

最近の金融情勢について

（概況）

金融市況をみると（図表1）、短期金融市場におけるターム物金利やジャパン・プレミアムは、3月半ばにかけてかなり低下したあと、その後も総じて落ち着いて推移している。ただ、その水準自体は、昨年秋以前に比べて依然やや高めのレベルにあり、信用リスクに対する市場の意識が引き続き根強いことが窺われる。この間、長期金利は過去最低圏内で推移しているほか、株価も3月末以降軟化している。これらを踏まえると、市場参加者の景況感は、足許の景気関連指標の低調さを受けて、きわめて弱い状態にあるものとみられる。

企業金融面では、全体としてみれば、急速な量的収縮や調達コストの大幅な上昇といった事態は避けられてきたものとみられる。しかしながら金融機関サイドでは、中期的な収益性・健全性の向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持する公算が大きい。また資本市場でも、信用力に基づく金利格差が拡大したままの状態が続いている。このため、企業によっては、資金のアベイラビリティや金利等の条件面で厳しい調達環境が続く可能性が高く、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

1. 金融市況

(1) 短期金融市場の動向

短期金融市場では(図表2(1))、無担保コールレート・オーバーナイト物が公定歩合(0.5%)をやや下回って推移している。

また3か月物ユーロ円レートは、2月末から3月半ばにかけてかなり低下したあと、総じて安定的に推移している。ただ、その水準は0.7%台と、昨年秋以前(0.5%台半ば)に比べて、依然やや高めのレベルにある。

—— 3か月物ユーロ円レートを、1か月物現物レートおよびインプライド・フォワード・レートに分解してみると(図表2(2))、昨年末以降流動性リスクがとくに強く意識されたことを背景に、3月期末越えに相当するレートが大幅に上昇し、これにひきずられるかたちで、そのほかのレートも高止まりを続けた。しかし2月末以降は、流動性リスクに対する警戒感が次第に薄らいできたことを背景に、それぞれのレートが低下に転じ、現在は、いずれも0.7%台程度の水準に収斂してきている。

—— ジャパン・プレミアムも(図表3)、3月半ばにかけて大きく低下したあと、現在は総じて落ち着いて推移している。しかしプレミアム幅自体は、依然0.2%前後のものが残っている。

—— この間、ユーロ円金利先物を見ると(図表4)、右上がりの傾斜は引き続き緩やかなものにとどまっており、市場参加者の金利観に大きな変化は窺われない。

(2) 長期金利と株価

長期国債(指標銘柄)の流通利回りをみると(図表5(1))、弱めの実体経済指標の発表が相次いだことを背景に、2月初以降ほぼ一本調子で低下し、3月下旬には過去最低の水準を更新した(3月25日1.49%)。その後、追加的な景気対策への思惑や、海外格付け機関による日本国債の格付け見

直し報道などもあって小反発に転じたが、その水準自体は1.6%前後と引き続き過去最低圏内にある。

—— 円-円スワップ・レートから算出した1年物インプライド・フォワード・レートでも（図表6）、ほぼ全期間にわたって過去最低圏内の動きが続いている。

一方、株価については、1月後半以降、1万6千円台後半を中心に一進一退の動きを続けてきたが、3月末以降は、弱めの実体経済指標や企業収益の下方修正などを受けて、下落に転じている（図表5(2)）。業種別には、金融・建設・不動産関連が、最近は弱めの動きとなっている（図表7）。

—— イールド・スプレッドをみると（図表8）、昨年末頃までの下落傾向には一応歯止めがかかったとみられる。しかしその水準はきわめて低く、企業収益の期待成長率やリスクに関する市場の見方は依然厳しいことが窺われる。

—— 株価変動の大きさに関する市場の予想を、インプライド・ボラティリティによってみると（図表9(1)）、3月期末にかけて急速に上昇したあと、4月入り後も総じて高止まりを続けており、株価の不安定性が市場で強く意識されていることが確認できる。

また、株価変動のリスクが、上下どちらの方向について相対的に強く意識されているかについて、ボラティリティ・スプレッドによってみると（図表9(2)）、日々の振れはあるものの、基本的には下方リスクがより強く意識されたかたちとなっている。

(3) 国債と民間債の利回り格差

民間債（金融債、社債）の流通利回りをみると（図表10、11）、昨年末から2月にかけて国債利回りとの間の格差が拡大したあと、現在も、そのままの乖離状況が続いている。

(4) 実質金利の動向

長短市場金利について、CPIの実勢前年比上昇率(=CPI前年比から、消費税率引き上げおよび医療制度改革に伴う制度的上昇要因を除いたもの)を用いて実質金利を試算してみると(図表12)、昨年秋以降のCPI上昇テンポの鈍化を反映して、実質金利はこのところ幾分上昇傾向にある。

以上(1)~(4)の金融市況動向から読みとれる情報をまとめると、次のとおりである。

- ① 短期金利は、流動性リスクに対する警戒感が次第に薄らいできたことを背景に、3月以降、総じて落ち着いた推移を辿っている。しかし、ターム物金利の水準や、民間債と国債との利回り格差に窺われるように、信用リスクに対する市場の意識には依然根強いものがある。
- ② 長期金利や株価の動向をみると、追加的な景気対策に対する期待感によって反発する場面もみられたが、市場参加者の景況感、足許の実体経済指標をうけて、基本的にきわめて弱い状態が続いている。

2. 金融機関の融資行動と企業金融

(1) 量的側面

民間銀行貸出の動向について、計数の判明している2月までの実績(図表13)とその後のヒアリング情報によってみると、期末にかけて貸出前年比はマイナスとなった可能性が高いが、一時懸念されていたような大幅な落ち込みは避けられた模様にある。

—— 銀行貸出が、一時懸念されたほどは落ち込まなかった背景として、

- ①株価が一頃に比べれば持ち直したこと、②公的資本の投入を含む各種の対策によって、金融機関の自己資本制約が緩和されたこと、
- ③金融機関サイドもB I S比率対策として様々な対応を図ったこと（預金担保の設定、C Pによる応需等）、などが指摘される。

また、①資本市場調達（A格以上の先）、②大手生保（大企業中心）、③政府系金融機関（中小企業中心）といった、民間金融機関借入以外の資金調達も、基調的には、引き続き増加しているとみられる。

—— C Pの発行残高を、計数が判明している2月までの実績によってみると（図表14(1)）、昨年秋以降、明確な増加基調を辿っている。また、社債のネット発行額も（図表14(2)）、3月は季節的に償還が集中したため減少に転じたが、企業の旺盛な起債意欲を背景に、増加基調にある。

—— この間、政府系金融機関の貸出残高は（図表15）、前年比マイナス幅が急速に縮小（中小公庫）、ないし若干プラスに転じてきている（国民公庫）。また、大手生保の貸出残高も、このところ前年比マイナス幅を縮小している。

これらの点からみると、企業の資金調達は、期末にかけて一時的に伸び率が低下した可能性はあるが、全体としてみれば、一頃懸念されたマクロ的なレベルでの信用収縮といった事態は回避されたものとみられる。

しかし、民間金融機関サイドをみると、自己資本面からの制約は和らぎつつも、中期的な収益性、健全性向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持していくものと見込まれる。また、資本市場でも、B B B格以下の企業による起債は容易でない状態が続いている。これらの点を踏まえると、信用リスクが高いとみられる企業を中心に、企業によっては、厳しい資金調達環境が続く可能性が高いものとみられる。

— 因みに、4月以降の貸出動向に関する主要行の感触でも、引き続き低調な状況が続く可能性が高い。

— 短観を含めた各種のアンケート調査結果をみても、企業側からみた「企業の資金繰り判断」や「金融機関の貸出態度判断」は、昨年末以降、急速に厳しいものとなっている（図表16）。

企業倒産関連指標をみても（図表17）、このところ全体として増勢が強まりつつある。

この間、1～3月のマネーサプライをみると（図表18、19）、投信等から銀行預金への資金シフトを主因に、M2+C D前年比は+4%台後半へ伸び率を高めた模様である（10～12月実績+3.3%、1～3月当初見通し3%台）。

また4～6月のM2+C D前年比は、資金シフトの動きは徐々に鎮静化するとみられるものの、1～3月に残高レベルが切り上がったことの影響が残り、+4%台の伸び率が続く見通しにある（見通し中心値は+4.7%）。

（2）調達コスト面

企業の資金調達コスト面をみると、ターム物市場金利の低下により、スプレッド借入の金利などは軟化してきている可能性が高い。しかし既述のとおり、信用リスクに対する金融機関や資本市場参加者の意識はきわめて根強く、企業によっては、資金調達コストがむしろ上昇しているケースも少なくないものとみられる。

— 銀行の資金調達サイドをみると（図表20）、計数が判明している2月まででみれば、譲渡性預金金利や大口定期預金金利は依然高止まっている。しかし3月以降の市場金利の動向を踏まえると、これらの金利も徐々に低下している可能性が高い。

— このように、銀行の短期資金調達コストが落ち着きを取り戻しつ

つあることもあって、短期プライムレートは引き続き過去最低水準に据え置かれている。このため、短期の新規貸出約定平均金利も（図表21(1)）、これまでのところ、総じて横這い圏内の動きにとどまっている。ただし、これはあくまでもすべての企業等に対する平均値であり、ヒアリング情報などによれば、個別には、スプレッドの引き上げなどにより、貸出金利が上昇しているケースも少なくない模様である。

この間、長期の新規貸出約定平均金利は、1月の長期プライムレート引き上げを反映して、年初来、若干上昇している（図表21(2)）。

—— 資本市場からの調達コストについてみると、CPの発行金利は、計数が判明している2月まででは高止まりしているが（図表22(1)）、これも3月入り後は低下しているものとみられる。

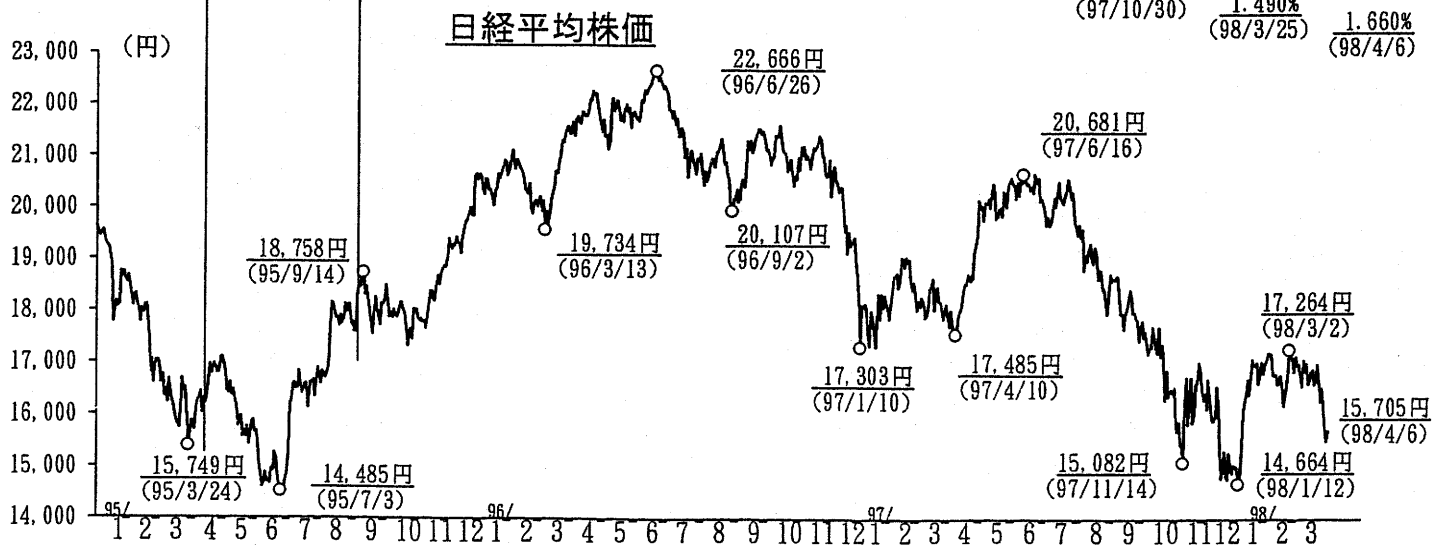
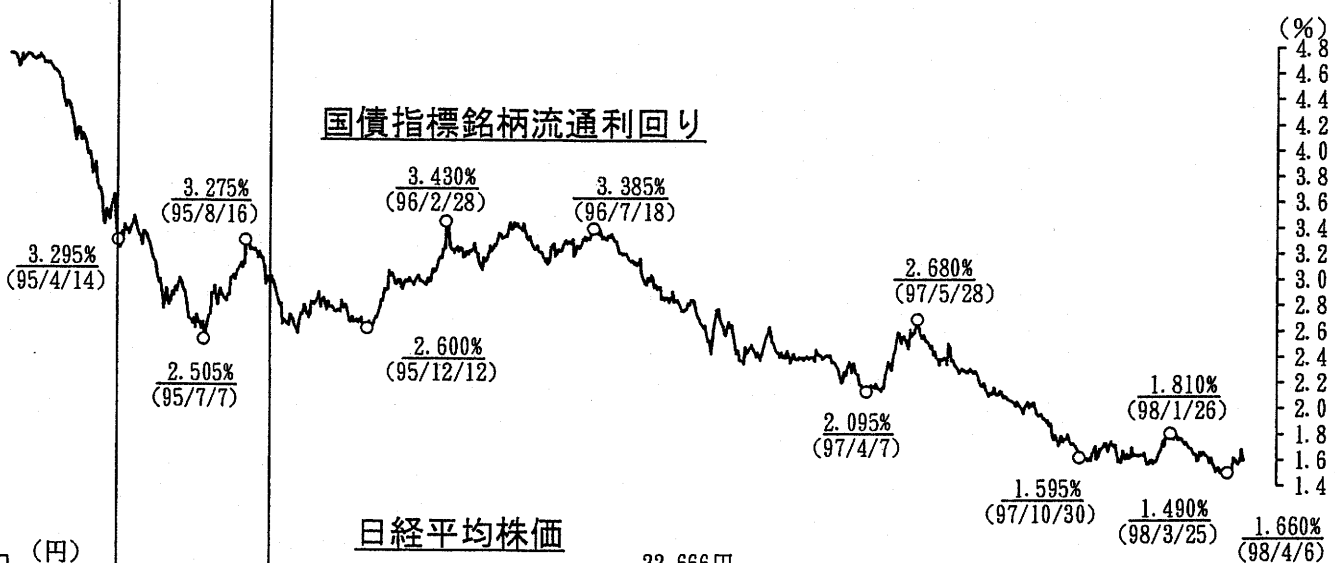
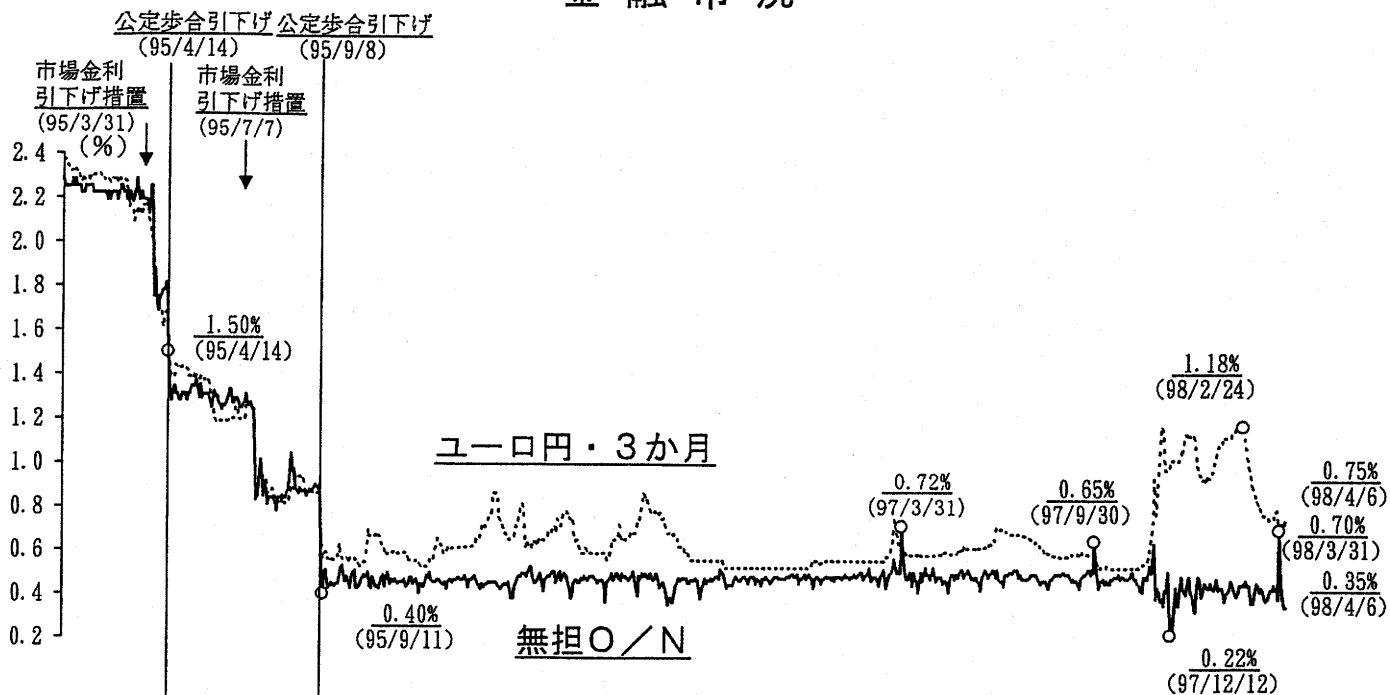
一方、社債の発行金利は、引き続き信用力にもとづく金利格差が大きく（図表22(2)）、信用力が相対的に低いとみられる企業にとっては、長期資金の調達コストは高止まりしている可能性が高い。

以 上

「最近の金融情勢について」参考計表

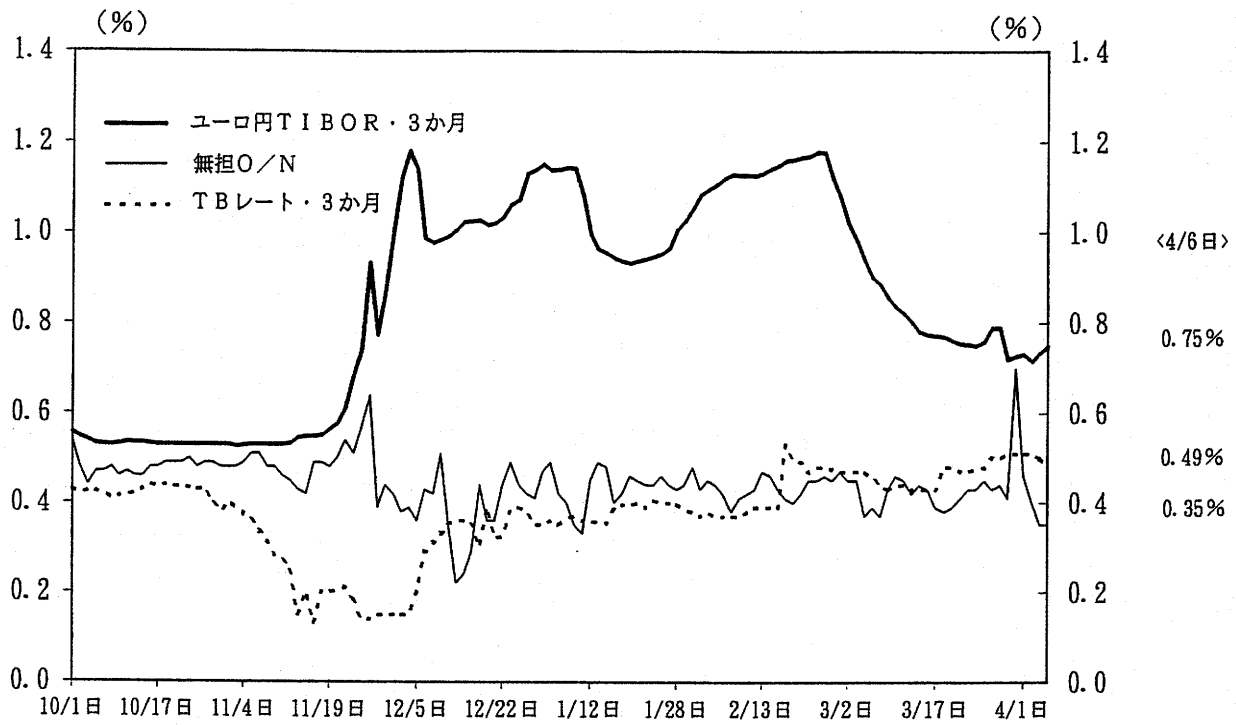
- (図表 1) 金融市況
- (図表 2) 短期金融市場
- (図表 3) ジャパン・プレミアム
- (図表 4) ユーロ円金利先物 (3 か月)
- (図表 5) 長期金利と株価
- (図表 6) 1 年物インプライド・フォワード・レート
- (図表 7) 業種別株価
- (図表 8) イールド・スプレッド
- (図表 9) 株価変動に対する市場の見方
- (図表 10) 金融債流通利回り
- (図表 11) 社債流通利回り
- (図表 12) 実質金利
- (図表 13) 民間銀行貸出
- (図表 14) 資本市場調達
- (図表 15) その他金融機関貸出
- (図表 16) 短観からみた企業金融
- (図表 17) 企業倒産
- (図表 18) マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)
- (図表 19) M2 + CD 増減の寄与度分解
- (図表 20) 預金金利
- (図表 21) 貸出金利
- (図表 22) 資本市場調達コスト

金融市況

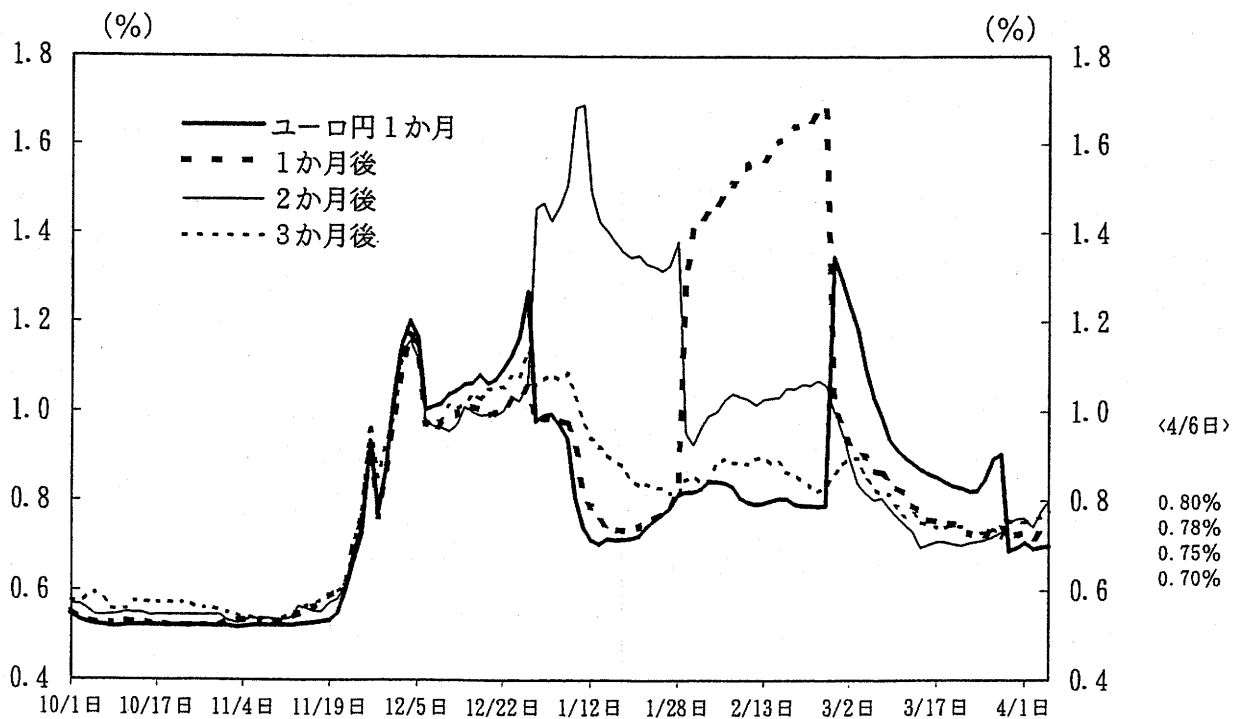


短期金融市場

(1) ターム物金利

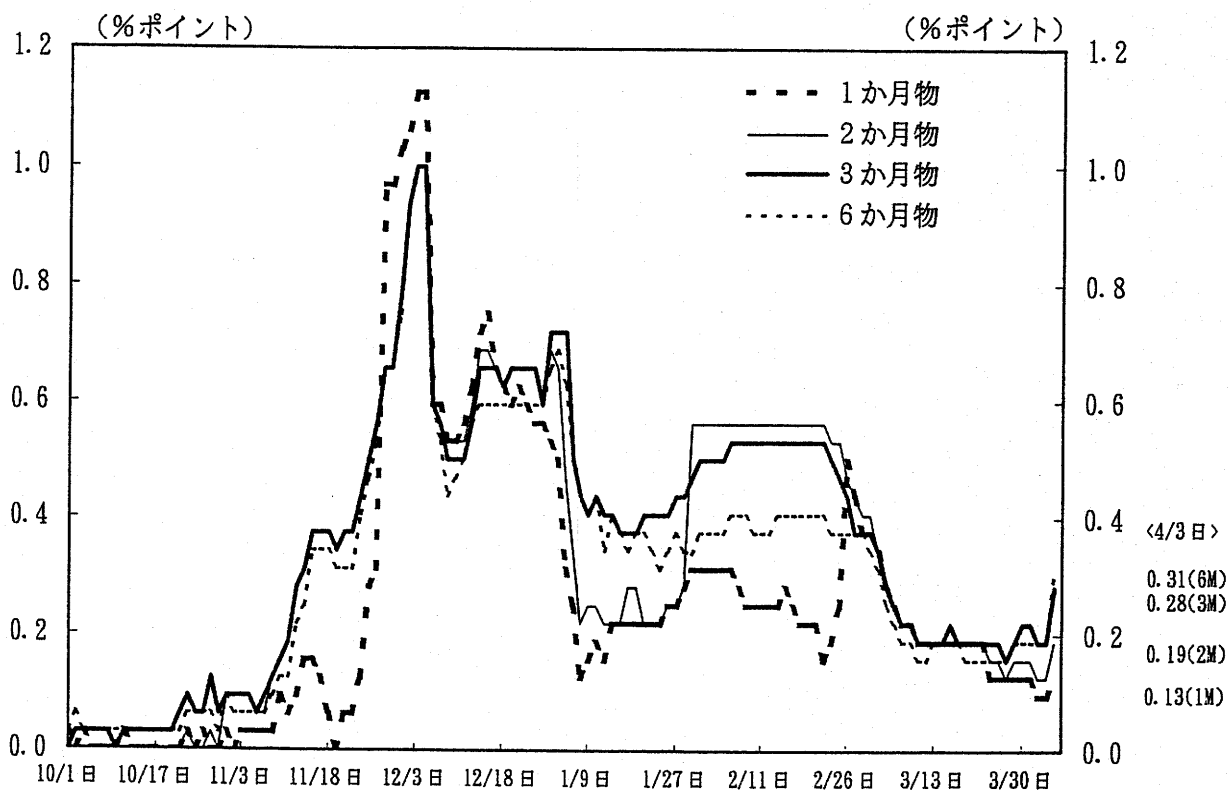


(2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



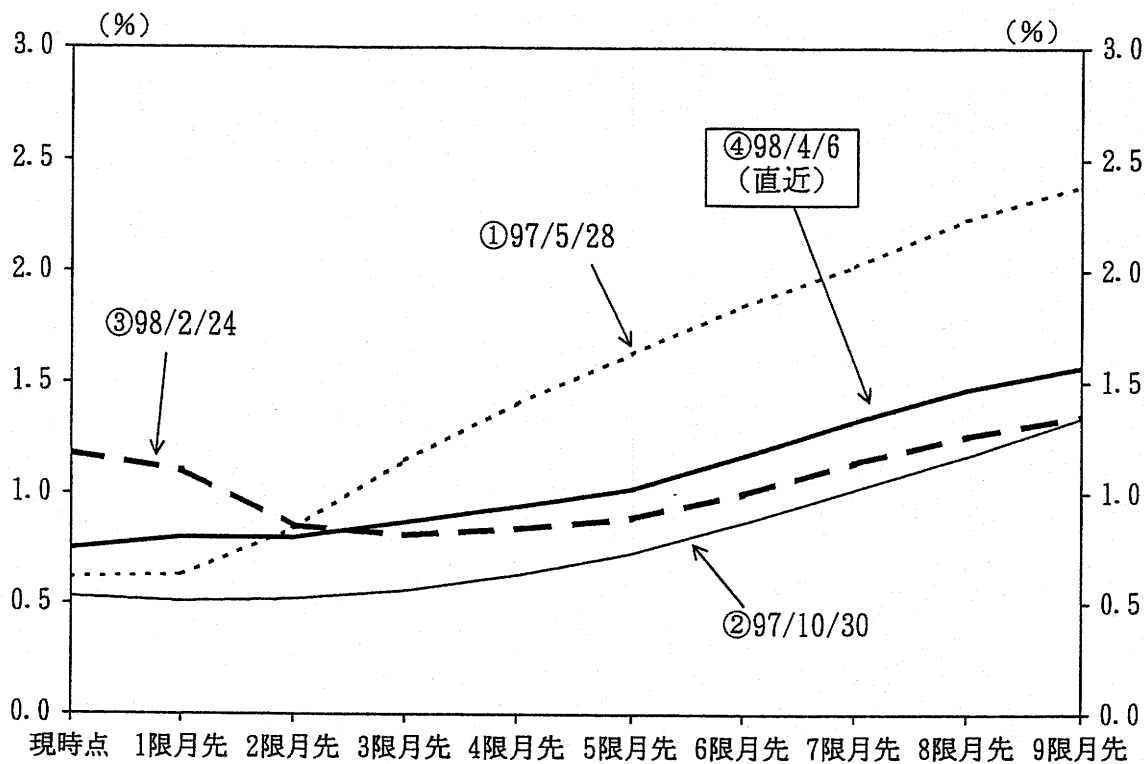
(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

ジャパン・プレミアム



(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

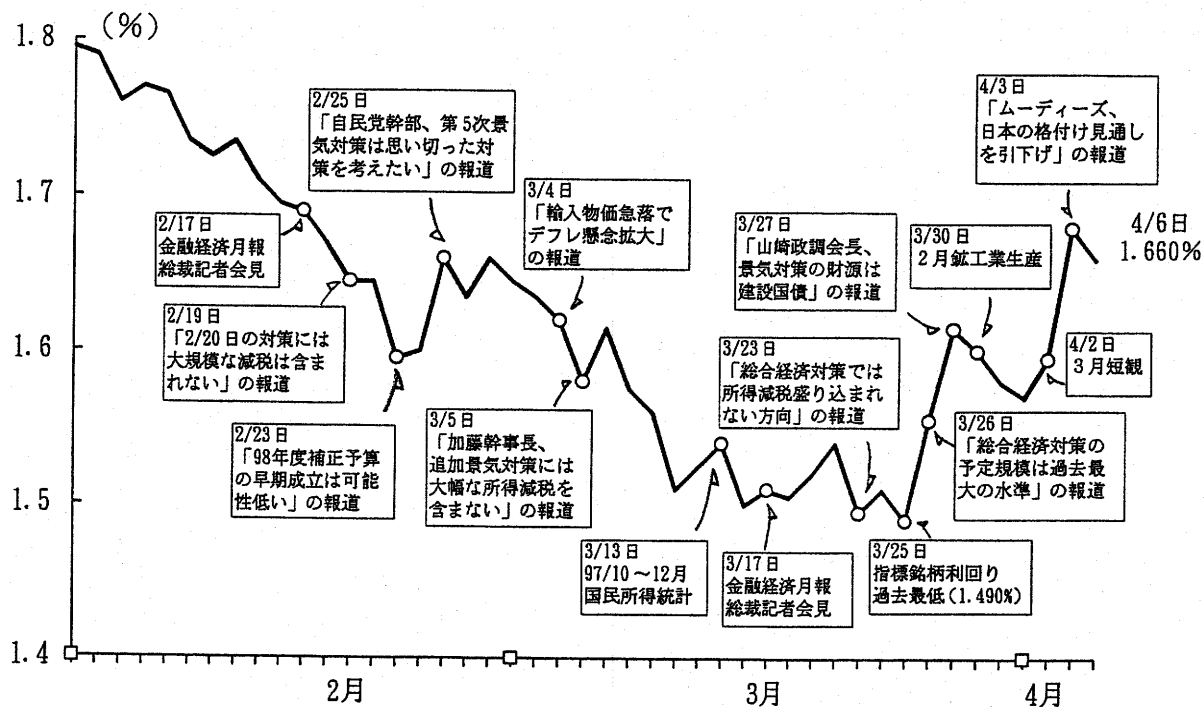
ユーロ円金利先物 (3か月)



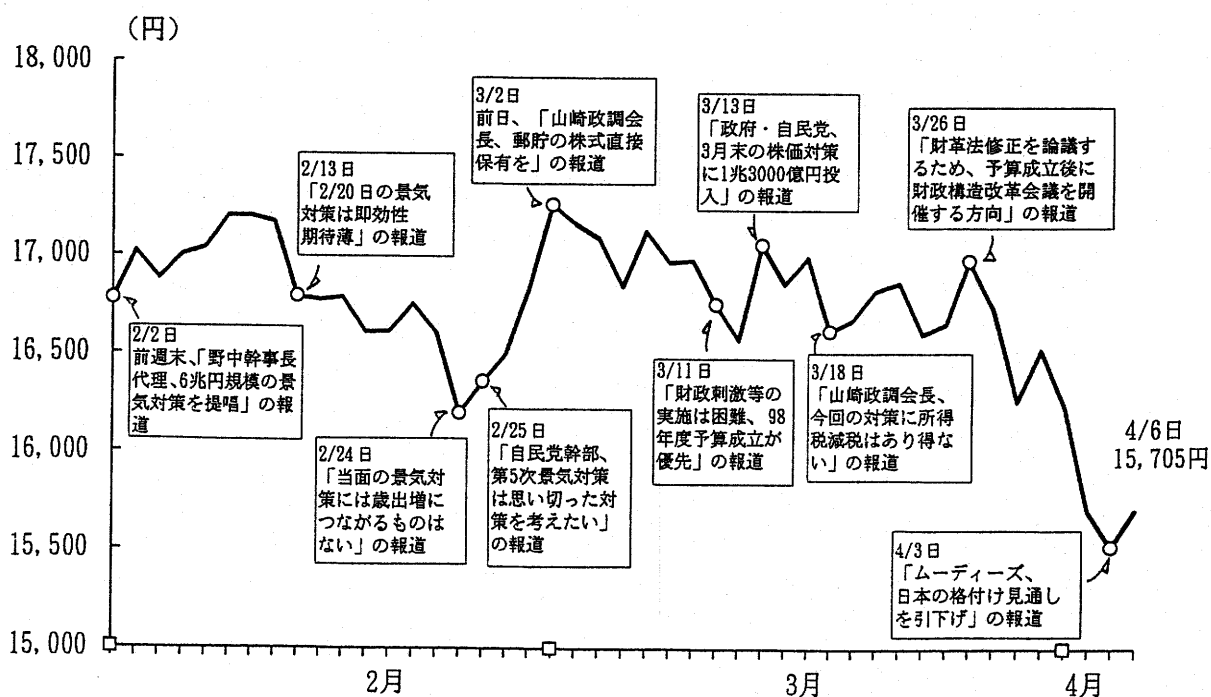
(注) ①97/ 5/28 : 国債指標銘柄流通利回り97年中ピーク (2.680%)
②97/10/30 : 国債指標銘柄流通利回り 1.6%割れ (1.595%)
③98/ 2/24 : ユーロ円T I B O R ・ 3か月直近ピーク (1.18%)

長期金利と株価

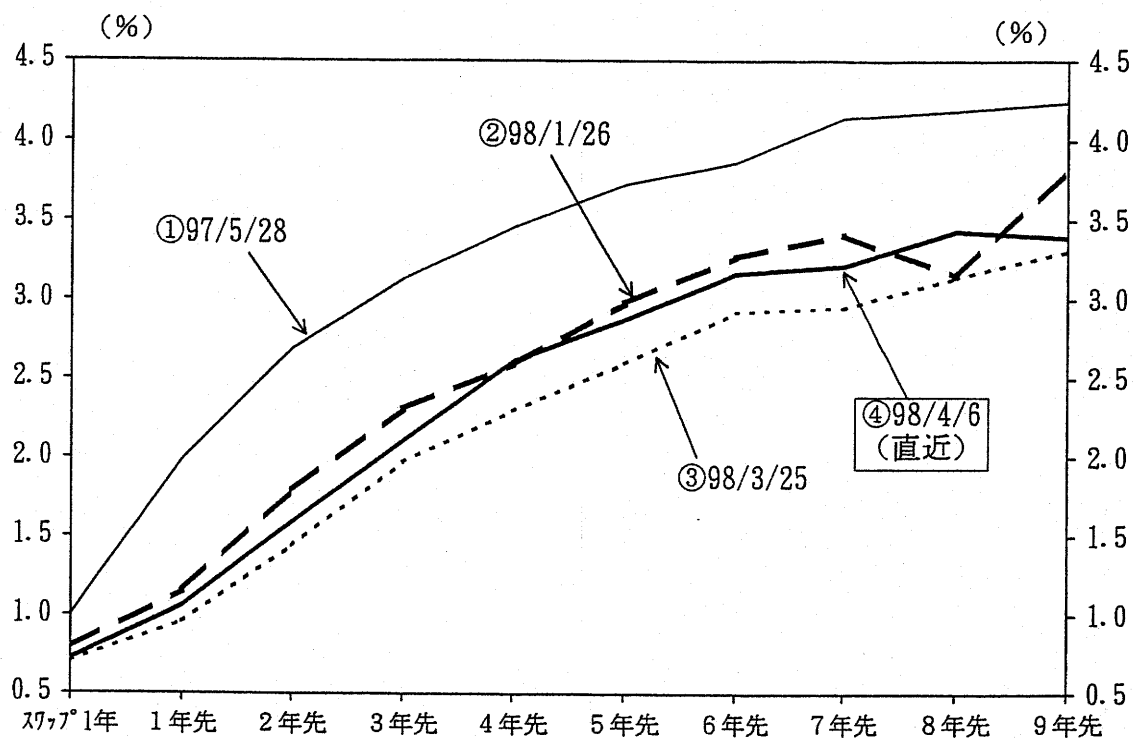
(1) 国債指標銘柄流通利回り



(2) 日経平均株価



1年物インプライド・フォワード・レート

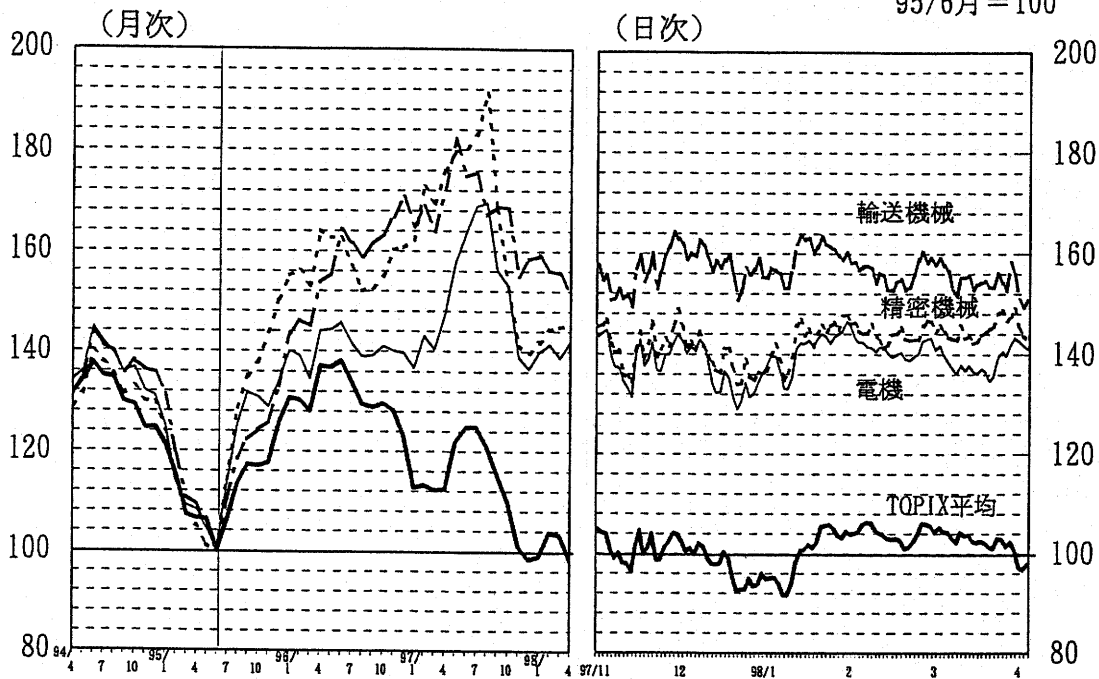


(注1) 円-円スワップ・レートから算出。

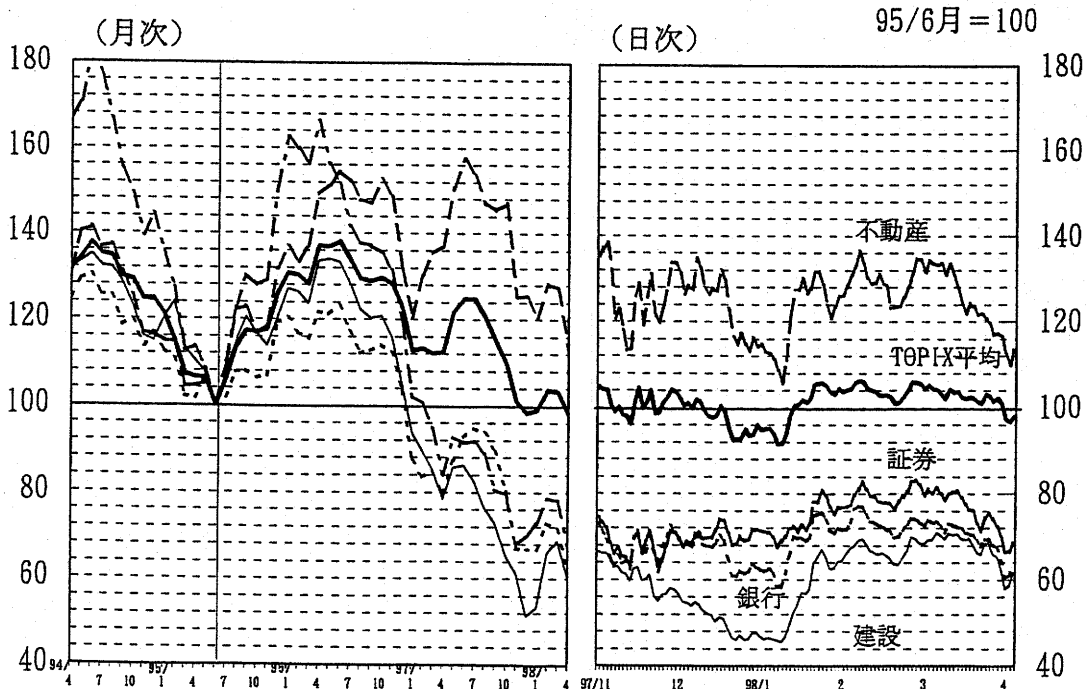
- (注2) ① 97/ 5/28 : 国債指標銘柄流通利回り97年中ピーク (2.680%)
② 98/ 1/26 : 国債指標銘柄流通利回り直近ピーク (1.810%)
③ 98/ 3/25 : 国債指標銘柄流通利回り既往ボトム (1.490%)

業種別株価

(1) 製造業



(2) 金融・建設・不動産

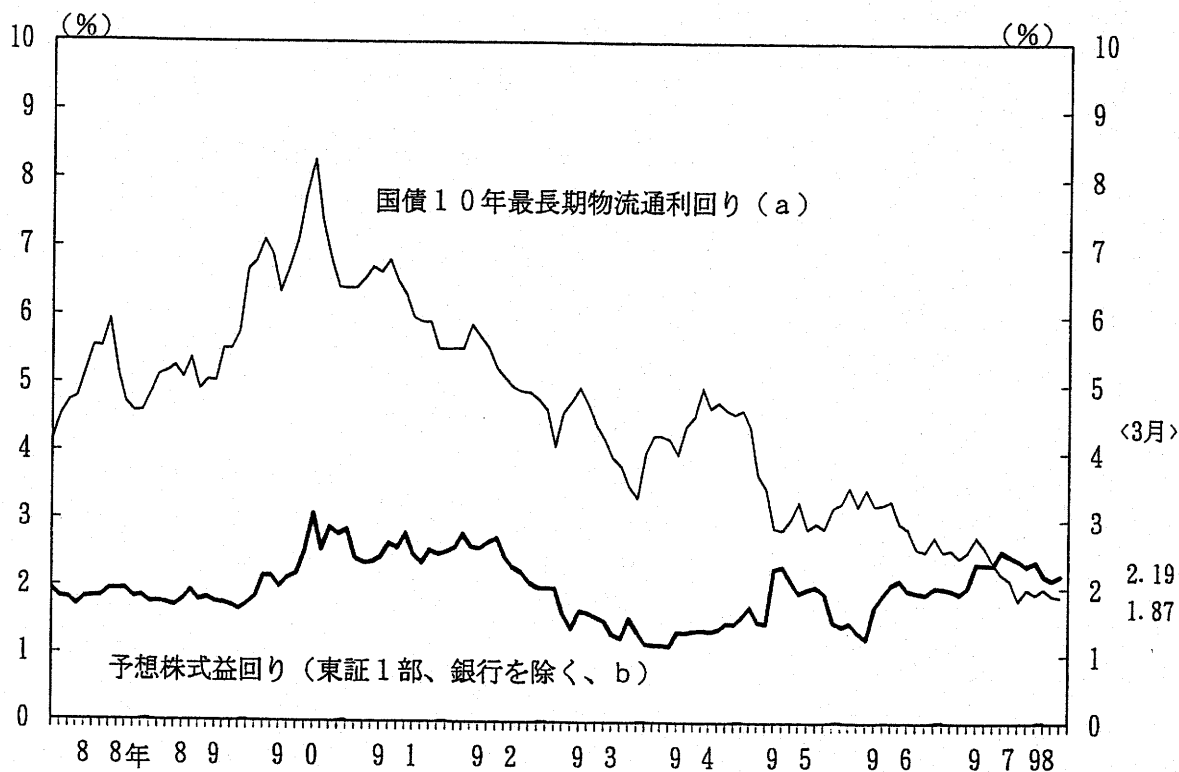


(注1) 終値ベース。月次計数は月中平均値。

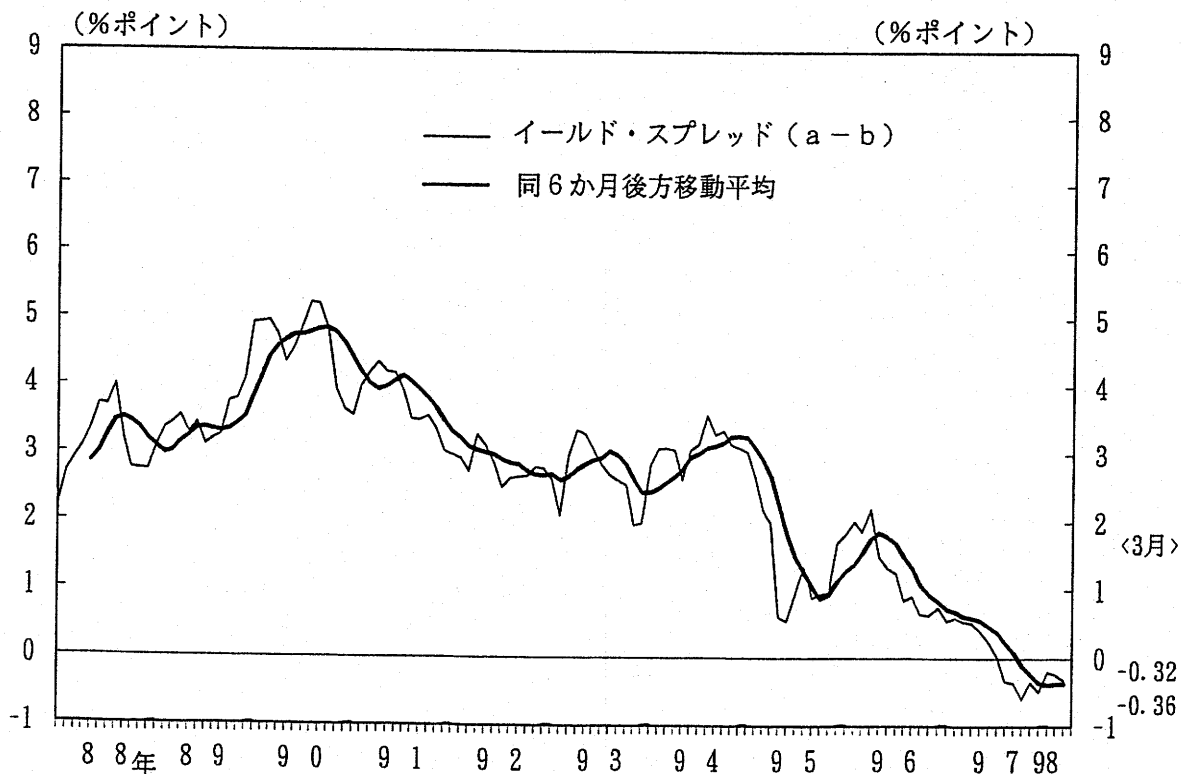
(注2) 直近は4/6日(98/4月計数は4/1~6日の平均)。

イールド・スプレッド

(1) 国債利回りと予想株式益回り



(2) イールド・スプレッド



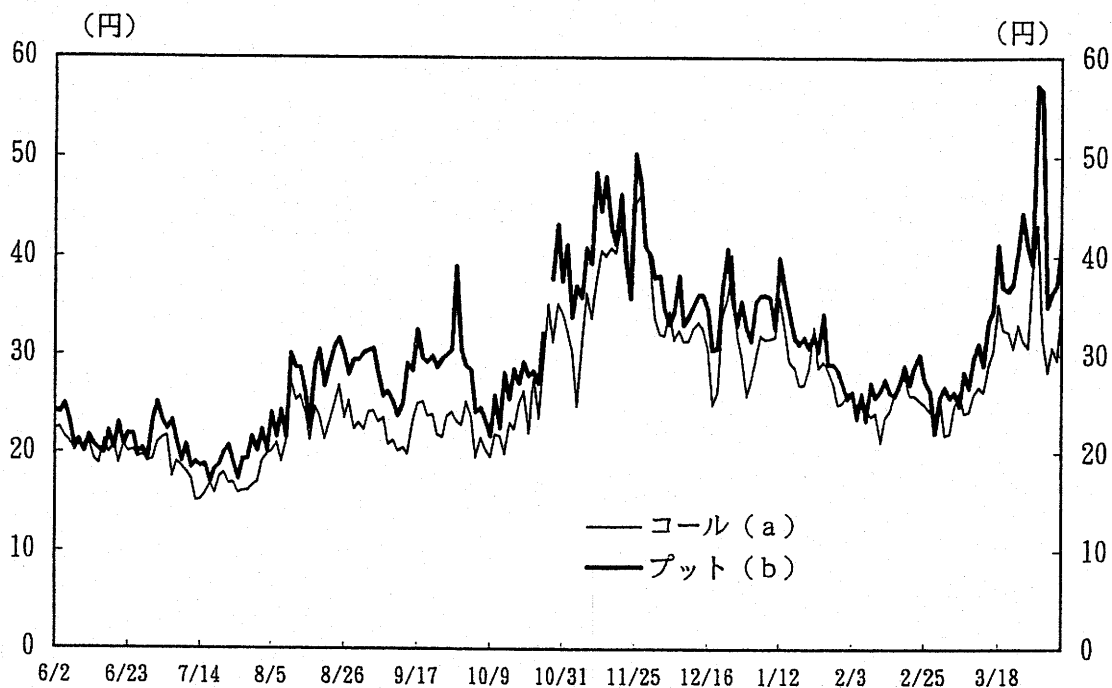
(注1) イールド・スプレッド = 国債利回り - 予想株式益回り (予想1株当たり利益 / 株価)
= 企業収益の期待成長率 - リスク・プレミアム

(注2) 予想株式益回りは大和総研調べ。

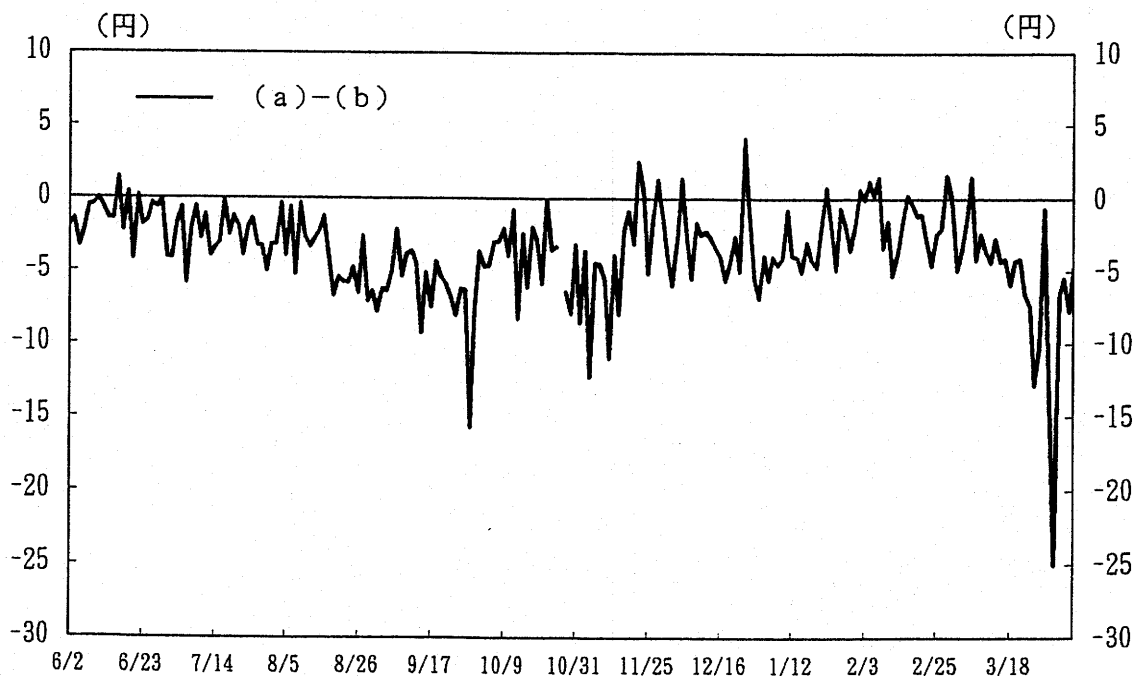
(注3) 月末値。

株価変動に対する市場の見方

(1) オプションのインプライド・ボラティリティ



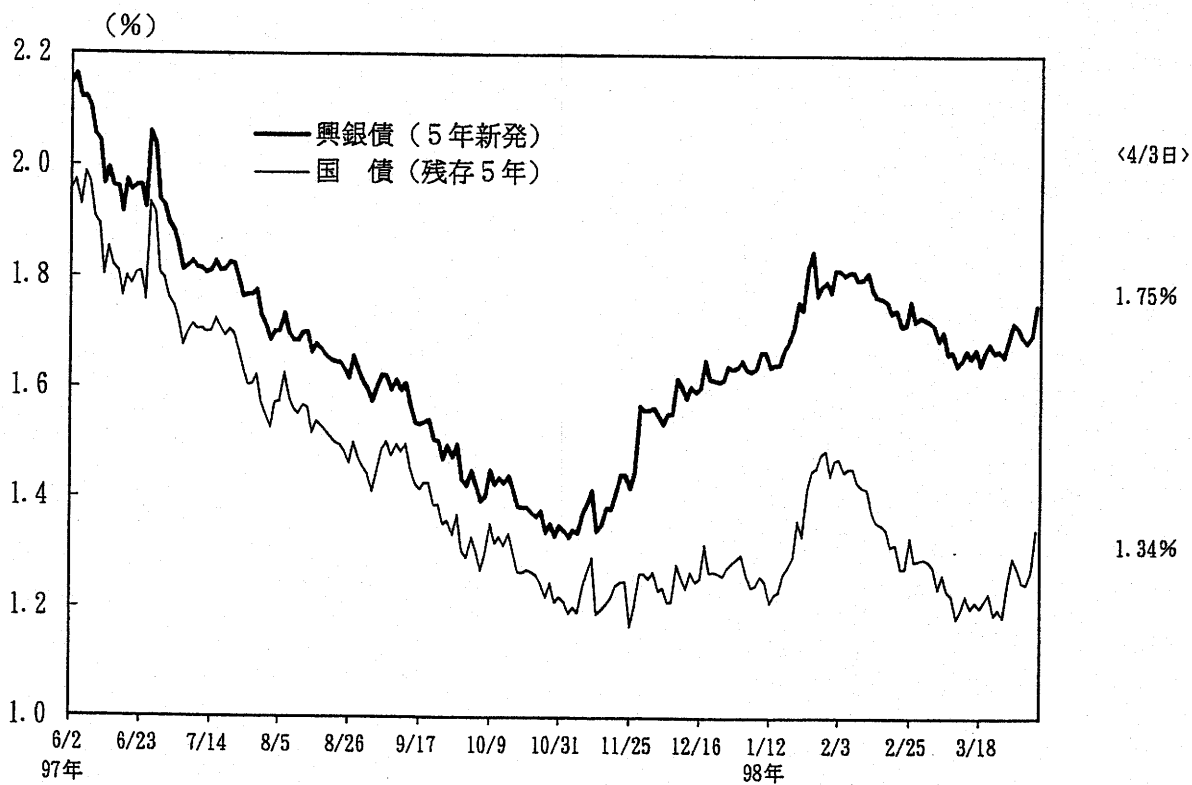
(2) ボラティリティ・スプレッド



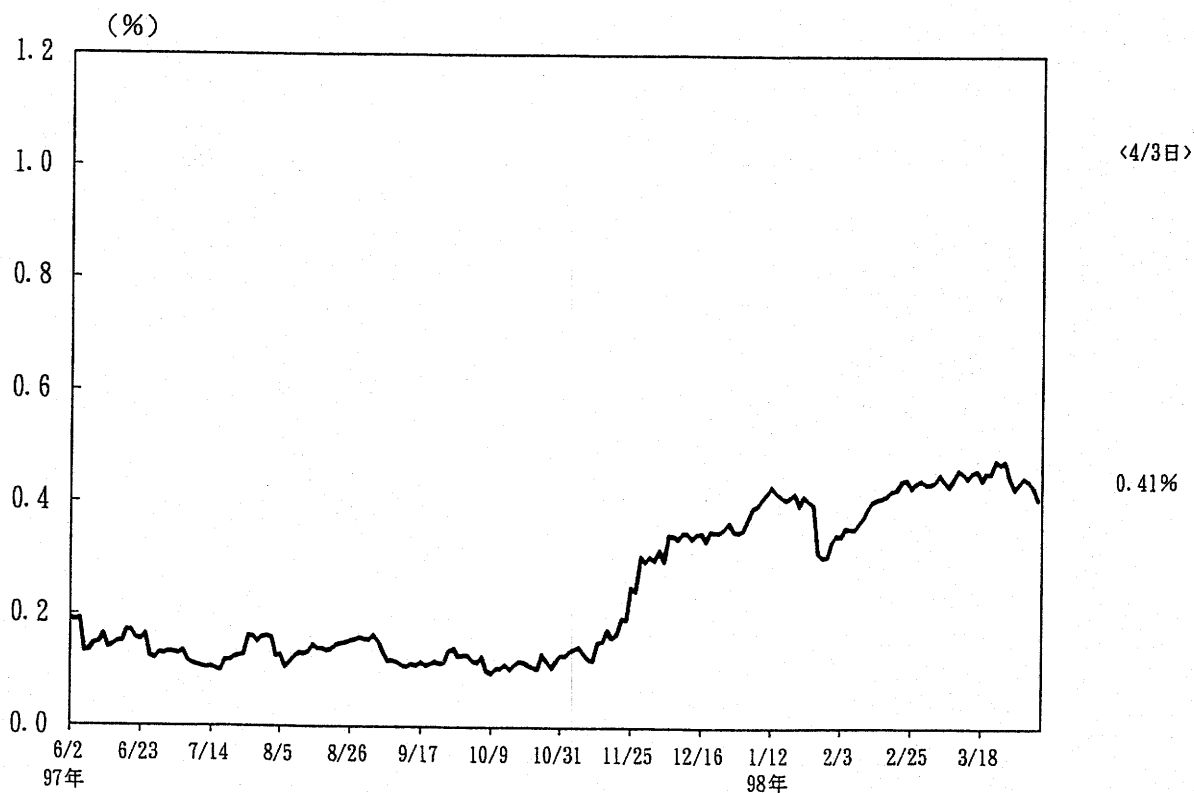
(注) インプライド・ボラティリティ (IV) は、株価変動の大きさ (方向は問わない) に関する市場の予想を、オプション価格から逆算したもの。また、コール・オプションから計算された IV (a) とプット・オプションから計算された IV (b) との差 (a-b) をボラティリティ・スプレッド (VS) という。VS は、仮に株価が先行き大きな変動を示す場合、その方向は上下いずれである確率が高いかについて、市場の見方を示すものである (グラフにおいて VS が上方<下方>に位置しているときは、株価の上方<下方>リスクが大きいと市場がみていることを示す)。

金融債流通利回り

(1) 流通利回り

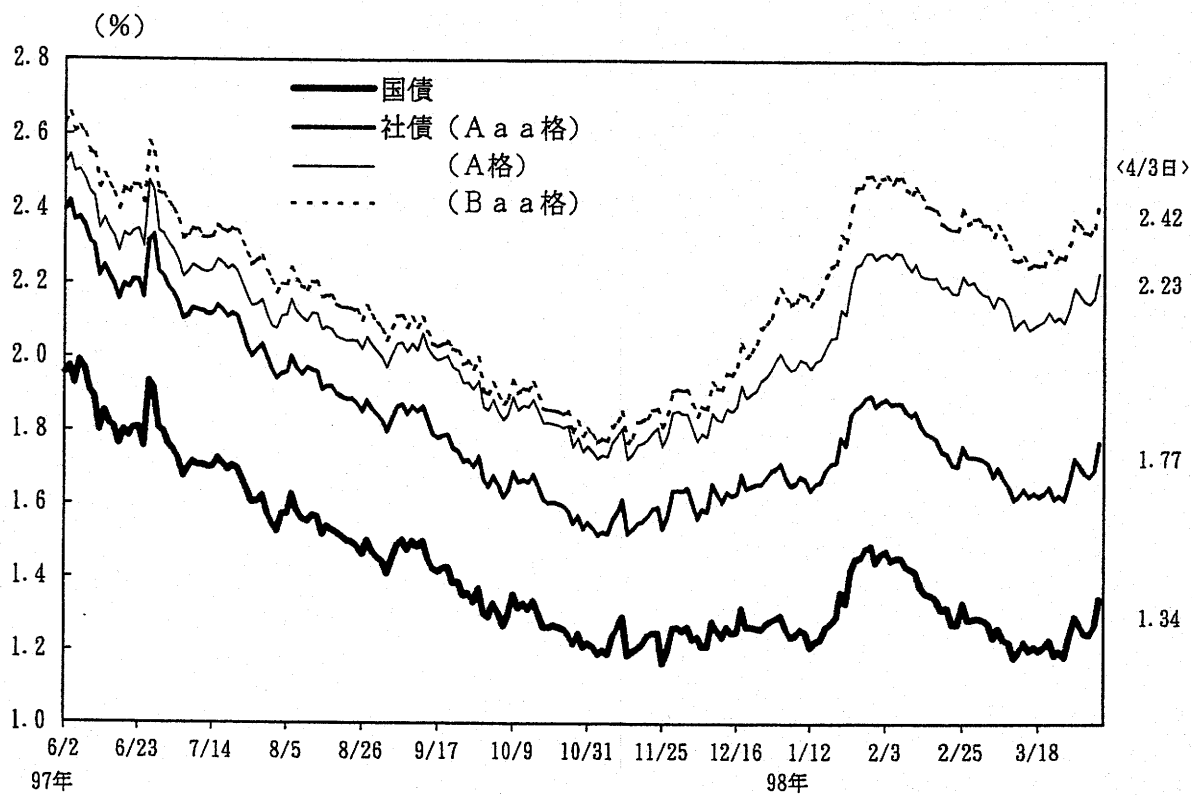


(2) スプレッド (興銀債流通利回り - 国債流通利回り)

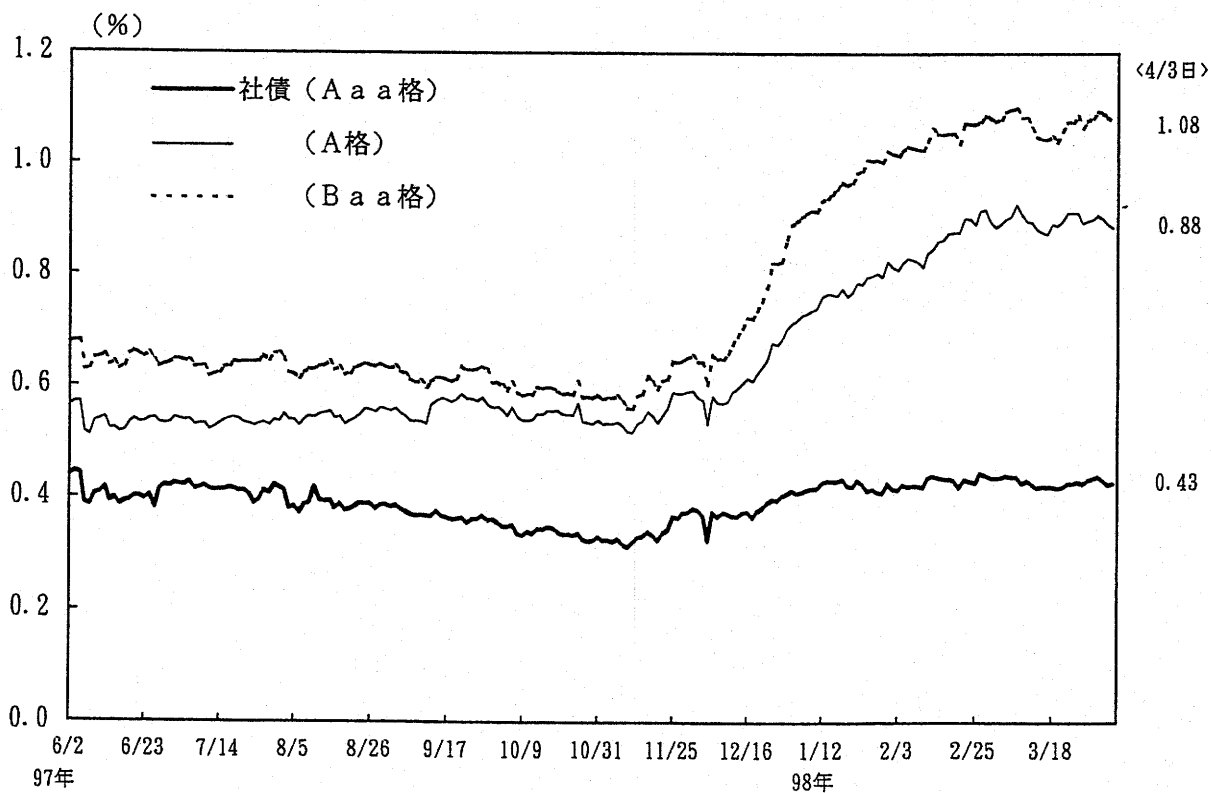


社債流通利回り

(1) 流通利回り



(2) スプレッド (社債流通利回り - 国債流通利回り)



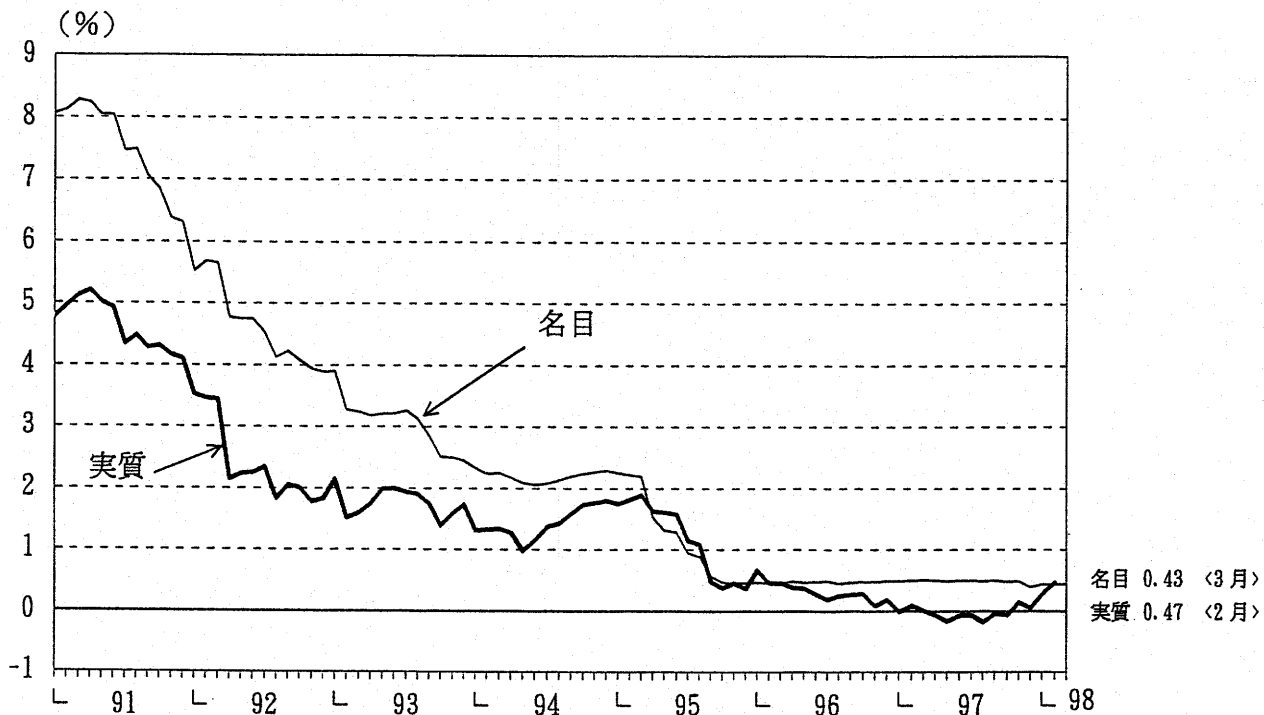
(注1) 国債、社債とも残存年数5年。

(注2) 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。

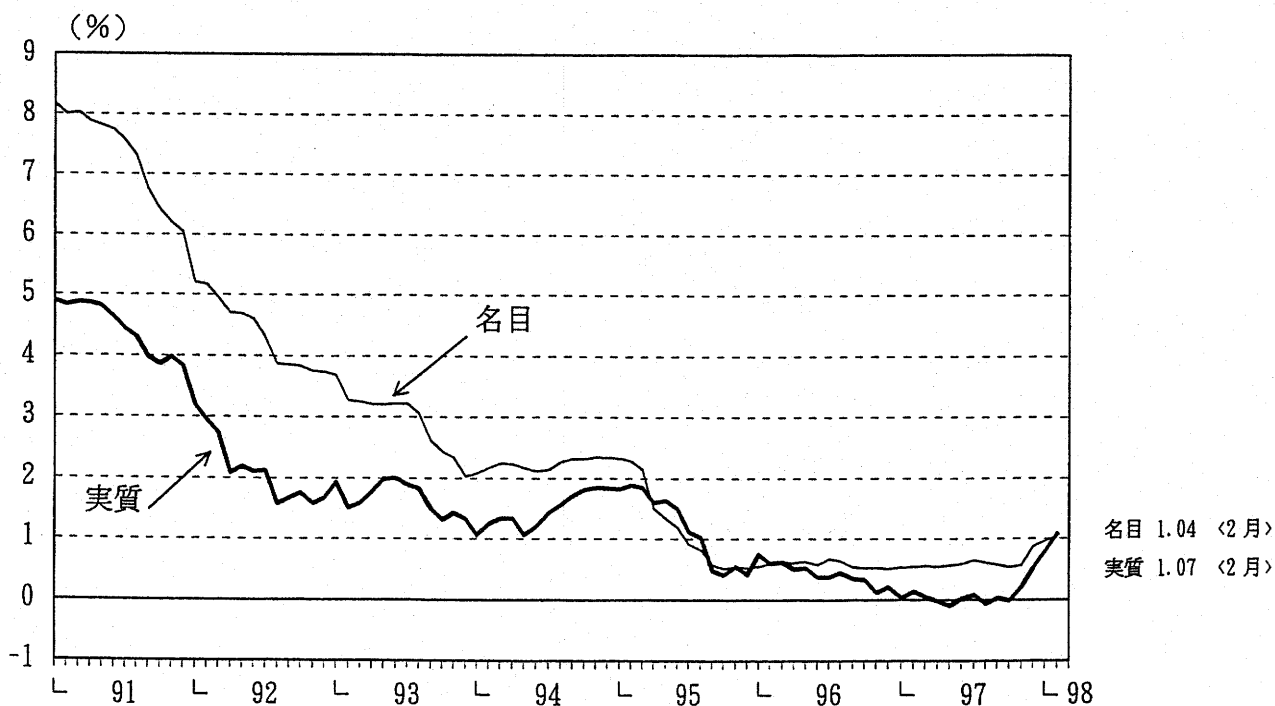
実質金利 (1)

— 実質金利は、名目金利（月中平均）からCPI（除く生鮮）前年比（消費税率引き上げ、医療保険制度改革の影響を調整ベース）を差し引いたもの。

(1) 無担O/Nレート



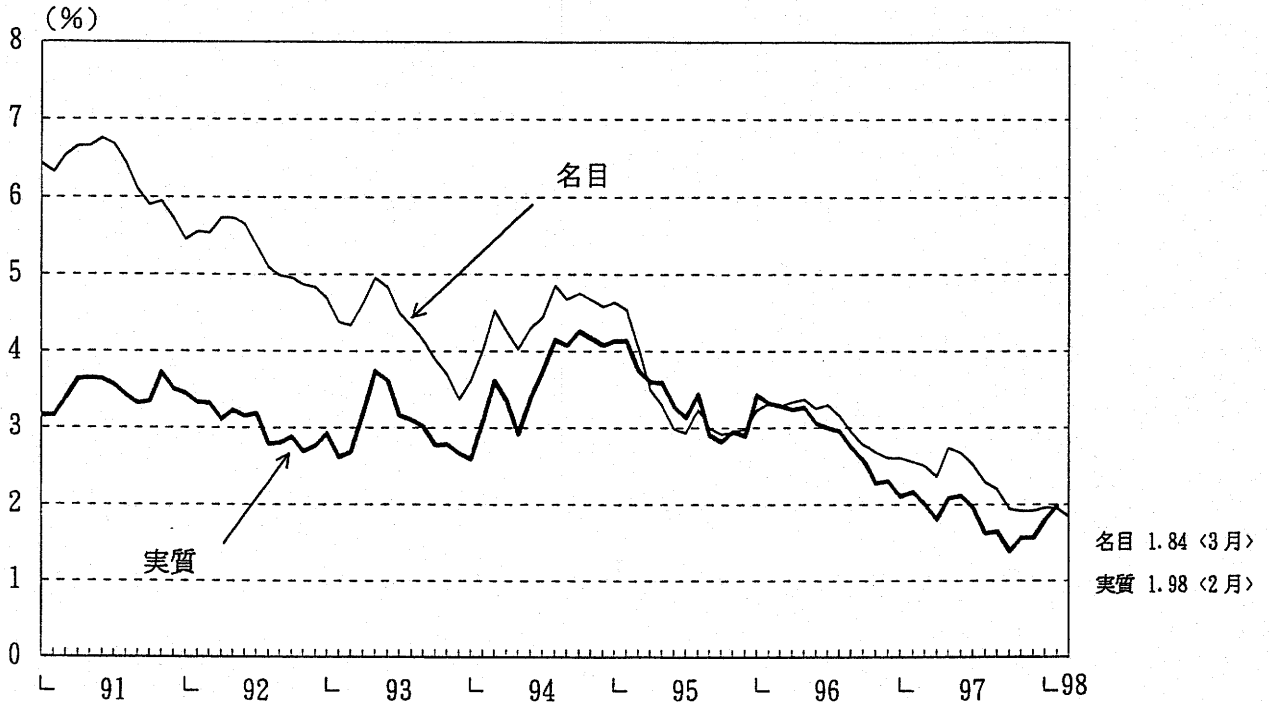
(2) CD 3Mレート



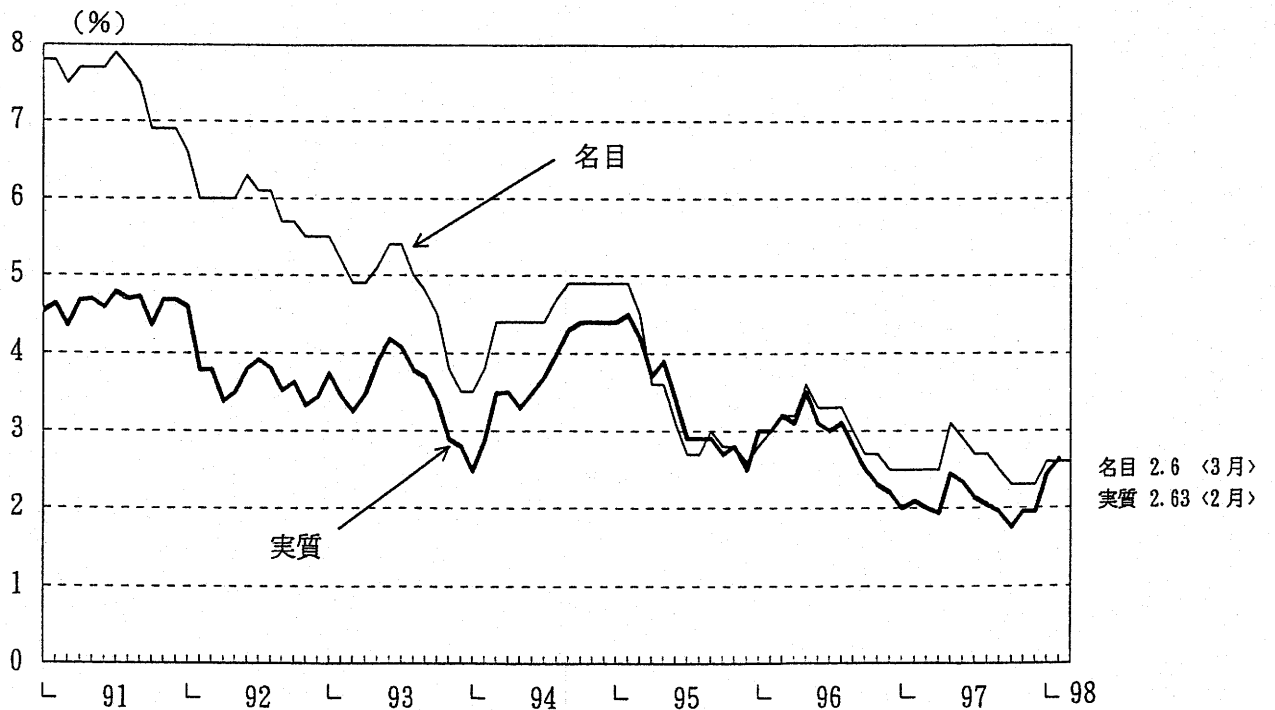
実質金利 (2)

—— 実質金利は、名目金利（月中平均）からCPI（除く生鮮）前年比（消費税率引き上げ、医療保険制度改革の影響を調整ベース）を差し引いたもの。

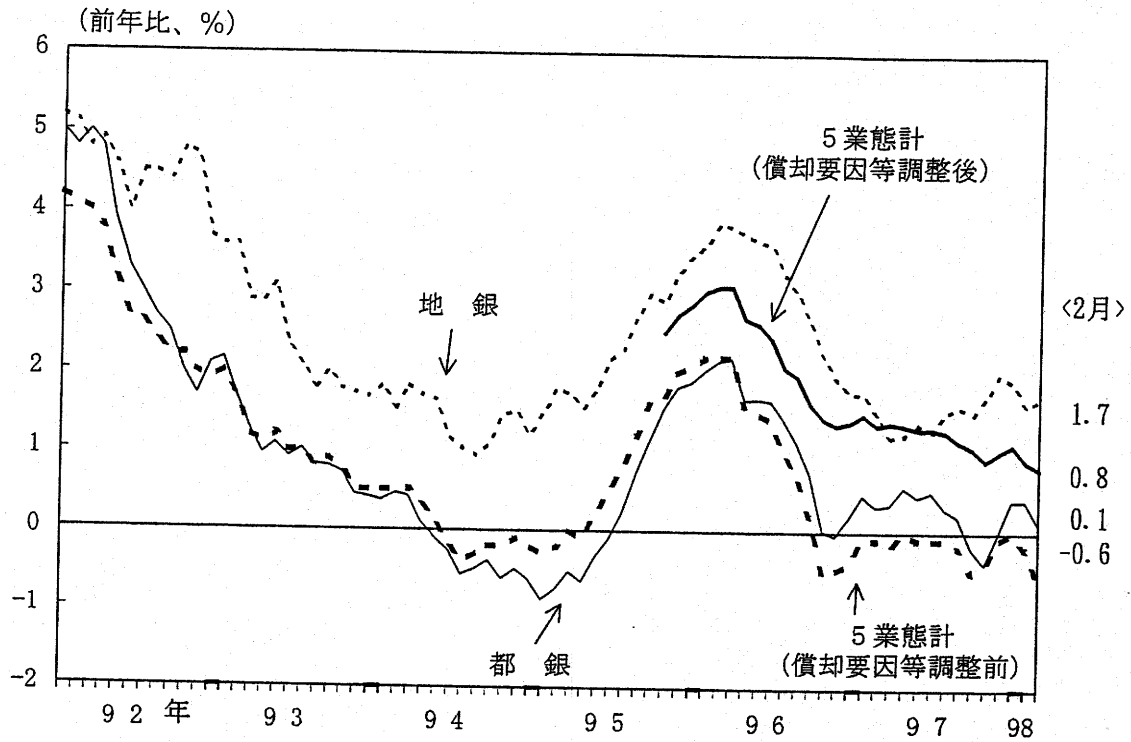
(1) 国債10年最長期物流通利回り



(2) 長期プライムレート



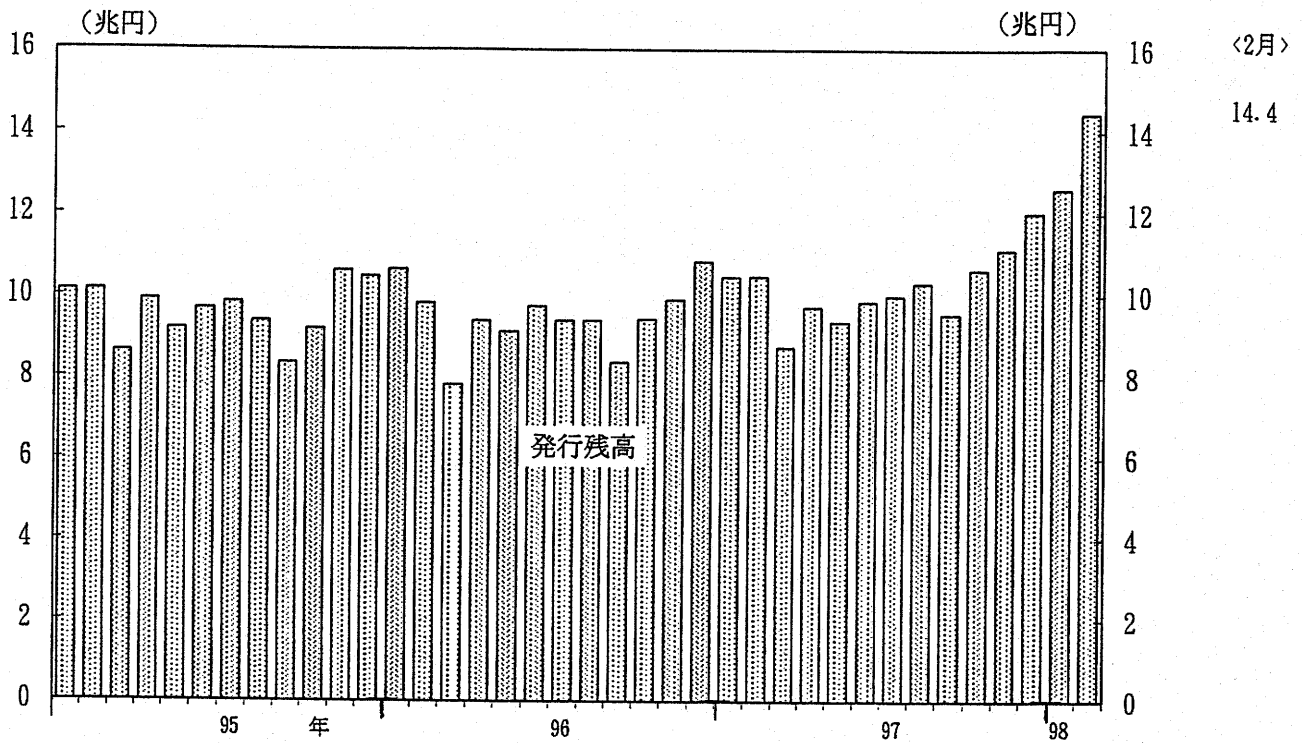
民間銀行貸出



- (注1) 総貸出平残ベース。
- (注2) 5業態は、都銀、長信、信託、地銀、地銀Ⅱ。
- (注3) 償却要因等調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①償却要因、②貸出債権流動化要因、③為替要因の調整を行ったもの。①、②については、直接償却、貸出債権流動化に伴う貸出の減少がなかったものとして、③については外貨インパの円換算に伴う振れが生じないように換算為替レートを調整し、計算を行っているが、あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

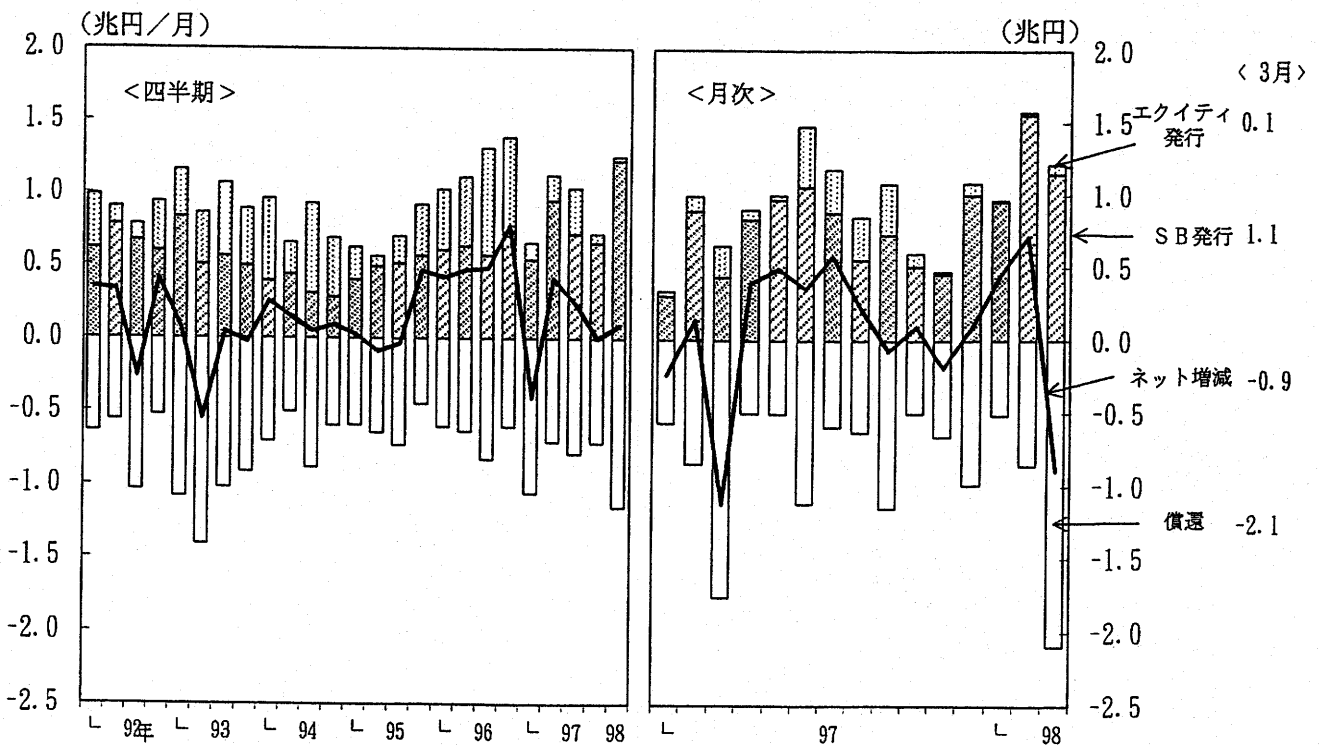
資本市場調達

(1) CP



(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。

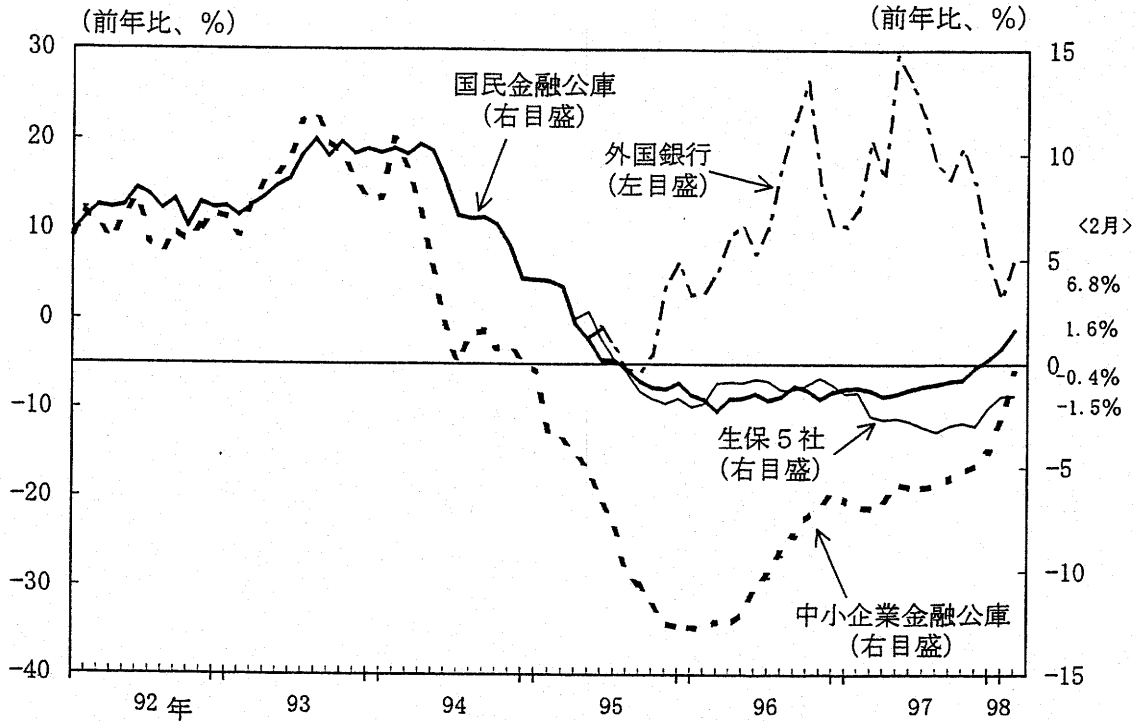
(2) 社債・株式



(注1) 民間部門(居住者)の調達額。エクイティは転換社債、ワラント債、新株発行の合計。
(注2) 償還額は営業局推計。

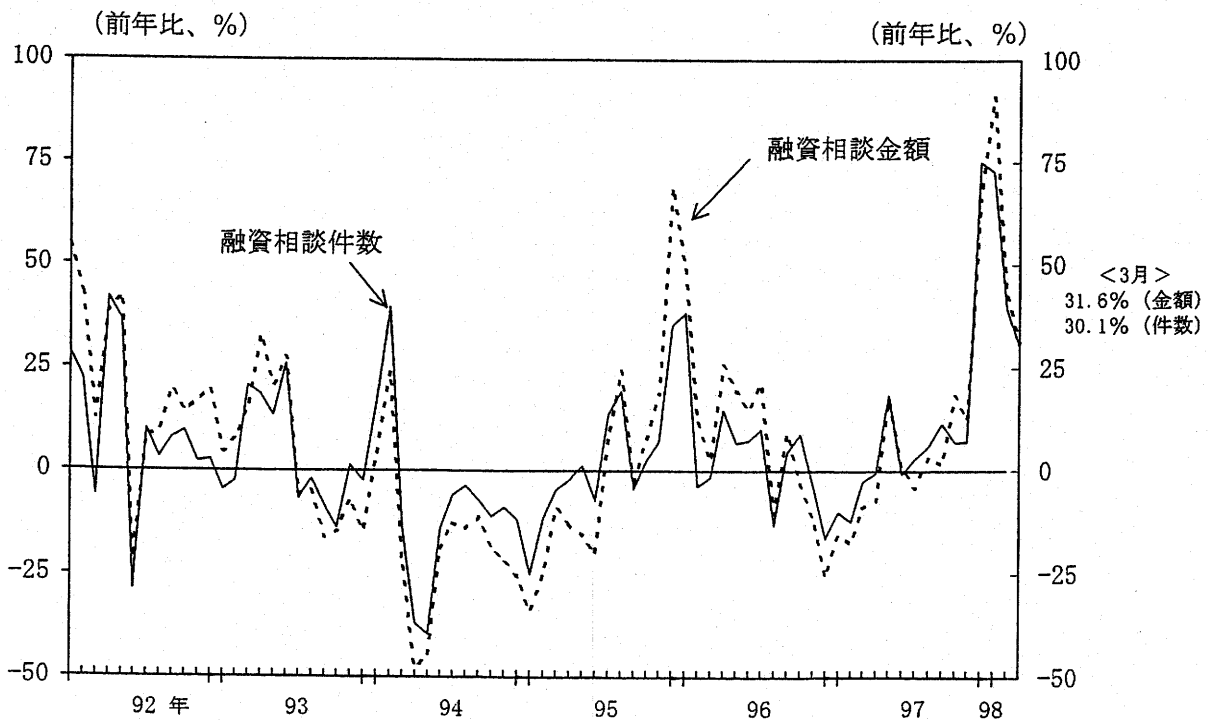
その他金融機関貸出

(1) その他金融機関貸出



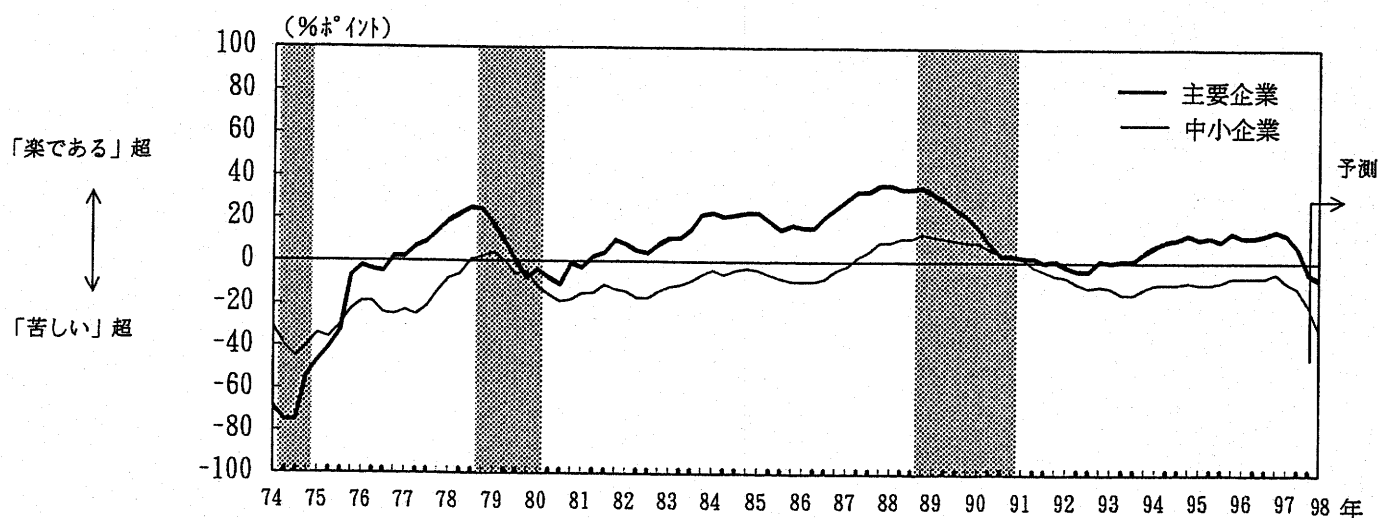
(注) 外銀は平残ベース。その他は末残ベース。

(2) 中小公庫の融資相談件数・金額 (直貸分)

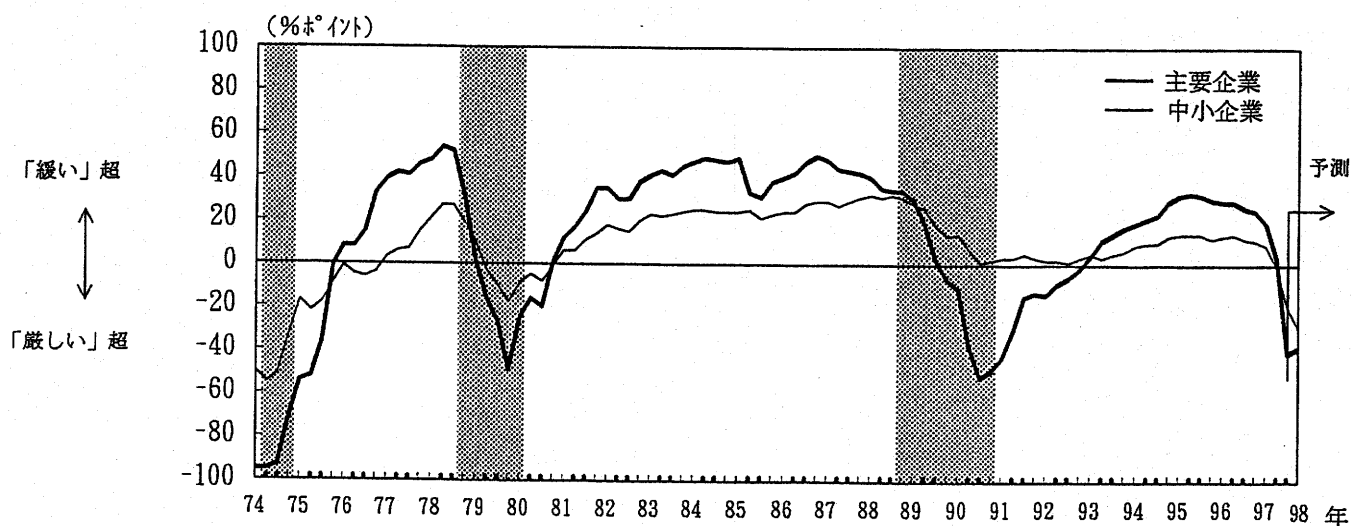


短観からみた企業金融

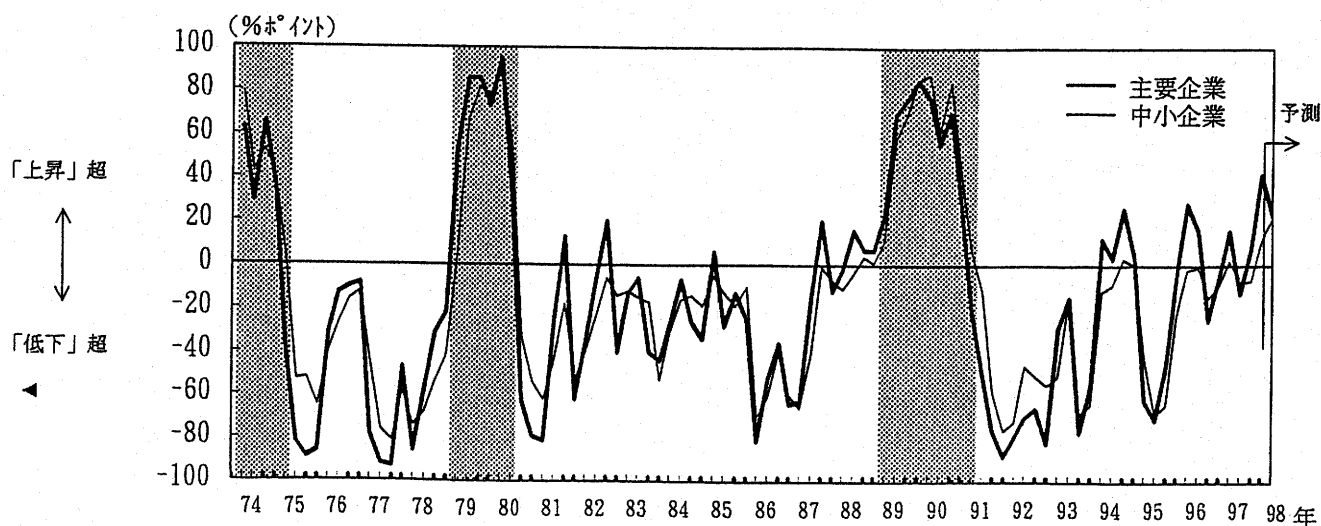
(1) 資金繰り判断D. I.



(2) 金融機関の貸出態度判断D. I.



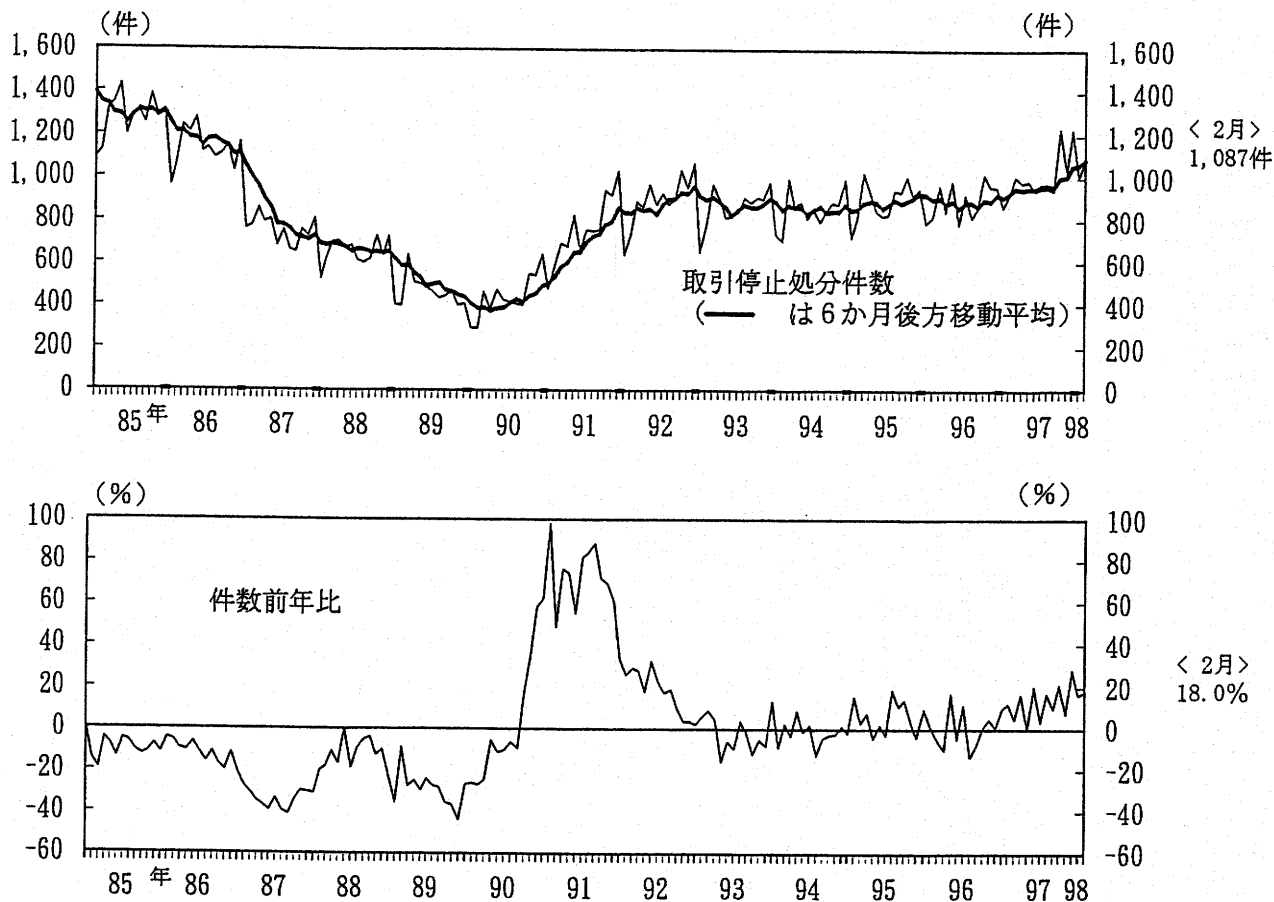
(3) 借入金利水準判断D. I.



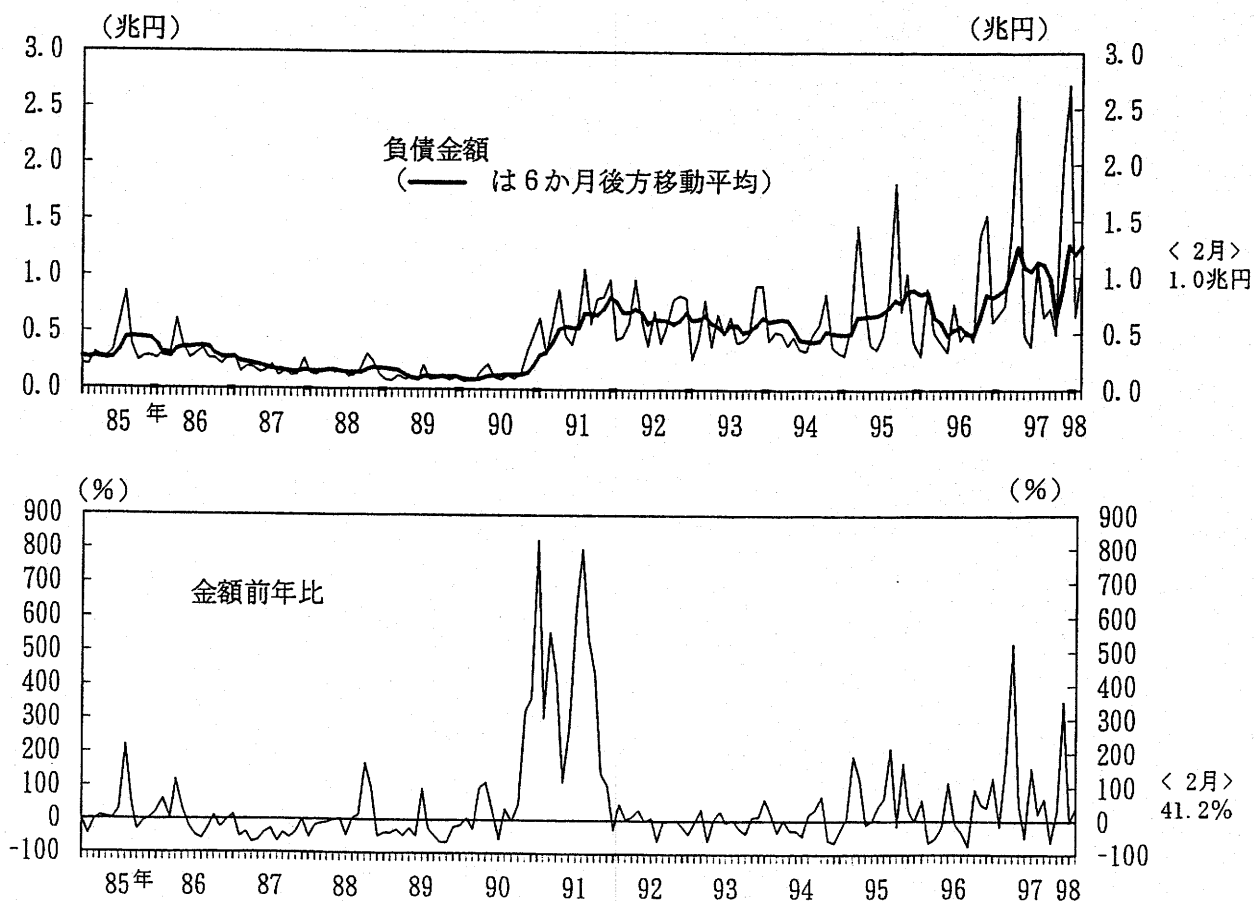
(注) 1. 83/2月以前の中小企業D. I. には非製造業を含まない。
2. シャドローは公定歩合引き上げ局面。

企業倒産

(1) 銀行取引停止処分件数 (全国銀行協会連合会調べ)

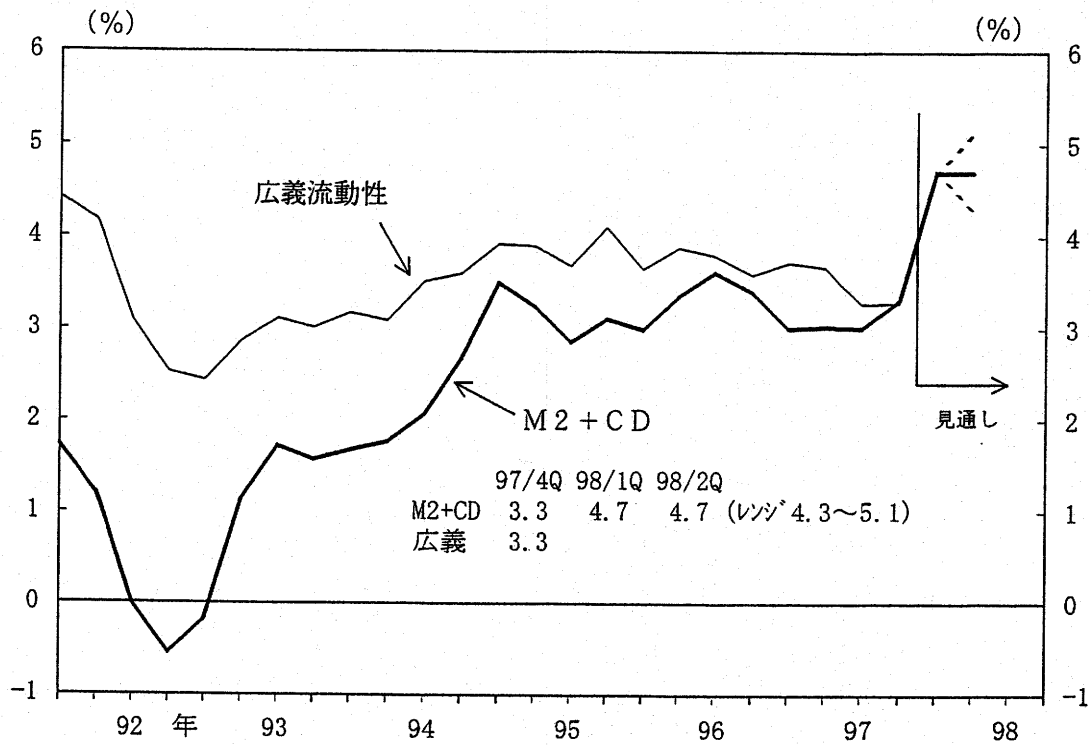


(2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)



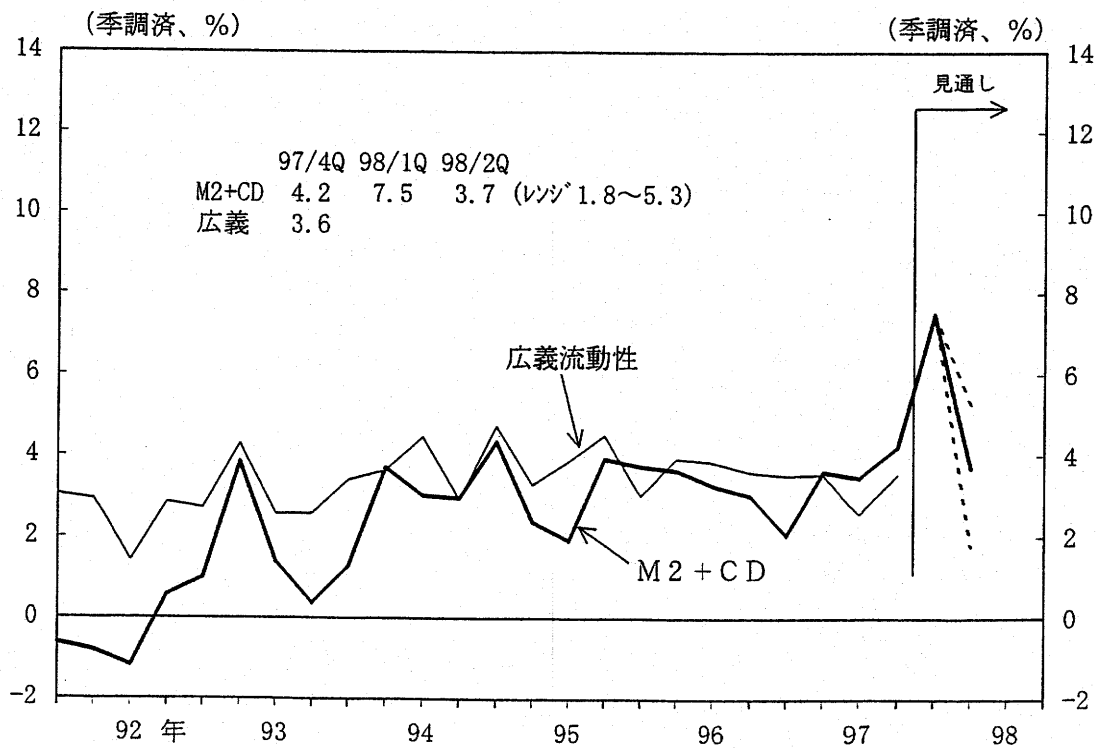
マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)

(1) 前年比



(注) 98/1QのM2 + CD前年比は実績見込み。

(2) 前期比年率

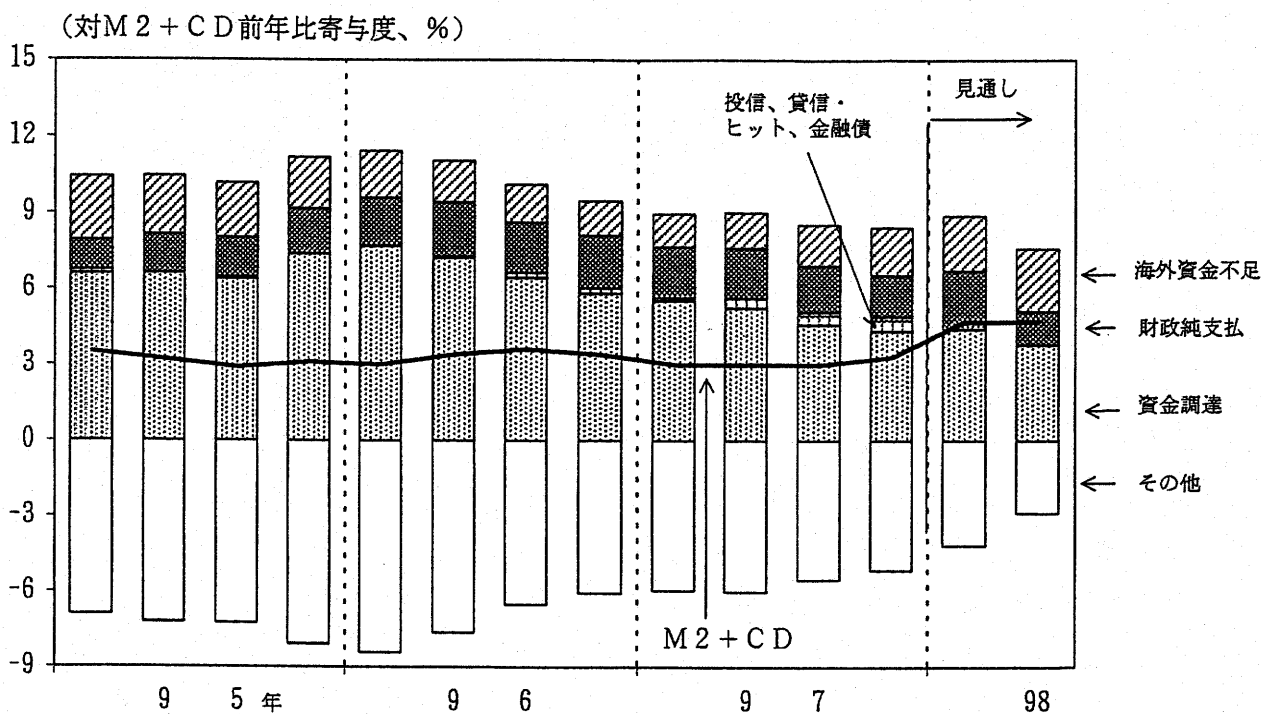


(注) 98/1QのM2 + CD前期比年率は実績見込み。

M2 + CD増減の寄与度分解

—— マネー保有主体（民間部門・地公体）のバランスシート・アプローチによる。

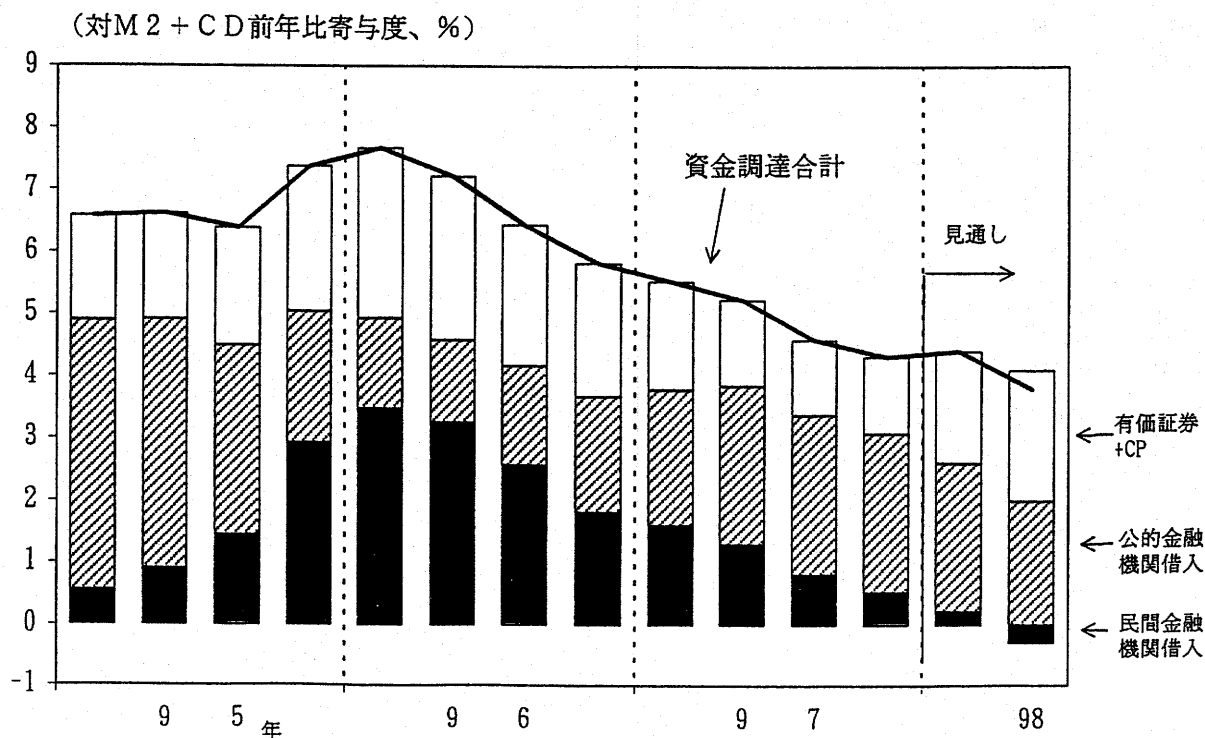
(1) M2 + CD増減の寄与度分解



(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

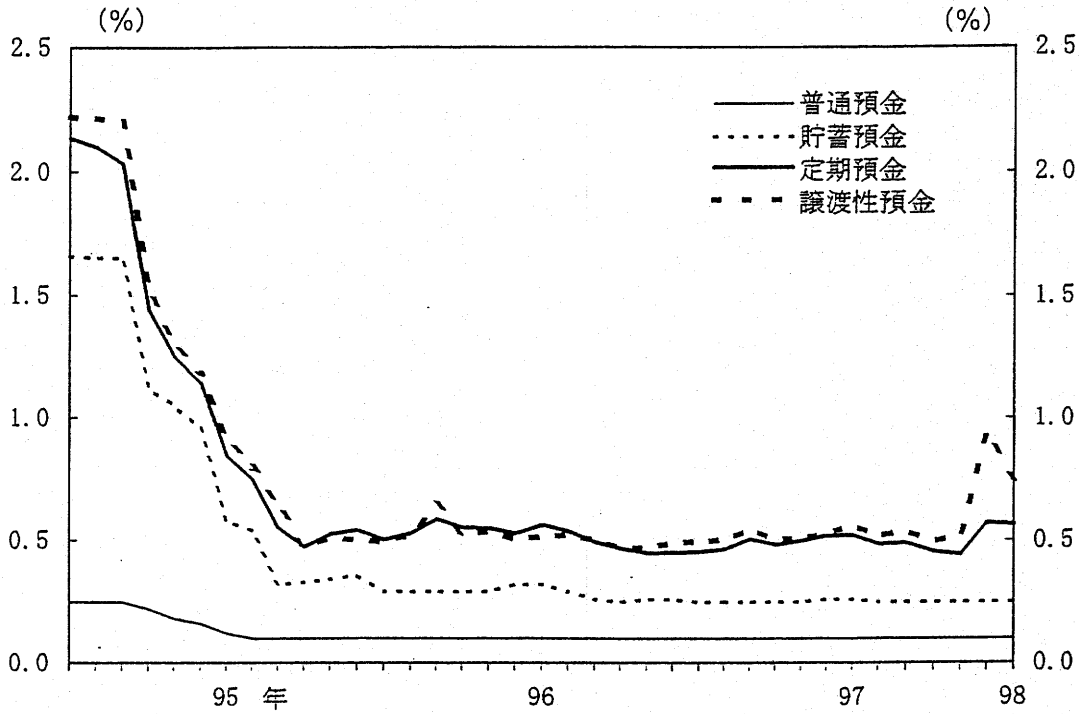
98/1~2Qの内訳計数については、「投信、貸借・ヒット、金融債」を「その他」に含めている。

(2) 資金調達増減の寄与度分解

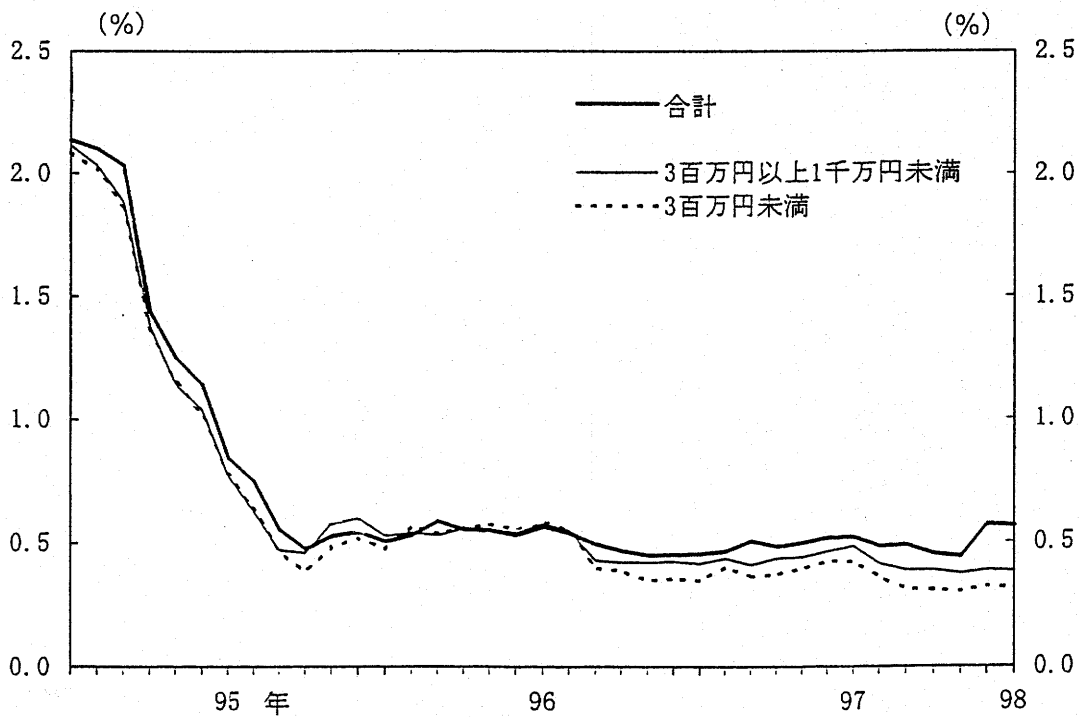


預金金利

(1) 各種預金金利

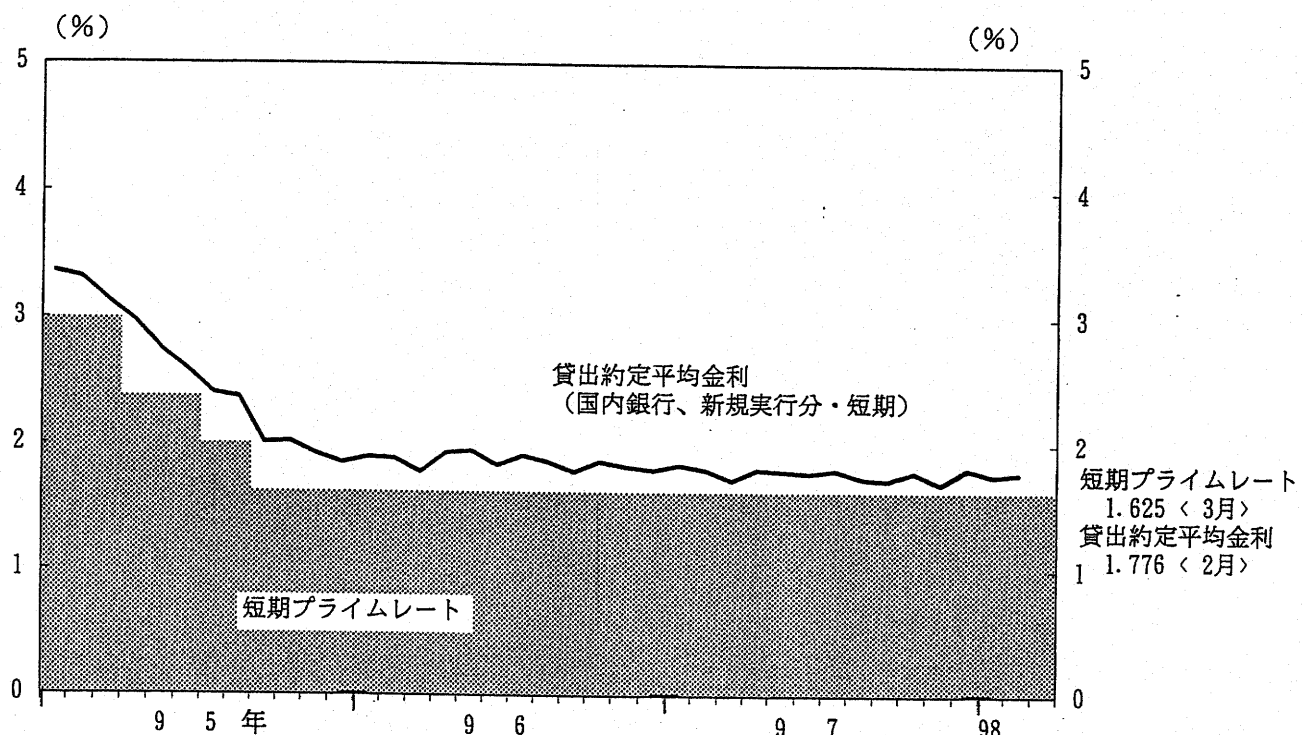


(2) 定期預金金利の預入単位別内訳



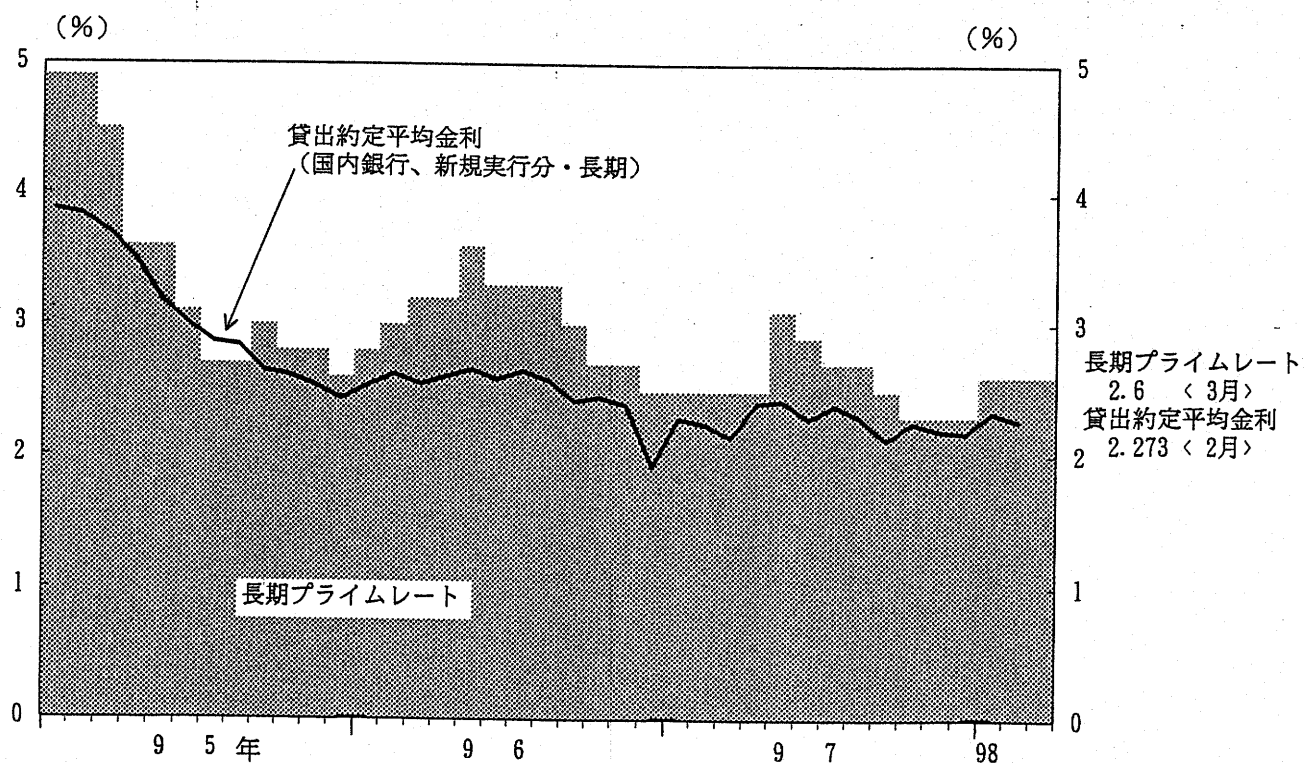
貸出金利

(1) 短期



(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) 長期



当面の金融政策運営上の検討ポイント

1. 景気・物価面での検討ポイント

- (1) 景気の現状をどう判断するか。
- (2) 景気の先行きについて、下押しの力（①生産・所得・支出を巡る負の循環、②アジア経済の調整の影響）と、それを押しとどめる力（①既に実施に移された特別減税・金融システム安定化策等、②財政面からの景気対策、③円安）を、それぞれどう評価するか。
- (3) 金融・資本市場動向をどう評価するか（ターム物金利の動向等）。
- (4) 金融機関の融資姿勢とその企業金融への影響をどうみるか。
- (5) 先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクをどう評価するか。

2. 当面の金融政策運営方針

選択肢 A

現在の調節スタンスを変更し、 $< >$ %程度の市場金利上昇を促す調節を行う。(あわせて、公定歩合を $< >$ %引き上げ、 $< >$ %とする。)

(考え方)

特別減税や金融システム安定化策等の実施が、徐々に効果を現し、消費者や企業のコンフィデンスも次第に回復することが期待される。また、過去最大規模の経済対策案が与党から示され、これに沿った財政面からの景気対策がとりまとめられる可能性がある。こうしたことから、景気は先行き自律的な回復軌道に復することが展望可能であり、2年半以上にわたり継続されてきた現行金利水準を、早めに引き上げることが適当である。

選択肢 B

現在の金融政策スタンスを維持する（無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す）。

（考え方）

家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。物価は、国内需給ギャップの拡大傾向が続くことや、これまでの国際商品市況の下落の影響から、全般に軟調に推移する公算が大きい。

ただし、政府による金融システム安定化策などにより、家計のコンフィデンスがさらに大きく落ち込むような事態は避けられ得るものとみられる。また、与党が示した過去最大規模の経済対策方針に沿って、今後、財政面からの景気対策がとりまとめられる可能性がある。こうした情勢を踏まえると、当面は、これまでの金融政策スタンスを維持しつつ、内外におけるリスク・ファクターの帰趨や、政府による政策運営の帰趨、効果を見極めることが適当である。

また、短期金融市場は総じて落ち着いてきているが、引き続き、現在の金融政策スタンスのもとで、潤沢かつ長めの資金供給を続け、市場心理の一層の安定に努めることが適当と考えられる。

選択肢 C

現在の調節スタンスを変更し、< >%程度の市場金利低下を促す調節を行う。(あわせて、公定歩合を< >%引き下げ、< >%とする。)

(考え方)

家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。物価は、国内需給ギャップの拡大傾向が続くことや、これまでの国際商品市況の下落の影響から、全般に軟調に推移する公算が大きい。

また、金融面では、金融機関、民間企業の資金調達金利が、昨年秋以前に比べて、全体として依然やや高めの水準にある。この間、物価も軟化しているため、長短実質金利は幾分上昇している。

こうした景気・物価、ならびに金融情勢を踏まえると、ここで、一段の金融緩和を進めることによって、企業や家計のコンフィデンス回復を促し、景気の回復力を補強することが適当と考えられる。

以 上