

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 11 年 6 月

日 本 銀 行

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

平成 11 年 6 月

日本銀行総裁
速水 優

目 次

頁

．経済及び金融の情勢	
1．経済の情勢	
(1) 国内実体経済の動向	
イ．概況	1
ロ．公共投資の動向	3
ハ．輸出入の動向	4
ニ．企業部門の動向	6
ホ．家計部門の動向	12
ヘ．鉱工業生産の動向	17
(2) 物価の動向	18
(3) 海外金融経済の動向	25
2．金融市場の動向	
(1) 短期金融市場の動向	28
(2) 債券市場の動向	34
(3) 預金金利、貸出金利の動向	38
(4) 株式市場の動向	40
(5) 外国為替市場の動向	42
(6) 量的金融指標等の動き	
イ．企業金融の動向	46
ロ．マネーサプライの動向	52
．金融政策運営及び金融政策手段を巡る動き	
1．金融政策運営	
(1) 金融政策決定会合の開催実績	56
(2) 10年11月中旬までの金融政策運営と11月13日のオペ・貸出面での新たな措置	59
イ．金融経済情勢に関する検討	61
ロ．金融政策運営に関する検討、判断	64
ハ．金融市場調節の実施状況	66
(3) 11年2月中旬までの金融政策運営と2月12日の金融緩和措置	71
イ．金融経済情勢に関する検討	73
ロ．金融政策運営に関する検討、判断	76
ハ．金融市場調節の実施状況	82
(4) 2月下旬から年度末までの金融政策運営	84
イ．金融経済情勢に関する検討	85
ロ．金融政策運営に関する検討、判断	87
ハ．金融市場調節の実施状況	92
(5) 金融市場調節手段の動向	94
(6) 日本銀行のバランスシートの動きについて	
イ．バランスシートの動き	99
ロ．バランスシートを巡る議論	102
(イ) バランスシートのサイズについて	102
(ロ) 民間企業債務の活用について	103

(八) 預金保険機構向け貸付けの増加について	104
(二) バランスシートの健全性について	104
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」の決定およびこれを受けた措置の実施	
イ. 「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」の決定	106
ロ. 企業金融支援のための臨時貸出制度の創設および適用金利の変更	107
ハ. 社債等担保オペの導入	108
(2) オペ手続きの整備等	
イ. F B オペの方式の変更および F B ・ T B オペ、 C P オペのオペ対象先選定基準の制定	114
ロ. T B ・ F B オペの統合	131
ハ. 債券売買オペのオペ対象先選定を含めた手続きの整備	131
ニ. F B の日本銀行の担保としての取扱いの変更	140
(3) その他	141
. 金融調節事項を議事とする会議の実績	
1. 金融政策運営に関する決定事項	142
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	156
3. 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	191
4. 金融政策決定会合議事要旨	200
参考計表・資料一覧	425

．経済及び金融の情勢

1．経済の情勢

(1) 国内実体経済の動向

イ．概況

平成 10 年度下期の国内経済情勢をみると、公共投資の増加などが徐々に最終需要を下支えするなかで、在庫調整の進捗が続き、生産活動は年度末にかけて下げ止まった。また、金融システム不安が和らいだことなどもあって、企業・消費者心理の悪化にも次第に歯止めがかかっていった。このように、景気は、下期に入ると徐々に悪化テンポが緩やかになり、年度末にかけては下げ止まりの様相を呈した。

すなわち、わが国経済の動向を振り返ってみると、9 年度下期から 10 年度上期にかけては、一部金融機関の経営破綻等をきっかけとした金融システムの動揺や、アジア地域の通貨・経済調整などを背景に、景気は全般に悪化した。こうしたなかで、企業金融面では、金融機関の貸出姿勢の慎重化を背景として、まず中小企業を中心に資金繰りが窮屈となり、設備投資の大幅な減退に繋がった。さらに 10 年秋にかけては、ロシア金融危機や米系ヘッジファンドの経営危機が表面化したことなどをきっかけとして、世界的に信用リスクに対する警戒感が強まるもとの、企業金融の逼迫感が大企業まで含めて強まることとなった。

こうした情勢に鑑み、政府は、10 年 4 月の総合経済対策に加え、8 月には信用保証制度拡充などの貸し渋り対策を決定し、11 月には総事業規模が 20 兆円を大きく上回る緊急経済対策を策定した。また、日本銀行は、後述のとおり、10 年 9 月に無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.25% 前後で推移するよう促す金融緩和措置を実施したほか、11 月には企業金融の円滑化に資することを狙いとして、オペ・貸出面に関する新たな措置を決定した。さらに 11 年 2 月には、無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促す一段の金融緩和措置を実施した。この間、10 年 10 月には、金融機関に対する公的資

本投入を軸とする金融システム立て直しのための新たな法的枠組みが整えられ、11年3月に大手15行に対し公的資本の投入が実施された。

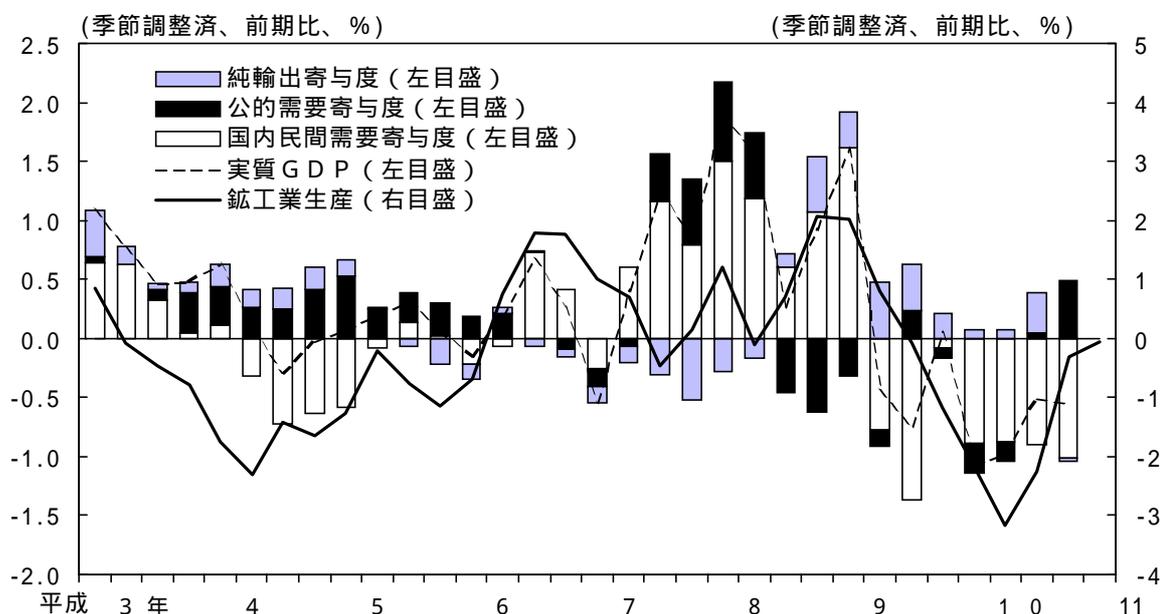
以上のような政府や日本銀行の各種対策が徐々に効果を発揮したことや、アジア地域の経済情勢が次第に落ち着きを取り戻したことなどを背景に、10年末頃から景気の悪化テンポは徐々に和らぎ始め、年度末にかけて景気は下げ止まりの様相を呈した。最終需要面では、設備投資の減少が続く一方で、政府の経済対策を受けて、公共投資が大幅に増加した点が特徴であった。アジアの通貨・経済調整の影響から10年央にかけて減少した輸出も、夏場以降、概ね横這い圏内の動きとなった。住宅投資は、住宅減税や低金利の効果から、11年に入って回復に向かった。また、個人消費についても、所得が低迷するもとで総じて低調な推移を辿ったが、一部には、新製品投入効果などから改善の動きがみられるようになった。こうした最終需要面からの下支えに加え、企業の在庫調整努力の奏功もあって、鉱工業生産は徐々に下げ止まった¹（図表1）。また、金融システム不安が和らぎ、企業金融面でも逼迫感が後退したことなどもあって、企業・消費者心理の悪化にも次第に歯止めがかかった。

もともと、10年度下期の企業収益は引き続き減益となった。また、企業が人件費抑制姿勢を強めるもとで、冬季賞与が大幅に減少したほか、失業率が既往最高水準を更新するなど、家計の雇用・所得環境は悪化傾向を続けた。企業金融面でも、引き続き多くの企業がバランスシート問題を抱えるもとで収益が悪化したことなどを背景に、企業の先行きの資金繰りに対する不安感が払拭されるまでには至らなかった。こうしたなかで、企業・消費者心理は、総じて慎重なものにとどまった。

このように、公共投資、住宅投資などに支えられて景気は下げ止まりの様相を呈したが、設備投資や個人消費の基礎をなす所得環境が改善するには至らず、民間需要が自律的回復に向かう動きはみられなかった。

¹ 鉱工業生産は、季節調整済の前期比でみて、9年10～12月以降、3期連続で減少し、10年4～6月には-4.5%と大幅な減少となった。その後、7～9月に+0.1%とほぼ横這いとなったあと、10～12月には-0.7%と小幅減少したが、11年1～3月には+0.6%と小幅増加となった。この間、実質GDPは、10年4～6月-0.7%、7～9月-0.3%のあと、10～12月には-0.8%と5期連続の減少となった。なお、11年1～3月のGDP統計は、本稿執筆時点（5月下旬）において、まだ公表されていない（以下のGDPの需要項目に関する記述についても同様）。

(図表1) 鉱工業生産と実質GDP (後方2期移動平均)



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

ロ．公共投資の動向

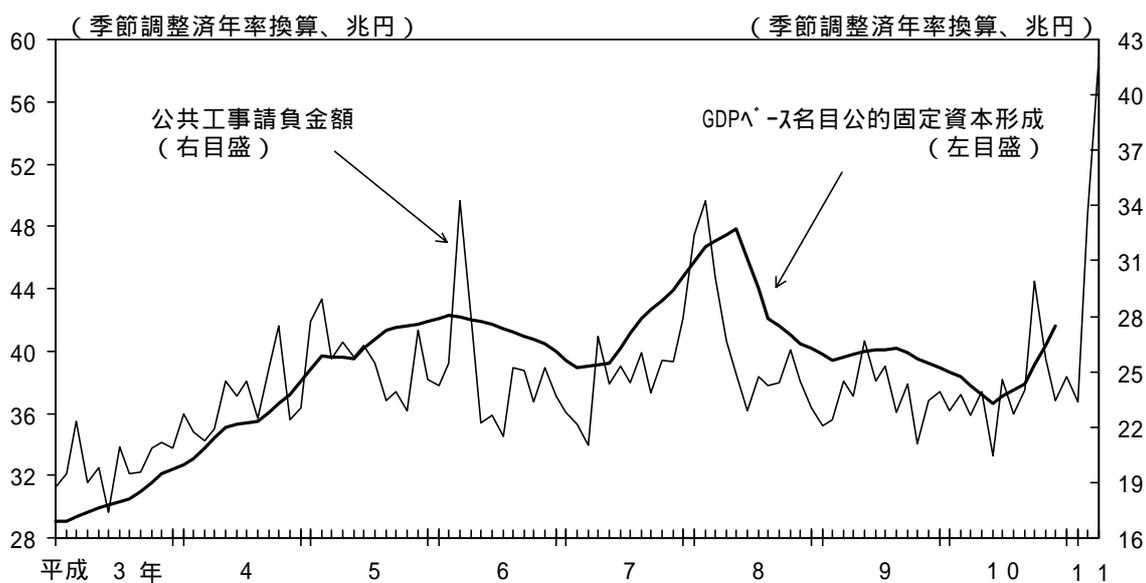
こうした実体経済の動向を、最終需要面から詳しくみると、まず、公共投資は(図表2)、政府による経済対策の効果から、10年度下期にかなりの増加を示した。

すなわち、政府は10年4月に総合経済対策を策定し、公共投資関連では、10年度当初予算の上期前倒し執行と7.7兆円の社会資本整備等の追加を打ち出した。これに対応する国の第1次補正予算は、6月に成立した。さらに11月には、公共投資関連で8.1兆円の社会資本整備等の追加を含む緊急経済対策が策定され、12月に国の第3次補正予算が成立した。

公共工事の発注面では、総合経済対策の実施により、秋口になって、公共工事請負金額が大幅に増加した。その後、11年初にかけて、請負金額はいったん減少したが、2月以降、緊急経済対策分の発注本格化などから、再び大幅に増加した。こうした発注動向を受けて、工事進捗面では、GDPベースの実質公

的固定資本形成が、10年7～9月に前期比+3.7%と増加に転じたあと、10～12月には同+10.6%となるなど、下期に入って大幅な増加を示した。また、11年1～3月は、引き続き高水準を維持したと考えられる。

(図表2) 公共投資



(注) 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月に示したものの。

八．輸出入の動向

次に、輸出入についてみると(図表3)、通関統計ベースでみた実質輸出は、10年度上期は東アジア向けの大幅な落ち込みから減少した(前期比-2.7%)が、下期には、東アジア向けが横這いとなるなかで、全体としても、概ね下げ止まった(同-0.3%)。四半期ベースでは、10年1～3月、4～6月と2四半期連続で減少したあと、7～9月は小幅ながら増加に転じた(前期比+1.5%)。その後、10～12月は小幅減少(同-1.9%)、11年1～3月は小幅増加(同+1.8%)となるなど、年央以降は、振れを伴いつつも、基調としては横這い圏内の動きとなった。地域別にみると、9年秋以降大幅な落ち込みを続けていた東アジア向けが、10年夏場以降、韓国、タイなど同地域諸国の景気情勢の安定化に伴って、マイナス幅を縮小し、11年1～3月には増加に転じた。

また、米国向けについては、同国が好景気を続けたことを背景に、振れを伴いつつも、総じて底固く推移した。一方、欧州向けについては、上期までは高い伸びを示していたが、下期は、同地域の景気減速を反映して、徐々に頭打ち感が強まった。この間、秋口以降、為替円高が進行し、自動車など一部の財でスポット輸出の減少がみられたが、実質輸出全体としては、下期中、円高による明確なマイナスの影響は現われなかった。

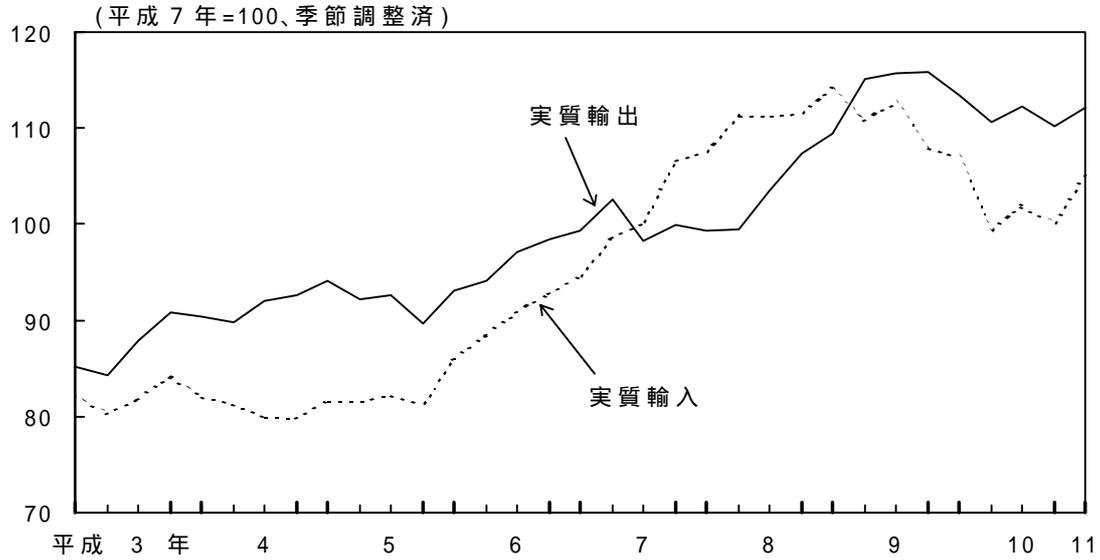
一方、実質輸入についても、上期は大幅に減少した（前期比 - 6.5%）あと、下期には、わが国の内需や生産活動の動向などを反映して、概ね下げ止まった（同 + 1.9%）。四半期ベースでは、10年4～6月に大幅に減少した（前期比 - 7.2%）あと、7～9月は小幅増加（同 + 2.4%）、10～12月は小幅減少（同 - 1.8%）となり、11年1～3月にはかなりの増加となった（同 + 5.0%）。ただし、1～3月の増加には、航空機輸入の集中といった一時的な要因がかなり影響しており、それを除いた基調としては、10年半ば以降、概ね横這い圏内で推移したとみられる。

以上のような輸出入の動向を反映して、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は、上期は輸入の大幅減少から増加したが、下期については、1～3月にかけて減少した。ただし、輸入における一時的な要因を除いた基調としては、横這い圏内の動きと考えられる。

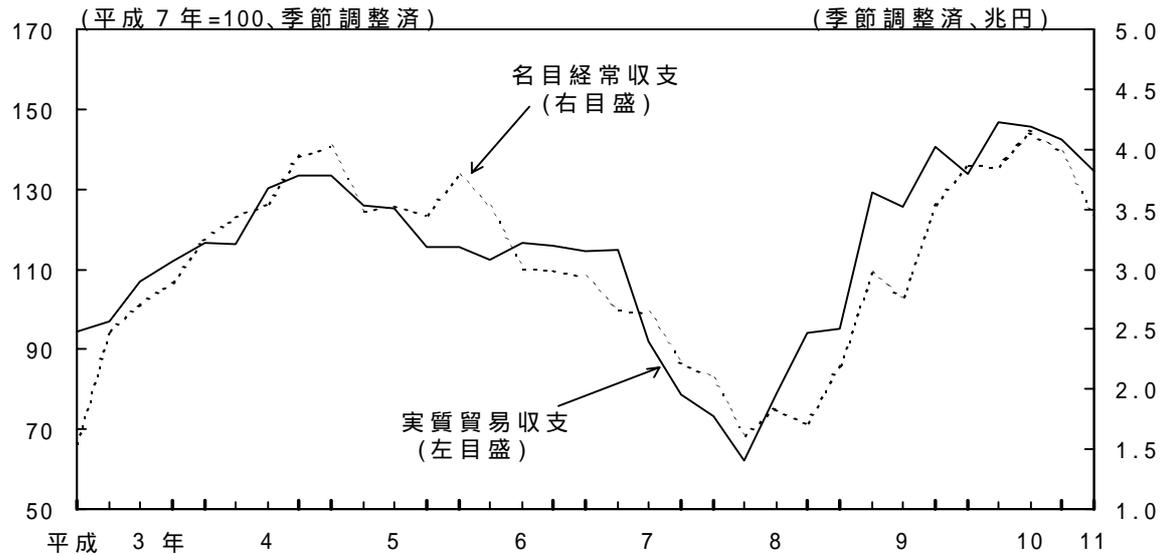
名目経常収支については、上期は、数量面での純輸出の増加に加え、原油等の輸入素原材料価格が下落したことなどもあって、黒字幅が拡大した。しかし、下期については、数量面でみた純輸出の減少を背景に、上期に比べ黒字幅が縮小した。なお、価格面では、輸出価格・輸入価格とも秋口以降の為替円高の影響などから低下したため、名目収支に対し、概ねニュートラルに働いた。この間、名目経常収支黒字の対名目GDP比率については、10年4～6月の3.1%から、7～9月には3.4%と、平成5年1～3月（3.4%）以来の高い水準にまで上昇したあと、10～12月は3.2%と幾分低下した。

(図表 3) 輸出入

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



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

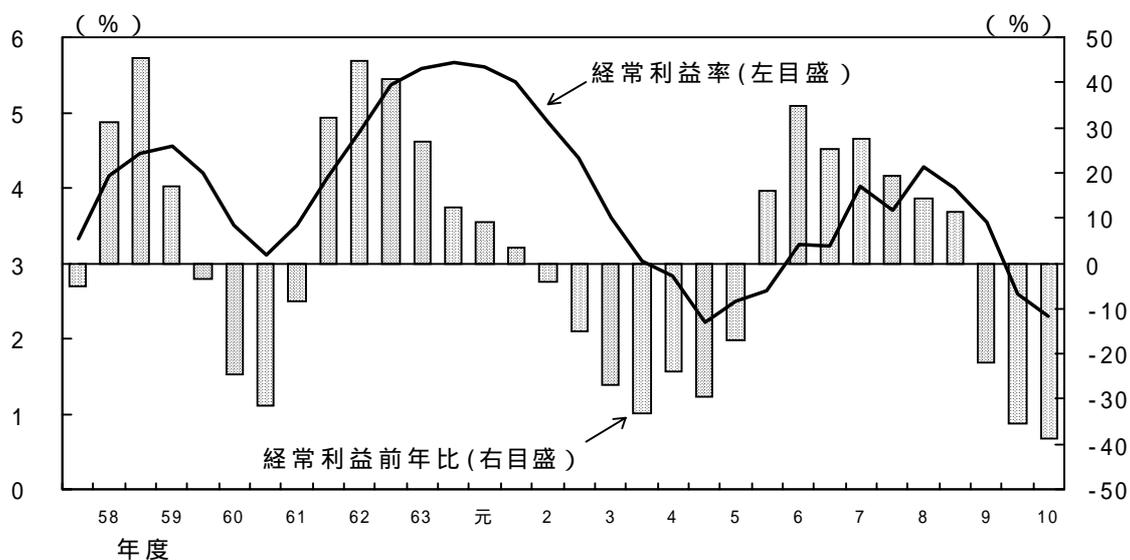
二．企業部門の動向

設備投資との関連で企業部門の動向をみると、企業収益は(図表 4)、経常利益ベースでみて、平成 9 年度下期から明確に減益に転じた。その後、10 年度

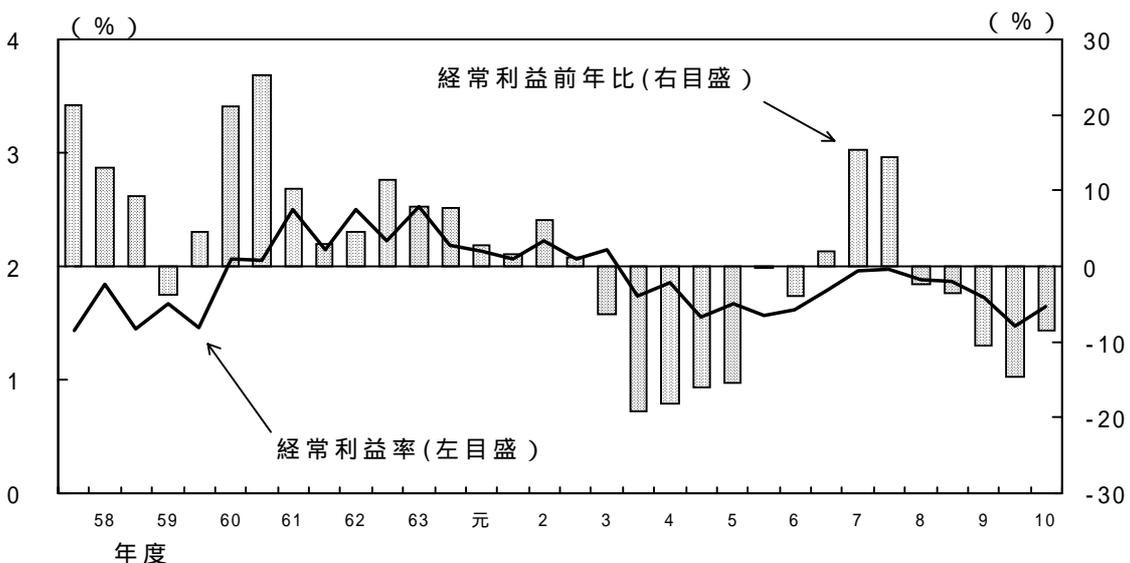
上期には製造業・非製造業ともに減益幅が拡大したあと、下期も、最終需要の減少、販売価格の下落などから、製造業中心に引き続き減益になった模様である。また、当期利益ベースの10年度収益については、不良資産処理の影響などから、経常利益ベース以上の落ち込みになったとみられる。

(図表4) 企業収益

(1) 製造業(全国短観・全規模)



(2) 非製造業(全国短観・全規模)

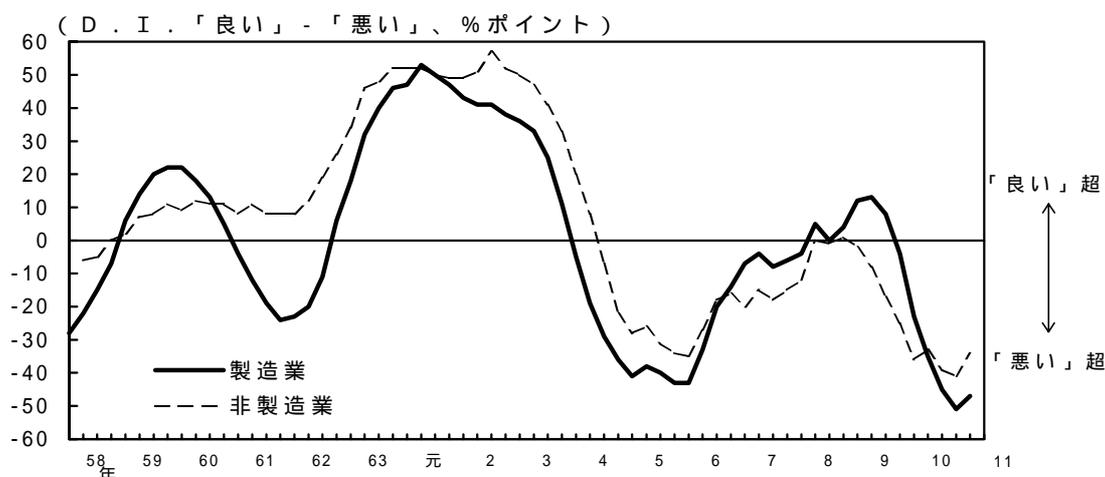


(注) 10年度下期は企業の予測。

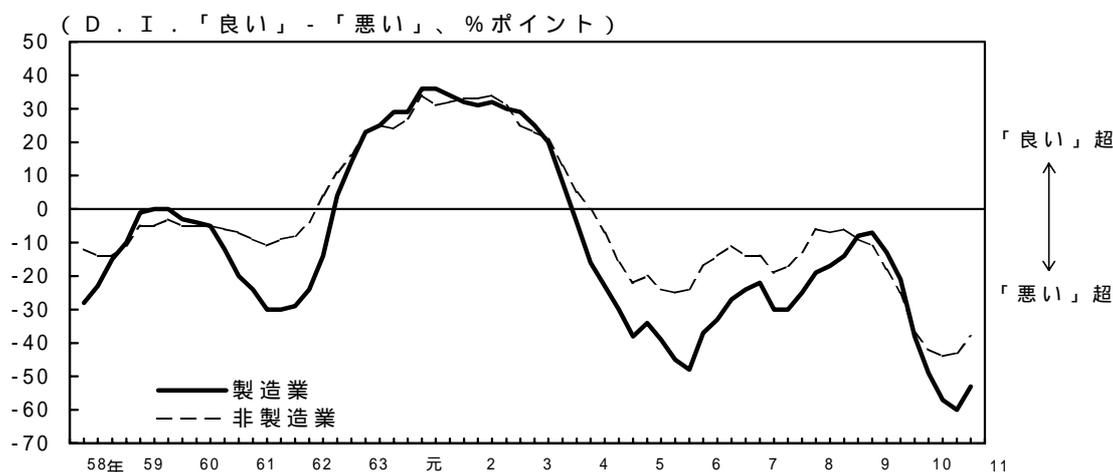
企業の業況感については(図表5)、短観²における業況判断にみられるように、10年中ほぼ一貫して悪化を続けたあと、11年春にかけては、生産活動が下げ止まり、企業金融面での不安感も薄らいだことなどを背景に、小幅ながら改善を示した。ただ、上記のような企業収益の動向などを反映して、企業心理は総じて慎重なものにとどまった。

(図表5) 業況判断

(1) 大企業



(2) 中小企業



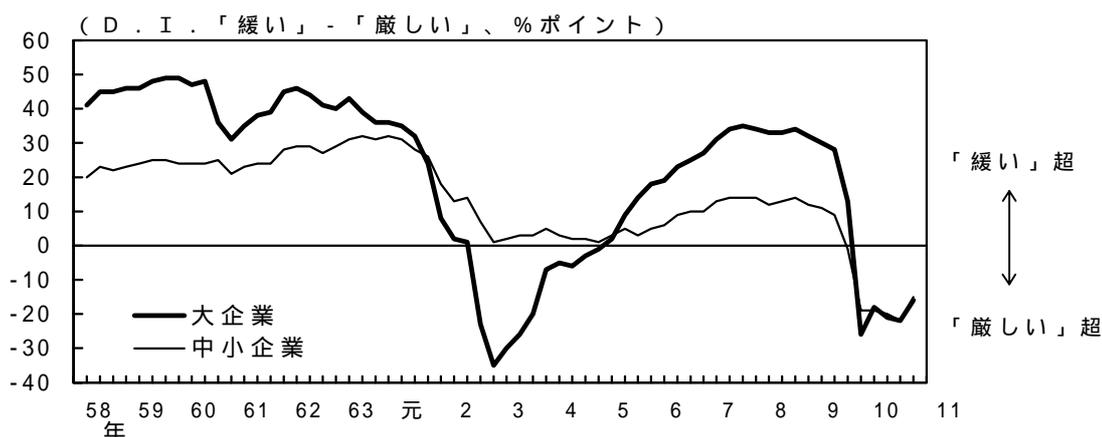
- (注) 1. 大企業 : 従業者数1,000人以上の企業が対象。
 中小企業 : 従業者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス20~49人、
 その他非製造業50~299人の企業が対象。
 2. 図表6も同じ区分。

² 日本銀行「企業短期経済観測調査」

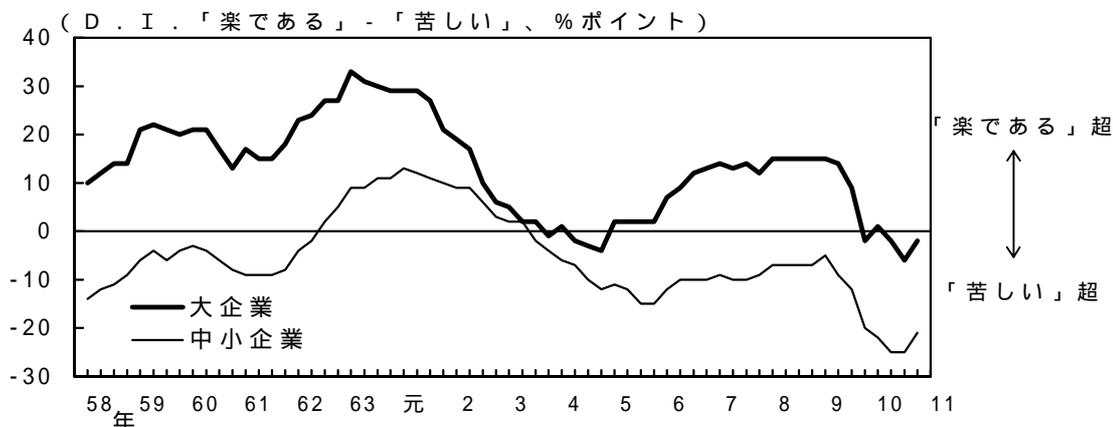
この間、企業金融面の動向をみると（図表6）、10年初から、金融機関の貸出態度の慎重化などを背景に、企業の資金繰りに対する窮屈感が強まった。さらに、10年秋にかけては、ロシア金融危機や米系ヘッジファンドの経営危機が表面化したことなどをきっかけとして、世界的に信用リスクに対する警戒感が強まるもとの、企業金融面での逼迫感が大企業まで含めて強まることとなった。しかし、その後は、政府による信用保証制度の拡充や、金融機関に対する公的資本投入といった各種施策、さらには日本銀行によるオペ・貸出面における新たな措置の実施などを背景として、金融システム不安が徐々に後退するとともに、企業の資金繰りに対する不安感は次第に薄らいでいった（2. (6)イ. 企業金融の動向で詳述）。

（図表6）企業金融判断

（1）金融機関貸出態度判断



（2）資金繰り判断



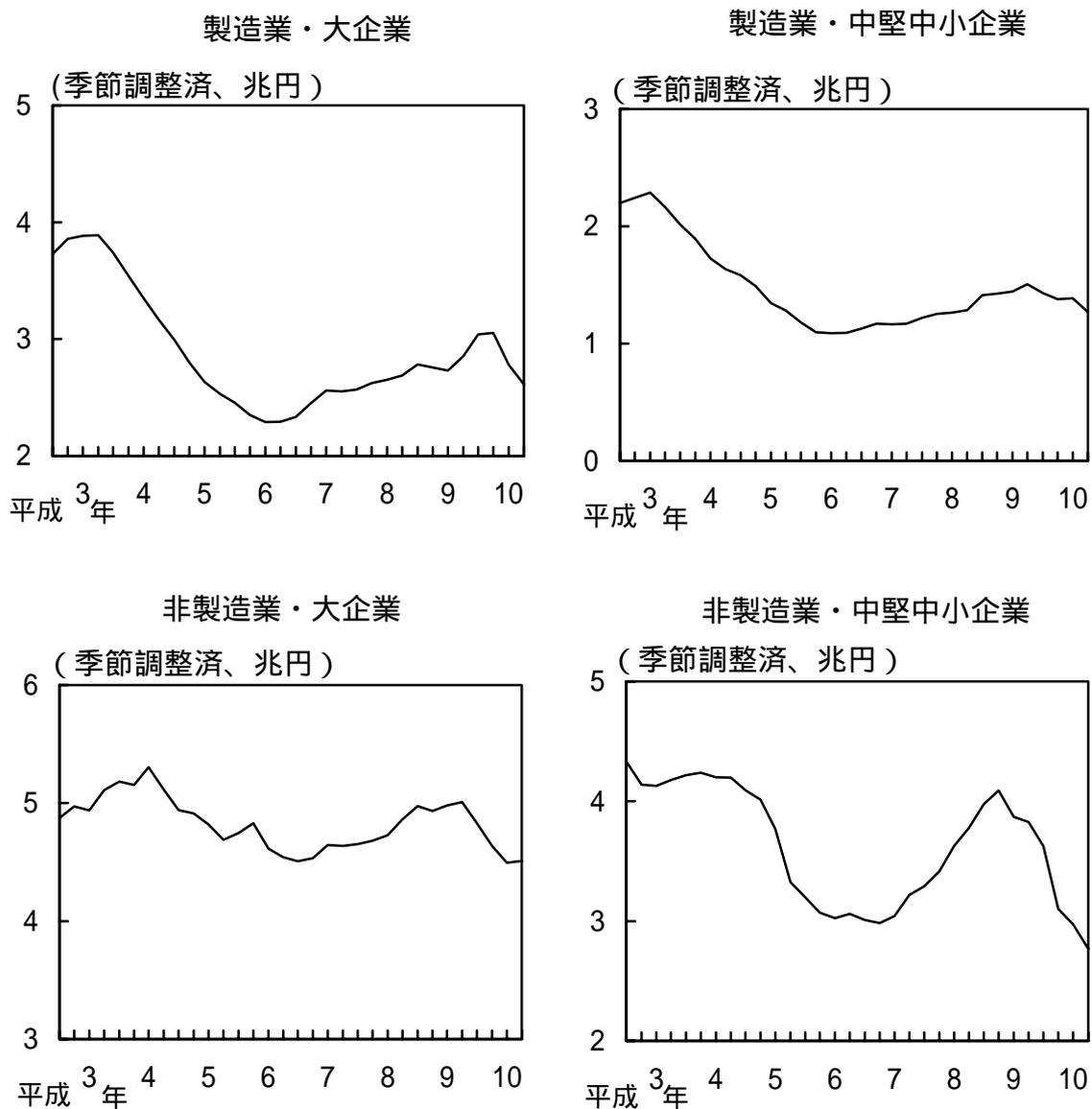
設備投資は、10年度上期に続き、下期も大幅に減少した。GDPベースの実質民間企業設備投資は、10年前半の大幅な減少のあと、7～9月にはいったん減少幅がやや縮小したが、10～12月には再び大きく落ち込んだ（前期比、1～3月 - 5.2%、4～6月 - 4.8%、7～9月 - 2.7%、10～12月 - 5.7%）。業種別・規模別の特徴的な動きを法人企業統計でみると³、非製造業・中堅中小企業の設備投資が、10年初から急激な落ち込みを続けたほか、年前半までは高水準であった製造業・大企業の設備投資も、年後半にかけて明確な減少に転じた（図表7）。11年1～3月については、足許の機械投資の動向を反映するとみられる一般資本財出荷や、先行指標である機械受注や非居住用建築着工床面積の動向からみて、減少テンポがやや鈍化した可能性があるが、減少基調自体に大きな変化はみられなかった。

このように10年度下期も設備投資の調整が続いたが、こうした背景としては、企業収益の減少、設備過剰感の高まりといった要因が作用した点を指摘できる。また、とくに10年10～12月には、企業金融面での逼迫感の強まりが、設備投資の減少に拍車をかけたものとみられる。さらに、以上の状態が長引くにつれて、企業の中期的な成長期待が低下していったことも、調整を深くする方向に影響した可能性がある。このうち、企業金融面については、前述のように11年1～3月にかけて改善に向かう動きもみられた。もっとも、引き続き多くの企業がバランスシート問題を抱えるもとで収益が悪化したことなどを背景に、企業の先行きの資金繰りに対する不安感が払拭されるには至らなかった。こうしたなかで、企業によっては、資本の収益性の向上や、金融負債の削減などによるバランスシートの改善といった中期的な課題を掲げて、設備投資をさらに抑制する方針を示す動きもみられた⁴。

³ 大蔵省「法人企業統計季報」

⁴ 3月短観における11年度設備投資計画は、企業の業況感が幾分改善し、11年度の経常利益についても好転が期待されるなかにあって、大企業・中小企業、製造業・非製造業を問わず、きわめて抑制的なものとなった。

(図表 7) 設備投資

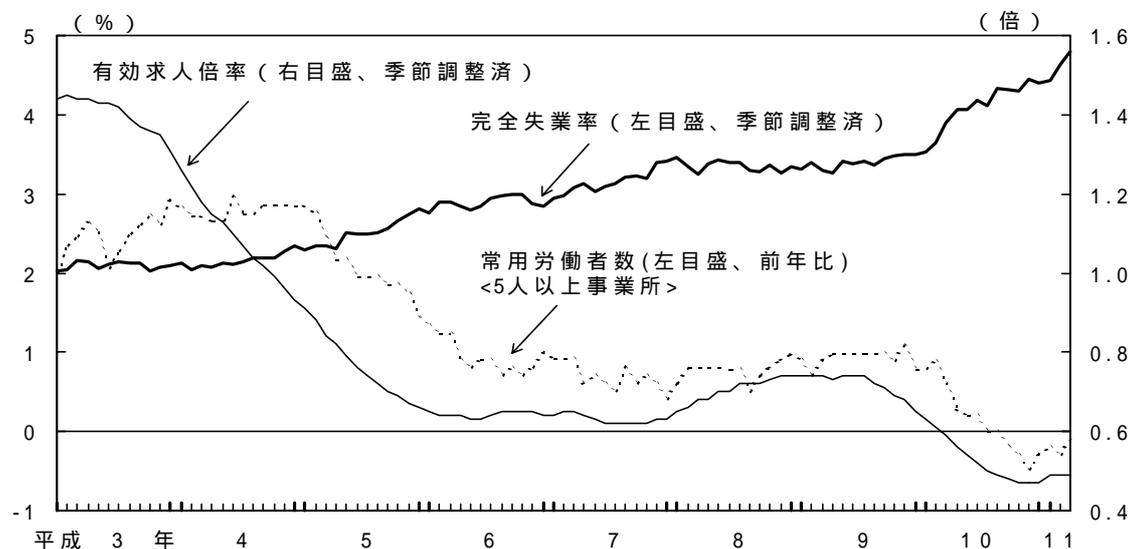


(注) 1 . 数値は後方 2 期移動平均。
2 . 大企業：資本金 10 億円以上の企業が対象。
中堅中小企業：資本金 10 百万円以上 10 億円未満の企業が対象。

ホ．家計部門の動向

次に、家計部門についてみると、雇用・所得環境は、10年度下期も悪化傾向を辿った。労働需給については（図表8）、有効求人倍率が、10年7～9月に0.49倍と統計⁵作成開始（昭和38年）以来の最低水準を更新した（それまでの最低水準は昭和53年1月の0.51倍）あと、10～12月には0.47倍とさらに低下した。また、11年1～3月には0.49倍と、引き続きボトム圏での推移となった。完全失業率は、10年2月に3.6%と統計⁶作成開始（昭和28年）以来の最高水準（8年1月3.5%）を更新し、7～9月に4.3%まで上昇したあと、下期も、10～12月4.4%、11年1～3月4.6%と上昇を続けた（月次ベースでは11年3月の4.8%が最高水準）。また、常用労働者数⁷は、10年4～6月まで前年比+0.2%と小幅ながらプラスを維持していたが、7～9月に-0.1%と前年割れに転じたあと、下期は、10～12月-0.3%、11年1～3月-0.2%とやや減少幅を拡大させた。

（図表8）労働需給



⁵ 労働省「職業安定業務統計」

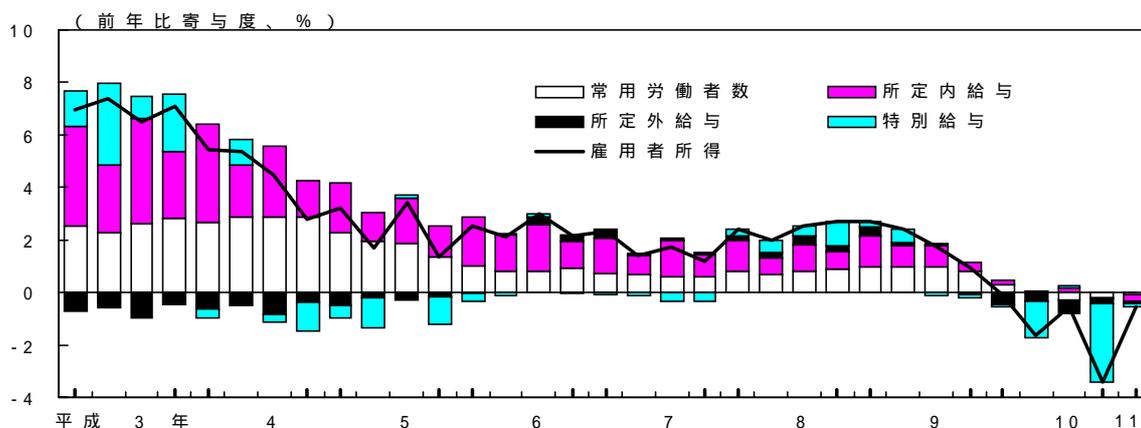
⁶ 総務庁「労働力調査」

⁷ 労働省「毎月勤労統計」の従業員5人以上事業所ベース。一人当たり賃金、雇用者所得（常用労働者数×一人当たり賃金）についても同じ。

一方、賃金面についてみると（図表9）、所定外給与が大幅な前年割れを続けるもとで、所定内給与が前年比ゼロ前後まで伸びを低下させたほか、特別給与も、冬期給与が夏季を上回る大幅な減少となったことから、減少幅を拡大させた。このため、一人当たり賃金は、前年比でみて、10年度上期に-1.3%と減少に転じたあと、下期は-2.0%と減少幅が拡大した。このように、雇用者数、一人当たり賃金の両面において抑制傾向が強まった結果、雇用者所得についても、前年比でみて、上期-1.2%の後、下期は-2.3%と減少幅が拡大した。

こうした雇用・所得環境の悪化の背景としては、生産活動や企業収益の低迷が長引くもとで、企業の雇用過剰感や人件費に対する負担感が過去に例をみないほどに高まったことが挙げられる。これに対し、企業は、まず賃金抑制に着手し、続いて雇用調整の動きを強めたものとみられる。また、こうしたなかで、11年入り後は、幾つかの大企業が、雇用面を含めリストラを本格化させる方針を打ち出した。

（図表9）雇用者所得



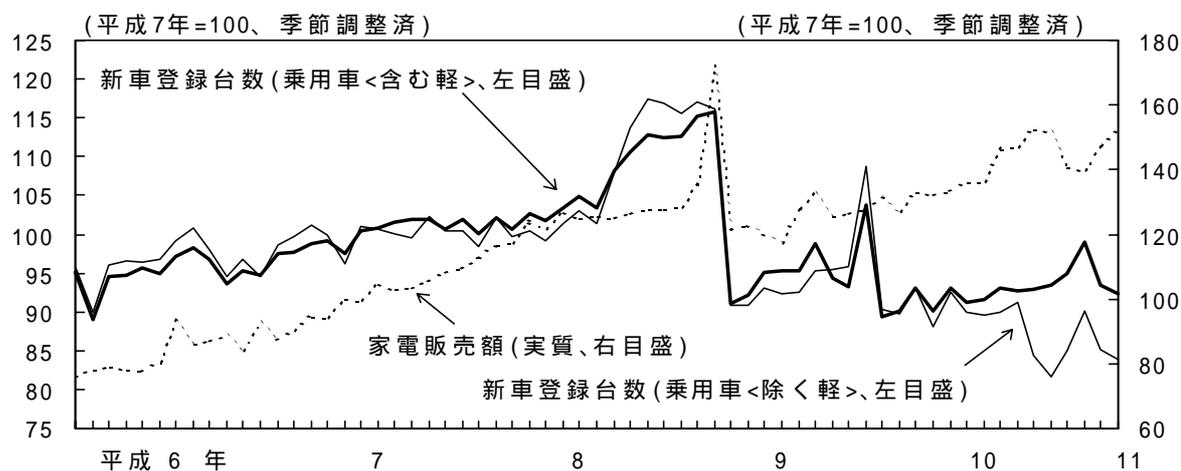
- (注) 1. 5人以上事業所の計数を使用。
 2. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
 3. 平成11年第1四半期は3月の前年比寄与度。

10年度下期の個人消費は、新製品投入の効果などから一部には改善の動きもみられた。もっとも、以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費全体としてみれば回復感に乏しい状態が続いた。GDPベースの実質民間最終消費支出は、前期比でみて、10年4～6月以降、3四半期連続で、小幅減少となった（いずれも-0.1%）。11年1～3月についても、家計調査などの動きからみて、低迷が続いたものと考えられる。

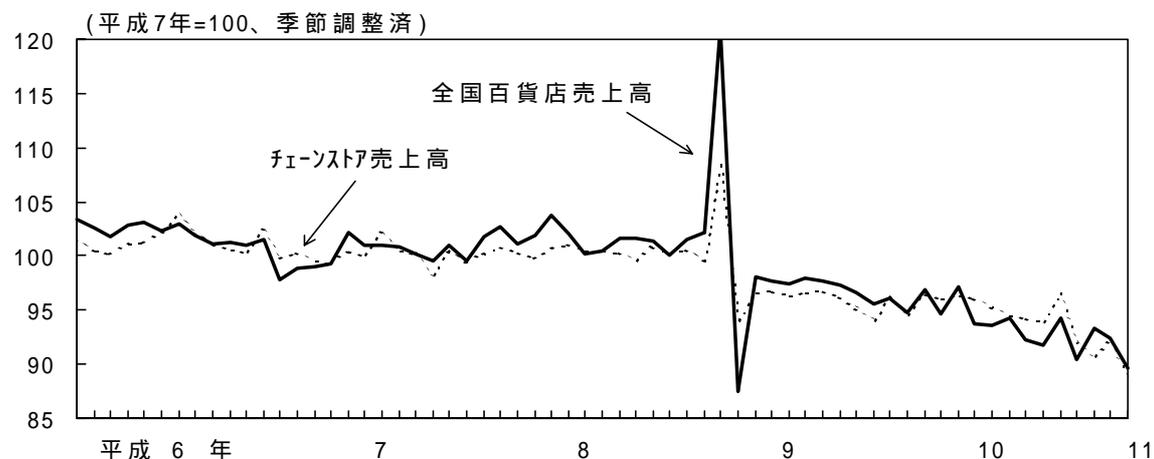
個人消費関連統計の動きをみると（図表 10）、家電販売については、10 年夏場以降、新製品投入効果によるパソコンの売上増などから、堅調に推移した。乗用車販売台数は、10 年 10～12 月には、軽自動車規格変更に伴う新型車の一斉投入から大幅な増加となったが、全体としては横這いとどまった。1～3 月は、一部小型車が新型車投入に伴い増加したため、販売全体としても幾分増加したが、水準としては、依然低いものとどまった。百貨店やチェーンストアの売上高は、10 年秋以降、大規模セールスの奏功から一時的に改善を示す局面もみられたが、基調としては弱含みで推移した。サービス支出についても、旅行取扱額が減少傾向を辿るなど、引き続き低迷した。

（図表 10）個人消費関連指標

（1）耐久消費財



（2）小売店販売（名目・除く消費税・店舗調整後）

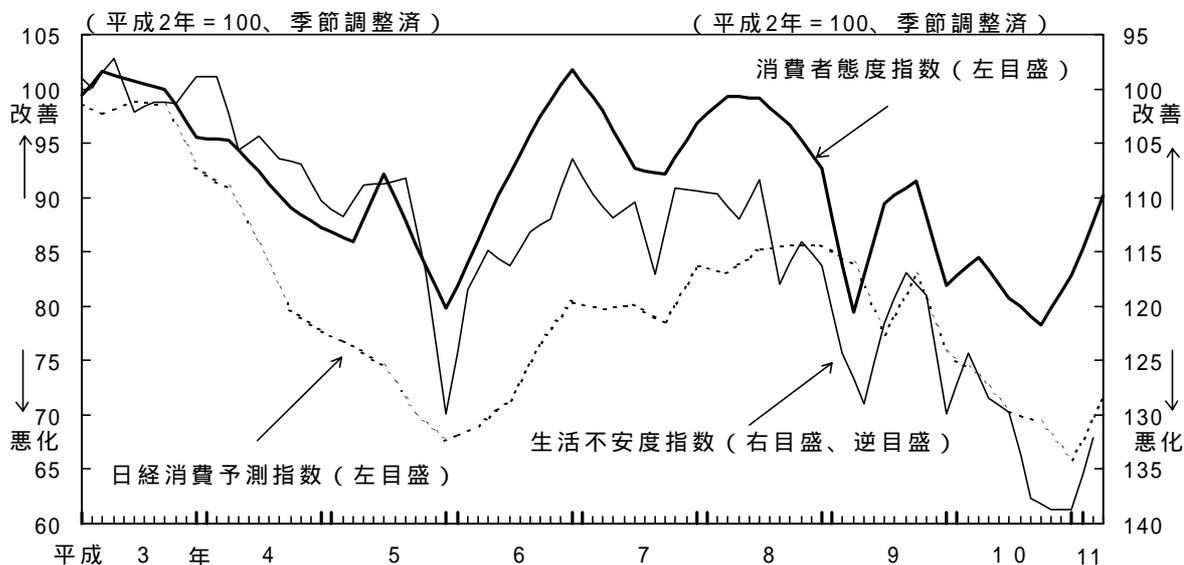


（注）家電販売額は、各品目の消費者物価指数（但しパソコンは国内卸売物価指数で代用）を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。

消費者心理の動向については（図表 11）、9 年秋以降、金融システム不安などに起因する不確実性の増大もあって、急速に萎縮したあと、10 年度上期も、雇用・所得環境が厳しさを増すなかで、引き続き慎重化した。下期については、金融システム不安の後退や株価持ち直しの影響などから、消費者心理の悪化傾向には徐々に歯止めがかかった。ただし、前述のような雇用・所得環境を背景に本格的な回復には至らず、総じて慎重なものにとどまった。

所得と個人消費の関係をみると、10 年度上期は、雇用者所得の減少を特別減税がある程度補ったことから可処分所得は小幅減少にとどまったが、消費者心理の慎重化に伴って消費性向が低下するかたちで、個人消費が低迷したものと考えられる。一方、下期については、減税の効果が一時的に剥落したため、雇用者所得の減少がそのまま可処分所得の減少につながったが、消費者心理の悪化に歯止めがかかるなかで、消費性向は幾分持ち直した可能性が高いとみられる。このため、下期の所得環境自体は、上期に比べさらに悪化したにもかかわらず、個人消費の一段の低迷は回避された。

（図表 11）消費者心理

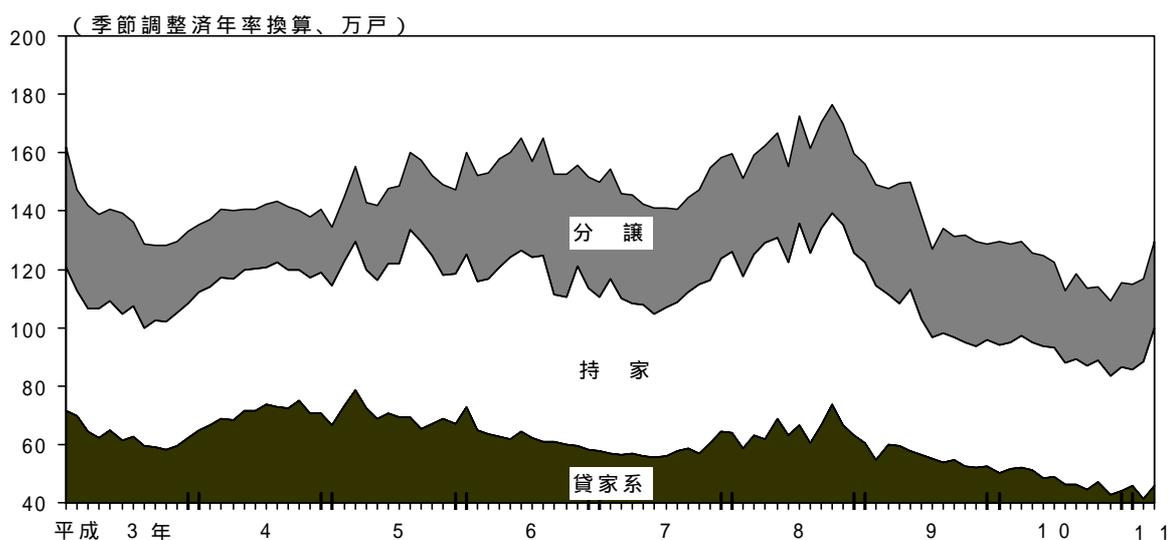


- (注) 1. 消費者態度指数（調査対象全国 5,040 世帯）、日経消費予測指数（同首都圏 1,500 人）、生活不安度指数（同全国 2,000 人）はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
 2. 生活不安度指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。
 3. 消費者態度指数は経済企画庁、日経消費予測指数は日経産業消費研究所、生活不安度指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

住宅投資については、9年初から減少傾向を続けていたが、11年入り後には、持ち直しの動きを示した。新設住宅着工戸数の動きをみると（図表12）、10年1～3月131万戸（季節調整済み計数の年率換算値）のあと、家計が先行きの雇用・所得に対する不安感を強めるなかで、4～6月123万戸、7～9月115万戸とかなりの減少となった。しかし、10～12月には113万戸とほぼ下げ止まったあと、11年1～3月は122万戸と10年4～6月並みの水準まで持ち直した。

1～3月の内訳をみると、貸家着工は、供給過剰を背景に引き続き減少した一方で、持家着工がかなり増加した。これは、昨年末に行われた10年度第3回の住宅金融公庫への借入れ申し込みが大幅に増加した（10年11月2日～12月25日、個人住宅建設、前年比+49.9%）ことを反映したものであるが、これには、融資基準金利が既往最低水準（2.0%）まで低下したことや、政府が新しい住宅減税を打ち出したことなどが影響したものと考えられる。第4回の申し込みも、住宅減税の内容に関する理解が徐々に家計に浸透したとみられることや、長期市場金利が上昇するなかで融資基準金利が低位（2.2%）に据え置かれたことから、一段と増加した（11年1月18日～3月26日、同+75.1%）。この間、マンションなど分譲住宅については、在庫の過剰感が強いもとで、着工戸数は概ね低水準で横這い圏内の動きとなった。ただし、需要面においては、住宅減税や低金利の効果などから、10年末以降、販売が明確に増加した。

（図表12）新設住宅着工戸数



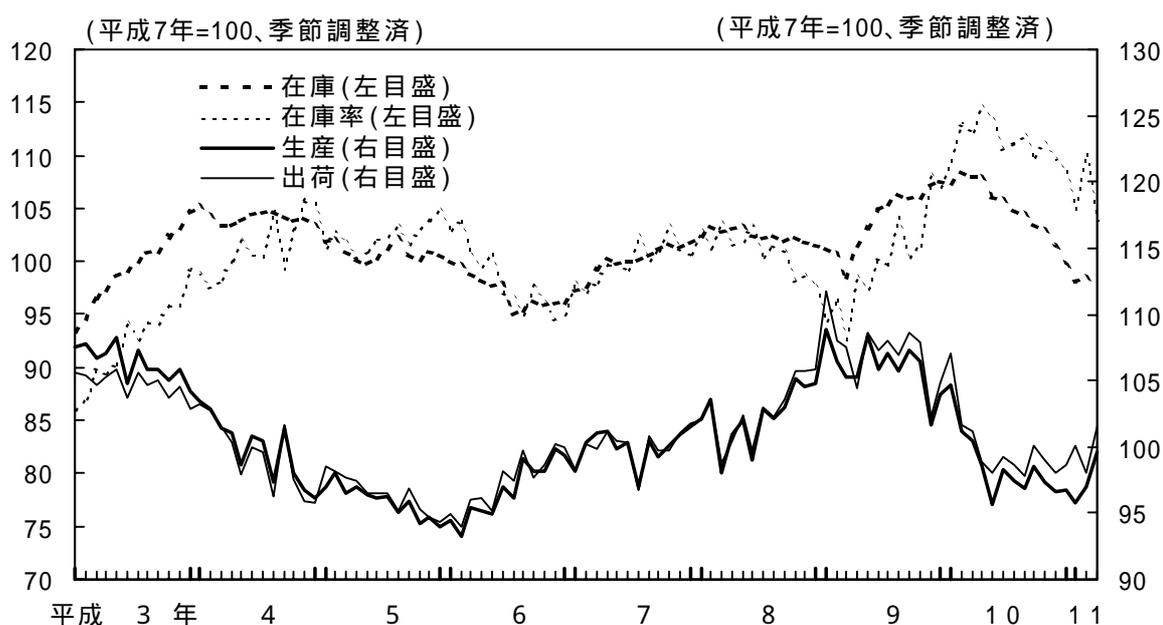
へ．鋳工業生産の動向

鋳工業生産（図表 13）は、10 年度下期にかけては、9 年 10～12 月以降の減少傾向に徐々に歯止めがかかり、11 年 1～3 月には、小幅ながら増加に転じた。すなわち、鋳工業生産の動きを、四半期ベースで見ると、10 年 4～6 月には前期比 - 4.5% と大幅な落ち込みとなったが、7～9 月ほぼ横這い（+ 0.1%）、10～12 月は小幅減少（- 0.7%）となり、11 年 1～3 月には + 0.6% と小幅ながら増加に転じた。

こうした鋳工業生産の下げ止まりの背景としては、最終需要面において、前述のとおり、設備投資が減少を続ける一方で、公共投資やパソコンなど一部財の消費が増加したことや、在庫面でも、耐久消費財をはじめ全体的に調整が進捗したことが挙げられる。在庫については、前期比で見ると、10 年 4～6 月以降、4 四半期連続で、かなりのテンポでの減少となった。これに伴い、在庫率も、10 年度末には、9 年秋のレベルまで低下した。

鋳工業生産の動きを業種別にみると、設備投資の落ち込みを反映して一般機械などが引き続き減少傾向を辿った一方、個人向け販売が好調なパソコンを中心に電気機械が増加に転じたほか、公共投資の増加を反映して窯業・土石なども概ね下げ止まった。

（図表 13）鋳工業生産

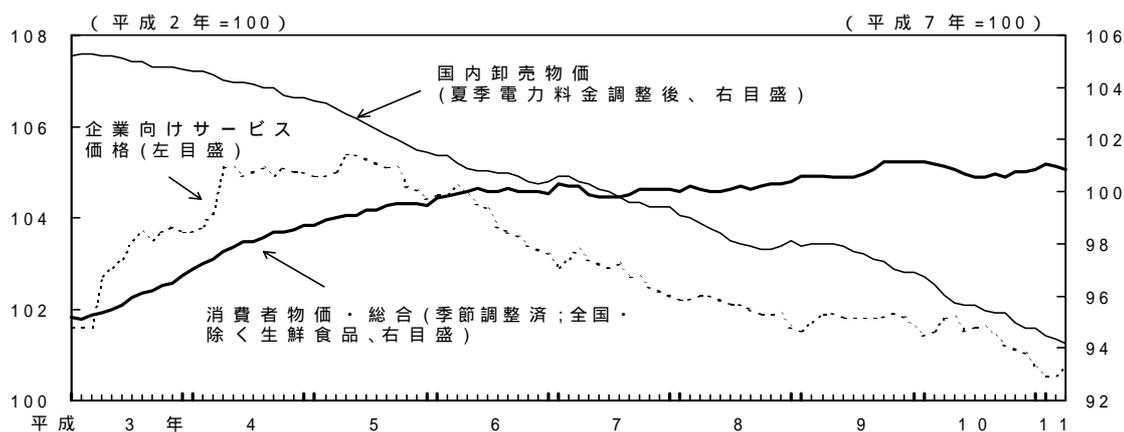


(2) 物価の動向

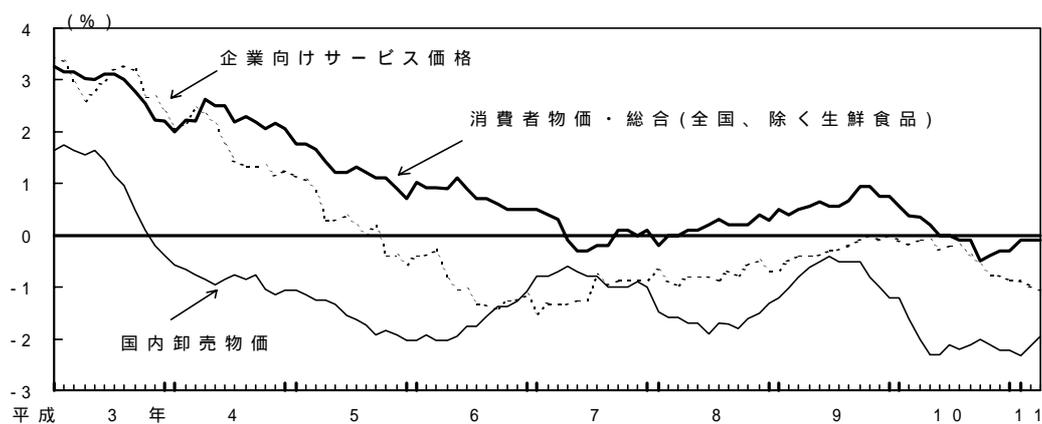
国内物価情勢についてみると、10年度下期中、全体として引き続き軟化気味に推移した(図表14)。この背景をみると、景気は徐々に下げ止まりの様相を呈したが、大幅な需給ギャップが縮小するには至らなかったことに加え(図表15)、10年秋以降の為替円高も影響した点が指摘できる。また、前述のとおり賃金が軟化したことも、サービス価格などに対して低下圧力として作用した。ちなみに、短観により、企業の製商品価格に対する判断をみると(図表16)、製造業、非製造業ともに「下落」超幅の拡大が続き、いずれも前回ボトムを上回る「下落」超幅となった。

(図表14) 物価

(1) 水準



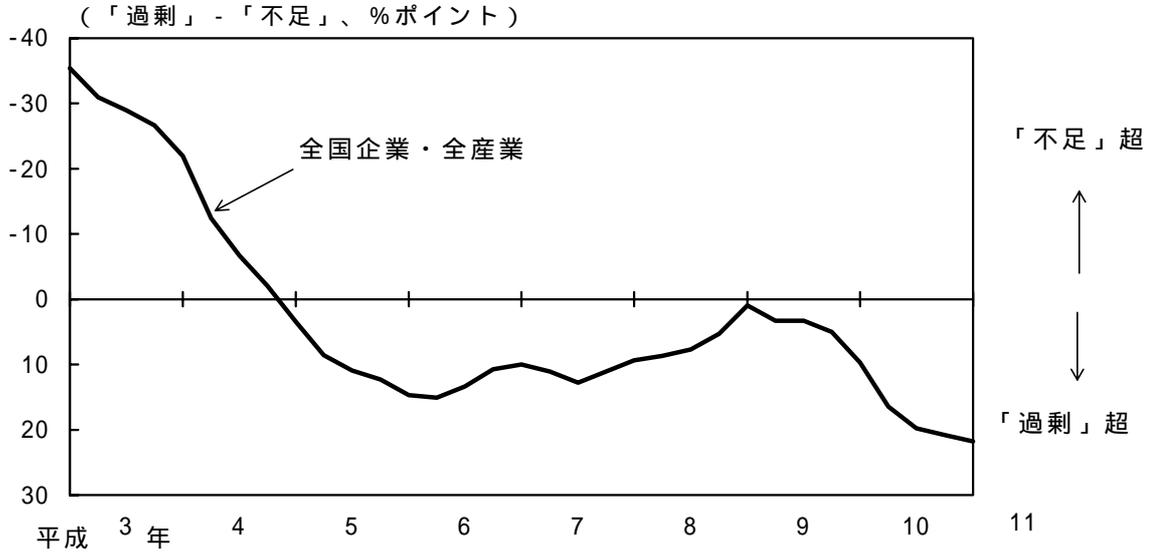
(2) 前年比



- (注) 1. 平成9年4月以降は、消費税率引き上げを調整した計数(課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。
2. (1)の消費者物価は、平成7年基準の季節調整済系列と2年基準の季節調整済系列とを、7年1月でつなげたもの。

(図表 15) 物価を取り巻く環境

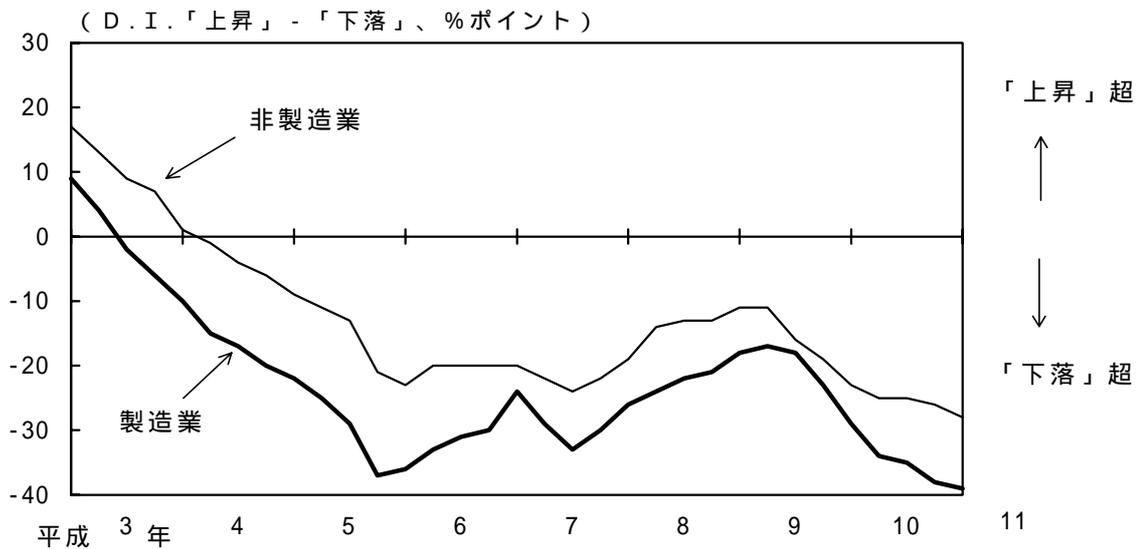
国内経済の稼働水準(生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.の加重和)



(注) 短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を、資本・労働分配率(昭和50年～平成9年度平均)を用いて加重和したもの。

(図表 16) 価格判断

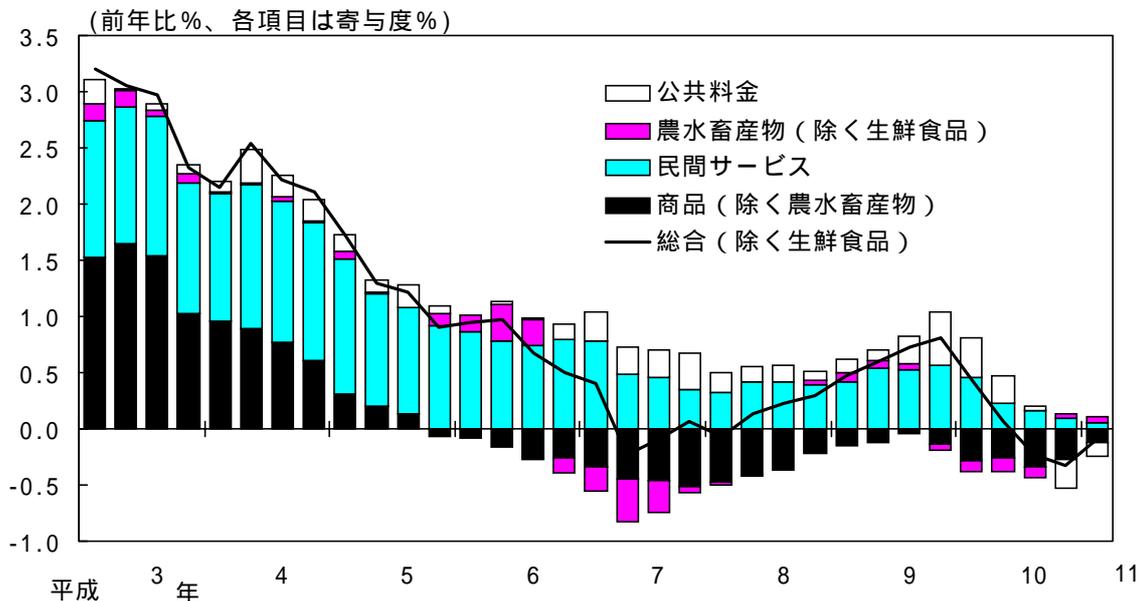
製商品価格判断(全国企業)



これを個々の物価指数の動きに即してやや詳しくみると、まず、消費者物価総合（除く生鮮食品）については（図表 17）、個人消費の低迷が続くなかで、全体として弱含みで推移した（前年比、10 年 7～9 月 - 0.2%⁸ 10～12 月 - 0.3% 11 年 1～3 月 - 0.1%）。商品・サービス別には、「商品」が、後述のように最終財については卸売物価の下落が比較的小幅にとどまるも、たばこ特別税導入の影響などもあって、やや前年比マイナス幅を縮小した。一方、「民間サービス」の前年比上昇率は、賃金の軟化などを背景に、縮小傾向を辿った。生鮮食品を含む消費者物価総合でみると、10 年秋以降、天候不順の影響から生鮮食品価格が大幅に上昇したため、10 月から 1 月にかけては前年比プラスとなったが、その後、生鮮食品が落ち着きを取り戻したことから、2 月以降は再び前年比マイナスに転じた（前年比、10 年 7～9 月 - 0.2%、10～12 月 + 0.5%、11 年 1～3 月 - 0.1%）。

（図表 17）消費者物価

消費者物価・総合（除く生鮮食品）



（注）平成 9 年 4 月以降は、消費税率引き上げを調整した計数（課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算）。

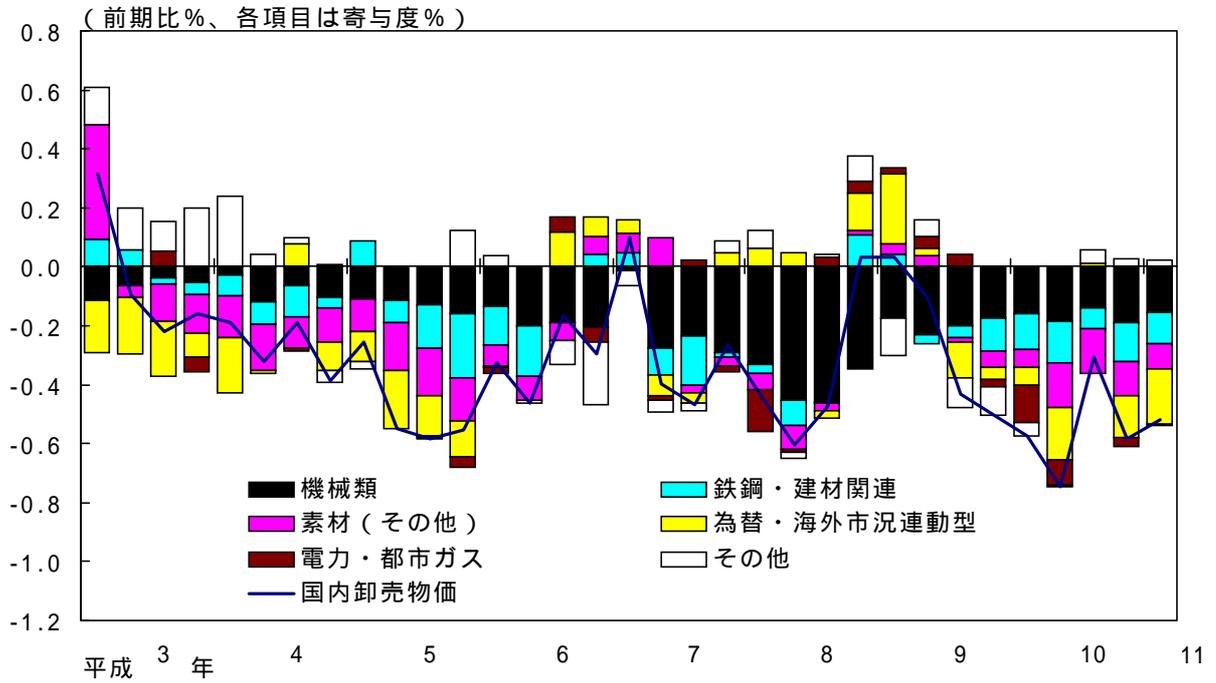
⁸ 9 年 9 月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの価格上昇を除いたベースでみると、10 年 7～9 月は前年比 - 0.5%であった。

次に卸売物価の動向をみると、輸入物価（円ベース）については、10年夏場にかけて、為替円安の影響から強含みに推移したが、秋口以降は、為替相場が円高方向に振れたことや、原油を中心に国際商品市況が低下したことを受けて、かなりのテンポで下落した。ただし、年度末にかけては、為替相場がやや円安に戻したことが影響して、概ね下げ止まった。一方、国内卸売物価（夏季電力料金調整後⁹）については（図表18）、国内需給の緩和が続くなかで、引き続き鉄鋼や機械類が値下がりしたほか、輸入物価下落の影響などから、石油製品や非鉄金属などがかなり低下したため、全体としてみれば、10年秋以降、やや下落テンポが速まった（前期比、10年7～9月 - 0.3% 10～12月 - 0.5% 11年1～3月 - 0.5%）。国内需要財（国内品および輸入品）卸売物価の動きを需要段階別にみると（図表19）、中間財では、為替円高のもとで輸入品が下落したほか、国内品も、国内需給の緩和に輸入原油価格低下の影響などが加わったことで、かなりの下落となったため、全体として一段と下落幅が拡大した。一方、最終財については、国内品の下落テンポは、中間財に比べ小幅なものにとどまったが、為替円高を反映して輸入品が下落に転じたことから、全体としては下落基調が続いた。

また、企業向けサービス価格についてみると、収益の悪化を背景に企業のコスト抑制姿勢が強まるもとで、不動産賃貸、リース・レンタル、諸サービス（機械修理、自動車修理等）をはじめ、全般に軟化傾向を続け、前年比マイナス幅が徐々に拡大した（前年比、10年7～9月 - 0.4% 10～12月 - 0.9% 11年1～3月 - 1.0%）。

⁹ 電力使用量が膨らむ7～9月期については、産業用・業務用電力の使用料が通常の時期に比べ高めに設定されている。ここでは、国内卸売物価の基調的な動きをみるために、こうした季節的に大きな変動が生じる要因を取り除いたベースに調整している。

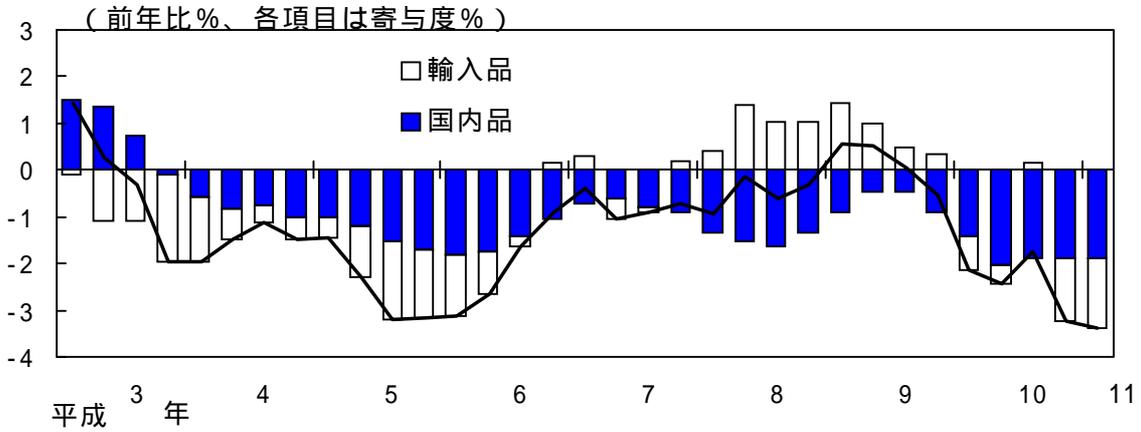
(図表 18) 国内卸売物価



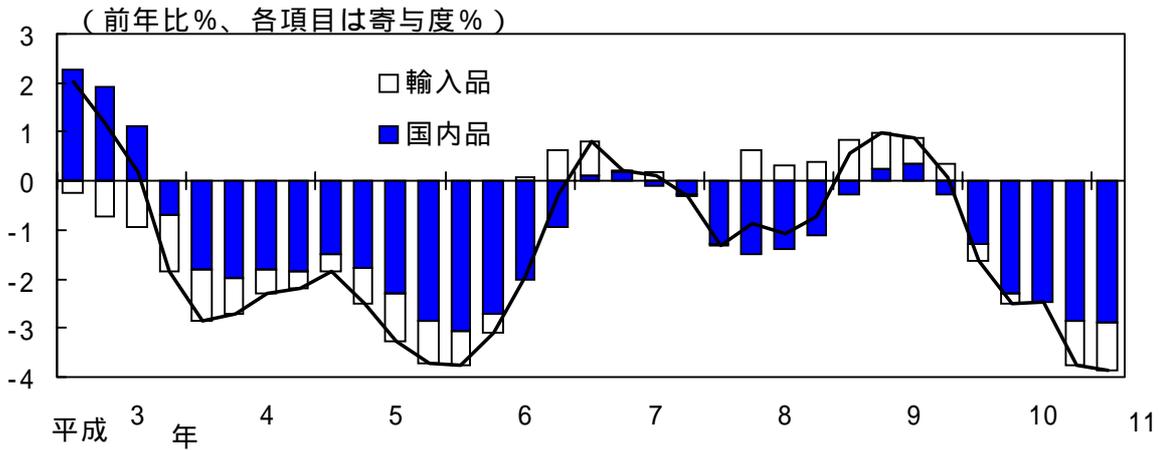
- (注) 1 . 機械類 : 電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 2 . 鉄鋼・建材関連 : 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
 3 . 素材 (その他) : 化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
 4 . 為替・海外市況連動型 : 石油・石炭製品、非鉄金属
 5 . その他 : 加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道
 6 . 平成 9 年 4 月以降は、消費税率引き上げを調整した計数 (課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算) 。

(図表 19) 卸売物価・国内需要財

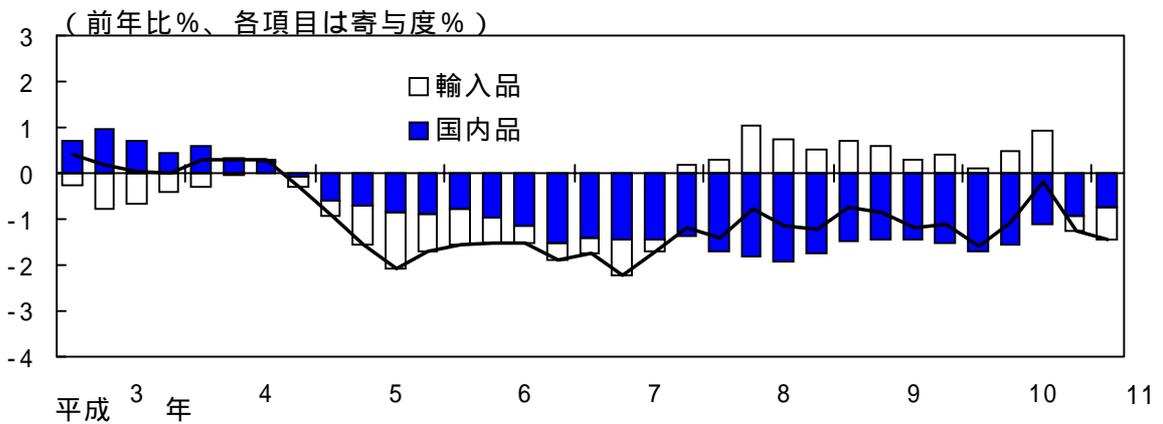
(1) 国内需要財全体



(2) 国内需要財・中間財



(3) 国内需要財・最終財

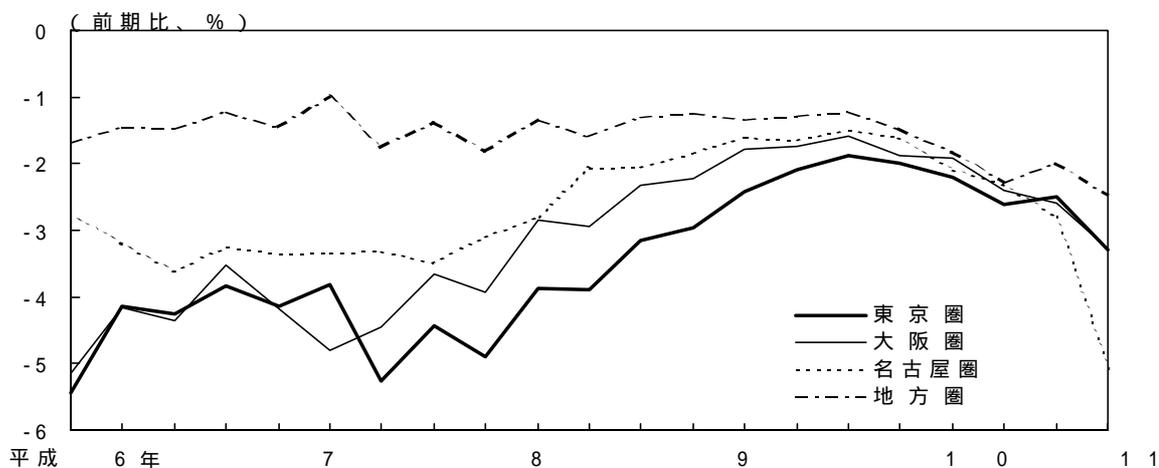


(注) 平成9年4月以降は、消費税率引き上げを調整した計数(課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。

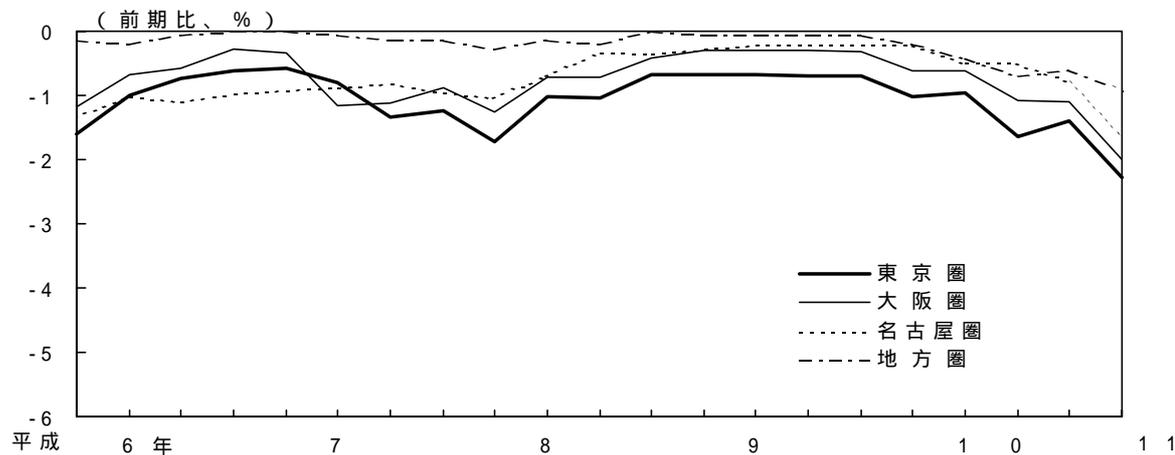
地価の動向をみると（図表 20）、経済活動が低迷し、企業の遊休地売却の動きが強まりはじめたことなどを背景に、商業地地価、住宅地地価のいずれについても、下落テンポがやや速まった。もっとも、このうち住宅地に関しては、前述のとおり新たな住宅減税の効果などから住宅需要が回復を示すなかで、年度末にかけて、徐々に引き合いが増加した模様である。

（図表 20）地価

（1）商業地



（2）住宅地



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

(3) 海外金融経済の動向

10年(1998年)10月~11年(1999年)3月の海外経済情勢をみると、米国景気は拡大を続けた一方、欧州では景気拡大テンポが鈍化した。また、東アジアではなお調整局面が続いたが、韓国など一部諸国では徐々に安定化に向かった。

国際金融市場では、10年夏のロシア危機や米系ヘッジファンドの経営危機表面化の影響が残るなかで、その後も、中国でノンバンクの経営危機が表面化したほか、ブラジルが変動相場制へ移行するなど、不安定な状態が続いた。こうした国際金融市場における動揺は、主要国の金融市場の不安定要因となったほか、その実体経済面にも悪影響を及ぼすことが懸念された。

以上のような金融経済情勢のもとで、欧米主要国においては、数次にわたり金融緩和が実施された。こうしたなか、10年夏場から軟調に推移していた米国株価(ダウ工業株30種平均)は、10年半ば以降はほぼ一貫した上昇基調に転じ、11年3月29日には、終値で10,000ドルを突破した。

この間、欧州では、11年1月に単一通貨ユーロが導入された。

こうした動きをやや子細にみると、米国景気は、アジア、中南米等海外景気の悪化を主因に輸出が減少傾向を辿ったが、家計支出の堅調を主因に全体として拡大を続けた。10年夏場以降、株価が下落傾向を示すなど、金融市場が不安定になるなかで、実体経済についても一時的に減速懸念がみられた。しかしながら、良好な雇用・所得環境が維持されるもとで、10年半ば以降の株価上昇に伴う消費者コンフィデンスの回復もあって、個人消費が拡大を続けたほか、住宅投資も堅調に推移した。このように内需は拡大を続け、これが景気全体を押し上げるかたちとなった。一方で、物価は、全般に落ち着いた動きを続けた。

この間、金融情勢をみると、長期金利(国債30年物流通利回り)は、10年10月にかけて、ロシア危機や米系ヘッジファンドの経営危機表面化をきっかけとする「安全性への逃避」や、米国景気の減速懸念などを背景に下げ足を速め、10月上旬には一時4.7%台まで下落した。その後は、5%前後から5%台前半で一進一退の状況が続いたが、11年2月入り後は、国内経済指標の強さを反映して、5%台半ばまで上昇した。また、「安全性への逃避」の過程においては、国債利回りと民間債利回りとのスプレッドが拡大した。

このような金融経済環境を受けて、連邦準備制度は、9月29日の金融緩和に続き、10月15日（公定歩合：5.00% 4.75%、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標：5.25% 5.00%）、11月17日（公定歩合：4.75% 4.50%、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標：5.00% 4.75%）と政策金利の追加的な引き下げを決定した。これは、金融市場における緊張状態を緩和し、低インフレ下での持続的な経済成長を確保する観点から実施されたものである。

こうした数次の金融緩和措置を背景に、市場は幾分落ち着きを取り戻し、国債・民間債間の利回りスプレッドは若干縮小した。また、株価については、10年夏場以降、一部米系ヘッジファンドの経営危機表面化が米系金融機関に及ぼす悪影響への懸念等から下落していた（ダウ工業株30種平均：10月1日7,632ドル）が、10年半ば以降は反発した。その後も株価は、堅調な企業業績等を反映して上昇傾向を辿り、11年3月末にかけて一時10,000ドルを突破するなど、史上最高値圏で推移した（3月末終値：9,786ドル）。

欧州では、ユーロエリア（11年1月にユーロを導入した欧州11か国で構成される地域）の景気は、雇用環境の改善を背景とした個人消費の堅調から、総じてみれば緩やかな拡大が続いた。しかしながら、外需の減少が生産水準に抑制的な影響を与えるなど、そのテンポは徐々にスローダウンした。この間、物価は引き続き落ち着いて推移した。

なお、ユーロエリアでは、11年1月における単一通貨ユーロの導入に先立ち、10年12月までに参加11か国の中央銀行が協調利下げを実施し、主要な政策金利を3.0%とした。当該金利水準は、ユーロ導入以降も、欧州中央銀行（ECB）の主要な政策金利であるメイン・リファイナンス・オペ・レートの水準として引き継がれた¹⁰。

英国では、外需の減少基調が続いたほか、個人消費の伸び悩み、生産活動の減速などが明確化した。また、物価は落ち着いた推移となった。こうした情勢のもとで、英蘭銀行（BOE）は、景気の減速や労働市場の逼迫感の緩和等から、先行きの物価上昇率の見通しが下方修正されたことなどを背景に、10年10

¹⁰ メイン・リファイナンス・オペとは、レポ形式で定期的実施される資金供給のためのオペレーション（期間は原則2週間）であり、ユーロエリアの金融市場調節における中核的手段として位置付けられているもの。したがって、その金利であるメイン・リファイナンス・オペ・レートは、欧州中央銀行の金融政策スタンスを示すものとされている。

月から 11 年 2 月の間、計 5 回にわたって政策金利を引き下げた（レポ・レート:7.50% 7.25% <10月8日> 6.75% <11月5日> 6.25% <12月10日> 6.00% <1月7日> 5.50% <2月4日>）。

この間、欧州の株価は、概ね上昇基調で推移した。

N I E s、A S E A N 諸国については、総じてみれば内外需の低迷から調整局面が続く、多くの国で追加的な金融緩和が実施された。こうしたなか、韓国など一部諸国では、生産に持ち直しの兆しが窺われるなど、徐々に安定化に向かう動きがみられた。この間、各国の通貨は、概ね安定的に推移した。

また、中国では、外需の減少が続いたが、公共投資に支えられて、高い成長率となった。なお、地方政府が営む一部ノンバンクの清算の動きを受け、同国からの資金流出懸念が広まった。

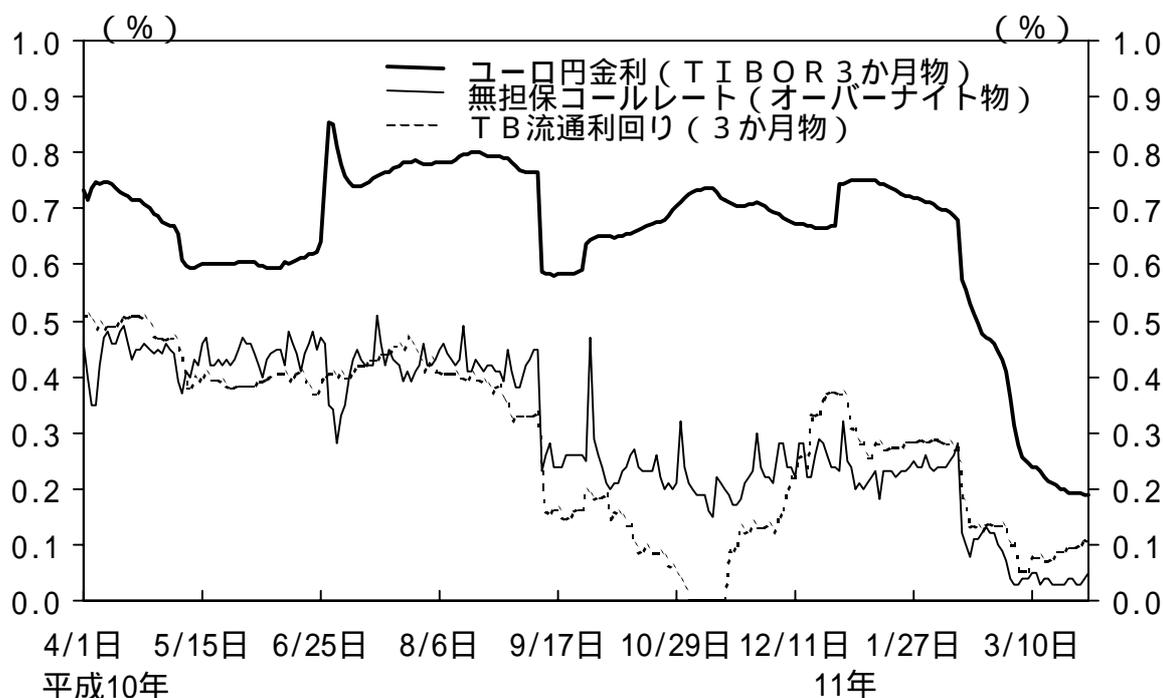
この間、ブラジルでは、10 年 8 月のロシア危機発生以降レアルに対して大きな売り圧力が生じた。これに対し、同国中銀が通貨防衛の観点から大幅な金利引き上げを行ったほか、10 年 11 月には I M F 等による支援策が発表された。しかしながら、その後もレアルへの売り圧力は沈静化しなかったため、同国は、11 年 1 月に変動相場制への移行を実施した。もっとも、その後は、政策金利の引き上げ、同国政府と I M F スタッフによる、インフレ抑制と一段の財政健全化方針を盛り込んだ共同声明の発表（2 月 4 日）等を背景に、3 月以降、インフレ懸念が薄らぎ、レアル相場が幾分上昇するなど、小康状態に転じた。これを受け、3 月 25 日には、政策金利の引き下げが実施された。

2. 金融市場の動向

(1) 短期金融市場の動向

10年度下期の短期金融市場の動向をみると(図表21)、10年秋には、国際的な信用収縮懸念の広がりのもとで、わが国金融機関の年末越え資金繰りに対する市場の警戒感が一段と高まったことから、市場金利には強い上昇圧力がかかった。こうした状況を踏まえて、日本銀行や政府による政策面からの措置が相次いで採られた結果、10年末から年度末にかけて、市場は落ち着きを取り戻す展開となった。

(図表21) 短期金融市場



この間の動きを具体的にみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、概ね金融市場調節方針の誘導水準に沿う動きを示した。

すなわち、日本銀行が9月9日に金融市場調節方針を変更して以来、11年2月上旬までの間は、無担保コールレート(オーバーナイト物)は概ね0.25%前後の水準で推移した。また、日本銀行が2月12日に金融市場調節方針を一段と緩和してからは、3月初まで0.10%前後での推移となった後、3月中旬以降

は概ね 0.03～0.05%程度の水準で推移した。この金利水準は、短期資金取引にかかる手数料を勘案すれば、事実上ゼロ%に達したとみることのできるレベルと言える。

ターム物金利をみると、民間金融機関間の取引金利の代表的指標であるユーロ円金利（TIBOR 3 か月物、以下同じ）は、9月下旬頃から上昇傾向を辿り、11月中旬には 0.7%台半ばと、9月の金融緩和措置以前の水準近くまで押し戻されたかたちとなった。金融緩和措置の実施にもかかわらず、このようにターム物金利が上昇したのは、わが国金融機関が外貨資金の調達難のもとで、年末越え資金を中心に「円投」用の円資金手当てを急いだことによるところが大きい¹¹。

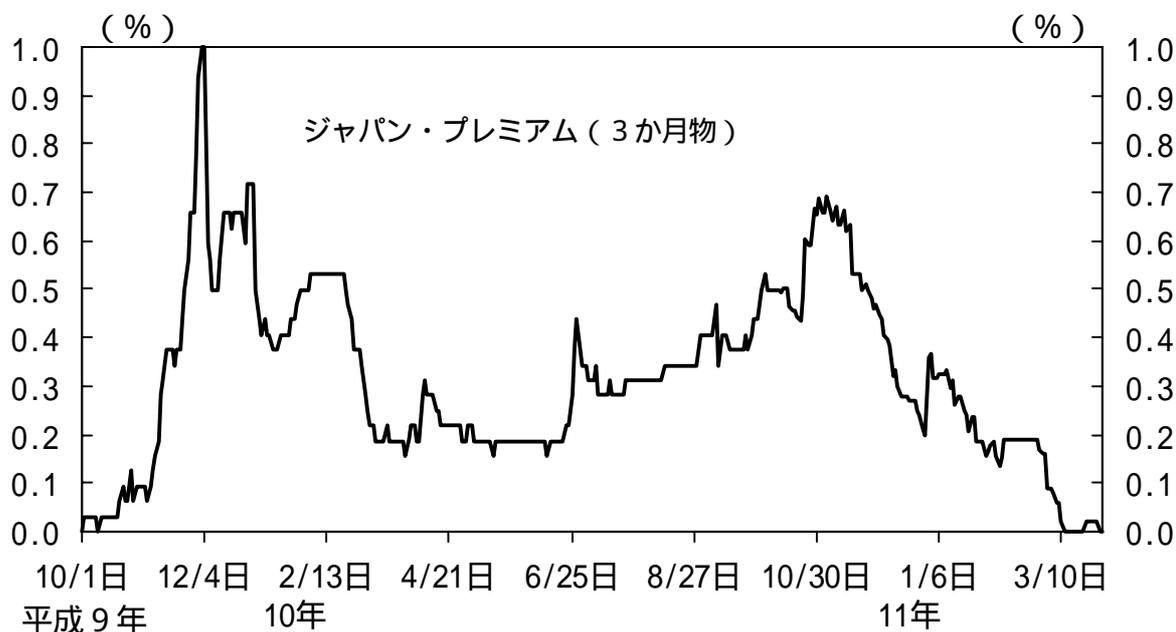
すなわち、10年夏から秋にかけて、国際金融市場では、ロシア金融危機や米系ヘッジファンドの経営危機の表面化をきっかけに、より安全性や流動性の高い資産に資金をシフトする動きが広がり、信用収縮の生じる懸念が強まった。もともと海外市場では、わが国金融機関の信用リスクに対する警戒感が強まっていたが、こうした国際的な信用収縮懸念も加わって、わが国金融機関の外貨資金調達は一段と困難になった。ジャパン・プレミアム（わが国金融機関がドル資金を調達する際に、欧米金融機関のドル資金調達金利に上乘せしなければならない金利幅）は、こうした状況を反映して、10年秋以降、再び急速な上昇を示した（図表 22）¹²。

¹¹ 円資金を調達して、外国為替市場でドル資金に転換することを、一般に「円投（円の投入）」と呼称している。金融機関がドル資金調達を目的に円投を行う場合には、為替リスクを回避するために、直物の円売り・ドル買いと先物の円買い・ドル売りを組み合わせたスワップ取引を利用することが多い。

一方これとは逆に、ドル資金を調達して、外国為替市場で円資金に転換することを、一般に「円転（円への転換）」と呼称している。

¹² ここでは、ジャパン・プレミアムを、市場において代表的な指標とされている「東京三菱銀行オファーレートとバークレイズ銀行オファーレートの差」でみている。

(図表 22) ジャパン・プレミアム



わが国金融機関は、こうした外貨資金調達難に対応するため、海外市場で外貨資金を直接調達するのに代えて、まず内外市場で円資金を調達し、これを為替スワップ取引によりドル資金に転換する「円投」を大規模に行った。その結果、わが国金融機関による円資金の調達圧力が高まり、ユーロ円金利は、10年秋以降、年末越え物を中心に上昇傾向を辿った。

日本銀行は、こうした情勢に対応するため、各種の金融市場調節手段を駆使して、年末越えの円資金供給を前年以上に急ピッチで積み上げ、金融市場の安定化に努めた（「金融政策運営及び金融政策手段を巡る動き」で詳述）。これによって、わが国金融機関の「円投」を通じる年末越え外貨資金調達は、結果的に概ね順調に進捗した。この間、10月中旬に金融システム立て直しに向けた法的枠組みが整ったことも、わが国金融機関の信用リスクに対する内外市場の警戒感を徐々に和らげる作用を持った。また、米国連邦準備制度が9月末から11月中旬にかけて3回にわたり金融緩和措置を採ったことなどを背景に、国際金融市場全体としての信用収縮懸念も次第に後退した。

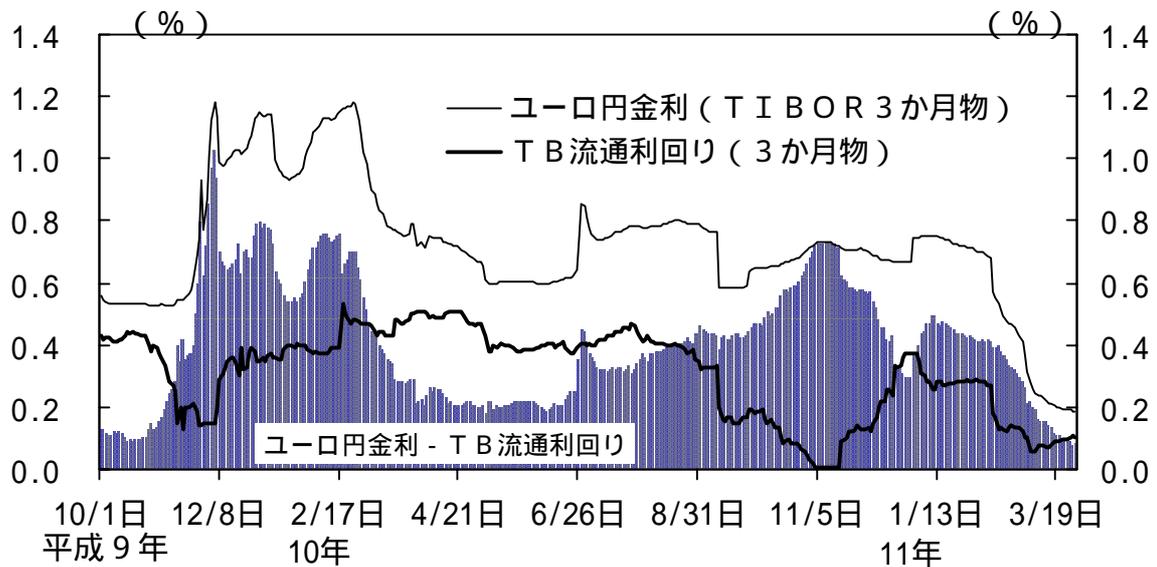
以上を受けて、ジャパン・プレミアムは11月上旬をピークに低下に転じ、つれてユーロ円金利も11月中旬以降、低下傾向を辿った。このように、短期

金融市場は 11 月央を境に徐々に落ち着きを取り戻し、ユーロ円金利は 12 月下旬には 0.6% 台半ばまで軟化した。さらに、年明け後は、ユーロ円金利は、日本銀行の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への取り組みが内外の市場で好感されたことを背景に、1 月半ば以降ほぼ一貫して軟化傾向を辿った¹³。とくに 2 月央以降は、日本銀行による一段の金融緩和措置の実施（2 月 12 日）に加えて、大手銀行に対する公的資本投入の具体化の動きなどを背景に、市場に安心感が広がったことから急速に低下し、年度末には 0.2% を割り込む水準となった。

以上は、ターム物金利の中でも、銀行間取引の金利の動きである。そこで次に、T B（割引短期国債）3 か月物の利回りをみると、9 月 9 日の金融市場調節方針の緩和に伴ってユーロ円金利と概ね同幅低下した後、10 月上旬からは、ユーロ円金利とは対照的に、一段の低下傾向を辿った（図表 23）。ユーロ円金利と T B 利回りのこうした差異は、基本的にはわが国金融機関の信用リスクや流動性リスクを反映したものであるため、ジャパン・プレミアムと概ね同様の動きを示すと考えられる。実際、ジャパン・プレミアムが最も大きくなった 10 月下旬から 11 月上旬にかけては、ユーロ円金利と T B 利回りの差も大きく拡大し、T B 利回りは一時ほぼゼロ%に達した。

¹³ 3 か月物金利は年末を境にいったん跳ね上がる動きとなっているが（前掲図表 21）、これは 3 か月物資金が年度末越えになったことに伴う一時的な動きであり、市場の地合いそのものの変化を示すものではない。

(図表 23) ユーロ円とT Bの金利格差



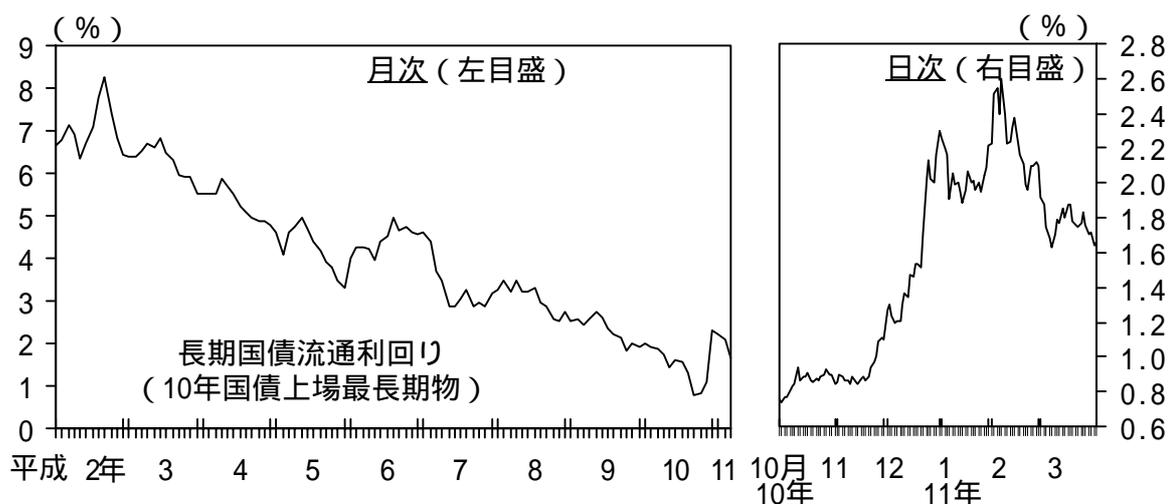
この時期に、T B 利回りが一時ほぼゼロ%にまで低下した理由を、市場の取引実態との関係でみると、前述したわが国金融機関による「円投」の圧力が深くかかっている。すなわち、わが国金融機関による「円投」の増加は、外国為替市場においては、為替スワップ取引（ドルの直物買い／先物売り）に対する需要を増加させたため、直物相場と先物相場の乖離率である直先スプレッドを大幅に拡大させる力として働いた。したがって、わが国金融機関は、高いコストでの外貨資金調達を余儀なくされた（＝円投コストの上昇）一方、為替スワップ取引の相手方となる欧米の金融機関は、廉価なコストで円資金を手に入れることができるようになった（＝円転コストの低下）。この結果、為替スワップ取引を利用した欧米金融機関の円資金調達コストは、一時マイナスにまで低下した。そのような低コストの円資金を手に入れた欧米金融機関にとっては、たとえ利回りがゼロ%であっても収益を確保することが可能になったため、安全性や流動性の高いT B に対する購入圧力が一層強まって、その利回りが実際に一時ほぼゼロ%まで低下することとなったものである。

その後11月中旬以降は、わが国金融機関による「円投」の動きが一巡して、欧米金融機関の円資金調達コストが反転したため、これに伴ってT B 利回りも上昇した。さらに12月下旬から1月上旬にかけては、T B 利回りは、後述する長期国債利回りの上昇にも引きずられて一時0.3%台後半まで強含むに至った。もっともその後は、2月の一段の金融緩和措置を背景に再び低下に転じ、

(2) 債券市場の動向

10年度下期の債券市場の動向をみると、長期国債の流通利回りは(図表25)、11年半ば頃まで過去最低圏内での動きとなったあと大幅上昇に転じ、2月上旬には9年央以来の水準まで上昇した。もっとも、その後は、短期金利の低下などを受けて軟化している。

(図表25) 長期国債流通利回り



この間の動きをやや子細にみると、国債利回り(10年国債上場最長期物の流通利回り)は¹⁴、夏から秋にかけて急速に低下した流れを受けて、10月初には過去最低水準を記録した(10月2日0.740%)。これには、景気悪化を示す指標が相次ぐもとで経済の先行きに対する不透明感が一段と強まったこと、国際金融市場の動揺などもあって投資家の安全資産指向が強まったこと、などの要因が作用していたと考えられる。また、本来長期国債には価格変動リス

¹⁴ 長期国債は、発行日の翌々月月初に証券取引所へ上場される扱いとなっており、「上場最長期物」とは、こうして上場された銘柄のうち残存期間が最も長い銘柄をいう。このほか、長期国債の流通利回りをみる際には、「指標銘柄」(発行量や売買量等の面で代表的なものと市場参加者に認知された銘柄)や「新発債」(最も最近時に発行された銘柄、通常は上場前)が用いられることが多い。ただ、「指標銘柄」の場合には、銘柄の変更が長期間にわたって行われず、残存期間が10年を大きく下回って10年物利回りの実勢を表さなくなるケースもしばしばみられた。こうしたことから、最近では「指標銘柄」に代えて、「上場最長期物」や「新発債」を長期国債流通利回りをみる際の代表的銘柄としてみなすようになってきている。

クがあるが、利回りが低下する（＝債券価格が上昇する）局面が長く続いたことから、価格変動リスクに対する投資家の意識が薄れて国債の保有需要が過度に高まり、利回りが経済の実勢から説明できない水準まで低下した可能性も否定できないように窺われる。

その後、11月から12月半ばにかけては、上記 および の要因にそれぞれ変化が生じ、長期国債の利回りは反発に転じた。すなわち、 の実体経済面では、11月16日に緊急経済対策が取り纏められたほか、経済指標面でも多少明るい材料が混じり始めるようになった。 の金融面でも、国際金融市場が落ち着きに向かい、わが国の金融システム立て直しに向けた法的枠組みが整うなどの動きがあった。もっとも、金利水準としては、12月半ばの時点にあっても、なお1%台半ばまでの上昇にとどまっていた。

しかしながら、12月半ばから2月上旬にかけては、財政赤字の拡大に伴う国債の増発懸念や、国債価格変動リスクに対する意識の高まりなどを背景に、利回りは急ピッチで上昇した。とくに、12月下旬に、11年度の国債発行計画や資金運用部による国債買い入れの停止が伝えられると、市場に潜在していた「需給悪化懸念」が一気に表面化し、利回りは年末にかけて2.3%弱まで上昇した。その後、年初には、新発債の比較的好調な入札結果などを受けて一旦軟化したのが、1月末以降は再び強含み、2月上旬には、9年7月以来約1年半振りに2.5%前後での動きとなった。

以上の国債利回りの動きを、この間の株価の動向等も念頭に置きながら、改めて整理してみると、次のようなものである。

第1の局面である12月半ばまでの国債利回りの上昇は、株価の反発と概ね軌を一にしていることからみて、それまでの悲観一色であった景況感が上方修正されたことによる面が大きかったものとみられる。しかし、第2の局面である12月半ばから2月上旬にかけての大幅な利回りの上昇は、その間において株価が弱い動きを続けたことなどからみて、長期国債保有に関する何らかのリスク・プレミアムが拡大したものとみるのが自然な解釈であるようにみられる。

このリスク・プレミアムの性格を、当時市場において「需給の悪化」という認識がきわめて強かった事実を手がかりに考えてみると、まず供給面については、市場において大量の国債発行の継続がとくに注目されていたことが挙げら

れる。その際、すでに多額にのぼっている財政赤字が今後さらに拡大していくと、いずれ将来は財政運営の行き詰まりと民間経済の活力低下からインフレ圧力が強まり、国債価格が大幅に下落するというリスクが、わずかではあっても意識されていた可能性がある。

一方、需要面では、10年秋まで長らく低下傾向を続けてきた国債利回りが目立って反発したことをきっかけに、投資家が国債価格の下落リスクを急速に意識したとみられる点が注目される。とりわけ、主要な市場参加者である金融機関は、多額の不良債権処理を控えた11年3月期の決算において、国債の価格下落に伴う追加的な損失を被る可能性を極端に警戒し、国債保有に対する姿勢を急速に慎重化させたようにみられる。

このように、10年11月から11年2月上旬にかけての長期金利の上昇は、行き過ぎた景況感の修正から、まず実際に国債価格が下落した、さらに財政赤字の拡大を改めて印象づける材料をきっかけに将来国債価格が大きく下落するリスクが意識され始めた、金融機関を中心にそうしたリスクに対する投資家の回避姿勢が急速に強まった、といった要因が相乗的に作用してリスク・プレミアムが拡大し、これが利回りを押し上げたと解釈するのが自然であるようにみられる¹⁵。

その後、国債利回りは、2月の日本銀行による一段の金融緩和措置や、資金運用部による国債買い入れの再開などを材料に軟化に転じ、3月入り後も、短期金利が引き続き軟化するもとで、緩やかな低下基調が続いた（3月31日1.663%）。

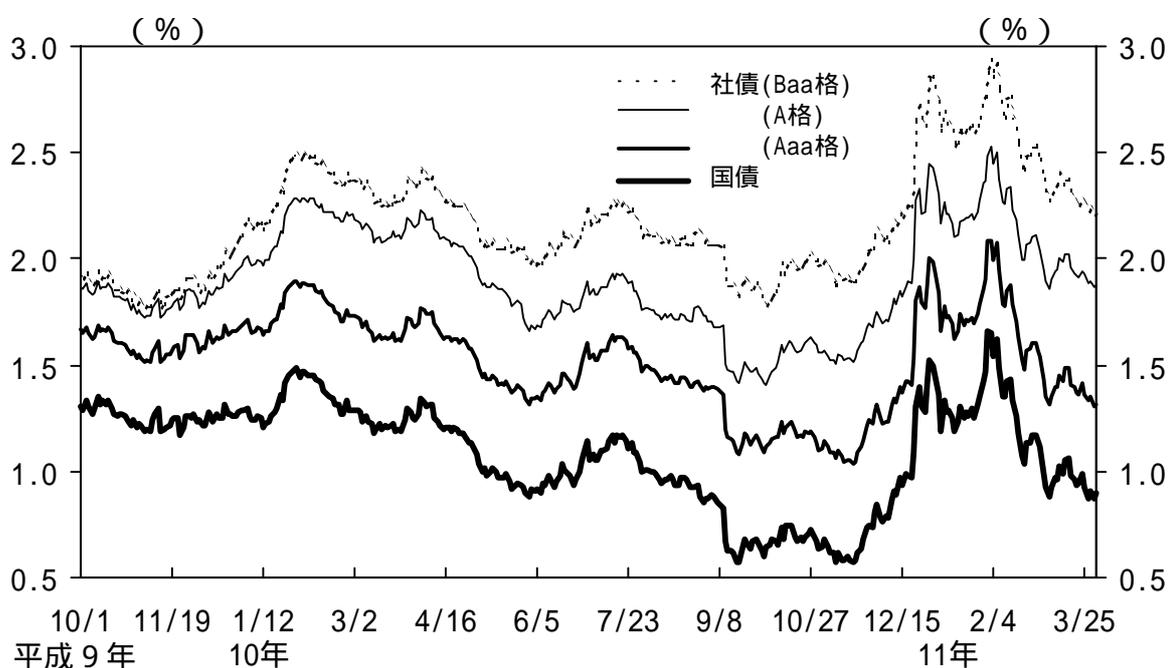
この時期の国債利回りの低下は、株価が上昇した事実などからみて、景気や物価に対する見方が変化したことによるものではなく、その前の局面において拡大していた国債保有に関するリスク・プレミアムが縮小に向かったことを含め、金融環境の変化による面が大きかったものと考えられる。すなわち、第1に、日本銀行による2月の金融緩和措置は、ターム物金利の大幅な低下に現れ

¹⁵ 一般に、リスク・プレミアムの拡大は、リスク自体の増大、投資家のリスクテイク姿勢の慎重化、のいずれか、または双方によって生じうる。ここで記述した現象のうち、まず国債価格が下落したという事実や財政赤字の拡大懸念は、リスク自体の増大に該当し、金融機関の国債保有の慎重化は、リスクテイク姿勢の変化に該当するものと整理できる。

ているように、ある程度先々まで金利が低水準で推移するという市場の期待形成を促した。中央銀行の金融市場調節は、長期金利に直接的な影響を与えることはできないが、こうした期待形成の変化を通じて、長期債の利回り低下に何がしか寄与した可能性が考えられる。第2に、公的資本の投入が確実になるにつれ、金融機関のリスクテイク能力がある程度回復し、長期国債の価格変動リスクに対する回避姿勢が一頃より和らいだことが考えられる。第3に、将来の財政赤字拡大懸念が依然として残るとは言え、上記の諸要因もあって国債利回りがともかくも落ち着きを取り戻したことが、価格変動リスクを低下させる方向に作用し、投資家の買い安心感を誘った面があったものとみられる。

この間、社債の流通利回りは（図表26）、国債利回りの動きを反映して、大幅な振幅を示した。こうしたもとで、社債と国債の利回り格差は、総じてみれば大きく開いたまま、概ね横這い圏内で推移した。すなわち、企業の信用リスクに対する投資家の認識は、厳しい状況が続いた。

（図表26）社債流通利回り



（注）国債、社債とも残存年数5年。社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 預金金利、貸出金利の動向

10年度下期の預金金利をみると、全体として変動は小幅にとどまったが、やや細かくみれば、市場金利の動きを反映して、年末まではやや上昇し、その後低下する展開となった。

まず、市場金利との連動性の高い大口定期預金（全国銀行・新規受入・総合ベース、預入金額1千万円以上）の金利をみると、期間が2か月以上3か月未満のものについては、短期金融市場におけるターム物金利の上昇を反映して、11～12月には0.7%近くまで強含んだ。その後は、短期金融市場の緊張が和らいだことから低下に転じ、2月の金融緩和措置後はさらに低下した。この結果、3月は0.2%台の低水準となった。また、期間の長いものについては、長期市場金利が12月半ばから2月上旬にかけていったん大幅に上昇したことを反映した動きとなった。例えば、期間が4年以上5年未満のものについてみると、昨年秋は概ね0.4%台と過去最低水準で推移していたが、2月には1%近くまで上昇した。その後の長期市場金利の低下を受けて、3月は0.7%台へ軟化した。

一方、小口定期預金（同、預入金額300万円未満）の金利についてみると、10年秋における短期市場金利の上昇から影響をほとんど受けなかった。すなわち、期間1年未満の預金金利は、夏頃までは0.20%を若干上回る水準であったが、秋以降は9月の金融緩和措置の影響からむしろ低下し、概ね0.15%程度で安定的に推移した。さらに、2月の金融緩和措置を受けて、3月は0.10%近くまで低下した。この間、期間が2年以上の預金金利は、12月から2月にかけて、大口定期に比べれば小幅ながらいったん上昇し、2月の金融緩和措置を受けてかなり低下した。3月には、期間が4年以上5年未満の預金金利は0.3%台となった。

この間、流動性預金の金利も、2月の金融緩和措置を受けて引き下げられた。すなわち、主要行の普通預金の金利は、3月に、それまでの0.10%から、0.05%に引き下げられた。また、主要行の貯蓄預金の金利も、ほぼ同じ時期に、それまでの0.15～0.16%から、0.10%に引き下げられた。

貸出金利をみると（図表27）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、10年度下期中¹⁶、短期、長期ともに横這い圏内で推移したあと、2月の金

¹⁶ 本稿執筆時点（5月下旬）で利用可能な貸出金利の計数は11年2月分までである。

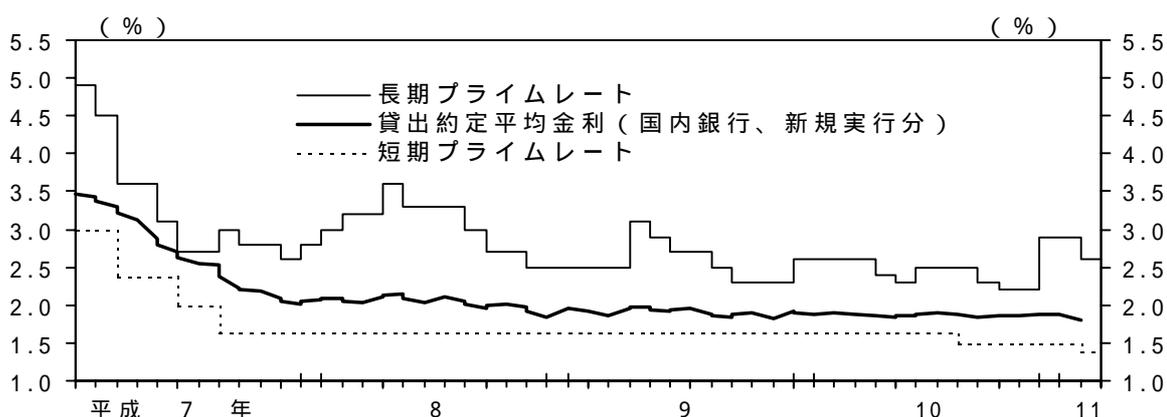
融緩和措置を受けて若干低下した。

2月の金融緩和措置までの間、貸出金利の変動が小さかったことの背景を窺うと、まず、短期の貸出金利（期間が1年未満の貸出の金利）については、貸出金利に最も大きな影響を与える短期プライムレート（都長信）が、11年2月まで据え置かれたことによる面が大きかったとみられる¹⁷。

長期の貸出金利（期間が1年以上の貸出の金利）も、長期市場金利およびそれに連動する長期プライムレート的大幅な変動にもかかわらず、概ね横這いで推移した。その背景のひとつは、長期貸出であっても金利は短期プライムレートに連動する型の貸出が少なくないため、上述した短期プライムレートの据え置きが影響したことが挙げられる。また、市場金利にスプレッドを乗せる形で貸出金利を決める市場金利連動型についても、市場金利が短期間に大きく変動するようなときには、その変化を貸出金利に直ちに全部は反映させない スプレッド部分で調整する というケースがしばしばある。そうしたことも、市場金利の変動の割には貸出金利がなだらかに推移した背景となっているように窺われる。

この間、中期的な経営の健全化や資本効率の向上の観点から、信用リスクに応じて金利を設定しようとする金融機関の姿勢は堅持された。このため、11年入り後、企業金融全体としては環境が改善したが（後述）、格付が低めの企業などでは、引き続き金利面においても厳しい資金調達環境が続いた模様である。

（図表 27）貸出金利

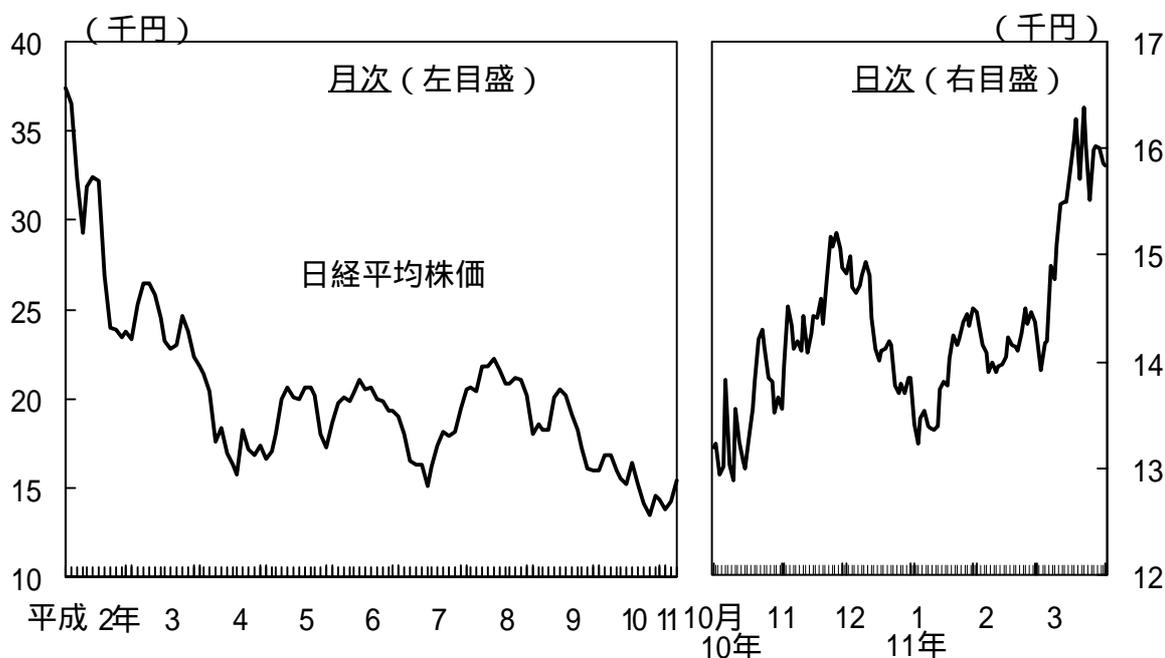


¹⁷ なお、2月の金融緩和措置後は、ターム物金利が顕著に低下し、3月には短期プライムレートも1.5%から1.375%に引き下げられた。

(4) 株式市場の動向

10年度下期の株式市場の動向をみると、株価（日経平均株価）は（図表28）、景気の低迷が続くもとで、10月上旬にバブル崩壊後の最低水準を更新したあと、一時回復に転じたが、12月半以降は再び大幅に軟化し、2月にかけて総じて低調に推移した。もっともその後は、日本銀行による一段の金融緩和措置や、政府による公的資本投入の具体的な進展、さらには企業による経営合理化計画の策定などを背景に上昇に転じ、年度末にかけて、10年8月初以来の1万6千円台まで足早に回復した。

(図表28) 株価



この間の動きをやや詳しくみると、株価は、景気の低迷持続や金融システム問題の帰趨を巡る不透明感を背景に、10月上旬にかけてバブル崩壊後の最低水準を更新した（10月9日 12,879円）。しかし、10月半からは、金融システム立て直しのための法的枠組みが整ったことや、金融界における業務提携・リストラの動きなどを好感するかたちで、銀行株を中心に反発に転じた。その後、こうした株価持ち直しの動きは、緊急経済対策の取り纏めに向けた動きや米国株価の回復もあって、ほぼ全業種にわたるものとなり、11月下旬には一旦1万

5千円台を回復した。もっとも、円高をひとつの背景として企業収益の悪化懸念が強まったことなどから、株価の反発力には一定の限界が窺われた。こうしたもとで、12月中旬以降は、長期金利の急上昇や円高の一段の進行を受けて再び大幅に軟化し、年初は1万3千円台前半での動きとなった。

その後、2月半ば頃まで、株価は、長期金利や為替相場の動向に反応しながら、1万4千円をはさんで総じて低調に推移し、2月12日の金融緩和措置の実施後も、直ちに明確な回復傾向を示すには至らなかった。しかし、3月に入ると、市場金利の低下や為替相場の軟化などにみられるように、金融緩和の効果が市場に浸透してきたこと、公的資本の投入が具体化の段階に差しかかり金融システム面での懸念が後退したこと、企業における経営合理化策の動きが出てきたこと、米国経済への楽観的な見方が強まり米国株価が史上最高値を追う展開となったこと、などの好材料が揃ってきたことから、株価は足早に上昇傾向を辿った。この結果、年度末近くには、株価は10年8月初以来の1万6千円台を回復した。

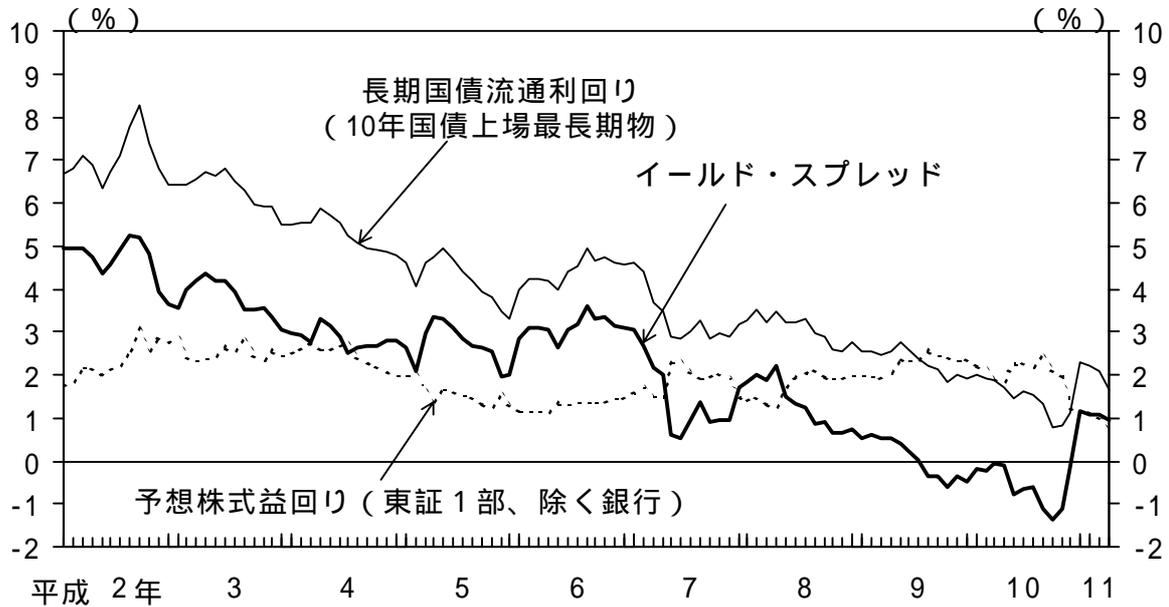
この間、イールド・スプレッド（長期国債流通利回り - 予想株式益回り）は（図表29）¹⁸、10年秋に過去最低水準となったあと、12月には国債利回りの動向を反映して大幅に上昇し、その後もほぼ横這いの動きを続けた¹⁹。

¹⁸ イールド・スプレッド = 長期国債流通利回り - 予想株式益回り（1株当たり予想利益 ÷ 株価）
= 企業収益の期待成長率 × 企業収益の変動に対するリスク・プレミアム
なお、ここでは、東証1部（除く銀行）の予想株式益回りをを用いている（大和総研調べ）。

¹⁹ イールド・スプレッドの上昇は、普通に解釈すれば、企業収益の先行きに対する平均的な見方が改善したこと、企業収益の不確実性に関するリスク・プレミアムが縮小したこと、といった望ましい現象の少なくともどちらかが生じたためということになる。

しかし、こうした解釈は、長期国債保有の収益率に関するリスク・プレミアムは無視できるほど小さいか、存在していてもそれが一定の水準に維持されているとの仮定のもとではじめて成立するものである。前述したように、10年秋以降の長期金利の大幅な上昇は、国債の価格変動に関するリスク・プレミアムの変動が影響していた可能性が高い。そうであるとすると、上記イールド・スプレッドの動きには、国債の価格変動に関するリスク・プレミアムが少なからず含まれていることになるため、イールド・スプレッドの上昇を単純に「望ましい現象が生じた」と断定することには無理がある。

(図表 29) イールド・スプレッド

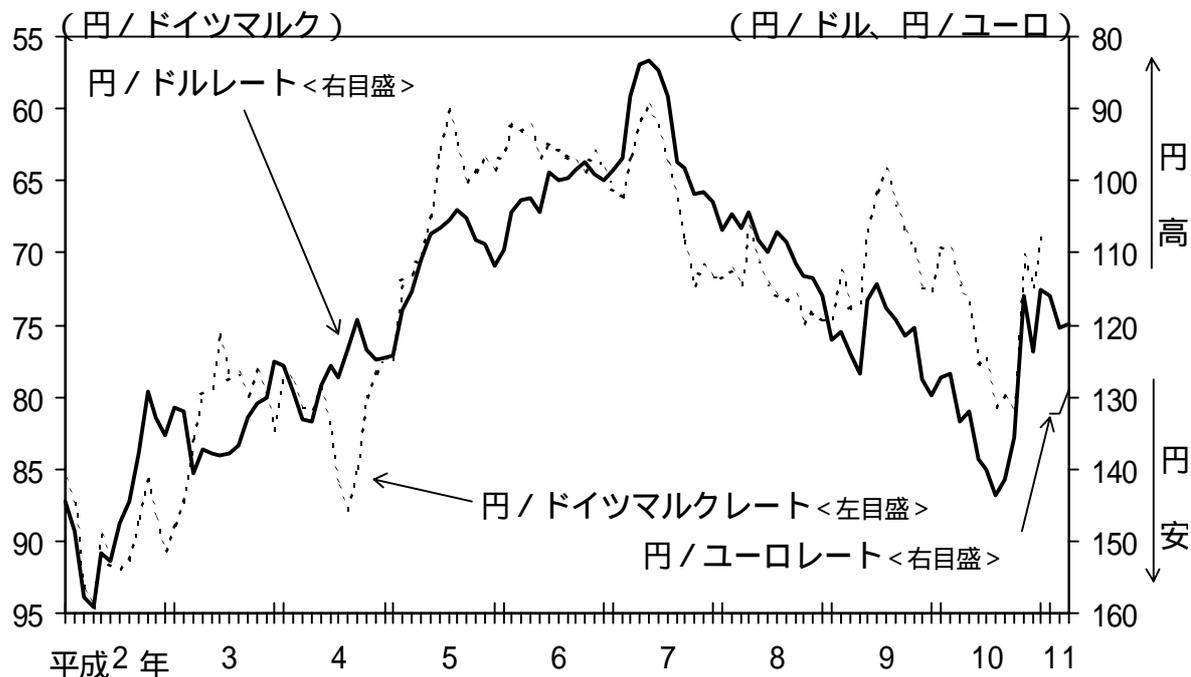


なお、株式市場における出来高は、2月までは総じて低水準で推移したが、3月入り後は、持ち合い解消売りが増大する一方で、割安感のある日本株の組み入れ比率引き上げを企図した海外投資家の買いが増大したことなどから、急増した（東証1部1日当たり出来高、10～2月平均 408 百万株 3月平均 729 百万株）。

(5) 外国為替市場の動向

10年度下期の外国為替市場の動向についてみると（図表 30）、円の対米ドル相場は、わが国の経済対策に対する期待感や米国経済に対する先行き不透明感の高まり、内外金利差の縮小などを背景に、1月にかけてほぼ一貫して上昇を続けた。もっとも、2月に日本銀行が一段の金融緩和措置を打ち出して以降は、内外金利差の再拡大等を反映して、幾分軟化した。

(図表 30) 為替レート



(注) 為替レートは、いずれも東京市場の午後5時時点の相場による。

この間の動きをやや子細にみると、まず10年夏から秋にかけては、ロシア金融危機やその中南米諸国等への波及、大手ヘッジファンドの経営危機の表面化などを背景に、国際金融市場に動揺が生じた。そうした情勢のもとで、欧米主要国における利下げ期待が強まり、10年夏に140円台で推移していた円の対米ドル相場は秋口には上昇傾向に転じ、とりわけ10月に入ると、10月初の136円台から10月中旬の114~115円まで、ごく短期間に大幅なドル安・円高が進んだ。こうした急速な円高進行には、わが国における追加景気対策に対する期待感が高まったこともあるが、同時に、ヘッジファンド等の投資家が、エマージング諸国向け投資等から生じた損失を穴埋めするために、それまで円の低金利に着目してデリバティブズを駆使しながら膨らませていたドル買い・円売りポジションを巻き戻して、その含み益を顕在化させようとしたことが、かなり影響したといわれている。

このような急速な円高進行に対しては、さすがに市場の警戒感が強まったが、一方で、わが国金融システムの立て直しに向けた法的枠組みが整ったことや、ブラジルの通貨切り下げ懸念等の円高要因も根強かったため、11月上旬にかけて、概ね115~117円台での揉み合いが続いた。

11月中旬から12月上旬にかけては、米・英軍によるイラク攻撃や米国株価の堅調などを受けて、122～123円まで幾分ドル高・円安となる局面もみられた。しかしながら、年末から1月上旬にかけては、中南米情勢の悪化等に伴い米国経済の先行き不透明感が強まったことや、わが国の長期金利が急上昇したことなどを背景に、一時110円を超えてドル安・円高が進行する動きとなった。その後2月上旬にかけては、ドル買い・円売り介入に対する警戒感が高まった一方、わが国の長期金利の上昇が意識されて、113～115円での推移が続いた。

しかし、2月12日に日本銀行が打ち出した金融緩和措置のもとで、わが国の長短金利が低下すると、米国経済の先行きについて楽観的な見方が広がってきたこともあって、2月下旬には122円近くまでドル高・円安となった。3月に入ると、欧米投資家が、日本経済に対して一頃よりも明るい見方をとり始めたことなどを背景に、日本の株式を購入する動きを活発化させたほか、わが国の企業は決算対策のための外貨資産処分を進めた。この一方で、116～118円までドル安・円高が進んだ局面では、ドル買い・円売り介入への警戒感が強まったほか、3月下旬にはNATOによるユーゴスラビア空爆に伴うドル買いがみられた。このように、ドル売り・円買いとドル買い・円売りの両要因が交錯するなかで、3月末にかけては、120円をはさんでの展開となった。

円の対ドイツマルク相場は、10月から12月にかけて、概ね対米ドル相場と軌を一にする展開となり、10月初の81～82円程度から12月末には68円台まで上昇した。

また、11年初からドイツを含む欧州11か国で導入された単一通貨ユーロに対しては、欧州中央銀行による利下げ観測やわが国の長期金利上昇等を背景に、2月上旬まで円が上昇基調を辿った。その後、年度末までは、日本銀行の金融緩和措置が実施された一方、欧州中央銀行による利下げ観測も根強く続いたことから、概ね横這い圏内の動きとなった。

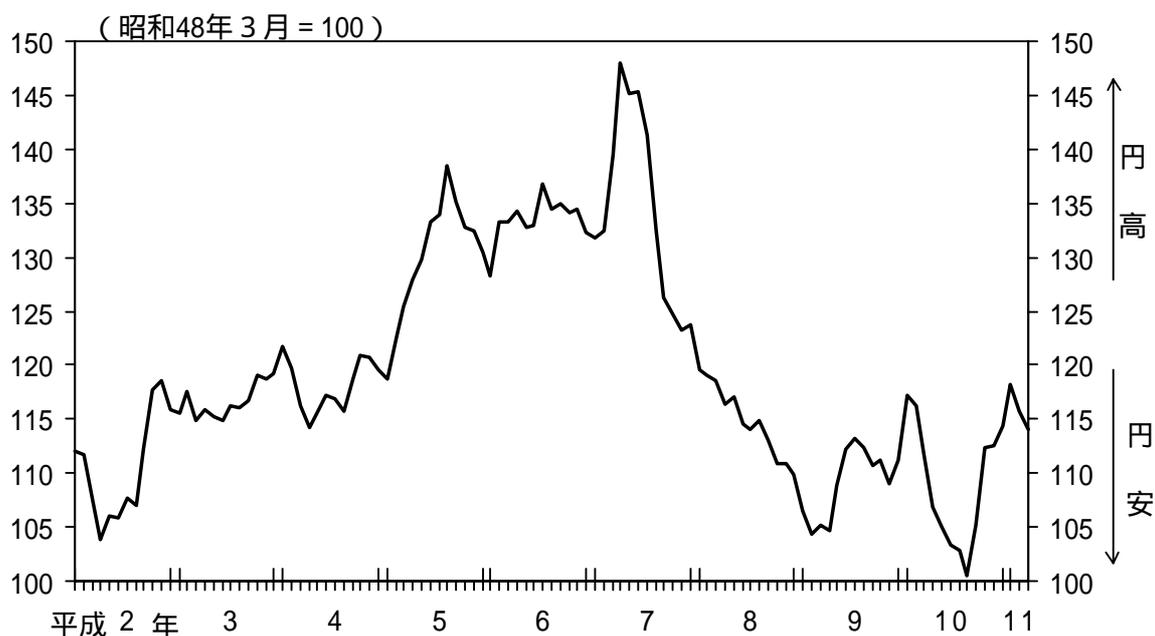
この間、アジア諸国通貨の対米ドル相場は、円相場の堅調地合いに加え、国際的な金融支援の枠組みのもとでこれら諸国の経済改革が進捗したことを受けて、総じて強含みの展開が続いた。とくに、韓国ウォンやタイ・バーツ、フィリピン・ペソなどでは、格付機関による債務格付け引き上げの動きや、これに伴う株式市場への海外資金流入などから、堅調な展開となった。一方、インド

ネシア・ルピアについては、資本流出入に関する規制に対する思惑や、中央銀行によるドル売り介入等を背景に、大幅に上昇したあと、政情不安の高まりを受けて軟化した。

このように、アジア通貨は、全体として総じて堅調な地合いを辿ったが、2～3月は、中国人民元の切り下げ懸念や、円の対ドル相場下落、さらには急速な自国通貨高の回避を狙う通貨当局の米ドル買い介入報道等を背景に、やや軟調な展開となった。

以上の為替相場動向が、円の実質実効為替レートにどのように反映されているかをみると（図表 31）²⁰、10 年秋から 11 年初にかけて急速に円高方向への動きとなり、一時は 8 年初以来の水準まで上昇した。しかし 2 月以降は、対米ドルでの軟化を主因に低下に転じている。

（図表 31）実質実効為替レート



²⁰ 円の実質実効為替レートとは、日本の主要貿易相手国の通貨に対する円の為替レートを、日本と各相手国のインフレ率格差で調整して実質化したうえ、各相手国向けの輸出金額で加重平均したもの。すなわち、日本製品総体としての、貿易における価格競争力を表すと考えられるものである。日本銀行試算。

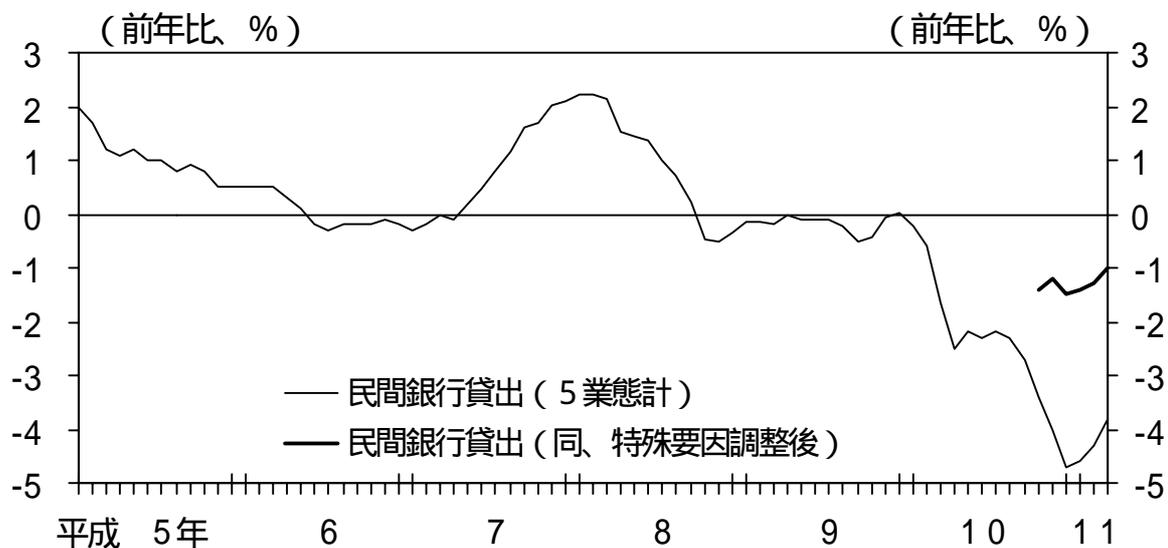
(6) 量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向

10年度下期の民間銀行貸出は、総じて低調な地合いが続いたが、年度末にかけては、やや持ち直す動きもみられるようになった。

すなわち、5業態合計の貸出残高は(図表32)、10年度下期入り後も、年末にかけて前年比マイナス幅を一段と拡大した(10月 - 3.4% 12月 - 4.7% 2月 - 4.3% 3月 - 3.9%)²¹。ただ、こうした計数の落ち込みについては、不良債権償却や債権流動化といった要因も大きく影響した。そこで、短期的な変動がなるべく実勢に近くなるように可能な範囲内で計数を調整してみると²²、前年比マイナス幅はほぼ10年度下期を通じて横這い圏内で推移したあと、年度末には幾分縮小する動きとなった(特殊要因調整後前年比、10月 - 1.4% 12月 - 1.5% 2月 - 1.3% 3月 - 1.1%)。

(図表32) 民間銀行貸出



²¹ 5業態(都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行)の総貸出、すなわち国内店と海外店による国内居住者向け貸出(月中平均残高ベース)。日本銀行調べ。

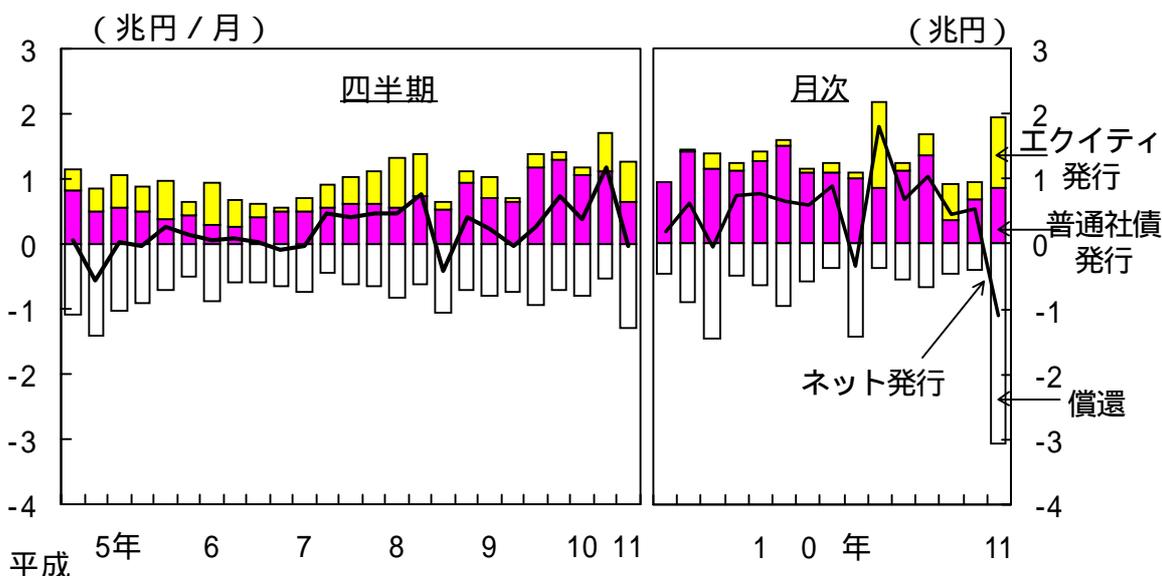
²² 日本銀行では、10年10月以降、民間銀行5業態の総貸出について、貸出債権の流動化による変動分、為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、貸出債権の償却による変動分、および旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、といった4項目の特殊要因を調整した計数についても公表を行っている。

一方、民間銀行貸出以外の資金調達の動向をみると、10年末までは増加基調が続いたが、11年初からはそれまでの増加基調がペースダウンしている。

すなわち、資本市場では（図表 33）、10年末までは、普通社債を中心に月間1兆円を大きく上回る高水準の発行が続いた。しかし、年明け後は、過去に発行された社債の償還が集中した3月を除き、1兆円未満の発行水準にとどまった。また、CPの発行残高は、10年夏以来ほぼ一貫して増加し、年末には平成2年以来の高水準を記録したあと、年度末にかけてやや減少した。さらに、政府系金融機関の企業向け貸出は、中小企業向けを中心に着実な増加傾向を続けたが、伸び率は徐々に鈍化した。

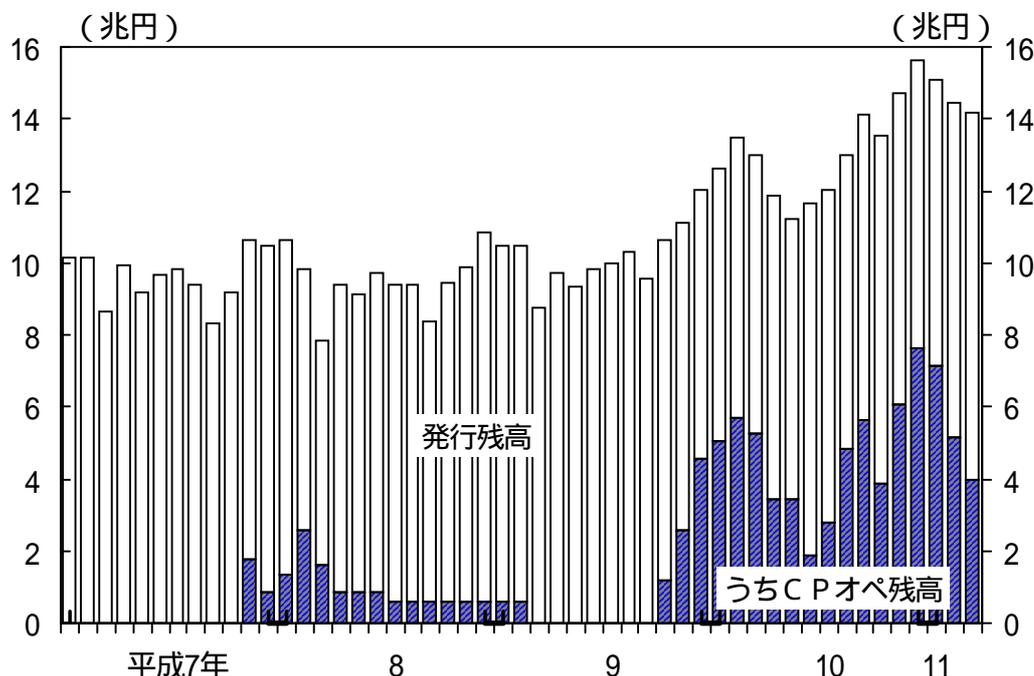
（図表 33）資本市場調達

（1）社債・株式



- （注）1. 民間部門（居住者）の資本市場調達額。エクイティは転換社債、ワラント債、新株発行の合計。
 2. 銀行のエクイティ・ファイナンスを含む。
 3. 11年3月は、上記のほか、都銀等により「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」に基づく優先株および劣後債の発行（6.9兆円）が行われた。
 4. 償還額はアイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(2) CP



(注) 1.日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。
2.銀行CPを含まない。

こうした動きの背後にある資金供給、資金需要の動きについてみると、以下のとおりである。

まず、民間銀行の融資姿勢は、10年秋以降、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や企業収益の悪化などを背景に、一段と慎重なものとなった。とくに、この時期における特徴点は、わが国金融機関が外貨資金調達に対する自信を低下させていたことから、わが国企業の海外拠点等に対する外貨貸付にきわめて慎重になったことである。

一方、民間企業サイドでは、設備投資など実体経済活動に根差した資金調達ニーズは後退していたにもかかわらず、民間金融機関の慎重な融資姿勢を踏まえて、手許資金を予備的に確保しておこうとする意識が働き、資金需要はむしろ拡大した。その際、上記の事情から海外拠点の外貨ファイナンスが強く懸念されたため、もともと国内で金融機関の融資姿勢慎重化の影響を受けていた中堅・中小企業に加えて、海外拠点を多く持つ大企業も本社が外貨を購入し送金するための円資金需要を強めた。これに加えて、過去に大量発行した転換社債の償還を年度末(11年3月)に控えて資金手当てを急いだ企業も少なくなかつ

たことから、年末や年度末に向けての企業金融の逼迫感は強まった。こうしたもとで、高格付け企業は資本市場からの資金調達（社債、CPの発行）を、中堅・中小企業は政府系金融機関からの借入れを、それぞれ大幅に増加させた。

こうした企業金融の逼迫に対して、政府では、金融システム立て直しに向けて具体的な取り組みを進めたほか、信用保証制度の大幅拡充など各種企業金融対策を打ち出した（図表34）。また、日本銀行も、年末を越える長めの資金を金融市場に対して積極的に供給したほか、対象となるCPの期間拡大を含めたCPオペの一層の積極的活用、企業金融支援のための臨時貸出制度の創設、社債等を担保とするオペレーションの導入、の3点を内容とするオペ・貸出面での措置を講じることを決定・公表した。以上の諸施策の結果、わが国金融機関の外貨資金手当てが円投を通じて進捗していったことともあいまって、企業金融の逼迫感は年末に向かって徐々に和らいでいった。

（図表34）金融システムの立て直しと企業金融を巡る主な動き

10年 10月1日	「中小企業金融安定化特別保証（貸し渋り対応特別保証）制度」を創設するなど、信用保証協会の債務保証制度を拡充。
10月12日	金融機関の破綻処理の原則や破綻処理の方策（特別公的管理等）に関する規定を盛り込んだ「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」（金融再生法）等が成立。
10月16日	公的資金による金融機関の資本増強のための措置を規定した「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」（早期健全化法）が成立。
10月23日	内閣総理大臣が、日本長期信用銀行の特別公的管理開始を決定。
11月13日	日本銀行が、「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」を決定。
11月16日	政府が、政府系金融機関による融資制度の拡充等を盛り込んだ「緊急経済対策」を発表。
12月11日	日本開発銀行等による長期運転資金および社債償還資金の融資を可能とする「日本開発銀行法等の一部を改正する法律」が成立（12月15日施行）。
12月13日	内閣総理大臣が、日本債券信用銀行の特別公的管理開始を決定。
12月15日	金融再生委員会が発足（金融再生法等に基づく破綻処理、早期健全化法に基づく資本増強等を所管）。

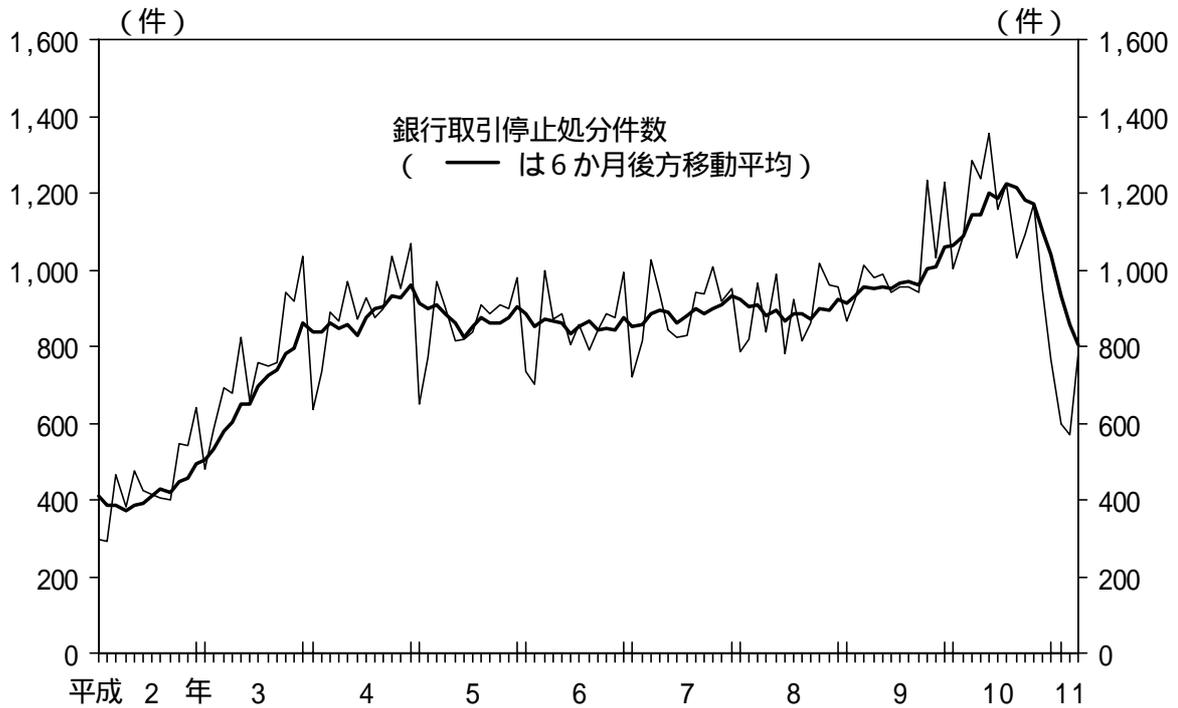
11年 1月20日	金融再生委員会が、不良債権の早期処理に向けて、厳格な資産査定・引き当てや適切なディスクロージャーを求めることなどを内容とした、「金融再生委員会の運営の基本方針」を発表。
2月12日	金融再生委員会が、公的資本増強申請予定行に対し、「資本増強を前提として、今後の手続きを進めて差し支えない」旨通知。
3月12日	金融再生委員会が、都銀等15行に対する約7.5兆円の公的資本投入（整理回収銀行による優先株の引き受け等）を承認。
3月23日	企業の資金調達の機動性の増大を目的とした「特定融資枠契約に関する法律」（コミットメントライン法）が成立。

11年に入ってから、企業金融の逼迫感は引き続き和らいだ。その背景を、まず民間金融機関の融資姿勢という観点からみると、第1に、公的資本の投入を含む金融システム立て直しに向けた動きの進展を背景に、金融機関が自己資本面からの制約を意識する度合いが薄れた。第2に、そうした自己資本面での変化とも関連して、金融機関自身の資金調達を巡る懸念が明確に和らいだ。この点には、2月に金融市場調節方針を一段と緩和するなど、日本銀行が思い切った金融緩和スタンスを続けたことも大きく寄与した。第3に、企業収益の悪化から借り手の信用リスクが一段と強まったにもかかわらず、信用保証制度が拡充されたことにより、民間金融機関は信用保証付きで中小企業向け融資に応じることができるようになった。

振り返ってみると、10年秋まで民間金融機関の融資姿勢が慎重さを強めていった背景は、中期的な観点からの金融機関経営の健全化、民間金融機関自身の自己資本面の制約、同じく資金繰り面の制約、景気悪化に伴う企業の信用リスクの高まり、という4点であった。このうち、～への対応として様々な政策措置が講じられたことが、10年度末に向けて、民間金融機関の融資姿勢に緩和効果をもたらしたものと整理できる。

こうした民間銀行の融資姿勢の変化に加えて、企業側でも、社債の大量償還資金を含めて年末や年度末越えの必要資金が早めに確保された結果、年末頃からは手許資金をさらに積み上げる必要性も薄れていった。このように、需給両面から、企業金融の逼迫感が後退する中で、それまで高伸していた民間銀行以外からの資金調達は、年度末にかけてその伸びが鈍化した。また、信用保証制度の拡充に伴って、10年秋頃まで増加傾向にあった企業倒産件数は、一転して急速に減少を示すに至った（図表35）。

(図表 35) 企業倒産



以上のように、10年度下期の企業金融を全体としてみると、前半において高まった逼迫感が、後半にはかなり和らいだ。ただし、民間金融機関は、中期的な経営の健全化という観点からは、信用リスクを踏まえた融資行動を定着させていく過程にあり、その意味では一貫して慎重な融資姿勢を維持している。また、企業収益が一段と悪化し、自律的な景気回復の展望が明確化するには至らなかった経済情勢のもとで、金融機関や資本市場は企業の信用リスクを引き続き強く意識せざるをえない環境にあった。このため、格付けが相対的に低めの企業などは、引き続き厳しい資金調達環境に置かれた。ちなみに、資金繰りや、金融機関の貸出態度に関する各種の企業アンケート調査の結果も、年度末にかけて幾分改善したとはいえ、なお厳しさを訴える企業がかなり多く残った。

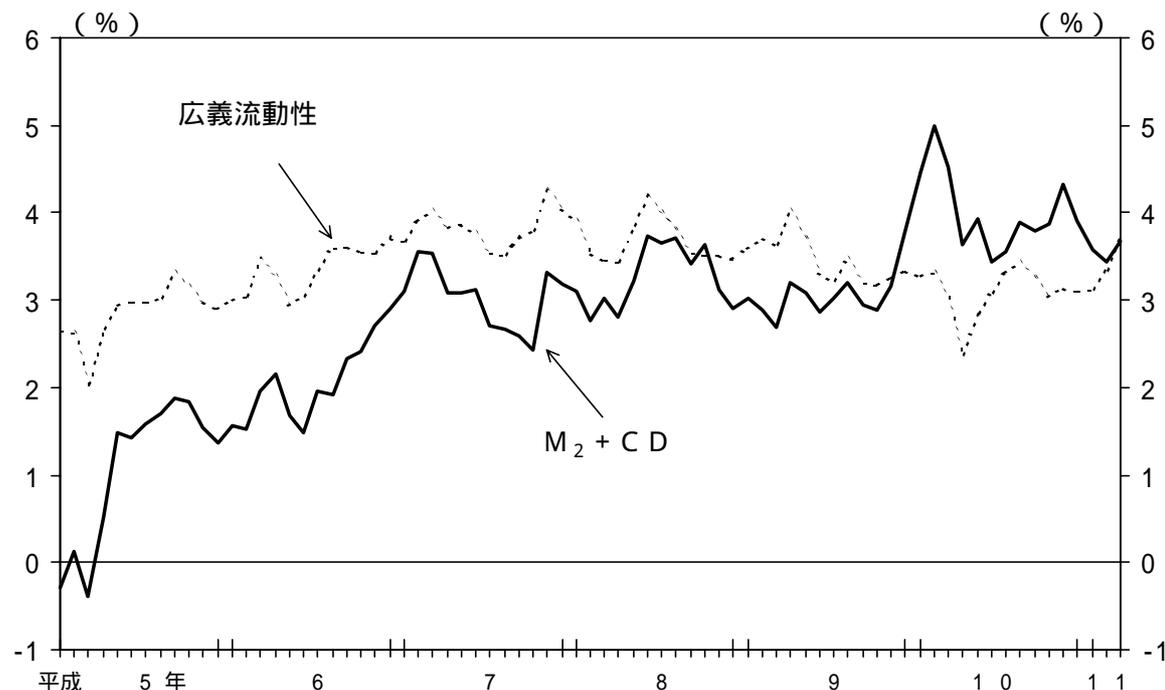
ロ．マネーサプライの動向

10年度下期のマネーサプライの動向をみると（図表36）、代表的指標である $M_2 + CD$ の平均残高前年比伸び率は、10年10～12月には、企業の手許資金を厚めに確保しようとする動きが広がったことを受けて一旦上昇した。しかし、11年1～3月には、そうした動きが一巡する中で、前年同期の水準が高かったことの影響から、前年比でみた伸び率は低下した（10年7～9月+3.7% 10～12月+4.0% 11年1～3月+3.6%）²³。

この間、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲の広い「広義流動性」の平均残高前年比は、概ね3%台の動きが続いた。

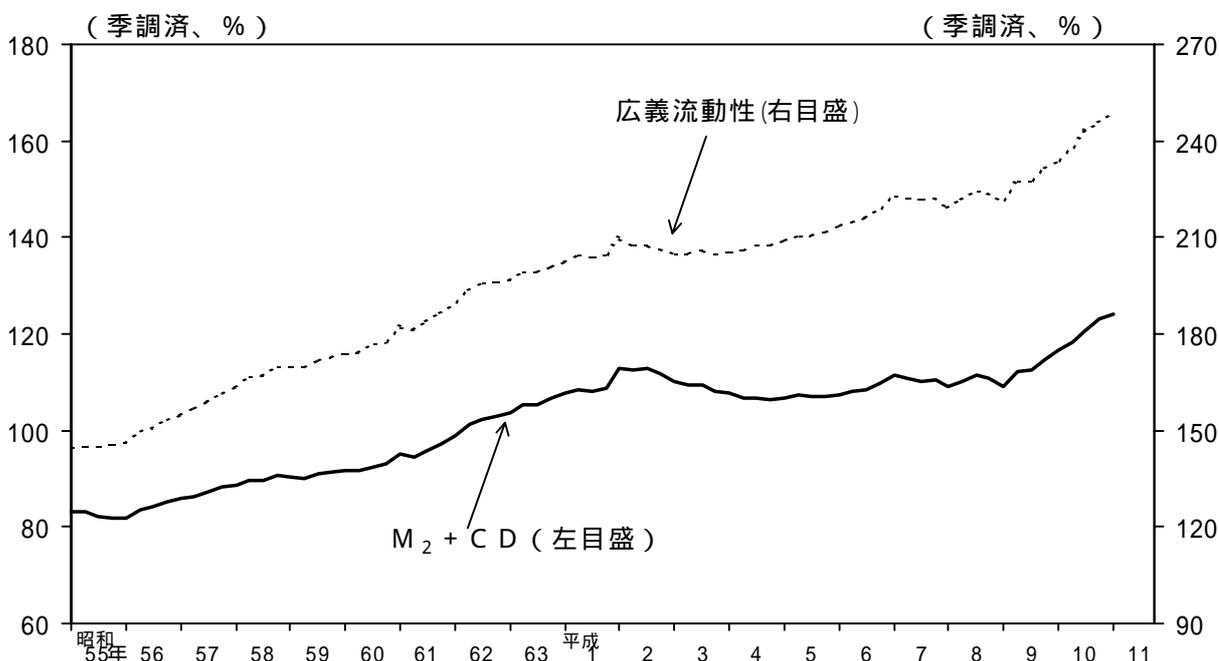
（図表36）マネーサプライ

（1）前年比



²³ 前年同期の10年1～3月は、金融システム不安の広がりをきっかけに、マネー対象外資産（投信、信託、金融債）からマネー対象資産に資金が大幅シフトした時期に当たった（9年10～12月+3.3% 10年1～3月+4.7%）。こうした資金シフトはその後収束したため、11年1～3月の前年比は、統計上の「前年の裏」が出るかたちで低下した。

(2) 対名目GDP比率



(注) 11年1～3月の名目GDPは10年10～12月比横這いと仮定。

このようなマネーサプライの変動を、マネー保有主体（家計、企業、地方公共団体）の資金調達との関連でとらえると、民間金融機関借入れは、10年度下期を通じてマネーサプライの前年比を押し下げる方向に働いたが、その押し下げ幅は、11年に入って幾分縮小した。一方、社債やCPの発行についてみると、10年10～12月はマネーサプライの前年比を大きく押し上げたが、11年1～3月は押し上げ幅が縮小した。この間、財政支出と経常黒字の増加は、一貫してマネーサプライを押し上げる方向で寄与した。

なお、マネーサプライの動きをやや長い目でみてみると、近年、名目GDPの伸びが極めて低いものにとどまる一方で、マネーサプライは比較的安定的な伸びを続けてきた。この結果、マネーサプライの対名目GDP比率は、上昇テンポを速めてきており、この面では金融緩和の効果が累積してきているように窺われる。

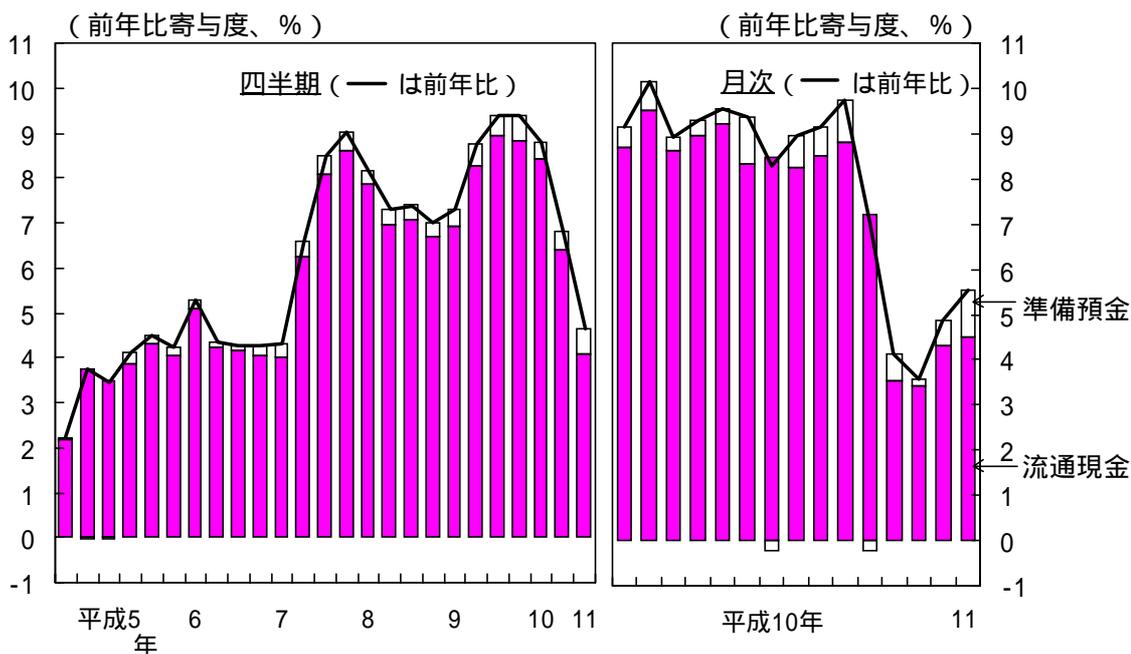
マネタリーベース（流通現金＋準備預金）の前年比伸び率をみると（図表37）、10年秋まで9%前後の高い伸びを続けたが、10年12月および11年1月の伸び率は4%前後まで急低下した。これは、マネタリーベースの大宗を占める流

通現金（日銀券＋貨幣）の動きを反映したものである。このように、流通現金の前年比が10年末に急速に低くなったのは、金融システムに対する企業や家計の不安心理が沈静化し、そうした不安心理に基づく現金の保有需要に歯止めがかかったこと²⁴、冬季賞与が減少したこと、年末年初の実質的な休暇期間が例年に比べて短かったこと、などの要因が作用したためと考えられる。

その後2月から3月にかけては、金融システム面での不安はさらに後退しており、この点は、マネタリーベースの伸びを引き続き抑制する方向で働いたものと考えられる。しかし、上記の年末年初に固有の要因が剥落したことに加え、オーバーナイト金利を事実上ゼロ%に誘導する金融市場調節により準備預金が増加したこともあって、3月のマネタリーベースの前年比伸び率は、5%台まで回復した。

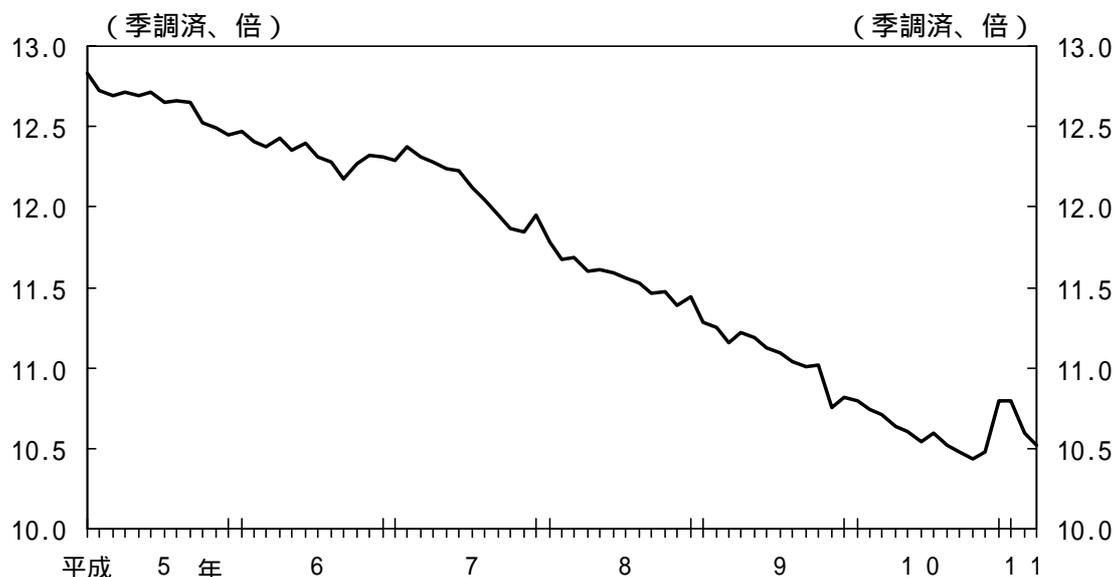
（図表 37）マネタリーベース

（1）マネタリーベース



²⁴ 前年比でみているため、計数の動きは1年前の動向にも影響される。すなわち、9年末には、北海道拓殖銀行や山一証券の破綻をきっかけに企業や家計の現金保有が急激に増加した。これが、ちょうど1年後となる10年末頃から、前年比の計数を低下させる方向で働き始めたという面がある。

(2) 信用乗数



- (注) 1. マネタリーベース = 流通現金 (銀行券および貨幣) + 準備預金
2. マネタリーベースは準備率調整前。
3. 信用乗数 = $M_2 + CD / \text{マネタリーベース}$

以上の動きから分かるように、10年度下期全体を通じてみると、マネタリーベースの伸び率は期初が最も高く、その後低下する展開となった。しかしながら、これをもって、10年度下期中に金融政策が引き締めに向かったとみるのは適当でない。上で詳しくみたように、マネタリーベースの動きは、金利が事実上ゼロ%まで低下したことを背景とした準備預金の動きを多少は反映しているが、やはり、マネタリーベースの大宗を占める現金に対する需要の変動によって左右される面が大きい。その現金需要は、一般的には景気の変動や金利水準等によって変動するが、それと同時に10年度下期については、金融システム不安の後退によってそれまでの現金需要の急増に歯止めがかかったという点が、最も顕著に現れた。すなわち、10年度下期中に生じたマネタリーベースの伸び率低下は、金融機関を巡る流動性リスクや信用リスクの後退という金融環境の好転を、反映したものであったと評価できる。

この間、低下傾向を続けてきた信用乗数 ($M_2 + CD / \text{マネタリーベース}$) は、以上のようなマネーサプライおよびマネタリーベースの動向を反映して、10年度下期に下げ止まった。