

## 金融環境の現状評価

### (概 況)

資金仲介活動をみると、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする民間銀行の融資姿勢に大きな変化はみられていないが、このところ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債・CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

資金需要面では、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少していることから、民間の資金需要はこのところ減少傾向を幾分強めているとみられる。

以上を背景に、民間銀行貸出は弱めの動きが続いている。一方で、社債の発行残高は、良好な発行環境を反映して、伸び率を若干高める傾向にある。また、CPの発行残高も、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

7月のマネタリーベース前年比は、前月に引き続き、高い伸びとなった。また、7月のマネーサプライも、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が続いている。当面、日本銀行による金融緩和措置

の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

## 1. 貸出・資本市場調達

民間銀行貸出は(図表1、2)、弱めの動きが続いている。7月は-1.8%と前月に比べてマイナス幅が幾分拡大した(5業態、償却要因等調整後前年比:4月-1.5%→5月-1.7%→6月-1.5%→7月-1.8%)。

—— 7月のマイナス幅拡大の背景としては、①設備投資の減少等を背景に資金需要が下振れている可能性、②大企業を中心としたCP調達へのシフト、③特別保証制度を利用した駆け込みの動き(3月)の反動が徐々に現れていること、が考えられる。

一方、民間銀行借入以外のルートからの資金調達は(図表1、3)、前年を上回る水準での推移を続けている。社債発行残高(普通社債+転換社債+ワラント債<除く銀行普通社債>)は、伸び率を若干高める傾向にある。また、CP発行残高も、発行金利がきわめて低い水準で推移していることを背景に、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

—— 7月のCP発行残高は、21.7兆円と4か月連続で既往ピークを更新。

—— 7月の社債発行額は、前月に電力等一部の業種で、償還資金の前倒し調達の動きがみられたことの反動などから、前月に比べて大きく減少した(6月14,356億円→7月3,559億円)。このため、7月については、発行残高の伸びが幾分鈍化した(6月前年比3.0%→7月同2.5%)。なお、社債発行額を格付別にみると、低格付(BBB格)のウェイトが大きく高まっていることが特徴(BBB格ウェイト:1~3月4.1%→4~6月9.0%→7月21.1%)。

—— この間、エクイティ・ファイナンスについては(図表4)、公募

増資は引き続き低調となったが、新規公開については、大型の公開（日本マクドナルド等）がみられたことから、大幅に増加した（6月171億円→7月883億円）。

## 2. 量的金融指標等

### (1) マネタリーベースの動向

7月のマネタリーベース前年比は（図表7）、銀行券が一段と伸びを高めたことを主因に、前月に引き続き、高い伸びとなった（4月+1.4%→5月+5.1%→6月+7.6%→7月+8.0%）。

—— 銀行券の伸び率の高伸は、郵便局が定額郵貯の大量満期に備えて、多額の手許現金を抱えていたことが主因（銀行券平残前年比：6月+8.9%→7月+9.6%）。この間、当座預金については、昨年ゼロ金利解除観測の強まりを受けて、本行が資金供給を拡大したことの裏が出る形でマイナス幅が拡大した（当座預金前年比：6月-0.1%→7月-4.3%）。

### (2) マネーサプライの動向

7月のマネーサプライ（M2+CD）前年比は（図表8）、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた（4月+2.5%→5月+2.9%→6月+3.2%→7月+3.3%）。

—— 7月の定額郵貯満期額は約12兆円と大量満期が始まった2000年4月以来で最大の規模。

—— なお、定額郵貯の再預入率をみると、7月は73.3%と比較的高めの水準となった。

	(%)			
	00/10-12月	01/1-3月	4-6月	7月
再預入率	73.5	72.2	71.0	73.3

(注) 再預入率=定額・定期貯金への再預入額/再預入勸奨対象金額（推計）

### 3. 企業の資金調達コスト

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

貸出金利の動きをみると、6月の貸出約定平均金利は、短期・長期とも横這い圏内の動きとなった。

この間、CP発行金利は、きわめて低い水準での推移を続けている（CP発行レート：7月上旬0.05%→中旬0.05%→下旬0.04%）。社債発行金利は、クレジット・スプレッドの縮小を背景に、引き続き低下傾向を辿っている（図表11）。

—— このように、貸出金利、CP発行金利は、新規実行ベースではほぼ下げ尽くしたとみられる一方で、社債発行金利については、投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景として、なお低下傾向にあると考えられる。

### 4. 企業金融の動向

資金需要面では、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少していることから、民間の資金需要はこのところ減少傾向を幾分強めているとみられる。

—— 7月の「主要銀行貸出動向アンケート調査」をみると（図表19）、企業の資金需要は、中小企業向けを中心に、減少傾向を幾分強めている（資金需要D.I.：4月-15→7月-29）。また、資金需要減少の背景として、売上げや設備投資の減少を指摘する先が多い。

一方、資金供給面をみると、民間銀行は、基本的には、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、より細かくみると、大企業を中心とする優良先については、貸出姿勢を一段と積極化する動きがみられる一方で、中小企業を中心とする信用力が低い先に対しては、慎重化する兆しが窺われるなど、「貸出スタンスの2極化」の動きが

幾分強まっている可能性がある。

—— 前述の貸出動向アンケート調査で、銀行の貸出運営スタンスをみると、各企業規模について、引き続き「積極化」超となっており、銀行の貸出姿勢に大きな変化はみられていない。ただ、やや細かくみると、大企業向けについては「積極化」超幅が拡大傾向にある一方で、中小企業向けについては、昨年後半と比較して、「積極化」超幅が幾分縮小している。

—— また、中小企業金融公庫の調査でも、中小企業からみた金融機関の貸出姿勢が幾分慎重化している姿が窺える（貸出態度判断 D.I. : 1~3月 19.3→4~6月 18.5→7月 17.3）。

以上の金利動向や企業に対するアンケート調査などを総合すると、金融機関の貸出態度や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が続いている。当面、日本銀行による金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

## 5. 企業倒産

企業倒産件数は（図表 20、21）、このところ横這い圏内で推移している。

—— 6月の倒産件数は、1,510件とほぼ前年並み。負債総額は、大型倒産が少なかったことから、前年を大きく下回った（前年比 -65.6%）。

以 上

「金融環境の現状評価」参考計表

- |         |                        |
|---------|------------------------|
| (図表 1)  | クレジット関連指標              |
| (図表 2)  | 民間銀行貸出                 |
| (図表 3)  | 資本市場調達（CP・社債）          |
| (図表 4)  | 資本市場調達（株式）             |
| (図表 5)  | 民間部門資金調達               |
| (図表 6)  | マネー関連指標                |
| (図表 7)  | マネタリーベース               |
| (図表 8)  | マネーサプライ                |
| (図表 9)  | M2 + CD増減とバランスシート項目の対応 |
| (図表 10) | 信用乗数・マーシャルのk           |
| (図表 11) | 金利関連指標                 |
| (図表 12) | 貸出金利                   |
| (図表 13) | スプレッド貸出のスプレッド          |
| (図表 14) | 実質金利                   |
| (図表 15) | MCI、FCI                |
| (図表 16) | 企業金融関連指標               |
| (図表 17) | 企業の財務状況                |
| (図表 18) | 中小企業からみた金融機関の貸出態度      |
| (図表 19) | 主要銀行貸出動向アンケート調査        |
| (図表 20) | 企業倒産関連指標               |
| (図表 21) | 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%

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7
5業態計	-1.9 [-4.1]	-1.8 [-3.9]	-1.7 [-3.6]	-1.6 [-3.7]	-1.7 [-3.8]	-1.5 [-3.8]	-1.8 [-4.0]
うち都銀	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.4	-2.3	-2.5
長信銀	-4.7	-3.7	-3.8	-3.1	-3.0	-2.9	-3.7
信託銀	-1.8	-1.9	-2.2	-2.0	-1.9	-2.3	-2.5
地銀	0.6	0.7	0.7	-0.1	-0.3	0.2	0.0
地銀Ⅱ	-5.5	-5.1	-4.7	-1.5	-1.5	-1.8	-1.8

(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

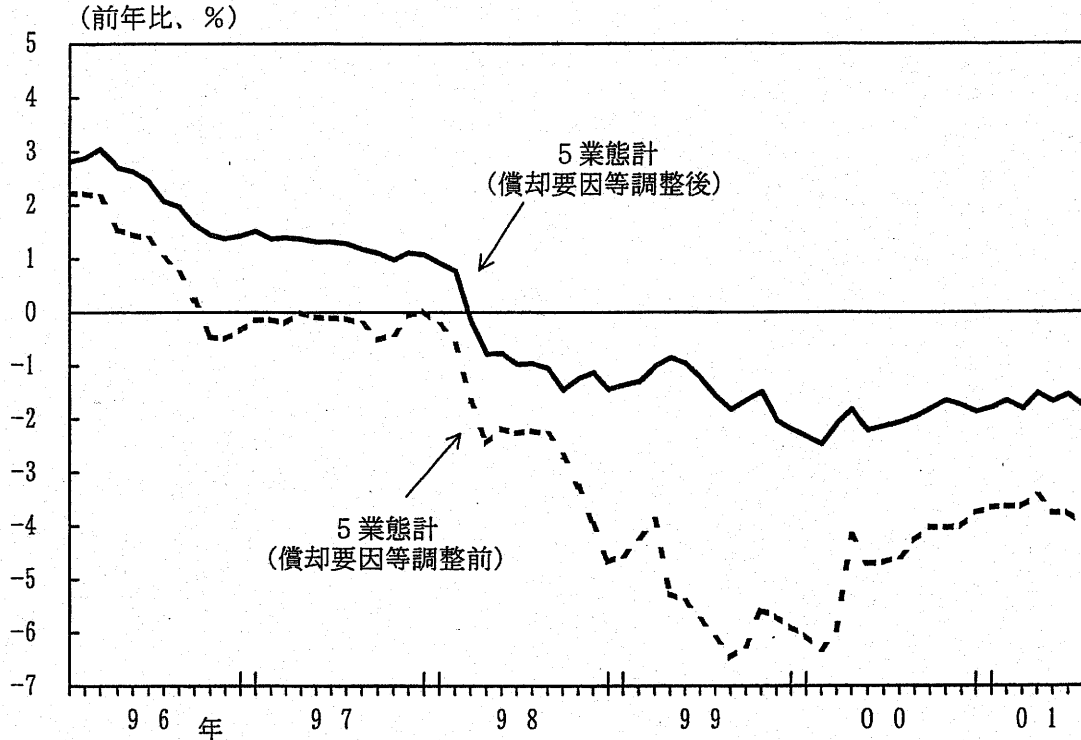
	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7
民間部門総資金調達	-1.0	-1.1	-0.9	-0.5	-0.6	-0.5	-0.7
7業態	-1.4	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0	-1.2
寄 大手生保5社	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
与 政府系	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1
度 3公庫	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
住宅公庫	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
直接市場調達	0.5	0.3	0.5	0.9	0.9	0.9	1.0
CP	0.2	0.1	0.2	0.6	0.6	0.6	0.7
社債	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

- (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。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

(前年比、%)

2000/9月実績	2000/12月実績	2001/3月実績	2001/5月実績	2001/6月実績	2001/7月実績	2001/9月6月時点計画
▲ 2.1	▲ 2.3	▲ 2.2	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 2.2	▲ 0.5
[▲ 0.9]	[▲ 1.3]	[▲ 1.4]		[▲ 0.5]		
[▲ 3.5]	[▲ 4.0]	[▲ 3.8]	[▲ 3.9]	[▲ 3.9]	[▲ 4.1]	[▲ 2.5]

(注) 1. 都銀、長信銀、信託の総貸出月中平残。ただし、新生銀、あおぞら銀、日本信託を含まないほか、中央三井信託が拓銀から譲り受けた額を控除している。

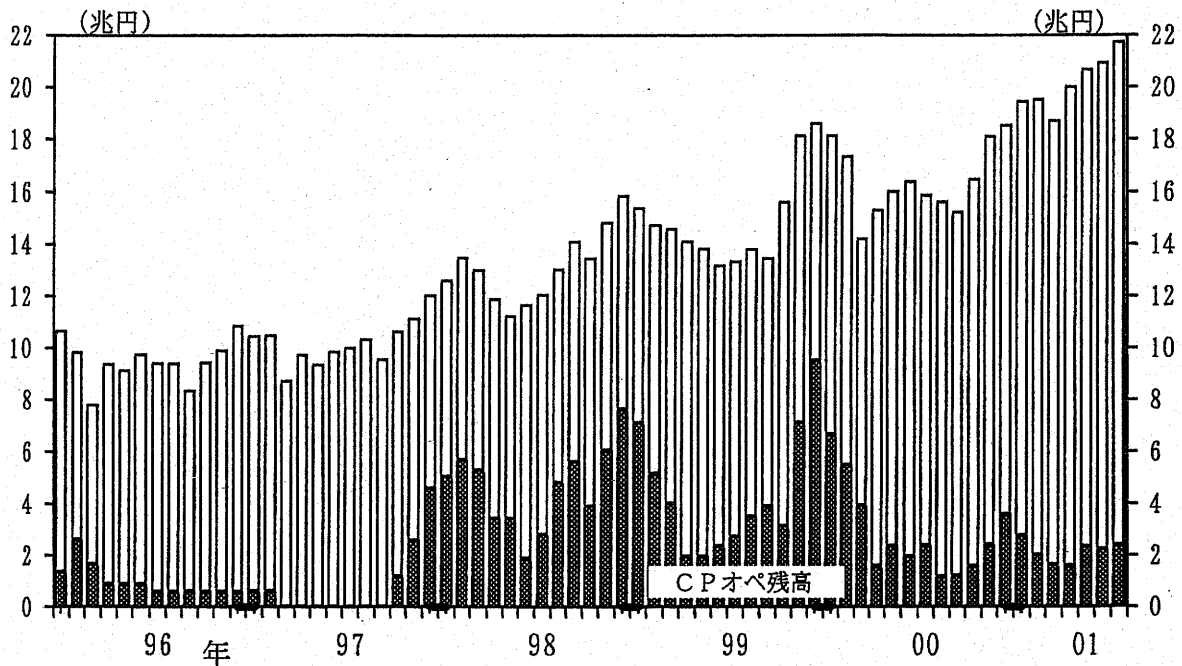
2. 山一特融を除くベース。

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 (CP・社債)

## (1) CP発行残高(末残)

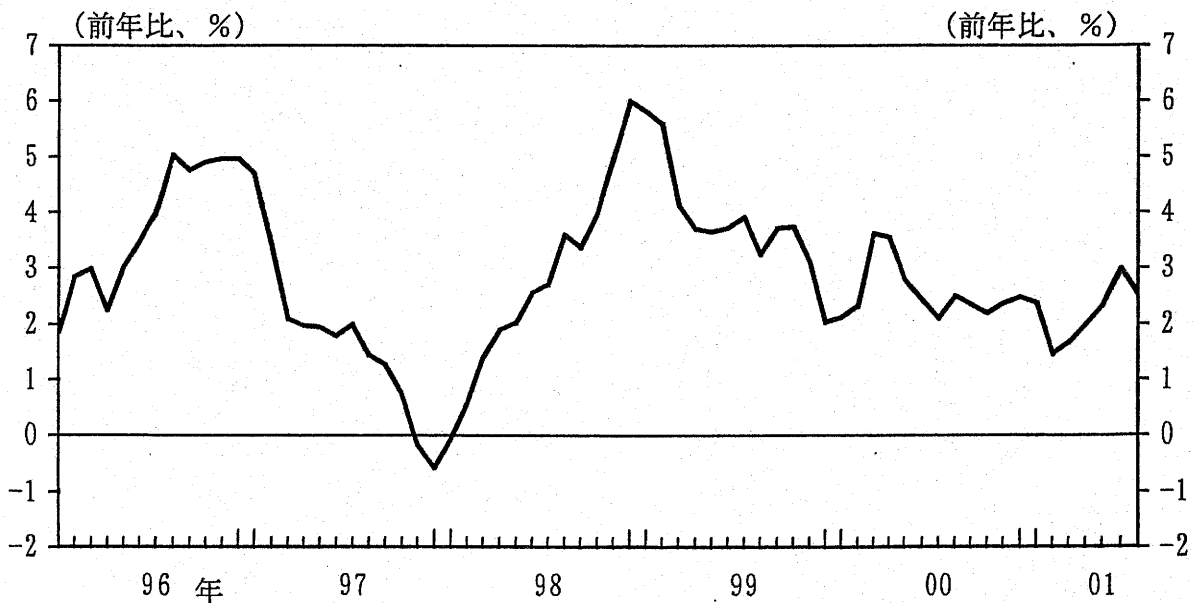


(注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行CPを含まない。

## (2) 社債発行額

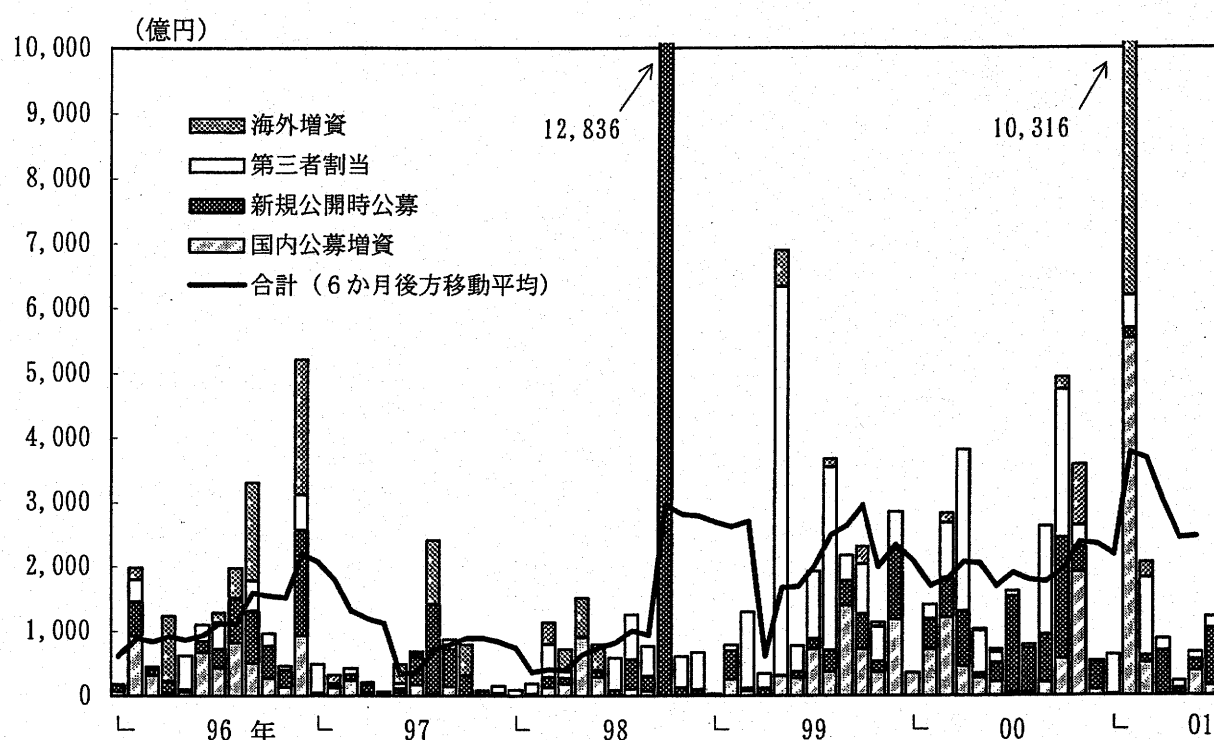
	(億円)					
	00/10~12月	01/1~3月	4~6月	01/5月	6月	7月
発行額	20,416	22,009	33,993	9,708	14,356	3,559
(前年)	(21,163)	(24,121)	(21,627)	(5,384)	(9,794)	(4,437)

## (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。

## 資本市場調達 (株式)

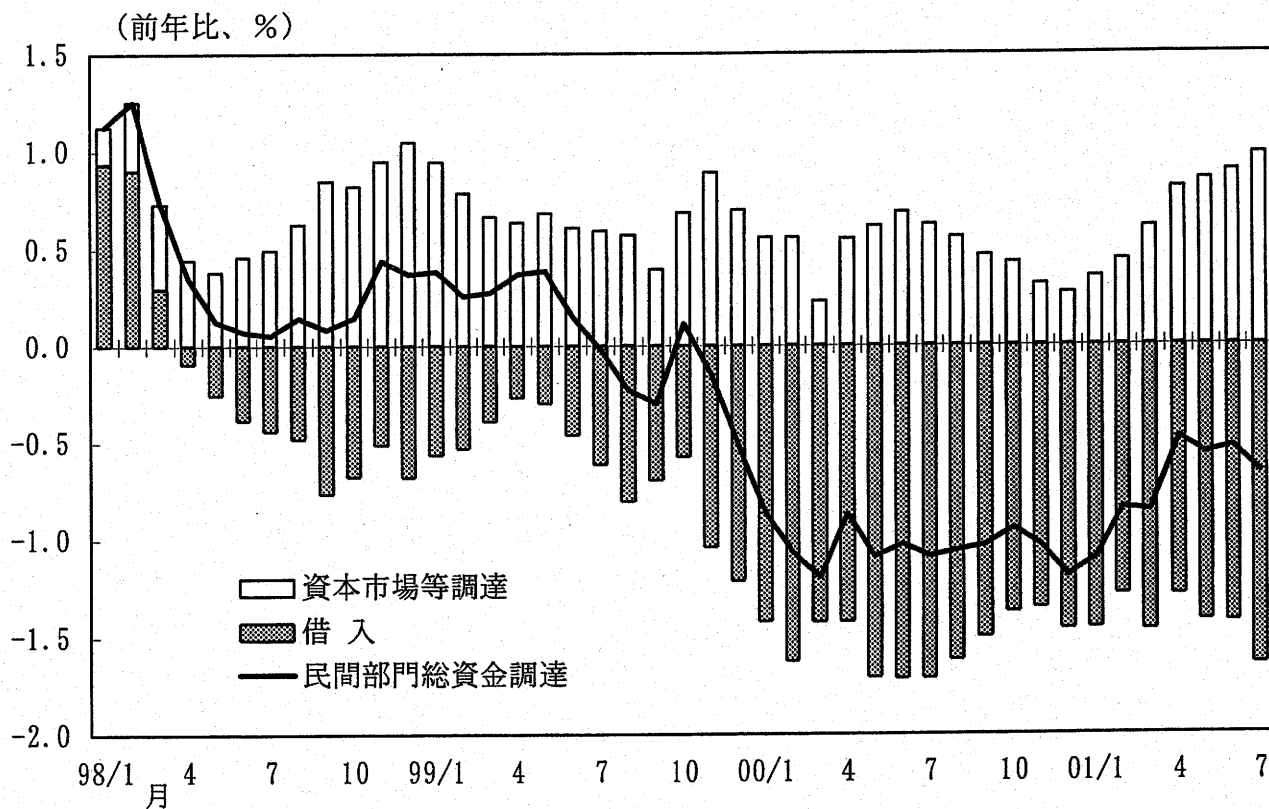


(億円)

	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7
合計	9,048	13,005	1,762	224	663	n. a.
(前年)	(6,293)	(4,590)	(5,565)	(1,030)	(718)	(1,617)
公募増資	2,570	6,022	414	29	377	151
(前年)	(2,256)	(2,269)	(945)	(276)	(213)	(38)
新規公開	2,683	288	922	74	171	883
(前年)	(1,803)	(1,090)	(1,198)	(62)	(292)	(1,489)
第三者割当	2,652	2,322	426	121	115	180
(前年)	(1,891)	(1,082)	(3,340)	(666)	(158)	(90)
海外増資	1,142	4,373	0	0	0	n. a.
(前年)	(344)	(149)	(81)	(26)	(55)	(0)

- (注) 1. 計数は海外増資を除き、金融機関発行分を含まない。  
 2. 98/10月の新規公開時公募の急増はNTTドコモによるもの(約1.2兆円)。  
 3. 01/2月の公募増資、海外増資の急増はNTTドコモによるもの(合計で約1.0兆円)。  
 4. データは、アイ・エヌ情報センターによる(ただし、海外増資は日本証券業協会による)。

### 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

## ＜マネタリーベース＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7	2000年度 平残
マネタリーベース (平残、兆円)	3.8	3.1 (64.8)	-0.6 (66.2)	4.6 (66.9)	5.1 (67.0)	7.6 (67.0)	8.0 (68.8)	64
日本銀行券発行高	6.5	6.6	5.3	6.2	6.1	8.9	9.6	56
貨幣流通高	1.3	1.3	1.2	1.6	1.6	1.7	1.9	4
日銀当座預金	-18.8	-28.9	-42.3	-8.4	-2.8	-0.1	-4.3	5

## ＜マネーサプライ＞

— 平残前年比、&lt; &gt;は季調済3か月前比年率、%；残高、兆円

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7	2000年度 平残
M2+CD	2.2	2.1	2.6	2.8	2.9	3.2	3.3	633
	—	—	—	—	< 3.4>	< 4.9>	< 3.9>	—
M1	6.4	4.8	4.6	6.8	6.8	7.9	8.7	233
現金通貨	6.5	7.2	5.8	5.9	5.8	8.4	9.4	55
預金通貨	6.4	4.0	4.2	7.0	7.1	7.8	8.6	179
準通貨	-1.1	-1.2	-0.4	-2.3	-2.4	-3.2	-3.6	380
CD	24.4	50.9	42.9	60.9	66.3	95.2	92.8	21
広義流動性	2.8	2.5	2.6	2.5	2.5	2.2	2.2	1,282
	—	—	—	—	< 2.0>	< 0.3>	< -0.2>	—

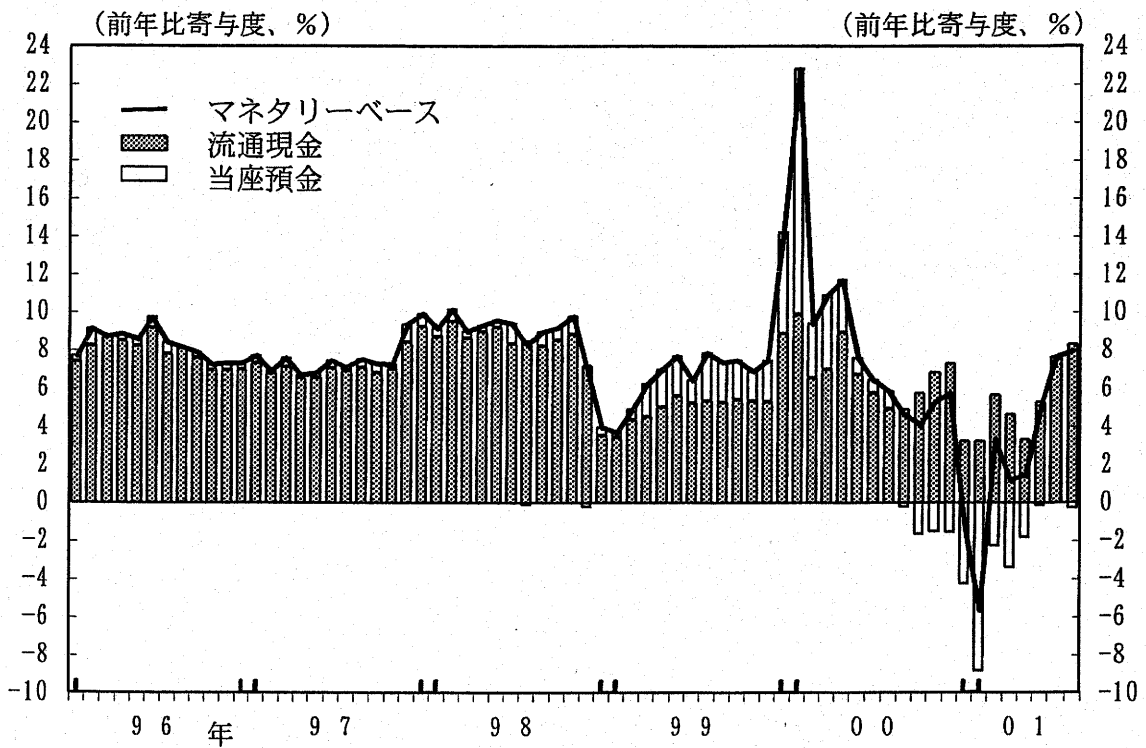
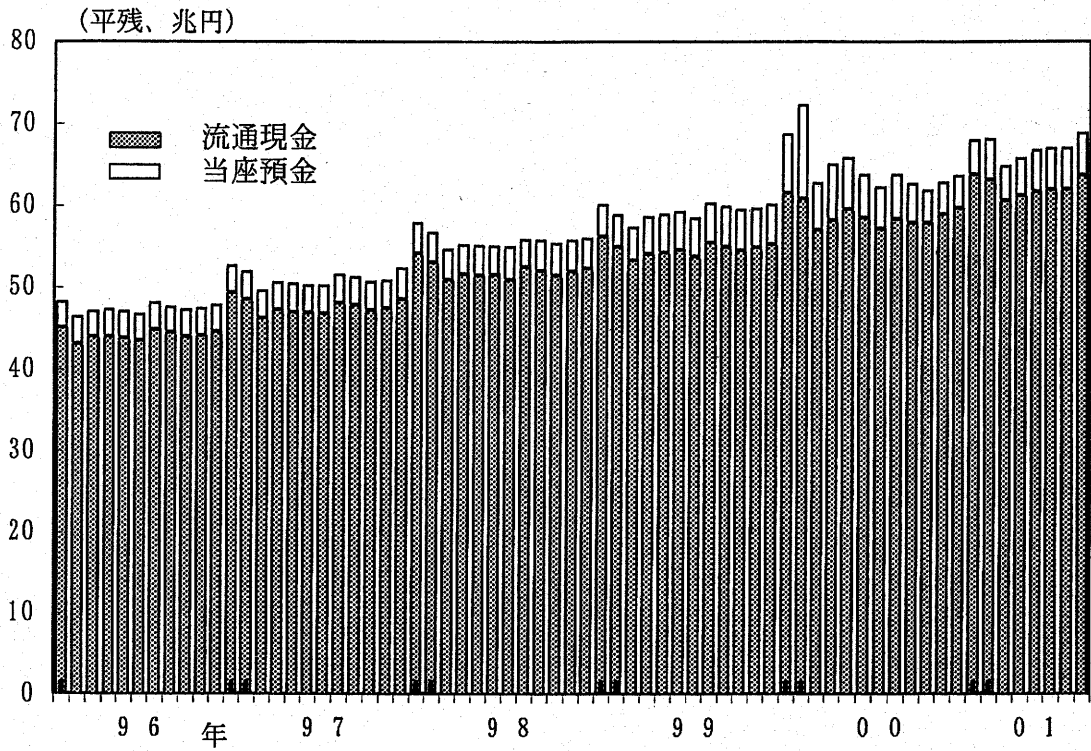
## ＜各種金融商品の内訳（広義流動性ベース）＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/5月	6	7	2000年度 平残
郵便貯金	-0.1	-0.6	-2.9	-4.1	-4.0	-4.5	-5.3	257
金銭信託	2.8	1.7	1.6	-1.4	-2.1	-2.2	-2.3	112
その他預貯金	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5	107
国債・F B・債券現先	17.0	19.4	30.6	36.2	35.7	28.1	30.0	65
投資信託	10.0	6.9	2.5	5.6	6.1	4.5	4.3	42
株式投信 <sup>(注)</sup>	(19.9)	(24.9)	(20.2)	(14.5)	(13.3)	(14.2)	(16.6)	(19)
公社債投信 <sup>(注)</sup>	(2.8)	(-5.0)	(-7.2)	(2.7)	(4.0)	(1.2)	(2.0)	(39)
金融債	-4.2	-6.1	-9.3	-11.0	-10.9	-11.6	-11.4	29
外債	23.9	26.3	18.9	4.6	6.0	3.3	4.2	30
金銭信託以外の 金銭の信託	3.0	5.8	9.5	38.0	38.4	58.8	57.8	5
金融機関発行CP	-65.7	-80.1	-25.0	332.6	515.1	659.4	951.2	0.6

(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）。

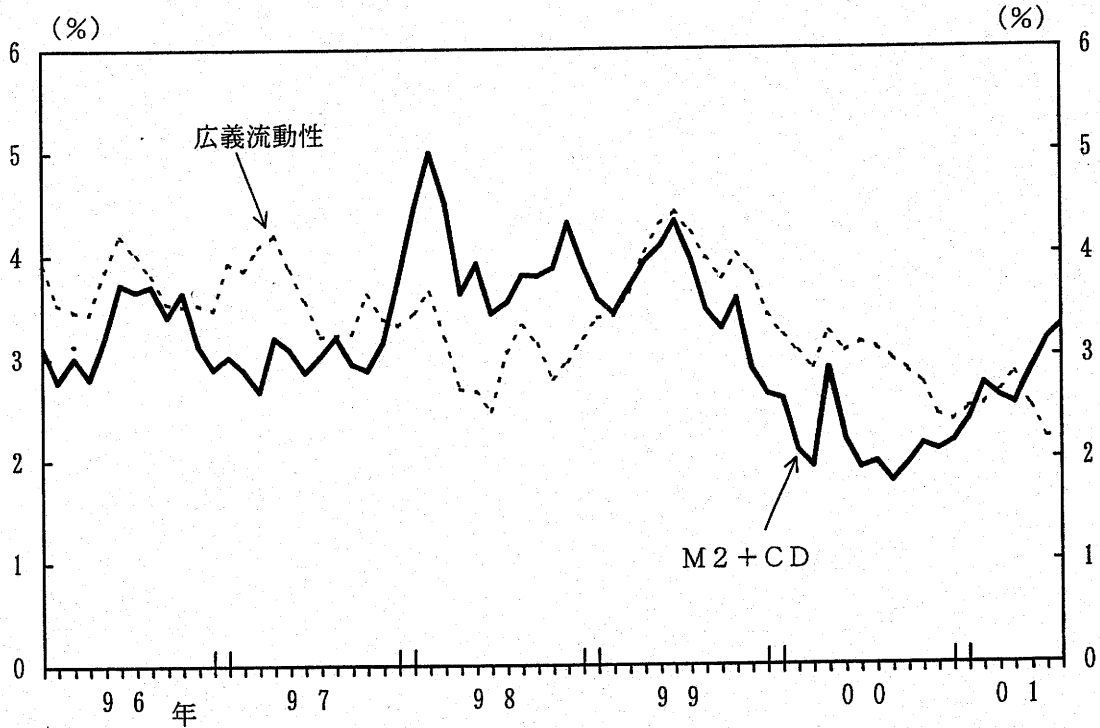
# マネタリーベース



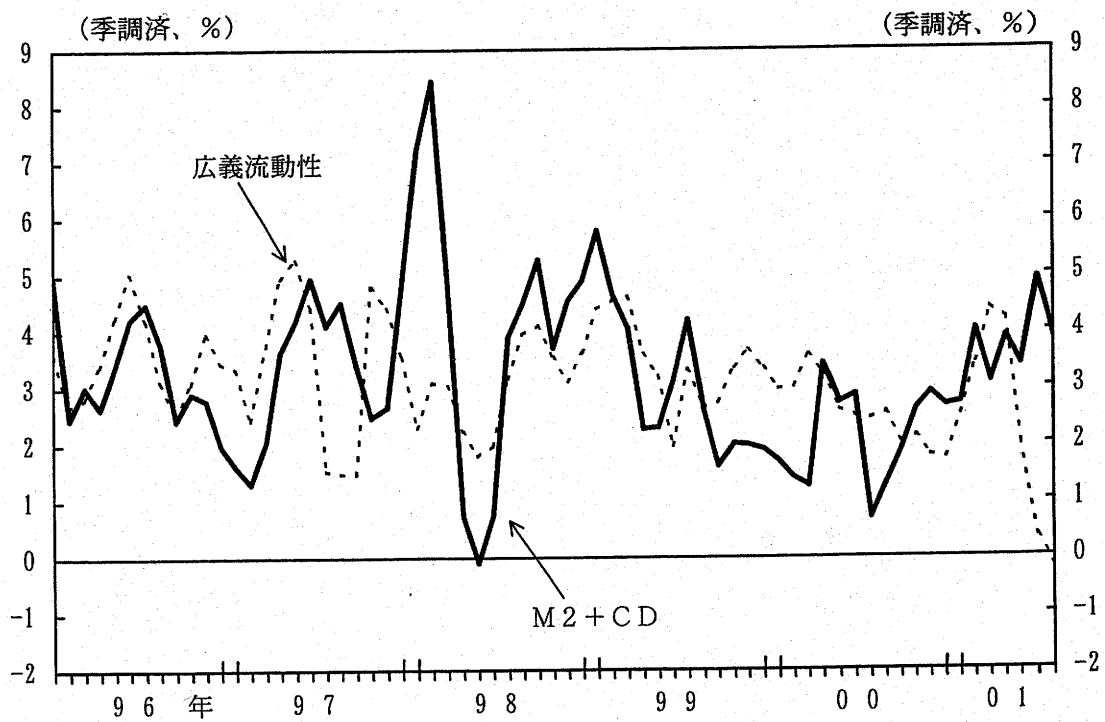
(注) マネタリーベース=流通現金 (銀行券および貨幣<ともに金融機関保有分を含む>) + 日銀当座預金

# 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



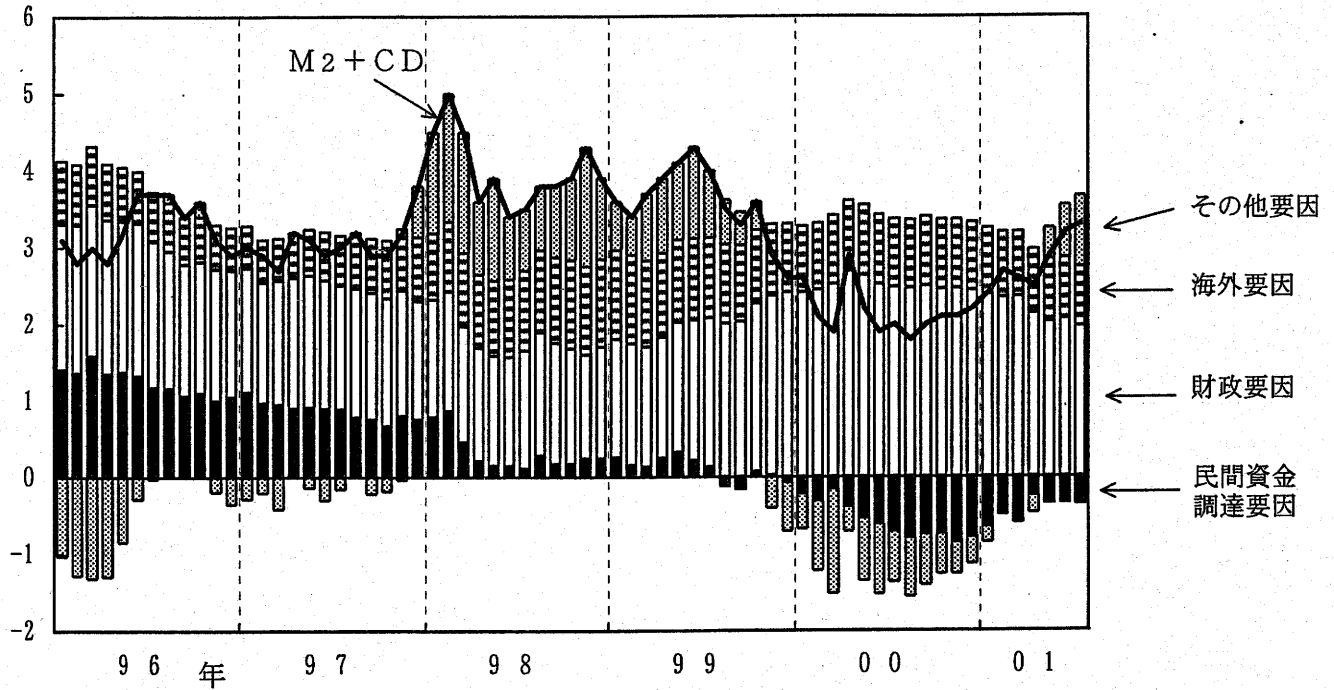
対外非公表

### 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

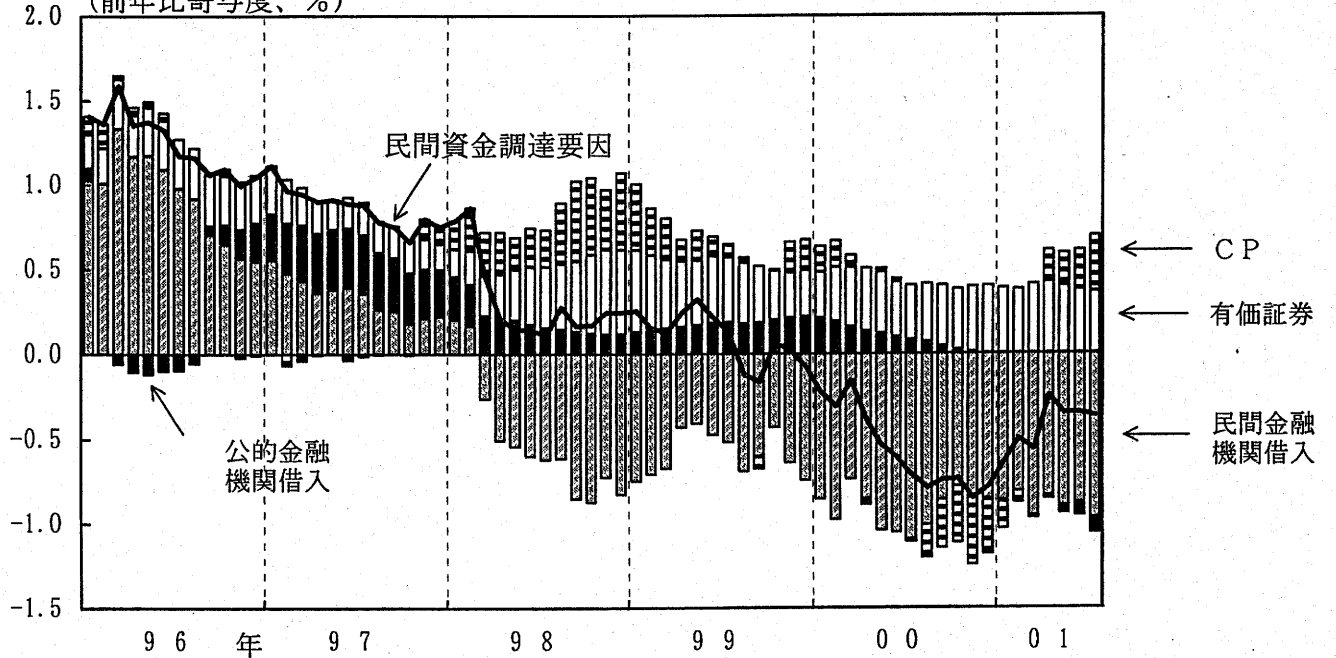
(前年比寄与度、%)



(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

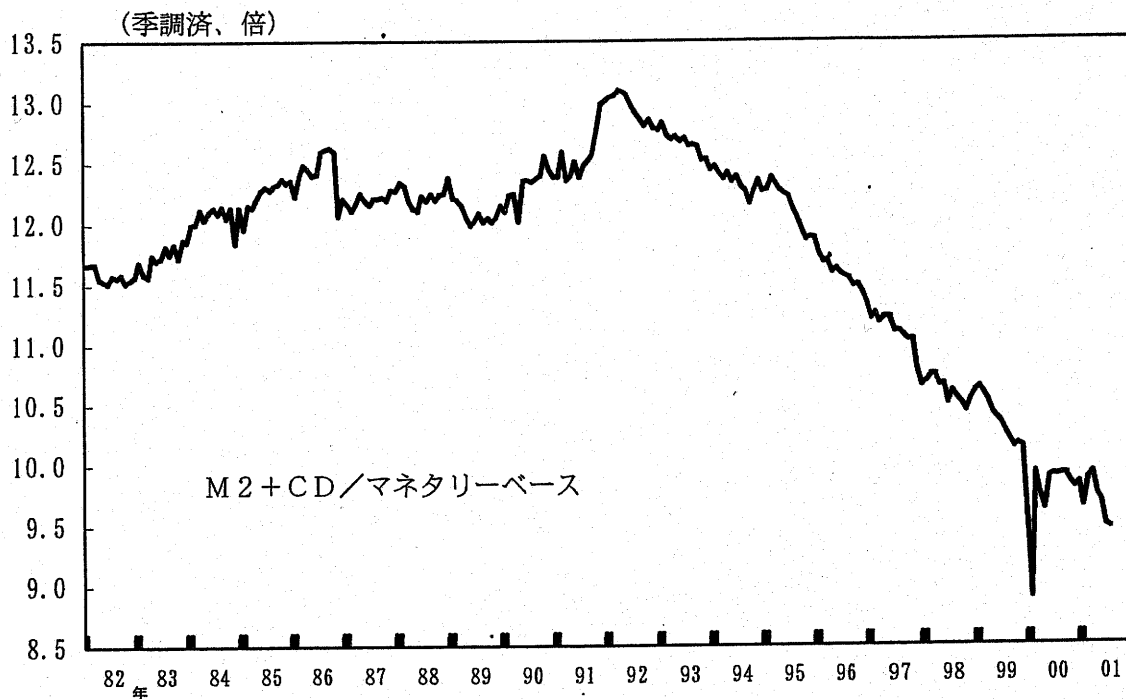
#### (2) 資金調達増減の寄与度分解

(前年比寄与度、%)

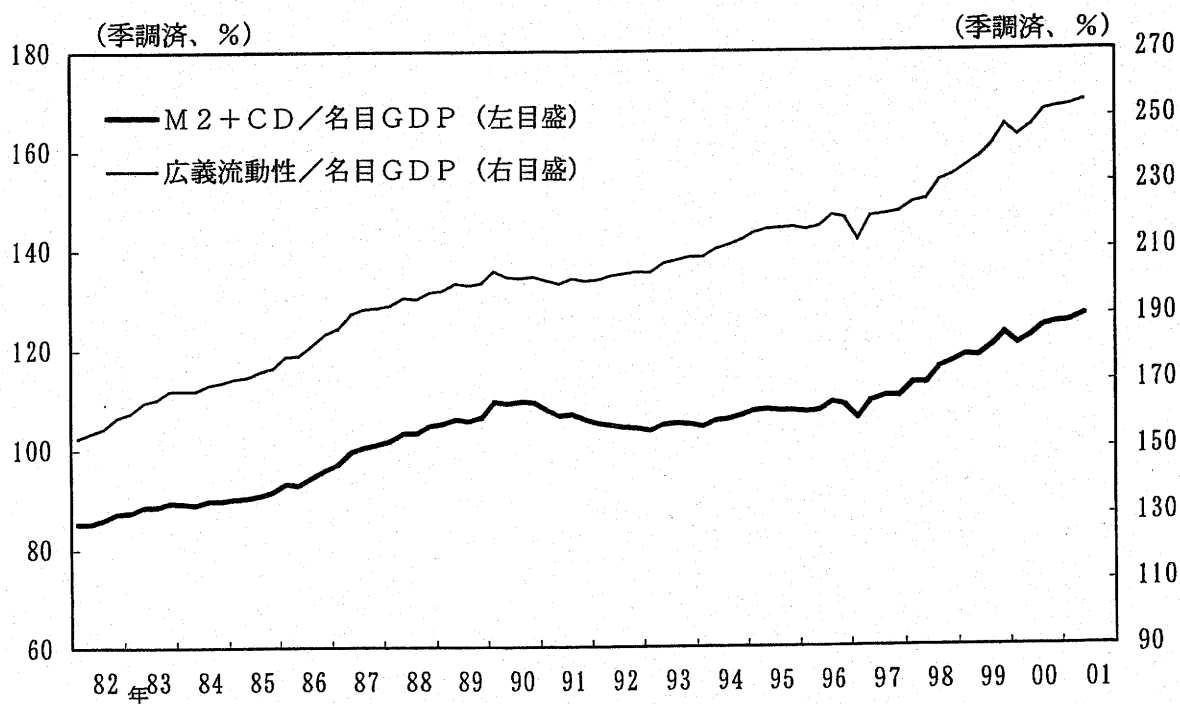


### 信用乗数・マーシャルのk

#### (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＞

	— %				— %		
	00/6 月末	9	12	01/3	01/6 月末	7	8/8 日
無担保コールレート (オバーナイト物)	0.03	0.28	0.20	0.12	0.06	0.02	0.01
CD発行レート (120日未満)	0.104	0.334	0.596	0.085	0.035	0.055	—
ユーロ円 TIBOR (3か月物)	0.23	0.54	0.58	0.11	0.09	0.09	0.09
国債流通利回り (10年新発債)	1.760	1.840	1.640	1.275	1.190	1.335	1.360

## ＜企業の資金調達コスト＞

CP発行レートは対外非公表

		— %				— %		
		00/6 月	9	12	01/3	01/6 月	7	8/8 日
短期プライムレート (未値)		1.375	1.500	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375
長期プライムレート (未値)		2.15	2.40	2.10	1.90	1.60	1.55	1.55
貸出約定平均金利								
新規	短期	1.663	1.642	1.844	1.512	1.519		
	長期	1.885	1.940	2.021	1.704	1.708		
	総合	1.739	1.750	1.906	1.595	1.588		
ストック	短期	1.710	1.740	1.775	1.725	1.601		
	長期	2.318	2.330	2.360	2.305	2.214		
	総合	2.039	2.070	2.116	2.047	1.950		
3か月物CP発行レート (A-1格またはJ-1格以上)		0.13	0.37	0.63	0.12	0.02	0.05	
社債発行クーポン (AA格)		1.51	1.51	1.58	1.02	0.65	0.73	
スプレッド		+0.26	+0.15	+0.55	+0.41	+0.22	+0.25	

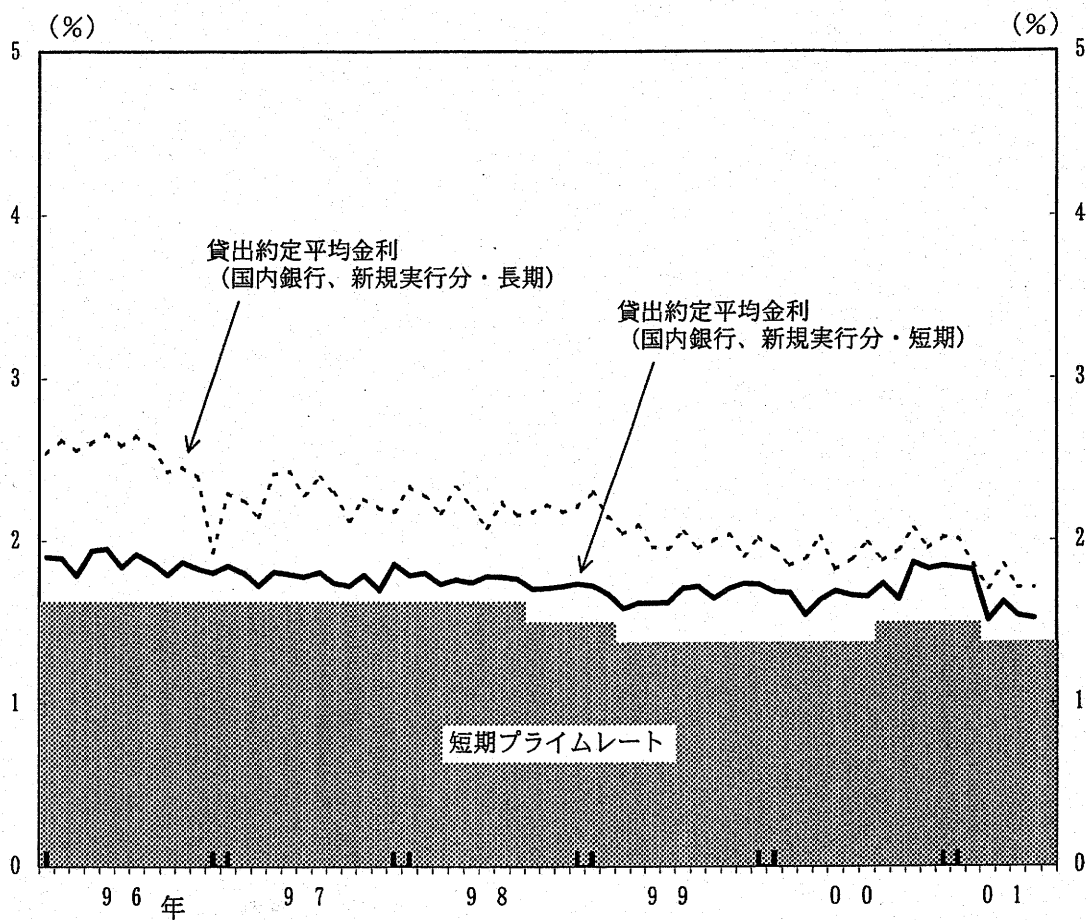
(注) 1. CP発行レートは、当該月の月中平均値 (オペ先 33社ベース)。

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＞

		00/6 月末	9	12	01/3	01/6 月末	7	8/8 日
為替相場	円/ドル	105.40	107.75	114.90	125.27	124.27	124.79	123.49
	ユーロ/円	100.93	94.85	106.77	110.34	105.21	109.24	108.00
株式市場	日経平均株価 (円)	17,411	15,747	13,785	12,999	12,969	11,860	12,163
	TOPIX (ポイント)	1,591	1,470	1,283	1,277	1,300	1,190	1,217
	東証2部株価指数 (ポイント)	2,524	2,389	1,936	2,056	2,138	1,964	1,998
	日経店頭平均 (円)	1,787	1,588	1,241	1,354	1,339	1,238	1,249

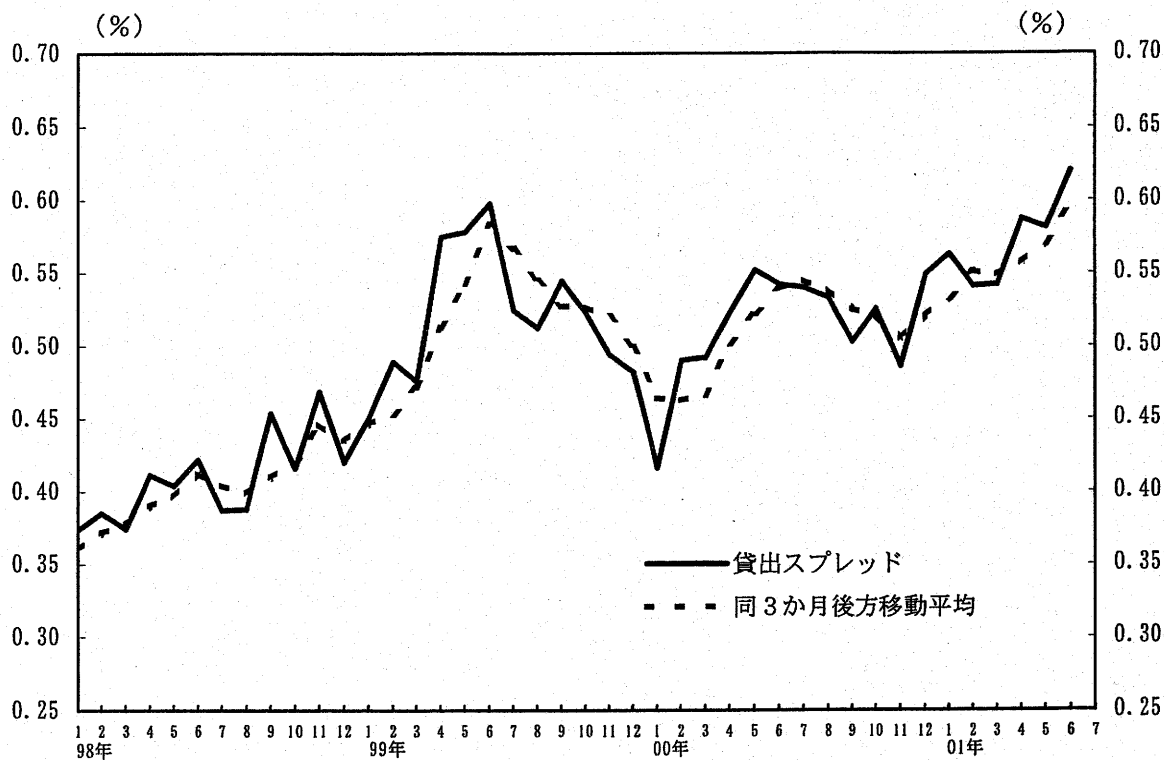
# 貸出金利



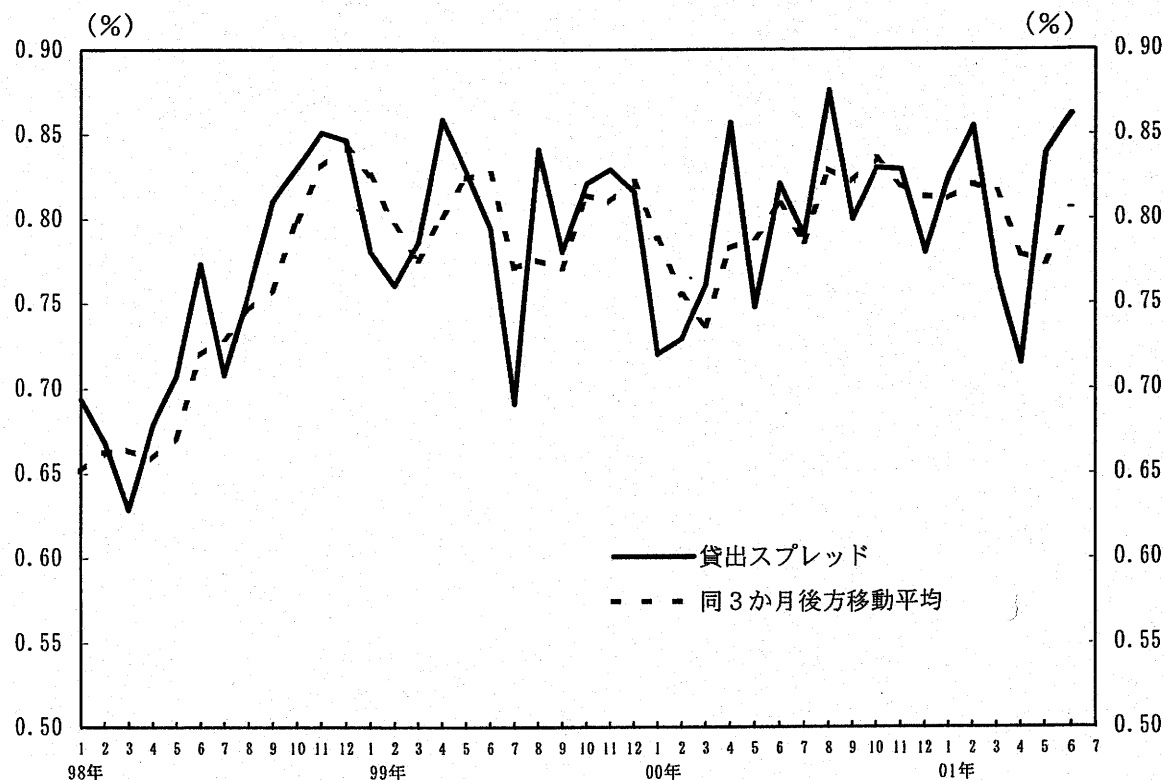
(注) 短期プライムレートは月末時点。

# スプレッド貸出のスプレッド

## (1) 短期



## (2) 長期

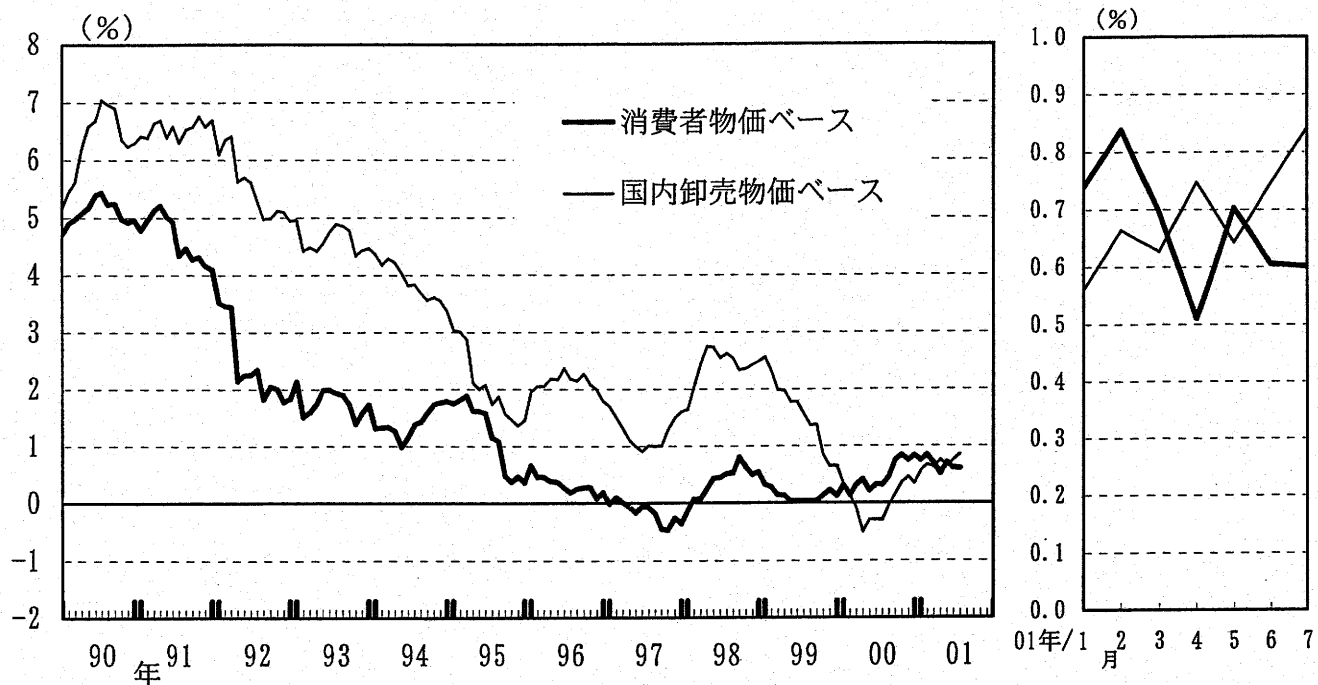


(注) 都銀主要行に対するヒアリングによる。

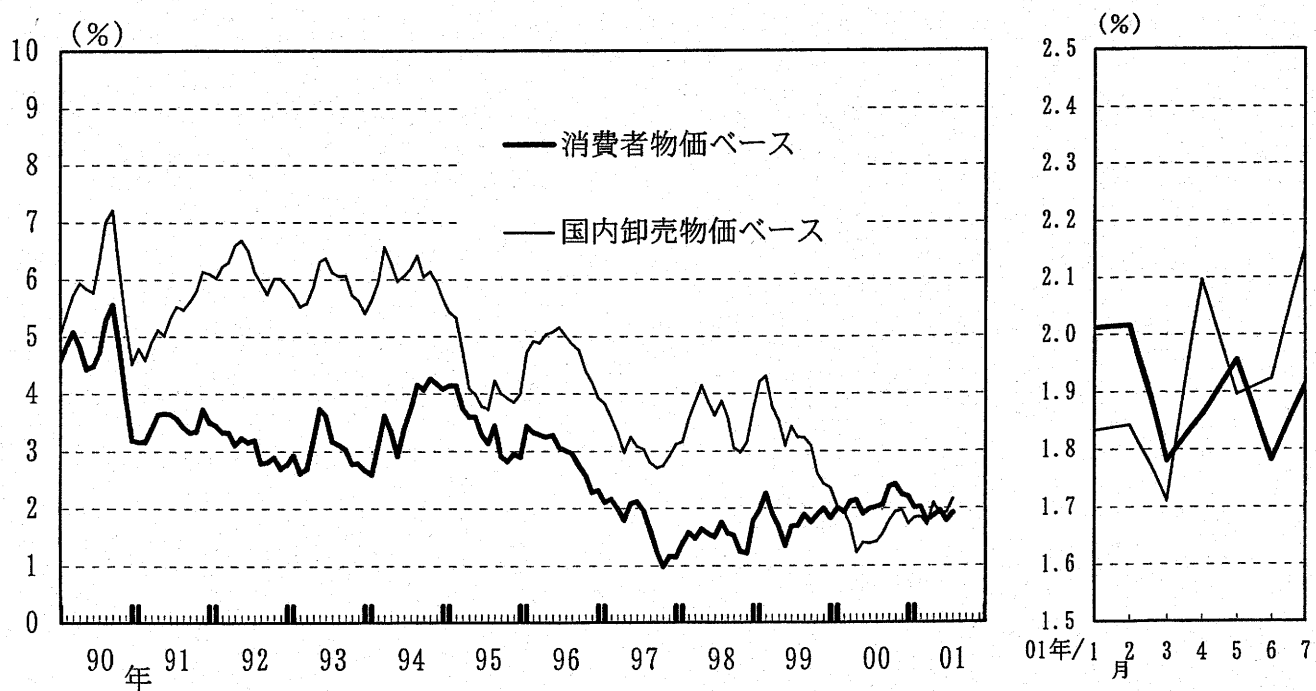
# 実質金利

— 期待インフレ率を現実のインフレ率と等しいと仮定して計算 —

## (1) 実質短期金利 (コールレート-インフレ率)



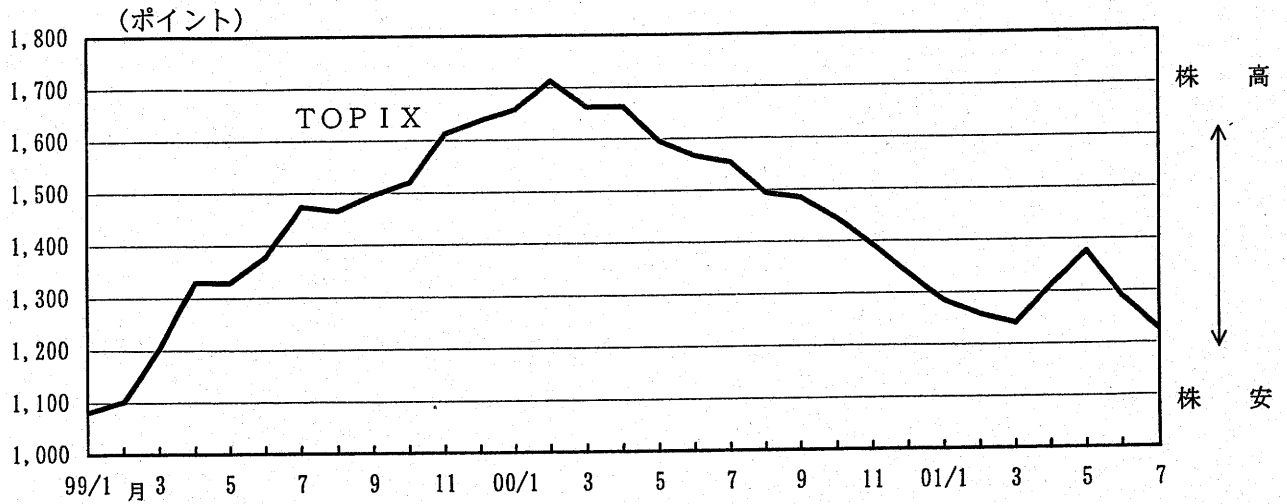
## (2) 実質長期金利 (国債10年物利回り-インフレ率)



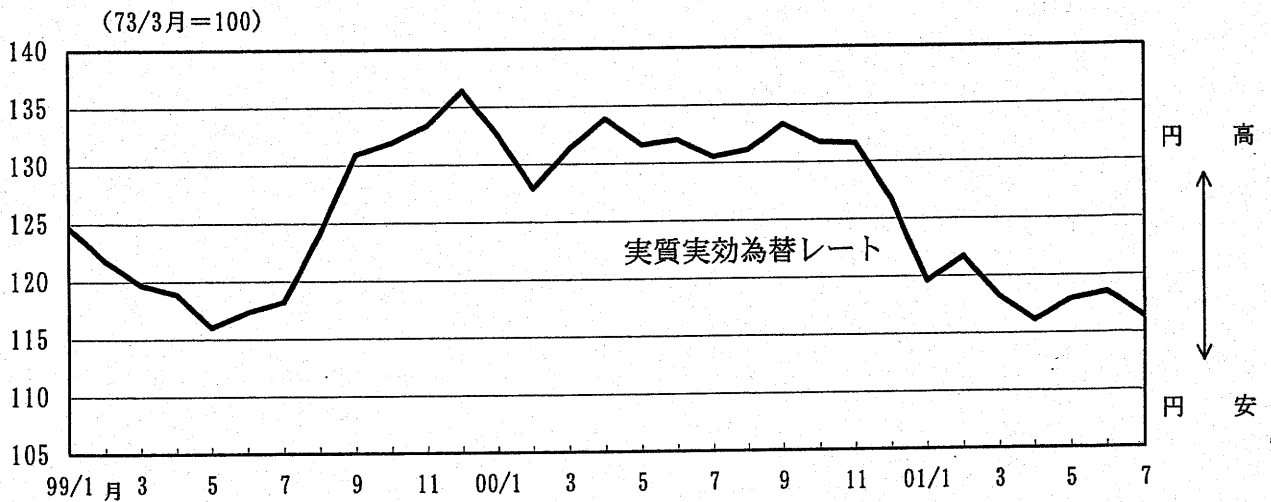
- (注) 1. 消費者物価は、除く生鮮食品、消費税要因を調整したベース (前年比)。
- 2. 国内卸売物価は、消費税要因を調整したベース (前年比)。
- 3. 7月の消費者物価の前年比は、6月から横這いと仮定。

# MCI、FCI

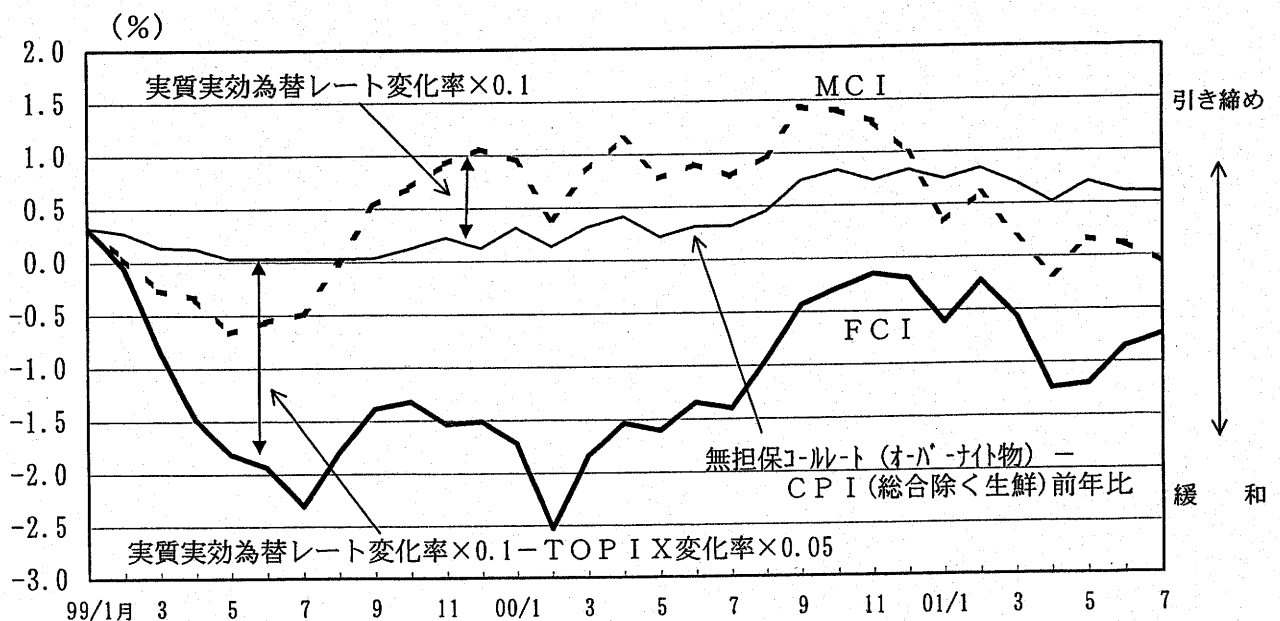
## (1) 株価



## (2) 為替レート



## (3) MCI、FCI



(注) 1. MCI : Monetary Conditions Index, FCI : 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. 7月のCPI(総合除く生鮮)前年比は、6月から横這いと仮定。

## 企業金融関連指標

## ＜資金繰り D. I.＞

		— %ポイント					— %ポイント		
		00/ 4~6月	7~9	10~12	01/ 1~3	4~6	01/ 5月	6	7
全国短観（全産業）	「楽である」 - 「苦しい」	- 4	- 5	- 5	- 6	- 6			
大企業		16	13	13	11	12			
中小企業		-11	-11	-11	-13	-13			
中小企業金融公庫	「余裕」- 「窮乏」	-16.3	-15.4	-15.8	-16.1	-18.3	-18.5	-18.0	-17.2
商工中金	「(前月比) 好転」 - 「(前月比) 悪化」	- 3.5	- 5.7	- 3.7	- 5.8	- 6.4	- 6.6	- 7.8	- 7.8
国民生活金融公庫	「(前期比) 好転」 - 「(前期比) 悪化」	-23.6	-30.5	-29.5	-35.4	-26.7			

(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。

## ＜金融機関の貸出態度＞

		— %ポイント					— %ポイント		
		00/ 4~6月	7~9	10~12	01/ 1~3	4~6	01/ 5月	6	7
貸出態度判断 D. I.									
全国短観（全産業）	「緩い」- 「厳しい」	2	3	3	3	3			
大企業		16	19	17	18	17			
中小企業		- 3	- 2	- 3	- 3	- 2			
中小企業金融公庫	「緩和」- 「厳しい」	16.8	19.9	19.3	19.3	18.5	16.1	20.9	17.3
国民生活金融公庫	「(前期比) 容易」 - 「(前期比) 困難」	-17.9	-18.1	-18.1	-22.3	-19.7			

## 貸出運営スタンス（主要銀行貸出動向アンケート調査）

大企業向け	(「積極化」+0.5×「やや積極化」)- («慎重化」+0.5×「やや慎重化」)	4	6	11	8	13			
中小企業向け		38	42	37	27	28			

(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。

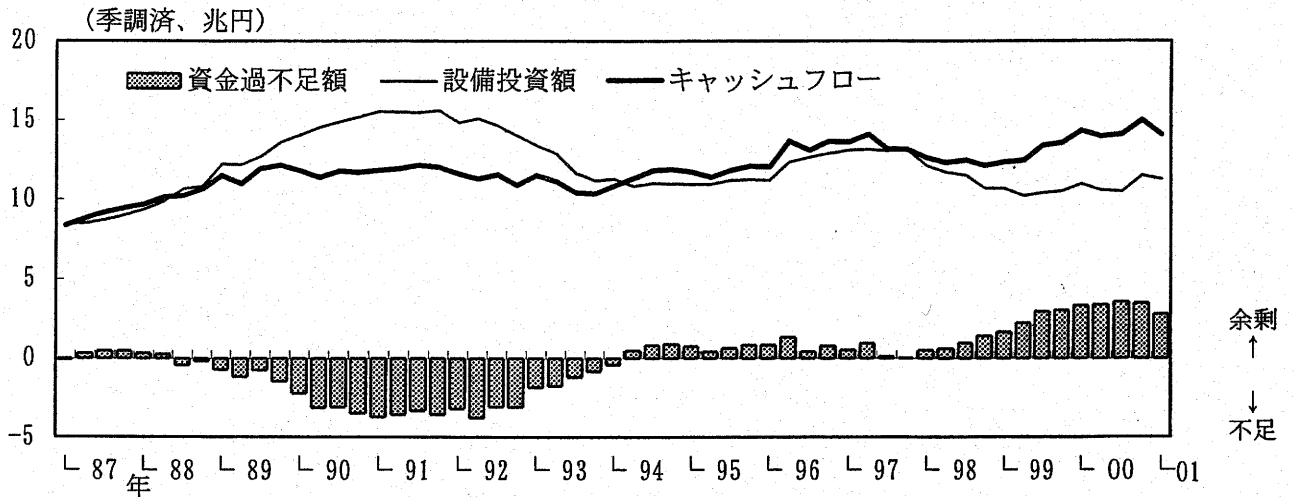
## ＜企業の財務状況＞

	— 季調済、兆円、倍						
	99/ 7~9月	10~12	00/ 1~3	4~6	7~9	10~12	01/ 1~3
資金過不足額（-：不足）	2.95	3.02	3.33	3.37	3.57	3.48	2.78
借入金対売上高比率	5.17	5.13	5.08	4.83	4.81	4.60	4.71
手元流動性比率	1.52	1.52	1.48	1.43	1.42	1.33	1.36
インタレスト・カバレッジ・レシオ	3.30	3.51	3.82	3.95	4.22	5.02	4.05

- (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。

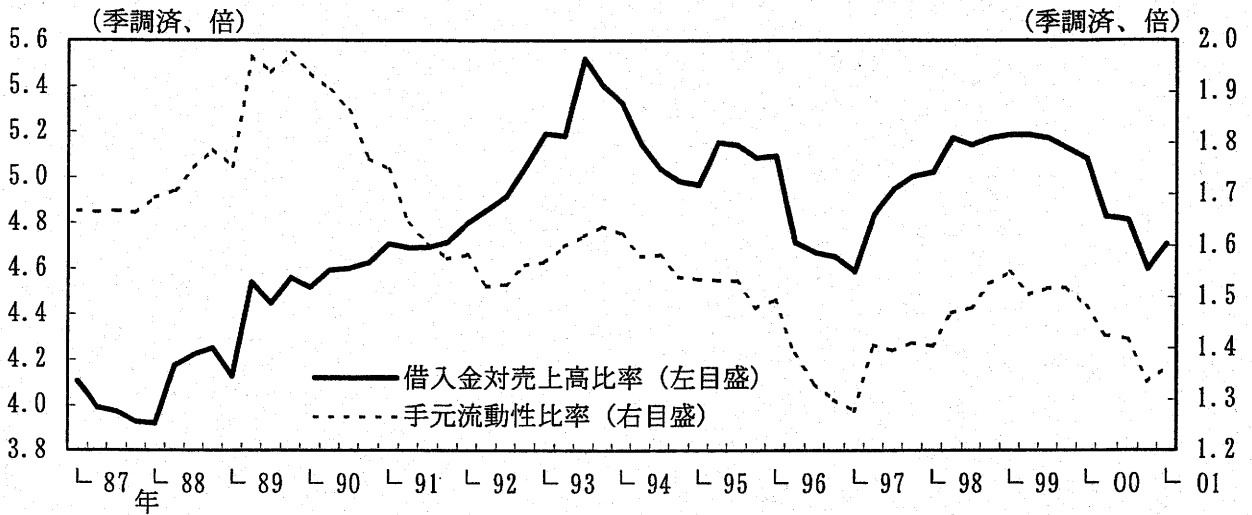
# 企業の財務状況

## (1) 資金過不足額



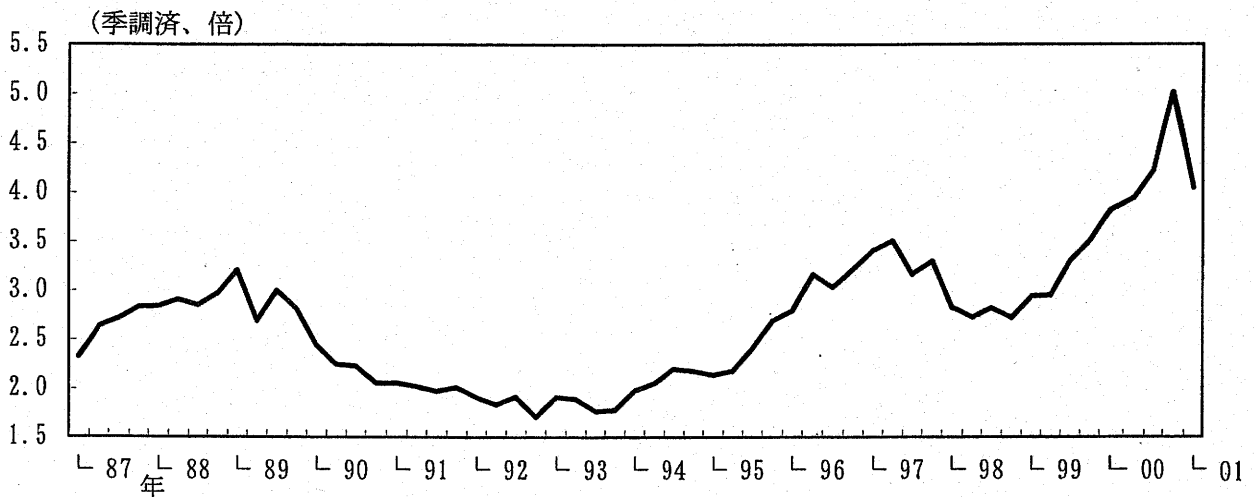
- (注) 1. 資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額 (キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費)  
 2. 除くその他サービス大企業。断層修正済。

## (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

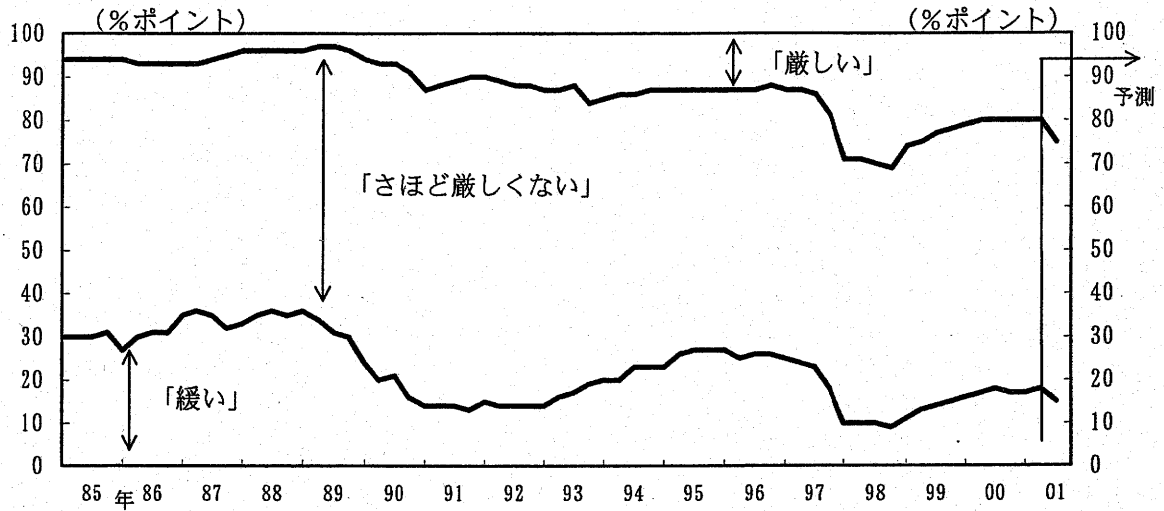
## (3) インタレスト・カバレッジ・レシオ



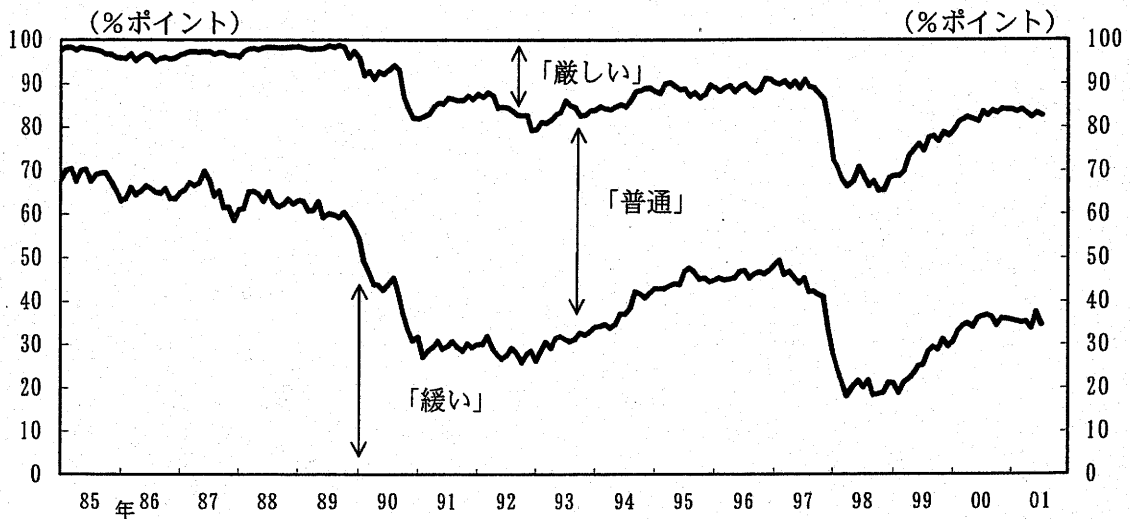
- (注) インタレスト・カバレッジ・レシオ = (支払利息 + 経常利益) / 支払利息

### 中小企業からみた金融機関の貸出態度

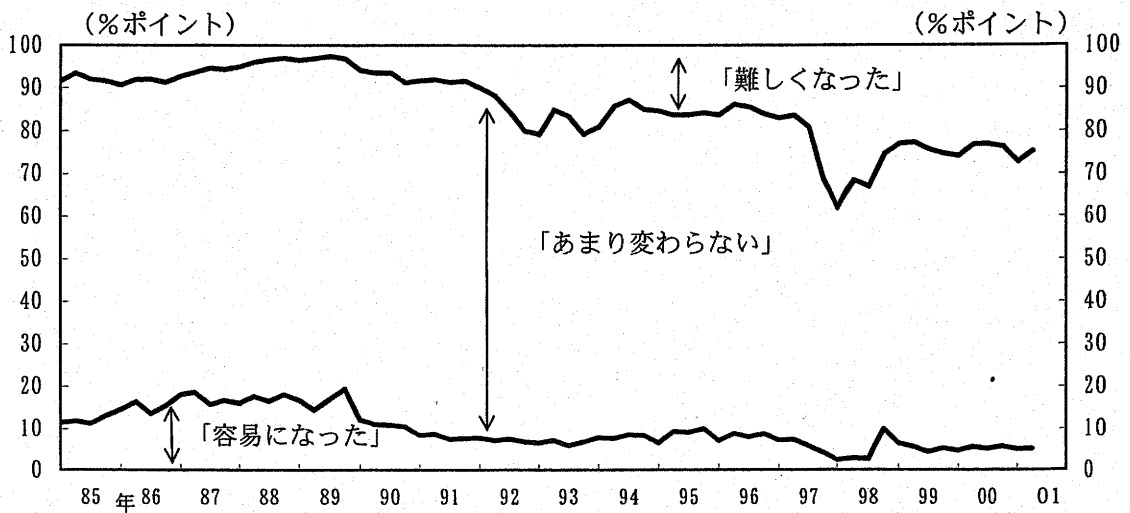
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点7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)





## 主要銀行貸出動向アンケート調査

### ＜資金需要の動向＞

(D.I. %ポイント)

	00/4月	7月	10月	01/1月	4月	7月	
企業向け	-10	-17	1	-13	-15	-29	(-19)
	-	(7)	(1)	(5)	(-4)	(-12)	
大企業向け	-9	-13	-7	-10	-16	-10	
中堅企業向け	-10	-7	-5	-8	-9	-16	
中小企業向け	-11	-14	2	-7	-13	-26	
地公体向け	5	-6	-1	-2	-2	-9	(-8)
	-	(-1)	(-3)	(5)	(4)	(-3)	
個人向け	4	1	5	-2	1	5	(-1)
	-	(6)	(5)	(6)	(0)	(-5)	

(注) 1. D.I. = (「増加」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや増加」とした回答金融機関構成比) - (「減少」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや減少」とした回答金融機関構成比)。

2. 過去3か月における変化。( )内は、前回調査時点における今後3か月の見通し。

### ＜貸出運営スタンス＞

(D.I. %ポイント)

	00/4月	7月	10月	01/1月	4月	7月	
大企業向け	10	4	6	11	8	13	(14)
	-	(9)	(11)	(8)	(12)	(11)	
中堅企業向け	26	26	29	25	20	20	(20)
	-	(35)	(38)	(34)	(32)	(27)	
中小企業向け	39	38	42	37	27	28	(32)
	-	(51)	(50)	(50)	(47)	(37)	

(注) 1. D.I. = (「積極化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや積極化」とした回答金融機関構成比) - (「慎重化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや慎重化」とした回答金融機関構成比)。

2. 過去3か月における変化。( )内は、前回調査時点における今後3か月の見通し。

## 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、%

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/4月	5	6
倒産件数	1,566 (+12.2)	1,571 (+ 8.8)	1,519 (+ 0.4)	1,583 (+ 2.8)	1,575 (+ 0.8)	1,664 (+ 9.4)	1,510 (- 1.8)
＜季調値＞	—	1,553	1,588	1,545	1,540	1,598	1,498
特別保証制度関連倒産	348	383	355	392	390	402	384
負債総額	21,774 (2.3倍)	34,926 (6.7倍)	15,384 (+94.6)	8,750 (-41.5)	9,777 (+ 1.0)	10,049 (-39.2)	6,425 (-65.6)
1件あたり負債額	13.9	22.2	10.1	5.5	6.2	6.0	4.3

### ＜資本金別内訳＞

— 件/月、[ ]内は構成比、%

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/4月	5	6
1億円以上	25 [ 1.6]	22 [ 1.4]	26 [ 1.7]	23 [ 1.4]	29 [ 1.8]	20 [ 1.2]	19 [1.3]
1千万円～1億円未満	801 [51.1]	815 [51.9]	826 [54.4]	839 [53.0]	826 [52.4]	888 [53.4]	803 [53.2]
1千万円未満	455 [29.0]	461 [29.3]	420 [27.6]	457 [28.9]	454 [28.8]	482 [29.0]	436 [28.9]
個人企業	285 [18.2]	273 [17.4]	248 [16.3]	264 [16.7]	266 [16.9]	274 [16.5]	252 [16.7]

### ＜業種別内訳＞

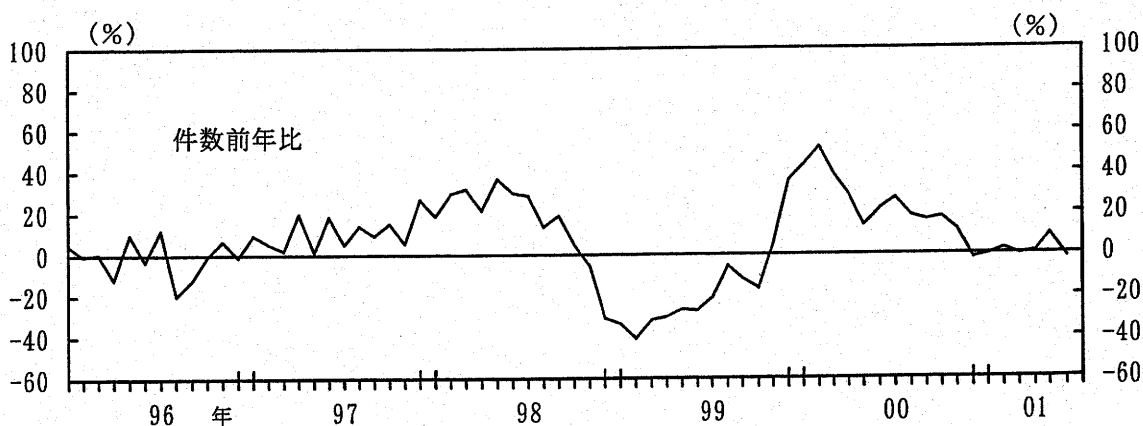
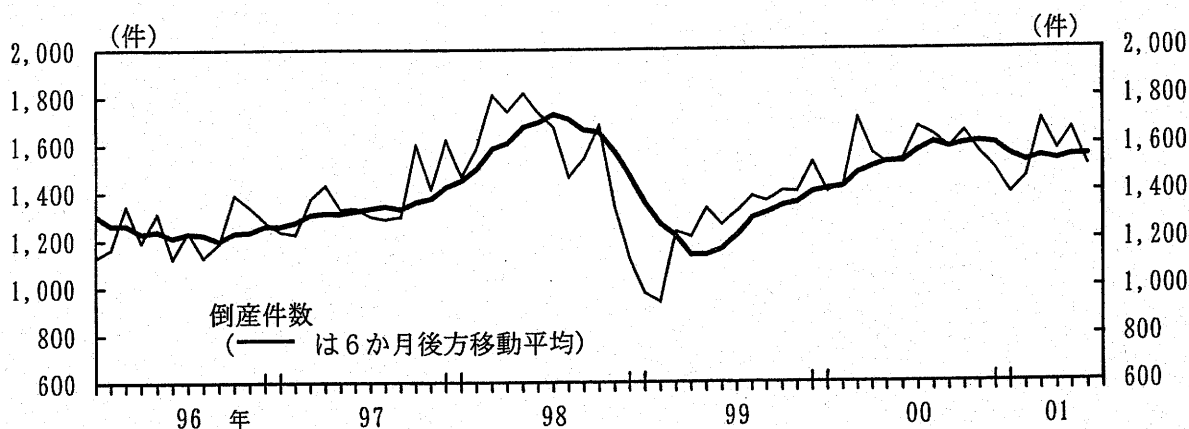
— 件/月、[ ]内は構成比、%

	2000年度	00/ 10~12月	01/ 1~3	4~6	01/4月	5	6
建設業	515 [32.9]	523 [33.3]	469 [30.9]	525 [33.2]	485 [30.8]	546 [32.8]	545 [36.1]
製造業	289 [18.4]	287 [18.3]	280 [18.4]	294 [18.6]	307 [19.5]	312 [18.8]	264 [17.5]
卸売・小売業	459 [29.3]	478 [30.4]	461 [30.4]	443 [28.0]	467 [29.7]	443 [26.6]	420 [27.8]
金融・保険・不動産業	60 [ 3.9]	60 [ 3.8]	60 [ 3.9]	71 [4.5]	73 [ 4.6]	68 [ 4.1]	71 [ 4.7]
運輸・通信業	59 [ 3.7]	58 [ 3.7]	61 [ 4.0]	60 [3.8]	62 [ 3.9]	72 [ 4.3]	46 [ 3.0]
サービス業	173 [11.0]	154 [ 9.8]	179 [11.8]	179 [11.3]	176 [11.2]	211 [12.7]	150 [ 9.9]

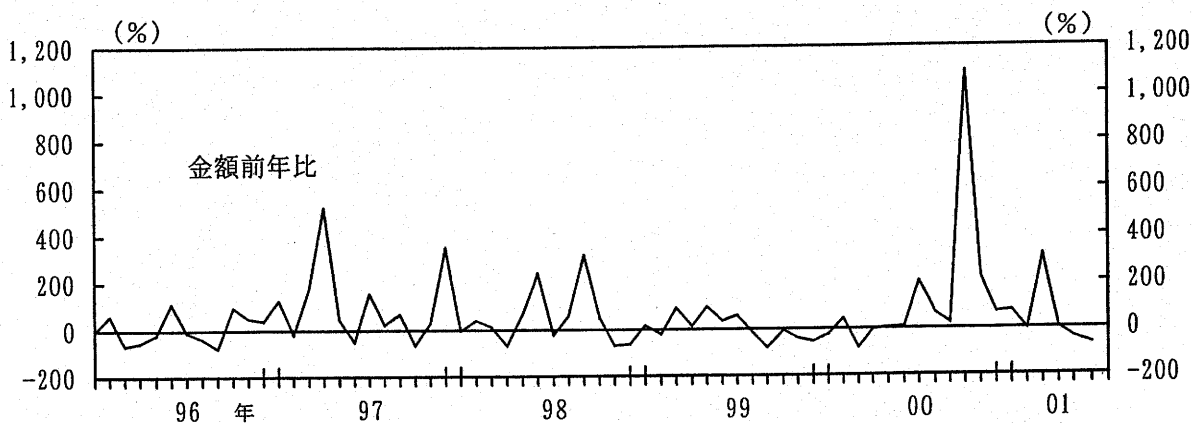
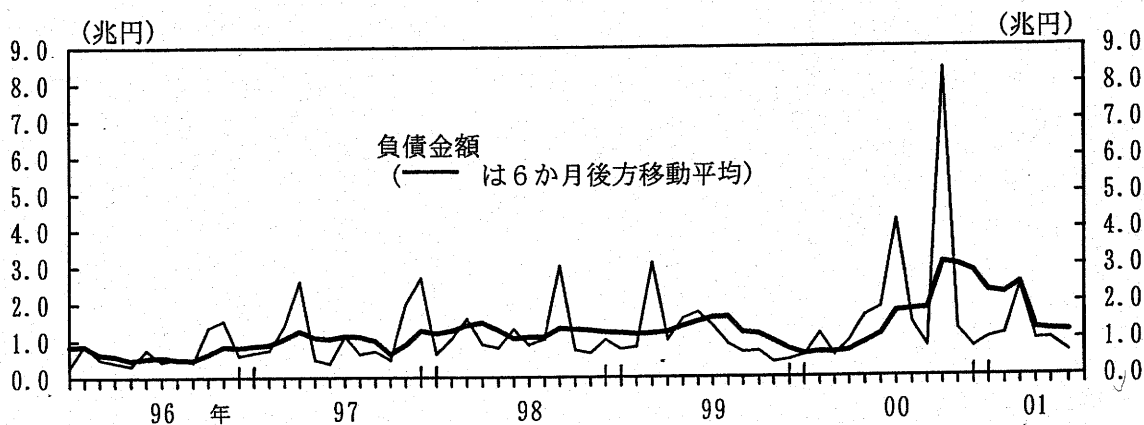
(注) 東京商工リサーチ調べ。

# 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)



2001.8.8  
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) 景気の現状については、「輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている」と、前月の判断を維持することでよいか。
- (2) 景気の先行きについては、「当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる」と、前月に比べ判断を慎重化させることでよいか。  
先行きの留意点として、①IT関連分野を中心とする世界経済の動向、②調整圧力の家計部門への波及度合い、③構造改革が短期的にもたらす効果をどうみるか。  
こうした経済情勢を、4月の「展望レポート」で示した「標準シナリオ」やリスク要因との関係でどう評価するか。
- (3) 上記のような景気の展望を踏まえ、また、各種物価指数が弱含みで推移していることなどもあわせて、物価の先行きをどうみるか。
- (4) 金融市況については、前回会合以降、長期金利の強含み、株価の不安定な動きがみられたが、これらをどう解釈するか。また、9月末越えの短期金利が幾分上昇していることをどう評価するか。
- (5) 量的金融指標の動きをどうみるか。最近の金融機関の融資姿勢や企業金融を巡る情勢をどうみるか。不良債権処理の影響は出ていないか。
- (6) 3月の金融緩和措置の浸透状況や効果をどうみるか。引続き効果浸透が続いているとみてよいか。

## 2. 当面の金融政策運営方針

### 選択肢 A

日銀当座預金残高の目標額を減額し、兆円程度とする。(あわせて、  
公定歩合を %引き上げ、 %とする。)

(考え方)

景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。先行きについても、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる。

しかしながら、景気の調整は I T 関連分野に限定されており、それ以外の業種に広範に波及する事態には至っていないと判断される。また、家計部門では、個人消費は、総じてみれば横這いで推移しているほか、消費者コンフィデンスも、足許、幾分改善がみられる。

このような国内経済情勢のもとで、海外景気が米国を中心に本年末辺りから緩やかな回復傾向を辿るならば、日本経済も再び、民需主導の自律的回復に転じていく可能性が高いと考えられる。

米国経済の先行きを展望すると、I T 関連分野の調整完了の時期は若干後ずれするとみられるが、一方で、オールド・エコノミー分野の生産・出荷や家計支出は比較的底固く推移している。また、年初からの利下げや減税のプラス効果も期待できる。これらからみて、米国経済が底割れする可能性は減少しており、年末にかけて緩やかな回復に向かう可能性が高い。

以上を踏まえると、日本経済は、本年度下期には、海外経済の緩やかな回復とともに輸出面を通じた下押し圧力が減衰し、再び、回復への前向きなメカニズムが動き始めるシナリオが展望できる。

こうした先行き見通しに立って、新しい金融市場調節方式のもとで、日銀当座預金残高を減額す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、日銀当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

### (考え方)

景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。先行きについても、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる。

すなわち、輸出は、海外経済の減速を背景に減少しており、電子部品などの在庫過剰感が強いこともあって、生産は大幅な減少が続いている。こうした中で、企業収益は悪化しており、設備投資も減少している。この間、個人消費は総じて横這いで推移している。しかしながら、賃金などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めており、家計の所得形成も弱まり始めている。

こうした景気情勢のもとで、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が働きやすい状況にあり、技術革新や規制緩和、流通合理化などの影響もあって、当面、物価は総じて弱含みで推移する可能性が高い。

3月に決定した金融緩和措置は、このような経済の展開を想定したうえで、金融面から景気回復を支援する力を最大限強化するために実施したものである。現在、長短金利の低下や、市場における企業の資金調達環境の改善といったかたちで、金融緩和効果は徐々に浸透しつつある。

先行きのリスクについては、①IT関連分野を中心とする世界経済の動向、②調整圧力の家計部門への波及度合い、③構造改革の進展に伴って予想される影響等を中心に、もう少し時間をかけて見極める必要がある。

こうした状況を踏まえると、当面は現在の金融緩和スタンスを維持し、上記の政策の効果やそのもとの情勢の展開を注視していくことが適当である。

## 選択肢 C

日銀当座預金残高の目標額を増額し、兆円程度とする。(あわせて、公定歩合を %引き下げ、 %とする。)

(考え方)

景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。先行きについても、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる。

すなわち、輸出は、海外経済の減速を背景に減少しており、電子部品などの在庫過剰感が強いこともあって、生産は大幅な減少が続いている。こうした中で、企業収益は悪化しており、設備投資も減少している。この間、個人消費は総じて横這いで推移している。しかしながら、賃金などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めており、家計の所得形成も徐々に弱まり始めている。このように、生産調整の深まりが、家計部門に波及しつつあるように窺われる。

米国経済の動向をみると、IT関連分野の調整完了時期は後ずれする可能性が高まっているほか、その後の回復テンポについても慎重な見方が増えている。欧州主要国などでも景気減速の動きが徐々に広がっており、全体として、海外経済の回復時期は、想定していたよりも遅れ、そのペースも緩やかなものになるとみられる。

以上のように、先行きのダウンサイド・リスクは徐々に強まっている。

金融面の動向をみると、金融市場では3月の緩和措置の効果が浸透しつつあるものの、株価の動きなどからみて、市場参加者のコンフィデンスは一段と弱まっている可能性がある。

こうした情勢のもとで、先行き、需要の弱さに起因する物価低下圧力も、一段と強まっていくとみられる。

このような情勢を踏まえると、新しい金融市場調節方式のもとで、日銀当座預金残高を増額し、金融緩和の程度を強化することが適当である。

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>

[ 中 原 伸 之 委 員 案 ]

### 金 融 市 場 調 節 方 式 の 変 更 に 関 す る 件

( 案 件 )

2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」（別添）の2. について、下記のとおり変更すること。

対外公表文は別途決定する。

記

2003年1～3月に同時期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率をゼロ%以上とすることをターゲットとして、1. の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。

以 上



(別 添)

金融市場調節方式の変更に関する件（2001年3月19日決定）

(案 件)

1. 金融市場調節の主たる操作目標を、日本銀行当座預金残高とすること。
2. 上記1. の金融市場調節方式を、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。
3. 上記1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買入れを増額すること。  
ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。
4. 対外公表文は別途決定すること。

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>

### [ 中原伸之委員案 ]

#### 金融市場調節方針の決定及び金融市場 調節方式の変更に関する件

(案 件)

1. 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。

#### 記

日本銀行当座預金残高が7兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

2. 上記1. を円滑に実施するために、2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」（別添）の3. から「ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。」の部分を削除すること。
3. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

(別 添)

金融市場調節方式の変更に関する件（2001年3月19日決定）

(案 件)

1. 金融市場調節の主たる操作目標を、日本銀行当座預金残高とすること。
2. 上記1. の金融市場調節方式を、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。
3. 上記1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買入れを増額すること。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。
4. 対外公表文は別途決定すること。

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)

1. 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。

#### 記

日本銀行当座預金残高が6兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

2001年8月14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の変更を決定した。また、新たな調節方針のもとで、円滑な資金供給に資するため、長期国債の買い入れを増額することとした。

### (1) 金融市場調節方針の変更（全員一致 or 賛成多数）

日本銀行当座預金残高を、これまでの5兆円程度から、6兆円程度に増額する（別添）。

### (2) 長期国債の買い入れ増額

これまで月4千億円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月6千億円ペースに増額する。

2. 日本経済の状況をみると、輸出と生産の大幅な減少を主因に、景気調整が一段と深まっている。また、生産の減少が内需の減少を誘発しつつ、調整の広範化につながっていく可能性や、内外資本市場の動きが实体经济に及ぼす悪影響などに、一段と留意が必要な局面になっている。物価面では、今後、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まるおそれがある。

3. 日本銀行は、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長の基盤を整備するという断固たる決意のもと、本年に入り、内外の中央銀行の歴史に例をみない思いきった金融緩和措置を講じてきた。この結果、金融市場には潤沢に資金が供給され、長短市場金利はきわめて低い水準に低下している。

しかし、経済・物価情勢の厳しい展開と先行き見通しを踏まえると、

この際、3月に決定した金融政策の枠組みのもとで、金融面から景気回復を支援する力をさらに強化することが必要かつ適当と判断した。

4. 日本銀行は、今後とも、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰することを支援するために、中央銀行としてなしうる最大限の努力を続けていく方針である。
5. しかし、世界経済の動向や日本経済が直面する課題の重さを踏まえると、経済再生の取り組みは決して容易なものではない。また、金融緩和の効果が十分発揮され、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰するためには、構造改革の進展が不可欠の条件である。
6. この点、政府の強力なリーダーシップのもとで、具体的な改革への取り組みが開始されたことは、心強い進展である。今回の措置も含め、これまでの一連の金融緩和措置は、こうした各方面における改革努力を最大限支援する効果を併せもつものである。日本銀行としては、政府、民間の双方において、短期的な痛みを乗り越えて、構造改革への取り組みがたゆまず進められることを強く期待している。

以 上

(別 添)

平成 13 年 8 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）。

日本銀行当座預金残高が 6 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

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 >

8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）

2001年8月

- (総 論) わが国の景気を見ると、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。
- (各 論) ・個人消費… 総じてみれば、横這いで推移している。
- ・住宅投資… 減少して（おり、）
- ・公共投資… 補正予算の執行一巡に伴い減少に向かいつつあるとみられる。
- ・純輸出… 海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、減少が続いている。
- ・設備投資… （輸出環境の悪化が続く中で、）減少に転じている。
- ・鉱工業生産… こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫過剰感が強いこと
- ・在庫… もあって、鉱工業生産は大幅な減少が続いている。
- ・企業収益… 企業の収益や業況感も製造業を中心に悪化している。
- ・業況感…
- ・所得形成… 家計の所得形成も徐々に弱まりつつあるように窺われる。

(先行き) 今後の経済情勢についてみると、公共投資は先行き、減少傾向を辿ると予想される。また、純輸出は、海外景気の減速や世界同時的な情報関連財の在庫調整が続く中で、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資についても、先行指標や企業の投資計画からみて、減少傾向を辿る公算が大きい。加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。

年未辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方が一般的であることを踏まえると、輸出はいずれ回復に向かい、生産の支えに寄与すると思われ。ただし、世界的な情報関連需要や海外経済の動向に関しては、回復時期、その後の回復予の双方において、このところ慎重な見方が増えている。また、国内では、生産面を中心とする景気の調整が長引く中で、企業収益が減少するとともに、個人消費の裏付けとなる家計の所得形成も弱まるとみられる。

以上を総合すると、わが国の景気は、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられなれどみられる。また、生産の大幅な減少が、内需の減少を誘発しつつ、景気調整の広範化につながっている。リスクや、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクにも、留意が必要である。

(物 価) 物価面を見ると、輸入物価は、概ね横這いとなっている。国内卸売物価は、電気機器や素材等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の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、下落が続いている。

物価を巡る環境をみると、これまでの円安は物価を押し上げる方向に作用している。しかし、景気の調整が続くことで、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が動きやすい状況にある。このほか、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、規制緩和や流通合理化に伴う財・サービス価格低下が引き続き下落方向に作用するとみられる。これらを総じてみれば、当面、物価は弱含みで推移するものと考えられる。また、今後の景気動向には不透明な要素が多いため、必要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意が必要である。

2001年7月

- わが国の景気を見ると、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。
- ・個人消費… 総じてみれば、横這いで推移している。
- ・住宅投資… 減少して（おり、）
- ・公共投資… 補正予算の執行一巡に伴い減少に向かいつつあるとみられる。
- ・純輸出… 海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、減少が続いている。
- ・設備投資… （輸出環境の悪化が続く中で、）減少に転じている。
- ・鉱工業生産… こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫の過剰感がさらに
- ・在庫… 高まっていることともあって、鉱工業生産は大幅な減少が続いている。
- ・企業収益… 企業の収益や業況感も製造業を中心に悪化している。
- ・業況感…
- ・所得形成… 家計の所得環境はなお底固さを維持しているが、労働時間などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めている。

今後の経済情勢についてみると、公共投資は今後、減少傾向を辿ると予想される。また、純輸出は、海外景気の減速や世界同時的な情報関連財の在庫調整が続く中で、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資についても、先行指標や企業の投資計画からみて、減少傾向を辿る公算が大きい。加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。こうした中で、当面、企業収益の減少は避けられず、家計の所得形成も徐々に弱まるとみられる。

以上を全体としてみれば、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い。わが国の輸出を左右する要因のうち、情報関連財の在庫調整については、秋口までに完了し、海外景気についても、米国を中心に年未辺りから緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的である。その場合は、輸出が再び景気の下支え要因として作用すると考えられる。しかし、海外経済の減速が長引けば、景気の調整の動きがさらに拡がるリスクがあるほか、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクについても、引き続き留意が必要である。

物価面を見ると、輸入物価は、概ね横這いとなっている。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の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、下落が続いている。

物価を巡る環境をみると、これまでの円安は物価を押し上げる方向に作用している。しかし、景気の調整が続くことで、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が動きやすい状況にある。このほか、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、規制緩和や流通合理化に伴う財・サービスの価格低下が引き続き下落方向に作用するとみられる。これらを総じてみれば、当面、物価は弱含みで推移するものと考えられる。また、今後の景気動向には不透明な要素が多いため、必要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意が必要である。



<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>

2001年8月

## 8月金融経済月報「基本的見解」の前月との比較（金融部分）

2001年7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、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば横這い圏内で推移している。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、幾分上昇し、概ね1.3%台後半から1.4%台前半で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、やや縮小している。

株価は、7月末にかけて年初来安値圏まで下落するなど軟調に推移したあと、最近では幾分持ち直している。

円の対米ドル相場は、最近では123～125円台で推移している。資金仲介活動をみると、民間銀行は、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。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しが見られる。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

資金需要面では、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少していることから、民間の資金需要はこのところ減少傾向を幾分強めているとみられる。

こうした中で、民間銀行貸出は弱めの動きが続いている。一方で、社債の発行残高は、良好な発行環境を反映して、伸び率が若干高まる傾向にある。また、CPの発行残高も、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

7月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

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、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば横這い圏内で推移している。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、6月末まで1.1%台後半で推移したあと上昇し、最近では1.3%前後で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這いしないやや縮小している。

株価は、米国株価の下落などを受けて下落している。

円の対米ドル相場は円安傾向にあり、最近では124～125円台で推移している。資金仲介活動をみると、民間銀行は、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。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しが見られる。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

資金需要面では、設備投資など企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っていることを背景に、外部資金需要が増加していく状況が続いている。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。一方で、社債の発行残高は、このところ、伸び率が若干高まっている。また、CPの発行残高は、良好な発行環境を反映して、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

6月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて伸びを高めた。

企業の資金調達コストをみると、市場金利の動向を背景に、低下傾向を辿っている。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

**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  
8月15日(水)14時00分

(案)

2001年8月15日  
日 本 銀 行

# 金融経済月報

(2001年8月)

本稿は、8月13日、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>】

わが国の景気をみると、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。

最終需要面をみると、個人消費は、総じてみれば、横這いで推移している。住宅投資は減少しており、公共投資も、補正予算の執行一巡に伴い減少に転じている。純輸出（実質輸出－実質輸入）は海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、減少が続いている。また、輸出環境の悪化が続く中で、設備投資も減少している。

こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫過剰感が強いこともあって、鉱工業生産は大幅な減少が続いている。企業の収益や業況感も製造業を中心に悪化している。こうした影響から、家計の所得形成も徐々に弱まりつつあるように窺われる。

今後の経済情勢についてみると、公共投資は先行き、減少傾向を辿ると予想される。また、純輸出は、海外景気の減速や世界同時的な情報関連財の在庫調整が続く中で、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資についても、先行指標や企業の投資計画からみて、減少傾向を辿る公算が大きい。加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。

年末辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方が一般的であることを踏まえると、輸出

---

<sup>1</sup> 本「基本的見解」は、8月13日、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。

はいずれ回復に向かい、生産の下支えに寄与すると思われる。ただし、世界的な情報関連需要や海外経済の動向に関しては、回復時期、その後の回復テンポの双方において、このところ慎重な見方が増えている。また、国内では、生産面を中心とする景気の調整が長引く中で、企業収益が減少するとともに、個人消費の裏付けとなる家計の所得形成も弱まっていくとみられる。

以上を総合すると、わが国の景気は、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる。また、生産の大幅な減少が、内需の減少を誘発しつつ、景気調整の広範化につながっていくリスクや、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクにも、留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、概ね横這いとなっている。国内卸売物価は、電気機器や素材等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の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、下落が続いている。

物価を巡る環境をみると、これまでの円安は物価を押し上げる方向に作用している。しかし、景気の調整が続くもとで、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が働きやすい状況にある。このほか、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、規制緩和や流通合理化に伴う財・サービスの価格低下が引き続き下落方向に作用するとみられる。これらを総じてみれば、当面、物価は弱含みで推移するものと考えられる。また、今後の景気動向には不透明な要素が多いだけに、需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意が必要である。

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、日本銀行当

座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば横這い圏内で推移している。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、幾分上昇し、概ね1.3%台後半から1.4%台前半で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、やや縮小している。

株価は、7月末にかけて年初来安値圏まで下落するなど軟調に推移したあと、最近は幾分持ち直している。

円の対米ドル相場は、最近では123～125円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、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。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

資金需要面では、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少していることから、民間の資金需要はこのところ減少傾向を幾分強めているとみられる。

こうした中で、民間銀行貸出は弱めの動きが続いている。一方で、社債の発行残高は、良好な発行環境を反映して、伸び率を若干高める傾向にある。また、CPの発行残高も、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

7月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

## 【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、補正予算の執行一巡に伴い減少に転じている。発注の動きを示す公共工事請負金額は、このところ低調に推移している。工事進捗ベースでは、補正予算の消化がかなり進むもとので、減少に転じている（図表2）。先行きも、公共投資は、減少傾向を辿ると予想される。

実質輸出は、海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、大幅な減少が続いている（図表3(1)、4、5）。4～6月の実質輸出は、情報関連（半導体部品）や資本財・部品（半導体製造装置、一般機械）が大幅に減少したことに加え、中間財（化学、鉄鋼）も東アジアにおける需給緩和等を主因に落ち込んだため、1～3月に続きかなりの減少となった。実質輸入も、輸出・生産の大幅な減少が続くもとので、減少している（図表3(1)、6）。4～6月の実質輸入を財別にみると、情報関連の部品や中間財、素原料の減少が目立つほか、パソコン輸入も国内販売の伸び悩みを背景に減少した。なお、実質貿易収支<sup>2</sup>でみた純輸出（実質輸出－実質輸入）は、輸出の減少テンポが輸入を上回っていることから、引き続き減少している（図表3(2)）。

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、昨年末から円安方向に振れた後、このところ概ね横這いの動きとなっている（図表7

---

<sup>2</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。

(1) )。海外経済は(図表7(2))、米国景気の調整が続くもとで、東アジアや欧州においても景気の減速が明確化している。加えて、世界同時的な情報関連財の在庫調整も、需要が業界の予想を上回って落ち込む中で(図表8)、年末辺りまで長引くとの見方が多くなっている<sup>3</sup>。これらの点を踏まえると、輸出の減少は、暫く続くとみられる。また、輸入についても、当面、生産減少や円安の影響から、減少傾向を辿ると見込まれる。こうした中で、純輸出は当面、減少を続ける可能性が高い。

設備投資は、情報関連分野における需要見通しが下方修正される中で、減少している。設備投資関連指標のうち、機械投資の動向を示す資本財(除く輸送機械)の総供給<sup>4</sup>は、減少している(図表9-1(1))。先行指標の動きをみると(図表9-2)、機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1~3月に比較的大きな減少となった後、4~5月は1~3月対比で小幅の増加となっている。一方、建築着工床面積(非居住用)は、非製造業に加え、鉱工業が減少に転じているため、引き続き減少傾向を辿っている。

設備投資の先行きについては、企業収益の悪化や、最近の先行指標の動き、

---

<sup>3</sup> 世界の半導体出荷動向をみると、4~6月の実績は、5月時点の業界予測を大幅に下回っている(図表8(1))。この背景には、例えば米国で企業部門の情報関連投資が大幅に落ち込んでいることや(図表8(2))、携帯電話やパソコンの世界的な売れ行き不振が続いていること、などが影響しているとみられる。わが国の情報関連輸出も大幅な減少が続いており、企業(電気機械)の生産実績も直前の生産計画を下回っている(図表8(3))。こうした中で、秋口には情報関連財の在庫調整に目処が立つとの見方は後退し、年末辺りを目処とする企業が増えている。

<sup>4</sup> 鉱工業総供給表では、鉱工業出荷のうち国内向け出荷と貿易統計の輸入を用い、財分類別に総供給量が把握されている。図表9-1(1)および図表10-4は、それぞれ資本財(除く輸送機械)、消費財の総供給の推移を示したものである。なお、2001/2Qについては、鉱工業出荷指数と実質輸出入を用い、日本銀行が推計している。



さらには情報関連企業で投資計画が一段と慎重化していることなどを踏まえると、減少傾向を辿る公算が大きい。

個人消費の動向については、強弱双方の指標が入り交じっているが、総じてみれば横這いで推移している（図表 10）。各種売上指標をみると、乗用車販売は、新車投入効果も寄与して、このところ増加している。旅行取扱高は引き続き底固く推移している。百貨店売上高も、身の回り品、衣料品を中心に増加している。一方、チェーンストア売上高は、減少を続けている。家電販売については、家電リサイクル法<sup>5</sup>施行に伴う駆け込み購入の反動が概ね一巡する中で、パソコン販売が引き続き低調に推移している反面、猛暑の影響からエアコンの売上げは増加している模様である。こうした中で、販売統計合成指数<sup>6</sup>は、前年を上回っている一方、消費財の総供給は、輸入の増勢が幾分鈍化しているうえ、国内出荷が低調なことから、全体でもやや前年を下回っている。この間、消費者心理は一頃に比べ慎重化しているが、最近行われたコンフィデンス調査では、幾分改善がみられた（図表 11(1)）。先行きの個人消費は、雇用・所得環境等を反映して、当面、横這いなし幾分弱めに推移するとみられる。

住宅投資は、振れを伴いつつも、減少している。4～6月の新設住宅着工戸数は、貸家が増加した一方で、持家が落ち込んだため、1～3月対比で引き続

---

<sup>5</sup> 法律の正式名称は、特定家庭用機器再商品化法。テレビ、冷蔵庫、エアコン、洗濯機については、4月から買い替え時にリサイクル料金を購入者より徴収することになった。

<sup>6</sup> 販売統計合成指数とは、各種の販売指標がそれぞれ異なる動きを示すことが多い中で、消費の趨勢を販売（供給）サイドから把握するために、各種売上げ指標（一部サービス消費を含む）を加重和したものである。具体的な作成方法については、図表 10-3 の脚注を参照。

き減少した（図表 12）。住宅金融公庫への借入れ申し込み状況<sup>7</sup>等からみて、当面、住宅投資は弱めに推移する可能性が高い。

以上のような最終需要動向のもとで、鉱工業生産は、情報関連の部品や半導体製造装置、中間財などの輸出の落ち込みに、国内設備投資減少の影響も加わって、引き続き大幅に減少している（図表 13）。在庫面をみると、最終需要財では総じて在庫が抑制された状況が続いている。しかし、生産財をみると、海外需要の減少が著しい電子部品では生産調整にもかかわらず、在庫水準は引き続き高く、また鉄鋼・化学等の素材では在庫がさらに積み上がっている。このため、鉱工業全体でみても、在庫は増加傾向にある（図表 14）。鉱工業生産については、こうした在庫動向のもと、暫くの間、輸出や設備投資の減少を背景に減少傾向が続くと予想される<sup>8</sup>。

雇用・所得環境をみると、景気の調整局面が続くもとで、労働需給が製造業を中心に、引き続き緩和方向にあるほか、所得形成は徐々に弱まりつつあるように窺われる（図表 15）。雇用関連指標をみると（図表 16）、完全失業率は、僅かながら上昇している<sup>9</sup>。有効求人倍率は、昨年末辺りをピークに低下した後、

---

<sup>7</sup> 住宅金融公庫への 2001 年度第 1 回借入れ申し込み戸数（個人住宅建設、受付期間：4 月 23 日～5 月 28 日）は 2.8 万戸と低水準にとどまった。なお、住宅金融公庫では、本年度より申し込み受付回数をこれまでの年 4 回から 6 回に増やしており、第 2 回の申し込み受付が 7 月 16 日から 8 月 27 日までの予定で行われている。

<sup>8</sup> 生産予測指数をみると、7 月（前月比-2.3%）は一段と減少し、その後 8 月（同+3.4%）に増加する見通しとなっている。仮に、7 月、8 月の生産が予測指数どおりとなり、9 月の生産が前月比横這いとすると、7～9 月の生産は、1～3 月、4～6 月に比べ減少幅が大きく縮小（前期比-0.9%）する計算となる。もっとも、前述（脚注 3）のような電気機械での生産計画の下振れなどを踏まえると、実際には、これを上回る減少となる公算が大きい。

<sup>9</sup> 失業者を求職理由別にみると、自発的な離職による者がとくに若年層で増加している。

このところ横這い圏内で推移している。この間、新規求人については、非製造業が底固い一方で、製造業は減少傾向を辿っている。常用労働者数（毎月勤労統計ベース、事業所規模5人以上）は概ね横這いで推移しているが、製造業では、パート労働者を中心に雇用抑制の動きが続いている。また、1人当たり名目賃金は、このところやや弱めに推移している。内訳をみると、生産活動の低下を背景に、所定外給与が減少を続けているほか、所定内給与も頭打ちとなっている。また、夏季賞与についても、6月支給分の特別給与（速報ベース）は、前年を下回った<sup>10</sup>。先行きについてみると、当面、景気の調整局面が続くもとで、雇用者所得は弱めの推移を辿るとみられる。

## 2. 物価

物価情勢をみると、輸入物価（円ベース）は、非鉄・木材等を主因とする契約通貨ベースでの下落を為替円安がほぼ相殺するかたちで、3か月前と比べると横這いとなっている（図表18）。

国内卸売物価は弱含んでいる（図表19）。7月の国内卸売物価（夏季電力料金調整後<sup>11</sup>）は、機械類（電気機器、輸送用機器）のほか、鉄鋼・建材関連やその他素材が下落を続けていることから、3か月前と比べ下落している。

---

<sup>10</sup> 業種別にみると、製造業が微増となった一方で、ウェイトの高い非製造業はサービス業（医療、教育、社会福祉）、卸売・小売業、建設業を中心に前年を下回っている。もっとも、特別給与に関しては、確報時に比較的大きく改訂されることが多いほか、夏季賞与の全貌は、7月以降支給分と併せてみる必要がある。

<sup>11</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。

企業向けサービス価格は下落を続けている（図表 20）。6月の企業向けサービス価格（国内需給要因<sup>12</sup>）は、リース料金や通信料金値下がりの影響に加え、機械修理料金や保険料率（一般サービス）の引き下げなどから、3か月前と比べ下落している。

消費者物価は幾分弱含みで推移している（図表 21）。6月の消費者物価（除く生鮮食品）は、安価な消費財の輸入増加の影響を受けて、輸入製品およびその競合品の価格下落が続いていることを主因に、3か月前と比べ下落している（図表 22）。なお、6月の前年比は、教養娯楽サービス（宿泊料）の前年比下落幅が縮小したことなどから、全体の低下幅は僅かながら縮小した<sup>13</sup>（4月-0.5%→5月-0.7%→6月-0.6%）。

物価を巡る環境をみると、これまでの円安は物価を押し上げる方向に作用している。しかし、景気の調整が続くもとで、国内需給バランス面からは、物価に対して低下圧力が働きやすい状況にある。このほか、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、規制緩和や流通合理化に伴う財・サービスの価格低下が引き続き下落方向に作用するとみられる。これらを総じてみれば、当面、物価は弱含みで推移するものと考えられる。

---

<sup>12</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 20 の脚注を参照。

<sup>13</sup> 6月の生鮮食品を含む消費者物価は、生鮮食品を除くベースと概ね同様の動きとなっている（前年比、4月-0.4%→5月-0.5%→6月-0.5%）。

### 3. 金融

#### (1) 金融市況

短期市場金利についてみると（図表 23(1)、24）、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、日本銀行当座預金残高を 5 兆円程度とする金融市場調節方針のもとで（図表 25）、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利の動向をみると（図表 24）、3 か月物ユーロ円金利（TIBOR）は、総じてみれば横這い圏内での推移が続いている。ジャパン・プレミアムは（図表 27）、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は（新発債、前掲図表 23(2)）、先行きの需給に対する不透明感が意識され始めたことなどから幾分上昇し、概ね 1.3% 台後半から 1.4% 台前半で推移している。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は（図表 29、30）、やや縮小している。

株価は（図表 31(1)）、企業業績の先行きに対する見方が一段と慎重化したことなどを受けて、7 月末にかけて年初来安値圏まで下落するなど軟調に推移したあと、最近は幾分持ち直している。

為替相場をみると（図表 32）、円の対米ドル相場は、米国景気の先行きに対する不透明感が幾分強まったことなどから円安傾向が一服し、最近では 123～125 円台で推移している。

#### (2) 量的金融指標と企業金融

7 月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比（図表 33）は、郵便貯金等からの資金シフトの動きを主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた（5 月 +2.9%→

6月+3.2%→7月+3.3%)。

7月のマネタリーベース（流通現金+日銀当座預金）前年比（図表34）は、流通現金の増加を主因に、前月に引き続き高い伸びとなった（5月+5.1%→6月+7.6%→7月+8.0%）。

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。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債、CPなど、市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善を続けている。

資金需要面では、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少していることから、民間の資金需要はこのところ減少傾向を幾分強めているとみられる。

こうした中で、民間銀行貸出（5業態・月中平均残高、特殊要因調整後<sup>14</sup>、図表35）は弱めの動きが続いている（5月-1.7%→6月-1.5%→7月-1.8%）。一方で、社債の発行残高は、良好な発行環境を反映して、伸び率を若干高める傾向にある。また、CPの発行残高も、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている（図表37）。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。貸出金利の動向をみると、6月の新規貸出約定平均金利（図表39）は、短期・長期とも、横

---

<sup>14</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。

這い圏内の動きとなった。資本市場では、社債発行金利の低下傾向が続いているほか、CP発行金利もきわめて低い水準での推移を続けている。

企業倒産件数（図表40）は、このところ、横這い圏内で推移している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価や企業収益の状況などが、金融機関行動や企業の資金調達環境に与える影響についても、注視していく必要がある。

以 上

## 金融経済月報（2001年8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)	米国景気減速の影響
(図表 5)	実質輸出の内訳
(図表 6)	実質輸入の内訳
(図表 7)	純輸出を取り巻く環境
(図表 8)	世界的な情報関連需要低迷の影響
(図表 9)	設備投資関連指標
(図表 10)	個人消費関連指標
(図表 11)	消費者コンフィデンスと消費性向
(図表 12)	住宅投資関連指標
(図表 13)	鉱工業生産・出荷・在庫
(図表 14)	在庫循環
(図表 15)	雇用者所得
(図表 16)	労働需給
(図表 17)	物価
(図表 18)	輸入物価と商品市況
(図表 19)	国内卸売物価
(図表 20)	企業向けサービス価格
(図表 21)	消費者物価
(図表 22)	消費者物価（輸入・輸入競合商品）
(図表 23)	市場金利等
(図表 24)	短期金融市場
(図表 25)	日銀当座預金残高
(図表 26)	ユーロ円金利先物（3か月）
(図表 27)	ジャパン・プレミアム
(図表 28)	長期金利の期間別分解
(図表 29)	金融債流通利回り
(図表 30)	社債流通利回り
(図表 31)	株価
(図表 32)	為替レート
(図表 33)	マネーサプライ（M <sub>2</sub> +CD、広義流動性）
(図表 34)	マネタリーベース
(図表 35)	民間銀行貸出
(図表 36)	中小企業からみた金融機関の貸出態度
(図表 37)	資本市場調達
(図表 38)	その他金融機関貸出
(図表 39)	貸出金利
(図表 40)	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、%)

	2000/10-12月	2001/1-3月	4-6月	2001/4月	5月	6月	7月
消費水準指数(全世帯)	0.4	1.0	-3.1	-1.7	1.5	-2.6	n. a.
全国百貨店売上高	0.3	0.4	0.8	0.8	0.1	1.1	n. a.
チェーンストア売上高	-1.2	-0.1	-2.6	-1.9	0.4	-0.1	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽) 〈季調済年率換算、万台〉	〈303〉	〈301〉	〈303〉	〈291〉	〈310〉	〈308〉	〈320〉
家電販売額 (実質、NEBA統計)	3.6	10.4	-9.5	-19.0	-0.2	4.4	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	1.2	0.7	n. a.	-1.7	1.5	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 〈季調済年率換算、万戸〉	〈123〉	〈118〉	〈115〉	〈114〉	〈120〉	〈111〉	〈n. a.〉
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	1.3	-7.0	n. a.	6.3	-2.1	n. a.	n. a.
製造業	8.5	-12.8	n. a.	-0.4	-0.8	n. a.	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	-4.2	-2.8	n. a.	8.8	-2.3	n. a.	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	-6.0	-5.6	-7.2	-6.7	1.6	0.0	n. a.
鋁工業	-1.5	9.0	-18.5	-25.4	7.3	2.6	n. a.
非製造業	-10.0	-9.4	-1.1	0.7	0.2	1.2	n. a.
公共工事請負金額	-1.9	13.4	-16.2	-36.7	-0.9	7.9	n. a.
実質輸出	0.2	-4.7	-4.8	-6.8	1.0	-2.3	n. a.
実質輸入	5.0	-3.3	-1.6	-3.7	11.2	-12.2	n. a.
生産	0.6	-3.7	p -4.0	-2.0	-1.2	p -0.7	n. a.
出荷	0.1	-3.5	p -3.9	-2.8	0.0	p 0.1	n. a.
在庫	0.9	2.3	p 2.4	2.2	0.8	p -0.6	n. a.
在庫率 〈季調済、95年=100〉	〈101.2〉	〈106.6〉	〈p 112.3〉	〈110.3〉	〈109.7〉	〈p 112.3〉	〈n. a.〉
実質GDP	0.6	-0.2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
全産業活動指数	0.4	0.9	n. a.	-2.3	-0.9	n. a.	n. a.

## 国内主要経済指標 (2)

(指標名欄の〈〉内に指示されている場合を除き、前年比、%)

	2000/10-12月	2001/1-3月	4-6月	2001/4月	5月	6月	7月
有効求人倍率 〈季調済、倍〉	<0.65>	<0.63>	<0.61>	<0.62>	<0.61>	<0.61>	<n.a.>
完全失業率 〈季調済、%〉	<4.80>	<4.75>	<4.87>	<4.79>	<4.89>	<4.92>	<n.a.>
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	3.0	0.7	p -2.8	-2.9	-2.2	p -3.2	n.a.
雇用者数(労働力調査)	1.2	1.2	0.9	1.3	0.7	0.6	n.a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	-0.1	-0.1	p -0.2	-0.2	-0.2	p -0.2	n.a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	-0.1	0.1	p -0.8	0.0	-0.1	p -1.7	n.a.
国内卸売物価 〈夏季電力料金調整済、 前期(3か月前)比、%〉	-0.1 <-0.2>	-0.4 <-0.2>	-0.6 <-0.2>	-0.7 <-0.2>	-0.6 <-0.2>	-0.7 <-0.2>	-0.8 <-0.2>
全国消費者物価 (除く生鮮食品) 〈季調済前期(3か月前)比、%〉	-0.5 <-0.2>	-0.6 <-0.1>	-0.6 <-0.2>	-0.5 <-0.2>	-0.7 <-0.2>	-0.6 <-0.1>	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、%〉	-1.0 <-0.3>	-1.4 <-0.4>	-1.5 <-0.4>	-1.2 <-0.4>	-1.4 <-0.5>	-1.6 <-0.5>	n.a. <n.a.>
マネーサプライ(M <sub>2</sub> +CD) (平残)	2.1	2.6	2.8	2.5	2.9	3.2	p 3.3
取引停止処分件数	-0.1	-9.0	-3.4	-8.4	7.8	-9.3	n.a.

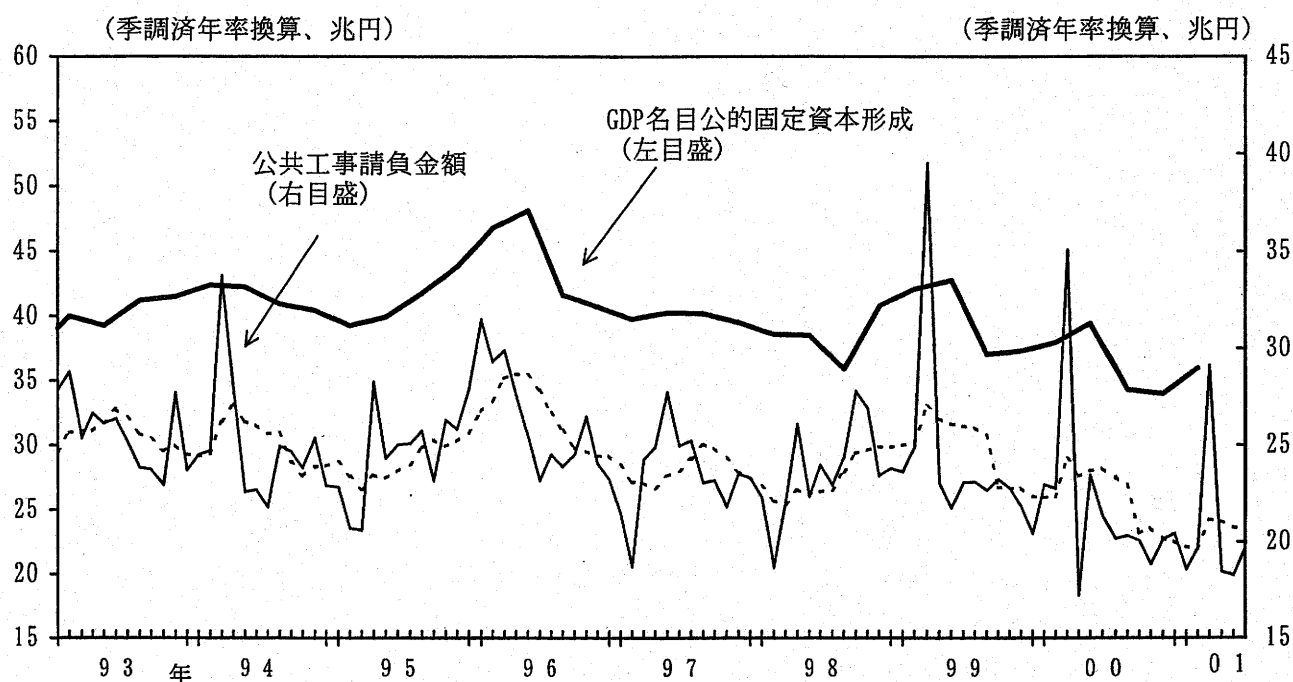
(注) 1. p は速報値。

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。

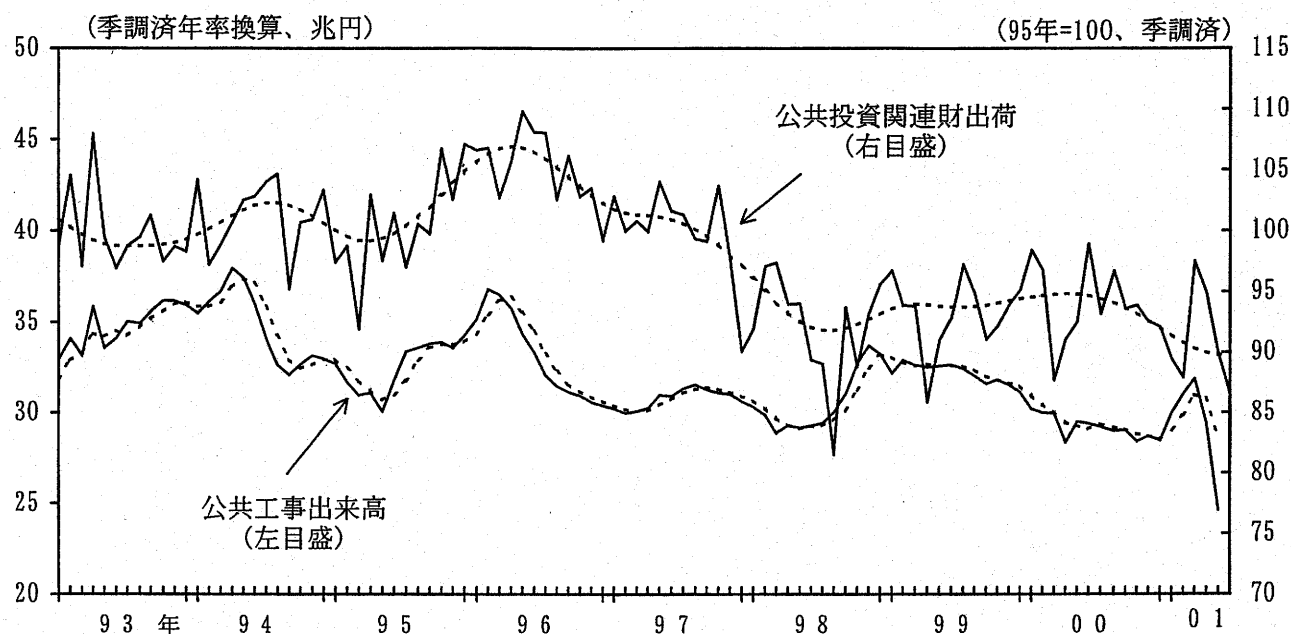
(資料) 総務省「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
 経済産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」、  
 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
 日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、  
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
 国土交通省「建設統計月報」「旅行取扱状況」、内閣府「機械受注統計」「国民経済計算」、  
 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、財務省「外国貿易概況」、  
 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」「金融経済統計月報」、  
 全国銀行協会「全国法人取引停止処分者の負債状況」

# 公共投資

## (1) 公共工事請負金額と名目公的固定資本形成



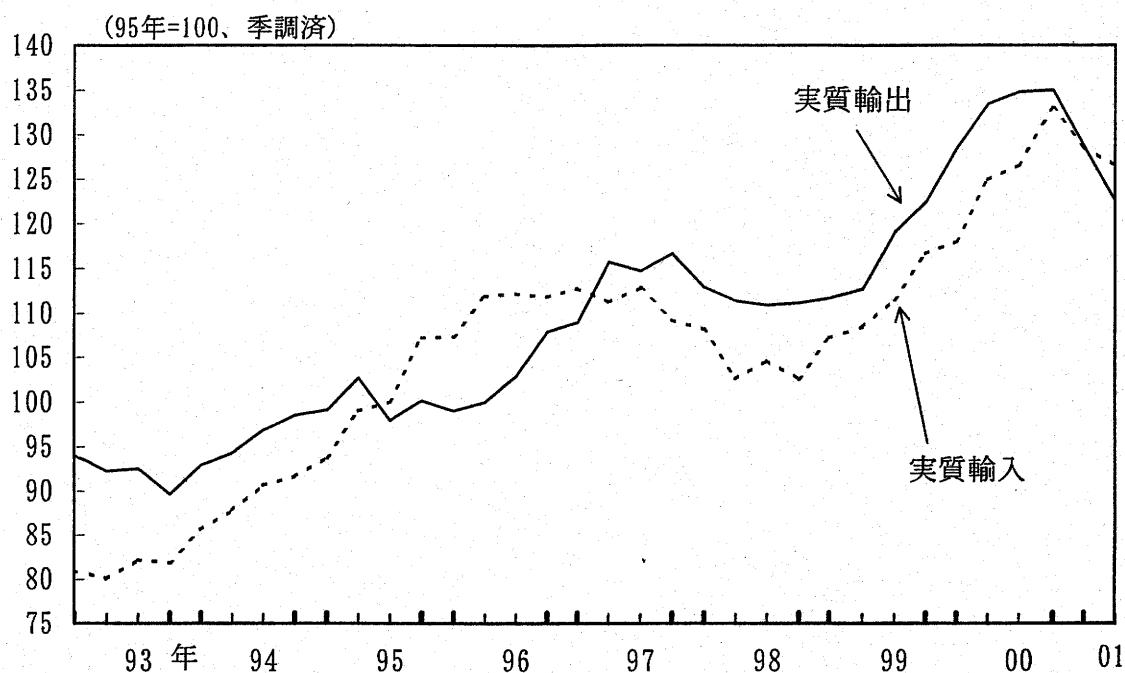
## (2) 公共投資関連財出荷と公共工事出来高



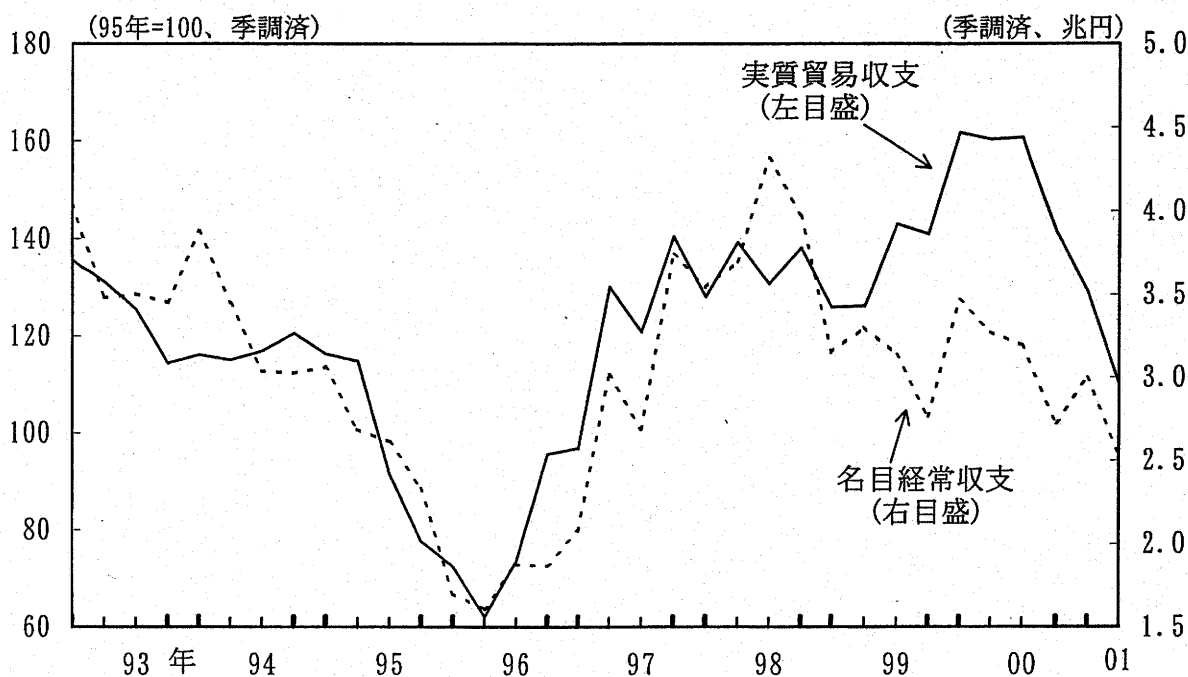
- (注) 1. 公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。  
 2. 公共投資関連財出荷は、アスファルト、道路用コンクリート製品、橋梁、セメントをそれぞれの95年基準の出荷ウェイトで加重平均。なお、これらの財の出荷には民間需要向けも含まれる。  
 3. 公共工事出来高は、国土交通省「建設総合統計」の公共表ベース。  
 4. 公共工事請負金額、公共投資関連財出荷と公共工事出来高は、X-12-ARIMA( $\beta$ バージョン)による季節調整値。公共工事請負金額及び公共投資関連財出荷は、毎月季節調整替えを行うため、過去に遡って毎月改訂される。一方、公共工事出来高の季節要素は、2001/3月までのデータで算出し、以降2001年度中は固定している。  
 5. 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、公共工事出来高については後方3か月移動平均値。  
 6. 公共投資関連財出荷の2001/6月の値は速報値。
- (資料) 内閣府「国民経済計算」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」、経済産業省「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



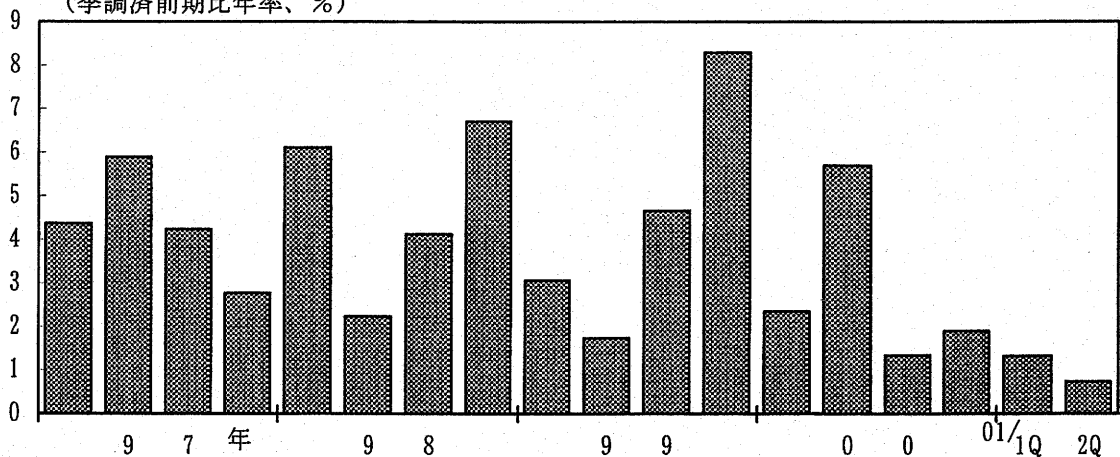
(注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえ指数化したもの。実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。なお、いずれもX-11による季節調整値。  
 2. 2001/2Qの名目経常収支は4~5月実績の四半期換算値。

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

# 米国景気減速の影響

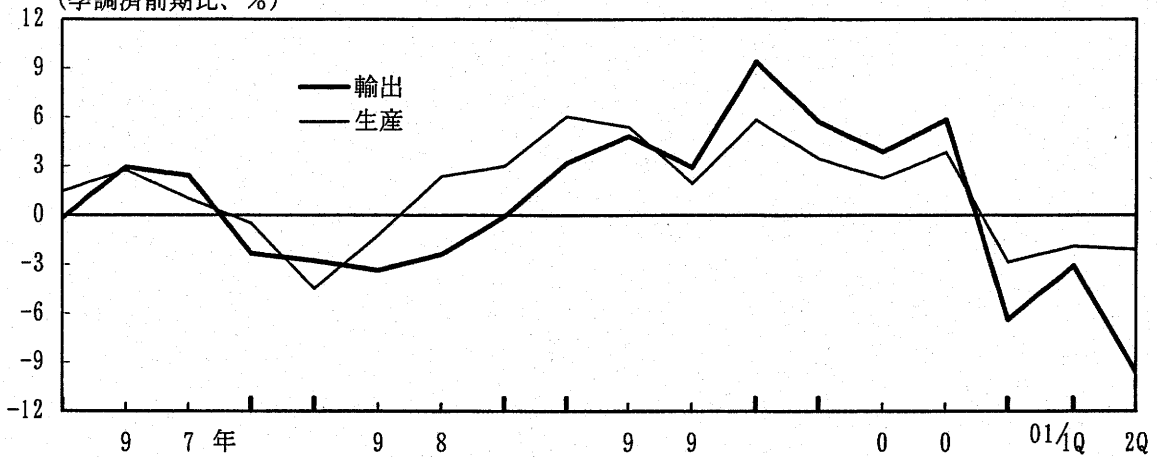
## (1) 米国の実質GDP

(季調済前期比年率、%)



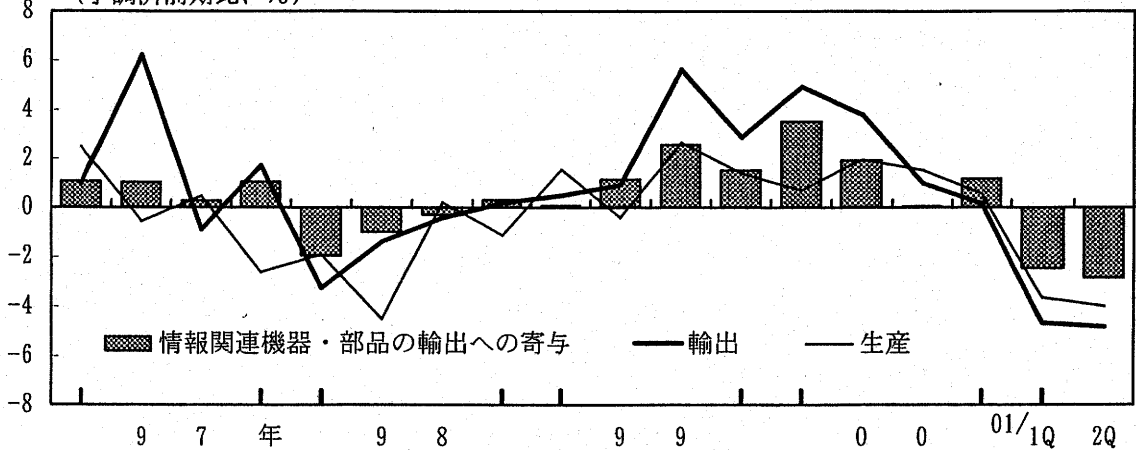
## (2) NIEsの輸出・生産

(季調済前期比、%)



## (3) 日本の輸出・生産

(季調済前期比、%)



- (注) 1. NIEsの輸出・生産は、韓国、台湾、シンガポールの計数を、GDPウェイトで加重平均。なお、輸出は名目値(米ドルベース)。  
 2. 日本の輸出は、実質輸出(X-11による季節調整値)。また、「情報関連機器・部品の輸出への寄与」とは、情報関連財輸出と半導体製造装置輸出を合計し、輸出に対する寄与度をプロットしたもの。

(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」、経済産業省「鉱工業指数統計」、U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts", CEIC Data Company

## 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 99年	2000	2000年 2Q	3Q	4Q	2001 1Q	2Q	2001年 4月	5	6
米国	<29.7>	4.6	11.7	2.9	0.8	6.0	-6.7	-6.6	-4.4	-3.0	-0.1
EU	<16.3>	0.9	6.4	-0.1	-0.1	-2.3	1.2	-10.0	-12.4	-2.6	-0.8
東アジア	<39.7>	12.0	25.6	5.5	2.7	-1.7	-4.4	-5.7	-5.6	3.8	-3.0
中国	<6.3>	12.3	27.7	6.9	11.5	1.3	10.1	-5.3	-4.7	14.2	-9.0
N I E s	<23.9>	11.2	25.7	3.6	1.4	-2.3	-9.5	-6.2	-5.9	0.8	-2.0
台湾	<7.5>	7.8	22.4	8.1	2.8	-9.2	-16.6	-3.1	-7.2	3.7	-7.1
韓国	<6.4>	43.9	30.3	-0.5	1.1	-0.8	-5.4	-8.2	-10.5	7.1	4.0
ASEAN4	<9.5>	13.6	24.0	9.4	0.8	-2.3	-1.8	-4.9	-5.4	3.2	-0.3
タイ	<2.8>	15.3	18.9	6.4	4.7	1.6	-5.2	-4.6	-1.5	-1.8	-1.5
実質輸出計		4.5	14.1	3.8	1.0	0.2	-4.7	-4.8	-6.8	1.0	-2.3

- (注) 1. < >内は、2000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。

### (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 99年	2000	2000年 2Q	3Q	4Q	2001 1Q	2Q	2001年 4月	5	6
中間財	<14.1>	5.4	5.1	1.5	0.7	0.7	-2.1	-4.2	-7.6	7.6	-5.3
自動車関連	<20.2>	2.8	9.2	8.2	4.2	-1.1	-7.8	3.5	-0.9	-0.5	2.9
消費財	<7.0>	5.0	13.0	2.5	-0.3	2.6	-6.0	-0.4	-0.3	-4.2	4.6
情報関連	<18.8>	6.4	25.2	5.6	-2.6	5.9	-5.7	-6.4	-5.3	-1.4	-1.1
資本財・部品	<29.7>	1.8	21.0	4.9	1.6	-3.3	-3.2	-10.2	-12.0	0.5	-4.4
実質輸出計		4.5	14.1	3.8	1.0	0.2	-4.7	-4.8	-6.8	1.0	-2.3

- (注) 1. < >内は、2000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。

(資料) 財務省「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 99年	2000	2000年 2Q	3Q	4Q	2001 1Q	2Q	2001年 4月	5	6
米国	<19.0>	-2.9	8.0	8.6	2.4	4.7	-5.5	-0.4	1.8	8.2	-10.9
EU	<12.3>	5.8	8.5	1.1	2.1	4.3	2.1	-4.8	-5.9	15.8	-15.0
東アジア	<39.6>	15.8	25.5	4.8	4.8	6.5	-1.1	-3.9	-7.4	8.8	-10.1
中国	<14.5>	11.9	28.1	3.6	1.4	10.1	5.2	-1.3	-14.7	13.2	-10.3
NIEs	<12.2>	24.2	28.4	4.9	8.1	4.4	-5.3	-9.8	-4.0	4.2	-10.6
台湾	<4.7>	25.6	43.6	8.6	6.3	8.1	-7.7	-12.7	-4.1	3.3	-8.4
韓国	<5.4>	30.8	22.5	1.4	6.3	2.4	-2.6	-7.3	-9.0	12.0	-10.0
ASEAN4	<12.8>	12.6	20.2	6.1	5.3	5.0	-3.8	-1.5	-0.6	7.8	-9.4
タイ	<2.8>	5.4	19.3	8.3	1.6	8.9	-4.1	4.2	-0.2	6.0	-6.7
実質輸入計		6.1	13.3	5.8	1.3	5.0	-3.3	-1.6	-3.7	11.2	-12.2

- (注) 1. < >内は、2000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。

### (2) 財別

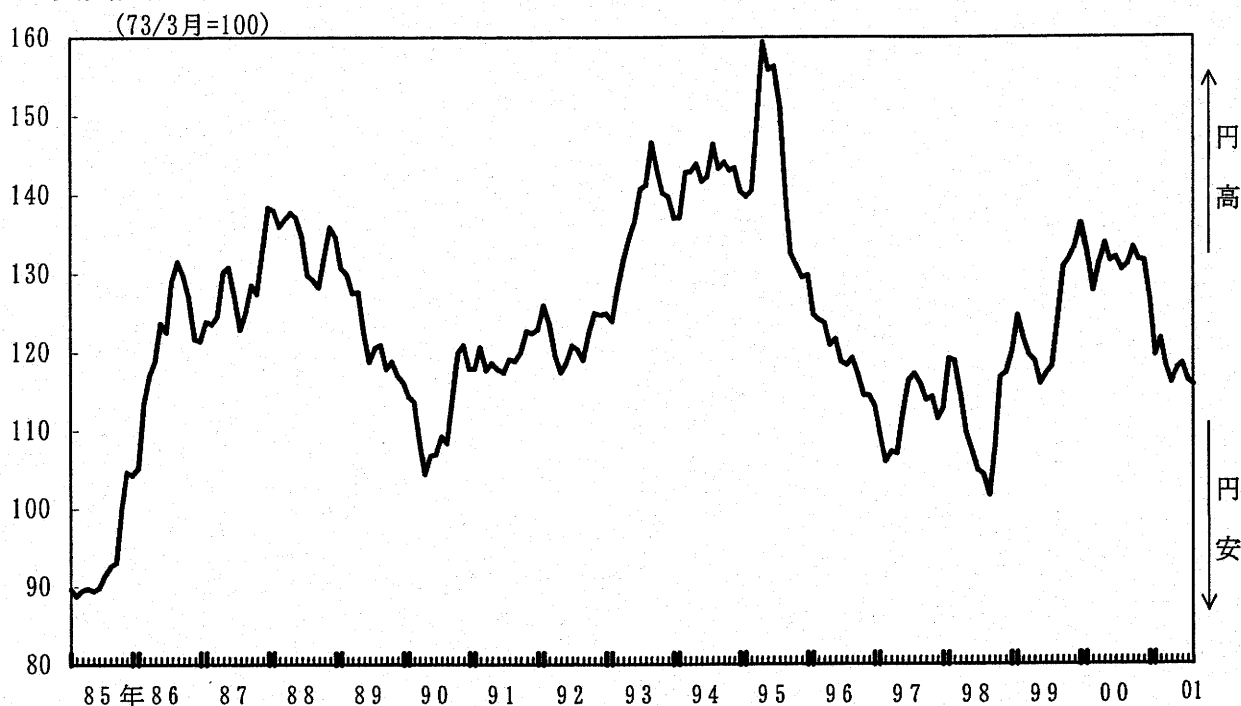
		(前年比、%)		(季調済前期比、%)				(季調済前月比、%)			
		暦年 99年	2000	2000年 2Q	3Q	4Q	2001 1Q	2Q	2001年 4月	5	6
素原料	<26.8>	2.7	1.7	1.7	-1.3	0.6	-1.7	-2.1	1.0	8.5	-16.5
中間財	<13.0>	3.6	8.3	3.9	-1.1	5.6	0.1	-4.1	-2.3	12.5	-14.2
食料品	<12.1>	2.8	5.4	-1.1	-0.1	2.2	-2.3	-1.2	-9.5	13.9	-11.1
消費財	<10.5>	8.1	21.3	4.4	1.3	9.3	-2.7	1.2	-8.1	12.0	-11.5
情報関連	<16.1>	18.7	43.9	12.8	11.7	7.3	-5.0	-6.1	-1.5	5.7	-7.5
資本財・部品	<11.5>	5.1	12.4	6.7	6.2	7.6	-3.7	-0.3	-0.6	10.0	-10.4
うち除く航空機		4.4	21.5	3.9	5.5	8.9	0.5	-0.9	2.4	5.4	-10.1
実質輸入計		6.1	13.3	5.8	1.3	5.0	-3.3	-1.6	-3.7	11.2	-12.2

- (注) 1. < >内は、2000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。

(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

## 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8月は8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

(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

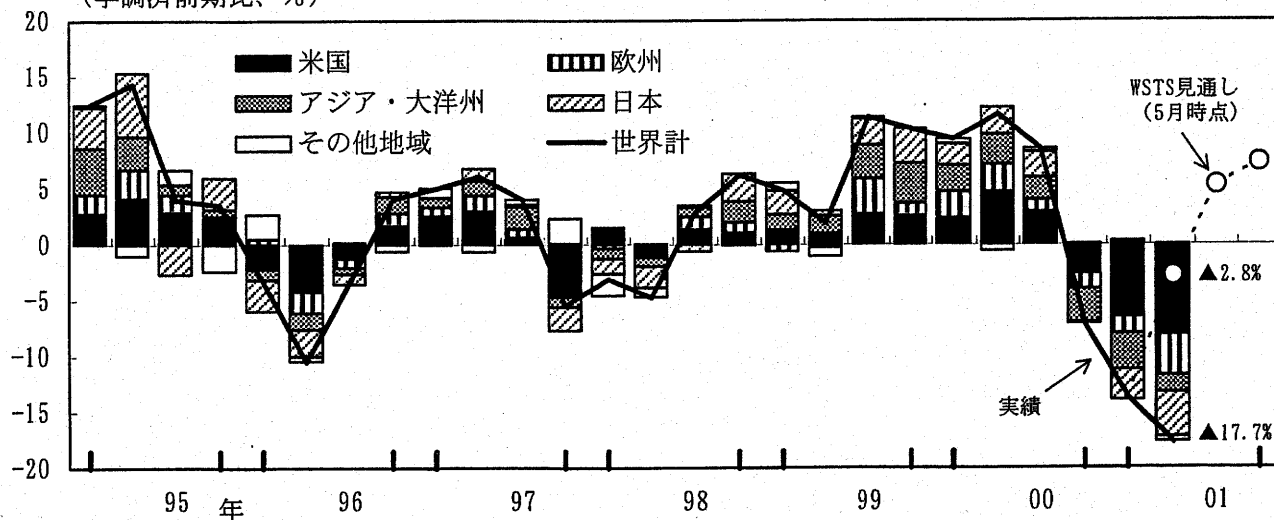
		98年	99年	2000年	2000年 3Q	4Q	2001年 1Q	2Q
米	国	4.3	4.1	4.1	1.3	1.9	1.3	0.7
欧 州	E U	2.9	2.5	3.3	2.5	2.3	1.9	n. a.
	ドイ ツ	2.1	1.6	3.0	1.1	0.8	1.4	n. a.
	フ ラ ン ス	3.5	3.0	3.4	3.6	3.0	1.9	n. a.
	英 国	2.6	2.3	3.1	3.4	1.8	1.8	1.0
東	中 国	7.8	7.1	8.0	(1~9月) 8.2	(1~12月) 8.0	8.1	(1~6月) 7.9
ア ジ ア	N 韓 国	-6.7	10.9	8.8	9.2	4.6	3.7	n. a.
	I 台 湾	4.6	5.4	6.0	6.6	4.1	1.1	n. a.
	E 香 港	-5.3	3.0	10.5	10.8	6.9	2.5	n. a.
	S シンガポール	0.1	5.9	9.9	10.3	11.0	4.6	-0.8
ア S E A N 4	タ イ	-10.8	4.2	4.4	2.9	3.2	1.8	n. a.
	インドネシア	-13.1	0.8	4.8	4.4	5.2	4.0	n. a.
	マレーシア	-7.4	6.1	8.3	7.6	6.3	3.2	n. a.
	フィリピン	-0.6	3.4	4.0	4.6	3.8	2.5	n. a.

(注) 計数は、各国政府または中央銀行、欧州委員会による。

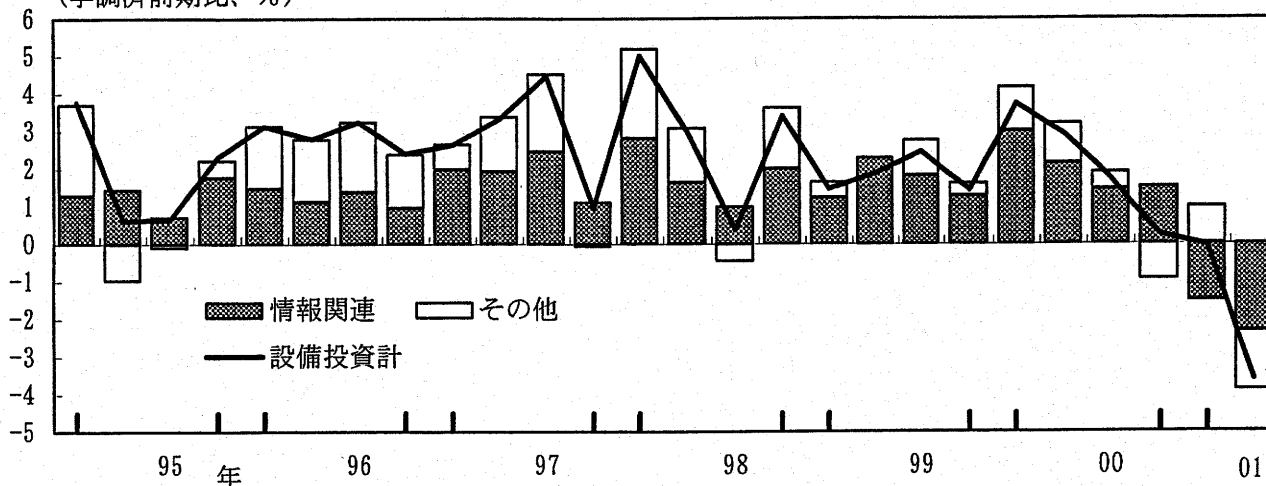


## 世界的な情報関連需要低迷の影響

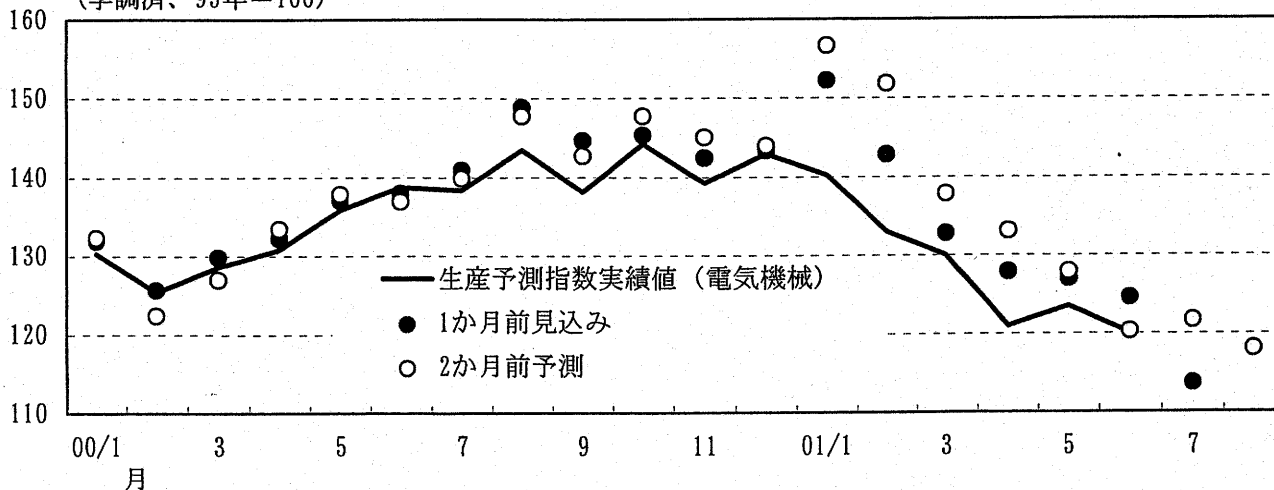
(1) 世界の半導体出荷 (実質、仕向け地域別寄与度)  
(季調済前期比、%)



(2) 米国の情報関連設備投資 (実質)  
(季調済前期比、%)



(3) 日本の電気機械の生産動向  
(季調済、95年=100)



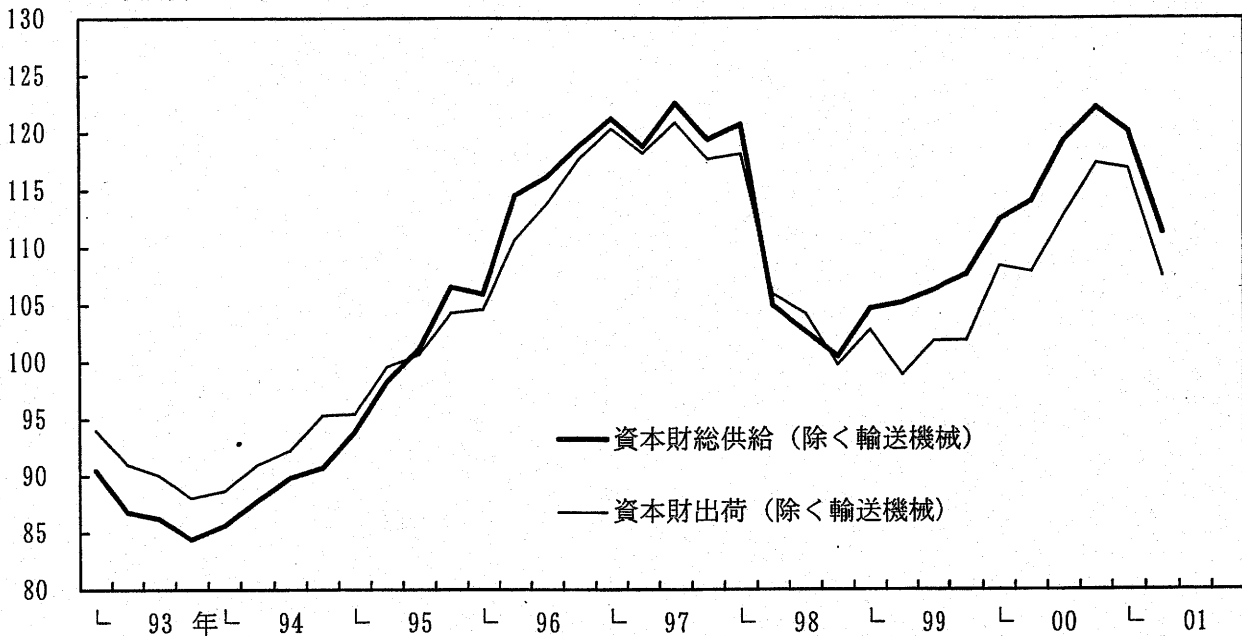
(注) 1. (1) のWSTS見通しは名目値。  
2. (2) の「その他」は、構造物、設備機械、輸送機械などの合計。  
3. (3) の「生産予測指数実績値 (電気機械)」は鉱工業生産指数 (電気機械) とは集計対象範囲が若干異なる。

(資料) WSTS「世界半導体市場予測」、U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts"、経済産業省「鉱工業指数統計」

# 設備投資関連指標 (1)

## (1) 資本財 (除く輸送機械) の総供給と出荷

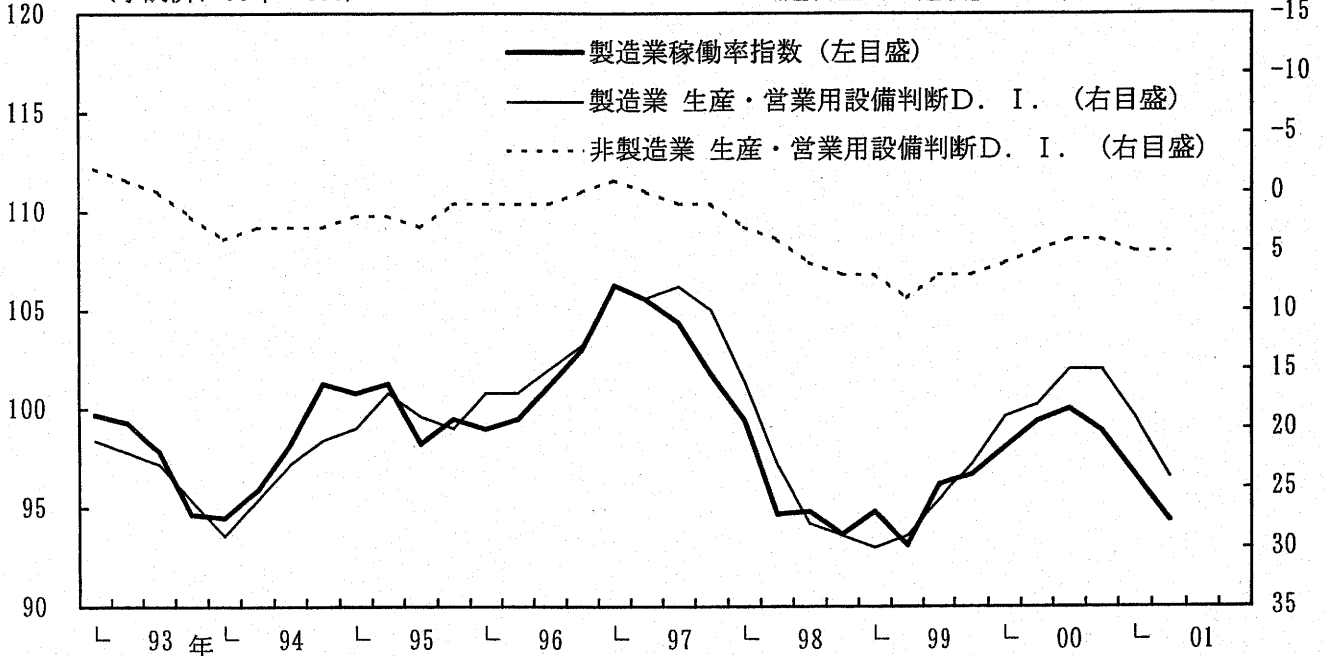
(季調済、95年=100)



## (2) 稼働率と設備判断D. I.

(季調済、95年=100)

(逆目盛、「過剰」 - 「不足」、%ポイント)

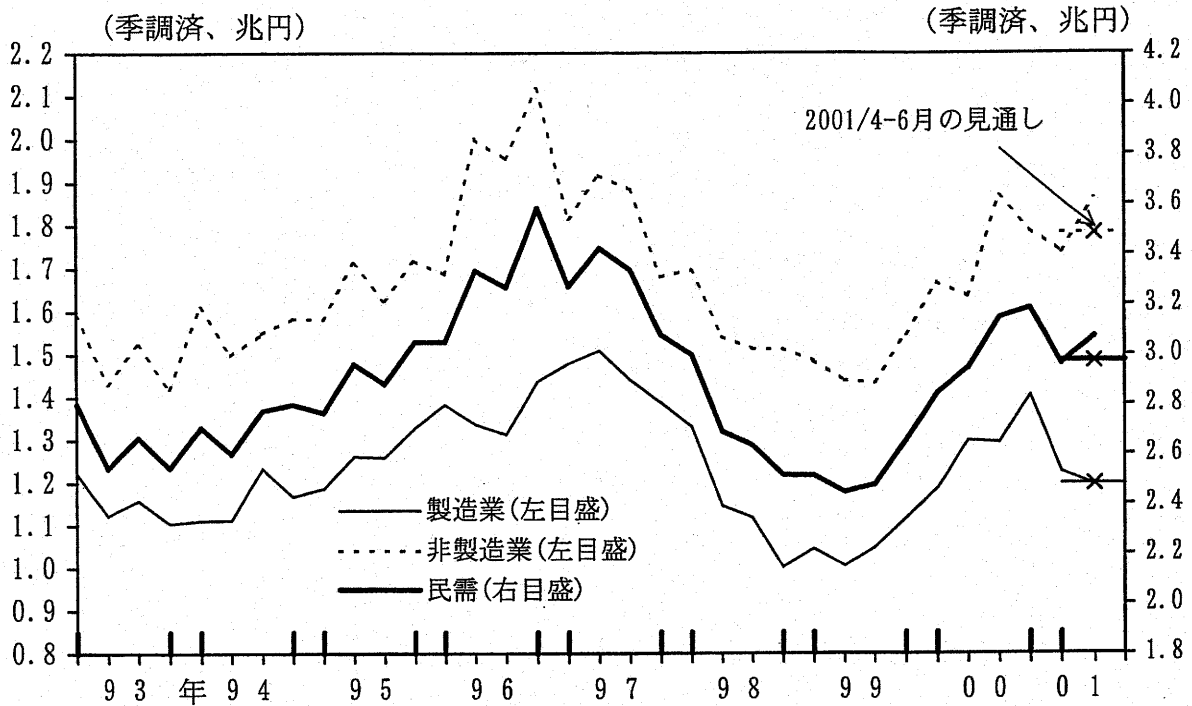


- (注) 1. 資本財 (除く輸送機械) 総供給の2001/2Qは、鉱工業総供給表のウェイトを用いて、資本財 (除く輸送機械) 出荷から実質資本財・部品輸出を差し引き、実質資本財・部品輸入 (除く航空機) を加えて算出したもの。  
 2. 製造業稼働率指数の2001/2Qは、4~5月平均の値。  
 3. 生産・営業用設備判断D. I. は全規模合計。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「企業短期経済観測調査」

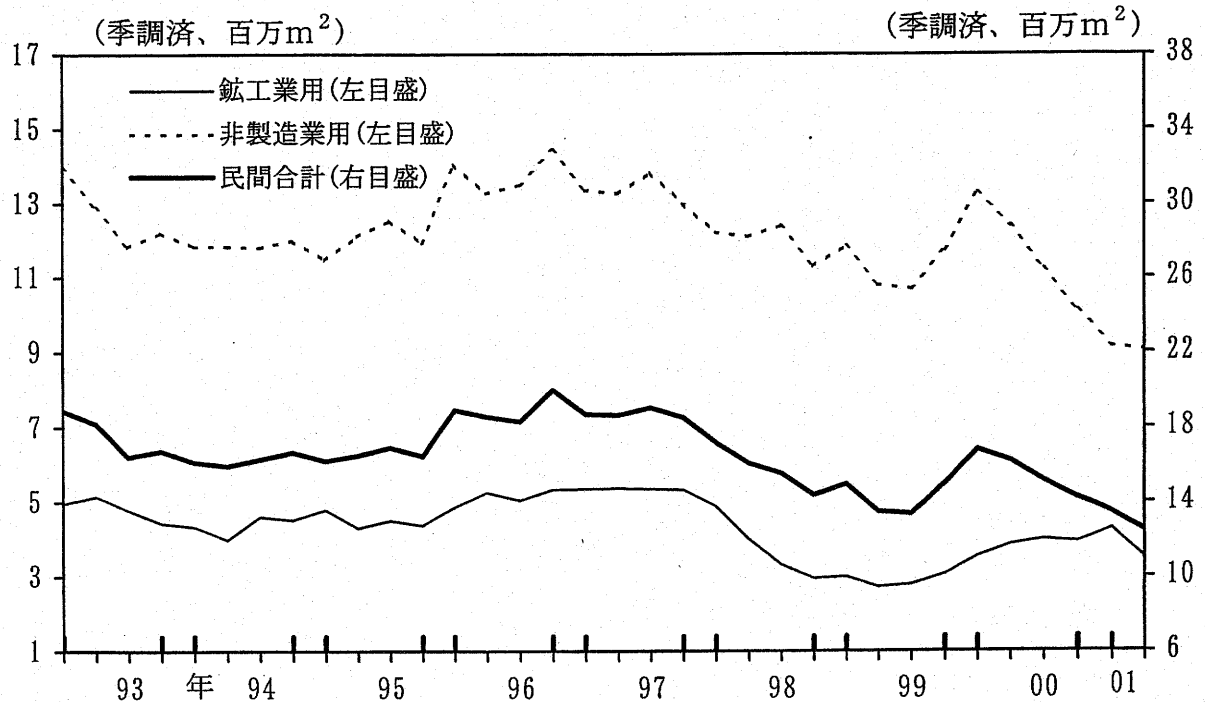
# 設備投資関連指標 (2)

## (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. 2001/2Qは4、5月の計数を四半期換算。

## (2) 建築着工床面積 (非居住用)

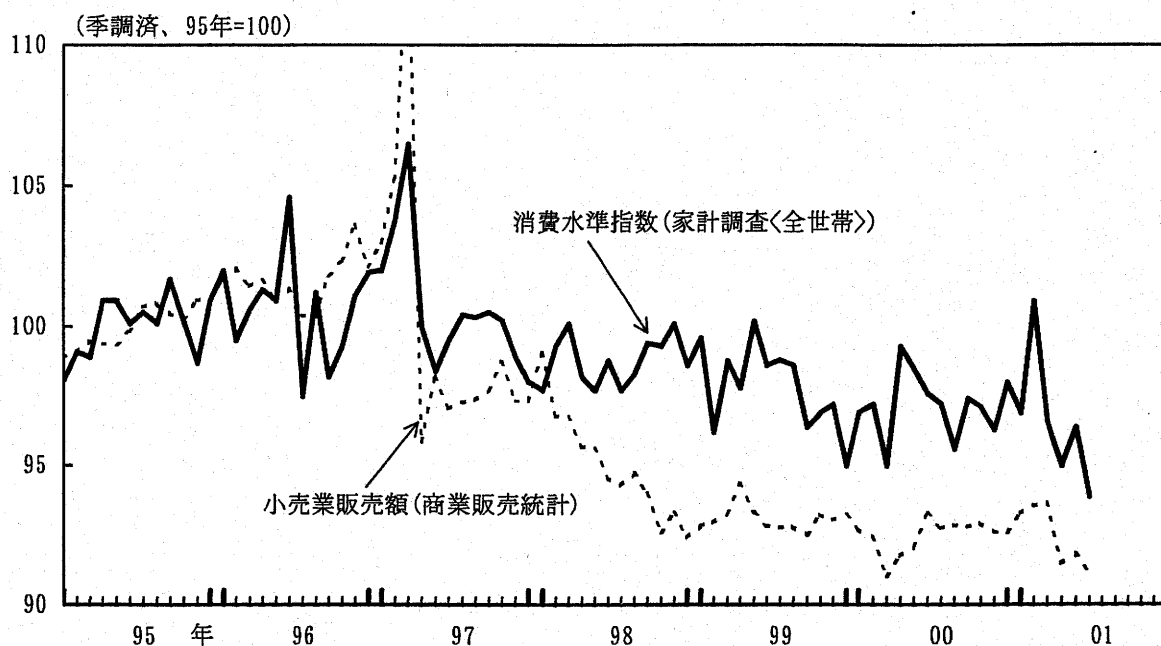


(注) X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-シ<sup>o</sup>n)による季節調整値。

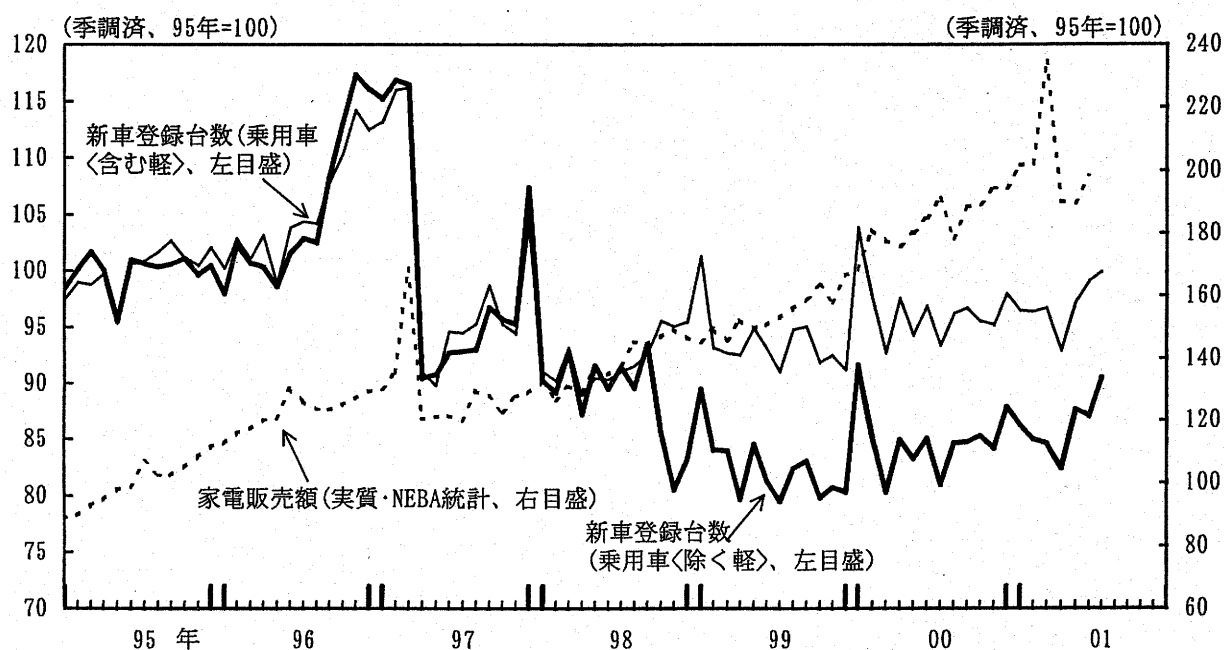
(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

# 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

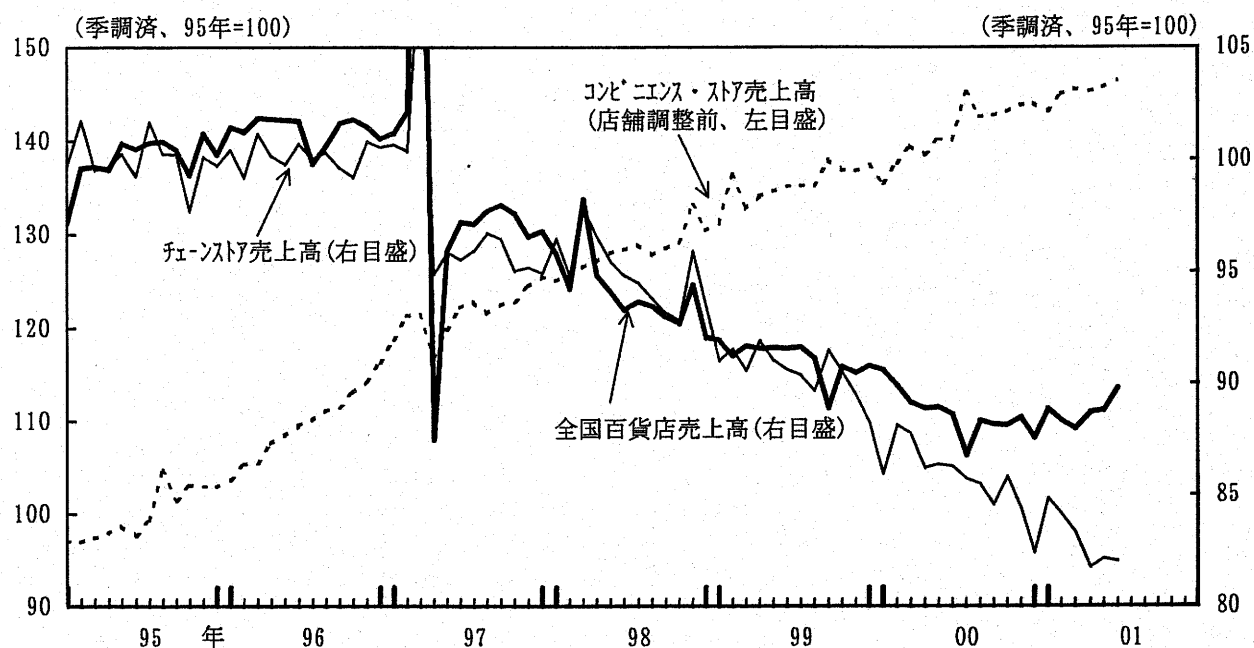


(注) 1. X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-シフト)による季節調整値。但し、消費水準指数は総務省による季節調整値。  
 2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI(商品)で実質化。家電販売額は、各品目のCPI(但し、パソコンはWPIで代用)を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

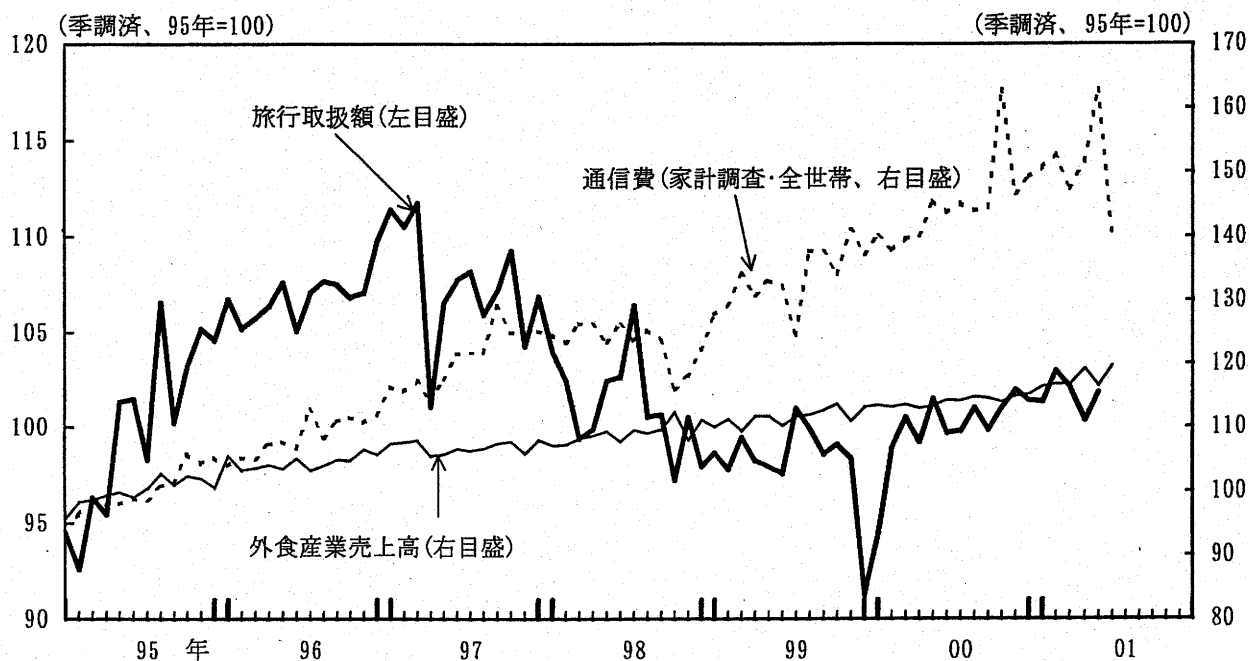
(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、経済産業省「商業販売統計」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

# 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)



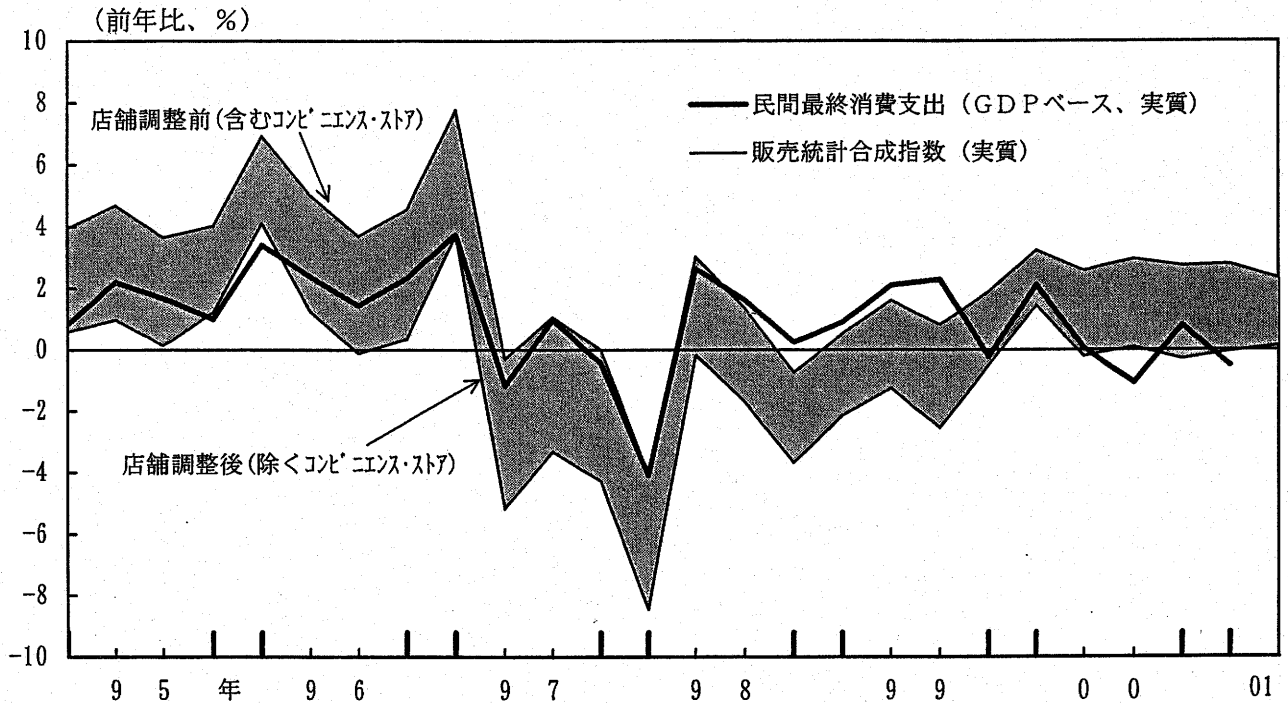
## (4) サービス消費 (名目)



- (注) 1. X-12-ARIMA(β<sup>h</sup>-ジョ)
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、97/3月以前は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。97/4月以降は経済産業省ベース。
4. 外食産業売上高は、93年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会の前年比で延長。

(資料) 日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、経済産業省「商業販売統計」、国土交通省「旅行取扱状況」、総務省「家計調査報告」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

## 個人消費関連指標 (3)

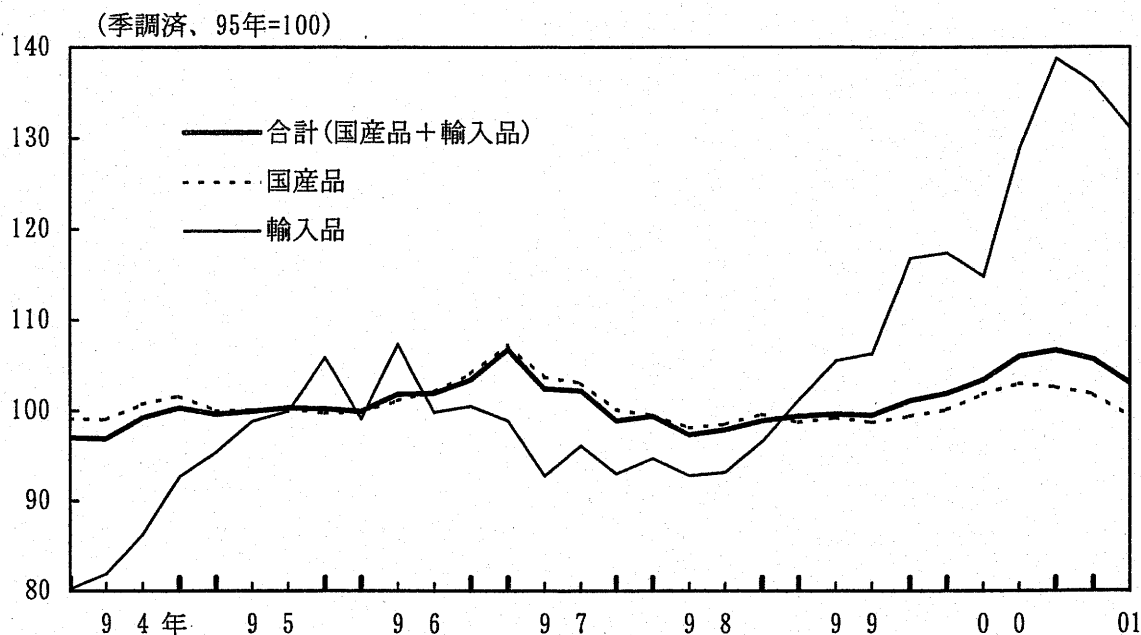


- (注) 1. 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、チェーンストア売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱高、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトを用いて合成することにより作成。さらに、店舗調整前の指数には、コンビニエンス・ストア売上高(97/3月以前は日本銀行におけるヒアリング集計ベース)も合算している。なお、名目額で公表されているものについては、それぞれ該当の消費者物価指数、卸売物価指数を用いて実質化している。
2. 販売統計合成指数については、店舗調整前と店舗調整後の2系列を試算。概念的には、①店舗調整前は、新規出店による需要掘り起こしや、既存店から新規店への需要シフトも含めて、消費動向のカバレッジをできるだけ広めにとったものである一方、②店舗調整後は、新規出店への需要はカウントせずに、既存店における継続的な消費動向を示したものである。個人消費動向の実勢は、おそらく①のような広めのカバレッジと、②のような狭いカバレッジの中間にあると考えられる。このため、両者の間にシャドーを付した。

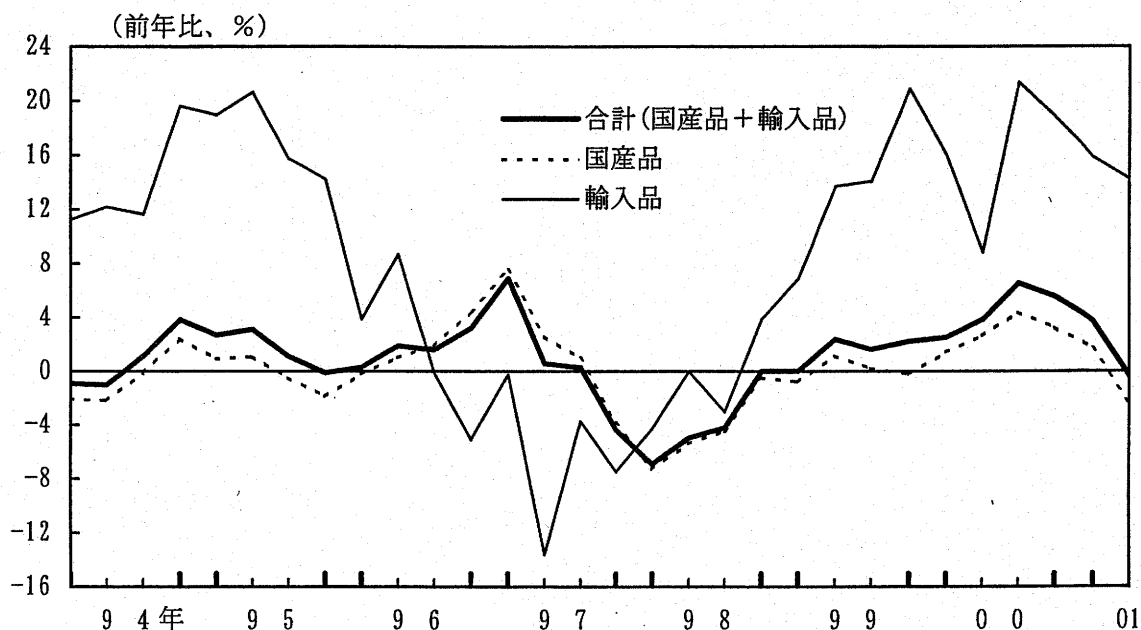
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業販売統計」、総務省「家計調査報告」  
「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、  
日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、  
日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、  
日本電気大型店協会 (NEBA) 「商品別売上高」、国土交通省「旅行取扱状況」、  
外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

# 個人消費関連指標 (4) (消費財供給数量)

## (1) 水準



## (2) 前年比

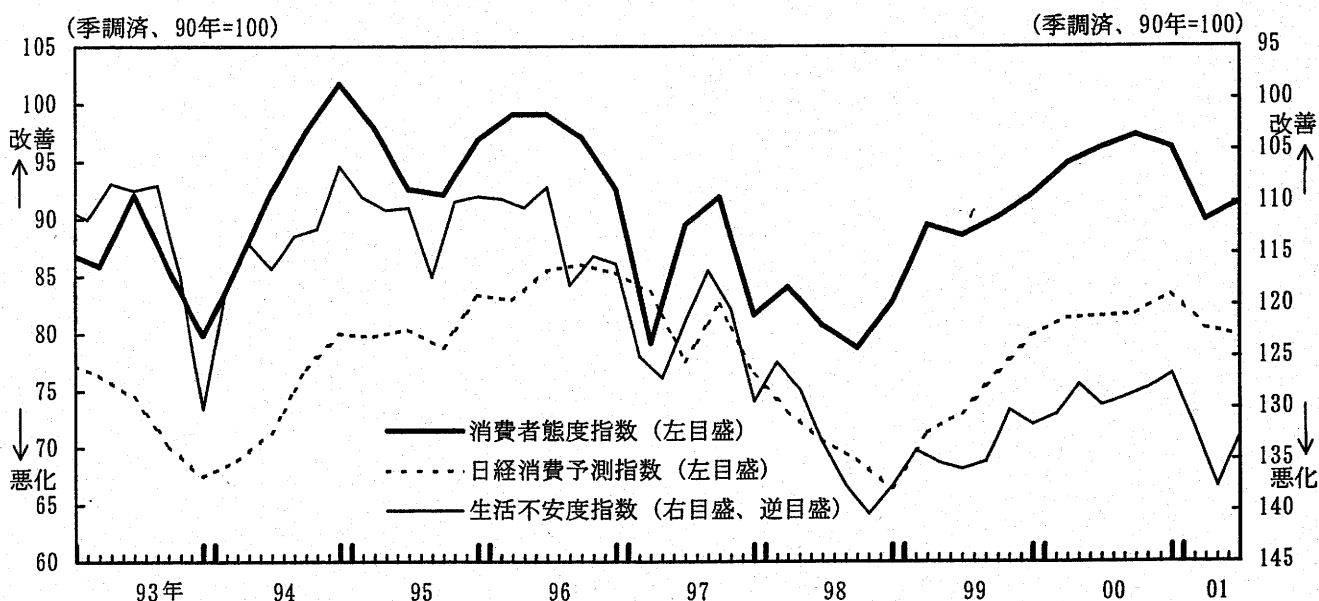


- (注) 1. 「国産品」、「輸入品」とともに鉱工業総供給表「消費財」の内訳項目(「消費財」の定義は鉱工業出荷指数と同一)。  
2. 「国産品」の2001/2Qの値は、鉱工業出荷指数の伸び率から輸出寄与分(実質輸出<消費財>より推計)を差し引いた伸び率を用いて試算したもの。  
3. 「輸入品」の2001/2Qの値は、通関統計から作成した実質輸入(消費財)の伸び率を用いて試算したもの。但し、実質輸入(消費財)は、自動車、音響映像機器、事務用機器、食料品、繊維製品を合成したもの。  
4. 「合計(国産品+輸入品)」の2001/2Qの値は、「国産品」と「輸入品」を合成して試算したもの。  
5. 前年比は、季節調整済系列より算出。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

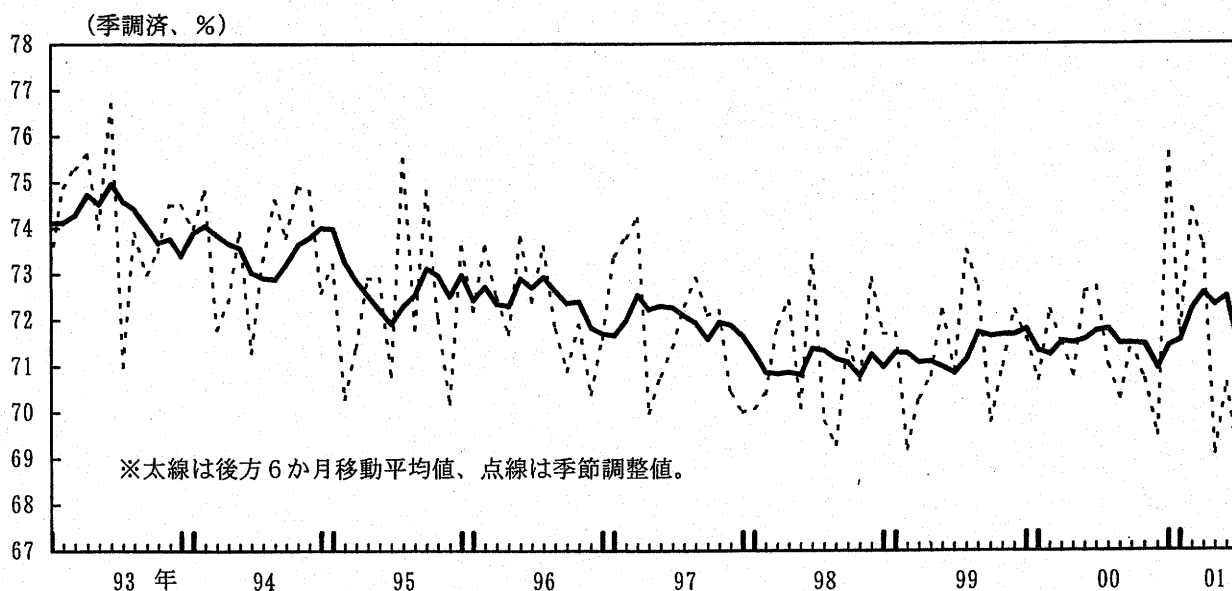
# 消費者コンフィデンスと消費性向

## (1) 各種コンフィデンス指標



- (注) 1. X-11による季節調整値。但し、消費者態度指数は、内閣府による季節調整値。  
 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 2,200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。  
 4. 消費者態度指数は内閣府、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 (家計調査)



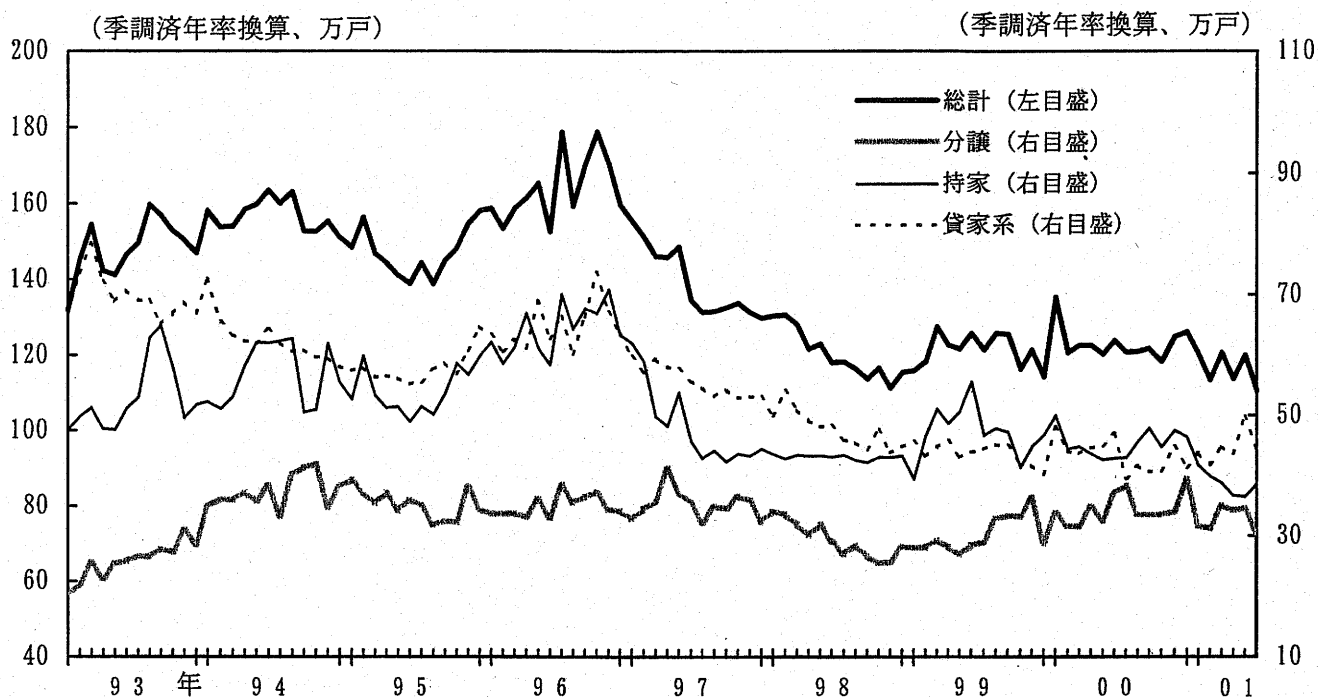
(注) 総務省による季節調整値。

(資料) 内閣府「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」、総務省「家計調査報告」

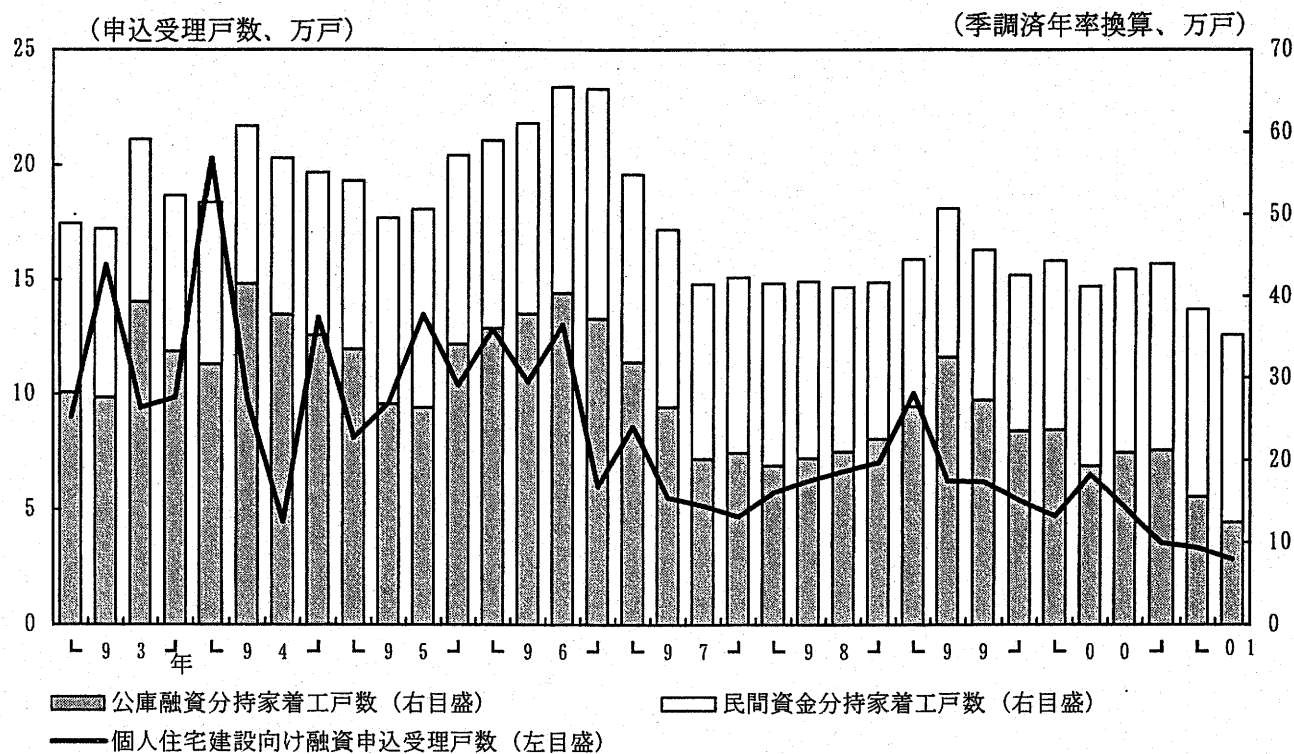


# 住宅投資関連指標

## (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

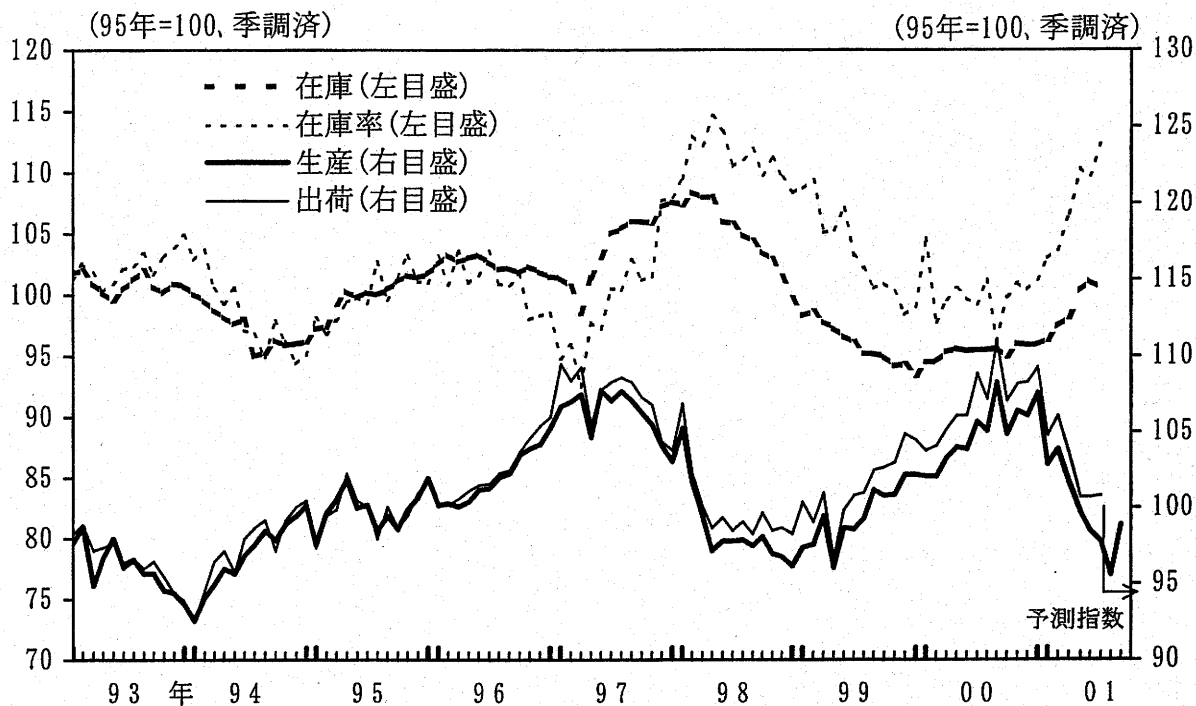


(注) 融資申込受理戸数の四半期分割は、受理件数を各四半期に含まれる申込期間の日数に応じて按分している。

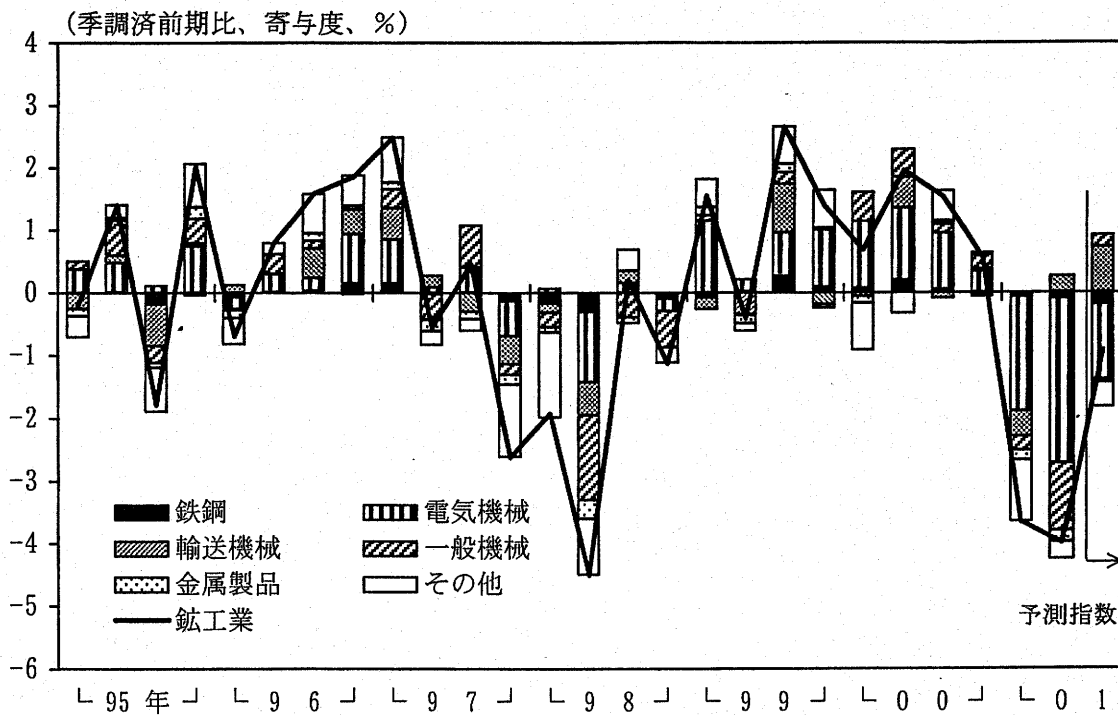
(資料) 国土交通省「建設統計月報」、住宅金融普及協会「月刊ハウジングデータ」

# 鋳工業生産・出荷・在庫

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



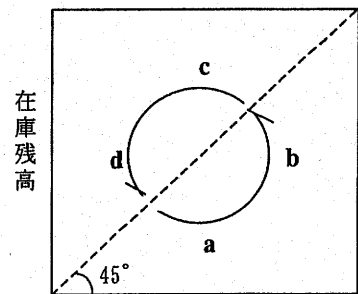
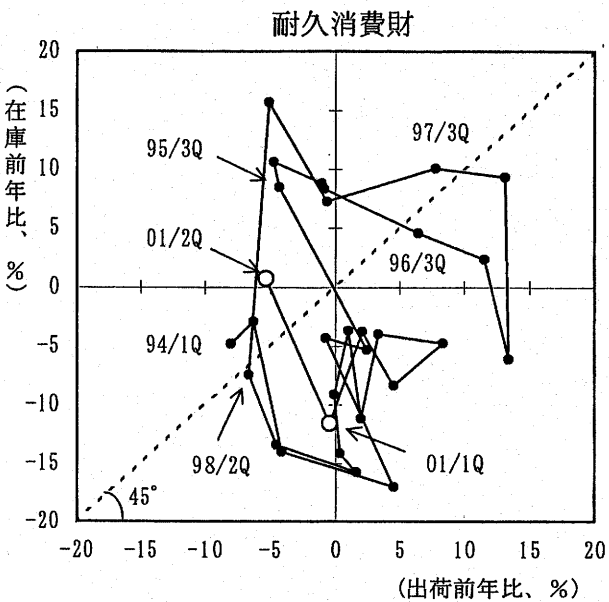
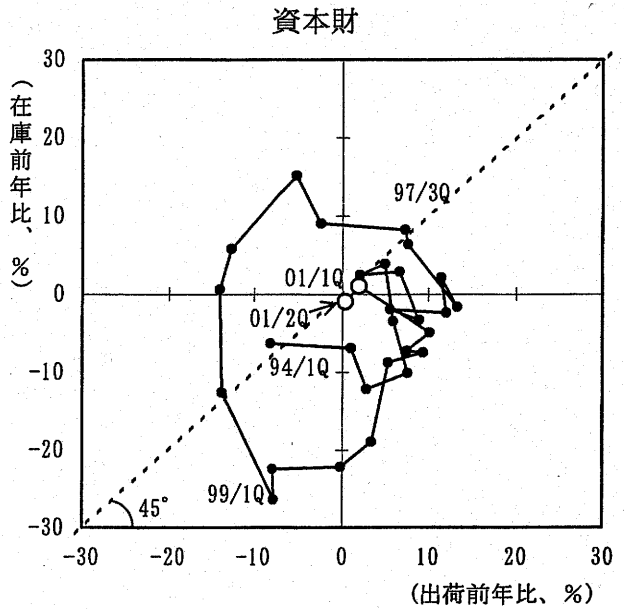
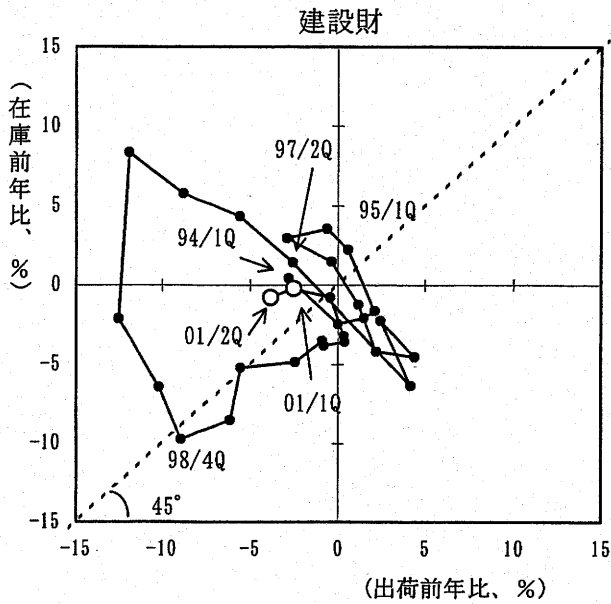
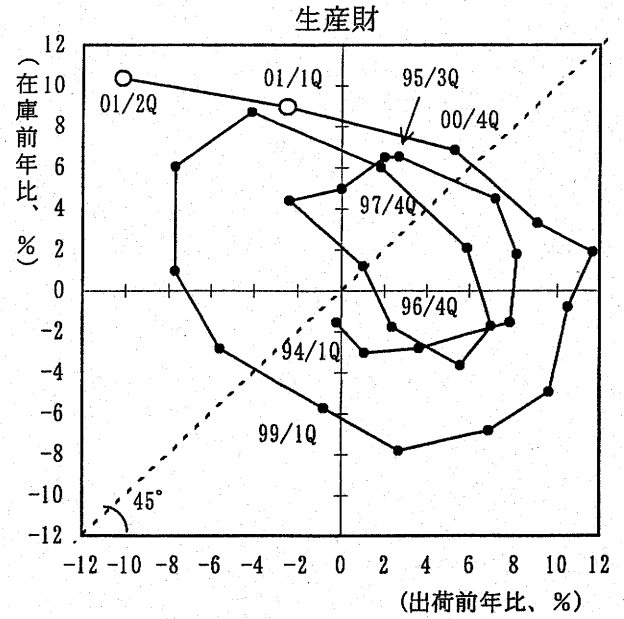
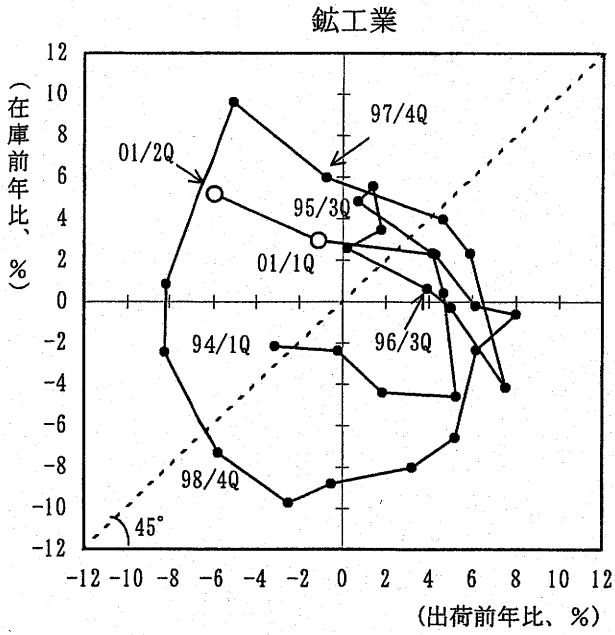
(2) 生産の業種別寄与度



(注) 1. 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。  
2. 2001/3Qは、2001/9月を8月と同水準と仮定。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

# 在庫循環

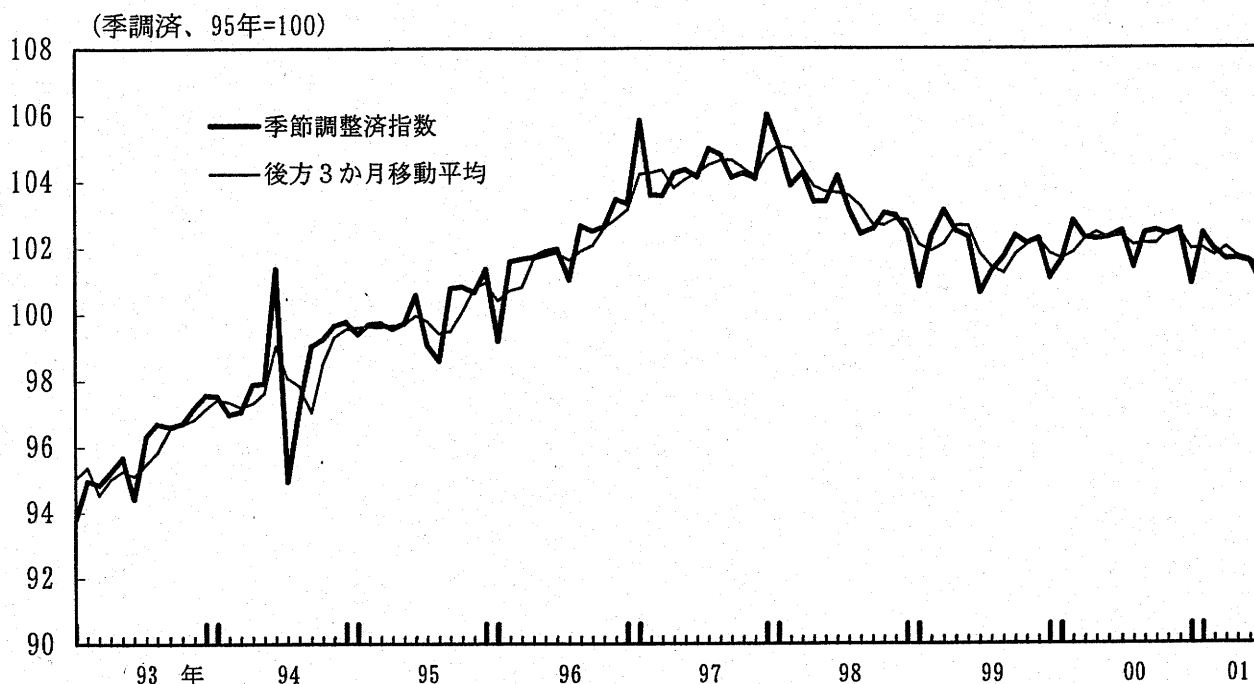


- a 回復局面
- b 在庫積み増し局面
- c 在庫積み上がり局面
- d 在庫調整局面

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」

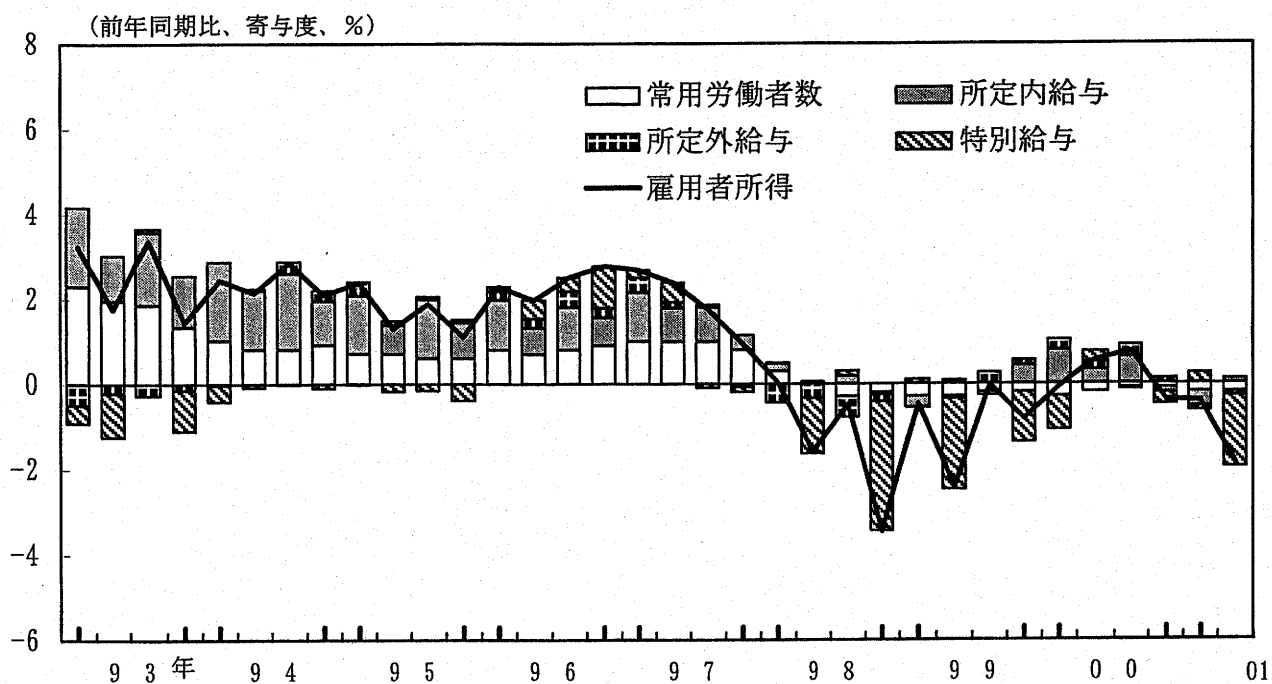
# 雇用者所得

## (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バージョン)による季節調整値。毎月季節調整替えを行なうため、計数は過去に遡って毎月改訂される。  
3. 事業所規模5人以上。2001/6月の値は速報値(下の図表も同じ)。

## (2) 所得の内訳

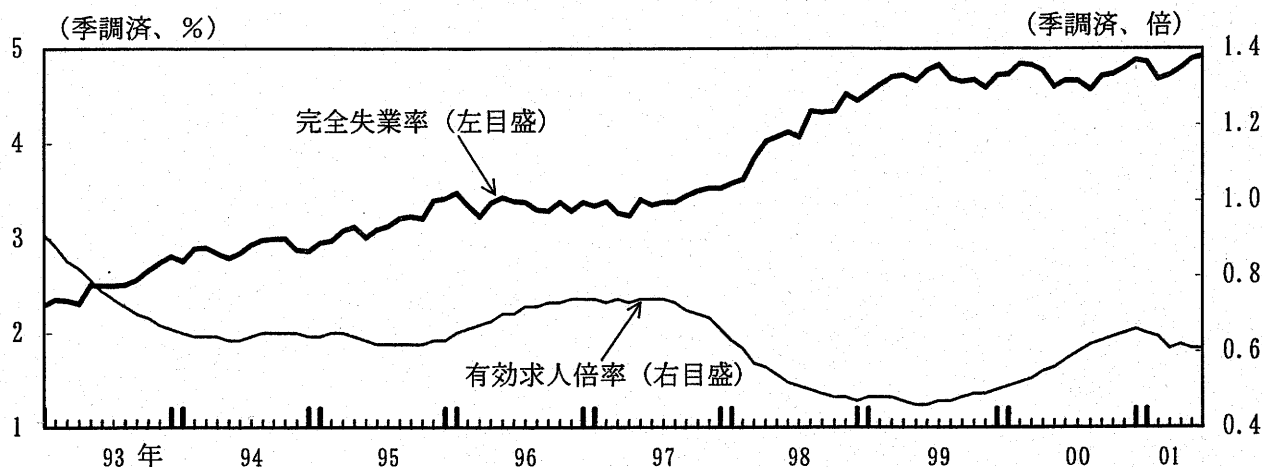


- (注) 1. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。  
2. 2001/2Qは2001/6月の前年同月比。

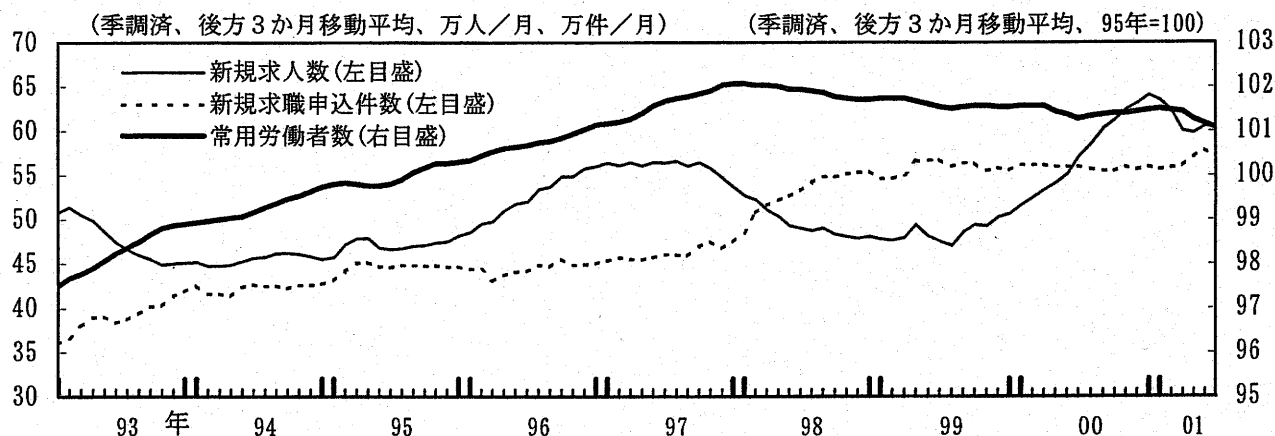
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

# 労働需給

## (1) 完全失業率と有効求人倍率

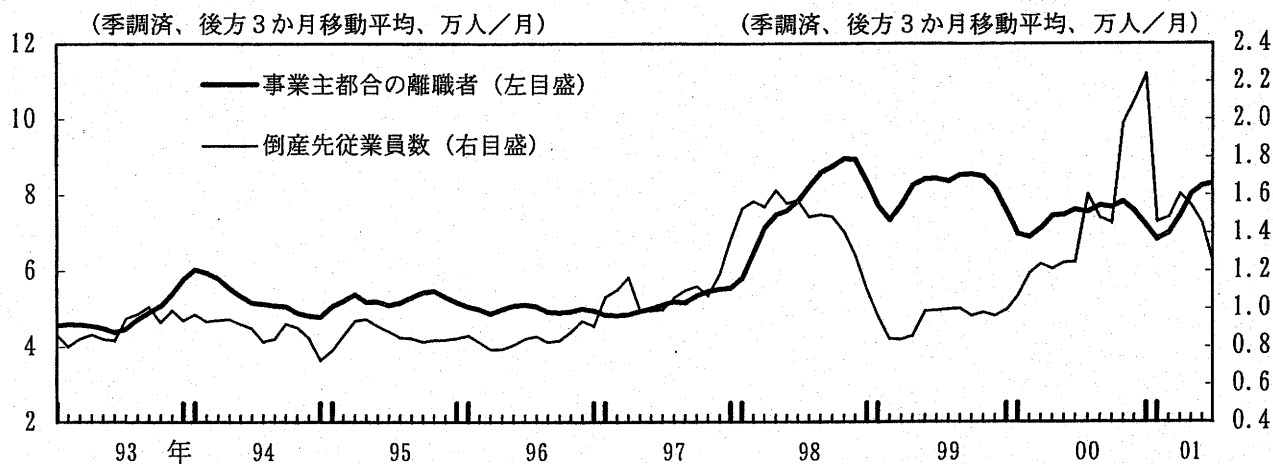


## (2) 新規求人数・求職申込件数と常用労働者数



(注) 1. 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。  
 2. 常用労働者数は事業所規模5人以上。なお、2001/6月の値は速報値。

## (3) 事業主都合による離職者・倒産企業の従業員数の動向

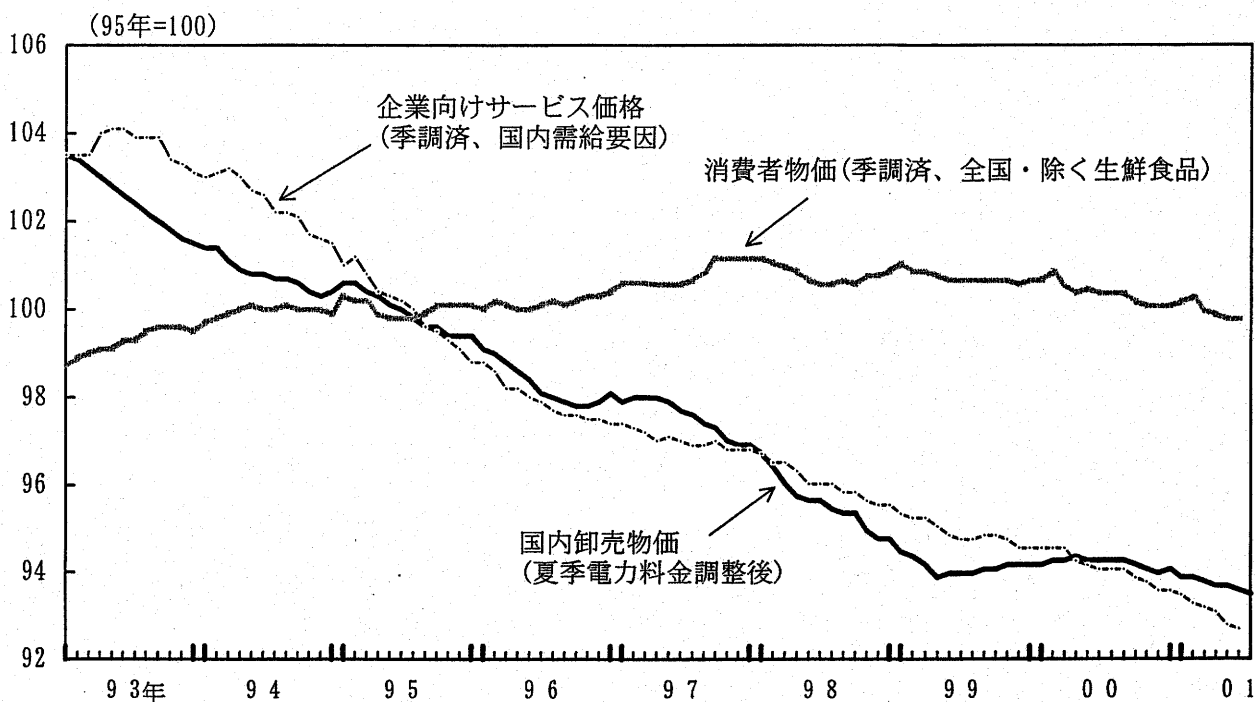


(注) 1. とともにX-11による季節調整値。  
 2. 倒産先従業員数は帝国データバンク調べ(集計対象は負債総額1千万円以上の倒産先)。

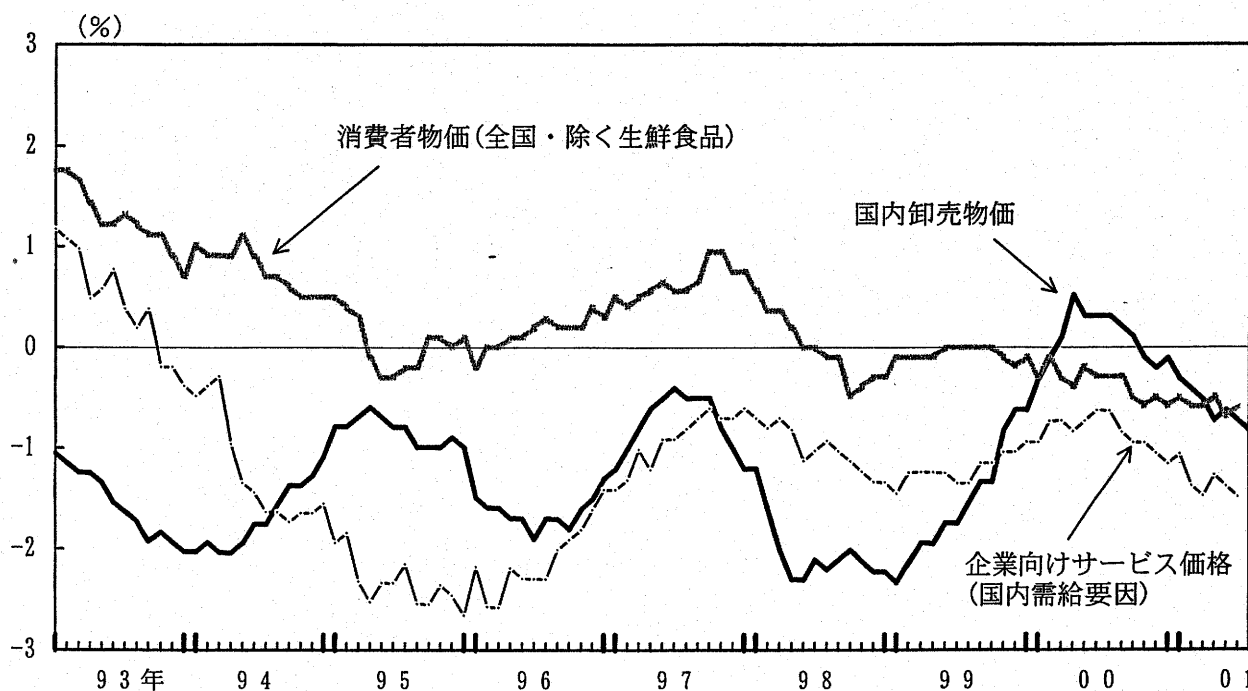
(資料) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」「雇用保険事業月報」、  
 総務省「労働力調査」、帝国データバンク「全国企業倒産集計」

# 物 価

## (1) 水準



## (2) 前年比

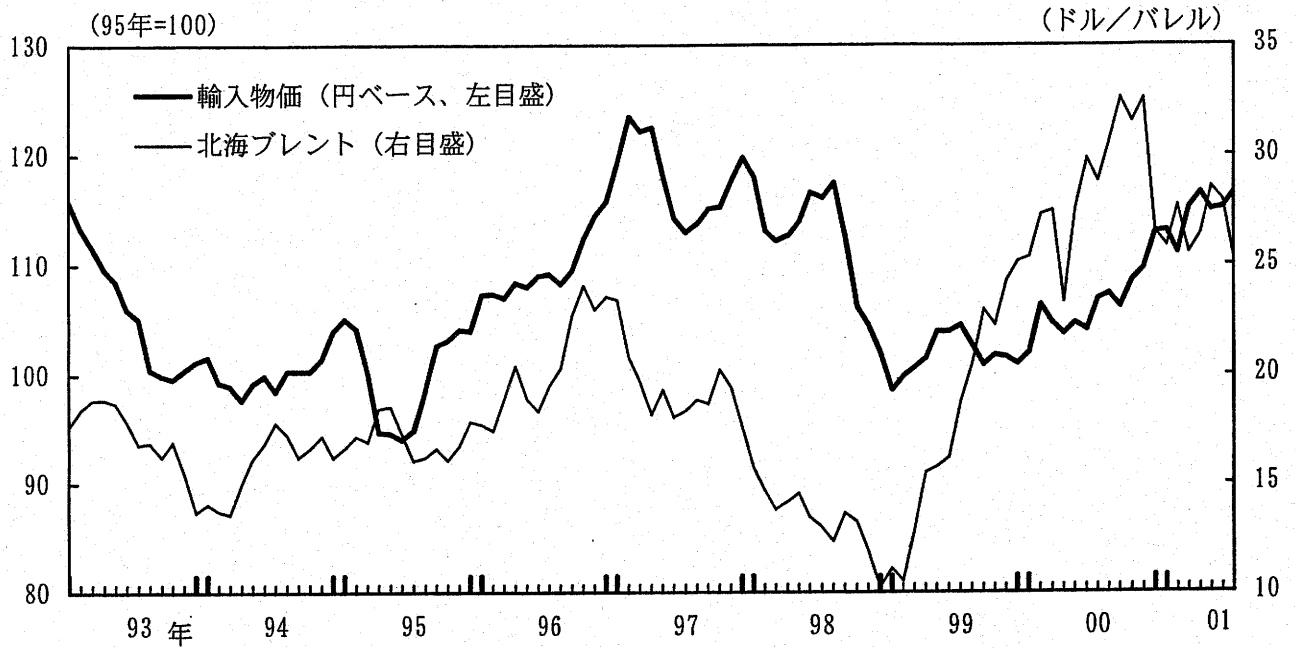


- (注) 1. (1)の消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。季節調整値はいずれも総務省公表ベース。  
 2. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース(課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 3. 企業向けサービス価格(国内需給要因)については、後掲図表の注を参照。

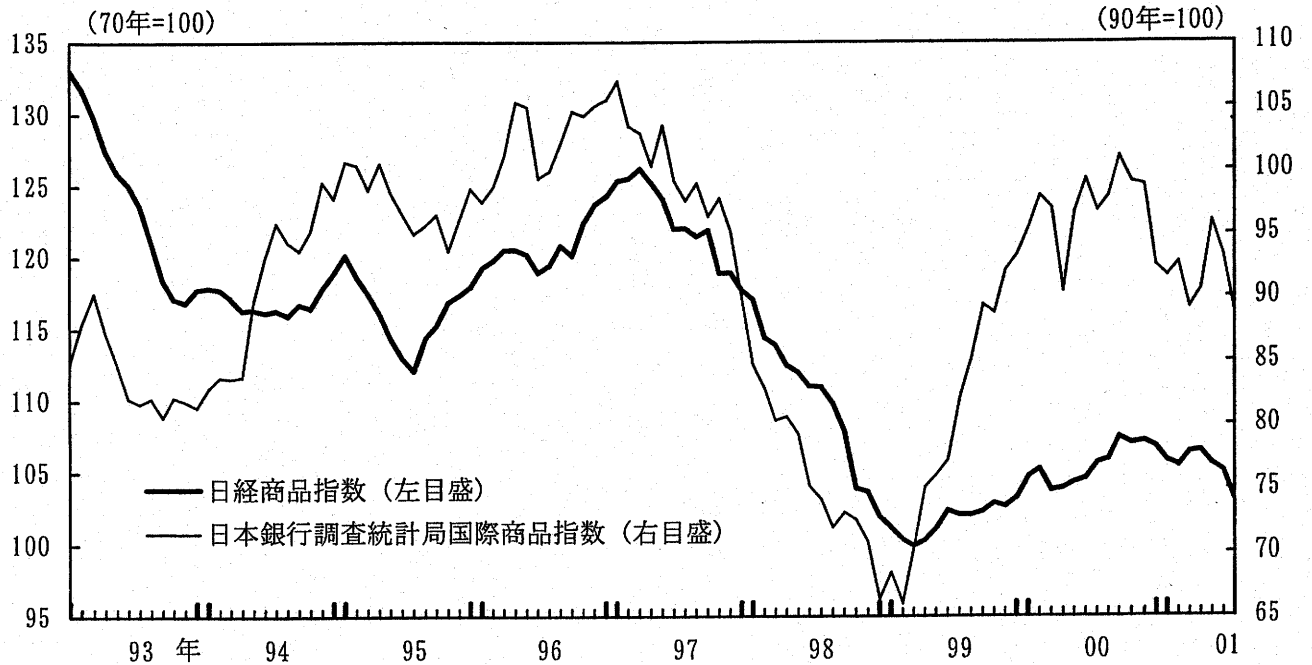
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 輸入物価と商品市況

(1) 輸入物価 (円ベース)、原油市況



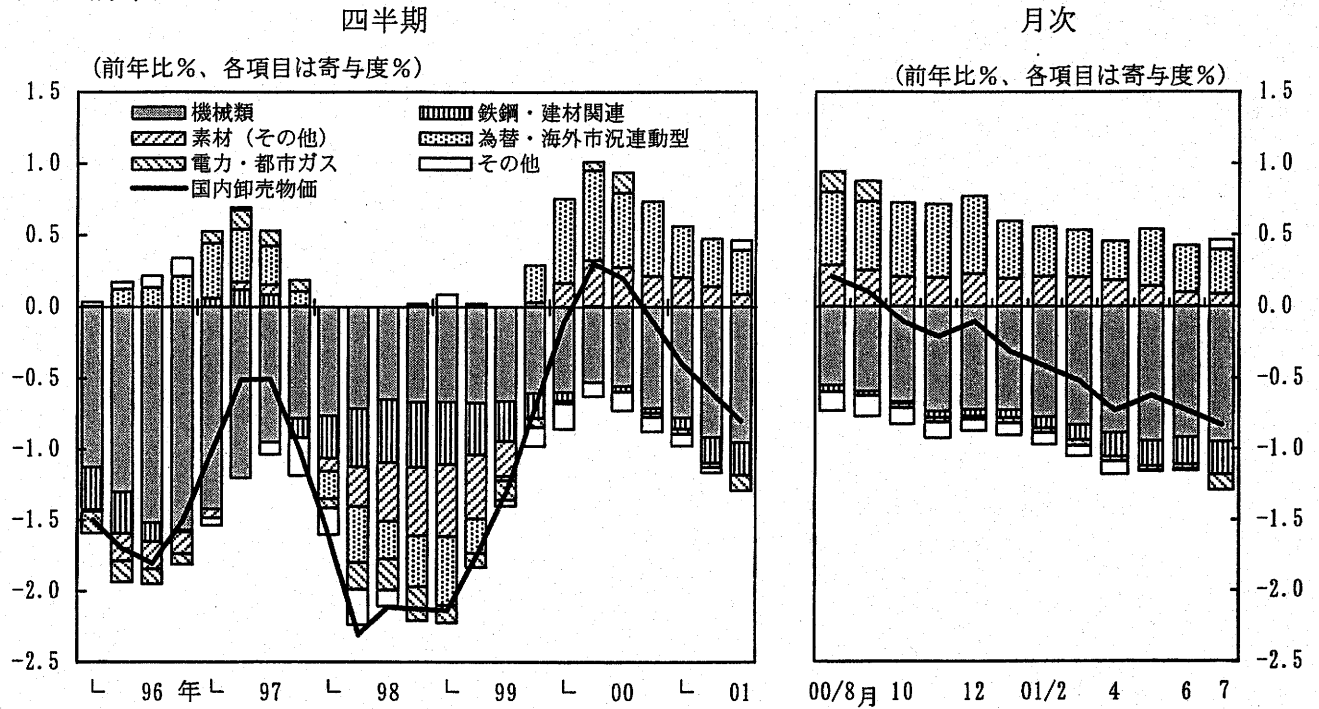
(2) 商品市況



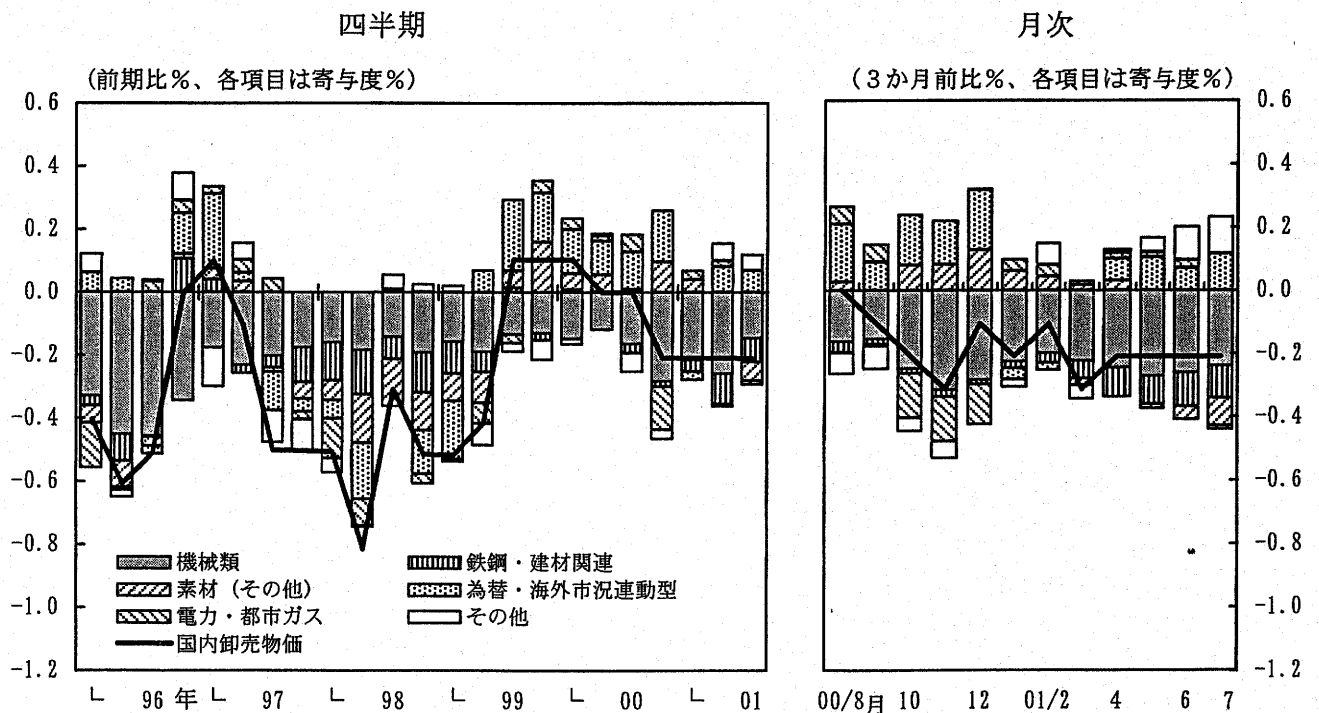
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「金融経済統計月報」、  
日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」

# 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)



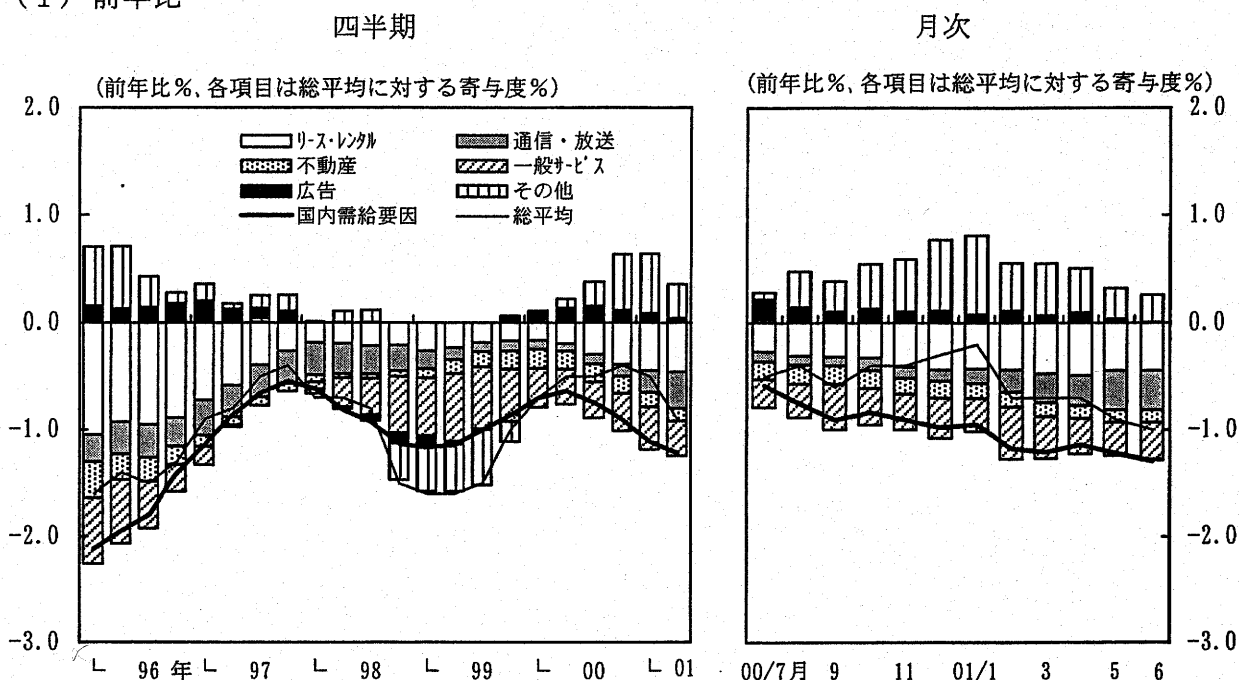
- (注) 1. 機械類：電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器  
 2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類  
 3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
 4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属  
 5. その他：加工食品、その他工業製品、食料用農畜水産物、非食料農林産物、鉱産物、水道  
 6. (2)の電力は、毎年7～9月にかけて適用されている夏季割引増しの影響(国内卸売物価に対する寄与度は0.2%程度)を除くベース。  
 7. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース(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. 2001/3Qのデータは、2001/7月の値を用いて算出。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

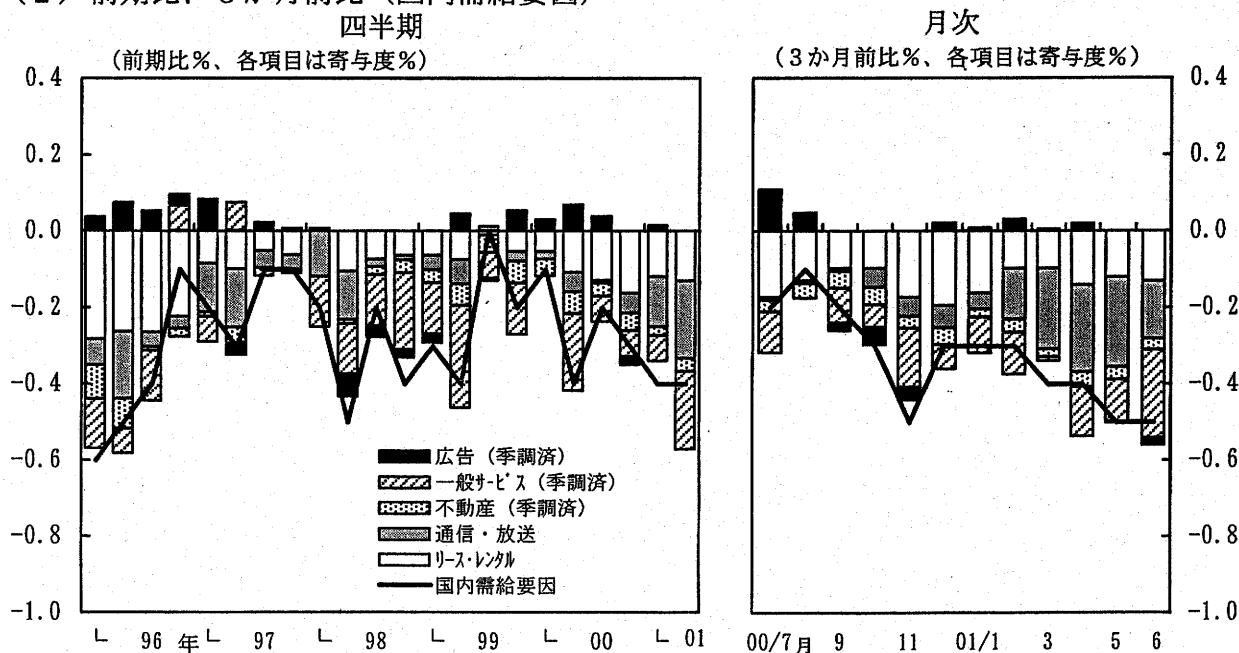


# 企業向けサービス価格

(1) 前年比



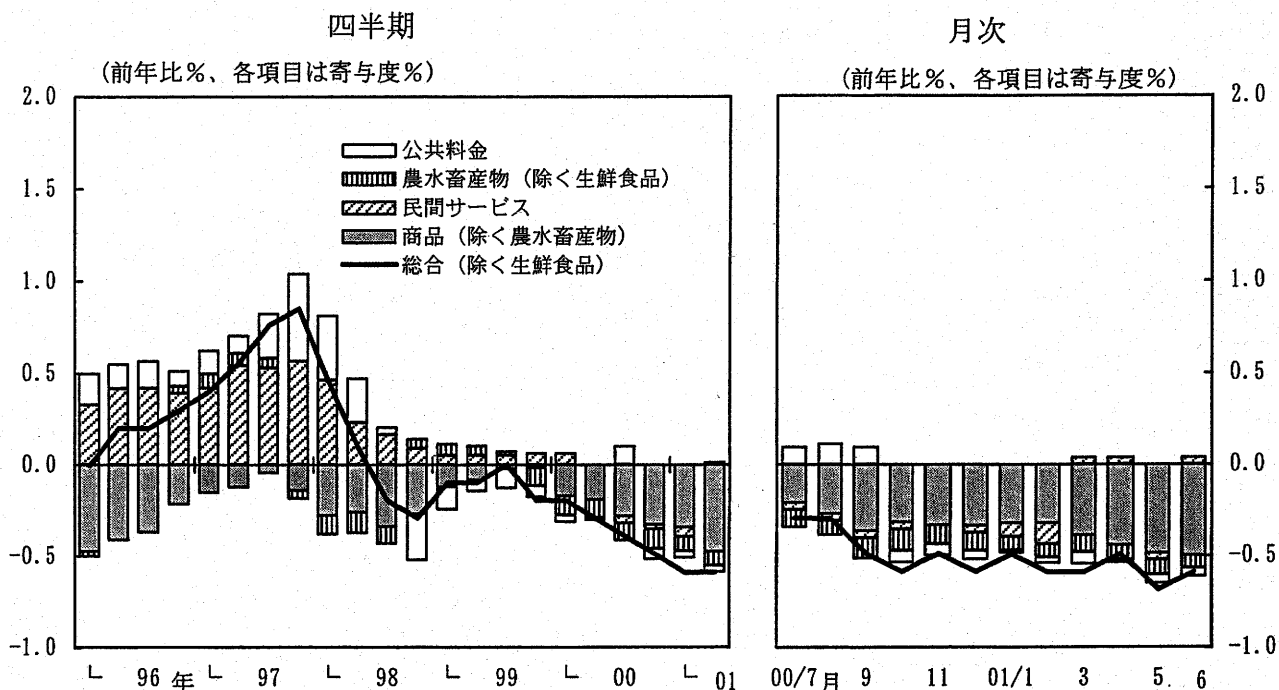
(2) 前期比、3か月前比 (国内需給要因)



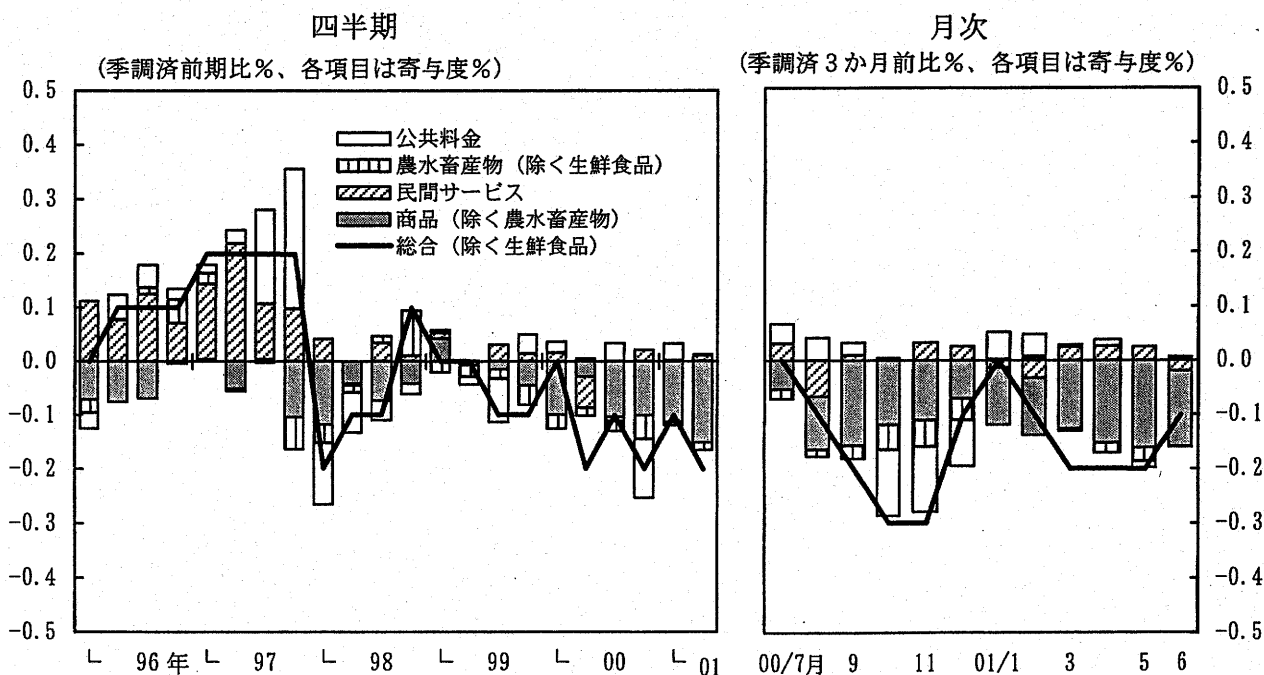
- (注) 1. 国内需給要因とは、月々の価格の動向が主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目の価格。具体的には、総平均から、①規制料金(自動車保険<自賠責>、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道)、②海外要因(外洋貨物輸送、国際航空貨物、国際航空旅客)、③単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い証券関連手数料(企業が社債発行に伴い銀行に支払う事務代理手数料等<証券引受事務手数料等は含まない>)を除いたもの。
2. 一般サービスは、国内需給要因から、広告、不動産、リース・レンタル、通信・放送を差し引いたもの。具体的には、金融・保険、運輸、情報サービス、建物サービス、労働者派遣サービス、機械修理等。
3. 前期比、3か月前比は、広告中のテレビコマーシャル、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ため、過去に遡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)。

# 消費者物価

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比

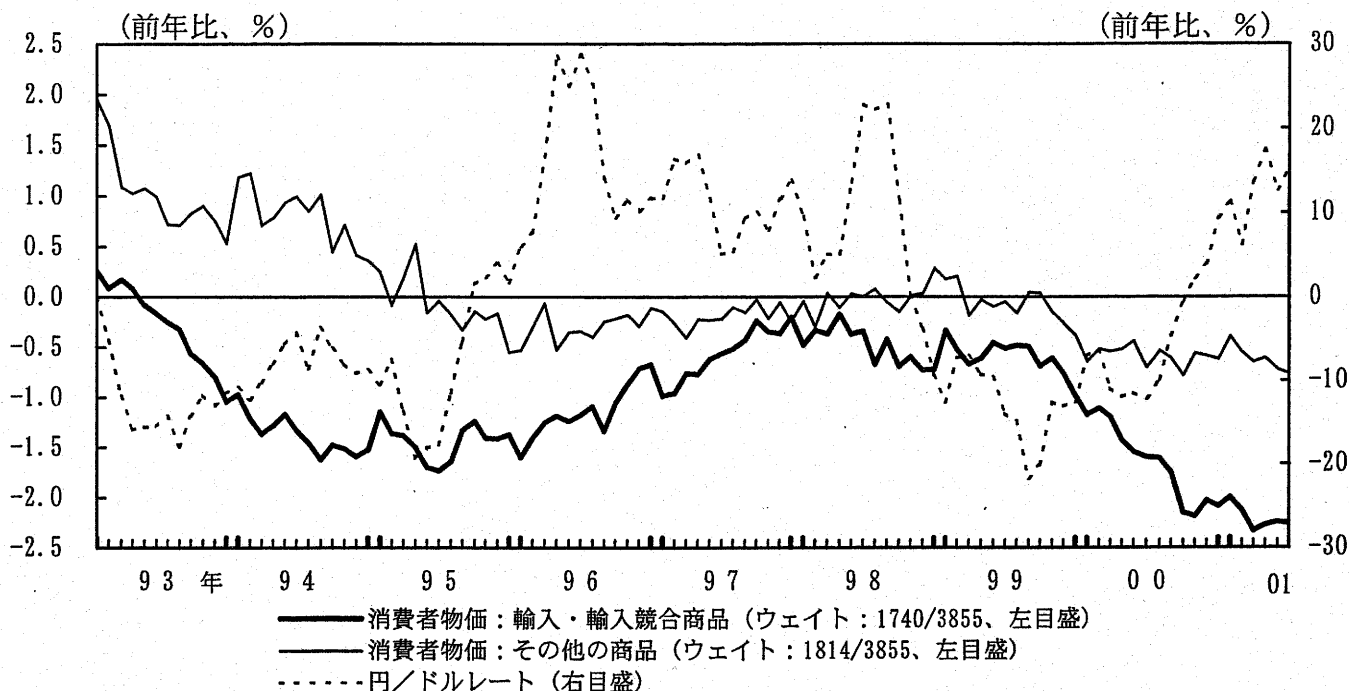


- (注) 1. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除くベース (課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算)。  
 2. 前期比、3か月前比は、X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整値。同計数は毎月季節調整替えを行うため、過去に遡って毎月改訂される。なお、合計と項目別の積み上げが完全に一致しないのは、季節調整の誤差による。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

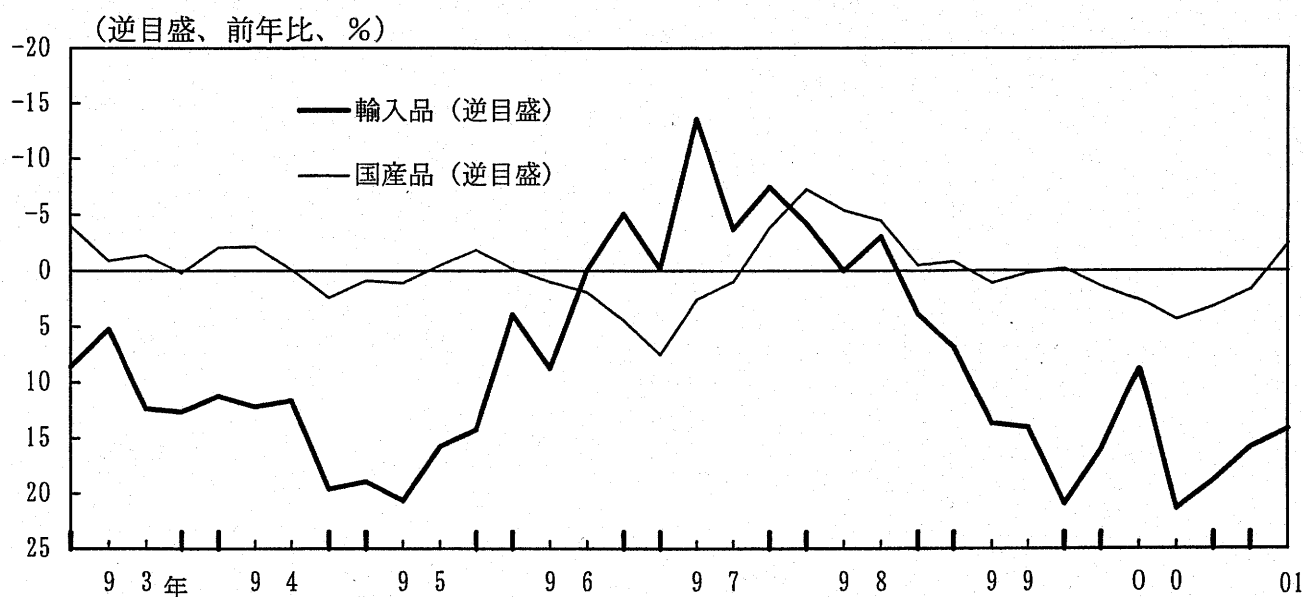
## 消費者物価（輸入・輸入競合商品）

### (1) 輸入・輸入競合商品とその他の商品の消費者物価



- (注) 1. 当図表で扱っている商品は、農水畜産物のほか、原油市況の影響を大きく受ける石油製品を除いたもの。グラフの凡例中のウェイトは、商品（除く農水畜産物）に対するもの。
2. 輸入・輸入競合商品とは、輸入品および国内品でも輸入品と競合関係にあると判断される品目を集めたもの。具体的には、輸入物価指数と消費者物価指数に共通に採用されている品目を取り出した。但し、輸入物価指数に採用されていなくても、輸入品と競合関係にあると判断される品目は、一部追加的に取り出している。
3. ここ数年の趨勢をみるとの観点から、輸入・輸入競合商品の中から便宜的にたばこ増税分（98/12月）およびビスケット（98年秋から99/1月にかけての銘柄変更による価格ドリフトが顕著）を除去した。
4. 消費税率変更の影響を除くベース。

### (2) 輸入品と国産品の消費財供給数量

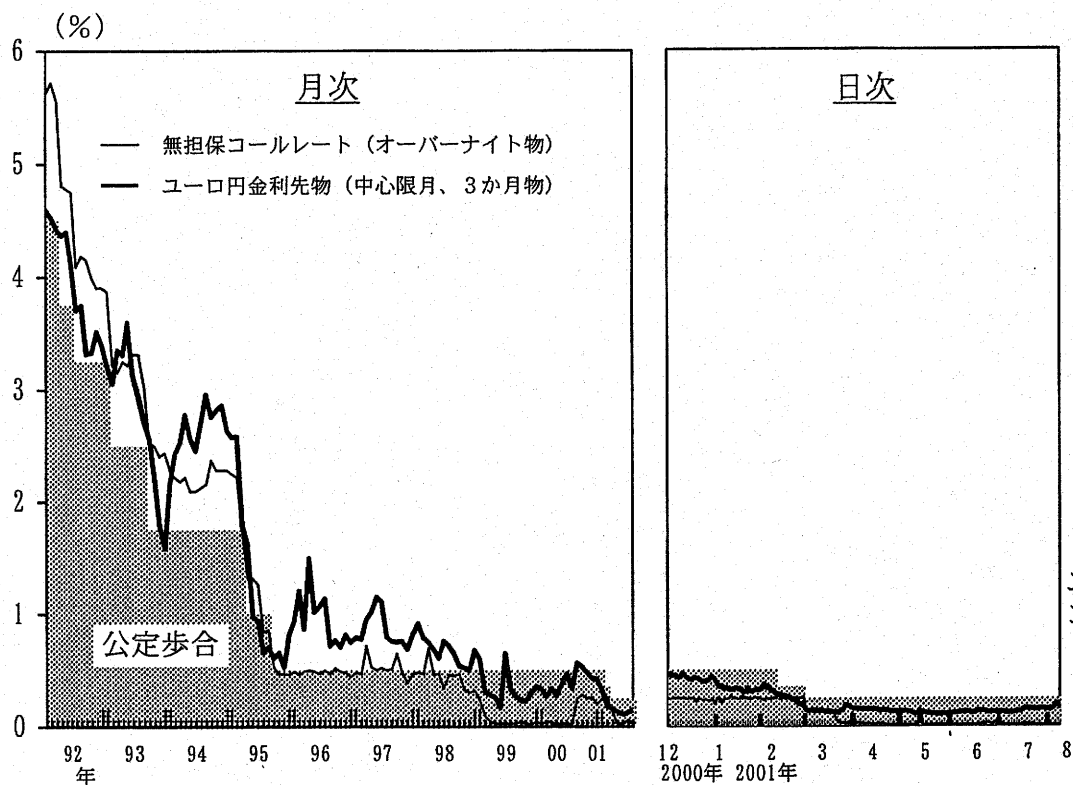


(注) 輸入品と国産品の消費財供給数量については図表10-4を参照。

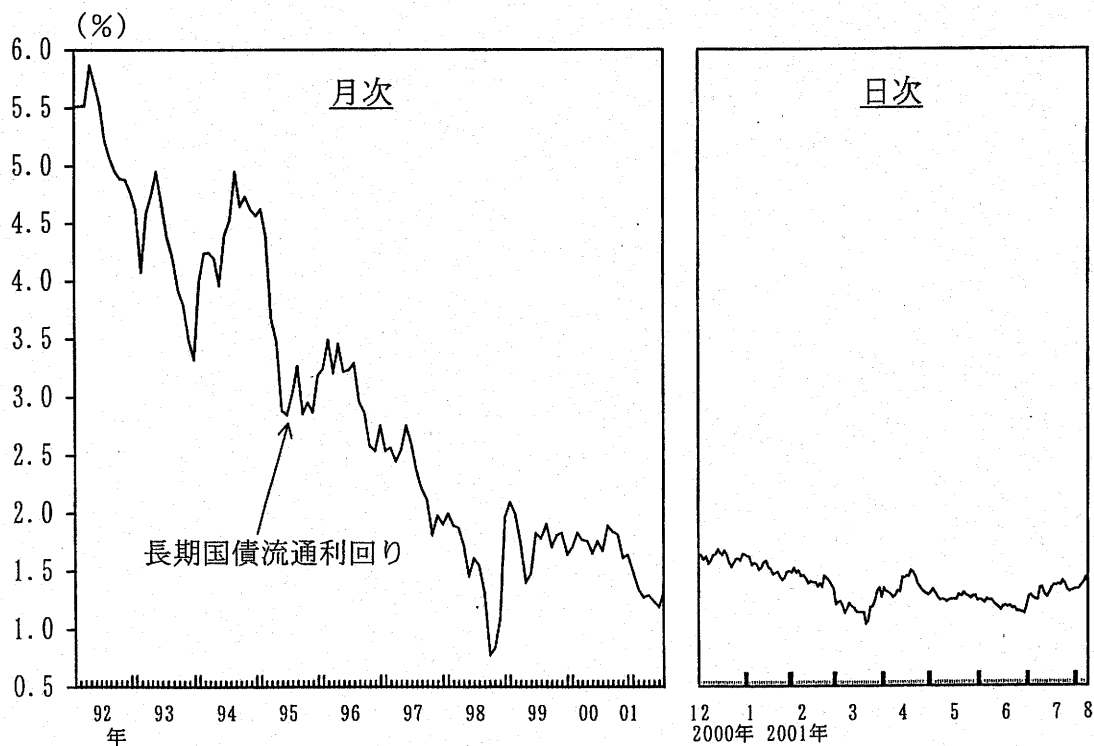
(資料) 総務省「消費者物価指数」、財務省「外国貿易概況」、  
 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、日本銀行「卸売物価指数」

# 市場金利等

## (1) 短期



## (2) 長期

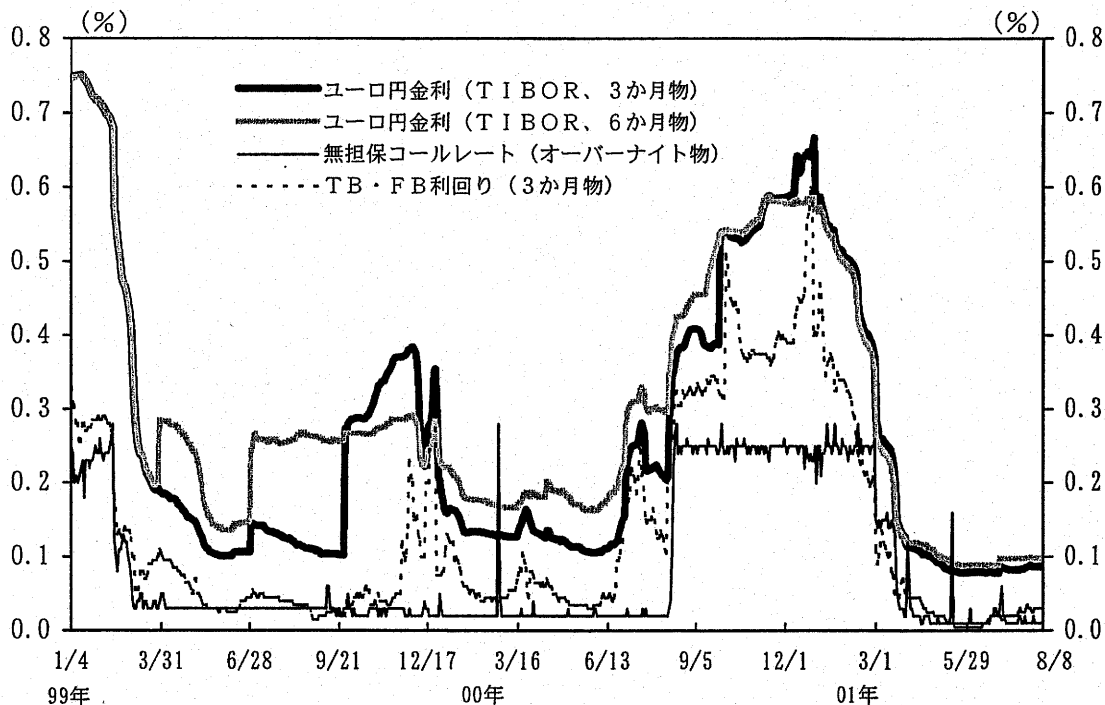


(注) 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。

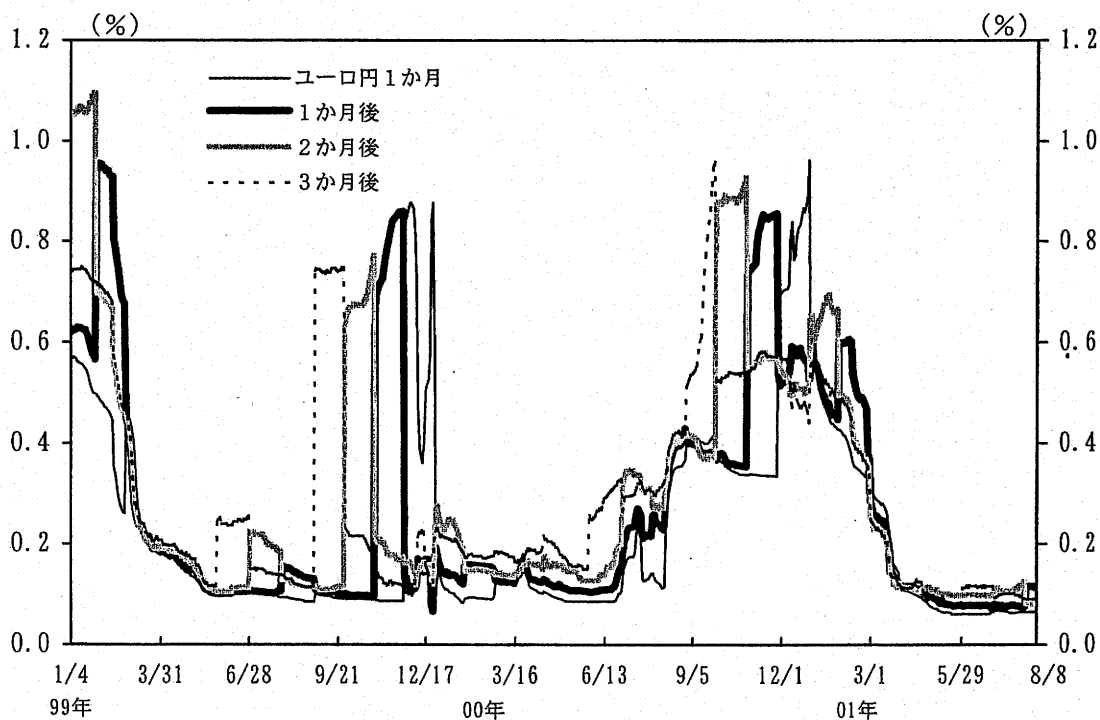
(資料) 日本銀行、東京金融先物取引所、日本相互証券

# 短期金融市場

## (1) ターム物金利



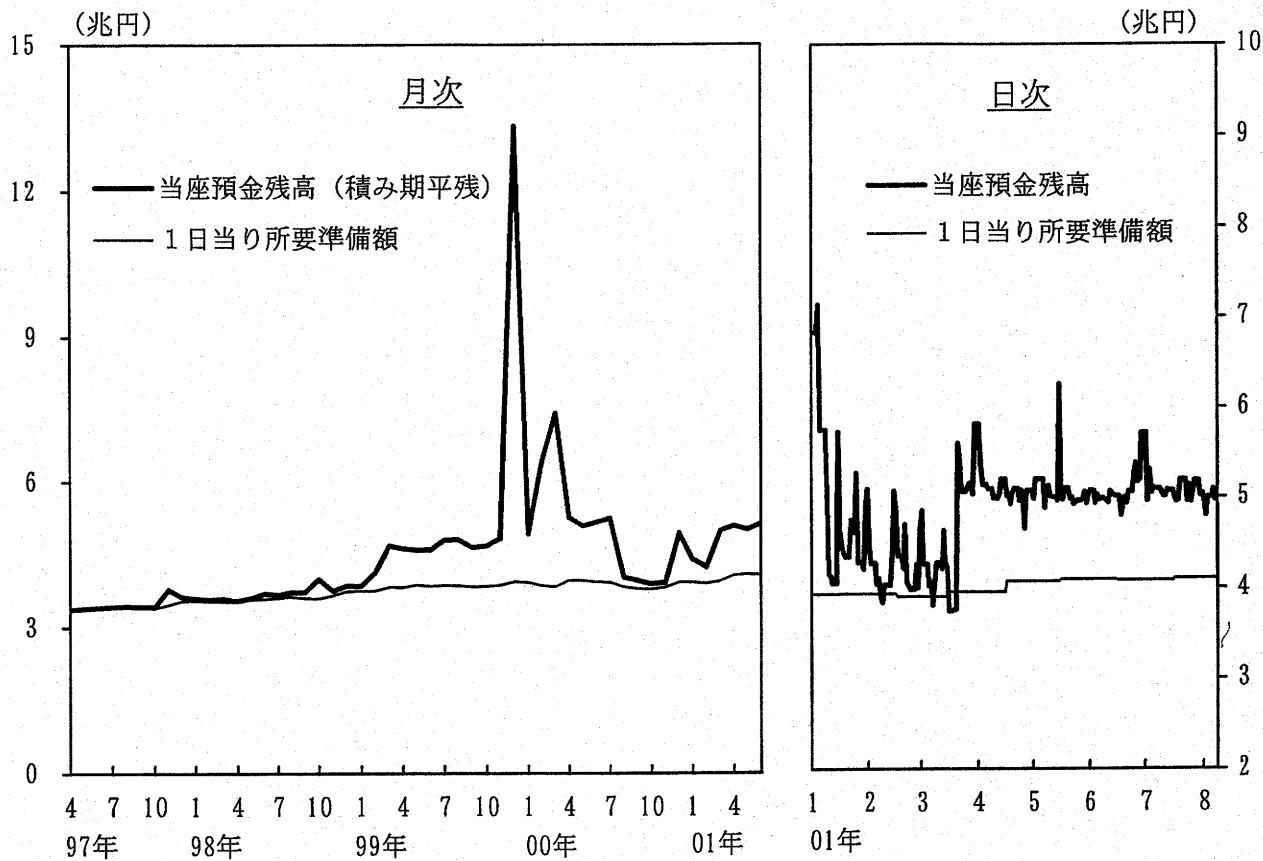
## (2) 1か月物インプライド・フォワード・レート



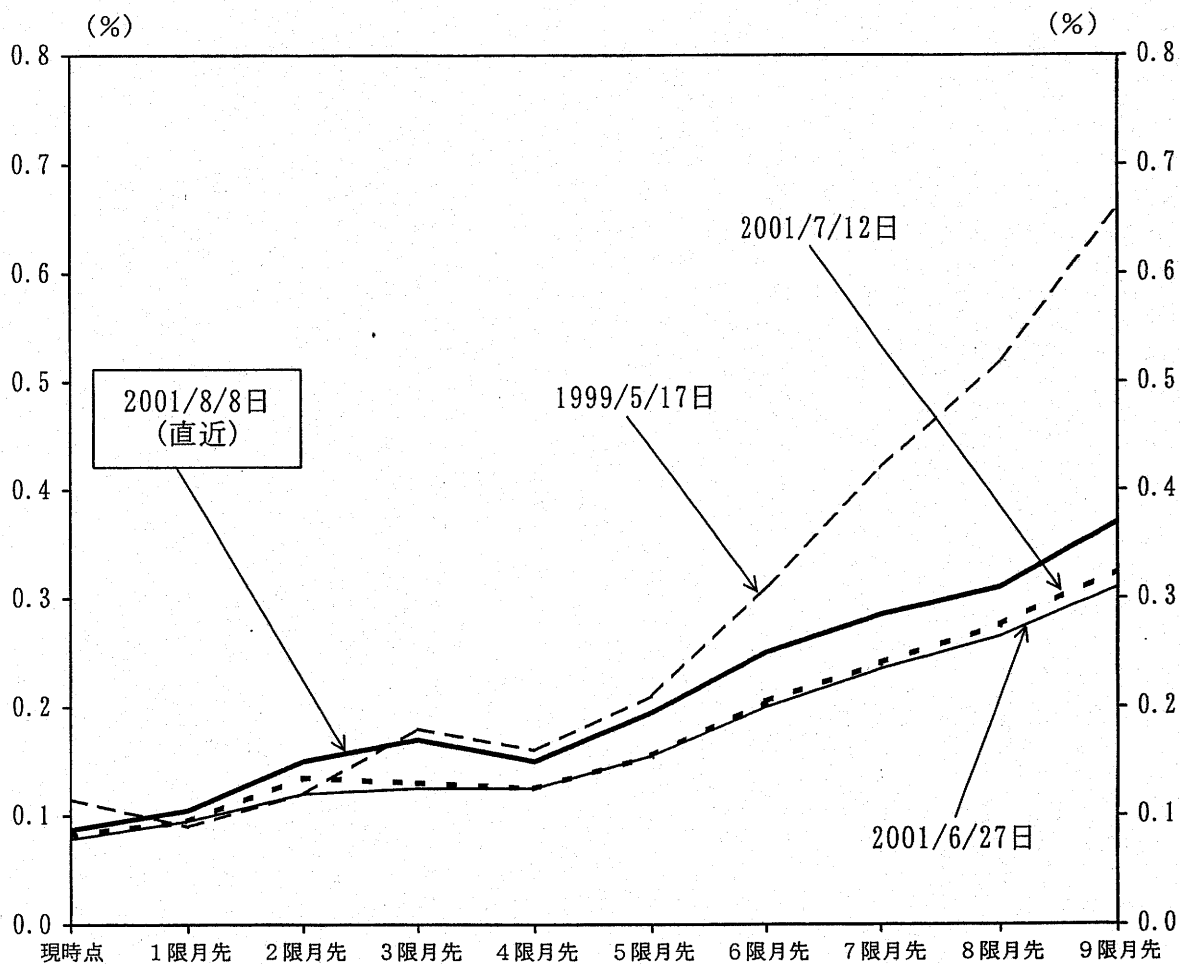
(注) ユーロ円金利 (TIBOR) から算出。

(資料) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券

# 日銀当座預金残高

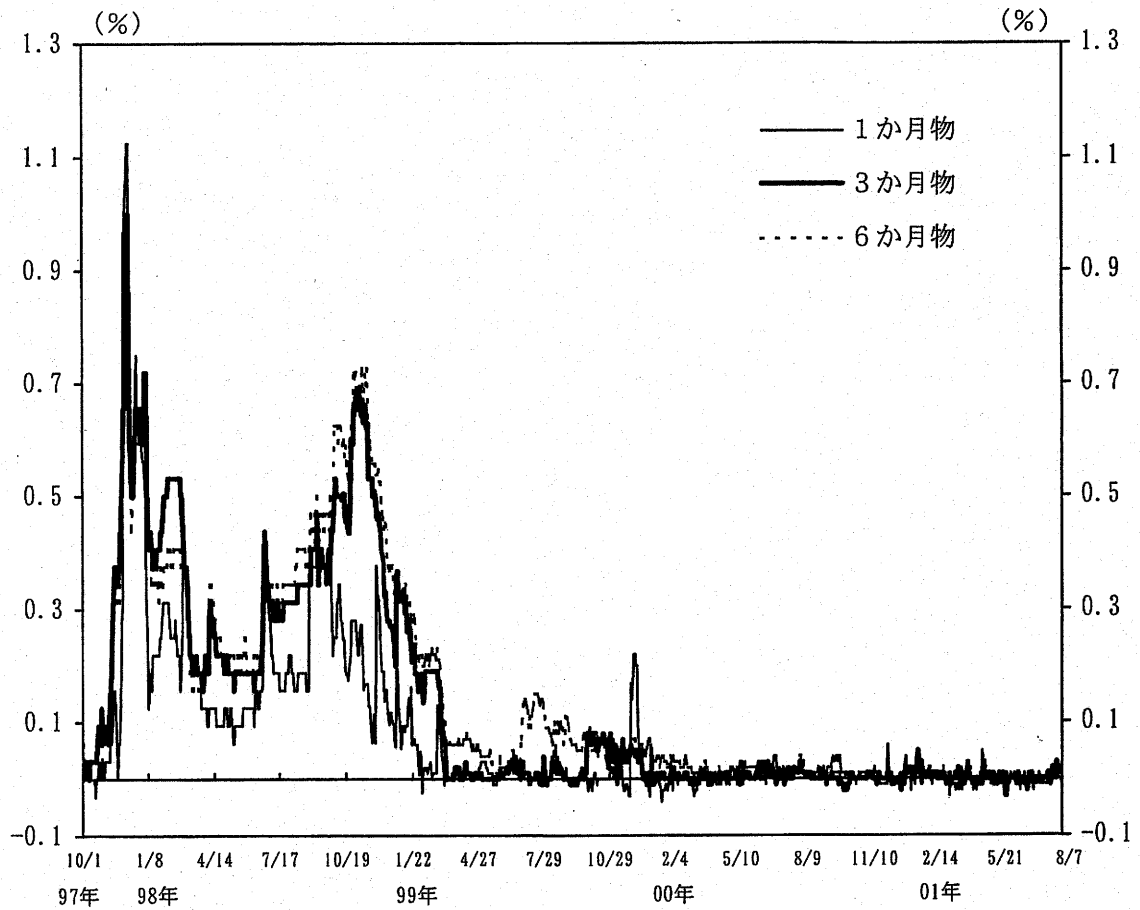


# ユーロ円金利先物 (3か月)



(資料) 東京金融先物取引所

# ジャパン・プレミアム

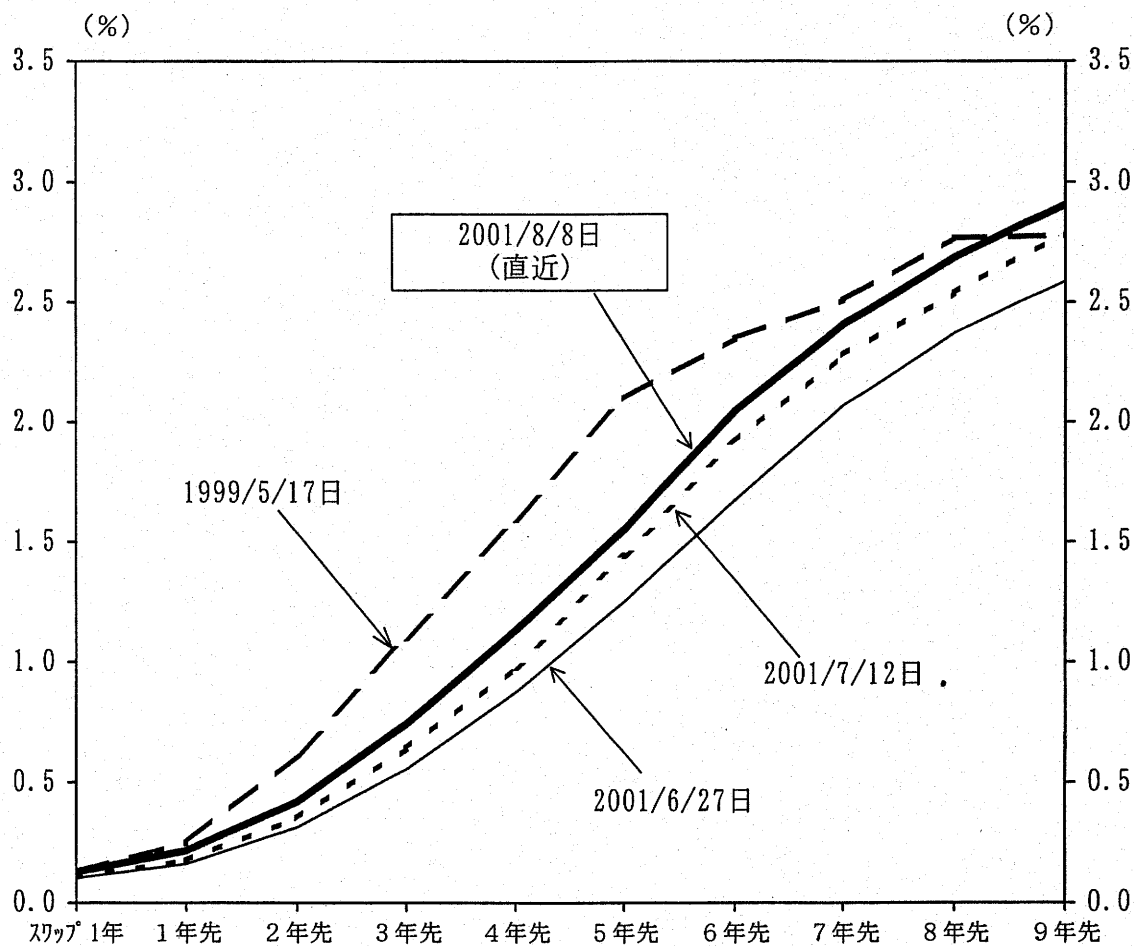


(注) ジャパン・プレミアム=東京三菱銀行オファーレート-バークレイズ銀行オファーレート

(資料) British Bankers' Association



### 長期金利の期間別分解

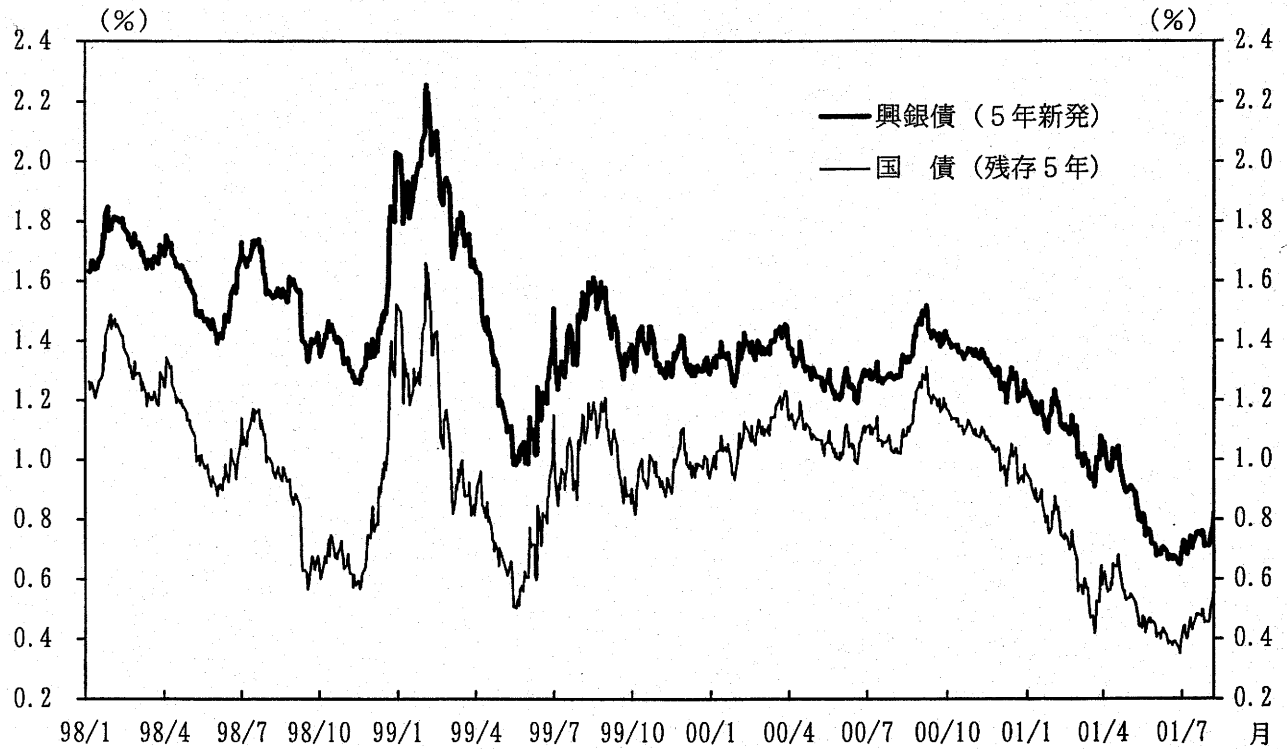


(注) 1年物インプライド・フォワード・レート。円-円スワップ・レートから算出。

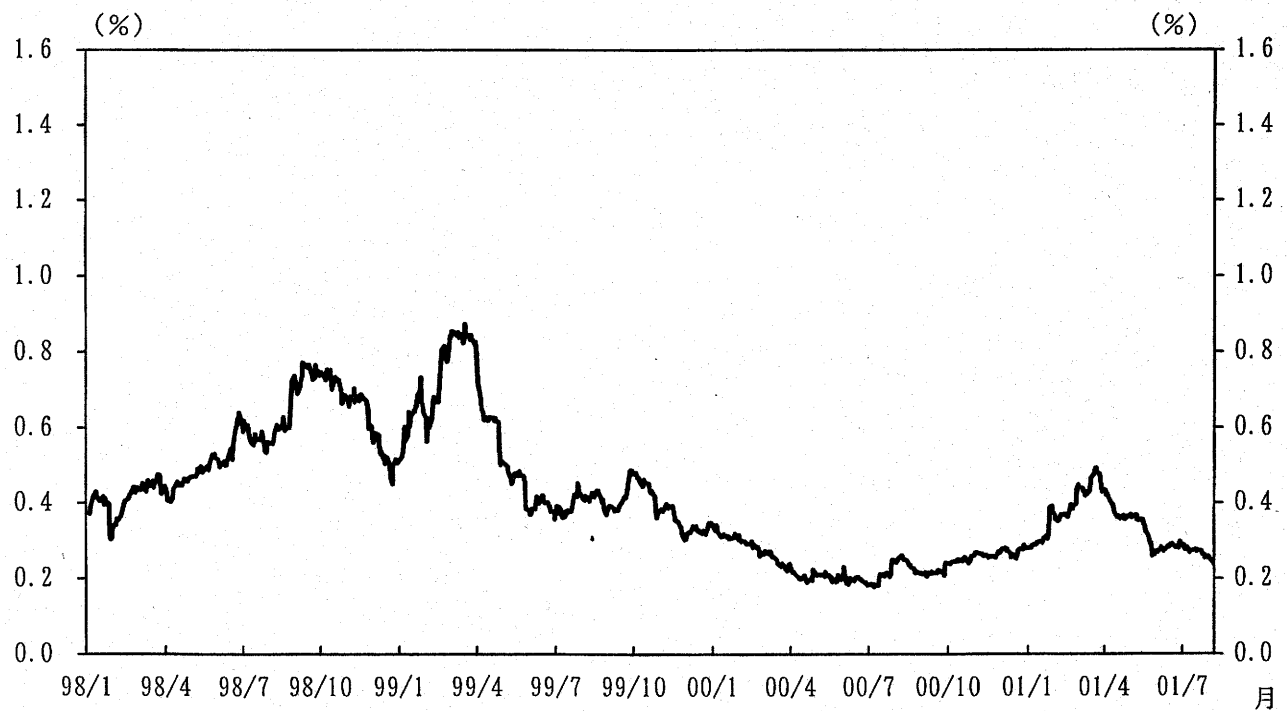
(資料) 共同通信社

# 金融債流通利回り

## (1) 流通利回り



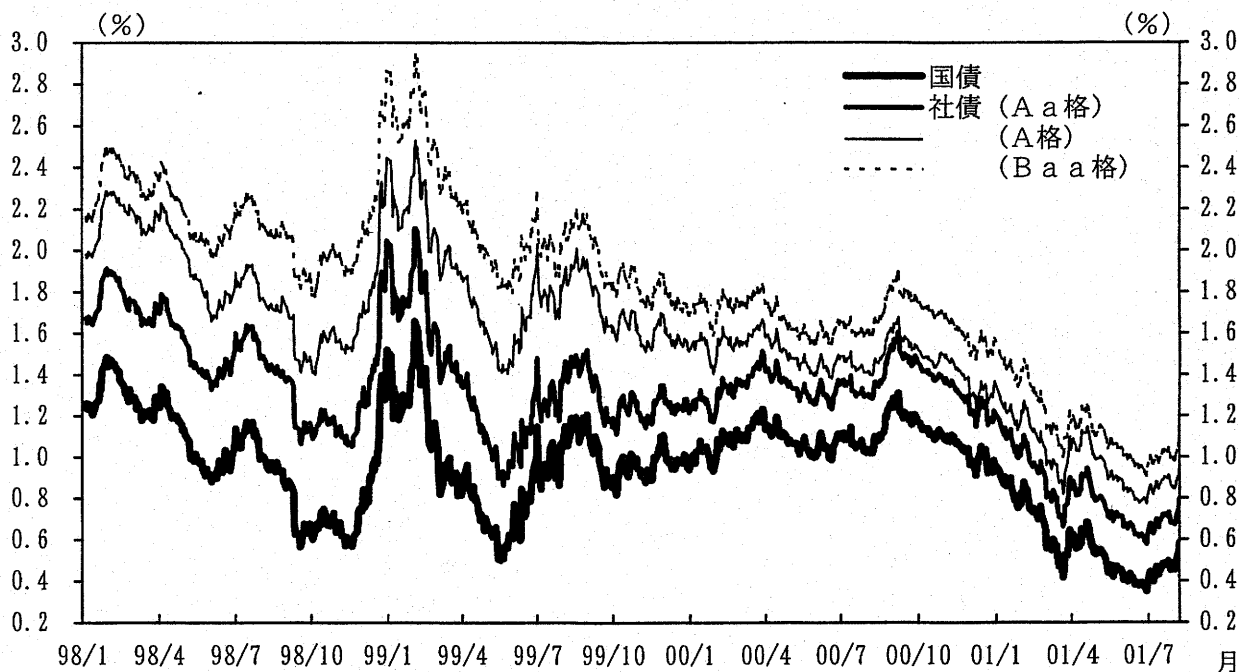
## (2) 利回り格差 (新発興銀債流通利回り - 国債流通利回り)



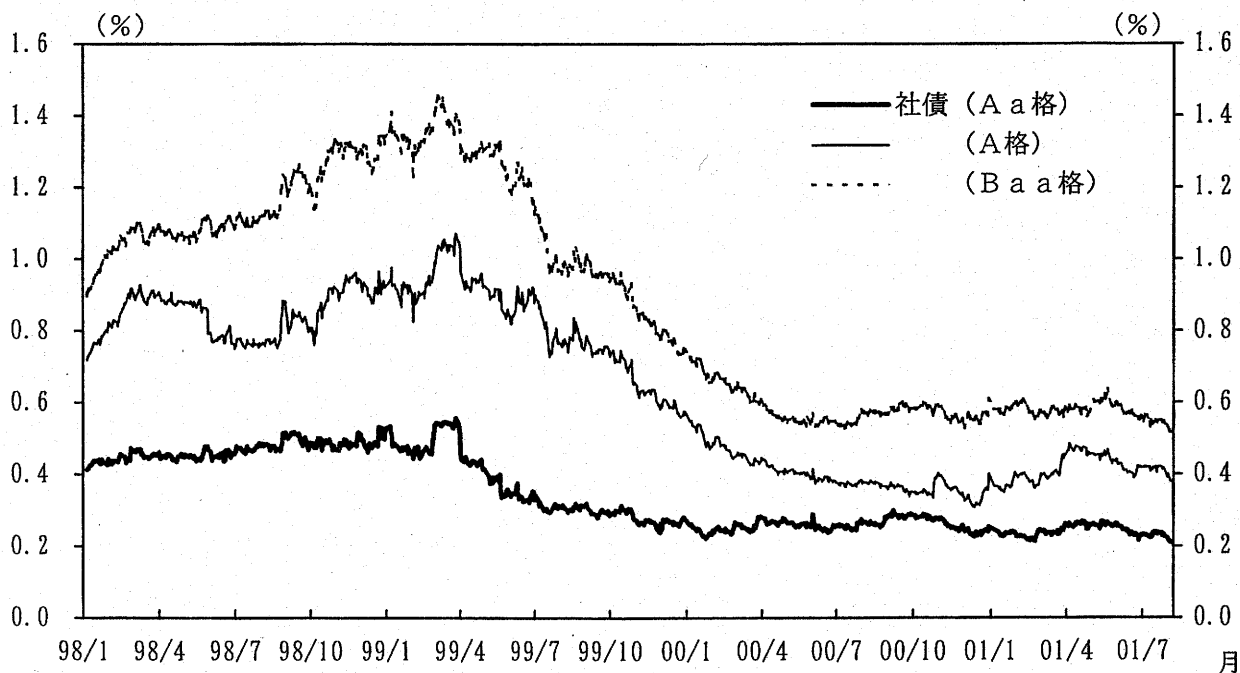
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

## 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)



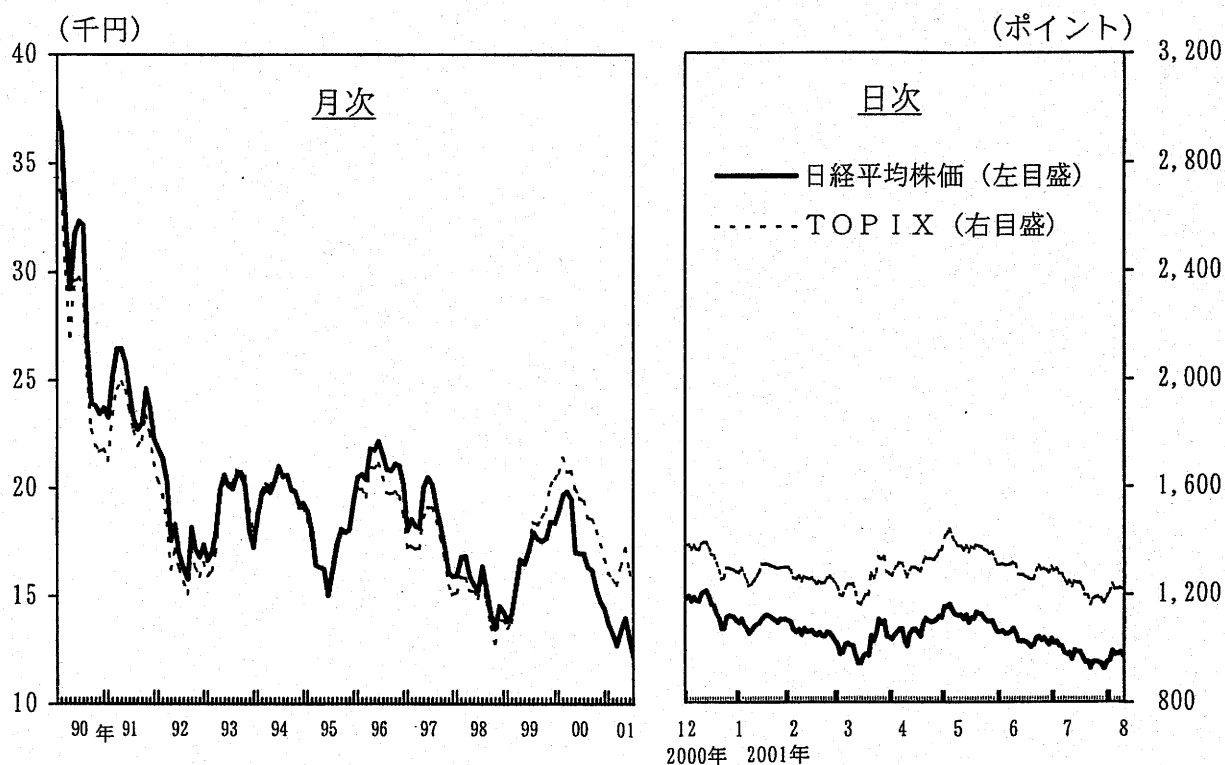
(注) 1. 国債、社債とも残存年数5年。

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。

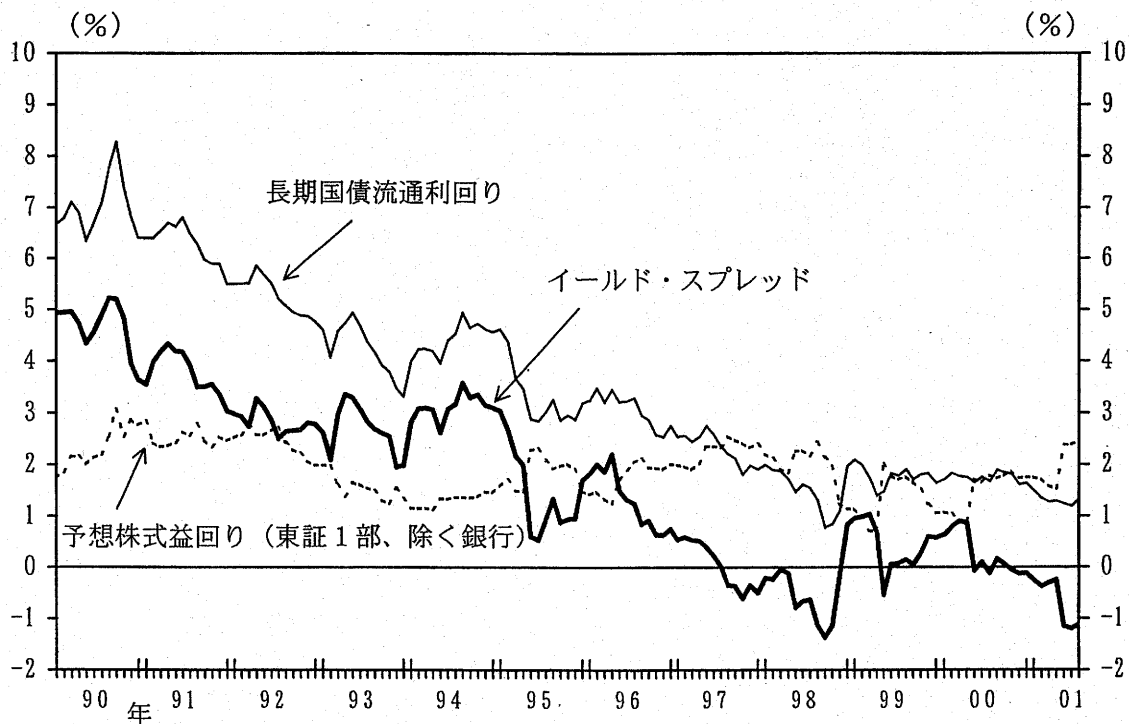
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

# 株 価

## (1) 株式市況



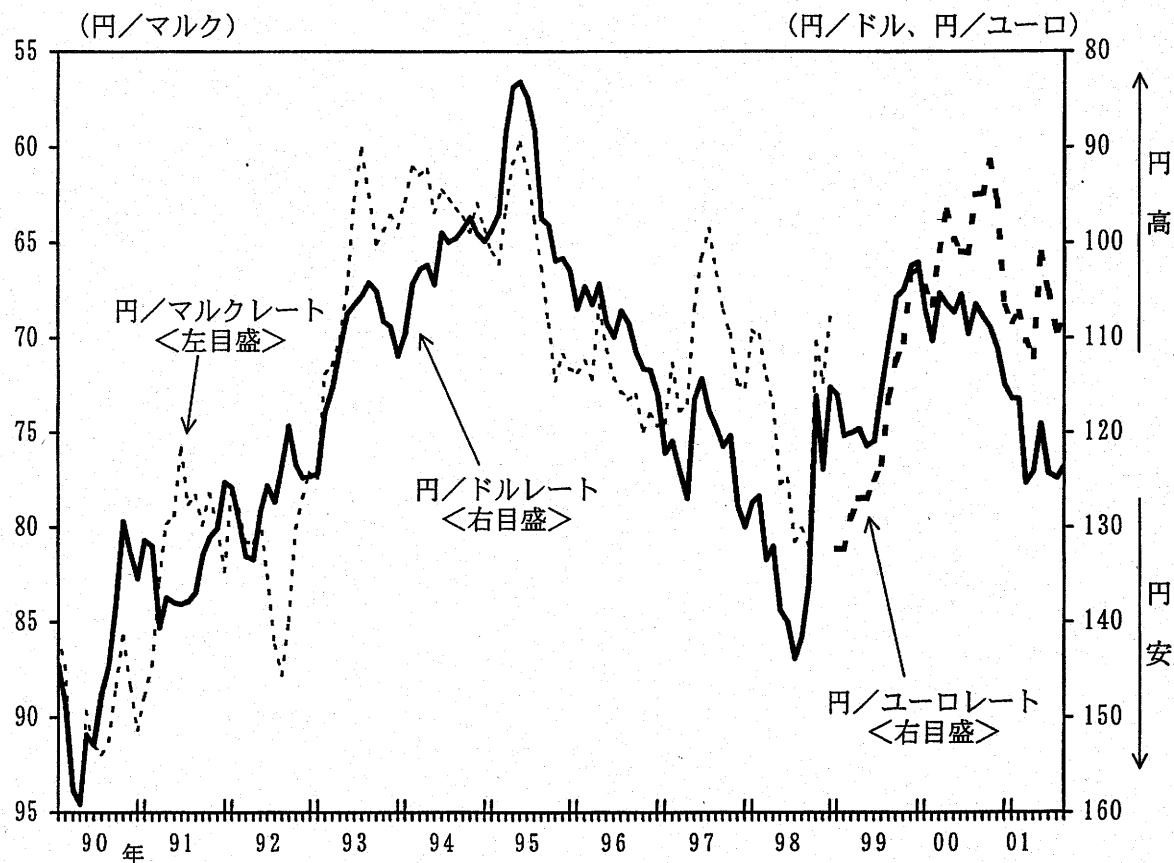
## (2) イールド・スプレッド



- (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 =  $1 / \text{予想 P E R}$   
2. 予想株式益回り (単体ベース) 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

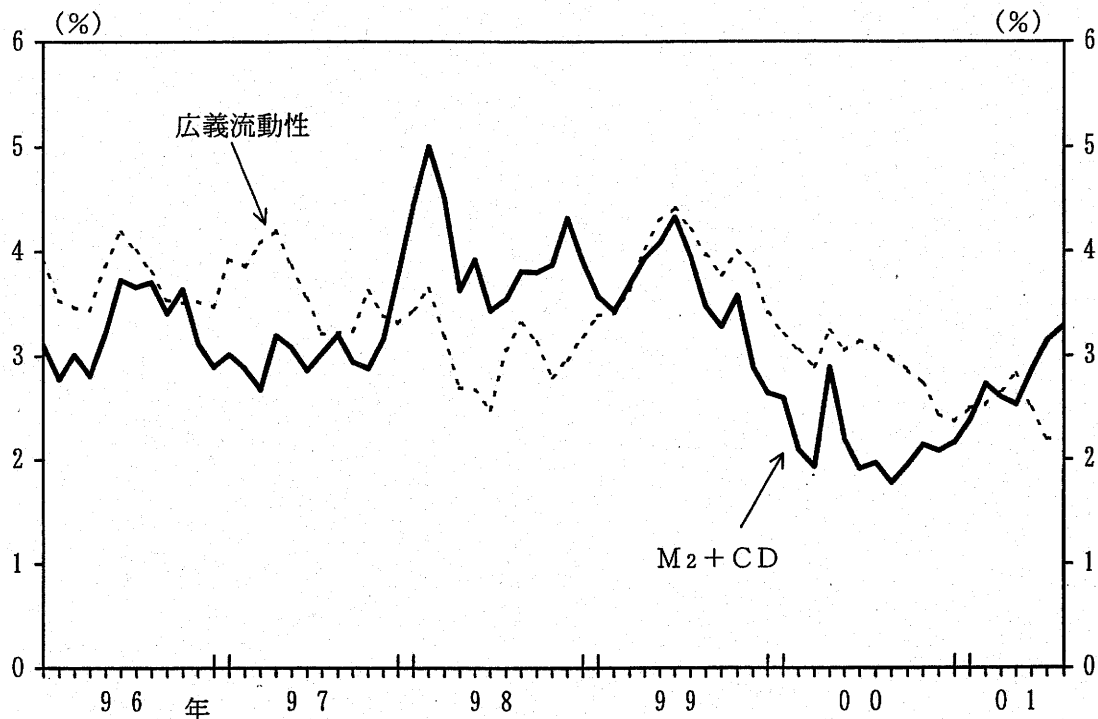


(注) 月末値。ただし、2001年8月は8月8日計数。

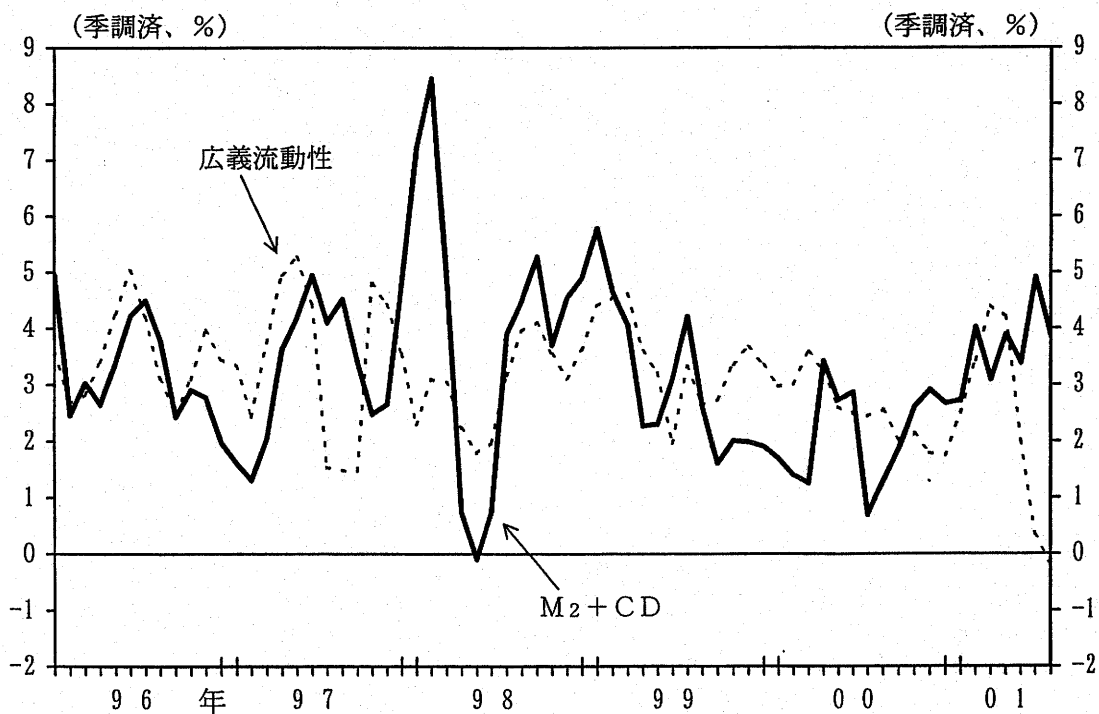
(資料) 日本銀行

# マネーサプライ (M<sub>2</sub> + CD、広義流動性)

(1) 前年比



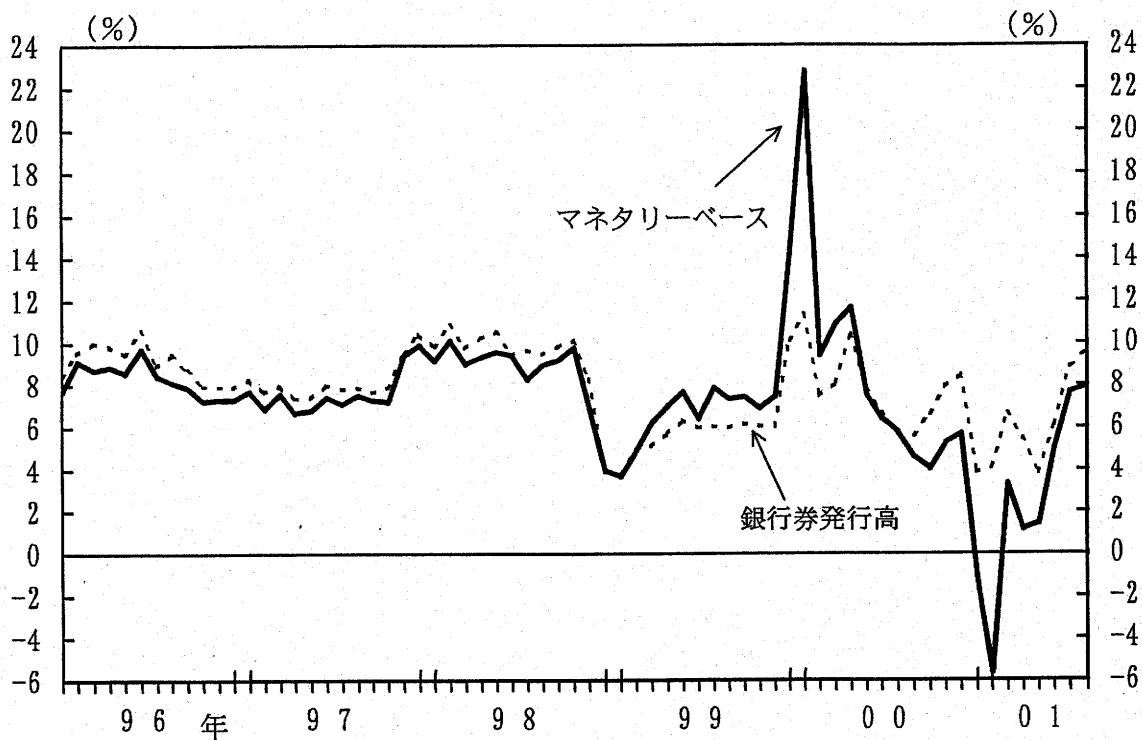
(2) 3か月前比年率



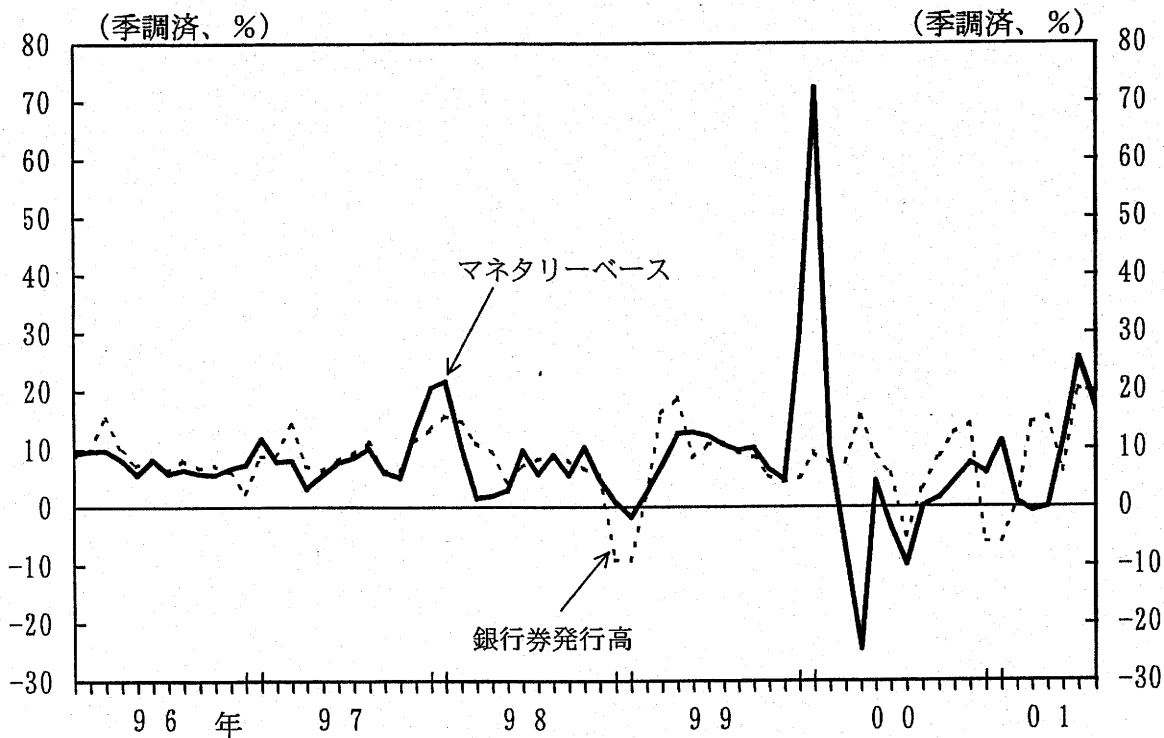
(資料) 日本銀行

# マネタリーベース

(1) 前年比



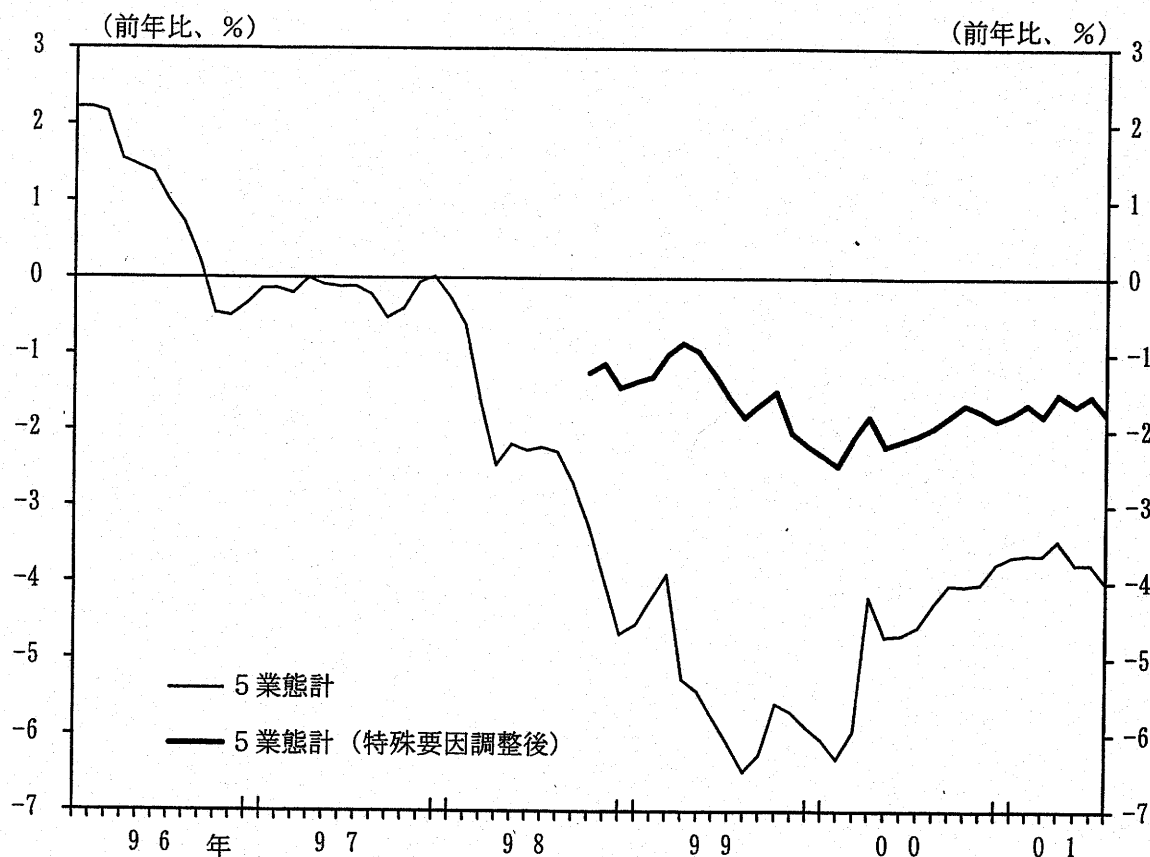
(2) 3か月前比年率



(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



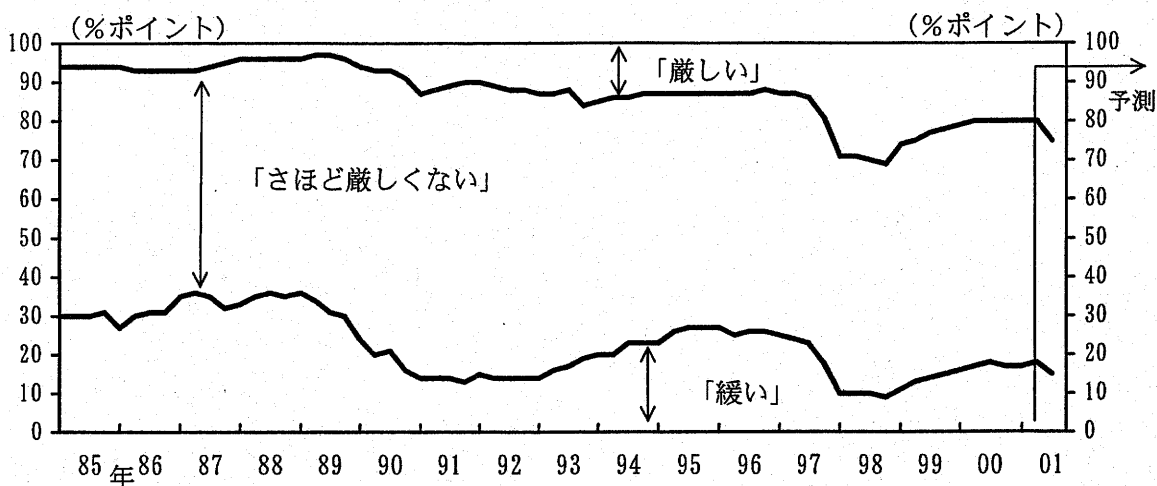
- (注) 1. 総貸出平残ベース。  
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。  
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持つてみる必要がある。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

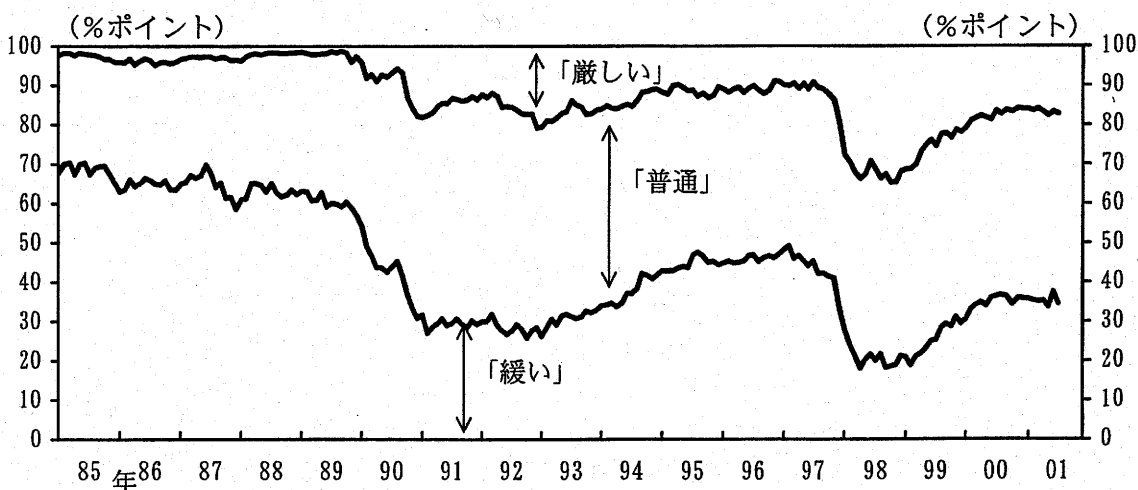


## 中小企業からみた金融機関の貸出態度

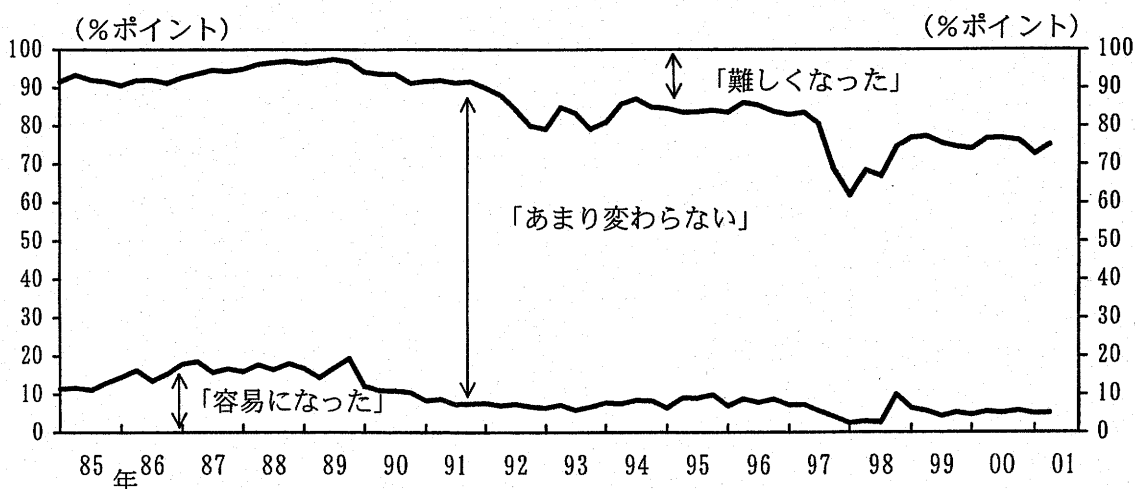
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点 6 月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点 7 月中旬)



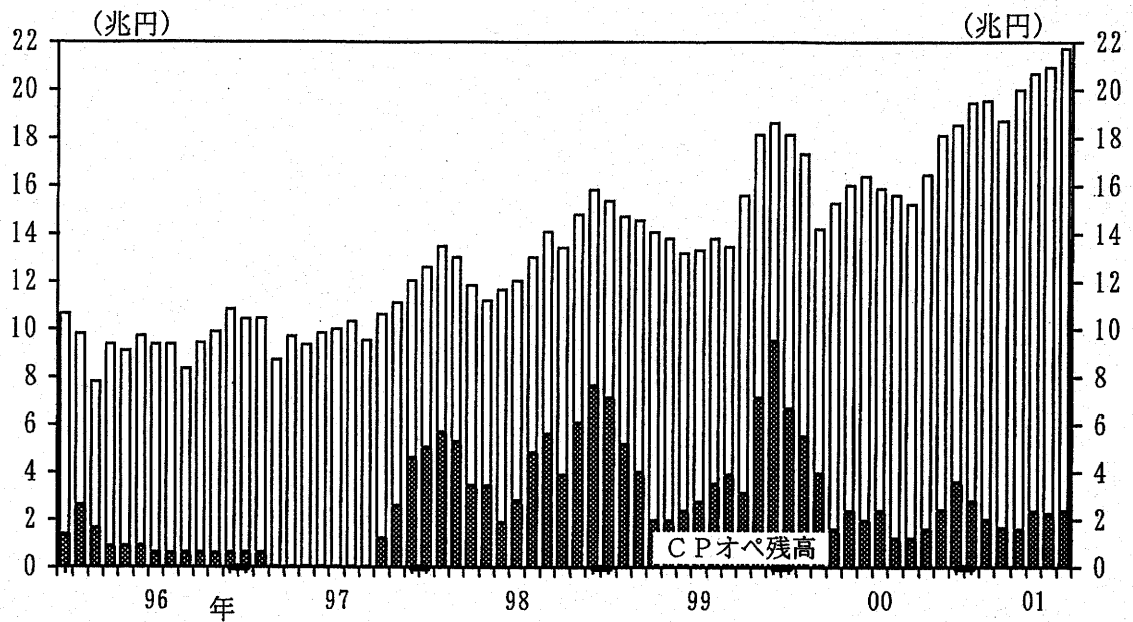
(3) 国民生活金融公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点 6 月中旬)



(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(末残)

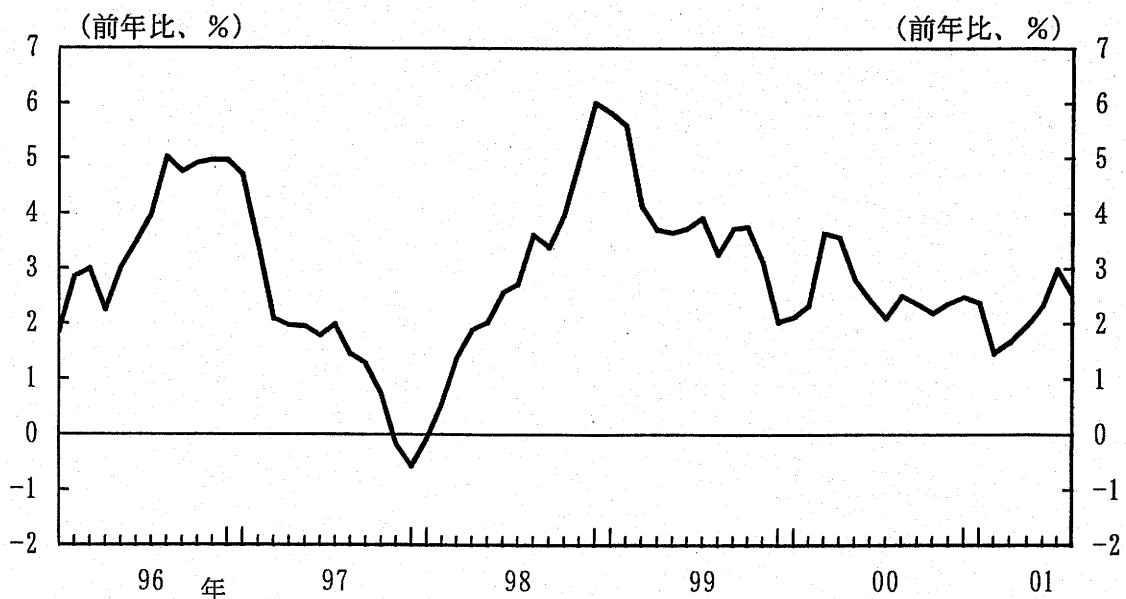


(注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行CPを含まない。

### (2) 社債発行額

	(億円)					
	00/10~12月	01/1~3月	4~6月	01/5月	6月	7月
発行額	20,416	22,009	33,993	9,708	14,356	3,559
(前年)	(21,163)	(24,121)	(21,627)	(5,384)	(9,794)	(4,437)

### (3) 社債発行残高(末残前年比)

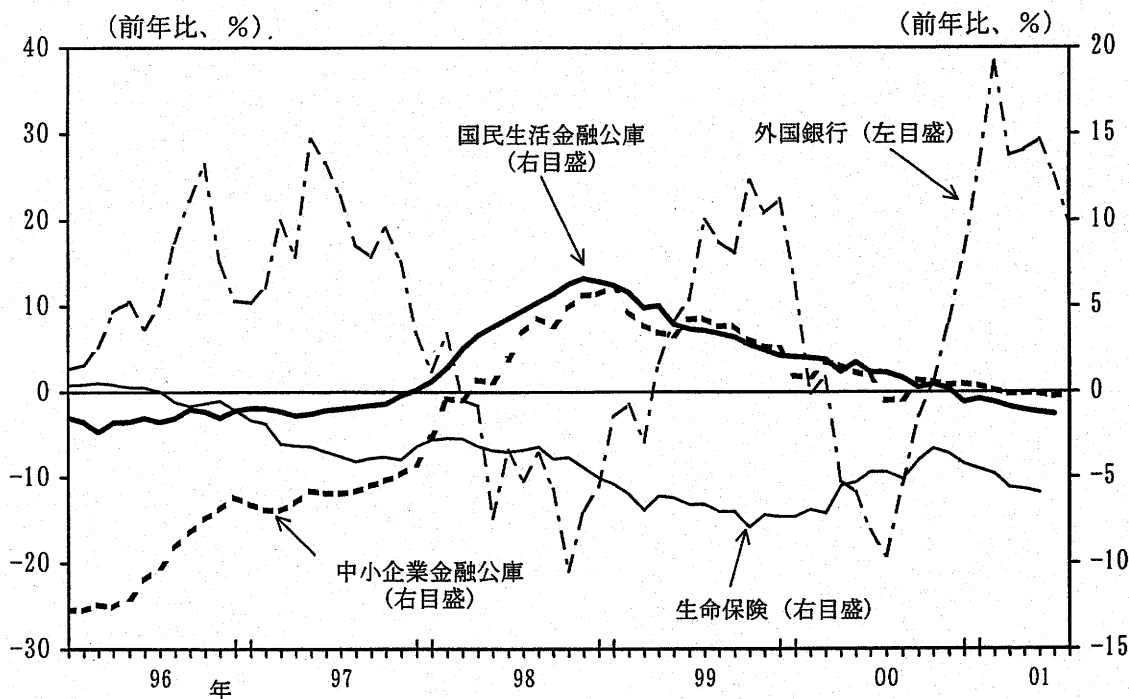


(注) 1. 普通社債、転換社債、ワラント債の合計。  
2. 銀行普通社債を含まない。  
3. アイ・エヌ情報センターのデータに基づき推計。

(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」

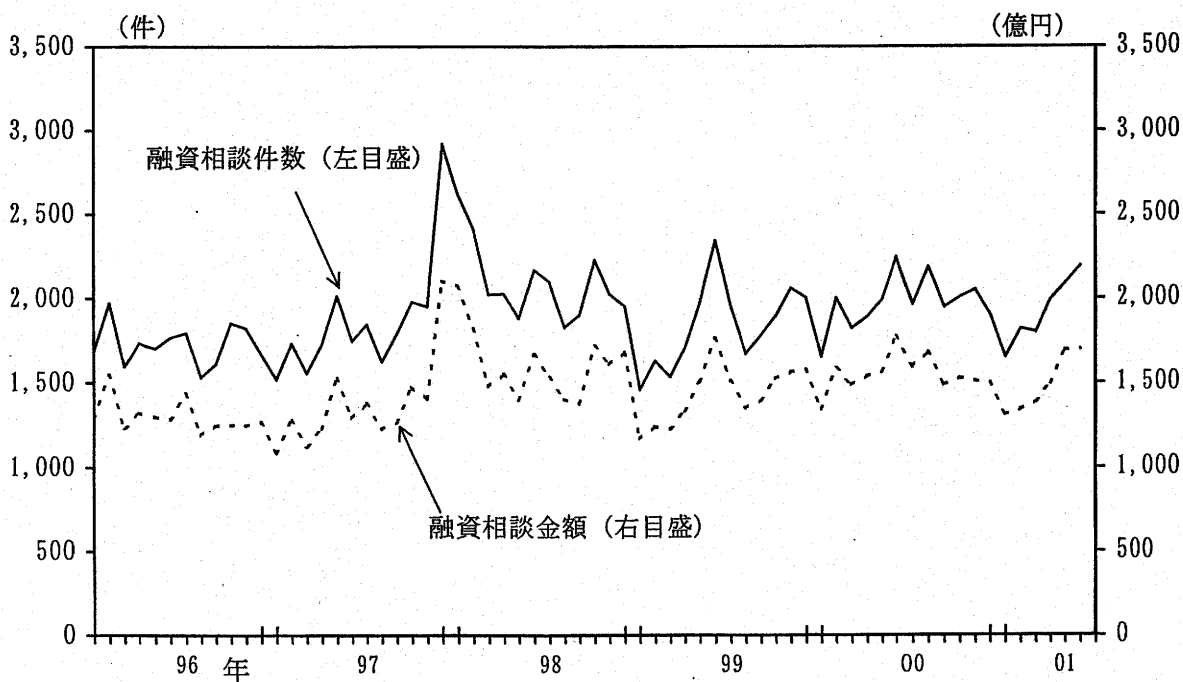
## その他金融機関貸出

### (1) その他金融機関貸出



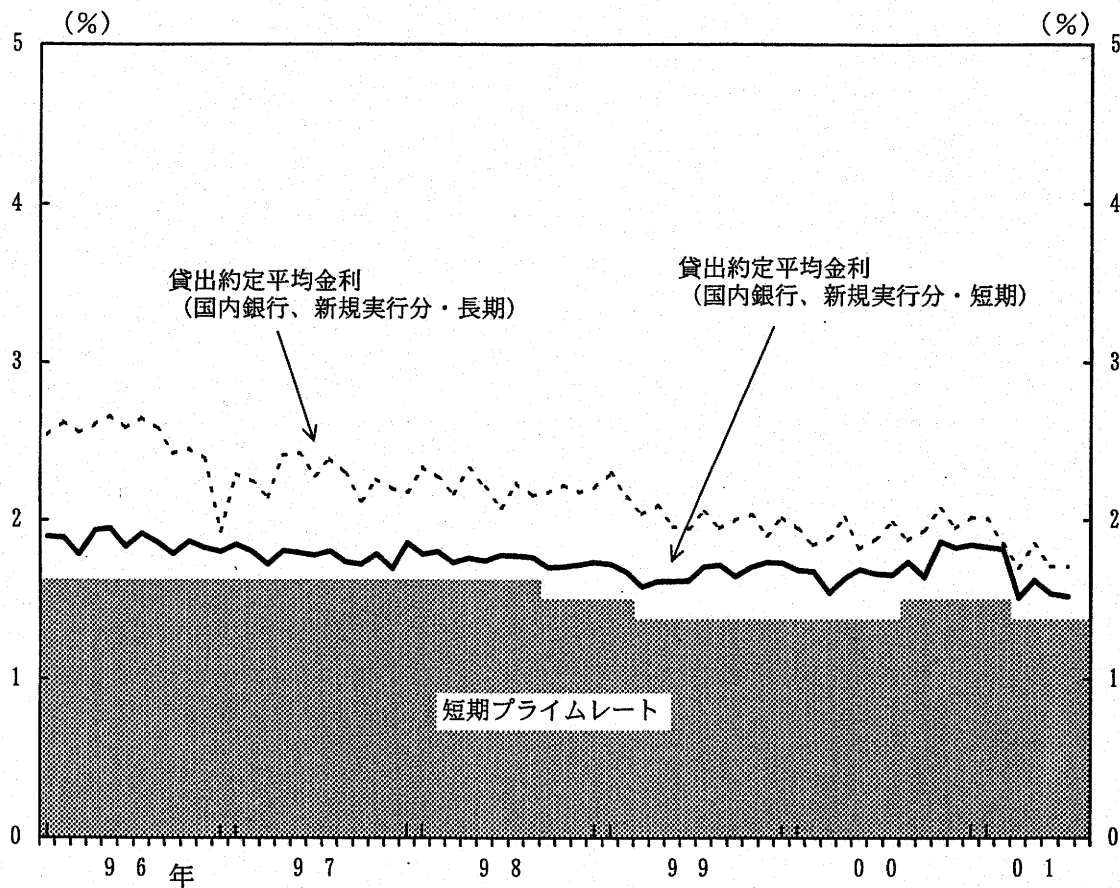
(注) 外銀は平残ベース。その他は末残ベース。

### (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

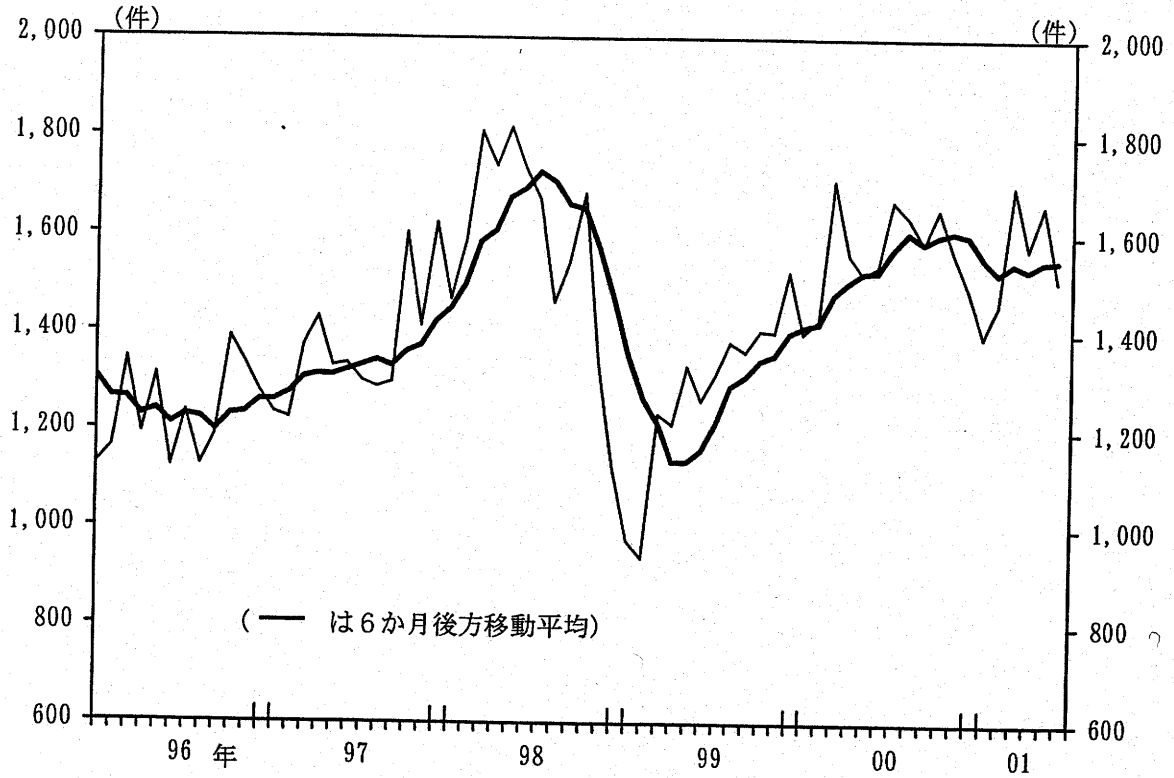


(注) 短期プライムレートは月末時点。

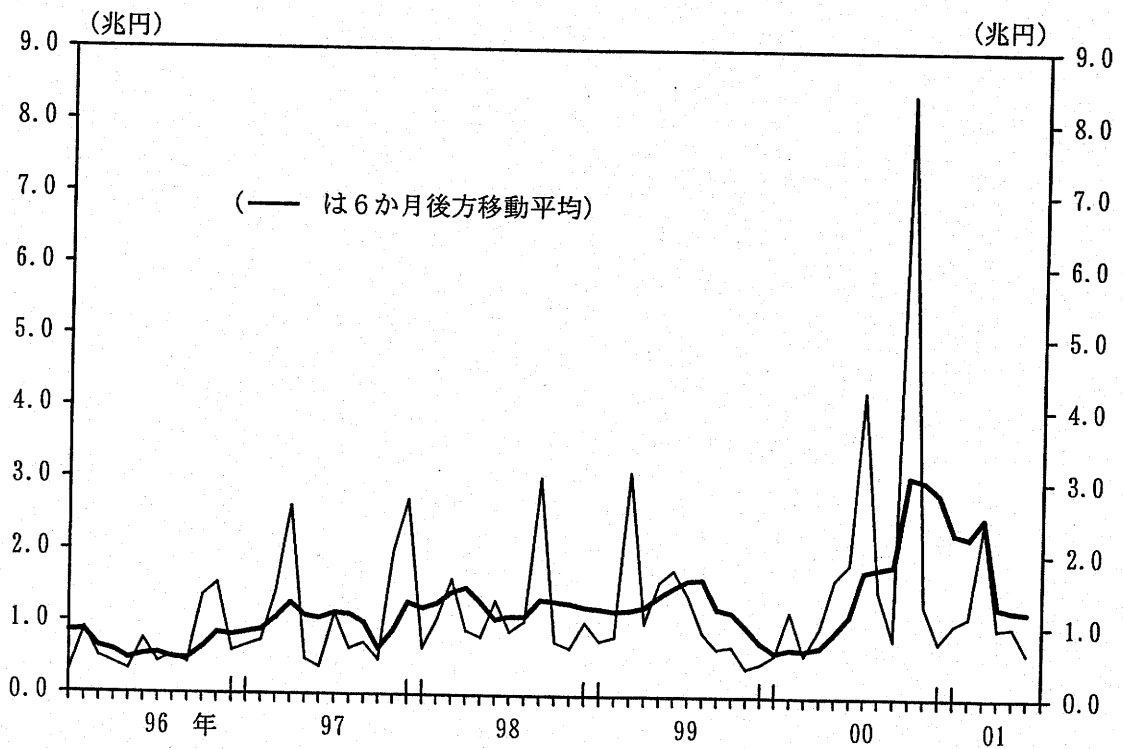
(資料) 日本銀行

# 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」

公表時間

8月17日(金) 14時

2001. 8. 17

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

(2001年6月28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、2001年8月13、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：2001年6月28日(9:02~12:43)

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	( " )
	三木利夫	(審議委員)
	中原伸之	( " )
	植田和男	( " )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )

4. 政府からの出席者：

財務省 村上誠一郎 財務副大臣

内閣府 竹中平蔵 経済財政政策担当大臣

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎 (9:02~9:15)
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

(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
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第2課長	梅森 徹 (9:02~9:15)
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

## I. 「補完貸付制度基本要領」の一部改正の決定

### 1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図る観点から、補完貸付制度に基づく貸付の方法を手形貸付から電子貸付に変更し、その担保を手形買入の担保等と共通して利用できる根担保とするために、「補完貸付制度基本要領」（平成13年2月28日決定）を一部改正したい。

### 2. 委員による検討・採決

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表されることとされた。

## 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、前回会合（6月14、15日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるような調節を行った。こうした調節のもとで、6月下旬入り後、月末要因や国債発行日要因に加えて、オープン市場の短期国債レートが若干強含んだこと等を映じて、幾分市場にタイト感がみられたが、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.01～0.03%で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

短期金利については、ターム物も含めてゼロ金利政策時を下回る超低金利の状態が続いている。その中で、一時は0.01%を割り込む水準にまで低下していた短国レートがそれまでの反動で幾分強含んだほか、月末越えのターム物も僅かに上昇した。

---

<sup>1</sup> 「日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」



長期金利は、政府による「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（以下「基本方針」）の決定を受けて、国債の需給懸念が後退したことなどを映じて幾分低下した。残存期間別には、5年物の国債金利が既往ボトムを更新したほか、2～5年のゾーン間スプレッドの水準がゼロ金利政策時に比べても縮小していることから、特に5年までの期間で時間軸効果が強力に効いていることがみてとれる。

株価は、6月中旬まで軟調に推移した後、「基本方針」の内容を好感して幾分持ち直している。業種別には、輸送機器（円安）、銀行（不良債権処理積極化期待）の上昇が寄与している。もっとも、銀行株については、値動きが銘柄によって2極分化しているほか、先行きに慎重な見方をする先も多い。

## （2）為替市場

円の対ドル相場は、わが国の景気下振れ、米国政府が円安を容認するとの思惑などを背景に124円台まで下落した。当面は、市場センチメントを示す指標からも、方向感が見出し難い状況になっている。

## 3. 海外金融経済情勢

前回会合以降、全体の判断を変えるような新しい材料はみられない。

米国の実体経済をみると、企業部門において生産・雇用の調整が続いている一方、自動車販売やコンフィデンス指標等で家計部門の需要の底固さが確認された。企業部門では、5月の鉱工業生産が8か月連続で前月比減少したほか、製造業稼働率も83年8月以来の低水準にまで低下しており、特にIT関連業種の落ち込みが目立っている。対外収支面では、輸出・輸入ともに減少傾向が続いているが、内訳をみると製造業における調整進行を映じて輸出入の双方で資本財の減少が目立っている。

こうした状況下、米国連銀は、6月27日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、FFレートの誘導目標水準を、それまでの4.0%から3.75%へと引き下げた。

株価は、IT関連企業の業績悪化予想を背景に6月中旬にかけて低下したが、その後は利下げ期待もあってやや値を戻した。長期金利は、6月中旬以降、市場予想を下回る経済指標を受けた追加的な利下げ期待を背景に緩やかに低下したが、実際の利下げ幅が0.25%に止まったことから、短めのゾーンを中心に幾分上昇した。

ユーロエリアでは、4月の鉱工業生産が2か月連続で減少したほか、製造業の設備投資にも減速感が窺われ、企業の景況感も悪化傾向が続くなど、域内主要国に景気の減速傾向が徐々に広がりつつある。この間、物価については、家畜伝染病の影響による食品価格上昇やエネルギー価格上昇の影響から、5月の消費者物価前年比は+3.4%と引続き高めの水準にある。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連財を中心に米国、日本向け輸出の減少が続いていることを背景に、生産が減少基調にあり、製造業のコンフィデンスも悪化が続くなど、景気の減速が続いている。国別にみると、IT依存度の高い台湾で景況感が厳しさを増している一方で、リストラ問題の落ち着きやオールド・エコノミーの輸出増加を背景に韓国で幾分改善の兆しが窺われる。

この間、エマージング市場の動向をみると、アルゼンチン、ブラジル、トルコなどで対米国債スプレッドの拡大が目立っている。特に、アルゼンチンでは、国内の貿易業者に対する特別為替相場の適用措置（実質的に二重為替相場制と同様の経済効果）が、先行きの全面的な通貨切り下げに繋がり得るものと市場で受け止められたことが、同スプレッドの急拡大をもたらした。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

前回会合以降に公表された経済指標は多くなく、「輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある」との景気判断を変えるような材料はみられなかった。

まず本日公表された5月の鉱工業生産は、前月比-1.2%となり、この結果、第2四半期も本年第1四半期とほぼ等速の減少となる見込みであるが、全体として在庫・出荷のバランスに大きな変化はみられない。一方、非製造業の動向を表わす第3次産業活動指数（4月）は、振れの大きい通信（移動通信業）の低下などを背景に比較的大きな低下となった。

実質輸出入をみると、輸出は情報関連やアジア向け中間財などを中心に大幅な減少を続けている一方、輸入は前期に大幅に減少した後、横這い圏内の動きとなっている。

設備投資関連では、中小企業製造業に関する中小公庫のアンケート

調査が、前年度比2桁の減少と、ほぼ3月短観並みの出だしとなり、例年の傾向からみて今後計画が上方修正されるのは確実としても、同部門の投資が最終的に2000年度の水準を上回るかは微妙なところである。

個人消費関連では、5月の家電販売が1～3月の家電リサイクル法関連の駆け込みの反動で伸びを低下させているが、百貨店、チェーンストア、コンビニエンス・ストアなどの売り上げには基調的な変化はみられない。夏季賞与については、大企業を中心とするアンケート調査では前年度の増益を映じてプラスになっているが、中小企業も含めた最終的な仕上がりはプラスとなるかどうかは判断が難しい。

5月の企業向けサービス価格指数は、「マイライン」導入に伴う通信料金引き下げなどから、前年比マイナス幅を拡大した。

## (2) 金融環境

前回の会合以降、新たに公表された指標はない。

6月のマネタリーベースは、月末にかけて郵便局が定額貯金の集中満期に備えて手許現金を大きく積み増すとみられることから、前月(+5.1%)に比べて一段と前年比伸び率を高める見通しである。

企業倒産は横這い圏内の動きが続いており、大きな変化はみられていない。この間、一部アンケート調査等では、中小企業の資金繰り等について幾分悪化を示すものがみられ始めており、次回の短観の結果なども含め、注視していく必要がある。

## 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

会合では、前回会合(6月14、15日)以降に明らかになった経済指標等が多くないこともあり、前回会合時点での「景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある」という判断を変更する材料はないとの見解が大方の委員に共有された。

企業部門については、多くの委員が、生産の減少が続いていることに言及した。こうした生産減少の背景としては、輸出の減少、建設需要の落ち込み、在庫調整圧力の増大、海外生産シフトの影響等が指摘された。

まず、輸出の動向について、ある委員は、IT関連のうち、特に携

帯電話関連の世界的な需要落ち込み（年5億台から4億台へ急速に下方修正）が、内蔵部品の殆どが日本製であるという裾野の広さもあって、予想以上のインパクトを与えていることを強調した。また、別の委員は、外需の前期比が4四半期連続でGDPに対してマイナス寄与となる見込みであるとしたうえで、世界貿易の対GDP比が長期的に上昇して貿易への依存度が高まってきた下で、2000年から2001年にかけて世界貿易の伸び率が過去最大の鈍化を示すと予測されるとし、グローバル化時代で最初の世界景気の後退に陥る可能性が高いと述べた。この委員は、その中で、日本経済が特に大きな打撃を受けている背景について、①エレクトロニクス、精密機械といった日本の価格競争力の高い分野での世界的な需要の落ち込みが著しいこと、②日本の交易条件が悪化していることを挙げた。同じ委員は、輸入が減少しない背景として、低価格志向をうまく活用するような形でのビジネスモデルの存在を指摘した。

別の委員は、生産減少の背景として、建設需要が、地域間格差の拡大を伴いつつ、大きく落ち込んでいることを指摘した。

また、ある委員は、在庫調整の動きが長期化する可能性が大きいことを強調した。この委員は、鉄鋼、電気機械、石油化学、紙パ等の業種でこれまでキャッシュ・フロー維持のために大幅減産を回避してきた結果、在庫が高水準となり、物理的に在庫を持たない限界にきていることに言及し、今後、否応無しに減産せざるを得ない局面に入っている、と述べた。

ひとりの委員は、IT関連を含めた電機、自動車等で、中国を中心に海外生産シフトによる水平分業を一段と進めていることが、消費需要が国内生産に結びつかない背景にあると指摘した。

このほか、企業部門の動向について、ひとりの委員は、4月の全産業活動指数が、前月比大きく下落していることに懸念を示した。ある委員は、3月短観の「上期減益、下期回復、通期増益」の予測（大企業）が、6月短観で実体経済の悪化分をどの程度織り込んで下方修正してくるかが要注目であると述べた。また、別のある委員は、今後の着目点として中小企業の業況や資金繰りの動向を挙げ、アンケート調査等を見守りたいとした。

家計部門については、雇用・所得環境について複数の委員が発言し、夏のボーナスは前年業績を背景にまずまずの水準になるとみられるものの、年下期に陰りが生じないかがポイントであるとの見方を示した。ひとりの委員は、個人消費の現状について、消費構造の変化、2極分化が進行しているが、各種指標の振れを均せば「平時」の状態にある

と評価した。

今後の賃金の動きを占う際のひとつの論点として、6月に調査統計局スタッフが公表したレポートが示した分析結果（わが国の労働分配率は、労働生産性の上昇に伴う上昇トレンドを勘案すると、既に中長期均衡値の近傍にまで低下している）のインプリケーションについて議論があった。ひとりの委員は、このことが、今後賃金抑制圧力が弱まることを意味するのか、利潤率自体は国際的にみて低水準にある中で引き続き賃金抑制が続くのか注視したいとコメントした。別の委員は、国際的な利潤率の調整圧力は以前から存在しており、ここにきて強まったとは思えないことから、上記分析結果は、今後労働分配率の低下に歯止めがかかり、企業収益と賃金の連動性が高まることを示唆するのではないかとの見解を示した。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きについては、4月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した判断に照らして、標準シナリオで想定したパスを大きく逸脱するものではないものの、ダウンサイド・リスクが強まりつつあるとの見方が大勢を占めた。複数の委員は経済の足取りは標準シナリオを下回りつつあると述べた。ひとりの委員は、7～9月に向け、景気はなお悪化すると述べた。今後のリスク要因としては、米国経済や世界的なIT関連分野の動向と構造改革の影響に議論が集中した。ひとりの委員は、中東情勢も踏まえると、石油情勢も目が離せない指摘した。

米国経済の動向については、多くの委員が、不確実性が高いとしつつ、回復のタイミングは後ろにずれ込みつつあるとの見方を示した。複数の委員が、この間の金融緩和によりオールド・エコノミーが持ちこたえる一方で、将来の予想収益に支えられてきたニュー・エコノミーについては、金利低下によるサポートが難しく、何時ボトムを打つかは予想し難いとの判断を示した。

ひとりの委員は、7月以降の減税効果に期待するとしながらも、エネルギー価格の上昇や雇用調整の影響が懸念されるとした。別のある委員は、米銀の貸出姿勢が厳格化してきている中で、通信業界における倒産増加がそうした傾向に拍車をかけることに懸念を示した。

一方、株価が下落する一方で家計支出が底固く推移している点についても複数の委員が言及した。ひとりの委員は、所得階層別の純金融資産と貯蓄率の関係を分析した米国連銀のエコノミストによる論文を

紹介し、株価上昇とそれに伴う貯蓄率の低下という形の消費ブームが上位20%の所得階層に集中した動きであったことを指摘した。この委員は、米国経済の今後を占う着目点として9月にかけての株価動向を挙げ、現時点では先行きの方向感が非常に見定め難いが、夏場には、米国経済の先行きがかなり判明してくるのではないかと述べた。

構造改革については、短期的にデフレ効果を及ぼすリスクについて多くの委員が言及したが、一方で、構造改革が必ずしもデフレ的とはならない可能性がある点についても複数の委員が指摘した。

まず、財政構造改革については、ひとりの委員が、中期的な目標を定めつつも、マクロ経済情勢に配慮しつつ柔軟に実行していくという「基本方針」の姿勢は適切であると述べた。この委員は、財政再建の具体的な影響は、歳出削減の規模だけでなく、歳出内容の見直しがどのように行われるかによっても異なってくるので、来年度予算の骨格を踏まえて評価する必要があるとした。ただし、別の委員は、公共投資のうち、地方単独事業が減少傾向にあることについて懸念を示した。

ひとりの委員は、構造改革が景気にプラスに作用しうるルートを次のように整理した。すなわち、規制緩和や社会資本整備によって投資の期待収益率が高まると、投資が増加し、将来の所得増加を織り込んで消費の増大に繋がることも期待できるとした。また、財政再建パスが信頼され、年金制度の持続可能性について家計の懸念が緩和されれば、この面からも、消費にプラスの効果が及ぶ可能性があるとした。この委員は、一般的にはこうした効果が表われるまでには時間がかかるといわれているが、実際の効果の出方については、構造改革の具体案に即して見極めていく必要があると述べた。

金融システム問題については、ひとりの委員が、世界的な銀行業界の競争を考えると、銀行経営の面からは、破綻懸念先以外の要注意債権、要管理債権についてもより厳格な姿勢をとらざるを得なくなると述べた。この委員は、その場合は銀行に対する市場の評価が向上する一方で、中堅・中小企業へのデフレ圧力が高まる恐れがあると指摘した。これに対して、別の委員は、不良債権処理のプラスの面として、借手と貸手の双方に新規プロジェクトへの投資促進意欲が高まる効果が期待できるとの見方を示した。

以上の議論を踏まえて、ある委員は、構造改革の影響を考えていく際には、貯蓄・投資バランスの観点から、財政の削減を他の需要項目でどのように補っていけるかを分析することが重要であり、この点を明確にするべきと指摘した。別のある委員は、構造改革と景気回復の

バランスが重要であるとの観点から、構造改革のためにマイナス成長を容認することは適当でないとの見解を述べた。

#### 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。

委員の認識は、①「景気は輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある」という前回会合での判断を変える材料は得られておらず、②先行きについては、当面は生産面を中心に調整を続ける可能性が高い、③今後、構造改革の進展とその影響、IT分野を中心とする海外経済の動向、金融緩和の浸透状況などをよく見極めていく必要がある、というものであった。このため、すべての委員が、当面の金融政策運営方針としては、現状維持を支持した。

まず、3月の金融緩和措置の効果について、複数の委員が発言した。ある委員は、中長期金利が一段と低下し、中低位株が資金繰り悪化懸念の後退や流動性相場の思惑から上昇しているほか、社債、CP市場での資金調達活発化の動きがみられるなど、金融資本市場での緩和効果は当初の想定以上の規模と広がりを見せていると述べた。

別の委員は、こうした金融環境のもとで、かりに経済主体がリスクテイク活動を活発化し始めれば、過剰流動性の効果が顕現化し、投資行動を十分刺激すると述べた。

この間、金融緩和の効果に関して、最近の金融市場動向の着目点についていくつかの発言があった。ある委員は、短期市場における一部ターム物金利の強含みの動きについて、新しい金融政策フレームワークの下での均衡レートの模索過程で起きた現象であると評価した。別の委員は、金利のイールドカーブが、非常にフラットな5年までと、それよりはスティープ化した5～10年とに分断されており、5年以降の部分で市場の期待形成に何が起きているのか見極める必要があると述べた。また、この委員は、マネー指標について、92年以降一貫して低下してきた信用乗数が幾分下げ止まり、若干上昇の気配も窺われることを指摘し、これが意味することを今後注意していくべきとした。

ある委員は、金融緩和が為替レートに与える影響について説明した。この委員は、事実上のゼロ金利が続くという予想が強まり、経済主体がリスクテイクを積極化させる場合には、最も蓋然性が高い投資対象

は外貨資産であり、その結果円安が進む可能性が高いとの見方を示した。この委員は、円安が進んだ場合の効果として、①物価上昇率の引き上げ、②輸出企業の収益下支え、③外国企業の進出促進による経営革新、の3点を挙げた。そのうえで、人為的な円安誘導は好ましくないが、自然な円安の流れは受け入れるべきであるとの趣旨を述べた。

今後の金融政策運営については、多くの委員が、先行きの情勢の展開を見守る姿勢を支持した。ある委員は、秋以降の経済の展開に関する予想が、今後の政策判断のポイントになるとの見方を示した。別の委員は、日銀としては、情勢の変化に応じて機動的に対応するスタンスを保持する必要があると述べた。さらに別の委員は、今後、不良債権処理、構造改革と景気回復を図っていくためには、金融政策面の努力のみならず、民間部門の自助努力、政府による税制等を通じた環境整備との「合わせ技」が必要であると述べた。

追加緩和策についても議論が行われた。ある委員は、ベースマネーの増加と実体経済活動との関係については、なお十分な説明が得られていないとして、今後の検討の必要性を指摘した。また、ある委員は、今後、インフレーション・ターゲティングで期待インフレ率に働きかけるという政策も必要な事態になりうるとの見方を示した。これに対して、ひとりの委員は、3月の措置にも「CPI上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」という内容が含まれており、足許の物価からみればある程度の期待インフレ率押し上げ効果があってもよさそうであるが、各種サーベイ調査からはそうした兆候は窺われないとの指摘を行った。

## V. 政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 先般決定した「基本方針」は、内容的には当り前の政策ばかりだが、これまでは、その当り前のことができなかつた。そうした内容を初めて閣議決定できたことの意義はたいへん大きい。日本経済にとって、重要なチャンスである。
- 担当大臣の談話として、調整期間における成長率についての目途を0～1%として示した。その背景には、持続的に国民の生活水準が下がることは回避すべき一方で、高い成長を安易に期待すべくでもないという判断がある。その間はデフレ圧力が少し強く出



ると想定しているが、構造改革は間違いなく長期の成長力を高め、同時に需要も引き出すものである。経済財政諮問会議では、今後、経済や財政の中長期のシナリオをマクロモデルなども踏まえながら検討していくが、その際には、高度のエコノミストのリソースを持つ日本銀行にも独立した立場から参加して頂きたい。

- 政策決定・執行プロセスそのものが全く新しいものとなりつつある。今後、経済財政諮問会議と各省庁との役割分担についても議論しつつ、来年度予算の基本方針、中期の財政見通し、その背景となるISバランスなどを検討していく方針であり、いわばルールを敷きながら政策を作っていく作業となる。そうした新しい私たちの議論のなかには、金融政策運営も必然的に入ってくることを御理解頂きたい。そのうえで、構造改革の断行にあたっては、短期的にデフレ圧力が高まるものと考えられることから、日本銀行におかれても、機動的な政策運営を行って頂きたい。
- なお、金融政策運営に関連した技術的な問題として、実質金利の議論を行って頂きたい。その過程では、既に取り組みられてきている問題ではあろうが、物価動向が適切に把握されているかどうか、という問題にも改めて関心を払って頂きたいと思う。

財務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。

- わが国の経済は雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているものの、足許で弱い動きがみられるほか、輸出・生産が引き続き減少しているなど景気は悪化しつつある。また、設備投資の弱含みの兆しなど、先行き懸念すべき点がみられる。こうした中、物価の下落が実質金利を上昇させ、企業収益の鈍化とあわせて企業の実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響が依然として懸念される。
- 政府としては、「構造改革なくして景気回復なし」との考え方に立ち、今後の経済財政運営および経済社会の構造改革に関する「基本方針」を閣議決定した。この中で、財政構造改革については、①14年度予算について国債発行額を30兆円以下に抑制することを目標とし、歳出全体に聖域なき見直しを図る、②その後本格的財政再建に取り組む際の中期目標としてはプライマリー・バランスを黒字にすることを目指し、そのための具体的な道筋や達成時期について年内を目途に具体的な姿を示す、とされている。
- こうした構造改革を進めるうえで、景気を下支えするために金融

政策の果たす役割は重要である。3月の金融緩和措置後も物価は下落を続けている。今後、デフレ圧力がさらに強まる懸念がある中で、現在の金融緩和措置が物価安定にどの程度の量的効果を及ぼすのか、いつになれば物価下落に反転の兆しがみられるのか明らかになっていない。こうした中、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、物価目標を設定して市場や人々の期待に強く働きかけるなど大胆な政策運営が必要なが内外の有識者から指摘されている。幅広く経済により効果のある資金供給や金融政策運営のご検討を頂きたい。失業率が高水準で推移し、物価の下落が継続する状況においては、構造改革の影響をみながら対応を考えるのでは遅きに失する惧れがあり、先見性を持った予防的な姿勢で機動的な金融政策運営を行って頂きたい。

## VI. 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、金融市場調節方針を現状維持とするとの考え方が共有され、これを取りまとめるかたちで、議長から、以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、三木委員、中原伸之委員、  
植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：なし

## VII. 先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2001年7月～12月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別 添 1)

平成13年6月28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）。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

以 上

(別 添 2)

平成13年6月28日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程 (平成13年7月～12月)

	会合開催	金融経済月報公表 <sup>(注)</sup>	(議事要旨公表)
13年7月	7月12日<木>・13日<金>	7月16日<月>	(8月17日<金>)
8月	8月13日<月>・14日<火>	8月15日<水>	(9月25日<火>)
9月	9月18日<火>・19日<水>	9月20日<木>	(11月1日<木>)
10月	10月11日<木>・12日<金> 10月29日<月>	10月15日<月> —	(11月21日<水>) (12月4日<火>)
11月	11月15日<木>・16日<金> 11月29日<木>	11月19日<月> —	(12月25日<火>) 未定
12月	12月18日<火>・19日<水>	12月20日<木>	未定

(注) 「経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年10月)」は、10月29日<月>の金融政策決定会合で審議・決定のうえ、10月30日<火>に公表の予定。

以 上

公表時間

8月17日(金) 14時

2001.8.17

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

(2001年7月12、13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、2001年8月13、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：2001年7月12日(14:01～15:57)  
7月13日(9:00～12:59)

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	( " )
	三木利夫	(審議委員)
	中原伸之	( " )
	植田和男	( " )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 真	( " )

4. 政府からの出席者：

財務省	藤井 秀人	大臣官房総括審議官(12、13日)
内閣府	小林 勇造	政策統括官(経済財政-運営担当)(12日)
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣(13日)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

(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	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（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、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるような調節を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、月末要因により6月29日に0.06%となったことを除けば、0.01~0.02%で落ち着いて推移した。

なお、金融市場調節の入札連絡事務に関する新システムが完成し、7月23日にカットオーバーされることとなった。これにより、導入準備を進めてきた手形全店買入オペの実施が可能となるほか、全てのオペにおける入札レート刻み幅が0.001%となる。

### 2. 金融・為替市場動向

最近の金融・為替市場の動きを概観すると、短期金利がゼロ金利政策時のボトムを下回る極めて低水準で推移している中、株価の軟調、長期金利の反転上昇、為替の円安傾向が見受けられる。この背景としては、米国株価の下落の影響、わが国の景気に対する見方の慎重化、追加景気対策に関する思惑の台頭、といった要因が指摘できる。

株価は、米国IT関連企業の業績下方修正が相次いだことや、国内での持ち合い解消売り圧力が意識されたことを背景に、一段と値を下げた。業種別には、電気機器、通信、サービスといったIT関連株や銀行株の下落が寄与している。

長期金利は、このところ、長期ゾーンを中心に上昇しており、イールドカーブは「ベア・スティープ化」した。これは、景気対策への思惑から国債増発の可能性が意識され、投資家の利益確定売りが広がったことが背景にある。もっとも、足許では、調整が一段落しつつあり、1.3%前後の水準で推移している。

円の対ドル相場は、7月初めにかけては123~124円台でもみ合う展開となったが、その後、国内景気の先行きに対する懸念の高まりなどから円安傾向となり、最近では125~126円台で推移している。市

---

<sup>1</sup> 「日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」



場では、先行き、内外の景気情勢、わが国の構造改革の進展度合い、エマージング市場の動向などを睨み、神経質な展開を予想する向きが多い。

### 3. 海外金融経済情勢

米国では、引き続き、IT関連業種の生産の減少が目立っているが、企業部門のうちオールド・エコノミー分野が比較的持ちこたえているほか、家計部門の需要が底固く推移している。企業コンフィデンスをみると、6月のNAPM指数が生産や受注判断を中心に改善し、このところ底入れの兆しが窺われる。今後、在庫調整の進展や金融緩和・減税の効果もあって、本年秋頃から来年にかけて回復の動きが出てくることが展望できるが、その後の景気回復力は弱いとの見方が多い。この間、雇用面では、製造業を中心に雇用者数が減少するなど、労働需給の緩和が続いている。また、物価は落ち着いた動きとなっている。

ユーロエリアでは、個人消費が引き続き底固く推移している一方、企業部門では、独仏を中心に生産や受注の伸びの落ち込みが目立っているほか、企業の景況感も悪化傾向が続いている。製造業の設備投資にも減速感が窺われ、域内主要国に景気の減速傾向が徐々に広がりつつある。

東アジア諸国では、IT関連を中心に米国・日本向け輸出の減少が続いているため、生産も減少基調にあるなど、景気の減速が続いている。これまでのところ、底入れの兆しは窺われない。

国際金融面では、このところ、世界各国の株価の下落、ドルの他国通貨に対する強含み、エマージング市場の動揺といった動きがみられている。

株価については、米国のみならず欧州、日本におけるIT関連企業の業績悪化の動きが、各国の株式市場に悪影響を与えている。こうした展開は、IT分野の先行き不透明感を象徴しており、IT関連の世界的調整は長期化するとの見方が多い。

エマージング市場では、アルゼンチンやトルコなど一部の債務国の対米国債スプレッドが急激に拡大しており、不安定な情勢となっている。とくにアルゼンチンの動きはブラジルにも波及しつつあり、個別国の問題が世界的なリスクに繋がらないか、留意が必要である。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

わが国経済は、世界経済の減速やIT関連需要の落ち込みを背景に、輸出や生産の減少が続いており、調整が深まっている。ただし、IT関連分野の調整の国内他産業への影響は、今のところ限定的に止まっている。6月短観でもこの点を確認することができた。

まず、企業の業況感をみると、製造業で明確に悪化している一方、非製造業では概ね横這いないし若干の低下に止まっている。業種別にみると、昨年にかけての景気回復局面で業況感が大幅に改善した電気機械をはじめ、情報関連業種での業況感悪化が顕著である一方、回復局面ではあまり改善がみられなかった個人消費関連ではほとんど業況感が悪化していない。

企業収益は、今年度上期は製造業を中心にかなりの減益となる見込みである。下期については、再び増益に転じる計画となっているが、大企業の一部が年度計画を大きく変えずに、上期減益分を下期に上積みしていることが影響している可能性がある。ただ、業種や企業規模によっては、海外景気や情報関連需要の下期回復期待が依然根強いことを示しているとも考えられる。

設備投資については、資本財出荷の動きと合わせてみると、足許、減少に転じている可能性が高い。また、6月短観の本年度設備投資計画をみても、①製造業・大企業は比較的高い伸びとなっているが、これは昨年度からのずれ込み分が影響していること、②中小企業における上方修正の程度がこの時期としては小さかったことなどから、全体としては慎重な投資姿勢が窺われる。もっとも、先行指標である機械受注の動き等から判断すると、設備投資の前年比マイナス幅は大幅なものにはならないと予想される。

雇用面では、5月の失業率が既往ピーク水準となった一方、有効求人倍率は、昨年末から3月にかけて低下した後、概ね横這いで推移している。新規求人は、製造業で減少が続いている一方、非製造業で再び増加しており、全体としても幾分増加に推移している。

個人消費は、総じてみれば横這いで推移している。百貨店や乗用車販売などが底固く推移している一方、消費財の供給動向はこのところ弱めの動きを示している。

この間、物価面をみると、景気の調整が続くもとで、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が働きやすい状況にある。加え

て、技術革新や流通合理化等の影響を踏まえると、各種物価指数は、当面、総じて弱含みで推移する可能性が高い。

## (2) 金融環境

金融環境の現状を評価すると、3月の金融緩和措置の効果が現時点で全て出尽くしているわけではなく、引き続き緩和効果が浸透する過程にあると判断される。

まず、企業の資金調達コストをみると、貸出約定平均金利は、新規分はすでに下げ切っている感があるが、ストックベースでみると、なお低下余地があると考えられる。社債のクレジット・スプレッドも、総じて縮小傾向を辿っており、ゼロ金利時代のボトム水準を勘案すると、さらに縮小する可能性がある。

社債・CP市場では、金利低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、発行の活発化の動きが続いている。これらの市場では、低格付企業の発行シェアが高まりつつあり、発行環境は一段と改善している。

量的金融指標をみると、マネタリーベースは、郵貯の大量満期に伴い郵便局が手許現金を積み上げていることもあり、このところ伸びを高めている。6月のマネーサプライ(M2+CD)は、前年比+3.2%と、前月に比べ伸び率が高まった。内訳をみると、現金通貨や預金通貨の伸びが高くなっており、郵貯からの資金シフトに加え、流動性選好の高まりも窺われる。

銀行の貸出スタンスは、優良先に対して貸出を積極化する一方、相対的に信用力が低い先に対して慎重化させる兆しが窺われる。もっとも、短観の結果によると、企業の資金繰り判断や企業からみた銀行の貸出態度判断は、全ての企業規模でほぼ横這い圏内の動きとなっている。そのほかのアンケート調査を合わせてみても、「貸出スタンスの2極化」が、足許で広範な動きになっているわけではないと考えられる。これらの動きについては、今後も注意深くみていく必要がある。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の現状

景気の現状について、多くの委員は、IT分野を中心に、輸出と生産の大幅減少傾向が一層明確化したとして、前月よりさらに厳しい認識を示した。このうちひとりの委員は、「景気の後戻りが続いている

る」と表現したほか、もうひとりの委員は、「景気は後退局面にある」と発言した。一方、別のある委員は、景気はさらに悪化しているが、悪化のテンポが加速している状況にあるわけではない、との見方を述べた。これらの各委員の認識を踏まえ、わが国の景気は「調整が深まっている」として、前月に比べて判断を幾分慎重化させることで、委員会の見解は一致した。

もっとも、多くの委員は、IT関連分野の生産・在庫調整が深まっている一方、その他の産業分野や家計部門は相対的に堅調さを維持している、との認識を示した。このうちの複数の委員は、生産が減少しているものの、内需全体が下振れしているわけではないと指摘したうえで、99年からの回復局面において輸出や生産の好調がIT関連業種に集中していたのと同様、現在の調整もそうした業種に集中的に現れている、との見方を述べた。また、別の複数の委員は、6月短観をみると、業況悪化はIT関連の製造業中心に観察され、その他の業種に広範に広がるといった事態には陥っていない、との評価を示した。

ただ、こうした見方に対しては、何人かの委員が、IT関連以外の分野にも調整は広がりつつある、との認識を示した。ひとりの委員は、業種別の生産動向に関する分析を示し、生産が減少している業種がIT関連以外の業種にも拡大している点を指摘した。この委員は、6月短観において、大企業製造業の在庫水準判断では、先行き大幅な改善が見込まれているが、一方で、製商品需給判断ではほとんど改善を予想していないなど、企業の見方自体が先行きに期待をかけ過ぎており矛盾を含んでいる、とのコメントを付け加えた。もうひとりの委員は、このところ、建設需要の低下や在庫調整圧力の増大が目立っており、これが素材産業全般にダメージを与えている、と述べた。

生産の大幅な減少を背景に、多くの委員が企業収益の悪化を指摘した。何人かの委員は、6月短観において、本年度下期の収益が回復する見込みになっている点についても、海外経済の早期回復を前提とした楽観的なもの、ないしは漠たる期待に過ぎないものであり、その実現は不透明である、との見方を述べた。このうち、ひとりの委員は、最近の収益悪化状況を素直に反映させれば、下期は相当の減益になるとコメントした。また、別のある委員は、ユニット・レーバー・コストの上昇に伴うユニット・プロフィットの縮小と数量の減少から、製造業の収益が減少している、との分析を示した。

企業収益の悪化を受けて、設備投資の弱さを示す材料が増えてきたとの指摘が複数の委員から示された。ある委員は、設備投資の動きに

先行する企業のキャッシュフローの伸びが鈍化してきたほか、機械受注も先行き反転上昇することは見込みがたい、との見方を示した。他方、別の何人かの委員は、①昨年までの回復局面においてもかなり低い期待成長率を想定した慎重な投資スタンスが維持されていたため、ストック調整圧力はそれほど高まっていない、②機械受注の業界見通し対比の実績の達成率が回復する兆しがある、③ソフトウェア投資が増加しているなど、ITユーザーの投資が広がりつつある、といった点を挙げ、設備投資の大幅な落ち込みは避けられるのではないかと、この考えを述べた。

こうした企業部門の悪化が家計部門に及ぼす影響について、複数の委員は、このところ労働分配率およびユニット・レーバ・コストが上昇しており、先行き、企業収益の悪化が賃金や雇用者所得にどのように影響するか注意してみていく必要がある、と指摘した。この点について、別のある委員は、これまでのリストラ効果等もあって、企業収益の減少が雇用者所得の大幅な削減に直結するような状況ではないと思われる、との見方を示した。また、もうひとりの委員は、雇用に関して、IT関連以外の分野で新規求人が拡大する兆しが窺われるが、こうした動きが継続するか注目していきたい、と述べた。

個人消費については、多くの委員が、総じて横這いで推移しているとの認識を示した。ひとりの委員は、消費は「平時」の状態が続いていると述べた。

以上のような景気情勢に関し、ある委員は、上記の機械受注の達成率回復の兆し、生産指数の予測修正率や実現率のマイナス幅縮小のほか、景気動向指数のCI一致／遅行比率が本年2月をボトムに上昇していることなどを挙げ、年末までに景気の転換点を迎える可能性がないわけではない、との考えを述べた。これに対し、別のある委員は、景気動向指数の改善の動きは一時的なものに過ぎず、景気は後退局面にあると評価すべき、との見解を述べた。

この間、物価について、ひとりの委員は、国内卸売物価が弱含んでいることの背景として、世界的なIT分野の調整や、国内素材関連の需給悪化が影響している点を指摘した。もうひとりの委員も、このところ、国内卸売物価は下落傾向を強めている、との見方を示した。この委員は、先行指標である最終需要財の在庫率指数が悪化を続けていることなどからみて、国内卸売物価は秋以降、一段と下げ幅が拡大するのではないかと、続けた。また、別のある委員は、生産量の落ち込みに加え、価格が下落していることが、企業収益の悪化に繋がってい

るとの認識を付け加えた。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きについて、各委員は、生産面を中心に調整を続ける可能性が高いとしたうえで、内需の自律的回復は期待しがたく、本年度下期の景気展開は不確実性が高い、との認識を相次いで表明した。このうちの複数の委員は、在庫調整が長期化する可能性を強調したほか、ひとりの委員は、景気は9月期末に向けさらに後戻りを続け、その後の展開は予断を許さない、と述べた。

今後の具体的な留意点としては、多くの委員が、①米国を中心とした海外経済の動向や世界的なIT分野の調整の深さ、②調整圧力の家計部門への波及度合い、③わが国の構造改革の進展度合いとその影響を指摘した。ある委員は、相対的に堅調さを維持しているIT以外の分野が何とか持ちこたえている間に、IT分野の調整に目途がつくかの「時間との勝負」となっている、との見方を述べた。

まず、米国経済について、多くの委員は、①年初来の275bpの利下げの効果がまだ現れていない、②IT関連企業の業績下方修正の動きが広がっている、といった点を指摘して、IT分野を中心とした調整が長期化している、との慎重な見方を述べた。ある委員は、コンピュータと電子部品に対する新規受注が5月には大幅な落ち込みを示しており、IT関連需要の先行きが懸念される、と発言した。別のある委員は、米国企業は長期にわたる景気拡大のもとで、資本ストックや雇用コストが過大となっている可能性が高く、今後、設備投資の抑制、雇用削減の動きが広がり、それが家計部門にも悪影響を与えるのではないかと、との見解を示した。もうひとりの委員は、米国の利下げは、オールド・エコノミー分野を押し上げる効果はある程度あろうが、それだけでマクロ経済全体が回復に向かうかは明確でない、と述べた。

米国経済の回復時期については、複数の委員が、減税の効果や企業・家計のコンフィデンス指数がボトムを打ちつつあることを踏まえ、年末から来年初にかけての回復シナリオはなお維持できる、との見方を示した。一方、別のある委員は、年内のIT分野の調整完了はかなり難しいのではないかと、発言した。もうひとりの委員も、低所得者層を中心に貯蓄が増加する傾向にあること、雇用の悪化が続いていること、消費者コンフィデンスの先行きは楽観できないこと、などの理由から、米国経済はなお下降している、との認識を述べた。また、この委員は、今後、米国経済がさらに悪化すれば、金融セクターが大き

な打撃を受けるだろうとの見方を示した。

こうした米国経済の調整が世界経済に与える影響について、ある委員は、世界経済の米国依存が高まっており、アジア、欧州等が米国の景気悪化の影響を強く受けている、と述べた。同時に、米国の海外現地企業の海外における売上高は、米国の輸出高の2倍以上になっており、米国は海外経済の影響を受けやすい構造になっている、と付け加えた。別のある委員は、米国企業が欧州で生産や投資活動を抑制していることが欧州経済の悪化を招いている面があるとして、多国籍企業の国際的活動がIT分野の調整の世界的リンケージを強めている、との見方を明らかにした。もうひとりの委員は、IT関連を中心に世界的な株価調整が大きなものとなれば、資本市場を経由した影響も考えられる、と述べた。そのほか、ある委員は、これまで日本経済を支えてきた一部製造業の対外競争力が落ちてきているので、その面からも、わが国の輸出の先行きは楽観できない、と発言した。

次に、わが国の構造改革について、ひとりの委員は、現段階では改革の具体内容が明らかにされておらず、日本経済への影響度合いを評価することは難しいと述べた。もうひとりの委員も、こうした見方に同調したうえで、来年度予算の中味をよくみていきたいと発言した。別のある委員は、わが国が構造改革に取り組む姿勢を示したことは海外からも高く評価されているが、ここで改革のスピードを緩めることなく、できるものから早期に具体的な改革に着手することが重要である、との考えを強調した。

こうした景気情勢を4月の「展望レポート」との対比でどう位置付けるかについて、何人かの委員が言及した。ある委員は、標準シナリオを幾分下回り始めている可能性は否定できないが、同時に、標準シナリオを大きく逸脱してスパイラル的に悪化していることはない、との見方を示した。別のある委員は、「展望レポート」で想定した下振れリスクの範囲内に止まっていると発言した。これらの意見を踏まえ、多くの委員は、「展望レポート」を作成した4月時点に比べ、経済の足取りは、ダウンサイド・リスクが幾分強まっている、との認識をほぼ共有した。

### 3. 金融面の動向

最近の金融環境について、ある委員は、3月の金融緩和措置の効果は、全体として、なお浸透過程にある、との評価を示した。この委員は、その理由として、①銀行貸出金利は、市場金利の低下を徐々に反

映するかたちで引き続き低下する余地がある、②社債市場やCP市場では、金利低下やクレジット・スプレッドの縮小を活用する動きが活発化している、③企業業績の悪化にもかかわらず、企業からみた金融機関の貸出姿勢にさほど変化がない、といった点を列挙した。これに対し、別のある委員は、金融面で一定の緩和効果が現れていることを認めつつも、金融市場では効果の出尽くし感が窺われ始めているのではないか、との見方を述べた。この委員は、金融機関の貸出態度についても、選別姿勢が厳しくなっており、中小企業においては、企業金融の逼迫感が強まる可能性がある、と続けた。

金融市場の動きについて、多くの委員が、株式市場などでは市場参加者の景況感が一層悪化しており、今後、株価の動きが実体経済にどのような影響を与えるか注意してみていく必要がある、との認識を述べた。このうち、ひとりの委員は、グローバルなIT関連分野の調整圧力についての不透明感が引き続き強く、このところの株価下落は世界的な現象である、との見解を示した。別の複数の委員は、わが国の構造改革との関連で株式市場の動きを捉え、現在のところ、改革に向けた動きが前向きに評価されるような展開にならずに、むしろ、構造改革のデフレ効果や副作用に対して市場がナーバスになっている面がある、と指摘した。また、別のもうひとりの委員は、9月中間期末に向けて、持合い解消の動きが早くも出ていることが、今後の株価に悪影響を及ぼすのではないかと発言した。さらに、別のある委員は、金融機関の株価下落が持合い先企業の決算に影響を与えうることを指摘した。

このような株価動向を踏まえ、ひとりの委員は、証券市場活性化策と日本銀行による流動性供給により株価が上昇すれば、企業・家計のマインド面の改善や、家計が保有する1,400兆円の金融資産ストックが消費に廻ることが期待され、景気にもプラスになる、と述べた。この点に関し、別の複数の委員は、株価については、税制の見直しが鍵となろうが、結局、市場において企業収益の改善が展望されることが重要である、とコメントした。

米国株価の動向についても、言及があった。ある委員は、チャート分析等を示しつつ、6月の動きが非常に脆弱な状況を示した後、7月入り後、もみ合いからやや値を戻す展開となっているものの、9月から10月にかけて再び値を崩す可能性があるとの、今後の動きを注視すべきであると発言した。

最近の長期金利の上昇についても、何人かの委員から指摘があった。



ある委員は、長期金利はなお低水準であり、足許の金利上昇が实体经济活動に大きな影響を与えるものとは考えられないが、補正予算を巡る議論が長期金利上昇の材料とされたことからみて、市場が需給の動きや先行きの金利上昇リスクに敏感になっている、との認識を述べた。もうひとりの委員も、足許は、財政構造改革への期待、事実上のゼロ金利政策、景況感の悪化から長期金利は比較的低位で抑えられているが、債券市場が財政要因を強く意識していることが窺われる、とコメントした。

また、複数の委員が、アルゼンチン、トルコなどのエマージング市場の動揺が不安材料であると述べた。このうちひとりの委員は、これらの動きが他国市場に波及した場合には、国際金融市場全体や世界経済に悪影響を及ぼす惧れがある、との懸念を表明した。

会合では、実質金利に関する議論も活発に行われた。複数の委員は、実質金利を算出する際に用いるべき期待インフレ率を正確に計測することが難しい点に留意すべきである、と述べた。そのうえで、ひとりの委員は、物価上昇率の実績値を用いた簡便な方法で算出した最近の実質金利について、歴史的にみればかなり低水準であり、また、名目金利との乖離も小幅であるので、経済活動の強い制約になっていることはない、との見解を示した。また、この委員は、現在、企業がバランスシート調整を進める中で設備投資を行わない理由は、金利水準ではなく、需要が期待できないという面が大きい、と続けた。別のある委員も、企業が投資判断する際には、資金調達コストと投資から得られるキャッシュフローを比較することが基本であり、実質金利水準そのものは企業経営の直接的な判断基準にはなっていないのではないかと発言した。

これに対し、ひとりの委員は、生鮮食品だけでなく、家賃、エネルギーを控除した「コアCPI」を作成して実質金利を試算してみると、97年以降、2～3%上昇しており、歴史的にも低い水準とはいえない、との見解を述べた。この委員は、日本経済が「流動性の罫」に陥っていると主張する米国の著名な経済学者の見方を紹介しつつ、日本の実質金利は均衡水準に比べて高すぎる状態にあると評価するのが妥当ではないか、との意見を付け加えた。

この間、実質金利の国際的な均等化傾向についての議論も行われた。ある委員は、開放経済のもとでは、実質金利は世界的に均等化する方向で動くと考えられ、長期的にみれば、わが国のみ他国に比べて実質金利が高止まりすることは考えにくい、とコメントした。ただし、こ

の委員も含め、何人かの委員は、短期的には各国の実質金利は独自の動きをとるものであり、そこに金融政策の働く余地があるとの見解で一致した。

そのうえで、複数の委員が、金融政策によりコントロールできる名目金利がすでにほぼ下限まで低下しているわが国の現状においては、実質金利の議論は、人々の期待インフレ率を変化させることができるかどうかという問題に帰着する、と総括した。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員は、①景気の現状については、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている、②ただし、調整はIT関連分野に集中しており、他業種や家計部門への波及は今のところ限定的である、③「展望レポート」を作成した4月当時と比べ、経済の足取りはダウンサイド・リスクが幾分強まる展開となっている、との認識を共有した。

そのうえで、すべての委員が、当面は現在の金融調節方針を継続し、IT分野の調整圧力がどの程度深まり、それが他の業種や家計部門にどの程度広がっていくのか等、内外の経済情勢を注意深く見守っていくことが適当である、との見解で一致した。

このうちのひとりの委員は、経済情勢からみて、すでに一層の金融緩和を図るべきタイミングとなっているが、当面は、米国株価の動向を見極める余裕があると思う、と述べた。別のある委員は、今後、9月中間決算の姿、来年度予算の骨格、本年度補正予算を巡る動き、中間期末を控えた株価動向、GDPを含めた各種経済指標などが政策判断のポイントとなる、と述べた。

会合では、多くの委員が、現在の金融政策を巡る状況について発言した。

複数の委員が、現在の情勢は「流動性の罨」に近い状況であり、日本銀行が資金を供給してもそれが有効に利用されない状態にある、との見方を述べた。もうひとりの委員は、バランスシート調整のもとで企業の資金需要が乏しく、資金が金融市場の中で空回りしている、と発言した。これらの委員を含めた何人かの委員は、現状では金融政策だけで期待インフレ率を引き上げることはかなり難しく、金融政策以

外で需要を喚起する必要性を指摘した。さらに、ある委員は、現状では、需要創出のもっとも有効な手段は財政支出の拡大であるが、政府は様々な理由から財政構造改革を選択しつつあると述べたうえで、そのマクロ経済や物価面に及ぼす帰結を十分念頭に置くべきである、と続けた。こうした状況のもとで、先行きの金融政策運営は、その効果や副作用、フィージビリティを踏まえると、かなりナローパスにならざるをえないとの認識が、多くの委員の間で共有された。

また、ひとりの委員は、「デフレはマネタリーな現象であることから、デフレ解消のためには金融政策が有効」との議論があることに対して意見を述べた。この委員は、①物価はマネタリーな現象とされているが、「 $MV = PQ$ 」という貨幣数量方程式はあくまで恒等的な関係を表すものであり、②短期的には、物価は需要と供給のバランスの結果として決まっている、との考えを示した。さらに、この委員は、需給バランスを改善させるためにどのような政策手段があるかということが本質的な問題であり、マネーを増やせば直ちに物価が上昇するというような単純な関係にはないと付け加えた。

次いで、今後の金融政策運営の考え方について議論が行われた。

まず、何人かの委員は、金融システム不安の再燃などに端を発して、急激に資金需要が増大する場合には、それに対応して一層潤沢な資金供給を行うことは、中央銀行として当然の責務であると述べ、現在の政策の枠組みにおいてもコミットしている点を確認した。

そのうえで、多くの委員は、経済のダウンサイド・リスクがさらに増大した場合には、何らかの追加的な政策対応が必要となる、との考え方を共有した。何人かの委員は、具体的な金融緩和策として、日銀当座預金目標の増額、国債買い切りオペの増額を含むオペレーション上の工夫の余地について、意見を述べた。これらの委員は、短期および中期の名目金利がすでにゼロ近辺まで低下している状況下、残された政策余地が大きいだけに、企業・家計の心理面や市場の期待形成に働き掛ける部分が多い、との認識を示した。そのうえで、政策発動のタイミング、副作用をミニマイズするための方策等に細心の注意を払う必要がある、と述べた。このうちのひとりの委員は、最近の長期金利動向にみられるとおり、市場が先行きの財政ポジションや債券需給にかなり神経質になっていることを踏まえると、政策全般に対する信認を確保することが非常に重要である、と発言した。

会合では、インフレーション・ターゲティングについても議論が行われた。ひとりの委員は、インフレーション・ターゲティングは、

「物価安定の目標を、具体的な物価上昇率の数値で定め、期間を定めてその実現をコミットするもの」として、あくまで物価安定のための目標設定であり、物価の上昇を直接の狙いとするものではないと整理できると述べた。そのうえで、現行の政策継続に関するコミットメントは、インフレーション・ターゲティングに近い効果を有するものであると理解している、と続けた。この委員を含む何人かの委員は、物価安定のレベル設定とそれを達成するための手段に問題があると指摘し、それぞれ、①現在のわが国においては、需要面のみならず、技術革新や規制緩和などの供給面の要因が物価の動きに大きな影響を与えており、「物価の安定」に関する具体的な数値目標を設定することは困難である、②名目金利水準がゼロに近づき、企業等のバランスシート調整がなお強い現状においては、金融政策のみによって特定の物価目標を達成することは難しい、と敷衍した。また、別のある委員は、現在の金融調節方式を「消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」継続するという現行コミットメントのもとでも、インフレ期待が上昇したとの評価は得られておらず、この点からも期待インフレ率を引き上げることは難しいとコメントした。こうした議論を踏まえ、大方の委員は、現時点では、インフレーション・ターゲティングを採用することは適当ではない、との意見を共有した。

これに対し、ある委員は、インフレーション・ターゲティングの考え方は、調整インフレ論とは明確に峻別されるべきものであり、また理論的にも一定の地位を有しているものなので、日本銀行の目的を明確にするためにその導入を積極的に検討すべきである、と従来からの主張を繰り返して述べた。

以上の議論を踏まえ、委員の間では、今後の追加緩和策について、引き続き、効果や副作用、フィージビリティといった様々な観点から注意深く検討していくことが適当である、との認識で一致した。

そのほか、多くの委員は、為替レートの動向についても言及した。ひとりの委員は、貿易財については、グローバルな競争のもとで世界的なディスインフレ傾向にある一方で、非貿易財についても経済構造改革が進めば物価下落圧力が続くとの整理を示したうえで、円安がなければ物価は簡単には安定しない、との見解を述べた。別の複数の委員も、金融緩和策の結果としての動きも含め、市場メカニズムの中で為替相場が円安方向に動くのであれば、それを押しとどめないことが適当である、との考えを述べた。ただし、ある委員は、わが国の多額な純資産残高の存在などのファンダメンタルズを踏まえれば、極端な

円安にはならないであろうし、また人為的に円安誘導することは適当ではないとの認識を述べた。もうひとりの委員は、中央銀行は為替レートの具体水準について、一定の立場をとるべきではない、と主張した。こうした議論を踏まえ、別のある委員は、為替レートについては、様々な要因を含めて市場が示す評価を受け入れていくということではないか、と総括した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 輸出や生産の減少を通じて企業部門が悪化していることの背景として、IT分野の強いグローバル・リンケージが存在するという点が共通認識であったと思うが、政府としても同様の問題意識を有している。わが国のIT分野の発展段階を踏まえると、IT関連需要を一段と拡大することが可能かつ重要であり、政府としては、「e-ガバメント計画」等を前倒しで進めていく方針である。
- 実質金利についての議論をうかがったが、金融政策がナローパスの状況に置かれていることは十分理解できる。ただ、例えば設備投資を考えるうえで実質金利は重要な変数のひとつであること、実質金利に関する責任をもっているのは金融当局であることなどを踏まえると、実質金利に関する議論を引き続き深めて頂きたい。
- 構造改革については、「基本方針」の取りまとめに際して、非常に包括的なパッケージを打ち出さなければならなかった。このため、詳細な制度設計は参院選後になったという事情がある。改革は時間を要すると市場に受け止められた面があるかもしれないが、先般、総理より、できることから直ちに取り掛かるよう指示があったところである。政府としては、構造改革により新たな資金需要を生み出すことが重要であることは十二分に承知している。今後ともその方向で努力をするので、日本銀行には、構造改革と金融政策のハーモナイゼーションの観点から、金融政策に関する議論をさらに深めて頂きたい。
- わが国の景気については、「悪化している」と判断している。先行きについても、在庫の増加や設備投資の弱含みの兆し等懸念すべき点が見られるなど、引き続き厳しい状況にある。政府とし

ては、先般決定した「基本方針」の具体化を図り、平成 14 年度予算に反映させるかたちで、構造改革を実行していくことが重要であると考えている。日本銀行におかれては、調整期間におけるデフレ圧力の動向も踏まえ、機動的な量的緩和政策を行って頂きたい。

財務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。

- 構造改革を進めるうえでは、物価の安定を図り景気を下支えするため、金融政策の役割は一段と重要であると考えている。現在の持続的な物価の下落は、実質金利の上昇を通じ、企業の投資意欲を減退させるとともに、消費の先送りを招来することにより、需要を抑制する。また、物価下落が企業の収益性を圧迫するとともに、実質債務負担の軽減を妨げ、不良債権問題の解決をより困難にすることが懸念される。
- 3月の金融緩和措置後も物価は下落を続けている。今後、デフレ圧力がさらに強まる懸念がある中で、現在の金融緩和措置が物価安定にどの程度の効果を及ぼすのか、いつになれば物価下落に反転の兆しがみられるのか、明らかになっていない。失業率が高水準で推移し、物価の下落が継続する状況においては、より実効性のある金融緩和が必要であり、構造改革の影響をみながら対応を考えるのではなく、先見性をもった予防的な姿勢で機動的な金融政策運営を行って頂きたい。
- その際、短期金利がほぼゼロという状況に陥った中では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であること、またデフレ懸念を払拭するためには、市場や人々の期待に強く働き掛けることも必要であることにも留意し、経済により効果のある政策を幅広く検討頂きたいと考えている。

上記のような政府からの出席者の発言に対して、議長が以下のような趣旨の見解を述べた。

- 政府からの出席者が発言された内容は、政策委員会としてこれまでも常々議論してきたことであるが、政府のご意見はご意見として受け止めたうえで、今後とも、政策委員会において十分議論を重ね、適切な判断に努めていきたい。
- オーソドックスな金融政策についてはほとんど発動の余地が乏

しくなっている中で、今後の金融政策運営においては、その効果、副作用、フィージビリティなどについて慎重な検討が必要である。

- 政府からの出席者には、日本銀行が厳しい情勢認識のもとで、最善の対応を巡って責任をもって議論を重ねていることをご理解頂いたうえで、あくまで決定会合の場において、建設的なご意見を賜りたい。
- 日本銀行としては、今後とも、中央銀行として適切な金融政策運営に努力を重ねていく積もりであるが、同時に、政府におかれても構造改革の具体化に向けた取り組みをさらに進めて頂くよう、強く期待している。

## V. 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、金融市場調節方針を現状維持とするとの考え方が共有され、これを取りまとめるかたちで、議長から、以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、三木委員、中原伸之委員  
植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：なし

## VI. 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」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を7月16日に公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

前々回会合（6月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月18日に公表することとされた。

以 上



(別 添)

平成13年7月13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）。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

以 上