マクロ経済トピックス

月例経済報告（12月）

○基調判断は据え置き　（内閣府：12月17日発表）

12月17日に発表された月例経済報告では、個人消費が弱含んでいること、失業率がこれまでにない高さに上昇するなど、雇用情勢は厳しさを増していること、生産、企業収益が大幅に減少しており、設備投資も減少していること、業況判断が一層厳しさを増していることを取り上げた上で、景気に対する判断を「悪化を続けている」と総括した。また、先行きについては、世界経済が同時的に減速するなど、懸念すべき点がみられる、としている。

基調判断は表現を修正したものの、判断は据え置いた。11月の「景気は一段と悪化している」から表現を修正したことについて、内閣府幹部は「落ち込みが加速しているとも解釈できるため、「一段と」を削除した」と説明している。また、先行きについて、テロの影響を懸念する文言が削除されたことについて、「懸念が去ったとは言えないが、輸出の動きなどをみると、マイナスの影響は薄らいでいるのではないか」としている。主要項目では、輸出が上方修正、企業収益、物価が下方修正された。輸出は、対米輸出が増えていること、対アジア輸出の減少幅が縮小していることを上方修正要因として挙げている。企業収益については、法人企業統計で製造業を中心に減益が示されたこと、物価については、下落幅が拡大していることを下方修正要因として取り上げている。

政策態度において、現在の厳しい経済の状況を踏まえ、構造改革を更に加速しつつ、デフレスパイラルに陥ることを回避するため、12月14日に「緊急対応プログラム」を決定した。これを受けて平成13年度第２次補正予算を編成する」という文言が新たに付け加えられた。

その「緊急対応プログラム」をみると、事業規模で4.1兆円程度を確保することとしており、それによる今後１年間の経済効果を実質GDP 0.9％増、失業率0.1％ポイント程度の改善と見込んでいる。12月７日に発表された、平成13年７－９月期のGDPは２期連続のマイナスとなり、景気減速が明確になった。自律的回復のきっかけがつかめないなか、第２次補正予算の効果、更なる量的緩和策の余地に注目が集まろう。

12月の月例経済報告の総括判断及び主要項目の比較（前月からの変更部分は太字）

	11月　月例	12月　月例
総括判断	景気は、一段と悪化している。 ・個人消費は、弱含んでいる。 ・失業率は、これまでにない高さに上昇し、求人や残業時間、賃金も弱い動きが続いている。 ・輸出、生産が大幅に減少し、企業収益、設備投資も減少している。 　先行きについては、米国における同時多発テロ事件等の影響もあり、世界経済が同時的に減速するなど、懸念が強まっている。	景気は、**悪化を続けている**。 ・個人消費は、弱含んでいる。失業率がこれまでにない高さに上昇**するなど、雇用情勢は厳しさを増している**。 ・生産、**企業収益は**大幅に減少**しており**、設備投資も減少している。 　先行きについては、世界経済が同時的に減速するなど、**懸念すべき点がみられる**。
個人消費	弱含んでいる。	同左
住宅建設	おおむね横ばいとなっている。	同左
設備投資	減少している。	同左
公共投資	総じて低調に推移している。	同左
生産	大幅に減少し、在庫率は高水準にある。	同左
雇用情勢	厳しさを増している。完全失業率がこれまでにない高さに上昇し、求人や残業時間、賃金も弱い動きが続いている。	同左
企業収益	減少している。	**製造業を中心に大幅に**減少している。
業況判断	製造業を中心に大幅に悪化しており、一層厳しさが増している。	一層厳しさが増している。
国際収支	輸出、輸入は、ともに大幅に減少している。貿易・サービス収支の黒字は、おおむね横ばいとなっている。	輸出は**減少している**。輸入は、大幅に減少している。貿易・サービス収支の黒字は、おおむね横ばいとなっている。
物価	国内卸売物価、消費者物価は、ともに弱含んでいる。	国内卸売物価は、**下落幅をやや拡大している**。消費者物価は、弱含んでいる。

（参考）　　月例経済報告総括判断の推移

年　月	総　　括　　判　　断
13年４月	景気は、弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している。 ・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。
５月	景気は、さらに弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している中で在庫が増加している。 ・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。
６月	景気は、悪化しつつある。 ・個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、足元で弱いきがみられる。失業率は高水準で推移している。 ・輸出、生産が引き続き減少している。 ・企業収益の伸びは鈍化し、設備投資は頭打ちとなっている。 先行きについては、在庫の増加や設備投資の弱含みの兆しなど、懸念すべき点がみられる。
７月	景気は悪化している。 ・個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、足元で弱い動きがみられる。失業率は高水準で推移している。 ・輸出、生産が引き続き減少している。 ・企業収益、設備投資は頭打ちとなっている。 先行きについては、在庫の増加や設備投資の弱含みの兆しなど、懸念すべき点がみられる。
８月	景気はさらに悪化している。 ・個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、足元で弱い動きがみられる。住宅建設は、減少している。 ・失業率は高水準で推移し、求人や残業時間も弱含んでいる。 ・輸出、生産が大幅に減少し、設備投資も減少している。 先行きについては、世界経済の減速や在庫の増加など、懸念すべき点がみられる。
９月	景気は、引き続き悪化している。 ・個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、一部で弱い動きがみられる。 ・失業率は過去最高の５％台となり、求人や残業時間も弱含んでいる。 ・輸出、生産が大幅に減少し、設備投資も減少している。 先行きについては、世界経済の一層の減速や在庫率が高水準にあることなど、懸念すべき点がみられる。
10月	景気は、引き続き悪化している。 ・個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、このところ弱い動きがみられる。失業率は、これまでの最高水準で推移している。 ・輸出、生産が大幅に減少し、企業収益、設備投資も減少している。 ・業況判断は、製造業を中心に大幅に悪化している。 先行きについては、米国における同時多発テロ事件の世界経済への影響など、懸念が強まっている。
11月	景気は、一段と悪化している。 ・個人消費は、弱含んでいる。 ・失業率は、これまでにない高さに上昇し、求人や残業時間、賃金も弱い動きが続いている。 ・輸出、生産が大幅に減少し、企業収益、設備投資も減少している。 先行きについては、米国における同時多発テロ事件等の影響もあり、世界経済が同時的に減速するなど、懸念が強まっている。
12月	景気は、悪化を続けている。 ・個人消費は、弱含んでいる。失業率がこれまでにない高さに上昇するなど、雇用情勢は厳しさを増している。 ・生産、企業収益は大幅に減少しており、設備投資も減少している。 先行きについては、世界経済が同時的に減速するなど、懸念すべき点がみられる。

（資料）内閣府

平成13年７－９月期GDP速報（QE）

○７－９月期実質GDPは前期比－0.５％と２四半期連続のマイナス成長。

（内閣府：12月７日発表）

平成13年７－９月期の実質GDP成長率は、季節調整済み前期比－0.５％（年率－2.０％）と２四半期連続のマイナス成長となった。２四半期連続のマイナス成長は、現行93SNAで遡及可能な1980年度以降でみれば、1998年１－３月期、４－６月期以来約３年ぶりとなる。当時は1997年３月を山とする後退局面（第12循環）にあり、1999年４月を谷とする今次循環の山が昨年10－12月期頃に設定される可能性が更に高まってきた。

（注）11月30日に平成12年度の確報値が発表された。これによって平成13年度のゲタは＋0.８％となった。尚、内閣府が11月９日に発表した「平成13年度経済見通しの見直し試算について」によれば、今年度の成長率を当初見通しの＋1.７％から－0.９％へと大幅に下方修正した。－0.９％達成のためには10－12月期、１－３月期はゼロ％成長の前提となる。平成13年度のゲタが＋0.８％であることを考えると、実質－１．７％の大幅なマイナス成長を想定していることになる。

７－９月期の実質成長率を需要項目別の成長寄与度に分けてみると、民間内需が－0.８％、公需が＋0.２％、外需＋0.１％となり、民間内需の落ち込みが際立っている。

戦後の景気循環

	谷	山	拡張期間*	後退期間**
第１循環		1951年６月		4
第２循環	1951年10月	1954年１月	27	10
第３循環	1954年11月	1957年６月	31	12
第４循環	1958年６月	1961年12月	42	10
第５循環	1962年11月	1964年10月	24	12
第６循環	1965年10月	1970年７月	57	17
第７循環	1971年12月	1973年11月	23	16
第８循環	1975年３月	1977年１月	22	9
第９循環	1977年10月	1980年２月	28	36
第10循環	1983年２月	1985年６月	28	17
第11循環	1986年11月	1991年４月	53	30
第12循環	1993年10月	1997年３月	41	24
第13循環	1999年４月			

（注）*谷から山まで。**山から次循環の谷まで。
（出所）内閣府資料より郵政研究所作成。

民間最終消費支出は４－６月期QE判明時点（９月上旬）では、１－３月期は前期比＋0.６％、４－６月期同＋0.５％（同２次速報値も＋0.５％）と２期連続でプラス成長となっていたが、12年度確報後は一転して弱い基調であることが判明した。４－６月期－1.１％、７－９月期－1.７％と２期連続でマイナスとなったことで、これまで景気が後退するなかで相対的に安定していたとみられた消費が落ち込み始めたことが確認された。実際、基礎統計となる家計調査（全世帯）の消費支出は４－６月期－4.２％、７－９月期－3.１％（名目、前年比）とマイナス幅が大きい。一方、供給側の統計をみると、小売業販売額は７～９月に前年比でマイナスの伸びであり、これまで消費を支えてきた自動車販売にもかげりが出てきている。景気の後退色が強まるなかで、雇用、所得環境への悪影響が波及しつつあり、今後消費が更に下振れする公算が大きい。

民間企業設備投資は前期比＋1.１％と４－６月期の＋2.６％に引き続きプラス成長となった。事前予想ではマイナスの伸びが大勢であったが、QEの基礎統計となる７－９月の法人企業統計季報によれば、設備投資（名目）は前年比＋0.５％とかろうじてプラスを維持したためである。しかし、実体としては

引き続き調整局面が続いていると判断される。同統計によれば、製造業が－2.7％と4－6月期の＋10.5%から急速に落ち込んでいる。特に大きなシェア（約20%強）を占める電気機械は－17.2%と大きく後退している。IT関連の調整が一朝一夕に終わらない事を考えれば設備投資が回復するパターンは描きにくい。9月調査の短観では2001年度の設備投資計画は前年比－5.8％（全規模全産業）と6月調査からの修正率は＋0.1％とほぼ横這いであったが、その後の3ヶ月間の経済情勢をみればプラスに押し上げる要因に乏く、12月調査（12月12日発表）ではマイナス修正される公算が大きい。

外需はかろうじてプラス成長寄与となったが輸出の前期比の伸びは4四半期連続でマイナスである。米国での自動車販売の健闘等一時的に押し上げる要因もあるが、当面成長を押し上げる公算は小さいであろう。

国内総生産（93SNA：季節調整系列）

（10億円、%）

	2000年度（平成12）				2001年度（平成13）（２次速報）	（QE）	1999年度（平成11）	2000年度（平成12）
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9		
民間最終消費支出	291,018	286,973	288,799	294,205	290.964	286,063	290,386	290,139
前期比	0.4	-1.4	0.6	1.9	-1.1	-1.7		
前年比	0.6	-2.6	0.3	1.5	-0.0	-0.3	2.1	-0.1
民間住宅投資	20,311	20,216	20,573	19,738	18,475	18,658	20,539	20,232
前期比	-2.5	-0.5	1.8	-4.1	-6.4	1.0		
前年比	-2.8	-2.1	4.0	-5.2	-9.0	-7.7	5.2	-1.5
民間企業設備投資	87,255	88,736	91,698	89,211	91,503	92.515	81,706	89,300
前期比	1.8	1.7	3.3	-2.7	2.6	1.1		
前年比	10.5	10.8	12.8	4.1	4.9	4.3	-0.3	9.3
民間在庫増減	-1,752	-1,982	-1,776	-1,698	-1,587	-2,247	-1,747	-1,790
寄与度	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.0
政府最終消費支出	87,112	87,261	87,356	88,319	89,710	89,790	83,835	87,497
前期比	2.5	0.2	0.1	1.1	1.6	0.1		
前年比	4.8	4.5	4.1	4.0	3.0	2.9	5.1	4.4
公的固定資本形成	38,550	37,356	35,629	38,793	34,785	35,902	40,449	37,456
前期比	-1.5	-3.1	-4.6	8.9	-10.3	3.2		
前年比	-9.5	-8.3	-11.3	-0.9	-9.8	-3.9	-0.7	-7.4
公的在庫増減	167	104	121	126	-41	-77	76	128
寄与度	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
純輸出	13,965	14,089	11,877	11,029	9,358	9,672	11,622	12,470
寄与度	0.0	0.0	-0.4	-0.2	-0.3	0.1	0.0	0.2
輸出等	59,728	60,335	60,177	59,117	56,194	54,359	54,674	59,825
前期比	2.7	1.0	-0.3	-1.8	-4.9	-3.3		
前年比	14.6	12.3	9.7	1.6	-5.9	-9.9	5.4	9.4
輸入等	45.763	46,246	48,300	48,088	46,837	44,687	42,968	47,096
前期比	3.4	1.1	4.4	-0.4	-2.6	-4.6		
前年比	10.0	9.1	10.7	8.7	2.3	-3.4	6.2	9.6
実質国内総支出	536,625	532,753	534,276	539,724	533,167	530,276	526,951	535,690
前期比	0.8	-0.7	0.3	0.1	-1.2	-0.5		
前年比	2.3	0.7	2.3	1.4	-0.6	-0.5	1.9	1.7
名目国内総支出	516,881	511,236	510,887	513,516	505,834	501,912	514,349	513,006
前期比	0.1	-1.1	-0.1	0.5	-1.5	-0.8		
前年比	0.1	-1.0	0.3	-0.5	-2.1	-1.8	0.2	-0.3
デフレータ	96.3	96.0	95.6	95.1	94.9	94.7	97.6	95.8
前期比	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2		
前年比	-2.1	-1.7	-1.5	-1.4	-1.3	-1.2	-1.6	-1.9

＜前期比寄与度＞

実質国内総支出	0.8	-0.7	0.3	1.0	-1.2	-0.5	1.9	1.7
民間最終消費支出	0.2	-0.8	0.3	1.0	-0.6	-0.9	1.2	-0.0
民間住宅投資	-0.1	-0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.2	-0.1
民間企業設備投資	0.3	0.3	0.6	-0.5	0.4	0.2	-0.1	1.4
民間在庫増減	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.0
政府最終消費支出	0.4	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	0.8	0.7
公的固定資本形成	-0.1	-0.2	-0.3	0.6	-0.7	0.2	-0.1	-0.6
公的在庫増減	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
純輸出	0.0	0.0	-0.4	-0.2	-0.3	0.1	0.0	0.2
輸出等	0.3	0.1	-0.0	-0.2	-0.5	-0.3	0.5	1.0
輸入等	-0.3	-0.1	-0.4	0.0	0.2	0.4	-0.5	-0.8
内需	0.8	-0.7	0.7	1.2	-0.9	-0.6	1.8	1.5
民需	0.5	-0.6	1.0	0.4	-0.4	-0.8	1.1	1.4
公需	0.3	-0.2	-0.3	0.8	-0.5	0.2	0.7	0.1
国内最終需要	0.7	-0.7	0.7	1.2	-0.9	-0.5	2.0	1.5

（出所）内閣府資料より郵政研究所作成

日銀短観（2001年12月調査）

○業況判断は－40と４ポイント悪化、先行きは－43と３ポイント悪化を見込む（全規模全産業）

（日本銀行：12月12日発表）

・業況判断：現状については、大企業製造業－38（変化幅－５）、大企業非製造業－22（変化幅－５）。
先行きについては大企業製造業が－36（変化幅＋２）、大企業非製造業－25（変化幅－３）。

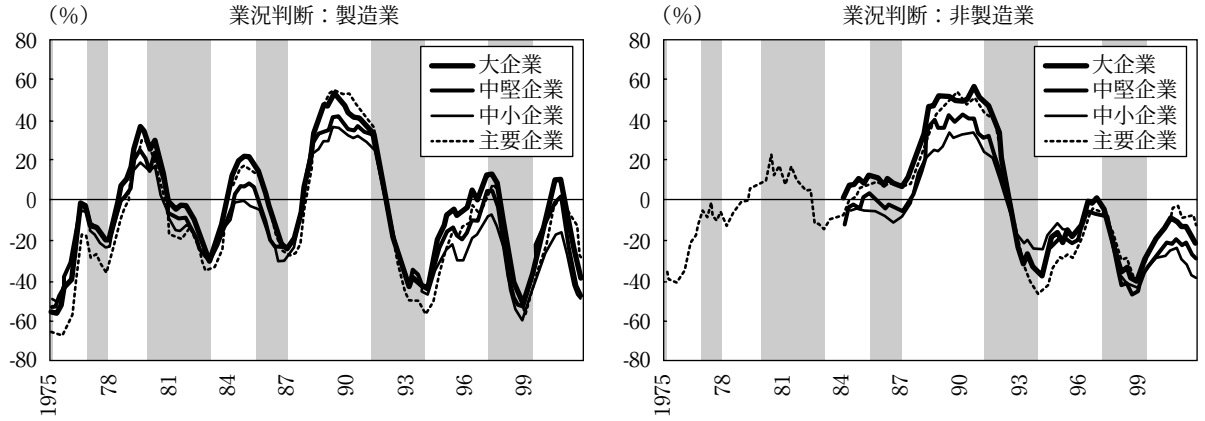
現状の業況判断は製造業、非製造業ともに悪化となった。全規模で製造業、非製造業とも変化幅がマイナスとなっており、景況感の悪化が幅広く波及していることが窺われる。前回調査でプラスだった大企業食料品も狂牛病の影響で今回マイナスに転じた。世界的なIT関連の不振から電気機械、一般機械、精密機械も悪化を続けている。比較的堅調だった自動車も大きくマイナスとなった。
先行きについては、大企業製造業において、非鉄金属、一般機械、自動車を除いて改善を予測している。これまで、過去の景況感のボトムに近くなっていることや（下図参照）、来年以降の米国経済の回復、在庫調整の進展をある程度見込んでいるからかもしれない。

・設備投資2001年度計画は－5.7％（修正率＋0.2％、全規模全産業）。

2001年度は米国経済の減速による輸出の減少、IT関連の不振から、製造業が－7.8％、非製造業が－4.9％、全産業で－5.7％（全規模）とマイナスを見込むが９月調査時よりは、非製造業で＋1.8％、全産業で＋0.2％（全規模）と若干の上方修正となっている。

規模別にみると、大企業においては製造業、非製造業とも下方修正されており、特に大企業製造業で－7.1％と大幅に下方修正している。一方、中堅、中小企業においては、製造業、非製造業とも上方修正となっている。元々、中堅、中小企業は、年度を経過するに従って上方修正するクセがあることを考えると、必ずしも楽観材料と判断できない。ソフトウェア投資額は全産業で＋3.3％（全規模）とプラスを見込んでいるが、前回調査より－3.3％の下方修正となっている。

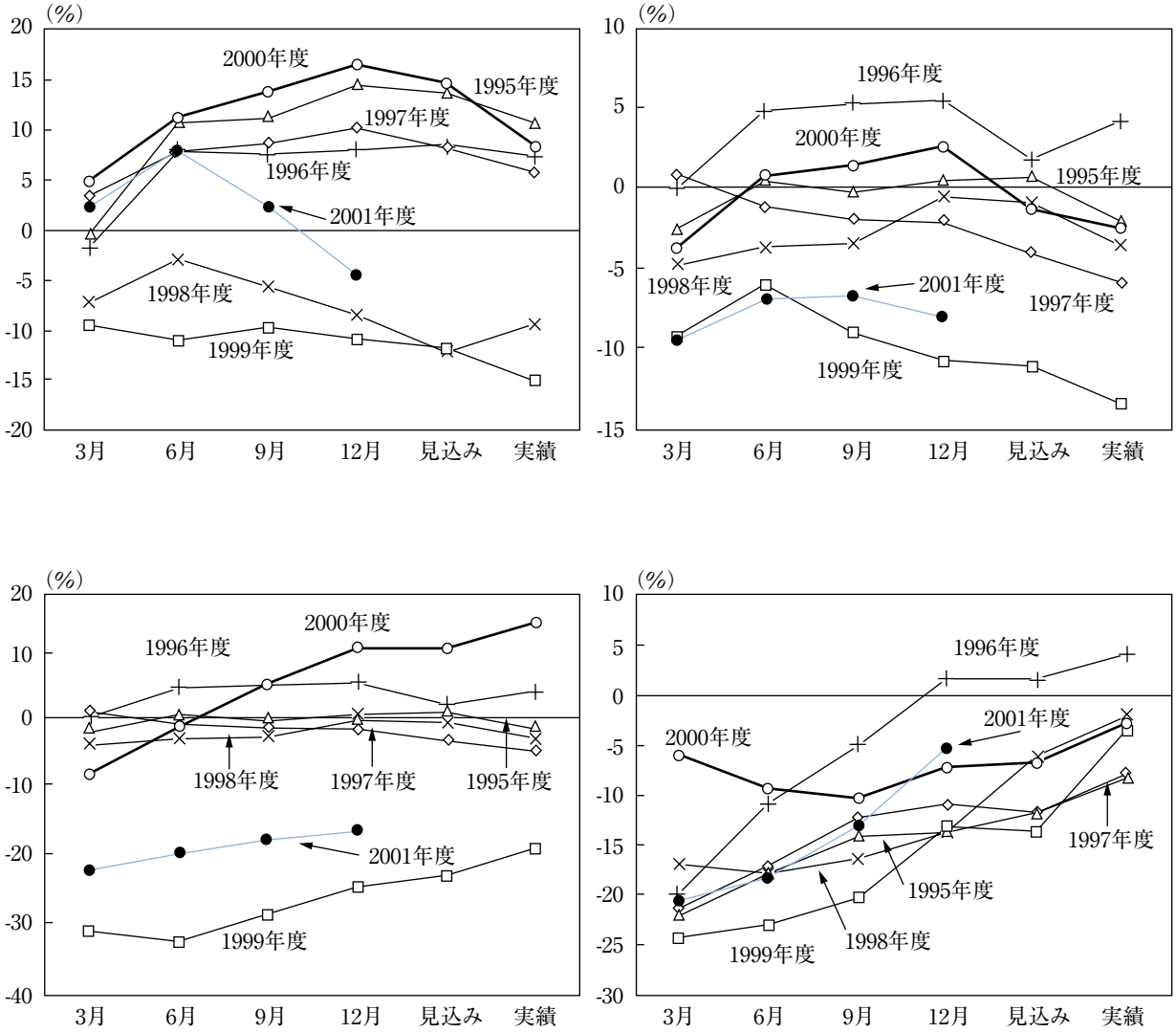
業況判断の推移



（注）シャドー部分は景気後退期　（出所）日本銀行「全国・主要企業短期経済観測調査」

・売上高、経常利益：売上高2001年度見込みは－3.0％（修正率－2.5％、全規模全産業）、経常利益2001年度見込みは－18.7％（修正率－10.5％、全規模全産業）。

2001年度は前回調査同様ほとんどの規模・業種で減収減益を見込んでいる。しかも修正率も若干ではあるが拡大している。事業計画の前提となっている想定為替レートが前回調査時が116.97円に対し今回が119.47円と２円強円安になったにも関わらず、大規模製造業の輸出売上高が－8.5％（修正率－3.8％）と下方修正している。設備投資計画と併せて、当面は米国経済の回復は厳しいという見方を反映した内容になっているものと思われる。



（出所）日本銀行「全国・主要企業短期経済観測調査」

平成13年10月の家計調査について

（総務省：12月７日発表）

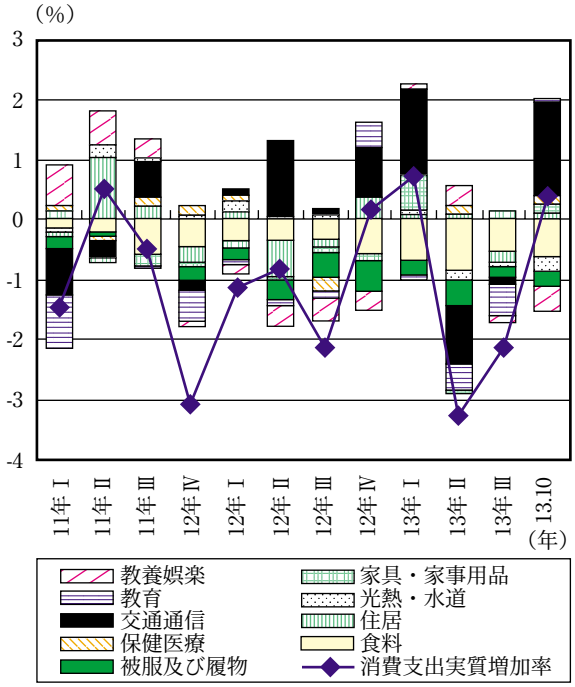
○10月の実質家計消費支出は前年同月比＋0.4％と６ヶ月ぶりの実質増加。

12月７日総務省より10月の家計調査報告（全世帯）が発表された。それによると、10月の１世帯あたりの実質消費支出は307,211円、前年同月比＋0.4％と６ヶ月ぶりの実質増加となった。増加の要因を費目別にみると、交通・通信が同＋14.3％と大幅に増加したほか、家具・家事用品が同＋5.0％、保健医療が同＋4.4％、住居が＋1.6％、教育が同＋0.9％となっている。一方、食料が同－3.6％と32ヶ月の減少（狂牛病による牛肉消費の急減等）、被服及び履物が同－4.9％と７ヶ月連続の減少となったほか、光熱・水道が同－3.7％、教養娯楽が同－4.0％と減少した。

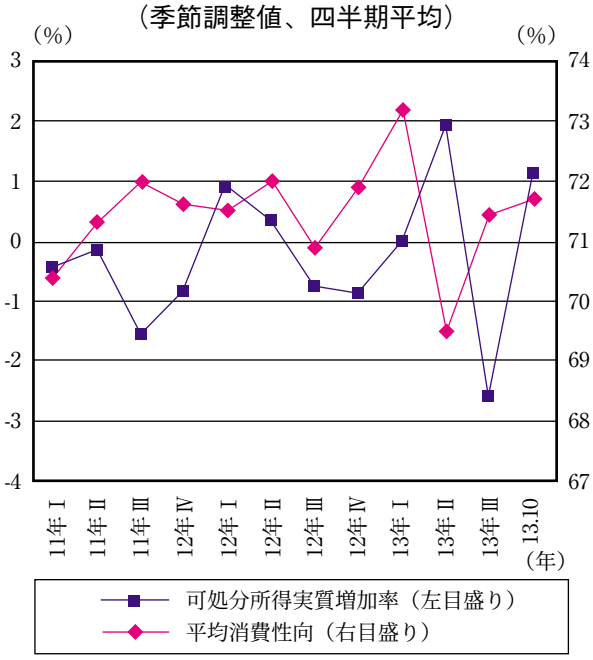
今回消費支出が増加に転じた要因は交通・通信が大幅にプラスとなったためであるが、その中でも自動車等関係費が大きく増加に寄与した。これを販売側の統計である10月の新車販売台数状況でみると、10月は前年同月比－3.0％と減少となっている。これは、家計調査の結果と反対の結果となっており、家計調査の結果にサンプルバイアスがかかっている可能性が高い。交通・通信の実質増加率への寄与度は＋1.5％となっており、交通・通信を考慮しない消費支出は実質減少となる。さらに、他の供給側の統計でみると、小売業販売額が前年同月比－4.9％、全国百貨店売上高（店舗数調整後）が同－1.7％、チェーンストア販売額（店舗調整後）が同－10.1％と軒並み減少している。10月は前年に比べて日曜日が１日少なかったなどの特殊要因があるものの、全体としてみると消費は低迷しているものと判断される。

勤労者の実質実収入は前年同月比＋0.6％と２ヶ

消費支出実質増加率への各費用の寄与度



可処分所得実質増加率及び平均消費性向推移
（季節調整値、四半期平均）



月連続の実質増加となった。ただし、内訳をみると世帯主の定期収入が同0.0％と伸び悩んだのに対して、女性の配偶者の収入が同＋2.3％、他の世帯員収入が同＋5.7％と増加している。11月30日に発表された10月の完全失業率は5.4％と前月に比べて0.1ポイント上昇し過去最高を更新したが、特に男性が5.8％と悪化している。このことから、世帯の働き手である男性の雇用が不安定となり、世帯主の収入が伸び悩んだものと考えられる。

日本経済新聞社がまとめた今年冬のボーナス調査によると、全産業の支給額は前年比1.7％増の761,313円で微増が見込まれるものの、直近に冬のボーナス水準を決めた「冬型」企業は前年比2.7％の減少となった。また、財政状況の悪化から国家公務員の給与水準の引下げも検討されている。従って、今後の所得については企業業績の悪化などを反映して、総じて低調に推移するであろう。

今後の消費についても、前述の通り所得の伸びがあまり期待できないこと、リストラの進展などで雇用不安が高まっており消費マインドの一層の悪化が懸念されることなどから、当面厳しい状況が続くであろう。

平成13年10月家計調査概要

１．10大費目の内訳（全世帯）

項　目	金　額（円）	対前年比増加率（%）		実質増加率への寄与度（%）	摘　要
		名　目	実　質		
消費支出	**307,211**	**-0.5**	**0.4**	**0.4**	**6ヶ月ぶりの実質増加**
食料	71,359	-3.6	-2.6	-0.62	32ヶ月連続の実質減少
住居	20,967	1.0	1.6	0.11	
光熱・水道	18,693	-2.1	-3.7	-0.23	2ヶ月連続の実質減少
家具・家事用品	10,541	1.2	5.0	0.17	
被服及び履物	15,783	-6.9	-4.9	-0.27	7ヶ月連続の実質減少
保健医療	11,925	4.9	4.4	0.16	2ヶ月連続の実質増加
交通・通信	36,977	13.2	14.3	1.52	
教育	16,985	1.9	0.9	0.05	
教養娯楽	28,256	-6.4	-4.0	-0.40	
その他の消費支出	75,725	-1.0	－	－	

２．収入及び支出の内訳（勤労者世帯）

項　目	金　額（円）	対前年比増加率（%）		実質増加率への寄与度（%）	摘　要
		名　目	実　質		
実収入	**485,657**	**-0.3**	**0.6**	**0.6**	**2ヶ月連続の実質増加**
世帯主の定期収入	378,349	-0.9	0.0	-0.01	
配偶者の収入	44,763	1.0	1.9	0.18	
うち女性	44,516	1.4	2.3	0.21	
他の世帯員収入	11,317	4.7	5.7	0.13	
非消費支出	78,694	1.0	－	－	
可処分所得	406,963	-0.6	0.3	－	2ヶ月連続の実質増加
消費支出	331.546	0.7	1.6	－	6ヶ月ぶりの実質増加

日銀による量的金融緩和措置（12月19日金融政策決定会合）

（日本銀行：12月19日発表）

日銀は12月19日の金融政策決定会合において追加的な量的緩和措置を決定した。内容は右表の通りである。

今回の緩和は、９月11日に発生した米国における同時多発テロ事件発生後の協調利下げ措置（９月18日）以来３ヶ月ぶりの緩和措置となる。それ以降の日銀の当座預金残高は概ね９兆円前後となっていた。

９月以降の我が国の経済・金融情勢は、４－６月期、７－９月期実質GDPがマイナス成長であることが判明、完全失業率は5.4％と過去最高を更新、大型企業の破綻、信用リスクの高まりによる社債・CPスプレッドの拡大、不良債権増加懸念による銀行株の下落、と悪材料が重なっている。IT調整、外需減速をきっかけとした生産調整の影響が所得、雇用、消費に波及してきており、実体経済が更に減速する公算が高まってきている。

また、エンロン社の破綻等から信用リスクも再び高まる気配もあり、金融面の景気に対する悪影響が懸念される状況にある。

金融市場調節方針の変更

１．金融市場調節方針の変更
・日本銀行当座預金残高が10～15兆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．長期国際買入の増額
・これまで月６千億円（年７．２兆円）ペースで行ってきた長期国際の買い入れを月８千億円（年９．６兆円）ペースに増額する。

３．金融市場調節手段の拡充
⑴コマーシャルペーパー（CP）、資産担保証券（ABS）の一層の活用
・当面、CP現先オペの積極的活用を図る。
・資産担保CP（ABCP）をCP現先オペの対象および適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。
・住宅ローン債権、不動産を裏付け資産とするABSを適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。なお、従来は、リース料債権、クレジット債権、社債、企業向け貸出債権を裏付け資産とするABSを適格担保の対象としていた。
⑵金融市場調節の運営面の改善

こうした情勢に配慮し、日銀は、「わが国の景気は広範に悪化している。先行きについても、当面、厳しい調整が続くものとみられる。金融市場では、信用度の違いを反映した格差が拡がるなど、金融機関や投資家の姿勢が慎重化している。そうした動きが行き過ぎ、健全な企業の資金調達環境が厳しくなると、実体経済や物価をさらに下押しすることが懸念される。　本日の措置は、こうした点を念頭において、金融市場の安定的な機能を確保し、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとするために講じたものである。」と表明している。

今回の措置のなかで先ず、日銀当預残高を10～15兆円程度に増額する含意は、コール市場残高が信用リスクを懸念してか、減少しつつあったために、実質ゼロ金利を維持するためには更に潤沢なマネーを供給する必要があったことと思われる。

長期国債買い切りオペを月6000億円から8000億円へ増額する意図は、今後更に補正予算が編成された場合に、国債発行30兆円枠を実質的に越えてしまうことへの債券市場のネガティブな反応や、最近上昇傾向にある米国金利を踏まえての措置であろう。

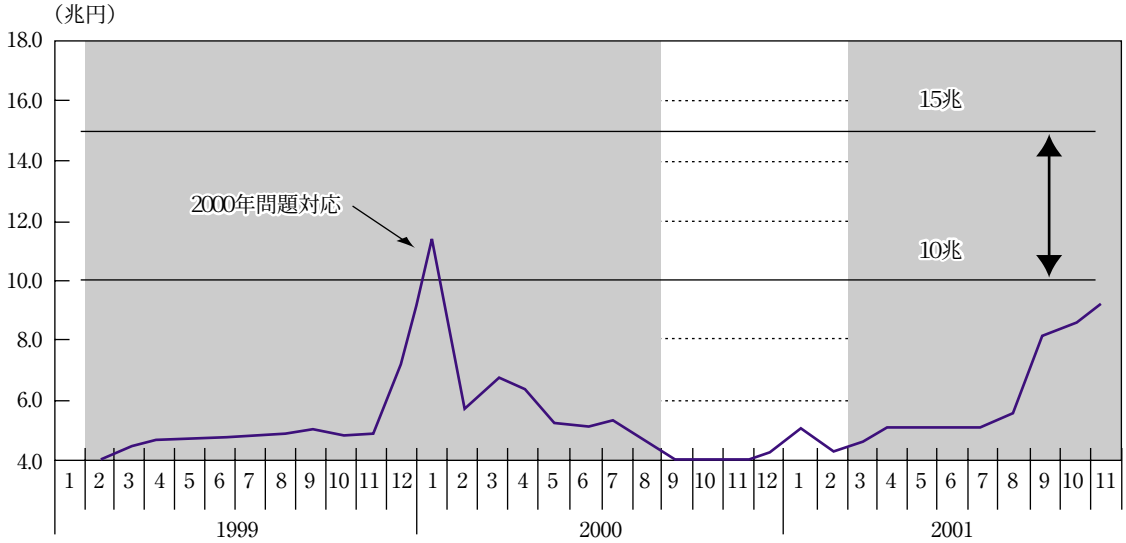
CP、ABSオペの積極化は、これまで国債オペによって債券市場全体の金利が上昇することを回避し

てきたが、ここにきて社債スプレッドの上昇など信用リスクが高まる懸念がみられ、社債・CP金利上昇による企業活動への悪影響を直接和らげる意図であろう。

今回の追加的金融緩和措置は概ね評価されよう。一部には株、土地もオペの対象とするべきである、とのやや過激な主張もみられるが、それなりの信用度を備えたCP、ABSオペであれば特段問題は生じないであろう。市場は時として、平均的、標準的に想定されるであろうスプレッド以上にリスクに対して反応する場合があるために、オペによってスムージングすること自体には意義がある。

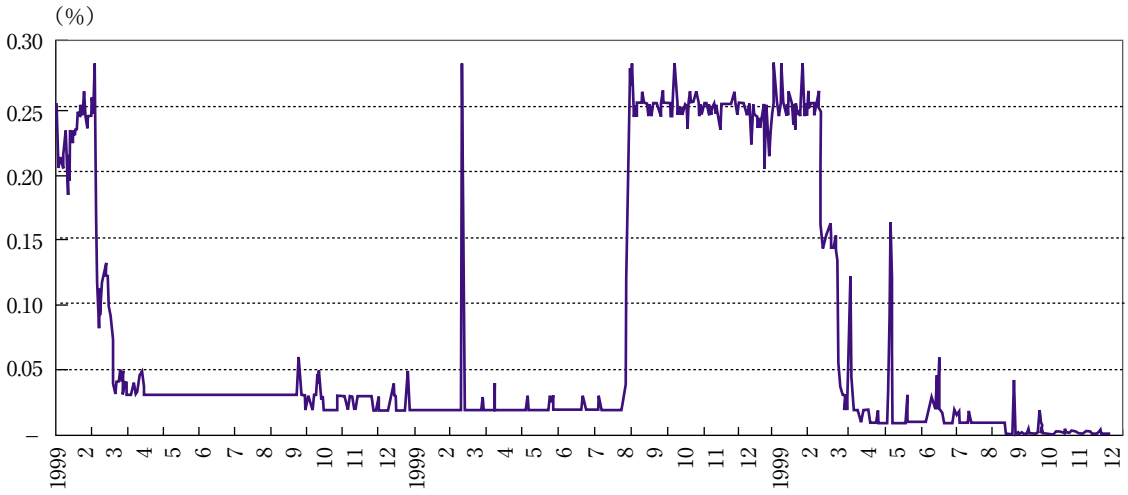
現下、マネーの流通速度が低下している。マネーの拡大が実体経済に対して波及しにくいという特殊な状況にあることや、効果発現までの時間的なラグ、その他内外経済要因が加わるため、純粋にどの程度まで「量的拡大」を続ければ実体経済に対して作用してくるのか判断するのは難しい。最近では、景気が拡張局面にあった1998年はマネーサプライの伸びは概ね４～５％程度（年率換算）であったが、当時と比べて信用乗数（M2＋CD／通貨流通残高）が低下していることを考えれば、今後も相当程度の量的緩和政策を続けざるを得ない状況にあると言えよう。

日銀当座預金残高の推移



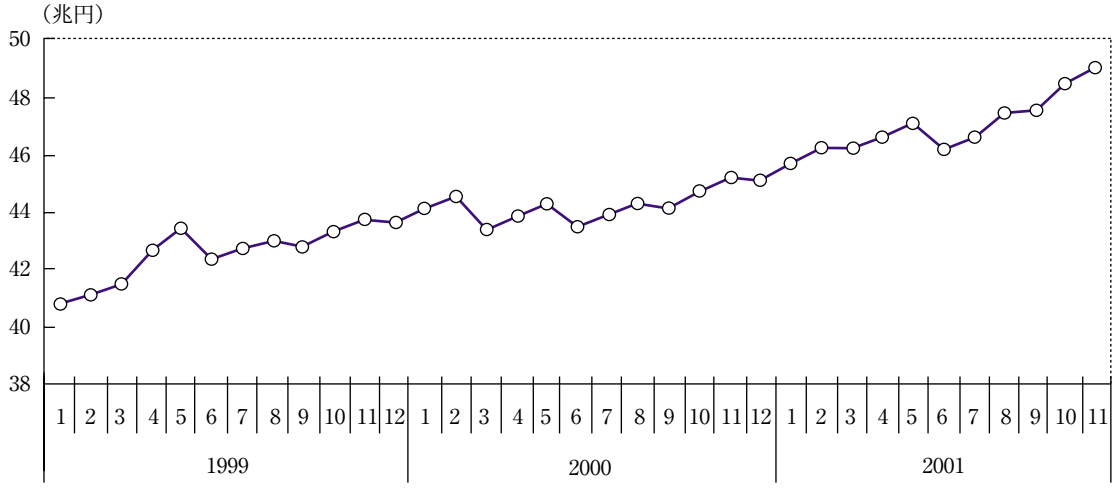
（注）月末残高。シャドー部分はゼロ金利政策期間
（出所）日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

日銀当座預金残高の推移



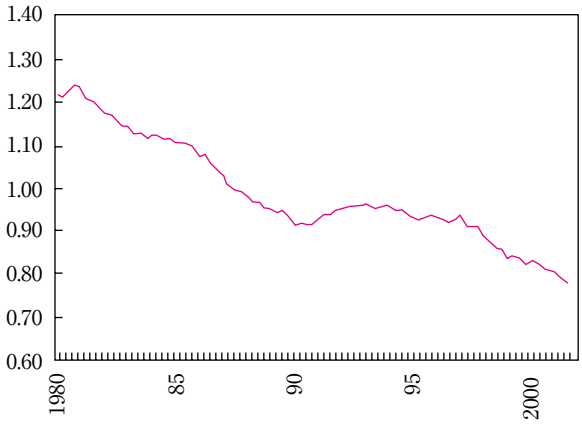
（出所）日本銀行

長期国際買入残高の推移



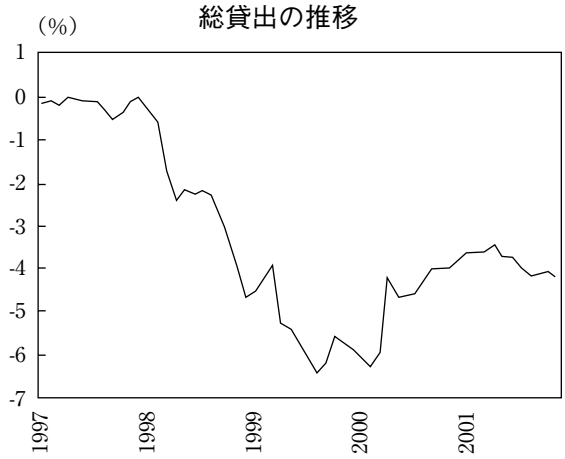
（注）月末残高。
（出所）日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

マネーの流通速度



（注）名目GDP／M2＋CD。季節調整値。
（出所）内閣府「国民経済計算」日本銀行「マネターサプライ」。

総貸出の推移



（注）平残、５業態計。前年比。
（出所）日本銀行「貸出資金吸収」