

## 金融環境の現状評価

### (概 況)

資金仲介活動をみると、民間銀行では、貸出先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。社債、CP市場など資本市場も好環境を維持している。

一方、企業の資金需要面では、収益の回復に伴う高水準のキャッシュ・フローを背景に、实体经济活動の改善が外部資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業の借入金圧縮スタンスも維持されており、これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

以上を背景に、民間銀行貸出は、基調的には弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めがかかりつつある。この間、社債やCPの発行は、落ち着いた動きを続けている。

8月のマネーサプライの前年比伸び率は、前月に比べ低下した。

企業の資金調達コストをみると、ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を背景に、足許、僅かながら上昇している。すなわち、主要銀行は短期プライムレートを引き上げたほか、資本市場でも、社債発行金利、CP発行金利が、幾分上昇している。

ゼロ金利政策解除後の金融機関の貸出態度や企業金融に関するデータは十分揃っていないが、ヒアリング情報等を総合すると、これまでの傾向に大きな変化は生じていないとみられる。

## 1. 貸出・資本市場調達

民間銀行貸出の動向をみると（図表2）、8月は、前月同様の前年比マイナス幅となった（償却要因等調整後前年比：5月-2.2%→6月-2.1%→7月-2.0%→8月-2.0%）。基調としては弱めの動きが続いている。

—— ヒアリングによれば、一部に、IT関連等に新規資金需要の動きがみられ、これが残高のマイナス幅拡大に歯止めがかかりつつあることの一因と考えられる。

この間、民間銀行借入以外のルートからの資金調達は（図表3、4）、総じて落ち着いた動きが続いている。

—— 8月の社債発行（普通社債+転換社債+ワラント債<除く銀行普通社債>）は、前月から大きく増加した。これは、7月後半に集中したローンチ（条件決定）分の払い込みが8月にずれ込んだことが背景にある。この結果、社債発行残高前年比は、5か月振りに増加した。この間、CP発行残高は、高水準ながら、前月に比べて減少した。

## 2. 量的金融指標等

### (1) マネタリーベースの動向

8月のマネタリーベース前年比は（図表6）、ゼロ金利政策の解除に伴い超過準備および準備預金制度非適用先の当座預金残高が大幅に減少したことから、前月に比べ伸び率が大きく低下した（5月+7.6%→6月+6.4%→7月+5.8%→8月+4.6%）。8月の前年比伸び率は、99年1月（+3.7%）以来の低水準となった。

—— 8月の前年比伸び率に対する寄与度をみると、銀行券+4.8%、流通貨幣+0.1%、日銀当座預金-0.3%。



### 3. 企業の資金調達コスト

ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を背景に、企業の資金調達コストは、足許、僅かながら上昇している。

まず、貸出金利の動向をみると、主要行は短期プライムレートを引き上げた（1.375%→1.5%＜8/24日～＞）ほか、長信行は長期プライムレートの引き上げを実施した（2.15%→2.20%＜8/10日＞→2.40%＜9/8日＞）。また、スプレッド貸出のベースとなるTIBORやスワップ・レートも8月中旬以降、上昇をみている。

—— 新たな貸出金利水準は、企業の借り換えに際して適用されるため、企業の借入金全体に金利上昇が波及するにはある程度の時間を要する。

—— この間、7月の貸出約定平均金利（新規実行分）は（図表11）、概ね横這い圏内の動きとなった。

	2000年7月	直近時点	〈参考〉ゼロ金利導入 (99.2.12)以前
短期プライムレート	1.375	1.500	1.50
長期プライムレート	2.15	2.40	2.90
住宅ローン金利 (都市銀行)	2.375	2.375	2.50
TIBOR(3ヶ月)	0.24 (月中平均)	0.40 (9/11)	0.74 (99/1月平均)
スワップ(5年)	1.24 (月中平均)	1.34 (9/11)	1.39 (99/1月平均)

資本市場では、CP発行金利は、6月頃よりゼロ金利政策解除観測を背景に若干強含んでいたところ、実際の政策変更を受けて、8月中旬以降、さらに上昇した。社債発行金利は、引き続き低水準ながら、幾分上昇した。ただ、6月頃より一部にみられた社債発行時のスプレッド(スワップ・レート対比)拡大の動きは、このところ一服している(図表10)。

#### 4. 企業金融の動向

資金需要面では、企業収益の回復に伴い、企業のキャッシュ・フローが高水準で推移していることから、設備投資の増加にみられるような実体経済活動の改善が、外部資金需要に結びつきにくい状況が続いている（図表15）。また、企業の借入金圧縮スタンスも維持されており、これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

一方、資金供給面をみると、民間銀行では、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。ただ、信用力が低い先に対しては、適正なスプレッドの確保など、慎重な融資スタンスを継続している。

ゼロ金利政策解除後の企業金融を巡る環境については、データが十分揃っておらず、今後明らかになる指標等を点検していく必要がある。ただ、上述した貸出の状況やヒアリング情報を総合すると、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に大きな変化は生じていないとみられる。

#### 5. 企業倒産

7月の企業倒産件数は（図表18、19）、前月に比べて増加した。

—— 7月はそごうグループ（28社、負債総額2.9兆円）や西洋環境開発（負債総額0.5兆円）といった大型倒産が発生した。業種別内訳をみると、卸売・小売業のウエイトが上昇している。

—— 負債総額は、大型倒産が発生したため、4.2兆円と過去最大となった。

以 上

2000.9.11

企画室

## 「金融環境の現状評価」参考計表

- |                |                         |
|----------------|-------------------------|
| <b>(図表 1)</b>  | <b>クレジット関連指標</b>        |
| (図表 2)         | 民間銀行貸出                  |
| (図表 3)         | 資本市場調達                  |
| (図表 4)         | 民間部門資金調達                |
| <b>(図表 5)</b>  | <b>マネー関連指標</b>          |
| (図表 6)         | マネタリーベース                |
| (図表 7)         | マネーサプライ                 |
| (図表 8)         | M2 + CD 増減とバランスシート項目の対応 |
| (図表 9)         | 信用乗数・マーシャルの k           |
| <b>(図表 10)</b> | <b>金利関連指標</b>           |
| (図表 11)        | 貸出金利                    |
| (図表 12)        | スプレッド貸出のスプレッド           |
| (図表 13)        | MCI、FCI                 |
| <b>(図表 14)</b> | <b>企業金融関連指標</b>         |
| (図表 15)        | 企業の財務状況                 |
| (図表 16)        | 中小企業からみた金融機関の貸出態度       |
| (図表 17)        | 信用保証制度の利用状況             |
| <b>(図表 18)</b> | <b>企業倒産関連指標</b>         |
| (図表 19)        | 企業倒産                    |

## クレジット関連指標

都銀・長信銀・信託銀の  
個別系列は対外非公表

## &lt; 5 業態貸出残高 &gt;

—— 前年比%

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3	4~6	6月	7	8
5業態計	-1.7 [-5.9]	-1.9 [-5.7]	-2.3 [-6.1]	-2.0 [-4.5]	-2.1 [-4.7]	-2.0 [-4.5]	-2.0 [-4.3]
うち都銀	-2.6	-2.7	-2.4	-1.8	-2.2	-2.2	-2.1
長信銀	-6.2	-6.4	-6.0	-5.4	-5.7	-5.8	-6.0
信託銀	-0.7	0.3	-0.3	-1.1	-1.6	-2.1	-1.9
地銀	-0.4	-0.9	-1.5	0.0	0.4	0.9	0.9
地銀Ⅱ	1.3	0.3	-2.7	-6.3	-6.3	-6.0	-5.9

(注) 平残ベース。償却・為替・流動化要因調整後。[ ]内の計数は調整前。

対外非公表

## &lt; 民間部門総資金調達 &gt;

—— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント

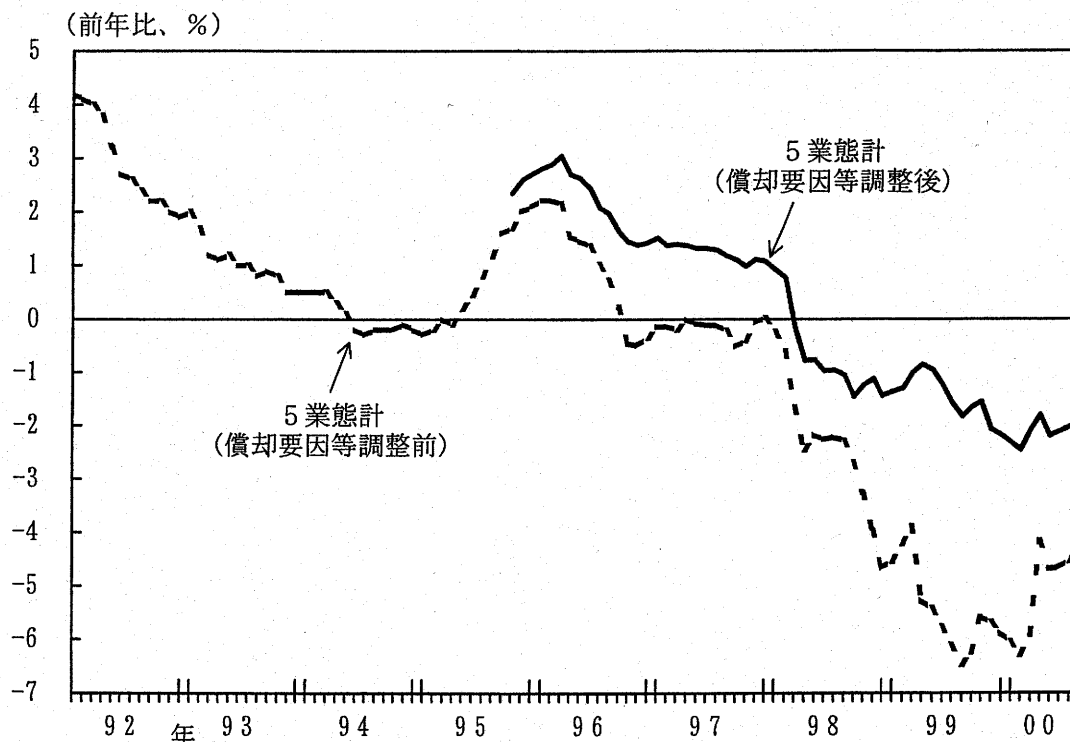
	99年度	99/ 10~12月	00/1~3	4~6	6月	7	8
民間部門総資金調達	-0.2	-0.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1
7業態	-1.0	-1.1	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7	-1.6
寄与度							
大手生保5社	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
政府系	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
3公庫	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1
住宅公庫	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
直接市場調達	0.7	0.9	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
CP	0.3	0.5	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2
社債	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2

- (注) 1. 償却・為替・流動化要因調整後。  
 2. 7業態は、都銀、地銀、第2地銀、長信銀、信託、外銀、信金。  
 3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月比横這いと置いている。  
 4. 住宅公庫の当月の計数については、業務局財政収支Gの予測値を用いている。  
 5. CPは、貸出債権ABC Pと銀行CPを除くベース。  
 6. 社債残高は一部アイ・エヌ情報センターのデータを用いて推計。  
 7. CP、社債は前当月末の平均を平残としている。

## 民間銀行貸出

98/9月以前の  
「償却要因等調整後」  
計数は対外非公表

## (1) 主要5業態の貸出実績



(注) 1. 総貸出平残ベース。

2. 償却要因等調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したものである。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。

対外非公表

## (2) 主要3業態の貸出実績・計画

99/12月実績	2000/3月実績	5月実績	6月実績	7月実績	8月実績	2000/9月6月時点計画
▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 2.3 [3月時点計画 ▲0.0]	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 0.9
[▲ 5.5]	[▲ 5.0]	[▲ 3.3]	[▲ 3.6]	[▲ 3.7]	[▲ 3.6]	[▲ 2.2]

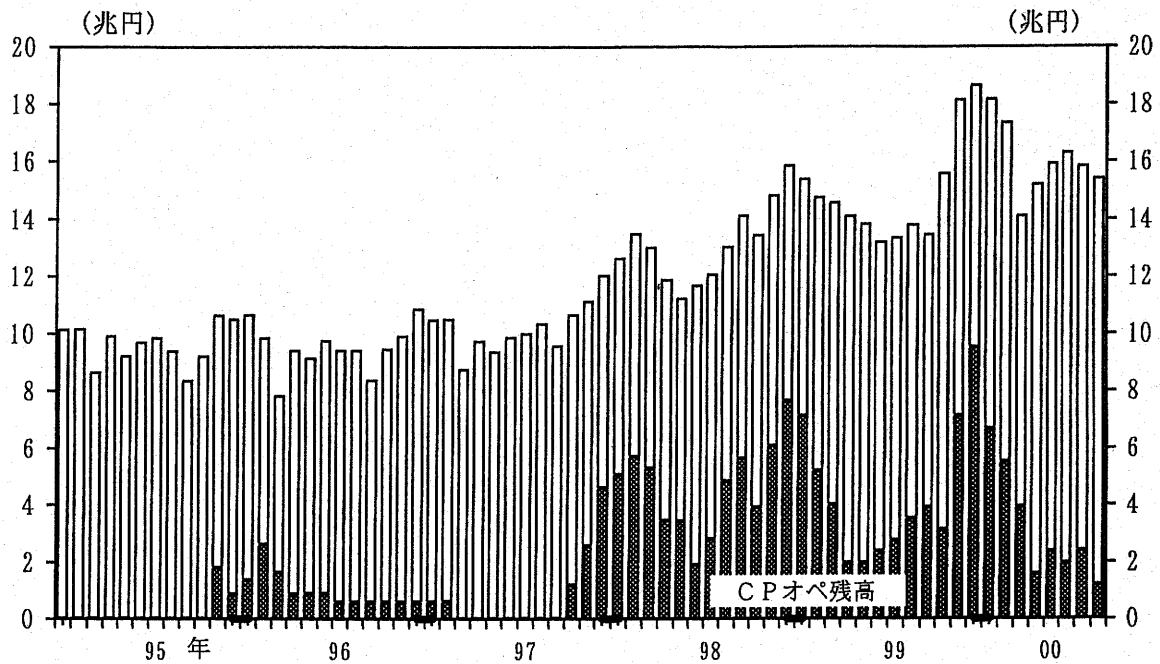
(前年比、%)

- (注) 1. 都銀、長信銀、信託の総貸出月中平残。ただし、長銀、日債銀、日本信託を含まないほか、中央信託が拓銀から譲り受けた額を控除している。  
2. 山一特融を除くベース。  
3. 償却・為替・流動化要因調整後。[ ]内の計数は調整前。



## 資本市場調達

## (1) CP発行残高(末残)



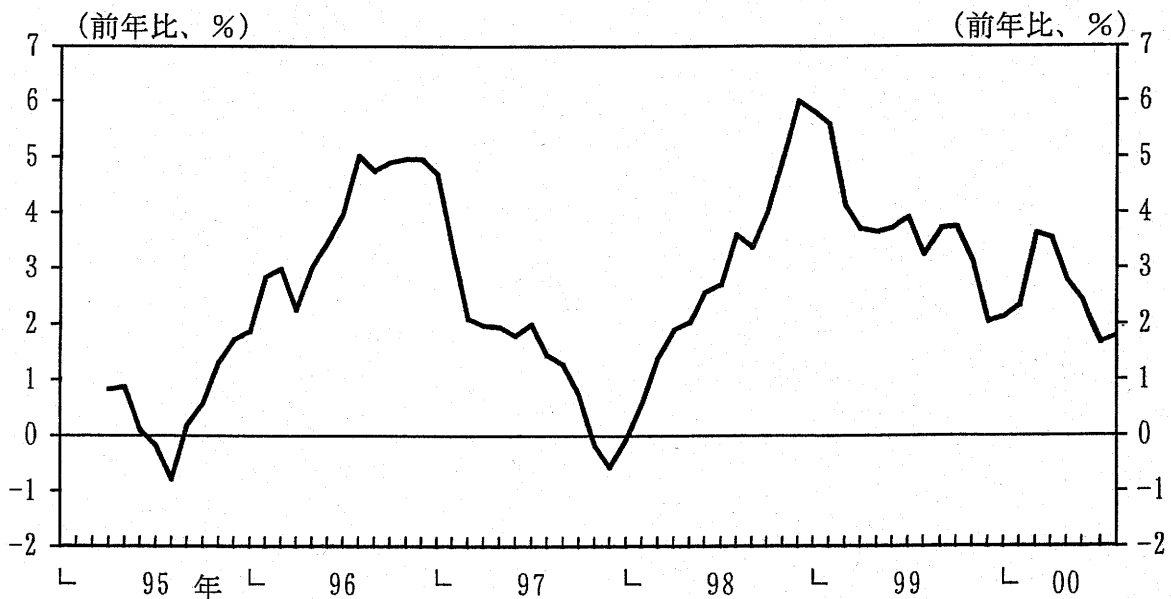
(注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行CPを含まない。

## (2) 社債発行額

(億円)

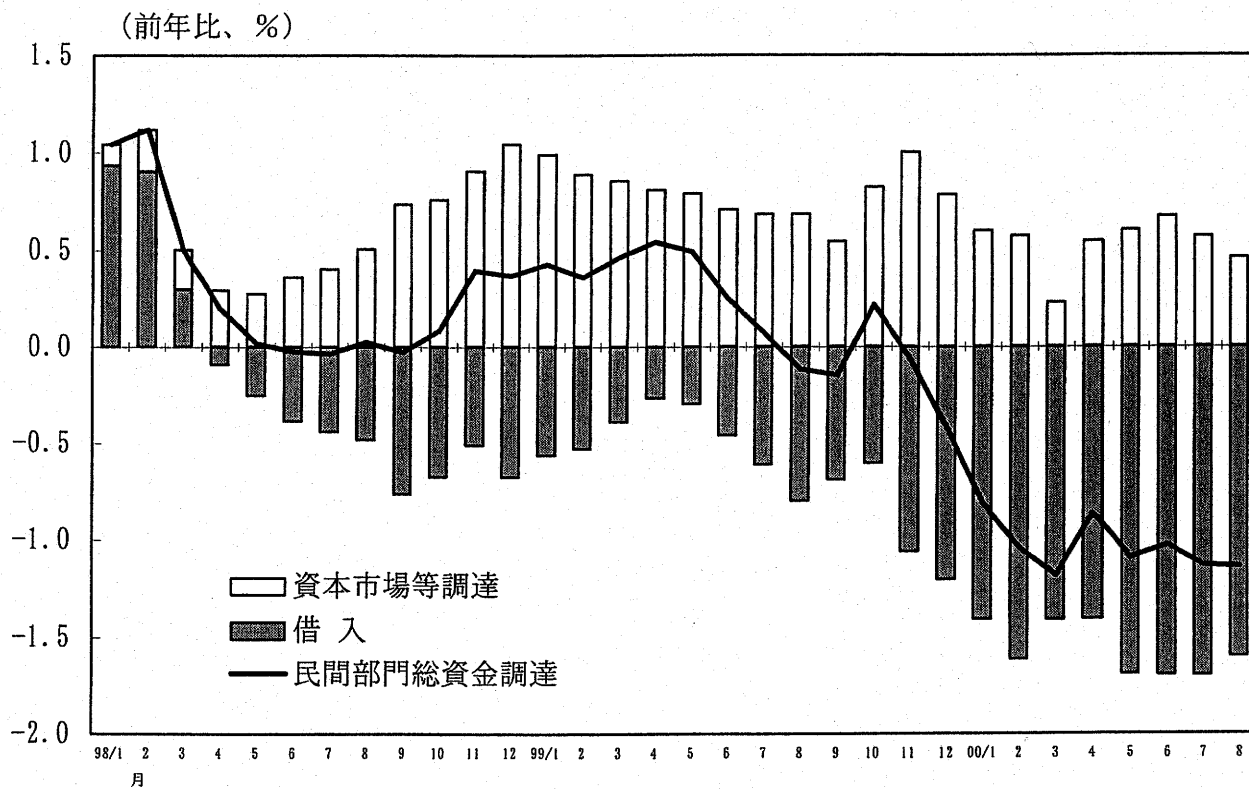
	2000/3月	4月	5月	6月	7月	8月
発行額	8,290	6,429	5,384	9,793	3,594	8,417
(前年)	(11,556)	(8,807)	(10,688)	(14,923)	(10,358)	(5,417)

## (3) 社債発行残高(末残前年比)



(注) 1. 普通社債、転換社債、ワラント債の合計。  
2. 銀行普通社債を含まない。  
3. アイ・エヌ情報センターのデータに基づき推計。

### 民間部門資金調達



(注) 1. 民間部門総資金調達およびその内訳の定義については図表1参照。  
2. 償却・為替・流動化要因調整後。

## マネー関連指標

## &lt;マネタリーベース&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3 4~6	00/6月	7	8	99年度平残	
マネタリーベース	9.7	9.6	14.4	8.6	6.4	5.8	4.6	62
日本銀行券発行高	7.1	7.5	9.0	8.3	6.6	5.7	5.6	52
貨幣流通高	1.4	1.5	1.5	1.2	1.1	1.0	1.9	4
日銀当座預金	51.2	46.1	93.7	18.3	8.8	11.1	-3.3	6

## &lt;マネーサプライ&gt;

— 平残前年比、&lt; &gt;は季調済3か月前比年率、%；残高、兆円

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3 4~6	00/6月	7	8	99年度平残	
M2+CD	3.2	3.0	2.2	2.3	1.9	2.0	1.7	620
	—	—	—	—	<3.2>	<-0.3>	<0.3>	
M1	11.8	12.4	11.7	10.2	8.8	7.5	6.5	219
現金通貨	6.2	5.9	7.5	7.7	6.0	5.1	5.2	51
預金通貨	13.7	14.6	13.1	10.9	9.6	8.2	6.9	168
準通貨	0.4	-0.1	-1.4	-1.4	-1.3	-1.2	-1.7	384
CD	-24.0	-28.3	-22.9	-10.5	-11.8	3.7	20.7	17
広義流動性	3.6	3.5	2.7	3.4	3.5	3.5	3.4	1,242
	—	—	—	—	<6.9>	<4.0>	<2.5>	

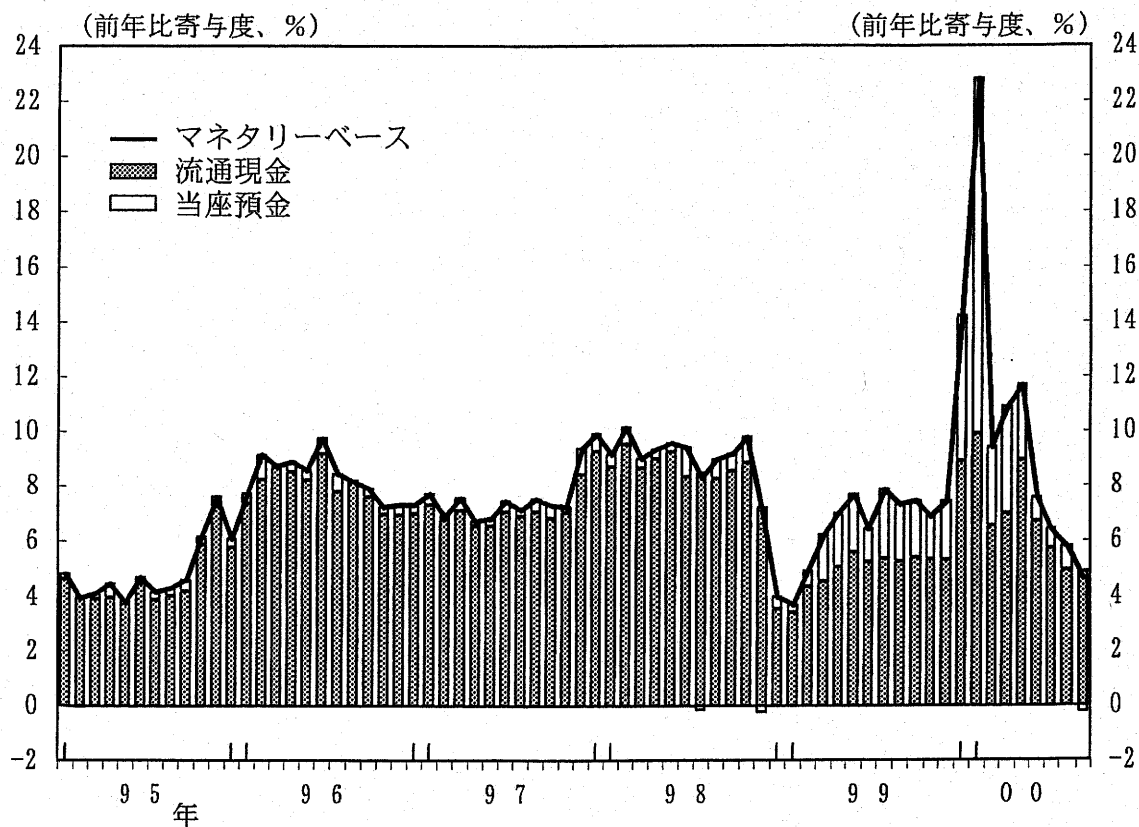
## &lt;各種金融商品の内訳（広義流動性ベース）&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3 4~6	00/6月	7	8	99年度平残	
郵便貯金	3.7	3.5	2.9	2.0	1.6	1.3	1.0	257
金銭信託	4.4	5.5	4.0	4.2	4.2	3.9	3.8	109
その他預貯金	1.0	1.3	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3	105
国債・FB・債券現先	2.0	1.0	-5.2	10.7	19.7	20.1	23.3	51
投資信託	13.3	11.7	17.2	16.4	16.9	17.3	13.0	38
株式投信(注)	(-1.7)	(-6.0)	(-1.0)	(13.0)	(17.3)	(20.5)	(22.0)	(16)
公社債投信(注)	(18.2)	(16.8)	(26.5)	(16.9)	(17.6)	(15.0)	(7.0)	(38)
金融債	-2.2	1.4	2.9	0.7	0.5	-0.7	-1.8	30
外債	18.1	16.7	17.5	23.3	26.0	28.3	30.9	25
金銭信託以外の 金銭の信託	-2.0	1.1	-3.1	-3.0	-4.3	-4.7	-4.8	5
金融機関発行CP	11.0	-5.5	-28.1	-70.3	-82.7	-88.1	-63.4	2

(注) 投信の内訳を除き、Mベース（金融機関保有分は含まない）。投信の内訳は非Mベース。  
また、同計数は末残の前年比（証券投資信託協会調べ）。

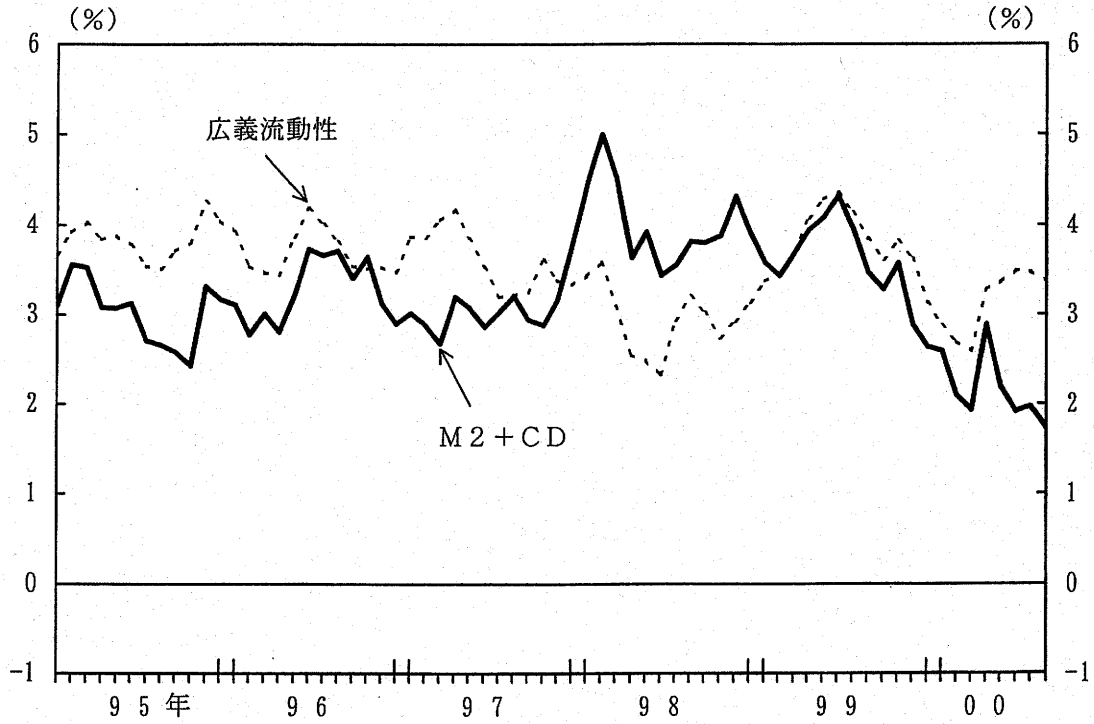
# マネタリーベース



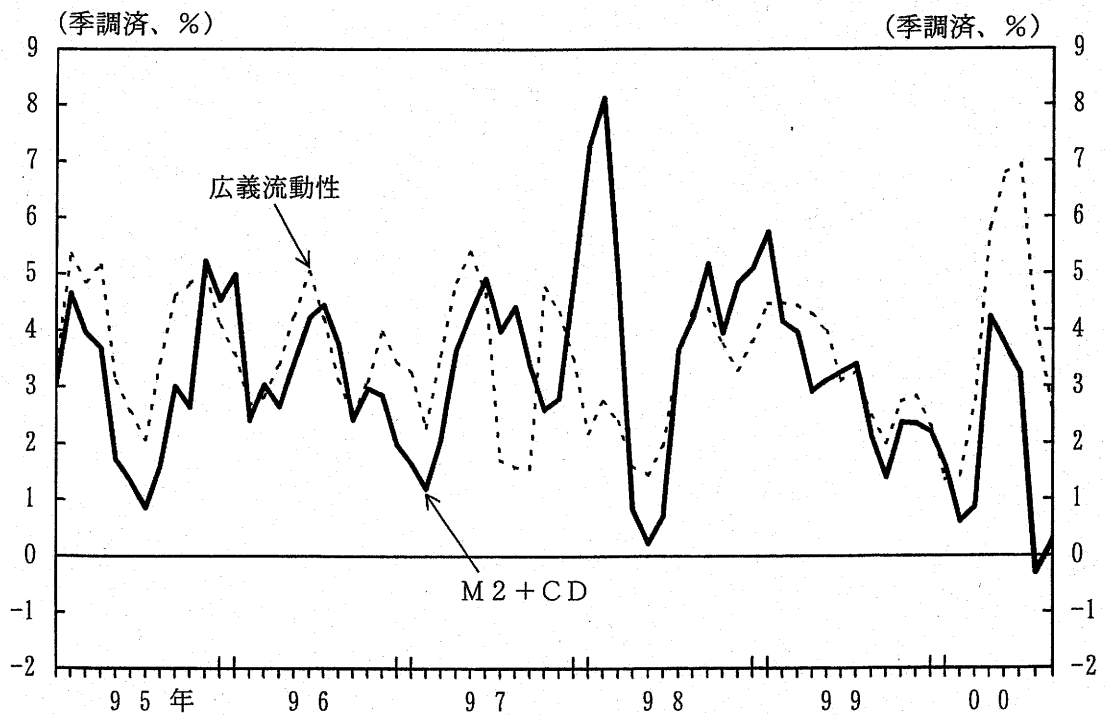
(注) マネタリーベース=流通現金 (銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む) + 当座預金

# 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

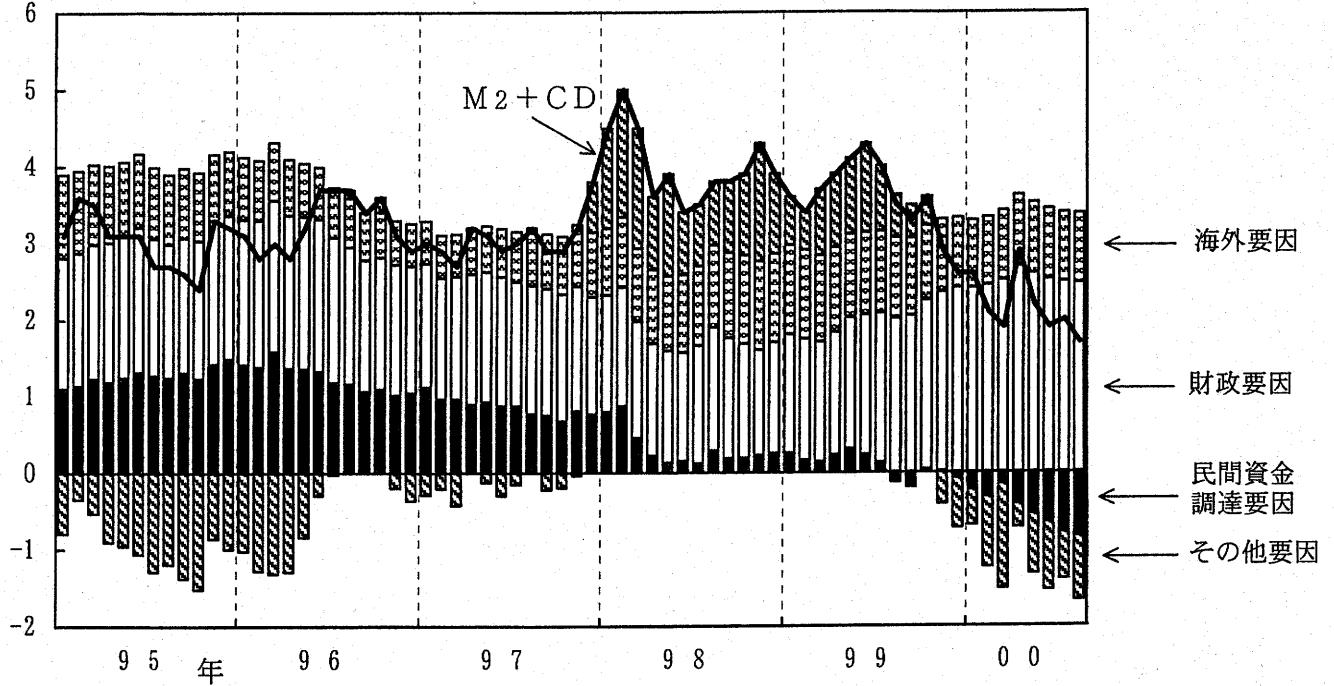


### M2 + CD増減とバランスシート項目の対応

—— 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前年比の要因分解

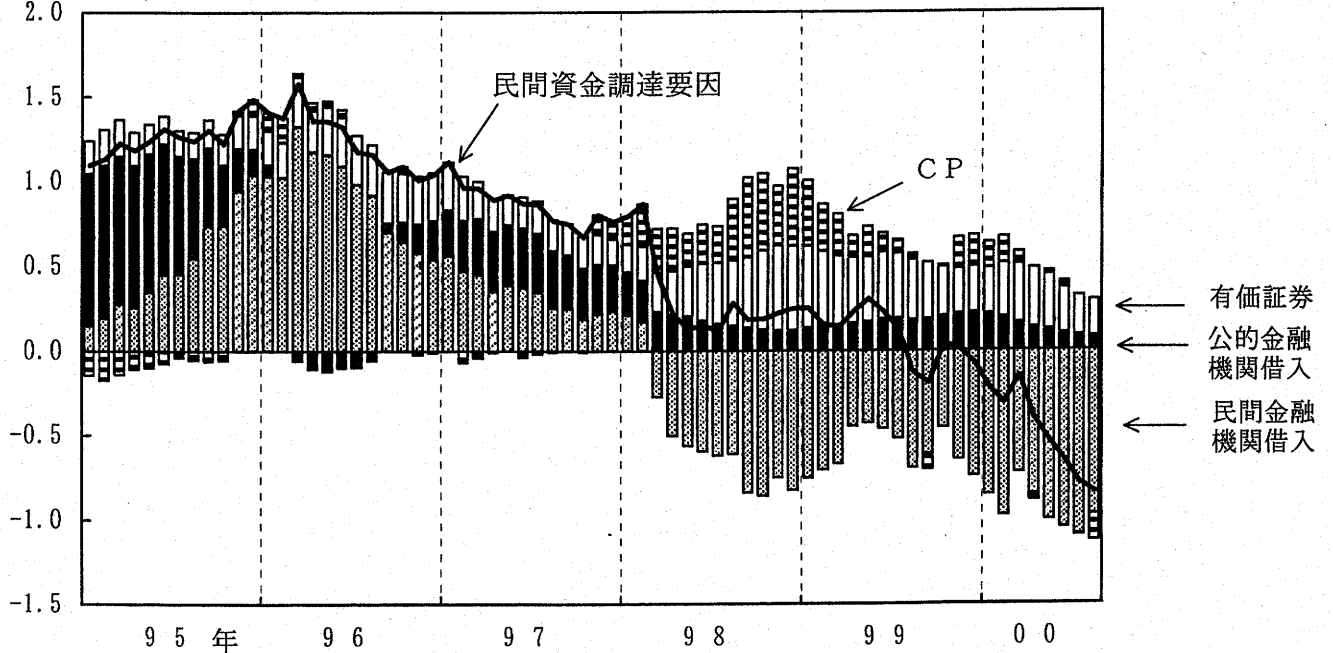
(前年比寄与度、%)



(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

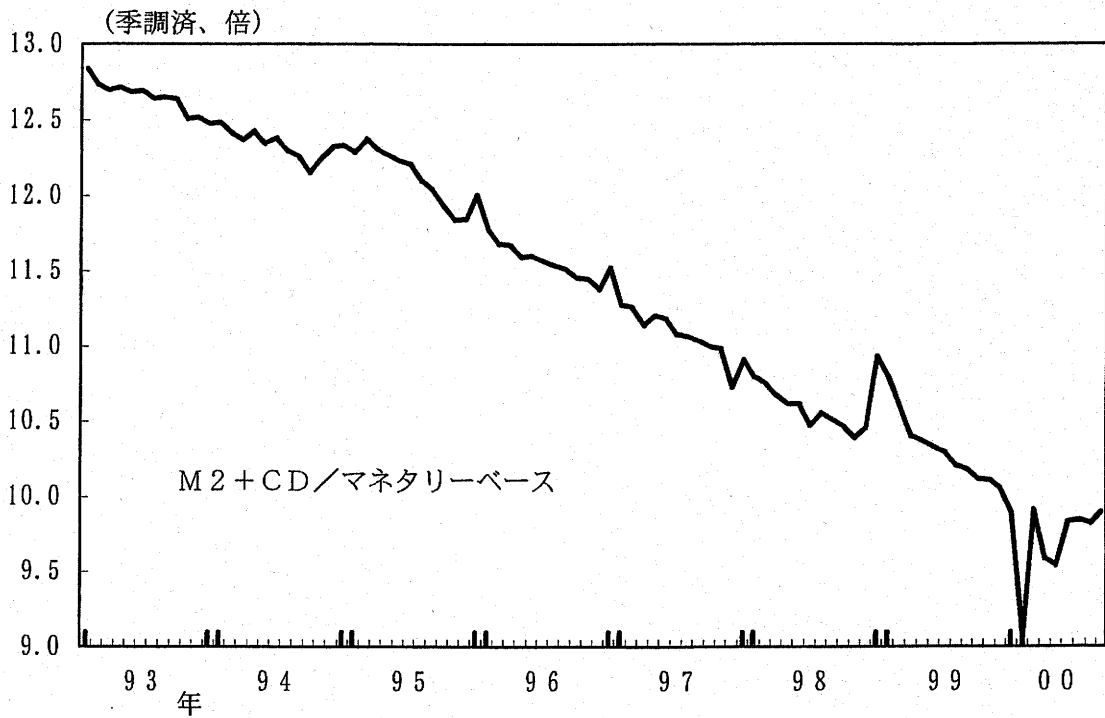
#### (2) 資金調達増減の寄与度分解

(前年比寄与度、%)

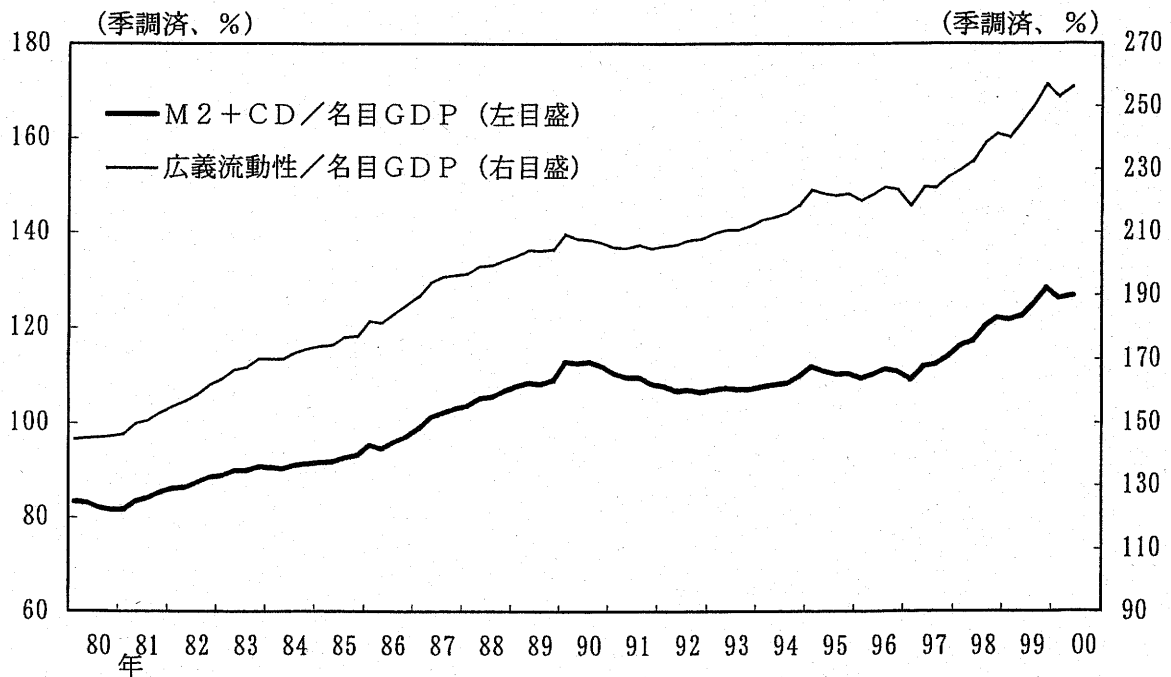


### 信用乗数・マーシャルのk

#### (1) 信用乗数 (=マネーサプライ/マネタリーベース)



#### (2) マーシャルのk (=マネーサプライ/名目GDP)



## 金利関連指標

## ＜市場金利＞

	99/9 月末	12	00/03	6	00/7 月末	8	9/11 日
無担保コールレート (オペレート物)	0.05	0.05	0.04	0.03	0.02	0.25	0.25
CD発行レート (3か月物)	0.047	0.266	0.08	0.096	0.146	0.374	—
ユーロ円 TIBOR (3か月物)	0.28	0.20	0.14	0.23	0.22	0.41	0.40
国債流通利回り (10年新発債)	1.710	1.645	1.770	1.760	1.675	1.895	1.835

## ＜企業の資金調達コスト＞

CP発行レートは対外非公表

	99/9 月	12	00/3	6	00/7 月	8	9/11 日
短期プライムレート (末値)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.500	1.500
長期プライムレート (末値)	2.3	2.2	2.2	2.15	2.15	2.20	2.40
貸出約定平均金利							
新規	短期	1.645	1.730	1.543	1.663	1.655	
	長期	2.002	2.020	1.889	1.885	1.985	
	総合	1.770	1.822	1.673	1.739	1.757	
ストック	短期	1.756	1.765	1.712	1.710	1.703	
	長期	2.413	2.383	2.343	2.318	2.311	
	総合	2.117	2.100	2.052	2.039	2.034	
3か月物CP発行レート (A-1格またはJ-1格以上)	0.09	0.44	0.09	0.13	0.25	0.33	
社債発行クーポン (AA格)	1.06	1.45	1.32	1.51	1.26	1.32	
スプレッド	-0.22	+0.22	-0.05	+0.26	+0.02	+0.04	

(注) 1. CP発行レートは、当該月の月中平均値 (オペ先 35社ベース)。

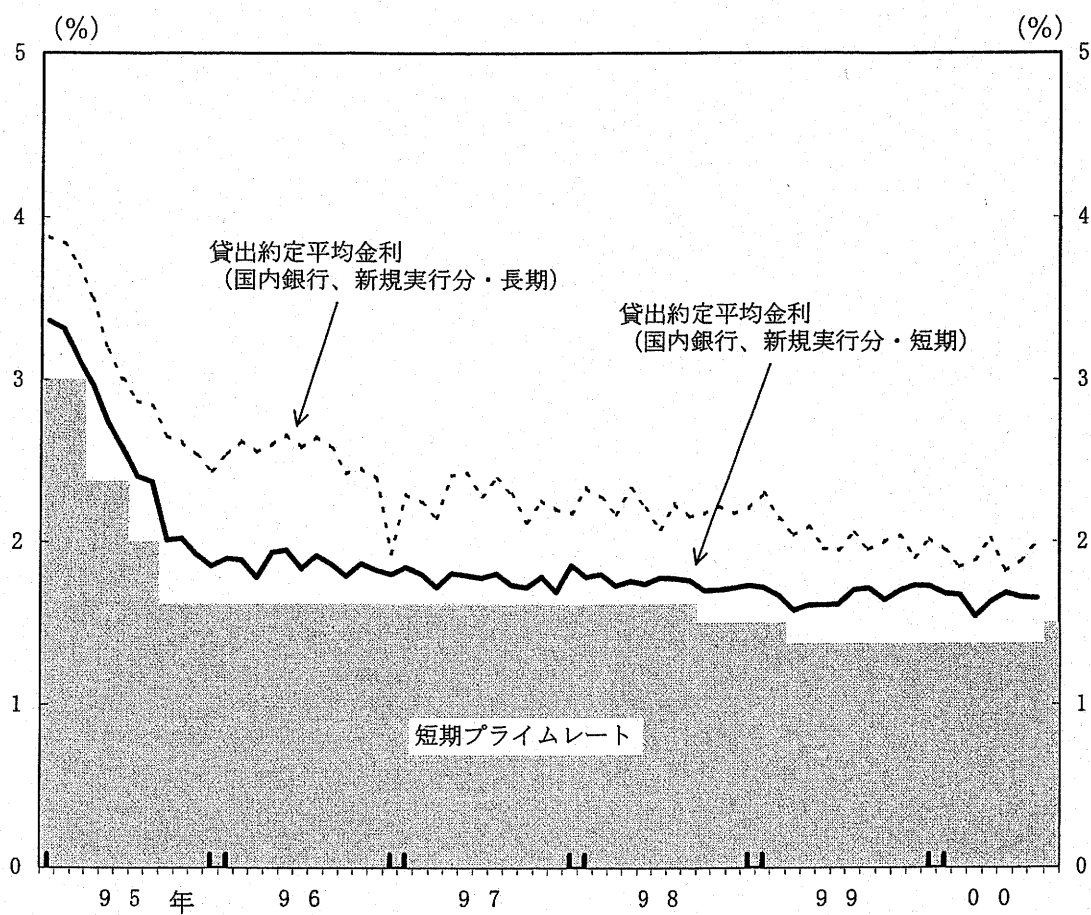
2. 社債発行クーポン = 5年物スワップ・レート + スプレッド。月中平均値。

## ＜参考＞

	99/9 月末	12	00/3	6	00/7 月末	8	9/11 日
為替相場	円/ドル	105.66	102.08	105.29	105.40	109.52	106.43
	ユーロ/円	112.35	102.72	100.83	100.93	101.10	95.02
株式市場	日経平均株価 (円)	17,605	18,934	20,337	17,411	15,727	16,861
	TOPIX (ポイント)	1,506	1,722	1,705	1,591	1,453	1,511
	東証2部株価指数 (ポイント)	2,542	2,609	2,809	2,524	2,298	2,509
	日経店頭平均 (円)	1,954	2,279	2,267	1,787	1,549	1,733



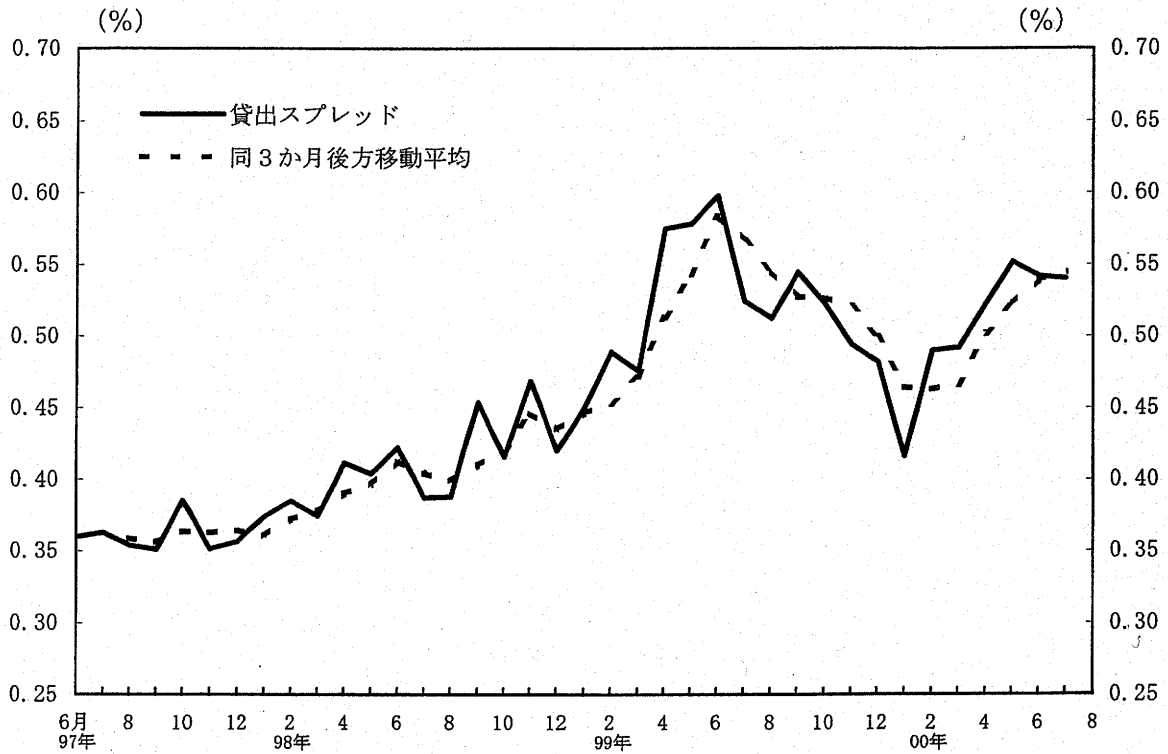
# 貸出金利



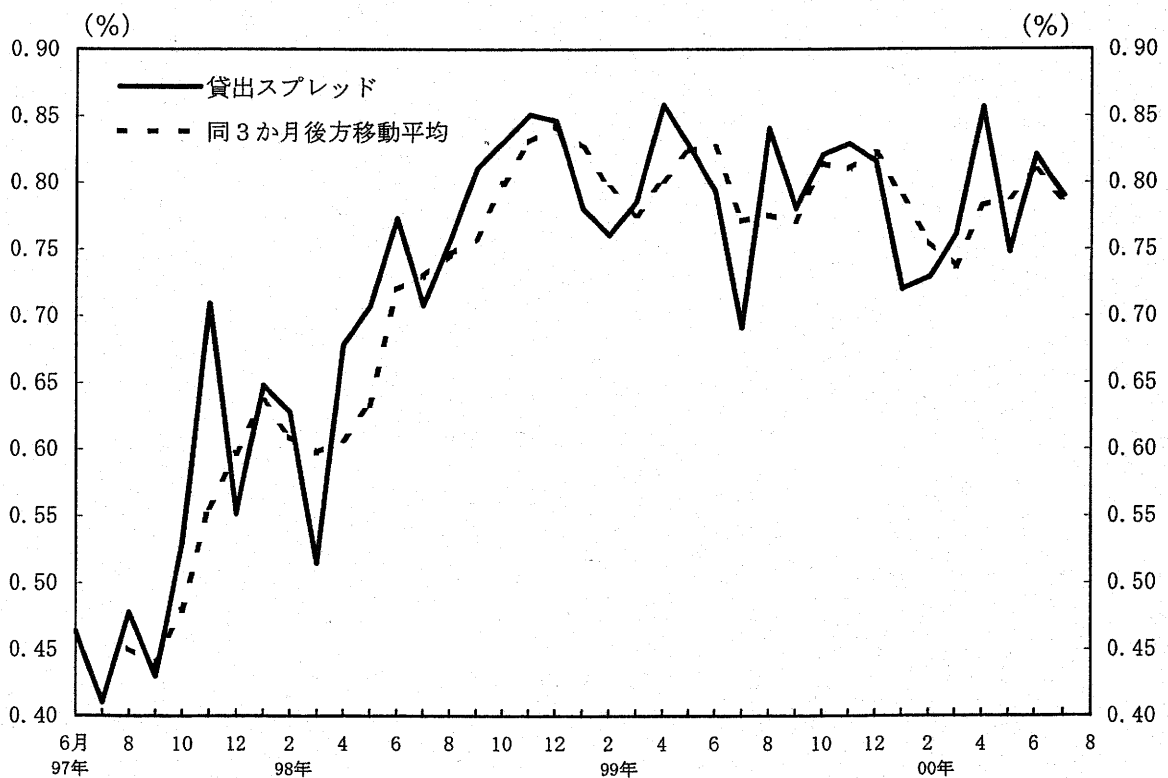
(注) 短期プライムレートは月末時点。

# スプレッド貸出のスプレッド

## (1) 短期



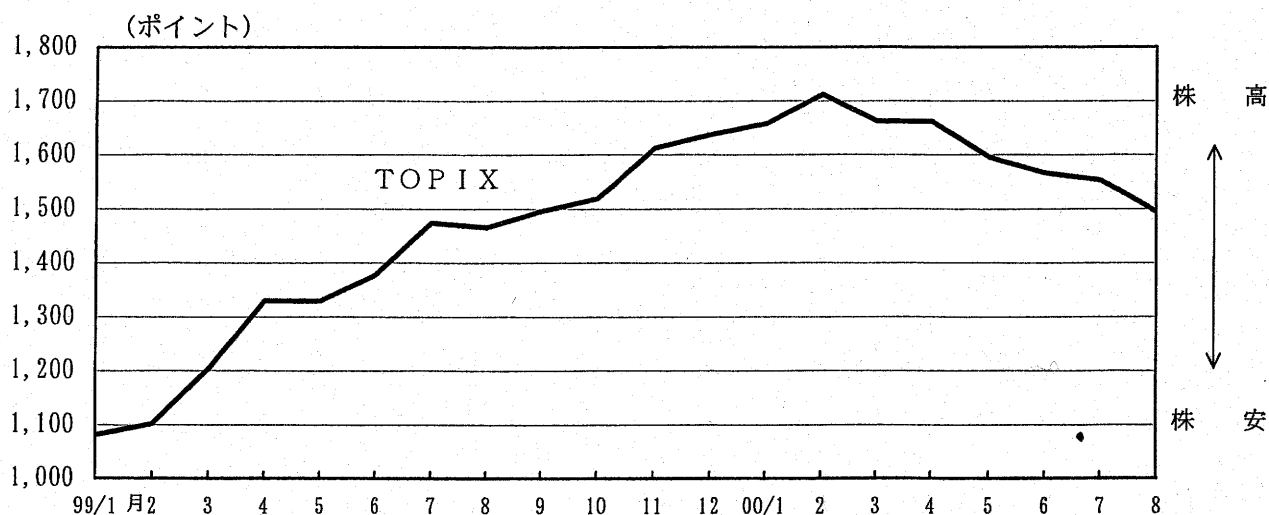
## (2) 長期



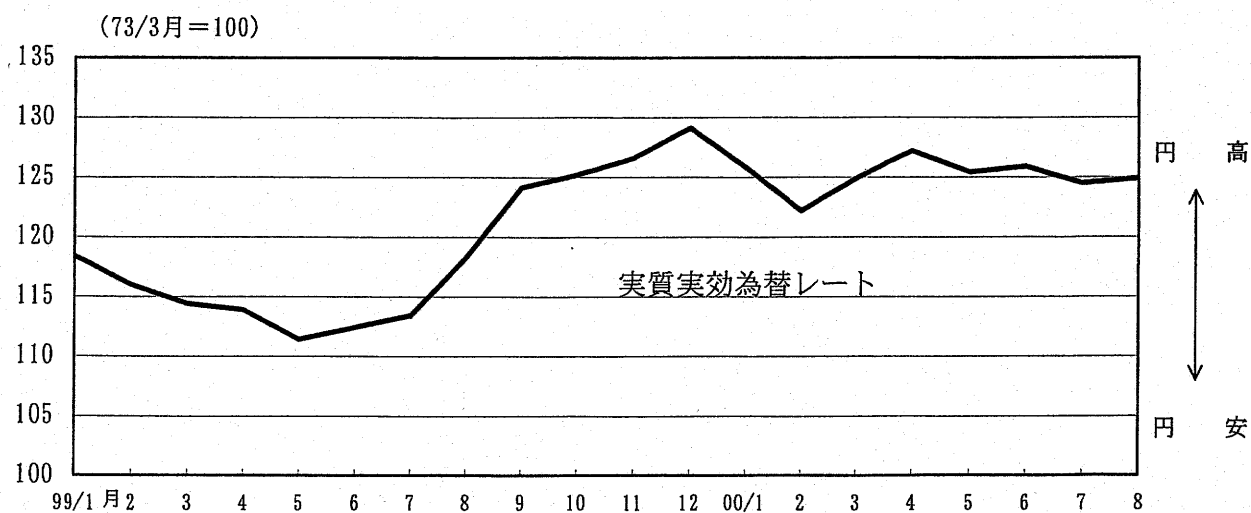
(注) 都銀主要行に対するヒアリングによる。

M C I、 F C I

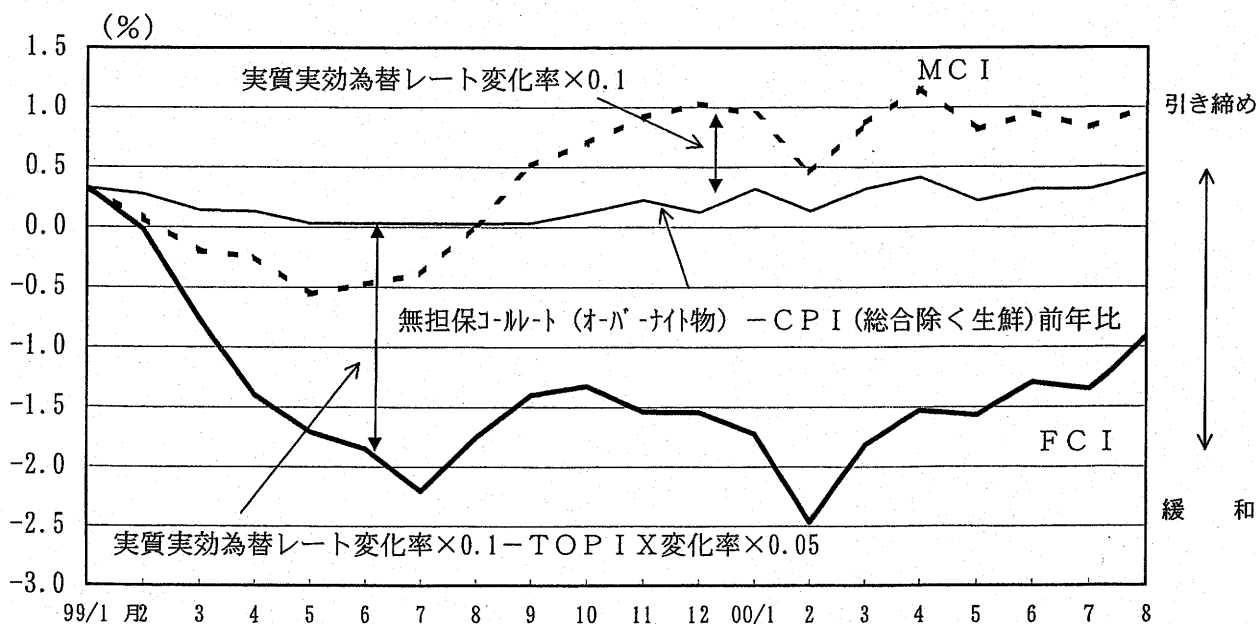
(1) 株価



(2) 為替レート



(3) M C I、 F C I



(注) 1. M C I : Monetary Conditions Index、 F C I : Financial Conditions Index  
 2. 実質実効為替レートおよびTOPIXの変化率は、99/1月からの変化率。  
 3. 8月のCPI(総合除く生鮮)前年比は、7月比横這いと置いている。

## 企業金融関連指標

## ＜資金繰り D. I.＞

							— %ポイント		
		99/4~6月	7~9	10~12	00/1~3	4~6	00/6月	7	8
全国短観（全産業）	「楽である」 - 「苦しい」	-12	-11	-9	-8	-4			
大企業		7	8	9	11	16			
中堅企業		-12	-10	-8	-7	-4			
中小企業		-18	-17	-16	-14	-11			
中小企業金融公庫	「余裕」- 「窮乏」	-21.5	-19.5	-19.6	-18.3	-15.6	-16.6	-12.1	-18.0
商工中金	「(前月比) 好転」 - 「(前月比) 悪化」	-6.9	-6.8	-5.5	-5.3	-3.5	-4.8	-4.8	-6.3
国民生活金融公庫	「(前期比) 好転」 - 「(前期比) 悪化」	-28.1	-32.9	-31.8	-34.5	-23.6			

(注) 中小企業金融公庫・商工中金の四半期データは、月次データの平均。

## ＜貸出態度判断 D. I.＞

							— %ポイント		
		99/4~6月	7~9	10~12	00/1~3	4~6	00/6月	7	8
全国短観（全産業）	「緩い」- 「厳しい」	-10	-5	-3	0	2			
大企業		-1	6	10	13	16			
中堅企業		-11	-6	-3	1	3			
中小企業		-12	-9	-7	-5	-3			
中小企業金融公庫	「緩和」- 「厳しい」	-1.9	4.4	7.8	13.4	16.8	17.4	20.1	19.5
国民生活金融公庫	「(前期比) 容易」 - 「(前期比) 困難」	-17.2	-20.2	-20.3	-21.3	-17.9			

(注) 中小企業金融公庫の四半期データは、月次データの平均。

## ＜企業の財務状況＞

	— 季調済、兆円、倍						
	98/ 10~12月	99/1~3	4~6	7~9	10~12	2000/ 1~3	4~6
資金過不足額（-：不足）	1.42	1.54	2.29	3.16	3.02	3.22	3.46
借入金対売上高比率	5.16	5.21	5.16	5.18	5.12	5.10	4.80
手元流動性比率	1.53	1.55	1.49	1.52	1.53	1.49	1.41
インタレスト・カバレッジ・レシオ	2.68	3.01	2.87	3.36	3.45	3.92	3.81

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

2. 借入金対売上高比率=借入金/月平均売上高 (借入金=短期借入金+長期借入金+社債)

3. 手元流動性比率=(現預金+有価証券)/月平均売上高

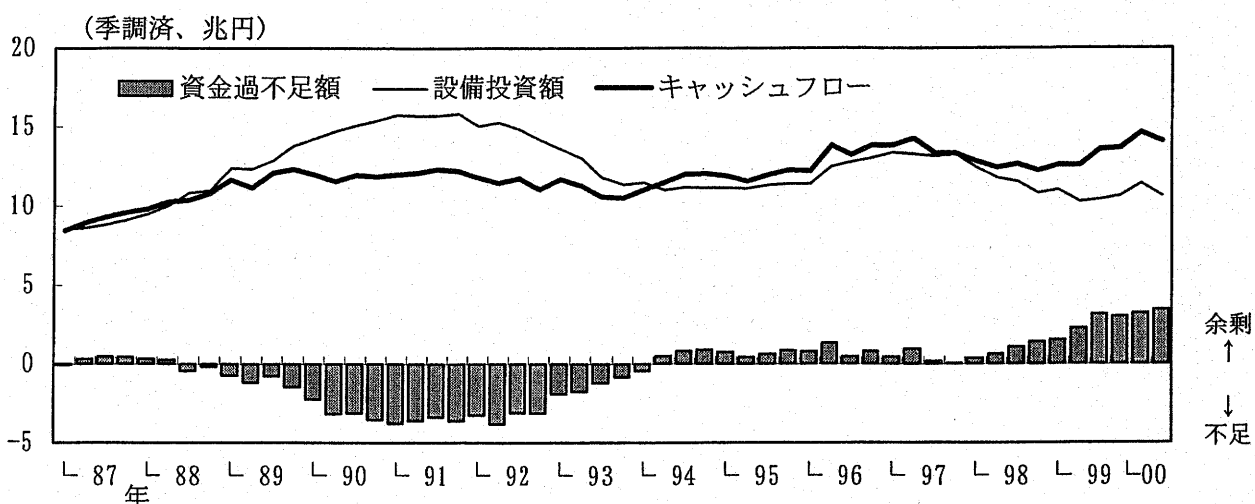
4. インタレスト・カバレッジ・レシオ=(支払利息+経常利益)/支払利息

5. 資金過不足額は、除くその他サービス大企業。断層修正済。

6. 借入金、手元流動性は、未残ベース。

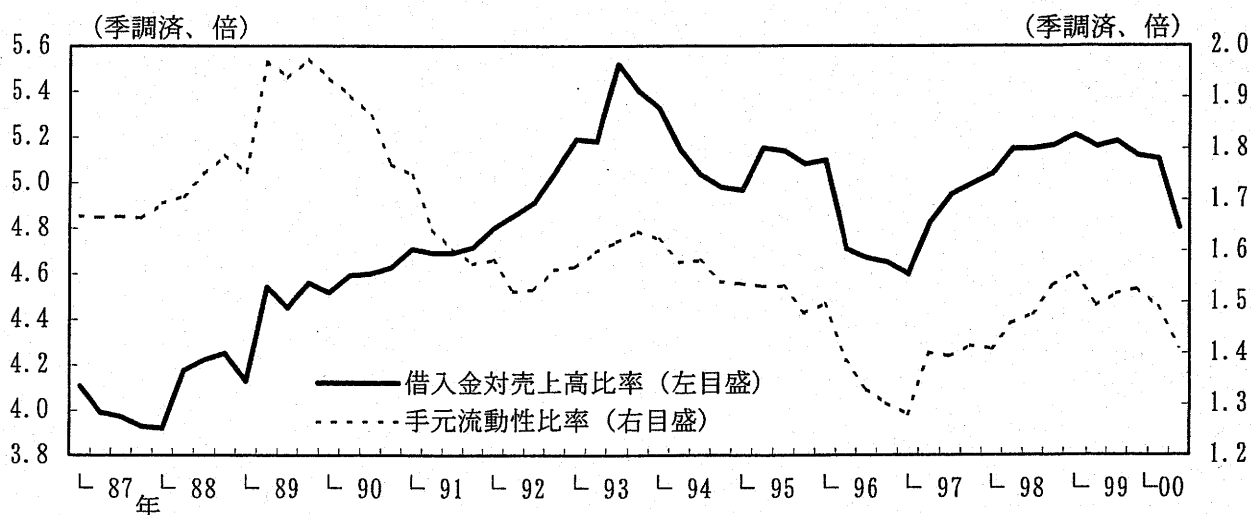
# 企業の財務状況

## (1) 資金過不足額



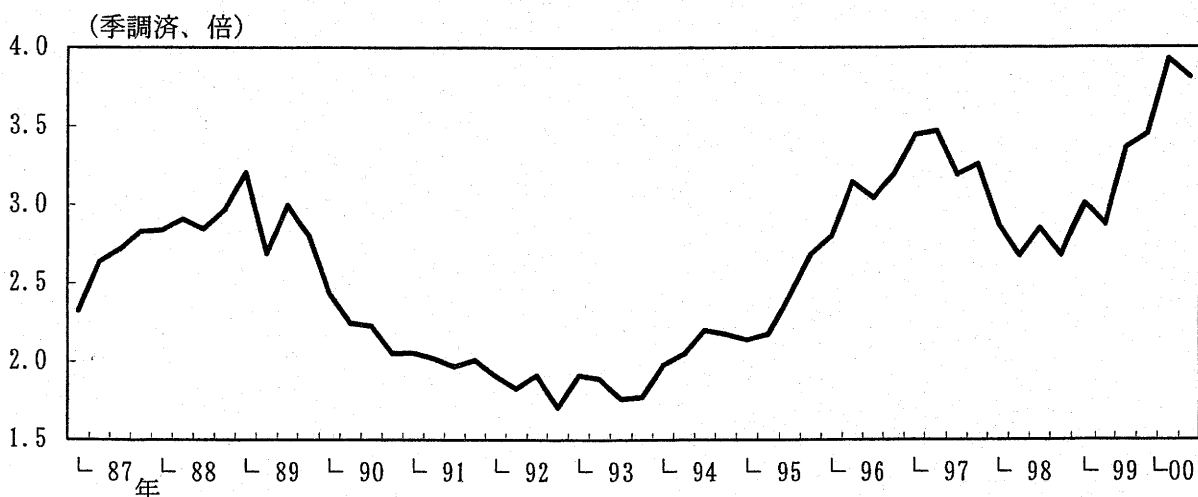
(注) 1. 資金過不足額=キャッシュフロー-設備投資額 (キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費)  
2. 除くその他サービス大企業。断層修正済。

## (2) 借入金対売上高比率・手元流動性比率



(注) 1. 借入金対売上高比率=(長期借入金+短期借入金+社債) / 月平均売上高  
2. 手元流動性比率=(現預金+有価証券) / 月平均売上高

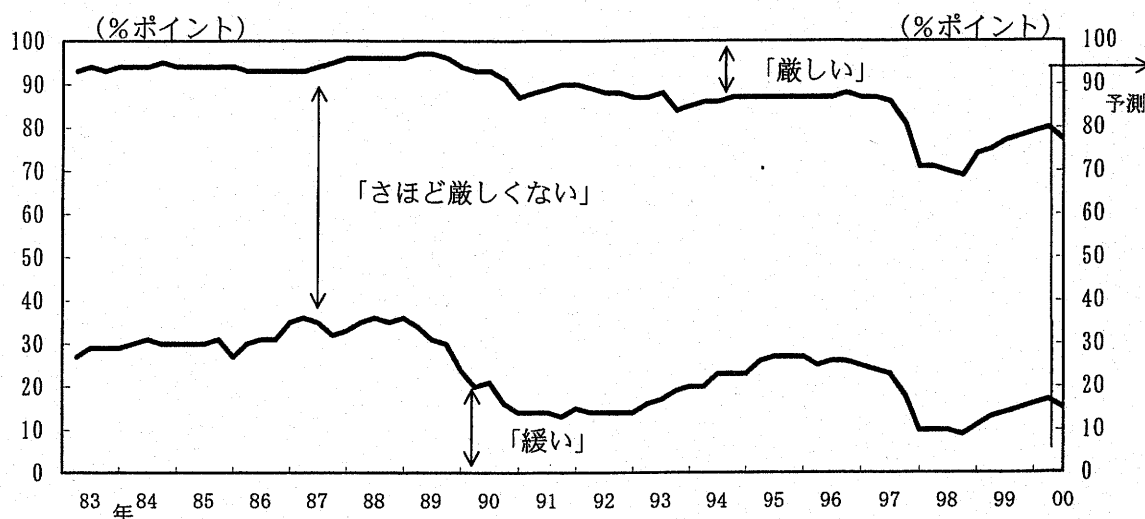
## (3) インタレスト・カバレッジ・レシオ



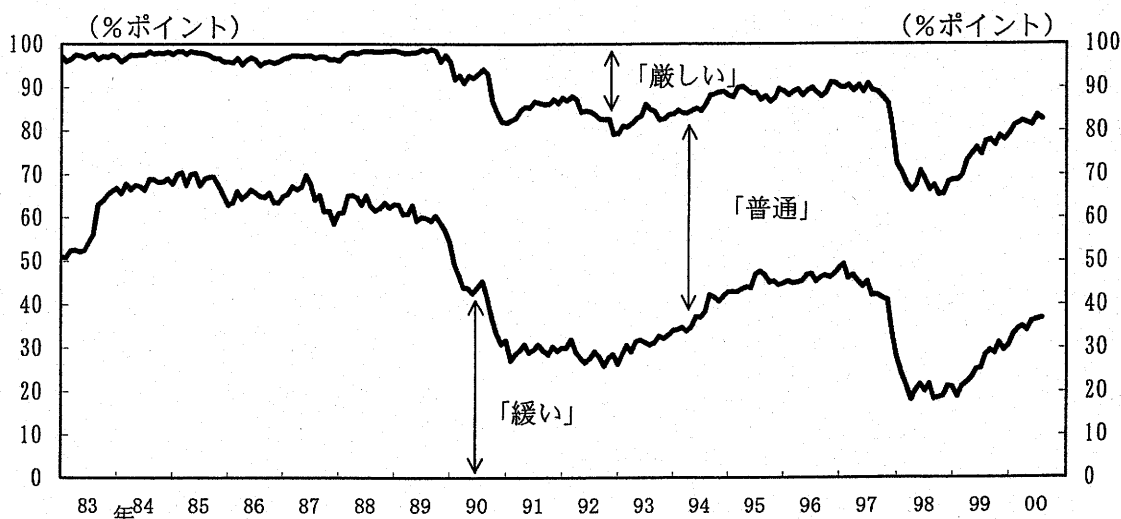
(注) インタレスト・カバレッジ・レシオ=(支払利息+経常利益) / 支払利息

### 中小企業からみた金融機関の貸出態度

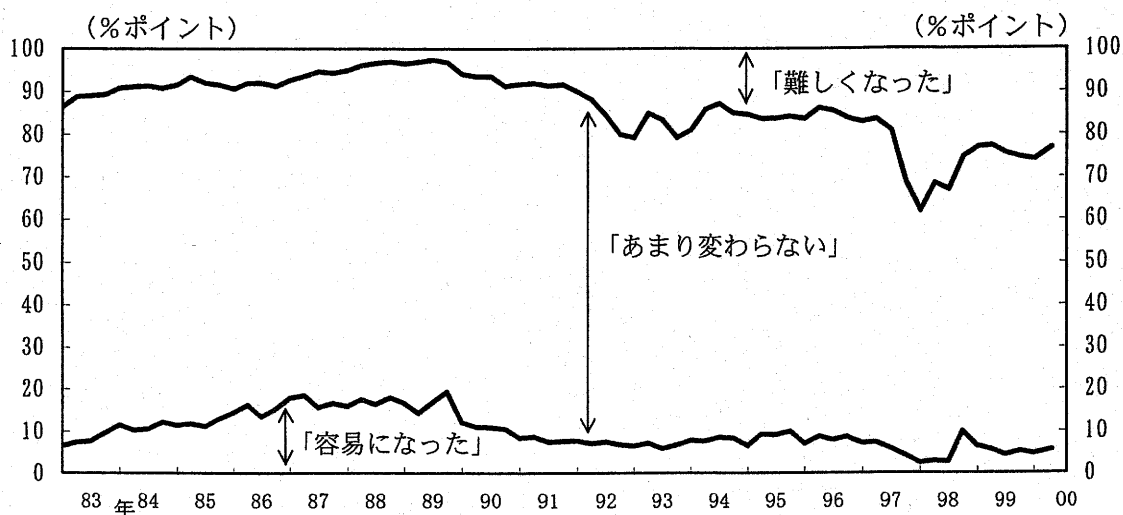
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点8月中旬)



(3) 国民公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点6月中旬)



業態別内訳および  
申込額については  
対外非公表

## 信用保証制度の利用状況

### (1) 信用保証制度の利用状況

(単位：兆円、カッコ内は前年比%)

	99/3月	6月	9月	12月	00/3月	5月	6月	7月
保証承諾額	2.3 (26.7)	1.7 (6.8)	1.8 (17.4)	2.2 (-59.9)	2.2 (-3.8)	1.2 (-0.5)	1.7 (-0.9)	1.5 (-2.8)
保証債務残高	42.0 (42.1)	42.2 (43.1)	42.6 (42.6)	43.2 (9.2)	43.0 (2.4)	42.3 (0.6)	42.1 (-0.1)	42.1 (-0.8)

(参考) 保証債務残高(2000/6月末)の業態別内訳

(単位：兆円、カッコ内は構成比%)

都 銀	地 銀	地銀II	信 金	信 組	その他 とも計
( )	( )	( )	( )	( )	( )

### (2) 「中小企業金融安定化特別保証制度」(98/10/1日開始)の利用状況

	単 位	2000/ 3月	4月	5月	6月	7月	8月	98/10月 以降累計
保証申込額	(億円)	9,949	3,229	4,171	5,936	5,600	—	266,156
保証承諾額	(億円)	8,794	2,765	3,343	4,814	4,599	4,995	229,765
保証承諾件数	(万件)	5.7	2.1	2.3	3.2	3.0	3.2	136.9
1件あたり 保証承諾額	(百万円)	15.4	13.3	14.3	15.1	15.2	15.7	16.8

(注) 保証申込額の累計は、7月までの累計。

(参考) 「中小企業金融安定化特別保証制度」(「貸し渋り対応特別保証」)

- ・対象：①貸し渋りを受けて資金調達に支障を来している中小企業  
②取引金融機関の破綻等により金融取引に支障を来している中小企業
- ・保証限度額：2億5千万円(対象が②の場合は3億5千万円、組合等の場合は4億5千万円)
- ・保証期間：運転資金5年以内、設備資金7年以内
- ・信用保証料率：一般保証より0.15~0.20%程度低い保証料率を適用
- ・担保・保証人：無担保は5千万円まで、無担保無保証人は1千万円まで
- ・取扱期間：2001年3月末まで
- ・保証枠：承諾額累計で30兆円

## 企業倒産関連指標

### ＜倒産件数・負債総額＞

— 件/月、億円、( )内は前年比、%

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3	4~6	00/5月	6	7
倒産件数	1,395 (-3.1)	1,444 (+4.5)	1,513 (+44.1)	1,540 (+21.3)	1,521 (+14.1)	1,538 (+21.9)	1,672 (+27.0)
＜季調値＞	—	1,396	1,575	1,494	1,442	1,531	1,668
特別保証制度関連倒産	256	256	274	321	353	316	315
負債総額	9,407 (-25.4)	5,251 (-35.3)	7,905 (-49.6)	14,954 (+2.8)	16,522 (+4.0)	18,660 (+6.0)	42,551 (+202.5)
1件あたり負債額	6.7	3.6	5.2	9.7	10.9	12.1	25.4

### ＜資本金別内訳＞

— 件/月、[ ]内は構成比、%

	99年度	99/ 10~12月	00/1~3	4~6	00/5月	6	7
1億円以上	17 [ 1.2]	15 [1.1]	17 [ 1.1]	21 [ 1.4]	24 [ 1.6]	14 [ 0.9]	50 [ 3.0]
1千万円～1億円未満	682 [48.9]	693 [48.0]	732 [48.4]	757 [49.2]	769 [50.6]	750 [48.8]	837 [50.1]
1千万円未満	415 [29.7]	440 [30.4]	455 [30.1]	451 [29.3]	416 [27.4]	464 [30.2]	478 [28.6]
個人企業	281 [20.2]	296 [20.5]	309 [20.4]	311 [20.2]	312 [20.5]	310 [20.2]	307 [18.4]

### ＜業種別内訳＞

— 件/月、[ ]内は構成比、%

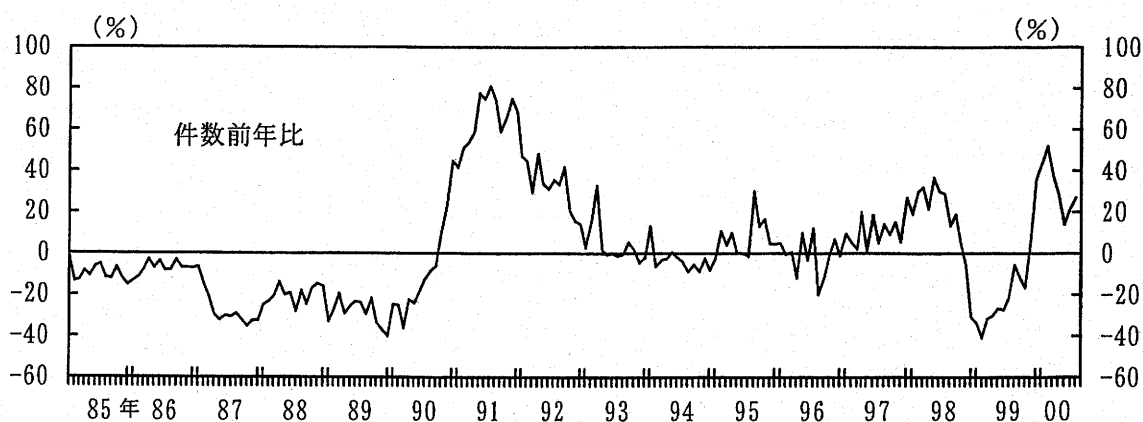
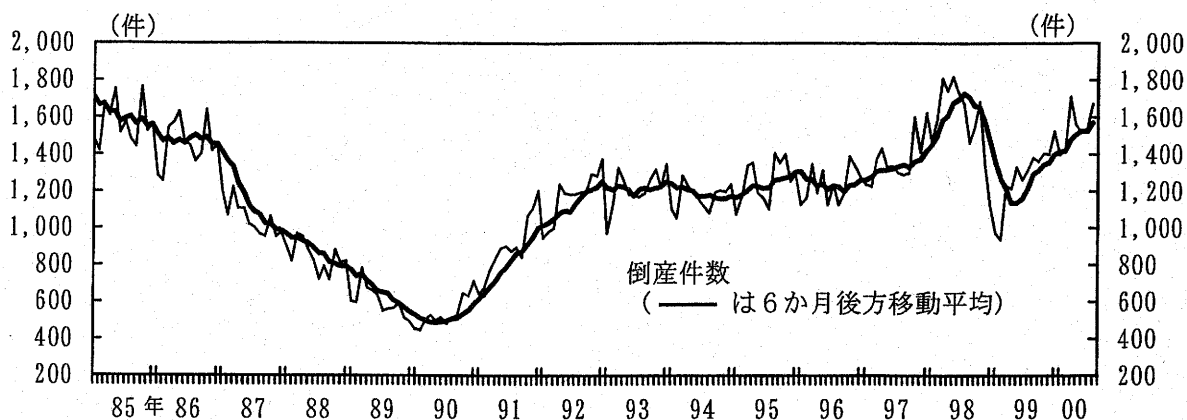
	99年度	99/ 10~12月	00/1~3	4~6	00/5月	6	7
建設業	434 [31.1]	451 [31.2]	481 [31.8]	516 [33.5]	515 [33.9]	539 [35.0]	552 [33.0]
製造業	266 [19.0]	269 [18.6]	301 [19.9]	284 [18.5]	294 [19.3]	271 [17.6]	314 [18.8]
卸売・小売業	405 [29.0]	423 [29.3]	441 [29.1]	426 [27.7]	411 [27.0]	400 [26.0]	483 [28.9]
金融・保険・不動産業	63 [ 4.5]	56 [ 3.9]	54 [ 3.5]	59 [ 3.8]	55 [ 3.6]	72 [ 4.7]	73 [ 4.4]
運輸・通信業	51 [ 3.7]	60 [ 4.1]	53 [ 3.5]	56 [ 3.7]	63 [ 4.1]	50 [ 3.3]	68 [ 4.1]
サービス業	165 [11.8]	176 [12.2]	173 [11.4]	186 [12.1]	171 [11.2]	198 [12.9]	174 [10.4]

(注) 東京商工リサーチ調べ。

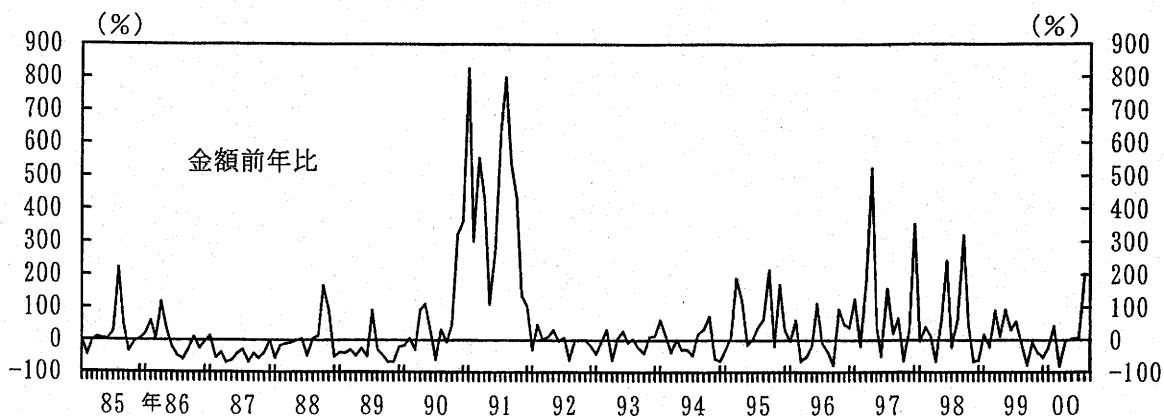
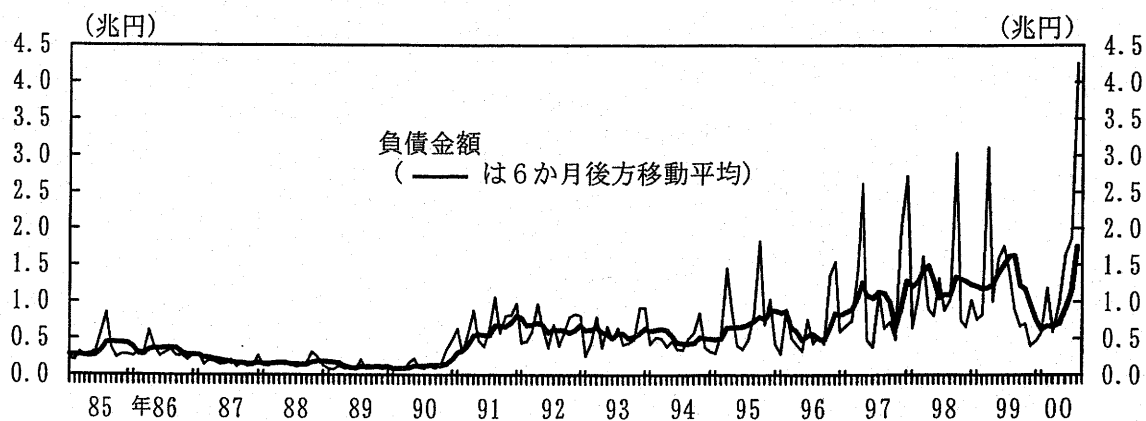


# 企業倒産

## (1) 倒産件数 (東京商工リサーチ調べ)



## (2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)



2000.9.11  
企 画 室

## 当面の金融政策運営上の検討ポイント

### 1. 金融経済情勢に関する検討ポイント

- (1) 景気・物価の現状について、「景気は緩やかに回復している」という判断でよいか。
- (2) ゼロ金利政策解除後の金融資本市場の動向をどう評価するか。金融市況から得られる情報をどのように解釈するか。
- (3) 量的金融指標の動きをどうみるか。ゼロ金利政策解除を受け、今後の金融機関の融資姿勢や企業の資金需要をどうみるか。
- (4) 景気の先行きについて、民間需要の自律回復の持続性や力強さをどうみるか。
- (5) 足許の消費者物価やGDPデフレーターが弱含んでいることを踏まえ、物価の先行きをどうみるか。

## 2. 当面の金融政策運営方針

### 選択肢 A

無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き上げ、平均的にみて  $\quad$  %前後で推移するよう促す。（あわせて、公定歩合を  $\quad$  %引き上げ、  $\quad$  %とする。）

（考え方）

わが国の景気は、緩やかに回復している。

これまでの公共投資の効果に、輸出や設備投資の増加傾向が加わって、生産は増加を続けている。こうしたもとで、企業収益や業況感も改善を続けている。また、家計部門では、個人消費がなお回復感に乏しい状態にあるが、その前提となる雇用・所得環境は、下げ止まりから改善への道筋が展望できるようになっている。

このように、企業部門を起点とする所得と支出の前向きな循環は改善を続けており、日本経済は、民間需要主導の自律回復過程にあると判断される。

物価面では、これまでの円高や技術革新・流通革命の進行などが物価を押し下げる方向で働いているが、上記のような経済情勢を踏まえると、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は払拭された。

以上を踏まえ、「経済の改善に応じて政策金利を微調整する」という考え方に基づき、ここでオーバーナイト金利をもう一段引き上げることが適当である。

## 選択肢 B

現状の金融政策スタンスを維持する。

すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.25%前後で推移  
するよう促す。

(考え方)

わが国の景気は、緩やかに回復している。

これまでの公共投資の効果に、輸出や設備投資の増加傾向が加わって、生産は増加を続けている。こうしたもとで、企業収益や業況感も改善を続けている。また、家計部門では、個人消費がなお回復感に乏しい状態にあるが、その前提となる雇用・所得環境は、下げ止まりから改善への道筋が展望できるようになっている。

このように、企業部門を起点とする所得と支出の前向きの循環は改善を続けている。その一方、企業では既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されている。また、人件費抑制スタンスにも大きな変化はみられておらず、家計部門の改善テンポは当面緩やかなものになると見込まれる。

物価は、概ね横ばいで推移するものとみられる。上記のような経済情勢を踏まえると、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。

以上を全体としてみれば、今後、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、設備投資を中心に緩やかな回復を続ける可能性が高いとみられる。

したがって、当面は、現在の金融緩和スタンスを継続し、景気・物価情勢を丹念に点検していくことが適当である。

## 選択肢 C

金融市場調節方針を緩和する。

すなわち、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。

（または、量的緩和を実施する。そのための手段は別途検討する。）

（考え方）

わが国の景気は、現状、緩やかに回復している。

しかし、現在の設備投資の増加は情報関連等を中心とした一時的なものであり、持続性と広がりはまだ不十分である。企業では、過剰設備の削減や人件費の抑制を続けているため、雇用・所得環境の目立った改善や個人消費の立ち直りには、なお相当の時間を要するものと見込まれる。

物価は概ね横ばいで推移するものとみられるが、上記の経済情勢を踏まえると、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、まだ根強いものとみられる。

金融資本市場では、8月末以降、株価が再び軟化しており、最近では為替相場が幾分円高気味で推移している。また、原油相場も近年の最高値圏での動きを続けており、今後日本経済に及ぼす影響が懸念される。

こうしたことを鑑みると、景気は緩やかに回復しているとは言え、その基盤はきわめて脆弱であり、米国金融・資本市場の変調や財政再建路線への転換といったマイナスのショックに対して、十分な抵抗力をもつには至っていない。

従って、景気の自律的回復をより明確なものとするためには、金融をさらに緩和することが必要である。

以上

<特定情報：有（種類：審議・検討）>

<配布先：金融政策決定会合参加者>

[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

中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%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。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。

以 上

## 一覽後廃棄

## 要 注 意

<特定情報：有（種類：審議・検討）>

<配布先：金融政策決定会合参加者>

### [ 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

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。

以 上

(別 添)

平成12年9月14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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。

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。

以 上



**要注意**

<特定情報：有（種類：マーケット関連情報）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

公表時間

9月18日(月)14時00分

(案)

2000年9月18日  
日 本 銀 行

# 金融経済月報

(2000年9月)

本稿は、9月14日に開催された政策委員会・金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている。

## 【基本的見解<sup>1</sup>】

わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

最終需要面をみると、外生需要の面では、公共投資が補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている。純輸出（実質輸出－実質輸入）は堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っている。国内民間需要の面では、設備投資が増加基調を続けている。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は概ね横這いで推移している。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加している。企業の収益や業況感も改善を続けており、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続き、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。

今後の経済情勢については、公共投資が減少する一方、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が続くと予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もっとも、企業の雇用過

---

<sup>1</sup> 本「基本的見解」は、9月14日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解として決定されたものである。

剩感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなろう。以上を全体としてみれば、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和の継続などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

物価面をみると、輸入物価は、4月以降の原油等国际商品市況の上昇等を反映して、上昇している。国内卸売物価は、原油価格上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。消費者物価は、原油価格上昇の影響から石油製品、電力が上昇したものの、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、8月11日の金融政策決定会合で金融市場調節方針が変更されたこと<sup>2</sup>に応じて上昇し、概ね0.25%前後の水準で推移している。この間、コール市場残高は、増加している。

---

<sup>2</sup> 「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。」

ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除を受けるかたちで、8月下旬にかけて上昇し、その後は概ね横這いで推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、8月後半以降は上昇傾向を辿り、一時1.9%台後半まで上昇したが、最近では1.8%台半ばで推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、総じてみれば、ほぼ横這いなしやや縮小している。

株価は、8月中下旬に上昇したが、8月末以降は下落に転じており、最近では概ね8月中旬並みの水準で推移している。

円の対米ドル相場は、8月中旬には一時109円台まで下落したものの、それ以降は円高が進み、最近では概ね105～106円台で推移している。

金融の量的側面をみると、民間銀行では、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。

資金需要面では、収益回復に伴う高水準のキャッシュ・フローを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、实体经济活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調的には弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある。社債やCPの発行は、落ち着いた動きとなっている。

8月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ低下した。

企業の資金調達コストは、ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を

背景に、足許、わずかながら上昇している。

以上のような環境のもとで、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に、大きな変化は生じていないとみられる。

## 【背景説明】

### 1. 実体経済

実体経済の動向を最終需要面からみると、公共投資は減少に向かい始めている（図表2）。発注の動きを示す公共工事請負金額は、3月に補正予算関連の発注が集中した反動から、4～6月に前期比-25.1%と大きく減少した後、7月は4～6月とほぼ同水準となっている。工事進捗ベースでも、補正予算の執行が既にかなり進んだとみられ、先行きは、公共投資は減少に向かうと見込まれる。

実質輸出は（図表3～5）、情報関連財を中心に引き続き増加傾向を辿っている。実質輸入も、情報関連財や資本財・部品等を中心に増加基調にある。

以上のような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支<sup>3</sup>でみた純輸出（実質輸出－実質輸入）は緩やかな増加傾向にある。

今後の輸出入を取り巻く環境をみると、円の実質実効為替レートは、このところ若干円高方向へ振れている（図表6(1)）。海外経済は、米国が堅調を維持し、欧州諸国やNIEs、ASEAN諸国でも回復の動きが明確化しているなど、高めの成長を維持している（図表6(2)）。こうした状況を背景に、純輸出は当面緩やかな増加傾向を辿る可能性が高い。しかし、減速の兆しをみせつつも依然としてインフレ懸念が残る米国経済の動向を含めて、海外経済の先行きについては引き続き注意深くみていく必要がある。

設備投資は増加基調を続けている。各種設備投資関連指標をみると、機械投

---

<sup>3</sup> 図表3(2)に記載されている実質貿易収支は、厳密には純輸出とは異なるが（実質貿易収支は、所有権移転ベースではなく通関ベースであることや、サービス収支を含まないなどの点で、純輸出と相違）、その推移は純輸出に概ね等しい。

資とほぼ同時に動くと思われる資本財（除く輸送機械）の出荷は、4～6月に前期比-1.9%の減少となった後、7月は4～6月対比+1.0%と増加している。業種・規模別の設備投資の動きを法人企業統計でみると、4～6月は、製造業大企業・中堅中小企業は増加したものの、非製造業大企業・中堅中小企業が前期に大幅増加した反動から減少したため、全体でも前期比減少となった（図表7）。先行指標の動きをみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月に前期比+3.1%と4四半期連続で増加した後、7月は4～6月対比で-2.3%と減少している（図表8(1)）。一方、非居住用建築着工床面積は、大店法改正に伴う駆け込み出店等から99年度末にかけて大幅に増加した後、4～6月以降はその反動もあってやや減少している（4～6月前期比-1.9%、7月の4～6月対比-5.1%、図表8(2)）。先行きについてみると、企業部門では既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。

個人消費の動向をみると、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としては依然回復感に乏しい状態が続いている。各種売上指標をみると（図表9）、家電販売がパソコン、エアコンを中心に高水準を維持しているほか、旅行取扱高も堅調に推移している。乗用車販売は概ね横這いの動きとなっている。一方、百貨店売上高、チェーンストア売上高は中元・ボーナス商戦が振るわず低迷を続けている。先行きの個人消費は、消費者心理が比較的落ち着いた動きを辿る中で（図表10）、今後、雇用・所得環境の改善とともに増加していくとみられる。ただし、そのテンポは当面緩慢なものとなろう。

住宅投資をみると（図表11）、新設住宅着工戸数は、公的貸家を中心に貸家

着工が減少する一方、民間資金による持家着工や分譲マンション着工が堅調に推移していることから、基調的には概ね横這いの動きとなっている。先行きについても、住宅金融公庫への借入れ申し込み状況<sup>4</sup>等からみて、住宅投資は概ね横這いの動きを続けるとみられる。

以上のような最終需要動向を反映して、鉱工業生産は電気機械を中心に増加基調を続けており（図表 12）<sup>5</sup>、先行きについても当面堅調に推移すると予想される<sup>6</sup>。

雇用・所得環境をみると、全体としては依然厳しい状況が続いているが、景気が緩やかに回復する中で、雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かっている（図表 14(1)）。労働需給をみると、有効求人倍率が緩やかに上昇しているほか、完全失業率も改善傾向にある（図表 15）。雇用者所得の面では（図表 14(2)）、常用労働者数（毎月勤労統計ベース、事業所規模 5 人以上）が前年をわずかに下回っている。しかし、1 人当たり名目賃金を、賞与支給時期に合わせて 6～7 月平均でみると<sup>7</sup>、所定内・所定外給与が緩やかに増加しているほか、夏季賞与も中小企業を中心に前年水準を若干上回ったことから、前年比プラスで推移している。先行きについてみると、雇用者所得は、今後、生産活動にほぼ見合う

---

<sup>4</sup> 住宅金融公庫への 2000 年度第 1 回借入れ申し込み（個人住宅建設）は 6.5 万戸と、ほぼ前年並みの水準となった。

<sup>5</sup> 今回の在庫循環は、情報関連財とそれ以外の財で、局面が大きく異なっている（図表 13）。すなわち、情報関連以外の多くの先では在庫抑制姿勢を堅持しているが、需要が旺盛な情報関連の生産財では、出荷の増加に合わせて、ある程度在庫水準を引き上げる動きがみられる。

<sup>6</sup> 鉱工業生産は、8、9 月が予測指数通りとなれば、7～9 月は前期比+2.1%と増加する見込みである。

<sup>7</sup> 夏季賞与の支給時期は通常 6～8 月とされているが、このうち 9 割程度が 6～7 月に支給されている（96～99 年の平均）。



かたちで増加していくと予想される。ただし、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられない中で、その増加テンポはごく緩やかなものにとどまるとみられる。

## 2. 物価

物価情勢をみると、輸入物価（円ベース）は（図表 17）、4 月以降の原油等国際商品市況の上昇等を反映して、3 か月前<sup>8</sup>と比べて上昇している。

国内卸売物価（図表 18）の前年比は、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、若干のプラスで推移している。最近の動きを3 か月前比（夏季電力料金調整後<sup>9</sup>）でみると、石油製品は上昇したものの、電気機器等が下落を続けていることから、ほぼ横這いの動きとなっている（3 か月前比、6 月 0.0% → 7 月 -0.1% → 8 月 0.0%）。

一方、企業向けサービス価格（国内需給要因）<sup>10</sup>は（図表 19）、リース・レンタルや一般サービス等の低下から、前年比、3 か月前比ともに、小幅の下落

---

<sup>8</sup> 物価指数は月毎の一時的な変動が大きいですが、3 か月前と比べると、こうした動きがある程度均されて、趨勢がとらえられやすくなる。

<sup>9</sup> 電力使用量が膨らむ7～9月期については、産業用・業務用の電力料金が通常の時期に比べ高めに設定されている。ここでは、国内卸売物価の基調的な動きをみるために、こうした季節的に大きな変動が生じる要因を取り除いたベースに調整している。

<sup>10</sup> 企業向けサービス価格（国内需給要因）とは、月々の価格の動向が主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目のみから構成される指数を指し、具体的には、企業向けサービス価格指数総平均から、①規制料金、②海外要因、③単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い料金、を除いたものがこれに当たる。具体的な算出方法については、図表 19 の脚注参照。

なお、7月の企業向けサービス価格指数の総平均を前年比でみると、振れの大きな証券関連手数料の影響から、若干マイナス幅を拡大している（前年比、6月-0.6%→7月-0.7%）。

が続いている（3か月前比、5月-0.4%→6月-0.4%→7月-0.2%）。

消費者物価（除く生鮮食品）は（図表20）、前年との対比では、これまでの円高の影響を背景に輸入製品価格の低下が進んでいること等から、弱含んでいる<sup>11</sup>。これを3か月前比でみると、原油価格上昇を受け石油製品や電力が上昇している一方、輸入製品価格は下落を続けていることから、引き続き幾分弱含みで推移している（3か月前比、5月-0.1%→6月-0.1%→7月0.0%）。

今後の物価を取り巻く環境についてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。

### 3. 金融

#### （1）金融市況

短期市場金利についてみると（図表21(1)、22）、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、8月11日の金融政策決定会合で金融市場調節方針が変更されたことに応じて上昇し、概ね0.25%前後で推移している。この間、コール市場残高は、ゼロ金利政策の解除を受けて、普通預金から無担保コール取引へ

---

<sup>11</sup> 昨年の生鮮食品価格が台風の影響から高騰していたことに加え、安値輸入生鮮食品の流入増の影響もあり、生鮮食品価格は前年を大幅に下回って推移している。このため、消費者物価の前年比は、生鮮食品を含む消費者物価総合でみると、かなりのマイナスが続いている（前年比、6月-0.7%→7月-0.5%）。

のシフトがみられたことから、増加している。

ターム物金利の動向をみると、3か月物ユーロ円金利(TIBOR)やTB・FBレートは、ゼロ金利政策の解除を反映するかたちで、8月末にかけて上昇した後、最近ではほぼ横這いで推移している。ジャパン・プレミアムは(図表24)、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債の流通利回り(新発債、前掲図表21(2))は、8月後半以降、景況感の改善のほか、先行きの国債需給を懸念する見方等を背景に上昇傾向を辿り、一時1.9%台後半まで上昇したが、最近では、やや弱めの経済指標が公表されたこと等を受けて、1.8%台半ばまで低下している。この間、民間債(金融債、社債)と国債との流通利回りスプレッド(図表26、27)は、金融債については縮小に転じているほか、社債については、総じてみれば、ほぼ横這い圏内での推移が続いている。

株価は(図表28(1))、8月中下旬において、企業収益の回復期待や、米国株価の堅調等を好感して上昇したが、8月末以降は、中間決算期末を控えた持ち合い株式の売却がみられたこと等から下落に転じており、最近では概ね8月中旬並みの水準で推移している。

為替相場をみると(図表29)、円の対米ドル相場は、8月中旬には一時109円台まで下落したものの、その後は、わが国景気に対する見方の改善や、この間のユーロ安の進行も円買いを支える方向に作用したこと等から円高が進み、最近では概ね105~106円台で推移している。

## (2) 量的金融指標と企業金融

マネーサプライの動向をみると(図表30)、8月の $M_2 + CD$ の前年比は、前月に比べ伸び率が低下した(5月+2.2%→6月+1.9%→7月+2.0%→8月

+1.7%)。

8月のマネタリーベース（流通現金＋日銀当座預金）前年比は（図表 31）、日銀当座預金残高が大幅に減少したことから、前月に比べ伸び率が低下した。

この間、民間金融機関の融資態度をみると、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。

資金需要面では、収益回復に伴いキャッシュ・フローが高水準で推移しているうえ、まだ設備投資などの支出水準がこれを下回っているため、企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は（5業態・月中平均残高、特殊要因調整後<sup>12</sup>、図表 32）、基調としては弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある（5月－2.2%→6月－2.1%→7月－2.0%→8月－2.0%）。社債やCPの発行は（図表 34）、落ち着いた動きとなっている。

企業の資金調達コストをみると、7月の新規貸出約定平均金利は（図表 36）、概ね横這い圏内の動きとなった。しかし、ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を背景に、企業の資金調達金利は、足許、わずかながら上昇している。すなわち、主要銀行は短期プライムレートを引き上げた。また、資本市場

---

<sup>12</sup> 「特殊要因調整後」とは、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、及び③貸出債権の償却による変動分などを調整した計数である。

では、社債発行金利、CP発行金利とも、幾分上昇している。

7月の企業倒産件数は（図表37）、前月に比べ増加した。

以上のような環境のもとで、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に、大きな変化は生じていないとみられる。

以 上

## 金融経済月報（2000年9月） 参考計表

(図表 1)	国内主要経済指標
(図表 2)	公共投資
(図表 3)	輸出入
(図表 4)	実質輸出の内訳
(図表 5)	実質輸入の内訳
(図表 6)	純輸出を取り巻く環境
(図表 7)	設備投資の推移（法人季報ベース）
(図表 8)	設備投資関連指標
(図表 9)	個人消費関連指標
(図表 10)	消費者コンフィデンスと消費性向
(図表 11)	住宅投資関連指標
(図表 12)	鉱工業生産・出荷・在庫
(図表 13)	在庫循環
(図表 14)	雇用者所得
(図表 15)	労働需給
(図表 16)	物価
(図表 17)	輸入物価と商品市況
(図表 18)	国内卸売物価
(図表 19)	企業向けサービス価格
(図表 20)	消費者物価
(図表 21)	市場金利等
(図表 22)	短期金融市場
(図表 23)	ユーロ円金利先物（3か月）
(図表 24)	ジャパン・プレミアム
(図表 25)	長期金利の期間別分解
(図表 26)	金融債流通利回り
(図表 27)	社債流通利回り
(図表 28)	株価
(図表 29)	為替レート
(図表 30)	マネーサプライ（M <sub>2</sub> +CD、広義流動性）
(図表 31)	マネタリーベース
(図表 32)	民間銀行貸出
(図表 33)	中小企業からみた金融機関の貸出態度
(図表 34)	資本市場調達
(図表 35)	その他金融機関貸出
(図表 36)	貸出金利
(図表 37)	企業倒産

## 国内主要経済指標 (1)

(指標名欄の〈〉内に指示されている場合を除き、季調済前期(月)比、%)

	99/10-12月	2000/1-3月	4-6月	2000/5月	6月	7月	8月
消費水準指数 (全世帯)	-1.8	-0.2	3.8	0.4	-2.5	p -0.7	n. a.
全国百貨店売上高	-0.2	0.1	-2.1	0.7	-0.8	p -3.3	n. a.
チェーンストア売上高	-1.1	-1.9	-2.4	1.5	0.7	-1.6	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽) 〈季調済年率換算、万台〉	〈287〉	〈298〉	〈304〉	〈293〉	〈308〉	〈284〉	〈303〉
家電販売額 (実質、NEBA統計)	4.3	7.6	3.7	2.8	6.0	2.7	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	-4.3	2.2	2.9	-3.6	0.3	0.4	n. a.
新設住宅着工戸数 〈季調済年率換算、万戸〉	〈117〉	〈127〉	〈124〉	〈121〉	〈127〉	〈116〉	〈n. a.〉
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	8.7	4.9	3.1	4.5	14.4	-11.7	n. a.
製造業	7.9	4.5	11.2	3.0	11.6	-9.8	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	10.1	7.9	-5.0	3.3	15.7	-13.2	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	10.8	14.4	-1.9	7.5	-7.9	-2.1	n. a.
鉱工業	9.1	10.9	11.1	3.7	18.0	3.5	n. a.
非製造業	7.9	14.5	-2.6	3.3	-10.0	-2.0	n. a.
公共工事請負金額	-6.0	22.8	-25.1	37.7	-4.1	-4.0	n. a.
実質輸出	2.5	4.9	3.2	-6.6	11.8	-7.9	n. a.
実質輸入	5.2	0.4	6.3	8.8	-1.7	-6.3	n. a.
生産	1.4	0.8	1.7	0.3	1.9	p -0.7	n. a.
出荷	2.0	0.5	1.8	0.7	2.7	p -1.7	n. a.
在庫	-1.7	2.4	-0.1	-0.5	0.0	p -0.1	n. a.
在庫率 〈季調済、95年=100〉	〈99.0〉	〈100.0〉	〈98.5〉	〈100.5〉	〈98.5〉	〈p 101.2〉	〈n. a.〉
実質GDP	-1.6	2.5	1.0	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.

## 国内主要経済指標 (2)

(指標名欄のく&gt;内に指示されている場合を除き、前年比、%)

	99/10-12月	2000/1-3月	4-6月	2000/5月	6月	7月	8月
有効求人倍率 <季調済、倍>	<0.49>	<0.52>	<0.57>	<0.56>	<0.59>	<0.60>	<n. a.>
完全失業率 <季調済、%>	<4.63>	<4.82>	<4.70>	<4.56>	<4.69>	<4.67>	<n. a.>
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	1.4	3.5	4.0	3.3	4.4	p 3.2	n. a.
雇用者数(労働力調査)	-0.4	-0.4	0.4	0.6	1.1	1.0	n. a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	p -0.1	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	-1.2	0.7	1.1	0.7	1.8	p -0.1	n. a.
国内卸売物価 <夏季電力料金調整済、 前期(3か月前)比、%>	-0.7 <0.1>	-0.1 <0.1>	0.3 <0.0>	0.3 <0.0>	0.3 <0.0>	0.3 <-0.1>	0.2 <0.0>
全国消費者物価 (除く生鮮食品) <季調済前期(3か月前)比、%>	-0.2 <-0.1>	-0.2 <0.0>	-0.3 <-0.2>	-0.2 <-0.1>	-0.3 <-0.1>	-0.3 <0.0>	n. a. <n. a.>
企業向けサービス価格 (国内需給要因) <季調済前期(3か月前)比、%>	-0.9 <-0.2>	-0.8 <-0.1>	-0.9 <-0.4>	-0.8 <-0.4>	-0.8 <-0.4>	-0.8 <-0.2>	n. a. <n. a.>
マネーサプライ(M <sub>2</sub> +CD) (平残)	3.0	2.2	2.3	2.2	1.9	p 2.0	p 1.7
取引停止処分件数	3.3	55.4	16.1	5.9	17.0	16.0	n. a.

(注) 1. p は速報値。

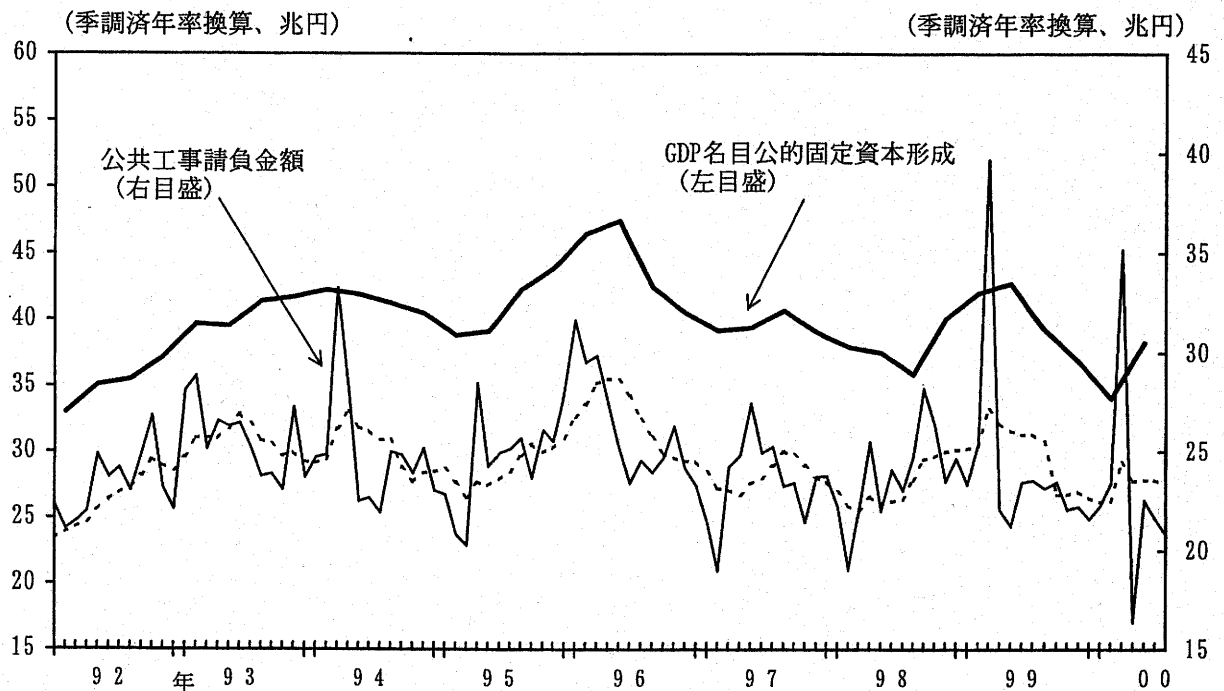
2. 日本銀行が季節調整を施している指標の季節調整方法及び、日本銀行が作成・加工している指標の算出方法については、該当図表の脚注を参照。

(資料) 総務庁「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
 通商産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」、  
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、  
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「旅行取扱状況」、  
 建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」「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」、  
 大蔵省「外国貿易概況」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「金融経済統計月報」、  
 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」

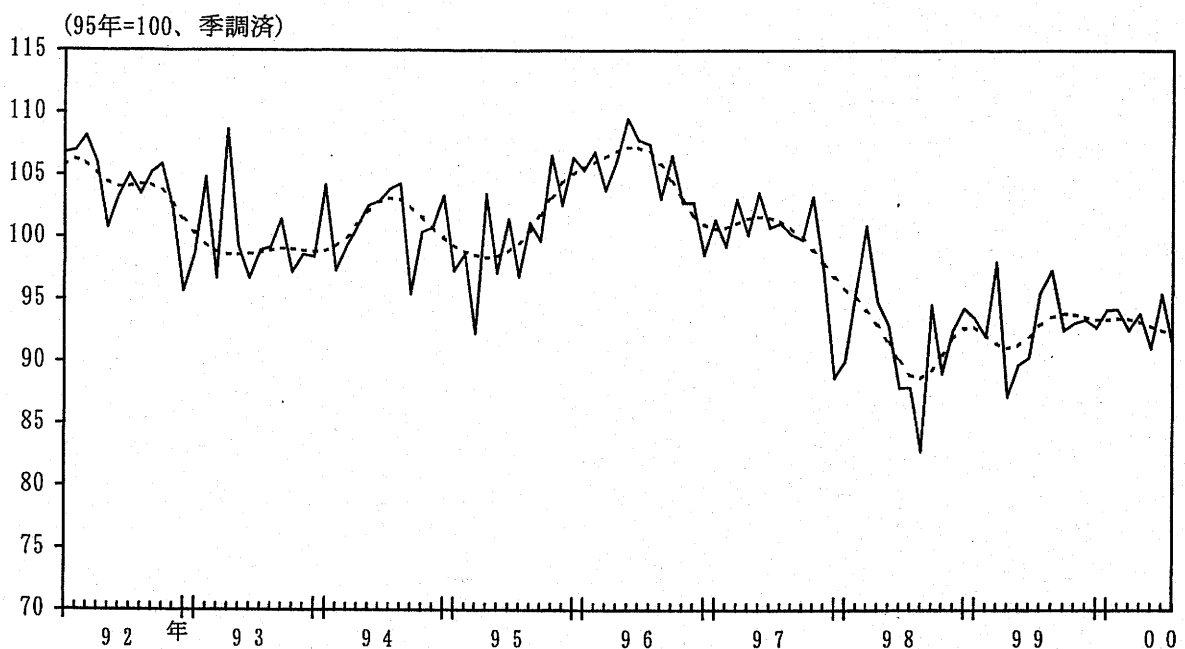


# 公共投資

## (1) 公共工事請負金額と名目公的固定資本形成



## (2) 公共投資関連財出荷

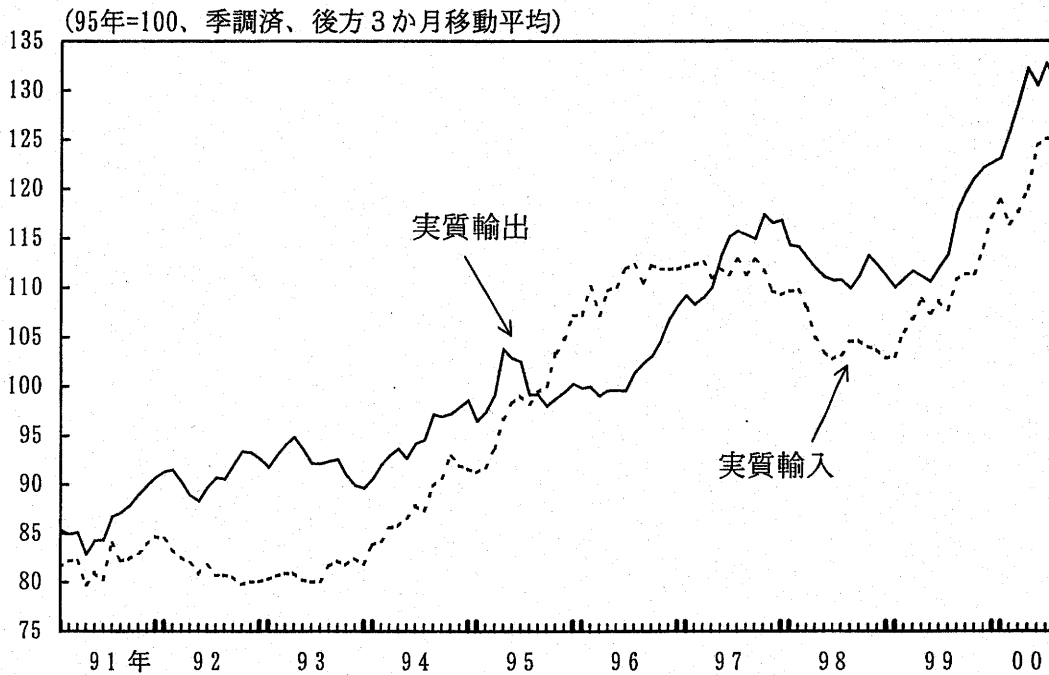


- (注) 1. 公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。  
 2. 公共投資関連財出荷は、アスファルト、道路用コンクリート製品、橋梁、セメントをそれぞれの95年基準の出荷ウェイトで加重平均。  
 3. 公共工事請負金額と公共投資関連財出荷は、X-12-ARIMA( $\beta$ バージョン)による季節調整値。同計数は、毎月季節調整替えを行うため、過去に溯って毎月改訂される。点線は、公共工事請負金額については後方6か月移動平均値、公共投資関連財出荷については趨勢循環変動成分。  
 4. 公共投資関連財出荷の2000/7月の値は、速報値。

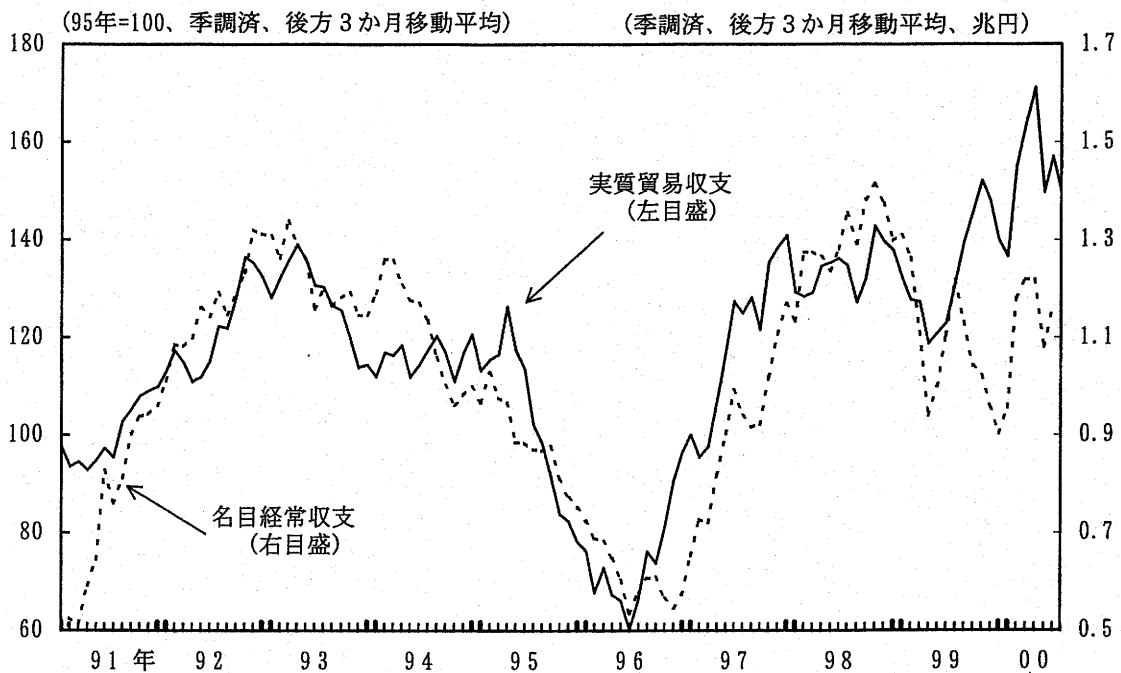
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

# 輸出入

## (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)物価指数でデフレートしたうえ指数化したもの。  
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。

(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 98年	99	99年 3Q	4Q	2000年 1Q 2Q 3Q			2000年 5月 6 7		
米国	<30.7>	6.8	4.6	5.7	-0.1	3.6	3.6	-5.5	-6.4	6.4	-7.3
EU	<17.8>	15.6	0.9	5.2	2.6	4.3	-0.6	-3.4	-10.6	14.2	-8.1
東アジア	<35.8>	-18.1	12.0	7.8	2.3	12.6	5.9	-3.1	-1.6	10.3	-8.6
中国	<5.6>	0.5	12.3	8.4	-7.7	19.4	6.3	4.3	10.4	8.8	-4.3
N I E s	<21.5>	-16.5	11.2	8.6	5.0	12.7	3.7	-4.1	-3.6	9.2	-8.5
台湾	<6.9>	-0.4	7.8	7.4	6.9	5.8	9.6	-3.9	2.4	4.0	-7.1
韓国	<5.5>	-35.3	43.9	12.1	9.4	18.8	-3.9	-5.1	-6.8	10.1	-8.9
ASEAN4	<8.6>	-29.2	13.6	5.6	2.1	8.6	11.3	-4.8	-3.3	13.8	-11.5
タイ	<2.7>	-29.4	15.3	11.4	8.8	-2.0	5.5	0.3	-11.7	10.2	-1.9
実質輸出計		-2.1	4.5	6.7	2.5	4.9	3.2	-3.1	-6.6	11.8	-7.9

- (注) 1. < >内は、99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、2000/3Qは7月実績の四半期換算値。

### (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 98年	99	99年 3Q	4Q	2000年 1Q 2Q 3Q			2000年 5月 6 7		
中間財	<14.2>	2.9	5.4	1.9	-2.3	2.8	2.5	-3.5	0.9	4.8	-6.7
自動車関連	<21.5>	1.3	2.8	8.4	1.7	-4.0	8.2	0.4	-8.1	5.4	-0.2
消費財	<7.2>	5.0	5.0	6.1	4.4	5.1	1.6	-2.5	-1.3	10.8	-8.5
情報関連	<17.6>	-7.0	6.4	7.3	2.3	14.7	4.1	-6.8	-6.8	14.5	-12.7
資本財・部品	<28.4>	-5.4	1.8	7.0	1.4	14.1	3.1	-3.3	-7.4	16.0	-10.0
実質輸出計		-2.1	4.5	6.7	2.5	4.9	3.2	-3.1	-6.6	11.8	-7.9

- (注) 1. < >内は、99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、2000/3Qは7月実績の四半期換算値。

(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 98年	99	99年 3Q	4Q	2000年 1Q 2Q 3Q			2000年 5月 6 7		
米国	<21.7>	-3.7	-2.9	-0.3	8.8	-5.1	8.3	0.6	12.2	-2.4	-1.5
EU	<13.8>	-6.5	5.8	6.2	3.1	1.0	0.3	-3.5	3.6	-8.3	1.1
東アジア	<37.6>	-7.7	15.8	2.8	7.7	7.1	5.4	-2.6	9.2	2.3	-6.7
中国	<13.8>	-4.4	11.9	0.4	7.3	12.6	5.6	-6.6	5.4	5.7	-11.5
N I E s	<11.6>	-10.9	24.2	4.5	12.3	5.0	4.1	0.2	8.9	4.2	-5.0
台湾	<4.1>	-11.1	25.6	3.0	12.6	15.0	8.9	-3.3	5.9	8.9	-10.2
韓国	<5.2>	-9.5	30.8	4.6	18.3	0.7	-0.3	-1.1	16.2	-1.0	-5.1
ASEAN4	<12.1>	-8.1	12.6	3.7	4.0	3.4	6.3	-0.9	13.8	-3.0	-3.0
タイ	<2.9>	-7.1	5.4	1.3	4.0	4.8	8.8	-7.2	9.6	-1.2	-9.2
実質輸入計		-6.2	6.1	2.6	5.2	0.4	6.3	-4.8	8.8	-1.7	-6.3

- (注) 1. < >内は、99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、2000/3Qは7月実績の四半期換算値。

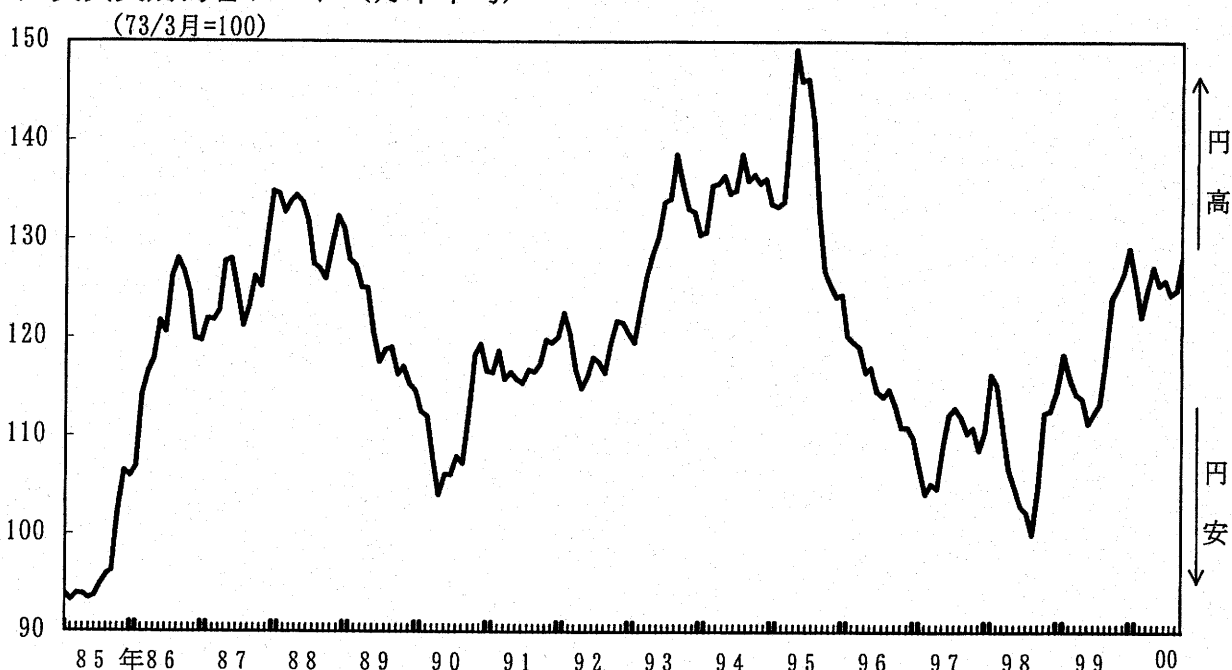
### (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 98年	99	99年 3Q	4Q	2000年 1Q 2Q 3Q			2000年 5月 6 7		
素原料	<23.2>	-6.0	2.7	0.1	1.8	-0.3	1.3	-8.1	4.6	-0.3	-9.3
中間財	<13.5>	-7.1	3.6	4.1	1.1	0.6	4.3	-9.1	7.7	-2.6	-9.7
食料品	<14.3>	-4.0	2.8	0.3	2.9	4.1	-2.3	-4.5	5.0	-1.7	-4.9
消費財	<10.8>	-13.8	8.1	0.5	6.5	4.1	7.8	-7.0	4.6	0.7	-8.8
情報関連	<14.4>	-5.8	18.7	4.4	12.4	7.1	13.6	7.0	13.9	-1.1	3.4
資本財・部品	<12.9>	2.7	5.1	1.8	13.6	-5.9	5.1	3.2	10.7	0.4	-0.4
うち除く航空機		-2.4	4.4	8.1	3.9	5.0	3.0	0.7	5.8	-2.3	0.4
実質輸入計		-6.2	6.1	2.6	5.2	0.4	6.3	-4.8	8.8	-1.7	-6.3

- (注) 1. < >内は、99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、2000/3Qは7月実績の四半期換算値。

## 純輸出を取り巻く環境

## (1) 実質実効為替レート (月中平均)



- (注) 1. 日本銀行試算値。直近9月は11日までの平均値。  
 2. 主要輸出相手国通貨 (25通貨) に対する為替相場 (月中平均) を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

## (2) 海外経済 — 実質GDP、( ) 内は民間機関による見通し

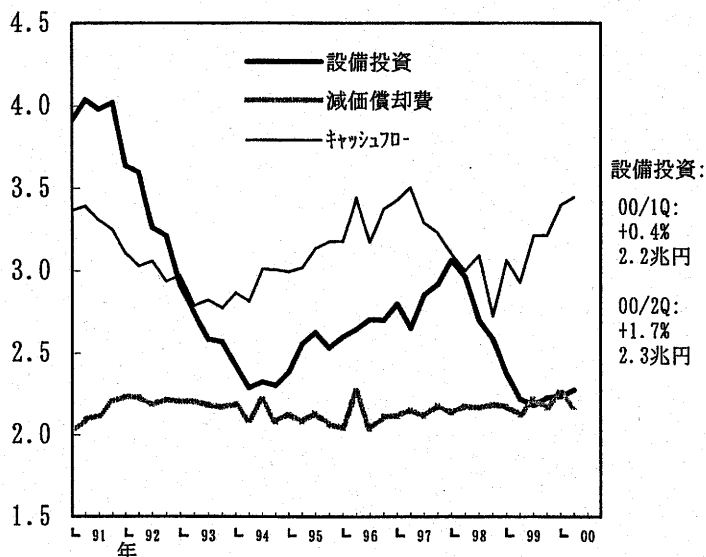
(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

		98年	99年	2000年	99年 3Q	4Q	2000年 1Q	2Q
米	国	4.4	4.2	( 5.1)	5.7	8.3	4.8	5.3
欧 州	E U	2.7	2.4	( 3.4)	4.0	3.4	3.3	n. a.
	ド イ ツ	2.1	1.6	( 3.0)	3.5	3.0	3.1	4.7
	フ ラ ンス	3.2	2.9	( 3.7)	3.9	3.5	2.9	n. a.
	英 国	2.6	2.1	( 3.0)	4.1	2.8	2.0	3.6
東 ア ジ ア	中 国	7.8	7.1	( 7.9)	(1~9月) 7.4	(1~12月) 7.1	8.1	(1~6月) 8.2
	N 韓 国	-6.7	10.7	( 8.5)	12.8	13.0	12.8	9.6
	I 台 湾	4.6	5.4	( 6.9)	4.7	6.4	7.9	5.4
	E 香 港	-5.3	3.1	( 8.2)	4.4	9.2	14.3	10.8
	s シンガポール	0.4	5.4	( 7.3)	6.9	7.1	9.8	8.0
ア S E A N 4	タ イ	-10.2	4.2	( 5.2)	7.8	6.5	5.2	n. a.
	インドネシア	-13.0	0.3	( 3.9)	1.2	5.0	3.6	4.1
	マレーシア	-7.4	5.6	( 8.1)	8.5	10.8	11.7	8.8
	フィリピン	-0.5	3.3	( 3.4)	3.8	4.9	3.2	4.5

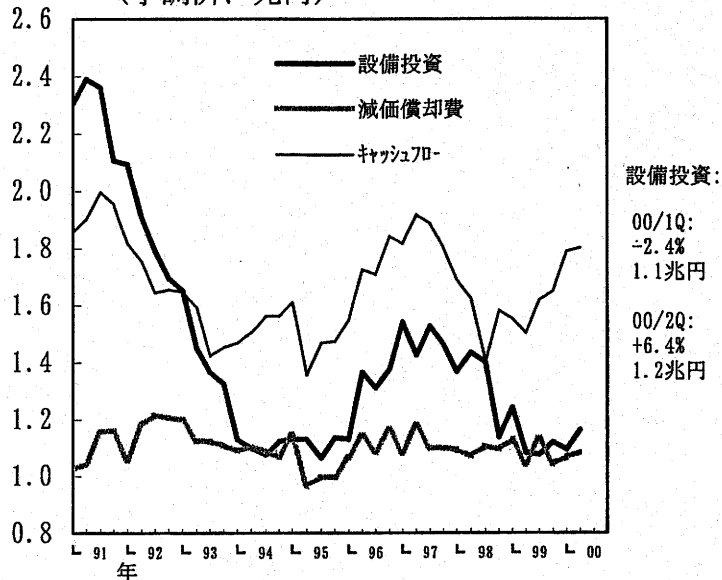
- (注) 1. 計数は、各国政府または中央銀行、欧州委員会による。  
 2. 米国の見通しは、「BLUE CHIP ECONOMIC INDICATORS (8/10日号)」(Aspen Publishers社)。欧州の見通しは、「CONSENSUS FORECASTS (8/7日号)」(Consensus Economics社)による。東アジアの見通しは、「ASIA PACIFIC CONSENSUS FORECASTS (8/7日号)」(Consensus Economics社)による。

# 設備投資の推移(法人季報ベース)

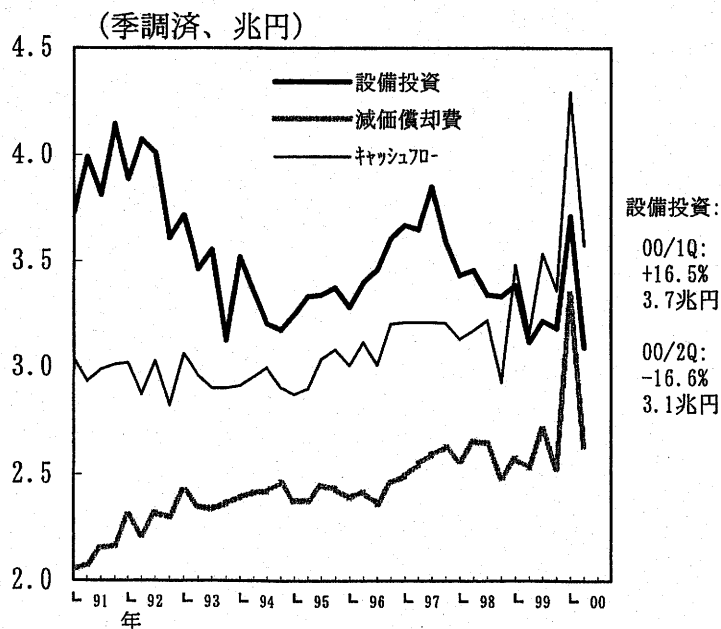
### (1) 製造業・大企業 (季調済、兆円)



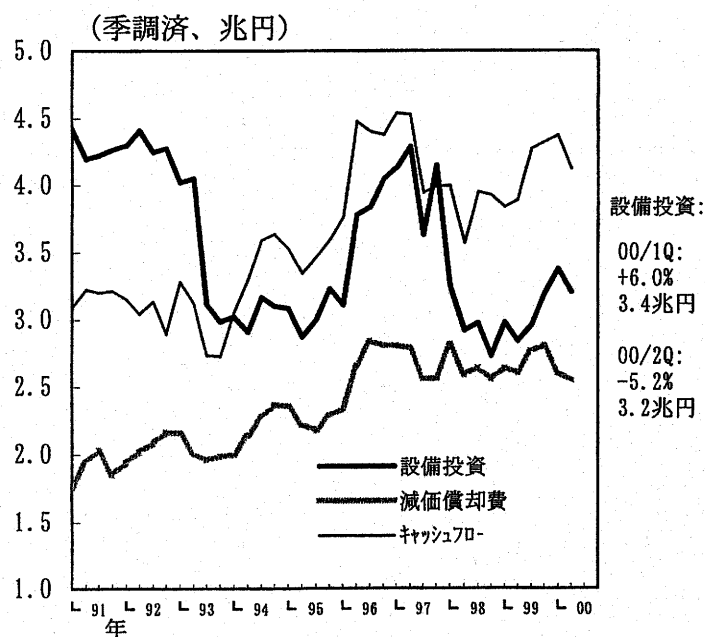
### (2) 製造業・中堅中小企業 (季調済、兆円)



### (3) 非製造業・大企業 (季調済、兆円)



### (4) 非製造業・中堅中小企業 (季調済、兆円)



(注)1. 断層修正済み。

2. 非製造業・大企業は、電力・ガス・その他サービスを除く。

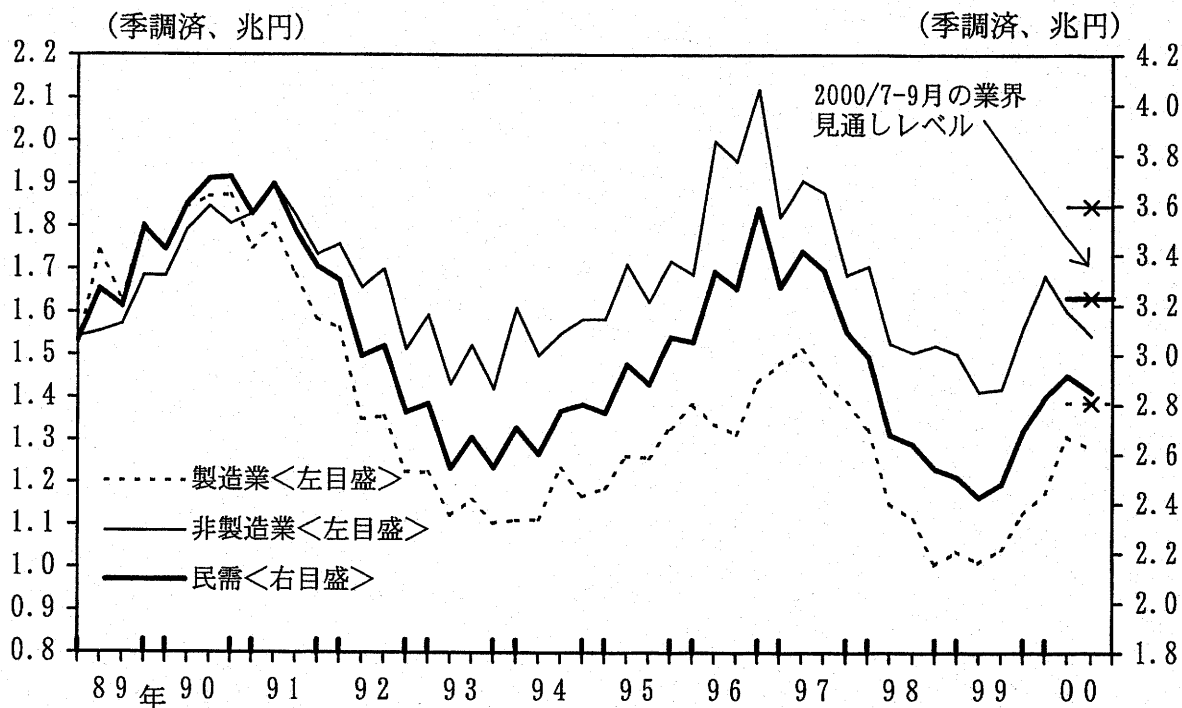
3. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。

4. キャッシュフローは、(減価償却費+経常利益×1/2)として算出。

(資料)大蔵省「法人企業統計季報」

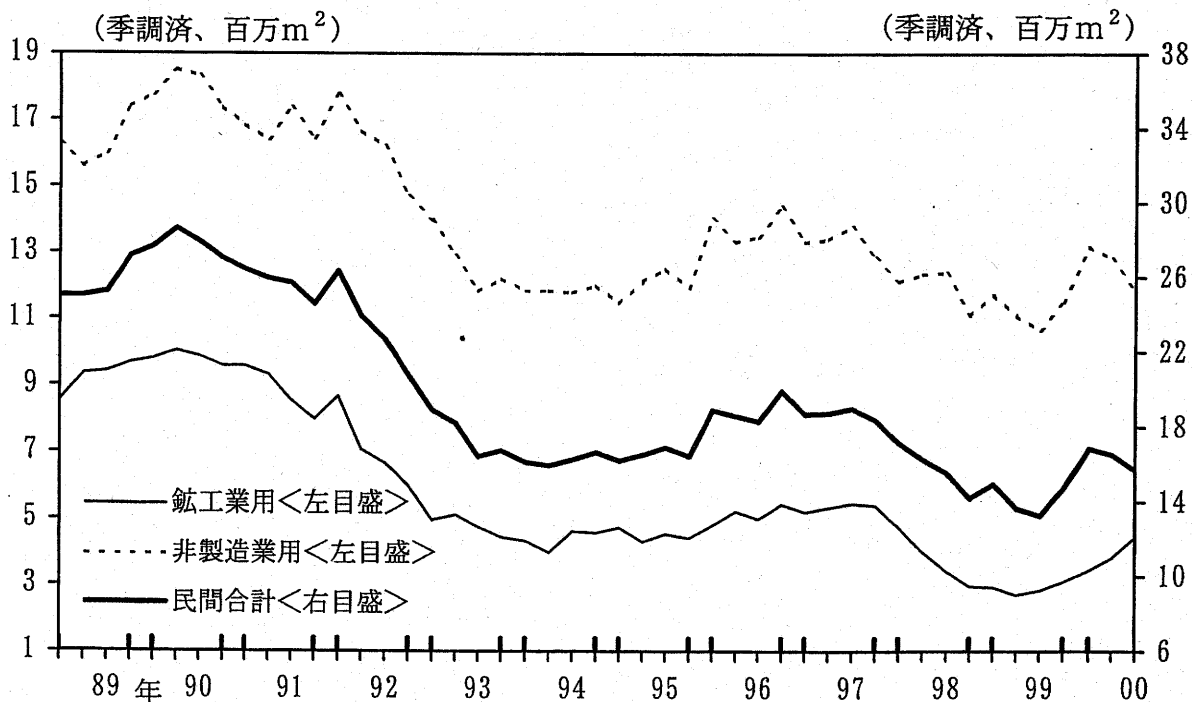
# 設備投資関連指標

## (1) 機械受注



(注) 1. 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。  
2. 2000年7~9月は7月の計数を四半期換算。

## (2) 建築着工床面積 (非居住用)

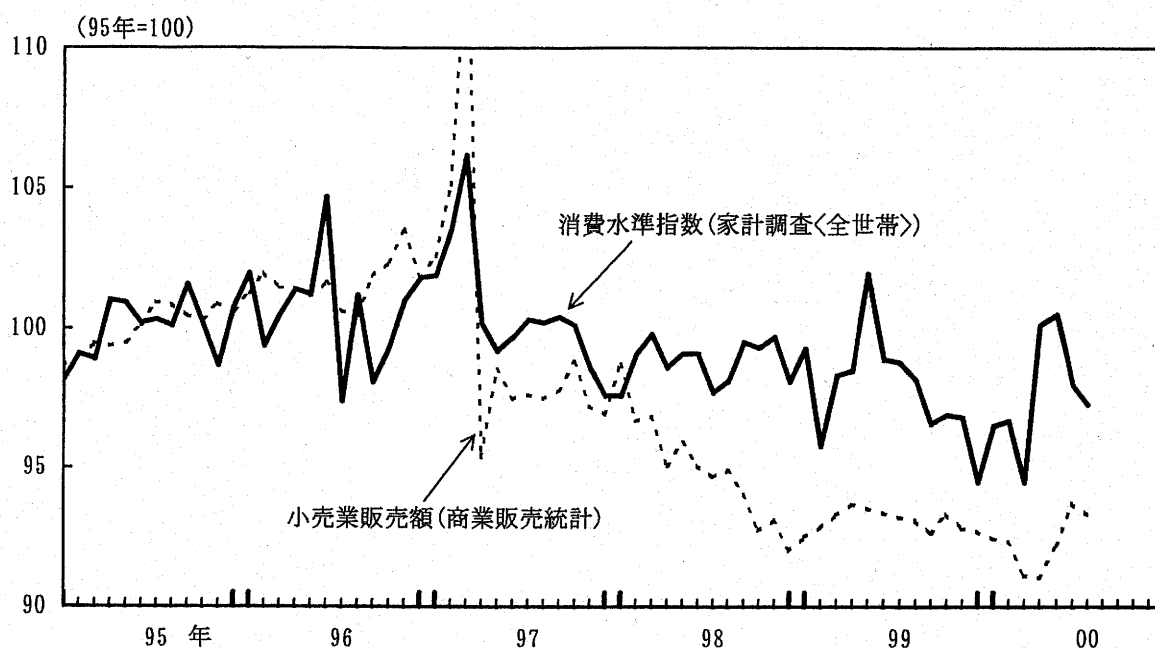


(注) 1. X-11による季節調整値。  
2. 2000年7~9月は7月の計数を四半期換算。

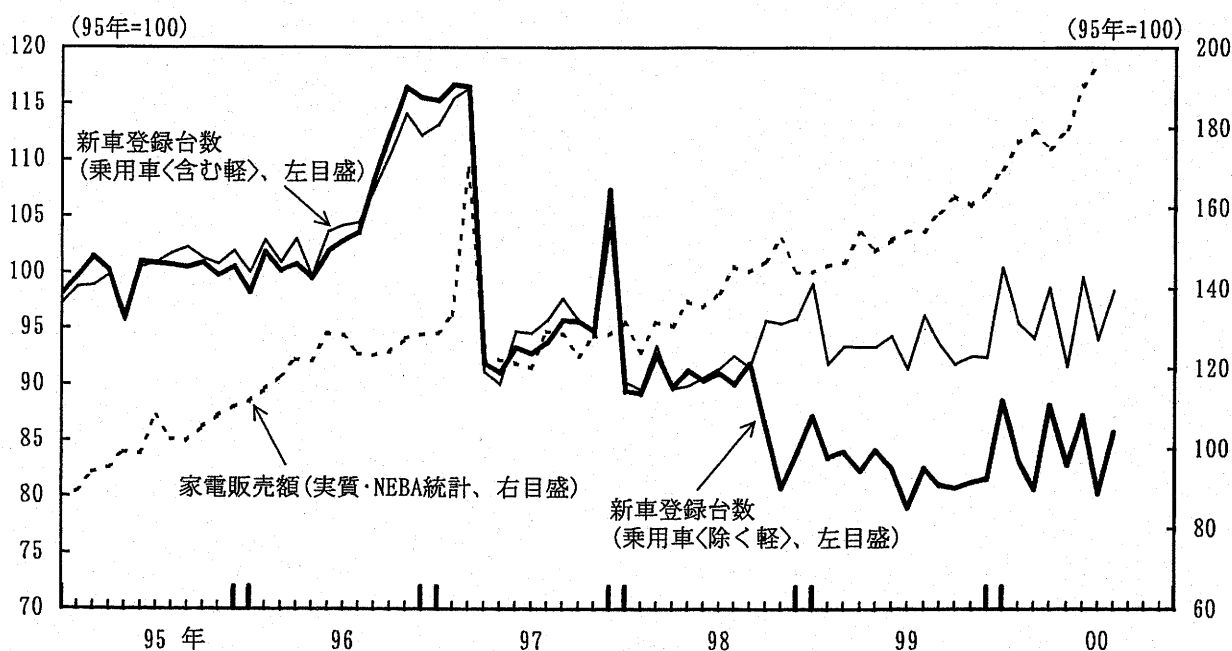
(資料) 経済企画庁「機械受注統計」、建設省「建築着工統計」

# 個人消費関連指標 (1)

## (1) 家計調査・商業販売統計 (実質)



## (2) 耐久消費財



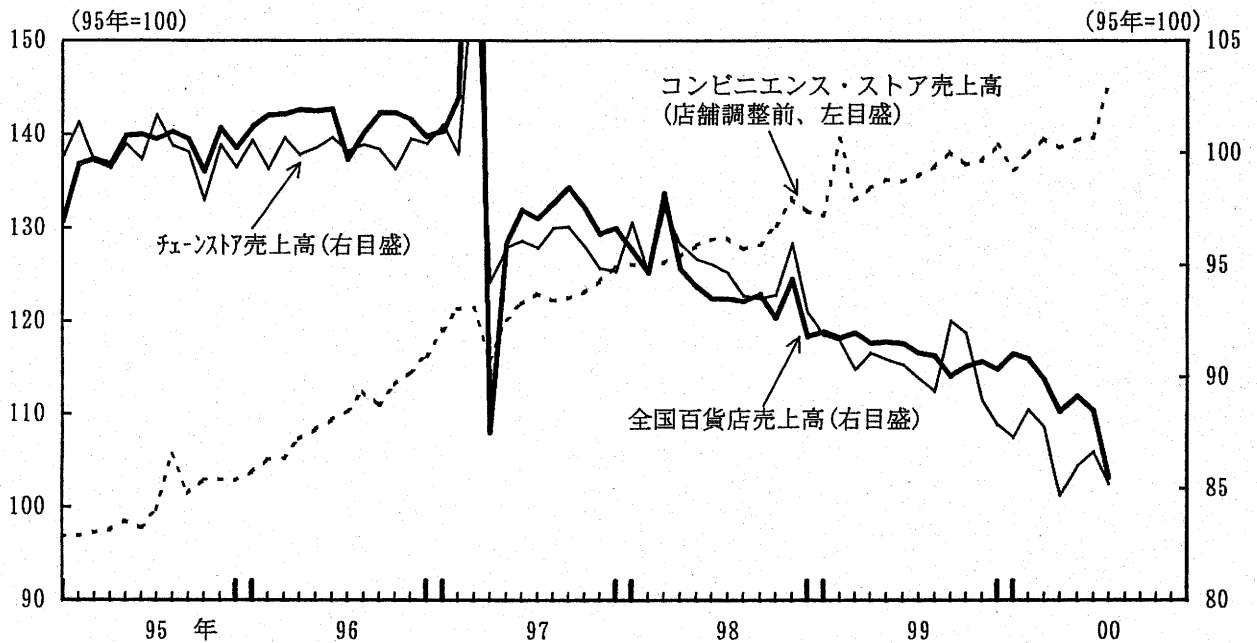
(注) 1. X-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整値。ただし、消費水準指数は総務庁による季節調整値。  
2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(ただし、パソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

(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」、通商産業省「商業販売統計」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

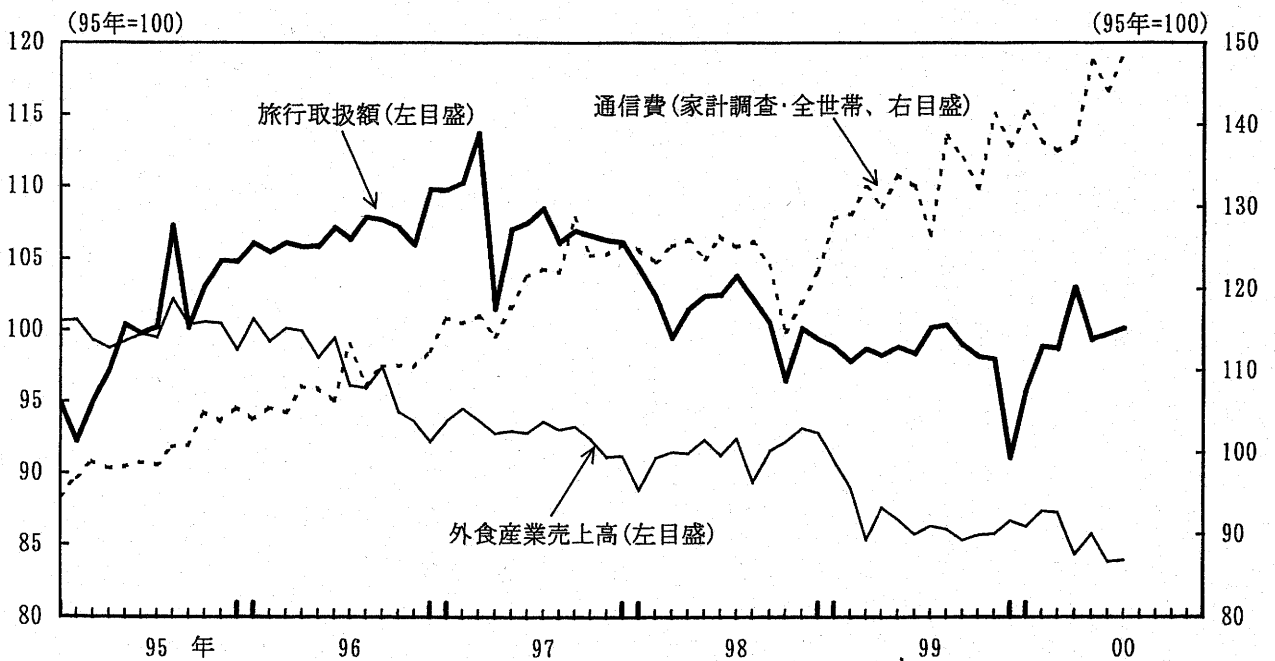


### 個人消費関連指標 (2)

#### (3) 小売店販売 (名目・除く消費税・店舗調整後)



#### (4) サービス消費 (名目)

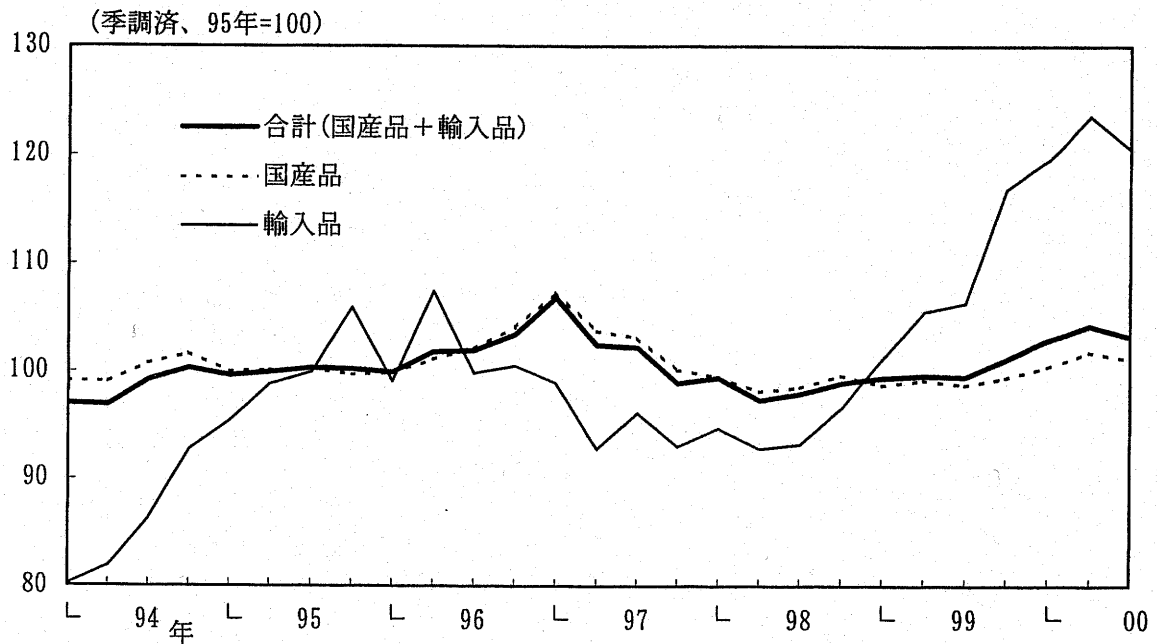


- (注) 1. X-12-ARIMA (β<sup>h</sup>-シフト)による季節調整値。  
 2. 全国百貨店売上高、旅行取扱額、外食産業売上高は、日本銀行において、消費税分を控除したもの。  
 3. コンビニエンス・ストア売上高は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。

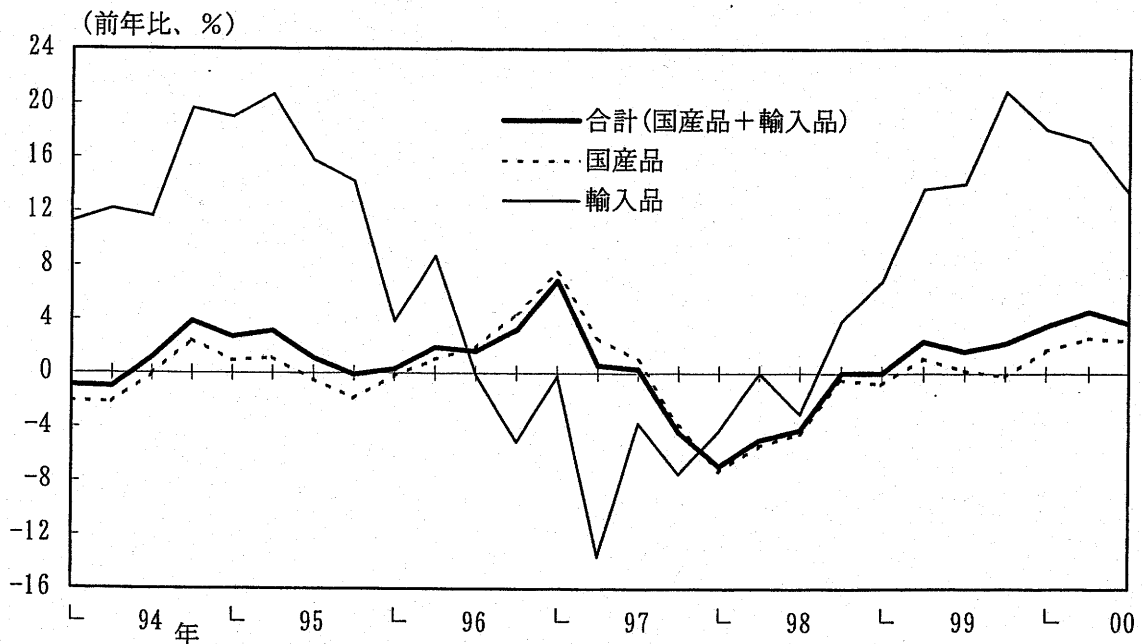
(資料) 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、通商産業省「商業販売統計」、  
 外食総研「月次売上動向調査」、  
 運輸省「旅行取扱状況」、総務庁「家計調査報告」

## 個人消費関連指標 (3) (消費財供給数量の推計)

### (1) 水準



### (2) 前年比

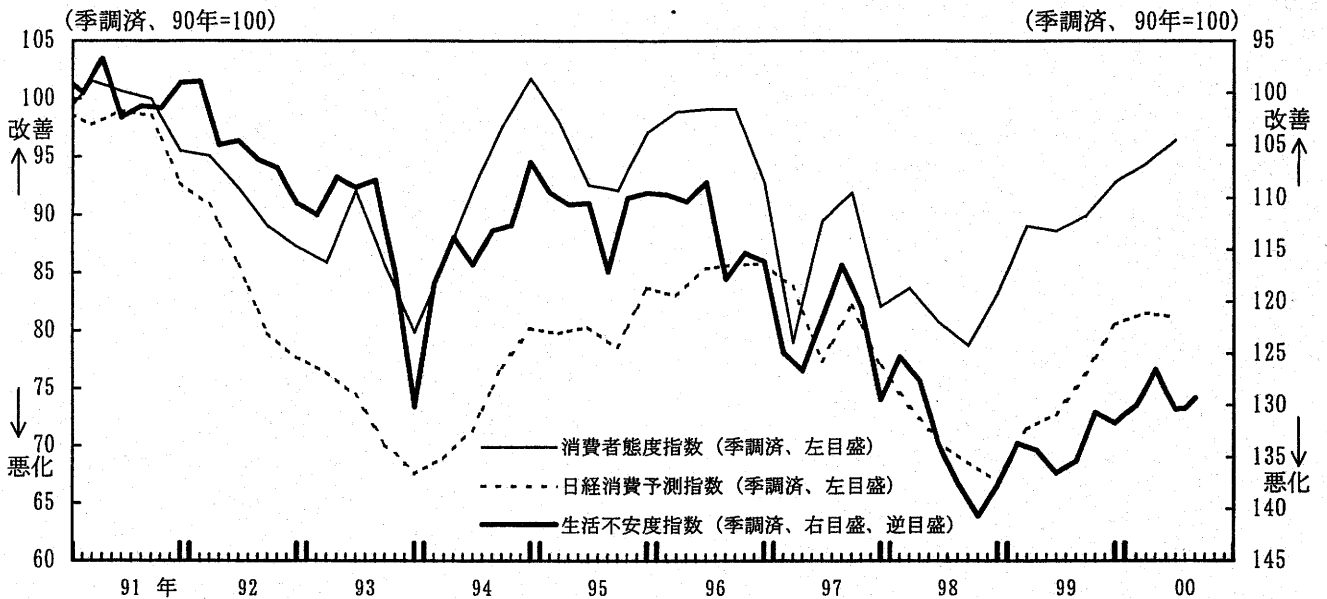


- (注) 1. 「国産品」、「輸入品」とともに鉱工業総供給表「消費財」の内訳項目(「消費財」の定義は鉱工業出荷指数と同一)。  
 2. 2000/3Qの値は、2000/7月の四半期換算値。  
 3. 「国産品」の2000/3Qの値は、鉱工業出荷指数の伸び率から輸出寄与分(実質輸出より推計)を差し引いた伸び率を用いて試算したもの。  
 4. 「輸入品」の2000/3Qの値は、通関統計から作成した実質輸入の伸び率を用いて試算したもの。ただし、(消費財)通関輸入は、自動車、音響映像機器、事務用機器、食料品、繊維製品を合成したもの。  
 5. 「合計(国産品+輸入品)」の2000/3Qの値は、「国産品」と「輸入品」を合成して試算したもの。  
 6. 前年比は、季節調整済系列より算出。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

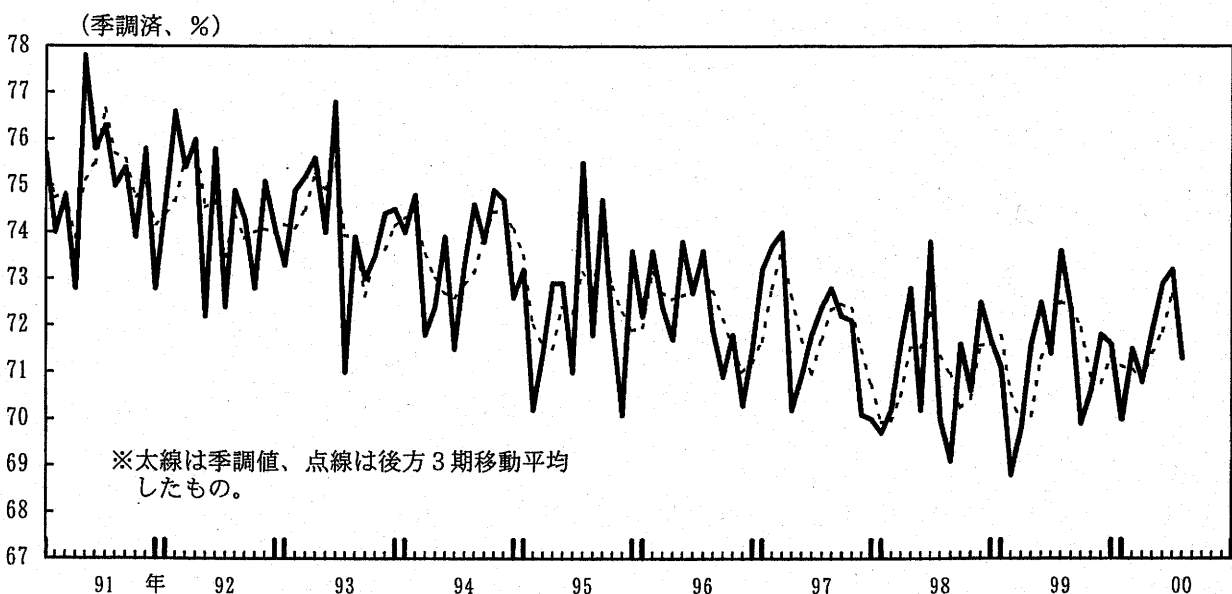
# 消費者コンフィデンスと消費性向

## (1) 各種コンフィデンス指標



- (注) 1. X-11による季節調整値。ただし、消費者態度指数は、経済企画庁による季節調整値。  
 2. 消費者態度指数(調査対象全国 5,040世帯)、日経消費予測指数(同首都圏 1,500人)、生活不安度指数(同全国 2,000人)はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。  
 3. 生活不安度指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロットした。  
 4. 消費者態度指数は経済企画庁、日経消費予測指数は日経産業消費研究所、生活不安度指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

## (2) 平均消費性向の推移 (家計調査)

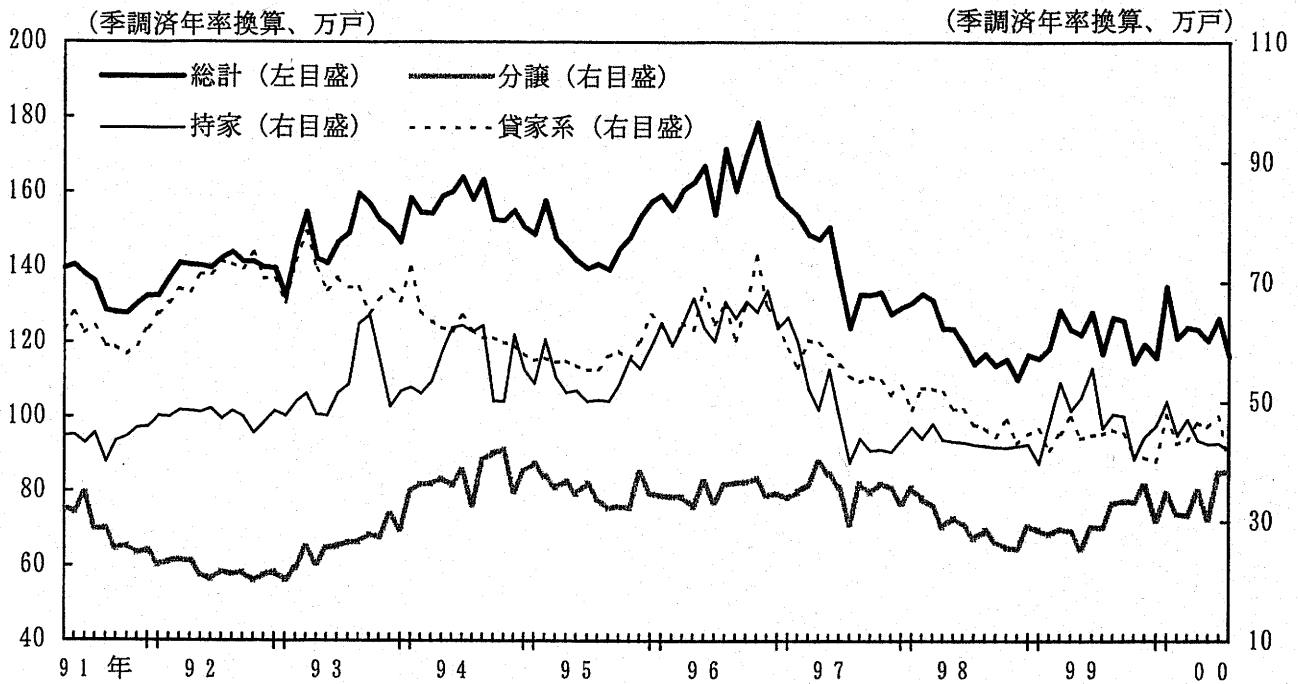


(注) 総務庁による季節調整値。

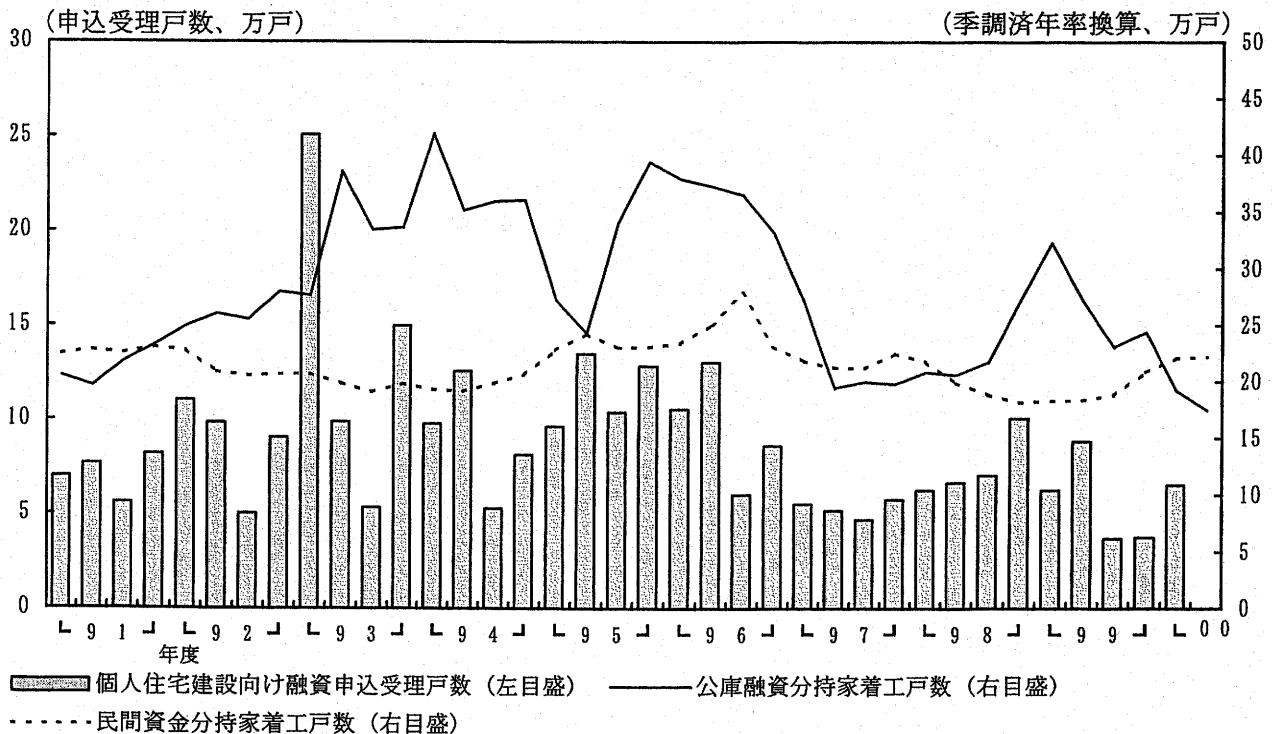
(資料) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、総務庁「家計調査報告」

# 住宅投資関連指標

## (1) 新設住宅着工戸数



## (2) 個人住宅建設向け融資申込受理戸数と持家着工

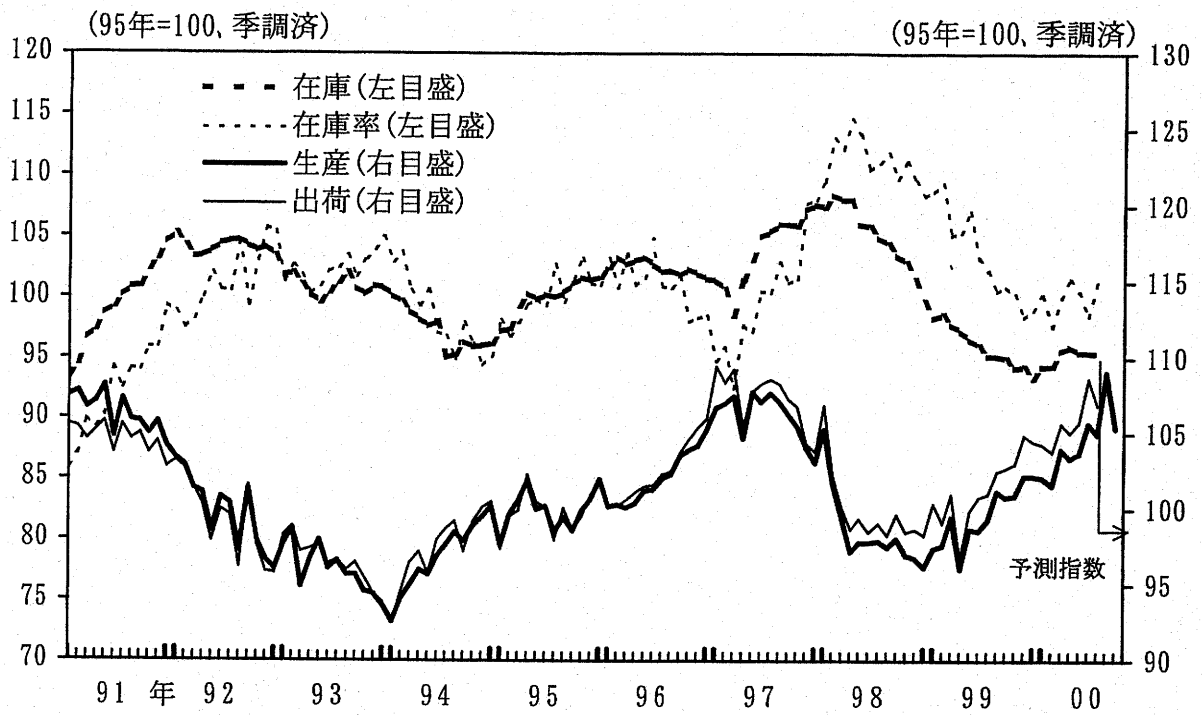


- (注) 1. 公庫の融資申込み期間は、厳密には期間の長さが異なるほか、四半期をまたぐこともあり得る。従って、個人住宅建設向け融資申込受理戸数は、申込み期間の過半が含まれている四半期を便宜的にふりわけている。
2. 公庫融資分持家着工戸数及び民間資金分持家着工戸数の2000年度第2四半期は、2000/7月の値。

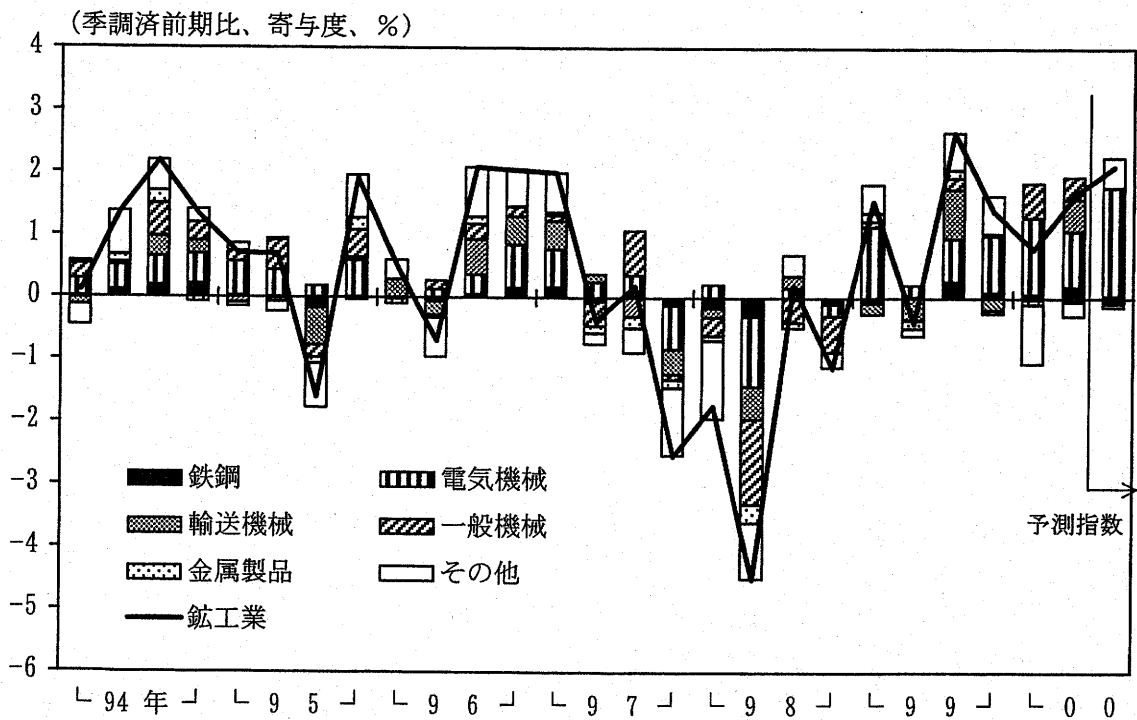
(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融普及協会「月刊ハウジングデータ」

# 鋳工業生産・出荷・在庫

## (1) 鋳工業生産・出荷・在庫



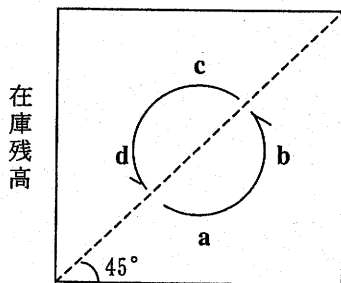
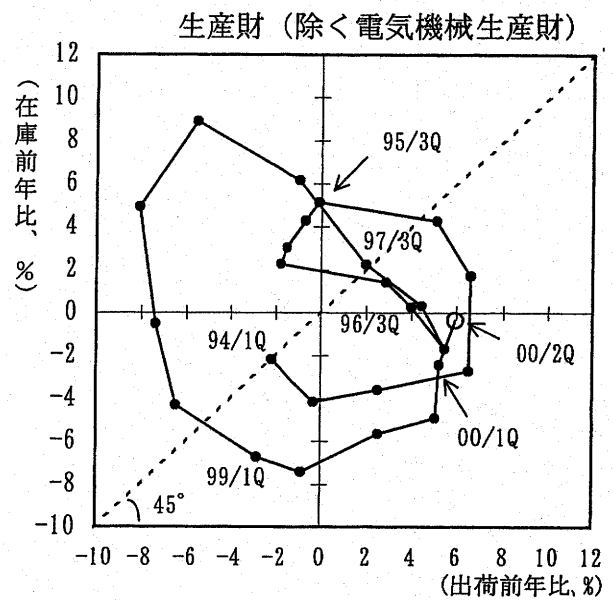
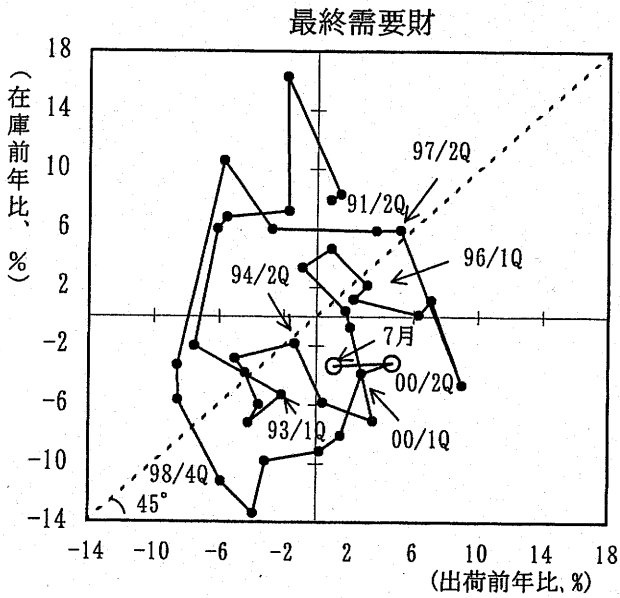
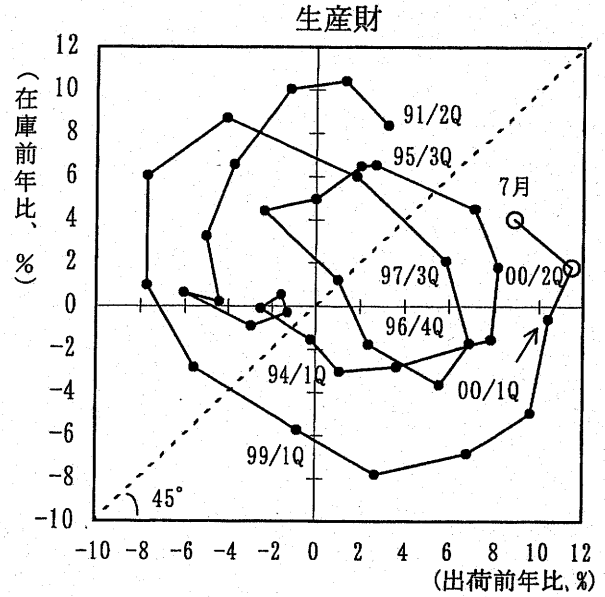
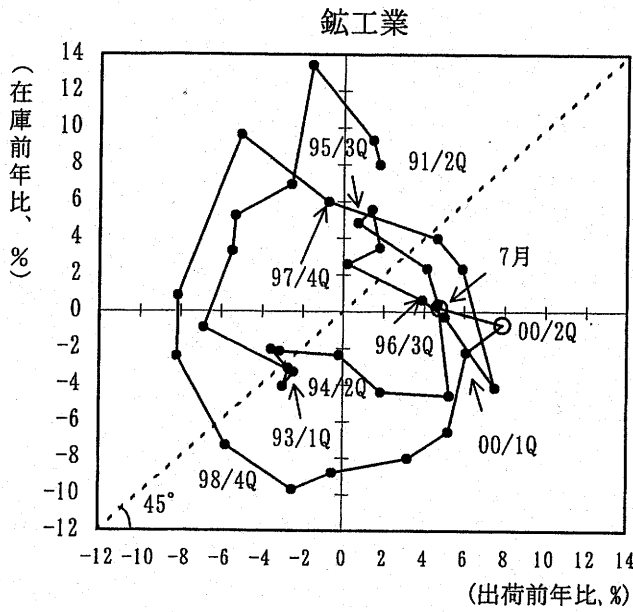
## (2) 生産の業種別寄与度



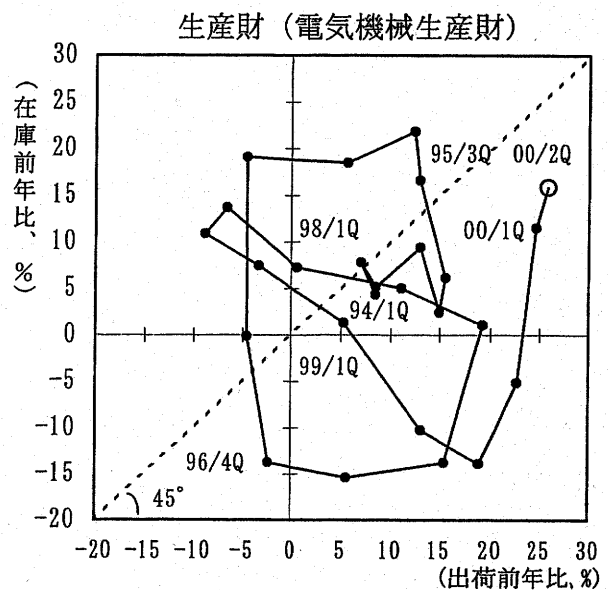
(注) 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。

(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

# 在庫循環



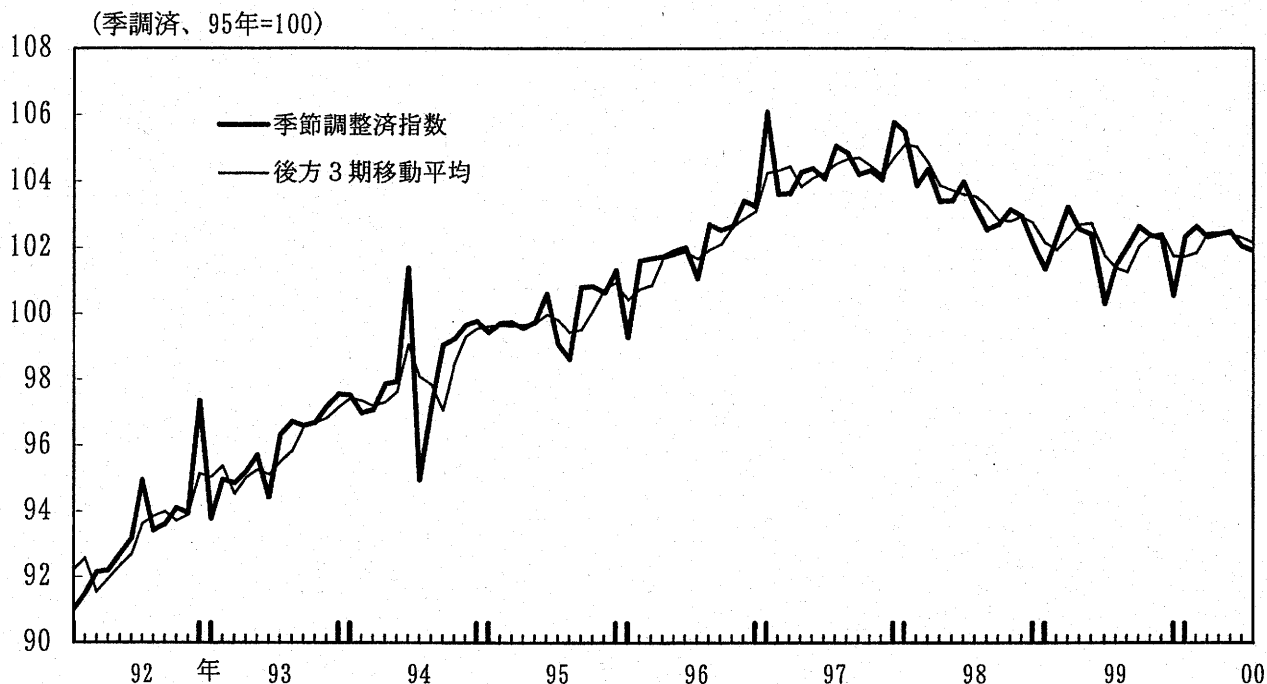
- a 回復局面
- b 在庫積み増し局面
- c 在庫積み上がり局面
- d 在庫調整局面



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

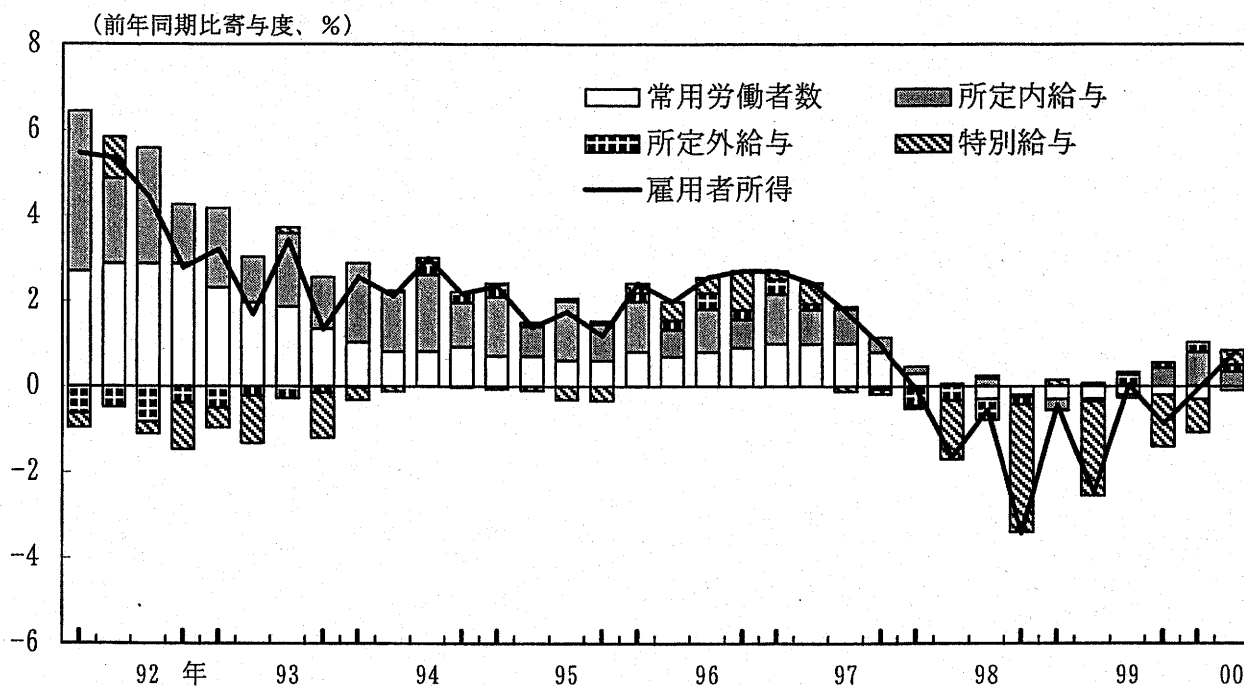
# 雇用者所得

## (1) 所得の推移



- (注) 1. 賃金指数(現金給与総額) × 常用雇用指数 / 100とし、日本銀行が算出。  
2. X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-ジョ)

## (2) 所得の内訳

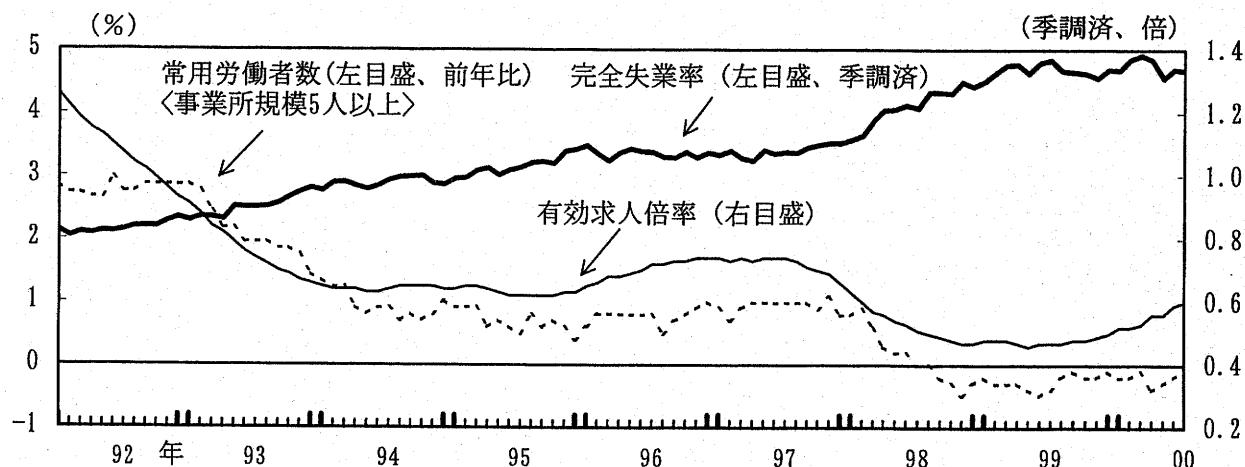


- (注) 1. 第1四半期: 3~5月、第2: 6~8月、第3: 9~11月、第4: 12~2月。  
2. 2000/2Qは2000/6~7月の値。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」

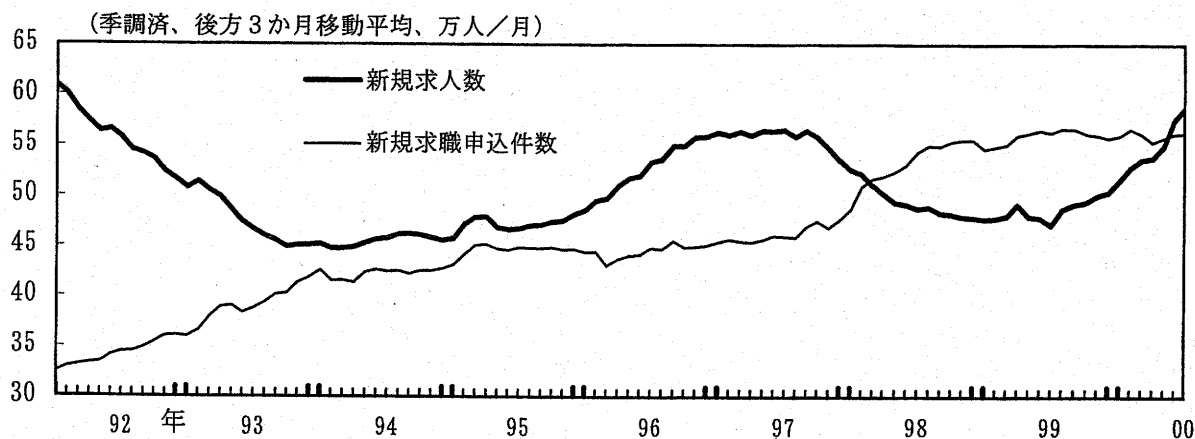
# 労働需給

## (1) 雇用関連指標



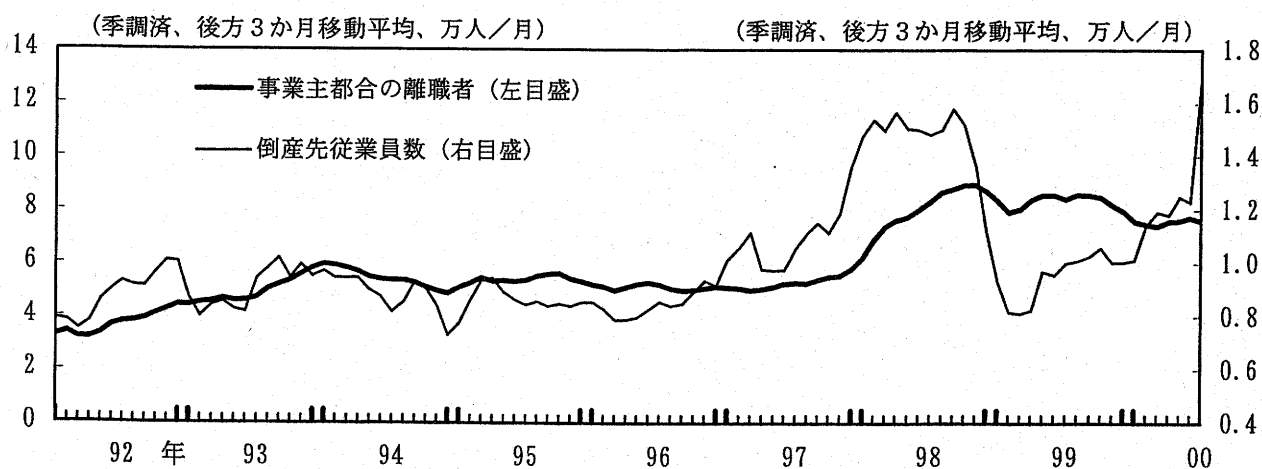
(注) 常用労働者数の2000/7月の値は速報値。

## (2) 新規求人数・求職者数の動向



(注) 新規求人数、新規求職申込件数は、新規学卒者を除きパートタイムを含む。

## (3) 事業主都合による離職者・倒産企業の従業員数の動向



(注) 1. ともにX-11による季節調整値。

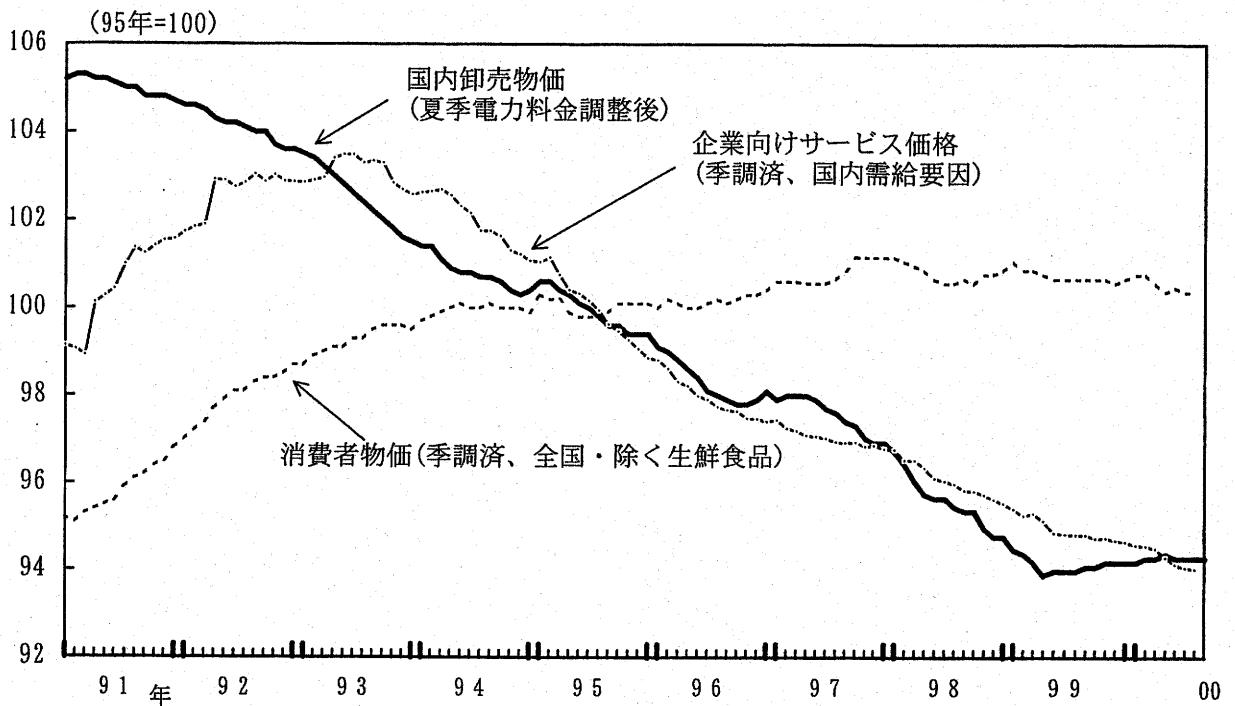
2. 倒産先従業員数は帝国データバンク調べ(集計対象は負債総額1千万円以上の倒産先)。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」「雇用保険事業月報」、  
総務庁「労働力調査」、帝国データバンク「全国企業倒産集計」

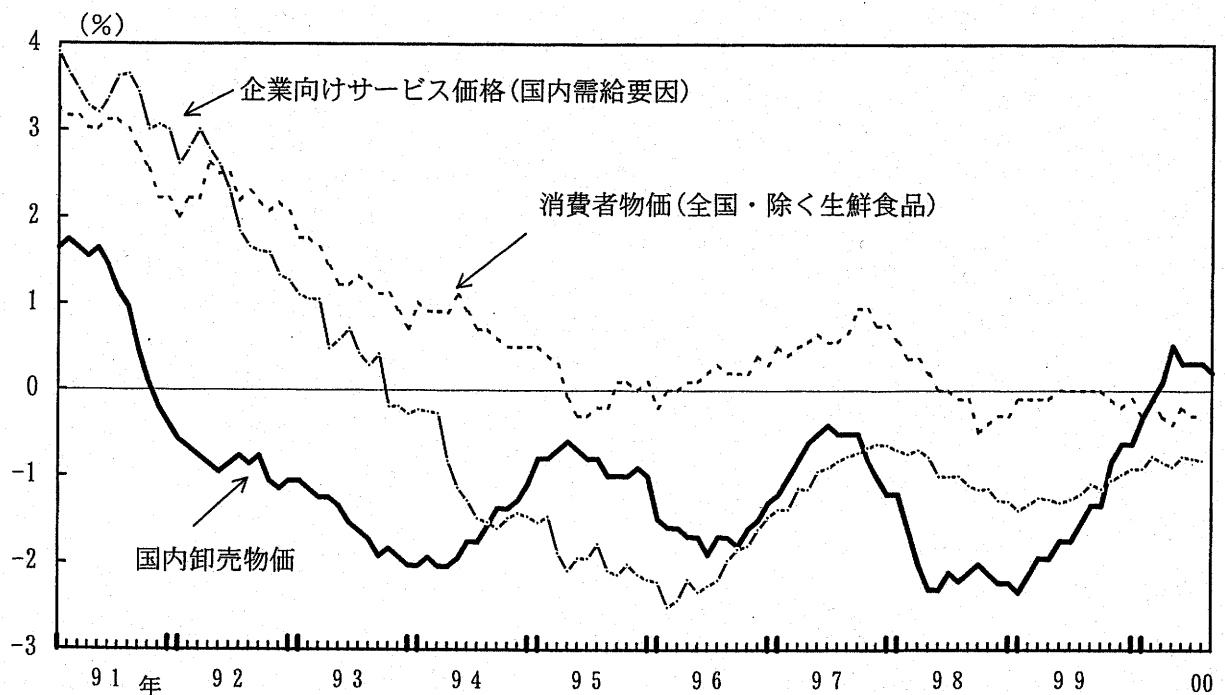


# 物 価

## (1) 水準



## (2) 前年比

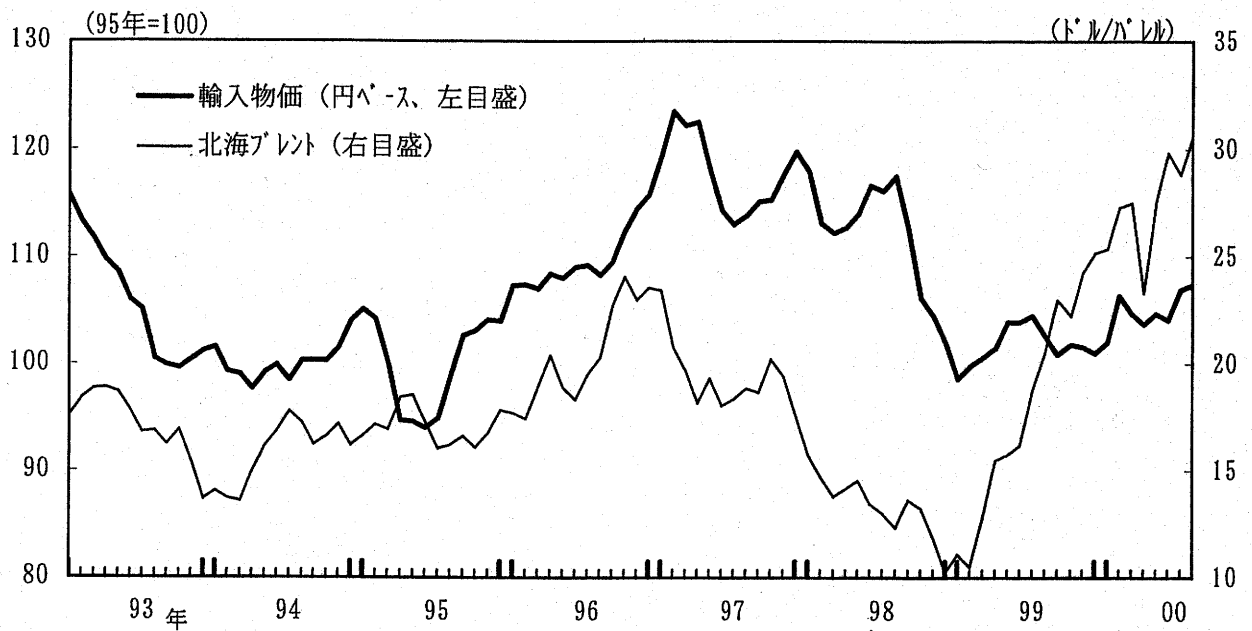


- (注) 1. (1)の消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。季節調整値はいずれも総務庁公表ベース。  
2. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
3. 企業向けサービス価格(国内需給要因)については、後掲図表の注を参照。

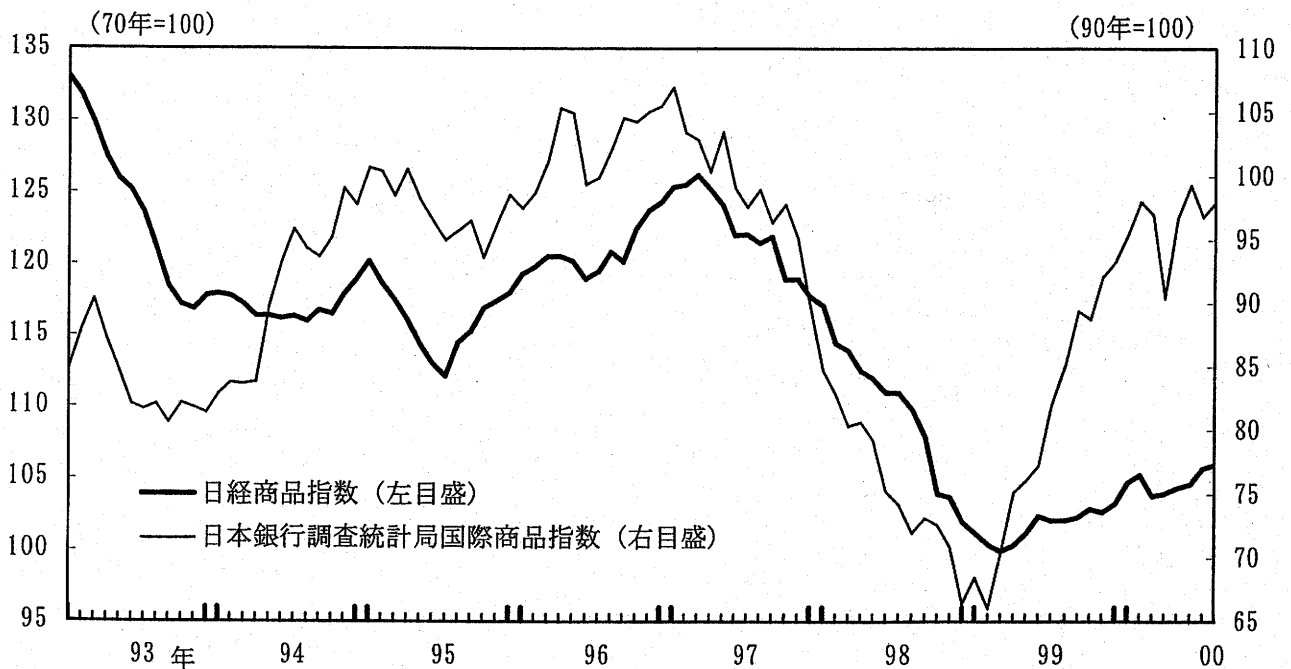
(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

## 輸入物価と商品市況

### (1) 輸入物価 (円ベース)、原油市況



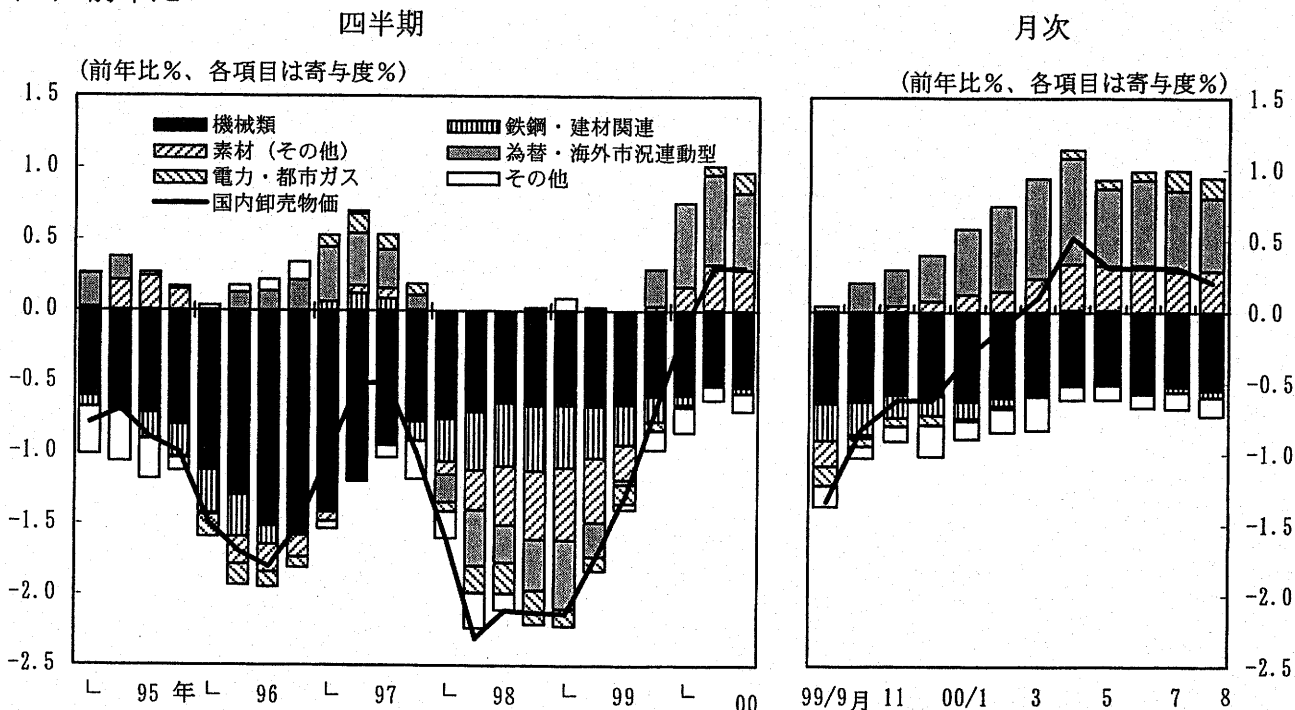
### (2) 商品市況



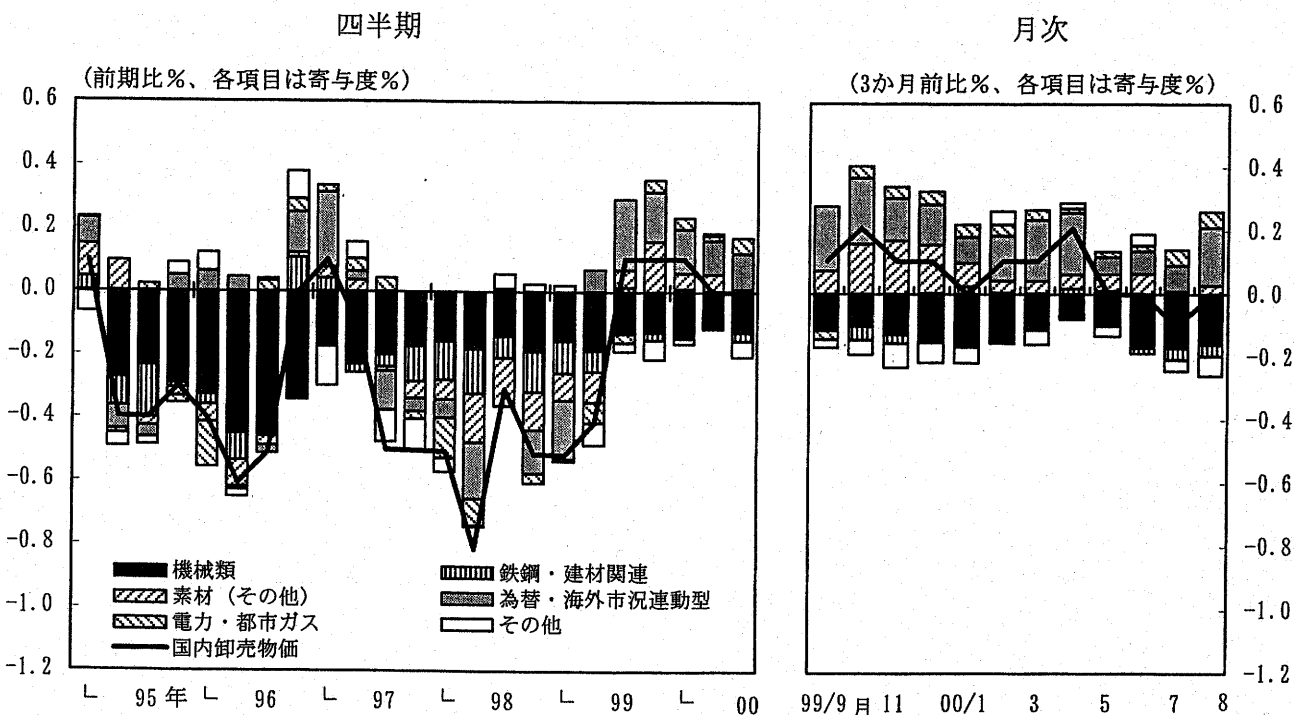
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「金融経済統計月報」「日本銀行調査月報」、  
日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」

# 国内卸売物価

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比 (夏季電力料金調整後)

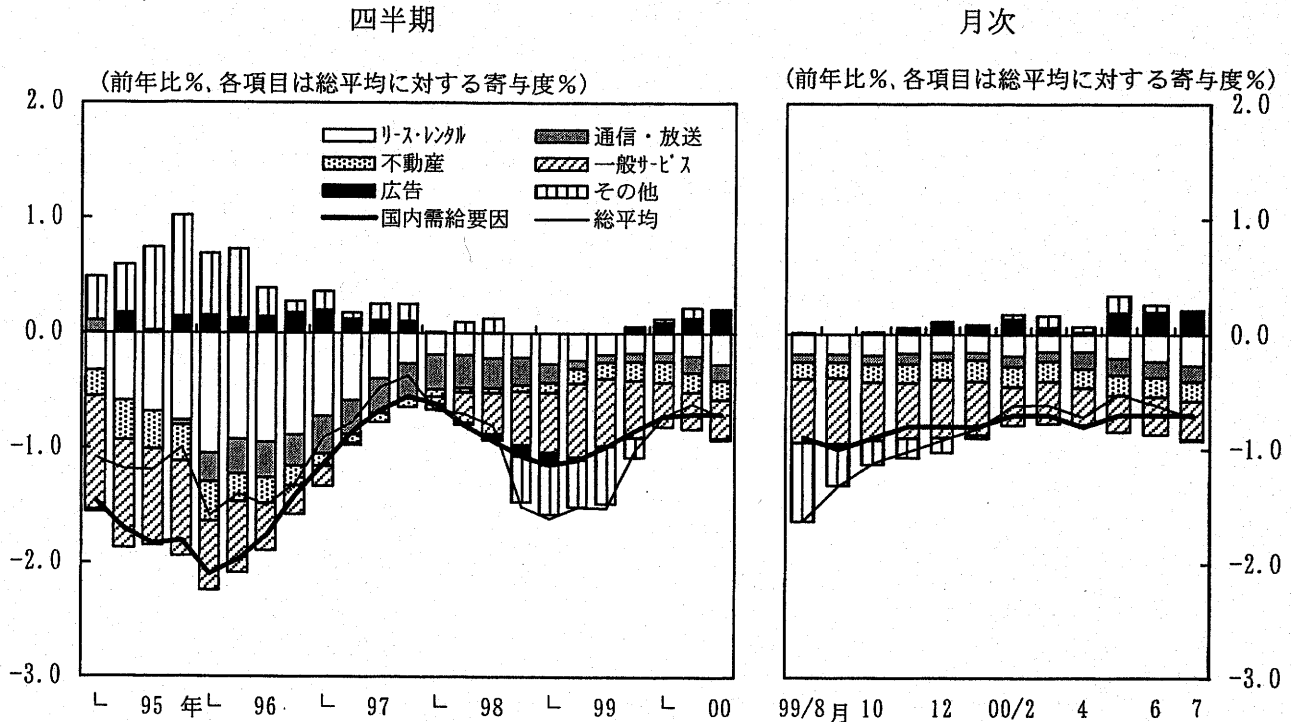


- (注) 1. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器  
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スラップ類  
 3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
 4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属  
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道  
 6. (2)の電力は、毎年7～9月にかけて適用されている夏季割り増しの影響(国内卸売物価に対する寄与度は0.2%程度)を除くベース。  
 7. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 8. 2000年3Qのデータは、2000/7-8月平均値を利用して算出。

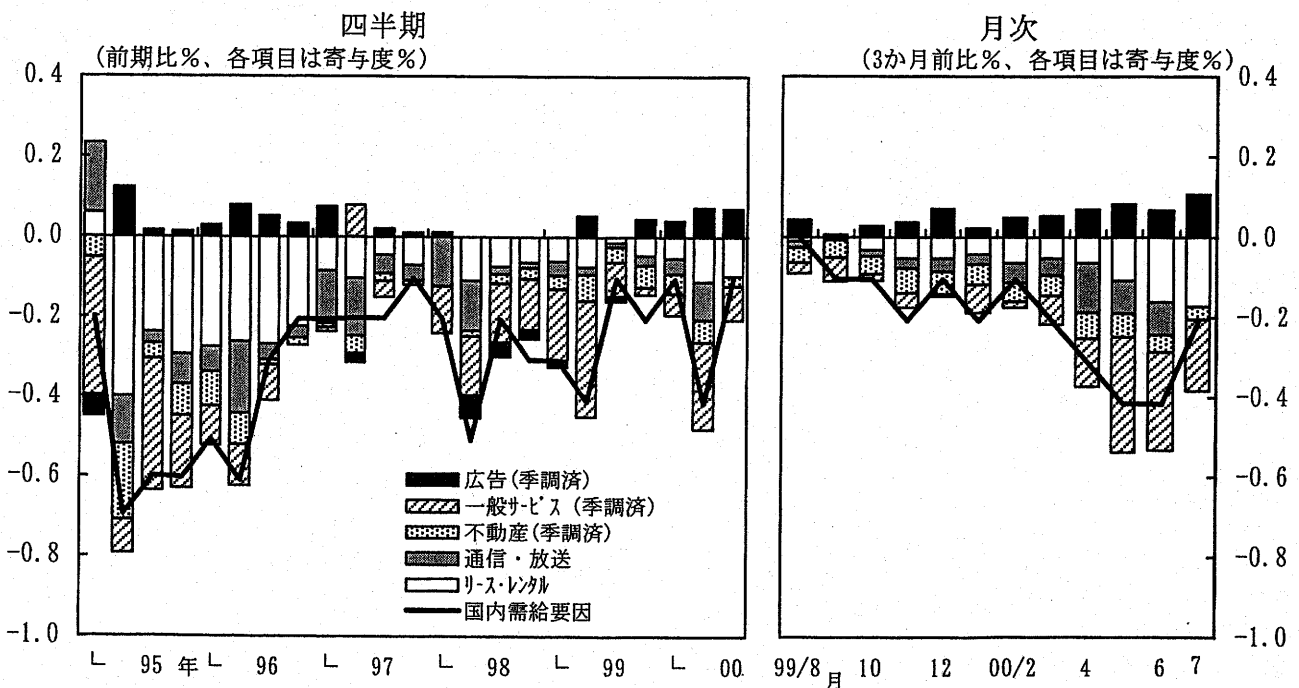
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

# 企業向けサービス価格

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比 (国内需給要因)

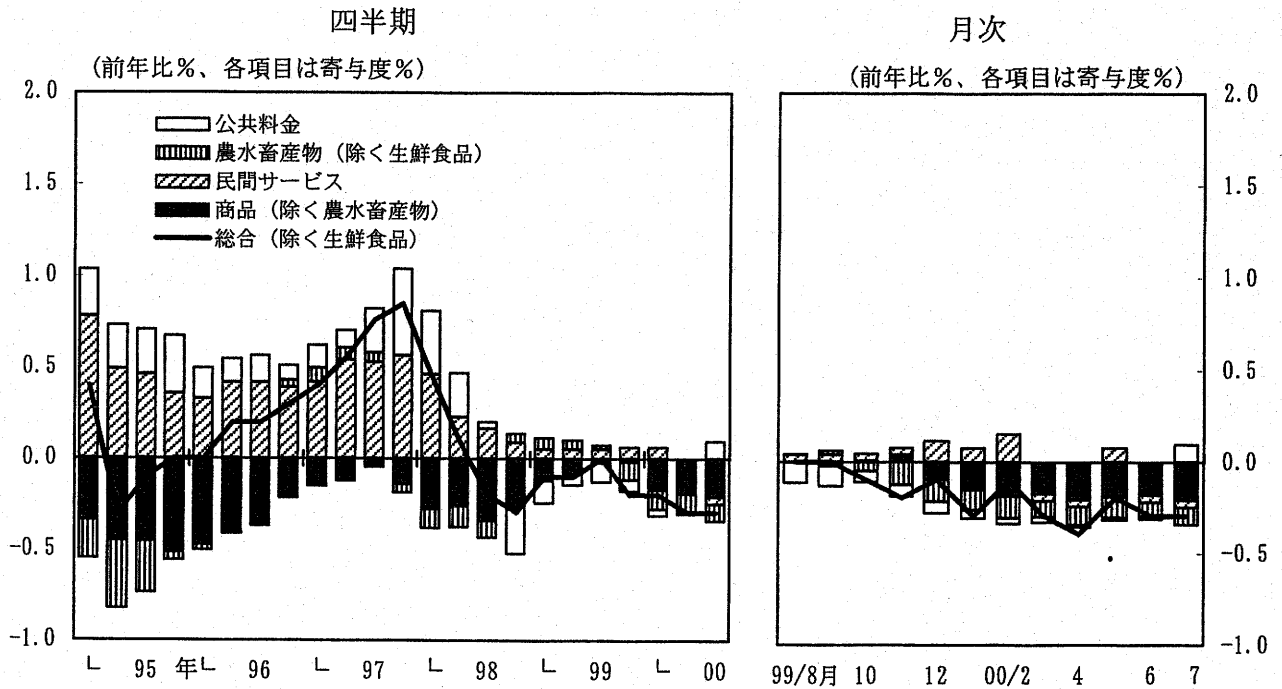


- (注) 1. 国内需給要因とは、月々の価格の動向が主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目の価格。具体的には、CSP I 総平均から、①規制料金（自動車保険〈自賠責〉、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道）、②海外要因（外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客）、③単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い証券関連手数料（企業が社債発行に伴い銀行に支払う事務代理手数料等〈証券引受事務手数料等は含まない〉）を除いたもの。
2. 一般サービスは、国内需給要因から、広告、不動産、リース・レンタル、通信・放送を差し引いたもの。具体的には、金融・保険、運輸、情報サービス、建物サービス、労働者派遣、機械修理等。
3. 3か月前比は、広告中のTVCM、一般サービス中の普通倉庫、不動産中の店舗について、X-12-ARIMA（βバージョン）による季節調整を施した上で計算。同計数は毎月季節調整替えを行う関係から、過去に溯って毎月改訂される。
4. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。
5. 2000年3Qのデータは、2000/7月値を利用して算出。

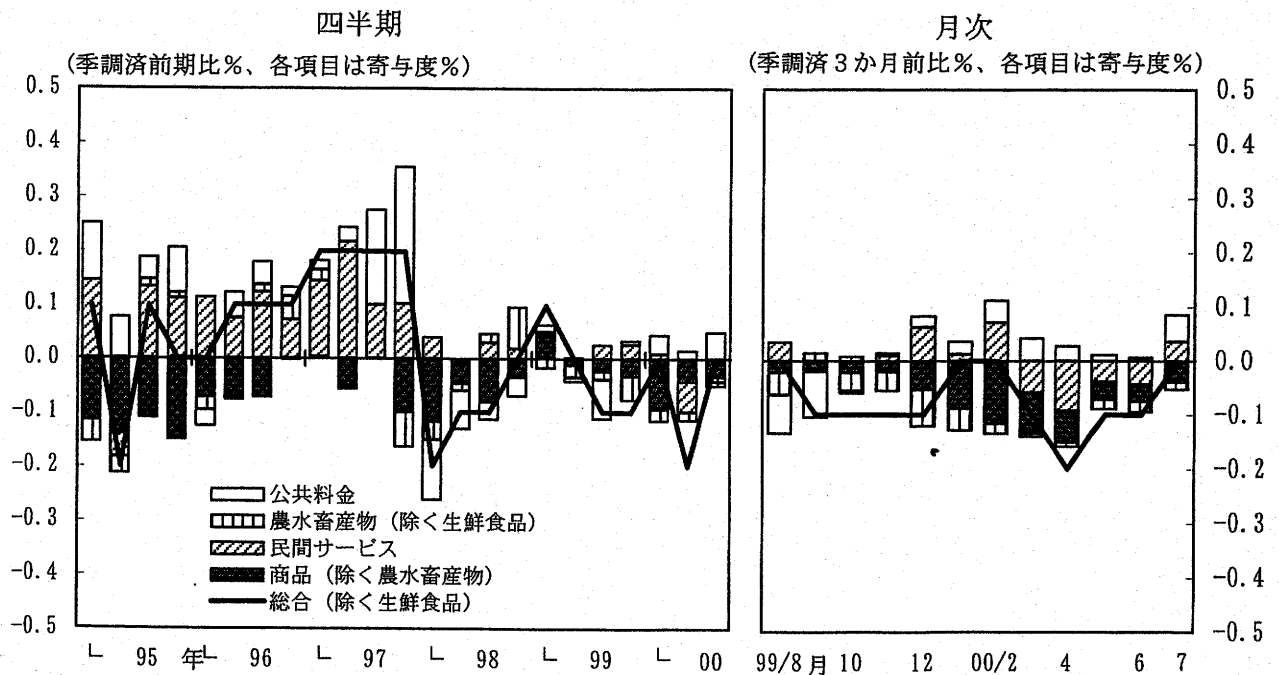
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比

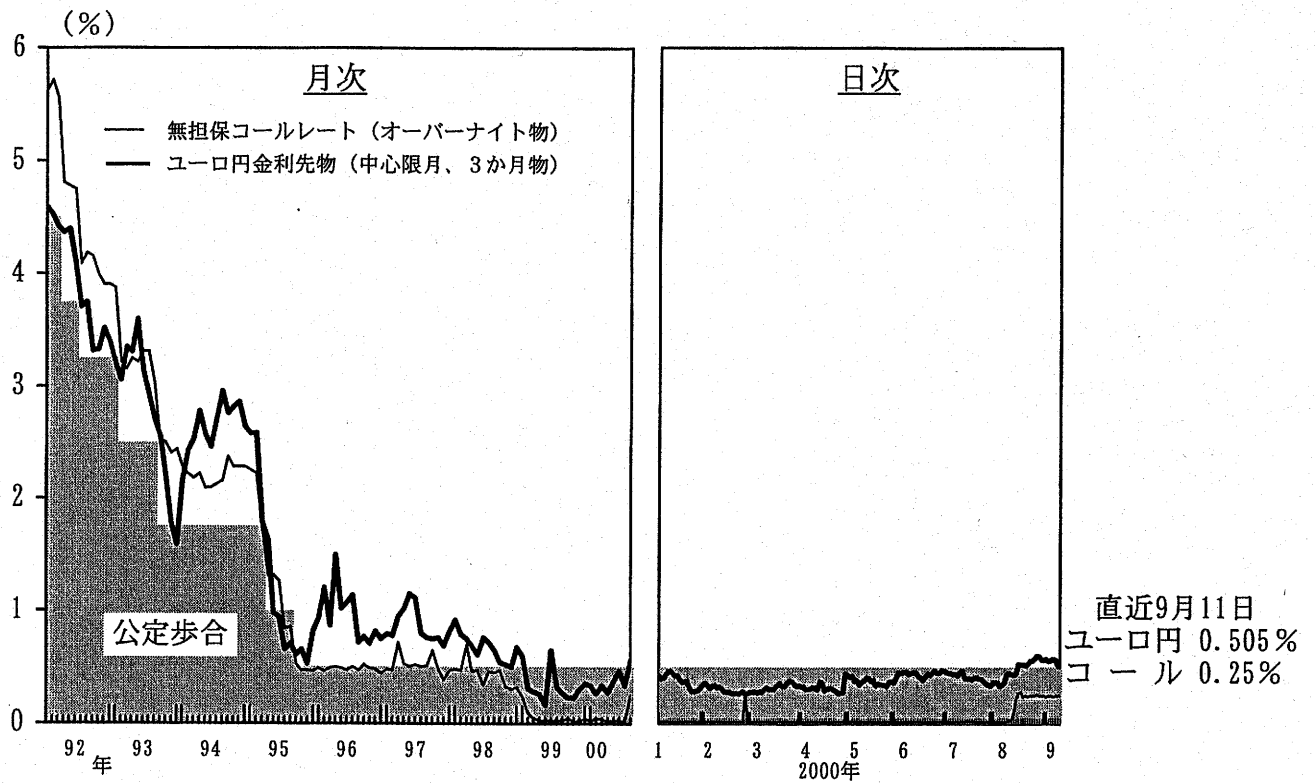


- (注) 1. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース (課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 2. 3か月前比は、X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整値。同計数は毎月季節調整替えを行う関係から、過去に溯って毎月改訂される。なお、合計と項目別の積み上げが完全に一致しないのは、季節調整の誤差による。  
 3. 2000年3Qのデータは、2000/7月値を利用して算出。

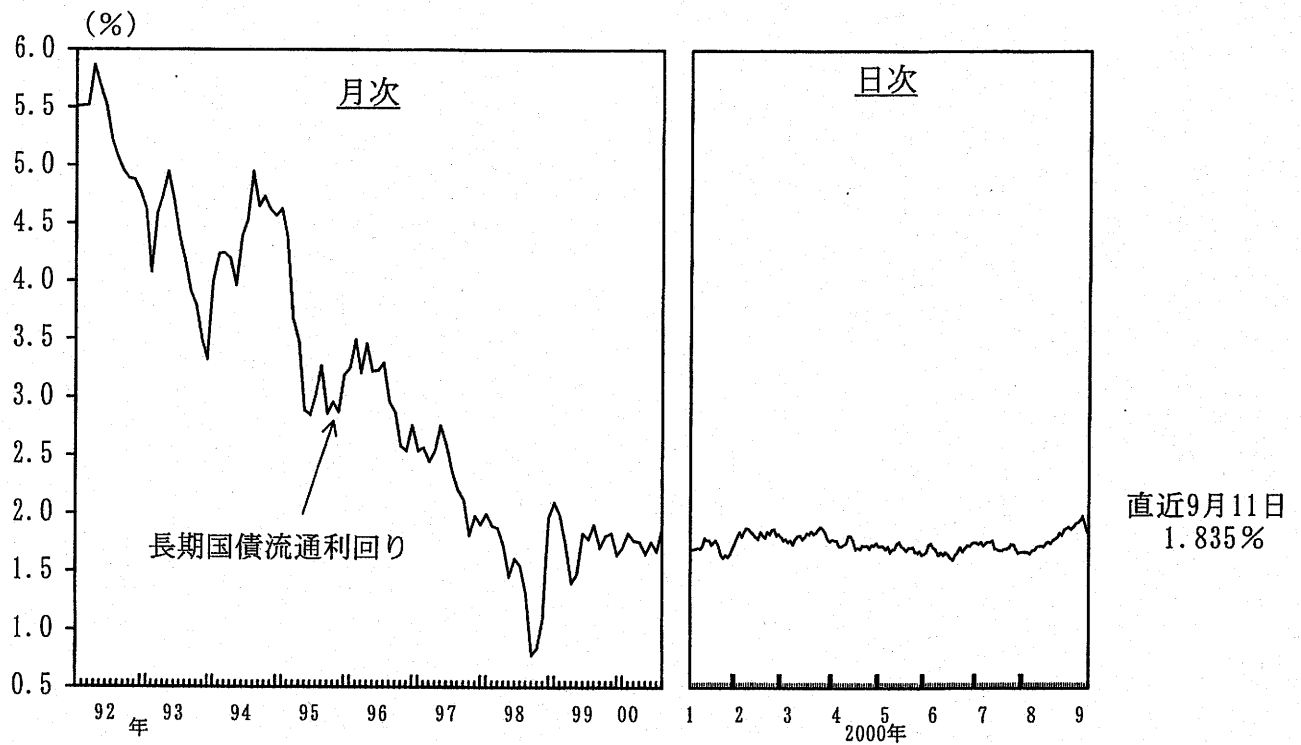
(資料) 総務庁「消費者物価指数」

# 市場金利等

## (1) 短期



## (2) 長期

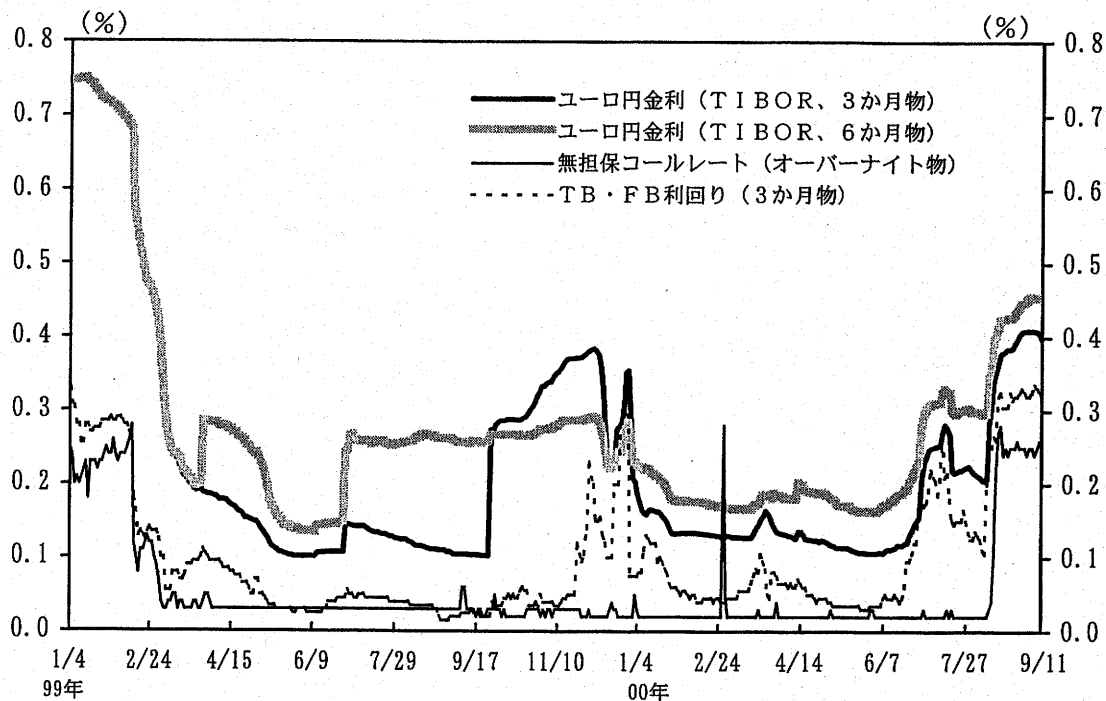


(注) 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。

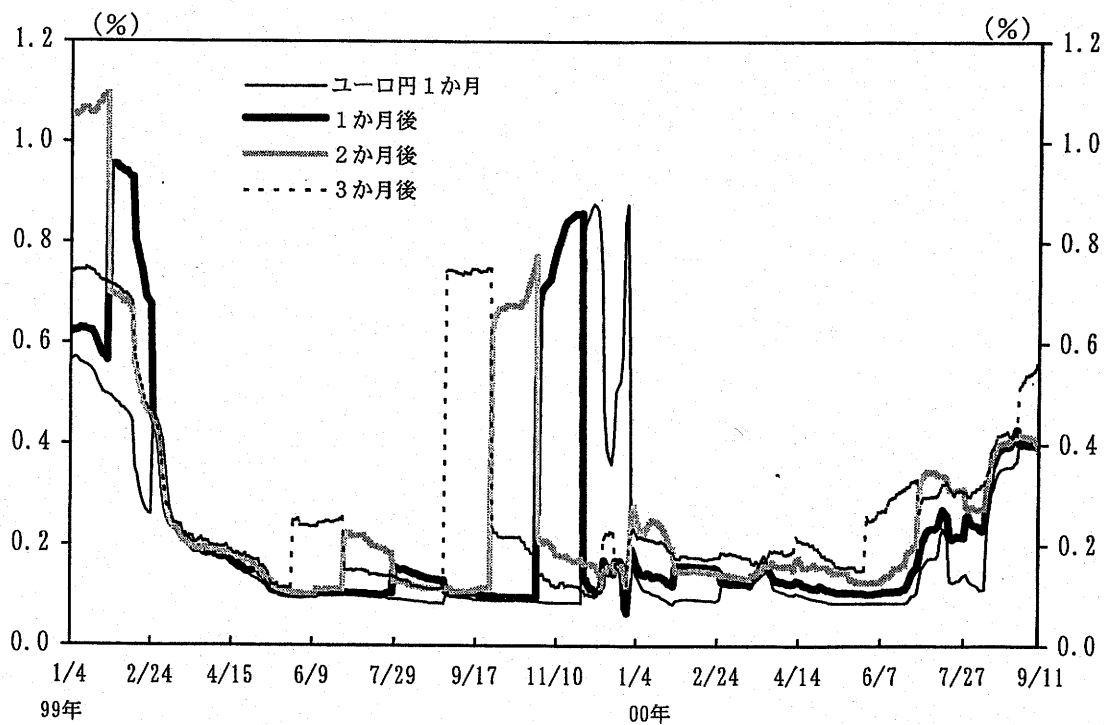
(資料) 日本銀行、東京金融先物取引所、日本相互証券

# 短期金融市場

## (1) ターム物金利



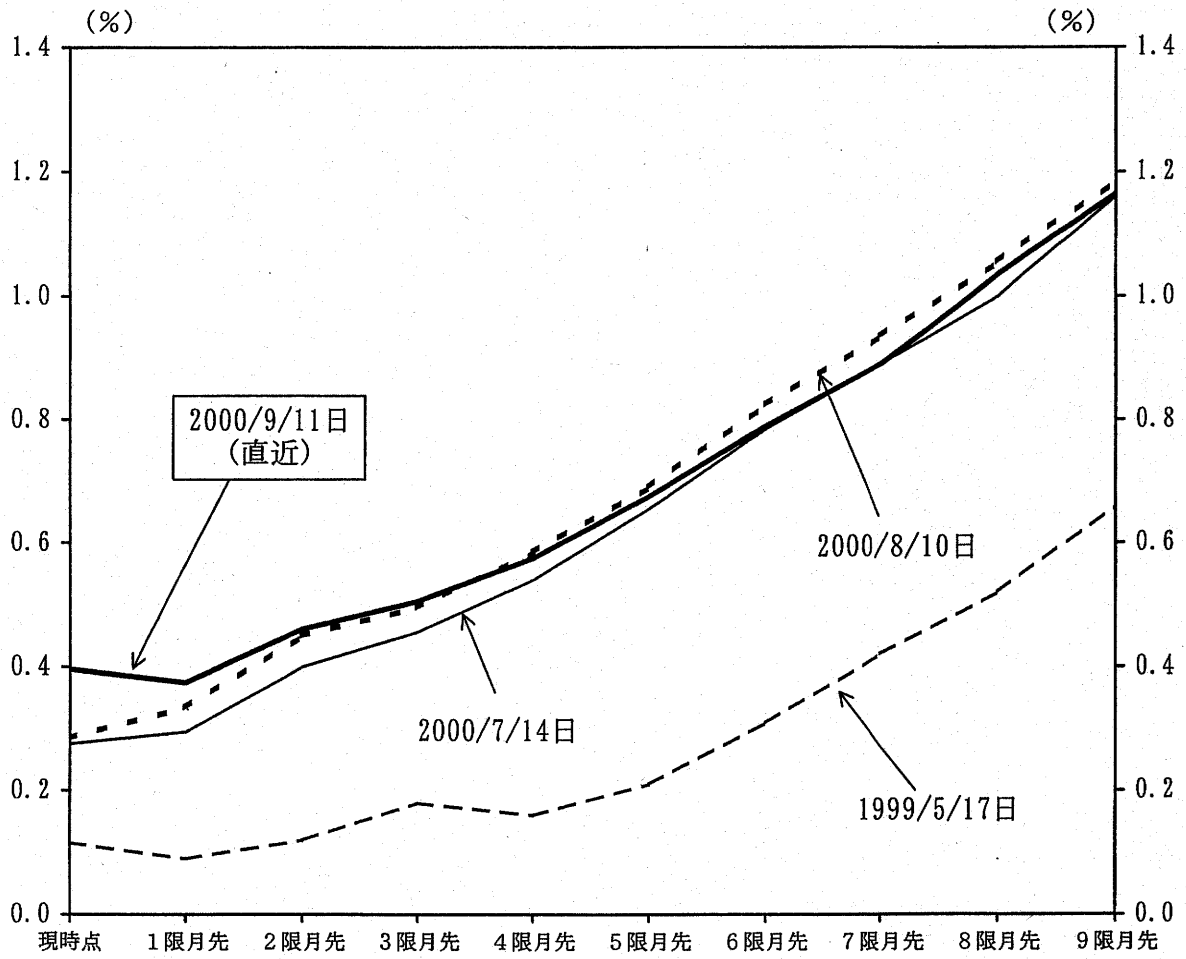
## (2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

(資料) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券

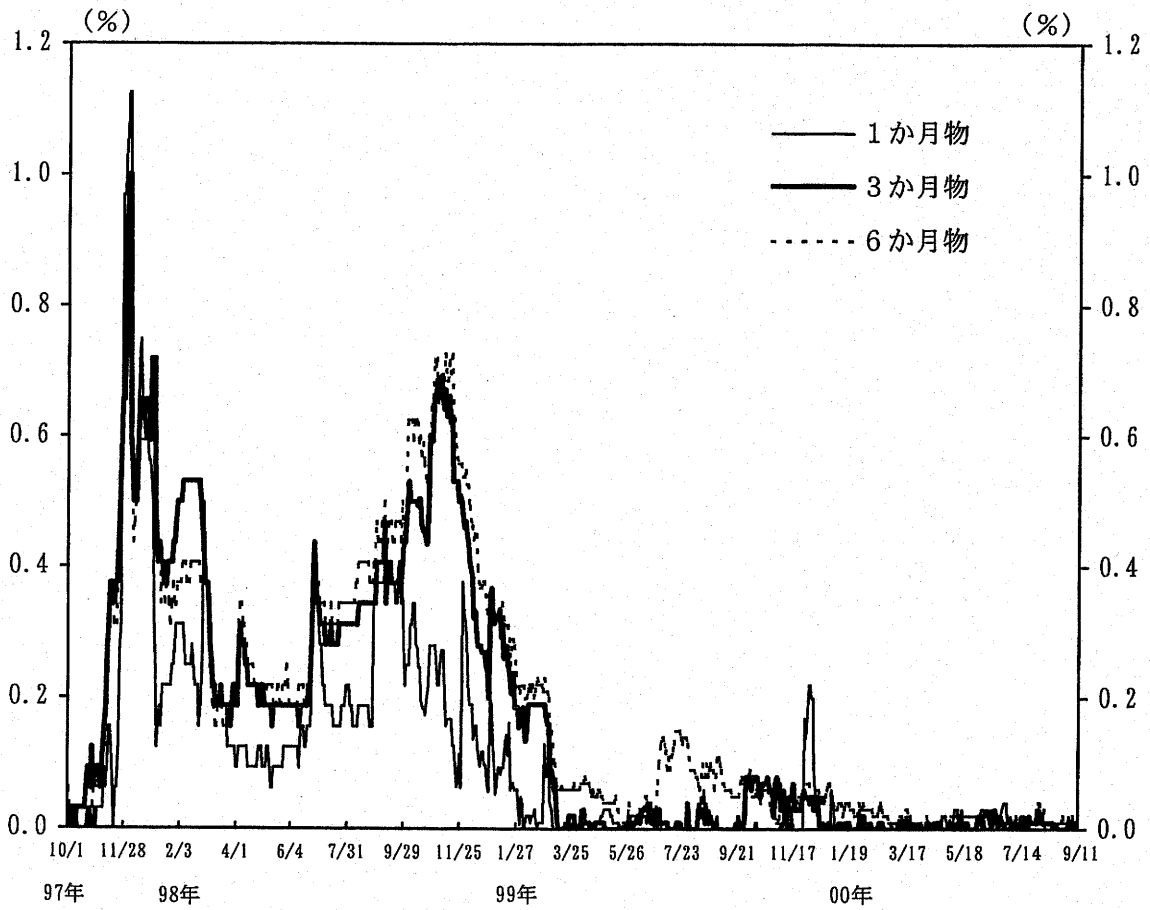
# ユーロ円金利先物 (3 か月)



(資料) 東京金融先物取引所



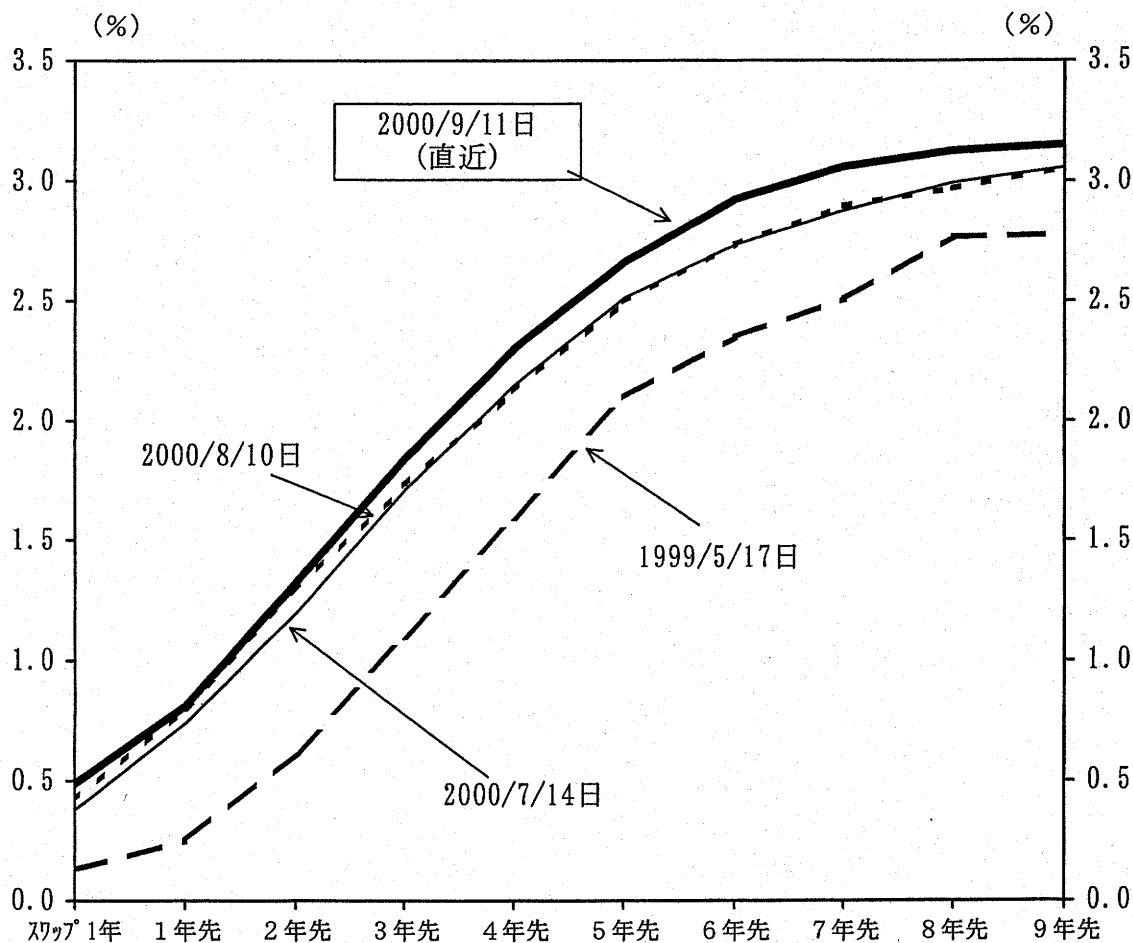
# ジャパン・プレミアム



(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

(資料) British Bankers' Association

### 長期金利の期間別分解



(注) 1年物インプライド・フォワード・レート。円-円スワップ・レートから算出。

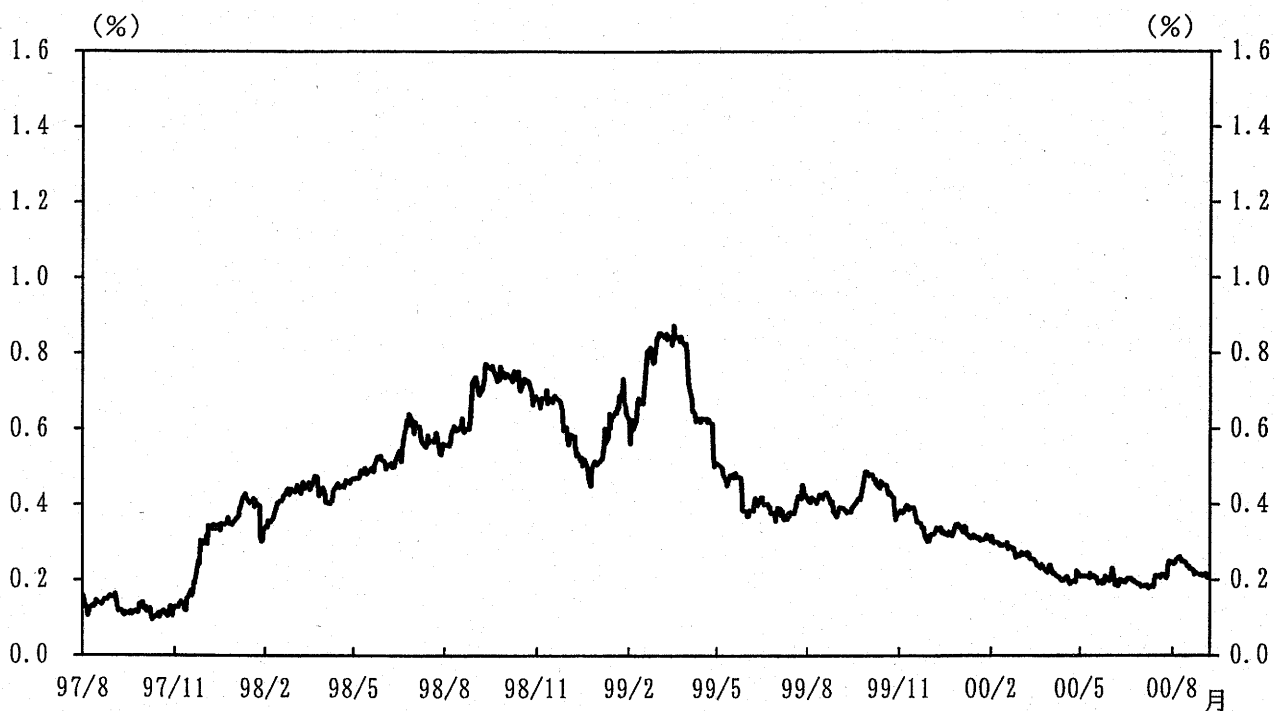
(資料) 共同通信社

## 金融債流通利回り

### (1) 流通利回り



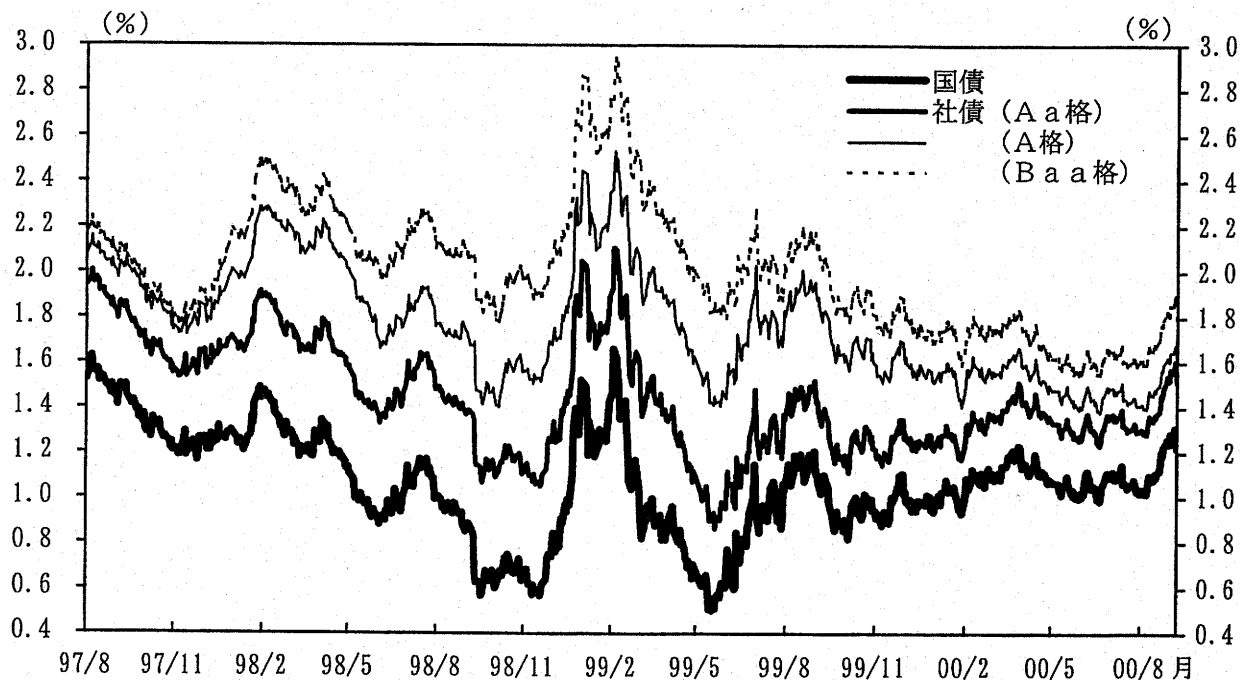
### (2) 利回り格差 (新発興銀債流通利回り - 国債流通利回り)



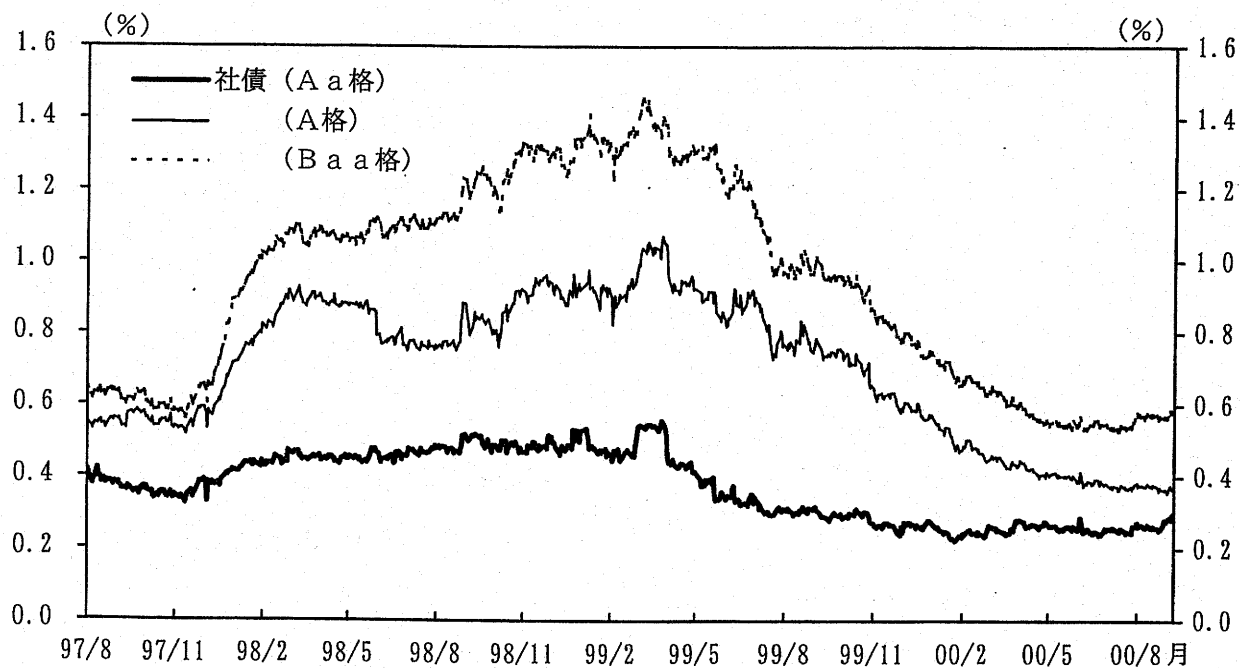
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

## 社債流通利回り

### (1) 流通利回り



### (2) 利回り格差 (社債流通利回り - 国債流通利回り)



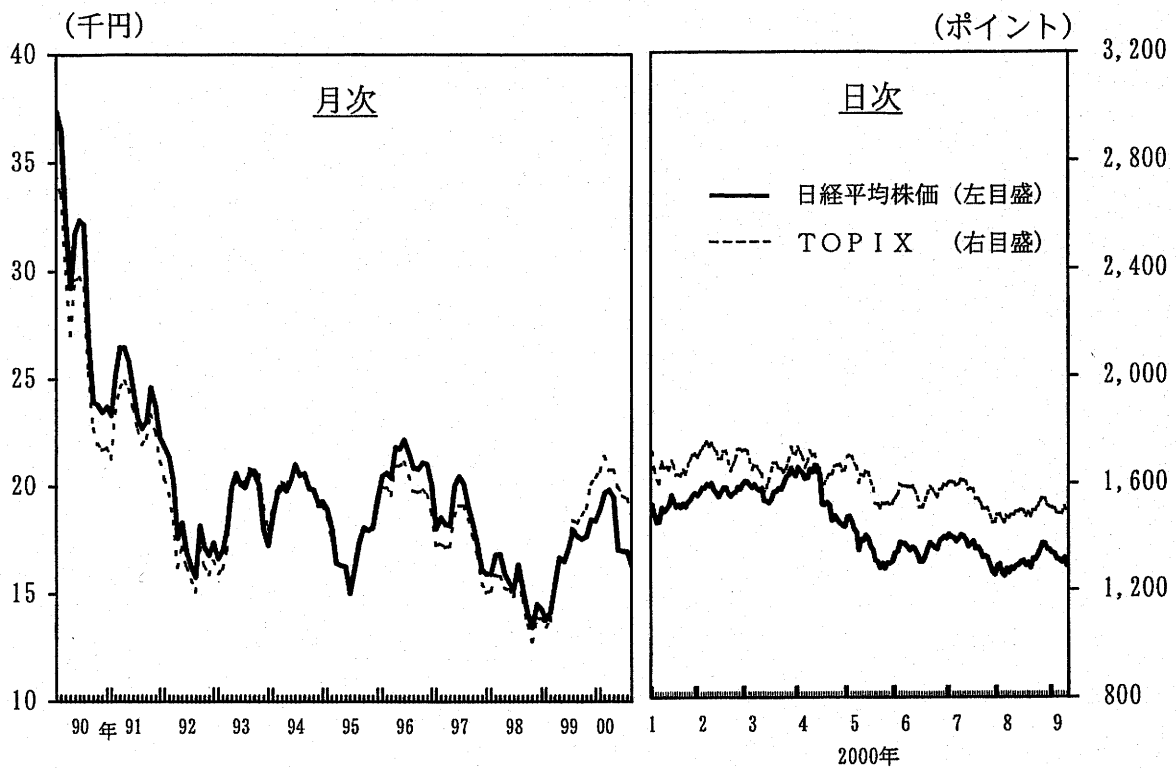
(注) 1. 国債、社債とも残存年数5年。

2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けはムーディーズによる。

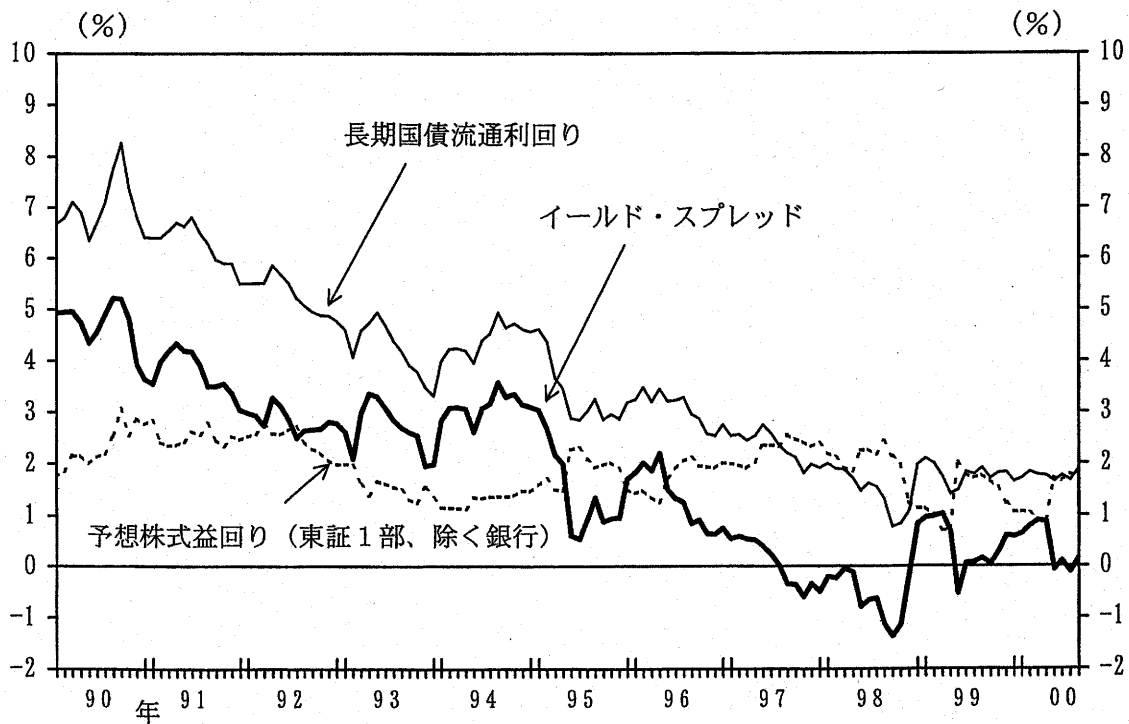
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

# 株 価

## (1) 株式市況



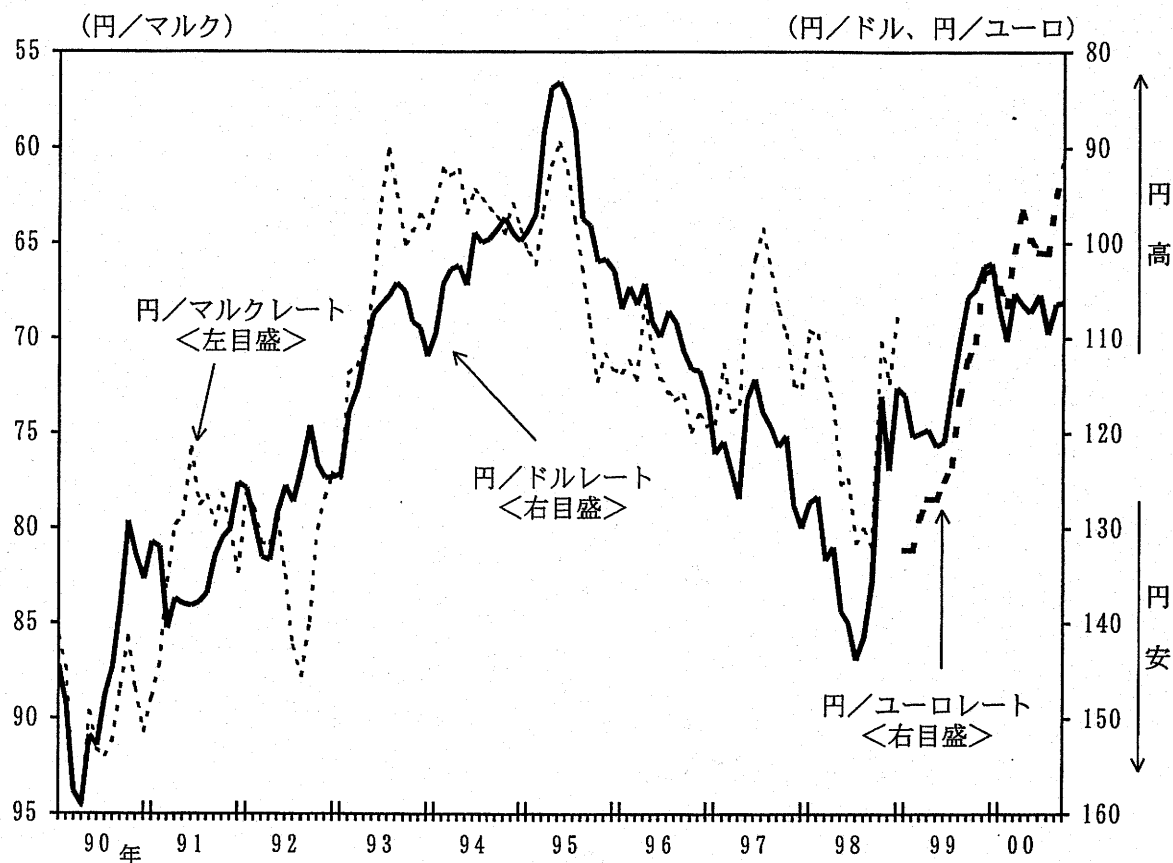
## (2) イールド・スプレッド



- (注) 1. イールド・スプレッド = 長期国債流通利回り - 予想株式益回り  
 予想株式益回り =  $1 / \text{予想PE}$   
 2. 予想株式益回りは大和総研調べ。  
 3. 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、大和総研「大和投資資料」

# 為替レート

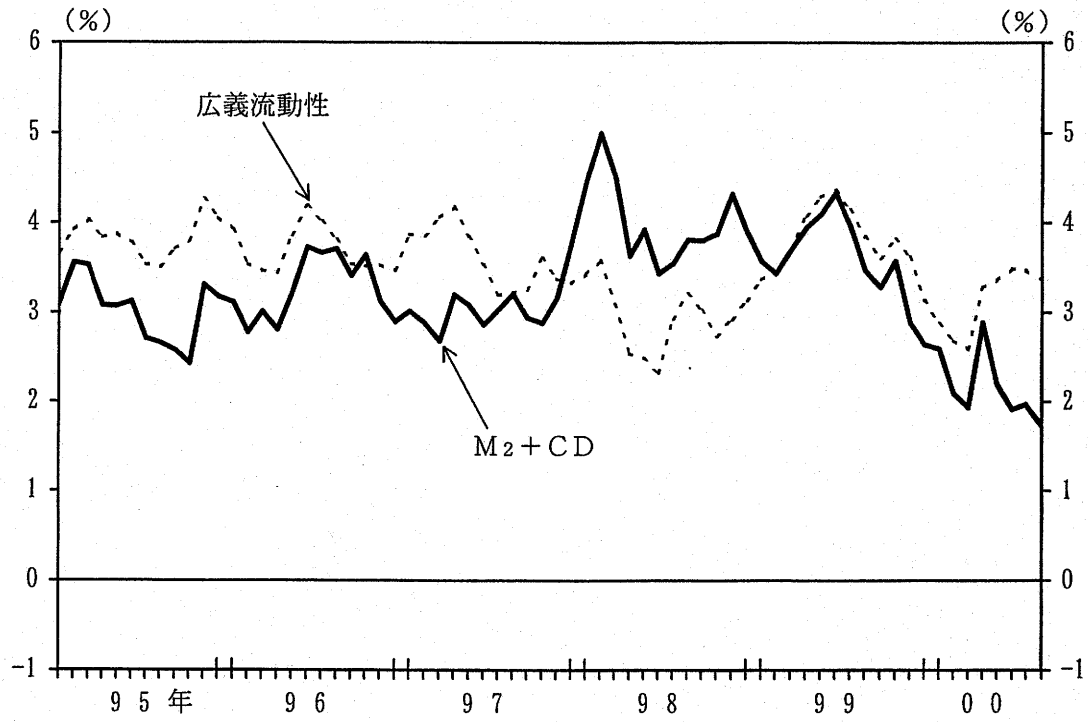


(注) 月末値。ただし、2000年9月は9月11日計数。

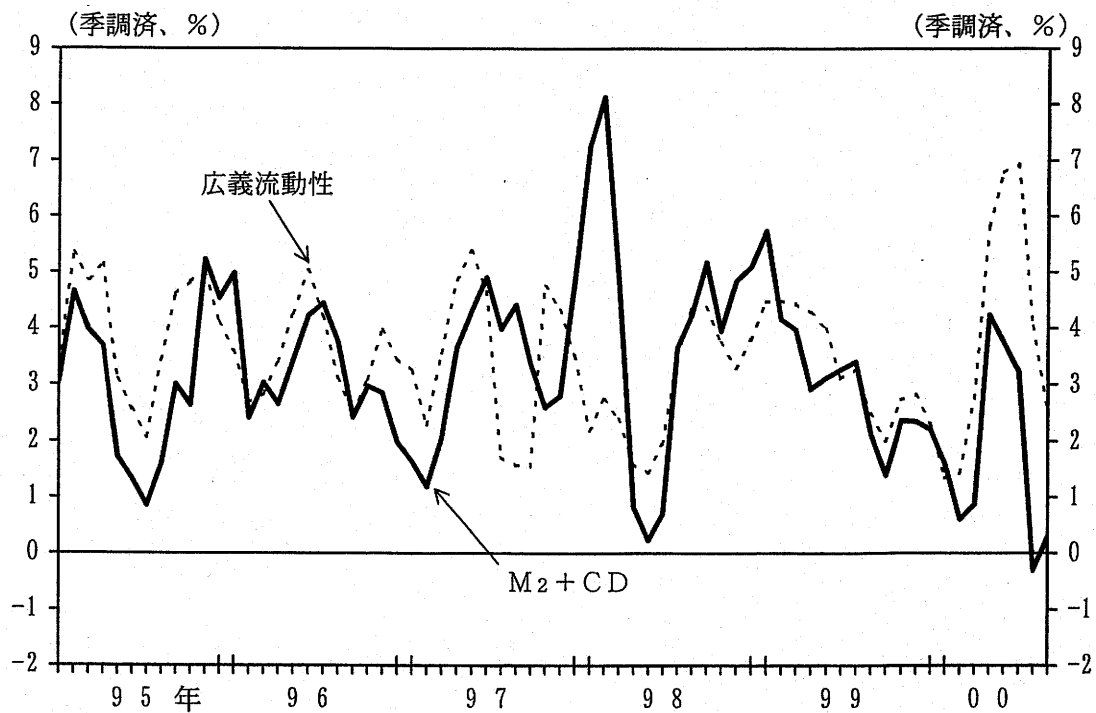
(資料) 日本銀行

# マネーサプライ (M<sub>2</sub> + CD、広義流動性)

(1) 前年比



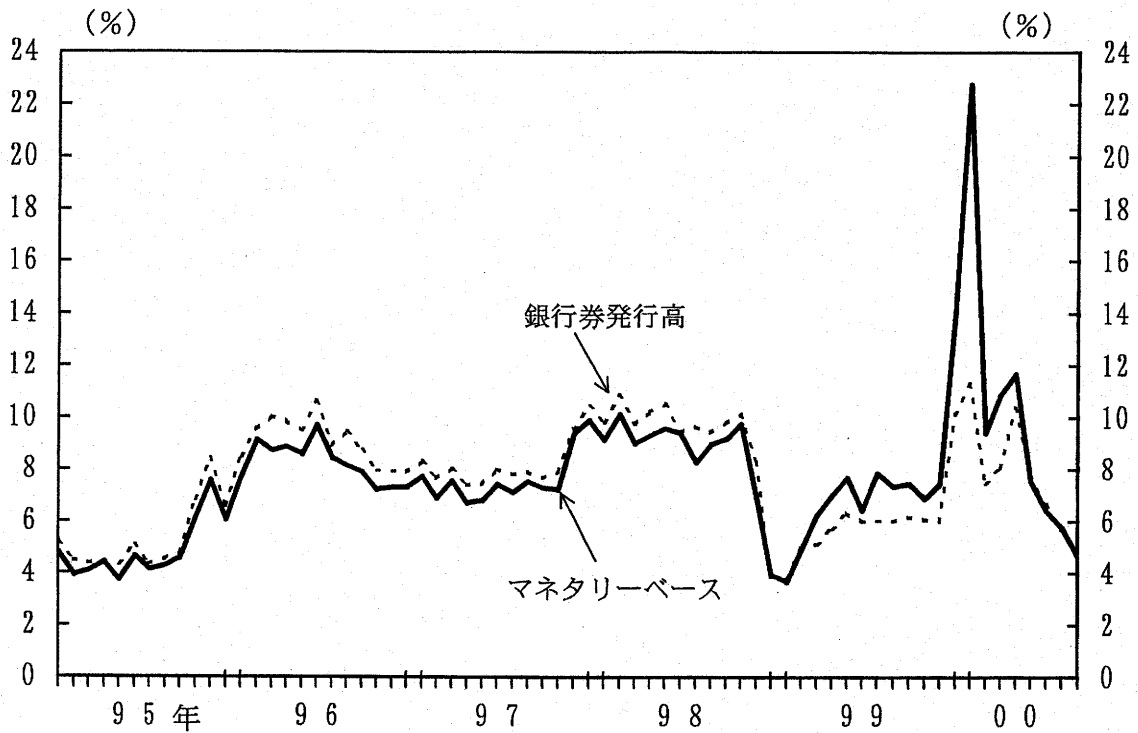
(2) 3か月前比年率



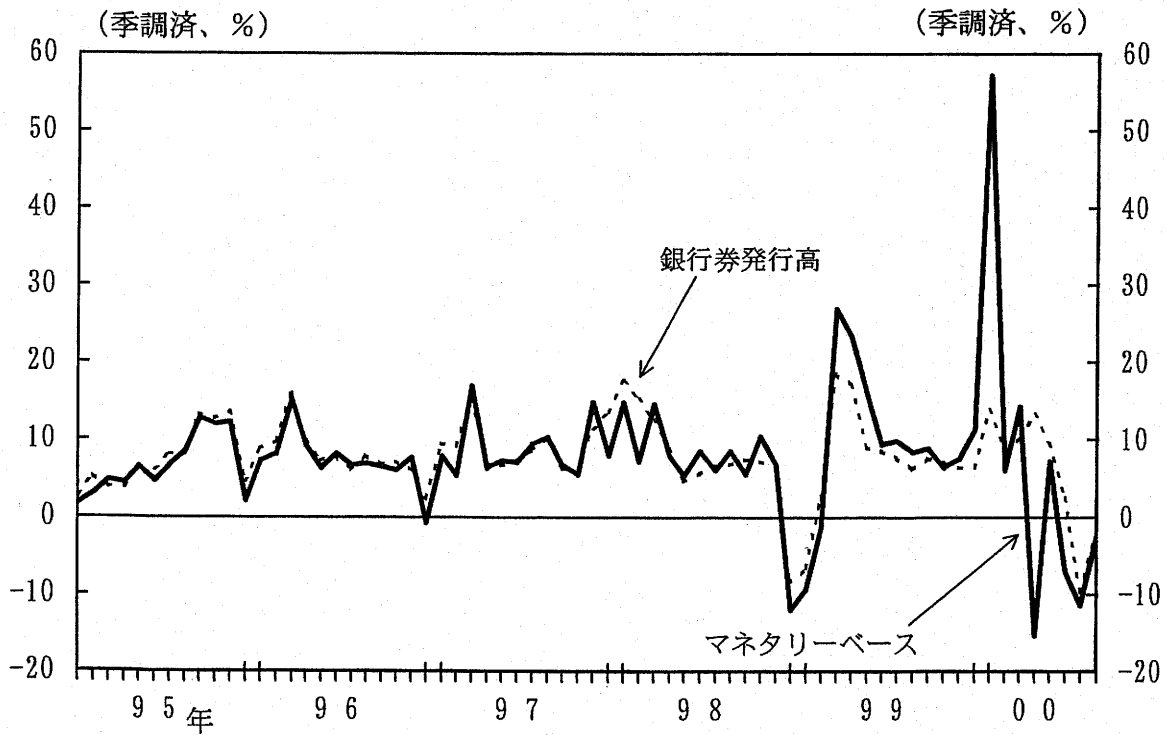
(資料) 日本銀行

# マネタリーベース

(1) 前年比



(2) 3か月前比年率

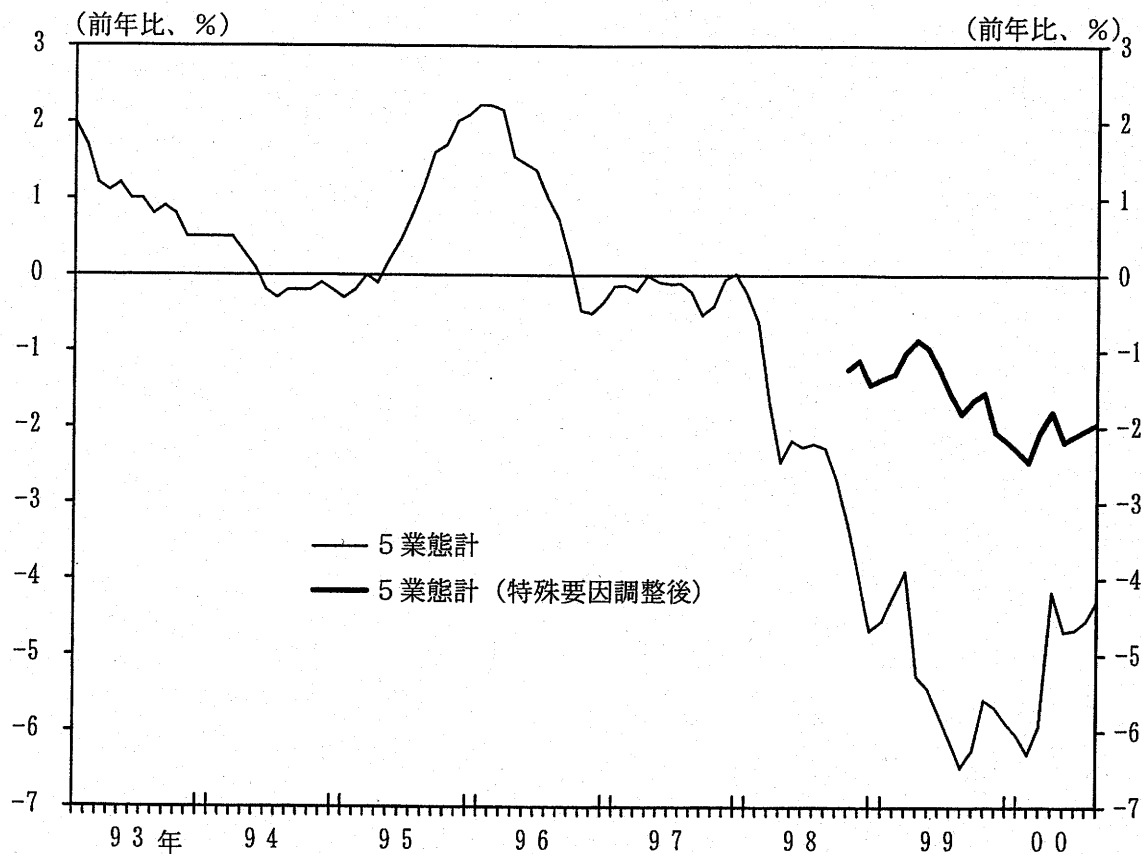


(注) マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣<ともに金融機関保有分を含む>) + 日銀当座預金

(資料) 日本銀行



## 民間銀行貸出

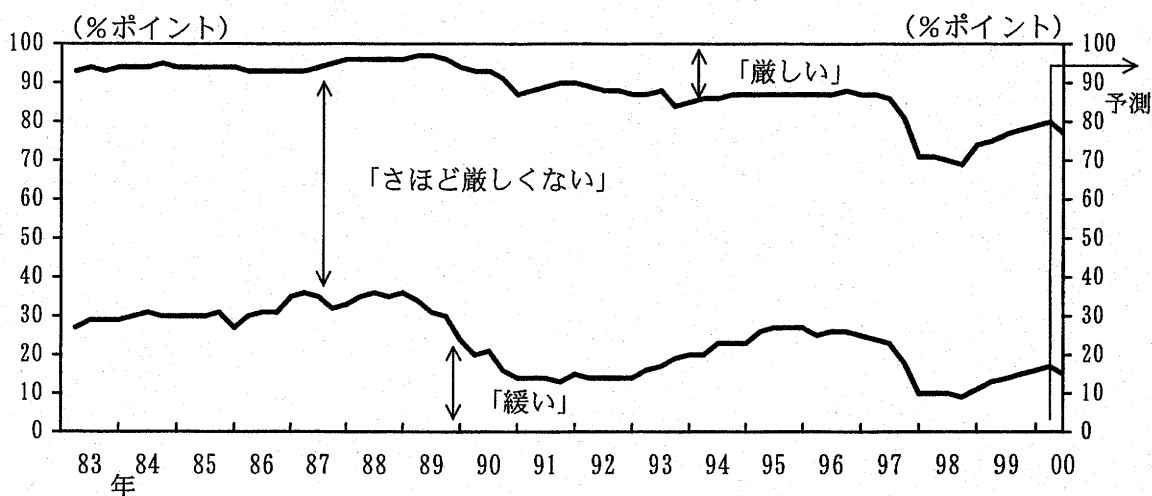


- (注) 1. 総貸出平残ベース。  
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。  
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

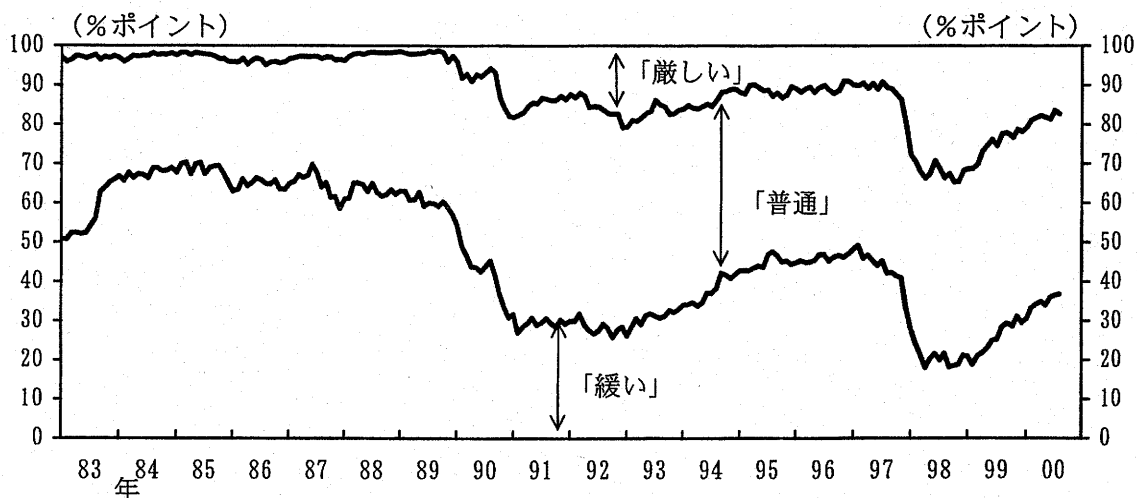
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

## 中小企業からみた金融機関の貸出態度

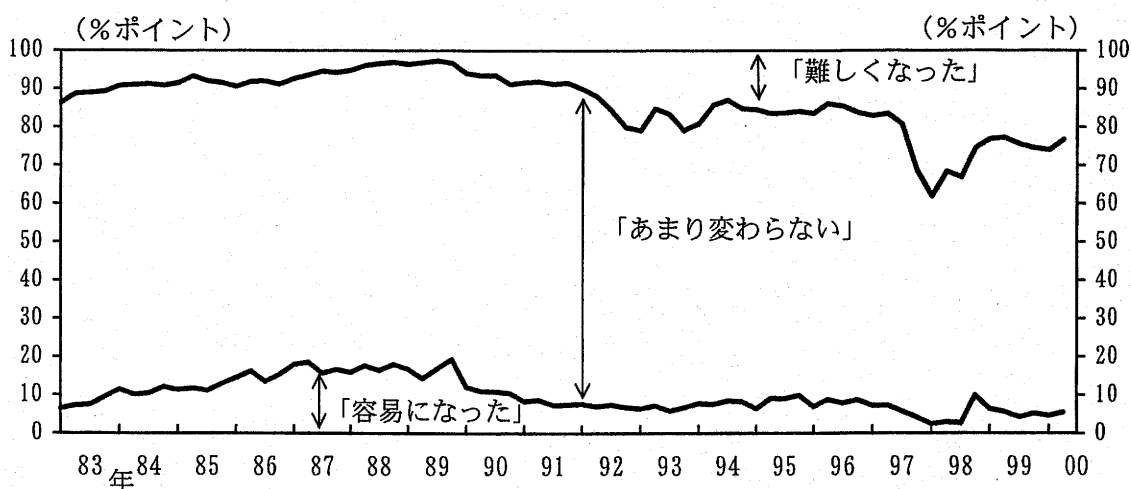
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点8月中旬)



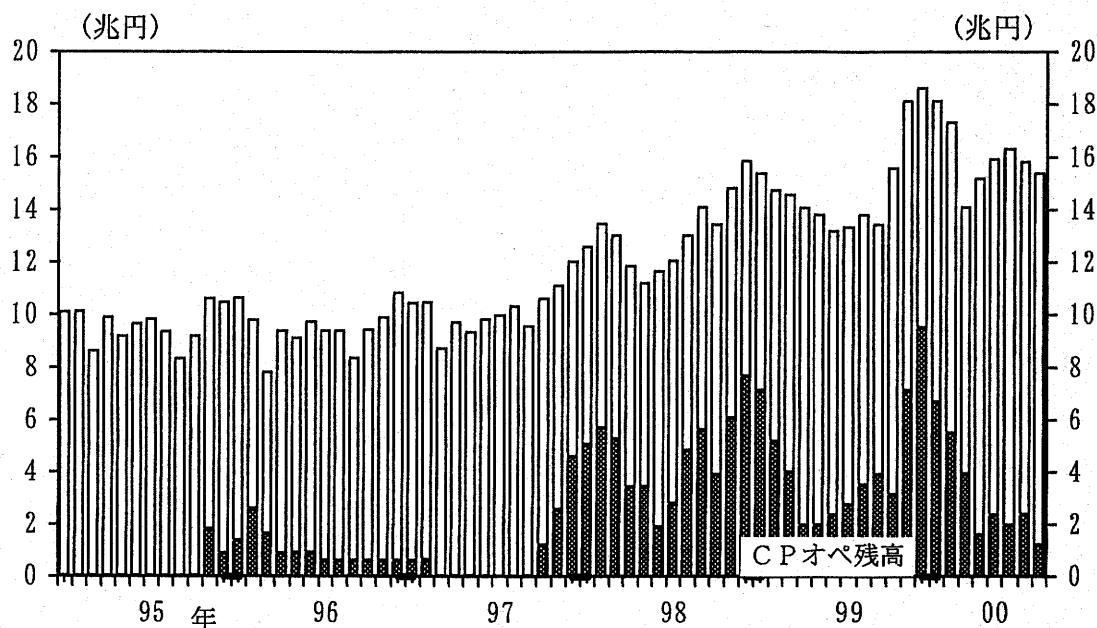
(3) 国民生活金融公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点6月中旬)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、国民生活金融公庫「全国小企業動向調査」

## 資本市場調達

### (1) CP発行残高(未残)

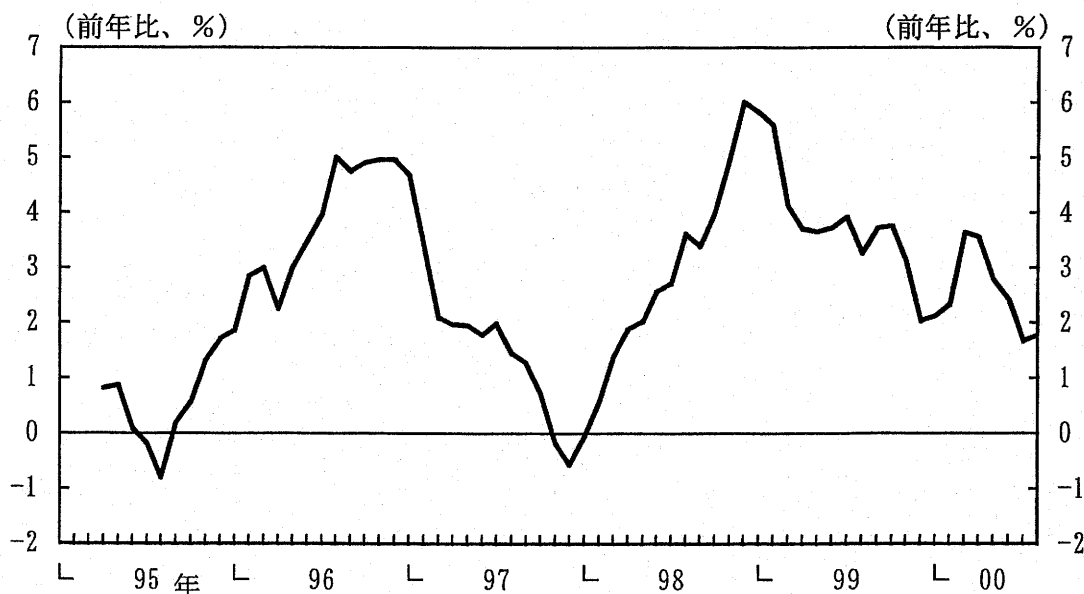


(注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行CPを含まない。

### (2) 社債発行額

	(億円)					
	2000/3月	4月	5月	6月	7月	8月
発行額	8,290	6,429	5,384	9,793	3,594	8,417
(前年)	(11,556)	(8,807)	(10,688)	(14,923)	(10,358)	(5,417)

### (3) 社債発行残高(未残前年比)

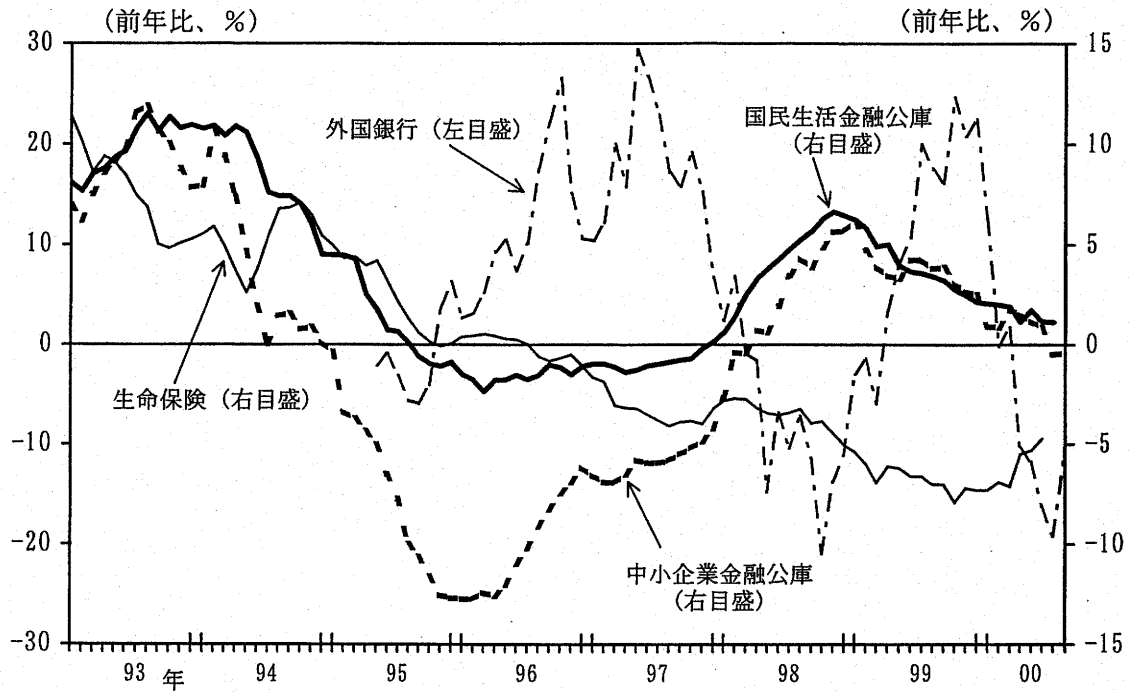


(注) 1. 普通社債、転換社債、ワラント債の合計。  
2. 銀行普通社債を含まない。  
3. アイ・エヌ情報センターのデータに基づき推計。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、  
アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」

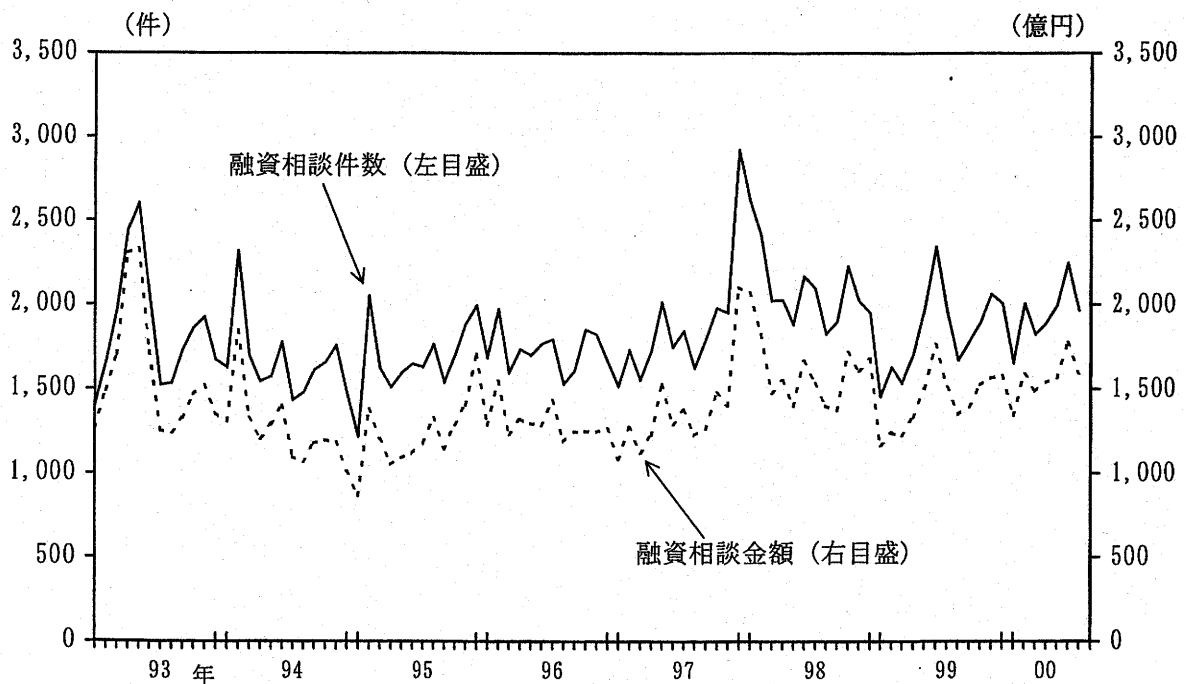
## その他金融機関貸出

### (1) その他金融機関貸出



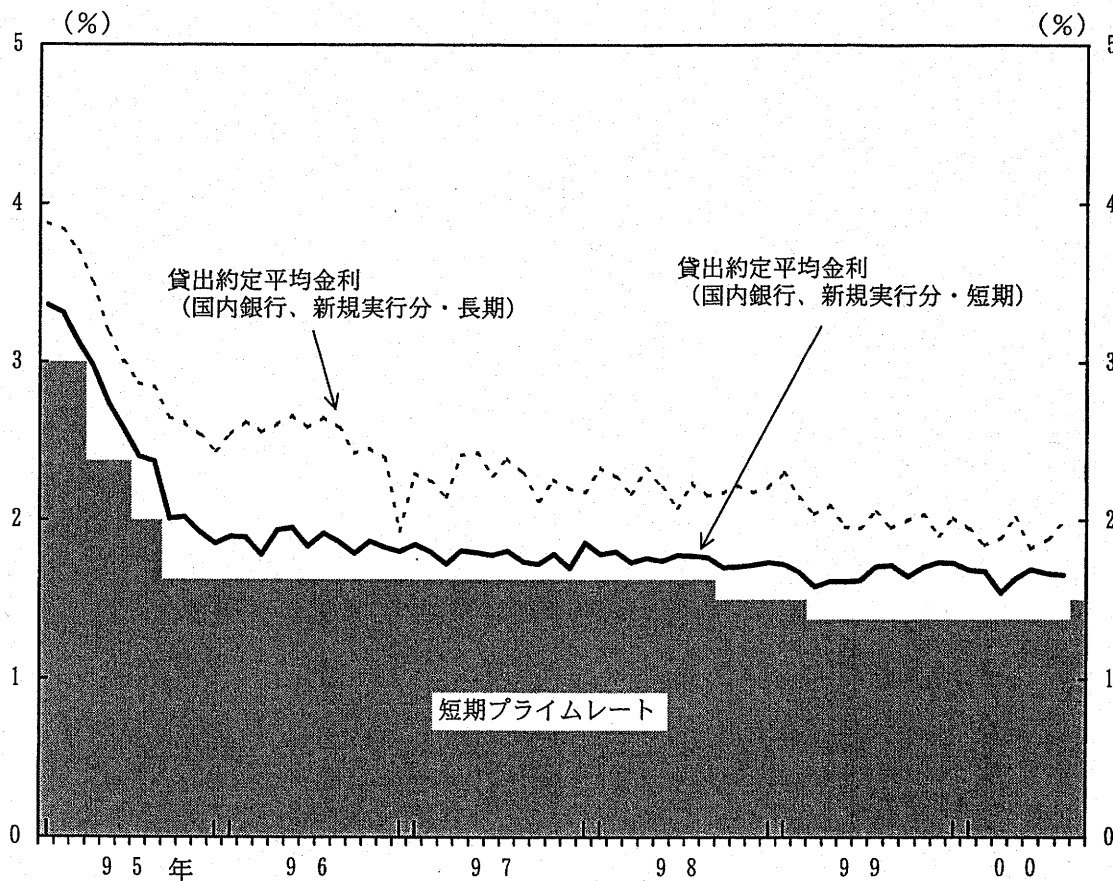
(注) 外銀は平残ベース。その他は末残ベース。

### (2) 中小企業金融公庫の融資相談件数・金額 (直貸分)



(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、中小企業金融公庫「業務概況」

# 貸出金利

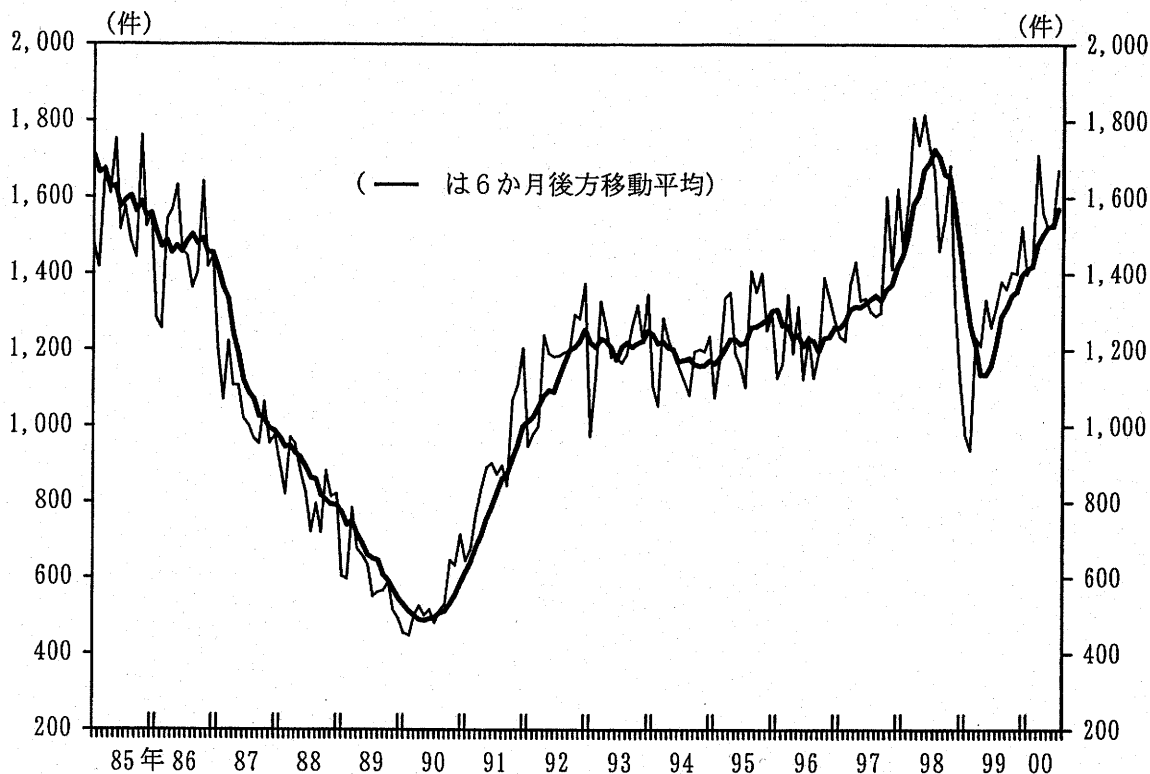


(注) 短期プライムレートは月末時点。

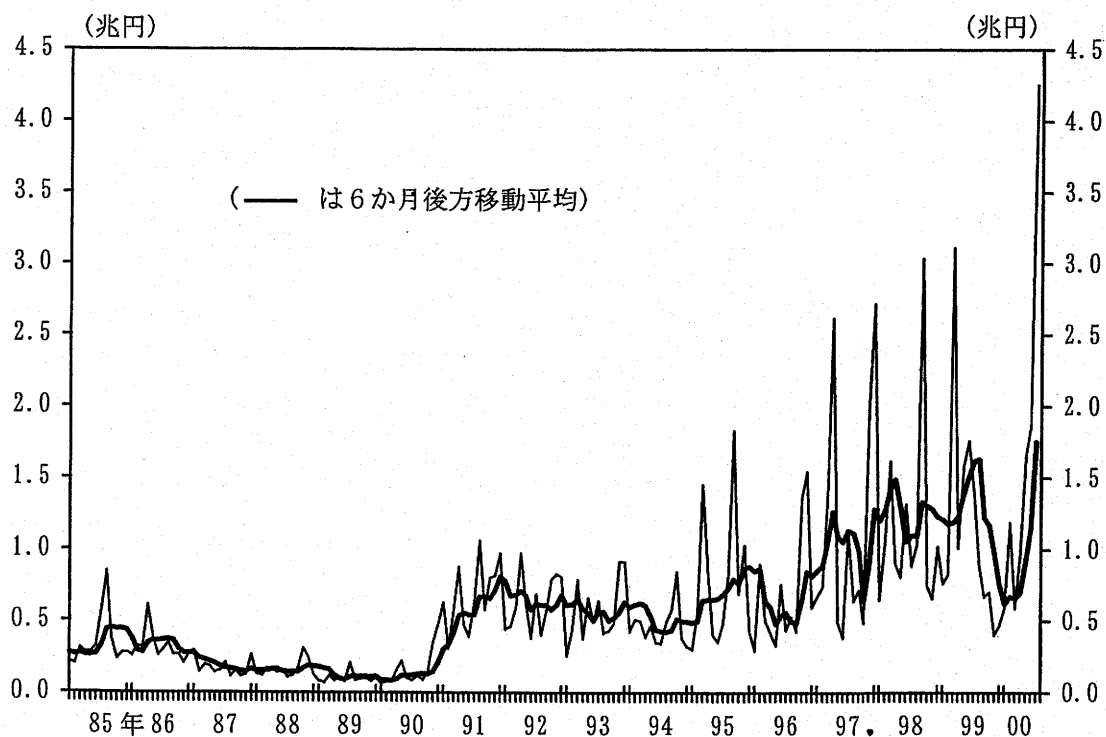
(資料) 日本銀行

# 企業倒産

(1) 倒産件数



(2) 倒産企業負債金額



(資料) 東京商工リサーチ「倒産月報」

注意

<特定情報：有（種類：マケット関連情報）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

2000年9月  
調査統計局

9月金融経済月報「基本的見解」の前月からの相違点（実体経済部分）

2000年9月

2000年8月

(総論) わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

- (各論) ・公共投資 … 補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている。
- ・純輸出 … 堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っている。
- ・住宅投資 … 概ね横這いで推移している。
- ・個人消費 … 一部指標にやや明瞭さが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。
- ・設備投資 … 増加基調を続けている。
- ・鉱工業生産 … 増加している。
- ・企業の業況感 … 企業の収益や業況感も改善を続けて（いる。）
- ・企業行動 … 成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。

(先行き) ・所得形成 … 家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続く、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。

(先行き) 今後の経済情勢については、公共投資が減少する一方、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もともと、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなる。以上を全体としてみれば、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和の継続も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

(物価) 物価面をみると、輸入物価は、4月以降の原油等国際商品市況の上昇等を反映して、上昇している。国内卸売物価は、原油価格の上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。消費者物価は、原油価格上昇の影響から石油製品、電力が上昇したものの、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さ由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないやや弱含みで推移するものと考えられる。

わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

- ・公共投資 … 補正予算の執行に伴い高水準で推移している。
- ・純輸出 … 堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っている。
- ・住宅投資 … 概ね横這いで推移している。
- ・個人消費 … 一部指標にやや明瞭さが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。
- ・設備投資 … 増加を続けている。
- ・鉱工業生産 … 増加している。
- ・企業の業況感 … 企業の収益や業況感も改善を続けて（いる。）
- ・企業行動 … 成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。

(先行き) ・所得形成 … 家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続く、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。

今後の経済情勢については、公共投資は遠からず減少に転じるとみられるものの、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もともと、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなる。以上を全体としてみれば、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和の継続などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

物価面をみると、輸入物価は、4月以降の原油等国際商品市況の上昇等を反映して、上昇している。国内卸売物価は、原油価格の上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。消費者物価は、民間サービス価格がやや弱含んでいるほか、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さ由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないやや弱含みで推移するものと考えられる。

<特定情報：有（種類：マーケット関連情報）>  
 <配付先：金融政策決定会合関係者限り>

## 9月金融経済月報「基本的見解」の前月との比較（金融部分）

2000年9月

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、8月11日の金融政策決定会合で金融市場調節方針が変更されたことに応じて上昇し、概ね0.25%前後の水準で推移している。この間、コール市場残高は、増加している。ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除を受けるかたちで、8月下旬にかけて上昇し、その後は概ね横這いで推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、8月後半以降は上昇傾向を辿り、一時1.9%台後半まで上昇したが、最近では1.8%台半ばで推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りは、総じてみれば、概ね横這いないしやや縮小している。

株価は、8月中下旬に上昇したが、8月末以降は下落に転じており、最近では概ね8月中旬並みの水準で推移している。

円の対米ドル相場は、8月中旬には一時109円台まで下落したものの、それ以降は円高が進み、最近では概ね105～106円台で推移している。金融の量的側面をみると、民間銀行では、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。

資金需要面では、収益回復に伴う高水準のキャッシュ・フローを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調的には弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナスマ幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある。社債やCPの発行は、落ち着いた動きとなっている。

8月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ低下した。企業の資金調達コストは、ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を背景に、足許、わずかながら上昇している。

以上のような環境のもとで、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業の金融の緩和傾向に、大きな変化は生じていないとみられる。

1 「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。」

2000年8月

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、若干減少している。

ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除観測の変化を反映するかたちで、7月中旬以降、一旦低下したが、足許では再び上昇している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、足許やや上昇し、1.7%台半ばで推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りは、総じてみれば、概ね横這い圏内で推移している。

株価は、7月中旬以降、大手小売業者の民事再生法適用申請や米国株価の軟調等を受けて下落した。

円の対米ドル相場は、7月末にかけて緩やかな円安傾向となり、一時110円附近まで下落したが、最近では概ね107～108円台で推移している。

金融の量的側面をみると、民間銀行は、基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されておらず、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、融資を回復させようとする姿勢を続けている。

しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

7月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ上昇した。

以上のような環境のもとで、企業からみた金融機関の貸出姿勢は厳しさが後退しており、企業金融には緩和感が広がりがつつある。



公表時間

9月20日(水) 14時

2000.9.20

日本銀行

要 注 意

<特定情報：有（種類：マーケット関連情報）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合

議事要旨

(2000年7月17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、2000年9月14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：2000年7月17日(9:00～12:31、13:13～16:01)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長 速水 優 (総 裁)  
藤原作弥 (副 総 裁)  
山口 泰 ( 〃 )  
武富 将 (審議委員)  
三木利夫 ( 〃 )  
中原伸之 ( 〃 )  
篠塚英子 ( 〃 )  
植田和男 ( 〃 )  
田谷禎三 ( 〃 )

4. 政府からの出席者：

大蔵省 村田吉隆 総括政務次官 (9:00～16:01)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:00～16:01)

(執行部からの報告者)

理事	増 渕 稔
理事	永 田 俊 一
金融市場局長	山 下 泉
調査統計局長	村 山 昇 作
国際局長	平 野 英 治
企画室審議役	白 川 方 明
企画室企画第1課長	雨 宮 正 佳
調査統計局企画役	吉 田 知 生

(事務局)

政策委員会室長	横 田 格
政策委員会室審議役	村 山 俊 晴
政策委員会室調査役	飛 田 正 太 郎
企画室調査役	栗 原 達 司
企画室調査役	内 田 眞 一

## I. 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月12日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月21日に公表することとされた。

## II. 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、前回の会合（6月28日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.02～0.03%で落ち着いた展開を辿った。

この間、市場では、今回会合でのゼロ金利解除を見越してゼロ金利の間に準備預金の積みを進捗させる動きが台頭したため、先週末には、オーバーナイト金利に上昇圧力がかかった。もっとも、日本銀行が大量の資金供給を行ったこともあって、結果としては加重平均レートは0.03%となった。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

短期金融市場では、今回決定会合での0.25%の利上げをほぼ完全に織り込む動きとなった後、12日夕に発表された「そごう」の民事再生法適用申請により、解除観測は大きく後退した。ただ、金利の低下幅は、長めのタームほど小さく、仮に今回見送られても、8月ないし9月の会合で解除される可能性が大きい、という市場の見方を反映する形となっている。

長期金利（10年債流通利回り）も、このような金融政策を巡る思惑を反映して概ね同様の動きを示した。もっとも、当面は、ゼロ金利解除の有無にかかわらず、1.6%から1.9%のレンジ内の動きにとどまるとの見方がコンセンサスとなっているように窺われる。

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、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。」

株式市場では、長短金利の上昇にもかかわらず、米国株価の堅調を背景に、強含みで推移したのち、「そごう」の民事再生法適用申請を受けて17,000円ぎりぎりまで水準を切り下げた。この間、NASDAQの急落以降続いていた外国人投資家による日本株の売却は、一服してきている。

## (2) 為替市場

円の対ドル相場は、ゼロ金利政策解除観測が強まっているにもかかわらず、むしろ円安方向の動きとなっている。これは、①米国株価が堅調に推移していること、②一部格付機関による日本国債格下げや「そごう問題」など日本サイドの悪材料が続いたこと、などによるものである。市場の一部には、この段階でのゼロ金利政策解除は、日本経済にマイナスとの見方から円安要因になるとみる向きもある。

## 3. 海外金融経済情勢

米国では、内需主導の力強い拡大が続いているが、最近の経済指標には景気減速を示唆するものが多い。これに伴い、次回FOMC(8月22日)での利上げ観測は後退しており、長短金利は低下している。FRBでは、こうした景気減速が持続的なものかどうか、見極める姿勢を示している。

ユーロエリアでは、輸出の好調に加え、内需が拡大を続ける下で、生産は増加基調にあり、製造業のコンフィデンスは既往ピークを更新した。雇用面でも失業率が低水準で推移している。こうした状況下、欧州中銀は、7月6日の定例理事会で、政策金利の据え置きを決定した。その際の記者会見でドイセンベルク総裁は、「今後数か月を展望すると、輸入物価上昇がラグをもって消費者物価上昇率に影響を及ぼすであろう」と述べ、インフレリスクを念頭に置いた政策スタンスを示唆した。

NIEs、ASEAN諸国では、米国、日本等への情報関連財輸出が好調を持続していることや、既往の景気浮揚策の効果浸透等から、個人消費に加え、設備投資でも持ち直しの動きが続いている。この間、インドネシア、フィリピン、タイでは、構造改革の遅れなどを背景に、自国通貨の軟化や国債の対米国債スプレッドの拡大などがみられている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

最終需要をみると、外生需要面では、純輸出が、緩やかな増加傾向を辿っているほか、公共投資も増加しているとみられる。国内民間需要面では、設備投資が増加を続けている。個人消費については、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は横這い圏内で推移している。

こうした最終需要動向の下で、生産は増加を続けており、企業の収益や業況感も改善を続けている。特に製造業においては、情報通信関連分野を中心に、内外需要の増加が設備投資を誘発する構図が中小企業にも広がるなど、前向きの循環メカニズムが強く働いている。家計の所得環境は、引き続き厳しい状況にあるが、所定外給与や新規求人数が増加するなど、企業活動回復の好影響が家計部門にも一部及びつつあり、雇用者数や賃金の減少傾向には歯止めが掛かりつつある。

以上のように、わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。今回は、6月短観において、①製造業を中心に輸出、生産、収益、設備投資の間で好循環が生じていること、②中小企業の設備投資の上方修正が続いていること、の2点が確認されたことから、景気の現状判断を前進させた。

物価面をみると、国内卸売物価は、横這いの推移となっている。一方、消費者物価は、輸入品・同競合商品の値下がりが続いており、総じて幾分弱含みで推移している。この間、企業向けサービス価格は通信料引き下げなどを反映して下落幅が一時的に拡大した。

先行き、景気回復の持続性を考えるうえでの焦点は、公共投資が今後減少に転じていくとみられる下で、他の需要がそれを克服できるかどうかにあるが、次のような点を踏まえると、緩やかな景気回復が持続する可能性が高いと考えられる。第1に、輸出は、好調な情報関連財需要と堅調な世界景気を原動力に増加を続ける可能性が高い。第2に、設備投資についても、情報関連分野が引き続き増加傾向を辿るほか、中小企業も、過去の収益と設備投資の関係からみて2000年度の設備投資は上方修正されると考えられる。第3に、個人消費については、消費者コンフィデンスが雇用不安から下振れするリスクは小さくなっているだけに、雇用者所得の増加が明確になれば、緩やかな増加に転じることが展望できる。雇用者所得については、当面賞与の増加に大きな期待が持てないとしても、生産活動に見合う形で、今後、所

定内・所定外給与を中心に極めて緩やかに増加していく蓋然性が高い。第4に、在庫については、現在、需要好調な電気機械の分野では出荷増に見合った在庫の積み増しが行われているが、公共投資関連財については、メーカーが慎重な生産スタンスを維持しており、公共投資の減少が大幅な在庫調整の引き金となる可能性は低い。

この間、留意点としては、輸出、生産、収益、設備投資の連鎖を牽引している情報関連分野で、わが国のみならず、海外でも活発な設備増強が行なわれている点が挙げられる。このため、万一供給能力が需要の伸びを上回り、価格が急落するような事態となれば、同じルートで負の連鎖が働き、景気にもかなりのダメージが生じ得る。もっとも、現在の需要の強さからみて、当面、そうしたリスクは小さいと思われる。また、「そごう」の民事再生法適用申請の影響については、失業・連鎖倒産の面で大きな問題を生じさせる可能性は小さい。懸念すべき点があるとすれば、こうしたことを契機に予想外に消費者心理の冷え込みや企業マインドの下振れが起こるといったケースであろう。この点は、引続き状況をフォローしていきたい。

物価の先行きを規定する要因についてみると、まず国内の需給バランスについては改善傾向が今後も持続すると予想される。こうした展望の下で、経済全体として需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。もっとも、技術進歩が一定の幅で影響するほか、流通合理化や規制緩和の影響も低下方向に働くとみられる。こうした状況の下で、物価指数は、全体としてみれば、横這いしないしやや弱含みで推移すると予想される。

## (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、民間銀行は、基本的に慎重な融資スタンスにあるが、ヒアリングや各種D. I. からは、大手行などで貸出を増加させる姿勢が強まっていることが窺われる。また、社債、CPなどの資本市場でも好環境が維持されているが、金利上昇予測やクレジットリスクに対する意識といった面で、変化の兆しも若干見られ始めている。例えば、CP市場では、金利上昇を見込んだ駆け込み発行がみられた。また、社債市場では、これまで縮小を続けてきた信用スプレッドが若干拡大した。これらは、まだ大きな動きとはなっていないが、今後、資本市場を見ていくうえで重要なポイントとなるものと考えている。

他方、民間の資金需要は依然低迷している。このため、民間銀行貸

出は、基調としては弱い動きが続いており、社債、CPの発行も、落ち着いた状態が続いている。

この結果、マネーサプライの伸び率は、2%前後の伸びが続いている。先行き7～9月期は、4～6月期に比べ、伸び率が幾分鈍化する見通しにある。

以上を背景に、企業からみた金融機関の貸出態度は厳しさが後退しており、企業金融には緩和感が広がりつつある。国民生活金融公庫の調査によれば、これまで遅れていた小企業についても、資金繰りや貸出態度判断に改善の動きがみられている。

この間、企業倒産件数は、このところ概ね月間1,500件台の動きとなっているが、その中で、建設業のウエイトが上昇している点が特徴である。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

#### (1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合以降に公表された各種の経済指標や6月短観の結果などに基づいて、景気の現状と先行きに関して、議論が行われた。

まず、公共投資について、ある委員は、補正予算の執行に伴い幾分増加しているが、今後緩やかに減少することが見込まれると述べた。また、この委員は、住宅投資は、昨年比微減程度で推移しており、景気の大きな抑制要因とはなっていないとの見方を示した。さらに、輸出については、輸出入それぞれの前年比の動きを比較すると、純輸出の増加傾向が続いていると述べた。

企業部門については、ほとんどの委員が、6月短観の結果などを踏まえ、回復傾向がはっきりしてきており、企業規模・業種にも広がりがみられてきているとの見解を述べた。

まず、生産について、ある委員は、輸出に加えてやっとな設備投資の増加というプラス要因も出てきており、明確に回復軌道に乗ったとの判断を示した。こうしたもとの、企業収益についても、複数の委員が、増収増益のパターンが定着しつつあると述べた。

また、多くの委員が、設備投資の増加傾向とその広がりに言及した。何人かの委員は、6月短観では、前回短観に比べかなり広い範囲で増額修正が行われており、現在の生産・収益の状況を踏まえれば、今後

もかなりの増額修正が期待できるとの見方を示した。このうち一人の委員は、こうした見方は、機械受注など先行指標の動きとも整合的であると述べた。また、別の委員は、機械受注の先行きについて、日本機械工業連合会の受注見通しなどから判断して、7～9月期も強めの数字が期待できるとの見方を示した。さらに、一人の委員は、IT関連の設備投資が素材産業や中小企業にも波及しており、これらの先での設備投資を誘発していると述べた。

こうした議論を踏まえて、企業部門の回復のモメンタムは一段と強まっているという認識が、概ね共有された。

これに対して、一人の委員は、①企業がROAを気にするようになると設備投資の伸びはそれほど高くない、②日本の場合、IT関連産業が鉱工業生産に占めるウエイトは15%程度にすぎず、IT投資が経済を引っ張っていく程度は、米国に比べて小さい、と述べ、他の委員に比べ慎重な見方を示した。

家計部門の動向についても、多くの委員は、最近では企業部門の改善が徐々に波及し、雇用・所得環境にも改善の方向が見えつつあるという見方を示した。ただ、念のため、夏季賞与の動向が表われる6月の関連指標もみたくうえで、全体の雇用・所得環境を最終的に確認したいという意見もあった。

まず、雇用環境について、複数の委員は、リストラ圧力は続いているものの、先行き期待が持てる状況にあるとの認識を示した。このうち一人の委員は、最近の各種指標について、常用労働者数が前年比若干のマイナスとなっている以外は、失業率、有効求人倍率、新規求人倍率、求人数など、いずれも雇用情勢の改善を示していると指摘した。また、別の委員は、製造業・卸小売業・サービス業など、常用労働者数が減少している業種でも、新規求人数が増加していると指摘し、雇用の減少傾向には歯止めがかかってくることを期待できると述べた。さらにもう一人の委員は、失業率については、需要不足よりも、このところ就職率のみならず充足率も低下しているところから、ミスマッチによる部分が大きい、との見方を示した。これに対して、別の委員は、労働参加率が低下していること（15歳以上の人で就職活動をしていない人の割合が増えていること）を指摘し、失業率が低下しているといっても、実態は失業率の数字よりもかなり悪い可能性があることを示唆した。この間、一人の委員は、企業部門にリストラ圧力が残存していることを理由に先行きの雇用のダウンサイド・リスクは残るとして、



引き続き雇用に対して慎重な見方を示した。

所得環境については、何人かの委員が、一人当たり名目賃金は緩やかに持ち直してきているとの認識を示した。まず、所定内・所定外賃金については、①生産の増加を反映して残業代が増加を続ける中、②所定内給与も本年入り後は1%前後の伸びとなっており、伸びはそれほど大きくないものの安定してきているという認識が概ね共有された。次に、特別給与については、各種の調査結果を踏まえると、夏季賞与は概ね前年並みで着地する可能性が高い、との指摘が何人かの委員からあった。これに対して、別の複数の委員は、今月末にかけて公表される6月の指標もみたうえで、全体の状況を最終的に確認したいと述べた。

この間、一人の委員は、「人件費の伸びをマイナスにしないと労働分配率は下がらない」といった見方があるが、これは誤りであるとの見解を示した。すなわち、いくつかのシュミレーションによれば、短観で想定されている程度の売上げの伸びを前提とした場合、人件費の伸びをある程度抑制すれば、労働分配率は2年程度でバブル期以前の水準に戻るとみられると述べた。

次に、消費性向について、ある委員は、概ね70%から72%台をキープしており「身の丈に合わせた」スタンスが維持されているとコメントし、消費は平時に入ってきていると述べた。また、別の一人の委員も、5月の消費水準指数（全世帯）は前月に続いて強めの数字となったと指摘し、消費性向は今年に入ってから緩やかに回復基調になってきているとの見方を示した。ただ、この委員は、消費者センチメントの指標の中には、最近の株価動向や、雇用・所得情勢の改善が極めて緩やかなことを反映して、改善の一服を示すものもある、と付け加えた。

こうした情勢の下で、多くの委員が、個人消費について、現状、回復感には乏しいが、先行き若干の好転が望める状況になってきているとの見方を示した。ある委員は、雇用者所得が、昨年までの減少から今年は小幅ながら増加に向きが転じつつあり、その傾向がここ数か月続いていることから、仮に消費性向を横這いとしても、個人消費が成長率にプラスに働く見通しになってきたとの見方を示した。また、別の委員も、①個人消費は、循環要因だけでなく、構造要因が大きく作用している、②構造調整を抱える中で雇用・所得が伸びるには時間がかかると考えられるが、企業収益の回復、現金給与総額の増加傾向、完全失業率の低下、消費者物価の安定など個人消費を押し上げる環境

は整ってきた、と指摘し、個人消費が大きく減少するリスクはほぼ解消したと述べた。

これに対して、景気に慎重な見方をしている一人の委員は、①日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」によれば、「支出を減らしている」と回答している家計の割合は98年以降ほとんど変わっておらず、消費者マインドは改善していない、②民事再生法の施行や政府税調の増税路線が消費者マインドにマイナス方向に働いている、③中小企業就業者や自営業者の世帯の消費は、倒産動向との相関が強いが、最近の倒産増加の最大の原因は「売り上げ不振」であり、これは名目GDPが伸びていないことと関係している、とコメントした。

以上の議論を踏まえて、景気の現状判断について、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」との判断が委員の間で概ね共有され、前回会合時と比較して、判断を前進させることとなった。

一人の委員は、景気は、民間需要の自律的回復による持続的成長が確たるものになる途上であるが、その道筋はみえてきており、回復軌道に乗った、との評価を付け加えた。

また、会合では、こうした設備投資を中心とする景気回復の持続性について様々な角度から議論が展開された。

ある委員は、景気循環面から現在の景気の持続性についてコメントした。すなわち、①過去の景気拡大局面の長さは平均34か月である、②2年そこそこで拡大局面が終わってしまったケースもあるが、これは、オイルショックのような強い外的ショックにさらされた場合か、設備投資に点火しなかった場合のどちらかである、③現在設備投資は明確に増加に転じているが、資本ストックの伸びはなお低く、旺盛な技術革新を考えると、近い将来にストック調整圧力が高まるとは考えにくい、との見方を示した。また、他のひとりの委員とともに、在庫循環もまだ若く、近々調整局面に入るという見方は悲観的すぎる、と述べた。

別の委員は、今後、大きな外的ショックが起これなければ、設備投資を中心とする景気の好循環が維持される可能性が高いとの見方を述べた。この委員は、97年と現在の局面の比較を示し、97年当時は、①金融システム問題、②アジア金融危機、③財政政策の転換などによっ

て景気後退がもたらされたが、現在は、当時とは状況が異なると述べた。すなわち、金融システムの状況は、万全とはいえないにしても97～98年の状況からは大きく改善していると指摘した。また、財政政策との関係では、仮に今年度の補正がなくても、現在の設備投資の源泉が、政府関係支出とは別のIT関連などの分野で起こっており、設備投資を中心とした経済の好循環は持続していく可能性が高いとの見方を示した。さらに、輸出に関しては、米国経済のスローダウンの程度は明確ではないが、海外経済全体としては成長率の上方修正が続いており、大きなネガティブショックは当面想定しなくてよいのではないかとコメントした。

さらに、会合では、「そごう」の民事再生法適用申請の影響について、多くの議論が行われた。

まず、「そごう」の破綻それ自体としては、①金融機関は債権放棄の枠組みの中で既に引き当てを積んでいること、②少額債権の保護などもあり、納入業者の連鎖倒産の影響も小さいと考えられることなどから、悪影響は限定的なものに止まる、という点で委員の見方は概ね一致した。

ただ、処理の枠組みが突然変更されたことに伴う影響については、様々な議論が行われた。ある委員は、この問題の本質は既に生じてしまった損失の分担の問題であり、債権放棄か民事再生手続きかという処理方法の違いによって経済に与える影響が異なるとは考えられないと述べた。また、別の複数の委員も、この問題をきっかけに金融システム不安やクレジット・クランチが発生し、マクロ的な影響が生じるリスクは小さいとの見方を述べた。このうち一人の委員は、金融機関は、問題企業の状況をかなり正確に把握した上で、経営方針・融資方針を決めているはずなので、金融機関の信用供与の面で大きな影響が起こる可能性は小さいとの評価を示した。

こうした中で、多くの委員が、心理面の影響に言及した。一人の委員は、「特定セクター」のストック問題に対する警戒的な見方が一般的に根強いことを指摘し、他の何人かの委員とともに、今回処理方法が突然変更されたことが、市場や企業心理にどのような影響を与えるかももう少し確認したほうが良い、との見方を示した。

これに対して、一人の委員は、①「そごう問題」によって、構造改革の本格化に引き金が引かれ、94～95年、97年に続き、金融危機の第3幕が開くかもしれない、②現状、株価が低水準の企業が大きな借入金を抱えており懸念される、と述べた。

このような議論の結果、景気の先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」というのが概ね共通の認識となった。

物価については、上記のような情勢を踏まえ、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といった見解が概ね共有された。

多くの委員は、本年度の成長率がある程度高いものになるという見通しが立ってくる中で、当面は需給ギャップが縮小に向かうことは確実になってきたとの認識を示した。ただ、そのうち一人の委員は、生産関数に基づいて推計した需給ギャップは依然として大きく、物価下落圧力は、弱まったとしても引き続き存在する可能性も否定できない、と付け加えた。これに対して、別の委員は、①景気が底を打って回復に向かう段階では、需給ギャップは常に大きいものだが、景気はそうした状況から立ち上がってくるものである、②こうした経験則を踏まえると、需給ギャップが大きいことは事実としても、物価の先行きを判断するうえでは、むしろ現在の設備投資を中心とした回復のモメンタムに着目することがより重要なのではないかとコメントした。

また、多くの委員は、現実の物価の動きの中から需要不足による下落圧力が残っているかチェックしていくというアプローチに立って、それぞれの物価指数の動きの背景について分析を示した。

まず、国内卸売物価が前年比でプラスになっていることについて、ある委員は、原油価格上昇の影響を除いても、下げ止まり感が強まってきたと指摘した。また、別の委員は、国内卸売物価が前年比で強含んでいるというのは、バブル崩壊以降初めてのことであって、それだけ、企業活動が活発化しているということではないかとの見方を示した。さらに別の委員は、国内卸売物価を見る限り、需要不足による下落圧力はほとんどみられないとの見方を示した。

消費者物価が前年比で小幅の減少を続けていることについて、ある委員は、日本の物価は国際的にみてなお高すぎることも踏まえれば、IT革命や流通合理化によるいわば価格破壊的な動きを反映したもので、需要の弱さによる物価下落とは峻別して考えるべきであると述べた。また、もう一人の委員は、最近の消費者物価の下落は、主として、供給サイドでユニット・レーバ・コスト（一人当たり賃金／生産性）が下がっていることや流通革新の動きによるものであるとの見方

を示した。そのうえで、この委員は、消費者物価が若干弱含むという傾向はしばらく続くと思われるが、今のところ、企業収益の増加と両立していることから、デフレ的とみなすには当たらないと述べた。さらに、別の委員は、短観の製品需給判断が緩やかに改善している一方で、製品価格判断が足踏みを続けている点に言及した。この委員は、その背景としては、①内外価格差の是正、②技術革新、③流通革命などの動きがある、と指摘した。そのうえで、企業収益が増加し、雇用者所得も減少していないという状況を踏まえれば、消費者物価が軟化したとしてもデフレ・リスクは伴っていない、との見方を示した。また、もう一人の委員は、ユニット・レーバ・コストの低下には、生産性の上昇による部分と賃金の下落による部分があるが、このうち、賃金の下落は需給ギャップを反映しているとも言えるので、慎重を期するということであれば、夏季賞与を見たうえで全体の賃金が下げ止まったことを確認すればよいのではないかと述べた。また、別の委員も、消費者物価の低下の背景については、さらに検討する必要がある、とコメントした。

この間、ある委員は、企業向けサービス価格の一部、例えば、不動産・一般サービス価格の下落にはデフレ的な圧力が残っていると指摘し、その背景として、1980年代後半からの投資ブームで作られ出された商業用不動産関連の過剰設備の影響が、商業用不動産の賃料や地価等に集中的に影響を及ぼしているという面があるのではないかと述べた。もっとも、この委員は、一部の業種の構造的なデフレ圧力が問題ということではなく、あくまで全体としての物価水準を検証することが重要である、と付け加えた。

地価について、ある委員は、東京を中心に空室率が低下していることや、一部調査によれば、東京・名古屋などの住宅地では底入れ傾向が明確化してきたことなど、景気と連動した前向きな動きもみられている、とコメントした。

もっとも、一人の委員は、①景気は回復してきており、C I（コンポジット・インデックス）一致指数は97年3月のピークに近づきつつあるものの、力強さが感じられない、②一致指数と運行指数の比率や交易条件の悪化などから判断して、本年10～12月頃に景気が下降局面に入る可能性がある、などとして、慎重な景気認識を述べた。また、同じ委員は、①足許原油価格が下落しているが、産油国がさらに増産して在庫が十分補填されない限り、秋口から冬にかけて強含む恐れがある、②米国では原油価格の上昇によるコスト・プッシュ・インフレ

の惧れがあり、FRBもそうした問題意識を持っているのではないかとコメントした。

## (2) 金融面の動き

金融面では、「そごう問題」の株式市場等への影響、金融環境の評価などの点について議論があった。

まず、「そごう問題」の金融資本市場への影響については、複数の委員が、株式市場は「そごう問題」公表の翌日は下落したが、その後は上昇していると指摘した。また、別の委員は、もしこの程度のショックで金融資本市場が著しく不安定になっていくのであれば、構造問題が市場の動きを経由して景気循環に悪影響を与えるというように認識を改めないといけませんが、様々な市場動向を幅広く観察すると今のところそこまで心配する必要はなさそうであると述べた。ただ、市場の動きに細心の注意を払うという意味で、現在のような市場の動きが今後も定着していくかどうかもう少し見極めたほうが良い、と付け加えた。さらに別の委員も、投資家の一部には、今回の動きを構造改革の流れの一環として前向きに受け止める見方もあるが、他方、短期的にはある種の不安心理が芽生えていることも事実であると述べた。こうした議論を踏まえて、委員の認識は、この問題の影響が収束し、金融資本市場全般が安定する方向性を、もう少し見極めることが適当という点で、概ね一致した。

金融環境について、ある委員は、企業の資金繰り判断、貸出態度判断などから、着実に改善していると述べ、現在の企業の資金需要、銀行の貸出スタンスなどから判断して、仮にゼロ金利政策を解除したとしても、企業金融の良好な環境は維持される、との見方を示した。また、別の委員も、設備投資が全体としてキャッシュ・フローの範囲内に止まっている中、外部資金調達が必要となるにはしばらく時間がかかると見込まれると指摘し、逆に言えば、資金調達コストが幾分上昇しても、強いマイナス・インパクトを与えることはない、との見通しを述べた。

なお、一人の委員は、一部海外格付機関による日本国債の格下げに触れ、その背景として、名目成長率が国債の利子率を下回っていると国債残高が発散する惧れがあるが、そうした中で財政拡大が続いていることへの懸念があるのではないかとコメントした。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような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。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、①景気の現状は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、②引き続き良好な金融環境が維持されている、③先行き、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、④需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるとの認識が概ね共有された。

すなわち、多くの委員から、「民間需要の自律的回復に向けた道筋が見えてきた状態に該当するといつて良い」、「デフレ懸念の払拭という基準から見てゼロ金利解除の条件は満たされた」、「ゼロ金利を解除しても良いところに入ってきた」などの発言が相次いだ。

ただ、多くの委員から、ゼロ金利政策解除のタイミングについては、いわゆる「そごう問題」が市場心理などに与える影響について、もう少し見極めてから判断しても良いのではないかという意見が出された。また、このうち何人かの委員からは、この問題の市場心理への影響とあわせて、企業マインドや消費者センチメントへの悪影響の可能性も指摘された。ある委員は、個別企業の問題が重要ということではないが、この問題が象徴している「特定セクター」の構造問題が世間で強く意識されている現状では、本日ゼロ金利を解除した場合に、企業家心理にマイナスのインパクトを与えてしまう惧れもないわけではないと述べ、今日のところは、解除を見合わせるのが適当である、との意見を示した。別の委員も、取り巻く経済諸情勢、とりわけ、いわゆる「そごう問題」の経済界、金融界に対する心理的な影響を考えると、判断のタイミングとしては決めがたい、と述べた。

また、会合では、ゼロ金利政策の解除は金融引締め第1歩ではないが、10年ぶりの金利引き上げであることも事実であり、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見も示された。具体的には、何人かの委員から、雇用・所得環境について、夏季賞与を含めた賃金全体の姿を念のため確認したいという意見があった。また、一人

の委員は、これに加えて、消費者物価の動きについてももう少し見てみたいと述べるとともに、前回会合で言及した「テイラー・ルール」に基づく適正金利に関する分析結果について再度注意を喚起した。すなわち、①需要の弱さから物価の下落が加速していくリスクは極めて小さくなってきている、②ただ、「テイラー・ルール」に基づいて計算した適正金利は——こうした試算は大きな幅を持ってみる必要があるが——、ようやくゼロ近傍になったところである、③こうした中で、適正レートがもう少しはつきりとプラスになるまで待つという選択肢もありうる、と述べた。

このような議論の結果、今回は、ゼロ金利政策の継続が適当との意見が大勢となった。

これに対して、一人の委員から、民間需要の自律的な回復の展望は拓けており、今回ゼロ金利政策を解除すべきである、との意見が表明された。この委員は、経済の先行きに不確実性があるなかで、デフレ懸念が100%払拭されるか、あるいはそのかなり近くまで待つということになると、ゼロ金利政策が長期化し、その結果、①外的ショックが起こった場合などに国債引き受けなどの異常な政策に追い込まれるとか、②解除の際市場が過度に反応する、といったリスクが生まれる、と指摘した。そのうえで、金融政策は、データを分析し先行きを見通しながら、景気的情勢に応じて微調整していくことを基本とすべきであり、そうしたトラックレコードを積み重ねていくことが、日本銀行の信認を高めていくことにつながるはず、と述べた。

この間、複数の委員が、仮にゼロ金利政策を解除したとしても、財政政策と方向が異なるわけではないとの見方を示した。このうち一人の委員は、ゼロ金利政策を解除したとしても超低金利の範囲内であり、政府の景気対策と統合的な金融緩和を実施しているということ、対外的に丁寧に説明していく必要があると述べた。この委員は、公共投資の成長率に対する寄与度は、昨年第3四半期から3期連続で前期比マイナスになっていると指摘した。また、もう一人の委員は、わが国の内需拡大に大きな関心を寄せている米国に対しても、ゼロ金利を解除したとしても、民間需要の回復が確たるものになるまで、超金融緩和状態を続けることに変わりはない、という点で理解を得られるはずであり、問題はない、と付け加えた。

以上の議論とは別に、一人の委員は、CPI上昇率に目標値を設け



たうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、①現在の景気持ち直しは、財政・輸出等外生需要に支えられた面が大きく、先行きかなりの補正予算編成がなければ秋口以降財政政策の効果が剥落することを考えると、ここで一段の緩和を行い、潜在成長率まで成長を加速させるべきである、②中小・零細企業にまで景気回復が十分広がっていない、③「そごう問題」を受けて、ゼネコン・不動産・流通などの業界に対する影響や消費者・企業マインドの悪化などが懸念される、④地価の下落が加速し、マネーサプライが失速している、といったことを挙げた。また、この委員は、ゼロ金利政策の解除は、時間軸効果の消滅と実質的な量的緩和の終焉を意味する、と述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気は緩やかな改善が続いているが、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについてなお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善が、雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。またこのような状況のもと、最近の大型企業倒産が雇用等様々な面において経済に及ぼす影響についても十分に注視する必要がある。物価面でもGDPデフレーター・消費者物価指数が前年比マイナスが続いている。このように、わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になり、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。
- 政府としては、引き続き景気の下支えに万全を期すため、速やかに公共事業等予備費を使用することとしたところであるが、今後とも平成12年度予算の円滑かつ着実な執行などを通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう全力を尽くして参りたい。わが国経済の先行きについては、なお見極めが必要と考えられることから、今後の財政運営のあり方については、4～6月期のQEの結

果などをよく見たうえで、さらに判断を行なうことが適切と考えている。

- このような政府の経済運営の基本的考え方については、先般のサミット蔵相会合において各国に説明し、理解が得られたものと考えており、引き続き適切な経済運営に努めて参りたい。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気は、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加えて、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に強まっており、緩やかな改善が続いていると認識している。しかしながら、雇用状況は依然厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いている。企業倒産もこのところ増加をしており、金利の動向が及ぼす心理面を含めた影響には留意が必要と考えている。
- こうした中で、今後のわが国経済を取り巻く環境を見ると、米国など世界経済の動向とその内外通貨や株式市場への影響、長期金利や円高の問題、設備投資の持続性と波及性、企業リストラの加速、金融再編・不良債権処理の企業活動に対する影響、地方の社会資本整備費の削減など、様々な不確定要因があると考えている。
- 政府としては、経済を持続可能な持続的な回復軌道に乗せることを目指し、21世紀の新たな発展基盤となる経済社会の構築を図る観点から、日本新生プランの具体化のための新たな経済政策を取りまとめることとした。
- 日本銀行におかれては、金融為替市場の動向も注意しつつ豊富かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい。

## VI. 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、①景気の現状は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、②引き続き良好な金融環境が維持されている、③先行き、海外

経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、④需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、⑤以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつある、といったものであった。しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少し見極める必要性があることが、留意点として指摘された。

こうした認識を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、一人の委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定して、量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、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、「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。」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）。

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、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%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。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」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かたちで、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1のとおり公表すること。

#### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

### 採決の結果

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

反対：中原委員、篠塚委員

—— 篠塚委員は、①デフレスパイラルを懸念して導入した極端な緩和政策を、経済が改善する中でも続けていくと、将来の経済変動を過度に大きくするリスクが増大する、②持続的な景気拡大のためには経済情勢の変化に対応して金融緩和の程度を調整していくことが望ましい、③「そごう問題」のような先行きの経済情勢に対する不確実性は今後も前提として考えていかざるを得ないが、景気回復の蓋然性が高ければ、ゼロ金利解除に動くべきである、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

—— 中原委員は、①需給ギャップは確かに縮小しているが、なお依然として大きい、②消費者物価やGDPデフレーターはマイナス幅を拡大している、③CPIの目標や成長率の見通しが不明確なもとでは、フォワード・ルッキングで、プリエンプティブな政策は採りがたい、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

## Ⅶ. 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「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」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を7月19日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

—— 中原委員は、①需給ギャップは依然として大きく、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえない、②消費者物価・GDPデフレーターなどの動きを踏まえれば、物価低下圧力の後退を過度に強調すべきではない、③いわゆる良い物価下落と悪い物価下落を厳密に区別することは困難であり、その計算方法も明らかになっていない、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

## Ⅷ. 「本日の金融政策決定について」の検討

会合では、今回の会合は市場の注目度が高く、一度は市場がゼロ金利政策の解除をほぼ織り込んだという経緯も踏まえれば、本日の決定についての考え方をとりまとめて、対外的に説明することが適当であるという意見が多く出された。これを受けて、別添2の対外公表文が賛成多数で決定され、同日公表されることとなった。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

—— 中原委員は、①本日は政策変更があったわけではない、  
②本日の公表文は抽象的表現が多く、ゼロ金利解除のため

の具体的な検討項目や数値が入っていない、③日銀は「市場との対話」を標榜して市場にゼロ金利解除の期待を充満させてきたが、この公表文では、本日の現状維持決定に至る経緯について市場などの理解を得られるか疑問がある、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

以 上

(別添1)

平成12年7月17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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

以 上

(別添2)

平成12年7月17日  
日 本 銀 行

## 本日の金融政策決定について

- (1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、いわゆる「ゼロ金利政策」を継続することを決定した。
- (2) 委員会では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と評価した。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」と判断した。
- (3) 物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と判断した。
- (4) 以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。
- (5) しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要性があることが、留意点として指摘された。
- (6) こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。

以 上



公表時間

9月20日(水) 14時

2000.9.20

日本銀行

要 注 意

<特定情報：有（種類：マーケット関連情報）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合

議事要旨

(2000年8月11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、2000年9月14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：2000年8月11日(9:01～12:15、12:53～17:18)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長 速水 優 (総 裁)  
藤原作弥 (副 総 裁)  
山口 泰 ( ﺽ )  
武富 将 (審議委員)  
三木利夫 ( ﺽ )  
中原伸之 ( ﺽ )  
篠塚英子 ( ﺽ )  
植田和男 ( ﺽ )  
田谷禎三 ( ﺽ )

4. 政府からの出席者：

大蔵省 村田吉隆 総括政務次官 (9:01～17:18)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:01～17:18)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増渕 稔
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室審議役	白川方明
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局企画役	吉田知生

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## I. 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月28日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月16日に公表することとされた。

## II. 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、前回の会合（7月17日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.02～0.03%で推移した。

この間、金融機関の準備預金の動きをみると、8月入り後は、一旦、ゼロ金利政策の解除観測が後退したため、準備預金の積み進捗ペースが鈍化した。もっとも、足許では、ゼロ金利政策の解除予想が再び広まっていることから、金融機関の準備預金の積み前倒し姿勢がやや強まっている。

なお、7月中旬に、生保等が余資運用を普通預金からコール市場へシフトさせたことから、無担保コール市場残高が一時増加したが、足許では、そうした資金シフトが収束し、同市場残高は7月前半以前の水準に戻っている。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

国内金融資本市場では、7月下旬にかけて、株価下落、長短金利の低下の動きとなったが、足許では、株価が小康状態となる中で、ゼロ金利政策解除の思惑が再び強まってきたことから、長短金利は上昇している。

各市場の動きをみると、まず、株価は、「そごう」の民事再生法適用申請をきっかけに下落した後、米国 NASDAQ の軟調や日債銀の譲渡

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、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。」

延期等を材料に、海外投資家主導で売却の動きが広範化し、8月初には年初来安値を更新した。ただし、この間の株価下落においては、米国市場の影響を受けた情報関連株の下げの寄与が大きく、「そごう」破綻の直接の影響は限定的であると考えられる。足許においては、海外投資家の売りの動きが一服し、小康状態となっている。先行きについては、中間決算期を意識した持ち合い解消売りといった需給悪化懸念がある一方、企業収益の増益見通しに大きな変化はみられない。このため、市場では、当面、日経平均株価でみて16千円を挟んだ狭いレンジでのみみ合いが続くとの見方が多い。

長期金利は、株価の下落を背景としてゼロ金利政策の解除観測が後退したため、8月初にかけて幾分低下した。ただ、過去の株価下落局面と比較すると、長期金利の低下は小幅に止まった。その背景としては、①9月までにはゼロ金利政策の解除がありうるとの見方が根強いこと、②補正予算編成に伴う国債増発懸念が意識されていること等が指摘できる。その後、長期金利は足許にかけて再び1.7%台前半まで上昇している。

短期金融市場では、ゼロ金利政策の解除観測の後退・再燃によりターム物レートが大きく振れる展開となった。足許では8月初にかけての金利低下分を取り戻し、本日の決定会合での0.25%の利上げを概ね織り込む水準となっている。

この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付け債で若干拡大する兆しがみられたが、これまでのスプレッド縮小の動きの修正の範囲内と考えられ、「そごう問題」の影響は限定的と評価できる。また、ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いており、「そごう問題」の影響はみられない。

## (2) 為替市場

円の対ドル相場は、株価下落等を背景に円売りが進み、7月末には109円台後半まで下落した。その後は、ゼロ金利政策の解除観測の強まりから一時107円台まで円が買戻された。この間の市場センチメントをリスク・リバーサルで見ると、わが国経済の改善の流れは変わらないとして、中期的には引き続き円高基調を予想していることが窺われる。

## 3. 海外金融経済情勢

米国では、内需主導の力強い拡大が続いているが、住宅投資や耐久

財消費などの家計支出には鈍化傾向がみられはじめ、景気減速との見方も台頭している。2000年第2四半期のGDP統計では、個人消費の伸びが大きく鈍化しているほか、9日発表のFRBのページ・ブックにおいても、個人消費の減速を報告する先が増加している。他方、供給サイドでは、生産性の上昇が続いており、このため、物価面では、落ち着いた状態が保たれている。

米国金融市場では、インフレ懸念が一段と後退し、国債、スワップ、社債のいずれの利回りも低下傾向を辿った。FF先物市場でも、次回FOMC（8月22日）での利上げ観測が後退している。米国株価は、NASDAQが一部ハイテク企業の業績下方修正を受けて下落したが、NYダウ平均株価は金利低下を好感して堅調に推移しており、総じて落ち着いた動きとなっている。

ユーロエリアの景気は、内外需とも幅広く拡大を続けており、生産も力強く増加している。物価面では、原油高やユーロ安の影響もあって、ジリ高傾向を辿っている。6月の消費者物価指数は、前年比+2.4%とECBが物価安定の定義としている範囲（前年比+2%未満）の上限を上回った。

NIEs、ASEAN諸国の経済は、米国、日本等へのIT関連財の輸出が増加していることや、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、好調を持続している。この間、政情不安が続いていたインドネシアでは、経済改革に関するIMFとの合意に向けての前進等から、通貨安に歯止めが掛かりつつある。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

最終需要をみると、外生需要面では、純輸出が増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い高水準で推移しているとみられる。一方、国内民間需要面では、設備投資が増加を続けている。個人消費については、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資も横這い圏内で推移している。

こうしたもとで、生産は増加を続けており、企業収益や業況感も改善を続けている。家計の所得環境は、企業の人件費抑制スタンスが目立った変化がなく引き続き厳しい状況にあるが、企業活動回復の好影

響が家計部門にも一部及びつつあり、夏季賞与の出足も前年水準を若干上回るなど、雇用者所得の減少傾向に歯止めが掛かっている。

物価の現状には、大きな変化はない。

以上のように、わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

家計部門についてやや詳しくみると、このところ、消費水準指数、家電販売、旅行取扱額といった強めの指標が観察される一方、百貨店、チェーンストア販売額が減少を続けるなど低調な指標が残存しており、現時点では回復感に乏しいとの見方を変えるだけの材料は揃っていない。もっとも、消費財の供給数量をチェックしてみると、輸入品がかなり伸びているほか、国産品も緩やかな増加を示しており、消費の実態は販売統計から窺われるほどは弱くはないと考えられる。

夏季賞与については、毎勤統計における6月の特別給与は、前年水準を1.7%上回る出足となった。とくに、最も規模の小さい企業（5～29人の事業所）が高い伸びを示しており、7月以降はこれらの企業の支給ウエイトが高まることを勘案すれば、6～8月計でみた特別給与が前年比プラスとなる可能性が高いと考えられる。こうした特別給与の動きと、所定内・所定外給与が前年水準を上回って推移していることを総合すると、賃金は全体として下げ止まったと判断できる。

この間、製造業の在庫循環についてみると、情報関連の生産財は需要好調から前向きの在庫積み増し局面にある一方、情報関連以外の生産財では、多くの先で在庫抑制姿勢を堅持しており、在庫と出荷のバランスは崩れていない。

先行き、設備投資は、機械受注が4四半期連続で前期比増加となるなど、先行指標の動きからみて、増加が続くことが予想される。個人消費については、家計所得の改善が見込まれるほか、消費者マインドも雇用環境の改善を背景に比較的落ち着いた動きとなっていることから、今後、緩やかな増加に転じる可能性が高いと考えられる。

物価の先行きについては、国内需給バランスの改善傾向が今後も持続すると予想され、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。もっとも、物価に影響を及ぼすその他の要因に着目すると、これまでの原油価格上昇の影響が一時的に上昇方向に作用するとみられるものの、技術進歩や、流通合理化・規制緩和の影響が低下方向に働くものと考えられる。こうした事情のもとで、各種物価

指数は、全体としてみれば横這いないし弱含みで推移すると予想される。

## (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、民間銀行は、基本的に慎重な融資スタンスを維持しているが、大手行などでは貸出を増加させようとする姿勢を続けている。また、社債、CP市場などの資本市場も好環境を維持している。なお、「そごう」の民事再生法適用申請をきっかけとした起債の延期・見送りといった動きは今のところみられていない。

企業の資金需要面では、キャッシュ・フローの増加などを背景に、実体経済活動の改善が外部資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、企業の借入金圧縮スタンスも維持されており、これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうしたことを背景に、民間銀行貸出の前年比マイナス幅は、ほぼ横這いで推移している。一部に半導体関連や素材関連での資金需要の増加を指摘する声が聞かれ始めているが、一方で企業の返済圧力が強いいため、貸出残高の増加には至っていない。

7月のマネタリーベースの前年比は、銀行券の伸び率鈍化を主因に、前月に比べ伸び率が低下した。また、7月のマネーサプライの前年比は2.0%と、このところ横這い圏内の動きとなっている。

以上のような環境のもとで、企業からみた金融機関の貸出姿勢は厳しさが後退しているほか、企業の資金繰りも改善傾向が続いており、企業金融には緩和感が広がりつつある。

この間、企業倒産件数は、特別信用保証制度の効果が一巡したこともあり、このところ横這いから漸増傾向にある。内訳としては、建設業のウエイトが増加している。

## Ⅲ. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状と先行き

景気の現状について、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているとの判断が委員の間で共有された。同時に、先行きについても、設備投資を中心に緩やかな回復が続くとの見方が多く示された。この結果、わが国経済は、「デフレ懸念の払

拭が展望できるような情勢」に至ったとの認識が大勢となった。

会合では、国内民間需要について多くの発言があった。

まず、企業部門について、多くの委員が、設備投資は増加を続けているとの認識を示した。先行きについても、①機械受注が6月にかなり高い伸びとなり、しかもほぼ全ての機種で前年比プラスとなった、②7～9月期についても、前期比2桁増の機械受注が見込まれている、③建築着工床面積（非居住用）が前年比プラスを継続しているといった先行指標の動きから、堅調な伸びが続くとの見方が多く示された。このうち、ひとりの委員は、設備投資の回復に弾みがつくことが見込まれると発言した。

ただ、ある委員は、機械受注の高い伸びに関して、①電子計算機の受注増は、主として金融・保険業からの受注増が影響しており、IT関連業種も含めたその他の業種の寄与は小さい、②中小企業の設備投資動向を示すとされる代理店経由分の受注が先行き減少見通しとなっている、③機械受注の見通し達成率の四半期ごとの動きをみると、1～3月期をピークに下落している、といった点を挙げて、設備投資の先行きに慎重な見方を示した。これに対し、別のひとりの委員は、ITメーカーのみならずITユーザー、回復感の乏しかった重厚長大型のTビジネス（トラディショナル・ビジネス）、さらには、やや遅行気味ではあるが中小企業に至るまで、設備投資回復の広がりが出始めているのではないかと述べた。

また、複数の委員は、企業の生産活動の回復がここに来て鮮明になっているうえ、企業収益も順調に伸びていることを指摘した。ひとりの委員は、外需から内需へのスイッチングが徐々に進みつつある形での生産回復の姿になりつつあると発言した。これらの委員は、今般公表された法人動向調査においても、企業の業況感が改善していることが確認できると述べた。ただ、ひとりの委員は、財務リストラが継続する中、価格回復感が乏しいこともあって、企業収益の回復を過度に期待するべきではないと付け加えた。

こうした議論を踏まえて、ある委員は、企業部門の回復度合いは、予想を上回る力強さを示していると総括した。

次に家計部門の動向については、前回会合において、情勢判断の最終的な詰めを要するとの意見があった雇用・所得環境について、多くの議論があった。

まず、雇用関連指標について、何人かの委員が雇用者数が前年に比



べて若干減少していることを指摘した。ただ、これらの委員は、同時に、新規求人がこのところ大幅に増えていること、有効求人倍率が徐々に回復していること、失業率が大幅な悪化をみていないこと、といった点に着目すべきだと述べた。

賃金については、多くの委員が6月の特別給与支給額が前年比プラスとなったことに言及した。これらの委員は、その他のアンケート調査等も合わせてみれば、本年度の夏季賞与は、概ね前年並みか若干のプラスになると見通しを述べた。さらに、すでに1年近く前年を上回っている決まって支給される給与（所定内給与と所定外給与）に特別給与を合わせた所得全体では、緩やかな改善が始まったのではないかとの意見が相次いだ。

ひとりの委員は、こうした状況を踏まえ、雇用者数と賃金の積であるマクロ的な雇用者所得でも、減少傾向に歯止めが掛かっているとの判断を示した。また、別の委員は、経済全体の改善の恩恵が、家計に少しずつ伝わり始めていると発言した。これらの議論を経て、会合では、雇用・所得環境は、下げ止まりから改善に向かいつつあるとの見方が大勢となった。

続いて、個人消費に関する議論があった。ある委員は、①7月の乗用車販売がやや低調であった、②今夏の猛暑による消費刺激効果も多くは期待できず限定的なものに止まる、といった点を挙げて、個人消費は一進一退の域を出ていないとの判断を示した。一方、複数の委員が、①4～6月期の消費水準指数が前期比プラスとなった、②消費者コンフィデンスに関する指標は概ね改善を続けている、③消費性向も足許やや上昇している、ことなどを背景に、先行き、緩やかな増加が展望できるとの認識を述べた。別のひとりの委員も、雇用・所得環境の状況を踏まえれば、個人消費はごく緩やかに一進一退の状態から抜け出すのではないかと発言した。

ただ、これらの委員を含めた何人かの委員は、企業のリストラ圧力が継続する中、家計部門が明確に回復することには時間がかかるとの見方を述べた。このうちひとりの委員は、企業にとって、バランスシート調整、メガコンペティションの強まりの中で、キャッシュ・フローの改善は、まず借入金返済と内部留保の改善、次に設備投資、配当、そして最後に賃金に充当されるというのがビジネスのスタンスである以上、企業業績の回復が家計に波及するのは時間を要すると発言した。このため、企業部門に溜まった水が家計部門に流れ出すという状況は簡単には実現しない、と述べた。この委員は、①したがって、消費の

構造変化や社会保障等に関する先行き不安といった構造要因をも勘案すると、個人消費は「一進一退」が「一進一停」の局面になれば当面の判断としてよしとせざるを得ない、②この点、消費者心理等の面から判断して、「身の丈に合わせた」消費スタンスは維持されており、すでに個人消費は「平時に復した」と評価すべきではないか、との認識を示した。また、別のもうひとりの委員も、構造調整やリストラといった課題をこなしながらの回復過程では、どうしても、「企業先行・家計遅行」の姿にならざるを得ないとして、景気の現局面においては、家計部門の改善テンポが鈍いことをとくに問題視する必要はないとの見解を示した。

ある委員は、以上のような国内民間需要の動きは、ミクロ面からも確認できると述べた。この委員は、幅広く産業段階の事例を挙げて、経済活動が広がりを持ちながら活発化しつつある実態を紹介した。

他方、別の委員は、今次景気回復局面では、景気動向指数のDIが100%に達したことは一度もなく、景気回復の波及度合いや量感が乏しいと述べた。

景気の先行きについて、多くの委員は、①様々な構造的な課題を抱えている中で、成長率が著しく高まることは期待し難い、②しかし、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、との見方を共有した。このうち複数の委員が、民間需要の自律回復への道筋が次第にはっきりとしていると述べた。このため、複数の委員が、増加を続けている輸出、比較的堅調な住宅投資なども合わせた需要全体の動きからみて、需給バランスの緩やかな改善が展望できる、との認識を述べた。

もっとも、ある委員は、本年秋以降、景気は下降局面に入る危険性があるとして、他の委員に比べて景気の先行きに慎重な見方を述べた。この委員は、その根拠として、①景気動向指数の一致・遅行比率の動きからみて、すでに景気はピークに近づいており、7～9月期がピークとなる可能性がある、②秋以降、財政支出の減少が予想されており、これが循環的に景気が後退し始める時期と一致する可能性が強い、③米国やアジア経済の減速の可能性があり、外部環境についても楽観できない、④交易条件が悪化に転じており、企業収益の増益基調が崩れる恐れがある、といった諸点を挙げた。

これに対し、ひとりの委員が財政支出減少が景気に悪影響を及ぼすとの見方について反論を示した。この委員は、①当面予想される財政

支出減少の規模は、97年と比べてはるかに小さい、②当時のアジア危機とか金融システム不安という環境も現在は変わっている、③GDPベースでみて、すでに昨年後半から財政支出の大幅な減少が始まっており、その中で景気回復が明確化していることに着目すべきであると述べた。

物価動向については、多くの委員が、一部の物価指数は弱含んでいるが、緩やかな景気回復の持続が展望されるもとで、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退しているとの認識を示した。また、複数の委員が賃金が緩やかに改善していることも、物価下落のリスクを低下させていると述べた。

もっとも、複数の委員が消費者物価やGDPデフレーターがマイナスを続けていることに懸念を表明した。このうちひとりの委員は、卸売物価と消費者物価の動きを捉え、川下にいくほど物価低下圧力が高いことに着目すべきであると述べた。

これに対し、何人かの委員は、最近の消費者物価の動きには、これまでの円高の影響や技術革新、流通革命、あるいはこれらを梃子にした内外価格差縮小の動き等、需要の動きとは異なる要因が下落方向に作用していると指摘した。また、別の委員は、GDPデフレーターについて、90年代で最も高成長を記録した96年にデフレーターが大きく下がっていたなどの例を踏まえれば、基調的な物価動向を判断するうえでは指数の背後にある需給関係や収益・所得の動向をよく吟味する必要があると発言した。この委員は、現在、企業収益が大幅増益となり、雇用者所得もプラスとなっていることからみて、物価指数の下落だけを捉えてデフレと評価することは不適當であると続けた。

この間、原油価格について、ひとりの委員は、米国の石油精製の中心となっている中小石油精製会社における在庫水準が低下しているだけに、今後、高値波乱含みが予想され、依然として目が離せない状況にあるとコメントした。また、この委員は、地価の動きについても触れ、収益還元価格を下回るような低い地価がみられることに懸念を示した。

## (2) 金融面の動き

金融面では、「そごう問題」が市場心理に与える影響について、多くの議論があった。大方の委員は、市場への影響は限定的なものであ

るとの見方を共有した。

まず、株価動向について、多くの委員から、7月後半以降のやや不安定な動きは、米国 NASDAQ の下落を受けたハイテク株調整等が作用している面が強く、「そごう問題」の影響は限定的である、との見方が示された。このうち複数の委員は、業種別にみても、電気機器などハイテク関連株の下落の寄与が大きくなっていることを指摘した。また、別の委員は、銀行株が7月中旬以前の水準に戻していることからみても、97～98年のような金融システム不安の高まりという状況には至っていないと述べた。

他の金融資本市場の動きをみても、社債市場における信用スプレッド拡大の動きは限定的であるほか、ジャパン・プレミアムも引き続きほぼ解消された状況が続いているといった認識が多く示された。さらに、ある委員は、海外投資家による株式売却の動きがみられるが、その売却資金は円債投資に向かっている模様であり、海外マネーの日本離れは生じていない、との見方を述べた。

また、ある委員は、①主要金融機関は、本年度の不良債権処理額の急増は避けられるとみている、②本年度の不良債権処理額は、地価等についてかなり厳しい前提を置いても、収益の範囲内に収まると考えられている、といった見方を紹介したうえで、「そごう問題」をきっかけに金融システム不安が再燃する可能性は大きくない、と発言した。

以上の各市場の動き等を踏まえ、これまでのところ、「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との認識が概ね共有された。

もっとも、ひとりの委員は、「そごう問題」による直接的な市場への影響は限定的であると他の委員同様の認識を示したうえで、①株式市場の大きな流れをみると、株価の調整は本年春先から始まっている、②したがって、株式市場が中長期的な動きとして日本経済の成長率や企業収益の動きをどのように反映していくのか、もう少し見極めたいとの見解を述べた。また、別のある委員は、これまで株価が上昇してきた背景には、①ゼロ金利政策、②外国人投資家による買い、③IT関連株の牽引といった要因があるが、これらの背景が崩れつつあり、売りが続きやすい状況になってきたと指摘した。

企業倒産についてもいくつか発言があった。ある委員は、倒産件数

はじりじり増加しているが、消費者コンフィデンスが改善していることに着目すべきであり、倒産件数の増加自体をことさらに懸念する必要はないと述べた。また、もうひとりの委員は、今後も大型倒産の発生の可能性は否定できないが、それが大きなサプライズとなり、金融システム不安を急激に惹起するというような可能性は少ないのではないかと指摘した。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような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。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、①景気の現状は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、②雇用・所得環境は、下げ止まりから改善に向かいつつある、③海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い、④需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している、⑤金融資本市場では、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、といったものであった。

以上の認識を踏まえ、多くの委員は、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとの見解を共有した。

この結果、当面の金融政策運営方針としては、ゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%前後とすることが適当である、との見解が大勢意見となった。また、多くの委員が、ゼロ金利政策解除に関する様々な論点や考え方を、国民や市場に対して分かりやすく説明し、広く理解を求めていくことが極めて重要である旨、強調した。

多くの委員は、①実体経済に関して、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったと判断されること、②いわゆる「そごう問題」の市場心理などに与える影響について、概ね見極めがついたことから、前回会合において指摘された2つのポイントをクリアし、ゼロ金利政策を解除すべき状況になったとの認識を示した。これらの委員は、新たなコールレートの誘導水準は、ゼロ金利政策の導入前と同様「0.25%前後」とすることが適当であるとの考えを述べた。

ある委員は、ゼロ金利政策を解除した場合の市場への影響について、①株価は、一時的な下落圧力がかかる可能性は否定できないが、深刻なインパクトは考えにくい、②0.25%の利上げは、日米金利差への影響は微々たるもので、為替市場のトレンドを変えるには至らない、③長期金利についても、金融緩和スタンスが継続されるとの見方が維持されれば、影響は限定的、といった諸点を述べた。この委員は、さらに、取り巻く経済諸情勢を勘案すると、現時点はゼロ金利政策解除のタイミングと判断できる、との見方を示した。

ゼロ金利政策の解除は「金融緩和の程度の微調整」であり、金融面から景気回復を支援する状態は続くとの認識も多くの委員から示された。ある委員は、ゼロ金利政策の導入時と比べると、民間の経済成長率見通しは1~2%程度高まっているほか、企業の利益率が明確に上方修正されていることを踏まえると、0.25%という政策金利引き上げ幅はかなり小さく、経済情勢との対比でみた「金融緩和の程度」は引き続き極めて大きいとの見解を述べた。もうひとりの委員は、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」とは、景気が自律的に回復し始めた初期の段階を念頭においており、したがって、今、ゼロ金利政策を解除するとしても、なお金融政策として景気回復をサポートするスタンスに変わりはない、と発言した。

もっとも、ある委員は、①現状のように経済成長が安定した軌道に入っていないと判断される状況においては「微調整」といった考え方をするべきではないこと、②米国の例をみても、例えば94年など、十分に景気の状態を見極めてから慎重に対応していること、の2点を指摘した。

また、ゼロ金利政策の解除は、将来の不確実性やリスクを念頭に置いた慎重な政策運営であるという考え方が、何人かの委員から示された。複数の委員は、①経済状況がここまで改善している中で、景気最悪期に決定した金融緩和政策をいつまでも継続すると、いずれ経済・物価情勢の大きな変動をもたらしたり、より急激な金利調整が必要となるリスクが増大する、②そうした観点からみれば、経済の改善に応じて金融緩和の程度を調整することは、長い目でみて健全な経済発展に資する、との認識を明確にした。別の委員は、ゼロ金利政策の解除後も、経済情勢が大きく変化すれば、臨機応変かつ弾力的に政策を見直すこともありうるとの立場に立つ必要がある、との考えを示した。

金融政策と構造調整の関係についても、いくつか発言があった。ある委員は、企業の過剰債務問題は、長期的なプレッシャーとして日本経済に作用し続ける恐れがあるとの認識を示したうえで、金融政策の観点からは、そうした構造問題を抱えながら、現実にはどのような成長軌道を通り、物価がどう変動するかに着目すべきであると述べた。別の委員は、現在の日本経済は構造的要因と循環的要因が複雑に組み合わさっているが、循環的な経済の推進力の強さの度合いに応じて金利水準を微調整することは、自然なステップであると発言した。

政府の経済政策との関係についても、様々な議論が行われた。

まず、何人かの委員が、政府、日本銀行とも、民間需要主導の自律的景気回復を目指して努力するという目標は十分共有しており、かつ、ゼロ金利政策を解除しても十分景気刺激的な政策であることから、政府の経済政策との整合性は確保されているとの認識を示した。このうちひとりの委員は、そうした政策の基本ベクトルが一致していればよく、そのうえで各政策手段の採り方が結果的に異なるということもありうると述べた。もうひとりの委員は、財政政策に機械的に歩調を合わせて金融政策を運営するのではなく、財政政策からの影響も含めて、民間需要の自律回復が物価安定と両立しながら実現するかどうかを基準に金融政策を運営することが、本質的な意味で政府の経済政策との整合性確保に繋がると主張した。これらの議論を受けて、別の委員は、ゼロ金利政策の解除は、金融政策の自主性を定めている日本銀行法第3条だけでなく、政府の経済政策の基本方針との整合性に言及している同法第4条も満たした措置と考えることができる、と発言した。

なお、ゼロ金利政策の解除を主張したある委員は、以上の議論を踏まえ、今回、ゼロ金利政策を解除するにしても、それは、その条件としてきた「デフレ懸念の払拭」という考え方に基づくものであり、一部で取り沙汰されている日本銀行の独立性の証明といったことではないということを確認しておく必要があると述べた。

会合では、ゼロ金利政策の解除とは異なる2つの意見が表明された。

ひとりの委員は、わが国経済は、デフレ懸念を払拭できる状況に着実に近づきつつあるが、「払拭できた」と完全に言い切るだけの自信はないと述べたうえで、ゼロ金利政策を継続することが適当であると主張した。

その理由として、①株式市場は、取り敢えず下げ止まりつつあるとみられるが、市場の方向感が中長期的な景況感を反映して、上向きになっているという感触を得たい、②金利の調整が可能な局面に入ったと判断するには、実体経済について、ボトムからある程度の幅を超えて上昇しているということをもう少し確認したい、といった点が挙げられた。この委員は、②の点について、かなりの幅を持って評価すべきと前置きしたうえで、「テイラー・ルール」による適正金利に関する試算を示した。それによると、日本経済には水準としてまだ大きな需給ギャップが存在しており、現時点の適正金利は若干のマイナスかぎりぎりプラスになった程度とされた。この委員は、足許のインフレ率等からみて、政策変更せずに「待つこと」のコストは小さく、計算される適正金利がもう少しはっきりとしたプラスになるまでゼロ金利政策を維持してもよいのではないかと述べた。

これに対し、ゼロ金利政策の解除を主張したひとりの委員は、②の点は需給ギャップの大きさそのものを重視する考えである一方、需給ギャップの変化の方向が物価動向に同様に影響するという考え方もありうる、との見解を示した。この委員は、デフレ懸念の払拭が展望できるかどうかという観点からは、需給の改善傾向がはっきりと予想できることが重要ではないかと述べた。

もうひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、①わが国経済のGDPギャップはかなり大きな規模で残存していると考えられる、②物価について、インフレの可能性はほとんどなく、むしろ、消費者物価がマイナス基調にあることを懸念すべき、③マネタリーベース、マネーサプライがすでに鈍化傾向を示している中で、ゼロ金利政策を解除すると、日銀当座預金残高が1兆円程度減少すると考えられることなどから、そうした金融の量的指標がさらに悪化し、株価や為替に悪影響が及ぶ危険性がある、④政策目標を具体的に示し、金融政策のパフォーマンスを測るメジャーを用意して、行内での政策議論や市場との対話に役立てる必要がある、といったことを挙げ、早期に一層の量的緩和を行い、かつそれを一定期間継続する必要があると述べた。

これに対し、ゼロ金利政策の解除を主張したひとりの委員は、金利引き上げと金融の量的指標との関係についての考え方を示した。その委員は、①マネタリーベースは、金利引き上げ当初、超過準備の供給



が不要となることからある程度減少しようが、時間の経過に従い、景気回復に伴う現金需要の増加がマネタリーベースの増加に繋がる可能性がある、②マネーサプライの動きは、企業向け・家計向けの金利動向に大きく依存するので、マネタリーベースの変化を受けて直ちに減少するという事は予想し難い、と述べた。

なお、何人かの委員は、金融政策決定会合で表明されるべきこと等が、本会合に先立って様々な形で伝えられ、必要以上に混乱を生じたことに触れ、この間の情報発信および情報管理のあり方について、遺憾の意を述べた。このうちのひとりの委員は、こうした混乱の理由の一端には、日本銀行の説明不足があったとしたうえで、今後の金融政策運営に当たっては、これまでも増して、政府等との意思疎通を図るとともに、マーケットとの対話も改善していく必要があると述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気は緩やかな改善が続いているが、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについて、なお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善が雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。GDPデフレーターや消費者物価も前年比マイナスが続いている。こうした中で、先般の大型企業倒産を契機として、わが国経済の先行きに対する懸念が強まり、市場等に影響を及ぼしていることについて、十分に注視する必要があると考えられる。

このように、わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になり、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。

- 政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げていくために万全の体制を採ってきたが、引き続き景気の下支えに万全を期すため、先般、公共事業等予備費の使用を閣議決定したところである。今後とも、平成 12 年度予算の着実な執行などを通じて、公需か

ら民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せるよう全力を尽くして参りたい。わが国経済の先行きについては、なお見極めが必要と考えられることから、今後の財政運営のあり方については、4～6月期のQEの結果等をよくみたうえで、さらに判断を行うことが適切と考えている。

- 先般の沖縄サミットにおいても、マクロ経済政策は内需主導の成長を確かなものとするよう引き続き支援的なものとするべき旨が、首脳声明に盛り込まれたところであり、政府としては、引き続き適切な経済運営に努めて参りたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、経済の回復を確かなものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、現行の金融市場調節方針を継続していただきたい。

経済企画庁からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心とした自律回復に向けた動きが続いており、景気は緩やかな改善が続いている。しかしながら、なお雇用情勢は厳しく、個人消費も概ね横這いの状態にある。とくに足許、消費の停滞感、株価の下落、先行指標の一部悪化などがみられ、景気が自律的回復軌道に乗ったことを確認できる状況にはない。さらに、企業倒産をみると、件数はやや高い水準となっており、負債金額の増加がみられるほか、企業のリストラ加速、不良債権処理、海外経済動向など一段と神経質な動きも生じており、注意すべき状況にある。

このため、今の時期は、金利の動向や金融政策の変更が、たとえ実態が微調整であっても、景気に軸足を置いた政策からの方向転換と受け取られる場合など、心理面も含めた影響の大きさには、計り知れないものがあると考えている。

- したがって、経済の現状を考えると、引き続き景気回復に軸足を置いた機動的、弾力的な経済・財政運営の継続が必要である。日本銀行におかれては、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続

き景気回復に寄与するような金融政策を運営していただきたいと考えており、現時点でゼロ金利政策を解除することについては、時期尚早と考えている。

## VI. 採決

### 1. 議案の提出

以上の議論を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標水準を0.25%前後とすることが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定して、量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の2つの議案が提出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、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%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。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、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すること。対外公表文は別途決定する。

### 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。

議長からは、本議案の提出に際し、①ゼロ金利政策の解除は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置である、②ゼロ金利政策解除後もコールレートは極めて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は継続し、景気回復を支援する役割を果たす状況は維持される、③今回の措置をひとつの契機として、国民が、日本経済は改善しているという明るい認識を持つことや、市場のダイナミズムが一段と発揮されることを期待する、との補足説明があった。

## 2. 政府による議決延期の求めとそれに関する討議・採決

議長がゼロ金利政策の解除の議案をとりまとめたことを受け、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、日本銀行法第19条第2項に基づき議決の延期を求める必要性などにつき、両省庁間で協議し、また必要に応じて大蔵大臣および経済企画庁長官と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（午後2時51分中断、午後3時10分再開）。

会議再開後、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、「わが国経済の現状や市場の動向等に鑑みれば、現時点におけるゼロ金利政策の解除は時期尚早と思われることから、議長案の採決を延期することを求めたい」と、協議の結果が報告された。このため、大蔵省および経済企画庁からの出席者から、「日本銀行法第19条第2項の規定に基づき、議長提出の金融市場調節方針の決定に関する件に係る政策委員会の議決を次回金融政策決定会合まで延期すること」との議案が提出された。

その後、会合では、政府による議決延期の求めについて、討議が行われた。

まず、複数の委員が、政府からの出席者に対し、議決延期を求めることの理由を明確に説明して欲しいと述べた。これに対し、大蔵省からの出席者は、①企業部門を中心に景気が回復傾向にあるとはいえ、雇用・所得環境については、引き続き厳しい状況にあると判断している、②株式市場を含む市場動向についても、警戒感を緩めていない、といった点を挙げて、景況感や市場についての見方が日本銀行と比べてやや慎重であると説明した。また、経済企画庁からの出席者は、①米国株価の先行きに不透明感がある、②アジア経済の回復基調にやや一服感が感じられる、③財政からの景気下支え要因が今後減衰する可能性がある、④不良債権処理の影響が現時点では十分見極め難い、など、景気の下方リスクを指摘して、現時点の政策対応としてより慎重であるべきとの考えを述べた。

また、もうひとりの委員は、日本銀行法第19条第2項に規定する議決延期の求めとは、そもそもどのようなケースを想定したものか、政府と日本銀行との間の景況感についての差違があるといった状況も念頭に置かれているのか、確認しておきたいとの発言があった。

これに対し、別の委員は、日本銀行法改正時の議論の過程では、本条項は、予期せぬ議案とか、高度に専門的な議案が出された場合に、政府が一旦持ち帰り、政府の見解を十分に説明する時間的余裕を与えるというケースが例示されていたはずであると述べた。

これを受けて、執行部から、日本銀行法改正時の議論として、①金融制度調査会答申「日本銀行法の改正に関する答申」（平成9年2月6日）の該当部分<sup>2</sup>と、②国会審議における大蔵省・武藤総務審議官（当時）の答弁（平成9年5月14日）<sup>3</sup>が紹介された。

<sup>2</sup> 「政府と日本銀行の政策の整合性の確保のみならず、国民にその過程を明らかにするという透明性の確保のためには、政府にその見解を政策委員会において十分説明する機会を与えることが重要である。したがって、政策委員会は、この仕組みが政府と日本銀行の間で金融政策に関する意見が異なる場合の政策調整の仕組みとして用意されているという趣旨を踏まえ、その運営に当たり、政府の見解が十分に説明されないまま議決が行われることのないよう、十分な配慮が必要であると考え。」

<sup>3</sup> 「仮に政策委員会で議案が提案されましたときに、政府からの出席者が十分に予期された範囲内の議案であって、事前に政府部内での方針が大体とりまとめられているといったような事柄であれば、そこはその場でご説明し、ご判断をいただければいいわけでございますけれども、（中略）新たに提案された議題についての政府の見解が必ずしも明らかでないという事態が生じ得るわけでございます。そういう場合には、政

以上を前提に、各委員による議論が行われた。

ある委員は、政府から議決延期の求めに応じるべきであるとの考えを示した。この委員は、その理由として、①議長案の採決を強行すると、内外から日本の政策当局に対する不信感が決定的なものとなり、今後の政策運営に禍根を残す、②政府経済見通しと日本銀行の見方とが、特に設備投資と輸出について非常に乖離しており、その違いについて、さらに議論を深める必要がある、③日本銀行の政策目標についての説明が極めて抽象的な表現となっており、これが今回の議論の原因となっていると思われるので、日本銀行の政策目標について政府との間で1ヶ月をかけて十分な擦り合わせを行うべきである、④新日銀法施行後、僅か2年半しか経過していない中、日本銀行の独立性のあり方について重大な問題が投げかけられており、然るべき冷却期間を設けることが適当である、⑤議会制民主主義のもとで、政府による議決延期の求めの背後には与党・国会の意思があるということを見做すべきではない、⑥4～6月期のGDP統計を確認してから判断すべきである、といった点を列挙した。さらに、この委員は、株主総会に際し予め大株主と十分な意見の擦り合わせを行う一般の株式会社の例を参考に挙げつつ、政府から議決延期の求めがあったことは、極めて重大な事態であるとの認識を述べた。

これに対し、他の多くの委員は、議決延期の求めに反対の立場をとった。ひとりの委員は、日本銀行と政府との間で景気認識についてギャップが存在するといっても、①企業部門が主導する形での景気回復という見方は一致している、②先行きに関する様々なリスク・ファクターについては、日本銀行としても十分念頭に置いている、といった点を踏まえれば、今後の景気回復の持続性に関する判断の若干の差に過ぎないと述べた。そのうえで、この委員は、議決延期の求めが政府から出されたことを踏まえ、日本銀行がそうした政府の見解も含め十

---

府の中でさらに検討をして、意見を取りまとめるべき一定期間の、それはそれほど長い期間とは考えられませんが、一定期間の検討が必要になるということがまず考えられますし、またあるいは政策委員から説明を求められた際に、政府から出席しておる者が十分な説明ができればベストなわけですが、必ずしもそれだけの準備がない場合もあるいはあるかもしれません。どういう場合が具体的に考えられるかということについては、まだ明確に申し上げるだけのものがございませんけれども、ある程度抽象的なことにはなりますが、今言ったような事態に当たりまして、その議決延期の請求を行うということでございます。」

分に議論を行ったうえで自主的に政策を決定することは、新日銀法の枠組みに沿った手続きであると述べた。さらに、そうして選択された政策については、当然、日本銀行が責任を負うべきものであると続けた。もうひとりの委員も、景況感の差は極めて微妙なものであり、今回の判断をあえて次回に延期しなければならないという強い理由にはなりにくいのではないかと発言した。

また、別のある委員は、ゼロ金利政策の解除の条件である「デフレ懸念の払拭」という考え方は、景気回復の初期の状況を想定しているのに対し、政府は民間需要の回復が確たるものとなることを念頭に置いているのではないかと発言した。この委員は、そうであれば、景況感に対する考え方に若干の差が生じることはやむを得ないとの認識を示した。ただ、同時に、政策目標について、政府と日本銀行の考え方に整合性がとれていなければならないと続けた。そして、政府の出席者と意見交換を行った結果、政府と日本銀行の政策運営の基本ベクトルの整合性は確保されていると判断されると述べた。

以上の議論を踏まえ、政府が提出した議長案に対する議決延期の求めについて、日本銀行法第 19 条第 3 項に基づく採決を行った。その結果、政府による議決延期の求めは、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

### 3. 金融市場調節方針の採決

このあと、直ちに、金融市場調節方針に関する議案として、①中原委員案、②議長案が順に採決に付された。

中原委員案は、採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長案は、採決の結果、賛成多数で議決された。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、田谷委員

反対：中原委員、植田委員

— 植田委員は、①株式市場の動向等をもう少し見極めたい、②一定の前提に基づき試算した適正な金利水準が漸くゼロ近傍に達したという状況であり、これがもう少しはっきりとプラスになるまで待ちたい、③足許のインフレ動向から判断して、「待つこと」のコストは大きくない、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。なお、同委員は、景気情勢等に対する見方は、他の委員と大差ないと付け加えた。

— 中原委員は、①ゼロ金利政策の解除は、先行きの日銀の独立性や経済政策運営における政府との関係等の問題に大きな影響を与える可能性がある、②政府の経済見通しと日本銀行執行部の見方との乖離が、特に設備投資と輸出で非常に大きく、アカウンタビリティが不十分である、③今回の決定は内外からの政府・日本銀行の政策的一体感に対する不信感をさらに一段と強めることになるため、時間をかけて政府との間で擦り合わせを行うべきである、④量的緩和の実質的終焉は、株価、為替に悪影響を与えられるなど、金融市場に対して良い影響を与えない、⑤GDPギャップがかなり残存する中での利上げは、オーソドックスな経済理論では理解できないうえ、世界の経済学界での主流的意見にも反することから、諸外国より「日銀異質論」が生じかねない、といったことを理由に挙げて、上記採決において反対した。

上記採決の後、政府からの出席者は、議決延期の求めが否決されたことは誠に残念であるが、日本銀行におかれては、今回の決定が回復しつつあるわが国の景気の腰折れや金融資本市場への悪影響をもたらすことのないよう、新たな金融市場調節方針のもとにおいても、景気や金融資本市場の動向等を十分注視しつつ、豊富な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を続けることを要望したい、と述べた。なお、政府からの出席者は、議決の延期を求めた事実と理由は、本日中に公表する予定であると付け加えた。

これに対し、議長は、①景気の先行きに対する見方や経済政策の基本方針が政府と日本銀行との間で大きく異なっているということはないと考えられる、②今回の措置は、金融緩和の程度を微調整したものであり、景気回復を支援する状態は継続する、との認識を示した。そ



のうえで、本日の決定について「政府と日本銀行との対立」という図式で捉える向きが出るかもしれないが、今回の件は、日本銀行法のもとで用意された政府との透明な意思疎通の枠組みにしたがって齊々と取り進められたもので、この点、誤解が生じることはないよう、対外的に正確に説明していく必要がある、と発言した。議長は、続けて、日本銀行としては、今後とも、「政府の意見は決定会合の場でしっかり伺ったうえで議論をし、その模様は議事要旨で公表する」という日本銀行法に定められた枠組みに則して、政府と密接な意思疎通を図りつつ、適切な政策判断に努めてまいりたい、と強調した。

## VII. 対外公表文「金融市場調節方針の変更について」の検討

対外公表文「金融市場調節方針の変更について」は、議長の指示により執行部が原案を用意し、それについて検討が行われ、最終案が固められた。

その際、日本銀行の金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的なものであるべきことに配慮したステートメントにすべきとの意見があった。これを受けた討議の結果、「適切かつ機動的な金融政策運営を継続する」ことを盛り込むことが支持された。

採決の結果、賛成多数で議決され、別添1のとおり公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

なお、議長は、合わせて、本日の会合で政府が議決延期の求めを行い、これが否決されたことを公表すると述べた（対外公表文は別添2）。また、政策変更時の恒例にしたがい、本日、議長が記者会見を行うこととなった。

## Ⅷ. 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「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」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を8月15日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員

—— 中原委員は、①卸売物価に比べ消費者物価、GDPデフレーターといった最終需要段階に近い物価指数の下落幅が大きくなっていること、②依然として大きなGDPギャップが存在すること、を踏まえると、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえないと考えられるほか、消費者物価、GDPデフレーターといった実際の物価がマイナス幅を拡大している状況下においてこうした記述は不適當である、として上記採決において反対した。

なお、閉会に際し、議長は、本日の決定会合の開催時間中に、会合の進行に関する報道が一部でなされたことは極めて遺憾であると述べた。そのうえで、出席者全員に対し、会合の議事内容に関する情報の取り扱いを厳正にするよう、強く要請した。

以 上

(別添1)

平成12年8月11日  
日本銀行

## 金融市場調節方針の変更について

(1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

(2) 日本銀行は、昨年2月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけるためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。

(3) その後1年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったものと考えられる。

(4) この間、7月央以降は、いわゆる「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない。

(5) 今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

今回の措置実施後も、コールレートは0.25%というきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は維持される。日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である。

以 上

(別添2)

平成12年8月11日  
日 本 銀 行

政府からの議決の延期の求めについて

本日決定した金融市場調節方針に対しては、大蔵省および経済企画庁からの出席者が、日本銀行法第19条第2項に基づき、議決を次回金融政策決定会合まで延期することを求めた。政策委員会は、同条第3項に基づいて採決した結果、これを反対多数で否決した。

以  
上

要注意

一覧後廃棄

<特定情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：決定会合関係者限り>

平成12年9月14日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程（平成12年10月～13年3月）（案）

	会合開催	金融経済月報公表	（議事要旨公表）
12年 10月	10月13日<金>	10月16日<月>	（11月22日<水>）
	10月30日<月>	—	（12月 5日<火>）
11月	11月17日<金>	11月20日<月>	（12月20日<水>）
	11月30日<木>	—	（ 1月24日<水>）
12月	12月15日<金>	12月18日<月>	（ 1月24日<水>）
13年 1月	1月19日<金>	1月22日<月>	（ 3月 5日<月>）
2月	2月 9日<金>	2月13日<火>	（ 3月23日<金>）
	2月28日<水>	—	未定
3月	3月19日<月>	3月21日<水>	未定

以 上