

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 14 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 14 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
（ 公共投資は減少 ）	2
（ 純輸出は期末にかけて持ち直し ）	2
（ 企業収益の悪化を背景に、設備投資は減少 ）	5
（ 雇用者所得の大幅な減少を背景に、個人消費も弱まり ）	6
（ 鉱工業生産は期末にかけて下げ止まりの動き ）	9
（ 2 ） 物価の動向	11
（ 3 ） 海外金融経済の動向	
（ 改善に向かう海外経済 ）	14
（ 米国では回復の動きが明確化 ）	15
（ 欧州経済は減速に歯止めが掛かる兆し ）	17
（ 東アジアでは景気回復に向かう動き ）	18
（ アルゼンチンにおける混乱の影響は限定的 ）	18
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場の動向	20
（ 2 ） 債券市場の動向	22
（ 3 ） 株式市場の動向	24
（ 4 ） 外国為替市場の動向	25
（ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利の動向	27
（ 6 ） 量的金融指標等の動き	
イ ． 企業金融の動向	28
ロ ． マネーサプライ等の動向	32
． 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	34
2 ． 金融政策決定会合における検討の模様	
（ 1 ） 概況	

(金融経済情勢)・・・・・・・・・・・・・・・・	37
(金融政策運営)・・・・・・・・・・・・・・・・	37
(2)「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表・・・・・・・・	38
(3)各会合における検討の様様	
イ．平成13年10～11月の会合	
(厳しさを増す景気の調整)・・・・・・・・	40
(金融政策運営は現状維持)・・・・・・・・	41
ロ．12月18、19日会合	
(景気の広範な悪化と金融面からのダウンサイド・リスクの高まり)・・・	41
(日銀当座預金残高の増額)・・・・・・・・	42
(金融調節手段の拡充)・・・・・・・・	42
ハ．14年1月15、16日、2月7、8日会合	
(悪化を続ける景気)・・・・・・・・	43
(金融政策運営は現状維持)・・・・・・・・	43
ニ．2月28日会合	
(金融資本市場の不安定化)・・・・・・・・	44
(期末に向けた一層潤沢な資金供給)・・・・・・・・	44
ホ．3月19、20日会合	
(景気判断の上方修正)・・・・・・・・	46
(金融政策運営は現状維持)・・・・・・・・	46
ヘ．金融政策のあり方を巡る議論	
(これまでの金融緩和策の効果)・・・・・・・・	47
(物価下落の捉え方と政策対応)・・・・・・・・	47
(長期国債買入オペの位置付け)・・・・・・・・	48
(様々な資産の購入策)・・・・・・・・	49
(インフレーション・ターゲティング)・・・・・・・・	50
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向・・・・・・・・	51
4．日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・	54
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1)適格担保の拡大・・・・・・・・	56
(2)長期国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直し・・・・・・・・	57
(3)手形買入の対象先選定方式の見直し・・・・・・・・	57

．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等	58
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	87
3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解	100
4．金融政策決定会合議事要旨	114
参考計表・資料一覧	250

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 13 年度下期の国内景気は、企業部門の調整が雇用・所得の減少を通じて個人消費に及ぶなど、広範に悪化した。期末にかけては、海外経済の持ち直しや在庫調整の進展などを背景に、悪化テンポは幾分和らいだ。

海外経済情勢をみると、米国ではテロ事件直後に景気がさらに減速したが、その後は回復に転じた。これに伴って、東アジアで景気回復に向かう動きがみられ、ユーロエリアでも景気減速に歯止めが掛かる兆しがみられるなど、13 年秋口にかけて同時後退色が強まった海外経済は、14 年入り後、改善に向かった。

2. 物価動向をみると、景気が広範に悪化するなかで、需要面から物価低下圧力が掛かりやすい状況となったほか、規制緩和・流通合理化・技術進歩など供給面の要因が、引き続き価格下落方向に作用した。このため、物価は緩やかな下落傾向を辿った。ただし、期末にかけては、輸入物価の上昇や在庫調整の進展を背景に、国内卸売物価は、前年比マイナス幅の拡大に歯止めが掛かった。

この間、地価の動向をみると、商業地、住宅地のいずれも引き続き下落した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場の動きをみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、金融機関や投資家の姿勢が慎重化したことなどを背景に流動性需要が増大するなか、日本銀行が逐次日銀当座預金残高を増加させたことから、極めて低い水準で安定的に推移した。オーバーナイト物より期間の長い短期金利の動向をみると、12 月半ばまで概ね横這いで推移したあと、12 月の日本銀行による追加緩和を受けて低下した。その後、期末越えの資金調達意欲の盛り上がりから、2 月半ば以降幾分上昇したが、2 月の日本銀行による追加措置を受けて、上昇傾向に歯止めが掛かった。

長期金利は、概ね 1.3~1.5% のレンジ内で推移した。また、株価は、年末までバブル崩壊後の最安値圏で揉み合う展開が続いたあと、2 月上旬にかけては、大幅に下落し、バブル崩壊後の最安値を更新した。もっとも、その後は、株式の空売り規制の強化などをきっかけに、急速に持ち直した。

外国為替市場では、円相場は、対米ドル、対ユーロとも下落した。

4. 民間銀行貸出は、前年比マイナス幅が徐々に拡大した。民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる動きがみられた。中小企業からみた銀行の貸出態度も、徐々に厳しさを増した。一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けて借入金を圧縮するスタンスが維持されているうえ、設備投資が減少を続けたことなどから、引き続き減少傾向を辿った。

5. マネーサプライ ($M_2 + CD$) の前年比伸び率は、緩やかな上昇を続けた。この背景をみると、民間部門の資金調達は、銀行借入れが減少を続けたほか、社債・CPによる資本市場調達の伸び率も鈍化したため、マイナス方向への寄与を拡大した。こうしたなかで、郵便貯金からの資金シフトの動きが、引き続き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（流通現金と日銀当座預金の合計）の前年比伸び率は、金融緩和措置に伴う日銀当座預金残高の増加や、超低金利を映じた銀行券発行残高の伸び率上昇といった要因により、大きく高まった。

（金融政策決定会合における検討）

6. 13年度下期中には、計9回の金融政策決定会合が開催された。各会合における検討の状況を振り返ると、まず、10～11月の会合では、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面に拡がり、ひいては個人消費にも及び始めるなど、景気調整はさらに厳しさを増している、との認識が概ね共有され、2か月続けて景気判断を慎重化させた。金融政策運営面では、金融市場において流動性需要が不安定な状況が続いていることを踏まえ、9月の会合で決定した、日銀当座預金残高の上限を定めない調節方針（「6兆円を上回る」）を維持し、機動的かつ潤沢に流動性を供給していくこととされた。

7. 12月18、19日の会合では、個人消費の弱さもはっきりしてくるなど、景気は広範に悪化しているとの見解が概ね共有され、景気判断をさらに慎重化させた。また、金融システムや企業金融を巡るリスクなど、金融面に端を発するダウンサイド・リスクにとりわけ注意が必要であるとの見方でほぼ一致をみた。

こうした情勢に鑑み、金融政策運営面では、経済活動を下支えするとともに、金融面から実体経済活動に悪影響が及ぶリスクを減少させる観点から、日銀当

座預金残高目標を 10～15 兆円程度に引き上げる追加緩和措置を決定した。本決定と合わせ、資金供給円滑化の観点から、長期国債の買い入れが月 6 千億円ペースから月 8 千億円ペースに増額された。また、資産担保 C P の C P 買現先オペア対象化および適格担保化、適格担保とされる A B S の範囲拡大について、実務的検討を早急に進めることが決定された。

8. 1月15、16日、2月7、8日の会合では、現状の金融市場調節方針を継続し、潤沢な資金供給を通じて市場の安定に努め、日銀当座預金残高の大幅な増額が金融機関行動や金融市場に与える影響を見極めることとされた。

9. 2月28日の会合では、期末を控え、金融資本市場などの展開如何では、流動性需要がさらに高まる可能性があるなかで、デフレ・スパイラルに陥ることを未然に防ぎ、景気の持続的回復を目指すうえで、金融市場の安定確保に万全を期すことが極めて重要との見解が大勢を占めた。

これを受けて、日銀当座預金残高目標を 10～15 兆円程度に据え置いたうえで、当面、期末にかけて、同残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う、3月1日から4月15日までの間、補完貸付制度の公定歩合による利用を全営業日について可能とする（時限的措置）等の措置を決定した。また、資金供給円滑化の観点から、長期国債の買い入れが月 8 千億円ペースから月 1 兆円ペースに増額されたほか、預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化について、実務的検討を早急に進めることが決定された。

10. 3月19、20日の会合では、国内景気は、全体としてなお悪化を続けているが、海外経済の改善を背景に輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるとして、景気判断を上方修正した。金融政策運営面では現状維持が決定された。

（日本銀行のバランスシートの動き）

11. 13年度下期の日本銀行のバランスシートは、当座預金・発行銀行券が前年を上回ったことや、現先取引の会計処理を変更し、売現先勘定を新設したこと等を反映して、前年を上回る規模で推移し、14年3月末の総資産残高は 138.6 兆円（前年比 +20.4%）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、健全性を引き続き維持した。

I . 経済及び金融の情勢

1 . 経済の情勢

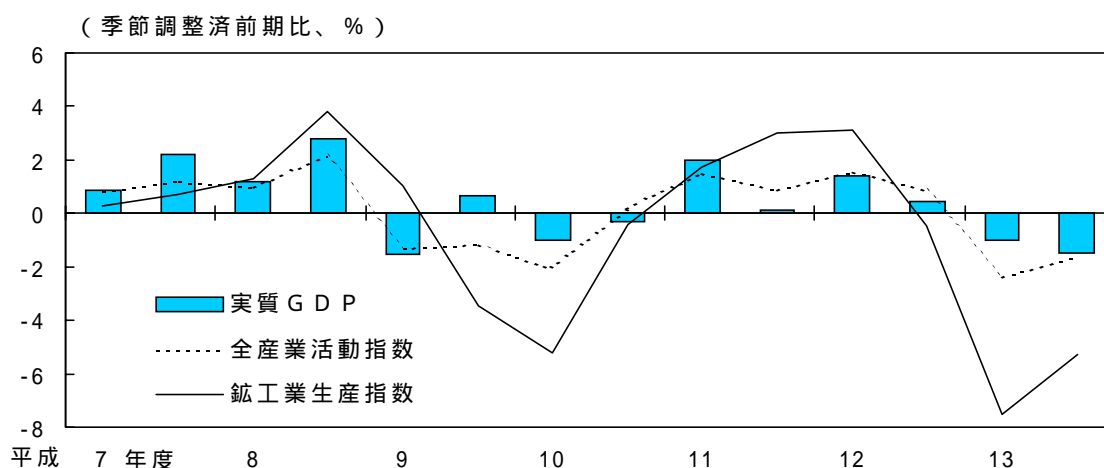
(1) 国内実体経済の動向

(概況)

平成 13 年度下期の国内経済情勢をみると、景気は広範に悪化したが、期末にかけては、海外経済の持ち直しや在庫調整の進展などを背景に、悪化テンポは幾分和らいだ。

下期に景気が広範に悪化するに至った背景について振り返ると、純輸出（輸出 - 輸入）は、下期入り後も大幅な減少を続け、これに在庫調整の動きが加わって、生産は大幅に減少した。こうしたなか、企業の収益や業況感が悪化し、設備投資も、はっきりと減少した。このように景気の調整が長引くもとで、企業は、夏場以降、製造業を中心に雇用調整を進めた。このため、失業率が大きく上昇するなど、雇用情勢はさらに悪化し、雇用者所得もはっきりと減少した。この結果、上期には横這い圏内の動きを続けた個人消費が徐々に弱まるなど、景気は年末にかけて広範に悪化した（図表 1）。

(図表 1) 国内実体経済の動向



(注 1) 13 年度下期の実質 GDP は 13 年 10 ~ 12 月の値。また、全産業活動指数は、13 年 10 月 ~ 14 年 2 月の値。

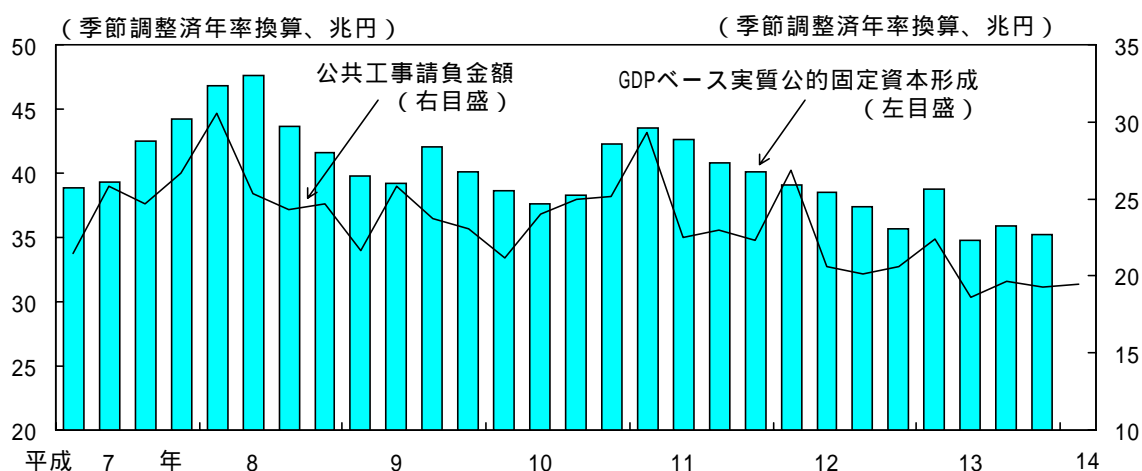
(注 2) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照（以下の図表についても同様）。

14年入り後も、上述の個人消費や設備投資など国内民需が全般に弱まるなかで、公共投資も減少傾向を辿るなど、景気は全体として悪化を続けた。しかしながら、期末にかけては、純輸出が、海外経済の持ち直しなどを背景に、増加に転じた。在庫面でも、減産継続などから、多くの業種で在庫調整が進んだ。これらを反映して、生産は期末にかけて下げ止まりに向かい、企業の業況感も製造業を中心に悪化に歯止めが掛かり始めた。このように、景気は全体として悪化を続けたが、期末にかけては、そのテンポが幾分和らいだ。

(公共投資は減少)

公共工事の発注の動きを表す公共工事請負金額は、13年度下期も引き続き低調に推移した(図表2)。また、こうした発注の動きを反映し、工事の執行も減少傾向を辿った。

(図表2) 公共投資



(純輸出は期末にかけて持ち直し)

純輸出は、下期入り後も減少を続けたが、期末にかけては海外景気の回復の動きがはっきりとするなかで、増加に転じた¹。

¹ 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。

輸出入の動向をやや詳しくみると、実質輸出²は、13年度下期入り後も大幅に減少したが、期末にかけては増加に転じた。こうした動きには、世界同時的なIT関連財の在庫調整の進展や、海外景気の回復の動きに加え、13年秋以降の円安などが影響している。財別の内訳をみると（図表3）IT関連財は、海外におけるIT関連の設備投資が低迷を続けたことなどを反映して、減少を続けたが、年度上期に大幅に落ち込んだ半導体等電子部品の輸出は、世界同時的な在庫調整の進展に伴い、次第に減少幅が縮小した。一方、自動車関連が米国向けを中心に増加を続けたほか、上期に落ち込んだ中間財（鉄鋼、化学）も中国・韓国向けを中心に大きく増加した。また、資本財（半導体製造装置、一般機械）も、期末には増加に転じた。

（図表3）輸出の財別内訳

	（前年比、％）			（季調済前期比、％）						
	平成12年度	13年度	12年第2四半期	3	4	13年1	2	3	4	14年1
中間財 <15.4>	4.0	-2.9	2.3	0.8	-0.2	-2.0	-3.7	0.1	2.1	5.6
自動車関連 <21.3>	9.2	2.1	6.8	1.4	-0.6	-4.2	2.0	2.0	1.1	5.8
消費財 <7.4>	9.0	-7.0	1.9	-0.3	1.7	-4.8	-1.0	-1.6	-5.8	4.5
IT関連 <19.6>	17.8	-18.4	4.8	-1.2	4.2	-5.1	-6.8	-7.5	-7.3	-5.9
うち半導体等電子部品	21.4	-18.0	7.9	-0.4	0.4	-7.8	-7.3	-5.4	-3.1	-2.1
資本財・部品 <27.1>	15.0	-18.1	5.1	0.9	-2.6	-4.3	-8.9	-6.3	-5.0	6.1
実質輸出計	10.2	-10.7	4.2	0.5	-0.4	-4.4	-4.0	-3.9	-3.2	4.7

（注）図表上の<>内の計数は、平成13年度通関輸出額に占める各財のウェイト（図表4も同じ）。

輸入についてみると、下期には上期に比べ減少テンポは幾分緩やかとなったが、国内需要が全般に弱まるもとの、引き続き減少傾向を辿った。財別の動きをみると（図表4）上期に大幅に減少したIT関連財の輸入は、下げ止まりから増加に

² 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て算出しており、実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。なお、実質貿易収支でみた純輸出は、所有権移転ベースではなく通関ベースである、サービス収支を含まない、などの点で、GDP統計上の純輸出とは異なるが、その推移は概ね等しい。

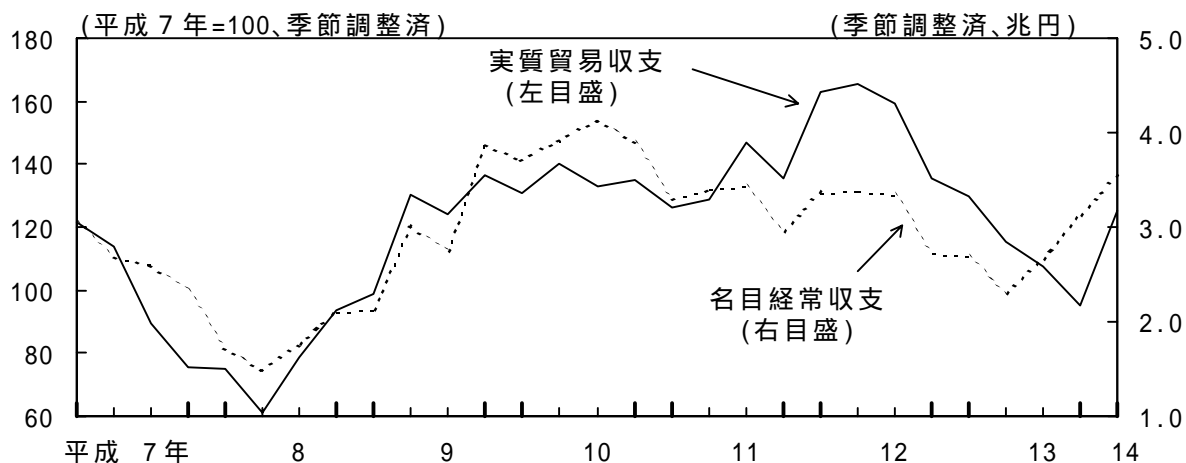
転じた一方、消費財や資本財は、それぞれ個人消費、設備投資の弱さなどを背景に、減少傾向を辿った。

(図表4) 輸入の財別内訳

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)							
		平成12年度	13	12年第2四半期	3	4	13年1	2	3	4	14年1
素原料	<18.8>	0.8	-7.6	1.3	-0.3	0.0	-2.3	-2.5	-2.1	-2.6	-3.1
中間財	<13.4>	8.5	-4.3	4.5	-0.6	7.6	-3.1	-2.9	-3.0	-0.5	-0.5
食料品	<12.7>	3.3	-2.1	-0.8	-0.4	3.1	-4.0	-0.4	-1.8	5.1	-4.5
消費財	<11.6>	18.6	1.0	6.9	1.7	9.0	-5.6	4.0	-1.4	-0.2	-7.3
IT関連	<19.7>	41.3	-11.4	12.7	14.1	5.1	-5.8	-5.3	-10.5	-1.1	5.0
資本財・部品	<13.3>	17.6	-3.4	5.1	6.3	9.3	-4.3	-1.6	-3.6	-3.4	0.5
うち除く航空機		21.8	-1.7	4.6	6.3	10.1	-2.7	0.2	-6.1	-1.1	-2.5
実質輸入計		12.8	-5.3	5.4	2.2	5.3	-4.5	-1.8	-3.1	-0.9	-1.9

なお、実質貿易収支でみた純輸出は、下期入り後も減少を続けたが、期末にかけては輸出の持ち直しに伴い、増加に転じた(図表5)。また、名目の貿易・サービス収支の黒字幅は、米国テロ事件以降の出国者数の落ち込みや14年初までの原油価格の低下、さらには前述の輸出の増加も加わって、下期を通じて拡大を続けた。

(図表5) 対外収支

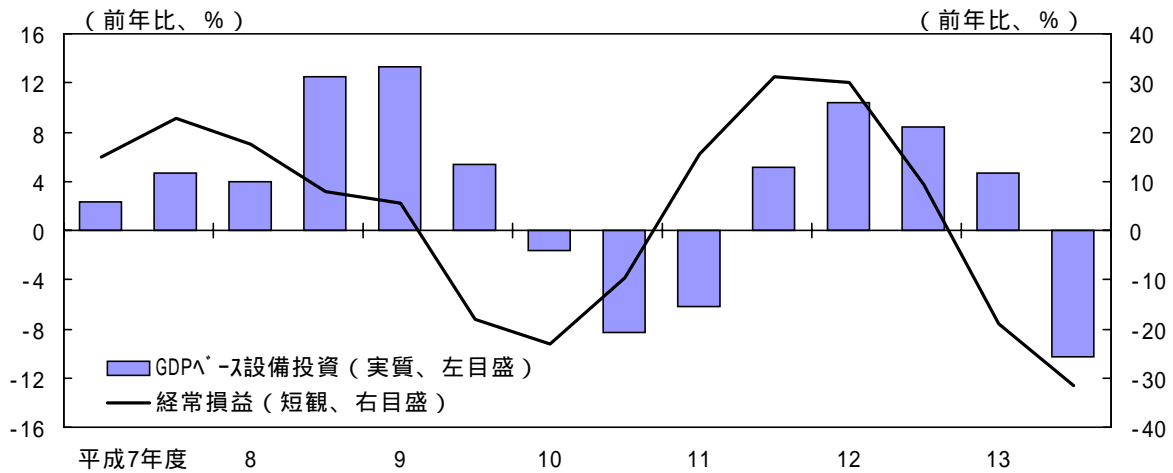


（企業収益の悪化を背景に、設備投資は減少）

企業部門をみると、経常利益は13年度上期に、輸出・生産の大幅な減少を受けて、製造業を中心に減益に転じたあと、下期は全般的に減益となったとみられる（図表6）。企業の業況感は、こうした収益の悪化に、米国テロ事件の影響も加わって、下期入り後も悪化を続けたが、期末には輸出が増加に転じ、生産が下げ止まりに向かうもとで、製造業を中心に悪化に歯止めが掛かり始めた（図表7）。

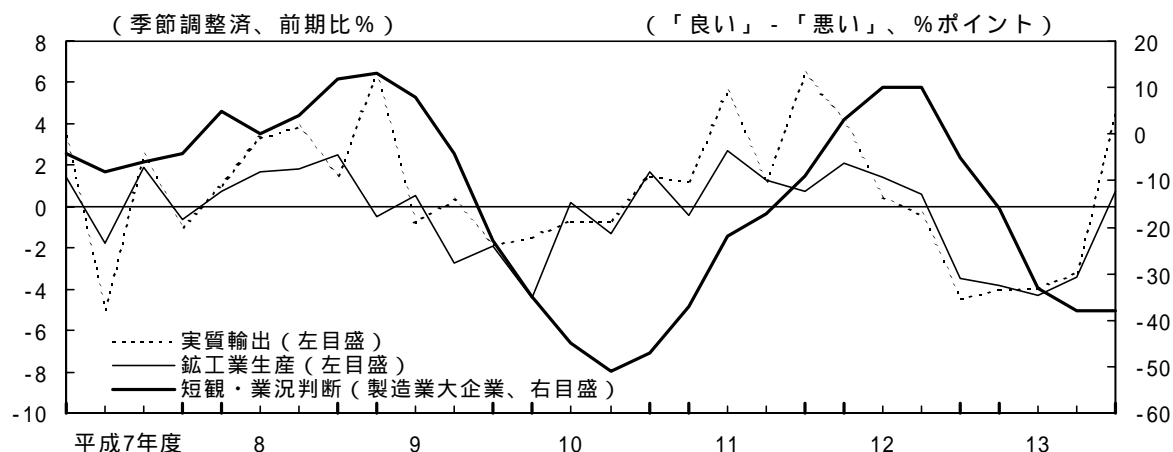
下期を通じて企業の収益や業況感が全体として悪化傾向を辿るもとで、10～12月のGDPベースの設備投資は、はっきりと減少した（図表6）。これは、IT関連を中心とする製造業の減少が続くなかで、下期には非製造業の減少も明確になったことを反映している。企業の投資計画や機械受注などの先行指標から判断する限り、下期を通じて設備投資の減少は続いたとみられる。

（図表6） 企業収益と設備投資



（注）13年度下期の経常損益は、14年3月時点の計画。GDPベースの設備投資は、10～12月の前年同期比。

(図表 7) 輸出・生産・業況判断



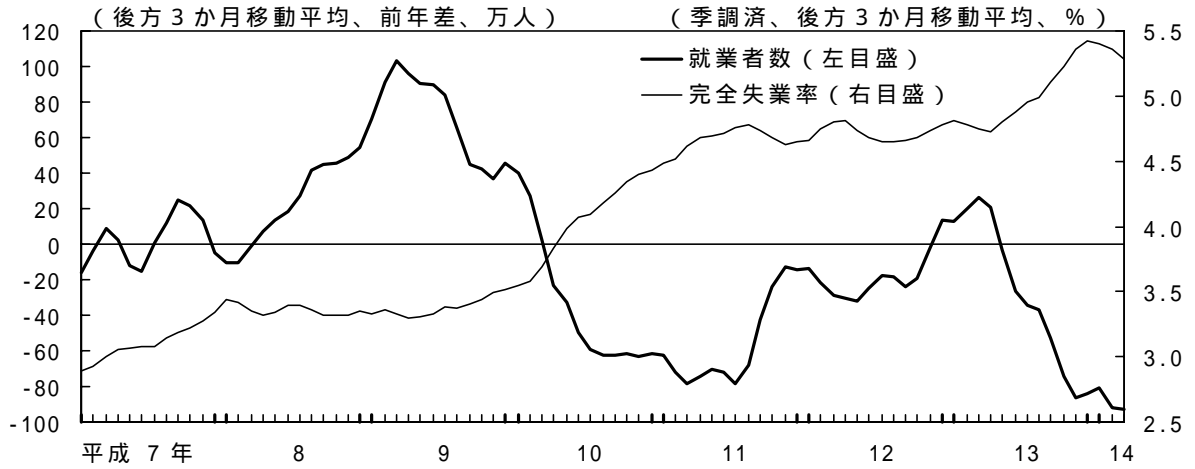
(注) 業況判断の大企業とは、常用雇用者数 1,000 人以上の企業。

(雇用者所得の大幅な減少を背景に、個人消費も弱まり)

次に家計部門をみると、労働時間の減少や失業の増加傾向が続くもとで、雇用者所得の減少が次第に明確になった。こうしたなかで、上期には横這い圏内で推移した個人消費も、下期に入り徐々に弱まった。

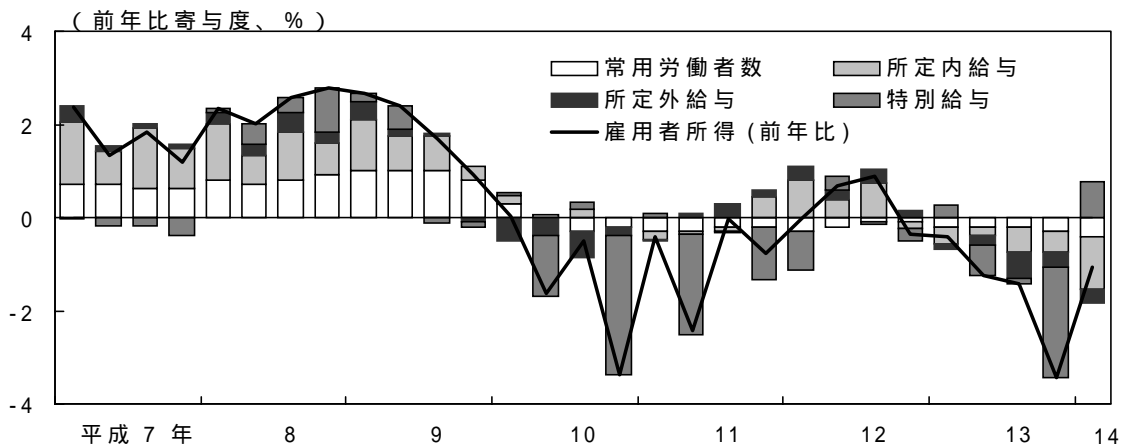
すなわち、企業は、景気の調整が長引くにつれて、夏場以降、製造業を中心に雇用調整を本格化させた。企業は、差し当たり、景気の回復局面において雇用したパート労働者やアルバイトなどの非正規労働者を中心に雇用調整を進めたが、業況悪化先では希望退職の募集なども行われた。こうした企業の雇用調整に加え、企業倒産も増加傾向を辿ったことなどから、就業者が大きく減少するとともに、失業率も秋口以降、はっきりと上昇した(図表8)。また、有効求人倍率も、低下傾向を辿った。

(図表8) 労働市場



雇用者所得は、上期末にかけて徐々に減少に向かったあと、下期には大きく減少した(図表9)。内訳をみると、常用労働者数の減少幅が幾分拡大するなかで、1人当たり名目賃金の低下幅が大幅に拡大した。名目賃金の動きをやや細かくみると、生産活動の低下を背景とする所定外給与の減少が続いたうえ、パート比率の上昇や労働時間の短縮などに伴い、所定内給与の前年比もマイナス幅を幾分拡大させた。また、企業業績が悪化するもとで、冬季賞与の支給時期(11~1月)に、特別給与の減少幅が大きく拡大した³。

(図表9) 雇用者所得

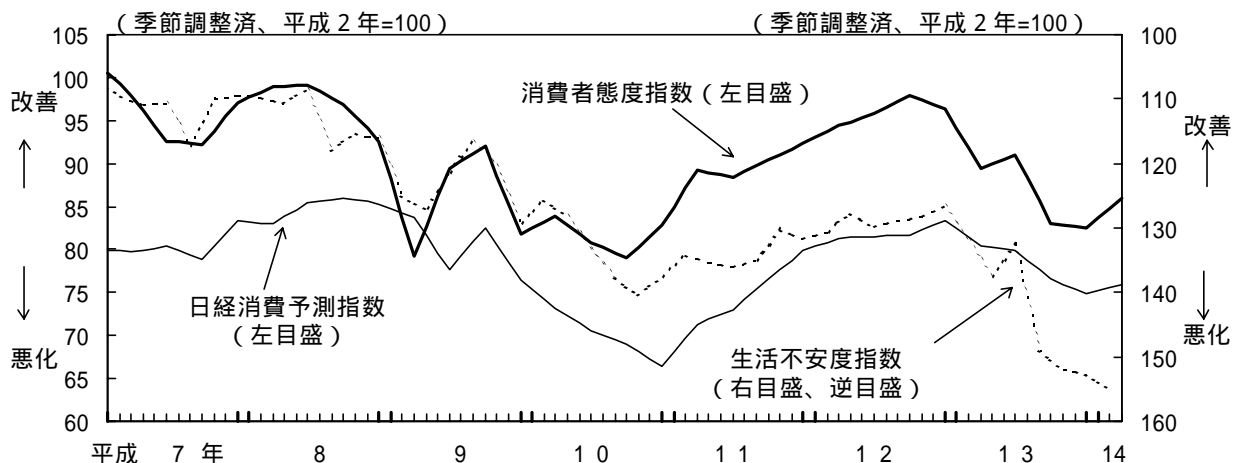


(注) 事業所規模5人以上の計数を使用。

³ 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。

消費者心理は雇用・所得環境が厳しさを増すなかで、下期に入って大幅に悪化し、その後も総じて慎重な状況が続いた（図表 10）。

（図表 10）消費者心理



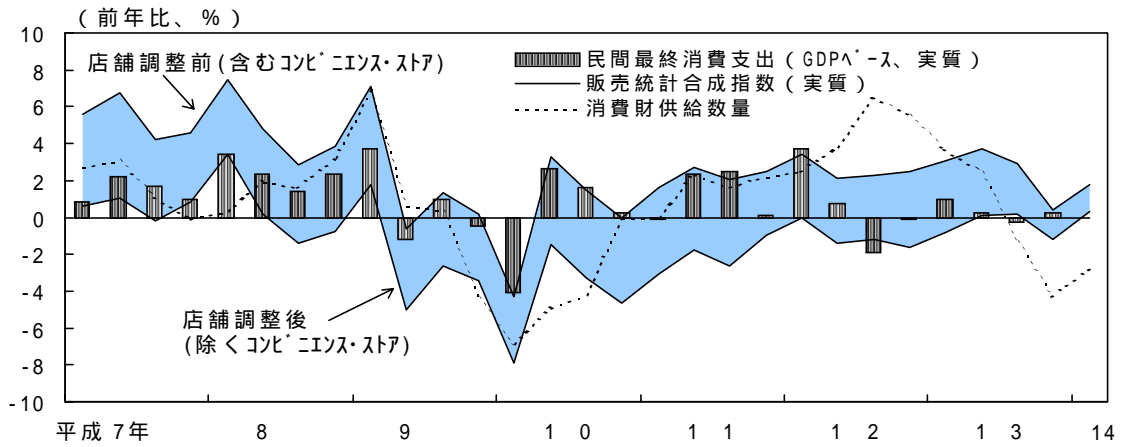
（注）消費者態度指数（調査対象全国 5,040 世帯）、日経消費予測指数（同首都圏 1,500 人）、生活不安度指数（同全国 2,200 人）はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

以上を背景に、個人消費は、弱めの動きが続いた。この点について、個人消費の動きを販売面および供給面から、それぞれ包括的に捉えた指標で確認すると、販売統計合成指数は、10～12月に前年水準を下回り始めたあとも、前年比ゼロ近傍の弱めの動きが続いた。また、消費財供給数量も下期を通じて前年の水準を下回って推移した（図表 11）⁴。

⁴ 販売統計合成指数とは、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、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もとに合成することにより作成している。同指数には、店舗調整前と店舗調整後の2系列が存在する。「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映される指数である（店舗調整前の指数にはコンビニエンス・ストア売上高を含めている）。他方、「店舗調整後」は、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで消費動向を捉えようとしたものである。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。

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、鉱工業総供給表で示されている。鉱工業総供給表が利用できない直近分については、「国内分」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た。「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。

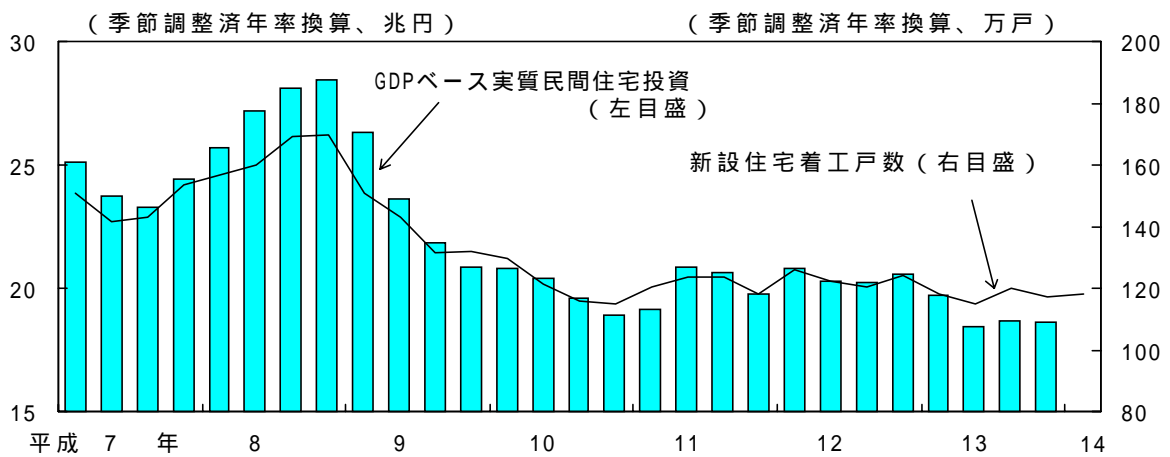
(図表 11) 個人消費



(注) 販売統計合成指数、消費財供給数量については、脚注4を参照。

住宅投資は低調に推移した(図表 12)。新設住宅着工戸数についてみると、13年度下期は118万戸(季節調整済みの年率換算値)と、13年度上期(同117万戸)並みの低い水準で推移した。

(図表 12) 住宅投資

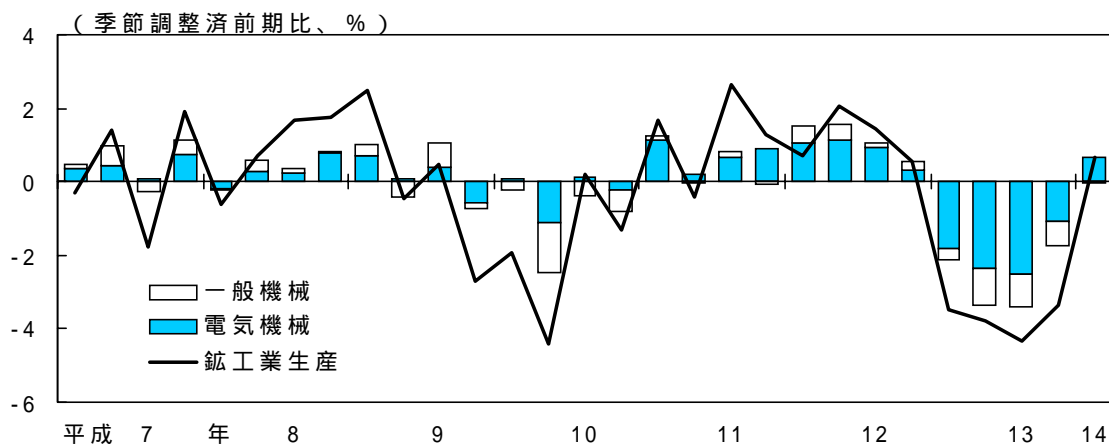


(鋳工業生産は期末にかけて下げ止まりの動き)

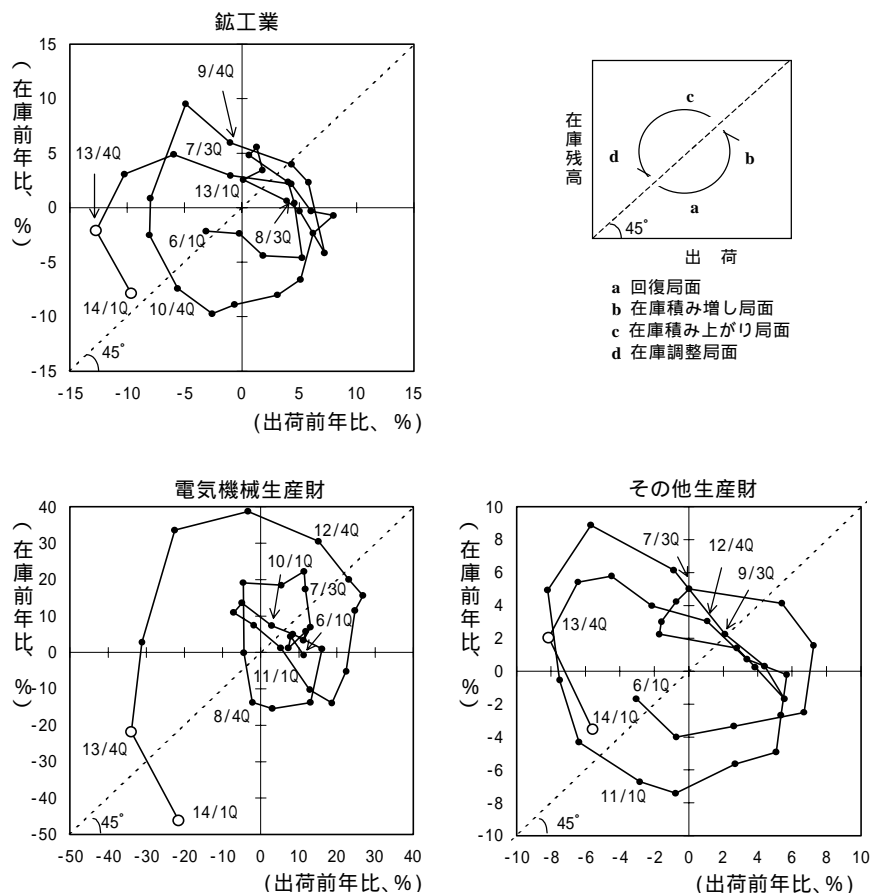
13年度上期に大幅に減少した鋳工業生産は、下期に入っても大幅な減少が続けたが、在庫調整の進展や生産への影響が大きい輸出が増加に転じるなかで、期末にかけては電気機械を中心に下げ止まりに向かった(図表 13)。在庫調整は、下期を通じて多くの業種で進展し、中でも電気機械生産財(電子部品など)は、過剰

在庫の調整がほぼ一巡したとみられる(図表14)。また、その他の生産財(主に素材)でも、減産継続のなかで、期末にかけて輸出が大きく伸びた鉄鋼を中心に、在庫調整がかなり進んだ。これを受けて、企業の在庫過剰感も、幾分和らいだ。

(図表13) 生産



(図表14) 在庫循環

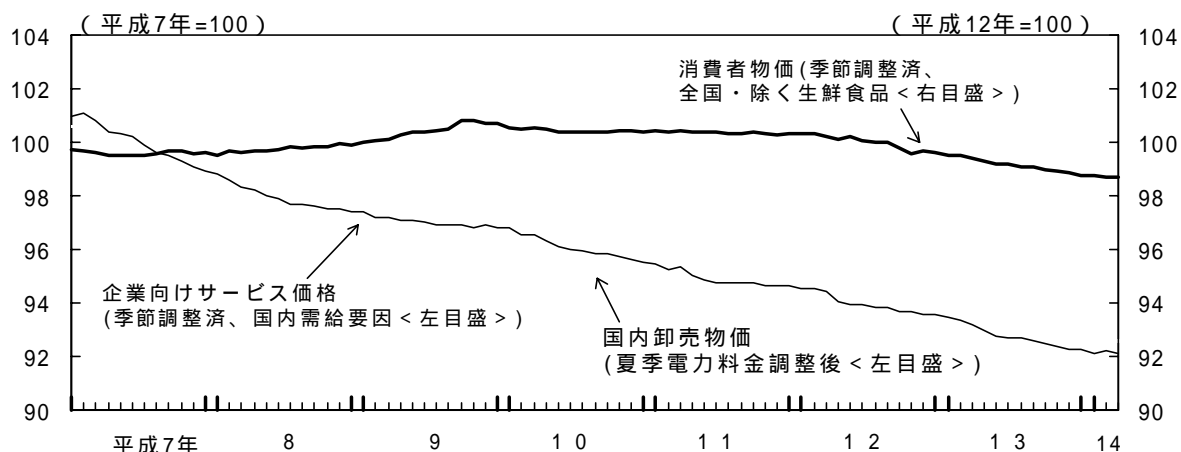


(注) 在庫循環の見方については、図表右上の概略図を参照。

(2) 物価の動向

13年度下期中の国内物価は、主な物価指数のいずれをみても、緩やかな下落傾向を辿った(図表15)。

(図表15) 物価



(注)平成9年4月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して調整。図表16、17も同様。

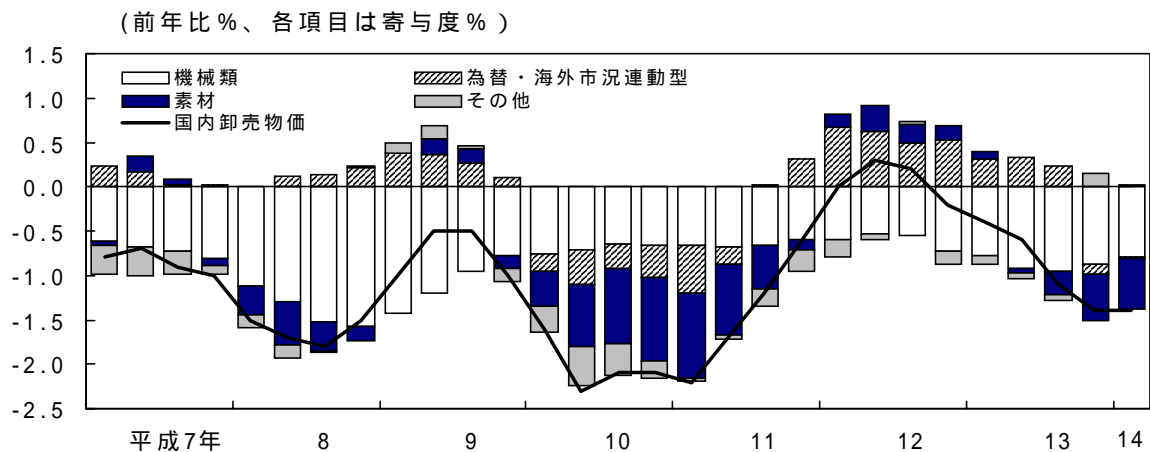
このうち、国内卸売物価は、引き続き下落したが、期末にかけては、輸入物価の上昇や在庫調整の進展を背景に、前年比でみたマイナス幅の拡大には歯止めが掛かった。これを類別にみると、機械類は全体では引き続き下落したが、電子部品などが下げ止まるにつれて、マイナス幅は幾分縮小した。一方、素材は、化学などを中心にマイナス幅が拡大した(図表16)。また、消費者物価(除く生鮮食品)については⁵、マイナス幅が横這いで推移した(図表17)⁶。内訳をみると、サービスは小幅の上昇が続いた一方、財では、輸入製品やその国内競合品の価格下落が続くなかで、14年初までの原油安の影響から石油製品のマイナス幅が幾分拡大した。企

⁵ 「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。なお、図表15における消費者物価の季節調整済系列では、季節調整前の統計から生鮮食品のほか、外国パック旅行を除いているが、後者については、季節調整を行えるだけの十分なデータがないためである。

⁶ 図表17の寄与度分解は、平成13年以降について平成12年基準で示し、それ以前は平成7年基準の数値を用いている。

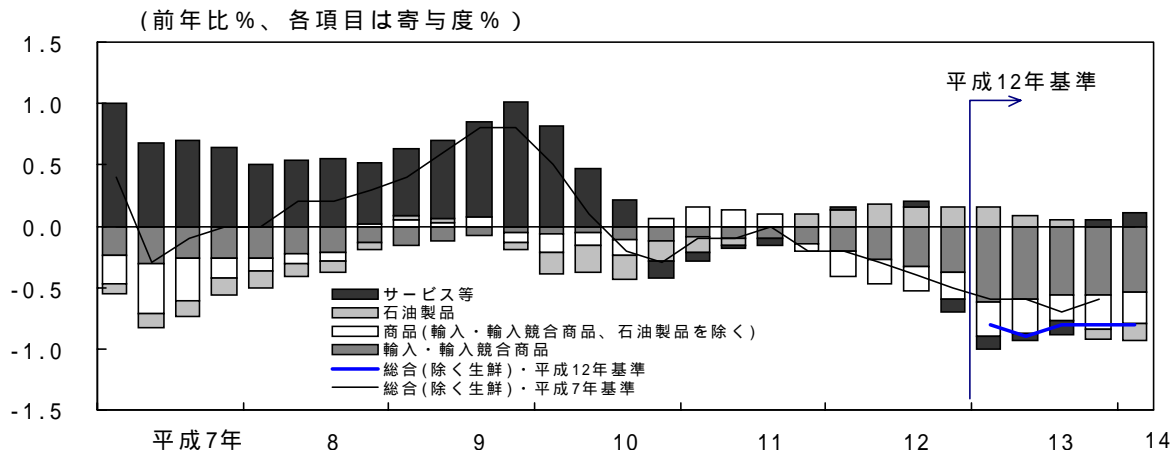
業向けサービス価格指数(国内需給要因)も⁷、リースや一般サービスの低下が続くなかで、広告も低下するなど、下落が続いた。

(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(除く生鮮食品)

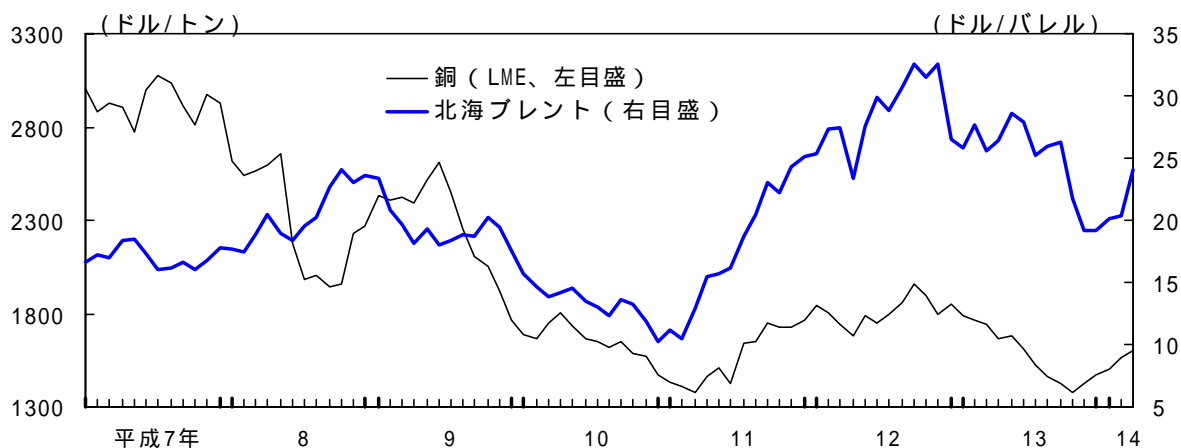


(注) 輸入・輸入競合商品とは、消費者物価指数のうち、輸入物価指数と共通に採用されている品目と、輸入品と競合関係にあると考えられる品目、を集計したものの。

⁷ 「企業向けサービス価格(国内需給要因)」とは、企業向けサービス価格指数を、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でみたものである。すなわち、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言い難い料金を除いたものである。具体的には、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、不動産などで構成される。

物価を取り巻く環境をみると、期末にかけて、円安や国際商品市況の上昇が物価の押し上げ要因として働いた（図表 18）。もっとも、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、景気が悪化を続けるなかで経済の稼働水準が低下するなど、物価低下圧力が掛かりやすい状況であった。加えて、規制緩和、流通合理化、機械類を中心とする技術進歩など、供給面からの価格下落圧力も引き続き作用した。中国など東アジアからの製品輸入も、増加テンポは下期末にかけて鈍化した。引き続き価格を下落させる要因として働いた。

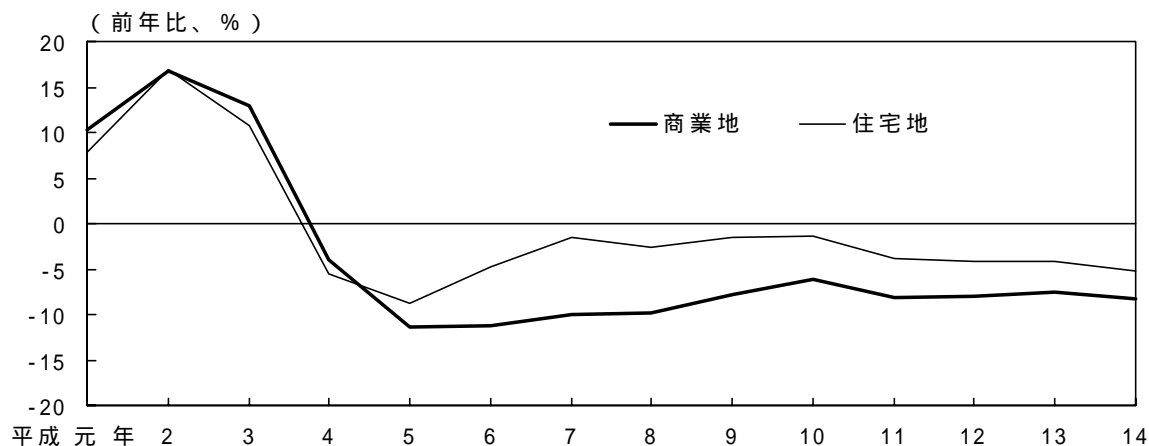
（図表 18）国際商品市況



（注）北海 Brent はスポット価格、銅は直近限月の先物価格。

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も引き続き下落した（図表 19）。

（図表 19）地価



(3) 海外金融経済の動向

(改善に向かう海外経済)

13年度下期の海外経済情勢をみると(図表20) 米国では、テロ事件直後に景気がさらに減速したが、その後は、家計支出が底固く推移したことやIT関連財も含めた在庫調整の進展等から、景気は回復に転じた。これに伴って、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気についても回復に向かう動きがみられ、ユーロエリアについても、景気減速に歯止めが掛かる兆しがみられた。このように、13年秋口にかけて同時後退色が強まった海外経済は、14年入り後、改善に向かった。

(図表20) 海外経済 (実質GDP)

(欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		平成 12年	13年	13年 1Q	2Q	3Q	4Q	14年 1Q
米 国		4.1	1.2	1.3	0.3	-1.3	1.7	5.8
欧 州	ユーロエリア	3.4	1.5	2.0	0.2	0.9	-0.8	--
	ドイ ツ	3.0	0.6	1.6	0.2	-0.7	-1.0	--
	英 国	3.0	2.2	2.6	2.0	1.7	0.0	0.3
東 ア ジ ア	中 国	8.0	7.3	8.1	(1~6月) 7.9	(1~9月) 7.6	(1~12月) 7.3	7.6
	韓 国	9.3	3.0	3.7	2.9	1.9	3.7	--
	台 湾	5.9	-1.9	0.9	-2.4	-4.2	-1.9	--

海外金融市場の動向をみると、米国、欧州では、13年10~12月は、政策金利の引き下げに伴い、短期金利は低下傾向を辿ったが、14年1~3月は、景気回復期待の高まりに伴う利上げ観測の台頭から、緩やかに上昇した。また、長期金利や株価は、世界景気の高まり等から、総じてみれば上昇基調で推移した。また、東アジアの株式市場でも、米国株価の上昇と米国への輸出増加による景気回復期待から、多くの国・地域で株価が上昇した。

エマージング諸国では、アルゼンチンが公的対外債務のモラトリアム(一時支払停止) を宣言し、為替制度を対ドル・ペッグのカレンシー・ボード制度から変

動相場制度に変更したが、他国への影響は極めて限定的であった。中南米諸国など多くの国・地域では、米国株価の上昇と米国景気回復に伴う輸出増加期待を背景に、株価が上昇し、対米国債スプレッド⁸も縮小した。

(米国では回復の動きが明確化)

以上の動きをやや細かくみると、まず、米国では、テロ事件直後に景気がさらに減速し、雇用環境も大幅に悪化した。こうしたなか、全米経済研究所(NBER)は、米国経済は13年3月に景気後退局面入りしたとの見解を公表した。もっとも、その後、年末にかけては、自動車メーカーによる大規模な拡販策の奏効、消費者コンフィデンスの落ち着き、大幅な金融緩和などから、家計支出はむしろ大幅に増加した。このため、設備投資の低迷が続くもとでも景気は底固く推移し、10~12月の実質GDPは前期比プラス成長となった。また、14年1~3月には、IT関連財も含めた在庫調整の進展から生産が増加に転じ、雇用調整圧力も和らぐなど、景気は回復傾向を辿った。この間、消費者物価は、10~12月は、原油価格の低下、財・労働需給の緩和等を背景に、安定的に推移したが、期末にかけては、原油価格の大幅な上昇に伴うエネルギー価格等の上昇から、幾分上昇率が高まった。また、対外バランス面では、景気回復に伴い輸入が増加に転じたことから、一時縮小していた貿易赤字は再び拡大した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、13年10月2日、11月6日、12月11日と、相次いでフェデラル・ファンド・レート誘導目標水準を引き下げたため(年初来11回、累計で4.75%)、同水準は14年3月末時点で1.75%となった。

長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図表21(1))、景気減速懸念の高まりに加え、米国財務省による30年国債発行停止の発表の影響もあって、13年11月上旬まで低下基調で推移した。しかし、その後、11月中旬から12月にかけては、アフガニスタンにおける軍事行動の早期終結期待や景気回復期待の高まり等から上昇傾向を辿った。14年入り後は、株価の軟化等を背景にやや低下したが、2月末以降、景気情勢の好転を示す経済指標が多くみられたことから、先行きの景気回復のテンポに対する楽観的な見方が拡がり、3月央には13年6月末時

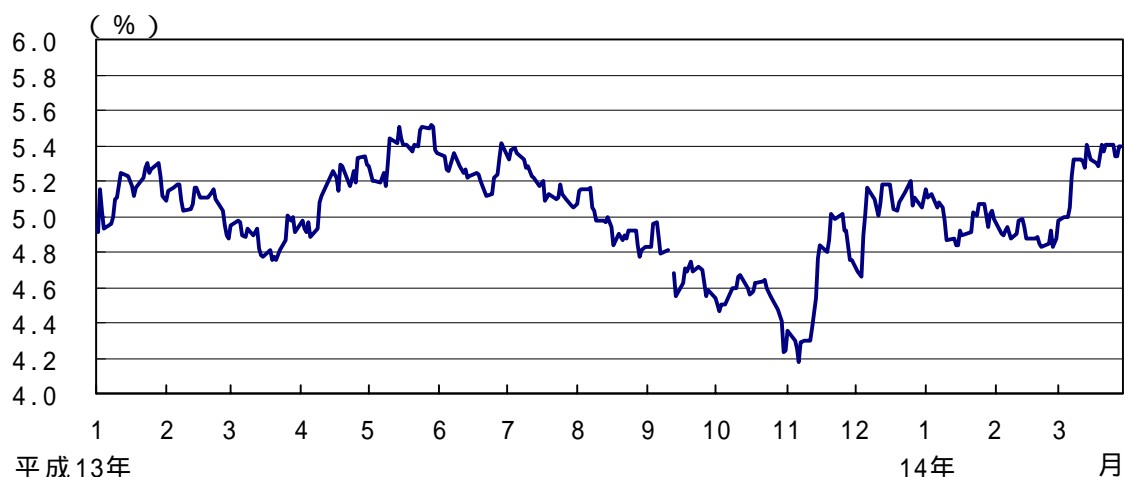
⁸ これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

点の水準まで上昇した。

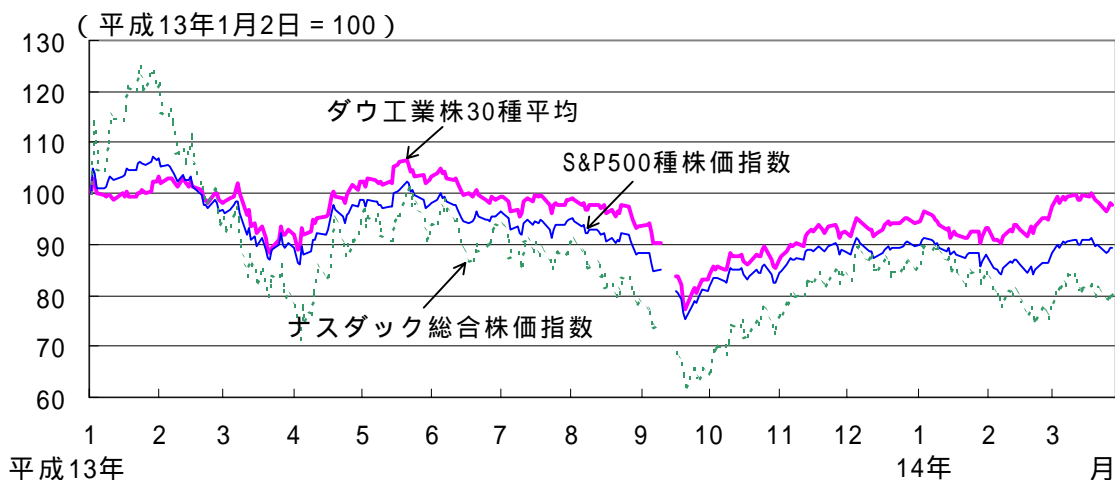
また、株価は（図表 21(2)）13 年 10 月初以降、テロ事件直後の急落の反動や金融緩和から持ち直し、年末にかけては企業収益の改善期待の高まりも加わって、テロ事件直前の水準を大きく超えて上昇した。その後、14 年 1 月から 2 月中旬にかけては、一部エネルギー関連企業の経営破綻を契機とする企業の会計情報に対する不信感の高まり等から、軟調な展開が続いたが、2 月末から 3 月央にかけては、企業収益の改善期待の高まり等から持ち直した（ダウ工業株 30 種は 13 年 6 月以来の高値を付けた）。

（図表21）米国の長期金利と株価

（ 1 ）米国長期金利（国債10年物）



（ 2 ）米国株価



(欧州経済は減速に歯止めが掛かる兆し)

欧州経済情勢についてみると、ユーロエリアでは、13年10～12月は、世界景気減速を背景に、輸出、設備投資の減速傾向が続いたほか、個人消費も低調に推移したため、実質GDPは前期比マイナスとなった。もっとも、14年1～3月には、米国景気の回復や在庫調整の進展等を背景に、輸出・生産面で下げ止まりの動きがみられるなど、景気減速に歯止めが掛かる兆しがみられた。この間、物価面では、原油価格の低下を主因に、消費者物価の上昇率は低下基調を辿った。ただし、14年入り後は、悪天候による食料品価格の上昇や付加価値税の引き上げの影響に加えて、原油価格の大幅な上昇もあって、上昇率が若干高まった。

金融政策面では、欧州中央銀行は、13年11月8日に、中長期的な物価上昇圧力が低下したとの判断から、政策金利である主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利を0.50%引き下げ、3.25%とした。

英国では、輸出が減少を続ける一方で、良好な雇用環境や住宅価格の上昇等を背景に、個人消費が堅調に推移する状況が続いた。ただし、期末にかけては、米国景気の回復等を背景に、輸出の減少テンポは和らいだ。この間、物価面では、原油価格下落の影響もあって、小売物価指数(除くモーゲージ利払)は落ち着いた動きとなった。金融政策面では、イングランド銀行は、13年10月4日、11月8日に、政策金利であるレポ金利を引き下げ、4.0%とした。

欧州の長期金利の動きをみると、ユーロエリア、英国とも、景気減速懸念の高まりから13年11月上旬まで低下基調で推移したが、11月中旬から12月にかけては、アフガニスタンにおける軍事行動の早期終結期待や景気回復期待の高まり等から、上昇傾向を辿った。その後、14年1～2月にかけては横這い圏内で推移したが、3月中は、世界景気の回復期待の高まり等から、一段と上昇した。

欧州株価は、ユーロエリア、英国とも、13年10月初以降、テロ事件直後の急落の反動や政策金利の引き下げから持ち直し、年末にかけては企業収益の改善期待の高まりも加わってテロ事件直前の水準を大きく超えて上昇した。その後、14年1月から2月中旬にかけては、米国株価の軟化等から欧州株価も軟調に推移したが、2月末から3月央にかけては、米国株価の持ち直しや企業収益の改善期待から上昇した(独DAX30は13年8月以来の高値を付けた)。

(東アジアでは景気回復に向かう動き)

NIEs、ASEAN4か国⁹では、世界的なIT関連財の在庫調整の進展等を背景に、輸出、生産が下げ止まりから持ち直しへと転じていくなか、14年1～3月には、個人消費、設備投資といった内需についてもほぼ下げ止まるなど、景気回復に向かう動きがみられた。なお、韓国については、財政政策の奏功等から建設投資や個人消費が堅調に推移するなか、輸出の持ち直しから生産が増加し、設備投資についても持ち直しの動きがみられるなど、景気はいち早く回復に転じた。この間、物価面では、原油価格の低下や需給悪化等を背景に、消費者物価上昇率は低下傾向を辿り、特に台湾、シンガポール等では概ね前年比マイナス圏内で推移した。

中国では、10～12月は、輸出の伸び率低下を背景に景気は鈍化傾向を辿ったものの、積極的な財政政策と高水準の直接投資流入等を背景に、実質GDP成長率は引き続き高めの水準を維持した。14年入り後は、内需の好調が続くもとで、輸出が回復に転じたことから、1～3月の実質GDP成長率は前期に比べて高まった。

この間、金融市場をみると、株価は、中国では国有株放出の有無に関する市場の見方の変化等を反映して乱高下したが、その他の国・地域では、米国テロ事件後に大幅に下落したあと、米国株価の上昇や米国景気回復に伴う輸出の増加期待を受けて上昇した。この間、為替市場では、インドネシア・ルピアが米国テロ事件後の社会情勢不安を受けて下落したが、その他の通貨は総じて横這い圏内で推移した。

(アルゼンチンにおける混乱の影響は限定的)

中南米主要国についてみると、アルゼンチンでは、13年秋口以降、同国の債務返済能力に対する市場の懸念が急速に高まり、対米国債スプレッドが急拡大した。13年12月中旬、同国は公的対外債務のモラトリアムを宣言し、14年2月には為替制度を対ドル・ペッグのカレンシー・ボード制度から変動相場制度に変更した。

⁹ 本節では、NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポールを指す。また、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、フィリピンを指す。

その後、通貨ペソは下落基調で推移したが、同国における金融資本市場の混乱の他国への影響は極めて限定的であった。この間、同国の株価は、インフレ・ヘッジを目的とした株式投資を受けて上昇した。ブラジルでは、米国株価の上昇や貿易収支の黒字基調を受けて、株価、通貨レアルが上昇した。メキシコでも、米国株価の上昇等を受けて、株価、通貨が上昇した。

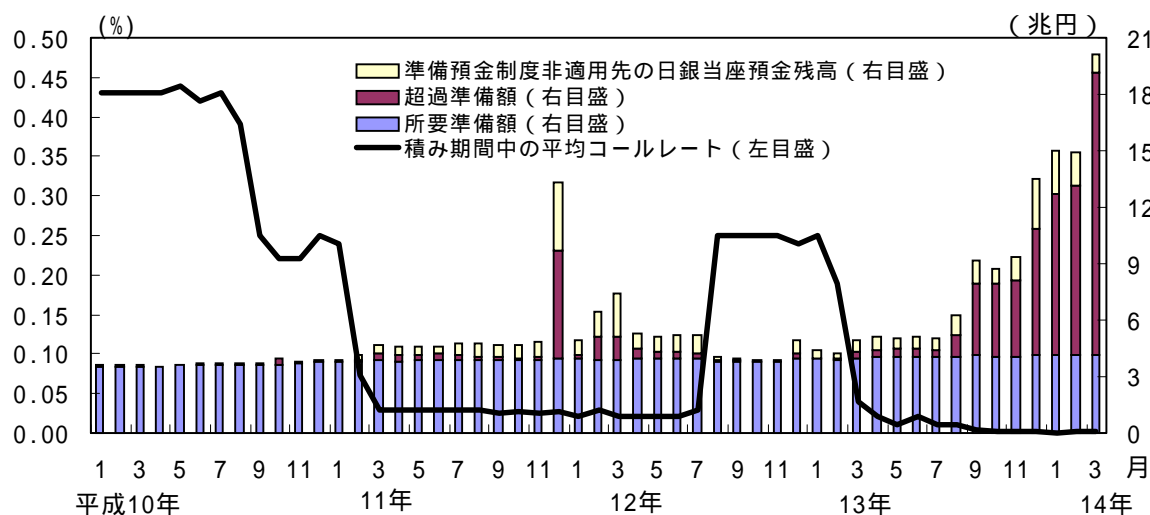
また、ロシアでは、原油価格の上昇に加えて、財政健全化をはじめとする構造改革の進展に対する市場の期待もあって、株価が大幅に上昇した。さらに、トルコでは、IMF追加融資承認（14年2月）などが好感され、同国国債の対米国債スプレッドは縮小傾向で推移した。

2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成 13 年度下期の日銀当座預金残高¹⁰は(図表 22) 金融機関や投資家の姿勢が慎重化したことなどを背景に流動性需要が増大するなか、当座預金残高目標が引き上げられたことから、増加傾向を辿った。すなわち、当座預金残高は、9月18日の金融政策決定会合で同残高目標が6兆円を上回る水準まで引き上げられたことを受けて、11月までは9兆円前後で推移した。その後、12月18、19日の会合での金融市場調節方針の変更を受けて、同残高は10~15兆円程度に引き上げられた。さらに、2月28日の会合においては、期末に向けて、10~15兆円程度という当座預金残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行うことが決定された。3月末の同残高は、期末要因による流動性需要の高まりを背景に、27兆円超に達した。

(図表 22) 日銀当座預金残高



(注) 積み期間中の平均残高。

下期の短期金融市場の動きをみると(図表 23) 無担保コールレート(オーバーナイト物、以下同じ)¹¹は、前述の金融市場調節方針のもとで、12月半ばまでは、

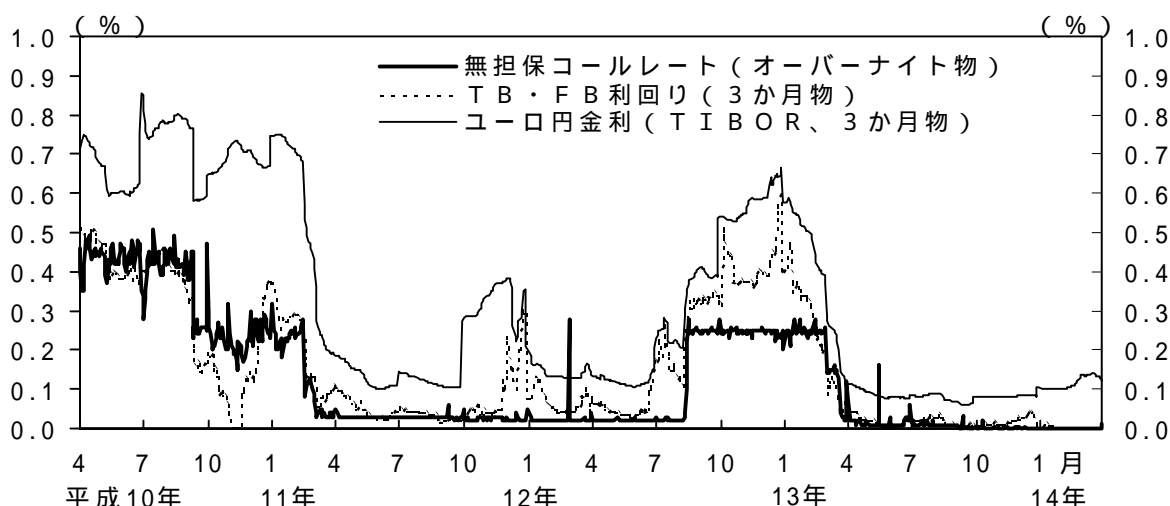
¹⁰ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

¹¹ 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)。

概ね 0.002% ~ 0.003% 近辺で安定的に推移した。その後、当座預金残高目標が引き上げられことを受けて、同レートは低下し、3月末にかけて 0.001% ~ 0.002% で推移した。

また、ターム物金利¹²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、12月半ばまで概ね横這いで推移したあと、12月19日の金融政策変更等を受けて低下した。その後、ユーロ円金利は、期末越えの資金調達意欲の盛り上がりから、2月半ば以降幾分上昇したが、2月28日の追加措置を受けて、期末越え取引に対する安心感が広がったことや、資金運用サイドに運用姿勢を積極化させる動きがみられたことから、上昇傾向に歯止めが掛かった。一方、TB・FBレートは、概ね 0.001% と、既往最低水準で推移した。

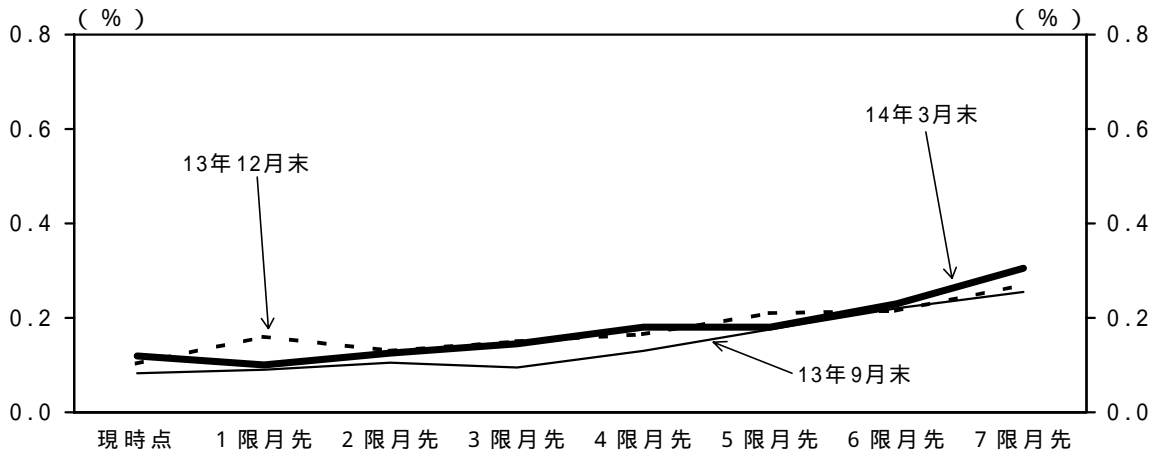
（図表 23）短期金融市場金利



短期金融市場における金利観の推移をみると（図表 24）、ユーロ円金利先物レートは、株価の下落などを背景に期先のものを中心に年末にかけて低下した。その後、日本銀行による一連の措置を受けて、期近のものを中心に若干ながら水準を下げた。3月末の段階では先行きの短期金利について、14年末頃までは横這い圏内ないし、ごく緩やかな上昇に止まることを織込んだ形状となっている。

¹² 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。

(図表 24) ユーロ円金利先物レート

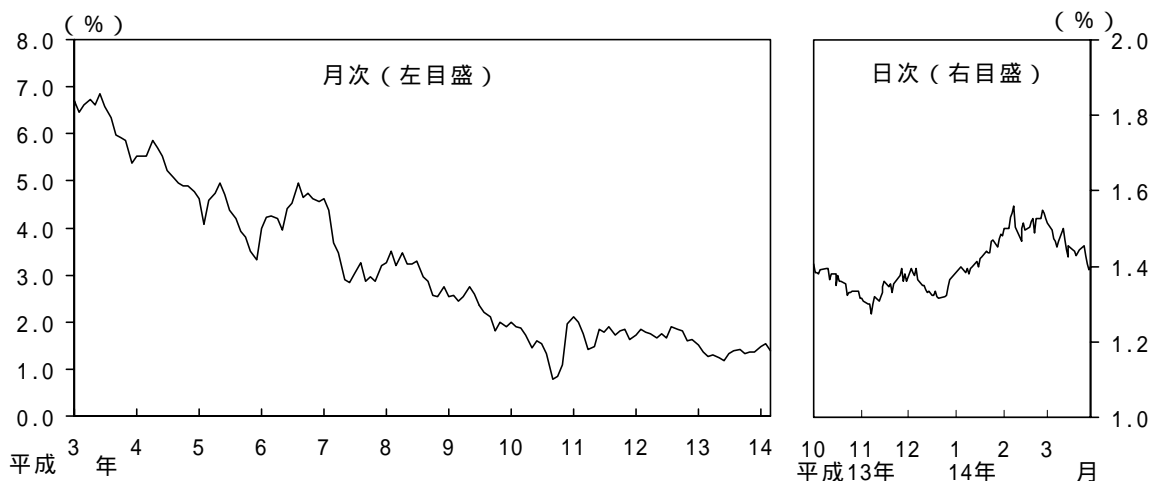


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円TIBOR3か月物)である。グラフでは、例えば、14年3月末時点(太実線)における1限月先(14年6月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.100%、2限月先(14年9月央)が0.125%、3限月先(14年12月央)が0.145%であったことを表わしている。

(2) 債券市場の動向

13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)概ね1.3~1.5%のレンジ内で推移した。

(図表 25) 長期国債流通利回り



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

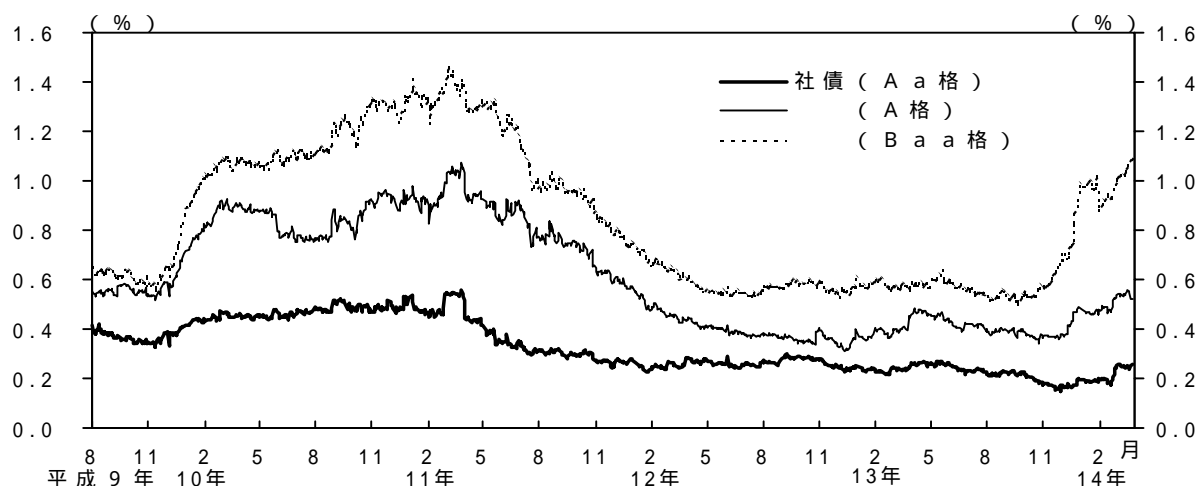
やや詳しくみると、まず11月上旬にかけては、市場の景気に対する慎重な見方が続くなか、補正予算編成で財政構造改革路線が維持されたと受け止められ、長期金利は一時1.2%台まで低下した。その後は、年末にかけて取引が閑散となるなか、14年度の国債市中消化額に関する市場予想がやや上振れたこと等から幾分上昇し、概ね1.3~1.4%のレンジ内で推移した。

その後、1月半ば以降は、株価の下落等が投資家の債券投資の慎重化や利益確定売りに繋がる、との思惑を背景とした売りが増加したこと、円安の進行や海外格付機関による本邦国債の格下げ方向への見直し報道などを受けて、海外投資家等を中心に売却圧力が強まったこと、などから、長期金利は幾分上昇し、2月中には一時1.5%台半ばまで上昇した。

もっとも、3月末にかけては、株価の上昇を背景に金融機関の一部で債券を買い戻す動きがみられ始めたことから幾分低下し、1.4%台前半で推移した。

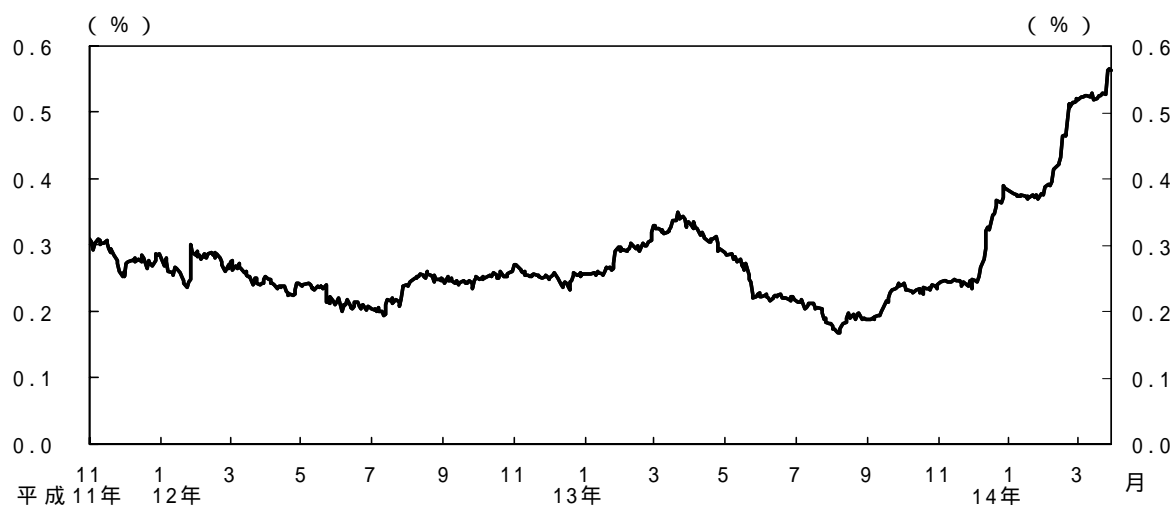
この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表26）、一部の大手企業の破綻を受けて業績不振先の信用リスクに対する投資家の警戒感が強まったこと、米国エネルギー関連企業の破綻により元本割れした投信等による売却増加など需給環境の悪化がみられたことから、低格付債を中心に拡大した。銀行債の信用スプレッドも拡大を続けた（図表27）。

（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。

(図表 27) 銀行債流通利回り格差

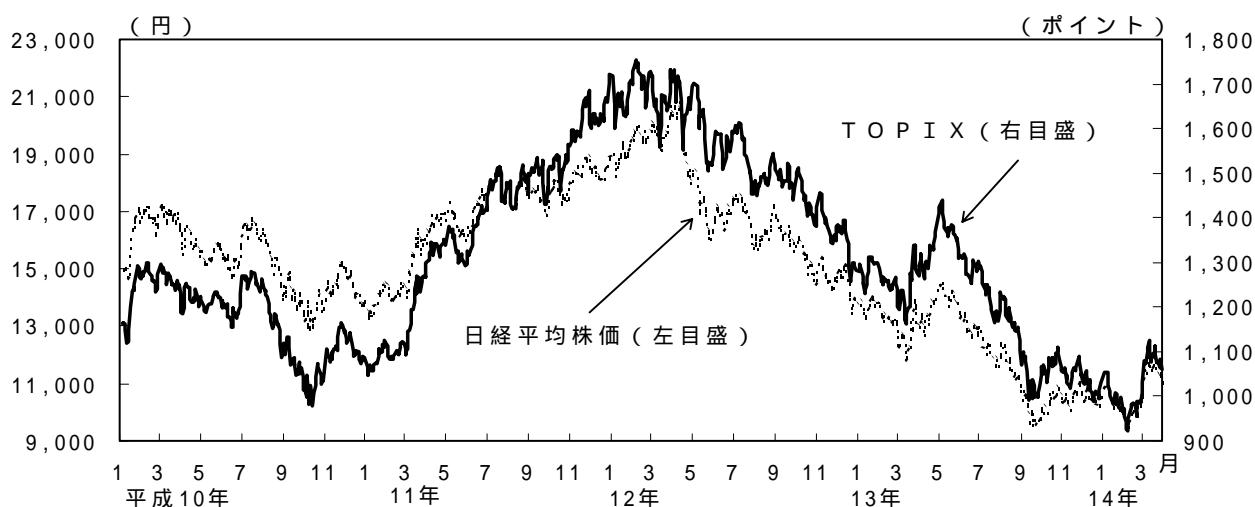


(注) 国債、銀行債とも残存年数5年。銀行債は、興銀債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

(3) 株式市場の動向

13年度下期の株式市場の動向をみると(図表 28)、株価は、年末まではバブル崩壊後の最安値圏で揉み合う展開が続いた。その後、2月上旬にかけては、大幅に下落し、バブル崩壊後の最安値を更新した。もっとも、その後は、株式の空売り規制の強化をきっかけに、買い戻しが入ったことや、米国株価が上昇したことなどを受けて、急速に持ち直した。

(図表 28) 株価



やや詳しくみると、10月中は、米国株価が緩やかに持ち直すなか、TOPIXは概ねバブル崩壊後の最安値圏で推移した。その後、年末にかけては、米国の景気回復期待に繋がる経済指標の公表などの相場上昇要因はみられたものの、本邦銀行の不良債権処理に関する不透明感などを反映して、総じてみると軟調に推移した。

また、14年入り後も、米国株価が軟化したことなどを受けて、IT関連株が下落したことなどから、下落ペースを速め、TOPIXでバブル崩壊後の最安値を更新した（2月6日TOPIX：922ポイント）。

もっとも、その後は、株式空売り規制の強化をきっかけに、買い戻し等がみられ、急速に持ち直す展開となった。その結果、3月8日には一時（ザラ場）日経平均株価が1万2千円を回復したほか、TOPIXも終値ベースで13年10月26日以来の1,100ポイントを回復した。

（4）外国為替市場の動向

13年度下期の外国為替市場の動向についてみると、円相場は、対米ドル、対ユーロとも下落した。

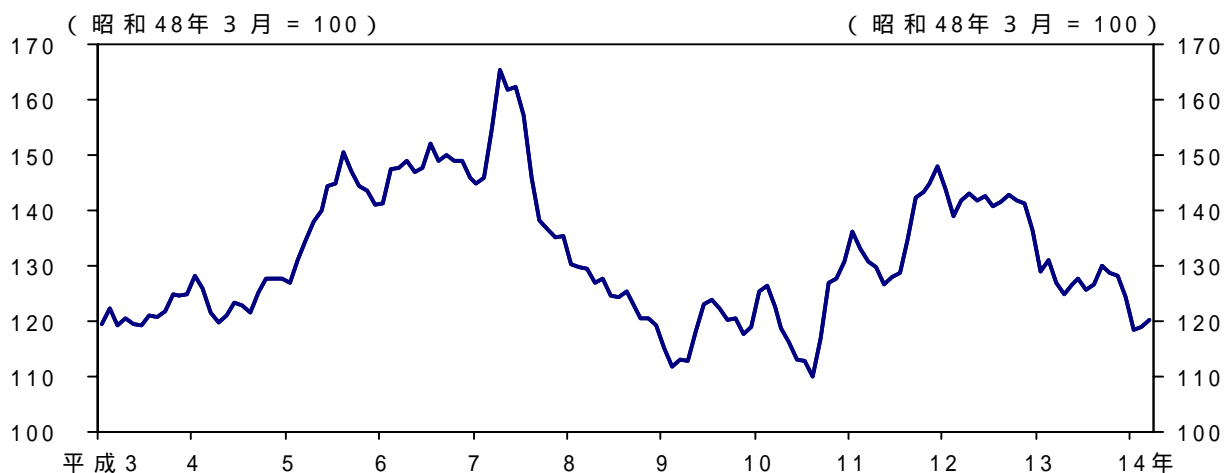
やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、米国でアフガニスタン情勢の緊迫化やテロ再発が懸念される一方、わが国についても構造改革の遅れが意識されるなか、11月上旬までは概ね120～123円台で揉み合う展開となった。その後は、米国景気回復期待が強まる一方、わが国については、株価の下落や国債の格下げ、大手企業の経営破綻等を背景に、景気や金融システムの先行きに対する懸念が強まるなか、円安が進み、1月末には10年10月以来となる135円台まで下落した。2月入り後は、日米景況感格差の拡大等による円売りと、期末を控えたわが国機関投資家等による外貨建資産売却に伴う円買い思惑等が交錯して、概ね132～135円台での揉み合いとなった。3月上旬には、わが国株価の急反発を受けて一時126円台まで急騰する局面もみられたものの、その後、わが国株価の上昇が一服すると、日米景況感格差に再び注目が集まり、132～133円台に軟化した。

円の対ユーロ相場をみると、上記のようなわが国景気に対する悲観的な見方の強まり等から11月以降軟調に推移し、1月初には119円台まで下落した。その後は、わが国機関投資家等による外貨建資産売却に伴う円買い思惑等から概ね115

～117 円台で堅調に推移した。3月上旬には、対米ドル相場同様、わが国株価の上昇を受けて 111 円台まで上昇する場面がみられたものの、その後は再び弱含み、一時は 117 円台を付けた。

13 年度下期中の円の実質実効為替レート¹³（図表 29）は、下落した。

（図表 29）円の実質実効為替レート



¹³ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて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わすと考えられる指標である。日本銀行試算。

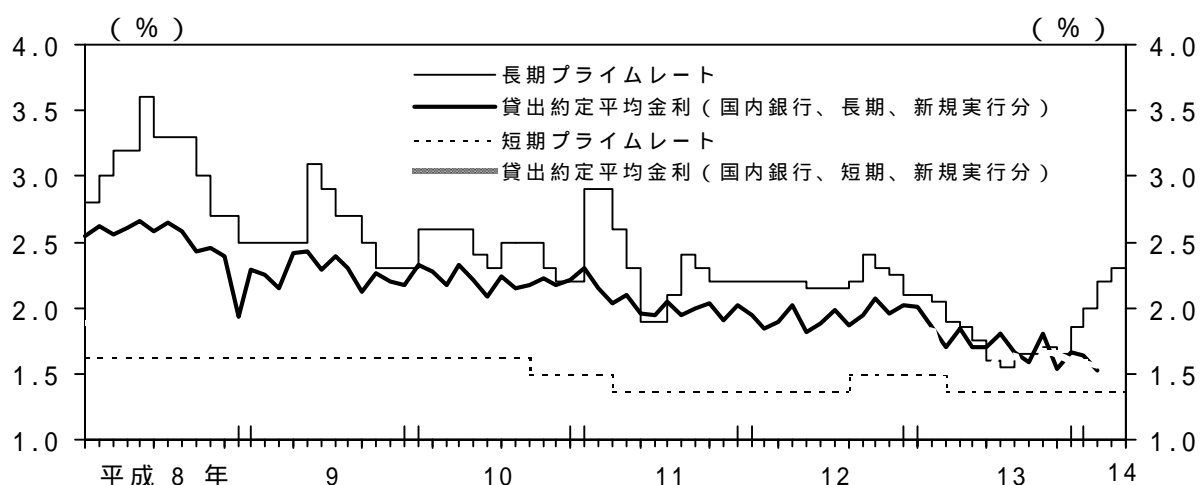
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利の動向

13年度下期の貸出金利の動きをみると(図表30)、短期プライムレート(都市銀行¹⁴)は、1.375%の水準で横這いで推移した。一方、長期プライムレートは、11月に一旦引き下げられたが、その後は、金融債利回りの上昇を受けて、12月以降3月まで4度にわたって累計で0.65%引き上げられた。

こうしたなかで、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期・長期とも、概ね横這いで推移した。

なお、銀行の預金金利については、全体として極めて低い水準で推移した。

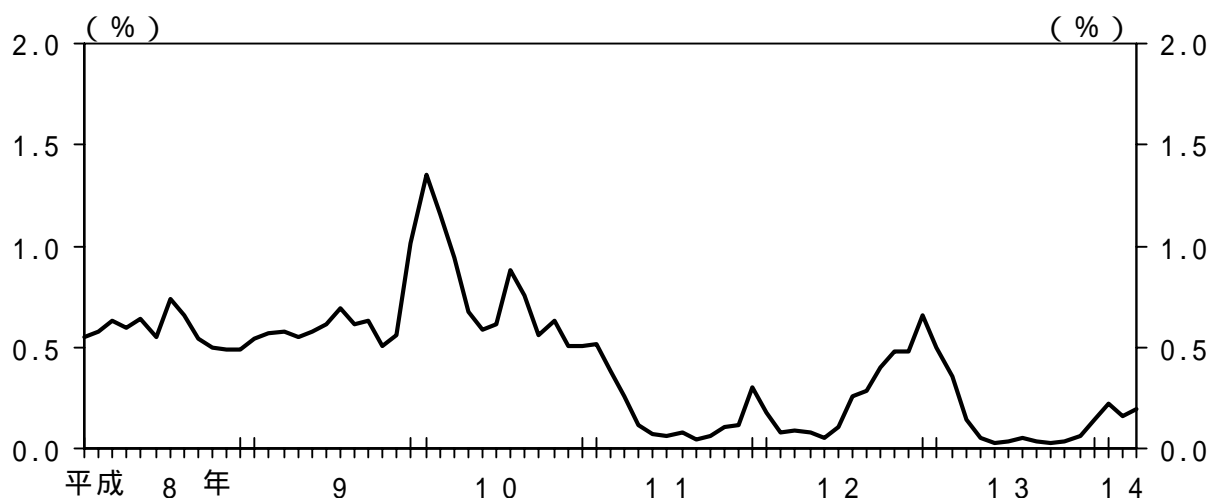
(図表30) 貸出金利



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)の発行金利は、総じてみれば、極めて低い水準で推移した。すなわち、CP3か月物の最上位格付け取得先の新規発行金利は(図表31)、11月頃まで0.05%程度の低水準で推移したあと、期末越え要因などから幾分上昇したが、例年との比較では低い水準にとどまった。一方、社債の発行金利は、13年度下期を通じて緩やかに上昇傾向を辿った。この間、投資家の信用リスク・テイク姿勢の慎重化を背景に、高格付け先と低格付け先の金利格差は、CP、社債ともに、やや拡大した。

¹⁴ 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 31) C P 発行金利 (3 か月物)



(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 量的金融指標等の動き

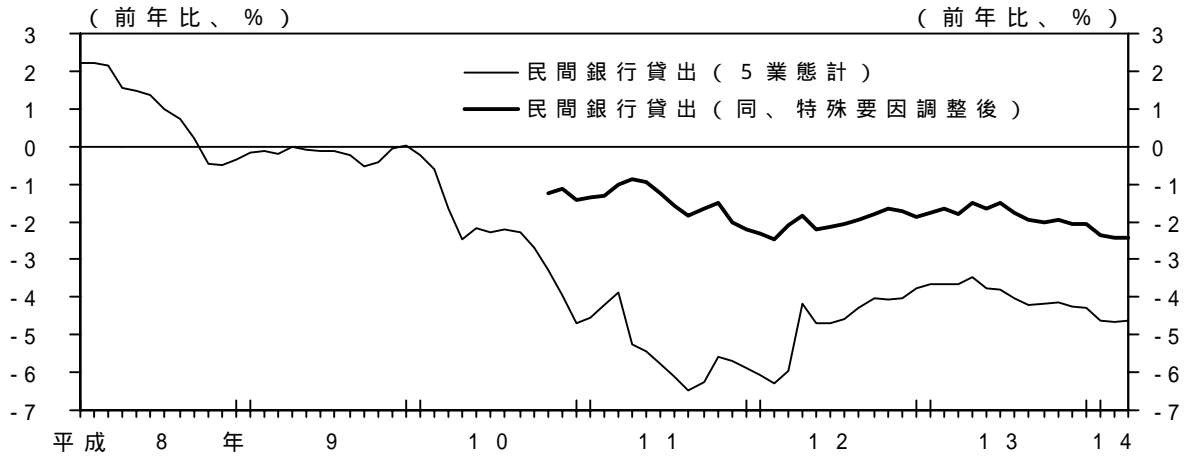
イ . 企業金融の動向

13 年度下期の企業の資金調達をみると、C P など資本市場での調達は前年を上回って推移したが、民間銀行からの借入は減少を続けたことから、全体としては引き続き減少した。すなわち、民間銀行 5 業態合計の貸出残高は¹⁵ (図表 32)、13 年度下期を通じて前年比マイナス幅が徐々に拡大した。一方、社債の発行残高の前年比は¹⁶ (図表 33)、2 % 前後の伸びが続いた。この間、C P の発行残高は、高水準で推移したが、低格付け C P の発行環境の悪化などを背景に、前年比伸び率は鈍化した。

¹⁵ 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) に属する金融機関の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)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

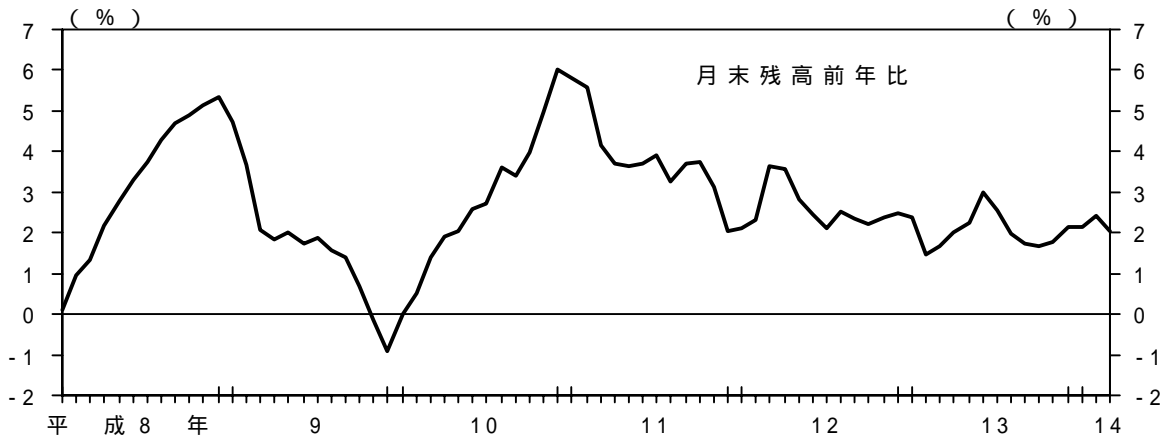
¹⁶ 社債発行残高の計数は、民間部門 (居住者) が発行した普通社債 (除く銀行普通社債)、転換社債およびワラント債の残高 (海外起債分を含む)。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 32) 民間銀行貸出

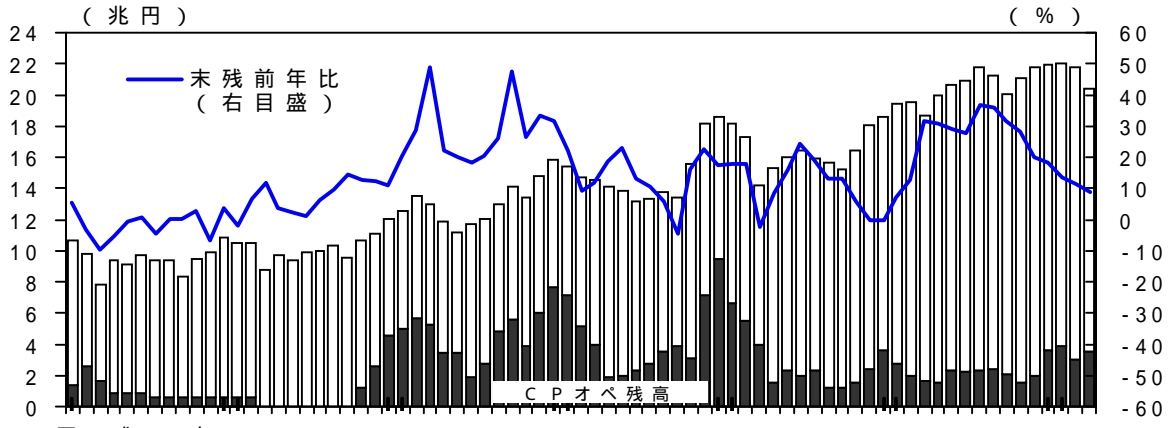


(図表 33) 資本市場調達

(1) 社債発行残高



(2) C P 発行残高

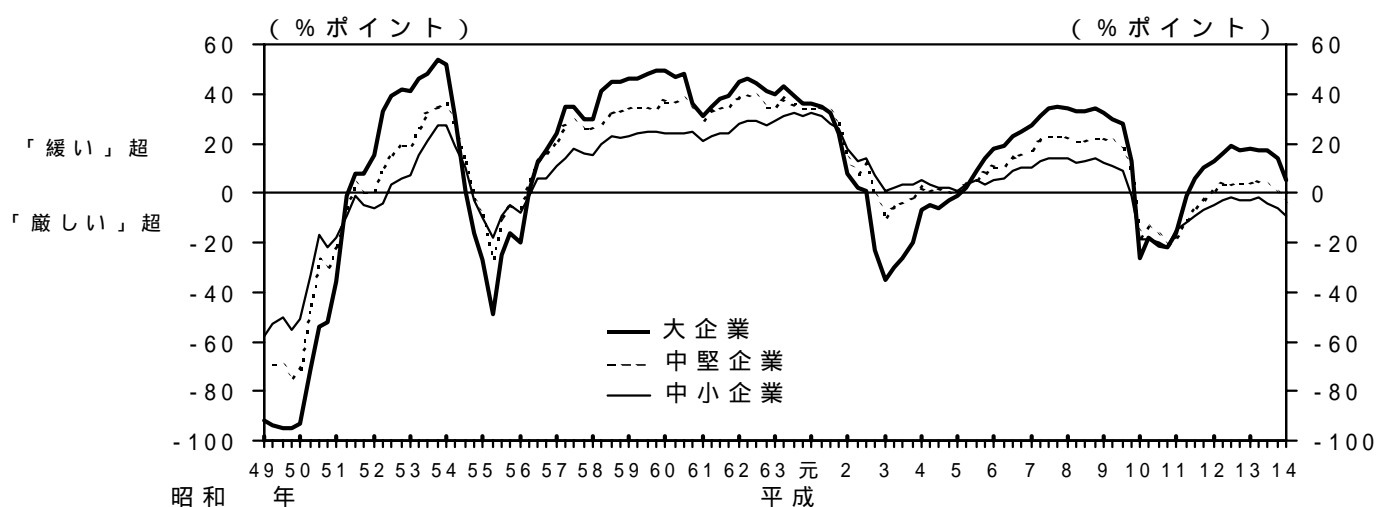


(注) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの (除く銀行 C P)。

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（図表 34、35）、優良企業に対しては、貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては、貸出姿勢を慎重化させる動きがみられた。また、中小企業からみた金融機関の貸出態度も、徐々に厳しさを増した。

（図表 34）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 35）貸出運営スタンス（主要銀行貸出動向アンケート調査）

	13年 4～6月	7～9月	10～12月	14年 1～3月
大企業向け	13	12	6	6
中堅企業向け	20	16	18	11
中小企業向け	28	28	28	30

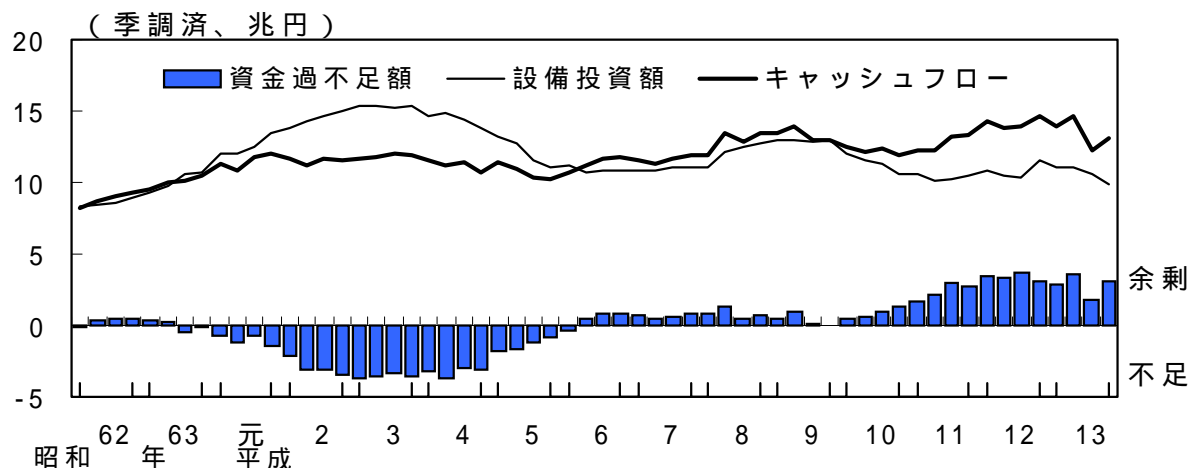
（注 1）0 を上回れば「積極化」超、0 未満であれば「慎重化」超。

（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、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスを維持しているうえ、設備投資が減少を続けたことなど

から、引き続き減少傾向を辿った（図表 36）。

（図表 36）企業の財務状況



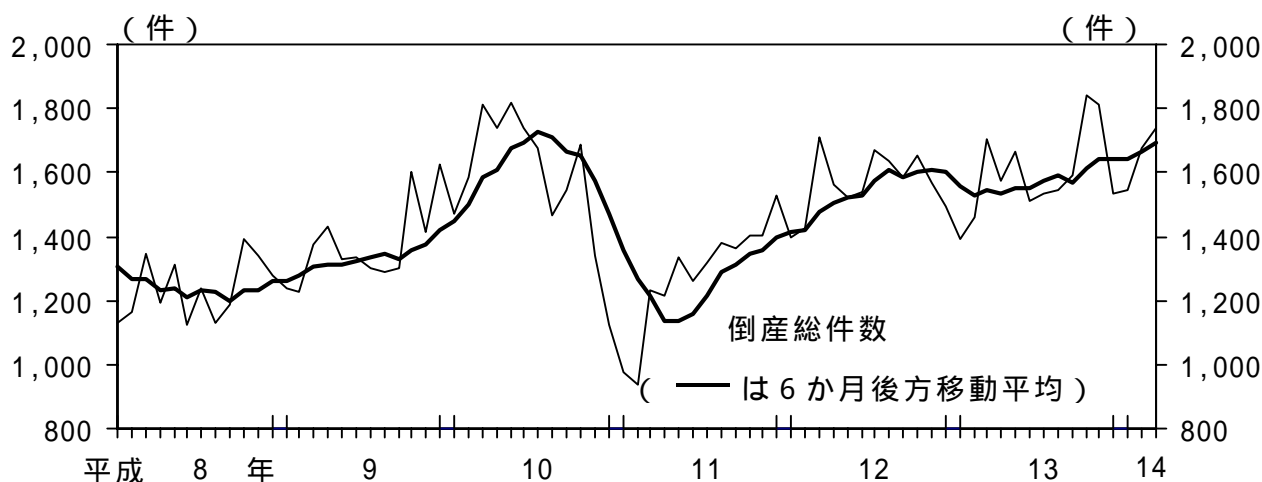
（注 1）資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額（キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費）

（注 2）全産業全規模（除くその他サービス大企業）

このように、企業金融を巡る環境については、総じてみれば、緩和された状況が継続した。しかし、企業破綻の増加などを背景に、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢は慎重化した。このため、信用力の低い企業、とりわけ中小企業では、資金調達環境が徐々に厳しさを増した。

企業倒産件数は、13年度下期中は、前年を上回って推移した（図表 37）。

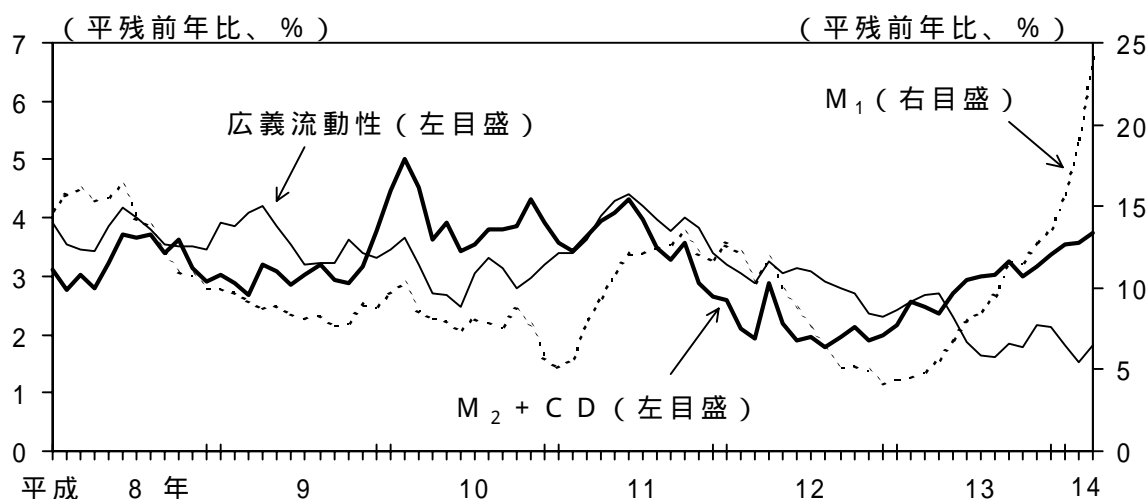
（図表 37）企業倒産



ロ．マネーサプライ等の動向

13年度下期のマネーサプライの動向をみると(図表38)、代表的指標である $M_2 + CD$ の平均残高の前年比伸び率は、緩やかな上昇を続けた。

(図表38) 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 + その他金融機関預貯金 (農協、信用組合等) + 金銭信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・FB + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 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、引き続きマネーサプライの伸び率にプラスに寄与したが、その前年比押し上げ幅はほぼ横這いとなった。

一方、家計や企業といった民間部門の資金調達マネーサプライ伸び率への寄与は、民間金融機関貸出が減少を続けたほか、社債とCPをあわせた資本市場調達の伸び率も鈍化したため、全体としてマイナス幅は拡大した。

こうしたなかで、 $M_2 + CD$ 対象外資産からの資金シフトの動きが、引き続きマネーサプライの伸びを高める主因となった。すなわち、13年度上期まで資金シフトの主因であった郵便貯金の資金流出はピークアウトしたものの、13年11月以降、一部商品の元本割れを契機に、MMFなど投資信託から大量の資金が流出した。そのうちの一部が $M_2 + CD$ に流入し、マネーサプライの押し上げに寄与した。

この間、 $M_2 + CD$ よりも幅広い金融資産をカバーした広義流動性の伸び率は、低下傾向を続けた。一方で、現金および流動性預金から構成される M_1 は、定期預

金金利と流動性預金金利との格差が縮小するなかで、預金者が流動性の高い預金や現金を選好する傾向を強めたことから、伸び率が大きく高まった。

次に、マネタリーベース（流通現金 + 日銀当座預金）の前年比伸び率は（図表 39）13年度下期中に大きく高まり、13年10月の14.3%から14年3月には32.6%に達した。この背景としては、日本銀行による金融緩和措置に伴う日銀当座預金残高の伸び率上昇、超低金利を映じた銀行券発行残高の伸び率上昇、が挙げられる。

（図表 39）マネタリーベース

