

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 12 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 12 年 6 月

日本銀行総裁  
速水 優

## 目 次

頁

### 要 旨

#### ．経済および金融の情勢

##### 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	5
ホ．家計部門の動向	9
ヘ．鉱工業生産の動向	13

###### ( 2 ) 物価の動向

###### ( 3 ) 海外金融経済の動向

##### 2．金融市場の動向

###### ( 1 ) 短期金融市場の動向

###### ( 2 ) 債券市場の動向

###### ( 3 ) 預金金利、貸出金利の動向

###### ( 4 ) 株式市場の動向

###### ( 5 ) 外国為替市場の動向

###### ( 6 ) 量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向	38
ロ．マネーサプライの動向	42

#### ．金融政策運営およ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

##### 2．金融政策決定会合における検討の模様

( 概況 )	48
--------	----

###### ( 1 ) 金融経済情勢に関する検討

( 下げ止まりから持ち直しに転じた 11 年度下期の景気 )	50
( 民間需要の自律的回復の動きは依然として不明確 )	51
( 物価の潜在的な低下圧力 )	53
( 総じて良好に推移した金融環境 )	54
( 円高とその影響を巡る議論 )	56

###### ( 2 ) 金融政策運営に関する検討、判断

( 金融緩和効果の一段の浸透を図った 10 月 13 日の決定 )	57
( ゼロ金利政策と量的緩和 )	59
( 「積み上 <sup>うえ</sup> 幅」についての市場の憶測を巡って )	61
( ゼロ金利政策の副作用をどう考えるか )	63
( 「デフレ懸念の払拭」の判断基準 )	64
( インフレ・ターゲティングを巡って )	66
( 「物価の安定」に関する総括的な検討へ向けて )	68

##### 3．金融市場調節手段の動向

4 . 日本銀行のバランスシートの動きについて . . . . .	83
5 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更	
( 1 ) 「短期国債売買基本要領」の決定 . . . . .	87
( 2 ) 「資産担保債券の適格基準」の決定 . . . . .	87
( 3 ) コンピューター2000 年問題への対応のための臨時措置としての米国国債の適格担保 化 . . . . .	88
( 4 ) 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 方針等を受けた決定 . . . . .	88
. 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 . . . . .	90
2 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更 . . . . .	106
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解 . . . . .	118
4 . 金融政策決定会合議事要旨 . . . . .	132
参考計表・資料一覧 . . . . .	348

# 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 年度下期の国内経済情勢をみると、公共投資の下支えや輸出の増加などを受けて、生産活動が増加傾向を辿った。この間、企業の設備投資意欲は依然として慎重であり、個人消費も回復感に乏しい状態を続けたが、生産の増加などを受けて、企業収益や企業・消費者心理が改善傾向を辿った。このように、景気は、11 年度下期中、下げ止まりから持ち直しに転じ、民間需要を巡る環境も徐々に改善した。

また、年明け以降は、設備投資が下げ止まりから緩やかな増加に転じるなど、民間需要の一部に、回復の動きがみられ始めるところとなった。

2. 物価面では、11 年度下期中の国内物価は、概ね横這いの動きであった。主な動きとしては、原油価格の大幅上昇やその製品価格への転嫁、さらには国内の需給バランスが緩やかながらも次第に改善したことが、物価の押し上げ要因として作用した。一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、11 年夏場以降の円高による輸入製品価格の低下が、物価の低下要因として作用した。

地価については、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。ただし、優良地については取引が活発化するなど、二極分化の様相が強まった。

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、欧州の景気も拡大基調を辿った。これらの経済情勢を反映して、米国、ユーロエリア、イギリスでは、数次にわたる利上げが行われた。長期金利は、インフレ懸念の高まり等を背景に 12 年初まで上昇傾向を辿ったが、その後は、同懸念の後退などから低下した。また、欧米諸国の株価は、11 年末から 12 年初にかけて相次いで既往最高値を更新したが、その後は、振幅の大きいやや不安定な動きとなった。この間、東アジアでも、N I E s、A S E A N の多くの国々で景気回復の動きが一段と明確化した。

( 金融市場の動向 )

4. 11 年度下期の金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）が、ゼロ金利政策のもとで、概ね 0.02～0.03% で推移した。3 か月物などのターム物金利は、市場参加者がコンピューター 2000 年問題を意識したため、年末にかけて高めの水準が続いた。しかし、日本銀行が豊富で弾力的な資金供給を続けたこともあって、年末越え資金手当てを巡る市場の混乱はとくにみられなかった。年明け後の 3 か月物金利は再び 0.10% 台に軟化した。

この間、長期金利は、景気回復期待などを背景に時折強含んだが、いずれも本格的な上昇には至らず、概ね 1.6～1.9% の狭い範囲内での推移となった。一方、株価は、景気回復期待が徐々に強まる中、情報通信関連などの株価が牽引するかたちで上昇傾向を辿り、2 月上旬には約 2 年半ぶりで 2 万円台を回復した。円相場は、日本の株価上昇などを背景に円高圧力が強まる局面もあったが、米国経済が力強い拡大を続けたことなどもあって、円が大きく買い進まれることはなかった。

5. 民間銀行貸出は、企業の資金需要の低迷を主たる要因に、減少傾向を続けた。すなわち、生産の増加やリストラ効果などを背景に企業のキャッシュフローは好転したが、設備投資などが低水準にとどまっていたため、企業の資金需要は低迷した。また、多くの企業では、バランスシートの改善を経営上の優先課題としていたため、キャッシュフローの好転が、むしろ既往債務の返済というかたちで、資金需要を減少させる方向に働いた面もあると考えられる。

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、基本的には慎重な融資姿勢を維持した。しかし、銀行自身の資金繰り面や自己資本面からの制約が緩和していることや、経営健全化計画への対応もあって、大手行を中心に、貸出ボリュームの確保を重視する姿勢を徐々に強めていった。

6. マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の前年比伸び率は、11 年度下期中、低下傾向を辿った。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、それは、企業のキャッシュフローの好転や、資金繰りに対する不安感が和らいだことによる面が大きい。つまり、やや逆説的ではあるが、金融緩和効果の浸透や、景気が持ち直しに転じてきたことが、マネーサプライの伸びを鈍化させた面があると考えられる。

この間、マネタリーベース（流通現金＋日銀当座預金）は、コンピューター 2000 年問題を背景とした資金需要の振れなどを反映して、きわめて大きな振幅

を示した。

(金融政策決定会合における検討)

7. 11 年度下期には、10 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、景気は全体として、下げ止まりから持ち直しへと転じ、民間需要を巡る環境は徐々に改善した、金融環境も総じて良好であった、しかし民間需要の回復の動きは、年明け以降、漸く一部にみられ始める程度に止まった、そのため需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力には引き続き留意する必要がある、「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、といったことが基本的な認識であった。これらを踏まえ、10 回すべての会合において、11 年 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、11 年度下期を通じて、二人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、GDP や物価の動きをみると景気は脆弱であり、現在のゼロ金利政策の効果はほぼ出尽くしているとの見方をとったうえで、量的指標ターゲットと中期的な物価安定目標を設定し、一段と量的緩和を進めることを提案した。他方、もう一人の委員は、経済情勢は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になってきているとの見方をとったうえで、ゼロ金利政策の副作用も理由に挙げて、オーバーナイト金利の誘導目標を 0.25% に引き上げることとを主張した。

9. 11 年度下期の金融政策決定会合における討議は、当初、ダウンサイドのリスクに重点が置かれたが、景気が下げ止まりから持ち直しに転じる中で、ダウンサイドのリスクが後退していった場合を意識した議論へと、徐々にシフトしていった。

10. まず、10 月 13 日の会合では、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を図ることなどが決定された。また、コンピューター 2000 年問題に伴う資金需要に対応して、年末越え資金を豊富に供給するなど、金融市場

調節面で弾力的な対応を行うことも合わせて決定された。

11. その後も、景気の先行きを巡る不確実性はなお強く、ゼロ金利政策のもとでの追加的な金融緩和余地について、引き続き高い関心が寄せられた。こうした中で、追加的な金融緩和措置としての「量的緩和」を巡る議論が行われた。

その結果、短期金利がゼロのもとでは、短期資産の購入という通常の方法でマネタリーベースを供給しても、追加的な緩和効果を得ることは難しい、長期国債の大量購入など、通常の金融政策の範囲を越えた手段であれば効果はあるかもしれないが、それは不確実であり、副作用も大きい、深刻なデフレ的な状況以外では、こうした極端な政策は採り得ない、という考え方が概ね共有された。また、コンピューター2000年問題に対応して年末越え資金を豊富に供給した事例を踏まえて、ゼロ金利政策の有効性・弾力性を示す好例であるとの評価や、量的緩和が想定している効果はゼロ金利政策に既に含まれているとの認識が概ね共有された。なお、市場では、日本銀行の政策意図を日々の資金供給額から読み取ろうとする傾向が根強く残る中、金融市場調節の透明性向上等の観点から、資金需給表等金融調節関連情報の公表方式が見直された。

12. 一方、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減少に伴う所得分配の歪み、構造調整の遅延、ゼロ金利政策が長期化すると解除の際に市場に及ぼすインパクトが大きくなること、などの問題点が挙げられた。もっとも、大方の委員の認識は、ゼロ金利政策の副作用だけを論ずるのではなく、そのプラスの効果や、金利を引き上げた場合のリスクなども勘案しながら、全体として評価すべきである、というものであった。

13. この間、「デフレ懸念の払拭」をどのような基準で判断すべきかについて議論が深められた。その結果、先行き「デフレ」に陥るリスクが十分小さくなるかどうかを判断するためには、物価の背後にある需給バランスや賃金下落圧力などを総合的に点検していく必要がある、「デフレ」とは需要の弱さから生じるような物価の下落を中心に考えるべきである、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できる」とは、「民間需要の自律的回復の展望が得られる」ことにかかなり近い意味であり、それは、設備投資の回復が持続性と広がりも含めて明確になることと、雇用・所得環境の一段の悪化がないことが確認され、企業部門の回復が家計へ波及する素地が整うことである、といった認識が共有さ



れていった。

14. インフレ・ターゲティングを巡る議論も交わされた。「調整インフレ論」的な主張については、中央銀行として採り得ない政策であるとして見解が一致した。一方、期待形成の安定化を狙ったインフレ・ターゲティングは、物価安定に向けた決意を示し、金融政策運営の透明性を高めるための仕組みでもあるので、検討に値するとの見方が示された。ただ同時に、技術革新や流通効率化による物価低下圧力をどう考えるか、国民にとって望ましい「物価の安定」を、ある物価指標の特定の数値で示すことができるのか、といった論点が明らかになった。

15. 以上のような議論を経て、金融政策の目的である「物価の安定」とはそもそも何であるか、といった基本問題に立ち返る必要性が意識されるところとなった。3月8日の会合では、「物価の安定」の考え方やその対外的な示し方などについて、「透明性の向上」という観点から、日本銀行として総括的な検討を行っていくべきとの考えが委員の間で共有された。議長からは、具体的な検討方法として、まず執行部が、「物価の安定」の基本的な考え方や、「物価の安定」に関する数値化を巡る諸問題などを検討する、それを踏まえて、政策委員会においても検討を深め、日本銀行として「物価の安定」の考え方に関する総括的な取りまとめを行う、取りまとめの目途はとりあえず12年夏頃とする、といったことが提示された。なお、本件については、ゼロ金利政策の解除時期とは切り離れた、中長期的な観点からの課題である点が確認された。

（日本銀行のバランスシートの動き）

16. 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年度下期を通じてゼロ金利政策を継続し、金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を行った。特に今期は、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の高まり等に対応するため、各種の金融市場調節手段を活用して弾力的な金融市場調節を実施し、年末、年度末に向けて資金供給額を拡大した。この結果、日本銀行のバランスシートの規模は、金融システム不安への対応等から拡大が顕著であった前年をさらに上回るものとなった。もっとも、日本銀行の預金保険機構向け貸付の減少や、F B発行の市中公募入札化等に伴い、その健全性、流動性といった質的な面については、前年に比べて望ましい方向に変化した。

## ．経済および金融の情勢

### 1．経済の情勢

#### ( 1 ) 国内実体経済の動向

##### イ．概況

平成 11 年度下期の国内経済情勢をみると、公共投資の下支えや輸出の増加などを受けて、生産活動が増加傾向を辿った。この間、企業の設備投資意欲は依然として慎重であり、個人消費も回復感に乏しい状態が続けたが、生産の増加などを受けて、企業収益や企業・消費者心理が改善を辿った。このように、景気は、11 年度下期中、下げ止まりから持ち直しに転じ、民間需要を巡る環境は徐々に改善した。

また、年明け以降は、設備投資が下げ止まりから緩やかな増加に転じるなど、民間需要の一部に、回復の動きがみられ始めるところとなった。

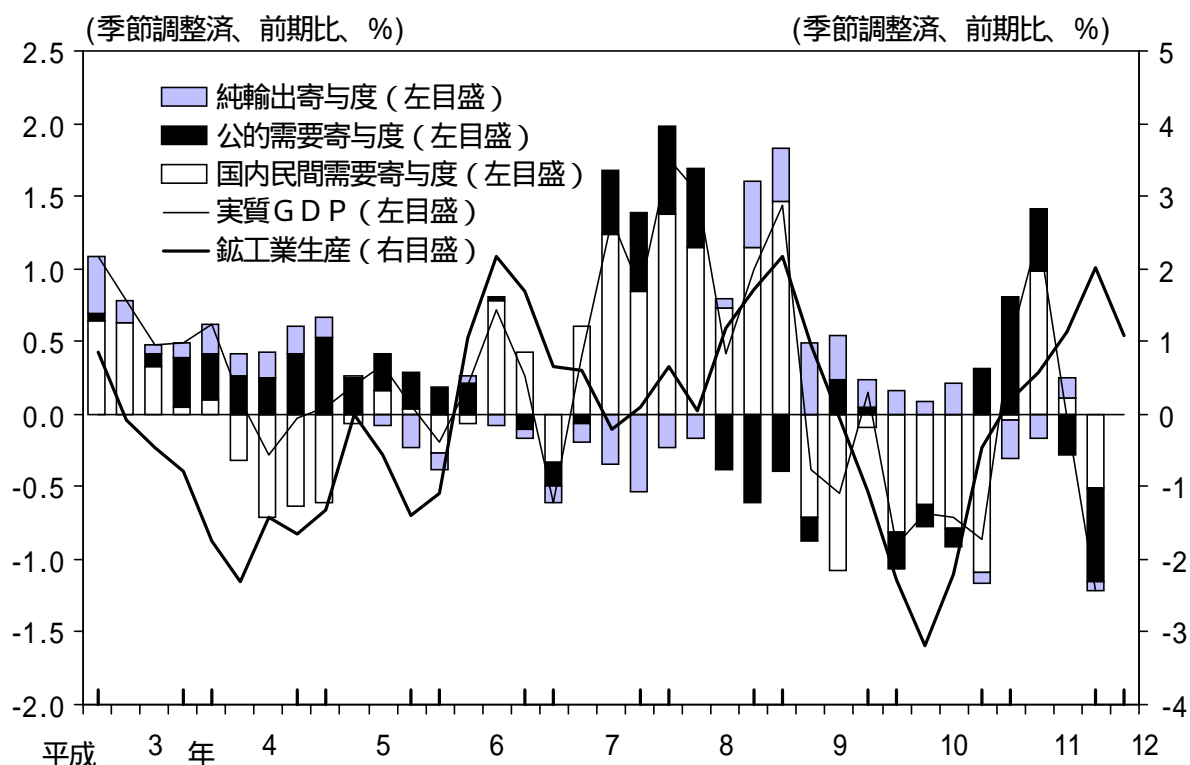
11 年度下期中の最終需要面の動向をみると、住宅投資は、住宅減税の効果から上期中高水準で推移したあと、下期中は概ね横這いの動きとなった。また、雇用・所得環境の目立った改善がみられなかったことから、個人消費も回復感に乏しい状態が続いた。一方、公共投資は、補正予算の執行に伴い、下期後半にかけて再び持ち直し始めた。輸出は、海外景気の回復が続いたことから、東アジア向けを中心に増加が続いた。また、9 年度下期以降減少傾向が続いてきた設備投資が下げ止まり、年明け以降、緩やかな増加に転じた。

以上の最終需要面の動向に加え、在庫調整が下期後半にかけて概ね完了したこともあって、鉱工業生産は増加傾向が続いた（図表 1）。これを受けて、11 年度下期の企業収益は、リストラ等による経費節減効果も寄与して、製造業が大幅増益となったほか、非製造業でも増益となった模様である。

こうした動きを背景に、11 年度上期中に上向きに転じた企業・消費者心理は、下期中も引き続き改善傾向を辿った。また、日本銀行による金融緩和措置を背景に、資金繰りに対する企業の不安感も引き続き和らいだ。企業部門全体としては、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されたが、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業

が徐々に増えた。雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かったものの、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の雇用・所得環境は引き続き厳しい状況であった。

(図表1) 鉱工業生産と実質GDP (後方2期移動平均)

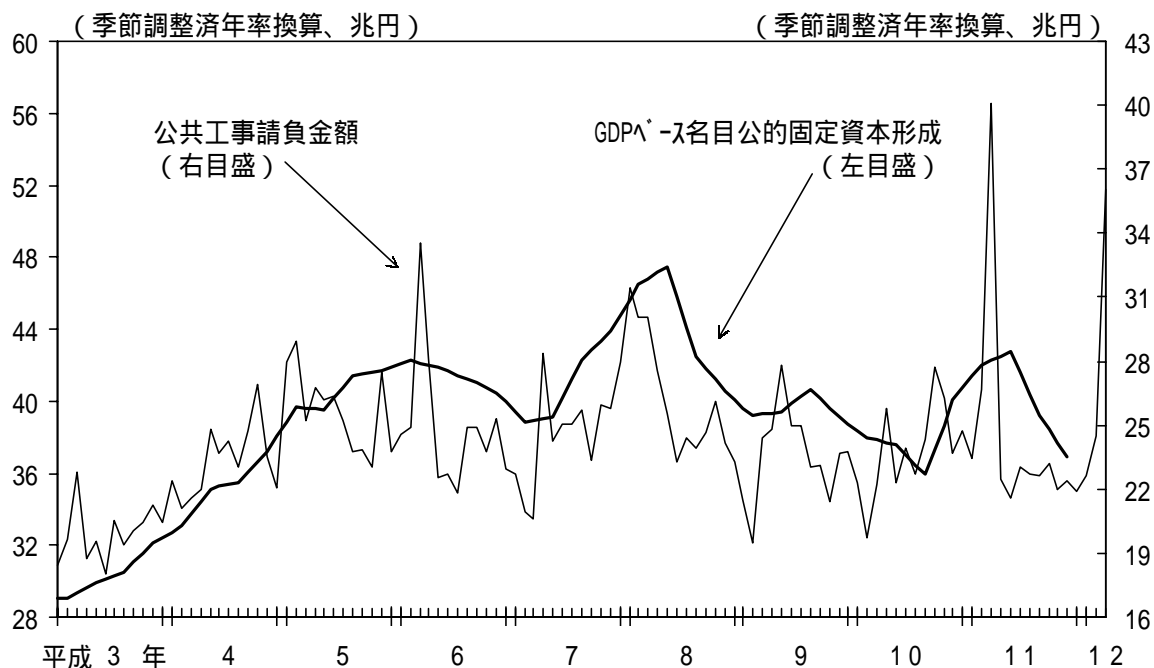


(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

## 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10～12月にやや減少し、その後は補正予算の執行に伴い大きく増加した。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、11年7～9月に前期比 - 8.5%と減少したあと、10～12月も同 - 5.4%と減少が続いたが、12年1～3月は、やや増加したと考えられる。

( 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。

## 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、11 年度上期に続き、11 年度下期も増加した( 前期比 + 8.5% )。地域別にみると、東アジア向けが、11 年 10 ~ 12 月に、電子部品の国内需給逼迫等から一旦伸びが鈍化したあと、12 年 1 ~ 3 月には、電子部品や資本財を中心に再び高い伸びとなった。欧州向けについては、11 年 10 ~ 12 月に増加したあと、12 年 1 ~ 3 月は、前年の夏以降の円高の影響から自動車輸出が減少したものの、電子部品・資本財の伸びを主因に増加傾向を辿った。また、米国向けについては、総じて横這いで推移した。

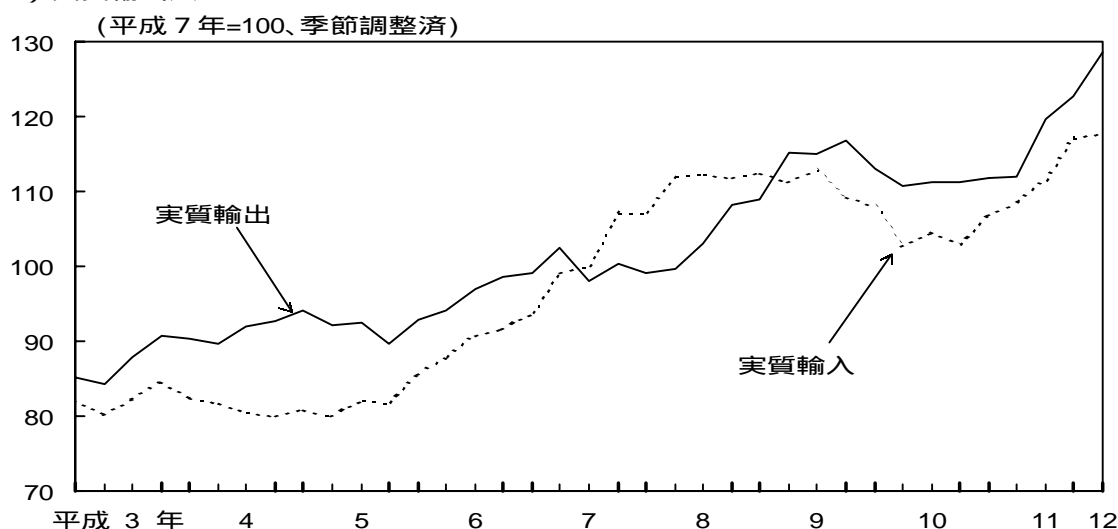
一方、実質輸入については、11 年度上期に増加したあと、11 年度下期も、東アジアからの情報関連財・消費財や、米国からの資本財・部品を中心に引き続き増加した( 前期比 + 6.7% )。

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、11 年度上期に小幅な増加となったあと、11 年度下期は大幅に増加した。

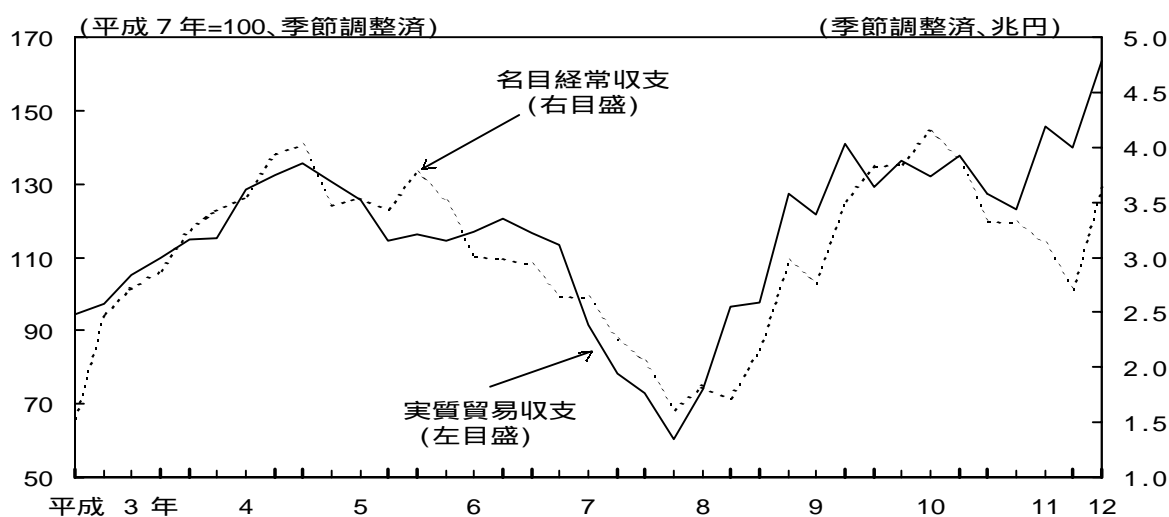
名目経常収支については、11年度上期は、ほぼ横這い圏内で推移したが、11年度下期は、貿易収支黒字幅の拡大やサービス収支の赤字幅縮小から、年明け以降、大幅に増加した。この間、名目経常収支黒字の対名目GDP比率は、11年4～6月は2.6%、7～9月は2.5%とほぼ横這いで推移したあと、10～12月は2.2%とやや低下した。

(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。

(注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。

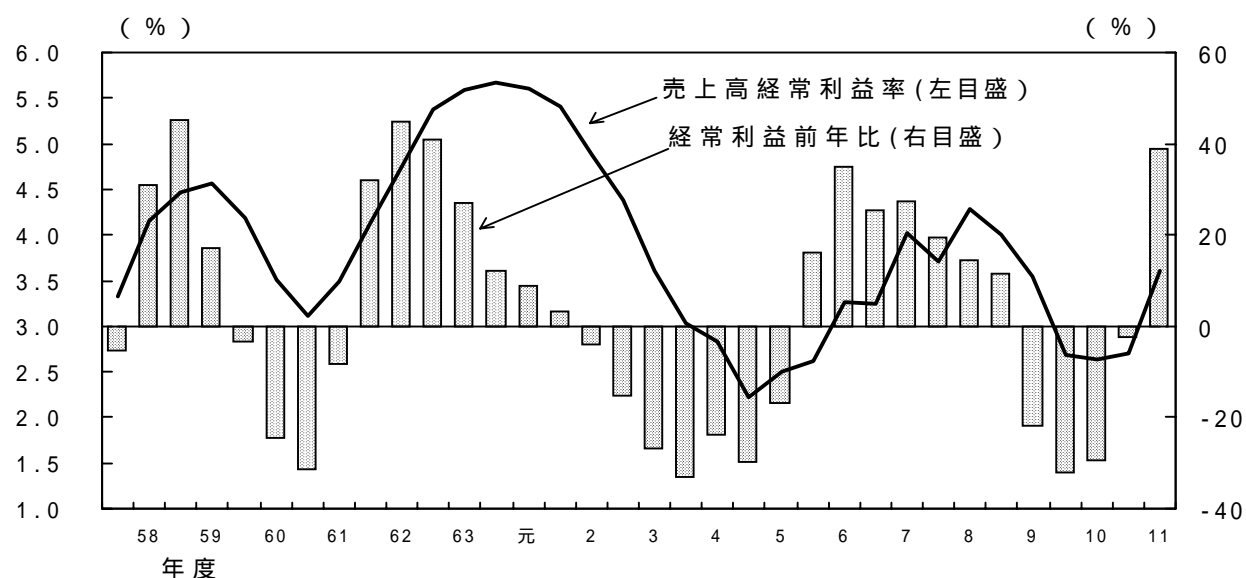
(注3) 実質輸出入及び実質貿易収支はX-11による季節調整値。

## 二．企業部門の動向

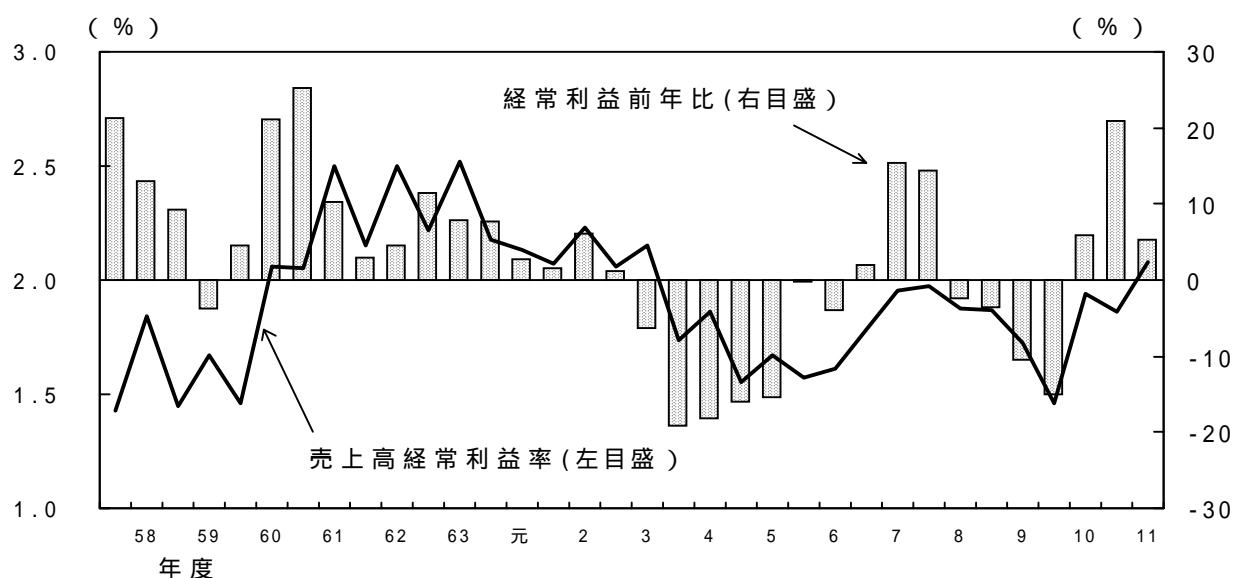
設備投資との関連で企業部門の動向をみると、経常利益ベースでみた企業収益は（図表４） 11 年度上期に、リストラの進展等から、製造業では減益幅が大幅に縮小したほか、非製造業は大幅増益となった。11 年度下期については、売上げが製造業を中心に次第に下げ止まったことや、リストラの一段の進展等もあって、製造業が大幅増益となったほか、非製造業でも増益が続いた模様である。

（図表４）企業収益

### （１）製造業（全国短観・全規模）



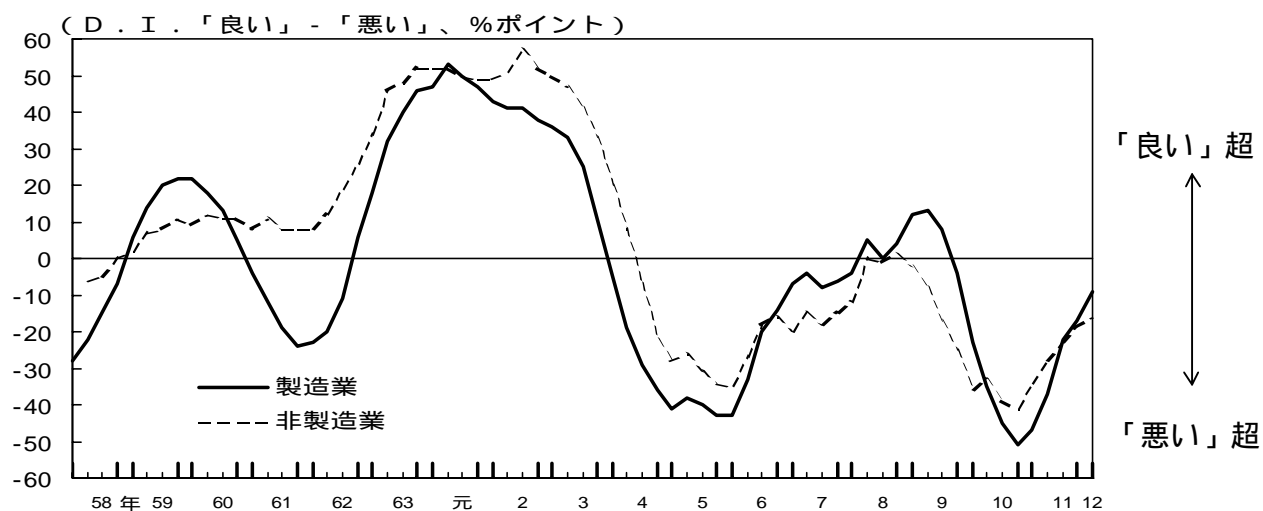
### （２）非製造業（全国短観・全規模）



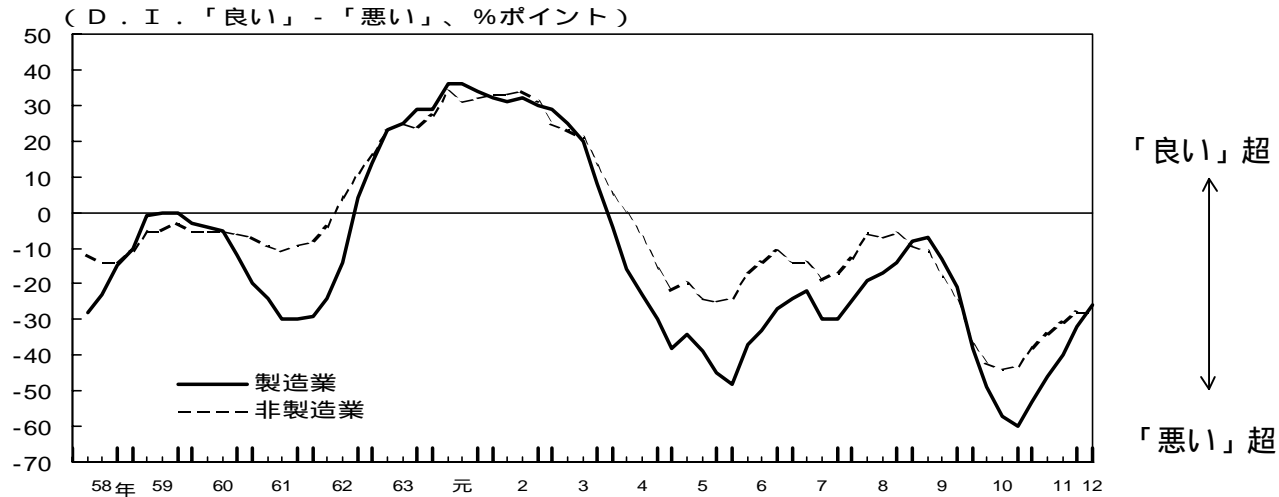
企業の業況感を短観<sup>1</sup>の業況判断からみると（図表５）、生産活動の持ち直しや収益の改善、さらには株価の上昇もあって、11年度下期中も改善傾向を続けた。

（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。

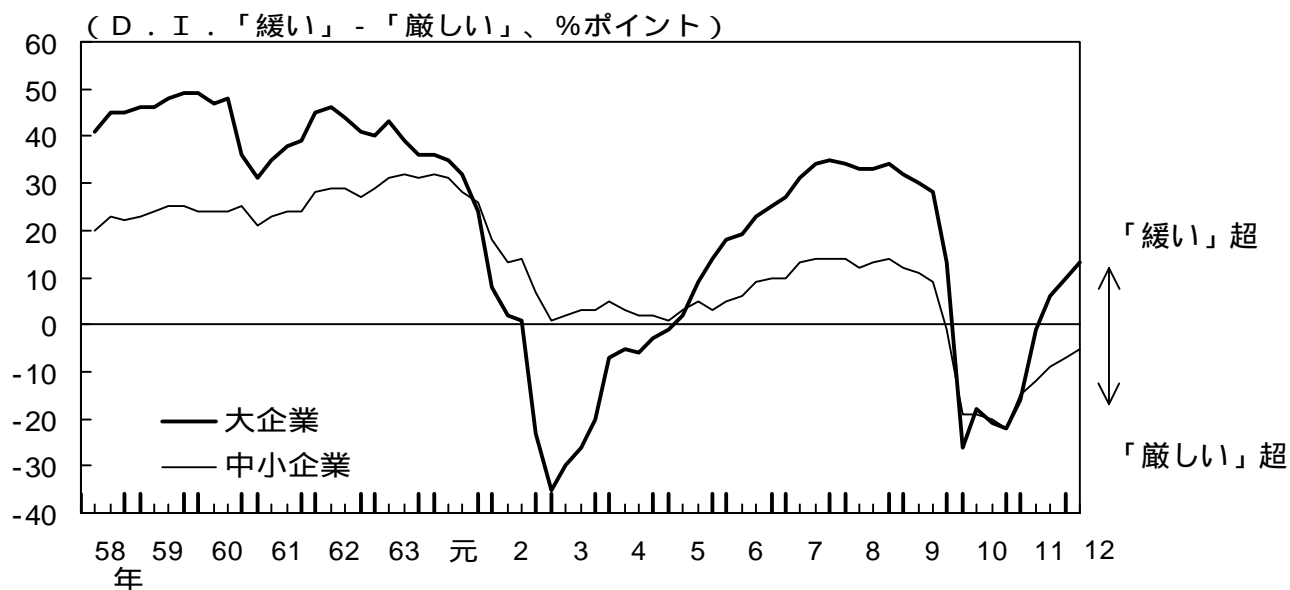
（注２） 図表６も同じ区分

<sup>1</sup> 日本銀行「企業短期経済観測調査」

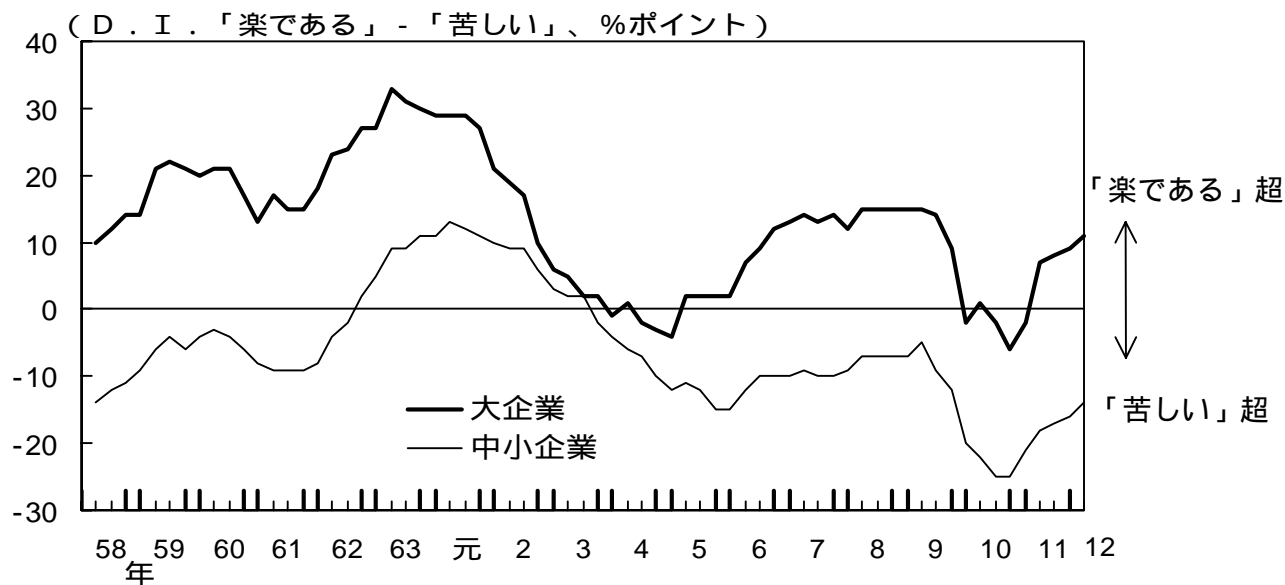
また、企業金融面の動向をみると（図表6）、資金繰りに対する不安感は、日本銀行による金融緩和措置の継続などを背景に、全体としては改善方向の動きを続けた。

（図表6）企業金融判断

（1）金融機関貸出態度判断D・I.



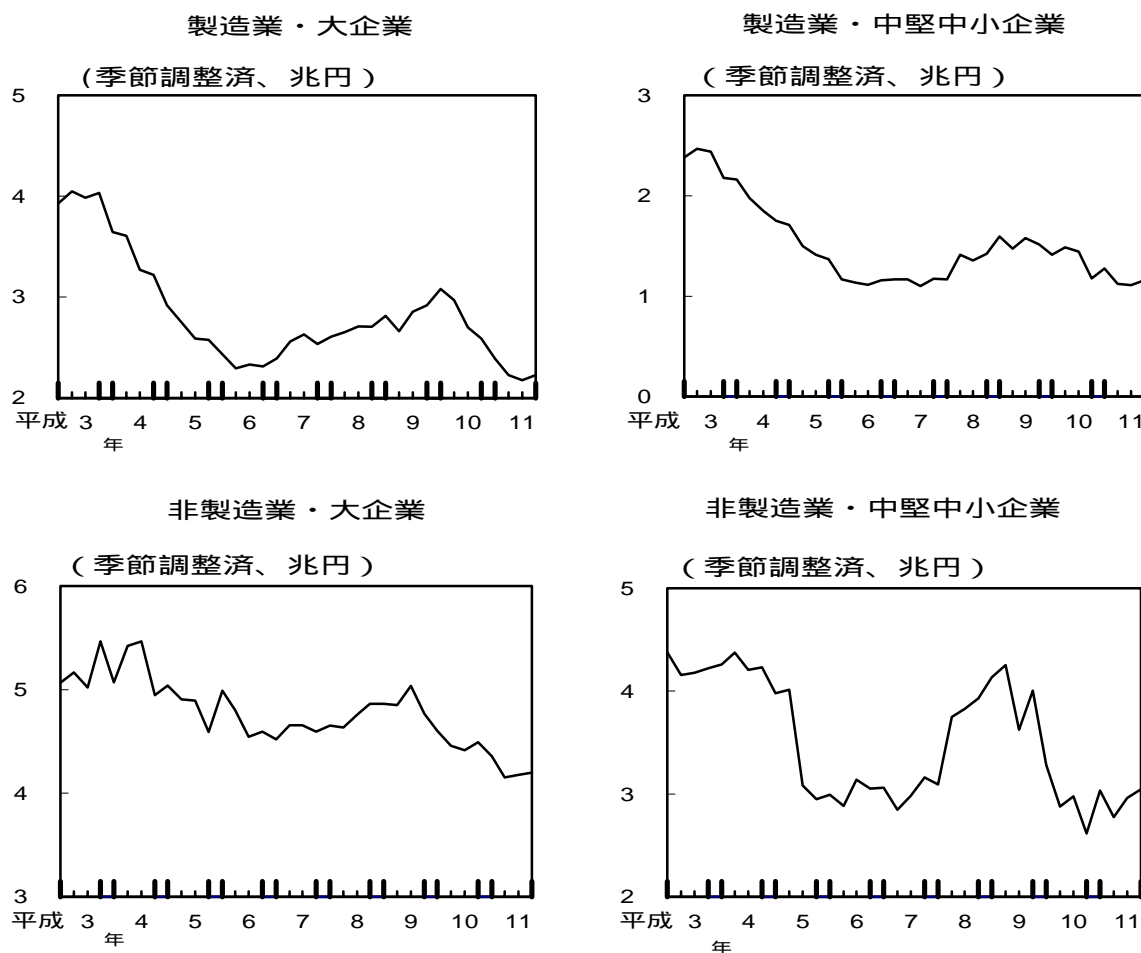
（2）資金繰り判断D・I.





設備投資は、11年度上期まで減少したあと、11年度下期は下げ止まりから緩やかながら増加に転じた。GDPベースの実質民間企業設備投資は、11年7～9月に若干減少したあと、11年10～12月は比較的高い伸びとなった（前期比、11年7～9月 - 1.6% 10～12月 + 4.6%）。業種別の特徴的な動きを法人企業統計でみると<sup>2</sup>、製造業の設備投資は、11年7～9月にほぼ下げ止まったあと、10～12月には持ち直しに転じた。非製造業では、7～9月に増加したあと、10～12月は横這いの動きとなった（図表7）。12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、さらには非居住用建築着工床面積の動向からみて、緩やかに増加したものとみられる。

（図表7）設備投資



<sup>2</sup> 大蔵省「法人企業統計季報」

- (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。
- (注2) 非製造業・大企業は、その他サービス・大企業を除く。
- (注3) サンプルの入れ替えに伴う段差を修正したベース。

このように 11 年度下期には、設備投資は下げ止まりから増加に転じたが、こうした背景としては、企業収益や業況感の改善に伴い、成長性の高い分野を中心に積極的な行動に転じる企業がみられ始めたことが指摘できる。

## ホ．家計部門の動向

次に、家計部門をみると、雇用・所得環境は、9 年度半ば以降悪化傾向が続いてきたが、11 年度下期には、雇用者数・賃金の両面において、これまでの減少傾向に歯止めが掛かり始めた。

まず、労働需給についてみると（図表 8）、有効求人倍率は、11 年 4～6 月に 0.47 倍と、統計<sup>3</sup>作成開始（昭和 38 年）以来の最低水準を記録したあと、11 年 7～9 月も 0.47 倍と横這いで推移し、その後は、10～12 月 0.49 倍、12 年 1～3 月 0.52 倍と緩やかな改善傾向を辿った。一方、完全失業率は、11 年 7～9 月に 4.7%と、統計<sup>4</sup>作成開始（昭和 28 年）以来の最高水準を更新したあと、10～12 月には 4.6%とやや改善したが、12 年 1～3 月は 4.8%と再び既往ピークを更新した。常用労働者数<sup>5</sup>は、11 年度下期に入り、前年をやや下回る水準で横這いの動きが続いた（前年比、11 年 10～12 月 - 0.2% 12 年 1～3 月 - 0.2%）。

一方、賃金面についてみると（図表 9）、特別給与は、冬季賞与の減少から大幅な減少となったが、生産の増加に伴い所定外給与が持ち直したほか、所定内給与も下げ止まりから徐々に増加に転じた。このため、一人当たり賃金は、前年比でみて、11 年度上期に - 1.2%と減少したあと、11 年度下期には - 0.5%と、減少幅が縮小した。このような雇用者数や一人当たり賃金の動きを受けて、雇用者所

---

<sup>3</sup> 労働省「職業安定業務統計」

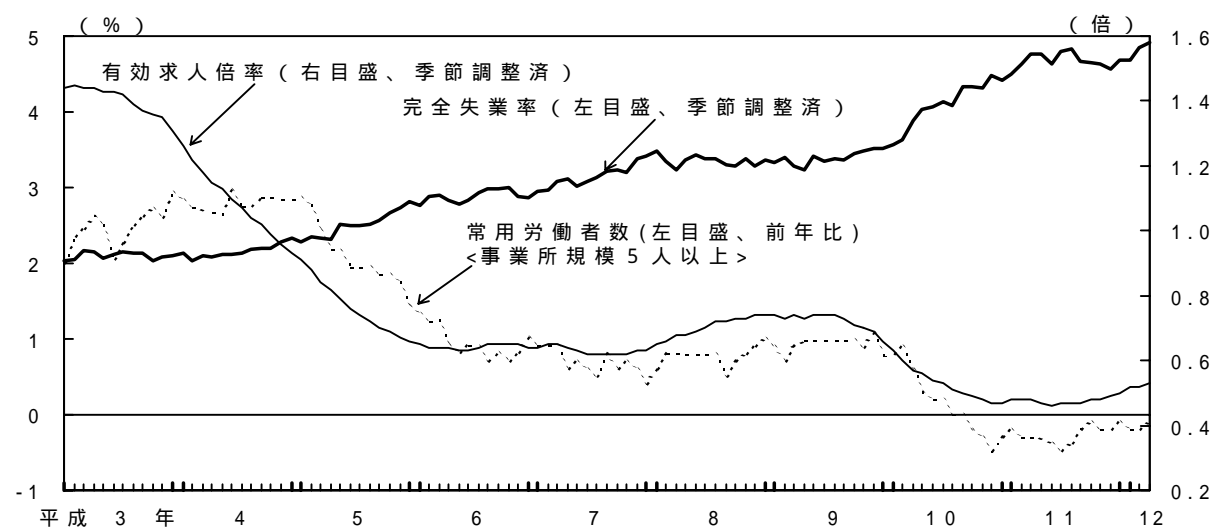
<sup>4</sup> 総務庁「労働力調査」

<sup>5</sup> 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。

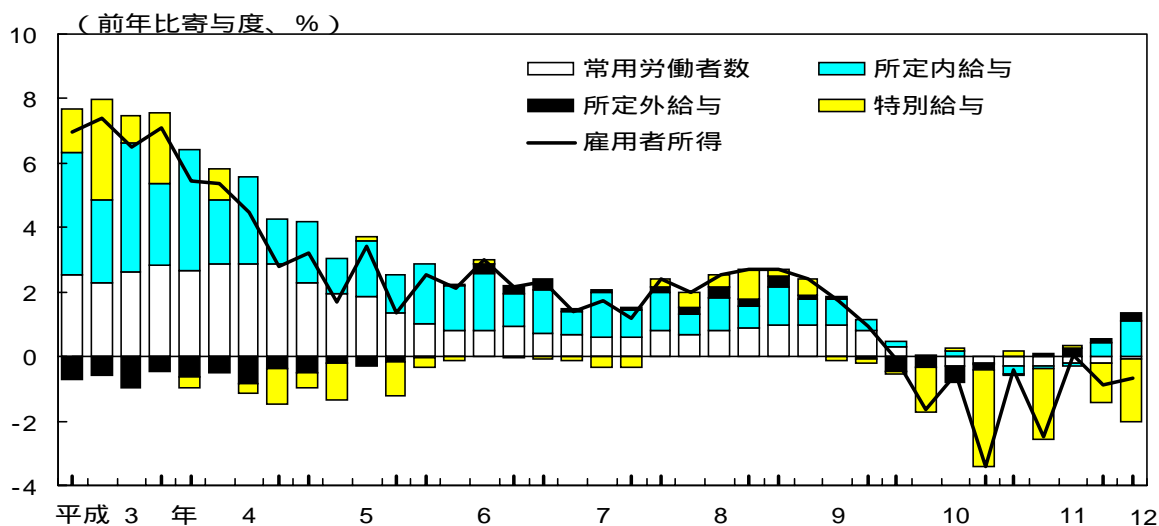
得も、11年度下期には、減少幅を縮小した（前年比、11年度上期 - 1.5% 11年度下期 - 0.6%）。

以上の動きは、景気が下げ止まりから持ち直しに転じる中で、雇用・所得環境の悪化に歯止めが掛かり始めたことを表わしていると考えられる。しかし、雇用の過剰感の後退したとはいえ、なお強く、企業は人件費の抑制スタンスを堅持したことから、家計の所得環境は引き続き厳しい状況であった。

（図表8）労働需給



（図表9）雇用者所得



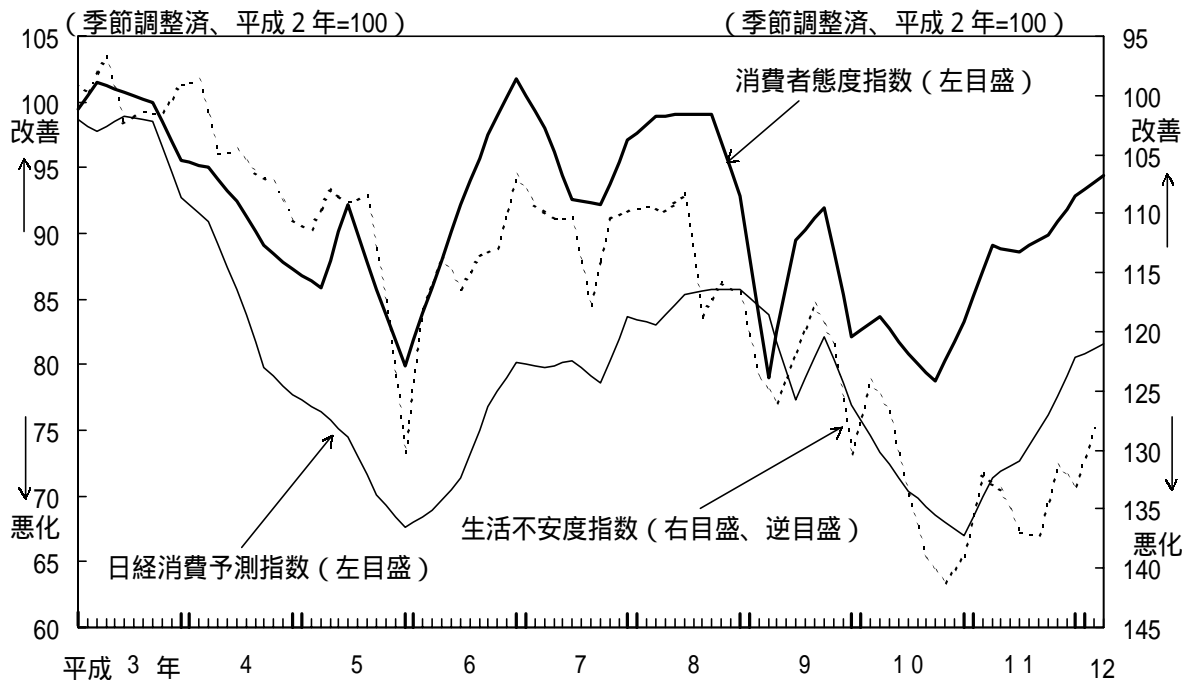
（注1） 事業所規模5人以上の計数を使用。

（注2） 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

（注3） 平成12年第1四半期は平成12年3月の前年比寄与度。

この間、消費者心理については（図表 10）、雇用・所得環境の一段の悪化に歯止めが掛かり始めたことに加え、株価持ち直しの影響もあって、11 年度上期に続き、下期も総じて改善傾向を辿った。

（図表 10）消費者心理



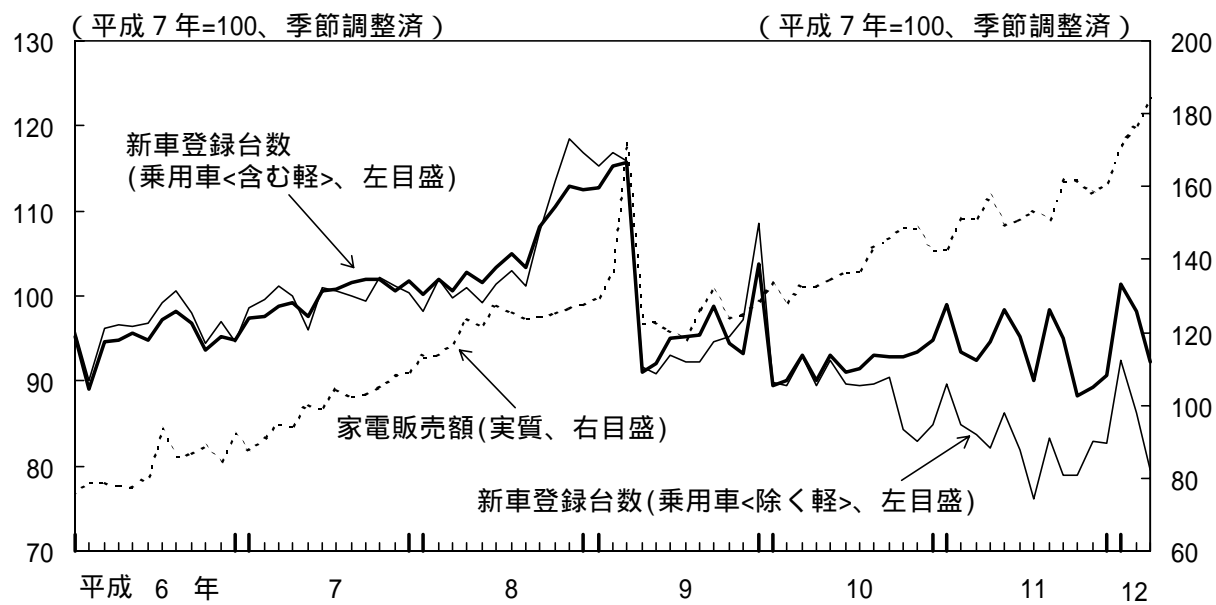
- （注 1） X-11 による季節調整済系列。ただし、消費者態度指数は、経済企画庁による季節調整済系列。
- （注 2） 消費者態度指数（調査対象全国 5,040 世帯）、日経消費予測指数（同首都圏 1,500 人）、生活不安度指数（同全国 2,000 人）はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
- （注 3） 生活不安度指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。

このような消費者心理の改善は、個人消費の下支えに寄与したが、既述のように依然厳しい雇用・所得環境が続くもとで、個人消費は、11 年度下期中、全体として回復感に乏しい状態が続いた。下期中の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、乗用車販売台数（含む軽自動車）も、水準はなお低いものの、12 年 1～3 月にかけて、やや持ち直す動きがみられた。一方、百貨店の売上高は一進一退で推移し、チェーンストアの売上高は、減少傾向が続いた。サービス支出についても、外食産業売上高が

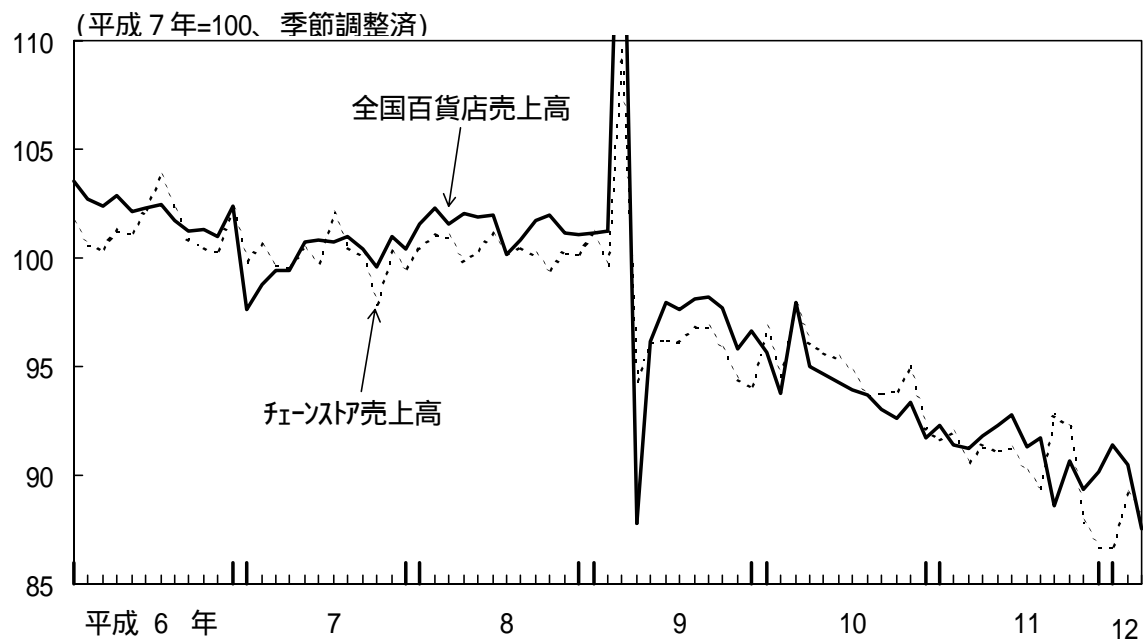
総じて横這いの動きとなったほか、旅行取扱額も、コンピューター2000年問題の影響から振れを伴いつつも、低迷の域を脱することは出来なかった。

(図表 11) 個人消費関連指標

( 1 ) 耐久消費財



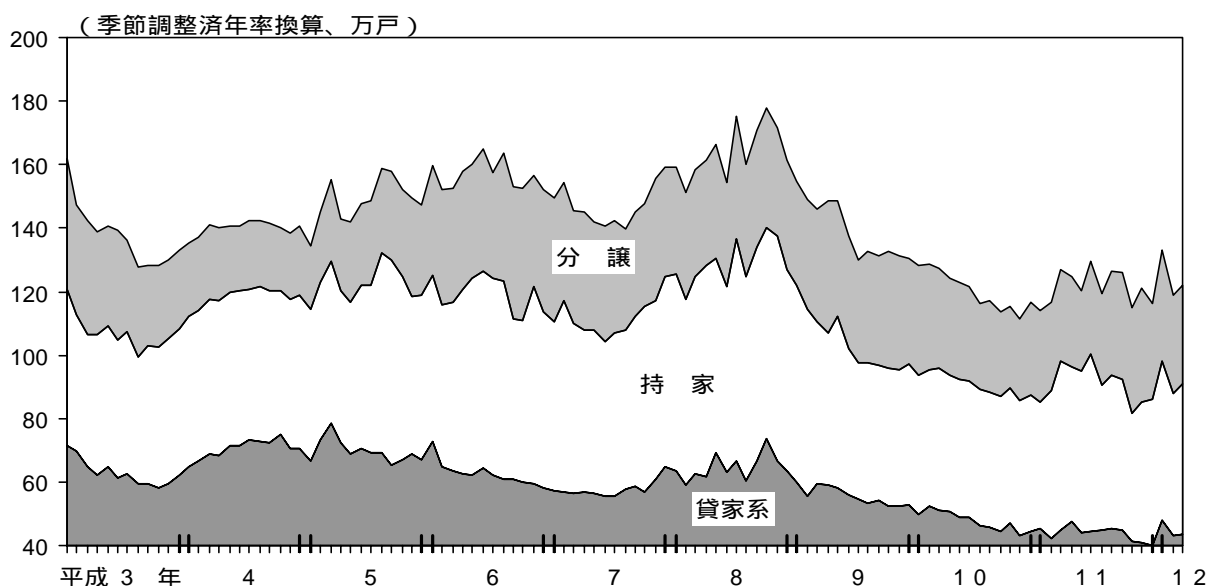
( 2 ) 小売店販売 (名目・除く消費税・店舗調整後)



(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）、政府による住宅減税や融資基準金利の低位据え置き等の措置によって、11 年度上期中に 120 万戸台（季節調整済み計数の年率換算値）となった後、10～12 月 117 万戸、12 年 1～3 月 127 万戸と概ね横這いの推移となった。

（図表 12）新設住宅着工戸数



11 年度下期の動きを内訳別にみると、貸家着工は、供給過剰感が強い中で総じて低迷が続いた。持家着工は、堅調に推移したが、11 年度第 3、4 回の住宅金融公庫への借入れ申し込み分が、低水準に止まるなど（第 3 回 3.7 万戸＜前年比 - 47.2%＞、第 4 回 3.8 万戸＜前年比 - 62.5%＞）、11 年度下期末にかけて、緩やかながらも減少する傾向が強まった。この間、マンションなど分譲住宅の着工については、好調な販売を受けて、堅調に推移した。

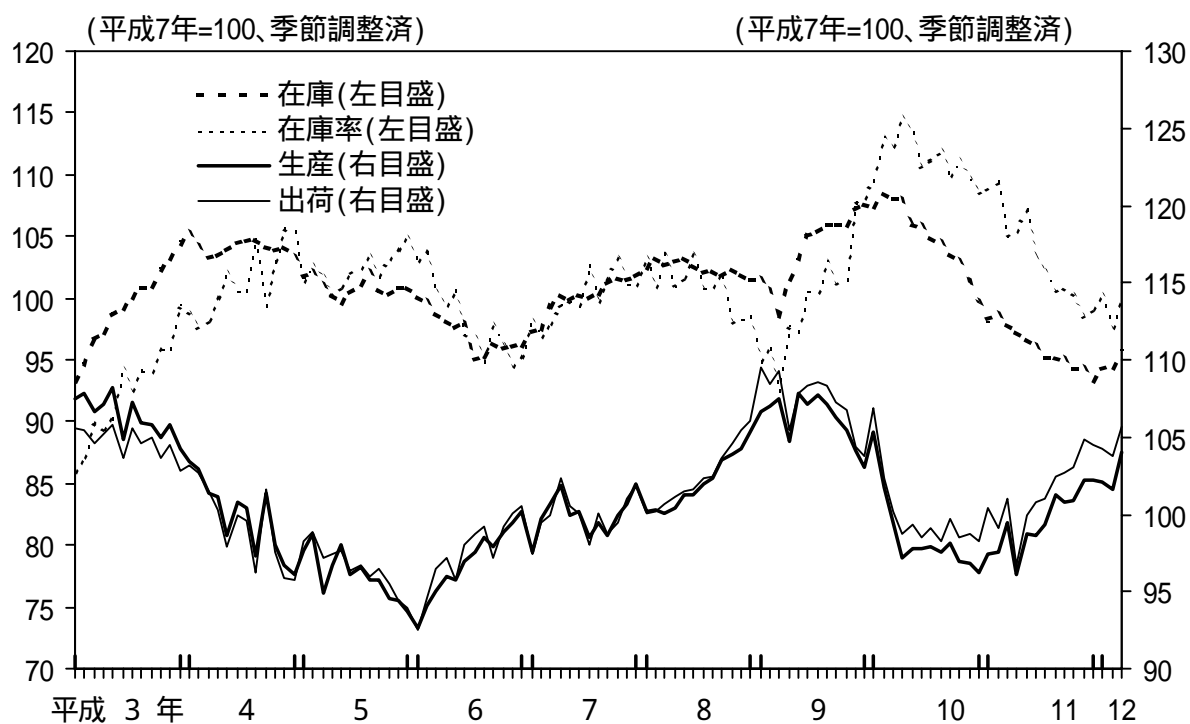
#### へ．鉱工業生産の動向

鉱工業生産（図表 13）は、11 年の夏場以降の増加傾向が続いた（前期比、11 年 4～6 月 - 0.4% 7～9 月 + 2.7% 10～12 月 + 1.4% 12 年 1～3 月 + 0.8%）。

鉱工業生産が下期中一貫して増加した背景としては、在庫調整が概ね完了したもとで、最終需要面において、公共投資の下支えが続いたことや東アジア向けを

中心とした輸出が引き続き増加したこと、さらには、設備投資が下げ止まりから緩やかな増加に転じたことなどが挙げられる。

(図表 13) 鉱工業生産

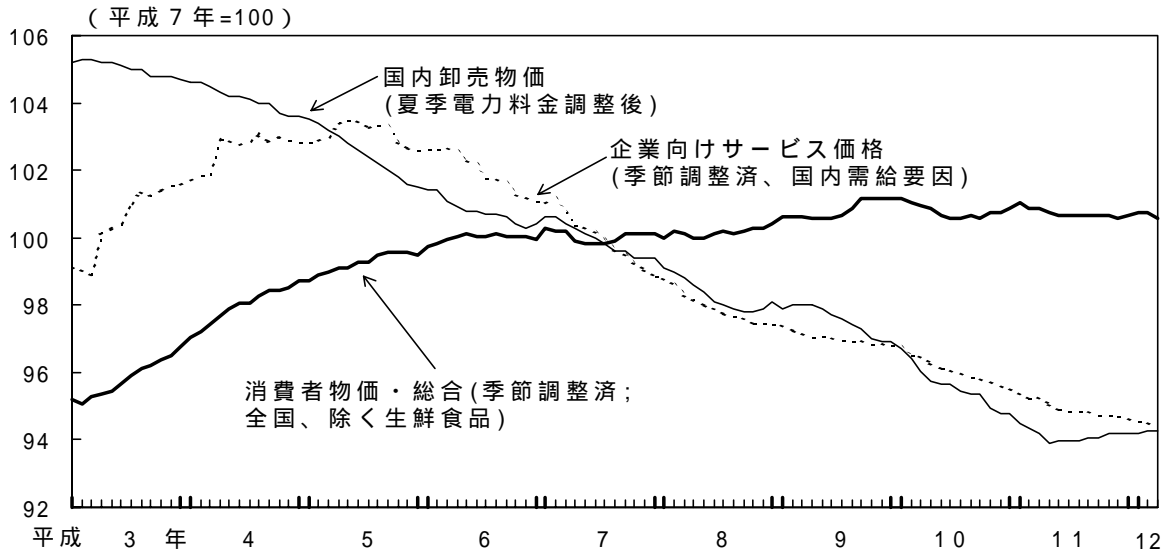


## ( 2 ) 物価の動向

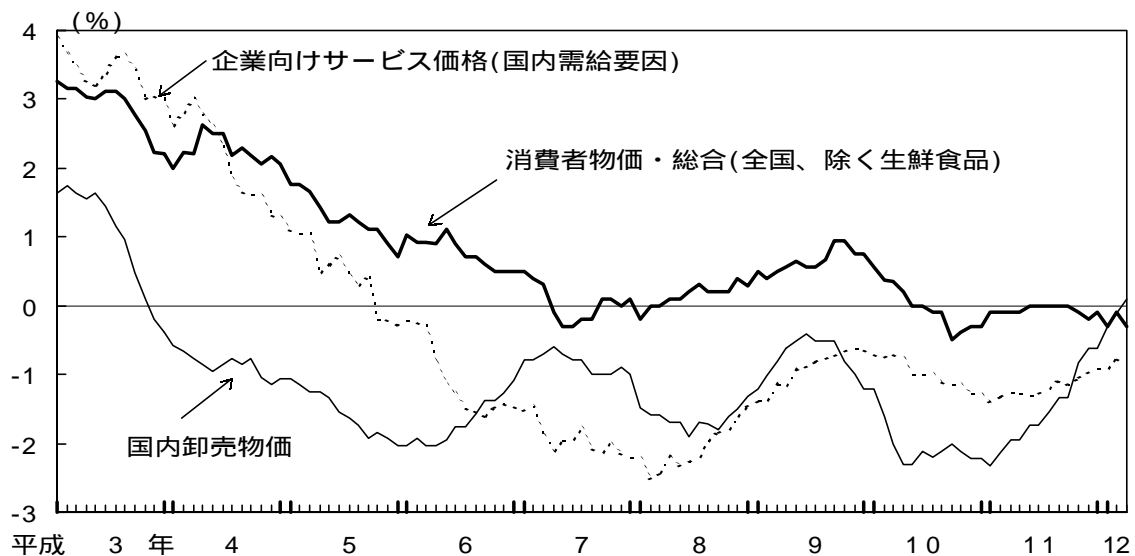
11 年度下期中の国内物価は、概ね横這いの動きとなった(図表 14)。この背景をみると、原油価格の大幅上昇やその製品価格への転嫁、さらに国内の需給バランスが緩やかながらも次第に改善したこと(図表 15)が、物価の押し上げ要因として作用した。一方、技術進歩を背景とする機械類の価格の趨勢的な下落や、11 年の夏場以降の円高による輸入製品価格の低下が、物価低下要因として作用した。

( 図表 14 ) 物価

( 1 ) 水準



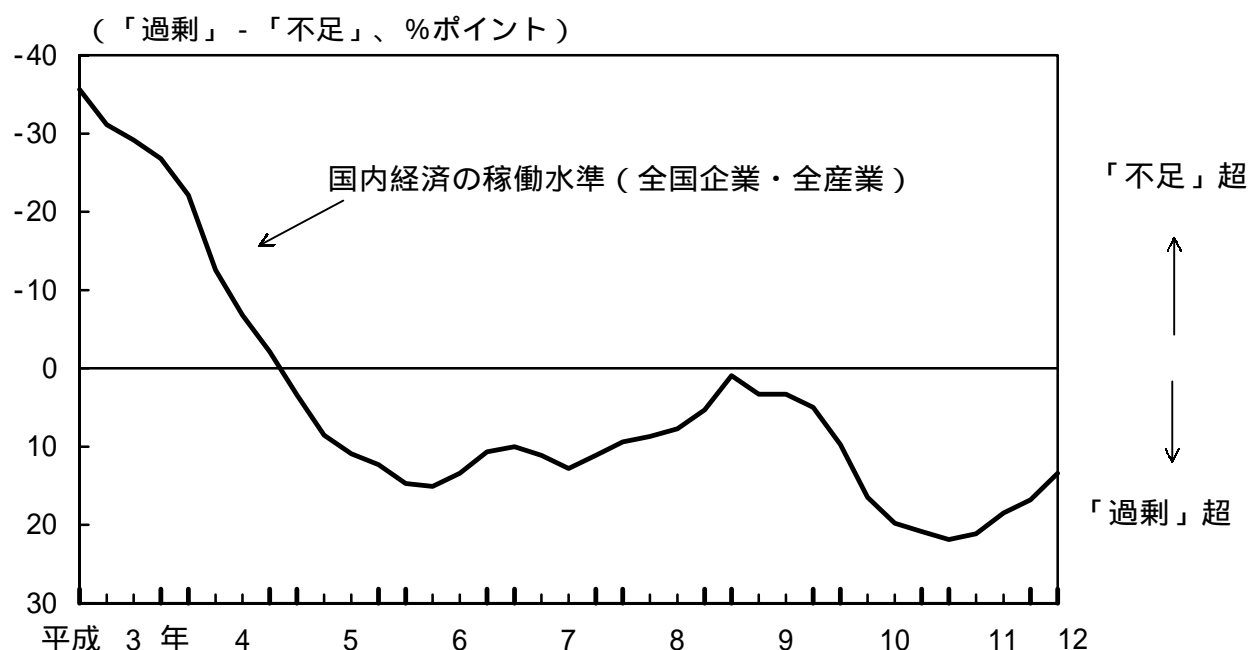
( 2 ) 前年比



- ( 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 ) 。
- ( 注 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。
- ( 注 3 ) 国内需給要因とは、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の価格。具体的には、C S P I 総平均から、 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 ) 、 海外要因 ( 外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客 ) 、 単月の振れが大きく、短期的な需要動向を反映しているとは必ずしも言い難い証券関連手数料 ( 企業が社債発行に伴い銀行に支払う事務代理手数料等 < 証券引受事務手数料等は含まない > ) を除いたもの。



(図表 15) 物価を取り巻く環境

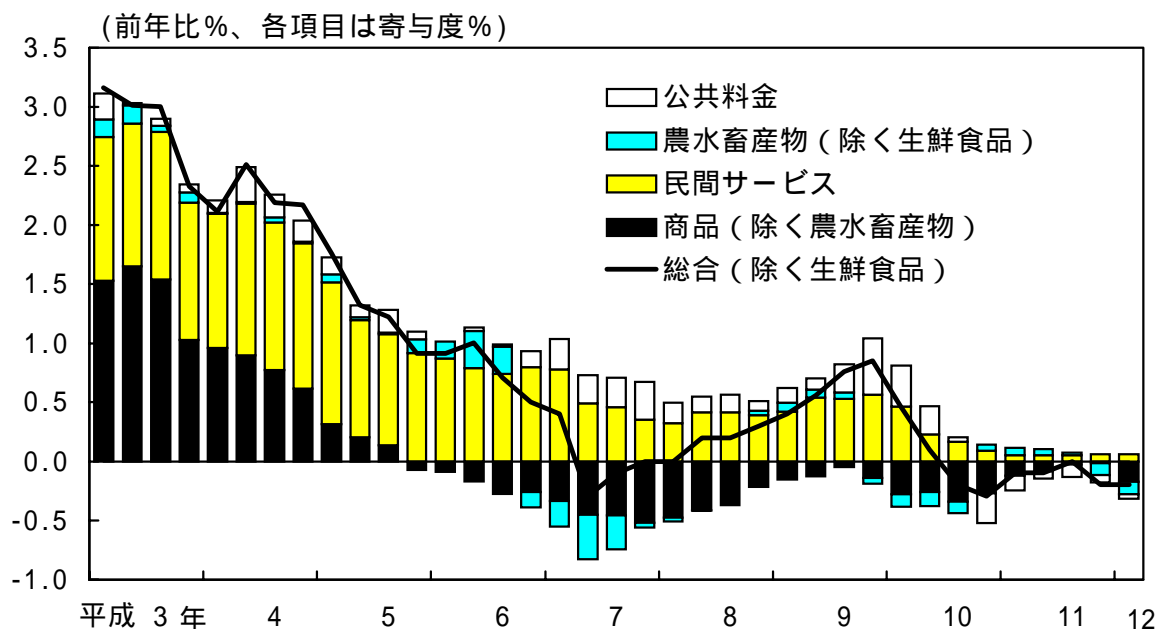


(注) 短観の生産・営業用設備判断D・Iと雇用人員判断D・Iを、資本・労働分配率（昭和50年度～平成10年度平均）を用いて加重和したもの。

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<sup>6</sup>）については（図表16）、横這いの動きから、弱含みの動きに変化した（前年比、11年7～9月0.0% 10～12月-0.2% 12年1～3月-0.2%）。下期末にかけての動きを、内訳別にみると、「民間サービス」が、家賃等の上昇から前年比プラス幅を拡大したものの、耐久財、衣料品、農水畜産物等を中心に「商品」が前年比マイナスに転化した。生鮮食品を含む消費者物価総合でみると、11年の10～12月にかけては、前年同時期に天候不順から高騰した生鮮野菜の影響から、前年比で一旦大きく下落したものの、こうした要因が剥落するに伴い、その後は前年比マイナス幅が徐々に縮小した（前年比、11年7～9月0.0% 10～12月-1.0% 12年1～3月-0.7%）。

<sup>6</sup> 消費者物価（除く生鮮食品）とは、消費者物価総合から、天候要因等による振れが大きい生鮮食品を除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。

(図表 16) 消費者物価

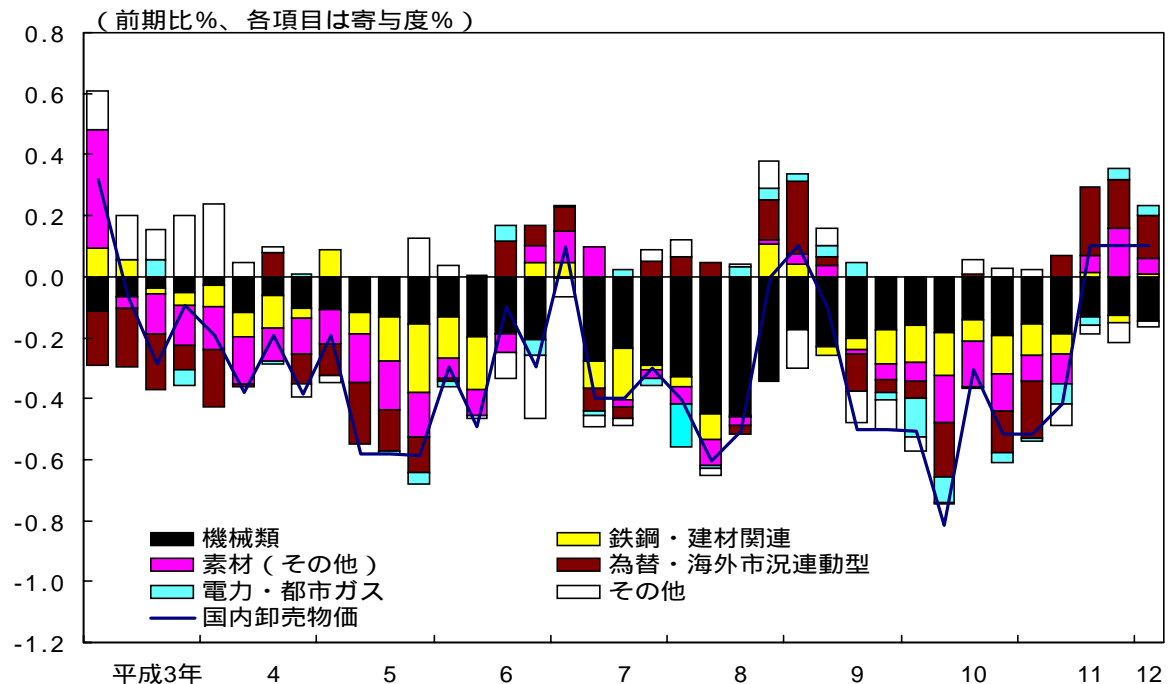


(注) 平成 9 年 4 月以降は、消費税率引き上げを調整した計数 (課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。

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、為替円高の影響から、11 年 10 ~ 12 月は下落したものの、その後は、原油価格の高騰を反映して、上昇した (前期比、11 年 7 ~ 9 月 - 0.4% 10 ~ 12 月 - 1.2% 12 年 1 ~ 3 月 + 2.9%)。一方、国内卸売物価 (夏季電力料金調整後<sup>7</sup>) については (図表 17)、電気機器等の下落が続いたものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇や、国内需給バランスの緩やかな改善を反映した一部素材製品の上昇等から、横這いで推移した (前期比、11 年 7 ~ 9 月 + 0.1% 10 ~ 12 月 + 0.1% 12 年 1 ~ 3 月 + 0.1%)。

<sup>7</sup> 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

(注 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

(注 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

(注 4) 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属

(注 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

(注 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(国内需給要因<sup>8</sup>)についてみると、企業のコスト抑制姿勢が強まるもとで、一般サービス価格等が低下したことから、全般に小幅の下落が続いた(前年比、11 年 7 ~ 9 月 - 1.1% 10 ~ 12 月 - 0.9% 12 年 1 ~ 3 月 - 0.8%)。

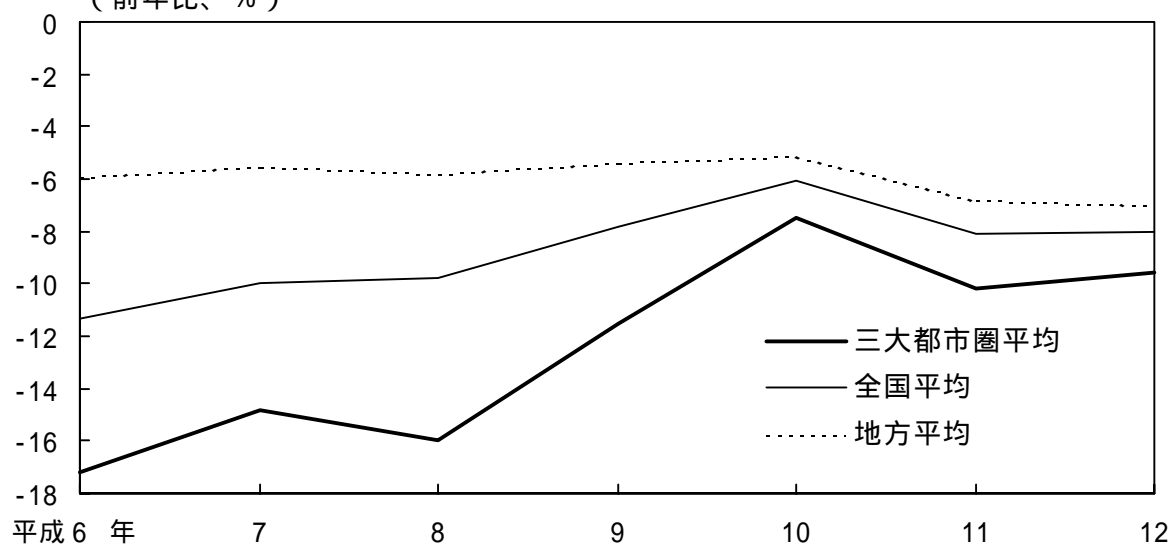
<sup>8</sup> 企業向けサービス価格(国内需給要因)とは、月々の価格の動向が主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目のみから構成される指数を指し、具体的には、企業向けサービス価格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い料金、を除いたものがこれに当たる。

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。もっとも、商業地については、三大都市圏で下落幅がやや縮小したのに対し、地方圏では、下落幅が若干拡大するなど、やや異なる動きをみせた。また、優良地については取引が活発化するなど、二極分化の様相が強まった。

（図表 18）公示地価

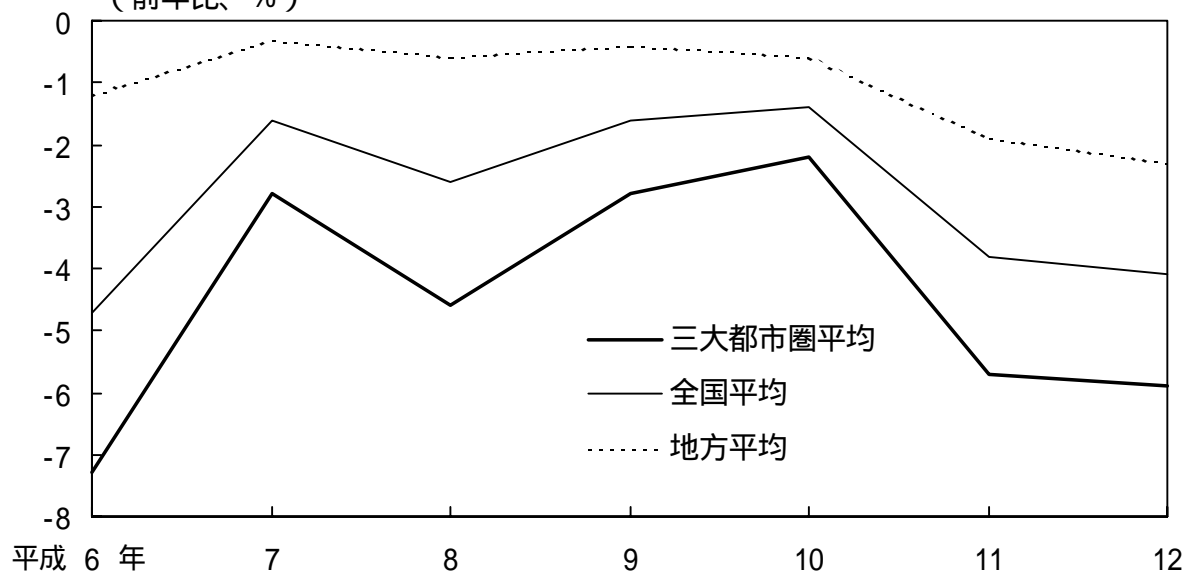
（ 1 ）商業地

（前年比、％）



（ 2 ）住宅地

（前年比、％）



### ( 3 ) 海外金融経済の動向

平成11年（1999年）10月から平成12年（2000年）3月にかけて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ほか、欧州の景気も拡大基調を辿った。さらに、東アジアの景気も、N I E s、A S E A Nの多くの国々で回復の動きが一段と明確化したほか、中国でも持ち直しの動きがみられた。また、中南米主要国でも、景気は全体として回復傾向を辿るなど、世界経済は総じて成長が高まる方向で推移した。

金融市場では、米国、ユーロエリア、イギリスにおいて、いずれも数次にわたって利上げが行われ、短期金利は上昇基調で推移した。一方、長期金利をみると、インフレ懸念の高まり等を背景に12年初まで上昇傾向を辿ったが、その後、利上げ措置を眺めた市場のインフレ懸念の後退に加え、欧米での国債発行残高の減少予想などを背景に、国債利回りは低下した。また、欧米諸国の株式市場では、ハイテク関連銘柄を中心に主要な株価指数は総じて堅調に推移し、11年末から12年初にかけて相次いで既往最高値を更新し、その後は、振幅の大きいやや不安定な動きとなった。

この間、その他の地域では、景気回復を背景に、為替および債券・株式相場が総じて安定的に推移したが、このうち東アジアの株価は、欧米株価の乱高下、および、一部の国における構造改革の足踏み懸念の台頭もあって、12年入り後、軟調な展開となった。

なお、11年末から12年初にかけて各国の金融市場では、いわゆるコンピューター2000年問題に絡んで、一時的な流動性不足が懸念されたが、各国当局の対応が奏効したこともあって、12年初の混乱発生は回避された。

以上の動きをやや細かくみると、まず、米国では、個人消費や情報化関連分野を中心とする設備投資が好調に推移したほか、住宅投資もモーゲージ金利の上昇にもかかわらず高水準を維持するなど、内需主導の力強い景気拡大が続いた。こうしたもとで、労働市場は逼迫状態が続いたため、雇用コストに対する上昇圧力が高まったが、これを上回る大幅な生産性の上昇がみられたことから、インフレ圧力の顕現化は回避された。エネルギーや食料品を除くコア・ベースの生産者物価、消費者物価は安定基調を維持した。もっとも、原油価格上昇に伴って、エネルギー関連価格の上昇が続いたため、総合ベースの物価上昇率は高まった。一方、米国の経常収支は、内需の好調を反映した輸入増から、11年の赤字幅が3,389億ド

ルへ一段と拡大し、赤字幅のGDP比は3.7%と既往最大（昭和62年（1987年）、3.4%）を更新した。

こうした情勢の下で、米国連邦準備制度は、潜在成長率を上回る需要の伸びがインフレにつながり、持続的な成長を阻害することになりかねないなどとして、11年11月16日（フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を5.25%から5.50%に引き上げ）、12年2月2日（同5.50%から5.75%に引き上げ）、3月21日（同5.75%から6.00%に引き上げ）の3度にわたって、政策金利を引き上げた（昨年6月以降5度の利上げ幅の累計は1.25%）。

（図表19）海外経済（実質GDP）

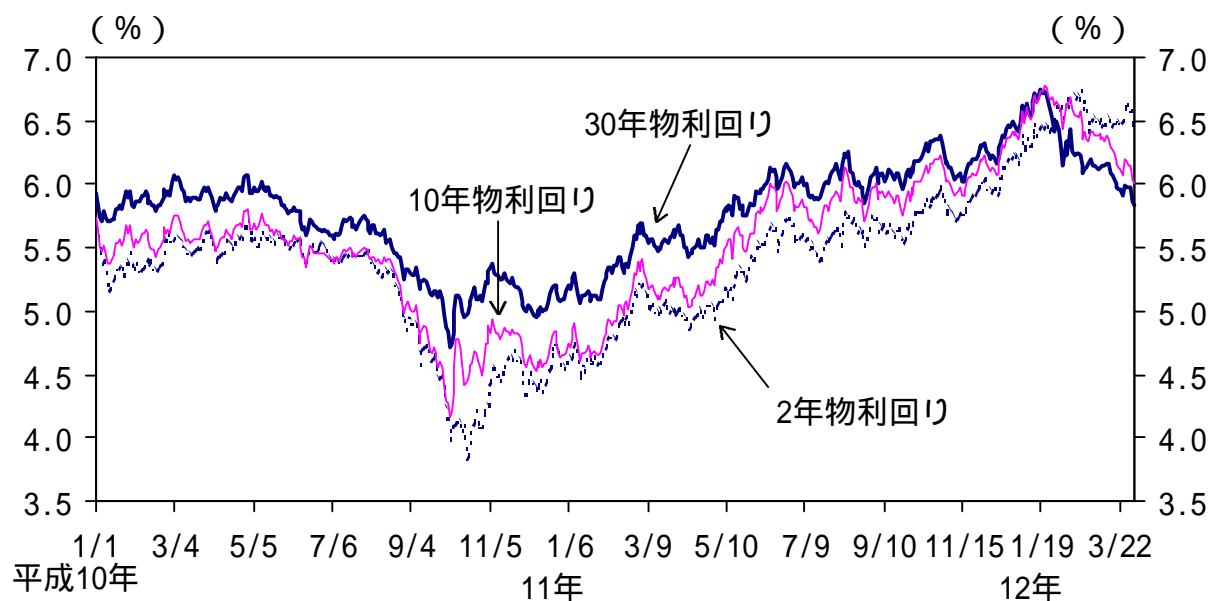
		（欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%）						
		平成10年	11年	11年 1Q	2Q	3Q	4Q	12年 1Q
米 国		4.3	4.2	3.7	1.9	5.7	7.3	5.4
欧 州	ユーロエリア	2.7	2.4	2.7	2.2	4.1	3.3	
	ド イ ツ	2.2	1.5	2.7	0.3	3.5	2.7	
	フ ラ ン ス	3.2	2.9	2.4	3.2	3.9	3.0	
	イ ギ リ ス	2.2	2.1	1.6	3.0	4.1	3.1	1.8
東 ア ジ ア	中 国	7.8	7.1	8.3	(1～6月) 7.6	(1～9月) 7.4	(1～12月) 7.1	8.1
	N 韓 国	-6.7	10.7	5.4	10.8	12.8	13.0	
	I 台 湾	4.6	5.7	4.2	6.6	5.1	6.8	
	E 香 港	-5.1	2.9	-3.0	1.1	4.4	8.7	
	S シンガポール	0.4	5.4	0.8	6.6	6.9	7.1	
	A タ イ	-10.2	4.2	0.2	2.6	7.4	6.5	
	S インドネシア	-13.2	0.3	-7.9	3.3	0.7	5.8	3.2
	E マレーシア	-7.5	5.4	-1.3	4.1	8.2	10.6	
	A フィリピン	-0.5	3.2	1.2	3.6	3.4	4.6	

この間の金融市場の動向をみると（図表20）、短期金利は、先行きの追加的な利上げ観測を背景に、上昇基調で推移した。また、長期金利（国債30年物流通利回り）は、先行きのインフレ懸念の高まりなどから上昇傾向を辿り、12年1月18日には6.74%へ上昇した。もっとも、その後は、インフレ懸念の後退や財務省による既発国債の買い戻し等を背景に、国債需給が一段と引き締まったことなどから、3月末には5.83%まで低下し、短期金利（フェデラル・ファンド・レートの誘導目標6.00%）を下回った。また、株価については、好調な企業収益予想を背景に、ダウ工業株30種平均、ナスダック総合株価指数がともに上昇し、それぞれ

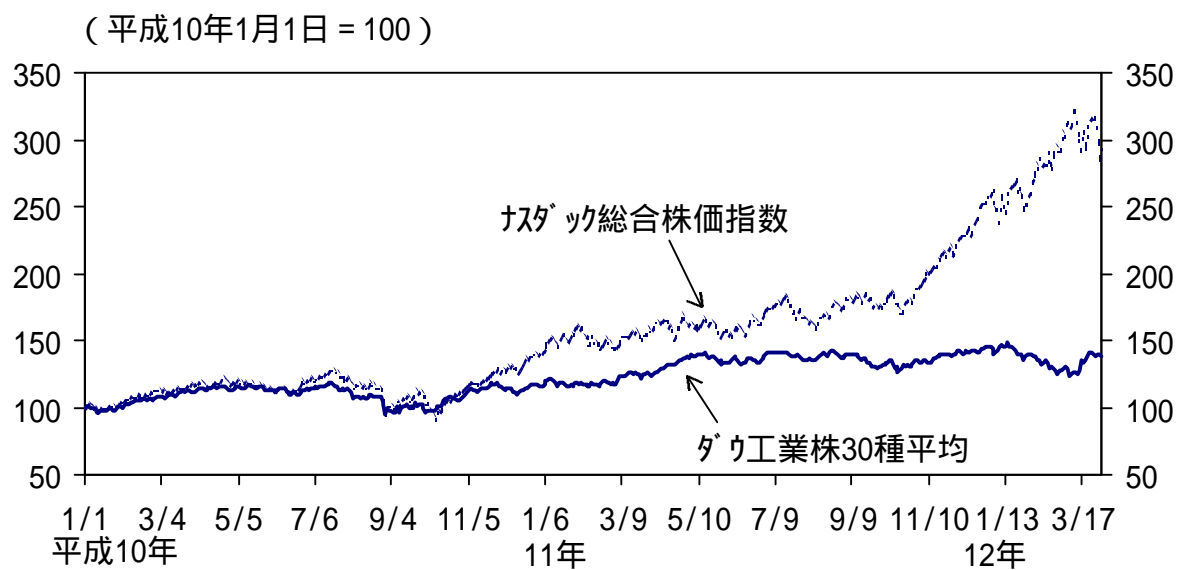
12年1月14日、3月10日に既往最高値（終値ベース）を記録した。その後、3月末にかけては、いずれも大きな振幅を伴う不安定な動きとなった。

（図表20）米国の長期金利と株価

（１）米国債利回り



（２）米国株価



欧州については、まずユーロエリア（単一通貨ユーロを導入した欧州11か国）の景気は、輸出が好調に推移したことに加え、個人消費も堅調度合いを増すなど、拡大基調を辿った。こうした状況下、生産も増加傾向を辿り、失業率も緩やかな低下を続けた。この間、物価については、景気の拡大や既往のユーロ安、原油価格の上昇による輸入物価の上昇を背景に、消費者物価上昇率は、欧州中央銀行制度が物価安定の定義としている範囲（統合消費者物価＜H I C P＞前年比が中期的に＋2％以下）の上限に達した（3月＋2.1％）。

このような経済情勢の下で、欧州中央銀行は、顕現化しつつあるインフレ・リスクに予防的に対応すべく、11年11月4日（主要リファイナンス・オペレートを2.50％から3.00％に引き上げ）、12年2月3日（同3.00％から3.25％に引き上げ）、3月16日（同3.25％から3.50％に引き上げ）の3度にわたって、政策金利を引き上げた。

イギリスの景気は、個人消費や住宅投資など内需が好調に推移したほか、輸出も堅調に推移したことから、力強い拡大が続いた。生産が増加基調を辿り、失業率の低下が続き、賃金もサービス業を中心に全般的に上昇傾向を辿った。物価は、サービス価格の上昇が続いたが、ポンド高に伴う輸入物価の下落が寄与し、全体としては安定圏内で推移した。

こうした情勢の下で、イングランド銀行は、内需の強さ、労働需給の逼迫、住宅価格の上昇傾向等を踏まえ、先行きインフレ圧力が高まりかねないとして、11年11月4日（レポ・レートを5.25％から5.50％に引き上げ）、12年1月13日（同5.50％から5.75％に引き上げ）、2月10日（同5.75％から6.00％に引き上げ）の3度にわたって、政策金利を引き上げた。

この間の欧州の金融市場をみると、ユーロエリアおよびイギリスの長期金利は、12年1月中旬まで欧州景気の拡大期待から上昇基調を辿ったが、その後は、財政収支の改善に伴う国債需給の引き締まり予想が根強く、利上げ措置に伴うインフレ懸念の後退等から、低下傾向を辿った。この間、欧州主要国の株価指数は、既往最高水準へ上昇したが、その後3月末にかけては、米国株価の乱高下を嫌気して、軟調に推移した。

N I E s、A S E A N諸国では、金融・財政面から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が好調を持続したことを背景に、個人消費に加え、設備投資にも持ち直しの動きが広がるなど、景気は引き続き回復傾向を辿った。この間、為替・金融市場では、為替相場は外貨ポジションの改善傾向が続いたこと等から安定的に推移した。一方、株価はやや軟調な推移となった。その背



景としては、米国での金利先高観測やハイテク関連銘柄を含む株価動向の不安定化に加え、韓国の手財閥の経営難表面化やタイにおける不良債権処理の遅延観測、さらにインドネシアでの政治・社会情勢の先行き不透明感等が挙げられる。一方、中国では、11 年後半以降輸出が回復に転じたほか、個人消費の回復や 11 年度の補正予算による公共投資の追加もあって、景気は全体として持ち直し傾向が窺われた。

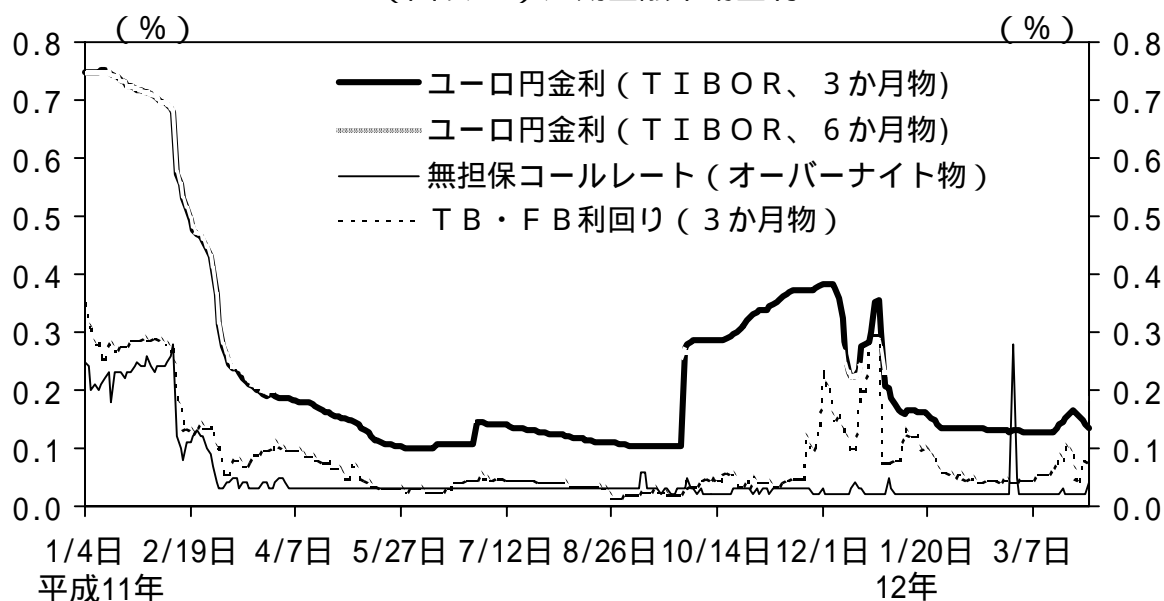
中南米主要国の景気は、メキシコで拡大基調が続いたほか、ブラジルでも11年秋以降持ち直した。両国では、ソブリン物債務格付けの引き上げといった動きもあって、為替相場が強含みで推移したほか、株価も12年入り後は既往最高値を更新するなど、上昇傾向を辿った。一方、ロシアでは、原油価格の上昇も手伝って、生産活動に持ち直しの動きがみられたが、構造改革の実施が遅れていることから、IMF 融資は11年 7 月に実行されて以降延期された。

## 2．金融市場の動向

### ( 1 ) 短期金融市場の動向

平成 11 年度下期の短期金融市場においては（図表 21）、コンピューター2000年問題を背景として年末越えの市場金利に上昇圧力がかかった。しかし、日本銀行が、ゼロ金利政策のもとで、豊富で弾力的な資金供給を続けたこともあって、大きな混乱が生じることはなく、年末資金の確保に関する安心感が徐々に市場全体に広がっていった。年明け後には、同問題に対する懸念が後退したことを受けて、ターム物金利が再び既往最低水準の圏内で推移するなど、きわめて落ち着いた展開となった。

（図表 21）短期金融市場金利



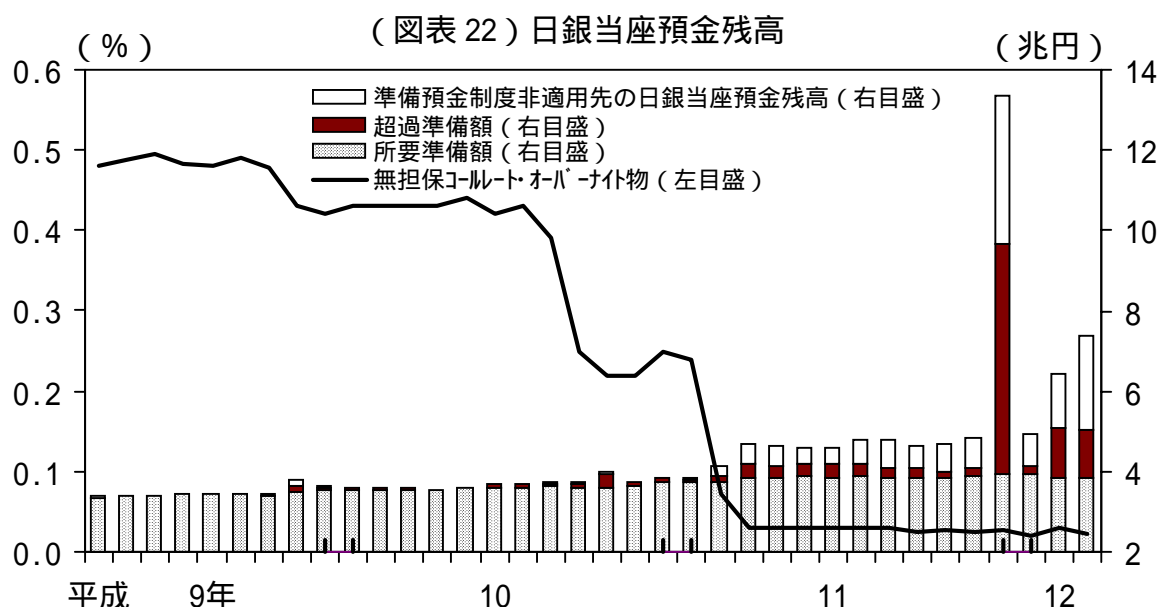
具体的にみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、日本銀行のゼロ金利政策のもとで、11 年度下期を通じて、概ね 0.02～0.03%と、事実上ゼロ%で推移した<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）は、12 年 2 月 28 日に 0.28%、29 日に 0.05%をつけた。ただし、両日の上昇は、2 月 29 日の閏日におけるコンピューター誤作動の可能性を意識して市場取引がきわめて薄くなっている中で、ごく一部の金融機関の調達レートが全体の加重平均値を押し上げたことが主因であり、市場全体として流動性に関する不安感が高まったものではなかった。

このようにオーバーナイト資金の確保に対する懸念が払拭されている状況が維持されたにもかかわらず、ターム物金利は、市場参加者がコンピューター2000年問題を意識する中で、年末にかけて高めの水準が続いた。すなわち、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、以下同じ）の3か月物をみると、取引が年末越えとなった9月末に0.1%程度から0.3%弱に水準を大きく切り上げ、11月下旬には0.4%近くまで強含んだ。

日本銀行は、こうした年末越え資金に対する需要を十分に満たすよう、10月半ば以降、各種の金融調節手段を活用して、きわめて豊富な資金供給を行った<sup>10</sup>。

この点を、12月の準備預金積み立て期間（12月16日～1月15日）の動きで確認すると、この時の日銀当座預金残高は、期中平均で13.3兆円に達した（図表22）。ゼロ金利政策が始まったあと、日銀当座預金残高は、日本銀行による豊富な資金供給を受けて、所要準備（＝法律上積み立てることが義務づけられている準備預金）を約1兆円上回る5兆円程度と高水準で推移してきたが、この期間の日銀当座預金残高は、その2倍をはるかに上回る規模に相当するものであった。内訳をみても、金融機関の超過準備預金、準備預金制度非適用先（短資会社等）の日銀当座預金ともに、過去最大の積み上がりとなった。



（注）計数は当月16日～翌月15日の1日当たり平均。

<sup>10</sup> こうした方針は、10月13日の金融政策決定会合後に発表した「コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節及び貸出運営の対応について」において明確にされた（後述「金融政策運営および金融政策手段を巡る動き」の2.（2）を参照）。

日本銀行の積極的な資金供給等を背景に、11月下旬頃から、ユーロ円金利（3か月物）の上昇傾向には次第に歯止めがかかった。さらに12月に入ると、年末越えの資金繰りに目途をつけた金融機関が増え、ユーロ円レートは、0.4%弱から0.2%台前半まで比較的速やかに低下した。その後12月央には、取引が薄くなった中で、資金を取り遅れていたごく一部の金融機関が資金手当を積極化したことから、ユーロ円レートは再び0.3%台半ばまで上昇したが、12月下旬には、0.2%前後まで再び低下した。結局、これらの動き全体を通じて、年末越え資金手当を巡る市場の混乱はとくにみられなかった。

年明け後は、ユーロ円金利は軟化傾向を辿り、2月以降は0.13～0.16%と、11年央につけた過去最低水準（0.10%）に接近した水準で横這い圏内の動きとなった。

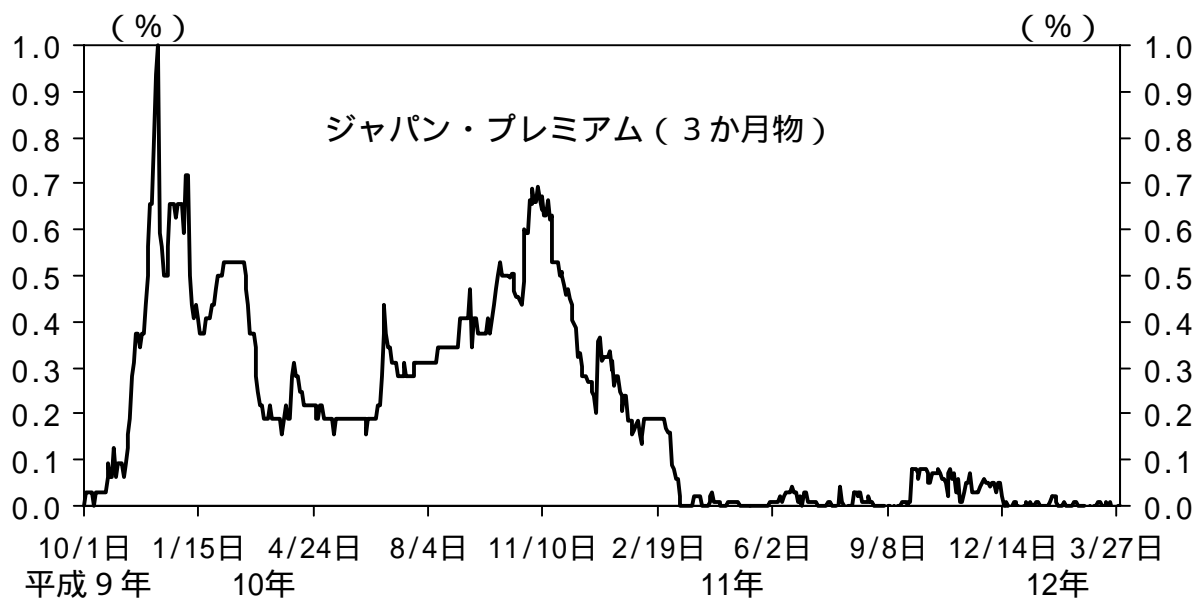
一方、割引短期国債（TB）・政府短期証券（FB）の3か月物利回りをみると、11月中旬頃まで0.05%前後と、オーバーナイト金利に近いきわめて低い水準で推移した。上記ユーロ円金利が上昇する一方でTB・FB利回りがこのような低水準を保ったのは、TB・FBはいつでも市場で換金可能であるうえ、日本銀行のオペ対象や貸出担保としての利便性が高いことから、金融機関がコンピューター2000年問題等への備えとして旺盛に購入したためとみられる。このように、コンピューター2000年問題に対する懸念がTB・FB利回りの低位安定に寄与する展開となったが、金融機関の年末越え資金調達が進捗した11月下旬以降、同利回りが逆に上昇する場面もみられた。年明け後は、FB市中公募入札発行の拡大を受けた荷もたれ感が意識され、利回りに上昇圧力がかかることもあったが、市場全体の金利形成が落ち着くもとで、概ね0.05～0.10%で安定的に推移した。

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乗せしなければならない金利幅）は、平成11年春以降、公的資本の投入等を背景にした金融システムの安定化や、ゼロ金利政策等による流動性懸念の払拭などから、解消された状態が続いている（図表23）<sup>11</sup>。11年度下期についても、コンピューター2000年問題の影響から、一時、年末越えの取引において若干発生したが、それも目立った上昇には至らなかった。

---

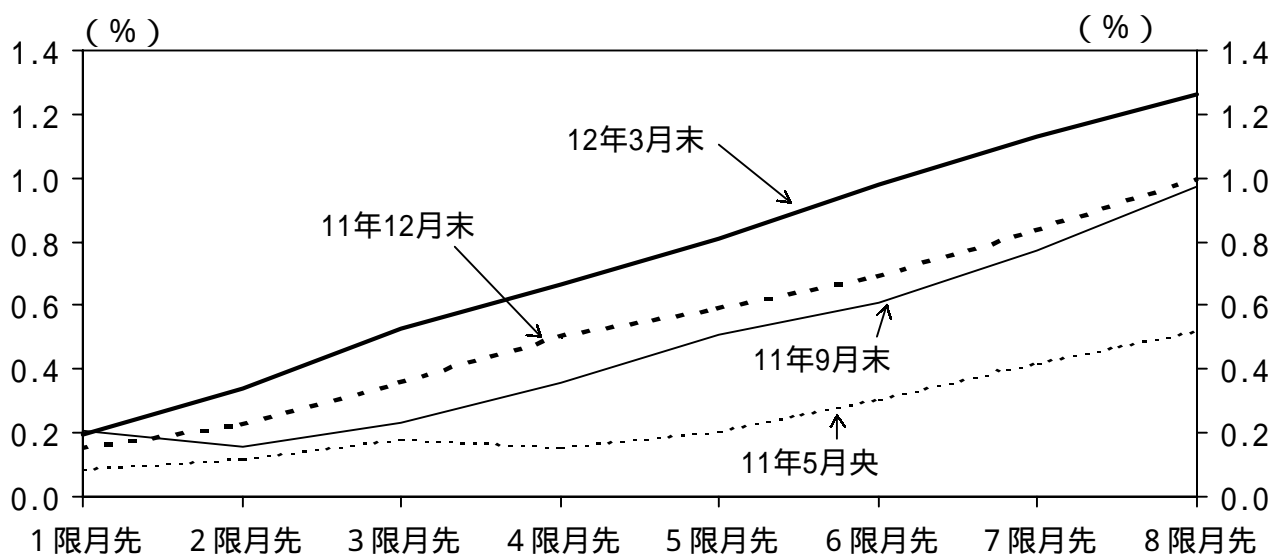
<sup>11</sup> ここでは、ジャパン・プレミアムを、市場において代表的な指標とされている「東京三菱銀行オフターレートとパークレイズ銀行オフターレートの差」でみている。

(図表 23) ジャパン・プレミアム



この間、ユーロ円金利先物により、短期金融市場における先行きの金利観をみると(図表 24)、実体経済が下げ止まりから持ち直しへと徐々に改善する中で、2 限月先 (= 約半年先) 以降の先物金利が次第に上昇した。こうした先物金利の動きからは、「先行き 6 か月から 1 年程度を展望すれば、ゼロ金利政策の解除もありうる」との見方が、徐々に強まってきたことが窺われる。

(図表 24) ユーロ円金利先物レート

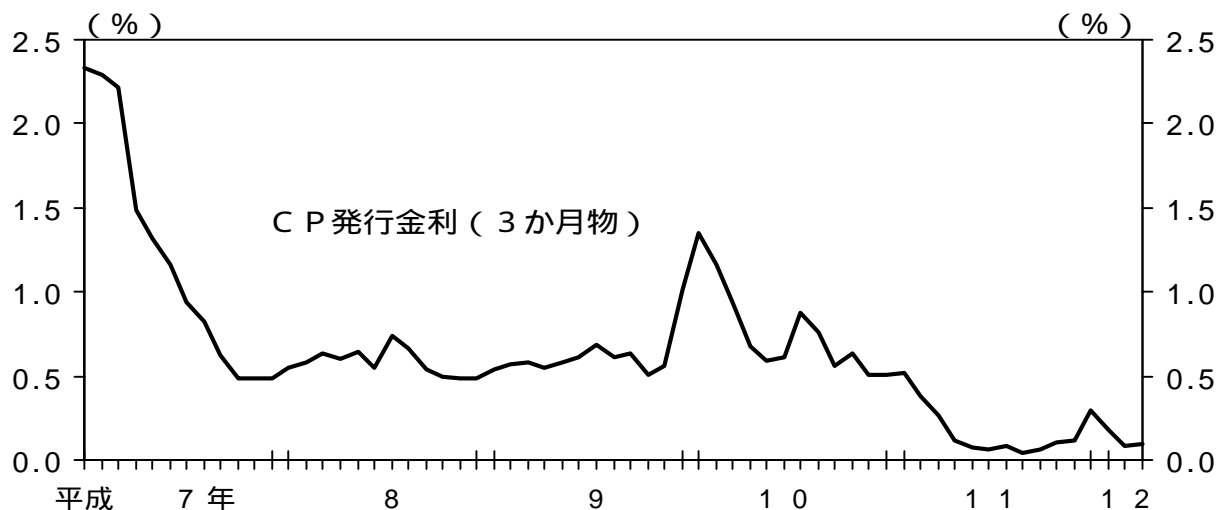


(注) ユーロ円金利先物レートは、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円 T I B O R 3 か月物)である。グラフでは、例えば、11 年 12 月末時点(太点線)における 1 限月先(12 年 3 月央)のユーロ円金利の市場予想値が 0.15%、2 限月先(同 6 月央)が 0.23%、3 限月先が(同 9 月央)0.36%であったことを表している。また、12 年 3 月末時点(太実線)における 1 限月先(12 年 6 月央)のユーロ円金利の市場予想値が 0.20%、2 限月先(同 9 月央)が 0.34%、3 限月先が(同 12 月央)0.53%であったことを表している。

企業の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP)の発行利回りも、上述したユーロ円金利とほぼ同様の動きを辿った。すなわち、CP 3 か月物の最上位格付け取得先の新発利回りは(図表 25)、11 年 5 月以降、0.1%を下回るきわめて低い水準で推移していたが、コンピューター2000 年問題を意識した年末越え資金調達のための発行増などを受けて、12 月前半には 0.3%前後まで上昇した。もっとも、企業の資金調達が概ね順調に進んだことから、同月後半には発行自体が殆どみられなくなる中で CP 利回りの上昇圧力は減退に向かい、年明け後は 0.1%程度まで大きく軟化した。

なお、年明け後は、相対的に格付けの低い CP の利回りも大きく軟化しており、銘柄間の格差はかなり縮小した。

(図表 25) CP 発行金利

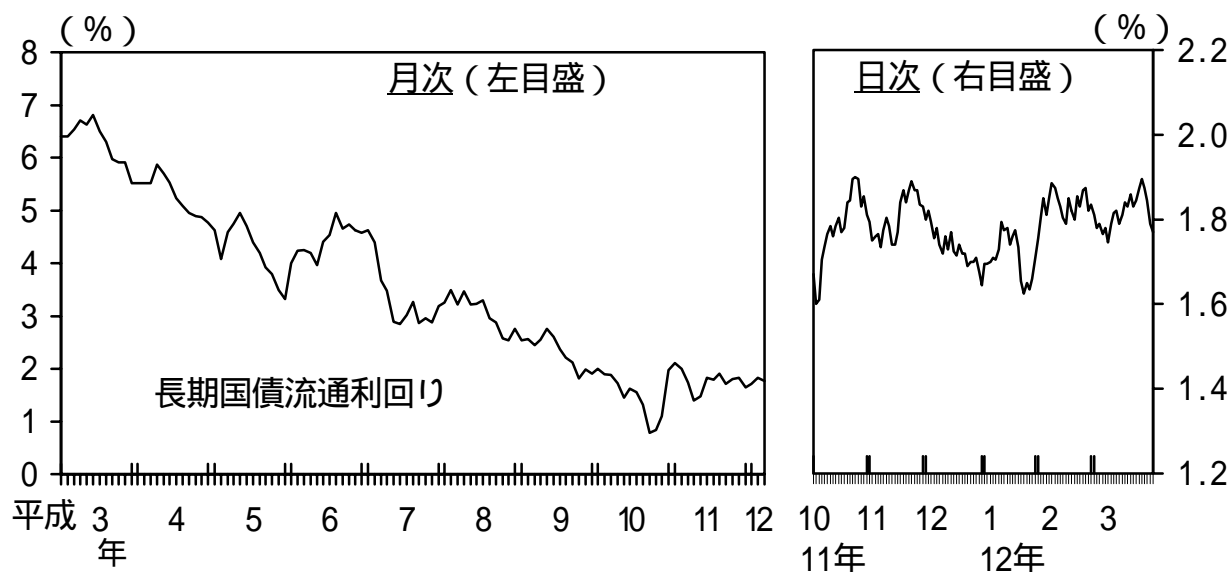


(注) 最上位格付取得先の新発利回り(オールインコスト・ベース)。

## (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 26)概ね横這い圏内で総じて安定的に推移した。

(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。

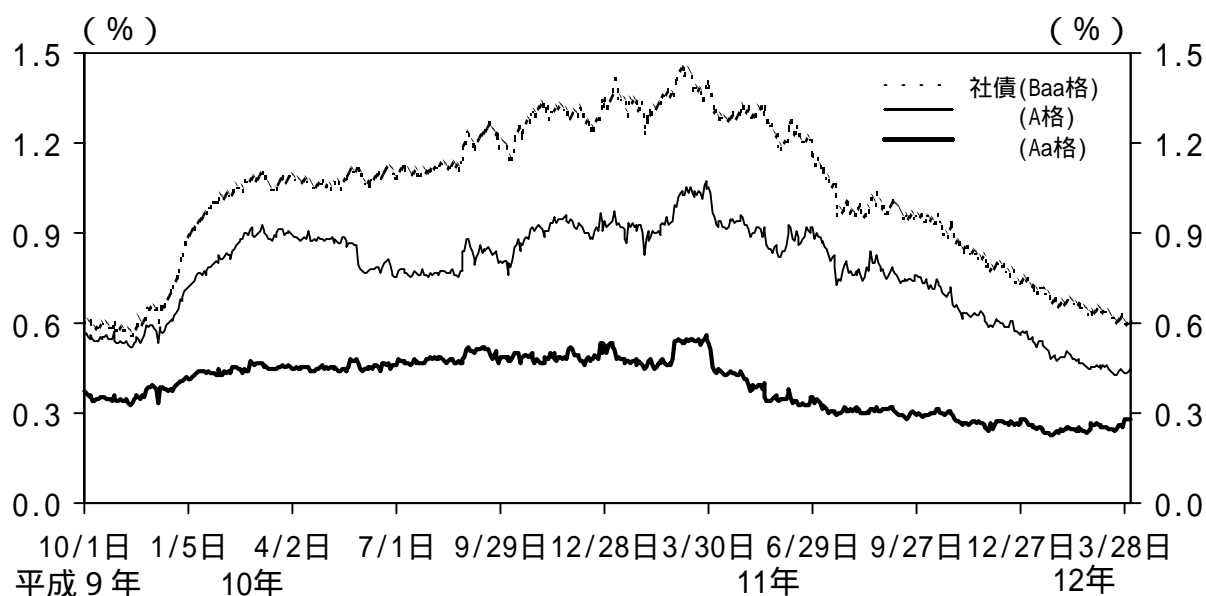
やや細かくみると、同利回りは、景気回復期待や需給悪化懸念等を背景に、11 年度下期を通じて時折り強含む動きを示した。すなわち、まず 10 月下旬にかけて、11 年度第 2 次補正予算の帰趨如何では国債の需給が悪化するのではないかと懸念などを受けて、1.9% 前後まで上昇した (10 月 25 日 1.900%)。その後いったんは軟化したが、11 月中旬から下旬にかけては、実体経済指標に改善の動きがみられるなかで、再び 1.9% 近くまで上昇した (11 月 24 日 1.890%)。さらに、2 月半ばや 3 月下旬にも、為替円安や株高の動きを背景に、1.9% 台を窺う動きとなった (2 月 8 日 1.885%、3 月 27 日 1.895%)。

もっとも、いずれの動きも本格的な上昇には至らず、結局、11 年度下期中の国債利回りは、概ね 1.6% から 1.9% の狭い範囲内で推移した。景気回復期待が次第に強まる中で、国債利回りが低位安定を続けた理由としては、景気が持ち直しへ向かったとはいえ、企業の資金需要の低迷と金融機関等の資金運用難が続いたこと (後述)、ゼロ金利政策等を背景に流動性に関する安心感が市場全般に浸透していたこと、GDP 統計の 2 期連続マイナスや為替市場でしばしば生じた円高圧力などから、市場における景況感そのものも一本調子には強まらなかったこと、財政当局が国債の確実かつ円滑な消化を図るため、市場のニーズを踏ま

え、国債発行計画の中で国債の多様化を進めたこと<sup>12</sup>、 海外投資家を中心に日本国債への投資比率を引き上げる動きがみられたこと<sup>13</sup>、などを挙げることができる。

この間、社債の流通利回りと国債利回りとの格差をみると（図表 27）、低格付けのものを中心に緩やかな縮小傾向を辿った。こうした動きは、 景気が持ち直しに向かい、企業収益が改善していることなどを背景に、同一格付けの社債であってもリスクが実質的に低下している可能性が出てきたこと、 良好な金融環境のもとで、社債のクレジット・リスクに対する投資家の姿勢が引き続き積極的であったこと、などを反映したものとみられる。

（図表 27） 社債流通利回り格差



（注）国債、社債とも残存年数 5 年。社債の格付けはムーディーズによる。

<sup>12</sup> 大蔵省が作成した 12 年度の国債発行計画では、発行額全体が大幅に増加した一方で、 10 年債の発行額抑制、 5 年債を中心とした中期債や割引短期国債の発行額増額、 15 年変動利付債および 3 年割引債の新規導入など、発行年限の多様化措置が盛り込まれた。

<sup>13</sup> 欧米主要国の国債発行額が減少する一方、わが国の国債発行額が大幅に増加していることを受けて、有力証券会社が債券価格インデックス（＝主要国の債券価格を、世界シェアなどでウェイト付けして 1 つの指標に合成したもの）における日本国債のウェイトを大きく引き上げた。このため、こうしたインデックスを重視した運用を行う投資家は、日本国債を買い増してポートフォリオ中のウェイトを引き上げる投資行動をとった可能性がある。



### ( 3 ) 預金金利、貸出金利の動向

平成 11 年度下期の預金金利の動向をみると、まず、大口定期預金（全国銀行・新規受入ベース、預入金額 1 千万円以上、月中平均）の金利は、概ね市場金利に沿った動きを示した。例えば、期間が 2 か月以上 3 か月未満のものについてみると、10 月は 0.13% ときわめて低い水準にあったが、コンピューター 2000 年問題を背景としたユーロ円金利などの動きを反映して、11 月には 0.31% にまで上昇した。しかし、年明け後は、ユーロ円金利等の低下を受けて反落し、0.10% と過去最低水準まで低下した。一方、期間の長いものについては、長期市場金利の動向を反映して、横這い圏内で推移した。

一方、小口定期預金（同、預入金額 300 万円未満）の金利は、もともと市場金利の短期的な変動を受けにくい性格のものであるため、大口の場合のような年末を挟む上下動はほとんどみられなかった。この結果、金融機関の資金取り入れ意欲の弱さなどを反映して、11 年度下期を通じて過去最低圏で弱含みに推移した。

この間、主要行の流動性預金の金利をみると、普通預金の金利は 0.05% のまま 11 年度下期中は変化がなかったほか、貯蓄預金の金利も 0.10% を下回る水準でほとんど目立った変化なく推移した。

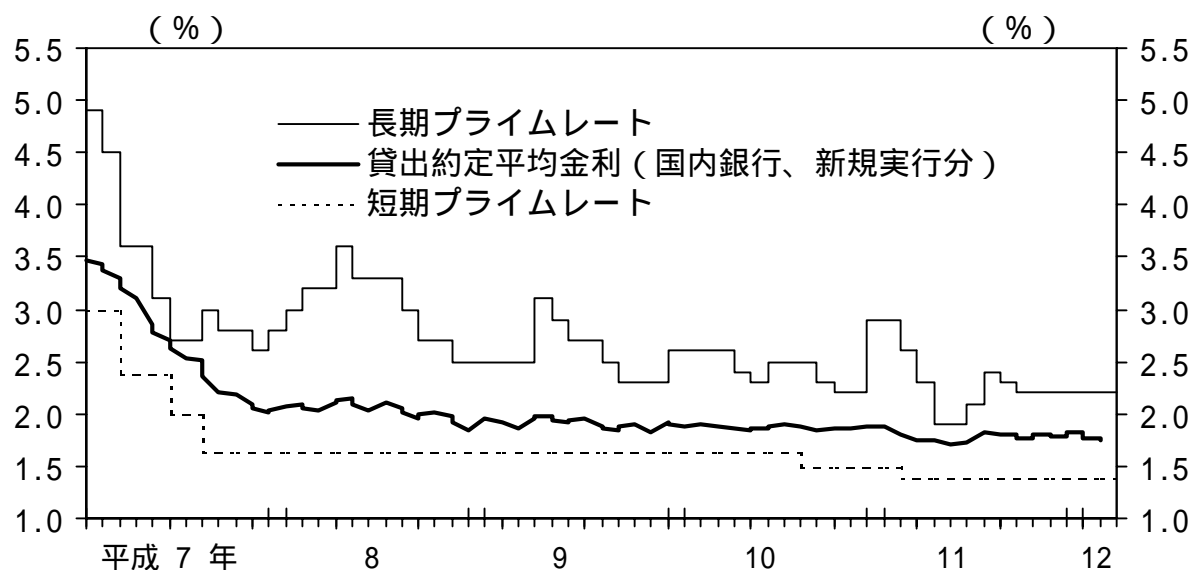
次に貸出金利の動きをみると（図表 28）<sup>14</sup>、貸出約定平均金利（国内銀行、新規実行分）は、短期、長期とも横這い圏内の動きを続けた。これは、貸出金利の基準として用いられることが多い短期プライムレートが、期中を通じて 1.375%（都長信）に維持されたことが大きいと考えられる。

この間の金融機関における貸出金利の設定姿勢をみると、企業の資金需要が低迷を続けるもとで、経営健全化計画に示された貸出計画への対応もあって、優良貸出先を中心にスプレッドを圧縮する動きが強まった。ただ同時に、金融機関は、信用リスクを適切にスプレッドに反映させようとする基本スタンスは貫いたことから、上記のスプレッド圧縮の動きは、貸出金利全体に目に見える変化を生じさせるほどのものとはならなかった。

---

<sup>14</sup> 本稿執筆時点（5 月中旬）で利用可能な貸出金利の計数は 12 年 2 月分までである。

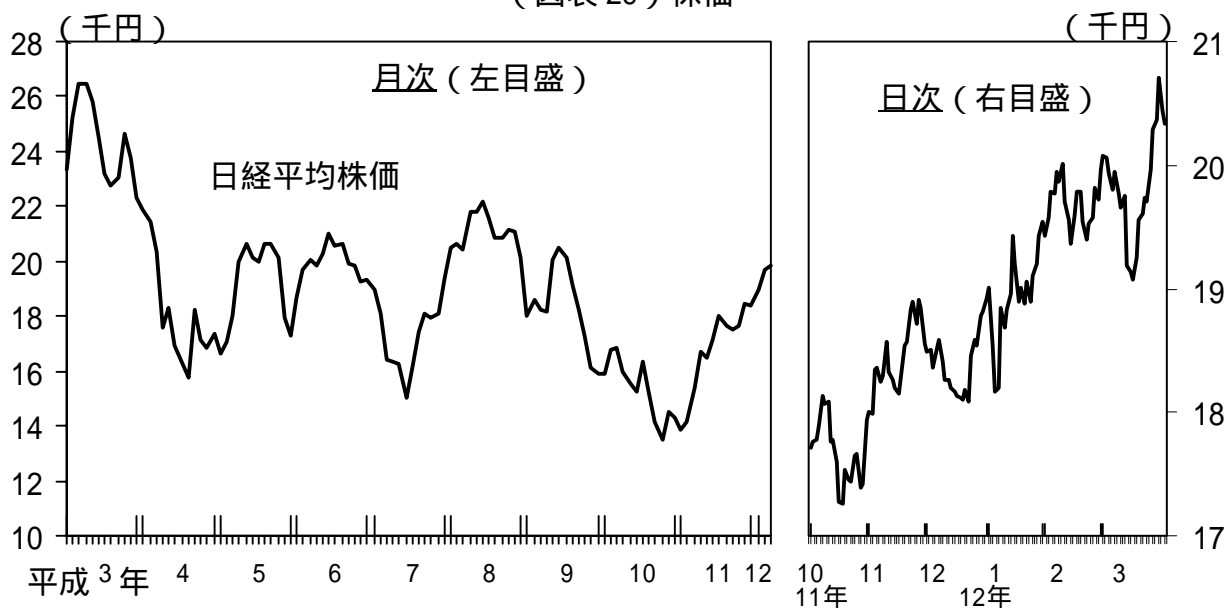
(図表 28) 貸出金利



#### ( 4 ) 株式市場の動向

平成 11 年度下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、景気回復期待が徐々に強まる中で、情報通信など成長性が見込まれる企業の株価に牽引される形で上昇傾向を辿り、2月上旬には約2年半ぶりとなる2万円台を回復した。3月央には、こうした銘柄の調整を主因に軟化する動きもみられたが、その後3月末にかけて速やかに反発するなど、総じて堅調を持続した。

(図表 29) 株価



具体的にみると、日経平均株価は、11 年 9 月には、米国株価の軟調や急激な円高の動きを受けて、一時 1 万 6 千円台まで下落していたが、10 月には円相場の落ち着きなどを背景に持ち直し、概ね 1 万 7 千円台での動きを続けた。

その後、同株価は、米国株価の堅調などを背景に、11 月半ば以降、年初来最高値の更新を続ける展開となった（11 月 26 日 18,914 円）。12 月中旬にかけては、円高などを背景に幾分軟化する動きもみられたが、年末には 1 万 9 千円近くまで上伸した（12 月 30 日 18,934 円）。

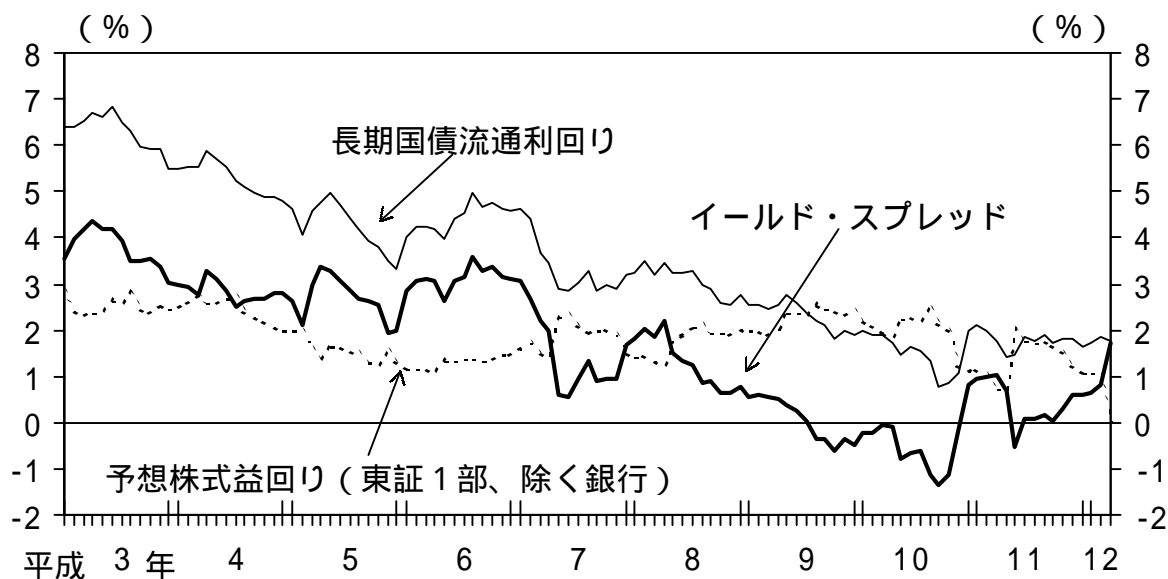
さらに、年明け後は、為替相場が幾分円安に戻ったことや、米国ハイテク関連株が上昇を続けたことなどを背景に、日経平均株価の上昇傾向にも弾みがつき、2 月上旬には、9 年 7 月以来約 2 年半振りとなる 2 万円台を回復するに至った（2 月 9 日 20,007 円）。3 月中旬には、年末頃からの上昇相場を牽引してきた電気機械、通信、証券等が大幅に反落し、一時 1 万 9 千円前後まで下落した（3 月 15 日 19,078 円）が、同月末にかけては、国際優良銘柄や内需関連などを中心に回復し、年初来の高値を更新した（3 月 29 日 20,706 円）。ちなみに、3 月末の水準（3 月 31 日 20,337 円）が前年を上回ったのは、8 年 3 月末以来 4 年振りのことであった。

以上のように、長期金利が横這い圏内で推移する中で、株価が上昇傾向を辿ったことを背景に、イールド・スプレッドは、振れを伴いながらも、平成 10 年秋以来の緩やかな上昇傾向を続けたように窺われる（図表 30）。こうしたイールド・スプレッド<sup>15</sup>の動きは、一部の成長産業に明るさが集中しているとはいえ、全体としてみても、企業の期待成長率が少しずつ高まってきたことや、金融緩和の浸透と景気回復期待から投資家の投資姿勢も徐々に積極化してきたこと、などを示しているものと考えることができる。

---

<sup>15</sup> 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）の上昇は、一般に、企業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を反映するものと考えられる。

(図表 30) イールド・スプレッド



(注 1) 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

予想株式益回り = 一株当たり予想利益 ÷ 株価

(注 2) 予想株式益回りは大和総研調べ。

(注 3) 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。

なお、最近の株式市場においては、情報通信関連分野の成長性に対する期待が、株価の動きを形づくる大きな要素になっている。これに伴って、11 年度下期においても、いくつかの特徴ある動きがみられた。

第 1 に、業種別、銘柄別のばらつきがきわめて大きいものとなった。電気機械や通信等は、成長性を買われて大幅に上昇する一方、建設、不動産を中心に多くの業種では、むしろ軟化が続いた。こうした傾向を背景に、日々の値下がり銘柄数が値上がり銘柄数を大きく上回ることも多かった。

第 2 に、中小企業の将来性を買う動きが強まった。ちなみに、11 年度中の日経平均株価の上昇率は 3 割強であったが、東証 2 部や店頭市場の株価指数はともに 2 倍前後の水準まで上昇した<sup>16</sup>。

第 3 に、日米欧の株価の連動関係が強まった。すなわち、世界的に情報通信関連分野の成長性が注目される中で、その流れに乗った企業が日米欧の市場を問わずに買われた。また、ある国における情報通信関連を巡るニュースが、「連想買い」や「連想売り」を通じて他国の同分野の株価に波及しやすくなった面も見受

<sup>16</sup> 米国でも、同じ 1 年間 (11 年 3 月末 - 12 年 3 月末) に、ダウ平均株価の上昇は 12%にとどまったのに対し、情報通信関連の成長企業のウェイトが高いナスダック指数は 86%上昇した。

けられた。

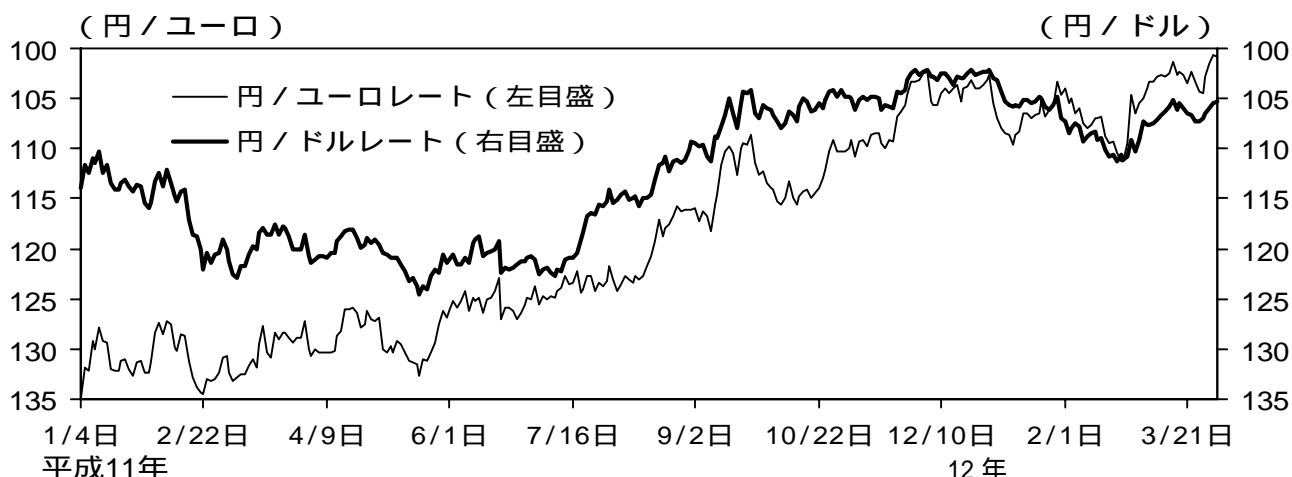
この間、11年度下期中の株式売買を主体別にみると、海外投資家は、わが国の景気や成長分野に対する期待から、11年度上期に続き大幅に買い越した。ただ、年明け後は、日本経済についての強気の見方が幾分修正されたことなどを反映して、買い越しのペースがやや鈍化した。国内の投資家については、金融機関や事業法人などが持ち合い解消に関連して株式売却を積極的に進めた一方、個人や投信などは、低金利が続くもとで、株価の上昇期待を背景に買い姿勢を積極化した。

日々の出来高は、活発な取引を反映して、大きく持ち直した上期の水準をさらに上回った(東証一部1日当たり出来高、11年度上期 588 百万株 11年度下期 637 百万株)。また、1日当たり売買代金は、電気機械・通信を中心に値高株の取引が盛んに行われたことを反映して、平成元年度下期以来 10 年振りに 1 兆円を上回った(同1日当たり売買代金、11年度上期 6,482 億円 11年度下期 10,227 億円)。

#### (5) 外国為替市場の動向

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、11年夏から秋口にかけて急速に円高が進んだ。11年度下期に入ったあとも、時折り円高圧力が強まる局面がみられたが、米国経済が力強い拡大を続けた一方、わが国経済の先行きに対する慎重な見方も根強かったため、円が大きく買い進まれることにはならなかった。

(図表31) 為替相場



やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、11年9月のG7で円高に対する懸念の共有が表明されたことなどから、10月前半は107円台まで軟化した（10月14日107.27円<以下断りのない場合は東京市場17時>）。10月後半には、長期金利上昇や欧米投資家による日本株購入絡みの円買いの動きなどを背景に、また、11月末から12月初にかけては、日本の株価上昇などを背景に、各々円高が進んだ場面があった（10月28日104.07円、12月1日102.13円）。しかし、いずれの場合も、米国株価が堅調に推移し、わが国の経済の先行きに対する慎重な見方も根強かったため、それ以上の円高圧力の強まりにはならなかった。

年初には、米国株価の急落等もあって、円は再度101円台まで強含んだ（1月3日101.56円<ただしニューヨーク市場16時>）。しかし、その後は、米国経済の好調とこれを受けた米国株価の持ち直し、わが国の11年第4四半期のGDPが2期連続で前期比マイナスになるとの見方、有力格付け機関によるわが国の国債の格付けを引き下げ方向で見直すとの発表などを受けて、円安方向の動きとなり、2月下旬には111円台前半となった（2月22日111.20円）。2月末以降は、国内機関投資家による年度末決算絡みの海外資産処分売りが意識されたことに加え、設備投資の動きなどを受けてわが国の景気回復期待が強まったため、円は再び上昇し、3月末にかけては105円台を中心とする動きになった（3月31日105.29円）。

次に円の対ユーロ相場をみると、ユーロエリア当局者の一部の発言がユーロ安容認と市場に受け止められたこともあって、円は、12月初にかけて、対ユーロで102円台まで上昇した。2月末にかけては、欧州経済の好調を示す経済指標が相次ぐ中で、欧州中央銀行（ECB）による政策金利引き上げ（2月3日）などを背景に、いったん111円台まで円安・ユーロ高となった。しかし、その後も、ECBがユーロ安を容認しているのではないかと、この見方が市場に根強かったこともあって、再び円高・ユーロ安となり、3月末にかけては100～101円台の動きとなった。

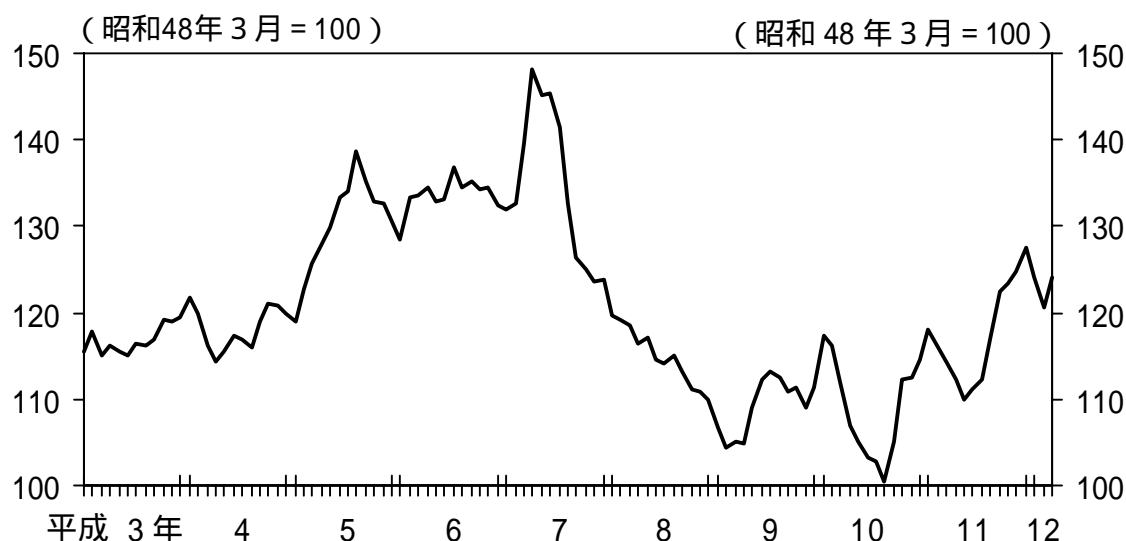
アジア諸国通貨の対米ドル相場は、全体としてみれば、経済ファンダメンタルズの改善等を背景に、11年度下期中、上昇傾向を辿った。

通貨別にみると、韓国ウォンや台湾ドルは、景気回復の強まりと、それに伴う株式市場への海外資金流入を背景に、上昇傾向を続けた。金融システム不安等を背景に大幅に軟化していたタイ・バーツも、景気が持ち直しに転じたことを受け

て、大幅に反発した。一方、インドネシア・ルピアは、政権交代への期待等から急上昇した後、政治・社会情勢不安等から軟化傾向を辿った。シンガポール・ドルも、景気回復基調の継続を背景にいったん上昇に向かったが、国内企業による海外企業の買収計画に絡んで資金流出懸念が高まったことなどをきっかけに、軟調な動きに転じた。この間、フィリピン・ペソは、政情不安等から弱含みで推移した。

以上のような為替相場動向を反映して、11 年度下期中の円の実質実効為替レートは（図表 32）<sup>17</sup>、年末にかけては円高、1～2 月は円安、3 月は小幅円高、といった動きとなり、全体を通すと 3 月は期初と概ね同水準であった。

（図表 32）円の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

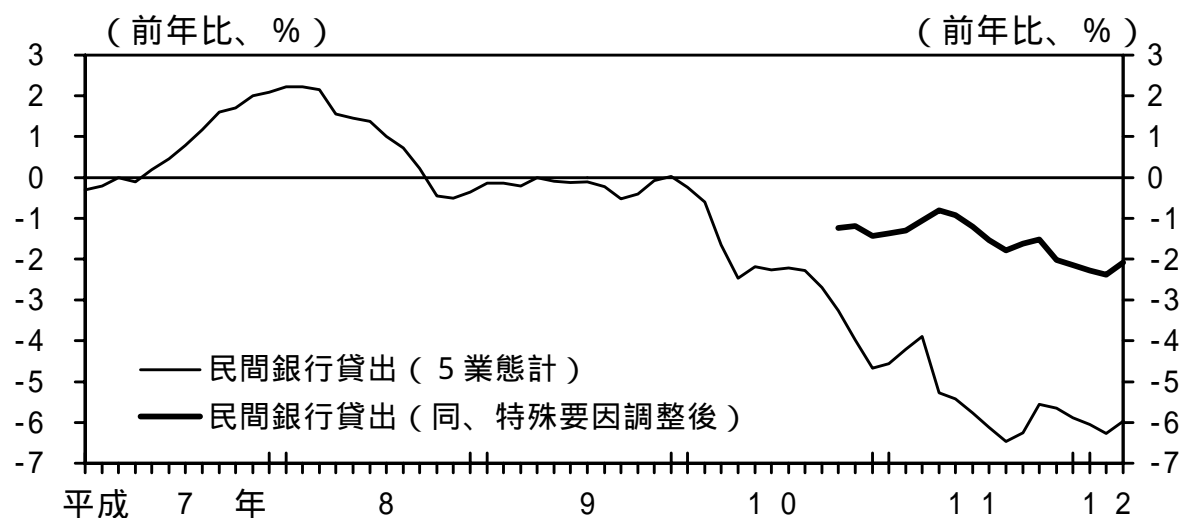
平成 11 年度下期の企業の資金調達は、民間銀行からの借入、それ以外の資金調

<sup>17</sup> 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。

達とも、総じて低迷した。

すなわち、民間銀行5業態合計の貸出残高は(図表33)<sup>18</sup>、11年度下期を通じて、概ね前年比-6%前後のペースで減少を続けた。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を調整したベースでも<sup>19</sup>、前年比のマイナス幅は1~2%前後と、小幅ながら、減少傾向が続いた。

(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)、社債の発行残高の前年比は<sup>20</sup>、前年の発行が高水準であったことの反動もあって、伸び率が大きく低下した。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背景に、引き続き伸び率が低下した。この間、CPの発行残高は、コンピューター2000年問題に関連する一時的な資金需要を反映して、年末にかけて大幅に増加し、過去最高額に達したが、年度末にかけては幾分減少した。

<sup>18</sup> 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。

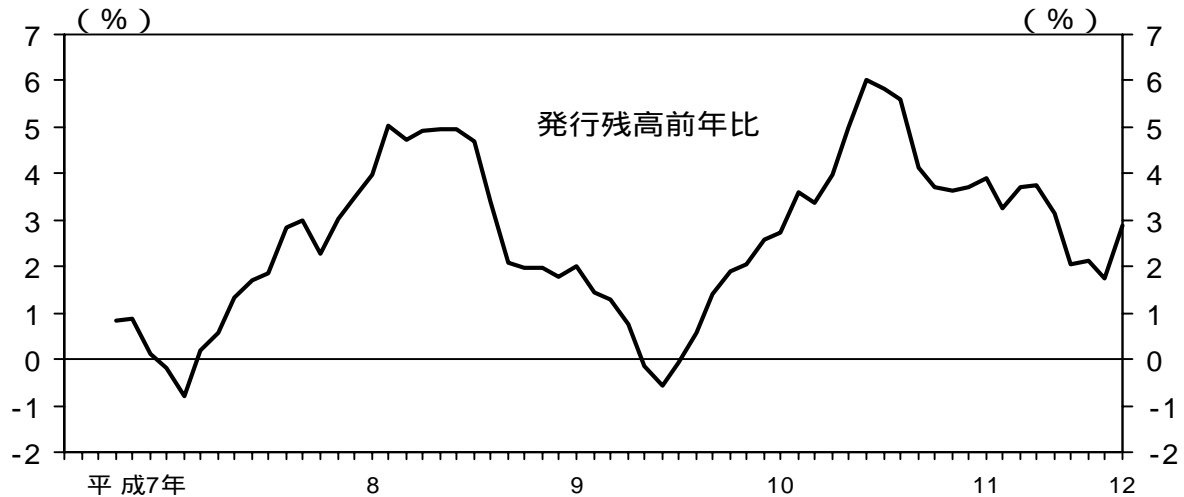
<sup>19</sup> 日本銀行では、10年10月以降、民間銀行5業態の総貸出について、貸出債権の流動化による変動分、為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、および貸出債権の償却による変動分などの特殊要因を調整した計数も合わせて公表している。

<sup>20</sup> 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

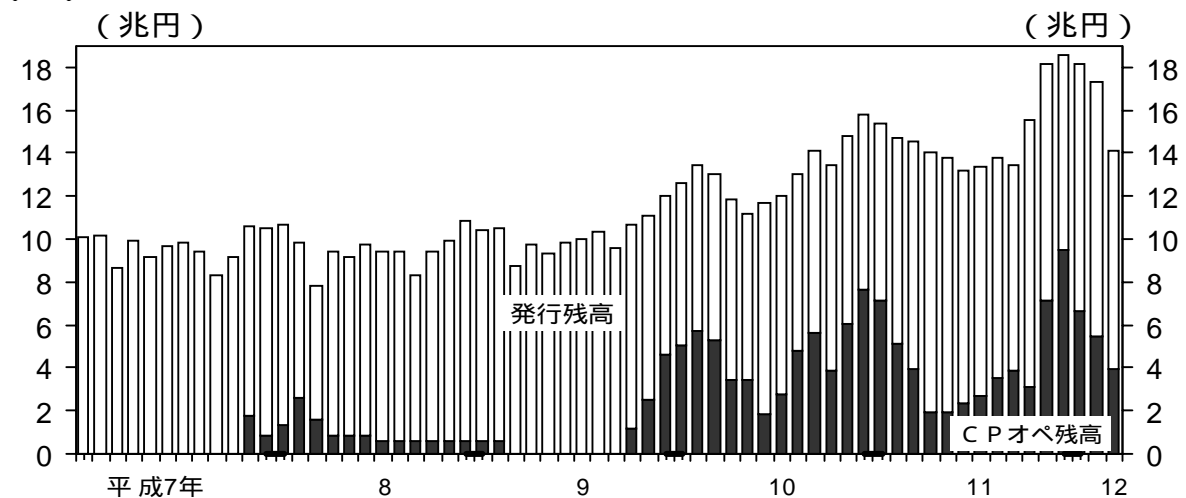
( 1 ) 社債



( 注 1 ) 普通債、転換社債、ワラント債の合計。

( 注 2 ) アイ・エヌ情報センターのデータに基づき推計。

( 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。

( 注 2 ) 銀行C Pを含まない。

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

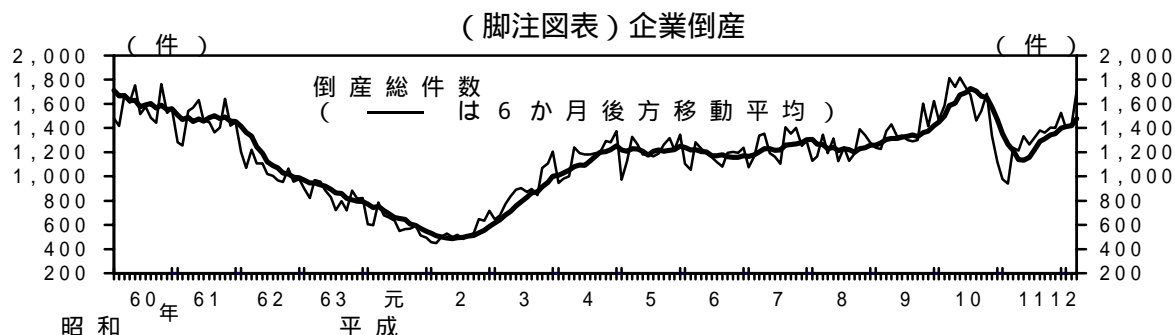
まず、民間銀行は、中期的な健全性・収益性の向上という観点から、貸出先の信用リスクを適切にスプレッドに反映させたいうで、資金ニーズに応じていく方針にあり、その意味では基本的に慎重な融資姿勢を維持した。しかし、銀行自身

の資金繰り面や自己資本面からの制約が緩和していることや、経営健全化計画に示された貸出計画への対応もあって、大手行を中心に、貸出ボリュームの確保を重視する姿勢を徐々に強めていった。

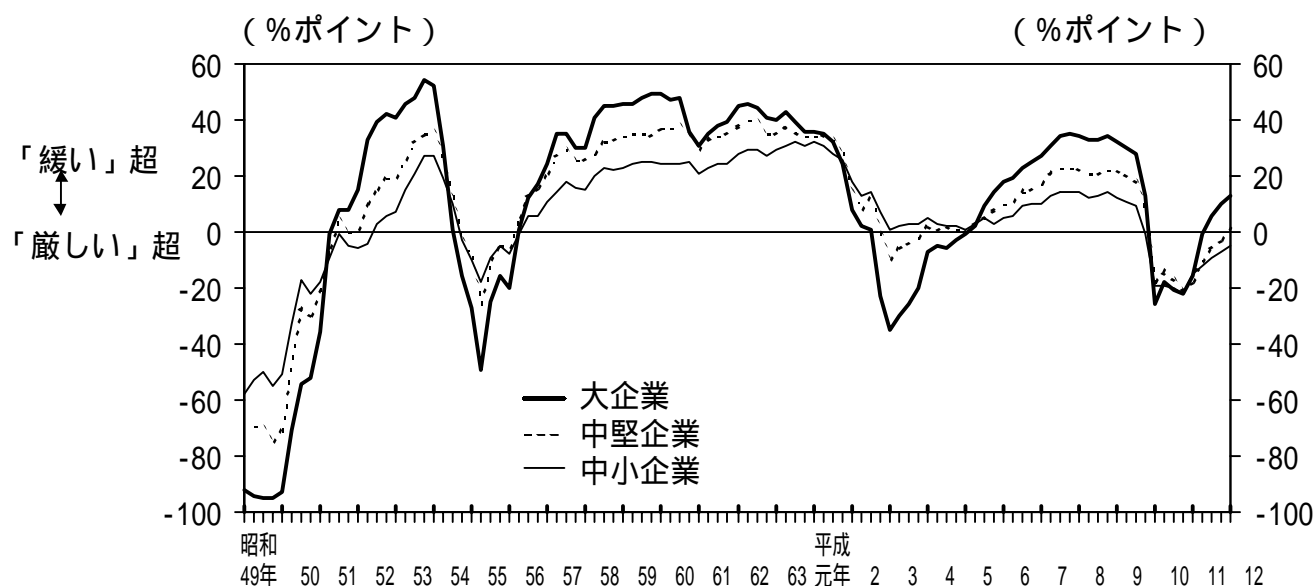
一方、民間企業の資金需要をみると、コンピューター2000年問題を背景に年末越え等の一時的な資金需要が強まったほかは、低迷を続けた。景気が持ち直しに転じ、設備投資も緩やかに増加に転じる中で、なお企業の資金需要が低迷を続けたのは、生産の増加やリストラの効果等を背景に企業のキャッシュフローが好転する一方で、それとの対比では設備投資などが低水準にとどまっていたことによる面が大きい。また、多くの企業では、バランスシートの改善を引き続き経営上の優先課題と位置づけているため、キャッシュフローの好転は、むしろ既存債務の返済圧力というかたちで、資金需要を減少させる方向に働いた面もあると考えられる。

以上の点を踏まえると、11年度下期を通じて民間銀行貸出が前年比マイナスを続けたことの背景としては、基調として、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持したということもあるが、より基本的には、企業の資金需要が低迷を続けたことが大きく作用した点を指摘できる。しかし、そうした資金需要の低迷は、企業の支出活動が一段と消極化したことを示すものではなく、景気が持ち直す中で企業のキャッシュフローが好転したことによる面が大きい。こうした点については、企業の資金繰りや、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において、企業金融を巡る逼迫感が11年度下期中を通じて和らぐ方向にあったことなどからも、確認することができる（図表35）<sup>21</sup>。

<sup>21</sup> 企業倒産件数をみると、11年度下期は増加傾向を辿った。業種別には建設業や卸売・小売業が中心であり、規模別には中小企業の増加が特色となっている。もっともこれも、企業の資金繰りがマクロ的にみて悪化したことを示すものではなく、金融機関や大企業の財務状況が改善するもとで、不良資産や不採算部門の選別・整理を進める動きが広まってきたことを示している可能性が高い。



(図表 35) 金融機関の貸出態度判断D I (短観)



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

(注2) 大企業の昭和58年2月以前のデータは主要企業ベース。

## ロ．マネーサプライの動向

平成11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低下傾向を辿り、3月には、平成6年央以来の2%割れとなった(11年9月+3.3% 12月+2.6% 12年3月+1.9%)。

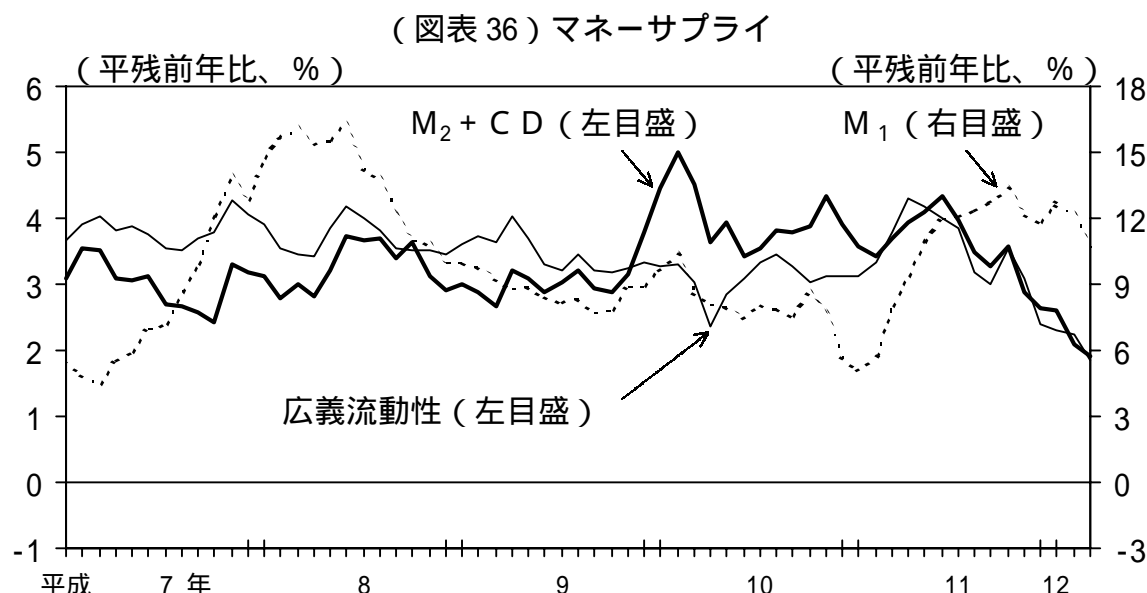
こうしたマネーサプライの動きを、マネー保有主体(家計、企業、地方公共団体)を通じる資金の流れという観点からとらえると、まず財政資金の流れは、全体としてマネーサプライの押し上げ幅を拡大する方向に寄与した。これは、減税や公共投資などにより、政府からマネー保有主体に対する支払いが大幅に増加したのに対し、その資金源となる国債は、かなりの程度金融機関が購入し、マネー保有主体の資金をさほど吸い上げる要因とはならなかったためである。

一方で、民間部門の資金調達をみると、民間金融機関貸出の減少傾向が続き、結局これが、マネーサプライ全体の伸び率を低下させる主な要因となった。ただし、こうした民間資金調達の低迷は、前項イ.で述べた通り、企業のキャッシュフローの好転や、資金繰りに対する不安が和らいだことによる面が大きい。すなわ

ち、やや逆説的ではあるが、11年度下期における $M_2 + CD$ の伸び率低下は、金融緩和効果の浸透などによる流動性懸念の払拭や、そのもとで景気が持ち直しに転じてきたことを反映した面があったと考えることができる。

この間、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲の広い広義流動性についても、概ね $M_2 + CD$ と同様に前年比伸び率が低下した。

一方、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲が狭い $M_1$ については、ゼロ金利政策のもとで、11年5月から2桁の前年比伸び率を続けた。これは、 $M_1$ の中で大きなウェイトを占める流動性預金の保有に関わる機会費用が、ゼロ金利政策によってきわめて小さくなったため、企業を中心に、定期性預金から流動性預金へのシフトが生じたことによるものとみられる。



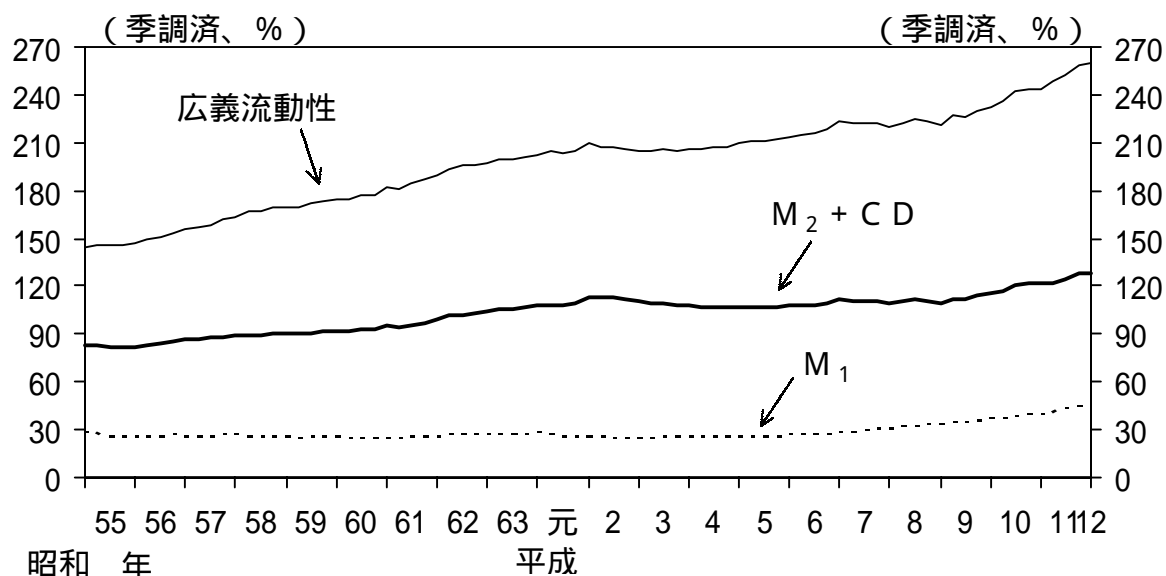
(注1)  $M_1$  = 現金通貨 + 預金通貨 (要求払預金)

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

(注3) 広義流動性 =  $M_2 + CD$  + 郵貯 + その他預貯金 (農協、信用組合等) + 指定金銭信託 + 投資信託 + 特金・金外信 + 金融債 + 国債 + FB + 債券現先 + 外債 + 金融機関発行CP

なお、マネーサプライの動きを、名目GDPとの対比でやや長い目でみると(図表 37)、ここ2～3年、名目GDPの伸びがきわめて低いものにとどまる中でも、マネーサプライは総じて安定的な伸びを続けている。このため、マネーサプライの対名目GDP比率は、9年頃から、それまでのトレンドを上回るペースで上昇している。

(図表 37) マネーサプライの対名目 GDP 比率



(注) 12 年 1 ~ 3 月期の名目 GDP は、11 年 10 ~ 12 月期比横這いと仮定。

次に、マネタリーベース（流通現金 + 日銀当座預金）をみると（図表 38）、11 年度下期中、コンピューター 2000 年問題を背景とした資金需要の振れなどを反映して、きわめて大きな振幅を示した。

具体的にみると、マネタリーベースの前年比伸び率は、11 月まで、7 % 前後で推移していた。しかし、コンピューター 2000 年問題を背景に、年末にかけて流通現金、準備預金がともに急増し、12 月の月間平均残高は、前年比 1 割強の高い伸び率となった。1 月には、12 月末に急増した流通現金、準備預金に旧に復するのにある程度の時間を要したことから、平均残高では 12 月をさらに上回る前年比 2 割を上回る伸び率となった。2 月には、こうした要因の剥落を背景にいったん伸び率が大きく低下したが、3 月に入ると、コンピューター 2000 年問題が年度末にかけても多少意識されて、金融機関が準備預金を厚めに保有したことなどから、伸び率は再び幾分上昇した。

この間の日本銀行の金融市場調節に関する姿勢は、ゼロ金利政策のもとで豊富で弾力的な資金供給を行うということで、一貫していた。つまり、資金需要の大幅な変動があれば、日本銀行は、それに対応して資金を供給するよう努めてきた。11 年度下期の資金需要の大幅な増加は、そうしたもとで生じたため、そのままマネタリーベースの増加といったかたちで現れることになった。

(図表 38) マネタリーベース

