

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 11 年 12 月

日 本 銀 行

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

平成 11 年 12 月

日本銀行総裁
速水 優

目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1． 経済の情勢	
(1) 国内実体経済の動向	
イ． 概況	1
ロ． 公共投資の動向	2
ハ． 輸出入の動向	3
ニ． 企業部門の動向	6
ホ． 家計部門の動向	10
ヘ． 鉱工業生産の動向	15
(2) 物価の動向	15
(3) 海外金融経済の動向	21
2． 金融市場の動向	
(1) 短期金融市場の動向	25
(2) 債券市場の動向	30
(3) 預金金利、貸出金利の動向	34
(4) 株式市場の動向	36
(5) 外国為替市場の動向	38
(6) 量的金融指標等の動き	
イ． 企業金融の動向	41
ロ． マネーサプライの動向	45
． 金融政策運営及び金融政策手段を巡る動き	
1． 金融政策決定会合の開催実績	49
2． 金融政策決定会合における検討の模様	
(概況)	52
(1) 金融経済情勢に関する検討	54
(下げ止まり状況が明確化した 11 年度上期の景気)	54
(金融環境の好転)	54
(民間需要の自律的回復の動きは不明確)	56
(物価の潜在的な低下圧力は残存)	57
(夏以降の円高の影響)	57
(2) 金融政策運営に関する検討、判断	59
(ゼロ金利政策継続のコミットメント)	59
(「デフレ懸念の払拭」の意味について)	60
(ゼロ金利政策と量的緩和)	61
(「積み上幅」を巡って)	62
(ゼロ金利政策の副作用について)	63
(為替介入の不胎化について)	63
(9 月 21 日会合における検討)	64
(少数委員の主張)	68

3 . 金融市場調節手段の動向	71
4 . 日本銀行のバランスシートの動きについて	76
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務の担保取扱等についての基本方針等に関する決定	80
(2) 金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領の改正等に関する決定	81
. 金融政策決定会合における決定の内容	
1 . 金融政策運営に関する決定事項	82
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	96
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	104
4 . 金融政策決定会合議事要旨	116
参考計表・資料一覧	296

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 平成 11 年度上期の国内経済情勢をみると、公共投資や住宅投資が引き続き景気の下支えに寄与したほか、夏以降は、輸出が増加したことなどから生産活動が増加に転じ、企業収益も小幅ながら改善をみた。こうした実体面の動きに加え、金融システム不安の後退や株価の上昇もあって、企業・消費者心理は改善を続けた。このように、景気は、11 年度上期中、下げ止まりの状況が続くもとで、生産・輸出等一部に次第に明るい動きがみられるようになった。

しかし、企業の設備や債務の過剰感が依然強い中で、設備投資の減少基調が続いたほか、家計の雇用・所得環境が悪化するもとで、個人消費も一進一退で回復感に乏しい状況が続いた。このように、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然としてみられなかった。

2. 物価をみると、当初は昨年来の低下傾向が残ったが、在庫調整の進捗や原油価格の上昇などを背景に、次第にほぼ横這いの動きとなった。ただ、民間需要に支えられた需給ギャップの本格的な縮小はみられず、こうした面からの物価に対する潜在的な低下圧力は残存した。

地価については、需給環境の改善がみられなかったため、商業地地価、住宅地地価のいずれについても、下落傾向が続いた。

3. 海外経済情勢をみると、米国景気が内需の好調を背景に力強い拡大を続けたほか、欧州の景気もいったんは減速したがその後拡大基調を取り戻した。こうした経済情勢を反映して、欧米主要国では金融引き締めに向かう動きがみられ、長期金利は概ね緩やかな上昇基調で推移した。また、株価は、多くの欧米諸国で、史上最高値圏で推移した。この間、東アジアでも、NIEs、ASEAN の多くの国々で景気回復が明確化した。

(金融市場の動向)

4. 11 年度上期の金融市場の動向をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、ゼロ金利政策のもとで、概ね 0.03% で推移した。3 か月物などのターム物金利も、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」という日本銀行の金融緩和スタンスや、金融システムの安定化を背景に、ゼロ% 近傍で安定的に推移した。

この間、長期金利は、景気回復期待などから夏頃を中心に上昇する局面もみられたが、全体としてみるとゼロ金利政策のもとで落ち着いた動きであった。また、株価は、夏から秋口にかけて急速な円高を背景に頭打ち感が強まったが、11 年度上期全体としてみると、金融緩和の効果や景気回復期待などを背景に上昇した。円相場は、日本経済に対する期待感や米国経済の先行きに対する不透明感などを背景に、7 月以降ほぼ一貫して上昇基調を辿った。

5. 民間銀行貸出については、資金需要の一段の落ち込みを主たる背景に、前年比マイナス幅が拡大傾向を辿った。すなわち、企業の資金需要をみると、設備投資など実体経済活動に根ざした資金調達ニーズが引き続き後退したほか、流動性に関する懸念が薄れるもとで予備的動機に基づく手許資金確保の動きも徐々に鎮静化した。夏以降は、キャッシュフローの好転した大企業を中心に、財務リストラの一環として、既存の借入を返済する動きも目立つようになった。

一方、民間銀行は、中期的な健全性・収益性の向上という観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持した。しかし、ゼロ金利政策や公的資本の投入などにより、流動性の懸念は払拭され、自己資本面からの制約も和らいだ。このため、民間銀行は、公的資本投入時に策定された経営健全化計画も念頭に置きつつ、融資先の信用力などを見きわめながら、融資を回復させようとする姿勢へと次第に変化してきた。

6. マネーサプライ（M2 + CD）の前年比伸び率は、6 月まで上昇したが、7 月以降は低下した。こうした夏以降におけるマネーサプライの伸び鈍化は、基本的には上記の民間銀行貸出の弱さによるものであり、それには資金繰り懸念の後退や企業収益の持ち直しを背景とした資金需要の減少が影響した。したがって、逆説的ではあるが、金融緩和効果の浸透が、マネーサプライの伸びを、一時的にせよかえって鈍化させる方向に働いた可能性がある。

この間、マネタリーベース（流通現金 + 準備預金）の前年比伸び率は、金融

システム不安による現金需要の強まりから概ね9%台で推移した昨年と比べると、11年度上期には幾分低下したが、それでもゼロ金利政策による現金保有の機会費用低下を背景に、概ね6%前後で底固く推移した。

(金融政策決定会合における検討)

7. 11年度上期には、9回の金融政策決定会合が開催された。これらの会合では、以上に述べたような金融経済情勢に関する認識が、概ね共有された。改めて要約すれば、景気は次第に下げ止まりが明確化し、一部に明るい動きがみられるようになったこと、そうした景気動向には金融環境の好転も寄与したこと、しかし民間需要の自律的回復のはっきりとした動きはみられなかったこと、そのため物価の潜在的な低下圧力がなお残存し、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至らなかったこと、といった点が基本的な認識であった。これらを踏まえ、9回すべての会合において、2月12日に決定された「オーバーナイト・コールレートをできるだけ低めに推移させる」という金融市場調節方針 いわゆるゼロ金利政策 の継続が、賛成多数で決定された。

8. もっとも、これらの会合を通じて、二名の委員は多数意見とは異なる立場をとった。

一人の委員は、景気の先行きについて他の委員よりも厳しい見方をとったうえで、デフレ阻止に対する日本銀行の姿勢を示すためにも量的ターゲットや物価上昇率の中期目標を設定し、一段と金融緩和を進めるべきことを提案した。他方、もう一人の委員は、経済情勢について他の委員よりもプラスの側面を強調する見方をとったうえで、ゼロ金利政策は実体経済に対する効果が乏しい一方で副作用を生み出しているとの指摘を行い、金利の引き上げを主張した。

9. 金融政策決定会合では、金融政策運営の手法や考え方を巡っても、様々な討議がなされた。

まず、4月9日の会合では、オーバーナイト金利の追加的な引き下げ余地が事実上なくなった状況を踏まえて、金融緩和効果をターム物など長めの金利に十分に波及させるためにも、市場の期待を安定させることが重要との認識が共有された。その結果、同会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」旨を対外的に表明していくのが適当との考え方が支持され、4月13日の総裁記者会見でそれが表明された。

その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を巡っても議論が行われたが、そうした基準を特定の指標や数値で単純に示すことは技術的に難しく、経済見通しや、物価の先行きを巡る様々な要素やリスクを勘案して、総合的に判断していくことが適当であるという認識が概ね共有された。

10. いわゆる「量的緩和」を巡る議論も行われた。その結果、ゼロ金利政策は、オーバーナイト金利を事実上ゼロ%で安定させるほど潤沢な資金供給を行う政策であるので、その意味では既に十分な量的緩和を行っているという認識が多くの委員によって共有された。また、金融緩和継続のコミットメントという意味でも、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を続ける」旨の表明が、「量的緩和」と同様の効果を持つとの指摘がなされた。

しかし、金融政策の操作目標として量的なターゲットを設け、それを厳格にコントロールしていくような手法については、実体経済と量的指標との関係や、ターゲットを厳格に実現することが可能かどうかなどについて、技術的な困難が大きいとの認識が概ね共有された。

11. ゼロ金利政策の副作用についても議論が行われた。具体的には、家計等の利子収入の圧迫、金融市場参加者のリスク感覚の希薄化、構造調整の遅延、などの問題点が挙げられた。もっとも、これらについては、当面は低金利によってマクロの経済活動を下支えするのが最も重要であること、金融市場において各種のリスクテイクが促されることはゼロ金利政策の効果として評価すべきであること、構造調整には新規産業の拡大という側面があり低金利はそうした動きを支えるものであること、といった考え方が多くの委員に支持された。

12. 夏以降の円高局面では、「日本銀行が介入を不胎化しているために、介入が効果を挙げないのではないか」との疑問が国内外から聞かれるようになった。さらに、円高が一段と進んだ9月中旬には、円高防止のために何らかの金融緩和措置が採られるのではないかと市場の思惑が台頭した。

そうした状況のもとで、9月21日の会合では、円高のテンポが急激過ぎることについての懸念が共有された。ただし、そうした円相場の動向が景気や物価の先行きに深刻な悪影響を及ぼすかどうかについては、市場の行き過ぎがどの程度長引くかという点や、輸出や生産面に一部明るさがみられ始めている状況

などと併せて、総合的に判断する必要があるとの認識が概ね共有された。その結果、当面はゼロ金利政策を継続しながら、円相場の動向やその影響について細心の注意を払っていくのが適当との結論となった。

13. 同時に9月21日の会合では、金融政策と為替相場の関係について、金融政策によって特定の為替相場水準を実現するように努めることは不適當であること、しかし為替相場は景気や物価に影響を及ぼす重要なファクターであり、金融政策の運営において十分に注意を払っていく必要があること、の2点が確認された。また、ゼロ金利政策のもとで豊富で弾力的な資金供給を行っていることを踏まえれば、「介入を不胎化している」との批判が妥当しないことなどについても認識が概ね共有された。

また、同日の会合では、ゼロ金利政策の効果浸透を一層確実なものとするよう、オペ手段の拡充を含め、金融市場調節面での対応力を質的に一段と強化することの重要性も指摘された。^(注)

(日本銀行のバランスシートの動き)

14. 以上のような金融政策決定会合の検討結果に基づき、日本銀行は、11年度上期を通じてゼロ金利政策を継続し、金融市場に対して潤沢な資金供給を行った。そうしたもとで市場では流動性に対する懸念が後退したため、金融システム不安などから金利に上昇圧力が加かった10年中とは対照的に、日本銀行のバランスシートを拡大させる要因になる両建てオペ 年末越えなど長めの資金供給と短めの資金吸収を組み合わせるオペ の必要性が低下した。また、従来、発行額のほぼ全額を日本銀行が引き受けていた政府短期証券(FB)が、4月以降原則として市中公募入札により発行されることとなった。これらを背景に、日本銀行のバランスシートの規模は、思い切った金融緩和が継続される中で、むしろ縮小傾向を辿った。

(注) これを受けて、次の10月13日会合では、短期国債のアウトライトオペをはじめ金融市場調節手段の機能強化を進め、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めることなどについて合意された。

．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

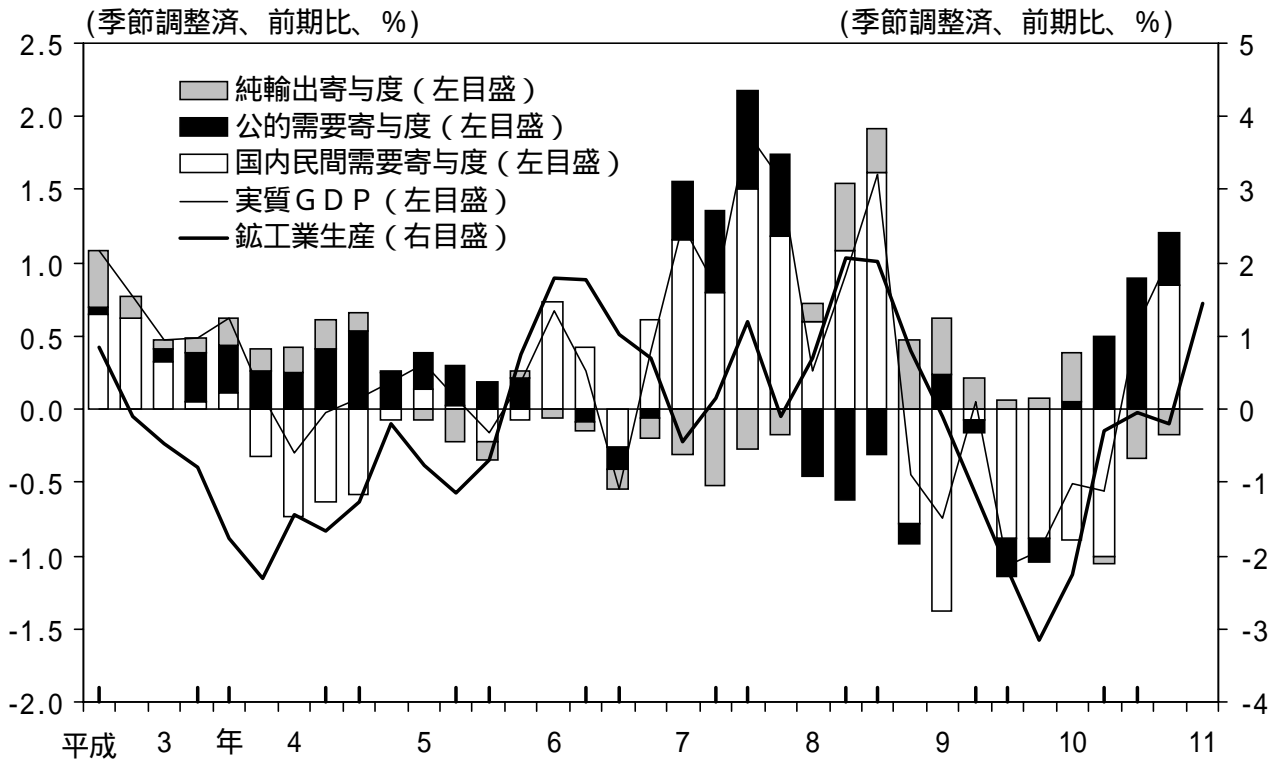
平成11年度上期の国内経済情勢をみると、公共投資や住宅投資が引き続き景気の下支えに寄与したほか、夏場以降輸出が増加したことから、生産活動は、後半には下げ止まりから増加に転じ、企業収益も小幅ながら改善をみた。こうした実体面の動きに加え、金融システム不安の後退や株価の上昇もあって、企業・消費者心理は改善を続けた。このように、景気は、11年度上期中、下げ止まりの状況が続くもとで、生産・輸出等一部に次第に明るい動きがみられるようになった。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられなかった。

11年度上期中の最終需要面の動向をみると、設備投資が減少傾向を続けたほか、雇用・所得環境の悪化が続く中で、個人消費も一進一退の回復感に乏しい状態が続いた。一方、政府の経済対策を受けて、公共投資が高水準で推移したほか、住宅投資も、住宅減税や低金利の効果から堅調に推移した。また輸出も、東アジアを中心とする海外景気の回復が明確化したことを背景に、夏場以降増加した。こうした最終需要面の動向に加え、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は前半まで下げ止まりの状況が続けたあと、後半には増加に転じた(図表1)。また11年度上期の企業収益は、売上高の減少が小幅にとどまったことや、リストラ等による経費節減効果も寄与して、製造業では前年並みとなる一方、非製造業では増益幅が拡大した模様である。

こうした動きに加え、金融機関に対する公的資本投入を受けた金融システム不安の後退や株価の上昇もあって、9年以降大きく悪化した企業・消費者心理は、11年度上期中に大幅な改善をみた。また、日本銀行による金融緩和措置や政府による信用保証制度の拡充を背景に、資金繰りに対する企業の不安感も後退を続けた。もっとも、企業の業況感の改善は、設備・雇用過剰感が根強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとで、必ずしも、設備投資等の積極的な企業行動には繋がらなかった。また、夏季賞与の大幅な減少や失業率の上昇に

みられるように、家計の雇用・所得環境が引き続き悪化を続ける中で、消費者心理の改善は、個人消費全体を浮揚させるには至らなかった。

(図表1) 鉱工業生産と実質GDP (後方2期移動平均)

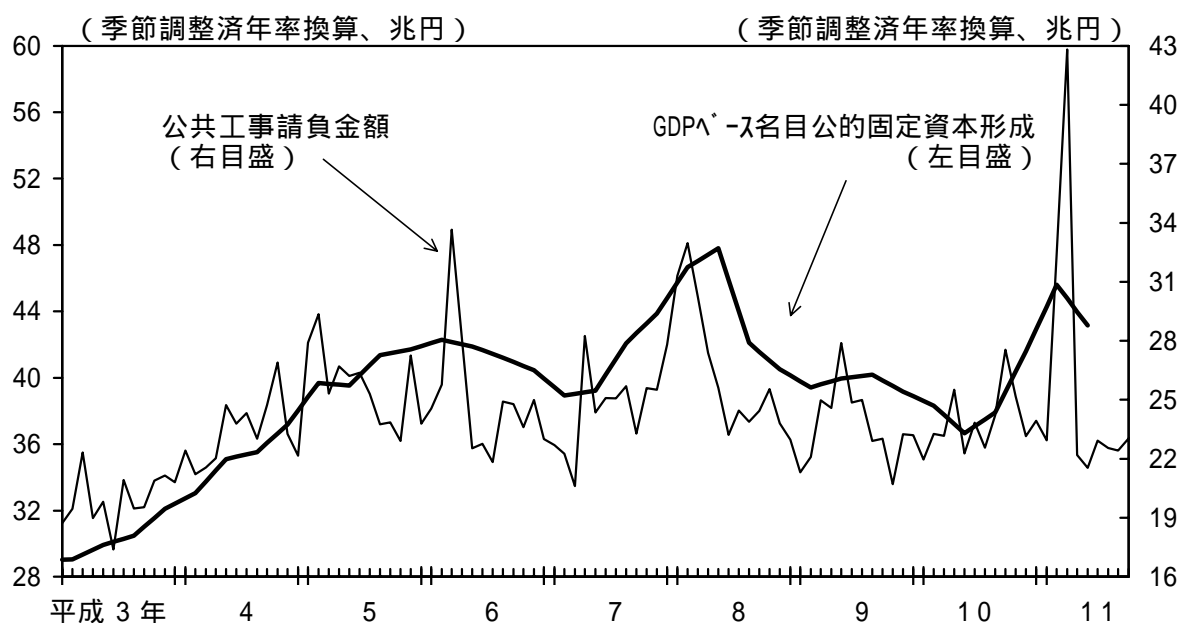


(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

ロ. 公共投資の動向

公共工事の発注動向をみると(図表2)、公共工事請負金額は、11年2、3月に経済対策分の発注が集中した反動から、4～6月期は大幅に減少し、その後は横這いで推移した。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、1～3月期に前期比+10.3%と大幅に増加したあと、4～6月期は同-4.0%と幾分減少したものの、高水準で推移した。7～9月期も、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 年度下期に、ほぼ横這いで推移した後(前期比 - 0.3%)、11 年度上期には、N I E s、A S E A N 諸国向けを中心に増加した(同 + 4.8%)。四半期ベースでは、11 年 1 ~ 3 月期に小幅増加(前期比 + 1.8%)となったあと、4 ~ 6 月期は横這いで推移した(同 0.0%)が、7 ~ 9 月期には大幅な増加(同 + 7.9%)となるなど、年央以降は、それまでの横這いの動きから、増加に転じた。地域別にみると、9 年秋以降減少を続けていた N I E s、A S E A N 諸国向けが、同地域諸国の景気回復を背景に、11 年 1 ~ 3 月期以降増加基調に転じた。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、総じて底固く推移した。また、欧州向けについては、11 年 4 ~ 6 月期までは減少が続いたが、その後は景気の底入れに伴い、徐々に持ち直した。この間、夏場以降、為替円高が進行したが、輸出に対する円高のマイナスの影響は、上期中明確には現われなかった。

一方、実質輸入についても、10年度下期に増加に転じた（前期比+1.9%）あと、11年度上期には、わが国の内需や生産活動の動向を反映して、NIEs、ASEAN諸国からの情報関連財を中心に引き続き増加した（同+4.0%）。四半期ベースでは、11年1～3月期には、航空機輸入の集中といった一時的な要因もあって、かなりの増加となった（前期比+5.0%）あと、4～6月期は、こうした一時的要因の剥落から横這いで推移した（同-0.5%）ものの、7～9月期は再び増加した（同+3.9%）。

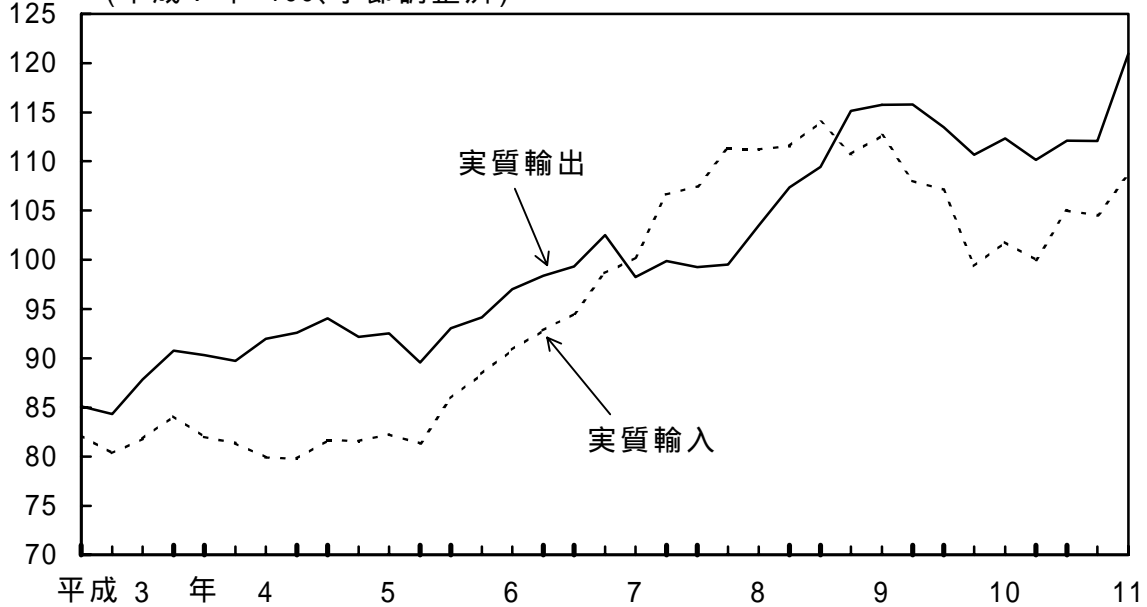
以上のような輸出入の動向を反映して、純輸出（実質輸出-実質輸入）は、10年度下期については減少したものの、11年度上期は、当初横這いで推移したあと、夏場以降は増加に転じた。

名目経常収支については、10年度下期には、純輸出の減少や所得・移転収支の悪化を背景に縮小したあと、11年度上期は、純輸出の増加に伴う数量面のプラス効果を、原油価格上昇等に伴う価格面のマイナス効果が相殺したほか、所得収支が一段と悪化したため、ほぼ横這い圏内で推移した。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10～12月期の3.2%から、11年1～3月期に2.7%と低下したあと、4～6月期は2.7%と、横這いの動きとなった。

(図表 3) 輸出入

(1) 実質輸出入

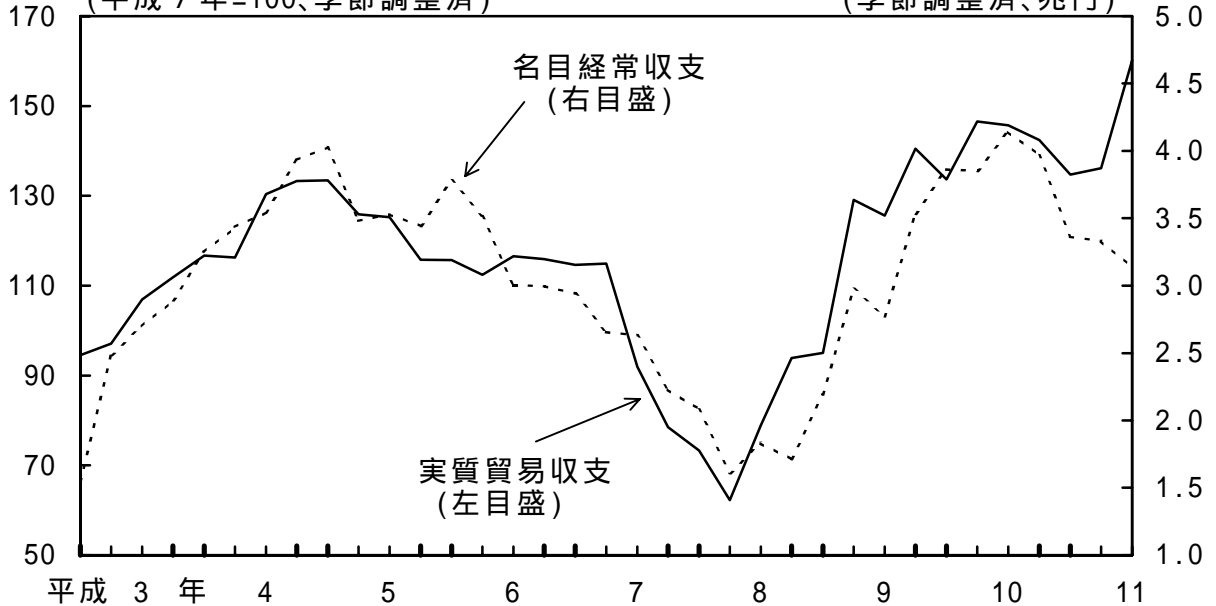
(平成 7 年=100、季節調整済)



(2) 実質貿易収支と名目経常収支

(平成 7 年=100、季節調整済)

(季節調整済、兆円)



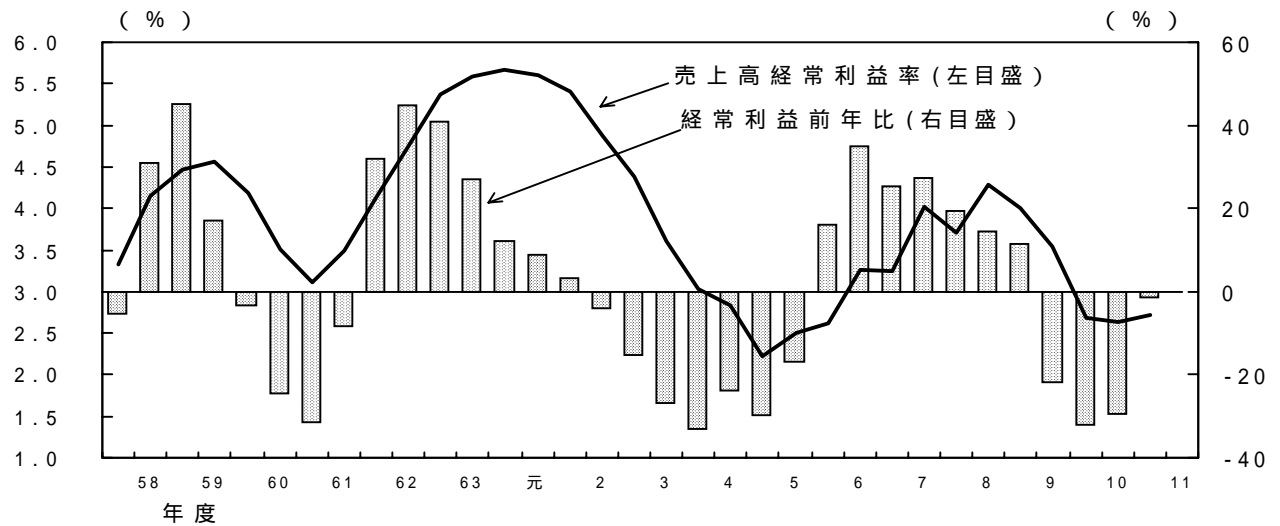
- (注) 1 . 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々除したうえ指数化したもの。
 2 . 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々除し、その輸出入差を指数化したもの。
 3 . 実質輸出入及び実質貿易収支は X-11 による季節調整値。

二．企業部門の動向

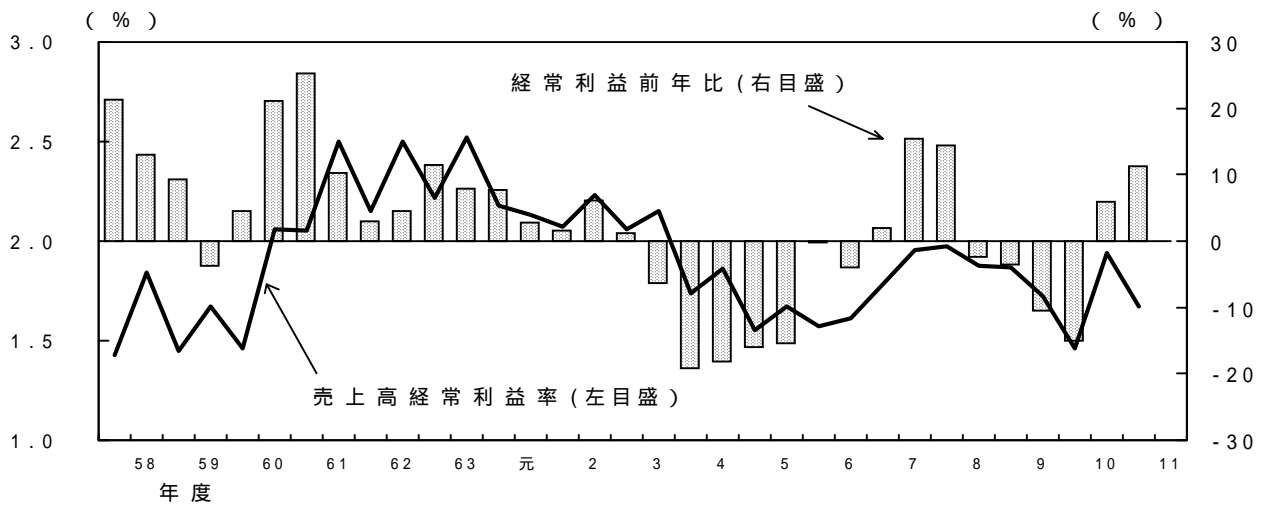
設備投資との関連で企業部門の動向をみると、企業収益は（図表4）、経常利益ベースでみて、10年度下期は、最終需要の減少や、販売価格の下落などから、製造業が大幅減益となるとともに、非製造業も小幅増益に止まったが、11年度上期は、売上げの持ち直しやリストラ効果の進展等もあって、製造業がほぼ前年並みとなり、非製造業も増益幅を拡大した。

（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）

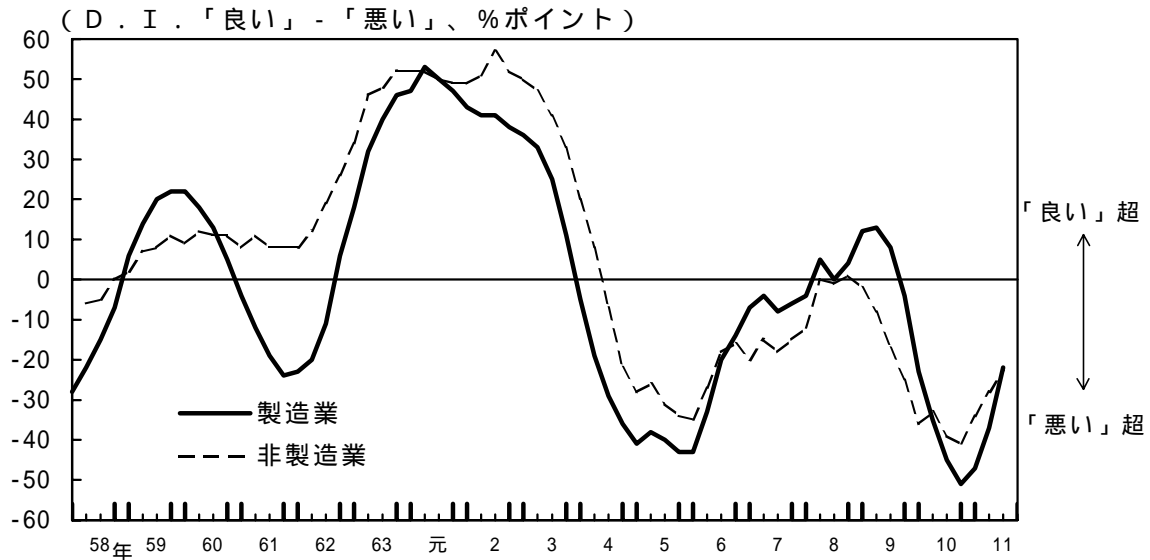


（注）11年度上期は企業の見込み。

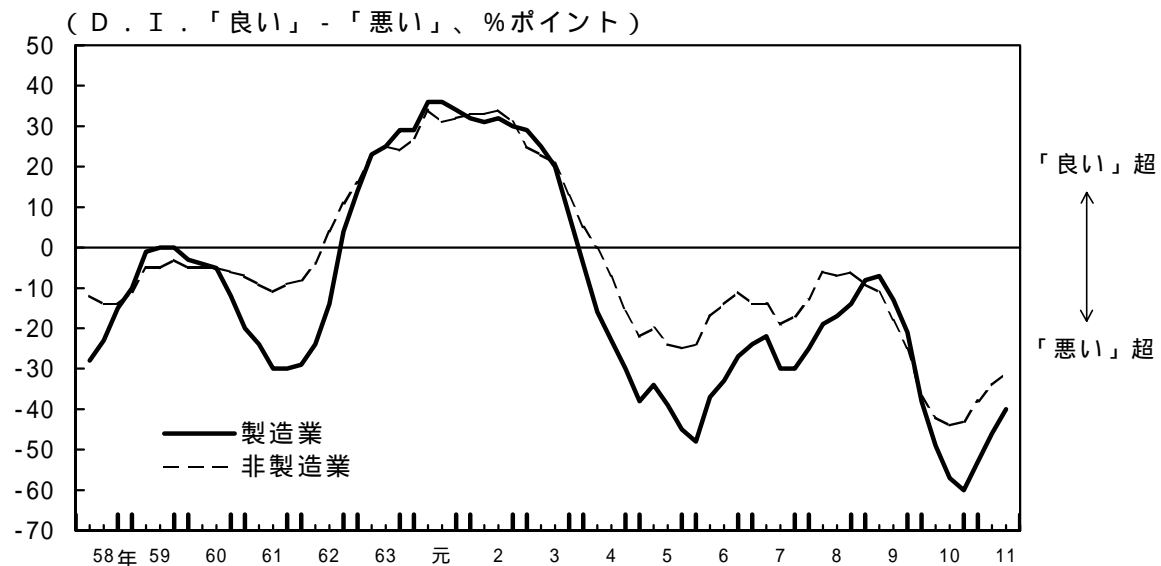
企業の業況感は(図表5)、短観¹の業況判断にみられるように、10年中ほぼ一貫して悪化を続けたあと、11年に入ってからは、企業金融面での不安感後退や株価の上昇、さらには生産活動の持ち直しや収益の改善などを背景に、改善を続けた。

(図表5) 業況判断

(1) 大企業



(2) 中小企業



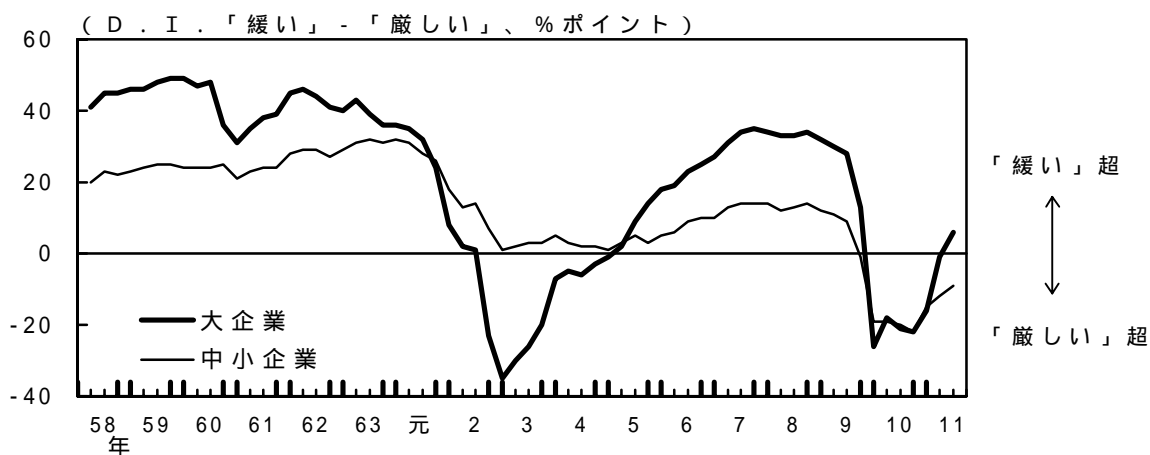
- (注) 1. 大企業：常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
 中小企業：常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
 2. 図表6も同じ区分。

¹ 日本銀行「企業短期経済観測調査」

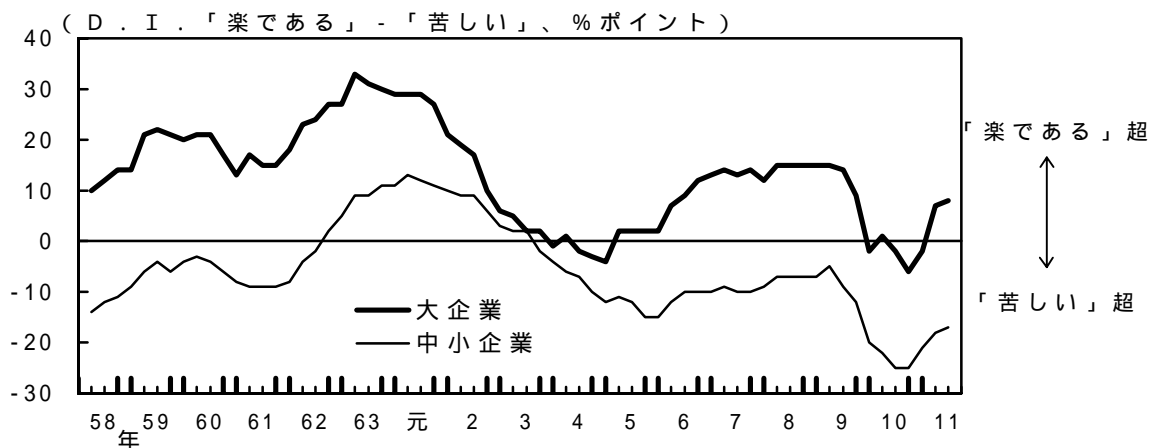
この間、企業金融面の動向をみると（図表6）、10年中に一時強まった企業の資金繰りに対する不安感は、その後の政府による信用保証制度の拡充や、金融機関に対する公的資本投入といった各種施策、さらには日本銀行による金融緩和措置の継続などを背景に、次第に薄らぎ、11年度上期中も、大企業と中小企業の間で違いはあるものの、全体としては不安感がさらに後退した。

（図表6）企業金融判断

（1）金融機関貸出態度判断D.I.の推移



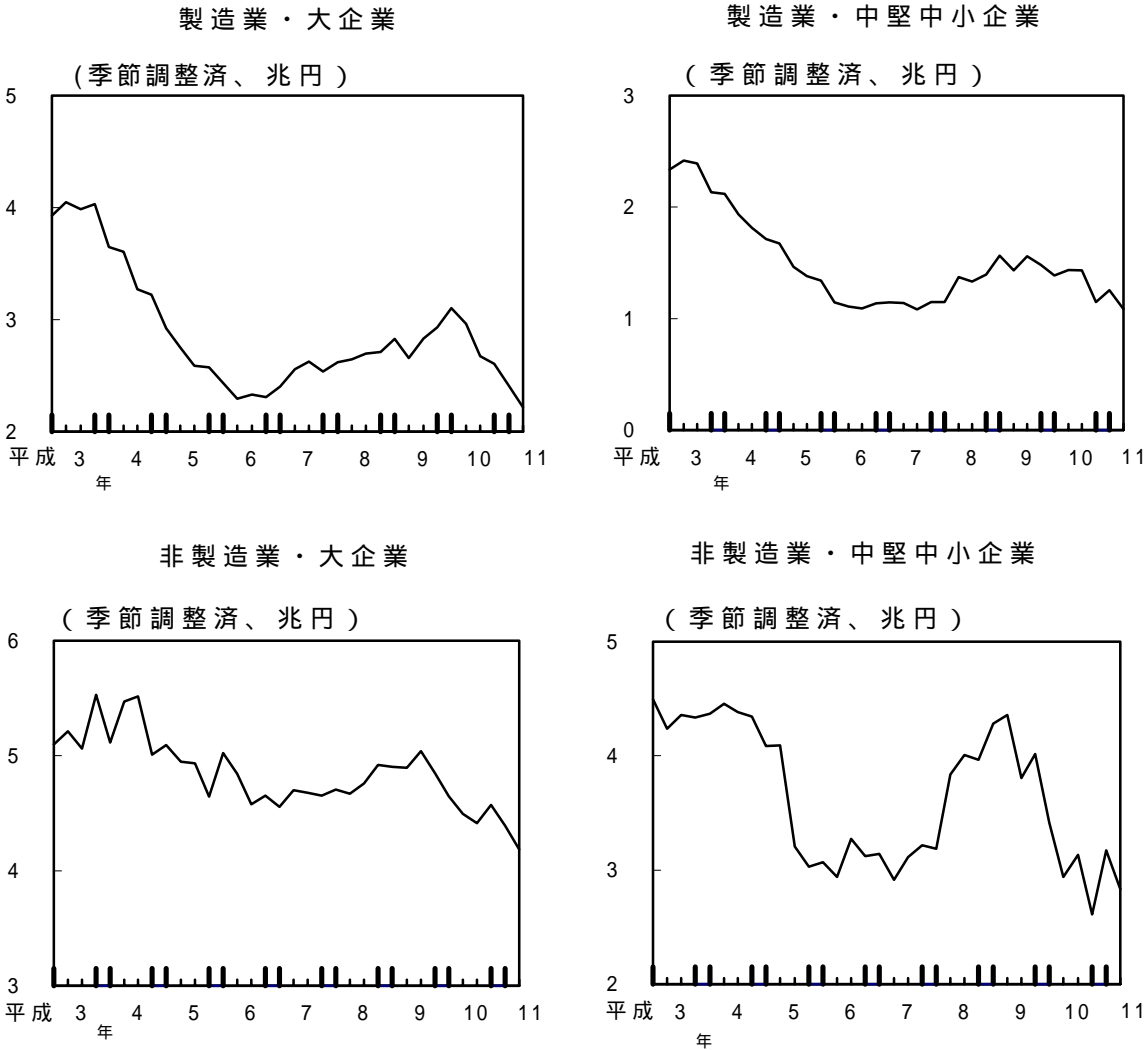
（2）資金繰り判断D.I.の推移



設備投資は、10年度下期に続き、11年度上期も減少した。GDPベースの実質民間企業設備投資は、10年中の大幅な減少のあと、11年1～3月期にはいったん持ち直したものの、4～6月期には再び大きく落ち込んだ（前期比、10年10～12月期 - 5.5% 11年1～3月期 + 3.1% 4～6月期 - 3.9%）。業種別・規

模別の特徴的な動きを法人企業統計でみると²、大企業の設備投資が、11年1～3月期に続き4～6月期も、製造業を中心に減少を続けたほか、年明け後、資金繰り不安の緩和に伴い、一時的に増加した中堅中小企業の設備投資も、4～6月期は再び減少した（図表7）。11年7～9月期については、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、減少基調自体には変化がなかったものとみられる。

（図表7）設備投資



（注）1．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。
 2．サンプルの入れ替えに伴う断差を修正したベース。

² 大蔵省「法人企業統計季報」

このように 11 年度上期には、企業金融や企業収益が改善したにもかかわらず、依然設備投資の調整が続いたが、こうした背景としては、設備の過剰感が依然強い中で、多くの企業で、収益性や財務健全性の向上を目的として、リストラへの取り組みを本格化させていることが指摘できる³。

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、11 年度上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 10～12 月期に 0.47 倍と、統計⁴作成開始（昭和 38 年）以来の最低水準を記録したあと、11 年 1～3 月期に 0.49 倍と若干改善したものの、その後は、4～6 月期 0.47 倍、7～9 月期 0.47 倍と再び悪化した。完全失業率は、10 年に入り、統計⁵作成開始（昭和 28 年）以来の最高水準を更新し続けるかたちで上昇し、11 年に入った後もこうした動きが続いた結果、11 年 7～9 月期には 4.7%まで悪化した。また、常用労働者数⁶は、減少基調が、11 年度上期に入った後も続いた（前年比、11 年 4～6 月期 - 0.4% 7～9 月期 - 0.2%）。

一方、賃金面についてみると（図表 9）、生産の増加に伴い所定外給与がやや持ち直したものの、所定内給与が前年を若干下回ったほか、特別給与も、夏季賞与の減少から大幅な減少となった。このため、一人当たり賃金は、前年比でみて、10 年度下期に - 2.0%と減少したあと、11 年度上期も - 1.2%と、引き続き減少した。このように、雇用者数、一人当たり賃金の両面において減少が続いたことから、雇用者所得は、11 年度上期も減少を続けた（前年比、10 年度下期 - 2.3% 11 年度上期 - 1.5%）。

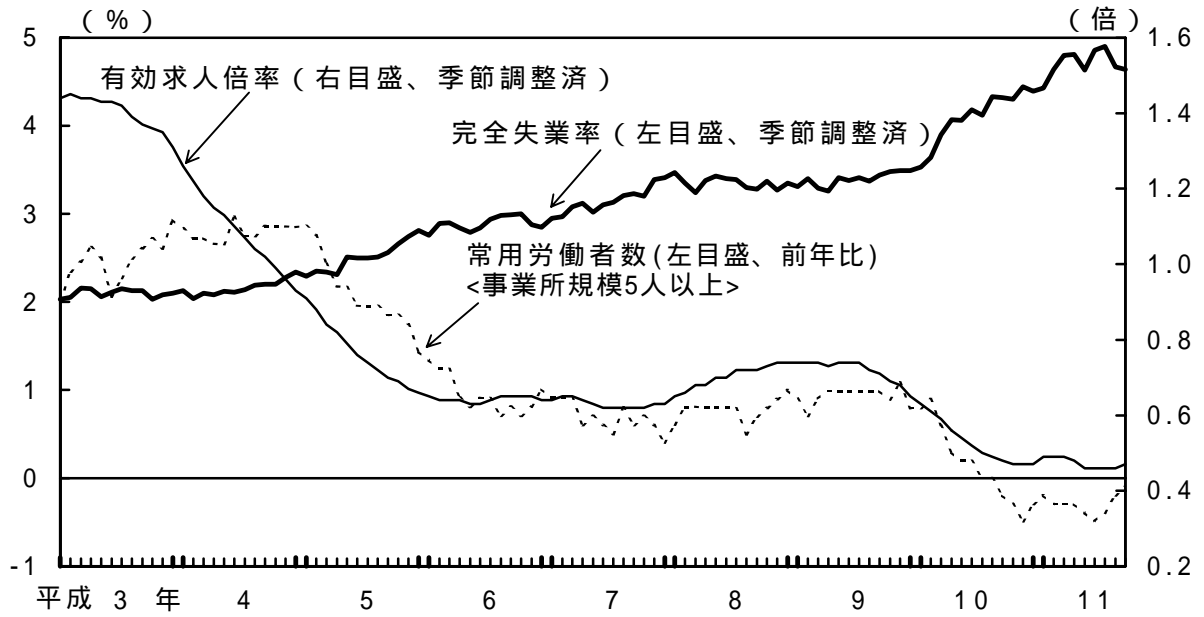
³ 9 月短観における 11 年度設備投資計画は、大企業・中小企業、製造業・非製造業を問わず、引き続き抑制的なものとなった。

⁴ 労働省「職業安定業務統計」

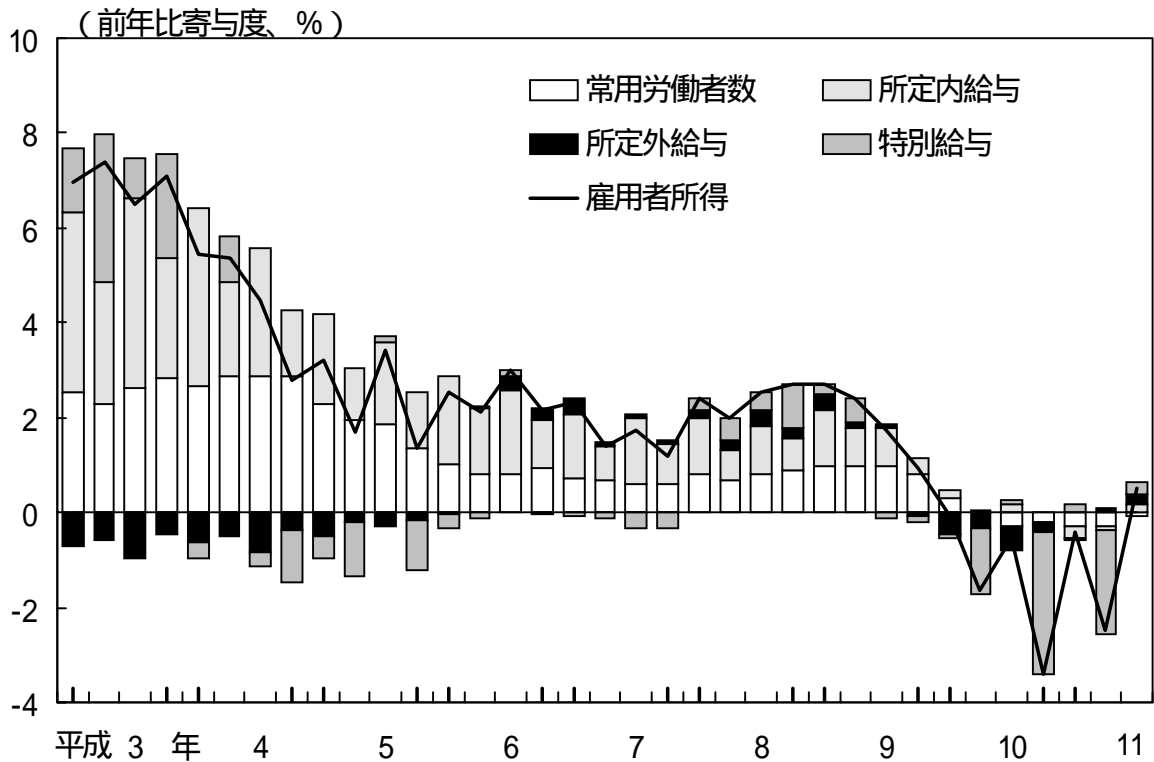
⁵ 総務庁「労働力調査」

⁶ 労働省「毎月勤労統計」の事業所規模 5 人以上ベース。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。

(図表 8) 労働需給



(図表 9) 雇用者所得

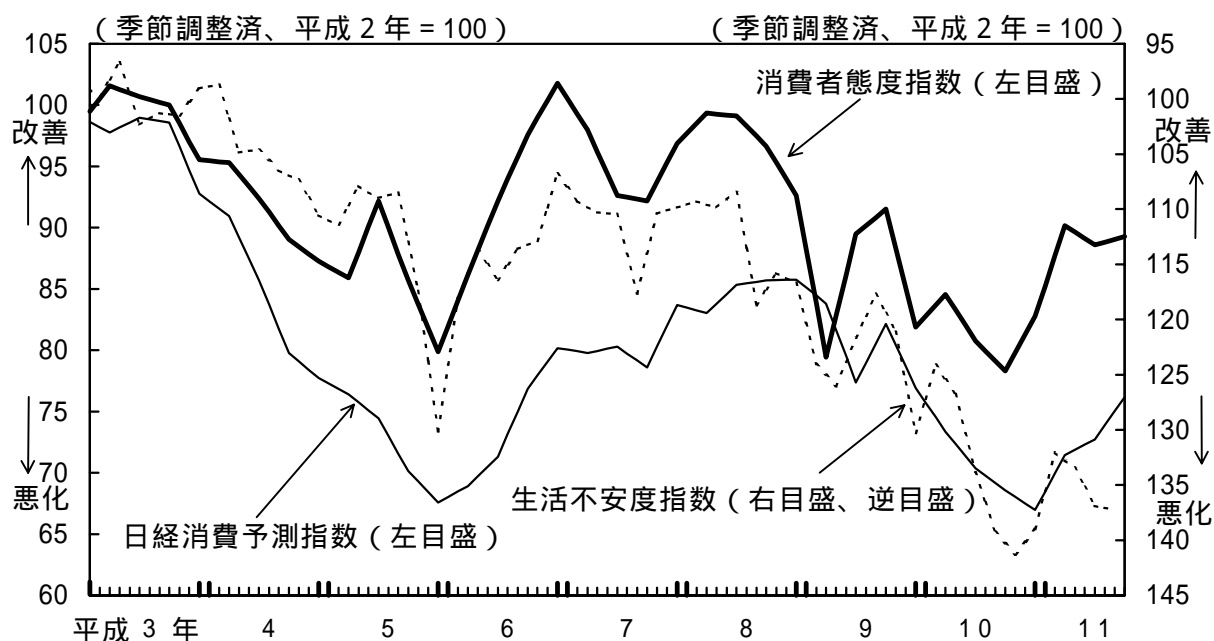


- (注) 1. 事業所規模5人以上の計数を使用。
2. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
3. 平成11年第3四半期は平成11年9月の値。

こうした雇用・所得環境の悪化の背景には、売上げが伸び悩む中であって、企業の雇用過剰感や人件費に対する負担感が引き続き根強く、企業が、給与体系の見直しを含めた本格的なリストラに取り組んでいることが挙げられる。

この間、消費者心理については（図表 10）、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、10年度下期には、それまでの悪化傾向から改善方向に転じ、11年度上期も、総じて引き続き改善を続けた。

（図表 10）消費者心理



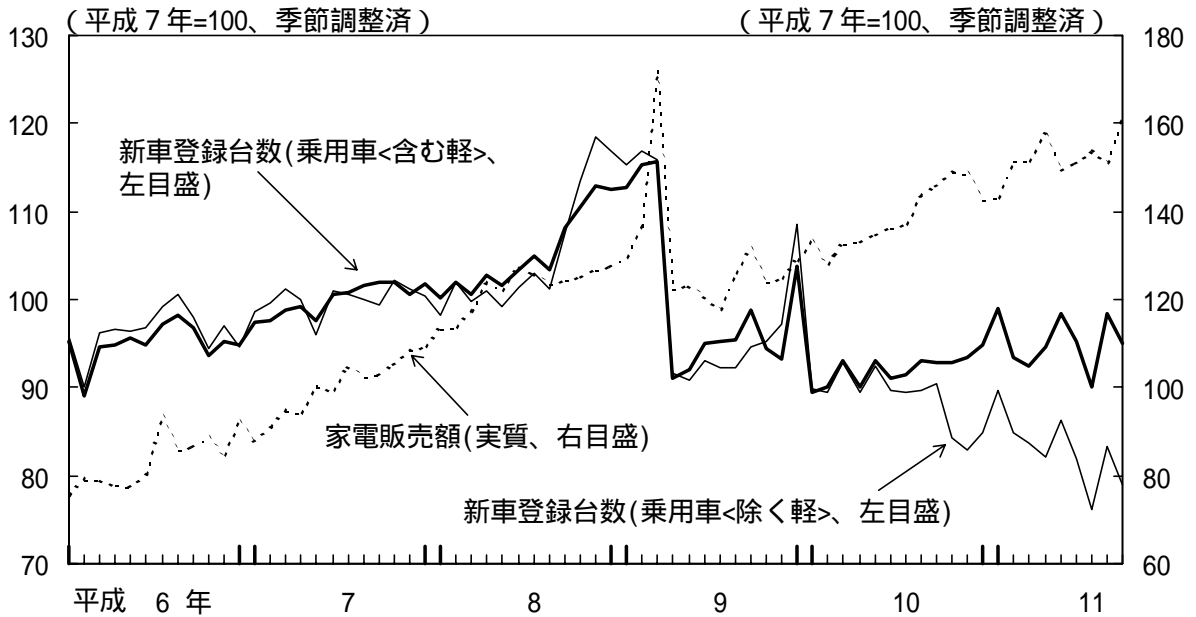
- （注）1．X - 11による季節調整済系列。ただし、消費者態度指数は、経済企画庁による季節調整済系列。
 2．消費者態度指数（調査対象全国 5,040 世帯）、日経消費予測指数（同首都圏 1,500 人）、生活不安度指数（同全国 2,000 人）はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
 3．生活不安度指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。

このような消費者心理の改善が、個人消費の下支えに寄与したが、既述のように雇用・所得環境が悪化するもとで、個人消費は全体として一進一退で回復感に乏しい状態が続いた。個人消費関連統計の動きをみると（図表 11）、家電販売は、パソコンの売上増などから、堅調に推移したものの、乗用車販売台数（含む軽自動車）は、低水準で一進一退を続けた。百貨店やチェーンストアの売上高は、天候要因もあって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

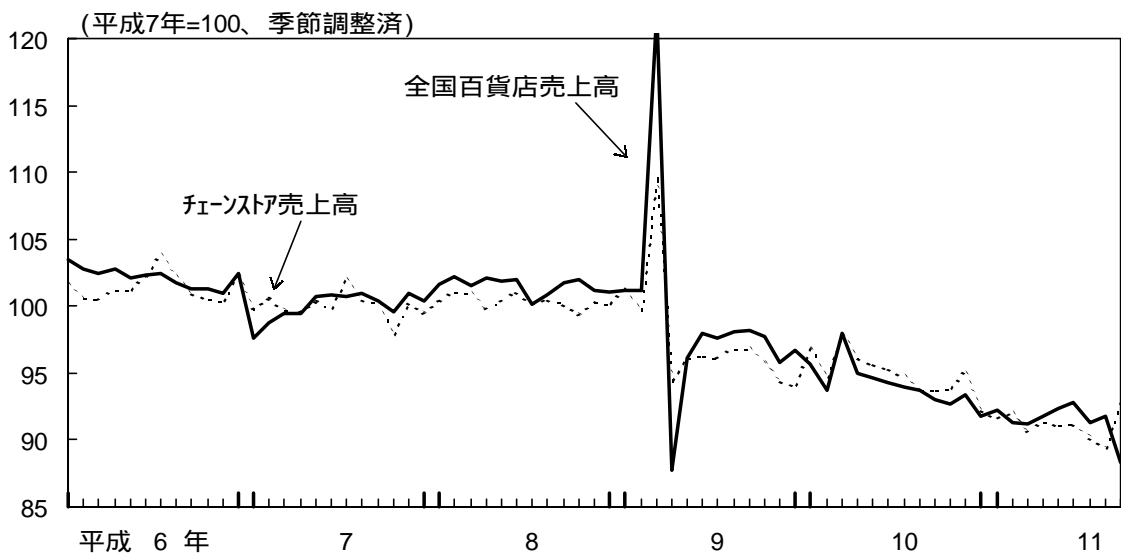
移した。サービス支出についても、外食産業売上高が減少傾向を辿ったほか、旅行取扱額も総じて横這いで推移するなど、低迷の域を脱することはできなかった。

(図表 11) 個人消費関連指標

(1) 耐久消費財



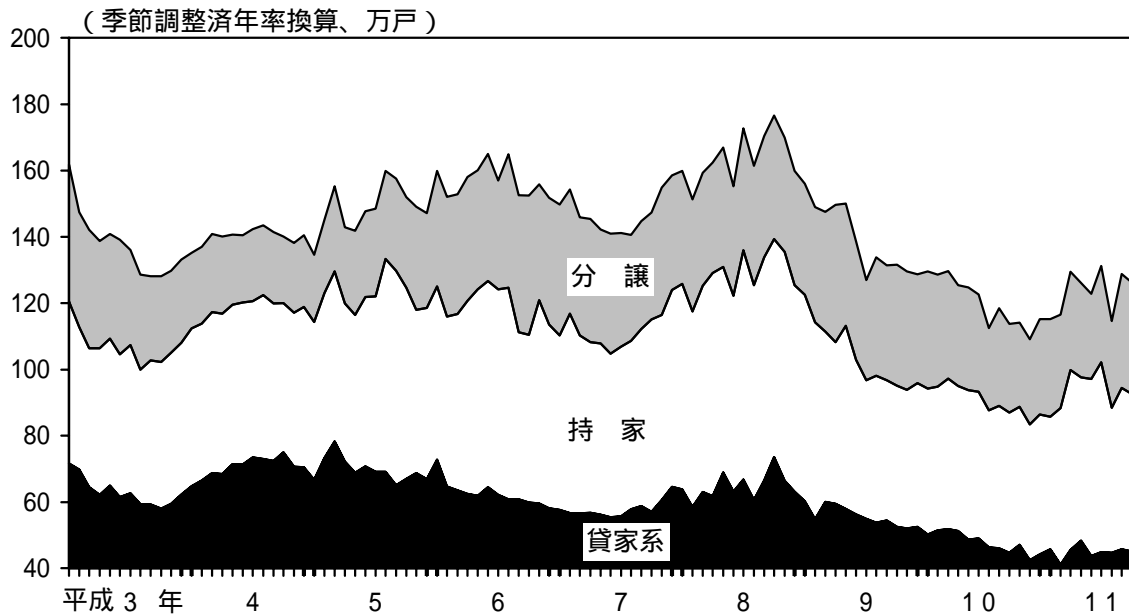
(2) 小売店販売(名目・除く消費税・店舗調整後)



(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。

住宅投資の動向を新設住宅着工戸数でみると（図表 12）、11 年 1～3 月期に、122 万戸（季節調整済み計数の年率換算値）と 10 年 4～6 月期並みの水準まで持ち直したあと、11 年 4～6 月期 126 万戸、7～9 月期 123 万戸と堅調に推移した。

（図表 12）新設住宅着工戸数



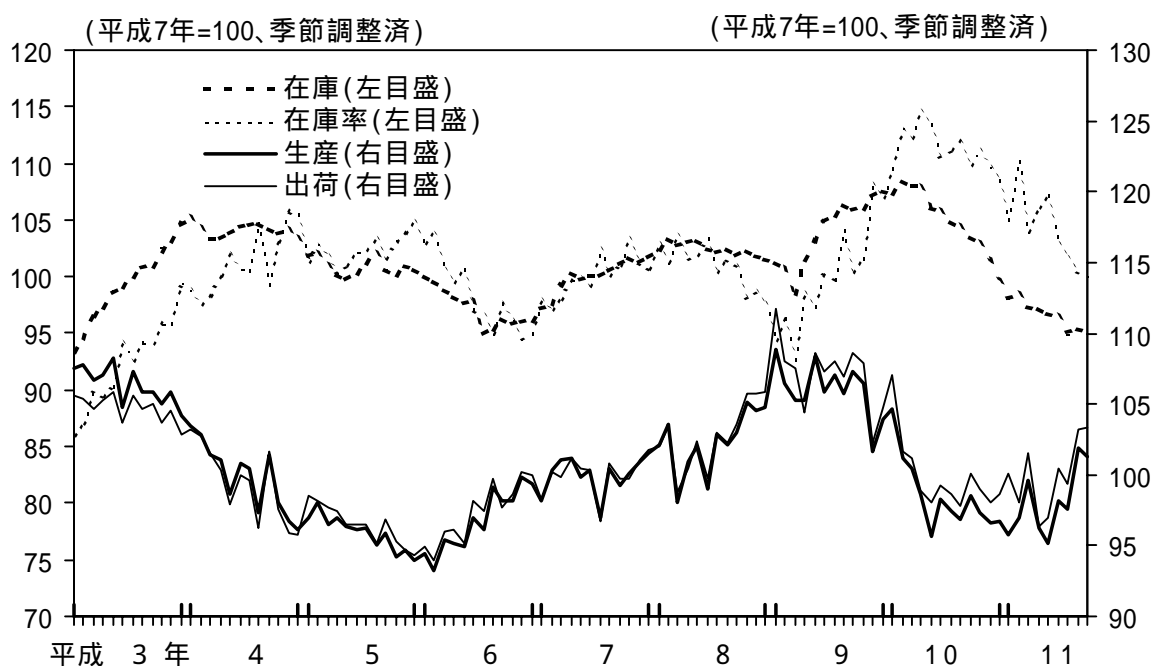
11 年度上期の動きを内訳別にみると、貸家着工は、過剰供給感が強い中で低迷が続いた一方で、持家着工がやや増加した。これは、政府による住宅減税や住宅金融公庫融資基準金利の低位（2.2%）据え置き等の措置によって、11 年初に行われた 10 年度第 4 回の住宅金融公庫への借り入れ申し込みが大幅に増加した（11 年 1 月 18 日～3 月 26 日、前年同回比 +75.1%）ことを反映したものである。もっとも、11 年度第 1 回の申し込み分が、前年比横這いにとどまった（11 年 4 月 26 日～6 月 18 日、同 0.0%）ことから、11 年度上期末にかけては、徐々に頭打ち感が強まった。この間、マンションなど分譲住宅については、好調な販売が続く一方で、在庫過剰感が強かったこともあり、暫くは低迷が続いたが、在庫の減少に伴い、11 年度上期末にかけて、やや持ち直した。

へ．鋳工業生産の動向

鋳工業生産（図表 13）は、10 年度下期に概ね下げ止まったあと、11 年度上期も当初はほぼ横這いで推移したが、夏場以降は増加に転じた（前期比、10 年 10～12 月期 - 0.7% 11 年 1～3 月期 + 0.6% 4～6 月期 - 1.0% 7～9 月期 + 3.9%）。

鋳工業生産が夏場以降増加に転じた背景としては、在庫調整が進捗した状況のもとで、最終需要面において、NIEs、ASEAN 向けの情報関連財等を中心に輸出が増加したことや、公共・住宅投資やパソコンなど一部の需要が堅調に推移したことが挙げられる。

（図表 13）鋳工業生産



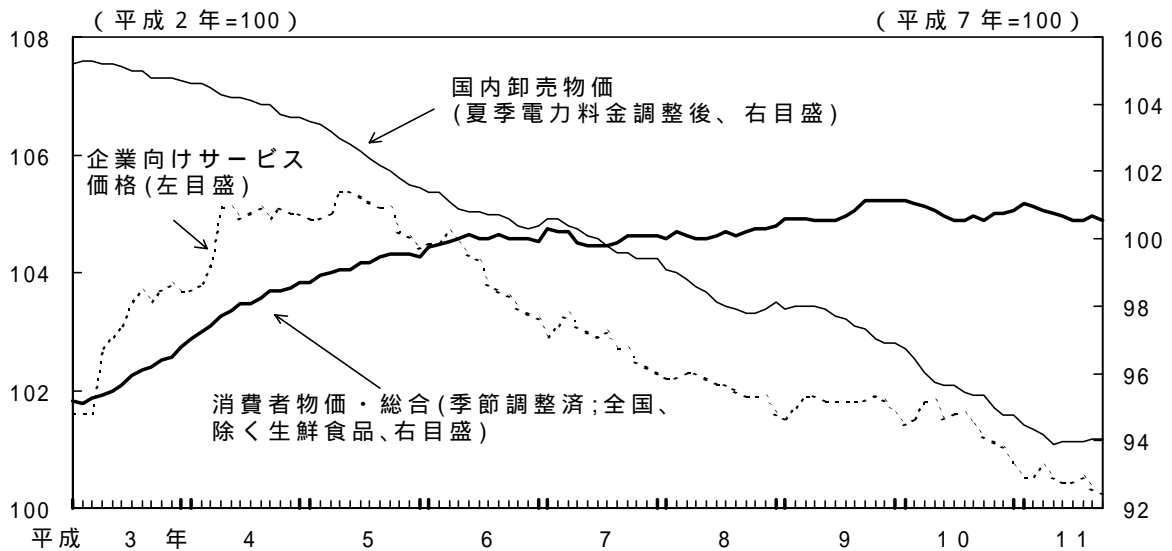
（2）物価の動向

平成 11 年度上期中の国内物価は、当初は昨年来の低下傾向が残ったが、次第にほぼ横這いの動きとなった（図表 14）。すなわち、在庫調整の進捗に伴い一部素材価格が下げ止まったことや、原油価格の大幅上昇が、物価下落に歯止めをかけ

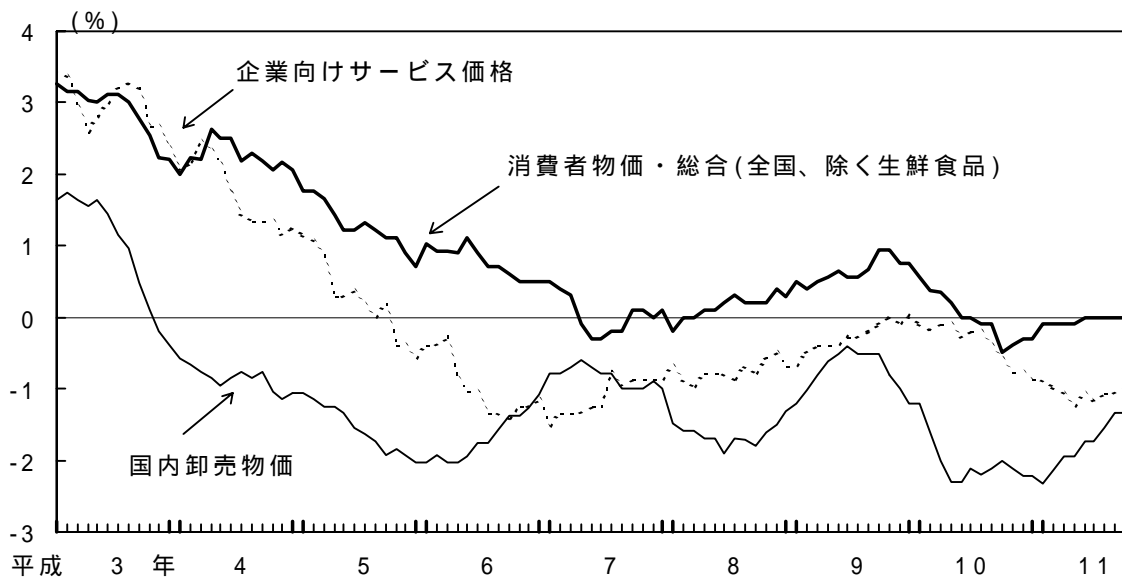
る姿となった。もっとも、民間需要に支えられた需給ギャップの本格的な縮小はみられず（図表 15）、こうした面からの物価に対する潜在的な低下圧力は引き続き残存した。

（図表 14）物価

（ 1 ）水準



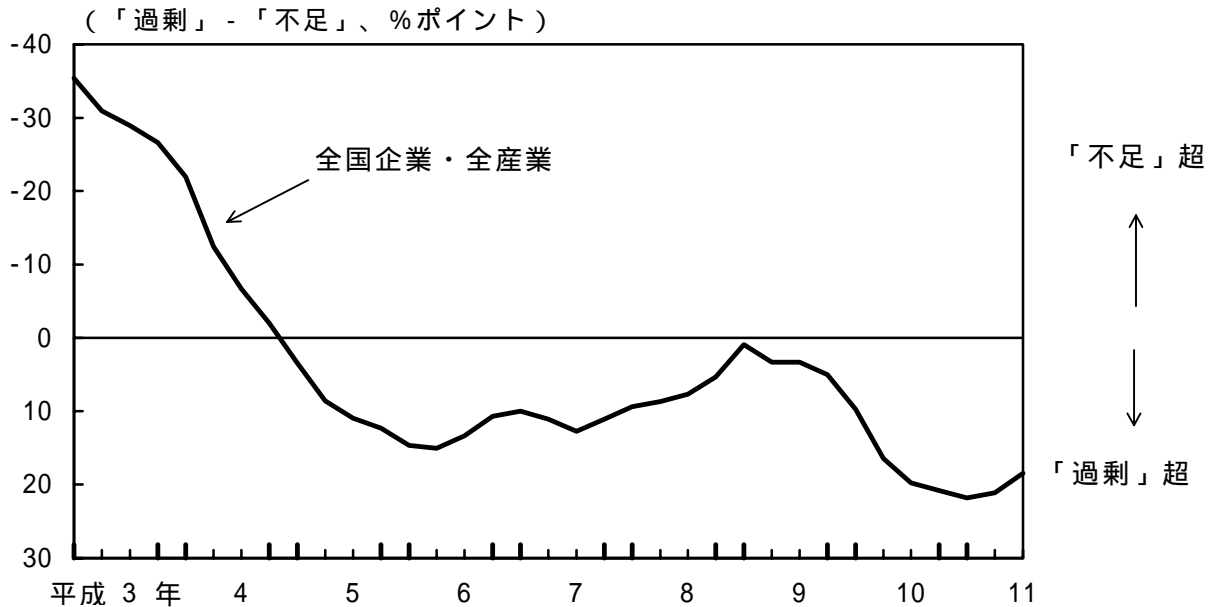
（ 2 ）前年比



- （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）

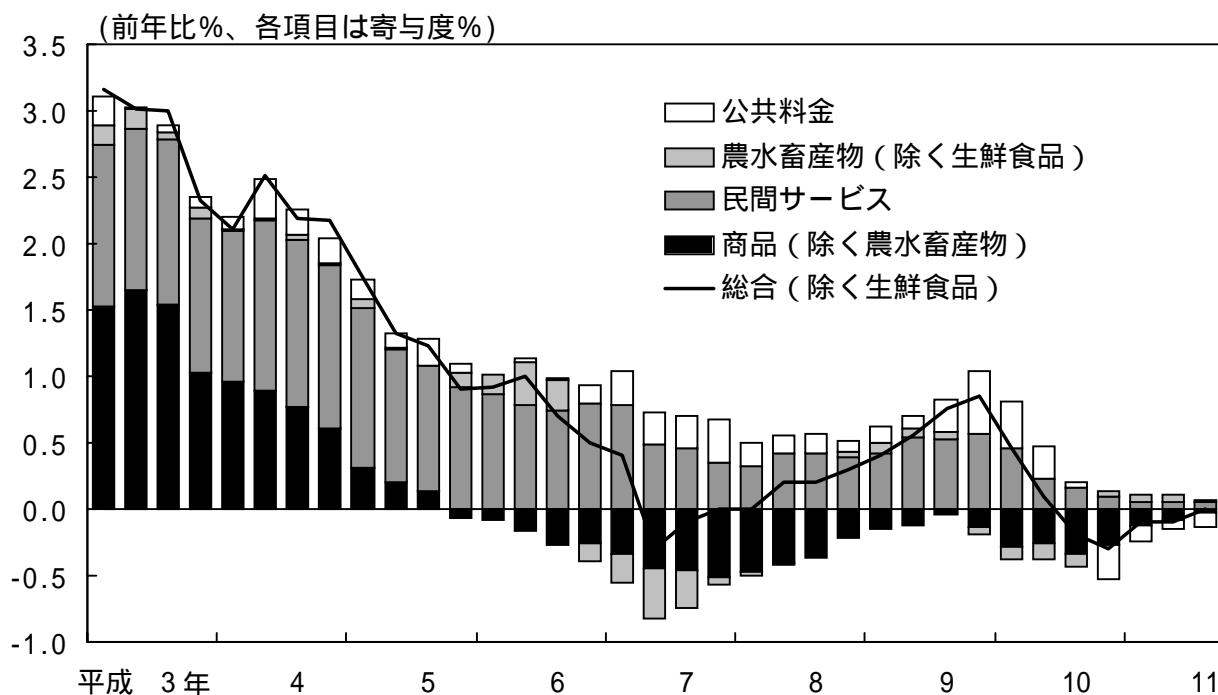


(注) 短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を、資本・労働分配率(昭和50年度～平成9年度平均)を用いて加重和したもの。

これを個々の物価指数の動きに即してみると、まず、消費者物価（除く生鮮食品）については（図表 16）、当初の弱含みの動きから、次第に横這いの動きに変化した（前年比、11年1～3月期 - 0.1% 4～6月期 - 0.1% 7～9月期 0.0%）。内訳には、「公共料金」の前年比マイナス幅が横這いで推移したものの、「商品」が、石油製品の上昇等から、前年比マイナス幅を縮小した。また、「民間サービス」の前年比上昇率は、総じて若干のプラスが続いた。生鮮食品を含む消費者物価総合でみると、11年の4～6月期にかけて、前年比ではいったん下落幅を拡大したものの、夏場にかけては、天候不順の影響から生鮮食品価格が上昇したため、前年比横這いとなった（前年比、11年1～3月期 - 0.1% 4～6月期 - 0.3% 7～9月期 + 0.0%）。

(図表 16) 消費者物価

消費者物価・総合(全国、除く生鮮食品)

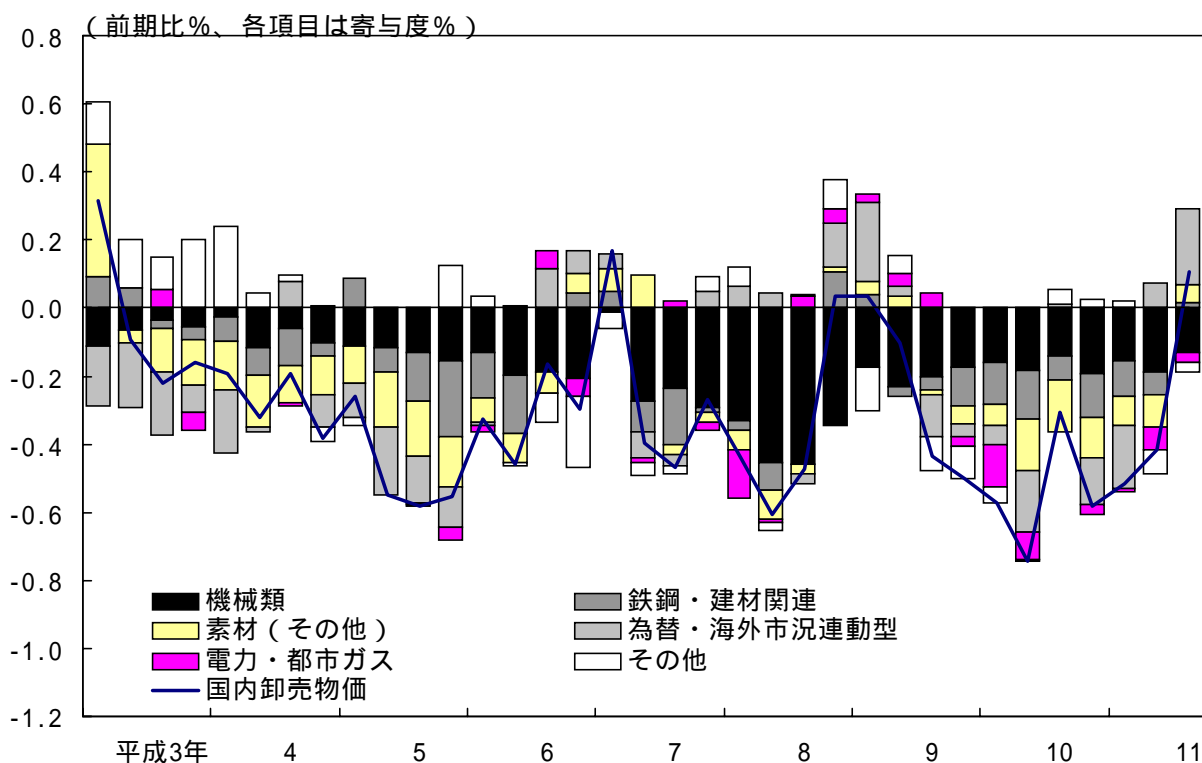


(注) 平成9年4月以降は、消費税率引き上げを調整した計数(課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。

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、3月以降の原油など国際商品市況の上昇を反映して、11年4~6月期は大幅に上昇したものの、その後は、為替円高の影響から弱含みで推移した。一方、国内卸売物価(夏季電力料金調整後⁷)については(図表17)、11年4~6月期までは、素材関連の下落が続く中、下落基調で推移したものの、その後の石油製品等市況関連商品の上昇に伴い次第に下落テンポを緩め、夏場以降は横這いで推移した(前期比、11年1~3月期 -0.5% 4~6月期 -0.4% 7~9月期 +0.1%)。

⁷ 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 17) 国内卸売物価



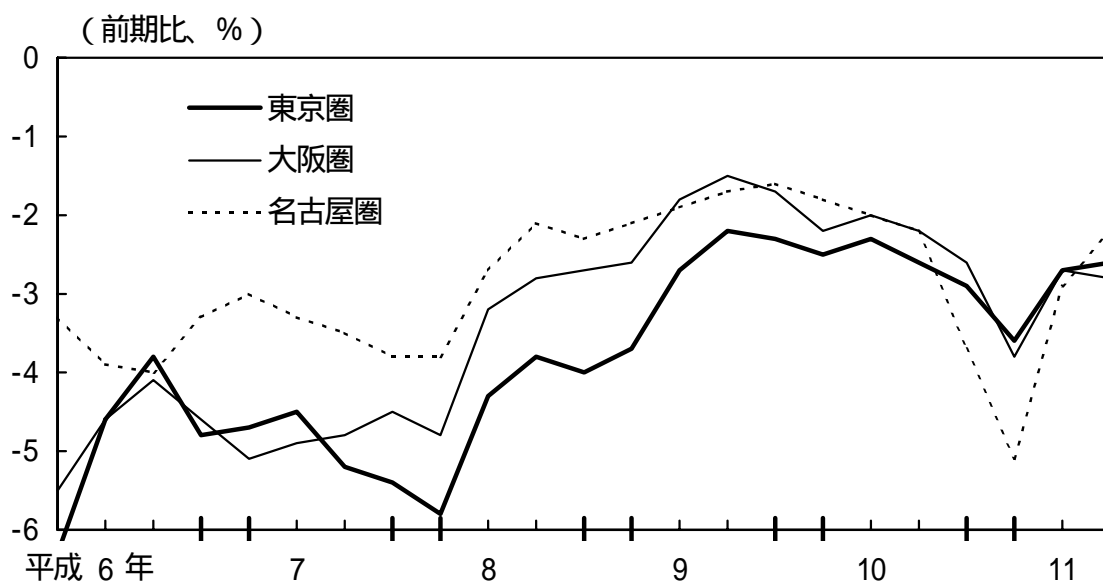
- (注) 1. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
 3. 素材（その他）：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
 4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道
 6. 平成9年4月以降は、消費税率引き上げを調整した計数(課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。

また、企業向けサービス価格についてみると、企業のコスト抑制姿勢が強まるもとで、不動産賃貸、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たが、そのテンポは夏場以降鈍化した（前年比、11年1～3月期 - 1.0% 4～6月期 - 1.2% 7～9月期 - 1.1%）。

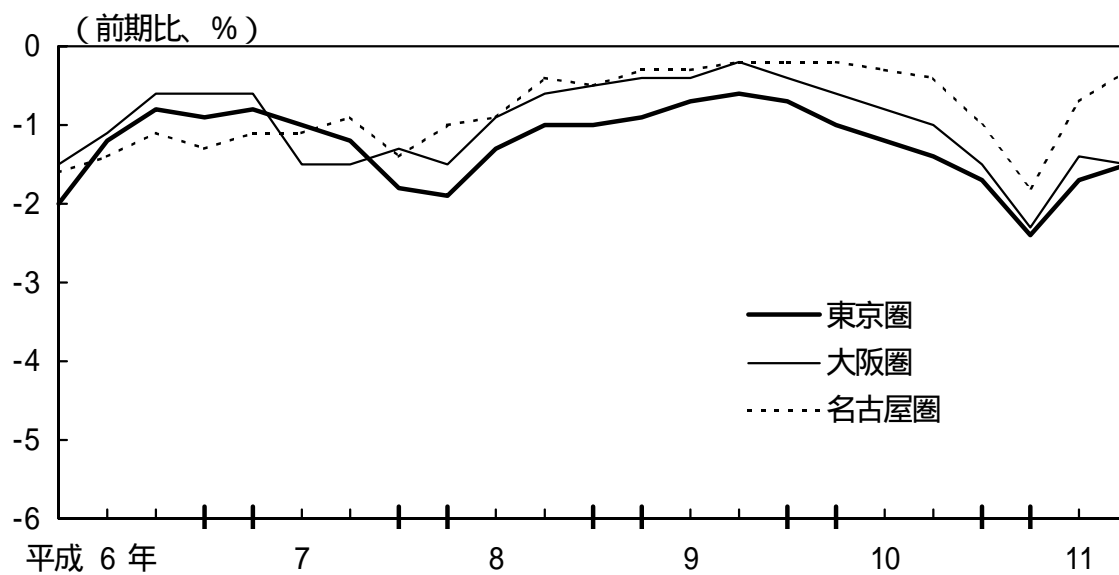
地価の動向をみると（図表 18）、企業の遊休地売却の動きが続くなど、需給環境に依然改善がみられなかったため、商業地地価、住宅地地価のいずれについても、下落傾向が続いた。

(図表 18) 地価

(1) 商業地 (代表標準地・指定基準地)



(2) 住宅地 (代表標準地・指定基準地)



(注) 「代表標準地」、「指定基準地」とは、「地価公示」並びに「都道府県地価」の調査対象である標準地(基準地)群のなかで基準となる地点であり、両者ともほぼ同じ地点であることから、連続して把握することが可能。

(3) 海外金融経済の動向

平成11年(1999年)4～9月の海外経済情勢をみると(図表19)、米国景気は内需の好調を背景に力強い拡大を続けた。また、欧州の景気もいったんは減速したが、その後拡大基調を取り戻した。さらに、東アジアでも、NIEs、ASEANの多くの国々で景気回復が明確化した。

金融市場では、米国が6月および8月に利上げを実施したほか、イギリスも9月に1年3か月振りの利上げに踏み切るなど、金融引き締めに向かう動きがみられ、欧米諸国の長期金利は概ね緩やかな上昇基調で推移した。また、多くの欧米諸国では、主要な株価指数が7月から8月にかけて既往最高値を更新した。この間、その他の地域のうち、年初に変動相場制に移行したブラジルを含む中南米、東アジア諸国等を見ると、為替相場および債券・株式相場は、景気回復を反映しながら総じて安定的に推移した。

以上の動きをやや細かくみると、米国景気は、住宅投資が減速し始めたが、個人消費を中心とする内需の好調から、全体として力強い拡大が続いた。また、東アジアの景気回復など輸出環境の好転も加わり、製造業の生産も増加傾向を辿った。これらを背景に、労働市場は一段と逼迫し、賃金コストに対する上昇圧力が高まったが、これを上回る生産性の上昇が続いたことから、インフレ圧力の顕現化は回避された。この結果、物価は、ガソリンなどエネルギー関連価格が上昇したことを除くと、全般的に落ち着いて推移した。一方、米国の経常収支については、内需の好調を反映した輸入増から、赤字幅の拡大傾向がより顕著となり、4～6月期は既往最大幅を更新した(807億ドル<季節調整済>、GDP比3.6%)。

こうした情勢のもと、米国連邦準備制度は、金融市場の緊張緩和、世界経済の回復、米国内需の強さと労働市場の逼迫などを踏まえたうえで、昨年秋に引き下げた金利をそのまま維持する必要性は後退したと判断し、6月30日(フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を4.75%から5.00%に引き上げ)および8月24日(フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を5.00%から5.25%に引き上げ、公定歩合を4.50%から4.75%に引き上げ)の2度にわたって、政策金利を引き上げた。

(図表19) 海外経済 (実質 GDP)

(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

		平成 8 年	9 年	10年 3Q	4Q	11年 1Q	2Q	3Q
米 国		4.5	4.3	3.8	5.9	3.7	1.9	4.8
欧 州	E U	2.4	2.7	2.3	0.6	1.6	2.2	
	ド イ ツ	1.5	2.2	1.6	-1.1	1.8	0.2	
	フ ラ ン ス	2.0	3.4	1.9	2.6	1.4	2.5	
	英 国	3.5	2.2	2.2	0.2	0.9	2.6	3.7
東	中 国	8.8	7.8	(1~9月) 7.2	(1~12月) 7.8	8.3	(1~6月) 7.6	(1~9月) 7.4
ア ジ ア	N 韓 国	5.0	-5.8	-7.1	-5.3	4.6	9.8	
	I 台 湾	6.8	4.7	4.2	3.7	4.3	6.5	
	E 香 港	5.0	-5.1	-6.9	-5.6	-3.2	0.7	
	S シンガポール	9.0	0.3	-1.9	-1.1	0.6	6.7	
ア	A タ イ	-1.8	-10.0	-13.6	-5.8	0.8	3.5	0.5
	S インドネシア	4.7	-13.2	-16.1	-17.7	-9.4	1.8	
	E マレーシア	7.5	-7.5	-10.9	-10.3	-1.3	4.1	
	A フィリピン	5.2	-0.5	-0.1	-2.0	1.2	3.6	

これらの措置も念頭に置きつつ、金融市場の動向をみると(図表20)、長期金利(国債30年物流通利回り)は、インフレ懸念の台頭などから上昇傾向を辿り、8月12日には6.26%へ上昇したが、8月の利上げ後はインフレ懸念もやや収まり、概ね6%近傍の水準で推移した(9月末6.05%)。また、株価については、企業収益の好調持続を背景に上昇を続け、ダウ工業株30種平均は8月25日(終値11,326ドル)に既往最高値を更新したが、その後は高値警戒感から、やや下落した(9月末終値10,337ドル)。なお、この間の特徴点として、民間債券の利回りについては、コンピューター2000年問題での資金手当て難を懸念した企業の起債が相次いだことなどから、国債利回りとの格差が拡大する動きがみられた。

欧州については、本年初に、欧州連合(EU)加盟国15か国のうち11か国が経済通貨同盟の第3段階に移行し、共通通貨ユーロ(euro)が銀行間決済等に使用されるようになった。その後、9か月余りを経たが、大きな混乱もなく、ドイツ、フランス等では、ユーロ建ての起債が急増するなど、金融資本市場での統合効果が明確になってきた。こうした大きな変革が進行中であるユーロエリア(ユーロ導入の欧州11か国)の景気を振り返ると、昨年下半年のロシア金融危機やそれが他の途上国経済に及ぼした影響から、今夏までは外需が大幅に減少し、景気の減速が続いた。そうした経済情勢の中で、4月8日に欧州中央銀行(ECB)は政策

金利を引き下げた（条件付き売買取引の中心レート〈main refinancing rate〉を3.0%から2.5%に引き下げ）。その後、個人消費が底固く推移する中で、輸出もユーロ圏や東アジア諸国等の景気回復を背景に増加に転じてきたことから、秋口になり、景気は再び拡大に向かった。この間、物価は、欧州中央銀行とユーロ圏11か国中銀が定めた中期的な物価安定の目標（統合消費者物価〈HICP〉前年比+2%以下）と整合的に推移した。

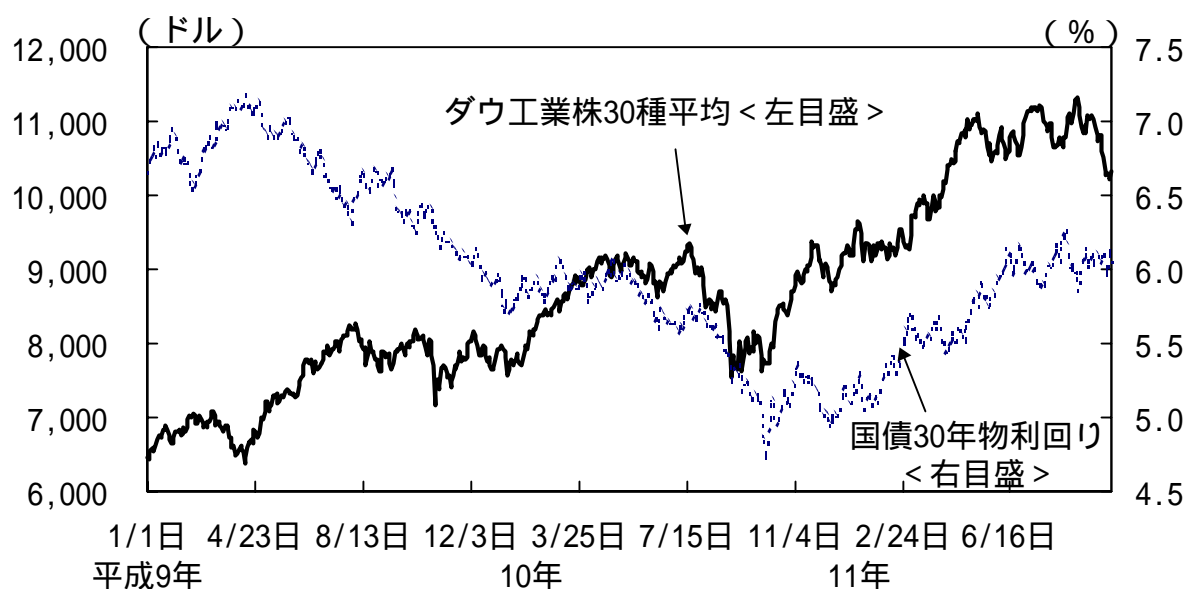
イギリスは、ユーロを導入していないEU加盟4か国の1つであり、ユーロ圏とは若干異なる景気展開となった。春先は、内需にやや陰りがみられたため、イングランド銀行（BOE）は、4月8日（レポ・レートを5.50%から5.25%に引き下げ）、6月10日（同じく5.25%から5.00%に引き下げ）と相次いで政策金利を引き下げた（昨年10月以降7度の利下げ幅の累計は2.5%ポイント）。夏以降は、こうした金融緩和の効果もあって住宅投資・個人消費を中心に内需が持ち直し、昨年末以降低迷を続けた輸出も米国やアジア向けを中心に回復し始めたため、景気は緩やかな拡大に転じた。その後イングランド銀行は、海外需要の回復、個人消費の高い伸び、住宅価格の上昇、労働市場の逼迫等を踏まえて、物価の安定を維持していくためには早めの利上げ対応が必要と判断し、9月8日、政策金利を引き上げた（レポ・レートを5.00%から5.25%に引き上げ）。こうした経済運営のもとで、物価（消費者物価〈除くモーゲージ金利払い、RPIX〉）は、イングランド銀行の政策目標とされる前年比+2.5%を僅かに下回る水準で推移した。

この間の欧州の金融市場をみると、主要国の株価指数は、通貨統合の成果から中長期的には企業収益が増加するとの期待などから、7月中旬に既往最高値を更新する水準に上昇し、その後横這い圏内で推移した。また、主要国の長期金利は緩やかな上昇基調を辿った。

NIEs、ASEAN諸国では、金融・財政面での景気浮揚効果の浸透や、米国や日本等への情報関連財の輸出増加、さらにこれらを背景にした個人消費の持ち直し、といった形で総じて好循環の動きがみられ始め、景気は回復傾向を辿った。こうした景気回復を背景に、夏頃までは、為替相場は安定的に推移し、株価も上昇基調で推移した。もっとも、秋口以降は、米国金利の上昇や、インドネシアの治安悪化等を背景に、為替相場、株価ともやや軟調に推移した。一方、中国では、公共投資の一巡や個人消費の低迷から、景気は減速傾向を辿った。このため、6月に追加的な金融緩和措置が採られ、また、9月には公共投資増加に向けた特例国債の追加発行などの景気刺激策が講じられた。

ブラジルでは、本年初に変動相場制に移行した直後は、過度な通貨安を回避するため大幅な金融引き締め策がとられたが、その後インフレの安定傾向が持続したことなどから、政策金利は7月まで数次にわたって引き下げられた。そうしたもとで、経済情勢は安定的に推移した。一方、ロシア向けの国際金融支援は、10年夏のロシア危機以降凍結されていたが、本年7月末に国際通貨基金（IMF）によるスタンド・バイ取極め（実行条件付きの融資契約）が承認され、それを機に他の国際金融機関等も支援を再開した。もっとも、その後、マネーロンダリング（資金洗浄）疑惑が発覚し、上記スタンド・バイ取極めの実行を巡って不透明感が台頭した。

（図表 20）米国の長期金利と株価

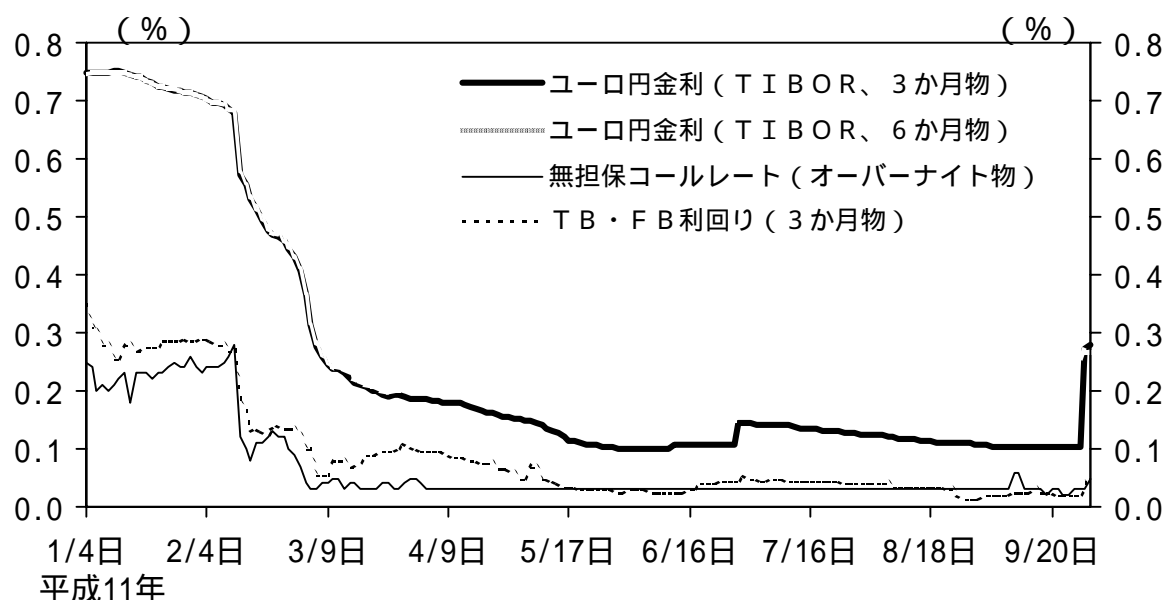


2. 金融市場の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成11年度上期の短期金融市場をみると(図表21)、金融システムの安定化や日本銀行によるゼロ金利政策のもとで、流動性に関する安心感が市場全体に浸透したため、市場金利に強い上昇圧力がかった10年度下期とは一変して、きわめて落ち着いた展開となった。

(図表21) 短期金融市場



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、日本銀行が2月12日に決定した金融市場調節方針のもとで、概ね0.03%で推移した⁸。オーバーナイト金利の0.03%という水準は、資金取引にかかる仲介手数料を勘案した場合の下限であり、事実上ゼロ%といえる水準であった。さらに、8月から9月初に

⁸ 2月12日の金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針は、以下の通りである。
「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、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。」

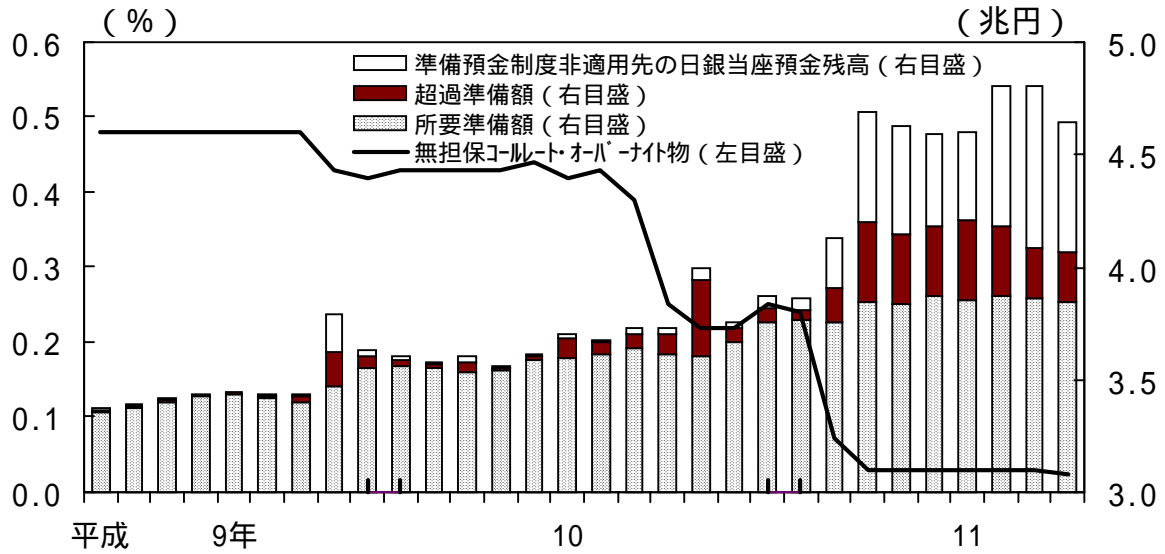
かけて短資会社が仲介手数料を引き下げたため、0.02%でも出会いが付き始め、9月半ば以降は加重平均ベースでも0.02%となる日がみられるようになった。このように、オーバーナイト金利は、僅かな例外を除き⁹、期中を通じて事実上ゼロ%に張り付く形できわめて安定的に推移した。

多くの金融機関は日本銀行に準備預金を保有することを法律上義務づけられているが、準備預金は無利子であるため、通常、金融機関は超過準備（＝義務づけられた保有額である「所要準備」を上回る準備預金）を持とうとしない。しかし、オーバーナイト金利が事実上ゼロ%まで低下したことは、準備預金保有の機会費用が無視しうるほど小さくなったことを意味するため、その限りにおいては、金融機関が超過準備を保有する動機を高める作用を持ったと考えられる。実際、ゼロ金利政策のもとで、日本銀行が所要準備を大幅に上回る資金供給を行うようになると、資金調達力に多少なりとも不安を抱く一部の先を中心に、厚めに超過準備を保有する動きもみられた。

しかし、都市銀行をはじめとする多くの先では、資金調達環境に対する安心感から、金利がほとんどゼロ%のもとでも超過準備を保有しないスタンスを続けた。このため、金融機関が超過準備として実際に保有した資金の規模は、日本銀行が所要準備を上回って供給した余剰資金の4～5割程度にとどまり、むしろ過半は短資会社など準備預金制度非適用先の日銀当座預金に滞留した（図表22）。しかも、金融機関がゼロ金利政策のもとで、流動性に関する安心感を一段と強めるにつれて、当初準備預金を厚めに保有していた先でも、その額を徐々に減らしていった。このため、8～9月頃には、日本銀行が供給した余剰資金のうち超過準備として積まれる資金の割合は2～3割まで低下し、7～8割は短資会社等に残ることとなった。

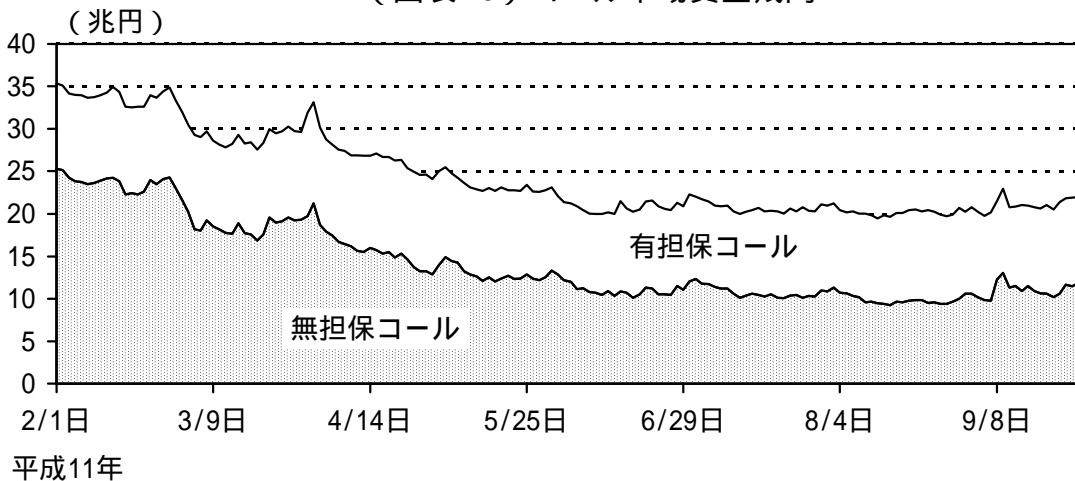
⁹ オーバーナイト金利は9月8日および9日には0.06%まで強含んだ。これは、9月9日がコンピューターの誤作動等が発生するとされた特異日であったことから、地方銀行や投資信託が資金放出を見合わせるなどの動きが生じたためである。このほか、中間期末である9月30日にも、オーバーナイト金利は0.05%まで強含んだ。

(図表 22) 準備預金積み立て状況等



この間、生命保険等機関投資家は、その運用資金を、運用採算が事実上ゼロとなったコール市場から相対的に金利の高い普通預金などにシフトさせた。このため、コール市場の残高は、ゼロ金利政策のもとで大幅に縮小した(図表 23)。夏以降、コール市場の規模は概ね安定したが、その水準は市場全体(有担保+無担保)で 20 兆円程度、うち無担保コール市場では 10 兆円程度と、2月の金融緩和措置前に比べてそれぞれ約 6 割、および約 4 割の規模となった¹⁰。

(図表 23) コール市場資金残高



(注) 3市場(東京、大阪、名古屋)合計。

¹⁰ 9月30日のコール市場残高は、期末要因から 25.7 兆円(無担保コール 13.1 兆円 + 有担保コール 12.5 兆円)まで一時的に回復した。

オーバーナイト金利が事実上ゼロ%まで低下しただけでなく、ターム物金利も期中を通じて落ち着いた動きが続いた。その背景としては、金融システムの安定化に加え、4月13日の総裁定例記者会見で「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」旨が表明され¹¹、そうした日本銀行の緩和姿勢が市場に浸透したことが大きかったものとみられる。

具体的に、民間金融機関の代表的指標であるユーロ円金利（TIBOR、以下同じ）の3か月物を見ると、2月以降急速に低下したあと、11年度上期入り後もなだらかな低下傾向が続き、5月下旬には0.10%と過去最低水準になった（前掲図表21）。この3か月物ユーロ円金利を1か月物インプライド・フォワード・レートに分解してみると、直ちにスタートする1か月物から、8月にスタートする1か月物までが、いずれも概ね最低水準に収斂しており、市場は、少なくとも9月までの期間において、金利が上昇に向かう可能性をほとんど全く意識しない状態にあったと考えられる。

その後、ユーロ円3か月物金利は、1～3月期GDP速報の公表などを背景に、ゼロ金利政策解除の時期が早まるのではないかとの思惑が市場で台頭したため、6月末にかけて強含む動きとなった。しかし、7月に入ると、政策委員会のメンバーが国会答弁や講演でゼロ金利政策継続の考えを改めて強調したほか、6月短観が緩やかな改善にとどまったことなどから、軟化気味に推移し、9月初には再び過去最低水準（0.10%）に落ち着いた。

もっとも、より長めの年末越えに当たる金利は、6月末にかけて上昇したあと、7月以降も高止まりが続いた。これは、景気の下げ止まりを示す経済指標が増えつつある中で、先行き半年から1年程度までを展望すればゼロ金利政策解除の可能性もさすがに全く無視するわけにはいなくなってきたとの市場の見方に加え、「コンピューター2000年問題」を意識したいわゆるミレニアム・プレミアムがかなり影響したものとみられる¹²。

この間、ターム物金利の動向を、信用リスク・プレミアムが上乘せされないTB・FBの3か月物利回りで見ると、5月中にオーバーナイト金利と同水準である0.03%程度まで低下した。同利回りは6月末にかけては、ユーロ円金利と同様

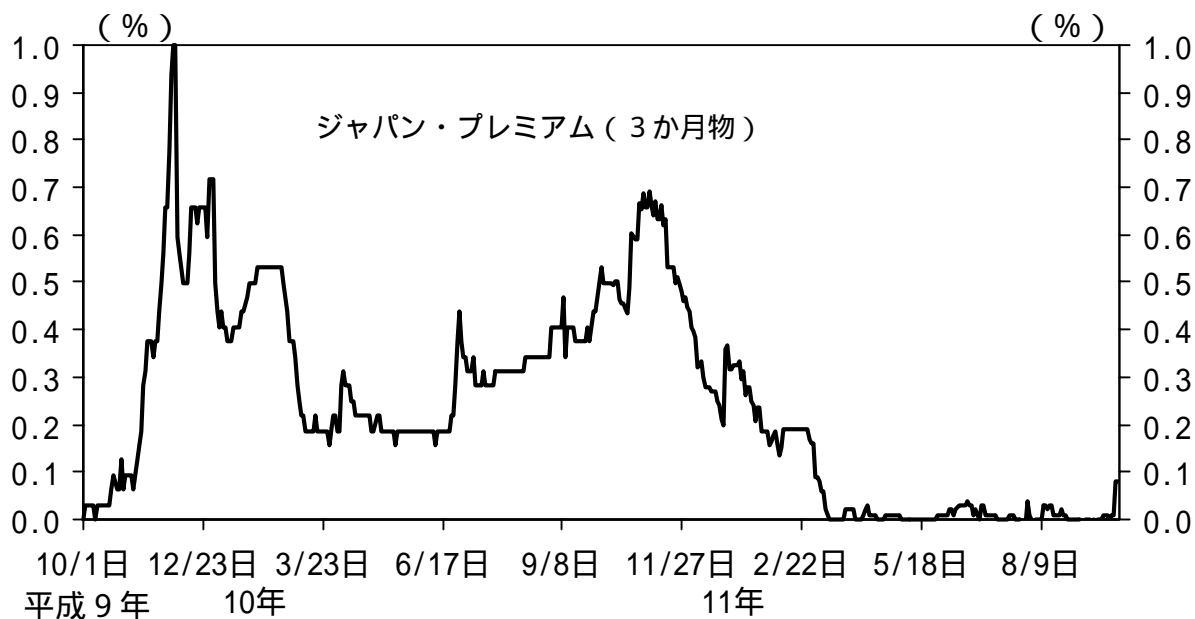
¹¹ この4月13日の総裁発言は、それに先立つ4月9日の金融政策決定会合での合意を受けたものである（後述「金融政策運営及び金融政策手段を巡る動き」の2.(2)を参照）。

¹² ユーロ円の3か月物金利も、取引が年末越えとなった9月末には、それまでの0.1%程度から0.3%弱まで上昇した。

の理由からいったんオーバーナイト金利を幾分上回る水準に上昇したが、その後再び低下し、8月末にはオーバーナイト金利をも幾分下回る水準まで低下した。また、やや長めのTB・FBレートをも、6か月物、1年物ともに0.03~0.05%程度まで低下するなど、1年程度までのイールド・カーブはゼロ近傍できわめて平坦な形状となった。

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（図表24）、金融システムの安定化やゼロ金利政策を背景にわが国金融機関の流動性懸念が後退したことから、春先に概ね解消したあと、11年度上期中ほぼ一貫して解消された状態が続いた¹³。年末越えの取引については、ミレニアム・プレミアムの影響からやや高めとなっているが、それについても水準としては総じて落ち着いた動きであったと評価できる。

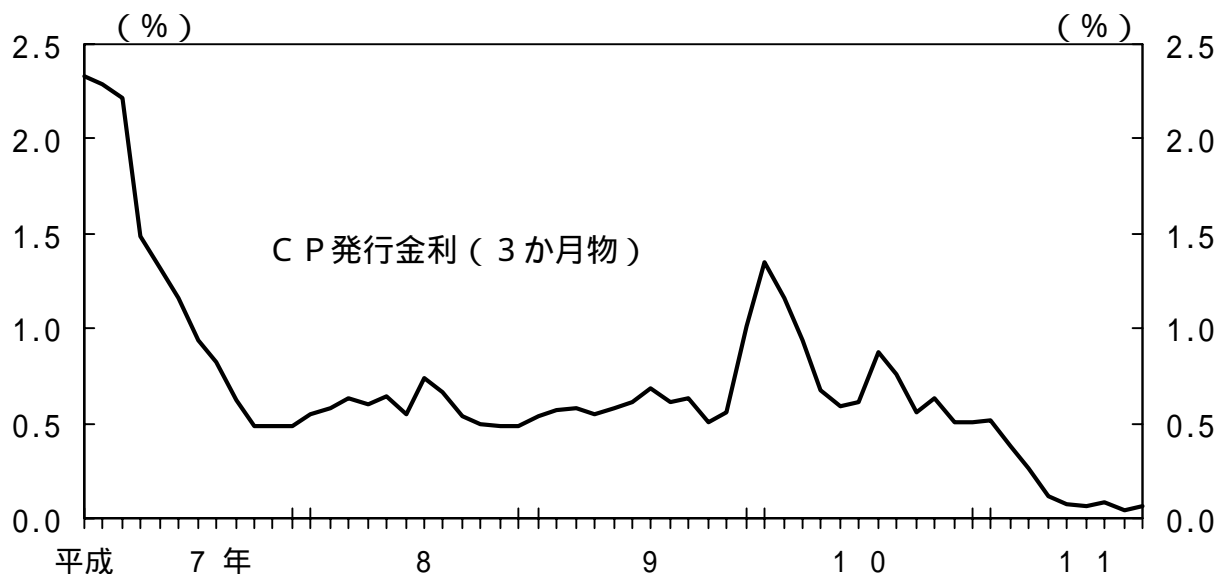
（図表24）ジャパン・プレミアム



¹³ 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「東京三菱銀行オフターレートとパークレイズ銀行オフターレートの差」でみている。

以上のようなターム物金利の低下は、企業の資金調達コストにも好影響を与えた。すなわち、コマーシャル・ペーパー（C P）の発行金利は（図表 25）、上記ユーロ円金利等の動きに概ね歩調を合わせるかたちで軟化傾向を辿り、とりわけ最優良銘柄の3か月物については、信用リスクのないT B・F Bの利回りとはほぼ同水準まで低下した。このように、金融システムの安定化やゼロ金利政策の効果は、企業金融の面まで浸透した。もっとも、相対的に格付けの低いC Pまでみると、銘柄間の格差は一頃より縮小したものの、なお根強く残存した。このことから、金融機関や投資家のリスクテイク活動は、自らの流動性に関する懸念の解消に伴ってかなり前向きなものとなったが、借り手の信用リスクに対しては引き続き慎重な面を残していたと言えよう。

（図表 25）C P 発行金利

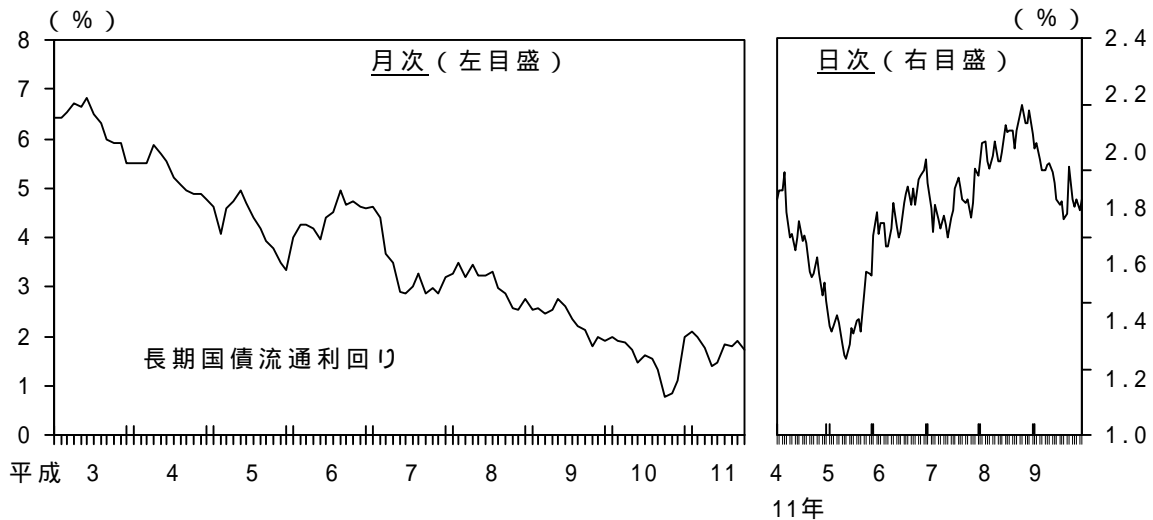


（注）最上位格付取得先の新発利回り（オールインコスト・ベース）。

（ 2 ）債券市場の動向

平成 11 年度上期の債券市場の動向をみると、日本銀行によるゼロ金利政策のもとで、総じて落ち着いた展開となった。すなわち、長期国債の流通利回りは（図表 26）、5 月半ばまで低下を続けたあと、夏には緩やかに上昇したが、9 月入り後は再び軟化する動きとなった。

(図表 26) 長期国債流通利回り



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

具体的にみると、長期国債（10 年新発債）の流通利回りは、2 月の金融緩和措置以降、低下傾向が続き、5 月中旬には金融緩和措置前の水準を 1% 以上下回る 1.2% 台まで大幅に低下した（2 月 5 日 2.515% 5 月 17 日 1.230%）。こうした長期金利の大幅低下には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という表明を含めた思い切った金融緩和を背景に、短期金利は当分の間低水準で推移するとの見方が市場で強まったことが、大きく影響したものとみられる。また、2 月頃までの国債利回りの上昇が、国債の価格変動に対するリスク・プレミアムの上昇による面が大きかったとみられることを踏まえると、公的資本投入を背景に金融機関のバランスシートが改善したことや、流動性に関する安心感が浸透したことも、金融機関のリスクテイク能力の向上を通じて国債利回りの低下に寄与したと考えられる。

以上のように、国債利回りは 5 月中旬まで急速に低下したが、その後は景気回復期待や、国債需給悪化懸念の再燃などを背景に、夏を通じて強含む展開となった。とくに 6 月中は、1～3 月期の GDP が高い伸びになったことなどを背景に、ゼロ金利政策解除の時期が早まるのではないかと市場の思惑が高まり、月末にかけて 1.8% 台前半まで上昇した（6 月 30 日 1.835%）。7 月に入ると、政策委員会の複数の委員が講演等においてゼロ金利政策の継続姿勢を改めて強調したことなどから、いったん 1.6% まで軟化した（7 月 13 日 1.600%）。もっとも、

改善の動きを示す経済指標が徐々に増え始めたこと、第2次補正予算に関する報道や、郵便貯金の集中満期時における資金流出に関する報道などが相次いだため、国債需給の悪化が改めて市場で意識されたこと、さらには、「コンピューター2000年問題」に絡んで特定の銘柄の流動性不足についての懸念が一時的に強まったことなどから、8月下旬には2.0%（8月25日2.000%）まで上昇した。

しかし、金融市場に豊富な資金が存在し、その運用先や貸出先の乏しさが意識される状況が続く中で、9月に入ると国債需給面での懸念は次第に消化されていった。また、急速な円高の進行が、市場における景気の回復期待を弱める方向で作用した。このため、国債利回りは再び軟化傾向を辿り、1.7%程度で9月末を迎えた（9月30日1.710%）。

なお、一般に、長期金利の上昇が景気に悪影響を与えるかどうかは、金利上昇の背景によって異なると考えられる。すなわち長期金利の上昇は、大きく括れば、

景気回復期待の強まりによる場合と、リスク・プレミアムの上昇などによる場合、の2つのケースがある¹⁴。このうち、の景気回復期待を背景に長期金利が上昇するケースは、実体経済に長期金利上昇を吸収する強さが備わってきていると判断される状況であるからこそ、市場はそれを織り込んで実際に長期金利が上昇するものと考えられる¹⁵。これに対して、のリスク・プレミアムの上昇などを反映した長期金利の上昇は、債券のデフォルト・リスクや価格変動リスクの高まりが市場で意識されるようになったり、投資家のリスクテイク能力が流動性不安によって低下することなどによって生じるものであり、景気の先行きに悪影響を与える方向で作用すると考えられる。

¹⁴ なお、いわゆる「国債の需給悪化」とは、典型的には、国債の発行が急増するような局面で、その円滑な消化に市場参加者が懸念を抱くような場合である。市場参加者がそうした懸念を抱く背景には、金融市場に大量の国債を受け容れる資金余力が十分存在するかどうかに関する不確実性や、財政赤字の拡大が将来のインフレにつながるのではないかとといった不安など、様々な可能性が考えられる。ただ、いずれにしても、景気回復期待とは無関係に国債の価格下落リスクが意識されて、それが実際に国債価格の下落（利回りの上昇）につながるというケースであるので、ここでの整理に即して言えば、の「リスク・プレミアムの上昇などを反映したケース」に含まれる。

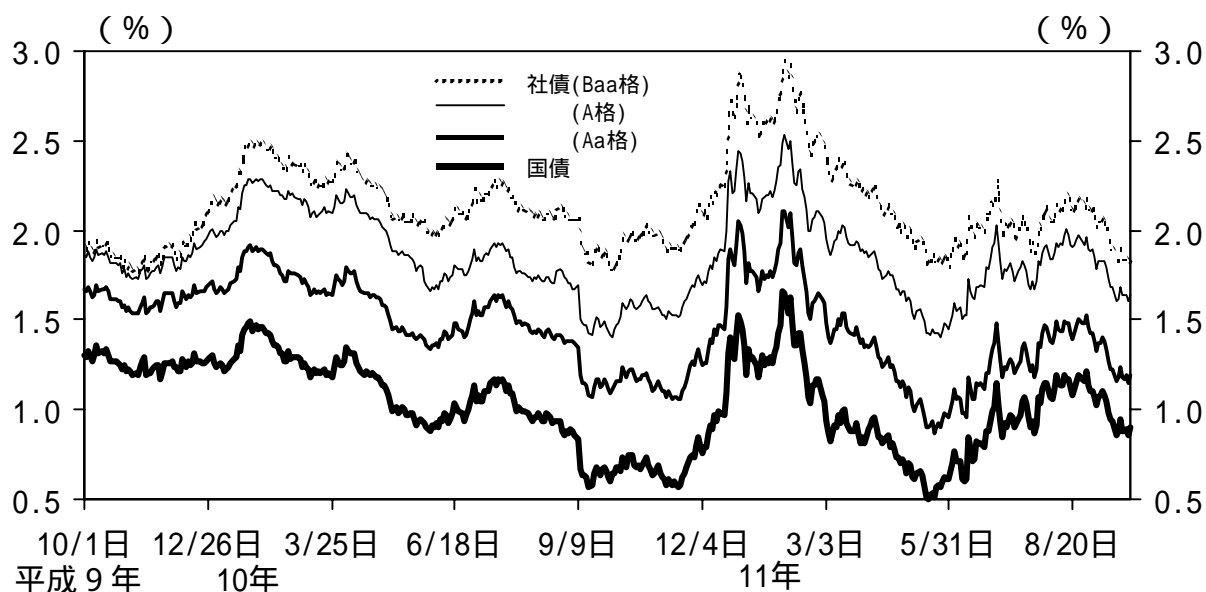
¹⁵ より正確には、将来景気が良くなると、物価の上昇圧力も次第に強まっていくので、そうした経済の状態に適合するように金融政策が徐々に引き締められて、短期金利が上昇していくと市場は予想する。すなわち、将来の経済情勢と整合的な将来の短期金利を市場が予想する結果、現在の長期金利が上昇するということである。

ところで、景気回復期待が強まるときには長期金利とともに株価も上昇するとみられる。逆に、リスク・プレミアムが上昇するときには、長期金利が上昇する一方で株価は下落する可能性が高い。したがって、その時々長期金利の上昇は、株価と併せてみることによって、¹⁵、¹⁶ いずれの要因によるものであるか、ある程度見分けることができる。そうした観点から、6月から8月までの長期金利の上昇傾向を評価すると、国債需給の悪化懸念といった一種のリスク・プレミアム要因がある程度働いていたことは否定できないが、株価が総じて堅調に推移していたことからみて、基本的には景気回復に対する期待が強まったことを反映した動きとみるのが妥当であろう。

この間、社債の流通利回りをみると（図表27）、動きとしては国債利回りとほぼ同様であった。すなわち、5月中旬にかけて大幅に低下したあと、夏を通じてやや上昇し、9月入り後再び軟化した。ただ、金融システム安定化と金融緩和効果の浸透を受けて、社債のクレジット・リスクに対する投資家の姿勢は一頃に比べれば前向きなものとなった。このため、9月末の社債利回りを本年初め頃のピーク時点と比べると、その間の低下幅は国債よりも大きく、そうした傾向は格付けの低い社債ほど強く現れる結果となった¹⁶。

¹⁶ 投資家のリスクテイク姿勢が回復したことに加えて、企業収益の下げ止まりから社債のリスク自体が低下したとみられるようになったことも、社債と国債の利回り格差の縮小に影響したと考えられる。

(図表 27) 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

平成 11 年度上期の預金金利は、総じて小動きであった。細かくみれば、期間の短いものがごく緩やかに軟化を続ける一方、期間の長いものは当初いったん軟化を続けたが夏には上昇した。

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動きを反映して、年初来の低下傾向がごく緩やかなものとなりながらも続き、8 月以降は 0.11% で推移した。また、期間の長いものについては、長期市場金利と同様、5 月にかけて軟化したあと、やや反発する動きとなった。例えば、期間が 4 年以上 5 年未満のものについてみると、4 月の 0.67% から 5 月には 0.45% とほぼ過去最低水準まで低下したが、9 月には 0.9% 台まで上昇した。

一方、小口定期預金(同、預入金額 300 万円未満)の金利は、市場金利が多少変動してもその影響をほとんど受けないため、期間 1 年未満の預金金利は概ね 0.10% 程度で横這いであった。また、期間 1 年以上 5 年未満の金利は、大口定期預金の金利と同様、いったん軟化を続けたあと上昇したが、大口定期預金の金利

に比べて動きは小幅なものにとどまった。例えば、期間が4年以上5年未満のものについてみると、ボトムとなった5月が0.21%であったのに対し、最も上昇した8月でも0.45%であった。

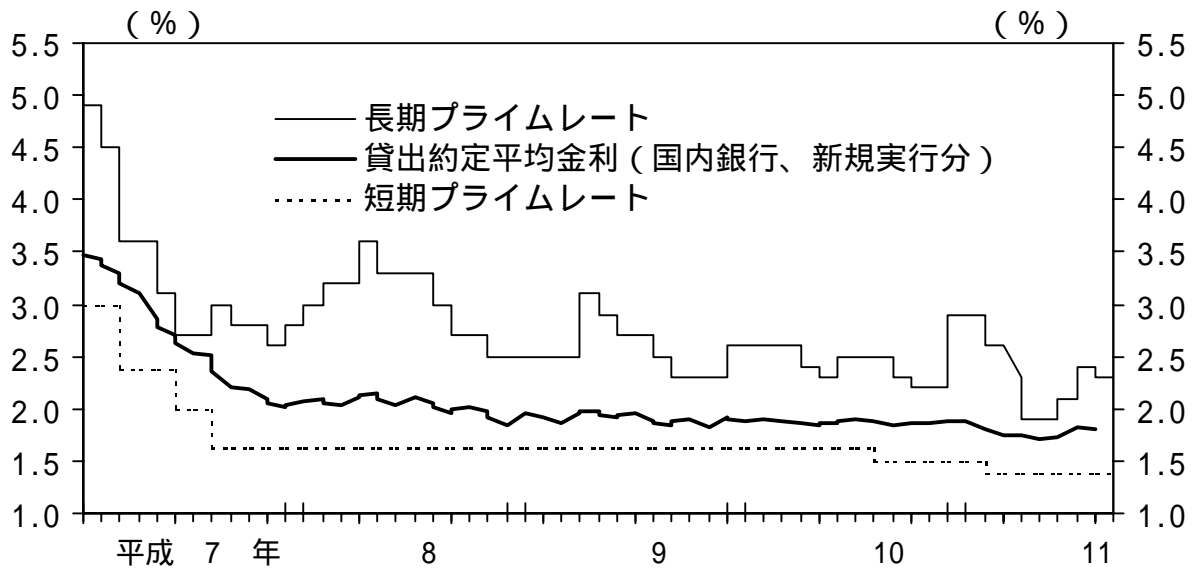
この間、流動性預金の金利は期中を通じてほぼ横這いであった。すなわち、主要行の普通預金の金利は0.05%に据え置かれたほか、主要行の貯蓄預金の金利も概ね0.10%で推移した後、0.08%へと僅かに低下した。

11年度上期中の貸出金利の動きをみると（図表28）¹⁷、短期市場金利が低位横這いで安定的に推移したため、貸出金利の基準として用いられることが多い短期プライムレート（都長信）も、期中を通じて1.375%に維持された。その結果、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、2月の金融緩和措置を受けて若干低下したあと、概ね横這い圏内の動きとなった。もっとも、貸出約定平均金利の動きを細かくみると、長期プライムレートが上昇したことなどを反映して、7月以降はやや強含んでいるように窺われる。また、手許資金の圧縮を図っている優良企業の資金需要がとくに落ち込んだ結果、相対的に信用力の劣る先が新規貸出に占めるウエイトが上昇したとみられ、そうした貸出の構成変化も、加重平均として計算される貸出約定平均金利をなにがしか押し上げる方向に作用したと考えられる。

この間、金融機関の貸出金利設定の姿勢をみると、公的資本の投入時に策定された経営健全化計画も意識しつつ、信用リスクを適切にスプレッドに反映させようとする動きが引き続きみられた。しかしその一方で、資金需要の低迷や起債環境が改善した資本市場との競争などを背景に、優良貸出先に対してはスプレッドを圧縮するケースも増加した模様である。

¹⁷ 本稿執筆時点（11月下旬）で利用可能な貸出金利の計数は11年8月分までである。

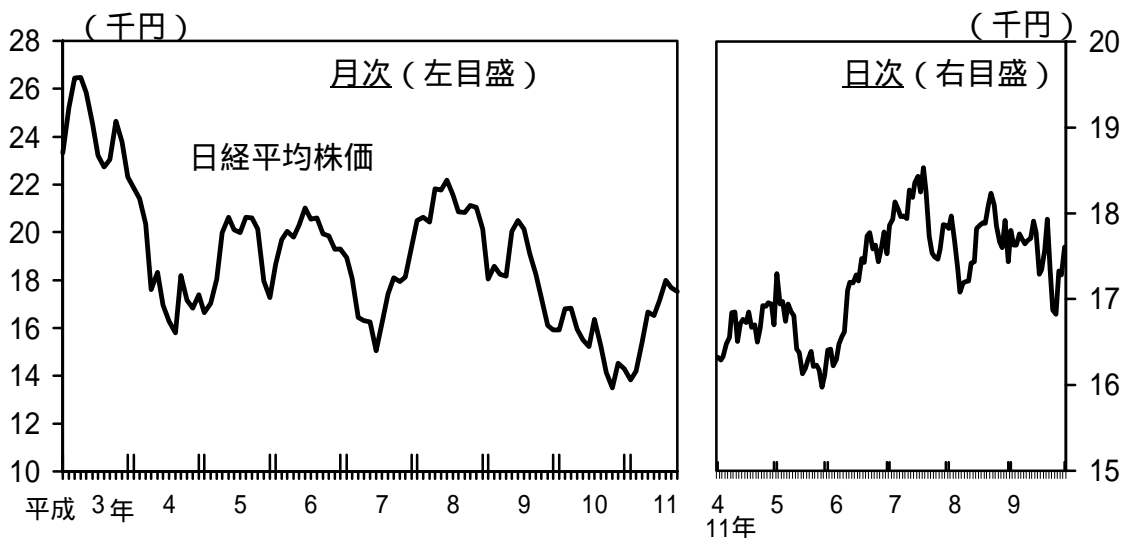
(図表 28) 貸出金利



(4) 株式市場の動向

平成 11 年度上期の株式市場の動向をみると(図表 29)、株価(日経平均株価)は、金融緩和の効果や景気回復期待などを背景に、7月中旬まで上昇を続けた。その後は、急激な円高に対する懸念もあって頭打ち感が強まったが、それでも9月末は1万7千円台半ばと、期初に比べてかなり高い水準となった。

(図表 29) 株価



具体的にみると、株価は、2月の金融緩和措置や金融システムの安定化、さらには大手企業の経営強化へ向けた動きなどを背景に、3月以降明確な上昇傾向に転じた。11年度上期に入ってから、米国株価の上昇などを背景に、わが国の株価の上昇傾向が続き、5月初には10年3月以来の1万7千円台を回復した（5月6日17,300円）。

5月中旬頃からは、米国株価が軟化したこともあって、日本の株価も反落した（5月28日15,972円）。しかし、6月に入ると、徐々に景気の下げ止まりが明確化しつつあったところへ、1～3月期のGDPが予想を大幅に上回る増加を示したことなどから、わが国経済の回復期待が強まった。このため、株価は再び本年の高値を更新する展開となり、7月中旬には、9年9月以来の1万8千円台半ばまで足早に上昇した（7月19日18,532円）。

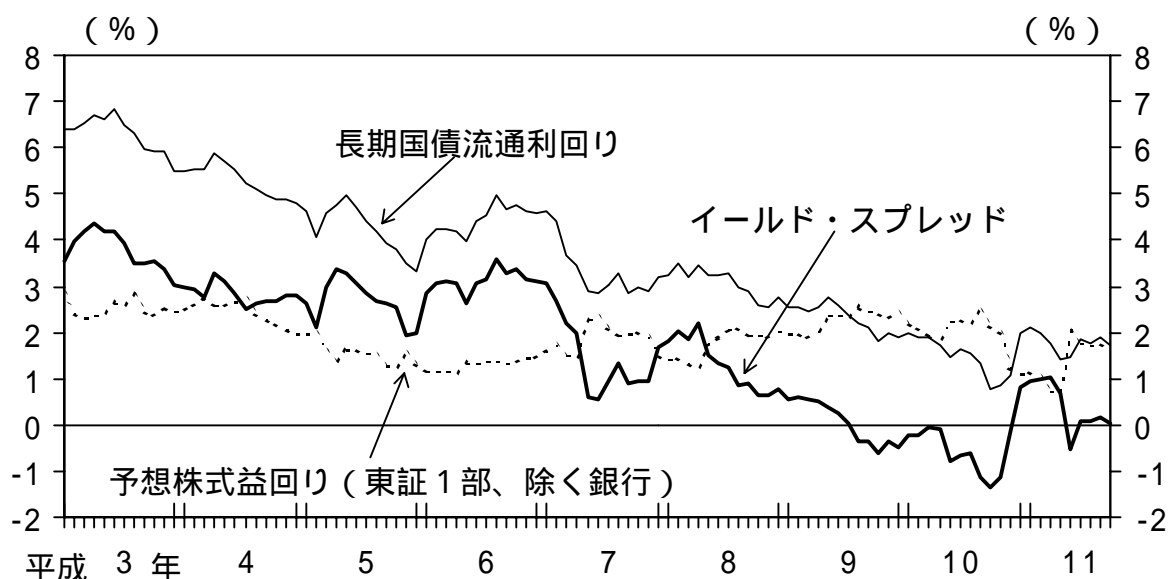
その後は、それまでの上昇が急ピッチであったことの反動や、夏を通じて円高が進行したこと、株価には幾分調整の動きがみられるようになった。しかし、アジア経済の回復がはっきりしてきたことや、大手銀行の再編の動きが本格化してきたことなどもあって、日本経済の先行きに対する期待が大きく崩れることはなく、株価は本年の高値圏で総じて堅調に推移した。9月に入ると、米国株価が軟調に転じたことや、円高の動きが加速したことなどから、株価は1万6千円台まで軟化する局面もあったが（9月27日16,821円）、同月末は1万7千円台半ばとなった（9月30日17,605円）。

11年度上期中の株式売買を主体別にみると、海外投資家は、わが国の景気回復期待から、割安感の強い日本株の保有比率を引き上げようとしたため、10年度下期に続き大幅な買い越しとなった。一方、国内の投資家をみると、個人投資家が海外投資家に追随して買い姿勢を強めた一方、金融機関などは持ち合い解消に伴う株式売却を積極的に進めた。なお、日々の出来高は11年度上期中を通じて高い水準となった（東証一部1日当たり出来高、10年度下期466百万株、11年度上期587百万株）。

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11年度上期中、概ねゼロ近傍で推移した（図表30）。一般にイールド・スプレッドは、企業収益の期待成長率の上昇、企業収益に関するリスク・プレミアムの低下、のいずれかまたは双方によって上昇する。この点、9年秋から10年秋頃にかけてイールド・スプレッドがマイナスで推移していたことを考えると、11年度

上期には、企業収益に対する投資家の見方がある程度回復したと言えよう¹⁸。しかし同時に、イールド・スプレッドは歴史的にみればなお低い水準にあり、投資家が企業収益に対して過度の期待を抱いている可能性や、リスクに対する投資家の姿勢が急に甘くなっている可能性は、いずれも低いように窺われる。

(図表 30) イールド・スプレッド



(注) 予想株式益回りについては大和総研調べ。

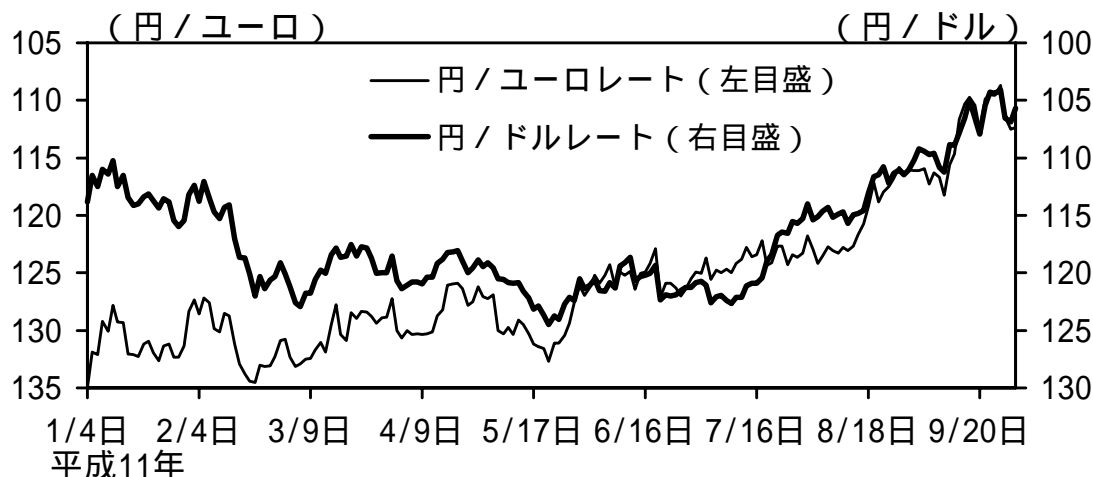
(5) 外国為替市場の動向

平成 11 年度上期の外国為替市場の動向についてみると(図表 31)、円の対米ドル相場は、120 円前後で横這い圏内の動きをしばらく続けたあと、7 月後半からは、

¹⁸ 10 年末から 11 年 5 月頃まで、イールド・スプレッドは 1 % 程度へといったん上昇している。しかし、この時期については、長期金利が価格変動リスクへの意識から押し上げられていたこと(12 月～2 月頃)、イールド・スプレッドの計算に用いた予想収益が低水準の 10 年度に関するものであったこと(3 月～5 月頃)、などの事情が存在しており、これらがイールド・スプレッドの計算値を高め歪めていた可能性が高い。実際、企業の予想収益が 11 年度分に切り替わった 5 月に、イールド・スプレッドは不連続的に低下しており、それ以前のイールド・スプレッドも実勢としてはゼロ近傍であったものと推測される。

日本経済の先行きに対する期待感や米国経済の先行きに対する不透明感の強まりなどを背景に、ほぼ一貫して上昇基調を辿った。

(図表 31) 為替レート



具体的にみると、4月から5月上旬にかけては、日本経済に対する欧米投資家の見方が好転したことによる円高要因と、NATO軍のユーゴスラビア空爆などのドル高要因が概ね拮抗して、円の対米ドル相場は118～121円のレンジで揉み合う展開となった。その後、5月中央の米国連邦公開市場委員会（FOMC）で採択された引き締め方向のバイアス（次回FOMCまでの金融政策の方向性）が、米国景気の持続性に対する市場の見方を強める方向に働いたことなどから、一時124円台までドル高・円安となった。6月に入ると、日本の1～3月期のGDPが市場予想に比べて大幅に増加したことをきっかけに、日本経済の回復期待を反映した海外勢中心の円買い意欲が強まったが、一方でわが国通貨当局による円売り介入が市場で意識されたことから、7月中旬までは120円前後で総じて小動きとなった。

7月後半から8月上旬にかけては、日本経済の回復期待に基づく円買いが続いたことに加え、米国のインフレ懸念が強まったこともあって、114円台まで急速にドル安・円高が進行した。その後、介入に対する警戒感などから円買い圧力はいったん弱まったが、8月中央以降は、大手銀行3行の統合へ向けた合意や、グリーンズパンFRB議長による資産価格を注視する旨の発言などから、円買いドル売りの動きが強まり、110円前後まで円高となった。さらに9月に入ると、わが国の4～6月期GDPが景気回復期待と整合的な要因として受け止められたほか、米国株価の調整色が強まったことなどから、円相場は中旬には一時103円台まで急伸

する展開となった。その後、主要7か国（G7）蔵相・中央銀行総裁会議において、円高懸念を共有するとの共同声明が出されたことなどから、円高の動きに歯止めがかかり¹⁹、9月末にかけては概ね106円前後で推移した。

円対ユーロ相場は、欧州中央銀行による追加利下げの観測が根強く続いたことや、欧州の政策当局者がユーロ安容認や、統一通貨参加国の財政節度維持を疑問視するような発言を行ったこともあって、5月下旬から7月半にかけて円高・ユーロ安の動きが続いた。その後、ドイツなどで景気回復を示唆する経済指標が続いたことから、一時横這い圏内の動きとなったが、8月半以降は日本の好材料に焦点が集まり、円は対ドルと同様、対ユーロでも再び上昇した。

アジア諸国通貨の対米ドル相場は、昨年秋以降、景気回復期待や海外資本の再流入により上昇傾向を辿ったあとを受けて、11年度上期中は、全体としては概ね横這い圏内の動きとなった。

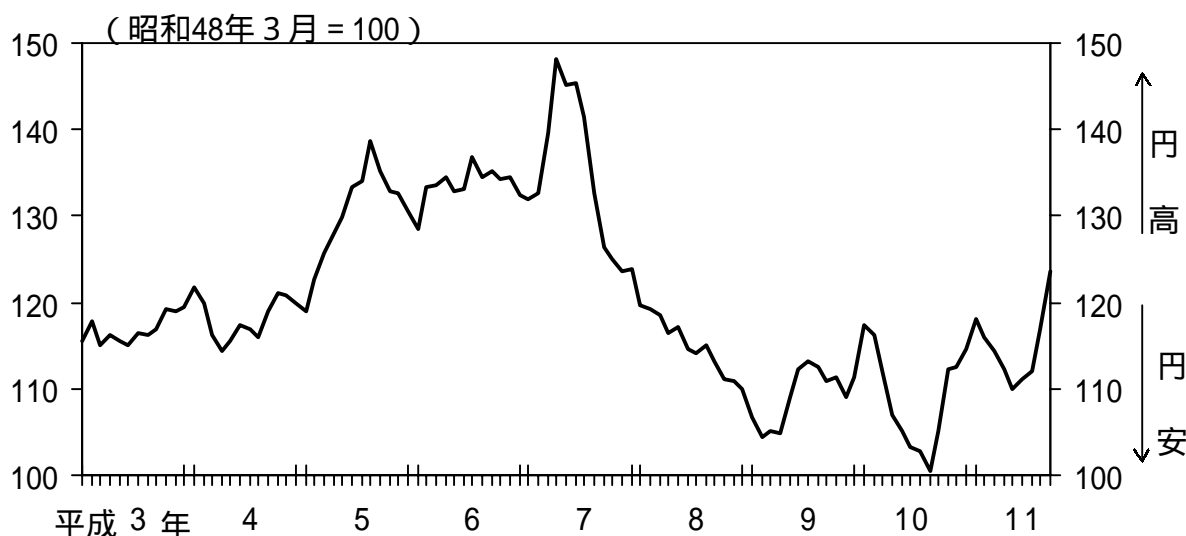
個々の通貨別にみると、シンガポール・ドルや台湾ドルは、経済情勢の改善を背景に上昇傾向を辿った。韓国ウォンは、金融当局による通貨安政策を反映して一時軟化する動きもみられたが、経済情勢が改善し株式市場への海外資本流入が回復したことから、基本的には底固く推移した。一方、インドネシア・ルピアは、株式相場の堅調から7月まで上昇したが、その後は、東チモール州独立問題を巡る政情不安等を受けて反落した。また、タイ・バーツやフィリピン・ペソは、不良債権問題に対する懸念などを背景に軟調となった。

円の実質実効為替レートは（図表32）²⁰、6月にかけていったん軟化したが、その後は反発し、9月には概ね平成7年秋の水準まで上昇した。

¹⁹ G7共同声明の関連部分は次の通り。「我々は、為替・金融市場の動向について議論した。我々は、日本経済及び世界経済に対する円高の潜在的な影響についての日本の懸念を共有した。我々は、この潜在的な影響を考慮しつつ政策が適切に運営されるという日本当局によるインディケーションを歓迎した。我々は引き続き為替市場の動向を注視し、適切に協力していく。」

²⁰ 円の実質実効為替レートは、日本の主要貿易相手国の各通貨に対する円相場を、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であり、日本製品の価格競争力を総合的に表すと考えられる指標である。日本銀行試算。

(図表 32) 実質実効為替レート



(6) 量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向

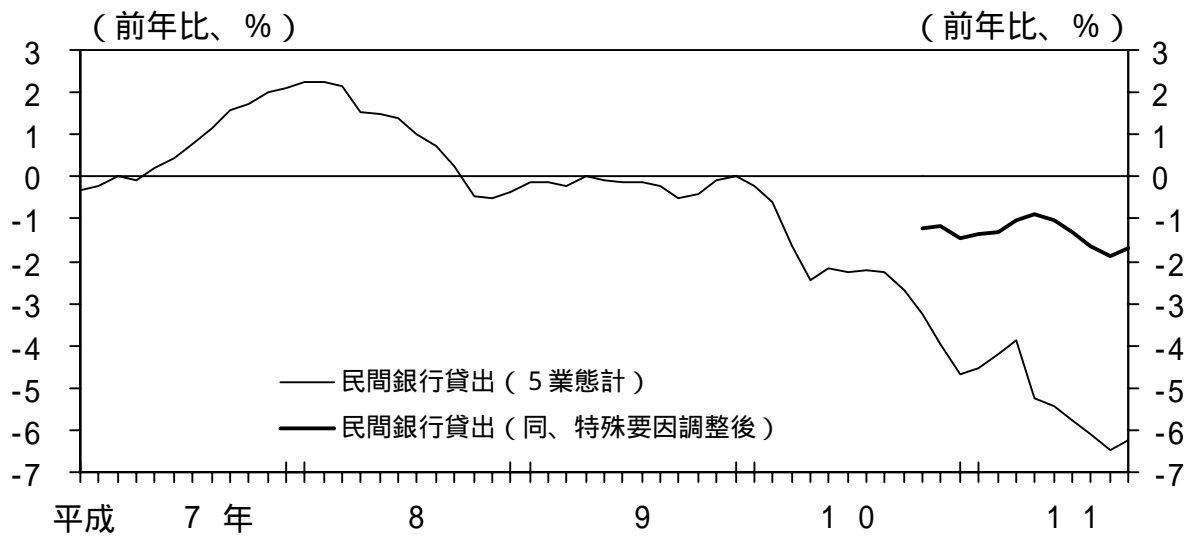
平成 11 年度上期の企業の資金調達は、民間銀行からの借入、それ以外の資金調達とも、総じて低調な地合いが続いた。

すなわち、民間銀行5業態合計の貸出残高は(図表 33)²¹、11年3月にかけていったん前年比マイナス幅を幾分縮小したが、11年度上期中は再びマイナス幅を拡大した(3月 - 3.9% 4月 - 5.3% 7月 - 6.1% 9月 - 6.2%)。不良債権償却や債権流動化など、表面計数の押し下げに働いている要因を可能な範囲内で調整してみても²²、前年比のマイナス幅はやはり拡大傾向にあった(特殊要因調整後前年比、3月 - 1.0% 4月 - 0.9% 7月 - 1.6% 9月 - 1.7%)。

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などの特殊要因を調整した計数を公表している。

(図表 33) 民間銀行貸出

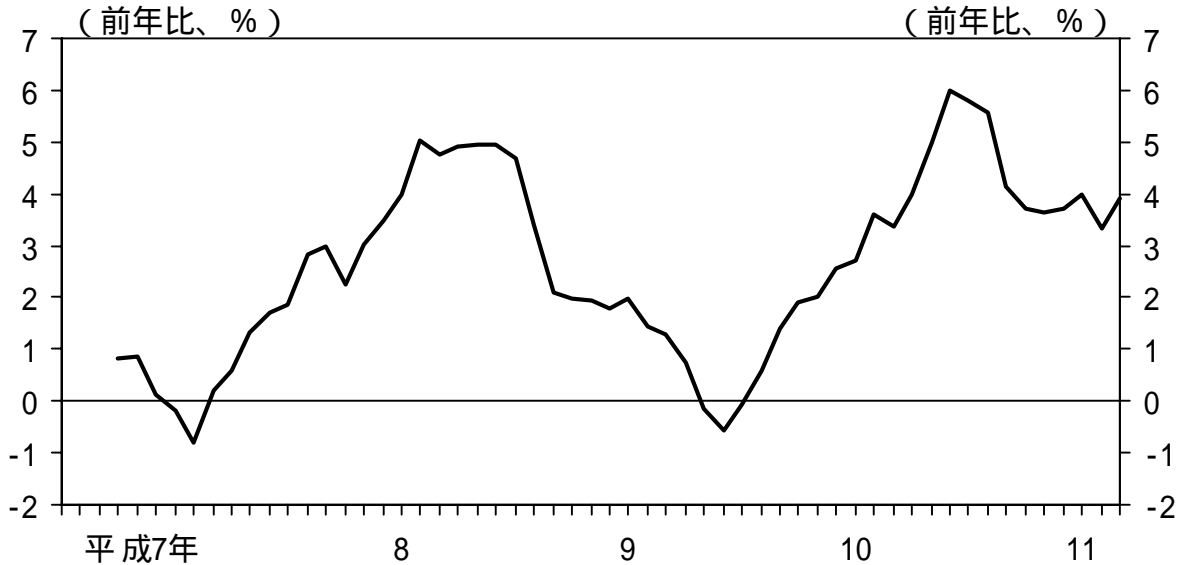


民間銀行借入以外の企業の資金調達についてみると(図表 34)、社債の発行残高は²³、低格付け先の起債環境が持ち直したことなどから、全体として総じて堅調な伸びを続けた。ただし、10年末から11年初の局面に比べると、伸び率は低下した。CPの発行残高も、上記社債の場合と同様、過去との比較では高水準を維持したが、昨年末をピークに緩やかな減少傾向を辿った。また、政府系金融機関の企業向け貸出は、中小企業の資金調達が民間銀行の信用保証付融資に振り替わったことなどを受けて、伸び率が大きく鈍化した。

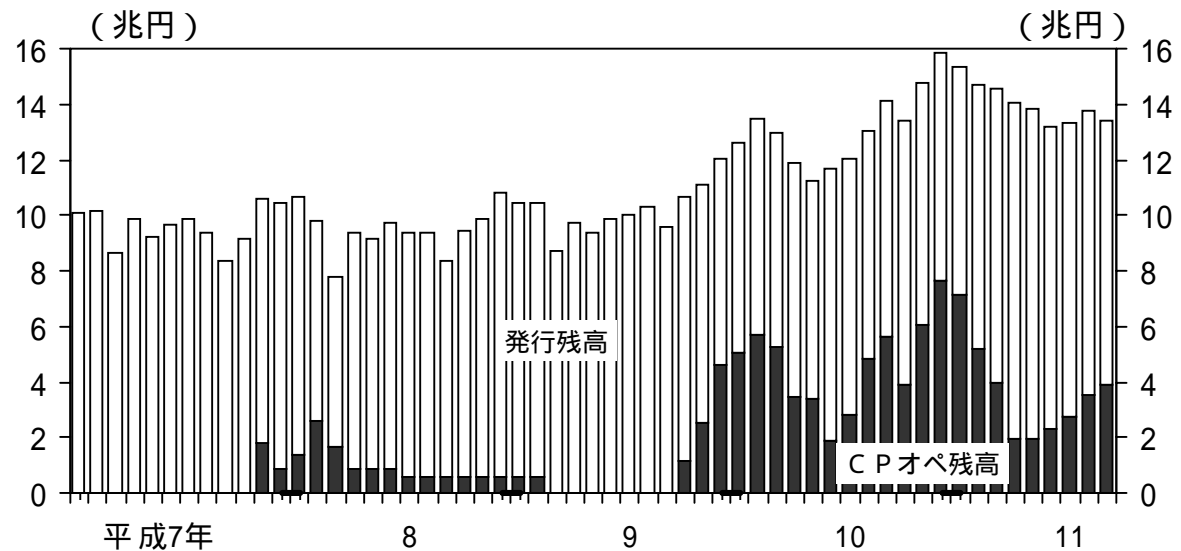
²³ 社債発行残高の計数は、民間部門(居住者)が発行した普通社債、転換社債およびワラント債の残高(海外起債分を含む)。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 34) 資本市場調達

(1) 社債
(前年比、%)



(2) C P



(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 C P を含まない。

こうした計数の背後にある民間企業の資金需要および民間銀行の資金供給の動きは、概ね以下の通りであった。

まず、民間企業の資金需要をみると、設備投資など実体経済活動に根差した資金調達ニーズが引き続き後退したほか、流動性に関する懸念が薄れるもとで予備的動機に基づく手許資金確保の動きも徐々に沈静化した。むしろ、夏以降は、財務リストラの一環として、キャッシュフローの好転した大企業を中心に既存の借

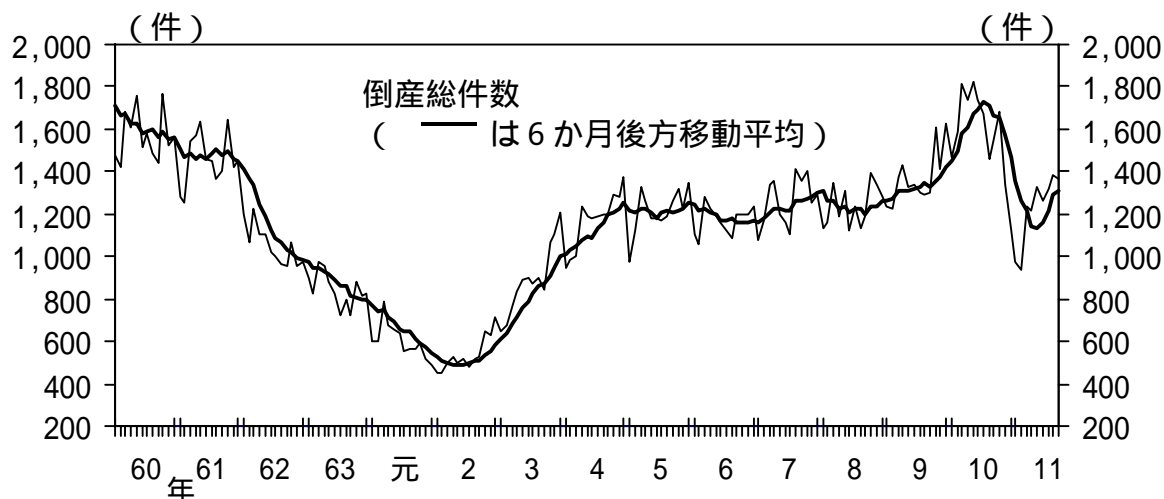
入れを返済する動きが目立つようになった。これらの結果、民間企業の資金需要は一段と落ち込んだ。

一方、民間銀行は、中期的な健全性・収益性の向上という観点から、信用リスクを適切に融資行動に反映させていこうとする過程にあり、その意味では一貫して慎重な融資姿勢を維持した。しかし、2月の金融緩和措置以降、金融機関の流動性を巡る懸念が大幅に後退したほか、自己資本面の制約も3月の公的資本の投入などによってかなりの程度緩和された。さらに、夏頃からは景気の下げ止まりが明確になり、リストラ効果とも相俟って、優良な融資先のキャッシュフローに改善の動きがみられ始めた。このような情勢を背景に、民間銀行は、公的資本投入時に策定した貸出計画も念頭に置きつつ、融資先の信用力などを見きわめながら融資を回復させようとする姿勢へと次第に変化した。

以上の点を踏まえると、11年度上期を通じて民間銀行貸出が減少を続けたのは、主として企業の資金需要の低迷を反映したものであり、民間銀行の貸出姿勢自体は、なお慎重な面を残しているとは言え、10年度にみられたような極端な慎重さは影を潜めてきたと評価できる。この結果、企業金融を巡る逼迫感は、11年度上期中を通じて和らぐ方向にあった。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は、9年秋以前に比べればなお厳しさが残ることを示唆するものであったが、昨年と比べれば明確に改善した²⁴。

²⁴ 企業倒産件数をみても、10年中に急増したあと11年初頃から大幅に減少し、11年度上期中は、急増する前の9年頃の水準で概ね推移した（図表35）。

（図表35）企業倒産



ロ．マネーサプライの動向

平成11年度上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 $M_2 + CD$ の平均残高前年比は、6月まで上昇したが、7月以降は低下し、9月には3%台前半となった(4月+4.0% 6月+4.3% 9月+3.3%)。

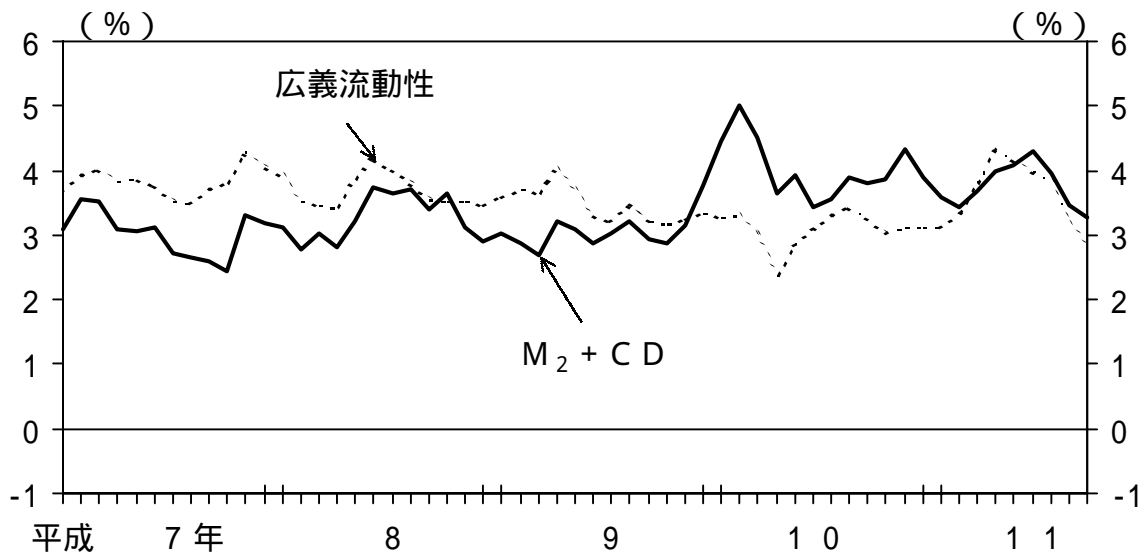
こうしたマネーサプライの動きを、マネー保有主体(家計、企業、地方公共団体)を取り巻く資金の流れという観点からとらえると、夏以降マネーサプライの伸びが鈍化したのは、基本的には、民間金融機関の貸出が減少幅を拡大したことによる面が大きい。一方、財政資金については、減税や公共投資などにより、政府からマネー保有主体に対する支払いが大幅に増加したのに対し、その資金源となる国債は、かなりの程度金融機関が購入したため、マネー保有主体の資金を直接吸い上げる要因とはならなかった。したがって、財政資金の流れは全体として、マネーサプライの押し上げ幅を拡大する方向に寄与した。この間、社債・CP発行や経常収支の黒字など、その他の資金の流れについては、マネーサプライの前年比に大きな影響を与える要因とはならなかった。

既述のように、金融機関を巡る流動性の懸念が払拭され、自己資本面からの制約がひとところに比べて緩和されたにもかかわらず、金融機関から企業への貸出が低迷したのは、基本的には企業の資金需要が弱いためであったと考えられる。また、そうした資金需要の弱さには、資金繰り懸念の後退や収益の持ち直しに伴って生じた余剰資金が、既存借入れの返済に充てられた面もある。これらを踏まえると、逆説的ではあるが、金融緩和効果の浸透が、夏以降のマネーサプライの伸びを、一時的にせよかえって鈍化させる方向に働いた可能性があるように思われる。

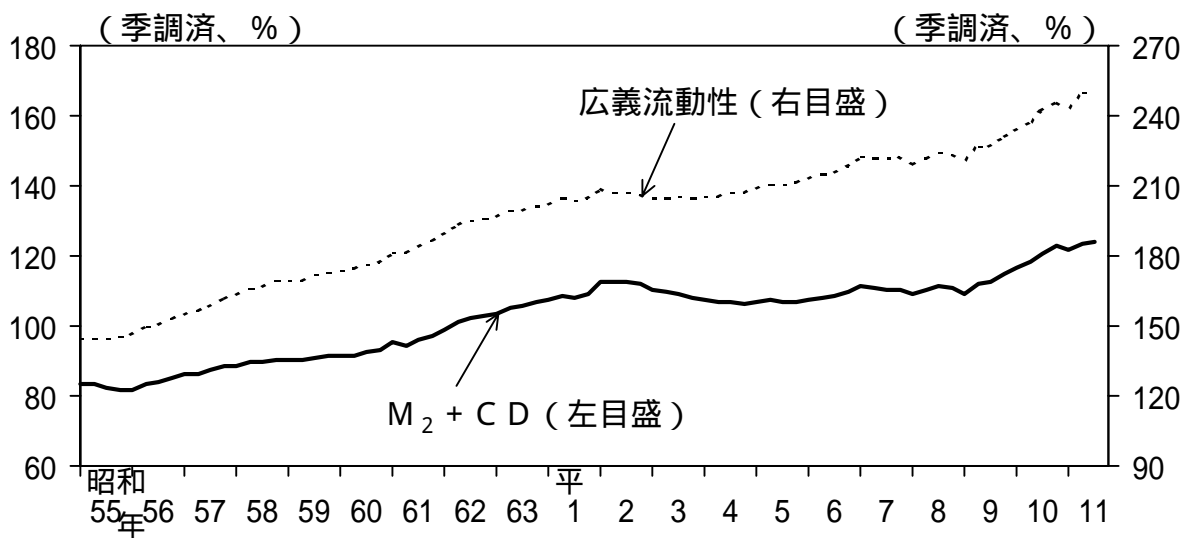
この間、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲の広い「広義流動性」の平均残高前年比についても、概ね $M_2 + CD$ と同様に推移した。

(図表 36) マネーサプライ

(1) 前年比



(2) 対名目 GDP 比



(注) 11 年 7 ~ 9 月期の名目 GDP は、11 年 4 ~ 6 月期比横這いと仮定。

マネーサプライの動きをやや長い目でみると、10 年中は、名目 GDP が減少傾向を続けるもとで、マネーサプライは比較的高めの伸びを続けたことから、マネーサプライの対名目 GDP 比率は急ピッチで上昇した。一方、11 年入り後は、名目 GDP が増加に転じたこともあって、マネーサプライの対名目 GDP 比率は、それまでの上昇ピッチが鈍化する展開となった。

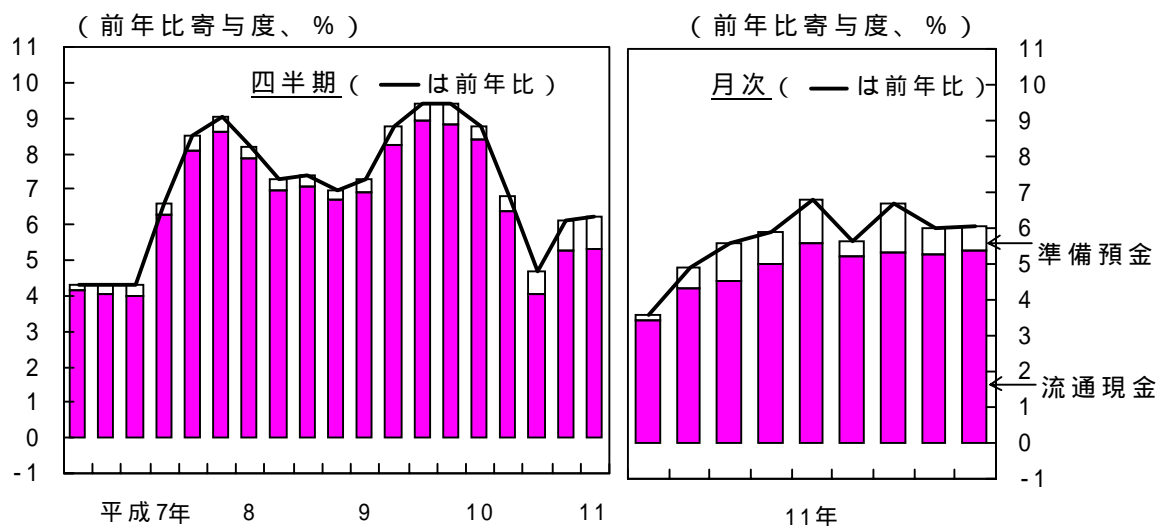
マネタリーベース（流通現金＋準備預金）の前年比伸び率は（図表37）、11年度上期を通じて、5%台後半から6%台後半のレンジで推移した。これは、10年中（概ね9%台で推移）に比べると低い伸びであったが、そもそも10年中は、マネタリーベースの9割を占める現金に対する需要が、金融システム不安の影響からかなり増大していた。この点を勘案すると、11年度上期のマネタリーベースは、金融不安の鎮静化にもかかわらず伸び率が大きく低下することなく推移したとの評価が可能であり、その背景には、ゼロ金利政策による現金保有の機会費用低下という要因が働いていたと考えられる。

なお、マネタリーベースの内訳をみると、通常の金融環境ではほとんど積まれることのない超過準備が、ゼロ金利政策のもとで大幅に増加したため、準備預金が11年度上期を通じて大きめの寄与度を示した点が特徴的であった。

この間、信用乗数（ $M_2 + CD$ / マネタリーベース）は、以上のようにマネーサプライに比べてマネタリーベースの方が高い伸びであったため、11年度上期を通じて低下傾向を続けた。

（図表37）マネタリーベース

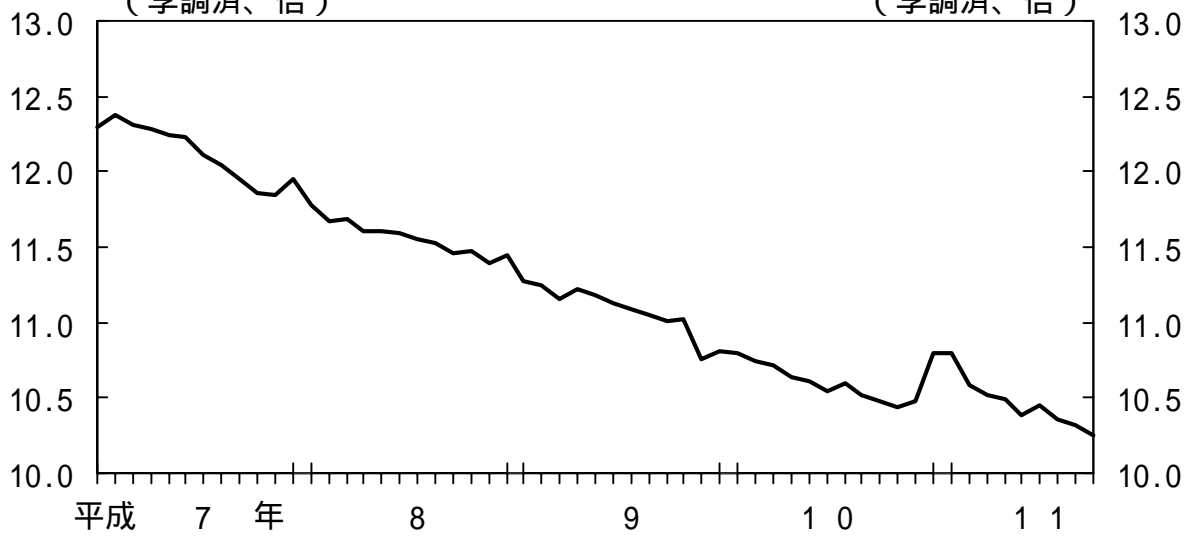
（1）マネタリーベース



(2) 信用乗数

(季調済、倍)

(季調済、倍)



(注) マネタリーベースは準備率調整前の計数。