

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 12 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 12 年 12 月

日本銀行総裁
速水 優

目 次

頁

要 旨

．経済及び金融の情勢

1．経済の情勢

(1) 国内実体経済の動向

(概況)	1
(今回の景気回復局面の特徴)	2
(公共投資は補正予算の工事進捗から大幅増加)	3
(純輸出は海外景気の拡大につれて緩やかな増加)	3
(企業収益の改善を受け、設備投資は増加)	5
(雇用者所得の減少傾向に歯止め)	7
(鉱工業生産は増加基調を継続)	11

(2) 物価の動向	13
-------------	----

(3) 海外金融経済の動向	17
-----------------	----

2．金融市場の動向

(1) 短期金融市場の動向	21
-----------------	----

(2) 債券市場の動向	24
---------------	----

(3) 株式市場の動向	26
---------------	----

(4) 外国為替市場の動向	28
-----------------	----

(5) 預金金利、貸出金利の動向	30
--------------------	----

(6) 量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向	32
-----------	----

ロ．マネーサプライ等の動向	37
---------------	----

．金融政策運営及び金融政策手段

1．金融政策決定会合の開催実績	41
-----------------	----

2．金融政策決定会合における検討の様相

(概況)	43
--------	----

(1) 金融経済情勢に関する検討

(緩やかな回復過程に入った 12 年度上期の景気)	49
-----------------------------	----

(民間需要の自律的回復の展望)	50
-------------------	----

(回復のモメンタムを強めた企業部門)	50
----------------------	----

(企業先行・家計遅行)	52
---------------	----

(夏頃にみえてきた雇用・所得環境の改善)	53
------------------------	----

(需要の弱さに由来する物価低下圧力の後退)	54
-------------------------	----

(総じて良好に推移した金融環境)	56
--------------------	----

(「そごう問題」が市場心理等に与えた影響)	58
-------------------------	----

(2) 金融政策運営に関する検討	60
イ . ゼロ金利政策を継続した 4 月から 7 月会合までの主な論点	
(「デフレ懸念の払拭」に近づいていることを認識した 4 月 10 日会合)	60
(ゼロ金利政策の解除を巡る論点)	61
(政策運営の「微調整」という考え方)	63
(ゼロ金利政策解除に対する時期尚早論)	64
(政府の経済政策との整合性)	66
(「市場との対話」)	67
(ゼロ金利政策の解除を見合わせた 7 月 17 日会合)	68
ロ . ゼロ金利政策の解除を決定した 8 月 11 日会合における検討	
(大勢意見)	69
(ゼロ金利政策の解除に対する反対意見)	71
(政府による議決延期の求め)	72
ハ . ゼロ金利政策解除後の 9 月 14 日会合での議論	74
3 . 金融市場調節手段の動向	76
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	83
5 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更	
(1) 「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」等の決定	87
(2) 「国債売買における売買対象先選定基本要領」の改正等に関する決定	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	89
2 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更	102
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	116
4 . 金融政策決定会合議事要旨	129
参考計表・資料一覧	302

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 平成 12 年度上期の国内経済情勢をみると、景気は持ち直しから緩やかな回復過程に入った。

需要面をみると、外生需要では、公共投資が増加に転じ、輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加傾向を辿った。国内民間需要では、設備投資が増加した。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるようになったが、全体としては回復感に乏しい状態が続いた。こうしたもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感は改善を続けた。家計の所得環境は厳しい状態が続いたが、企業活動の回復に伴って、雇用者所得の減少傾向に歯止めがかかった。

2. 物価面では、国内卸売物価は本年初より前年水準を上回って推移した。他方、消費者物価（除く生鮮食品）は前年水準を若干下回った。技術進歩等による機械類の趨勢的な価格低下や、これまでの円高および流通合理化に伴う消費財価格の低下が、物価押し下げ要因として作用した。その一方、原油価格の上昇が物価の押し上げ要因となった。また、景気が緩やかな回復過程に入ったことを受けて、需給バランスを表わす指標は改善した。

地価は、商業地地価、住宅地地価のいずれについても下落が続いたが、優良物件への引き合いは強く、二極分化の傾向がみられた。

3. 海外では、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、ユーロエリアの景気も拡大傾向を辿った。これらを反映して、米国、ユーロエリアでは利上げが行われた。長期金利は、4月から5月にかけて上昇したが、景気減速の兆しの中で低下に転じ、期中を通してみれば、横這いないし幾分低下した。株価は、4月から5月央にかけて下落したあと、ほぼ一進一退の展開を辿ったが、ハイテク銘柄では、軟調に推移するものが少なくなかった。この間、東アジアでは、N I E s、A S E A Nの多くの国々で景気拡大テンポが高まった。

(金融市場の動向)

4. 12年度上期の金融市場では、無担保コールレート(オーバーナイト物)が、当初ゼロ%に近い水準で推移していたが、8月11日のゼロ金利政策の解除を受けて、0.25%前後に上昇した。ターム物金利は、総じてみると、過去最低水準圏内での推移となったが、6月以降、ゼロ金利政策解除の観測を受けて強含み、ゼロ金利政策が解除されたあと、さらに上昇した。

長期金利は、景況感や、国債の需給・格付けを巡る思惑等から多少の変動があったが、概ね1.6~1.9%のレンジ内で総じて安定的に推移した。株価は、4月から5月にかけて、主に米国株価に連動して大幅に下落したあと、いったん持ち直した。7月以降の展開は、ゼロ金利政策の解除後に企業収益の回復期待が強まって反発する場面もあったが、大手百貨店そごうの民事再生法適用申請(以下「そごう問題」) 中間決算期末を控えた持ち合い株式の売却、さらには米国株価の下落等を受けて、徐々に下値を切り下げ、9月下旬には年初来最安値をつけた。円相場は、対ドルでは狭いレンジでの展開となったが、対ユーロでは上昇した。

5. 民間銀行貸出は、企業の資金需要が低迷したことを主因に、減少を続けた。すなわち、企業では、収益の増加やリストラ効果などを背景にキャッシュフローが高水準で推移したが、設備投資などがそれとの対比では低水準にとどまったほか、バランスシートの改善の観点から既往債務の返済を優先する動きもあったため、資金需要は総じて低迷した。

一方、民間銀行は、健全性、収益性向上の観点から、慎重な融資姿勢を継続した。しかし、顧客基盤確保の観点や経営健全化計画に示された貸出計画への対応などから、優良企業向けを中心に貸出を増加させようという方針にある。

6. マネーサプライ($M_2 + CD$)の前年比伸び率は、概ね横這い圏内の動きとなった。これは、金融システム不安が一段と沈静化し、景気が緩やかな回復過程に入るもとの、企業のキャッシュフローが高水準を続け、この結果、企業の資金需要が低迷したことによる面が大きい。

マネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)は、郵便局が手元現金を増やしたことから4月にいったん伸びを高めたが、その後は、これの圧縮や、ゼロ金利政策解除を受けた日銀当座預金の残高減少から、伸び率が鈍化した。

(金融政策決定会合における検討)

7. 12年度上期には、8回の金融政策決定会合が開催された。これらの会合における金融経済情勢に関する認識をあらためて要約すれば、景気は、企業部門を軸とした持ち直しの動きが明確化し、夏場以降は、緩やかな回復過程に入っていた、金融環境は全体として良好であった、といったものであり、これらを踏まえて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に向けた判断が徐々に固められた。この結果、12年4月から7月までの6回の会合でゼロ金利政策の継続が決定されたあと、8月11日会合において無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%に引き上げることが賛成多数で決定された。

8. ゼロ金利政策が継続された間、2人の委員が多数意見とは異なる立場をとった。

ひとりの委員は、景気が民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退しているとして、ゼロ金利政策の解除を主張した。また、もうひとりの委員は、景気の回復力は脆弱である、先行き、公共投資の減少や米国株価の下落といった様々な下振れリスクがある、などの理由から、消費者物価上昇率とマネタリーベースの伸び率に目標を設定する「量的緩和」を提唱した。

9. 12年度上期の会合の金融政策運営に関する討議では、当初、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力をみきわめる時間が十分にある、との判断が大勢であった。しかし、その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっているとの認識が強まるにつれて、ゼロ金利政策のような極端な金融緩和政策を続けると、将来の経済活動の大きな振幅や大きな金利変動といったリスクが増大するとの考え方が次第に支持を集めていった。

10. まず、4月10日の会合では、企業部門の回復がはっきりしてきたことが明確に認識された。もっとも、この段階では、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力を見定める時間が十分にあり、具体的には、設備投資の増加に持続性と広がりが伴うことや、そうした企業部門の回復が家計部門にも波及して、雇用・所得環境に回復の展望が得られることが必要であるというのが、大方の委員の基本的な認識であった。

11. ゼロ金利政策の解除に向けては、ゼロ金利政策を「緊急避難措置」と位置づける考え方や、家計等が得られる利子所得の減少や構造調整の遅れといった副作用の広がり、などの論点も議論された。しかし、これらを金融政策の運営基準とすることは適当ではなく、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という基準に基づいて、経済情勢の判断を行っていくべきであるという方針があらためて確認された。

12. その後、6月にかけて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっているとの認識が強まった。これにつれて、会合では、「ゼロ金利政策のような極端な金融緩和政策を長い間続けていると、いずれは経済活動の振幅を大きくしたり、急激な金利上昇が発生するリスクが増大するなど、経済の持続的な成長を損なう可能性が高まってくる」という評価が多くなった。

これを受け、中長期的にみて経済・物価の安定を確保するためには、インフレリスクが顕在化していなくても、経済の改善傾向に応じて金融緩和の度合いを微調整することが適当である、ゼロ金利政策の解除後も、きわめて景気刺激的な金融環境が維持されることを考えると、ゼロ金利政策の解除を「金融の引き締め」と捉えるのは妥当ではない、といった認識が大勢を占めるようになった。

以上の議論を経て、ゼロ金利政策の解除は、「金融緩和の程度の微調整」と捉えることが適当であるとの考え方が固まった。

13. ゼロ金利政策の解除と、政府の経済政策の基本方針との整合性についても議論が行われた。会合では、ゼロ金利政策の解除は、金融緩和の程度を微調整するものであり、「景気回復に全力を挙げる」とする政府の経済政策の基本方針と矛盾することにはならない、金融政策は、財政政策からの影響も含め、経済全体としての需要や物価の動向を踏まえて運営していくものであり、財政政策の動きによって機械的に決まるものではない、との認識が示された。

14. 「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」が視野に入り始めるにつれて、会合では、ゼロ金利政策の解除が市場で予想外の出来事と受け止められて、長期金利や円相場の急上昇を引き起こすようなことは避ける必要がある、ということが強く意識された。この結果、日本銀行の情勢判断や政策運営に関する考え方について、対外的に十分な説明を重ねていくこと（「市場との対話」）の重要性が認識された。

15. ゼロ金利政策の解除は、8月11日会合で決定された。

直前の7月17日会合では、景気は「デフレ懸念の払拭が展望できるような

情勢」に至りつつあるとの判断が示されたが、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期すとともに、「そごう問題」が市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要があるとされて、ゼロ金利政策の解除は見送られた。

8月11日の会合では、企業部門の回復度合いが予想を上回る力強さであり、雇用・所得環境も改善に向かいつつあるなど、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったと判断される、「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、といった認識が示された。この結果、ゼロ金利政策を解除すること、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより景気回復を支援していくこと、が決定された。

16. ゼロ金利政策の解除には、2人の委員が反対した。

ひとりの委員は、わが国経済は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるが、「払拭できた」と完全に言い切るだけの自信はないとして、ゼロ金利政策の継続を主張した。もうひとりの委員は、GDPギャップはかなり大きな規模で残存している、物価については、消費者物価等がマイナス基調にあることを懸念すべき、といったことを指摘したうえで、「量的緩和論」を提唱し、ゼロ金利政策の解除に反対した。

17. また、8月11日会合では、政府からの出席者より、ゼロ金利政策の解除の議決を次回会合まで延期することを趣旨とする議案が提出されたが、討議を経たうえで、当該議案は反対多数で否決された。

18. 9月14日の会合では、ゼロ金利政策を解除したあとの金融経済情勢に関する点検・討議が行われ、ゼロ金利政策の解除を受けた金融資本市場の反応は総じて冷静であった、実体経済動向に及ぼす影響も、目下のところ大きなものではない、という認識がほぼ共有された。

(日本銀行のバランスシートの動き)

19. 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、平成12年度上期入り後も、ゼロ金利政策のもとで金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を継続した。8月にゼロ金利政策を解除したあとも、新しい金融市場調節方針のもとで、引き続き金融が大幅に緩和された状態を維持した。こうした中、日本銀行のバランスシートの総資産残高は、12年9月末で85.3兆円と、前年同月末を上回った。

I . 経済及び金融の情勢

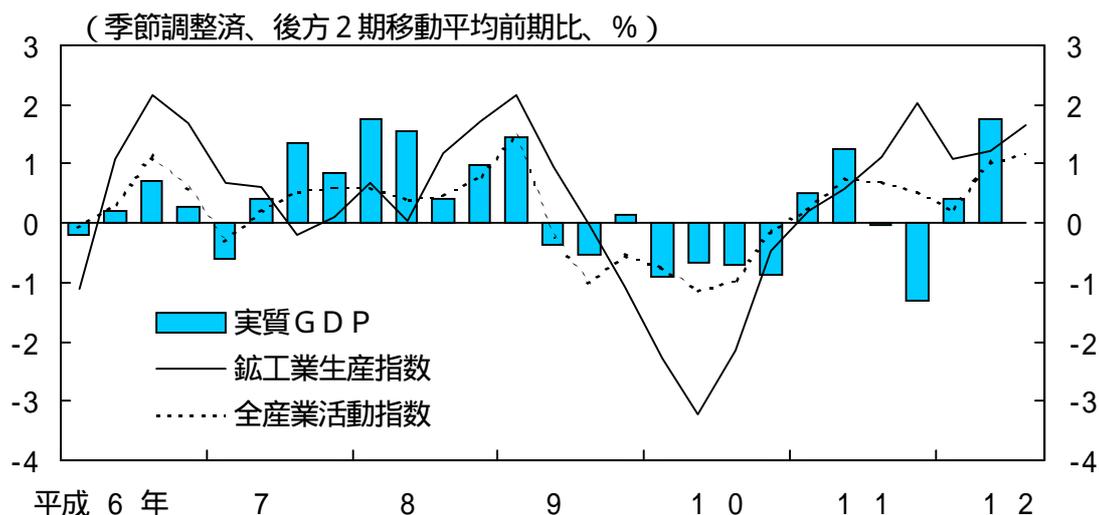
1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済の動向

(概況)

平成 12 年度上期の国内経済情勢をみると、景気は持ち直しから緩やかな回復過程に入った。鉱工業生産が増加を続ける中で、11 年後半に減少した実質 GDP も、本年初から再び増加した(図表 1)。

(図表 1) 鉱工業生産と実質 GDP



(注 1) 平成 12 年第 3 四半期の全産業活動指数は 7 ~ 8 月の値。

(注 2) 本報告では、計数の連続性を保つため、GDP 関連の図表は、1968 年に国連において採択・勧告された「1968 年国民経済計算体系」(68 SNA) をもとにした計数を用いている。

(注 3) 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)。

12 年度上期中の最終需要の動向をみると、外生需要の面では、公共投資が前年度補正予算の執行に伴い増加に転じた。純輸出(実質輸出 - 実質輸入) は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加傾向を辿った。国内民間需要の面では、設備投資が増加した。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるようになったが、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いた。住宅投資はほぼ横這いで推移した。

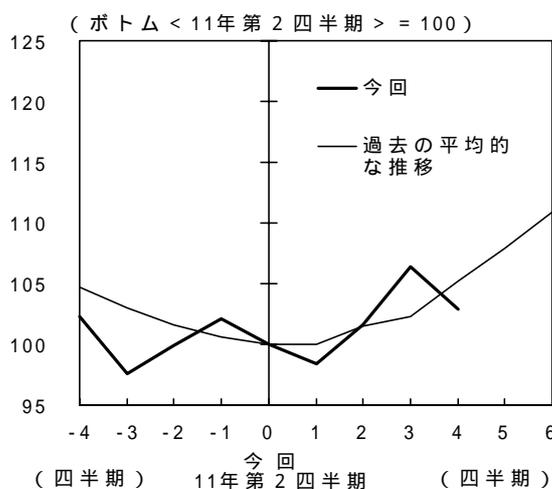
このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感は改善を続けた。家計の所得環境は厳しい状態が続いたが、企業活動の回復に伴って、雇用者所得の減少傾向に歯止めがかかった。

(今回の景気回復局面の特徴)

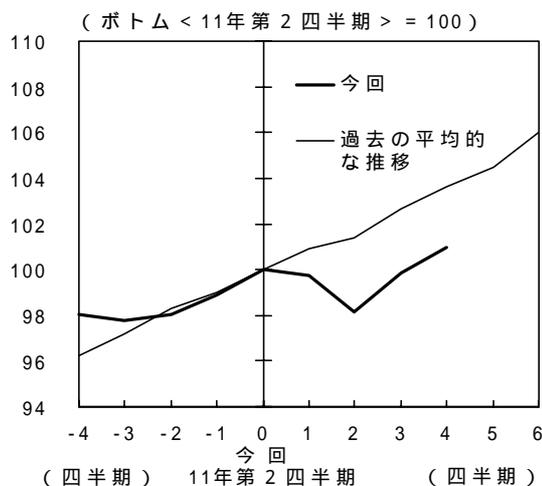
今回の景気回復局面の特徴としては、設備投資が過去の景気拡大局面とほぼ同じテンポで増加している一方で、個人消費の回復は過去の拡大局面と比較するとかなり遅れていることが挙げられる(図表2)。こうした企業部門先行の景気回復は、政府の財政支出や日本銀行による金融緩和措置の継続といったマクロ経済政策の景気下支え効果や、好調な海外景気に牽引された輸出の増加が、まず企業収益の回復に寄与したことによる。また、これまでの景気低迷下で収益力や財務内容が悪化した企業が、リストラ努力を通じて収益基盤の強化を図ったことも影響している。この結果、企業部門では、既存設備の過剰感が強いとはいえ、情報関連を中心に設備投資が増加した。一方、個人消費を支える家計の所得環境は、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられない中で、悪化傾向になかなか歯止めがかからなかった。しかし、12年度上期には、生産活動や企業収益の好転につれて雇用者所得もようやく下げ止まり、個人消費は回復への下地が整った。このようにして、日本経済は企業部門を起点とする緩やかな景気回復過程を辿り始めた。

(図表2) 景気拡大期の局面比較

(1) 設備投資



(2) 個人消費

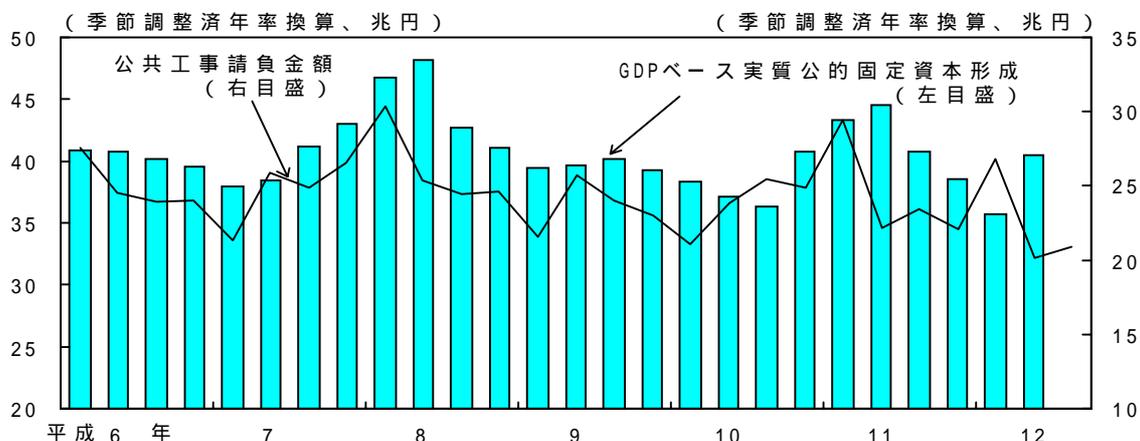


(注) 過去の平均的な推移とは、昭和50年以降の5つの景気拡大局面について、ボトム期前後の動きを平均したもの。

(公共投資は補正予算の工事進捗から大幅増加)

公共工事の発注の動きを表す公共工事請負金額は、12年1～3月に昨年度の補正予算(経済新生対策)関連の発注が集中し、前期比20%を超える増加となった。その後はいったん反落し、それ以降は昨年を若干下回る水準で概ね横這いの推移となった(図表3)。こうした発注動向を受けて、昨年の秋口以降減少に転じた公共投資は、本年4～6月に大きく増加した。7～9月についても、補正予算関連の工事執行が続いており、比較的高い水準で推移したものとみられる。

(図表3) 公共投資



(純輸出は海外景気の拡大につれて緩やかな増加)

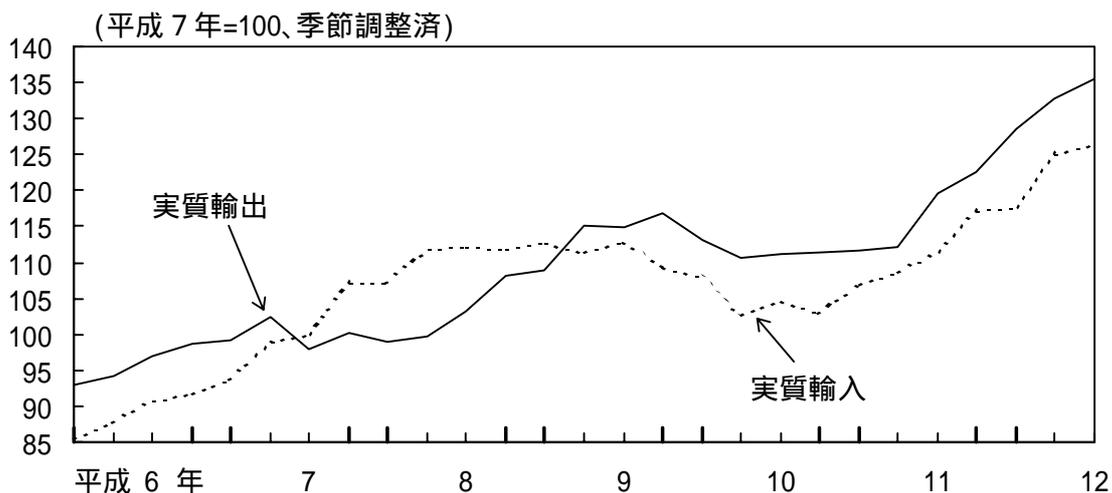
次に、輸出入についてみると、12年度上期も、昨年度来の輸出、輸入双方での高い伸びが続いた。まず輸出は、円相場が安定して推移する中、米国経済の高成長持続や東アジア経済の急回復など、海外景気の堅調な拡大を背景に、引き続き増加傾向を辿った。通関統計ベースでみた実質輸出は、11年度下期に前期比8%半ばの増加となったあと、本年度上期も7%弱の増加となった(図表4(1))。この内訳をみると、情報関連財の輸出が各地域向けとも増加したほか、自動車輸出も米国・欧州向けに堅調に推移した。

一方、輸入についても、情報関連財や資本財・部品、さらには消費財などが増加基調を続け、通関統計ベースの実質輸入は、11年度下期、12年度上期ともに前期比7%程度の増加となった。

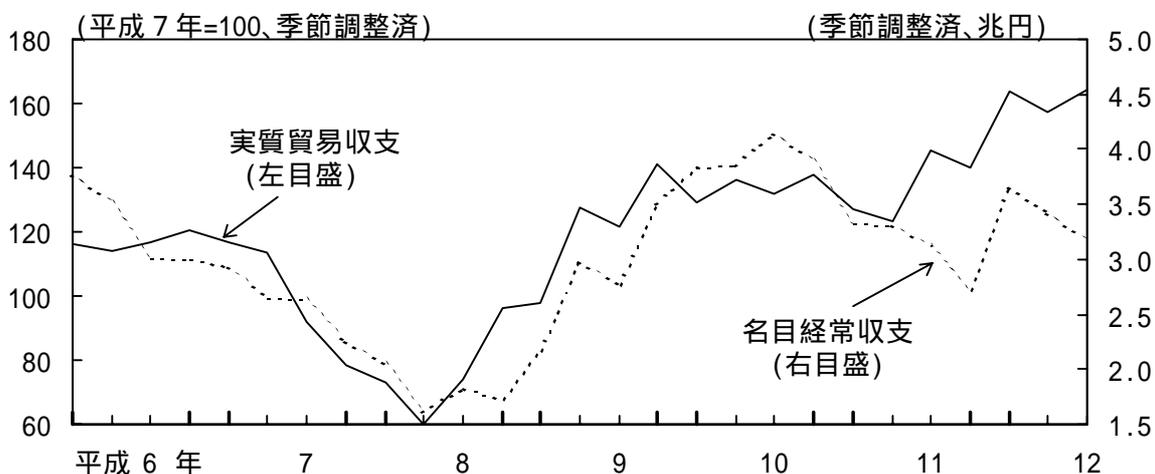
以上のような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支¹でみた純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は緩やかな増加傾向を辿った（図表4（2））。

（図表4）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、上記の実質輸出入の差を指数化したもの。

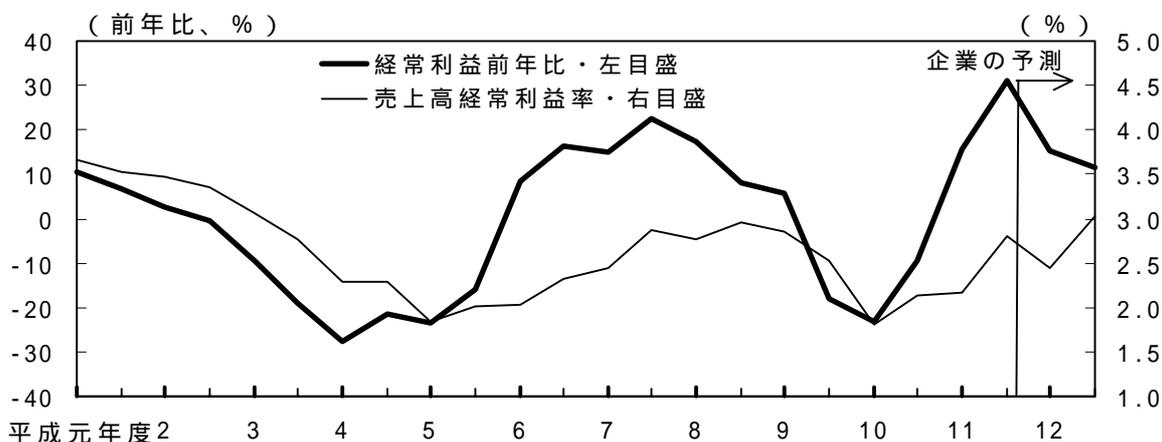
¹ 厳密に言えば、実質貿易収支でみた純輸出は、GDP統計上の純輸出とは異なるが（前者は、所有権移転ベースではなく通関ベースであることや、サービス収支を含まないなどの点で、後者と相違する）、その推移は概ね等しい。

(企業収益の改善を受け、設備投資は増加)

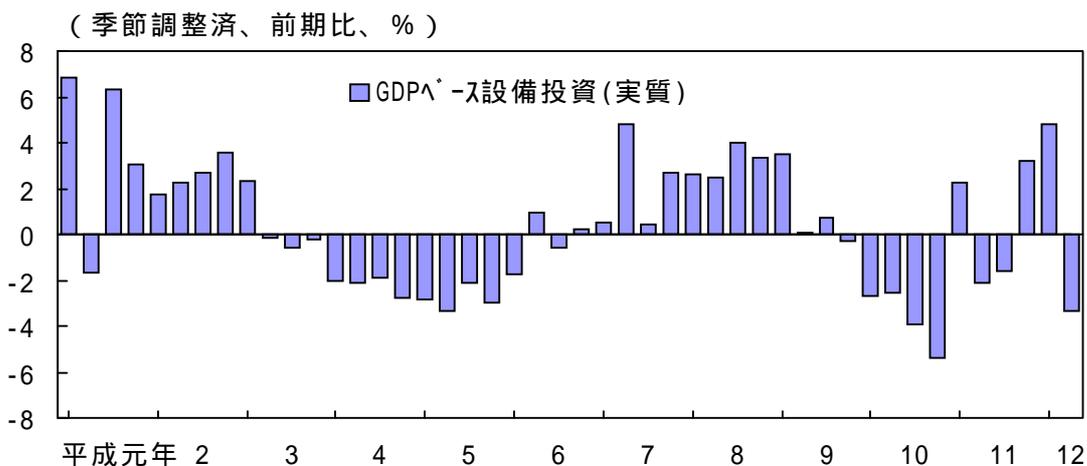
民間部門の動きについて、まず企業部門をみると、企業収益は引き続き改善した。11年度に大幅増益となった経常利益は、本年度上期も前年を1割以上上回る増益を続けたとみられる(図表5(1))。これは企業が人件費、販売管理費といった経費抑制の姿勢を堅持する中、製造業を中心に売上高が回復したことを反映したものである。この結果、企業の業況感は改善を続けた(図表6)。また、キャッシュフローの増加と金融システム安定化の効果などが相俟って、企業金融は緩和傾向を辿った²。

(図表5) 設備投資と収益の推移

(1) 売上高経常利益率、経常利益の推移(短観、全産業・全規模)



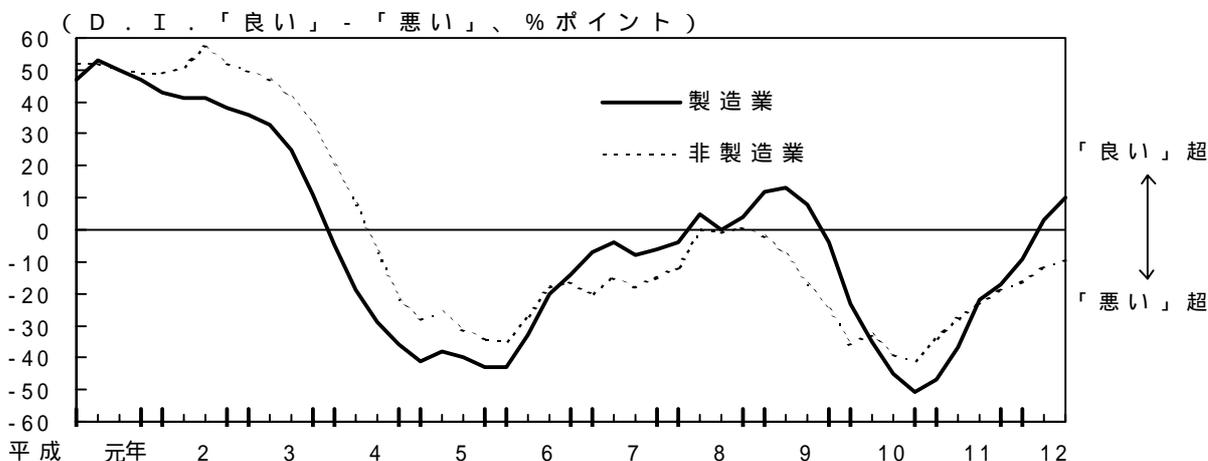
(2) 設備投資の推移



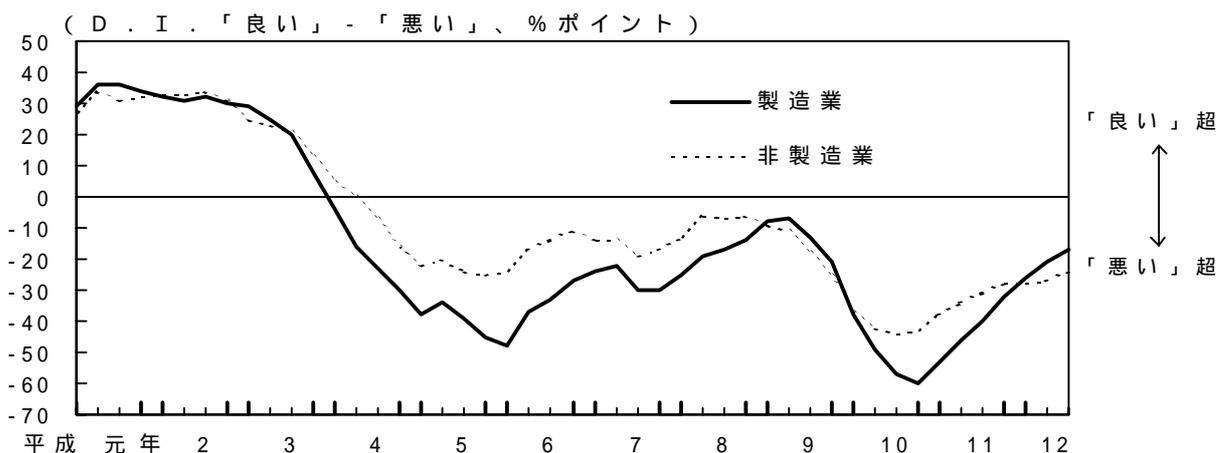
² 企業金融の動向の詳細については、2.(6)量的金融指標等の動き、で後述。

(図表 6) 業況判断

(1) 大企業



(2) 中小企業



(注) 大 企 業 : 常 用 雇 用 者 数 1,000 人 以 上 の 企 業 が 対 象 。

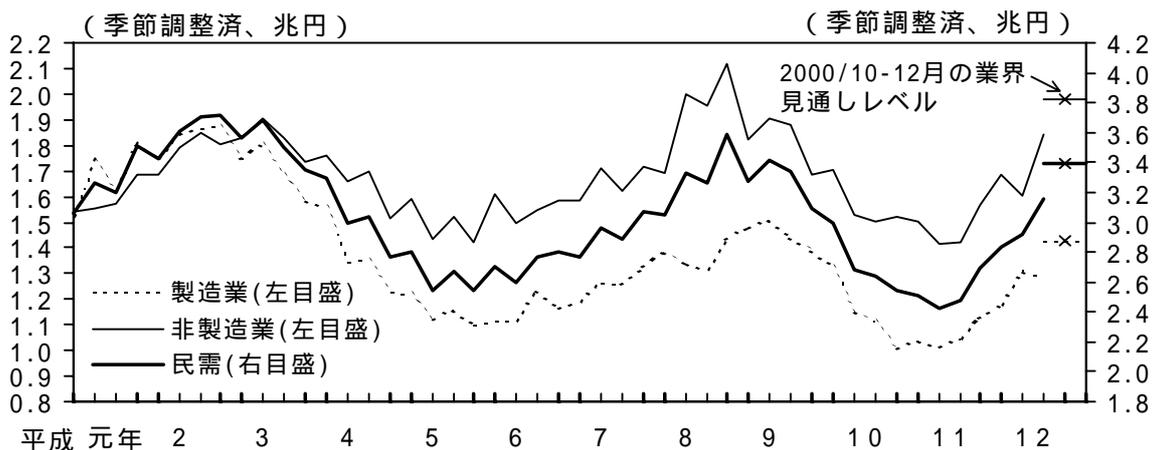
中 小 企 業 : 常 用 雇 用 者 数 が 製 造 業 50 ~ 299 人 、 卸 売 20 ~ 99 人 、 小 売 ・ サ ー ビ ス ・ リ ー ス 20 ~ 49 人 、 そ の 他 非 製 造 業 50 ~ 299 人 の 企 業 が 対 象 。

こうした企業収益や業況感の改善を受け、設備投資は増加基調を続けた。GDPベースの実質民間設備投資は、11年度下期に前期比5%ほどの増加となったあと、12年4~6月には減少した(図表5(2))。ただし、これには大規模小売店舗に関する法律が変更になった際にみられた駆け込み出店の反動等、一時的な要因も影響しており、基調としての設備投資は、情報関連や再開発案件を中心に増加を続けたとみられる。実際、建設投資の先行指標である民間非居住用建築着工床面積は、非製造業を中心に減少したが、機械投資のほぼ同時指標であるとみられる資本財出荷(除く輸送機械)や、先行指標である機械受注は

増加傾向を続けた（図表7、13<後掲>）。また、9月短観の今年度設備投資計画をみると、大企業では昨年度を6%上回る計画となり、中小企業の設備投資は6月短観比上方修正された。

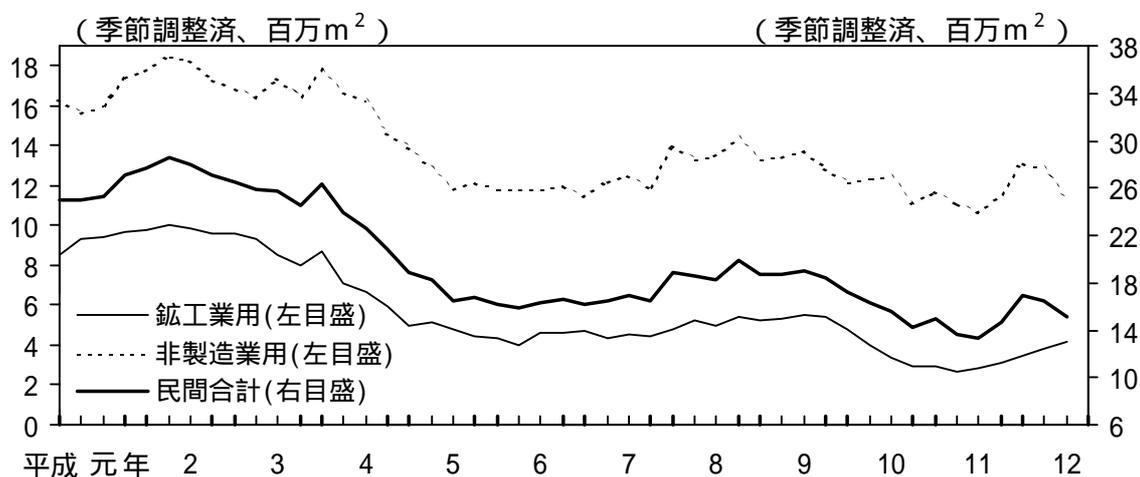
（図表7）設備投資先行指標

（1）機械受注



（注）民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

（2）建築着工床面積（非居住用）



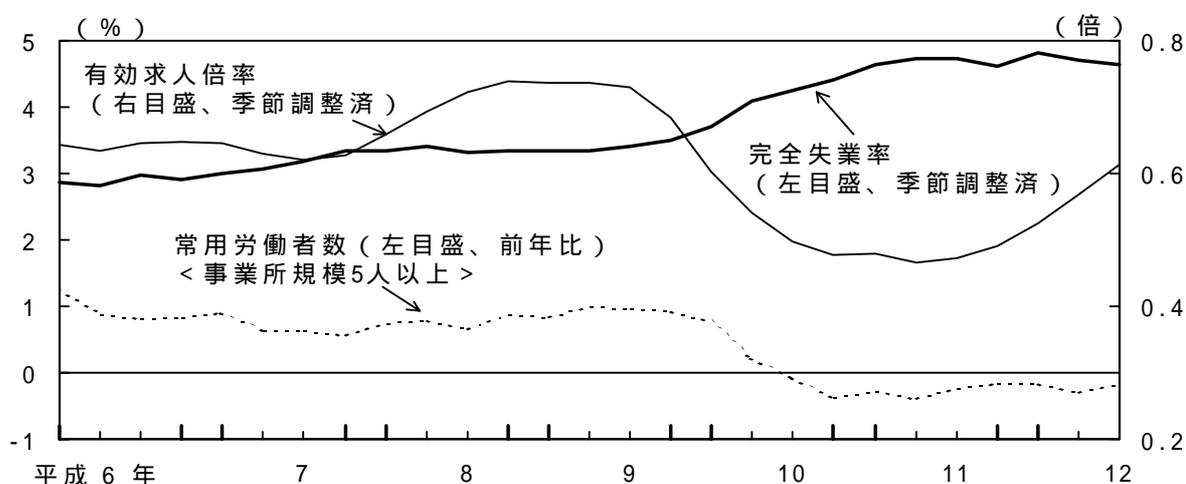
（雇用者所得の減少傾向に歯止め）

次に、家計部門をみると、企業の雇用過剰感は幾分後退したとはいえ、なお根強い中で、人件費抑制スタンスが堅持されたことから、家計の雇用・所得環境は総じて厳しい状況が続いた。しかし、企業活動が回復することに伴って、労働需給は徐々に改善に向かい、雇用者所得の減少傾向にも歯止めがかかるに至った。

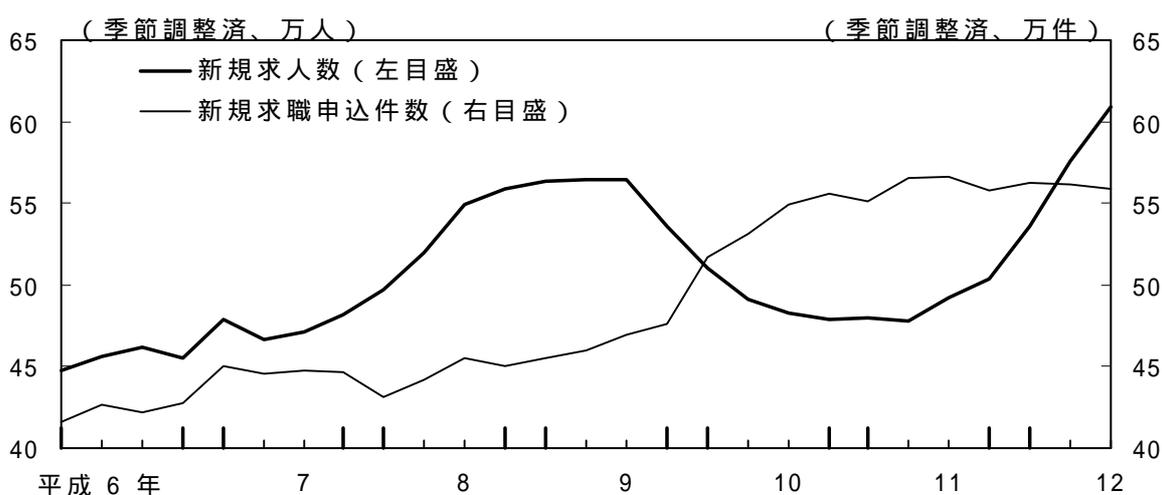
まず、労働需給についてみると、有効求人倍率は12年7～9月平均で0.61倍と9年10～12月（0.68倍）以来の水準にまで上昇し、完全失業率も12年7～9月平均で4.6%と、昭和28年の統計作成開始以来のピークとなった12年1～3月（4.8%）に比べれば幾分低下した（図表8）。もっとも、企業活動の回復を反映して、新規求人が比較的速やかに回復しているのに比べて、失業率はなお高水準にとどまっており、労働市場における需給のミスマッチが表われている。

（図表8）労働需給

（1）雇用関連指標

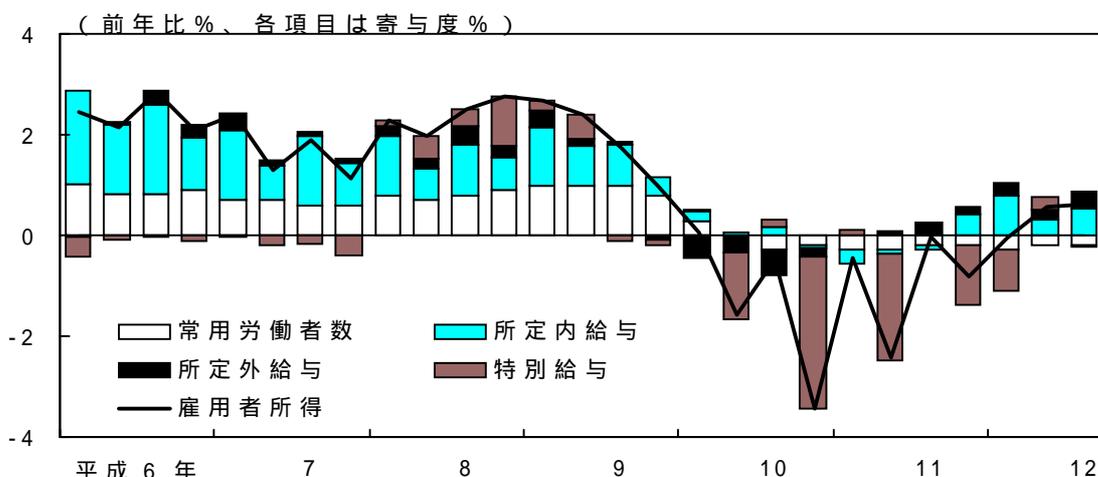


（2）新規求人数・求職者数の動向



こうした中で、雇用者所得は、本年6～8月にはわずかながら前年水準を上回って推移するなど、減少傾向に歯止めがかかった（図表9）³。この内訳をみると、常用労働者数（毎月勤労統計ベース、事業所規模5人以上）は6～8月に前年比-0.2%と微減となった。しかし、1人当たり名目賃金をみると、所定内・所定外給与が緩やかに増加したほか、これまで大幅に前年割れを続けていた特別給与（賞与）も、今夏には前年並みの水準となった（前年比0.8%）。

（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。

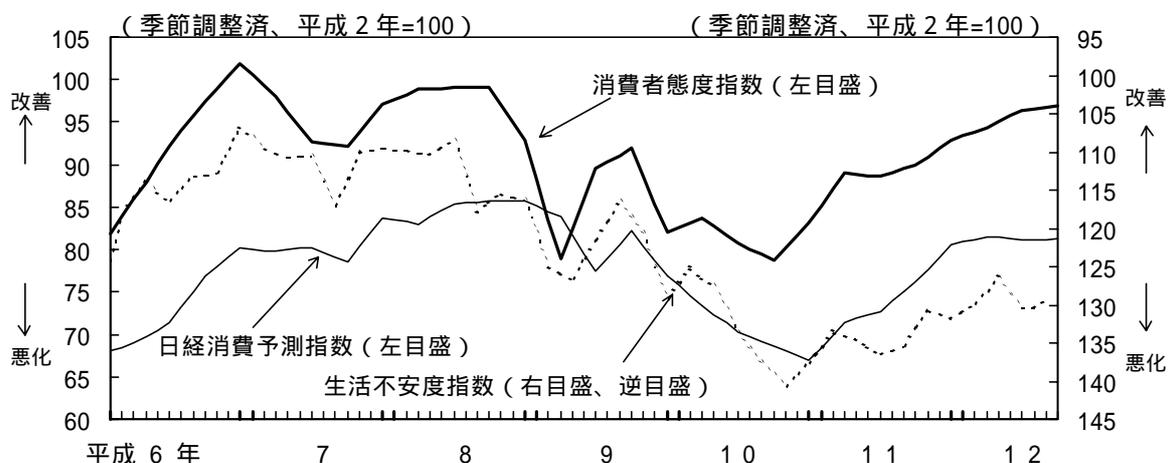
個人消費は、消費者心理が緩やかな改善傾向を続けたものの（図表10）厳しい雇用・所得環境が続くもとで、総じて回復感に乏しい状態が続いた。GDPベースの実質個人消費は、11年10～12月では前年並みの水準にとどまったあと、12年1～3月、4～6月とも前年比1%程度の増加となった⁴。7～9月については、各種の個人消費関連指標の動きから判断して、一進一退の推移となった模様である（図表11）⁵。

³ 図表9は、賞与支給時期に合わせて、第2四半期を6～8月平均、第4四半期を12～2月平均で表わしている。なお、12年第3四半期は12年9月の値。

⁴ ただし、1～3月については、閏年で日数が前年に比して増えたことも影響しており、前年対比の上昇幅は、実勢ではより小幅であると考えられる。

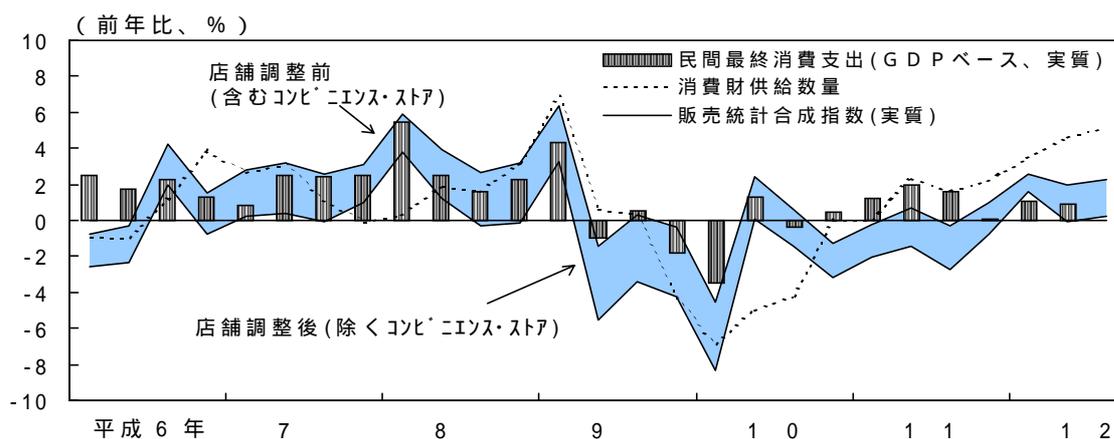
⁵ 消費財供給数量とは、消費財の国内向け出荷に輸入を加えたものであり、鉱工業総供給表による。平成12年第3四半期の値は、「国内分」については、消費財の鉱工業出荷指数の伸

(図表 10) 消費者心理



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

(図表 11) 個人消費関連指標

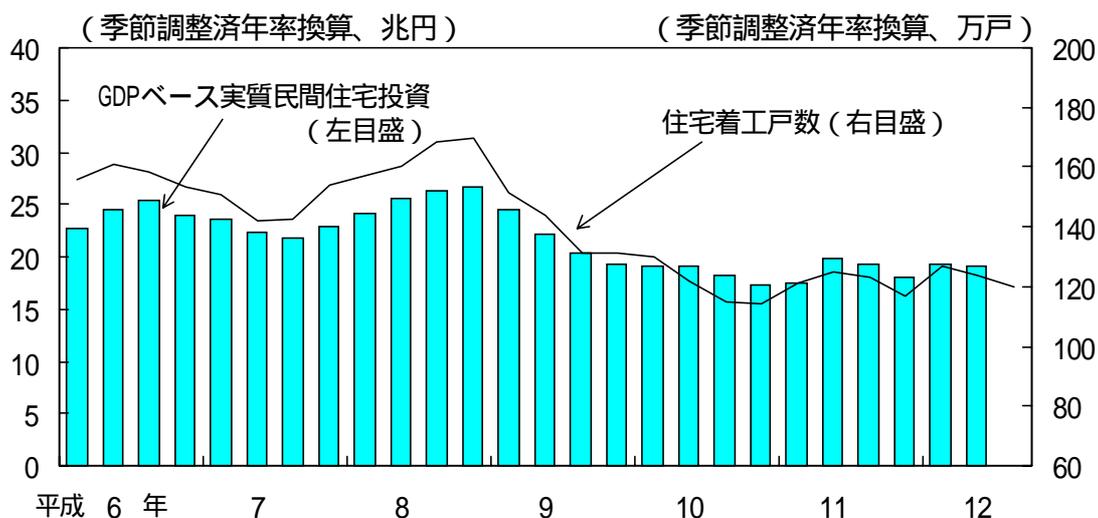


び率から輸出寄与分 (実質輸出より推計) を差し引いた伸び率を用いて試算し、「輸入品」については、消費財の実質輸入の伸び率を用いて試算した。

販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、チェーンストア売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱高、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトを用いて合成することにより作成し、店舗調整前と店舗調整後の2系列を示している。概念的には、「店舗調整前」は、新規出店による需要の掘り起こしや、既存店から新規の店への需要のシフトも含めて、消費動向のカバレッジをできるだけ広めにとったものである一方、「店舗調整後」は、新規出店への需要はカウントせずに、既存店における継続的な消費動向を示したものである。個人消費動向の実勢は、おそらく のような広めのカバレッジと、のような狭いカバレッジの間にあると考えられる。このため、両者の間にシャドーを付した (店舗調整前の指数には、ヒアリング集計ベースのコンビニエンス・ストア売上高も合算)。なお、名目額で公表されているものについては、それぞれ該当の消費者物価指数、卸売物価指数を用いて実質化している。

この間、住宅投資はほぼ横這いで推移した（図表 12）。新設住宅着工戸数の内訳をみると、公的資金を利用した持家着工戸数は減少したものの、その他の資金を利用した持家着工戸数は増加したため、着工戸数全体では 12 年度上期で 122 万戸（季節調整済み計数の年率換算値）と 11 年度下期（同 122 万戸）と同水準となった。

（図表 12） 新設住宅着工戸数

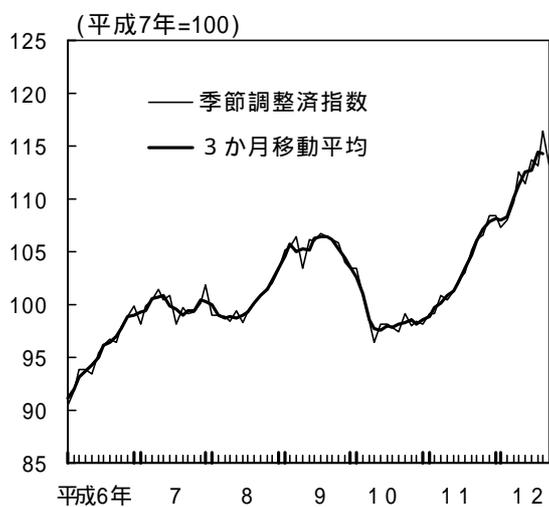


（鉱工業生産は増加基調を継続）

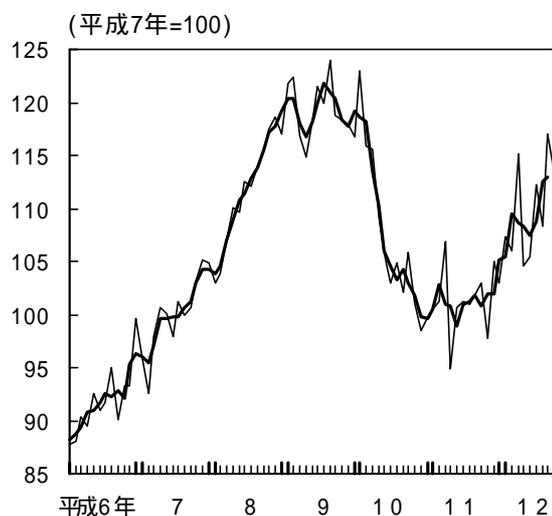
鉱工業生産は増加基調を続けた（前掲図表 1）。これを出荷面からみると、IC等の情報関連の生産財が輸出・国内向けとも好調に推移したほか、設備投資の拡大を受け資本財（除く輸送機械）も増加基調を続けた（図表 13）。一方、消費財については、自動車輸出等が出荷を押し上げたものの、その増加テンポは相対的に緩やかなものにとどまった。

(図表 13) 財別出荷

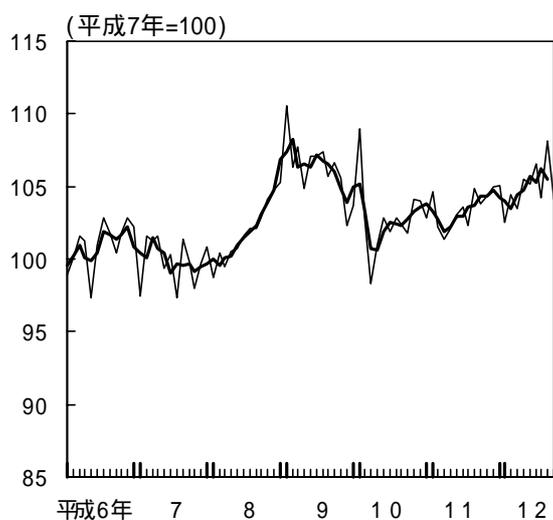
(1) 生産財<45.1%>



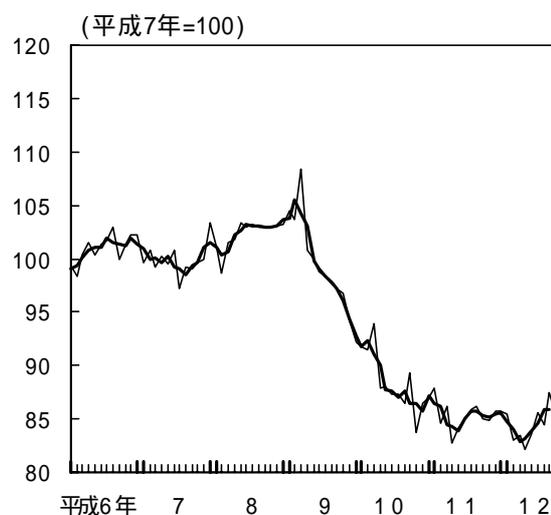
(2) 資本財(除く輸送機械)<14.2%>



(3) 消費財<28.0%>



(4) 建設財<8.3%>



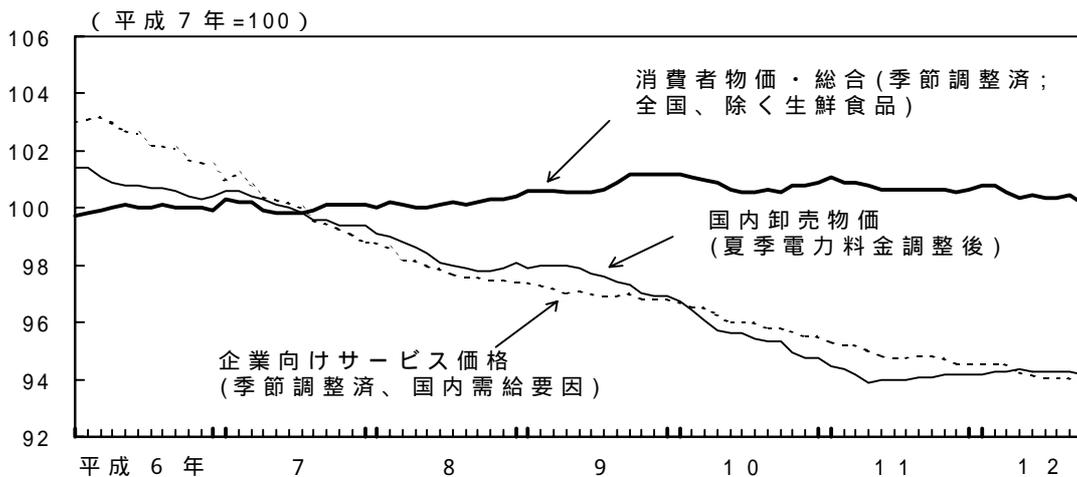
(注) < >内は鉱工業出荷に占めるウェイト。

この間、在庫動向をみると、需要が旺盛な情報関連の生産財については、出荷の増加に合わせて、ある程度在庫水準を引き上げる動きがみられたが、情報関連以外の多くの企業では在庫抑制姿勢を堅持したため、鉱工業生産ベースの在庫水準は若干減少した(9月の在庫水準の3月対比は-1.0%)。

(2) 物価の動向

12年度上期中の国内物価をみると、国内卸売物価は、本年初より前年水準を上回って推移した。他方、消費者物価（除く生鮮食品）⁶は、引き続き前年水準を若干下回った（図表 14、15、16）。

(図表 14) 物価



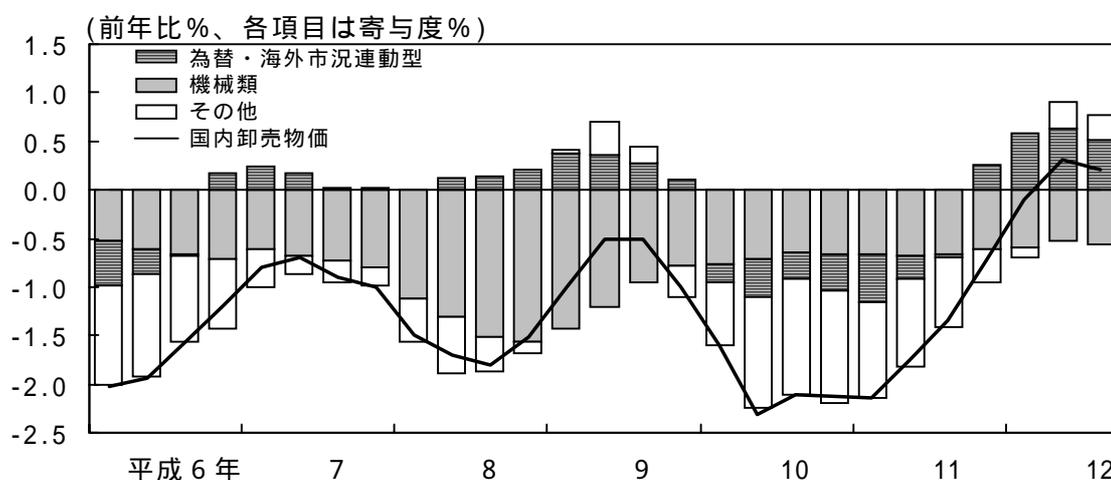
(注1) 平成9年4月以降は、消費税率引き上げの影響を調整した計数（課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算）。図表 15、16 も同様。

(注2) 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。

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

因みに、生鮮食品を含む消費者物価総合の前年比はかなりのマイナスが続いているが、これには昨年の生鮮食品価格が台風の影響から高騰していたことに加え、安値生鮮食品の輸入が増加したことの影響もあり、生鮮食品価格が前年を大幅に下回って推移したためである。

(図表 15) 国内卸売物価

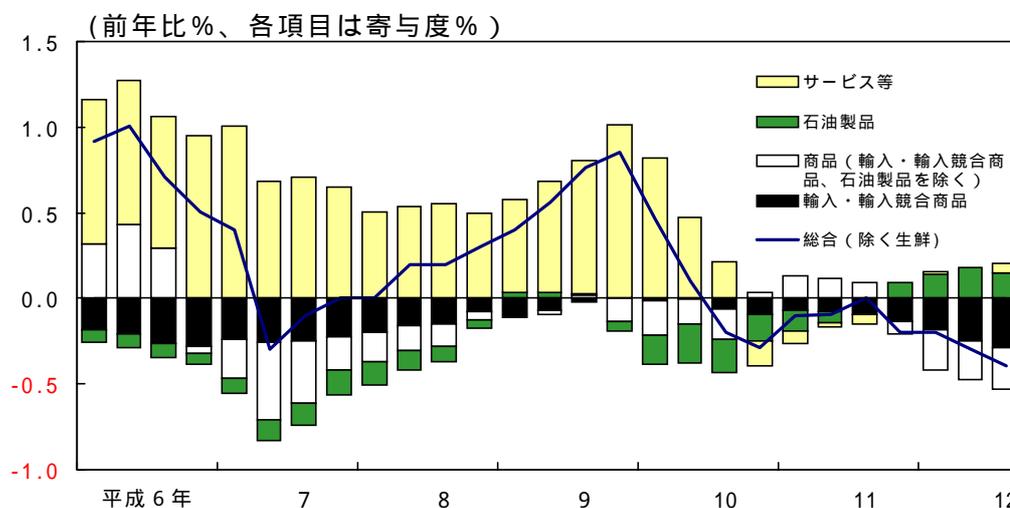


(注 1) 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属

(注 2) 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器

(図表 16) 消費者物価

消費者物価・総合(全国、除く生鮮食品)



(注) 輸入・輸入競合商品とは、消費者物価指数のうち、輸入物価指数と共通に採用されている品目と、輸入品と競合関係にありそうな品目を集計したもの(ただし、たばこ増税の影響と銘柄変更のあったビズケットを除去)。

物価変動の特徴としては、技術進歩を主因とする機械類の趨勢的な価格下落やこれまでの円高および流通合理化に伴う消費財価格の低下が、引き続き物価押し下げ要因として作用した一方で、世界経済の拡大に伴う原油価格の大幅上昇⁷やそ

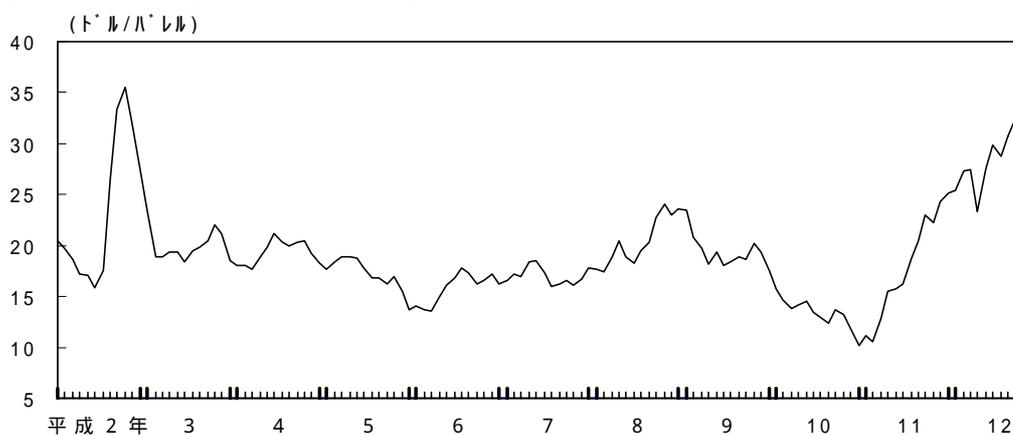
⁷ 原油価格は北海ブレント(スポット)でみて9月18日に35.20ドル/バレルと平成2年10月17日38.05ドル/バレル以来の高値となった。

の製品価格への転嫁が物価の押し上げ要因として作用したことが挙げられる（図表 17(1)）。この間、日本経済が緩やかな景気回復過程に入るにつれ、物価変動をもたらす要因のひとつである需給バランスを表わす指標は改善した（図表 17(2)）。

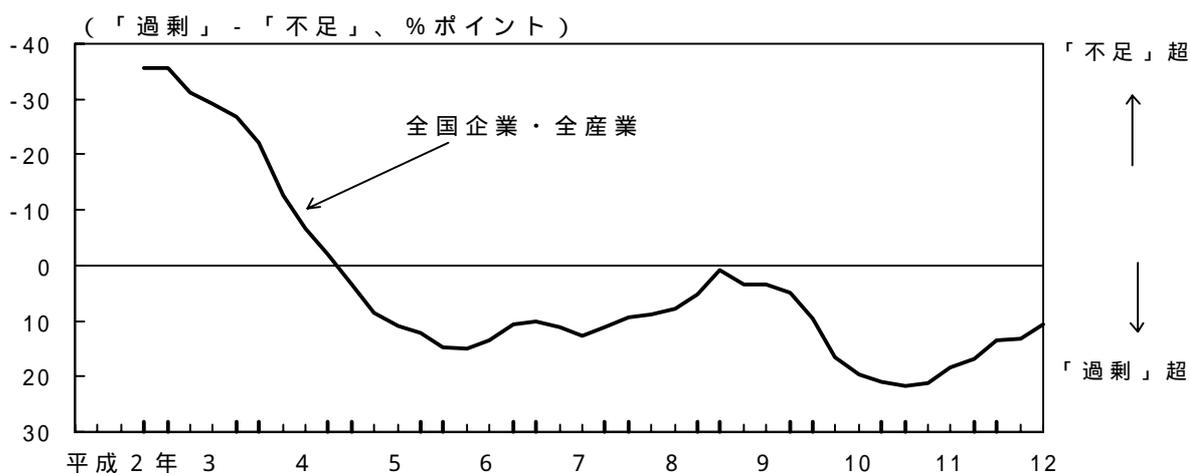
こうしたもとで、国内卸売物価と消費者物価（除く生鮮食品）が上述のような動きとなったのは、卸売物価指数は、石油関連製品のウェイトが相対的に高く原油価格上昇の影響を受けやすい面がある一方、消費者物価指数は、輸入製品のウェイトが比較的高く、円高の影響が相対的に強く出やすい面があるといったことが作用している。

（図表 17）物価を取り巻く環境

（ 1 ） 原油価格（北海ブレント）の推移



（ 2 ） 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 1）短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を、資本と労働の分配率（昭和 50 年度～平成 10 年度平均）のウェイトで合成したもの。

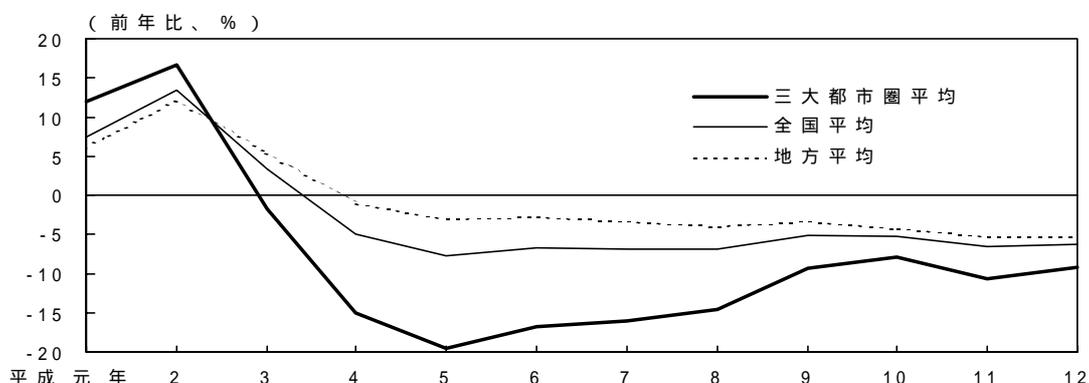
（注 2）生産・営業用設備判断D.I.の調査対象は、平成 2 年第 3 四半期以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された平成 2 年第 4 四半期以降について、上記計数を算出。

なお、企業向けサービス価格(国内需給要因)⁸についてみると、企業のコスト抑制姿勢が強く、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。

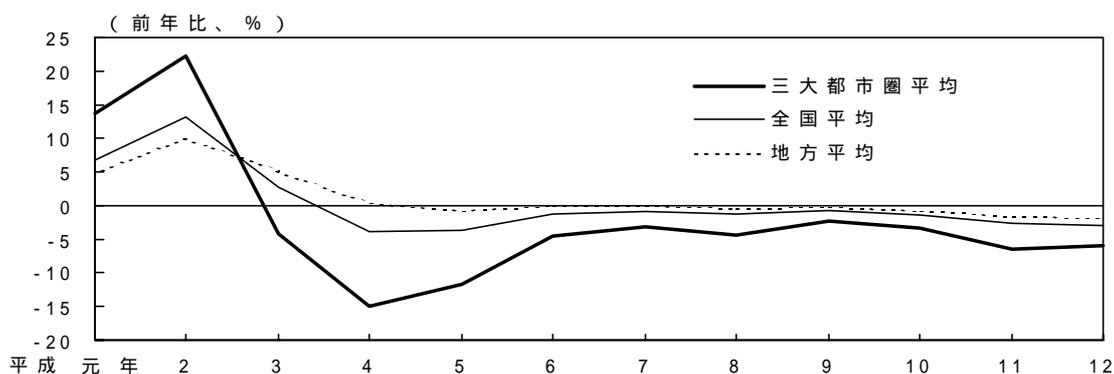
この間、地価の動向をみると、商業地地価、住宅地地価のいずれについても、下落が続いた(図表18)。もっとも、三大都市圏では、なお下落幅は大きいものの、商業地、住宅地ともに下落テンポが和らいだ。その一方、地方圏の下落幅は、緩やかな拡大傾向を続けた。こうした中で、優良物件への引き合いは強く、二極分化の傾向がみられた。

(図表18) 地価

(1) 商業地



(2) 住宅地



⁸ 企業向けサービス価格(国内需給要因)とは、主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目のみから構成される指数を指す。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であり、例えば、一般サービス(機械修理、ソフトウェア開発等)、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などがこれに当たる。

なお、企業向けサービス価格指数の総平均の前年比は、若干マイナス幅を縮小している(前年比、11年度下期 - 0.9% 12年度上期 - 0.5%)。

(3) 海外金融経済の動向

平成 12 年 (2000 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ほか、ユーロエリアの景気も拡大傾向を辿った。さらに、東アジアの景気も N I E s、A S E A N 4 か国⁹で拡大テンポを高めたほか、中国では回復傾向が一段と明確化した。その他の中南米諸国も含め、世界経済は総じて高成長を続けた。

(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10年	11年	11年 3Q	4Q	12年 1Q	2Q	3Q
米	国	4.4	4.2	5.7	8.3	4.8	5.6	2.7
欧 州	ユーロエリア	2.7	2.4	3.8	3.8	3.8	3.5	n.a.
	ドイツ	2.1	1.6	3.5	3.0	3.1	4.7	n.a.
	フランス	3.2	2.9	4.0	4.0	2.6	2.9	n.a.
	イギリス	2.6	2.2	4.1	2.8	2.1	3.8	2.8
東	中 国	7.8	7.1	(1-9月) 7.4	(1-12月) 7.1	8.1	(1-6月) 8.2	(1-9月) 8.2
ア ジ ア	N 韓 国	-6.7	10.7	12.8	13.0	12.8	9.6	n.a.
	I 台 湾	4.6	5.4	4.7	6.4	7.9	5.4	n.a.
	E 香 港	-5.3	3.1	4.4	9.2	14.3	10.8	n.a.
	S シンガポール	0.4	5.4	6.9	7.1	9.8	8.6	10.2
ア S E A N 4	タ イ	-10.2	4.2	7.8	6.5	5.3	6.6	n.a.
	インドネシア	-13.0	0.3	1.2	5.0	3.6	4.1	n.a.
	マレーシア	-7.4	5.8	8.6	11.0	11.9	8.8	n.a.
	フィリピン	-0.5	3.3	3.8	4.9	3.2	4.5	n.a.

金融市場では、米国、ユーロエリアにおいて、政策金利が引き上げられ、短期金利は概ね上昇基調で推移した。一方、これらの地域の長期金利は、4月から5月にかけてはインフレ懸念の高まりから上昇する局面もあったが、景気減速の兆しが窺われる中で低下に転じ、期中を通してみれば、横這いしないし幾分低下した。株価については、4月から5月半にかけて下落した。その後はほぼ一進一退の展

⁹ N I E s は、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4 か国は、協議体としての A S E A N 10 か国のうち、比較的規模の大きいタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

開を辿ったが、ハイテク銘柄では、軟調に推移するものが少なくなかった。

この間、東アジア諸国、中南米諸国における債券・株式相場は、一部国での政情不安や米国金利の上昇によって、これら地域の経済が悪影響を受ける可能性があるとの見方を背景に、概ね軟調に推移した。

以上の動きをやや細かくみると、まず、米国景気は、情報技術（IT）関連の設備投資を中心に、内需主導の力強い拡大を続けた。もっとも、住宅投資や耐久財消費などの家計支出には鈍化がみられ始め、ようやく景気鈍化の兆しが窺われるようになった。

労働市場は、失業率が30年ぶりの低水準で推移するなど、逼迫した状況が続いたが、生産性の高い伸びが維持されたこともあって、雇用コストの上昇が緩やかなものにとどまり、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価格が上昇したことを除くと、全般的に安定基調を維持した。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続き、4～6月期は1,061億ドル（季節調整済）となり、GDP比は4.3%と過去最大となった。

こうした情勢のもとで、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繋がり、持続的な成長を阻害しかねないとの懸念から、5月16日に、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を6.00%から6.50%に引き上げた。その後は、「需要の増加ペースが潜在成長率に向かって減速しつつある」として、政策金利を据え置いた。

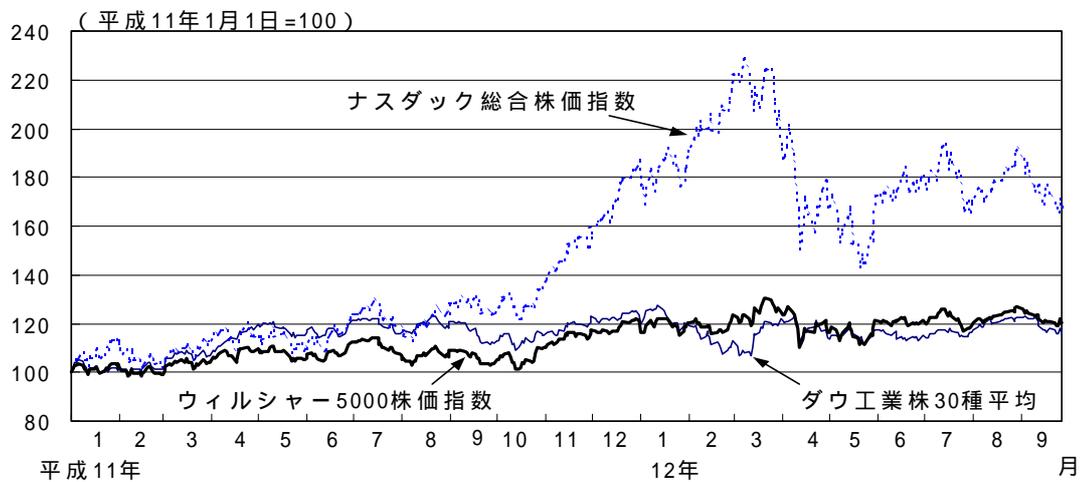
この間の長期金利（国債10年物流通利回り〈図表20〉）は、4月央から5月にかけて、市場のインフレ懸念や利上げ観測が強まったことから上昇し、5月8日には6.56%に達した。もっとも、その後は、景気減速を示す指標が相次いで、インフレ懸念が徐々に後退したことから低下した（9月末は5.79%）。株価については、4月央に予想比強めの物価指標の公表を受けたインフレ懸念の強まりから大幅に下落し、その後も5月央までは、利上げ観測などを背景に、ナスダック指数をはじめとして軟調に推移した。5月末以降は、利上げ観測の後退や、企業収益の悪化懸念の高まりといった材料に反応しつつ、一進一退の展開となった。もっとも、ハイテク銘柄では軟調に推移するものが少なくなかった。

(図表 20) 米国の長期金利と株価

(1) 米国長期金利 (10 年物)



(2) 米国株価



ユーロエリアでは、これまでのユーロ安のもとで輸出の好調が続いたことに加え、個人消費や設備投資など内需も堅調に推移し、景気は拡大傾向を辿った。生産の増加基調が続いたほか、雇用面でも、失業率が低下傾向を続け、平成 4 年 (92 年) 以来の低水準となった。この間、物価については、景気拡大に加え、ユーロ安や原油高から上昇圧力が強まり、足許の消費者物価上昇率も、6 月以降、欧州中央銀行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 % を下回る) の上限を上回って推移した。

このような経済・物価情勢のもとで、欧州中央銀行は、中長期的な物価上昇圧力を抑制することが必要であるとして、4月27日（主要リファイナンス・オペレートを3.50%から3.75%に引き上げ）、6月8日（同3.75%から4.25%）、8月31日（同4.25%から4.50%）の3度にわたって、政策金利を引き上げた。これにより、11年11月以降の今次引き上げ局面では、累計利上げ幅は2%ポイントとなった。一方、ユーロエリアの長期金利をみると、原油高等を背景とするインフレ懸念は高まったが、財政収支改善による国債発行額の減少の観測が根強いもとで、概ね横這い圏内で推移した。この間、株価は、米国株価とほぼ同じように、一進一退の展開となった。

NIEs、ASEAN4か国では、これまでの景気浮揚策の効果浸透や、米国や日本等への情報関連財輸出が好調を持続したことを背景に、個人消費や設備投資にも持ち直しの動きが広がり、景気は拡大テンポを高めた。この間、為替・株式市場は、政情不安の高まりや米国金利の上昇がみられた時期に、多くの国で軟調に推移した。すなわち、インドネシアでは政権の行方に関する不透明感の増大等から、フィリピンでは地域紛争の長期化や財政赤字拡大懸念から、それぞれ為替・株式相場とも下落傾向を辿った。また、韓国の株価は、米国のナスダック指数の下落を眺め、一時大きく下落したほか、一部財閥の経営内容に対する懸念が残存するもとで、総じて軟調に推移した。中国では、積極的財政政策による景気下支え効果や輸出の好調持続に加え、個人消費が持ち直したこともあって、景気は回復基調を強めた。

中南米主要国の景気は、メキシコやブラジルで拡大を続けたが、アルゼンチンでは低迷が続いた。この間、ロシアでは、構造改革の進捗は遅れているが、原油価格の上昇とルーブル安による輸入代替効果から、生産活動には引き続き持ち直しの動きがみられた。

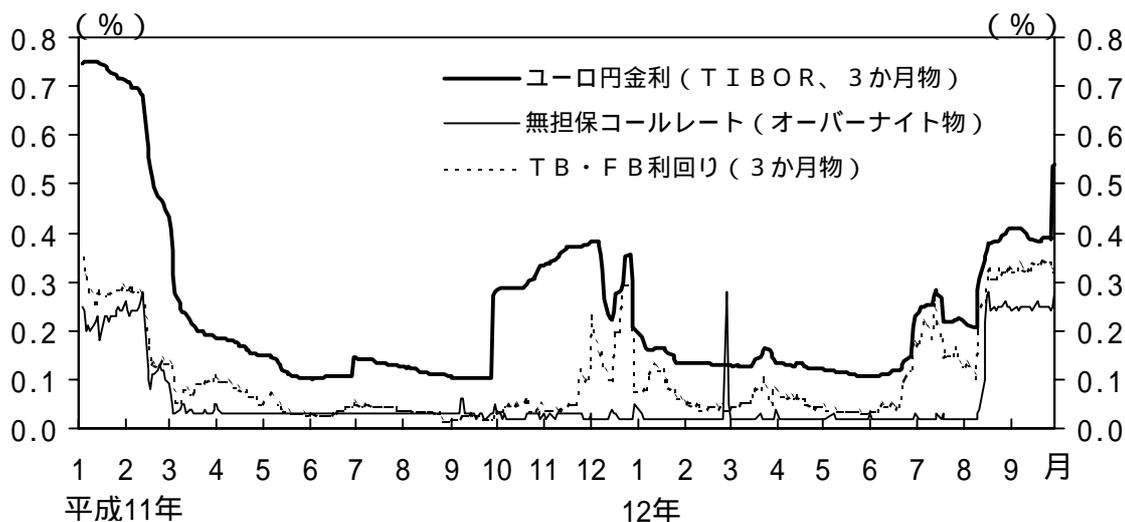
2. 金融市場の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成12年度上期の短期金融市場の動きをみると(図表21)、8月11日の金融政策決定会合(以下「会合」という)までの間は、日本銀行のゼロ金利政策のもとで、豊富で弾力的な資金供給が続けられたことから、無担保コールレート(オーバーナイト物、以下同じ)¹⁰は、ゼロ%に近い水準で推移した。また、ターム物金利¹¹は、総じてみると、過去最低水準の圏内での推移となったが、6月以降、ゼロ金利政策解除の観測を受けて、多少の振れを伴いつつ強含んだ。

8月11日の会合でゼロ金利政策の解除が決定されたあとは、無担保コールレートは、新たな金融市場調節方針に応じて、0.25%前後で推移している。また、ターム物金利についても、ゼロ金利政策の解除を受けて上昇した。

(図表21) 短期金融市場金利



具体的にみると、8月11日の会合までの間、無担保コールレートは、日本銀行のゼロ金利政策のもとで、概ね0.02%と、事実上ゼロ%で推移した。こうした中、金融機関のオーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状態が継続

¹⁰ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

¹¹ ターム物金利とは、オーバーナイトよりも期間の長い取引の金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

した。

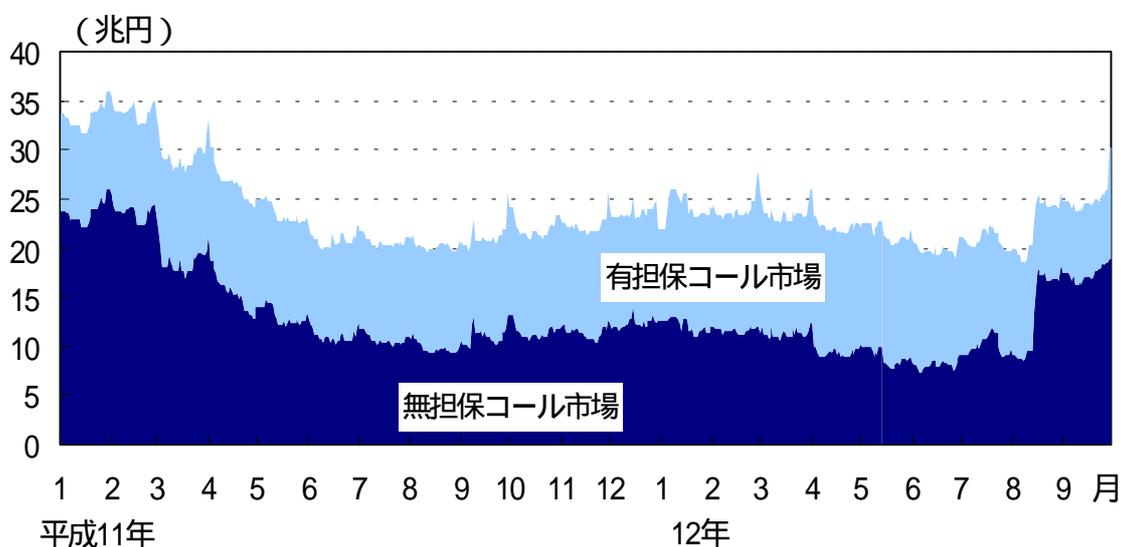
また、ターム物金利の動向をみると、ユーロ円金利（TIBOR 3 か月物、以下同じ）やTB（割引短期国債）・FB（政府短期証券）レートは、5月末までの間、過去最低水準圏内での推移を辿ったあと、6月以降は、ゼロ金利政策解除の観測を受けて、多少の振れを伴いつつ0.2%台に強含んだ。

8月11日にゼロ金利政策が解除されたあとの無担保コールレートは、日本銀行が日々の市場動向をみながら弾力的な金融市場調節を行った結果、0.25%前後で安定的に推移した。

ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除を受けるかたちで上昇したあと、8月下旬にかけても徐々に強含んだ（8月末ユーロ円金利：0.41%、FBレート：0.325%）。なお、9月入り後は、年末越えとなる取引の金利がやや上昇した。

この間、コール市場残高は（図表22）、8月11日のゼロ金利政策の解除までの間は緩やかな減少傾向を辿った。しかし、ゼロ金利政策が解除されたあとは、無担保コール取引が普通預金からの資金シフトによって大幅に増加したことから、コール市場全体として、約半年振りに25兆円前後まで残高を回復した。

（図表22）コール市場残高



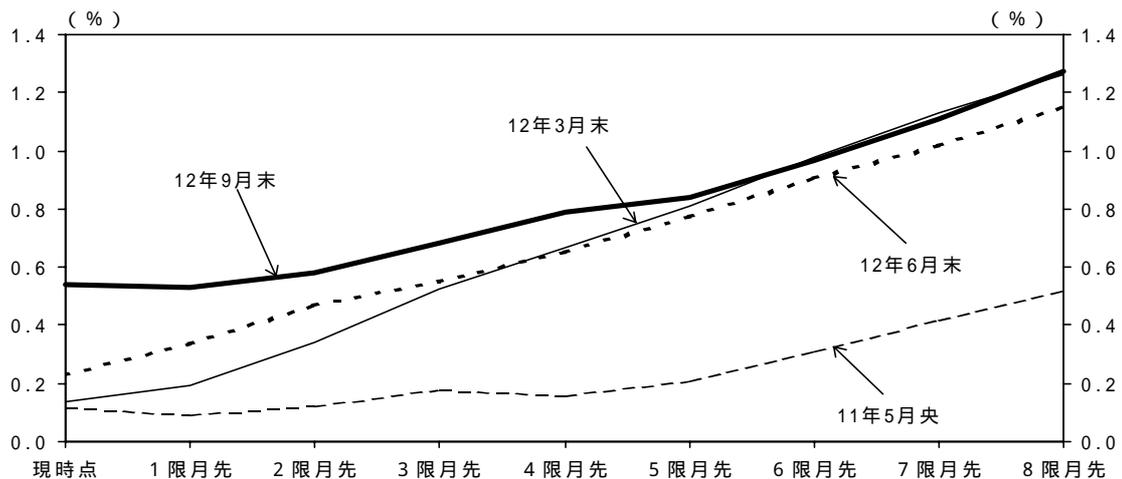
（注）有担保コール市場残高は、出し手ベース。

また、ユーロ円金利先物により、短期金融市場における金利観の推移をみると（図表23）、8月11日のゼロ金利政策の解除までは、前述のゼロ金利政策の解

除観測の変化に反応するかたちで上下した。

ゼロ金利政策の解除のあとは、落ち着いた状況となった。先行きについては、きわめて緩やかな金利上昇が予想されていることが窺われる。ただし、9月末時点では、12年12月限(1限月先)の先物レートが年末越え要因等からやや高くなっているため、目先2限月先程度までの予想金利は同水準となっている。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート

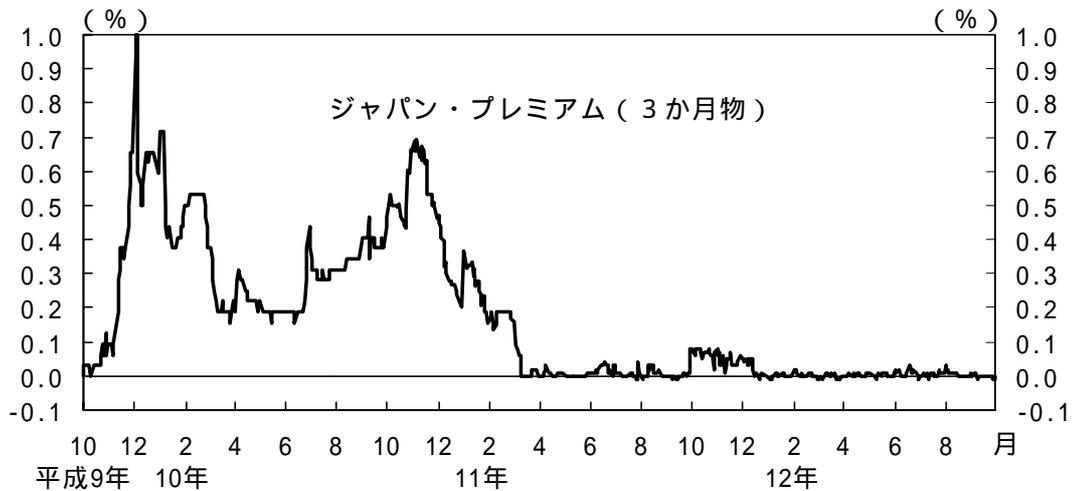


(注) ユーロ円金利先物レートは、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円TIBOR3か月物)である。グラフでは、例えば、12年9月末時点(太実線)における1限月先(12年12月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.53%、2限月先(13年3月央)が0.58%、3限月先(13年6月央)が0.68%であったことを表わしている。

ジャパン・プレミアム¹²は(図表 24)、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、金融緩和政策等による流動性懸念の払拭などから、ほぼ解消された状態が続いており、12年度上期中においても、ゼロ金利政策の解除の前後を含め、目立った変動はみられなかった。

¹² わが国の金融機関がドル資金を調達する際に、欧米金融機関のドル資金調達金利に上乗せしなければならない金利幅。ここでは、ジャパン・プレミアムを、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。

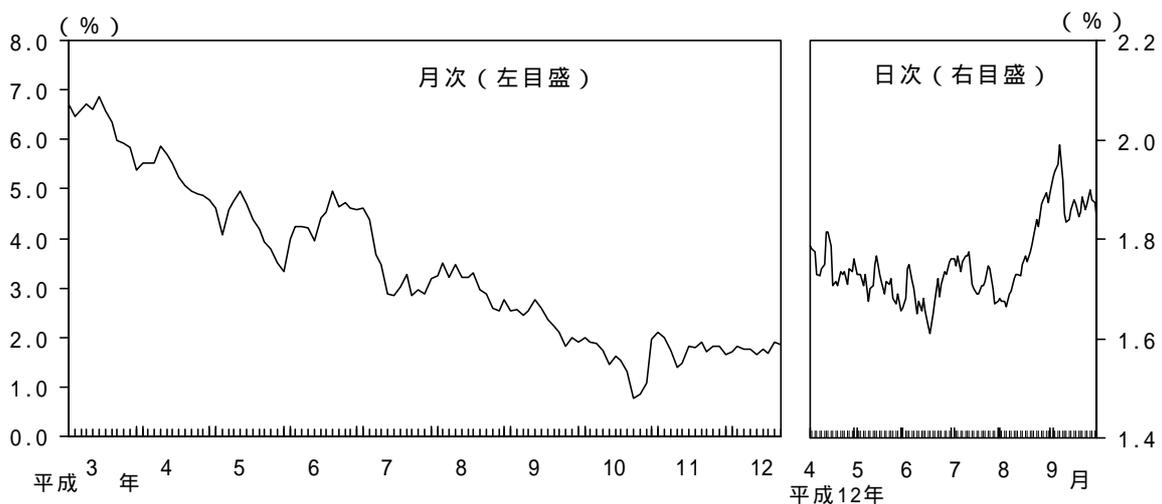
(図表 24) ジャパン・プレミアム



(2) 債券市場の動向

平成 12 年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債の流通利回りは (図表 25)、景況感やゼロ金利政策の解除を巡る思惑、先行きの国債需給に対する見方、および国債の格付け引き下げの影響等から、多少の変動がみられたものの、概ね 1.6 ~ 1.9% のレンジ内で総じて安定的に推移した。

(図表 25) 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。

やや詳しくみると、8月上旬頃までは、1.6～1.8%台で安定的に推移した。この間、景気の回復期待が次第に強まり、ゼロ金利政策の解除観測も浮上する中で、長期金利が低位安定を続けた理由としては、企業の資金需要が低迷するもとで、金融機関等の資金運用難から、国債に対する需要が根強かったこと、景気が持ち直しから緩やかな回復過程に入ったとはいえ、先行きの回復テンポについても緩やかなものになるとの見方が多かったこと、前年度に引き続き、海外投資家によるわが国の国債の組み入れ比率引き上げの観測がみられたこと¹³、などを挙げることができる。

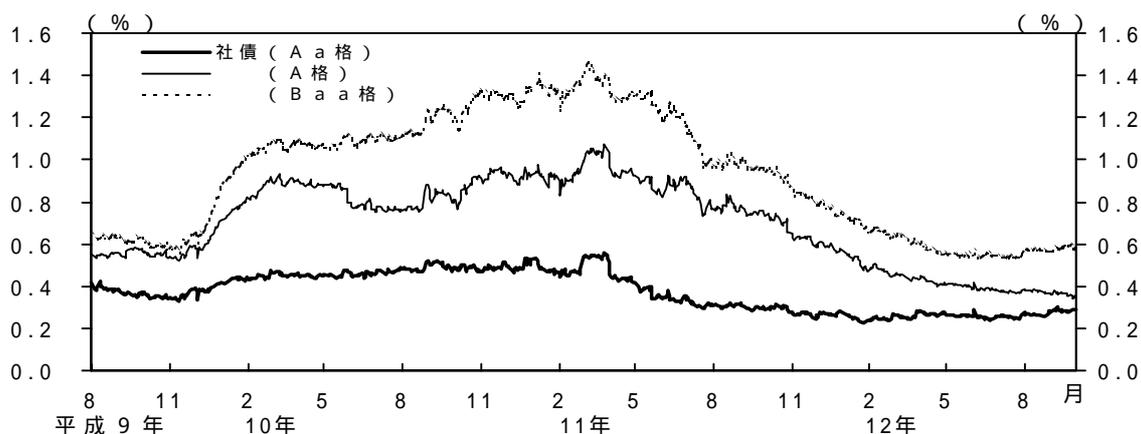
8月11日のゼロ金利政策の解除直後についても、長期金利は落ち着いた反応を示した。8月後半以降、景況感の改善や先行きの国債需給を懸念する見方等を背景に上昇傾向を辿り、一時は約1年ぶりの水準となる1.99%にまで上昇した。さらにその直後には、国債の格付けが引き下げられたが、むしろ、公表された経済指標に予想比やや弱めのものがみられたこと等から長期金利は反落し、9月中旬以降は、1.8%台で再び落ち着いて推移した。

この間、社債等の流通利回りと国債利回りとの格差（流通利回りスプレッド）をみると（図表26）、前年度下期に引き続き、本年5月頃までは、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、景気の改善の動きが明確化し、企業収益が回復する中で、社債の信用リスクが実質的に低下しているとみられたこと、投資家が国債等と比較して相対的に利回りの高い社債への投資に積極的であったこと、企業の外部資金ニーズが弱い中で、事業法人を中心に社債の発行が低水準となったこと、などを反映したものとみられる。

ただし、6月以降、流通利回りスプレッドは、概ね横這いでの推移となった。

¹³ 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ひとつの指標に合成したもの）におけるわが国の国債のウェイトを上げたことから、一部投資家が、わが国の国債を買い増す行動に出た可能性が指摘されている。

(図表 26) 社債流通利回り格差



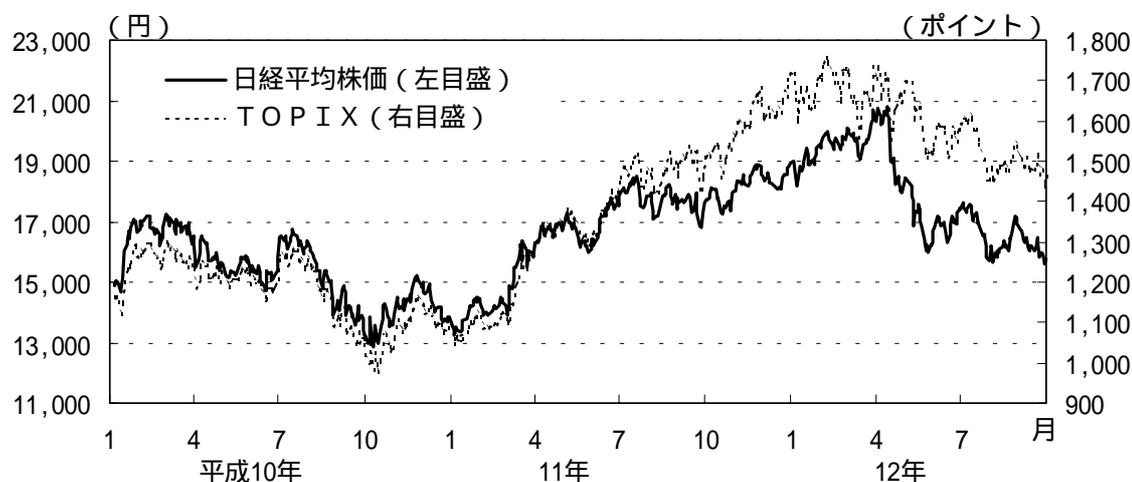
(注) 国債、社債とも残存年数 5 年。社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 株式市場の動向

平成 12 年度上期の株式市場の動向をみると (図表 27)、株価は、4 月から 5 月にかけて、主に米国株価 (前掲図表 20) の下落に連動するかたちで、大幅に下落したあと、米国株価の反発や国内景気回復に対する期待感からいったん持ち直したが、7 月中旬以降は、大手百貨店そごうの民事再生法適用申請 (以下「そごう問題」) や、米国株価の軟調を受けて、再び下落した。

ゼロ金利政策が解除されたあと、8 月後半にかけては企業収益の回復期待が株価の下支え要因となったが、8 月末以降、中間決算期末を控えた持ち合い株式の売却や、米国株価の下落を受けて軟化し、9 月下旬には、年初来最安値をつけた。

(図表 27) 株価



具体的にみると、4月から5月にかけては、米国ナスダック指数の大幅下落に連動して、情報通信関連（電機、通信、サービス等）の銘柄を中心に、大きく下落した（東証株価指数<TOPIX>：12年3月末1,705ポイント 12年5月末1,522ポイント、日経平均株価：同20,337円 16,332円）¹⁴。

その後、6月から7月上旬にかけては、米国株価の反発やわが国の景気回復に対する期待感から、株価は概ね堅調な推移を示した（7月12日時点の東証株価指数<TOPIX>：1,604ポイント、日経平均株価：17,342円）。

しかし、7月12日の「そごう問題」をきっかけに、銀行株や中低位株が下落したほか、7月後半以降の米国株価の軟調もあって、情報通信関連株が下落に転じたため、7月末頃には、年初来最安値圏内での推移となった（7月末時点の東証株価指数<TOPIX>：1,453ポイント、日経平均株価：15,727円）。

8月入り後は、株価は概ね下げ止まりの様相を示し、8月後半には、企業収益の回復期待や、米国株価の反発等を背景に、情報通信関連株や銀行・証券株を中心に株価は上昇し、8月28日には、東証株価指数（TOPIX）が1,543ポイント、日経平均株価が17,181円まで回復した。しかし、8月末以降は、中間決算期末を控えた持ち合い株式の売却がみられたほか、米国株価が、一部米国ハイテク企業の業績下方修正や原油価格の上昇等を受けて再び下落したため、株価は軟調気味に推移し、9月28日には、年初来の最安値をつけた（東証株価指数<TOPIX>：1,439ポイント、日経平均株価：15,626円）。

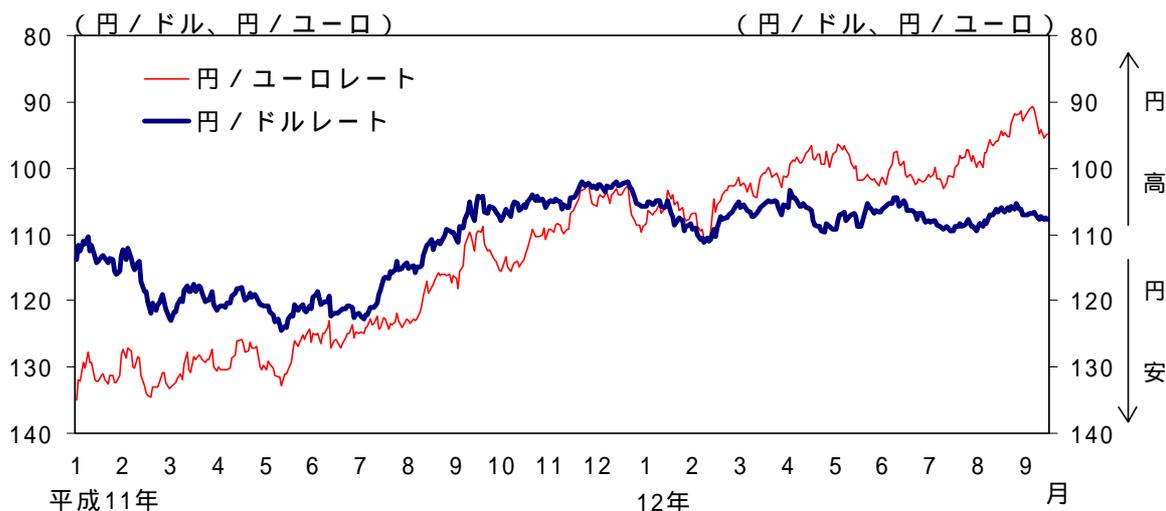
12年度上期中の株式売買を主体別にみると、11年度を通じて買い越し主体であった海外投資家が、米国株価（とりわけナスダック指数）の下落を契機として、大幅な売り越しに転じた。こうした状況を反映し、12年度上期中の特徴点として、わが国株価と米国株価との連動性が高まる傾向がみられた。また、国内の投資家については、総じて株価が軟調気味に推移する中で、個人が大幅な売り越しとなったほか、金融機関や事業法人なども持ち合い解消に関連して株式売却を継続した。他方、投信や年金については、着実に株式を買い増した。

¹⁴ このほか、日経平均株価については、大幅な銘柄入れ替え（12年4月15日発表、24日実施）に伴うテクニカルな売りも、下落要因として作用した。

(4) 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28)、円の対米ドル相場は、12年度上期中、概ね104円から110円の範囲内での狭いレンジでの推移となった。一方、円の対ユーロ相場は上昇した。

(図表28) 為替相場



やや仔細にみると、円の対米ドル相場は、わが国の景気回復に対する期待感の高まり等を背景として、4月3日にかけて102円台まで急騰したが、こうした状況に対応するため、同日ドル買い・円売り介入が実施されたほか、わが国国債の格下げの思惑等も加わって、市場の円高センチメントは徐々に鎮静化した。4月末以降は、国内通信関連企業による大型国際企業買収報道や、経営不振の大手ヘッジファンドによる円資産処分の思惑等を材料に円安傾向に転じ、5月中旬には一時110円台まで下落した。

5月後半からは、米国景気の減速観測や、ゼロ金利政策の解除観測の高まり等を背景に徐々にドル売りの動きが強まり、6月後半には一時103円台まで上昇した。その後は、有力格付機関によるわが国の国債格下げの思惑が強まる中で、「そごう問題」をきっかけとした、わが国の株価の下落や大手ゼネコンの経営危機報道等から、わが国の景気の先行き不透明感が急速に高まって円売りが進み、7月末には再度110円近辺まで下落した。

8月に入ると、わが国の景気の先行き不透明感の後退や、米国景気の減速を示唆する指標発表等を背景に円高が進み、9月初には一時104円台まで上昇した。

もっとも、有力格付機関によるわが国の国債の格下げ実施もあって、円がさらに買い進まれる展開とはならず、その後は 105～107 円台を中心とした動きとなった。

次に円の対ユーロ相場をみると、4月中旬以降、ユーロ当局者のユーロ安容認姿勢が市場で意識されたことや、欧州企業による域外企業買収報道が相次いだことなどから円高基調となり、5月中旬には 96 円台まで上昇した。5月下旬からは、欧州における景況感の強まりや、ユーロエリア当局者による相次ぐユーロ安牽制発言を背景に円安・ユーロ高方向に転じ、6月中旬には円は対ユーロで 102 円台まで下落したが、国内輸出企業によるユーロ売り圧力も強く、その後8月中旬頃までは、100 円をはさんだ方向感のない展開となった。

しかし、8月中旬以降は、ユーロエリアの一部地域における景気減速を示唆する経済指標発表等を背景に、円の対ユーロでの上昇傾向が顕著となった。9月入り後も欧州政府要人によるユーロ安容認発言がユーロ相場の下落に拍車をかけたほか、中間期末を控えた国内機関投資家によるユーロ建て資産売却の思惑も加わって、円は対ユーロで過去最高値を更新し、一時 90 円近辺まで上昇した（9月20日）。その後、9月22日に行われたG7諸国によるユーロ買い協調介入によりいったん 96 円台に反落し、以降 94～95 円台を中心とした動きになった。

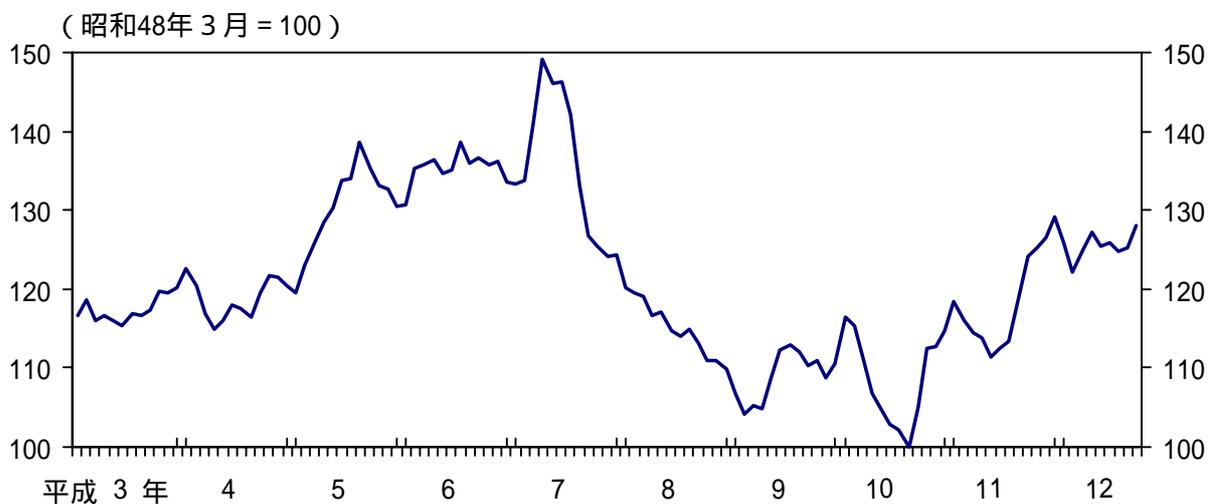
アジア諸国通貨の対米ドル相場は、経済ファンダメンタルズの改善傾向にもかかわらず、各国の政治・社会情勢の悪化のほか、原油価格の上昇等もあって、総じて下落基調を辿った。インドネシア・ルピアは、政権の行方に関する不透明感の増大等が嫌気され、大幅に下落した。タイ・バーツやフィリピン・ペソは、自国の政局不安に加え、インドネシア・ルピア安の影響や当局による自国通貨安の容認発言報道がさらなる押し下げ材料となった。韓国ウォンは、財閥系企業の資金繰り難を巡って上下したあと、9月には原油価格の上昇や半導体産業の先行き業況不安等を背景とする株価の大幅下落を受けて下落した。

12 年度上期中の円の実質実効為替レートは（図表 29）¹⁵、ほぼ横這い圏内の動

¹⁵ 円の実質実効為替レートは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円相場を、わが国と各相手国の物価上昇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、わが国の製品の価格競争力を総合的に表すと考えられる指標である。日本銀行試算。

きとなった。

(図表 29) 円の実質実効為替レート



(5) 預金金利、貸出金利の動向

平成 12 年度上期の預金金利の動向をみると、まず、大口定期預金（国内銀行・新規受入ベース、預入金額 1,000 万円以上、月中平均）の金利は（図表 30）、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、7 月までは 0.1% 前後の過去最低水準で推移し、ゼロ金利政策が解除されたあとは、0.3% 程度まで上昇した。

この間、小口定期預金（同、預入金額 300 万円未満）の金利は、12 年度入り後も引き続き過去最低圏内で推移したが、ゼロ金利政策が解除されたあとは、幾分上昇した。

流動性預金の金利は、普通預金の金利がゼロ金利政策の解除を受けて 0.05% から 0.10% に引き上げられ、11 年 2 月のゼロ金利政策導入前と同水準に戻った。また、貯蓄預金の金利も 0.05% ポイント引き上げられた。

(図表 30) 預金金利

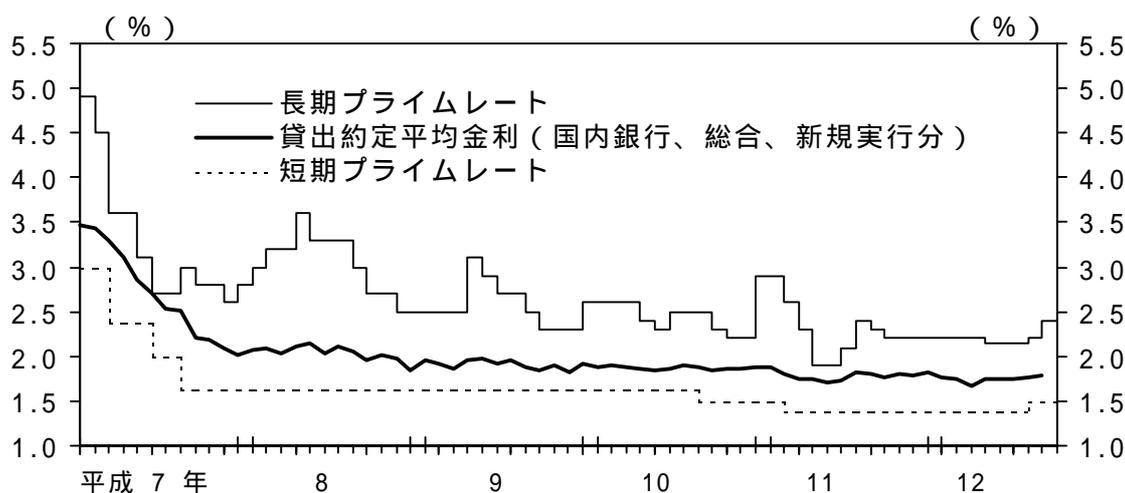
(単位・%)

	12年 3月	6月	7月	8月	9月	11年 2月 <参考>
普通預金	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10
貯蓄預金	0.07	0.07	0.07	0.12	0.12	0.16
大口定期預金(2～3か月)	0.114	0.077	0.119	0.206	0.292	0.541
小口定期預金(2～3か月)	0.037	0.042	0.044	0.085	0.122	0.138

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

次に貸出金利の動きをみると(図表 31)、貸出約定平均金利(国内銀行、新規実行分)は、短期、長期とも8月までは横這い圏内の動きとなった¹⁶。ただし、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は、ゼロ金利政策解除後のターム物金利等の上昇を受け、8月下旬に、それまでの過去最低である1.375%(都市銀行¹⁷)からゼロ金利政策導入前の水準である1.500%(同)に引き上げられた。

(図表 31) 貸出金利



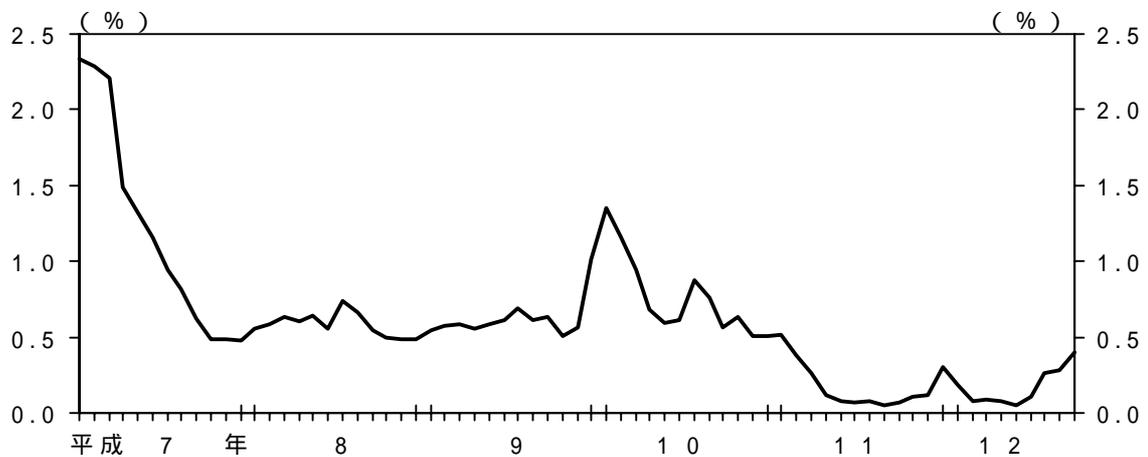
¹⁶ 本稿執筆時点(11月中旬)で利用可能な貸出金利の計数は12年8月分までである。

¹⁷ 正確には、もっとも多くの数の都市銀行が採用した金利。

一方、企業の短期の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー（ＣＰ）の発行利回りも、ターム物金利とほぼ同様の動きを辿った。すなわち、ＣＰ３か月物の最上位格付け取得先の新発利回りは（図表 32）、コンピューター2000年問題が一段落した本年入り後、0.1%程度で推移していたが、6月頃からターム物金利の動きと歩調を合わせるかたちで上昇した。

なお、高格付け先と低格付け先のＣＰ利回り格差は、12年度上期中は、本年入り後に縮小したままの状態安定して推移し、ゼロ金利政策解除後も目立った変化は窺われなかった。

（図表 32）ＣＰ発行金利（３か月物）



（注）最上位格付け取得先の新発利回り（発行手数料などを含むオールインコスト・ベース）。

（6）量的金融指標等の動き

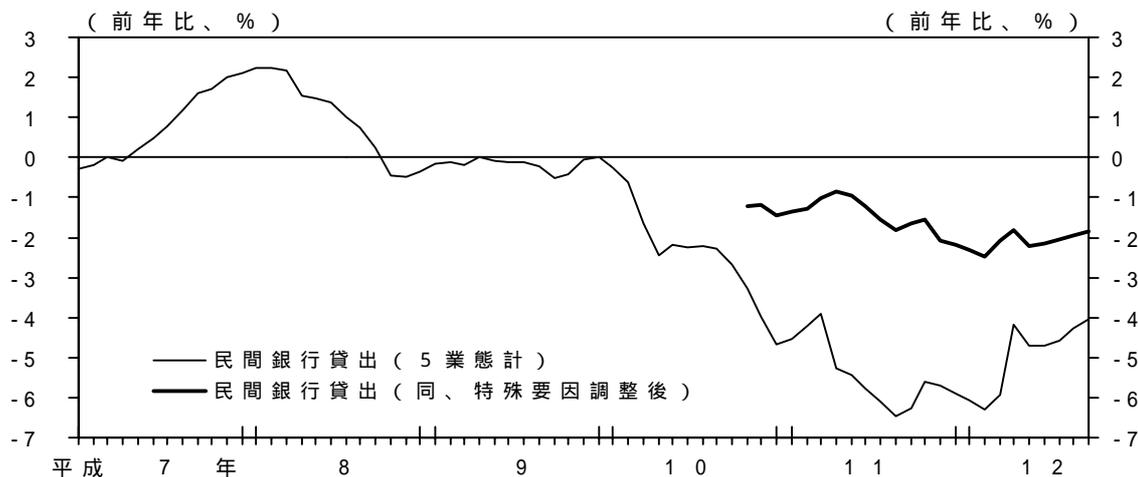
イ．企業金融の動向

平成 12 年度上期の企業の資金調達は、民間銀行からの借入、それ以外の調達ともに、引き続き低迷した。

すなわち、民間銀行 5 業態合計の貸出残高は、12 年度上期を通じて前年比 - 4 ~ - 5 % 程度と、11 年度下期に比べてマイナス幅を幾分縮小させつつも、減

少を続けた（図表 33）¹⁸。また、不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を調整したベースでも¹⁹、- 2 %前後の減少が続いた。ただし、貸出残高の前年比マイナス幅の拡大傾向は、ここにきて歯止めがかかりつつある。

（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）、社債の発行残高の前年比は²⁰、徐々に低下し、最近では前年比 1 %台での推移となっている。また、政府系金融機関の企業向け貸出は、後述のように、企業の資金需要が低迷しているうえに、民間金融機関が優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けていることなどを背景に、伸び率がさらに低下した。この間、CPの発行残高は、総じて高水準を維持したが、コンピューター2000年問題に関連して発行が増加した昨年末から本年初に比べれば幾分減少した。

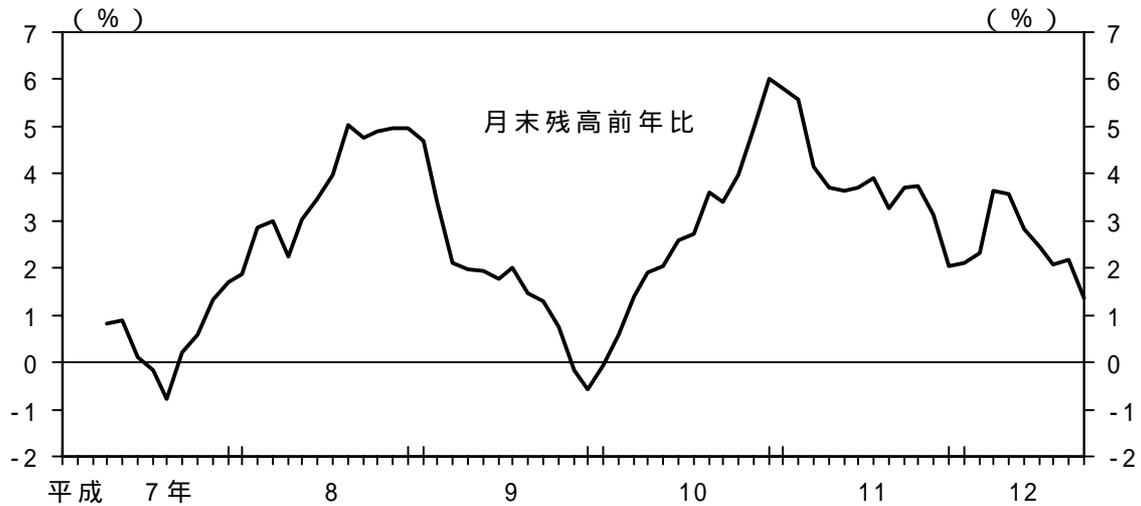
¹⁸ 5業態（都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行）の総貸出、すなわち国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。日本銀行調べ。

¹⁹ 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。

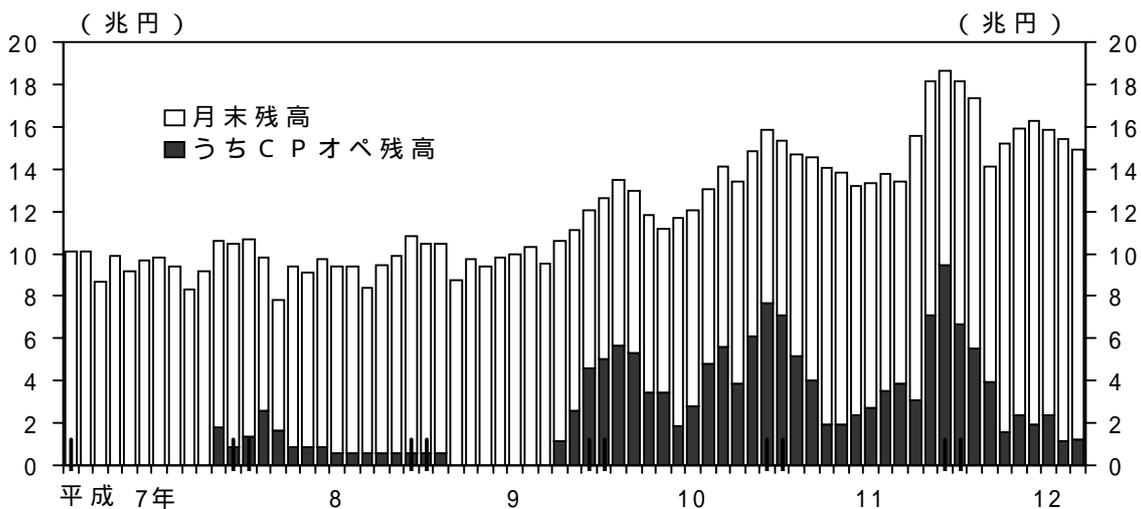
²⁰ 社債発行残高の計数は、民間部門（居住者）が発行した普通社債（除く銀行普通社債）、転換社債およびワラント債の残高（海外起債分を含む）。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 34) 資本市場調達

(1) 社債発行残高



(2) C P 発行残高



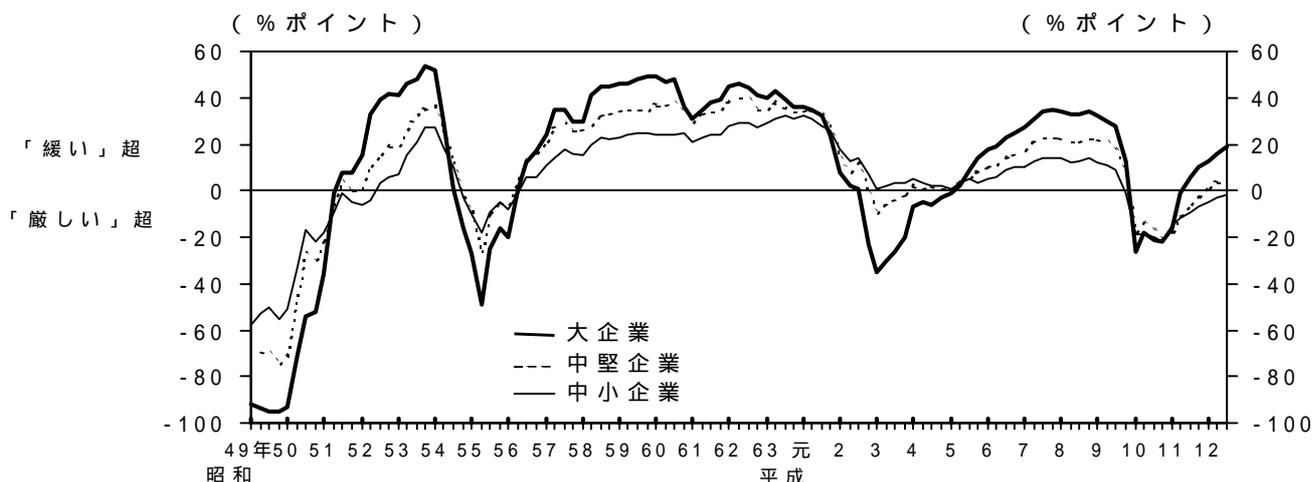
(注) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの (除く銀行 C P) 。

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

まず、民間銀行は、健全性、収益性向上の観点から、信用力が相対的に低い企業に対しては、適正なスプレッドの確保を求めるなど、基本的に慎重な融資スタンスを継続した。しかし、企業ならびに金融機関に対する各種アンケート調査をみると、金融機関は、顧客基盤確保の観点や経営健全化計画に示された貸出計画への対応などから、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続け

ている（図表 35、36）。また、ゼロ金利政策解除後も、こうした貸出姿勢が続いているように窺われる。

（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。

（図表 36）貸出運営スタンス（主要銀行貸出動向アンケート調査）

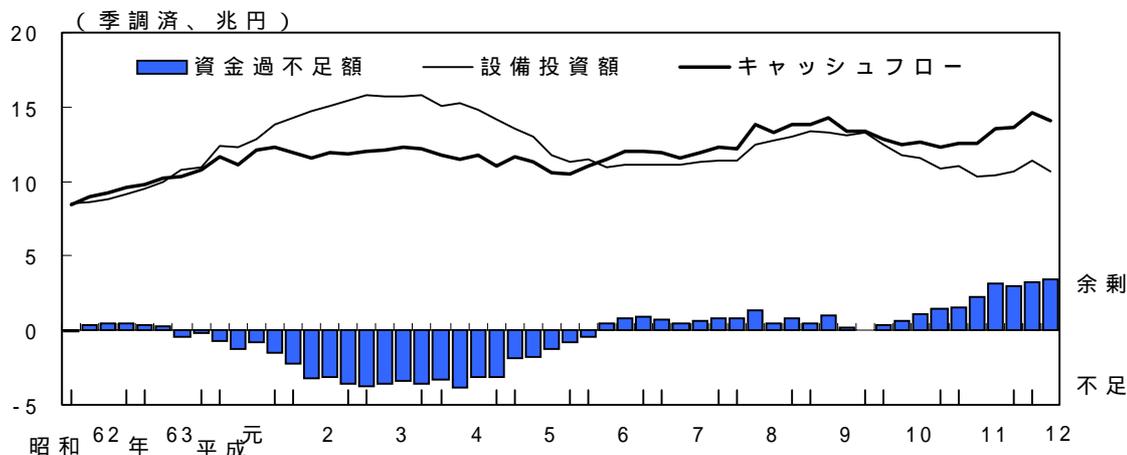
	12年 1～3月	4～6月	7～9月
大企業向け	3.20	3.08	3.12
中堅企業向け	3.52	3.52	3.58
中小企業向け	3.78	3.76	3.84

- （注 1）3 を上回れば「積極化」超、3 未満であれば「慎重化」超。
 （注 2）主要銀行は、金融機関のうち貸出残高の大きい 50 行。

一方、民間企業の資金需要をみると、総じて低迷を続けた。景気が緩やかな回復に転じ、設備投資が増加基調を続ける中で、なお企業の資金需要が低迷したのは、収益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高水準で推移する一方で、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、高水準のキャッシュフローは、むしろ既存債務の返済圧力という形で、資金需要を抑制する方向に働いた面もあると考えら

れる（図表 37）。

（図表 37）企業の財務状況



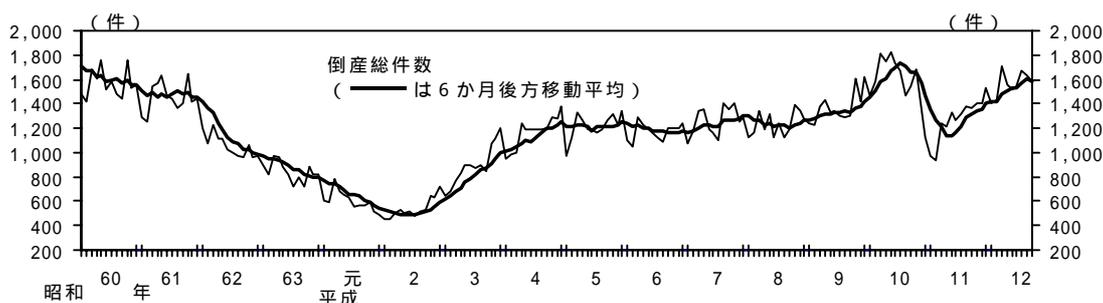
（注 1）資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額（キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費）

（注 2）全産業全規模（除くその他サービス大企業）

以上を踏まえると、12 年度上期を通じて民間銀行貸出が前年比マイナスを続けた背景としては、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、企業の支出活動が消極化したことを示すものではなく、景気が緩やかな回復過程に入らな中で企業のキャッシュフローが高水準で推移したため、外部資金需要に結びつきにくい状況が続いたことによる面が大きい。このように、企業金融が緩和傾向にあることは²¹、

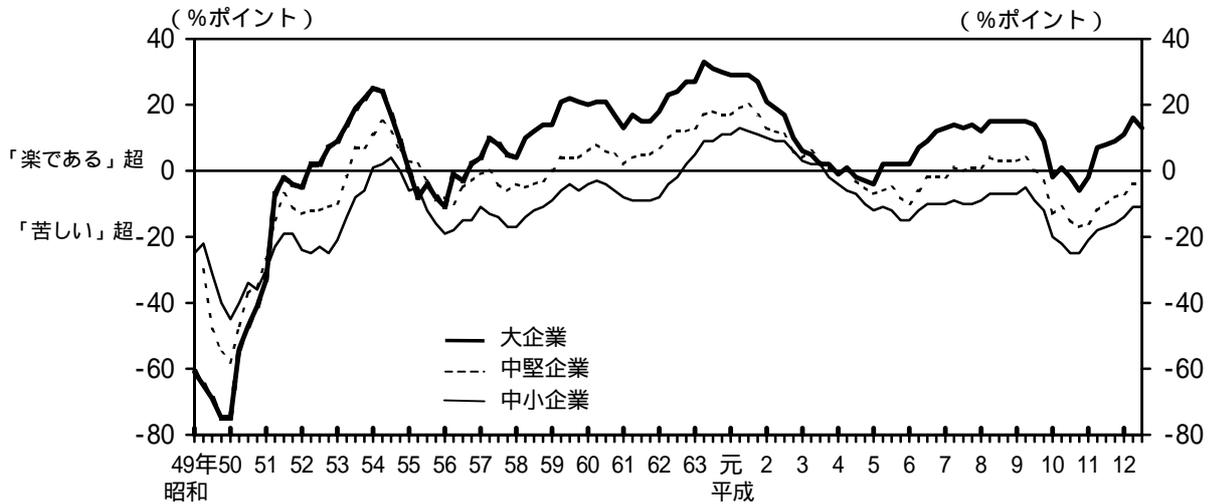
²¹ 企業倒産件数をみると、11 年度に引き続き、12 年度上期も建設業や卸売・小売業を中心に増加傾向を辿った。もっともこれは、企業の資金繰りがここにきて全体として悪化したことを示しているというよりも、経済の改善とともに、二極分化がより鮮明になってきたことを反映したものとみられる。また、民間金融機関の「貸し渋り対策」として 10 年 10 月に運用が開始された中小企業金融安定化特別保証制度の効果により一時的に倒産が減少したが、同制度における最長 1 年間の元本返済の据え置き期間が経過したことも最近の倒産増加に寄与している。

（脚注図表）企業倒産



各種企業アンケート調査において確認することができる（図表 38）。

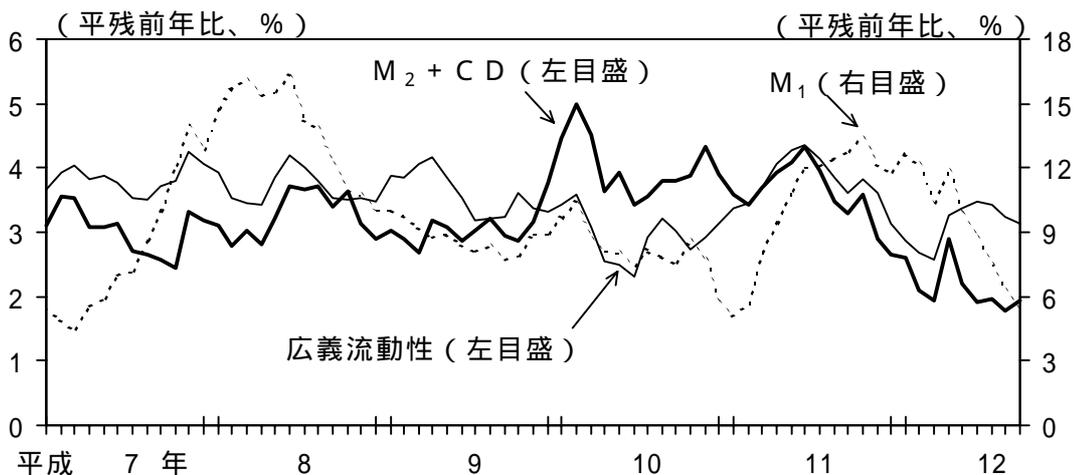
（図表 38）企業の資金繰り判断 D.I.（短観）



ロ．マネーサプライ等の動向

平成 12 年度上期のマネーサプライの動向をみると（図表 39）、代表的指標である $M_2 + CD$ の平均残高前年比伸び率は概ね横這い圏内の動きとなった（12 年 3 月 +1.9% 6 月 +1.9% 9 月 +1.9%）。

（図表 39）マネーサプライ



- （注 1） M_1 = 現金通貨 + 預金通貨（要求払預金）
- （注 2） $M_2 + CD$ = M_1 + 準通貨（定期性預金等） + 譲渡性預金（CD）
- （注 3） 広義流動性 = $M_2 + CD$ + 郵貯 + 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

こうしたマネーサプライの動きを、マネー保有主体（家計、企業、地方公共団体）を通じる資金の流れという観点から捉えると、まず財政資金の流れは、全体としてマネーサプライの伸び率を維持するように寄与した。これは、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は高い伸び率を続けたのに対し、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、前述のように民間金融機関貸出の前年比マイナス幅が概ね横這いとなったことや、社債とCPを合わせた直接調達の伸び率が低下したことが、マネーサプライの伸び率が横這いで推移したことの要因として作用した。ただし、こうした民間資金調達の低迷は、前項イ.で述べたとおり、好調な収益を背景に企業のキャッシュフローが高水準を続けたことによる面が大きい。すなわち、やや逆説的ではあるが、12年度上期における $M_2 + CD$ の動きは、金融システムを巡る不安が一段と沈静化したことや、景気が緩やかな回復過程に入ったことを反映した面があったと考えることができる。

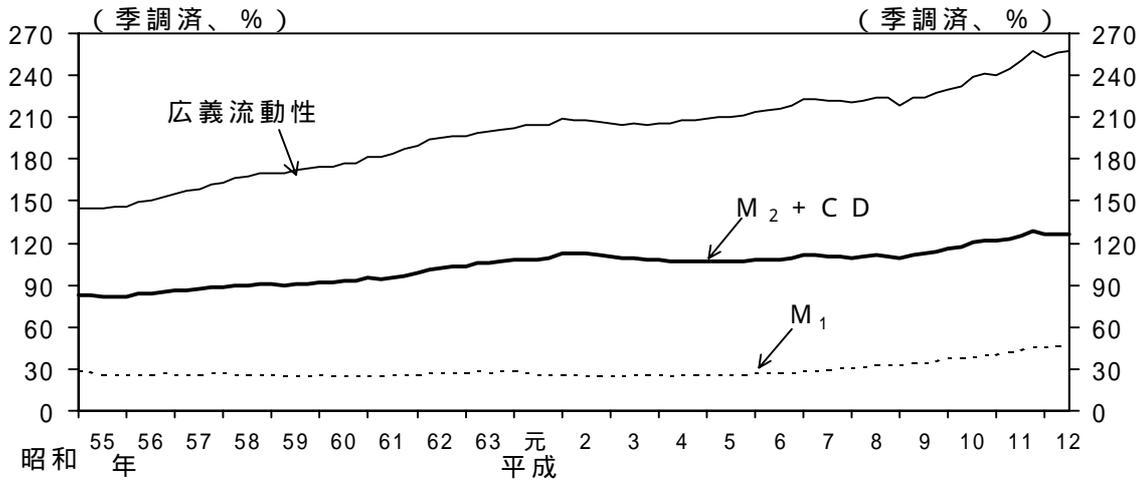
この間、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲の広い広義流動性については、前年比3%台の伸び率を維持した。これは、 $M_2 + CD$ の対象外である金融資産のうち、郵便貯金については伸び率を低めたが²²、投資信託が公社債投信を中心に増加したほか、政府短期証券（FB）が市中公募化等を受けて証券会社保有分を中心に高い伸びを示したことの寄与が大きい。

一方、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲が狭い M_1 については、12年5月以降は、1年振りに前年比伸び率を1桁台に落としたが、12年度上期中も引き続き、前年比でみて $M_2 + CD$ を常に上回る伸びを示した。

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40）、ここ2～3年、名目GDPの伸びが低いものにとどまっているのに対して、マネーサプライの伸びはこれよりも高めとなっている。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やや上回るペースで上昇している。

²² 郵便貯金は、約10年前に高利回りを背景に大量預入された定額貯金の満期が、12年4月以降集中して到来し、そのうちの一部が流出したことなどから、伸び率が低下した。

(図表 40) マネーサプライの対名目 GDP 比率

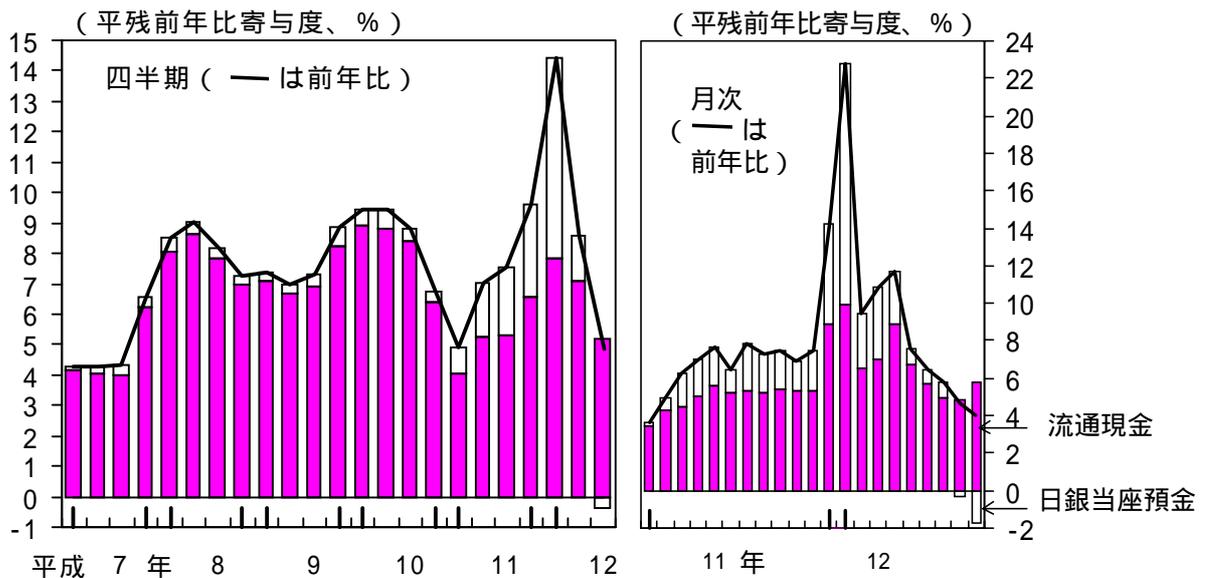


(注) 12年7～9月期の名目GDPは、4～6月期比横這いと仮定して算出した。

次に、マネタリーベース（流通現金＋日銀当座預金）をみると（図表 41）、12年度上期中は、12年4月にいったん伸び率を高めたあと、5月以降は鈍化した。

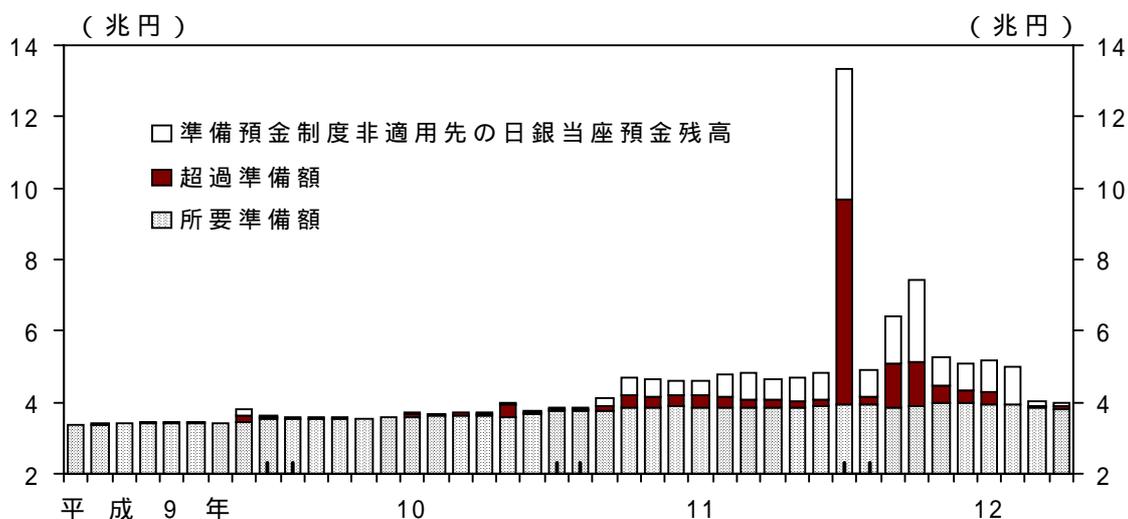
すなわち、マネタリーベースの前年比伸び率は、4月に、郵便局が郵便貯金の集中満期到来に伴う資金流出に備え、手元現金を増やしたことから、いったん伸びを高めた。しかし、5月以降は、こうした郵便局の手元現金保有が圧縮されたため、マネタリーベースの伸びは鈍化した。

(図表 41) マネタリーベース



また、8月にゼロ金利政策解除を受け、日銀当座預金の残高が減少したことも、マネタリーベースの伸び率鈍化の要因となった。これは、ゼロ金利政策のもとでは、金利をできるだけ低めに誘導するために、所要準備を常に大きく上回る資金を市場に滞留させる必要があったのに対して、ゼロ金利政策解除のあとはそうした必要がなくなって、超過準備や、短資会社などの準備預金制度非適用先の日銀当座預金残高が減少したことによるものである（図表 42）。

（図表 42）日銀当座預金



（注）超過準備とは、法定準備預金額（所要準備額）を超えて積まれた準備預金。
計数は積み対象期間（当月 16 日～翌月 15 日）の 1 日当たり平均。