

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 15 年 6 月

日 本 銀 行

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
(輸出の増加テンポは減速)	2
(生産はごく緩やかに増加)	4
(設備投資は収益改善を背景に下げ止まり)	5
(厳しい雇用・所得環境のもとで個人消費は弱めの動き)	7
(2) 物価の動向	10
(3) 海外金融経済の動向	
(緩やかな回復傾向を維持したが、先行きの不透明感は増大)	13
(米国経済は回復テンポが一段と緩やかに)	15
(欧州経済は再び減速)	16
(東アジア経済は回復傾向を持続)	17
(中南米諸国では、金融市場は小康状態)	18
2 . 金融面の動向	
(1) 短期金融市場の動向	19
(2) 債券市場の動向	21
(3) 株式市場の動向	23
(4) 外国為替市場の動向	24
(5) 貸出金利、C P ・社債発行金利の動向	26
(6) 企業金融の動向	27
(7) 量的金融指標の動向	30
. 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	33
2 . 金融政策決定会合における検討の様相	
(1) 概況	
(金融経済情勢)	36

(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相	
イ．平成 14 年 10 月 10、11 日の会合	
(景気の下げ止まりと不透明感の強さ)	40
(潤沢な資金供給の継続)	40
ロ．10 月 30 日の会合	
(景気の先行き不確実性の高まり)	41
(日銀当座預金残高目標の増額および長期国債の買入れ増額)	41
(企業金融円滑化策の検討)	42
ハ．11 月 18、19 日会合	
(景気判断の下方修正)	42
(レンジの上限を目指す金融市場調節の確認)	43
ニ．12 月～1 月の会合	
(景気は不透明感が強いなかで下げ止まり)	43
(市場の安定確保に向けた潤沢な資金供給)	43
(企業金融円滑化の取り組み)	44
ホ．2 月会合、3 月 4、5 日会合	
(景気は不透明感が強いなかで横這いの動き)	44
(「地政学的リスク」への意識)	45
(金融市場調節方針の「なお書き」の変更 < 2 月会合 >)	45
(郵政公社発足に伴う日銀当座預金残高目標の変更 < 3 月 4、5 日会合 >)	45
ヘ．総裁談話の発表 (3 月 20 日)	
(金融市場の安定確保に万全を期す方針の表明)	46
ト．3 月 25 日会合	
(経済情勢についての判断)	46
(「なお書き」の再変更および補完貸付制度の利用要件の緩和)	46
(金融政策運営の基本的な枠組みについての検討)	47
チ．金融政策運営を巡る論点	
(追加緩和手段を巡る議論)	48
(長期国債買入れの増額を巡る論点)	49
(リスク資産の買入れを巡る議論)	50
(金融緩和波及メカニズムの強化を巡る論点)	51

(為替介入資金の非不胎化)	51
(インフレ・ターゲティングを巡る論点)	52
(量的緩和とマネーサプライの動向)	55
(日本経済の持続的成長軌道への復帰とデフレ克服の道筋)	55
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	57
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	60
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 手形買入期間の延長	62
(2) 企業金融円滑化のための担保拡大措置	62
(3) ストリップス債の適格担保化	62
(4) 「電子CP」の適格担保化	63
(5) 日本郵政公社の日本銀行に対する預け金の保有	63
. 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	64
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	101
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	119
4 . 金融政策決定会合議事要旨	135
参考計表・資料一覧	230

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 15 年 6 月

日本銀行総裁
福井 俊彦

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 年度下期の国内景気は、海外経済などを巡る不透明感が強いなかで、概ね横這いの動きを続けた。

すなわち、内需全体として大きな変化がみられないなかで、年度上期に大幅に増加した純輸出も増勢が鈍化した。こうした需要動向を反映し、鉱工業生産も、下期中はごく緩やかな伸びにとどまった。

2. 物価動向をみると、国内企業物価は、原油価格を中心とした国際商品市況の上昇などを受けて、次第に下げ止まりの様相を呈した。この間、消費者物価については、内需が弱く需給バランス面から根強い価格低下圧力がかかり続けたことなどを背景に、前年比 1 % 弱の緩やかな下落を続けた。

(金融面の動向)

3. 日銀当座預金残高は、10 月中 15 兆円程度で推移したあと、10 月末から 3 月上旬までは概ね 20 兆円程度、さらに 3 月末には 30 兆円強まで増加した。

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。期間が長めの短期金利も、低水準での推移を続けた。

長期金利は、下期を通じて低下傾向を辿り、3 月末には 0.70% まで低下した。株価は、11 月半ばにかけて大きく下落したあと、一旦横這い圏内での動きとなったが、3 月入り後は中東情勢の一段の緊迫化もあって再び下落した。

外国為替市場では、中東情勢の緊迫化や米国経常赤字の拡大懸念を背景に、米ドルが主要通貨全般に対して軟調に推移し、円の対ドル相場も 12 月中旬以降は上昇傾向を辿った。

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、企業が財務リストラの一環として借入金を圧縮する動きを続けているうえ、設備投資が抑制されたことなどから、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を増加させようとする姿勢を続ける一方、信用力

の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持した。

5. マネタリーベース（流通現金と日銀当座預金の合計）は、伸び率は鈍化したものの、なお前年比1割台の高めの伸びを維持した。この結果、マネタリーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、第二次世界大戦中・直後を除き、過去最高の水準となっている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、民間の資金需要が減少を続けるなか、前年同期に投資信託等から大幅な資金流入がみられた反動の影響もあって、前年比2%程度に鈍化した。経済活動との対比で見れば、なお高めの伸びとなった。

（金融政策決定会合における検討）

6. 14年度下期中、金融政策決定会合は、臨時の会合1回を含め、計8回開催された。

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、先行き不透明感の強まりを背景に、11月に幾分下方修正したが、その後は判断を据え置いた。

7. 金融政策運営については、まず10月30日の会合で、景気の先行きについての不確実性が高まっている、金融面でも、株価が下落しているほか、ターム物金利の一部が強含むなどやや不安定な動きもみられている、今後の展開次第では、企業金融がさらに厳しさを増すリスクがある、との判断のもと、日銀当座預金残高の目標を「10～15兆円程度」から「15～20兆円程度」に引き上げることを決定した。あわせて、長期国債の買入れ額を月1兆円から月1兆2千億円に増額したほか、手形買入の期間を「6か月以内」から「1年以内」に延長することを決定した。

8. 12月16、17日の会合では、企業金融の円滑確保のための一段の工夫という観点から、証券貸付債権の担保拡大を図るとともに、資産担保コマーシャル・ペーパー（ABC P）の適格基準を緩和することを決定した。

9. 2月13、14日の会合では、国際政治情勢など、予想し難い不確実要因の存在、年度末に向けて金融環境が悪化するリスクを踏まえ、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すとの方針を明確に示すため、金融市場調節方

針の「なお書き」を変更することを決定した。

10. 続く3月4、5日の会合では、4月の日本郵政公社発足に伴い、同公社が日銀当座預金として一定額の預け金を保有することになったことを踏まえ、4月1日以降の日銀当座預金残高目標を2兆円引き上げ、17～22兆円程度とすることを決定した。

11. 3月25日に臨時に開催された会合では、イラク情勢などを踏まえ、「なお書き」の表現を改めること、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、補完貸付制度について、当分の間、すべての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とすること、が決定された。

あわせて、今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進める方針が示されるとともに、議長から執行部に対し、幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を次回会合で報告すること、具体的な措置として、金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い次第、会合において報告すること、を内容とする指示が行われた。

(日本銀行のバランスシートの動き)

12. 14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て推移したことなどから、15年3月末の総資産残高は既往ピークとなる141.2兆円(前年比+1.9%)となった。なお、14年11月に株式買入れを開始したが、金銭の信託(信託財産株式)の残高は、15年3月末で1.2兆円となった。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)

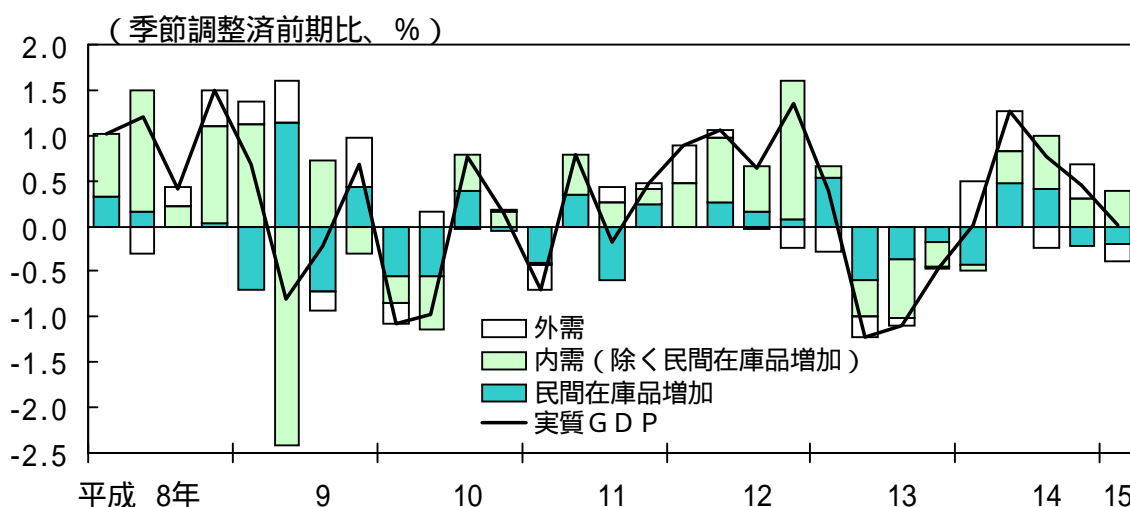
平成 14 年度下期の国内景気は、海外経済などを巡る不透明感が強いなかで、概ね横這いの動きを続けた(図表 1)。

すなわち、内需全体として大きな変化がみられないなか、年度上期に大幅に増加した純輸出も増勢が鈍化した。こうした需要動向を反映し、鉱工業生産は夏頃から頭打ち感が強まり、下期中はごく緩やかな伸びにとどまった。

もっとも、上期中の生産水準の持ち直しや、リストラの効果もあって、企業収益は改善を続けた。こうした収益の改善などを背景に、設備投資は下げ止まった。一方、公共投資は、国、地方とも 14 年度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、新規求人など一部で改善の動きが続いたが、失業率が高水準で推移し、冬季ボーナスの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を続けた。

(図表 1) 実質 GDP の推移



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

(輸出の増加テンポは減速)

輸出は、均してみれば緩やかな増加基調を辿った(図表2)。一方、輸入は、微増圏内の動きとなったことから、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、ごく緩やかな増加基調を辿った¹。

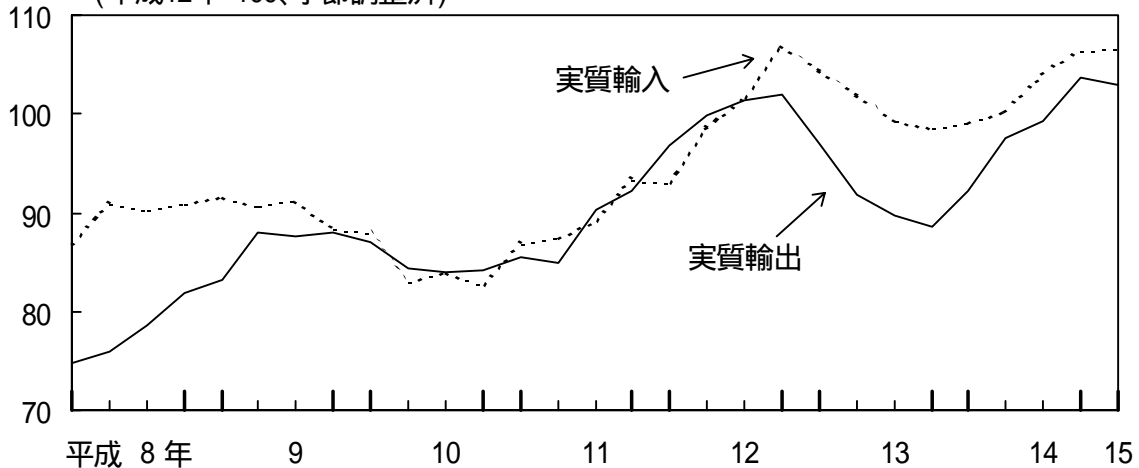
輸出入の動向をやや詳しくみると、輸出は、世界的な情報関連財の在庫復元の動きが一巡したことや、世界経済の回復テンポが鈍化したことを背景に²、上期の急速な伸びと比べると下期は減速した。ただ、東アジア経済が中国や韓国を中心に堅調に推移したほか、日中貿易の拡大もあって、実質輸出の増加基調は維持された。地域別の内訳をみると(図表3)、東アジア向けは、高い伸びを続けたが、米国向けは、米国景気の回復テンポが鈍化するなかで、頭打ち感が強まった。財別にみると、情報関連財は、世界的な在庫復元の動きが一服したあと、米国の設備投資回復の遅れなどから、弱めの動きとなった。それ以外の財については、振れを伴いつつも総じて増加基調を続けた。

輸入は、内需が引き続き弱かったものの、わが国企業の海外生産移転の影響もあって、緩やかな増加基調を辿った。特に中国からの輸入については、パソコンなどの情報関連財を中心に、比較的高い伸びとなった。

(図表2) 輸出入の推移

(1) 実質輸出入

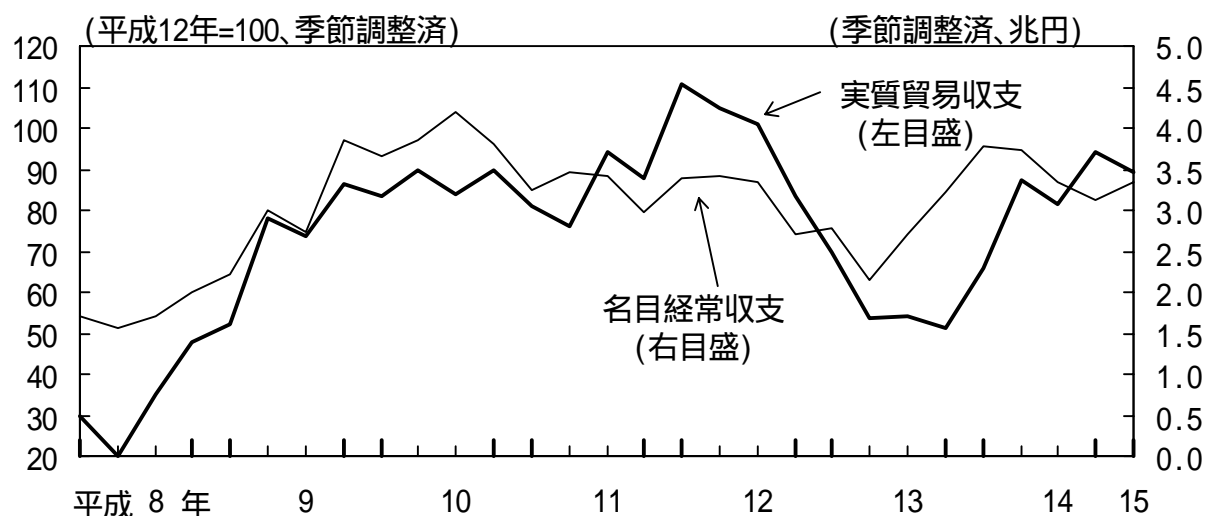
(平成12年=100、季節調整済)



¹ 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。

² 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) 実質貿易収支と名目経常収支



(図表 3) 輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成14年 第1四半期	2	3	4	15年 1
米国	<28.5>	3.6	1.8	-0.1	3.4	-9.9
EU	<14.7>	-3.2	7.8	4.8	1.4	6.3
東アジア	<41.5>	8.1	10.9	3.8	3.4	7.9
中国	<9.6>	16.9	11.8	10.2	3.3	21.7
NIEs	<22.7>	6.3	11.4	2.4	4.4	4.5
ASEAN4	<9.3>	4.9	9.1	1.1	1.0	2.1
実質輸出計		4.1	5.8	1.8	4.5	-0.8

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

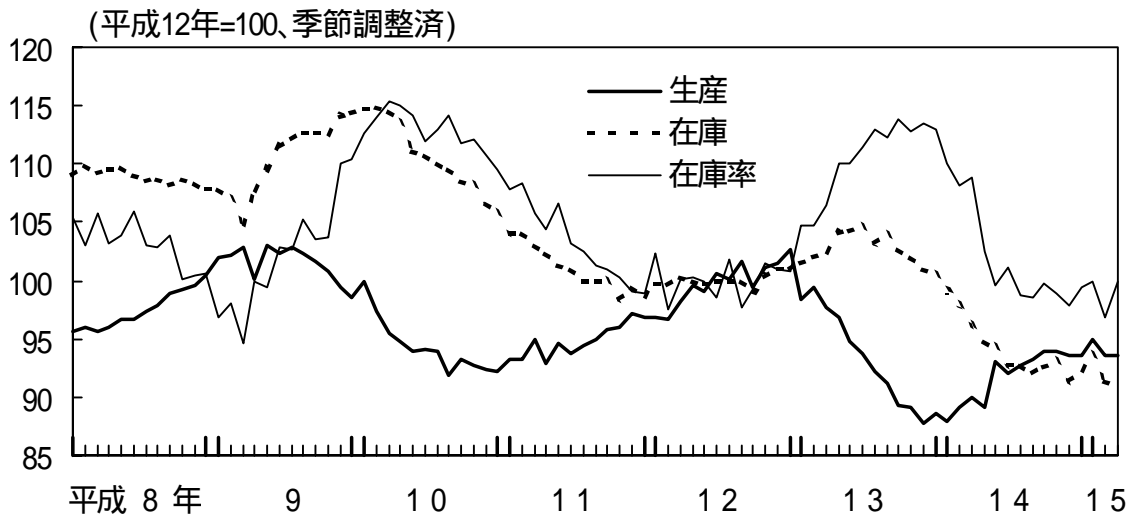
		平成14年 第1四半期	2	3	4	15年 1
中間財	<15.3>	4.6	3.0	0.9	-2.4	4.3
自動車関連	<24.3>	5.3	3.6	0.1	5.0	-1.3
消費財	<7.1>	5.2	5.5	1.0	10.6	0.4
情報関連財	<14.8>	-2.3	14.2	6.0	3.0	-4.0
資本財・部品	<27.3>	5.7	8.3	3.8	5.2	1.9
実質輸出計		4.1	5.8	1.8	4.5	-0.8

(注) <>内は、平成14年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

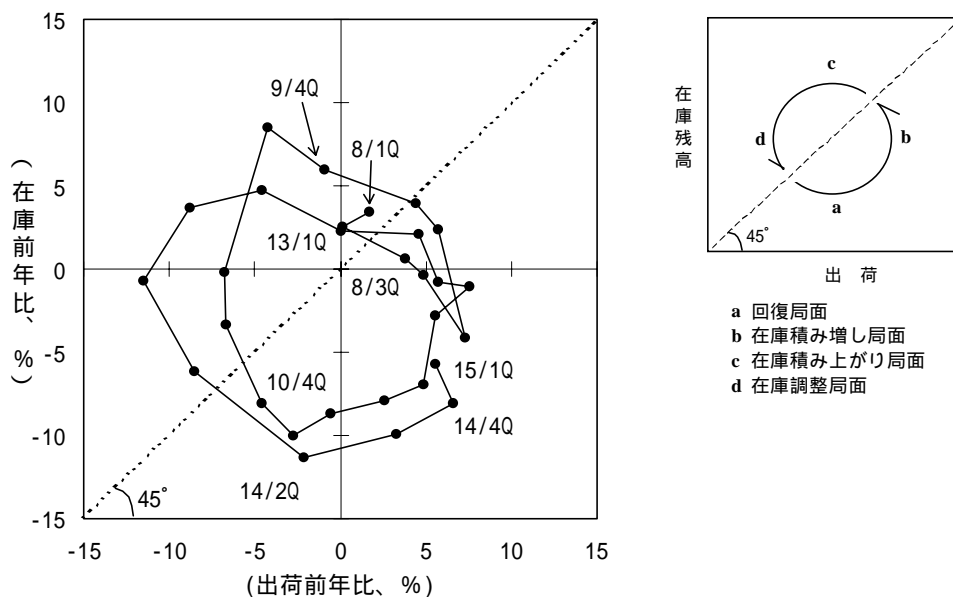
(生産はごく緩やかに増加)

上期にかなり増加した鉱工業生産は、輸出の減速を受けて、下期はごく緩やかな増加にとどまった(図表4)。国際政治情勢を含め海外経済を巡る不透明感が高まるも、企業が在庫積み増しに慎重な姿勢を続けたことも、生産には抑制的に作用した。ただ、そうした企業の慎重な姿勢を背景に、在庫水準はかなり低いレベルで推移したことから、ひとたび最終需要が回復した場合に生産が増加しやすい環境は維持された(図表4、5)。

(図表4) 鉱工業生産・在庫指数



(図表5) 在庫循環：鉱工業出荷・在庫



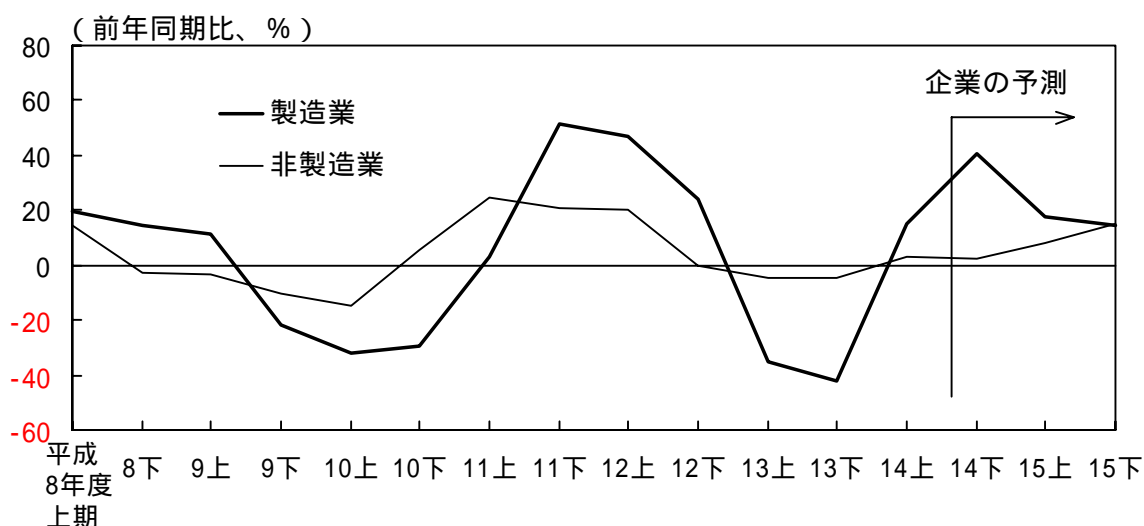
(設備投資は収益改善を背景に下げ止まり)

企業収益は、上期に生産がかなり持ち直したことや、人件費の削減などリストラの効果から、改善を続けた。14年度の経常利益は、前年度に大幅な減益となった製造業で急速に回復し、非製造業も増益に転じた(図表6(1))。売上高経常利益率も、回復傾向が続いた(図表6(2))。

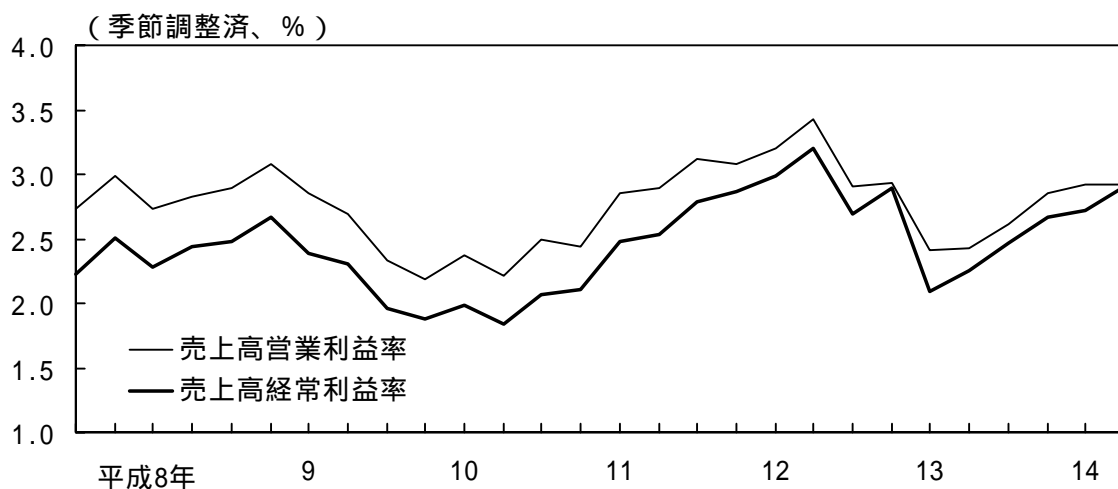
もっとも、企業の業況感は、景気の先行きに関する不透明感もあって、緩やかな改善にとどまった(図表7)。

(図表6) 企業収益

(1) 経常利益

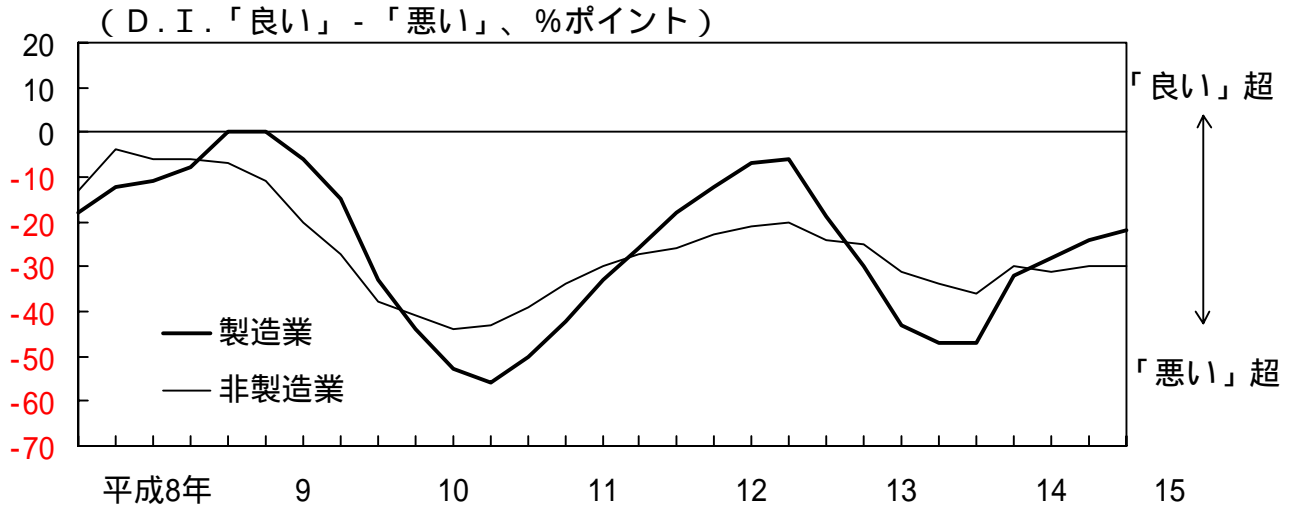


(2) 売上高利益率



(注) 経常利益は短観、売上高利益率は法人企業統計季報の計数。

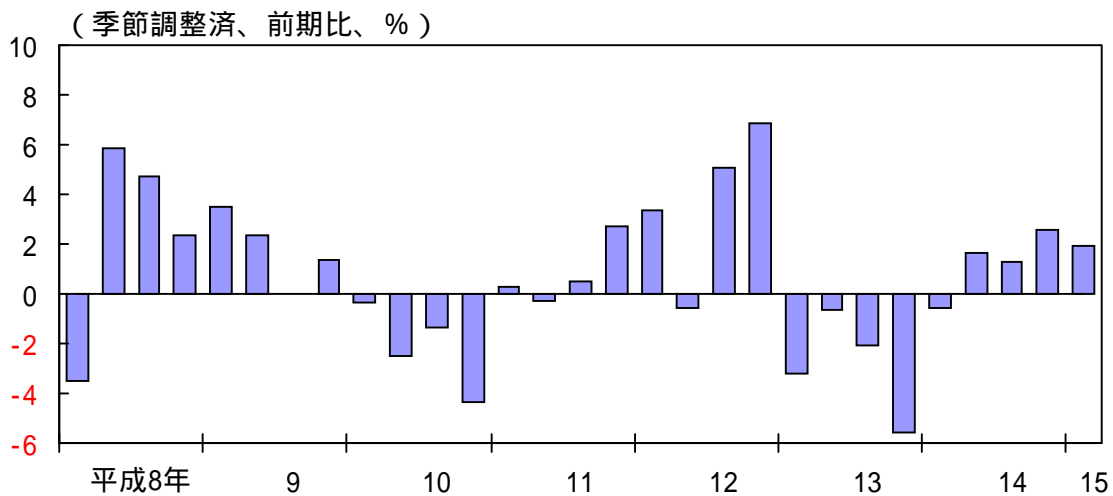
(図表7) 業況判断D.I.(短観)



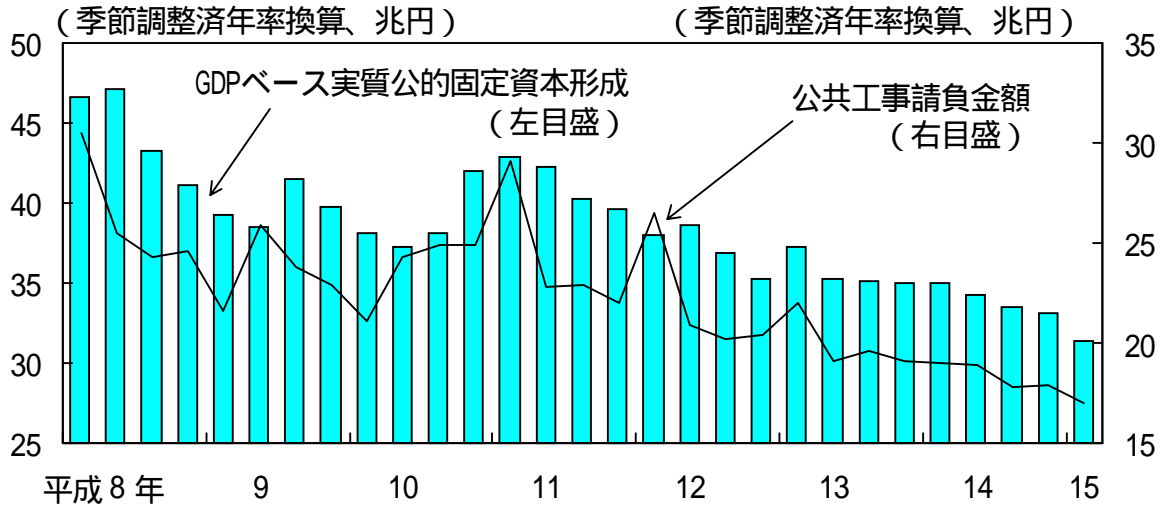
設備投資は、企業収益の改善を背景に、下げ止まった(図表8)。また、先行指標である機械受注には、持ち直しを示唆する動きもみられた。しかし、全体として設備の過剰感がなお残るなか、世界経済を巡る不透明感も強まったため、設備投資にはっきりとした回復の動きがみられるには至らなかった。

この間、公共投資は減少傾向を辿った(図表9)。すなわち、国、地方とも14年度の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、下期も低調な動きを続けた。

(図表8) 設備投資：GDP実質民間企業設備



(図表 9) 公共投資

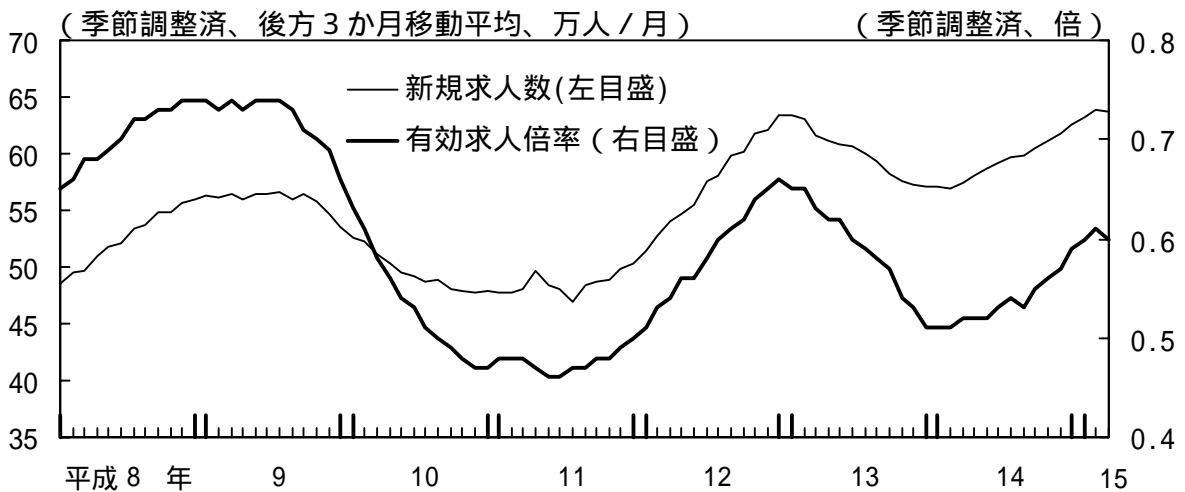


(厳しい雇用・所得環境のもとで個人消費は弱めの動き)

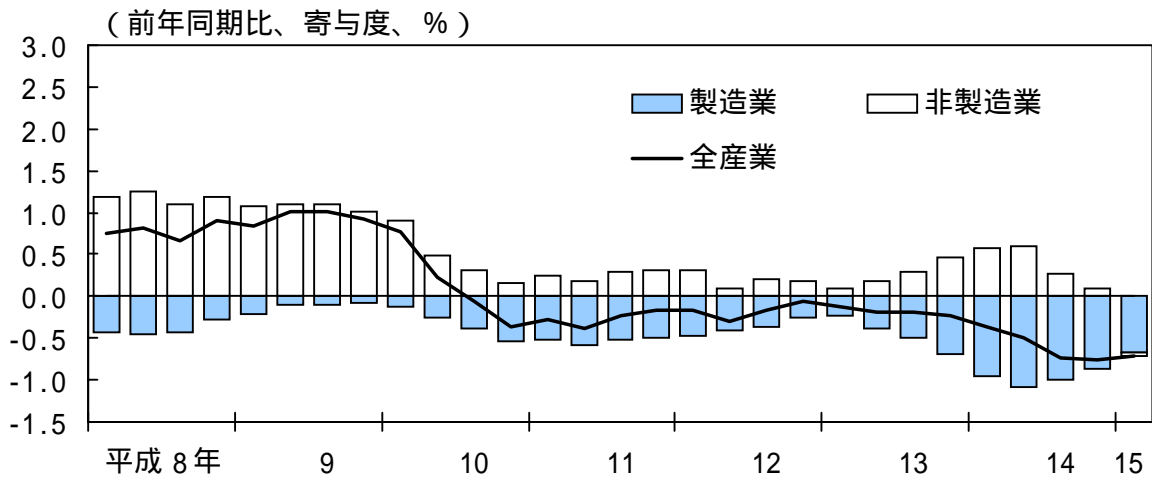
次に家計の雇用・所得環境をみると(図表 10)、有効求人倍率や新規求人数はパートを中心に持ち直し傾向が続いたが、労働需給のミスマッチもあって、完全失業率は5%台の高水準で推移し、常用労働者数も減少を続けた。また、賃金面では、製造業を中心に所定外給与は増加した一方、冬季賞与は、昨年夏季に比べれば落ち込み幅が縮小したとはいえ、なおかなりの減少となった。以上を背景に、雇用者所得は引き続き減少し、家計の雇用・所得環境は全体として厳しい状態が続いた(図表 11)。

(図表 10) 労働需給

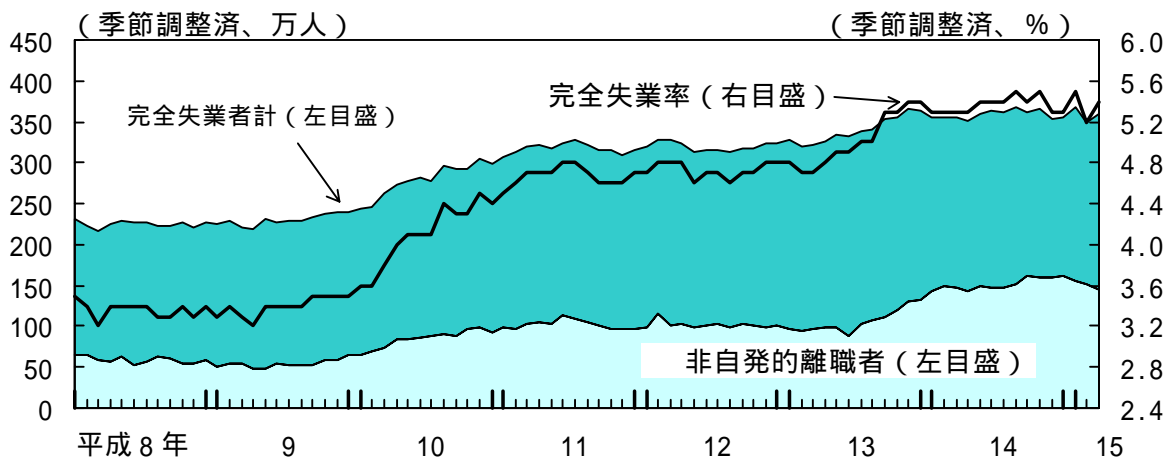
(1) 有効求人倍率



(2) 常用労働者数 (毎月勤労統計)

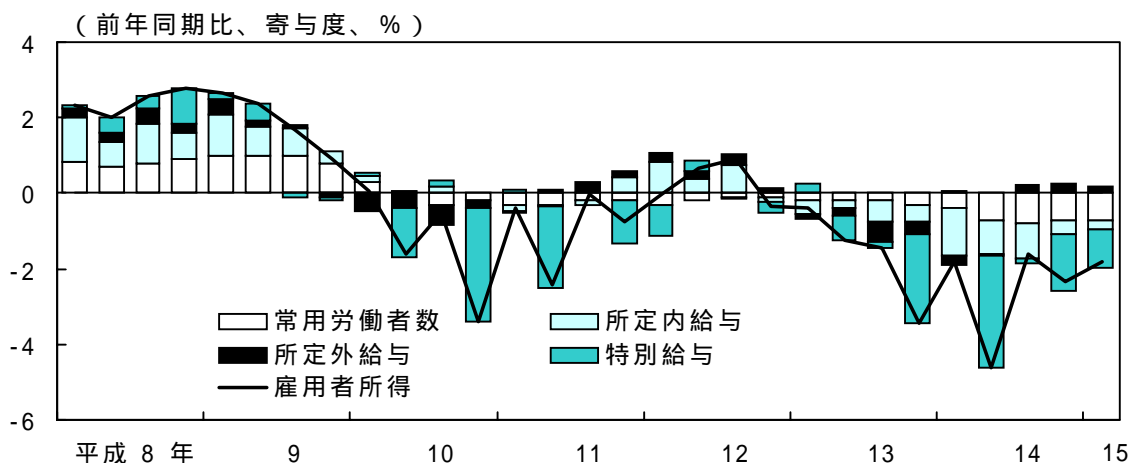


(3) 完全失業者と失業率



(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。

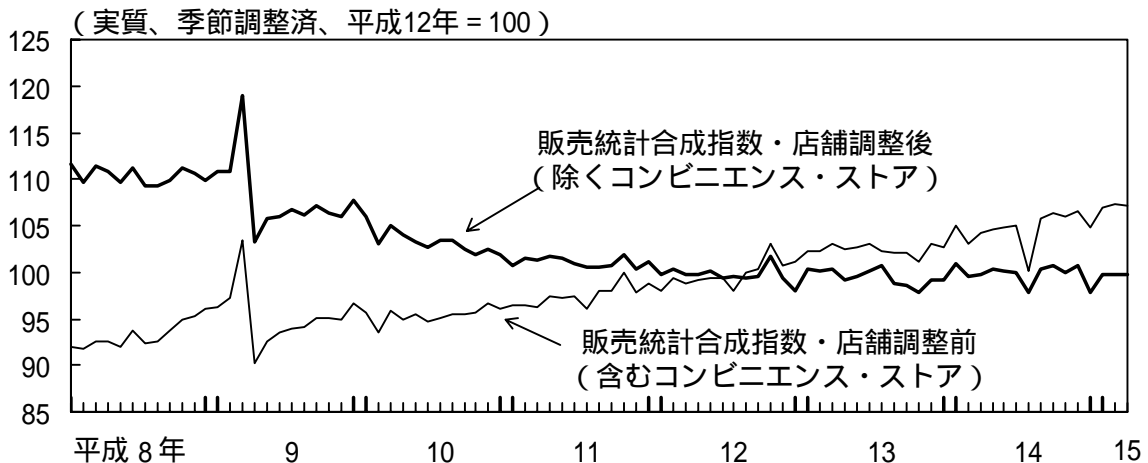
(図表 11) 雇用者所得



(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。

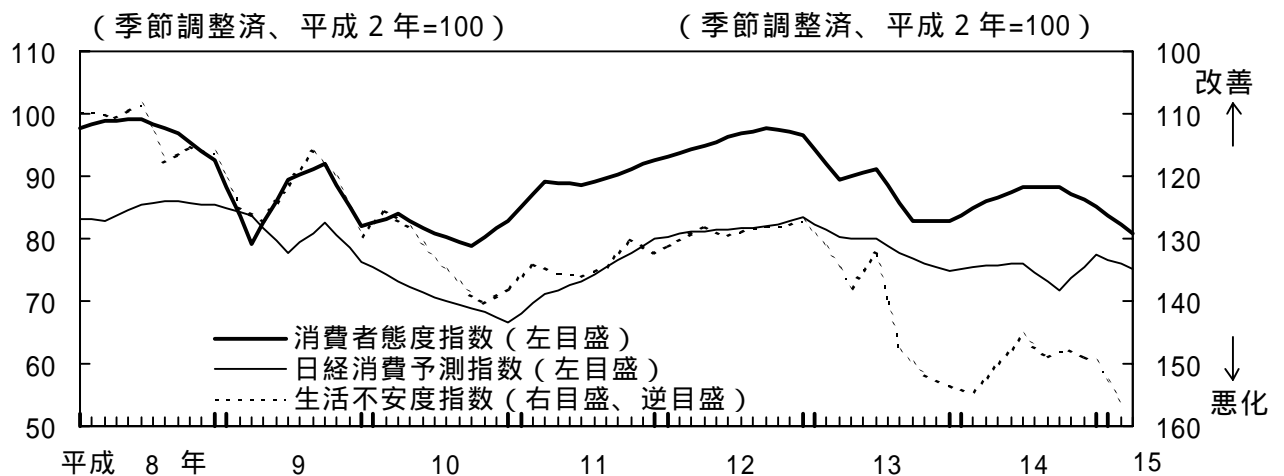
個人消費は、こうした厳しい雇用・所得環境を背景に、弱めの動きが続いた。すなわち、小売や旅行、外食など各種財・サービスの販売動向を統合した「販売統計合成指数³」は、月々の振れを均してみれば、横這い圏内の低調な動きを続けた（図表 12）。この間、消費者心理は、上期に改善がみられたが、下期は総じて弱めとなった（図表 13）。このほか、住宅投資も低調に推移した。

（図表 12）個人消費



（注）販売統計合成指数については脚注 3 を参照。

（図表 13）消費者コンフィデンス



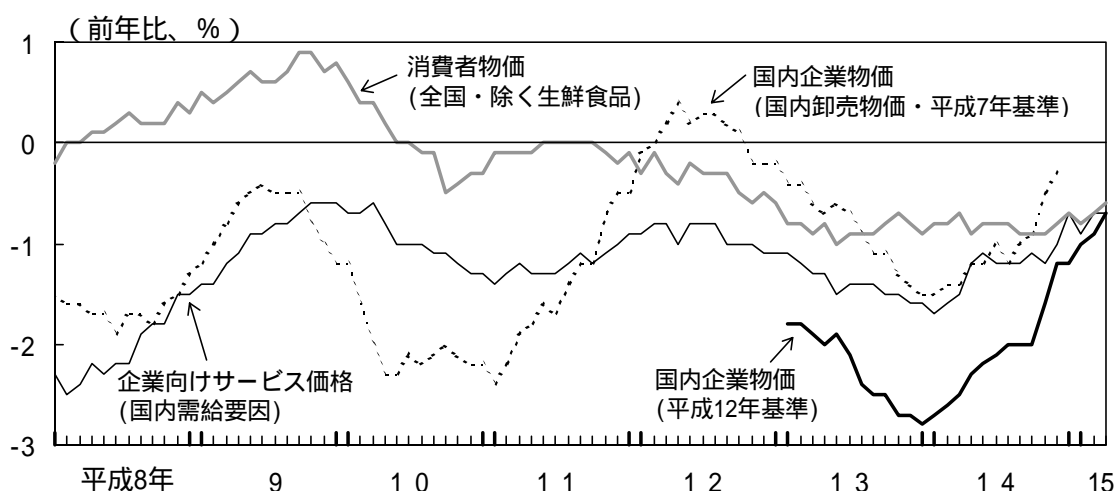
（注）消費者態度指数（調査対象全国 5,040 世帯）、日経消費予測指数（同首都圏 1,500 人）、生活不安度指数（同全国 2,200 人）は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

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。「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）。店舗増加の影響を排除したものが「店舗調整後」の指数であり、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ている。

(2) 物価の動向

物価の動向をみると、国内企業物価⁴は、原油価格の上昇などから下げ止まりの様相を呈したが、消費者物価や企業向けサービス価格は緩やかな下落が続いた（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、国内企業物価の動きを3か月前比でみると、機械類の趨勢的な価格下落が続いたものの、原油価格を中心とした国際商品市況の上昇や、東アジアの需要好調を受けた鉄鋼など素材価格の上昇を反映して、次第に下げ止まりの様相を呈した（図表 15～17）。一方、消費者物価（除く生鮮食品）⁵については、12年頃に顕著にみられた安値輸入品の流入は一服したが、内需が弱く需給バランス面から根強い価格下落圧力がかけられ続けたため、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（国内需給要因）⁶も、企業の経費削減姿勢を反映して、

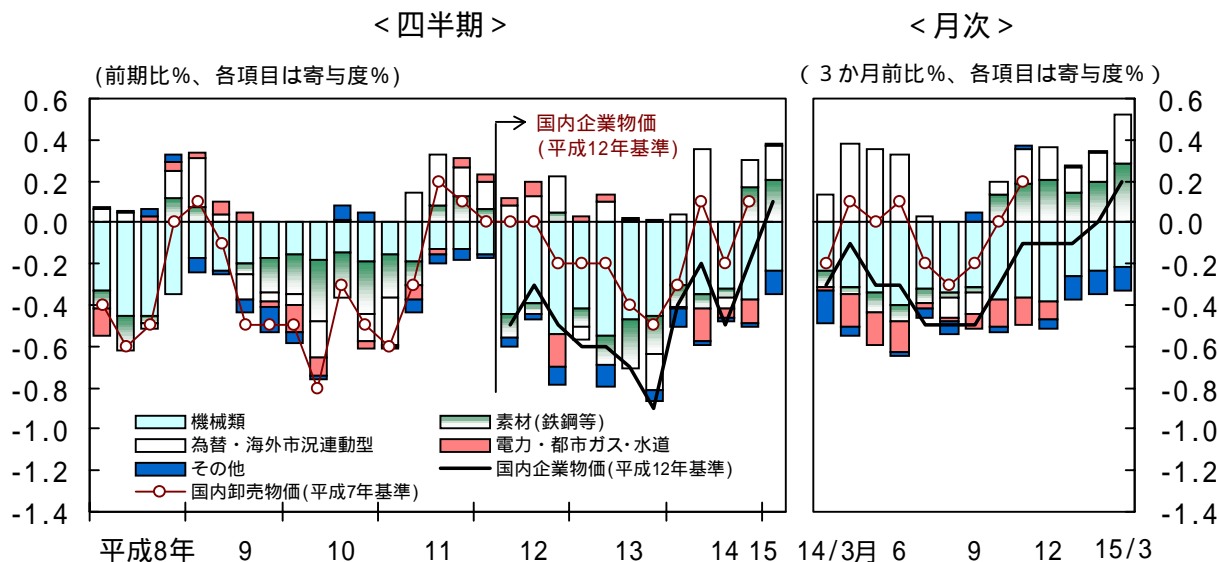
⁴ 企業物価指数は、卸売物価指数の大幅改定にあわせて名称変更されたもの（14年12月分より移行）。

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

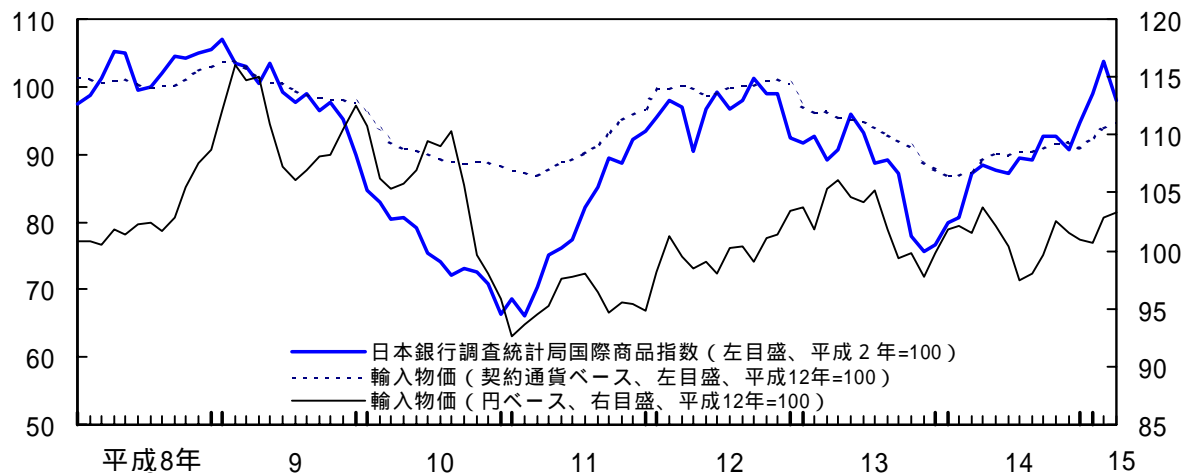
リースや不動産サービスなどを中心に、緩やかな下落を続けた。この間、地価の動向をみると、商業地地価、住宅地地価のいずれも引き続き下落した。

(図表 15) 国内企業物価



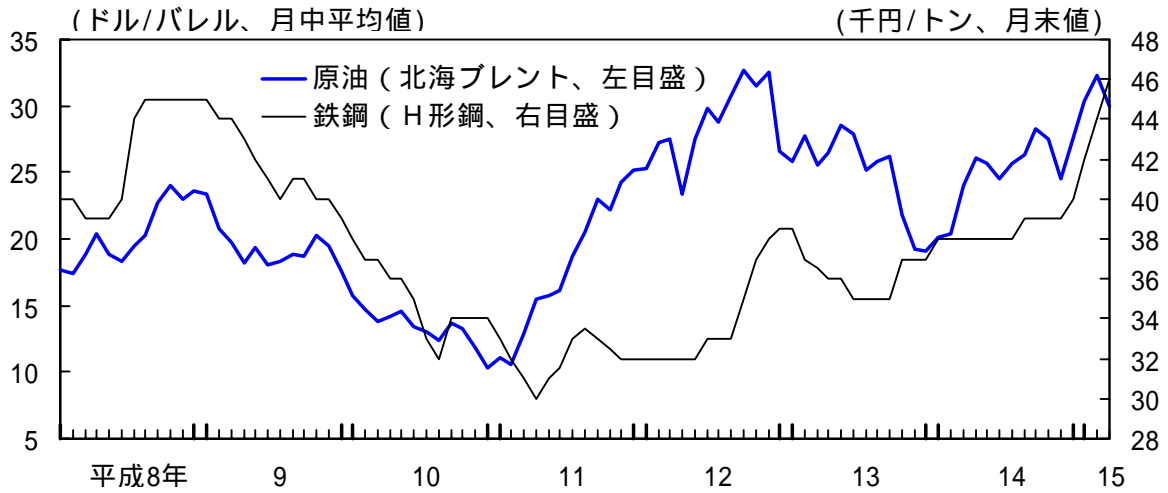
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(図表 16) 輸入物価・国際商品市況

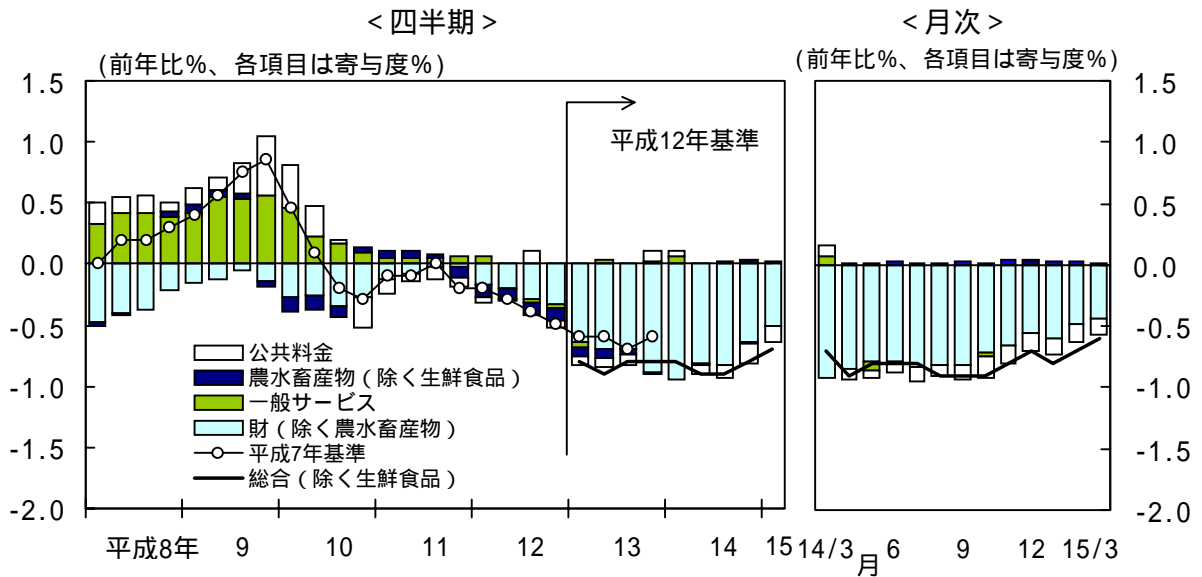


給動向を反映しているとは言い難い料金、を除いたものである。具体的には、一般サービス（機械修理、ソフトウェア開発等）、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などで構成される。

(図表 17) 原油・鉄鋼市況



(図表 18) 消費者物価 (除く生鮮食品)



(注) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは公共料金に含まれた。

(3) 海外金融経済の動向

(緩やかな回復傾向を維持したが、先行きの不透明感は増大)

14年度下期の海外経済情勢をみると(図表19) 米国、東アジアを中心に海外景気は緩やかな回復傾向を辿った。もっとも、15年入り後は、地政学的なリスクが高まるもとで、世界的に家計・企業マインドの慎重化や、エネルギー価格の上昇がみられ、景気回復テンポが緩やかになるとともに、先行きの不透明感も強まった。こうしたなか、日本時間の3月20日には米国等による対イラク武力行使が開始された。

(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、%)

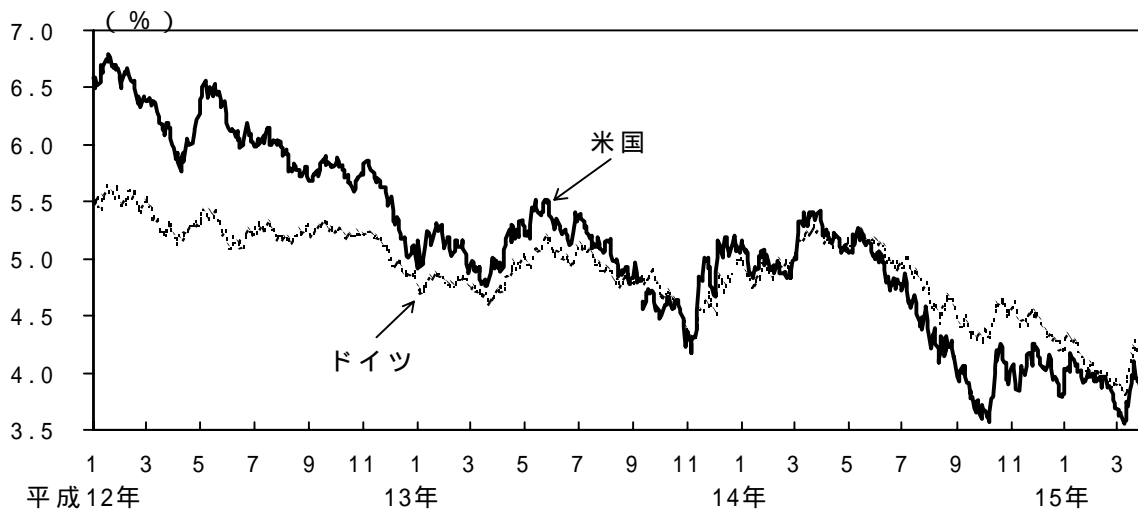
		平成 13年	14年	14年 1Q	2Q	3Q	4Q	15年 1Q
米 国		0.3	2.4	5.0	1.3	4.0	1.4	1.6
欧 州	ユーロエリア	1.5	0.8	1.7	1.5	1.4	0.3	-
	ドイ ツ	0.6	0.2	1.2	0.6	1.2	0.1	0.9
	英 国	2.1	1.8	0.5	2.4	4.3	1.5	0.7
東 ア ジ ア	中 国	7.3	8.0	7.6	(1-6月) 7.8	(1-9月) 7.9	(1-12月) 8.0	9.9
	韓 国	3.1	6.3	6.2	6.6	5.8	6.8	-
	台 湾	2.2	3.5	1.2	4.0	4.8	4.2	3.2

海外金融市場の動向をみると、米国、欧州では、長期金利、株価とも、14年10月上旬に、地政学的なリスクの高まりや企業の業績見通しの下方修正などを受けて一旦低下したあと、中旬には、こうした地政学的なリスクを巡る不透明感や企業収益に対する過度の懸念がひとまず和らいだことから上昇し、その後、年末までは総じて横這い圏内で推移した。15年入り後は、地政学的なリスクの高まり、景気動向に対する見方の慎重化などから、長期金利、株価とも低下基調を辿ったが、3月中旬には、対イラク武力行使の短期終結期待の高まりから、長期金利、株価とも大幅に上昇した。東アジアの株価は、景気の底固さを背景に上昇する局

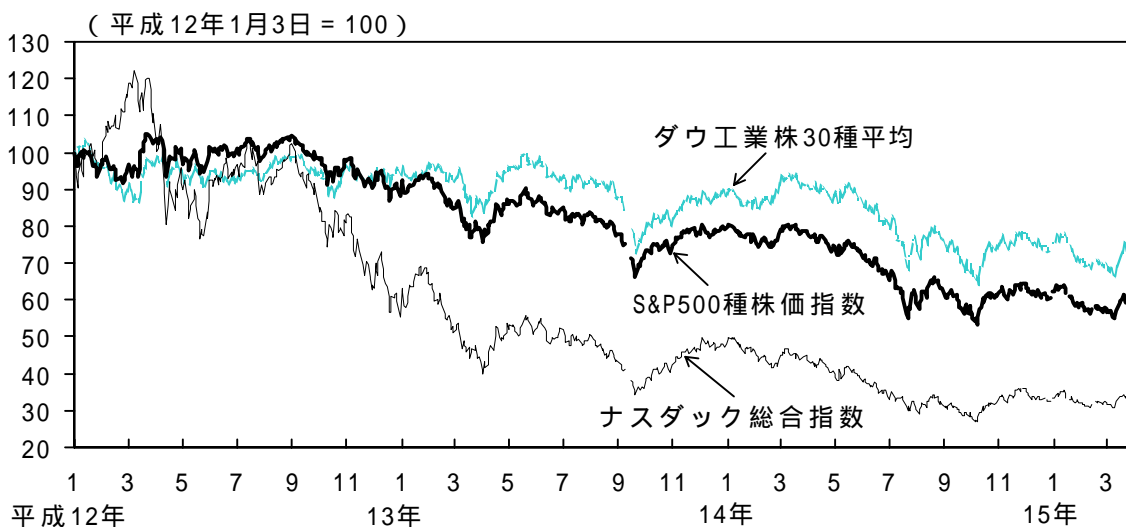
面もみられたが、中東地域における地政学的リスクへの懸念が圧迫材料となるなかで、期を通してみれば、多くの国・地域で横這い圏内での推移となった。中南米諸国では、アルゼンチンやブラジルなどでは、金融市場は小康状態となった。一方、トルコでは、対イラク武力行使開始後、通貨リラが最安値を更新するなど、金融市場が不安定化した。

(図表 20) 欧米の長期金利と株価

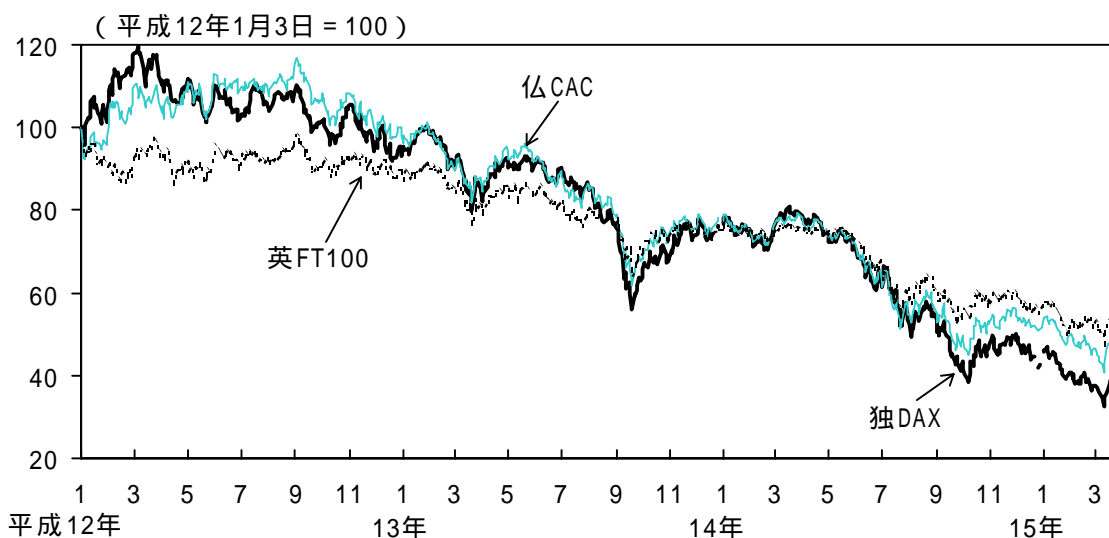
(1) 欧米の長期金利 (国債 10 年物)



(2) 米国の株価



(3) 欧州の株価



(米国経済は回復テンポが一段と緩やかに)

以上の動きをやや細かくみると、まず米国では、低金利や企業による積極的な販売促進策に支えられて家計支出が緩やかな増勢を維持するなかで、設備投資も徐々に下げ止まりに向かうなど、景気は引き続き緩やかな回復基調を辿った。もっとも、設備投資については、企業収益の伸び悩みや地政学的なリスクの高まりなどあって、明確な回復には至らなかった。また、家計支出についても、企業が雇用拡大に慎重な姿勢を続けるもとで、15年入り後は、地政学的なリスクの高まりもあって、消費者マインドが一段と慎重化する動きがみられた。こうしたことから、景気回復テンポは、年度末にかけて一段と緩やかになった。この間、消費者物価は、14年10～12月は、総じて安定基調を辿ったが、15年入り後は、原油価格の上昇により上昇率が高まった。対外バランス面では、貿易赤字は拡大傾向を辿り、14年10～12月の経常収支赤字額の対GDP比率は、既往最高の5.2%となった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、11月6日、フェデラル・ファンド・レート誘導目標水準を0.5%引き下げ、1.25%とした。

長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図表20(1))、14年10月上旬には、株価の下落や地政学的なリスクの高まりなどを材料に低下したが、その後、株価が反発したことや、地政学的なリスクを巡る不透明感がひとまず和らいだこ

とから一旦上昇し、年末にかけて横這い圏内で推移した。15年入り後は、景気回復テンポに対する見方の慎重化、地政学的なリスクの高まり、株価の下落などを材料に低下基調を辿り、3月上旬には3%台半ばまで低下した。もっとも、3月中旬には、対イラク武力行使の短期終結期待が高まったことから、大幅に上昇した。

株価は(図表20(2))、10月上旬に、企業の業績見通しの下方修正や地政学的なリスクの高まりを材料に下落したが、その後、企業収益に対する過度の懸念や、地政学的なリスクを巡る不透明感が後退したことから反発し、年末にかけて横這い圏内で推移した。15年入り後は、地政学的なリスクの高まり、景気回復テンポに対する見方の慎重化から、再び下落基調を辿ったが、3月中旬には対イラク武力行使の短期終結期待の高まりから持ち直した。

(欧州経済は再び減速)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、地政学的なリスクの高まりが企業・家計のマインドに悪影響を与えたこともあって、内需が引き続き低調に推移したほか、景気の牽引役であった輸出についても、米国景気回復テンポの鈍化などを背景に伸びが鈍化した。このため、上期に底入れした景気は再び減速し、ドイツ、フランスなどでは、14年10~12月の実質GDP成長率が若干ながらマイナス成長に転じた。この間、消費者物価は、10~12月は総じて安定基調を辿ったが、15年入り後は、原油価格の上昇により上昇率が幾分か高まった。

金融政策面では、欧州中央銀行は、14年12月に、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0.5%引き下げ、2.75%とし、15年3月にも同金利を0.25%引き下げ、2.50%とした。

英国では、米国やユーロエリアの景気回復テンポが鈍化したことから輸出が低調に推移したが、良好な雇用環境や住宅価格の上昇に支えられて個人消費が底固さを維持したことから、景気は堅調に推移した。もっとも、15年入り後は、地政学的なリスクの高まりを背景に、家計のマインドが慎重化する動きがみられた。この間、小売物価指数(除くモーゲージ利払)は、住宅関連のサービス価格の高まりやエネルギー価格の上昇に伴い、イングランド銀行の目標値である2.5%を上

回って推移した。金融政策面では、先行きの不透明感の高まりから、イングランド銀行は2月に政策金利であるレポ金利を0.25%引き下げ、3.75%とした。

欧州の金融市場の動きをみると、長期金利、株価とも、14年10月上旬に、地政学的なリスクの高まりなどから一旦低下したあと、中旬には、こうした不透明感がひとまず和らいだことなどから上昇し、その後、年末までは総じて横這い圏内で推移した。15年入り後は、地政学的なリスクの高まり、景気の先行きに対する見方の慎重化などから、長期金利は低下基調を辿り、株価も大幅に下落した。もっとも、3月中旬には、対イラク武力行使の短期終結期待の高まりから長期金利、株価ともに大幅に上昇した。

(東アジア経済は回復傾向を持続)

NIEs、ASEAN4か国⁷についてみると、輸出の増勢は鈍化したが、個人消費や設備投資などの内需が堅調に推移したことから、景気は回復基調を維持した。もっとも、15年入り後は、輸出の増勢の鈍化が続くもとで、地政学的なリスクの高まりなどを背景に、企業や家計のコンフィデンスが悪化する動きがみられた。この間の金融政策をみると、11月の米国の金融緩和を受けて、香港金融管理局が11月に政策金利を0.5%引き下げ2.75%としたほか、台湾中銀も11月に政策金利を0.25%引き下げ1.625%とした。また、タイ中銀も11月に政策金利を0.25%引き下げ1.75%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堅調を持続したほか、輸出も、価格競争力の高さなどに支えられて増加基調を維持したことから、高い成長率を維持した。

金融市場をみると、株価は、景気の底固さを背景に上昇する局面もみられたが、中東地域における地政学的リスクへの懸念が圧迫材料となるなかで、期を通してみると、多くの国・地域で横這い圏内での推移となった。通貨は、主要通貨に対

⁷ 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。

するドル安の動きもあって、総じて堅調に推移した。ただし、韓国では、朝鮮半島における地政学的リスクの高まりもあって、昨年未以降、株価が大幅に下落したほか、15年2月以降は通貨ウォンが下落し、対米国債スプレッド⁸も拡大した。また、フィリピンでは、財政赤字の拡大や治安悪化が懸念され、通貨ペソが下落を続けたほか、対米国債スプレッドも拡大した。この間、中国の株価は、株式の新規発行が続くとの見方から、需給悪化が懸念されて下落したが、年初には株式市場支援策への期待等から反発した。

（中南米諸国では、金融市場は小康状態）

中南米諸国についてみると、ブラジルでは、15年1月に発足した新政権の経済政策が好感され、通貨レアル、株価が上昇し、対米国債スプレッドも大幅に縮小した。アルゼンチンでは、公的対外債務の支払停止や金融システムの混乱が続いたが、実体経済には輸出増加などの回復の兆しがみられ、通貨ペソ、株価は大幅に上昇した。また、15年1月には、1年以上停止されていたIMFによる融資も再開された。ベネズエラでは、14年12月に開始されたゼネストの影響で、同国の石油生産が麻痺し、原油価格高騰の要因となった。もっとも、ゼネストが終息した2月以降は、石油生産は順調な回復を示した。このほか、トルコでは、14年11月初に単独与党による新政権が発足したことを受けて、株価、通貨リラが上昇し、対米国債スプレッドも縮小したが、12月中旬以降は近隣での地政学的リスクに対する懸念等から、反落した。その後小康状態にあった金融市場は、対イラク武力行使開始後、通貨リラが最安値を更新するなど、不安定化した。

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。

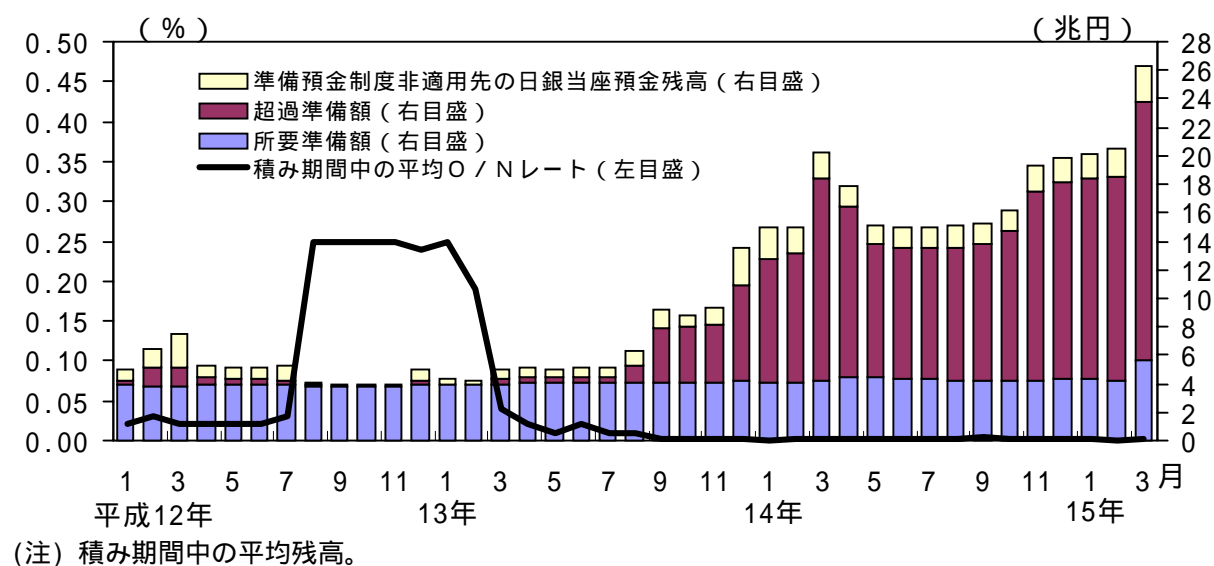
2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向

平成14年度下期の日本銀行当座預金残高⁹は(図表21)、10月中15兆円程度で推移したあと、10月末から3月上旬までは概ね20兆円程度、さらに3月末は30.9兆円まで増加した。

すなわち、金融市場においては、10月下旬にかけて、銀行株価の下落や政府の不良債権処理加速策を巡る不透明感の台頭を背景に、流動性需要が増加傾向を辿った。こうした状況を踏まえて、10月30日の金融政策決定会合では、当座預金残高目標を15~20兆円程度に引き上げ、これにしたがって潤沢な資金供給を行った。この結果、日銀当座預金残高は、11月下旬にかけて20兆円程度まで拡大した。また、3月中旬以降は、年度末が近づくなか、米国等による対イラク武力行使の開始などを踏まえて、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、金融市場調節方針の「なお書き」に沿って一層潤沢な資金供給を行った。この結果、当座預金残高は一段と増加し、3月末には30.9兆円となった。

(図表21) 日銀当座預金残高



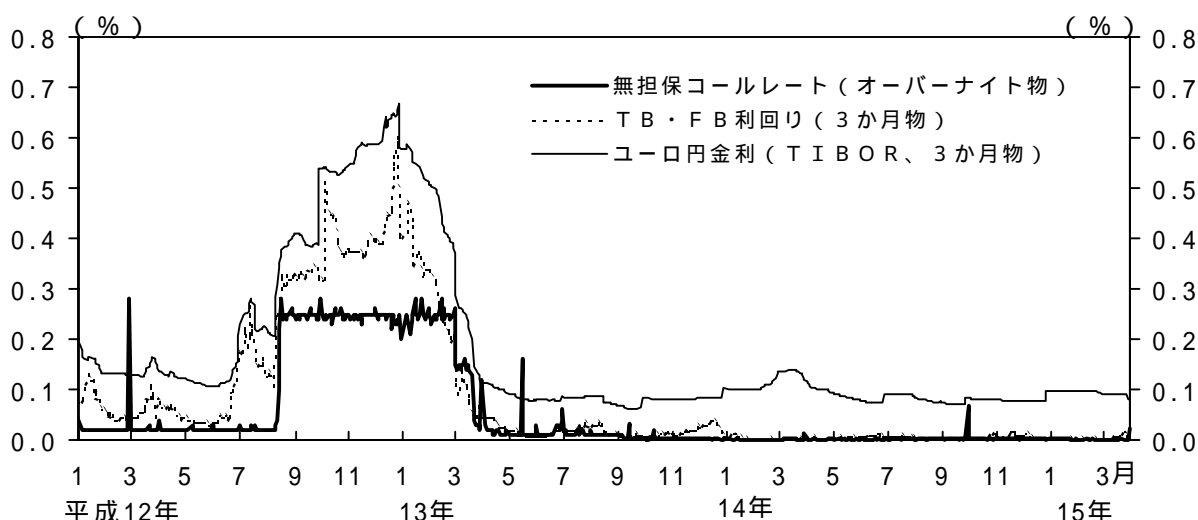
短期金融市場の動きをみると(図表22)、無担保コールレート(オーバーナイト

⁹ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

物)¹⁰は、下期を通じて、ほぼ一貫して 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した¹¹。

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、下期を通じて、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、12月下旬まで低水準横這いを続けた。その後は、年度末越えの資金調達が意識され幾分上昇したものの、日本銀行による早めの年度末越え資金供給オペの実施を受けて、上昇幅は小幅にとどまった。TB・FBレートも、10月下旬から12月初にかけての一時期や3月下旬に一時強含む場面もみられたものの、資金余剰感が強いなか銀行や機関投資家の購入意欲は強く、全体として低い水準で推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利



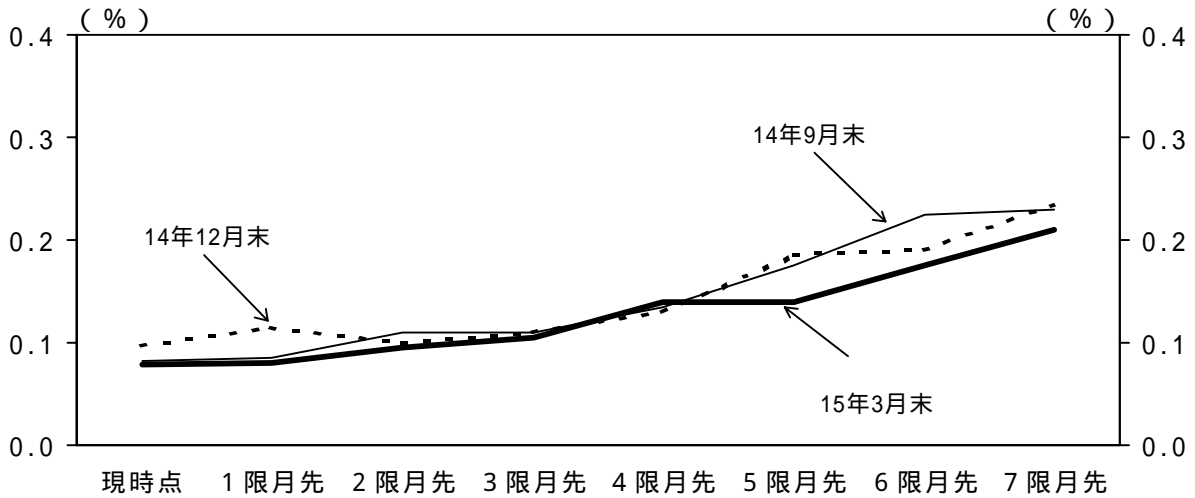
短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表 23)、ユーロ円金利先物レートは期先物を中心に9月末対比一段と低下しており、「3月末時点では、先行き1年から1年半程度にわたり、短期金利は横這いしないしごく緩やかな上昇にとどまる」との市場の見方が織り込まれた形状となっている。

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

¹¹ ただし、3月末日には、年度末要因から0.021%となった。

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 23) ユーロ円金利先物レート

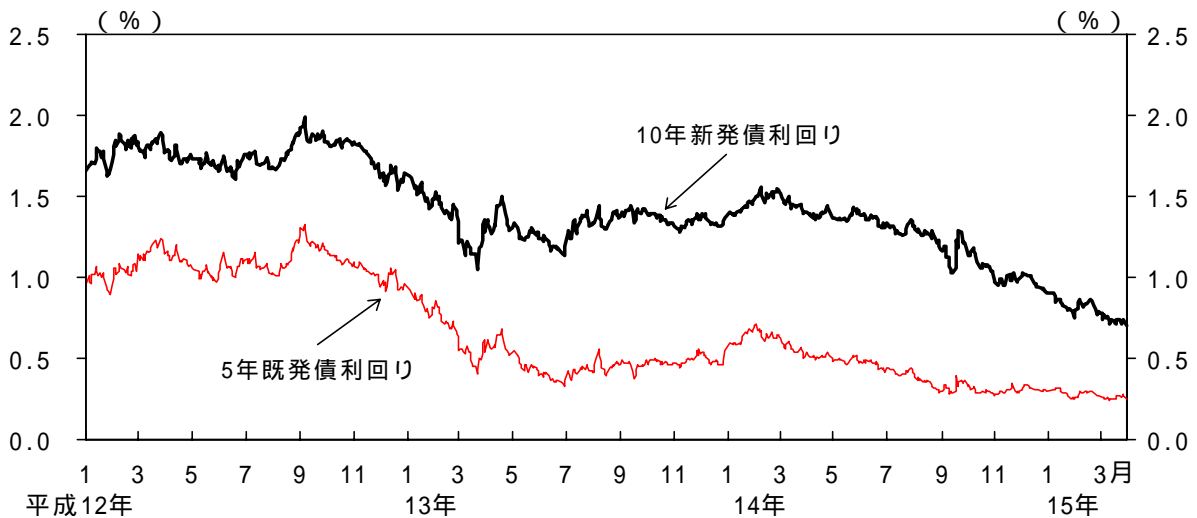


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円TIBOR3か月物)である。グラフでは、例えば、15年3月末時点(太実線)における1限月先(15年6月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.080%、2限月先(15年9月央)が0.095%、3限月先(15年12月央)が0.105%であったことを表わしている。

(2) 債券市場の動向

14年度下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) 一段と低下した。

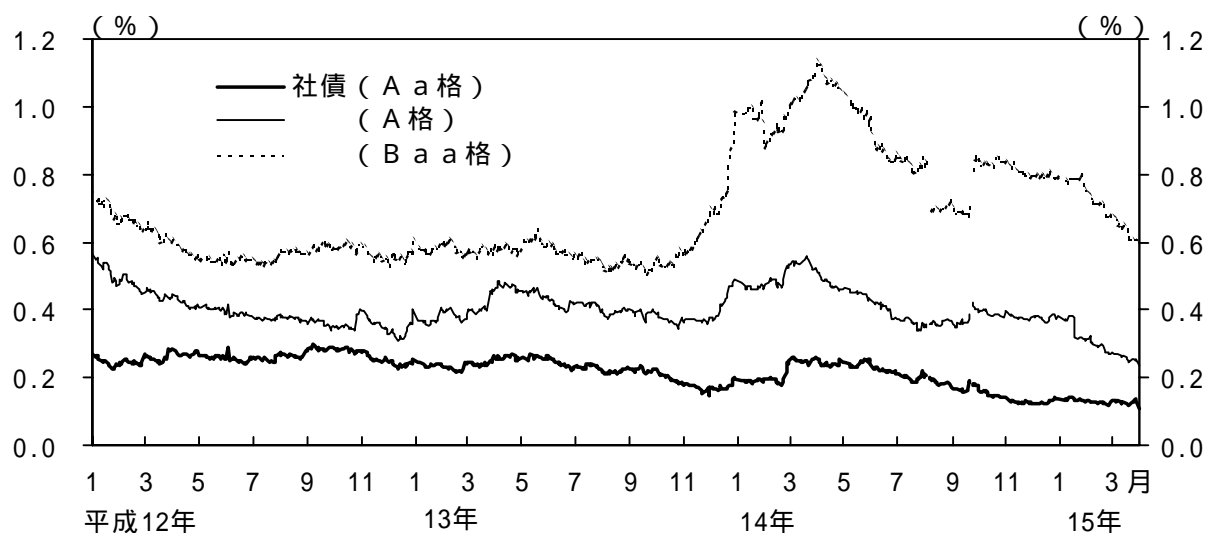
(図表 24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、国債市場では、年度下期入り直後から、わが国景気の先行き不透明感を材料に銀行を中心に積極的な国債投資がみられ、10月末には、長期金利は1.0%前後まで低下した。その後暫くの間は同水準で横這いの動きを続けたが、12月下旬からは、15年度の国債発行計画において、国債の増発額が市場予想比小幅と受け止められたことを背景に、長期金利は一段と低下傾向を示し、1月末には、4年3か月振りとなる0.7%台となった。さらにその後も、中東情勢を巡る不透明感の高まりを背景に、内外投資家の安全資産指向が一段と強まるなか、14年度末には0.70%にまで低下した。

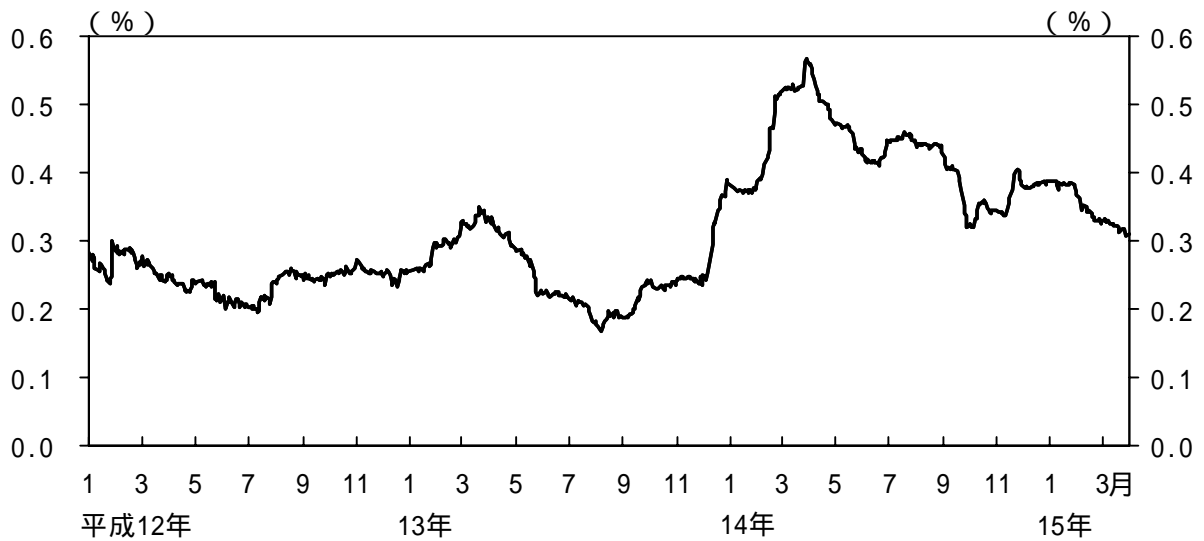
この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表25）国債の利回りが一段と低下するなか、地域金融機関や機関投資家を中心に社債投資を徐々に積極化する動きがみられ、年明け以降、縮小傾向を辿った。また、銀行債の信用スプレッドは、11月頃には政府の不良債権処理加速策に対する不透明感の台頭などから幾分拡大したが、年明け後は、大手銀行による一連の増資策が銀行の財務内容の改善に繋がるとの期待が高まり、縮小した（図表26）。

（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

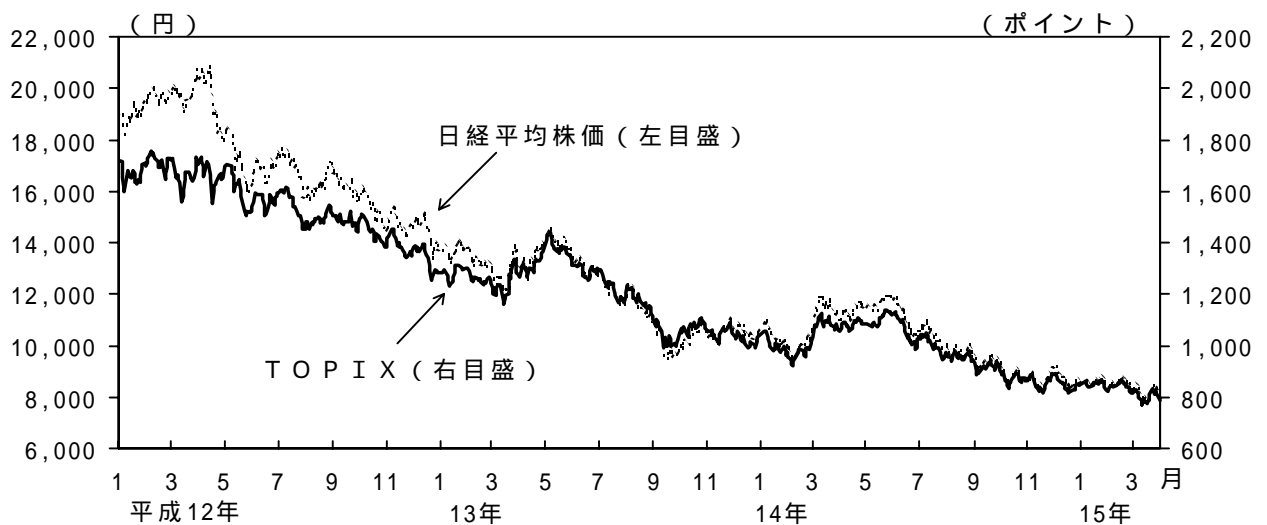


(注) 国債、銀行債とも残存年数 5 年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

(3) 株式市場の動向

14年度下期の株式市場の動向をみると(図表 27)、株価は、11月半ばにかけて大きく下落したあと、一旦横這い圏内での動きとなったが、3月入り後は中東情勢の一段の緊迫化もあって再び下落した。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、年度下期入り後 11 月中旬にかけて、海外株価の下落やわが国景気の先行き不透明感の高まりを材料に、大きく下落した。特に、銀行株は、政府の不良債権処理加速策が銀行経営に与える影響を巡る不透明感の台頭などから、大幅な下落となった。その後、海外株価は一時反発に転じたものの、わが国株価は、不良債権処理加速策が金融経済情勢に与える影響を見極めたいとする気分が市場に強く、横這い圏内での動きを続けた。また、3 月入り後は、企業年金基金の代行返上に備えた換金売りに伴う需給悪化懸念に加えて、中東情勢の一段の緊迫化やこれに伴う世界経済の先行き不透明感の高まりを背景に、内外投資家の株式投資姿勢が一層慎重化し、株価はバブル崩壊後の最安値を更新した（3 月 11 日 T O P I X : 770 ポイント）。

（４）外国為替市場の動向

14 年度下期の外国為替市場の動向についてみると（図表 28）、中東情勢の緊迫化や米国経常赤字の拡大懸念を背景に、米ドルが主要通貨全般に対して軟調な展開を示すなか、円の対米ドル相場は 12 月中旬以降上昇した。

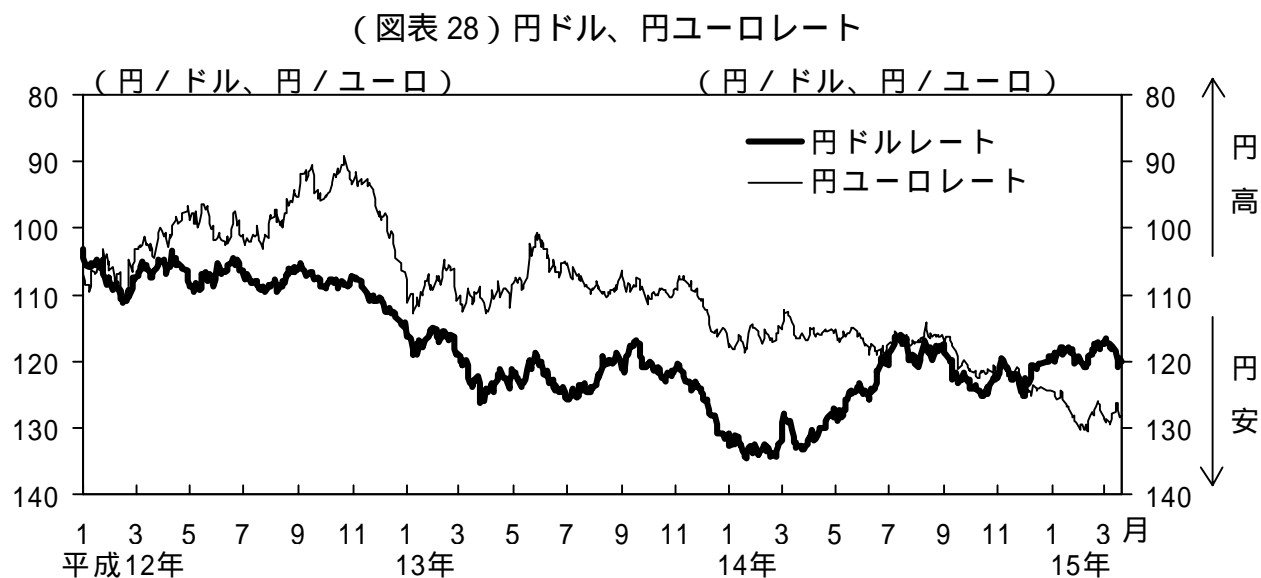
やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、年度下期入り後、119 円～125 円台のレンジで振幅したあと、12 月中旬以降は、中東情勢を中心とする地政学的リスクが市場で強く意識されたことを背景に、緩やかに上昇した。年明け後は、わが国通貨当局による円売り介入報道を受けて軟化する局面もあったが、3 月上旬には中東情勢の一段の緊迫化を背景に再び円が上昇し、116 円台を記録した。その後、3 月中旬には、米国等による対イラク武力行使の早期終結期待の高まりから一時ドルが買い戻される場面もみられたものの、3 月下旬には次第に武力行使の長期化懸念が台頭し、ドルは再び軟調な展開となった。

この間、円の対ユーロ相場は、軟化傾向を辿り、2 月中旬には 130 円台まで一時下落した。

14 年度下期中の円の実質実効為替レート¹³は、上記対米ドル相場の動向を反映

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

し、強含みで推移した。



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。

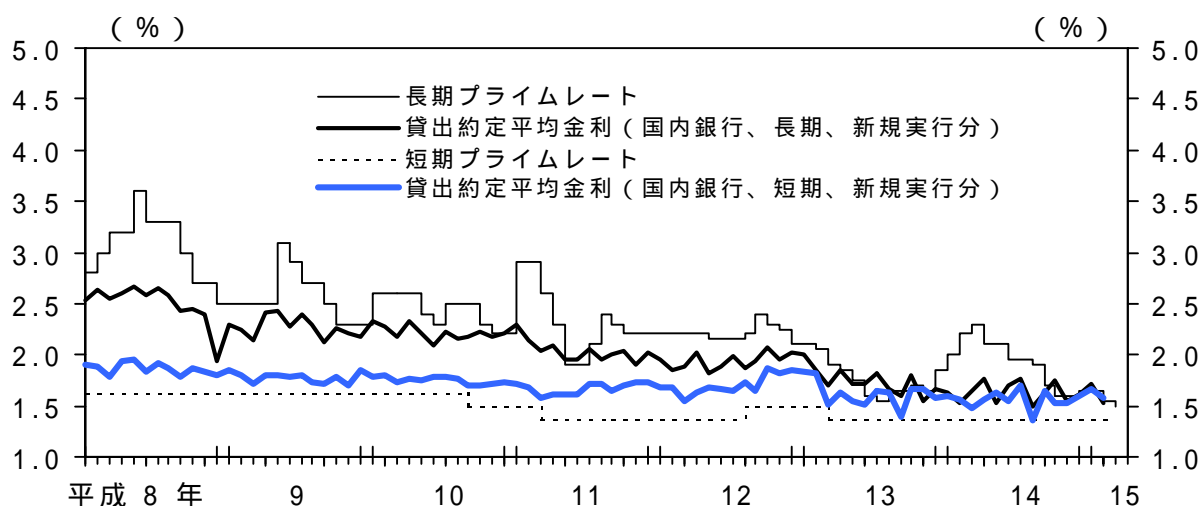
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利の動向

14年度下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)¹⁴は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、低下傾向を辿り3月には過去最低の1.50%となった。

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。

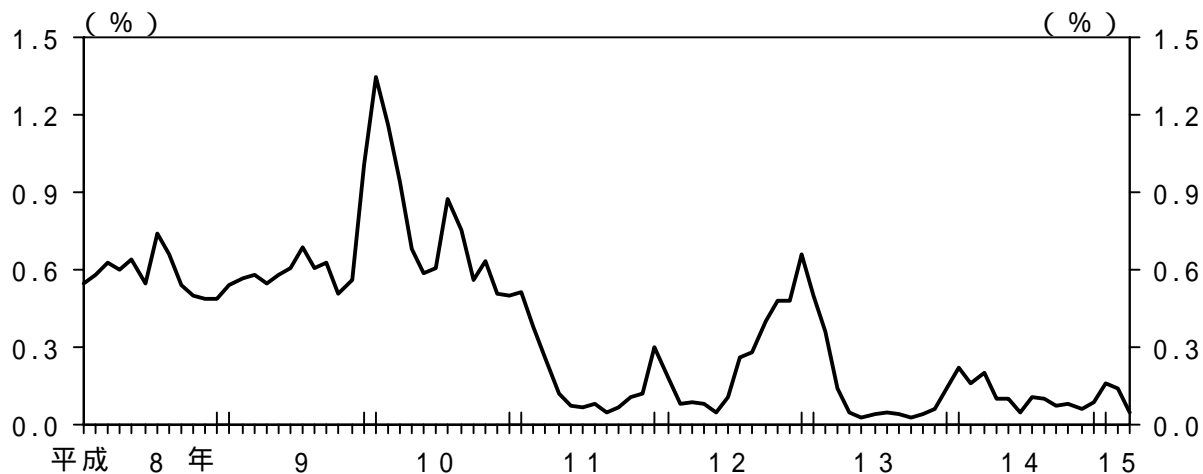
(図表29) 貸出金利



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、株価が低調に推移するなかで、政府の不良債権処理加速策を巡る不透明感などから低格付け先等の一部でやや上昇する局面もみられたが、総じて落ち着いて推移した。この間、高格付け先と低格付け先の金利格差は、投資家が慎重なリスク・テイク姿勢を続けるもとの、CP、社債とも高めの水準で推移した。

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 30) C P 発行金利 (3 か月物)

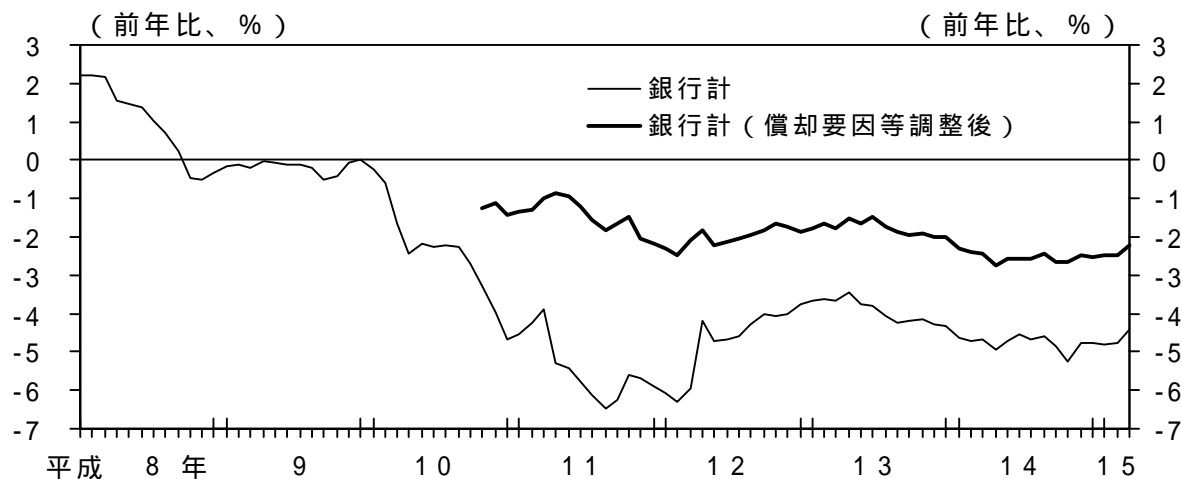


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 企業金融の動向

14 年度下期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高¹⁵は (図表 31)、前年比 2 % 台の減少が続いた。また、C P・社債の発行残高¹⁶は (図表 32)、概ね前年並みの水準で推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出

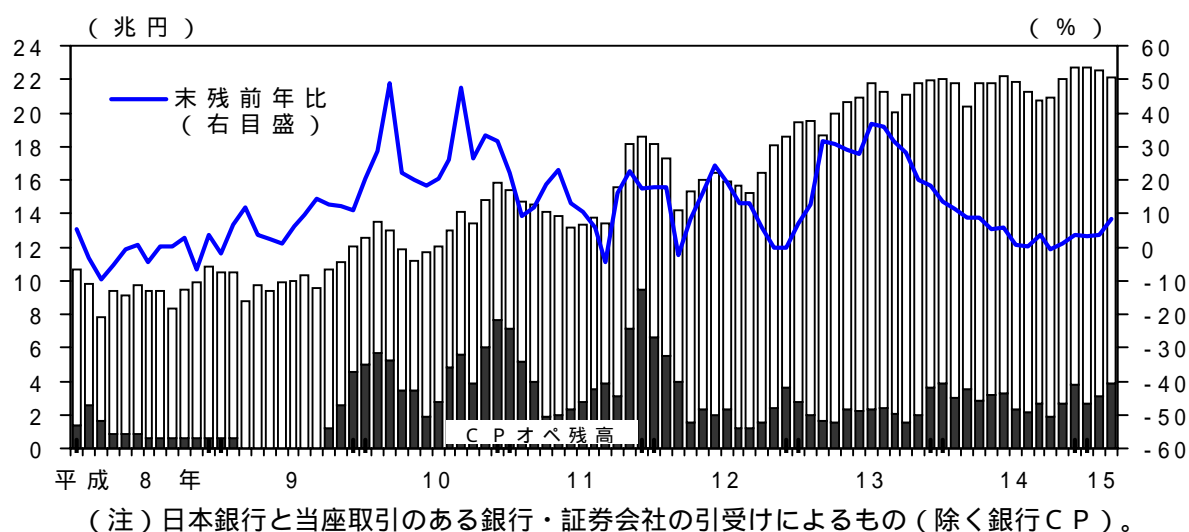


¹⁵ 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行 に属する金融機関の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

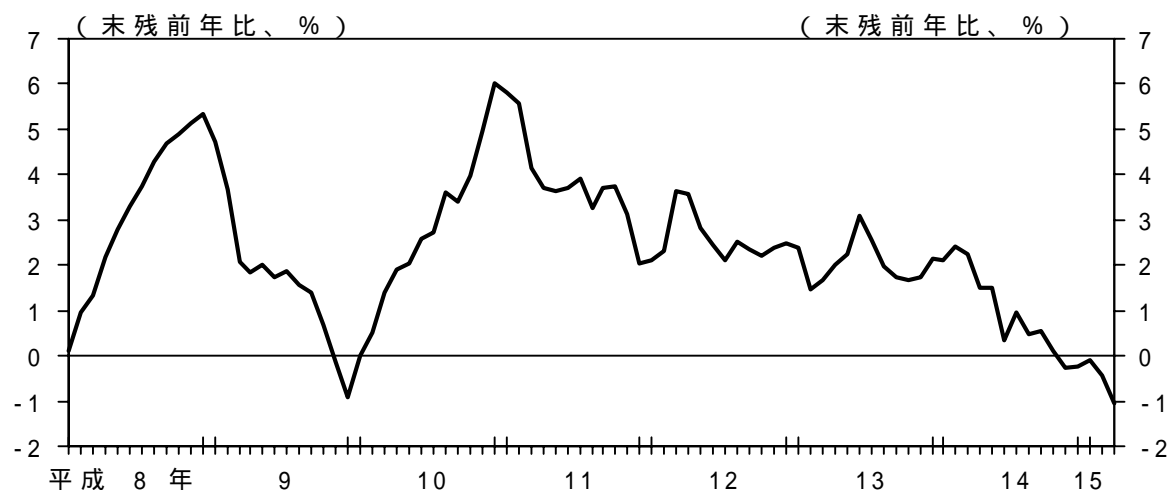
¹⁶ 社債発行残高の計数は、民間部門 (居住者) が発行した普通社債 (除く銀行普通社債)、転換社債およびワラント債の残高 (海外起債分を含む)。アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 32) 資本市場調達

(1) C P 発行残高



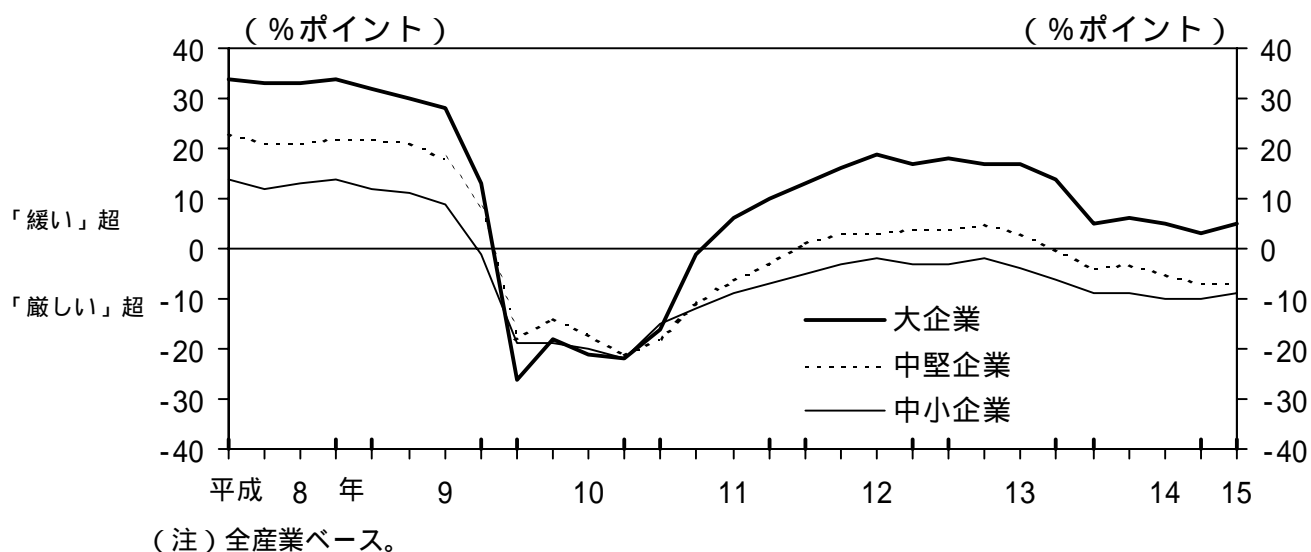
(2) 社債発行残高



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。

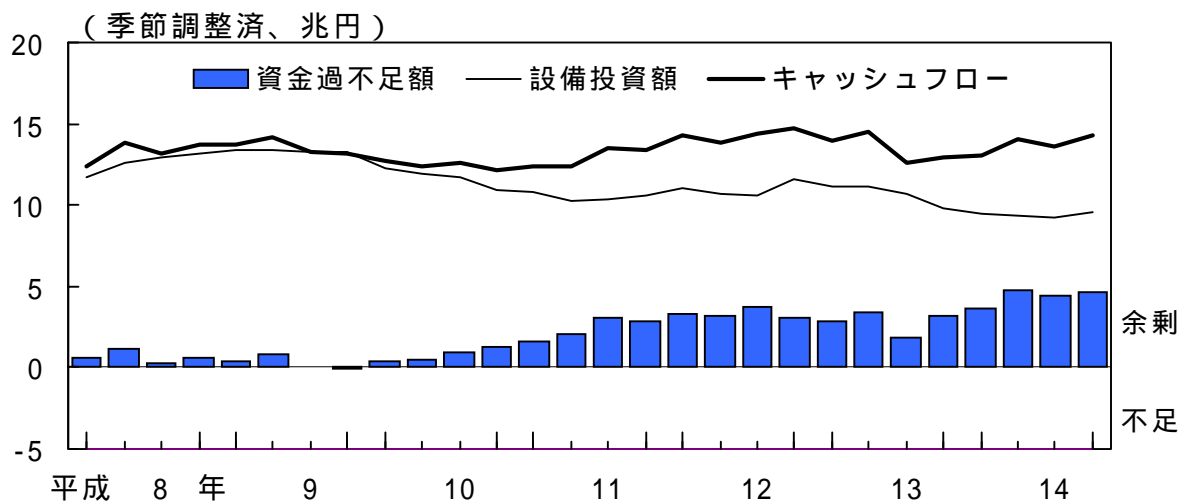
まず、民間銀行の融資スタンスをみると、政府の不良債権処理加速策などもあって資産健全化への取り組みを強めるなかで、優良企業に対しては、貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては、厳格な利鞘の設定に努めるなど慎重な貸出姿勢を維持した。この間、企業からみた金融機関の貸出態度も (図表 33)、中小企業等では総じて厳しい状態が続いた。

(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、設備投資が低調に推移したことなどから、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

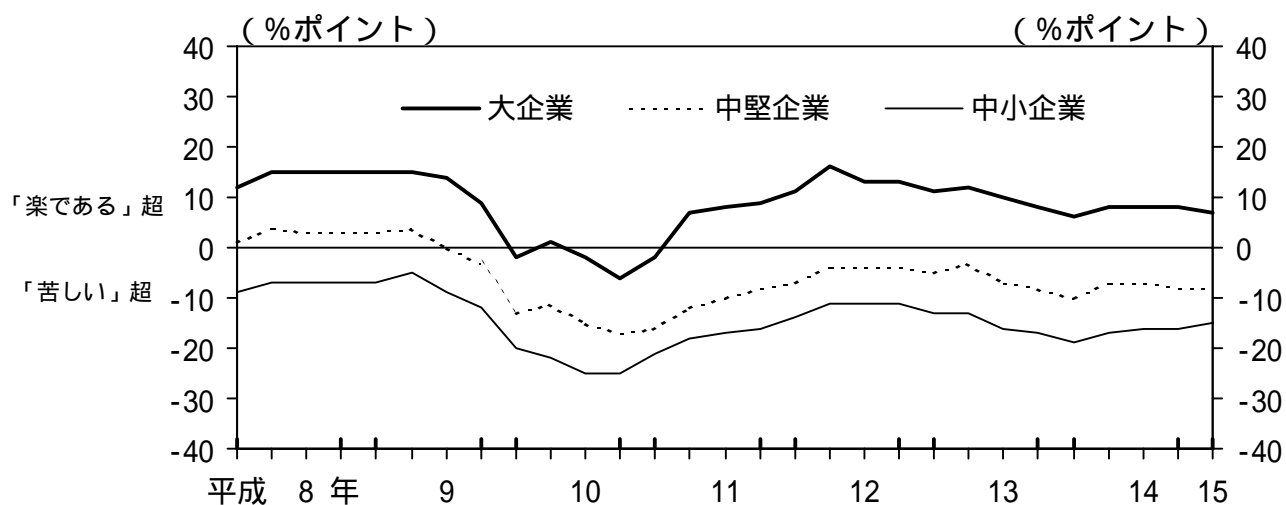


(注1) 資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額 (キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費)

(注2) 全産業全規模 (除くその他サービス大企業)

この間、企業の資金繰り判断は(図表 35)、中小企業等では総じて厳しい状態が続いた。

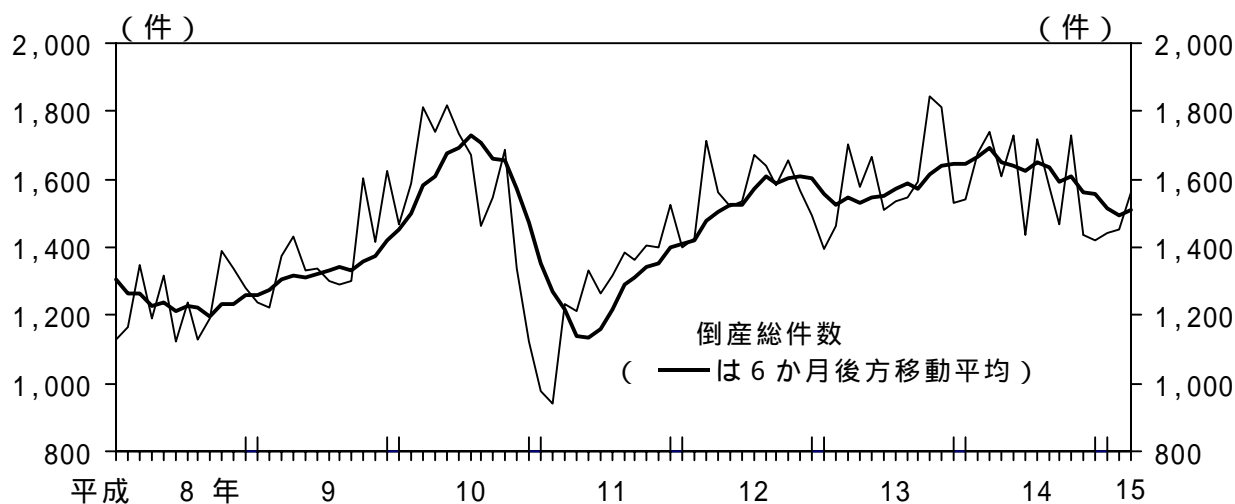
(図表 35) 企業の資金繰り判断D.I. (短観)



(注) 全産業ベース。

企業倒産件数は(図表 36)、14 年度下期中は、前年を幾分下回る水準で推移した。

(図表 36) 企業倒産



(7) 量的金融指標の動向

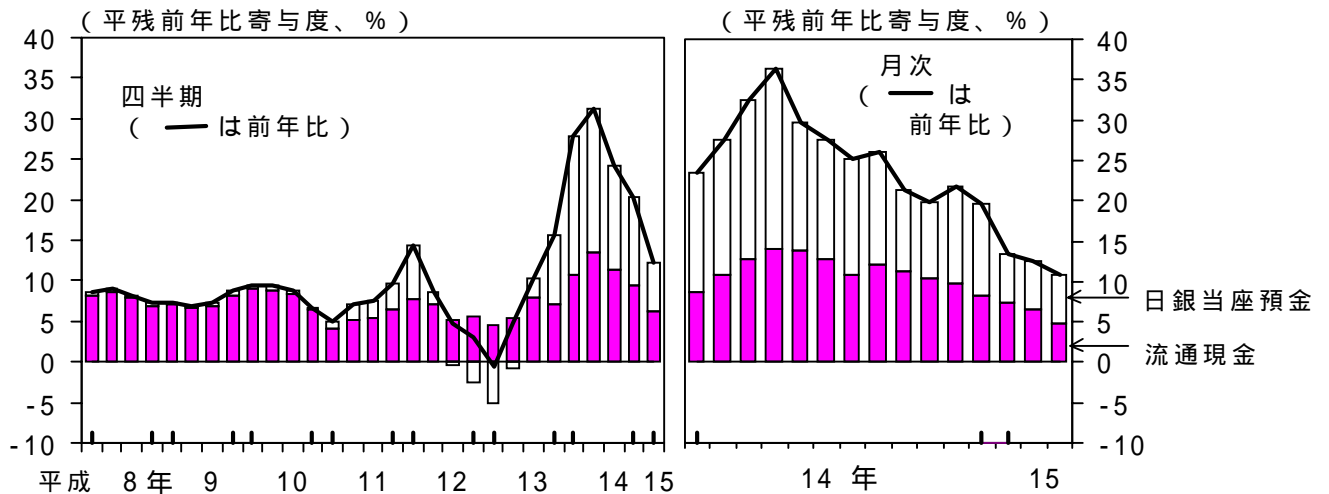
14 年度下期のマネタリーベース(流通現金 + 日銀当座預金)は(図表 37)、伸び率は鈍化したものの、なお前年比 1 割台の伸びを維持した。この結果、マネタ

リーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、第二次世界大戦中・直後を除き、過去最高の水準となっている。

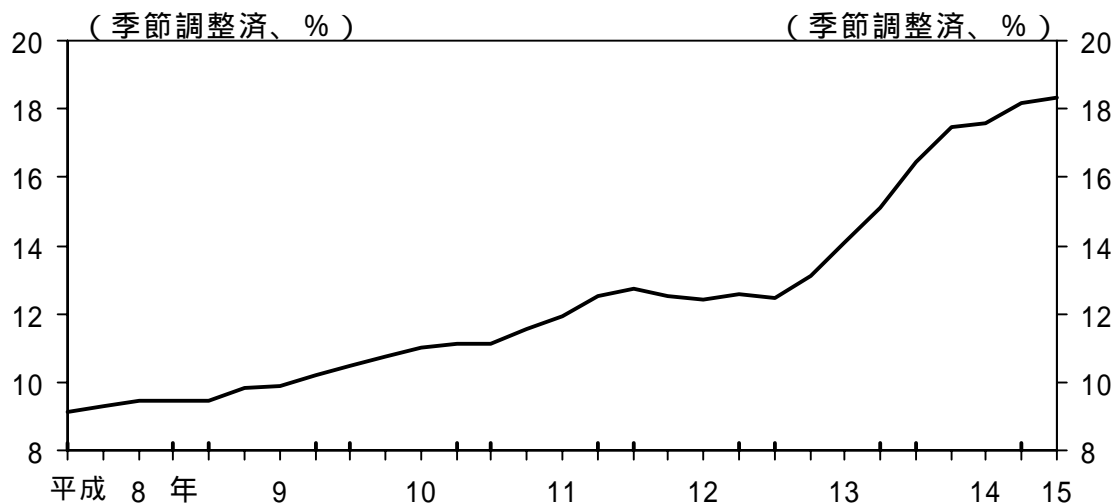
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高の伸び率は、ペイオフの全面解禁の延期や金利低下効果の一巡などを反映して鈍化傾向を辿った。日本銀行が金融調節上の目標としている日銀当座預金については、前年に伸びを高めた反動から伸び率は鈍化したが、10月の金融緩和措置や対イラク武力行使開始を受けた追加的な資金供給を反映して前年比3割台の高い伸びを維持した。

(図表 37) マネタリーベース

(1) 前年比



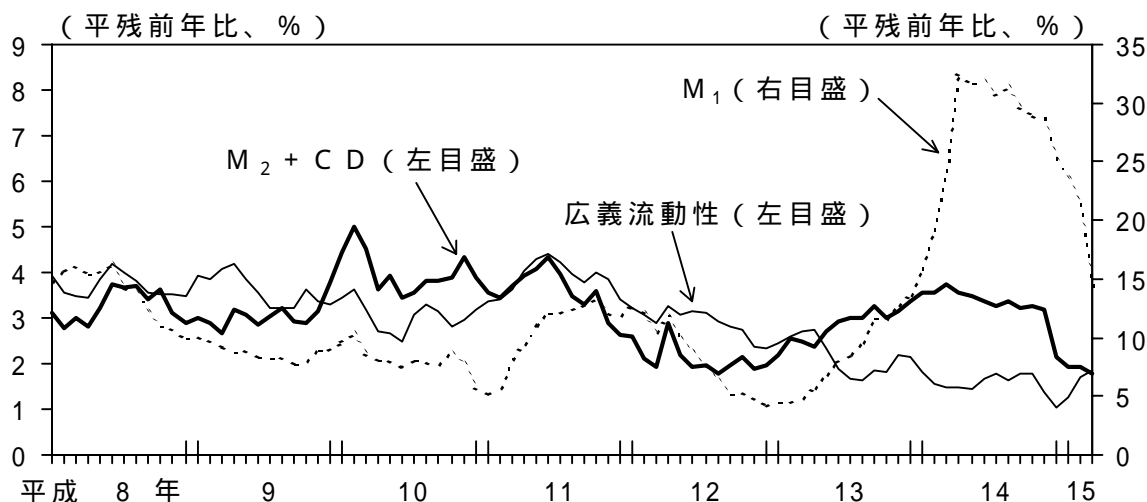
(2) マネタリーベースの対名目GDP比率



次にマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の動向をみると（図表 38）、伸び率は前年比 2%程度に鈍化した。これは民間の資金需要が減少を続けるなかで、前年同期に投資信託等から大幅な資金流入がみられた反動の影響が大きく、経済活動との対比で見れば、なお高めの伸びとなった。また、現金および流動性預金から構成される M_1 は、流動性資産選好を反映して高めの伸びを維持したが、伸び率は鈍化傾向を辿った。

この間、 $M_2 + CD$ よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、経済活動が総じて低調に推移するもとで、概ね前年比 1%台の伸びとなった。

（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