

99.3.2  
日本銀行

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合  
議事要旨

(99年1月19日開催分)

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、99年2月25日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

(開催要領)

1. 開催日時：99年1月19日（9:01～12:12、13:03～15:34）

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長 速水 優（総 裁）（注）  
藤原作弥（副総裁）  
山口 泰（ 〃 ）  
後藤康夫（審議委員）  
武富 將（ 〃 ）  
三木利夫（ 〃 ）  
中原伸之（ 〃 ）  
篠塚英子（ 〃 ）  
植田和男（ 〃 ）

（注）速水委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:01～9:17の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4. 政府からの出席者：

大蔵省 武藤敏郎 大臣官房総務審議官（9:01～15:34）

経済企画庁 新保生二 調査局長（10:33～15:34）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事(企画第1課長)	山本謙三

（事務局）

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（12月15日）で決定された方針（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う）にしたがって運営した。この結果、1月15日に終わる積み期間（12月16日～1月15日）におけるオーバーナイト・レートは、加重平均で0.25%となった。今積み期間も、最初の営業日である昨日（1月18日）は、0.23%と落ち着いてスタートした。

この間の動きをやや具体的にみると、オーバーナイト・レートは、年末日の12月30日にはやや強含んだが、日本銀行の積極的な資金供給もあって、加重平均は0.32%と、年末日としては落ち着いた水準となった。年明け直後も、年末越えターム物資金の期落ち集中が意識される中で、レートに上昇圧力がかかりやすい地合いにあったため、日本銀行は多めに資金を供給して市場の安定に努めた。逆に、それ以降は、それまでにおける準備預金の積み進捗を反映して、レートは弱含み基調で推移した。

ターム物金利を3か月物で見ると、年度末越え取引となったことを反映してやや上昇しているが、そうした年度末要因を割り引いてみれば落ち着いた動きとなっている。市場が意外なほど平静を保っているのは、①本年度末までに総額約6兆円と報じられている公的資本注入が確実視されていることや、②日本銀行が潤沢な資金供給を続ける姿勢が好感されていること、などによるものとみられる。

もっとも、①公的資本注入の条件等を巡り不透明感が残っていること、②ブラジル等海外情勢が不安定なこと、などを勘案すると、現在落ち着いている短期金融市場も、年度末にかけて逼迫感を強める可能性があることは否定できないため、注意深くみていく必要がある。

なお、11月に決定した「企業金融支援のための臨時貸出制度」の第2回貸付を、明日（1月20日）実行する。金融機関の10～12月中貸出増加額から決まる借入枠は4兆円強に達したが、金融市場が小

康状態にあることなどから、実際の貸付申し込み額は、すでに実施した第1回分との合計でも1兆円強にとどまっている。この結果、借入枠は約3兆円が未使用の状態になっているが、それはそれで、年度末にかけて万市場の逼迫感が強まるような場合にクレジット・ラインとして使えるため、金融機関に安心感を与える機能を果たしている。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、昨年末から1月上旬にかけては、①わが国長期金利の上昇、②中南米情勢の不安増大、③日米貿易摩擦問題の悪化懸念、などを受けて急速にドル安・円高が進行した。その結果、1月11日には一時108円台と、約2年半振りの円高水準となった。もっとも、その後は、①12日の東京市場でドル買い・円売り介入が実施されたとの報道、②中南米通貨不安のアジアへの波及懸念、③ルービン米財務長官の強いドルへの支持を示唆する発言、などを背景に円が下落し、最近では114円を挟む動きとなっている。

新通貨ユーロへの移行はスムーズに行われ、ユーロの対米ドル相場は、中南米問題の影響もあって、底固く推移している。この関連で、ドイツやフランスの国債が買われており、両国とも、国債利回りが戦後のボトムを更新している。

この間、ブラジル・レアルは、軟調に推移していたが、ブラジル通貨当局は1月13日、レアルを切り下げ、かつ許容変動範囲を拡大した。さらに15日には、許容変動範囲そのものを撤廃することが表明され、レアルは18日から変動相場制に移行した。他の中南米通貨やアジア通貨に対する影響を懸念する声もあるが、今のところ市場は平静である。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済をみると、株価が高水準を続けていることなどを背景に、家計支出が引き続き堅調である。労働需給はタイトであるが、労働コストの上昇はモダレートなものにとどまっている。今後のリスクとしては、①株価が下落して家計支出に悪影響を与える可能性、②

輸出が減少して設備投資等を一段と抑制していく可能性、③金融資本市場でリスク・プレミアムが再び拡大する可能性、などが挙げられる。ただ、これまでのところこうしたリスクの顕在化は避けられており、景気減速のテンポは一頃懸念されていたほど急速なものとはならないように窺われる。

この間、中国では、地方政府が営むノンバンクである各地の投資会社が、資金繰り問題に直面している。広東国際信託投資会社の債務超過が明らかになったのをはじめ、いくつかの投資公司以、返済遅延ないしその懸念が生じている。今のところ、同国の株価や通貨は落ち着いているが、同国に対する海外投資家のスタンスが慎重化するのを避けられず、その動向と影響に注意を払っていく必要がある。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資が大幅に減少しているほか、個人消費や住宅投資も低調にとどまっている。一方で、純輸出が緩やかながらも増加基調を続ける中で、公共投資は増勢を示している。こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を背景に、生産の減少テンポは緩やかなものとなっている。この結果、企業の業況感も悪化傾向を続けてはいるが、そのテンポは幾分鈍化してきている。この間、物価は、全般に軟調に推移している。

このように、経済情勢は依然として悪化を続けているが、そのテンポは和らいできている。しかし、企業収益が引き続き減益基調にあるほか、年度末にかけての資金確保への不安感がなお払拭し切れていない状況のもとで、企業は支出活動を抑制している。また、家計支出は、一部に幾分明るい材料もみられるが、雇用の減少や賃金の低下が続くなど所得環境が厳しさを増すもとで、全体としては、低調を脱していない。以上のことから、民間需要の低迷基調に変化は窺われない。

先行きについては、当面、公共投資が経済を下支えしていくと予想されるほか、所得税・法人税などの減税実施も、ある程度の景気下支え効果を持つと考えられる。ただ、上記のような企業や家計の

所得環境を考慮すると、これらが民間需要を喚起する効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。すなわち、当面、設備投資の減少に歯止めがかからないと考えられるほか、雇用環境も厳しい状態を続ける公算が大きい。さらに、長期金利の上昇や円高の進行も、これが持続すれば企業収益に悪影響を及ぼす惧れがある。

物価下落が持続することの影響についても、引き続き注意を払う必要がある。需給ギャップが縮小する展望に乏しく、円高の影響も考えると、来年度入り後、物価は全般に下落テンポが徐々に速まっていくと見込まれる。この結果、民間のデフレ予想が次第に強まり、実質金利の上昇が経済活動に悪影響を及ぼすリスクがあることを念頭に置く必要がある。

## (2) 金融情勢

金融市況をみると、3か月物のジャパン・プレミアムやユーロ円金利は、年度末越え取引となったことに伴い幾分強含んだが、1年前の同時期や昨年9月末に向かう時期に比べれば、低い水準で、総じて落ち着いた動きとなっている。このように短期金融市場が落ち着いている背景としては、①邦銀の年末越え外貨調達問題が終息したこと、②国際金融不安が後退したこと、③大手銀行に対する公的資本注入が確実になってきたこと、などが挙げられる。

一方、長期国債の流通利回りは、11月下旬以降、景気悪化テンポが和らいできたことなどをきっかけに反発した。その後、12月中旬以降も、99年度の国債発行が多額にのぼるとの報道等を受けて、上昇テンポが加速した。こうした長期金利上昇要因の可能性としては、①市場では「国債の需給悪化懸念」を指摘する見方が多いが、②景況観の好転、③財政赤字の拡大に伴う将来のインフレ・リスクについての懸念の高まり、④安全性への逃避 (flight to quality) の巻き戻し、といった点などが考えられる。もっとも、これらの要因によっても、とりわけ12月中旬以降の国債利回りの上昇は、十分には説明し切れないように思われる。これがどのような水準に落ち着いていくか、注意深くみていく必要がある。

企業金融の逼迫感は、一頃に比べて幾分和らいできているように窺われる。その背景として、資金需要面をみると、設備投資の大幅減少などを背景に、実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けてい

ることが挙げられる。一方、資金供給サイドでは、民間銀行は、基本的に慎重な融資姿勢を維持しつつも、信用保証制度の活用については積極的に取り組んできている。こうした信用保証制度の拡充や日本銀行によるオペ・貸出面の措置が、企業金融によい影響を与えているものとみられる。また、信用保証の増加や財政支出の拡大等から、このところ企業倒産の増加傾向にも歯止めがかかってきている。

## Ⅱ. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状については、概ね執行部の報告どおり、景気の悪化テンポが和らぎ、局面としては底這い圏内にあるのではないかとの見方が、多くの委員から述べられた。そうした判断の根拠として、①公共投資が増加していること、②10～12月の個人消費が若干ながら持ち直したとみられること、③生産が下げ止まってきていること、④企業金融面での逼迫感が一頃に比べて薄れてきたこと、などが挙げられた。また、何人かの委員から、住宅投資についても、金利の先高感や、これから出てくる住宅減税の効果などを考えると、底を打ったのではないかとの見解が示された。

しかし、企業収益や雇用・所得環境が非常に厳しく、企業や家計のコンフィデンスは引き続き弱いこと、したがって依然として先が見えない状況が続いているという点で、多くの委員の認識はほぼ一致していた。また、昨年末頃からの長期金利上昇や円高について、多くの委員が、潜在的なリスク・ファクターとの位置づけで言及し、こうしたリスクが増した分だけ、前回会合における判断を若干下方修正した委員もいた。

とくに、ある委員は、長期金利上昇および円高の悪影響を重くみて、景気が既に再下降の兆しをみせ始めていることを強調した。すなわち、その委員からは、景気動向指数の一致指数は9月に一旦上方へ向かったが、10月、11月と再び低下して8月の水準を下回ったとの指摘があり、上下いずれかへの分岐点と思われる状況の中で、下方へ向かう可能性が高まったことを示唆するものとの見解が示された。

## (2) 金融面の動き

金融市況面については、短期金融市場は小康状態にあるとの見方で概ね一致していた一方、12月頃から進行してきた長期金利上昇と円高が、議論の焦点となった。

まず、長期金利（長期国債流通利回り）については、多くの委員から、やや長い目でみれば景気の実勢を反映して決まるという基本的な考え方が指摘され、大幅に上昇した水準からこのところやや軟化してきているのは、そうした考え方と整合的であるとの認識が述べられた。そのうちの一人からは、みずからの景気判断に照らすと、長期金利はなお幾分低下する余地があるとの見方が示された。別の委員からも、民間資金需要の弱さを踏まえると、長期金利はもう少し低下してよいとの見解が述べられた。また、仮に現在の長期金利が景気に悪影響を与えるようなものであれば、そうした長期金利の水準自体が市場で長続きしないのではないかといった意見もあった。

ただ、昨年秋頃における長期金利のきわめて低い水準は、おそらくは「安全性への逃避」もあって、さすがに行き過ぎたものであったとの指摘も多かった。そうした指摘を行った委員のなかには、長期金利のリバウンドそのものは言わばバブルからの正常化の過程とみるべきとか、現在の水準は必ずしも高過ぎるとは言い切れないとの意見もあった。

こうした経済ファンダメンタルズから長期金利を評価する一つの考え方として、ある委員は、「日本銀行調査月報（98年6月）」に掲載されている長期金利関数をもとにして見解を述べた。この関数は、コールレートや物価上昇率、生産動向等を説明変数に用いたものであるが、その委員からは、同関数に最近のデータを当てはめれば長期金利の推計値は1%台前半になり、実績値とのギャップは小さいとの分析結果が紹介された。そのインプリケーションとして、同じ委員から、①現在のような物価、生産動向等が続く限り、長期金利が暫くの間少なくとも上昇しないことと整合的であること、②しかし昨年秋の1%を切る水準はさすがに低下し過ぎであったこと、などが指摘された。さらに後者の点について、金融機関が手持ちの資金を貸出に回さずに、安全性の高い国債を積極的に購入していた可能性がかなり高いとの見解が示された。

一方、長期金利が景気実勢だけでは説明できないとみられる上昇を示したことの意味を、とくに財政赤字との関係で、警戒的に受け



止める発言もあった。すなわち、ある委員からは、国債増発懸念等を背景に、国債保有に関する何らかのリスク・プレミアムが、市場において基本的に変化してしまった可能性があるとの見解が示された。別の委員からは、公的年金債務や金融再生関連の偶発債務等まで勘案すれば、政府債務残高は相当な高水準に達しつつあるとの暫定的な試算を示した。そのうえで、そうした財政状況のもとでは、将来どこかの時点でインフレ的な政策が採られることを市場が予想する結果、長期金利に上昇圧力がかけやすくなっている可能性があるとの見解が述べられた。

こうした点にとりわけ大きな懸念を抱く別の一人の委員からは、最近の長期金利上昇は、財政政策の限界に対する、いわば「債券市場の反乱」と受け止めるべきであり、長期金利は90年からの低下局面を終えて、昨年末から長い目でみて上昇局面に入ったとの見方が示された。さらにその委員からは、政策当局者の発言等ちょっとしたきっかけで、長期金利が急上昇するリスクに注意する必要があることが述べられた。

為替相場については、日本経済のファンダメンタルズから乖離して推移することがないかどうかについて、長期金利の場合よりも、警戒的にみておく必要があるとの認識が少なくなかった。すなわち、何人かの委員から、最近の円高は、新通貨ユーロの登場や、中南米諸国を巡る不透明感など、様々な要因が複雑に絡み合ってもたらされており、日本経済の動きだけでは理解しにくくなっているとの見方が示された。また、別の委員は、最近の円高の要因として、ドルやユーロには金利低下余地がある一方、日本の長期金利が上昇していることや、米国の株価や経済の先行き、さらには来年春からの米国大統領選挙に向けて日米貿易摩擦が高まる懸念等を挙げた。

なお、ドル、ユーロ、円の3通貨の関係を安定化させようとする構想が報じられている点について、ある委員から、各国間における金融政策の独立性にかかわる問題でもあるので、議論の成り行きに注目する必要があるとの指摘があった。

銀行貸出および企業金融については、銀行に対する公的資本注入の検討が進んでいることや、拡充された信用保証制度が活発に利用されていることなどから、一頃のような逼迫感が薄れて小康状態にあるという点で、委員の認識は概ね共通であった。企業金融面からの景気に対するリスクが、若干和らいでいることを示唆する現象の

ひとつとして、企業倒産が幾分減少していることを指摘する委員もいた。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きをみるうえで、焦点となったのは、これまで打たれた各種の政策の効果と、民間需要の内生的な回復力の弱さとのバランスであった。討議の結果、当面は、公共投資が経済を下支えしていくが、民間需要の弱さや海外経済のリスク等を勘案すると、景気が回復していく展望を現時点で描くのは難しいというのが、大勢の意見となった。

公共投資については、ある委員から、昨秋策定された緊急経済対策の分が、今後4～6月にかなり集中して出てくるとみられるため、工事量は高水準のまま、99年度当初予算分につながっていくとの見通しが示された。他の委員も、公共投資が、当面の経済を下支えていく柱になるという認識は、ほぼ共通であった。もっとも、ある委員からは、99年度全体でみると、補正予算が組まれない限り、公共投資と減税を併せた追加的な刺激効果は、98年度を下回る可能性があるとの見方が示された。

民間需要のうち、まず、設備投資については、本格的な調整過程にあるとか、先行指標の動きが弱いといった指摘が相次ぎ、暫くの間は大幅な減少が続く可能性が高いという点で、委員の見解は概ね一致していた。そのうちのある委員からは、名目設備投資の対GDP比率が米国とほぼ同程度のレベルにまで低下するとの見方が示された。

そこで、家計支出をどうみるかが、一つのポイントになった。まず、個人消費について、何人かの委員が、昨年秋以降、若干持ち直しの動きがみられることに言及した。しかし、そうした委員も含めて、雇用・所得環境がさらに厳しくなるとみられることや、新製品など消費者の購買意欲を刺激するような供給側の変化もそれほど広がっているわけではないことを踏まえると、先行き個人消費が本格的に上向いていくとは考えにくいとの見方が大勢であった。

住宅投資については、最近の住宅金融公庫融資申込状況や、時限性のある住宅減税の効果などを根拠に、複数の委員から先行きに期待をかける発言があった。しかし、それらの委員も含め、やはり雇用・所得環境の厳しさなどが制約になるとの認識が強かった。年金

問題をはじめとする将来への不安、一部の層における住宅ローン返済負担などが、家計部門主導型の景気回復を難しくする要因になっているとの見方もあった。

以上のような民間経済活動の源泉となるのは企業収益であるが、その企業収益については、悪化を懸念する声が支配的であった。すなわち、既に減益基調が強まっているところへ、最近の円高、長期金利上昇、株安、といった金融市場からの影響も加わり、企業収益はかなり厳しくなっているとの懸念が、多くの委員から示された。その中には、地価・物価の下落傾向が、企業の債務負担をさらに強める方向に働いていることを指摘する委員もいた。また別の委員は、企業の含み益が土地、株式、債券といったあらゆる資産に関して底をつきつつある中で、以上のような減益圧力が表面化する3月決算とその影響について、かなりの危機感を込めた発言を行った。

円高が实体经济に与える影響については、一部の委員から、交易条件の改善やアジア諸国からの輸入の拡大など、ポジティブな側面への言及もみられた。しかし、ほとんどの委員は、上記の企業収益面を中心に、現下の経済情勢においてはマイナスの影響が心配されるとの見方であった。この点、例えばある委員から、多くの企業は120円台の相場水準を事業計画の前提としてきているため、110円を超える円高になるとかなりのダメージがあるとの見解が示された。また、別の委員は、90年代だけでも不況下の円高を2度経験した事実を振り返りつつ、為替相場がある臨界点を越えて円高になると、一段の経済調整のトリガーになるリスクを指摘した。

この間、金融機関の与信行動の面からも、民間需要を押し上げる力が生じる展望は拓けていないといった指摘も少なくなかった。すなわち、ある委員は、企業金融の逼迫感が一頃より薄れてきていることに言及しつつも、銀行に対する公的資本注入が年度末までにどのように具体化されていき、それが企業金融全般にどのような影響を与えていくのかについては、依然として不確実な面が大きいとの見解を述べた。別の委員からも、公的資本の注入によって、銀行の与信行動を通じて極端なデフレ圧力がかかるといった状況はある程度緩和されようが、銀行部門から経済に対して前向きの力が働き始めるまでにはなお相当の時間がかかるとの見方が示された。また、仮に長期金利が高止まりするような場合、その悪影響は、どのみちストック調整を続けざるをえない設備投資に直接現れるのではなく、

金融機関の収益が圧迫されるルートを通じて出てくるのではないかとの見解を示した委員もいた。

結局、以上のような公的需要と民間経済の強弱を考え併せると、景気が回復に向かう展望は現時点では持ち難いという点で、委員の認識は概ね共通であった。ある委員は、99年度の日本経済は、公共投資の下支えに加えて、仮に個人消費や住宅投資が若干プラスになるとしても、これらが全て設備投資のマイナスで打ち消されてしまうとみられるため、輸出の減少が加わるとプラス成長はきわめて厳しくなるのではないかとの見解を示した。

そうしたなかで、とりわけ厳しい見方を示したある委員からは、3月決算をきっかけに、大型の企業倒産の発生や、生命保険会社を含めた金融セクターの一段の弱まりなどによって、日本経済は本年前半に非常に難しい局面を迎えるのではないかとの指摘があった。その委員からは、8か月先行系列、11か月先行系列のいずれでもまだ転換点に達していないため、本年7～10月頃までに景気が上向きに転じる可能性はきわめて低いとの発言もあった。さらに、同じ委員からは、失業率の日米逆転について言及があり、最悪の場合には、株価（日経平均とニューヨーク・ダウの比較）および長期金利についても日米の逆転が起こりうるとの懸念が示された。

さらに、ダウンサイド・リスクとして、輸出の先行きに対する慎重な見方が少なくなかった。ある委員は、現在の生産は輸出によって何とか持ちこたえているとの認識を示したうえで、①先進国市場における貿易摩擦懸念、②エマージング諸国市場の不安定性、③最近の円高、といった要素を考えると、99年度の輸出は減少が避けられないとの見通しを述べた。

別の委員は、米国経済は株価依存の危険な状態にあるため、このまま好調が持続する可能性がある一方で、一旦落ち始めるとハードランディングになる可能性が高いとの見解を述べ、その日本経済への影響に懸念を示した。もう一人の委員も、ほぼ同様の趣旨で、米国経済の先行き予測が二極化してきていることを指摘した。さらにその委員は、そうした不確実性の存在自体が、ドル安・円高を通じて、既に日本に影響を及ぼし始めているのではないかとの見方を述べた。

一方、景気が回復に向かうメカニズムとして、どのような可能性が考えられるかについて、ある委員から二つの注目点が述べられた。

一つは、経済が本来的に持つダイナミズムに関するもので、その委員からは、仮に景気が底を打つ局面が実際に生じてくると、それが企業や家計の期待変化を通じて次の新しい動きを呼び起こしていく、という可能性が指摘された。第二点として同じ委員から挙げられたのは、銀行への公的資本注入が不良債権処理を加速させ、その裏側で企業の債務負担が企業の再編を伴いながら軽減されていく道筋であった。この二つ目の注目点について、その委員は、短期的にはかえってデフレ圧力を強める惧れがあることに留意しつつも、中期的なプラスの展望が市場で評価されて、そのこと自体が経済に好影響を与えていく可能性を指摘した。

上記委員の指摘に関連する企業部門の構造改革については、多くの委員が様々な視点から、活発に意見を述べ合った。

ある委員からは、3月決算がきわめて厳しいものになると予想される中で、銀行に対する公的資本注入が進んでいくことは、金融・産業両面における大規模な再編成を促すきっかけになる可能性があるとの考えが示された。企業業績が構造改革へのきっかけになるという点には、他にも複数の委員が同調した。そのうちの一人からは、企業経営者自身の中に、「創造的破壊」への意識、すなわち大掛かりな手を打っていかなければ立ち上がれないという危機感が芽生えてきたことを、期待を持って注目している旨の発言があった。

日本経済に存在する需給ギャップの視点からは、現在の大幅な需給ギャップを、公共投資等の総需要政策だけで埋めていくことは到底困難であるとの見方が、ある委員から示された。そのうえで、同じ委員から、企業が新製品開発や技術開発により需要を掘り起こしていくことが期待されるほか、一時的にさらに雇用を悪化させるという副作用はあっても、設備廃棄等の構造調整といったサプライサイドの対応によって国際競争力の強化が図られていくことが必要、との指摘があった。

産業構造の視点からの意見もあった。すなわち、ある委員から、日本経済のうちニュージャパン（新規産業）の部分は現在でもかなりの成長をしているが、オールドジャパン（従来型産業）のウェイトがなお高いために、全体ではマイナス成長になっているとの認識が示された。そのうえで、同じ委員から、公共投資中心の政策を続けていく限り、オールドジャパンが温存される危険もあるので、ニュージャパンを拡大していく方策を考えていく必要があるとの意見が述べられた。

これらの意見に関連して、もうひとりの委員は、ミクロ（＝各企業）のリストラはマクロの有効需要をさらに低下させる面もあることなどから、リストラと景気回復の関係はそれほど単純ではないとの認識を示した。それでもやはりその委員は、①旧来の生産活動を整理していくことで新しい生産活動や技術開発へのエネルギーが湧いてくる可能性、②賃金の低下が生産コストの面から企業活動の拡大を促していく可能性、③これらを株式市場がプラスに評価していく可能性などを指摘し、若干の留保を付けつつも、政策の重点を単なるマクロ総需要政策から、資源再配分を促進する産業政策に移していく必要性を述べた。

さらに別の委員からは、そうした資源再配分政策の一環として、雇用政策を抜本的に見直すべきとの見解が示された。その委員は、能力開発を含めて失業者の再就業を支援するため、OECDが提唱している「アクティブ・レーバー・マーケット・ポリシー」が重要であるとの指摘を行ったうえで、それに関連する政府支出のGDP比率がわが国はG7諸国中最低である現状を紹介し、それを変えていく必要性を強調した。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

何人かの委員から、大規模な財政拡張等によって経済全体の悪化にある程度歯止めがかかりつつある状況や、公的資本注入の検討が進み、年度末の企業金融にも昨年末のような逼迫感がみられない情勢を踏まえると、現時点で金融緩和スタンスをさらに強める必要はないとの見解が示された。そのうち一人は、昨年夏はロシア危機が国際金融市場全般にかなりのインパクトを及ぼしたが、現在の中南米情勢が市場に与えている影響はモダレートなものにとどまっていると述べて、海外リスクについて、昨年9月に金融緩和措置に踏み切った局面との相違を指摘した。また、複数の委員からは、追加的な金融緩和といってもその余地は小さいので、そうした僅かな政策変更が持つ意味については慎重に考えたいという趣旨の意見も出された。

ただ、景気回復の展望が描けず、金融面での不安定要素にもなお

留意する必要があること、さらには海外経済や長期金利上昇・円高等に起因するリスクが存在することを踏まえると、現在の金融緩和スタンスを堅持し、企業金融支援のためのオペ・貸出面の措置を用いながら、引き続き潤沢な流動性の供給を行っていく必要があるという点で、多くの委員は共通の認識であった。そのうちのある委員は、経済情勢からみて実質金利はなお高いため、名目金利の引き下げ余地が十分にある局面であるならば引き下げてもよいような状況であるとの見解を述べ、少なくとも現状程度の金融緩和が不可欠である点を強調した。

最近の長期金利上昇を、金融政策面でどのように考えていくかという点についても、討議が行われた。

ある委員から、これまでも不況下で長期金利が上昇し、それに伴って円高や株安が生じるといった経験が何回かあるので、今回も、長期金利の動きは、政策運営上、十分に注意していく必要があるとの発言があった。

この点に関連しては、日本銀行による国債引き受け論議や、国債買い切りオペに対する基本的な考え方が、重要な論点になった。

日本銀行による国債引き受けについては、ある委員から、財政法によって禁止されているのはきちんとした理由があつてのことである点が指摘され、中央銀行の信認を損ない財政規律の喪失につながるものとして、明確に否定された。こうした認識は、他の委員も同じであった。

また、国債買い切りオペについても、長期金利へ働きかけるといふ明確な意図を持って、これを積極化させていくといったような政策対応には、相次いで否定的な意見が述べられた。すなわち、日本銀行が国債をどんどん購入していくと、それが市場で財政赤字のマネタイズと受け止められて財政規律の喪失や格付低下などの連想を生み、長期金利にかえって上昇圧力がかかってしまうリスクがあることを、多くの委員が異口同音に述べた。

こうした点を踏まえて、何人かの委員が、国債買い切りオペを、やや長い目で均した銀行券の増発トレンドと整合的に行っていく、という基本的な考え方から逸脱して積極化させることには慎重であるべきという点を強調した。ただ、同時に、それらの委員は、銀行券の伸び率は目先低下する可能性が高いが、そうした銀行券の短期的な変動に併せてオペ額を機械的に減額することは、市場から無用

の誤解を招くリスクがあるため、現状の月間4千億円程度のペースを維持するのが適当との認識であった。

より一般的に、長期金利を中央銀行だけでコントロールしようとするには、もともと無理があるとの指摘を行う委員もいた。結局、長期金利との関係においても、金融政策面では、短期金融市場の安定確保に努めることが重要との認識が、多くの委員に共有された。

さらに、デフレ・スパイラルのリスクとの関係でも、意見の交換が行われた。複数の委員から、現時点で物価の下落が必ずしも加速しているわけではないが、今後企業のリストラが進んでいくことなどを考えると、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクは完全には払拭できず、その点についての認識を強めておくべきとの見解が示された。

ただ、仮にそうしたデフレ・リスクが強まってきた場合に、金融政策によってデフレを確実に食い止められるかという点については、明確な結論には至らなかった。ある委員は、ひとつのオプションは量的緩和論であるとの見解を示しつつも、同時に、①企業の期待インフレ率が高まる前に債券市場のみが先に反応して名目長期金利が上がってしまう可能性はないか、②短期金利がすでにゼロに近いときに追加的な量の増大をどこまで実現できるか、③量を増やすとして国債買い切りオペを用いた場合と他の手段を用いた場合で影響が異なるか、といった直ちには明快な答が出せない問題が数多く存在することを指摘した。

別の委員は、現在の物価下落傾向は、需要が少ないという問題だけではなく、供給力の過剰や、さらにはエマージング諸国を中心とした世界的な規模での供給構造の変化もあって生じているとの認識を述べ、そうした性格の物価変動に対して、目標値を決めて金融政策だけで対応していこうとしても、おのずから限界があるとの見解を示した。

以上の点を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、デフレ圧力が高まる可能性も政策的視野に入れつつ、現状の思い切った金融緩和スタンスを継続することが適当である、との意見が多数を占めた。

こうした多数意見の中にあって、ある委員から、9月の金融緩和



の効果は基本的には金融機関の支援にとどまっており、金融システムに対するセーフティーネットが構築された現在、そうした金利面からの支援を続ける必要はないとの意見が述べられた。さらに、その委員は、①金利は金融機関の経営だけではなく、年金、保険等様々なルートを通じて国民生活全般に影響していること、②設備投資が減退している現状では、当面景気が回復するとすれば、まずは家計のコンフィデンス回復が必要であること、といった観点を金融政策運営においても十分考慮すべきとの主張を行った。

他方、もう一人の委員は、①円高と長期金利上昇によって情勢が一段と悪化しており、1～3月、遅くても4～6月には危機的な状況が到来するとみられること、②大幅な需給ギャップや円高を背景に、物価の下落が99年度入り後加速するとみられること、③財政政策の追加的な発動余地がきわめて限られてきたため、金融政策面で早めに対応しておく必要があること、④欧州、中南米を含め世界経済のリスクが大きいため、米国が好調なうちにわが国の景気回復を図る必要があること、という理由から、金融緩和スタンスを一段と強め、コールレートの誘導目標を0.10%前後まで引き下げること提案した。また、その委員は、デフレ防止にかける日本銀行としての決意を示すべきとの立場から、消費者物価の中期的な上昇率を1%—消費者物価指数のバイアスを除いた実勢ではゼロとみられる上昇率—に引き上げる意図を、金融市場調節方針の中に明記することを提案した。

こうした提案に対し、ある委員は、①これまでの討議において、長期金利はやや落ち着きを取り戻しつつあるとの意見を述べた委員が少なくなかったこと、②緊急経済対策がこれから本格的に発動されるというときに、財政政策は既に手詰まりという捉え方は適当とは思われないことを指摘し、提案の妥当性に疑問を示した。しかしながら、この提案を行った委員は、①長期金利は97年4月以来の低下トレンドから上昇局面に転じているため、今後多少のコレクションはあっても1.5%程度が下限で、むしろ昨年12月のピーク(2%強)を超えて上昇していくとみられること、②そうした長期金利の上昇によってこれから出てくる緊急経済対策の効果はかなり相殺されてしまうこと、といった考えを主張した。

また、もう一人の委員からは、①0.10%前後までコールレートを引き下げるといふことと、消費者物価上昇率を1%程度に引き上げ

るということとの間に、整合的な因果関係は存在するのか、②物価指数に数値目標を定めるのであれば、どのような物価指数を用いるか、どのぐらいの期間で目標を達成すべきかなどについて、十分に吟味する必要があるのではないかと、といった疑問が投げかけられた。これに対し、この提案を行った委員は、①差し当たりコールレートを0.1%まで引き下げてみて、それが物価に与える影響をウォッチし、不十分であればさらに量的緩和に踏み切るという段階的な政策運営を念頭においていること、②消費者物価が最もわかりやすい物価指標であること、③どの程度の期間で目標を達成できるかはわからないので、「中期的に」、あるいは「達成できるまで」、金融緩和を続けるという趣旨であること、などの説明があった。

#### IV. 政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。大蔵省からの出席者は以下のような発言を行った。

- 景気は、低迷状態が長引いており、きわめて厳しい状況にある。こうした認識のもと、98年度第3次補正予算の円滑かつ迅速な執行を中心に、昨年秋にとりまとめた緊急経済対策を着実に実施してまいりたい。また、99年度予算案については、98年度第3次補正予算と一体的に捉え、年度末から年度初めにかけて施策を切れ目なく実施すべく、15か月予算という考え方に立って編成し、本日国会に提出した。99年度予算案は、積極的な公共投資の拡大をはじめ、国、地方合わせて平年度ベース9兆円超の減税を盛り込むなど、当面の景気回復に全力を尽くす内容となっている。
- この結果、99年度の公債依存度は、当初予算の段階で37.9%と、98年度の第3次補正後の38.6%とあまり変わらない水準に達することになる。これを踏まえると、わが国の将来世代のためには、財政構造改革は必ず実現しなければならない。ただ、この点は、わが国の経済が回復軌道に乗った段階において、改めて21世紀初頭における課題として、根本的な観点から必要な措置を採っていくこととしたい。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

- 大規模な財政政策を打ち出したことにより、追加的な政策の余地が少なくなっているため、今回は効果を確実に挙げる必要がある。そのためには、不良債権処理を中心とする構造調整を、これ以上先送りしないことが重要である。地価の下落が続いていることや、銀行の貸出態度が引き続き厳しいことなど、いろいろと難しい面はあるが、これらを注意深くみながら、不良債権処理や金融機関のリストラについて、しっかりしたコンセンサスを形成していく必要がある。

## V. 採決

多くの委員の認識を改めて総括すると、①わが国の景気は悪化テンポが和らいでおり企業金融面でも小康を得ている、②当面は財政面からの下支え効果が出てくるため景気の悪化に一旦は歯止めがかかる、③しかしながら民間需要が回復する展望は描き切れない、④海外経済や、円高、長期金利の上昇などが、潜在的なリスク・ファクターとなっている、というものであった。こうした認識を背景に、これまでの財政金融政策の効果や、金融システム建て直しの面での具体的な動きを見守りつつ、当面は、現在の思い切った金融緩和スタンスを継続していくべきとの意見が大勢を占めた。

ただし、上記のリスク・ファクターを重視して、本年前半も景気の悪化に歯止めがかからず、むしろ3月決算をきっかけに経済に大きな収縮圧力がかかるとの見方もあった。そうした見方に立つ委員は、デフレ防止への決意の表明を含めて、金融市場調節方針を一段と緩和すべきとの見解であった。この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的に消費者物価（総合）の年平均変化率（12か月後方移動平均の対前年比）を1パーセント程度にまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.10%前後で推移するように促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断される場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

#### 記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.25% 前後で推移するよう促す。

なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員 後藤委員、武富委員、  
三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

—— 中原委員は、①世界的なデフレ傾向の中での長期金利上昇・円高が景気に与える悪影響を軽視すべきではない、②「インフレでもデフレでもない状態」を目指すという現在の姿勢よりもデフレを阻止する方向での決意を明確にすべき、③3月決算を越えてからでは何を行っても手遅れになる、という理由から、上記採決において反対した。

—— 篠塚委員は、政策金利は国民生活の基礎になる重要な指標であるが、現状の金利水準は銀行に対する補助金ではないかとの誤解を招き、国民の信頼を損なう惧れがあるという点を指摘し、上記採決において反対した。

## VI. 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を1月21日に公表することとされた。

## VII. 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（11月27日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、1月22日に公表することとされた。

以上

(別添)

平成11年1月19日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（賛成多数）。

以 上

99.2.22  
金融市場局

## 金融調節と金融市場動向

### 1. 前回会合以降の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（2月12日）で決定された方針に従って運営した。その結果、無担コール O/N レートは 0.10% 前後で推移している（2月15日 0.12% → 17日 0.08% → 22日 0.12%）。

この間の動きをやや詳しくみると次のとおり。

- ・ まず週初 15 日には、12 日夕刻に発表された本行の金融市場調節方針の変更を受け、積み最終日であるにも拘らず市場オープン直後より前営業日までの水準を 10bp 以上下回る 0.15% での取引が活発に行われた。朝方の定例調節において、当日の所要準備預金額を +8 千億円上回る資金供給を行うとともに、これまでの積み最終日と同様、「本日スタートの資金吸収は行わない」とアナウンスしたことから、レートは一段と低下、結局、加重平均値は 0.12% となった。
- ・ 翌 16 日には、積み上幅を +8 千億円に維持する本行の調節を受け、O/N レートは一段と低下（加重平均値 0.10%）。
- ・ 17 日には、前日の総裁発言（「<O/N レートが>ゼロでやっていけるならばゼロでもいいと思う」）が意識される中、積み上幅を +2 千億円まで圧縮する本行調節の下にあっても、レートは 0.08% と過去最低水準になった。
- ・ もっとも、普通預金金利が 0.10% に据え置かれる中で、出し手の一部（生損保等）にコール資金への放出を抑制し、都銀等の普通預金での運用に振り替える動きがみられたこと等もあって、そ

の後、O/Nレートは0.1%をやや上回る水準で推移している。

また、ターム物レートは、週初15日には、全タームに亘ってO/Nレートと同様10bp前後低下した。その後も、短期金利全般について先行き低下するとの観測が強まる中で、資金の出し手がCD、CP、TBなど短期のターム物商品の購入を積極化させていることから、引き続き低下傾向にある。

ユーロ円 TIBOR	—%		
	2月12日	15日	22日
1か月物	0.45	0.35	0.27
2か月物	0.69	0.58	0.48
3か月物	0.68	0.57	0.48

## 2. 証券市場動向

### (1) 債券市場

国債指標銘柄利回りは、前回会合直後一旦上昇したものの、その後は低下している（日本証券業協会基準気配<以下同>；2月12日2.082%→15日2.142%→22日1.727%）。

すなわち、前回会合直後は、本行債券買切りオペの増額が明確に否定されたこと等もあって、失望売りが出て一旦軟化した。しかし大蔵省が、①長期国債（10年物の3月債）発行予定額を4千億円程度減額し、中期国債（2・6年物）への振り替えを決定したこと（16日）、②2・3月において資金運用部市中買入れを再開するとの方針を明らかにしたこと（同日）、が目先の需給悪化を緩らげる要因として好感され、相場は反発した。

この間、都銀・生保等の国内機関投資家は、年度末決算を控え、長期国債を購入し価格変動リスクをとることは引き続き慎重な姿勢を崩していない。しかし、本行による短期金利の低め誘導を受け、生保・投信・信託等がキャッシュ・マーケットから中短期債に運用



資金をシフトさせる動きもあって、その後も相場は堅調に推移している。

## (2) 株式市場

日経平均株価は、前回会合後、底堅い動きとなっており、足許14千円台前半の水準で推移している(2月12日13,973円→22日14,256円)。

すなわち、国内金法・事法の年度末決算を睨んだ持ち合い解消売り圧力はなお根強いものの、①前回会合で決定された一段の金融緩和や金融再生委員会による公的資金申請15行に対する資本注入額の仮決定を受けて、「金融システム不安が解消に向かう」との期待感が強まり銀行株に買い戻しが入ったこと、②米国株の堅調や為替円安を眺め、国際優良株にも海外投資家の買いが入ったこと、などから、足許、14千円台前半での底堅い動きを示している。

この間、店頭株は新規登録株を中心に個人投資家の物色意欲が強まっており、日経店頭平均は好調に推移している(98年12月末724.99円→99年1月末772.19円→2月22日844.44円)。

以 上

(図表1) 金融調節と金融市況の推移

O/Nレートの「最高値」は対外非公表

—— 国債指標銘柄利回り、日経平均株価の( )内は前日比

日付	積み上幅(千億円)		O/Nレート(%)		ユーロ円TIBOR(%)		国債指標 銘柄利回り (日証協基準気配、%)	日経平均 株価 (円)
	9:20	為決スタートの 売手実行後	加重平均	(注) 最高値	1か月	3か月		
2/12(金)	0	0	0.28		0.45	0.68	2.082 (+0.082)	13,973 (+21)
15(月)	8	8	0.12		0.35	0.57	2.142 (+0.060)	14,054 (+81)
16(火)	8	8	0.10		0.34	0.56	1.999 (▲0.143)	14,232 (+178)
17(水)	2	2	0.08		0.31	0.53	1.933 (▲0.066)	14,158 (▲74)
18(木)	2	2	0.11		0.29	0.51	1.880 (▲0.053)	14,146 (▲12)
19(金)	3	3	0.11		0.28	0.49	1.756 (▲0.124)	14,098 (▲48)
22(月)	3	3	0.12		0.27	0.48	1.727 (▲0.029)	14,256 (+158)
23(火)								
24(水)								

(注)O/Nレートの最高値は都銀出合いベース。

(参考)積み期間中(当月16日～翌月15日)における無担O/Nレートの平均(%)

98/6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 99/1月 2月  
0.42 0.43 0.39 0.25 0.22 0.22 0.25 0.24 0.11 (2/22日まで)

9/9日まで  
0.42%  
10日以降  
0.26%

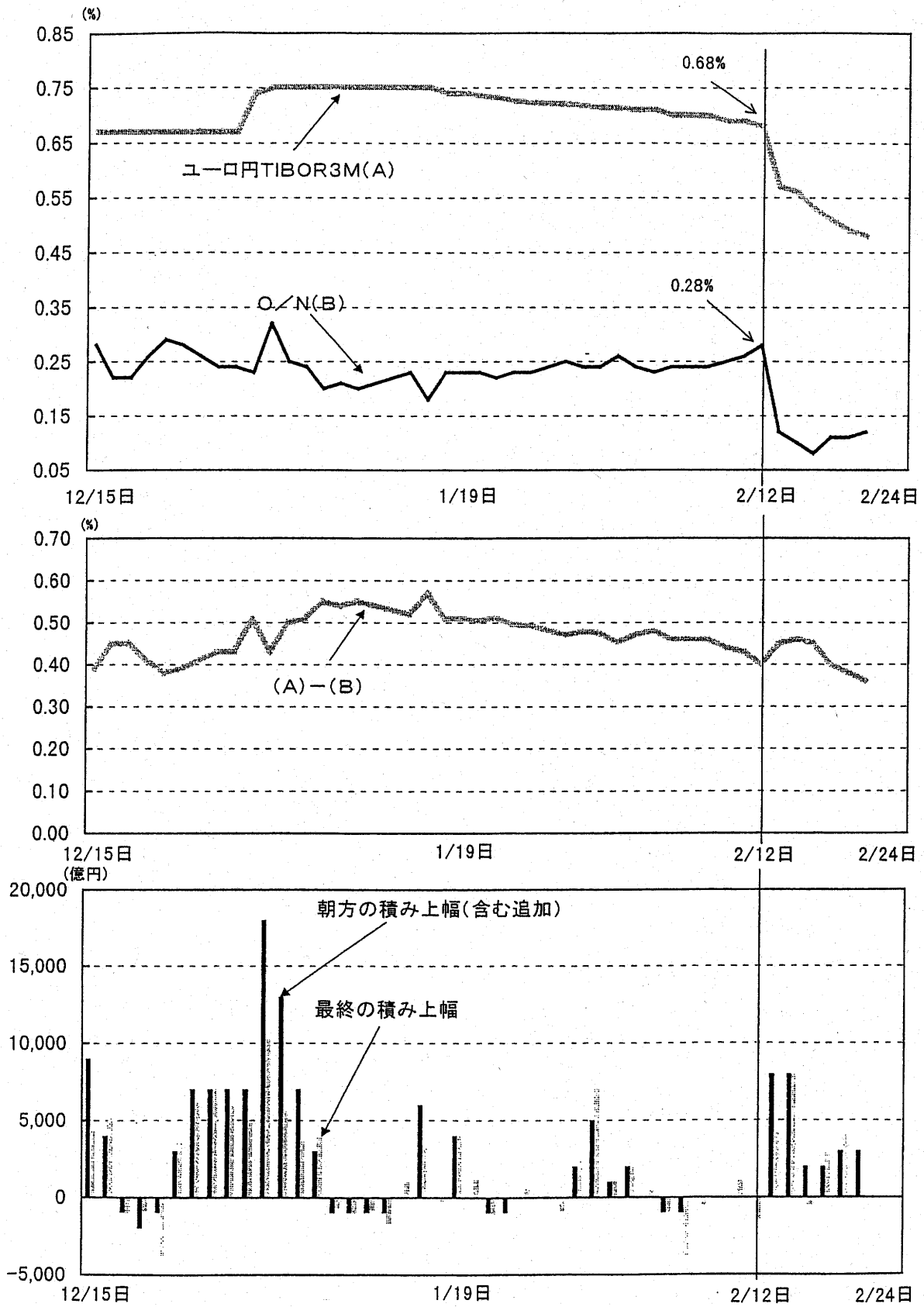
2/14日まで  
0.24%  
15日  
0.12%

(図表2) オペの内容&lt;片道の実行額&gt;

(千億円)

日付	資金供給						資金吸収	
	調節貸出	買手	C P	T B	レポ	債券現先	売手	F B
2/12(金)	0	0	4	1	4	0	6	0
15(月)	0	0	0	0	0	0	0	3
16(火)	0	0	4	0	0	0	12	0
17(水)	0	0	0	4	4	0	10	0
18(木)	0	0	0	0	0	0	4	0
19(金)	0	0	4	0	4	0	10	2
22(月)	0	0	0	4	4	0	15	0
23(火)								
24(水)								
25(木)								
残高	0	6	52	12	41	0	123	0

(参考) 無担O/Nレートとターム物レートの推移



(注) 積み最終日については、超過準備額を記載。

99.2.25  
金融市場局

## 金融調節と金融市場動向

### 1. 前回会合以降の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（2月12日）で決定された方針に従って運営した。その結果、無担コール O/N レートは 0.10% 前後で推移している（2月15日 0.12% → 17日 0.08% → 23日 0.13% → 24日 0.12%）。

この間の動きをやや詳しくみると次のとおり。

- ・ まず週初 15 日には、12 日夕刻に発表された本行の金融市場調節方針の変更を受け、積み最終日であるにも拘らず市場オープン直後より前営業日までの水準を 10bp 以上下回る 0.15% での取引が活発に行われた。こうした中で、金利低下を促す本行のスタンスを明確に打出すため、朝方の定例調節において、当日の所要準備預金額を +8 千億円上回る資金供給を行うとともに、これまでの積み最終日と同様、「本日スタートの資金吸収は行わない」とアナウンスした。この結果、レートは一段と低下し、加重平均値は 0.12% となった。
- ・ 翌 16 日には、新積み期に入り改めて潤沢な資金供給を行う姿勢を示す観点から、積み上幅を +8 千億円に維持する本行の調節を行い、O/N レートは一段と低下した（加重平均値 0.10%）。
- ・ 17 日には、前日の総裁発言（「<O/N レートが>ゼロでやっていけるならばゼロでもいいと思う」）を受け、市場オープン直後から O/N レートが急速に切り下がる展開となったことから、積み上幅を +2 千億円と大幅に圧縮する調節としたが、O/N レート（加

重平均値)は0.08%と過去最低水準を更新した。

- ・ もっとも、その後は、①普通預金金利が0.10%に据え置かれる中で、出し手の一部(生損保等)にコール資金への放出を抑制し、都銀等の普通預金での運用に振り替える動きがみられたことや、②月末接近に伴って各種資金決済需要が高まったこと等もあって、O/Nレート(加重平均値)は0.11~0.13%で推移している。そうした中で本行は、一層の金利低下を促す一方で、市場取引の安定が確保され短期金融市場に混乱が生じることのないよう、日中のレート変動や資金の動きを慎重にフォローしつつ、積み上幅を+2~+7千億円とする弾力的な調節を行っている。

また、ターム物レートは、週初15日には、全タームに亘ってO/Nレートと同様10bp前後低下した。その後も、短期金利全般について先行き低下するとの観測が強まる中で、資金の出し手がCD、CP、TBなど短期のターム物商品の購入を積極化させていることから、引き続き低下傾向にある。

ユーロ円 TIBOR	—%		
	2月12日	15日	24日
1か月物	0.45	0.35	0.26
2か月物	0.69	0.58	0.47
3か月物	0.68	0.57	0.47

## 2. 証券市場動向

### (1) 債券市場

国債指標銘柄利回りは、前回会合以降、上下を繰り返す不安定な展開となっている(日本証券業協会基準気配<以下同>;2月12日2.082%→15日2.142%→22日1.727%→24日1.876%)。

すなわち、前回会合直後は、本行債券買切りオペの増額が明確に否定されたこと等もあって、失望売りが出て一旦相場は軟化した。

しかし大蔵省が、①長期国債(10年物の3月債)発行予定額を4

千億円程度減額し、中期国債（2・6年物）への振り替えを決定したこと（16日）、②2・3月において資金運用部市中買入れを再開するとの方針を明らかにしたこと（同日）、が目先の需給悪化を緩らげる要因として好感され、相場は反発した。その後も、本行による短期金利の低め誘導を受け、生保・投信・信託等がキャッシュ・マーケットから中短期債に運用資金をシフトさせる動きもあって、堅調に推移した。

もっとも、23日には、発行額を圧縮して長期国債（10年物の3月債）の入札が実施されたが、都銀・生保等の国内機関投資家は、年度末決算を控え、価格変動リスクをとることに引き続き慎重で、その購入には消極的であった。このため、改めて需給悪化が意識され、足許、相場は反落している。

## （2）株式市場

日経平均株価は、前回会合後、底堅い動きとなっており、足許14千円台前半の水準で推移している（2月12日13,973円→24日14,355円）。

すなわち、国内金法・事法の年度末決算を睨んだ持ち合い解消売り圧力はなお根強いものの、①前回会合で決定された一段の金融緩和や金融再生委員会による公的資金申請15行に対する資本注入額の仮決定を受けて、「金融システム不安が解消に向かう」との期待感が強まり銀行株に買い戻しが入ったこと、②米国株の堅調や為替円安を眺め、国際優良株にも海外投資家の買いが入ったこと、などから、足許、14千円台前半での底堅い動きを示している。

この間、店頭株は新規登録株を中心に個人投資家の物色意欲が強まっており、日経店頭平均は好調に推移している（98年12月末724.99円→99年1月末772.19円→2月24日880.12円）。

以上

# (図表1)金融調節と金融市況の推移

O/Nレートの「最高値」は対外非公表

—— 国債指標銘柄利回り、日経平均株価の( )内は前日比

日付	積み上幅(千億円)		O/Nレート(%)		ユーロ円TIBOR(%)		国債指標 銘柄利回り (日証協基準気配、%)	日経平均 株価 (円)
	9:20	為決スタートの 売手実行後	加重平均	(注) 最高値	1か月	3か月		
2/12(金)	0	0	0.28		0.45	0.68	2.082 (+0.082)	13,973 (+21)
15(月)	8	8	0.12		0.35	0.57	2.142 (+0.060)	14,054 (+81)
16(火)	8	8	0.10		0.34	0.56	1.999 (▲0.143)	14,232 (+178)
17(水)	2	2	0.08		0.31	0.53	1.933 (▲0.066)	14,158 (▲74)
18(木)	2	2	0.11		0.29	0.51	1.880 (▲0.053)	14,146 (▲12)
19(金)	3	3	0.11		0.28	0.49	1.756 (▲0.124)	14,098 (▲48)
22(月)	3	3	0.12		0.27	0.48	1.727 (▲0.029)	14,256 (+158)
23(火)	5	5	0.13		0.26	0.47	1.865 (+0.138)	14,500 (+244)
24(水)	7	7	0.12		0.26	0.47	1.876 (+0.011)	14,355 (▲145)

(注)O/Nレートの最高値は都銀出合いベース。

(参考)積み期間中(当月16日～翌月15日)における無担O/Nレートの平均(%)

98/6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	99/1月	2月	
0.42	0.43	0.39	0.25	0.22	0.22	0.25	0.24	0.11	(2/24日まで)

9/9日まで  
0.42%  
10日以降  
0.26%

2/14日まで  
0.24%  
15日  
0.12%

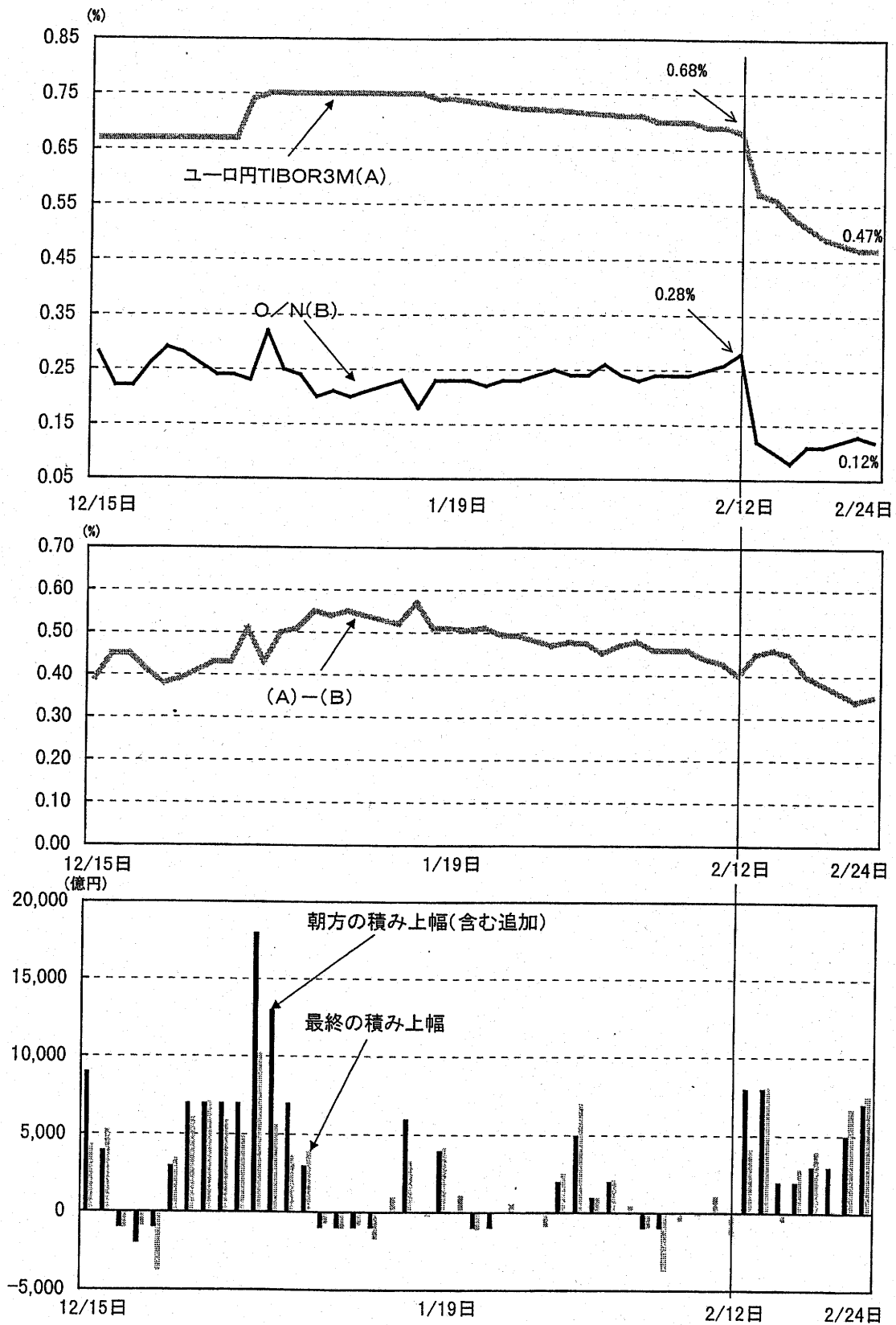


(図表2)オペの内容&lt;片道の実行額&gt;

(千億円)

日付	資金供給						資金吸収	
	調節貸出	買手	C P	T B	レポ	債券現先	売手	F B
2/12(金)	0	0	4	1	4	0	6	0
15(月)	0	0	0	0	0	0	0	3
16(火)	0	0	4	0	0	0	12	0
17(水)	0	0	0	4	4	0	10	0
18(木)	0	0	0	0	0	0	4	0
19(金)	0	0	4	0	4	0	10	2
22(月)	0	0	0	4	4	0	15	0
23(火)	0	0	0	1	0	0	0	4
24(水)	0	0	0	4	0	0	7	0
残高	0	6	52	16	41	0	113	4

(参考) 無担O/Nレートとターム物レートの推移



(注) 積み最終日については、超過準備額を記載。

## 最近の為替市場および国際金融・経済動向

### 1. 為替市場、海外金融市場等の最近の動向

#### (1) 円・ユーロ相場の動向

2月中旬から下旬にかけての円の対ドル相場をみると（図表1）、前回政策決定会合（2月12日）において一段の金融緩和措置が打ち出されたことや、本邦長期国債利回りの低下、政府当局者による「円安容認」発言報道、さらに米国経済指標の予想比上振れ等を受けて、114円台近辺の水準から急速に円安化が進み、19日には昨年12月2日以来の121円台まで下落した。その後、20日に開催された7か国蔵相・中央銀行総裁会合（G7）については、直近のドル高円安傾向に関し、「明確な言及はないが受入れられた」との見方が多いものの、本邦長期国債利回りの先行きや米国株価動向に対する不透明感等から、円急落には結び付いていない。

この間、対ユーロ相場は（図表2）、円が対ドルで売り込まれた地合いを受けて円安・ユーロ高が進行、導入直後の最低水準（134円台半ば）近くまで下落した。

一方、ユーロの対ドル相場は（図表2）、ユーロエリアと米国の景況感格差に加え、ユーロ参加国や欧州中央銀行（ECB）の当局者による「ユーロ安是認」発言が相次いだこともあって下落傾向が持続、導入以来

の最低水準を更新している。一方、対ポンド相場も、英国経済指標の市場予想比上振れ等を背景にじり安傾向が続いており、導入以来の最低水準を更新した。

こうした中、市場センチメントの動きをオプション1ヶ月物のリスク・リバーサルで見ると(図表3)、ドル/円では、本邦における金利低下傾向や当局者の「円安是認」発言、さらに米国経済指標の好調持続等を背景に、引続きドル・プット・オーバー幅が縮小、19日には約3ヶ月振りにドル・コール・オーバーに転じた。ユーロ/ドルについては、ECBの政策金利引下げに関する思惑が交錯する中、ほぼ横這いで推移したが、19日発表のユーロ参加国の経済指標が予想比下振れする一方、米国の経済指標が予想比良好なものであったことに加え、ユーロエリア当局者による「ユーロ安是認」発言継続もあって、22日朝方にはドル・コール・オーバーに転じた。この間、オプション1ヶ月物のボラティリティは、ドル/円では大幅な円安進行を映じて上昇したが、ユーロ/ドルについては概ね安定的に推移した。

## (2) その他の通貨動向

東アジア通貨の対ドル相場(図表5)は、旧正月(15~18日)のため香港、シンガポール等主要市場が2~4日間の休場となる中、閑散な取引状況であったが、円の対ドル相場下落を背景に、総じて弱含みの展開。韓国ウォンは、対ドルでの円下落に加え、失業率見通しの上方修正等もあって、休場明け後、下落した。インドネシア・ルピアは、当局による米ドル売り介入ルーマー等からいったん上昇したが、1月下旬以来のイスラム教徒とキリスト教徒の抗争が続く中、社会不安を背景に反落した。

中南米諸国通貨も、カーニバル(15~16日)によるブラジル、ベネズエラの休場等から閑散な取引となる中、総じて小動きで推移した。ブラジル・リアルは、資本流出懸念が根強い中、弱含みとなった。一方、メキシ

コ・ペソは、株式市況の堅調や中央銀行のインフレ抑制的な金融政策が好感され、堅調裡に推移。

### (3) 株価、長期金利、商品市況の動向

米国（ダウ工業株 30 種）は（図表 7）、高値警戒感からハイテク関連株が売られたこと等により低下後、押目買いから反発した。英国（FT100）は、金融機関の好決算等を材料に続伸後、利食い売り等から軟化した。香港（ハンセン指数）は、政府保有地売却再開への期待から上昇したが、旧正月休暇明け後は域内銀行の決算悪化懸念や円安の進行を嫌気し下落した。米国長期国債利回りは、ポジション調整売り等で上昇後、本邦長期国債利回りの低下、ドル高進行、米国株価の軟調等を好感して一旦低下したが、強めの経済指標発表を受けて再び上昇した。

商品市況をみると（図表 8）、金は、主に銀相場動向につれた投機的な動きから、下落後に反発した。原油は、ヒーティング・オイルの下落につれて低下後、ガソリン上昇を受けて反発した。CRB 先物指数は、銅、コーヒーの下落等から年初来ボトムを更新しつつ低下した後、プラチナ等の上昇から小反発している。

## 2. 米・欧・東アジアの実体経済等の最近の動向

### (1) 米国

米国景気は、個人消費が良好な雇用・所得環境や株高等を背景に堅調な伸びを維持しているほか、モーゲージ金利の低下を背景に住宅投資も高水準にあるなど、拡大が続いている。また、製造業でも受注環境やサーベイ指標に幾分改善がみられている。この間、物価は落ち着いている（図表9）。

### (2) 欧州

ユーロエリアの景気は、幾分スローダウンしつつも総じて緩やかな拡大を続けている。ドイツでは、個人消費が下支えとなって緩やかな景気拡大が続いているが、拡大テンポのスローダウンが明確化している。フランスでは、景気拡大が続いているが、ここへきて生産活動がやや鈍化している。ECBではユーロエリアの先行きについて、「スローダウンの程度や期間がどのようになるか不確実性が高い」（2月号月報）として注意深く見守る姿勢を示している。この間、物価は落ち着いている（図表10-1、10-2、10-3）。

英国では、外需の減少基調が続いているほか、製造業の生産活動も減速している。もっとも、個人消費については、このところの減速傾向に一服感が窺われる。この間物価は、落ち着き傾向にある（図表10-3）。

### (3) 東アジア諸国等

NIEs、ASEAN諸国では、韓国の輸出、生産に持ち直しの兆しが窺われるが、域内の多くの国の景気は引き続き調整局面にある。また、中国では、輸出が減少している（図表11）。こうした状況下、台湾では株価安定化および金融緩和策が打ち出されているほか、タイでは商業銀行の貸出金利引き下げが続いている。この間、インドネシアでは、金融リストラの動き

が進展しつつある。

ブラジルでは、変動相場制の下での経済政策の枠組みに関して、同国当局とIMFスタッフの協議が続いており、具体策が発表されるまでには至っていない。この間、98年4Qの実質GDP成長率（前年比）は、前期に比べマイナス幅が拡大した（3Q▲0.1%→4Q▲1.9%）。

ロシアでは、デフォルト懸念が高まっていた一部民間対外債務については、当面再編協議を行う扱いとなったが、公的対外債務を含め、返済見通しについての不透明感は引き続き強い。この間、99年度予算案については、議会（上下両院）を通過したものの、赤字幅については依然IMFの要求との間に乖離が残っており、融資再開に関する協議は進展をみていない。

以 上

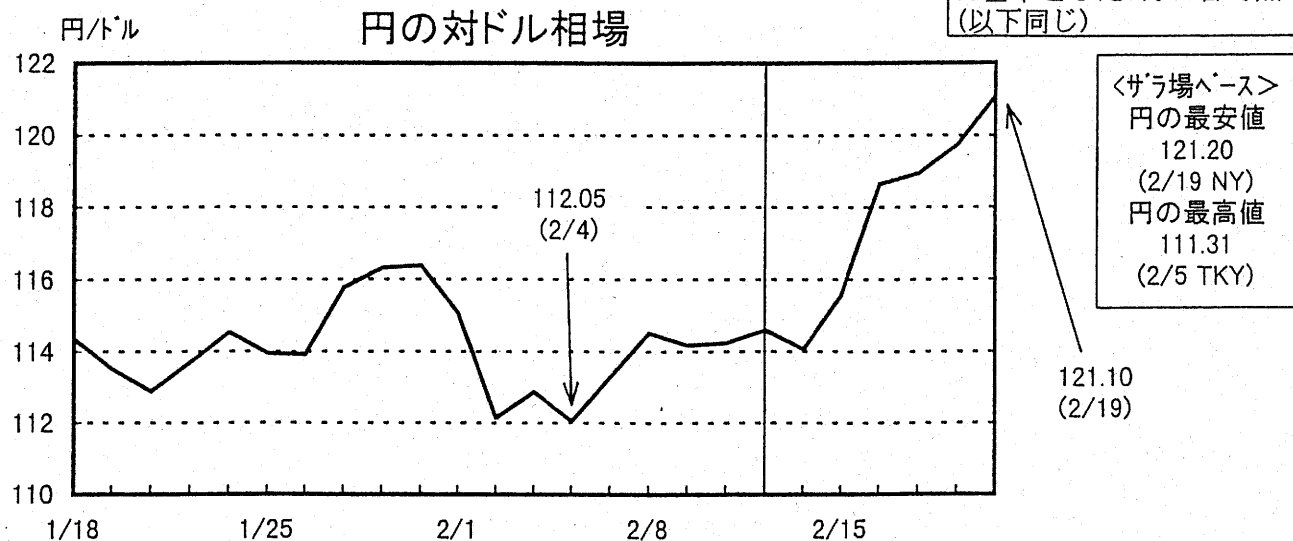
## 「最近の為替市場および国際金融・経済動向」 図表一覧

(図表 1)	主要為替相場の最近の動向(1)……………	1
(図表 2)	主要為替相場の最近の動向(2)……………	2
(図表 3)	ドル/円、ユーロ/ドル リスクリバーサル (1 M) とボラティリティ (1 M) の推移……………	3
(図表 4)	主要為替相場の長期的推移 (85年以降) ……	4
(図表 5)	東アジア諸国の通貨動向 (対ドルレート) ……	5
(図表 6)	東アジア諸国の通貨動向 (対円実質レート) ……	6
(図表 7)	世界の株価の推移……………	7
(図表 8)	商品市況の推移……………	8
(図表 9)	米国の主要経済指標……………	9
(図表 10-1)	欧州の主要経済指標 (ユーロエリア) ……	10
(図表 10-2)	欧州の主要経済指標 (ドイツ) ……	11
(図表 10-3)	欧州の主要経済指標 (フランス、英国) ……	12
(図表 11)	東アジア諸国の主要経済指標……………	13

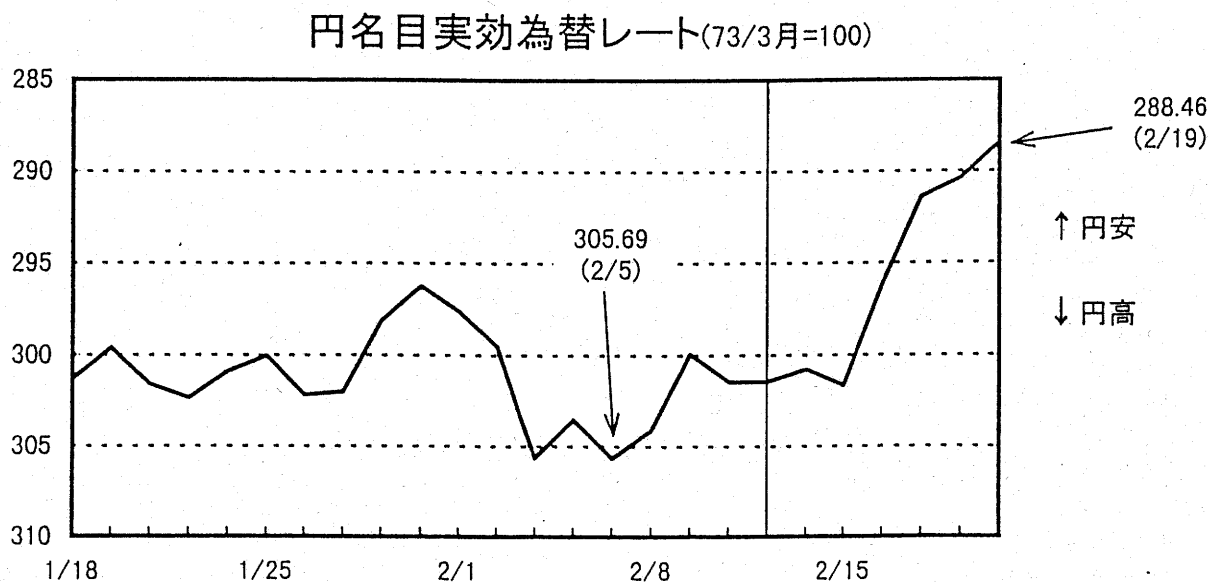
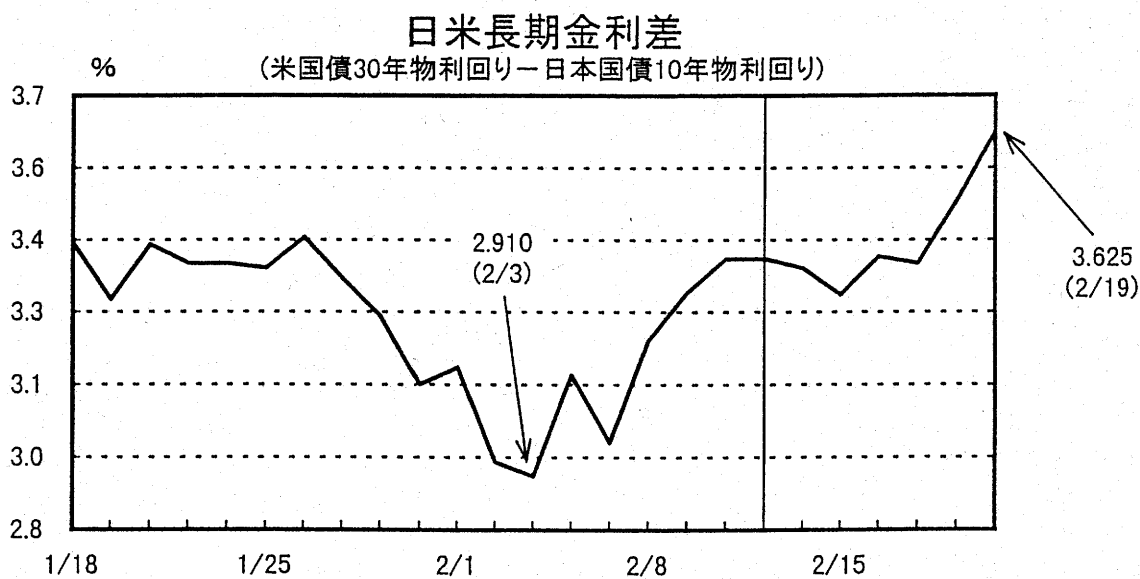


# 主要為替相場の最近の動向 (1)

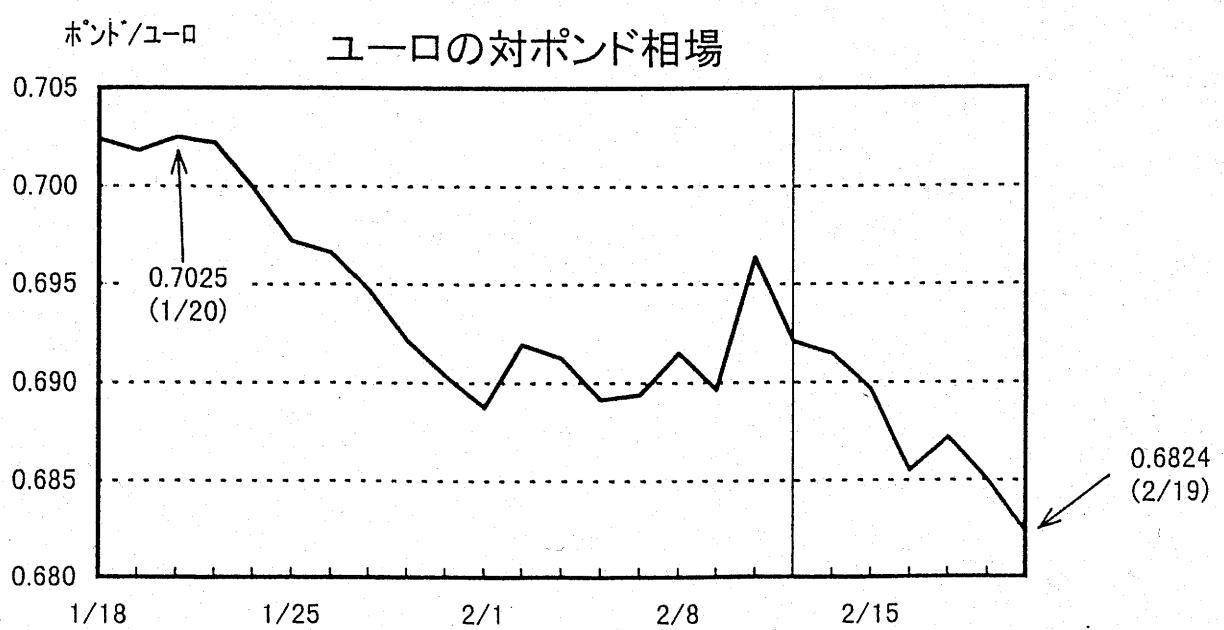
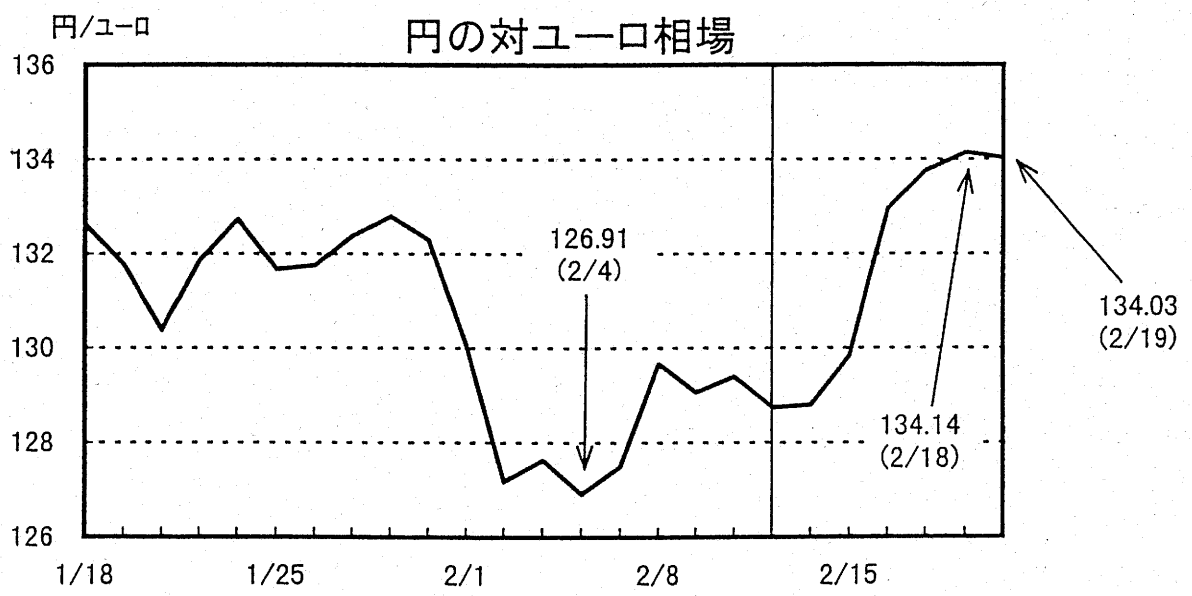
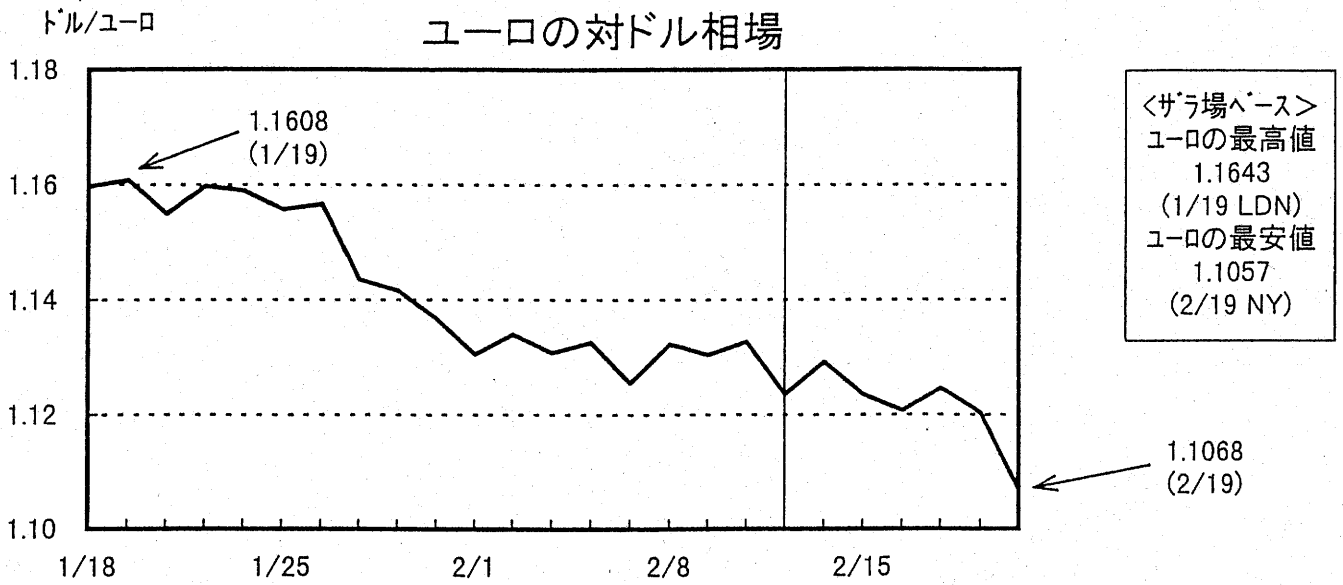
グラフ上の縦線は、前回会合時に基準とした2月11日時点を示す(以下同じ)



(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数(1/18, 2/15日はLDN市場16時時点)。



# 主要為替相場の最近の動向 (2)

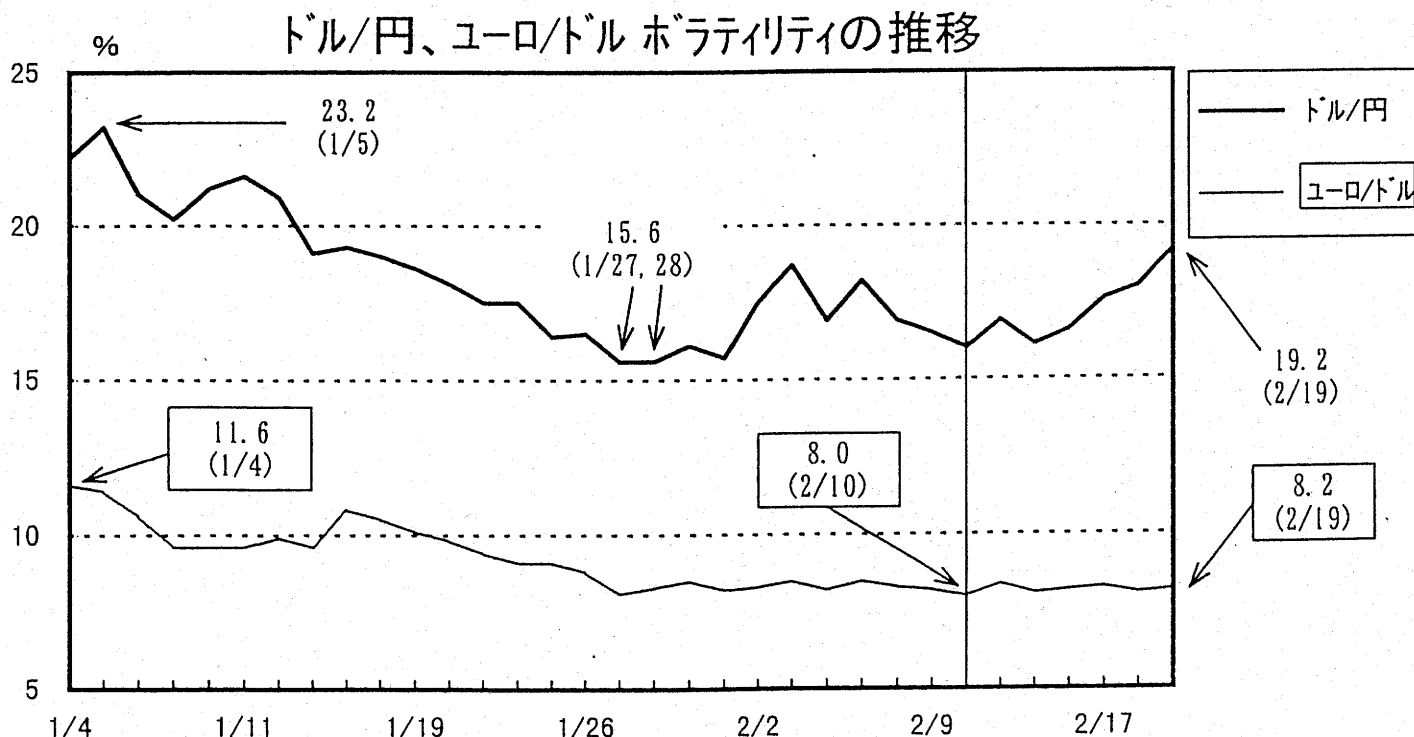
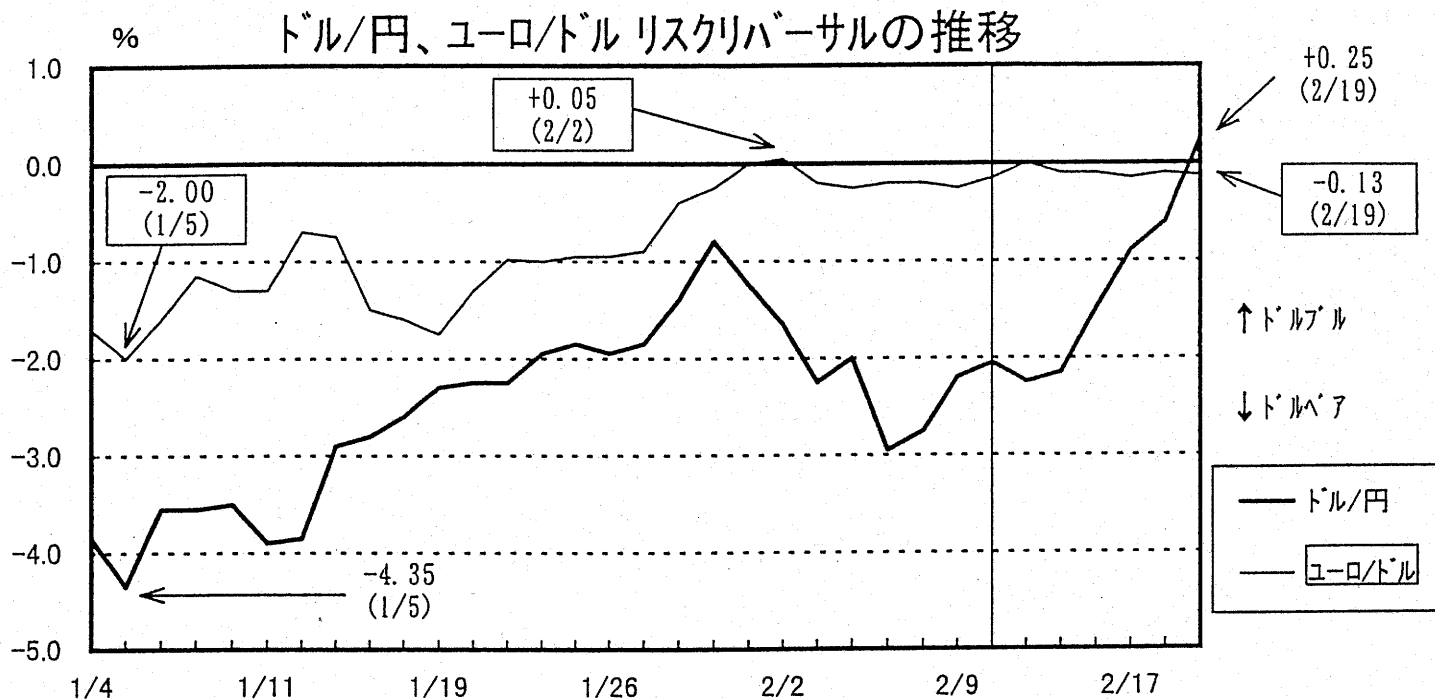


(注) グラフ上の為替レートはNY市場16時時点計数 (1/18, 2/15日はLDN市場16時時点)。

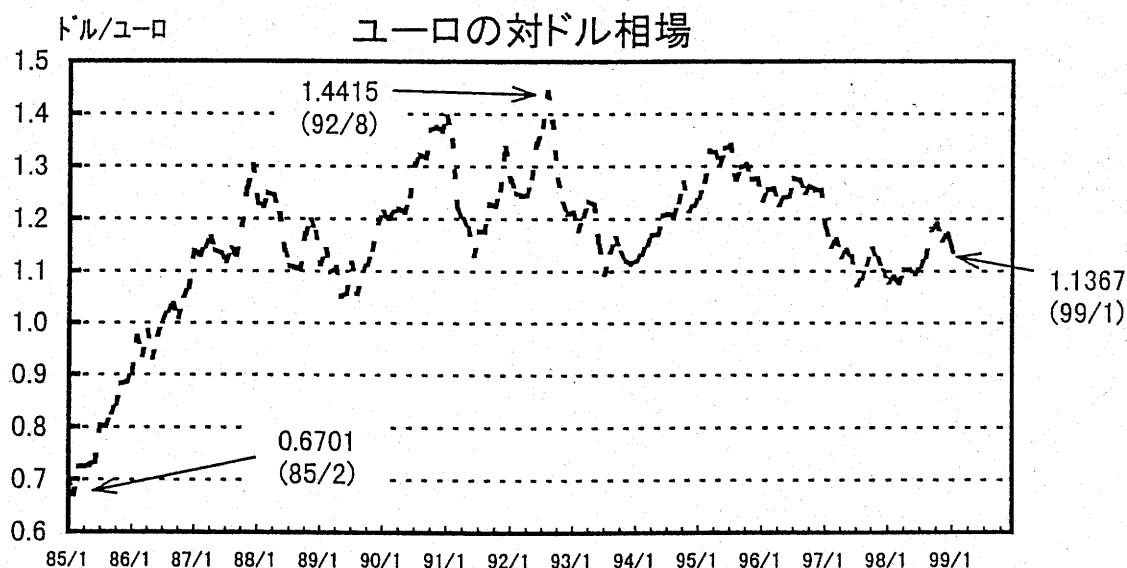
# ドル/円、ユーロ/ドル リスクリバーサル(1M)とボラティリティ(1M)の推移

(注) リスク・リバーサルは、便宜上、ドル/円、ユーロ/ドルとも、プラスがドル・コール・オーバー、マイナスがドル・プット・オーバー

グラフ上の縦線は、前回会合時に基準とした2月10日時点を示す



# 主要為替相場の長期的推移 (85年以降)

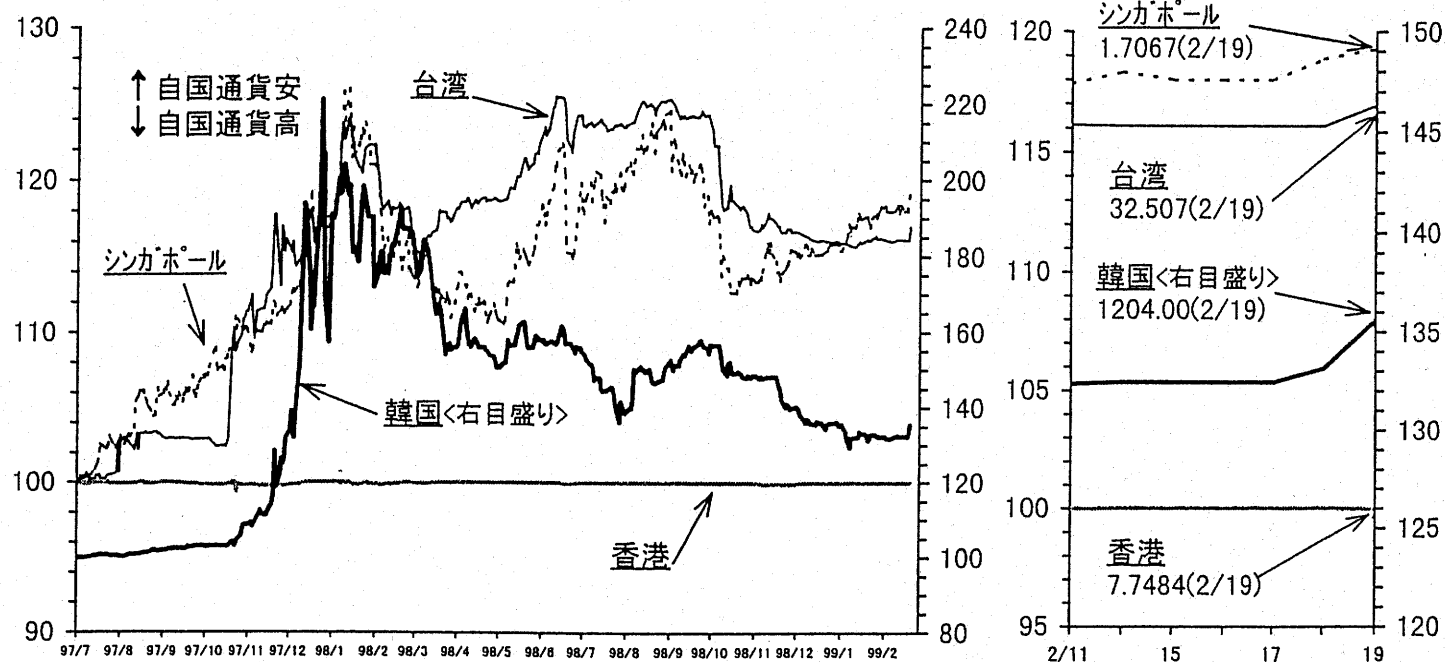


(注) 各計数は月末値 (為替レートはNY市場16時時点を使用)  
(注) 98年末までの点線グラフは、ECU相場。

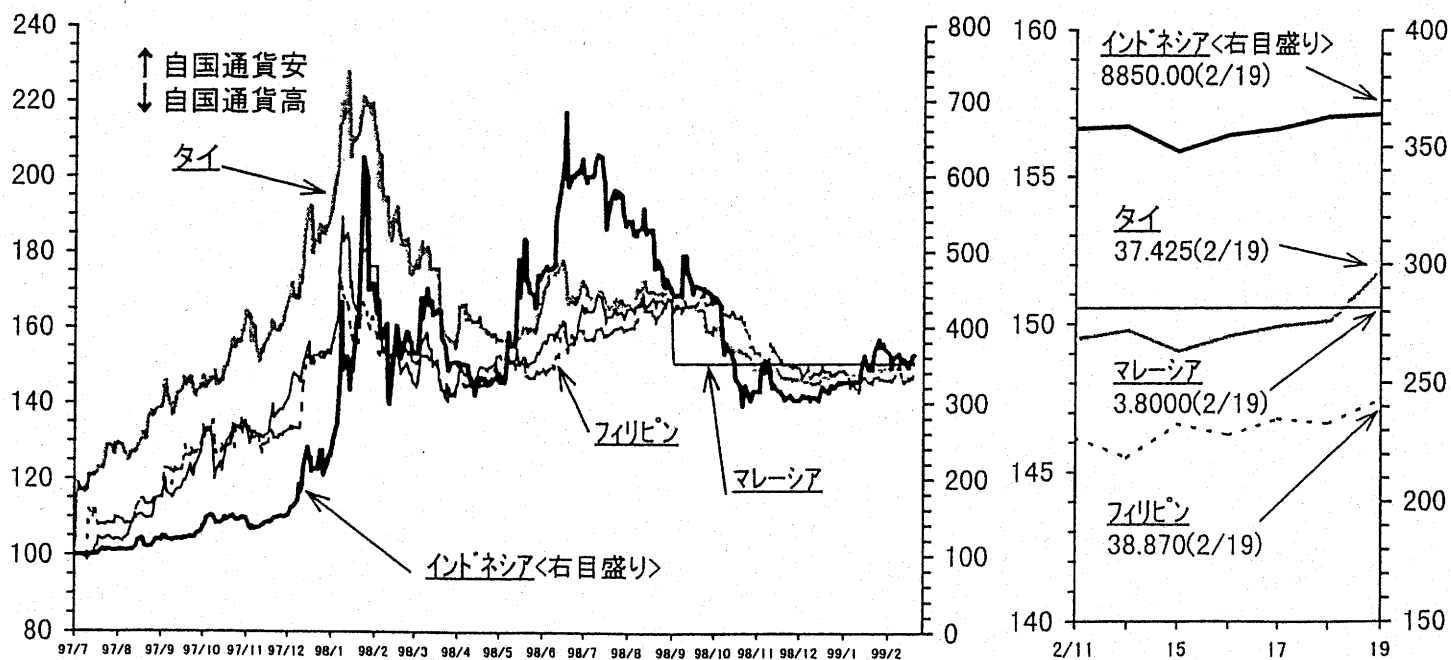
# 東アジア諸国の通貨動向(対ドルレート)

(1997/6/30 = 100)

## (1) NIEs



## (2) ASEAN



(注) グラフ上の各線は、注釈のある場合を除き左目盛り。

韓国は2/15~17日、台湾は2/15~18日、香港は2/16~18日、シンガポール、マレーシアは2/16~17日が休場(グラフ上の相場は休場開始前営業日の水準)。

### ▽ 対ドル為替レートの 97/7/1日対比下落率

(%)

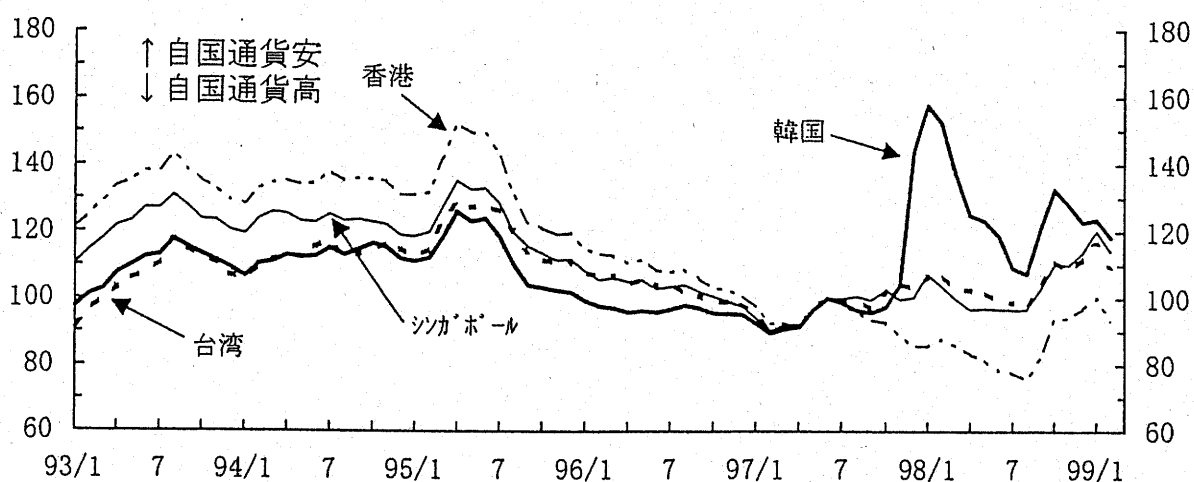
	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン
2/19日時点	△26.3	△14.5	+ 0.0	△16.2	△34.1	△72.5	△33.6	△32.2

(注) 香港は97/6/27日対比。タイ、台湾は同6/30日対比。

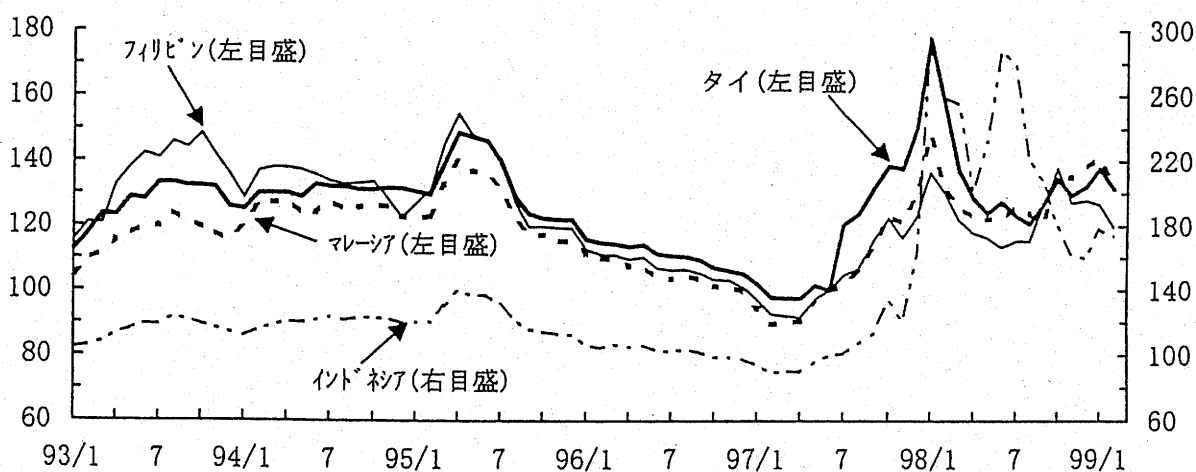
# 東アジア諸国の通貨動向 (対円実質レート)

(1997/6月=100)

## (1) NIEs



## (2) ASEAN



(注) 直近は2月19日のレート。

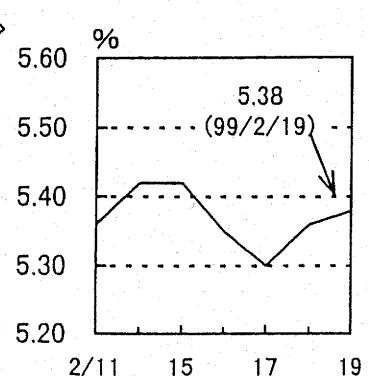
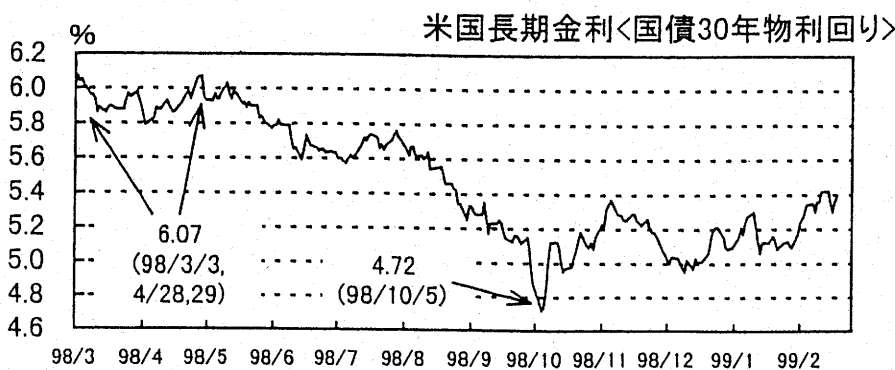
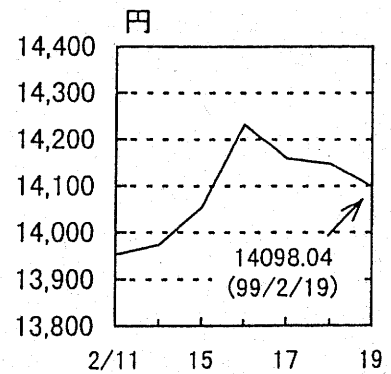
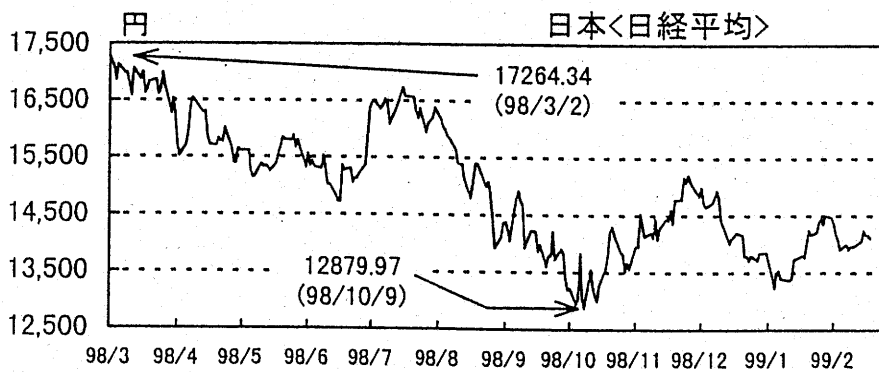
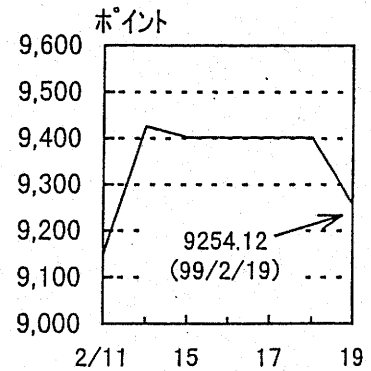
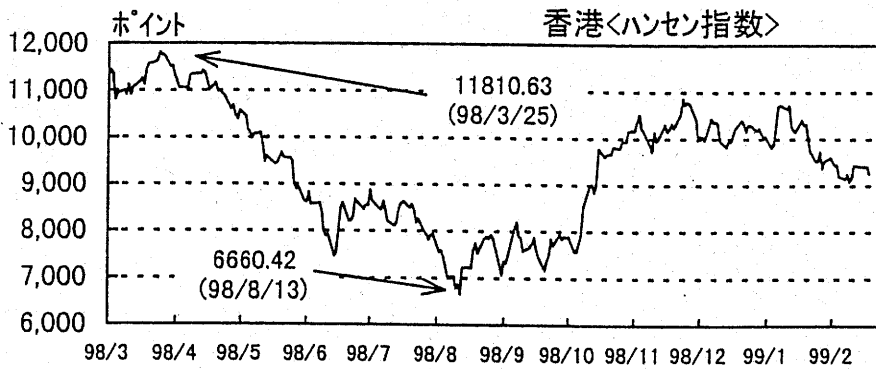
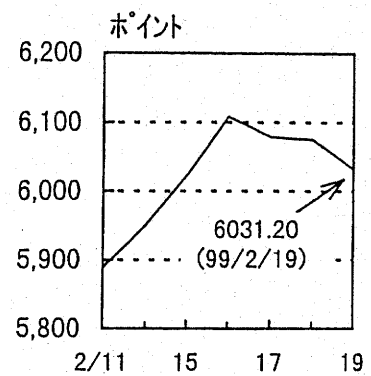
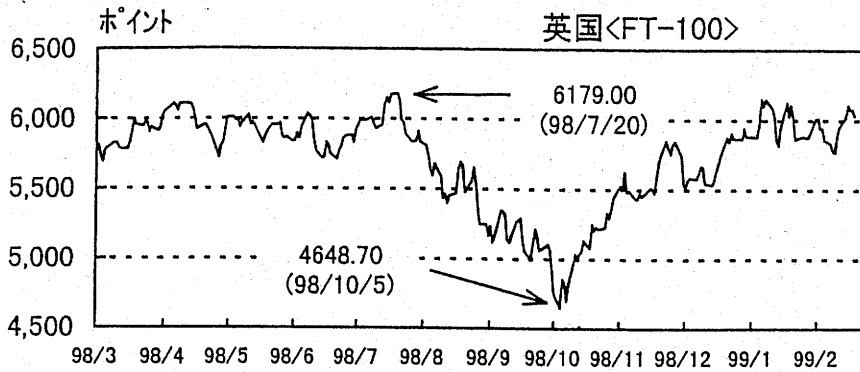
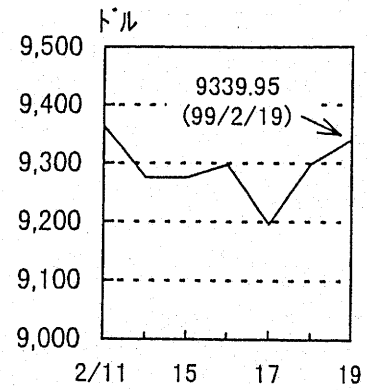
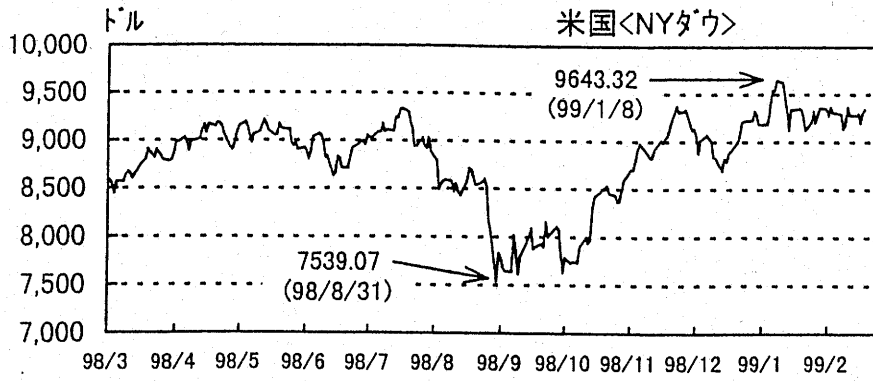
## ▽ 騰落率

(%、▲は自国通貨安を示す)

	97/6月～ 98/1月	98/1月～ 98/6/15日	97/6月比	
			98/6/15日	99/2/19日
中国	13	12	27	4
韓国	▲37	34	▲15	▲16
台湾	▲6	10	3	▲9
香港	17	15	34	7
シンガポール	▲7	12	4	▲13
タイ	▲44	39	▲21	▲24
インドネシア	▲66	0	▲66	▲42
マレーシア	▲33	23	▲17	▲24
フィリピン	▲27	18	▲13	▲16

(注) ドル/円レート (名目) は、97/6月中114.24、98/1月中129.48、6/15日146.13、99/2/19日 (直近) 121.1。

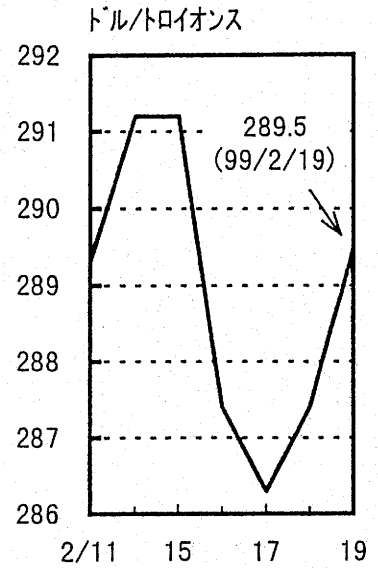
# 世界の株価の推移



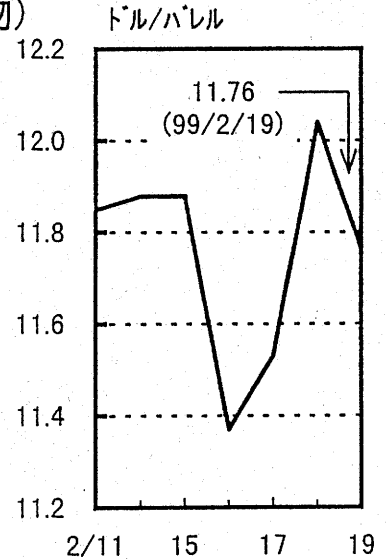
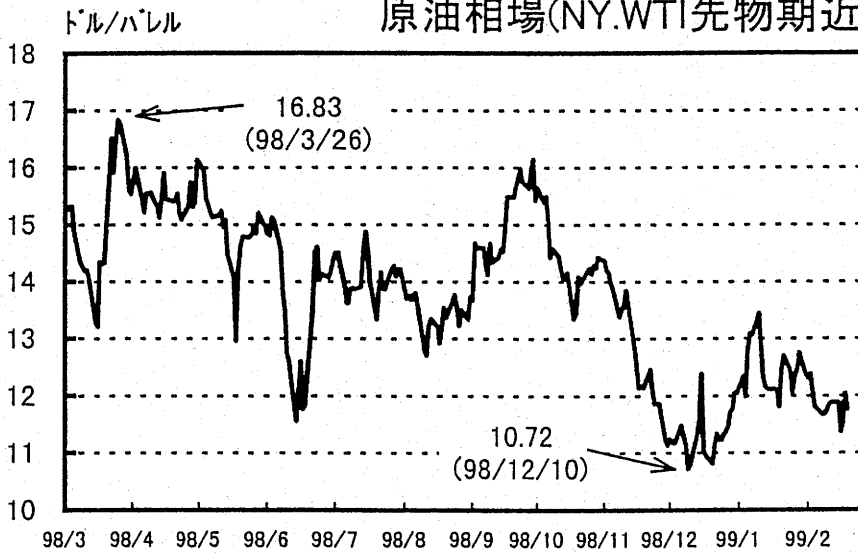
(注) 香港は2/16~18日が休場 (グラフ上の指数は休場開始前営業日の水準: 通常の休場と同様の扱い)。

# 商品市況の推移

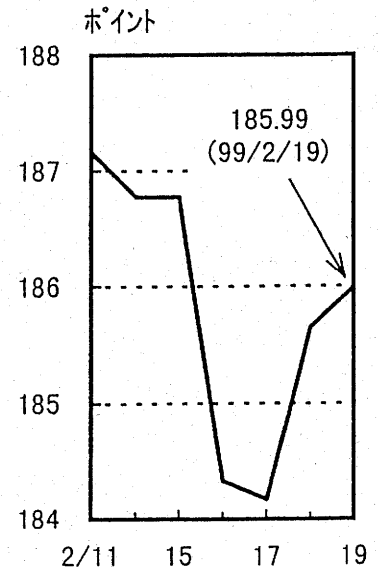
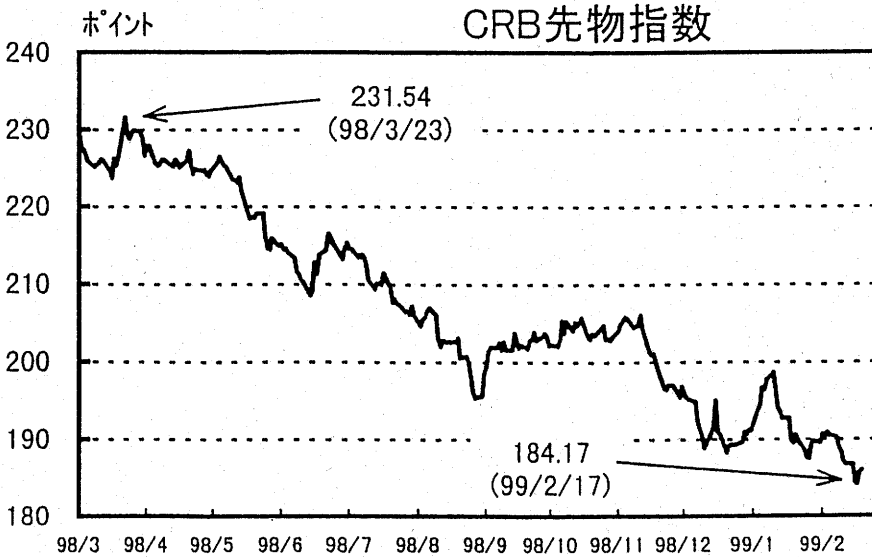
## 金相場(NY先物中心限月)



## 原油相場(NY.WTI先物期近物)



## CRB先物指数



(注) 67年平均を100とした指数



## 米国の主要経済指標

シャドーを付した計数は、前回会合(2月12日)後に判明したもの。  
以下、(図表11)まで同じ。

	97年	98年	98/3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
1. 実質GDP ＜前期比年率、%＞	3.9	3.9	3.7	5.6				
2. 実質可処分所得 ＜前期比、%＞	2.8	3.1	0.8	0.9	0.2	0.3	0.4	
3. 実質個人消費 ＜前期比、%＞	3.4	4.8	1.0	1.1	0.2	0.1	0.7	
4. 小売売上高 ＜前期比、%＞ (前年比、%)	4.3	5.1	▲0.0 3.9	2.3 6.4	1.2 5.9	0.7 5.9	1.0 7.3	0.2 4.2
5. 自動車販売 (年率、万台)	1,544	1,603	1,519	1,684	1,685	1,590	1,777	1,615
6. 消費者コンフィデンス指数	125.3	131.7	132.2	124.1	119.3	126.4	126.7	127.6
7. 住宅着工 (年率、千戸)	1,474	1,616	1,637	1,697	1,698	1,654	1,738	1,804
8. 非国防資本財受注 ＜前期比、%＞ (前年比、%)	8.0	7.4	4.3 10.2	▲4.0 ▲1.9	▲6.4 ▲0.6	1.1 ▲13.8	3.6 11.7	
9. 財・サービス貿易収支 (億ドル)	▲1,102.1	▲1,685.9	▲154.3	▲142.5	▲137.0	▲152.6	▲137.9	
10. NAPM(全米購買者協会)指数	55.0	50.2	49.1	46.9	48.4	47.0	45.3	49.5
11. 鉱工業生産 ＜前期比、%＞ (前年比、%)	6.0	3.6	0.2 3.1	0.6 2.0	0.4 2.6	▲0.1 1.7	0.2 1.8	0.0 2.0
12. 製造業稼働率(%)	82.0	80.8	80.2	80.1	80.3	80.1	79.9	79.6
13. 失業率 (除く軍人、%)	4.9	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.3	4.3
14. 非農業部門雇用者数 (増減数、千人/月) うち製造業	284 21	233 ▲20	204 ▲29	246 ▲45	164 ▲59	277 ▲60	298 ▲16	245 ▲13
15. 時間当り賃金 (全産業、前年比%) (製造業、前年比%)	3.9 3.1	4.0 2.5	4.1 2.4	3.7 1.8	3.8 2.0	3.7 1.8	3.7 1.6	4.0 2.0
16. PPI＜前期比%＞ (前年比%) コア(前年比%)	0.4	▲0.9	▲0.0 ▲0.6	0.3 ▲0.5	0.2 ▲0.7	▲0.2 ▲0.7	0.4 ▲0.1	0.5 0.9
17. CPI＜前期比%＞ (前年比%) コア(前年比%)	2.3	1.6	0.4 1.6	0.4 1.5	0.2 1.5	0.2 1.5	0.1 1.6	0.1 1.7
18. マネーサプライ(M2) (前年4Q対比年率%)	5.8	8.7	7.6	8.7	8.5	8.7	8.9	8.8
19. 公定歩合 (期末値、%)	5.00	4.50	5.00	4.50	4.75	4.50	4.50	4.50
20. FFレート誘導目標水準 (期末値、%)	約5.50	約4.75	約5.25	約4.75	約5.00	約4.75	約4.75	約4.75

(注)・季節調整済。ただし前年比は原計数ベース(除く非国防資本財受注)。

・財・サービス貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・FRBでは、マネーサプライ(M2)について、98年の目標値を「98/4Qの前年同期比+1.0~+5.0%」と設定・公表。

## 欧州の主要経済指標 (ユーロエリア)

## (1) ユーロエリア

	97年	98年	98/2Q	3Q				4Q			99/1Q
1. 実質GDP <前期比、%> (前年比、%)			0.5 2.9	0.7 2.7							
	97年	98年	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
2. 小売売上数量 (前年比、%)	0.8		2.7	3.6	2.5	2.8	1.9	4.0			
3. 新車登録台数 (前年比、%)	3.9	7.7	5.3	7.3	7.3	7.9	1.3	15.5	7.7		
4. 輸出 (前年比、%)	14.4		6.5	4.2	1.3	▲4.1	▲6.2	▲0.4			
5. 輸入 (前年比、%)	13.6		10.7	4.3	1.3	▲0.9	▲3.3	2.7			
6. 貿易収支 [億 ECU]	900		84	136	64	52	72	65			
7. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	4.1		0.9 3.2	0.8 4.2	0.7 4.8	0.6 3.3	0.5 3.2	0.3 2.8			
8. 景況判断指数 (1985年=100)	102.8	103.9	104.9	105.5	104.4	103.8	103.3	103.9	103.9	104.5	
うち製造業コンフィデンス (DI、%)	1	▲9	2	1	▲1	▲2	▲5	▲8	▲9	▲9	
うち消費者コンフィデンス (DI、%)	▲10	▲1	▲5	▲4	▲5	▲5	▲3	▲2	▲1	0	
9. 失業率 (%)	11.6	11.1	11.1	11.0	11.0	10.9	10.8	10.8	10.8		
10. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)			▲0.2 ▲0.5	▲0.2 ▲0.8	▲0.3 ▲1.4	▲0.2 ▲1.6	▲0.3 ▲1.9	▲0.3 ▲2.3			
11. 消費者物価 <前期比、%> (前年比、%)			0.0 1.4	0.1 1.4	0.0 1.2	▲0.1 1.0	0.0 1.0	0.0 0.9	0.0 0.8		
12. マネーサプライ(M3) (前年比、%) (同3M移動平均)	4.1 4.3	4.5	4.8 4.7	4.5 4.5	4.3 4.4	4.5 4.6	5.0 4.7	4.7 4.7	4.5		
13. 主要リファイナンス・オペレート (期末値、%)										3.00	

(注) ・年計数については、6. は年間合計額、8., 12. は年末値、その他は年平均値。

・2. ~6., 10. ~12. は原計数ベース。その他はすべて季節調整済。

・鉱工業生産の前期比は、直近3か月の平均値と3~5か月前の平均値との対比。

・欧州中銀では、マネーサプライ(M3)について、99年の参照値を「前年比+4 1/2%」と設定・公表。

## 欧州の主要経済指標 (ドイツ)

## (2) ドイツ

	97年	98年	98/3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	2.2	2.8	3.5	▲1.8				
2. 小売売上数量 <前期比、%> (前年比、%)	▲1.6	0.2	0.6 1.4	0.1 1.0	1.2 ▲1.5	1.9 3.8	▲4.6 1.0	
3. 製造業受注数量 <前期比、%> (前年比、%)	6.4	3.0	▲0.6 1.9	▲3.6 ▲2.1	▲2.3 ▲1.5	▲1.2 ▲1.9	▲0.1 ▲2.8	
うち 国内投資財 <前期比、%> (前年比、%)	▲1.3	7.2	2.4 9.3	▲5.0 2.1	▲3.2 5.2	▲1.3 3.3	▲5.1 ▲2.1	
うち 海 外 <前期比、%> (前年比、%)	13.8	2.1	▲1.5 ▲1.1	▲3.7 ▲4.2	▲3.3 ▲4.4	▲1.6 ▲3.7	1.5 ▲4.4	
4. 貿易収支 (億マルク)	1,164	1,340	108	100	107	132	60	
5. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	2.6	3.5	1.7 3.8	▲2.1 1.0	1.3 2.7	▲2.1 0.7	0.0 ▲0.4	
6. 失業率 (%)	11.4	11.1	10.9	10.7	10.7	10.7	10.7	10.6
7. 失業者数 (千人)	4,384	4,279	4,208	4,130	4,115	4,121	4,151	4,092
8. 生産者物価 (鉱工業) <前期比、%> (前年比、%)	1.2	▲0.4	▲0.4 ▲0.8	▲0.8 ▲1.5	▲0.4 ▲1.2	▲0.4 ▲1.6	▲0.1 ▲1.7	
9. 生計費指数 (全家計) <前期比、%> (前年比、%)	1.8	0.9	0.2 0.8	0.1 0.6	0.0 0.7	0.1 0.7	▲0.1 0.5	
10. マネーサプライ (M3) (前年4Q対比年率)	4.7	5.6	4.9	5.6	5.3	5.3	5.9	

(注)・季節調整済。ただし前年比は、製造業受注数量、鉱工業生産を除いて原計数ベース。

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

## 欧州の主要経済指標 (フランス、英国)

## (3) フランス

	97年	98年	98/3Q	4Q	98/9月	10月	11月	12月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	2.3		2.1					
2. 実質家計財消費 <前期比、%> (前年比、%)	0.4	5.8	2.5 6.6	▲0.4 4.4	1.9 9.1	▲0.7 4.8	▲0.5 4.5	▲0.4 4.3
3. 貿易収支 (億フラン)	1,664.4	1,643.4	146.3	142.3	201.8	95.1	160.0	171.7
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	3.9	4.5	0.3 3.3	0.0 2.4	▲0.2 3.4	0.6 2.0	0.1 4.4	▲1.6 0.9
5. 失業率 (%)	12.5	11.8	11.8	11.5	11.7	11.6	11.5	11.5
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	▲0.5	▲0.9	▲0.7 ▲1.3	▲1.0 ▲2.3	▲0.2 ▲1.6	▲0.5 ▲2.1	▲0.3 ▲2.3	▲0.4 ▲2.6
7. 消費者物価 <前期比、%> (前年比、%)	1.2	0.7	▲0.3 0.6	0.0 0.3	0.0 0.5	▲0.1 0.4	0.0 0.3	0.1 0.3
8. マネーサプライ (M3+P1) (前年比、%)	5.1	4.0	5.5	4.0	5.5	5.8	4.7	4.0

## (4) 英国

	97年	98年	98/3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
1. 実質GDP <前期比年率、%>	3.5	2.5	1.6	0.7				
2. 小売売上数量 <前期比、%> (前年比、%)	5.3	3.0	0.5 2.9	▲0.1 1.4	▲0.4 1.1	1.0 2.5	▲0.8 0.9	1.2 1.2
3. 貿易収支 (億ポンド)	▲119.1		▲17.4		▲16.4	▲21.8		
4. 鉱工業生産 <前期比、%> (前年比、%)	0.8	0.6	0.0 0.7	▲0.9 0.5	0.0 0.5	0.0 1.1	▲0.8 0.1	
5. 失業率 (%)	5.5	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
6. 生産者物価 <前期比、%> (前年比、%)	1.0	0.6	▲0.1 0.5	▲0.4 0.0	▲0.2 0.1	▲0.2 0.1	0.1 ▲0.1	0.1 0.0
7. 小売物価(除くモーゲージ金利) <前期比、%> (前年比、%)	2.8	2.6	0.1 2.5	0.6 2.5	0.1 2.5	0.1 2.5	0.2 2.6	▲0.4 2.6
8. マネーサプライ (M4) (前年比、%)	11.9	8.1	9.3	8.1	9.3	8.4	8.1	7.4
9. レボ金利 (期末値、%)	7.25	6.25	7.50	6.25	7.25	6.75	6.25	6.00

(注) ・1.~5.は、季節調整済。6.~8.は、原計数ベース。8.は、期末値。

・貿易収支の四半期計数は月平均ベース。

・英国失業率の四半期計数は期初月ベース。

・英国政府では、小売物価(除くモーゲージ金利)について、98年の目標値を、「前年比+2.5%」と設定・公表。

・英国のレボ金利は97/6/5日以前は最低貸出金利。

※ ・BOEでは、2月4日、レボ金利を▲50bps引下げ、5.50%とすることを決定・実施。

## 東アジア諸国の主要経済指標

## (1) 実質成長率

(前年比、%)

	1997年	1998年 予測または実績*	1999年 予測*	98/2Q	3Q	4Q
				(1~6月)	(1~9月)	(1~12月)
中国	8.8	p 7.8	7.0	7.0	7.2	p 7.8
韓国	5.5	▲5.5	2.0	▲6.8	▲6.8	-
台湾	6.8	4.8	4.7	5.2	4.7	3.7
香港	5.3	▲5.0	-	▲5.1	▲7.1	-
シンガポール	7.8	1.3	▲1.0~+1.0	1.8	▲0.7	▲1.5
タイ	▲0.4	▲7.8	0.9	-	-	-
インドネシア	4.9	▲13.7	0.0	▲16.8	▲17.4	▲19.5
マレーシア	7.7	▲4.8	1.0	▲6.8	▲8.6	-
フィリピン	5.2	▲0.5	2.5~3.2	▲0.8	▲0.7	▲1.9

\* 各国政府または中央銀行発表の見通し。98年の計数については、中国、台湾、シンガポール、インドネシア、フィリピンは実績。インドネシアの99年予測は年度(4月~翌3月)ベース。

## (2) 輸出動向

(米ドルベース、前年比、%)

	1997年	1998年	98/2Q	3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月	対GDP 輸出比率 (97年)
N I E s 計	3.6	▲7.6	▲6.2	▲11.3	▲10.6	▲15.6	▲7.4	▲8.7	-	-
韓国	5.0	▲2.2	▲1.9	▲10.8	▲3.0	▲13.5	1.1	3.7	3.7	30.8
台湾	5.3	▲9.4	▲7.7	▲9.5	▲12.8	▲16.6	▲8.6	▲13.8	28.8	43.1
香港	4.1	▲7.5	▲3.2	▲10.4	▲13.7	▲17.6	▲9.4	▲13.6	-	108.7
シンガポール	0.0	▲12.1	▲13.9	▲14.9	▲12.3	▲13.8	▲12.5	▲10.6	▲3.9	129.8
ASEAN計	5.1	-	▲5.6	▲5.6	-	▲4.7	▲3.7	-	-	-
タイ	2.9	-	▲6.9	▲6.1	-	▲9.3	▲6.0	-	-	34.3
インドネシア	7.3	-	▲8.0	▲9.4	-	▲17.3	▲16.6	-	-	24.9
マレーシア	0.5	▲6.4	▲8.7	▲10.7	5.3	2.7	1.9	11.8	-	79.9
フィリピン	22.8	16.9	14.4	19.1	11.4	9.3	12.0	13.1	-	30.7

## (3) 中国の主要経済指標

(前年比、%)

	1997年	1998年	98/2Q	3Q	4Q	98/10月	11月	12月	99/1月
鉱工業生産 (付加価値ベース)	10.9	p 8.8	7.7	8.6	10.0	10.6	11.0	11.5	17.9
全社会固定資産投資	10.1	p 15.0	15.2	28.1	-	28.4	28.9	-	-
消費財小売総額	11.1	p 6.8	5.7	7.0	-	7.6	7.4	-	6.9
小売物価指数	0.8	p ▲2.6	▲2.6	▲3.3	▲2.8	▲2.9	▲2.8	▲2.7	▲2.8
マネーサプライ M2(末残)	17.3	15.3	14.6	16.0	15.3	16.3	16.7	15.3	14.4
輸出(通関、米ドルベース)	21.0	0.5	2.6	▲2.2	▲7.3	▲17.3	▲9.7	4.3	▲10.8
輸入(通関、米ドルベース)	2.5	▲1.5	1.8	▲2.8	▲5.4	▲9.2	2.1	▲7.4	▲13.9
貿易収支 <通関・億米ドル>	404.2	435.9	116.5	128.3	81.8	30.8	28.0	23.0	14.9
外貨準備高(国家保有分) <末残・億米ドル>	1,398.9	1,449.6	1,405.1	1,411.1	1,449.6	1,437.0	1,445.9	1449.6	-

## 経済活動の現状評価

— 2月12日会合後のレビュー —

### 1. 概況

- 前回の金融政策決定会合以降に発表された経済指標をみると、外生需要については、1月の公共工事請負金額が国の第1次補正予算分の発注一巡から減少した一方、1月の輸出がかなりの増加となるなど、ともに基調からはやや異なる動きとなった。

国内民需に関しては、設備投資の先行指標である機械受注が、これまでと同様に、減少傾向を示した。個人消費については、1月の都内百貨店が大幅増となったが、これは一部百貨店の閉店セールによる一時的な要因が大きく、基調としては、なお明確な回復が確認されない状態が続いている。この間、住宅投資との関連では、マンションの販売増加・在庫減少の傾向が明確になってきており、先行き分譲住宅の着工減少に歯止めが掛かる可能性が出てきている。

### 2. 公共投資・純輸出関連の指標

#### (公共投資)

- 公共工事請負金額は(図表1、2)、季調済前月比でみて、12月+5.7%の後、1月は国の発注減少(国等の前月比-13.2%)を主因に-5.7%と減少した(10~12月対比でも-5.2%と減少)。

業界へのヒアリングによると、こうした1月の減少は、国の第1次補正予算分の発注が一巡したことが背景にある模様。2月以降については、第3次補正予算分(緊急経済対策分)の発注開始等から、請負金額は増加に転じるものとみられる。

(通関・国際収支統計)

- 通関統計をみると(図表3~6)、実質輸出については、11月に季調済前月比で-9.2%と大きく落ち込んだ後、12月には+5.4%とプラスに転じ、1月も+7.8%と増加した。四半期ベースでみると、10~12月に前期比-1.9%と減少した後、1月は10~12月対比で+8.0%とかなりの増加となった。ただし、実質輸出は、このところ月々の振れが大きいいため、1月の数字のみから明確な増加基調とは判断し難く、ミクロ情報をも踏まえると、概ね横這い圏内にあるとみられる。

—— 1月の実質輸出の動きを、地域別にみると、米国向け(前月比+13.8%)と東アジア向け(同+16.6%)が大幅に増加している。米国向けについては、自動車の船積み集中が影響している模様であり、ミクロ情報によれば、自動車輸出は2~3月に反落する可能性が高いとみられる。また、東アジア向けについても、同地域の一部で景気下げ止まりの兆しが窺われるとはいえ、1月の輸出増は実勢比かなり強めと考えられる。

一方、実質輸入については、12月に季調済前月比で+0.2%と微増となった後、1月も+1.8%と小幅増加となった。四半期ベースでみると、10~12月が前期比-1.8%の後、1月は10~12月対比で+2.1%と増加した。ただし、1月の輸入増加には、食料品輸入の大幅増(前月比+10.5%)が影響しており、こうした一時的とみられる要因を除けば、実質輸入は、国内民需の低迷等を背景に弱含み基調で推移しているものと考えられる。

—— 個人消費が低調を続ける中で、1月の食料品輸入が急増した背景は、判然とはしないが、ミクロ情報によれば、為替円高を眺め商社等が一時的に輸入手当(冷凍エビ等)を増やしたことも影響している模様。

- なお、円相場は、前回決定会合における金融緩和などを受けて再び円安化しており、足許の実質実効為替レートは、昨年秋口並みの水準となっている(図表7)。
- この間、名目経常収支(図表8)をみると、12月は季調済前月比-10.4%

となった。四半期ベースでみると、7～9月に前期比+26.0%と大きく増加した後、10～12月は-14.4%と反落した。

こうした10～12月減少の背景としては、①為替円高の影響から名目(円)ベースの貿易収支が大幅に減少したこと、②金利スワップ等収支の受け超幅拡大から7～9月に大幅増となった所得収支黒字が反落したこと、などが挙げられる。

—— なお、経常収支の対名目GDP比率をみると、4～6月2.9%の後、7～9月は3.7%と上昇したが、10～12月は3.2%程度へと幾分低下したとみられる(名目GDPを7～9月比横這いと仮定した場合)。

### 3. 設備投資関連の指標

○ 設備投資関連の指標をみると(図表9～10)、12月の機械受注(民需<除く船舶・電力>)は、季調済前月比-3.1%と減少した。この結果、10～12月は、前期比-2.8%と3四半期連続の減少となった。また、1～3月についても、業界見通しによれば、-6.4%と引き続き減少が予想されている。

—— 10～12月の機械受注は、製造業向けが-9.8%と大幅減となった一方、非製造業(除く船舶・電力)向けは+3.2%と増加したが、これには、設備投資関連ではない携帯電話の受注が、新機種投入に伴い、大幅に増加したことが寄与している模様。こうしたことや、1～3月の非製造業向けの受注見通しが-10.5%と大幅減に転じている点を併せてみれば、非製造業の設備投資は減少傾向を続けていると考えられる。

○ なお、最近公表された日経新聞・設備投資計画調査(金融機関を除く上場企業などが対象、2月調査の中間集計段階)によれば(図表11)、98年度計画が-4.6%と8月調査(-2.6%)に比べ下方修正された後、99年度についても-8.0%とかなりの減少が計画されている。

—— 業種別にみると、製造業が98年度、99年度とも前年比-10%程度の大幅減少を計画しており、非製造業については、-1.0%から-6.5%へとマイナス幅が拡大する計画となっている。



#### 4. 個人消費関連の指標

- 個人消費関連の指標をみると（図表 12、13）、1月の都内百貨店売上高は、東急百貨店・日本橋店の閉店セール of 盛り上がり（前年比約7倍）から、季調済前月比+9.9%と大幅な増加に転じた（12月-3.9%）。前年比でみても、+4.5%と、9か月振りにプラスに転じた（12月-6.5%）。

ただし、東急百貨店・日本橋店を除けば1月も前年割れ（-3.4%）となったほか、2月の販売も全体として低迷している模様である。

—— 因みに、大阪地区の百貨店売上げは、12月前年比-7.2%の後、1月も-5.6%とかなりの前年割れとなっている。

—— このほか、マイクロ情報により、2月入り後の販売動向を窺うと、家電販売はパソコンを中心に堅調を維持しているが、乗用車は、1月にかなりの増加となった後、再び減少している模様。

#### 5. 住宅投資関連の指標

- 住宅投資関連の指標をみると（図表 14、15）、1月の首都圏・新築マンション販売は、季調済前月比+2.3%と4か月連続の増加となった（12月+8.8%）。前年比でみると、前年同月が低水準であったこともあり、+62.5%と大幅な増加となった（12月+20.9%）。この結果、販売在庫は2か月連続で前月に比べ減少した。

—— 近畿圏についても、月々の振れはあるが、このところ販売増加・在庫減少という傾向を続けている。

- マンションについては、なお着工済未販売在庫が過剰とみられることや、デベロッパーの資金面の問題などから、販売増が速やかに着工増に結び付く可能性は大きくないとみられるが、こうした環境の好転によって、マンション着工の減少傾向には徐々に歯止めがかかる可能性が出てきている。

#### 6. 生産関連の指標

- 12月の鉱工業統計の確報をみると（図表 16）、速報と比べ、生産（速報

→確報、前月比+1.3%→+1.3%)に変化はなかった一方、出荷(+1.4%→+1.8%)が上方修正され、在庫(-1.7%→-1.8%)・在庫率(107.8→107.4)が下方修正された。この結果、速報に比べ、やや在庫調整が進捗した姿となった。

—— 12月の稼働率指数は93.8(前月比+0.2%)となり、10~12月では94.4と7~9月(94.9)に比べ小幅低下。

以 上

「経済活動の現状評価」 図表一覧

- (図表 1) 公共投資関連指標
- (図表 2) 公共投資の推移
  
- (図表 3) 輸出入関連指標
- (図表 4) 実質輸出入の推移
- (図表 5) 実質輸出の内訳
- (図表 6) 実質輸入の内訳
- (図表 7) 実質実効為替レート
- (図表 8) 名目経常収支
  
- (図表 9) 設備投資関連指標
- (図表 10) 設備投資先行指標
- (図表 11) 設備投資計画 (大企業中心)
  
- (図表 12) 個人消費関連指標
- (図表 13) 個人消費 (季調済系列)
  
- (図表 14) 住宅関連指標
- (図表 15) マンション販売動向
  
- (図表 16) 生産・出荷・在庫関連指標

## 公共投資関連指標

### <公共工事請負金額>

一 季調済金額：兆円、〈 〉内は前期(月)比、( )内は前年比：%

	97年度	98/4~6月	98/7~9	98/10~12	98/11月	12	99/1
公共工事請負金額	23.7 (- 3.5)	5.8 (- 6.2)	6.4 ( 4.9)	6.1 ( 10.4)	1.9 (-1.5)	2.0 ( 4.3)	1.9 ( 0.0)
うち国等の発注 〈ウェイト 31.6%〉	7.5 (- 2.3)	1.8 (- 8.8)	2.0 ( 0.7)	2.1 ( 32.8)	0.7 ( 1.0)	0.7 (23.5)	0.6 (-8.1)
うち地方の発注 〈ウェイト 68.4%〉	16.2 (- 4.1)	4.0 (- 4.8)	4.4 ( 6.5)	4.0 ( 3.2)	1.3 (-2.5)	1.4 (-1.7)	1.3 ( 3.7)
		〈 3.7〉	〈 9.6〉	〈-8.1〉	〈-10.8〉	〈 8.8〉	〈-2.0〉

- (注) 1. 「ウェイト」は、合計に占める各発注主体別計数のウェイト(97年度)。  
 2. 「国等」には一部公的企業を含む。  
 3. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。

### <公共投資関連財出荷>

一 季調済：95年=100、〈 〉内は前期(月)比、( )内は前年比：%

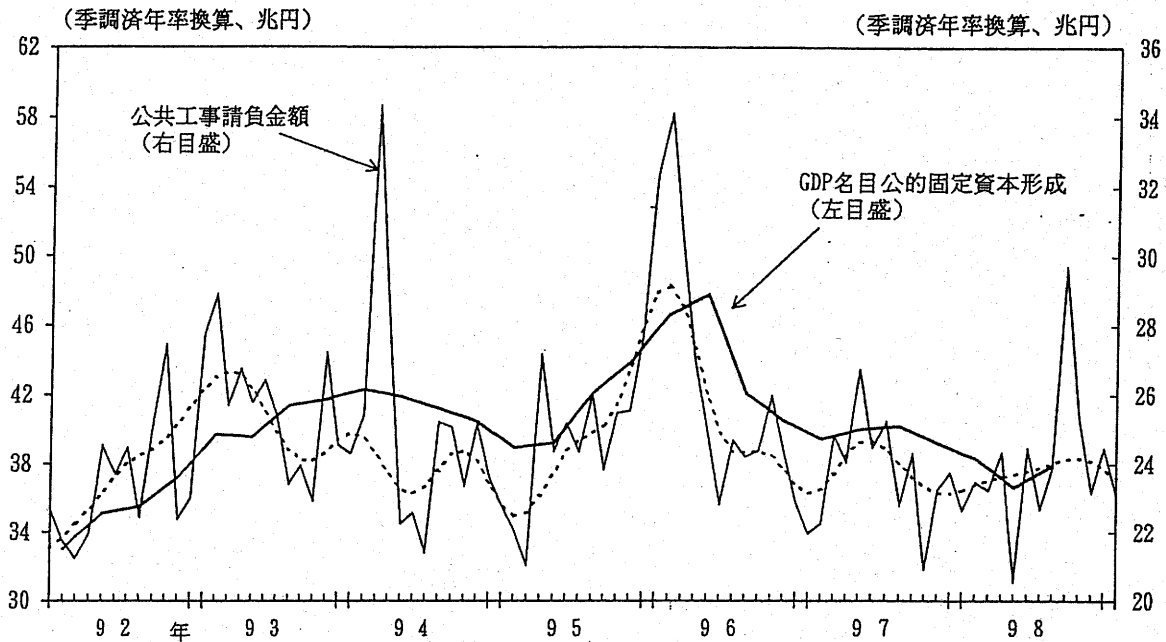
97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/10月	11	12
98.5	90.6	87.1	92.2	87.2	92.3	97.1
(- 5.5)	〈-6.0〉	〈-3.9〉	〈 5.9〉	〈-3.5〉	〈 5.9〉	〈 5.2〉

- (注) 1. アスファルト、道路用コンクリート、橋梁、セメントをそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。四半期データは各月データの単純平均。  
 2. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。

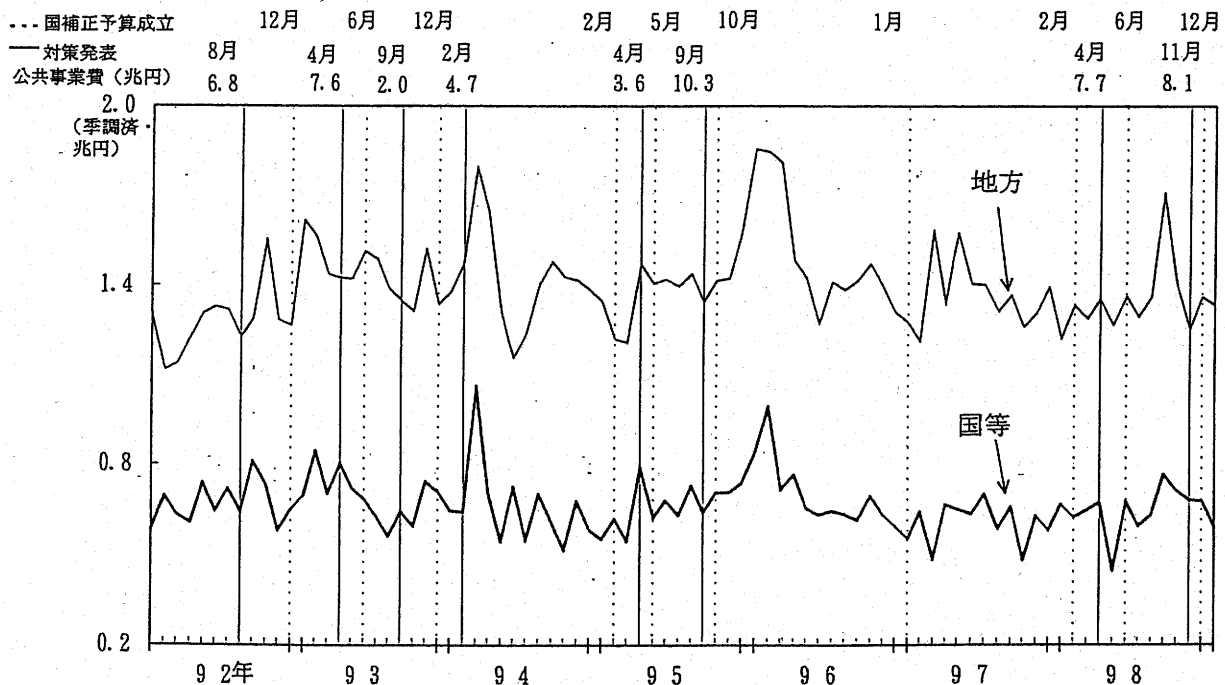
(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

# 公共投資の推移

## (1) 公共工事請負金額と名目公的固定資本形成



## (2) 国等・地方別の請負金額



- (注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。  
 2. X-12-ARIMA( $\beta$ バージョン)による季節調整。点線は趨勢循環変動成分。  
 3. 国等には一部公的企業を含む。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

## 輸出入関連指標

## &lt;実質輸出入&gt;

— &lt;&gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比：%

	97年度	98/7~9月	10~12	99/1~3	98/11月	12	99/1
実質輸出	( 9.6)	< 1.5> (-2.8)	<-1.9> (-4.7)	< 8.0>	<-9.2> (-7.8)	< 5.4> (-3.5)	< 7.8> ( 0.2)
実質輸入	(-2.1)	< 2.4> (-9.7)	<-1.8> (-7.5)	< 2.1>	< 0.5> (-2.7)	< 0.2> (-9.4)	< 1.8> (-9.0)

(注) 1. X-11による季節調整値。なお、99/1~3月は、1月実績の四半期換算値。  
2. 98年年間補正後の計数。

## &lt;国際収支&gt;

— 季調済：兆円(名目GDP比率は%)、&lt;&gt;内は前期(月)比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/10月	11	12
経常収支	12.95	3.64	4.59	3.93	1.46	1.30	1.16
[名目GDP比率]	[ 2.6]	[ 2.9]	[ 3.7]				
貿易・サービス収支	7.28	2.52	2.64	2.17	0.82	0.68	0.68
		< 8.9>	< 5.0>	<-17.7>	<-6.4>	<-17.6>	<-0.0>

## &lt;通関収支&gt;

— &lt;&gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/11月	12	99/1
輸出数量	( 10.5)	<-0.9> (-0.6)	<-0.1> (-2.3)	<-3.0> (-6.3)	<-8.8> (-7.2)	< 2.5> (-5.4)	< 7.7> (-1.4)
輸入数量	(-0.5)	<-7.1> (-6.6)	< 3.0> (-6.8)	< 0.2> (-4.5)	< 4.8> ( 3.0)	<-1.8> (-7.4)	< 6.9> (-2.2)

(注) 98年年間補正後の計数。

— 原計数・名目：兆円、( )内は前年比：%

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/11月	12	99/1
輸出総額	51.41	13.17	13.17	12.19	3.68	4.13	3.45
	( 11.7)	( 4.2)	( 4.2)	(-10.2)	(-12.9)	(-12.2)	(-10.6)
輸入総額	39.96	9.43	9.43	8.52	2.79	2.72	2.69
	( 0.7)	(-5.9)	(-5.9)	(-16.2)	(-11.8)	(-21.6)	(-22.1)
収支尻	11.45	3.74	3.74	3.67	0.89	1.41	0.76
	( 79.8)	( 42.8)	( 42.8)	( 7.8)	(-16.2)	( 14.3)	( 87.0)

(注) 98年年間補正後の計数。

## &lt;為替相場&gt;

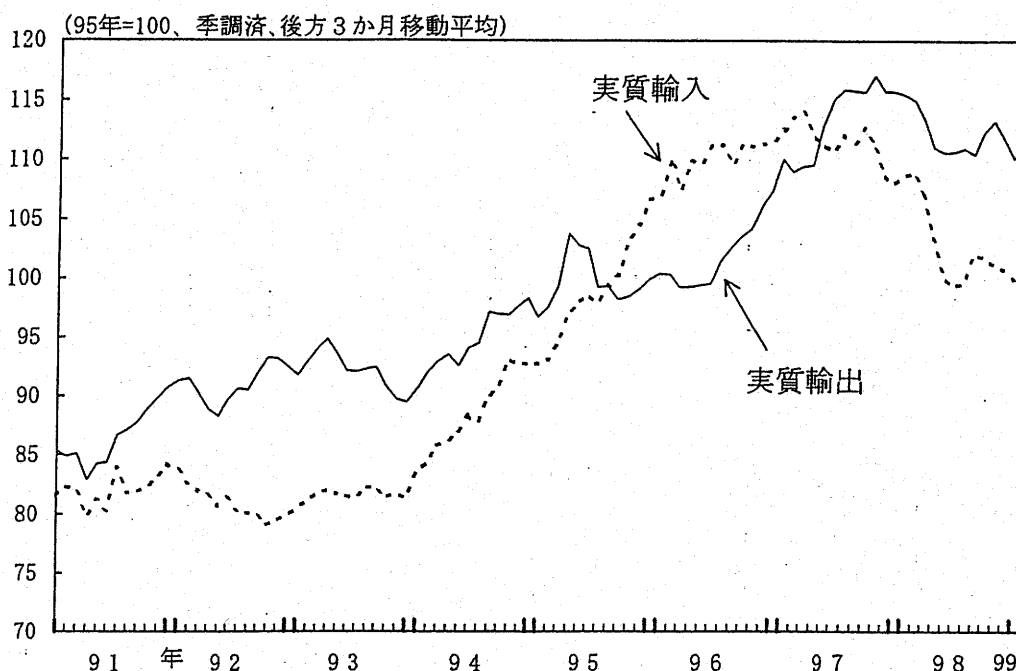
	96年末	97	98	98/9月末	10	11	12	99/1
ドル=円	115.98	129.92	115.20	135.72	116.09	123.83	115.20	115.98
DM=円	74.62	72.60	68.91	80.96	70.22	72.34	68.91	.....
ユーロ=円	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	132.32

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

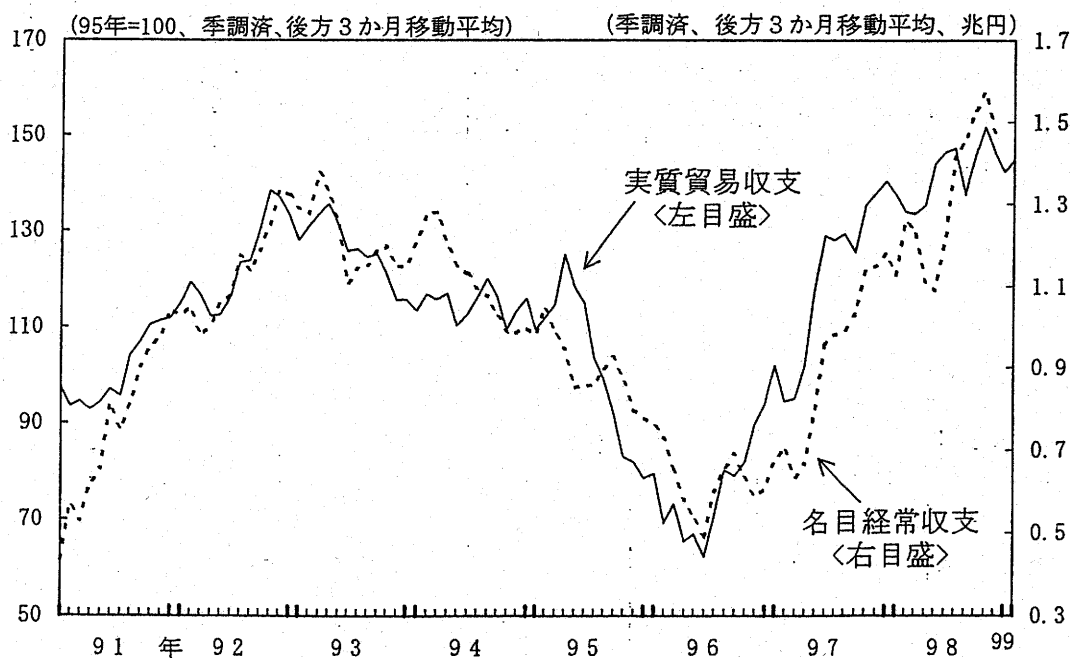
日本銀行「経済統計月報」「国際収支統計月報」「卸売物価指数」

# 実質輸出入の推移

## (1) 実質輸出入



## (2) 実質貿易収支と名目経常収支



- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえで指数化したもの。  
2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。  
3. 実質輸出入及び実質貿易収支はX-11による季節調整値。  
4. 実質輸出入及び実質貿易収支は、98年年間補正後の計数。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

## 実質輸出の内訳

## (1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
米国	<30.5>	14.6	6.8	4.6	-0.8	2.5	-2.4	9.0	-17.6	3.8	13.8
EU	<18.4>	13.8	15.6	1.3	7.2	2.0	0.9	0.5	-13.7	8.6	0.1
東アジア	<33.2>	8.6	-18.1	-11.1	-7.3	-0.2	-1.3	17.9	-10.7	7.6	16.6
中国	<5.2>	8.2	0.8	-3.9	4.0	-2.1	-2.0	35.4	-11.4	3.7	37.8
NIEs	<20.2>	10.5	-16.5	-10.5	-8.2	-1.4	-0.9	15.7	-11.4	9.7	13.4
韓国	<4.0>	-1.5	-35.5	-29.8	-7.0	-1.4	13.1	21.1	-5.1	13.7	13.2
ASEAN4	<7.8>	5.0	-29.2	-16.0	-11.3	4.2	-1.7	12.2	-8.3	5.2	11.7
タイ	<2.4>	-11.6	-29.4	-9.6	-2.3	-0.4	-2.6	9.9	-11.6	6.3	10.2
インドネシア	<1.1>	22.6	-53.5	-36.0	-26.9	8.7	5.5	9.5	-9.4	7.0	8.2
実質輸出計		11.2	-2.1	-2.0	-2.5	1.5	-1.9	8.0	-9.2	5.4	7.8

- (注) 1. < >内は、98年通関輸出額に占める各地域・国のウェイト。  
 2. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。  
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは1月実績の四半期換算値。  
 4. 実質輸出計は、年間補正後の計数。その他については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。

## (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
中間財	<14.5>	11.2	3.0	-3.2	2.3	4.9	-1.5	5.1	-14.9	5.9	7.0
自動車関連	<21.9>	14.6	1.3	-3.0	0.7	4.1	1.8	3.4	-10.4	7.8	2.1
消費財	<7.3>	6.3	5.0	2.3	0.7	-2.7	0.9	1.5	-12.2	5.6	2.3
情報関連	<17.2>	18.1	-7.0	-5.5	-5.3	1.6	-1.7	4.2	-11.6	9.0	2.7
資本財・部品	<28.6>	9.0	-5.4	-5.8	-2.8	0.5	-4.1	8.4	-12.5	2.3	11.8
実質輸出計		11.2	-2.1	-2.0	-2.5	1.5	-1.9	8.0	-9.2	5.4	7.8

- (注) 1. < >内は、98年通関輸出額に占める各財のウェイト。  
 2. 「消費財」は自動車を除く。  
 3. 「情報関連」は、自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。  
 4. 「資本財・部品」は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。  
 5. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは1月実績の四半期換算値。  
 6. 実質輸出計は、年間補正後の計数。その他については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」



## 実質輸入の内訳

## (1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98 98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
米国	<23.9>	1.1	-3.8	0.5	-4.8	1.4	-4.5	1.4	-6.9	-5.3	7.8
EU	<14.0>	-3.6	-6.1	3.4	-8.5	4.0	1.9	0.0	8.3	-2.4	-1.0
東アジア	<34.9>	0.9	-7.7	-0.2	-6.0	1.4	0.4	7.7	3.6	4.4	3.5
中国	<13.2>	8.8	-4.4	0.8	-4.7	1.4	-1.2	7.8	4.1	7.4	1.5
NIEs	<10.2>	-8.1	-10.9	-0.5	-9.0	-0.4	5.8	5.0	6.7	1.1	2.1
韓国	<4.3>	-3.9	-9.1	3.7	-10.1	-3.7	10.2	3.7	5.6	3.8	-0.6
ASEAN4	<11.4>	2.2	-8.2	-0.9	-4.7	3.0	-2.2	9.9	0.5	4.3	6.7
タイ	<2.9>	-0.5	-6.7	-3.5	-2.7	2.9	-4.3	3.0	-3.0	1.6	3.0
インドネシア	<3.9>	-2.3	-10.0	0.1	-4.1	5.8	-5.4	-6.4	2.2	2.4	-8.5
実質輸入計		0.9	-8.3	-0.8	-7.2	2.4	-1.8	2.1	0.5	0.2	1.8

- (注) 1. < >内は、98年通関輸入額に占める各地域・国のウェイト。  
 2. ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。  
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは、1月実績の四半期換算値。  
 4. 実質輸入計は、年間補正後の計数。その他については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。

## (2) 財別

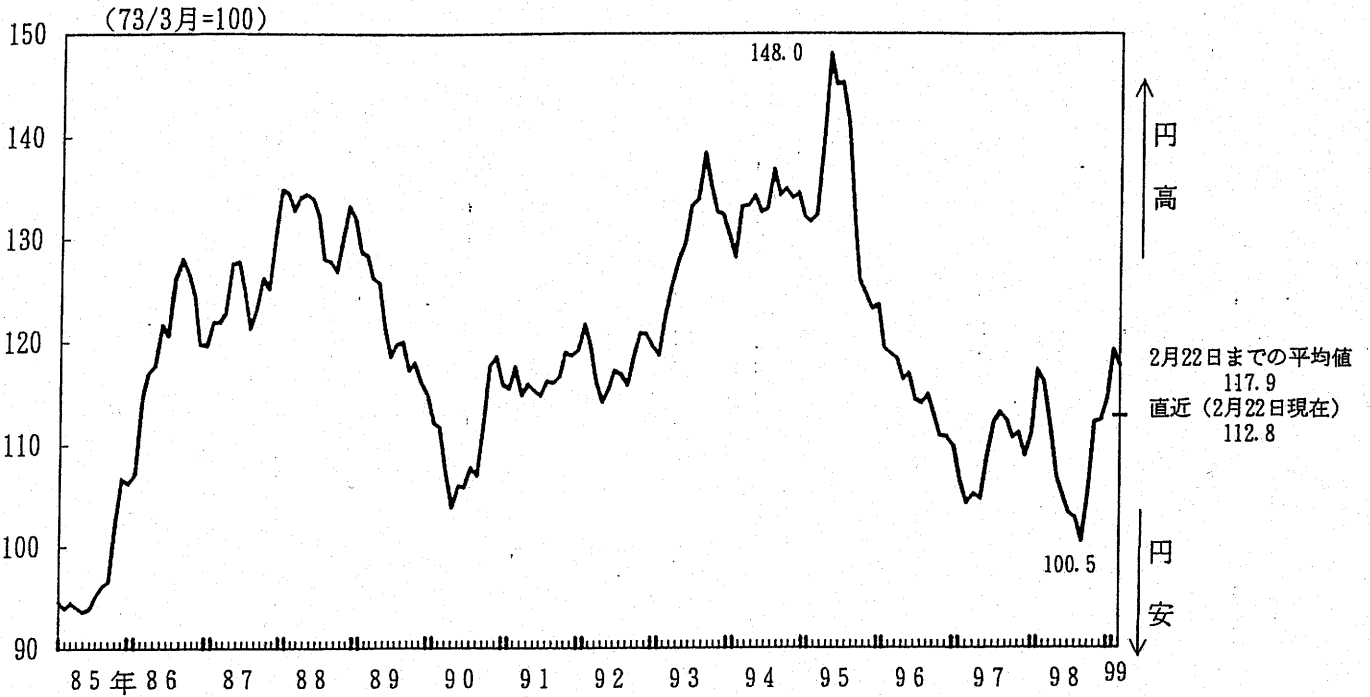
		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 97年	98 98	98年 1Q	2Q	3Q	4Q	99年 1Q	98年 11月	12	99年 1
素原料	<23.2>	-0.5	-6.0	-4.3	-4.4	2.7	0.0	1.9	-4.7	2.0	2.2
中間財	<14.0>	2.7	-7.1	-2.0	-9.3	2.1	0.9	-4.6	2.9	2.6	-7.0
食料品	<14.7>	-3.5	-4.2	0.9	-2.9	3.4	-3.7	12.1	6.4	-0.8	10.5
消費財	<10.7>	-10.0	-13.8	-0.3	-8.9	7.0	-6.7	1.3	8.4	-0.1	-1.2
情報関連	<13.2>	8.0	-5.8	-4.0	-1.2	4.1	-1.6	3.7	1.3	0.3	3.0
資本財・部品	<13.3>	13.6	2.7	8.0	-10.8	1.8	-1.1	0.3	-9.6	-1.7	5.1
実質輸入計		0.9	-8.3	-0.8	-7.2	2.4	-1.8	2.1	0.5	0.2	1.8

- (注) 1. < >内の数字は、98年通関輸入額に占める各財のウェイト。  
 2. 「素原料」は原料品、鉱物性燃料。  
 3. 「消費財」は、食料品を除く。  
 4. 「情報関連」は、事務用機器、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。  
 5. 「資本財・部品」は、情報関連を除く。  
 6. 各計数ともX-11による季節調整値。なお、99/1Qは、1月実績の四半期換算値。  
 7. 実質輸入計は、年間補正後の計数。その他については、データ利用上の制約により、年間補正前の計数。

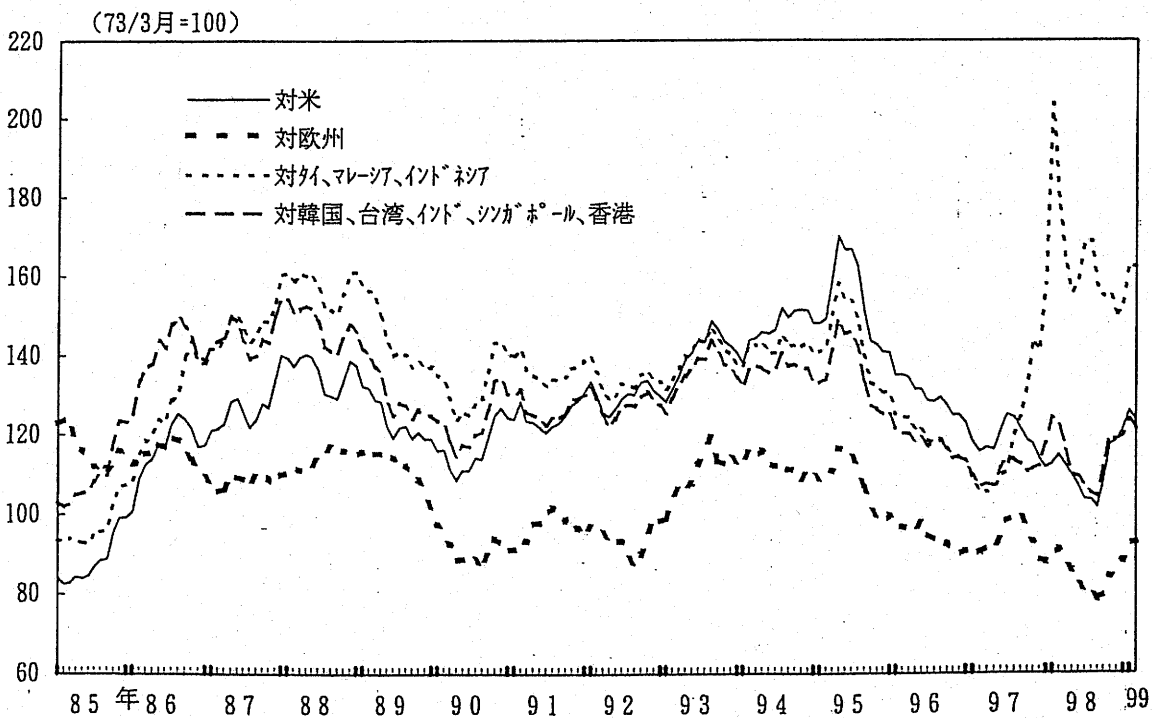
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

# 実質実効為替レート

## (1) 円の実質実効レート



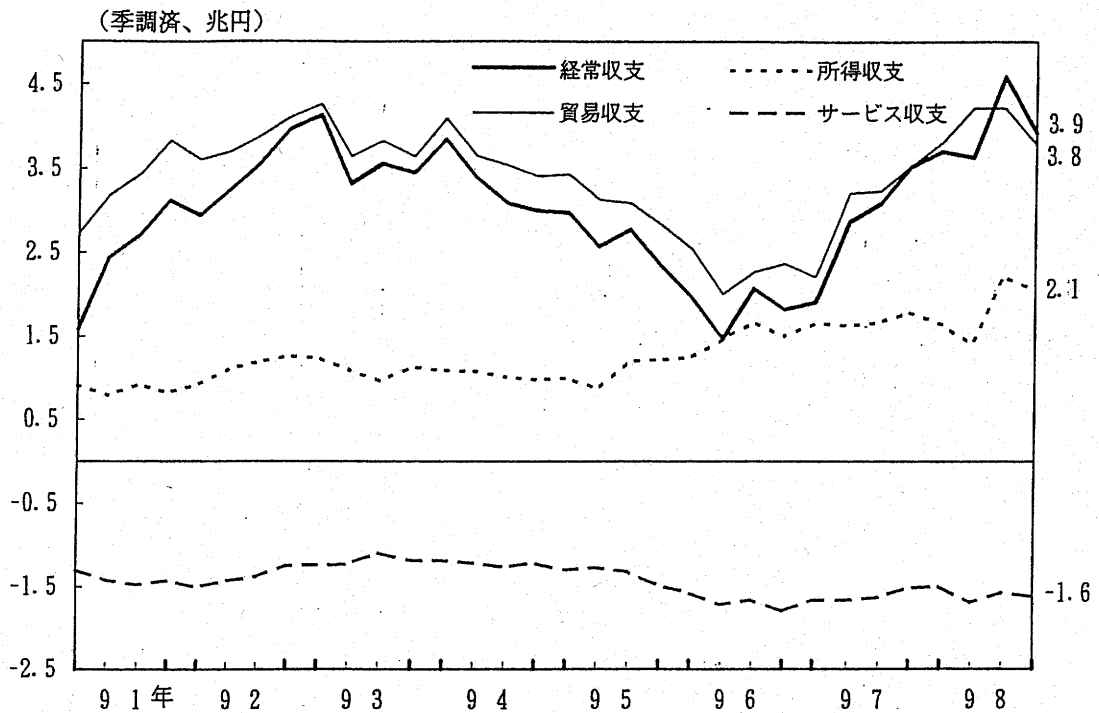
## (2) 相手地域別



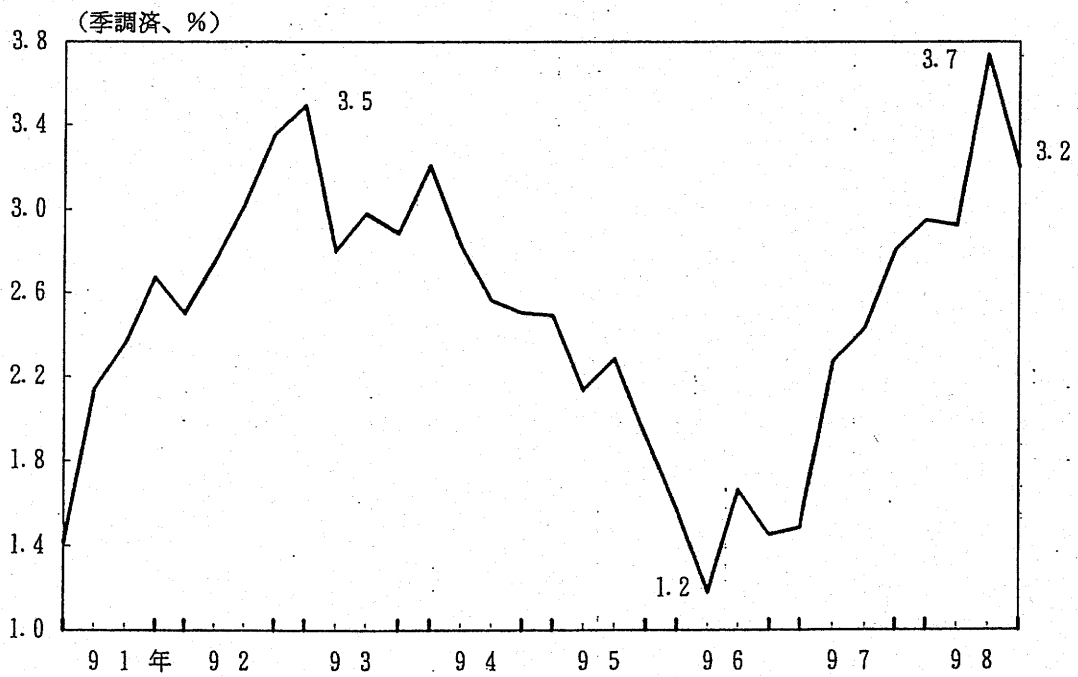
(注) 日本銀行調査統計局試算値。直近2月は22日までの平均値。  
また、算出の際に使用した各国の物価指数のうち実績値のない部分については、直近実績値横這いとした。

# 名目経常収支

## (1) 経常収支の内訳



## (2) 名目経常収支対名目GDP比率



(注) 98/4Qは、名目GDPを98/3Q比横這いとして算出。  
(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

## 設備投資関連指標

## &lt; 先行指標等 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比: %

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/10月	11	12
機械受注	(-3.9)	<-16.0>	<-0.8>	<-2.8>	<-12.5>	<10.8>	<-3.1>
〔民需、除く船舶・電力〕		(-21.7)	(-20.3)	(-17.8)	(-26.1)	(-12.2)	(-14.3)
うち製造業	(2.2)	<-13.4>	<-2.1>	<-9.8>	<-14.4>	<3.6>	<-0.5>
うち非製造業	(-8.3)	<-17.9>	<0.1>	<3.2>	<-10.1>	<13.8>	<-4.8>
建築着工床面積	(-2.6)	<-6.2>	<-3.3>	<-10.4>	<-12.4>	<1.5>	<-5.1>
〔民間非居住用〕		(-13.8)	(-18.2)	(-22.9)	(-23.5)	(-20.4)	(-24.6)
うち鉱工業	(0.6)	<-22.2>	<-15.6>	<-12.1>	<-8.4>	<3.0>	<-12.9>
うち非製造業	(-3.9)	<-0.2>	<-0.3>	<-10.0>	<-15.1>	<4.3>	<-5.4>
一般資本財出荷	(2.2)	<-10.2>	<-0.7>	<-4.0>	<-5.4>	<-3.9>	<-2.8>
		(-10.3)	(-13.3)	(-14.8)	(-14.5)	(-15.6)	(-14.4)
稼働率指数(95年平均=100)	102.7	94.1	94.9	94.4	95.8	93.6	93.8

(注) 機械受注の99/1~3月の業界見通し(季調済前期比)は、民需(除く船舶・電力) -6.4%、製造業 -1.4%、非製造業(除く船舶・電力) -10.5%となっている。

## &lt; 法人企業統計季報 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期比、( )は前年比: %

	96年度	97年度	98/1~3月	4~6	7~9
全産業	(9.8)	(2.1)	<-4.5>	<-6.8>	<-1.4>
うち製造業	(8.1)	(6.5)	<4.4>	<-6.5>	<-4.9>
うち非製造業	(10.7)	(0.0)	<-10.3>	<-5.8>	<-0.4>

## &lt; 設備投資アンケート調査 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期比、( )は前年比: %

	97年度 実績	98年度 計画	98/4~6月 実績	7~9月 実績	10~12月 実績見込	98/10~99/3月 計画
法人企業動向調査(12月)	(0.6)	(-6.3)	<0.1>	<-2.5>	<-6.5>	-
			(-2.2)	(-5.2)	(-3.8)	(-8.6)
うち製造業	(7.6)	(-7.0)	<-6.3>	<1.2>	<-8.1>	(-11.5)
うち非製造業	(-2.8)	(-5.8)	<3.5>	<-4.0>	<-5.4>	(-7.0)

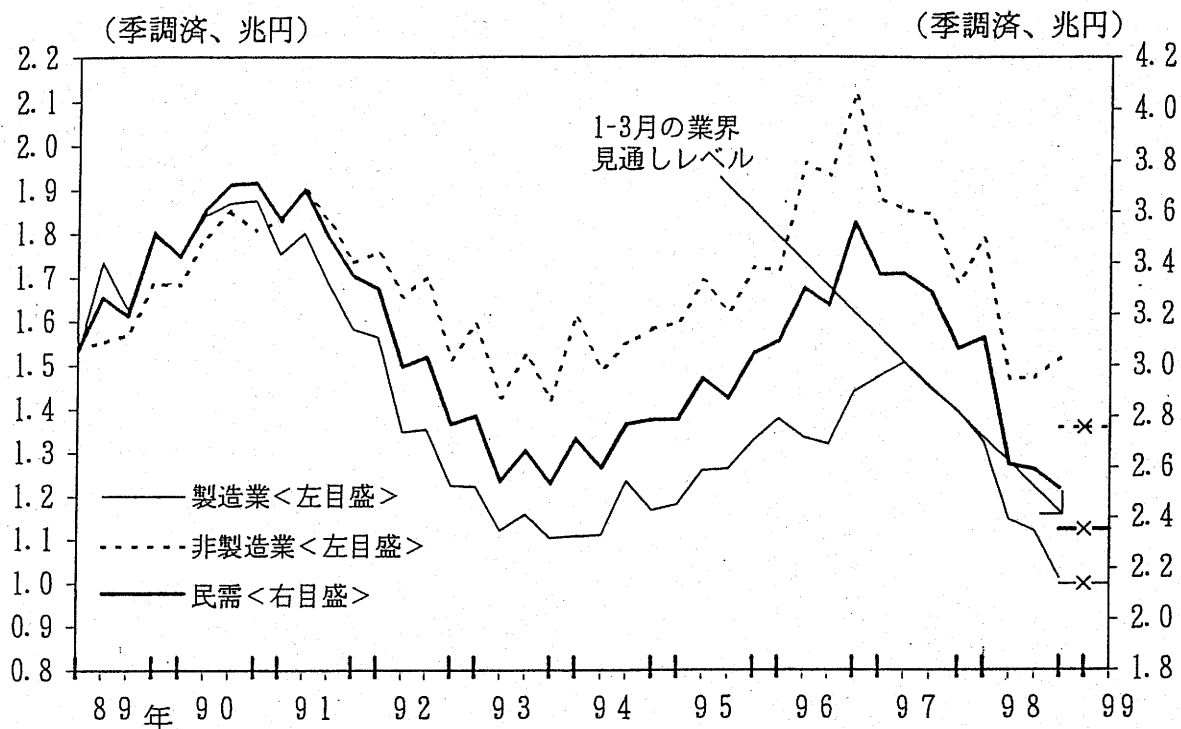
— 前年比: %、( )内は当該年度12月調査時点

	96年度実績	97年度実績	98年度計画
主要短観(12月調査) 全産業	4.0 (7.0)	-0.4 (4.1)	-2.6
製造業	5.7 (7.2)	6.4 (9.9)	-7.7
非製造業	3.2 (6.9)	-3.7 (1.3)	0.2
全国短観(12月調査) 全産業	4.0 (3.4)	-3.0 (-0.8)	-7.4
製造業	6.7 (5.9)	4.2 (7.7)	-10.6
非製造業	2.8 (2.2)	-6.4 (-4.9)	-5.8
うち中小企業・全産業	3.5 (0.4)	-4.6 (-6.7)	-15.0
製造業	2.2 (-2.4)	3.7 (3.4)	-18.1
非製造業	4.1 (1.6)	-7.9 (-11.0)	-13.7

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「法人企業動向調査」「機械受注統計」  
建設省「建設統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

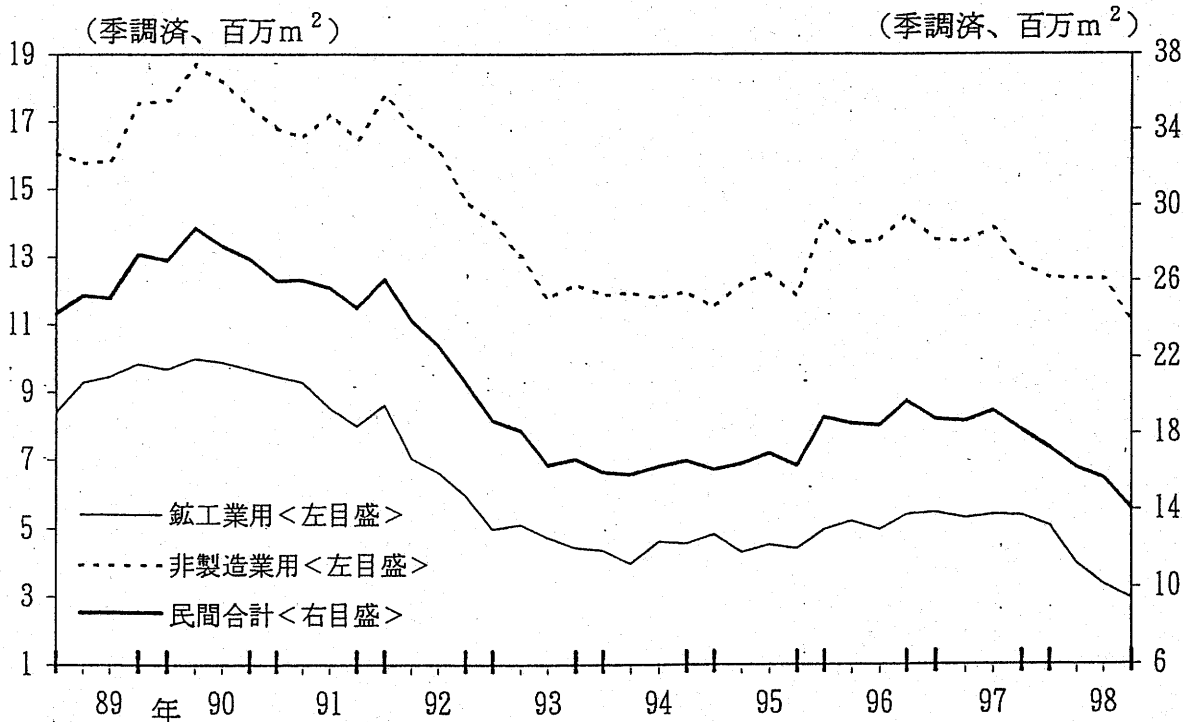
# 設備投資先行指標

## (1) 機械受注



(注) 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。

## (2) 建築着工床面積 (非居住用)

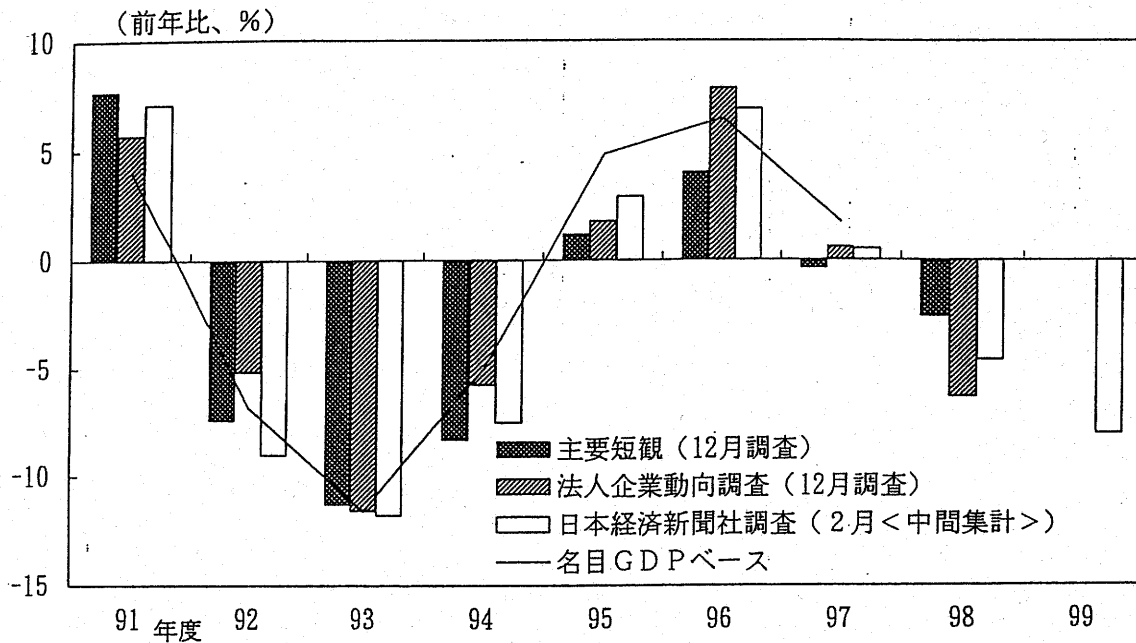


(注) X-11による季節調整値。

(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

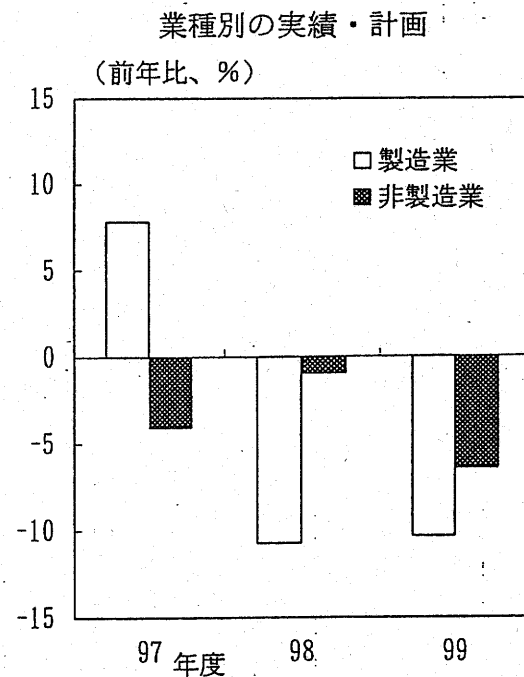
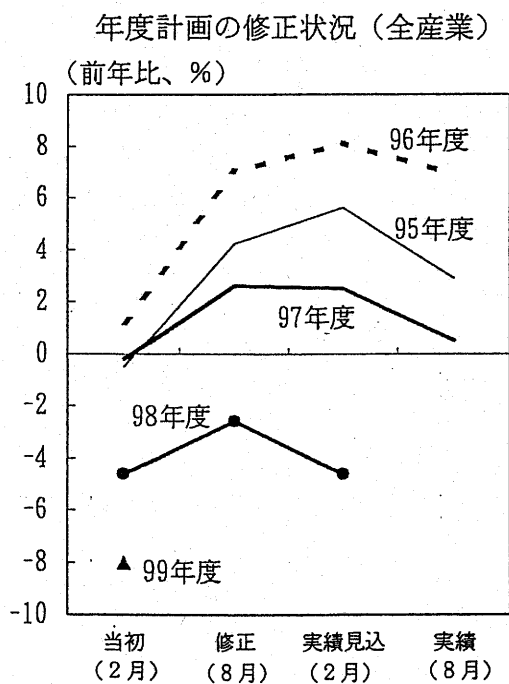
# 設備投資計画 (大企業中心)

## (1) 年度実績・計画の推移 (全産業)



(注) 主要企業短期経済観測調査 : 回答企業数 697社。  
 法人企業動向調査 : 回答企業数 4,238社。  
 日本経済新聞社調査 : 回答企業数 1,711社。

## (2) 日本経済新聞社調査



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、  
 日本経済新聞社「民間企業設備投資調査」、  
 経済企画庁「国民所得統計」「法人企業動向調査」

## 個人消費関連指標

— ( )内は前年比、< >内は季調済前期(月)比: %  
 — [ ]内の計数は97年度売上高(名目、10億円)

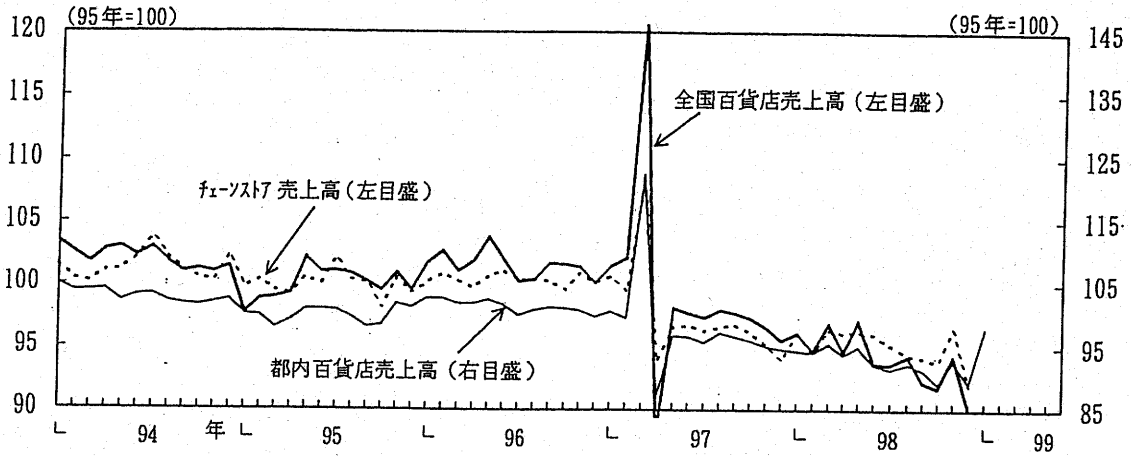
	97年度	98/4~6	7~9	10~12	98/10月	11	12	99/1
消費水準指数(全世帯)	(-2.1)	(-0.8)	(-1.9)	(0.2)	(-0.6)	(1.5)	(-0.2)	
		<-0.5>	<-0.4>	<0.7>	<0.5>	<1.2>	<-4.6>	
小売業販売額(実質)	(-5.7)	(-1.7)	(-2.8)	(-5.4)	(-6.0)	(-4.1)	(-5.9)	
[141,811]		<-1.3>	<-0.9>	<-2.9>	<-1.6>	<0.4>	<-2.2>	
乗用車新車登録台数(除く軽)	(-14.4)	(-2.1)	(-1.8)	(-17.0)	(-14.0)	(-13.8)	(-22.7)	(-0.9)
[332万台]		<0.7>	<0.3>	<-11.8>	<-12.1>	<-5.3>	<8.1>	<10.6>
家電販売(NEBAベース、実質)	(-3.3)	(9.8)	(14.2)	(15.0)	(19.2)	(16.7)	(11.6)	
[2,322]		<2.7>	<6.9>	<3.6>	<4.0>	<-0.6>	<-7.2>	
全国百貨店売上高(通産省)	(-5.0)	(0.6)	(-4.5)	(-4.6)	(-4.6)	(-2.4)	(-6.2)	
[10,865]		<-0.7>	<-1.9>	<-1.4>	<-0.5>	<2.7>	<-4.5>	
都内百貨店売上高	(-7.7)	(-0.1)	(-5.0)	(-5.4)	(-6.7)	(-2.8)	(-6.5)	(-4.5)
[2,353]		<-1.0>	<-2.1>	<-1.5>	<-2.5>	<4.2>	<-3.9>	<9.9>
全国チェーンストア売上高	(-5.1)	(0.3)	(-2.5)	(-1.4)	(-2.3)	(0.5)	(-2.2)	
[16,720]		<0.5>	<-1.6>	<-0.6>	<-0.4>	<2.8>	<-4.6>	
旅行取扱額(主要50社)	(-2.2)	(-2.8)	(-3.2)	(-7.0)	(-10.5)	(-2.7)	(-7.3)	
[5,979]		<-0.1>	<0.3>	<-4.4>	<-3.7>	<3.8>	<-3.3>	
うち国内	(-1.4)	(0.0)	(-2.0)	(-4.5)	(-8.9)	(0.0)	(-3.7)	
うち海外	(-3.5)	(-6.5)	(-4.6)	(-10.4)	(-12.7)	(-6.8)	(-11.3)	
平均消費性向(家計調査、%)	71.2	73.2	69.6	71.3	69.7	73.1	71.2	

- (注) 1. 小売業販売額は、調査統計局において、CPI(商品)で実質化。  
 2. 家電販売額は、調査統計局において、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。  
 3. 都内百貨店、チェーンストアは公表計数通り(消費税を含まないベース)。全国百貨店は調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。いずれも店舗調整済。  
 4. 旅行取扱額は、調査統計局試算により消費税分を除いたもの(公表計数が消費税を含んでいるため)。

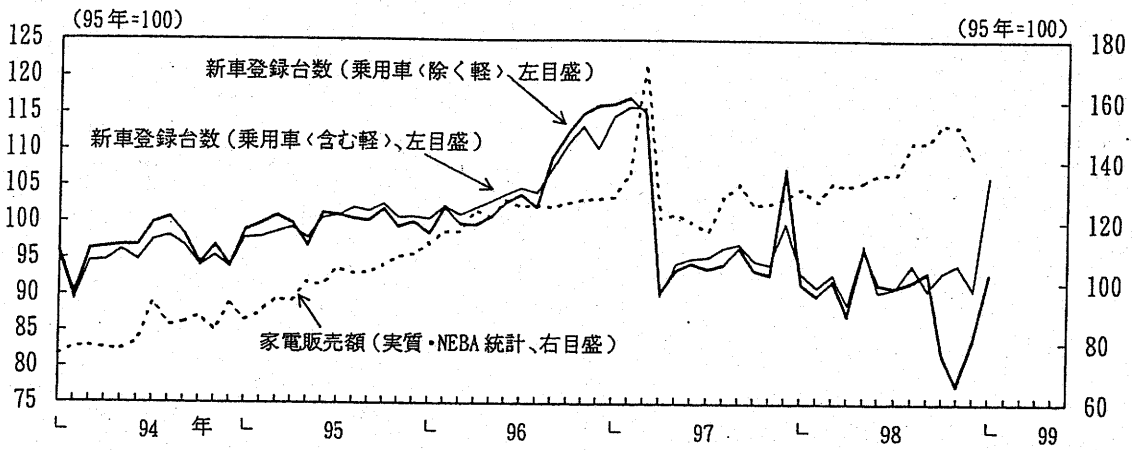
(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、運輸省「旅行取扱状況」、  
 通商産業省「商業販売統計」、日本百貨店協会「都内百貨店売上高」、日本銀行「卸売物価指数」、  
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」

# 個人消費 (季調済系列)

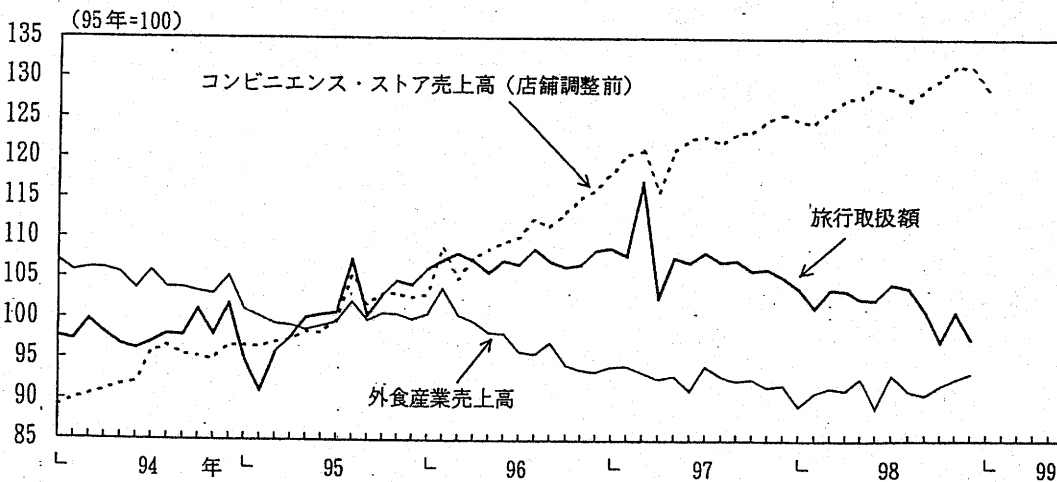
## (1) 大型小売店売上高 (名目・除く消費税・店舗調整後)



## (2) 耐久消費財



## (3) サービス支出等



(注) 1. X-12-ARIMA(βバージョン)による季調済系列。

2. 家電販売額は、各品目のCPI(但しパソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

3. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、調査統計局において、消費税分を控除したもの。

4. コンビニエンス・ストア売上高は、調査統計局におけるヒアリング集計ベース。

(資料) 総務庁「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、運輸省「旅行取扱状況」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本百貨店協会「都内百貨店売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本銀行「卸売物価指数」、外食総研「月次売上動向調査」



## 住宅関連指標

## &lt;新設住宅着工戸数&gt;

— 季調済年率換算戸数：万戸、〈 〉内は季調済前期（月）比、（ ）内は前年比：％

	97年度	98/4~6月	7~9	10~12	98/10月	11	12
総戸数	134.1 (-17.7)	123.1 〈-5.8〉 (-15.0)	114.9 〈-6.7〉 (-12.2)	112.8 〈-1.8〉 (-13.2)	114.8 〈0.7〉 (-12.9)	108.8 〈-5.2〉 (-16.0)	114.9 〈5.6〉 (-10.8)
持家	45.1 (-29.1)	44.4 〈0.1〉 (-11.8)	42.2 〈-4.9〉 (-1.8)	41.6 〈-1.4〉 (-1.9)	41.6 〈-1.7〉 (-2.0)	41.0 〈-1.3〉 (-1.4)	42.2 〈3.0〉 (-2.4)
分譲	35.1 (-0.4)	30.3 〈-10.6〉 (-20.3)	27.0 〈-10.7〉 (-19.5)	26.6 〈-1.7〉 (-24.1)	25.4 〈-5.1〉 (-30.2)	25.6 〈0.8〉 (-28.6)	28.8 〈12.4〉 (-12.5)
貸家系	54.0 (-16.0)	49.6 〈-2.9〉 (-14.4)	45.7 〈-8.0〉 (-16.1)	44.6 〈-2.4〉 (-14.7)	47.1 〈5.5〉 (-10.0)	42.4 〈-9.9〉 (-18.5)	44.1 〈4.0〉 (-15.7)

## &lt;住宅金融公庫申込戸数（個人住宅建設）等&gt;

— （ ）内は前年比：％

	96年度/4回	97/1	2	3	4	98/1	2	3
公庫申込戸数	(-33.0)	(-47.7)	(-60.3)	(-21.9)	(-33.2)	(13.3)	(28.8)	(49.9)
基準金利（％）	3.10	→	→	3.00	→	2.75	2.55	2.00

## &lt;首都圏新築マンション関連指標—不動産経済研究所調べ—&gt;

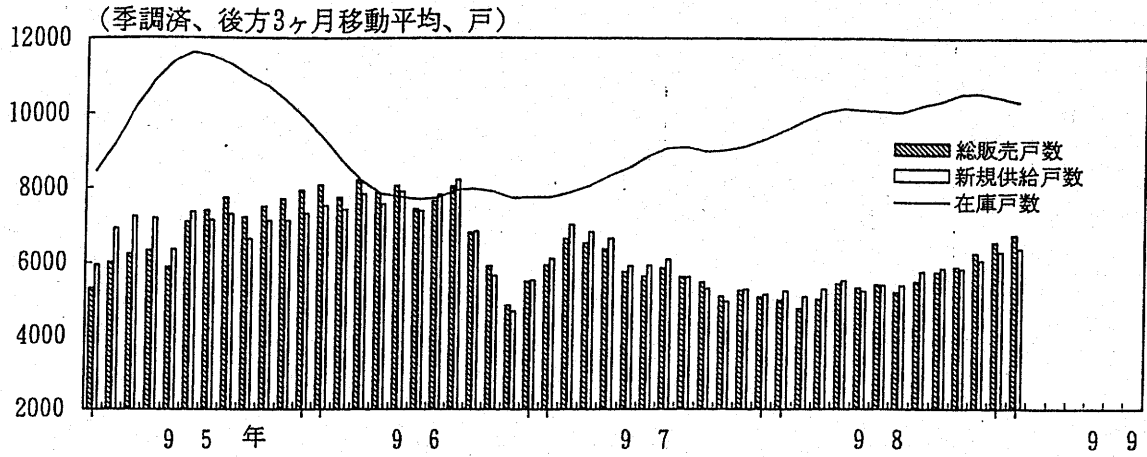
— 〈 〉内は季調済前期（月）比、（ ）内は前年比：％

	97年度	98/4~6月	7~9月	10~12月	98/11月	12	99/1
総販売戸数	(-22.6)	〈11.7〉 (-8.3)	〈3.2〉 (-0.7)	〈14.0〉 (19.7)	〈2.9〉 (16.2)	〈8.8〉 (20.9)	〈2.3〉 (62.5)
期末在庫（戸）	9,999	9,766	10,797	11,107	11,261	11,107	9,949
新規契約率（％）	71.9	71.3	69.5	73.6	69.6	75.4	75.1

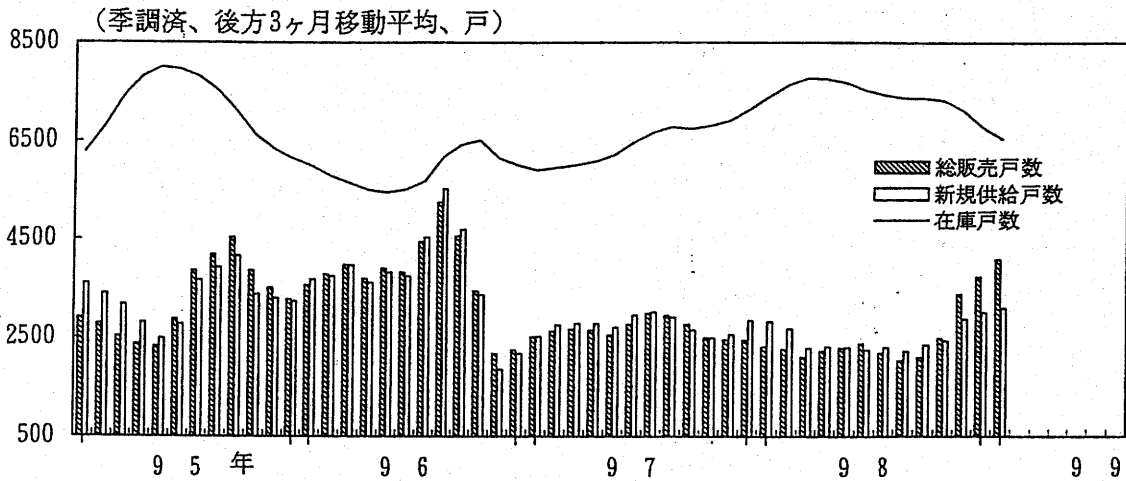
（資料）建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「月刊ハウジングデータ」、  
不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

# マンション販売動向

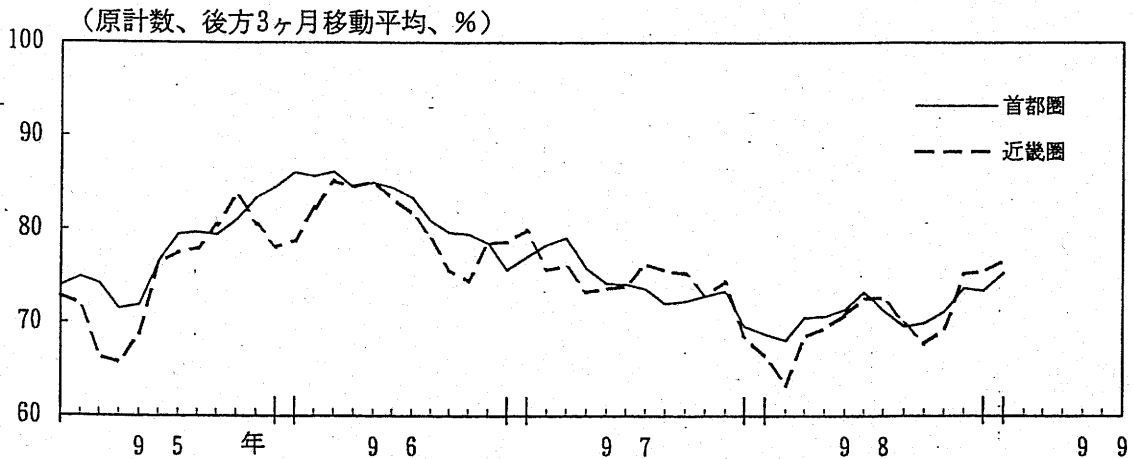
## (1) 首都圏マンション供給・販売・在庫



## (2) 近畿圏マンション供給・販売・在庫



## (3) 新規契約率の推移 (新規販売戸数/新規供給戸数)



(資料) 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

## 生産・出荷・在庫関連指標

## &lt; 鉱工業指数統計等 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比: %、在庫率は指数水準

	97年度	98/7~9月	10~12月	99/1~3月*	98/11月	12(速報)	12(確報)	99/1*	2*
生産	( 1.2)	< 0.0> (-8.6)	< -0.4> (-6.6)	< 0.5> (-5.0)	< -2.1> (-5.6)	1.3 (-6.4)	< 1.3> (-6.4)	< 1.0> (-7.4)	< -0.9> (-4.9)
出荷	( 1.1)	< 0.8> (-7.8)	< 0.1> (-5.3)		< -2.1> (-4.1)	1.4 (-5.1)	< 1.8> (-4.7)		
在庫	(10.1)	< -2.4> (-2.1)	< -3.6> (-7.1)		< -1.4> (-4.9)	-1.7 (-7.0)	< -1.8> (-7.1)		
在庫率	112.9	109.1	107.4		111.2	107.8	107.4		
大口電力 需要量**	( 1.9)	< -0.7> (-3.8)	< -1.3> (-3.8)		< -2.0> (-4.6)		< 0.1> (-3.9)	< -0.6> (-5.3)	

\* 予測指数による(99/1~3月は、99/3月を2月と同水準と仮定)。

\*\* 大口電力需要量の季調値は調査統計局試算。

## &lt; 生産指数における MITI 季調値と X-12-ARIMA 季調値との比較 &gt;

— &lt; &gt;内は前期(月)比: %、在庫率は指数水準

		98/7~9月	10~12月	99/1~3月*	98/10月	11	12	99/1*	2*
生産	MITI 公表値	< 0.0>	< -0.4>	< 0.5>	< -1.1>	< -2.1>	< 1.3>	< 1.0>	< -0.9>
	X-12-ARIMA	< -1.7>	< 0.0>	< 0.1>	< -1.0>	< 0.6>	< -0.9>	< 0.0>	< 0.5>
在庫率	MITI 公表値	109.1	107.4		111.4	111.2	107.4		
	X-12-ARIMA	111.4	108.9		112.3	109.9	108.9		

\* 予測指数による(99/1~3月は、99/3月を2月と同水準と仮定)。

## &lt; 第3次産業活動指数 &gt;

— &lt; &gt;内は季調済前期(月)比、( )内は前年比: %

	97年度	98/1~3月	4~6月	7~9月	98/6月	7	8	9
第3次産業 総合	(-0.4)	< -0.5> (-2.2)	< -0.7> (-0.6)	< -0.3> (-1.8)	< -0.4> (-1.6)	< 0.2> (-1.3)	< -1.3> (-2.8)	< 1.4> (-1.4)

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動の動向」、  
電気事業連合会「電力需要実績」

## 最近の金融情勢について

—— 2月12日会合後のレビューを中心に ——

### 1. 金融市況

金融調節方針変更（2/12日）後の金融市況をまとめると、以下のとおりである（図表1）。

- 無担保コールレート・オーバーナイト物は、前回会合で決定した「当初」の誘導水準（0.15%前後）をやや下回る、0.10%前後の水準で推移している（2/10日0.26%→2/22日0.12%）。

ターム物金利も、オーバーナイト・レートの動きに追随するかたちで、3か月物ユーロ円レート（現物）、3か月物TBレート（図表4(1)）、ユーロ円金利先物（金利ベース）が（図表5）、それぞれ0.15～0.20%程度低下している。

このように、短期金融市場では、金融緩和措置の効果が直ちに顕在化している。

—— オーバーナイト物コールレートの低下とともに、オーバーナイト取引がターム物取引にシフトしている模様である。

—— また、生保等では、オーバーナイト物コールレートの低下を踏まえて、運用先をコール・ローンから普通預金にシフトする動き

がみられる。この結果、コール市場資金残高がやや減少した（図表6）。

仮に普通預金の一部行への集中が今後も続くようなことがあれば、資金の流れが変化してくる可能性があるため、この点は、注意を要する。

- 短期金利にかかわる信用リスク・プレミアムをみると、ジャパン・プレミアムやユーロ円・TB金利格差は（図表7）、金融緩和措置前とほぼ同幅に保たれており、引き続き落ち着いた推移を辿っている。

- 長期国債（最長期物）の流通利回りは、きわめて神経質な展開となるなかで、金融緩和措置前に比べ、0.25%程度低下している（2/10日 2.235%→2/22日 1.962%）。

民間債（金融債、社債）の流通利回りも、国債流通利回りと概ね歩調をあわせるかたちで低下している。

—— 長期国債の流通利回りは（図表8(1)）、金融緩和措置の実施直後、いったん小幅の上昇を示した。しかし、その後は、①大蔵省が国債発行年限の振替や資金運用部の買い入れ再開を発表したことや、②今回の金融緩和措置に伴って、ターム物金利も順調に低下傾向を示したことなどを背景に、低下している。

—— もっとも、相場の地合いは依然不安定であり、国債先物オプションのインプライド・ボラティリティは高止まりが続いている（図表9）。

- このように短期金利と長期金利がほぼ同幅低下したことから、イールドカーブ全体も（図表10）、金融緩和措置の実施前に比べて、0.15～0.20%程度下方シフトしている。

- 株価（日経平均株価）は、金融緩和措置の実施のあと、金融再生委員会による公的資本注入の仮決定もあって幾分持ち直し、最近は14千円をわずかに上回った水準で推移している（2/22日14,256円）。

—— 業種別の動きをみると（図表14）、銀行株は、公的資金注入の仮決定などを受けて、再び回復に転じている。

一方、製造業は、年度末を控えて業績下方修正に対する市場の警戒感が根強く、反発力の乏しい展開となっている。

## 2. 預金金利、貸出金利

- 預金金利についてみると（前掲図表1）、普通預金金利は、これまでのところ据え置かれている。一方、2/22日週の定期預金（300万円未満、300万円以上1000万円未満、および1000万円以上）の店頭表示金利は、ターム物市場金利の低下を踏まえて、金融緩和措置のあと、各期間にわたって0.05～0.10%程度引き下げる先がみられ、1か月から2年物までは概ね0.15～0.25%の間の設定となった。また、3年物も市場金利の動きに追随するかたちで低下している。

- 貸出金利については、これまでのところ短期プライムレート（1.5%〈大手行〉）を引き下げる動きはみられていない。

—— ちなみに、CP発行レート（3か月物）をみると（図表16）、市場金利の動きを受けて0.1%程度低下しており、最上位格物では0.2%前後の水準となっている。

- もっとも、金融機関の中には、機関投資家の普通預金預け入れの動きを受けて、過度な資金吸収を回避する観点から、普通預金金利（現行0.10%）の引き下げを模索する動きがみられ始めている。この場合には、短期プライムレート引き下げの可能性も出てくるとみられ、微妙な情勢

にある。

### 3. 金融の量的側面

- 1月のマネーサプライ (M2 + CD) 前年比は (図表 17)、前月に続き、伸び率が低下した (10月 +3.9% → 11月 +4.3% → 12月 +3.9% → 1月 +3.6%)。

—— 1月のM2 + CD前年比の低下は、もっぱら統計上の「前年の裏」が出たもの。すなわち、前年は、金融システム不安の広がりをきっかけに、マネー対象外資産 (投信、信託、金融債) からマネー対象資産に大幅シフトした時期に当たる。一方、最近はそうした動きが落ち着いてきている。この結果、マネーサプライ増減の寄与度分解をみると (図表18)、「その他要因」のプラス寄与が前年に比べて大幅に縮小している。

—— この間、M2 + CDの3か月前比年率は、昨年秋以降5%近いレベルが続いてきた。これは、昨年秋に、多くの企業が資金調達懸念を背景に、手許資金積み上げの動きを強めたことを反映している。しかし、年明け後こうした動きは収まりつつある。したがって、この面からも、M2 + CDの伸び率は今後幾分鈍化する可能性がある。

- 1月のマネタリーベース前年比は (図表 20)、その大宗を占める銀行券の伸び率の鈍化から一段と低下した (10月 +9.7% → 11月 +7.0% → 12月 +4.1% → 1月 +3.6%)。

—— ただし、銀行券の平残伸び率は (図表21)、2月に入り前年比5%弱まで持ち直している。

今後、仮に預金金利引き下げが広範にわたるようであれば、これは銀行券需要を高める方向に働くことになる一方、家計所得の減少やタンス預金積み上げの動きの収束、地域振興券の配付など

は、銀行券需要を押し下げる方向に寄与することになる。このため、銀行券やマネタリーベースの動きは、当分の間、不安定なものとなる可能性がある。

#### 4. 企業倒産

1月の企業倒産をみると（図表22、23）、負債総額については日債銀の関連会社整理等から前年を上回ったが、件数は、前月に続き前年比大幅減となっている。

以 上



「最近の金融情勢について」参考計表

- (図表 1) 金融調節方針変更前後の金融市況等
- (図表 2) 金融市況 (95/1 月～)
- (図表 3) 金融市況 (97/1 月～)
- (図表 4) 短期金融市場
- (図表 5) ユーロ円金利先物
- (図表 6) コール市場資金残高
- (図表 7) 短期金融市場の金利格差
- (図表 8) 長期金利と株価
- (図表 9) 債券価格変動に対する市場の見方
- (図表 10) 国債のイールドカーブ
- (図表 11) 1 年物インプライド・フォワード・レート
- (図表 12) 金融債流通利回り
- (図表 13) 社債流通利回り
- (図表 14) 業種別株価
- (図表 15) 株価変動に対する市場の見方
- (図表 16) C P 発行レート
- (図表 17) マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)
- (図表 18) M2 + CD 増減とバランスシート項目の対応
- (図表 19) マネーサプライの対名目 GDP 比率
- (図表 20) マネタリー・ベース
- (図表 21) 銀行券発行高 (平均残高)
- (図表 22) 企業倒産
- (図表 23) 銀行取引停止処分件数の業種別内訳

## 金融調節方針変更前後の金融市況等

## (1) 市場金利等

(%、%ポイント、円、円/ドル)

	2/10日 (A)	2/22日 (B)	変化幅 (B)-(A)
無担保コールレート(O/N)	0.26	→ 0.12	▲0.14
ユーロ円TIBOR(3か月)(a)	0.69	→ 0.48	▲0.21
TBレート(3か月)(b)	0.270	→ 0.125	▲0.145
ユーロ円金先(3か月、99/9月限り)	0.48	→ 0.33	▲0.15
ユーロ円TIBOR-TBレート(a-b)	0.42	→ 0.35	▲0.07
ジャパン・プレミアム(3か月)	0.19	→ 0.19*	0.00
長期国債利回り(10年最長期物) (10年指標銘柄)	2.235	→ 1.962	▲0.273
金融債流通利回り(c)	2.04	→ 1.88*	▲0.16
民間社債流通利回り(A格)(d)	2.25	→ 2.00*	▲0.26
残存5年国債流通利回り(e)	1.35	→ 1.07*	▲0.28
金融債-国債(c-e)	0.68	→ 0.81*	+0.13
民間社債-国債(d-e)	0.90	→ 0.93*	+0.03
株価(日経平均)	13,952	→ 14,256	+304
円ドルレート(東京市場、17時)	115.30	→ 121.99	+6.69

(注) \*は、2/19日の計数。

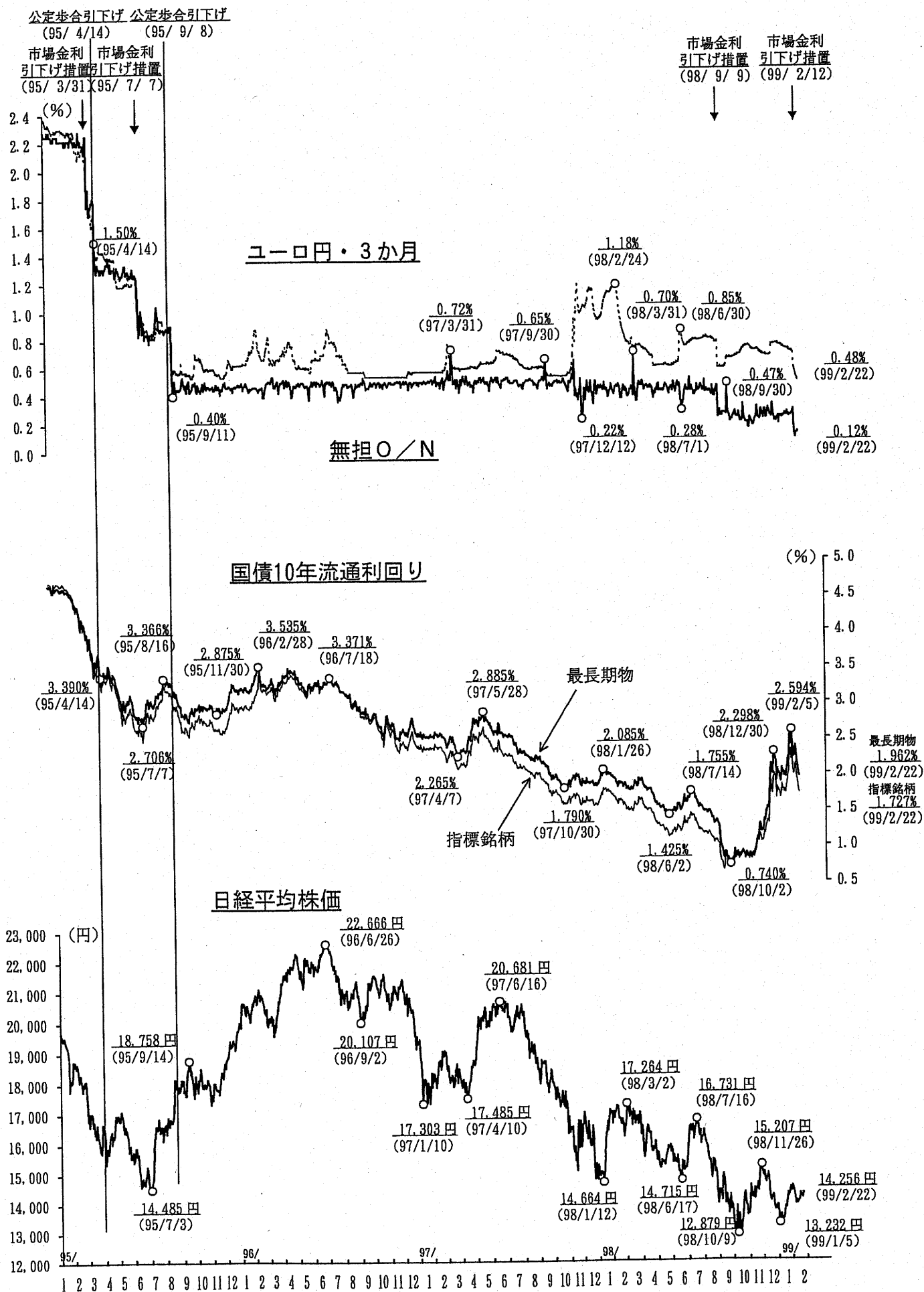
## (2) 貸出金利、預金金利

(%)

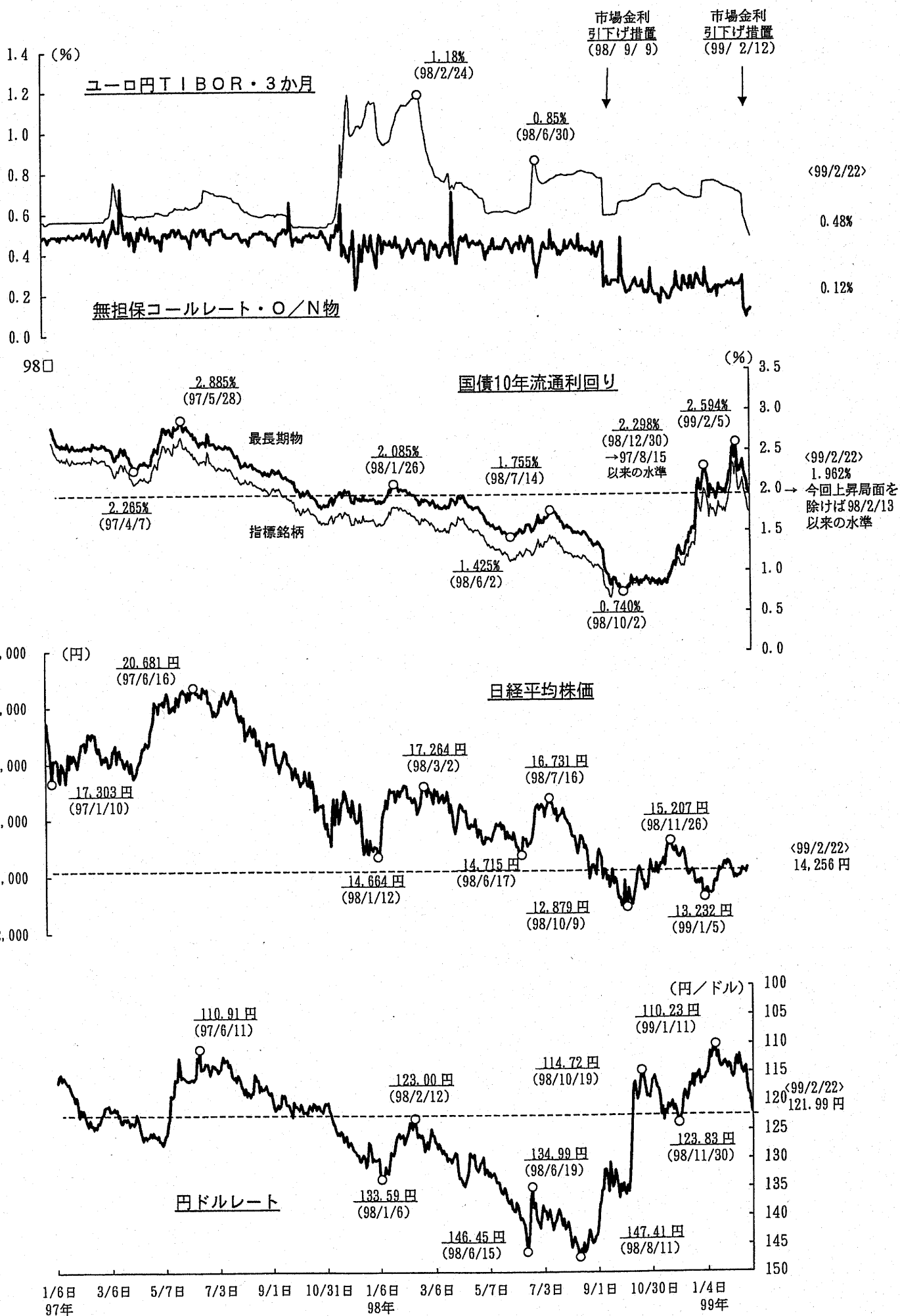
	金融調節方針 変更前	2/22日
短期プライムレート	1.500	1.500
長期プライムレート	2.9	2.9
普通預金	0.10	0.10
貯蓄預金(30万円型)	0.15	0.15
スーパー定期(300万円未満1年)	0.16	0.15
大口定期預金(3年)	0.56	0.32
通常貯金	0.15	0.15
定額貯金	0.35	0.35

(注) 短期プライムレートは都長信、長期プライムレートは長信銀、預金金利は都銀平均。

# 金融市況 (95/1月~)

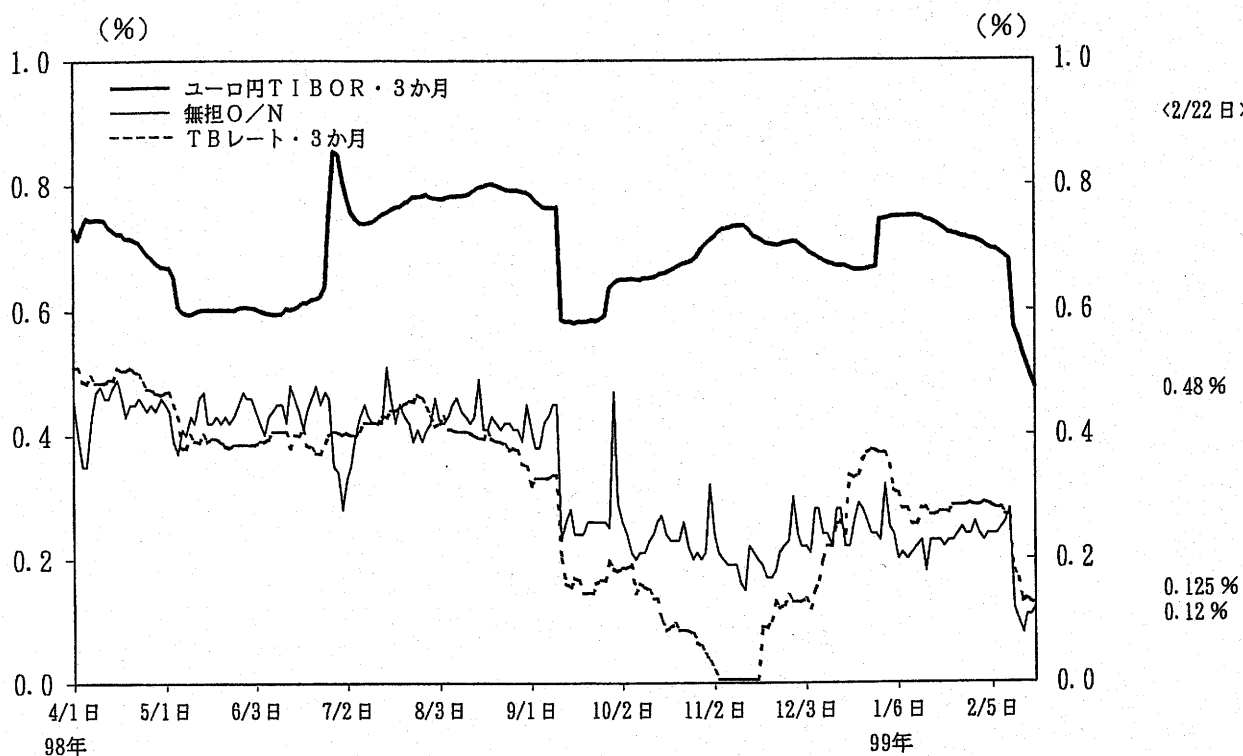


# 金融市況 (97/1月~)

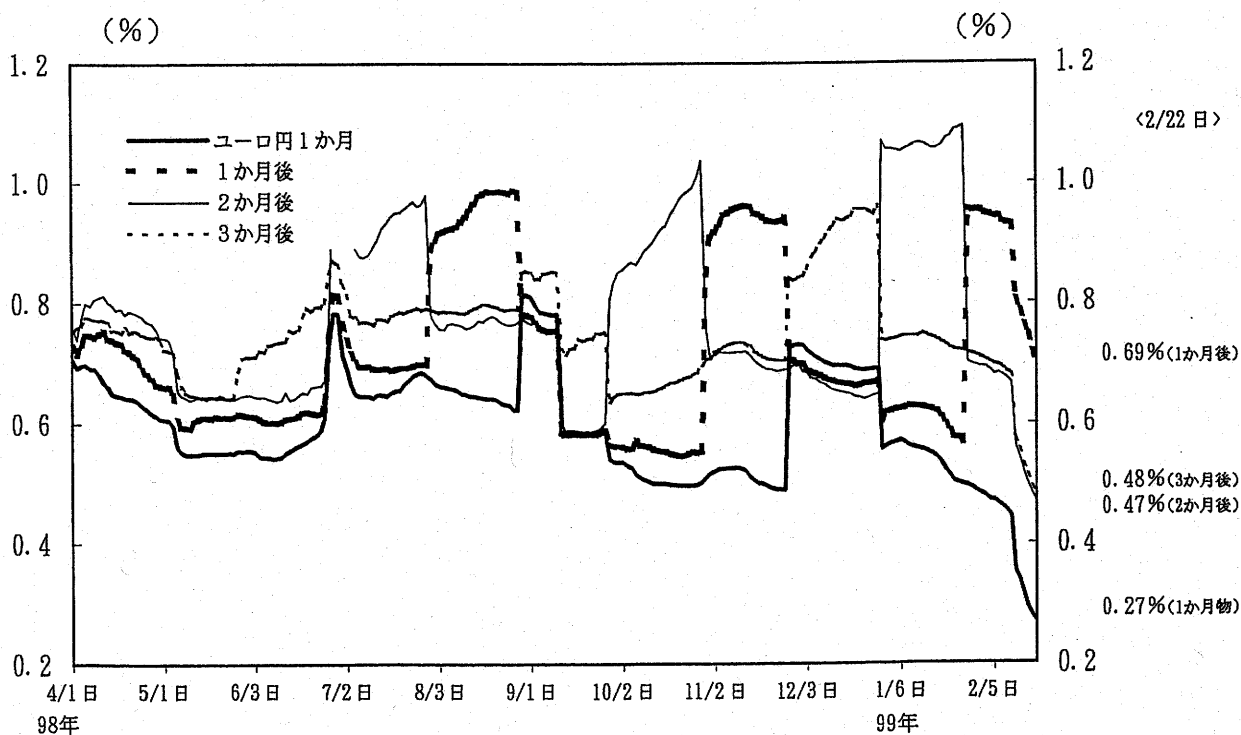


### 短期金融市場

#### (1) ターム物金利



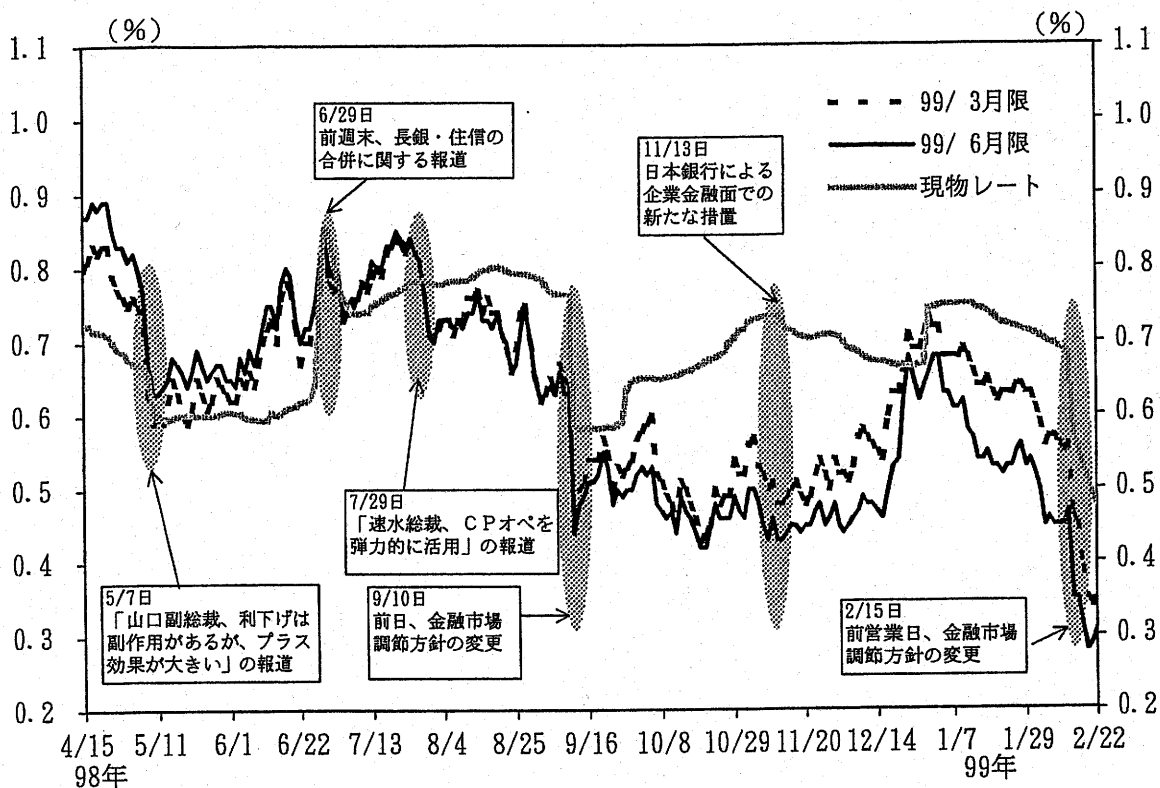
#### (2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



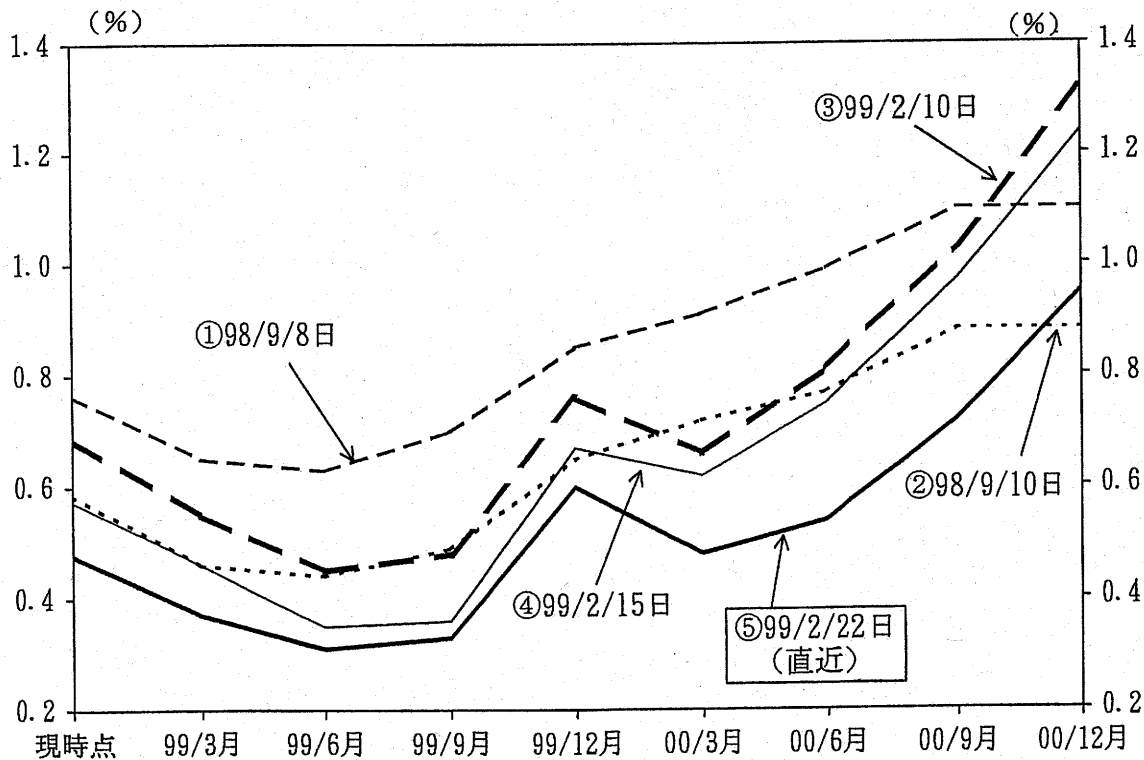
(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

### ユーロ円金利先物

#### (1) 時系列



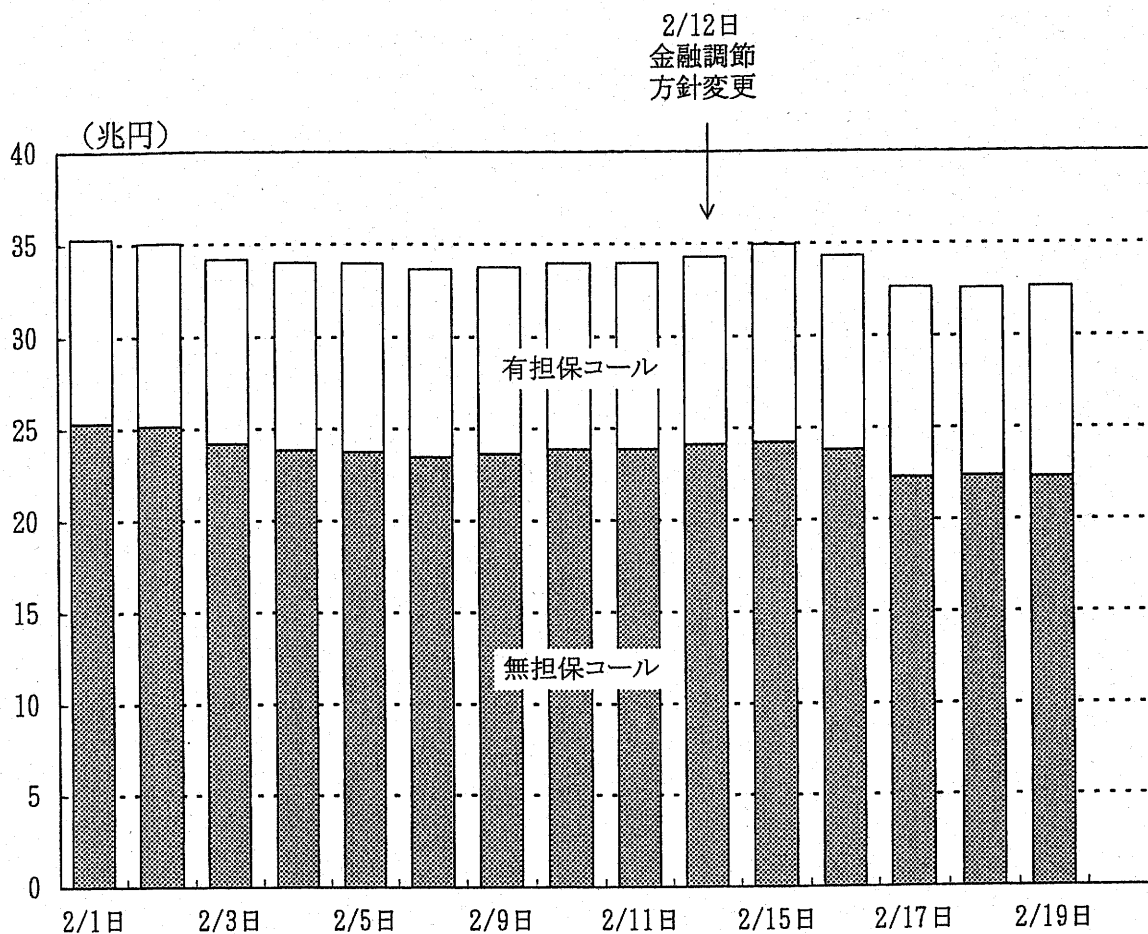
#### (2) 金先カーブ



(注) 1. 3か月物。

- 2. ① 98/9/8日：市場金利引下げ措置(9/9日)前営業日
- ② 98/9/10日：市場金利引下げ措置(9/9日)翌営業日
- ③ 99/2/10日：市場金利引下げ措置(2/12日)前営業日
- ④ 99/2/15日：市場金利引下げ措置(2/12日)翌営業日

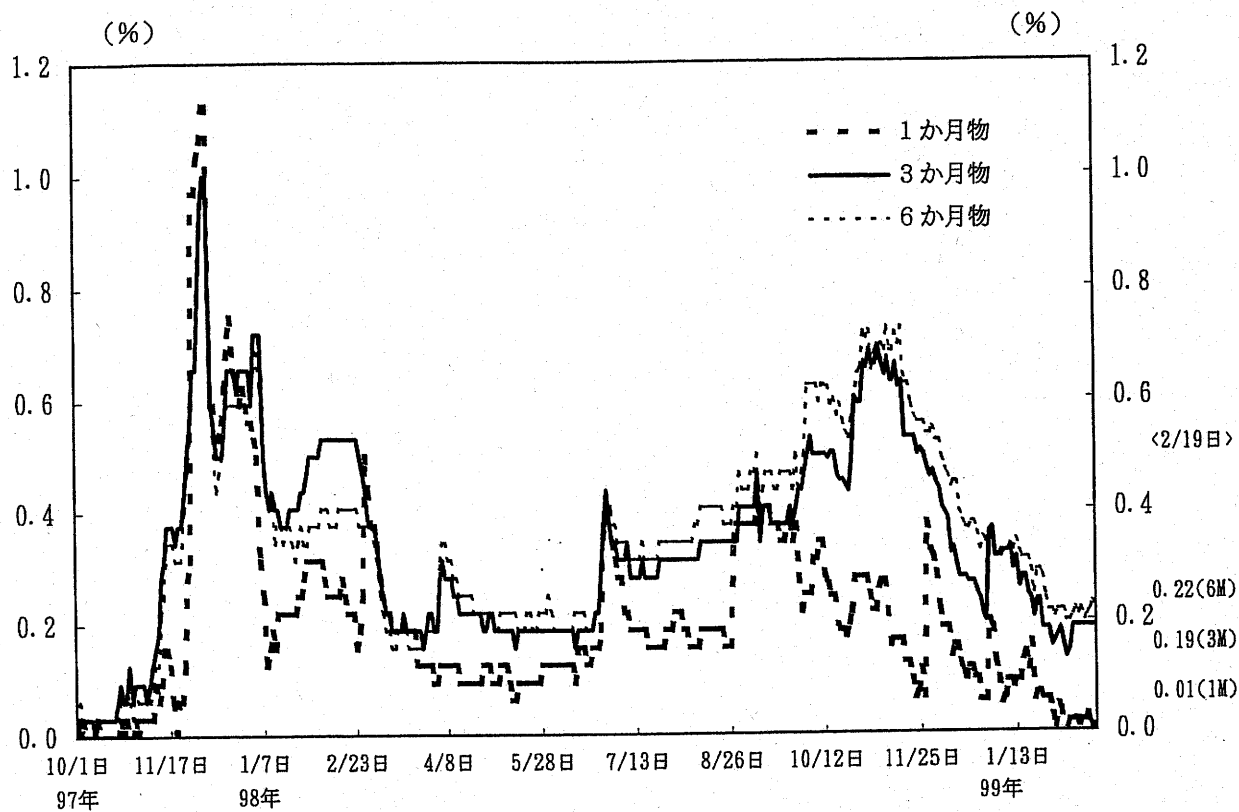
### コール市場資金残高



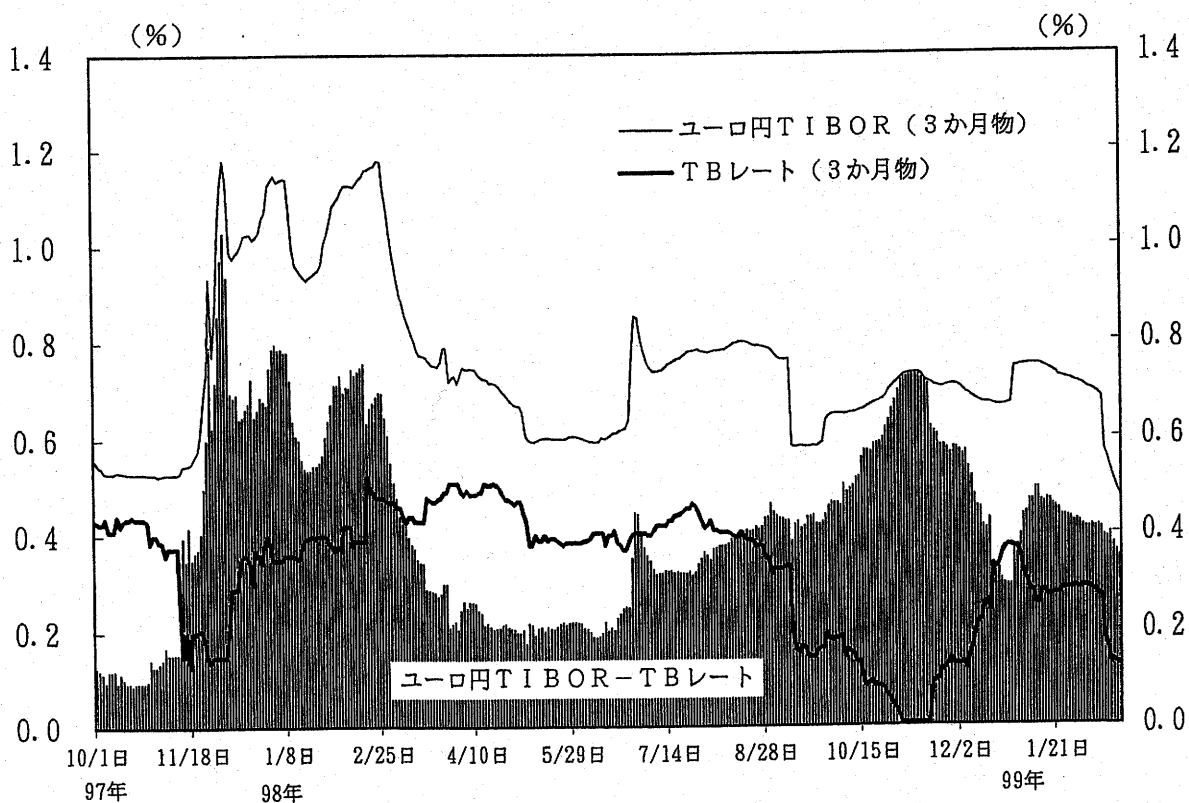
(注) 3市場(東京、大阪、名古屋)合計。

### 短期金融市場の金利格差

#### (1) ジャパン・プレミアム



#### (2) ユーロ円とTBの金利格差

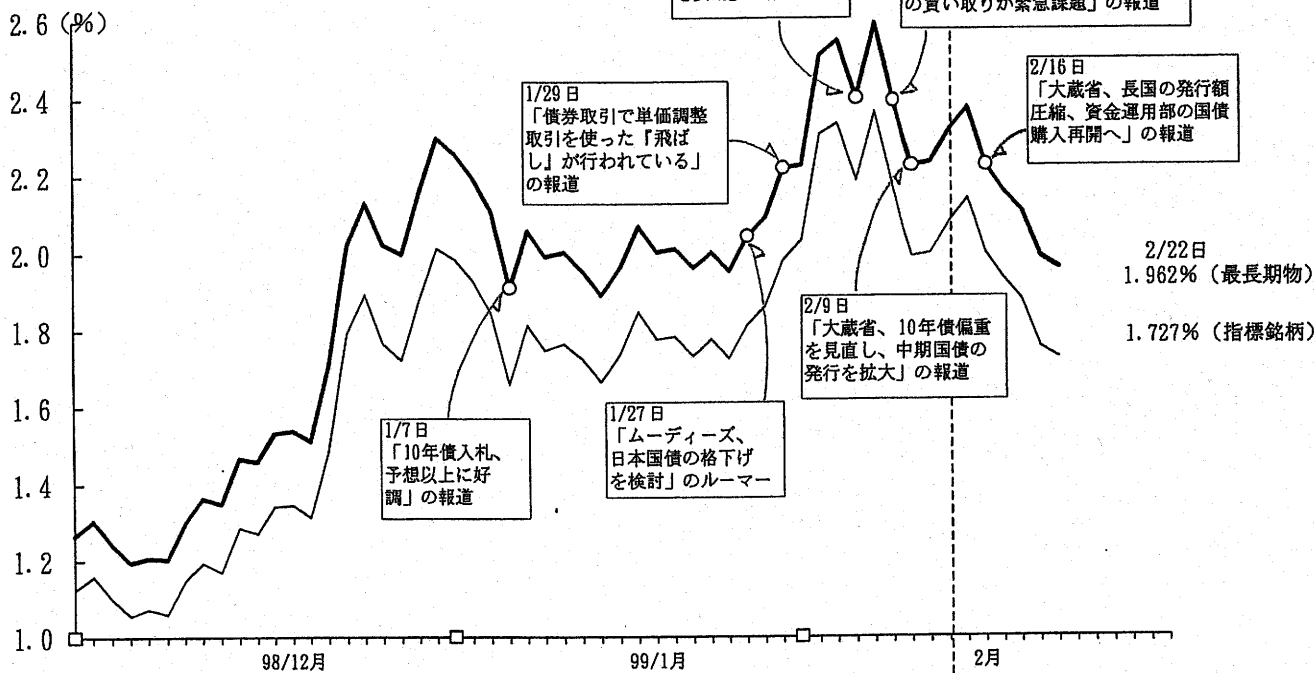




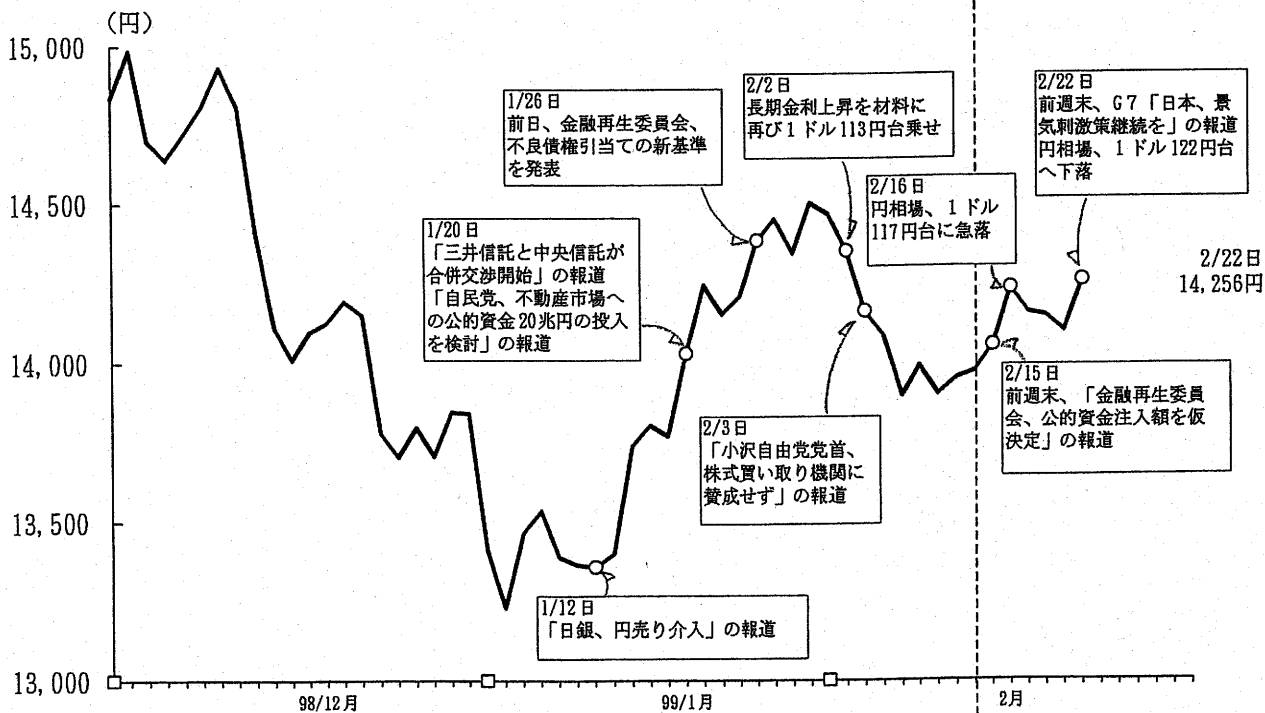
# 長期金利と株価

市場金利引下げ措置  
(99/2/12)

## (1) 国債10年流通利回り

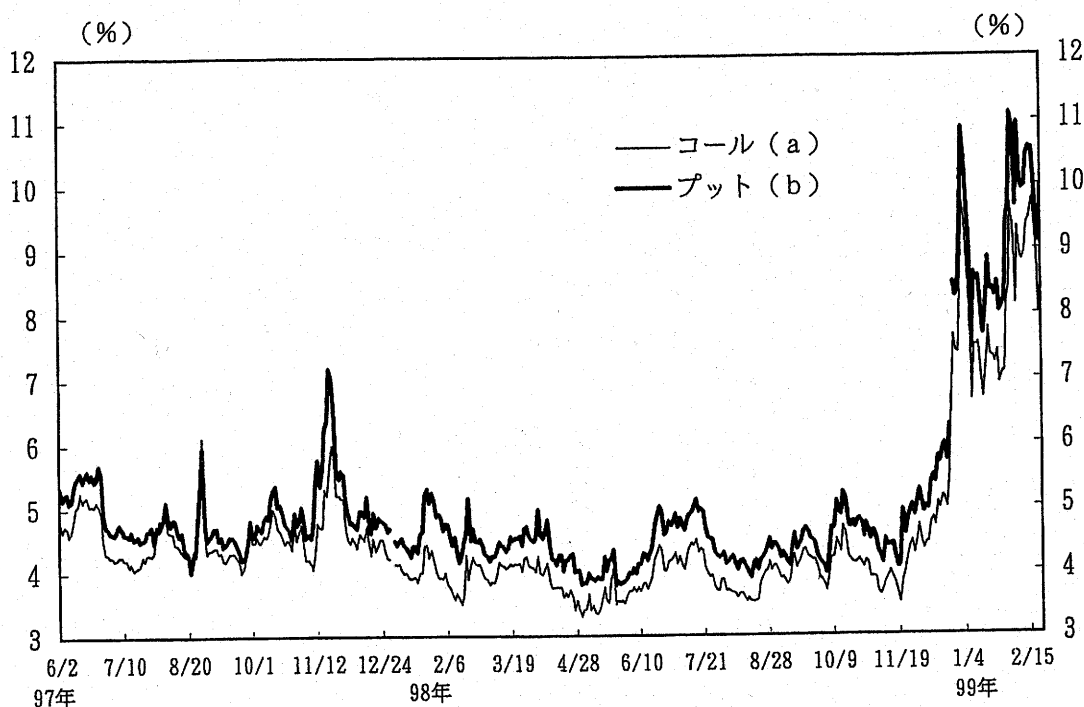


## (2) 日経平均株価

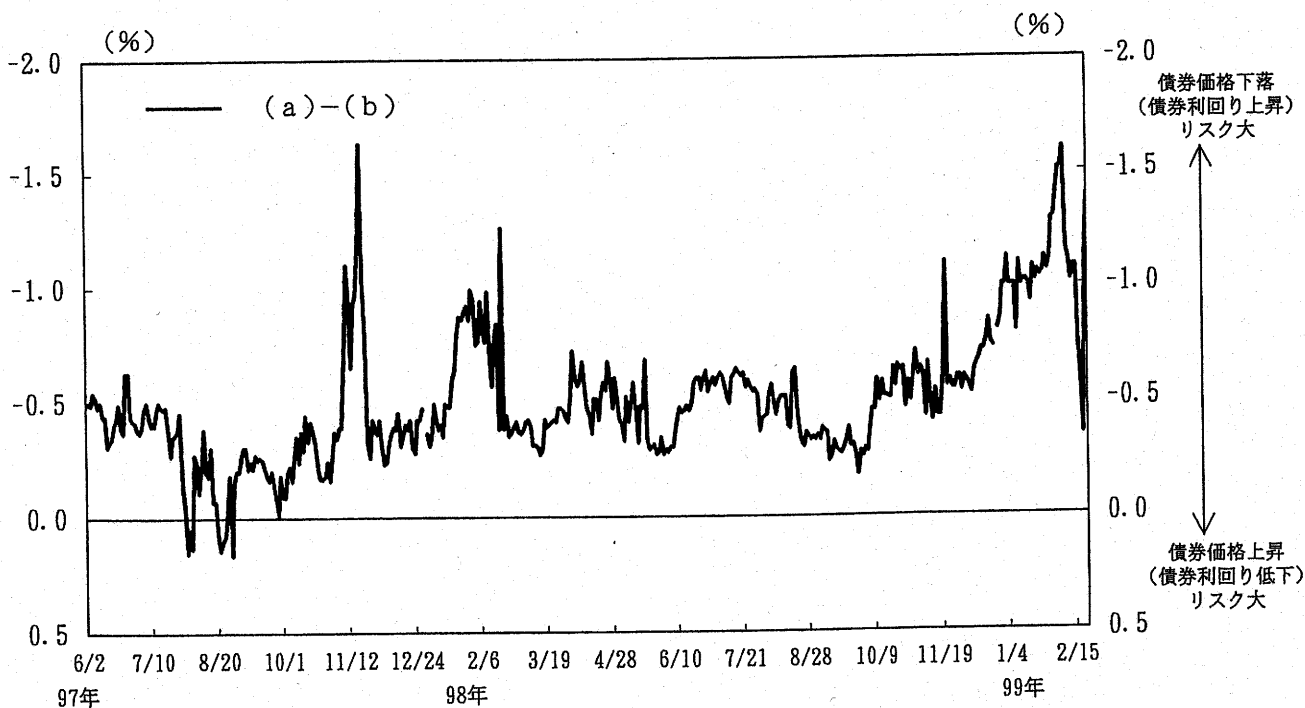


## 債券価格変動に対する市場の見方

## (1) 債券先物オプションのインプライド・ボラティリティ

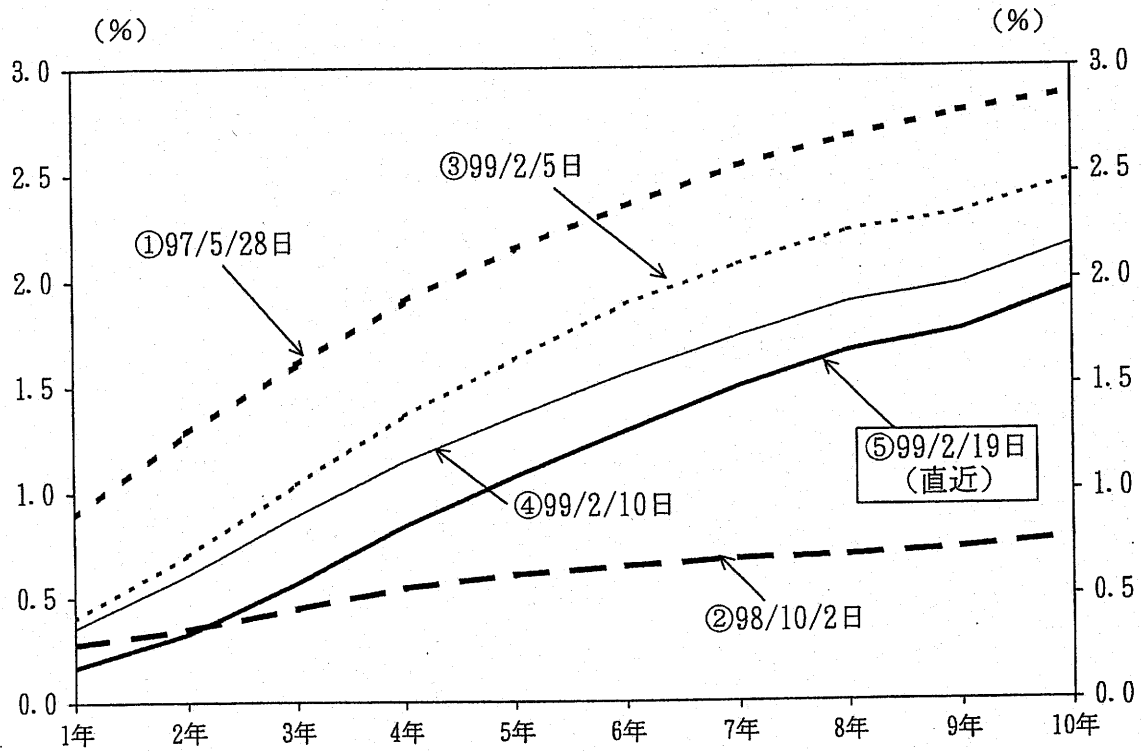


## (2) ボラティリティ・スプレッド



(注) インプライド・ボラティリティ (IV) は、債券価格 (債券利回り) 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、仮に債券価格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がプラス<マイナス>の値をとるときは、債券価格の上方<下方>リスクが大きいと市場がみていることを示す)。

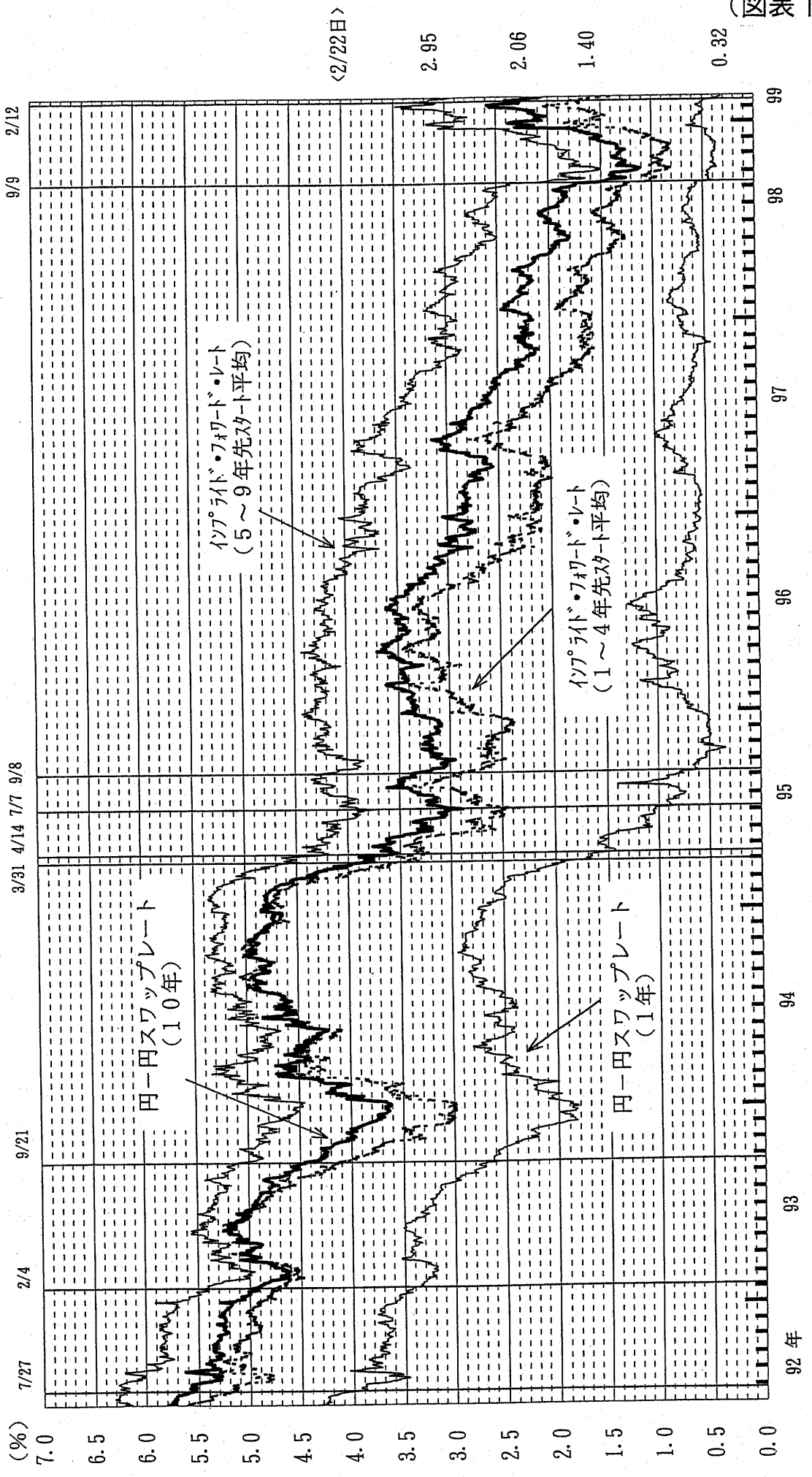
### 国債のイールドカーブ



(注) ① 97/ 5/28日 : 長期国債 (最長期物) 流通利回り 97年初来ピーク (2.885%)  
② 98/10/ 2日 : 長期国債 (最長期物) 流通利回りボトム (0.740%)  
③ 99/ 2/ 5日 : 長期国債 (最長期物) 流通利回り 99年初来ピーク (2.594%)  
④ 99/ 2/10日 : 市場金利引下げ措置前営業日

# 1年物インプライド・フォワード・レート

— 政策変更時



<2/22日>

2.95

2.06

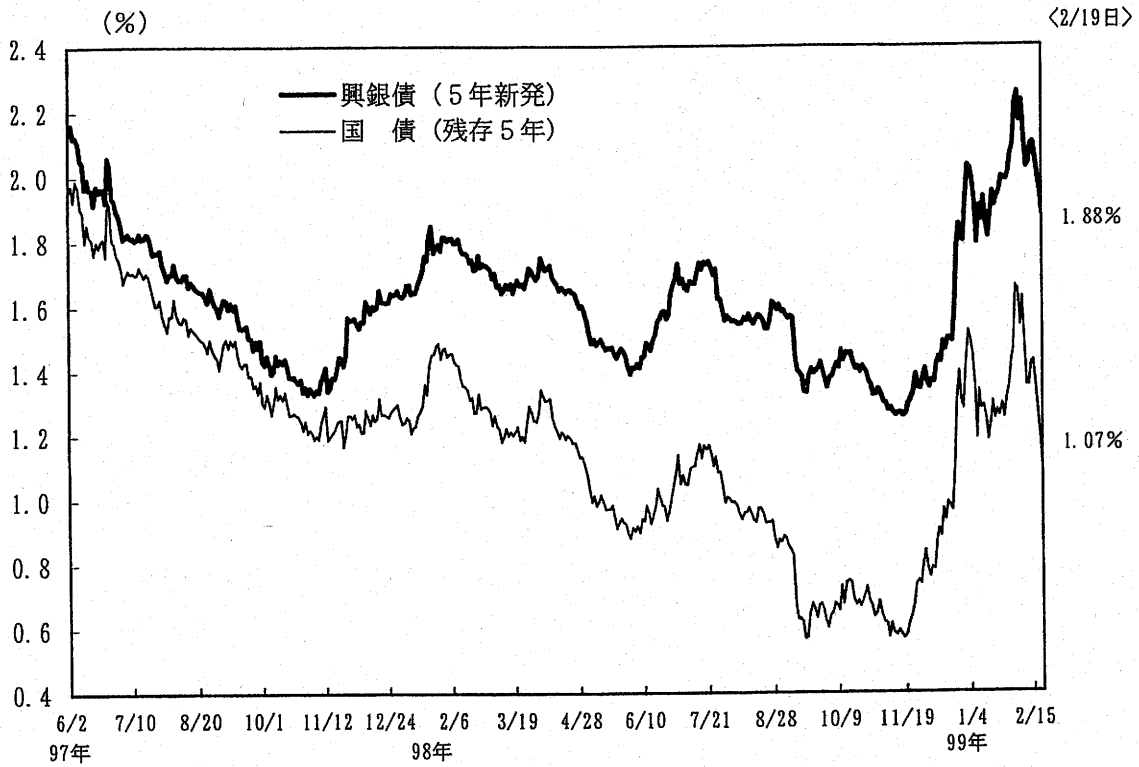
1.40

0.32

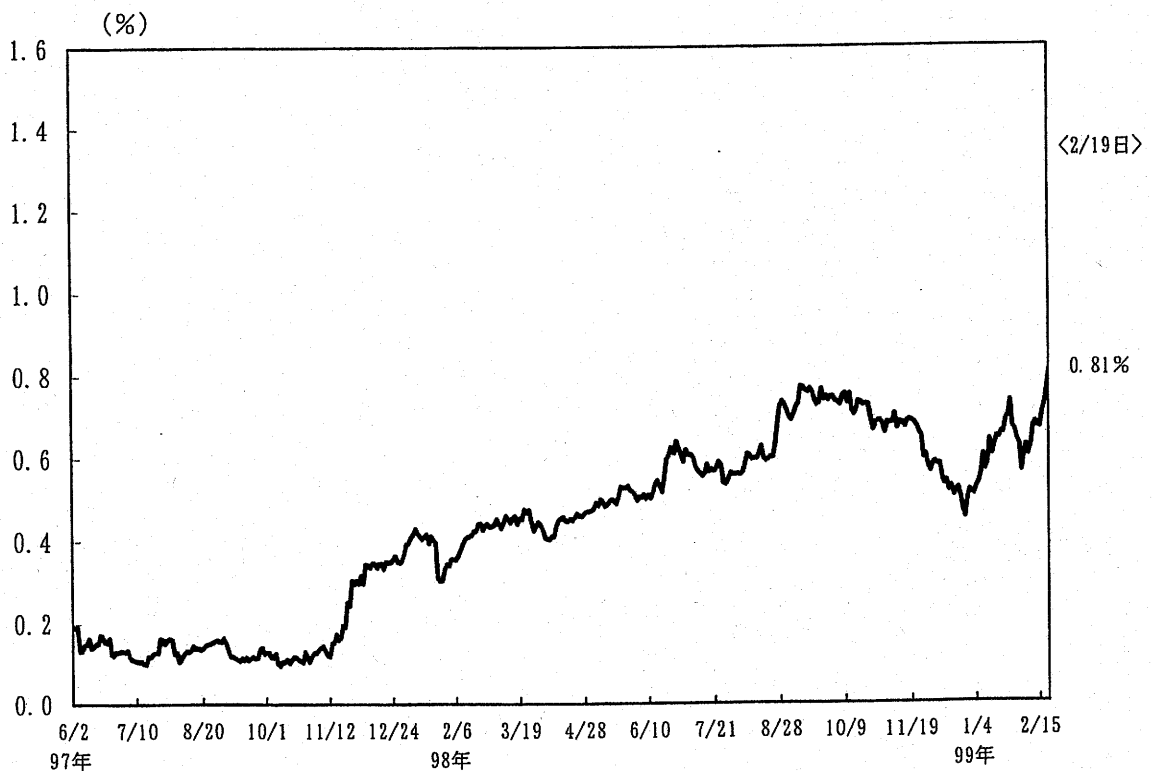
(図表 11)

# 金融債流通利回り

## (1) 流通利回り

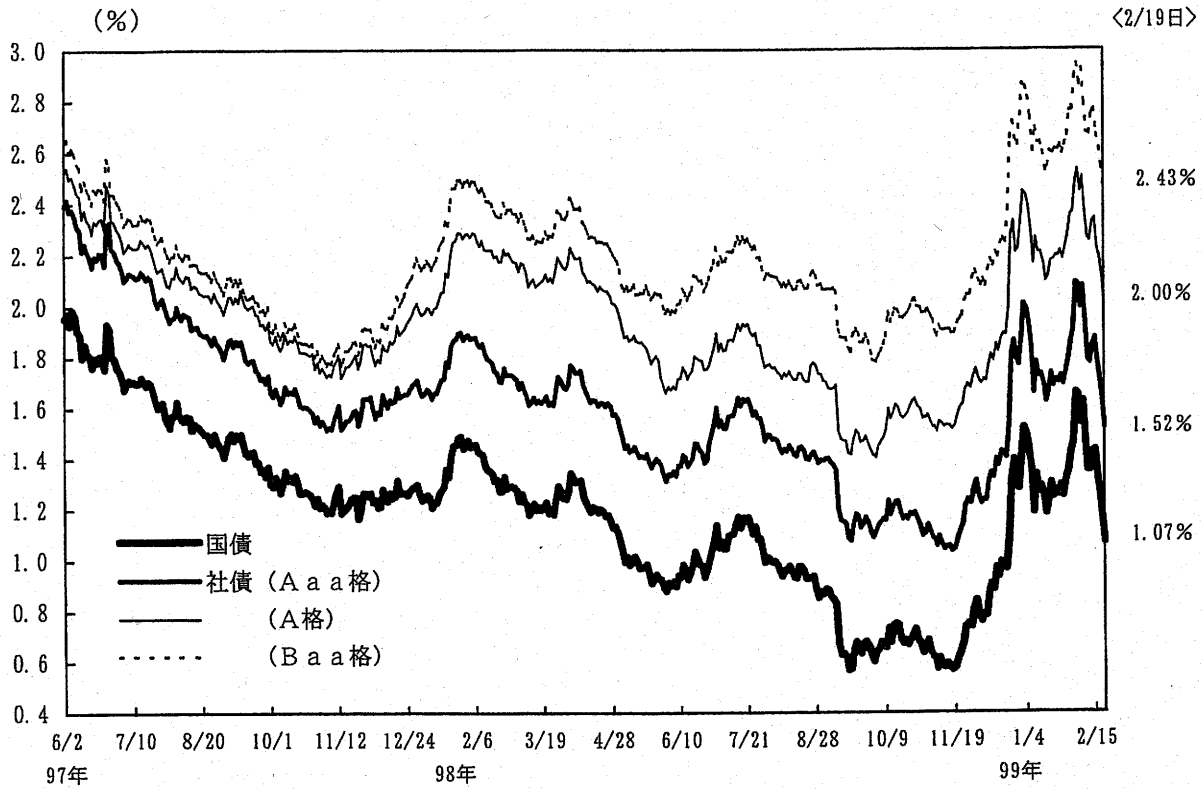


## (2) スプレッド (興銀債流通利回り - 国債流通利回り)

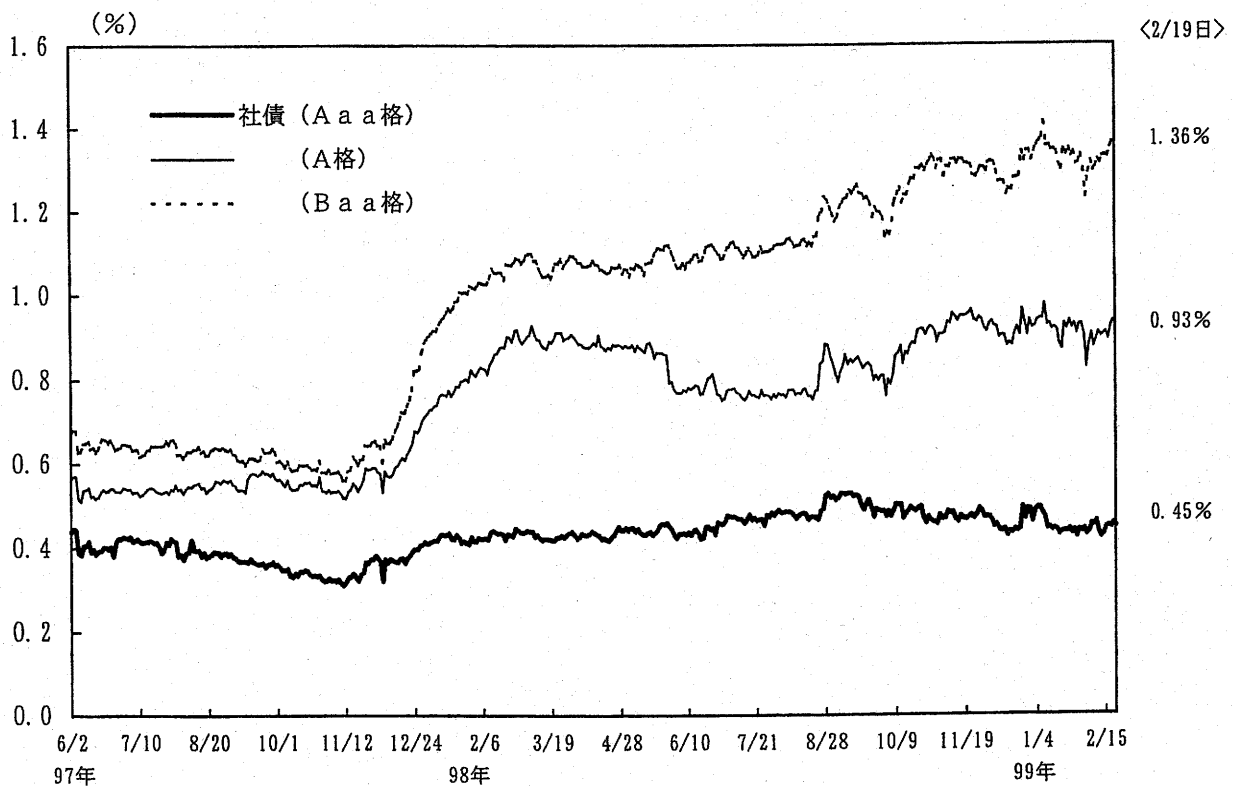


# 社債流通利回り

## (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)

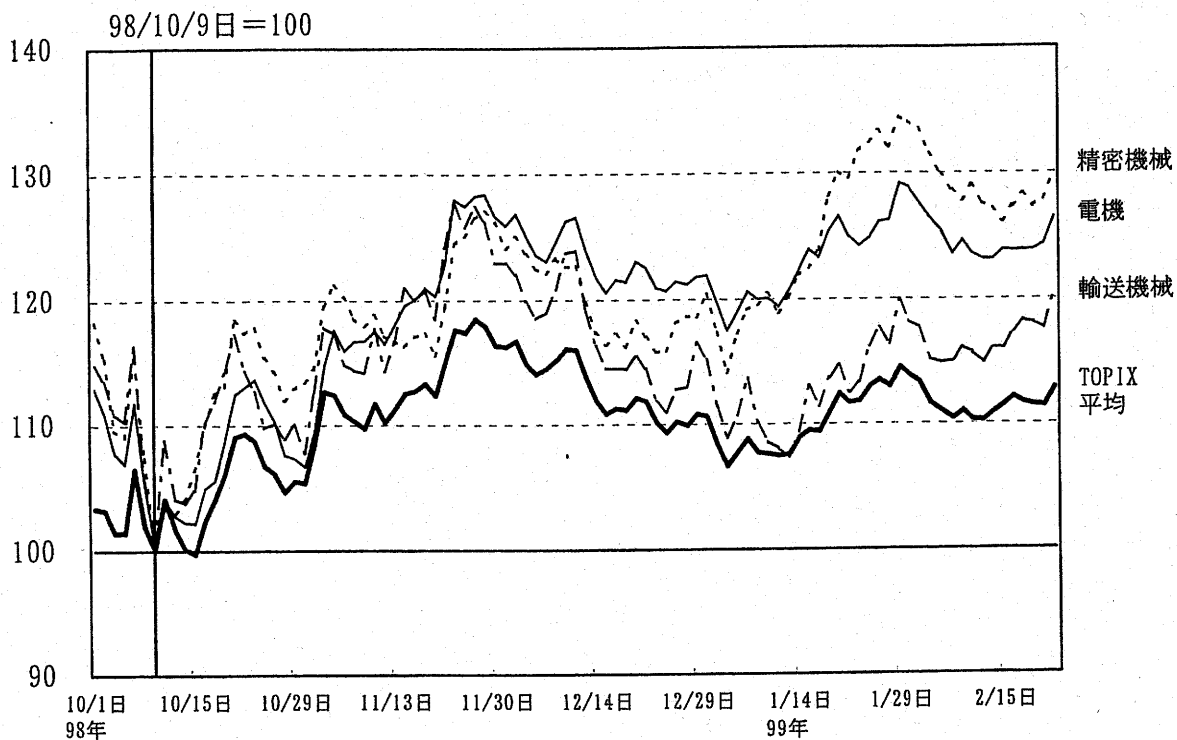


(注1) 国債、社債とも残存年数5年。

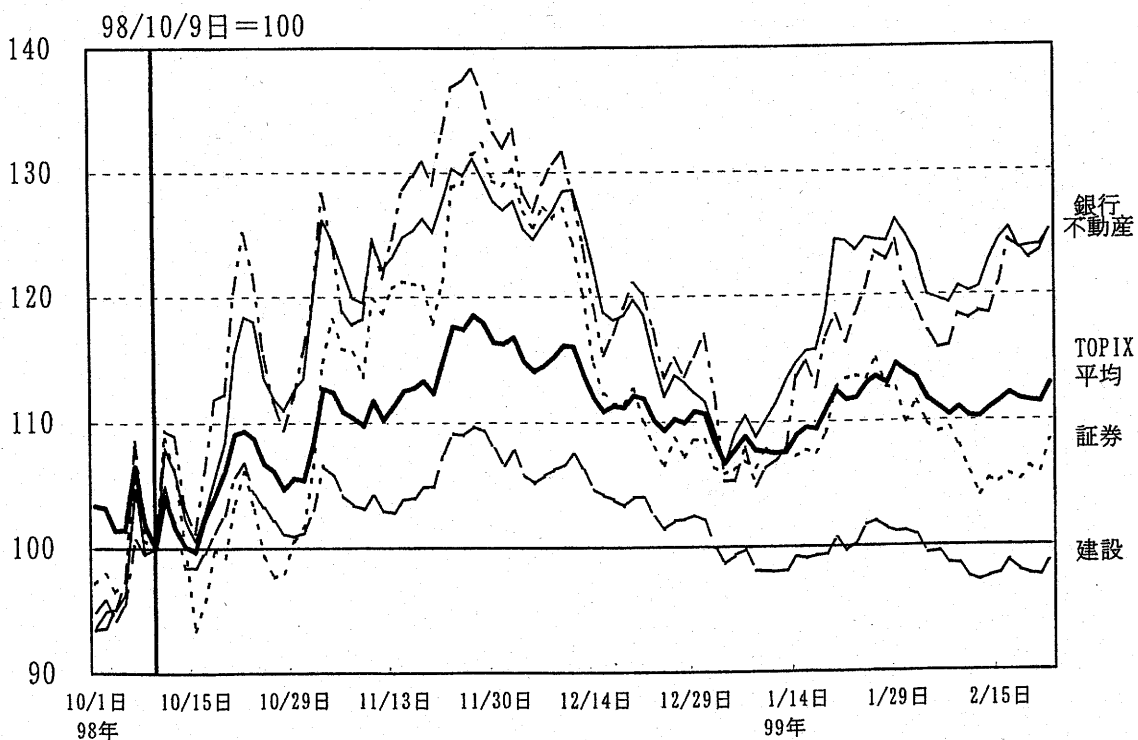
(注2) 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付はムーディーズによる。

### 業種別株価

#### (1) 製造業



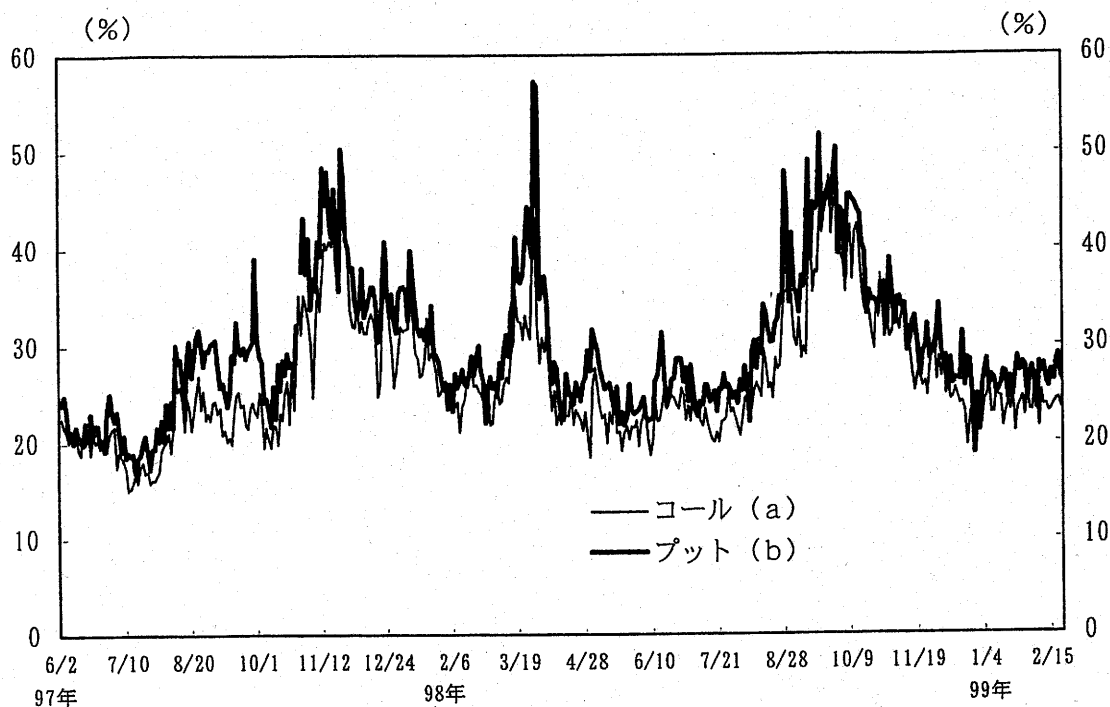
#### (2) 金融・建設・不動産



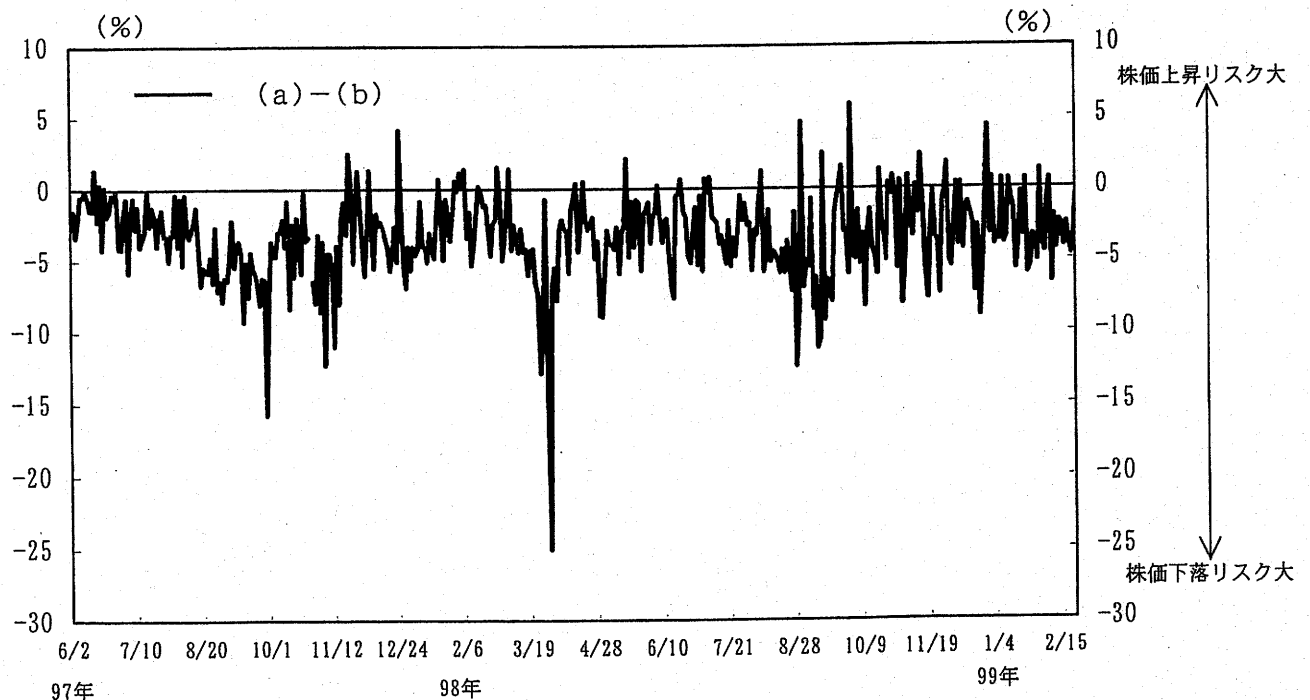
(注) 1. 東証1部。  
2. 98/10/9日の日経平均株価は 12,879円 (バブル崩壊後ボトム)。

## 株価変動に対する市場の見方

### (1) 日経平均株価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

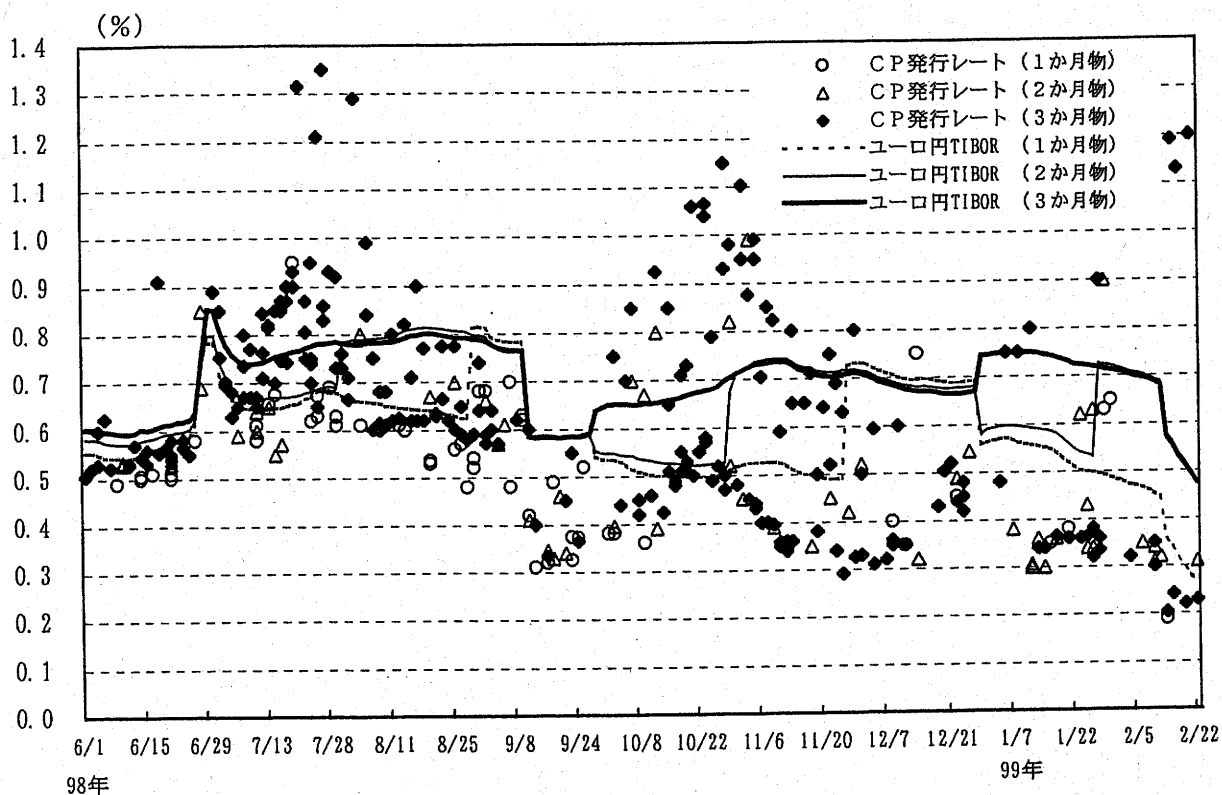


(注) インプライド・ボラティリティ (IV) は、株価変動の大きさ (方向は問わない) に関する市場の予想を、オプション価格から逆算したもの。また、コール・オプションから計算された IV (a) とプット・オプションから計算された IV (b) との差 (a-b) をボラティリティ・スプレッド (VS) という。VS は、仮に株価が先行き大きな変動を示す場合、その方向は上下いずれである確率が高いかについて、市場の見方を示すものである (グラフにおいて VS が上方<下方>に位置しているときは、株価の上方<下方>リスクが大きいと市場がみていることを示す)。

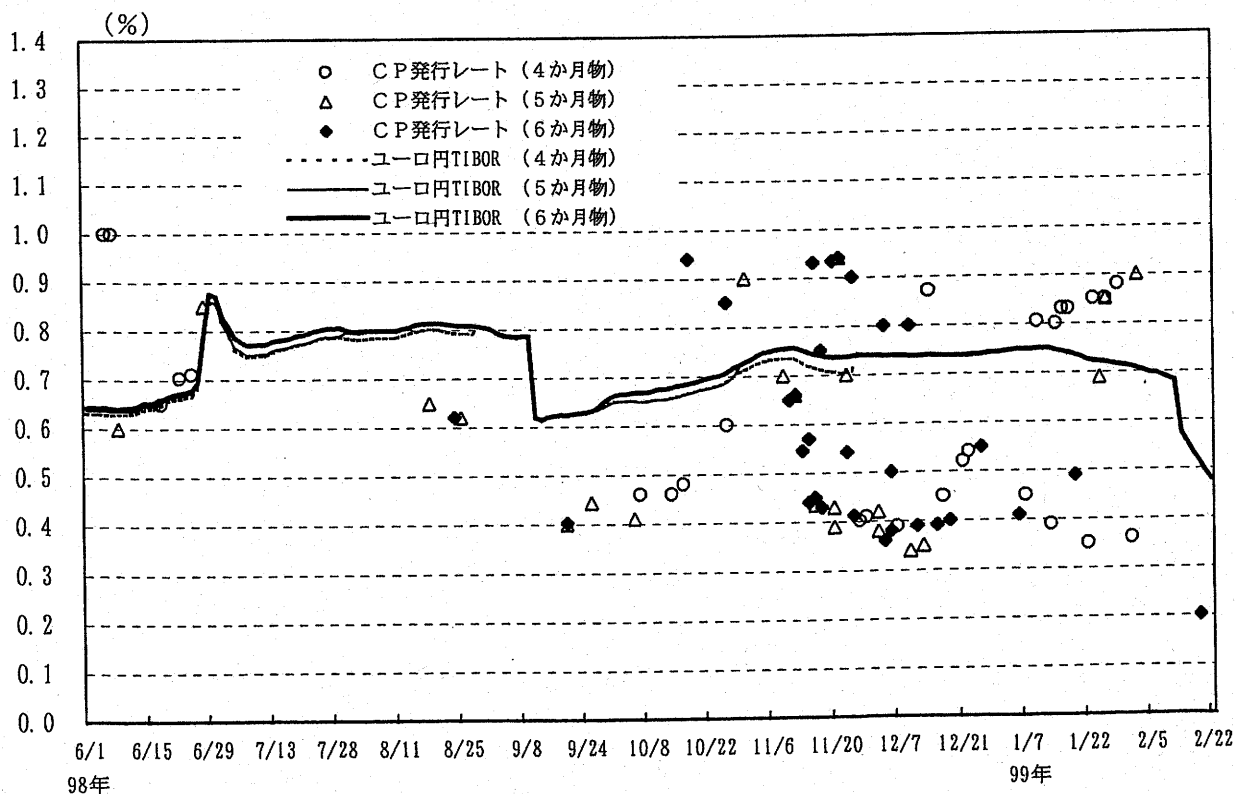


# CP発行レート

## (1) 1～3か月物



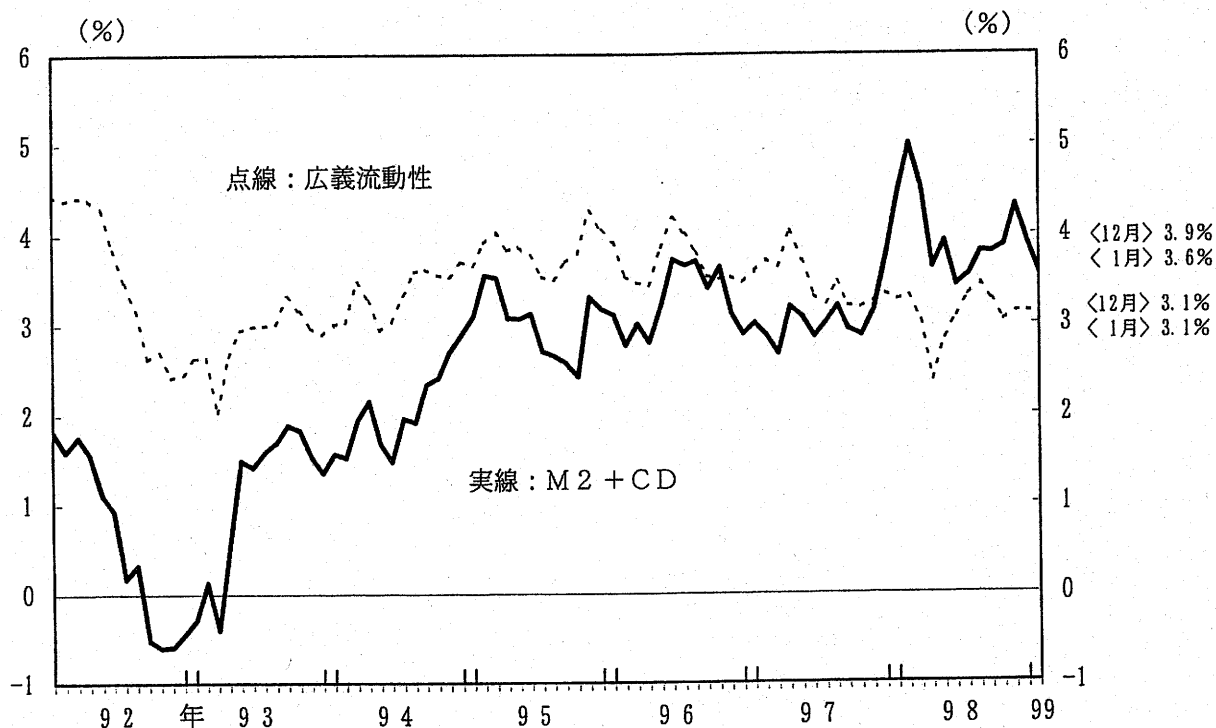
## (2) 4～6か月物



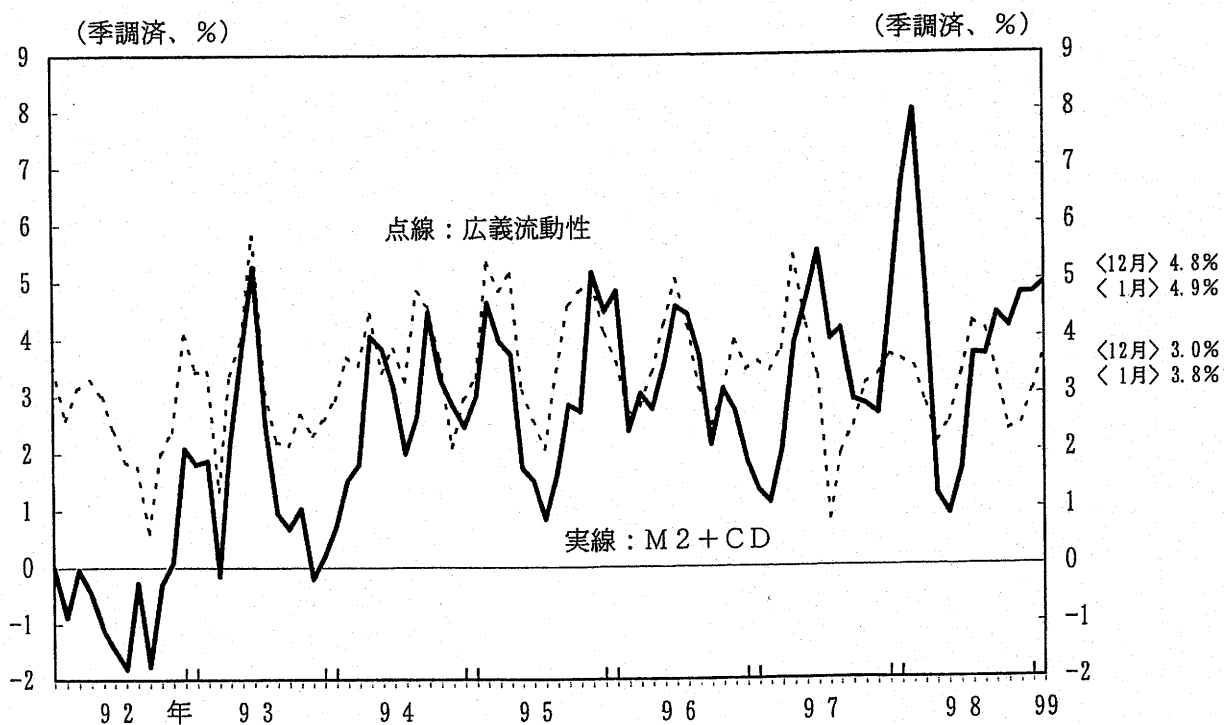
(注) ヒアリング計数。

# マネーサプライ (M2 + CD、広義流動性)

## (1) 前年比



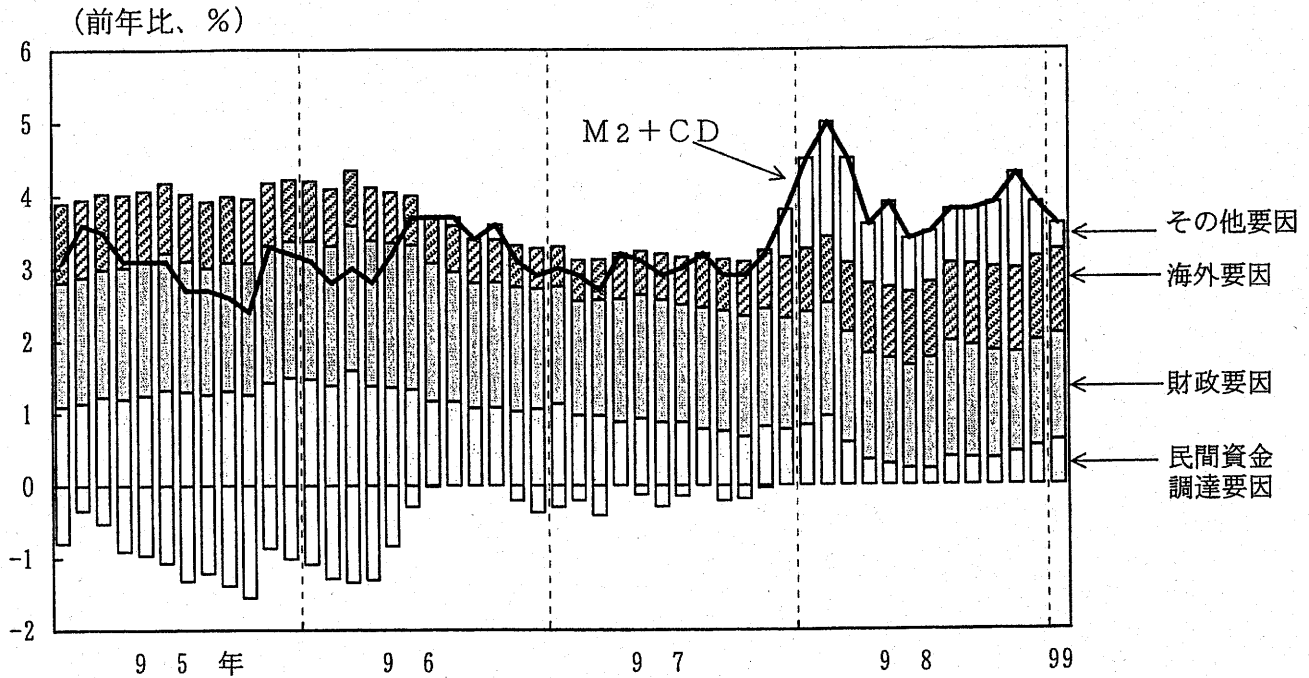
## (2) 3か月前比年率



### M2 + CD増減とバランスシート項目の対応

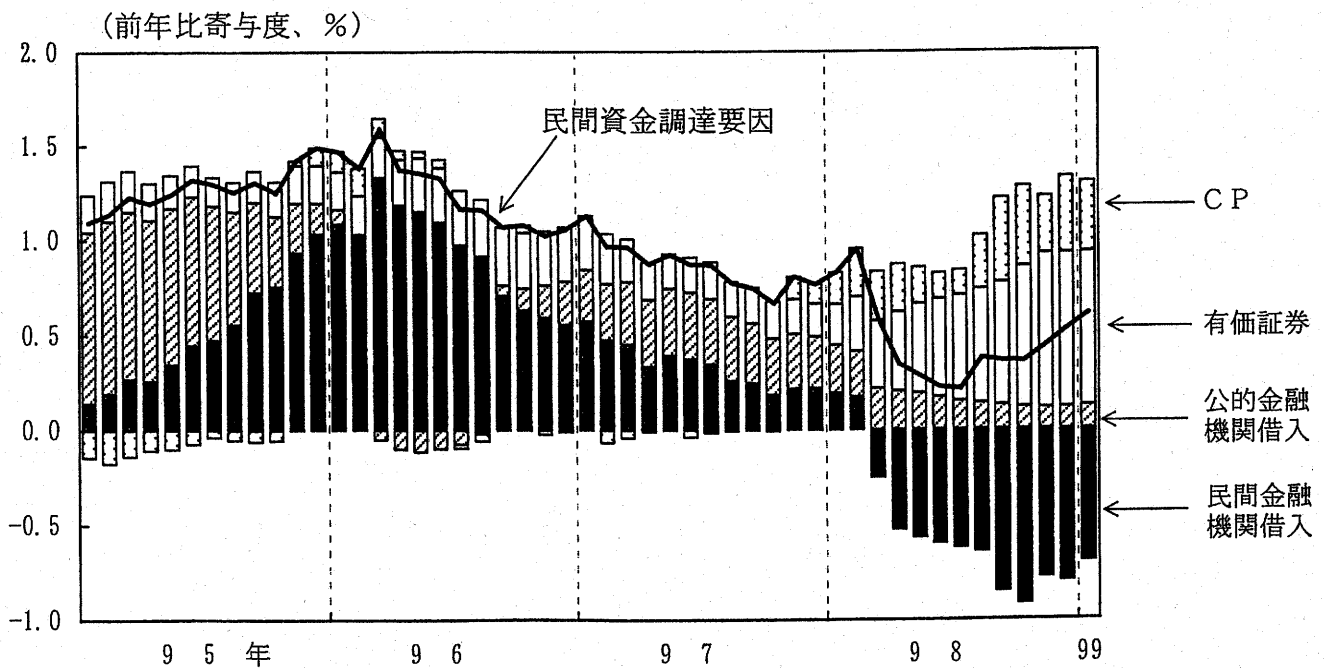
—— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の  
バランスシート・アプローチによる。

#### (1) M2 + CD増減の要因分解

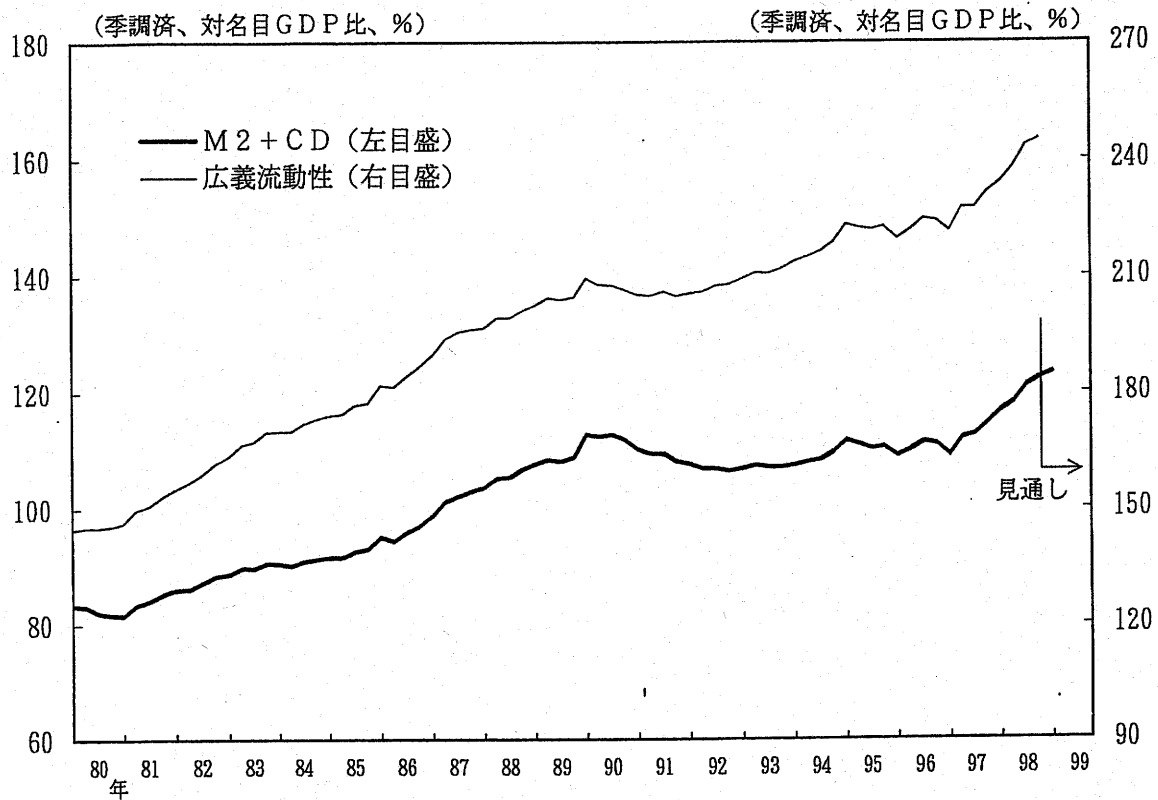


(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

#### (2) 資金調達増減の寄与度分解



# マネーサプライの対名目GDP比率

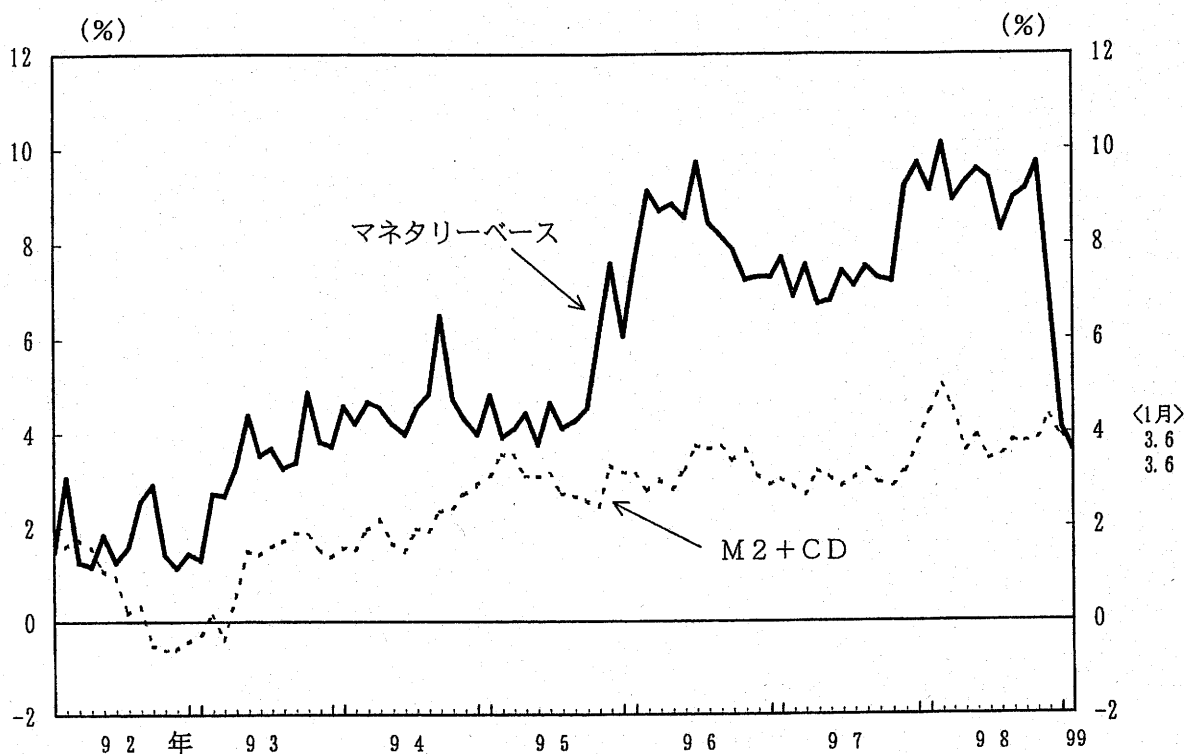


(注)

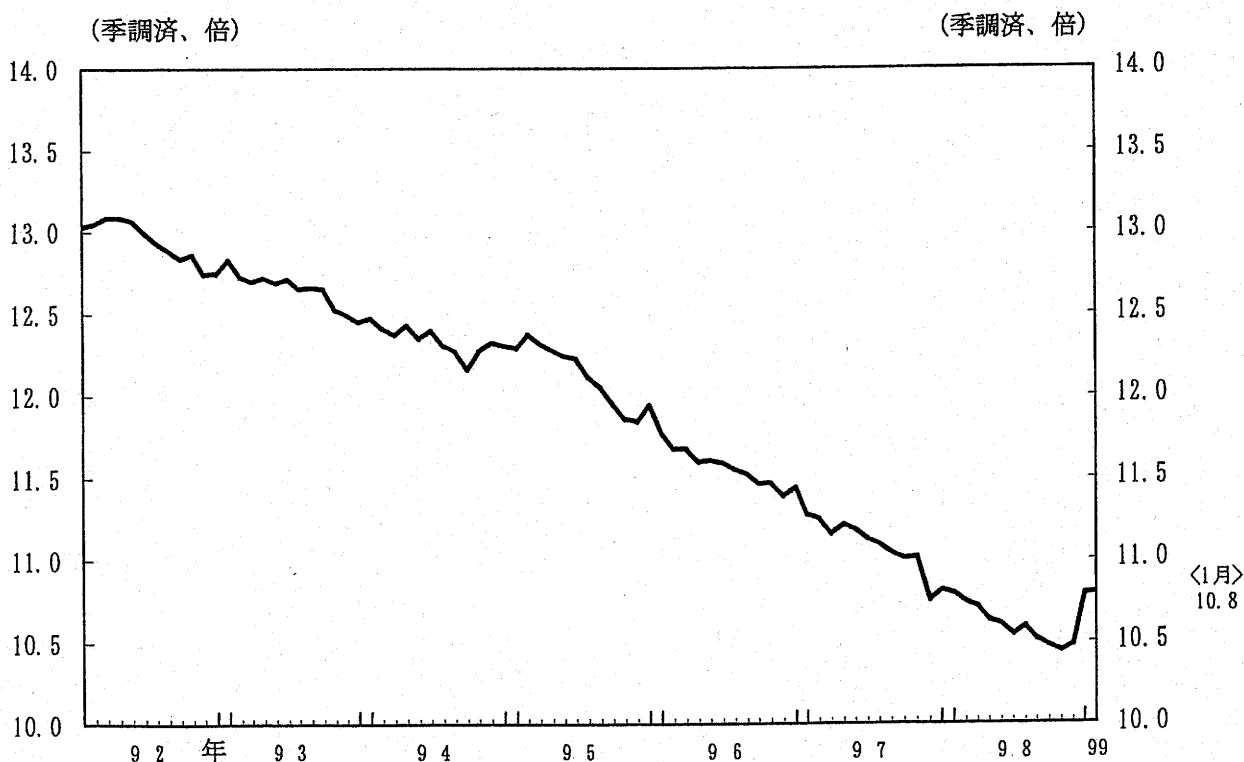
1. 99/1QのM2 + CDは1月計数。
2. 98/4Q以降の名目GDPは98/3Q比横這いと想定。

# マネタリーベース

## (1) 前年比



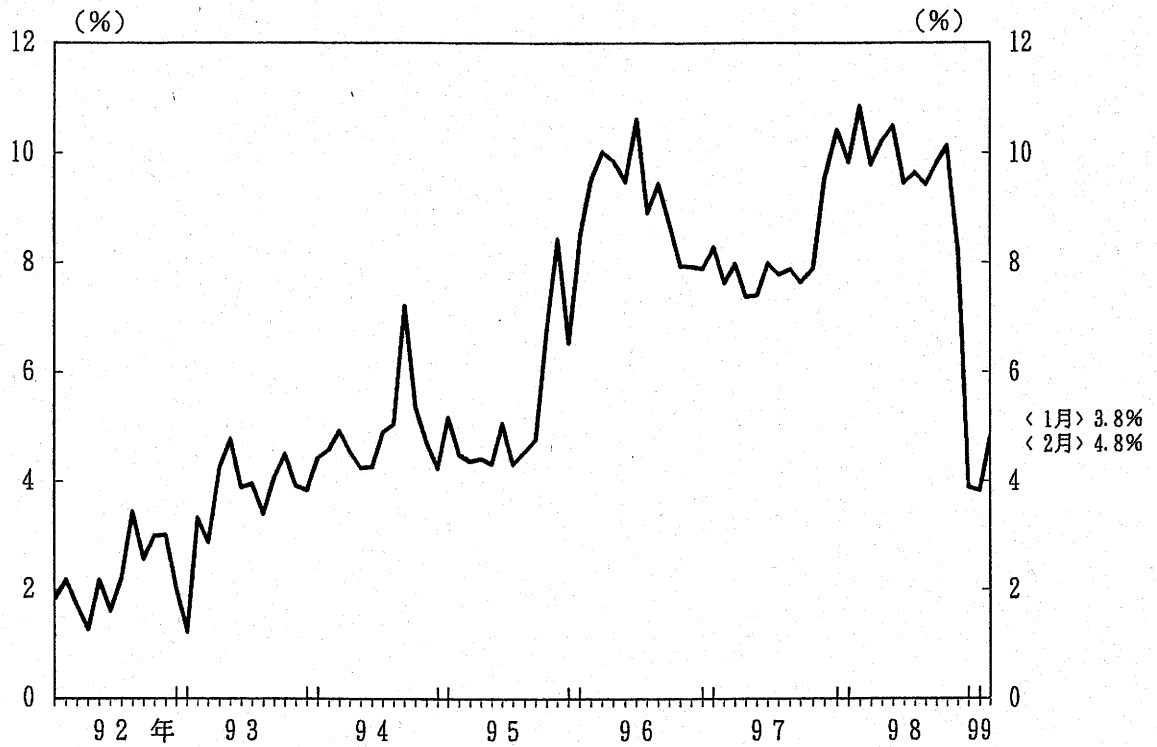
## (2) 信用乗数 (=M2+CD/マネタリーベース)



(注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+準備預金  
2. マネタリーベースは準備率調整前。ただし、92/10月以前の前年比は準備率調整後計数から計算。

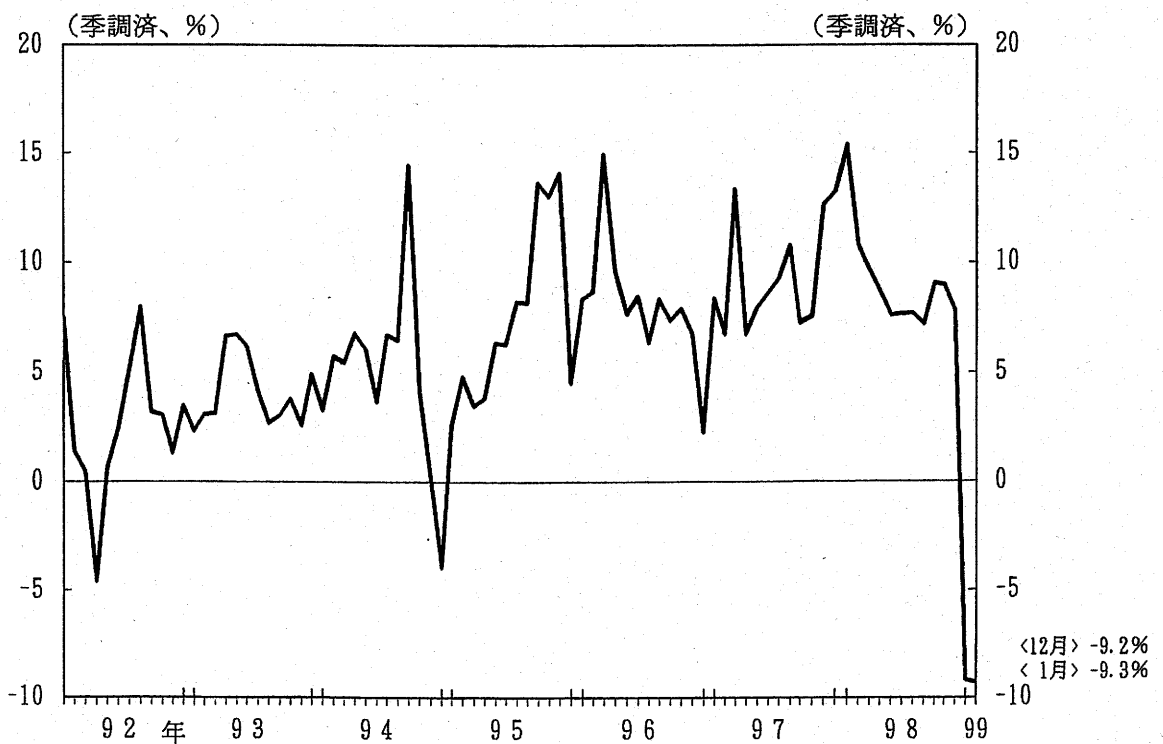
### 銀行券発行高 (平均残高)

#### (1) 前年比



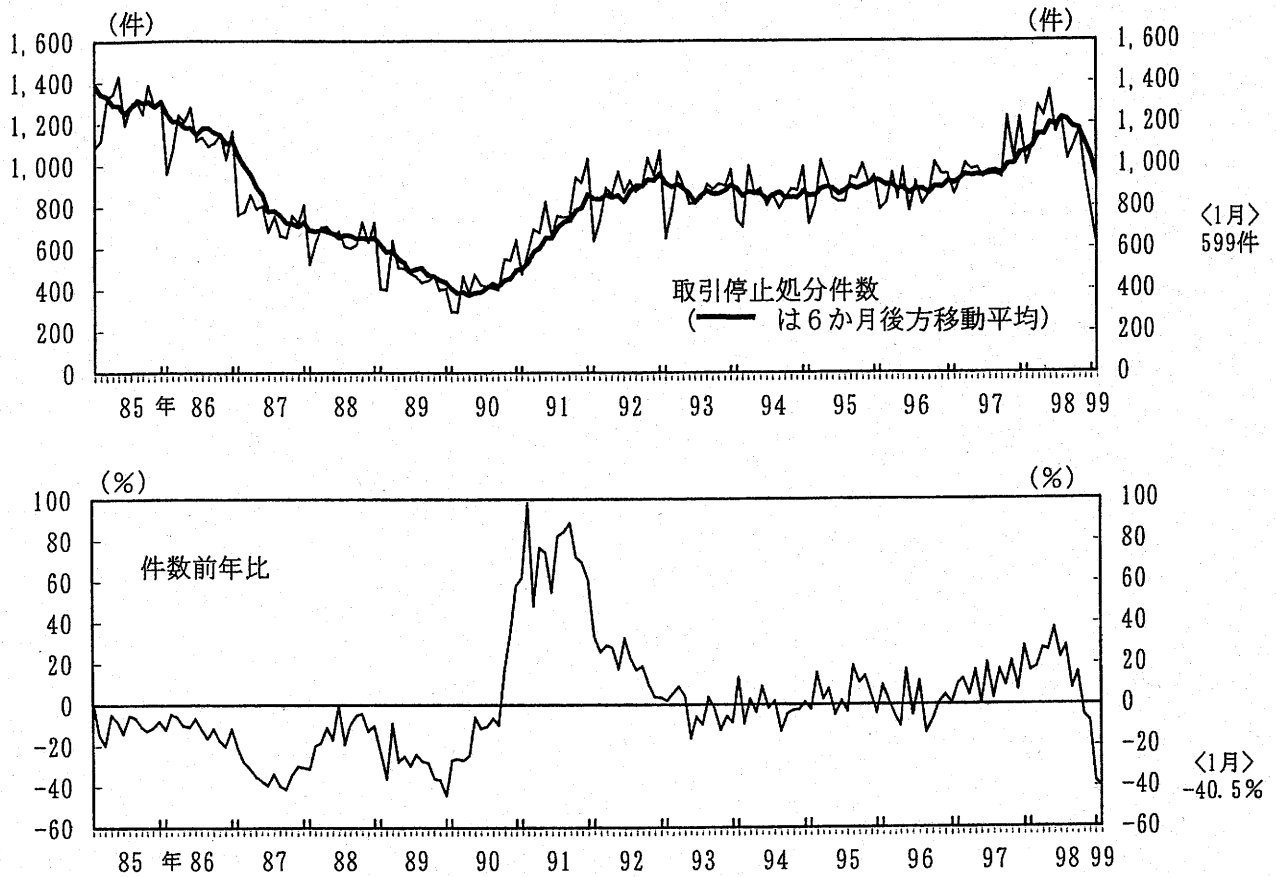
(注) 99/2月計数は1~22日の平均。

#### (2) 3か月前比年率

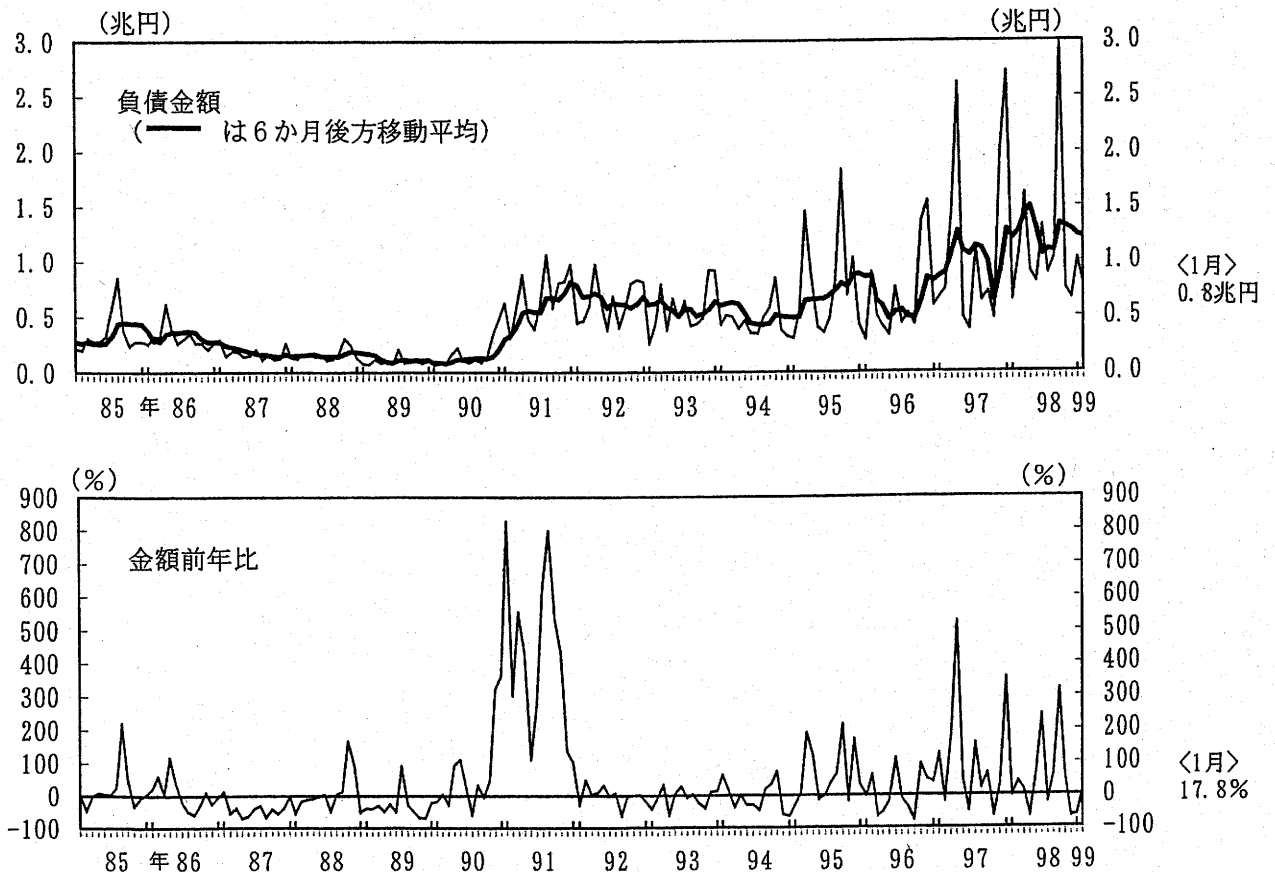


# 企業倒産

## (1) 銀行取引停止処分件数 (全国銀行協会連合会調べ)

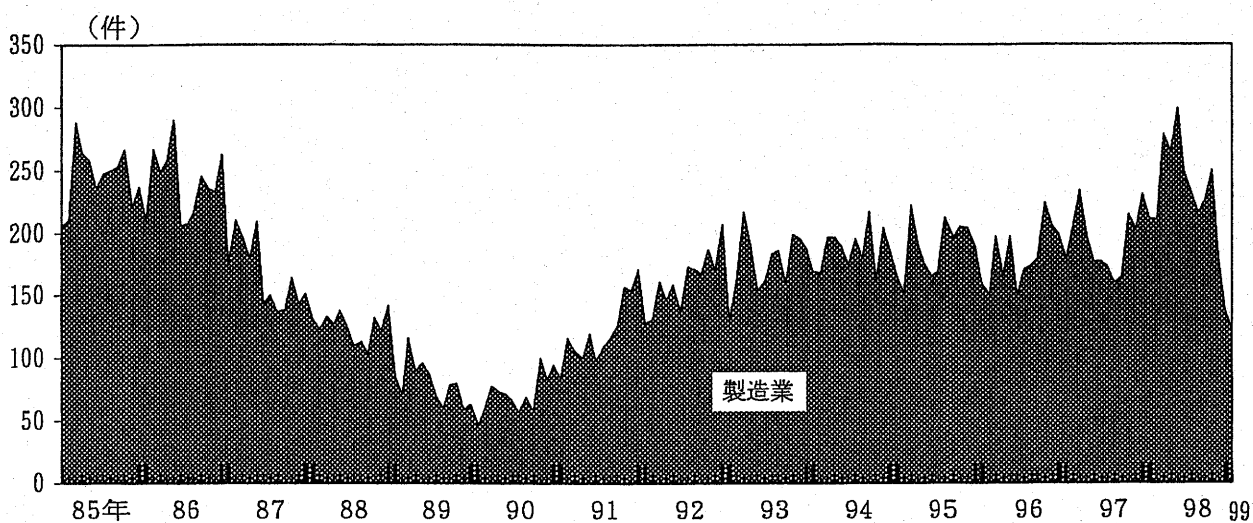


## (2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)

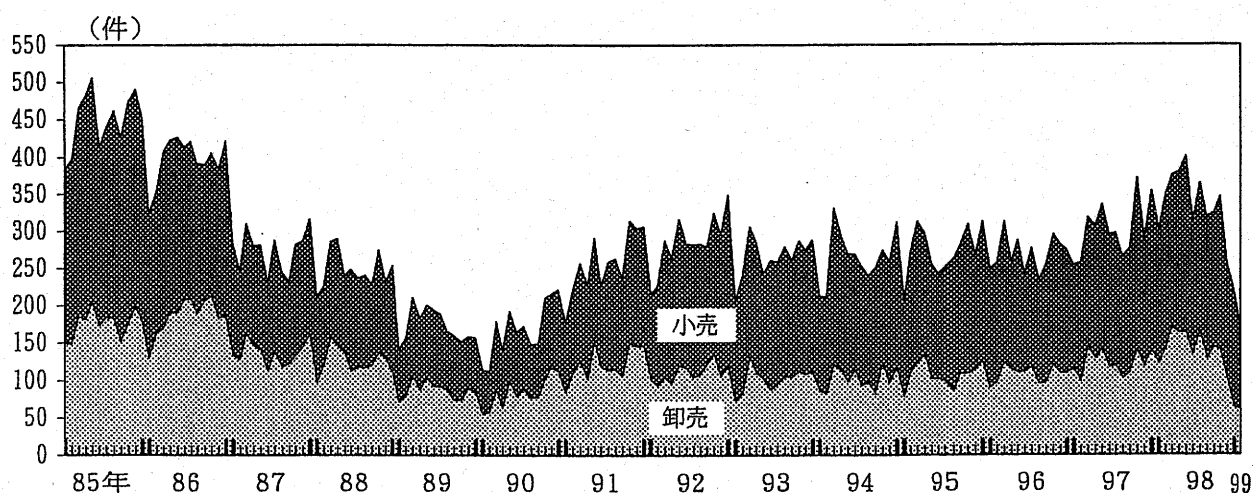


## 銀行取引停止処分件数の業種別内訳

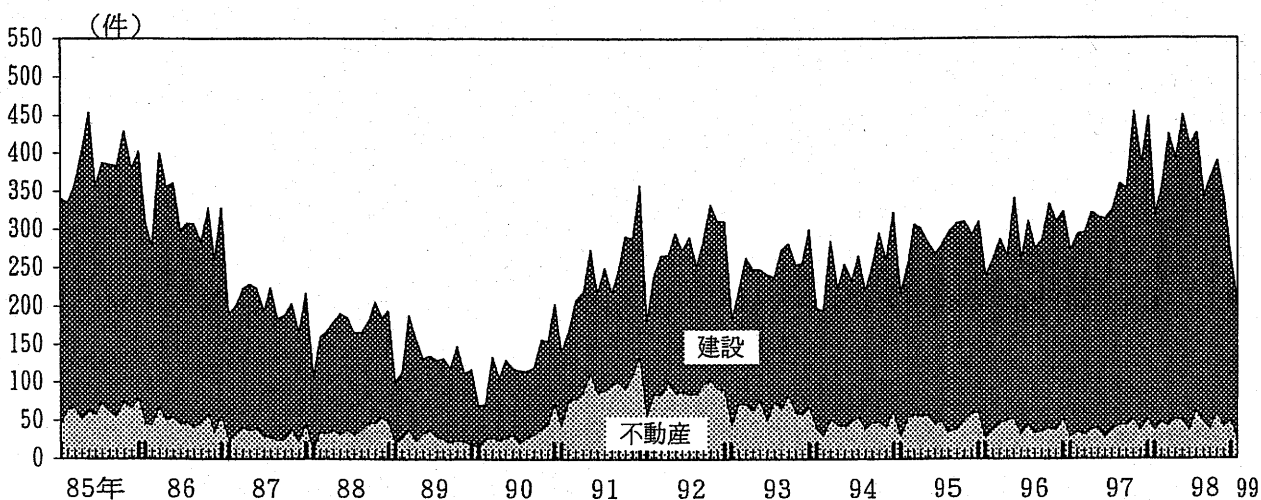
### (1) 製造業



### (2) 卸・小売



### (3) 建設・不動産



(注) 全国銀行協会連合会調べ。



[三木委員案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。  
対外公表文は別途決定する。

記

潤沢な資金供給を目指して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.15%以下で極力低く推移するよう促す。

その際、金利の急低下によって短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、金利の漸次低下に努める。

以 上

[中原委員案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。  
対外公表文は別途決定する。

記

中期的にC P I（除く生鮮、間接税）の前年比が1%程度となること  
（注1）を企図して、当面、超過準備額を5,000億円程度とし、その後、  
次第にこれを増額させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマ  
ネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マ  
ネタリーベースの拡大）を図る。

（注1）99年10～12月平均の前年同期比：1±1%  
2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%  
（注2）四半期平均対前年同期比

以 上

[議長案] 一叩き台

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

### 記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

以 上

[議長案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

（注）「当初」とは、前回金融政策決定会合（2月12日）時点。

以 上

(別 添)

平成11年2月25日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである（注）。

「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」

（注）前回金融政策決定会合（2月12日）で決定した金融市場調節方針は、以下のとおりであったが、その後の市場の状況を踏まえて、「当初0.15%前後を目指し、その後」の文言は削除された。

「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」

以 上