

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 13 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 13 年 6 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
（ 国内景気足踏みの背景 ）	2
（ 純輸出は大幅に減少 ）	3
（ 公共投資は下げ止まり ）	5
（ 企業収益の増益を受け、設備投資は増加 ）	5
（ 雇用者所得、個人消費ともほぼ横這いの動き ）	8
（ 鉱工業生産は減少に転化 ）	11
（ 2 ） 物価の動向	12
（ 3 ） 海外金融経済の動向	17
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場の動向	22
（ 2 ） 債券市場の動向	25
（ 3 ） 株式市場の動向	26
（ 4 ） 外国為替市場の動向	27
（ 5 ） 預金金利、貸出金利の動向	29
（ 6 ） 量的金融指標等の動き	
イ． 企業金融の動向	31
ロ． マネーサプライ等の動向	36
． 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と政策決定の概要	39
2 ． 金融政策決定会合における検討の様相	
（ 1 ） 金融経済情勢に関する検討	
（ 概況 ）	41
（ 「 経済・物価の将来展望とリスク評価 」 の公表 ）	42
（ 米国経済の減速とその影響 ）	45
（ 内外の金融資本市場の不安定な動き ）	46
（ 各種物価指数の弱含み推移 ）	47

( 2 ) 金融政策運営に関する検討	
( 概況 )	48
イ . 平成 12 年 10 ~ 12 月の会合	
( 「 緩やかな景気回復 」 の持続性とリスク要因との関係 )	51
ロ . 13 年 1 月 19 日会合	
( 経済・物価の下振れリスクの一段の強まりへの対応 )	51
( 流動性供給方法の改善の必要性 )	52
ハ . 2 月 9 日会合	
( ロンバート型貸出の新設など流動性供給方法の改善 )	54
( 公定歩合の引き下げ )	55
ニ . 2 月 28 日会合	
( コールレート及び公定歩合の引き下げ )	56
ホ . 3 月 19 日会合	
( 思い切った金融緩和措置の必要性 )	58
( 金融市場調節の主たる操作目標の変更 )	58
( 明確なコミットメントを通じた 「 時間軸効果 」 の活用 )	59
( 長期国債買い切りオペを巡る議論 )	60
( 金融市場調節方針の変更と一段の金融緩和措置 )	61
( 構造問題解決の重要性 )	62
( 3 ) 「 物価の安定 」 に関する検討結果	
( 検討結果の概要 )	63
( 会合での議論 )	66
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	67
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	70
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
( 1 ) 担保体系の整備等	73
( 2 ) 補完貸付制度の新設等	74
( 3 ) 手形買入および手形売出の見直し等	75
. 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	76
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	103
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	138
4 . 金融政策決定会合議事要旨	152
参考計表・資料一覧	274

# 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 年度下期の国内経済情勢をみると、概ね 12 年中は緩やかな回復を続けていた国内景気は、12 年末以降、海外経済の減速を受けた輸出の減少を背景に減速し、期末にかけて足踏み状態となった。

すなわち、設備投資を中心に、国内需要が比較的底固く推移した一方、米国や東アジアなど海外経済の減速を背景に、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は大幅に減少した。これを受け、鉱工業生産は伸びが鈍化し、13 年入り後は減少に転じた。企業収益は改善を続けたが、そのテンポは大幅に鈍化した。こうした中で、企業の業況感も、13 年入り後は製造業を中心に悪化に転じた。この間、家計の所得環境は全体としては底固さを維持したが、雇用関連指標の一部には、生産減少の影響がみられた。

2. 12 年度下期中の国内物価は、総じてやや弱めの展開となった。その背景をみると、12 年秋以降の為替円安化は物価の押し上げ要因として働いたが、その他の要因の多くは、物価を押し下げる方向に作用した。すなわち、12 年末以降、景気の回復テンポが鈍化する中で、国内需給バランスの面からの物価低下圧力がかかりやすい状況となった。また、海外経済の減速を背景に、原油や半導体等の海外市況も軟化した。加えて、技術進歩や流通合理化、規制緩和の進展等の要因も、引き続き、物価を低下させる方向に作用した。

この間、地価は、二極化の傾向を伴いつつも、全体としては下落傾向が続いた。

3. 海外経済情勢をみると、長期にわたる高成長を続けてきた米国経済は、12 年秋以降急速にスローダウンし、これにつれて、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気も減速した。また、ユーロエリアでも景気の減速傾向が窺われた。このように、海外経済は、米国・東アジアを中心に減速をみた。

海外金融市場の動向をみると、米国では、上述のように景気が急激な減速を示す中で、13 年入り後、政策金利が相次いで引き下げられ、長短市場金利も

低下した。ユーロエリアでは、12年10月に政策金利が引き上げられたが、その後、13年3月までの間は据え置かれた。この間、長短市場金利は、インフレ懸念の後退などから低下傾向を辿った。また、米国およびユーロエリアの株価は、12年度下期中、IT関連銘柄を中心に下落基調を辿った。東アジア諸国の一部では、景気の減速を背景に、政策金利が引き下げられた。

(金融面の動向)

4. 12年度下期の短期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0.25%前後の水準で概ね安定的に推移したあと、13年2月28日および3月19日の日本銀行の金融緩和措置を受け、期末にかけてはゼロ近傍まで低下した。ターム物金利も、年明け後は、日本銀行による一連の金融緩和措置等を受けて、大幅に低下した。

長期金利は、12年度下期中、景気に対する先行き不透明感の高まりなどを背景に、ほぼ一貫して低下基調を辿った。また、株価は、米国株価の下落や国内企業の業績見通しの下方修正などを受けて、下落基調を続けた。

この間、12年度下期中の円相場は、対米ドル、対ユーロとも大幅に下落した。

5. 民間銀行貸出は、12年度下期を通じて弱めの動きを続けた。民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、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維持した。一方、資金需要の面では、設備投資など企業の支出水準がキャッシュフローの水準を下回り続けたことや、企業がバランスシート調整の一環として借入金を圧縮するスタンスを継続したことを反映し、民間企業の資金需要は総じて低迷を続けた。

6. マネーサプライ( $M_2 + CD$ )の前年比伸び率は、12年度下期を通じて、幾分高まった。この背景をみると、上述のように民間銀行貸出の前年比がマイナス基調を維持した一方で、社債・CPを通じた直接調達の伸び率は高まった。このため、民間部門の資金調達のマネーサプライ前年比伸び率へのマイナス寄与は、幾分縮小した。こうした中で、12年春以降に大量に満期を迎えた定額郵便貯金からマネーサプライ対象資産への資金シフトの動きが、マネーサプライの伸びを高める主因となった。

マネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)は、12年12月から13年1月にかけて、前年同時期にいわゆる「コンピューター2000年問題」を背景に

大幅に増加していたことの反動から、前年比伸び率は一旦マイナスとなったが、その後は、こうした要因の影響が概ね剥落したことから、前年比伸び率はプラスに復した。

(金融政策決定会合における検討)

7. 12年度下期には、9回の金融政策決定会合が開催されたが、これらの会合では、前述のような金融経済情勢の変化についての認識が概ね共有された。こうしたもとの、13年入り後、日本銀行は、機動的・弾力的に金融緩和措置を講じた。
8. 各会合における検討の過程を振り返ると、まず、12年10～11月中の会合では、景気の現状について、企業部門を中心とする緩やかな景気回復が続いているとの判断を背景に、コールレートの誘導水準を0.25%とする金融市場調節方針が維持された。同時に、米国をはじめとする海外経済に減速の傾向がみられていることや、内外の金融資本市場でも不安定な動きがみられることが、先行きの下振れ方向のリスク要因として認識された。これらの点は、10月末に公表された、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中でも、リスク要因として指摘されることとなった。
9. その後公表された経済指標からは、米国経済の減速のスピードが、内外の予想を上回る急激なものとなっていること、これが、韓国、台湾など一部東アジア諸国をはじめとする世界経済や、日本の輸出にも影響を及ぼしていることが明らかとなった。こうした中で、12月15日の会合では、景気回復のテンポが鈍化していることが確認された。ただし、企業部門を中心とする回復のメカニズムは維持されているとの判断に立って、上記の金融市場調節方針が継続された。
10. その後、1月19日の会合では、米国経済が内外の予想を上回る減速を示しており、日本の輸出や生産への影響も一段と明確になっていることなどを受け、景気の現状について、回復テンポの鈍化に一段と焦点を当てた判断がなされた。こうした中で、金融市場調節方針は現状維持としつつも、海外経済の減速や金融資本市場の不安定な動きに鑑み、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、議長から執行部に対し、市場への流動性供給方法の改善について検討し、次回の決定会合までに報告するよう、指示が行われた。

11. 2月9日の会合では、上記に関する執行部からの報告を受け、金融機関からの借入の申し込みを受けて公定歩合により受動的に貸出を実行する、「ロンバート型貸出制度」を新設するなど、流動性供給方法の改善策を講じることとされた。さらに、景気回復のテンポが明確に鈍化し、下振れリスクも高まっていることなどを踏まえ、公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とすることが決定された。

12. 2月28日の会合では、景気回復の動きが一段と鈍化し、先行きの不透明感も強まっていることや、物価が弱含みの動きを続け、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念があるといった、一段と慎重な判断が示された。こうした判断に立って、コールレートの誘導目標を0.15%前後に、また、公定歩合を年0.25%に、それぞれ引き下げる措置が決定された。

13. 3月19日の会合では、前回会合後に公表された経済指標などの点検を通じ、輸出の減少を主因に生産も明確に減少に転じ、これが、企業のマインドや設備投資スタンスにも影響を及ぼしていることが明らかとなり、景気は足踏み状態となっているとの判断が示された。

このような厳しい景気判断を踏まえ、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、通常では行われぬような思い切った金融緩和に踏み切ることが必要と判断された。こうした判断のもと、金融市場調節の主たる操作目標を、コールレートから日本銀行当座預金残高に変更する、この新しい金融市場調節方式を、消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続する、当面、日本銀行当座預金残高を5兆円程度に増額する、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、一定の歯止めのもとで、長期国債の買入れを増額する、という、金融緩和措置が決定された。

14. この間、12年度下期の会合を通じて、政策委員は、市場の先行き不透明感が払拭されない状況が続いたことや、バブル崩壊後、財政・金融の両面から大規模な政策対応が続けられたにもかかわらず、経済が本格的な回復に至らず、再び悪化に転じたことなどを背景として、日本経済が抱える構造的な問題を解決していくことが重要であるとの認識を強めていった。

こうした認識のもと、2月28日および3月19日の金融緩和措置に際しての

公表文では、日本経済の本格的な回復を実現するためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件であり、日本銀行として、こうした構造改革に向けた取組みが速やかに進展することを強く期待している旨、記されることとなった。

（「物価の安定」に関する検討結果）

15. 12年10月13日の会合では、12年春以降続けられてきた「物価の安定」に関する総括的検討をまとめた報告書として、「『物価の安定』についての考え方」が採択され、公表された。

検討の過程では、先行きの経済や物価についての見方をわかりやすく示すことを通じて、金融政策運営の透明性を高める方策はないかという点が、重要な論点となった。このための具体的な方策として、「経済・物価の将来展望とリスク評価」を、4月および10月の年2回公表することが、あわせて決定された。

（日本銀行のバランスシートの動き）

16. 12年度下期の日本銀行のバランスシートは、潤沢な資金供給を継続したこと等を反映して、総じて前年を上回る規模で推移し、13年3月末の総資産残高は115.1兆円（前年比+8.4%）と月末としては既往ピークとなった。この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性の点で引き続き向上がみられた。

## I . 経済及び金融の情勢

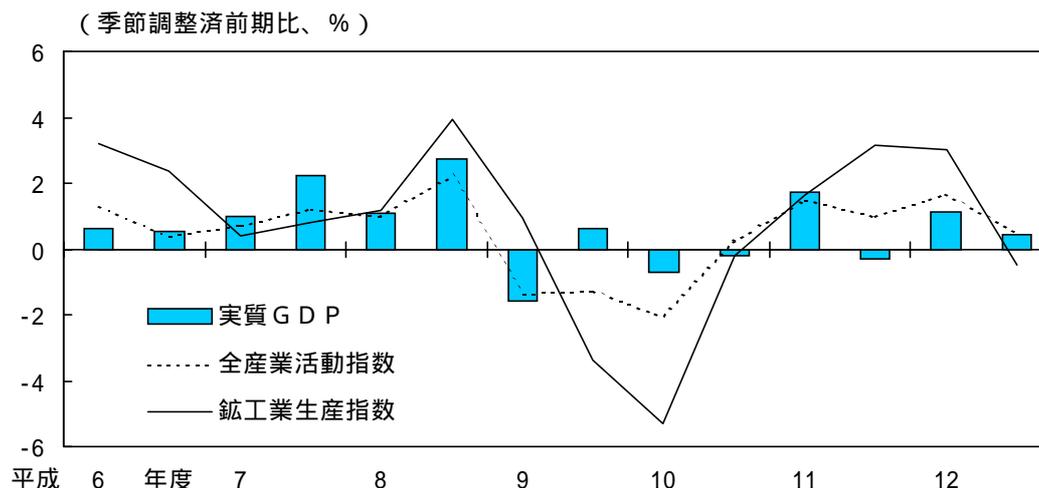
### 1 . 経済の情勢

#### ( 1 ) 国内実体経済の動向

##### ( 概況 )

平成 12 年度下期の国内経済情勢をみると、概ね 12 年中は緩やかな回復を続けていた国内景気は、12 年末以降、純輸出の減少を背景に減速し、期末にかけて足踏み状態となった。鉱工業生産は、11 年度上期以降増加を続けていたが、12 年度下期入り後は伸び率が鈍化し、13 年入り後は減少に転じた（図表 1）。

( 図表 1 ) 鉱工業生産、全産業活動指数と実質 GDP



( 注 1 ) 12 年度下期の実質 GDP は 12 年 10 ~ 12 月、全産業活動指数は 12 年 10 月 ~ 13 年 2 月の値。

( 注 2 ) 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 年度下期中の国内需要の動向をみると、設備投資は増加した。個人消費は、全体として回復感に乏しい状態が続いたが、一部販売指標には、やや明るさも窺われた。住宅投資はほぼ横這いの動きとなった。公共投資は概ね下げ止まった。

このように、国内需要が比較的底固く推移した一方、米国、東アジアなど海外経済の減速を背景に、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は大幅に減少した。これを受け、鉱工業生産は 12 年度下期入り後伸びが鈍化し、13 年入り後は減少に転じた。在庫についても、電子部品や素材の一部で過剰感が高まった。企業収益は改善が続けたが、そのテンポは大幅に鈍化した。こうした中で、企業の業況感も 13 年入

り後は製造業を中心に悪化に転じた。この間、家計の所得環境は全体としては底固さを維持したが、新規求人や所定外労働時間など雇用関連指標の一部には、生産減少の影響がみられた。

(国内景気足踏みの背景)

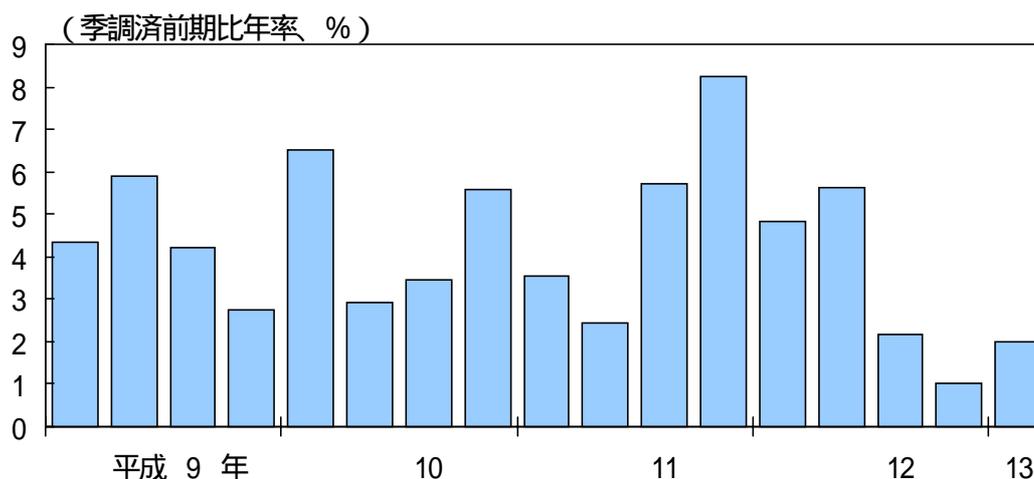
このように、緩やかながらも回復を続けていた国内景気が、期末にかけて足踏み状態に至った背景としては、米国経済が内外の予想を上回る急激な減速を示し、その影響が、米国向けIT(情報技術)関連輸出のウェイトの高い東アジア経済や、日本の輸出面に及んだことが挙げられる<sup>1</sup>。

すなわち、12年前半まで5%前後といった高成長を続けていた米国経済は、同年秋以降、成長テンポが急速に鈍化した(図表2)。この影響は、米国への輸出依存度の高い東アジア経済にまず現れ、NIEs(韓国、台湾、シンガポール)の輸出・生産は、12年10~12月には減少に転じた。

12年末までの日本経済は、生産活動や企業収益の好転につれて雇用者所得も下げ止まり、個人消費の回復の下地が整いつつあった。しかし、上記のような米国経済をはじめとする世界経済の減速を受け、景気回復のリード役であったIT関連財を中心に、日本の輸出・生産も減少に転じ、この結果、企業部門を起点とする回復のメカニズムに変調が生じることとなった。

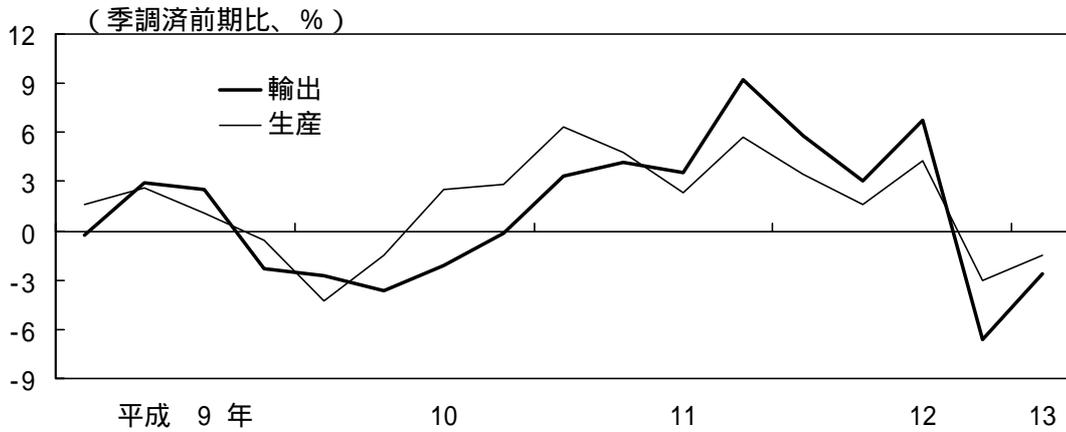
(図表2) 米国景気減速の影響

(1) 米国の実質GDP

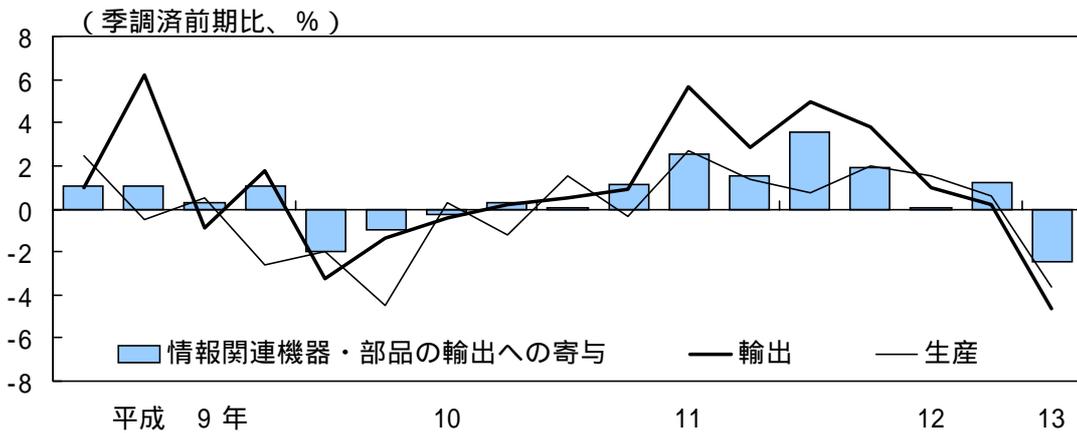


<sup>1</sup> 海外経済の詳細については、1.(3) 海外金融経済の動向、で後述。

( 2 ) N I E s の輸出・生産



( 3 ) 日本の輸出・生産



( 注 ) N I E s ( 韓国、台湾、シンガポール ) の生産は G D P ウェイトで加重平均。輸出は名目値 ( 米ドルベース ) の合計。

( 純輸出は大幅に減少 )

こうした経済の変動の主因となった輸出入の動向をやや詳しくみると、まず輸出は、前述のとおり、米国、東アジアなど海外経済の減速を背景に、12年度下期には減少に転じており、通関統計ベースでみた実質輸出は、12年度上期に前期比7%弱の増加となったあと、下期は1%台半ばの減少となった(図表3(1))。この内訳をみると、前期まで大幅な増加を続けていたIT関連財(コンピューター、半導体部品)の伸びが、海外での在庫調整を背景に、大幅に鈍化し、資本財(半導体製造装置)は減少に転じた。また、自動車輸出は欧州向けが引き続き低調に推移したことに加えて、米国向けが13年入り後減少に転じたことから、減少となった。

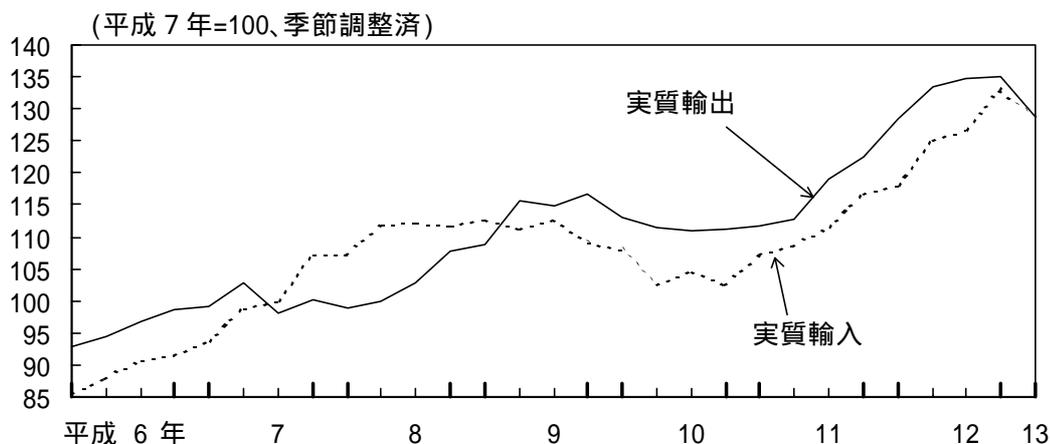
一方、輸入については、12年度上期まで大幅な増加を続けていたが、下期には

伸び率が鈍化した。すなわち、通関統計ベースの実質輸入は、12年度上期に前期比7%程度の増加となったあと、下期には、パソコンや衣料品の輸入増加が一服したため、4%に伸び率が低下した。

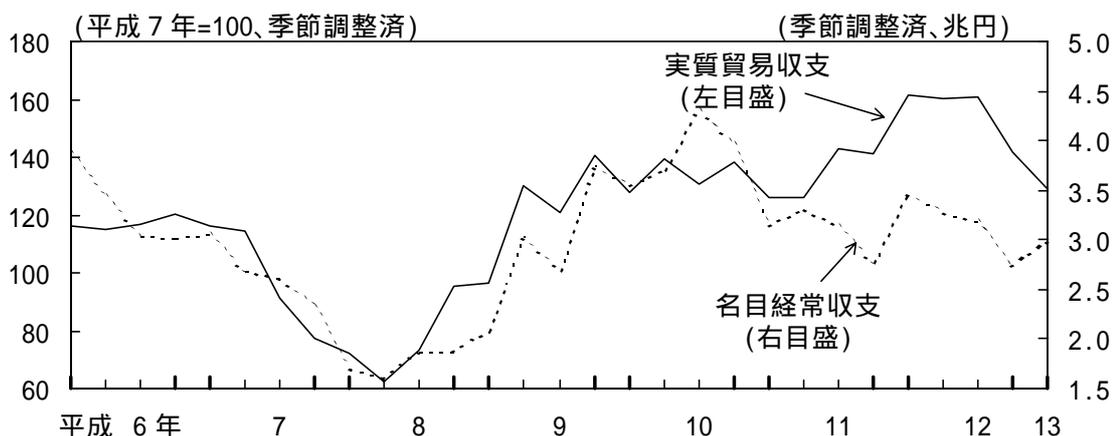
以上のような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支<sup>2</sup>でみた純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は、12年度上期に比べ大幅に減少した（図表3(2)）。

（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。

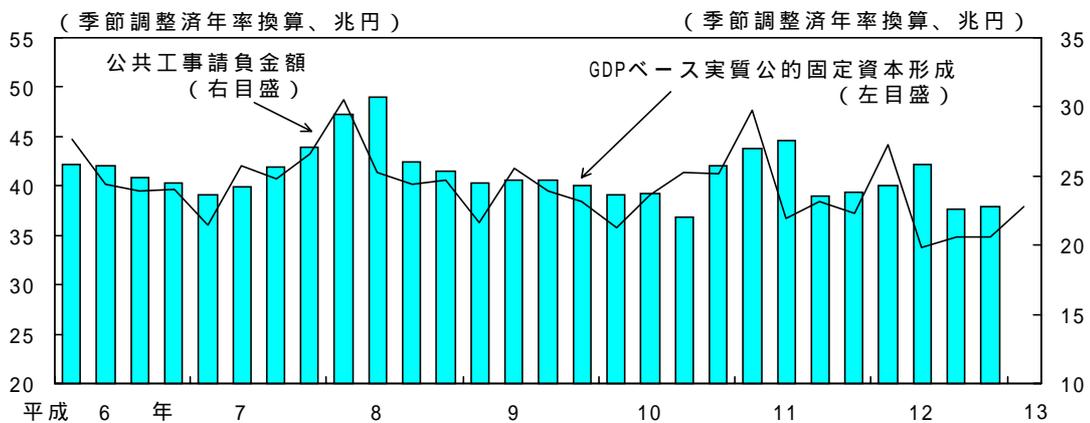
（注2）実質貿易収支は、上記の実質輸出入の差を指数化したもの。

<sup>2</sup> 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。

(公共投資は下げ止まり)

公共工事の発注の動きを表す公共工事請負金額は、概ね横這いの推移を辿ったが、13年1～3月には12年度の補正予算関連の発注により再び増加した(図表4)。また、工事執行ベースでも、こうした発注の動きから若干のタイムラグを伴いつつ、12年10～12月頃に下げ止まり、その後は概ね横這いの動きとなったとみられる。

(図表4) 公共投資

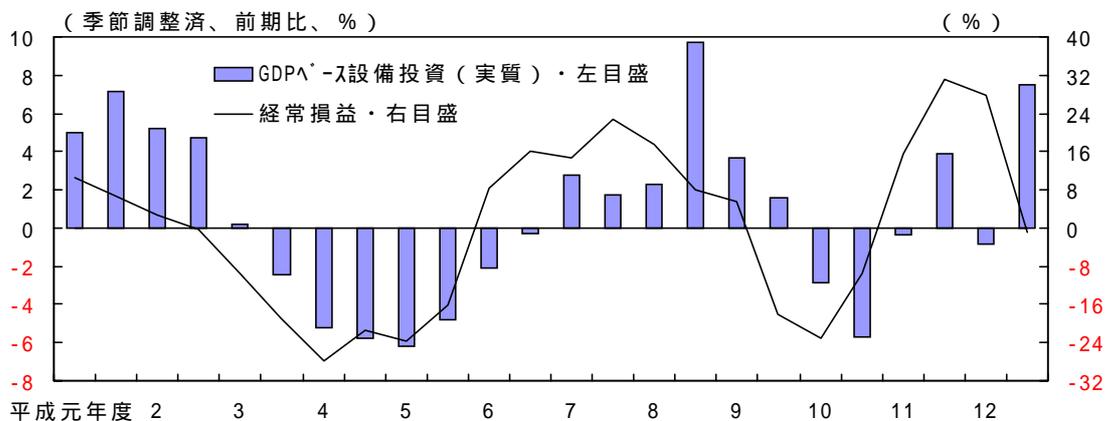


(企業収益の増益を受け、設備投資は増加)

企業部門をみると、11年度に大幅増益となった経常利益は、12年度も増益を続けた。しかしながら、年度中の動きをやや細かくみると、13年入り後の輸出・生産の減少に伴い、企業収益の改善テンポは大幅に鈍化したとみられる(図表5)。こうした収益環境の変化に加え、株価下落の影響もあって、企業の業況感も、13年入り後は製造業を中心に悪化に転じた(図表6)。この間、企業金融は、緩和された状態が続いた<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 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 5 ) 設備投資と収益

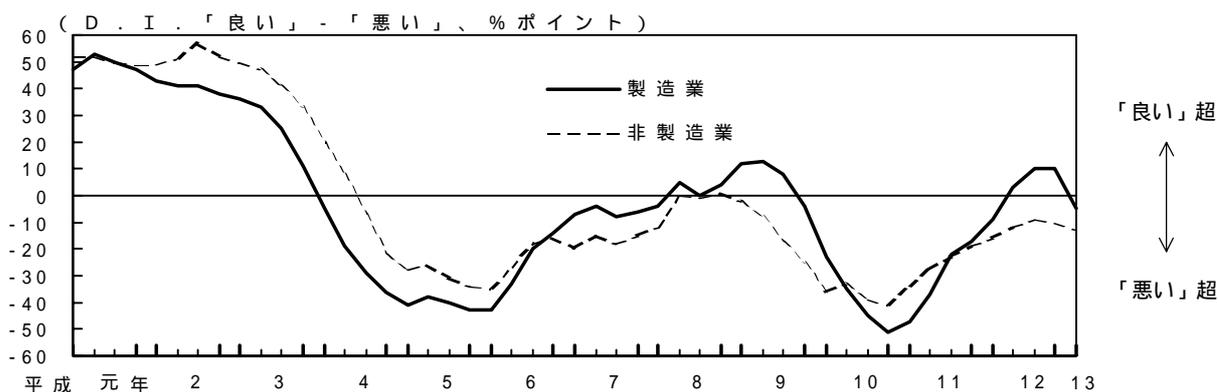


( 注 1 ) 平成 12 年度の経常損益は、平成 13 年 3 月時点の計画。

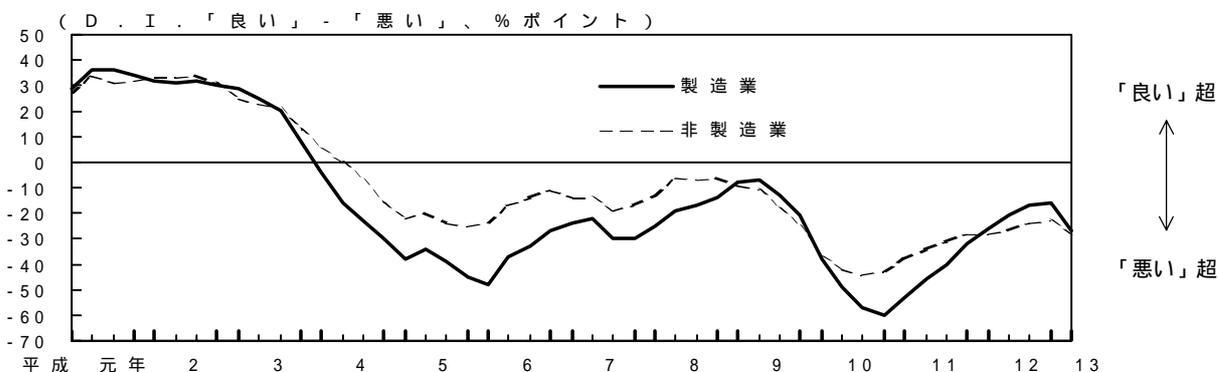
( 注 2 ) 平成 12 年度下期の設備投資は、平成 12 年 10 ~ 12 月の半期換算値。

( 図表 6 ) 業況判断 ( 短観 )

( 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。

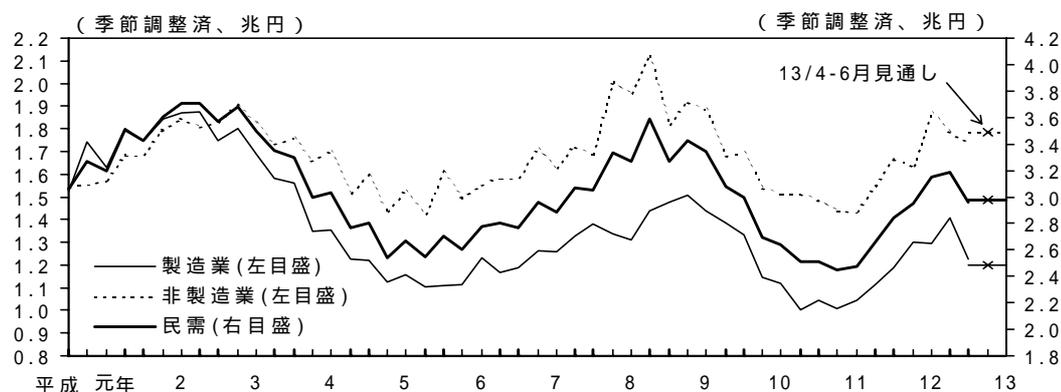
中小企業：常用雇用者数が製造業 50 ~ 299 人、卸売 20 ~ 99 人、小売・サービス・リース 20 ~ 49 人、その他非製造業 50 ~ 299 人の企業が対象。

12年度下期の設備投資は、企業収益の回復に支えられて増加を続けた。すなわち、GDPベースの設備投資は、11年度下期以降増加基調を辿り、12年10～12月には、機械投資を中心に大幅に増加した（前掲図表5）。また、機械投資とほぼ同時に動く指標である資本財出荷（除く輸送機械）は、10～12月に増加したあと、既に発注した案件の投資進捗もあって、13年1～3月は概ね横這いの動きとなった（後掲図表13）。

もっとも、機械投資の先行指標である機械受注をみると、10～12月まで6四半期連続で増加したあと、半導体製造装置や産業機械を中心に、1～3月には減少に転じた（図表7(1)）。また、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、11年度末に、大規模小売店舗に関する法律の変更に伴う駆け込み出店がみられたことの反動から12年度入り後は減少を続けており、13年入り後も低調に推移している（図表7(2)）。このように、先行指標の動きは、設備投資が先行き徐々に頭打ちに向かうことを示唆するものとなっている。

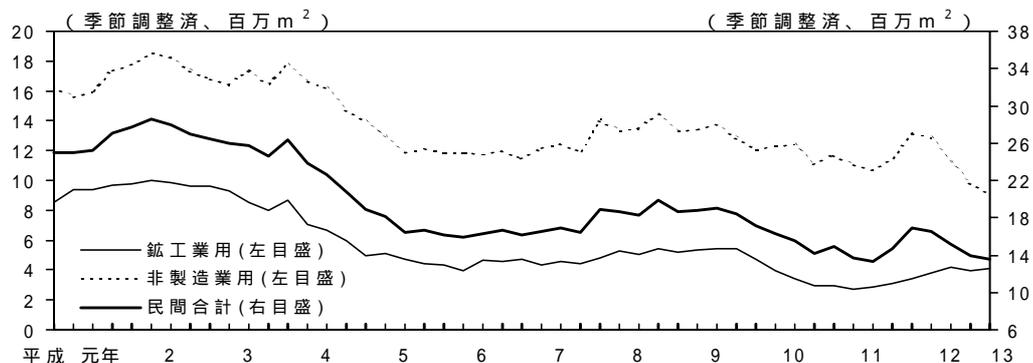
（図表7）設備投資先行指標

（1）機械受注



（注）民間需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

（2）建築着工床面積（非居住用）



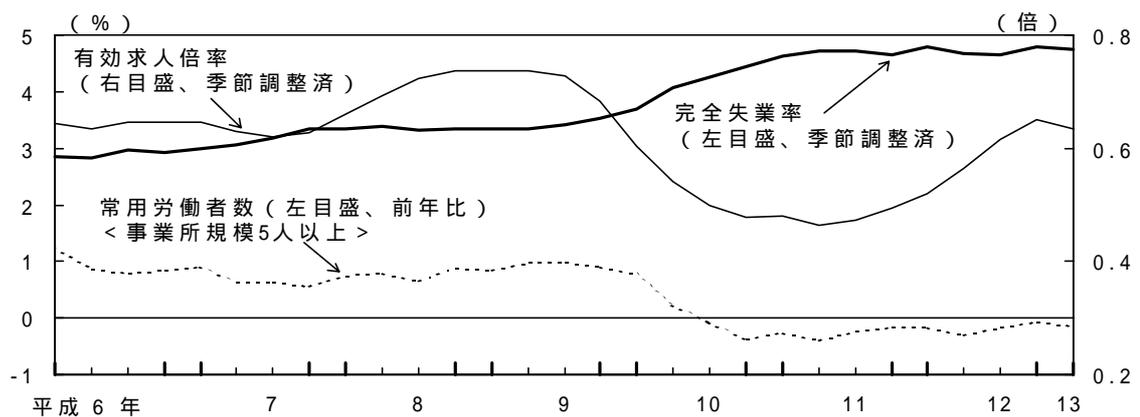
(雇用者所得、個人消費ともほぼ横這いの動き)

次に家計部門をみると、雇用者所得は、12年度下期中、底固く推移した。ただし、13年入り後は、新規求人や所定外労働時間が減少に転じるなど、生産活動低下の影響が、雇用・所得の限界的な部分に徐々にみられ始めた。こうしたもとで、個人消費は、全体として回復感に乏しい展開が続いたが、乗用車販売など一部販売指標には、やや明るさも窺われた。

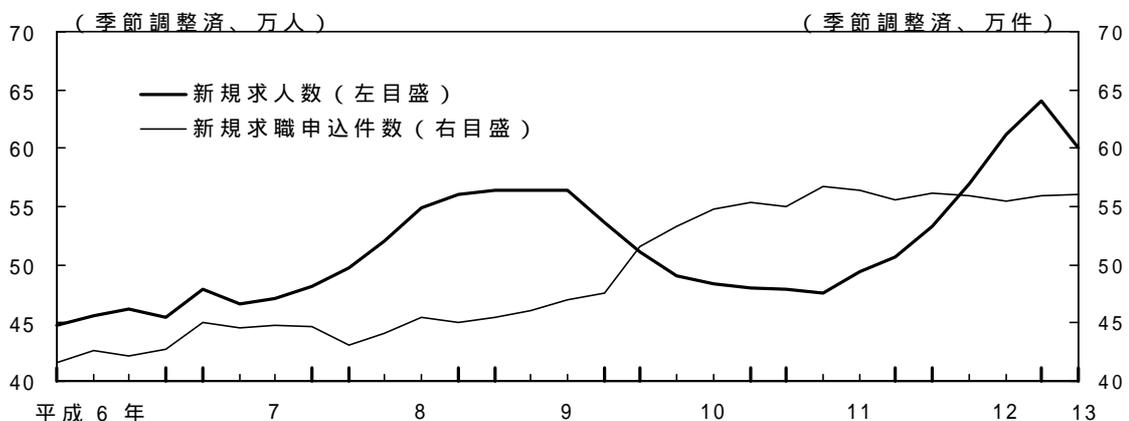
雇用・所得環境のうち、労働需給をみると、完全失業率は若年層を中心に上昇し、12年12月には4.9%と昭和28年の統計作成開始以来のピークを更新したあと、13年入り後も高止まりを続けた(図表8)。また、12年中に増加を続けた新規求人は、13年入り後は減少に転じ、有効求人倍率の改善傾向も、13年入り後は一服した。

(図表8) 労働需給

(1) 雇用関連指標

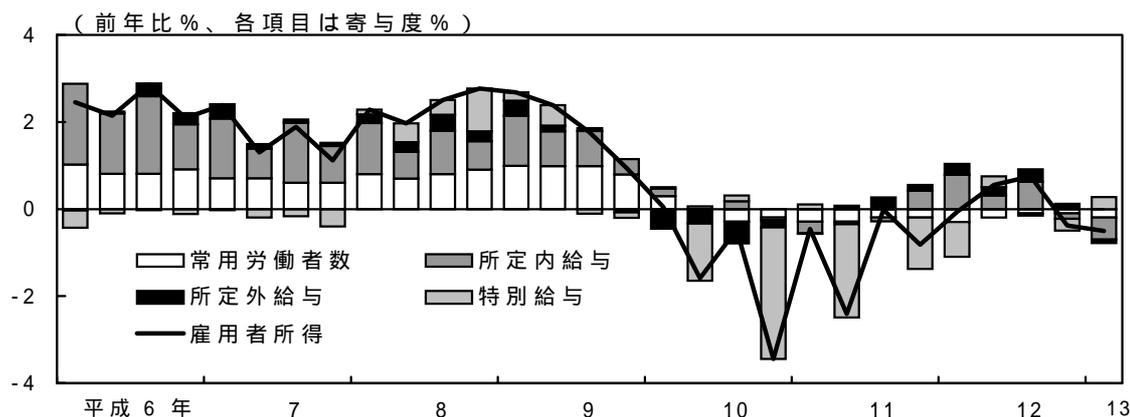


(2) 新規求人数・求職者数



雇用者所得は、底固い動きを続けた（図表9）。やや細かくみると、1人当たり名目賃金は、12年中は前年水準を上回って推移した。ただし、12年末以降は冬季の特別給与が前年を下回った<sup>4</sup>ことに加え、所定内・所定外給与の伸びも鈍化したことから、ほぼ前年並みの水準となった<sup>5</sup>。

（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）13年第1四半期は3月の前年同月比。

消費者心理は12年度末にかけてやや慎重化した（図表10）。個人消費はほぼ横這いの動きとなった。個人消費の動きをGDPベースで見ると、12年7～9月に前年比-1%程度の減少となったあと、10～12月には同1%弱の増加となるなど、一進一退の推移を辿った。13年1～3月についても、各種の個人消費関連指標の動きから判断して、一進一退の範囲内での動きが続いていた模様である（図表11）<sup>6</sup>。

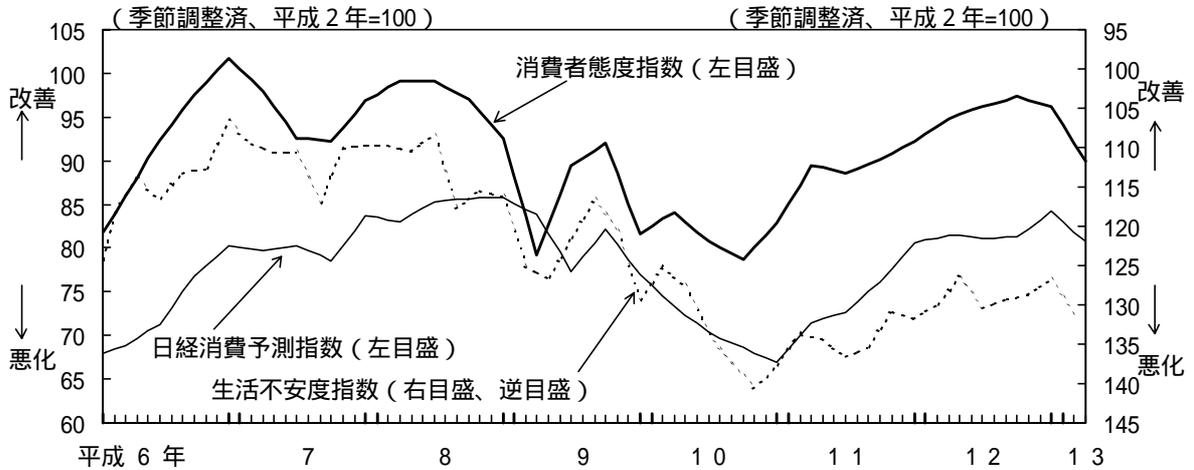
<sup>4</sup> これには、公務員比率の高い医療業、社会保険・福祉、教育の寄与が大きい。

<sup>5</sup> 図表9では、賞与の支給時期にあわせて、第1四半期：3～5月、第2四半期：6～8月、第3四半期：9～11月、第4四半期：12～2月として表示している。

<sup>6</sup> 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13年第1四半期の値は、「国内分」については、鉱工業出荷指数における消費財の伸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。

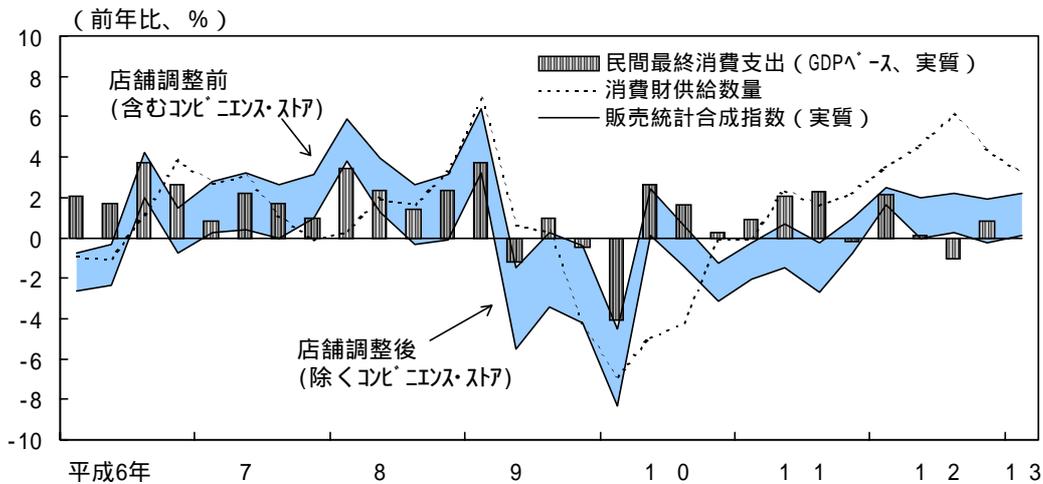
販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、チェーンストア売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱高、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトを用

(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。

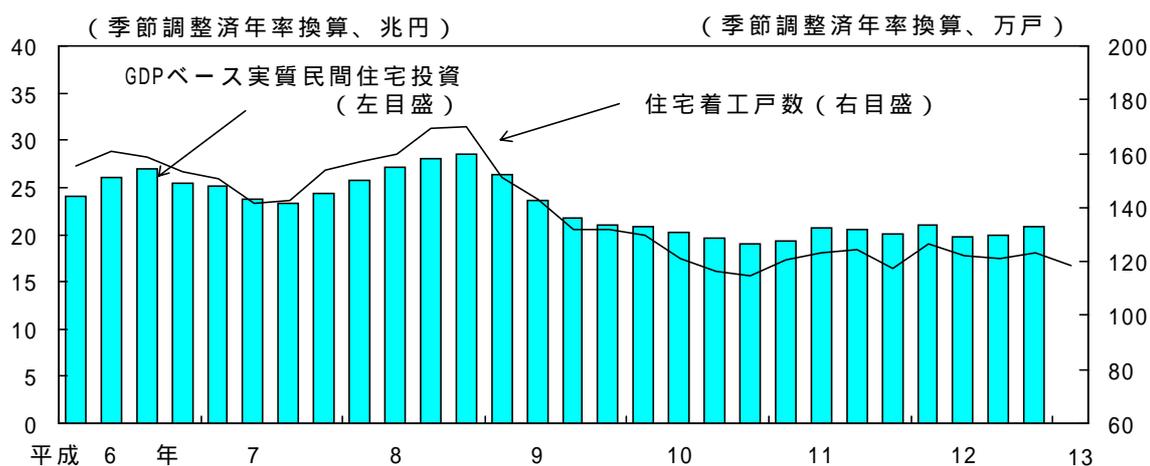
(図表 11) 個人消費



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、住宅投資は概ね横這いの動きとなった(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は減少したが、その他の資金を利用した持家着工が増加したことから、着工戸数全体では12年度下期に121万戸(季節調整済みの年率換算値)と、上期(同122万戸)とほぼ同水準となった。

(図表 12) 住宅投資

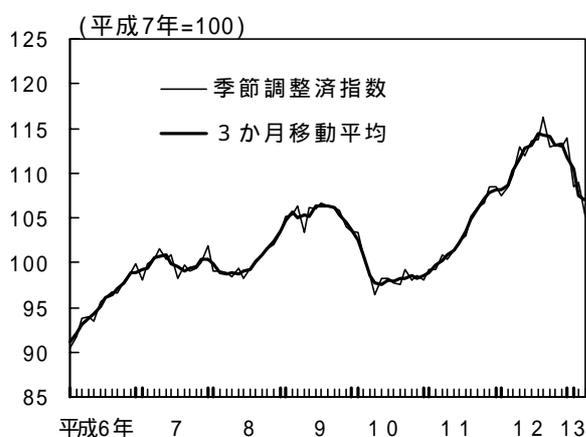


( 鉱工業生産は減少に転化 )

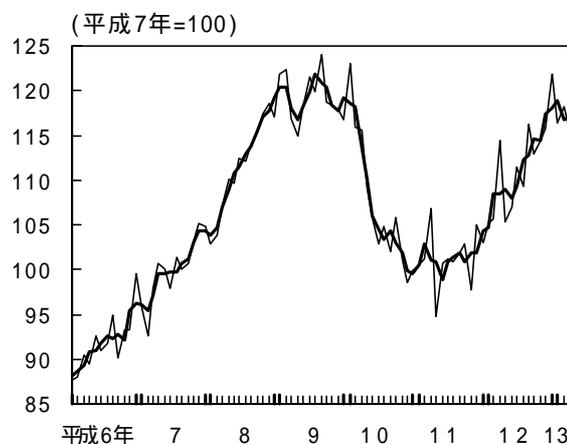
12年度上期まで増加基調を続けていた鉱工業生産は、12年度下期に入ると増加テンポが鈍化し、13年入り後は減少に転じた。これを出荷面からみると、資本財(除く輸送機械)は増加を続けたが、輸出の減少を主因に、生産財(IC等電子部品や鉄鋼、化学)や消費財(自動車)が減少に転じた(図表 13)。この間、建設財は、大型小売店舗の駆け込み出店の反動から、12年夏以降の減少傾向が続いた。

( 図表 13 ) 財別出荷

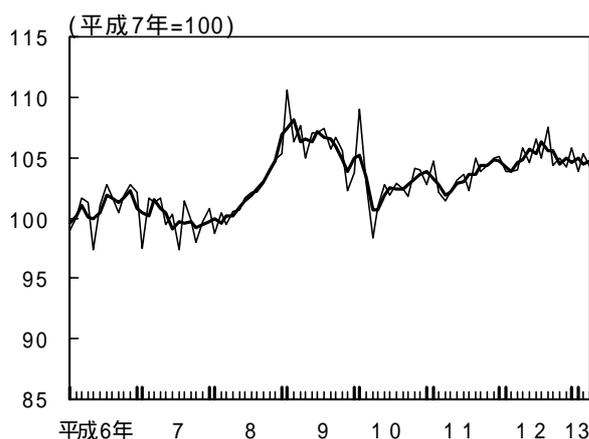
( 1 ) 生産財<45.1%>



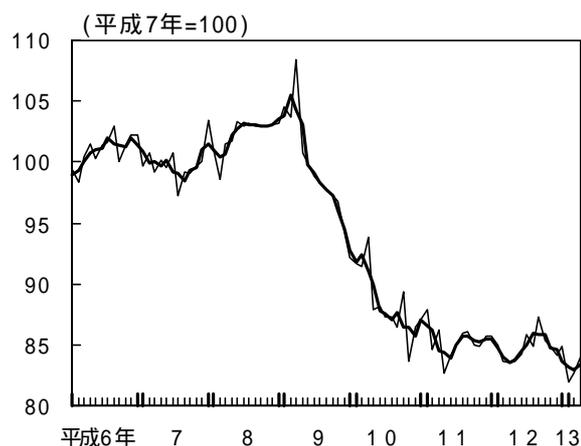
( 2 ) 資本財(除く輸送機械)<14.2%>



( 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。

在庫動向をみると、海外需要の減少が大きかった電子部品や素材等の一部で、在庫の積上がりがみられた。ただし、鉱工業全体でみると、在庫率の上昇は比較的小幅にとどまった。

## ( 2 ) 物価の動向

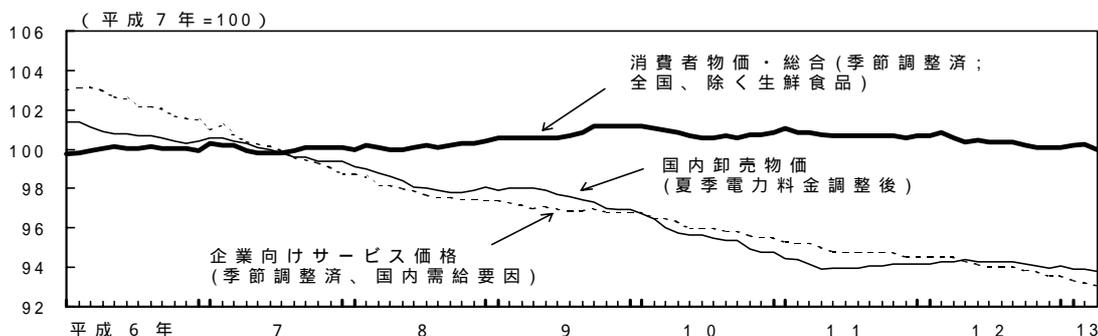
12年度下期中の国内物価をみると、上期中は原油高の影響から前年水準を上回っていた国内卸売物価が、再び前年割れになったほか、消費者物価(除く生鮮食品<sup>7</sup>)

<sup>7</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。

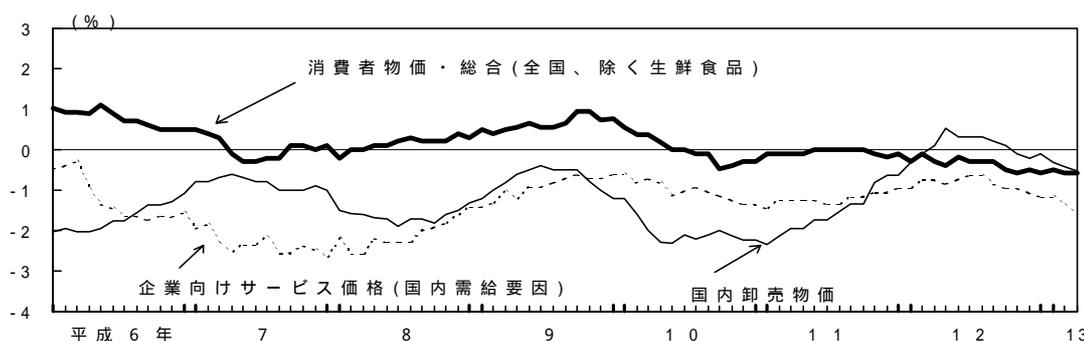
も前年水準を下回る推移を続けるなど、物価はやや弱めの展開となった(図表14)。また、企業向けサービス価格指数(国内需給要因<sup>8</sup>)も、前年水準を1%強下回った。

(図表14) 物価

(1) 水準



(2) 前年比



(注1) 平成9年4月以降は、消費税率引き上げ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16、17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。

因みに、生鮮食品を含む消費者物価総合では、天候不順に伴う野菜類の不作の影響を主因に、前年比下落幅を縮小した(12年度上期 - 0.7% 12年度下期 - 0.3%)。

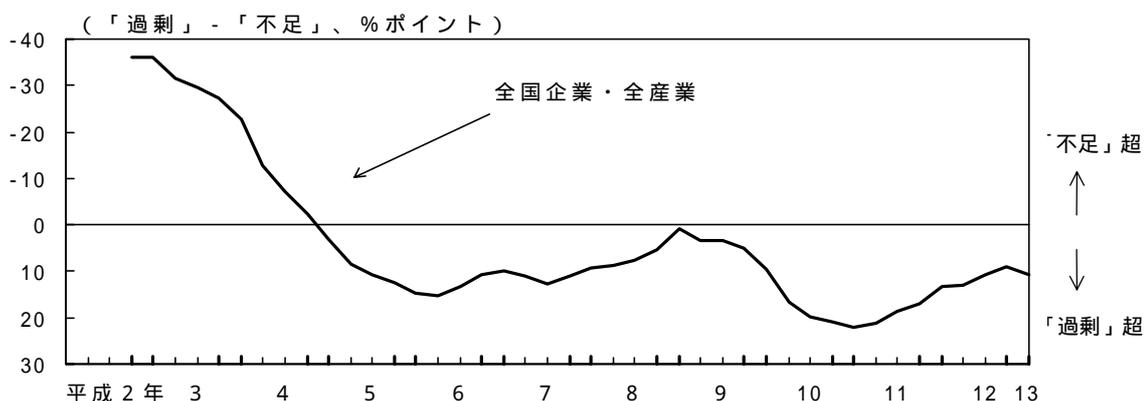
<sup>8</sup> 企業向けサービス価格(国内需給要因)とは、主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目のみから構成される指数を指す。具体的には、企業向けサービス価格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い料金を除いたものであり、例えば、一般サービス(機械修理、ソフトウェア開発等)、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などがこれに当たる。

12年度下期の企業向けサービス価格(国内需給要因)は、情報関連機器の価格低下や長期金利の低下を背景としたリース料金の値下がりに加えて、市内通話料金の値下げや、一般サービス価格の下落により、下落幅がやや拡大した(前年比、12年度上期 - 0.8% 12年度下期 - 1.1%)。一方、企業向けサービス価格指数の総平均は、同じマイナス幅を続けた(前年比、12年度上期 - 0.5% 12年度下期 - 0.5%)。

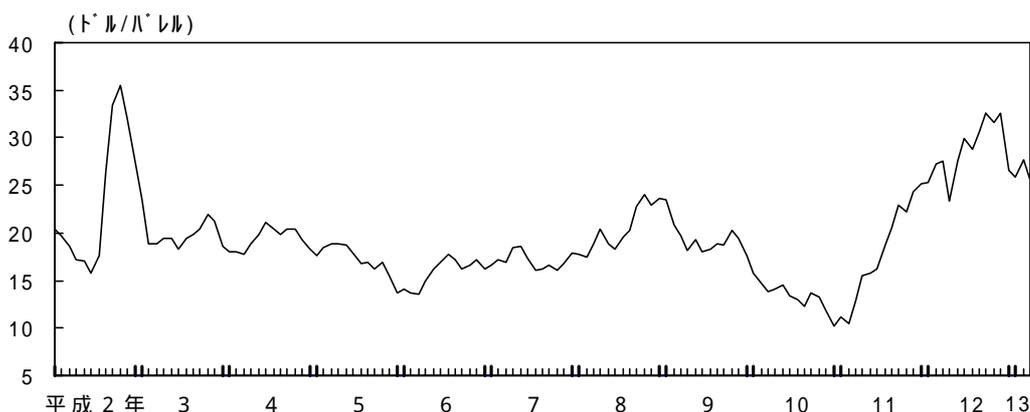
物価を巡る環境をみると、下期中は、為替円安化が物価の押し上げ要因として働いたが、その他の要因の多くは、物価を押し下げる方向に作用した。すなわち、国内需給バランスの面では、12年末以降、景気の回復テンポが鈍化の中で、13年入り後は、一部とはいえ在庫の過剰感が高まったほか、国内経済の稼働水準も改善一服となるなど、物価低下圧力がかかりやすい状況となった（図表 15(1)）。また、世界的な需給の引き緩みを背景に、原油、半導体、鉄鋼、化学といった海外市況が軟化した（図表 15(2)）。加えて、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、流通合理化に伴う消費財価格の低下、規制緩和の進展を背景とする通信料金の引き下げ等が価格下落方向に作用した（図表 16、17）。

（図表 15）物価を取り巻く環境

（1）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)



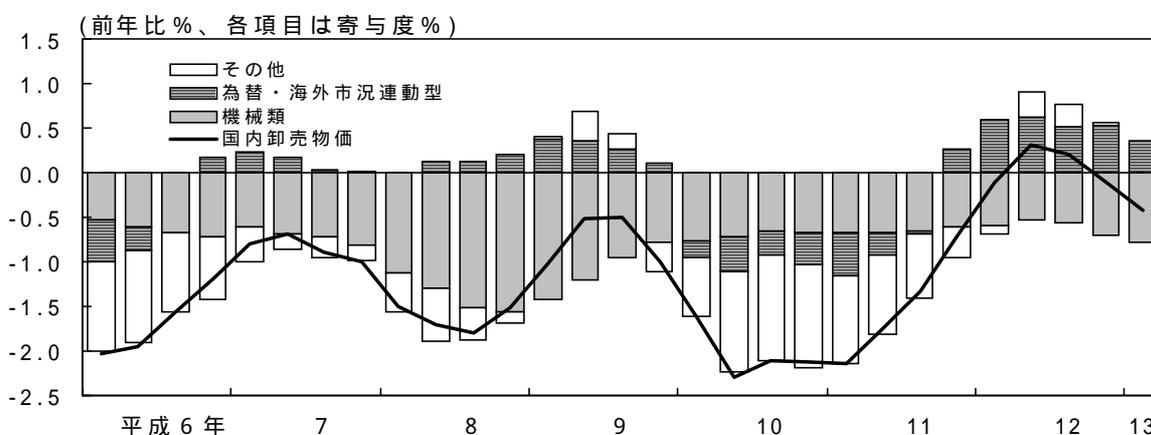
（2）原油価格（北海ブレント）



（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。

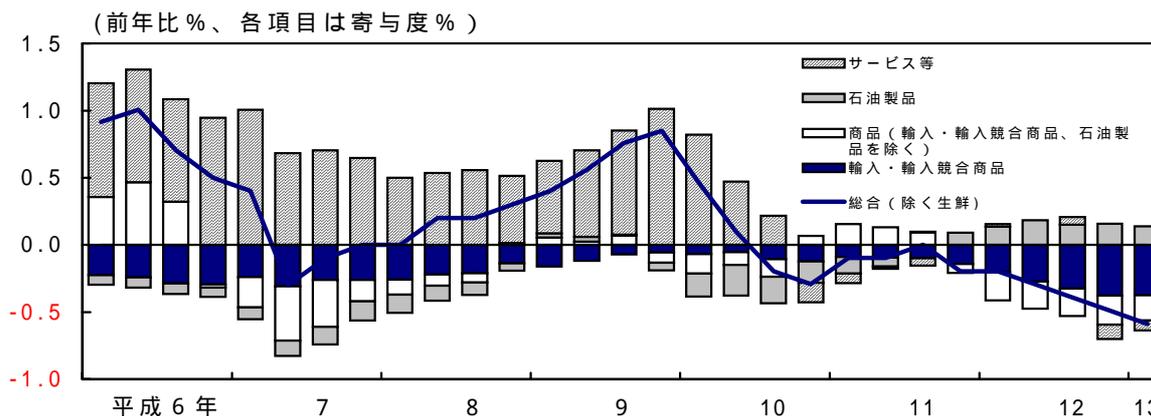
(図表 16) 国内卸売物価



(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 17) 消費者物価・総合 (全国、除く生鮮食品)

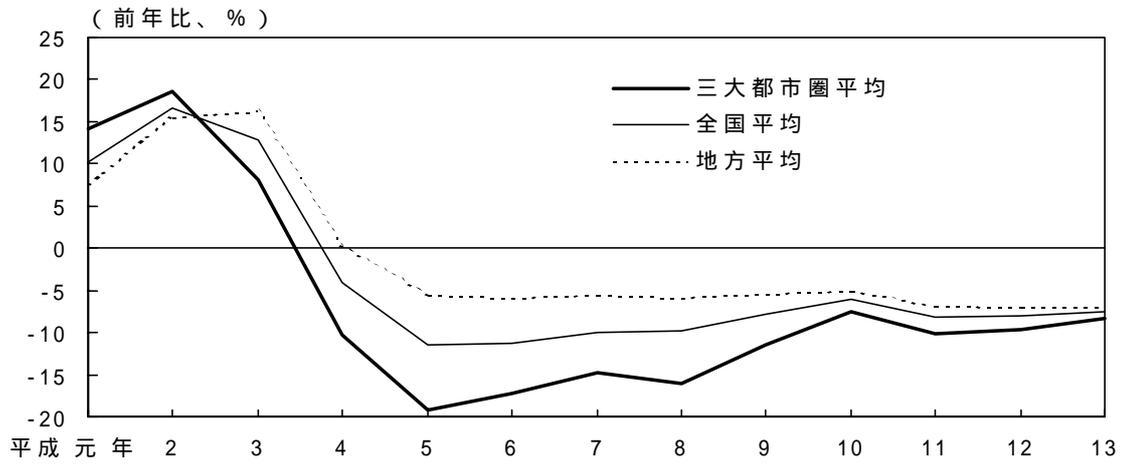


(注) 輸入・輸入競合商品とは、消費者物価指数のうち、輸入物価指数と共通に採用されている品目と、輸入品と競合関係にありそうな品目を集計したもの(ただし、たばこ増税の影響と銘柄変更のあったビスケットを除去)。

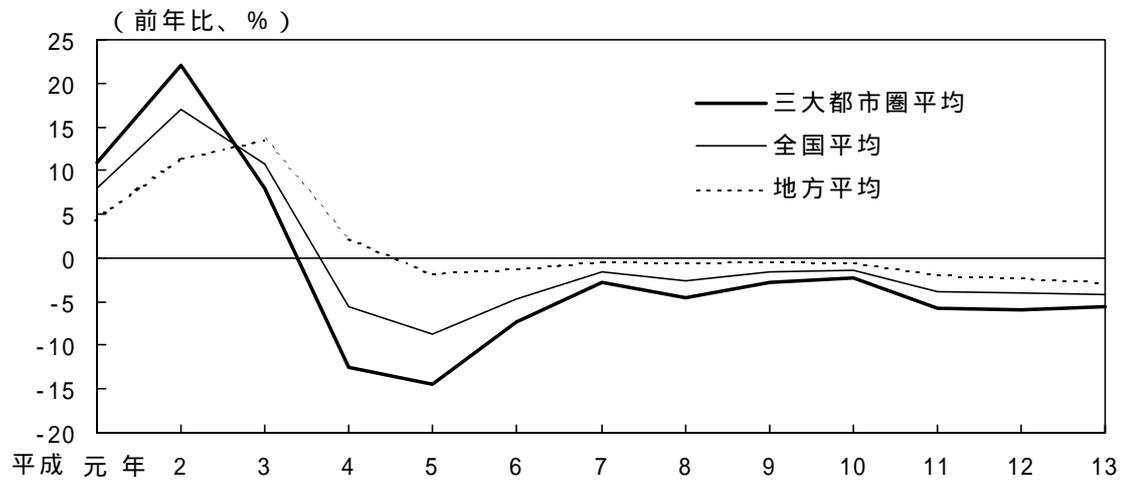
この間、地価の動向をみると、優良物件への引き合いは強く、二極化の傾向がみられたが、全体としては、商業地地価、住宅地地価のいずれも下落傾向が続いた(図表 18)。やや詳しくみると、三大都市圏では、商業地、住宅地ともなお地方圏に比べ大きめの下落を示しているが、下落幅は若干縮小した。一方、地方圏の下落幅は、緩やかな拡大傾向を続けた。

( 図表 18 ) 地価

( 1 ) 商業地



( 2 ) 住宅地



### ( 3 ) 海外金融経済の動向

平成 12 年度下期の海外経済情勢をみると(図表 19) 12 年前半まで長期にわたる高成長を続けてきた米国景気が、12 年秋以降、急速にスローダウンし、これにつれて、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気も、N I E S を中心に減速した。また、ユーロエリアでも景気減速傾向が窺われた。このように、海外経済は、米国・東アジアを中心に急激な減速をみた。

(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11年	12年	11年 4Q	12年 1Q	2Q	3Q	4Q	13年 1Q	
米 国		4.2	5.0	8.3	4.8	5.6	2.2	1.0	2.0	
欧州	ユーロエリア	2.5	3.4	4.0	3.8	3.1	2.3	2.7	n.a.	
	ドイツ	1.6	3.0	3.5	3.9	4.8	1.1	0.8	n.a.	
	フランス	3.0	3.3	4.6	2.5	3.0	2.6	4.0	n.a.	
	イギリス	2.3	3.0	3.3	1.8	3.6	3.5	1.4	1.4	
中 国		7.1	8.0	(1~12月) 7.1	8.1	(1~6月) 8.2	(1~9月) 8.2	(1~12月) 8.0	8.1	
東 ア ジ ア	N I E S	韓国	10.9	8.8	13.0	12.6	9.7	9.2	4.6	n.a.
		台湾	5.4	6.0	6.4	7.9	5.4	6.6	4.1	n.a.
		香港	3.1	10.5	9.2	14.1	10.8	10.8	6.8	n.a.
		シンガポール	5.9	9.9	7.7	9.8	8.4	10.3	11.0	4.5
	A S E A N 4	タイ	4.2	4.3	6.5	5.2	6.2	2.8	3.1	n.a.
		インドネシア	0.8	4.8	5.7	4.2	5.2	4.4	5.2	n.a.
		マレーシア	5.8	8.5	11.0	11.8	8.4	7.8	6.5	n.a.
		フィリピン	3.3	3.9	4.9	3.2	4.5	4.6	3.6	n.a.

金融政策および金融市場の動向をみると、米国では、景気が急激な減速を示す中、13 年入り後、同年 3 月末までに政策金利が 3 度にわたり引き下げられ(フェデラル・ファンド・レート誘導目標の累計引き下げ幅は 1.50%)、短期金利、長期金利はともに低下した。ユーロエリアでは、12 年 10 月に政策金利が引き上げられたが、その後、13 年 3 月までの間は据え置かれた。この間、短期金利、長期金利は、インフレ懸念の後退などから低下傾向を辿った。また、米国およびユーロエリアの株価は、12 年 9 月以降、IT 関連銘柄を中心に下落基調を辿った。東アジア諸国の一部では、景気のスローダウンを背景に、政策金利が引き下げられた。

こうした動きをやや細かくみると、まず、米国は、既往の金融引締めの効果や I T 関連需要の減速等から、12 年秋以降、これまで高い伸びを維持してきた耐久財消費や設備投資の伸び率の急速な鈍化がみられた。こうした最終需要の伸びの鈍化を受け、生産も減少した。さらに、金融市場で株価下落等の不安定な動きが続いたこともあって、企業・家計のコンフィデンスも急速に悪化した。

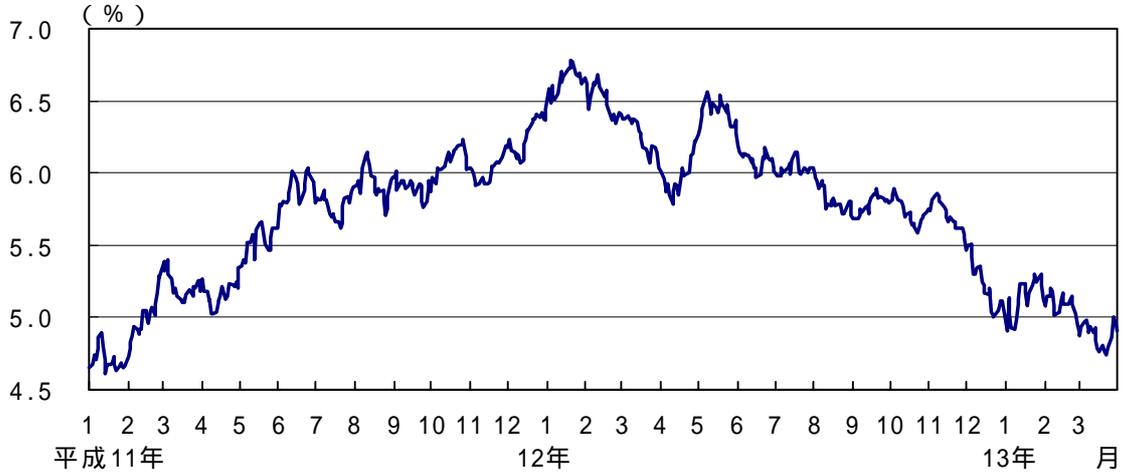
この間、米国の労働市場では、景気が減速する中で、歴史的な低水準が続いた失業率が、12 年秋以降は小幅な上昇をみせるなど、一頃の逼迫した状況がやや緩和している。こうした労働需給の緩和に加え、エネルギー価格が総じて落ち着きを取り戻していることもあって、物価は全般に安定的に推移した。米国の経常収支については、景気減速のもとで輸入が減少したものの、輸出も減少したことから赤字幅の拡大傾向が続き、12 年 10～12 月期の経常赤字は対 GDP 比で 4.6% と過去最大となった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、13 年 1 月 3 日、1 月 31 日、3 月 20 日と、相次いでフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準をそれぞれ 0.50% ずつ、累計で 1.50% 引き下げ、この結果、同誘導目標の水準は 3 月末時点で 5.00% となった。

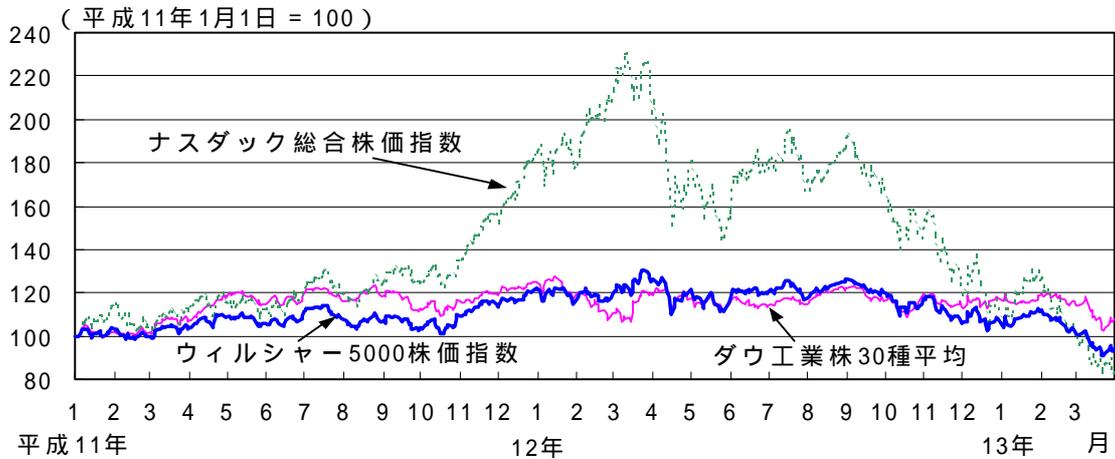
長期金利（図表 20(1)）の動きをみると、12 年 10 月から 12 月にかけては、景気減速を示す指標の公表が相次ぐ中で低下した。その後、13 年 1 月には一時上昇する局面もみられたが、2 月から 3 月にかけては、株価下落に伴う安全資産へのシフトもあって、再び低下に転じた（3 月末 4.91%）。また、株価については（図表 20(2)）、12 年 10 月から 13 年 1 月初にかけて、I T 関連業種を中心に企業収益の悪化懸念が強まり、特に I T 関連業種のウェイトの高いナスダック指数が大きく下落した。その後、株価は、米国連邦準備制度による政策金利引き下げを好感し、一時上昇する局面もみられたが、2 月から 3 月にかけては、企業収益の悪化懸念が再び強まり、ナスダック指数が 10 年 11 月以来の水準まで下落した。

( 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、12年10月末にかけて進行したユーロ安のもとで輸出の好調が続いたことに加え、雇用環境の改善や欧州主要国における減税の効果等を背景に、個人消費など内需も堅調に推移し、底固い景気展開が続いた。この間、失業率も平成4年(92年)以来の低水準で推移した。ただし、生産の増加テンポがやや鈍化傾向にあるほか、製造業部門のコンフィデンスも低下基調を辿る等、景気減速傾向も窺われた。

ユーロエリアの物価動向をみると、既往のユーロ安や原油高の影響から、消費

者物価前年比は、12年11月までは上昇傾向を辿った。その後、ユーロ相場の持ち直しや原油価格の軟化もあって、消費者物価前年比はやや低下したものの、引き続き欧州中央銀行が物価安定の定義としている範囲（統合消費者物価指数＜HICP＞上昇率が中期的に前年比＋2％を下回る）の上限を上回る水準で推移した。

こうした中、欧州中央銀行は、12年10月5日に、原油高やユーロ安による物価上昇圧力を抑制するため、政策金利（主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利）を4.50％から4.75％へ引き上げた。その後は、ユーロエリア経済に減速傾向が窺われる中で、13年3月までの間は政策金利は据え置かれた。

ユーロエリアの長期金利をみると、12年11月下旬から13年1月初にかけては、原油価格の落ち着きやユーロ相場の持ち直しを背景としたインフレ懸念の後退から、低下傾向を辿った。その後は、一旦上昇する局面もみられたが、2月以降は、欧州の株価下落や景気減速傾向を眺め、再び低下した。

株価は、ITや通信関連を中心に軟調に推移し、3月下旬には、独DAX株価指数、仏CAC40株価指数とも、11年10月以来の水準まで下落した。

NIEs、ASEAN4か国<sup>9</sup>では、米国景気の減速や、世界的なIT関連財需要の伸びの鈍化を背景に、輸出の伸びが急速に鈍化した。とりわけ、IT関連財輸出依存度の高い韓国、台湾等では、生産の減少を反映した稼働率の低下を受け設備投資の伸びも鈍化したほか、株価の下落や失業率の上昇などに伴うコンフィデンスの悪化から、個人消費も減速に転じた。こうした中、韓国、台湾、香港、フィリピンでは、政策金利が引き下げられたほか、一部の国では財政面からの需要拡大策も採られた。この間、物価については、韓国で公共料金の値上げやウォン安の影響から13年入り後はやや消費者物価上昇率が高まっているが、その他の東アジア諸国では、原油価格が落ち着きを取り戻したこともあって、概ね安定基調を維持した。

この間、為替・株式市場は、米国株価の調整といった外部環境の不透明感の高まりや、一部の国における政治・社会情勢不安の高まり、構造改革の進捗遅延に対する懸念の台頭などにより、総じて軟調に推移した。すなわち、インドネシア

---

<sup>9</sup> NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4か国は、協議体としてのASEAN10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。

では、政局の混迷に加え、地域紛争等による社会不安の増幅により、ルピア安が進むとともに、株価も大きく下落した。フィリピンでも、政権への信認低下を背景にペソが史上最安値を記録した。また、韓国でも、構造改革の遅延に対する懸念を受け、株価の下落がみられた。

一方、中国では、輸出の伸び率が鈍化したものの、積極的な財政政策と高水準の直接投資流入等を背景に、高成長が維持された。

中南米主要国については、メキシコ、ブラジルは堅調な内需に支えられ景気拡大を続けた。一方、アルゼンチンでは、景気低迷が続く中で、国際金融市場からの資金調達の持続性への懸念が強まり、米ドル建債の対米国債スプレッドが大幅に拡大するなど、金融市場が不安定化した。

この間、トルコでは、政局不安を契機として金融不安が発生、通貨リラに対する売り圧力が高まった。こうした中でトルコ・リラ防衛のための当局の為替介入を受け、外貨準備が急減したため、13年2月には、クローリング・ペッグ制から変動相場制へと移行した。

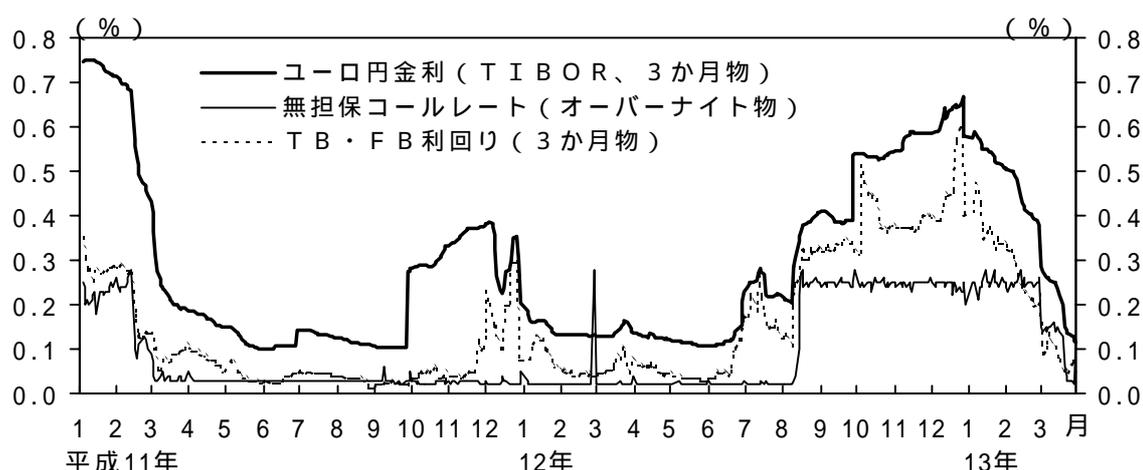
ロシアでは、海外需要の減速や原油価格高騰の一段落を受けて、輸出および生産の伸びが鈍化した。

## 2. 金融面の動向

### (1) 短期金融市場の動向

平成12年度下期の短期金融市場の動きをみると(図表21) 無担保コールレート(オーバーナイト物、以下同じ)<sup>10</sup>は0.25%前後の水準で概ね安定的に推移したあと、2月28日、3月19日の会合での金融緩和措置を受け、期末にかけてはゼロ近傍まで低下した。ターム物金利<sup>11</sup>については、日本銀行当座預金決済および国債決済のRTGS(即時グロス決済)化等を背景として、一旦は年末越えの市場金利に上昇圧力がかかったが、13年入り後は、金融緩和観測や一連の金融政策措置を受けて、大幅に低下した。

(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は、2月末までは、0.25%前後の水準で概ね安定的に推移した。

2月28日の会合での金融市場調節方針の変更と公定歩合の引き下げ(無担保コールレートの誘導目標を0.25%から0.15%に引き下げるとともに、公定歩合を0.35%から0.25%に引き下げ)を受けて、3月上旬および中旬には、無担保コールレートは、誘導目標である0.15%前後で推移した。

<sup>10</sup> 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)。

<sup>11</sup> ターム物金利とは、オーバーナイトよりも期間の長い短期金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

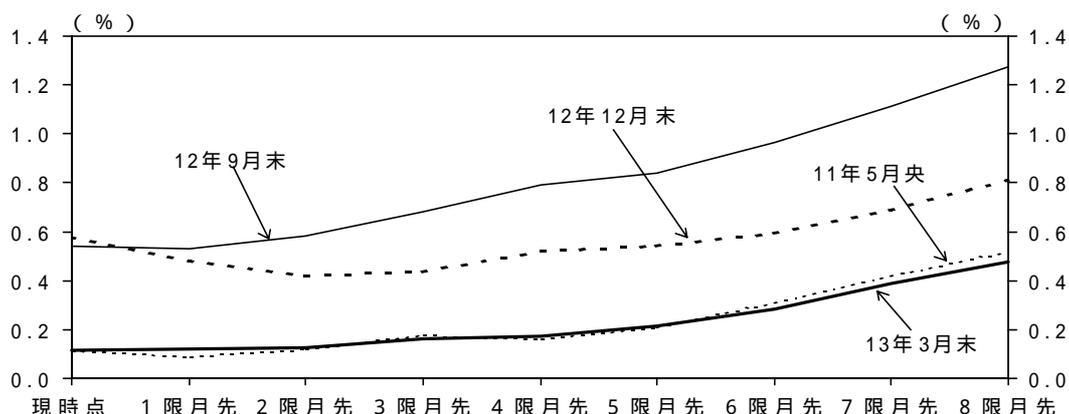
その後、3月19日の会合での金融政策変更（詳しくは「2. 金融政策決定会合における検討の模様」を参照）を受けて、無担保コールレートは、期末日を除き、概ねゼロ近傍まで低下した。

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、3か月物が年末越えとなる10月初から12月下旬にかけては、年末越え要因やRTGS化を巡る思惑が資金運用スタンスの慎重化に繋がったこと等を背景に一旦やや強含んで推移した。

その後は、金融緩和観測の台頭のほか、1月19日の会合での流動性供給方法の改善に関する議長から執行部への指示の公表、および2月9日の会合での具体的な改善策（ロンバート型貸出制度の新設等）の決定と公定歩合の引き下げ、さらには2月28日と3月19日の金融政策の変更を受け、ターム物金利は大幅に低下した。

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22）金利先物レートは、株価の軟化や景気に対する先行き不透明感の高まりなどを背景に金利先高観が後退する中で、期先のものを中心に12月末にかけて低下した。その後は、金融緩和観測の台頭や一連の金融緩和措置を受け、広範な期間にわたって水準を切り下げた。13年3月末の段階では先行きの短期金利について、当面は横這い圏内での推移が予想されていることが窺われる。

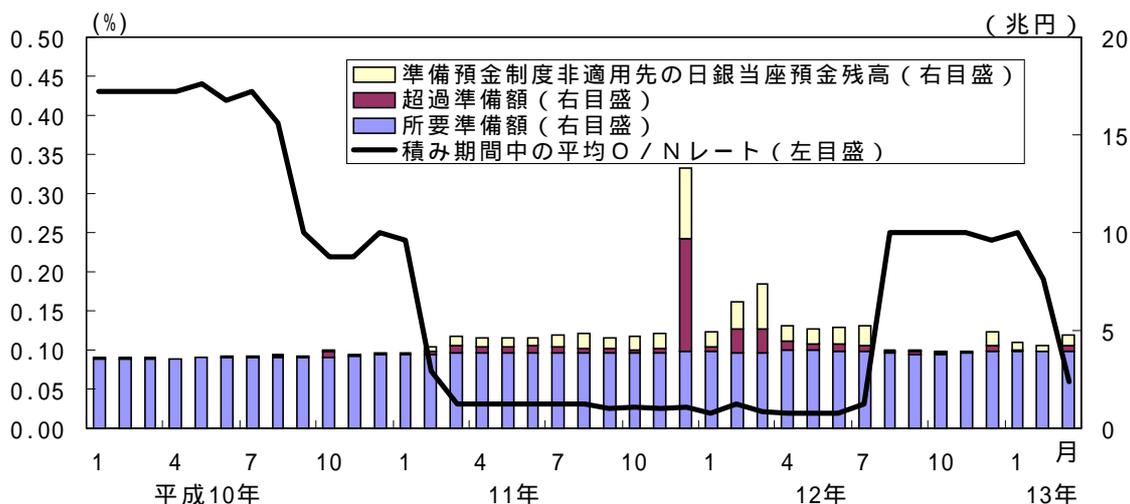
（図表22）ユーロ円金利先物レート



（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TIBOR 3か月物）である。グラフでは、例えば、13年3月末時点（太実線）における1限月先（13年6月央）のユーロ円金利の市場予想値が0.120%、2限月先（13年9月央）が0.125%、3限月先（13年12月央）が0.160%であったことを表わしている。

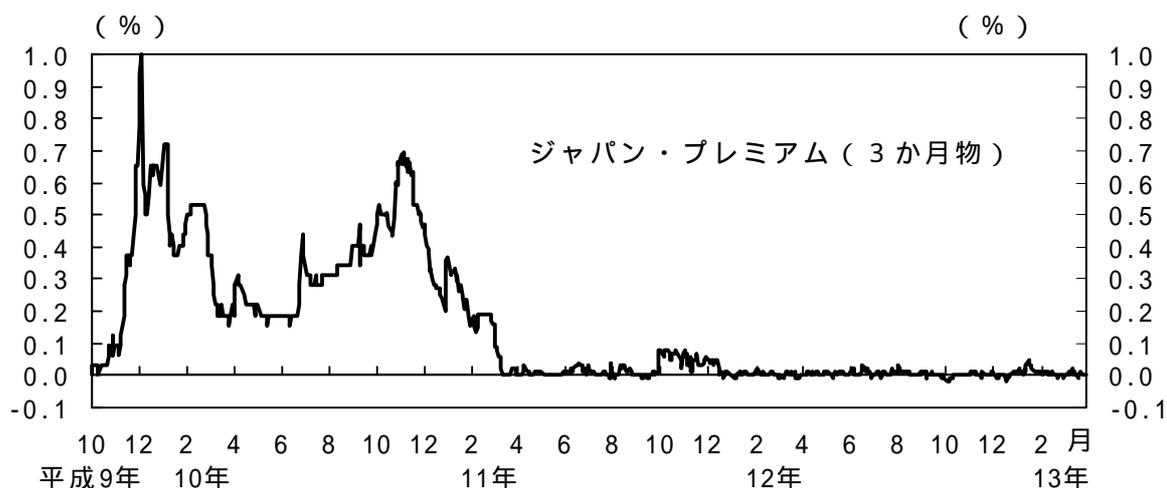
日銀当座預金残高は（図表 23） R T G S 化等を背景に資金需要が強まる中で年末年始の一時期に 7 兆円前後となったことを除き、2 月の積み期間までは、概ね所要準備額の水準に相当する 4 兆円程度で推移した。その後は、3 月 19 日の会合での決定を受けて、概ね 5 兆円程度で推移した。

（図表 23）日銀当座預金残高



ジャパン・プレミアム<sup>12</sup>は（図表 24） ほぼ解消された状態が続いている。

（図表 24）ジャパン・プレミアム

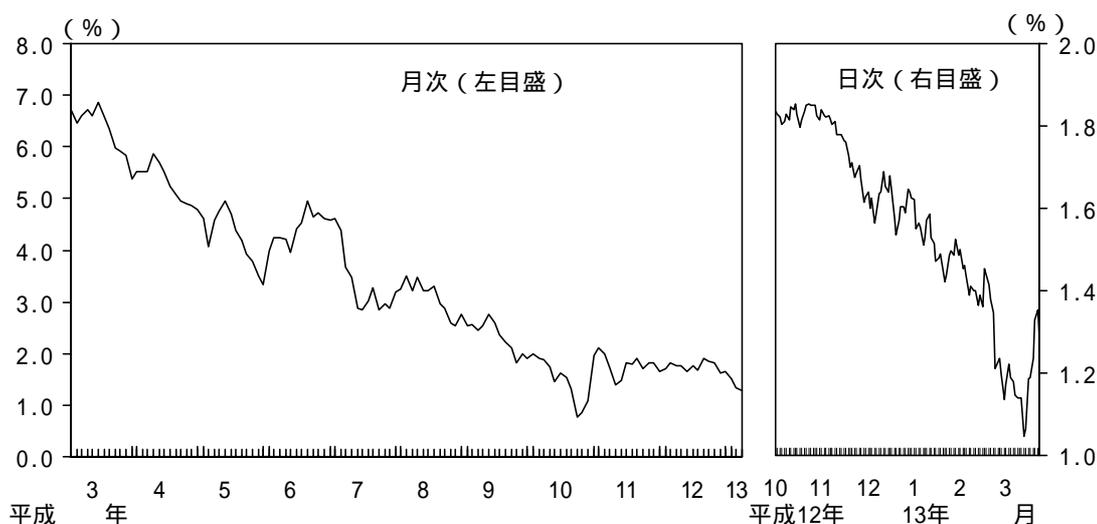


<sup>12</sup> わが国の金融機関がドル資金を調達する際に、欧米金融機関のドル資金調達金利に上乗せしなければならない金利幅。ここでは、ジャパン・プレミアムを「東京三菱銀行オファーレートとバークレイズ銀行オファーレートの差」でみている。

## (2) 債券市場の動向

平成12年度下期の債券市場の動向をみると、長期国債の流通利回りは(図表25) 株価の軟調や景気に対する先行き不透明感の高まりなどを背景に、ほぼ一貫して低下基調を辿った。

(図表25) 長期国債流通利回り



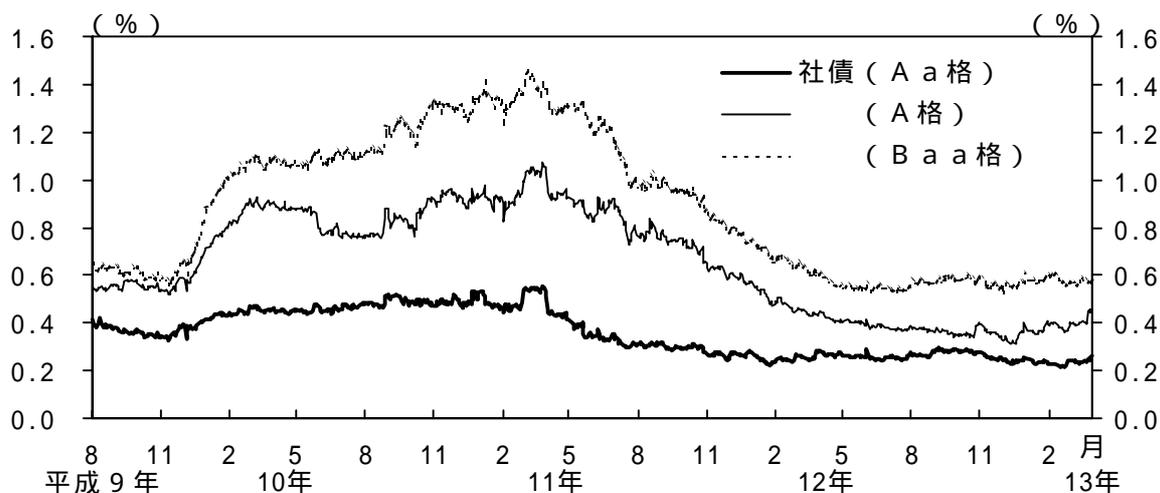
(注) 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、10年11月以前は10年上場最長期物。

やや詳しくみると、11月末頃までは、株価が軟調に推移する中、長期金利は概ね1.6%~1.8%のレンジ内で推移しつつ、幾分弱含んだ。その後、2月中旬にかけては、内外株価の調整が一段と進んだこと、市場の景況感が慎重化したこと、国債発行計画における市中消化額の予想比下振れが需給悪化懸念の後退に繋がったこと等から、徐々に低下基調を強め、1.4%前後まで低下した。

さらに、長期金利は2月9日や28日の会合での日本銀行の政策措置を受け、市場参加者の債券投資スタンスが積極化したことから一段と低下し、3月19日の会合での政策変更直後には、一時10年11月以来2年4か月ぶりとなる1.0%台まで低下する局面もあった。もっとも、その後は、利食いの動きなどを背景に1.3%台半ばまで上昇するなど、期末を控えた薄商いの中でやや値動きの荒い展開となった。

この間、社債・金融債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表26) 横這いないし幾分拡大気味に推移した。

(図表 26) 社債流通利回り格差

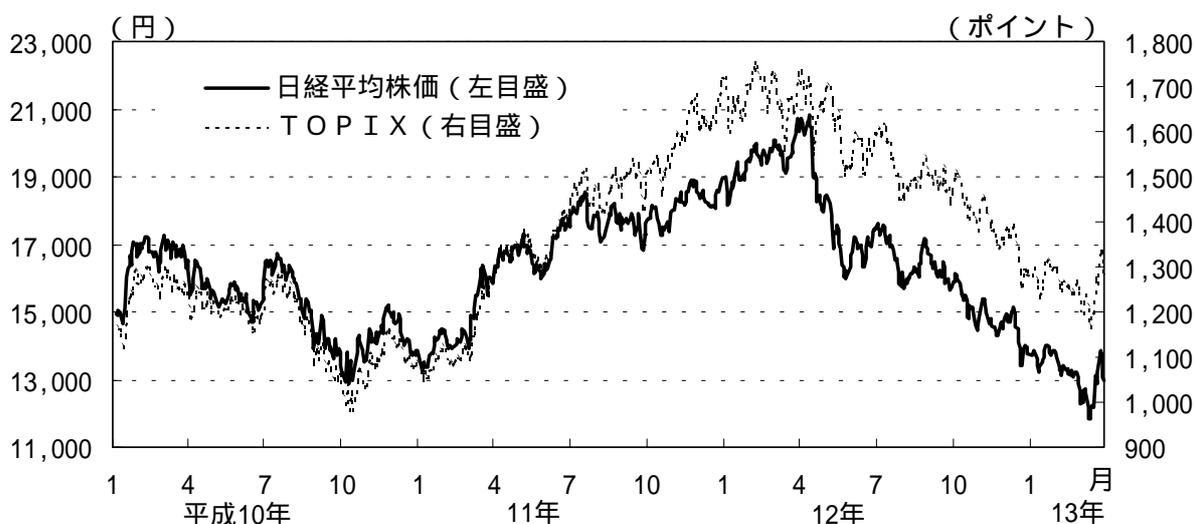


(注) 国債、社債とも残存年数 5 年。社債の格付けはムーディーズによる。

### ( 3 ) 株式市場の動向

平成 12 年度下期の株式市場の動向をみると(図表 27)、株価は、主にナスダック指数を中心とする米国株価(前掲図表 20)の下落、IT 関連企業をはじめとする国内企業の業績見通しの下方修正の動き、等を受けて、3 月中旬頃までほぼ一貫して下落した。その後は、3 月 19 日の会合での金融緩和措置が好感されたこともあって反発に転じた。

(図表 27) 株価



具体的にみると、10月から12月にかけては、ナスダック指数を中心とする米国株価の大幅下落の影響に加え、IT関連をはじめとする国内企業の先行きの業績下振れ懸念が台頭したこと等から、株価は大きく下落した。

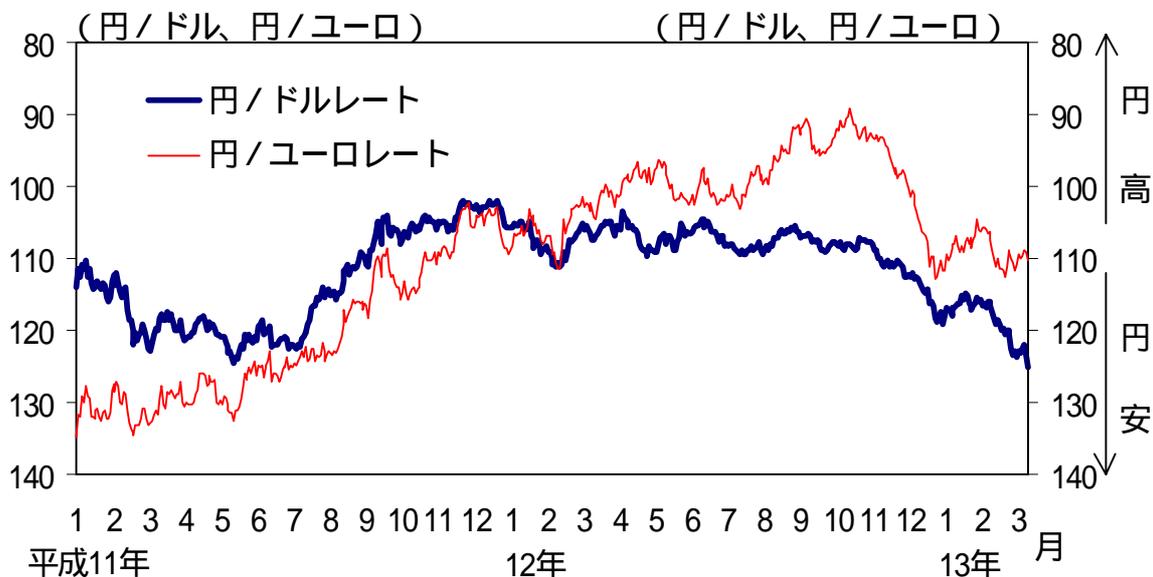
その後、1月から2月下旬頃にかけては、米国の利下げを受けた米国株価の持ち直し等が好感され、概ね底固く推移したものの、3月入り後は、ナスダック指数の一段の下落や国内IT関連企業の業績下方修正観測の拡がり等から下げ足を早めた。こうした中、3月13日には日経平均株価が1万2千円割れ(11,819円)となったほか、東証株価指数(TOPIX)は3月14日に11年3月以来ほぼ2年振りの低水準となる1,161ポイントを記録した。

その後は、3月19日の会合での金融緩和措置が好感されたこともあって、IT関連株や銀行・証券株を中心に、株価は持ち直しに転じた。

#### (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)、12年度下期中、円相場は対米ドル、対ユーロとも大幅に下落した。

(図表28) 為替相場



やや仔細にみると、円の対米ドル相場は、10月から11月前半にかけては、市場参加者の関心が、下落傾向を続けるユーロの動向に集まる中、円とドルについては様子見姿勢が強く、107～109円の比較的狭いレンジ内で推移する展開となった。しかし、11月後半には、わが国経済の先行きに対する不透明感の強まりや、政局の流動化等を契機に円売り圧力が強まり、年末にかけて115円台まで下落した。

13年入り後も、当局による円安容認姿勢についての思惑の強まりや、株価下落に伴う国内金融機関経営への影響についての思惑等を材料に円売りが進み、1月中旬には119円台まで下落した。その後、介入警戒感や年度末決算を控えた国内機関投資家による外貨建資産処分の思惑等もあって円がやや買い戻される展開となったが、2月末以降、わが国における景気減速の一層の強まりや日本銀行による一段の金融緩和措置を受けて、再び円売りが優勢となり、円の対ドル相場は3月上旬には120円台に下落した。その後もわが国の株価続落を眺めた金融システム不安の再燃に対する懸念や、当局による円安容認姿勢についての思惑の強まり、日本銀行による3月19日の金融緩和措置の決定等を背景に、3月末には、10年10月以来の水準となる126円台まで下落した。

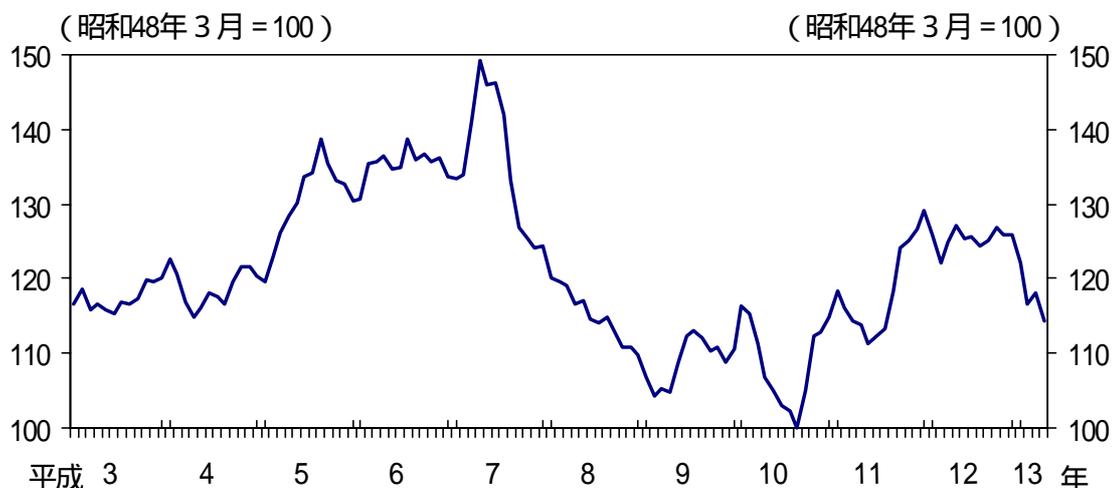
次に、円の対ユーロ相場をみると、ユーロの対米ドル相場の下落につれる形で上昇傾向を辿り、10月26日には一時既往最高値である88円台まで上昇した。しかし、11月初旬の欧州中銀によるユーロ買い介入を契機にユーロ相場底打ち観が台頭し、円の対ユーロ相場は13年1月前半には112円台まで下落した。1年半ば以降は、弱めのユーロエリア経済指標の発表等もあって円が買われ、2月中旬には一旦104円台まで反発したが、その後、対ドルと同様の背景から対ユーロでも円は下落した。3月中旬以降は、対ドルで円売り圧力が強まる一方で、再びユーロエリアの景況感悪化に注目する市場参加者も多く、円の対ユーロ相場は108～111円台で揉み合う展開となった。

12年度下期中の円の実質実効為替レート<sup>13</sup>は(図表29)、ほぼ一貫して下落した。

---

<sup>13</sup> 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。

( 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 年度下期の預金金利の動向をみると ( 図表 30 ) 、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、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 か月未満の金利は、10 月まで 0.3% 弱の水準で推移していたが、11 月入り後は、年末越えとなるターム物市場金利の上昇に伴って、0.4% を上回る水準まで上昇した。しかし、年明け後は、年末越え要因の剥落や、日本銀行による金融緩和措置を受け、短期の市場金利が大幅に低下したことを反映する形で低下した。

小口定期預金 ( 同、預入金額 300 万円未満 ) の金利については、年末越え要因によるターム物市場金利の変動の影響は相対的に小さく、2 月までは概ね横這い圏内で推移した。しかし、3 月には、市場金利の大幅な低下を受け、幾分低下した。

この間、流動性預金の金利をみると、普通預金金利は、0.10% で推移していたが、3 月下旬には、日本銀行の金融緩和措置を受けて、大手行では 0.02% ( 全体の平均は 0.04% ) に引き下げられた。

( 図表 30 ) 預金金利

( 単位 ・ % )

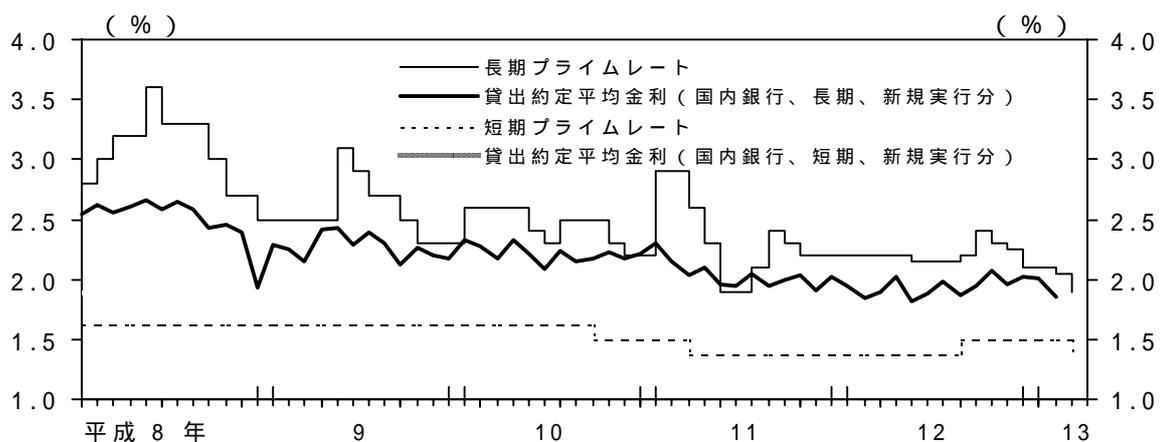
	12年 9月	12月	13年 1月	2月	3月
普通預金	0.10	0.10	0.10	0.10	0.04
貯蓄預金 ( 最低預入残高10万円 )	0.12	0.12	0.12	0.12	0.05
大口定期預金 ( 2 ~ 3 か月 )	0.292	0.433	0.361	0.301	0.103
小口定期預金 ( 2 ~ 3 か月 )	0.122	0.128	0.129	0.118	0.081

( 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 )、短期プライムレートは、3月央まで 1.500% ( 都市銀行<sup>14</sup> ) となっていたが、日本銀行の金融緩和措置を受けて、3月下旬には 1.375% に引き下げられた。一方、長期プライムレートは、長期の市場金利の低下を背景に、10月以降3月まで、5度にわたって引き下げられた。この結果、3月末の長期プライムレートの水準 ( 1.90% ) は、11年半ば以来の低水準となった。

こうした中で、国内銀行の貸出約定平均金利 ( 新規実行分 ) は、10月に一旦上昇したあとは、長期を中心に緩やかに低下傾向を辿った。

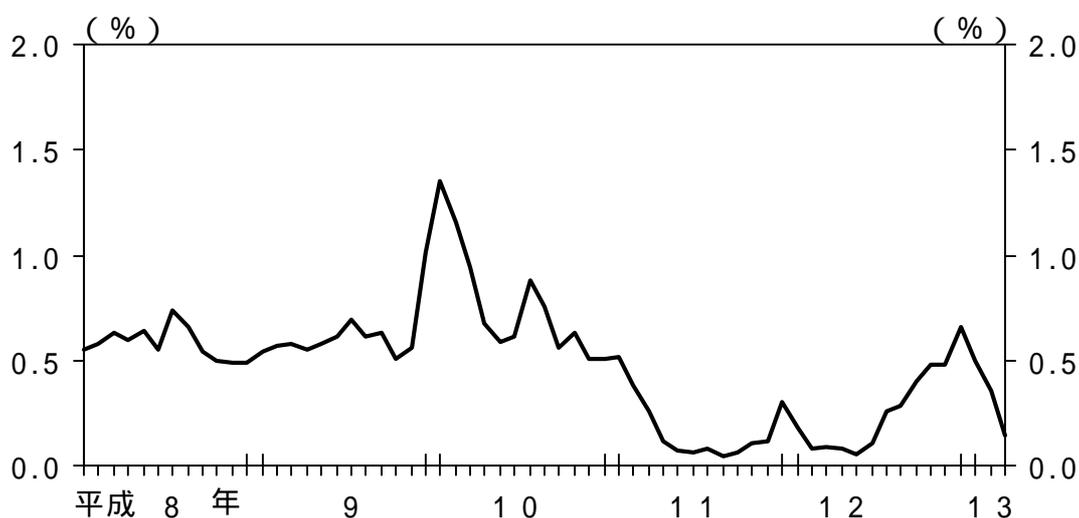
( 図表 31 ) 貸出金利



<sup>14</sup> 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

この間、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）の発行利回りは、ターム物の市場金利とほぼ同様の推移を辿った。すなわち、ＣＰ 3 か月物の新規発行利回りは（図表 32）、12 年末にかけてターム物市場金利の上昇と歩調を合わせる形で上昇したが、年明け後は、年末越え要因の剥落や日本銀行の金融緩和措置を背景に、大幅に低下した。この間、社債の発行金利は、12 年度下期を通じて、長期の市場金利の低下を反映して低下傾向を辿った。なお、社債の高格付け先と低格付け先との利回り格差は、一部業種で拡大傾向がみられたものの、全体としては横這い圏内での推移となった。

（図表 32）ＣＰ発行金利（3 か月物）



（注）最上位格付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

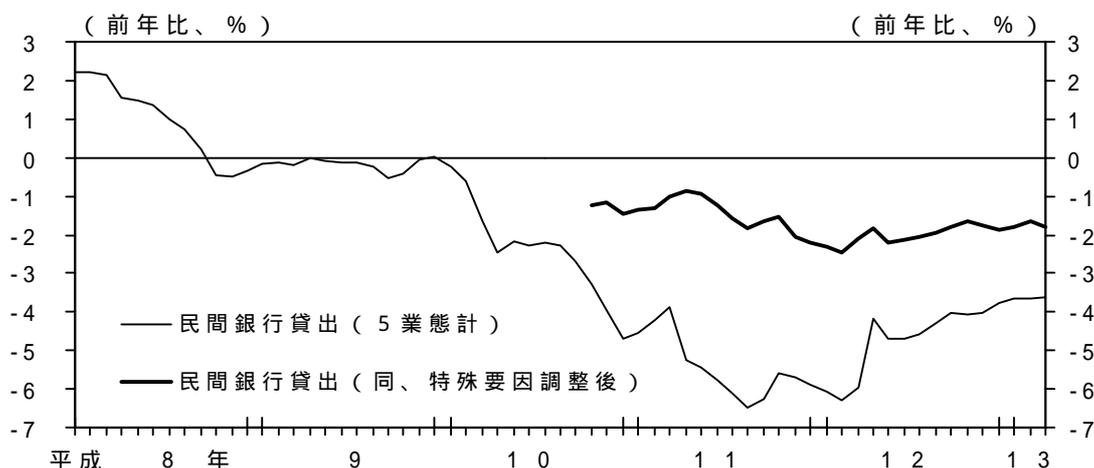
平成 12 年度下期の企業の資金調達をみると、ＣＰなど資本市場での調達は増加したが、民間銀行からの借入は弱めの動きが続き、全体としては引き続き低迷した。

すなわち、民間銀行 5 業態合計の貸出残高は<sup>15</sup>、12 年度下期を通じて前年比

<sup>15</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。

- 4%程度の減少を続けた（図表 33）。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みても<sup>16</sup>、基調としては弱めの動きが続いた。

（図表 33）民間銀行貸出



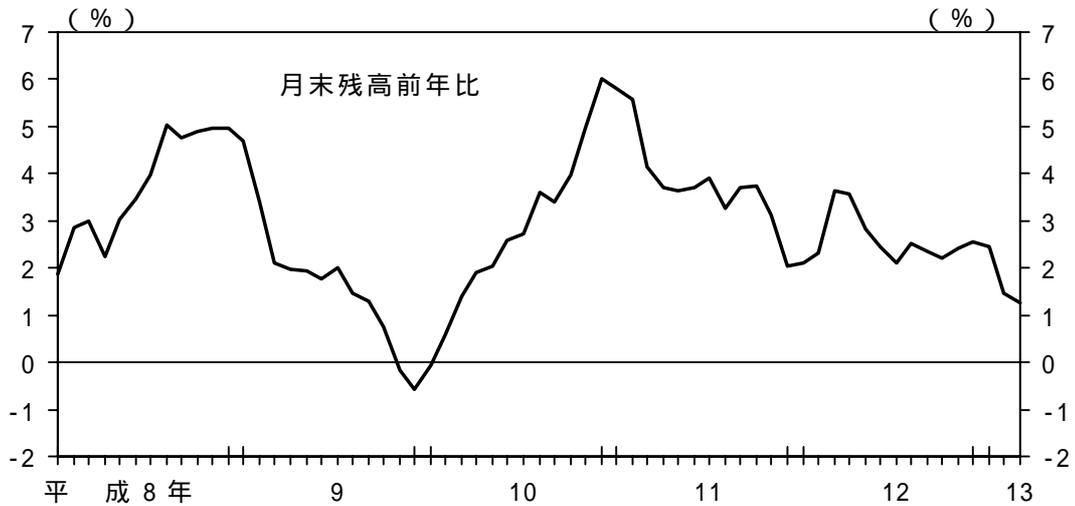
民間銀行借入以外の企業の資金調達についてみると（図表 34）、社債の発行残高の前年比は<sup>17</sup>、12年度下期を通じて2%前後で推移した。この間、CPの発行残高は、年末にかけて季節的な要因から増加したあと、年明け後も、CP発行金利の低下などを背景とした企業の発行意欲の強まりを受けて、高水準で推移した。一方、政府系金融機関の企業向け貸出は、企業の資金需要が低迷しているうえ、民間金融機関が優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けていることなどから、伸び率はさらに低下した。なお、エクイティ・ファイナンスについては、全体として高水準を維持したが、株価の下落を受けて新規公開の条件設定を慎重化するなどの動きが、一部にみられるようになった。

<sup>16</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あわせて公表している。

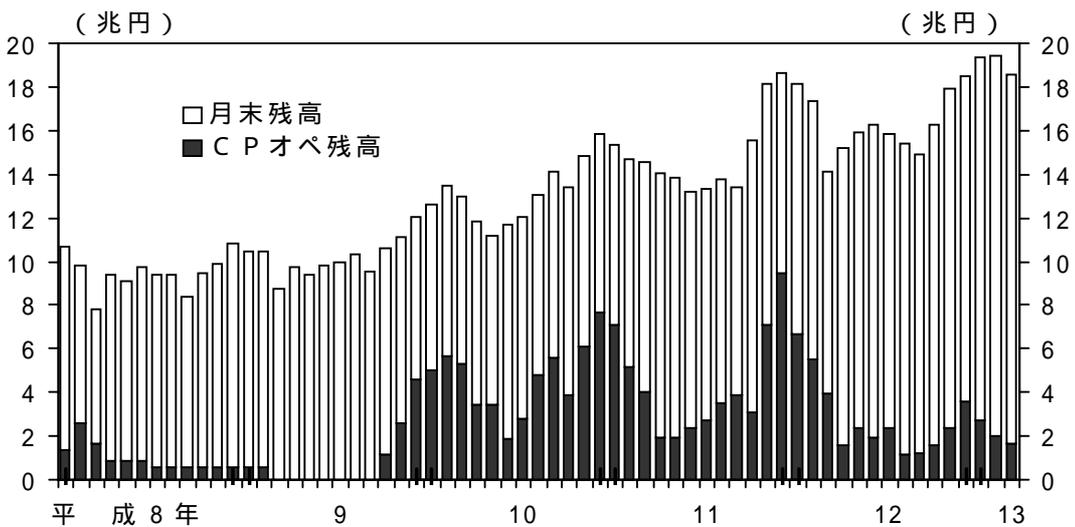
<sup>17</sup> 社債発行残高の計数は、民間部門（居住者）が発行した普通社債（除く銀行普通社債）、転換社債およびワラント債の残高（海外起債分を含む）。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

( 図表 34 ) 資本市場調達

( 1 ) 社債発行残高



( 2 ) C P発行残高

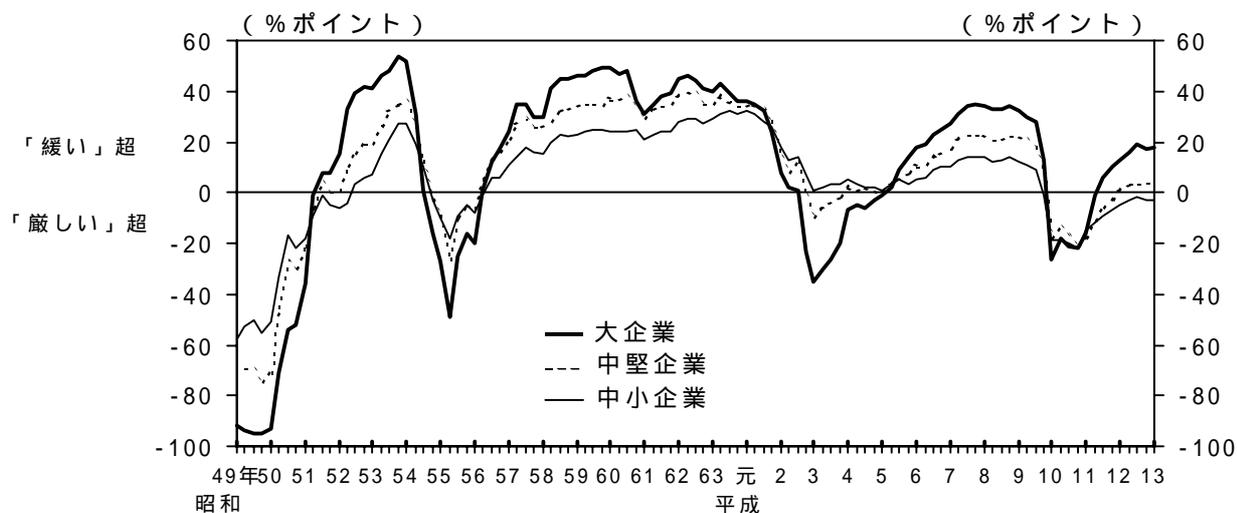


( 注 ) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの ( 除く銀行 C P ) 。

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、民間銀行の融資スタンスをみると、企業や金融機関に対する各種アンケート調査からも窺われるとおり ( 図表 35、36 )、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、中長期的な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を背景に、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た。

(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。

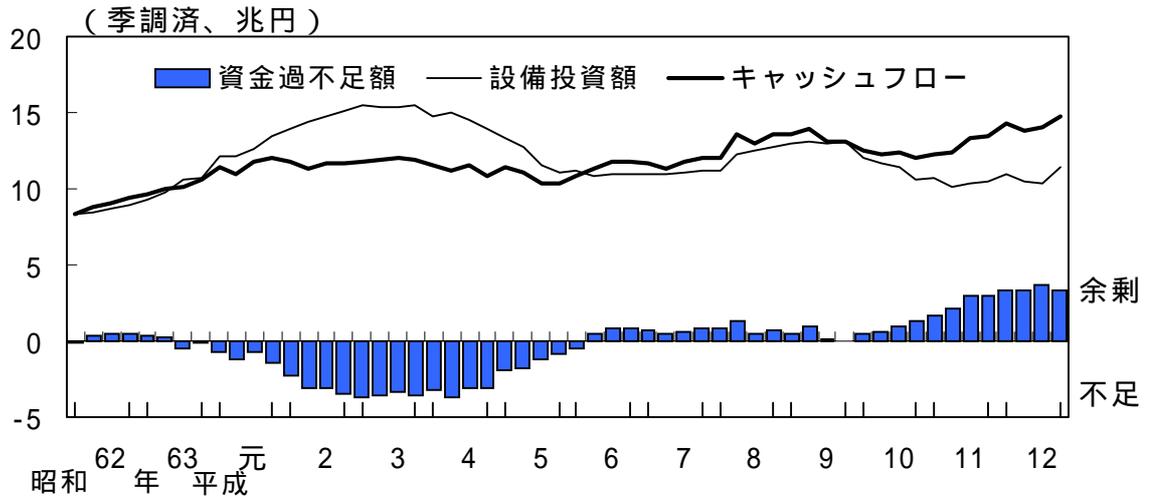
(図表 36) 貸出運営スタンス (主要銀行貸出動向アンケート調査)

	12年 7～9月	10～12月	13年 1～3月
大企業向け	6	11	8
中堅企業向け	29	25	20
中小企業向け	42	37	27

- (注1) 0を上回れば「積極化」超、0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は、12年度下期を通じて、総じて低迷を続けた。この背景としては、設備投資など企業の支出水準が、キャッシュフローの水準を下回り続けたことや、企業がバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮するスタンスを維持したため、企業の外部資金需要が増加しにくい状況が続いたことが挙げられる(図表 37)。

(図表 37) 企業の財務状況

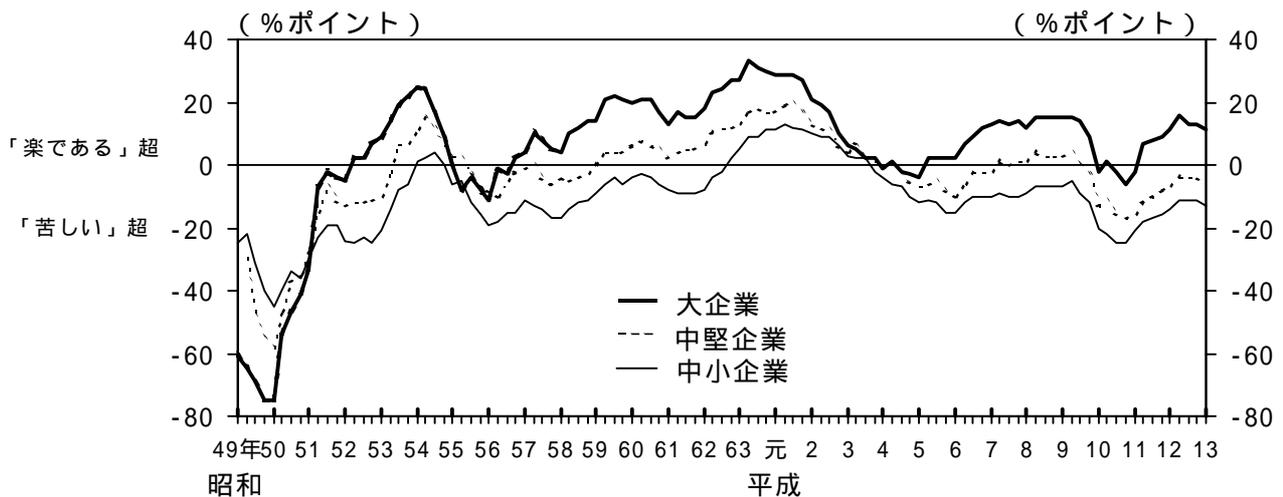


(注1) 資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額 (キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費)

(注2) 全産業全規模 (除くその他サービス大企業)

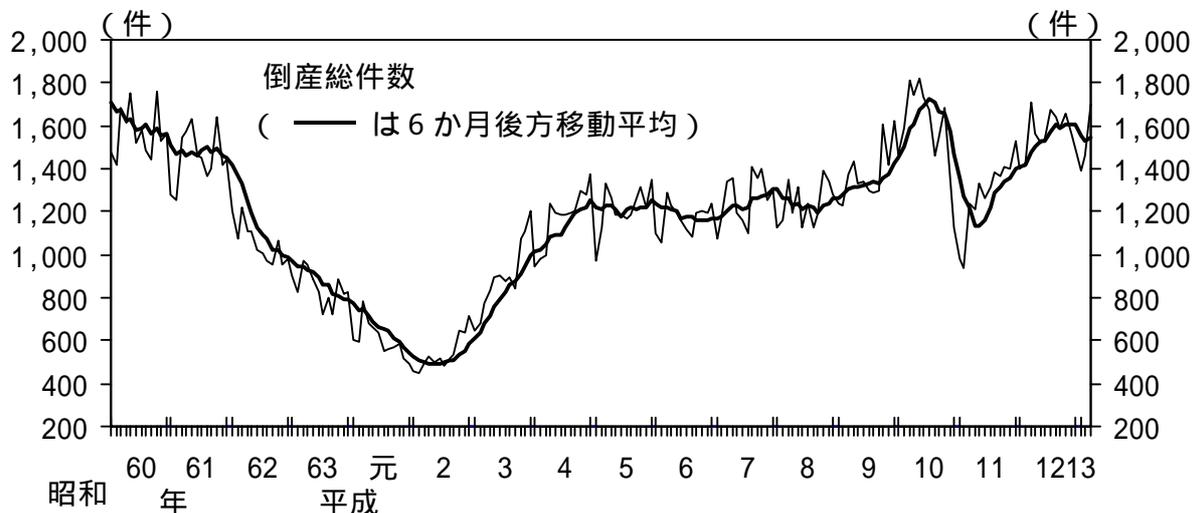
この間、企業金融を巡る環境については、株価下落のエクイティ・ファイナンスへの限定的な影響が一部にみられたものの、年明け後の日本銀行による相次ぐ金融面からの措置もあって、総じて、緩和された状況が継続した。こうした姿は、各種企業アンケート調査等からも確認することができる(図表 38)。

(図表 38) 企業の資金繰り判断D.I. (短観)



企業倒産件数は、12年度下期中は、概ね横這いで推移した（図表39）。

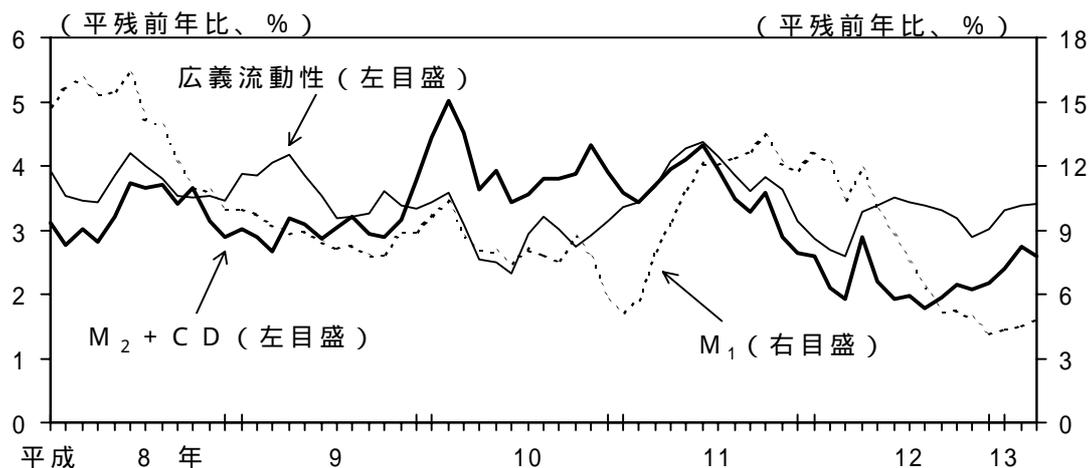
（図表39）企業倒産



ロ．マネーサプライ等の動向

平成12年度下期のマネーサプライの動向をみると（図表40）、代表的指標である $M_2 + CD$ の平均残高前年比伸び率は、幾分高まった（12年9月+2.0% 12月+2.2% 13年3月+2.6%）。

（図表40）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 =  $M_2 + CD +$  郵便貯金 + 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、引き続き全体としてマネーサプライの伸び率にプラスに寄与した。

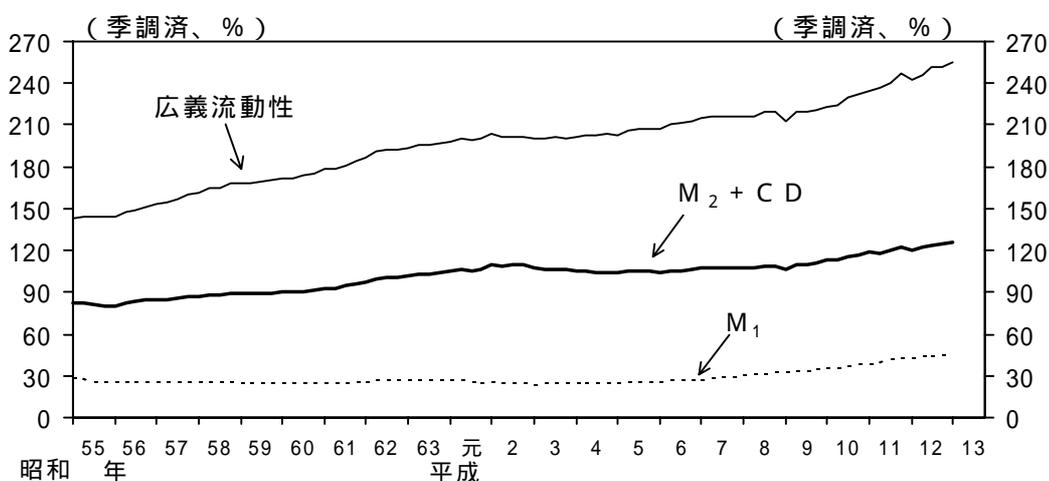
また、家計や企業といった民間部門の資金調達の面では、民間金融機関貸出の前年比はマイナス基調を維持した一方で、社債とCPをあわせた直接調達の伸び率は高まった。このため、民間部門の資金調達のマネーサプライ伸び率への寄与は、全体としては依然マイナスであったが、マイナス幅は幾分縮小した。

こうした中で、郵便貯金からの資金シフトの動きが、マネーサプライの伸びを高める主因となった。すなわち、約10年前に当時の高い利回りを背景に大量に預入された定額貯金について、その満期が12年4月以降集中して到来しており、12年度下期にはその規模が一段と拡大した。そのうちの一部が預金として $M_2 + CD$ に流入し、マネーサプライの前年比伸び率上昇に寄与した。

この間、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲の広い広義流動性は、前年比3%程度の水準で概ね横這いで推移した。一方で、 $M_2 + CD$ よりも対象範囲が狭い $M_1$ は、12年度上期に比べ幾分伸び率を低めたが、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。

また、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41）、ここ数年、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。

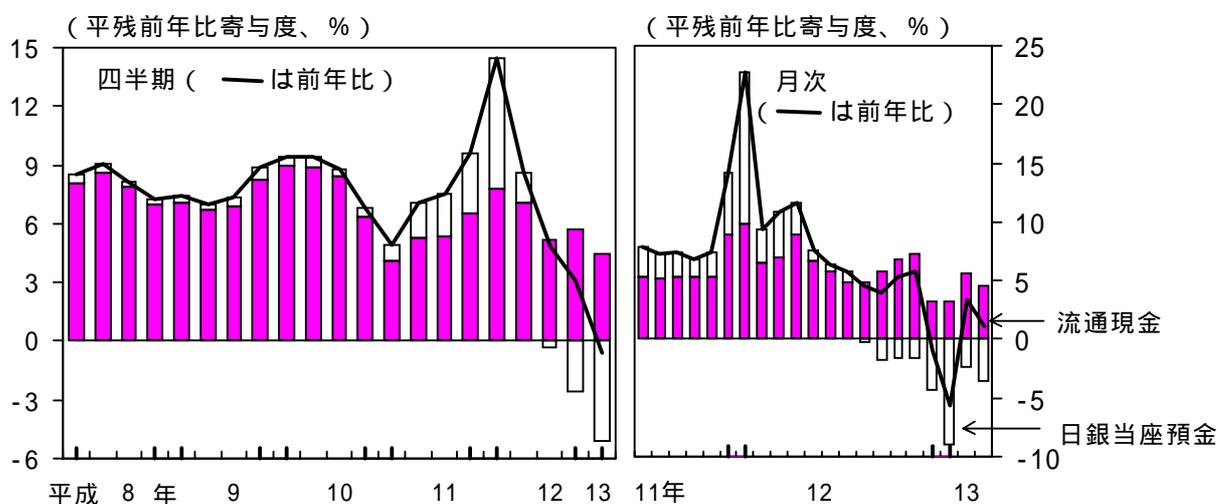
（図表41）マネーサプライの対名目GDP比率



（注）13年1～3月期の名目GDPは、12年10～12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 42）、前年比伸び率は、10 月から 11 月にかけて、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、幾分伸びを高めた。その後、12 月および 1 月については、前年同時期にいわゆる「コンピューター 2000 年問題」を背景に大幅に増加していたことの反動から、前年比伸び率はマイナスとなった。その後は、こうした要因の前年比への影響が概ね剥落したことから、前年比伸び率はプラスに復した。

（図表 42）マネタリーベース



このように、12 年度下期中のマネタリーベースの前年比伸び率は、きわめて大きな振幅を示したが、その主因となった「コンピューター 2000 年問題」に伴う振れを除いてみると、12 年度上期と比べて若干鈍化したとみられる。これは、12 年 8 月まで採られていたゼロ金利政策のもとでは、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り、この結果、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が大きく積み上がっていたのに対し、ゼロ金利政策解除の後には、こうした預金が減少したためである。

ただし、3 月 19 日に決定された金融市場調節方針によって、3 月末にかけて、日銀当座預金残高は、それまでの 4 兆円程度から 5 兆円程度に増加した。