 泰 (〃 )  
後藤康夫 (審議委員)  
武富 将 (〃 )  
三木利夫 (〃 )  
中原伸之 (〃 )  
篠塚英子 (〃 )  
植田和男 (〃 )

4. 政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一 政務次官(9:00～14:58)  
武藤敏郎 大臣官房総務審議官(15:03～17:34)  
経済企画庁 堺屋太一 長官(9:29～10:28)  
河出英治 調整局長(9:00～9:29、10:28～17:34)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事	稲葉延雄
企画室参事(企画第1課長)	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室企画第2課長	田中洋樹
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司
金融市場局調査役	後 昌司(9:00～9:23)

## I. 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（98年12月15日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、2月17日に公表することとされた。

## II. 社債等を担保とするオペレーションの導入に関する検討・決定

### 1. 執行部からの提案内容

執行部から、98年11月13日の政策委員会・金融政策決定会合において決定された「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」に示された方針に基づき、①日本銀行の流動性供給余力を強化することと、②金融市場の信用仲介機能の補完に資すること、を狙いとして、社債等を担保とするオペレーションの導入に関し、概要以下のようなスキームを定め、これを対外公表したい旨の提案がなされた。

#### (1) スキームの概要

- オペの実施店 日本銀行本店（業務局）
- オペ対象先 金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社
- 手形の買入方式 日本銀行による直接買い入れ
- 金利決定方式 金利競争入札
- 買入期間 オーバーナイト物から3か月物まで  
（運用上はターム物中心）
- 手形の担保対象 社債、証書貸付債権  
（現行の手形貸付における適格基準を適用）
- 担保形式 この手形買入によって生ずる総ての債権の  
根担保とする
- 担保価額 ①社債は、額面額の100/130以内  
②証書貸付債権は、残存元本額の100/135以内

#### (2) オペ対象先の選定

- オペ対象先の選定は、レポ・オペなどのケースと同様に、日本銀

行が、オペの目的の達成のためにオペ対象先に期待する役割を対外的に明確にしたうえで、オペ対象先となることを希望する先を公募し、その中から選定する。

▽オペ対象先に期待する役割

- ①オペの入札に積極的に応札すること
- ②正確かつ迅速に事務を処理すること
- ③金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

● オペ対象先の具体的な選定基準は、次のとおりとする。

- ①日本銀行本店の当座預金取引先であること
- ②信用力が十分であること
- ③社債または証書貸付債権を根担保として一定金額以上差し入れることができること

なお、本オペにおいては、①社債等を担保とする手形市場が存在しないため、市場プレゼンスをもとにした選定基準は設定しない、②企業金融支援に資するという趣旨からみてできるだけ多くオペ対象先とすることが望ましいため、オペ対象先の数をあらかじめ限定しない、といった点において、他のオペ対象先の選定基準とは扱いが異なっている。

● オペ対象先の選定頻度は、原則として年1回の頻度で見直す。ただし、初回に限り、半年後を目途に見直しを行う。

今後のスケジュールについては、執行部より、ただちにオペ対象先の公募を始め、3月にはオペ対象先の選定と担保の受け入れを行って、担保の集玉状況を見きわめたうえで、できるだけ早期にオペを実施したい旨の説明があった。

## 2. 委員による検討・採決

以上の執行部説明の後、何人かの委員から、社債等を担保とするオペレーションの導入によって、企業金融の円滑化に資することが期待されるとともに、やや長い目でみて金融調節手段が多様化していくことは、適当であるとの評価が示された。



一方、ある委員は、中央銀行が企業金融の領域に踏み込んでいくのは問題が多いなどとして、反対意見を表明した。これに対して、別の委員は、中央銀行の資産として良質な民間企業債務を活用することは、欧州の中央銀行の例からも明らかのように自然なことである、と発言した。

採決の結果、執行部提案が賛成多数で議決され、即日公表することとされた。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、  
三木委員、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、①中央銀行が企業金融の領域に踏み込んでいくのは問題が多い、②社債市場は懐が深くないため、オペレーションの効果は限定される、③CPオペの場合と同じく、市場残高に占める日銀のオペ残高の割合が高まる懸念がある、④中央銀行は従来からの金融政策手法に基づいて最大限の対応をすべきである、として反対した。

### Ⅲ. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

#### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（1月19日）で決定された金融市場調節方針（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。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う）にしたがって運営した。この結果オーバーナイト・レートは、総じて0.2%台前半での推移となり、今積み期間（1月16日～2月15日）の加重平均は、前営業日（2月10日）までで0.23%となっている。

前回会合以降の短期金融市場はきわめて落ち着いた展開となった。日々の調節においては、資金決済のための需要が高まった月末・月初には厚めの資金を供給したが、それ以外の日は、基本的には「取り手

優位」の状況が続いたため、リザーブ・ニュートラル、または小幅の積み下調節を継続した。この背景としては、①大手行の資金ポジションが、貸出の減少や債券の売却などによって、相当程度好転していること、②3月に予定されている公的資本の投入によって、年度末にかけての資金需給が大幅に緩和することが見込まれていること、③外貨調達環境の改善に伴い、年度末越えの資金調達についても逼迫感がみられないこと、などが挙げられる。この結果、ターム物金利も、総じてジリジリと低下した。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

前回会合以降の円の対米ドル相場は、米国経済の先行き見通しや、わが国の長期金利の不安定な動き等を受けて、やや振れの大きな展開となった。1月末にかけては、先行きの米国経済に対する見方が、好調な経済指標の発表等を受けて楽観方向に傾いたため、円は、前回会合直前の114円台から、116円台まで下落した。しかし2月初には、日本の長期金利が急上昇したことなどを背景に、円は一時111円台に急反発した。ここ数日は、日本の長期金利が反落したことなどをを受けて、115円程度まで再び軟化している。こうした中、市場のセンチメントをオプション取引のリスク・リバーサル動きからみると、目先は円高ドル安感が強いものの、1年先では、円安ドル高センチメントに転じている。

ユーロの対ドル相場は、ユーロエリアの景気減速見通しなどから、軟調な展開が続いている。ユーロの対ポンド相場も、これまで一貫して軟化してきたが、イングランド銀行が2月4日に金融緩和を実施したあとは（レポ金利引き下げ、6.0%→5.5%）、下げ止まっている。

ブラジル・レアルの対米ドル相場は、政治・経済情勢の先行きに関する不安感の高まり等を受けて1月末にかけて続落した。しかし、2月初に、同国政府とIMFスタッフが、インフレ抑制と一段の財政健全化方針を盛り込んだ共同声明を発表したあとは、幾分持ち直している。なお、こうした為替市場の動揺は、目下のところ他の中南米諸国やアジア諸国には波及していない。

### (2) 海外金融経済情勢

米国景気は、家計支出を中心に拡大を続けている。また、製造業受注は、幾分改善している。98年第4四半期の実質GDPは、特殊要因（昨年7月における一部自動車メーカーのストライキ終了に伴う自動車販売の増加等）もあって、高い伸びを示した（前期比年率+5.6%）。こうした状況について、FRBグリーンズパン議長は、「景気拡大ペースの明確なスローダウンの兆しは乏しい」と発言している。

米国株価（ダウ工業株30種）は、高値警戒感やブラジル情勢に関する不透明感などが上値を抑える一方、好調な企業業績や経済指標の発表が下値を支え、9000ドル台でもみ合う展開となっている。

ユーロエリアでは、ドイツにおいて、製造業受注の減少が続くなど、拡大テンポのスローダウンが明確化しているほか、フランスでも、個人消費関連の販売統計で弱めの動きがみられている。また、英国では、外需の減少、個人消費の伸び悩み、さらには生産活動の減速などが明確になっており、イングランド銀行は2月4日に政策金利（レポ金利）を0.5%引き下げた。

東アジア諸国では、韓国の輸出、生産に持ち直しの兆しが窺われるが、域内の多くの国の景気は引き続き調整局面にある。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資は、依然として大幅な減少を続けている。家計支出では、個人消費、住宅投資が、このところ横這い圏内の動きになってきているが、なお低調の域を出ていない。一方、純輸出は緩やかな増加基調を維持しており、公共投資も増勢を示している。こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を背景に、生産は横這い圏内の推移となっている。物価面では、国内卸売物価が引き続き下落基調にあり、消費者物価も軟調に推移している。

このように、昨秋頃までと比べると、経済情勢の悪化テンポは、かなり緩やかなものになってきている。中小企業の景況感をみても、下げ止まりに向かう気配が窺われる。

しかし、企業の支出抑制姿勢には変化がみられない。また、家計支出では、住宅金融公庫への借り入れ申し込みが増加する一方、個人消費には強弱双方を示す指標が混在しており、所得の減少を跳ね

返す力は感じられない。結局、民間需要は依然として低迷基調を脱するには至っていないとみられる。

先行きについては、総合経済対策や緊急経済対策に基づく公共投資の増加が経済を下支えしていくと予想される。また、在庫調整の進捗や、年度末頃の住宅投資の上向きなどから、近いうちに景気がいったんは下げ止まりの様相を呈する可能性が高まっている。

しかし、企業や家計の所得環境を考慮すると、景気がいったん下げ止まりの様相を呈しても、それが民間需要の回復に繋がっていく展望には乏しい。

また、長期金利の上昇傾向や高止まりは、短期的には大きな影響がないにしても、それが続けば、いずれ借り入れコストに影響してくる。また、それが、為替相場や株価を通じて企業の収益・投資計画に悪影響を及ぼす惧れがあることにも注意が必要である。

さらに、やや長い目でみた場合、これまでの円高の影響に加え、賃金の低下を映じてサービス価格の下落テンポ拡大が予想されるなど、来年度にかけて、物価の下落テンポが徐々に速まっていく可能性は、依然高いと考えられる。

## (2) 金融情勢

最近の金融市況をみると、短期金融市場と債券・株式市場が、対照的な動きを示している。

すなわち、短期金融市場では、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利（現物）が、年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた推移を辿っている。これは、日本銀行による思い切った金融緩和の継続に加えて、金融システム安定化策の進展が好感され、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感が後退してきていることを反映している。

一方、長期国債の流通利回りは、再び上昇している。また為替相場は、足許、円高気味の展開となっている。株価も、こうした長期金利の上昇や円高の動きを受けて、軟調に推移している。これら相場の動きが、日本経済にとって、新たな不透明材料としてのしかかってきている。

金融の量的側面では、マネーサプライの伸びは概ね横這い圏内で推移している。一方、最近では、日本銀行券（以下「日銀券」とい

う)の増発テンポが鈍化しているため、マネタリーベース(=流通現金+準備預金)の伸び率が低下している。一昨年秋以降、企業や家計は金融システム不安を背景に現金を手許に保有する動きを強めたが、最近はその動きはかなり収まってきており、これが日銀券の伸び鈍化のひとつの理由となっているものとみられる。

企業金融面では、実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けている。また、資金調達環境の厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、徐々に収まってきている。一方、民間銀行は、基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、信用保証制度の活用には引き続き積極的である。

この結果、企業金融は、ひとところに比べ逼迫感が和らいできている。

#### IV. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

##### (1) 景気の現状

景気の現状については、まず、各委員から、昨年秋頃までに比べ、景気の悪化テンポは緩やかなものになってきているとの判断が示された。しかし、それと同時に、多くの委員は、民間経済活動は低迷の域を脱していないとの厳しい見方を付け加えた。

まず、何人かの委員から、公共投資が増勢を示していることは明らかな材料との認識が示された。このうちひとりの委員からは、このような公共投資の動きは企業倒産の増加抑制にも寄与しているとの評価が述べられた。

家計支出については、多くの委員が、最近の住宅投資の動きに注目した。このうち、複数の委員からは、住宅金融公庫の融資金利の先高観に伴う駆け込み的動きと、2年を限度とする住宅減税案などもあって、住宅投資の底打ちが確認されつつあるとの見解が示された。また、住宅投資には、耐久消費財を中心に幅広く派生需要を誘発する面があるだけに、その動きに期待したいとする発言もあった。

個人消費については、何人かの委員が、これまでのような冷え込み一色の状態から、昨年のお手スーパーによるセール以降、家電販売や乗用車販売などで明るい動きがみられるようになってきていると指摘した。

さらに、こうした需要面の動き等を受けて在庫調整が進捗し、鉱工業生産も横這い圏内の動きとなっていることについて、何人かの委員が、これらを前向きな材料と位置づける見方を示した。

このように、会合では、足許の景気悪化テンポは緩やかになっているとの認識が共有された。しかし、それと同時に、多くの委員からは、景気が回復に向けて動き始めたとまでいえる材料は見当たらないとの趣旨の発言も相次いだ。

まず、多くの委員から、設備投資が大幅な減少を続けていることに関して言及があった。ある委員は、設備投資の前提となる企業収益（経常利益）が、99年度は前年比2割強の減益、2000年度も引き続き減益となるとの予想を示したうえで、わが国企業が過剰な資本ストックを抱えていること等を踏まえると、設備投資の下げ止まりの見通しは立たないとの厳しい見方を述べた。

また、雇用・所得環境について、ある委員からは、12月の失業率や有効求人倍率がやや改善したが、それだけでは、雇用情勢の基調が好転したことまでは読み取れないとの指摘があった。また、ほかの何人かの委員も、企業は抑制的な支出活動を続けており、依然として非常に厳しい状況にあることに変わりはないとの認識を示した。このうちひとりの委員は、このように、企業収益や雇用・所得環境を巡る厳しい状況が続いている結果、企業・家計のコンフィデンスは依然弱いままの状態にあるとの見解を述べた。

物価面では、ある委員が、卸売物価、消費者物価のいずれも依然軟調な展開となっており、デフレ状態が続いているとの見方を述べた。別のひとりの委員も、足許の賃金引き下げの動きが、物価下落圧力を強めるのではないかと、との懸念を表明した。

このような経済の停滞を示す材料に加えて、もうひとり別の委員は、景気の悪化テンポの緩和をもたらしている諸材料についても、①個人消費の明るさは、局地的、一時的なものにとどまっており、広がりや伴うまでには至っていない、②住宅投資は、駆け込みなどの先食い需要によって支えられている面がある、③公共投資や輸出の帰趨も、厳しい財政事情や米国経済を巡る先行き不透明感などの懸念材料があるため年度後半の状況までは見通しづらい、といった点を指摘した。そのうえで、その委員は、景気全体の現状を判断すれば、やはりきわめて脆弱な状態が続いているとの結論を述べた。

さらに、ほかのひとりの委員も、①最近の住宅投資では、一次取得者層の中心が30歳代前半まで低下しており、その債務返済能力を踏まえると、住宅投資が今後本格的に増加することは期待しがたいこと、また、②景気一致指数は8月以降12月まで下げ止まっているが、その動きからも回復の兆しはみられないこと、を指摘した。

## (2) 金融面の動向

金融面については、短期金融市場や企業金融面で一頃強まった逼迫感は、かなり後退してきているとの認識が概ね共有された。しかし、その一方で、1月末から再び上昇した長期金利や、円相場の高止まりについて、その動向を強く懸念する意見が相次いだ。

まず、ある委員は、最近の短期金融市場において、ジャパン・プレミアムが大きく低下するなど、全体として落ち着きを取り戻していることについて、これには、昨年来の日本銀行の一連の措置の効果に加え、金融システム建て直しのための取り組みの進展が寄与しているとの見方を示した。その上で、その委員は、実際に公的資本が入れば、市場はさらに落ち着くのではないかとの見通しを述べた。

また何人かの委員は、企業金融の現状について、こうした短期金融市場の落ち着きや、信用保証制度など政府の諸施策の効果を背景に、企業サイドで一頃強まった手許資金積み上げの動きも収まりつつあり、全体として小康を得ているとの認識を表明した。

その一方で、一部の委員からは、銀行の与信行動は依然慎重であり、今後、公的資本が投入されたとしても融資スタンスの大きな転換は期待できないとして、信用力の低い企業を中心に、先行きへの不安を抱えたままの状況が続くとの見方が示された。また、別の委員からは、最近の企業金融の逼迫感の後退は、一面では、手許資金を積み上げる動きが収まった結果であるが、その一方で、实体经济活動に伴う資金需要が相変わらず盛り上がらないことを示している面もあって、単純には評価しづらいものがあるとの認識が付け加えられた。

このほか、最近のマネタリーベース (=流通現金+準備預金)の伸びが鈍化していることについて、ある委員から、これは、日本銀行の金融緩和の度合いや資金供給が十分でないことを意味するものではないかとの指摘があった。

これに対して、多くの委員は、マネタリーベースの大宗が日銀券

であることを踏まえたうえで、日銀券の伸び率低下は、冬季賞与をはじめとする所得の落ち込みや、年末年始の曜日構成に加えて、金融システム不安の後退を受けて、人々が日銀券を手許に置こうとする動き（＝タンス預金積み上げ）が収まってきたことなどを反映しているものとみられるとの認識を示した。そのうちのひとりの委員は、これらのうちどの要因がもっとも大きなものであるかについては決定的なことは言えないが、いずれにせよ、足許の金融調節がマネタリーベースの伸び鈍化をもたらしているということではあるまいとの見解を示した。また、もうひとりの委員からは、これらの動きをみきわめるためにも、ここにきて反転している信用乗数（＝マネーサプライ／マネタリーベース）の動きを、注目していく必要があるとの発言があった。

以上のように、金融面については、短期金融市場や企業金融面などで一頃強まった信用リスクに対する過度な警戒感や逼迫感が後退してきているという判断が、各委員の間で、概ね共通のものとなった。

しかし、その一方で、長期金利が再び上昇してきていることについては、多くの委員から強い懸念が示された。

まず、何人かの委員が、長期金利について、昨秋の1%を大きく下回るような動きにはさすがに行き過ぎた面があったが、足許の2%を上回る水準についても、それ自体は97年夏頃のレベルであり、必ずしも高いものとは言えないのではないかと発言した。このうちのひとりの委員は、歴史的な債券金利の低下局面が終了したことを考えると、現在の債券金利にはまだ上昇する可能性があることを無視できないのではないかと、との見方を述べた。しかし、別のひとりの委員からは、そうは言っても、4四半期連続でマイナス成長となっている実体経済の動きに照らせば、現在の長期金利水準がこれと整合的とは言いきれないとの認識が示された。

次に、最近の長期金利の上昇要因について、何人かの委員が、それぞれの分析結果や考え方を明らかにした。

まず、ある委員は、長期金利の決定理論（長期金利＝「予想される将来の短期金利の平均値」＋「リスクプレミアム」）に沿って説明を行った。すなわち、長期金利上昇の要因として、①一時の行き過ぎの反動という面に加えて、②景気回復期待の高まりといったことも一応考えるが、その場合には、為替円高に加えて、株価が上



昇するのが自然であり、最近の株価の動きからみる限り、説明力に乏しい、③また、財政赤字の増加が将来のインフレ懸念に対する市場の意識を強めさせた可能性もあるが、この場合には円安が生じるはずであり、これも説明力は十分でない、④そのうえで、短期的には国債の需給要因で説明される部分もまったくないとはいえず、たとえば、金融機関のリスクテイク能力が、自己資本不足や期末要因などから落ち込んでいることが、国債需給に影響している可能性がある、との見解を述べた。

また、ほかの何人かの委員も、財政の将来展望が非常に不透明であることや、投資家が長期債の価格変動リスクに警戒的となっていることが、長期金利の上昇と深い関わり合いがあるとの立場をとった。さらに、これとは別のひとりの委員は、政府の財政赤字の対名目GDP比が10%を超えるような状況は、財政節度の観点からの臨界点をすでに越えているとの判断を示した。

こうしたなかで、短期金融市場や企業金融において逼迫感が後退してきている一方で、長期金利が上昇していることをどのように理解するかという観点から、ほかのひとりの委員が発言した。その委員からは、信用保証制度の拡充、金融システム建て直しのための公的資本投入などの諸施策によって、民間部門の信用リスクが政府サイドに転嫁され、その結果、財政赤字が将来的に拡大するリスクが意識されて、長期国債の金利が上昇したのではないかと、この見解が示された。その委員は、あわせて、長期金利がこのようなりスクファクターを理由に上昇していることは、景気に対してマイナスの影響を及ぼしかねないことを意味するとの見解を述べ、ほかの何人かの委員も、この見方に同調した。

以上を踏まえ、多くの委員は、長期金利の先行きについて、非常に警戒してみていく必要があるとの考えを示した。また、このうちのひとりの委員は、今春の地方自治体による大量の縁故地方債発行が、一段の長期金利の上昇をもたらすのではないかと懸念を表明した。

円相場の動きについても発言があり、ひとりの委員は、110～115円レベルで円高気味に推移しているが、これには長期金利の上昇が相応の影響を及ぼしているとの考えを述べた。また、ほかの何人かの委員からも、同じような趣旨の発言があった。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きについては、景気回復への展望が依然明確でないなかで、わが国経済が、長期金利の上昇や為替円高からくる追加的な下押し要因を受け止めることができるかどうか、議論の中心となった。その結果、先行きの景気に対するダウンサイドリスクはむしろ高まっているとの見方が有力となった。

まず、複数の委員から、政府・日本銀行による政策が総動員されていることを踏まえれば、近い将来、景気がいったんは底を打つことを展望しうる状況にあるとの認識が示された。

しかし、このうちのひとりの委員は、雇用・所得環境の悪化が続いていることを踏まえると、一進一退となってきた個人消費にしても、今後持ち直していく展望までは描けていないとの見方を示した。

また、別のひとりの委員は、設備投資について、各企業は、収益の悪化と大幅な需給ギャップを前にして構造調整リストラを求められており、設備増強どころか廃棄を検討するような状況にあるとのきわめて厳しい認識を披瀝した。さらにその委員は、企業の輸出に対する取り組み姿勢についても、貿易摩擦再燃の恐れや欧米経済の先行き不透明感を受けて、かなり慎重な計画を立てていることを紹介したうえで、企業は、こうした需要動向のもとで、さらなる在庫調整を必要としており、引き続き慎重な生産姿勢を維持せざるをえないとの見方を述べた。

なお、輸出に関連して、もうひとりの委員からは、98年第4四半期に高成長を示した米国経済について、経済の好循環が維持される一方で、労働分配率の上昇など、労働コスト上昇圧力が顕現化する兆しがあるとの指摘があった。そのうえで、その委員は、米国経済は、このまま高水準での拡大を続けるか、急に失速するかのいずれかであるが、現段階では、その分岐点を見定めるのは非常に難しいとの認識を述べた。さらに、その委員はユーロエリアについても、①景気は今後、ドイツやフランスを中心に減速していくのではないか、②したがってユーロ相場は、対ドルなどで下落余地があるのではないか、といった見方を付け加えた。

こうした議論を踏まえて、企業の動向に関してきわめて厳しい認識を示した委員からは、景気は底這い状態に入ってはいるものの、その水準はかつてないほど低く、景気回復の展望は依然拓けていないため、底這いの期間が長引く可能性があるとの判断が示された。

そして、その委員は、財政の出動余地が限界に近づいているもとの、本年後半には、財政主導から民需主導へのスイッチを期待していたが、その可能性について、現状では幾分悲観的に捉えざるをえないとの見方を付け加えた。

また、別の委員は、物価の下落テンポが速まっていないことは、とりあえずの安心材料であるが、そうは言っても、半年後ぐらいに景気が一段と落ち込むリスクは消えていないとの見解を示した。さらに、もうひとりの委員からも、財政面からの支出がピークアウトする間に、民間経済のアク抜けができるかどうかを見守ってきたが、現時点では、かなり厳しい状況になっているとの認識が披瀝された。

このように、景気の先行きについては、かなりのダウンサイドリスクを見込まざるをえないとの認識が、委員の間で大勢となるなかで、長期金利の上昇と円高によるマイナスのインパクトをどのように評価するかについて、意見が交わされた。

まず、ひとりの委員は、為替相場にはすでに昨年秋以降110円に迫るような円高局面があったため、その影響はある程度織り込まれていると考えられるとしつつも、昨年末からの長期金利の上昇は新たな悪材料であり、本年4～6月、7～9月にかけて、そのマイナス効果が顕現化していく可能性があるとの見通しを示した。

また、別の委員は、長期金利が、わが国の財政状況等を巡る不透明感の強まり——「リスクプレミアム」の高まり——を受けて上昇し、景気、物価の実勢から乖離した水準にあることは、それ自体、景気に対してマイナスのインパクトを及ぼすものであるとしたうえで、さらに、こうした長期金利にひきずられて円相場が高止まりしていることは、マイナスインパクトを強めるものであるとの見解を示した。

さらに、もうひとりの委員は、昨年9月の金融緩和実施時点と現在の状況を比較して、①長期金利が1%程度上昇、株価はほぼ同水準、円相場が14～15%程度上昇、②企業収益も悪化し、雇用情勢も厳しくなるなど、民間経済の活動水準がさらに低下していると分析したうえで、これら資産市場の動向は、経済政策の総動員によってもたらされるプラスの効果を打ち消すような方向で一段のダウンサイドリスクとして働く判断せざるをえないとの見方を示した。

このほか、別のひとりの委員からは、昨年秋以降の長期金利の上昇と円高は、実質GDPを1%程度押し下げることになるとの試算

が示された。そのうえで、その委員は、すでにデフレ的な状況に入っている日本経済に対してこのようなマイナスインパクトが加わると、状況は一段と厳しくなり、99年度の名目成長率は、かなりのマイナスになる危険性があると発言した。

## V. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の間では、経済情勢について、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて景気の悪化には次第に歯止めがかかると見込まれるが、企業や家計の先行きに対するコンフィデンスは依然慎重であり、民間経済は低迷を続けているため、景気回復への展望は依然明確になっていない、との認識が共有された。

そうしたもとで、何人かの委員は、本年後半以降、財政面からの下支え効果が減衰するにつれて、これまでの長期金利の上昇や円相場の高止まりに伴う悪影響が、景気に重くのしかかってくる可能性があることに強い懸念を表明し、一段の金融緩和措置を検討する必要があるとの立場をとった。

まず、ある委員からは、①日本経済はすでにデフレ的な悪循環に突入しており、長期金利上昇や円高の圧力もすでに実体経済に影響しはじめている、②このため、政府の財政政策を金融面からサポートし、それによって民間の自律的な経済活動を支えていく観点から、できるだけ早期に一段の金融緩和を実施することが必要である、③しかもそのタイミングは、現時点であっても遅すぎるくらいである、との発言があった。

別の委員も、政府の財政政策や日本銀行の金融政策によって、景気は漸く底這い状態に入ったが、それはかつてないほどの低水準であり、3月末にかけての企業活動は、収益の下方修正や赤字転化などの厳しい決算が見込まれる中で、設備廃棄や雇用削減などのリストラによって、かなりのマイナスインパクトを受けるため、景気底這いが長引くリスクが高まっていると発言した。その上で、その委員は、最近の長期金利上昇や円高が財政・金融両面からの政策効果を打ち消すリスクがあるため、このタイミングで必要な対応策を講

じるべきであるとの考えを述べた。

もうひとりの委員からは、民間経済活動は低迷しており、海外経済を巡る不透明感や金融システム建て直しの過程で生じ得る副作用などもあるため、今後の景気の帰趨は非常に微妙な段階にあるとの発言があった。その上で、その委員も、長期金利の上昇、円高、さらには軟調な株式市場動向は、ただでさえ不透明感の強い日本経済の先行きに、一段のダウンサイドリスクをもたらすものであるため、この際、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にする観点から、金融緩和スタンスを一段と強化し、金融面から精一杯の下支えをしていくことが適当であるとの認識を示した。ただ、その委員は、金融緩和を実施する場合、金利収入に多くを依存している家計の方々には、粘り強く理解を求めていく必要があると付け加えた。

また別の委員からは、前回会合以降の動きとして、政府の公的資本投入や信用保証制度の拡充などによって、本来民間が採るはずのリスクを政府が肩代わりし、それに伴って政府の信用リスクが高まっていることが、市場で意識されているとの指摘があった。その上で、その委員は、長期金利の上昇や円高、株安の動きには、デフレ方向への懸念が看取されるため、この際、金利をもう一段引き下げる方法を検討すべきではないか、との認識を示した。

さらに別のもうひとりの委員からは、経済政策が総動員されて、景気が近い将来いったん底を打とうとしているにもかかわらず、最近の市場が、それを打ち消すような動きとなっていることを、どのように評価するかが、今後の政策運営を検討する際の最大のポイントであるとの整理が示された。その委員は、もう暫く様子を見ることもひとつの選択肢ではあるが、長期金利の上昇や円高が新たな下押し要因となっている状況では、様子を見ることによって新たに生ずるリスクがこれまでと比較して増大しており、むしろここでは、経済が追加的なプレッシャーに晒されていることに対応して、金融政策としてなしうる措置を動員していくことが重要ではないか、との見解を明らかにした。

これらとは別に、何人かの委員は、①足許では実体経済の悪化テンポは緩やかになり、金融市場の逼迫感も和らいでいる、②しかし、その一方、本年後半以降の日本経済はダウンサイドリスクが高まっているとの二面性を強く意識しつつ、現在が、将来を先取りして一段の金融緩和措置をとるべきタイミングにあるかどうかについて、

入念な検討を加えた。

ある委員からは、金利上昇や円高の影響が心配ということであれば、通常ならば金融緩和の出番であるが、足許は、景気、物価動向の悪化が進行している訳ではないし、長期金利の上昇が一時的なもので終わる可能性もあるので、現状の金融政策スタンスを維持し、様子を見ることも十分に採りうる判断であるとの考え方が示された。また、金融面がすでに大幅に緩和されている状況のもとでは、追加的な緩和措置が大きな効果をもたらすことは期待できないとも発言した。しかし、その委員は、1月にいったん低下した長期金利が再び上昇したことを踏まえると、政策面で様子を見ることによって長期金利高止まりが長期化し、政策対応が手遅れになるリスクは小さくないとの認識を示した上で、短期金利の引き下げと、それに伴って多くの資金を供給することによって、経済を下支えすることは、正統的で、かつ分かりやすい対応であるとの見解を示した。

別の委員も、前回会合と今回会合との間の1か月間の動きに限定して考えると、景気がいったんは下げ止まる見通しに変更はなく、金融市場も落ち着いてきているため、これだけからは、金融緩和の結論は得られないと述べた。また、金利引き下げが、短期金融市場を混乱させるリスク（後述）があるのであれば、それも十分に吟味するべきであるとした。ただ、その委員は、①景気回復の展望が拓けていないこと、②これまでの財政面における努力の結果、市場では財政サイドのリスクが高まったと受け止められていること、③今後は大規模な財政措置を打つことは難しくなったとの認識が強まっており、そうした見方がコンフィデンスの回復を妨げていること、さらには、④金融政策の効果が浸透するまでにはラグがあること、などを踏まえると、高金利や円高が先行きの経済にリスクをもたらしていることに対して、今回か次回の会合では、金融政策面からの手当てを決断する必要性が高まっているとの見解を述べた。

もう一人の委員は、大底圏にあるわが国経済について、何とか自律的な回復の展望が拓けていくようにすることが必要であるとの認識を示しつつも、さらに一段の金融緩和措置を講ずることに関しては、①長期金利の上昇や円高が実体経済にもたらす悪影響については、昨年11月後半以降、毎回かなり意識されてきたシナリオであり、この1か月で事態が急速に深刻化したとは必ずしも言い難い、②日本経済が求められていることは、サプライサイドの強化を、行政組織のスリム化や歳出の効率化といった公的部門の改革や、民間経済

の構造調整などによって進めることである、といった見方を述べたうえで、その判断をいったん留保した。

このような金融緩和方向の議論に対して、ある委員からは、家計は現状の低金利について強い不満を有しており、オーバーナイトレート0.25%が实体经济にどのような影響を及ぼしているかという意義を、まったく納得していないとの指摘があった。また、その委員も、悪化テンポが緩やかになっているとする今会合での实体经济判断と、議論の俎上にのぼってきた一段の金融緩和措置との間には、かなりのギャップがあるとの認識を示した。こうした認識を踏まえて、その委員は、資金提供者である預金者の立場も考慮して金融政策を運営しないと、国内の資金が低金利を嫌って海外に流出することにもなりかねないとして、低金利政策に対して反対する立場をとった。

以上の金融政策運営に関する検討の過程で、上述のように、各委員は、長期金利の上昇が实体经济に及ぼす悪影響について強い懸念を表明した。そのうえで、前回会合に引き続いて、中央銀行が長期金利に直接的な働きかけを行うか、また、国債買い切りオペ増額の議論についてどのように考えるか、という点に関して多くの委員が意見を表明した。議論を集約すると、長期国債の買い切りオペについては、従来と同様、やや長い目で見て、日銀券の増発額に対応させるという基本的な方針を維持することで、各委員の意見の一致をみた。

ひとりの委員は、長期金利は資産価格のひとつであり、そこには、景気、物価を巡る先行き見通しのほか、さまざまな期待が織り込まれているため、中央銀行がこれをコントロールすることは不可能であるとの認識を示した上で、長期国債の買い切りオペの増額やオペレーション・ツイストは、とるべき政策ではないと結論づけた。また、別の委員も、中央銀行のオペレーションはある意味ではすべてオペレーション・ツイストであるとの考え方を示したうえで、それが一時的な効果すら有しないとまでは言い切れないとしながらも、長期金利の操作を目的としたオペレーション・ツイストは、過去の平均的なデータからみると有効性が小さいし、そこには様々な不確実性やリスクが伴うものであるといった認識を示した。また、その委員も含めた複数の委員からは、こうした領域に中央銀行が足を踏み込むと、往々にして泥沼に陥って抜け出せなくなるのが歴史の

教訓であるとの見解が述べられた。さらに、このうちのもうひとりの委員は、日本銀行のバランスシートの現状に言及して、長期国債のほかに、すでに預金保険機構向けの貸付残高が7～8兆円にのぼっていることを踏まえると、短期金融資産によるオペレーションを旨とする中央銀行の資産としては、これら長期資産の規模が限界に達しているとも指摘した。

このほか、会合では、長期金利の上昇への対応としては、国債の発行体である政府が、小さな政府の実現にむけて真剣に取り組むことや、国債の発行額や発行期間の面での工夫などを重ねることこそが必要なのではないか、といった意見も示された。

こうした議論を踏まえて、別のひとりの委員は、①どのような形態であっても、国債をどんどん買っていくことは、財政節度を失わせ、将来の悪性インフレを招来する、②そうであるからこそ、主要国の中央銀行は、短期オペレーションを中心に行い、国債の買い入れに一定の歯止めをかけている、③日本銀行による国債の買い切りオペは、長い目でみて日銀券の増発に概ね見合うようにしており、この考えを当面変えるべきではない、と発言した。

なお、もうひとりの委員からは、長期国債の買い切りオペによって成長通貨を供給することは必要であるが、経済成長がマイナスの場合にこの関係をどのように考えるのか、といった問題意識が付け加えられた。

次に、金融緩和措置の手法について、突っ込んだ議論が行われた。多くの委員が、無担保コールレート（オーバーナイト物）を一段と引き下げることが適当であるとの判断を示したが、その際には、①無担保コールレートがゼロ近傍まで低下した場合、短期金融市場の機能が低下するのではないか、②そうであれば、金利の引き下げ余地がさらに狭められるため、十分な効果を期待できなくなるのではないか、という点が、議論のポイントとなった。

まず、何人かの委員は、無担保コールレートがゼロ近傍にまで低下した場合、資金運用者の行動としては、カウンターパーティ・リスクや諸コストを負担してまでコール市場で運用するよりも、金利はゼロだがリスクもない、日銀当座預金に資金を置くほうを選好し、その結果、市場規模が縮小するなどの構造変化が生じ、短期金融市場の機能が低下するのではないか、との懸念を表明した。また、別のひとりの委員も、金融市場がようやく小康状態となったこのタイ



ミングでは、市場の混乱を誘発するような施策は避けるべきではないか、との懸念を述べた。ただ、それらの委員も含めた多くの委員は、これまで経験がないことだけに、具体的に金利がどの程度まで下がれば、短期金融市場取引が縮小するののかということの見きわめがつかないため、結局は、市場の状況をよく見ながら金利を徐々に引き下げていく以外に方法はあるまい、ということで認識を共有した。

こうした認識を踏まえて、ひとりの委員からは、無担保コールレートの目標を当面0.15%前後にまで引き下げ、そこで市場の状況をみたうえで、金利をさらにゼロに近いところにまで下げていくことが適当ではないか、との考え方が示された。また、別の委員は、金利を限りなくゼロに近づけるといっただけの方針では、名目金利のターゲットを放棄して量的ターゲットに切り替えた、という誤解を市場に与えかねないが、0.15%という目標を呈示すれば、それは分かりやすいし、市場の混乱なども回避できる、との見方を述べた。

続いて、金利の引き下げ幅がきわめて限定される状況で、金融緩和の効果がどの程度期待できるのか、という点に関するやりとりがあった。まず、ひとりの委員が、オーバーナイト金利を0.25%前後で安定させてきたことが、金利全般の低下や量的な拡大の制約となったのであれば、その制約を取り払うことは、相応に意味があるとの考え方を示した。これに対して、複数の委員から、0.1%程度の金利の引き下げが、資金の供給量や实体经济に有意な差を生じさせるものなのか、といった趣旨の疑問が呈された。また、別の委員は、当初の目標が0.15%ということでは引き下げ幅が不十分であるので、それを0.10%とすることで、引き下げ幅を少しでも広げ、金利引き下げのスピードをできるだけ速くしてはどうか、との意見を述べた。こうした疑問等を受けて、金利の制約を取り払うことに相応の意味があるとした委員も含め、複数の委員が、オーバーナイト金利の0.1%程度の引き下げ自体によって大きな効果が現れるとは期待できないが、そうした金利の引き下げを目指して流動性を潤沢に供給していけば、ターム物レートの低下などを通じて、金融機関の貸出スタンスやCPなどの直接金融市場へ効果が伝わり、結果として、企業金融面や实体经济活動にプラスの効果を期待できるようになるのではないかと、との見解を示した。その上で、それらの委員は、現在の局面では、たとえ効果が小さくても、日本銀行がデフレ圧力の高まりに向けて最大限立ち向かう姿勢を示すことも重要であるとの立

場をとった。

なお、こうした議論を通じて、当初、短期金融市場を混乱させるリスクをよく吟味する必要があるとした委員や、現在が金融緩和を採るべきタイミングかどうかについて判断を留保していた別の委員も、金融緩和の実施を支持する意向を示した。

この間、ある委員が、日本銀行は日々の金融調節において、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）を活用して短期金融市場に潤沢な資金を供給し、あわせて、債券市場のプレーヤーの資金繰り負担を少しでも緩和するようにしてはどうか、との問題提起を行った。これについては、ほかのひとりの委員が、このオペレーションは長期国債買い切りのオペレーションとは異なる短期の金融調節手段であり、社債等を担保とするオペレーションの導入などの資金供給手段を拡大・多様化する方向とも合致しているとして、賛意を示した。

また、別のひとりの委員は、企業経営の立場からすれば、実体経済が不安定な状況のもとでは、とにかく資金繰りをつけながら走り続けるしかなく、この観点からは、日本銀行による金融市場に対する潤沢な資金供給が不可欠であるとした上で、例えば、日々の金融市場調節に際しては、できる限り資金吸収のためのオペレーションを抑制するように努めることはできないか、との意見を述べた。このうち資金吸収のためのオペレーションについては、ほかのひとりの委員からも、現在の日々の金融調節で、仮に売出手形による資金吸収を止めた場合、市場ではどのような動きが起こり得るかとの質問があった。これについては執行部より、日本銀行が預金保険機構向け貸出を含め、大量の資金を供給しているもとで、政策委員会決定される金融市場調節方針を実現するためには——すなわち、オーバーナイト金利がゼロまで低下することを回避し、これまでの金融市場調節方針に示された0.25%前後の水準で支えておくためには——、売出手形によって資金を吸収する必要があるとの説明があった。

さらに、何人かの委員は、企業金融の円滑化の観点からは、仮に一段のコールレート引き下げが決定される場合には、ターム物金利が低下する可能性が強いため、企業向け臨時貸出制度の金利も引き下げるのが適当ではないか、との意見を表明した。

一方、ひとりの委員は、金利引き下げによる従来型の金融緩和に

ついて、①最早大きな効果は期待できない、②潤沢な資金供給という言葉の意味合いが不明確である、といった問題点を指摘した。そのうえで、その委員は、金利がゼロ近傍まで低下している状況では、この際、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）に目標を置いた量的緩和を明示すべきである、との立場を明らかにした。さらにその委員からは、量的緩和には数多くの反論があることは十分承知しているが、ミクロヒアリングによれば、準備預金を増やせば、それが資金需要のある海外現地法人や優良な中小企業にも行き渡ることが期待される、といった趣旨の発言が付け加えられた。

これに対して、何人かの委員は、オーバーナイト金利に少しでも引き下げる余地がある以上、まずはそれによって、経済活動をサポートし、金融市場に対して潤沢な資金供給を行って、マネーサプライの拡大を促していくことが重要であるとの考え方を示した。また、このうちのひとりの委員は、マネタリーベースの9割は流通現金であり、これに目標を設定した政策の実現可能性には強い疑問を感じるとの認識を述べた。また、もうひとりの委員も、量的ターゲットの有効性を必ずしも否定するものではない、との立場を採りつつも、①表裏の関係にある金利と量の関係が断絶するのは、金利が全期間にわたってゼロになった場合であり、オーバーナイト金利がゼロ近傍になったとしても、それ以外の期間の金利を引き下げることによって、資金量を増やすことができること、②無理矢理に量的緩和策を図っても、人々の期待形成と資金需要に変化が生じない限り、政策としての効果はないこと、③金融市場に加わる様々なショックによって大きく振れるマネタリーベースを政策目標とするよりも、名目金利をターゲットとしたほうが、实体经济との関係もわかりやすいこと、④量的な目標値の設定にはしっかりとした理屈付けが必要であること、といった諸点を挙げて、量的緩和には検討すべき点が多いとの趣旨の発言をした。

## VI. 政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。まず、大蔵省からの出席者は、以下のような趣旨の発言を行った。

- わが国経済の現状は、いくつか良い指標が出てきているが、全体としては低迷から抜けきれず、油断できない状況にあ

る。大蔵省としては、昨年決定した緊急経済対策を強力に押し進めているところであり、財政としても、ぎりぎりのところまでやっているという認識にある。現在、平成11年度予算案が国会審議中であるが、早期成立に向けて全力を傾けたいと考えている。

- 長期金利との関係では、大蔵省としても、国債の確実かつ円滑な償還に努めている。しかし、市場における根強い需給悪化懸念等を背景に、長期金利には不安定な動きがみられている。こうした状況を踏まえて、大蔵省として何らかの工夫ができないか、省内で議論を重ねているところである。

いずれにしても、現下の経済金融情勢に対応して、適切な金融政策の運営が必要であり、幅広い観点から十分な議論のうえ、決定をお願いしたいと考えている。

経済企画庁からの出席者は、次のような趣旨の発言を行った。

- 景気は低迷が長引き、きわめて厳しい状況にあるが、一層の悪化を示す動きと幾分かの改善を示す動きとが入り混じり、変化の胎動も感じられる。政府としては、平成10年度第3次補正予算と平成11年度当初予算を一体とし、不況の環を断ち切るべく、かなりの英断をもって大型の予算を策定したところである。
- 経済情勢が厳しいという点では、私どもと日銀との間の認識に大きな差はないと考えており、万が一にも、景気の腰が折れることのないよう、十分な配慮をお願いしたい。

金融政策運営に当っては、十分な流動性の確保に努め、適切な運営をお願いしたい。なお、そのための手段については、本会合の検討に委ねたい。

## Ⅶ. 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、①わが国の経済金融情勢全般は、財政・金融両面からの下支えにより小康状態に入ってきており、今後景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと一応見込まれるが、②民間経済は停滞を続けており、景気回復への展望は依然明確でない状況にあり、③さらに最近の長期金利の上昇や円相

場の高止まりが、景気を再び悪化に向かわせるリスクファクターとして重くのしかかっている、というものであった。

こうした認識をもとに、日本銀行としては、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするためにも、この際、市場金利を一段と引き下げ、金融政策面から経済活動を最大限下支えしていくことが適当である、との意見が大勢を占めた。

ただ、ひとりの委員は、金融の一段の緩和を主張しつつ、①金利の引き下げは一層の量的拡大（マネタリーベースの拡大）を図るものであること、②その点を明瞭にすれば金融政策の出尽くし感が避けられるとみられることの2点を指摘したうえで、コールレート（オーバーナイト物）を引き下げるとともに、量的緩和（マネタリーベースの拡大）を目指すことをディレクティブの中に規定する趣旨の議案を提出した。なお、その委員は、かねてより金融緩和を主張してきた立場を踏まえ、金融緩和に関する大勢意見を取りまとめたディレクティブが採決される際には、これまでの潤沢な資金供給がより一層進められるような趣旨が盛り込まれれば、賛成票を投ずる意向がある旨を付け加えた。

また、別の委員は、①潤沢な資金供給を目指して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.15%以下で極力低く推移するよう促すこと、その際、短期金融市場に混乱が生じないように金利の漸次低下に努めること、②加えて、金融調節にあたっては、短期金融市場の機能の維持に十分配慮しつつ、可能な限り吸収面での調節を抑えること、③あわせて、議案が可決された際には、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用利率を引き下げること、を内容とする議案を提出する用意があることを表明した。ただ、その後の議論を経て、その基本的な趣旨が議長案に盛り込まれることで合意されたため、別途の議案としての提出は見送られた。

さらに、金融緩和の効果に疑問を呈している委員は、市場金利を一段引き下げる提案には、反対票を投じる意向を表明した。

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、現下の厳しい経済情勢を踏まえると、量的緩和を主目的として潤沢な資金供給を実施する必要があるとの立場から、「無担保

コールレート（オーバーナイト物）を極力低水準に抑制することにより、一層の量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、当初、同レートの目途は 0.10% とし、その後、低下するよう促す。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が最終的に提出された。

#### 議案（議長案）

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。対外発表文は別途決定する。

#### 記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初 0.15% 前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、三木委員、中原委員、植田委員

反対：篠塚委員

篠塚委員は、現在の超低金利政策をさらに更新することが、实体经济にどのような効果を及ぼすか疑問であるとして、上記議長案に反対した。

### Ⅷ. 対外発表文「金融市場調節方針の変更について」の検討

対外発表文「金融市場調節方針の変更について」が検討された。

その際、長期国債の買い切りオペレーションについては、日本銀行のスタンスが注目されていることを踏まえ、この際、対外発表文

のなかに、「これまでと同様の頻度、金額で実施していく」ことを盛り込むことが支持された。

採決の結果、全員一致で、別添1のとおり公表することとされた。

## IX. 企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更の検討・決定

### 1. 議長からの提案内容

上記のとおり金融市場調節方針が変更されたことを受けて、議長から、昨年11月に決定し、すでに実施している「企業金融支援のための臨時貸出制度」における適用金利を、現行の0.5%から0.25%に引き下げるため、「企業金融支援のための臨時貸出制度基本要領」の一部を改正し、これを別添2のとおり対外公表したい旨の提案があった。

その趣旨は、現行の適用金利0.5%が、これまでの金融市場調節方針（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）を前提として設定されたものであったことを踏まえ、本日の金融市場調節方針の一段緩和にあわせて、本件適用金利も0.25%に引き下げることが自然と考えられる、との説明が付け加えられた。

### 2. 委員による検討・採決

本件については、金融政策運営を巡る議論の過程（前述）でもすでに複数の委員がその必要性に言及していたところであり、多くの委員がこれに賛意を示した。

これに対して、ひとりの委員は、反対意見（後述）を表明した。

採決の結果、議長提案が賛成多数で議決された。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、  
三木委員、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、①中央銀行が企業金融の領域に入るべきでは

ない、②この臨時貸出制度の適用金利の引き下げ幅を0.25%とすることについては、今般引き下げをする無担保コールレートの目標をただちにゼロにするということでない限り、金利水準として両者のバランスが取れない、として議長案に反対した。

## X. 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を2月16日に公表することとされた。

以 上



(別添1)

平成11年2月12日  
日 本 銀 行

## 金融市場調節方針の変更について

- (1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

- (2) わが国の経済をみると、景気の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、緩やかになってきている。今後、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。しかし、企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている。物価も軟調に推移している。景気回復への展望は依然明確でない状況にある。

金融面の動向をみると、短期金融市場取引や企業金融を巡る一頃の逼迫感は和らいできている。しかし、長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響を

もたらす惧れがある。

(3) 上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した。

(4) 日本銀行としては、上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、これを通じて、マネーサプライの拡大を促すとともに、落ち着きを取り戻しつつある短期金融市場の安定に引き続き万全を期していく考えである。

(5) 金融市場調節の具体的な運営に当たっては、短期金融市場の機能の維持に配意しつつ、従来と同様に短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そのなかで、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。

また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。

(6) 日本経済を、しっかりとした景気回復の軌道に乗せていくためには、金融・財政面からの下支えだけでなく、金融システム対策や構造改革を着実に進めていくことが重要である。日本銀行としては、今回の金融緩和措置が、それら関係各方面の取り組みと相俟って、日本経済の直面する課題の克服に資することを強く期待する。

以 上

(別添2)

平成11年2月12日  
日 本 銀 行

### 企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利を現行の年0.5%から年0.25%に変更することを決定した。これは、同会合において別途決定した金融市場調節方針の変更を踏まえた措置である。

変更後の適用金利は、次回貸付実行日である本年2月22日から適用する。なお、既に実行されている貸付についても、期限前返済がなされれば、次の貸付実行日において、変更後の金利により新たに貸付を行うものとするほか、昨年12月21日に実行した貸付については、期限前返済がなくとも、本年3月23日に行う手形書替に際し、変更後の金利を適用する。

以 上

## 金融調節と金融市場動向

### 1. 前回会合以降の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（2月25日）で決定された方針に従って運営した。その結果、無担コールO/Nレート（加重平均値）は3月に入り大幅に低下し、足許では0.03～0.04%で推移している。

この間の動きをやや詳しくみると次のとおり。

- ・ まず、2月下旬には、①普通預金金利が0.10%に据え置かれる中で、出し手の一部にコール資金への放出を抑制し、都銀等の普通預金での運用に振り替える動きがみられたこと、②月末接近に伴って資金決済需要が高まったこと等から、O/Nレートは0.10～0.13%で推移した。

こうした中、調節面では、O/Nレートの落ち着きどころを探りつつその低下を促す観点から、17日に一旦圧縮した積み上幅を漸次拡大した（朝方の積み上幅：16日+8千億円→17、18日+2千億円→19、22日+3千億円→23日+5千億円→24日+7千億円→25日+9千億円→26日+13千億円）。

- ・ 3月初には、(イ)市場参加者の間で普通預金金利の水準がO/Nレートの当面の下限として意識されたことや、(ロ)2月末越えの資金調達の期落ちが集中したこと等から、積み上幅をさらに拡大する本行調節（3月1日+16千億円→2日+18千億円）の下でも、O/Nレートは小幅の低下に止まった（1日0.09%→2日0.07%）。
- ・ もっとも、資金の出し手がターム物への資金放出を積極化させ

たことなどから、取り手の日々の必要調達額が減少し始めたことに加え、月末・月初の資金決済に係る資金需要が剥落したこともあって、O/N物を取り急ぐ動きはほとんどみられなかった。

- ・ こうした状況下、3日には、本行が前日並みの大幅な積み上幅（+18千億円）を維持する中で、市場参加者が2/16日の総裁発言（「<O/Nレートが>ゼロでやっていけるならばゼロでもいいと思う」）を再度強く意識し始めた。このため、O/Nレートは急速に低下し、それ以降、0.03～0.04%で推移している。
- ・ これに対し調節面では、取り敢えずO/Nレートはほぼ最低水準にまで低下したとの判断から、5日以降、積み上幅を漸次圧縮している（2～4日+18千億円→5日+14千億円→8、9日+12千億円）。

この間、ターム物レートは、O/Nレートの一段の低下を受けて、3月入り後、引続き大きく低下している。

ユーロ円 TIBOR	—%		
	2月25日	3月5日	9日
1か月物	0.46	0.28	0.25
2か月物	0.46	0.28	0.25
3か月物	0.46	0.28	0.24

## 2. 証券市場動向

### (1) 債券市場

国債指標銘柄利回りは、前回会合以降、大きく低下した後、足許は多少上昇している（日本証券業協会基準気配<以下同>；2月25日1.904%→3月5日1.564%→9日P1.700%）。

すなわち、前回会合以降、短期金利が一段と低下したことを受け、幅広い機関投資家がキャッシュ・マーケットから中・短期債へ運用

資金の一部をシフトさせる動きを強め、相場は大きく反発した。また、中期債需要の高まりを受け 6 年債入札が好調だったこと（3 月 2 日）もあって、目先の需給悪化懸念は一旦後退し、下値不安も薄まった。そうした中で、これまで年度末決算を控え価格変動リスクを取ることに慎重であった都銀筋が、長期債残高の積み増しを図ったことから、相場は続伸した。もっとも、急ピッチで値を上げた（3 月 1 日以降 5 連騰）反動から、足許では戻り売りが出て、利回りは多少上昇している。

この間、「日銀が 1 週間～3 ヶ月物金利を新しい誘導目標として検討」との新聞報道（4 日）等を受け、一部の市場参加者に追加的な金融緩和措置への期待が広がっており、今後の本行の対応に関心が集まっている。

## （2）株式市場

日経平均株価は、前回会合後一旦下押しした後急伸し、足許では 15 千円を挟んだ一進一退の動きとなっている（2 月 25 日 14,470 円→3 月 2 日 13,921 円→9 日 15,096 円）。

すなわち 3 月初にかけては、為替相場の円高化や米国株価の軟調地合いといった状況の下で、国内金法・事法の年度末決算を睨んだ持ち合い解消売りが嵩み、3 月 2 日の日経平均は 2 月 12 日（13,973 円）以来約半月振りとなる 14 千円割れを記録した。

その後、①短期金利の一段低下を受けた長期金利の落ち着き、②為替円安化、③大手製造業の提携や大幅人員削減等の積極的リストラ策の発表、④公的資金注入による不良債権処理の加速化に対する期待感、⑤米国株価の急騰（NY ダウは最高値更新〈5 日〉）等を受け、急反発した。日経平均は 5 日、今年最大の上昇幅（+711 円）を記録し、9 日には昨年 11 月 27 日以来約 3 ヶ月半振りとなる 15 千円台を回復した。

この間、日本株に対するアンダー・ウエイト（時価ウエイトに比べ投資額ウエイトの低い状態）解消を企図した海外投資家の買いと、国内金法・事法の持ち合い解消売り等が交錯し、出来高は高水準で推移した（1日当り東証1部出来高、2月中旬旬394百万株→下旬477百万株→3月上旬<8日まで>496百万株）。

以 上

(図表1)金融調節と金融市況の推移

O/Nレートの「最高値」は対外非公表

—— 国債指標銘柄利回り、日経平均株価の( )内は前日比

日付	積み上幅(千億円)		O/Nレート(%)		ユーロ円TIBOR(%)		国債指標 銘柄利回り (日証協基準気配、%)	日経平均 株価 (円)
	9:20	為決スタートの 売手実行後	加重平均	最高値 <sup>(注)</sup>	1か月	3か月		
2/25(木)	9	9	0.12		0.46	0.46	1.904 (+0.028)	14,470 (+115)
26(金)	13	13	0.10		0.45	0.45	1.887 (▲0.017)	14,367 (▲103)
3/1(月)	16	16	0.09		0.44	0.43	1.844 (▲0.043)	14,221 (▲146)
2(火)	18	18	0.07		0.41	0.41	1.805 (▲0.039)	13,921 (▲300)
3(水)	18	18	0.04		0.37	0.36	1.680 (▲0.125)	14,170 (+249)
4(木)	18	18	0.03		0.32	0.31	1.613 (▲0.067)	14,183 (+13)
5(金)	14	14	0.03		0.28	0.28	1.564 (▲0.049)	14,894 (+711)
8(月)	12	12	0.04		0.26	0.26	1.630 (+0.066)	14,779 (▲115)
9(火)	12	12	0.04		0.25	0.24	1.700 (+0.070)	15,096 (+317)
10(水)								
11(木)								

(注)O/Nレートの最高値は都銀出合いベース。

(参考)積み期間中(当月16日～翌月15日)における無担O/Nレートの平均(%)

98/6月 0.42    7月 0.43    8月 0.39    9月 0.25    10月 0.22    11月 0.22    12月 0.25    99/1月 0.24    2月 0.08 (3/9日まで)

9/9日まで  
0.42%  
10日以降  
0.26%

2/14日まで  
0.24%  
15日  
0.12%

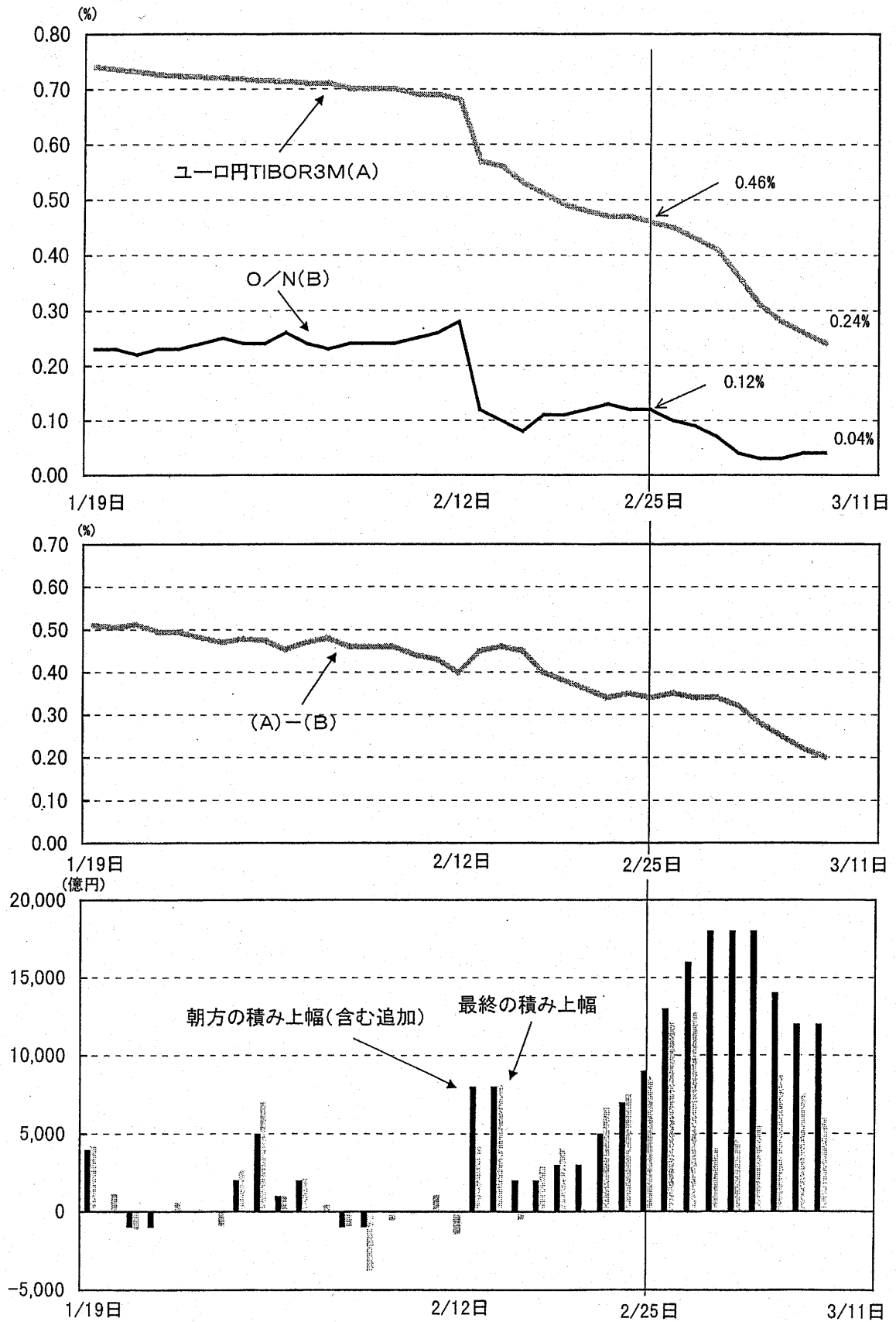


(図表2) オペの内容&lt;片道の実行額&gt;

(千億円)

日付	資金供給						資金吸収	
	調節貸出	買手	C P	T B	レポ	債券現先	売手	F B
2/25(木)	0	0	4	0	4	0	8	5
26(金)	0	0	0	4	0	0	0	0
3/1(月)	0	0	0	0	0	0	0	0
2(火)	0	0	0	2	4	0	9	0
3(水)	0	5	0	6	4	0	0	0
4(木)	0	2	4	1	4	0	12	0
5(金)	0	0	0	0	4	0	10	7
8(月)	0	0	0	0	4	0	3	6
9(火)	0	0	4	0	0	0	6	0
10(水)								
11(木)								
残高	0	10	52	20	49	0	89	22

(参考)無担O/Nレートとターム物レートの推移



(注)積み最終日については、超過準備額を記載。

99.3.12  
金融市場局

## 金融調節と金融市場動向

### 1. 前回会合以降の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（2月25日）で決定された方針に従って運営した。その結果、無担コールO/Nレート（加重平均値）は3月に入り大幅に低下し、足許では0.03～0.05%で推移している。

この間の動きをやや詳しくみると次のとおり。

- ・ まず、2月下旬には、①普通預金金利が0.10%に据え置かれる中で、出し手の一部にコール資金への放出を抑制し、都銀等の普通預金での運用に振り替える動きがみられたこと、②月末接近に伴って資金決済需要が高まったこと等から、O/Nレートは0.10～0.13%で推移した。

こうした中、調節面では、O/Nレートの落ち着きどころを探りつつその低下を促す観点から、17日に一旦圧縮した積み上幅を漸次拡大した（朝方の積み上幅：16日+8千億円→17、18日+2千億円→19、22日+3千億円→23日+5千億円→24日+7千億円→25日+9千億円→26日+13千億円）。

- ・ 3月初には、(イ)市場参加者の間で普通預金金利の水準がO/Nレートの当面の下限として意識されたことや、(ロ)2月末越えの資金調達の期落ちが集中したこと等から、積み上幅をさらに拡大する本行調節（3月1日+16千億円→2日+18千億円）の下でも、O/Nレートは小幅の低下に止まった（1日0.09%→2日0.07%）。

- ・ もっとも、資金の出し手がターム物への資金放出を積極化させたことなどから、取り手の日々の必要調達額が減少し始めたことに加え、月末・月初の資金決済に係る資金需要が剥落したこともあって、O/N物を取り急ぐ動きはほとんどみられなかった。
- ・ こうした状況下、3日には、本行が前日並みの大幅な積み上幅（+18千億円）を維持する中で、市場参加者が2/16日の総裁発言（「<O/Nレートが>ゼロでやっていけるならばゼロでもいいと思う」）を再度強く意識し始めた。このため、O/Nレートは急速に低下し、それ以降、0.03～0.05%で推移している。
- ・ これに対し調節面では、取り敢えずO/Nレートはほぼ最低水準にまで低下したとの判断から、5日以降、積み上幅を漸次圧縮。足許では+1兆円を若干上回る水準としている（2～4日+18千億円→5日+14千億円→8、9、10日+12千億円→11日+13千億円）。

この間、ターム物レートは、O/Nレートの一段の低下を受けて、3月入り後、引続き大きく低下している。

ユーロ円 TIBOR	—%		
	2月25日	3月5日	11日
1か月物	0.46	0.28	0.24
2か月物	0.46	0.28	0.24
3か月物	0.46	0.28	0.24

## 2. 証券市場動向

### (1) 債券市場

国債指標銘柄利回りは、前回会合以降、一旦大きく低下した後、足許上昇している（日本証券業協会基準気配<以下同>；2月25日1.904%→3月5日1.564%→11日1.760%）。

すなわち、前回会合以降、短期金利が一段と低下したことを受け、幅広い機関投資家がキャッシュ・マーケットから中・短期債へ運用資金の一部をシフトさせる動きを強め、相場は大きく反発した。また、中期債需要の高まりを受け 6 年債入札が好調だったこと（3 月 2 日）もあって、目先の需給悪化懸念は一旦後退し、下値不安も薄まった。そうした中で、これまで年度末決算を控え価格変動リスクを取ることに慎重であった都銀筋が、長期債残高の積み増しを図ったことから、相場は続伸した。

しかし、「預金保険機構が大手行への公的資本注入の原資を民間から 4 兆円調達する」（9 日）との報道を受け、需給悪化懸念が再び意識されつつあること等から長期債に対して戻り売りが出て、足許利回りは上昇している。

## （2）株式市場

日経平均株価は、前回会合後一旦下押しした後急伸し、足許では 15 千円台半ばの水準を回復している（2 月 25 日 14,470 円→3 月 2 日 13,921 円→11 日 15,502 円）。

すなわち 3 月初にかけては、為替相場の円高化や米国株価の軟調地合いといった状況の下で、国内金法・事法の年度末決算を睨んだ持ち合い解消売りが嵩み、3 月 2 日の日経平均は 2 月 12 日（13,973 円）以来約半月振りとなる 14 千円割れを記録した。

その後、①短期金利の一段の低下、②公的資金注入による金融機関の不良債権処理加速化に対する期待感、③大手製造業の提携や大幅人員削減等の積極的リストラ策の発表、④長期金利や為替相場の落ち着き、⑤米国株価の急騰（NY ダウは 5 日に続き 10 日も最高値更新）等を受け、急反発した。日経平均は 9 日、昨年 11 月 27 日以来約 3 ヶ月半振りの 15 千円台乗せとなり、足許 15 千円台半ばの水準を回復している。

この間、日本株に対するアンダー・ウエイト（時価ウエイトに比べ投資額ウエイトの低い状態）解消を企図した海外投資家の大口買いと、国内金法・事法の持ち合い解消売り等が交錯し、出来高は大幅に膨らんだ（1日当り東証1部出来高、2月中旬旬 394 百万株→下旬 477 百万株→3月上旬 569 百万株）。

以 上

(図表1) 金融調節と金融市況の推移

○/Nレートの「最高値」は対外非公表

—— 国債指標銘柄利回り、日経平均株価の( )内は前日比

日付	積み上幅(千億円)		○/Nレート(%)		ユーロ円TIBOR(%)		国債指標 銘柄利回り (日証協基準気配、%)	日経平均 株価 (円)
	9:20	為決スタートの 売手実行後	加重平均	(注) 最高値	1か月	3か月		
2/25(木)	9	9	0.12		0.46	0.46	1.904 (+0.028)	14,470 (+115)
26(金)	13	13	0.10		0.45	0.45	1.887 (▲0.017)	14,367 (▲103)
3/1(月)	16	16	0.09		0.44	0.43	1.844 (▲0.043)	14,221 (▲146)
2(火)	18	18	0.07		0.41	0.41	1.805 (▲0.039)	13,921 (▲300)
3(水)	18	18	0.04		0.37	0.36	1.680 (▲0.125)	14,170 (+249)
4(木)	18	18	0.03		0.32	0.31	1.613 (▲0.067)	14,183 (+13)
5(金)	14	14	0.03		0.28	0.28	1.564 (▲0.049)	14,894 (+711)
8(月)	12	12	0.04		0.26	0.26	1.630 (+0.066)	14,779 (▲115)
9(火)	12	12	0.04		0.25	0.24	1.704 (+0.074)	15,096 (+317)
10(水)	12	12	0.05		0.24	0.24	1.676 (▲0.028)	15,480 (+384)
11(木)	13	13	0.05		0.24	0.24	1.760 (+0.084)	15,502 (+22)

(注)○/Nレートの最高値は都銀出合いベース。

(参考)積み期間中(当月16日～翌月15日)における無担○/Nレートの平均(%)

98/6月 0.42    7月 0.43    8月 0.39    9月 0.25    10月 0.22    11月 0.22    12月 0.25    99/1月 0.24    2月 0.08 (3/11日まで)

9/9日まで  
0.42%  
10日以降  
0.26%

2/14日まで  
0.24%  
15日  
0.12%

2/25日まで  
0.11%  
2/26日以降  
0.06%

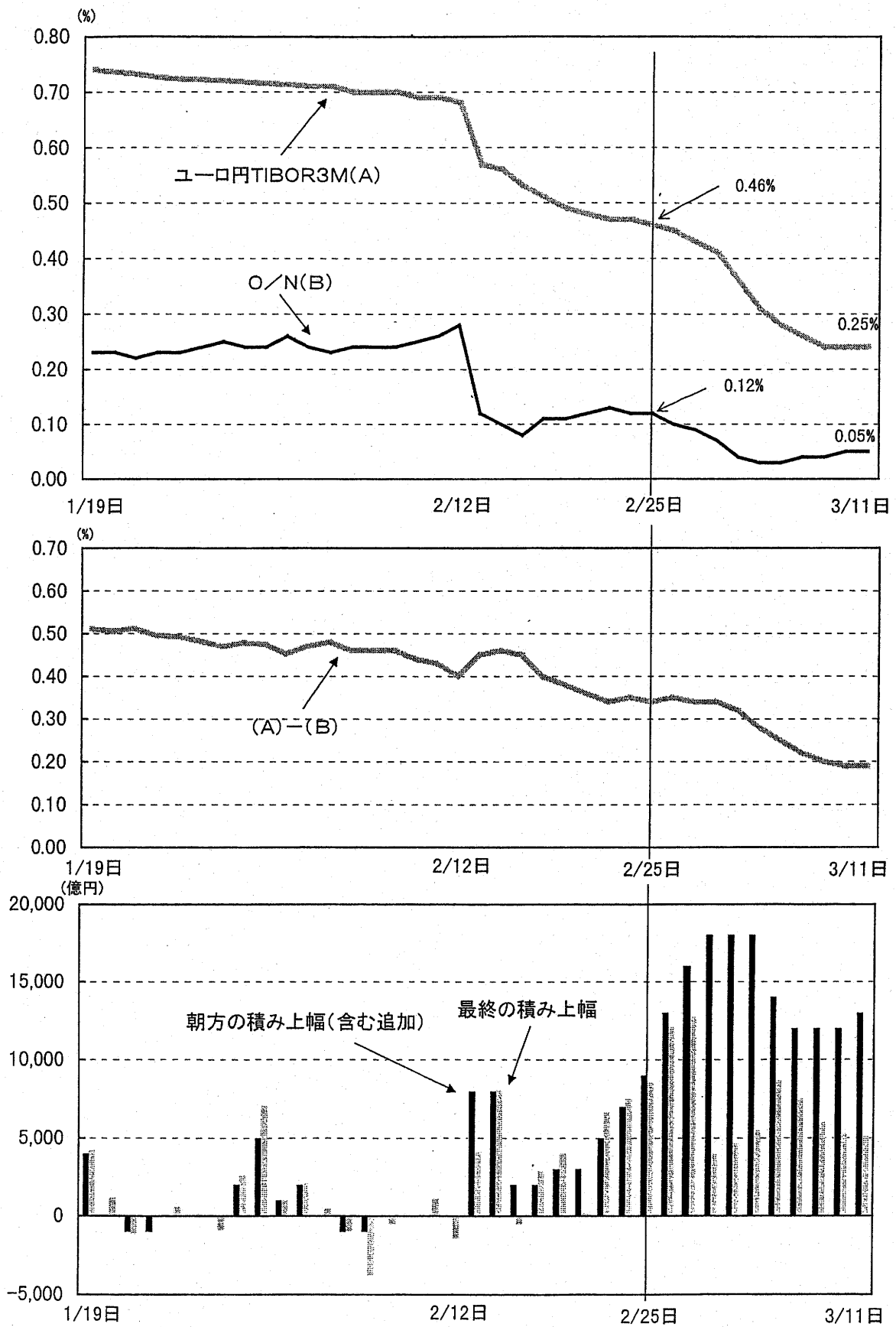
(図表2)オペの内容&lt;片道の実行額&gt;

(千億円)

日付	資金供給						資金吸収	
	調節貸出	買手	C P	T B	レポ	債券現先	売手	F B
2/25(木)	0	0	4	0	4	0	8	5
26(金)	0	0	0	4	0	0	0	0
3/1(月)	0	0	0	0	0	0	0	0
2(火)	0	0	0	2	4	0	9	0
3(水)	0	5	0	6	4	0	0	0
4(木)	0	2	4	1	4	0	12	0
5(金)	0	0	0	0	4	0	10	7
8(月)	0	0	0	0	4	0	3	6
9(火)	0	0	4	0	0	0	6	0
10(水)	0	0	0	0	4	0	9	9
11(木)	0	0	0	1	0	0	4	5
残高	0	10	52	21	49	0	89	32



(参考) 無担O/Nレートとターム物レートの推移



(注) 積み最終日については、超過準備額を記載。

## 短期金融市場の動向

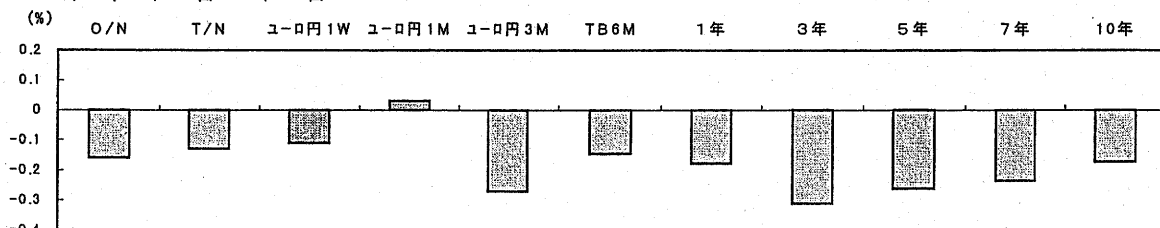
### 1. 短期レートの推移

一部計数は対外非公表

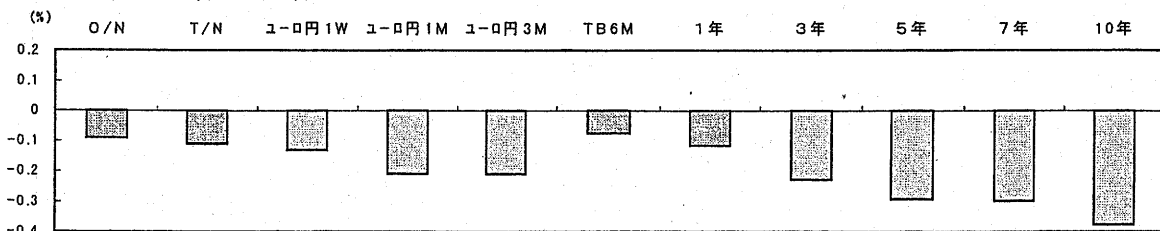
	コール		ユーロ円			レポ	TB
	無担	有担	出合いレート				
	O/N	O/N	1W	1M	3M	1M	6M
9/9(水)	0.45	0.43					0.305
10(木)	0.23	0.19					0.165
2/12(金)	0.28	0.23					0.290
15(月)	0.12	0.10					0.185
17(水)	0.08	0.03					0.150
23(火)	0.13	0.09					0.145
26(金)	0.10	0.07					0.145
3/1(月)	0.09	0.06					0.145
2(火)	0.07	0.03					0.130
3(水)	0.04	0.01					0.100
4(木)	0.03	0.01					0.050
5(金)	0.03	0.01					0.070
8(月)	0.04	0.01					0.080
9(火)	0.04	0.02					0.095
10(水)	0.05	0.02					0.095
11(木)	0.05	0.02					0.090

### 2. 金融緩和後の金利変化

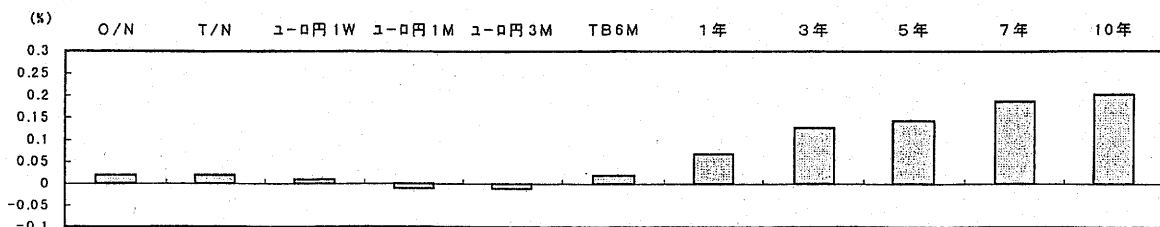
(1) 2/12日 → 2/25日



(2) 2/25日 → 3/5日



(3) 3/5日 → 3/11日



### 3. コール市場の残高推移

#### (1) 出し手ベースの動き

	全体	無担			有担		
		全体	生損保	投信	全体	信託	
98年1月(平残)	392,548	302,673	57,328	54,251	89,875	69,224	
99年1月(平残)	334,669	236,360	33,396	39,879	98,309	68,398	
99年	2月12日	342,959	241,471	35,173	39,826	101,488	75,242
	15日	(+6,600)	(+855)	(▲2,171)	(+1,623)	(+5,745)	(+778)
	17日	(▲17,153)	(▲15,197)	(▲8,548)	(▲686)	(▲1,956)	(▲1,342)
	23日	(+13,414)	(+13,228)	(+2,522)	(+376)	(+186)	(▲460)
	26日	(+4,631)	(+1,636)	(+1,597)	(+438)	(+2,995)	(▲1,007)
	3月1日	(▲15,152)	(▲12,426)	(▲5,187)	(+1,373)	(▲2,726)	(+1,080)
	2日	(▲13,107)	(▲14,202)	(▲4,708)	(+691)	(+1,095)	(+1,296)
	3日	(▲15,328)	(▲13,775)	(▲1,121)	(▲4,340)	(▲1,553)	(+866)
	4日	(▲12,402)	(▲20,922)	(▲1,947)	(▲9,144)	(+8,520)	(+7,263)
	5日	(▲2,561)	(▲1,358)	(+2,437)	(+384)	(▲1,203)	(▲783)
	8日	(+6,598)	(+11,997)	(+1,717)	(+3,225)	(▲5,399)	(▲3,527)
	9日	(▲10,404)	(▲6,909)	(▲1,203)	(+2,702)	(▲3,495)	(▲2,458)
	10日	(▲4,416)	(▲3,898)	(▲1,076)	(▲1,395)	(▲518)	(▲27)
	直近残高	281,772	181,406	18,909	33,305	100,366	77,404
2/12日対比	(▲61,187)	(▲60,065)	(▲16,264)	(▲6,521)	(▲1,122)	(+2,162)	

#### (2) 取り手ベースの動き

	無担			有担			
	都銀	外銀	地銀	都銀	長信行	外銀	
98年1月(平残)	228,947	11,237	17,027	36,566	8,758	11,228	
99年1月(平残)	164,649	28,355	21,194	28,566	23,852	19,584	
99年	2月12日	151,260	24,590	24,045	36,929	23,581	20,124
	15日	(+8,861)	(▲4,551)	(▲3,826)	(▲3,884)	(▲578)	(+8,023)
	17日	(▲17,783)	(+936)	(+2,730)	(▲4,088)	(+174)	(+4,336)
	23日	(+15,511)	(▲1,754)	(▲2,221)	(▲327)	(▲655)	(▲400)
	26日	(▲4,141)	(▲1,149)	(▲1,527)	(+777)	(+1,411)	(+2,038)
	3月1日	(▲6,606)	(▲2,450)	(▲1,356)	(▲13,306)	(▲41)	(+5,838)
	2日	(▲14,052)	(+3,168)	(▲542)	(▲1,857)	(▲840)	(▲133)
	3日	(▲4,478)	(▲7,576)	(+2,455)	(+6,425)	(▲1,870)	(▲4,737)
	4日	(▲20,106)	(+2,848)	(+168)	(+4,670)	(+1,440)	(+4,330)
	5日	(+123)	(▲2,518)	(▲1,874)	(▲6,903)	(▲2,035)	(+9,353)
	8日	(+7,097)	(+5,828)	(+202)	(▲13,793)	(▲675)	(+9,528)
	9日	(▲3,821)	(▲672)	(+394)	(▲163)	(▲287)	(▲3,551)
	10日	(▲6,173)	(▲272)	(+288)	(+5,743)	(▲480)	(▲5,746)
	直近残高	107,065	19,084	15,490	23,553	18,157	32,858
2/12日対比	(▲44,195)	(▲5,506)	(▲8,555)	(▲13,376)	(▲5,424)	(+12,734)	

4. 準備預金積立て状況等（日次データ：99/2月積み期）

計数は対外非公表

<本積み期の所要準備：（積数） 1,051,655 億円 （1日平均） 37,599 億円 >

（単位：億円）

	準備預金残高（準備預金制度適用先の日銀当座預金残高）			残り所要額 （1日平均） C	所要対比 積み上(下)幅 A-B-C	準備預金制度 非適用先の 日銀当座 預金残高	（参考） 朝方における 積み上(下)幅 （為決済-1の 売手繰込み後）*
	A	うち積み終了先の残高					
		B	うち超過準備				
99年2月16日(火)	45,400	0	0	37,300	8,100	200	8,000
99年2月17日(水)	37,000	200	100	37,300	▲500	2,800	2,000
99年2月18日(木)	40,100	0	0	37,200	2,900	100	2,000
99年2月19日(金)	41,300	600	300	36,700	4,000	100	3,000
99年2月22日(月)	38,000	1,100	1,100	36,700	200	100	3,000
99年2月23日(火)	43,100	0	0	36,400	6,700	300	5,000
99年2月24日(水)	43,800	300	300	36,000	7,500	100	7,000
99年2月25日(木)	44,400	200	200	35,600	8,600	100	9,000
99年2月26日(金)	45,800	100	0	33,600	12,100	400	13,000
99年3月1日(月)	45,800	300	200	32,800	12,700	1,900	16,000
99年3月2日(火)	38,600	2,200	1,200	32,400	4,000	10,100	18,000
99年3月3日(水)	41,200	4,600	4,000	32,000	4,600	9,500	18,000
99年3月4日(木)	40,800	3,800	3,100	31,500	5,500	4,800	18,000
99年3月5日(金)	40,400	3,100	2,100	28,600	8,700	2,900	14,000
99年3月8日(月)	36,900	1,700	1,600	27,600	7,600	1,300	12,000
99年3月9日(火)	35,000	2,200	2,200	26,800	6,000	2,700	12,000
99年3月10日(水)	33,100	1,900	1,700	25,900	5,300	1,300	12,000
99年3月11日(木)	33,300	3,300	3,300	24,900	5,100	2,300	13,000

\*残り所要額対比。積み最終日のみ当日所要額対比。

（参考）積み期間中の累計額（積数）

	準備預金制度の適用先			非適用先の 日銀当座 預金残高
	準備預金残高 A	所要準備 B	超過準備 A-B	
97年11月	1,085,800	1,042,100	43,700	50,600
12月	1,116,900	1,101,700	15,200	9,600
98年3月	1,108,100	1,096,200	11,900	8,000
6月	1,104,000	1,078,900	25,100	7,100
9月	1,109,500	1,083,500	26,000	9,500
10月	1,222,600	1,118,500	104,100	16,900
11月	1,120,000	1,099,400	20,600	7,900
12月	1,184,600	1,163,300	21,300	14,000
99年1月	1,179,600	1,165,900	13,700	17,400
2月(3/11日現在)	—	—	26,100	47,700

## 最近の為替市場および国際金融・経済動向

### 1. 為替市場、海外金融市場等の最近の動向

#### (1) 円・ユーロ相場の動向

2月下旬から3月上旬にかけての円の対ドル相場をみると（図表1）、基調的には円安傾向が続く中、日米当局の政策スタンスに関する思惑を主材料に、上昇・下落を繰り返す不安定な相場展開となった。前回政策決定会合（2月25日）以降、月末にかけて、円は、日米両国の当局者から円安牽制と受止められる発言が聞かれたことや、米国における金融引締め観測の高まりを背景とした米株価軟化等を受けて上昇したが、3月入り後、第1週には、日米間の景況感格差拡大のほか、本邦長短金利低下や本邦当局者による円安容認発言もあって、4日には一時、約3ヶ月振りの円安水準となる124円近くまで大幅に下落した。しかしその後、当局の円安許容姿勢についての警戒感が台頭すると、再度上昇するなど、神経質な相場展開となっている。

この間、対ユーロ相場は（図表2）、円、ユーロともに、ファンダメンタルズの不芳と当局者による自国通貨安容認発言という共通の弱材料を抱える中、130～134円のレンジで揉み合った。

一方、ユーロの対ドル相場は（図表2）、ユーロエリアと米国の景況感

格差が一段と鮮明になる中、ユーロ参加国や欧州中央銀行（ECB）の当局者からユーロ安容認発言が続いていることもあって引続き軟調裡に推移、導入以来の最低水準を更新している。一方、英国政府のユーロ移行案発表を受けて急反発していた（2月23、24日）対ポンド相場は、その後、強めの英国経済指標発表が続いたほか、BOE金融政策委員会による政策金利据置き決定（3月3日）もあって反落、結局導入以来の最低水準を更新した。

こうした中、市場センチメントの動きをオプション1ヶ月物のリスク・リバーサルで見ると（図表3）、ドル/円では、当局者の円安牽制と受止められる発言等を背景に、2月下旬から3月初にかけてドル・ベア方向に振れ、ドル・プット・オーバーとなったが、その後、米国経済好調持続を示す指標発表や、本邦当局者による円安容認発言から、再度ドル・コール・オーバーに転じた。ユーロ/ドルについては、ECBによるユーロ買い介入ルーマー等から3月初に一時ドル・コール・オーバー幅が縮小する場面も見られたが、その後は、同ルーマーがECB当局によって否定されたこともあって、ドル・コール・オーバー幅は拡大傾向を辿っている。この間、オプション1ヶ月物のボラティリティは、ドル/円、ユーロ/ドルとも概ね安定的に推移した。

## （2）その他の通貨動向

東アジア通貨の対ドル相場（図表5）は、円安進行を背景に総じて軟調な展開となった。韓国ウォンは、円安に加え、輸入業者や公的債務返済目的と思われる国営銀行によるドル買いが続いていることもあって続落した。インドネシア・ルピアは、1月下旬以来のイスラム教徒とキリスト教徒の抗争が、なお続いていることに加え、金融構造改革が遅延するとの懸念が台頭したこともあって軟調裡に推移した。

中南米諸国通貨は、まちまちの展開となった。ブラジル・レアルは、対外債務返済に伴う資本流出懸念から売り込まれ、3月2日には最安値を更新

したが、その後、新しく承認された中央銀行総裁による金利引上げや為替市場介入宣言等（4日）が好感されたほか、IMFとの財政改革に関する協議が基本合意に達したこと（5日）なども好材料となって、反発している。メキシコ・ペソは、ブラジル・レアルの急落から3月入り後、一時弱含んだが、その後は、ブラジル情勢の改善に加え、自国経済の好調や米国における金利上昇懸念後退等を背景に堅調裡に推移した。ベネズエラ・ボリバルは、チャベス新政権による具体的な経済・財政施策発表が遅延する中、弱含んだ。

### （3）株価、長期金利、商品市況の動向

米国（ダウ工業株 30 種）は（図表7）、長期金利の上昇やパソコン業界の業績に対する懸念から軟調に推移した後、ハイテク企業の大型技術提携発表（3月4日）に加え、雇用統計（5日発表）が低インフレ下での景気堅調を示すものだったことから、急上昇して既往最高値を更新した。英国（FT100）は、長期金利や米国株価の動きを材料に、下落後反発した。香港（ハンセン指数）は、米国企業による大型投資思惑等を囃して上昇し、10,000ポイント台に乗せた。米国長期国債利回りは、強めの経済指標発表が相次ぎ金利先高観が強まる中、本邦投資家による決算対策と見られる売り等から上昇したが、雇用統計発表後、利上げ懸念が後退すると低下した。

商品市況をみると（図表8）、金は、280ドル台後半で揉み合った後、原油相場上昇、米ドル軟化を背景とするファンド筋のショートカバーから上昇した。原油は、米国内在庫の減少、OPEC総会での減産合意に対する期待等を材料に、堅調に推移した。CRB先物指数は、ブラジルからの供給増懸念による粗糖の下落等から年初来ボトムを更新したが、その後は原油や、天候を主因とする天然ガス、小麦の上昇等から反発している。

## 2. 米・欧・東アジアの実体経済等の最近の動向

### (1) 米国

米国景気は、個人消費が良好な所得環境等を背景に堅調な伸びを維持しているほか、住宅投資も高水準にあるなど、拡大が続いている。また、製造業でも受注環境やサーベイ指標に幾分改善がみられている。こうした中で、労働市場では、雇用者数の堅調な伸びが続いている。この間、物価は落ち着いている（図表9）。

### (2) 欧州

ユーロエリアの景気は、総じてみると雇用環境の改善を背景とした個人消費の堅調を中心に緩やかな拡大を続けている。もっとも、外需の減少の影響から生産活動が低下しつつあり、景気拡大テンポは鈍化している。98年第4四半期の実質GDP伸び率は前期比+0.2%（同第3四半期+0.7%）と低下した。景況判断指数をみると、消費者コンフィデンスは改善した状況を維持している一方、製造業コンフィデンスの悪化が続いている。この間、物価は落ち着いている。ユーロエリアのうちドイツでは、外需の減少や設備投資の鈍化から、拡大テンポのスローダウンが明確化している。フランスでは、景気拡大が続いている（図表10-1、10-2、10-3）。

英国の景気は、外需の減少や生産活動の低下が続いているが、このところ製造業の受注環境悪化には幾分歯止めがかかりつつある。この間、物価は落ち着き傾向にある（図表10-3）。

### (3) 東アジア諸国等

NIEs、ASEAN 諸国では、韓国の生産に持ち直しの動きが窺われるが、その他の国々の景気は概ね引き続き調整局面にある（図表11）。こうした状況下、香港では、景気刺激型の99年度予算が政府により打ち出された。この間、韓国、マレーシアでは、公的機関による不良債権買い取り等、



金融リストラが進展しつつある。

また、中国では、輸出をはじめとして景気減速傾向が窺われる。こうした状況下、政府は、全国人民代表大会において、99年の実質GDP成長率を+7%前後と予測し、これを確実にするために財政支出拡大と輸出振興を図る姿勢を打ち出した。

ブラジルでは、インフレが進行しつつある中、中銀は政策金利の引き上げを実施（3月5日、39%→45%）したが、一方で、高金利継続に伴う景気後退と財政への負担が懸念されている。この間、1月の変動相場制移行を受けて行われてきた、IMFスタッフと同国当局による経済調整策の見直し交渉が合意に達し、ブラジル政府より、一段の財政健全化のための具体策や金融政策の新しい枠組み等を盛り込んだ政策運営方針が公表された（3月8日）。

ロシアでは、短期国債の借り換えに関し、一部の外国銀行が、ロシア政府の提示した枠組みに合意したが、これまでのところ、他の外国人債権者が追随する動きはみられていない。この間、IMF融資の再開に関しては、財政健全化を中心とする経済改革について同国当局との立場の隔たりを示唆するIMF筋の発言が繰り返されており、依然進展はみられない。

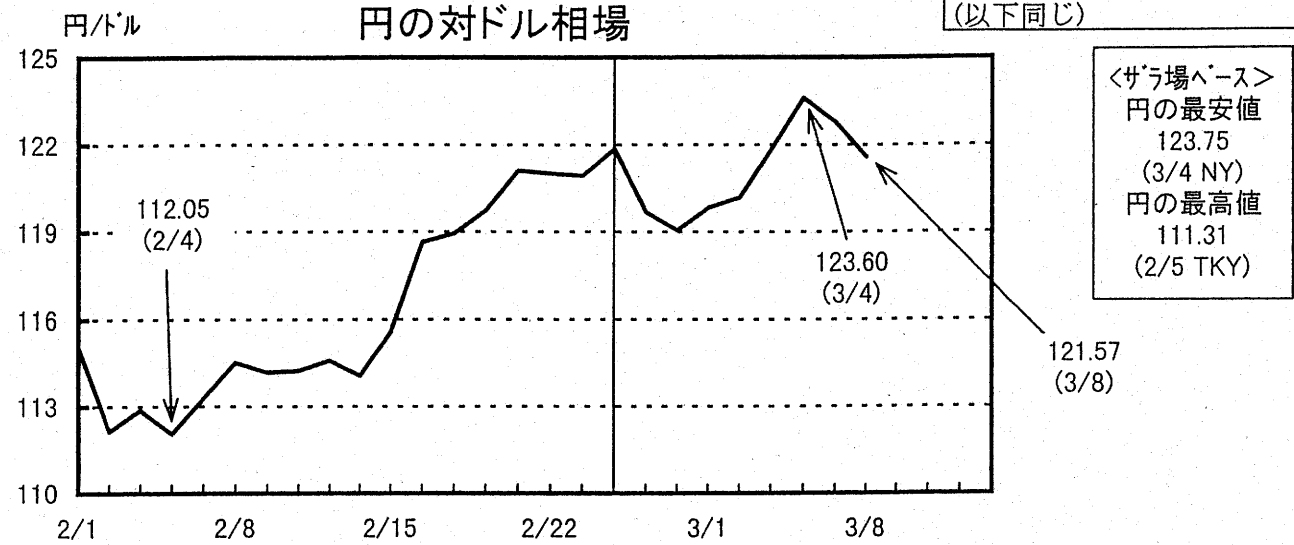
以 上

## 「最近の為替市場および国際金融・経済動向」 図表一覧

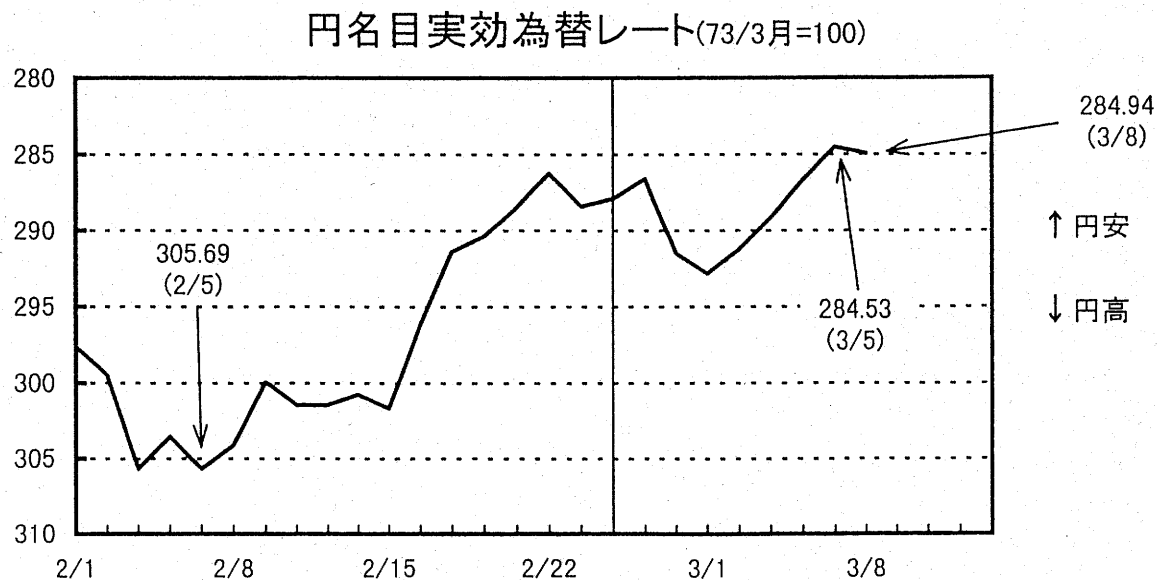
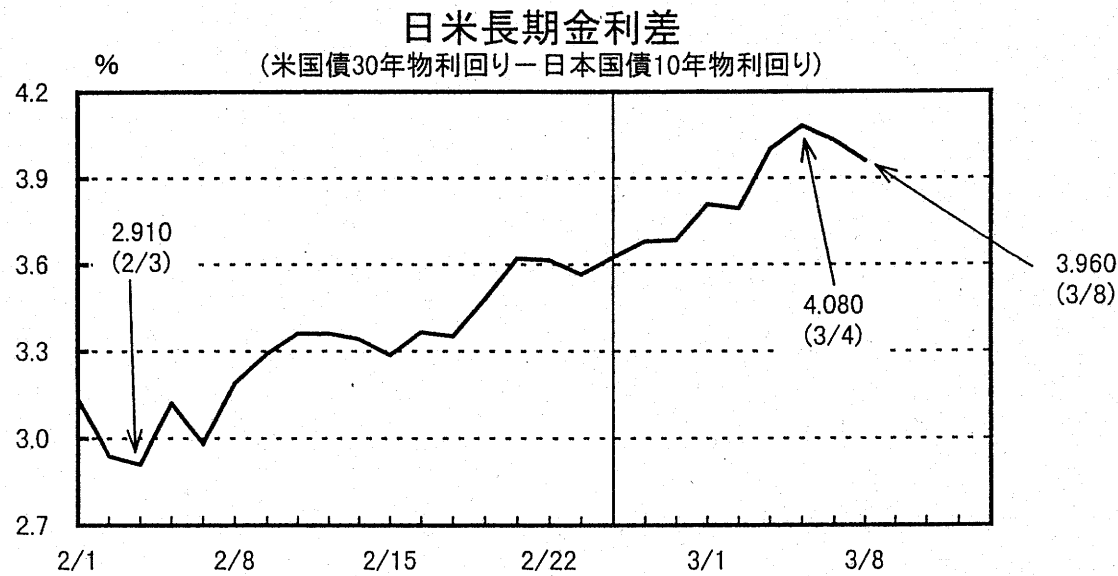
(図表 1)	主要為替相場の最近の動向(1).....	1
(図表 2)	主要為替相場の最近の動向(2).....	2
(図表 3)	ドル/円、ユーロ/ドル リスクリバーサル (1 M) とボラティリティ (1 M) の推移.....	3
(図表 4)	主要為替相場の長期的推移 (85年以降) .....	4
(図表 5)	東アジア諸国の通貨動向 (対ドルレート) .....	5
(図表 6)	東アジア諸国の通貨動向 (対円実質レート) .....	6
(図表 7)	世界の株価の推移.....	7
(図表 8)	商品市況の推移.....	8
(図表 9)	米国の主要経済指標.....	9
(図表 10-1)	欧州の主要経済指標 (ユーロエリア) .....	10
(図表 10-2)	欧州の主要経済指標 (ドイツ) .....	11
(図表 10-3)	欧州の主要経済指標 (フランス、英国) .....	12
(図表 11)	東アジア諸国の主要経済指標.....	13

# 主要為替相場の最近の動向 (1)

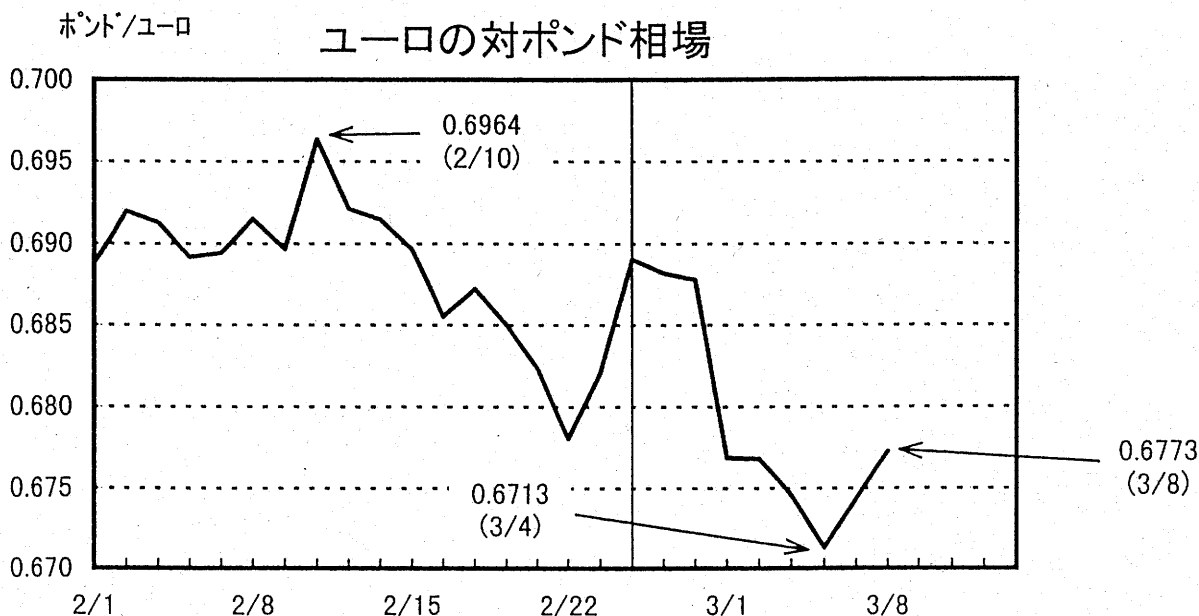
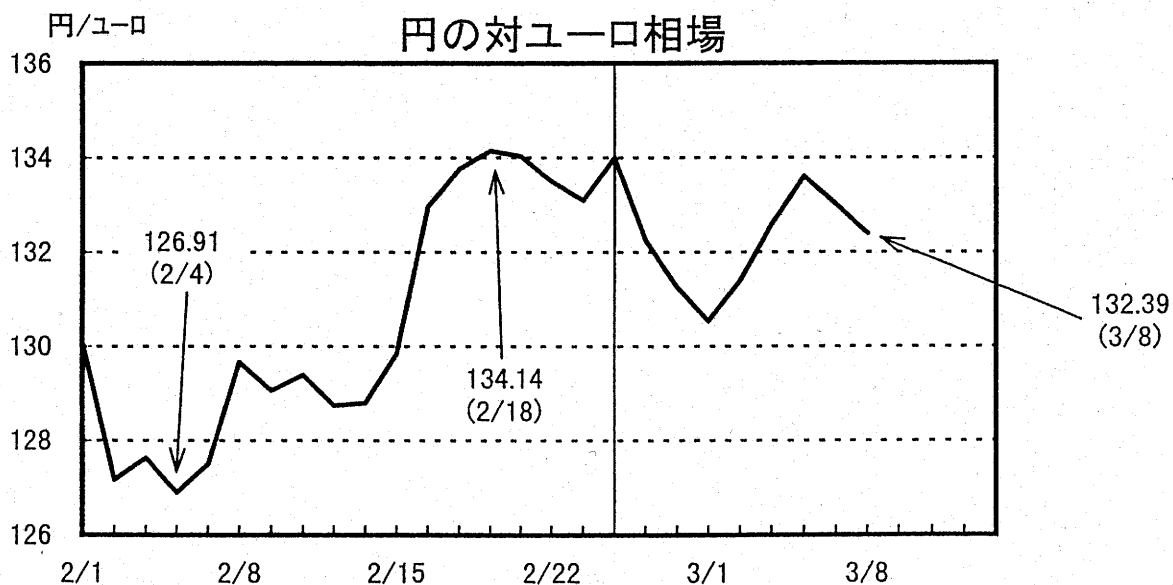
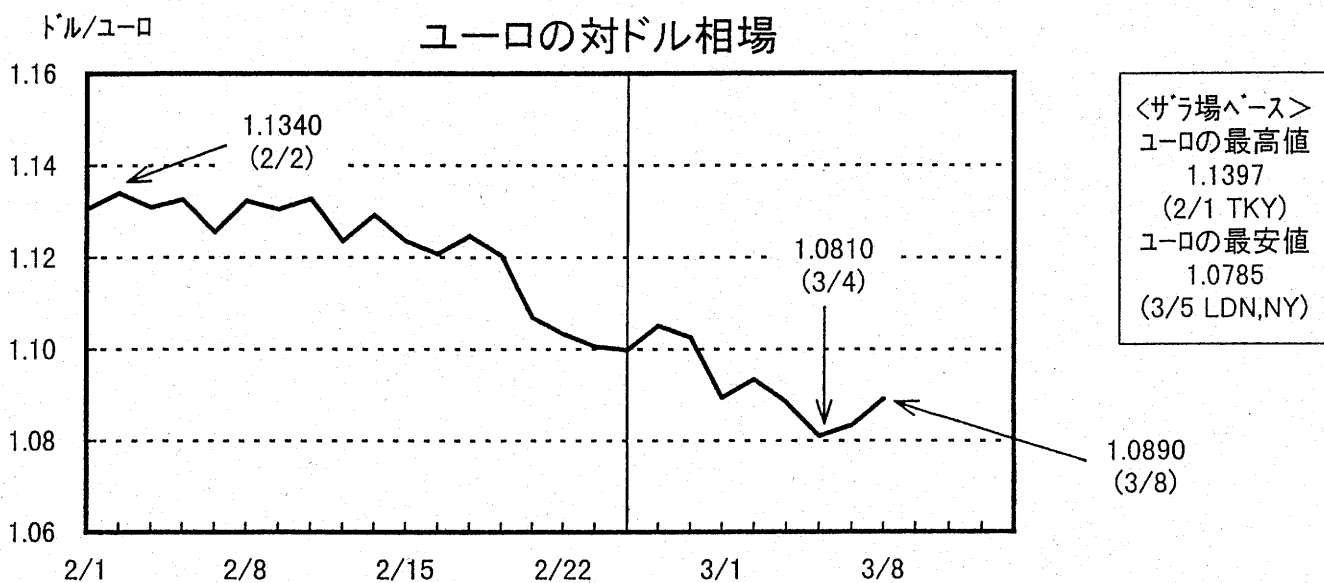
グラフ上の縦線は、前回会合時に基準とした2月24日時点を示す(以下同じ)



(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数(2/15日はLDN市場16時時点)。



# 主要為替相場の最近の動向 (2)

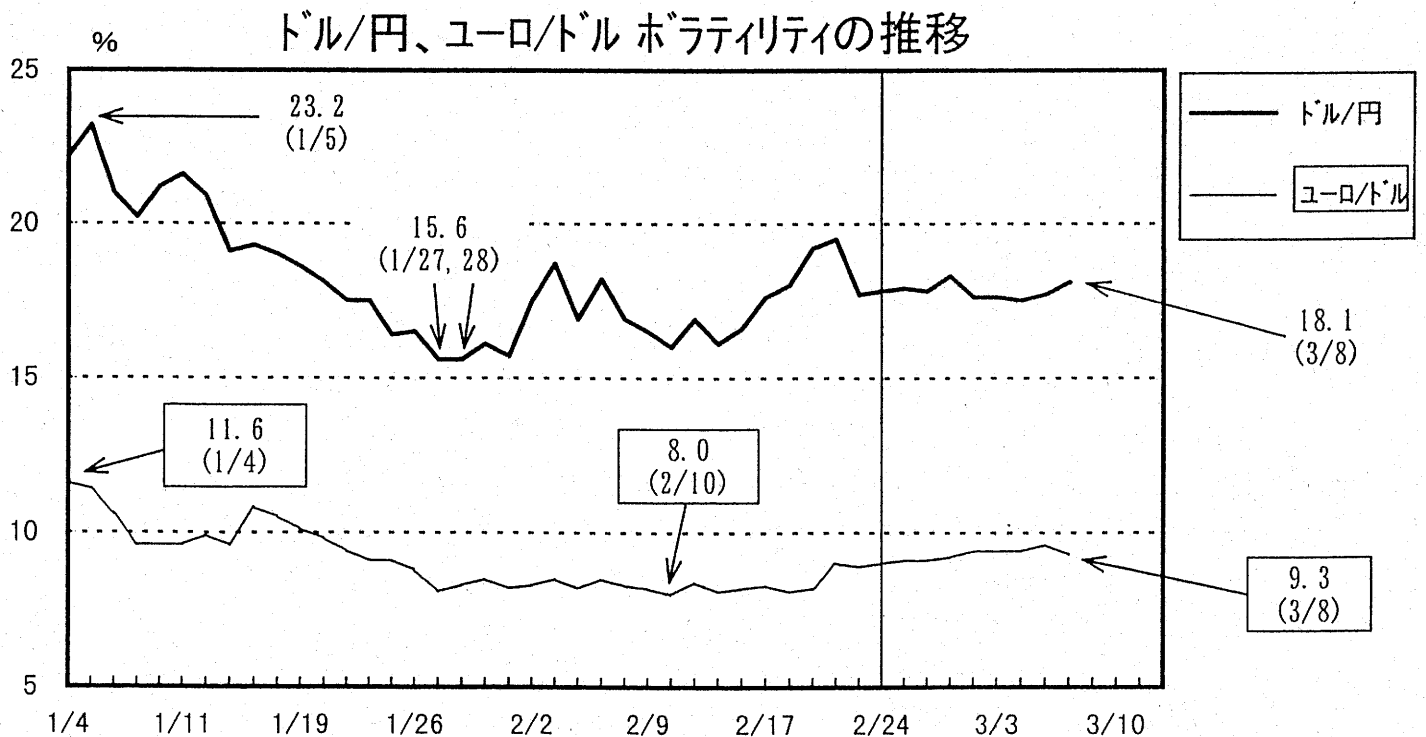
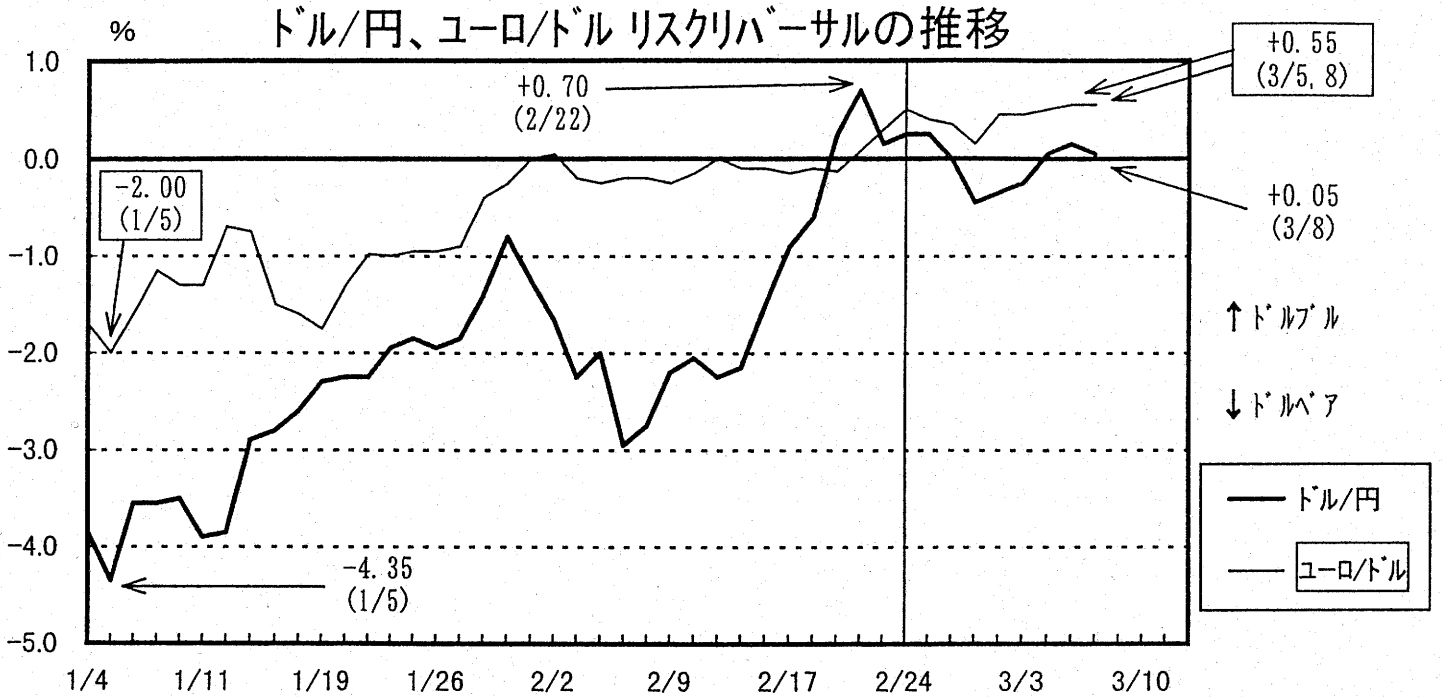


(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数 (2/15日はLDN市場16時時点)。

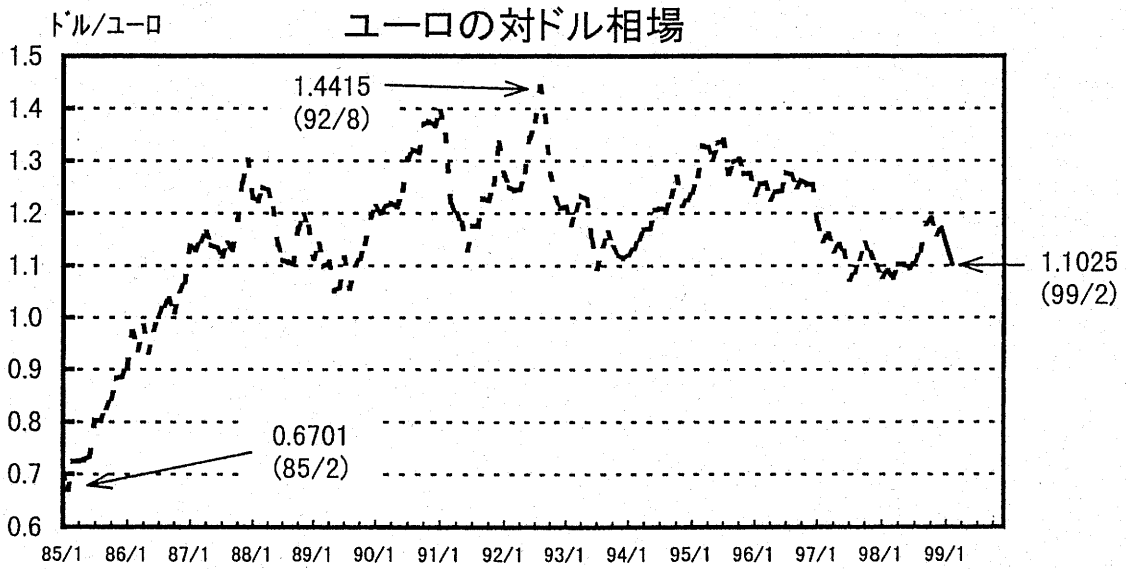
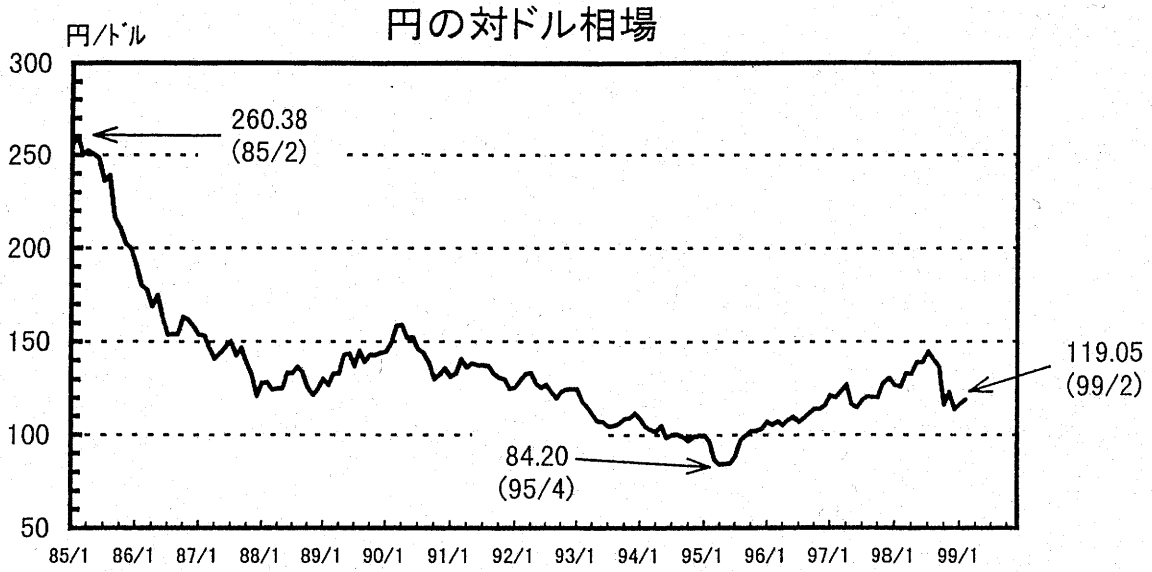
# ドル/円、ユーロ/ドル リスクリバーサル(1M)とボラティリティ(1M)の推移

(注) リスク・リバーサルは、便宜上、ドル/円、ユーロ/ドルとも、プラスがドル・コール・オーバー、マイナスがドル・プット・オーバー

グラフ上の縦線は、前回会合時に基準とした2月24日時点を示す



# 主要為替相場の長期的推移(85年以降)



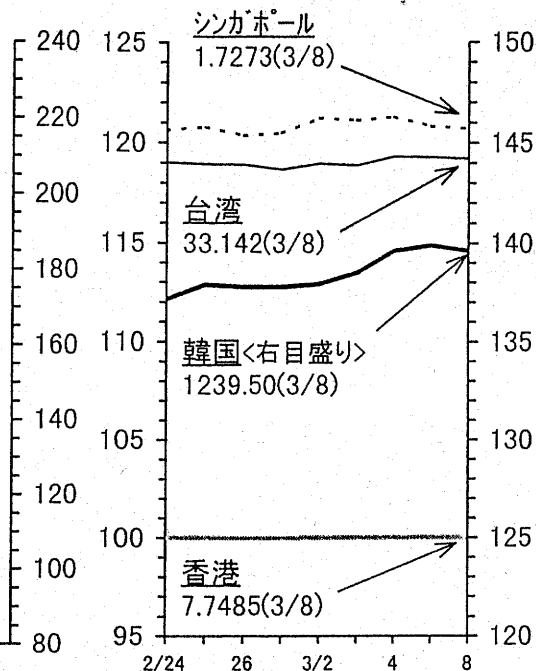
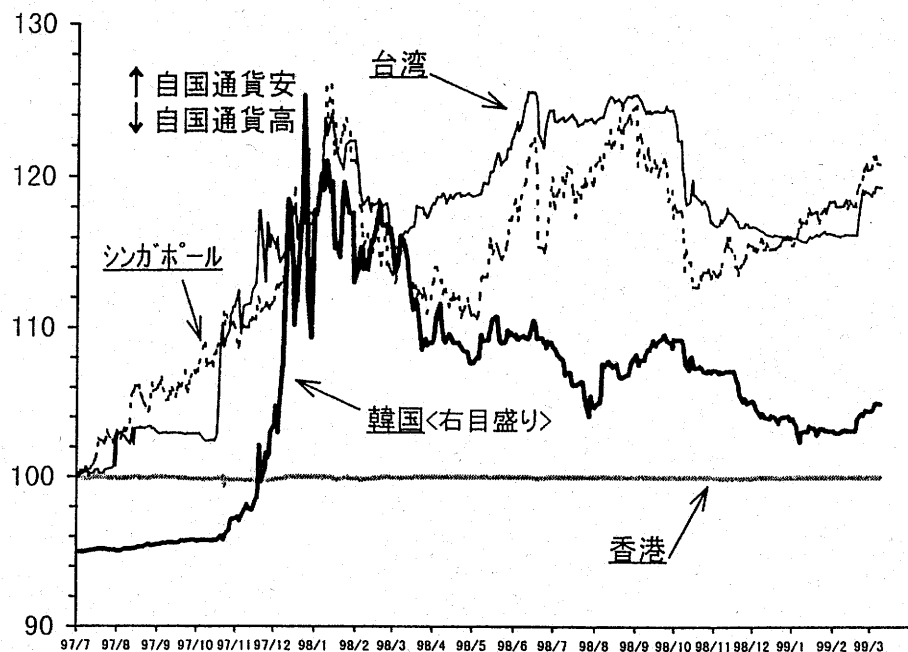
(注) 各計数は月末値(為替レートはNY市場16時時点を使用)

(注) 98年末までの点線グラフは、E C U相場。

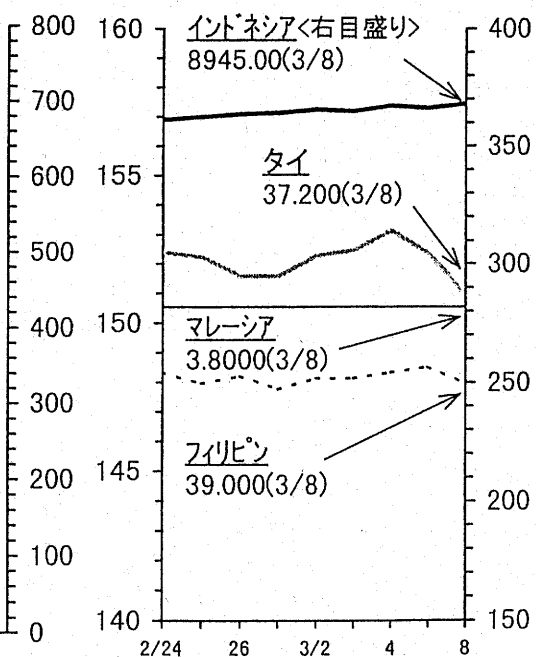
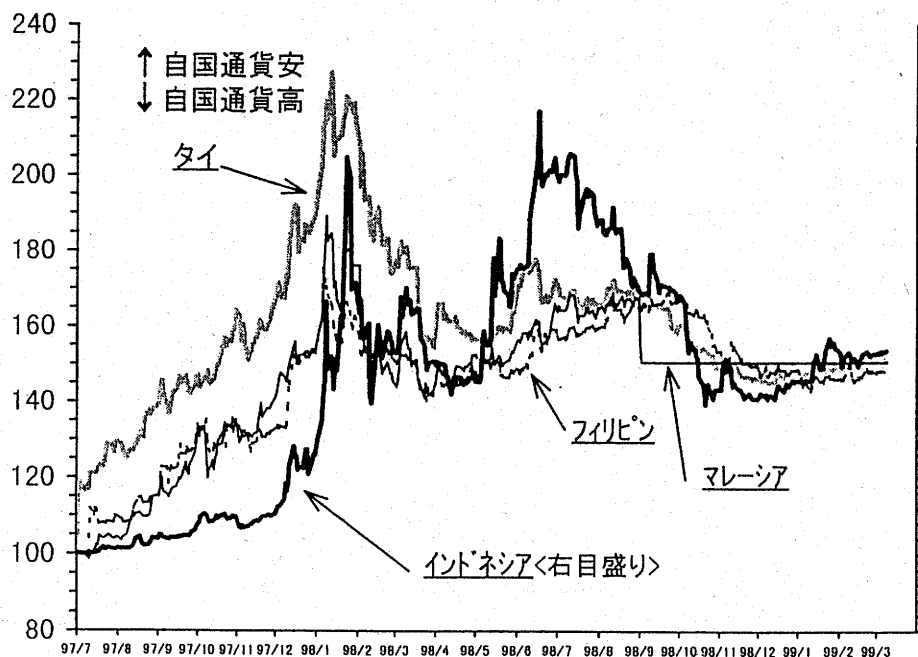
# 東アジア諸国の通貨動向(対ドルレート)

(1997/6/30 = 100)

## (1) NIEs



## (2) ASEAN



(注) グラフ上の各線は、注釈のある場合を除き左目盛り。

### ▽ 対ドル為替レートの 97/7/1日対比下落率

(%)

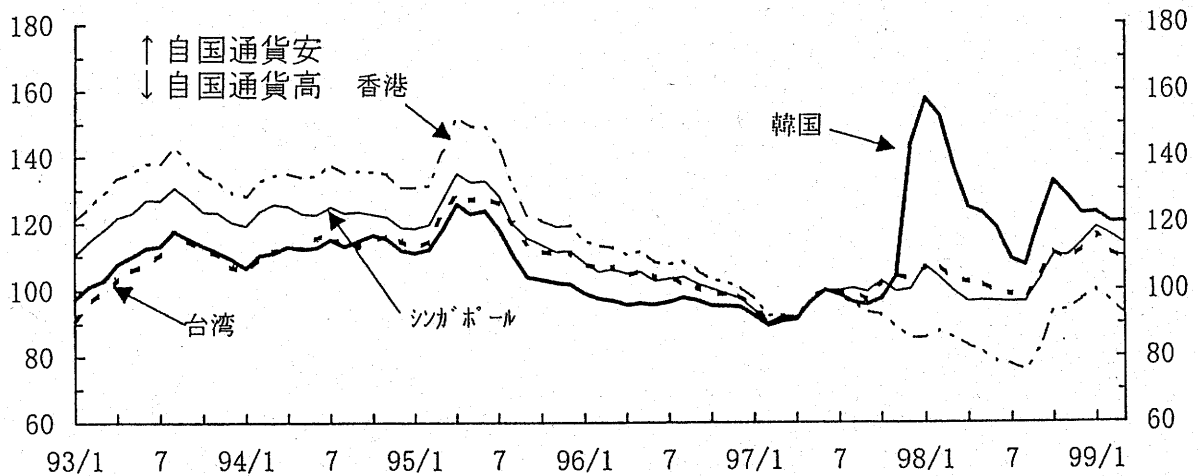
	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン
3/8日時点	△28.4	△16.1	+ 0.0	△17.2	△33.7	△72.8	△33.6	△32.4

(注) 香港は97/6/27日対比。タイ、台湾は同6/30日対比。

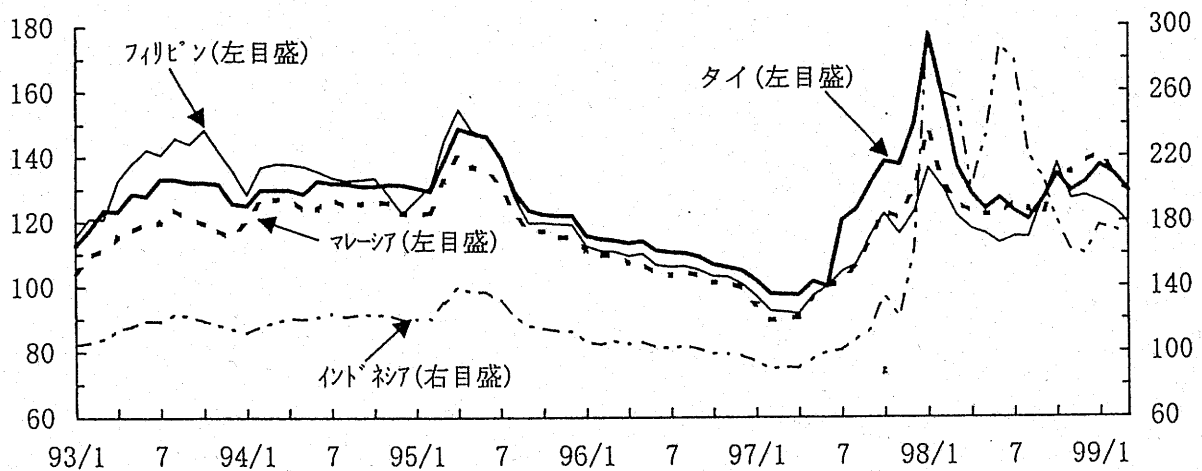
# 東アジア諸国の通貨動向 (対円実質レート)

(1997/6月=100)

## (1) NIEs



## (2) ASEAN



(注) 直近は3月8日のレート。

## ▽ 騰落率

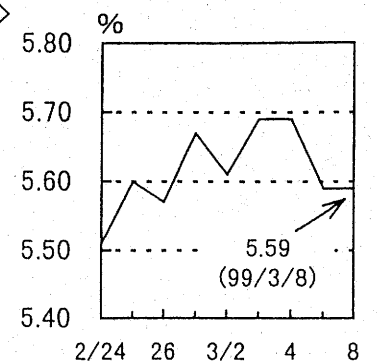
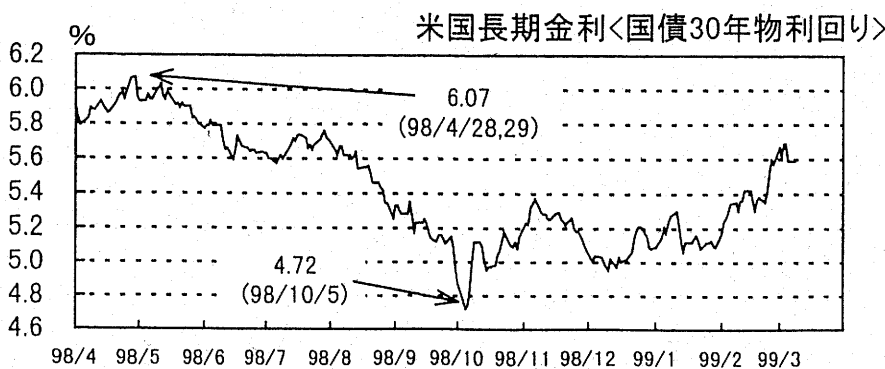
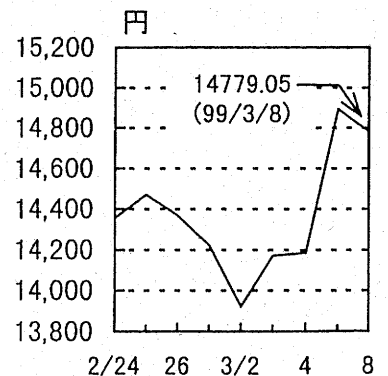
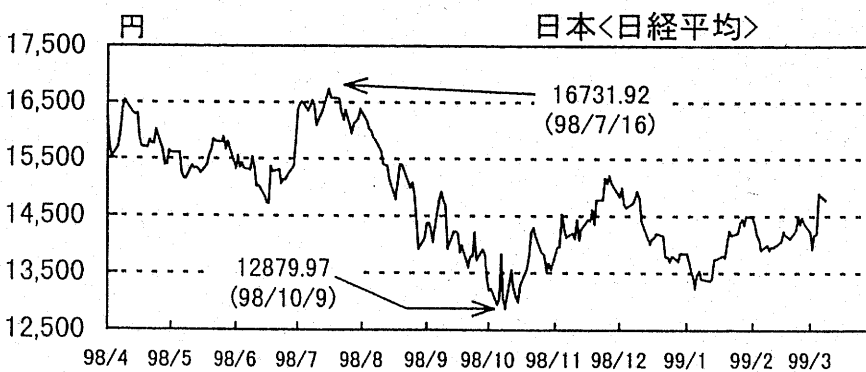
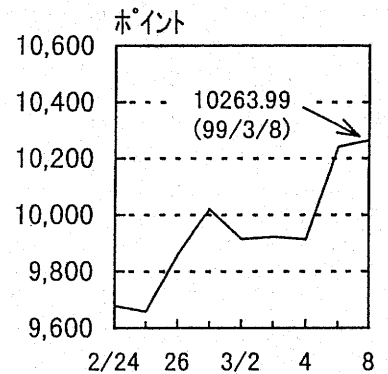
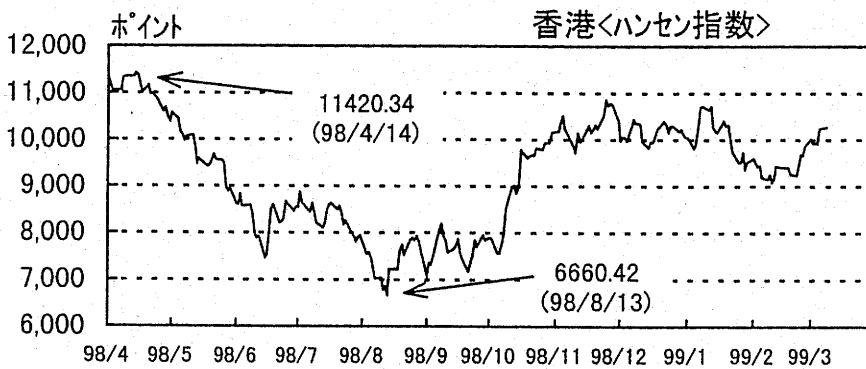
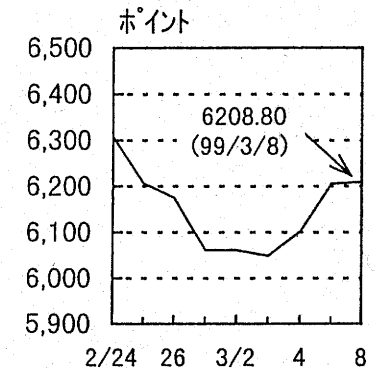
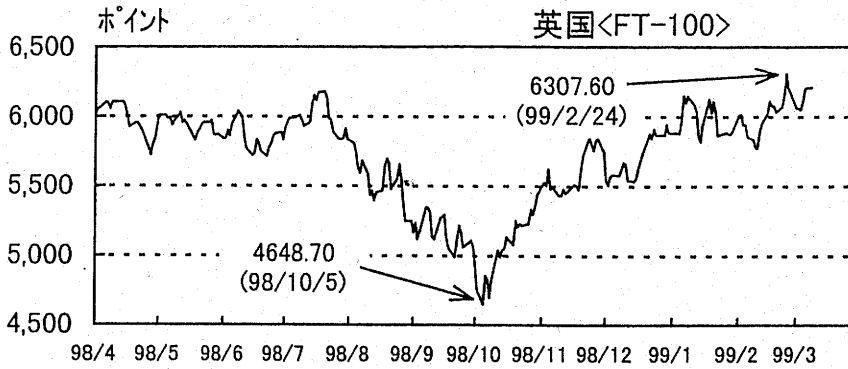
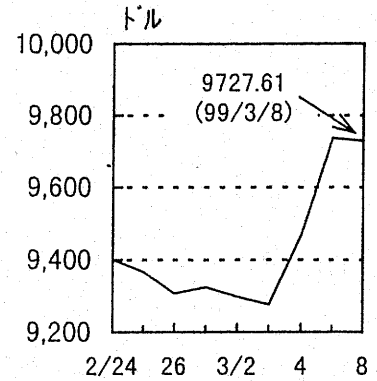
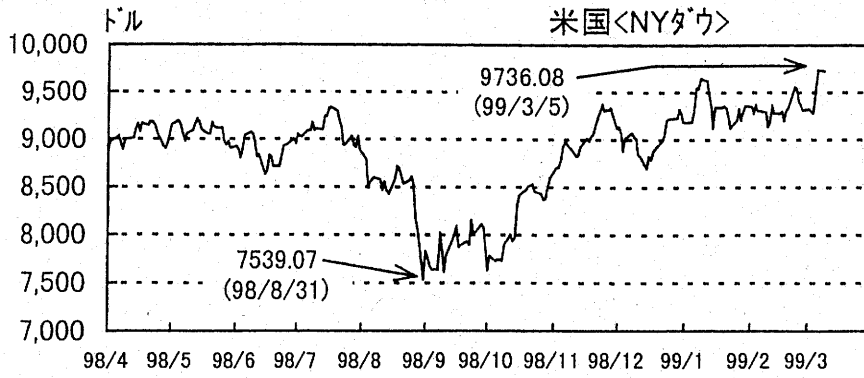
(%、▲は自国通貨安を示す)

	97/6月～ 98/1月	98/1月～ 98/6/15日	97/6月比	
			98/6/15日	99/3/8日
中国	13	12	27	5
韓国	▲37	34	▲15	▲17
台湾	▲6	10	3	▲8
香港	17	15	34	8
シンガポール	▲7	12	4	▲12
タイ	▲44	39	▲21	▲23
インドネシア	▲66	0	▲66	▲42
マレーシア	▲33	23	▲17	▲23
フィリピン	▲27	18	▲13	▲16

(注) ドル/円レート(名目)は、97/6月中114.24、98/1月中129.48、6/15日146.13、99/3/8日(直近)121.57。

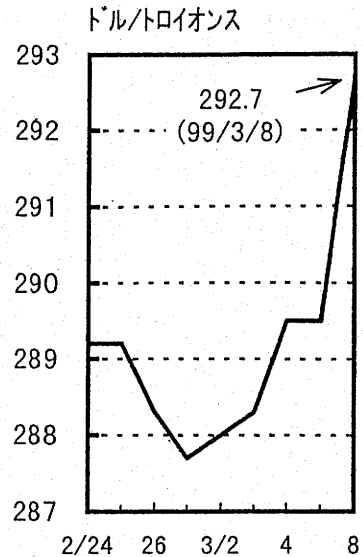
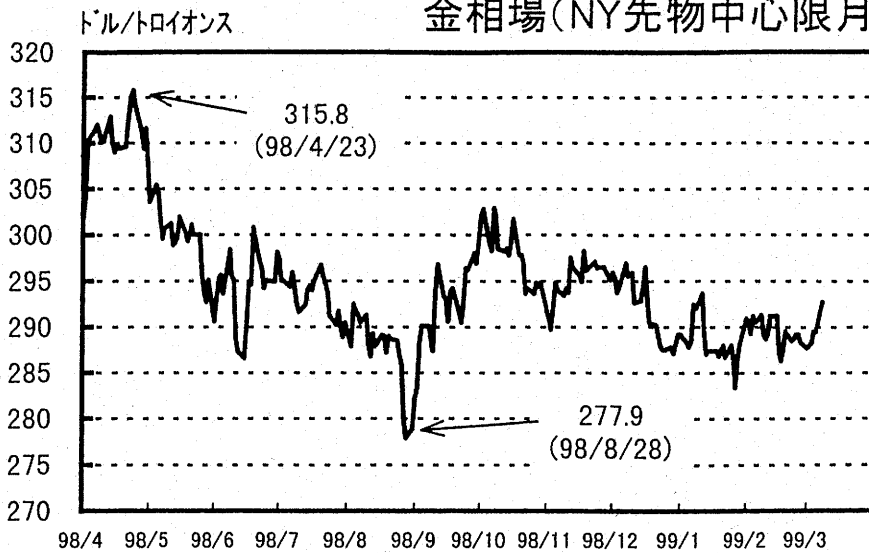


# 世界の株価の推移

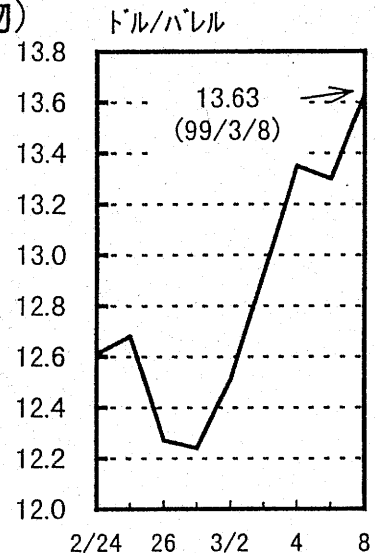
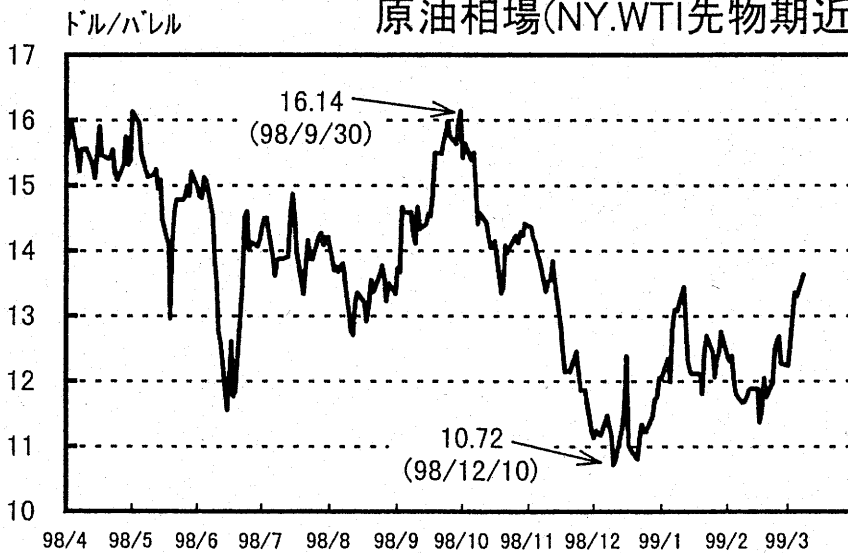


# 商品市況の推移

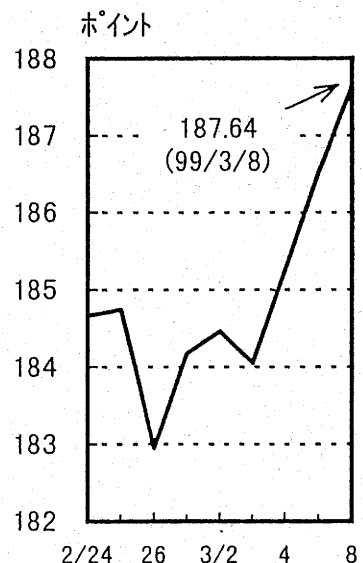
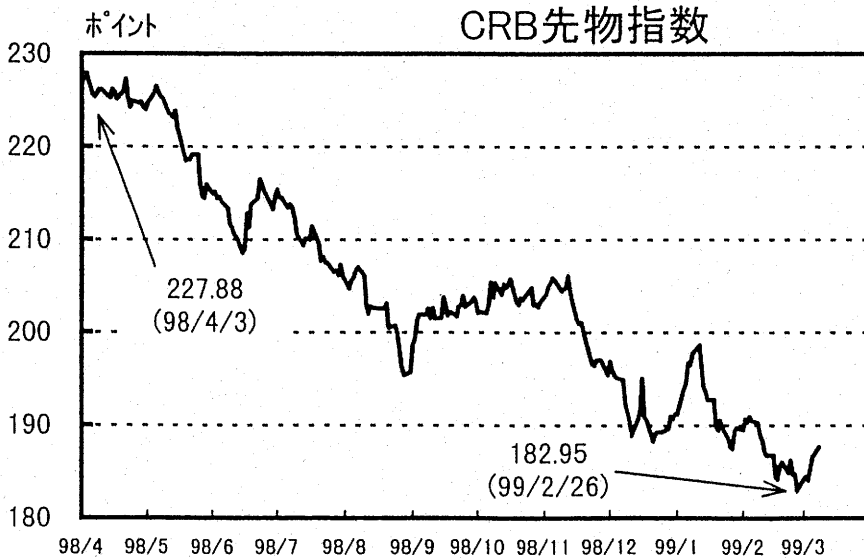
## 金相場(NY先物中心限月)



## 原油相場(NY.WTI先物期近物)



## CRB先物指数



(注) 67年平均を100とした指数

(図表9)

## 米国の主要経済指標

シャドーを付した計数は、前回会合(2月25日)後に判明したもの。  
以下、(図表11)まで同じ。

	98年	98/2Q	3Q	4Q	98/11月	12月	99/1月	2月
1. 実質GDP ＜前期比年率、％＞	3.9	1.8	3.7	6.1				
2. 実質可処分所得 ＜前期比、％＞	3.2	0.7	0.8	1.0	0.9	▲0.2	0.5	
3. 実質個人消費 ＜前期比、％＞	4.8	1.5	1.0	1.1	0.1	0.6	0.1	
4. 小売売上高 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	5.1	1.9 6.7	▲0.0 3.9	2.3 6.4	0.7 5.9	1.0 7.3	0.2 4.2	
5. 自動車販売 (年率、万台)	1,603	1,652	1,519	1,684	1,590	1,777	1,615	
6. 消費者コンフィデンス指数	131.7	137.2	132.2	124.1	126.4	126.7	128.9	132.1
7. 住宅着工 (年率、千戸)	1,616	1,570	1,637	1,697	1,654	1,738	1,804	
8. 非国防資本財受注 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	7.3	▲0.1 11.3	4.3 10.2	▲4.3 ▲2.2	1.1 ▲13.8	2.6 10.6	10.2 9.5	
9. 財・サービス貿易収支 (億ドル)	▲1,685.9	▲147.4	▲154.3	▲142.5	▲152.6	▲137.9		
10. NAPM(全米購買者協会)指数	50.2	51.2	49.1	46.9	47.0	45.3	49.5	52.4
11. 鉱工業生産 ＜前期比、％＞ (前年比、％)	3.6	0.7 4.2	0.2 3.1	0.6 2.0	▲0.1 1.7	0.2 1.8	0.0 2.0	
12. 製造業稼働率(％)	80.8	81.2	80.2	80.1	80.1	79.9	79.6	
13. 失業率 (除く軍人、％)	4.5	4.4	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4
14. 非農業部門雇用者数 (増減数、千人/月) うち製造業	234 ▲20	279 ▲16	204 ▲29	252 ▲44	277 ▲60	314 ▲14	217 ▲17	275 ▲50
15. 時間当り賃金 (全産業、前年比％) (製造業、前年比％)	4.0 2.5	4.1 2.9	4.1 2.4	3.7 1.8	3.7 1.8	3.7 1.6	3.9 2.0	3.4 1.9
16. PPI＜前期比％＞ (前年比％) コア(前年比％)	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.5	▲0.7	▲0.1	0.9	
17. CPI＜前期比％＞ (前年比％) コア(前年比％)	1.6 2.3	1.6 2.2	1.6 2.4	1.5 2.3	1.5 2.3	1.6 2.4	1.7 2.4	
18. マネーサプライ(M2) (前年4Q対比年率％)	8.5	7.7	7.5	8.5	8.5	8.6	8.6	
19. 公定歩合 (期末値、％)	4.50	5.00	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
20. FFレート誘導目標水準 (期末値、％)	約4.75	約5.50	約5.25	約4.75	約4.75	約4.75	約4.75	約4.75

(注)・季節調整済。ただし前年比は原計数ベース(除く非国防資本財受注)。

・財・サービス貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・FRBでは、マネーサプライ(M2)について、99年の目標値を「99/4Qの前年同期比+1.0~+5.0%」と設定・公表。

## 欧州の主要経済指標 (ユーロエリア)

## (1) ユーロエリア

	97年	98年	98/3Q			4Q			99/1Q	
	97年	98年	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
1. 実質GDP <前期比、%> (前年比、%)	2.5	3.0	0.7 2.9			0.2 2.4				
2. 小売売上数量 (前年比、%)	0.8		3.6	2.5	2.8	1.9	4.0			
3. 新車登録台数 (前年比、%)	3.9	7.7	7.3	7.3	7.9	1.3	15.5	7.7		
4. 輸出 (前年比、%)	14.4		4.2	1.3	▲4.1	▲6.2	▲0.4			
5. 輸入 (前年比、%)	13.6		4.3	1.3	▲0.9	▲3.3	2.7			
6. 貿易収支 [億 ECU]	900		136	64	52	72	65			
7. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	4.1	4.1	0.6 4.2	0.4 4.6	0.2 3.3	0.1 3.3	▲0.0 2.9	▲0.3 ▲0.4		
8. 景況判断指数 (1985年=100)	102.8	103.9	105.5	104.4	103.8	103.3	103.9	103.9	104.5	104.2
うち製造業コンフィデンス (DI、%)	1	▲9	1	▲1	▲2	▲5	▲8	▲9	▲9	▲11
うち消費者コンフィデンス (DI、%)	▲10	▲1	▲4	▲5	▲5	▲3	▲2	▲1	0	0
9. 失業率 (%)	11.6	11.0	10.9	10.9	10.8	10.7	10.7	10.7	10.6	
10. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	1.0		▲0.2 ▲0.8	▲0.3 ▲1.4	▲0.2 ▲1.6	▲0.3 ▲2.0	▲0.4 ▲2.3	▲0.3 ▲2.5		
11. 消費者物価 <前期比、%> (前年比、%)	1.6	1.1	0.0 1.3	0.0 1.1	0.0 1.0	▲0.1 0.9	0.0 0.8	0.1 0.8	▲0.1 0.8	
12. マネーサプライ(M3) (前年比、%) (同3M移動平均)	4.1 4.3	4.5 4.9	4.5	4.3	4.5	5.0	4.7	4.5	5.7	
13. 主要リファイナンス・オペレート (期末値、%)									3.00	3.00

(注) ・年計数については、6. は年間合計額、8., 12. は年末値、その他は年平均値。

・2. ~6., 10. ~12. は原計数ベース。その他はすべて季節調整済。

・鉱工業生産の前期比は、直近3か月の平均値と3~5か月前の平均値との対比。

・欧州中銀では、マネーサプライ(M3)について、99年の参照値を「前年比+4 1/2%」と設定・公表。

## 欧州の主要経済指標 (ドイツ)

## (2) ドイツ

	98年	98/2Q	3Q	4Q	98/11月	12月	99/1月	2月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	2.8	▲0.1	3.6	▲1.5				
2. 小売売上数量 <前期比、%>		▲1.2	0.6	0.1	1.9	▲4.6		
(前年比、%)	0.2	▲1.8	1.4	1.0	3.8	1.0		
3. 製造業受注数量 <前期比、%>		0.1	▲0.6	▲3.6	▲1.2	▲0.1		
(前年比、%)	3.0	4.6	1.9	▲2.1	▲1.9	▲2.8		
うち 国内投資財 <前期比、%>		▲3.3	2.4	▲5.2	▲1.3	▲6.1		
(前年比、%)	7.1	5.3	9.3	1.8	3.3	▲3.1		
うち 海 外 <前期比、%>		0.9	▲1.5	▲3.2	▲1.6	3.0		
(前年比、%)	2.2	5.6	▲1.1	▲3.7	▲3.7	▲3.0		
4. 貿易収支 (億マルク)	1,340	113	108	100	132	60		
5. 鉱工業生産 <前期比、%>		▲0.2	1.6	▲2.3	▲1.9	0.6		
(前年比、%)	4.0	4.1	4.4	1.3	0.7	0.3		
6. 失業率 (%)	11.1	11.2	10.9	10.7	10.7	10.7	10.6	
7. 失業者数 (千人)	4,279	4,340	4,208	4,130	4,121	4,151	4,092	
8. 生産者物価 (鉱工業)								
<前期比、%>		▲0.2	▲0.4	▲0.8	▲0.4	▲0.1		
(前年比、%)	▲0.4	0.1	▲0.7	▲1.7	▲1.8	▲1.9	▲2.3	
9. 生計費指数 (全家計)								
<前期比、%>		0.3	0.3	0.0	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1
(前年比、%)	1.0	1.4	0.7	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2
10. マネーサプライ (M3)								
(前年4Q対比年率)	5.6	4.8	4.9	5.6	5.3	5.9		

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

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・生産者物価は、今般基準年改訂 (1991→95年基準)、ただし前期比はデータ入手制約上、改訂前計数を掲載。

## 欧州の主要経済指標 (フランス、英国)

## (3) フランス

	98年	98/2Q	3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	3.2	3.6	1.5	2.9				
2. 実質家計消費 <前期比、%> (前年比、%)	5.9	0.9 6.8	2.2 6.7	▲0.5 4.3	▲0.8 4.8	▲0.5 4.5	▲0.3 3.8	3.6 4.1
3. 貿易収支 (億フラン)	1,618.8	130.5	143.6	137.0	79.4	160.0	171.7	
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	4.5	1.3 5.3	0.3 3.3	0.0 2.4	0.6 2.0	0.1 4.4	▲1.6 0.9	
5. 失業率 (%)	11.8	11.9	11.8	11.5	11.6	11.5	11.5	11.4
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	▲0.9	▲0.5 ▲0.3	▲0.7 ▲1.3	▲1.0 ▲2.3	▲0.5 ▲2.1	▲0.3 ▲2.3	▲0.3 ▲2.5	▲0.2 ▲2.7
7. 消費者物価 <前期比、%> (前年比、%)	0.6	0.4 0.8	▲0.2 0.5	0.0 0.2	0.0 0.3	▲0.1 0.1	0.1 0.2	▲0.3 0.2
8. マネーサプライ (M3+P1) (前年比、%)	4.0	6.0	5.5	4.0	5.8	4.7	4.0	

## (4) 英国

	98年	98/2Q	3Q	4Q	98/11月	12月	99/1月	2月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	2.3	2.1	1.0	0.7				
2. 小売売上数量 <前期比、%> (前年比、%)	3.0	0.3 3.1	0.5 2.9	▲0.1 1.4	1.0 2.5	▲0.8 0.9	1.2 1.2	
3. 貿易収支 (億ポンド)	▲206.0	▲16.0	▲17.6	▲21.0	▲23.0	▲22.4		
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	0.6	1.4 1.3	0.0 0.8	▲0.9 0.5	0.0 1.1	▲0.8 0.1	▲0.5 ▲0.4	
5. 失業率 (%)	4.7	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	0.6	0.4 1.0	▲0.1 0.5	▲0.4 0.0	▲0.2 0.1	0.1 ▲0.1	0.0 ▲0.1	0.2 0.2
7. 小売物価(除くモーゲージ金利) <前期比、%> (前年比、%)	2.6	1.6 2.9	0.1 2.5	0.6 2.5	0.1 2.5	0.2 2.6	▲0.4 2.6	
8. マネーサプライ (M4) (前年比、%)	8.1	9.4	9.3	8.1	8.4	8.1	7.4	
9. レボ金利 (期末値、%)	6.25	7.50	7.50	6.25	6.75	6.25	6.00	5.50

(注) ・1.~5.は、季節調整済。6.~8.は、原計数ベース。8.は、期末値。

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・英国失業率の四半期計数は期初月ベース。

・英国政府では、小売物価(除くモーゲージ金利)について、98年の目標値を、「前年比+2.5%」と設定・公表。

(図表11)

## 東アジア諸国の主要経済指標

## (1) 実質成長率

(前年比、%)

	1997年	1998年 予測または実績*	1999年 予測*	98/2Q (1~6月)	3Q (1~9月)	4Q (1~12月)
中国	8.8	p 7.8	7.0前後	7.0	7.2	p 7.8
韓国	5.5	▲5.5	2.0	▲6.8	▲6.8	-
台湾	6.8	4.8	4.7	5.2	4.7	3.7
香港	5.3	▲5.1	約0.5	▲5.1	▲7.1	-
シンガポール	8.0	1.5	▲1.0~+1.0	1.6	▲0.6	▲0.8
タイ	▲0.4	▲7.8	0.9	-	-	-
インドネシア	4.9	▲13.7	0.0	▲16.6	▲16.9	▲19.5
マレーシア	7.7	▲4.8	1.0	▲6.8	▲8.6	-
フィリピン	5.2	▲0.5	2.5~3.2	▲0.8	▲0.7	▲1.9

\* 各国政府または中央銀行発表の見通し。98年の計数については、中国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、フィリピンは実績。インドネシアの99年予測は年度(4月~翌3月)ベース。

## (2) 輸出動向

(米ドルベース、前年比、%)

	1997年	1998年	98/2Q	3Q	4Q	98/11月	12月	99/1月	2月	対GDP 輸出比率 (97年)
N I E s 計	3.6	▲7.6	▲6.2	▲11.3	▲10.6	▲7.4	▲8.7	▲3.1	-	
韓国	5.0	▲2.8	▲1.9	▲10.8	▲3.0	1.1	3.7	3.7	▲16.0	30.8
台湾	5.3	▲9.4	▲7.7	▲9.5	▲12.8	▲8.6	▲13.8	28.8	▲12.5	43.1
香港	4.1	▲7.5	▲3.2	▲10.4	▲13.7	▲9.4	▲13.6	▲6.7	-	108.7
シンガポール	0.0	▲12.1	▲13.9	▲14.9	▲12.4	▲12.6	▲10.6	▲3.9	-	129.8
ASEAN計	5.1	-	▲5.6	▲5.6	-	▲3.7	-	-	-	
タイ	2.9	-	▲6.9	▲6.1	-	▲6.0	-	-	-	34.3
インドネシア	7.3	▲8.6	▲8.0	▲9.4	▲17.0	▲16.6	▲17.1	-	-	24.9
マレーシア	0.5	▲6.4	▲8.7	▲10.7	5.3	1.9	11.8	-	-	79.9
フィリピン	22.8	16.9	14.4	19.2	11.4	12.0	13.1	▲22.0	-	30.7

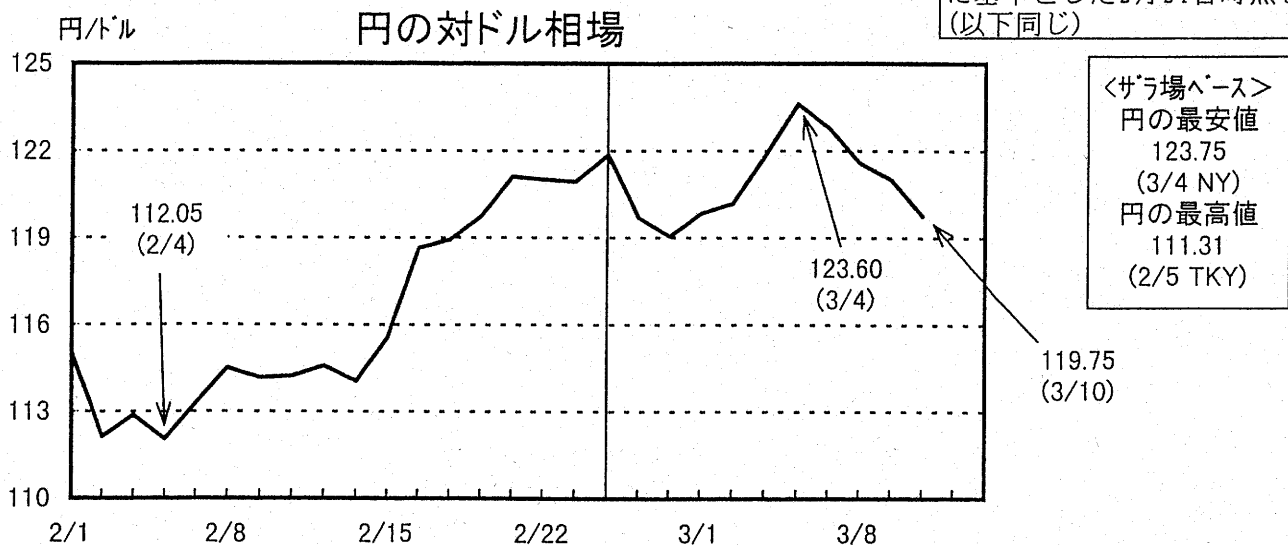
## (3) 中国の主要経済指標

(前年比、%)

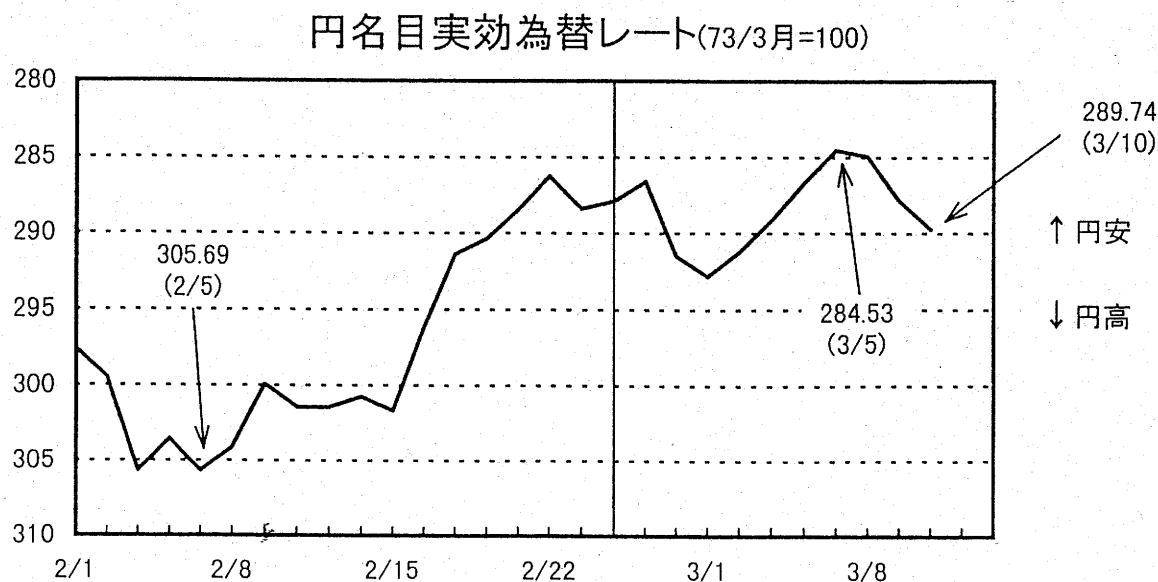
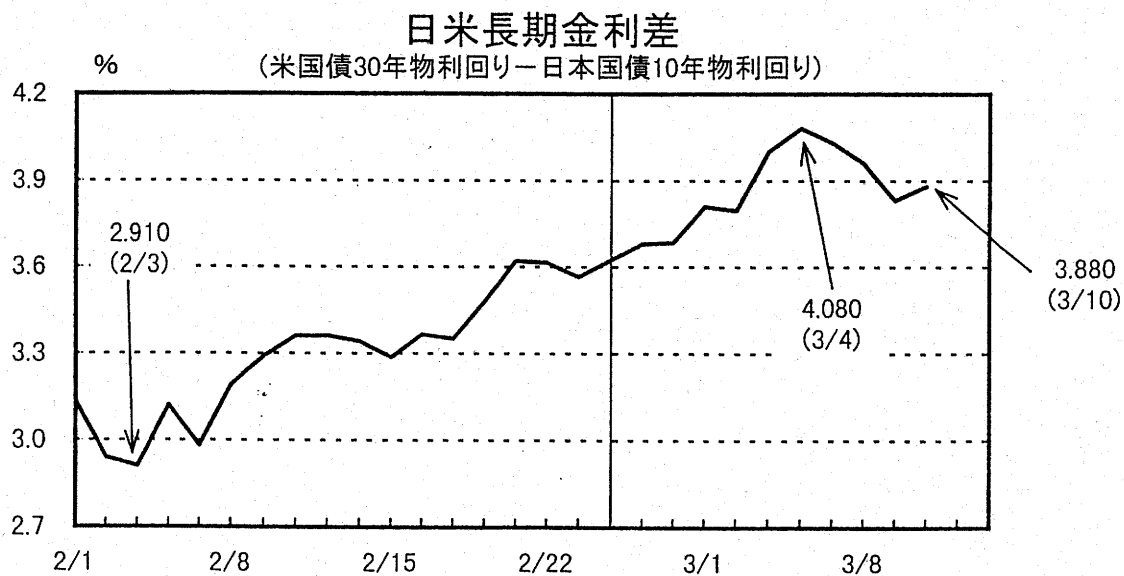
	1997年	1998年	98/2Q	3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
鉱工業生産 (付加価値ベース)	10.9	8.9	7.7	8.6	10.0	10.6	11.0	11.5	17.9
全社会固定資産投資	10.1	14.1	15.2	28.1	-	28.4	28.9	-	-
消費財小売総額	11.1	6.8	5.7	7.0	-	7.6	7.4	-	5.9
小売物価指数	0.8	▲2.6	▲2.6	▲3.3	▲2.8	▲2.9	▲2.8	▲2.7	▲2.8
マネーサプライ M2(末残)	17.3	15.3	14.6	16.0	15.3	16.3	16.7	15.3	14.4
輸出(通関、米ドルベース)	21.0	0.5	2.6	▲2.2	▲7.3	▲17.3	▲9.7	4.3	▲10.8
輸入(通関、米ドルベース)	2.5	▲1.5	1.8	▲2.8	▲5.4	▲9.2	2.1	▲7.4	13.9
貿易収支 <通関・億米ドル>	404.2	435.9	116.5	128.3	81.8	30.8	28.0	23.0	14.9
外貨準備高(国家保有分) <末残・億米ドル>	1,398.9	1,449.6	1,405.1	1,411.1	1,449.6	1,437.0	1,445.9	1449.6	-

# 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2月24日時点を示す(以下同じ)

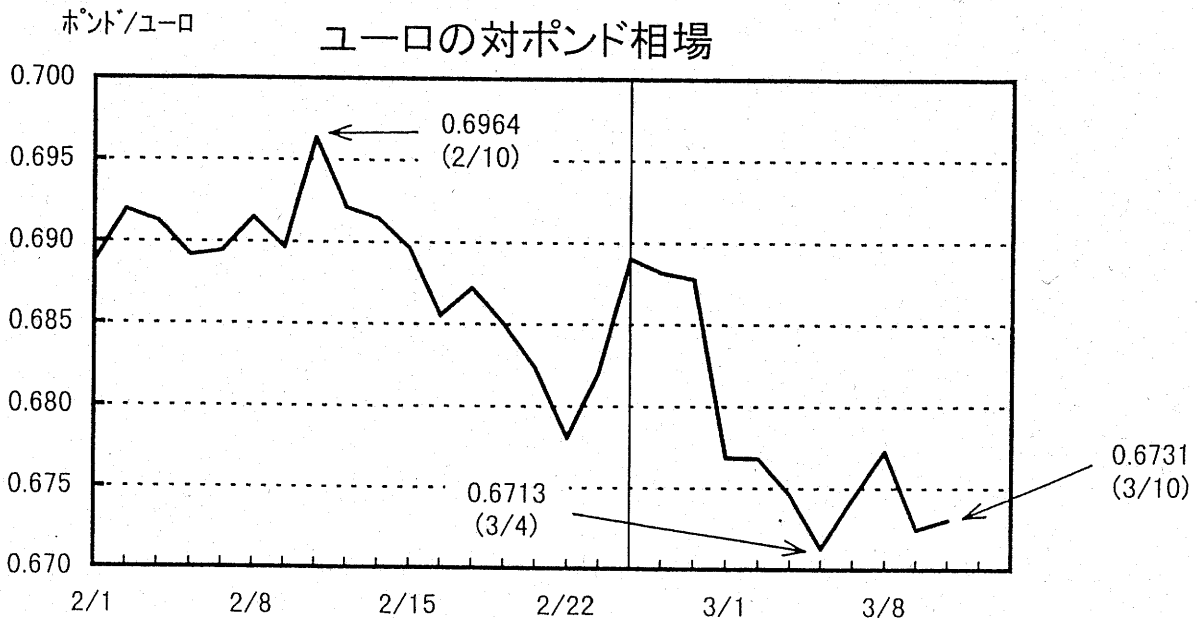
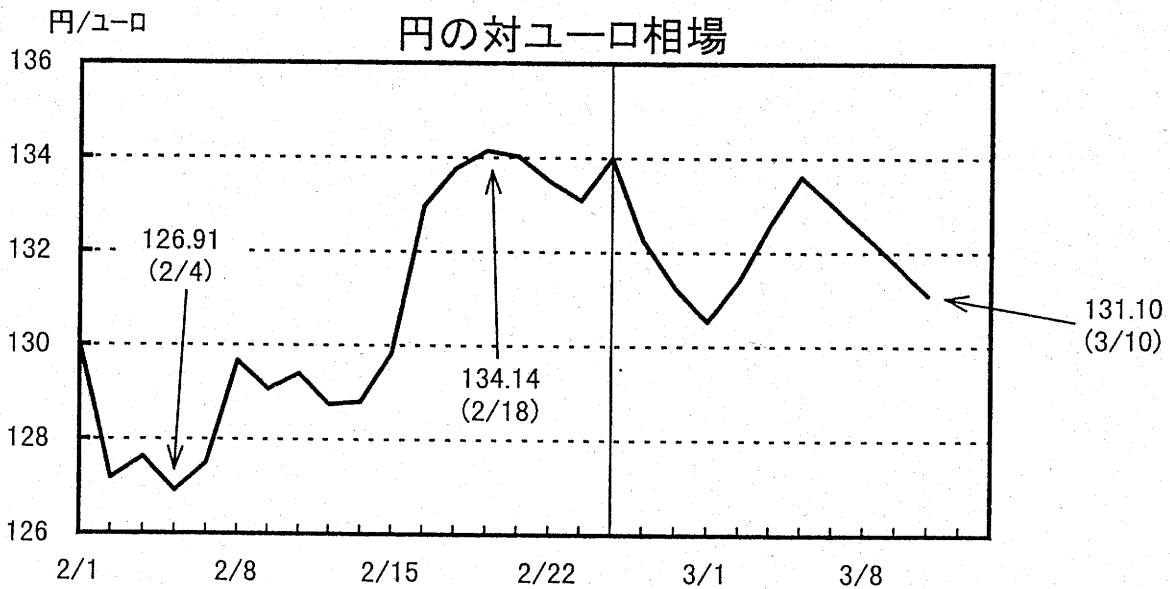
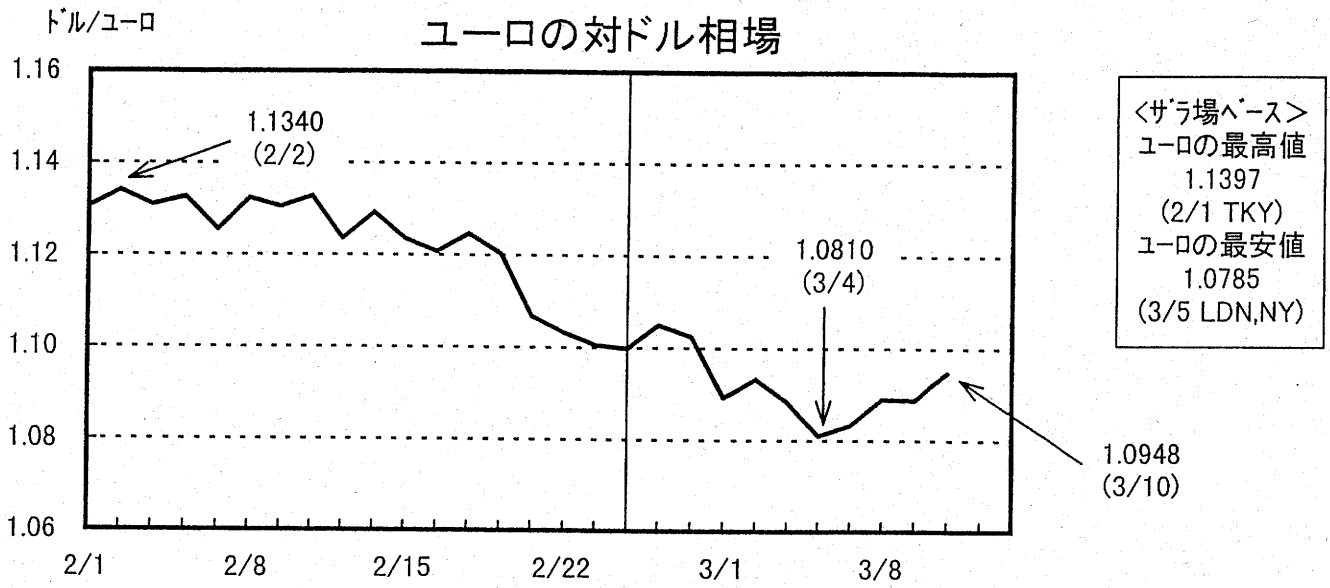


(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数(2/15日はLDN市場16時時点)。





# 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(2/15日はLDN市場16時時点)。

# 1. ユーロエリア各国の経済状況

## (1) 99年成長見通しが高目の国

アイルランド		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(1.2%)	GDP (前年比)	8.9				6.8
	CPI (前年比)	1.9	2.7	3.0	2.2	2.5
	失業率	9.6	9.3	9.0	n.a.	7.4
	財政収支 (対GDP比)	2.3				3.4

スペイン		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(9.4%)	GDP (前年比)	3.9	3.9	3.8	n.a.	3.4
	CPI (前年比)	1.9	2.0	2.0	1.5	1.9
	失業率	19.4	19.0	n.a.	n.a.	17.2
	財政収支 (対GDP比)	▲1.8				▲1.6

ポルトガル		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(1.4%)	GDP (前年比)	3.8	3.5	n.a.	n.a.	3.0
	CPI (前年比)	2.2	2.7	3.1	3.1	2.6
	失業率	5.9	4.6	4.7	n.a.	5.1
	財政収支 (対GDP比)	▲2.3				▲2.0

フィンランド		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(2.4%)	GDP (前年比)	7.0	5.0	4.8	n.a.	2.7
	CPI (前年比)	1.9	1.6	1.2	1.0	1.5
	失業率	11.9	11.7	11.2	10.7	10.4
	財政収支 (対GDP比)	1.0				1.8

オランダ		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(5.7%)	GDP (前年比)	4.5	4.2	3.2	3.4	2.4
	CPI (前年比)	2.1	2.2	1.8	1.8	1.7
	失業率	4.8	4.2	4.0	n.a.	3.1
	財政収支 (対GDP比)	▲0.9				▲1.4

## (2) 99年成長見通しが低目の国

(単位: %)

フランス		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(22.1%)	GDP (前年比)	3.8	3.4	2.9	2.8	2.2
	CPI (前年比)	0.7	0.8	0.5	0.2	0.6
	失業率	12.1	11.9	11.8	11.5	11.3
	財政収支 (対GDP比)	▲2.9				▲2.3

オーストリア		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(3.1%)	GDP (前年比)	3.0				2.1
	CPI (前年比)	1.1	1.1	0.8	0.7	1.1
	失業率	7.1	7.3	7.3	7.0	n.a.
	財政収支 (対GDP比)	▲2.1				▲2.1

ベルギー		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(3.7%)	GDP (前年比)	4.4	3.5	2.5	n.a.	2.0
	CPI (前年比)	0.8	1.6	0.8	0.7	1.3
	失業率	12.9	12.7	12.7	12.0	n.a.
	財政収支 (対GDP比)	▲1.3				▲1.2

ドイツ		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(31.1%)	GDP (前年比)	4.3	1.6	2.8	2.5	1.8
	CPI (前年比)	1.2	1.4	0.7	0.4	0.9
	失業率	11.6	11.2	10.9	10.7	10.8
	財政収支 (対GDP比)	▲2.1				▲2.2

イタリア		98/1Q	2Q	3Q	4Q	99年
(19.9%)	GDP (前年比)	2.5	1.2	1.2	n.a.	1.7
	CPI (前年比)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.3
	失業率	12.2	12.5	11.9	12.6	12.1
	財政収支 (対GDP比)	▲2.7				▲2.3

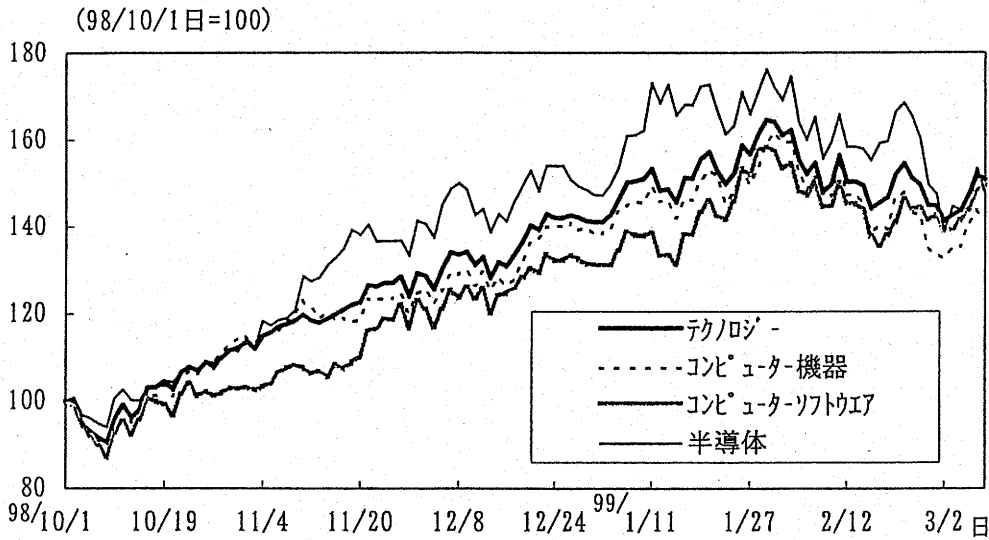
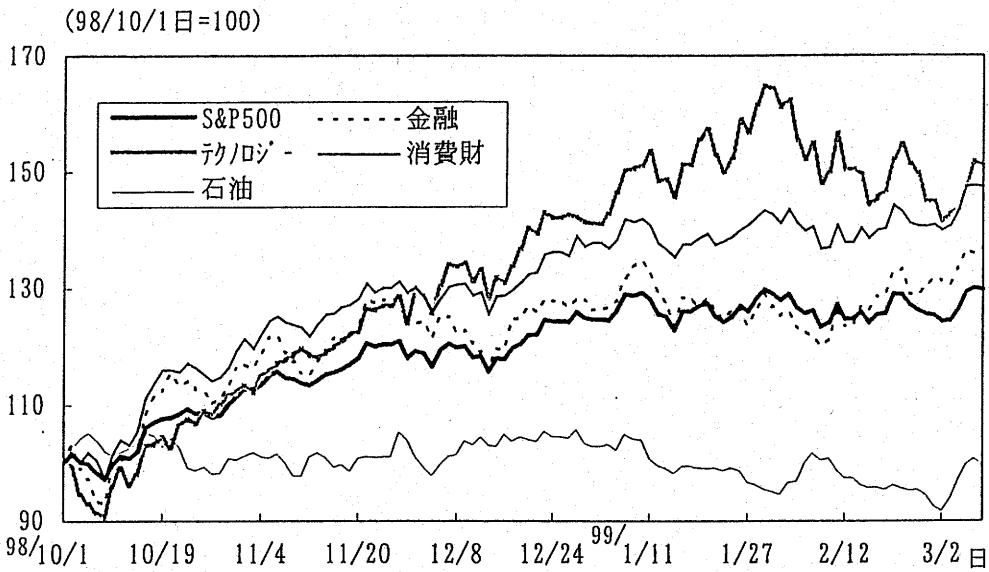
(資料) 独仏伊は各国公表データ。その他はOECD。アイルランド、オーストリアの98年GDP成長率は、コンセンサス・フォーキャスト見込み。

(注1) 99年の見通しはコンセンサス・フォーキャスト(99/2月)。ただし、失業率(独仏伊を除く)、財政収支については欧州委員会見通し(98/10月)。各国名の下( )内はユーロエリア内でのGDPウェイト(97年)。

(注2) ECBの目的である物価の安定は、ユーロ圏全体の消費者物価(HICP)の上昇率が、中期的に見て前年比2%を下回る事。

## 2. 米国株価の推移

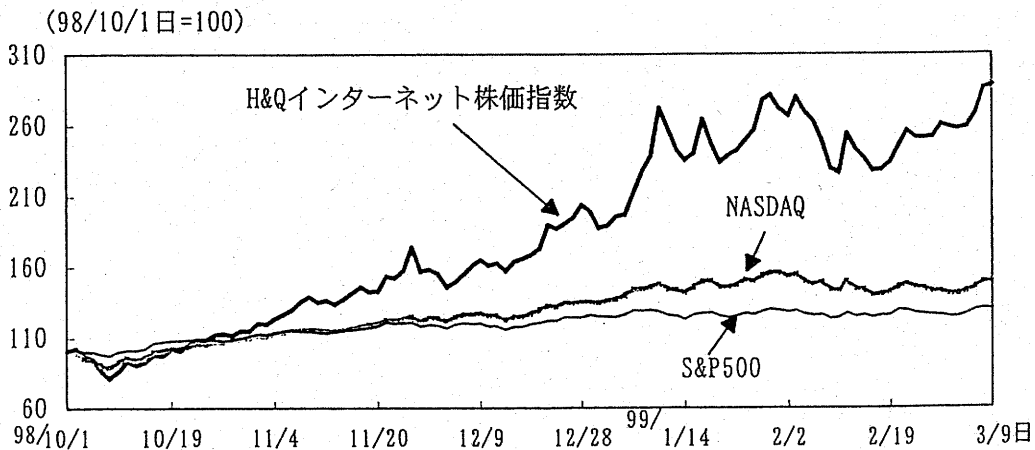
### (1) 主要セクターの株価 (S&P500 とその内訳ベース)



(出所) Datastream

直近値：3月9日

### (2) インターネット株価



直近値：3月9日

(注) H&Qインターネット株価指数とは、米証券会社HAMBRECHT&QUIST社が株式公開しているインターネット関連企業の株価を基に算出したもの。

(出所) Bloomberg

### (3) 株価収益率 (PER)

	(倍)	
	昨秋 98/10/2	直近 99/3/5
S&P500	24.2	33.6
半導体	37.2	71.7
コンピュータソフト	42.4	55.4
コンピュータシステム	54.6	53.6
小売	25.9	38.2
石油	22.8	29.6
金融	16.7	22.2

(出所) Bloomberg

### 3. ブラジルの動向

#### (1) 政策運営に関するメモランダム (3月8日) のポイント

##### ①マクロ経済見通し

実質 GDP 成長率 (99年) : ▲3.5~▲4.0%

インフレ率 : 99年上期の前期比+10%程度、99年末時点の前月比+0.5~0.7%

経常収支 (99年) : 対名目 GDP 比▲3.0% (経常赤字)

##### ②財政健全化

利払いを除いた財政黒字目標 : 99年対名目 GDP 比 3.1% (98/11月時点 2.6%) →  
2000年 3.3% (同 2.8%) →2001年同 3.5% (同 3.0%)

##### ③金融政策

早期のインフレーション・ターゲティング採用を展望。当面は、中銀の国内純資産に関するターゲットを設定し、柔軟な金利操作を実施。

—— 政策金利は、公定歩合を廃止し、市場介入金利 (O/N 物) に一本化。

##### ④民間金融機関の財務状況の緊密なモニタリング

##### ⑤対外債務管理の厳格化

—— 公的対外債務 (特に短期対外債務) について、引き続き抑制的に運営。

##### ⑥構造改革 (貿易自由化等) の継続

#### (2) 主要経済指標

	97年	98年	99年 見通し*1	98/2Q	3Q	4Q	12月	99/1月	2月	
実質GDP (前年比、%)	3.7	0.2	▲3.5~ ▲4.0	1.5	▲0.1	▲1.9	—	—	—	
CPI (期中平均・前年比、%)	6.4	1.4	16.2	2.7	0.6	▲1.0	▲1.8	—	—	
失業率 (期中平均、%)	5.7	7.6	—	8.0	7.8	6.9	6.3	7.3	—	
輸出 (前年比、%)	10.9	▲3.5	7.6	▲0.4	▲9.4	▲12.3	▲13.0	▲24.7	▲12.0	
輸入 (前年比、%)	15.7	▲6.2	▲14.7	▲5.5	▲9.7	▲10.1	▲13.5	▲19.2	▲19.8	
貿易収支 (億ドル)	▲84	▲64	110	▲5	▲18	▲21	▲6	▲8	▲2	
経常収支 (億ドル)	▲334	▲349	—	▲82	▲93	▲114	—	—	—	
対名目GDP比 (%)	▲4.2	▲4.5	▲3.0	▲4.2	▲4.8	▲4.5	—	—	—	
財政収支*2 (対名目GDP比、%)	▲6.1	▲8.0	▲7.5	▲7.3	▲7.0	—	—	—	—	3/10日
公定歩合 (%) *3	40.92	29.00	—	21.00	49.75	29.00	29.00	41.00	41.00	45.00
外貨準備 (期末、億ドル)	517	446	—	701	458	446	446	361	356	345
対輸入比 (か月分)	10.1	9.3	—	14.6	9.4	9.3	9.3	7.5	7.4	7.2
対外債務残高 (期末、億ドル)	2000	2291	—	2282	2253	2291	—	—	—	
対名目GDP比 (%)	25.0	29.5	—	28.5	28.1	29.5	—	—	—	

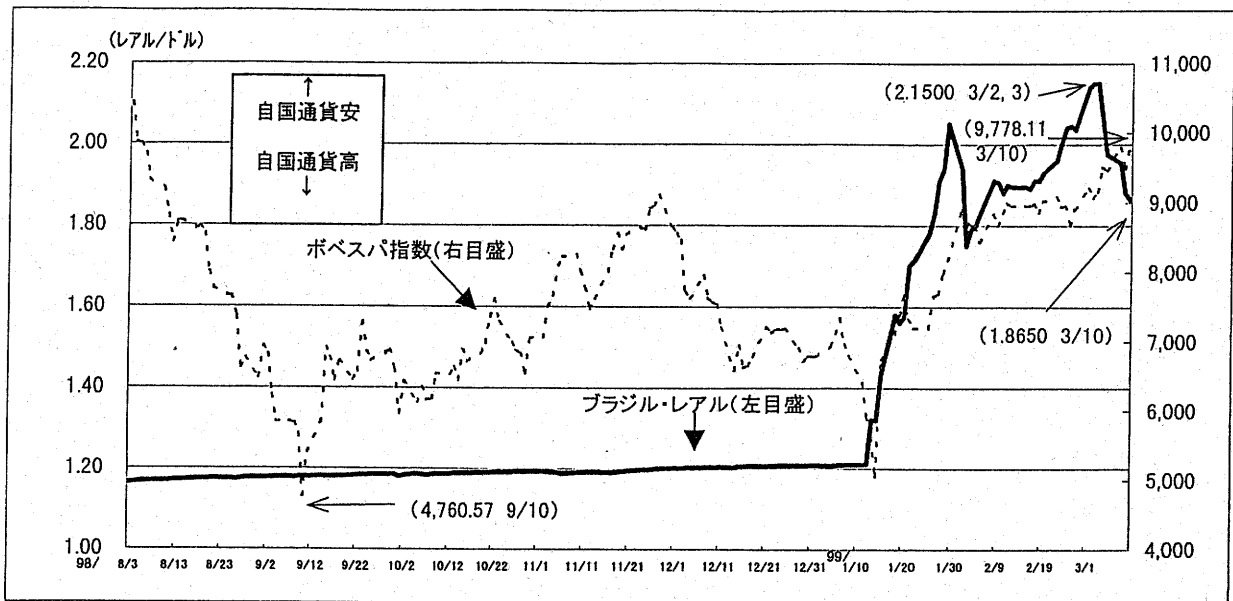
\*1 99年のGDP、貿易収支、経常収支は3月の政府見通し。その他は、99/2月のコンセンサス・フォーキャスト見通し。

\*2 98/2Q, 3Q, 11月の財政収支は、それぞれ98/1~6月、98/1~9月、98/1~11月の実績値。

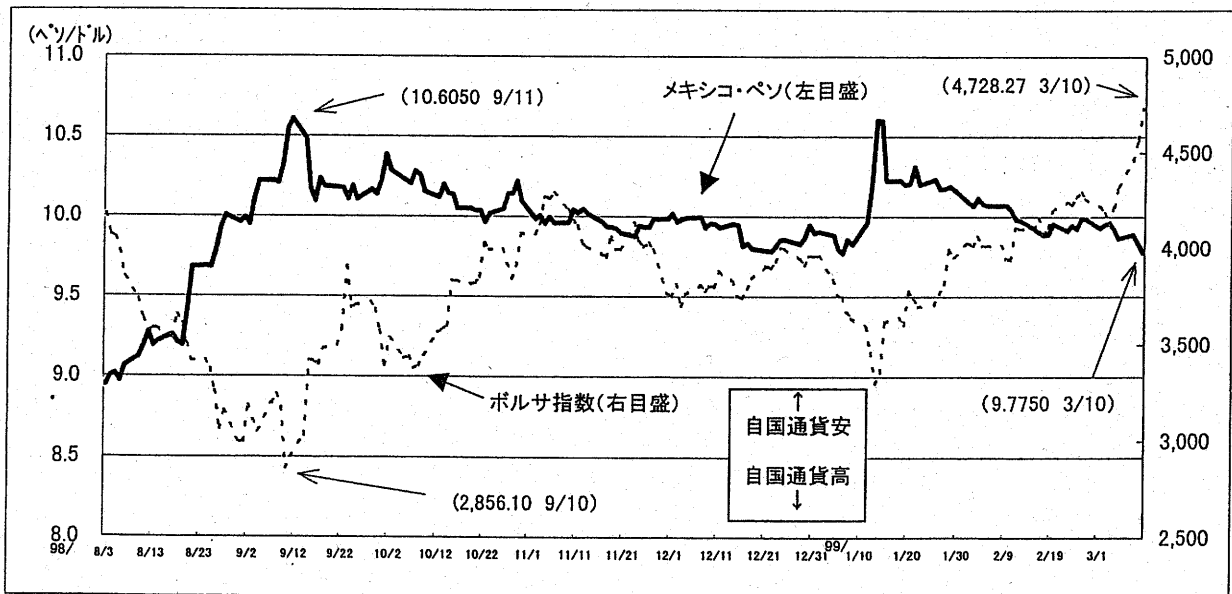
\*3 公定歩合の欄の3/10日のデータは、市場介入金利 (SELIC金利)。

(3) 中南米諸国の株価・為替動向

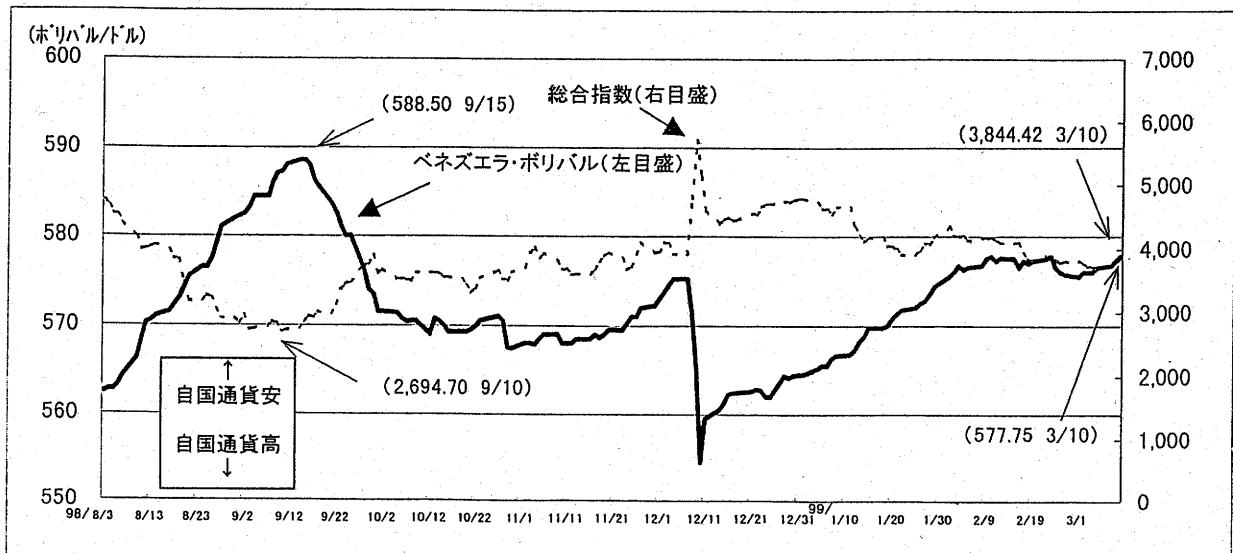
ブラジル



メキシコ



ベネズエラ



## 経済活動の現状評価

### 1. 概況

#### （現状認識）

- 最終需要をみると、設備投資は、依然として大幅な減少を続けている。家計支出については、個人消費はなお低調の域を出ていないが、住宅投資は下げ止まっている。また、純輸出が横這い圏内で推移する中で、公共投資は、増加テンポがやや鈍化しているものの、引き続き増勢を示している。  
こうした最終需要の動向や、在庫調整の一段の進捗を背景に、生産は下げ止まっている。  
以上のように、景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している。
- この間、物価面では、国内卸売物価が引き続き下落基調にあり、企業向けサービス価格も軟化を続けている。一方、消費者物価については、弱含み基調にあるが、下落テンポの加速はみられていない。

#### （先行き）

- 公共工事の発注が2～3月に急増すると予想される下、公共投資は、来年度入り後再び大幅に増加するとみられ、住宅投資も、3～4月以降低水準ながら持ち直しが期待される。また、地域振興券の支給や所得税減税も、家計所得の減少を減殺する要因として働く見込みである。  
今のところ、企業の生産スタンスは極めて慎重なものに止まっているが、既に在庫調整はかなり進捗しているだけに、上記のような公共投資、住宅投資の増加が加わってくると、4～6月頃に生産活動の水準が切り上がる可能性も、強ち否定できない状況になりつつある。
- しかし、現在の所得環境からみて、公共投資や住宅投資が増加しても、

他の需要が誘発されにくい状況にあることに基本的な変化はなく、とくに設備投資の回復は、当面期待し難い。加えて、3月期決算の大幅な悪化を背景に、企業は支出抑制を一段と強める方向にある。このため、雇用・賃金が相当抑制的なものとなるだけでなく、リストラの強化や、過去の膿出しに耐え切れない企業の大型倒産が、消費者心理をも通じて、これまで所得対比では底固く推移してきた個人消費の押し下げに働くリスクもある。また、海外経済についても、なお少なからぬ不安定要因が残存している。こうした点を踏まえると、民間需要の回復に繋がっていく可能性に関して、現時点では、引き続き慎重にみておくことが適当である。

—— 企業収益については、為替円高の影響がある一方、生産が下げ止まってきたことからみて、98年度下期の経常利益は、上期ほどの大幅なテンポで落ち込んだとまでは考えにくい。しかし、来年度からの連結決算本格化や、会計監査の厳格化、さらには資本市場からのプレッシャーの高まりなどを背景に、過去のストックの膿を一気に吐き出そうとの気運が産業界に広がりつつある。このため、このところ業績の大幅下方修正が相次いでおり、98年度の企業収益（当期利益ベース）は、相当大幅な悪化が予想される。

- 当面の経済情勢を考えるうえでの最大の注目点は、上述のように、企業が3月期決算を踏まえて策定するリストラ計画やベア圧縮がどの程度のデフレ圧力を経済に及ぼすかということであろう。反面、資本市場がこうした企業努力をどの程度評価するかという問題もあり、その影響を丹念に見極めていかなければならない。また、3月中旬に金融機関への公的資本の投入が承認される見込みにあるが、このことも、金融機関の融資姿勢の緩和に繋がるのか、あるいは逆に企業の整理淘汰を進め、デフレ圧力を生じさせることになるのかという観点から、着目していく必要がある。
- 物価は、当面、下落基調を続けると見込まれる。また、やや長い眼でみれば、需給ギャップが明確に縮小する展望が拓けていないほか、賃金の低下がサービス価格に投影されていく可能性をも踏まえると、物価の下落テンポが速まってしまうリスクについても、引き続き注意していく必要がある。

## 2. 最終需要

### (公共投資)

- まず、公共投資についてみると(図表1、2)、公共工事請負金額は12月に小幅増加の後、1月には再び減少しており、ここ数ヶ月の間、地方を中心に発注ペースが明確に鈍化している。しかし、請負会社等からのヒアリングによれば、2月の請負金額は、第3次補正にかかる国の発注開始や遅れていた地方の発注増から、かなり大幅な増加となった模様である。こうしたことからすれば、需要ベースでみても、足許ではテンポがやや鈍化しているものの、引き続き増勢にあると考えられる。

—— 因みに、公共投資関連財の出荷は、これまでのところ着実に増加している。今後暫くは、これまでの発注の遅れからみて、出荷の増勢が鈍化すると見込まれるが、いずれ、請負の増加を後追いする形で、再び明確な増加に転じる可能性が高い。

### (純輸出)

- 実質輸出の動きをみると(図表3、4(1)、5)、10~12月に、自動車関連が増加した反面、鉄鋼や情報関連財などのほか、資本財が落ち込んだため前期比-1.9%の減少となった後、1月は10~12月対比で+8.1%の増加となった。このところ月々の振れが大きく、とくに1月は、自動車輸出が一時的に集中したこと等を踏まえると、均してみれば、横這い圏内での推移とみられる。

—— 輸出を巡る環境をみると、まず99年の海外景気については(図表6)、欧州景気が減速しつつある一方で、米国経済は堅調を維持している。また、アジアについては、香港で景気の後退が続いているほか、中国にも不安材料が増えているが、他方で、これまで大きな落ち込みをみせていた韓国やタイでは、景気が底打ち、ないし下げ止まったとみられ、少なくとも昨年のような大幅なマイナス成長はないとの見方が広がっている。この結果、わが国の輸出ウエイトで加重平均した海外経済全体の成長率は、米国のウェイトの高さもあって、昨年比幾分



高まる姿となる<sup>1</sup>。

ただし、米国景気については、鍵を握る個人消費が、株高に支えられてなかなか減速しない可能性もある反面、中南米経済の悪化懸念等をきっかけに株価が下落に転じると、貯蓄率の上昇を伴って大幅に減速する可能性もあるなど、先行きの不確実性が大きい点に留意が必要である。

—— 円相場は（図表7）、最近では昨年秋口並みの水準まで円安方向に戻している。しかし、それでもそれまでの為替相場に比べれば円高であり、現在の為替相場水準の下では、今後99年度にかけて、徐々に輸出を抑制する方向に作用していくと考えられる。

○ 一方、実質輸入も（図表3、4(1)、8）、10～12月に前期比-1.8%となった後、1月は10～12月対比で+2.2%の増加となっている。国内需要や生産活動が下げ止まりつつある中で、実質輸入は、基調としては、横這いになってきているとみられる。

○ 以上より、純輸出の動きを実質貿易収支でみると（図表4(2)）、振れを均してみれば、横這い推移となっている。当面も、横這い圏内で推移する可能性が高いと考えられる。

—— なお、名目経常収支は（前掲図表3、4(2)）、7～9月に所得収支の黒字幅拡大やサービス収支の赤字幅縮小から、黒字が大幅に拡大した後、10～12月には、為替円高によって名目（円）ベースの貿易収支が大幅に減少したほか、所得収支黒字の減少もあって、反落した。

#### （設備投資）

○ 企業の設備投資は（図表9）、依然として大幅な減少を続けており、来年度入り後も、減少基調を辿る公算が大きい。

—— この間、資金調達面をみると、まず中小企業では、金融機関借り入れ難が信用保証制度の拡充等政府の一連の信用収縮対策によって、依然厳しい水準ながら引き続き緩和されており（図表10）、これが業況

<sup>1</sup> 輸出の強さを計るうえでは、通商摩擦再燃を懸念して対米輸出が抑制気味となっている点を、割引いてみておく必要がある。

感の悪化も和らげる働きをしている。また大企業でも、一部企業を除けば、前倒しに資金調達を進めてきた結果、年度末にかけての資金繰りに対する不安感はほぼ鎮静化しつつある。

—— 先行指標をみると（図表 11）、機械受注は、10～12 月前期比-2.8%の後、業界見通しによれば1～3 月も同-6.4%と、減少が続く姿となっている。建築着工床面積も、10～12 月に同-10.4%の大幅減少となった後、1 月も 10～12 月対比で-4.3%となっている。このように、設備投資の減少に歯止めが掛かる兆しは窺われない。

—— 設備投資の今後の減少テンポを考えるうえでは、大企業が、今 3 月期の当期利益の大幅悪化（図表 12、13）を契機に、どの程度のリストラ・支出削減に取り組むかが注目点である<sup>2</sup>。一方、中小企業の設備投資減少テンポは、昨年前半の急減との比較では、さすがに和らいできている模様である。

#### （家計支出）

○ 最近の個人消費をみると（図表 14～16）、1 月には乗用車販売が大幅に増加した一方で、チェーンストア売上高は減少した。また 2 月に入ると、乗用車販売も反落するなど、引き続き全体として方向感が窺われず、低調の域を出ていない。

—— 全国百貨店売上高が 1 月に増加したが、これには東急百貨店・日本橋店の閉店セールが大きく寄与しており、基調として増勢にあるとは判断できない。一方、チェーンストア売上高は、12 月に続いて 1 月も若干の減少となっている。ヒアリングの感触では、2 月入り後の百貨店・チェーンストアの販売動向の実勢は、1 月対比で横這い圏内で推移している先が多い模様である。

—— 次に、乗用車販売については、1 月に、一般乗用車の販売が新車投入効果によって増加したため、軽乗用車を含めたベースでも大幅な増加となった後、2 月には一般乗用車販売、軽乗用車ともに減少した。1～2 月平均を 10～12 月対比でみると、+8.6%となっているが、水準

<sup>2</sup> 当期利益の悪化が過去のストックの膿出しによるものであれば、キャッシュフローに影響を与えず、経済学的には、今後の経済行動に影響を与えない筈である。しかし、現実には、業績の大幅悪化を梃子に、リストラや賃金圧縮に取り組む企業が多いとみられる。

としては引き続き低い。

— なお、こうした区々の動きを消費水準指数で総括的にみると、12月に大幅に反落した後、1月には、反動増となっており、総じて方向感のない動きとなっている。この間、平均消費性向の動きをみると(図表17)、振れを均してみれば、昨年秋をボトムに幾分戻しており、これが所得の落ち込みをカバーして消費の一段の減少を防ぐ形となっている。

- 当面、3月中に地域振興券(総額約7千億円)の支給、4月以降に所得税減税が再び始まるため、後述の家計所得の減少が緩和されることが期待される。しかし、そうした短期的な要因を別とすれば、基調的に所得が弱いことや、人々の将来所得への不安感の根強さをも踏まえれば、消費は、低調なものにとどまる蓋然性が高い。

— 消費者コンフィデンスについては、金融システム不安が一段落してきた点はプラス材料であるが、一方で、仮に大型企業倒産が発生すれば、一段と冷え込むリスクも残存している点には注意が必要である。

- 住宅投資をみると、新設住宅着工戸数は(図表18、19)、11月には一旦109万戸と83年5月(102万戸)以来の110万戸台割れとなったが、12月、1月と114~115万戸台に戻しており、低水準ではあるが、このところ下げ止まっている。

先行きについてみると、まず持家は、住宅金融公庫の98年度第3回申し込み(11月2日~12月25日)件数の前年比5割近い伸びが、3~4月頃の着工戸数の増加に繋がると予想される。また、金利先高観が強い下で、第4回公庫申し込みの基準金利が小幅の引き上げにとどまった(2.2%)ことや、2年間の期間限定の住宅減税措置、さらには公庫の申し込み期間の延長(締め切り:3月12日→26日)によって、駆け込み需要が喚起される可能性が高く、これが春以降の持家着工を押し上げることが予想される。

一方、持家以外では、貸家は引き続き不冴えながら、分譲マンションは販売が上向いている。過剰在庫の大きさを踏まえると、これが直ちに着工増に結びつくとは考えにくい。こうした環境の好転によってマンション着工の減少傾向に徐々に歯止めがかかる可能性が出てきている。

このため、住宅着工全体としても、遠からず、少なくとも一旦は持ち直す可能性が高い。

—— ハウス・メーカーの取り敢えずの感觸では、公庫申し込みの2週間延長と、その後の金利引き上げ予想の強まりの相乗効果によって、駆け込み需要がさらに増えるのではないかとの声が聞かれ始めている。ただし、その後に金利の引き上げが見込まれることから、99年度入り後の申し込みの反動減を懸念する見方も根強い。

### 3. 生産・在庫、所得

○ 鉱工業生産は、昨年前半の急減から後半の緩やかな減少を経た後、このところ下げ止まっている（図表 20、21）。

—— 鉱工業生産は、10～12月に前期比-0.4%の小幅減少となった後、1月は前月比+0.8%と増加し、2、3月の予測指数を繋げると、1～3月は同+1.5%の増加になる。曜日構成を調整したX-12-ARIMAベースでみても、10～12月は同0.0%の後、1～3月は同+1.1%と、幾分小幅ではあるが増加する姿となる。

—— 出荷も横這い圏内の推移となっているが、その内容を最終需要財の内訳をみると（図表 22）、資本財が大幅な減少を続けている一方で、公共投資増勢の影響を受けている建設財が、低水準ではあるが増加しつつあるほか、消費財も幾分持ち直している。

○ 製造業の在庫循環をみると（図表 23）、最終需要に目立った伸長がみられず、出荷は低迷しているが、生産の大幅な抑制が続いてきたため、在庫調整は一段と進捗している。このため、出荷・在庫前年比は、11月に45度線を上から下に切った後も下に向かっている。内訳をみると、とくに、耐久消費財をはじめとして最終需要財の在庫調整が進んでいるほか、生産財も一定の進捗をみている。この結果、在庫率も着実に低下している。

—— 最近の在庫の減少ピッチは、出荷に大幅な伸長がみられない中では異例の速さとなっており、企業の生産抑制スタンスの厳しさを示している。企業ヒアリングによれば、これには、慎重な需要見通しに加え、①3月期決算が押し並べて大幅に悪化する下で、期末売上げ嵩上げに

よる決算対策を行うインセンティブに乏しいこと、②素材産業の中には、需給ギャップの拡大による市況の軟化を懸念し、さらなる減産に踏み切る先があること、③財務体質に対する資本市場の評価が悪化することを惧れて負債圧縮に努めている先が多いこと（適正在庫率の低下）、等が影響している模様である。

- 通常の在庫循環であれば、このように在庫・出荷の前年比が大きく前年を下回った場合には、その後、右上に向かって大きく回っていく循環となることが多い。しかし、現状、企業が極めて慎重な需要見通しの下、生産抑制スタンスを堅持する方向にあることを踏まえると、当面は、目立った生産の回復がみられない中で、在庫の減少が続く展開となる公算が大きい。

—— 企業ヒアリングによれば、4～6月の生産は、経済対策の効果や一部耐久消費財の増産が期待できる一方、設備投資関連が引き続き下押し要因として作用し続けることや、在庫圧縮インセンティブが企業に働き続けていることから、総じて横這いという極めて慎重な計画となっている。

ただし、公共工事の活発化や住宅投資の持ち直しが見込まれる中で、このような生産姿勢が維持されれば、在庫はさらに大きく減少することになる。このため、実際に出荷が動き出し、企業が先行きの需要見通しを幾分でも改善させれば、生産水準が出荷よりも低いだけに、生産が需要の増加幅を多少とも上回る可能性は、——蓋然性はまだ低いとしても、——強ち否定できない環境にある。

- 次に、雇用者所得は、足許では、ボーナスの大幅な落ち込みを主因に、大幅な減少が続いている。先行きについても、企業でのリストラの勢いがこれから衰えるとは考えにくいこと等からみて、雇用者数、賃金の両面から減少地合いが続くと予想される。
- この点、まず、労働需給をみると（図表24～26）、完全失業率、有効求人倍率ともに一段の悪化は回避されている（完全失業率：11～1月の間4.4%で横這い、有効求人倍率：12月0.47倍→1月は0.49倍と20ヶ月振りに上昇）。

—— 労働需給の悪化が回避されている背景には、政府による信用保証制度

拡充の効果によって中小企業の倒産が減少したことも寄与しているように窺われる(図表 25(2)(3))。その意味では、3月期末に大企業の倒産が増えなければ、目先の需給が大幅に悪化することは考えにくい。また、先行指標をみると、新規求人数は、建設や卸小売等で前年比マイナス幅が縮小しているほか、求人広告掲載件数もマイナス幅が縮小している(図表 26(4))。このため、今後、労働需給の悪化テンポが和らぐとみられるが、依然求人が前年水準をかなり下回っていることなどからみて、悪化基調自体が大きく変化するとは考えにくい。

- 雇用者数は(図表 24、26(5))、減少が続いている(毎勤統計の常用労働者数、5人以上事業所ベース：7～9月前年比-0.2%→10～12月同-0.4%→1月同-0.4%)。今後も、大企業、中小企業ともにリストラによる雇用削減が続くとみられる。
- また、賃金も(図表 24、27)、今冬のボーナス支給額がかなり大きな落ち込みとなったことから、大幅に減少した(名目賃金7～9月前年比-2.0%→10～12月同-2.3%→1月同-2.0%)。当面、3月期決算で企業収益の大幅な悪化が予想されることからすれば、賃金の減少地合いが続く可能性が高い。

—— 当面の焦点は、ベアを巡る動向である(図表 27(2))。企業収益が厳しいものとなる可能性が高く、また組合側の要求率がこれまでになく低い状況下、定昇分を除けばゼロ近傍に着地する可能性が高まっている。

#### 4. 物価(図表 28)

- 物価を巡る環境を整理すると、まず海外要因については、国際商品市況が、引き続き弱めながら、これまでの一本調子の下落には一服感がみられる。また、為替相場もやや円安方向に振れている。次に国内要因をみると、景気が一旦は下げ止まりの様相を呈しても需給ギャップが明確に縮小する展望には乏しいうえ、賃金も低下を続けている以上、内生的な物価下落圧力は掛かり続けるものと考えられる。
- 輸入物価の動きをみると(図表 29)、契約通貨ベースでは、原油の下落

が一段落し、下落テンポがこのところ緩やかになってきている。円ベースでは、これまでは為替円高によって大幅な下落が続いていたが、直近では為替相場がやや円安方向に振れていることから、下げ止まりの動きをみせている。

—— 交易条件（輸出物価／輸入物価）は、昨春以降、概ね横這い圏内で推移してきたが、最近は、これまでの原油価格の下落や直近の輸出価格の強含みから、好転している。

—— 国内商品市況は（図表 30）、合板が海外における供給面の抑制から強含んでいるが、鋼材市況が、公共工事の高水準の発注にもかかわらず、国内民間需要の低迷の下で軟化を続けているなど、全体としてみれば、弱含みの推移が続いている。

- 次に、国内卸売物価は（図表 31）、内需の低迷や在庫調整圧力を映じて、鉄鋼・建材関連やその他素材が下落を続けている。さらに、既往円高の影響で石油製品も低下しており、総じて下落基調にある（7～9月前期比 $-0.3\%$ →10～12月同 $-0.5\%$ →1～2月の10～12月対比 $-0.4\%$ ）。

先行きについては、国内需給ギャップが拡大したままであることから、物価下落圧力がかかり続けると考えられる。昨秋来の円高や原油安が、電力料金への転嫁や国内製品価格への波及を通じて、引き続きある程度影響を及ぼすことも考え合わせると、国内卸売物価は、今後も下落基調を続けることが見込まれる。

- 企業向けサービス価格は（図表 32）、一般サービス（自動車・機械修理）の下落等から、軟化を続けている（7～9月前期比 $-0.2\%$ →10～12月同 $-0.5\%$ →1月の10～12月対比 $-0.4\%$ ）。

当面、オフィス需給の緩和や企業収益の悪化などを背景に、軟化傾向を続けることが見込まれる。

—— 1月は、長期プライム・レートの上昇がリース料金を押し上げる方向に作用したにもかかわらず、それ以外の項目が全般に弱めであったことから、引き続き低下した。

- 消費者物価（全国、除く生鮮、図表 33）は弱含んでいる。もっとも、足

許では、たばこ（12月の特別税導入）や農水畜産物（天候要因）、被服の一時的上昇等から、下落テンポは縮小気味である（10～12月前年比 $-0.3\%$ →1月同 $-0.1\%$ ）。

—— 天候不順を背景とした生鮮食品の高騰は既に落ち着いてきているため、生鮮食品を含めた消費者物価総合では、10～12月前年比 $+0.5\%$ の後、1月は同 $+0.2\%$ と上昇率を縮小させた。また、東京の消費者物価総合をみると、1月同 $+0.1\%$ の後、2月には同 $-0.2\%$ と再びマイナスに転じている。

—— 消費者物価前月比の動きを、これを均した趨勢循環変動の推移と併せてみると（図表34）、国内卸売物価や企業向けサービス価格の下落とは対照的に、足許下落テンポがむしろ縮小するような動きとなっている。とくに、需給ギャップが大きい割には、このところ消費者物価・商品の下落テンポがかなり鈍化しているように窺われるが、これには、①耐久消費財が、既往円安の下で国内品の割高感が薄れていたことから下落率を幾分縮小させてきたことや、②特に家電（テレビ等）や自動車では、品質調整が行われていないために価格がむしろ下げ止まりつつあるものがみられることが寄与していると考えられる。それに加え、このところ、①上述の一時的要因が集中したこと<sup>3</sup>や、②バーゲンセールによる値引きが指数に反映されていない<sup>4</sup>面も寄与しているとみられる。一方、民間サービス価格は横這い圏内で推移している。

先行き、消費者物価は引き続き弱含みで推移するとみられる。昨秋以降の円高の下での輸入物価下落が、いずれ卸売物価消費財の下落テンポ拡大を通じて、消費者物価にも波及していくとみられるが、上述の品質調整要因等が残存することを勘案すると、当面、消費者物価・商品の下落ペースが拡大する可能性は小さいとみられる。一方、民間サービス価格について

<sup>3</sup> なお、足許の趨勢循環変動がプラスに転化しているが、これは一時的要因によって足許の物価指数が強めに出たことに引きずられている面が大きい。

<sup>4</sup> なお、11月以降チェーンストア等がバーゲンセールを実施した結果、セールによる値引きは指数に反映されない一方で、セールの対象となった製品の値引き前価格が据え置かれたり、逆に上昇するケースもみられている模様である。その意味でも、物価指数の上方バイアスが拡大している可能性は否定できず、今後も、こうした傾向が続く可能性には留意しておく必要がある。



は、これまでの賃金の低下テンポの速さからみて、年度初の価格改定時期に向けて下落圧力が蓄積されている可能性が高い。

- この間、地価（図表 35、36）については、商業地、住宅地ともに、このところ下落テンポが再び拡大している。企業からのヒアリングによれば、住宅地については、住宅投資持ち直しの兆し等から、一本調子の下落にはならないとしても、商業地では、企業リストラを背景にオフィス需要の一層の低迷が続くとみられることから、賃料、地価ともに下落基調を強めるとの見方が広がっている。

以 上

「経済活動の現状評価」 図表一覧

- |         |                 |         |              |
|---------|-----------------|---------|--------------|
| (図表 1)  | 公共投資関連指標        | (図表 20) | 生産・出荷・在庫関連指標 |
| (図表 2)  | 公共投資の推移         | (図表 21) | 生産           |
| (図表 3)  | 輸出入関連指標         | (図表 22) | 財別出荷         |
| (図表 4)  | 実質輸出入の推移        | (図表 23) | 在庫循環         |
| (図表 5)  | 実質輸出の内訳         | (図表 24) | 雇用関連指標       |
| (図表 6)  | 海外経済            | (図表 25) | 雇用           |
| (図表 7)  | 実質実効為替レート       | (図表 26) | 雇用(続)        |
| (図表 8)  | 実質輸入の内訳         | (図表 27) | 所得           |
| (図表 9)  | 設備投資関連指標        | (図表 28) | 物価関連指標       |
| (図表 10) | 企業金融(中小企業)      | (図表 29) | 輸入物価         |
| (図表 11) | 設備投資先行指標        | (図表 30) | 国内商品市況       |
| (図表 12) | 企業収益関連指標        | (図表 31) | 国内卸売物価       |
| (図表 13) | 上場企業の収益         | (図表 32) | 企業向けサービス価格   |
| (図表 14) | 個人消費関連指標        | (図表 33) | 消費者物価(前年比)   |
| (図表 15) | 個人消費<季調済系列>     | (図表 34) | 消費者物価(前月比)   |
| (図表 16) | 個人消費(続)<季調済系列>  | (図表 35) | 地価関連指標       |
| (図表 17) | 消費者コンフィデンスと消費性向 | (図表 36) | 地価の推移        |
| (図表 18) | 住宅関連指標          |         |              |
| (図表 19) | 住宅投資            |         |              |

## 公共投資関連指標

### ＜公共工事請負金額＞

一 季調済金額：兆円、〈 〉内は前期(月)比、( )内は前年比：％

	97年度	98/7～9月	10～12	99/1～3	98/11月	12	99/1
公共工事請負金額	23.7 (- 3.5)	6.4 ( 4.9)	6.1 ( 10.4)	5.8 ( 0.0)	1.9 (-1.5)	2.0 ( 4.3)	1.9 ( 0.0)
うち国等の発注 〈ウェイト 31.6%〉	7.5 (- 2.3)	2.0 ( 0.7)	2.1 ( 32.8)	1.8 (-8.1)	0.7 ( 1.0)	0.7 (23.5)	0.6 (-8.1)
うち地方の発注 〈ウェイト 68.4%〉	16.2 (- 4.1)	4.4 ( 6.5)	4.0 ( 3.2)	4.0 ( 3.7)	1.3 (-2.5)	1.4 (-1.7)	1.3 ( 3.7)
		〈 9.6〉	〈-8.1〉	〈-0.4〉	〈-10.8〉	〈 8.8〉	〈-2.0〉

- (注) 1. 「ウェイト」は、合計に占める各発注主体別計数のウェイト(97年度)。  
 2. 「国等」には、一部公的企業を含む。  
 3. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。  
 4. 99/1～3月の季調済金額は、1月実績の四半期換算値。前年比は、1月の前年同月比。

### ＜公共投資関連財出荷＞

一 季調済：95年=100、〈 〉内は前期(月)比、( )内は前年比：％

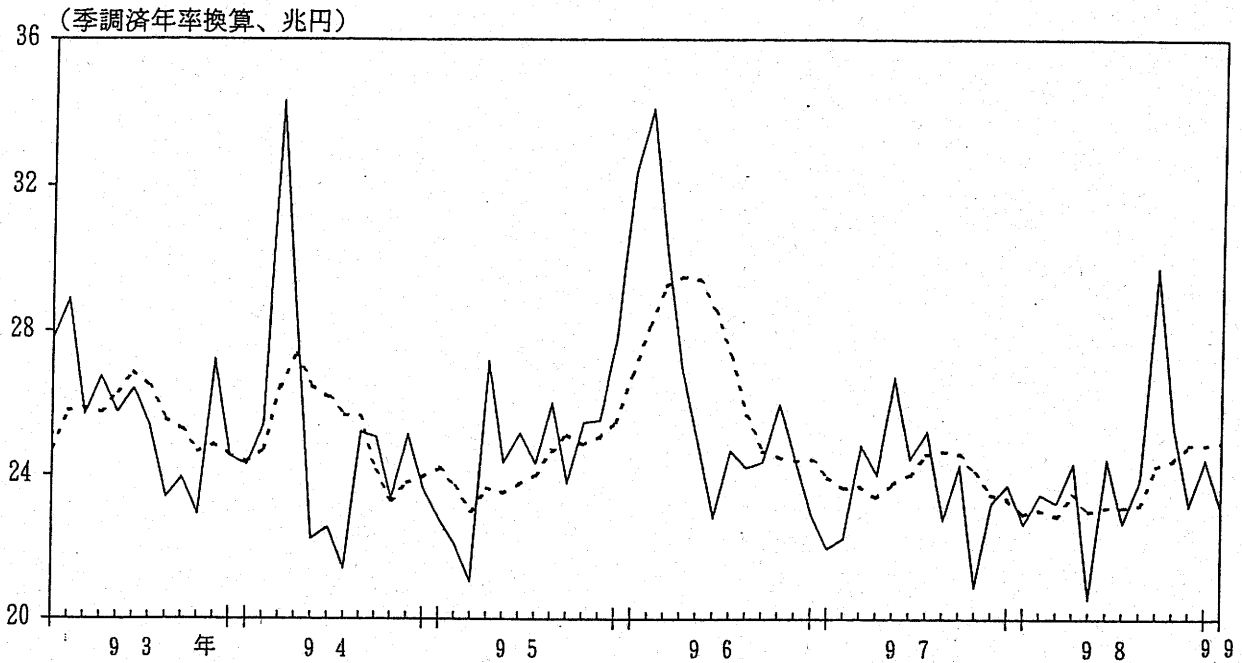
97年度	98/7～9月	10～12	99/1～3	98/11月	12	99/1
98.5 (- 5.5)	87.2 (-3.9)	92.3 ( 5.8)	96.0 ( 4.0)	92.5 ( 6.1)	97.1 ( 4.9)	96.0 (-1.2)

- (注) 1. アスファルト、道路用コンクリート、橋梁、セメントをそれぞれの95年基準出荷指数ウェイトで加重平均。四半期データは各月データの単純平均。  
 2. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。  
 3. 99/1月は速報値。  
 4. 99/1～3月は1月の値。

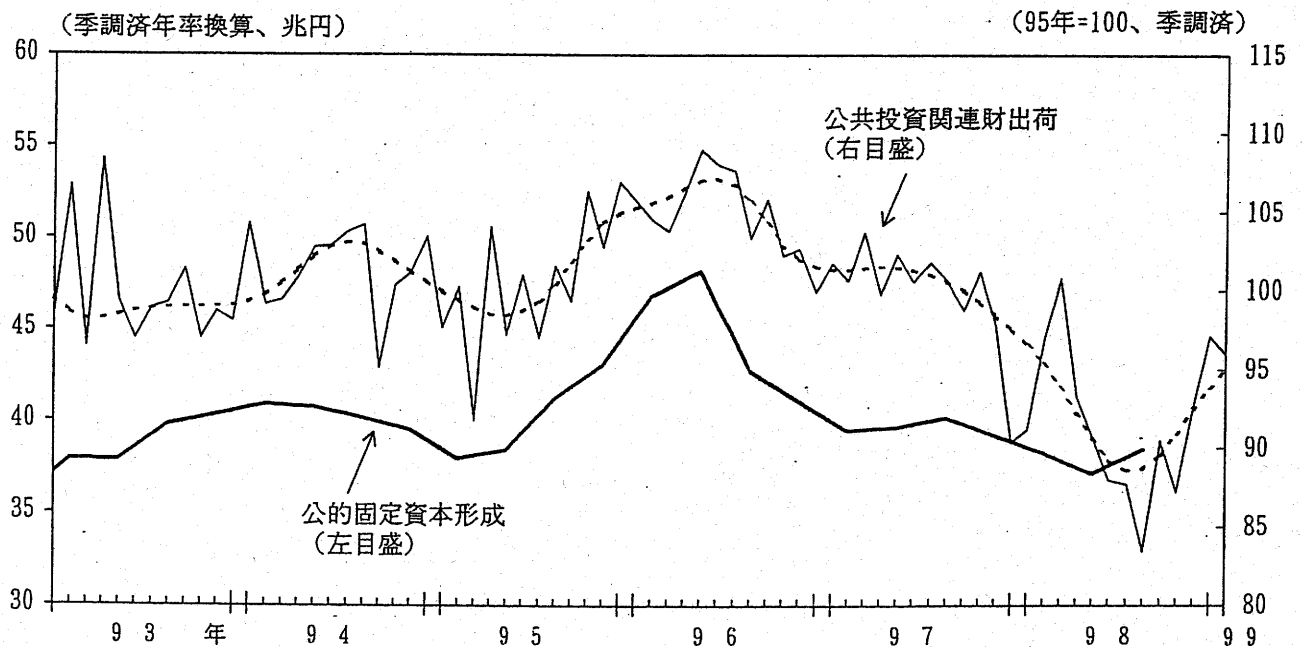
(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

## 公共投資の推移

### (1) 公共工事請負金額



### (2) 公共投資関連財出荷と公的固定資本形成



- (注) 1. 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95年基準出荷指数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(Bバージョン)により実施。点線は、公共工事請負金額については後方6か月移動平均値、公共投資関連財出荷については趨勢循環変動成分。  
4. 公共投資関連財出荷の99/1月は速報値。

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

## 輸出入関連指標

## &lt;実質輸出入&gt;

— &lt;&gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比：%

	97年度	98/7~9月	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
実質輸出	( 9.6)	< 1.5> (-2.8)	<-1.9> (-4.7)	< 8.1>	<-9.2> (-7.8)	< 5.4> (-3.5)	< 7.8> ( 0.2)
実質輸入	(-2.1)	< 2.4> (-9.7)	<-1.8> (-7.5)	< 2.2>	< 0.5> (-2.7)	< 0.2> (-9.4)	< 1.9> (-8.9)

(注) 1. X-11による季節調整値。なお、99/1~3月は、1月実績の四半期換算値。  
2. 98年年間補正後の計数。

## &lt;国際収支&gt;

— 季調済：兆円(名目GDP比率は%)、&lt;&gt;内は前期(月)比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/10月	11	12
経常収支	12.95	3.64	4.59	3.93	1.46	1.30	1.16
[名目GDP比率]	[ 2.6]	[ 2.9]	[ 3.7]				
貿易・サービス収支	7.28	2.52	2.64	2.17	0.82	0.68	0.68
		< 8.9>	< 5.0>	<-17.7>	<-6.4>	<-17.6>	<-0.0>

## &lt;通関収支&gt;

— &lt;&gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/11月	12	99/1
輸出数量	( 10.5)	<-0.9>	<-0.1>	<-3.0>	<-4.9>	< 1.5>	< 6.0>
輸入数量	(-0.5)	<-7.1>	< 3.0>	< 0.2>	< 3.9>	<-1.9>	< 4.3>
		(-6.6)	(-6.8)	(-4.5)	( 3.0)	(-7.4)	(-2.1)

(注) 98年年間補正後の計数。

— 原計数・名目：兆円、( )内は前年比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/11月	12	99/1
輸出総額	51.41	13.17	13.17	12.19	3.68	4.13	3.45
輸入総額	( 11.7)	( 4.2)	( 4.2)	(-10.2)	(-12.9)	(-12.2)	(-10.6)
収支尻	39.96	9.43	9.43	8.52	2.79	2.72	2.69
	( 0.7)	(-5.9)	(-5.9)	(-16.2)	(-11.8)	(-21.6)	(-22.0)
	11.45	3.74	3.74	3.67	0.89	1.41	0.76
	( 79.8)	( 42.8)	( 42.8)	( 7.8)	(-16.2)	( 14.3)	( 86.7)

(注) 98年年間補正後の計数。

## &lt;為替相場&gt;

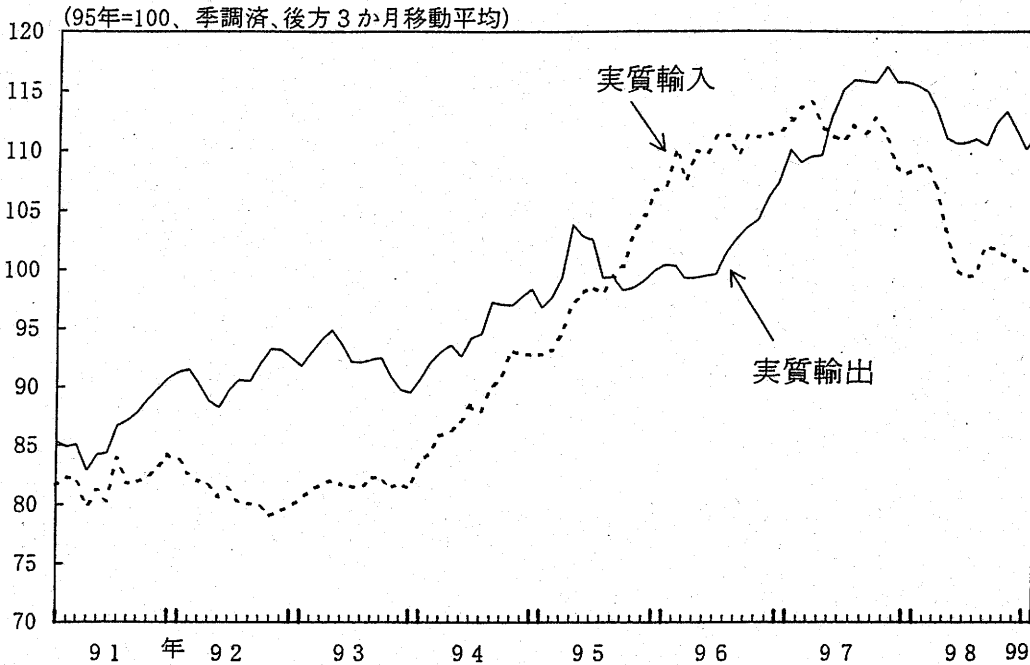
	96年末	97	98	98/10月末	11	12	99/1	2
ドル=円	115.98	129.92	115.20	116.09	123.83	115.20	115.98	120.32
DM=円	74.62	72.60	68.91	70.22	72.34	68.91	.....	.....
ユーロ=円	.....	.....	.....	.....	.....	.....	132.32	132.28

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

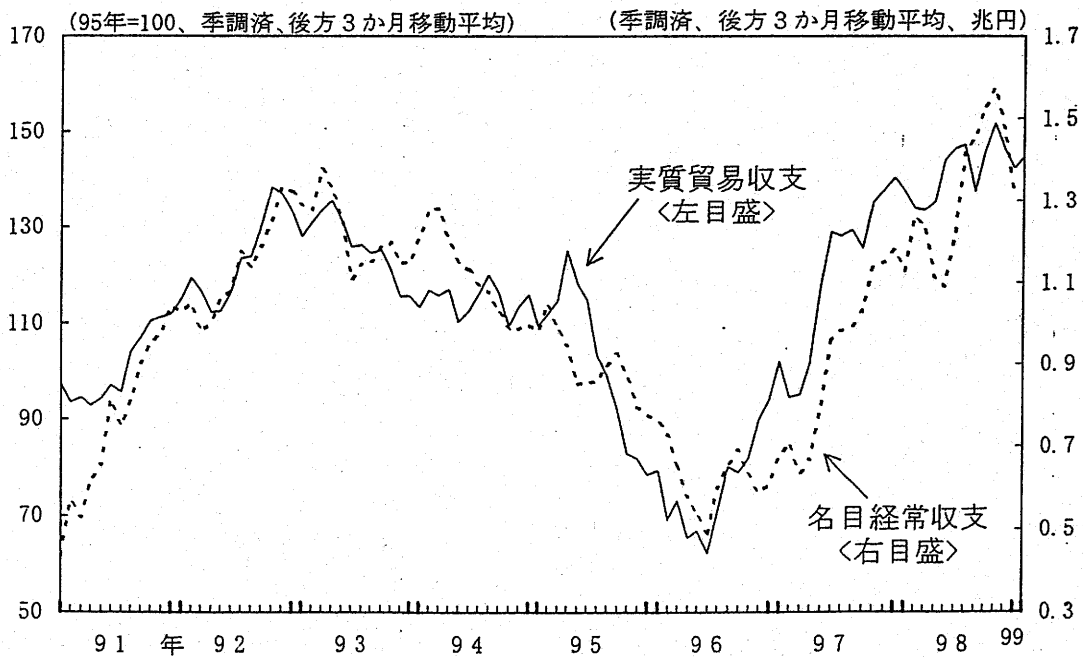
日本銀行「経済統計月報」「国際収支統計月報」「卸売物価指数」

# 実質輸出入の推移

## (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. 実質輸出入及び実質貿易収支は、98年年間補正後の計数。

(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 97年	98 98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
米国	<30.5>	14.6	6.8	5.8	-1.7	2.2	-2.5	9.3	-15.0	4.2	12.4
EU	<18.4>	13.8	15.6	2.8	5.2	2.8	0.2	1.1	-10.4	7.3	0.2
東アジア	<33.2>	8.6	-18.1	-10.5	-6.2	-1.7	-2.3	18.6	-7.7	7.1	16.5
中国	<5.2>	8.2	0.5	-3.4	4.0	-0.6	-4.3	37.8	-9.7	4.5	38.6
NIEs	<20.2>	10.5	-16.5	-9.7	-7.5	-3.2	-1.9	16.2	-8.2	8.5	13.4
韓国	<4.0>	-1.5	-35.3	-29.8	-7.0	-1.4	13.5	23.4	-5.1	14.6	14.9
ASEAN4	<7.8>	5.0	-29.2	-15.7	-8.8	1.4	-2.2	12.7	-5.1	5.5	10.7
タイ	<2.4>	-11.6	-29.4	-9.6	-2.3	-0.4	-3.2	14.2	-11.6	4.2	16.0
インドネシア	<1.1>	22.6	-53.4	-36.0	-26.9	8.7	5.7	8.4	-9.4	7.4	6.9
実質輸出計		11.2	-2.1	-2.0	-2.5	1.5	-1.9	8.1	-9.2	5.4	7.8

- (注) 1. < >内は、98年通関輸出額に占める各地域・国のウェイト。  
 2. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。  
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは1月実績の四半期換算値。  
 4. 韓国、タイ、インドネシアの計数は、データ利用上の制約により年間補正前の計数。

## (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98 98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
中間財	<14.5>	11.2	2.9	-1.9	1.9	3.2	-1.1	6.1	-12.7	6.8	6.4
自動車関連	<21.9>	14.6	1.3	-0.9	-1.0	3.2	2.4	4.2	-6.8	6.4	2.4
消費財	<7.3>	6.3	5.0	2.8	0.4	-2.3	0.3	2.3	-7.7	4.3	2.2
情報関連	<17.2>	18.1	-7.0	-4.3	-4.2	0.9	-3.4	4.0	-8.5	8.2	1.7
資本財・部品	<28.7>	9.0	-5.4	-4.1	-3.6	0.0	-4.6	8.3	-10.3	1.9	11.0
実質輸出計		11.2	-2.1	-2.0	-2.5	1.5	-1.9	8.1	-9.2	5.4	7.8

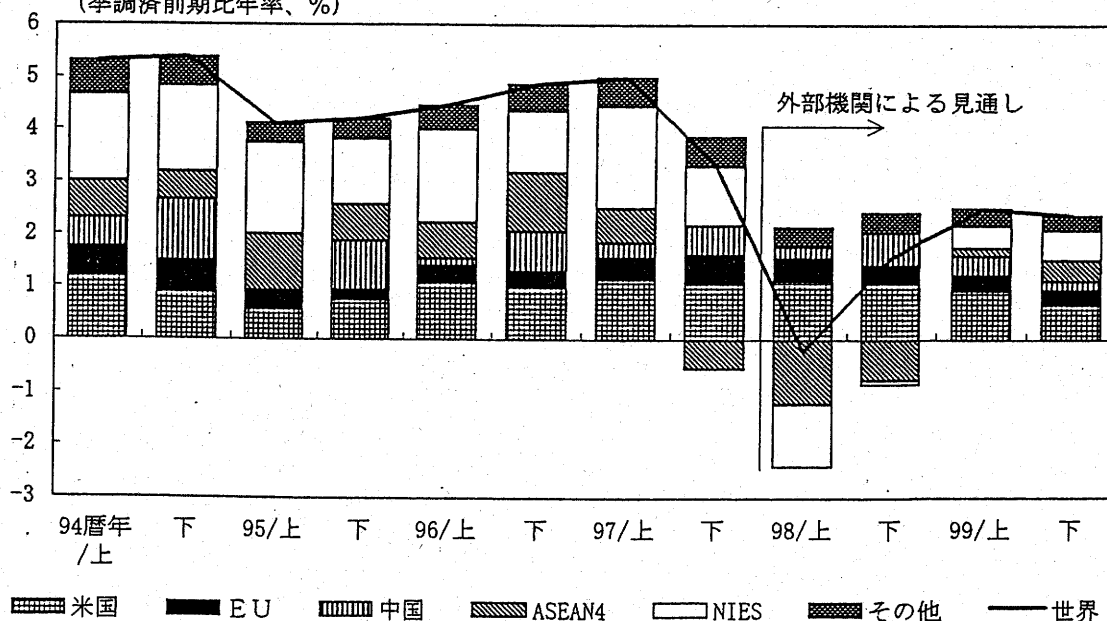
- (注) 1. < >内は、98年通関輸出額に占める各財のウェイト。  
 2. 「消費財」は自動車を除く。  
 3. 「情報関連」は、自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。  
 4. 「資本財・部品」は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。  
 5. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは1月実績の四半期換算値。  
 6. 各計数とも年間補正後のもの。

## 海外経済

(実質GDP、前年比%)

		98年見通し		99年見通し	
		直近時点	(1か月前)	直近時点	(1か月前)
米 国	[30.5]	3.9	(3.9)	2.9	(2.4)
E U	[18.4]	2.8	(2.8)	1.9	(2.0)
うち	ドイツ [4.9]	2.8	(2.8)	1.8	(1.8)
フランス [1.6]		3.0	(3.0)	2.2	(2.2)
英国 [3.8]		2.5	(2.5)	0.5	(0.5)
東アジア	[33.2]	-1.9	(-2.1)	1.7	(1.5)
中国 [5.2]		7.8	(7.8)	7.3	(7.6)
NIEs [20.2]		-1.4	(-1.6)	1.2	(1.1)
韓国 [4.0]		-6.1	(-7.0)	2.2	(1.0)
ASEAN4 [7.8]		-7.3	(-7.7)	0.1	(-0.4)
タイ [2.4]		-7.9	(-8.0)	0.7	(0.0)
インドネシア [1.1]		-13.7	(-13.7)	-3.9	(-3.2)
ラテンアメリカ	[5.4]	2.2	(2.2)	0.5	(0.5)
ロシア	[0.3]	-4.6	(-4.6)	-8.8	(-8.8)
世界計		1.2	(1.1)	2.3	(1.9)

(季調済前期比年率、%)



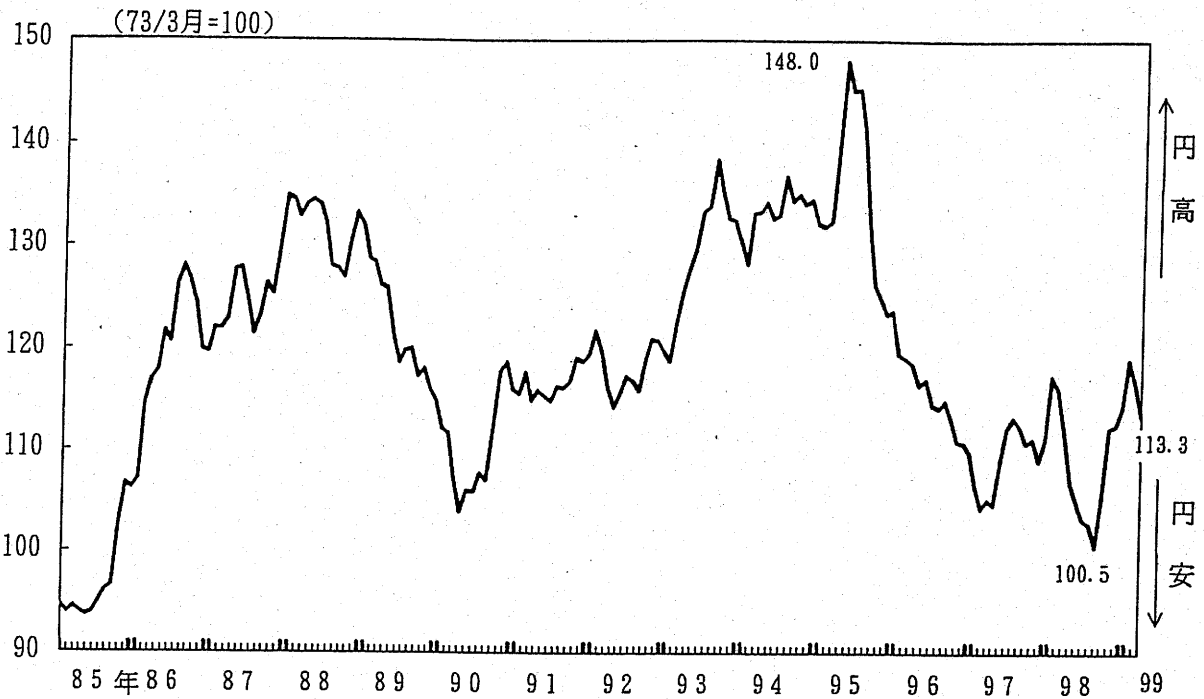
- (注) 1. ラテンアメリカを除き、98年見通しはコンセンサス・フォーキャスト99/2月号(一部の国は実績)、99年は米国がブルチップ99/2月号、EU、東アジアがコンセンサス・フォーキャスト99/2月号。ラテンアメリカは98、99年ともにコンセンサス・フォーキャスト98/12月号。  
 2. ASEAN4はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。  
 3. 各国・各地域欄の[ ]内は98年通関輸出額に占めるウェイト。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、各国政府または中央銀行、OECD統計

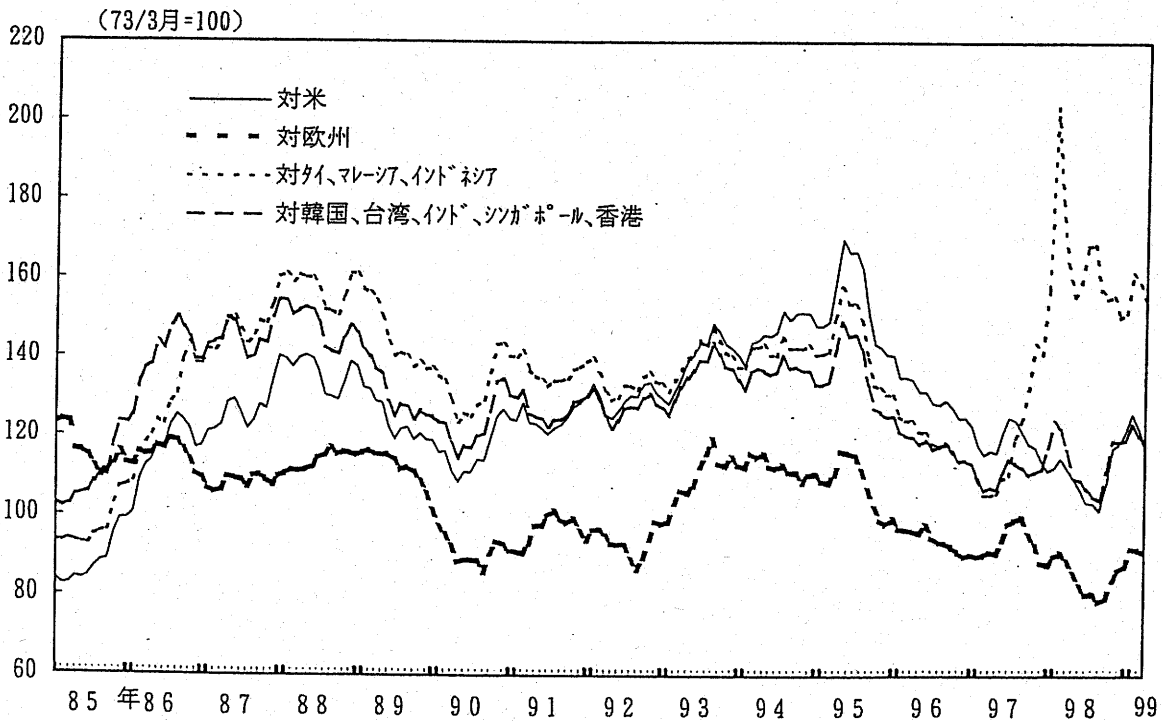


# 実質実効為替レート

## (1) 円の実質実効レート



## (2) 相手地域別



(注) 日本銀行調査統計局試算値。直近3月は8日までの平均値。  
また、算出の際に使用した各国の物価指数のうち実績値のない部分については、直近実績値横這いとした。

## 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 97年	98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
米国	<23.9>	1.1	-3.7	-0.3	-4.0	0.3	-3.6	1.2	-6.5	-5.2	7.3
EU	<13.9>	-3.6	-6.5	1.8	-6.3	3.3	1.6	-0.3	7.4	-4.3	0.3
東アジア	<34.9>	0.9	-7.7	0.0	-5.8	0.9	0.5	2.3	4.4	2.4	-0.7
中国	<13.2>	8.8	-4.4	0.7	-4.3	0.6	-0.8	1.9	5.8	3.9	-2.5
NIEs	<10.2>	-8.1	-10.9	-0.1	-8.5	-0.2	4.3	2.8	6.0	0.6	0.5
韓国	<4.3>	-3.9	-9.3	3.7	-10.1	-3.7	9.8	3.5	5.6	2.7	-0.1
ASEAN4	<11.4>	2.2	-8.1	-0.5	-5.0	2.2	-1.4	2.3	1.6	2.3	0.3
タイ	<2.9>	-0.5	-7.1	-3.5	-2.7	2.9	-4.2	4.7	-3.0	1.8	4.5
インドネシア	<3.9>	-2.3	-10.0	0.1	-4.1	5.8	-5.4	-6.4	2.2	2.4	-8.5
実質輸入計		0.9	-8.3	-0.8	-7.2	2.4	-1.8	2.2	0.5	0.2	1.9

- (注) 1. < >内は、98年通関輸入額に占める各地域・国のウェイト。  
 2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。  
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは、1月実績の四半期換算値。  
 4. 韓国、タイ、インドネシアの計数は、データ利用上の制約により年間補正前の計数。

### (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
素原料	<23.2>	-0.5	-6.0	-3.4	-4.7	2.3	-0.3	2.7	-1.3	0.0	3.2
中間財	<14.0>	2.7	-7.1	-0.5	-8.1	-0.2	0.2	-4.5	2.1	1.6	-6.2
食料品	<14.8>	-3.5	-4.0	1.1	-2.1	2.6	-4.0	10.2	4.0	-1.7	10.0
消費財	<10.7>	-10.0	-13.8	-0.6	-8.4	5.3	-5.3	0.8	9.7	-5.4	1.5
情報関連	<13.2>	8.0	-5.8	-3.2	-1.4	3.8	-2.0	3.9	0.5	-0.6	4.1
資本財・部品	<13.3>	13.6	2.7	5.4	-8.3	-0.4	0.8	-1.4	-7.7	-4.5	4.6
実質輸入計		0.9	-8.3	-0.8	-7.2	2.4	-1.8	2.2	0.5	0.2	1.9

- (注) 1. < >内の数字は、98年通関輸入額に占める各財のウェイト。  
 2. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。  
 3. 「消費財」は、食料品を除く。  
 4. 「情報関連」は、事務用機器、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。  
 5. 「資本財・部品」は、情報関連を除く。  
 6. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは、1月実績の四半期換算値。  
 7. 各計数は年間補正後の計数。

## 設備投資関連指標

## &lt;先行指標等&gt;

— < >内は季調済前期(月)比、( )内は前年比:%

	97年度	98/7~9月	10~12	99/1~3 <sup>(注)</sup>	98/11月	12	99/1
機械受注	(-3.9)	< -0.8>	< -2.8>		< 10.8>	< -3.1>	
〔民需、除く船舶・電力〕		(-20.3)	(-17.8)		(-12.2)	(-14.3)	
うち製造業	( 2.2)	< -2.1>	< -9.8>		< 3.6>	< -0.5>	
うち非製造業	(-8.3)	< 0.1>	< 3.2>		< 13.8>	< -4.8>	
建築着工床面積	(-2.6)	< -3.3>	< -10.4>	< -4.3>	< 1.5>	< -5.1>	< -1.3>
〔民間非居住用〕		(-18.2)	(-22.9)		(-20.4)	(-24.6)	(-19.6)
うち鉱工業	( 0.6)	< -15.6>	< -12.1>	< 10.3>	< 3.0>	< -12.9>	< 20.0>
うち非製造業	(-3.9)	< -0.3>	< -10.0>	< -6.6>	< 4.3>	< -5.4>	< -4.4>
一般資本財出荷	( 2.2)	< -0.7>	< -4.0>	< 1.2>	< -3.9>	< 2.8>	< 0.7>
		(-13.3)	(-14.8)		(-15.6)	(-14.4)	(-17.4)
稼働率指数(95年平均=100)	102.7	94.9	94.4		93.6	93.8	

(注) 1月実績の10~12月平均対比。なお、機械受注の99/1~3月の業界見通し(季調済前期比)は、民需(除く船舶・電力) -6.4%、製造業 -1.4%、非製造業(除く船舶・電力) -10.5%となっている。

## &lt;法人企業統計季報&gt;

— < >内は季調済前期比、( )は前年比:%

	96年度	97年度	98/1~3月	4~6	7~9
全産業	( 9.8)	( 2.1)	< -4.5>	< -6.8>	< -1.4>
うち製造業	( 8.1)	( 6.5)	< 4.4>	< -6.5>	< -4.9>
うち非製造業	(10.7)	( 0.0)	< -10.3>	< -5.8>	< -0.4>

## &lt;設備投資アンケート調査&gt;

— < >内は季調済前期比、( )は前年比:%、

	97年度 実績	98年度 計画	98/4~6月 実績	7~9月 実績	10~12月 実績見込	98/10~99/3月 計画
法人企業動向調査(12月)	( 0.6)	(-6.3)	< 0.1>	< -2.5>	< -6.5>	—
うち製造業	( 7.6)	(-7.0)	< -6.3>	< 1.2>	< -8.1>	(-11.5)
うち非製造業	(-2.8)	(-5.8)	< 3.5>	< -4.0>	< -5.4>	(-7.0)

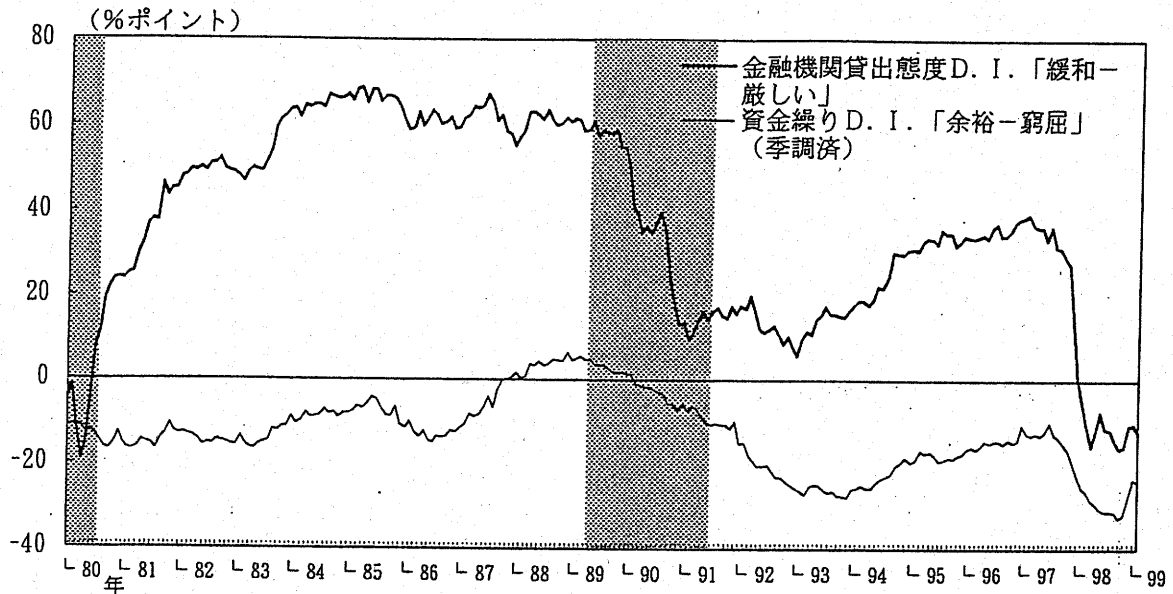
— 前年比、%、( )内は当該年度12月調査時点

	96年度実績	97年度実績	98年度計画
主要短観(12月調査) 全産業	4.0 ( 7.0)	-0.4 ( 4.1)	-2.6
製造業	5.7 ( 7.2)	6.4 ( 9.9)	-7.7
非製造業	3.2 ( 6.9)	-3.7 ( 1.3)	0.2
全国短観(12月調査) 全産業	4.0 ( 3.4)	-3.0 (-0.8)	-7.4
製造業	6.7 ( 5.9)	4.2 ( 7.7)	-10.6
非製造業	2.8 ( 2.2)	-6.4 (-4.9)	-5.8
うち中小企業・全産業	3.5 ( 0.4)	-4.6 (-6.7)	-15.0
製造業	2.2 (-2.4)	3.7 ( 3.4)	-18.1
非製造業	4.1 ( 1.6)	-7.9 (-11.0)	-13.7

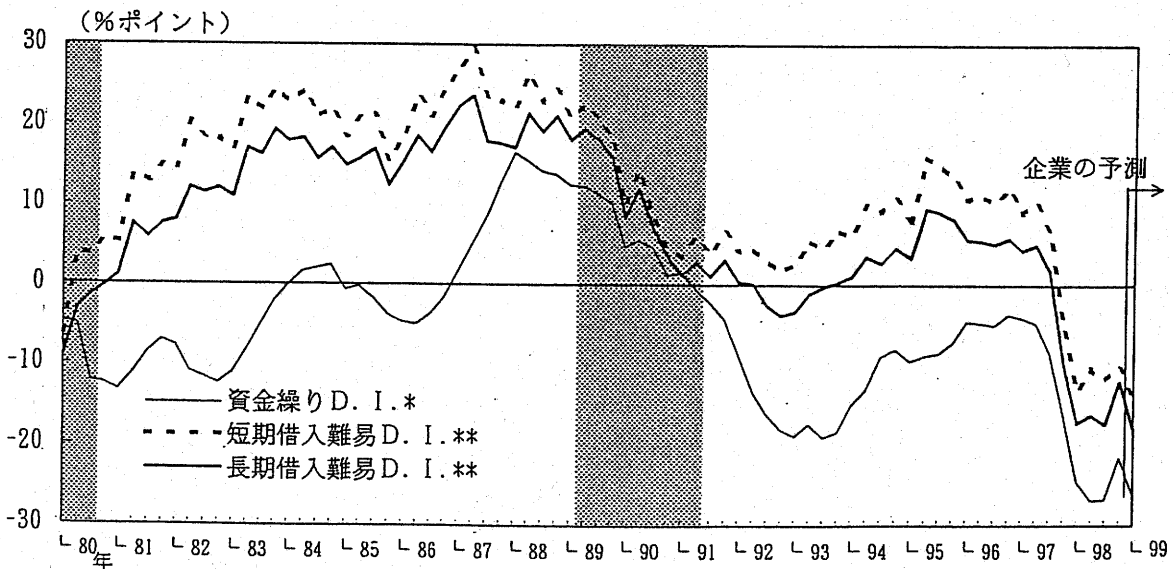
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「法人企業動向調査」「機械受注統計」  
建設省「建設統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

## 企業金融（中小企業）

### (1) 中小企業景況調査（中小企業金融公庫<月次>）



### (2) 中小企業動向調査（中小企業金融公庫）



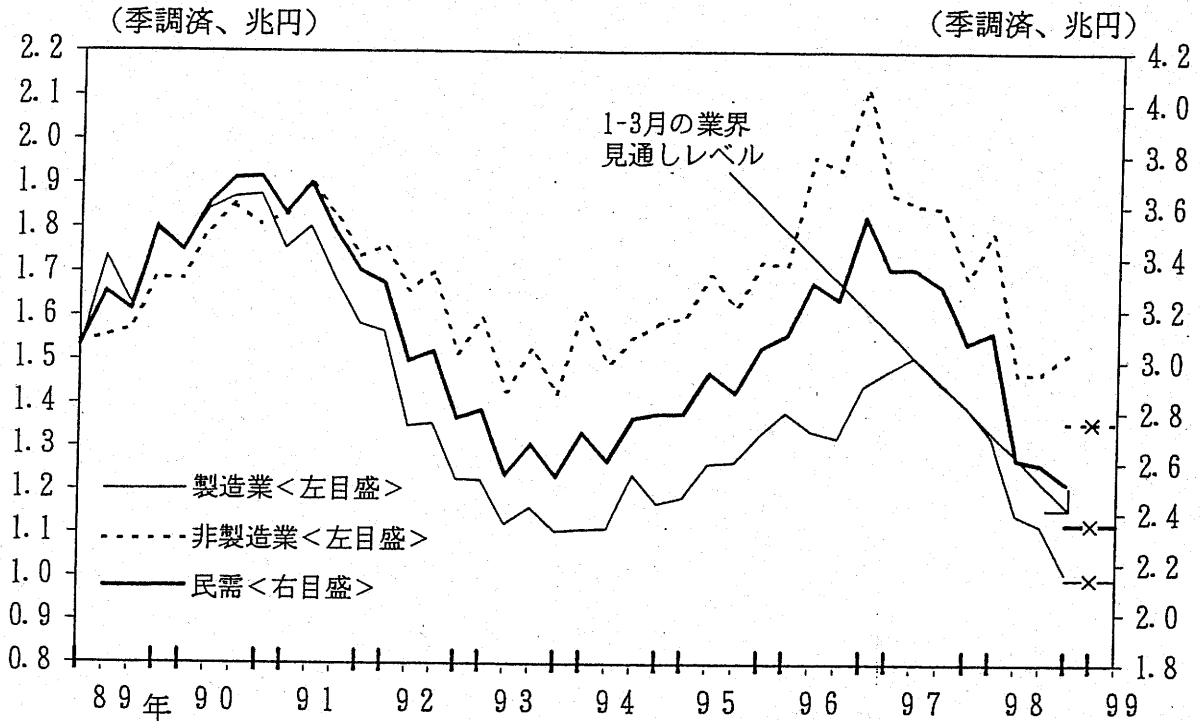
\* 前年同期比、「好転」-「悪化」企業割合、季節調整済。  
\*\* 前年同期比、「容易」-「困難」企業割合。

- (注) 1. シャドー部分は、公定歩合引き上げ局面。  
2. 中小企業景況調査：調査対象 900社（有効回答数：666社<99/2月調査>）  
中小企業動向調査：調査対象12,117社（有効回答数：5,880社<98/12月調査>）

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業景況調査」「中小企業動向調査」

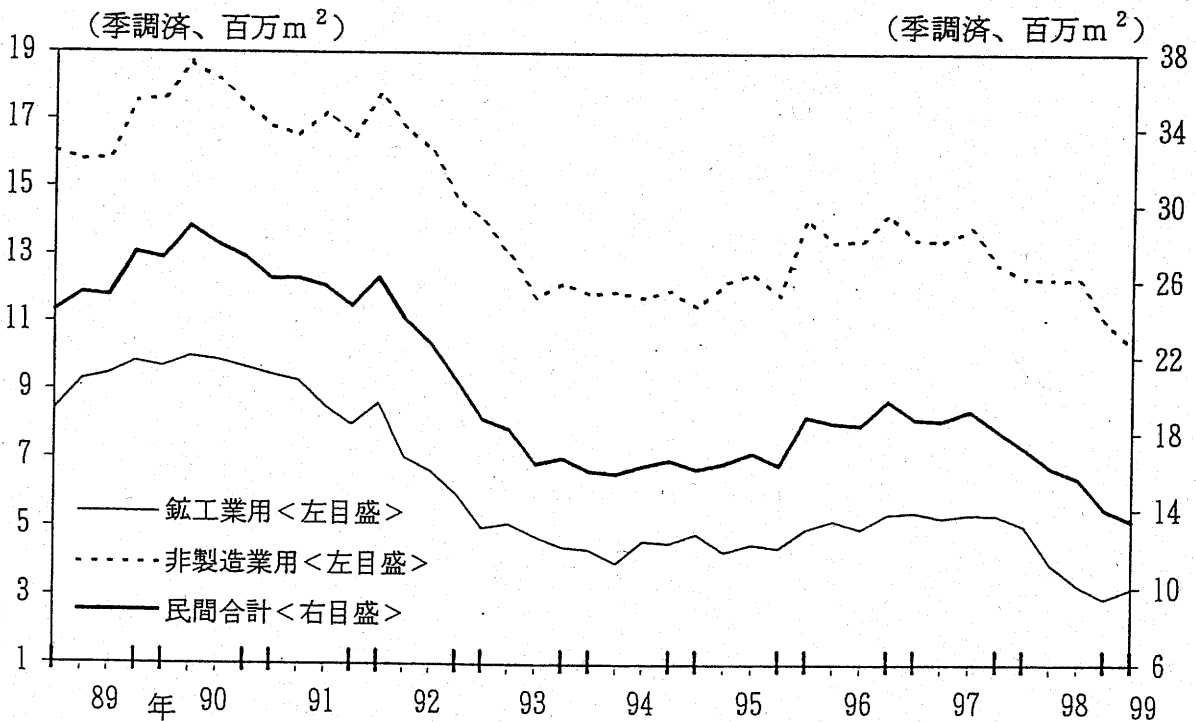
# 設備投資先行指標

## (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)



(注) X-11による季節調整値。  
99/1~3月は1月実績を四半期換算。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

## 企業収益関連指標

### <主要短観(12月)経常利益>

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

	97年度 実績	98年度 計画	97/上期 実績	97/下期 実績	98/上期 実績	修正率	98/下期 計画	修正率
製造業 [除く石油精製]	4.04 (-6.3)	3.27 (-22.7)	4.32 (12.8) <-12.7>	3.78 (-21.1) <-9.6>	3.35 (-27.8) <-20.0>	7.0	3.21 (-17.1) <3.7>	-25.8
非製造業 [除く電力・ガス]	1.50 (-7.9)	1.47 (-9.8)	1.63 (-6.0) <-2.0>	1.39 (-9.8) <-8.0>	1.55 (-13.7) <-6.8>	6.5	1.40 (-5.5) <1.4>	-11.9

### <全国短観(12月)・中小企業経常利益>

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

	97年度 実績	98年度 計画	97/上期 実績	97/下期 実績	98/上期 実績	修正率	98/下期 計画	修正率
製造業	2.03 (-20.4)	1.09 (-50.7)	1.96 (1.6) <-39.3>	2.10 (-33.6) <9.3>	0.71 (-67.6) <-69.9>	-6.2	1.45 (-35.0) <2.2倍>	-35.5
非製造業	2.36 (-16.6)	2.13 (-15.0)	2.22 (-19.2) <-31.6>	2.49 (-14.5) <25.0>	1.89 (-19.3) <-38.3>	1.1	2.34 (-11.8) <42.9>	-15.6

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

### <法人季報・売上高経常利益率>

— 季調済、％

		97年度 上期	下期	98年度 上期
製造業	大企業 [除く石油石炭]	4.64	3.80	3.50
	中堅中小企業	3.34	2.93	2.04
非製造業	大企業 [除く電力・ガス]	1.69	1.52	1.53
	中堅中小企業	1.89	1.75	1.48

(注) 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1000万円以上10億円未満。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

### <日本経済新聞社による上場企業の経常利益見通し(3月公表分)>

— 前年比、％、( )内は前回<12月>公表分

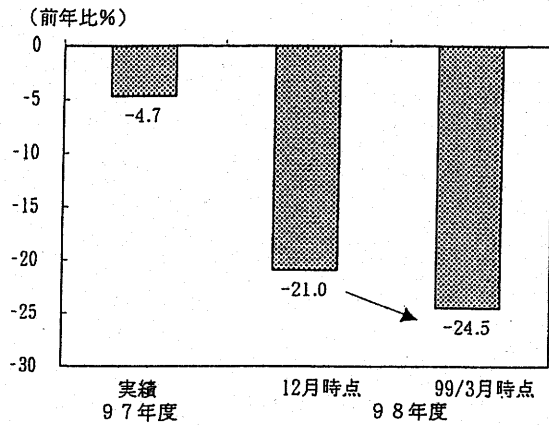
	97年度	98年度	99年度
全産業	-4.7	-24.5 (-21.0)	15.9
製造業	-7.4	-34.4 (-26.6)	25.6
非製造業	-0.1	-8.3 (-11.9)	4.5

(図表13)

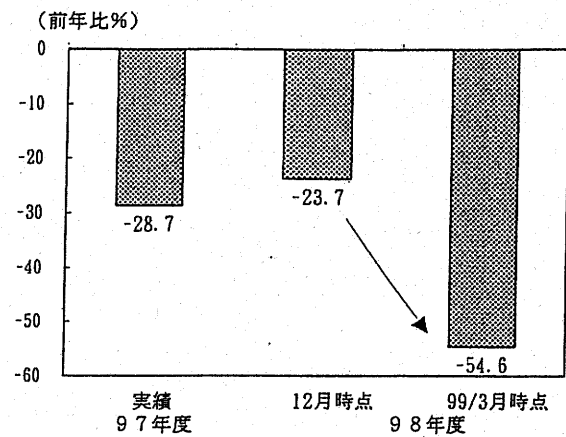
## 上場企業の収益

### 1. 全産業 (1759社、12月時点は1754社)

#### (1) 経常利益

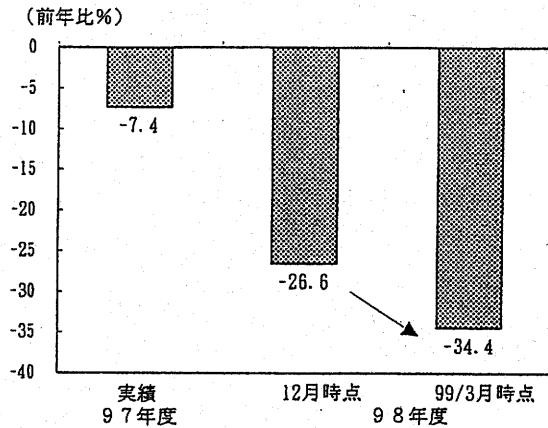


#### (2) 当期利益

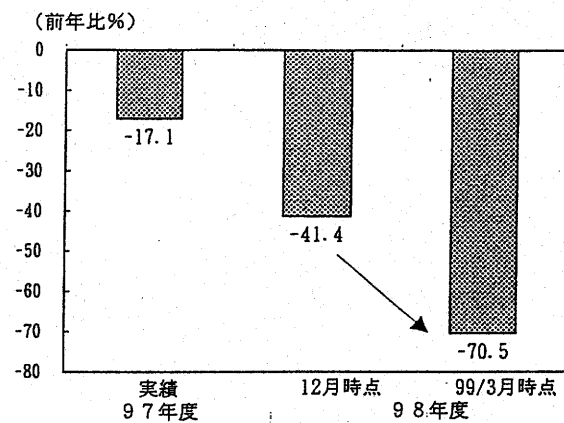


### 2. 製造業 (1095社、12月時点は1096社)

#### (1) 経常利益

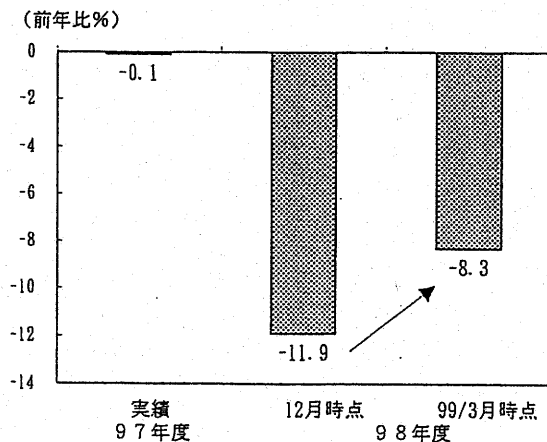


#### (2) 当期利益

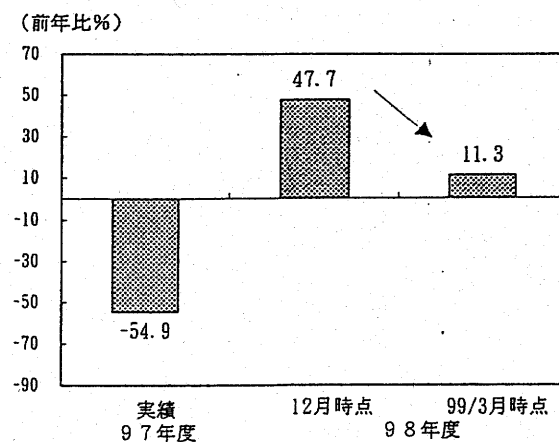


### 3. 非製造業 (664社、12月658社)

#### (1) 経常利益



#### (2) 当期利益



(注1) 98/12月の財務諸表規則の変更に伴い、98年度決算より、従来販売費・一般管理費に計上されていた事業税が、法人税同様に税引前利益の後で差引く形となるため、その分経常利益は増加する格好(当期利益には影響しない)。因みに、事業税額を97年度並みと仮定して経常利益から差引いた場合、98年度経常利益前年比は、約-32%と大幅に低下(日本経済新聞社の試算による)。

(注2) 全産業、非製造業ともに銀行、証券、保険、その他金融機関を除く。

(資料) 日本経済新聞社

## 個人消費関連指標

— ( )内は前年比、&lt; &gt;内は季調済前期(月)比: %

— [ ]内の計数は97年度売上高(名目、10億円)

	97年度	98/7~9	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1	2
消費水準指数(全世帯)	(-2.1)	(-1.9)	(0.2)	(1.9)	(1.5)	(-0.2)	(1.9)	
		<-0.3>	<0.7>	<0.4>	<0.7>	<-2.9>	<2.2>	
小売業販売額(実質)	(-5.5)	(-3.0)	(-5.4)	(-5.9)	(-4.1)	(-5.7)	(-5.9)	
[141,811]		<-1.0>	<-2.9>	<-1.0>	<0.7>	<-1.5>	<-0.3>	
乗用車新車登録台数(除く軽)	(-14.4)	(-1.8)	(-17.0)	(-3.6)	(-13.8)	(-22.7)	(-0.9)	(-5.4)
[332万台]		<0.3>	<-11.8>	<9.8>	<-5.3>	<8.1>	<10.6>	<-8.1>
家電販売(NEBAベース、実質)	(-3.3)	(14.2)	(15.0)	(12.4)	(16.7)	(11.6)	(12.4)	
[2,322]		<6.9>	<3.6>	<-5.6>	<-0.6>	<-7.2>	<-0.5>	
全国百貨店売上高(通産省)	(-5.0)	(-4.5)	(-4.5)	(-2.0)	(-2.4)	(-5.8)	(-2.0)	
[10,865]		<-1.9>	<-1.3>	<1.2>	<2.7>	<-4.1>	<3.1>	
都内百貨店売上高	(-7.7)	(-5.0)	(-5.4)	(4.5)	(-2.8)	(-6.5)	(4.5)	
[2,353]		<-2.1>	<-1.5>	<8.4>	<4.2>	<-3.9>	<9.9>	
全国チェーンストア売上高	(-5.1)	(-2.5)	(-1.4)	(-4.2)	(0.5)	(-2.2)	(-4.2)	
[16,720]		<-1.6>	<-0.6>	<-3.7>	<2.8>	<-4.6>	<-1.5>	
旅行取扱額(主要50社)	(-2.2)	(-3.2)	(-7.0)		(-2.7)	(-7.3)		
[5,979]		<0.3>	<-4.4>		<3.8>	<-3.3>		
うち国内	(-1.4)	(-2.0)	(-4.5)		(0.0)	(-3.7)		
うち海外	(-3.5)	(-4.6)	(-10.4)		(-6.8)	(-11.3)		
平均消費性向(家計調査、%)	71.2	70.0	71.8	70.8	73.1	71.9	70.8	

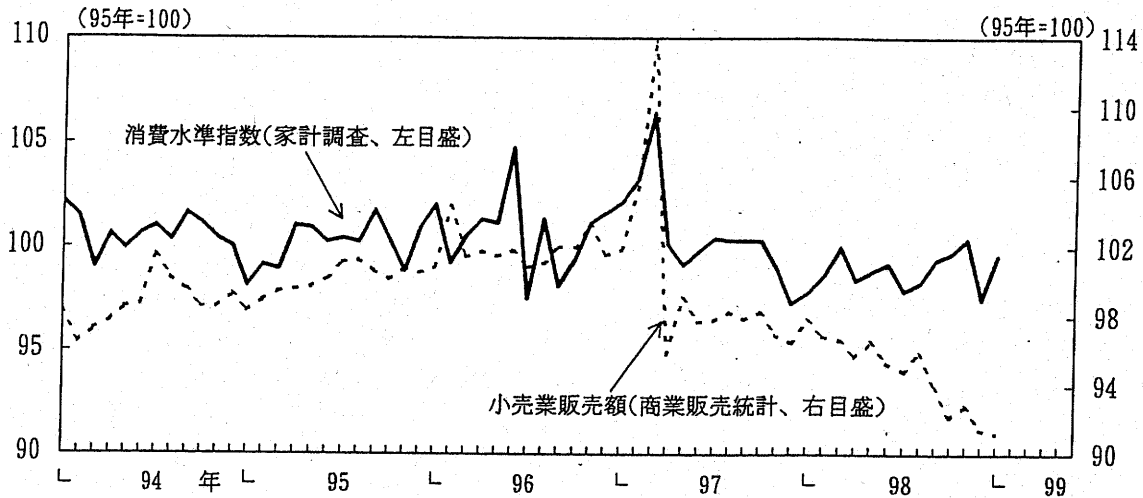
- (注) 1. 小売業販売額は、調査統計局において、CPI(商品)で実質化。平成9年商業統計調査に基づく水準修正が行われたため、一部の計数が変更された。
2. 家電販売額は、調査統計局において、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。
3. 都内百貨店、チェーンストアは公表計数通り(消費税を含まないベース)。全国百貨店は調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。いずれも店舗調整済。
4. 旅行取扱額は、調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。
5. 99/1~3月の季調済前期比は99/1月の98/10~12月対比、前年比は99/1月の前年同期比(ただし、新車登録台数は99/1~2月の98/10~12月対比、前年比は99/1~2月の前年同期比)。

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

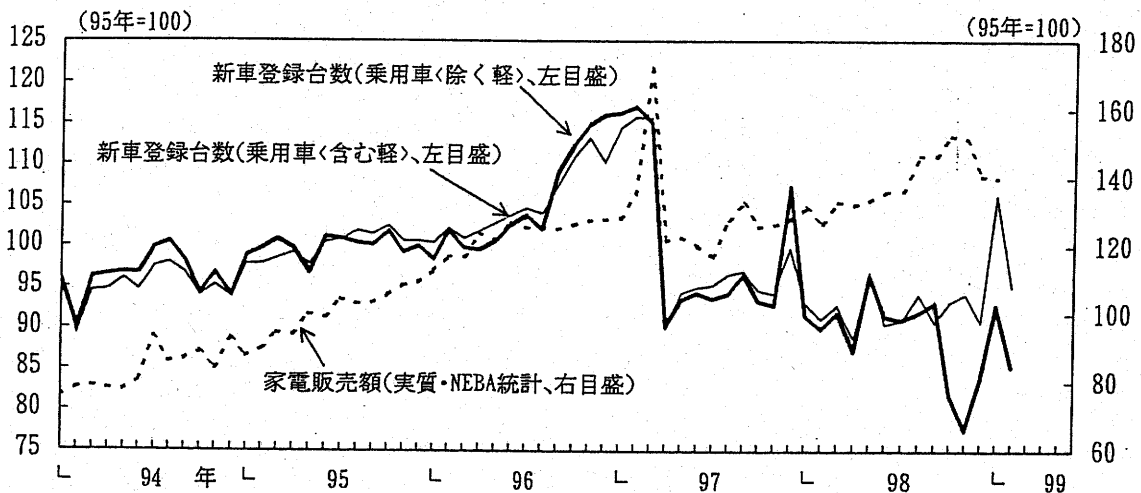


### 個人消費<季調済系列>

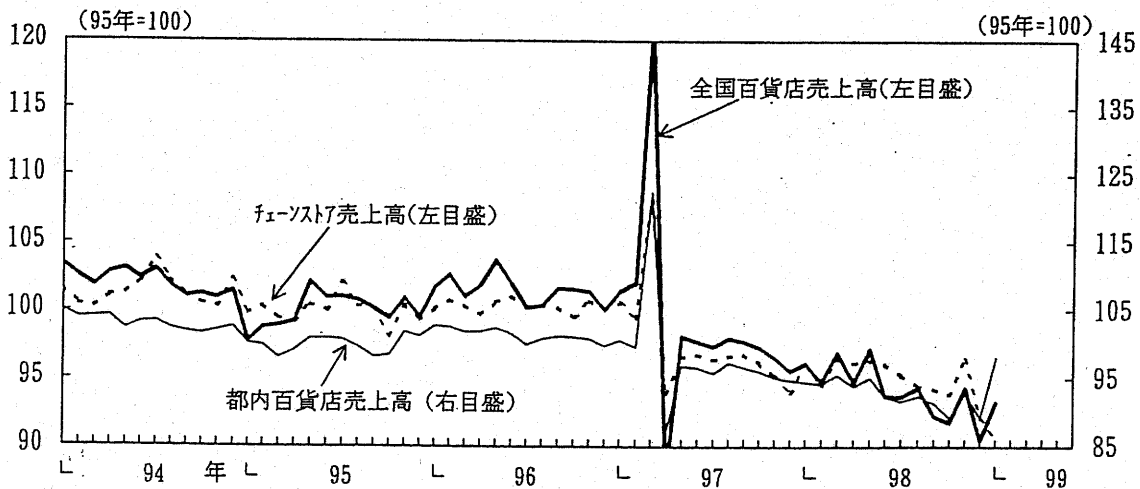
#### (1) 家計調査・商業販売統計(実質)



#### (2) 耐久消費財



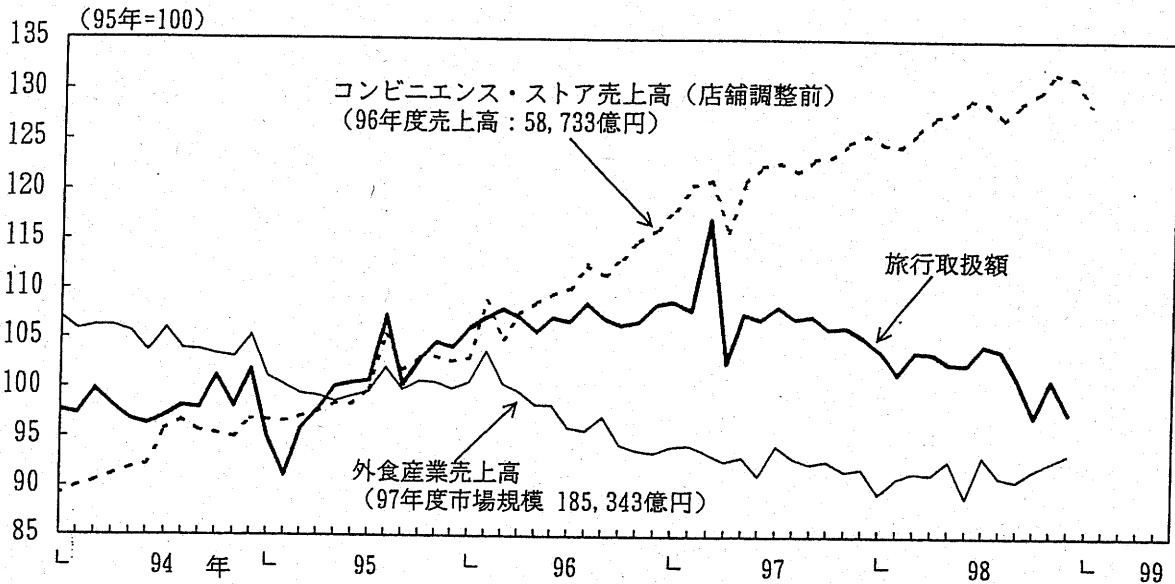
#### (3) 大型小売店売上高(名目・除く消費税・店舗調整後)



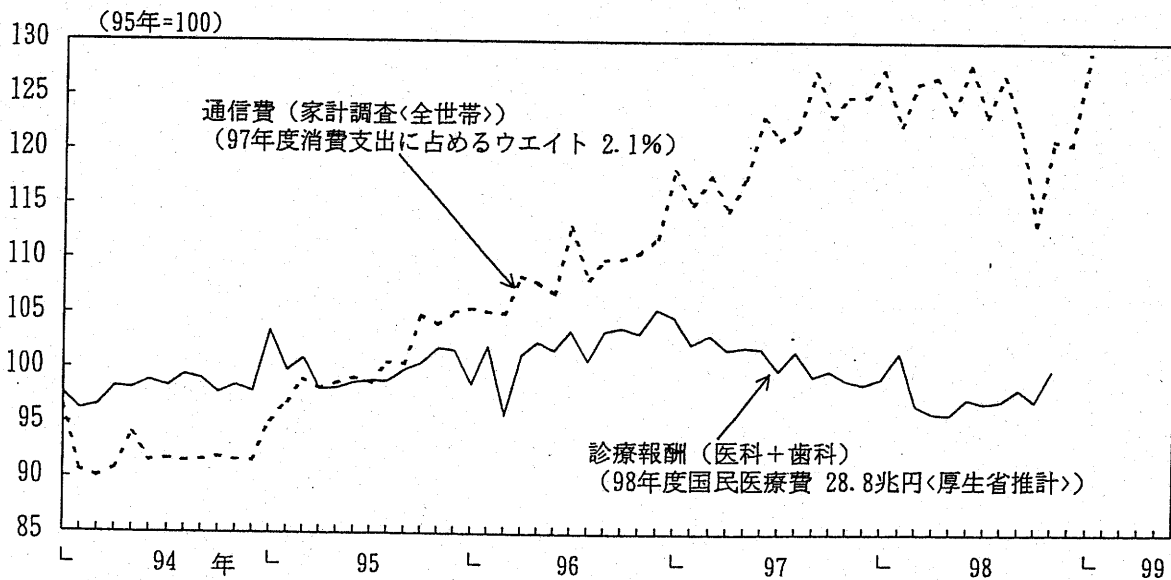
(注) 1. X-12-ARIMA(Bバージョン)による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。  
 2. 小売業販売額は、調査統計局において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。  
 3. 全国百貨店売上高は、調査統計局において、消費税分を控除したもの。  
 (資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本百貨店協会「都内百貨店売上高」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本銀行「卸売物価指数」

## 個人消費(続) <季調済系列>

### (4) サービス関連(1)



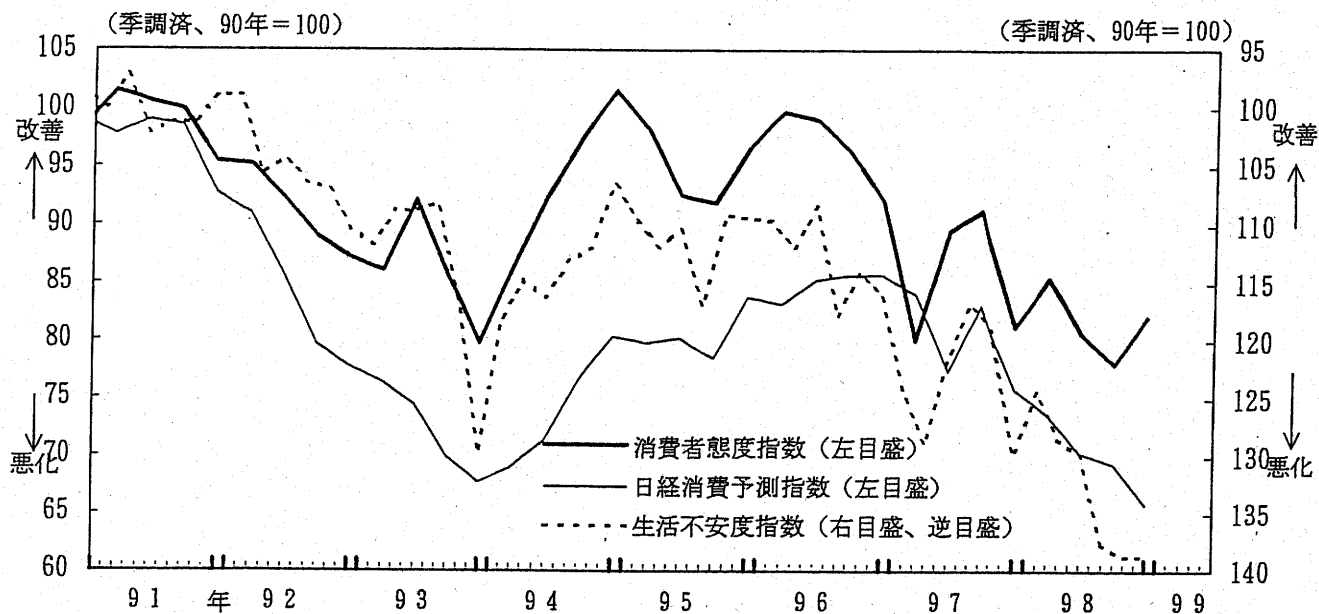
### (5) サービス関連(2)



- (注) 1. 計数はいずれも名目値 (除く診療報酬)。X-12-ARIMA( $\beta$ バージョン)による季調済系列。  
2. 診療報酬の計数は医科・歯科の点数合計。点数は、病名ごとに定められたものであり、国民負担率の変更による影響を受けない。  
3. コンビニエンス・ストア売上高は、調査統計局におけるヒアリング集計ベース。また、年度の売上高は(株)アイテマイズ調べ。  
4. 外食産業売上高、旅行取扱額は、調査統計局において、消費税分を控除したもの。
- (資料) 外食総研「月次売上動向調査」、医療保険業務研究協会「医療保険統計月報」、運輸省「旅行取扱状況」、総務庁「家計調査報告」、アイテマイズ「日本の総合小型店チェーン」

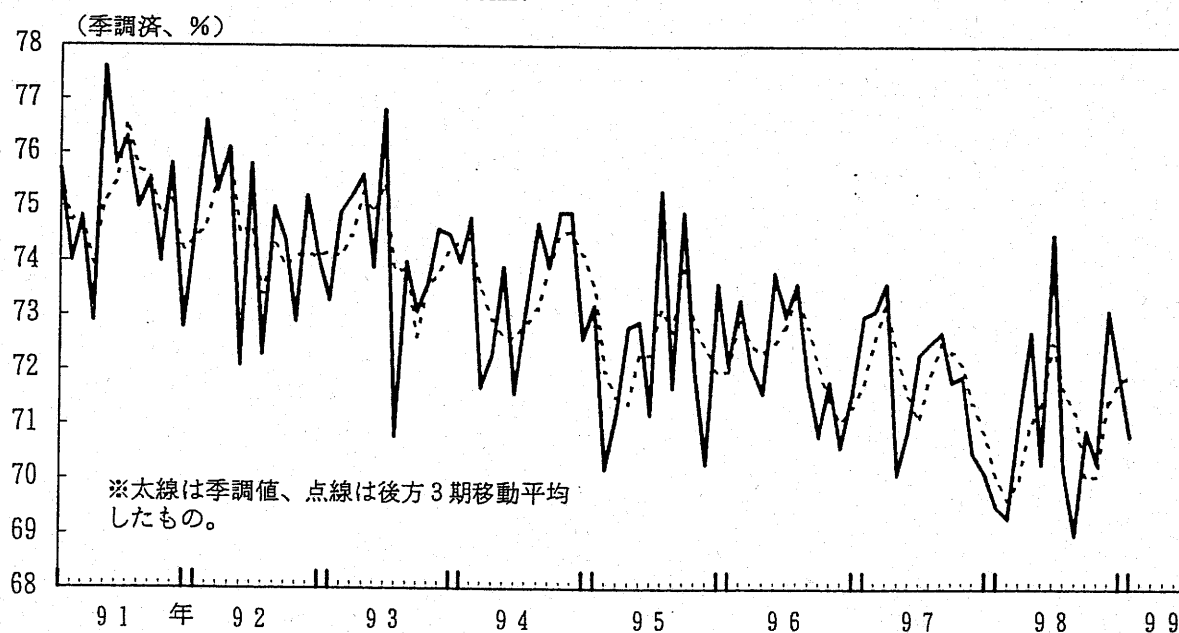
## 消費者コンフィデンスと消費性向

### (1) 各種コンフィデンス指標



- (注) 1. 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040世帯)、日経消費予測指数 (同首都圏 1,500人)、生活不安度指数 (同全国 2,000人) はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。  
2. 生活不安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、日経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。

### (2) 平均消費性向の推移 (家計調査)



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

## 住宅関連指標

## &lt;新設住宅着工戸数&gt;

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

	97年度	98/7~9月	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
総戸数	134.1 (-17.7)	114.9 (-6.7) (-12.2)	112.8 (-1.8) (-13.2)	115.7 (2.6) (-11.2)	108.8 (-5.2) (-16.0)	114.9 (5.6) (-10.8)	115.7 (0.7) (-11.2)
持家	45.1 (-29.1)	42.2 (-4.9) (-1.8)	41.6 (-1.4) (-1.9)	40.0 (-3.8) (-8.7)	41.0 (-1.3) (-1.4)	42.2 (3.0) (-2.4)	40.0 (-5.3) (-8.7)
分譲	35.1 (-0.4)	27.0 (-10.7) (-19.5)	26.6 (-1.7) (-24.1)	29.3 (10.3) (-17.1)	25.6 (-0.8) (-28.6)	28.8 (12.4) (-12.5)	29.3 (2.0) (-17.1)
貸家系	54.0 (-16.0)	45.7 (-8.0) (-16.1)	44.6 (-2.4) (-14.7)	45.8 (2.7) (-8.9)	42.4 (-9.9) (-18.5)	44.1 (4.0) (-15.7)	45.8 (3.7) (-8.9)

(注) 99/1~3月の季調済年率換算戸数は、1月の値。前期比は、1月の98/10~12月平均対比。  
前年比は、1月の前年同月比。

## &lt;住宅金融公庫申込戸数（個人住宅建設）等&gt;

— ( )内は前年比：%

	96年度/4回	97/1	2	3	4	98/1	2	3
公庫申込戸数	(-33.0)	(-47.7)	(-60.3)	(-21.9)	(-33.2)	(13.3)	(28.8)	(49.9)
基準金利 (%)	3.10	→	→	3.00	→	2.75	2.55	2.00

## &lt;首都圏新築マンション関連指標—不動産経済研究所調べ—&gt;

— 〈 〉内は季調済前期（月）比、（ ）内は前年比：%

	97年度	98/7~9月	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
総販売戸数	(-22.6)	(3.2) (-0.7)	(14.0) (19.7)	(9.1) (62.5)	(2.9) (16.2)	(8.8) (20.9)	(2.3) (62.5)
期末在庫（戸）	9,999	10,797	11,107	9,949	11,261	11,107	9,949
新規契約率 (%)	71.9	69.5	73.6	75.1	69.6	75.4	75.1

(注) 99/1~3月は、1月の98/10~12月平均対比。前年比については、1月の前年同月比。

期末在庫、新規契約率については、1月の値。

(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「月刊ハウジングデータ」、  
不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」



(図表20)

## 生産・出荷・在庫関連指標

## &lt; 鉱工業指数統計等 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比: %、在庫率は指数水準

	97年度	98/7~9月	10~12月	99/1~3月*	98/11月	12	99/1	2*	3*
生産	(1.2)	<0.0>	<-0.4>	<1.5>	<-2.1>	<1.3>	<0.8>	<0.7>	<0.4>
		(-8.6)	(-6.6)	(-4.0)	(-5.6)	(-6.4)	(-7.5)	(-3.5)	(-0.8)
出荷	(1.1)	<0.8>	<0.1>		<-2.1>	<1.8>	<1.2>		
		(-7.8)	(-5.3)		(-4.1)	(-4.7)	(-6.1)		
在庫	(10.1)	<-2.4>	<-3.6>		<-1.4>	<-1.8>	<-1.7>		
		(-2.1)	(-7.1)		(-4.9)	(-7.1)	(-8.6)		
在庫率	112.9	109.1	107.4		111.2	107.4	104.3		
大口電力 需要量**	(1.9)	<-0.7>	<-1.3>	<-1.3>	<-2.0>	<0.1>	<-0.6>		
		(-3.8)	(-3.8)		(-4.6)	(-3.9)	(-5.3)		

\* 予測指数による。

\*\*大口電力需要量の季調値は調査統計局試算(99/1~3月の前期比は、1月の10~12月対比)。

## &lt; 生産・在庫率指数における MITI 季調値と X-12-ARIMA 季調値との比較 &gt;

— &lt; &gt;内は前期(月)比: %、在庫率は指数水準

		98/7~9月	10~12月	99/1~3月*	98/11月	12	99/1	2*	3*
生産	MITI 公表値	<0.0>	<-0.4>	<1.5>	<-2.1>	<1.3>	<0.8>	<0.7>	<0.4>
	X-12-ARIMA	<-1.7>	<0.0>	<1.1>	<0.6>	<-0.9>	<-0.1>	<2.1>	<0.9>
在庫率	MITI 公表値	109.1	107.4		111.2	107.4	104.3		
	X-12-ARIMA	111.3	108.4		109.5	108.4	106.8		

\* 予測指数による。

## &lt; 第3次産業活動指数 &gt;

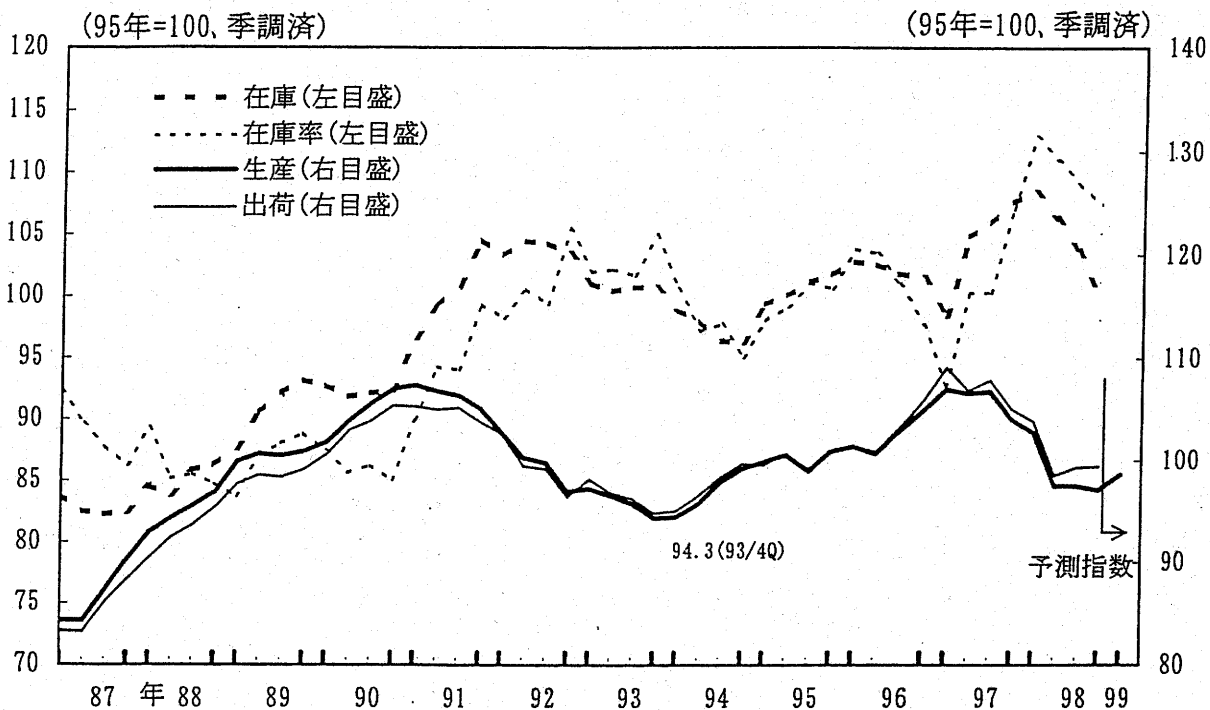
— &lt; &gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比: %

	97年度	98/4~6月	7~9月	10~12月	98/9月	10	11	12
第3次産業 総合	(-0.4)	<-0.6>	<-0.2>	<-0.2>	<1.1>	<-1.7>	<1.4>	<1.2>
		(-0.5)	(-1.7)	(-1.5)	(-1.4)	(-3.3)	(-1.3)	(0.0)

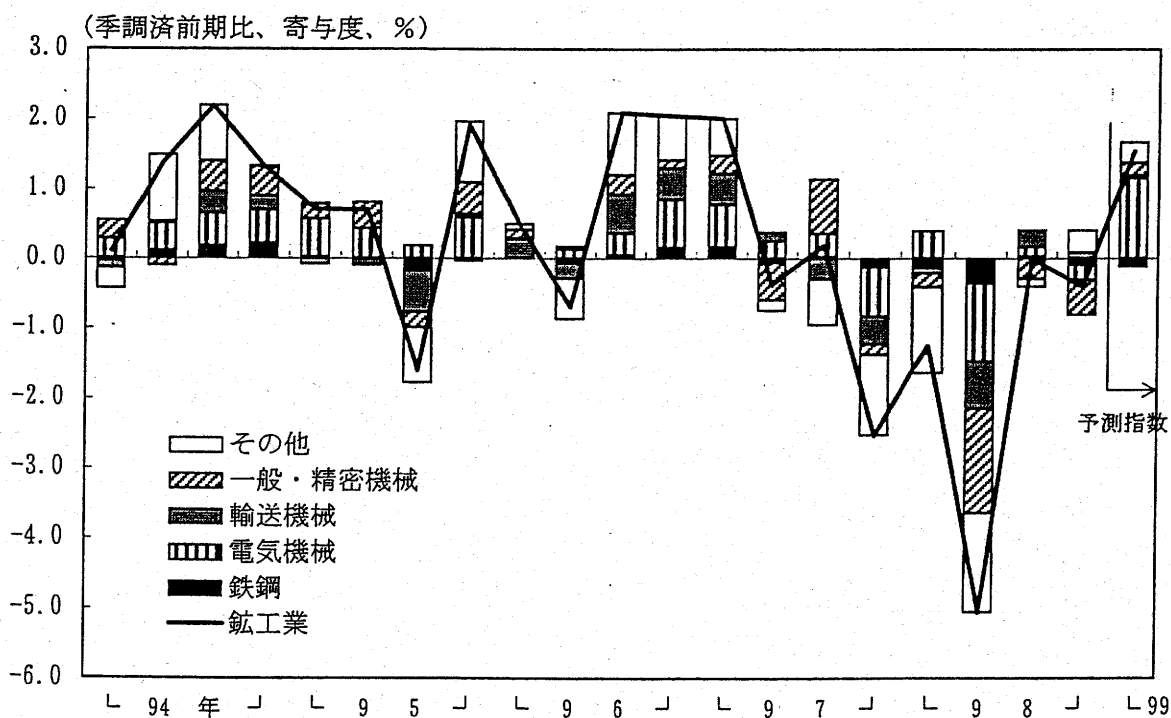
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動の動向」、  
電気事業連合会「電力需要実績」

# 生 産

## (1) 鋳工業生産・出荷・在庫



## (2) 生産の業種別寄与度

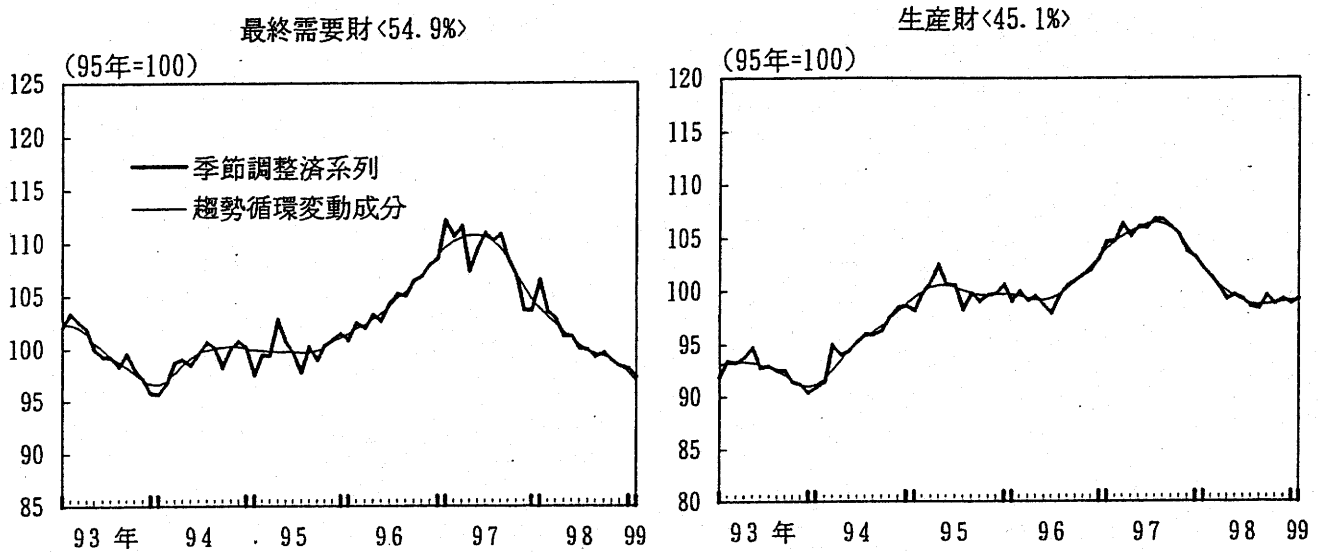


(注) 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。

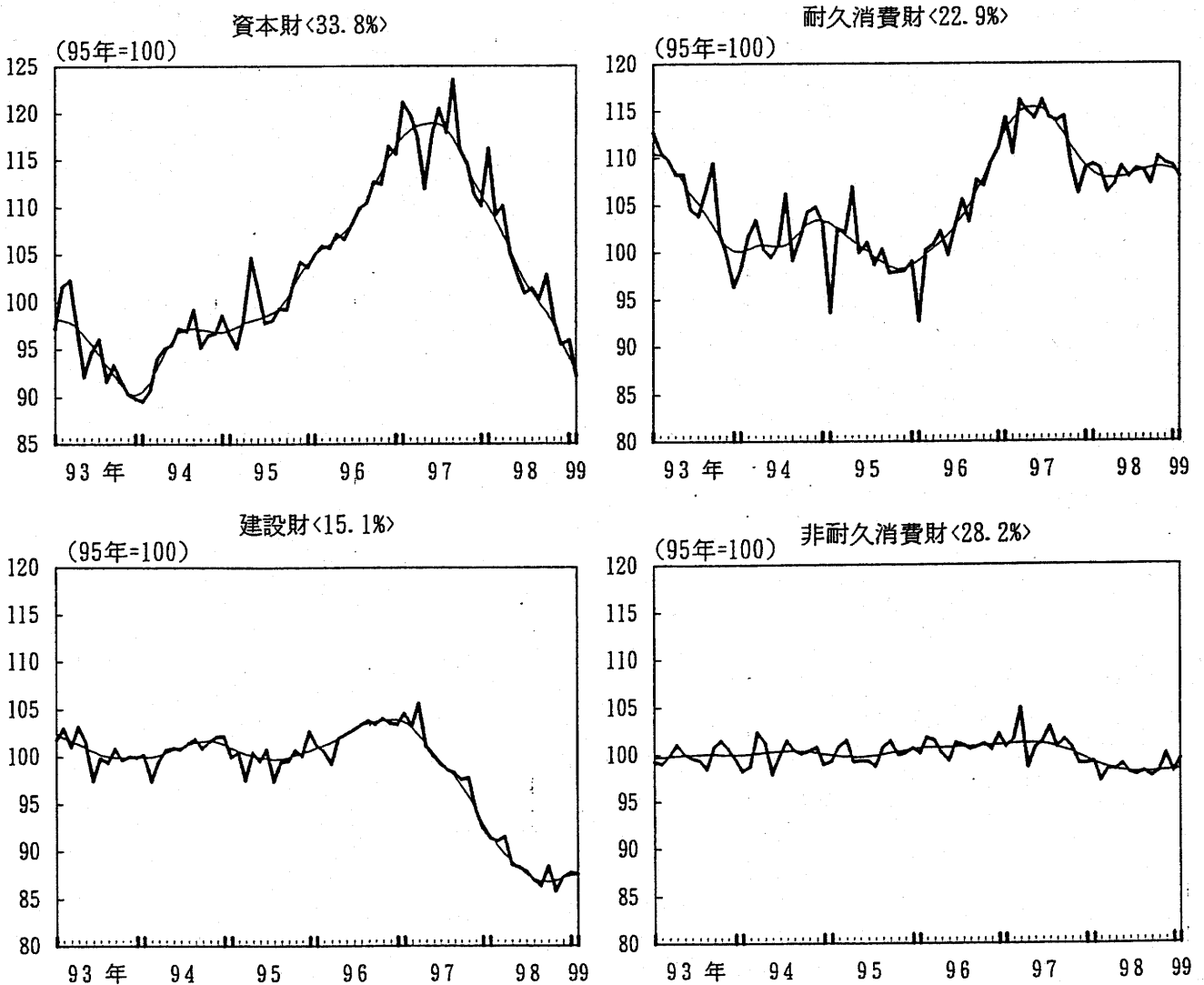
(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

# 財別出荷

(1) 最終需要財と生産財—<>内は鉱工業出荷に占めるウェイト



(2) 最終需要財の内訳—<>内は最終需要財に占めるウェイト



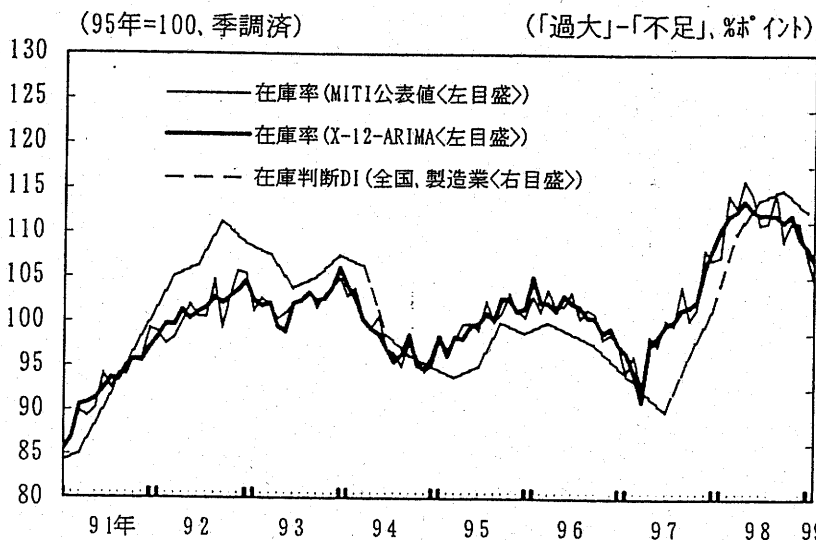
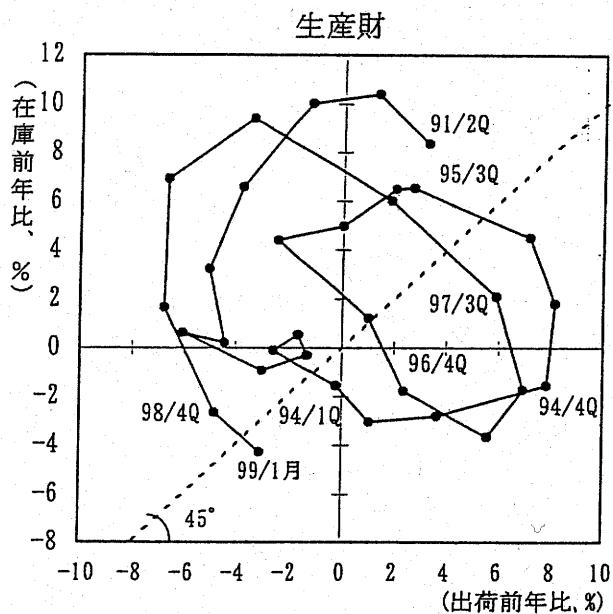
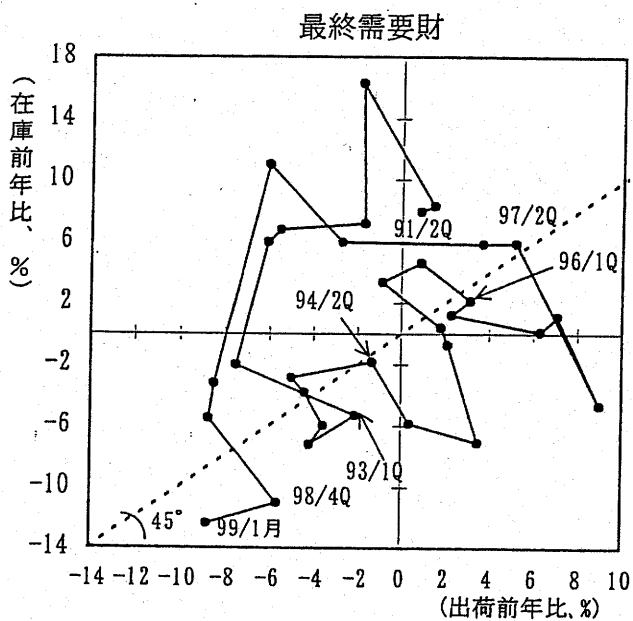
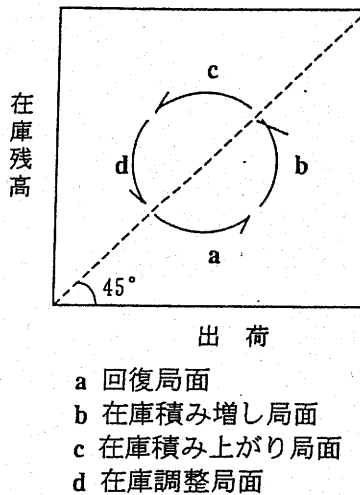
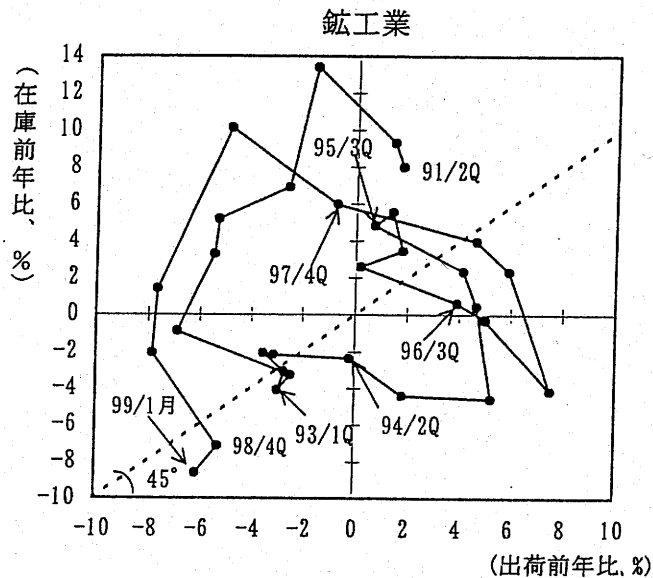
(注) いずれもX-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

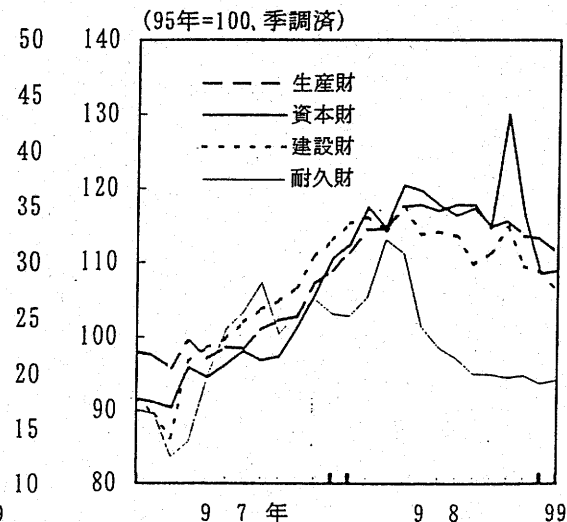


(図表23)

# 在庫循環



(参考) 財別の在庫率<X-12-ARIMA>



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表24)

## 雇用関連指標

— ( )内は前年比、&lt; &gt;内は季調済前期(月)比：%

	98年	98/7~9	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
有効求人倍率(季調済、倍)	0.53	0.49	0.47	0.49	0.47	0.47	0.49
有効求職	(15.6)	< 4.9>	< 2.6>	< -2.7>	< 1.1>	< 0.3>	< -3.2>
有効求人	(-15.3)	< -4.9>	< -2.1>	< 0.8>	< -0.1>	< -0.5>	< 1.2>
新規求人倍率(季調済、倍)	0.92	0.86	0.86	0.91	0.86	0.87	0.91
新規求職	(15.4)	< 5.0>	< 0.0>	< -8.9>	< 0.0>	< -2.4>	< -7.4>
新規求人	(-11.9)	< -14.1>	< -10.4>	< -9.6>	< -7.8>	< -9.8>	< -9.6>
うち製造業	(-27.8)	< -32.5>	< -30.7>	< -28.1>	< -28.7>	< -29.6>	< -28.1>
うち非製造業	(-6.7)	< -7.7>	< -3.8>	< -4.1>	< -1.2>	< -3.5>	< -4.1>
パートの有効求人倍率(倍)	1.16	1.12	1.08	1.12	1.08	1.07	1.12

	98年	98/7~9	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
労働力人口	(0.1)	< -0.1>	< -0.1>	< -0.2>	(0.2)	< -0.1>	< -0.2>
就業者数	(-0.7)	< -0.9>	< -0.9>	< -1.2>	< -0.7>	< -1.0>	< -1.2>
雇用者数	(-0.4)	< -0.7>	< -0.5>	< -0.7>	< -0.4>	< -0.8>	< -0.7>
完全失業者数(季調済、万人)	279	289	297	301	302	298	301
非自発的離職者数(季調済、万人)	85	89	93	95	96	89	95
完全失業率(季調済、%)	4.11	4.26	4.38	4.43	4.445	4.39	4.43

	98年	98/7~9	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1速報
雇用者数(a<毎勤>)	(0.1)	< -0.2>	< -0.4>	< -0.4>	< -0.6>	< -0.4>	< -0.4>
製造業	(-1.4)	< -1.7>	< -2.3>	< -2.4>	< -2.4>	< -2.4>	< -2.4>
非製造業	(0.6)	< 0.3>	< -0.2>	< 0.3>	< 0.0>	< 0.3>	< 0.3>
名目賃金(b<毎勤>)	(-1.3)	< -2.0>	< -2.3>	< -2.0>	< 0.1>	< -4.2>	< -2.0>
所定内給与	(0.2)	< 0.0>	< 0.3>	< 0.1>	< 0.4>	< 0.3>	< 0.1>
所定外給与	(-7.1)	< -8.5>	< -7.9>	< -6.7>	< -9.2>	< -7.0>	< -6.7>
特別給与	(-5.0)	< -7.5>	< -6.1>	< -16.5>	< 8.9>	< -6.7>	< -16.5>
雇用者所得(a×b)	(-1.2)	< -2.2>	< -2.7>	< -2.4>	< -0.5>	< -4.6>	< -2.4>

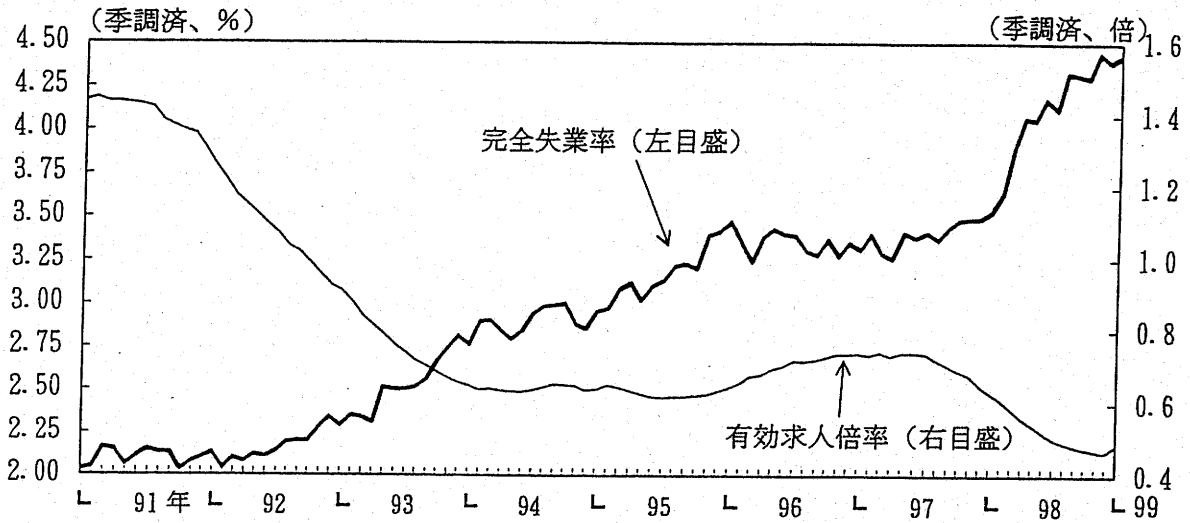
(注) 99/1~3月の季調値は1月の値、季調済前期比は1月の98/10~12月対比、前年比は1月の前年同月比。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

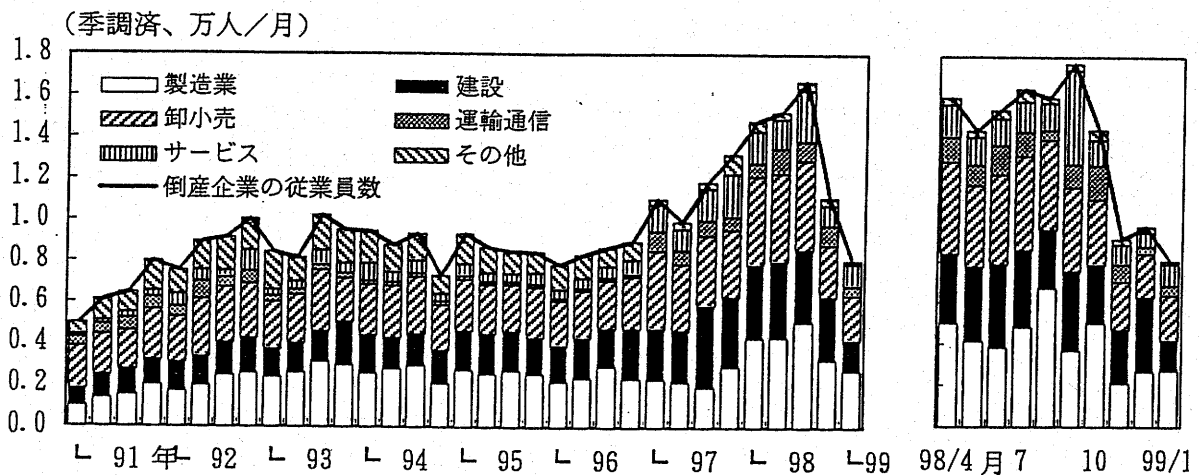
(図表 25)

# 雇用

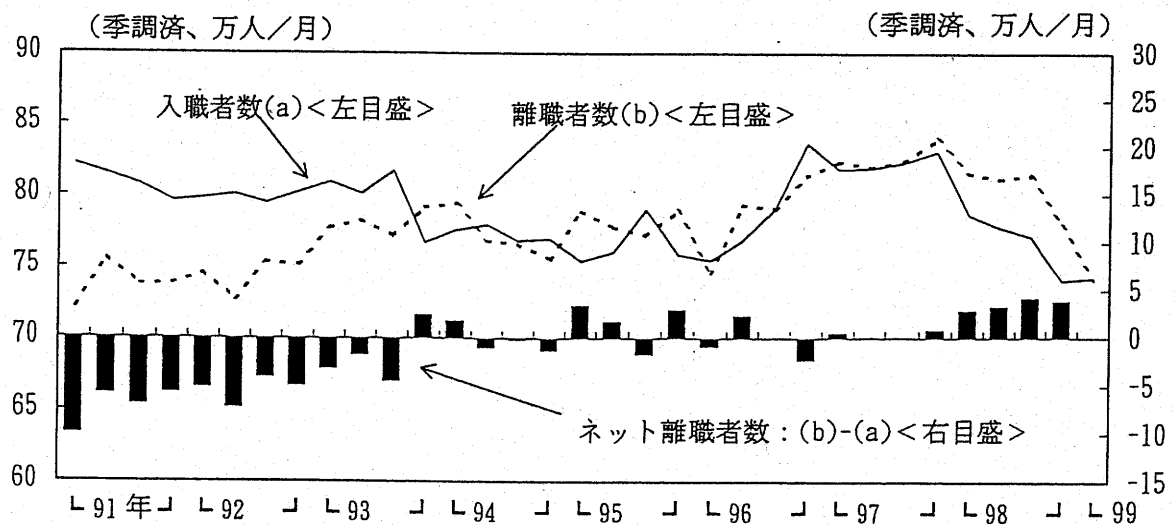
## (1) 労働需給



## (2) 倒産企業の従業員数



## (3) 入離職者数の動向

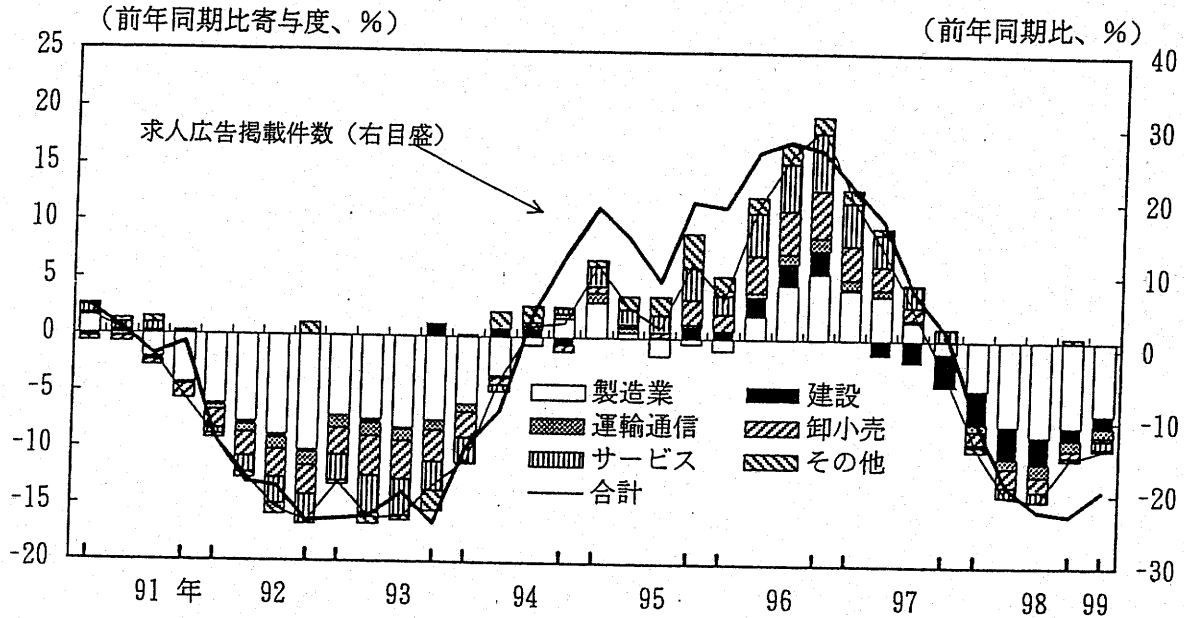


(注) 99/1Qは、99/1月の値。99/1月は速報値。

(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」、  
帝国データバンク「全国企業倒産集計」

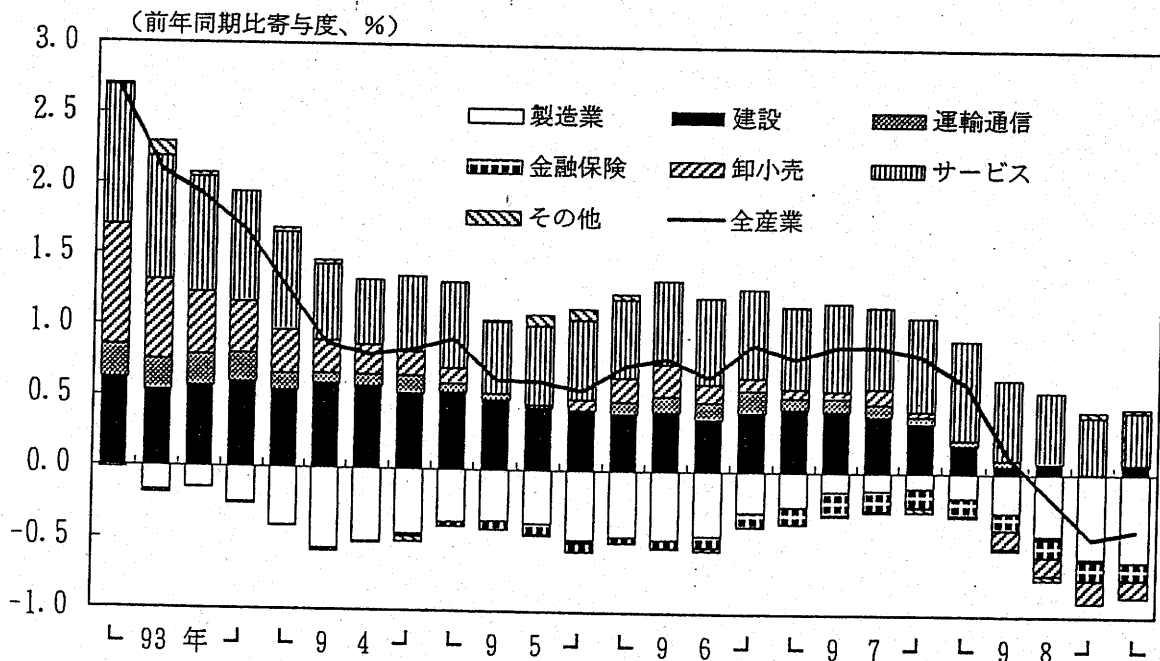
### 雇用(続)

#### (4) 新規求人数の推移



- (注) 1. 新規求人数は、職業安定所に対する求人申し込みで、「建設業」の占めるウェイトは、16% (97年度平均。毎勤、労調は同10%) と高い。  
2. 完全失業者の主な求職方法は、以下の通り (98/2月時点、「労調特別調査」)。  
求人広告・求人情報誌44.7%、職安28.5%、知人等に依頼13.0%  
3. 99/1Qは、1月の値。(下図も同様)

#### (5) 常用労働者数の推移

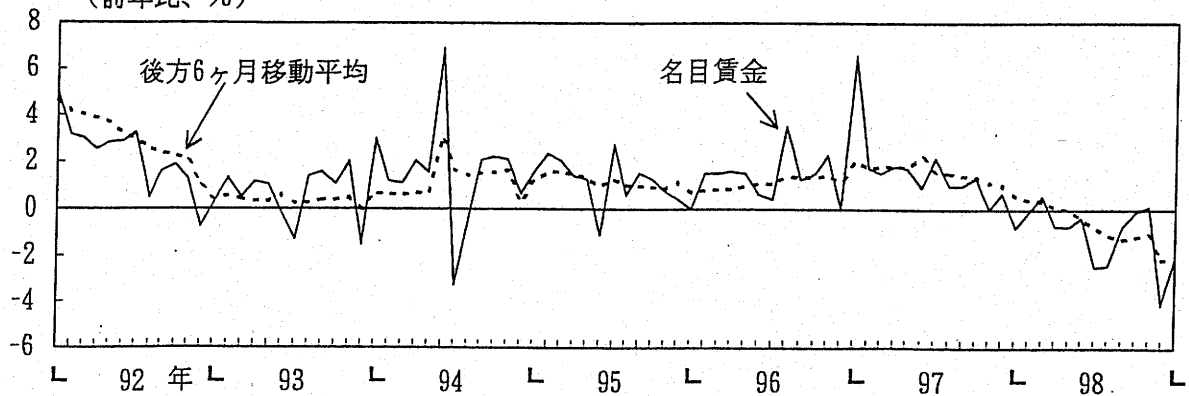


(注) 5人以上事業所ベース。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
全国求人情報誌協会「求人広告掲載件数集計」

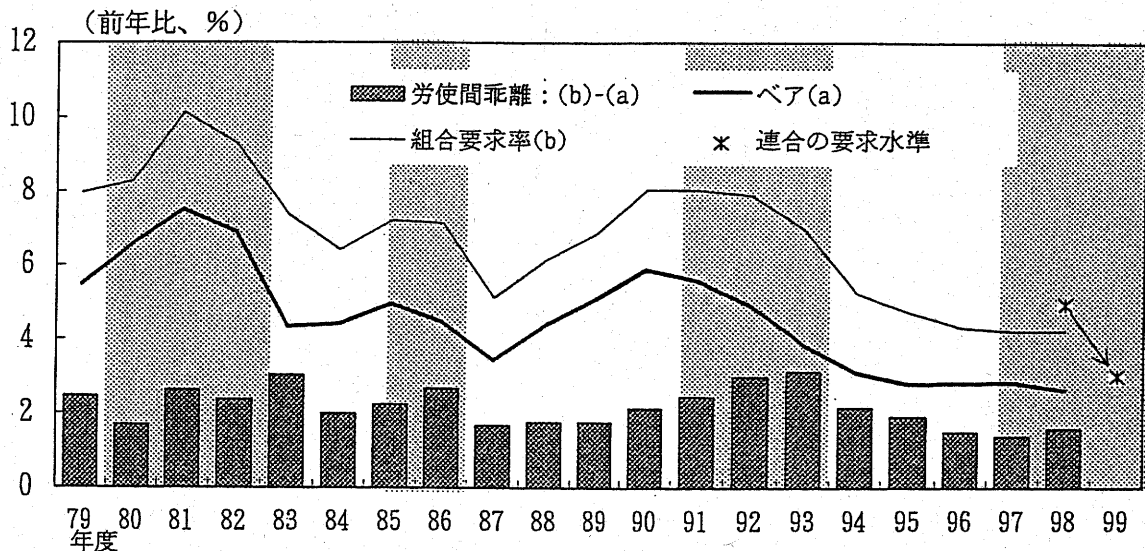
# 所得

(1) 1人当り名目賃金  
(前年比、%)



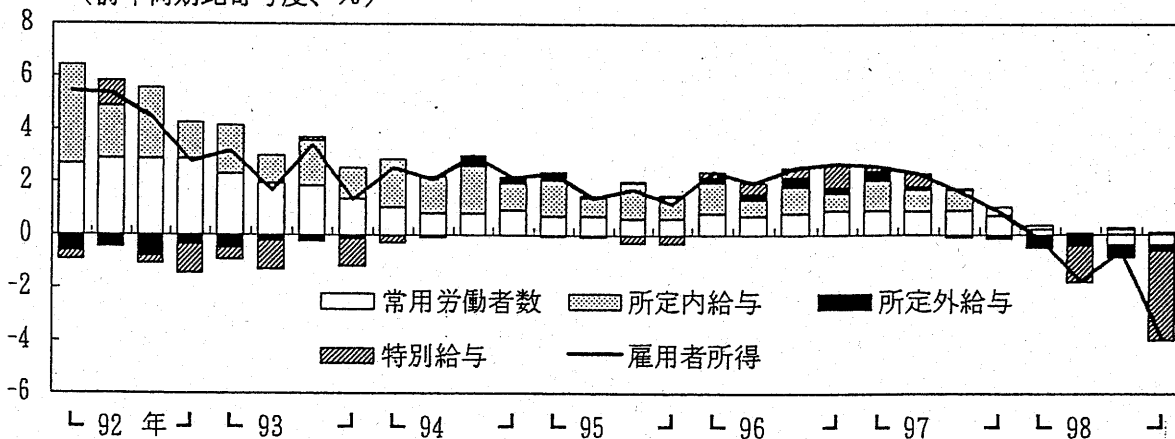
(注) 99/1月の値は速報値。

(2) 春季賃上げ交渉<日経連調べ>



(注) 1. シャドーは景気後退局面。  
 2. 日経連データの調査対象は、大手企業を中心とした300社弱。  
 3. ペアは、定昇込のベース。

(3) 雇用者所得  
(前年同期比寄与度、%)



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

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、日本経営者団体連盟「春季、夏季賞与・一時金労使交渉状況」、連合「春季生活闘争方針」

## 物価関連指標

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

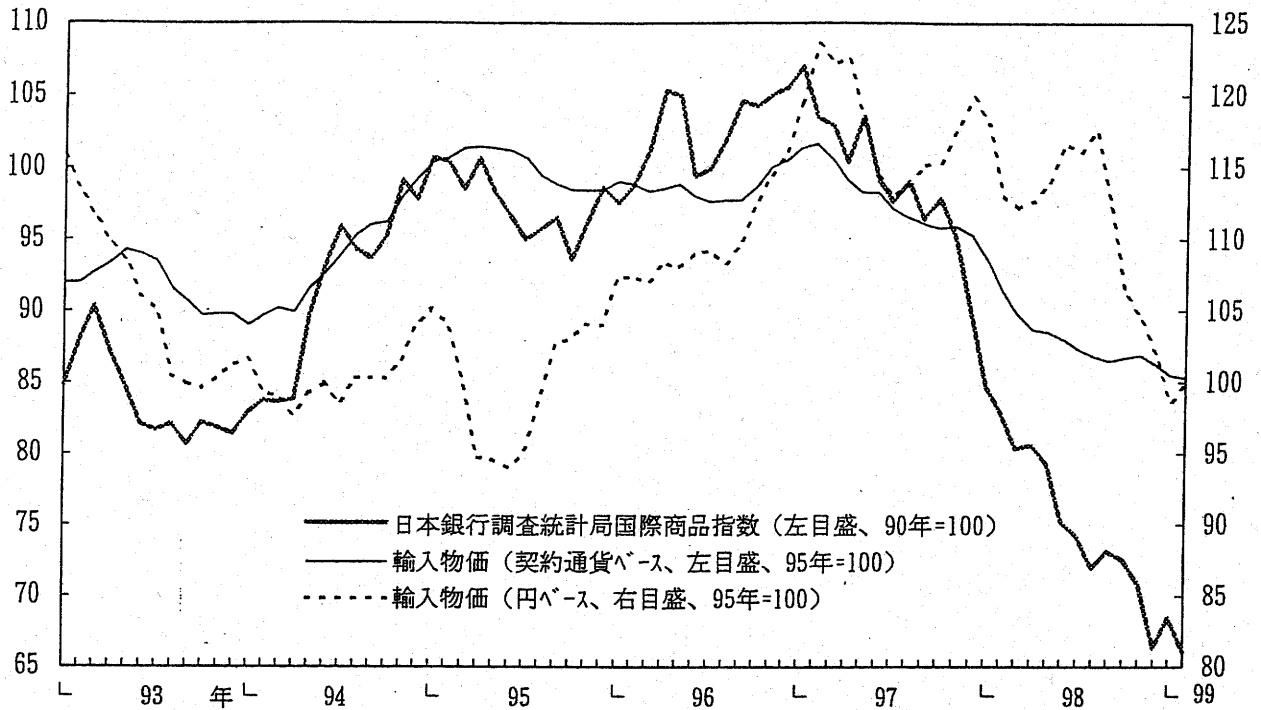
	97年度	98/7~9	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1	2
輸入物価(円ベース)	( 2.4)	< 0.9>	< -9.7>	< -4.8>	< -1.6>	< -2.4>	< -3.3>	< 1.2>
同(契約通貨ベース)	( -3.6)	< -1.7>	< -0.3>	< -1.4>	< 0.2>	< -0.8>	< -0.8>	< -0.2>
日本銀行調査統計局								
国際商品指数	( -9.4)	< -6.7>	< -4.3>	< -3.8>	< -2.4>	< -6.3>	< 3.2>	< -3.5>
国内卸売物価	( 1.0)	< -0.3>	< -0.5>	< -0.4>	< -0.2>	< 0.0>	< -0.3>	< -0.1>
	< -0.9>	( -2.1)	( -2.1)	( -2.2)	( -2.2)	( -2.2)	( -2.3)	( -2.1)
(参考)幾何平均指数	< -1.2>	< -0.1>	< -0.8>	< -0.4>	< -0.2>	< 0.0>	< -0.3>	n. a.
国内商品指数	( -2.0)	< -2.0>	< -5.8>	< -2.3>	< -0.2>	< -1.7>	< -0.8>	< -0.8>
C S P I	( 1.6)	< -0.2>	< -0.5>	< -0.4>	< -0.1>	< -0.3>	< -0.2>	n. a.
	< -0.1>	( -0.4)	( -0.9)	( -0.9)	( -0.8)	( -0.9)	( -0.9)	n. a.
全国CPI	( 2.0)	( -0.2)	( 0.5)	( 0.2)	( 0.8)	( 0.6)	( 0.2)	n. a.
	< 0.6>							
全国CPI(除く生鮮)[9504]	( 2.1)	( -0.2)	( -0.3)	( -0.1)	( -0.3)	( -0.3)	( -0.1)	n. a.
	< 0.6>							
商品除く農水畜産物[3855]	< -0.4>	( -0.9)	( -0.7)	( -0.3)	( -0.7)	( -0.5)	( -0.3)	n. a.
民間サービス[3718]	< 1.3>	( 0.4)	( 0.3)	( 0.1)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.1)	n. a.
公共料金[1560]	< 1.7>	( 0.3)	( -1.5)	( -1.2)	( -1.5)	( -1.5)	( -1.2)	n. a.
東京CPI	( 1.8)	( -0.1)	( 0.7)	( 0.0)	( 1.0)	( 0.8)	( 0.1)	( -0.2)
東京CPI(除く生鮮)[9532]	( 1.8)	( -0.1)	( 0.0)	( -0.1)	( -0.2)	( -0.1)	( -0.1)	( -0.1)
	< 0.5>							
商品除く農水畜産物[3183]	< -0.5>	( -0.3)	( -0.1)	( -0.2)	( -0.2)	( -0.1)	( 0.0)	( -0.4)
民間サービス[4449]	< 0.9>	( 0.1)	( 0.3)	( 0.0)	( 0.3)	( 0.3)	( 0.1)	( 0.0)
公共料金[1580]	< 1.8>	( 0.6)	( -1.4)	( -0.7)	( -1.4)	( -1.4)	( -1.0)	( -0.4)

- (注) 1. 「消費税率引き上げの影響を除いたベース」は、課税品目の全てについてフル転嫁されたと仮定し、調査統計局で試算。  
 2. 国内卸売物価の前期比は夏季電力料金を調整。  
 3. 国内商品指数は、日経商品価格指数を使用。  
 4. 東京CPI12月のデータは、中旬速報値。  
 5. CPIの内訳[ ]内は、構成比(万分比)。  
 6. 99/1~3月のデータは、幾何平均指数、CSPI、全国CPIは1月のデータ、輸入物価、国内卸売物価、国際商品指数、国内商品指数、東京CPIは1~2月平均のデータを使用。

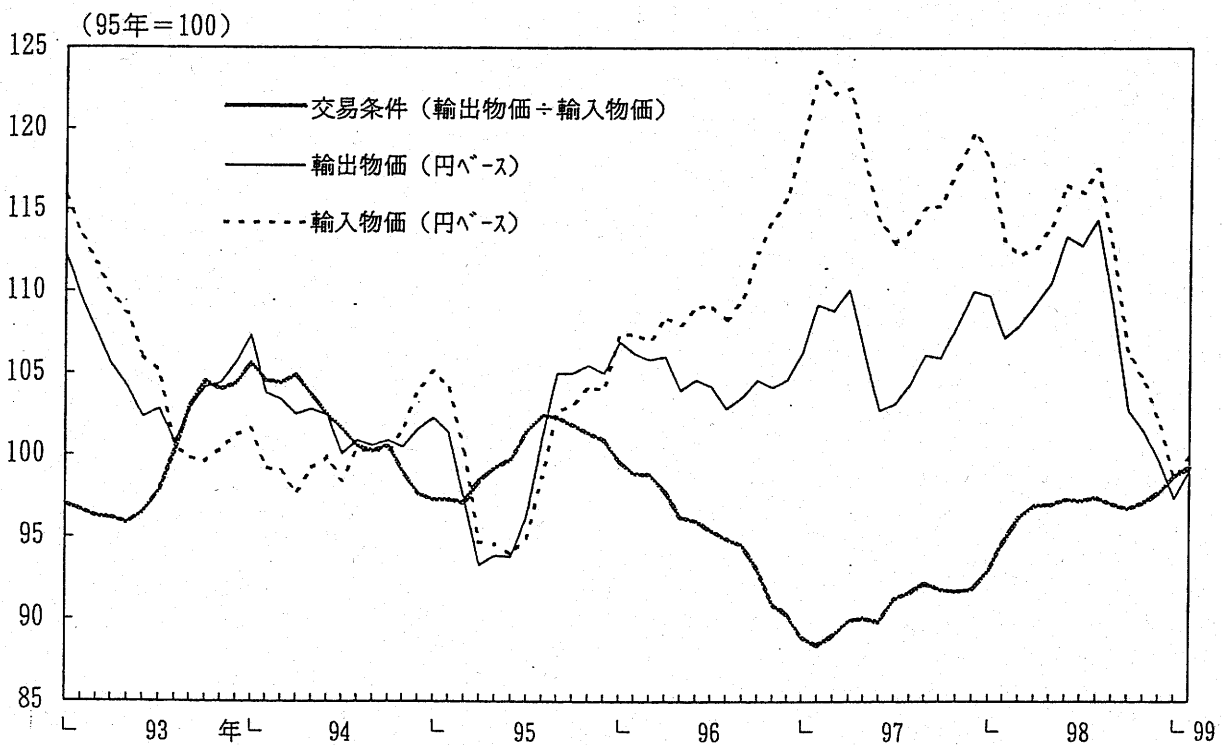
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「日本銀行調査月報」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」

# 輸入物価

## (1) 輸入物価 (契約通貨ベース、円ベース)



## (2) 交易条件

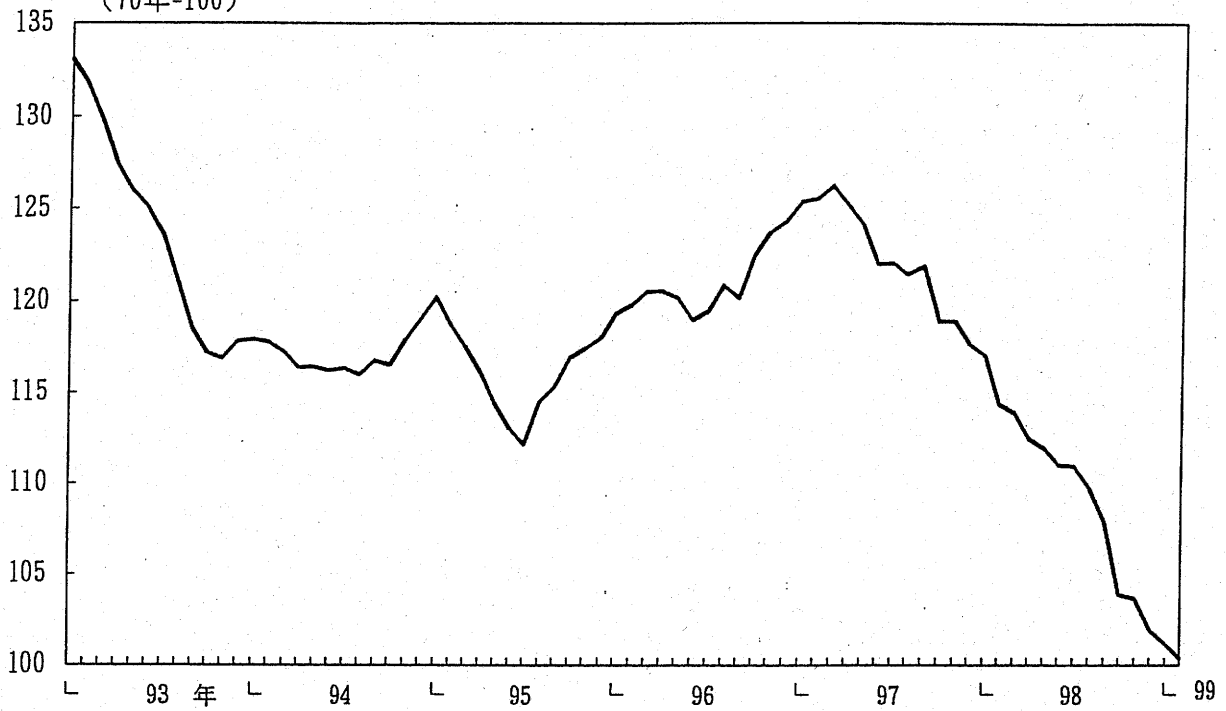


(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「日本銀行調査月報」

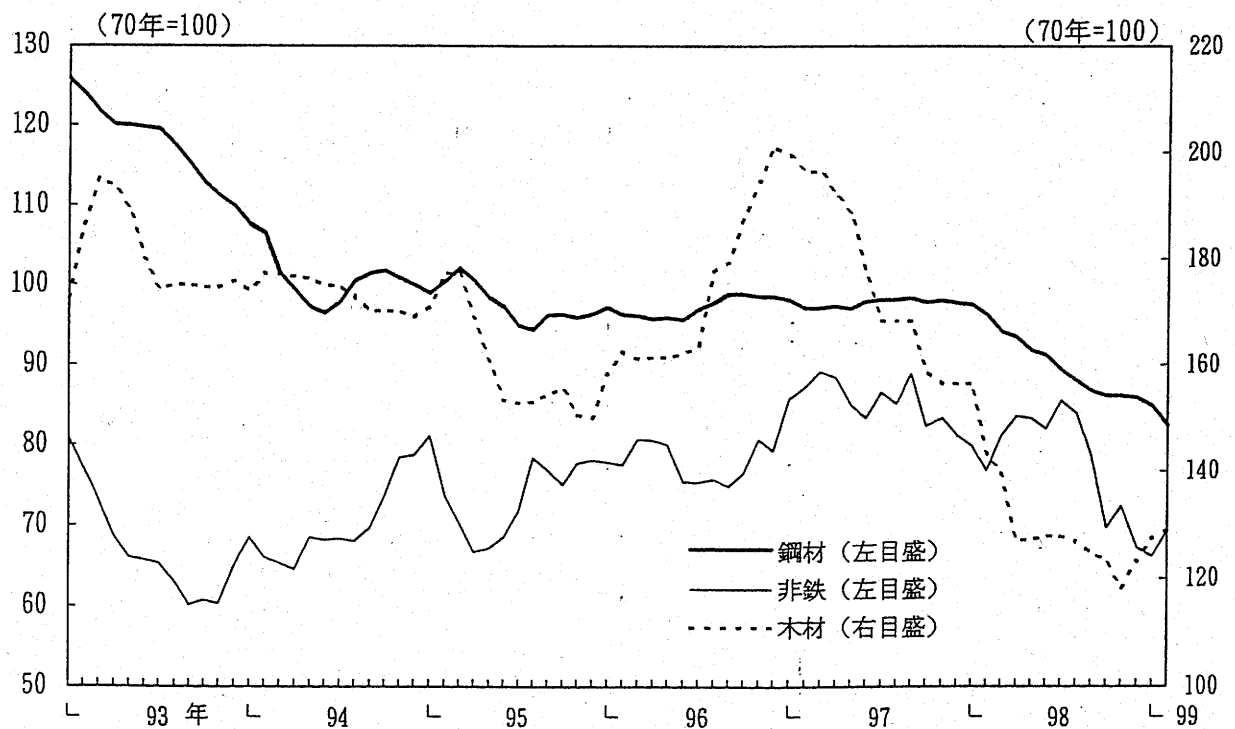
# 国内商品市況

## (1) 日経商品指数総合

(70年=100)



## (2) 内訳



(資料) 日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」



(図表 3 1)

## 国内卸売物価

(夏季電力料金、消費税調整後)

(四半期)

(月次)

(前期比、%)

(3か月前対比、%)

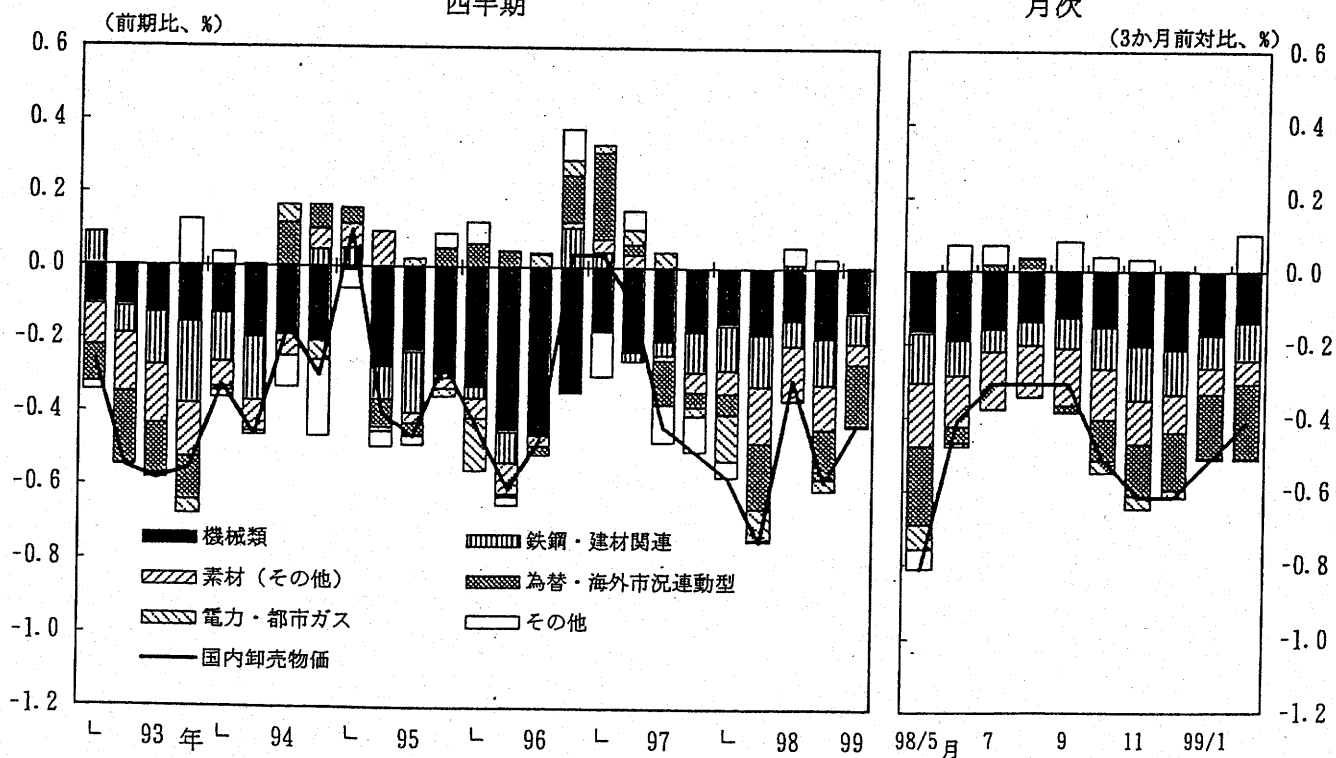
	98/2Q	3Q	4Q	99/1Q	98/11月	12	99/1	2
国内卸売物価	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4
機械類 [35.2]	-0.5	-0.4	-0.6	-0.4	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4
鉄鋼・建材関連 [14.4]	-1.0	-0.5	-0.9	-0.6	-1.0	-0.8	-0.6	-0.7
素材(その他) [17.4]	-0.9	-0.9	-0.7	-0.3	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4
為替・海外市況連動型 [5.0]	-3.3	0.2	-2.6	-3.2	-2.7	-3.0	-3.3	-3.9
電力・都市ガス [3.9]	-2.2	0.0	-0.8	-0.2	-0.9	-0.6	0.0	-0.1
その他 [24.2]	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.4

(注) 1. [ ]はウェイト(%)。

2. 99/1Qの計数は、99/1-2月の98/4Q比。

四半期

月次

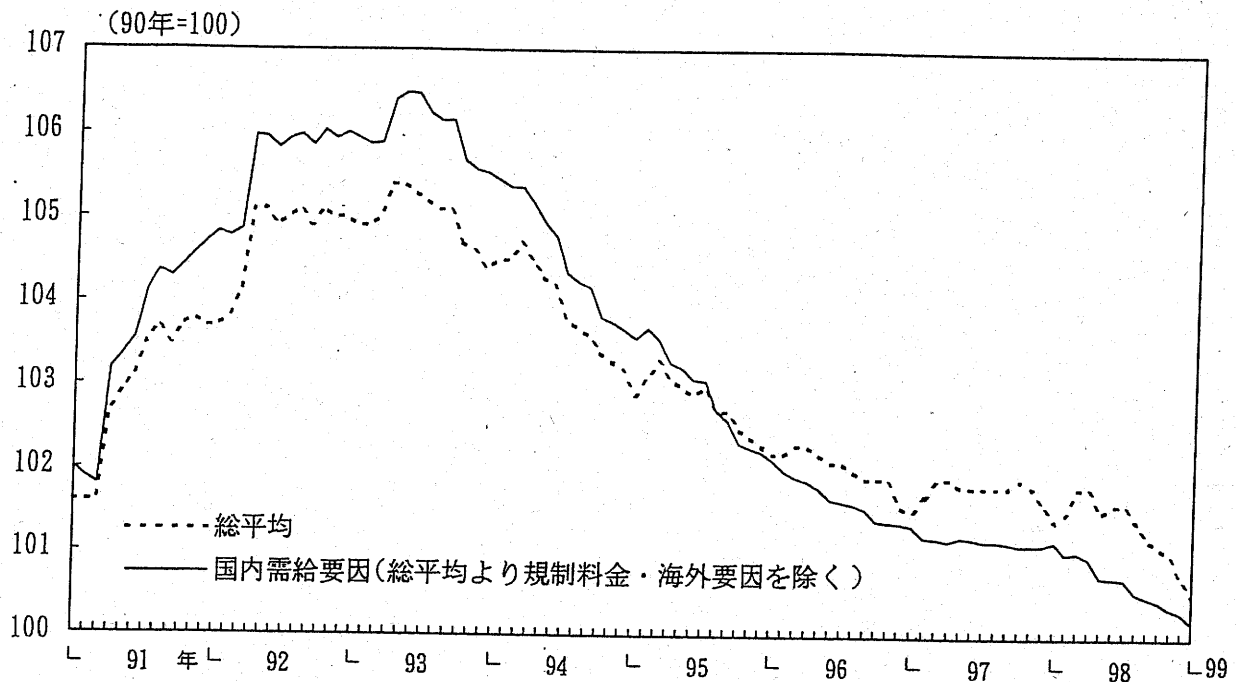


- (注) 1. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器  
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スラック類  
 3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
 4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属  
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道  
 6. 97/4月以降は消費税引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 7. 99/1Qの計数は、99/1-2月の98/4Q比。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

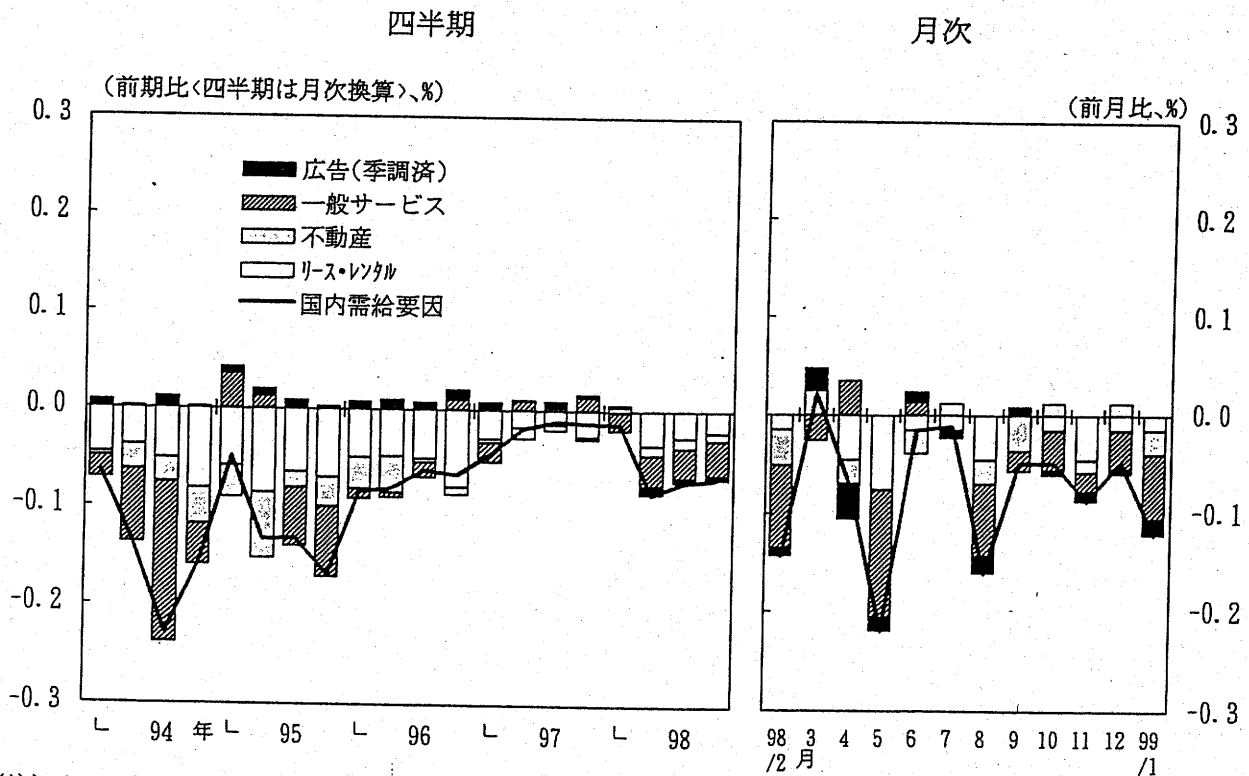
# 企業向けサービス価格

## (1) 水準



(注) 国内需給要因とは、CSP I 総平均のうち、月々の価格の動向が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を集めたもの。具体的には、①規制料金(自動車保険<自賠責>、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)を除いて計算。

## (2) 前期比<国内需給要因・特殊類別寄与度>

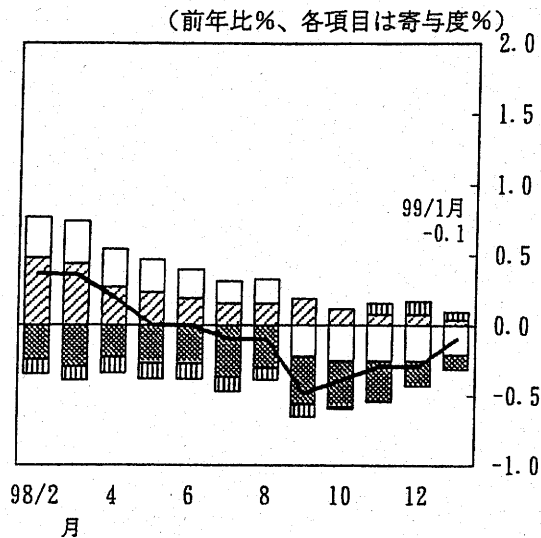
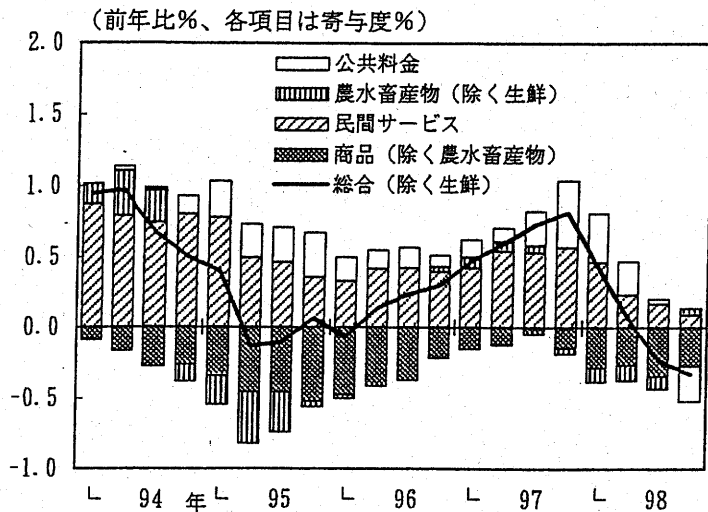


(注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、建物・土木、労働者派遣、機械修理等。  
 2. 広告は季節性を有しているため、X-12-ARIMAにより季節調整を行っている。  
 3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。

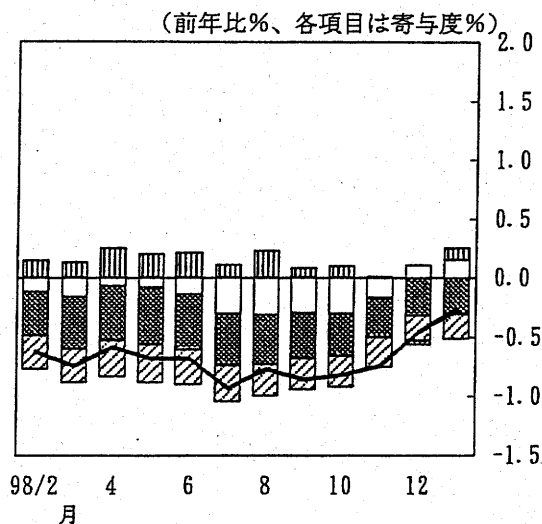
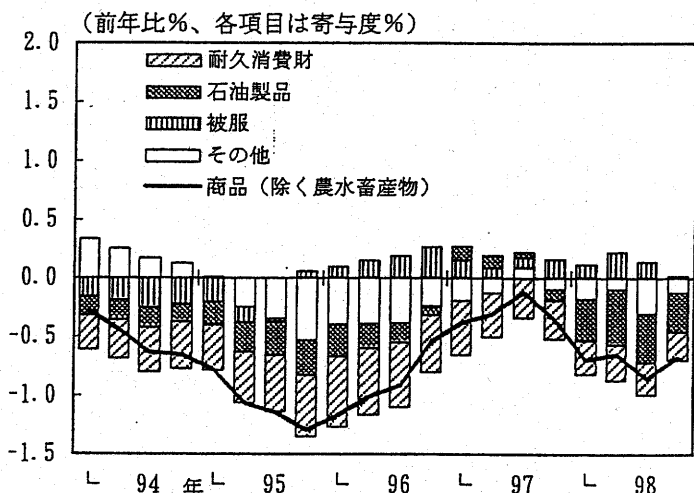
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価（前年比）

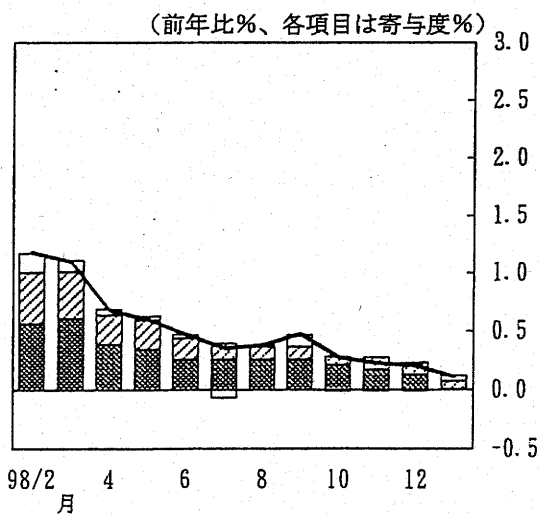
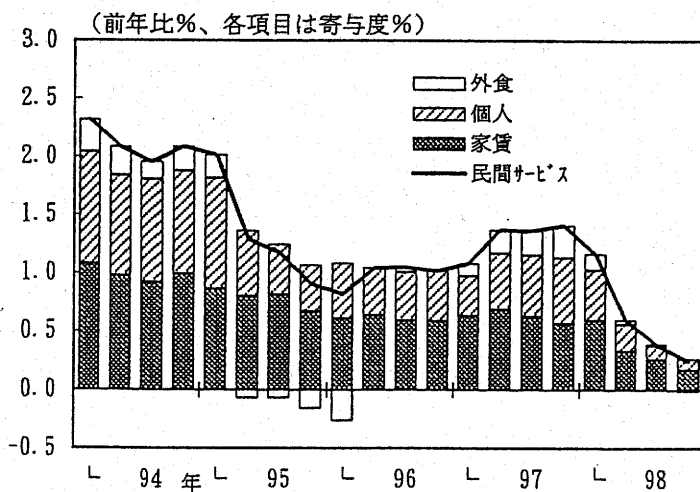
## (1) 総合（除く生鮮）



## (2) 商品（除く農水畜産物）の要因分解



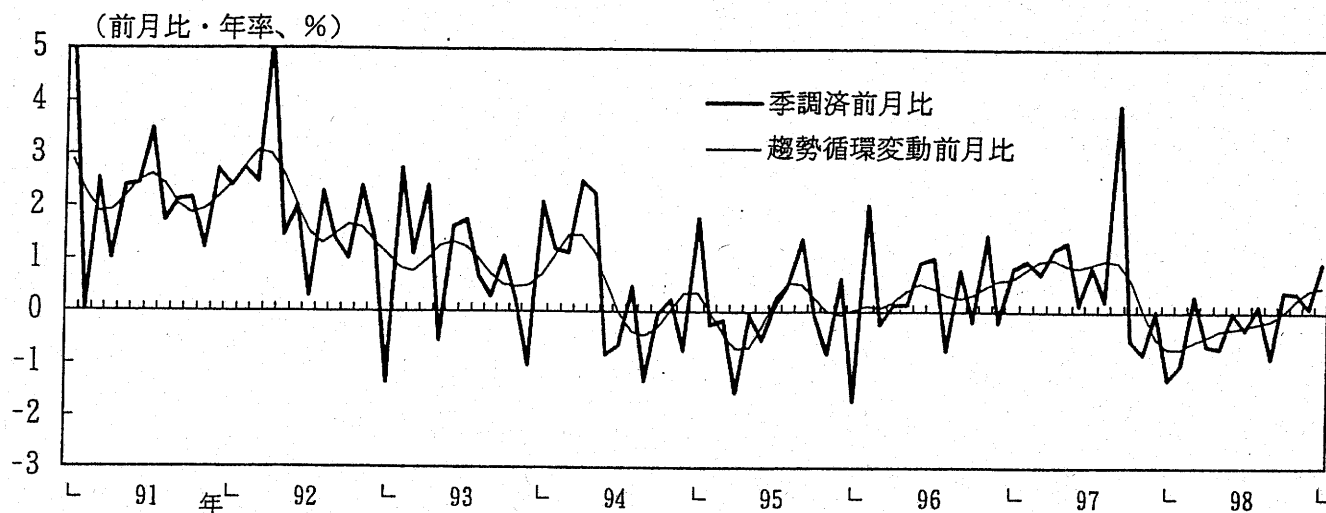
## (3) 民間サービスの要因分解



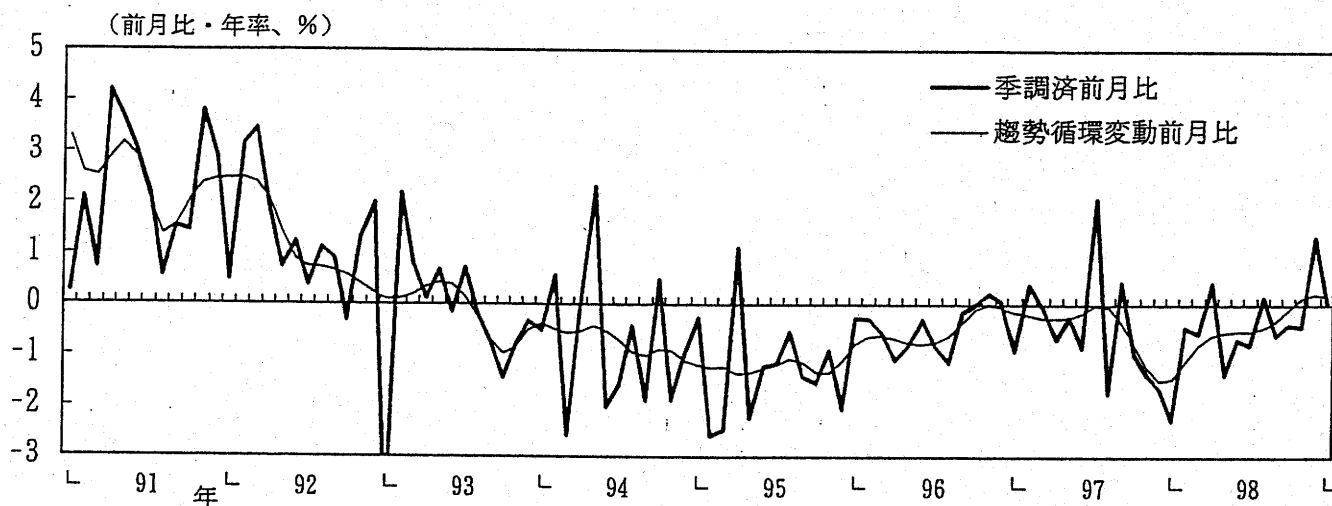
(注) 1. 石油製品：プロパンガス、灯油、ガソリン（レギュラー）  
 2. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

# 消費者物価（前月比）

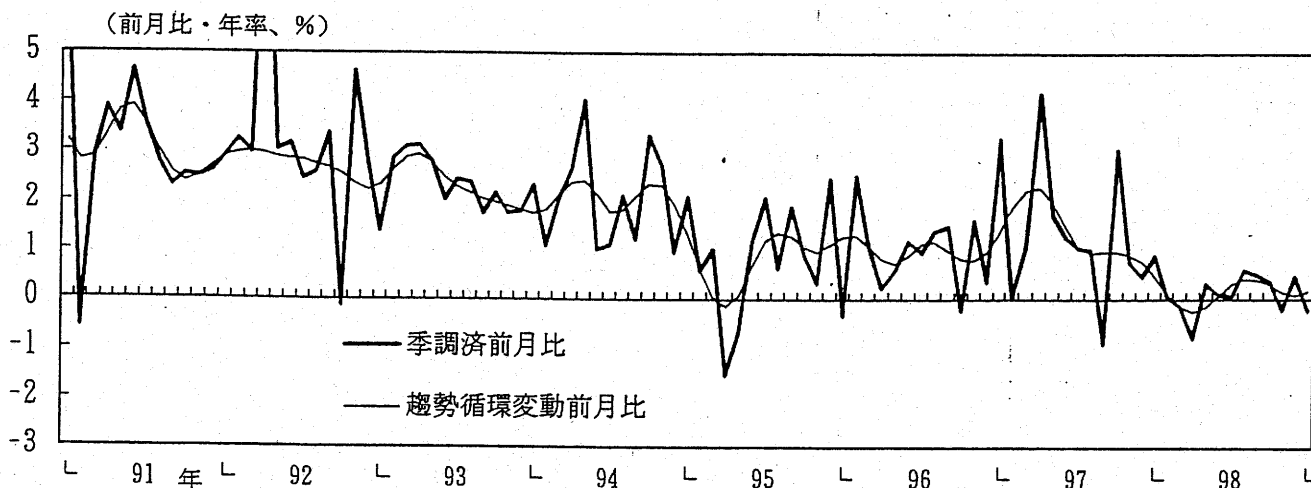
## (1) 総合（除く生鮮）〈9504〉



## (2) 商品（除く農水畜産物）〈3855〉



## (3) 民間サービス〈3718〉



(注) 1. 97/4月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. X-12-ARIMA（βバージョン）による季節調整。

3. 〈 〉内は消費者物価に占めるウェイト（1万分比）。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」

(図表35)

## 地 価 関 連 指 標

## &lt;六大都市市街地価格指数&gt;

	— 前期比：%			
	97/3月末	9月末	98/3月末	98/9月末
全用途平均	-3.2	-2.7	-2.6	-2.9
商業地	-6.0	-5.3	-4.9	-4.9
住宅地	-1.6	-1.3	-1.1	-1.7

## &lt;公示地価(1月1日時点)・都道府県地価調査(7月1日時点)&gt;

	— 前年比：%						
	95/7月 時点	96/1 7	97/1 7	98/1 7	98/1 7	98/1 7	98/1 7
住宅地 三大圏平均	-3.2	-4.6	-4.4	-2.8	-2.2	-2.2	-3.4
商業地 "	-16.0	-16.0	-14.6	-11.5	-9.4	-7.5	-7.9

## &lt;四半期別地価動向指数(各月1日時点)&gt;

	— 前期比：%						
	97/7月 10	98/1 4	98/1 7	98/1 10	98/1 10	98/1 10	99/1
商業地・東京圏	-2.1	-1.9	-2.0	-2.2	-2.6	-2.5	-3.3
大阪圏	-1.7	-1.6	-1.9	-1.9	-2.4	-2.6	-3.3
名古屋圏	-1.6	-1.5	-1.6	-2.1	-2.3	-2.8	-5.1
住宅地・東京圏	-0.7	-0.7	-1.0	-1.0	-1.6	-1.4	-2.3
大阪圏	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.1	-1.1	-2.0
名古屋圏	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.5	-0.8	-1.7

(注) 98/4月以降は速報値。

## &lt;オフィスビル空室率等(生駒データサービス)&gt;

	— %				
	97/4Q	98/1Q	2Q	3Q	4Q
空室率					
東京23区	4.7	4.6	4.7	4.9	5.4
大阪市	5.7	6.0	6.3	6.6	7.3
名古屋市	3.7	3.9	3.9	4.4	4.8
平均募集賃料(前期比)					
東京23区	-0.8	-0.1	-0.2	-0.2	-0.9
大阪市	0.4	-0.1	-0.4	0.9	-2.5
名古屋市	0.4	-1.6	0.2	1.9	-0.6

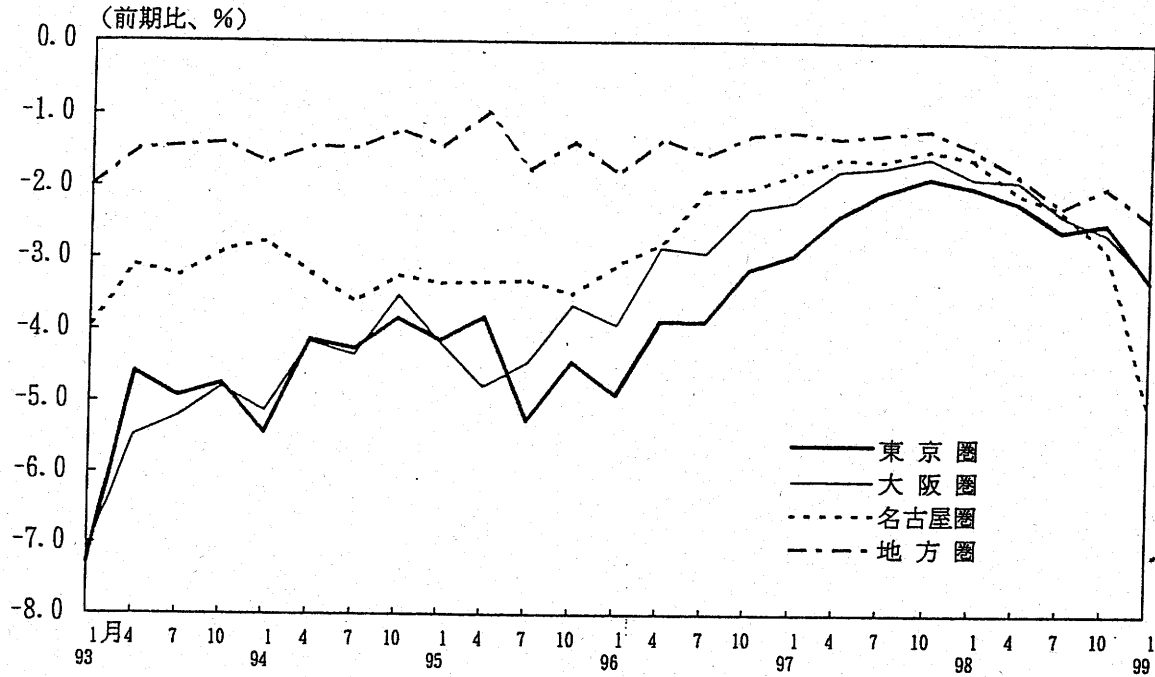
## &lt;土地取引件数(法務統計「売買による土地所有権の移転登記件数」)&gt;

		— 千件、( )内は前年比：%					
96年	97年	98/1Q	2Q	3Q	98/9月	10月	11月
1,957	1,847	471	424	386	127	143	126
(5.9)	(-5.6)	(-7.5)	(-12.6)	(-4.9)	(-4.1)	(-7.2)	(-3.4)

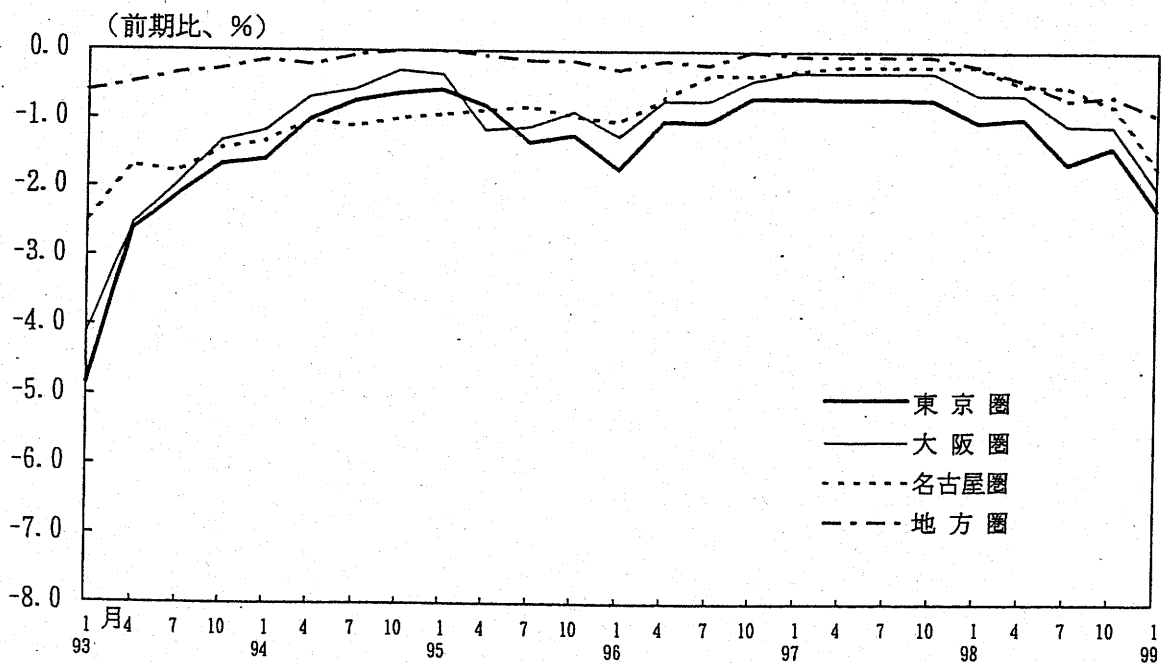
(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、国土庁「地価公示」「都道府県地価調査」、  
土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」、生駒データサービス「賃貸オフィスにおける  
市場動向」、法務省「法務統計月報」

# 地価の推移

## (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(1、4、7、10各月1日時点の調査)」等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」