

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 14 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 14 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
(輸出の大幅な増加)	2
(生産の持ち直し)	4
(企業収益・業況感の改善)	6
(設備投資の減少テンポは緩やかに)	8
(減少する公共投資)	9
(厳しい状況が続く雇用・所得環境)	9
(弱めの動きが続く個人消費)	11

(2) 物価の動向

(3) 海外金融経済の動向

(海外経済は緩やかな回復傾向)	16
(米国経済は緩やかな回復基調)	18
(欧州経済は底入れ)	18
(東アジア景気は回復傾向を持続)	19
(中南米諸国では金融市場の混乱が一段と拡大)	20

2 ． 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向	21
(2) 債券市場の動向	23
(3) 株式市場の動向	25
(4) 外国為替市場の動向	26
(5) 貸出金利、C P ・社債発行金利の動向	28
(6) 企業金融の動向	29
(7) 量的金融指標の動向	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	35
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模様	
イ．平成14年4月10、11日、4月30日の会合	
（景気悪化のテンポは幾分和らぐ）	40
（金融市場調節方針の「なお書き」の変更）	40
ロ．5月～7月の会合	
（景気判断を徐々に上方修正）	41
（当面のリスク要因）	42
（金融政策運営は現状維持）	43
ハ．8月8、9日会合	
（景気判断は据置き）	43
（先行き不透明感の高まり）	43
（金融政策運営は現状維持）	44
ニ．9月17、18日会合	
（景気判断は据置き）	45
（株価下落についての議論）	45
（金融政策運営は現状維持）	45
（対外公表文の発表）	46
ホ．金融政策運営を巡る論点	
（当座預金残高等と金融緩和の度合い）	46
（高水準の当座預金残高とその評価）	47
（長期国債買入れ増額、オペ・担保対象の拡大等）	48
（他の経済政策のあり方）	48
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	50
4．日本銀行のバランスシートの動き	53
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
（1）「国債の条件付売買基本要領」の制定	55
（2）国債現先オペに係る売買対象先選定基本要領の制定	55

．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	56
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	74
3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解	88
4．金融政策決定会合議事要旨	103
参考計表・資料一覧	178

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 14 年度上期の国内経済情勢は、海外経済の回復に伴い輸出が大幅に増加し、国内の在庫調整進展もあって生産が持ち直したため、全体としてほぼ下げ止まるに至った。しかし、国内民間需要は依然弱く、また、夏場以降は世界経済を巡る不透明感が増したことから、景気回復に向けた動きがはっきりとするには至らなかった。
2. 物価動向をみると、稼働率の上昇が物価の下支え要因として働いた一方で、低調な内需が物価の基調的な下落要因として作用したほか、規制緩和、流通合理化、機械類を中心とする技術進歩などの供給要因も、引き続き価格低下圧力として働いた。こうしたもとで、国内卸売物価は、上期の前半は概ね横這い圏内で推移したが、夏場以降は幾分弱含んだ。また、消費者物価は緩やかな下落を続けた。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. 日銀当座預金残高は、新年度入り後 5 月上旬までの時期、および 9 月末日を除き、ほぼ一貫して 15 兆円程度の水準で推移した。
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、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、概ね 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した。期間の長い短期金利も、上期を通じて、低水準で推移した。
長期金利は、概ね 1.0~1.4%のレンジ内で推移した。株価は、5 月までは底固く推移したが、6 月以降、海外株価につれるかたちで下落し、9 月初にはバブル崩壊後の最安値を更新した。
外国為替市場では、円の対米ドル相場は、夏場にかけて上昇したあと、反落した。対ユーロ相場は、もみ合いで推移したあと、9 月入り後やや下落した。
4. 民間銀行貸出は、前年比 2 % 台の減少が続いた。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。一方、民間銀行は、優良企業に対しては貸出の増加姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持した。中小企業からみた銀行の貸出態度も、厳しい状態が続いた。

5. マネタリーベース(流通現金と日銀当座預金の合計)の伸び率は、4月をピークに幾分鈍化した。上期を通じて大幅な伸びを続けた。この結果、マネタリーベースの対名目GDP比は、第二次世界大戦の時期を除けば、過去最高の水準となっている。

マネーサプライ($M_2 + CD$)は、経済活動との対比では高めの伸びを維持した。これは、銀行貸出の減少が引き続きマネーサプライを減少させる方向に働いた一方で、投資信託等からの資金シフトの動きが伸びを高める方向に寄与したことを反映している。内訳をみると、現金および流動性預金から構成される M_1 が、超低金利や定期性預金のペイオフ解禁などを背景に、大幅な増加を示した。

(金融政策決定会合における検討)

6. 14年度上期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。会合での検討の状況を振り返ると、景気の現状判断については、輸出や生産の増加を踏まえて、4月から7月までは上方に修正を行ったが、その後は判断を据え置いた。
7. 金融政策運営については、4月から9月までのすべての会合で、日銀当座預金残高を10~15兆円程度とする金融市場調節方針を全員一致で維持した。これは、思いきった金融緩和を継続することにより、潤沢な流動性を供給することを通じて、改善傾向にある経済活動を引き続き支援する必要があると判断したことによる。
8. この間、4月10、11日の会合では、金融市場で年度末を混乱なく越えたことを踏まえて、金融市場調節方針における「なお書き」を、2月28日の会合以前の表現である「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」に戻すことを決定した。
9. 9月17、18日の会合では、日本銀行の金融政策運営を巡って内外の注目が

高まっている状況を踏まえ、日本銀行の金融経済情勢に関する認識や金融政策の運営方針などを説明するための対外公表文を即日発表することを決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

10. 14年度上期の日本銀行のバランスシートは、発行銀行券が高い伸びを続けたほか、日本銀行による潤沢な資金供給を受けて当座預金残高も大幅に増加したことから、前年を上回る規模で推移し、14年9月末の総資産残高は124.5兆円(前年比+7.7%)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、健全性を維持することに引き続き努めた。

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)

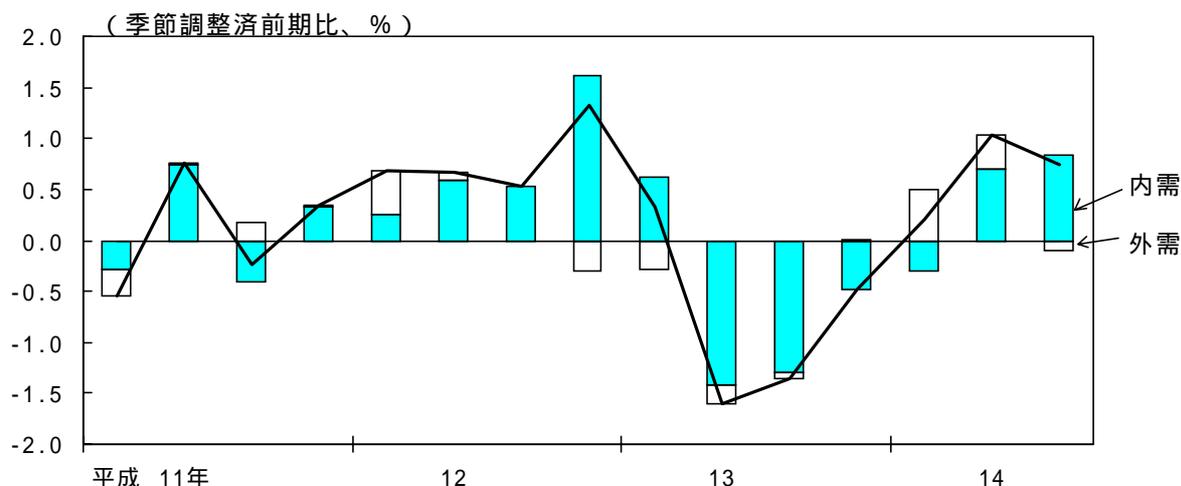
平成14年度上期の国内経済情勢をみると、海外経済の回復に伴い輸出が大幅に増加し、国内の在庫調整進展もあって生産が持ち直したため、全体としてほぼ下げ止まるに至った(図表1)。

輸出の回復を起点に下げ止まりに向かった景気の動きを振り返ると、まず、海外経済の回復、特に情報関連財の在庫復元を反映して、米国や東アジア向けを中心に輸出が大幅に増加した。こうした輸出の動きに加えて、国内における在庫調整が一巡したため、鉱工業生産は、春以降、はっきりと持ち直した。生産の持ち直しは企業収益の改善にも寄与し、設備投資の減少テンポも緩やかになった。一方、公共投資は、14年度予算の国・地方の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、減少傾向を辿った。

家計部門をみると、雇用・所得環境は、生産の持ち直しを反映して新規求人や所定外給与など一部に改善の動きが現われたが、ベアの抑制や夏季ボーナスの大幅な減少が雇用者所得を押し下げるなど、全体として厳しい状態が続いた。こうした雇用・所得環境を背景に、個人消費は弱めの動きが続いた。

このように、景気は外需主導で下げ止まりに向かったが、根強い人件費抑制の動きが個人消費回復の重しとなったことや、夏場以降は世界経済を巡る不透明感が増したことから、景気回復に向けた動きがはっきりとするには至らなかった。

(図表 1) 実質 GDP の推移



(注 1) 実質 GDP は、平成 14 年 8 月に内閣府が発表した新しい推計方法に基づくもの。なお、平成 13 年第 1 四半期以前についても、新しい推計方法に基づく参考系列を接続している。

(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)。

(輸出の大幅な増加)

輸出は、海外経済の回復、特に情報関連財の在庫復元を反映して、大幅に増加した (図表 2)¹。輸入も、輸出に牽引された国内生産の持ち直しに伴い増加に転じた。ただ、輸出の増加が輸入の増加を上回ったため、純輸出 (実質輸出² - 実質輸入) は増加した。

輸出入の動向をやや詳しくみると、実質輸出は、米国・東アジアを中心とした世界的な景気回復を背景に、大幅に増加した。とりわけ、情報関連財の在庫調整が世界的に一巡し、その在庫復元需要が顕在化したことが、輸出の増勢をかなり強めた。また、東アジアでは韓国や中国を中心に、建設や耐久財消費など内需の回復も明確になり、これがわが国の輸出増加を後押しした。このほか、昨年末から本年初にかけて進んだ円安の影響も輸出の増加に寄与した。こうした特徴点は、財別・地域別の内訳から窺うことができる (図表 3)。財別にみると、情報関連が顕著な伸びを示したほか、半導体製造装置などを含む資本財・部品も大幅な増加

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。

² 実質輸出 (入) は、通関輸出 (入) 金額を輸出 (入) 物価指数で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。

となった。自動車関連は、円安効果に加えて米国自動車販売の好調から堅調に推移し、中間財（鉄鋼、化学）も工場・住宅などの建設需要が旺盛な中国や韓国向けを中心に増加した。地域別にみると、東アジア向けがとりわけ高い伸びとなった。

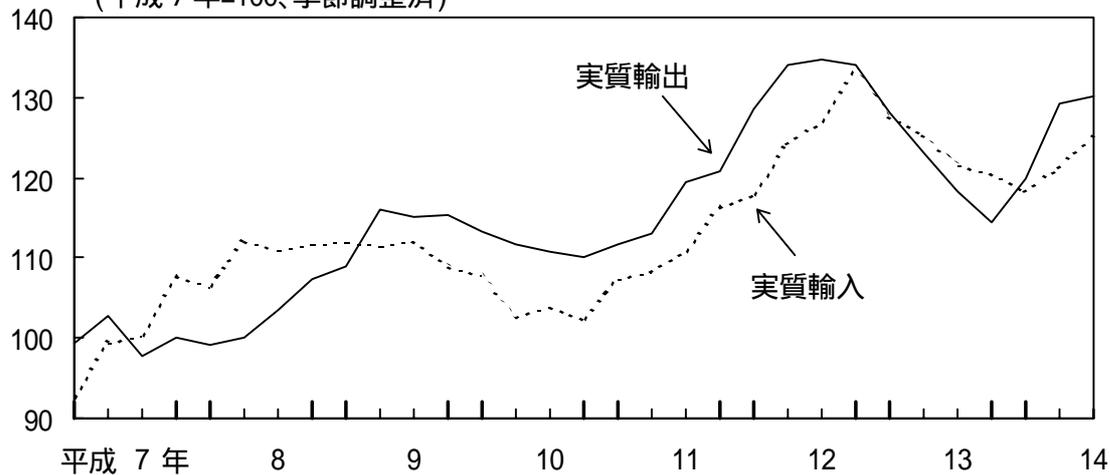
もっとも、夏場以降は、在庫復元が一服したことなどから、輸出の伸びはやや緩やかになった。

輸入は、国内生産がはっきりと持ち直したことを背景に、上期後半に増加した。財別には、情報関連財の部品が比較的早いタイミングで増加し始め、やや遅れて原油などの素材や化学・金属製品などの中間財の輸入も増加に転じた。

(図表2) 輸出入の推移

(1) 実質輸出入

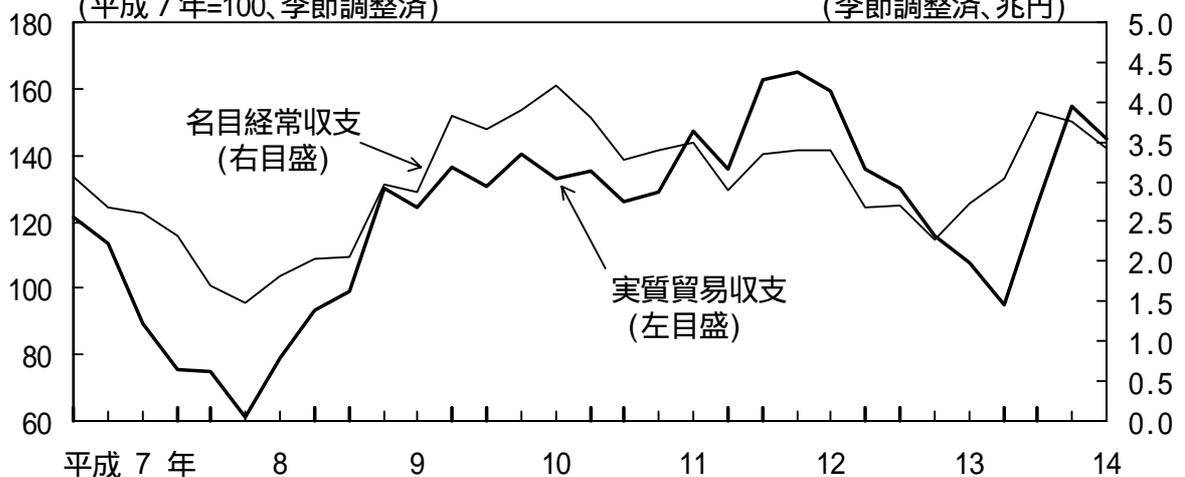
(平成7年=100、季節調整済)



(2) 実質貿易収支と名目経常収支

(平成7年=100、季節調整済)

(季節調整済、兆円)



(図表 3) 輸出の内訳

(1) 財別

(季節調整済前期比、%)

	平成13年 第1四半期	14年					
		2	3	4	1	2	3
中間財 <14.7>	-2.0	-3.7	0.1	2.1	5.6	3.7	0.1
自動車関連 <22.1>	-4.2	2.0	2.0	1.1	5.8	4.2	-0.5
消費財 <7.3>	-4.8	-1.0	-1.6	-5.8	4.5	8.6	2.2
情報関連 <17.3>	-5.1	-6.8	-7.5	-7.3	-5.9	17.0	8.6
資本財・部品 <27.5>	-4.3	-8.9	-6.3	-5.0	6.2	9.2	2.4
実質輸出計	-4.4	-4.0	-3.9	-3.2	4.7	7.8	0.7

(2) 地域別

(季節調整済前期比、%)

	平成13年 第1四半期	14年					
		2	3	4	1	2	3
米国 <30.0>	-6.1	-5.3	-3.8	-3.7	4.4	1.5	-1.6
E U <15.9>	-0.3	-7.6	-6.4	-0.8	-6.2	9.8	6.1
東アジア <38.7>	-5.4	-5.0	-3.7	-1.1	7.5	12.1	4.3
中国 <7.7>	5.8	-1.2	-3.5	-0.5	17.8	13.3	11.0
N I E S <21.7>	-9.4	-6.1	-3.4	-1.8	5.8	12.1	2.9
A S E A N 4 <9.3>	-3.5	-5.4	-4.6	-0.1	3.3	10.8	1.4
実質輸出計	-4.4	-4.0	-3.9	-3.2	4.7	7.8	0.7

(注) < >内は、平成13年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。N I E S は、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4 は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産の持ち直し)

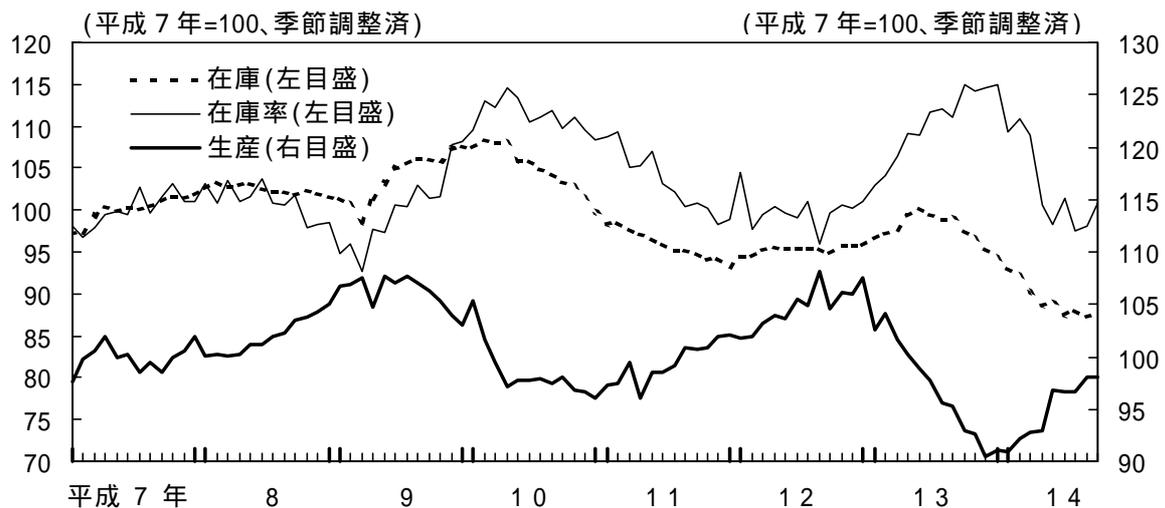
輸出の大幅な増加、および国内における在庫調整の一巡から、年初に底打ち感が現われていた鋳工業生産は、春以降、はっきりと持ち直した(図表 4 (1))。業種別にみると、情報関連財を含む電気機械が生産回復の牽引力となった(図表 4 (2))。一方、昨年の景気後退局面において設備投資の低迷から大幅な減少を続けた一般機械は、ほぼ下げ止まったものの低水準で横這いを続けた。最終需要財と生産財に大別すると(図表 4 (3))、低調な内需を反映して資本財や建設財などの最終需要財の回復が緩慢であったのに対し、部品・素材に当たる生産財は、情報

関連財部品や鉄鋼・化学向けの輸出が増加したため、目立った回復を示した。

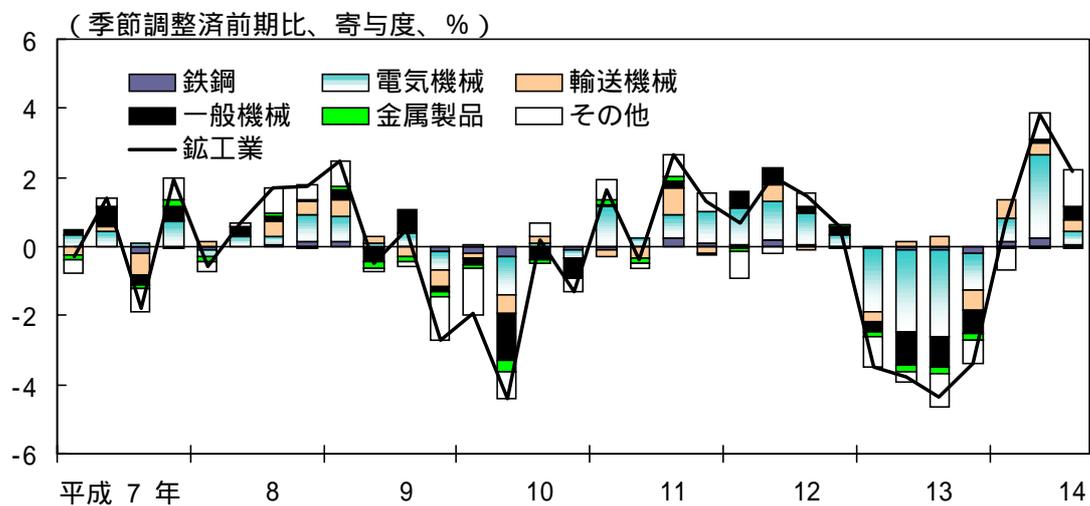
在庫水準は昨年央より低下を続けており、鋳工業全体の在庫循環は、調整局面から回復局面に入った（図表5）。

（図表4）鋳工業生産指数

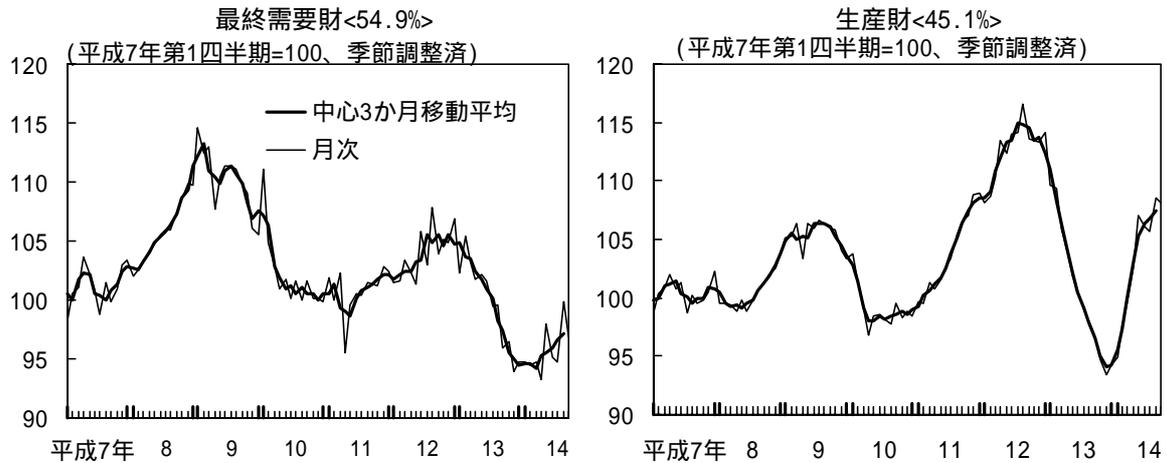
（1）鋳工業生産・在庫



（2）生産業種別寄与度

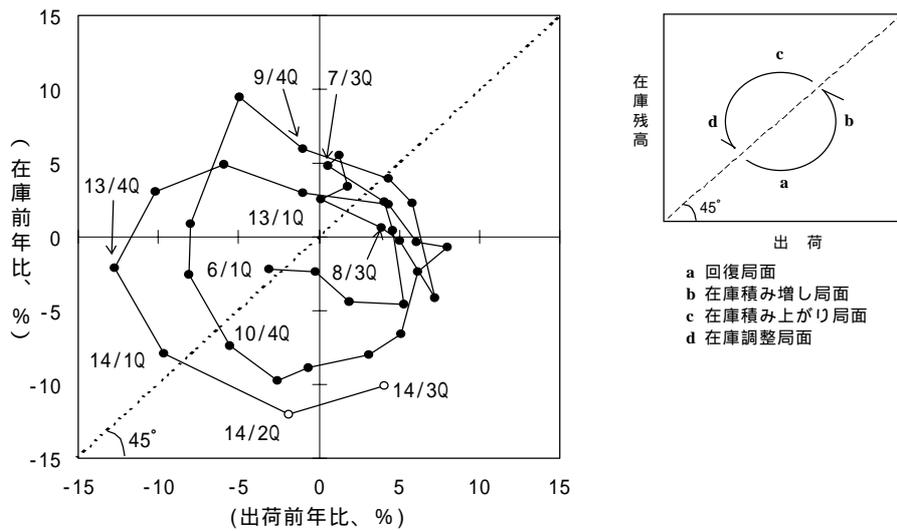


(3) 最終需要財と生産財の出荷



(注) 最終需要財と生産財の< >内は、鋳工業出荷に占める割合を示す。

(図表 5) 在庫循環：鋳工業出荷・在庫



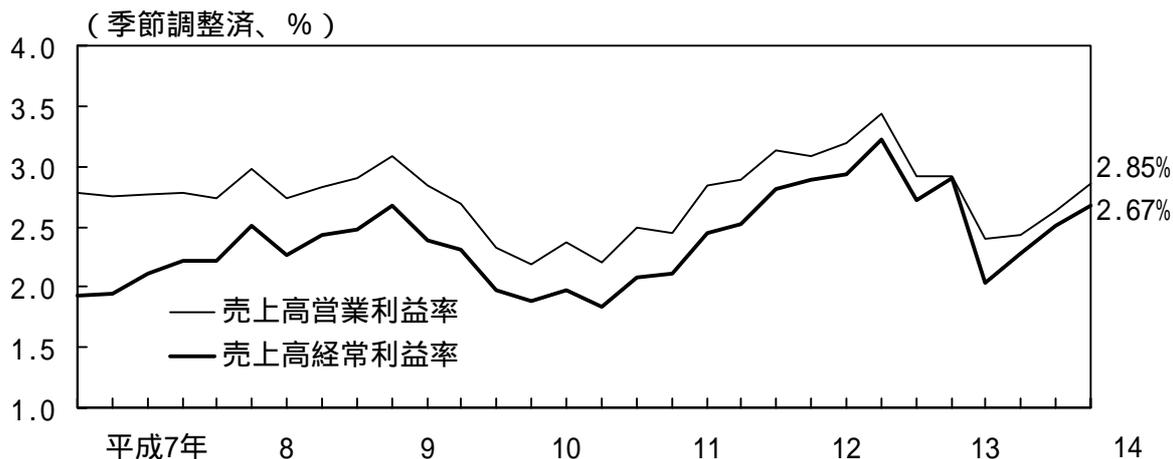
(企業収益・業況感の改善)

生産の持ち直しなどを背景に、企業収益も幾分改善した。売上高経常利益率は、年初来の回復傾向が続いた(図表6(1))。14年度の経常利益についても(図表6(2))、前年度に大幅な減益となった製造業で急速な回復が予想されており、非製造業においても増益に転じることが見込まれている。こうした状況のもとで、企

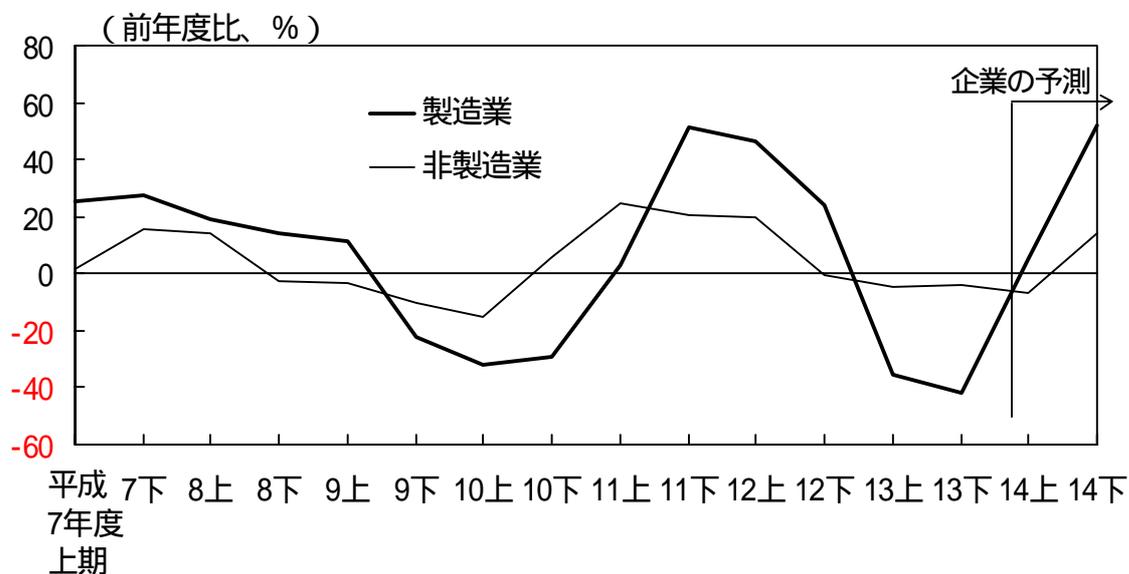
業の業況感は、製造業大企業を中心にはっきりと好転した（図表7）。もっとも、収益の改善には、企業が人件費などの削減を続けたことも影響しており、後述するように雇用・所得環境は厳しい状況が続いた。

（図表6）企業収益

（1）売上高経常利益率

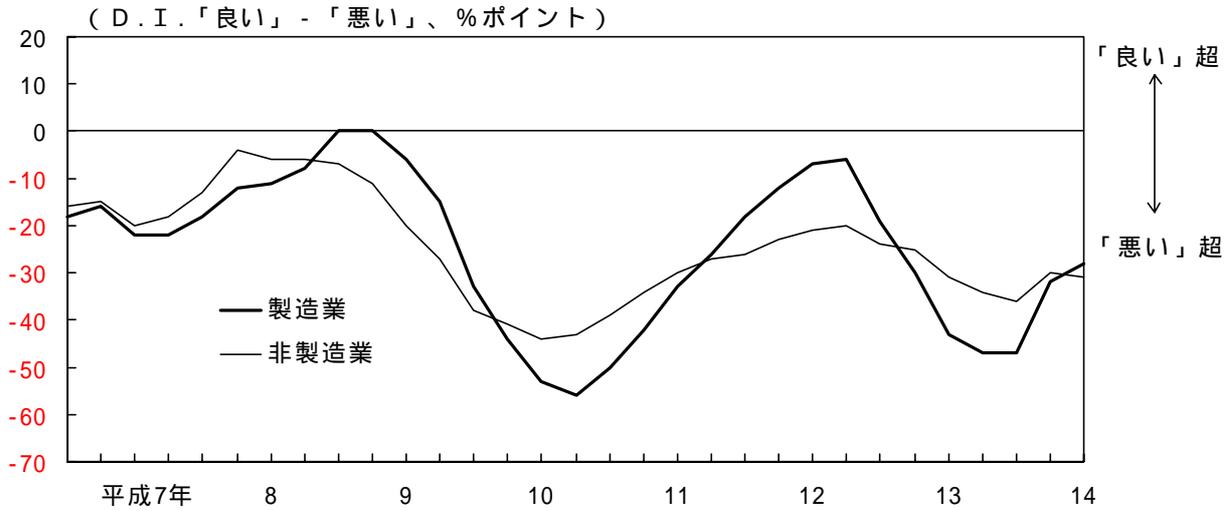


（2）経常利益



（注）売上高利益率は法人企業統計季報、経常利益は短観の計数。

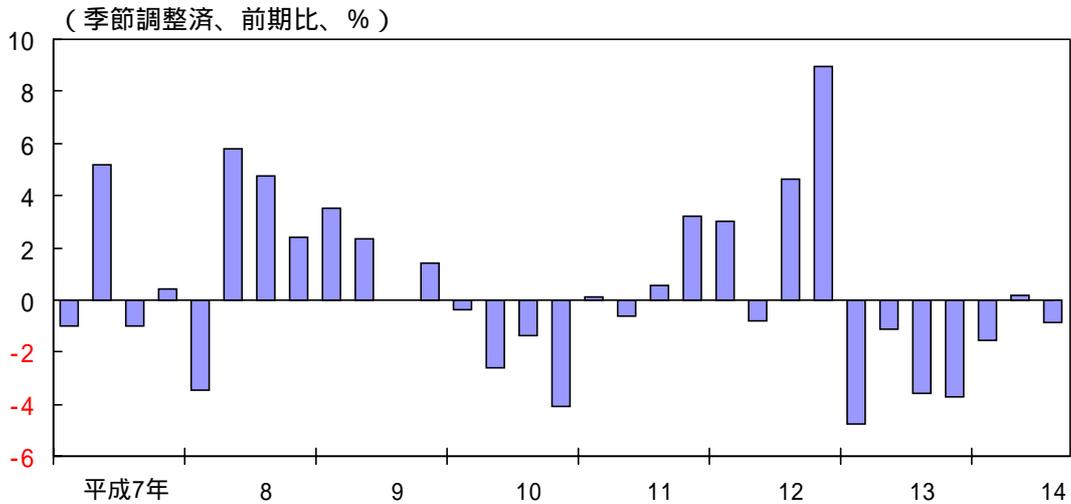
(図表 7) 業況判断 D . I . (短観)



(設備投資の減少テンポは緩やかに)

設備投資は、14年度上期には、生産の持ち直しや企業収益の改善から、減少テンポが緩やかになった(図表8)。先行指標である機械受注などでは、下げ止まりの動きもみられるようになった。もっとも、設備過剰感が引き続き根強いほか、世界経済を巡る不透明感もあって、企業は将来の需要動向について強気の見通しを持つには至らなかった。このため、設備投資の先行きについて、なお明確な回復を展望できない状況が続いた。

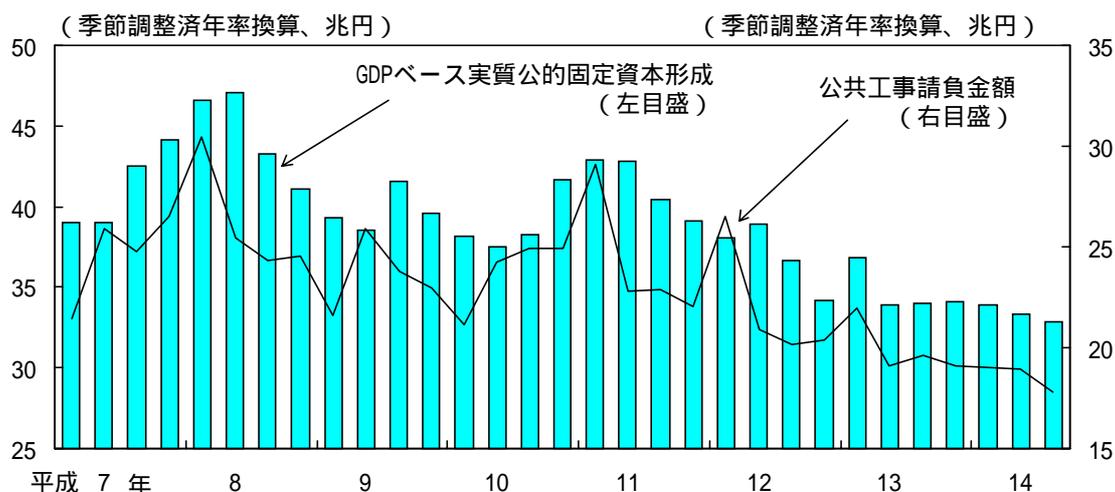
(図表 8) 設備投資 : G D P 実質民間企業設備



(減少する公共投資)

公共投資は減少傾向を辿った。14年度当初は、前年度補正予算の執行が公共投資の下支え要因として働いたが、上期後半になると、14年度予算の国・地方の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、減少傾向がよりはっきりとした(図表9)。

(図表9) 公共投資



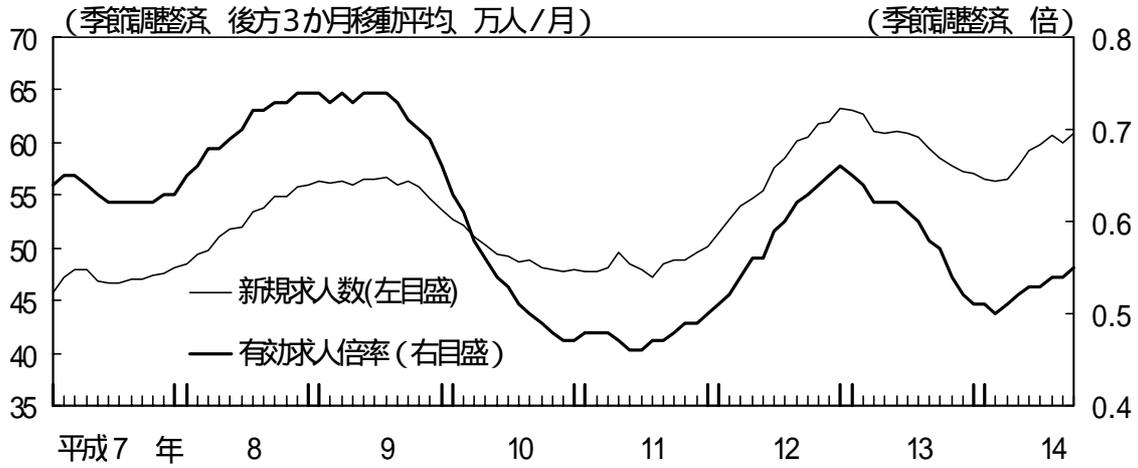
(厳しい状況が続く雇用・所得環境)

次に家計部門をみると、生産の持ち直しを反映して、所定外労働時間の増加やパートを中心とした新規求人の持ち直しなど、限界的な部分で改善傾向がみられた。しかし、失業率が高水準で推移したほか、ベアの抑制や夏季ボーナスの大幅な減少が雇用者所得を押し下げるなど、雇用・所得環境は厳しい状況が続いた。

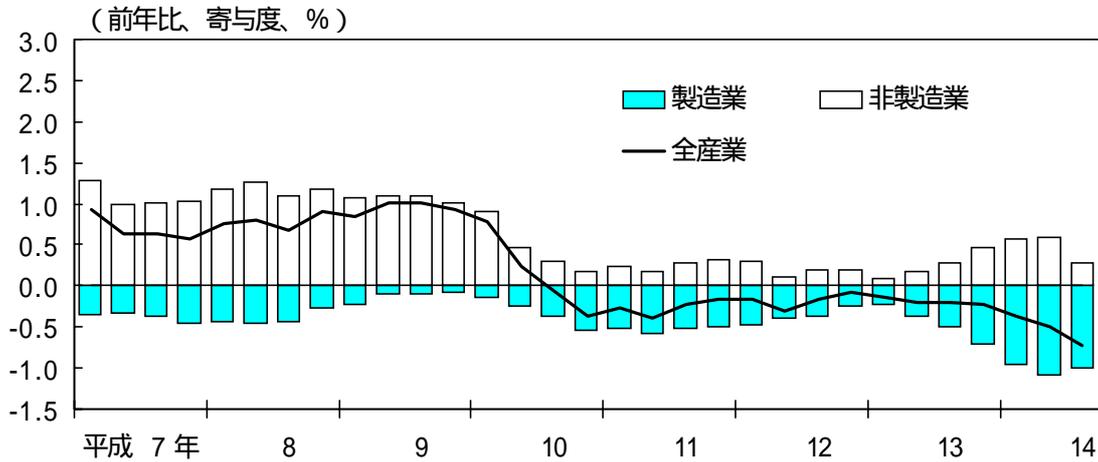
すなわち、14年度入り後、有効求人倍率は持ち直し傾向を辿り(図表10(1))、所定外労働時間や新規求人も増加した。ただし、求人の増加はパートなど非正規社員が中心であり、常用労働者数は減少が続くなど、やや長い目でみた企業の人件費削減の姿勢が目立った変化はみられなかった(図表10(2))。このため、失業者数は高水準を続け、完全失業率も5%台半ばで推移した(図表10(3))。また、賃金面でも、ベアが昨年以上に抑制されたほか、夏季賞与も大幅に落ち込んだ(図表11)。こうした状況を反映して、雇用者所得は明確な減少を続けた。

(図表 10) 労働需給

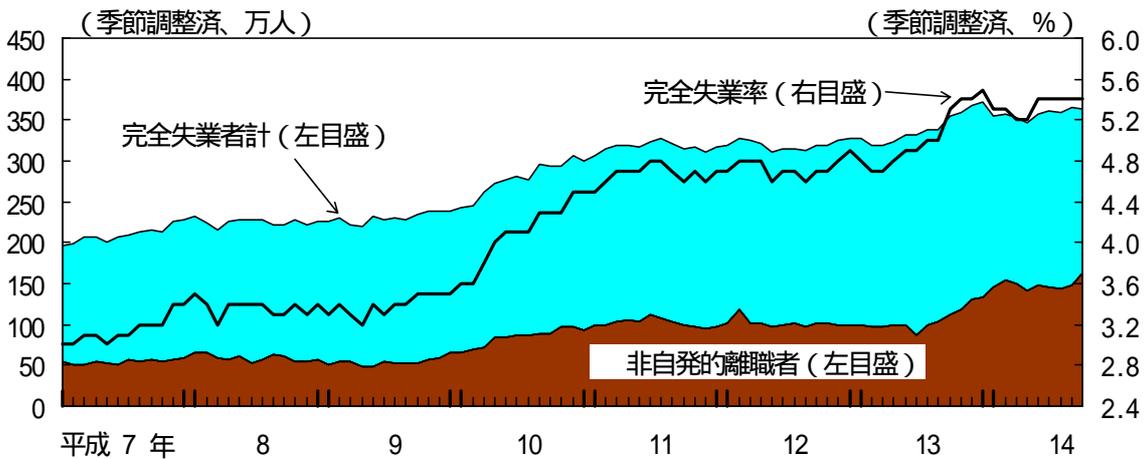
(1) 有効求人倍率



(2) 常用労働者数 (毎月勤労統計)

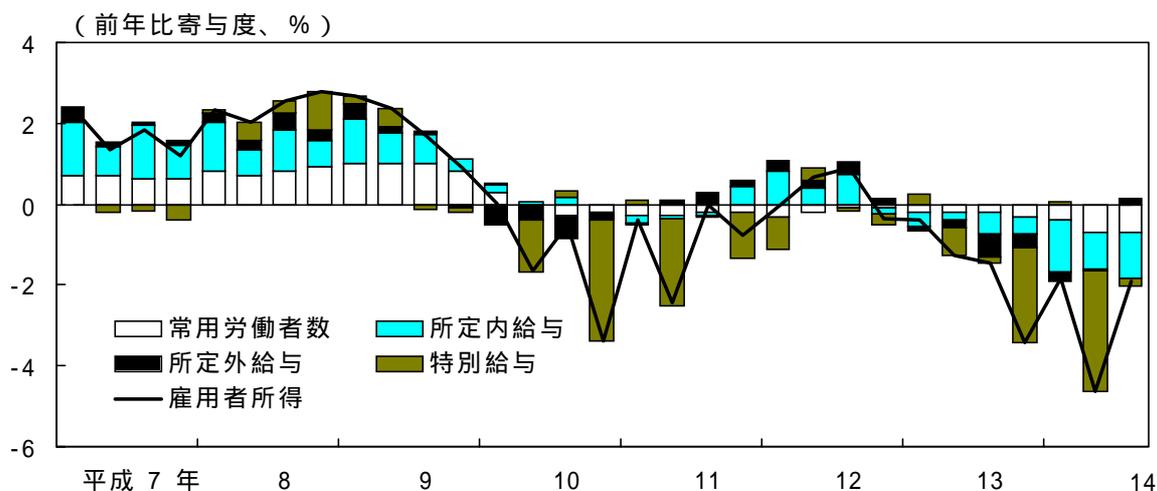


(3) 完全失業者と失業率



(注) 新規求人数は新規学卒者を除きパートタイムを含む。常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 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月としている。事業所規模5人以上の計数を使用。

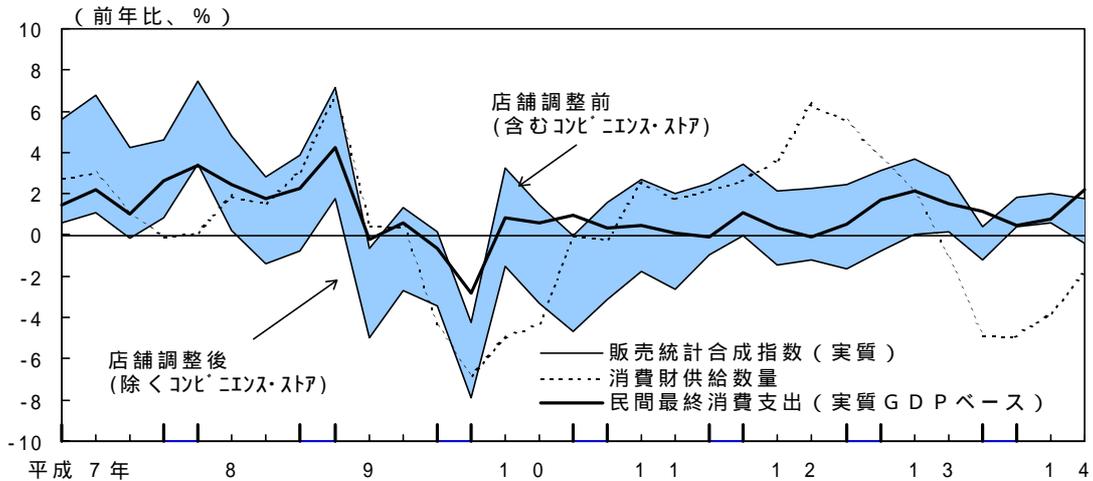
(弱めの動きが続く個人消費)

厳しい雇用・所得環境を背景に、個人消費は弱めの動きが続いた。小売や旅行、外食など各種財・サービスの販売動向を包括的に捉えた「販売統計合成指数」をみると³、所得水準の低下を主な背景として低調な動きを続けた(図表 12)。消費財の生産・輸入動向を捉えた「消費財供給数量」をみても⁴、前年の水準を下回って推移した。また、消費者心理を表す指標には幾分改善の動きがみられたが、引き続き慎重な状況にあった(図表 13)。このほか、住宅投資も低調に推移した。

³ 販売統計合成指数は、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したものである。「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した指数である(店舗調整前の指数はコンビニエンス・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で売上高の変動を捉えた指数である。

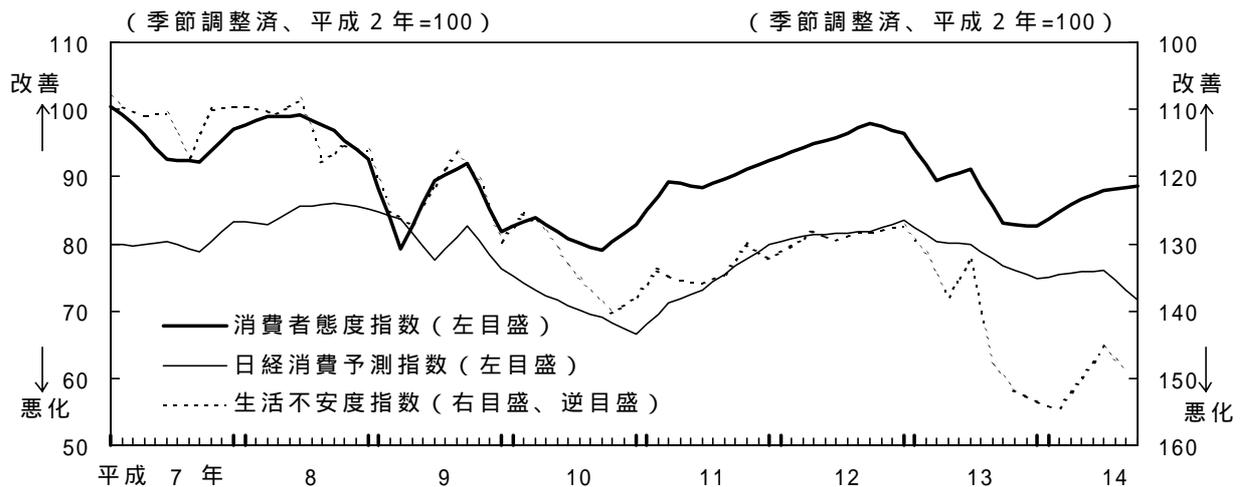
⁴ 消費財供給数量は、消費財の国内向け出荷に輸入を加えたものであり、鉱工業生産統計に基づいた鉱工業総供給表より得られる。

(図表 12) 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 3、4 を参照。

(図表 13) 消費者コンフィデンス

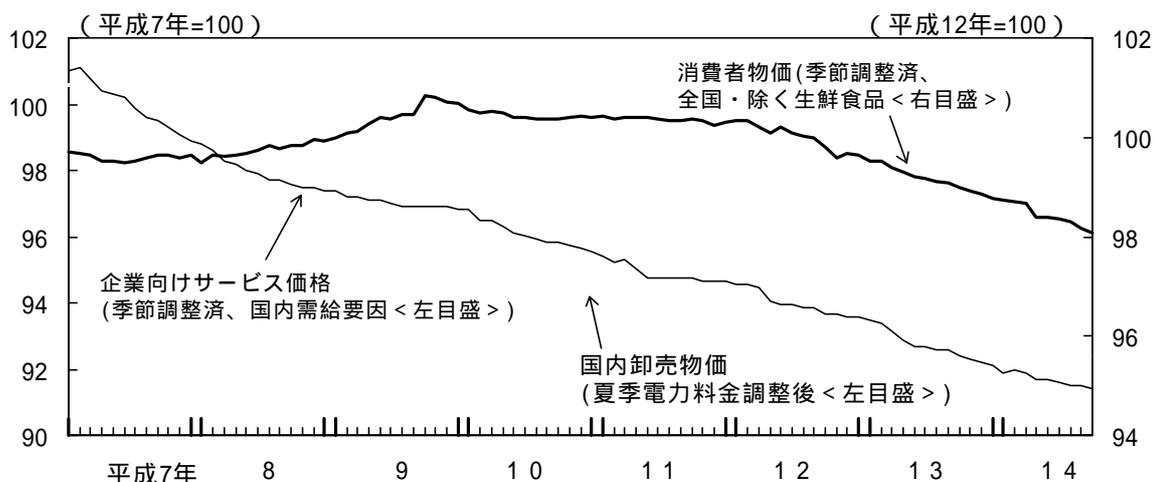


(注) 消費者態度指数(調査対象全国 5,040 世帯)、日経消費予測指数(同首都圏 1,500 人)、生活不安度指数(同全国 2,200 人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価の動向

物価動向をみると、国内卸売物価は概ね横這い圏内で推移したが、夏場以降は幾分弱含んだ。また、消費者物価は緩やかな下落を続けたほか、企業向けサービス価格も下落した(図表 14)。

(図表 14) 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に転嫁されたと仮定して調整。図表 15・18 も同様。

すなわち、国内卸売物価は、機械類の趨勢的な価格下落が続く一方で、春先に原油価格など国際商品市況が上昇したため、上期前半は、全体として概ね横這いの動きが続いた(図表 15~17)。もっとも、その後の円高進行などを背景に、夏場以降は幾分弱含んだ。消費者物価(除く生鮮食品)は⁵、安価な消費財の輸入は一服気味となったが、国内需要が低調に推移するなか、賃金の低下傾向が続いたこともあって、前年比1%弱の緩やかな下落が続いた(図表 18)。企業向けサービス価格指数(国内需給要因)も⁶、企業の経費削減姿勢を反映して、前年比1%強のマイナスが続いた。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。

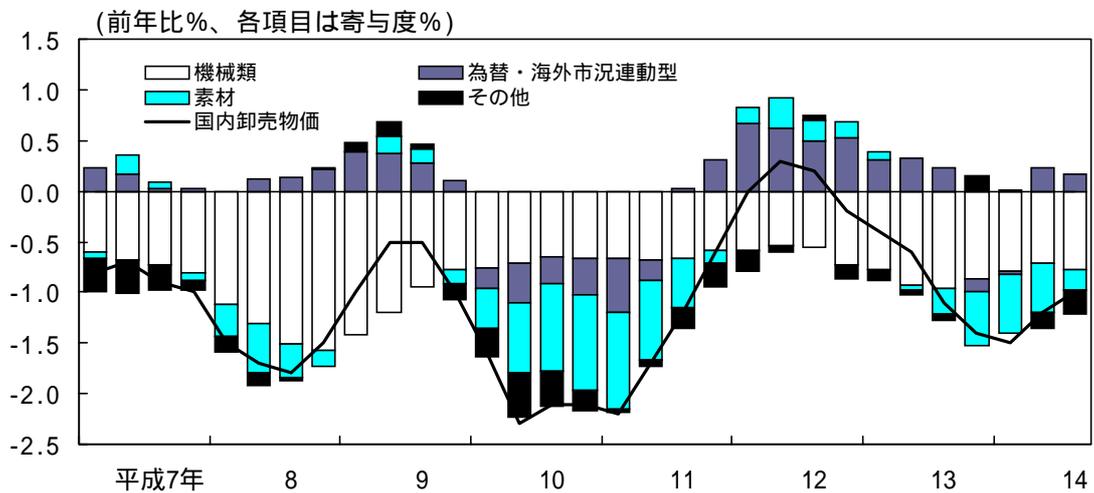
こうした物価動向の背景としては、需給バランスの面では、在庫調整の一巡や稼働率の上昇が下支え要因として働いた一方で、内需が低調に推移し、これが物

⁵ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価総合から除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。

⁶ 「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。

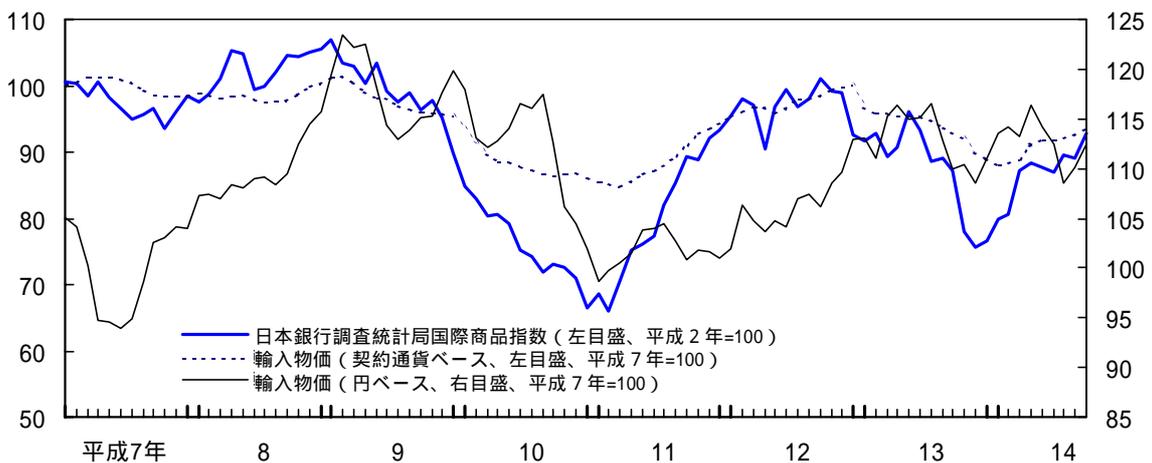
価の基調的な下落要因として作用した。また、規制緩和、流通合理化、機械類を中心とする技術進歩など、供給面からの価格下落圧力も引き続きみられた。

(図表 15) 国内卸売物価

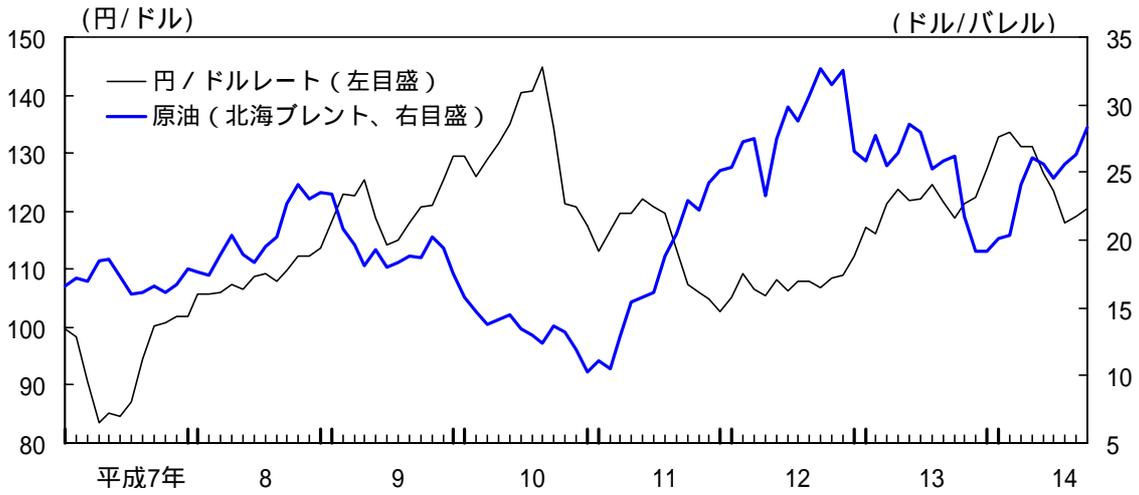


(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機械、一般機械、輸送用機械、精密機械。

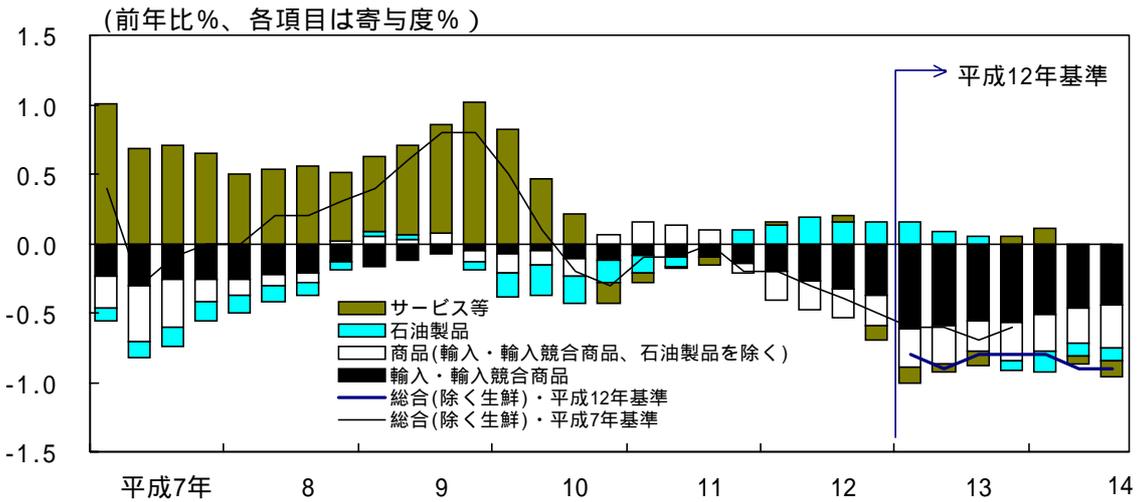
(図表 16) 輸入物価・国際商品市況



(図表 17) 為替レート・原油市況



(図表 18) 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、輸入物価指数でも採用されている品目と、それ以外でも輸入品と競合関係にあると考えられる品目をあわせたもの。

(3) 海外金融経済の動向

(海外経済は緩やかな回復傾向)

14年度上期の海外経済情勢をみると(図表19) 米国、東アジアで景気の回復基調が続き、欧州でも景気が底入れするなど、海外経済は回復傾向を辿った。もっとも、夏場以降は、米国をはじめ世界各地で大幅な株安が進むもとの、企業や家計のマインドが慎重化する動きがみられた。

(図表19) 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、%)

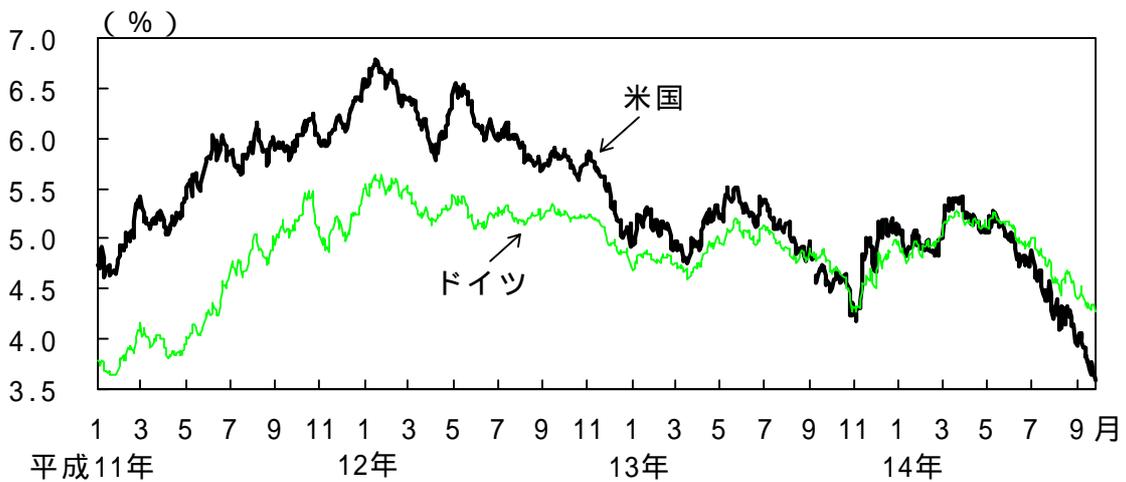
		平成 12年	13年	13年 3Q	4Q	14年 1Q	2Q	3Q
米 国		3.8	0.3	-0.3	2.7	5.0	1.3	3.1
欧 州	ユーロエリア	3.5	1.4	0.8	-1.1	1.6	1.6	N.A.
	ドイ ツ	2.9	0.6	-0.8	-1.2	1.1	1.1	N.A.
	英 国	3.1	2.0	1.4	0.9	0.5	2.5	2.7
東 ア ジ ア	中 国	8.0	7.3	(1~9月) 7.6	(1~12月) 7.3	7.6	(1~6月) 7.8	(1~9月) 7.9
	韓 国	9.3	3.0	1.9	3.7	5.8	6.3	N.A.
	台 湾	5.9	-2.2	-4.4	-1.6	1.2	4.0	4.8

海外金融市場の動向をみると、米国、欧州では、長期金利は、景気回復テンポに対する見方の慎重化、株価下落、中東情勢の緊迫化等を背景に低下基調で推移した。株価は、企業会計に対する不信感に加えて、景気回復テンポに対する見方の慎重化などから大幅に下落した。エマージング諸国では、東アジアの多くの国・地域で、米国株価の下落や米国景気の回復テンポに対する見方の慎重化などから、株価が下落した。中南米諸国では、米国株価の下落や国内政治の不安定性等を背景に、為替相場、株価が下落し、対米国債スプレッド⁷も拡大した。

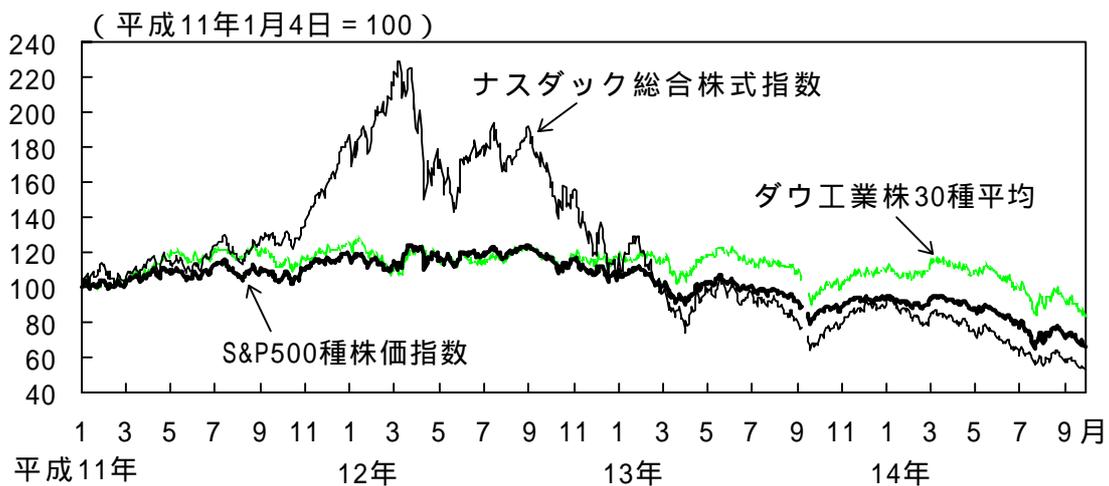
⁷ これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

(図表 20) 欧米の長期金利と株価

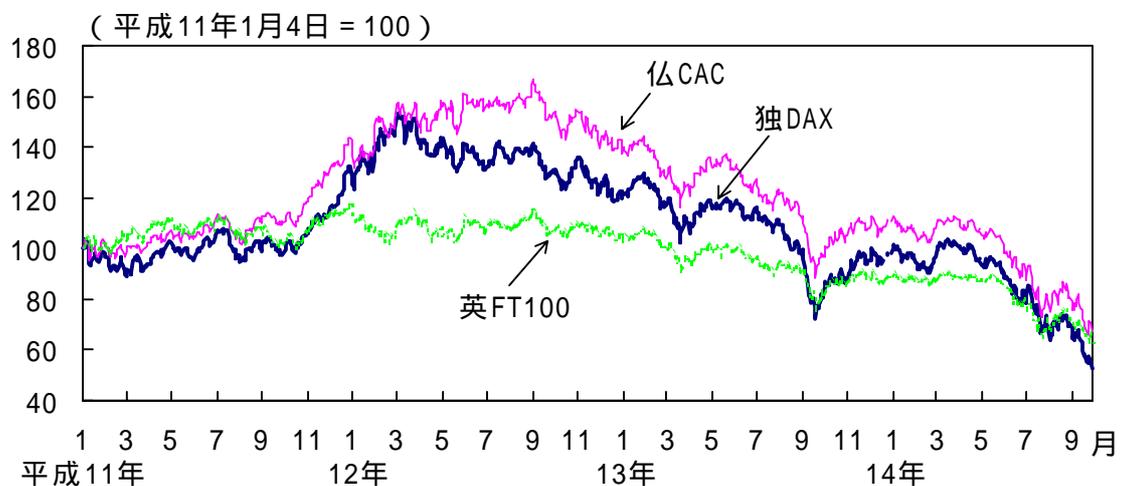
(1) 欧米の長期金利 (国債 10 年物)



(2) 米国の株価



(3) 欧州の株価



(米国経済は緩やかな回復基調)

以上の動きをやや細かくみると、まず米国では、生産が増加基調を続けるなかで、雇用環境もごく緩やかながら改善傾向を辿った。こうしたもとで、家計支出は、低金利にも支えられて引き続き底固く推移し、景気は全体として緩やかな回復基調を辿った。もっとも、設備投資は明確な回復には至らなかったほか、夏場以降は、大幅な株安などを背景に、家計や企業のマインドが慎重化する動きがみられた。この間、消費者物価は、年度当初には原油価格の上昇により一時的に上昇率が高まったが、総じてみれば軟調な財・労働需給等を背景に安定基調を辿った。対外バランス面では、景気の回復に伴い輸入が輸出を上回るペースで増加したため、貿易赤字は拡大傾向を辿り、14年4～6月の経常収支赤字額の対GDP比率は既往最高の5.0%となった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を据え置いた(1.75%)が、8月中旬には、先行きに対するリスクについて、それまでの「景気減速とインフレに繋がるリスクがバランスしている」から、「景気減速に繋がる方向に傾斜している」との判断に変更した。

長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図表20(1))、市場予想比弱めの経済指標、株価の下落、対米テロ再発懸念や中東情勢の緊迫化などを受けて低下傾向を辿り、9月末には44年振りの水準まで低下した。

株価は(図表20(2))、4月下旬以降、企業会計に対する不信感の高まり、大手通信企業の破綻、景気回復テンポに対する見方の慎重化、対米テロ再発懸念などを材料に大幅に下落した。8月中旬には、企業会計問題に関する市場の懸念が和らいだこと等から、一旦持ち直す局面もあったが、その後、企業の業績見通しの下方修正等を受けて再び下落に転じた。

(欧州経済は底入れ)

欧州経済情勢についてみると、ユーロエリアでは、4～6月には、内需が引き続き低調に推移したが、世界景気の回復を背景とした輸出増加や在庫調整の進展を背景に、実質GDP成長率が2四半期連続でプラスとなるなど、景気は底入れした。もっとも、その後は、大幅な株安の影響もあって内需が低調に推移するなかで、輸出についても増加テンポが鈍化するなど、明確な回復に至らない状況が続いた。この間、物価は、年度当初には原油価格の上昇により一時的に上昇率が

高まったが、需給の軟調などを背景に総じて安定基調を辿った。

金融政策面では、欧州中央銀行は、昨年 11 月の利下げ以降、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 3.25% で維持した。

英国では、良好な雇用環境や住宅価格の上昇等を背景に、引き続き個人消費が底固く推移するなかで、米国景気の回復等を背景に輸出も回復に転じ、景気は堅調に推移した。この間、小売物価指数（除くモーゲージ利払）は、昨年における生鮮食料品価格の高騰の反動から、一時的に上昇率が大きく低下したが、基調として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、政策金利であるレポ金利を 4.0% で据え置いた。

欧州の長期金利の動きをみると（図表 20（1））、ユーロエリア、英国とも、6 月上旬までは、原油価格の上昇の影響などから一時上昇する局面もあったが、総じてみれば横這い圏内での動きとなった。その後は、景気の先行きに対する見方の慎重化や大幅な株価の下落、中東情勢の緊迫化を背景に、低下基調を辿った。

株価は（図表 20（3））、ユーロエリア、英国とも、景気の先行きに対する見方の慎重化や米国の株価下落、中東情勢の緊迫化などを受けて下落を続けた。

（東アジア景気は回復傾向を継続）

NIEs、ASEAN4 各国⁸では、世界的な情報関連財の在庫復元の動き等を背景に、輸出、生産が増加基調で推移するなか、4～6 月には、個人消費、設備投資といった内需も下げ止まりから持ち直しに転じるなど、景気は回復傾向を辿った。7～9 月についても、情報関連を中心に輸出、生産の増加テンポは幾分鈍化したものの、内需が引き続き底堅く推移したことから、景気は回復基調を維持した。この間の金融政策をみると、韓国中銀は、原油価格や不動産価格の上昇、景気回復によるインフレ圧力の高まりを背景に、5 月に政策金利を 0.25% 引き上げ 4.25% とした。一方、台湾中銀は 6 月に政策金利を 0.25% 引き下げ 1.875% としたほか、インドネシア中銀も 8 月に政策金利を 1% 引き下げ 12.625% とした。

中国では、財政支出の増大や対内直接投資の堅調持続を背景に内需が好調に推移したほか、輸出も増加基調で推移したことから、高い成長率を維持した。

⁸ 本節では、NIEs は、韓国、台湾、香港、シンガポールを指す。また、ASEAN4 各国は、協議体としての ASEAN10 各国のうち、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。

金融市場をみると、株価は、昨年米国テロ事件後に急回復した反動のほか、米国株価の下落や、米国景気の回復テンポに対する見方の慎重化を受けて、総じて下落した。通貨は、主要通貨に対するドル安の影響から7月中旬まで上昇基調で推移したが、その後は株式市場からの海外資金の流出もあって弱含んだ。また、フィリピンでは、財政赤字の拡大が懸念され、対米国債スプレッドも拡大した。

(中南米諸国では金融市場の混乱が一段と拡大)

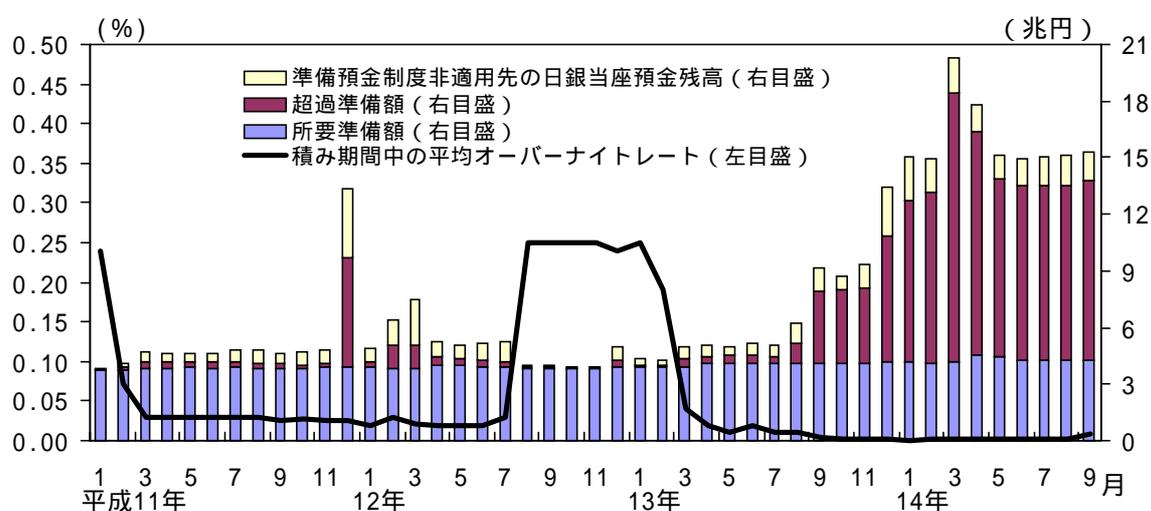
中南米諸国についてみると、アルゼンチンでは、深刻な経済情勢や金融システムの混乱が続くなかで、通貨ペソが下落し、対米国債スプレッドも拡大した。アルゼンチンにおける金融資本市場の混乱を受けて、ウルグアイでも国内銀行の業務が停止されるなど、金融危機が発生し、8月には、IMF、米国等が同国に対する金融支援を決定した。ブラジルでは、米国株価の下落を受けて投資家のリスク選好度が低下するなかで、10月の大統領選挙後の経済政策に対する不透明感から、通貨、株価が大幅に下落したほか、対米国債スプレッドも大幅に拡大した。8月には、IMFによる過去最大規模の融資が決定されたが、その後も通貨レアルが最安値を更新するなど、金融市場では不安定な動きが続いた。メキシコでも、米国株価の下落を受けて、株価、通貨が下落した。このほか、トルコでも、政局の混乱を背景に、株価、通貨リラが下落し、対米国債スプレッドも拡大した。

2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成14年度上期の日本銀行当座預金残高⁹は(図表21) 新年度入り後5月上旬までの時期、および9月末日を除き、ほぼ一貫して15兆円程度の水準で推移した。すなわち、金融市場における流動性需要は、3月末に期末要因などから急増したが、新年度入り後も、大手行におけるシステム障害の発生を背景に高止まりを続けた。こうした金融市場の状況を踏まえ、日本銀行が大量の資金供給を行った結果、当座預金残高は、4月中、概ね20兆円前後で推移した。その後は、大手行のシステム障害問題が収束に向かうにつれて、流動性需要は大きく後退した。そうしたもとの、日本銀行は引き続き潤沢な資金供給を行い、当座預金残高も、5月中旬以降は、ほぼ一貫して15兆円程度で推移した。なお、9月末日には、中間期末に伴い流動性需要が再び急増したことから、当座預金残高は18兆円台となった¹⁰。

(図表21) 日銀当座預金残高



(注) 積み期間中の平均残高。

短期金融市場の動きをみると(図表22) 無担保コールレート(オーバーナイト

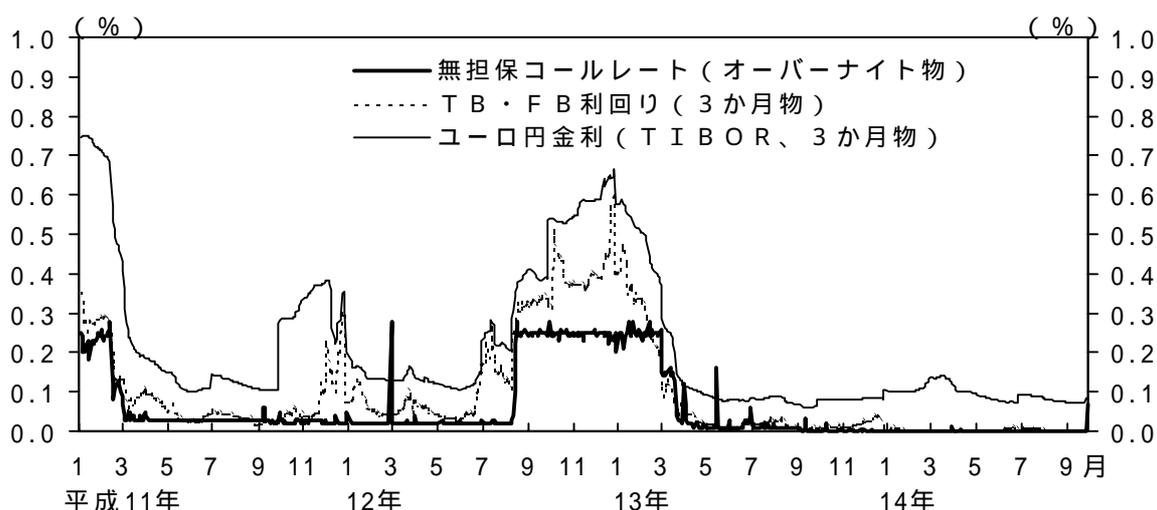
⁹ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

¹⁰ 4月中や9月末に資金需要が増大した局面では、日本銀行は、金融市場調節方針の「なお書き」(なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う)に従った資金供給を行った。

物、以下同じ)¹¹は、上期を通じて、概ね 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した¹²。

また、ターム物金利¹³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、上期を通じて、低水準で推移した。すなわち、ユーロ円金利は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、緩やかな低下傾向を辿ったあと、7月入り後は、中間期末越えの資金調達が意識されたことから一時0.09%前後まで強含む場面がみられた。もっとも、8月には短期金融市場における資金余剰感の一層の強まりを受けて再び低下し、上期を通してみれば、概ね0.08%程度の低い水準が続いた。また、TB・FBレートも、資金余剰感の強さを背景に銀行や投信等が積極的な購入姿勢を示したことから、3か月物から1年物に至るまで、0.01%を恒常的に下回る水準で推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利



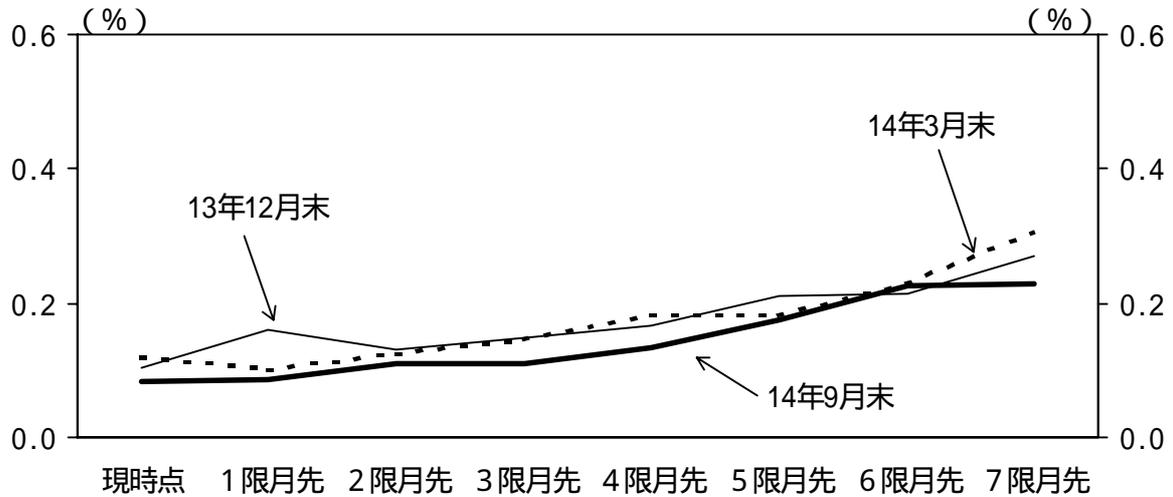
短期金融市場における金利観の推移をみると(図表 23)、ユーロ円金利先物レートは、8月入り後、株価の軟調や、「決済用預金の保護」報道を受けた先行きの流動性懸念の一層の後退から、期近のものを中心に一段と低下した。9月末の段階では、「先行き1年から1年半程度にわたり、短期金利は横這いしないしごく緩やかな上昇に止まる」との市場の見方が織り込まれた形状となっている。

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)。

¹² ただし、9月末日には、中間期末要因から0.067%となった。

¹³ 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 23) ユーロ円金利先物レート

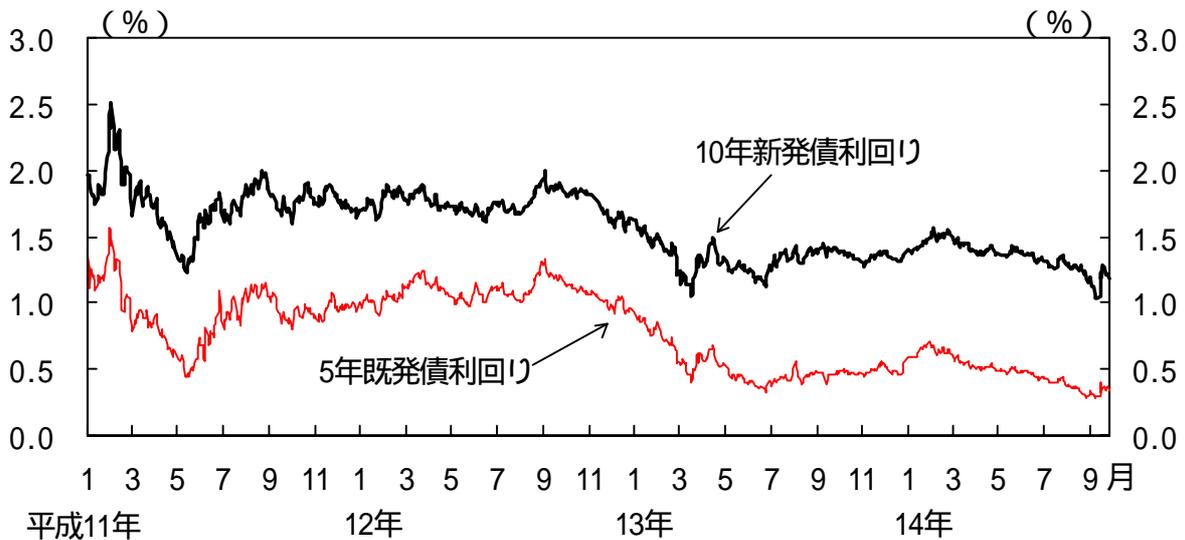


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円TIBOR 3か月物)である。グラフでは、例えば、14年9月末時点(太実線)における1限月先(14年12月中央)のユーロ円金利の市場予想値が0.100%、2限月先(15年3月中央)が0.125%、3限月先(15年6月中央)が0.145%であったことを表わしている。

(2) 債券市場の動向

14年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表 24) 概ね1.0~1.4%のレンジ内で推移した。

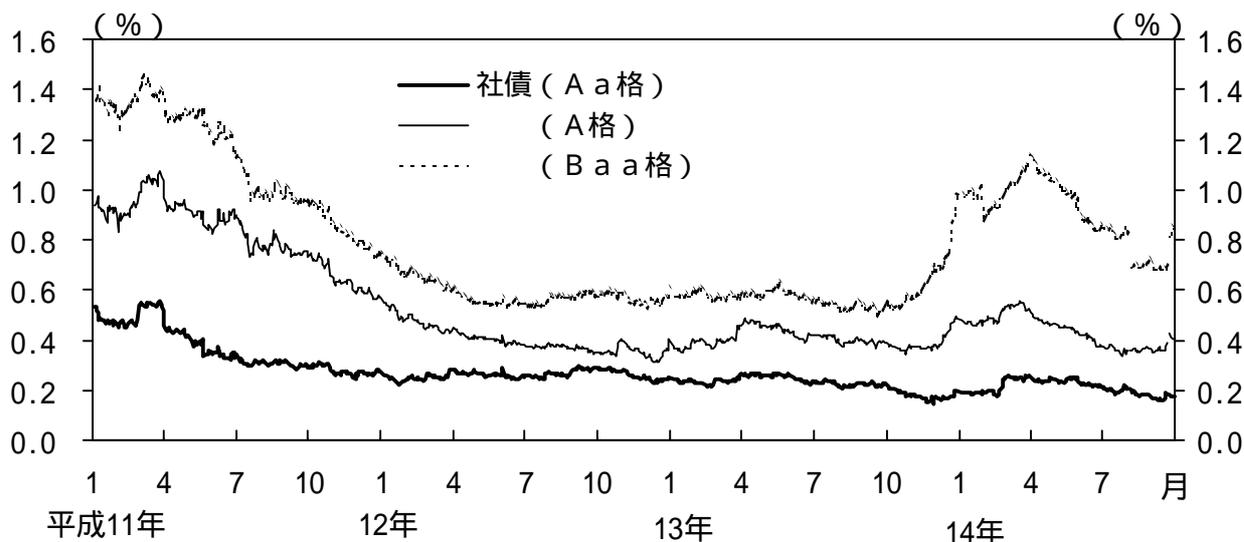
(図表 24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、新年度入り後、国債市場では、定期性預金のペイオフ解禁をきっかけに大量の預金流入がみられた大手銀行を中心に、国債投資が積極化するのではないかとの思惑が強まった。もっとも、わが国景気が年度下期に向けて徐々に回復するとの見方から高値警戒感も強く、夏場までは、長期金利は1.3～1.4%前後のレンジでもみ合う展開が続いた。しかし、8月以降は、金融市場における資金余剰感が一段と強まったことに加えて、内外株価が下落し、わが国景気の先行きに対する不透明感が強まったこと、さらには海外金利も大きく低下したことから、中短期ゾーンから長期ゾーンに至るまで、幅広い投資家層からの購入がみられ、長期金利は、一時1.0%台まで低下した。もっとも9月半ば以降は、急ピッチの金利低下に対する警戒感が強まるなか、「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」の公表や10年国債の入札不調をきっかけに上昇し、長期金利は、上期末までの間1.2%前後での神経質な展開が続いた。

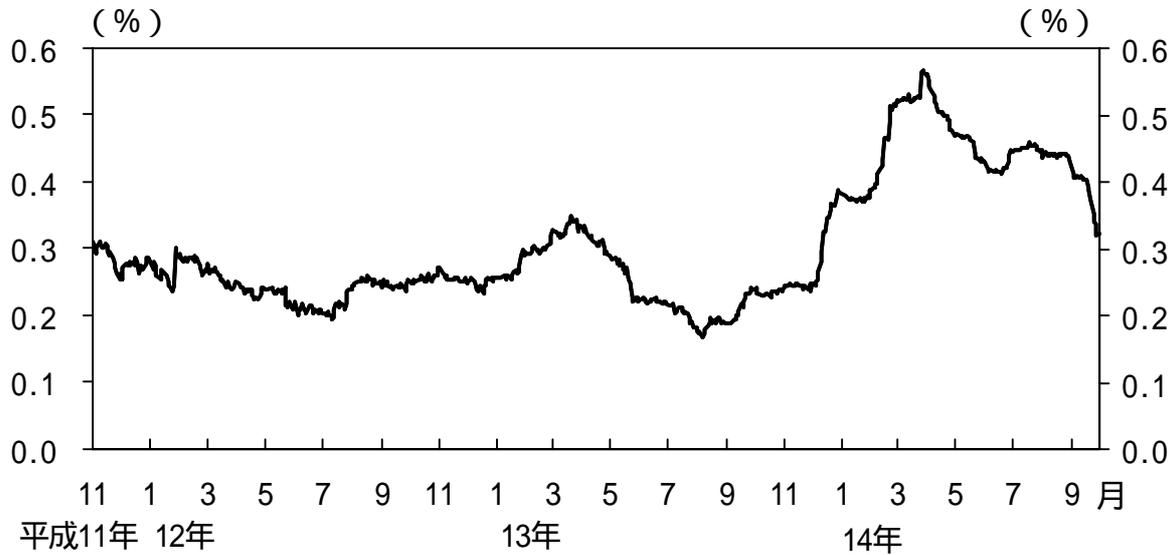
この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表25）、企業業績の回復が企業の財務内容の改善に繋がるとの期待を背景に、地域金融機関などの積極的な社債購入がみられ、全般に縮小傾向を辿った。また、銀行債の信用スプレッドも、定期性預金のペイオフ解禁の影響が一巡し、流動性不安が大きく後退したことから、縮小した（図表26）。

（図表25）社債と国債との流通利回り格差



（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 26) 銀行債と国債との流通利回り格差

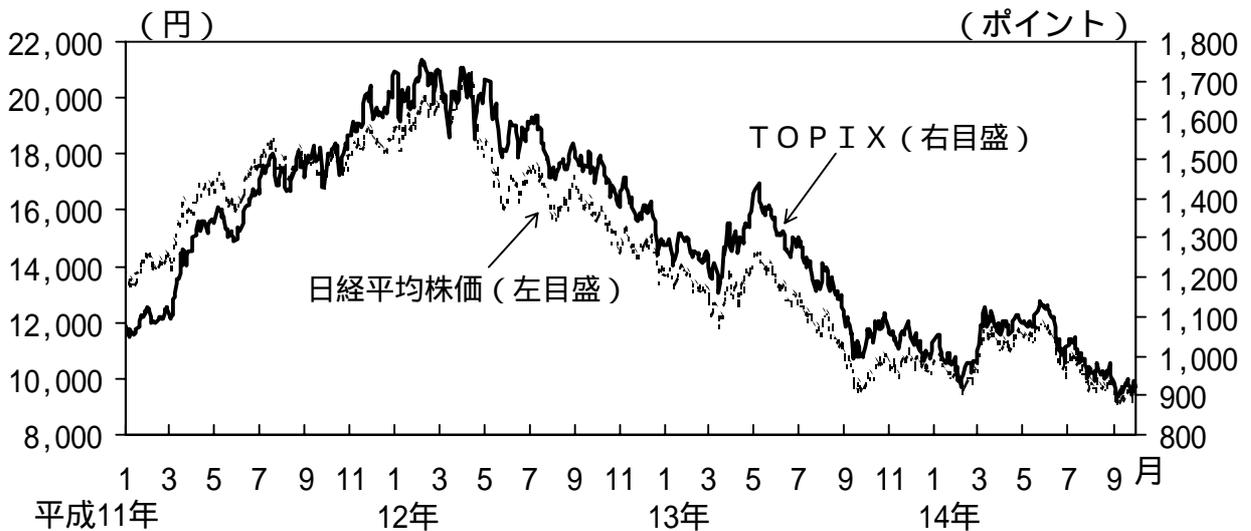


(注) 国債、銀行債とも残存年数5年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

(3) 株式市場の動向

14年度上期の株式市場の動向をみると(図表27) 株価は、5月までは底固く推移したが、6月以降、海外株価につれるかたちで下落し、9月初にはバブル崩壊後の最安値を更新した。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、5月までは、わが国企業業績の回復期待を背景に、海外投資家による日本株買戻しの動きが活発化し、底固く推移した。しかし、6月以降は、米国株価が企業会計に対する不信感の高まりなどを背景に下落を続け、これを受けて海外投資家が日本株売却による資金手当てを急いだことなどから、わが国株価も、海外株価につれるかたちで下落した。その後、9月初には金融機関による持ち合い解消売り懸念や米国経済の先行き不透明感の台頭などを背景に買い手控え気分が強まるなか、金融機関や海外勢からの小口の売りに押されるかたちで、TOPIXはバブル崩壊後の最安値を更新した（9月4日TOPIX：886ポイント）。9月半ばには、「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」の公表をきっかけに一時反発する場面もみられたものの、海外株価の下落基調継続もあり、全般に軟調な地合いが続いた。

（4）外国為替市場の動向

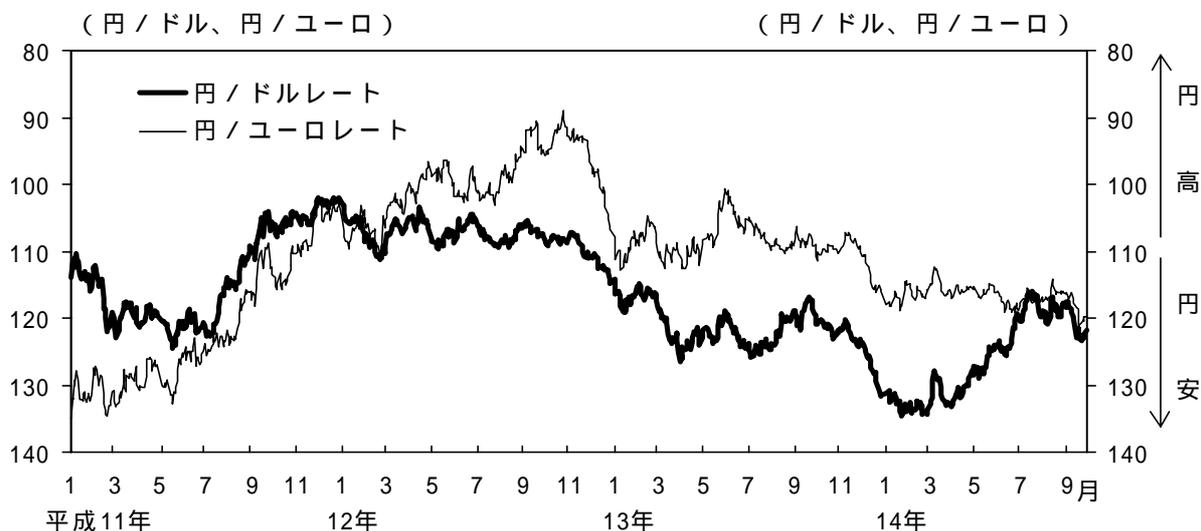
14年度上期の外国為替市場の動向についてみると（図表28）、円の対米ドル相場は、夏場にかけて上昇したあと、反落した。また、対ユーロ相場は、もみ合いで推移したあと、9月入り後やや下落した。

やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、米国株価の軟調や米国景気の先行き不透明感、中東情勢の緊迫化等を背景にドルが主要通貨に対し全般に軟化基調を辿るなか、4月初の133円台から徐々に上昇した。その後、5月下旬と6月下旬におけるわが国通貨当局によるドル買い介入を受けた反発局面を挟んで、7月半ばには115円台まで上昇した。もっとも、その後はわが国通貨当局のドル買い介入に対する警戒感の高まりに加えて、海外機関投資家による日本株売却に伴うドル買いがみられたことなどから、116～121円台でのもみ合いに転じた。さらに、9月中旬以降は、米国におけるテロ再発懸念の後退や海外機関投資家による一層のドル買いなどから、121～124円台にやや弱含む展開となった。

円の対ユーロ相場をみると、日欧景況感格差に特段大きな変化がみられなかったことなどから、4月から8月にかけては、概ね114～119円台でもみ合う展開となった。9月入り後は、対米ドル相場につれて幾分弱含む動きとなった。

14年度上期中の円の実質実効為替レート¹⁴は、上記対米ドル相場の動向を反映し上昇した。

(図表 28) 円ドル、円ユーロレート



¹⁴ 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。

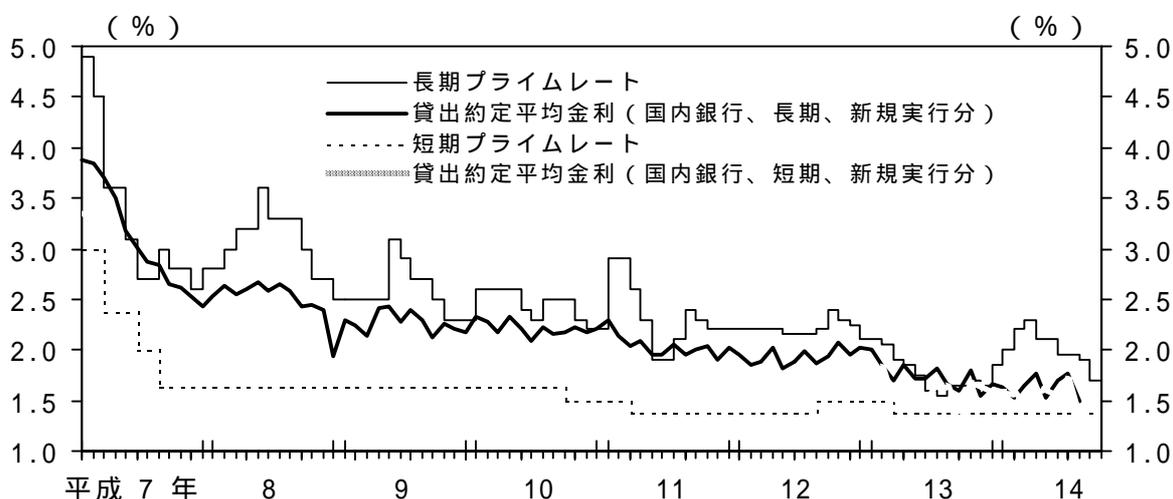
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利の動向

14年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート(都市銀行¹⁵)は、1.375%の水準で横這いで推移した。長期プライムレートは、金融債利回りの低下傾向を受けて、4月以降4度にわたって引き下げられ、9月には1.70%となった。

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、概ね横這い圏内の動きとなった。

この間、銀行の預金金利については、極めて低い水準で推移した。

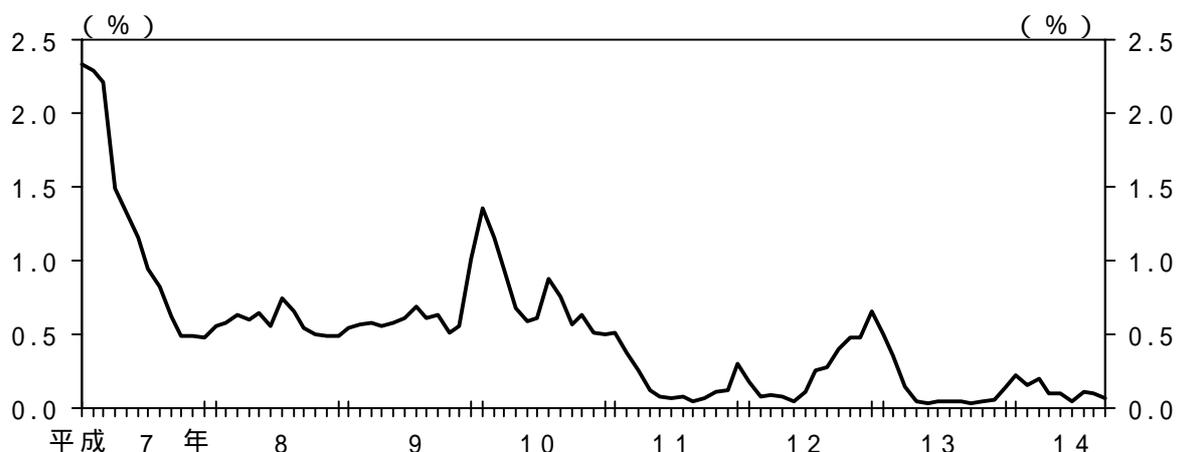
(図表29) 貸出金利



企業の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表30)や社債の発行金利は、投資家の信用リスク警戒感の高まりを受けて昨秋以降やや上昇していたが、新年度入り後は高格付け企業を中心に低下傾向を辿った。もっとも、投資家が慎重な信用リスク・テイク姿勢を総じて維持したことから高格付け先と低格付け先の金利格差は、CP、社債ともなお高めの水準で推移した。

¹⁵ 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)

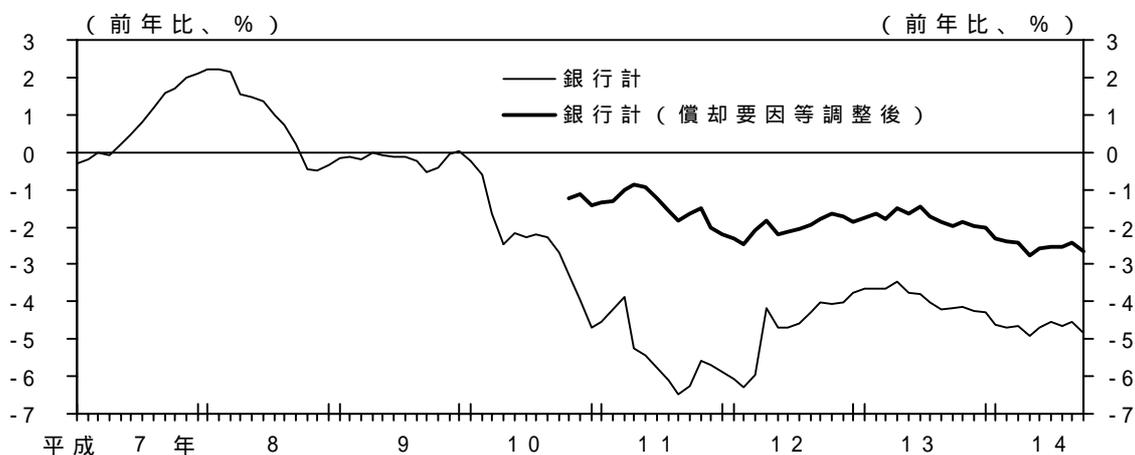


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 企業金融の動向

14 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高は¹⁶(図表 31)、上期を通じて前年比 2 % 台の減少が続いた。また、C P ・社債の発行残高の前年比伸び率も¹⁷(図表 32)、鈍化傾向を辿った。

(図表 31) 民間銀行貸出

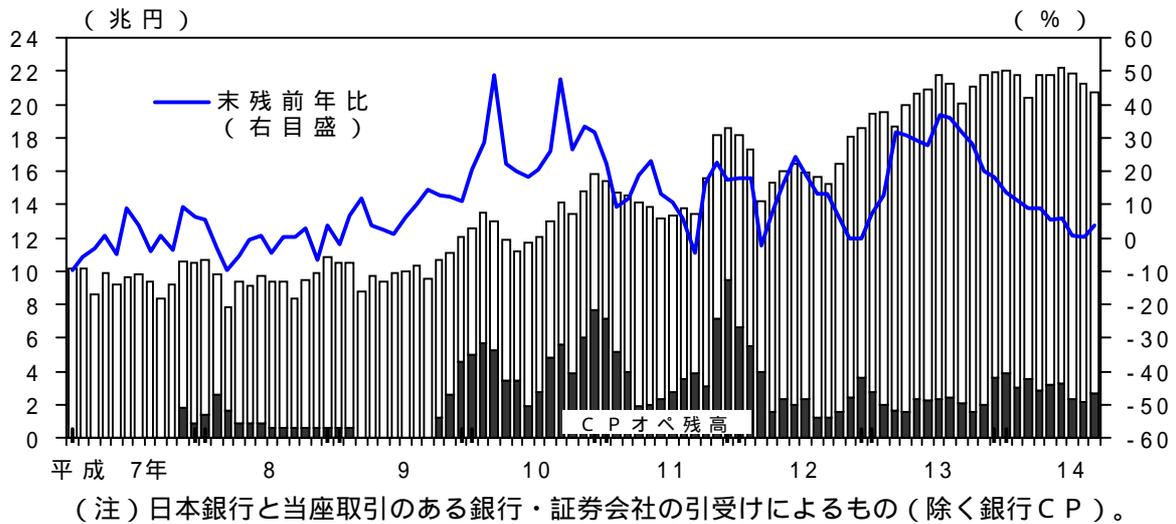


¹⁶ 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行 に属する金融機関の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

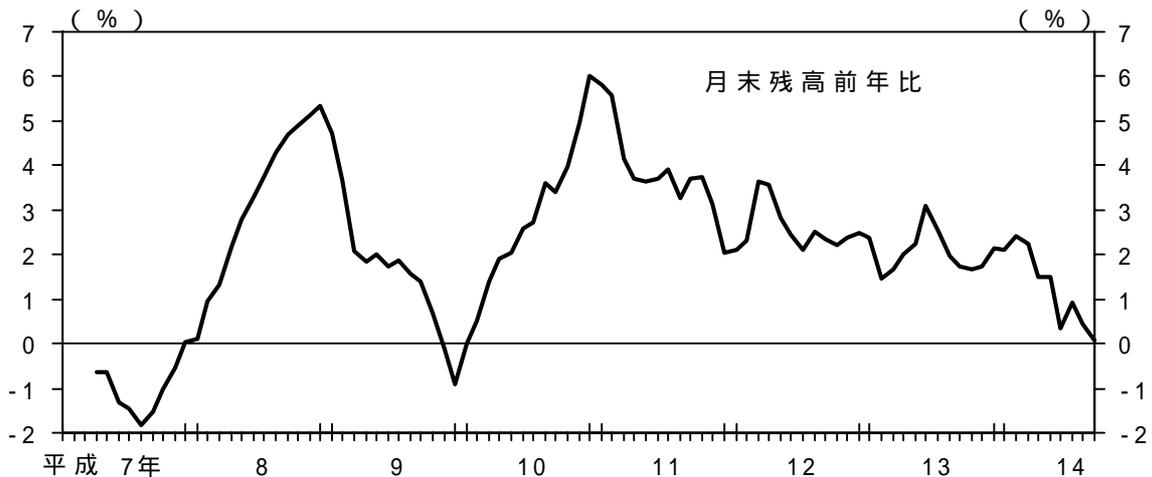
¹⁷ 社債発行残高の計数は、民間部門 (居住者) が発行した普通社債 (除く銀行普通社債)、転換社債およびワラント債の残高 (海外起債分を含む)。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 32) 資本市場調達

(1) C P 発行残高



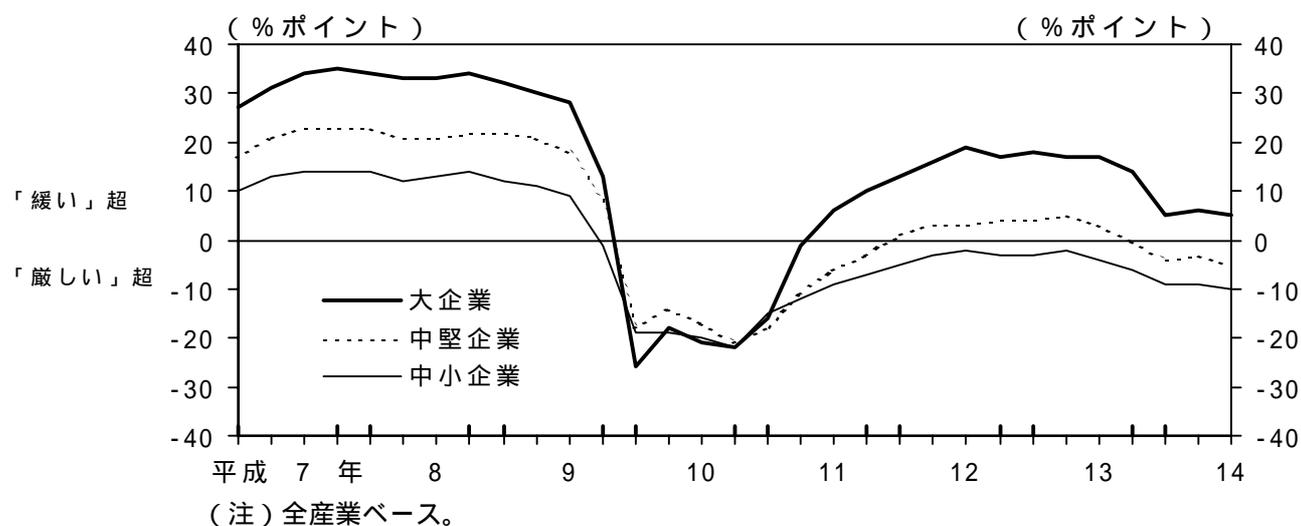
(2) 社債発行残高



こうした企業金融動向の背後にある、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。

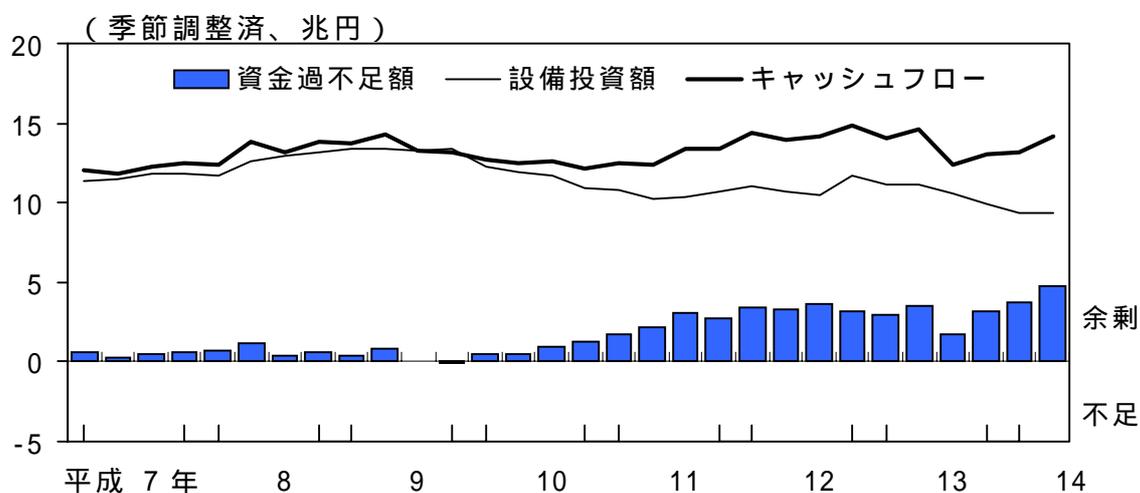
まず、民間銀行の融資スタンスをみると、優良企業に対しては、貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては、慎重な貸出姿勢を維持した。この間、中小企業からみた金融機関の貸出態度も (図表 33)、厳しい状態が続いた。

(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I. (短観)



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(図表 34)。

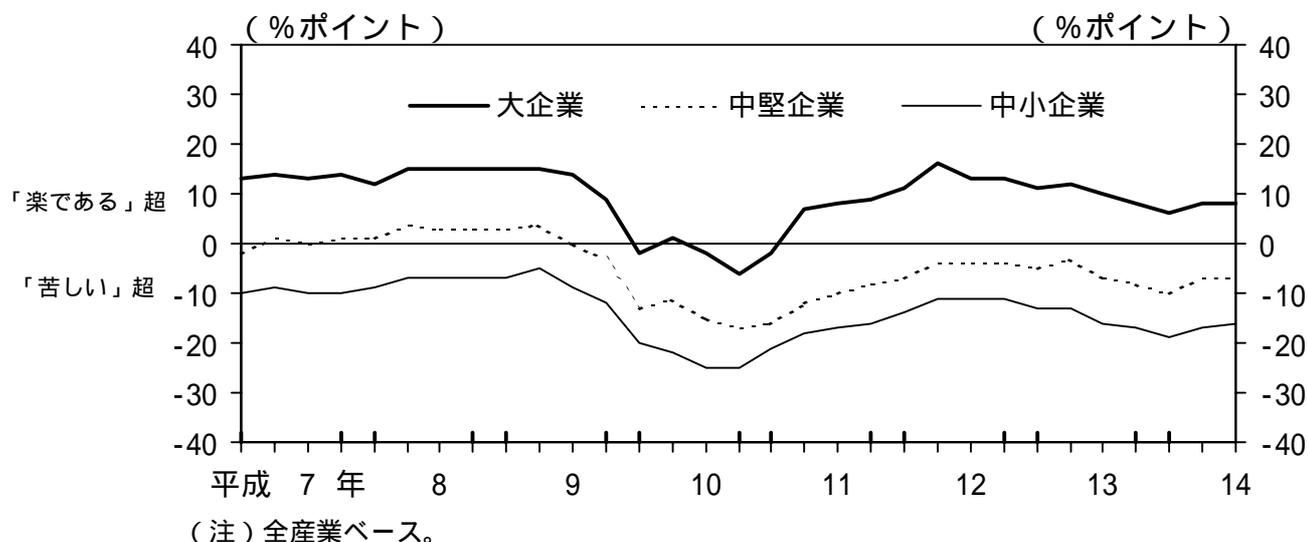
(図表 34) 企業の財務状況



(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)

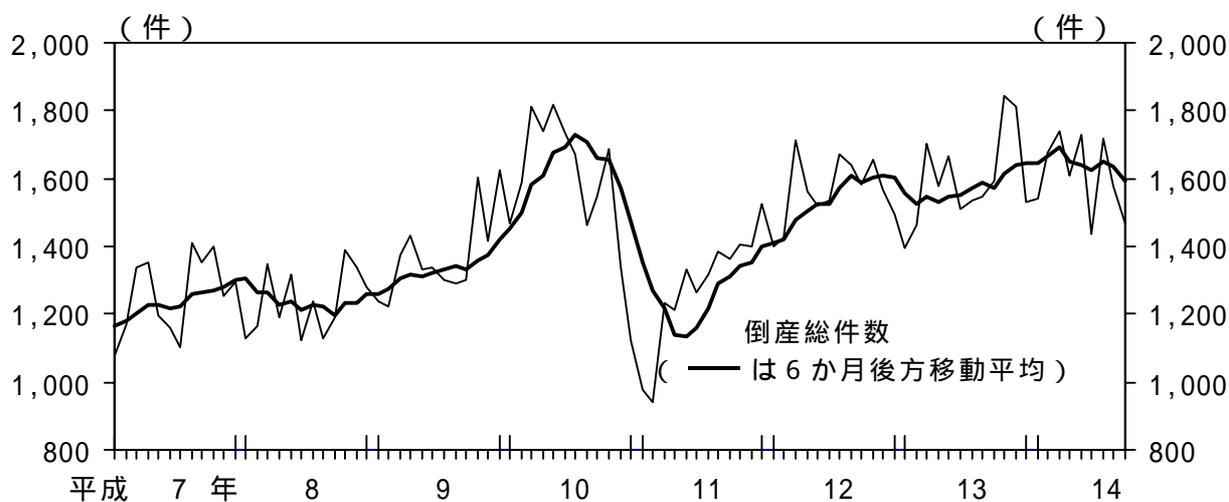
こうしたもとで企業の資金繰り判断は(図表 35)、経済情勢の下げ止まりもあり悪化傾向に歯止めがかかった。

(図表 35) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



企業倒産件数は(図表 36)、14年度上期中は、前年を幾分上回って推移した。

(図表 36) 企業倒産



(7) 量的金融指標の動向

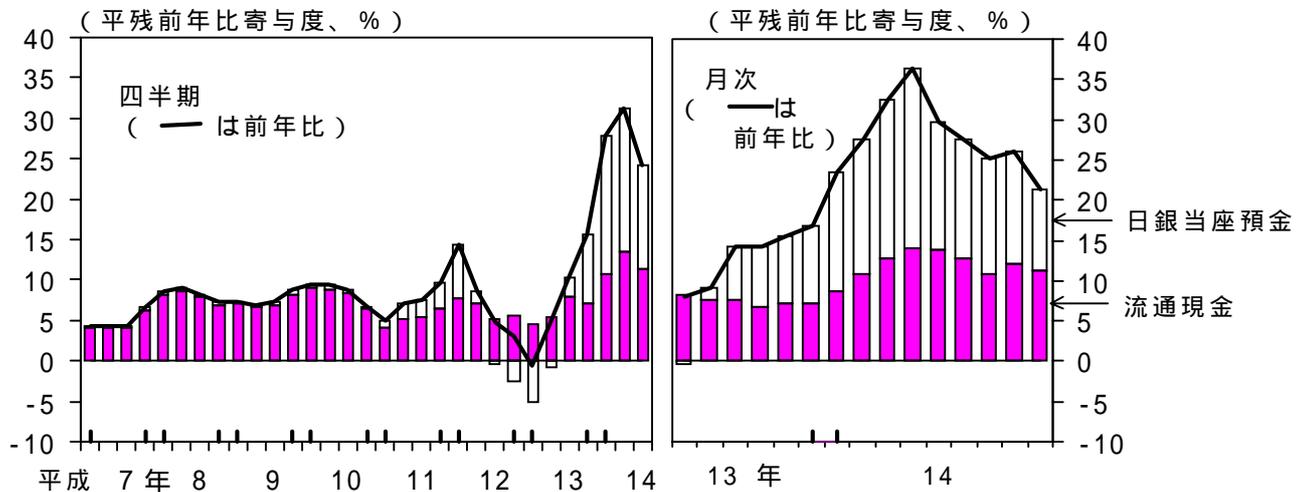
14年度上期のマネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)の動向をみると(図表 37)、14年4月には第一次石油危機時以来の水準となる前年比36.3%に達した。その後、伸び率は幾分鈍化した、前年比2割台の大幅な伸びが続いた。この結

果、マネタリーベースの対名目GDP比率は大きく高まり、第二次世界大戦の時期を除けば、過去最高の水準となっている。

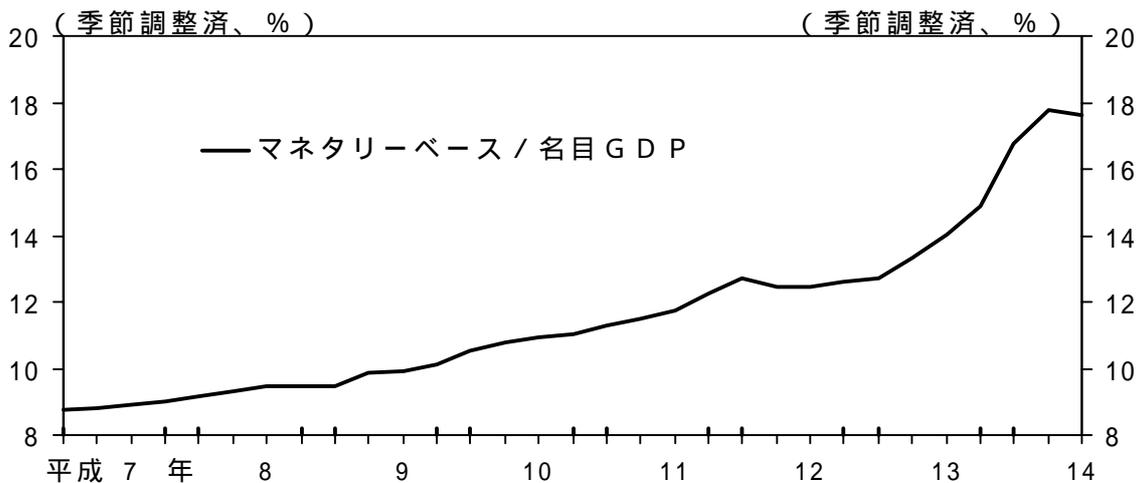
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券の発行残高は、超低金利が続くもとで、前年比10%台の高めの伸びを続けた。日銀当座預金は、前年度末にかけての大幅増加や新年度入り後の大手行のシステム障害を背景に、14年4月には前年比約4倍の高水準となった。その後は、こうした流動性需要が一服したことから、伸び率は徐々に鈍化した。

(図表37) マネタリーベース

(1) 前年比



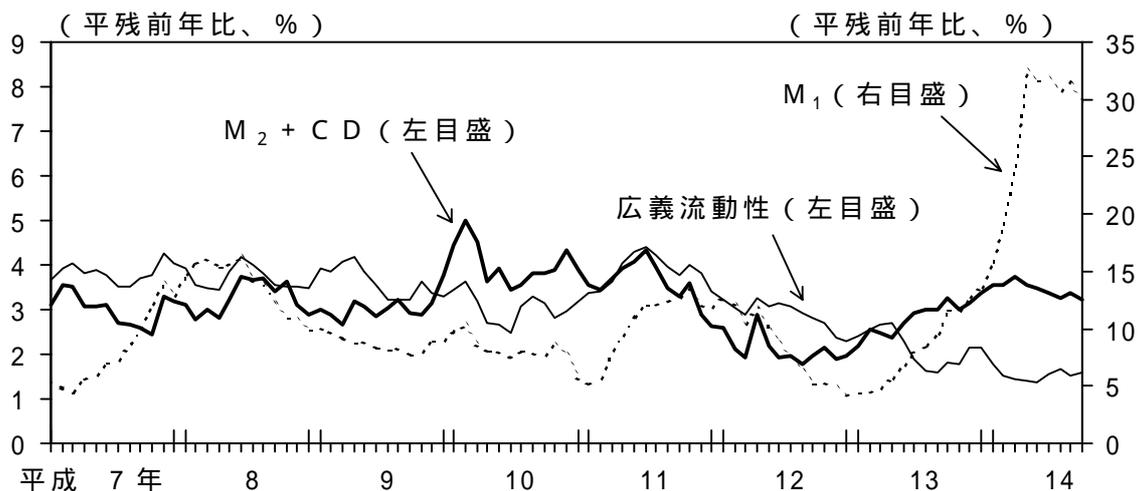
(2) マネタリーベースの対名目GDP比率



次に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 $M_2 + CD$ の平均残高は前年比 3% 台半ばと経済活動との対比では高めの伸びを維持した。これは、銀行貸出の減少が引き続きマネーサプライを減少させる方向に働いたものの、投資信託等からの資金シフトの動きがマネーサプライの伸び率を高める方向に寄与したためである。また、現金および流動性預金から構成される M_1 は、超低金利が続くもとで定期性預金のペイオフ解禁もあって、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、前年比 3 割程度の大幅な伸びとなった。

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は、前年比 1% 台の伸びで推移した。内訳をみると、流動性預金や国債などの安全資産の伸び率が大きく高まった。

（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