

2003.12.10

企 画 室

## 金融環境の現状評価

### (概 況)

金融面をみると、企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和している。こうしたもとの、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。この間、金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利、株価は、やや振れのある展開となっているが、足許では前月とほぼ同じ水準となっている。

### 1. 貸出・資本市場調達

民間総資金調達は、減少が続いているものの、振れを均してみれば、減少幅は幾分縮小傾向にある（前年比：4～6月-2.8%→7～9月-2.6%→10月-2.5%→11月-2.5%、図表1）。

## (1) 銀行貸出

民間銀行貸出（特殊要因調整後）は、傾向として、減少幅が僅かながら縮小してきている（前年比：4～6月-2.2%→7～9月-2.0%→10月-1.9%→11月-1.9%、図表1）。

こうした動きの背景について、まず、資金需要面をみると、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、キャッシュ・フローが設備投資を上回る状況が続いていることなどから、民間の資金需要は引き続き減少傾向をたどっている。

— 法人季報で企業部門のマクロ的な資金過不足を確認すると、引き続きキャッシュ・フローが設備投資を上回っているが、売上高の増加に伴い、運転資金（在庫+ネット売掛金）の減少幅が縮小していることから、資金余剰幅はこのところ縮小しつつある。このため、資金需要の減少テンポは幾分緩やかになってきているように窺われる。

### ▽ 企業部門の資金過不足

（過去1年間の累計、兆円）

	02/3Q	4Q	03/1Q	2Q	3Q
資金余剰額 (a-b)	23.8	24.9	24.1	21.4	19.5
キャッシュ・フロー (a)	51.7	52.9	53.4	53.3	54.0
資金使途計 (b)	27.9	28.0	29.3	31.9	34.4
設備投資	37.6	37.4	37.1	37.6	37.6
運転資金増減	- 9.8	- 9.4	- 7.8	- 5.7	- 3.2

(注) 運転資金増減は、「在庫+売掛金-買掛金」の増減額。

一方、銀行の貸出運営スタンスは、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持しているが、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。

— 銀行は、ボリュームに軸足を置いた貸出運営を続けており、小口ビジネスローンなどの貸出商品の新規投入や対象範囲の拡充、迅速な貸出実行体制の整備、営業拠点の強化などの動きを続けている。

この間、企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰り判断をみると、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。

—— 中小公庫調査をみると、貸出態度判断DI（9月16.1→10月15.9→11月18.9）、資金繰り判断DI（9月-14.8→10月-9.9→11月-12.6）とも、振れを伴いつつも、引き続き改善傾向にある（図表9）。

貸出金利は、全体としてきわめて低い水準で推移している（図表13）。

—— 新規貸出約定平均金利は、月々の振れを均してみれば、横ばい圏内の動きとなっている（短期＜交付税特会向けを除くベース＞：4～6月1.76%→7～9月1.80%→10月1.85%、長期：1.60%→1.64%→1.74%）。

—— また、長期プライムレートは、12月10日に0.10%引き下げられ、1.70%となった。

## （2）資本市場調達

CP・社債の発行残高は、引き続き前年を上回って推移している。

—— CPの発行環境は良好な状況が続いている。発行金利、対短国スプレッドとも低水準で安定しており、年末越えプレミアムは殆ど意識されていない。一方、発行残高は伸び率が鈍化している（9月+10.6%→10月+7.1%→11月+2.2%、図表7）が、これは本年入り後大幅に増加しているABC Pが中間期末を越えたことで増勢が鈍化したことや、企業の年末越えの資金調達がこれまでのところ例年に比べて低水準で推移していることなどによるものと考えられる。

—— 社債の発行環境については、対国債スプレッドが引き続き低水準にあるなど\*、総じて良好な状況が続いている。こうした中、発行額は、月々の振れを均してみれば、7～9月の低水準を脱した状況にあるものの、4～6月の水準までは戻っていない\*\*。これは、銀行の貸出姿勢が幾分緩和していることから、社債から銀行貸出へのシフトが引き続き一部にみられることによるものと考えられる。

\* 11月の発行金利における信用スプレッドは総じて低水準となったが、これは、相対的に信用スプレッドの低い電力債の発行が多くみられたほか、発行実績が少なく希少性の観点から人気を集めた銘柄が散見されたことなどによるもの。

\*\* こうした中、11月は社債発行残高の伸びが幾分高まっている（9月-0.3%→10月+0.1%→11月+0.9%）が、これは前年11月に海外発行分で償還が集中したことの裏が出ていることによるもの。

### ▽ CP・社債の発行金利における信用スプレッド

(月平均、%)

		01/3Q	03/2Q	3Q	03/9月	10月	11月
C P	A1+格	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	A1格	0.03	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03
	A2格	0.16	0.24	0.21	0.17	0.16	0.16
社 債	AAA格	0.08	0.10	0.10	—	0.08	0.08
	AA格	0.14	0.15	0.12	0.10	0.13	0.09
	A格	0.36	0.39	0.33	0.27	0.38	0.27

- (注) 1. 社債発行金利は、発行金利が相対的に高いノンバンク分等を除いたベース。  
 2. CPの発行レートは、全ターム平均ベース。対国債スプレッドは、CPは短国（3か月物）、社債は同年限の国債の流通利回りとの利回り格差の単純平均値。

### ▽ 公募社債発行額

(月平均、億円)

	01/3Q	03/2Q	3Q	03/9月	10月	11月
発行額計	4,766	7,384	3,542	2,277	7,230	3,720
うちBBB格 (シェア%)	897 (18.8)	960 (13.0)	430 (12.3)	40 (1.8)	750 (10.4)	350 (9.4)

(注) 2003年以降は起債日ベースで集計。銀行債は含まない。

— なお、海外での転換社債の発行については、株価がひと頃より高い水準にあることなどを背景に、引き続き増加している。

### ▽ 海外での転換社債発行額

(月平均、億円)

	02/4Q	03/1Q	2Q	3Q	03/9月	10月	11月
発行額計	140	144	307	316	687	1,081	1,335

(注) 払込み日ベース。11月は速報値。

## 2. マネー関連指標

### (1) マネタリーベースの動向

マネタリーベースは、伸びがやや鈍化し、前年比1割台半ばとなっている（9月+20.9%→10月+20.6%→11月+16.7%、図表18）。もともと、対名目GDP比率は上昇を続けており、極めて高い水準となっている。

\* 因みに、日銀当座預金から郵政公社預け金（平残：9月2.5兆円→10月2.7兆円→11月2.3兆円）を除いて試算したマネタリーベース前年比は、9月+17.9%→10月+17.4%→11月+14.1%。

—— 伸び率鈍化は、昨年10月末の当座預金残高目標の引き上げ（10～15兆円程度→15～20兆円程度）の影響から、日銀当座預金の伸び率が大幅に鈍化したことによるもの（9月+95.2%→10月+95.2%→11月+65.9%）。

—— この間、銀行券残高は、引き続き伸び率が幾分鈍化しており、4%台半ばとなっている（9月+5.1%→10月+4.7%→11月+4.4%）。

### (2) マネーサプライの動向

マネーサプライ（M2+CD）は、前年比1%台半ばで推移している（9月+1.8%→10月+1.5%→11月+1.6%、図表18）。

—— 広義流動性については、このところ伸び率が鈍化している（9月+3.6%→10月+3.3%→11月+3.2%＜旧簡保事業団要因調整後＞）が、為替円高化による外債評価額の目減りの影響を除いてみれば横ばい圏内で推移している（為替要因調整後の伸び率：9月+3.5%→10月+3.4%→11月+3.4%）。

## 3. 企業倒産

企業倒産件数は、減少傾向が続いており、10月は1,368件、前年比-20.9%となった（図表23）。

以 上

「金融環境の現状評価」参考計表

- |         |                        |
|---------|------------------------|
| (図表 1)  | <b>クレジット関連指標</b>       |
| (図表 2)  | 民間部門資金調達               |
| (図表 3)  | 民間銀行貸出                 |
| (図表 4)  | 銀行貸出とコミットメント・ライン等      |
| (図表 5)  | 民間銀行貸出／名目GDP比率         |
| (図表 6)  | 業種別貸出等                 |
| (図表 7)  | 資本市場調達（CP・社債）          |
| (図表 8)  | 資本市場調達（株式）             |
| (図表 9)  | <b>企業金融関連指標</b>        |
| (図表 10) | 主要銀行貸出動向アンケート調査        |
| (図表 11) | 企業の財務状況                |
| (図表 12) | 中小企業からみた金融機関の貸出態度      |
| (図表 13) | <b>金利関連指標</b>          |
| (図表 14) | 貸出金利                   |
| (図表 15) | スプレッド貸出のスプレッド          |
| (図表 16) | 実質金利                   |
| (図表 17) | MCI、FCI                |
| (図表 18) | <b>マネー関連指標</b>         |
| (図表 19) | マネタリーベース               |
| (図表 20) | マネーサプライ                |
| (図表 21) | M2 + CD増減とバランスシート項目の対応 |
| (図表 22) | 広義流動性                  |
| (図表 23) | <b>企業倒産関連指標</b>        |
| (図表 24) | 企業倒産                   |
| (図表 25) | <b>量的金融指標と経済活動</b>     |
| (図表 26) | 安全資産選好                 |

## クレジット関連指標

## 〈銀行貸出残高〉

	2002年	— 前年比%					
		03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
銀行計	-2.6 [-4.8]	-2.3 [-4.7]	-2.2 [-4.6]	-2.0 [-5.0]	-1.8 [-5.0]	-1.9 [-4.8]	-1.9 [-5.0]
都銀等	-4.3	-4.0	-3.8	-3.7	-3.6	-3.8	-3.7
地銀	0.2	0.5	1.4	1.5	1.7	1.8	1.8
地銀Ⅱ	-0.7	-0.8	-3.2	-2.7	-2.5	-2.4	-2.4

(注) 1. 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。

2. 都銀等は都銀・長信銀・信託銀。

対外非公表
-------

## 〈民間部門総資金調達〉

	2002年度	— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント						
		03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11	
民間部門総資金調達	-2.5	-2.7	-2.8	-2.6	-2.4	-2.5	-2.5	
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	-1.7	-1.7	-1.7	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3
	大手生保5社	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
	政府系	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1
	3公庫	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
	住宅公庫	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
	直接市場調達	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
	C P	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
	社債	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1

(注) 1. 償却・為替・流動化要因調整後。

2. 銀行・信金・外銀計は、都銀、長信銀、信託銀、地銀、第2地銀、外銀、信金の合計。

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。

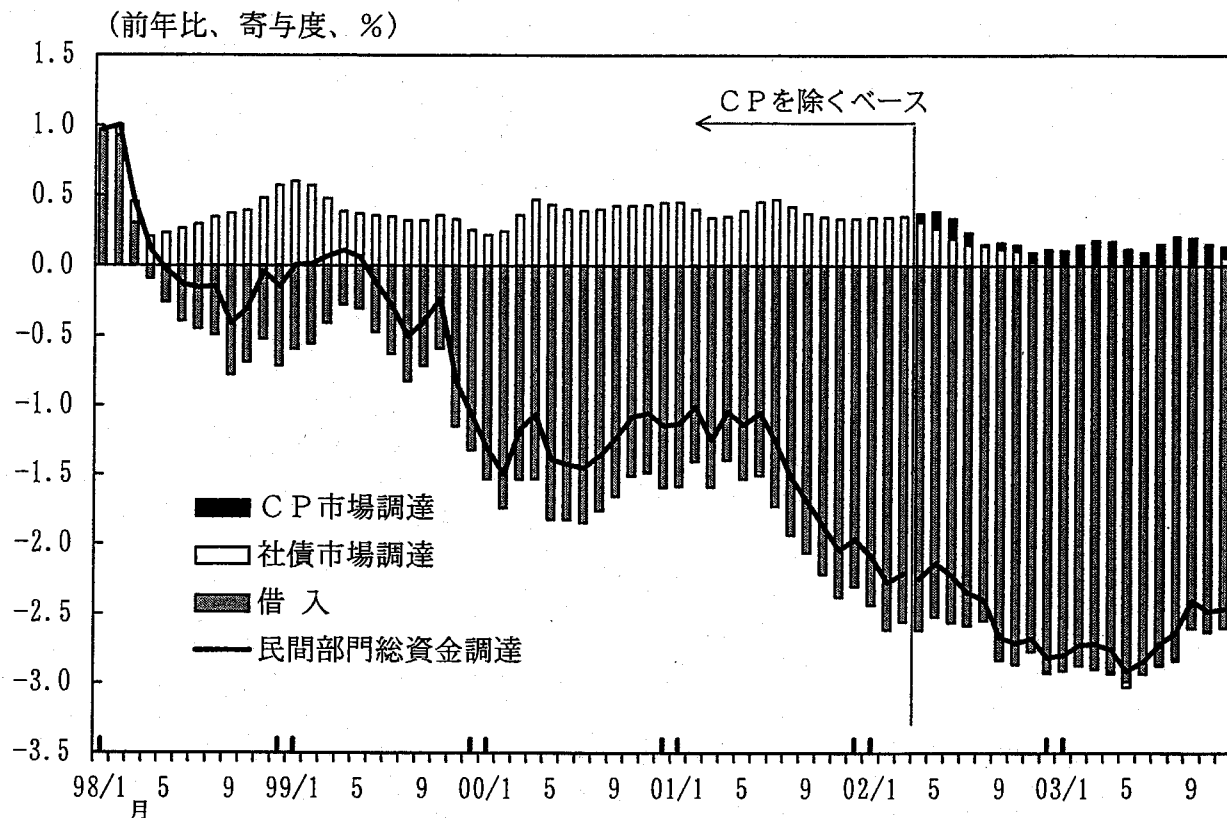
4. 住宅公庫の当月の計数については、業務局財政収支Gの予測値を用いている。

5. 社債残高はアイ・エヌ情報センターのデータ等を用いて推計。

6. 社債は前当月末の平均を平残としている。

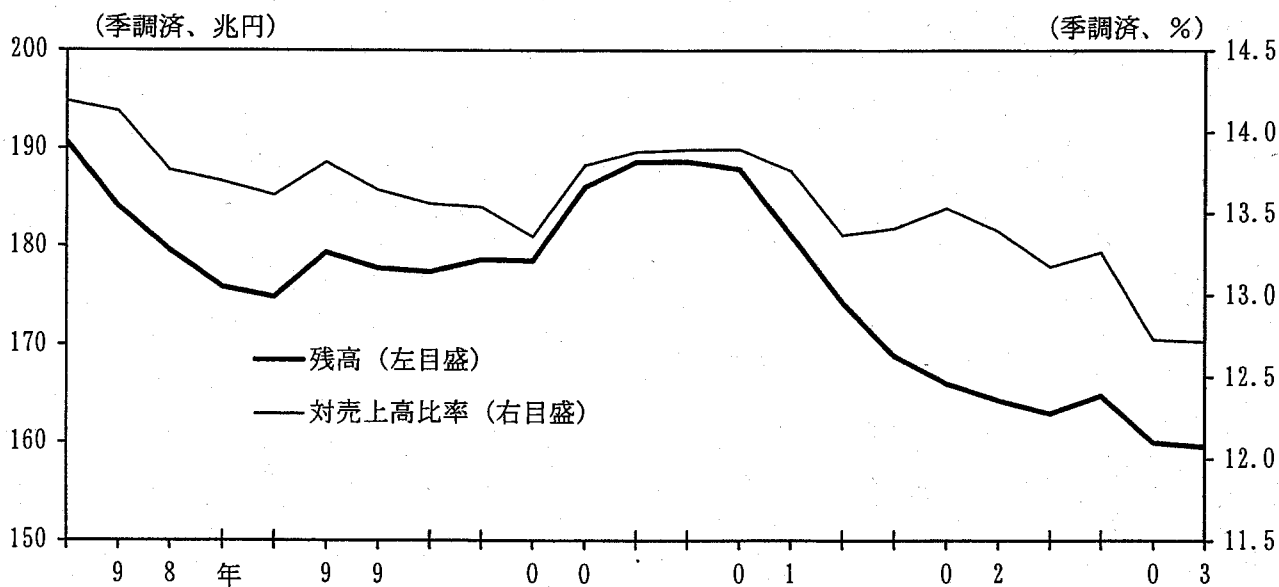
### 民間部門資金調達

対外非公表



(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。

### (参考) 企業間信用



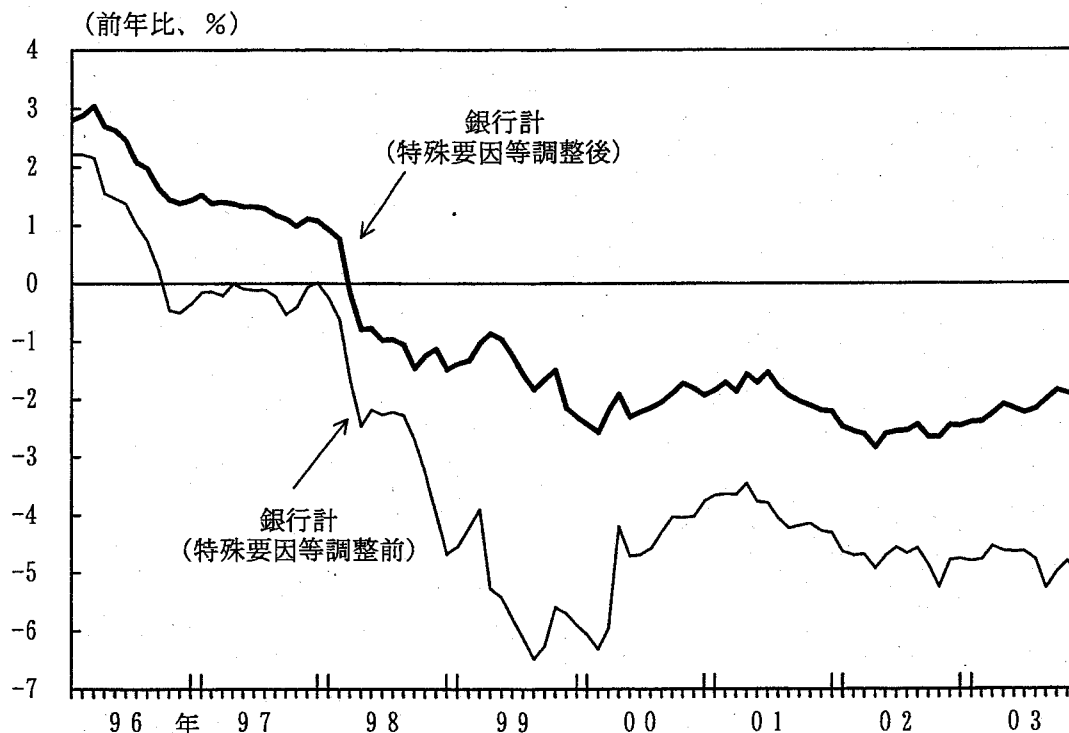
(注) 企業間信用 (買掛金+支払手形)、売上高 (年率換算値) とともに法人季報 (全産業・全規模計) ベース。



## 民間銀行貸出

98/9月以前の  
「特殊要因等調整後」  
計数は対外非公表

## (1) 貸出残高 (銀行計)



(注) 1. 総貸出平残ベース。

2. 特殊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。

3. 銀行計は、都銀、長信銀、信託銀、地銀、地銀Ⅱの合計。

## (2) 都銀等の貸出実績・計画

計画の計数は  
対外非公表

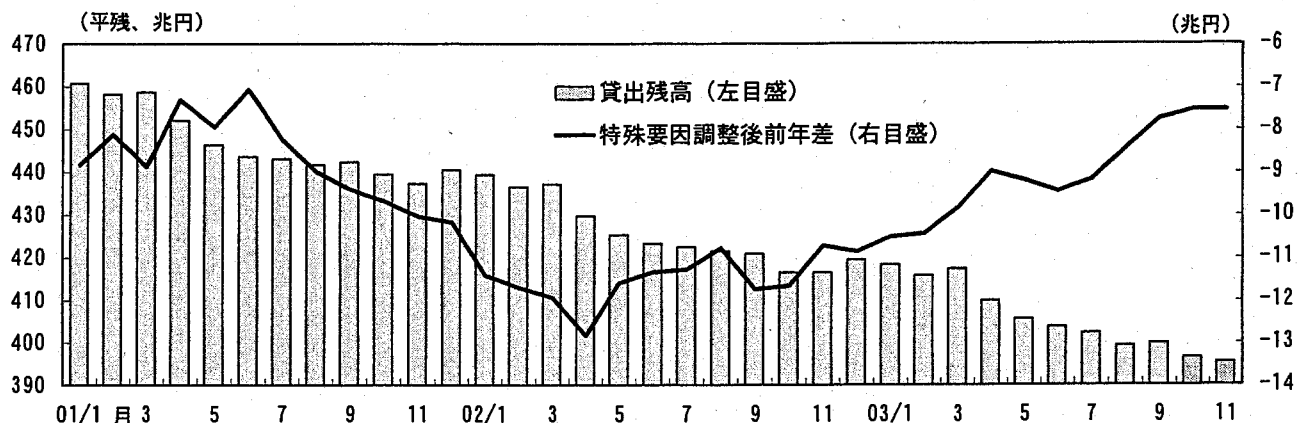
(前年比、%)

2002/ 12月 実績	2003/ 3月 実績	6月 実績	2003/ 9月 実績	10月 実績	11月 実績	2003/12月 9月時点 計画
▲ 4.1	▲ 3.9	▲ 3.8	▲ 3.6	▲ 3.8	▲ 3.7	▲ 2.4
[▲ 7.4]	[▲ 7.1]	[▲ 7.2]	[▲ 8.0]	[▲ 7.8]	[▲ 8.1]	[▲ 6.9]

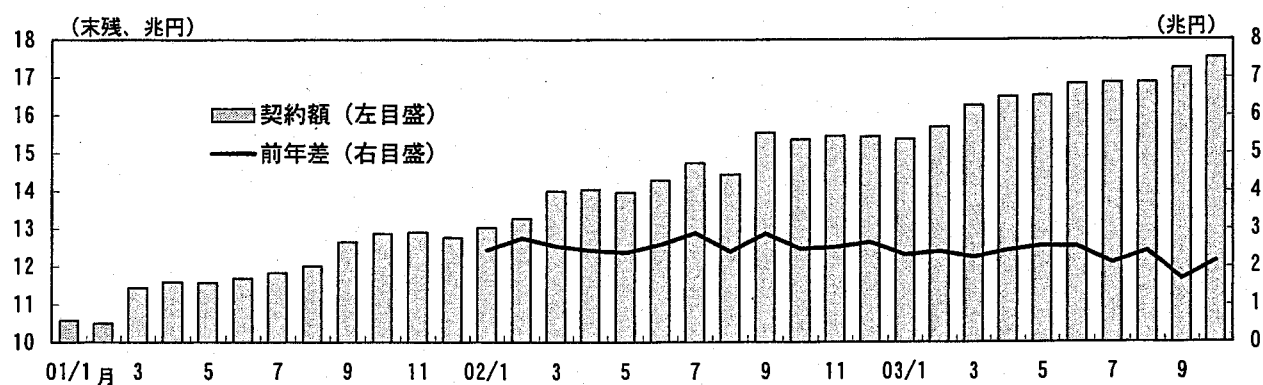
(注) 償却・為替・流動化要因調整後。[ ]内の計数は調整前。

## 銀行貸出とコミットメント・ライン等

### (1) 銀行貸出

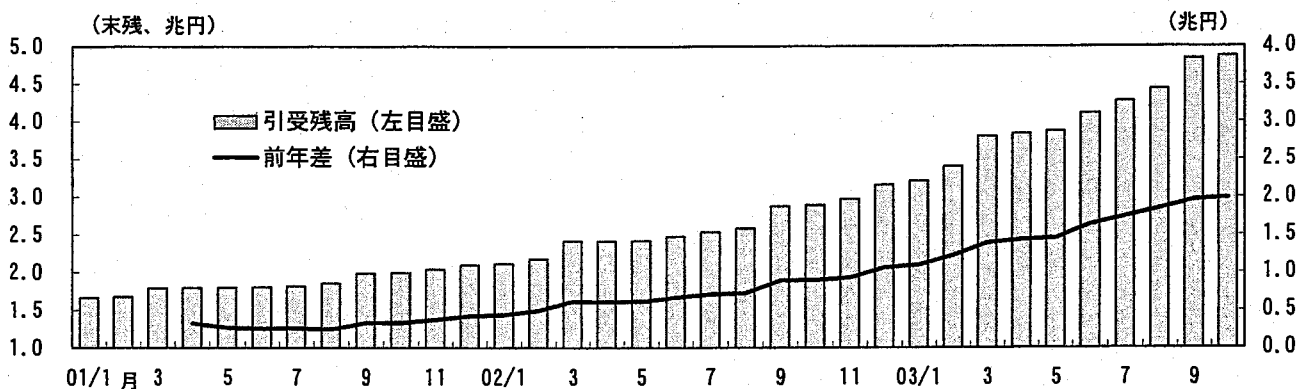


### (2) コミットメント・ライン契約額

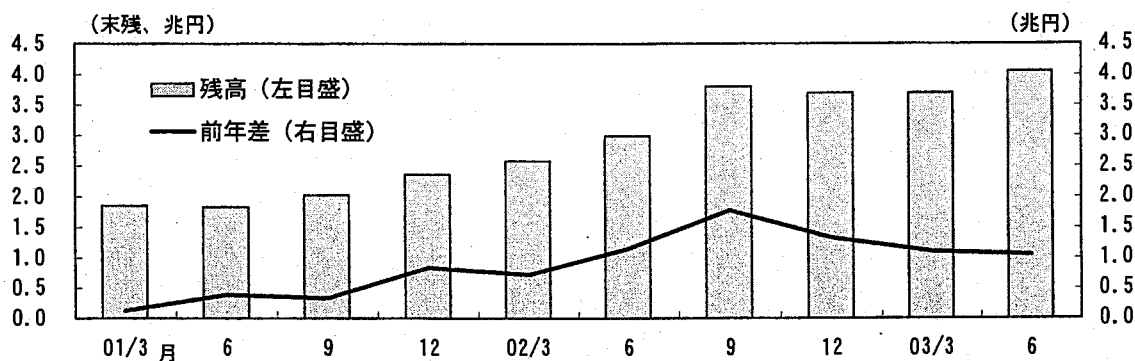


### (3) 私募債引受残高 (都銀等分)

対外非公表



### (参考) 債権流動化関連商品残高

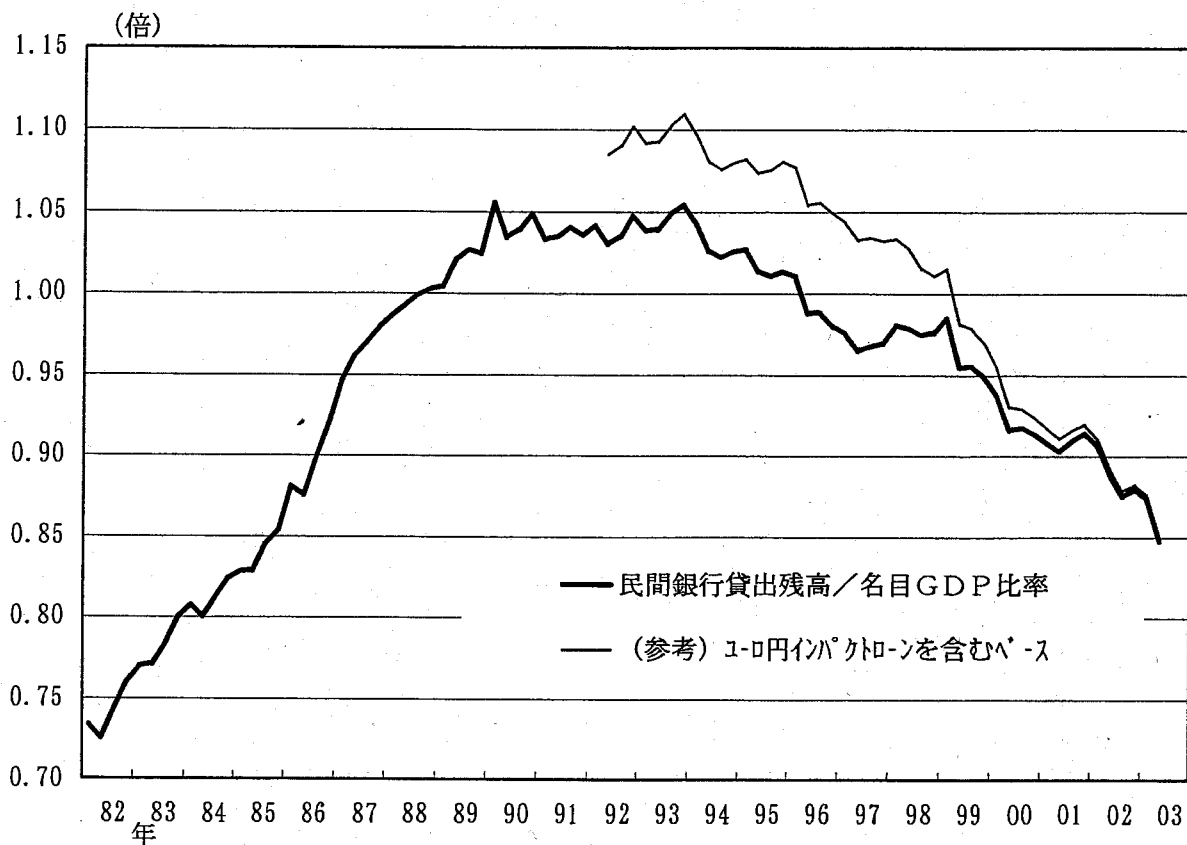


(注) 計数は資金循環による。

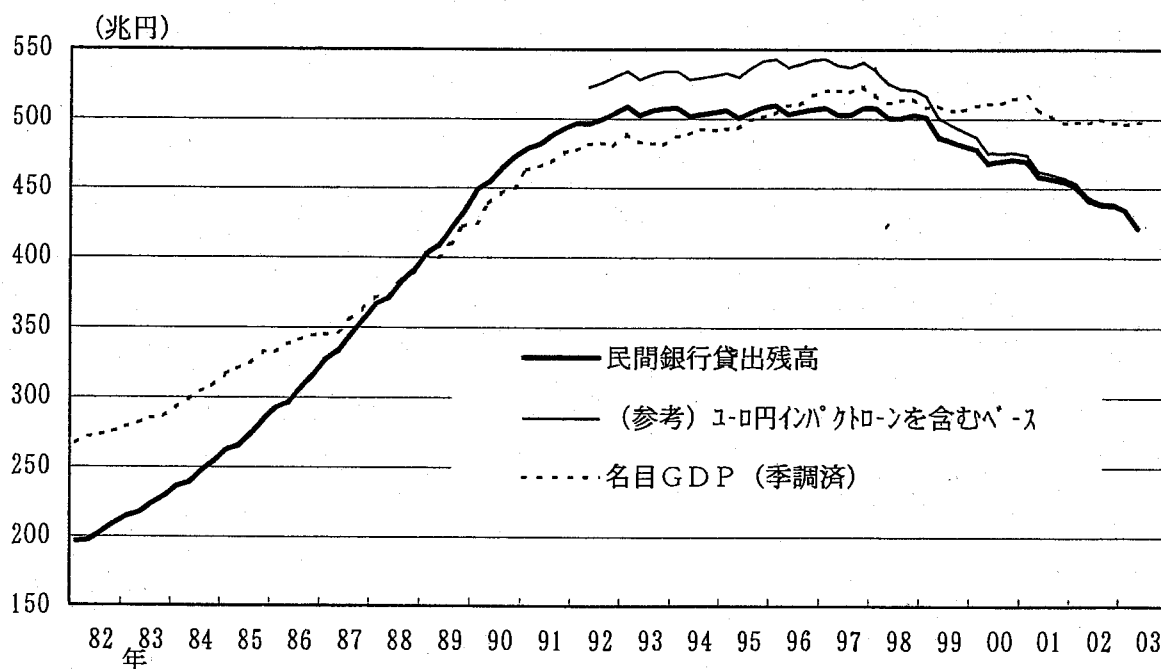
(図表5)

ユーロ円インパの  
計数は対外非公表

### 民間銀行貸出／名目GDP比率

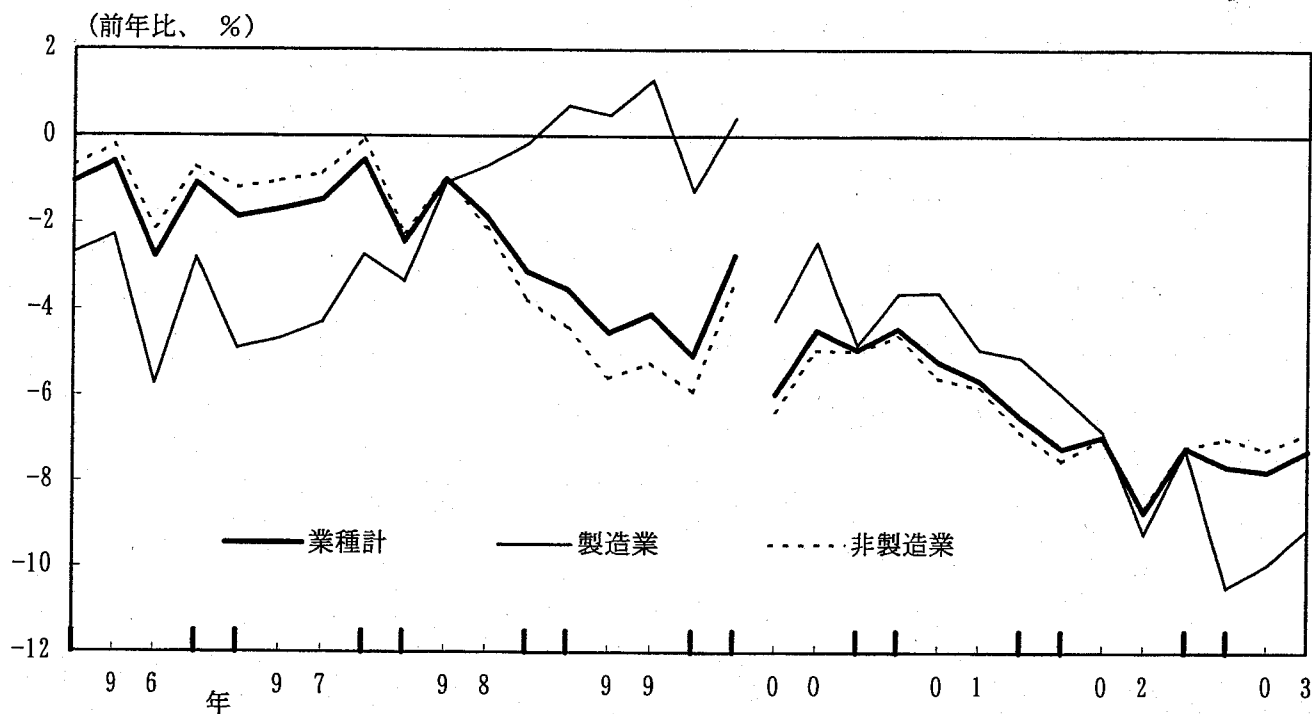


### (参考) 民間銀行貸出残高、名目GDPの実額



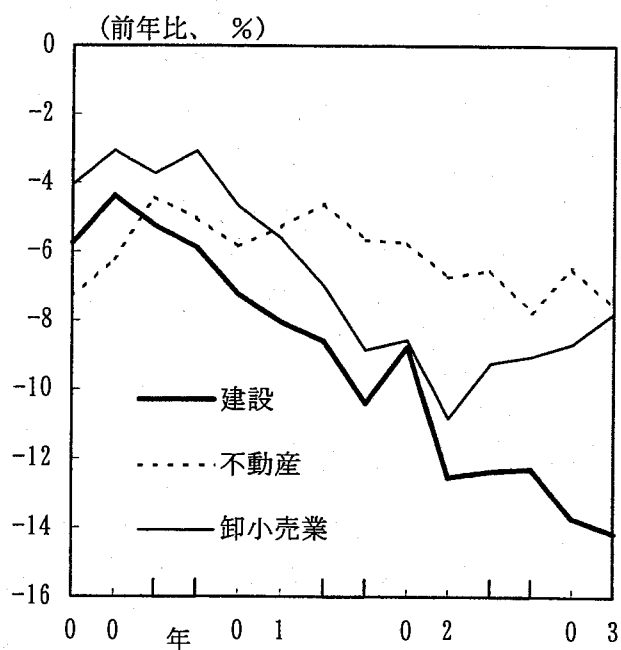
(注) 民間銀行貸出は、国内銀行・銀行勘定+信託勘定の値(93/3Qまでは全銀ベース)。

### 業種別貸出等

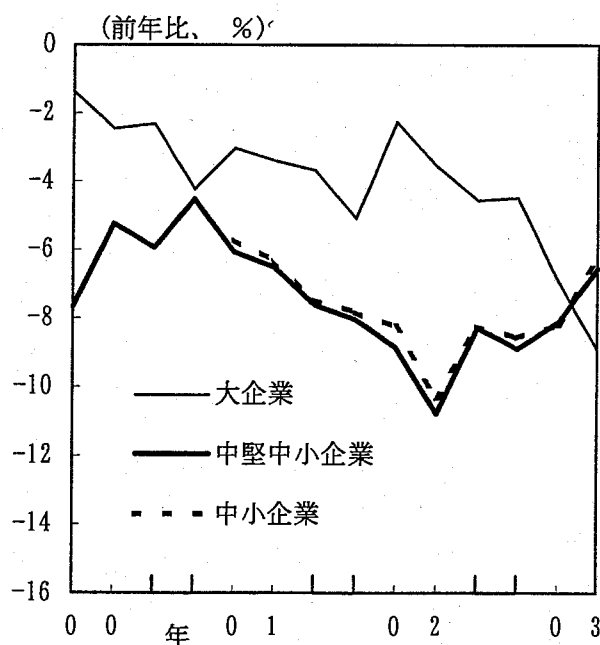


(注) 00/1Qまでは、国内銀行銀行・信託勘定ベースの前年比(計数は四半期末残)。00/2Q以降は、海外店勘定(国内向け)を含むベースの前年比。

(参考1) 主な非製造業種の動き

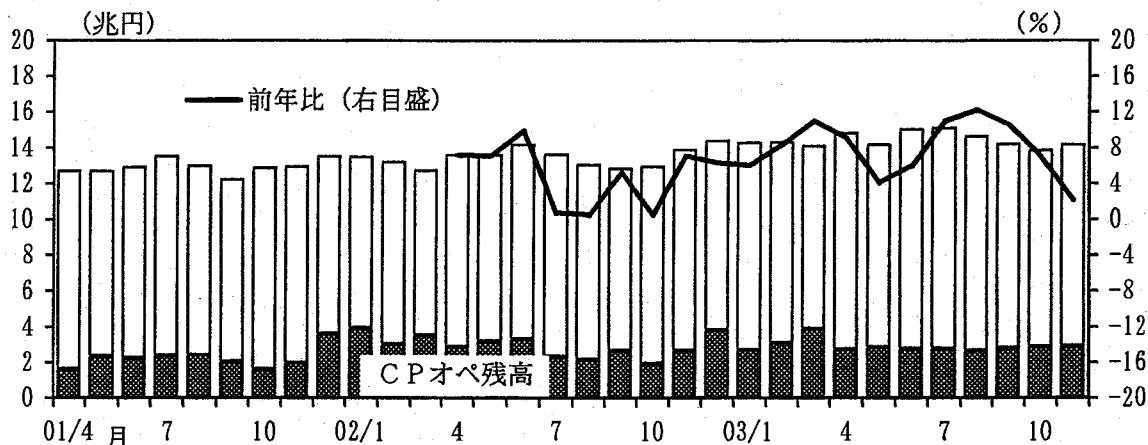


(参考2) 企業規模別貸出



## 資本市場調達 (CP・社債)

## (1) CP発行残高 (末残)



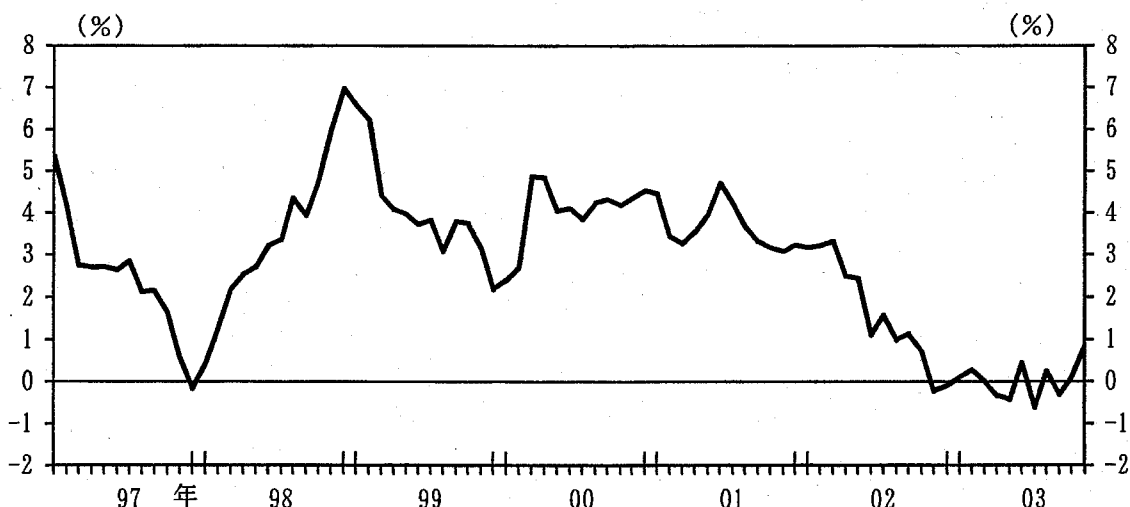
- (注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行発行分を含まない。

## (2) 社債発行額

	(億円)					
	03/1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
発行額	31,859	33,304	29,385	12,773	7,528	6,423
(前年)	(28,284)	(27,604)	(28,505)	(13,713)	(5,237)	(8,169)

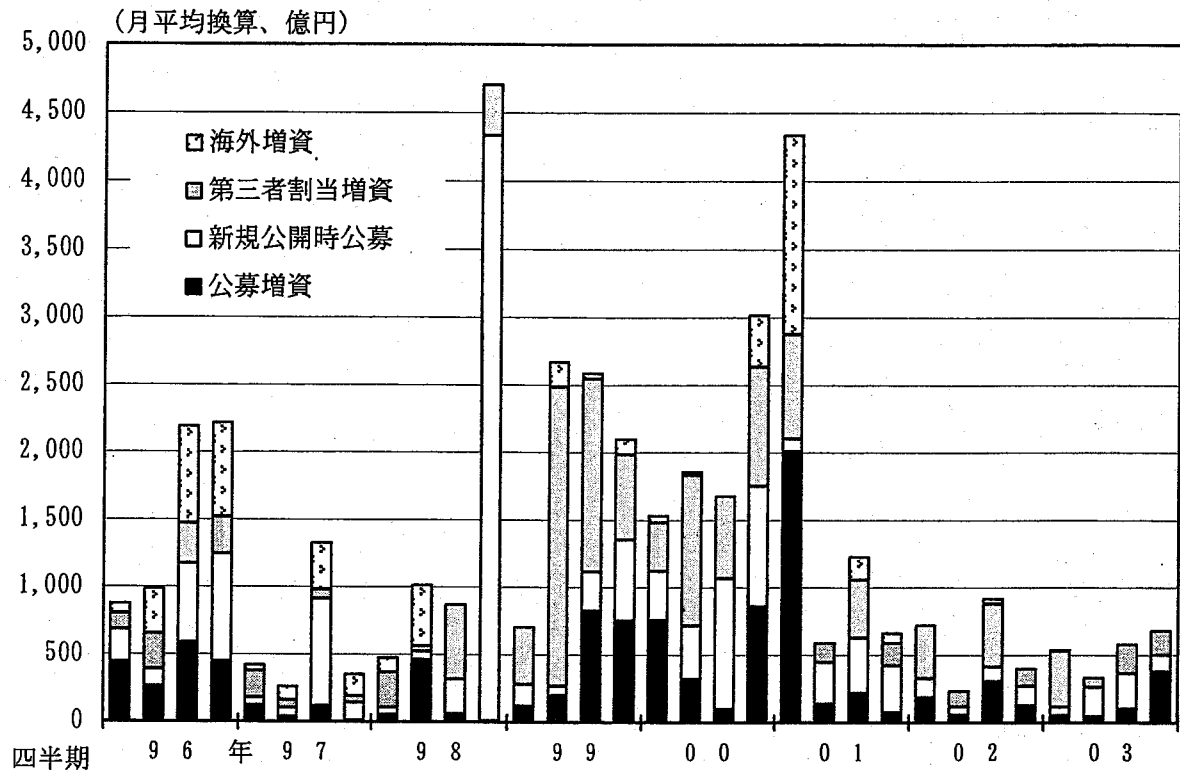
- (注) 1. 国内、海外で発行された普通社債、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債および国内で発行された資産担保債券の合計。  
2. 国内で発行された普通社債については、銀行発行分を含まない。  
3. 直近月分は、国内私募分に推定値を用いており、速報値。

## (3) 社債発行残高 (末残前年比)



- (注) 社債発行残高の前年比は以下の前提のもとで計算した推定値である。  
① 国内、海外で発行された普通社債、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債および資産担保債券の合計値。  
② 銀行発行分を含む。  
③ 社債発行残高前年比の計算に当たっては、以下の方法で、株式に転換された転換社債型新株予約権付社債の分を調整する。  
発行残高前年比 = (当月の社債発行残高 + 過去1年間に株式に転換された分の合計額) ÷ 前年同月の社債発行残高  
④ 直近月分の計算では、国内私募分にも推定値を用いており、速報値。

## 資本市場調達 (株式)



(注) 直近03/4Qは10~11月の平均値。

(四半期は月平均換算、億円)

	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
合計	536	329	576	753	631	n. a.
(前年)	(720)	(233)	(918)	(1,664)	(424)	(169)
公募増資	52	43	99	83	250	501
(前年)	(186)	(57)	(305)	(201)	(63)	(109)
新規公開	64	217	263	345	169	79
(前年)	(138)	(62)	(106)	(233)	(298)	(28)
第三者割当	411	69	214	325	212	148
(前年)	(396)	(114)	(469)	(1,175)	(63)	(32)
海外増資	9	0	0	0	0	n. a.
(前年)	(0)	(0)	(38)	(55)	(0)	(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. 98/4Qの新規公開時公募の急増は、NTTドコモによるもの(10月、約1.2兆円)。  
 3. 01/1Qの公募増資、海外増資の急増は、NTTドコモによるもの(2月、合計約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)。

## 企業金融関連指標

## ＜資金繰り D. I.＞

— %ポイント

		02/ 7~9月	10~12	03/ 1~3	4~6	7~9	03/9月	10	11
全国短観（全産業）	「楽である」 - 「苦しい」	- 9	- 9	- 9	- 6	- 6	/		
大企業		8	8	7	11	12			
中小企業		-16	-16	-15	-13	-12			
中小企業金融公庫	「余裕」- 「窮屈」	-21.2	-20.3	-17.3	-17.3	-14.6	-14.8	- 9.9	-12.6
商工中金	「(前月比) 好転」 - 「(前月比) 悪化」	- 7.3	- 6.9	- 7.9	- 6.2	- 5.0	- 4.0	- 4.6	- 3.1
国民生活金融公庫	「(前期比) 好転」 - 「(前期比) 悪化」	-34.7	-36.9	-37.8	-28.4	-30.0	/		

(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

		02/ 7~9月	10~12	03/ 1~3	4~6	7~9	03/9月	10	11
貸出態度判断 D. I.									
全国短観（全産業）	「緩い」- 「厳しい」	- 6	- 7	- 6	- 4	- 3	/		
大企業		5	3	5	6	8			
中小企業		-10	-10	- 9	- 8	- 5			
中小企業金融公庫	「緩和」- 「厳しい」	5.8	3.0	6.1	9.0	14.5	16.1	15.9	18.9
国民生活金融公庫	「(前期比) 容易」 - 「(前期比) 困難」	-23.9	-28.1	-25.4	-20.3	-18.3	/		

## 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」	7	6	3	9	8	/		
中小企業向け	+0.5×「やや慎重化」	30	34	35	32	32			

(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

	02/ 1~3月	4~6	7~9	10~12	03/ 1~3	4~6	7~9
資金過不足額（-：不足）	3.70	4.52	4.31	4.51	4.36	3.92	5.10
借入金対売上高比率	4.80	5.01	4.93	4.89	4.77	4.51	4.47
手元流動性比率	1.31	1.35	1.30	1.30	1.33	1.31	1.33
インタレスト・カバレッジ・レシオ	4.02	4.14	4.29	4.62	4.57	4.89	5.00

- (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。

## 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)

	02/4-6月	7-9	10-12	03/1-3	4-6	7-9		
企業向け	-29	-20	-13	-25	-23	-7	(-3)	
	(-13)	(-6)	(-8)	(-10)	(-11)	(-5)		
	大企業向け	-16	-9	-6	-13	-11		-8
	中堅企業向け	-20	-7	-6	-18	-10		-11
	中小企業向け	-26	-17	-9	-17	-20		-1
地公体向け	0	-5	2	18	-1	5	(3)	
	(1)	(-1)	(-1)	(9)	(3)	(-2)		
個人向け	5	7	9	9	8	16	(4)	
	(2)	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)		

(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. 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)

	02/4-6月	7-9	10-12	03/1-3	4-6	7-9	
大企業向け	6	7	6	3	9	8	(10)
	(3)	(9)	(11)	(7)	(5)	(11)	
中堅企業向け	12	18	16	13	18	18	(25)
	(11)	(19)	(24)	(21)	(15)	(20)	
中小企業向け	28	30	34	35	32	32	(38)
	(28)	(32)	(35)	(38)	(31)	(39)	

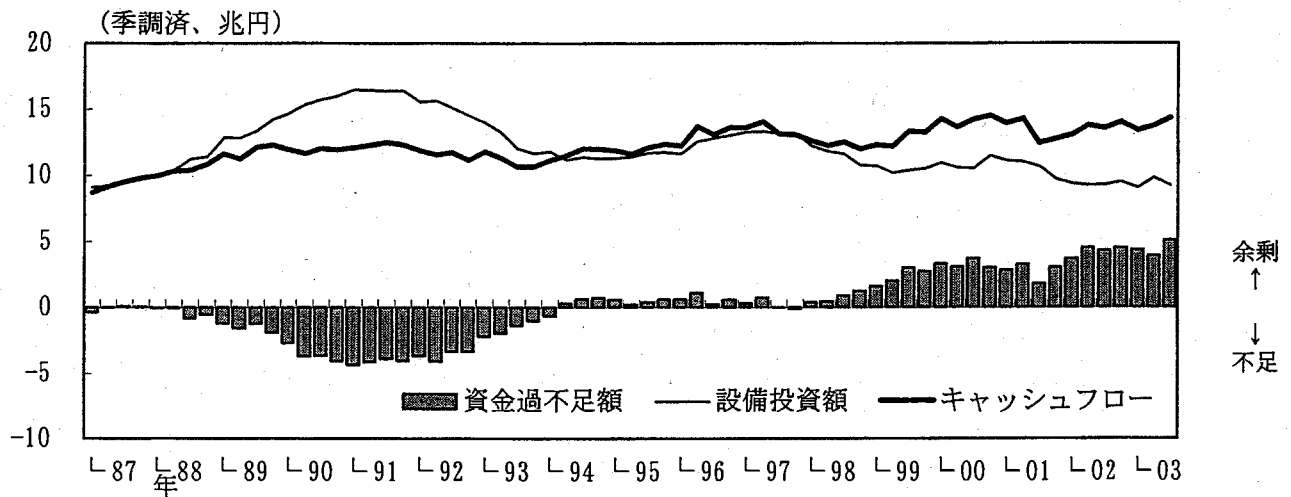
(注) 1. D.I. = (「積極化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや積極化」とした回答金融機関構成比) - (「慎重化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや慎重化」とした回答金融機関構成比)。

2. 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。



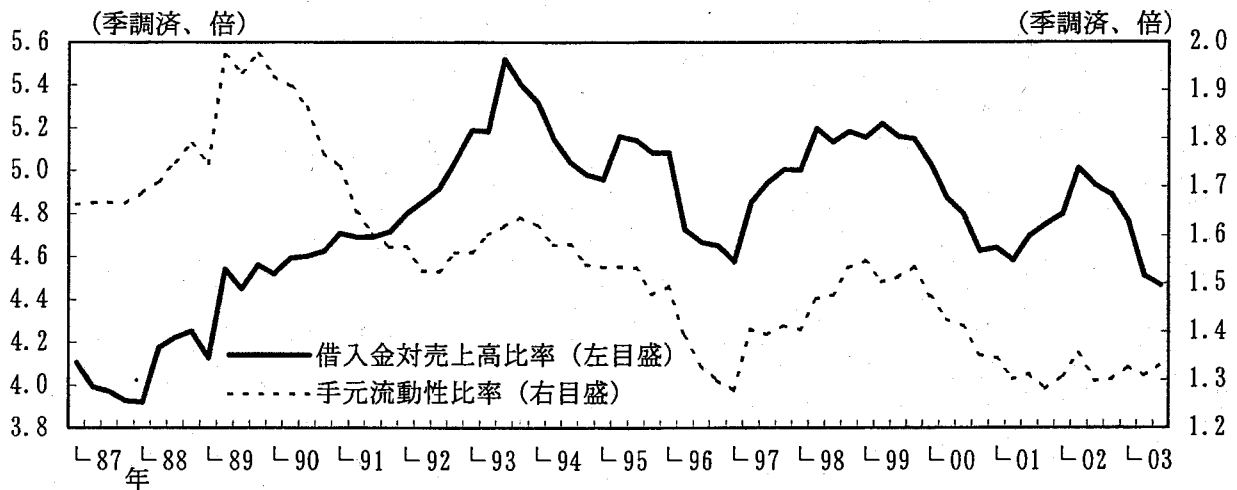
# 企業の財務状況

## (1) 資金過不足額



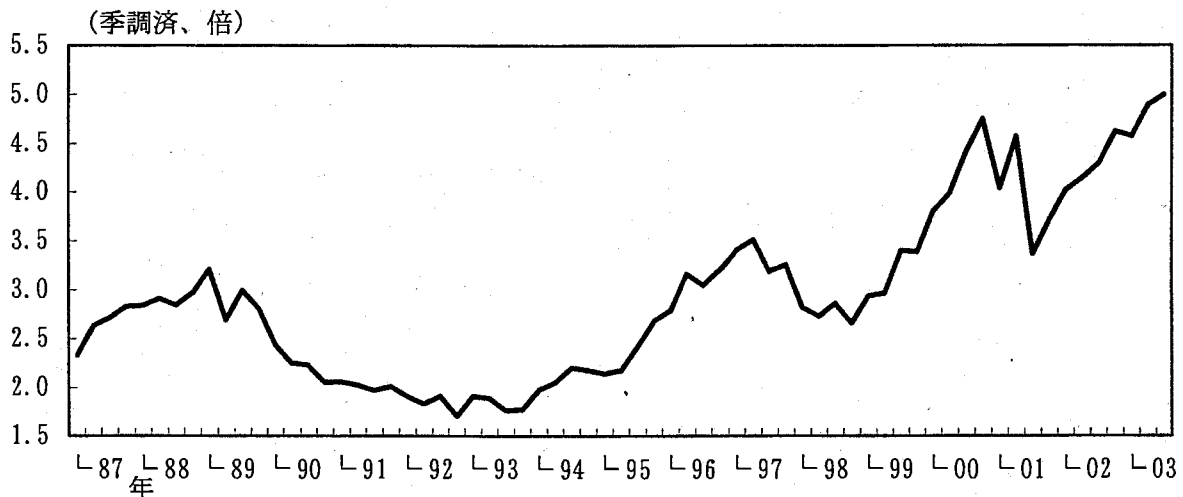
(注) 1. 資金過不足額=キャッシュフロー-設備投資額 (キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費)  
 2. 除くその他サービス大企業。断層修正済。

## (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

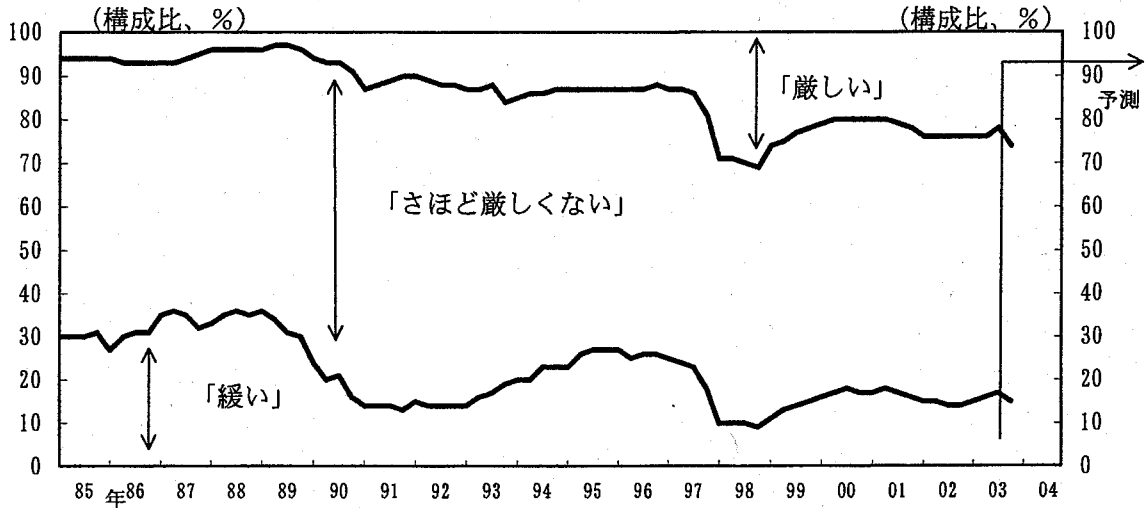
## (3) インタレスト・カバレッジ・レシオ



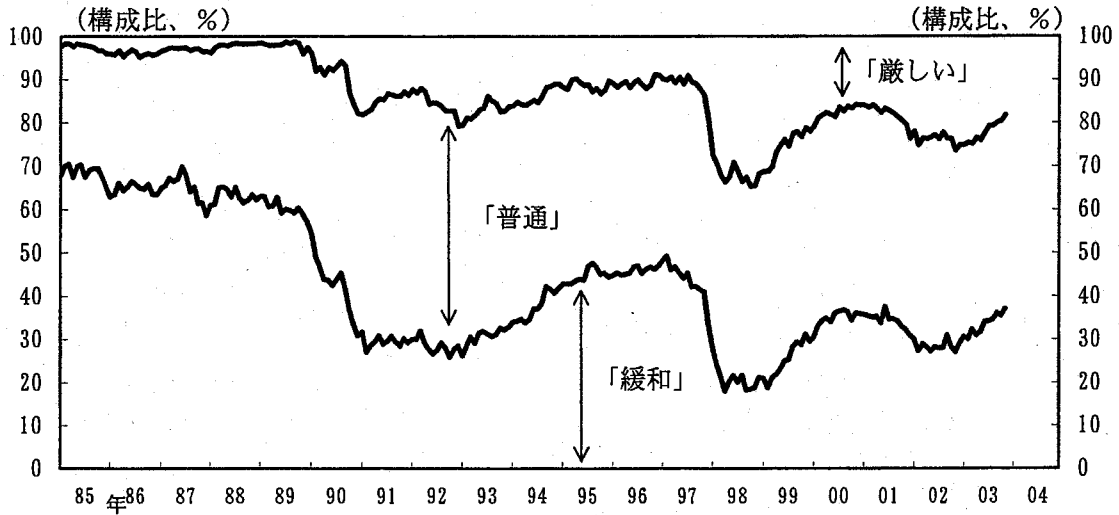
(注) インタレスト・カバレッジ・レシオ=(支払利息+経常利益) / 支払利息

### 中小企業からみた金融機関の貸出態度

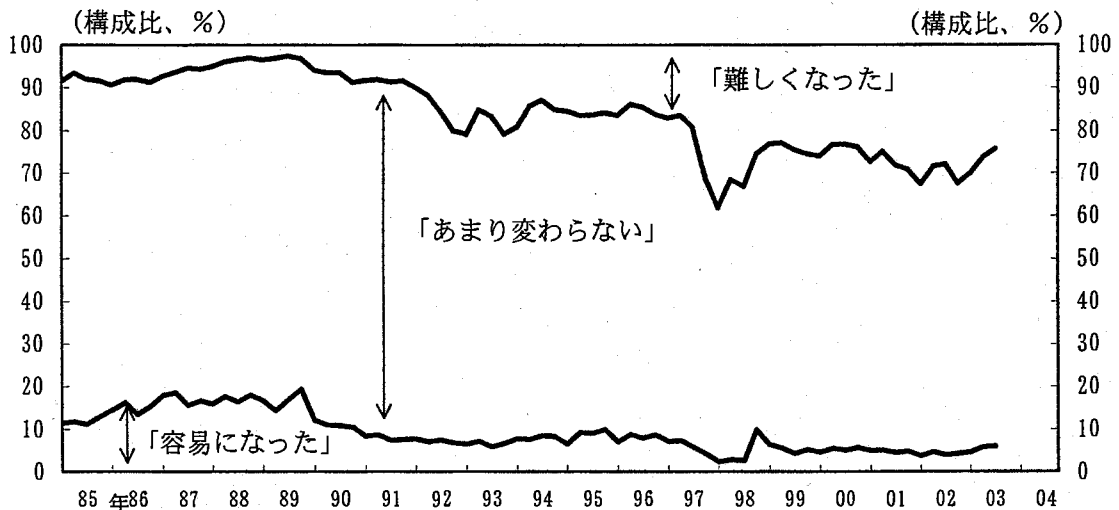
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点9月)



(2) 中小公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点11月中旬)



(3) 国民公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点9月10日)



## 金利関連指標

(図表 13)

## ＜市場金利＞

	02/12月末	03/3	6	9	03/10月末	11	12/10日
無担保コールト (オパ・ナイト物)	0.002	0.021	0.001	0.013	0.002	0.001	0.001
CD発行レート (120日未満)	0.037	0.047	0.038	0.035	0.032	0.030	—
ユーロ円 TIBOR (3か月物)	0.10	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.08
国債流通利回り (10年新発債)	0.900	0.700	0.835	1.385	1.460	1.295	1.310

## ＜企業の資金調達コスト＞

	02/12月	03/3	6	9	03/10月	11	12/10日
短期プライムレート (末値)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
長期プライムレート (末値)	1.65	1.50	1.25	1.85	1.65	1.80	1.70
貸出約定平均金利							
新規	短期	1.614	1.628	1.582	1.585	1.655	
	長期	1.616	1.588	1.661	1.684	1.740	
	総合	1.615	1.610	1.611	1.629	1.688	
ストック	短期	1.525	1.540	1.568	1.494	1.492	
	長期	2.042	2.014	1.989	1.979	1.976	
	総合	1.834	1.829	1.828	1.803	1.811	
3か月物CP発行レート (A-1格またはJ-1格以上)	0.09	0.05	0.04	0.06	0.05	0.04	—
社債発行クーポン (AA格)	0.47	0.38	0.37	1.67	1.11	0.78	—
スプレッド	+0.14	+0.12	+0.18	+0.10	+0.13	+0.09	—

(注) 1. CP発行レートは、当該月の月中平均値 (オベ先 29社ベース)。

2. 社債発行クーポン=同年限の国債流通利回り+スプレッド。銀行・ノンバンク分等を除く、月中平均値。

## ＜預金金利＞

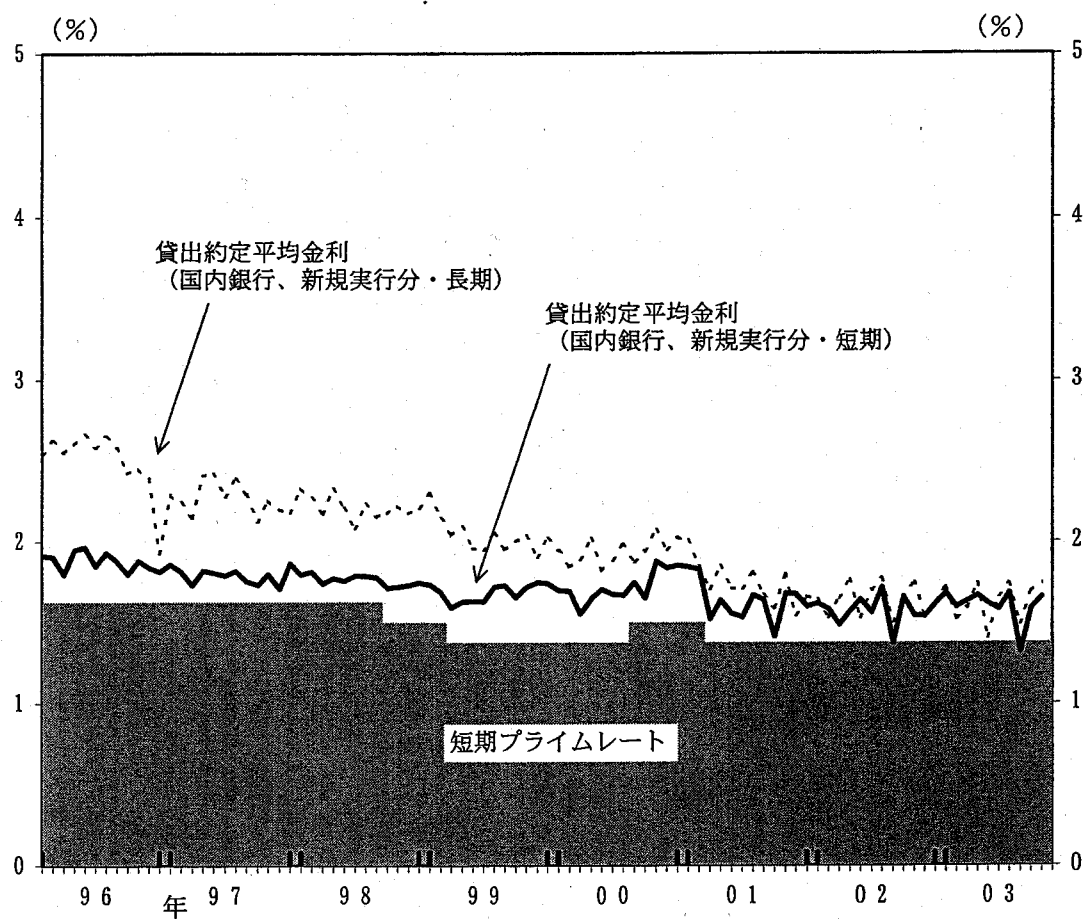
	02/12月末	03/3	03/6	9	03/10月末	11	12月直近週
普通預金	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001
定期預金 (1,000万円以上、6か月)	0.022	0.022	0.021	0.021	0.022	0.021	0.021

(注) 月末を含む週の平均店頭表示金利。

## ＜参考＞

	02/12月末	03/3	6	9	03/10月末	11	12/10日
為替相場	円/ドル	119.37	119.02	119.82	110.48	108.99	109.34
	ユーロ/円	124.42	129.41	137.25	128.87	126.64	130.43
株式市場	日経平均株価 (円)	8,578	7,972	9,083	10,219	10,559	10,100
	TOPIX (ポイント)	843	788	903	1,018	1,043	999

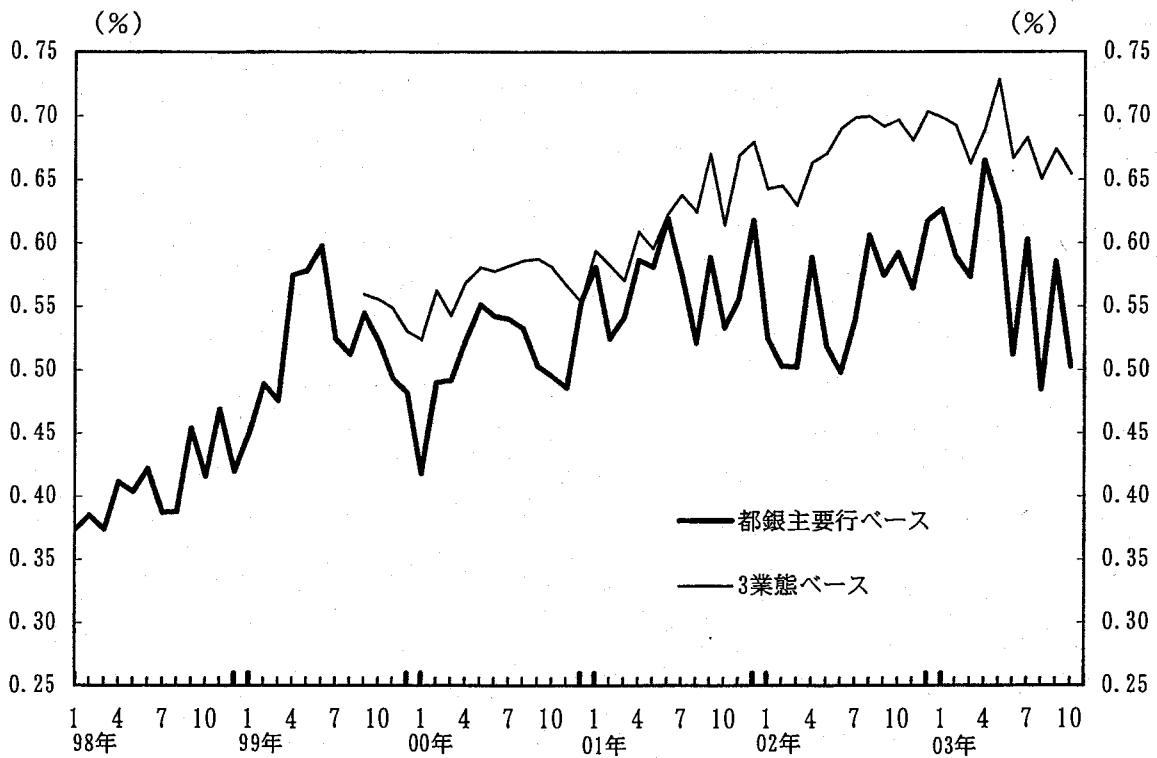
# 貸出金利



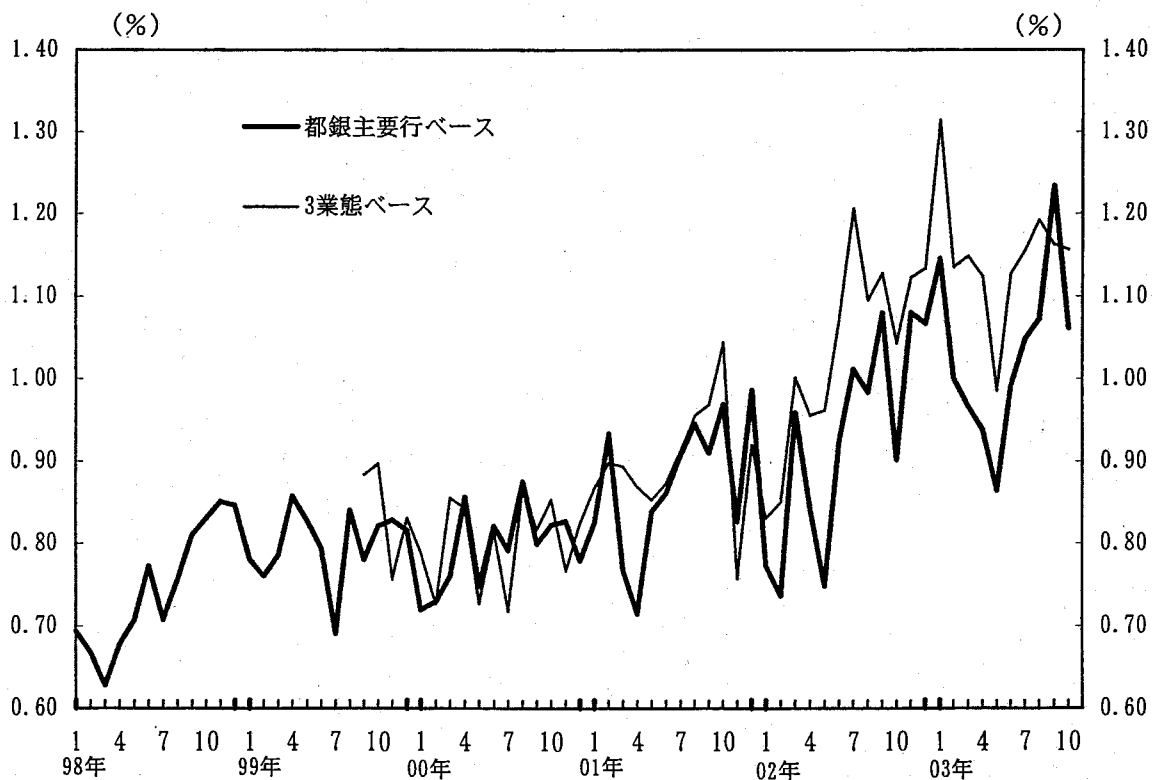
(注) 短期プライムレートは月末時点。

# スプレッド貸出のスプレッド

## (1) 短期



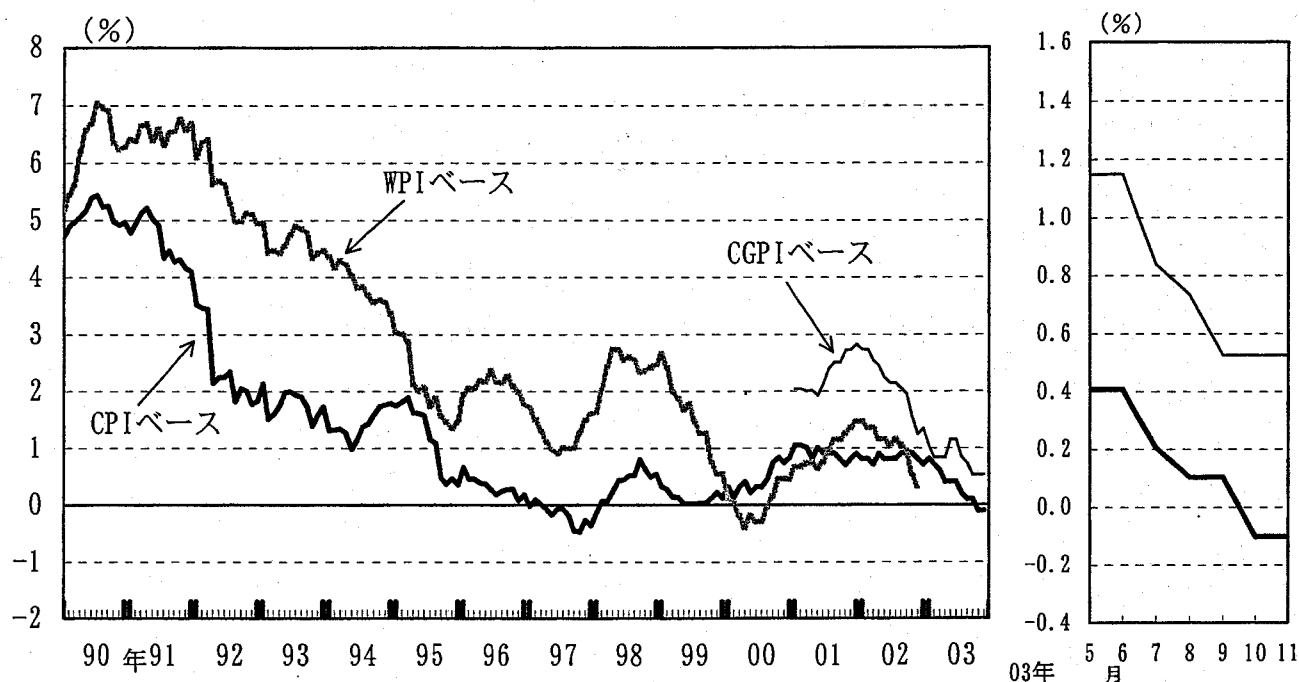
## (2) 長期



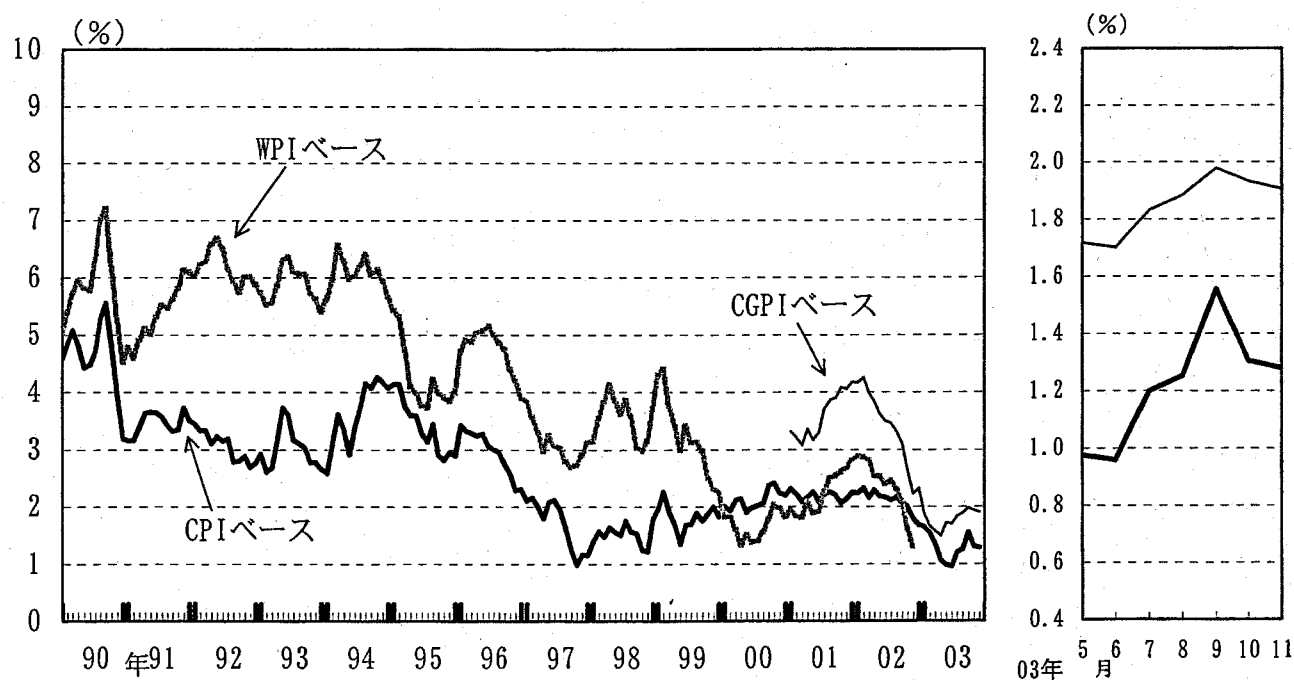
# 実質金利

— 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)



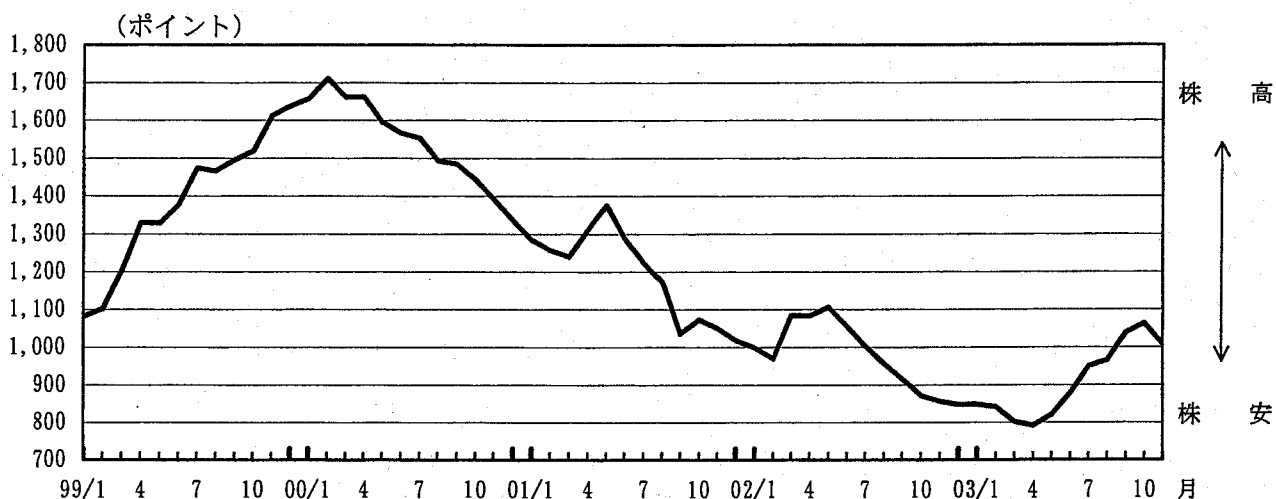
## (2) 実質長期金利 (国債10年物利回り－インフレ率)



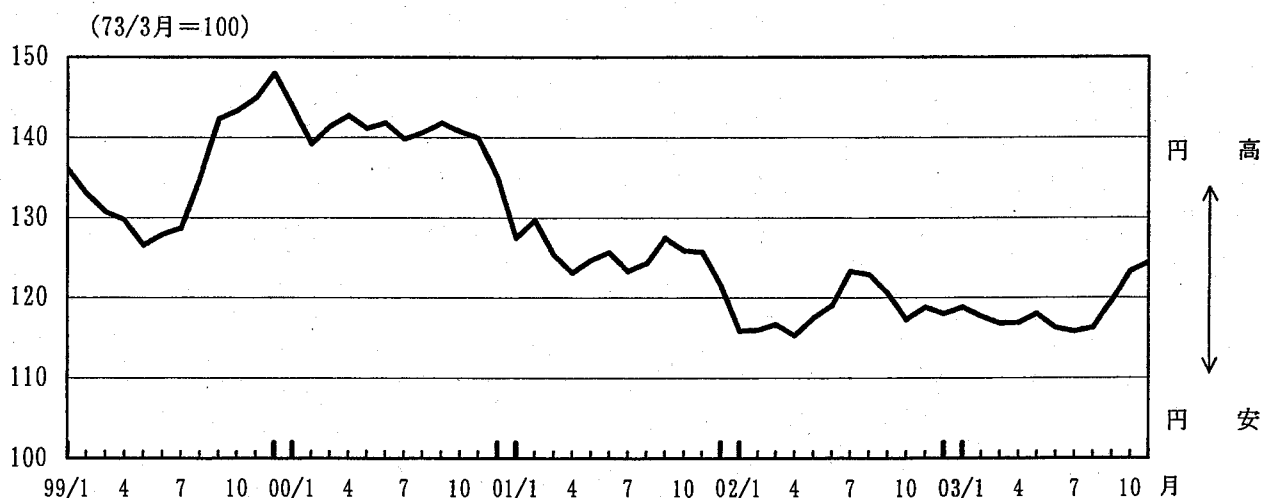
- (注) 1. 消費者物価は、除く生鮮食品、消費税要因を調整したベース (前年比)。  
2. 国内卸売物価および国内企業物価は、消費税要因を調整したベース (前年比)。  
3. 03/11月の消費者物価の前年比は、03/10月から横這いと仮定。

MCI、FCI

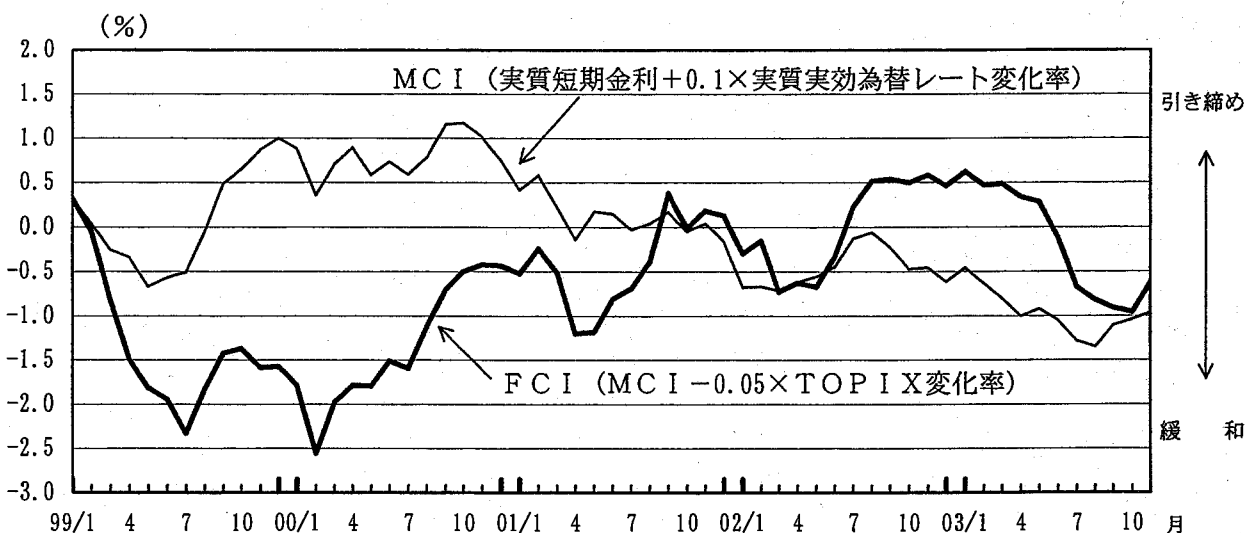
(1) 株価 (TOPIX)



(2) 為替レート (実質実効為替レート)



(3) MCI、FCI



(注) 1. MCI : Monetary Conditions Index, FCI : Financial Conditions Index  
 2. 実質短期金利は、「無担保コールレート(オーバーナイト物) - CPI (総合除く生鮮) 前年比」。  
 3. 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。  
 4. 11月の消費者物価 (総合除く生鮮) の前年比は、10月から横這いと仮定。

# マネー関連指標

(図表 18)

## <マネタリーベース>

—— 平残前年比、% ; 残高、兆円

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11	2002年 平残
マネタリーベース (平残、兆円)	25.7	12.3 (95.0)	16.1 (101.9)	20.6 (103.7)	20.9 (103.6)	20.6 (103.6)	16.7 (104.3)	87
日本銀行券発行高	13.1	8.0	4.8	5.2	5.1	4.7	4.4	66
貨幣流通高	1.9	1.9	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	4
日銀当座預金	157.6	32.5	64.3	94.0	95.2	95.2	65.9	16
(参考)金融機関保有現金	24.4	8.7	-1.5	6.1	6.1	7.0	3.6	7

## <マネーサプライ>

——平残前年比、< >は季調済3か月前比年率、% ; 残高、兆円

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11	2002年 平残
M2 + CD	3.3	1.9	1.6	1.8	1.8	1.5	1.6	668
	—	—	—	—	< 2.2 >	< 1.1 >	< 0.3 >	—
M1	27.6	19.6	4.7	5.3	5.7	5.5	5.3	319
現金通貨	11.2	7.5	5.3	4.8	4.7	4.2	4.3	64
預金通貨	32.5	23.0	4.5	5.5	5.9	5.8	5.6	255
準通貨	-11.5	-10.4	-1.2	-0.8	-1.0	-1.3	-1.2	328
CD	-19.0	-26.3	-7.3	-12.5	-15.9	-16.6	-14.3	21
広義流動性	1.5	1.7	0.2	1.2	1.4	1.2	1.1	1,324
[ ]旧簡保福祉事業団 要因調整後前年比	—	—	[ 2.1 ]	[ 3.4 ]	[ 3.6 ]	[ 3.3 ]	[ 3.2 ]	—

(注) 03/4月に旧簡易保険福祉事業団が郵政公社に統合されたことに伴い、同事業団の保有金融資産(主に金銭信託)は、マネーサプライ統計の集計対象外となった。

## <主要金融商品の内訳 (広義流動性ベース) >

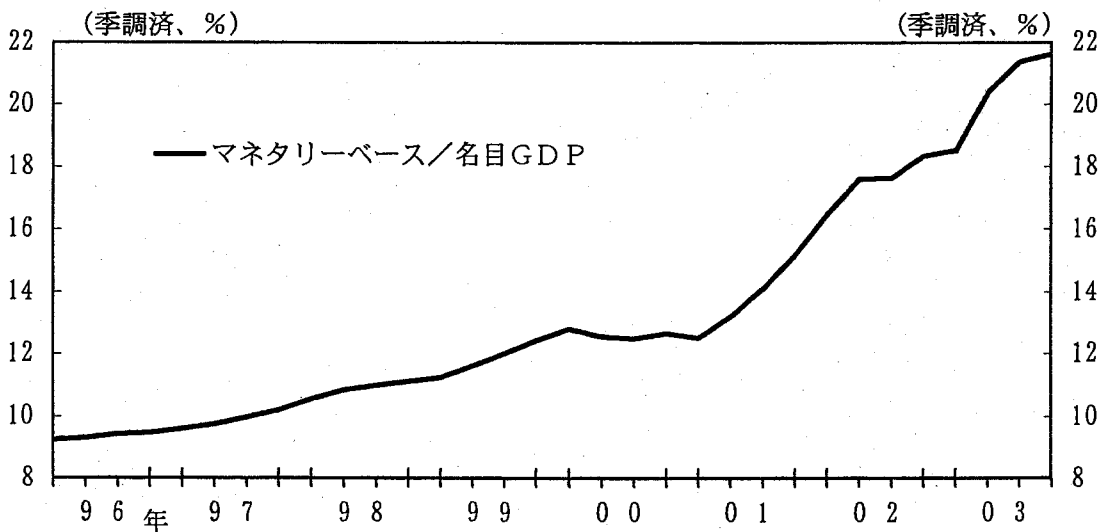
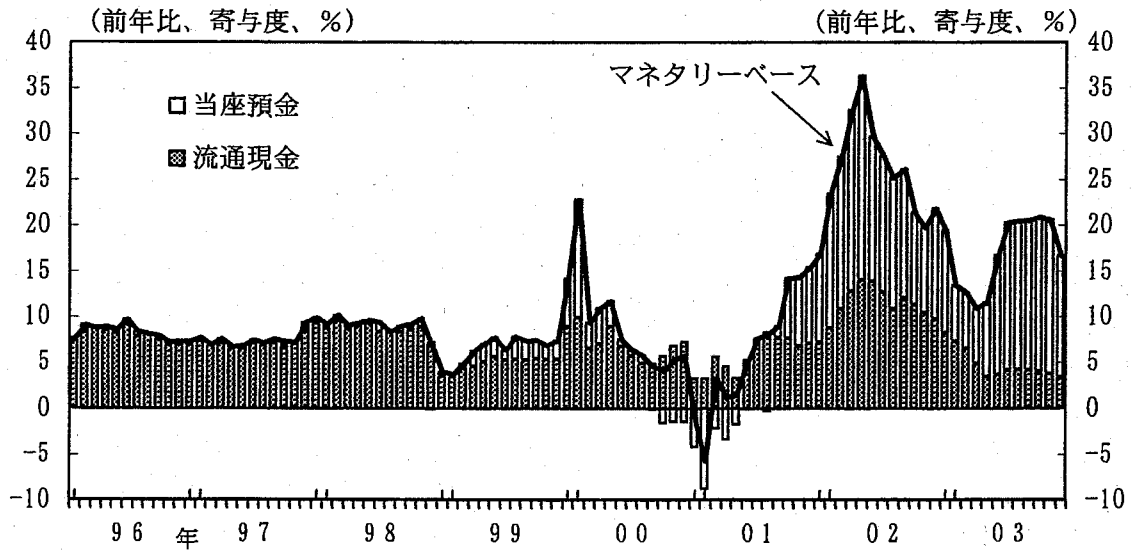
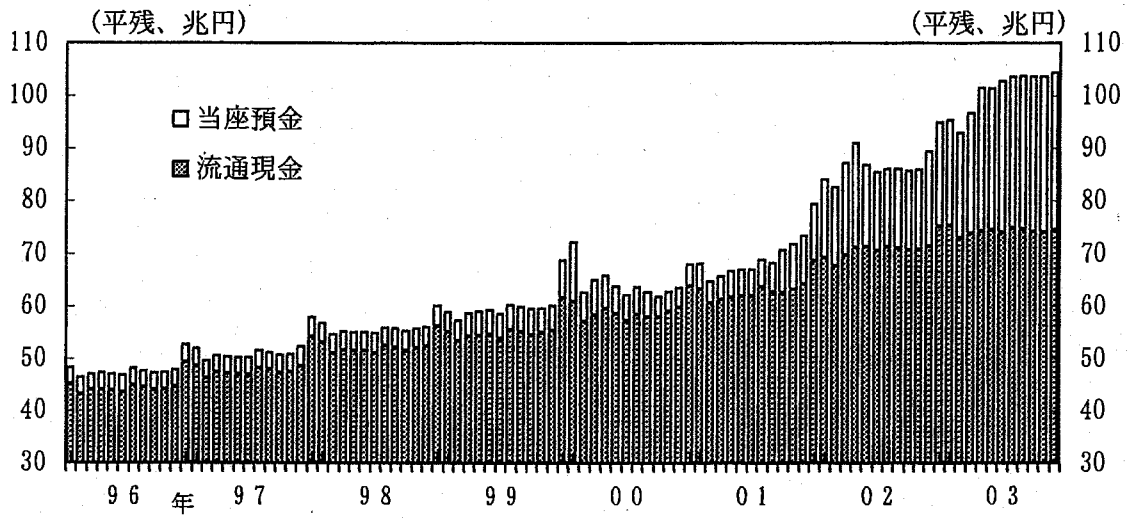
—— 平残前年比、% ; 残高、兆円

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11	2002年 平残
郵便貯金	-2.8	-1.3	-2.0	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	241
金銭信託	-2.0	-1.1	-18.5	-21.4	-21.3	-20.4	-19.5	110
その他預貯金	-0.6	0.3	1.2	1.7	1.8	1.8	1.9	107
国債・FB・債券現先	33.3	26.6	17.6	26.2	28.0	27.7	27.7	104
投資信託	-27.7	-9.3	-6.6	-8.8	-6.7	-4.8	-4.3	31
株式投信 <sup>(注)</sup>	(14.5)	(18.0)	(15.5)	(8.0)	(6.1)	(5.7)	(7.3)	24
公社債投信 <sup>(注)</sup>	(-42.3)	(-32.0)	(-27.8)	(-20.1)	(-18.6)	(-20.3)	(-20.0)	23
金融債	-22.8	-27.9	-25.5	-22.5	-20.5	-19.3	-18.1	20
外債	6.2	1.0	12.3	24.1	25.4	16.0	7.6	35

(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)。



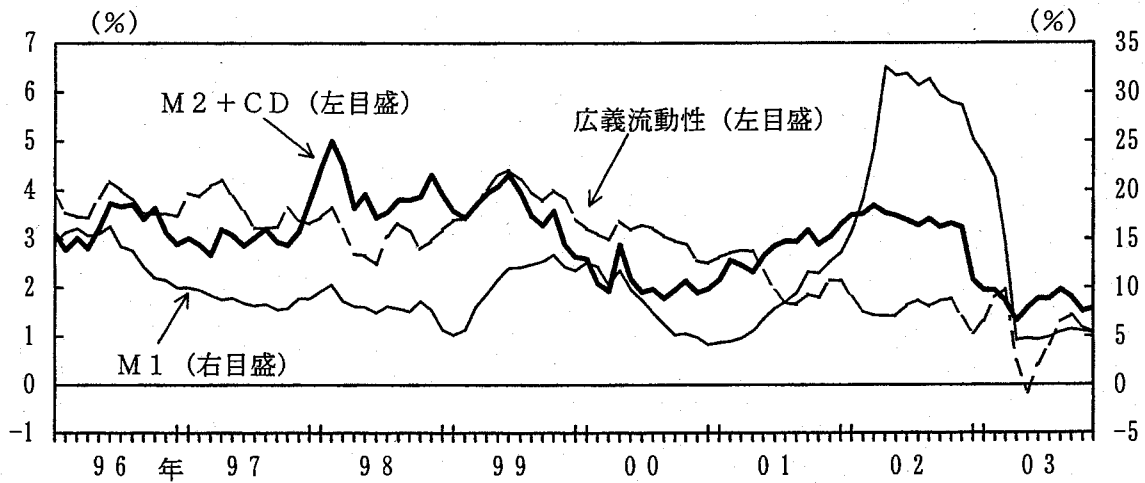
# マネタリーベース



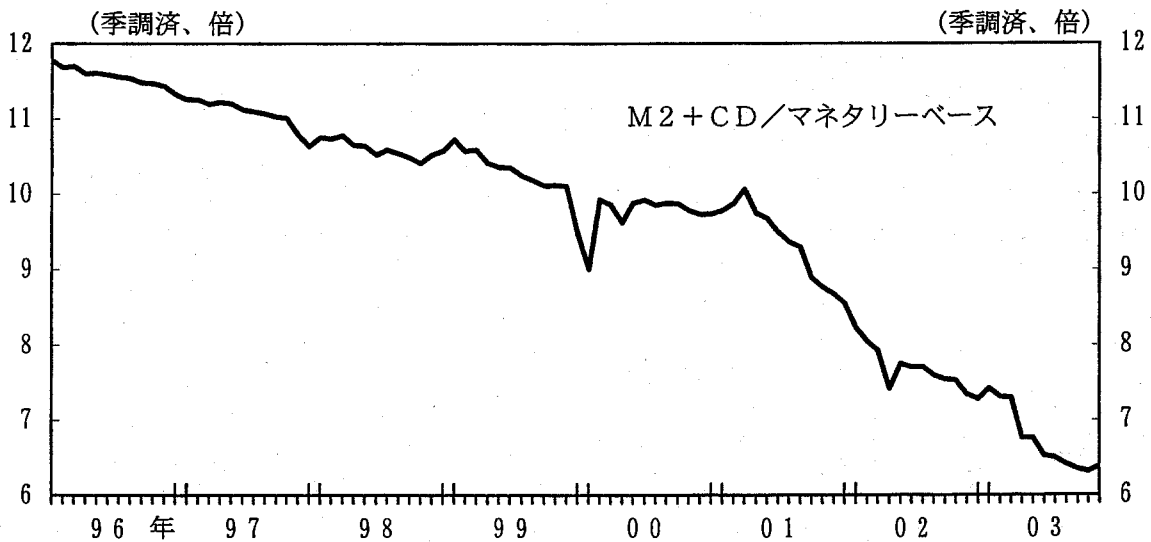
(注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣<ともに金融機関保有分を含む>)+日銀当座預金  
2. 03/4Qのマネタリーベースは10~11月の平均値、名目GDPは03/3Qから横這いと仮定。

### マネーサプライ (M1、M2 + CD、広義流動性)

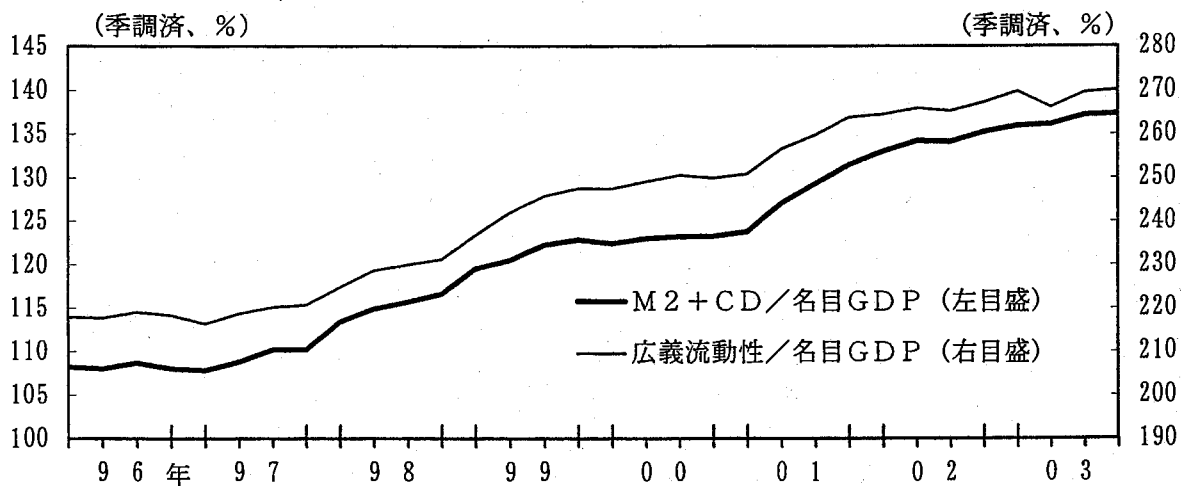
#### (1) 前年比



#### (2) 信用乗数 (=M2 + CD / マネタリーベース)



#### (3) マーシャルのk (=マネーサプライ / 名目GDP)



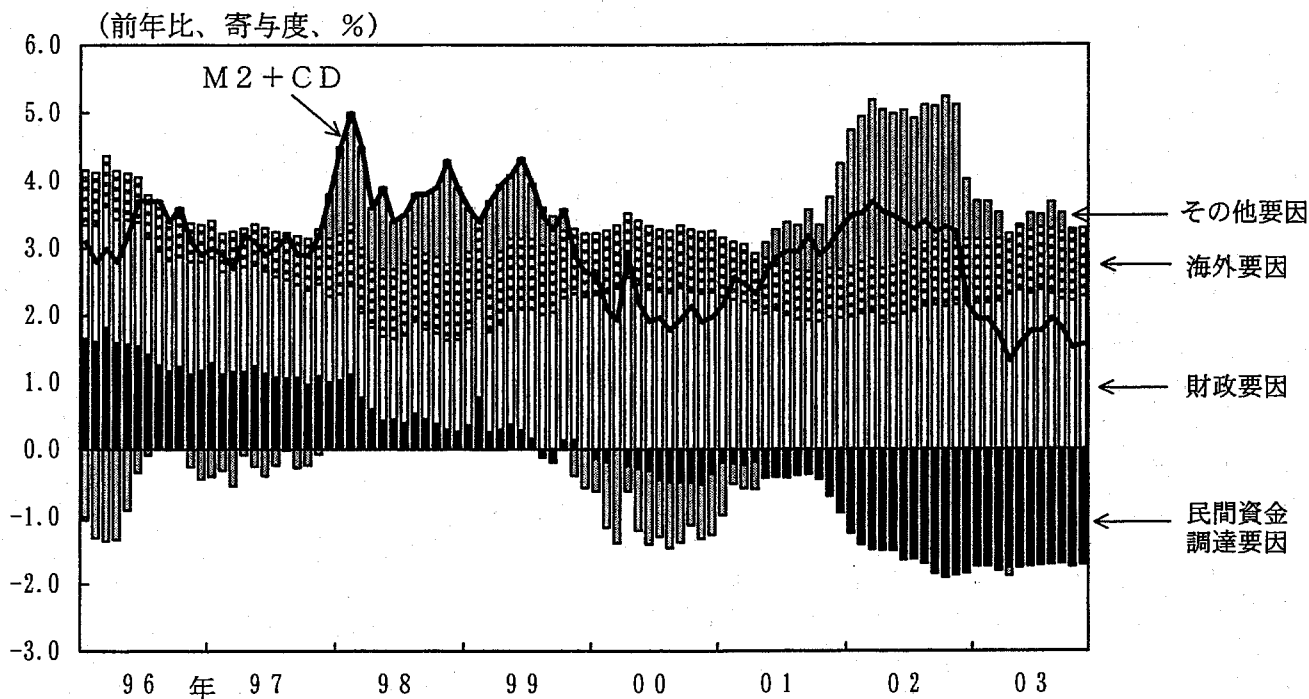
(注) 03/4Qのマネーサプライは10~11月の平均値、名目GDPは03/3Qから横這いと仮定。 20

対外非公表

### M2 + CD増減とバランスシート項目の対応

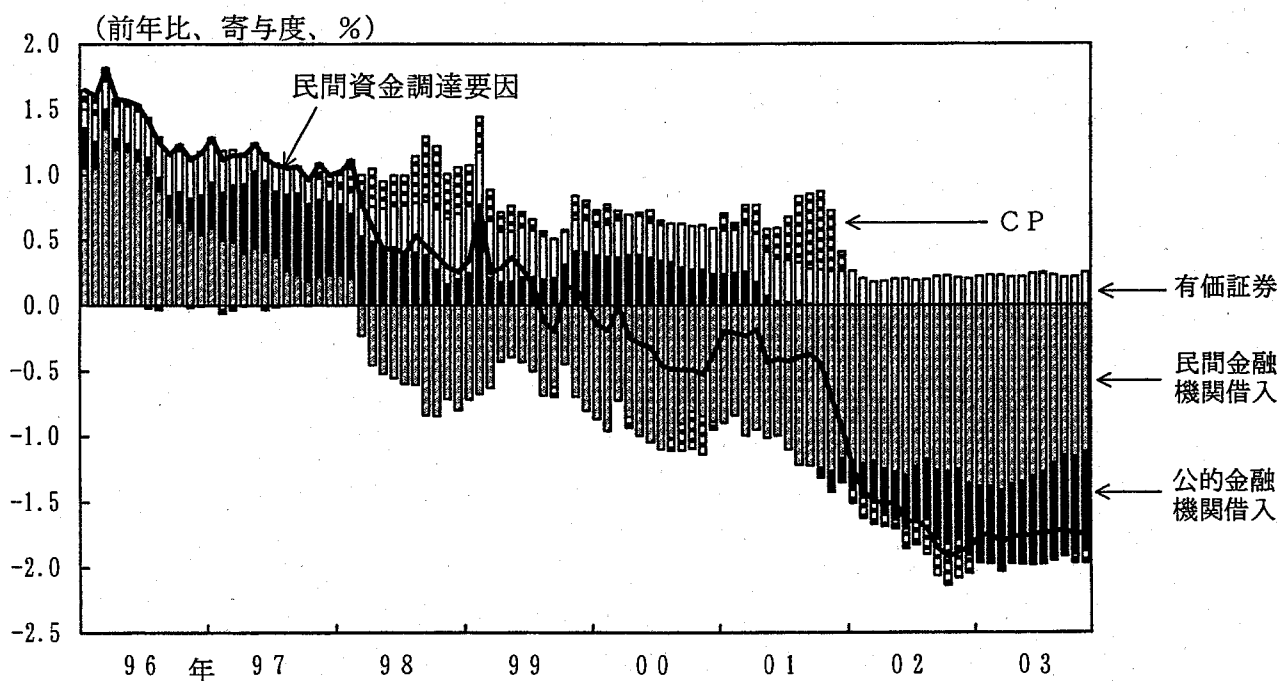
—— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の  
バランスシート・アプローチによる。

#### (1) M2 + CD前年比の要因分解



(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

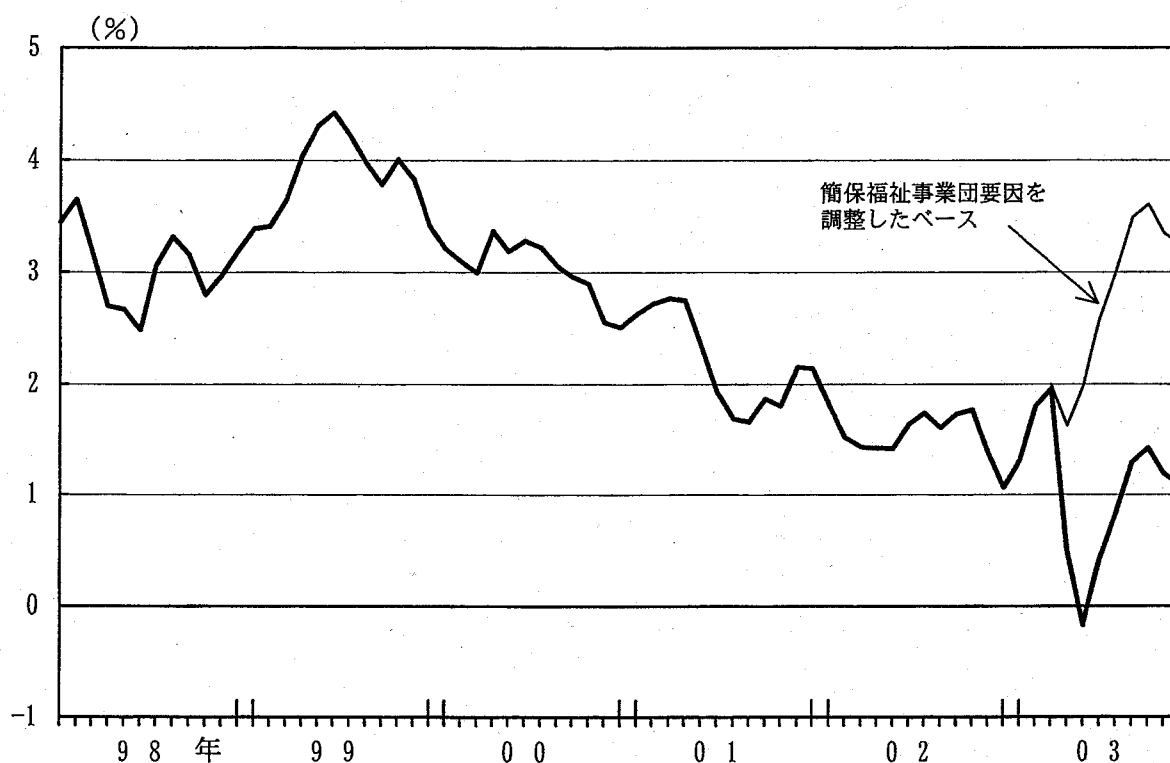
#### (2) 資金調達増減の寄与度分解



(注) CP、社債は金融機関保有ベース。

## 広義流動性

### (1) 広義流動性 (前年比)



### (2) 広義流動性前年比と主要項目の寄与度

	03/3月 (A)	10月	11月 (B)	(B-A)	11月 残高 (兆円)
広義流動性 (%)	2.0	1.2	1.1	-0.9	1,338
<簡保福祉事業団要因調整後>		< 3.3 >	< 3.2 >	< 1.3 >	
M2 + CD	0.9	0.8	0.8	-0.1	679
郵便貯金	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	234
金銭信託	0.1	-1.7	-1.6	-1.7	88
<簡保福祉事業団要因調整後>		< 0.4 >	< 0.5 >	< 0.4 >	
投資信託	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	29
国債・FB	1.6	1.5	1.4	-0.2	100
外債	0.2	0.4	0.2	0.0	38
安全性が高い資産の寄与度	4.1	2.6	2.4	-1.8	864
同ウェイト (%)	63.8	64.5	64.6	0.8	

(注) 1. 安全性が高い資産とは、M1、残高1千万円未満の定期預金、郵便貯金、国債・FBの合計と定義。  
 2. 03/4月に旧簡易保険福祉事業団が郵政公社に統合されたことに伴い、同事業団の保有金融資産(主に金銭信託)は、マネーサプライ統計の集計対象外となった。

## 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、%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/8月	9	10
倒産件数	1,591 (-0.4)	1,486 (-10.1)	1,443 (-9.5)	1,285 (-19.1)	1,266 (-19.8)	1,212 (-17.4)	1,368 (-20.9)
〈季調値〉	—	1,537	1,436	1,275	1,255	1,236	1,237
特別保証制度関連倒産	374	281	254	202	199	201	183
負債総額	11,485 (-16.6)	12,857 (-11.9)	8,443 (-18.6)	9,622 (-2.5)	11,165 (+2.0)	10,719 (+52.0)	8,526 (-57.5)
1件あたり負債額	7.2	8.7	5.9	7.5	8.8	8.8	6.2

## 〈資本金別内訳〉

— 件/月、[ ]内は構成比、%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/8月	9	10
1億円以上	33 [2.1]	40 [2.7]	29 [2.0]	32 [2.5]	38 [3.0]	27 [2.2]	29 [2.1]
1千万円~1億円未満	867 [54.5]	790 [53.2]	766 [53.1]	666 [51.8]	655 [51.7]	624 [51.5]	742 [54.2]
1千万円未満	455 [28.6]	420 [28.2]	428 [29.7]	386 [30.0]	397 [31.4]	357 [29.5]	383 [28.0]
個人企業	236 [14.8]	236 [15.9]	219 [15.2]	201 [15.6]	176 [13.9]	204 [16.8]	214 [15.6]

## 〈業種別内訳〉

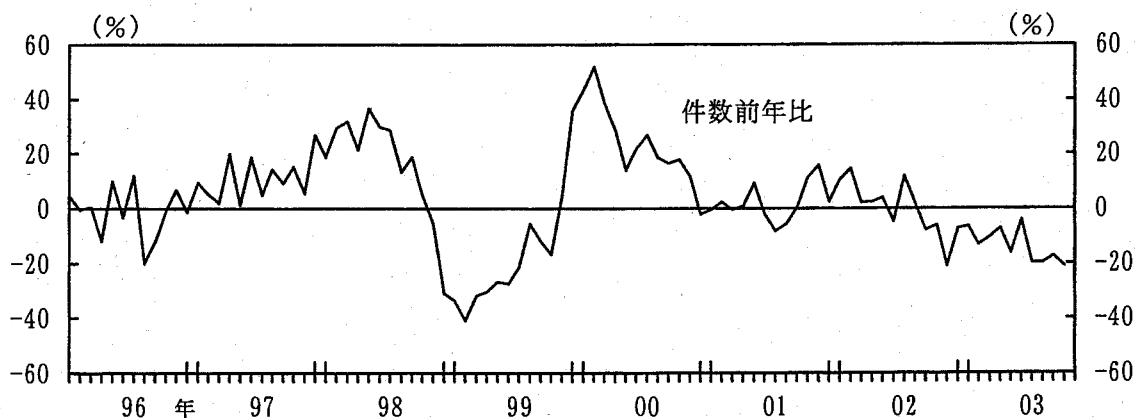
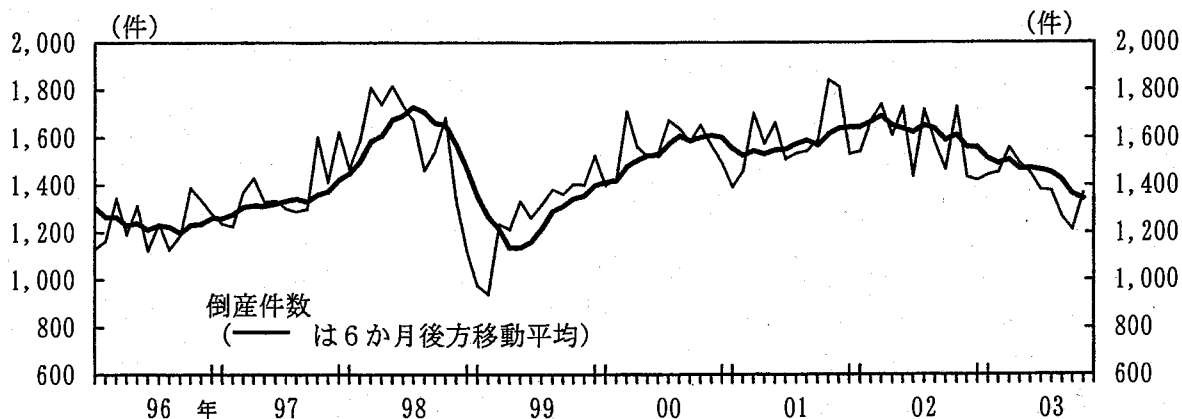
— 件/月、[ ]内は構成比、%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/8月	9	10
建設業	498 [31.3]	464 [31.2]	464 [32.1]	417 [32.5]	390 [30.8]	397 [32.8]	412 [30.1]
製造業	301 [18.9]	269 [18.1]	232 [16.1]	216 [16.8]	225 [17.8]	197 [16.3]	252 [18.4]
卸売・小売業	451 [28.3]	430 [28.9]	399 [27.7]	364 [28.3]	351 [27.7]	348 [28.7]	364 [26.6]
金融・保険・不動産業	62 [3.9]	55 [3.7]	59 [4.1]	47 [3.7]	49 [3.9]	38 [3.1]	65 [4.8]
運輸・通信業	67 [4.2]	56 [3.8]	64 [4.4]	47 [3.7]	54 [4.3]	47 [3.9]	58 [4.2]
サービス業	200 [12.6]	204 [13.7]	216 [15.0]	184 [14.3]	191 [15.1]	176 [14.5]	207 [15.1]

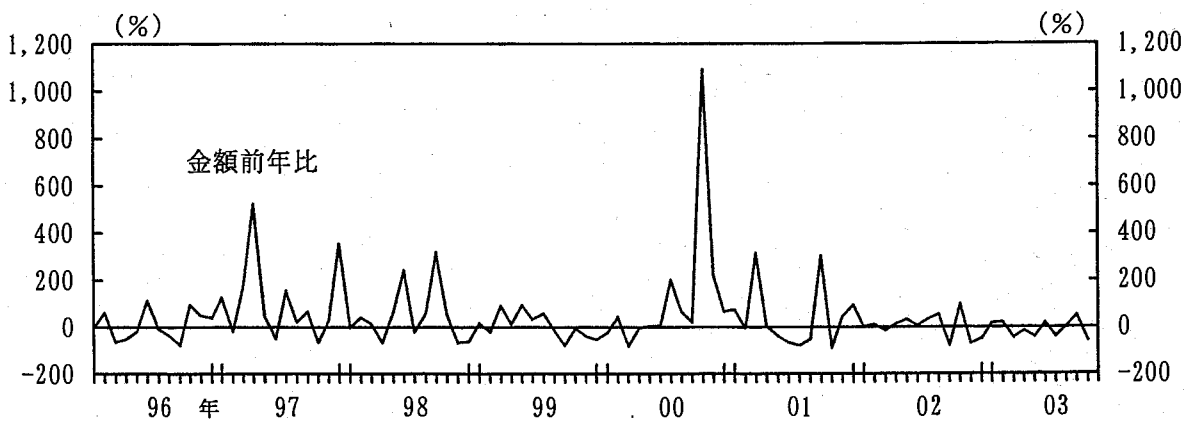
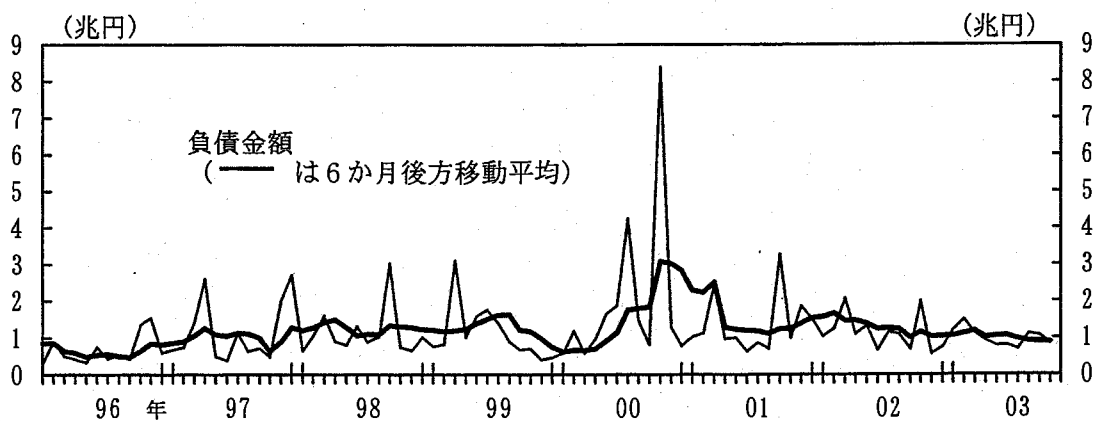
(注) 東京商工リサーチ調べ。

# 企業倒産

## (1) 倒産件数 (東京商工リサーチ調べ)

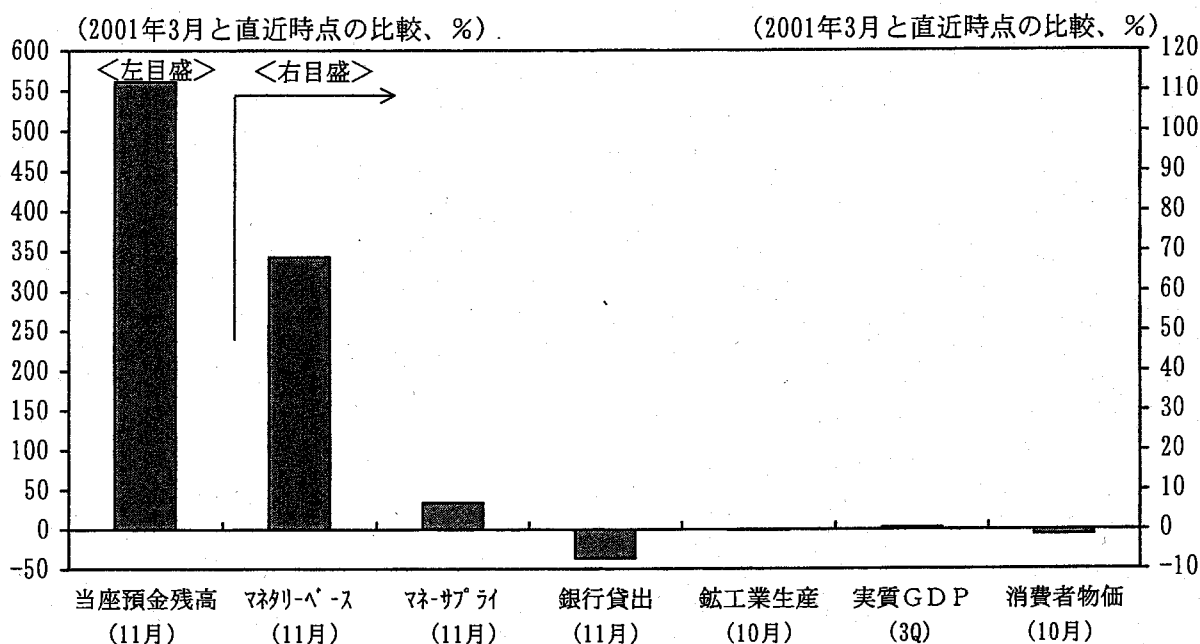


## (2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)



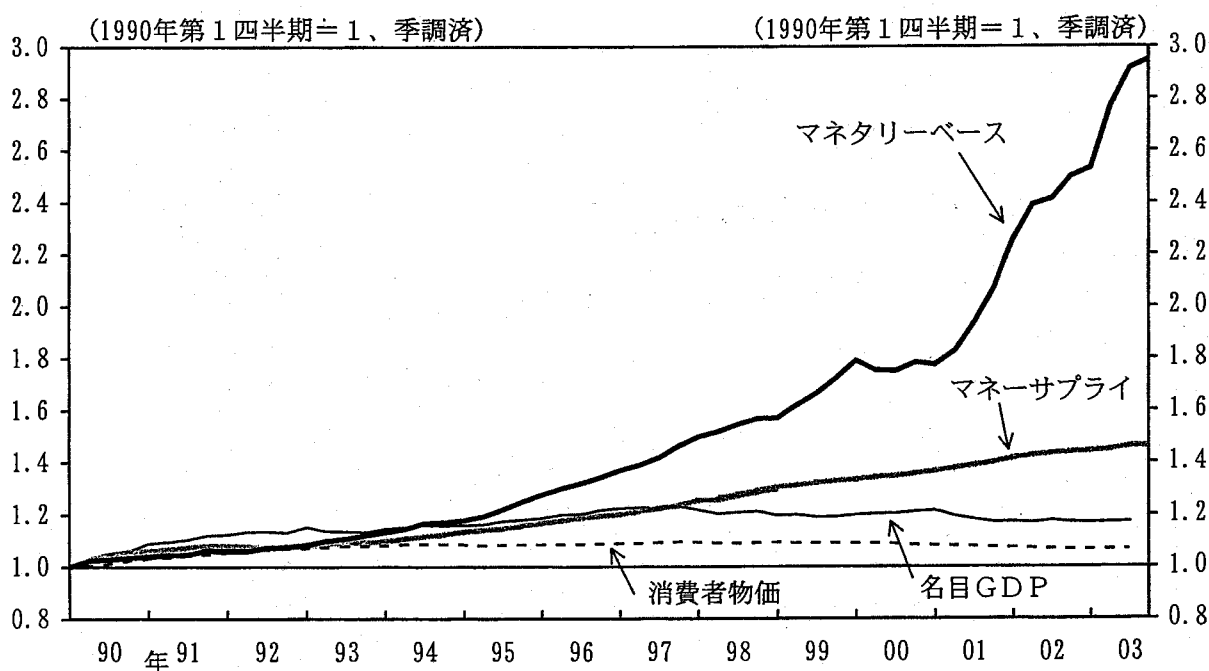
### 量的金融指標と経済活動

#### (1) 2001年3月以降の推移



- (注) 1. 当座預金残高と銀行貸出は原計数、その他は季節調整値。  
 2. 実質GDPの基準時点は、2001/1Qを採用。  
 3. 銀行貸出は、特殊要因調整後の計数。  
 4. 消費者物価は、総合除く生鮮ベース。

#### (2) 量的金融指標と名目GDP (90年代以降)

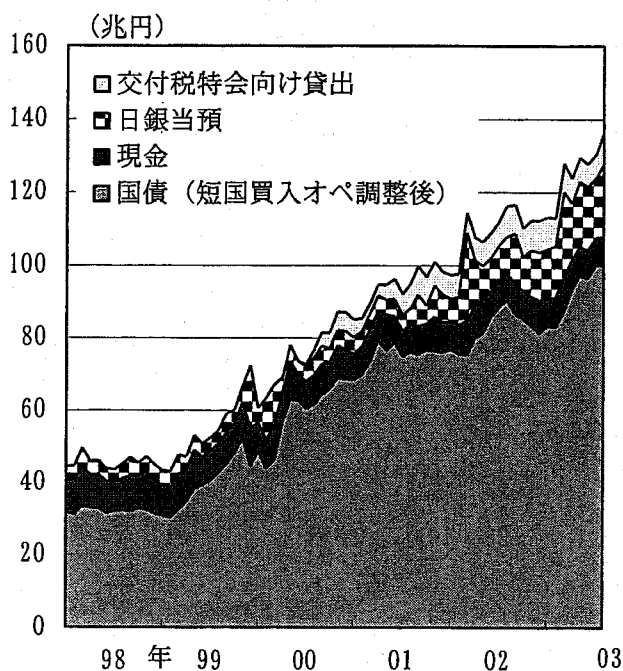


- (注) 1. マネタリーベースは、準備率調整後の値。  
 2. 消費者物価は、総合除く生鮮ベース (消費税率引き上げの影響は除いている)。  
 3. 03/4Qのマネタリーベースとマネーサプライは、10~11月の平均値。

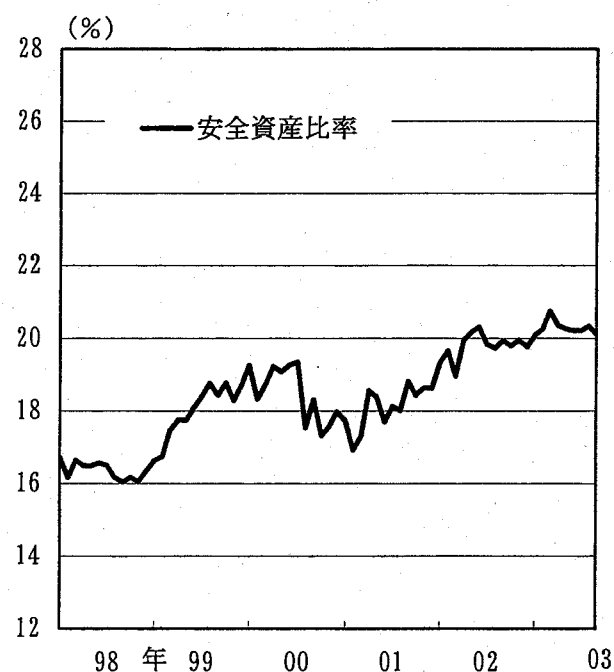
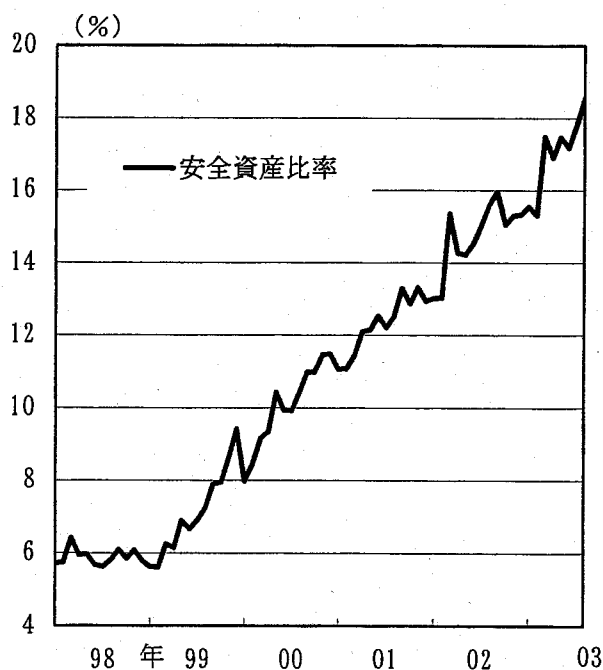
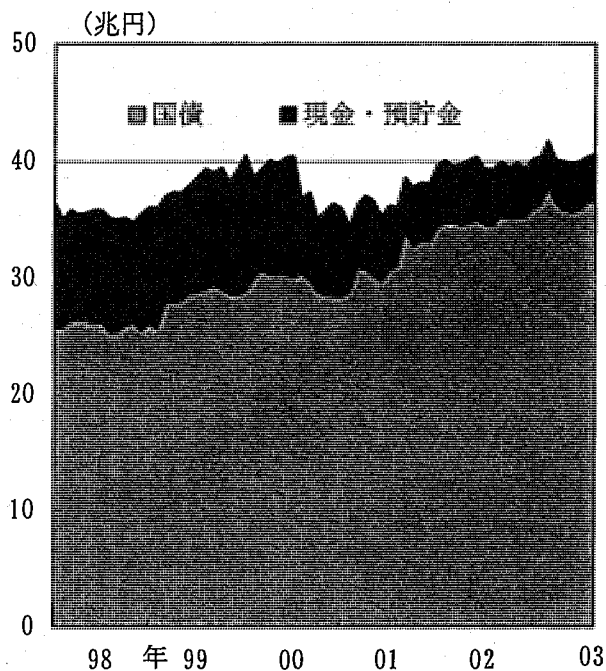
# 安全資産選好 (1)

(1) 国内銀行

対外非公表



(2) 生命保険・損害保険会社

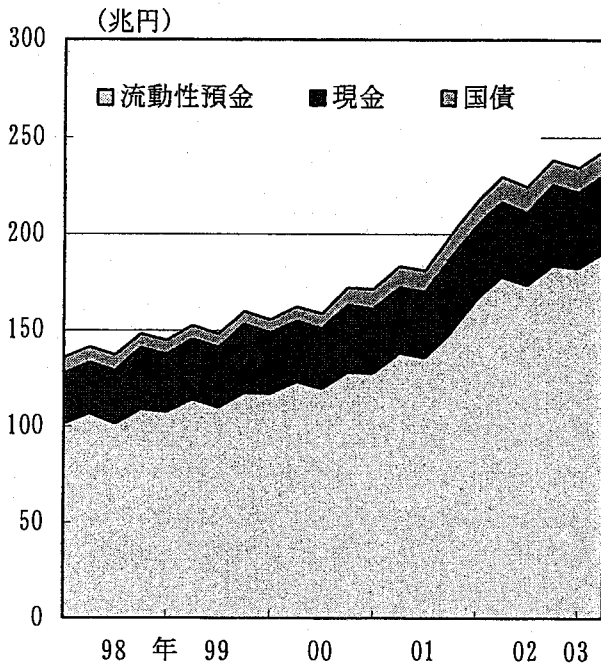


(注) 安全資産比率は、銀行は(現金+日銀当預+国債(短国買入才ペ調整後)+交付税特会向け貸出)/総資産、生損保は(現金・預貯金+国債)/運用資産計として算出(それぞれ国内銀行(銀行勘定)、生命保険会社資産運用状況・損害保険会社資産運用状況ベース)。

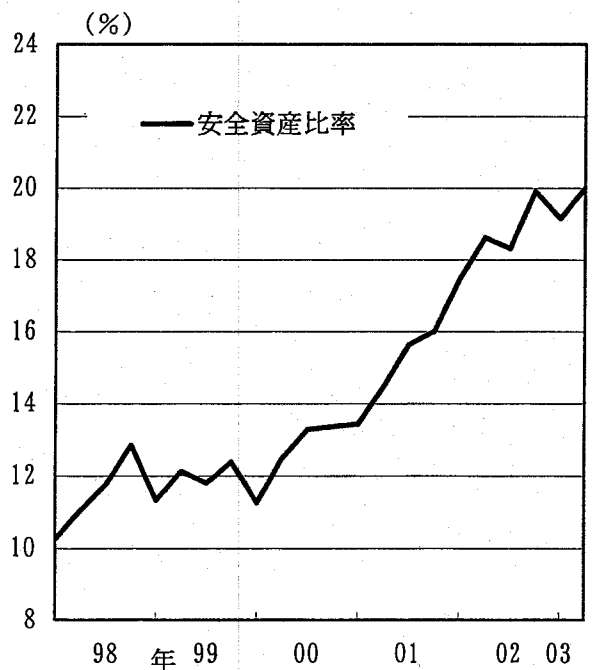
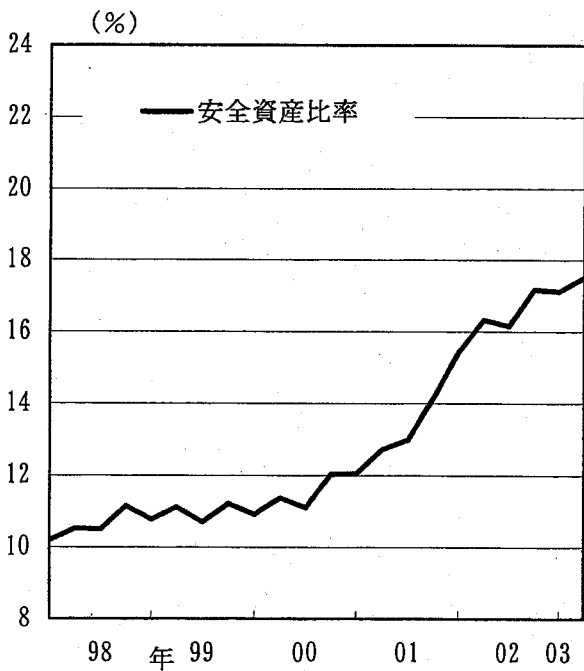
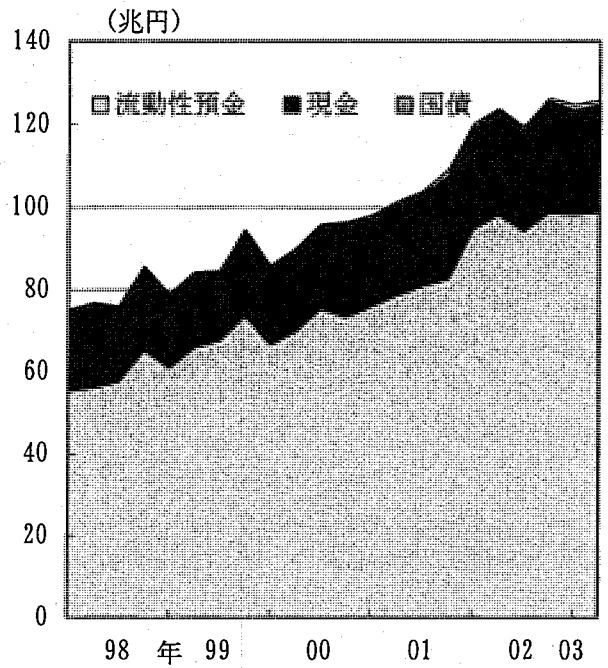


# 安全資産選好 (2)

(3) 家計



(4) 民間非金融法人企業



(注) 安全資産比率は、(現金+流動性預金+国債) / 金融資産計として算出(資金循環ベース)。

## 「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） 資本市場調達
- （図表3） 資金繰り・貸出態度判断DI
- （図表4） マネー関連指標
- （図表5） 銀行券発行残高
- （図表6） 企業倒産

## クレジット関連指標

## 〈銀行貸出残高〉

—— 前年比%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
銀行計	-2.6 [-4.8]	-2.3 [-4.7]	-2.2 [-4.6]	-2.0 [-5.0]	-1.8 [-5.0]	-1.9 [-4.8]	-1.9 [-5.0]
都銀等	-4.3	-4.0	-3.8	-3.7	-3.6	-3.8	-3.7
地銀	0.2	0.5	1.4	1.5	1.7	1.8	1.8
地銀Ⅱ	-0.7	-0.8	-3.2	-2.7	-2.5	-2.4	-2.4

(注) 1. 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。

2. 都銀等は都銀・長信銀・信託銀。

対外非公表

## 〈民間部門総資金調達〉

—— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント

	2002年度	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
民間部門総資金調達	-2.5	-2.7	-2.8	-2.6	-2.4	-2.5	-2.5
寄与度							
銀行・信金・外銀計	-1.7	-1.7	-1.7	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3
大手生保5社	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
政府系	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1
3公庫	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
住宅公庫	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
直接市場調達	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
C P	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
社債	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1

(注) 1. 償却・為替・流動化要因調整後。

2. 銀行・信金・外銀計は、都銀、長信銀、信託銀、地銀、第2地銀、外銀、信金の合計。

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。

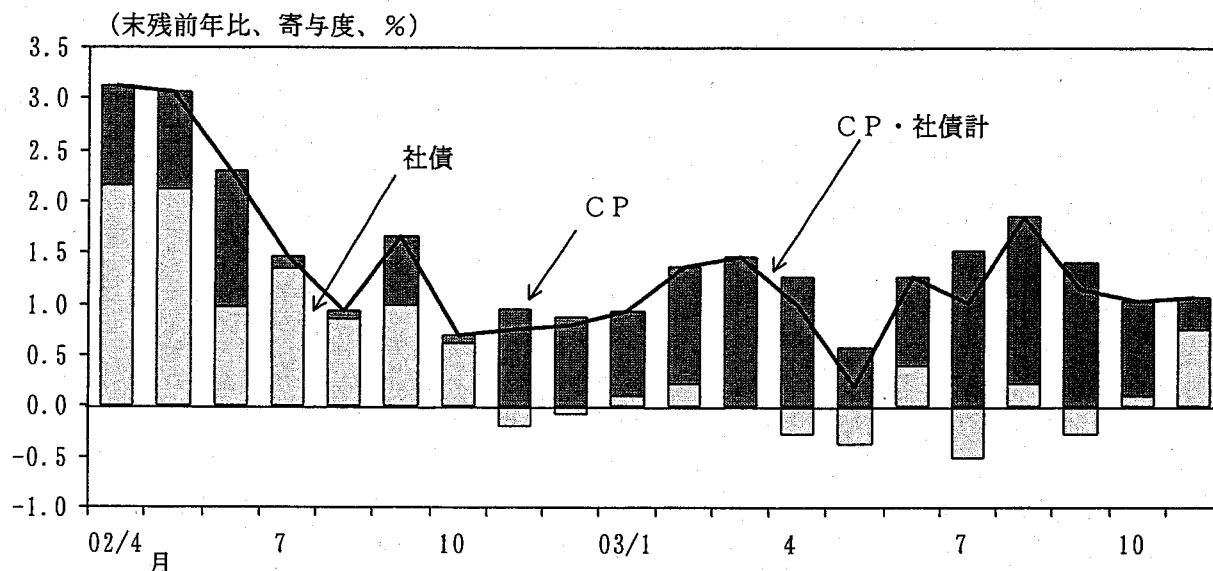
4. 住宅公庫の当月の計数については、業務局財政収支Gの予測値を用いている。

5. 社債残高はアイ・エヌ情報センターのデータ等を用いて推計。

6. 社債は前当月末の平均を平残としている。

## 資本市場調達

### (1) 発行残高



### (2) 発行金利における対国債スプレッド

(月平均、%)

		01/3Q	03/2Q	3Q	03/9月	10月	11月
C P	A1+格	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	A1格	0.03	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03
	A2格	0.16	0.24	0.21	0.17	0.16	0.16
社 債	AAA格	0.08	0.10	0.10	—	0.08	0.08
	AA格	0.14	0.15	0.12	0.10	0.13	0.09
	A格	0.36	0.39	0.33	0.27	0.38	0.27

- (注) 1. 社債発行金利は、発行金利が相対的に高いノンバンク分等を除いたベース。  
 2. CPの発行レートは、全ターム平均ベース。対国債スプレッドは、CPは短国(3か月物)、社債は同年限の国債の流通利回りとの利回り格差の単純平均値。

### (3) 公募社債発行額

(月平均、億円)

	01/3Q	03/2Q	3Q	03/9月	10月	11月
発行額計	4,766	7,384	3,542	2,277	7,230	3,720
うち BBB 格 (シェア%)	897 (18.8)	960 (13.0)	430 (12.3)	40 (1.8)	750 (10.4)	350 (9.4)

(注) 2003年以降は起債日ベースで集計。銀行債は含まない。

## 資金繰り・貸出態度判断DI

## ＜資金繰り判断DI＞

(DI、%ポイント)

	02/4Q	03/1Q	2Q	3Q	4Q	03/9月	10月	11月	前回比 <sup>°</sup> -ク
短 観 (大企業)	8	7	11	12	13				16 (00/6月)
短 観 (中小企業)	-16	-15	-13	-12	-10				
中小公庫	-20.3	-17.3	-17.3	-14.6	-	-14.8	- 9.9	-12.6	-13.3 (00/7月)
商工中金	- 6.9	- 7.9	- 6.2	- 5.0	-	- 4.0	- 4.6	- 3.1	- 1.5 (00/4月)

短 観：「楽である」－「苦しい」

中小公庫：「余裕」－「窮屈」

商工中金：「好転」－「悪化」

## ＜貸出態度判断DI＞

(DI、%ポイント)

	02/4Q	03/1Q	2Q	3Q	4Q	03/9月	10月	11月	前回比 <sup>°</sup> -ク
短 観 (大企業)	3	5	6	8	11				19 (00/9月)
短 観 (中小企業)	-10	- 9	- 8	- 5	- 4				
中小公庫	3.0	6.1	9.0	14.5	-	16.1	15.9	18.9	20.9 (01/6月)

短 観：「緩い」－「厳しい」

中小公庫：「緩和」－「厳しい」

## マネー関連指標

## 〈マネタリーベース〉

— 平残前年比、% ; 残高、兆円

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
マネタリーベース (平残、兆円)	25.7	12.3 (95.0)	16.1 (101.9)	20.6 (103.7)	20.9 (103.6)	20.6 (103.6)	16.7 (104.3)
日本銀行券発行高	13.1	8.0	4.8	5.2	5.1	4.7	4.4
貨幣流通高	1.9	1.9	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
日銀当座預金	157.6	32.5	64.3	94.0	95.2	95.2	65.9

## 〈マネーサプライ〉

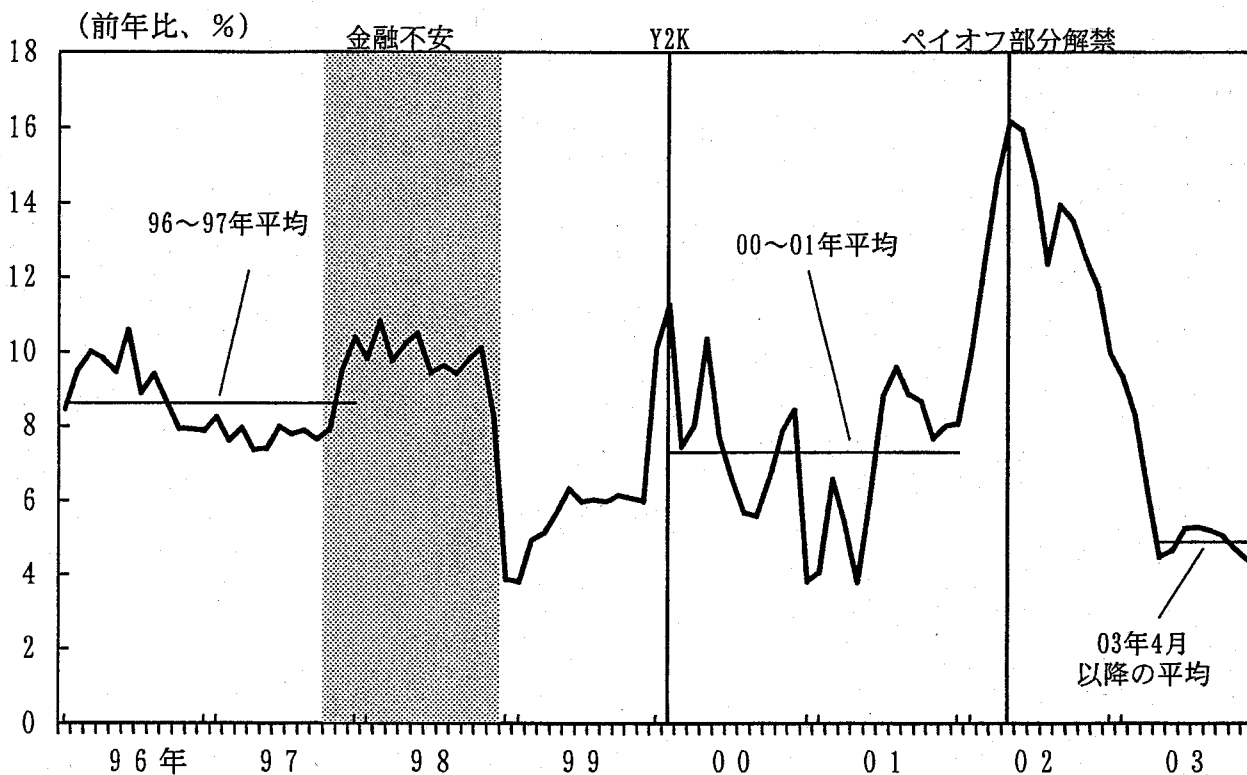
— 平残前年比、〈 〉は季調済3か月前比年率、%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
M2 + CD	3.3	1.9	1.6	1.8	1.8	1.5	1.6
	—	—	—	—	< 2.2 >	< 1.1 >	< 0.3 >
M1	27.6	19.6	4.7	5.3	5.7	5.5	5.3
準通貨	-11.5	-10.4	-1.2	-0.8	-1.0	-1.3	-1.2
CD	-19.0	-26.3	-7.3	-12.5	-15.9	-16.6	-14.3
広義流動性	1.5	1.7	0.2	1.2	1.4	1.2	1.1
[ ]旧簡保福祉事業団 要因調整後前年比	—	—	[ 2.1 ]	[ 3.4 ]	[ 3.6 ]	[ 3.3 ]	[ 3.2 ]

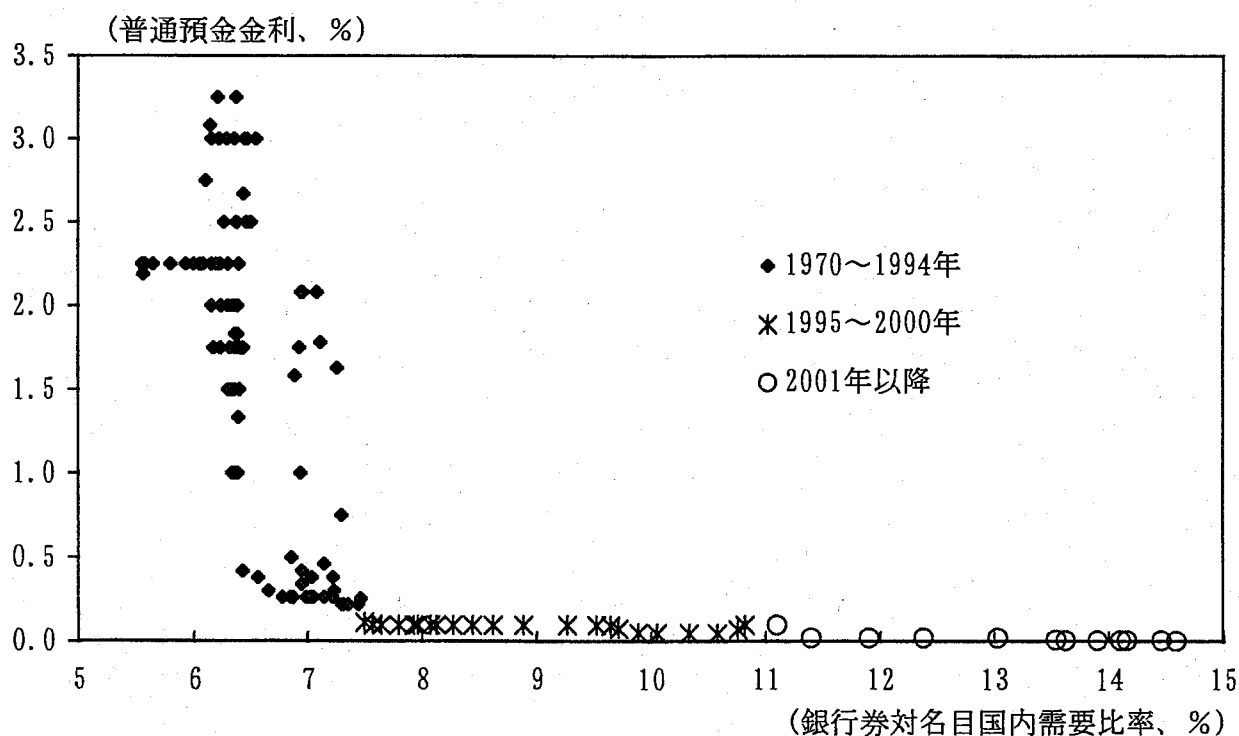
(注) 03/4月に旧簡易保険福祉事業団が郵政公社に統合されたことに伴い、同事業団の保有金融資産(主に金銭信託)は、マネーサプライ統計の集計対象外となった。

# 銀行券発行残高

## (1) 銀行券発行残高



## (2) 普通預金金利と銀行券発行残高



## 企業倒産

— 件/月、億円、( )内は前年比、%

	2002年	03/ 1~3月	4~6	7~9	03/9月	10	11
倒産件数	1,591	1,486	1,443	1,285	1,212	1,368	1,114
	(-0.4)	(-10.1)	(-9.5)	(-19.1)	(-17.4)	(-20.9)	(-22.4)
<季調値>	—	1,537	1,436	1,275	1,236	1,237	1,133
負債総額	11,485	12,857	8,443	9,622	10,719	8,526	9,750
	(-16.6)	(-11.9)	(-18.6)	(-2.5)	(+52.0)	(-57.5)	(+70.9)



2003.12.10  
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) 景気情勢は、「わが国の景気は、緩やかに回復している」という判断でよいか。
- (2) 景気の先行きについては、「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる」という判断でよいか。  
先行きのリスク要因として、①海外経済の動向、②金融・為替市場の動向、③不良債権処理や金融システムの動向、④国内民間需要の動向、をどうみるか。
- (3) 上記のような景気の展望を踏まえ、物価の先行きをどうみるか。
- (4) 金融面では、①市況動向（短期金融市場はきわめて緩和的な状況、円の対ドル相場、長期金利、株価は、やや振れのある展開となっているが、足許では前月とほぼ同じ水準）や、②金融機関の融資姿勢、③信用スプレッドの動向、④企業の資金繰り判断、⑤これらをあわせてみた企業金融環境、などをどう評価するか。
- (5) 量的金融指標の動きをどう評価するか。
- (6) こうした動きを、展望レポートの標準シナリオとの関係でどう考えるか。

## 2. 当面の金融政策運営方針

### (1) 現在の金融市場調節方針

日本銀行当座預金残高が 27～32 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) 当面の金融政策運営方針の選択肢

#### 選択肢 A

現状の「27～32 兆円程度」を下回る金額の当座預金残高目標を設定する。  
すなわち、日本銀行当座預金残高が〇兆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。

#### 選択肢 B

現状の金融政策スタンスを維持する。  
すなわち、日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。（なお書きは選択肢 A と同じ）

#### 選択肢 C

現状の「27～32 兆円程度」を上回る金額の当座預金残高目標を設定する。  
すなわち、日本銀行当座預金残高が〇兆円程度となるよう金融市場調節を行う。（なお書きは選択肢 A と同じ）

以 上

## 金融経済月報「基本的見解」の前月との比較

2003年12月

2003年11月

### 要注意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定委員会関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2003年12月>

(現 状) わが国の景気は、緩やかに回復している。

輸出は増加しており、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした動きを背景に、鉱工業生産も増加している。また、雇用者所得は徐々に下げ止まってきており、個人消費は横ばい圏内の動きとなった。一方、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。

(先行き) 先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。すなわち、海外経済が高めの成長を続けることとみられることで、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もともと、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえ、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもので、当面、横ばい圏内の動きを続ける可能性がある。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

(物 価) 物価の現状をみると、国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる。10月の消費者物価（除く生鮮食品）前年比は、米価格の上昇の影響もあって+0.1%とプラスとなった。

物価の先行きについては、国内企業物価は、目先は強含みで推移するとみられる。消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

(金 融) 金融面をみると、企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。C.P・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和している。こうしたもとで、C.P・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっており、金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利、株価は、やや振れのある展開となっているが、足許では前月とほぼ同じ水準となっている。

わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。

住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。また、個人消費は弱めの動きを続けている。しかし、輸出が増加しているほか、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした最終需要動向のもとで、鉱工業生産も横ばいから増加に転じている。この間、雇用者所得は、徐々に下げ止まってきている。

先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。すなわち、海外経済が高めの成長を続けることと予想されることで、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もともと、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえ、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもので、当面、弱めな横ばい圏内の動きを続ける可能性がある。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

物価をみると、国内企業物価は、機械類の下落と米価の上昇が概ね相殺し、横ばい圏内の動きが続いている。一方、消費者物価は、医療費自己負担やたばこ税の引き上げといった一時的要因がかなり影響して、下落幅が縮小しており、9月の前年比は-0.1%となった。

先行きについては、国内企業物価は、当面、引き続き横ばい圏内で推移する可能性が高い。消費者物価は、米価上昇の影響などにより、前年比が一時的にゼロ%以上となる可能性も考えられるが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで、基調的には緩やかな下落を続けると予想される。

金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、円の対ドル相場や株価がやや不安定な動きを示している。この間、長期金利は低下している。企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。C.P・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行は条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和している。こうしたもとで、C.P・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。この間、マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。

## 要注

不開示情報：有(種類：審議・検討)  
配付先：金融政策決定会合関係者限り  
作成局における保管期間満了時期：2003年12月

## 差し替え

2003年12月  
調査統計局  
企画室

# 金融経済月報「基本的見解」の前月との比較

2003年12月

2003年11月

(現 状) わが国の景気は、緩やかに回復している。

輸出は増加しており、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした動きを背景に、鉱工業生産も増加している。企業収益は増加基調にあり、企業の業況感も改善を続けている。また、雇用者所得は徐々に下げ止まってきており、個人消費は横ばい圏内の動きとなっている。一方、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。

(先行き) 先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。

すなわち、海外経済が高めの成長を続けるとみられることで、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もともと、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえ、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもので、当面、横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

(物 価) 物価の現状をみると、国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる。10月の消費者物価(除く生鮮食品)前年比は、米価格の上昇の影響もあって+0.1%とプラスとなった。

物価の先行きについて、国内企業物価は、目先は強含みで推移するとみられる。消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおおなかなり緩和した状況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

(金 融) 金融面をみると、企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和している。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。この間、金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、やや振れのある展開となっているが、足許では株価は前月と比べ幾分上昇しており、円の対ドル相場や長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。

わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。

住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。また、個人消費は弱めの動きを続けている。しかし、輸出が増加しているほか、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした最終需要動向のもとで、鉱工業生産も横ばいから増加に転じている。この間、雇用者所得は、徐々に下げ止まってきている。

先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。

すなわち、海外経済が高めの成長を続けると予想されることで、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もともと、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえ、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもので、当面、弱めないし横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

物価面をみると、国内企業物価は、機械類の下落と米価の上昇が概ね相殺し、横ばい圏内の動きが続いている。一方、消費者物価は、医療費自己負担やたばこ税の引き上げといった一時的要因がかなり影響して、下落幅が縮小しており、9月の前年比は-0.1%となった。

先行きについては、国内企業物価は、当面、引き続き横ばい圏内で推移する可能性が高い。消費者物価は、米価上昇の影響などにより、前年比が一時的にゼロ%以上となる可能性も考えられるが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおおなかなり緩和した状況のもとで、基調的には緩やかな下

金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、円の対ドル相場や株価がやや不安定な動きを示している。この間、長期金利は低下している。企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行は条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和している。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。この間、マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。

**要注意**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2033年12月>

(案)

公表時間  
12月17日(水)14時00分

2003年12月17日  
日 本 銀 行

# 金融経済月報

(2003年12月)

本稿は、12月15日、16日に開催された政策委員会・金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている。

## 【基本的見解<sup>1</sup>】

わが国の景気は、緩やかに回復している。

輸出は増加しており、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした動きを背景に、鉱工業生産も増加している。また、雇用者所得は徐々に下げ止まってきており、個人消費は横ばい圏内の動きとなっている。一方、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。

先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。

すなわち、海外経済が高めの成長を続けるとみられるもとで、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もっとも、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえると、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもとで、当面、横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

物価の現状をみると、国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる。10月の消費者物価（除く生鮮食品）前年比は、米価格の上昇の影響もあって+0.1%とプラスとなった。

物価の先行きについて、国内企業物価は、目先は強含みで推移するとみられる。消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

---

<sup>1</sup> 本「基本的見解」は、12月15日、16日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

金融面をみると、企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和している。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。この間、金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利、株価は、やや振れのある展開となっているが、足許では前月とほぼ同じ水準となっている。

## 【背景説明】

### 1. 実体経済

公共投資請負統計11月は15日公表予定。

公共投資は減少している(図表3)。発注の動きを示す公共工事請負金額は、引き続き減少傾向にある。工事進捗を反映する公共工事出来高も、減少傾向をたどっている。先行きの公共投資についても、2003年度の公共事業関係予算が削減されていることから、減少が続くと見込まれる。

実質輸出は(図表4(1)、5)、米国経済や東アジア経済の好転を主たる背景に、7～9月に増加に転じた後、10月もかなりの増加となった。地域別にみると(図表5(1))、東アジア向けが、中国の高い成長や世界的なIT関連需要の回復などを背景に、高い伸びとなっている。米国向けも、8月までは弱めであったが、自動車の在庫調整が進んだことなどから、ここへきてははっきりと増加に転じている。これを財別にみると(図表5(2))、資本財・部品(半導体製造装置を含む)や情報関連が、東アジア向けを中心に増加を続けている(図表6(1)、図表7)。自動車関連も、上述した米国向けの動きを反映して、増加に転じている(図表6(3))。また、消費財(デジタル家電など)も、欧米のクリスマス商戦向けを中心に、10月は大幅な増加となった<sup>2</sup>。

実質輸入は(図表4(1)、8)、7～9月に小幅の増加、10月はほぼ横ばいとなり、均してみれば緩やかな増加基調にある。財別にみると(図表8(2))、情報関連や消費財(家電製品)が、東アジアとの分業拡大などを背景に、引き

<sup>2</sup> デジタル家電は、薄型テレビのような高額商品を含むこともあって、従来商品の季節パターン以上にクリスマス商戦期に需要が集中する傾向があるようにうかがわれる。実際、昨年(2002年)の10～12月にも同様の傾向がみられた。



続き増加している。一方、素原料（原油）は、春頃まで地政学的リスクや原発停止を背景に増加していたことの反動から、夏以降は減少している。

純輸出の動きを表す実質貿易収支は（図表4(2)）、上記の輸出入の動きを反映して、このところ大幅な増加となっている。名目貿易・サービス収支も、緩やかに増加している。

先行きの輸出については、海外経済が米国および東アジアを中心に高めの成長を続けるとみられることから（図表9-1(2)）、増加が続くと予想される。米国では、雇用面にも徐々に明るさが及びつつあるほか、設備投資の回復も情報関連を中心にはっきりし始めている（図表9-2(2)）。東アジアも、中国を軸として高成長軌道に戻りつつあるようにうかがわれる。

先行きの輸入については、後述するように国内生産が増加を続ける中で、東アジアとの分業拡大が続く情報関連や資本財・部品、消費財を中心に、全体としては緩やかな増勢が続くと予想される。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。法人企業統計で名目ベースの設備投資をみると（図表10-1(1)）、4～6月に大幅に増加した後、7～9月は減少した。こうした動きには、非製造業大企業に含まれる事業所サービス業の大幅増加と反動減が影響しており（図表10-2(3)）、均してみれば緩やかな回復傾向にある。なお、後述する短観の年度計画で高い伸びが見込まれている製造業大企業の設備投資は（図表10-2(1)）、7～9月までの実績では小幅の増加にとどまっている。

月次の指標をみると、機械投資の同時指標と考えられる資本財出荷（除く輸送機械）は（図表10-3(1)）、半導体製造装置やコンピューター関連を中心に、

9月以降増加に転じている。一方、設備投資の先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると（図表10-4(1)）、7～9月に減少した後、10月は大幅な増加となり、均してみれば増加基調にある。もう一つの先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）も、ごく緩やかな増加基調にあるよううかがわれる（図表10-4(2)）。

12月短観  
（概要）は  
12日公表予  
定。加筆修  
正を予定。

設備投資を取り巻く環境をみると、企業収益は、緩やかな増加基調にある。法人企業統計で売上高経常利益率をみると（図表10-1(2)）、多少の振れはあるが、改善基調が続いている。12月短観で経常利益の2003年度計画をみると（図表11）、……。こうした状況のもとで、企業の業況感（図表12）、……。また、企業金融についても（図表13）、資金繰りや金融機関の貸出態度に対する企業の判断は、……。

以上を踏まえると、先行きの設備投資は、輸出や生産の増加が続くもとで、回復傾向がより明確化していくと予想される。実際、12月短観で設備投資計画をみると（図表14）、……。ただし、過剰債務、期待成長率の低さ、金融面の弱さといった、設備投資に対する構造的な制約要因は、以前に比べて和らぎつつあるとはいえ、なお残存している（図表10-3(2)）。これらを考えると、キャッシュ・フローとの対比では慎重な投資が続く可能性が高い。

個人消費は、横ばい圏内の動きとなっている。月次の指標をみると（図表15-1、15-2）、乗用車の新車登録台数は、新型車投入効果などから、総じて底固い水準で推移している。家電販売額（NEBA統計、実質ベース）は、デジタル家電（デジタルカメラ、薄型テレビ、DVDレコーダー）の販売好調を主因に、8、9月と大幅に増加した後、10月も高水準を維持している。全国百貨店売上

高、全国スーパー売上高は、7～9月は冷夏や残暑といった天候要因のため弱さがやや目立っていたが、10月は、プロ野球優勝セールの効果などもあって持ち直した。コンビニエンス・ストア売上高や外食産業売上高も、冷夏により落ち込んだ後、ほぼ以前の水準に戻っている。この間、旅行取扱額は、持ち直し傾向にはあるが、イラク戦争やSARS流行の前と比較すると、なお低水準にとどまっている。

これら財、サービスの代表的な販売統計の動きを合成した販売統計合成指数（実質ベース）をみると（図表15-3）<sup>3</sup>、春から夏にかけて弱さがやや目立っていたが、このところ持ち直している。財のみについて生産者段階で包括的に捉えた消費財総供給も（図表15-4）、7～9月はいったん減少したが、10月は増加した。

消費者コンフィデンスを示す指標は（図表16）、概ね改善している。

先行きの個人消費は、雇用者所得に目立った改善が期待しにくいことから、横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。

住宅投資は、引き続き低調に推移している。新設住宅着工戸数は（図表17(1)）、均してみれば、低水準横ばいの動きが続いている。先行きの住宅投資についても、雇用・所得面を含め、特段の押し上げ要因が見当たらないことから、基調としては低調な状態が続くと考えられる。

---

<sup>3</sup> 販売統計合成指数は、代表的な販売統計を消費者物価で実質化したうえで、家計の消費支出ウェイトで加重平均して算出しており、個別の販売統計をまとめて見ることができる利便性を持つ。ただし、サービス消費のカバー率が低いほか、財についてもあらゆる販売チャンネルを網羅しているわけではない。

鉱工業生産  
10月確報は  
12日公表予  
定。

鉱工業生産は増加している（図表 18(1)）。7～9月に増加に転じた後、10月も増加となった。出荷を財別にみると（図表 19）、生産財が、IT需要回復などを反映してかなりのピッチで増加しているほか、最終需要財でも、前述した輸出や設備投資などの動きを受けて、資本財や耐久消費財が増加している。この間、在庫は（図表 18(1)、20）、引き続き低水準横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの生産については、輸出の増加を主因としつつ、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて、増加が続くとみられる。とりわけ、目先10～12月は、輸出や設備投資がいったん加速する可能性が高いことから、生産の増加テンポもかなり高まることが予想される<sup>4</sup>。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産計画は、電子部品や一般機械を中心に上方修正されてきている。もっとも、企業の生産姿勢は基本的には先行きの需要見合いであり、在庫の積み増しには依然慎重である。

雇用・所得環境をみると、雇用者数が下げ止まりつつあるほか、賃金の下落にも歯止めがかかってきている。この結果、雇用者所得は、徐々に下げ止まってきている（図表 21(1)）。

毎勤10月確  
報は15日公  
表予定。

労働需給面では、生産活動の活発化を反映して新規求人数が増加しており、有効求人倍率も1997年以来の高水準となった（図表 22-1(2)）。また、所定外労働時間も増加している（図表 22-2(3)）。一方、完全失業率は（図表 22-1(1)）、

<sup>4</sup> 10～12月の生産見通しは、11、12月の予測指数から単純に計算すると、前期比+4.9%となる。こうした伸び率についてはある程度割り引いて考えておく必要があるが、それでもなお高めの伸びになる可能性が高い。

本年初め頃に比べれば幾分低下しつつあるが、なお高水準で推移している。

雇用面では、カバレッジの広い労働力調査の雇用者数が、前年比ゼロ%近傍で推移している(図表 22-2(1))。毎月勤労統計の常用労働者数についても、前年比マイナス幅が、ごく緩やかながらも縮小傾向にある(図表 22-2(2))。また、12月短観でみた企業の雇用過剰感も(図表 23)、・・・。

12月短観  
(概要)は  
12日公表予  
定。

賃金の前年比の内訳をみると、所定外給与が小幅のプラスを続けるもとで、所定内給与がわずかにマイナス、特別給与は振れを均せばゼロ%近傍となっている(図表 21(2))。なお、冬季賞与について、製造業大企業の構成比が高い各種のアンケート調査をみると、前年水準を幾分上回る見通しとなっているが<sup>5</sup>、非製造業や中小企業まで含めた全体では、前年並みにとどまる可能性が高いと考えられる。

先行きの雇用・所得環境については、生産の増加、企業収益の改善が続く見通しのもとで、その好影響が次第に及んでくると考えられる。しかし、企業は、パートやアウトソーシングの利用などを通じて、人件費抑制に引き続き取り組んでいく可能性が高い。このため、雇用者所得には、当面目立った改善は期待しにくい。

## 2. 物価

輸入物価(円ベース、以下同じ)を3か月前比で見ると(図表 25(2))、国際商品市況は強含んでいるが(図表 25(1)、(3))、円高の影響がより強く表れ

---

<sup>5</sup> 例えば、日本経団連のアンケート調査(11月26日時点の中間集計、回答社数は製造業132社、非製造業22社)によると、今年の冬季賞与は前年比+1.9%となっている。

ていることから、引き続き下落している。

国内企業物価（夏季電力料金調整後、以下同じ）を3か月前比でみると（図表26）<sup>6</sup>、強含みの動きとなっている。内訳をみると、機械類の下落が続いている一方、米が引き続き上昇している。また、内外の商品市況高を受けて、鉄鋼や非鉄も上昇している。

企業向けサービス価格（国内需給要因、以下同じ）については（図表27）、リース・レンタル、不動産、一般サービス（自動車修理、建物サービスなど）を中心に、引き続き前年比-1%強の下落が続いている。

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）については（図表28）、米価格の上昇の影響もあって、10月の前年比は+0.1%と、5年6か月振りにプラスとなった<sup>7</sup>。

先行きの物価情勢を考えると、輸入物価は、国際商品市況の強さと為替相場の動向次第であるが、目先はなお弱含みで推移するとみられる。一方、国内の需給環境を12月短観でみると（図表30）、……。企業の製商品・サービス需給判断も、……。設備判断と雇用判断の加重平均からも、……。企業の販売価格判断をみても、……。

以上を踏まえつつ、国内企業物価の先行きを展望すると、米価格の上昇の影響が残る目先は、強含みで推移するとみられる。

消費者物価の先行きを展望すると、企業の低価格戦略については、さらに後

12月短観  
（概要）は  
12日公表予  
定。

<sup>6</sup> 「夏季電力料金調整後」とは、国内企業物価の基調的な動きをみるために、7～9月期における電力料金の季節的上昇を取り除いた系列である。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。

<sup>7</sup> この点についてはBOXを参照。

退するのか再び強まるのかを先験的に見きわめることは難しい。そうしたもとで、消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

### 3. 金融

#### (1) 金融市況

金融面をみると、日本銀行が潤沢な資金供給を行った結果、日本銀行当座預金は、概ね 29~31 兆円程度で推移した（図表 33）。

短期市場金利についてみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表 31(1)）、引き続きゼロ%近辺で推移した。ターム物金利も（図表 32(1)）、総じてみれば低位安定している。こうした中、ユーロ円金利先物レート（前掲図表 31(1)）は、足許にかけて徐々に低下している。

長期国債の流通利回り（10 年新発債、前掲図表 31(2)）は、11 月下旬に 1.3% 前後でもみ合って推移した後、12 月初の 10 年債入札後に一時 1.4% 台半ばまで上昇したが、足許にかけては株価下落などを背景に低下し、最近では 1.3% 台前半で推移している。

民間債（銀行債、事業債）と国債との流通利回りスプレッドは（図表 35、36）、利益確定売りなどによる振れを伴いつつも、総じて横ばい圏内で推移している。

株価は（図表 37）、12 月初にかけて米国株価の反発などから幾分持ち直したが、足許にかけてはやや軟化しており、最近では日経平均株価は 10 千円前後で推移している。

為替相場をみると（図表 38）、円の対米ドル相場は、米国経常赤字に対する懸念や地政学的リスクの高まりを背景にドル売りが強まる局面がみられたものの、介入警戒感などから、最近では 107～108 円台で推移している。

## （2）企業金融と量的金融指標

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、キャッシュ・フローが設備投資を上回る状況が続いていることなどから、民間の資金需要は引き続き減少傾向をたどっている。

一方、資金供給面をみると、民間銀行は、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持しているが、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している（図表 39）。

貸出金利は、全体としてきわめて低い水準で推移している。新規貸出約定平均金利は、月々の振れを均してみれば、横ばい圏内の動きとなっている（図表 40）。長期プライムレートは、12 月 10 日に 0.10%引き下げられ、1.70%となった。

民間銀行貸出（銀行計・月中平均残高、特殊要因調整後<sup>8</sup>）は、減少幅が僅かながら縮小してきている（9 月－1.8%→10 月－1.9%→11 月－1.9%、図表 41）。

CP、社債など市場を通じた企業の資金調達環境をみると、高格付け企業を

---

<sup>8</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。



中心に総じて良好な状況にある。社債発行金利は、発行スプレッドが安定的に推移する中、横ばい圏内で推移している。CP発行金利は、引き続き低水準にある。CP発行残高および社債発行残高は、前年を上回って推移している（図表43）。

こうした中、企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。

この間、マネタリーベース（流通現金＋日銀当座預金）は、伸びがやや鈍化し、前年比1割台半ばとなっている（9月＋20.9%→10月＋20.6%→11月＋16.7%、図表44）。その対名目GDP比率は上昇を続けており、極めて高い水準となっている。

マネーサプライ（M2＋CD）は、前年比1%台半ばで推移している（9月＋1.8%→10月＋1.5%→11月＋1.6%、図表45）。

企業倒産件数は、減少傾向が続いており、10月は1,368件、前年比－20.9%となった（図表46）。

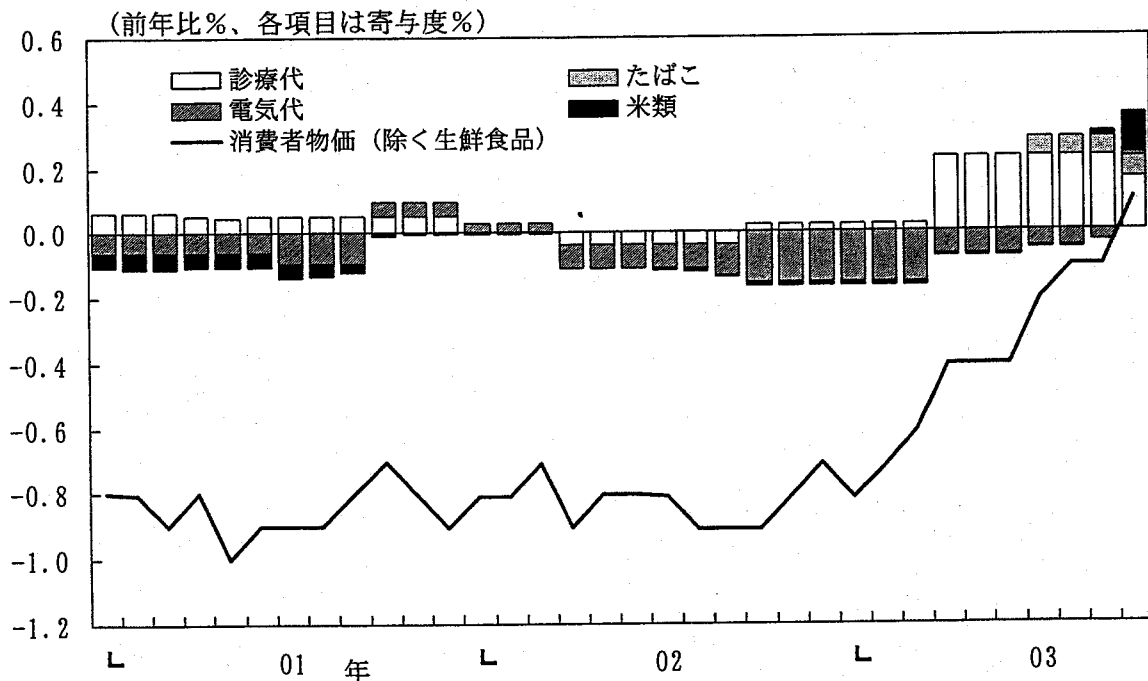
以 上

### (BOX) 消費者物価の最近の動きについて

最近の消費者物価指数の動きを、振れの大きい生鮮食品を除いたベースで見ると、2003年の初めごろから前年比のマイナス幅が縮小し始め、10月の前年比は5年6か月振りにプラス(+0.1%)となった。

こうした動きの背景には、①医療制度改革による診療代の上昇(4月)、②たばこ税の引き上げ(7月)、③冷夏による米類の上昇(10月)、④昨年4~10月に実施された電力料金値下げの影響一巡、といった一時的な押し上げ要因も作用している(下記図表)。

同時に、マクロの需給バランスが徐々に改善しつつあることや、企業の低価格戦略が以前に比べて落ち着いてきたことなども、ある程度働いているとみられる。例えば、これまで企業の低価格戦略を反映して下落が目立っていた被服や外食の構成品目をみると、最近では価格上昇品目の割合が回復傾向にある。



金融経済月報（2003年12月） 参考計表

(図表 1)	国内主要経済指標
(図表 2)	実質GDPの推移
(図表 3)	公共投資
(図表 4)	輸出入
(図表 5)	実質輸出の内訳
(図表 6)	財別輸出の動向
(図表 7)	情報関連の輸出入
(図表 8)	実質輸入の内訳
(図表 9)	輸出を取り巻く環境
(図表 10)	設備投資関連指標
(図表 11)	経常利益
(図表 12)	業況判断
(図表 13)	企業金融
(図表 14)	設備投資計画
(図表 15)	個人消費関連指標
(図表 16)	消費者コンフィデンス
(図表 17)	住宅投資関連指標
(図表 18)	鉱工業生産・出荷・在庫
(図表 19)	財別出荷
(図表 20)	在庫循環
(図表 21)	雇用者所得
(図表 22)	労働需給
(図表 23)	雇用の過不足
(図表 24)	物価
(図表 25)	輸入物価と国際商品市況
(図表 26)	国内企業物価
(図表 27)	企業向けサービス価格
(図表 28)	消費者物価
(図表 29)	消費者物価（輸入・輸入競合商品）
(図表 30)	国内需給環境
(図表 31)	市場金利等
(図表 32)	短期金融市場
(図表 33)	日銀当座預金残高
(図表 34)	長期金利の期間別分解
(図表 35)	銀行債流通利回り
(図表 36)	社債流通利回り
(図表 37)	株価
(図表 38)	為替レート
(図表 39)	中小企業からみた金融機関の貸出態度
(図表 40)	貸出金利
(図表 41)	民間銀行貸出
(図表 42)	その他金融機関貸出
(図表 43)	資本市場調達
(図表 44)	マネタリーベース
(図表 45)	マネーサプライ（M <sub>1</sub> 、M <sub>2</sub> +CD、広義流動性）
(図表 46)	企業倒産
(図表 47)	量的金融指標と経済活動

## 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、%)

	2003/1-3月	4-6月	7-9月	2003/8月	9月	10月	11月
消費水準指数(全世帯)	-0.7	0.9	0.0	4.4	0.4	-1.2	n. a.
全国百貨店売上高	-0.3	-1.6	-0.6	0.2	-1.8	4.7	n. a.
全国スーパー売上高	-0.7	-1.4	-2.4	1.6	0.9	3.5	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽) 〈季調済年率換算、万台〉	〈335〉	〈306〉	〈314〉	〈309〉	〈322〉	〈313〉	〈315〉
家電販売額 (実質、NEBA統計)	4.5	3.7	5.4	16.1	7.8	-4.2	n. a.
旅行取扱額(主要50社)	-3.4	-17.9	14.2	0.6	5.3	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 〈季調済年率換算、万戸〉	〈115〉	〈120〉	〈112〉	〈106〉	〈113〉	〈120〉	〈n. a.〉
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	5.8	3.4	-2.9	-4.3	-1.6	17.4	n. a.
製造業	5.4	8.6	-3.4	-5.7	10.3	10.2	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	5.1	1.3	-2.4	-2.9	-9.3	20.1	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	-2.2	4.0	1.7	8.1	10.0	-8.1	n. a.
鉱工業	-4.9	0.3	2.8	-0.3	2.0	-3.3	n. a.
非製造業	-0.3	3.0	2.0	9.9	15.8	-9.6	n. a.
公共工事請負金額	-3.1	-5.6	2.0	-7.2	-0.4	-5.4	n. a.
実質輸出	-0.8	-0.1	3.8	2.4	3.7	2.9	n. a.
実質輸入	0.1	2.0	1.3	-2.1	6.4	-3.3	n. a.
生産	0.3	-0.7	1.3	-0.7	3.8	p 0.8	n. a.
出荷	0.5	0.2	0.8	0.5	3.8	p 1.2	n. a.
在庫	-1.5	-0.6	0.9	-1.1	0.7	p -0.3	n. a.
在庫率 〈季調済、2000年=100〉	〈99.9〉	〈98.1〉	〈97.1〉	〈100.0〉	〈97.1〉	〈p 94.0〉	〈n. a.〉
実質GDP	0.4	0.6	0.3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
全産業活動指数	0.6	0.1	0.0	0.3	2.2	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、%)

	2003/1-3月	4-6月	7-9月	2003/8月	9月	10月	11月
有効求人倍率 〈季調済、倍〉	<0.60>	<0.61>	<0.64>	<0.63>	<0.66>	<0.70>	<n. a.>
完全失業率 〈季調済、%〉	<5.4>	<5.4>	<5.2>	<5.1>	<5.1>	<5.2>	<n. a.>
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	6.5	4.7	3.6	3.3	3.1	p 4.0	n. a.
雇用者数(労働力調査)	-0.1	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1	n. a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	p -0.3	n. a.
一人当り名目賃金 (事業所規模5人以上)	-0.7	1.1	-1.2	-1.7	0.4	p -0.1	n. a.
国内企業物価 〈夏季電力料金調整済、 前期(3か月前)比、%〉	-0.9 <0.0>	-1.0 <-0.3>	-0.7 <-0.2>	-0.7 <-0.1>	-0.5 <0.1>	-0.5 <0.0>	p -0.5 <p 0.1>
全国消費者物価 (除く生鮮食品) 〈季調済前期(3か月前)比、%〉	-0.7 <-0.1>	-0.4 <0.1>	-0.1 <0.1>	-0.1 <0.1>	-0.1 <0.1>	0.1 <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、%〉	-0.9 <-0.2>	-1.2 <-0.5>	-1.2 <-0.2>	-1.2 <-0.2>	-1.1 <-0.1>	-1.2 <-0.2>	n. a. <n. a.>
マネーサプライ(M <sub>2</sub> +CD) (平残)	1.9	1.6	1.8	2.0	1.8	1.5	1.6
取引停止処分件数	-21.7	-15.4	-28.9	-27.6	-26.6	-29.0	n. a.

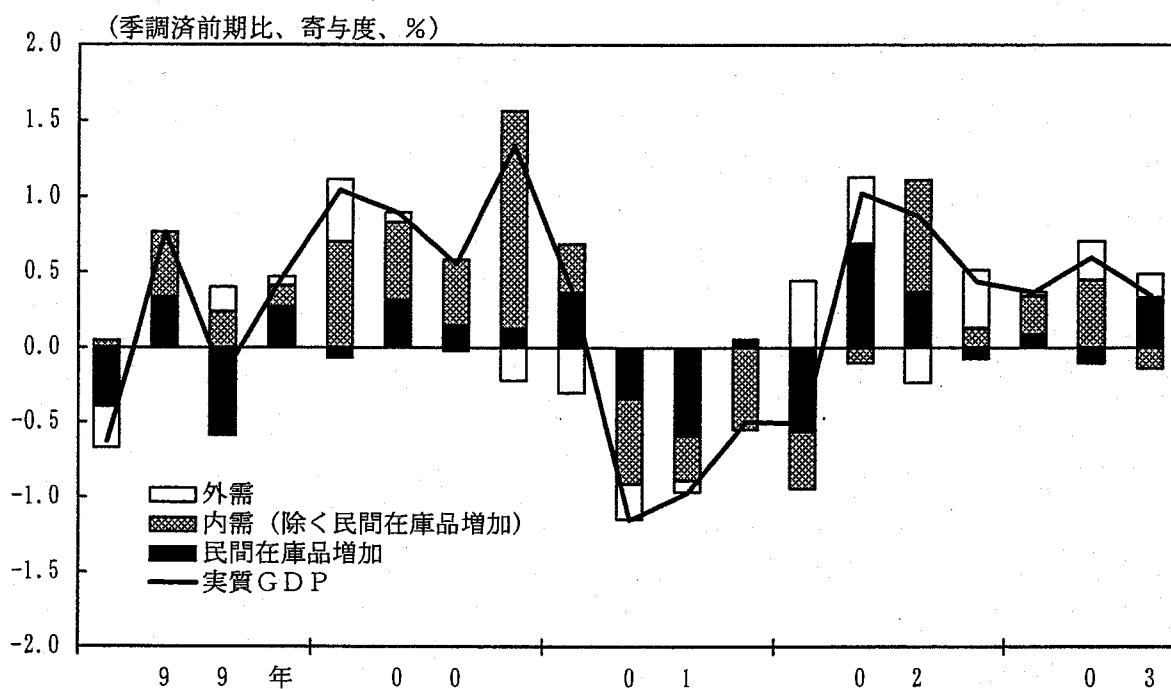
(注) 1. p は速報値。

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

(資料) 総務省「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」、  
 日本電気大型店協会(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「建築着工統計」「旅行取扱状況」、内閣府「機械受注統計」「国民経済計算」、  
 東日本建設業保証株式会社他「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「企業物価指数」「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」

## 実質GDPの推移

### (1) 実質GDPの前期比



### (2) 需要項目別の動向

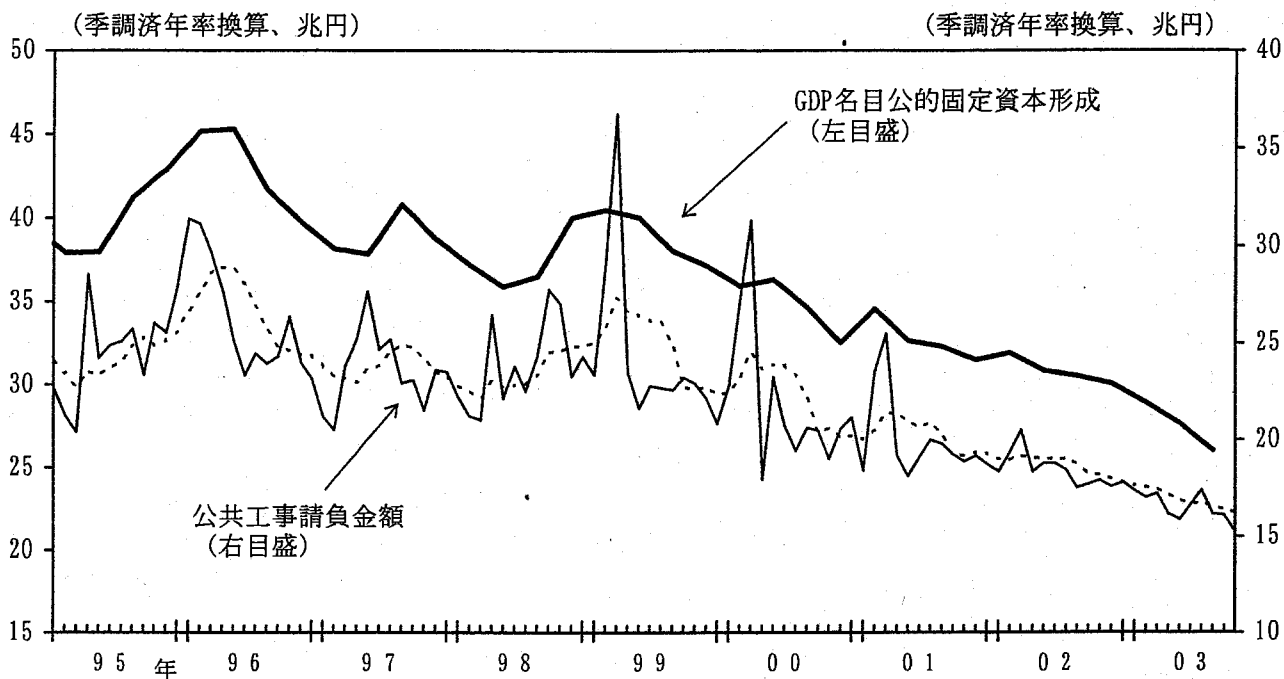
(季調済前期比%、( )内は寄与度%)

	2002年		2003年		
	7~9月	10~12	1~3	4~6	7~9
実質GDP	0.9	0.4	0.4	0.6	0.3
国内需要	1.1	0.1	0.4	0.3	0.2
民間最終消費支出	1.0	-0.2	0.1	0.1	-0.1
民間企業設備	1.2	2.5	2.3	3.9	0.5
民間住宅	-1.1	-0.9	-0.9	0.0	3.1
民間在庫品増加	(0.4)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.3)
公的需要	0.3	-0.4	-0.6	-1.0	-1.3
公的固定資本形成	-0.9	-1.2	-3.2	-3.9	-5.6
純輸出	(-0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.3)	(0.2)
輸出	-0.3	4.6	0.8	1.3	3.0
輸入	2.3	1.5	0.7	-1.1	2.2
名目GDP	0.6	-0.5	-0.3	0.3	0.1

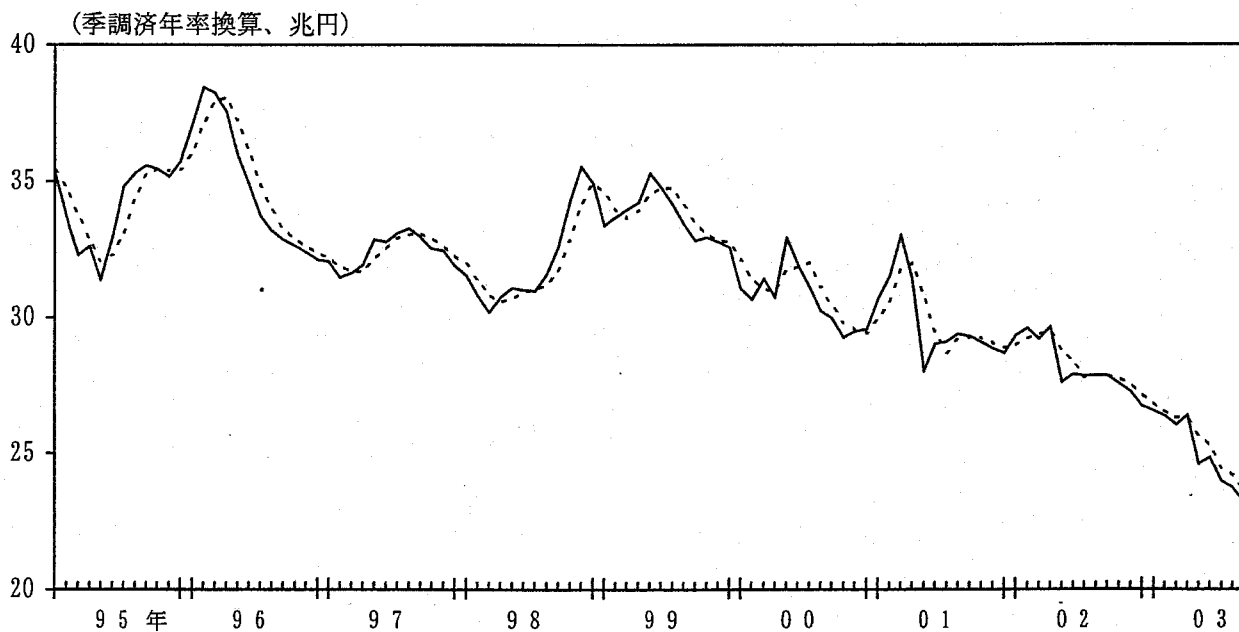
(資料) 内閣府「国民経済計算」

# 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

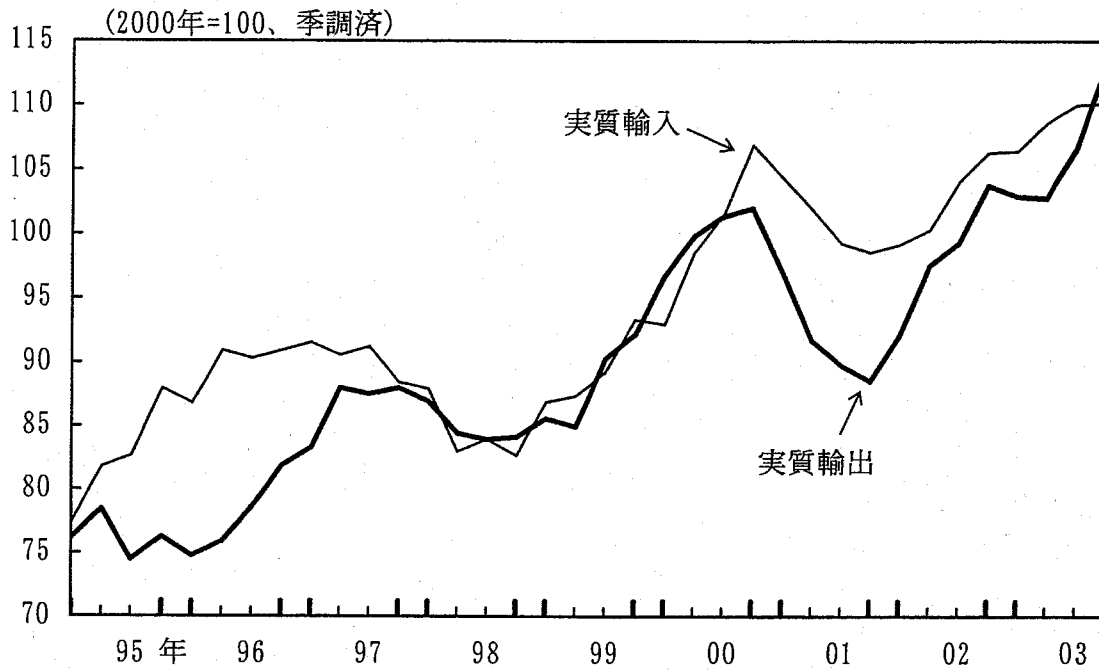


- (注) 1. 公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。  
 2. 公共工事出来高は、国土交通省「建設総合統計」の総合表ベース。なお、2002/3月以前の計数については、総合表の旧分類による時系列の前年比の伸び率を用いて遡及した。  
 3. 公共工事請負金額及び公共工事出来高は、X-12-ARIMAによる季節調整値。  
 4. 点線のうち、公共工事請負金額については後方6か月移動平均値、公共工事出来高については後方3か月移動平均値。

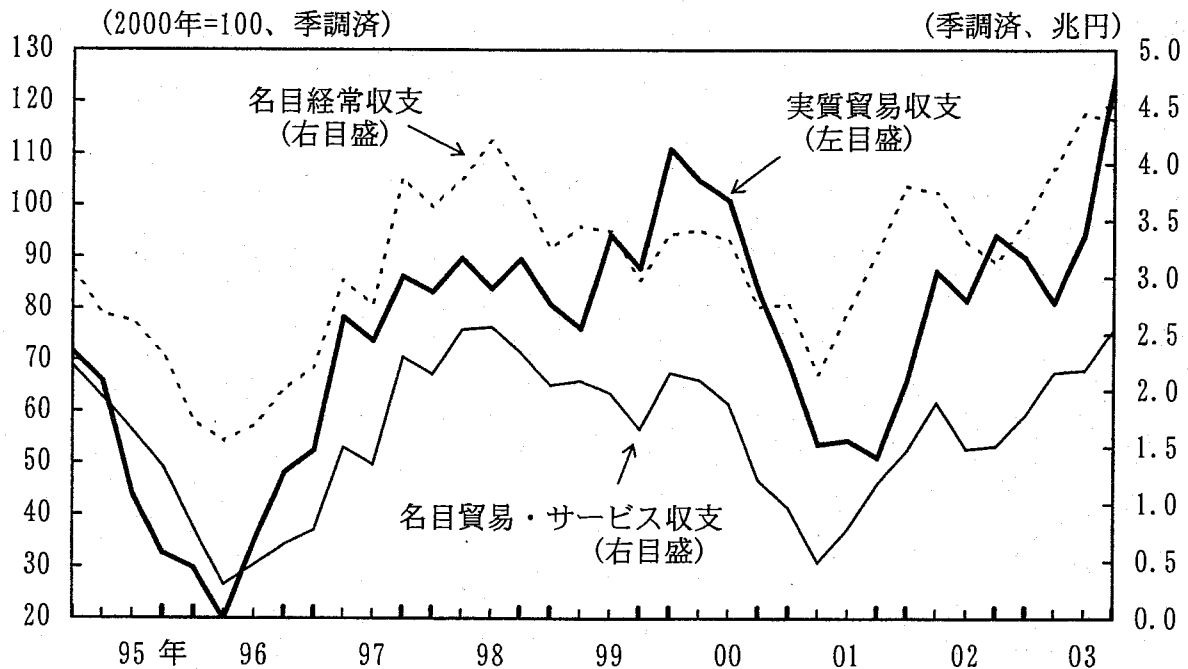
(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」

# 輸出入

## (1) 実質輸出入



## (2) 対外収支



- (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、指数化したもの。実質貿易収支は、実質輸出入の差を指数化したもの。  
2. 実質輸出入及び実質貿易収支は、X-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の値。  
3. 国際収支統計の95年以前は、旧ベース。名目経常収支および名目貿易・サービス収支の2003/4Qは10月の四半期換算値。

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



## 実質輸出の内訳

## (1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2001年	2002	2002年 4Q	2003 1Q	2Q	3Q	4Q	2003年 8月	9	10
米国	<28.5>	-7.7	1.4	3.4	-9.9	0.9	-1.5	5.8	-0.6	6.4	1.8
EU	<14.7>	-10.1	-0.0	1.4	6.3	0.2	1.2	2.0	-0.0	5.9	-1.8
東アジア	<41.5>	-9.0	17.5	3.4	7.9	-2.5	7.1	9.1	6.4	0.5	6.6
中国	<9.6>	12.4	35.5	3.3	21.7	0.7	8.3	6.4	9.3	-0.5	3.8
NIEs	<22.7>	-15.2	14.4	4.4	4.5	-5.2	7.8	12.9	7.0	-1.2	11.4
韓国	<6.9>	-8.4	19.1	6.2	7.7	-8.1	9.3	7.6	2.2	4.2	3.9
台湾	<6.3>	-25.3	14.6	2.1	4.9	-6.2	9.1	19.5	12.9	-3.4	17.7
ASEAN4	<9.3>	-7.8	10.2	1.0	2.1	0.2	4.1	3.6	1.4	5.9	-0.7
タイ	<3.2>	-3.6	16.5	4.0	0.2	2.6	7.4	2.6	1.1	6.1	-1.7
実質輸出計		-8.6	7.2	4.5	-0.8	-0.1	3.8	6.2	2.4	3.7	2.9

- (注) 1. < >内は、2002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. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の7~9月対比。

## (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2001年	2002	2002年 4Q	2003 1Q	2Q	3Q	4Q	2003年 8月	9	10
中間財	<15.3>	-3.2	8.8	-2.4	4.3	0.4	0.4	5.6	0.1	4.9	2.3
自動車関連	<24.3>	-1.8	12.7	5.0	-1.3	-5.3	0.1	4.1	0.9	10.2	-2.6
消費財	<7.1>	-4.8	7.9	10.6	0.4	0.9	-2.6	18.9	4.9	3.6	14.3
情報関連	<14.8>	-10.5	0.3	3.0	-3.9	3.0	8.9	2.0	8.6	-2.1	0.7
資本財・部品	<27.3>	-14.6	7.8	5.2	1.9	1.6	6.9	4.7	0.9	5.4	0.9
実質輸出計		-8.6	7.2	4.5	-0.8	-0.1	3.8	6.2	2.4	3.7	2.9

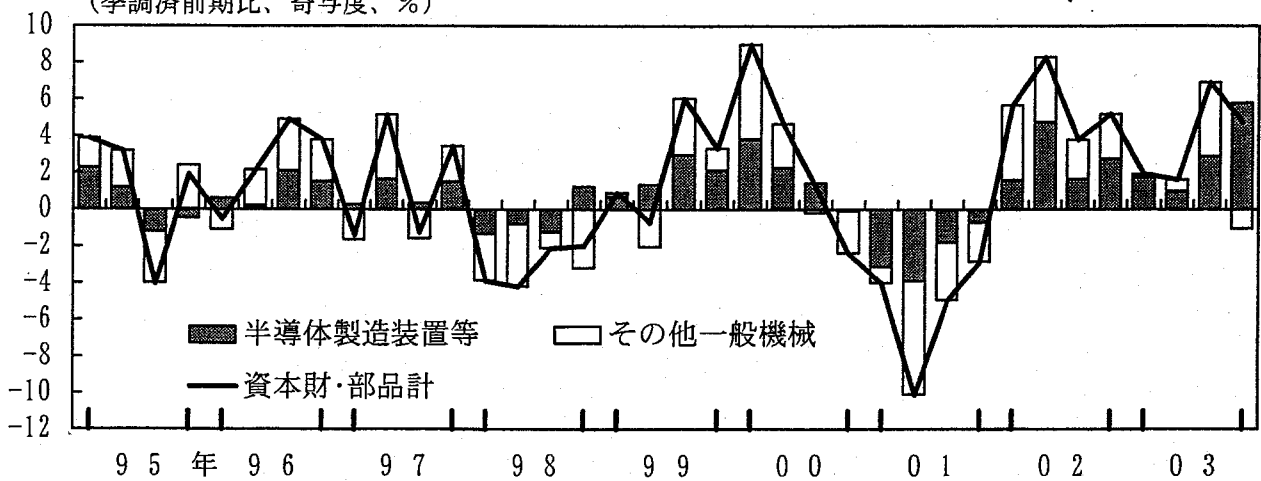
- (注) 1. < >内は、2002年通関輸出額に占める各財のウェイト。  
 2. 「消費財」は、自動車を除く。  
 3. 「情報関連」は、自動データ処理機械、通信機、IC等電子部品、科学光学機器。  
 4. 「資本財・部品」は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。  
 5. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の7~9月対比。

(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

# 財別輸出の動向

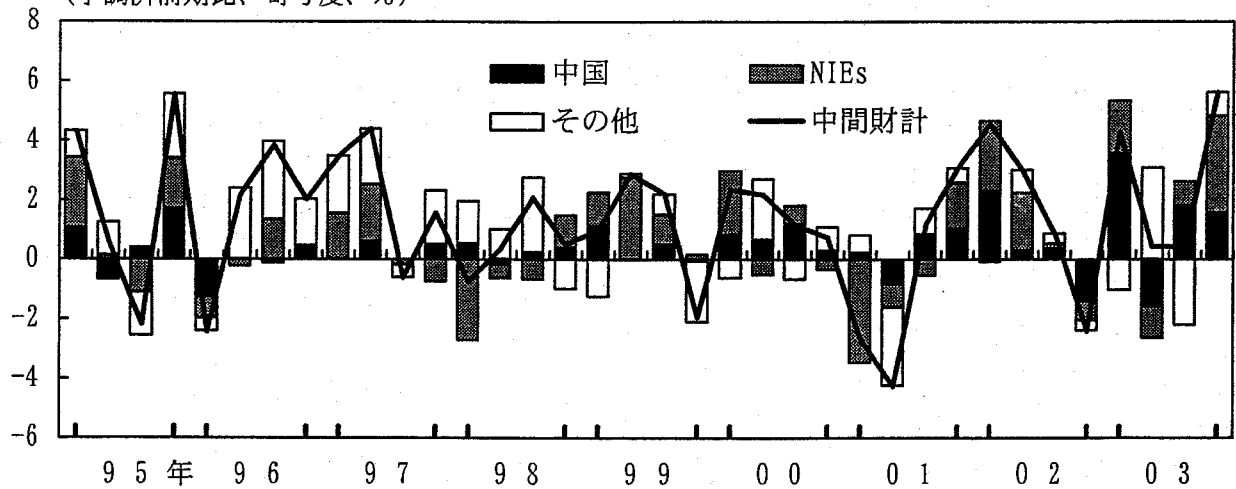
## (1) 資本財・部品 (実質、財別)

(季調済前期比、寄与度、%)



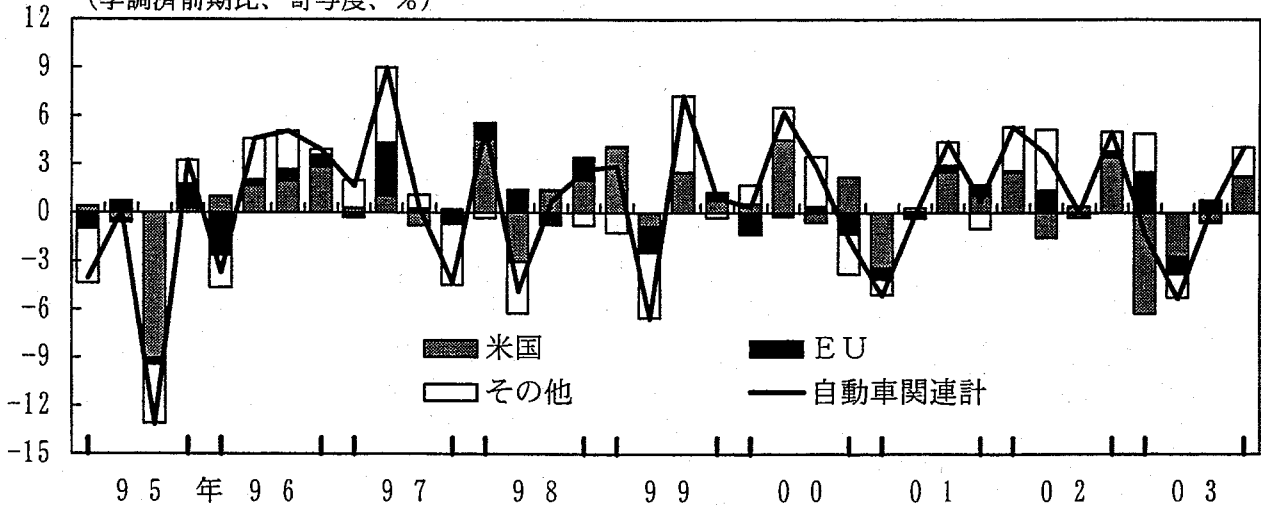
## (2) 中間財 (実質、地域別)

(季調済前期比、寄与度、%)



## (3) 自動車関連 (実質、地域別)

(季調済前期比、寄与度、%)



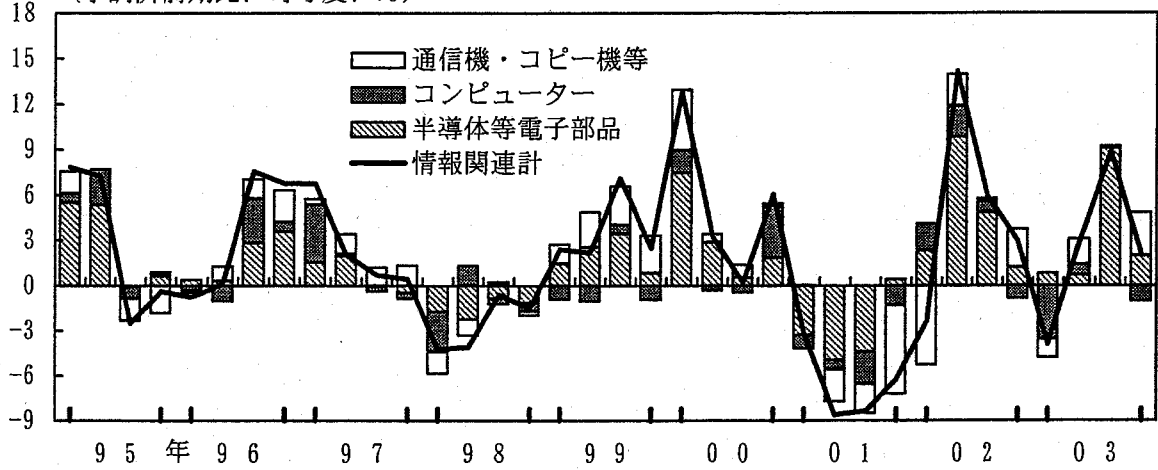
(注) 各計数ともX-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の7~9月対比。

(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

# 情報関連の輸出入

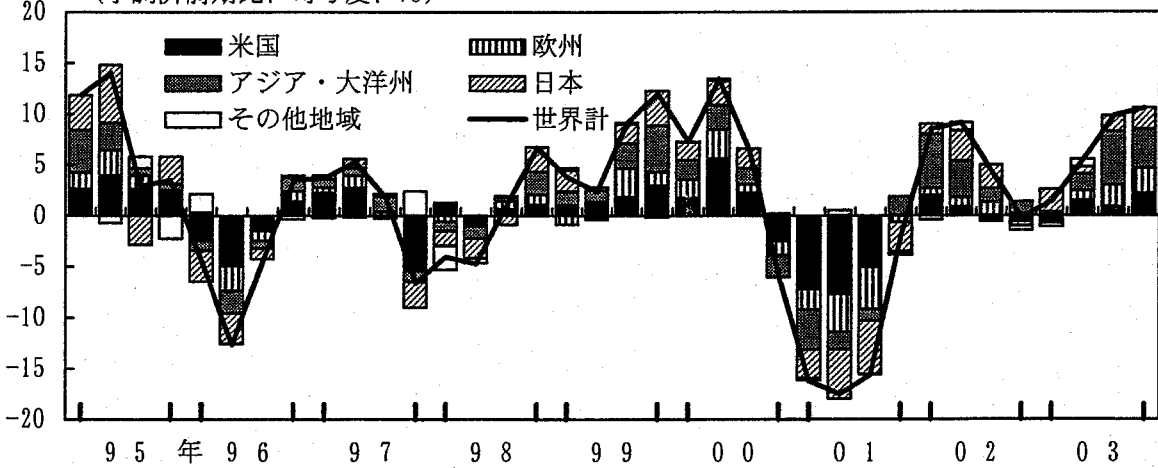
## (1) 情報関連輸出 (実質、品目別)

(季調済前期比、寄与度、%)



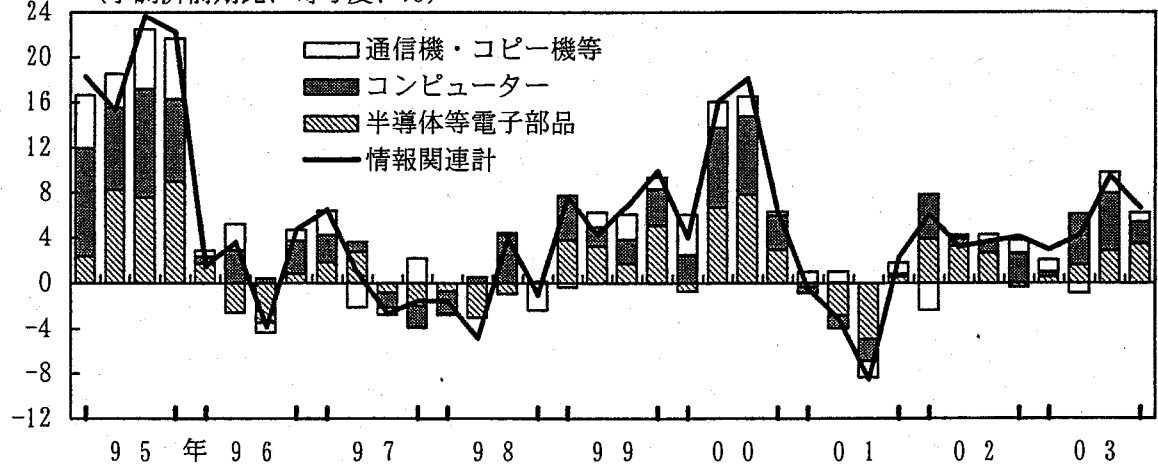
## (2) 世界半導体出荷 (名目、地域別)

(季調済前期比、寄与度、%)



## (3) 情報関連輸入 (実質、品目別)

(季調済前期比、寄与度、%)



(注) 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。2003/4Qは、10月の7~9月対比。

(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、WSTS「世界半導体市場統計」

## 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 2001年	2002	2002年 4Q	2003 1Q	2Q	3Q	4Q	2003年 8月	9	10
米国	<17.1>	-0.6	-3.9	-4.5	-2.9	5.2	-0.9	2.2	-5.0	6.3	-0.2
EU	<13.0>	6.1	2.3	1.5	-1.6	2.6	1.7	-0.2	4.4	2.4	-3.1
東アジア	<41.4>	6.1	6.4	5.7	0.6	4.4	4.4	3.0	-0.1	4.2	0.3
中国	<18.3>	16.5	13.9	8.3	3.9	5.3	4.8	1.9	-0.4	4.3	-0.7
NIEs	<10.5>	-3.3	1.8	2.1	-2.1	2.4	7.7	6.9	0.5	4.6	3.6
韓国	<4.6>	-3.2	-1.5	2.8	-0.1	4.0	2.7	12.3	-4.8	3.7	11.5
台湾	<4.0>	-5.1	5.5	-0.2	-2.8	0.6	12.4	6.6	5.8	5.3	1.2
ASEAN4	<12.6>	3.6	1.5	5.3	-1.5	4.7	1.2	1.5	-0.2	3.6	-0.8
タイ	<3.1>	10.4	7.6	5.0	-1.6	2.5	5.5	6.0	1.3	6.8	1.0
実質輸入計		1.2	1.2	2.2	0.1	2.0	1.3	0.1	-2.1	6.4	-3.3

- (注) 1. < >内は、2002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. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の7~9月対比。

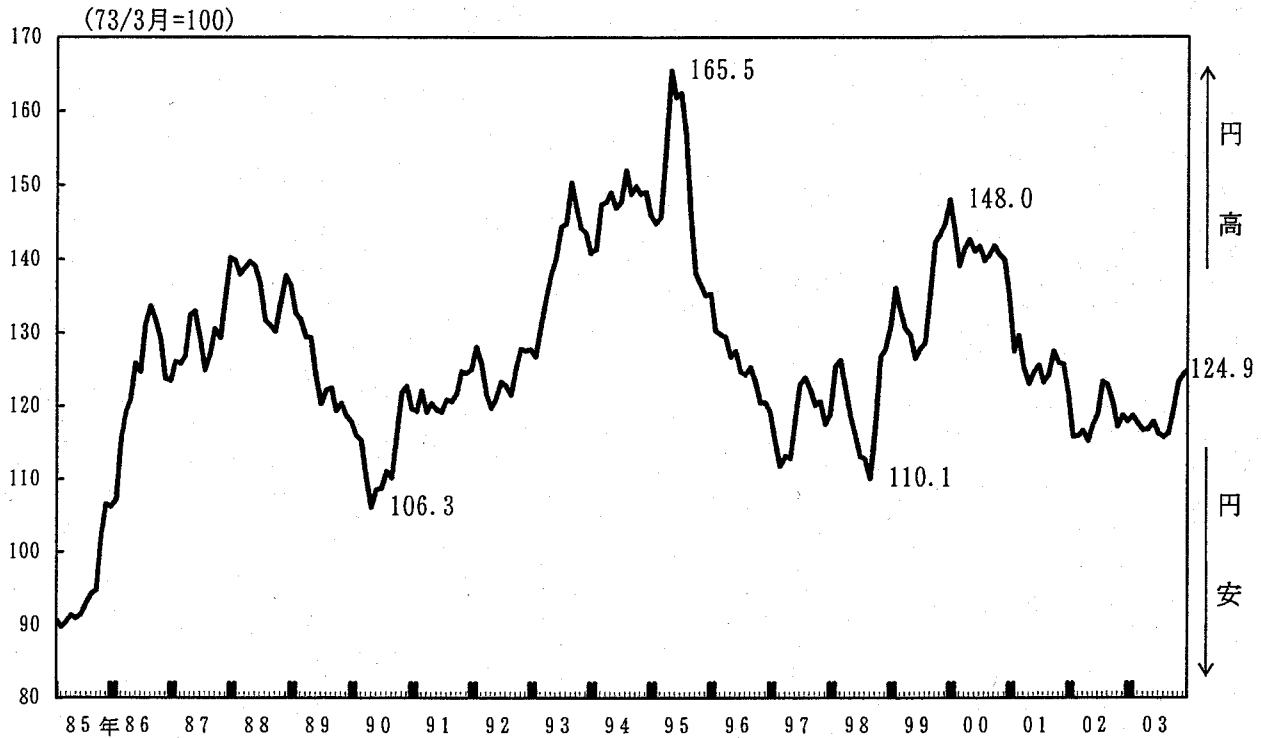
### (2) 財別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2001年	2002	2002年 4Q	2003 1Q	2Q	3Q	4Q	2003年 8月	9	10
素原料	<25.3>	-4.1	-2.7	4.0	3.7	-0.3	-3.8	-5.7	-2.9	1.7	-5.8
中間財	<13.0>	-1.1	1.4	-0.2	1.0	-0.4	2.2	2.6	-0.9	6.9	-1.5
食料品	<12.5>	-0.0	-2.5	-3.3	-1.0	-1.4	-0.1	3.4	-7.1	5.5	2.3
消費財	<11.0>	7.9	-0.9	5.5	-3.8	3.5	3.6	4.2	-2.8	4.2	2.3
情報関連	<14.4>	9.6	7.8	4.1	3.0	4.2	9.5	6.7	4.1	4.3	2.4
資本財・部品	<12.9>	10.6	11.5	1.4	-2.2	12.2	-2.4	4.0	-7.9	4.1	4.2
うち除く航空機	<11.8>	13.9	8.3	5.3	0.3	5.1	-0.5	7.6	-3.8	5.2	5.4
実質輸入計		1.2	1.2	2.2	0.1	2.0	1.3	0.1	-2.1	6.4	-3.3

- (注) 1. < >内は、2002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. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。なお、2003/4Qは10月の7~9月対比。

## 輸出を取り巻く環境 (1)

### (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12月は9日の値。  
 2. 主要輸出相手国通貨 (15通貨、26カ国・地域) に対する為替相場 (月中平均) を、当該国・地域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

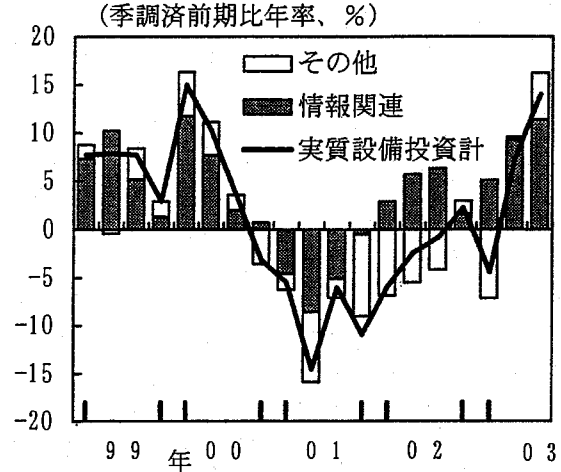
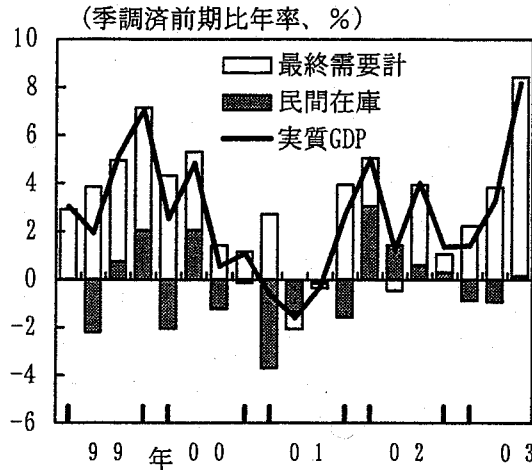
(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)

		2000年	2001年	2002年	2002年 4Q	2003年 1Q	2Q	3Q
米	国	3.8	0.3	2.4	1.4	1.4	3.3	8.2
欧 州	E U	3.6	1.6	1.0	0.4	0.1	-0.0	1.8
	ドイツ	2.9	0.8	0.2	-0.2	-1.0	-0.6	0.9
	フランス	4.2	2.1	1.2	-1.1	0.2	-1.4	1.5
	英国	3.8	2.1	1.7	2.1	0.7	2.4	3.0
東 ア ジ ア	中国	8.0	7.3	8.0	8.1	9.9	6.7	9.1
	N 韓国	9.3	3.1	6.3	6.8	3.7	1.9	2.3
	I 台湾	5.9	-2.2	3.6	4.5	3.5	-0.1	4.2
	E 香港	10.2	0.5	2.3	5.1	4.5	-0.5	4.0
	S シンガポール	9.4	-2.4	2.2	3.0	1.6	-3.8	1.7
ア S E A N 4	タイ	4.6	1.9	5.3	6.2	6.7	5.8	n.a.
	インドネシア	4.9	3.4	3.7	3.8	3.4	3.7	3.9
	マレーシア	8.5	0.3	4.1	5.4	4.6	4.5	5.1
	フィリピン	6.0	3.0	4.4	5.8	4.5	4.0	4.4

(注) 計数は、各国政府または中央銀行、欧州委員会による。

# 輸出を取り巻く環境 (2)

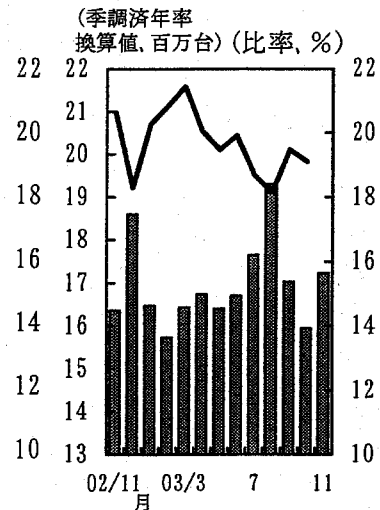
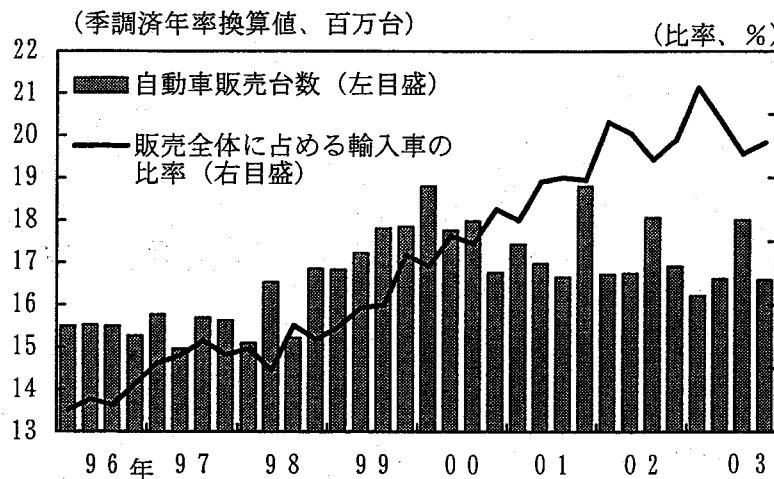
(1) 米国のGDP内訳(最終需要・在庫別) (2) 米国の設備投資



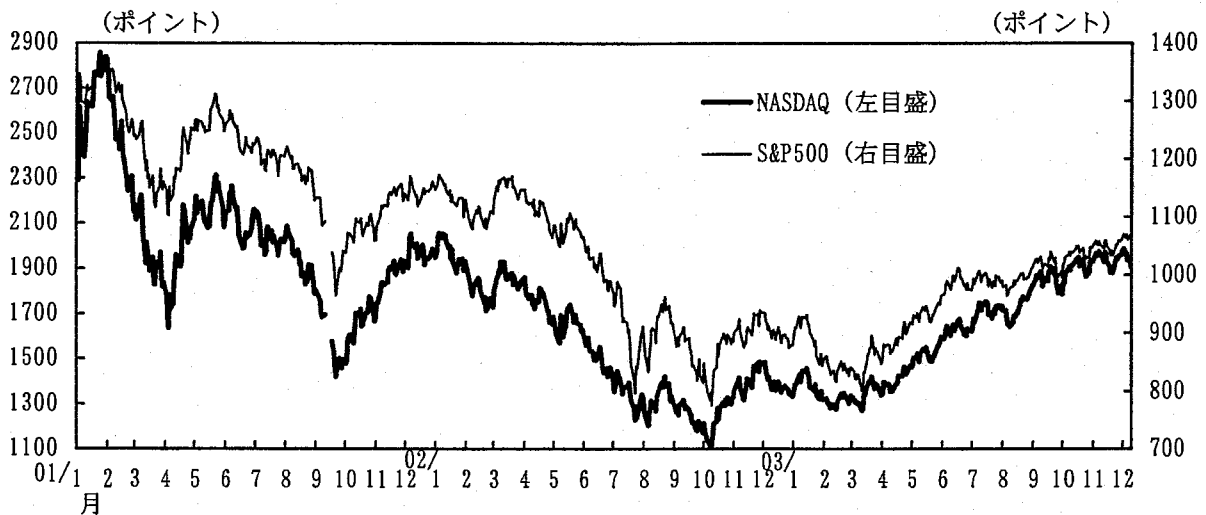
(3) 米国の自動車販売

<四半期>

<月次>



(4) 米国株価 (NASDAQ、S&P500)



- (注) 1. (3) の輸入車比率の2003/4Qは、10月の値。自動車販売台数は、10~11月の平均値。なお11月の自動車販売台数は、大型トラックを除く業界速報値1,683万台(季調済年率)に2002年の大型トラック平均販売台数40万台を加えて算出した値。  
 2. (4) の直近は、12月9日の値。

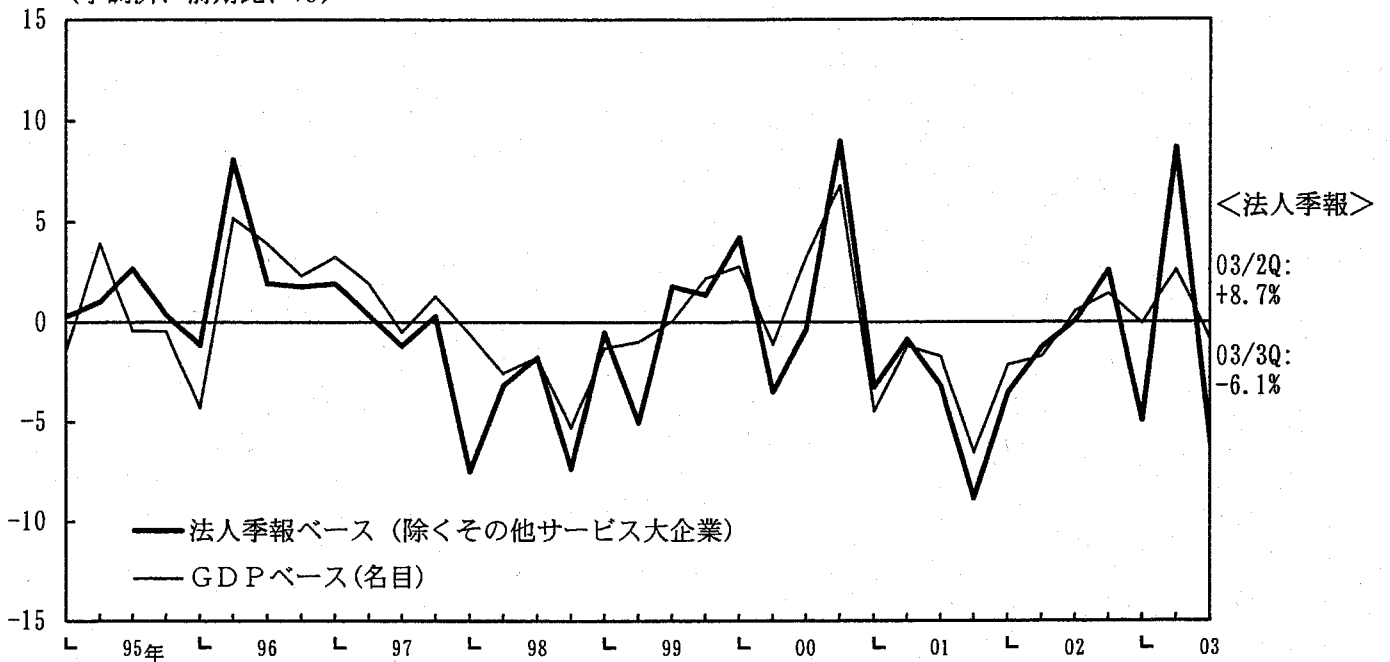
(資料) U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts", "Sales, production, imports, exports, and inventories, in units", Reuters News Service, Bloomberg

# 設備投資関連指標 (1)

## (法人季報)

### (1) 設備投資

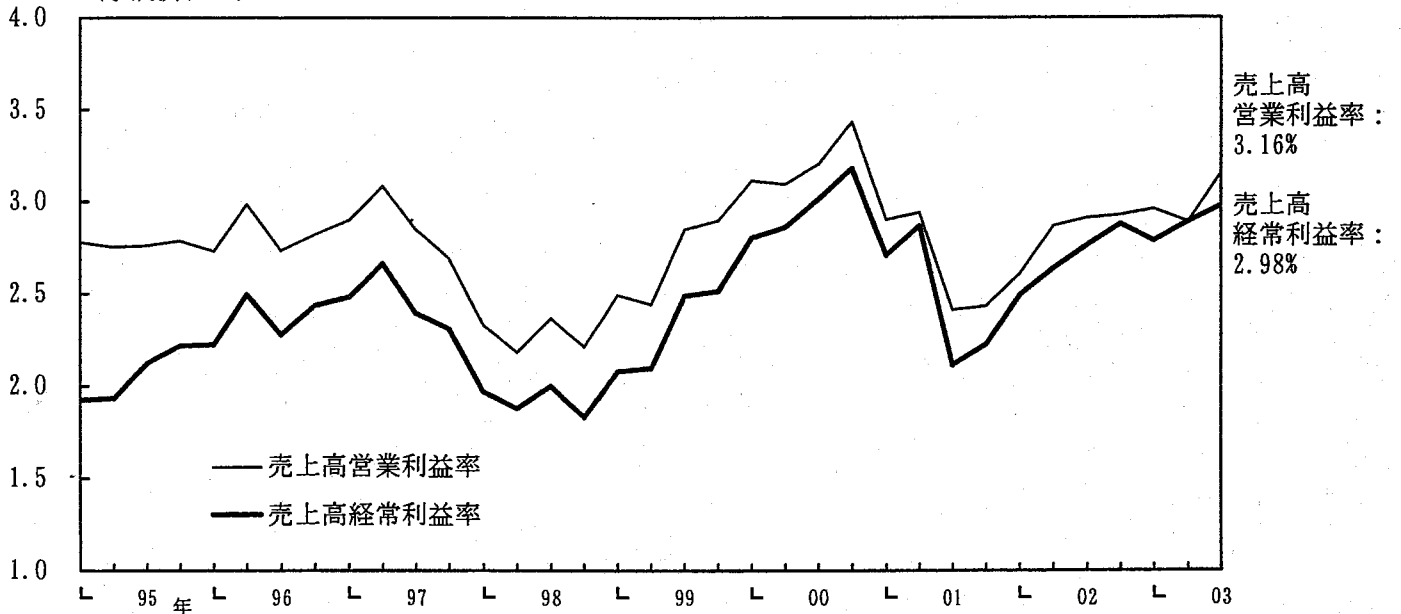
(季調済、前期比、%)



(注) 法人季報のデータは、断層修正済み。X-11による季節調整値。なお、断層修正とは、4~6月調査時に行われるサンプル企業の変更および每期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの。

### (2) 収益

(季調済、%)



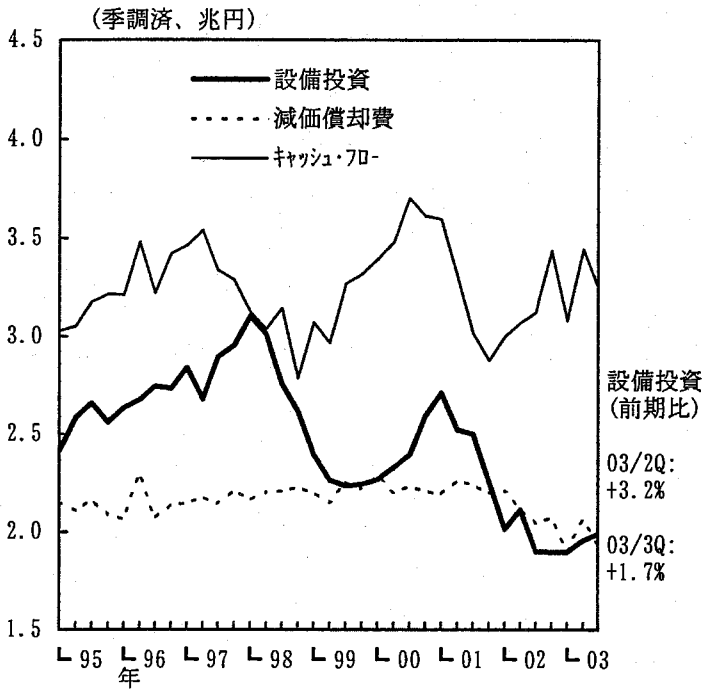
(注) 除くその他サービス大企業。データは断層修正済み。X-11による季節調整値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」

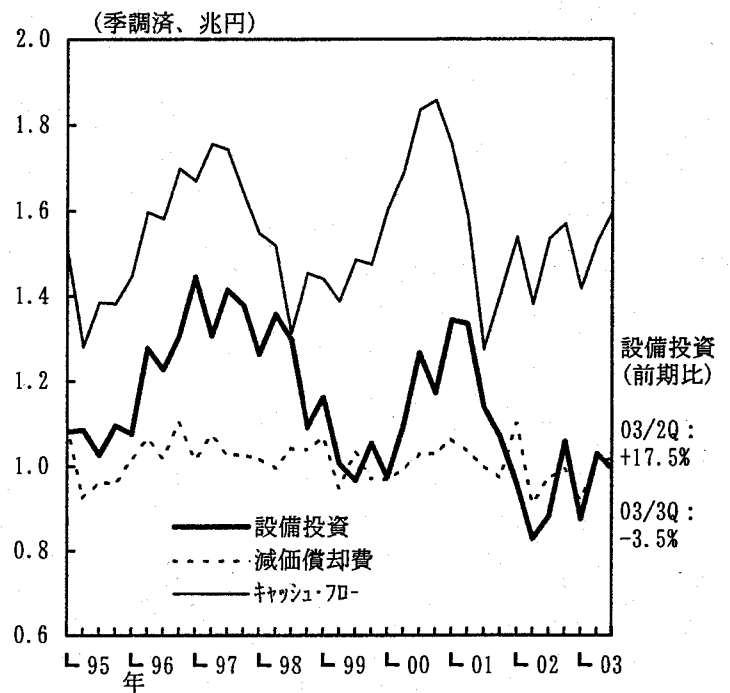
# 設備投資関連指標 (2)

## (法人季報)

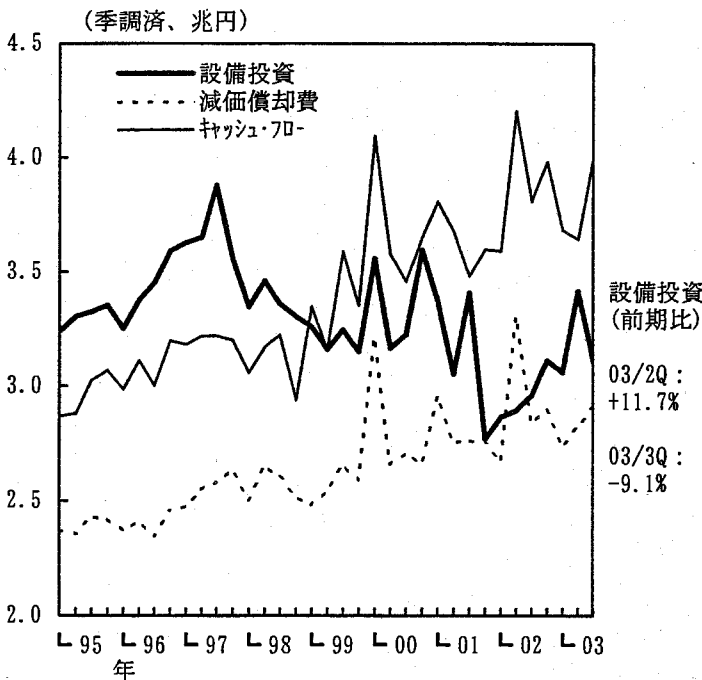
### (1) 製造業・大企業



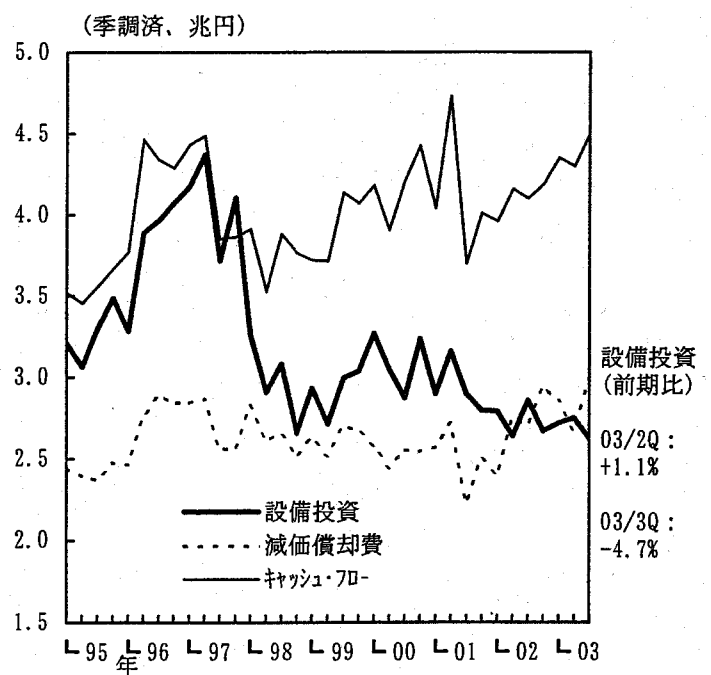
### (2) 製造業・中堅中小企業



### (3) 非製造業・大企業



### (4) 非製造業・中堅中小企業



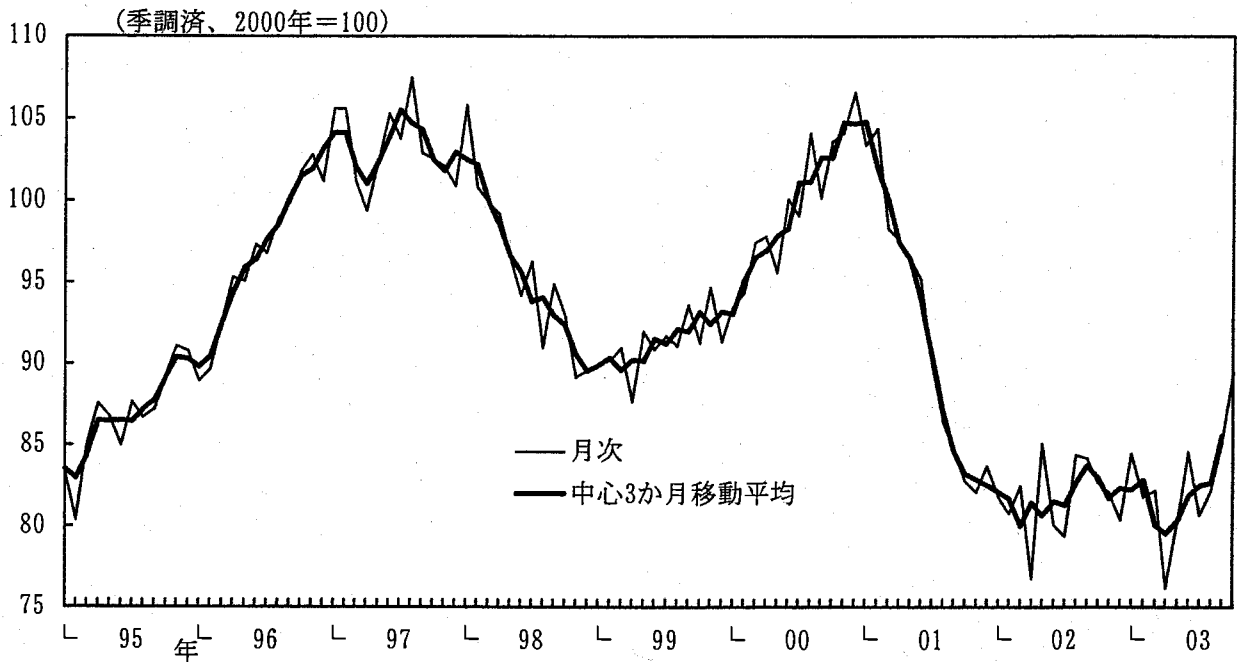
- (注) 1. 断層修正済み (図表10-1(1)注を参照)。  
 2. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。  
 3. 非製造業・大企業は、電力・ガス・その他サービスを除く。  
 4. キャッシュ・フローは、(減価償却費+経常利益×1/2)として算出。  
 5. 計数は、X-11による季節調整値。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

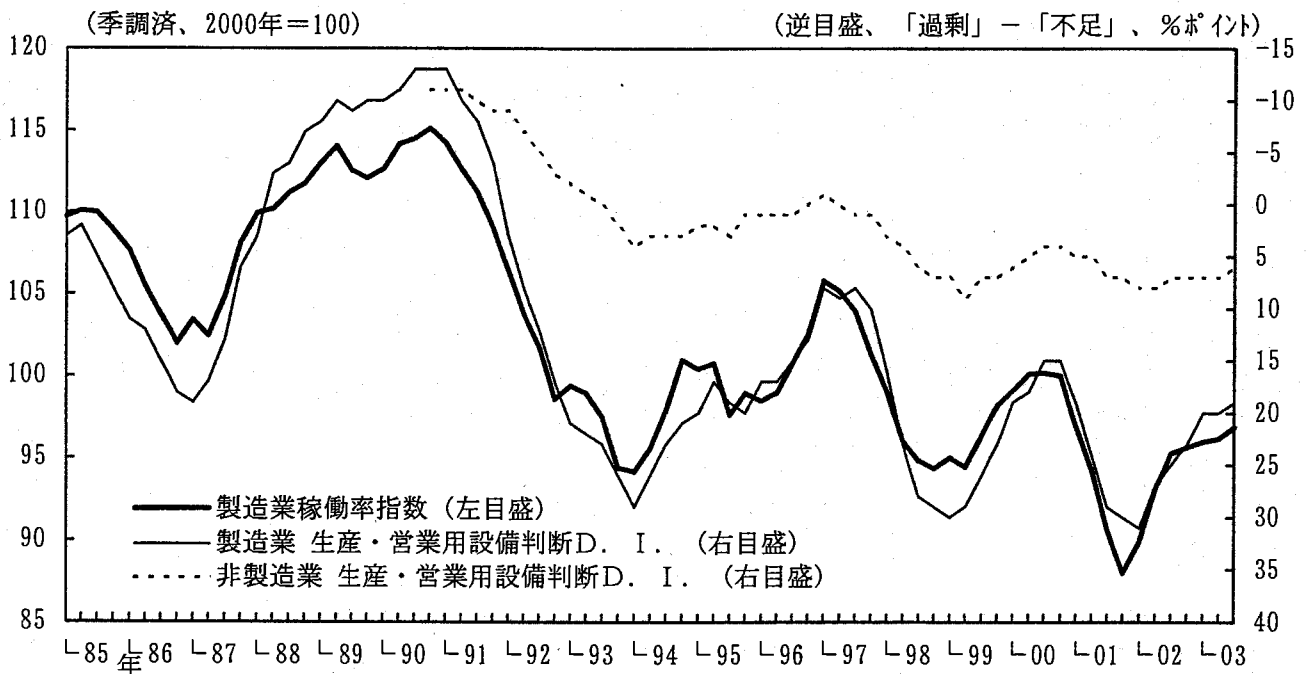


# 設備投資関連指標 (3)

## (1) 資本財出荷 (除く輸送機械)



## (2) 稼働率と設備判断D. I.

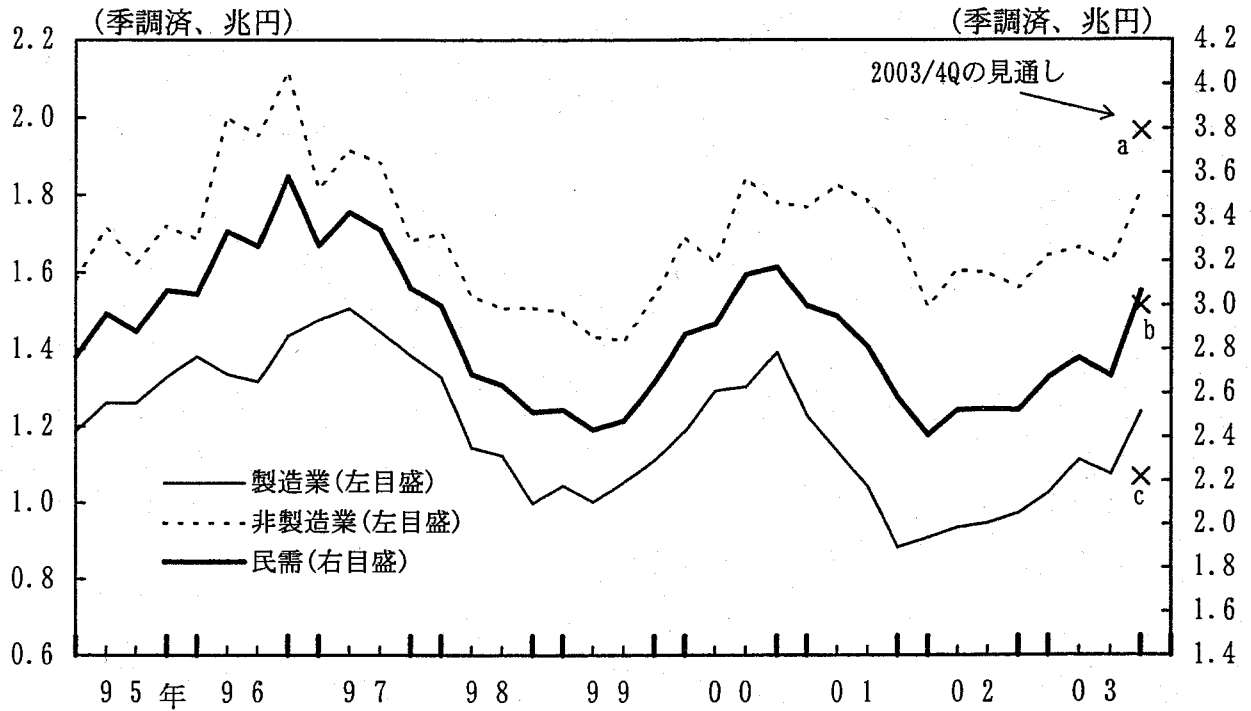


(注) 生産・営業用設備判断D. I. は全規模合計。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

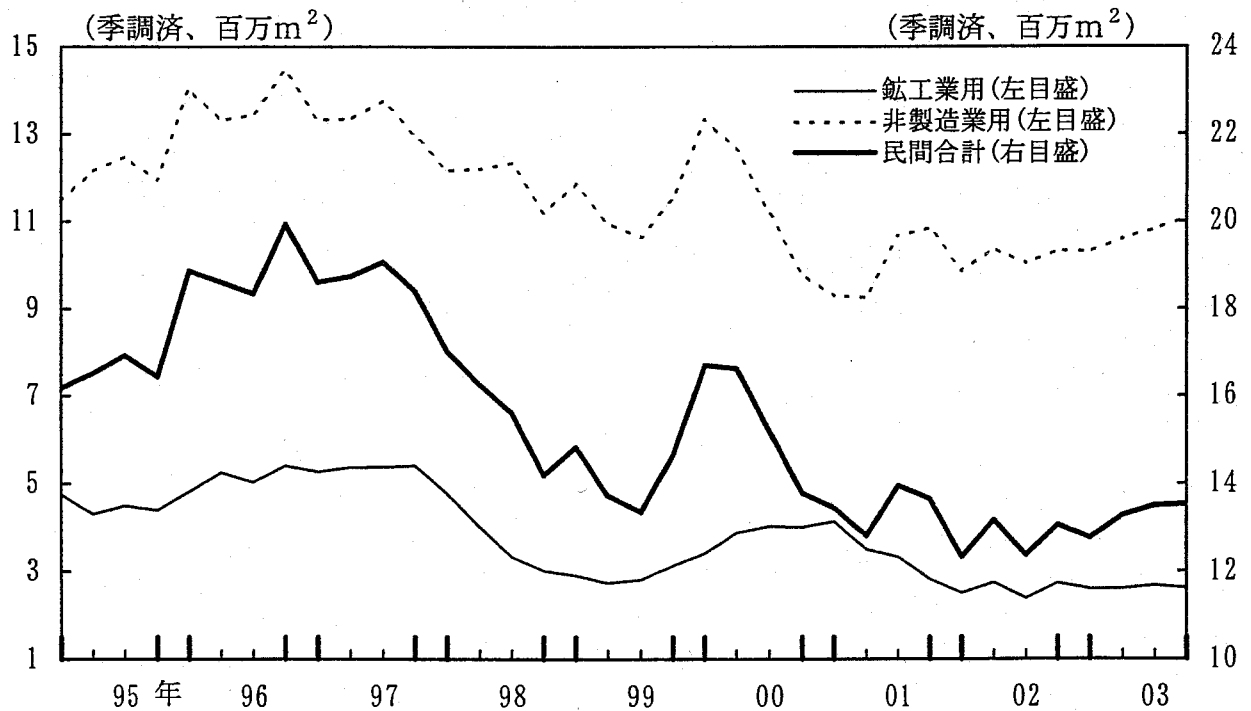
# 設備投資関連指標 (4)

## (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. 2003/4Qの見通しは、aは非製造業、bは民需、cは製造業の見通し。  
 3. 2003/4Qは、10月の計数を四半期換算。

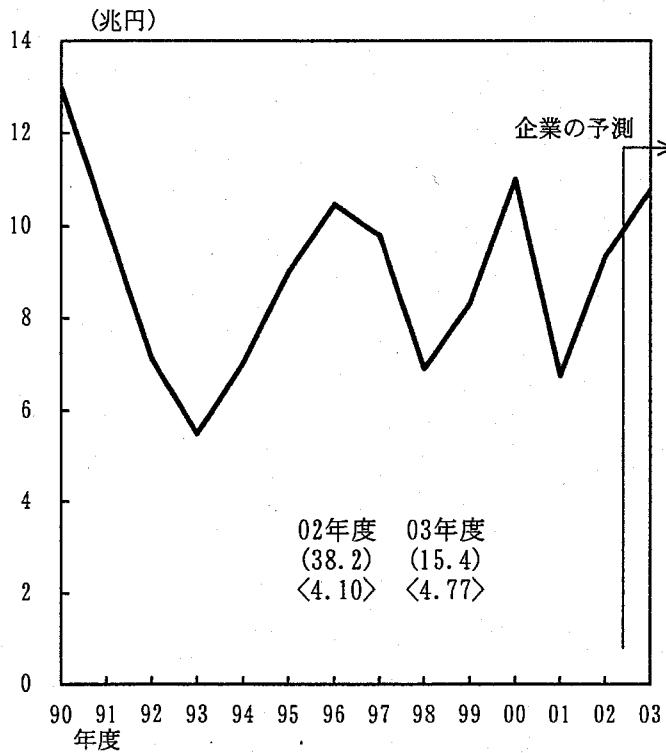
## (2) 建築着工床面積 (非居住用)



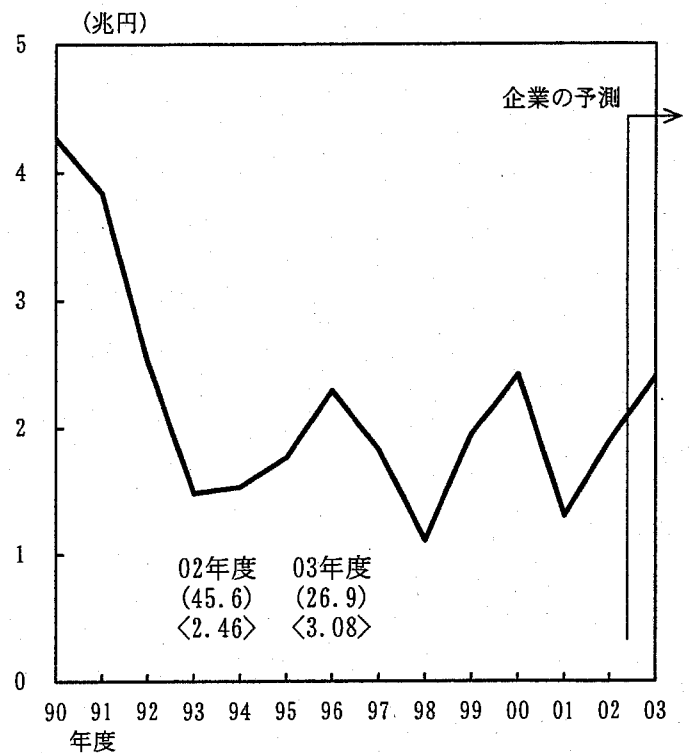
- (注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。  
 2. 2003/4Qは、10月の計数を四半期換算。  
 (資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

# 経常利益

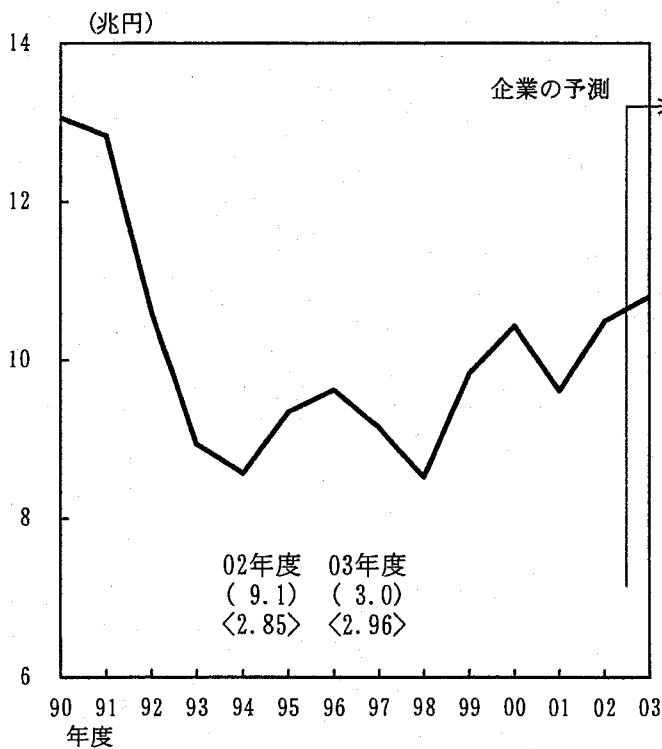
(1) 製造業大企業



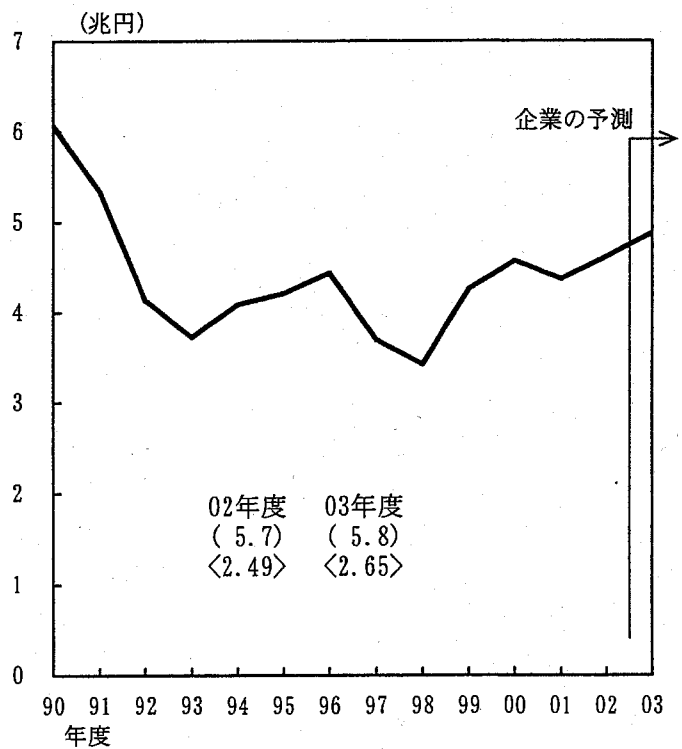
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

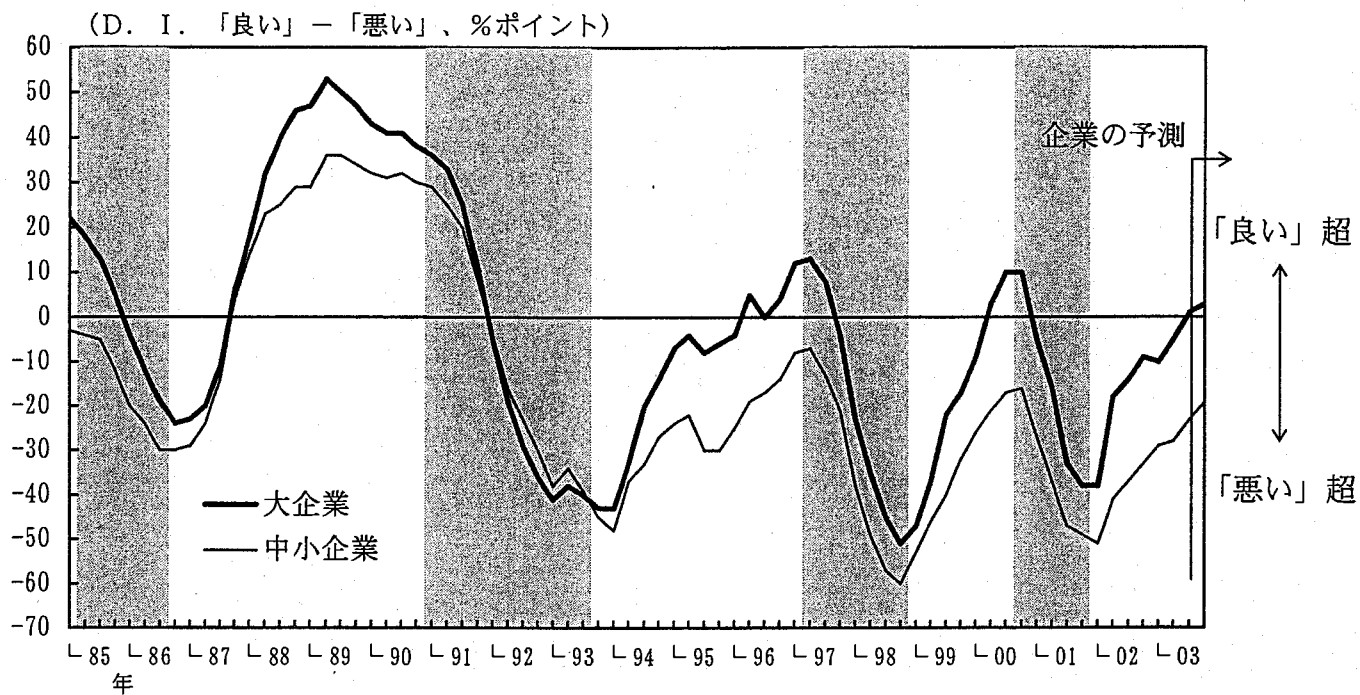


- (注) 1. 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。  
 2. ( )内は経常利益前年度比 (%)、< >内は売上高経常利益率 (%)。

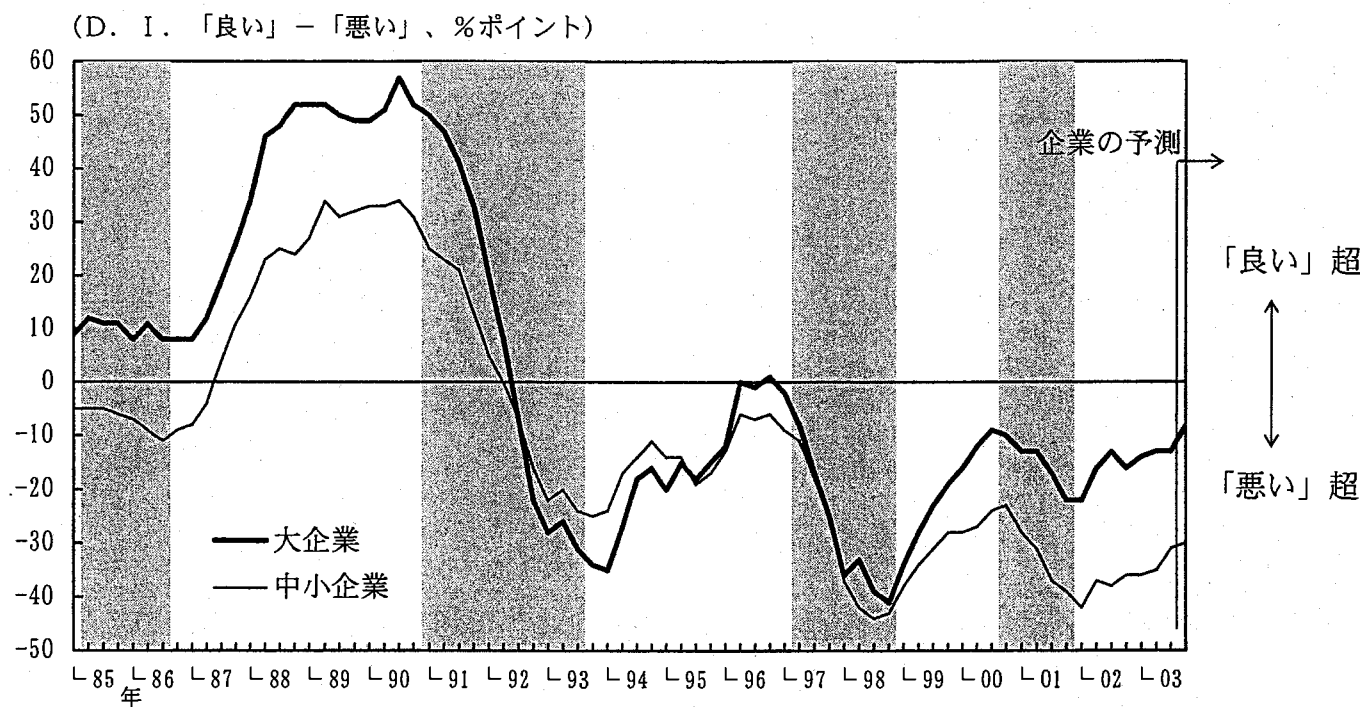
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 業況判断

## (1) 製造業



## (2) 非製造業

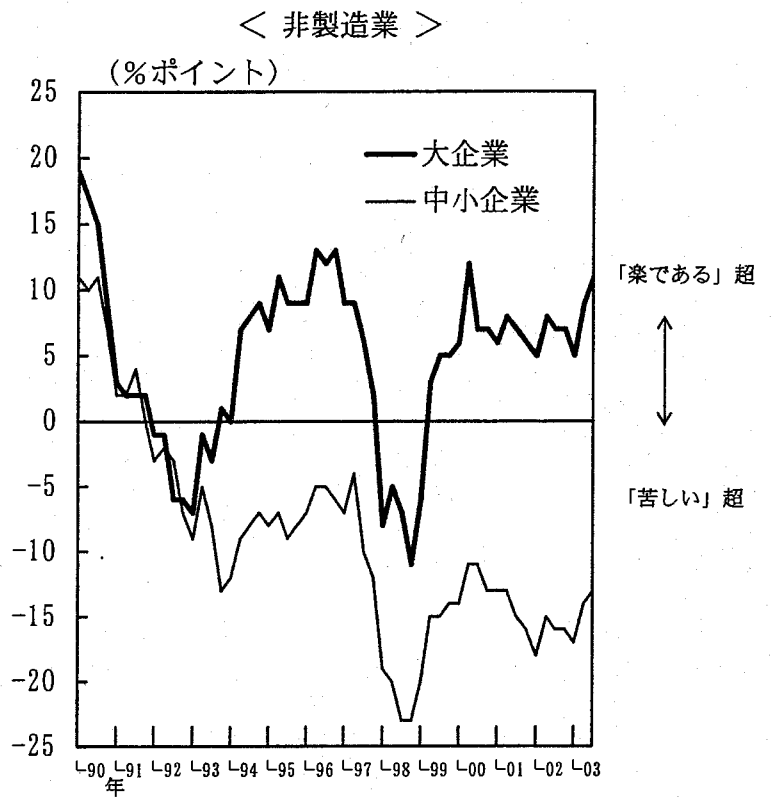
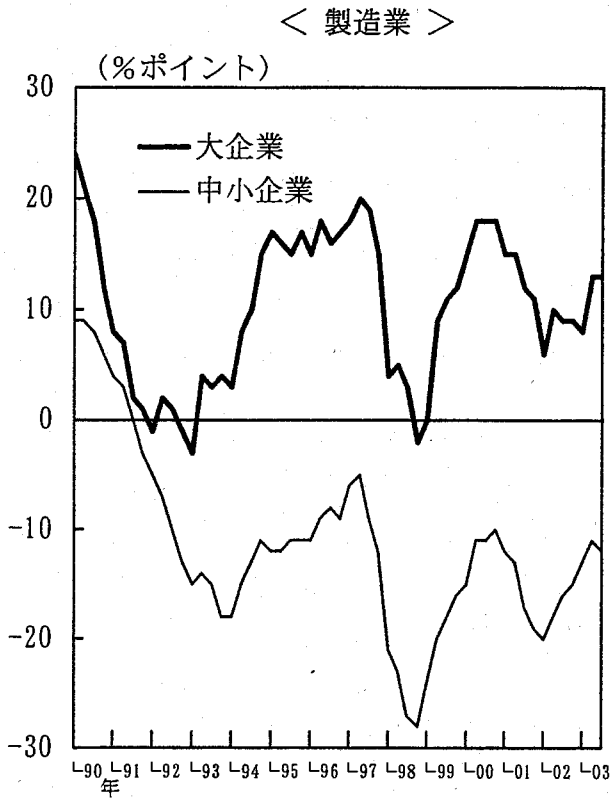


- (注) 1. 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
2. シャドー部分は景気後退局面。

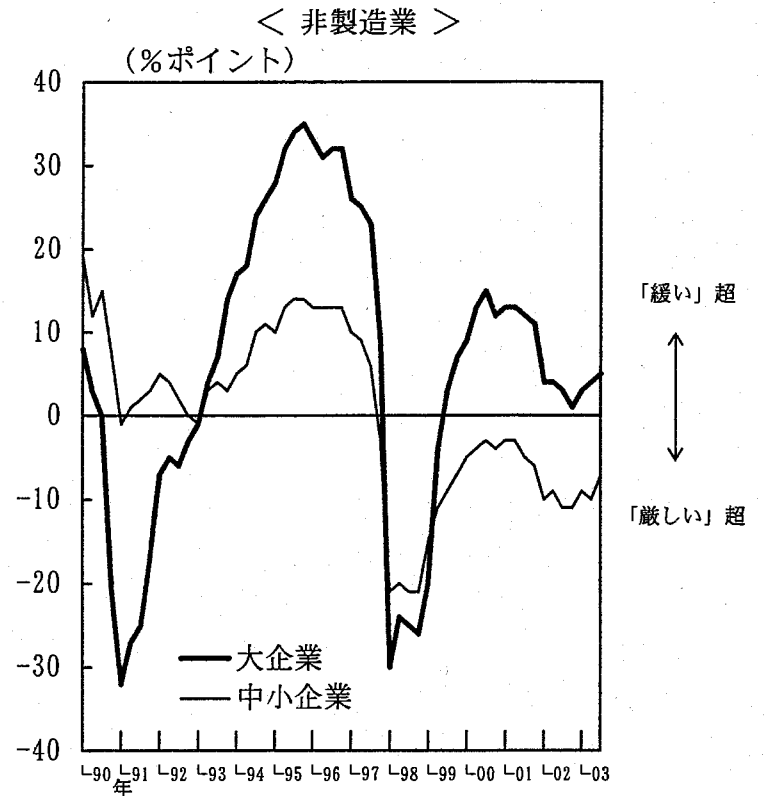
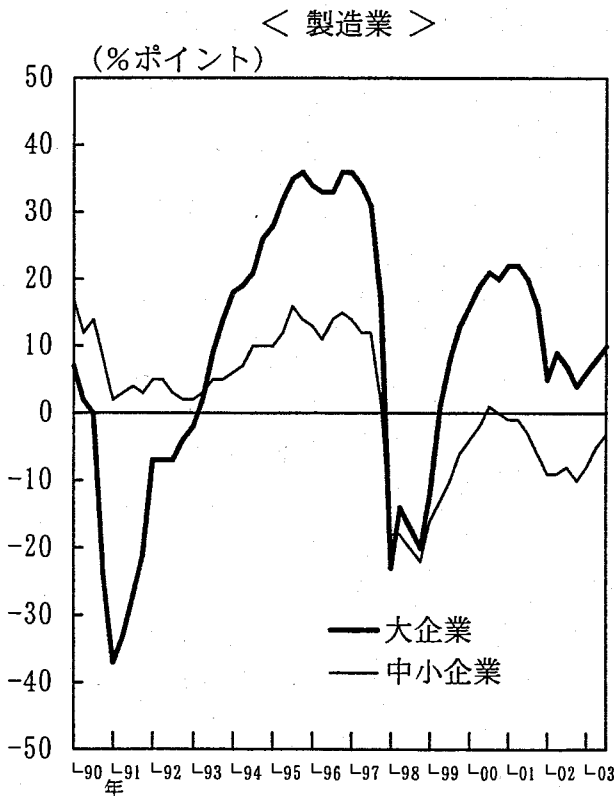
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 企業金融

## (1) 資金繰り判断D. I.



## (2) 金融機関の貸出態度判断D. I.

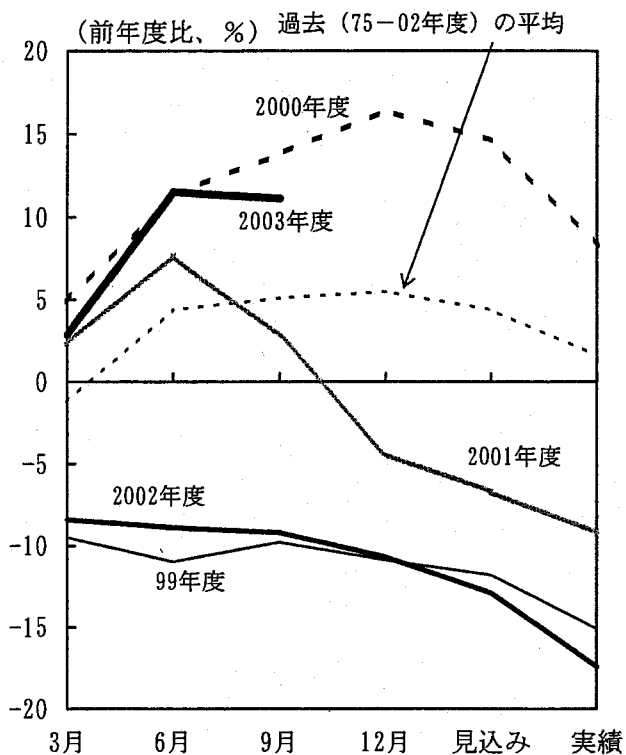


(注) 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

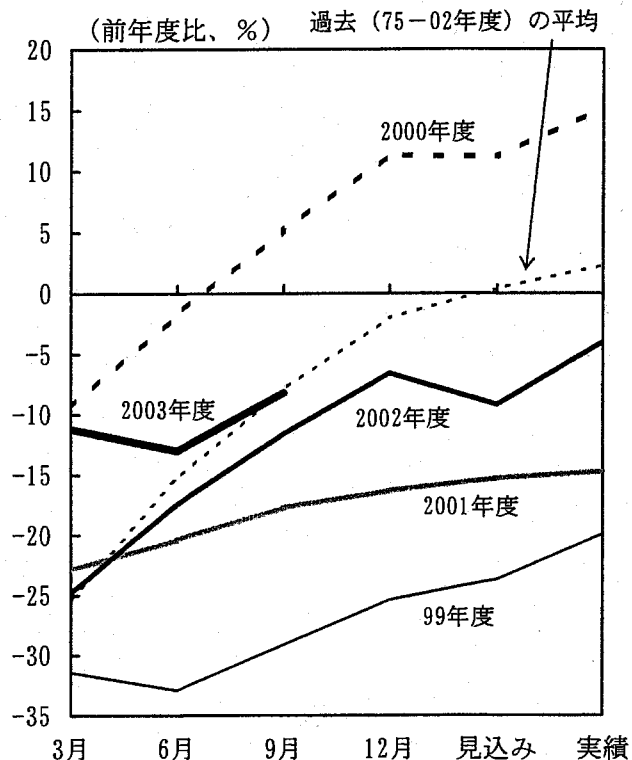
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 設備投資計画

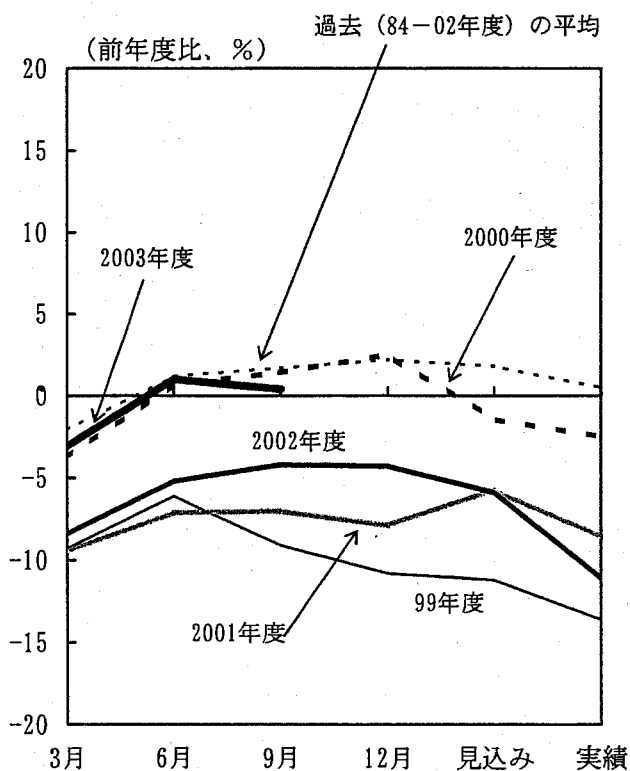
(1) 製造業大企業



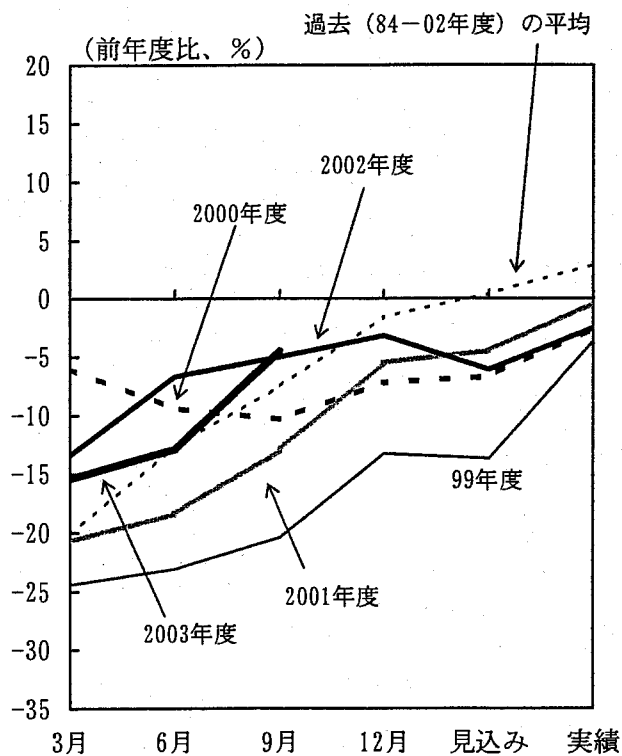
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

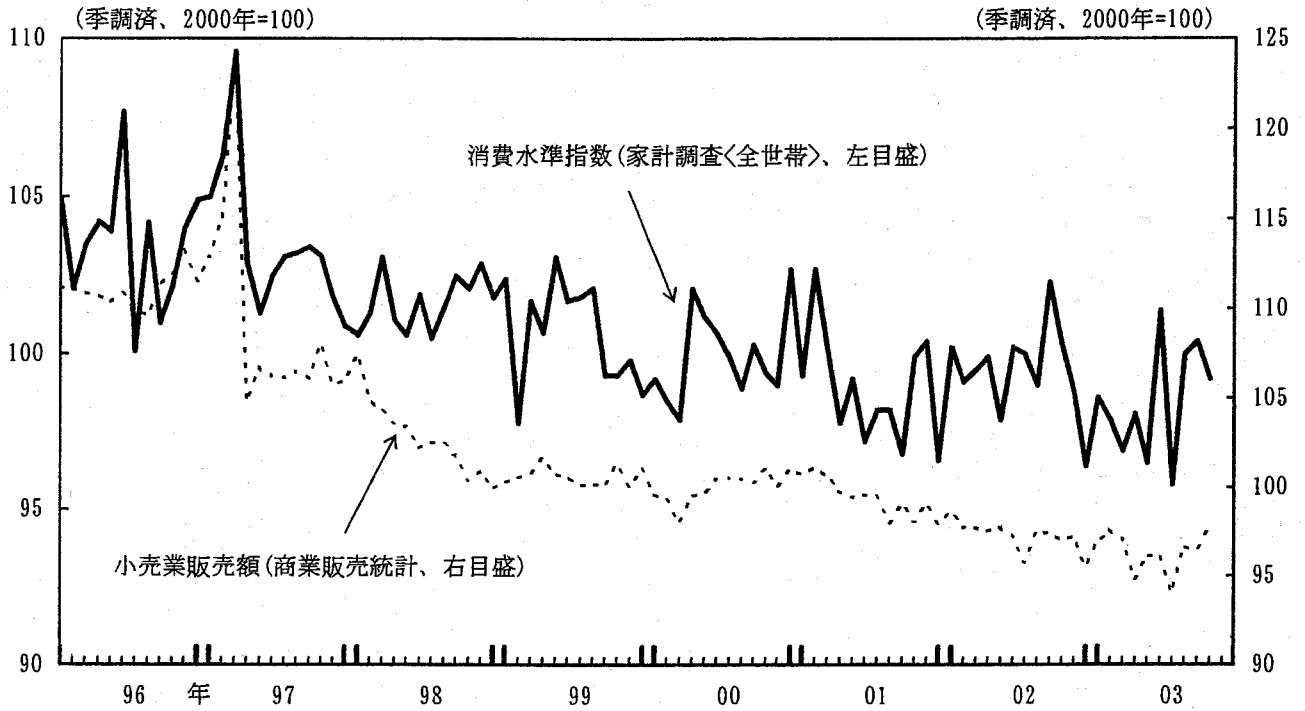


(注) 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

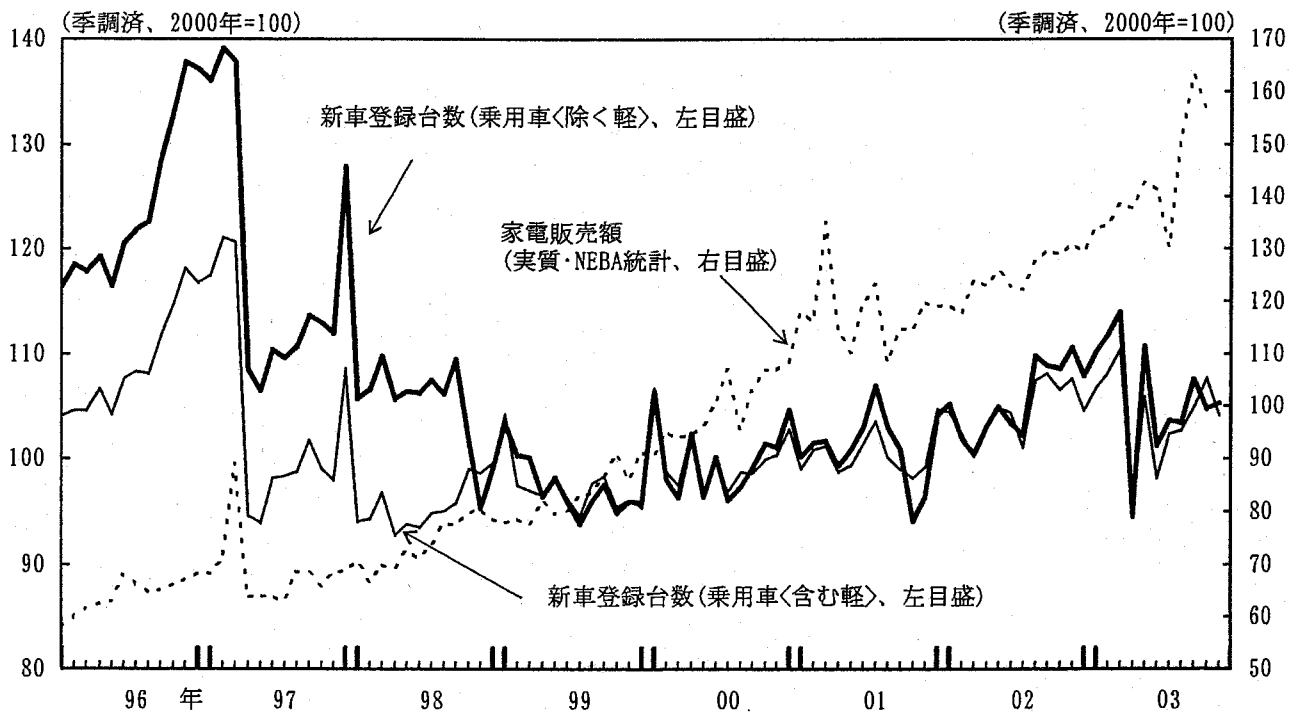
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 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

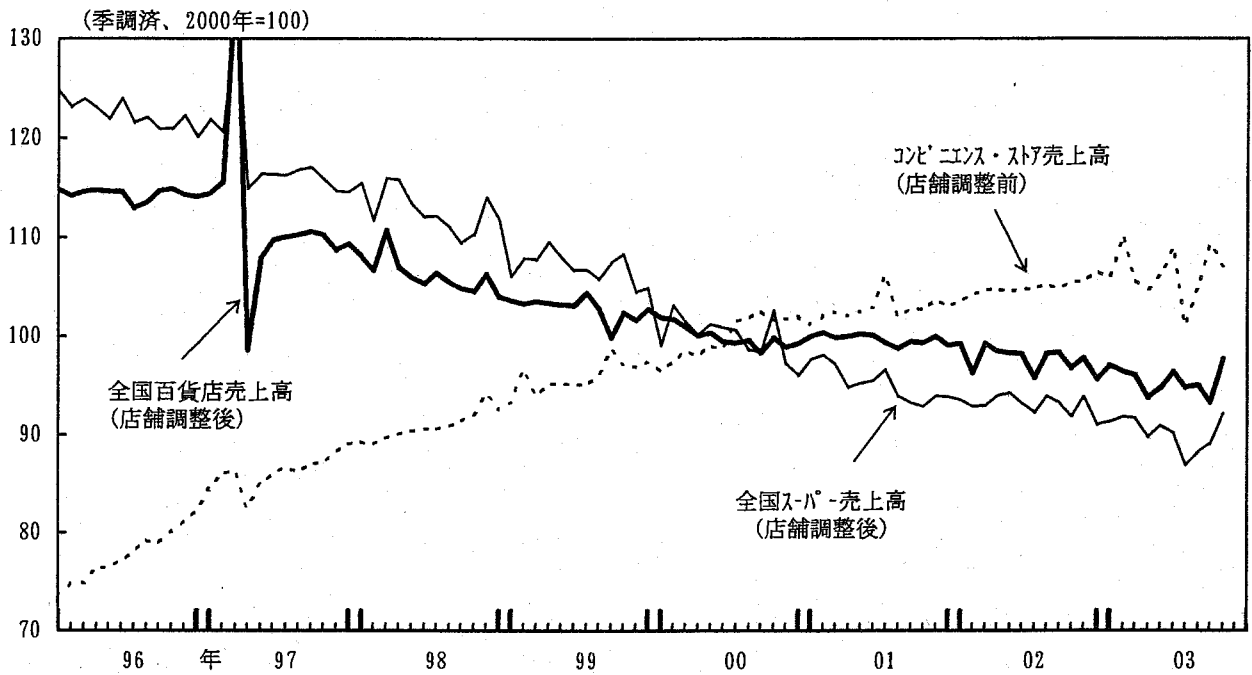


(注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。但し、消費水準指数は総務省による季節調整値。  
 2. 小売業販売額は、CPI (財) で実質化。家電販売額は、各品目ごとにCPI (但し99年以前のパソコンはWPIで代用) で実質化したものを積み上げて算出。

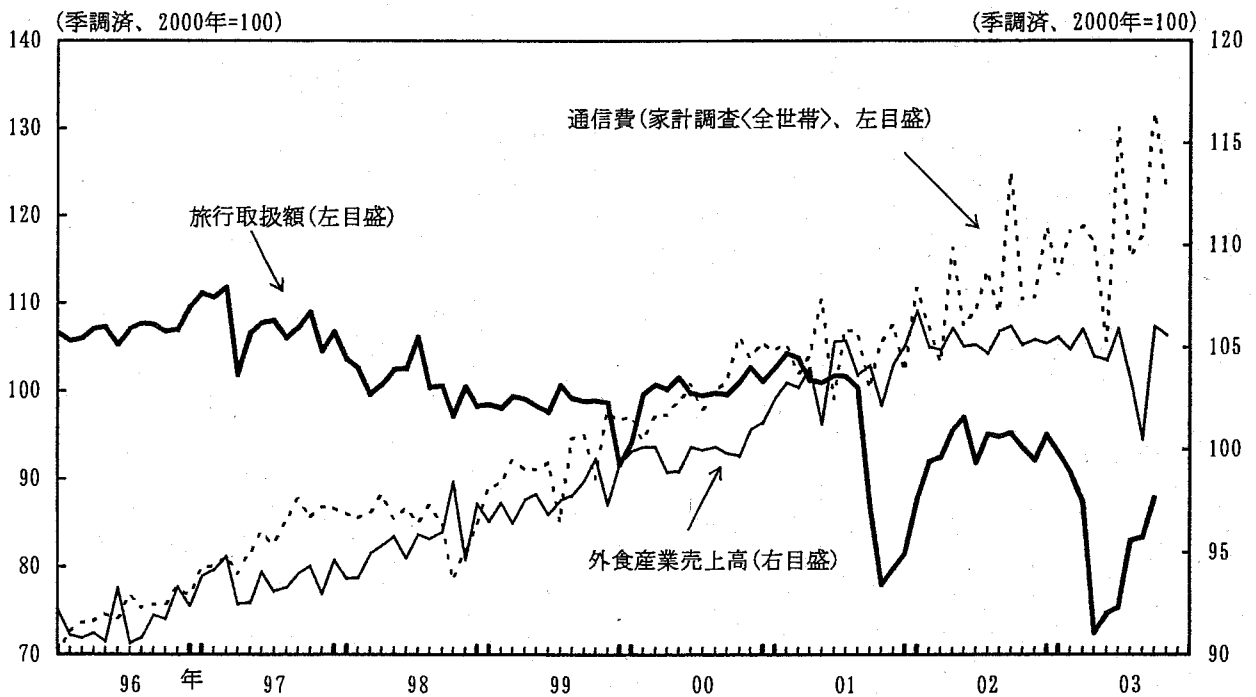
(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、経済産業省「商業販売統計」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気大型店協会 (NEBA) 「商品別売上高」、日本銀行「卸売物価指数」

### 個人消費関連指標 (2)

#### (3) 小売店販売 (名目・除く消費税)



#### (4) サービス消費 (名目)



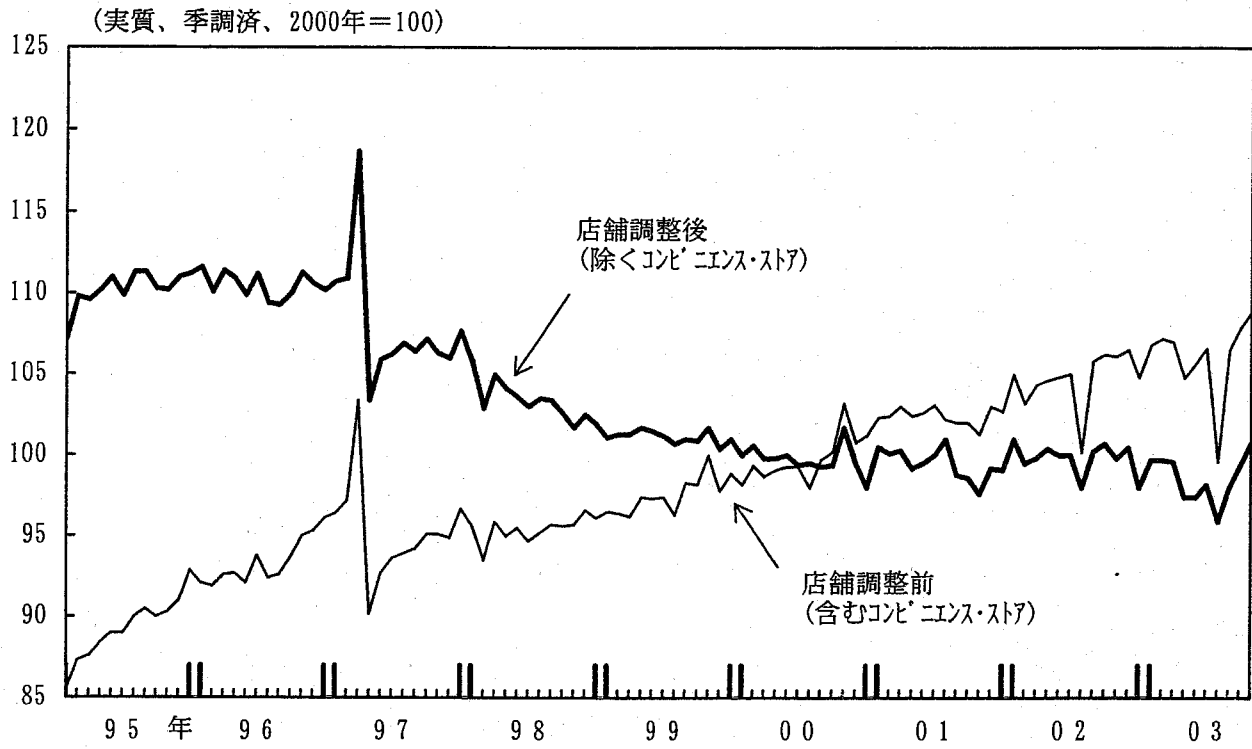
- (注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。  
 2. 旅行取扱額、外食産業売上高は、消費税分を控除したもの。  
 3. コンビニエンスストア売上高は、97/3月以前は、日本銀行におけるヒアリング集計ベース。97/4月以降は、経済産業省ベース。  
 4. 外食産業売上高は、93年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会の前年比で延長。

(資料) 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)

### (販売統計合成指数)

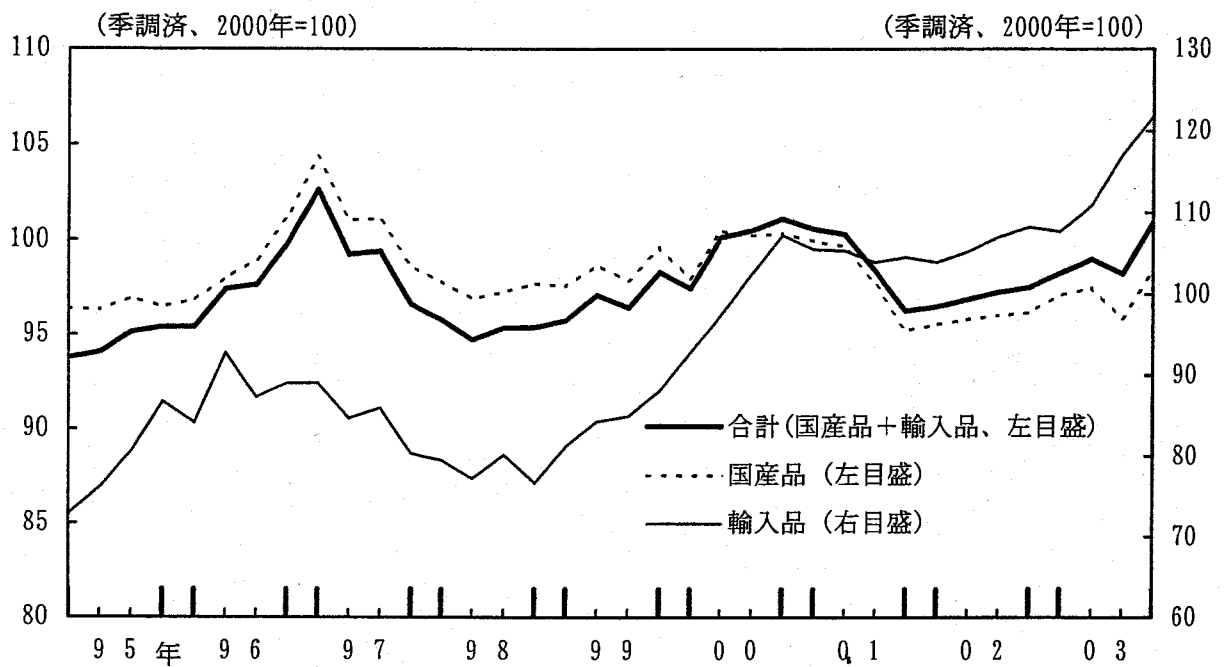


- (注) 1. 販売統計合成指数とは、全国百貨店・SPA-売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成することにより作成している。同指数には、店舗調整前と店舗調整後の2系列が存在する。  
「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映される指数である(店舗調整前の指数には、コンビニエンス・ストア売上高を含めている)。他方、「店舗調整後」は、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで消費動向を捉えようとしたものである。
2. 名目額で公表されているものについては、それぞれ該当の物価指数を用いて実質化している。
3. X-12-ARIMAによる季節調整値。

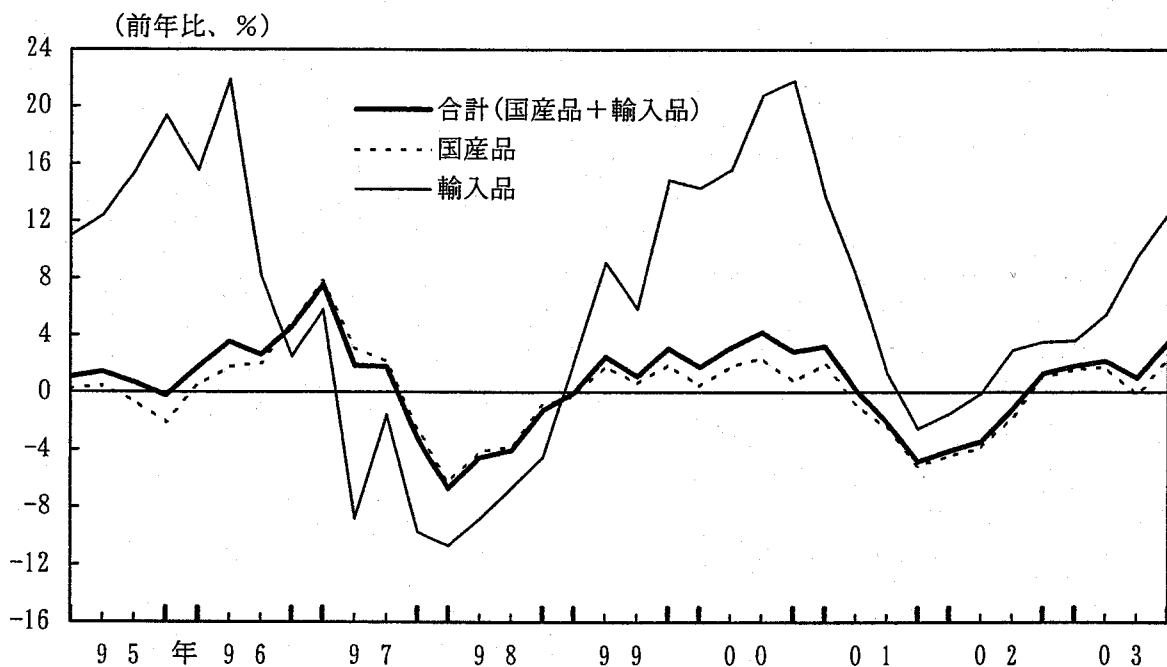
(資料) 日本銀行「販売統計合成指数」

# 個人消費関連指標 (4) (消費財総供給)

## (1) 水準



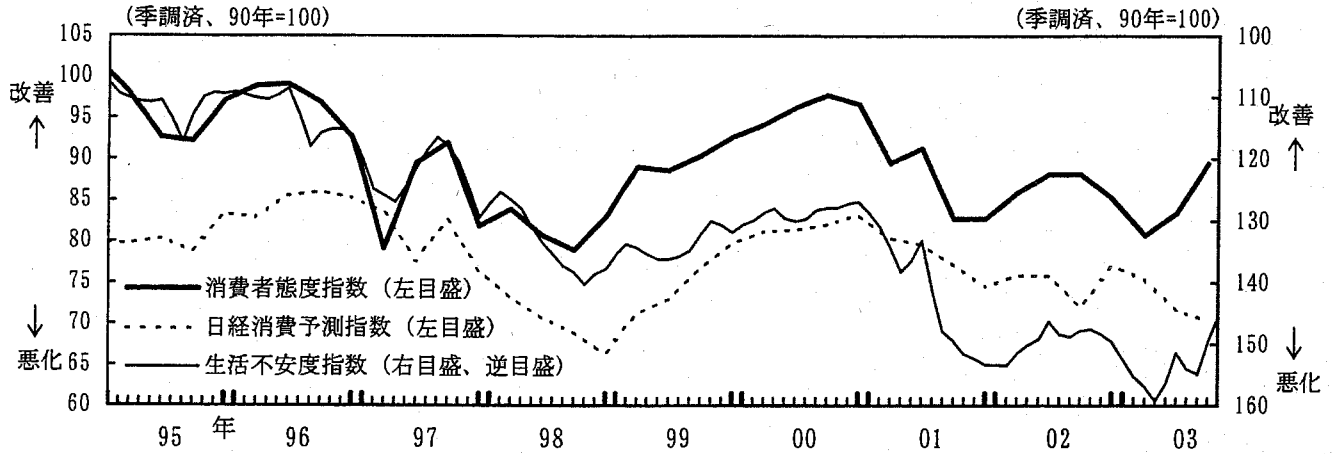
## (2) 前年比



- (注) 1. 消費財総供給は、鉱工業指数統計における消費財出荷と、消費財の実質輸出入から日本銀行が算出している。算出の際のウェイトは鉱工業総供給表のウェイトを使用。  
 2. 「輸入品」の値は、通関統計から作成した実質輸入(消費財)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。  
 3. 前年比は、季節調整済系列より算出。  
 4. 2003/4Qは、10月の値。
- (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「企業物価指数」

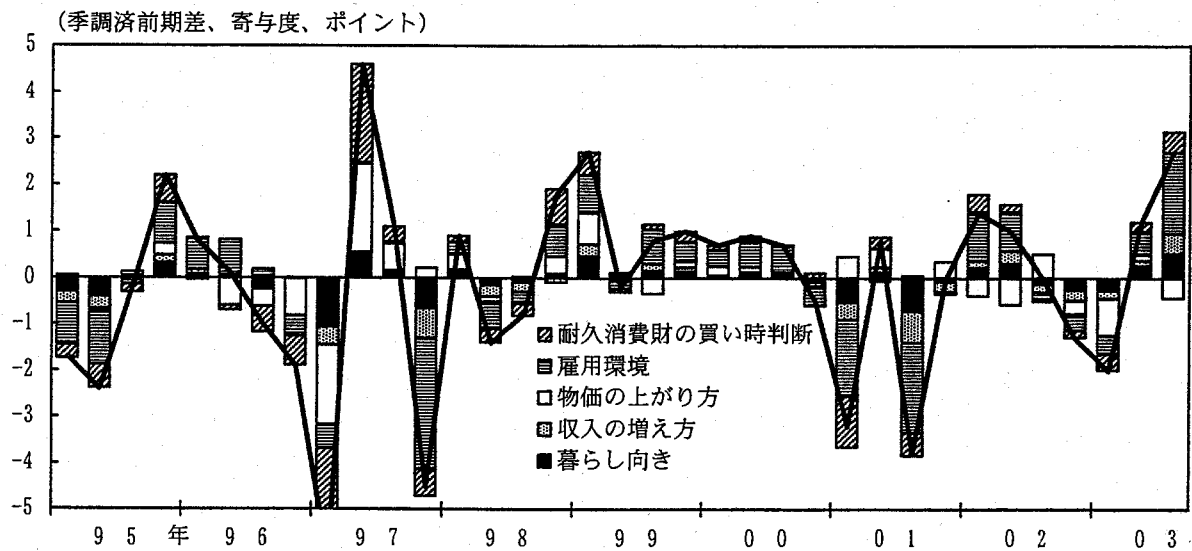
# 消費者コンフィデンス

## (1) 各種コンフィデンス指標

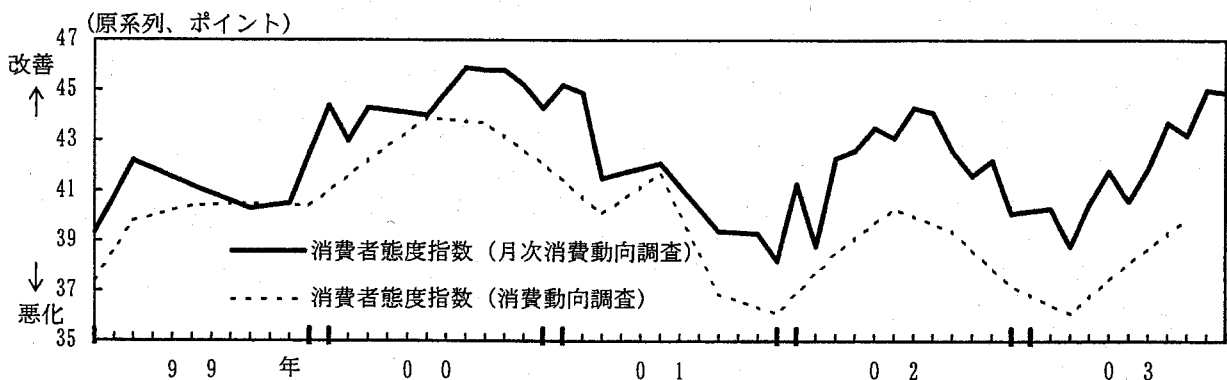


- (注) 1. X-11による季節調整値。但し、消費者態度指数は、内閣府による季節調整値。  
 2. 消費者態度指数(調査対象全国 5,040世帯)、日経消費予測指数(同首都圏 1,500人)、生活不安度指数(同全国 2,200人)はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。  
 3. 生活不安度指数とそれ以外とは調査月が異なるため、計数を各々の調査月にプロット。  
 4. 消費者態度指数は内閣府、日経消費予測指数は日経産業消費研究所、生活不安度指数は日本リサーチ総合研究所、による調査。

## (2) 消費者態度指数の項目別寄与



## (参考) 月次消費動向調査 (東京都)



- (注) 月次消費動向調査は、四半期毎に実施される消費動向調査の一部項目について、調査範囲を東京都に限定して毎月実施(調査対象は東京都内 435世帯)。なお、2001年以前で、調査が実施されていない月については、線形補間を行った。

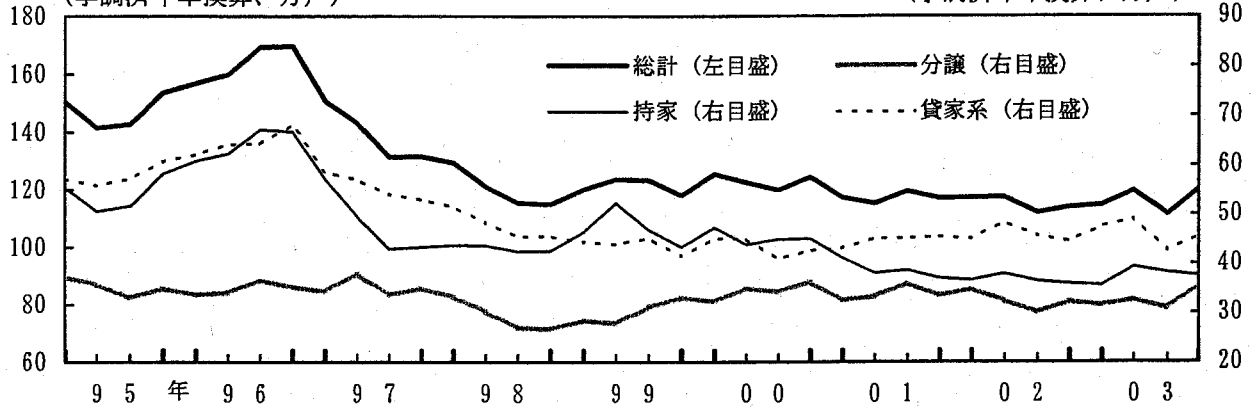
(資料) 内閣府「消費動向調査」「月次消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 住宅投資関連指標

## (1) 新設住宅着工戸数

(季調済年率換算、万戸)

(季調済年率換算、万戸)

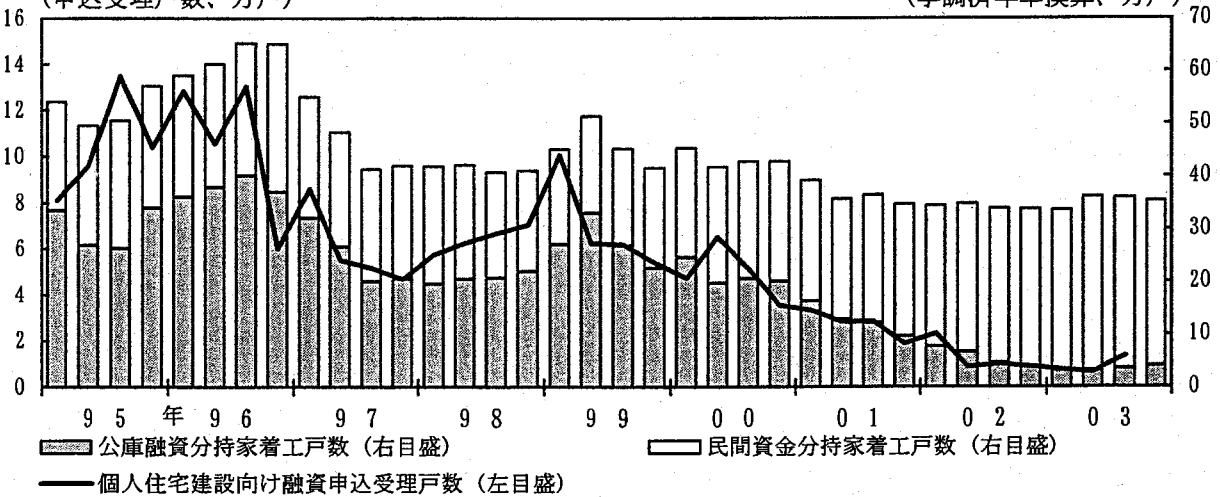


(注) 2003/4Qは10月の値。

## (2) 個人住宅建設向け融資申込受理戸数と持家着工

(申込受理戸数、万戸)

(季調済年率換算、万戸)

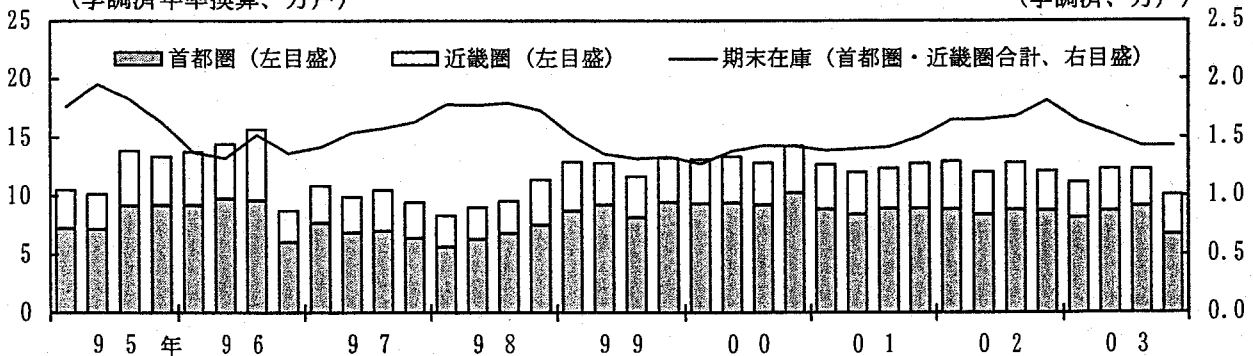


(注) 1. 個人住宅建設向け融資申込受理戸数は、各回の受理戸数を各四半期に含まれる申込期間の営業日数に応じて按分したもの。  
 2. 公庫融資分持家着工戸数及び民間資金分持家着工戸数の2003/4Qは10月の値。

## (3) マンション販売動向 (全売却戸数)

(季調済年率換算、万戸)

(季調済、万戸)

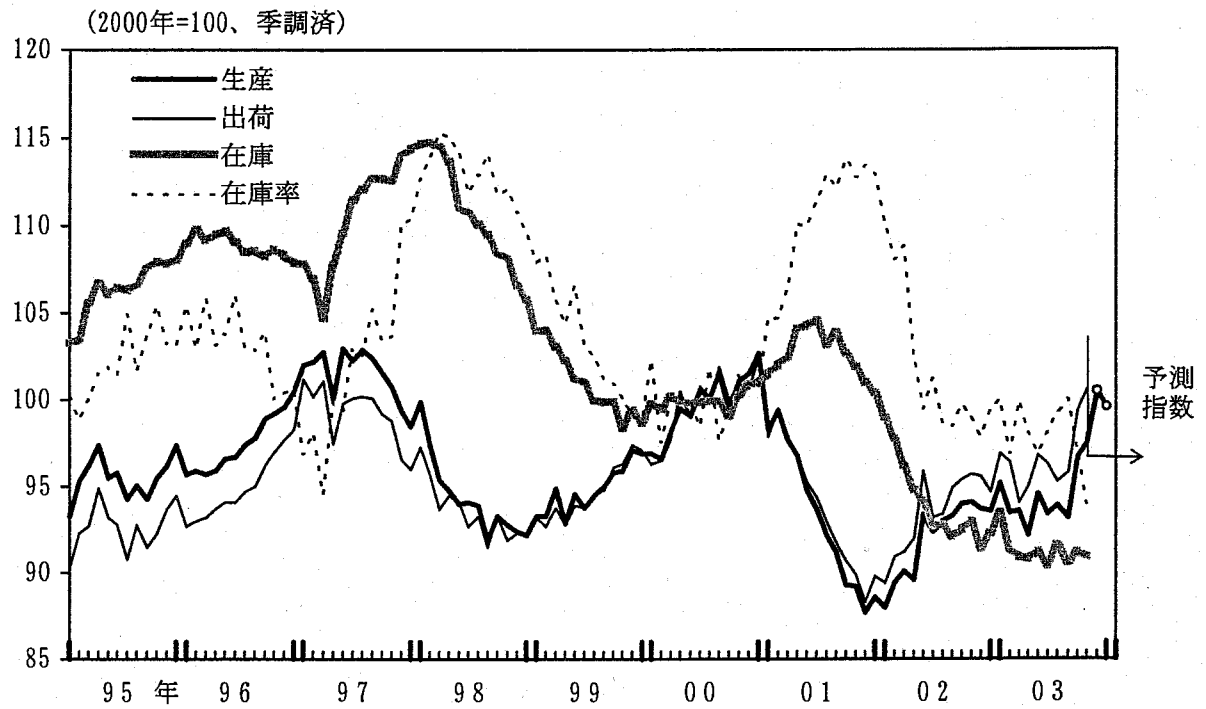


(注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。  
 2. 2003/4Qは10月の値。

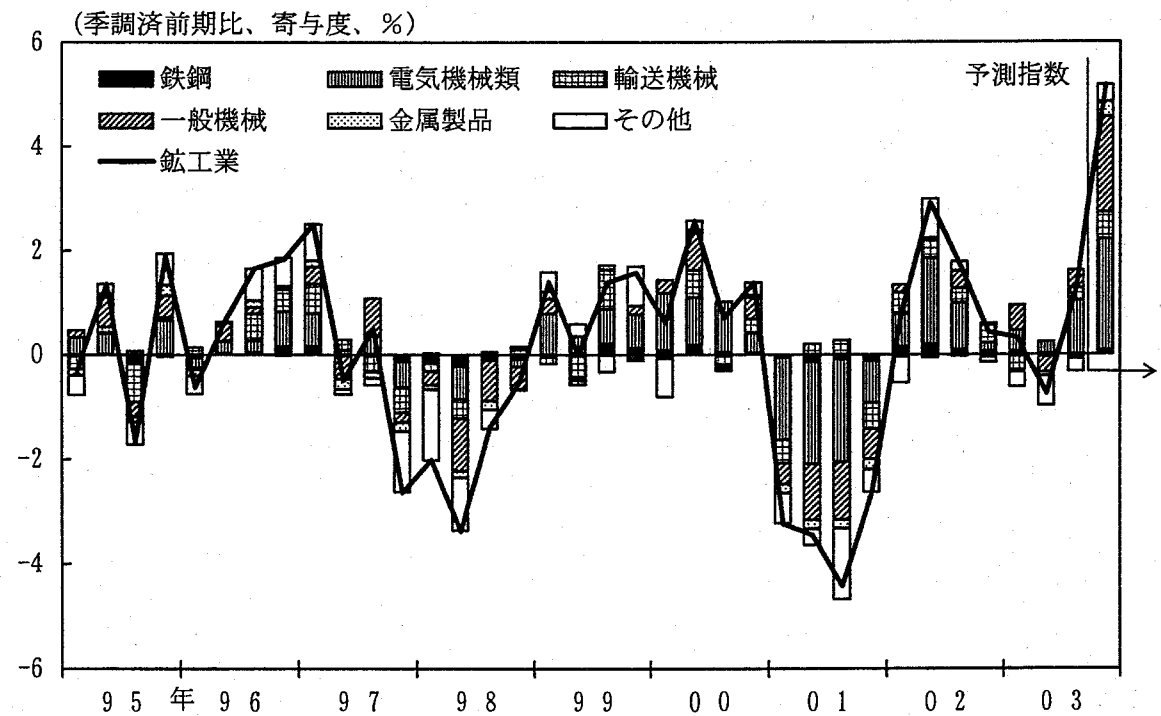
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、住宅金融公庫、不動産経済研究所「不動産経済調査月報」

# 鋳工業生産・出荷・在庫

## (1) 鋳工業生産・出荷・在庫



## (2) 生産の業種別寄与度

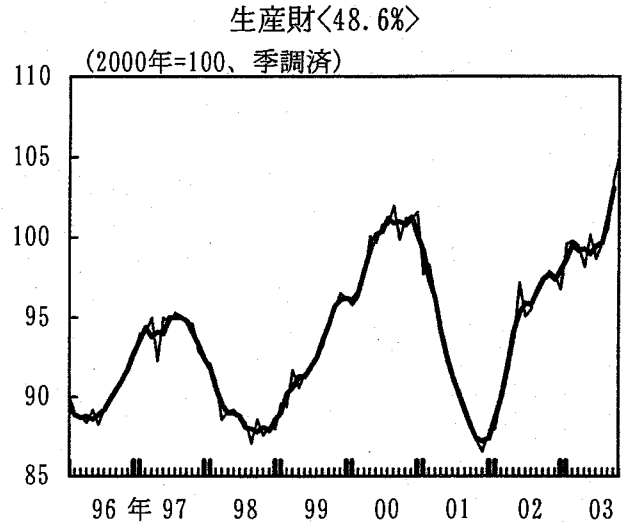
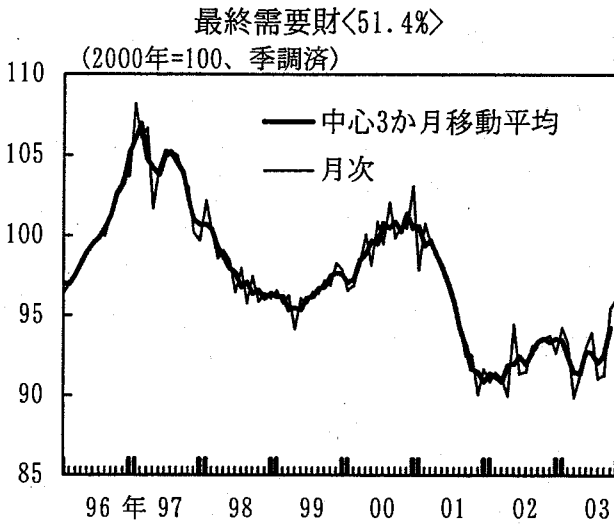


(注) 輸送機械は船舶・鉄道車両を除く。電気機械類は電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイスを合成したもの。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

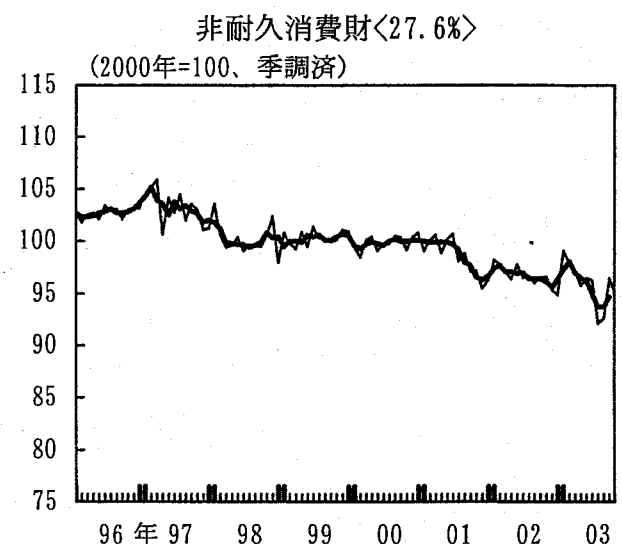
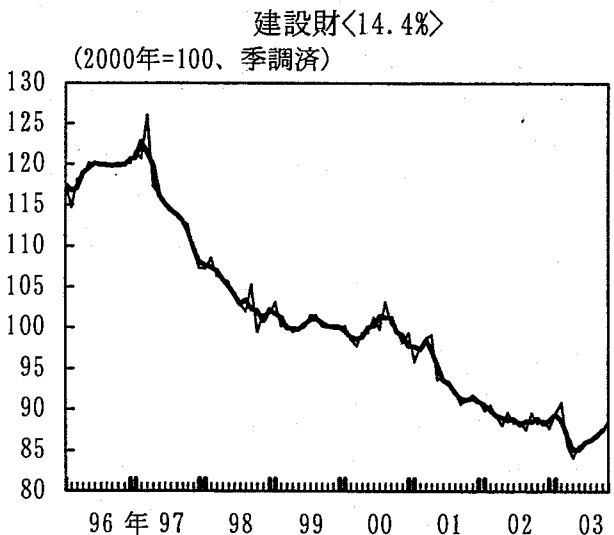
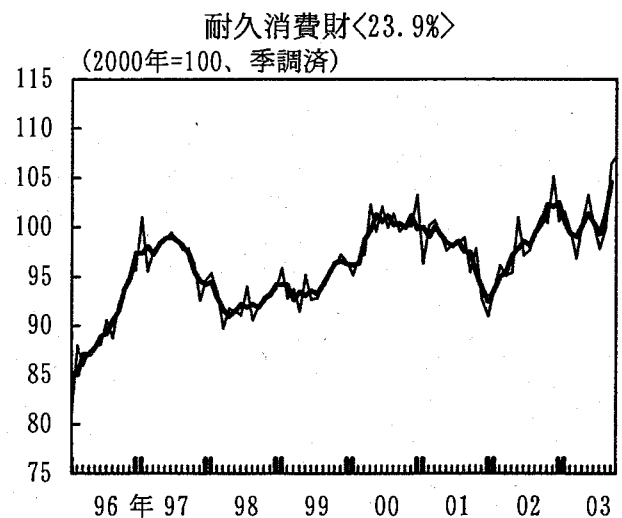
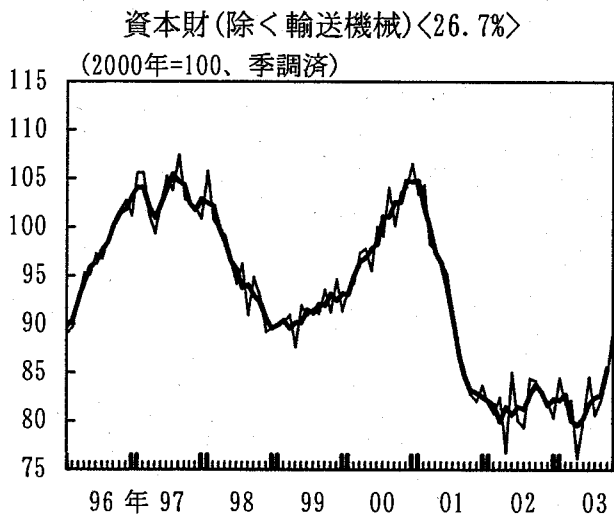
# 財別出荷

## (1) 最終需要財と生産財



(注) <>内は鉱工業出荷に占めるウェイト。

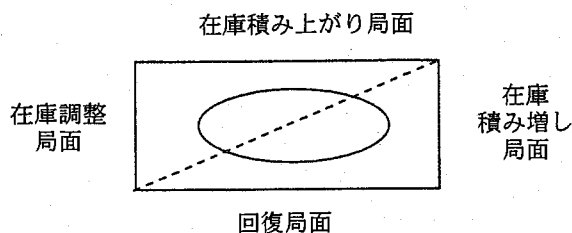
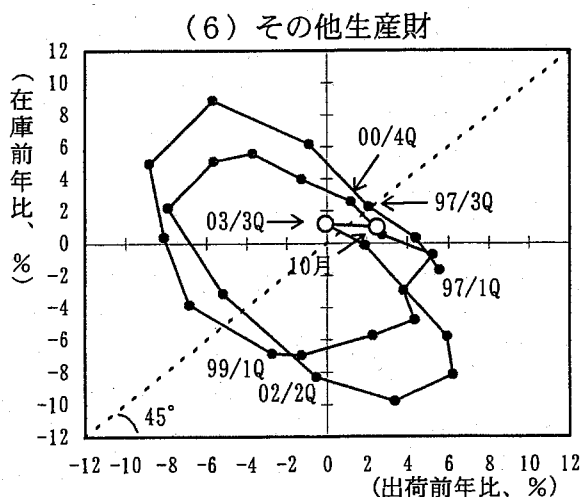
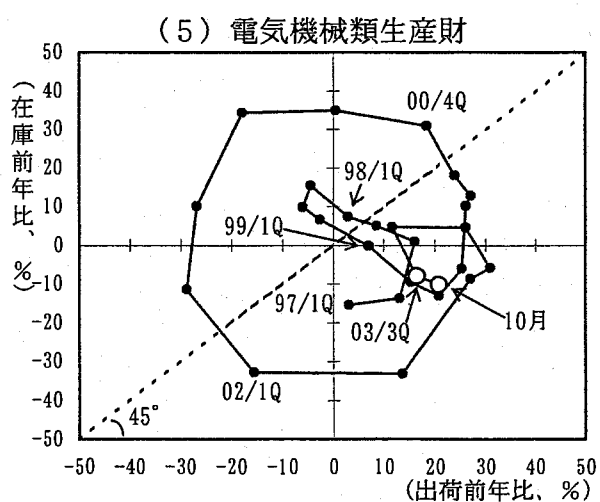
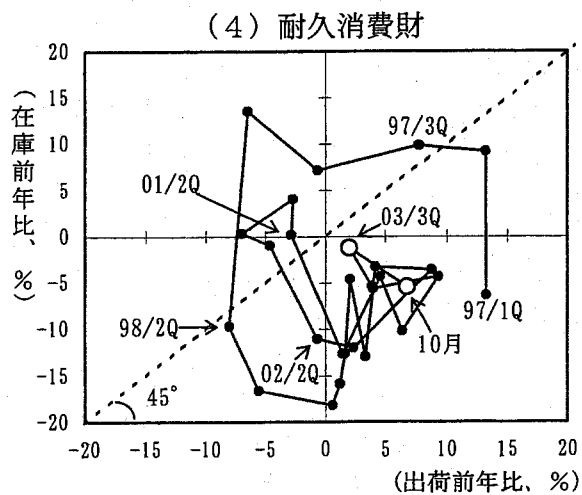
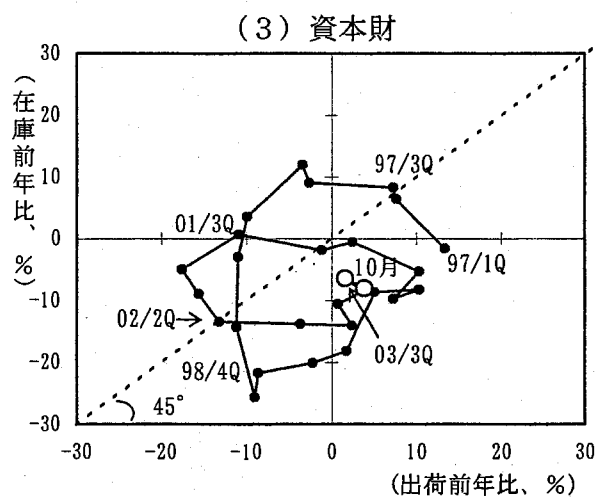
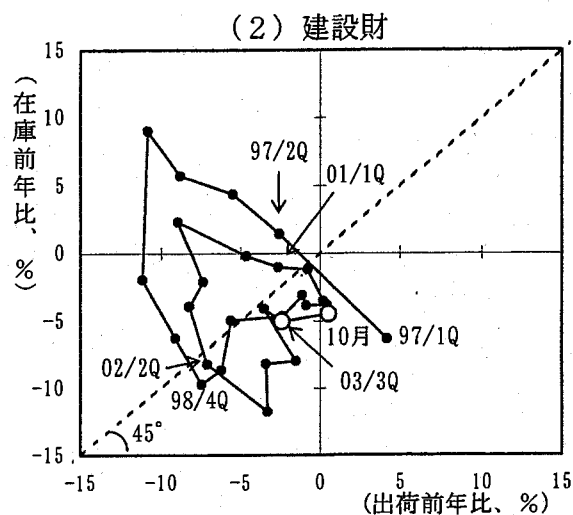
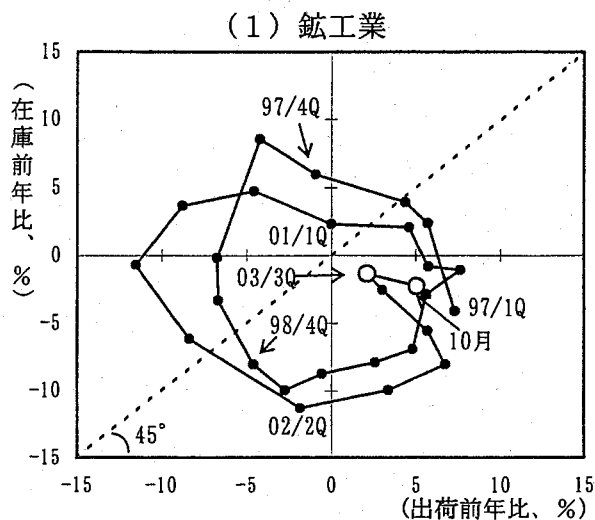
## (2) 最終需要財の内訳



(注) <>内は最終需要財に占めるウェイト。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」

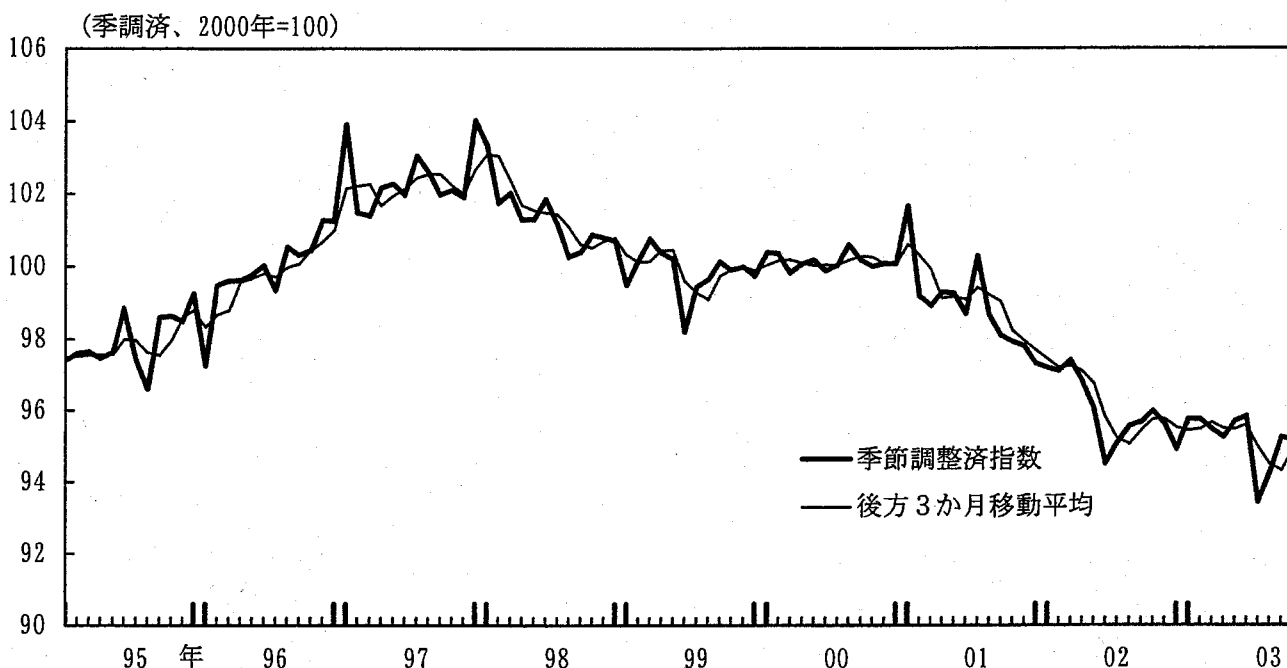
# 在庫循環



(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」

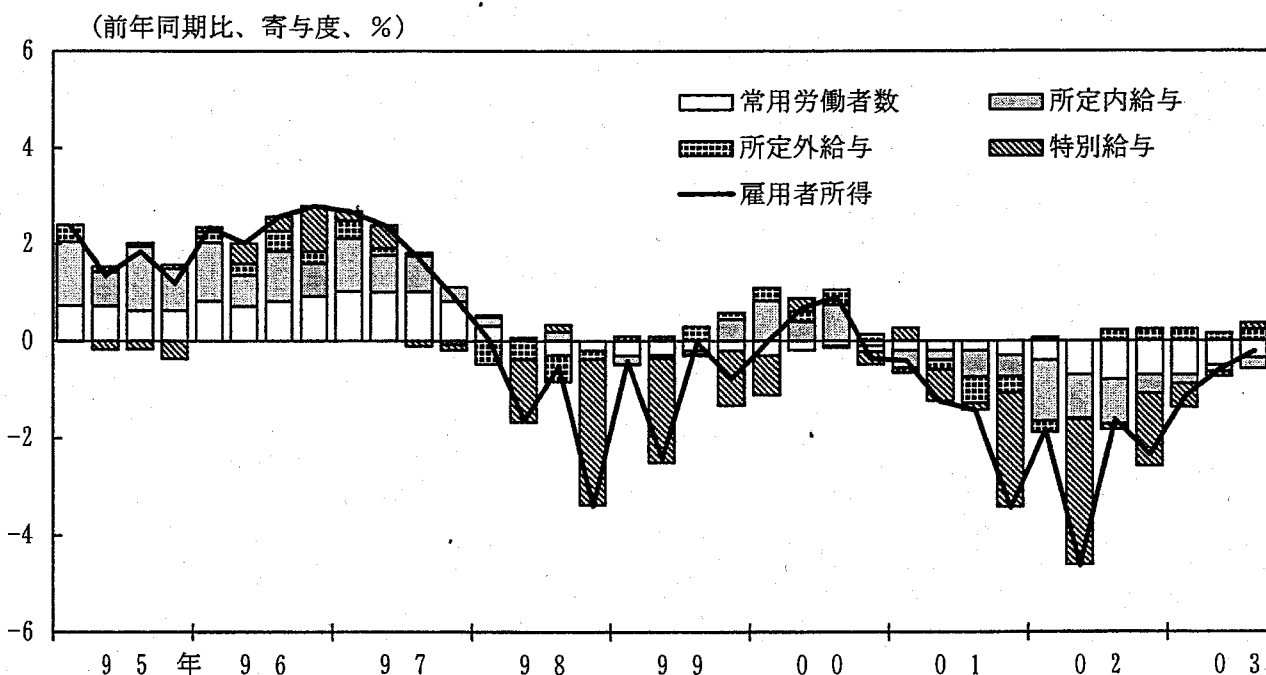
# 雇用者所得

## (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。なお、2003/10月の値は速報値 (下の図表も同じ)。

## (2) 所得の内訳



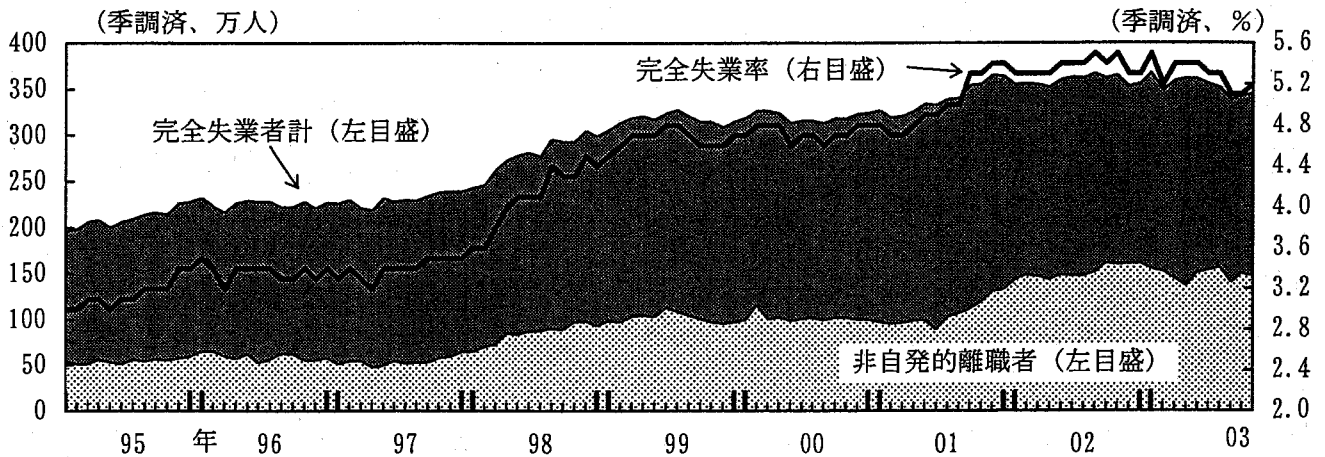
- (注) 1. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。  
2. 2003/3Qは9～10月の前年同期比。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」



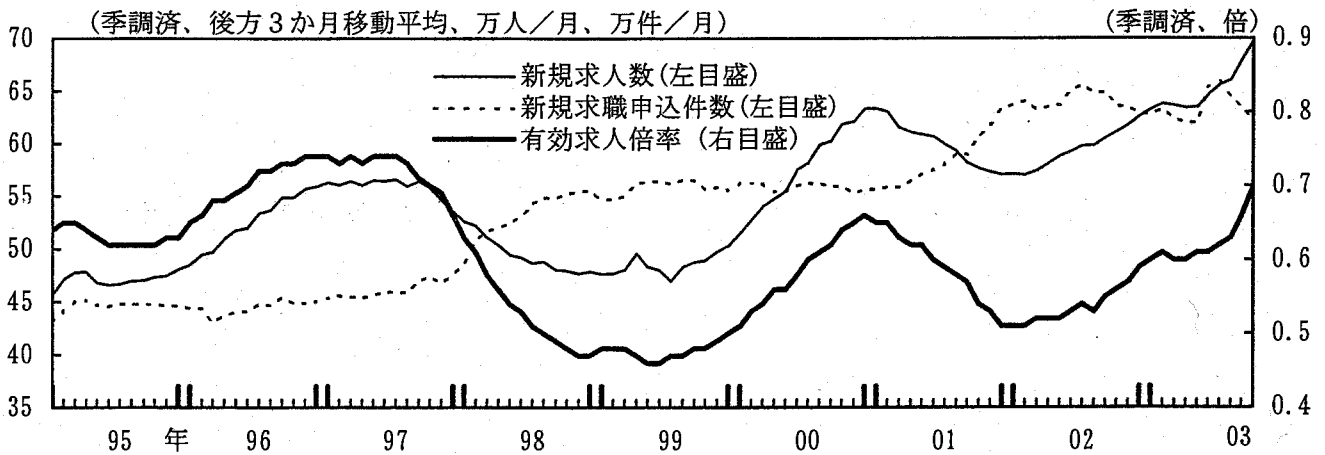
# 労働需給 (1)

## (1) 完全失業者と失業率



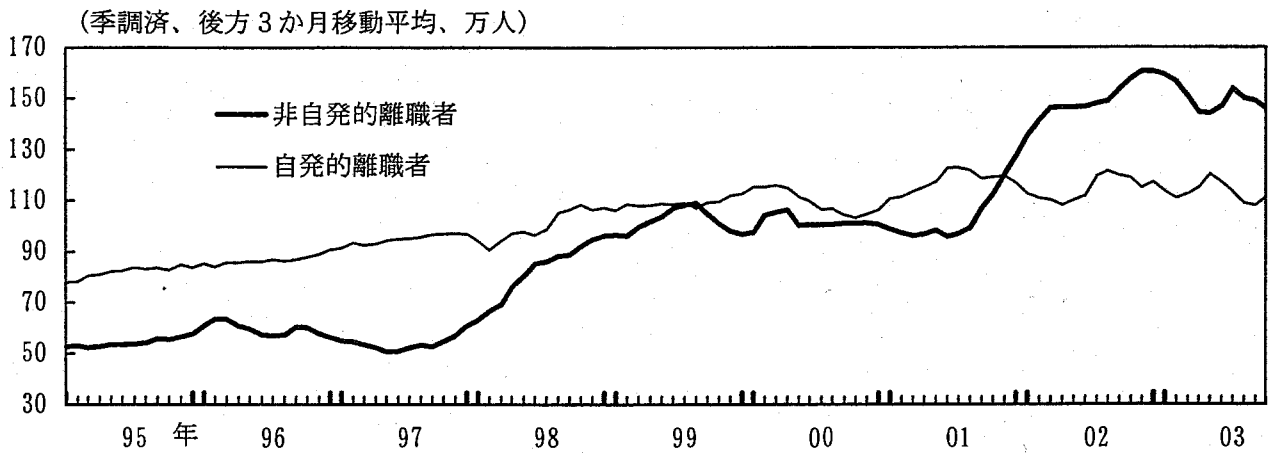
(注) 非自発的離職者は、X-11による季節調整値。

## (2) 有効求人倍率



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

## (3) 失業者の内訳



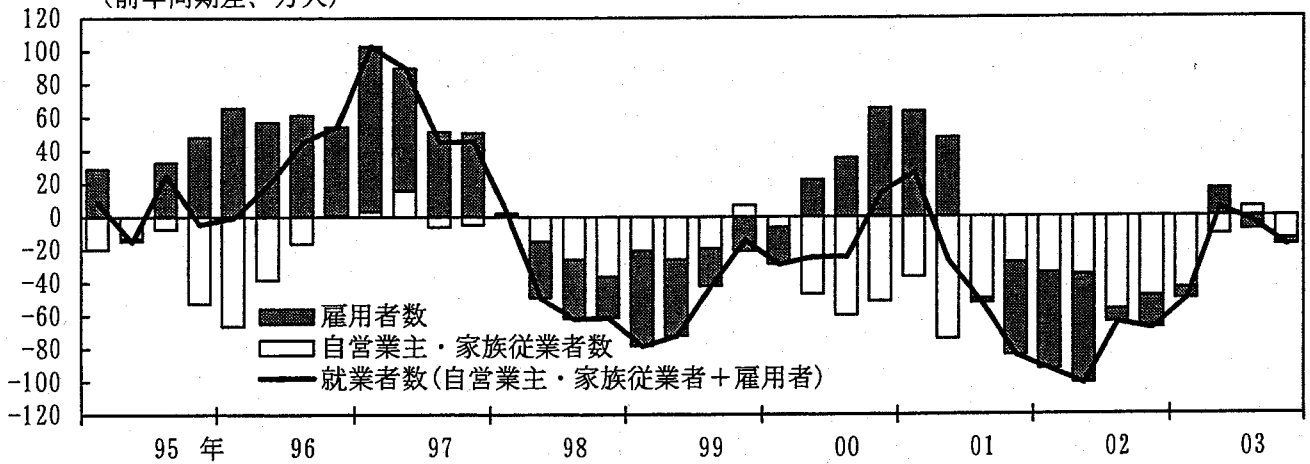
(注) X-11による季節調整値。

(資料) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」

# 労働需給 (2)

## (1) 雇用者数・就業者数 (労働力調査)

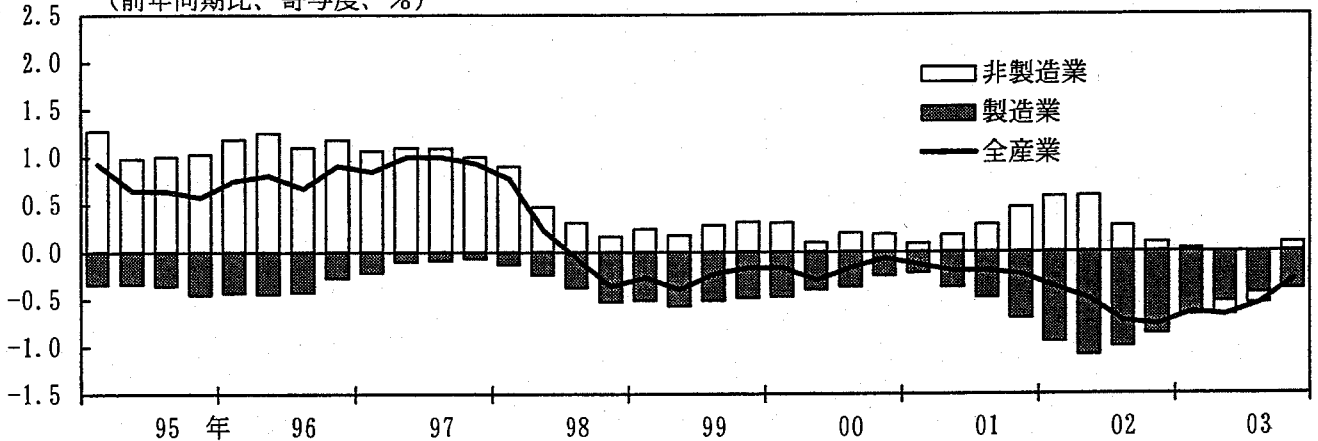
(前年同期差、万人)



(注) 2003/4Qは10月の前年同月差。

## (2) 常用労働者数 (毎月勤労統計)

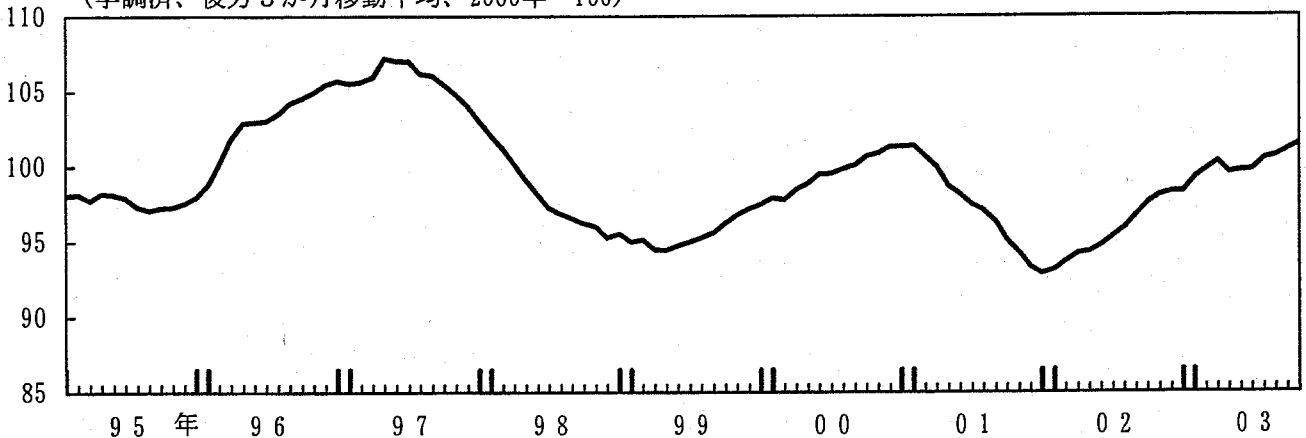
(前年同期比、寄与度、%)



(注) 1. 事業所規模5人以上。なお、2003/10月の値は速報値(下の図表も同じ)。  
2. 2003/4Qは10月の前年同月比。

## (3) 所定外労働時間 (毎月勤労統計)

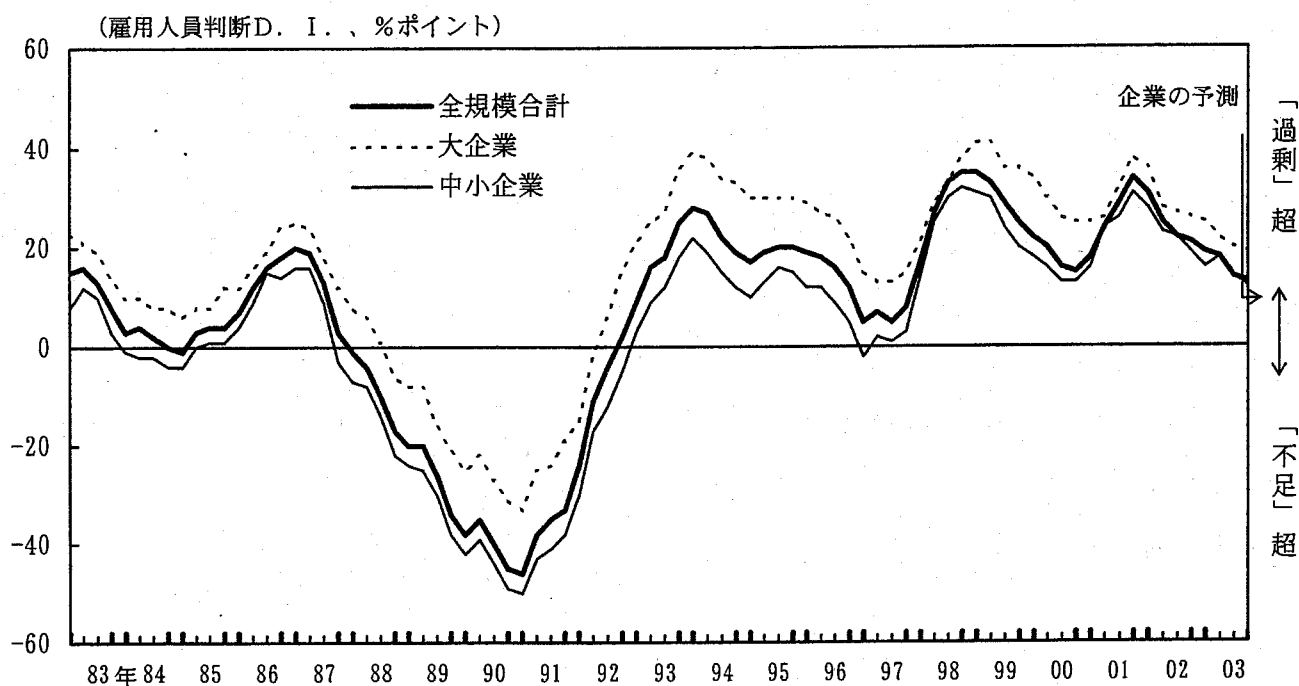
(季調済、後方3か月移動平均、2000年=100)



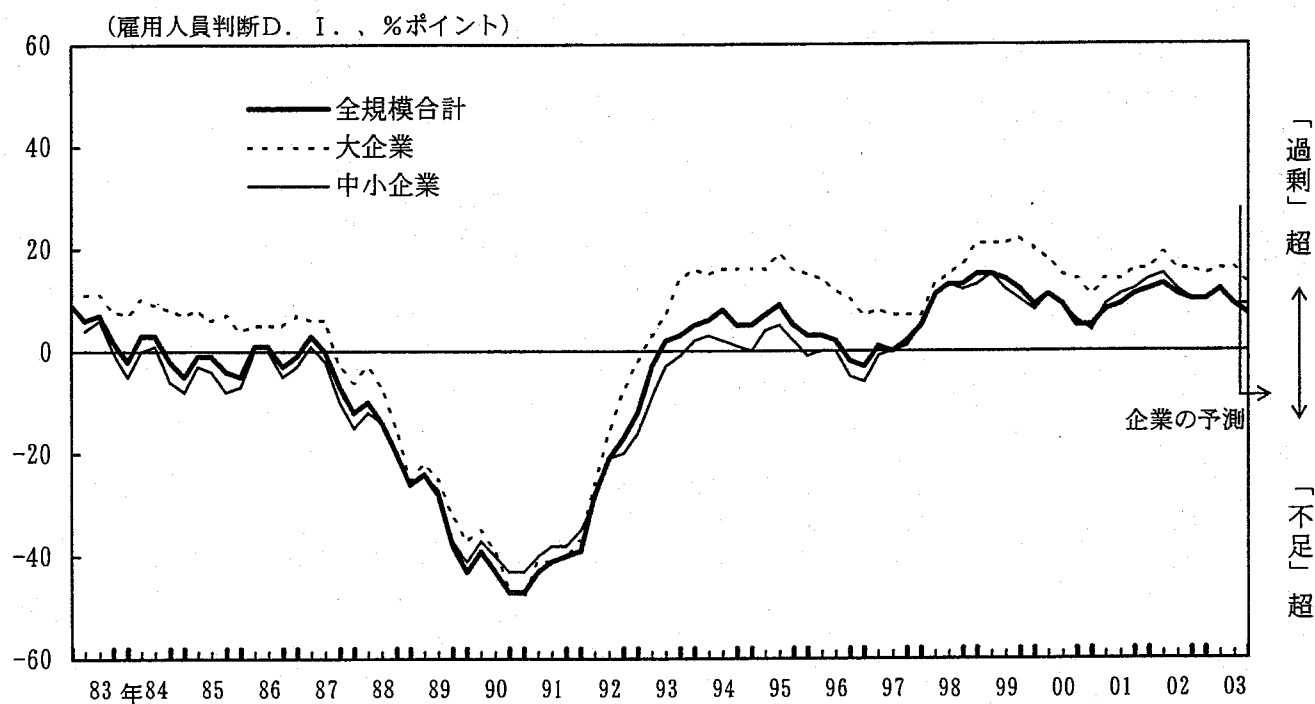
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

# 雇用の過不足

## (1) 製造業



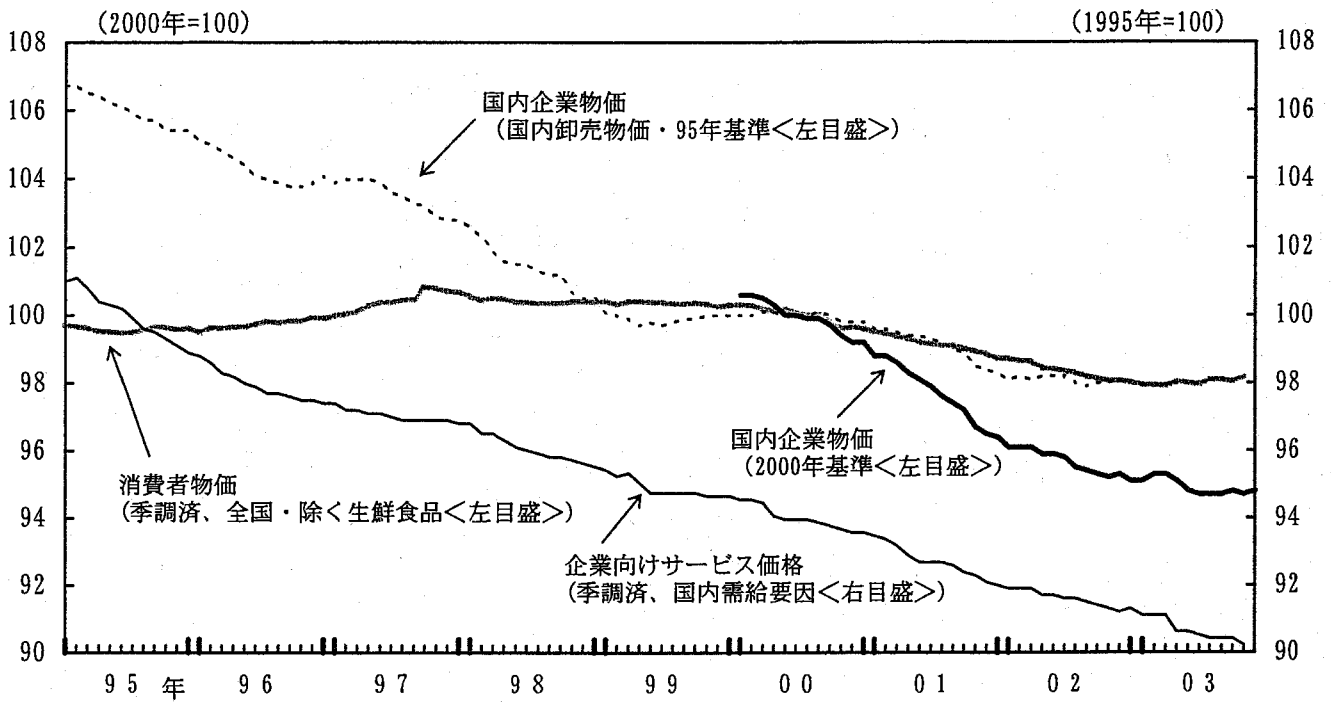
## (2) 非製造業



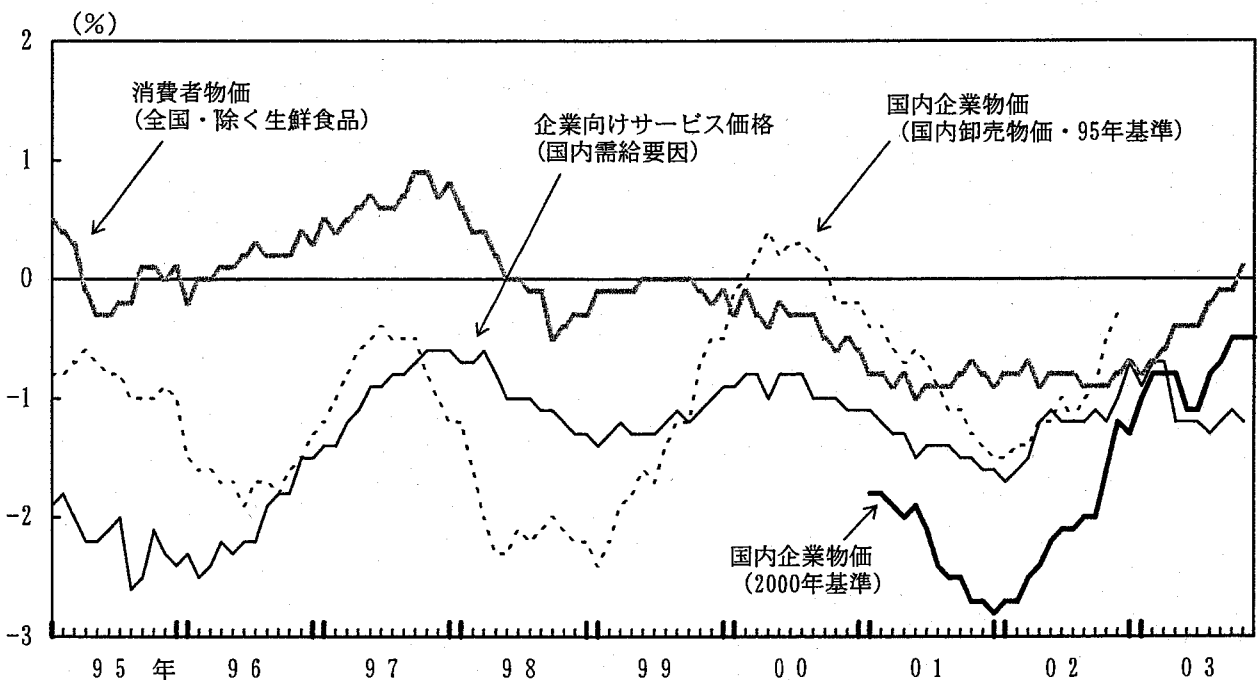
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 物 価

## (1) 水準



## (2) 前年比

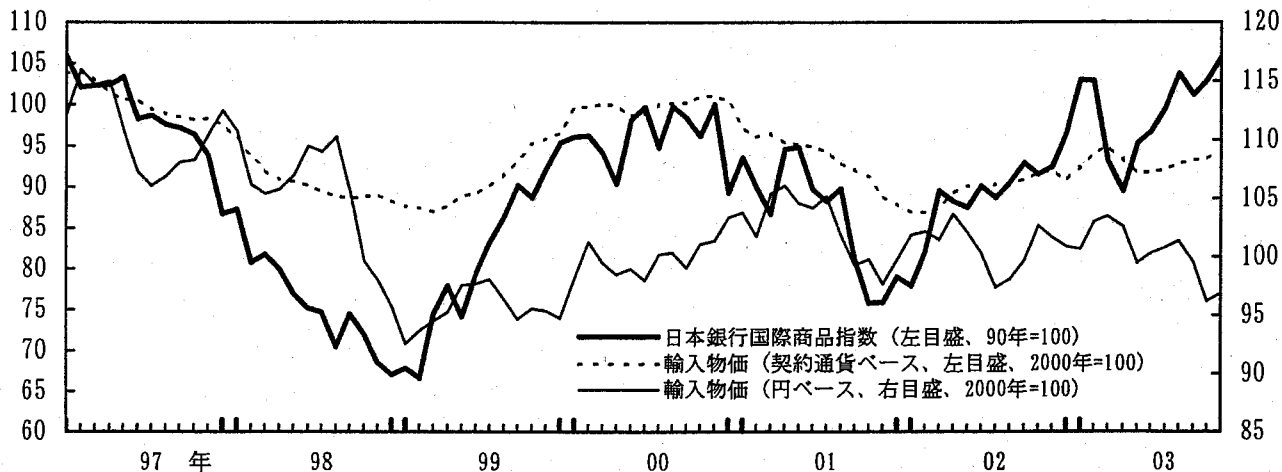


- (注) 1. 消費者物価の(1)の季調済系列は、「外国バック旅行」を除いた上で、X-12-ARIMAにより算出している。2000年基準で新たに採用された「外国バック旅行」については、季節変動が観察されるが、季節調整を行うだけの十分なデータがないため、除いている。
2. (2)の消費者物価・前年比は、2000年12月までは95年基準の指数に基づく。
3. (1)の国内企業物価は、毎年7～9月にかけて適用されている夏季割り増し電力料金の影響を除いている。
4. (1)の国内企業物価(国内卸売物価・95年基準)は、2000年=100となるよう指数水準を調整している。
5. 企業向けサービス価格(国内需給要因)については、図表27の注1を参照。
6. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除いている(課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して試算)。

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

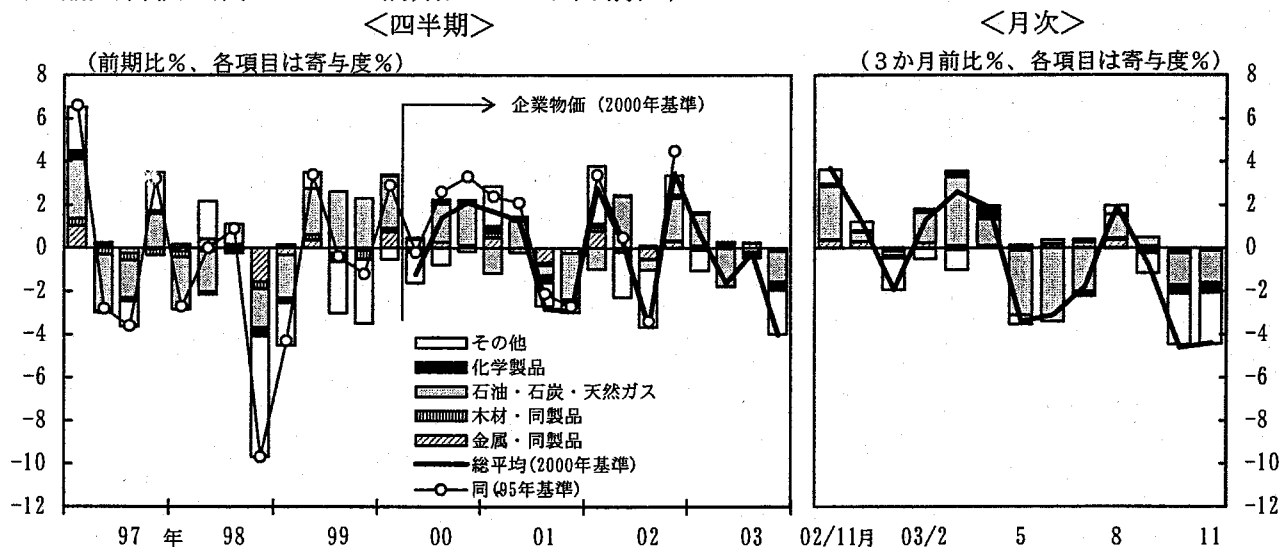
# 輸入物価と国際商品市況

## (1) 輸入物価と国際商品指数



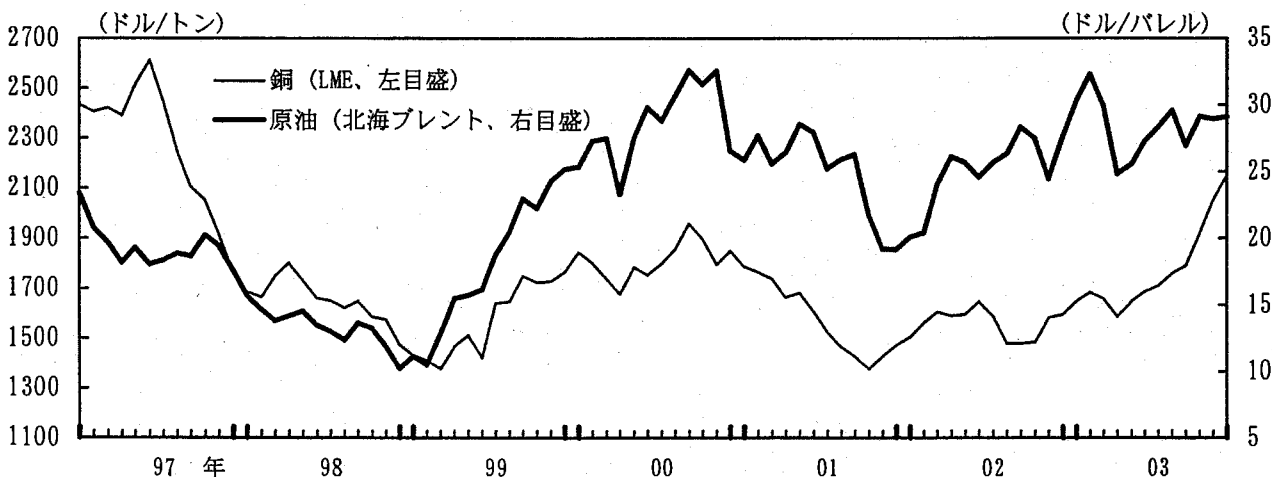
(注) 国際商品指数の計数は月末値。

## (2) 輸入物価 (円ベース：前期比、3か月前比)



(注) 2003/4Qは、10~11月の平均値を用いて算出。なお、95年基準の2002/4Qは、10~11月の平均値。

## (3) 原油のスポット価格と銅の先物価格 (直近限月)

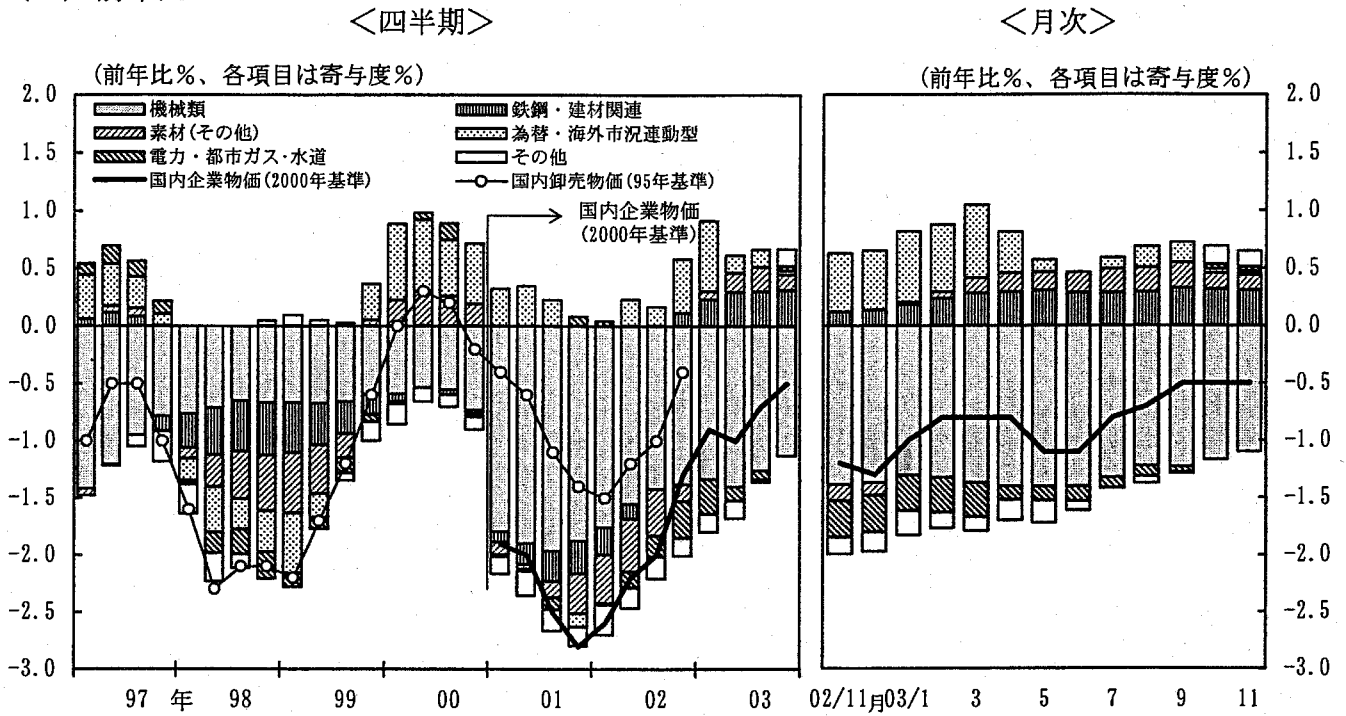


(注) 計数は月中平均。なお、直近12月は9日までの平均値。

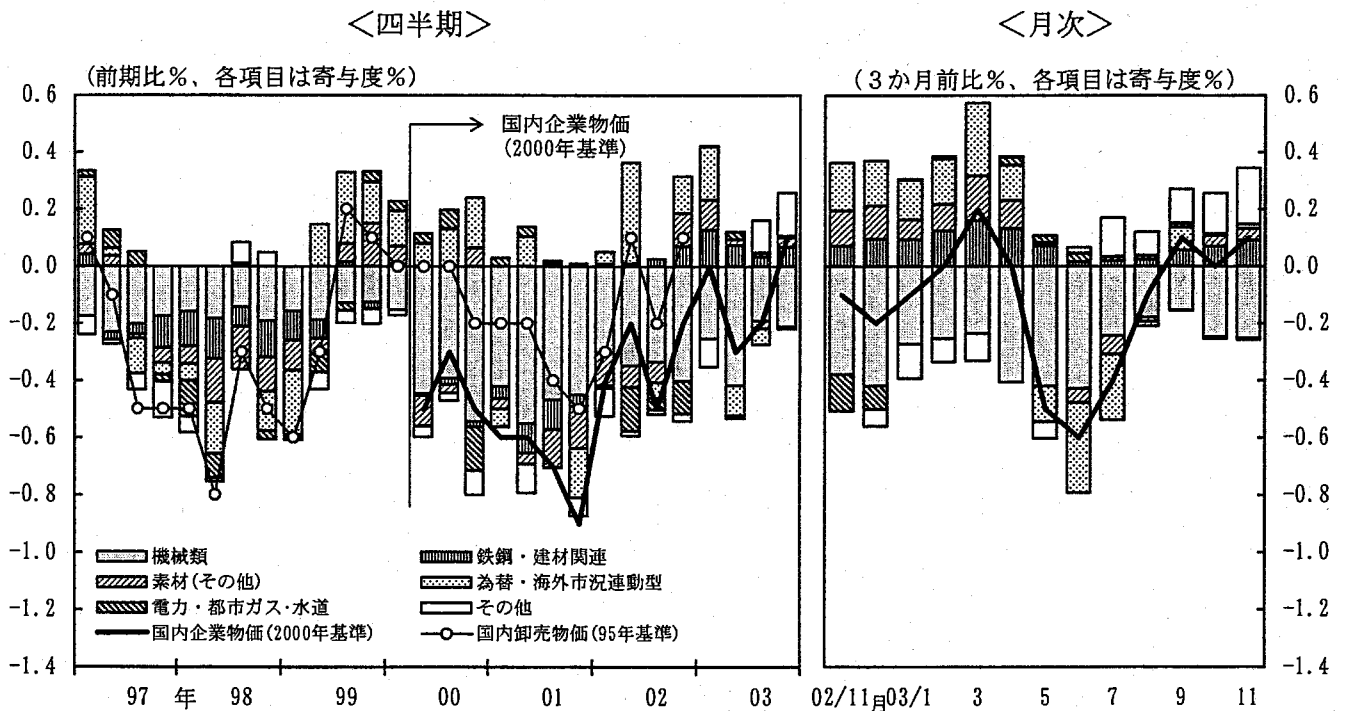
(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「日本銀行国際商品指数」等

# 国内企業物価

## (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、農林水産物、鉱産物  
 6. (2)は、毎年7～9月にかけて適用されている夏季割り増し電力料金の影響(国内企業物価に対する寄与度は0.2%程度)を除いている。  
 7. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除いている(課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して試算)。  
 8. 2003/4Qは、10～11月の平均値を用いて算出。なお、国内卸売物価(95年基準)の2002/4Qは、10～11月の平均値。

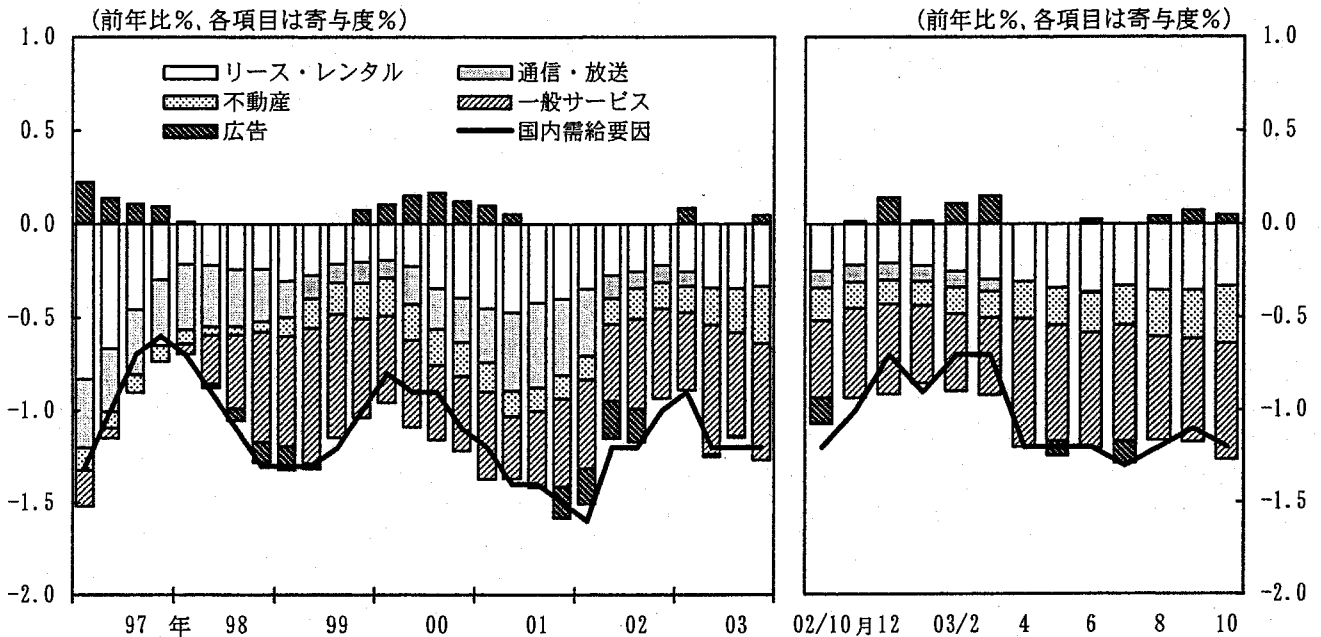
(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」

# 企業向けサービス価格

## (1) 前年比

<四半期>

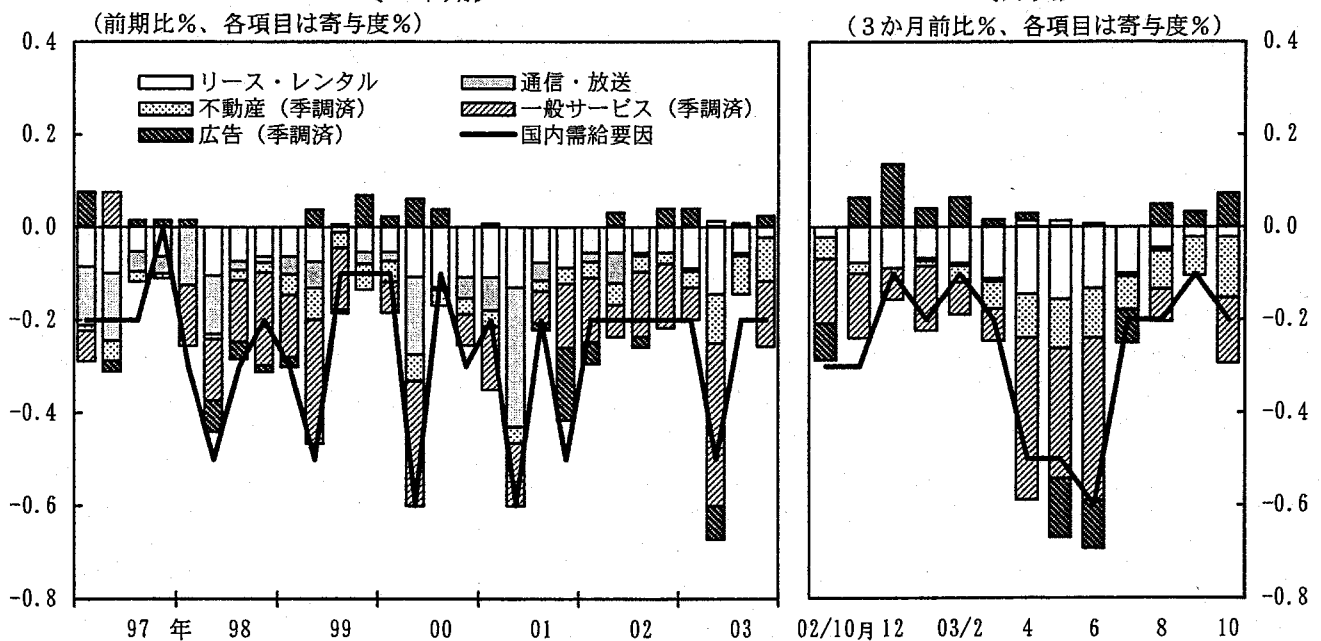
<月次>



## (2) 前期比、3か月前比

<四半期>

<月次>

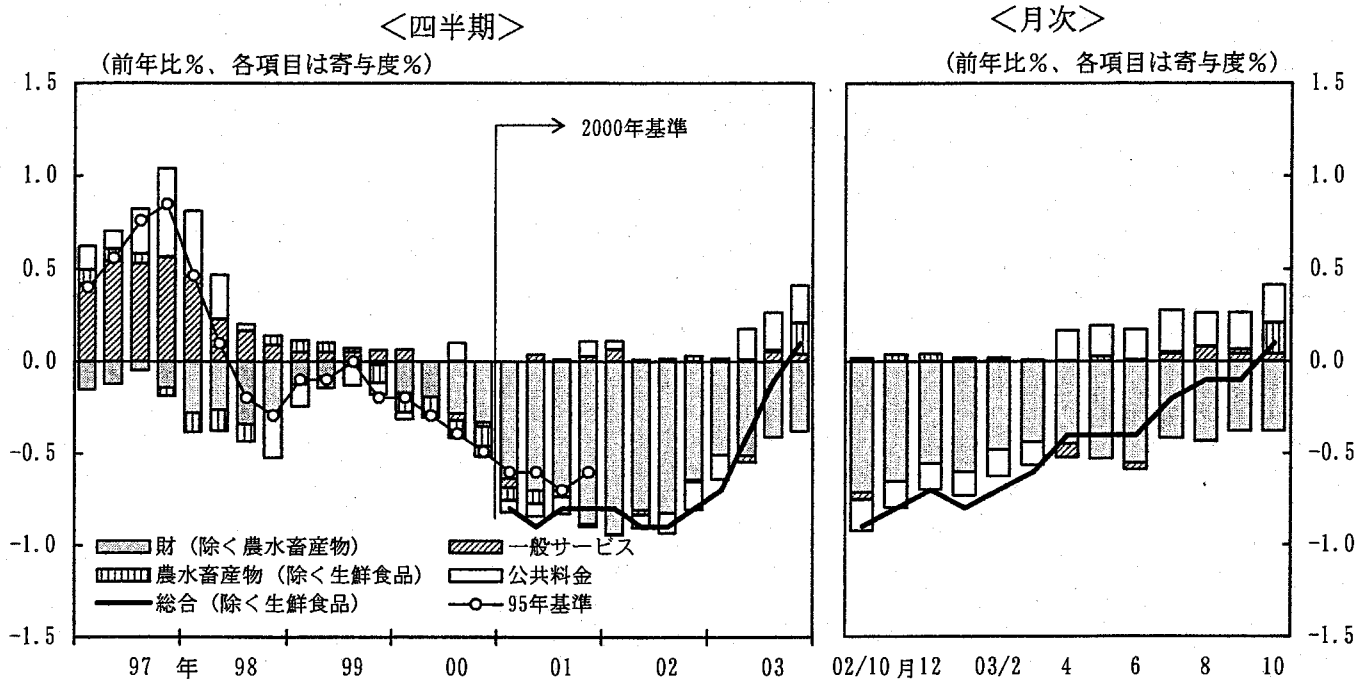


- (注) 1. 国内需給要因とは、月々の価格の動向が主に国内民間需要の動向を反映しているとみられる品目を集めたもの。具体的には、総平均から、①規制料金(自動車保険<自賠責>、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、下水道)、②海外要因(外洋貨物輸送、国際航空貨物、国際航空旅客)、③単月の振れが大きく、短期的な需給動向を反映しているとは必ずしも言い難い証券関連手数料(企業が社債発行に伴い銀行に支払う事務代理手数料等<証券引受事務手数料等は含まない>)を除いたものを国内需給要因とみなした。
2. 一般サービスは、国内需給要因に含めたものから、広告、不動産、リース・レンタル、通信・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による季節調整を施した上で計算。季節調整替えを毎月行うため、これらの計数および国内需給要因については、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いている(課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して試算)。
5. 2003/4Qは、10月の値を用いて算出。

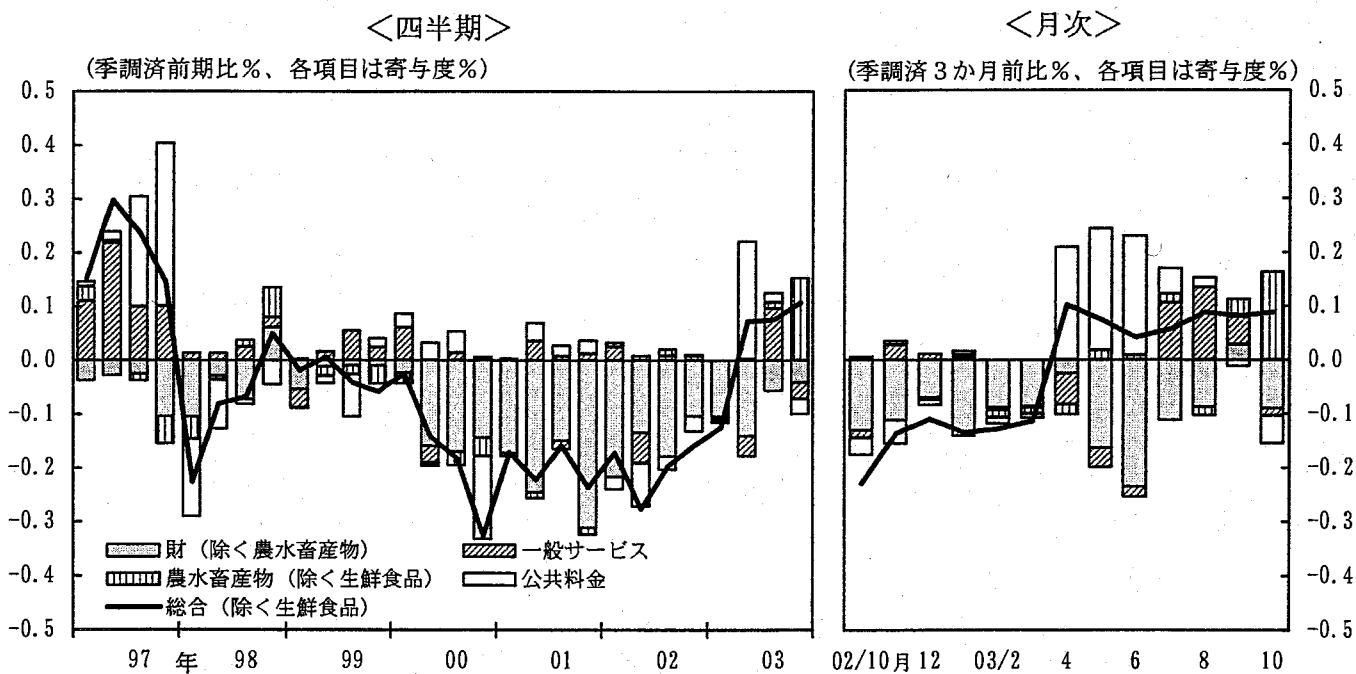
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比 (2000年基準：除く外国パック旅行)



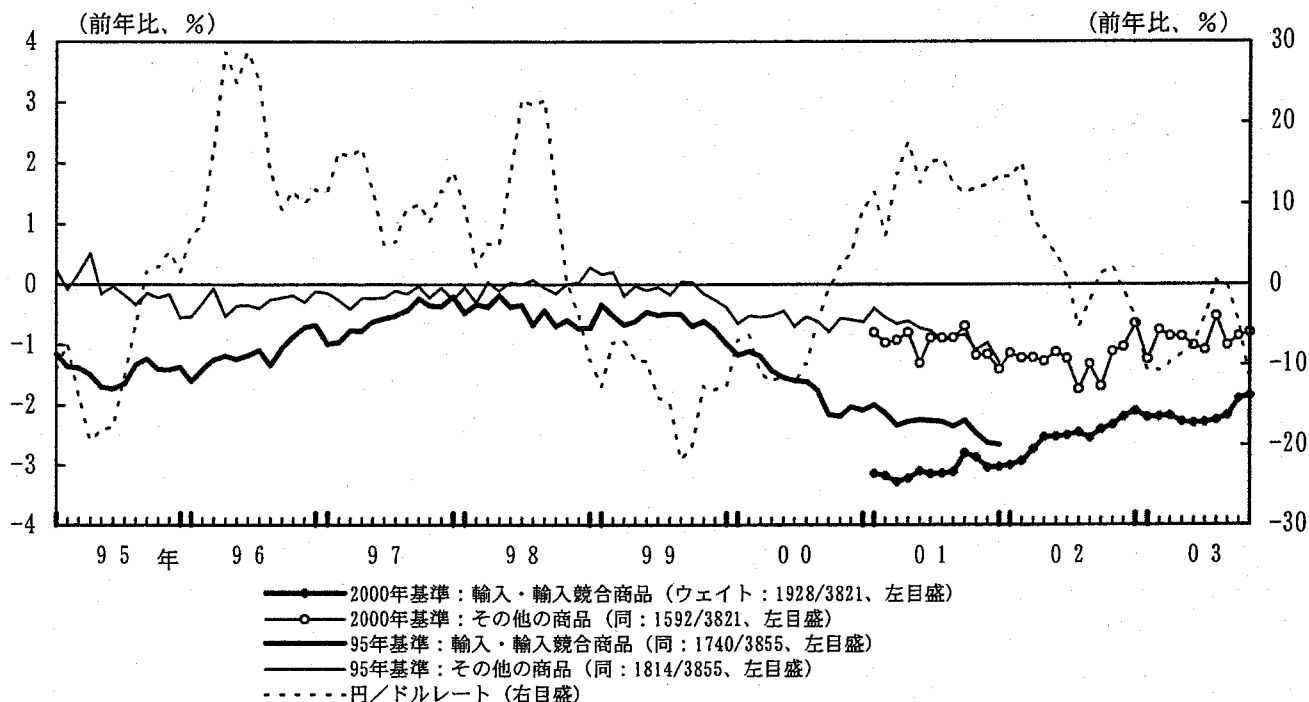
- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。但し、財は総務省公表の「財」から「電気・都市ガス・水道」を引いたもの。公共料金は「公共サービス」と「電気・都市ガス・水道」を足したもので定義した。
2. 前期比、3か月前比は、X-12-ARIMAによる季節調整値。但し、「総合(除く生鮮食品)」および「一般サービス」からは、「外国パック旅行」を除いた上で季節調整を行っている。2000年基準で新たに採用された「外国パック旅行」については、季節変動が観察されるが、季節調整を行うだけの十分なデータがないため、除いている。なお、合計と項目別の積み上げが完全に一致しないのは、季節調整の誤差による。
3. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除いている(課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して試算)。
4. 2003/4Qは、10月の値を用いて算出。

(資料) 総務省「消費者物価指数」



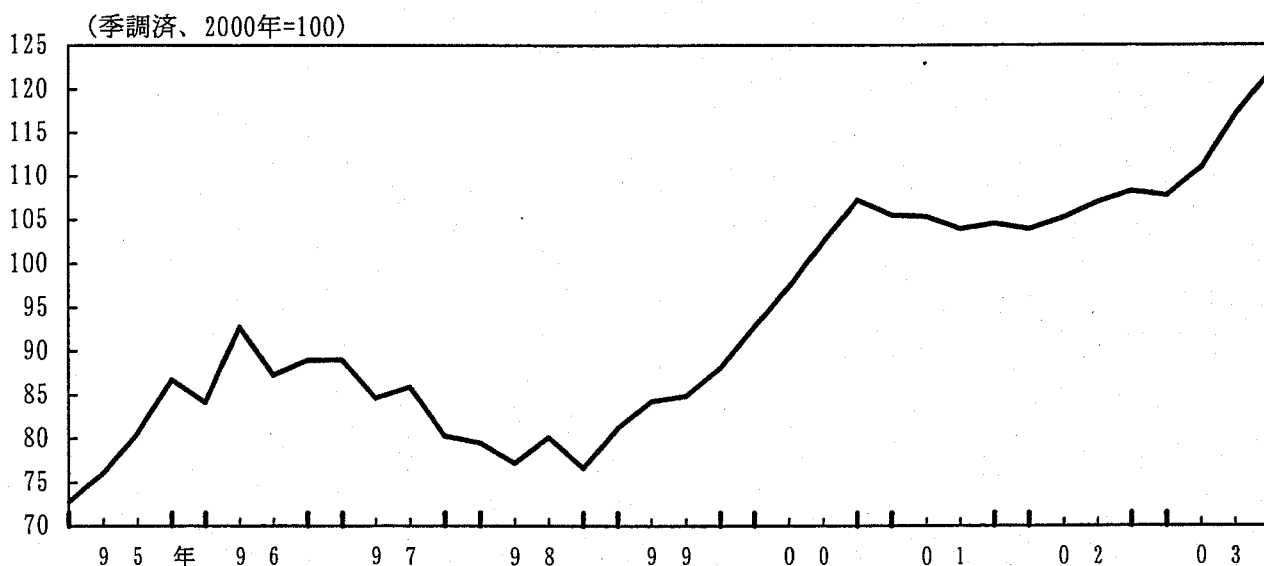
## 消費者物価（輸入・輸入競合商品）

### (1) 輸入・輸入競合商品とその他の商品の消費者物価



- (注) 1. 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。
2. 当図表で扱っている商品は、原油市況の影響を大きく受ける石油製品と農水畜産物を除いたもの。グラフの凡例中のウェイトは、財（除く農水畜産物）に対するもの。
3. 趨勢的な変化をみるため、95年基準の輸入・輸入競合商品の中からたばこ増税分（98/12月、03/7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変化が顕著）を除去した。
4. 97/4月以降は消費税率引き上げの影響を除いている（課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して試算）。

### (2) 実質輸入（消費財）

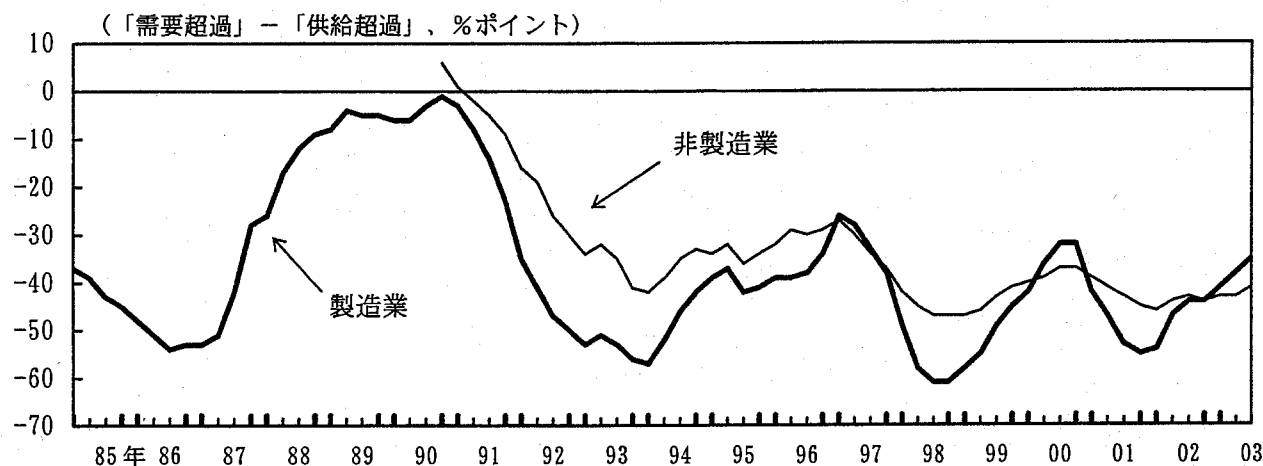


- (注) 1. 実質輸入（消費財）は、通関統計から作成した実質輸入（消費財）を2000年=100として指数化したもの。但し、実質輸入（消費財）は、自動車、音響映像機器、事務用機器、食料品、繊維製品を合成したもの。
2. 2003/4Qは、10月の値。

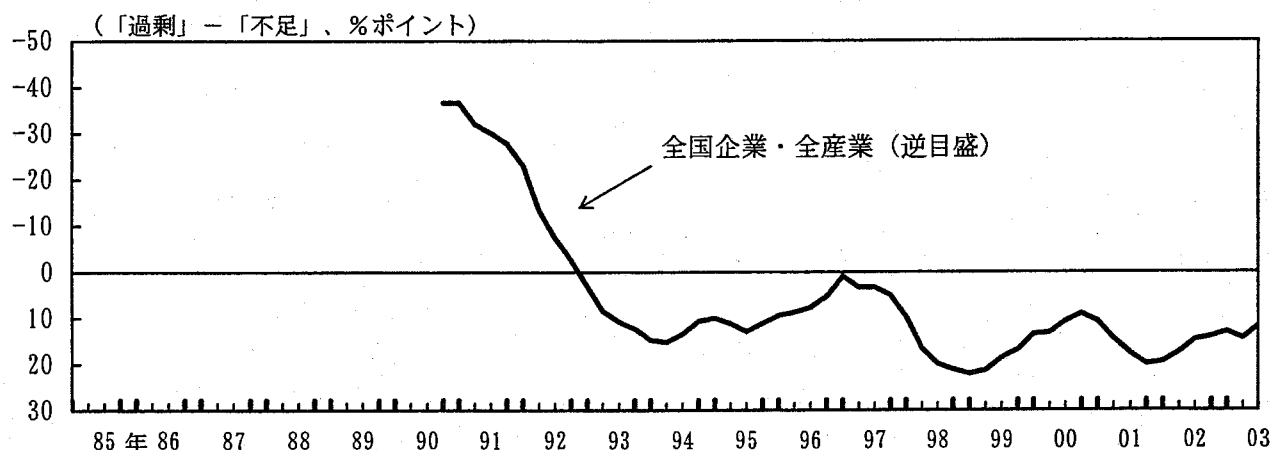
(資料) 総務省「消費者物価指数」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

# 国内需給環境

## (1) 製商品・サービス需給判断D. I. (全国企業・全規模合計)

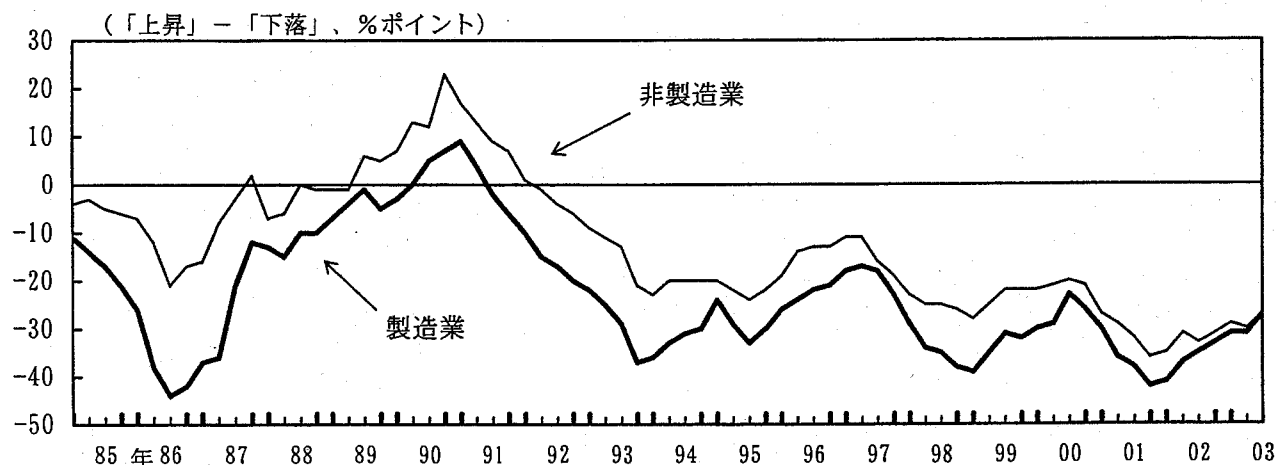


## (2) 国内経済の稼働水準 (生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. の加重平均)



- (注) 1. 生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率 (90~01年度平均) で加重平均したもの。  
2. 生産・営業用設備判断D. I. の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降について、上記計数を算出。

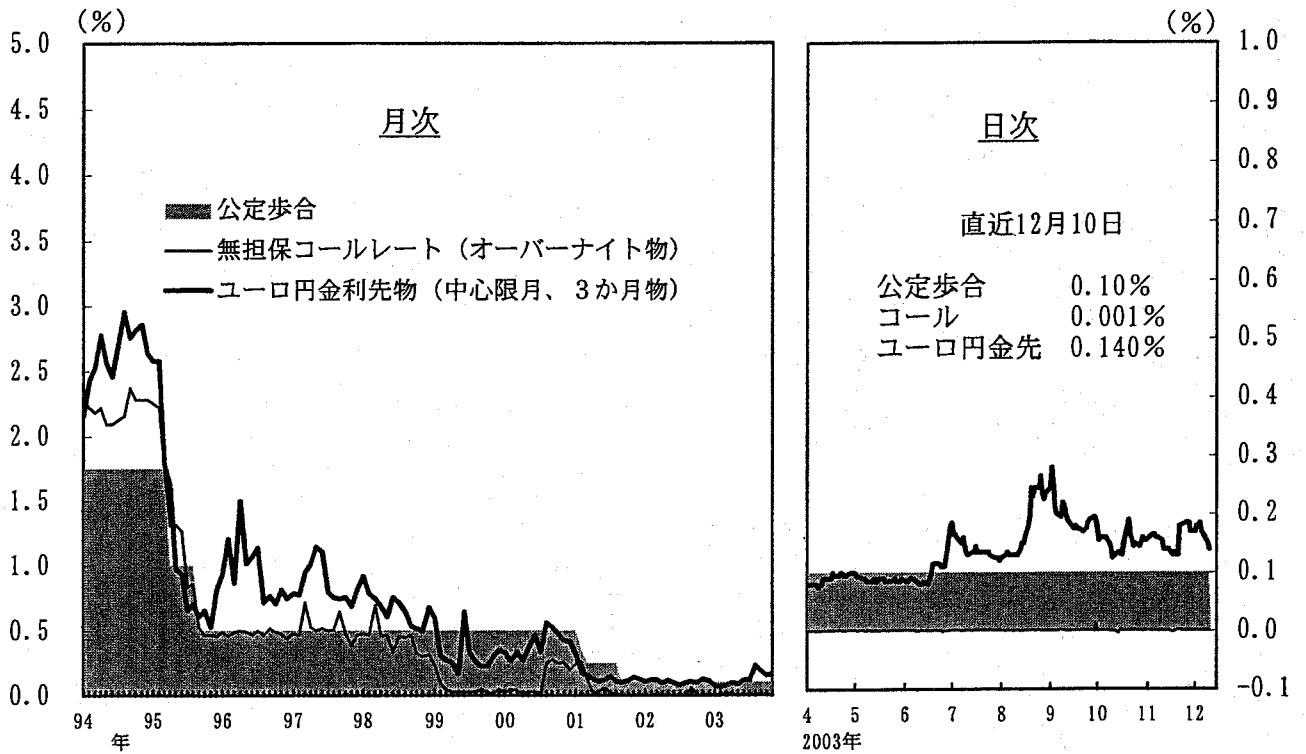
## (3) 販売価格判断D. I. (全国企業・全規模合計)



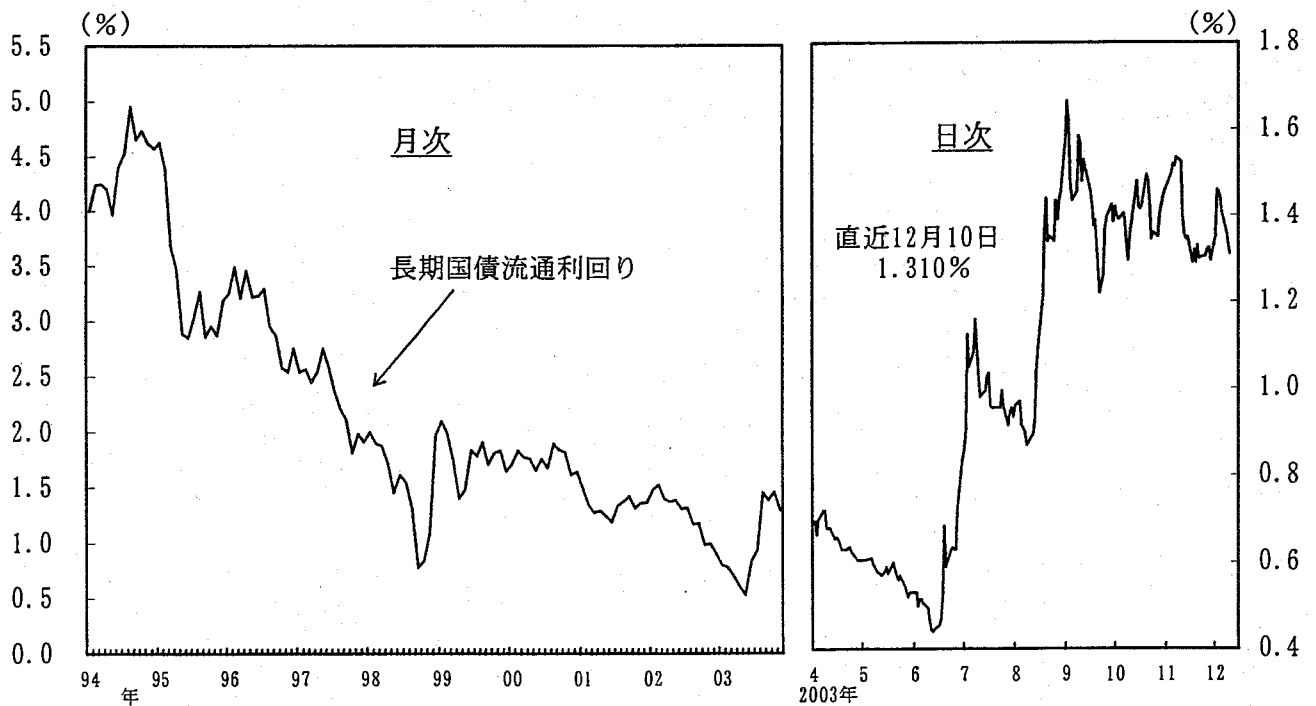
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」

# 市場金利等

## (1) 短期



## (2) 長期

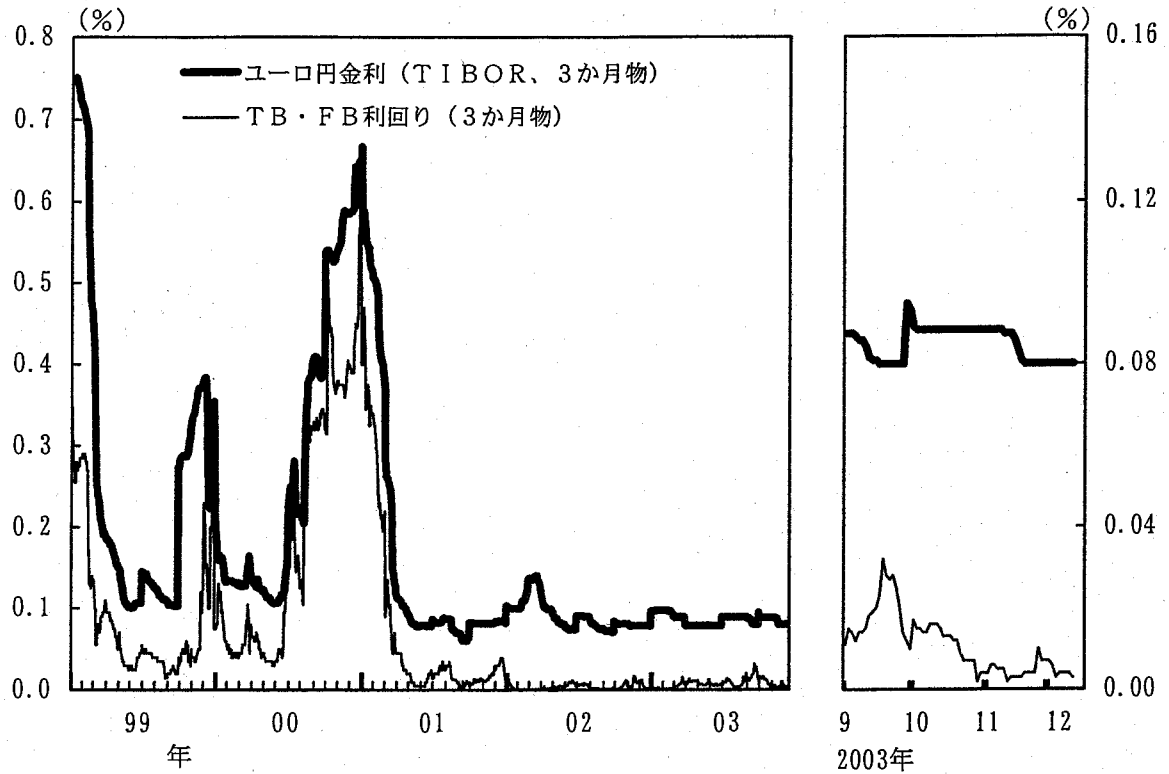


(注) 1. 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。  
2. 無担保コールレート (オーバーナイト物) の直近は速報値。

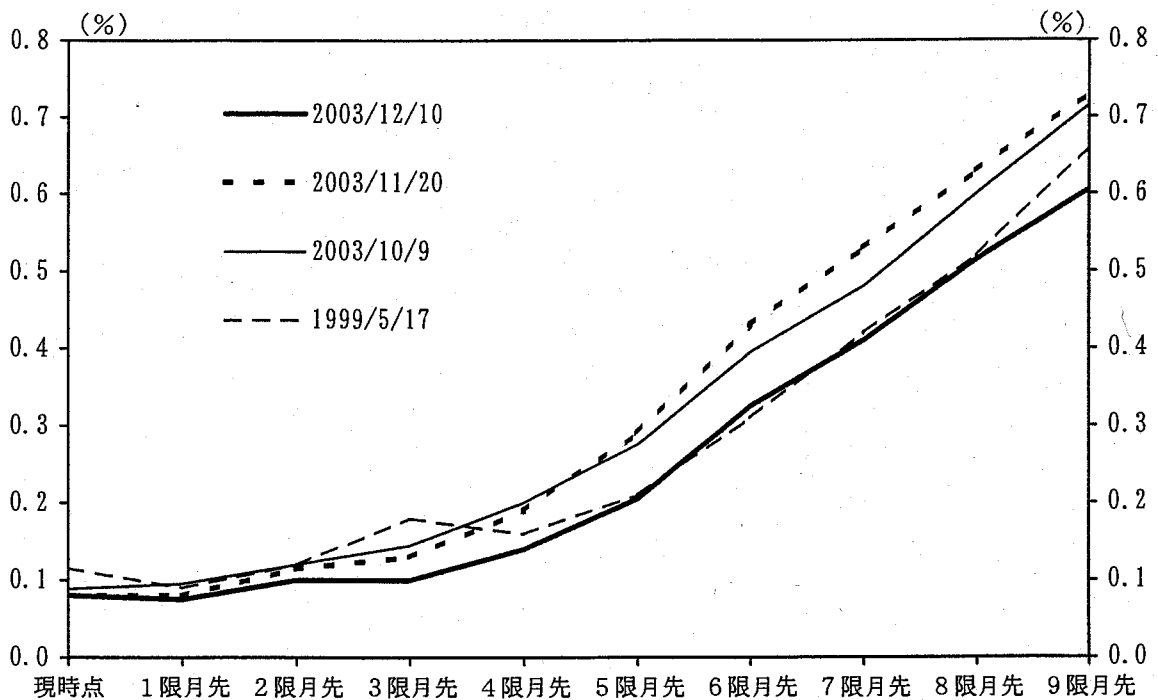
(資料) 日本銀行、東京金融先物取引所、日本相互証券

# 短期金融市場

## (1) ターム物金利



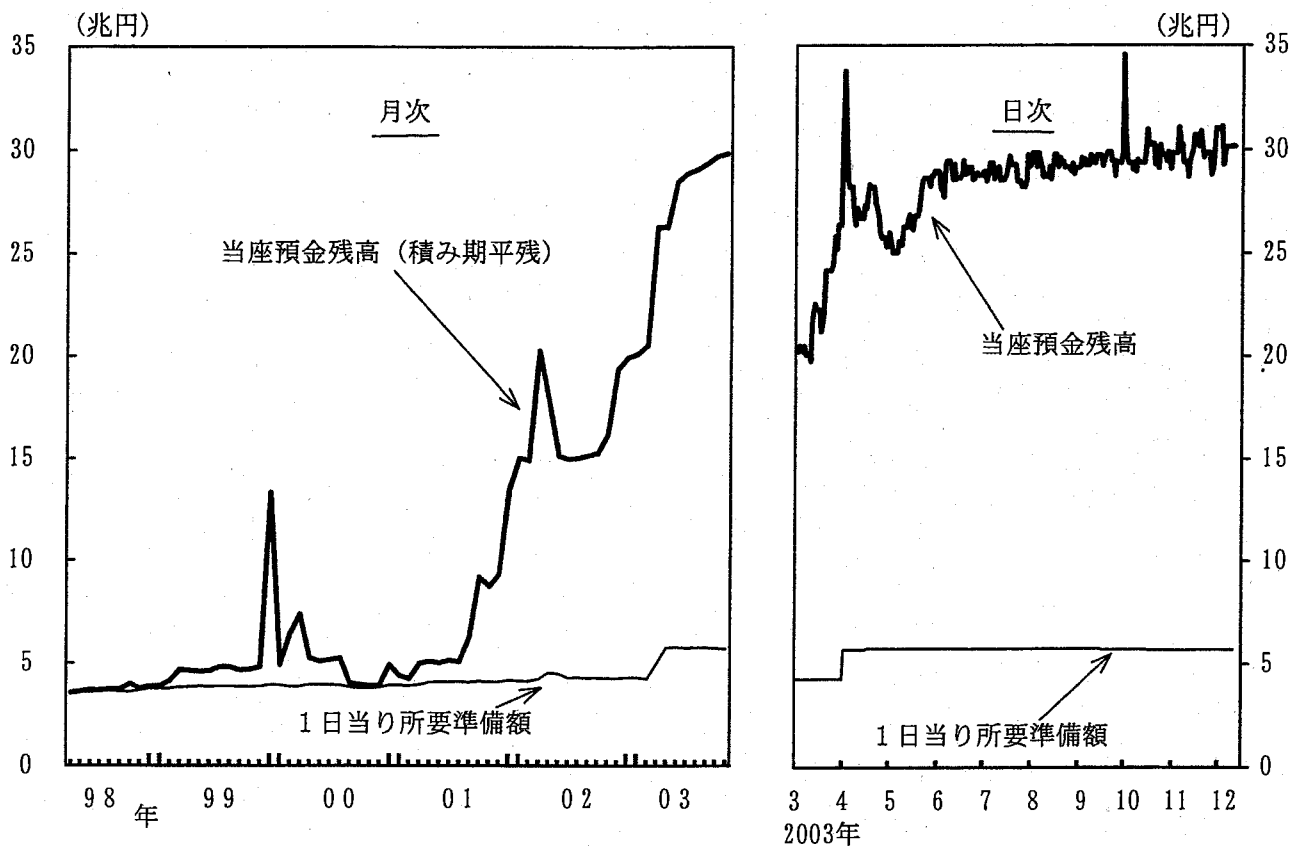
## (2) ユーロ円金利先物 (3か月)



(注) 限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。

(資料) 全国銀行協会、日本相互証券、東京金融先物取引所

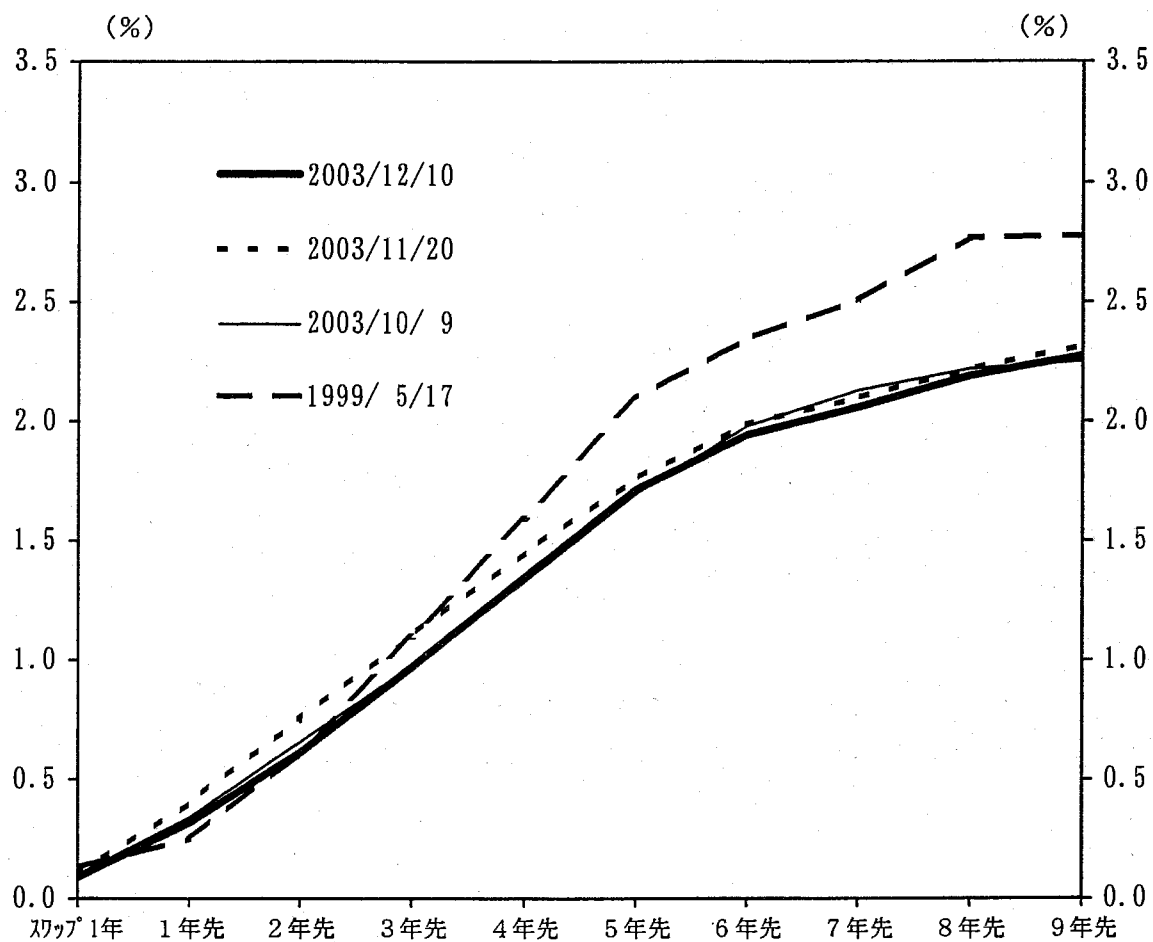
# 日銀当座預金残高



(注) 2003年4月1日以降の当座預金残高・所要準備額は、日本郵政公社の預け金に関する計数を含む。

(資料) 日本銀行

### 長期金利の期間別分解

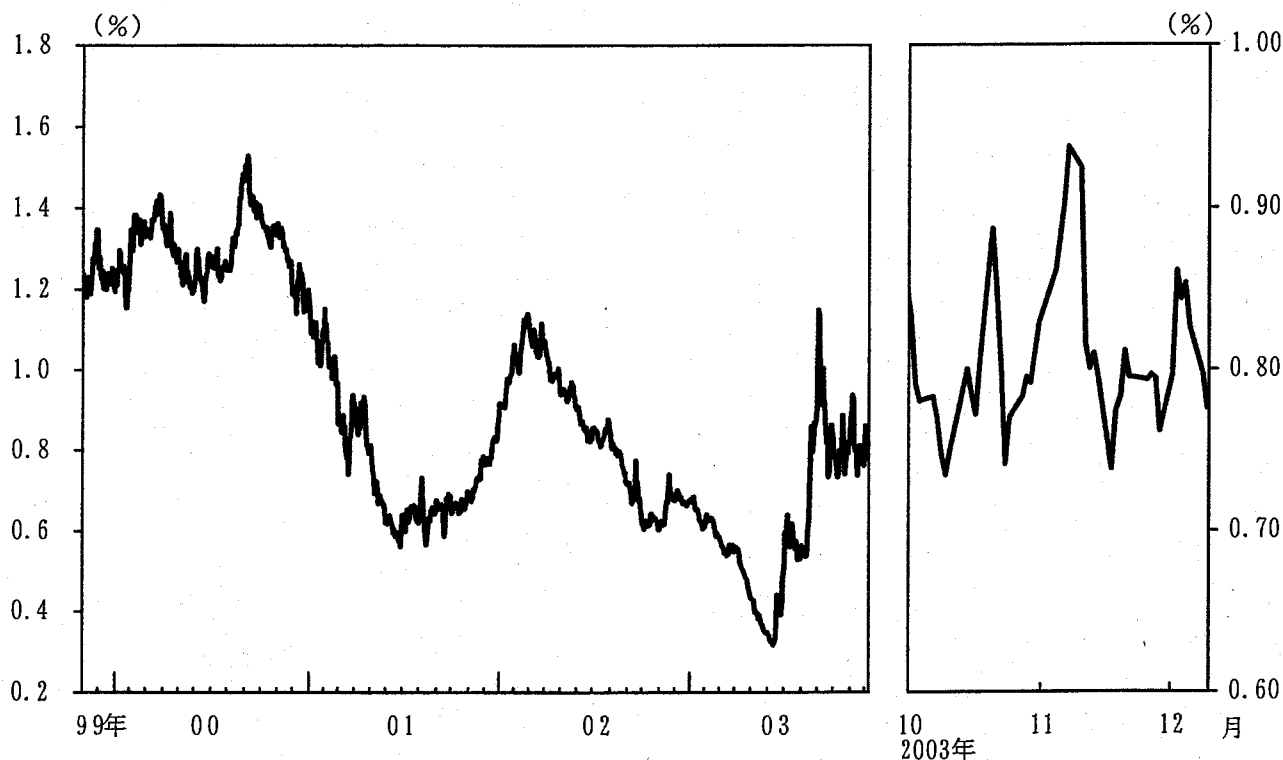


(注) 1年物インプライド・フォワード・レート。円-円スワップ・レートから算出。

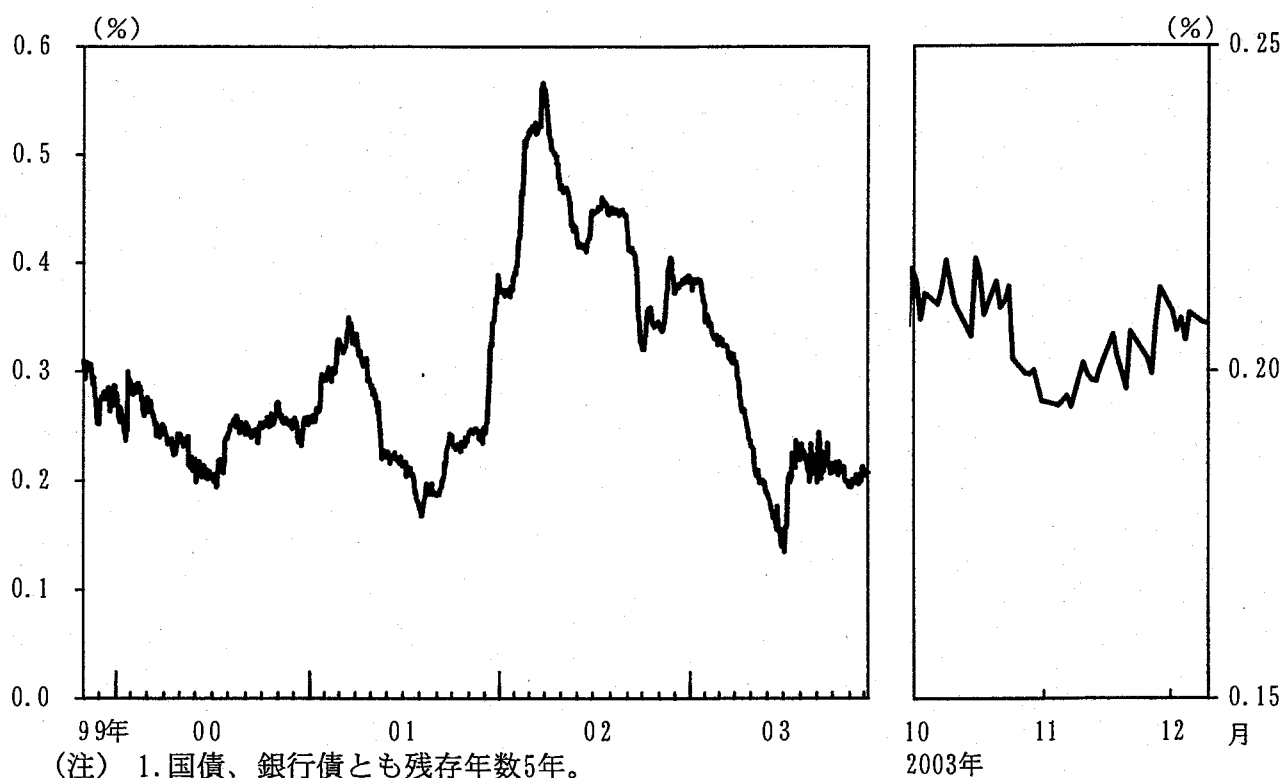
(資料) 共同通信社

## 銀行債流通利回り

(1) 銀行債流通利回り (5年新発)



(2) 利回り格差 (銀行債流通利回り - 国債流通利回り)



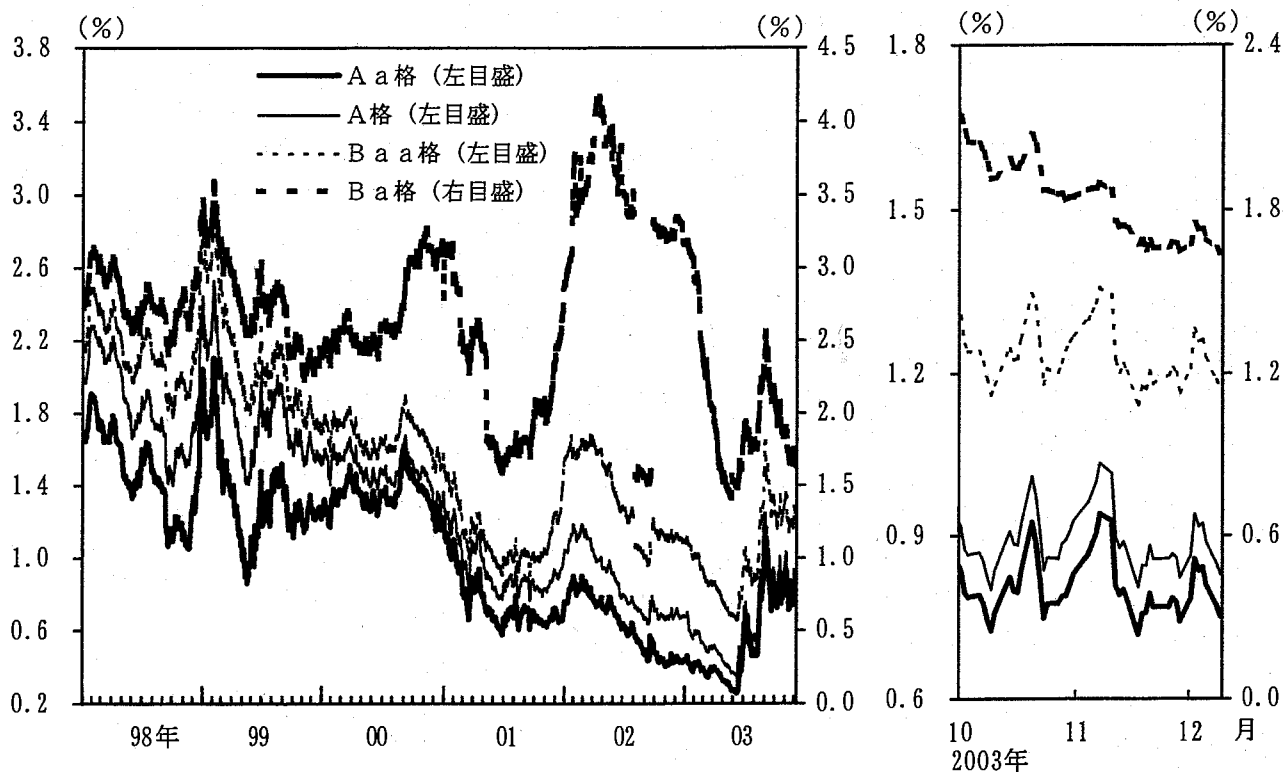
(注) 1. 国債、銀行債とも残存年数5年。

2. 銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

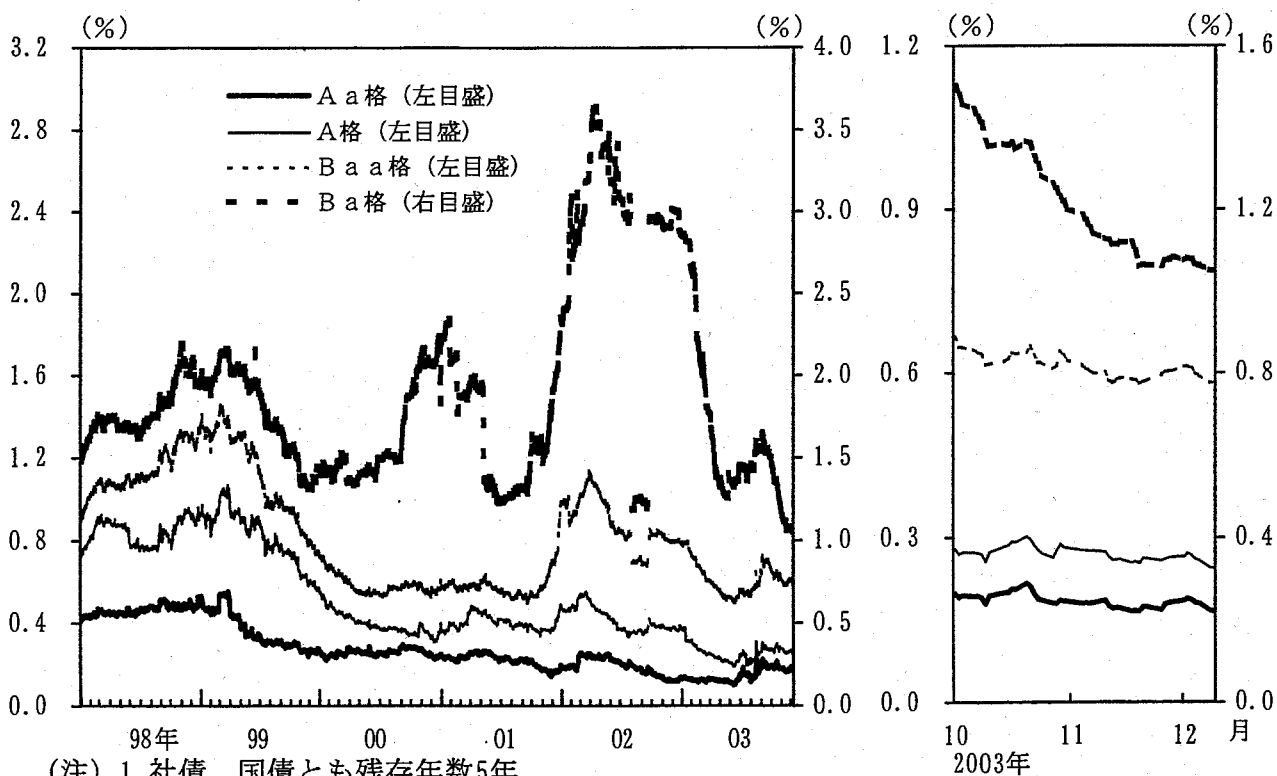
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」「公社債店頭売買参考統計値」

# 社債流通利回り

(1) 社債流通利回り



(2) 利回り格差 (社債流通利回り - 国債流通利回り)



(注) 1. 社債、国債とも残存年数5年。

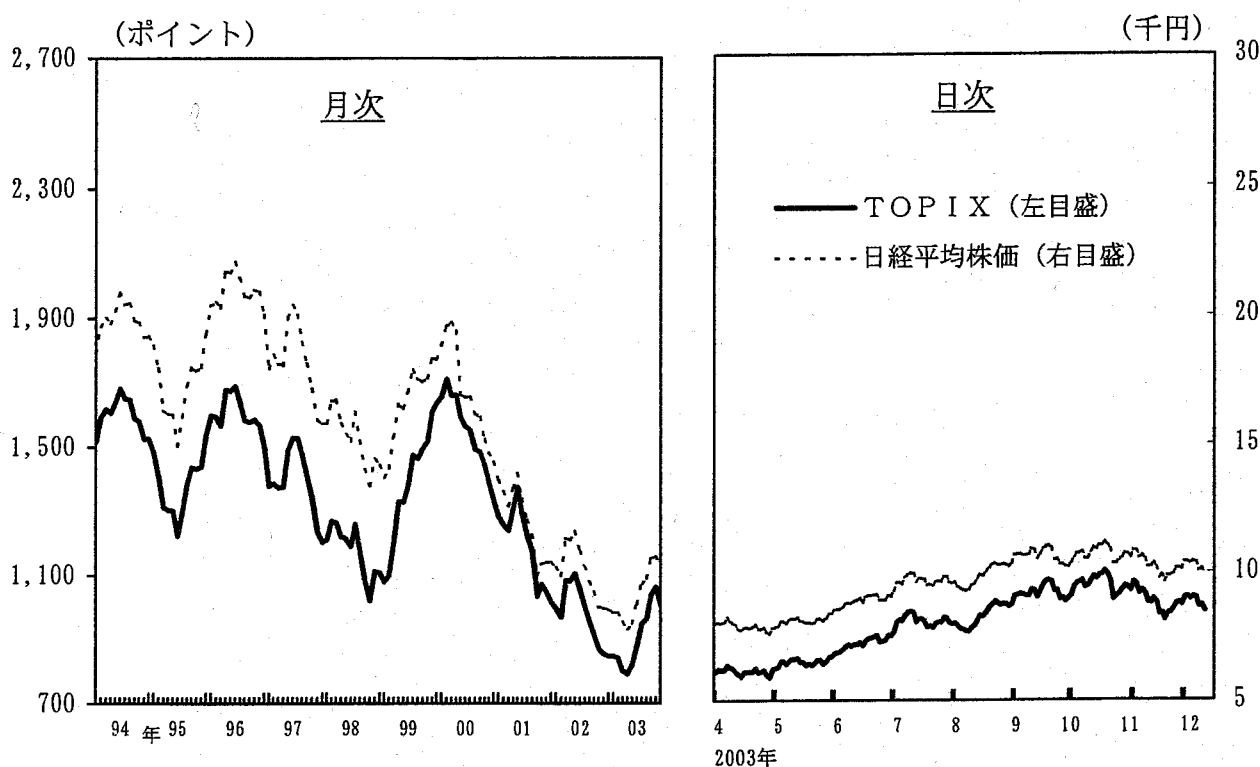
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けはムーディーズによる。

(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」「公社債店頭売買参考統計値」

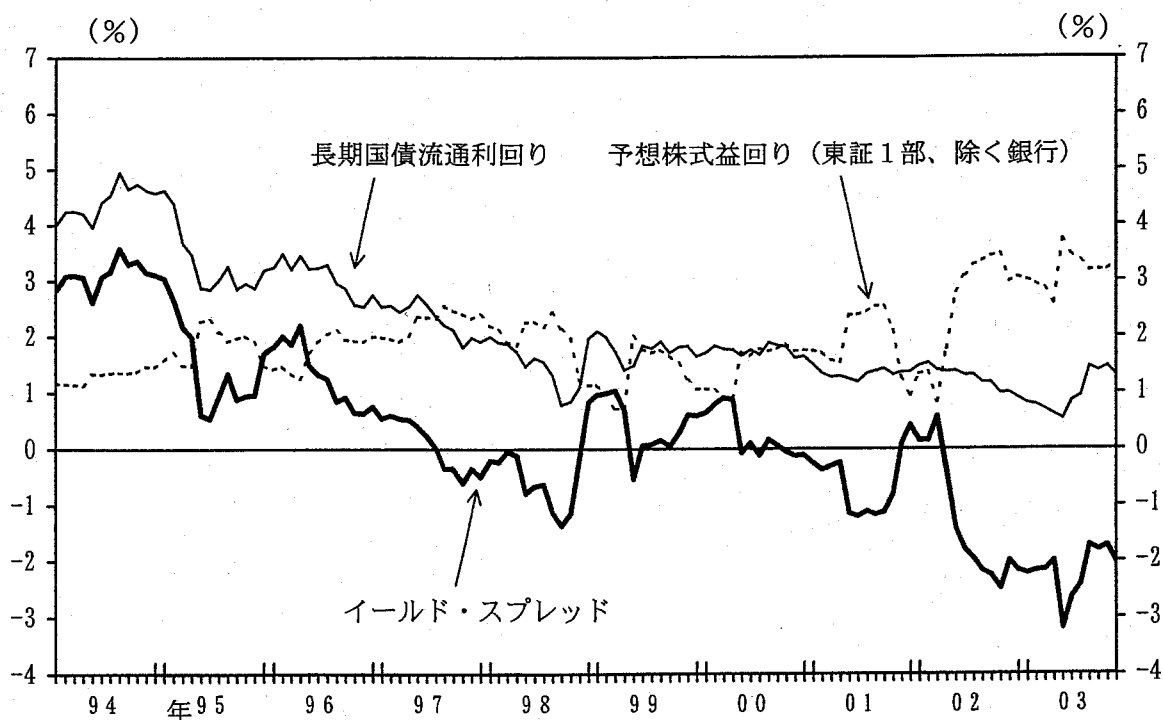


# 株 価

## (1) 株式市況



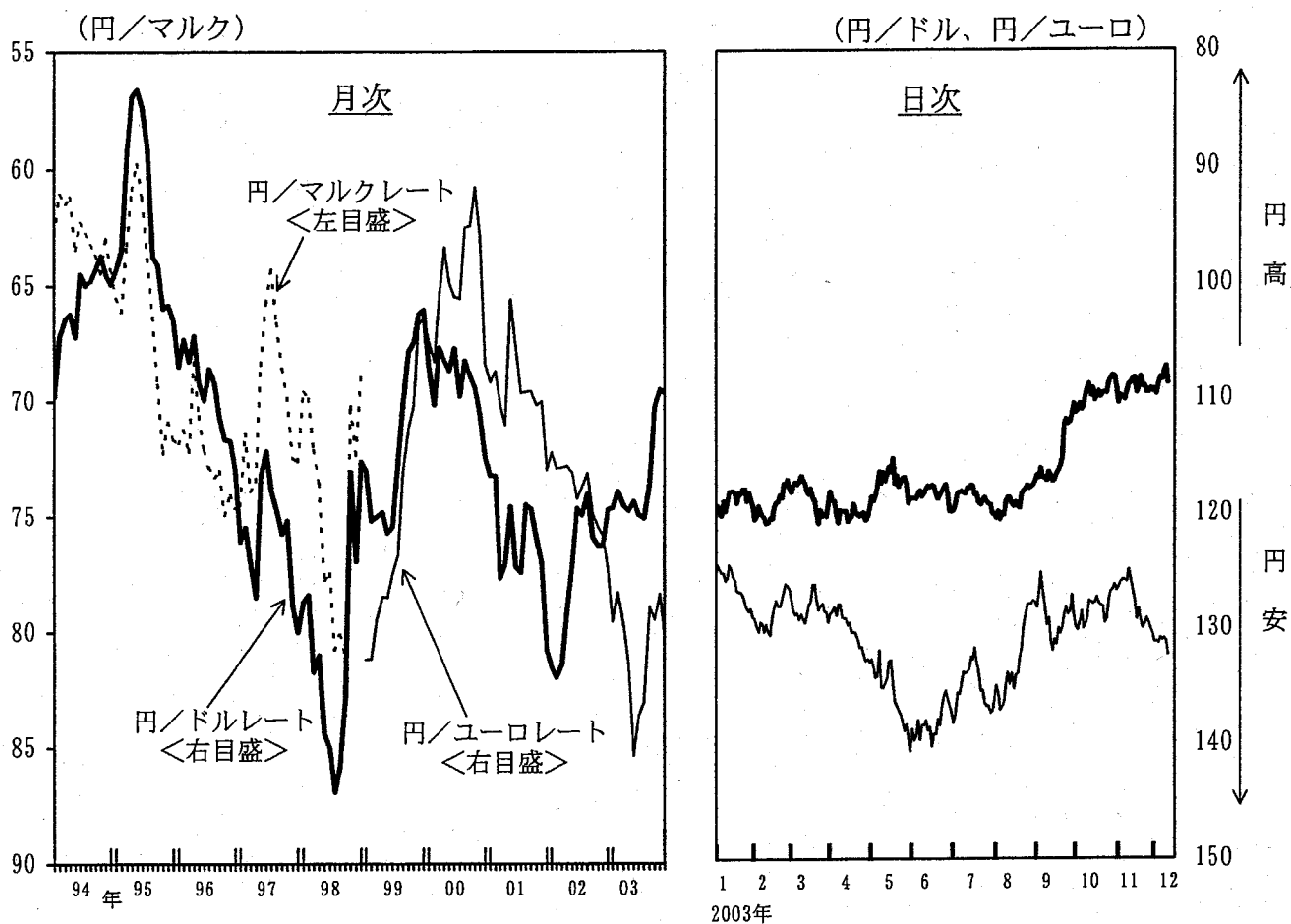
## (2) イールド・スプレッド



- (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/予想PER  
 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」

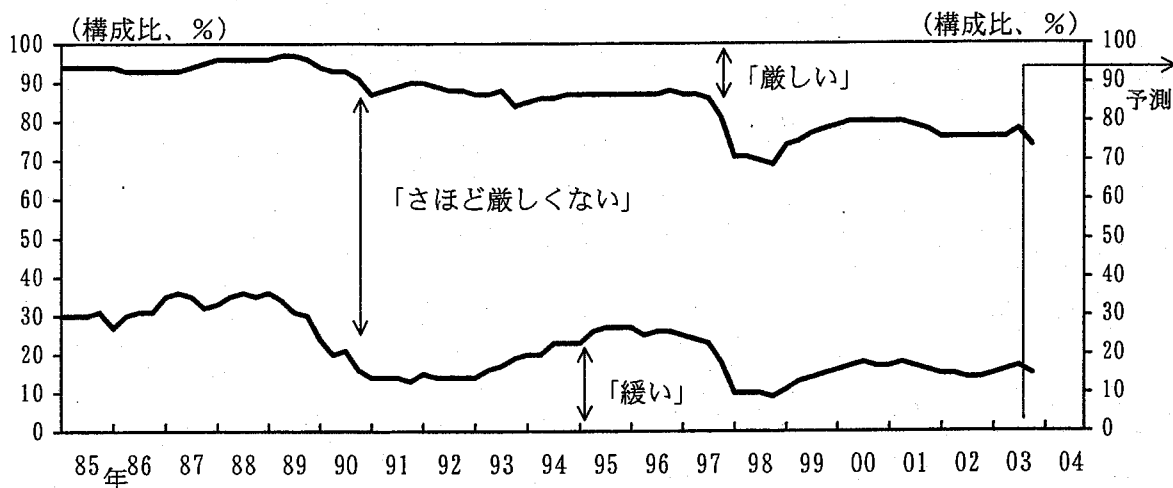
# 為替レート



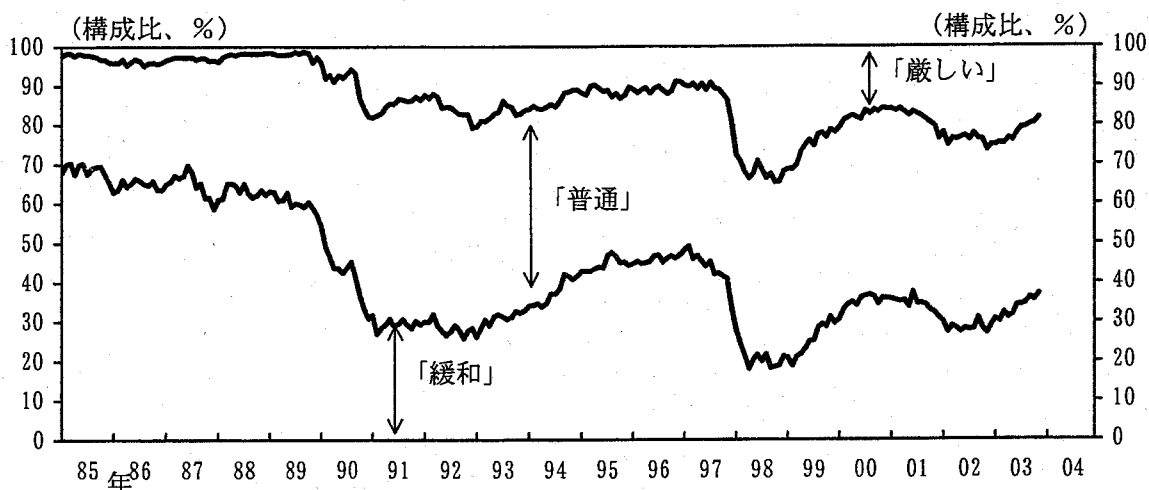
(資料) 日本銀行

# 中小企業からみた金融機関の貸出態度

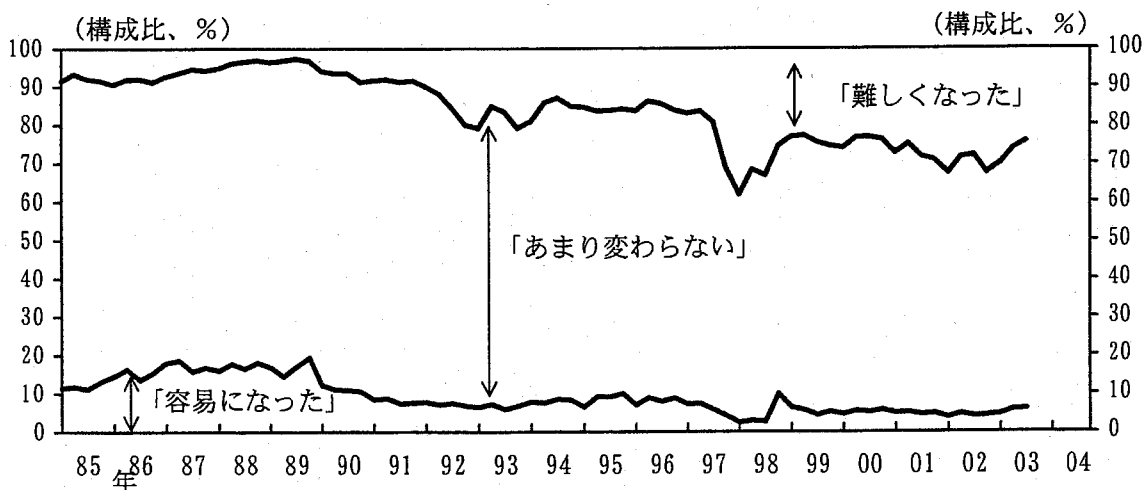
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点9月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点11月中旬)

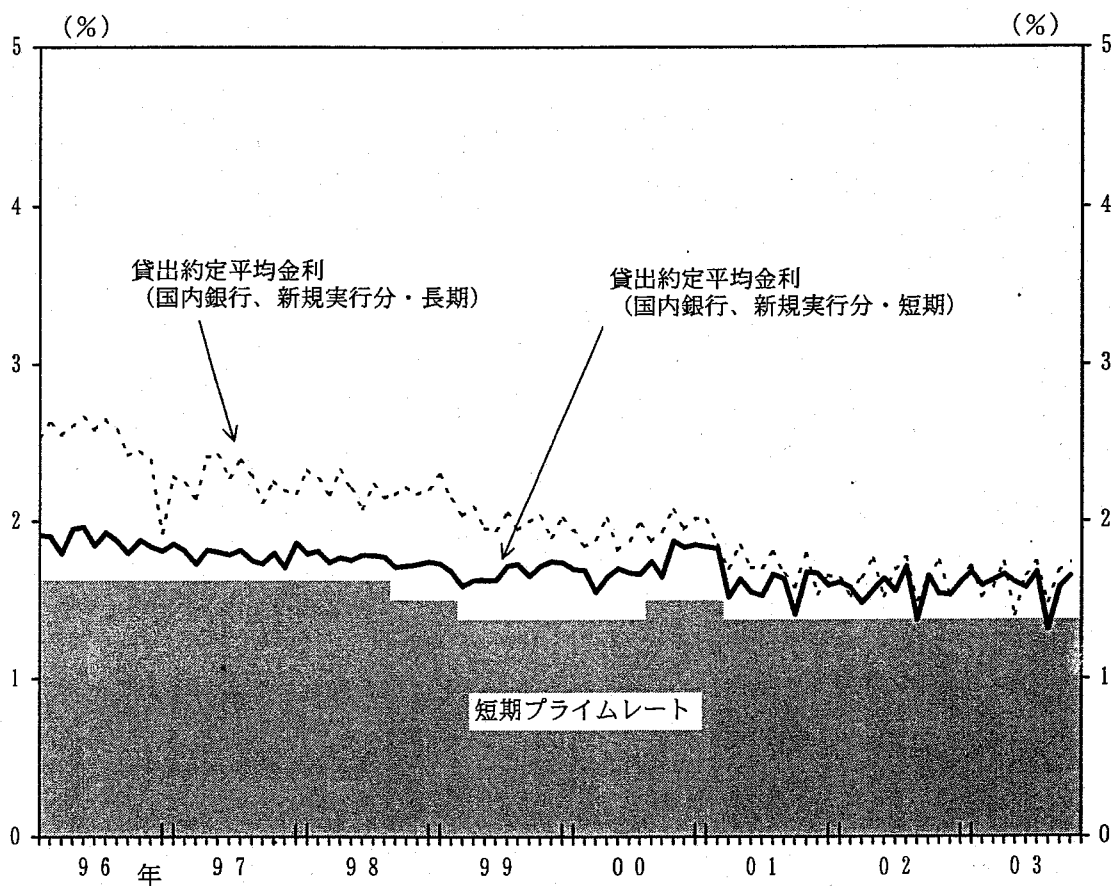


(3) 国民生活金融公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点9月10日)



(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」

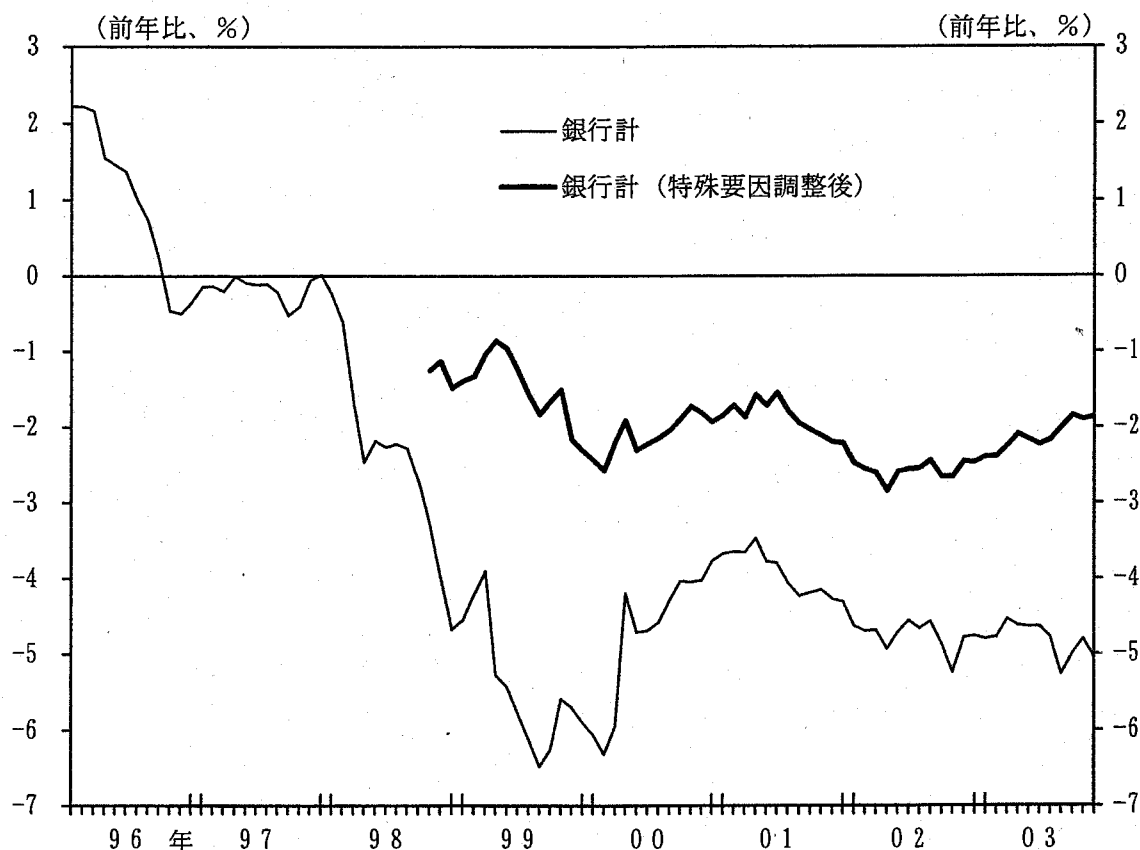
# 貸出金利



(注) 短期プライムレートは月末時点。

(資料) 日本銀行

## 民間銀行貸出

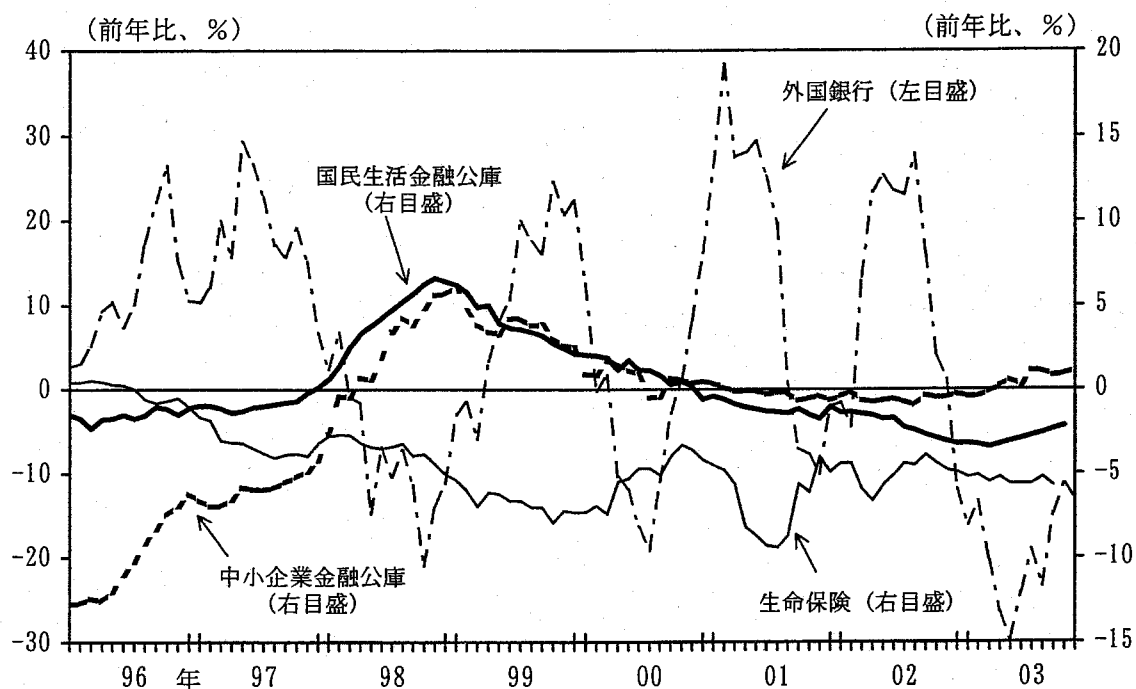


- (注) 1. 総貸出平残ベース。  
 2. 銀行計は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱの合計。  
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

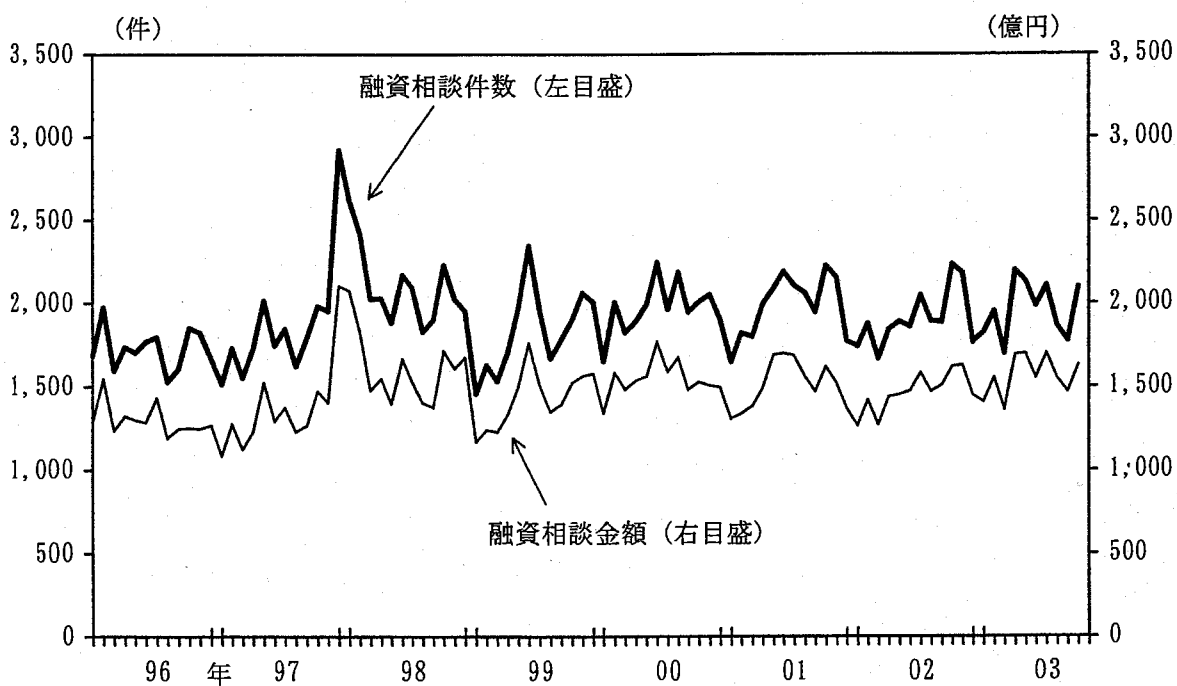
## その他金融機関貸出

### (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。

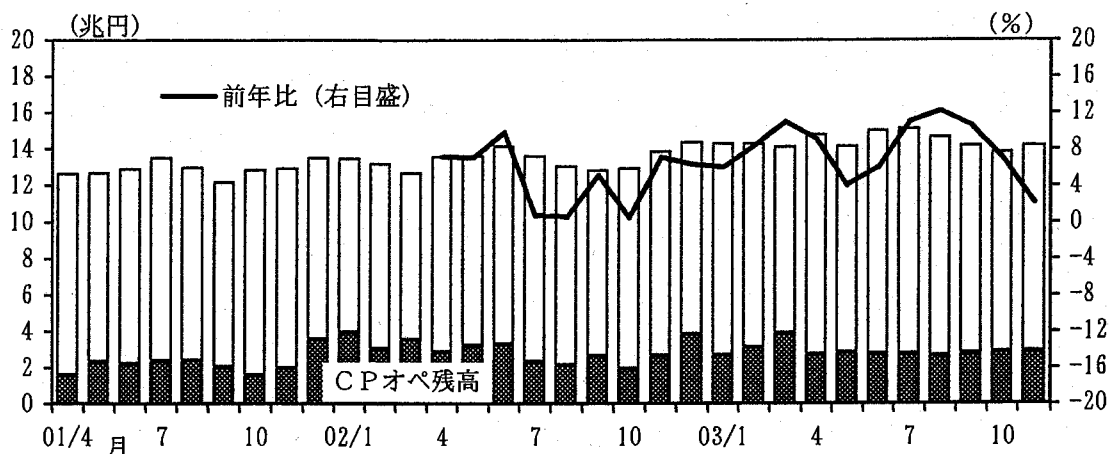
### (2) 中小企業金融公庫の融資相談件数・金額 (直貸分)



(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」

## 資本市場調達

### (1) CP発行残高(未残)



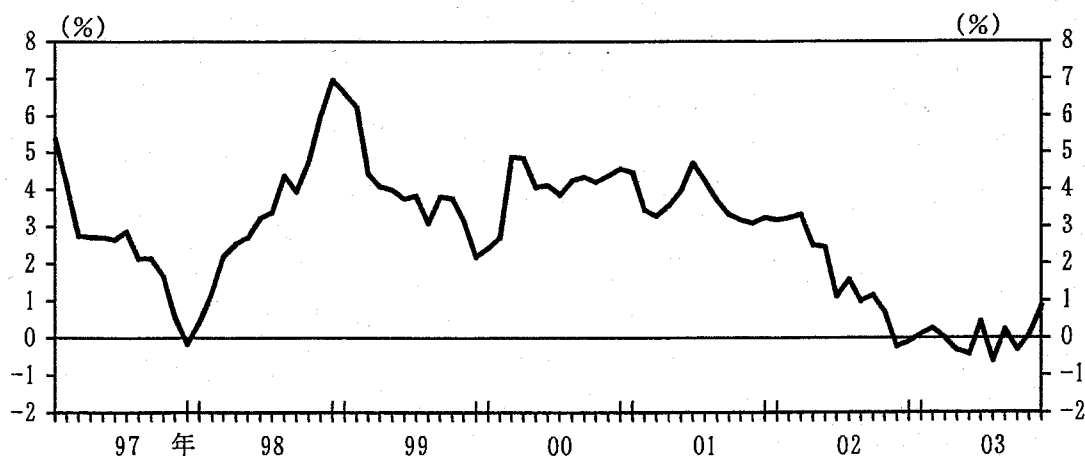
- (注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。  
2. 銀行発行分を含まない。

### (2) 社債発行額

	(億円)					
	03/1~3月	4~6月	7~9月	03/9月	10月	11月
発行額	31,859	33,304	29,385	12,773	7,528	6,423
(前年)	(28,284)	(27,604)	(28,505)	(13,713)	(5,237)	(8,169)

- (注) 1. 国内、海外で発行された普通社債、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債および国内で発行された資産担保債券の合計。  
2. 国内で発行された普通社債については、銀行発行分を含まない。  
3. 直近月分は、国内私募分に推定値を用いており、速報値。

### (3) 社債発行残高(未残前年比)



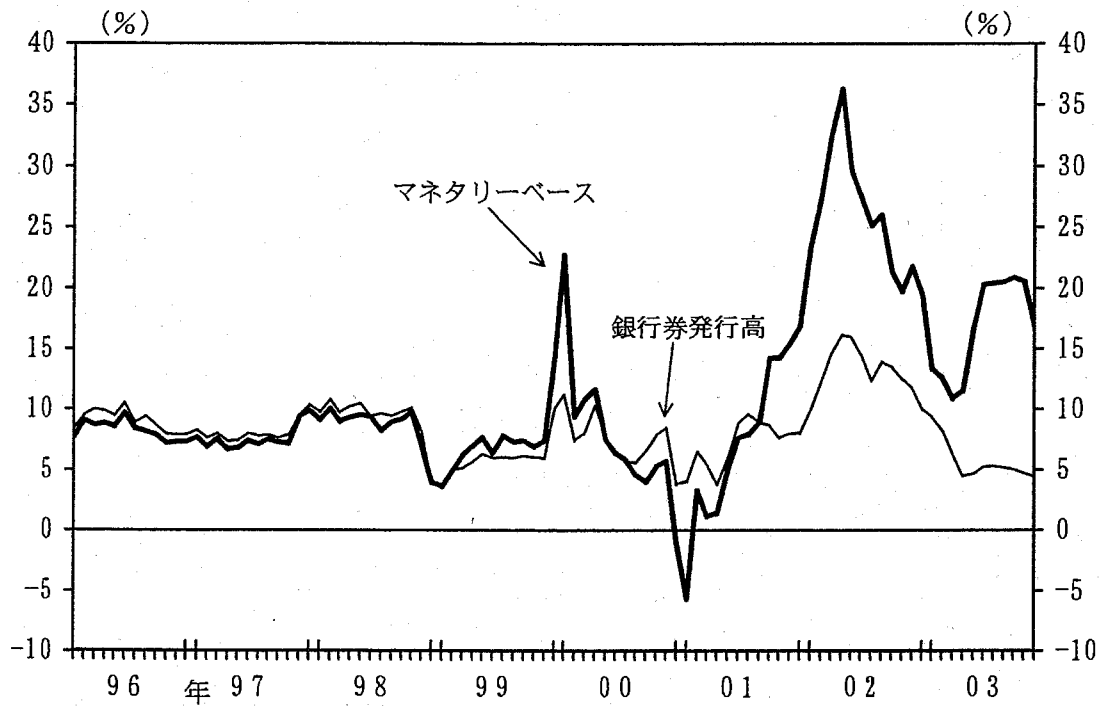
- (注) 社債発行残高の前年比は以下の前提のもとで計算した推定値である。
- ① 国内、海外で発行された普通社債、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債および資産担保債券の合計値。
  - ② 銀行発行分を含む。
  - ③ 社債発行残高前年比の計算に当たっては、以下の方法で、株式に転換された転換社債型新株予約権付社債の分を調整する。  

$$\text{発行残高前年比} = \frac{\text{当月の社債発行残高} + \text{過去1年間に株式に転換された分の合計額}}{\text{前年同月の社債発行残高}}$$
  - ④ 直近月分の計算では、国内私募分にも推定値を用いており、速報値。

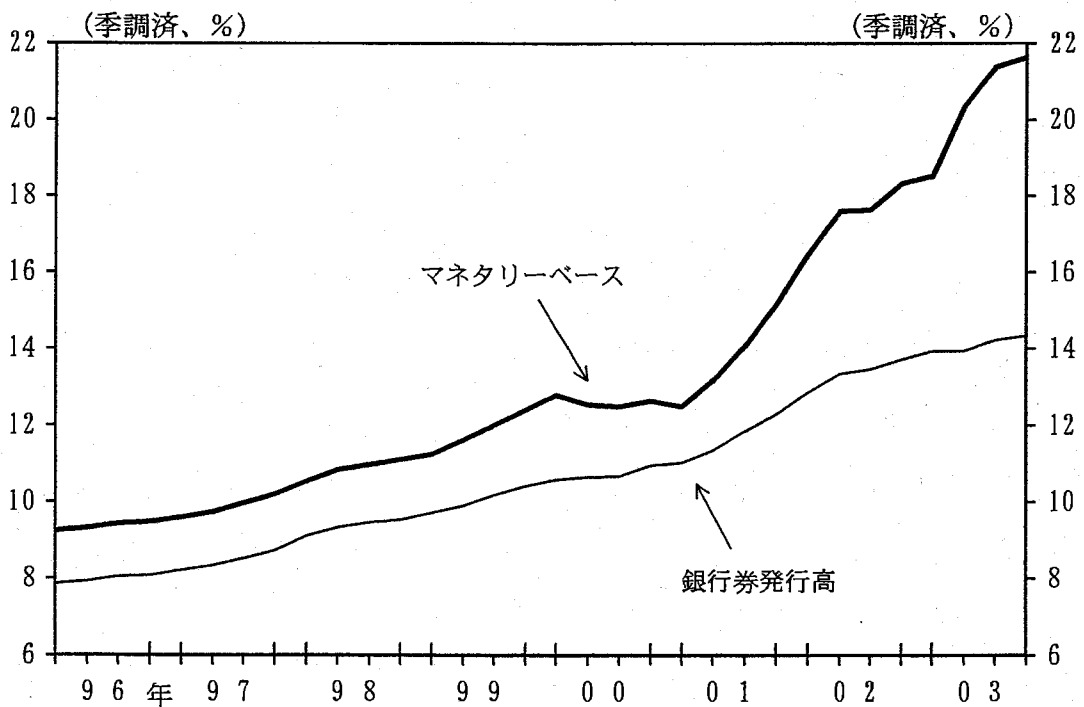
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、「国際収支統計月報」、  
日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、「本邦外債発行額」、「起債情報」、  
アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」

# マネタリーベース

## (1) 前年比



## (2) 対名目GDP比率



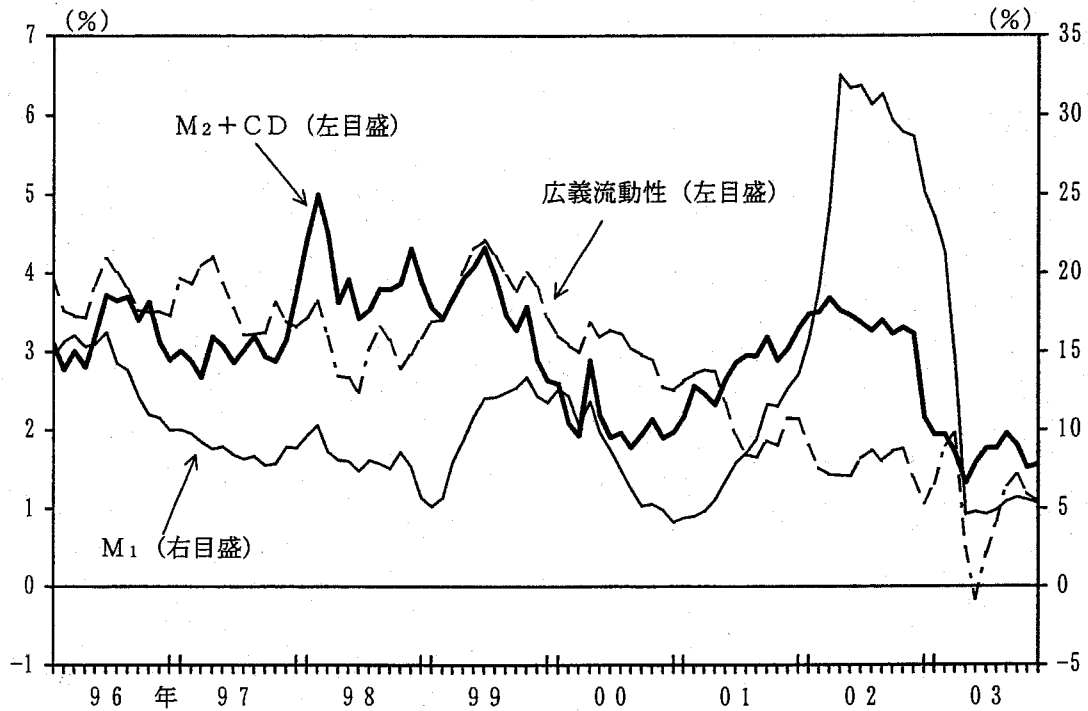
- (注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む) + 日銀当座預金  
2. 2003/4Qのマネタリーベース、銀行券発行高は10~11月の平均値、名目GDPは2003/3Qから横這いと仮定。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行



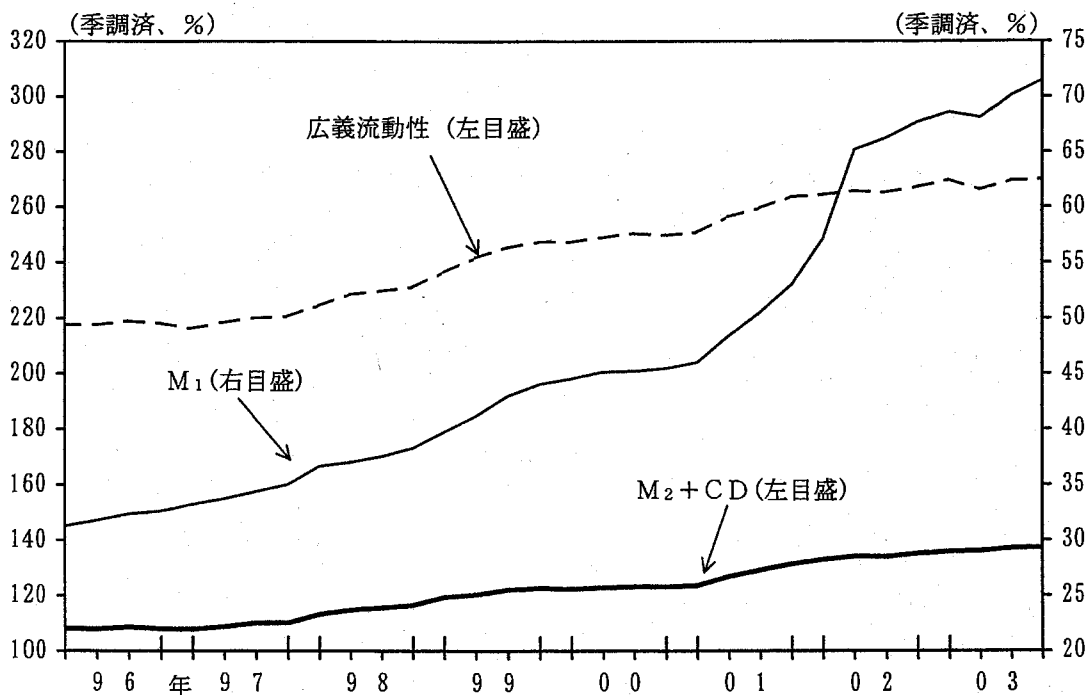
# マネーサプライ (M1、M2+CD、広義流動性)

## (1) 前年比



(注) 2003年4月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産等が日本郵政公社に承継されたことに伴い、同事業団の保有する金融資産が集計対象外となった。  
当該要因調整後の広義流動性の前年比伸び率：2003年11月+3.2%。

## (2) 対名目GDP比率

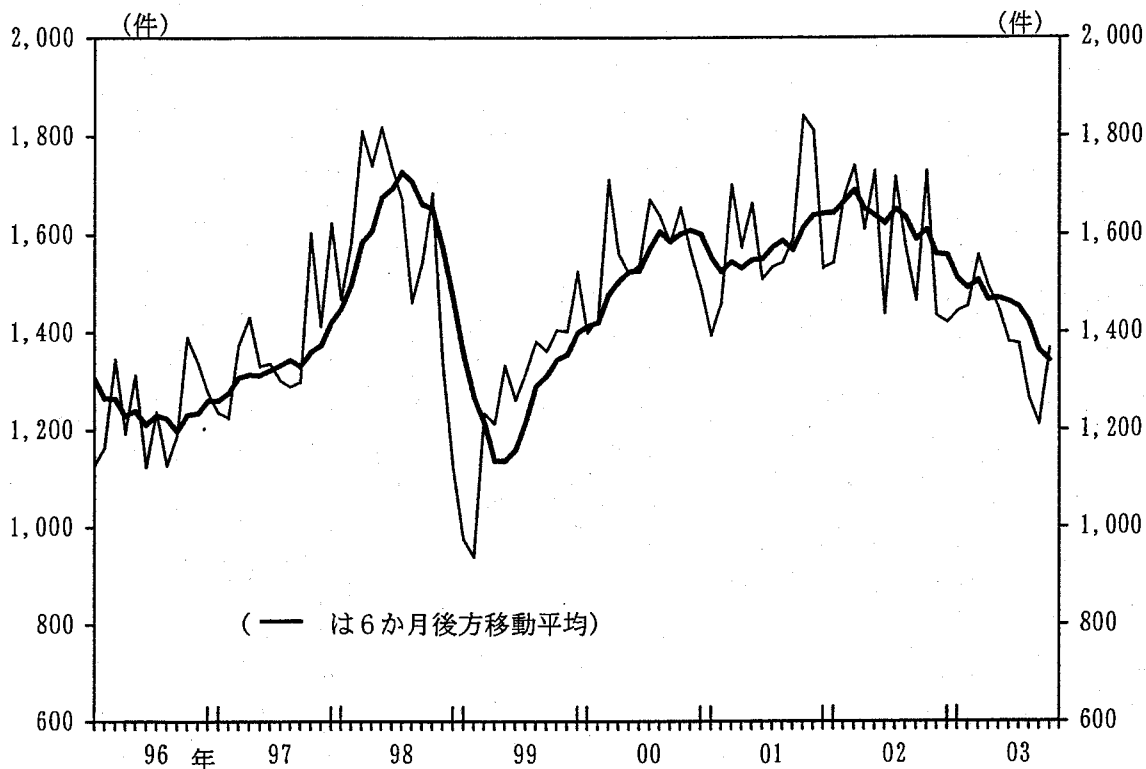


(注) 2003/4Qのマネーサプライは10~11月の平均値、名目GDPは2003/3Qから横這いと仮定。

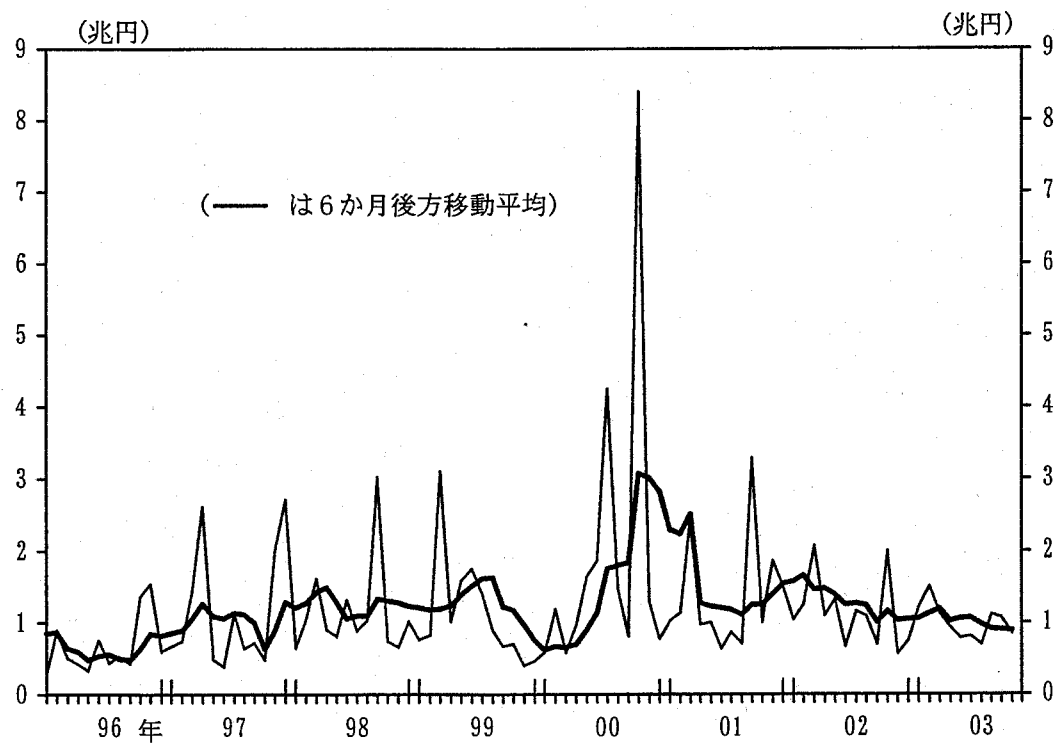
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

# 企業倒産

(1) 倒産件数



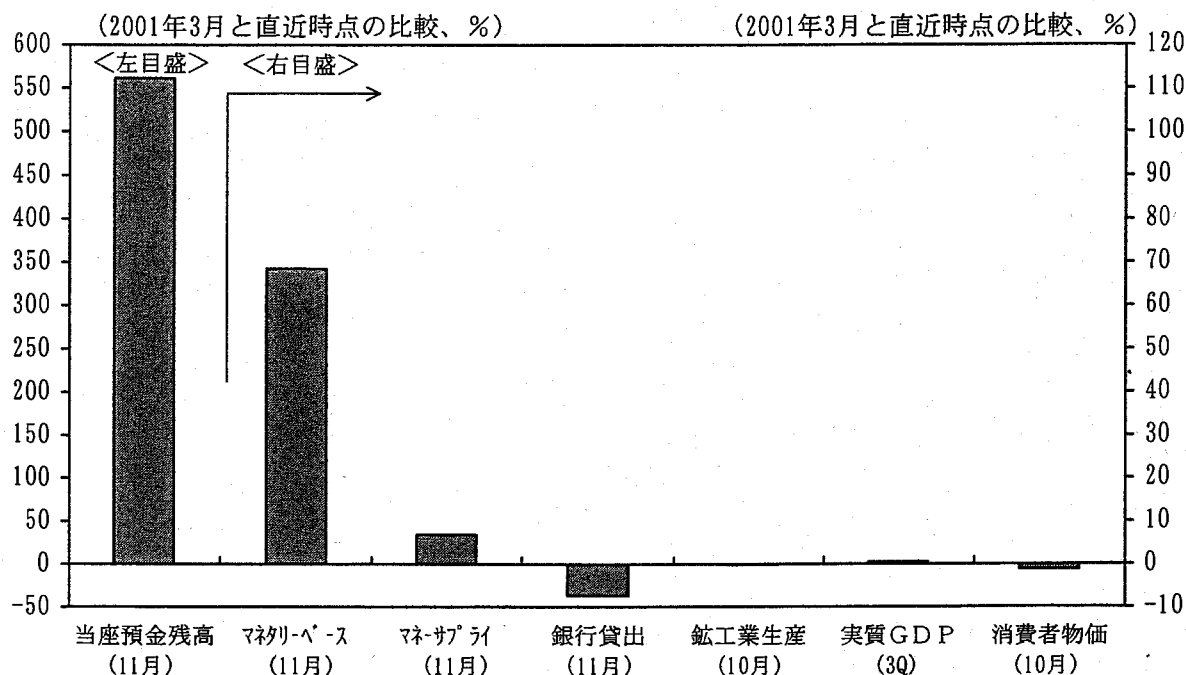
(2) 倒産企業負債金額



(資料) 東京商工リサーチ「倒産月報」

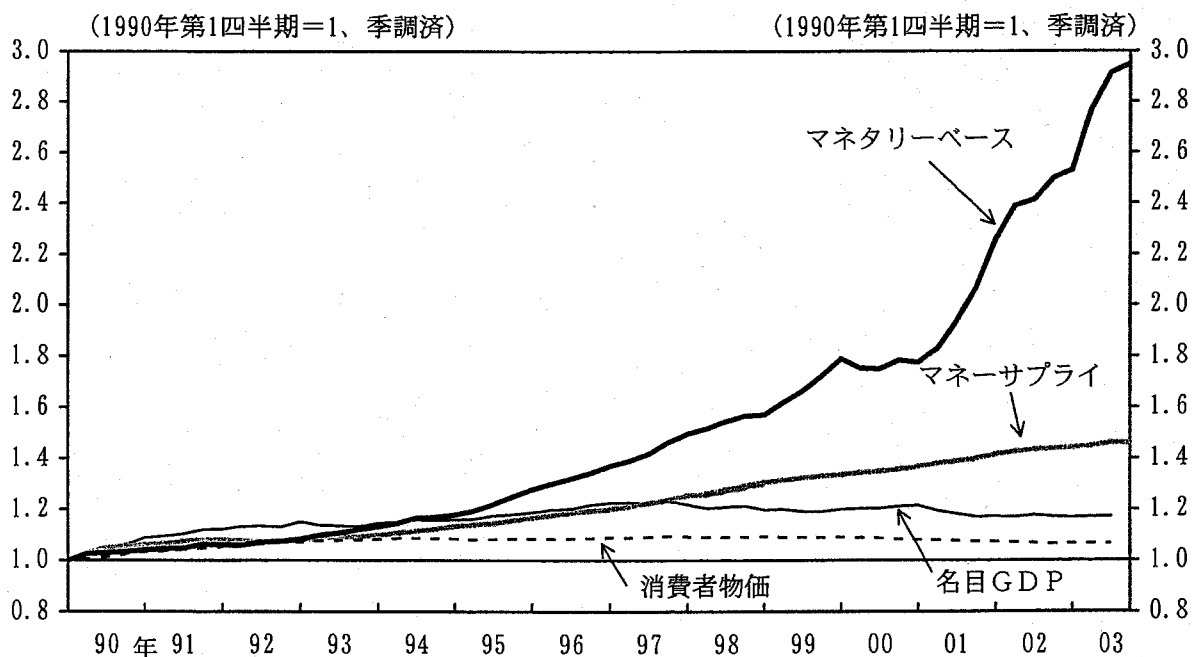
## 量的金融指標と経済活動

### (1) 2001年3月以降の推移



- (注) 1. 当座預金残高と銀行貸出は原計数、その他は季節調整値。  
 2. 実質GDPの基準時点は、2001/1Qを採用。  
 3. 銀行貸出は、特殊要因調整後の計数。  
 4. 消費者物価は、総合除く生鮮ベース。

### (2) 量的金融指標と名目GDP (90年代以降)



- (注) 1. マネタリーベースは、準備率調整後の値。  
 2. 消費者物価は、総合除く生鮮ベース (消費税率引き上げの影響は除いている)。  
 3. 2003/4Qのマネタリーベースとマネーサプライは、10~11月の平均値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行

**要注意**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2033年12月>

公表時間

12月17日(水)14時00分

**差し替え**

**(案)**

2003年12月17日  
日 本 銀 行

# 金融経済月報

(2003年12月)

本稿は、12月15日、16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】

わが国の景気は、緩やかに回復している。

輸出は増加しており、設備投資も緩やかな回復を続けている。こうした動きを背景に、鉱工業生産も増加している。企業収益は増加基調にあり、企業の業況感も改善を続けている。また、雇用者所得は徐々に下げ止まってきており、個人消費は横ばい圏内の動きとなっている。一方、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。

先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる。

すなわち、海外経済が高めの成長を続けるとみられるもとの、輸出や生産は増加を続け、設備投資も回復傾向がより明確化していくと予想される。もっとも、過剰債務などの構造的な要因が根強いことを踏まえると、設備投資の増勢は力強さを欠くものにとどまると考えられる。また、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくいもとの、当面、横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。

物価の現状をみると、国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる。10月の消費者物価（除く生鮮食品）前年比は、米価格の上昇の影響もあって+0.1%とプラスとなった。

物価の先行きについて、国内企業物価は、目先は強含みで推移するとみられる。消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状

---

<sup>1</sup> 本「基本的見解」は、12月15日、16日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

金融面をみると、企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和している。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅が僅かながら縮小してきている。マネーサプライは、前年比1%台の伸びとなっている。この間、金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。為替・資本市場では、やや振れのある展開となっているが、足許では株価は前月と比べ幾分上昇しており、円の対ドル相場や長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。

## 【背景説明】

### 1. 実体経済

公共投資は減少している（図表3）。発注の動きを示す公共工事請負金額は、引き続き減少傾向にある。工事進捗を反映する公共工事出来高も、減少傾向をたどっている。先行きの公共投資についても、2003年度の公共事業関係予算が削減されていることから、減少が続くと見込まれる。

実質輸出は（図表4(1)、5）、米国経済や東アジア経済の好転を主たる背景に、7～9月に増加に転じた後、10月もかなりの増加となった。地域別にみると（図表5(1)）、東アジア向けが、中国の高い成長や世界的なIT関連需要の回復などを背景に、高い伸びとなっている。米国向けも、8月までは弱めであったが、自動車の在庫調整が進んだことなどから、ここへきてははっきりと増加に転じている。これを財別にみると（図表5(2)）、資本財・部品（半導体製造装置を含む）や情報関連が、東アジア向けを中心に増加を続けている（図表6(1)、図表7）。自動車関連も、上述した米国向けの動きを反映して、増加に転じている（図表6(3)）。また、消費財（デジタル家電など）も、欧米のクリスマス商戦向けを中心に、10月は大幅な増加となった<sup>2</sup>。

実質輸入は（図表4(1)、8）、7～9月に小幅の増加、10月はほぼ横ばいとなり、均してみれば緩やかな増加基調にある。財別にみると（図表8(2)）、情報関連や消費財（家電製品）が、東アジアとの分業拡大などを背景に、引き

---

<sup>2</sup> デジタル家電は、薄型テレビのような高額商品を含むこともあって、従来商品の季節パターン以上にクリスマス商戦期に需要が集中する傾向があるようにうかがわれる。実際、昨年の10～12月にも同様の傾向がみられた。

続き増加している。一方、素原料（原油）は、春頃まで地政学的リスクや原発停止を背景に増加していたことの反動から、夏以降は減少している。

純輸出の動きを表す実質貿易収支は（図表4(2)）、上記の輸出入の動きを反映して、このところ大幅な増加となっている。名目貿易・サービス収支も、緩やかに増加している。

先行きの輸出については、海外経済が米国および東アジアを中心に高めの成長を続けるとみられることから（図表9-1(2)）、増加が続くと予想される。米国では、雇用面にも徐々に明るさが及びつつあるほか、設備投資の回復も情報関連を中心にはっきりし始めている（図表9-2(2)）。東アジアも、中国を軸として高成長軌道に戻りつつあるよううかがわれる。

先行きの輸入については、後述するように国内生産が増加を続ける中で、東アジアとの分業拡大が続く情報関連や資本財・部品、消費財を中心に、全体としては緩やかな増勢が続くと予想される。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。法人企業統計で名目ベースの設備投資をみると（図表10-1(1)）、4～6月に大幅に増加した後、7～9月は減少した。こうした動きには、非製造業大企業に含まれる事業所サービス業の大幅増加と反動減が影響しており（図表10-2(3)）、均してみれば緩やかな回復傾向にある。なお、後述する短観の年度計画で高い伸びが見込まれている製造業大企業の設備投資は（図表10-2(1)）、7～9月までの実績では小幅の増加にとどまっている。

月次の指標をみると、機械投資の同時指標と考えられる資本財出荷（除く輸送機械）は（図表10-3(1)）、半導体製造装置やコンピューター関連を中心に、



9月以降増加に転じている。一方、設備投資の先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると（図表10-4(1)）、7～9月に減少した後、10月は大幅な増加となり、均してみれば増加基調にある。もう一つの先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）も、ごく緩やかな増加基調にあるようにはうかがわれる（図表10-4(2)）。

設備投資を取り巻く環境をみると、企業収益は増加基調にある。法人企業統計で売上高経常利益率をみると（図表10-1(2)）、多少の振れはあるが、改善基調が続いている。12月短観で経常利益の2003年度計画をみると（図表11）、9月調査時点に比べて円高が進んだにもかかわらず、製造業大企業では若干の下方修正にとどまっており、全体でもほぼ前回並みの2桁増益が維持されている。こうした状況のもとで、企業の業況感（図表12）、製造業では大幅な改善となり、大企業、中小企業ともに97年6月調査以来の高水準となった。非製造業の業況感も、製造業よりは緩やかながら、改善している。この間、企業金融をみると（図表13）、資金繰りや金融機関の貸出態度に対する企業の判断は、中小企業も含めて、緩やかではあるが改善傾向にある。ただし、水準としては、中小企業ではなお厳しい状態が続いている。

以上を踏まえると、先行きの設備投資は、輸出や生産の増加が続くもとで、回復傾向がより明確化していくと予想される。実際、12月短観で2003年度の設備投資計画をみると（図表14）、製造業大企業は、収益の改善が続く中で、これまで投資がかなり抑制されていたこともあって、前回調査と同様、前年比2桁増の計画となっている。非製造業大企業でも、下げ止まる計画となっている。また、中小企業でも、比較的順調な投資計画の上方修正がみられている。ただ

し、企業の設備過剰感は、製造業では着実に後退してきているものの、全体としてはなお残存している(図表 10-3(2))。過剰債務の残存や期待成長率の低さ、金融面の弱さといった、設備投資に対する構造的な制約要因も、以前に比べて和らぎつつあるとはいえ、引き続き作用している。これらを考えると、キャッシュ・フローとの対比では慎重な投資が続く可能性が高い。

個人消費は、横ばい圏内の動きとなっている。月次の指標をみると(図表 15-1、15-2)、乗用車の新車登録台数は、新型車投入効果などから、総じて底固い水準で推移している。家電販売額(NEBA統計、実質ベース)は、デジタル家電(デジタルカメラ、薄型テレビ、DVDレコーダー)の販売好調を主因に、8、9月と大幅に増加した後、10月も高水準を維持している。全国百貨店売上高、全国スーパー売上高は、7~9月は冷夏や残暑といった天候要因のため弱さがやや目立っていたが、10月は、プロ野球優勝セールの効果などもあって持ち直した。コンビニエンス・ストア売上高や外食産業売上高も、冷夏により落ち込んだ後、ほぼ以前の水準に戻っている。この間、旅行取扱額は、持ち直し傾向にあり、イラク戦争やSARS流行の前の水準に近づきつつある。

これら財、サービスの代表的な販売統計の動きを合成した販売統計合成指数(実質ベース)をみると(図表 15-3)<sup>3</sup>、春から夏にかけて弱さがやや目立っていたが、このところ持ち直している。財のみについて生産者段階で包括的に捉えた消費財総供給も(図表 15-4)、7~9月はいったん減少したが、10月は増

---

<sup>3</sup> 販売統計合成指数は、代表的な販売統計を消費者物価で実質化したうえで、家計の消費支出ウェイトで加重平均して算出しており、個別の販売統計をまとめて見ることができる利便性を持つ。ただし、サービス消費のカバー率が低いほか、財についてもあらゆる販売チャンネルを網羅しているわけではない。

加した。

消費者コンフィデンスを示す指標は（図表 16）、概ね改善している。

先行きの個人消費は、雇用者所得に目立った改善が期待しにくいことから、横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。

住宅投資は、引き続き低調に推移している。新設住宅着工戸数は（図表 17(1)）、均してみれば、低水準横ばいの動きが続いている。先行きの住宅投資についても、雇用・所得面を含め、特段の押し上げ要因が見当たらないことから、基調としては低調な状態が続くと考えられる。

鉱工業生産は増加している（図表 18(1)）。7～9月に増加に転じた後、10月も増加となった。出荷を財別にみると（図表 19）、生産財が、IT需要回復などを反映してかなりのピッチで増加しているほか、最終需要財でも、前述した輸出や設備投資などの動きを受けて、資本財や耐久消費財が増加している。この間、在庫は（図表 18(1)、20）、引き続き低水準横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの生産については、輸出の増加を主因としつつ、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて、増加が続くとみられる。とりわけ、目先10～12月は、輸出や設備投資がいったん加速する可能性が高いことから、生産の増加テンポもかなり高まることが予想される<sup>4</sup>。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産計画は、電子部品や一般機械を中心に上方修正されてきている。

---

<sup>4</sup> 10～12月の生産見通しは、11、12月の予測指数から単純に計算すると、前期比+5.1%となる。こうした伸び率についてはある程度割り引いて考えておく必要があるが、それでもなお高めの伸びになる可能性が高い。

もつとも、企業の生産姿勢は基本的には先行きの需要見合いであり、在庫の積み増しには依然慎重である。

雇用・所得環境をみると、雇用者数が下げ止まりつつあるほか、賃金の下落にも歯止めがかかってきている。この結果、雇用者所得は、徐々に下げ止まってきている（図表 21(1)）。

労働需給面では、生産活動の活発化を反映して新規求人数が増加しており、有効求人倍率も 1997 年以来の高水準となった（図表 22-1(2)）。また、所定外労働時間も増加している（図表 22-2(3)）。こうしたもとで、12 月短観でみた企業の雇用過剰感は（図表 23）、緩やかながらも引き続き後退している。一方、完全失業率は（図表 22-1(1)）、本年初め頃に比べれば幾分低下しつつあるが、なお高水準で推移している。

雇用面では、カバレッジの広い労働力調査の雇用者数が、前年比ゼロ%近傍で推移している（図表 22-2(1)）。毎月勤労統計の常用労働者数についても、前年比マイナス幅が、ごく緩やかながらも縮小傾向にある（図表 22-2(2)）。

賃金の前年比の内訳をみると、所定外給与が小幅のプラスを続けるもとで、所定内給与がわずかにマイナス、特別給与は振れを均せばゼロ%近傍となっている（図表 21(2)）。なお、冬季賞与について、製造業大企業の構成比が高い各種のアンケート調査をみると、前年水準を幾分上回る見通しとなっているが<sup>5</sup>、非製造業や中小企業まで含めた全体では、前年並みにとどまる可能性が高いと考えられる。

---

<sup>5</sup> 例えば、日本経団連のアンケート調査（11 月 26 日時点の中間集計、回答社数は製造業 132 社、非製造業 22 社）によると、今年の冬季賞与は前年比+1.9%となっている。

先行きの雇用・所得環境については、生産の増加、企業収益の改善が続く見通しのもとで、その好影響が次第に及んでくると考えられる。しかし、企業は、パートやアウトソーシングの利用などを通じて、人件費抑制に引き続き取り組んでいく可能性が高い。このため、雇用者所得には、当面目立った改善は期待しにくい。

## 2. 物価

輸入物価（円ベース、以下同じ）を3か月前比で見ると（図表 25(2)）、国際商品市況は強含んでいるが（図表 25(1)、(3)）、円高の影響がより強く表れていることから、引き続き下落している。

国内企業物価（夏季電力料金調整後、以下同じ）を3か月前比で見ると（図表 26）<sup>6</sup>、強含みの動きとなっている。内訳をみると、機械類の下落が続いている一方、米が引き続き上昇している。また、内外の商品市況高を受けて、鉄鋼や非鉄も上昇している。

企業向けサービス価格（国内需給要因、以下同じ）については（図表 27）、リース・レンタル、不動産、一般サービス（自動車修理、建物サービスなど）を中心に、引き続き前年比-1%強の下落が続いている。

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）については（図表 28）、米価格の上昇の影響もあって、10月の前年比は+0.1%と、5年6か月振りにプラスとなっ

---

<sup>6</sup> 「夏季電力料金調整後」とは、国内企業物価の基調的な動きをみるために、7～9月期における電力料金の季節的上昇を取り除いた系列である。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。

た<sup>1</sup>。

先行きの物価情勢を考えると、輸入物価は、国際商品市況の強さと為替相場の動向次第であるが、目先はなお弱含みで推移するとみられる。一方、国内の需給環境を12月短観でみると(図表30)、企業の製商品・サービス需給判断は、製造業を中心に改善が続いている。設備判断と雇用判断の加重平均でみた国内経済の稼働水準も、引き続き緩やかに改善しているが、なお低い水準にある。企業の販売価格判断をみても、製造業、非製造業ともに、方向としては幾分和らいできているが、下落圧力は根強い。

以上を踏まえつつ、国内企業物価の先行きを展望すると、米価格の上昇の影響が残る目先は、強含みで推移するとみられる。

消費者物価の先行きを展望すると、企業の低価格戦略については、さらに後退するのか再び強まるのかを先験的に見きわめることは難しい。そうしたもとで、消費者物価の前年比は、米価格の上昇などから、当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いが、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

### 3. 金融

#### (1) 金融市況

金融面をみると、日本銀行が潤沢な資金供給を行った結果、日本銀行当座預金は、概ね29~31兆円程度で推移した(図表33)。

短期市場金利についてみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は

---

<sup>1</sup> この点についてはBOXを参照。

(図表 31(1))、引き続きゼロ%近辺で推移した。ターム物金利も(図表 32(1))、総じてみれば低位安定している。こうした中、ユーロ円金利先物レート(前掲図表 31(1))は、足許にかけてもみ合いとなっている。

長期国債の流通利回り(10年新発債、前掲図表 31(2))は、12月初の10年債入札後に一時1.4%台半ばまで上昇した後、株価下落などを背景に低下したが、足許にかけては再び上昇しており、最近では1.3%台後半で推移している。

民間債(銀行債、事業債)と国債との流通利回りスプレッドは(図表 35、36)、利益確定売りなどによる振れを伴いつつも、総じて横ばい圏内で推移している。

株価は(図表 37)、米国株価や為替動向のほか、足許にかけては地政学的リスクに対する見方の好転などを背景に、やや値動きの大きな展開となっており、最近では日経平均株価は10千円台前半で推移している。

為替相場をみると(図表 38)、円の対米ドル相場は、米国経常赤字に対する懸念や地政学的リスクの高まりを背景にドル売りが強まる局面がみられたものの、介入警戒感などから、最近では107~108円台で推移している。

## (2) 企業金融と量的金融指標

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、キャッシュ・フローが設備投資を上回る状況が続いていることなどから、民間の資金需要は引き続き減少傾向をたどっている。

一方、資金供給面をみると、民間銀行は、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持しているが、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は、中小企業等ではなお厳しい状況にあ

るが、幾分改善している（図表 39）。

貸出金利は、全体としてきわめて低い水準で推移している。新規貸出約定平均金利は、月々の振れを均してみれば、横ばい圏内の動きとなっている（図表 40）。長期プライムレートは、12月10日に0.10%引き下げられ、1.70%となった。

民間銀行貸出（銀行計・月中平均残高、特殊要因調整後<sup>8</sup>）は、減少幅が僅かながら縮小してきている（9月-1.8%→10月-1.9%→11月-1.9%、図表 41）。

CP、社債など市場を通じた企業の資金調達環境をみると、高格付け企業を中心に総じて良好な状況にある。社債発行金利は、発行スプレッドが安定的に推移する中、横ばい圏内で推移している。CP発行金利は、引き続き低水準にある。CP発行残高および社債発行残高は、前年を上回って推移している（図表 43）。

こうした中、企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。

この間、マネタリーベース（流通現金+日銀当座預金）は、伸びがやや鈍化し、前年比1割台半ばとなっている（9月+20.9%→10月+20.6%→11月+16.7%、図表 44）。その対名目GDP比率は上昇を続けており、極めて高い水準となっている。

マネーサプライ（M2+CD）は、前年比1%台半ばで推移している（9月

---

<sup>8</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。



+1.8%→10月+1.5%→11月+1.6%、図表45)。

企業倒産件数は、減少傾向が続いており、11月は1,114件、前年比-22.4%となった(図表46)。

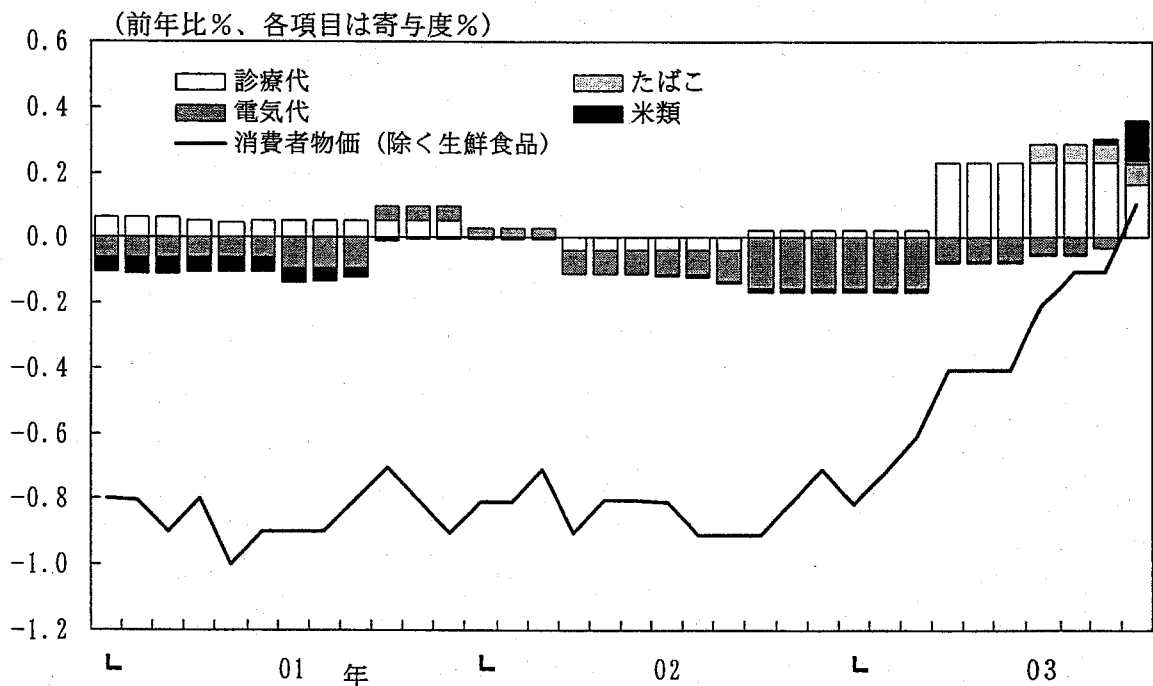
以 上

### (BOX) 消費者物価の最近の動きについて

最近の消費者物価指数の動きを、振れの大きい生鮮食品を除いたベースで見ると、2003年の初めごろから前年比のマイナス幅が縮小し始め、10月の前年比は5年6か月振りにプラス(+0.1%)となった。

こうした動きの背景には、①医療制度改革による診療代の上昇(4月)、②たばこ税の引き上げ(7月)、③冷夏による米類の上昇(10月)、④昨年4~10月に実施された電力料金値下げの影響一巡、といった一時的な押し上げ要因も作用している(下記図表)。

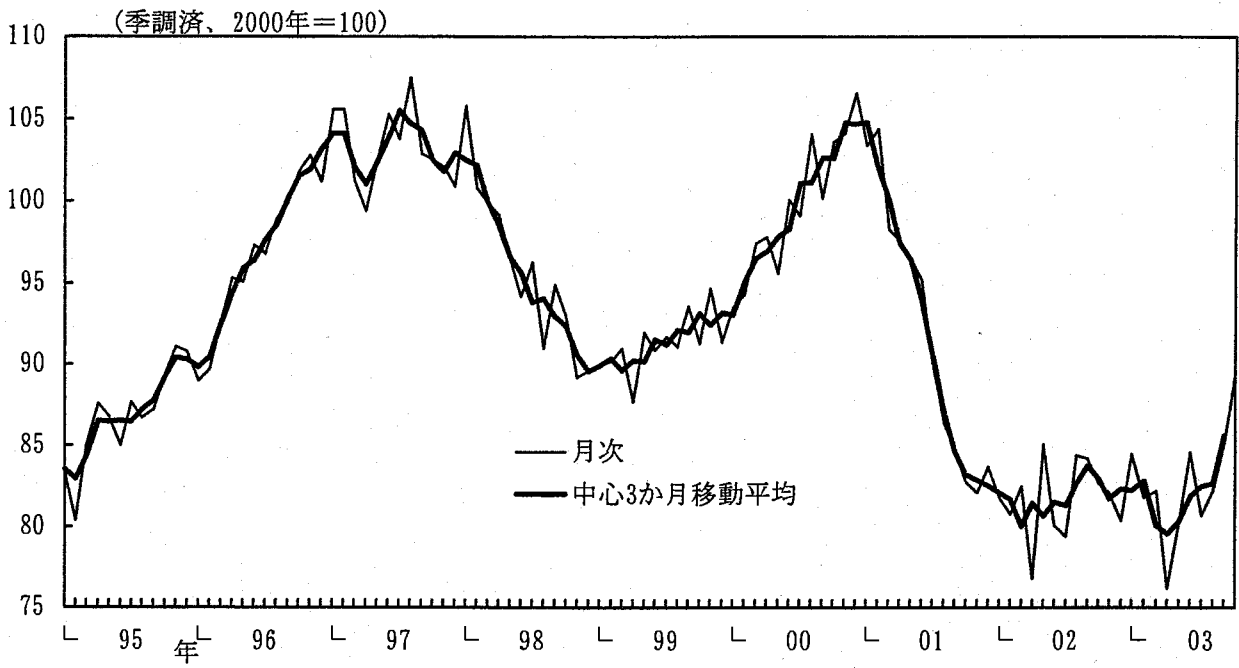
同時に、マクロの需給バランスが徐々に改善しつつあることや、企業の低価格戦略が以前に比べて落ち着いてきたことなども、ある程度働いているとみられる。例えば、これまで企業の低価格戦略を反映して下落が目立っていた被服や外食の構成目を見ると、最近では価格上昇品目の割合が回復傾向にある。



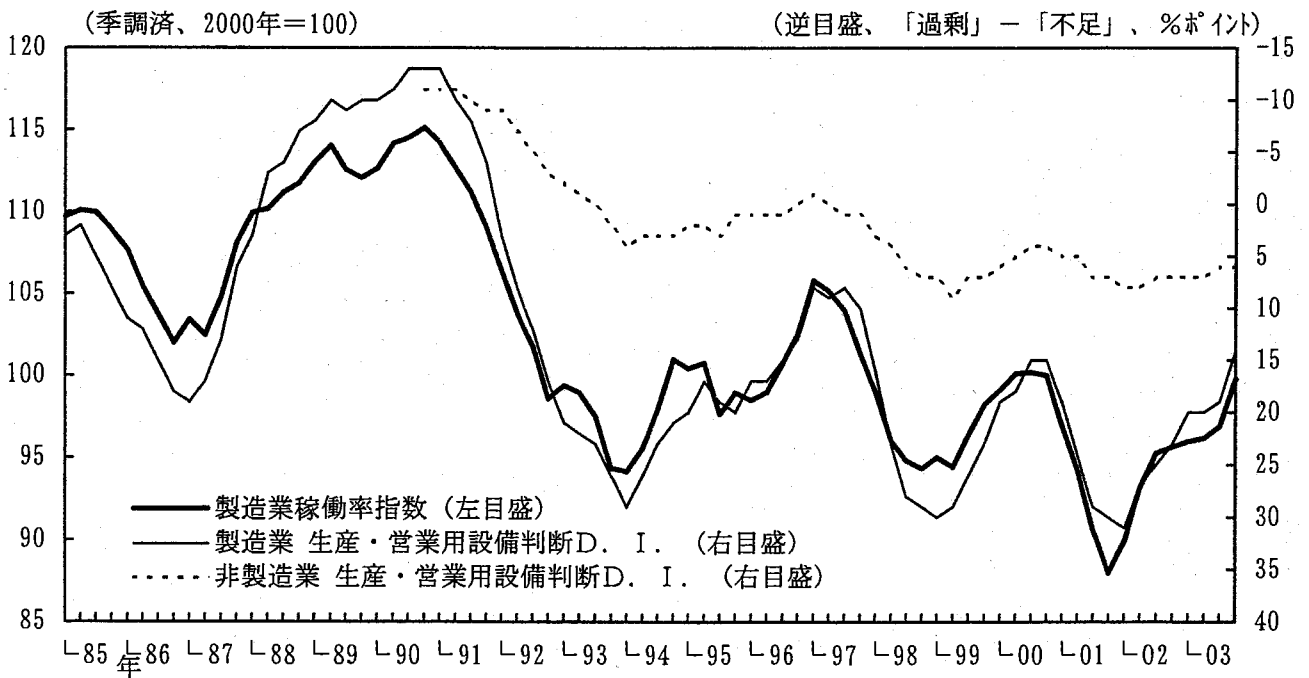
(図表10-3)

# 設備投資関連指標 (3)

## (1) 資本財出荷 (除く輸送機械)



## (2) 稼働率と設備判断D. I.



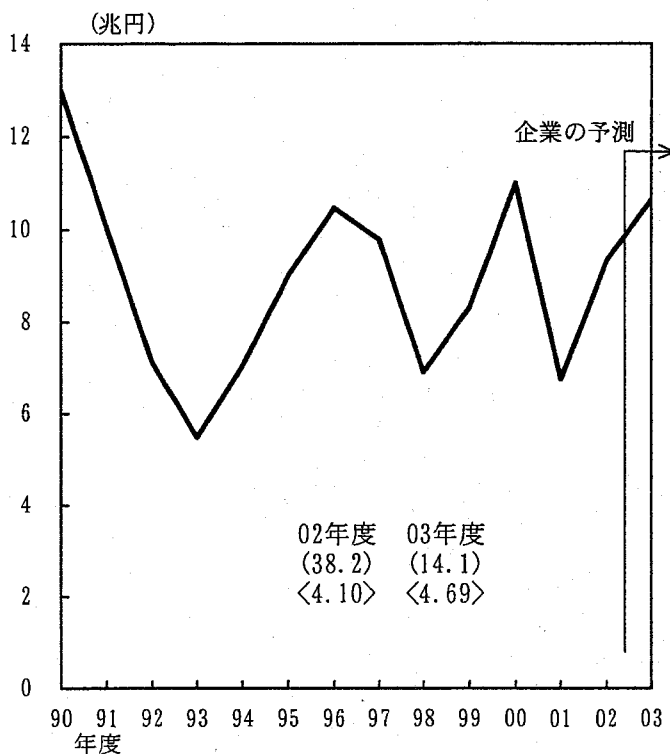
(注) 1. 生産・営業用設備判断D. I. は全規模合計。

2. 製造業稼働率指数の2003/4Qは、10月の計数。

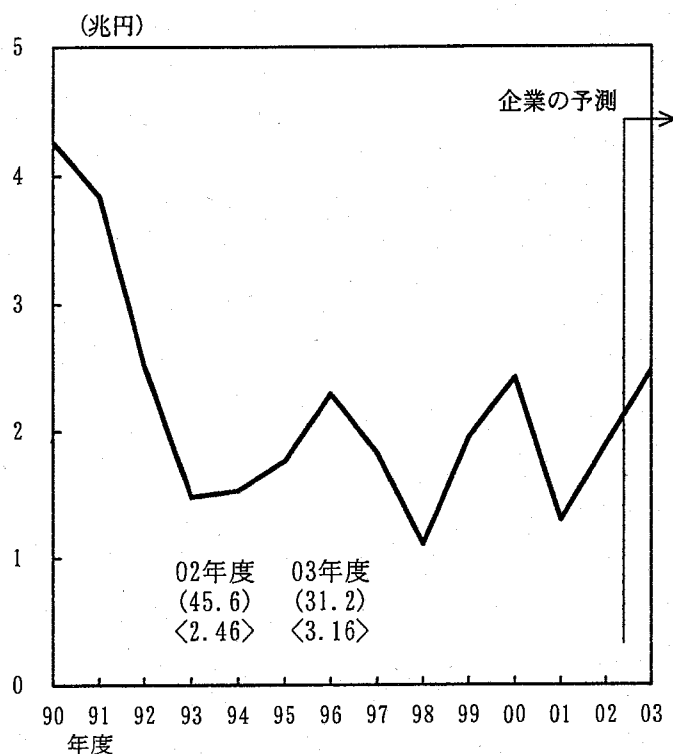
(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 経常利益

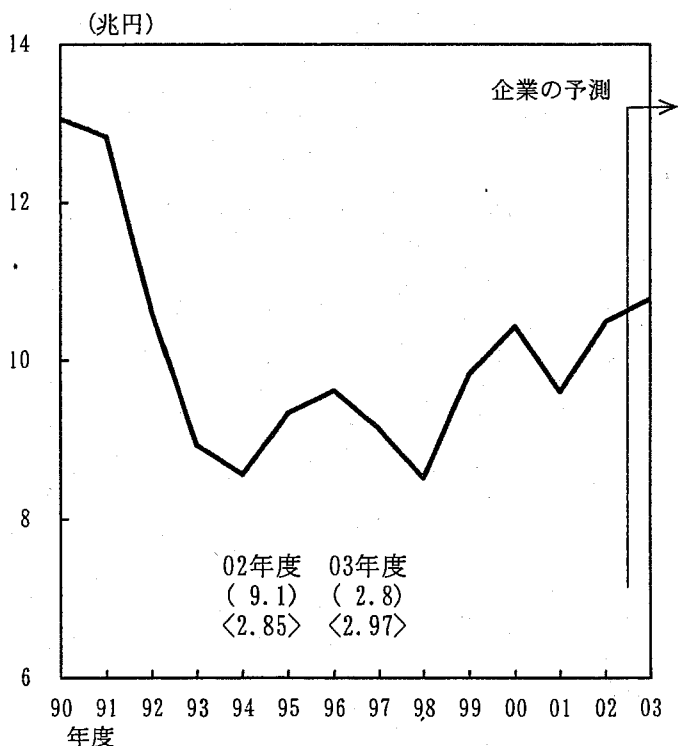
(1) 製造業大企業



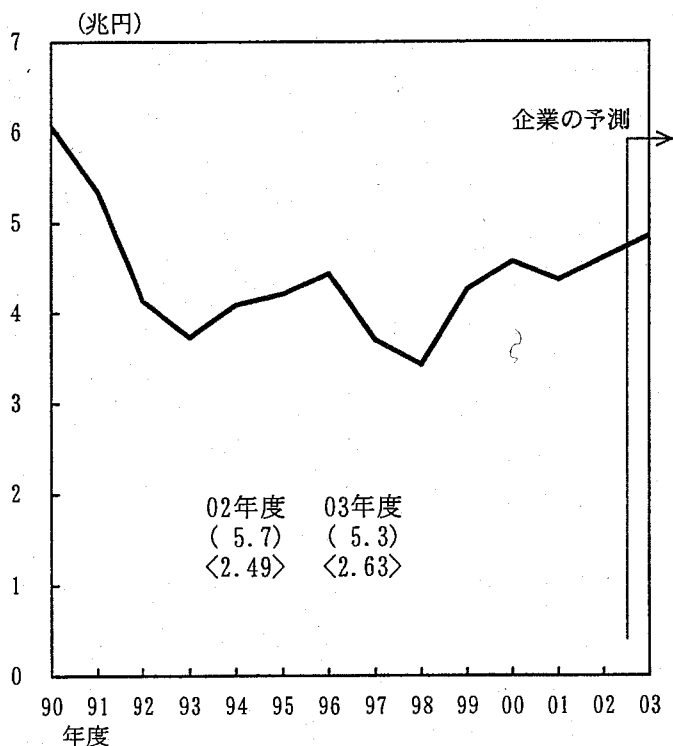
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



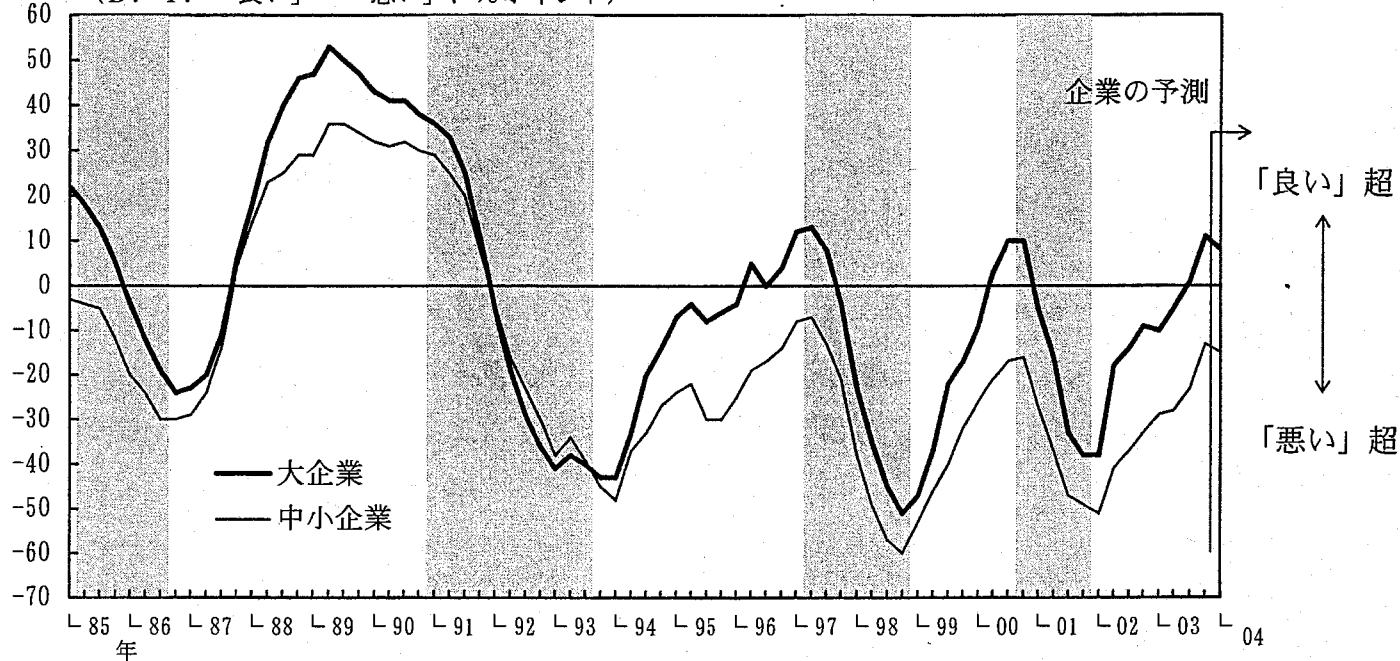
(注) 1. 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。  
 2. ( )内は経常利益前年度比 (%)、< >内は売上高経常利益率 (%)。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 業況判断

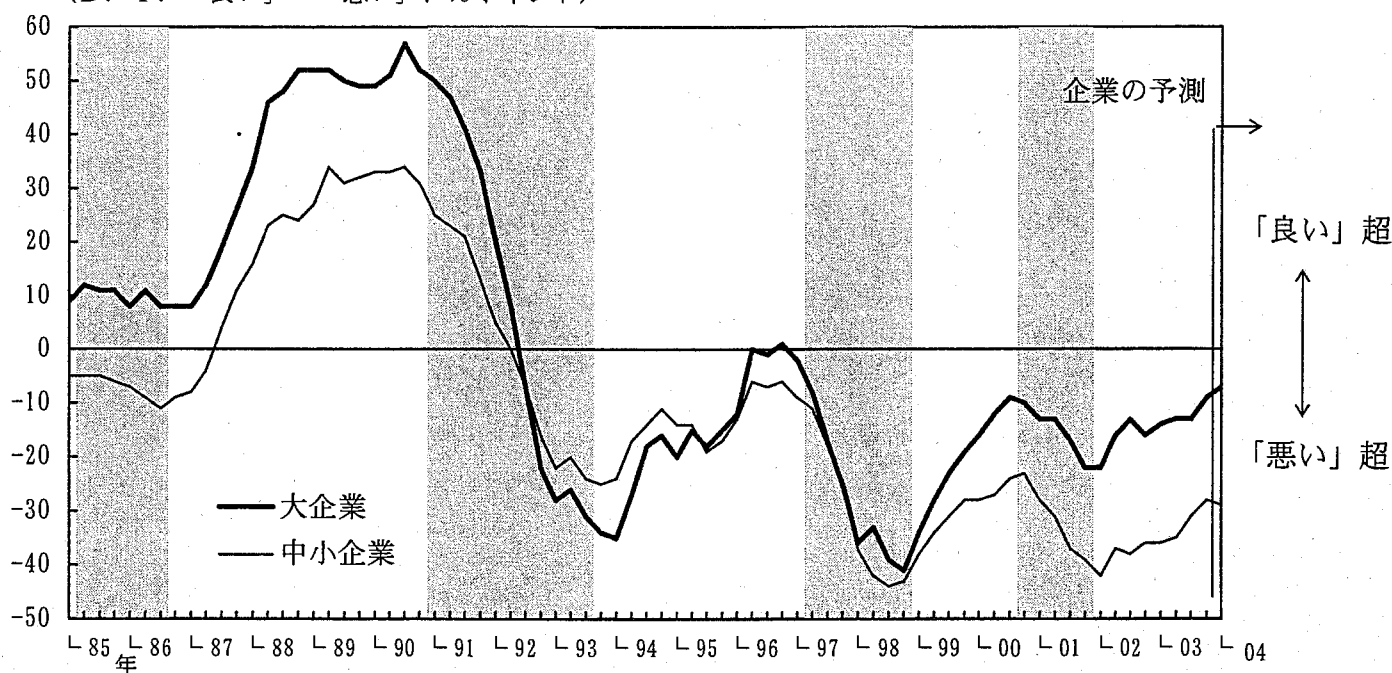
## (1) 製造業

(D. I. 「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



## (2) 非製造業

(D. I. 「良い」 - 「悪い」、%ポイント)

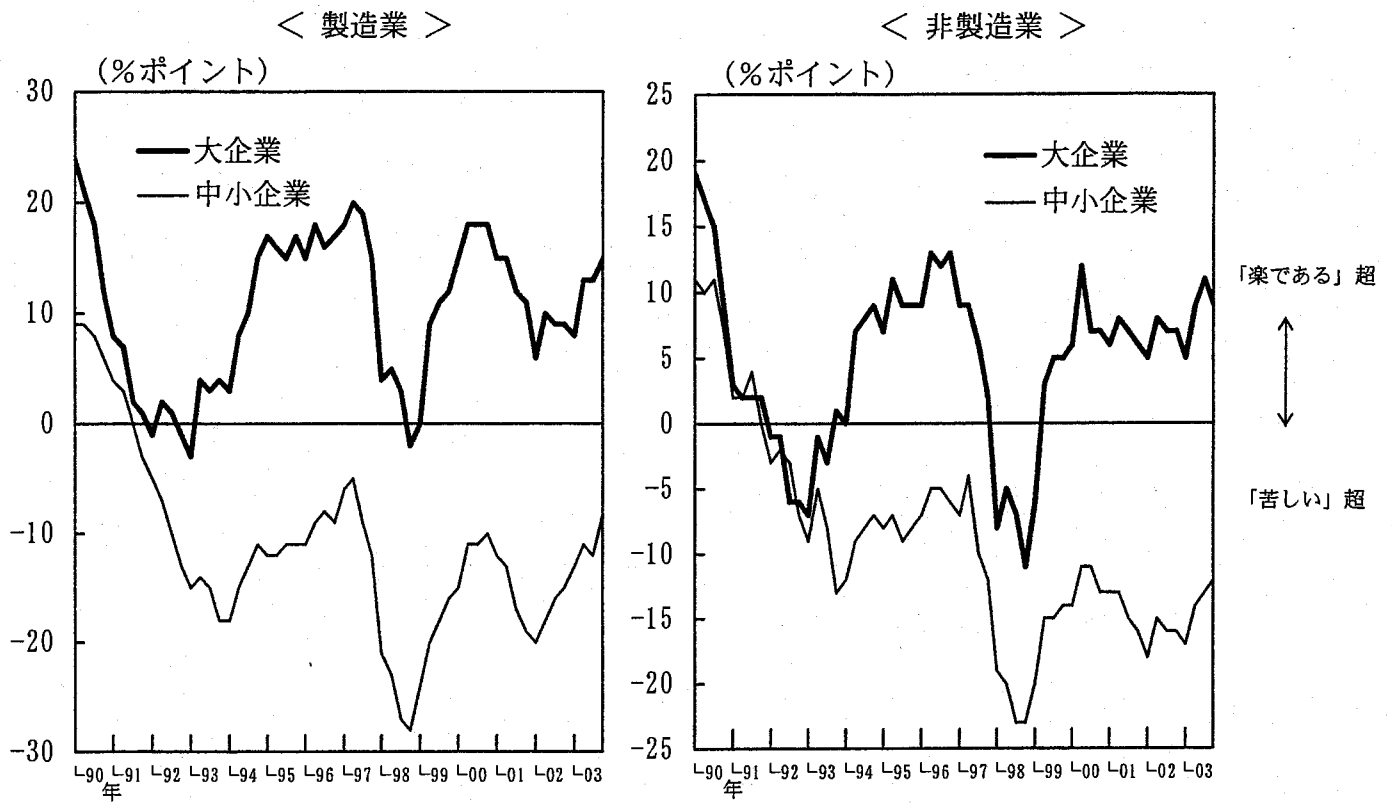


- (注) 1. 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
2. シャドー部分は景気後退局面。

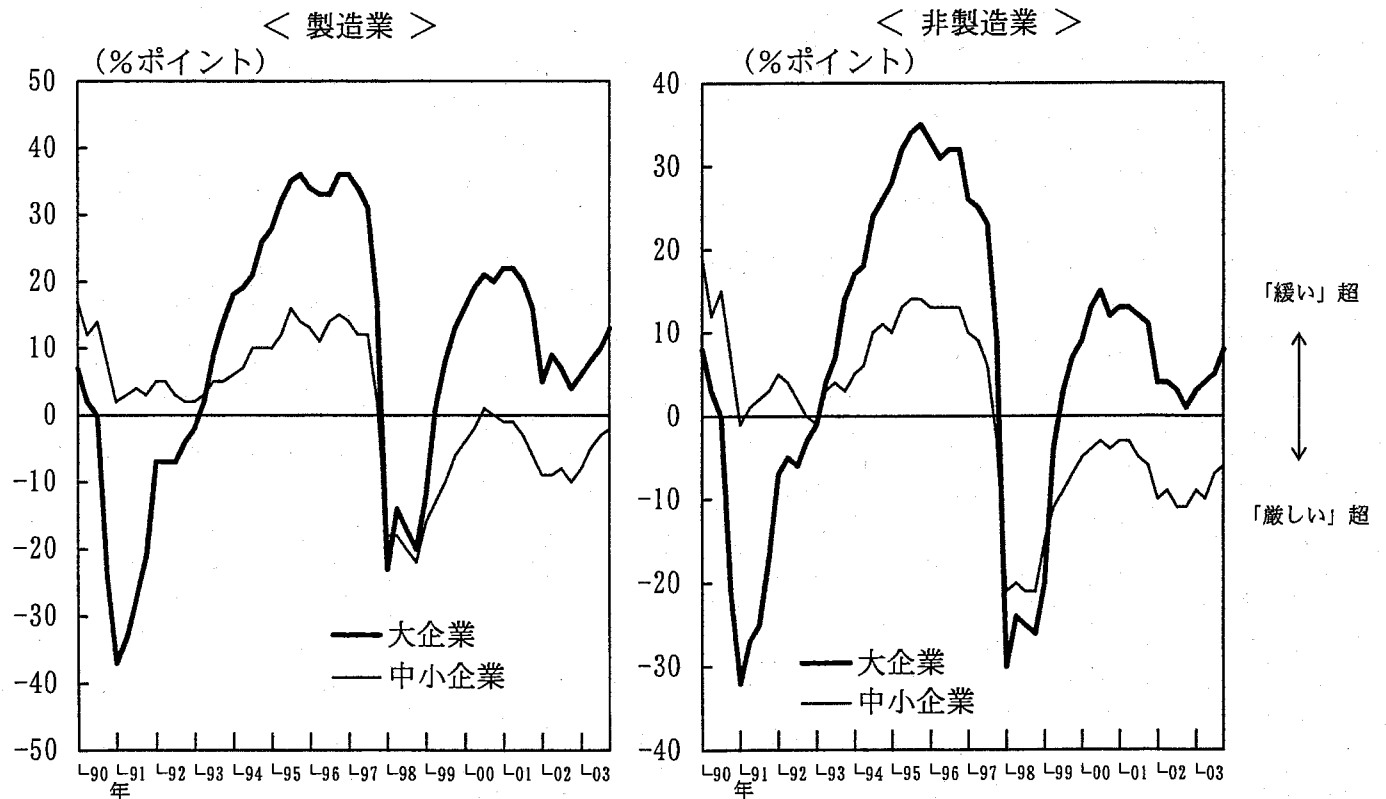
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 企業金融

## (1) 資金繰り判断D. I.



## (2) 金融機関の貸出態度判断D. I.

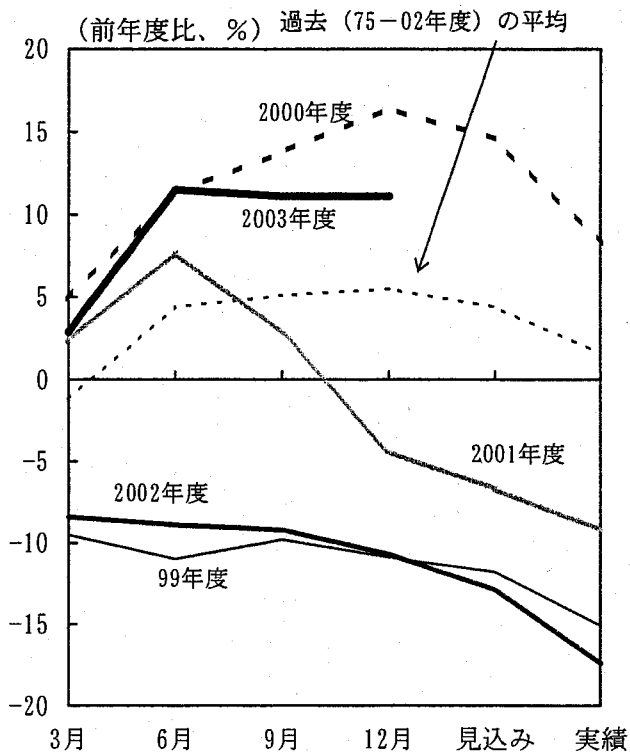


(注) 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

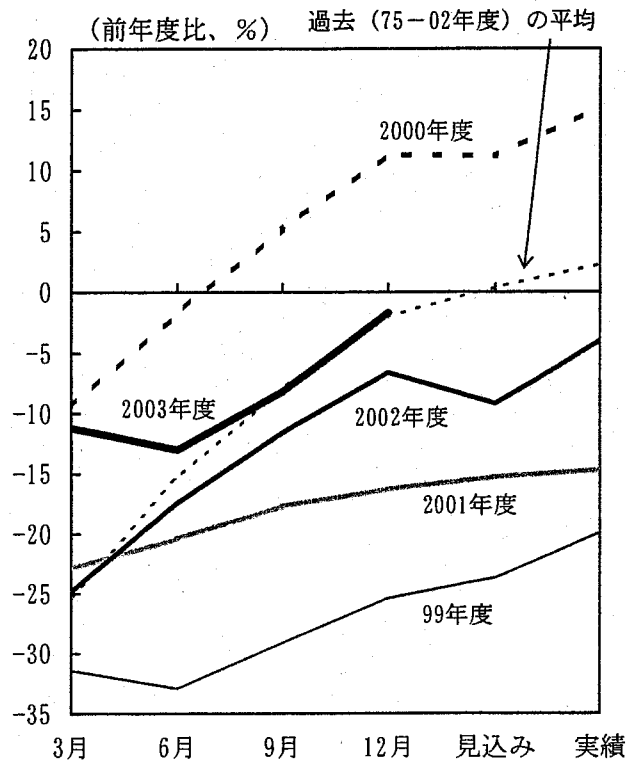
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 設備投資計画

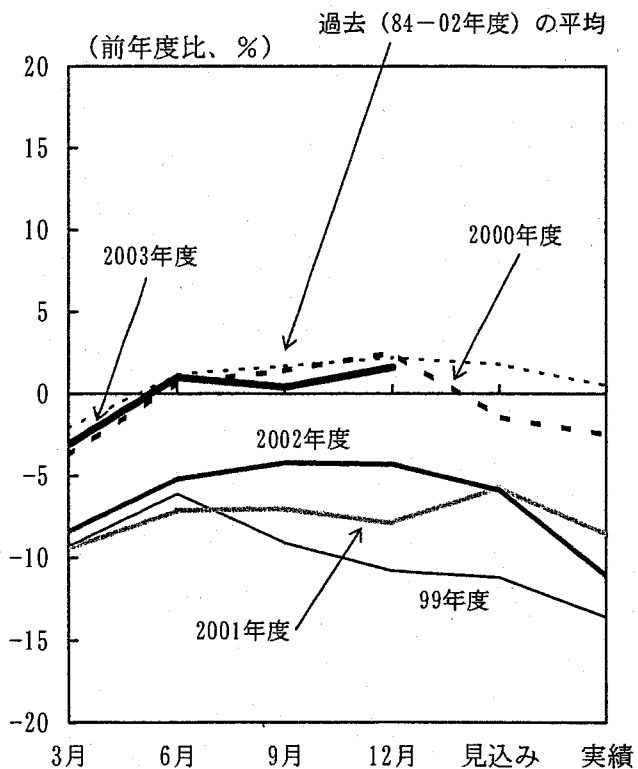
(1) 製造業大企業



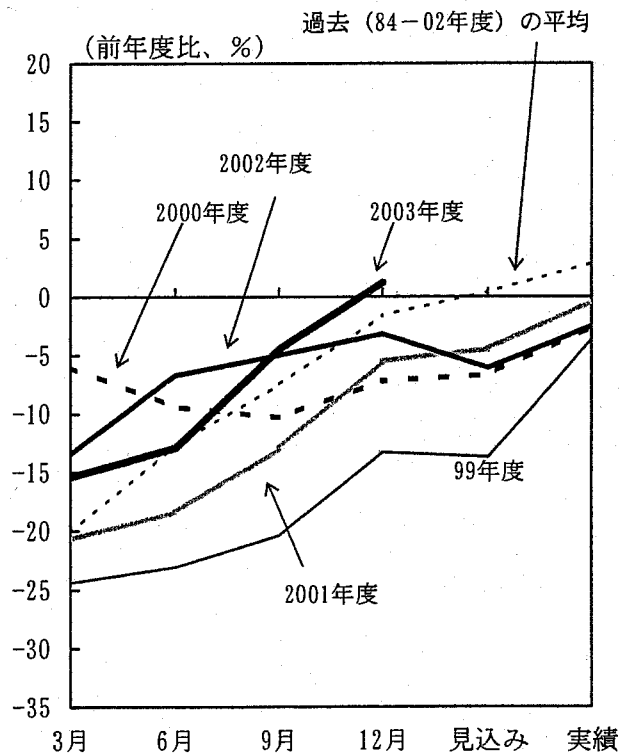
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

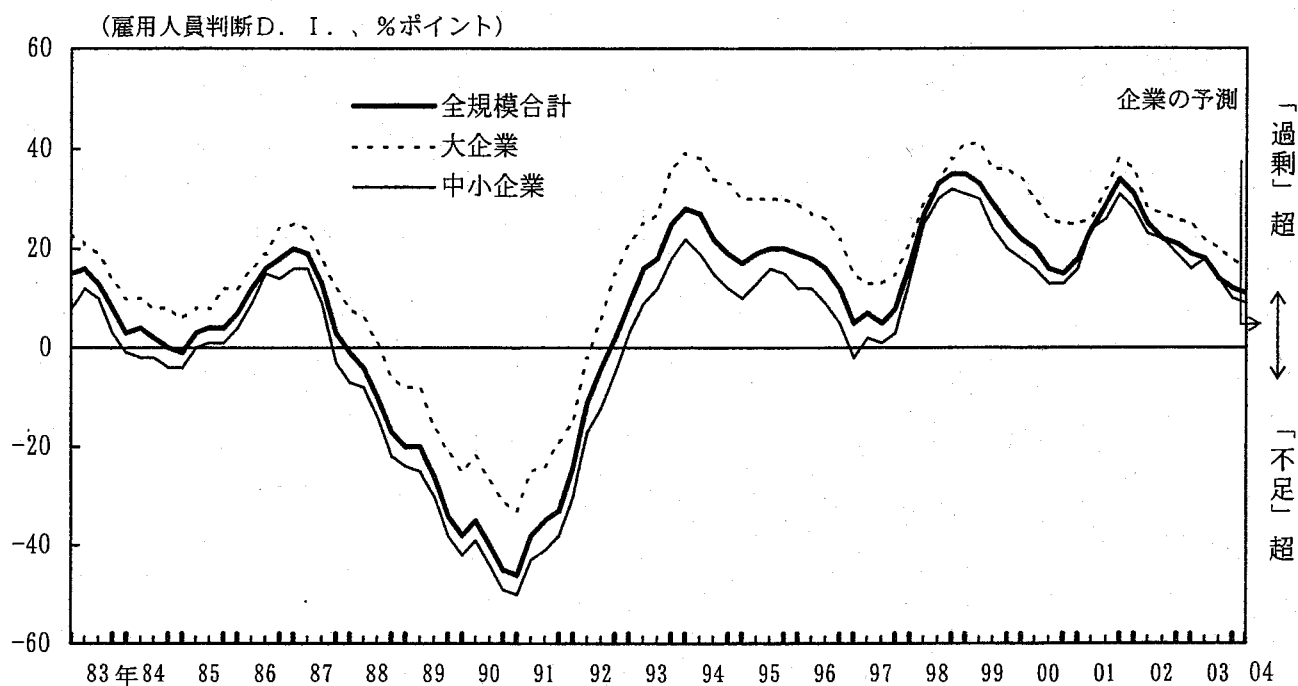


(注) 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

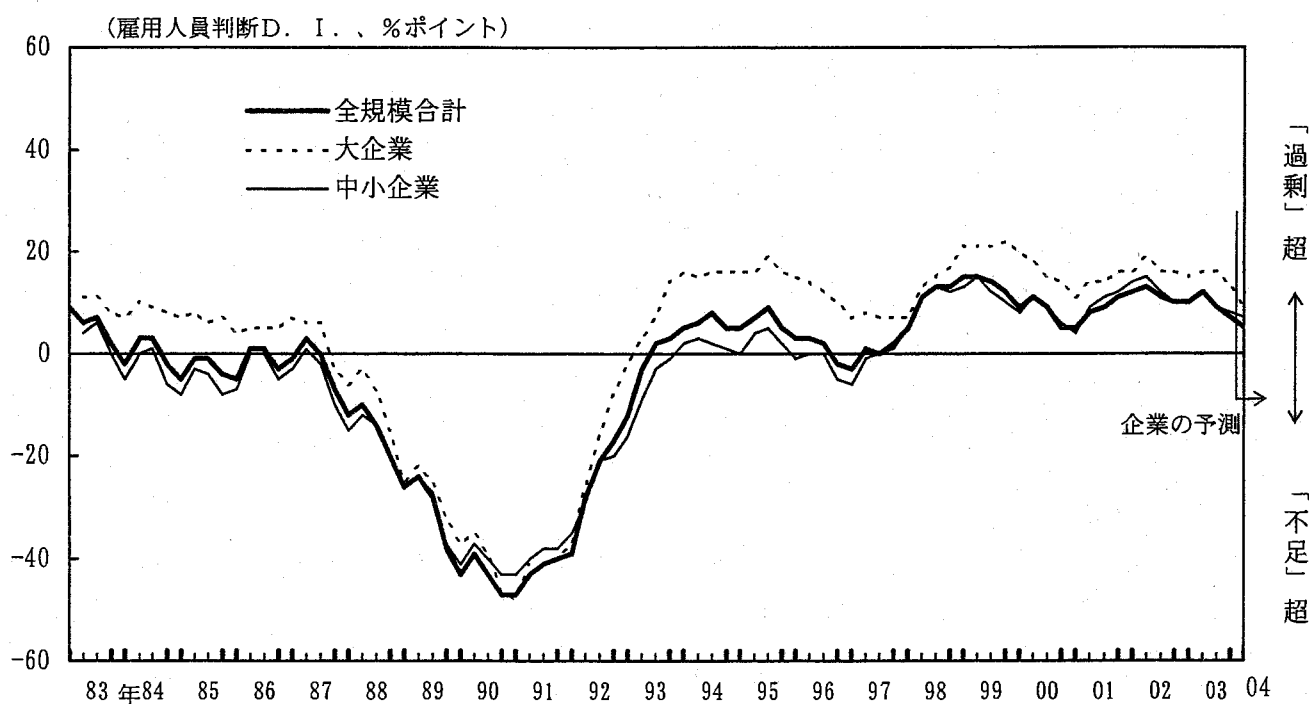
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

# 雇用の過不足

## (1) 製造業



## (2) 非製造業

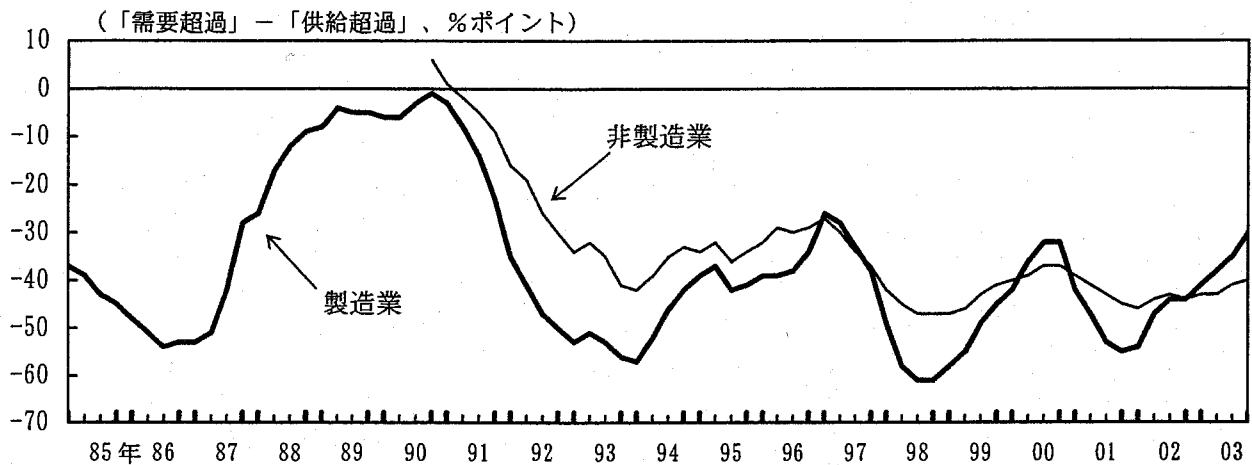


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

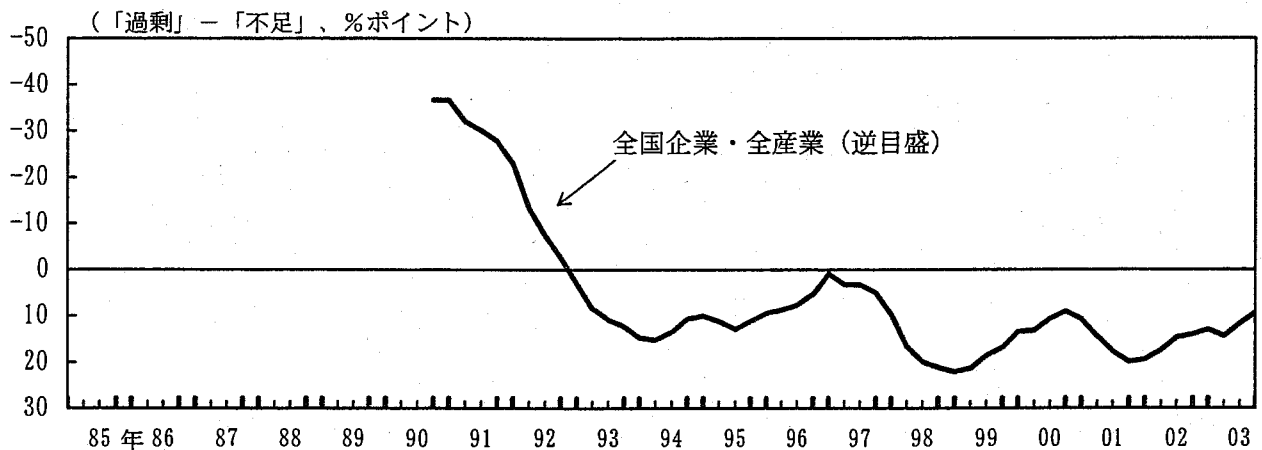


# 国内需給環境

## (1) 製商品・サービス需給判断D. I. (全国企業・全規模合計)

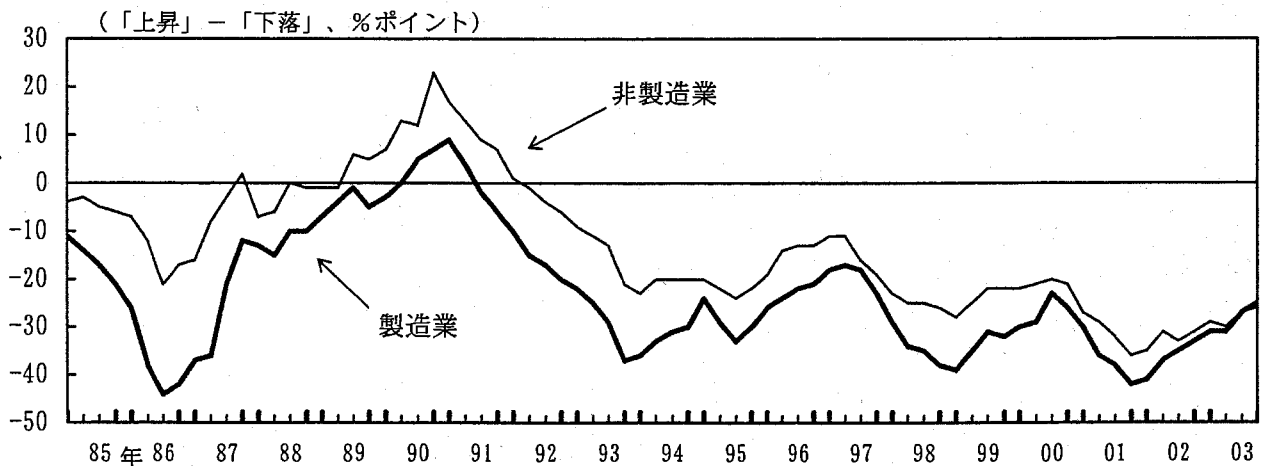


## (2) 国内経済の稼働水準 (生産・営業用設備判断D. I.と雇用人員判断D. I.の加重平均)



- (注) 1. 生産・営業用設備判断D. I.と雇用人員判断D. I.を資本・労働分配率(90~01年度平均)で加重平均したもの。  
2. 生産・営業用設備判断D. I.の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降について、上記計数を算出。

## (3) 販売価格判断D. I. (全国企業・全規模合計)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」

# 一覽後廃棄

## 要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議長案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が27～32兆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)

2003年12月16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（全員一致または賛成多数）。

日本銀行当座預金残高が27～32兆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

公表時間

12月19日(金) 14時

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2033年12月>

2003.12.19

日本銀行

(案)

---

## 政策委員会 金融政策決定会合

### 議事要旨

(2003年10月31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、2003年12月15、16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：2003年10月31日(9:00～12:15)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	( " )
	植田和男	(審議委員)
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 真	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

4. 政府からの出席者：

財務省 津田 廣喜 大臣官房総括審議官

内閣府 中城 吉郎 政策統括官(経済財政一運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	前原康宏
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
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

金融市場調節については、前回会合(10月9、10日)で決定された方針<sup>1</sup>に従い、日銀当座預金のある程度の変動を許容して運営した結果、同残高は29~30兆円台で推移した。

こうした調節のもと、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、円転コストのマイナス幅が一時的に拡大したことから10月14日に-0.003%となったほかは、0.001~0.002%で推移した。資金供給オペの落札レートは、金融市場において資金調達に対する安心感が醸成されていることを背景に、全般的に落ち着いている。

## 2. 金融・為替市場動向

債券市場は、株価動向に振られやすい展開となり、長期国債流通利回り(10年新発債)は、最近では1.4%近辺で揉み合って推移している。期間別には、中長期ゾーンを中心にイールドが上昇した。また、国債流通利回りのボラティリティは、金利上昇がみられた夏場に比べて幾分低下したが、なお高い水準にある。この間、円金利スワップ・レートの対国債スプレッドも、中期ゾーンを中心に高止まった状態が続いている。社債流通利回りの対国債スプレッドをみると、低格付けゾーンで幾分縮小するなど、投資家の積極的な社債購入スタンスが窺われる。

株式市場では、日経平均株価は、10月20日に年初来高値を更新した後、高値警戒感等を背景に急落したが、最近では押し目買いから値を戻している。主体別売買動向をみると、海外投資家はごく足許で売り越しに転じたが、これらの投資家の間では、日本経済が緩やかな回復に向かうとの見方に変化はないとみられる。また、個人投資家については、信用買いが増加していることが目立っている。

円の対ドル相場は、年初来の高値圏である108~110円台での揉み合いで推移した。このうち、10月末にかけては、本邦当局の介

---

<sup>1</sup> 「日本銀行当座預金残高が27~32兆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。」

入姿勢を試そうとする動きや、輸出業者の想定レートのドル安方向への修正、米国の雇用情勢の改善傾向に対する懐疑的な見方等から、ドル安圧力が高まった。ただ、市場では、9月下旬にみられた極端なドル・ベア観はやや一服しているように窺われる。

### 3. 海外金融経済情勢

米国景気は、家計支出に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある。7～9月期の実質GDP速報値は、前期比年率7.2%増と市場予想を上回る高成長となった。需要項目別には、個人消費が減税の効果を受けて高い伸びとなったほか、設備投資も、情報関連投資を中心に伸びを加速させている。個人消費デフレーターについては、サービス価格の上昇もあって、プラス幅が拡大している。

米国の金融市場をみると、株価は、良好な企業の決算発表等を背景に10月中旬にかけて上昇したが、足許では利益確定売りの動きもあって、揉み合いの展開となっている。長期金利は、10月入り後、景気の先行き見通しの強気化から上昇していたが、月央から株価の軟調を受けてやや低下した。FF先物金利から市場の先行き金利観をみると、来年春先にかけての利上げ観測が高まっている。

ユーロエリアでは、輸出が回復しているほか、生産にもその好影響がみられ始め、景気は全体として底入れしつつある。

欧州金融市場では、株価、長期金利とも、米国同様、10月半ばにかけて上昇し、その後幾分低下した。こうした中、英国の長期金利は、イングランド銀行が早期に利上げに踏み切るとの観測が広がったため、上昇傾向を示している。この間、ユーロ先物金利の動きをみると、市場では、来年春頃の利上げ観測を幾分織り込んでいる。

東アジアでは、中国が内外需とも力強い動きを示すなど、景気回復の足取りが強まっている。ASEAN諸国では、輸出が中国との競合からやや弱い動きとなっているが、内需は底固く推移している。

### 4. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

前回会合以降、9月の通関統計や個人消費関連指標、鉱工業生産指数、および物価関連指標などが公表された。これらをみると、①輸出が再び増勢に転じている、②輸出の増加が生産の回復にも繋が

りつつある、③景気の改善の動きが、製造業を中心とする中小企業にも徐々に波及しつつある、といったことが確認された。

実質輸出をみると、4～6月に横這い圏内の動きとなった後、7～9月は東アジア向けを中心にはっきりとした増加に転じた。財別には、世界の情報関連需要の回復を反映して、情報関連財や資本財・部品が高い伸びを示している。

個人消費関連では、残暑の影響もあって区々の動きとなった。百貨店、スーパー売上高は秋物衣料を中心に総じて不振であった一方、家電販売は、パソコン等が増加トレンドにある中で、エアコン、冷蔵庫が持ち直し、8月に続く大幅増加となった。

雇用・所得環境面では、名目賃金の下落に歯止めがかかってきている姿に変わりはない。夏季賞与の動向を示す特別給与は、確報段階で幾分上方修正されたが、6～8月通計では前年比-0.4%と僅かながらのマイナスとなった。9月の有効求人倍率は緩やかな改善の動きが続いているほか、完全失業率は5.1%と前月と同水準であった。

鉱工業生産は、9月は前月比+3.0%、7～9月は前期比+1.1%となった。10、11月の予測指数も高い伸びを示しているが、そのまま実現する可能性は低いと思われる。もっとも、ミクロ・ヒアリング情報によると、先行きの生産に対する企業の極めて慎重な姿勢がここに来て徐々に変化しつつあるように窺われる。

設備投資に関連して、中小企業金融公庫のアンケート調査（9月時点）をみると、中小製造業の本年度設備投資計画は、前年比13.1%増とかなり強めの数字となっている。

物価関連指標をみると、9月の輸入物価は国際商品市況の動きを反映した契約通貨ベースの上昇が為替円高により相殺される形ではほぼ横這いとなった。国内商品市況は、鉄鋼や非鉄などの素材市況の緩やかな上昇が続いていることから、このところやや強めの動きとなっている。こうしたもとで、9月の国内企業物価は概ね横這いの動きとなっている。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、全国の9月が前月と同じく前年比-0.1%となった。東京の10月速報は、前年比-0.1%と前月（-0.3%）に比べてマイナス幅が縮小した。これは米が前年比11.6%上昇したこと等を反映していると考えられる。



## (2) 金融環境

社債、CPの発行環境をみると、発行金利の対国債スプレッドは総じて低水準で安定しており、良好な状況が続いている。長期金利がひと頃に比べて安定しつつあることなどを背景に、これまで社債発行の様子見していた企業が起債を再開する動きも一部にみられている。

マネタリーベースは、日銀当座預金の増加を主因に、前年比2割程度の伸びを続けている。マネーサプライは、前年比2%程度の伸びとなっている。9月の前年比伸び率が+1.8%と前月(+2.0%)から低下した背景には、国債・FBへの資金シフトがあったと考えられる。

「主要銀行貸出動向アンケート調査」(7~9月期)によると、銀行からみた企業の資金需要判断DIの「減少」超幅は大きく縮小した。背景としては、新規出店資金や売上増に伴う運転資金の需要増が指摘されている。個人の資金需要については、住宅ローン金利の先高観から駆け込み需要がみられたことなどから、「増加」超幅が拡大している。一方、銀行の貸出姿勢についてみると、ここにきて大きく変化している訳ではないが、先行き、貸出ボリューム増に軸足を移す構えが窺われており、貸出条件面で、利鞘設定姿勢や信用リスク評価姿勢について、幾分緩和する動きがみられている。

こうしたもとで、企業からみた金融機関の貸出態度は、零細企業を対象とする国民生活金融公庫調査でも、引き続き改善傾向にある。また、中小企業金融公庫調査による企業の資金繰り判断も前回ピーク(2000年7月)を上回る水準にまで改善している。

このように、企業金融関連の各種判断指標は、緩和感の広がりを示している。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 最近の金融経済情勢

景気動向について、委員は、前回会合以降に公表された経済指標によると、輸出や生産の増勢が明らかとなり、経済情勢は「緩やかな景気回復への基盤が整いつつある」という前回会合時の判断に沿った動きをしている、との認識を共有した。何人かの委員は、内外の情報関連需要回復を背景とした輸出や生産の増加の好影響が、

今後、設備投資などに徐々に波及していくことが期待できる、との考えを示した。

海外経済に関して、多くの委員は、7～9月期の米国の実質GDPが高い伸びとなったことに触れつつ、米国経済がリードする形で世界経済の成長率が高まる方向にある、との見方を表明した。米国経済について、このうち何人かの委員は、足許、これまで懸念されてきた雇用情勢にも安定化の兆しがみられる、と述べた。また、これらの委員は、減税の効果もあって家計支出が堅調を続けているほか、情報関連財を中心に製造業の受注や設備投資にも明るい動きが出てきていることを指摘した。

輸出については、多くの委員が、再び増勢に転じていることが確認された、との見方を示した。複数の委員は、地域別にみて、東アジア向けの情報関連財の輸出増が目立っているほか、これまで幾分減少気味であった米国向け輸出についても、9月は持ち直しの動きがみられた、と発言した。これらの委員は、先行きについても、海外経済の回復を背景に、基調的に増加を続ける可能性が高い、との認識を明らかにした。

生産についても、多くの委員から、これまで横這いの動きを続けてきたが、輸出の増加に伴って増勢に転じている、との指摘が相次いだ。何人かの委員は、ミクロ情報によっても、生産の緩やかな増勢が続くものと予想され、輸出の増加が生産活動の活発化に繋がりがつつある、との見解を示した。

何人かの委員は、こうした輸出や生産の増加を受け、今後、企業収益の回復を通じて設備投資も増加傾向を辿る、との見方を述べた。このうちひとりの委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査において、中小企業の本年度設備投資計画が大幅に上方修正されたことは前向きな材料である、と発言した。

個人消費に関して、複数の委員は、百貨店等で秋物衣料の販売が総じて不振であった一方で、家電販売が持ち直すなど、最近の販売指標はまちまちの動きとなったが、基調変化は窺われない、との評価を示した。これらの委員は、消費者コンフィデンスが総じて持ち直していることや名目賃金の下落に歯止めがかかっていることは、個人消費を下支えする好材料として捉えることができる、と付け加えた。

金融面では、委員は、短期金融市場は日本銀行の潤沢な資金供

給を背景に落ち着いて推移している、一方、債券、株式、為替の各市場については、引き続き不安定な動きがみられる、との認識を共有した。このうち、ある委員は、債券市場について、依然としてボラティリティが高く、短期金利へ悪影響が及ばないか注意が必要である、と発言した。また、何人かの委員は、過度の為替円高はわが国の輸出や企業収益にマイナスの影響を与える惧れがあるため、今後の為替相場動向を注意深くみていく必要がある、との考えを述べた。

また、複数の委員は、金融機関の融資姿勢が若干前向きになる兆しがある、との見方を示した。関連して、もうひとりの委員は、主要銀行貸出動向アンケート調査によると、金融機関が貸出条件を幾分緩和しているようであるが、こうした動きが今後広がりを見せるか、金融環境を判断するうえで注目していきたい、と付け加えた。

## 2. 経済・物価の将来展望とリスク評価

次に、当会合において「経済・物価の将来展望とリスク評価」(展望レポート)を決定・公表する予定であることを踏まえ、委員は、本年度下期から来年度にかけての経済・物価の標準的な見通しや、これに影響を与え得るリスク要因についても議論を行った。

まず、経済の先行きの標準的なシナリオについて、委員は、①本年度下期には前向きの循環が働きはじめ、来年度を通じて回復が続くと予想される、②ただし、過剰債務などの構造的な制約要因が残存するとみられるため、先行きの景気回復テンポは緩やかなものに止まる可能性が高い、との認識を共有した。

ある委員は、前回(4月)の展望レポートの標準シナリオと比較すると、イラク情勢など世界経済を取り巻く不透明要素が夏場以降かなり解消されたほか、世界的な情報関連需要の持ち直しが明確になってきていること等から、経済情勢はやや上振れて推移している、との見方を示した。他の委員も、国内の設備投資が比較的早めの立ち上がりを見せていること等に触れながら、同様の考えを述べた。また、別のある委員は、大企業・製造業を中心に過剰債務、過剰設備の調整がかなり進捗していることや、金融セクターでも、不良債権処理の進展や、株価上昇の自己資本へのプラス効果がみられることが、今後、景気展開にとって前向きな力として働くことが期待できる、との見解を述べた。

先行きの物価の展望については、大方の委員は、緩やかな景気回

復のもとで需給ギャップが来年度にかけて小幅縮小するものの、現状のマイナス幅はなお大きく、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品<以下同じ>）は、本年度、来年度とも小幅の下落が続くと予想される、との認識を明らかにした。このうちのひとりの委員は、今年度は一時的な制度要因が物価を押し上げているが、それらが解消される来年度は、表面上、消費者物価指数の前年比マイナス幅が若干拡大すると考えられる、と述べた。もうひとりの委員は、海上運賃の値上がりや国際商品市況の持ち直しの影響、および企業の価格設定行動の変化の可能性等を踏まえて、今後の物価動向を見守っていく必要がある、との考えを示した。他方、別のある委員は、需給ギャップの縮小は必ずしも小幅ではなく、かつ、需給ギャップの水準よりも変化幅に着目すれば、物価はもう少し強目に見通すことができるのではないか、と発言した。

上記の標準的なシナリオに対して、上振れまたは下振れ方向に作用するリスク要因としては、①海外経済の動向、②金融・為替市場の動向、③不良債権処理や金融システムの動向、④国内民間需要の動向の4点が挙げられた。

まず、海外経済について、何人かの委員が米国の景気回復の持続性がポイントとなる、との考えを示した。このうちひとりの委員は、先行き、減税効果が減退していくと予想されるほか、企業の根強い労働コスト抑制意欲を背景に雇用者所得の改善が期待しがたいことから、個人消費が下振れるリスクに注意する必要がある、とコメントした。また、別のある委員は、米国の経常収支の赤字拡大が世界経済のリスク要因になるとの見解を述べた。この委員は、こうした不均衡を為替相場の変動で調整しようとする、かえって世界各国へのマイナスの影響が大きいことから、米国の貿易相手国の内需拡大により世界経済のバランスのとれた成長を目指すことが望ましい、と付け加えた。東アジア経済に関して、ひとりの委員は、高成長が続いている中国のプレゼンスが拡大しているのは好ましい材料であるが、同時に、中国における投資の過熱や資産価格上昇は、世界経済の不安定要因になる可能性がある、と発言した。

金融・為替市場の動向について、多くの委員は、株価、長期金利、為替相場の変化の程度やスピード、組み合わせ如何によっては、経済活動に影響が生じ得ることをリスク要因として指摘した。また、金融システムの動向に関しては、何人かの委員が、不良債権処理の進捗や株価上昇もあって、このところ大手行を中心に金融システム

に対する不安感は後退しているが、なお企業金融や実体経済に対して悪影響を与えるリスクが残っている、との認識を示した。このうちひとりの委員は、地域金融機関の不良債権問題やその地方経済への影響にも留意すべきである、と発言した。

国内民間需要の動向を巡っては、何人かの委員が、景気回復へ向けた動きが非製造業や中小企業、家計部門へどの程度広がるかが重要である、と指摘した。このうち、ひとりの委員が、国際化を進める大企業の設備投資が国内の産業空洞化をさらに加速することとなれば、かえって経済の二極化を強めるリスクがあり、景気回復の広がりを確認するうえで、こうした点にも注目する必要がある、との考えを示した。他方、別のある委員は、景況感が製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず改善していることに触れたうえで、過剰債務や過剰雇用、金融システム面の弱さといった構造問題が解決の方向に向かっているとの認識が広がれば、企業や家計の期待成長率が高まり、それが設備投資や個人消費の推進力になる可能性がある、との認識を述べた。もうひとりの委員は、デフレから脱却するにはそうした成長期待の高まりが必要であり、企業や金融機関においても体質強化に向けた一段の努力が不可欠である、と付け加えた。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、経済情勢が前回会合時の判断に沿って推移しているほか、短期金融市場も落ち着いた動きとなっていることから、当座預金残高目標を「27～32兆円程度」とする現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との認識で一致した。何人かの委員は、こうした調節方針のもとで、市場のニーズをうまく汲み取りながら、機動的な金融調節を通じて、量的緩和政策継続のスタンスを明確にしていくべきである、との考えを述べた。なお、ひとりの委員は、当座預金の目標レンジを幅広くとりそれを活用することの意義は依然として見出しがたいが、現状のように同残高の平均を30兆円程度で推移させることには賛成である、と発言した。

この間、ある委員は、現在の調節方針を為替相場と結び付けた解釈が散見されるが、金融政策に当たり、為替相場動向については、先行きの景気や物価への影響という観点からみていくことが必要である、との認識を示した。

量的緩和政策継続のコミットメントに関しても何人かの委員が言及した。このうちひとりの委員は、①コミットメントの明確化は短中期の金利を安定させる効果があったと思われる、②一方で、量的緩和解除の必要条件のひとつとして政策委員の物価見通しがプラスになることを掲げたことが、将来の政策運営に当たり大きな制約とならないようにすることが重要である、とコメントした。また、別のある委員は、物価の先行きも含めてコミットメントの内容を明確化したことは、金融市場の期待安定化に繋がり望ましい措置であった、との評価を述べた。この点について、もうひとりの委員は、今回の展望レポートで示す来年度の消費者物価指数の見通し計数を前提とすると、引き続き、量的緩和政策を堅持するとのスタンスが明らかとなるが、消費者物価の前年比マイナス幅が縮小している中、金融政策運営を巡る様々な思惑が生じやすいだけに、コミットメントの内容に沿って金融政策スタンスを丁寧に説明していくことが重要である、との見解を述べた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、景気は持ち直しに向けた動きがみられている。このように、今後、景気は持ち直すことが見込まれる状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実ならしめるうえで、引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。
- 景気の持ち直しに向けた動きに対する当面のリスクは、金利および為替の動向である。実体経済の動きを先取りした過度の金利上昇や実体経済を反映しない急激な円高は、景気の回復に悪影響を与える恐れがある。
- 日本銀行には、これらのことを含め、経済・市場動向について十分注視し、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。
- 前回の金融政策決定会合で、量的金融緩和継続のコミットメントをより明確に示されたが、今後とも市場に対して量的金融

緩和政策を堅持するとの日本銀行の金融緩和姿勢にいささかの揺るぎもないことを引き続き明確に示す必要があるのではないかと考えている。本日公表予定の展望レポートにおける標準シナリオや見通しが、この観点から世間の注目を集めていることには、十分ご勘案頂くようお願いしたい。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 10月の月例経済報告では、「景気は持ち直しに向けた動きがみられる」との基調判断を示した。また、引き続き為替相場や長期金利など、金融資本市場の動向には留意する必要があると考えている。日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、および内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」の早期具体化を図っている。「基本方針 2003」においては、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、集中調整期間の後には、デフレは克服できるとみられるとしている。
- 今回の展望レポートでは、需給ギャップが小幅縮小に止まり、依然デフレ傾向が継続すると展望されている。今回も消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融資本市場の動向にも留意のうえ、より効果ある調節手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行って頂くとともに、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。
- なお、展望レポートにおいては、GDP統計の見方について論じている。GDPデフレーターはパーシェ型価格指数であることから、消費者物価指数や企業物価指数などラスパイレス型である他の物価指数と比べ、相対的に低めとなるという一般的な傾向がある。こうした問題に対しては、より直近の経済構造を反映すべく、5年毎に基準改定を行っている。現在、平成17年の2000年基準への移行という課題とともに、デフレーター推計方法も含め、推計方法全般にわたって検討を行っているところである。

## V. 採決

以上の議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針につい

て、当座預金残高目標を 27～32 兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出され、採決に付されることとなった。

#### 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 27～32 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：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

## VI. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の決定

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。なお、背景説明を含む全文は、11月4日に公表することとされた。

#### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

以 上



(別 添)

2003年10月31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2.7～3.2兆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

公表時間

12月19日(金) 14時

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2033年12月>

2003.12.19

日本銀行

(案)

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

(2003年11月20、21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、2003年12月15、16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：2003年11月20日(13:59～15:37)  
11月21日(9:00～12:07)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	( " )
	植田和男	(審議委員)
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

4. 政府からの出席者：

財務省 津田 廣喜 大臣官房総括審議官 (20日)

石井 啓一 財務副大臣 (21日)

内閣府 中城 吉郎 政策統括官 (経済財政-運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	前原康宏
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	正木一博

## 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(10月31日)で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、当座預金残高は28~31兆円台で推移した。こうした調節の下で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、11月中旬に一部外銀のマイナス金利での資金放出を受けマイナスとなる局面もあったが、この時期を除けば0.001~0.002%で推移した。市場では年末を控える中でも、資金余剰感がきわめて強い状況が続いている。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給の下で、短期金利は低位安定を続けている。短期国債レートは、6か月や1年といった長めのタームの物が低下基調を辿っている。ユーロ円金利先物レートも一段と低下している。

長期金利は、前回会合以降、概ね1.3~1.5%台のレンジでの動きとなっていたが、足許では株価の下落などを受けて低下し、現在は1.3%前後となっている。民間債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付ゾーンで幾分縮小した。

この間、シンジケート・ローンの組成は趨勢的に増加している。一件当たりの組成額については、徐々に小口化が進む傾向にある。なお、9月11、12日の決定会合でも報告した通り、執行部は証書貸付形態で実行されているシンジケート・ローン債権を日本銀行の適格担保として受け入れるための実務面での検討を進めてきたが、今般これを適格担保として受け入れることが可能となったため、明日(11月21日)から受け入れを開始する予定である。

株価は、米国株価の一時的な反落や、11月に決算を迎える一部海外ファンド筋による利益確定売りなどを受けて下落し、日経平均株価は本年8月以来の10千円台割れとなっている。

円の対米ドル相場は、ドル安センチメントが続く中、概ね108~

---

<sup>1</sup> 「日本銀行当座預金残高が27~32兆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。」

109円台での推移が続いている。

### 3. 海外金融経済情勢

米国経済は着実に回復しており、回復のモメンタムも強まりつつある。すなわち、個人消費は減税効果の一服などから一頃に比べ鈍化しているが、基調としては緩やかに回復している。住宅投資は高水準を維持している。製造業の受注や設備投資にも、IT関連を中心に明るい動きがみられているほか、生産も全体として持ち直している。これまで回復が遅れていた雇用面でも、非製造業を中心に明るい動きがみられ始めている。

金融市場をみると、株価は11月初にかけていったん上昇した後、横這い圏内の動きとなっている。ただし、ごく最近では、地政学的リスクへの懸念などを背景に若干下落している。長期金利は、11月上旬にかけて上昇したが、足許では低下し、10月末頃の水準に戻っている。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、前回会合以降、経済見通しの強気化を受けて、いったんは来年春先にかけての利上げ観測がやや強まった。しかし、その後のFRB当局者の発言などを受けて、利上げ観測は前回会合時と比べてもやや後退している。

欧州をみると、ユーロエリアでは、内需は低調裡に推移しているが、輸出が回復し、生産も下げ止まるなど、景気は全体として底入れしている。第3四半期の実質GDP前期比は+0.4%と、3四半期振りのプラス成長となった。

英国では、緩やかながらも成長に着実さが増している。こうした状況のもとで、イングランド銀行は11月6日、政策金利（2週間物レポレート）を0.25%引上げ、3.75%とすることを決定した。

欧州金融市場では、良好な企業決算などを受けて、株価は10月下旬以降上昇した。長期金利は、景気見通しの強気化から11月上旬にかけていったん上昇した後、最近では再び低下している。

東アジアでは、景気回復の足取りが強まっている。中国では、内外需の好調を背景に、第3四半期の実質GDP前年比は+9.1%と、新型肺炎の影響を受けた第2四半期（+6.7%）に比べて大幅に上昇した。多くのNIEs、ASEAN諸国・地域では、良好な外需環境を背景に輸出が全体として増加しており、生産も、台湾やシンガポールなどでIT関連財を中心に増加している。個人消費も、韓

国などを除き、基調として底固く推移している。

このように、前回会合以降、地政学的リスクの再燃懸念が一部にみられるものの、世界経済を巡る下方リスクは全体としてさらに後退し、米国経済がリードするかたちで世界経済の成長率が高まるという見通しの蓋然性が高まっている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

本年7～9月の実質GDPは前期比+0.6%と、7四半期連続の増加となった。需要項目別にみると、①輸出、設備投資は増加し、②個人消費は横這い、③公共投資は減少と、ほぼこれまでの見方に沿ったものとなっている。また、GDPデフレータのマイナス幅が、設備投資デフレータを中心に大きめにしやすい傾向も続いている。

輸出は、米国や東アジア経済の好転を背景に増加しており、7～9月の実質輸出は前期比+3.8%となった。地域別にみると、世界的なIT関連需要回復の下、東アジア向けがIT関連を中心にかなりの増加となったほか、米国向けも足許では持ち直しの兆しがみられる。10月の実質輸出も、7～9月対比+6.2%と高い伸びとなった。先行きについても、海外経済が米国、東アジアを中心に高めの成長を続けると予想されることから、増加を続けるものとみられる。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。先行きについても、輸出や生産の増加が続くもとで、回復傾向がより明確化していくと予想される。ただし、バランスシートの調整圧力や金融面の弱さといった構造面の制約要因が残存していることを踏まえると、キャッシュフローとの対比では慎重な投資姿勢が続く可能性が高い。

家計部門の動向をみると、労働力調査の雇用者数が下げ止まり傾向にあるほか、有効求人倍率は上昇し、賃金の下落にも歯止めがかかってきているが、雇用・所得環境はなお総じて厳しい。先行きについては、生産の増加や企業収益の改善が、雇用・所得面へも好影響を次第に及ぼしていくとみられる。しかし、企業は、雇用過剰感が根強い中で人件費抑制スタンスを維持する可能性が高いため、雇用者所得には、当面目立った改善は期待しにくい。

個人消費関連指標をみると、耐久消費財についてはデジタル家電を中心に比較的強めの指標が出る一方、非耐久消費財やサービス関

連については、冷夏の影響もあって7～9月は減少となった指標が多い。これらを全体としてみれば、弱めの動きが続いていると判断される。今後についても、一部マインド指標の改善など好材料はあるが、当面は所得が目立った改善が期待しにくいことなどから、個人消費は引き続き弱めないし横這い圏内で推移すると考えられる。

最近の経済指標において最も特徴的な動きは、輸出の増加が生産の回復に結びつき、前向きの循環メカニズムが働き始めていることが確認された点であろう。すなわち、7～9月の生産は、IT関連財の生産増などを主因に前期比+1.3%と増加し、先行きの生産予測指数もかなり高めの伸びとなっている。先行きの生産は、輸出の増加に加え、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて、増加を続けるとみられる。とりわけ、目先10～12月は、米国や東アジア経済の好調などを背景に、生産の増加テンポは比較的しっかりしたものとなる可能性が高まりつつある。

物価動向をみると、原油価格を中心に国際商品市況は上昇基調で推移している。一方、輸入物価は、足許では国際商品市況上昇の影響よりも円高の影響が強く出ている結果、下落している。国内企業物価は、3か月前対比でみて横這い圏内の動きが続いている。消費者物価（除く生鮮）は、4月の医療制度改革に伴う診療代の上昇や7月のたばこ税引上げなども寄与した結果、8、9月の前年比下落率は0.1%まで縮小した。先行きについては、冷夏による米価上昇の影響により、消費者物価の前年比が一時的にゼロ%以上となる可能性もあるが、基調的には緩やかな低下を続けると予想される。

## (2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出はこのところ前年比マイナス幅がわずかながら縮小してきている。この背景をみると、銀行は、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持しているが、条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きがみられている。一方、設備投資は緩やかに回復しているものの、キャッシュフローの水準を下回っていることなどから、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

CP・社債の発行環境は、高格付け企業を中心に総じて良好な状況にある。社債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付ゾーンで縮小傾向にある。このような状況の下、社債・CPの発行残高は

前年を上回って推移している。

このような貸出および直接市場調達の動きを反映し、民間総資金調達の前年比マイナス幅は幾分縮小傾向にある。

資金繰り判断や金融機関の貸出スタンスについての見方など、各種アンケート調査などからみた企業金融環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。

マネタリーベースは、日銀当座預金の増加を主因に、前年比2割程度の伸びを続けている。マネーサプライ(M2+CD)の前年比伸び率はやや鈍化し、1%台半ばとなっている。これは、長期金利の上昇を受けて、M2対象資産である定期預金等から、対象外資産である国債等に資金が一部シフト・アウトしたことが主因とみられる。この間、広義流動性の伸び率は、特殊要因を除いてみれば、横這い圏内での推移を続けている。

企業倒産は、減少傾向が続いている。

金融環境については、今後とも、株価など金融市況の動向や、銀行の貸出スタンスや投資家のリスクテイク姿勢の変化なども含め、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. 経済情勢

経済情勢について委員は、「景気は緩やかに回復しつつある」という認識を共有した。

多くの委員は、最近の経済指標の特徴点として、輸出の増加が生産の増加に結びついている点を挙げ、これを「前向きの循環メカニズム」が働き始めていることを示すものと評価した。

まず米国経済について、多くの委員は、足許かなり明確に回復している、との認識を述べた。

ひとりの委員は、減税効果の一服等から消費に一時的な鈍化傾向がみられるとはいえ、経済指標は総じて良好であり、企業収益の回復が雇用の改善に結びつく兆候もみられていると指摘した。

別のひとりの委員も、10月の雇用統計をみると、非農業部門雇用者数が3か月連続での増加となったほか、新規の失業保険申請者



数も7週間連続で40万人を下回るなど、雇用情勢にも改善の兆しがみられていると指摘した。

米国経済の先行きについて、ひとりの委員は、財政面からの景気刺激効果は来年半ばで息切れが予想されるが、これを他の需要が補うかたちで、来年も4%程度の成長パスの実現は可能であると述べた。一方、別の複数の委員は、来年後半以降、減税効果が剥落する中での米国経済回復の持続性や雇用の拡大は、なお不確実とみておくべきではないかとの見解を述べた。

中国経済について、何人かの委員は、①内需が、消費者向けクレジットの拡大や都市部での一部不動産価格の大幅上昇を伴いながら過熱気味で推移していること、②インフラ投資や直接投資の増加等を背景に生産が前年比2割近いペースで増加していること、を指摘し、このことは国際商品市況や海運市況の上昇の要因にもなっていると述べた。このうちひとりの委員は、中国は少し前まで世界経済のデフレ要因と言われたが、足許の国際商品市況などへの影響をみると、こうした見方は変わりつつあると指摘した。

また、ひとりの委員は、世界経済全般の回復傾向に関し、①中国以外の東アジア諸国も、輸出や生産の回復が、IT関連を中心により明確になっている、②ユーロエリアも、輸出の回復を受けて生産に回復の兆しがみられ、緩やかに回復しつつある、③中東欧諸国はユーロエリアへの輸出増を背景に、東アジアに匹敵する高成長を達成する段階に入ってきている、と発言した。別のひとりの委員も、米国の最終需要の増加が、アジアや欧州経済、さらには日本の輸出にもプラスの影響を及ぼしているとの認識を示した。

輸出について、多くの委員は、前述のような海外経済全般の回復傾向のもとで、実質輸出が7～9月期に続いて10月も高い伸びとなるなど、明確に増加しているとの認識を示した。

さらに、生産についても、多くの委員は、9月の増加の後、10～12月期もかなりの増加が見込まれているなど、輸出の増加が生産の増加につながってきていることを指摘した。

このうちひとりの委員は、これまで、輸出が増加に転じる中で、生産の回復は冷夏の影響もあってやや遅行していたが、足許の生産はこれまでの立ち上がりの遅れを取り戻すテンポで増加している、と述べた。

企業部門について、多くの委員は、企業収益や設備投資が増加傾

向を辿っていることを指摘した。

ひとりの委員は、①企業収益は、生産が横這いであった期間も含め、リストラ効果から既に増益基調にあった、②こうしたもとの設備投資は、むしろ生産の増加に先立って増加を始めていた、③生産の増加は、企業収益や設備投資の増加見通しをより確かなものとする方向に働く、との認識を示した。

別のひとりの委員は、稼働率の面からも設備投資が誘発されやすい状況にあると指摘した。さらに別のひとりの委員は、7～9月期のGDP統計をみても、設備投資デフレータのマイナス幅が大きめにしやすい傾向が続いており、ここからみて、設備投資は名目ベースでは「緩やかな回復」であっても、実質ベースでは本年度2桁増となる可能性が高まっていると述べた。

この間、企業部門の回復の広がりという観点から、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、日本経済新聞社の調査（中間集計）では、①本年度の収益は、非製造業も製造業並みの2割強の増益を見通していること、②設備投資も、製造業に加え非製造業もプラスの見通しとなっていることを指摘した。

別の何人かの委員は、現在の設備投資の増加は、IT関連に集中していた2000年度の回復局面と比べ、家電や素材関連なども含め業種的な広がりを伴っていると指摘した。このうち複数の委員は、ヴィンテージの高い設備の更新需要も踏まえると、今回の回復は2000年度の回復局面よりも持続性があるといえるのではないかと発言した。

さらに別のひとりの委員は、企業のリストラの動きをみても、単なる人員・経費削減という段階から、より前向きの経営改善の動きが出てきているように窺われると述べた。

家計部門について、何人かの委員は、企業収益の回復を受けて、雇用者所得が徐々に下げ止まってきていることを指摘した。

個人消費について、ひとりの委員は、①企業のリストラの動きが続く中で、所得が今後はっきりと増加していくことまでは見通し難いこと、②昨年までの消費性向にはやや出来過ぎの面があり、これがさらに上昇することも見込みにくいことから、当面横這い圏内に止まる可能性が高い、との見方を示した。別のひとりの委員も、今後年金や医療制度改革等の議論が本格化する中で、家計のマインドの改善はあまり期待しにくいのではないかと述べた。

物価情勢に関し、複数の委員は、①海外経済の回復などを反映して、商品市況は全般に上昇していること、②一部素材業種などでは、産業再編などによる過剰生産体質の是正を通じて価格決定力を回復しつつあることを環境の変化として指摘した。さらに、このうちひとりの委員は、GDPデフレータの「パーシェ・バイアス」を考慮しても、現在の成長テンポは潜在成長率を上回っており、このペースでの成長が続けば需給ギャップも縮小すると予想され、デフレ脱却のチャンスは広がっているのではないかと述べた。

別のひとりの委員は、最近の都市部の局所的な地価反転や一部資産価格の上昇、海外経済の回復等が期待インフレ率などにどのような影響を及ぼしていくかも一つの注目点であろうと指摘した。

以上をまとめた経済情勢全体への評価として、多くの委員は、10月末に公表した「展望レポート」の「標準シナリオ」に概ね沿っているとの見解を述べた。

## 2. 金融面の動向

金融面では、株価が足許やや下落していることについて、議論が行われた。

何人かの委員は、株価下落の背景として、本邦株価が海外株価や海外投資家の動向に左右されやすい展開となっている中で、地政学的リスクの高まりを背景とする海外株価の調整に、一部海外投資家の利益確定売りといったテクニカルな要因が重なったことを挙げた。このうち複数の委員は、これらの要因が契機となって、期待先行から買い進んできた一部国内投資家の売りを誘い、これまでの株価急上昇の調整が生じた面もあろうと整理した。

ただし、これらの委員を含めた多くの委員は、本邦企業の収益は増益基調を続けており、今後も生産増加の下で、このトレンドは維持される可能性が高いことを踏まえれば、ファンダメンタルズの面から本邦株価が大きな水準調整を迫られるリスクは小さいのではないかと見解を述べた。

また、ドル安傾向が続くもとで、円・ドルの為替レートが108～109円台と年初来の高値圏で推移していることにも、何人かの委員が言及した。

ひとりの委員は、①米国経済の回復力などからみて、ドル安が大きく進むことは考えにくい、②一方で米国の「双子の赤字」などへの市場の見方が、市場を振れさせる要因として作用する可能性

はある、と述べた。別のひとりの委員は、ドル安の背景には地政学的リスクの高まりもあるとみられ、今後とも中東情勢には注意が必要であると述べた。さらに別の複数の委員は、ドル安の進行は、米国資本市場への資金流入の減少等を通じて、世界経済の回復にとってもマイナスであるとの考え方を述べた。

そのうえで、何人かの委員は、現在のところ、株価や円・ドルレートの動向が日本経済のファンダメンタルズに影響を及ぼしているようにはみられないが、これらの市場の動きは今後とも注意深くみていく必要があると述べた。

金融環境全般について、多くの委員は、緩和的な環境が続いていると評価した。

ひとりの委員は、中堅中小企業を含めた企業収益の回復は、キャッシュフローの改善を通じて足許の資金需要低迷の一因ともなっていると指摘した。別のひとりの委員は、資金需要は依然低迷しているが、金融機関の融資姿勢はやや積極的になってきており、資金供与の形態も多様化していると述べ、この面からも景気回復の基盤はよりしっかりしてきていると評価した。

一方、ひとりの委員は、長めの資金に対する市場のニーズが引続き強いことや、市場の一部で金融システム不安の再燃を懸念する声がなお聞かれることには注意を要すると述べた。この委員を含めた何人かの委員は、先行き銀行の決算公表を控えているが、この受け止められ方や金融環境への影響については、注意深くみていく必要があると述べた。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、前述のような、景気が緩やかに回復しつつあるという情勢判断のもと、現在の「27～32兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当であるとの認識を共有した。

この間、ある委員は、長めの資金に対する市場のニーズが強い状況下では、引続き市場のニーズをうまく汲み取りながら金融調節を行う必要があると述べた。

別のひとりの委員は、バブル崩壊後、不良債権問題やグローバルな競争激化といった多くの課題を抱えた民間経済は、かなりの時間

をかけながらも、過剰債務や過剰雇用、過剰設備の克服など、調整を進めてきたといえりと指摘した。

そのうえでこの委員は、このような調整が需給ギャップの顕著な縮小をもたらすような需要全般の増加に結びつくまでには、なお暫くの間を要すると述べた上で、マクロ政策面からは、民間経済の調整メカニズムを活かしながら、景気回復のサポートを粘り強く続ける必要があり、日本銀行としても、現在のコミットメントの下で量的緩和を堅持するとともに、様々な信用仲介ルート of 育成などに地道に取り組んでいく必要があると述べた。

さらに別の複数の委員は、現在のコミットメントの下で量的緩和を堅持する姿勢を示す上で、10月に決定した透明性強化策は効果を挙げているように思われる、と指摘した。

このうちひとりの委員は、①時間軸効果については、「量的緩和が継続する期間についての認識の共有を図ることを通じて、この間のリスク・プレミアムを減少させる」ことが重要である、②この点、前々回会合以降、短期ゾーンの債券金利は安定化しており、リスク・プレミアムは低下したように窺われる、③時間軸が長期化した兆しはないが、時間軸を徒に伸ばそうとすれば、むしろ将来の政策対応の遅れへの懸念を通じて長期ゾーンのリスク・プレミアムを高める可能性が高い、と述べた。

この間、ひとりの委員は、10月に決定した当座預金残高目標の上限引き上げの趣旨に関連して、景気が回復しつつあっても物価下落が続いていれば量的緩和政策を継続することを改めて説明する必要があるとともに、資金需要の高まりに対しては今後とも柔軟に対応すべきであるとの考え方を述べた。

また、信用仲介ルート of 育成という観点から、ひとりの委員は、①執行部から報告されたシンジケート・ローン債権の適格担保化は、市場型間接金融の発展に向けた取り組みの一つである、②この11月に始まった「証券化市場フォーラム」でも、実りのある議論を期待したい、と述べた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、設備投資の増加や企業収益の改

善が続くなど、企業部門を中心に景気は持ち直している。先日公表されたQEにおいて本年7～9月期の実質GDP成長率が前期比で0.6%増と7四半期連続でプラスとなるなど、わが国経済は緩やかな回復を続けている。

- このように景気が持ち直している状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実にしめる上で引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。
- 景気の持ち直しに対する当面のリスクは金利および為替の動向である。実体経済の動きを先取りした過度の金利の上昇や実体経済を反映しない急激な円高は景気回復に悪影響を与えるおそれがある。
- 日銀におかれては、これらのことを含め、経済・市場動向について十分注視し、機動的な金融政策運営を実施するとともに今後とも市場に対して量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融緩和姿勢に揺るぎがないことを引き続き明確に示して頂きたいと考えている。
- また、年末に向けて企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりに対しては弾力的な対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 7～9月期の実質GDP速報は、前期比0.6%、年率2.2%と7四半期連続のプラスとなった。一方、名目GDPは-0.0%、年率-0.1%とほぼ横這いになるなど依然デフレ傾向は継続している。今月の月例経済報告では、「景気は持ち直している」と基調判断を上方修正した。また、引き続き、株価や為替レートなど金融資本市場の動向には留意する必要があると考えている。
- 日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、および内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003（基本方針2003）」の早期具体化を図っている。「基本方針2003」においても、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、集中調整期間の後にはデフレは克服できるとみられるとしている。政府においては、制度・政策の改革を推進するため、経済財政

諮問会議において集中審議を行っている。

- 日本銀行におかれては、消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融資本市場の動向にも留意のうえ、より効果のある調節手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行って頂くとともに、2005年度のデフレ克服を目指す観点から実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

## V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を27～32兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

### 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27～32兆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：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

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た。

この「基本的見解」は当日（11月21日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月25日に、それぞれ公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

前々回会合（10月9、10日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月27日に公表することとされた。

以 上



(別 添)

2003年11月21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27～32兆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**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：平成45年12月>

2003年12月16日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程（2004年1月～6月） **（案）**

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解) 公表	(議事要旨公表)
2004年 1月	1月19日<月>・20日<火>	1月20日<火>	(3月2日<火>)
2月	2月5日<木>・6日<金> 2月26日<木>	2月6日<金> —	(3月19日<金>) (4月14日<水>)
3月	3月15日<月>・16日<火>	3月16日<火>	(4月14日<水>)
4月	4月8日<木>・9日<金> 4月28日<水>	4月9日<金> —	(5月25日<火>) (6月18日<金>)
5月	5月19日<水>・20日<木>	5月20日<木>	(6月30日<水>)
6月	6月14日<月>・15日<火> 6月25日<金>	6月15日<火> —	未定 未定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として15時に公表（ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある）。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日（14時）に公表（英訳については2営業日後の16時30分に公表）。

(注3) 「経済・物価の将来展望とリスク評価（2004年4月）」の「基本的見解」は、4月28日<水>15時（背景説明を含む全文は4月30日<金>14時）に公表の予定。

以 上