

(2000年11月17日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2000年11月17日(9:00～12:30、13:17～14:44)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官 (9:00～14:44)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9:00～14:44)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	山岡浩巳

## I. 議事要旨の承認

前々回会合（10月13日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月22日に公表することとされた。

### ・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30日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この間、オーバーナイト金利は、概ね0.25%で安定的に推移した。なお、10月中旬以降、年末越えの資金について、Y2K問題のあった昨年同時期をも上回るテンポで、積極的な資金供給を行っている。

#### 2. 金融・為替市場動向

国内金融市場では、株価が再び軟化傾向を辿り、年初来最安値圏での推移となっている。

株価軟調の背景として市場では、米国NASDAQの下落などにみられるハイテク株の調整の動き、日米両国における政局の先行き不透明感、などを指摘する向きが多い。

長期金利は、株価の軟調や物価指標の弱含みを受けた金利先高観の後退、国債の需給悪化懸念の後退、さらには、RTGS導入を控えた先物の買い戻しといったテクニカルな要因により、このところ弱含んでいる。この間、クレジット・スプレッド（格付けの異なる債券間の利回り格差）は、格付けが特に低めの一部の社債を除き、株価軟調のもとでも、全体としてさほど拡大しているわけではない。

為替市場では、円ドル相場はこのところ106～109円での推移となっている。この間ユーロは、9月下旬のG7協調介入によりいったんは反発したが、その後は再びやや軟化している。

#### 3. 海外金融経済情勢

米国の実体経済は減速傾向が明確になってきている。これは基本的には「ソフト・ランディング」のシナリオに沿った動きと解釈することができる一方、米国の金融市場では、ハイテク株などを中心に、やや不安定な動きが続いている。

すなわち、最近の米国の経済指標をみると、消費関連や生産関連などで、景気のスローダウンを示すものが目立っている。今後のクリスマス商戦についても、売上げの伸び率は昨年と比べてやや鈍化するのではないかと、との見方が多い。

こうした状況の下、米国連銀は、11月15日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、政策金利であるFFレートの誘導目標を据え置くとともに、引き続きインフレ・リスクを注視していく方針を表明した。ただ、対外公表文では、当面の成長スピードが潜在成長率を下回る可能性に言及しており、市場ではこれを、米国連銀が先行き、政策スタンスを「インフレ・リスク重視型」から「中立型」に切り替える布石ではないかと捉える見方が多い。

この間、米国金融市場では、低格付債について、クレジット・スプレッドが拡大し、発行も困難となっている。こうした中で、社債の発行額も減少しており、銀行貸出も10月は減少している。このように、企業金融等の面にも、金融の引き締まりを示唆する動きが徐々に表れてきている。

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

ユーロエリアの経済情勢には大きな変化はない。なお、欧州中央銀行（ECB）は昨日（11月16日）、本年12月より、スタッフの経済・物価見通しを公表していくことを決定した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているとみられる。外生需要の面では、公共投資が前年度補正予算の執行一巡に伴って徐々に減少しているが、純輸出は緩やかな増加傾向を辿っている。国内民間需要の面では、設備投資が増加を続けている。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。この間、住宅投資は概ね横這いで推移している。

こうした最終需要の動向のもとで、生産は増加を続けており、企業部門を起点とする所得と支出の前向きな循環が続いている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給はこのところ改善傾向にあるほか、所定内・所定外給与も増加している。

物価面をみると、国内卸売物価が概ね横這い圏内で推移している一方、消費者物価は弱含みとなっている。

先行きの景気についてのプラス材料としては、製造業を中心に設備投資の増加が続く可能性が高いことや、「日本新生のための新発展政策」の策定を受け、公共投資について、本年度下期も大幅な減少は回避され、来年度上期には増加が見込まれることが挙げられる。

一方、先行きのリスク要因としては、7～9月期にみられた情報関連財輸出の停滞が先行きの生産に及ぼす影響や、消費者物価の弱含みが企業収益を下押しするリスクが挙げられる。しかし、以下の点を考えると、これらの要因の影響は軽微にとどまるとみられる。

第1に、世界的な情報関連需要自体は堅調であり、足許の情報関連財輸出の停滞は、4～6月期の前倒し輸出の反動などを反映した一過性のものとなる可能性が高い。また、こうした一時的な輸出の伸び鈍化を受け、生産の伸びも当面は幾分鈍化する見通しにあるが、在庫循環の面からみて、生産が調整局面に入るリスクは小さいと考えられる。

第2に、足許の消費者物価の弱含みには、衣料品の価格低下がかなりの程度寄与しており、これは、既存の大手アパレル・メーカーや小売店が、新興勢力に対抗して、低価格の輸入衣料品を今秋から本格的に投入していることが主因とみられる。こうした企業の多くは、コストダウンにより相応のマージンを確保しており、企業収益全体に悪影響が出る形にはなっていない。

このように、緩やかな景気回復の持続というシナリオ自体を変更する材料は、今のところ見当たらない。ただ、米国の株価下落に伴うクリスマス・セールへの影響や、国内の低価格競争に追従できない中小企業の収益動向などには、今後とも注意していく必要がある。

物価の先行きを規定する要因をみると、国内の需給バランスは今後とも改善傾向を辿ると見込まれる。この間、原油価格上昇の影響は物価を押し上げる方向に作用する反面、半導体市況の軟化や技術進歩、流通合理化の動きが物価低下圧力として作用することが予想される。これらの要因を反映して、先行き、物価は横這いしないしやや弱含みで推移する可能性が高い。

##### (2) 金融環境

民間銀行貸出をみると、10月の5業態貸出残高（償却要因等調整後）は前年比-1.7%と、6月以降、僅かずつではあるがマイナス幅の縮小が続いている。一方で、資本市場を通じた資金調達は引き続き盛り上がり欠ける展開となっている。

10月のマネタリーベース前年比は+5.3%と、前月（同+4.0%）に比べて伸び率を高めた。これは、10～12月期に予想される郵便貯金の大量満期到来に伴う貯金流出に備え、郵便局が銀行券の保

有を増加させていることを主に反映している。

また、10月のマネーサプライも、前年比+2.2%と、前月（同+1.9%）に比べ伸び率を高めた。これには、銀行券の増加に加え、ゼロ金利政策の解除後、定期性預金とMMF間で金利面の優位性が一部逆転し、MMFから定期性預金への資金シフトが生じていることが寄与している。

企業の資金調達コストは、年末越えの短期調達レートがやや上昇したほかは、横這い圏内で推移している。この間、長期プライムレートは、11月10日に、2.3%から2.25%へと引き下げられている。

なお、10月中に起きた生命保険会社2社の経営破綻や株価の下落に伴い、信用リスクが意識された一部不人気業種・企業の発行する債券については、僅かながらスプレッドの拡大がみられている。しかし、全体として、信用リスクへの意識が目立って強まっているわけではない。

10月の企業倒産は、生命保険会社2社の経営破綻の影響から、負債金額は大きく増加した。もっとも、倒産件数は概ね横這いの状態が続いている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### （1）景気の現状

景気の現状について、大方の委員は、前回会合以降の経済指標などからみて、「企業収益が改善する中、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」というこれまでの判断を変更する材料は得られていない、という認識を共有した。

この間、何人かの委員は、実体経済指標が概ね景気の緩やかな回復に沿った動きを示す一方で、株価の低迷や長期金利の低下が示すように、金融市場参加者や企業の景況感が盛り上がりを欠く展開となっていることを指摘した。

この点について複数の委員は、現在の景気回復は、構造調整圧力を抱え、二極化が進む斑模様の中での緩やかな回復であり、企業からみれば「量は増えても価格が戻らない」状況が続いていることから、回復感は乏しいものとならざるを得ない、と述べた。そのうえで、現在の状況は、回復の初期段階での「踊り場」といえる、との見方を示した。さらに、これらの委員は、政治不安、株価低迷、年金・社会保障等に関する先行き不安、財政再建の道筋が見えないことなどへの不安が、企業や家計のマインドに影を落としている可能性がある、と付け加えた。

さらに別のひとりの委員は、仮に7～9月期以降前期比ゼロ成長が続いたとしても今年度は1.9%成長となる計算であるのに対し、今年度成長率についての「政策委員の大勢見通し」は1.9%～2.3%であり、日本銀行の描いている景気回復のテンポ自体、あくまで緩やかなものである、と指摘した。

次に、個々の需要項目等について、検討が行われた。

輸出についてひとりの委員は、7～9月期の情報関連財の輸出は停滞したが、これは、アジアの情報関連財在庫の積み上がりの状況などからみて予想の範囲内の動きであり、世界のIT関連需要自体は堅調な伸びを示しているため、輸出は年明け後は緩やかな増加傾向に復する可能性が高い、との見方を示した。

次に設備投資について、大方の委員は、機械受注などの関連指標や各種のアンケート調査からみて、設備投資の増加は続いており、今後もこうした増加傾向が維持される可能性は高い、との見方を示した。

ひとりの委員は、7～9月期の機械受注が5四半期連続の前期比プラスとなり、10～12月期も増加が見込まれているほか、受注の内訳をみても、IT関連のみならず産業機械や工作機械等、広範な機械について受注が増加していること、法人企業動向調査でも、7～9月期の設備投資は高い伸びを示していること、中小企業金融公庫の調査によれば、中小製造業の今年度の設備投資は

前年比 + 13.5%と90年度以来の高い伸びが見込まれており、資金調達も大幅に増加する計画となっていることを指摘した。さらに、上述の中小企業金融公庫の調査によれば、調査対象18業種のうち14業種で今年度の設備投資が増加する計画となっており、設備投資の積み増しの動きは裾野の広がりをみせている、と指摘した。

一方、別のある委員は、機械受注の見通し対比達成率は、1～3月期をピークに低下し、7～9月期については100%を割り込んでいること等から、設備投資の実勢は機械受注の数字ほど強くなく、年明け以降は減少する可能性があるとして述べた。

さらに、企業部門全体の動向について、ひとりの委員は、生産は7～9月期に続いて10～12月期も増加となる見通しであり、製造業の収益は増益基調が続くと見込まれる、と述べた。

別のひとりの委員は、通産省の「特定サービス産業動態統計」によれば、情報サービス関連産業の売上高は7～9月期に大きく増加し、10～12月期も増加となる見通しであることや、JR貨物の取扱量や高速道路の利用台数も7～9月期は増加となっていることなど、企業活動の前向きの動きを指摘した。

こうした議論を踏まえ、大方の委員は、企業部門を起点とする景気回復のモメンタムは続いている、との見方を共有した。

個人消費について、大方の委員は、各種の販売関連指標などからみて、一進一退の動きが続いているとの判断を示した。

個人消費の背後にある雇用・所得環境について、複数の委員は、毎月勤労統計の所定内給与の伸びが、本年初のサンプル替えの影響から実勢より高めとなっている可能性があるとして指摘した。ただ、これらの委員を含む何人かの委員は、新規求人倍率や所定内・所定外給与の動きからみて、雇用・所得環境は緩やかながらも改善の方向に向かっている、との見方を述べた。このうちひとりの委員は、こうした雇用・所得環境の動きからみて、個人消費は顕著な増加は期待し難いとはいえ、先行き減少する可能性は小さくなっているのではないかと、との見方を述べた。

別のひとりの委員は、これまで有効求人倍率の改善にはパートタイマーの寄与が大きかったが、最近では非パートタイマーの寄与も大きくなっている、総務庁の「労働力調査」の雇用者数と労働省の「毎月勤労統計」の常用労働者数のいずれも前期比でプラスとなってきたこと、と指摘し、雇用情勢の改善傾向が一段と明確になってきている、と述べた。さらに、この委員を含む複数の委員は、今冬の賞与について、こうした雇用情勢の改善や企業の増益基調、民間機関の予測などを踏まえると、前年を若干上回る水準で着地するのではないかと、との見方を示した。

これに対し、さらに別のひとりの委員は、企業は当面、人件費抑制スタンスを続けていくとみられるため、今冬の賞与も基本的には抑制傾向が維持され、企業から家計への前向きの所得循環の波及は遅れる可能性が高い、との見方を述べた。また、先行きの個人消費を巡るリスクとして、年金制度等に対する先行き不安や、財政再建の展望が見えないことの不安が、消費マインドに悪影響を及ぼすリスクを指摘した。

物価面では、各委員が、足許の物価指数について、消費者物価の前年比マイナス幅がやや拡大傾向にあるなど、弱めの動きがみられていることを指摘した。

多くの委員は、消費者物価指数の前年比マイナス幅の拡大には、既存のアパレル・メーカーや小売店が、新興勢力に対抗して、今秋から低価格の輸入衣料品を積極的に投入していることによる衣料品価格の低下がかなり寄与しており、この間、需給バランスは悪化しているわけではない、と指摘した。

このうち一人の委員は、こうした形での価格低下は、グローバルな競争激化の下での「国際価格への鞘寄せ」とも言うべき動きである、との見方を示した。そのうえで、こうした競争の激化は、日本経済の構造変化にとって避けられず、企業経営上乗り越えなければならない課題であるとの認識は、産業界の一部でもようやく理解されるようになり始めた、とコメントした。

以上のような議論を踏まえ、多くの委員は、足許の物価の動きは、流通業界全体の企業収益に悪

影響を及ぼしているわけではなく、基本的には景気回復とも両立し得るものである、との見解を示した。同時に、何人かの委員は、こうした価格の下落は、低価格競争についていけない中小小売業の収益を圧迫することを通じて、景気の足を引っ張るリスクもある、と指摘した。このうち複数の委員は、このところ中小自営業者の廃業が増加しており、低価格競争の激化は、現実には経済の二極化を加速させているようにみられる、と述べた。

こうしたことも踏まえ、多くの委員は、引き続き、物価の動きを、企業収益の動向などとあわせて注意深くみていくべきである、との見解を共有した。

この間、需給バランスの要因による物価低下圧力についても、何人かの委員が言及した。

ひとりの委員は、需給バランスの崩れによる価格下落懸念がここに来て再び出始めた、と述べた。その背景としてこの委員は、政府系金融機関の融資や信用保証枠の拡大、金融機関の債権放棄等によって、本来淘汰されるべき企業や設備が残ってしまっており、これが、建設や機械、素材などの業種で、「勝ち組」企業を巻き込みながらの過度な価格競争に結びついている、との見方を示した。そのうえで、こうした措置は、景気回復が最優先という段階では止むを得ない部分もあったが、その影響が所要の構造調整の先送りを通じて、現在は「悪い物価下落懸念」の残存という形で顕在化してきたとも言えるのではないかとコメントした。さらにこの委員は、企業は価格下落による収益減少を補うために、引き続き人件費抑制に動く可能性があることから、家計部門の回復がさらに先送りされかねず、これは景気の先行きに対するリスク要因となり得る、との見解を述べた。

別のひとりの委員は、今後、仮に世界のIT関連需要が減速することがあれば、輸出への影響を通じて国内の需給バランスの改善も停滞するリスクがあり、その意味でも、海外経済やIT関連需要の動向を注意してみていく必要がある、と述べた。

また、この委員を含む複数の委員は、物価の低下のうち、どれだけが必要要因によるもので、どれだけ供給要因によるものかを、物価統計の側から識別することは大変難しく、結局、物価の動きを企業収益などとあわせてみることににより、景気回復との整合性といった観点から判断していくことが重要となる、との見解を述べた。

この間、さらに別のひとりの委員は、日本銀行は物価情勢について、「需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した」という判断を、7月以降の「金融経済月報」の「基本的見解」で示してきたが、これは、ゼロ金利政策解除時の公表文で「その後1年半が経過し」と記しているように、あくまで「ゼロ金利政策の導入時と比べて」との趣旨である、と述べた。そのうえで、この表現を用いているため、日本銀行が必要要因を全く無視しているかのように誤解されている面もあるので、何らかの対応が必要ではないかとの意見を述べた。

## (2) 経済・物価の先行きの展望とリスク

景気の先行きについて、大方の委員は、10月31日に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準的なシナリオを変更する材料は得られていない、との見方を共有した。

ただ、同時に多くの委員は、米国をはじめとする海外経済や金融市場の動向など、上記レポートで示していたダウンサイド・リスクのうち、当面重点を置いて慎重に点検していくべきリスク要因が、より明確になってきている、との見方を示した。このうち複数の委員は、先行きの見通しの「分布」をイメージすると、「標準的なシナリオ」である「最頻値」（最も確率の高い値）は不変だが、ダウンサイド・リスク側の分布がやや膨らんだ状況といえる、と述べた。

まず、米国経済の動向とその日本経済への影響について、議論が行われた。

ひとりの委員は、米国経済の先行きのシナリオについて、減速傾向が明確にならず、急激な金融引き締めが必要となってハード・ランディングが起るケース、ソフト・ランディング、ソフト・ランディングよりもやや急ピッチでの減速となるケース、の3つに整理した。そのうえで、ここ数か月の経済指標は、金融引き締めや原油価格の上昇を反映して、米国経済が「ソフト・ラン

ディング・シナリオ」に沿って緩やかに減速していることを示している、と述べた。さらに、こうした指標をみる限りでは、ハイテク分野の生産等は引き続き堅調であるように窺われる、と指摘した。

一方でこの委員は、米国の金融資本市場では、ハイテク株を中心とする株価の調整や、社債のクレジット・スプレッドの拡大、低格付社債の発行の困難化、銀行貸出の減少などがみられており、金融市場はハイテク分野の先行きについて、実体経済指標が示すよりもやや警戒的にみているように窺われる、とも述べた。

そのうえでこの委員は、米国経済の展望を上述の3つのシナリオに則してみれば、メイン・シナリオは「ソフト・ランディング」のまま、のシナリオの確率が減り、のシナリオの確率がやや増えた状況といえる、と整理した。さらに、今後、クリスマス期の消費動向や、金融市場の動向に注目していく必要がある、と述べた。

別のひとりの委員も、米国経済は、本年前半までの年率5%程度の成長テンポから、3%程度の成長テンポに減速する可能性が高いと述べた。そのうえで、この程度の減速は、成長の持続性という観点から中長期的にはむしろ望ましいと考えられるが、成長が減速する過程では、下方にモメンタムがつくりリスクもあるので、注視していきたい、との見解を示した。

この間、また別の委員は、米国経済は10年近くにわたって景気拡大を続けてきただけに、市場参加者の間では、経済のどこかに行き過ぎが生じているのではないかと、といった懸念が根強く、これが、足許の米国株価の警戒的な動きにつながっているように見受けられる、と述べた。

さらに別の委員は、米国株価の下落は、経常赤字の円滑なファイナンスを困難にするルートを通じて、米国経済のソフト・ランディングに対するひとつのリスクとなり得る、と述べた。一方で、米国は財政・金融政策の両面で政策対応の余地が大きく、これは、ソフト・ランディングの実現にとってプラス要因である、とも指摘した。

また、ある委員は、米国経済の減速が日本経済にもたらす影響について、次のように整理した。

すなわち、米国経済の減速が、アジア等世界経済の減速を通じて日本に影響をもたらすルート、米国のハイテク分野の調整が日本のハイテク分野の設備投資を腰折れさせるルート、米国株価の下落が日本の株価に波及し、これが日本経済に悪影響を及ぼすルート、の3点を指摘したうえで、米国経済の減速が急激なものとならない限り、のリスクは大きくないとみられるが、とのリスクについては注意してみいく必要がある、との考えを示した。

この間、米国株価の先行きについてとりわけ慎重な見方を示すひとりの委員は、米国株価のこれまでの上昇はバブルであり、現在はその自壊が表面化している状況である、と述べた。また、NASDAQはすでに昨年10月中旬の今回上昇相場の出発点の水準近くまで下落しており、10月の安値を割り込めば12月の初めにかけてさらに大幅に低下するリスクがあり、NYダウもこれに連れて下落する危険が大きい、との見方を示した。そのうえで、こうした米国株価の下落は、米国のクリスマス商戦にかなりの影響を与えるのではないかと、との考えを述べた。

次に国内経済金融情勢について、各委員は、生産や設備投資など実体経済に関連する指標は概ね「企業部門主導の緩やかな回復」という流れに沿った動きとなっている一方、金融市況の面で、株価の低迷など弱めの動きがみられることを指摘した。そのうえで、多くの委員は、株価の低迷が、先行きの日本経済に対する何らかの情報を含んでいるのか、株価の低迷自体が、企業・家計のコンフィデンスや、金融機関の融資行動などに影響を与えないか、といった点について、注意してみいく必要がある、との見解を示した。

まず、足許の株価低迷の背景について、検討が行われた。

多くの委員は、株価低迷の背景として、米国NASDAQの動きに代表される世界的なハイテク株の調整、日米両国における政局の先行き不透明感などを指摘し、生産や企業収益など、日本の株価を巡るファンダメンタルズが変調をきたしているわけではない、との見解を示した。

このうちひとりの委員は、現在、米国や欧州、アジアといった各国の株価は一様に下落しており、例えば欧州株も、ドル・ベースに引き直せば年初来2割程度下落している計算になるので、日本の株価だけが下落しているわけではない、と指摘した。

別のひとりの委員は、企業リストラによる人件費抑制の動きが止まりつつある一方で、株式市場では、リストラを超えて新しいビジネス・モデルの構築にまで成功している企業は少ないとの見方から、今後この面から更なる収益増加のモメンタムは期待できないと評価されている可能性がある、との見解を示した。同時に、更なる株価の押し上げにつながるようなリストラは、一方で家計所得にマイナスのインパクトを及ぼす可能性もある、とも指摘した。

さらに別のひとりの委員は、現在市場では、米国経済の減速や海外株価の調整の日本への影響や、日本経済において、「外需から内需へ」、「オールド・エコノミーからニュー・エコノミーへ」、さらには「企業から家計へ」といった経済のリード役の交替がスムーズに進むかどうかを見極めたいといった「模様眺め感」が強い、との見解を述べた。

この間、日本の株価について慎重な見方を示すひとりの委員は、日本株は10月の安値を割り込んで、もう一度相場の中期的な下値をテストする展開になると予想され、これは、市場が企業業績の先行きについて不安を抱いていることの表れである、との見方をとった。

次に、足許の株価の低迷が日本経済の先行きに及ぼす影響について、検討が行われた。

ひとりの委員は、金融市場の動きを全体としてみれば、クレジット・スプレッドが目立って拡大したり、金融機関の融資スタンスが再び消極化するといった展開にはなっていないことを指摘し、株価の低迷は、現在のところ、97~98年にみられたような「クレジット・クランチ」につながっていない、と指摘した。その一方で、これ以上の株価の下落は、金融機関の不良債権処理や与信行動に影響を及ぼすリスクもあり、株価の動向には注意が必要である、と述べた。

別のひとりの委員も、計量モデル等によれば、これまでの株価の低迷がマクロ的に大きな影響を及ぼす可能性は小さいが、これ以上株価の下落が進むと、非連続的にマイナスの影響が増えていく可能性もある、との考えを述べた。また別のひとりの委員も、多くの企業で含み益は底をついてきており、これ以上の株価の下落は、企業の当期利益に悪影響を及ぼす可能性が高いのではないかと指摘した。

こうした議論を踏まえ、多くの委員は、株価のこれ以上の下落は、企業や家計のマインドや金融機関の融資スタンスなどに悪影響をもたらすリスクがあるので、株価の動向や、こうしたもとの企業や家計のコンフィデンス、企業金融の動向、などを引き続き注視していく必要がある、との見解を共有した。

さらに、ひとりの委員は、海外経済や株価の動向以外に考慮すべきリスクとして、先送りされている構造調整問題や地価下落が金融機関の経営体力に与える影響、多くの企業は収益の回復を輸出増とリストラによって実現しており、収益基盤はなお脆弱であること、国債発行残高からみて財政赤字は限界にきており、これ以上の国債増発は国の信用が問われ、長期金利の上昇を招きかねないこと、原油価格上昇の影響、ユーロ安の影響、を指摘した。別のひとりの委員は、生命保険会社の倒産に伴う生活設計の不安が消費マインドに及ぼす影響を、リスク要因として指摘した。

この間、景気の先行きに関し、他の委員よりも慎重な見方をするひとりの委員は、景気動向指数をみると、9月の先行DIが50を割り込むなど弱めの動きがみられており、足許の景気は拡張局面にあるが、年末から来年度にかけて景気は正念場を迎える、機械受注の増加は携帯電話により過大評価されており、設備投資の実勢はこれほど強くない、日本リサーチセンターなどの調査によれば、消費者マインドにやや陰りが出ている、交易条件の悪化、販売価格の下落、先行きの輸出の減少等を背景に企業収益の増加や賃金・雇用の改善のモメンタムは今年度下期にはピークアウトするとみられ、早晩、企業は雇用者数の削減だけでなく一人当たり人件費の削減を迫られるというリストラの第2段階に突入する可能性が高い、といったマイナス材料を挙げた。

さらにこの委員は、原油価格は高止まりし、いずれ前の高値を抜くリスクがある、との見方を示

した。そのうえで、名目GDPに対する石油・石油製品・天然ガスの輸入金額の比率をみると、本年第2四半期において日本や米国が1%台であるのに対し、韓国は6%台、タイも日米の水準をかなり上回っており、原油価格の上昇は石油依存度の高い韓国、タイ等の一部アジア諸国に深刻な影響を与えるおそれがある、との考えを述べた。さらに、韓国は金融システム安定のため100兆ウォンを注入したが、今後必要とされる50兆ウォンの追加注入の帰趨が同国の金融システムの安定を大きく左右する、との見方を示した。

### (3) 金融面の動向

上記の株式市場以外の金融面の動向について、ひとりの委員は、民間銀行貸出の前年比マイナス幅は若干縮小してきており、銀行の融資スタンスは前向きな姿勢が維持されている、直接金融市場でも、企業の資金調達環境は良好であり、クレジット・スプレッドの目立った拡大もみられていない、と述べ、企業の資金調達環境は引き続き良好である、との見方を示した。

さらに、この委員を含む複数の委員は、株価の低迷や景況感の停滞に応じて、長期金利がこのところ低下し、1.8%を下回る水準となっていることを指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気の現状は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している、先行きについては、10月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準シナリオに沿って、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続いていく可能性が高い、ただし、海外経済や金融資本市場の動向など、当面重点を置いて点検していくべきいくつかのリスク要因が、より明確になってきている、物価は、先行き横這いしないしやや弱含みで推移するとみられる、金融は緩和された状態が続いている、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、当面は金融緩和スタンスを継続して景気回復を支援していくとともに、そうしたもとの民間需要の回復力の強さと持続性などを慎重に見極めていくべきである、として現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、との判断で一致した。そのうえで、海外経済や内外金融資本市場の動向など、いくつかのリスク要因に十分に注意を払っていく必要がある、との見方を共有した。

このうちひとりの委員は、先行きのリスクに対し、金融政策運営の面でどう対応すべきかという観点からコメントした。すなわち、実体経済の面では、公共投資や輸出は来年以降再び増加に転じる可能性が高いこと、株価は低迷しているが、株価の変動自体に金融政策が直接対応するのは適当でないこと、物価面では、足許の物価の軟化はテクニカルな要因による部分が大きく、需給環境が悪化しているわけではないこと、を指摘した。その上で、この委員を含む何人かの委員は、いくつかのリスクがより明確になってきているとはいえ、「緩やかな回復」という標準シナリオが維持されている中では、現在の金融緩和スタンスを維持することが適当である、と述べた。

また、複数の委員は、株価低迷や景況感の停滞に反応する形で長期金利が低下しており、現状の金融政策スタンスの下で、市場は自律的な調整機能を発揮している、と指摘した。

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

その理由としてこの委員は、各種の物価指数の前年比がいずれもマイナスであり、特に国内卸売物価については、10月の前年比が本年2月以来のマイナスとなったほか、前月比も2か月連続で下落しており、デフレ局面が続いていると判断される、株価が下落し、海外情勢も不安定である

中で、潜在成長率と考えている 1.5～2%まで景気を加速させ、一定期間それをキープすべきである、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準シナリオが崩れる可能性が高まっている、と述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている。ただし、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっているなど、家計部門の改善が遅れており、企業収益の大幅な改善が、所得や個人消費の増加につながっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはない。物価面でも、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数やGDPデフレーターの前年比マイナスが続いている。原油価格の高騰や内外市場の動向が経済に与える影響についても、十分注視する必要がある。
- 政府としては、公需から民需への円滑なバトンタッチに万全を尽くし、景気の自律的回復に向けた動きを本格的回復軌道に確実につなげるとともに、21世紀における新たな発展基盤の確立を目指すため、経済対策を決定し、これを受けた12年度補正予算を11月10日に国会に提出した。  
この補正予算は、歳出面については、経済対策関連として、社会資本整備やIT関連特別対策、災害対策、中小企業等金融対策、住宅金融、雇用対策等に重点的に計上している。歳入面については、租税について1兆2,360億円の増収を見込み、また、前年度の純剰余金1兆5,103億円を計上しているが、なお不足する部分については、公債の追加発行1兆9,880億円を行う。この結果、本年度の公債発行額は34兆5,980億円となり、公債依存度は38.5%となる。この公債の発行については、市場の動向やニーズ等を十分に勘案して年別別の発行額を適切に設定することで確実かつ円滑な消化を図ることを考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近の経済動向をみると、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体として緩やかな改善が続いていると判断している。しかしながら、雇用状況は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているほか、倒産件数はやや高い水準となっており、負債金額の増加もみられる。また、株価の下落が続いていること、米国経済やアジア経済の動向、原油価格などの下方リスクも考慮する必要がある。
- こうした中で、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、揺るぎない構造改革を推進するために、「日本新生のための新発展政策」をはじめとする諸施策を引き続き推進してまいりたい。
- 日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向を注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、という意見が大勢を占めた。

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

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

### 議案（議長案）

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

記

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

### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、消費者物価指数（除く生鮮）、GDPデフレーター、国内卸売物価指数がいずれも前年比マイナスとなるなど、デフレが続いていると判断されること、

現在、かなりのデフレギャップが残存し、民需の自律的回復が実現していない一方、物価は安定しておりインフレリスクが殆どない状況であるので、現在の政策では不十分と考えられること、先般公表した「『物価の安定』についての考え方」や「経済・物価の将来展望とリスク評価」でも物価目標やガイドラインとなる特定の指標は示されておらず、金融政策の対外的説明が依然抽象的表現に基づいていることから、アカウンタビリティを果たすために物価目標値を設定すべきであること、の3点を理由に、上記採決において反対した。

## 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を11月20日に公表することとされた。

以上

(別添)

平成 12 年 11 月 17 日  
日 本 銀 行

## 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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(賛成多数)。

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

以 上

(2000年11月30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2000年11月30日(9:00～12:27)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

大蔵省	原口恒和	大臣官房総務審議官(9:00～12:27)
経済企画庁	河出英治	調整局長(9:00～12:27)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

## I. 議事要旨の承認

前々回会合（10月30日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月5日に公表することとされた。

### ・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（11月17日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>に沿って運営した。金融機関は、概ね所要準備に見合う準備預金の積み姿勢を維持しており、オーバーナイト金利は0.25%前後で安定した推移を辿った。

#### 2. 金融・為替市場動向

##### （1）国内金融資本市場

株価は、米国NASDAQの下落や、国内の景況感が慎重化していることなどをを受けて、日経平均が22日、TOPIXが24日にそれぞれ年初来最安値をつけるなど、不安定な動きを続けている。9月、10月は、情報通信関連株がNASDAQの動きにつれて下落していたが、11月入り後は、銀行が保有する株の含み益がなくなりつつあるという見方も加わって、金融関連株の下落が大きくなっている。市場では、景気の先行きに不透明感が出始めている状況では、積極的に買い上げにくいという雰囲気強い。また当面の注目材料としては、米国株の動向、海外投資家の動き、持ち合い解消売り、などが挙げられている。

長期金利は、10年物国債流通利回りが1.6%台に低下した。このレベルは8月のゼロ金利政策解除前の水準である。また、残存4～8年の中期ゾーンの金利はゼロ金利政策解除前の水準をかなり下回っている。こうした動きは、市場において景気・物価の先行きに慎重な見方が増えていることを反映したものとみられる。

短期のターム物金利の動きをみると、3か月物金利の上昇がここにきて一服するなど、本行の積極的な資金供給もあって、年末越えの資金調達に対する懸念が徐々に後退しつつあるように窺われる。

##### （2）為替市場

円の為替相場は幾分下落し、110～111円程度で推移している。市場の景況感の慎重化、一部生保の破綻を受けた金融システムに関する懸念の台頭、国内政局の不安定化、さらには米国大統領選挙の帰趨などが、円売りドル買い材料となっている。円の為替相場も、ユーロ当局者の発言を受けたユーロ買い介入警戒感が加わって下落している。

#### 3. 海外金融経済情勢

米国の経済指標をみると、11月の消費者コンフィデンス指数が幾分低下したほか、非国防資本財受注もやや弱めとなるなど、景気減速を示唆するものが続いている。9月の貿易収支は、単月では過去最大の赤字を記録した。これを受けて、本年第3四半期実質GDPの暫定推計値の前期比年率は+2.4%と、速報値の+2.7%から下方修正された。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

欧州では、ドイツのＩＦＯ景況判断指数とフランスの製造業コンフィデンス指数がやや低下しており、景気拡大テンポの鈍化を示唆している。東アジア各国の本年第３四半期の実質ＧＤＰは、概ね前期並みの高めの伸びを確保したが、直近の指標をみると、韓国、シンガポール、香港などで減速を示す指標が多い。

米国金融市場では、株価が不安定な動きを続けている。社債の銘柄間スプレッド（対トリプルＡ銘柄スプレッド）は、これまで投資不適格の社債（いわゆるジャンク債）の拡大が目立っていたが、ここに来て、投資適格であるトリプルＢ社債のスプレッドも拡大し始めた。また、銀行の商工業向け貸出基準も厳しめになっている。

#### ４．国内金融経済情勢

##### （１）実体経済

前回会合以降、輸出入、個人消費、生産等の指標が発表されたが、景気判断を変える材料は見当たらない。

10月の実質輸出は横這い圏内の動きとなった。これは、情報関連財が引き続き小幅の減少となったほか、東アジア向け鉄鋼や欧米向け自動車も減少に転じたことが主因である。他方、実質輸入は、情報関連財と資本財の輸入を中心に、引き続き増加している。この結果、実質貿易収支の増勢は一服した。

個人消費関連の指標は、家電販売やコンビニエンス・ストア売上高が高水準を維持している反面、全国百貨店売上高やチェーンストア売上高が低迷しており、全体として回復感に乏しい状況が続いている。

企業向けサービス価格指数の前年比は、情報関連機器の価格低下を背景とするリース料金の値下がりや、同一都道府県内の市外通話料金の引き下げを主因に、小幅の下落が続いている。

10月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で＋1.5％と、予測指数（＋3.4％）を下回った。また、11月、12月の予測指数と合わせると、10～12月期は前期比＋0.7％の小幅の伸びに止まる見通しである。これまでも、生産の増加テンポは今後幾分鈍化するとみていたが、公表された10月の動きは見込みより幾分弱いものとなった。

##### （２）金融環境

11月のマネタリーベースの前年比は、郵便局が定額郵貯の大量満期到来に備えて手元現金を一段と積み増していることを受けて、前月をやや上回る見通しである。定額郵貯の大量満期到来は、来年1～3月にかけても続くため、マネタリーベースの水準自体は、当分は高いままの状態が続くとみられる。ただし、前年比でみると、Ｙ２Ｋ（コンピューター2000年問題）の影響で大きく変動した昨年の反動が出るかたちで、不安定な動きをすることになると見込まれる。

9月の貸出約定平均金利（新規実行分）は、長期がやや上昇した。一方、短期の約定平均金利は、市場金利が上昇したにもかかわらず、経営健全化計画を意識して、相対的に金利の低い貸出が9月末にかけて積み増しされた影響等から低下した。

#### ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

##### （１）景気の現状と先行き

会合では、前回会合（11月17日）以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に、検討が行わ

れた。

多くの委員が、生産の増加テンポに鈍化の兆しが窺われること、この背景には、米国やアジア経済等の拡大テンポの鈍化が輸出の一服につながっている面があることに言及した。

このうちの複数の委員は、現状は、緩やかな回復の中での踊り場に入りつつあるのではないかとの認識を示した。

別のひとりの委員からは、鉱工業生産指数のピークアウトや株価の下落などを背景として、景気は、先行き不透明感が強まっており、微妙かつ重大な局面にあるとの発言があった。

もっとも、討議の結果、大方の委員は、「景気は緩やかに回復している」という前回会合までの基調判断を修正する必要はない、現在の動きは、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中で示した標準シナリオの範囲内のものである、との認識を共有した。

具体的には、まず、生産の10～12月期の伸びが前期比+0.7%と小幅なものに止まる見込みとなったことを受けて、企業部門の改善傾向に変化が窺われるかどうかについて、意見交換が行われた。

ひとりの委員は、鉱工業生産の実績指数と予測指数を比較してみると、7月以降4か月連続で実績が予測を下回っていることや、電気機械工業の動きが弱まっていることを挙げて、企業部門の動向を警戒的にみていく必要がある、との認識を述べた。

別の委員は、鉱工業生産のモメンタムは、すでに本年8月にピークをつけたあと低下方向に入った可能性があり、こうした動きは、やがて企業収益にも影響を及ぼすことになると発言した。その委員は、その根拠として、電気機械工業の生産実績が当初予測を達成できなくなっている、原材料の在庫が積み上がっている、設備投資は、輸出の減少と大規模小売店舗立地法に関連する駆け込み建築の反動等から、すでに勢いを失っている、といったことを指摘した。

また、ほかのひとりの委員は、企業収益について発言し、上期実績をみると、IT関連企業や一部成長企業を除いた多くの企業では、依然として輸出やリストラに支えられた面が強かった、下期の収益水準は、輸出の減少、内需回復の足踏み、および価格下落懸念から、上期対比で低下する公算が大きいとして、収益基盤は全体としては依然脆弱であるとの見方を述べた。これに加えて、その委員は、今年度の決算には、時価会計導入による資本勘定の変化や退職給付債務の調整等の影響が加わることから、収益水準が振れる点にも注意が必要である、と述べた。さらに、この委員は生産動向についても言及し、現状、在庫調整は鉄鋼や石油化学などの一部の製品に止まっているが、このほか、IT関連分野でも汎用品を中心に在庫の積み上がりが見られており、こうした動きが今後の生産調整につながるリスクを念頭に置く必要がある、と付け加えた。

このような懸念材料が示されたことに対して、ひとりの委員は、業界からのミクロ情報として、工作機械、ロジックIC、ソフトウェア開発などの受注状況が堅調であることを紹介したうえで、設備投資の持続性について、現段階で判断を変更する必要はないとの認識を示した。

また、別の委員は、IT関連分野の世界的な需要はなお強いほか、国内の設備投資も増加を続けていることを踏まえると、これまでの流れは基本的には変調を来たしていない、生産の増勢が鈍化したと言っても、なお増加基調にある、したがって、企業収益の改善傾向と雇用・所得環境の小幅改善という、「緩やかな景気回復」を支える構図に変化はないとの認識を述べた。そのうえでその委員は、最大のポイントは、景気が潜在成長率を下回るほどまでに大きく減速して、需給ギャップが再び拡大するかどうか、ということであるが、この点については、海外経済のスローダウの度合いにかかっている、との見解を明らかにした。

輸出動向や海外経済についての見方も数多く示された。

まず、米国経済について、ひとりの委員は、金融機関の融資スタンスを含めた金融環境が、90年代初めと同程度にまで引き締まっていることや、企業、家計の負債がさらに増加していることなどからみて、最近の金融環境の悪化がいずれ实体经济に対して悪影響をもたらす恐れがある、と指摘した。また、この委員は米国株価動向についても言及し、NASDAQが古典的な投機バブルの崩壊過程にあり、投信からの資金流出も続いていることを踏まえると、米国株価が金融引き締めにもかかわらず上昇を続けてきたことと同様に、金融を緩和しても株価が下げ止まらない可能性がある、

との懸念を表明した。

これに対して、複数の委員からは、米国経済の減速はこれまで望まれていたことであり、5%程度の高成長が3%程度に減速することは、世界経済の持続的発展に資する可能性が高い、との発言があった。もっとも、これらの委員も、米国経済の減速が現状程度で止まるかどうかは不明確であるほか、仮に現状程度で止まったとしても、アジア経済の減速などを經由して、回復力が脆弱な日本経済に対し予想以上のショックをもたらす可能性も否定できないとして、今後の輸出動向などを注視する必要がある、との認識を強調した。

東アジア経済の動きについても見解が示された。ひとりの委員は、東アジアではランニング在庫の積み上げが一巡している、素材製品で、米国景気減速を受けた各国の対米輸出減少分が、東アジア域内にシフトしている、東アジアの現地では、経済の拡大を見越した仮需に基づく在庫の積み上がりもみられている、といったこと等から、日本企業の東アジア向け輸出が減少し、これが生産の伸びの鈍化につながっていると指摘した。

また、別の委員からは、韓国経済動向について、財閥のリストラが不徹底であることと、議会在金融システム救済のための公的資金の追加的な注入を承認しなかったことの2つを懸念材料として挙げたうえで、状況が悪化していることには注意を要するとの発言があった。

もっとも、このうちの前者の委員は、アジア経済が米国経済減速の影響を受けてはいるが、中には、IT関連分野を中心に堅調な推移を示している国もあることから、東アジア経済は、二極化しているとは言え大きく失速する可能性は小さい、との考えを示した。

会合では、個人消費についても発言があった。複数の委員は、家計の支出態度を積極化させる方策として、確定拠出型年金(いわゆる401K)を早期にスタートさせて、家計の資産形成に対する金融資本市場の貢献をより大きなものとする、年金、社会保障、金融機関のバランスシート問題など、家計の将来不安を和らげるような施策を行う、といったことが必要であると述べた。また、ほかの委員からは、所得が下げ止まり、消費性向も安定しているわりには、個人消費関連の指標が弱く、個人消費の実勢が正確に把握されていない可能性があるともみられる、という考えが示された。

このほか、物価面では、ひとりの委員が消費者物価指数の見方に関して、このところ生鮮食品価格は輸入品の浸透を受けて下落傾向を続けているが、この点は衣料品の価格低下と同様であるとしたうえで、供給サイドの変化を整合的に把握するという観点に立つと、生鮮食品価格を含めた総合ベースで消費者物価指数の点検をすることも必要ではないか、との考え方を述べた。

別の委員は、石油価格について、現状はWTIベースでみて34~35ドル程度で揉み合っているが、80年代からの米国主要石油会社の在庫極小化戦略が、ここ数年の大手石油会社の合併により一段と促進されており、この結果、石油価格のボラティリティが増大していることに注意する必要がある、との見方を述べた。

## (2) 金融面の動き

金融面では、株価が不安定な動きを続けていることを受けて、その背景や実体経済活動に及ぼす影響などについて、各委員からの発言があった。

まず、株価の低迷の背景については、多くの委員から、市場の景況感が慎重化していることを示している、米国株価の下落の影響を受けている、といった指摘があった。

このうち、複数の委員は、株価の低迷、長期金利の低下、および円相場の軟調という金融資本市場全体の相場展開は、市場の景況感が慎重になっていることを示す典型的なパターンである、との見方を述べた。

また、別の委員からは、株価の低迷は、こうした国内要因以上に、ITを中心とする世界的な株価調整の影響を受けている、といった見解が示された。この委員は、その根拠として、主要国株価指数の年初来の最高値からの下落率を、為替相場調整後のベースでみると、電気通信などのハイテク・セクターのウェイトが高い日本、ドイツで大きくなっていることなどを指摘した。そのうえで、

海外投資家が国内株式取引の半分近くを占めている現状では、国内の株価形成における海外要因の影響力は一段と高まっている、との見解を述べた。

これらとは別のひとりの委員は、長期金利について言及し、市場は、今年度補正予算の成立や、来年度の国債発行額が100兆円に迫るかもしれないといった、国債の需給に関する材料に反応せず、景況感の悪化にのみ反応するようになっている、このため、12月短観の結果次第では長期金利は一段と低下する可能性がある、との見方を示した。

次に、このような金融資本市場の動きが実体経済に及ぼす影響についても議論が行われた。

まず、株価の低迷が実体経済に及ぼす直接的な影響として、ひとりの委員が、企業や消費者のマインドが悪化する可能性を指摘した。もっとも、その委員は、実体経済活動全体がしっかりしていることから、現状ではまだ大きな影響は出ていないという見方を示した。別の委員も、ニュー・エコノミー分野の企業の立ち上がりや新規の雇用に影響が出ることが考えられるが、その度合いは、かなり限定的ではないかという考えであった。

また、何人かの委員は、株価の低迷が金融機関の融資スタンスを一段と慎重化させる可能性についても言及した。ひとりの委員は、株価の下落によって、不良債権処理のための償却原資になりうる株式含み益が大幅に減少していることが懸念されると発言した。別の委員も、日本の株価がさらに下落すると、銀行や生保の経営に影響が出てくる恐れがあると述べた。

ほかの何人かの委員も同様の問題意識を示したが、それらの委員からは、あわせて、金融機関の融資姿勢は、すでに融資先の信用リスクを適正に反映する方向となっており、株の含み益の減少によってこれが一段と厳しくなるとは考えにくい、企業の資金需要が依然として低迷しているため、仮に金融機関の融資スタンスに変化が生じたとしても、企業活動がすぐに強く制約されることはない、日本では、米国と異なり、社債と国債との間のスプレッドが安定していることからみても、企業の資金調達に支障は生じていないと判断される、といった指摘があった。もっとも、このうちのひとりの委員は、株価の低迷が年度末まで続くような場合には状況が変化しうるので、今後の動向については、注意深く点検していく必要があるとの認識を付け加えた。

こうした議論とは異なる視点として、複数の委員は、景況感の下振れに合わせて、長期金利が低下したり、円相場が軟化することは、それ自体市場の自律的な反応であり、企業収益や投資環境をサポートするといった一種のバッファ機能がある面にも注目したい、との考えを述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、「景気は緩やかに回復している」という前回会合までの基調判断を修正する必要はない、実体経済面や市場の景況感は、やや弱い方向に動いているとみられるが、現状は、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中で示した標準シナリオの範囲内の動きである、との認識を共有した。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、当面は現在の緩和的な金融環境を維持し、景気回復をサポートするとともに、「経済・物価の将来展望とリスク評価」に述べられた様々なリスクについて十分な目配りをしながら、民間需要の自律回復力の強さや持続性、内外市場の動向などを点検していくことが重要である、という見方で概ね一致した。この結果、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、との判断に至った。

これに対して、別のひとりの委員は一段の金融緩和を主張し、そのフェジビリティの高いひとつの手段として、消費者物価（CPI）上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲットに移行し、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを提案した。この委員は、その理由として、景気動向指数、鉱工業生産、株価動向などを踏まえると、景況感の悪化は明ら

かである、消費者物価指数、卸売物価指数、GDPデフレーターがいずれも下落しているほか、地価は下落幅を拡大しているなど、デフレ的な状況が続いている、したがって、10月末に決定した「経済・物価の将来展望とリスク評価」における「緩やかな回復が続く」という標準シナリオが崩れる可能性がさらに高まっている、消費者物価指数の目標を公表すべきである、見通し数値の公表については、ECBが、スタッフ作成の需要項目別数値を2年先まで公表することとしたことを、日本銀行も参考にすべきである、といった点を列挙した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている。ただし、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、家計部門の改善が遅れており、企業収益の大幅な改善が個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、未だ確信を持てるような状況にはない。物価面でも、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数やGDPデフレターの前年比マイナスが続いている。原油価格の高騰や、このところ軟調な展開が続いている株式市場をはじめ内外の市場の動向が経済に与える影響についても、十分注視する必要がある。
- こうした状況のもとで、政府は、経済対策を決定し、これを受けて編成された平成12年度補正予算が11月22日に成立した。政府としては、今回の補正予算を着実に実行することにより、景気の自律的回復に向けた動きを本格的回復軌道に確実に繋げるとともに、わが国経済の21世紀における新たな発展基盤の確立を図っていきたいと考えている。また、企業の年末金融について資金供給に万全を期す必要があると考えており、近日中に政府系金融機関と民間金融機関との意見交換を行う予定である。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、わが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、景気の認識について上記の大蔵省からの出席者と同趣旨の発言があった。そのほか、以下のような発言があった。

- 景気の下方リスクとしては、企業倒産の動向、米国経済やアジア経済の動向、原油価格の推移、さらには株価の下落が心理的な影響を及ぼすことなどがあり、これらについて、今後警戒感をもって注視していくことが必要である。
- 今般95年基準の「93SNA」を公表した。平成11年度の実質GDPは0.9%上方修正の1.4%となったが、一方、GDPデフレーターは0.4%下落幅を拡大して-1.5%となった。こうした中で、景気を本格的な回復軌道に乗せていくためには、ゆるぎない構造改革を推進していくことが必要であり、そうした観点で先般新たな経済対策を策定した。これらを含む諸施策を引き続き推進していくことが必要である。
- 日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向に応じながら、豊富かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き景気回復に資するような金融政策運営をお願いしたい。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、

という意見が大勢を占めた。

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

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

#### 議案（議長案）

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

#### 記

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

#### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、株価の下落は、銀行の自己資本を毀損しているほか、生保の経営状況にも大きな影響を及ぼしており、企業マインドの悪化や逆資産効果を通じて、景気の腰を折りがねない、物価指数は軒並み前年比マイナスであり、深刻なデフレが続いている、民需の自律回復がなかなか実現せず、大きなデフレギャップが残存している、オーバーナイト金利を0.25%とする政策の目標が不明確であり、アカウンタビリティを十分果たしているとは言えないため、定量的な物価目標ガイドラインが必要である、といったことを挙げたうえで、現状維持の政策では不十分であるとして上記採決において反対した。

以上

(別添)

平成 12 年 11 月 30 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(賛成多数)。

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

以 上

(2000年12月15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2000年12月15日(9:00～12:13、13:01～14:31)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

(注) 速水委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:00～10:14の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4. 政府からの出席者：

大蔵省	村上誠一郎	総括政務次官 (9:00～14:31)
経済企画庁	中城吉郎	調整局審議官 (9:00～13:22)
	小峰隆夫	調査局長 (13:22～14:31)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
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（11月30日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で安定的に推移した。

なお、年末越えの資金については、弾力的な供給を続けており、今後も、年末にかけて安定的な市場地合いを確保すべく適切な金融調節に努めていきたい。

### 2 . 金融・為替市場動向

株価は、11月下旬にかけて、年初来の最安値を更新するなど、軟調に推移している。12月入り後は、米国NASDAQ指数が反発したこともあり、本邦株価も一時やや値を戻した。最近の特徴的な動きとして、中低位株の買戻しの動きが目立っていること、PERやイールド・スプレッドからみて日本株の割安感が出ているとの指摘が聞かれること、などが挙げられる。先行きについて、市場では、米国株価の動きや先行きの本邦企業の収益動向が鍵になるとの見方が多い。

長期金利は、11月からの低下地合いを引き継いで、12月上旬に約1年半振りに1.5%台半ばまで低下した。その後、最近では1.6%台で推移するなど、値動きの荒い展開となっている。市場では、長期金利変動要因として、景気動向に対する注目度が高まっている。この間、民間債のクレジット・スプレッドは、総じて横這いないし縮小気味に推移している。

短期金融市場では、金融機関の年末越え資金調達が山場を迎えており、ターム物金利が幾分上昇したが、本行の積極的な年末越え資金供給などを背景に、全体として落ち着いた市場地合いが維持されている。

円の為替相場は、わが国の政局や景気回復に対する不透明感等から円安気味で推移し、最近では111円から112円台の動きとなっている。この間、ユーロ相場は、対ドル、対円ともに上昇した。

### 3 . 海外金融経済情勢

米国の実体経済は、経済指標のうえからも、減速傾向が明確になってきている。例えば、実質個人消費が前月比横這いとなったほか、自動車販売、消費者コンフィデンス指数、全米購買者協会（NAPM）指数などが緩やかに低下している。また、クリスマス商戦の動きをみても、事前予想に比べてチェーンストアの売上高の伸びがやや鈍っている模様である。一方、雇用環境は引き続きタイトな状況が続いており、インフレ圧力はなお残存している。もっとも、11月の生産者物価は原油価格の反落の影響もあり、落ち着いた動きを示した。

米国金融市場では、こうした景気減速を示す経済指標が相次いだことに加えて、グリーンズパンFRB議長発言（12月5日）が先行きの金融緩和を示唆するものと受け止められたことから、全般に金利が低下している。FF先物市場では、1月末のFOMCにおける利下げを予想する向きが多くなっている。また、株式市場では、NASDAQ指数が反発しているほか、株価のボラティリティーが低下するなど、足許、落ち着きを取り戻している。

他方で、低格付け債のクレジット・スプレッドが引き続き拡大しているほか、金融機関の融資態度のタイト化もみられる。こうした金融環境の引き締まりの動きが設備投資などの実体経済活動に影響を与えることがないか、注意してみたい。

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

アジア諸国では、なお堅調な成長が続いているが、このところ、輸出の伸びの鈍化が目立っている。韓国では、本年第3四半期まで高い成長率を示したものの、足許では、輸出の鈍化などを背景に、前期比ベースではゼロ成長に止まっている可能性がある。こうしたアジア経済のスローダウンがどのようなテンポで進むか、注意深くみていく必要がある。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

景気は、緩やかな回復傾向を維持しているとみられる。ただ、アジアにおける鉄鋼や一部の電子部品等の在庫調整の影響などから、純輸出が増加から横這いに転じているほか、公共投資も徐々に減少している。このため、生産の伸びが低下するなど、回復テンポはやや鈍化しているものと判断される。

先行きについては、製造業を中心とする設備投資の増加が見込まれるほか、補正予算の成立を受けて、公共投資も一時的にせよ増加することから、生産活動の増加基調が崩れることは考えにくい。ただし、米国、アジアにおける景気のスローダウンの度合い次第では、輸出の調整がさらに大きなものとなる可能性があり、この点、米国クリスマス商戦の帰趨やNIEs諸国の景気減速の程度について、注意深くみていく必要がある。

最終需要の動きをみると、実質輸出は、鉄鋼や化学など一部素材の減少や、情報関連財の増勢一服から、来春頃までは横這い圏内で推移する見通しにある。情報関連財の輸出については、アジア現地在庫の調整が長引いているうえ、欧米におけるパソコン需要の下方修正に伴い関連部品の需要も鈍化していることから、暫く停滞が続く可能性がある。

設備投資は、製造業と非製造業とで勢いに差がついているものの、全体としては情報関連分野を主体に増加を続けている。先行指標である機械受注も、製造業を中心に引き続き増加している。一方、法人企業統計季報でみた7～9月期の設備投資は、前期比-1.2%と小幅の減少となった。内容をみると、第1に、製造業・大企業では、12月短観で示された本年度設備投資計画と比べ、投資進捗が遅れ気味となっていることが窺われる。これは、受注好調な半導体製造装置等において一部基幹部品の増産が追いつかず、供給面のボトルネックが生じていることが背景にあると考えられる。したがって、本年度上期に計画された投資の一部が、下期、さらには来年度へ繰り延べられる可能性がある。第2に、法人企業統計季報では、非製造業・中小企業の設備投資が大幅な減少となっている。ただ、12月短観やその他機関による調査では、同セクターの投資計画が上方修正されており、実勢が掴みにくい状況となっている。

次に、個人消費については、10～11月の各種販売統計は総じて横這いのものが多く、一進一退の動きが続いている。また、消費財供給指数をみると、輸入品を中心に高目の伸びが続いているが、全体の伸びが高まる状態にはない。なお、輸入品が大量に流入していることに関し、流通在庫が増加しないかどうか、注意を要する。

以上のような最終需要のもとで、10～12月期の生産は、素材や電機の輸出一服から、増勢が鈍化する見通しにある。さらに、2001年1～3月期については、素材や電子部品における生産調整が続くことなどから、増加テンポがさらに鈍化するとの感触である。ただ、生産の増加基調自体は維持されるとみている。この間、製造業の在庫循環をみると、生産財のうち、鉄鋼や化学にすでに調整色が始めているが、電気機械生産財では、在庫率が低く維持されている。このため、目下のところは、製造業全般にわたる大きな在庫調整に至る可能性は大きくないとみられる。

雇用・所得環境をみると、常用労働者数が横這い圏内の推移を続けている中、賃金が引き続き前年水準を上回っており、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。また、今冬季賞与は、民間では前年を僅かに上回る見通しにあるが、減額が予定されている公務員を含めてトータルでみると、ほぼ前年並みとなる可能性が高い。

物価面をみると、国内卸売物価は、機械類の値下がりや電力料金の値下げ等の影響が石油関連製品

の値上がりに勝る形で、やや弱含んでいる。消費者物価は、石油製品が上昇したものの、その他の輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。

## (2) 金融環境

民間銀行貸出をみると、前年比マイナス幅の拡大傾向には歯止めが掛かっているものの、依然、前年比 - 2%弱の弱い動きが続いている。資本市場では、CP発行が年末越えを中心に大きく増加し、Y2K問題を背景に著増した昨年に匹敵する水準に達している。一方、社債発行は動意が乏しい状況となっている。

11月のマネタリーベース前年比は、郵便局による定額郵貯大量満期を控えた銀行券の一段の積み増しを背景に、前月(同+5.3%)に比べて伸び率を高め、+5.7%となった。ただ、12月以降は、前年がY2K問題に伴い大幅に増加したことから、その反動で前年比伸び率が低下する見込みにある。11月のマネーサプライは、前年比+2.1%となり、このところ、前年比2%程度の伸びが続いている。

企業の資金調達コストは、短期は横這い圏内で推移しているが、長期は市場金利の低下を背景にやや低下している。この間、10月の貸出約定平均金利(新規実行分)は、ゼロ金利政策解除後の短期金利の上昇分を反映する形で、短期を中心に上昇した。

企業金融面では、企業のキャッシュ・フローが高水準を続けているほか、12月短観でも、企業の資金繰り判断D.I.や企業からみた金融機関の貸出態度判断D.I.は悪化をみていない。このように、金融機関の貸出姿勢や企業金融はこれまでの緩和された状態が継続している。

11月の企業倒産は、前月に比べて増加した。ただし、倒産件数は、夏場以降を均してみれば概ね横這いで推移している。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状について、大方の委員は、前回会合以降の経済指標などからみて、輸出や生産を中心にやや減速感がみられるとの見方を示した。ただ、同時に、わが国の景気は、引き続き緩やかな回復を続けている、との認識を共有した。

多くの委員から、公共投資や輸出の減速を背景に生産の増加テンポが幾分鈍化しており、回復の動きが足踏み状態になっている、との指摘が相次いだ。ひとりの委員は、12月短観において、業況判断D.I.が横這いから先行き低下となっていることや、本年度下期の企業収益が下方修正となっていることなどは、景気の足踏み感や先行き不透明感を反映している結果である、との見方を述べた。また、別のある委員は、わが国経済は、需要構造の変化に柔軟に対応した企業の成長やIT関連中心の設備投資活発化にみられるように、様々な構造変化を伴っており、二極分化ないし斑模様の回復にならざるを得ないとの認識を述べたうえで、回復テンポは緩やかなものに止まり、一時的に「踊り場」の状況になることもありうる、と発言した。

もっとも、これらの委員は、同時に、企業収益は、伸びは幾分鈍化する可能性があるものの、増益基調は維持されている、短観や企業ヒアリングにおいて、IT関連の設備投資意欲が根強いことが確認できるなど、設備投資は増勢を維持している、家計部門の回復には力強さが欠けるが、雇用・所得環境が緩やかに改善の方向に向かっている、といった点を挙げ、企業部門を起点とする景気回復メカニズムは維持されているとの認識を強調した。このうち、ひとりの委員は、製造業の稼働率指数が上昇傾向を続けていることや、短観において、設備過剰感、雇用過剰感が僅かながら改善の方向にあることを指摘して、需給ギャップが再び拡大に転じていることはない、との見方を述べた。

各需要項目については、以下のような議論があった。

まず、何人かの委員が、公共投資が前年度補正予算の執行一巡に伴い徐々に減少していることに言及した。このうちひとりの委員は、住宅投資が若干減少していることにも触れた。ただ、これらの委員は、こうした動きは予想の範囲内である、との認識を示した。

輸出に関しては、多くの委員から、米国経済の減速を背景に、このところ勢いが鈍っている、との見方が示された。このうち何人かの委員は、米国経済の影響を受けて、東アジア経済の拡大テンポが鈍化していることが、わが国の輸出環境の悪化に繋がっている、との認識を述べた。

設備投資について、何人かの委員が、7～9月期の法人企業統計季報が設備投資の伸び鈍化を示唆していることに言及した。ひとりの委員は、部品メーカーの海外移転の動きが加速しているほか、設備過剰感が依然として強く、赤字企業がなお多い中小企業の設備投資低迷が全体の足を引っ張っている、との見方を示した。また、別のある委員は、機械受注の見通し達成率が2000年1～3月期をピークに低下していることが懸念されると述べた。

もっとも、何人かの委員は、同時に、設備投資の先行指標である機械受注は、中小企業の設備投資動向を示すとされる代理店経由分を含めて、堅調な伸びを続けている、12月短観では本年度の設備投資計画が上方修正されている、大蔵省の景気予測調査や中小企業金融公庫の中小設備投資動向調査など、他のアンケートでは、設備投資の強めの動きが示されている、といった点を挙げて、全体としては設備投資の増加傾向は維持されているとの認識を示した。

次に、個人消費について、多くの委員が、引き続き回復感の乏しい状態が続いている、との認識を述べた。ある委員は、家計の資産・負債を時価換算して得られるネットワーク（純資産）が十分回復しておらず、そうしたストック面の負担から消費が抑制されている面もある、との認識を示した。ただ、ひとりの委員は、消費者ニーズが多様化し、売れる商品と売れない商品の二極分化がみられるなど、消費の構造変化が進行している中でも、消費財供給数量が回復していることを踏まえると、現在、消費は「平時」の状態にあると考えられると述べた。この委員は、技術革新、流通革命や内外価格差の縮小の動きなどを背景に価格が下落傾向にあるところ、名目所得が伸びない中でも、実質ベースの消費の伸びは、プラスを維持しているのではないかと続けた。また、もうひとりの委員は、企業のリストラ圧力が引き続き根強いことに鑑みると、むしろ現在の消費は比較的健闘していると評価できると発言した。

また、何人かの委員は、12月短観の雇用判断やその他の統計にみられるように、雇用・所得環境が緩やかながらも改善の方向に向かっており、そのことが、消費の回復をサポートするとの見解を示した。ひとりの委員は、名目賃金が引き続き前年を上回って推移しているほか、今冬の賞与も民間では3年振りに前年比プラスとなる見通しにあり、家計の所得環境はごくゆっくりと底固さをを増している、と発言した。ただ、複数の委員は、冬季賞与は前年比プラスとはいえ、その増加幅はかなり限定的である、最近の雇用環境や賃金の改善は、パート労働者によってもたらされている面があると考えられ、一般労働者にまで改善の動きが波及しているわけではない、企業はリストラを継続しており、労働分配率の低下傾向は変わらないとして、雇用・所得環境の改善が個人消費の回復に繋がるにはなお時間を要する、との見方を示した。

以上のような最終需要の動向のもとで、生産の増加テンポが幾分鈍化していることが、多くの委員から指摘された。また、在庫面について、何人かの委員が、輸出の伸び悩みの影響を背景に、鉄鋼等一部の素材産業において、在庫が積み上がり気味になっている、と述べた。ただ、このうちひとりの委員は、在庫のレベルはなお低い水準に止まっているため、生産の伸びは続き得る、との見方を示した。

また、企業収益について、何人かの委員が、本年度下期以降、輸出の減速や製品価格軟化を背景に鈍化する可能性があるものの、増益基調は維持されているとの見方を述べた。これらの委員は、企業の売上高経常利益率が改善方向にあり、売上高が大きく下振れなければ、増益は確保できるとの分析を示した。加えて、為替相場が円安気味で推移していることが、輸出採算の改善、さらには企業収益の下支え要因になる、との認識を述べた。

こうした中、ひとりの委員は、景気は足踏み、踊り場などといったことではなく、「後退」局面に転換する兆しが出てきたとして、他の委員に比べて慎重な景気認識を述べた。この委員は、その根拠として、景気動向指数等の分析によると、2001年2月に景気の山を迎える可能性がある、鉱工業生産指数の水準や機械受注額は2000年8月にピークを付けた可能性がある、海外経済は、米国を中心に減速傾向がはっきりしてきた、内外の株式市場が不安定である、といった諸点を挙げた。そのうえで、この委員は、実質GDPの前期比の動きについては、2000年に関しても、1～3月期、4～6月期がプラスで、7～9月期、10～12月期がマイナスのパターンを前年に続いて繰り返す可能性があるとして指摘した。

物価動向について、多くの委員が、国内卸売物価が弱含み、消費者物価の下落幅が幾分拡大していること等を指摘した。こうした物価の動きについて、ある委員は、目下のところ、国内の需給バランスが崩れ始めているわけではないし、また企業収益や雇用・賃金全体を圧迫して、経済活動の低下をもたらすような事態にはなっていないと評価した。もうひとりの委員は、様々な物価の基礎になる賃金は前年比プラスで推移しているので、経済全体が深刻なデフレ状態にあるということではないと述べた。ただ、この委員は、とくに安値の輸入品流入増は競争力の乏しい中小企業にデフレ的影響を及ぼしうるので注意が必要であると付け加えた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、景気が足踏み状態に入っていく中で、先行きの物価情勢については、一段と注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

## (2) 金融面の動き

まず、わが国の株式市場に関して、ひとりの委員は、株価は本年春のピーク比2割以上下落し、過去と比べてもかなり大きな調整を経たと述べたうえで、これは、最近の回復の「踊り場」状況を先取りしていたのではないかとコメントした。この委員は、株価下落の経済面への影響について、金融不安的な動きはまだみられていない、しかし、企業マインドに対しては、例えば12月短観において電気機械等の業況判断が悪化したなど、若干の影響が生じているのではないかと、この見方を示した。さらに、株価下落により株式含み益が減少すると、企業や金融機関のリストラの動きに悪影響が及ぶ恐れがあると続けた。別のある委員は、最近の株式市場は、経済の先行き不安等を背景に、企業収益改善というファンダメンタルズを株価に十分織り込んでいない、との認識を示した。さらに、この委員は、株価下落のインパクトとしては、時価会計による企業決算への影響が大きいとの見方を示したうえで、決算期末である3月末の株価に注目していると述べた。また、もうひとりの委員は、チャート分析を示しつつ、日経平均株価の直近の下値である14千円強のレベルを底として上昇に転ずるきっかけがなかなか掴めず、むしろ同下値を割り込む恐れもある、と発言した。

米国株式市場についてのコメントもあった。ひとりの委員は、NASDAQ指数は99年10月を起点に上昇し、2000年3月にピークを付けた後、現在では99年10月の水準を割り込み、時価総額が約3兆ドル減少しており、バブルが崩壊したとみることができる、と述べた。この委員は、さらに、米国の景気減速の動きや新政権の経済政策に関する不確実性などを踏まえると、2月にかけて米国株価はさらに大きな調整局面に入る可能性がある、と指摘した。

企業金融について、ある委員は、12月短観の資金繰り判断D.I.や貸出態度判断D.I.は、これまで同様の緩和的な金融環境が続いていることを示しており、ゼロ金利政策の解除やこの間の株価下落が、金融機関行動や企業の資金調達環境に特段の影響を及ぼしていないと評価できる、と発言した。

## (3) 経済・物価の先行きの展望とリスク

大方の委員は、10月31日に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準的なシナリオは維持されており、今後も設備投資を中心とした緩やかな回復基調が続く可能性が高い、との認識を共有した。

ただ、同時に多くの委員は、米国をはじめとする世界経済の動きを中心に、上記レポートで示し

たダウンサイド・リスク要因のうちいくつかのものが大きくなっている、との見方を示した。

まず、米国経済を中心とする世界経済の動向について、議論が行われた。

多くの委員が、IT関連需要の一部に陰りがみられるなど、米国経済の減速傾向がより明確化している点を指摘した。このうちひとりの委員は、市場では、米国の政策対応力を踏まえ、ソフト・ランディングの予想が依然として支配的であるが、ソフト・ランディングとして念頭におかれている成長率のレベルが徐々に低下している印象がある、との見方を示した。別のある委員は、米国経済の潜在成長率は4%程度とみられるが、実際の成長率が3%を割り込めばソフト・ランディングには該当せず、ハード・ランディングになるとの見解を示した。この委員は、とくに、設備投資の伸び率が6%を下回って減速するかどうかが目玉される、と発言した。これらの委員は、同時に、米国経済の減速の動きが、世界経済、とりわけアジア諸国に影響を及ぼしつつあるとの見解を述べた。ある委員は、この秋以降、韓国、台湾といったアジア諸国の輸出の伸びが大きく低下していることを挙げ、これらの国ではGDPに占める輸出のウエイトが高いために、アジア地域全体の景気減速に繋がるのではないかと発言した。別のある委員は、韓国のほか、台湾において、ハイテク関連輸出の減少、政治的混乱、銀行セクターにおける不良資産比率の上昇がみられることが懸念される、と指摘した。こうした認識を踏まえ、複数の委員は、世界経済の2001年以降の成長率は、若干下方修正する必要がある、とコメントした。

米国を中心とする世界経済の減速がわが国経済に与える影響については、何人かの委員が、輸出の減少をもたらし、さらに本年度下期以降の企業収益の伸び鈍化に繋がる惧れに言及した。このうちひとりの委員は、輸出数量の減少のみならず、半導体市況の悪化にみられるように、輸出品目の価格下落を通じて企業収益が悪影響を受ける点も無視できない、と付け加えた。別のある委員は、米国景気の減速に伴うアジア諸国における在庫調整や原材料市況の悪化、あるいは先行き不透明感が、企業マインドや株式市場に影響を与えている面もある、との見方を示した。こうした点を踏まえ、米国経済の動きや米国の政策対応、それが世界経済さらには日本経済に与える影響について、十分慎重に情勢を点検していくべきである、との認識が、多くの委員の一致するところとなった。ひとりの委員は、今後の米国経済をみる際の着目点として、設備投資動向、クリスマス商戦の帰趨、消費者コンフィデンスの動き、株価下落の影響、失業率などを挙げた。

世界的なIT関連需要の動向についても意見が出された。ある委員は、これまで世界経済を牽引してきたIT関連企業の設備投資が調整を受ける可能性が出てきた、との見方を示した。もっとも、別のある委員は、情報化投資の大きな流れが頓挫していると判断するのは尚早であると述べた。ほかの複数の委員も、半導体のニーズは多様化しており、生産面でも国や企業毎に棲み分けが進んでいる、インターネットの一段の普及や次世代携帯電話等、新規の需要増が期待できる、といった点を挙げて、IT関連分野の調整はマイルドなものになる、との見方に同調した。ただ、別のある委員は、米国金融機関の不良債権がIT関連企業向けを中心に増加傾向にあり、貸出の伸びが低下していることは、IT関連分野をみるうえでも注意を要する、と発言した。

次に、多くの委員より、内外の金融資本市場に依然として不安定な動きがみられる点が、リスク要因として指摘された。ひとりの委員は、株価の低迷が、企業・家計のマインドや金融機関行動などに与える影響については、十分留意していく必要があるとの認識を述べた。ただ、何人かの委員は、為替相場が円安気味で推移していることが、わが国経済への悪影響に対してクッションになりうる、との見方を示した。これらの委員は、さらに、ユーロ相場が落ち着きを取り戻していることも、世界経済のリスクを低下させている、との認識を述べた。

複数の委員が、企業や金融機関のバランスシート調整の影響について言及した。ある委員は、地価の下落傾向や企業体力の低下などを背景に、金融機関の不良債権が「逃げ水現象」のようになかなか減少しないことを指摘したうえで、これらの動きは、設備投資や個人消費の伸びを抑制する方向に働くとの見方を述べた。もっとも、もうひとりの委員は、株価下落により、バランスシート調整を巡る環境が予想以上に厳しくなっているものの、金融機関の融資姿勢や市場におけるクレジット・スプレッドの動きをみると、実体経済活動に対する金融面からの制約が強まっている証拠

は見当たらない、との評価を示した。

また、ある委員は、国民の将来に対する一般的な不安感について触れた。この委員は、消費者コンフィデンスが目立って低下するとか、企業が設備投資計画を下方修正するといった動きは、現在のところ生じていないと述べたうえで、ただリスクとしては幾分重みが増す方向にある、との見解を明らかにした。

一方、10月31日の「経済・物価の将来展望とリスク評価」に示されたリスク要因のうち、原油価格上昇の動きについては、何人かの委員が、足許小康状態になりつつあると指摘し、リスクとしてのウエイトは後退している、との認識を示した。他方、別のある委員は、最近の原油価格（WTI）の動向について、9月中旬に1バレル当たり約37ドルの高値を付けた後、保ち合い状況を経て12月初めに急激に下落し、現在は同28ドル程度で推移しているが、この水準をさらに割り込むと、中期的な原油相場転換の有力なシグナルになる、と述べた。そのうえで、この委員は、最近の原油価格の落ち着きは、主として米国の石油精製会社が原油の手当てを控えていることが背景にあるとの見方を示し、さらに、米国の原油の在庫は引き続き低水準である、産油国の中に減産に転じる動きがみられる、といった留意点を述べた。加えて、この委員は、天然ガスの価格が急騰していることが米国経済に悪影響を与える可能性がある、と指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている、先行きについては、10月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準シナリオに沿って、今後も設備投資を中心とした緩やかな回復基調が続く可能性が高い、ただし、リスク要因として、海外経済や内外資本市場の動向とその影響を注視する必要がある、物価は、当面、やや弱含みで推移するものと考えられる、金融は緩和された状態が続いている、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、当面は現在の金融緩和スタンスを継続して景気回復を支援していくとともに、そうしたもてで世界経済の減速の程度とその日本経済への影響などを慎重に見極めていくべきである、として現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、との判断で一致した。

先行きのリスク評価について、多くの委員は、海外経済要因を中心にこのところダウンサイド・リスクが幾分高まっていることは否定できない、との認識を述べた。ただ、これらの委員を含めた大方の委員は、米国経済の動き自体に依然として不確実性が残っているだけに、追加的情報を待つ情勢を慎重に点検していく必要がある、との考えを示した。

ひとりの委員は、景気情勢の評価は、状況に応じて弾力的に変えていく必要があり、そうすることで市場とのコミュニケーションを図り、より長めの金利が経済実体を反映することを促すことが重要であると述べた。そのうえで、金融市場の動きを引き続き注視していきたい、と付け加えた。また、別のある委員は、かりに、先行きのリスク拡大に対して金融政策面で対応することが必要となっても、政策手段の有効性や副作用等、全体的なバランスを勘案して判断するべきである、との考えを示した。

以上に対して、ひとりの委員は、消費者物価（CPI）上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことにより、早期に一段の金融緩和に踏み切る必要がある、と主張した。

この委員は、理由として、外需の減少に加えて、法人企業統計季報にみられる人件費削減の動き、GDP統計における雇用者報酬の低迷などを踏まえると、景気の失速は明らかであり、2001年2月にも山を迎える見通しにある、10月末の「経済・物価の将来展望とリスク評価」における先

行きの標準シナリオが崩れる可能性があり、経済成長を潜在成長率と考えている1.5~2.0%まで加速させる必要がある、GDPデフレーターの前年比が10四半期連続マイナスとなっていることをはじめ、全ての物価指標が前年比マイナスであるほか、地価も僅かながら下落幅を拡大しており、デフレが深刻である、OECDの対日審査報告書にも記されているように、インフレ目標を簡明な形で示すことが重要であり、そのうえで、政策のフレームワークないし政策ルールを対外的に明示すべきである、といった点を挙げた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている。ただし、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、家計部門の改善が遅れている。こうした中、物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数やGDPデフレーターの前年比マイナスが続いており、物価の下落が経済に与える影響について留意する必要があると考えている。また、軟調な展開が続いている株式市場をはじめ、内外の市場動向や米国経済の減速がもたらす影響についても、これまで以上に注意していく必要がある。
- 政府としては、新たな内閣のもとにおいても、景気を確実な自律的回復軌道に乗せることを当面の最優先課題としている。このため、補正予算等を速やかに実施するなど、適切な経済運営に努めてまいりたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、わが国経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を機動的に行うなど、適切な金融政策運営を行って頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近の経済動向をみると、家計部門の改善が遅れるなど厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体として緩やかな改善が続いていると判断している。先般発表した7~9月期のGDP統計では、設備投資について、法人企業動向調査の比較的高い伸びを前提として推計を行ったが、その後に明らかになった法人企業統計季報をベースに推計し直すので、同期のGDPは今後下方改訂される可能性が高い。  
最近の株価の下落など、市場センチメントの弱含みにも注意を払う必要がある。今後の景気への影響を考えるうえでは、堅調に推移する生産や設備投資、改善が続く企業収益に加え、雇用・所得環境の改善が期待されるが、その一方で、高水準な倒産件数、負債金額、引き続き下落している地価、過剰設備、過剰債務、さらに米国経済の動向、原油価格の推移等にも留意する必要がある。
- このため、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、揺るぎない構造改革を推進するため、「日本新生のための新発展政策」をはじめとする諸施策を引き続き推進してまいりたい。
- 日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向を注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、という意見が大勢を占めた。

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

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

#### 記

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

#### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、長期金利が1.7%を割り込んで低下し、株価が14千円台にまで下落しているなど、市場は経済のファンダメンタルズの悪化を反映しており、このようときに現状の金融政策では不十分である、景気のピークが近い状況下、フォワード・ルッキングな政策運営を行うべきである、あらゆる物価指数が前年比マイナスとなっており、依然として未曾有の深刻なデフレが続いている、定量的な物価安定目標が示されていないので、政策目標として何を実現しようとしているのか、国民に明確に伝わっておらず、市場との対話もうまくできていない、の4点を理由に、上記採決において反対した。

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を12月18日に公表することとされた。

#### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、「海外経済は（中略）拡大を続けると予想される」と判断されているが、世界経済は先行き後退局面に入る可能性が強い、輸出および生産の先行きに関する記述が楽観的すぎる、「景気は（中略）緩やかな回復基調が続く可能性が高い」とあるが、景気はまもなくピークを打つ見通しにある、物価を巡る環境について、7～9月期の実質GDP前期比がマイナスに改訂されるとみられることなどから考え、国内の需給バランスが徐々に改善していくと展望することはできない、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（11月17日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月20日に公表することとされた。

#### ・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2001年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成12年12月15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(賛成多数)。

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

以上

(別添2)

平成12年12月15日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(平成13年1月~6月)

	会合開催	金融経済月報公表	(議事要旨公表)
13年 1月	1月19日<金>	1月22日<月>	( 3月 5日<月>)
2月	2月 9日<金> 2月28日<水>	2月13日<火>	( 3月23日<金>) ( 4月18日<水>)
3月	3月19日<月>	3月21日<水>	( 5月 1日<火>)
4月	4月13日<金> 4月25日<水>	4月16日<月>	( 5月23日<水>) ( 6月20日<水>)
5月	5月18日<金>	5月21日<月>	( 6月20日<水>)
6月	6月15日<金> 6月28日<木>	6月18日<月>	未定 未定

以 上

( 2001 年 1 月 19 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 1 月 19 日 ( 9:00 ~ 12:28、13:32 ~ 16:08 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

( 注 ) 速水委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:00 ~ 10:38 の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第 16 条第 5 項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4 . 政府からの出席者 :

財務省	村上誠一郎	財務副大臣 ( 9:00 ~ 12:28 )
	田村 義雄	大臣官房総括審議官 ( 13:32 ~ 16:08 )
内閣府	坂井 隆憲	内閣府副大臣 ( 9:00 ~ 12:28 )
	小林 勇造	内閣府政策統括官 ( 経済財政 運営担当 ) ( 13:32 ~ 16:08 )

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	山岡浩巳

## ・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（12月15日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。年末越えにRTGS導入という要因も加わる中で、オーバーナイト金利の安定を確保するため、潤沢な資金供給を続けた。この結果、オーバーナイト金利は、総じて0.25%ないしそれを若干下回る水準（加重平均値は0.24%）で推移した。なお、1月16日からは、年度末（3月末）越えの資金供給を開始した。

### 2. 金融・為替市場動向

国内金融市場では、年明け後、「円安、株安、長期金利低下」の動きが一段と進んだ。

株価についての市場の見方を窺うと、現状はやや下げ過ぎであり、これ以上大きく下げる可能性は小さいが、年度末を控えて大きな上昇も望みにくいとの見方が多い。

長期金利は一昨年5～6月以来の低水準に低下している。金利先物のイールド・カーブをみても、市場の先行きの金利上昇予想は一段と後退している。この間、先週から、いわゆる「ジャパン・プレミアム」が、ごく僅かながら観察されている。

為替市場では、足許では1ドル117～119円台まで円安の動きが進んでいる。この背景としては、日本経済に対する先行き不透明感、日本の金融システム問題再燃に対する懸念、日米通貨当局者の発言が円安・ドル高容認の姿勢を示すものと市場参加者に受け止められていること、が挙げられている。

### 3. 海外金融経済情勢

米国の実体経済は減速傾向が一段と明らかになっている。すなわち、設備投資の減速に加え、個人消費の面でも、小売売上高は昨年末にかけて急速に伸びが鈍化しており、消費者コンフィデンスも、水準はなお高いものの、方向としては低下している。生産も、昨年末にかけて急速に伸び率が鈍化し、一部の在庫には積み上がりの傾向がみられる。この間、労働需給はなおタイトな状態が続いているが、雇用者数の増加テンポが鈍化するなど、需給緩和の兆しもみられる。

こうした中で、米国連銀は1月3日、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.5%引き下げた。1月末のFOMC（連邦公開市場委員会）については、多くの市場参加者が再度のFFレート引き下げを予想している。

米国金融市場では、ハイ・イールド債のスプレッド拡大には歯止めがかかりつつあるが、なお、その水準は高い。また、株価も足許では上昇傾向にあるが、依然としてボラティリティの大きい状況が続いている。こうしたことからみて、金融環境のタイト化には歯止めがかかりつつあるが、なお、不安定な状況が続いていると判断される。

先行きについて、米国の市場関係者やエコノミストの間では、本年上期の成長率はいったんかなり低下するが、下期には再び加速し、2001年を通してみれば大幅な減速は回避できるとの見方が多い。ただ、こうしたシナリオの蓋然性について判断を下すには、なお材料不足である。

ユーロエリアでは、夏場以降、独仏で生産にスローダウンの兆しが見られているが、一方で、減税などの効果もあって、消費者コンフィデンスは改善しており、総じてみれば、経済は底固く推移している。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

アジア諸国では、昨秋以降、IT関連輸出のウエイトの高い韓国、台湾で、輸出が減速し、生産の伸びも鈍化するなど、景気のスローダウンが明確となっている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

景気は、緩やかな回復傾向を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。

最終需要面をみると、設備投資は増加を続けている。個人消費は、依然回復感には乏しいものの、一部には明るい指標もみられている。公共投資も減少テンポが鈍化している。

一方、純輸出は輸出の減速と輸入の増加により減少している。なお、米国クリスマス商戦が総じて不振に終わる中で、米国内のパソコン販売の下振れの影響が、日本の電子部品や半導体製造装置などの輸出にも表れているほか、本邦自動車メーカーの一部には、米国乗用車販売の下振れを受け、輸出計画の下方修正を検討する動きがみられる。

この間、住宅投資も徐々に減少している。

生産の増加テンポは、輸出の減速を主因に、足許では鈍化している。一方で、企業収益は改善を続けている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給は改善傾向にあるほか、賃金もわずかながら前年を上回って推移している。

先行きについては、当面、設備投資の増加が見込まれるほか、補正予算の成立を受け、公共投資もいったん増加することが展望される。一方、純輸出については、海外景気の展開次第ではあるが、当面は減少が見込まれる。このように、内需と外需が綱引きする展開の中で、目先1～3月期の生産は横這い程度で推移する可能性が高い。そうした中で景気回復の持続が展望できるかどうかは、企業部門を起点とする所得創出メカニズムの継続性にかかってくる、と考えられる。

この点、まず、輸出減速の輸出企業への影響が予想されるが、その一方で、電子部品生産の多様化が進んでいることや、円安や原油価格の反落が収益にプラスに作用することから、収益の下方修正の程度は小幅に止まると考えられる。民間調査機関の収益予測をみても、2001年度の企業収益が減益になるとの予想はみられていない。このため、現段階では、大規模な設備投資の見送りや雇用削減といったドラスティックな調整が生じることは考えにくい。ただ、海外景気の動向次第では、輸出や生産へのマイナスの影響がさらに強まる可能性もあり、この点には注意が必要である。

また、株価の低迷が続く中で、企業や家計の心理が広範に冷え込むことがあれば、それ自体が景気にマイナスに作用する可能性も考えられる。

これらのダウンサイド・リスクが、前月に比べ高まっていることは否定できず、十分注視していく必要がある。

物価面では特に大きな動きはない。技術進歩の速い電気機械等の値下がりや公共料金の引き下げ、流通合理化などを反映して、国内卸売物価、消費者物価とも、幾分弱含みで推移している。先行きについても、当面、総じてやや弱含みで推移する可能性が高い。

##### (2) 金融環境

足許の金融環境を評価していく上では、株価低迷の影響が注目点となる。具体的には、金融機関の融資姿勢、社債やCPなど、直接金融市場を通じた企業の資金調達、これらを通じた企業金融の環境、などに変化がみられるかどうか問題となる。

これらの点についてみると、まず、民間銀行は、貸出先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に、貸出を増加させようとする姿勢を続けており、融資姿勢の面には殆ど変化は窺われていない。

また、市場での調達については、エクイティ・ファイナンスのごく一部に、株式の公開が先送りされたり、調達規模が圧縮されるケースがみられるが、社債の発行は安定的に推移しているほか、

C Pの発行はむしろ増加しているなど、全体として大きな変化は生じていない。

さらに、金融環境に関する各種の企業アンケート調査にも目立った変化はみられていない。以上を踏まえると、企業金融はこれまでと同じ程度の緩和された状態が継続していると判断される。

ただ、株価の動向が企業の資金調達環境に及ぼす影響については、今後とも注視していく必要がある。

昨年12月のマネタリーベースは、前年比ではマイナス(-1.1%)となった。これは、1年前の99年12月から2000年1月にかけて、「コンピューター2000年問題」への対応のため、現金や日銀当座預金への需要が急増し、マネタリーベースの残高が大きく増加していたためである。因みに、12月のマネタリーベースの残高水準(約68兆円)は、ここ1年間の平均的な水準(約65兆円)を上回っている。

マネーサプライ(M2 + CD)は、このところ前年比2%程度の伸びが続いている。なお、1~3月期のM2 + CDの前年比も、10~12月期と同程度の伸びとなる見通しである。

企業の資金調達コストは、短期は横這い圏内で推移しているが、長期は市場金利の動向を背景に弱含んでいる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状について、大方の委員は、前回会合以降の経済指標や、ミクロ情報などを総合的に勘案したうえで、「景気は緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している」との判断を共有した。

すなわち、これらの委員は、米国をはじめとする海外経済のスローダウンの影響が、輸出や生産の面に表れている、この間、金融市場では、円安や株安や長期金利の低下といった、市場の景況感の慎重化を示す動きが、一段と進んでいる、ただし、設備投資や企業収益、個人消費、雇用・所得環境など、実体経済に関連する指標は総じて「緩やかな回復」に沿った動きを示している、との認識を示した。

ひとりの委員は、こうした景気の現状について、景気は緩やかな回復軌道になお乗っている、二極分化や構造調整を抱えながらの回復という点を踏まえれば、ここまでは回復してきたといえるが、足許では、価格弱含みのため景気回復が企業収益の増加に直結しにくいという、輸出・生産が減速しており、この結果、景気の「小休止」ないし「踊り場」感が強まっている、ただ、今のところ後戻りの気配はない、と述べた。

別の複数の委員も、景気の「踊り場」感が強まっているとの見方には、基本的に同意した。

次に、個々の需要項目について、議論が行われた。

公共投資について、ひとりの委員は、公共工事の請負金額は、足許では前年比のマイナス幅が縮小し、前月比ではプラスとなっており、今後、補正予算の執行に伴って、公共投資は春以降は前年比プラスに転じるであろう、との見方を述べた。

輸出動向を巡る議論では、多くの委員が、米国経済のスローダウンが一段と明確になっていること、東アジア諸国のうち、情報関連輸出の依存度の高い韓国、台湾でも、これまでの高い成長の反動や輸出の減速を背景に、景気の減速が明らかになっていること、を指摘した。そのうえで、こうした海外経済の減速の影響を受け、足許では日本の輸出も減速している、との判断を示した。

ひとりの委員は、輸出の減速の程度は、これまでのところは企業の見通しの範囲内に止まっているが、先行き、純輸出はさらに減少することが予想される、と述べた。別のひとりの委員は、情報関連を中心とする輸出の鈍化は、これまで景気のリード役を果たしてきた電気機械業種の景況感に

影響を与えているようにみられ、こうした企業マインド面を通じた影響についても注意が必要である、と述べた。

次に設備投資について、大方の委員は、機械受注や建築着工床面積などの関連指標からみて、情報関連を中心に増加基調を続けている、との見解を示した。

この間、ひとりの委員は、現時点で各種の先行指標が増加基調を維持していることからみて、少なくとも今後しばらくの間は、設備投資の増加基調は続く可能性が高い、との見方を示しつつも、機械受注をみると、電気機械からの受注の伸びが鈍化傾向にあること、株価の低迷が企業のマインドや設備投資スタンスに影響を与えている可能性があること、を指摘した。

こうした議論を踏まえ、大方の委員は、企業収益や設備投資の増加基調に、現時点で変調が生じているわけではなく、企業部門を起点とする景気回復のモメンタムは維持されている、との見解を共有した。

次に、家計部門の動向について、議論が行われた。

個人消費について、大方の委員は、販売関連指標は概ね一進一退の範囲内で推移しているとの判断を示した。ただし、このうち何人かの委員は、前回会合以降、乗用車・家電販売、旅行取扱高など、比較的堅調な指標もみられることを指摘した。

ひとりの委員は、12月の自動車販売が3か月連続で前年比プラスとなったこと、11月の家電販売（NEBA統計ベース）も前年比+12%と12か月連続の前年比プラスとなり、製品別の内訳をみても、世代交替が進みつつあるVTR（DVDに代替）、ワープロ（パソコンに代替）、電話機（携帯電話に代替）の3つを除き、全てが増加していることを指摘した。そのうえで、耐久消費財の販売は総じて回復しつつある、との見方を述べた。

さらにこの委員は、年末年始の海外旅行者数が過去最高となったこと、百貨店・スーパー等、既存の小売業態の売上高が前年比マイナス基調を続けている一方で、大型アウトレット店や衣料品の新興勢力の販売は好調であること、消費財供給数量は96～97年の水準まで回復していること、を指摘し、消費は二極化の動きが目立っているが、全体としては「平時」好況でも不況でもない普通の時に戻っている、との評価を示した。

この間、別のひとりの委員は、販売統計に断片的に改善の動きがみられることは確かであるが、消費動向全体について、現段階で明確に上向きの変化が出てきたとはいえない、と述べた。

また、個人消費の背景となる雇用環境について、多くの委員は、改善の方向にあるとの見方を維持した。

このうちひとりの委員は、有効求人倍率が改善を続けていること、失業率はなかなか下がらない状況が続いているが、昨年秋以降、労働力人口比率（労働力人口/15歳以上の人口×100）が上昇していることからみて、これまで職探しを諦めていた人々が労働市場に再び参入していることが影響している、との見解を示した。

別のひとりの委員も、雇用情勢の改善を示す一例として、毎月勤労統計ベースの常用雇用者数に加え、労働力調査ベースの就業者数も、最近では前年比プラスに転じていることを指摘した。その一方で、企業がなお過剰雇用問題を抱えており、この面でのリストラ圧力が残存している中では、労働市場の流動化や新産業の育成といった、インフラ面での対応が政策課題である、と付言した。

さらに、所得面についても、何人かの委員が、名目賃金が若干の前年比プラス基調を維持していることを指摘し、雇用・所得環境は全体として改善の方向にある、との見解を示した。

ただし、このうち一人の委員は、家計消費の環境を、概念的にフローとストックとに分けて考えると、フロー・ベースでは、雇用・所得環境は改善方向にあるが、ストック・ベースでみると、資産価格の低下やこれまでの所得減の累積効果から、ネット・ワースは十分に修復しているとはいえず、これが消費性向を抑える方向に働いている、との考え方を示した。

多くの委員は、以上のような最終需要の動向、とりわけ輸出の減速を受け、足許で生産の伸びが

鈍化していることを指摘した。

何人かの委員は、1～3月期の生産は、純輸出の減少を主因に横這い圏内となる可能性が高い、との見方を示した。このうち複数の委員は、これまで、生産の増加を起点とする企業部門での収益や設備投資の増加が景気回復を支えてきたことを踏まえれば、今後生産が横這いに転じた場合に、企業の収益や設備投資スタンスにどのような影響が及ぶのか、警戒的にみていく必要がある、と述べた。

別のひとりの委員は、需要の面で、外需から国内民需へのバトンタッチが徐々に進み、これによって引き続き生産が支えられていくというのが、自律的回復の基本的なシナリオであるが、このうち、外需の減速が予想以上に早く到来していることは否めない、と述べた。その一方でこの委員は、携帯電話の新世代端末など、外需を代替し得る前向きな国内需要も徐々に出てきている、とコメントした。

この間、景気についてとりわけ慎重な見方をするひとりの委員は、景気は既に崩れ始めている、との判断を示した。

その理由として、この委員は、11月の景気動向指数をみると、一致指数は19か月振りに50%割れ(42.9%)となり、先行指数も改定値では50%割れとなる可能性が高い、一致指数の個別系列11のうち過半の指標が昨年8月以前にピークをつけた可能性が高い、機械受注をみると、IT関連需要に減少傾向がみられるほか、達成率が下落しており、設備投資のモメンタムは失われつつある、生産指数の実現率が5か月連続のマイナス、予測修正率が3か月連続のマイナスとなっている、所得環境は必ずしも改善しておらず、家電販売や旅行の伸びも、BSデジタル放送の開始や「コンピューター2000年問題」の反動といった一過性のものである可能性が高く、消費主導へのバトンタッチは失敗する可能性が高い、と述べた。さらに、平成不況は3度の不況をもって終わると考えており、その3度目に入りつつある可能性が高い、との見方を示した。

物価について、多くの委員は、景気回復のテンポが緩やかなものにとどまっていることに加え、技術進歩を背景とする電気機械などの価格低下や、輸入を活用した流通合理化の動きなどを反映して、幾分弱含みで推移しており、先行きについても、当面はやや弱含みで推移する可能性が高い、との見解を共有した。

この間、ひとりの委員は、日本の大手自動車メーカーから始まった企業間の素材・中間財を巡る値下げ交渉は、ここにきて殆ど終息しつつあり、今後、国内卸売物価は下げ止まっていく可能性が高い、との見方を示したうえ、これが今後の景気のマインド面での下支えになることを期待したい、と付け加えた。

## (2) 経済・物価の先行きの展望とリスク

景気の先行きについて、大方の委員は、足許、景気回復のテンポは鈍化しているが、「経済・物価の将来展望とリスク評価」(昨年10月公表)で示した、「緩やかな回復の継続」という標準的なシナリオを変更するほどの材料が得られているわけではない、との見方を共有した。

すなわち、何人かの委員は、企業収益や設備投資の増加基調は維持されており、企業部門を起点とする回復メカニズムが維持されている、家計の雇用・所得環境も改善傾向にあり、上記の回復のメカニズムが、徐々にではあるが家計にも及んでいるように見受けられる、と指摘した。

ただ、ひとりの委員は、2000年度前半の成長率は、7～9月期のGDPの下方修正を織り込めば、前期比ベースではほぼフラットとなるとみられる、こうした中で、景気の「踊り場」的な状況が当面続くのであれば、上記「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した、2000年度成長率の「政策委員の見通し」に比べ、実際の成長率は下振れる可能性が高い、との見方を示した。

また、各委員は、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で指摘していたダウンサイド・リスクのうち、米国や一部東アジア諸国など、海外経済の減速に由来するリスクと、内外金融市場の動向に由来するリスクが、一段と高まっている、との認識を示した。

さらに、複数の委員は、設備投資や個人消費は景気に連行する傾向があり、これらの堅調が維持されている間に、上記の2つのリスク要因が改善の方向に向かわない場合には、いずれ景気全体にも影響が及んでくる可能性がある、と指摘した。

こうした認識を踏まえ、多くの委員は、景気回復のメカニズムが今後とも維持されていくかどうかという観点から、上記の2つのダウンサイド・リスクに、これまで以上に注意していく必要がある、との見解を共有した。

次に、それぞれのリスク要因について、議論が行われた。

まず、海外経済、とりわけ米国経済の動向と、その日本経済への影響について、各委員が発言した。

多くの委員は、米国経済が、これまでの5%前後といった高い成長率から、より低めの成長パスに移っていく過程で、本年前半の前期比ベースでみた成長率はかなり低下する可能性が高い、との見方を示した。

このうち複数の委員は、米国は財政・金融政策の両面で政策対応の余地が大きいことなどを踏まえると、ソフト・ランディングの蓋然性はなお高い、と述べた。

一方で、別の複数の委員は、米国経済がこれまで非常に速いテンポでの拡大を続けてきただけに、調整がいったん始まってしまうと、これが長引いたり、マグニチュードが大きくなる可能性も排除できない、と指摘した。このうちひとりの委員は、具体的な留意点として、家計部門の貯蓄率の低さ、負債の膨張、個人の株式保有が多いこと、を挙げた。

こうした議論を総括する形で、何人かの委員は、「米国経済が本年前半にいったん減速した後、後半に再び加速する」というシナリオを強く支持する材料も否定する材料も、現段階で十分に得られているわけではなく、先行きについては、なお不確実性が高い状況とみておくべきである、と述べた。

この間、米国経済についてとりわけ慎重な見方を示すひとりの委員は、米国で盛んなストック・オプションは、株価下落の際には個人消費と企業収益の両方にマイナスに作用する、米国株価が底を打つのは2003年前後となる可能性が高いとみている、すでに始まった在庫調整はいずれ設備投資調整にも結びついていくと考えられ、経済の調整が本年前半で終わるとは考えにくい、カリフォルニアの電力危機は、IT関連企業等の電力調達に影響を及ぼしており、米国全体にとってもエネルギー不足が経済活動の制約となりつつある、と述べた。さらに、11月のOECDの景気先行指数は前月比-0.7%となっており、世界経済全体でも失速しつつある、との見方を示した。

また、何人かの委員は、仮に米国経済のソフト・ランディング・シナリオが維持され、調整が本年前半で一段落するとしても、この間の景気減速が東アジア諸国や日本に対してどのような影響を及ぼすのか、なお注視していく必要がある、とコメントした。

こうした議論を踏まえ、各委員は、米国経済をはじめ、世界経済の動向には、今後とも十分な注意が必要である、との見解を共有した。

次に、金融市場において、「円安・株安・長期金利低下」という動きが進んだことについて、その解釈や経済に与えるリスクを巡り、議論が行われた。

何人かの委員は、個人消費や設備投資関連など、実体経済指標が総じて「緩やかな回復」という流れに沿った動きを示す中で、ファンダメンタルズと株価との乖離が目立っている、との見方を示した。

その背景について、何人かの委員は、これまで、内外株式市場において、「ネットバブル」的な期待がかなり大きく膨らんでいたため、その反動が大き目に出ていること、足許の海外経済の減速について、金融市場はそのマグニチュードや日本への影響をかなり慎重にみていること、を理

由として挙げた。

また、このうち複数の委員は、市場では、株価の下落により、金融システム問題などの構造問題が再燃するのではないかといった懸念が生じ、このことが一段の景況感の慎重化を招く、といった心理的な悪循環が生じている可能性を指摘した。

さらに、このうちひとりの委員は、年金や社会保障の先行きに対する不安や、財政再建の道筋がなかなか見えないことも、企業や家計のマインドに影響を及ぼしている、と述べた。

この間、株価についてとりわけ慎重な見方を示すひとりの委員は、株価は、目先についてもなお底を打ったとは言い難く、中期的にも、先行きさらに下落する可能性が高い、との見方を示した。

なお、ひとりの委員は、足許の株価下落は需給バランスの崩れにも起因しており、したがって、経団連が提案している自社株取得保有の自由化は、インサイダー取引への対応を万全にした上であれば、機動的な企業組織の再編を容易にするという点で意味があるほか、持ち合い解消の受け皿を作るという意味でも株式市場の安定につながる、との見解を示した。

別のひとりの委員は、株価形成は基本的に市場に委ねるべきものであり、株式市場活性化のためには、日本の構造改革全体が前に進むイメージをより具体的に市場に伝える政策と企業努力が不可欠である、と述べた。そのうえで、何らかの対策があり得るとすれば、投資家層の厚みを増す市場整備であること、外人投資家の比率が高まっている中で、国際的な観点からも違和感を生じないものであること、が必要であると指摘した。

次に、こうした金融市場の動向が実体経済に及ぼし得る影響についても、議論が行われた。

ひとりの委員は、実体経済が金融市場の動きに、いわば自己実現的に鞘寄せされてしまうリスクへの注意を喚起したうえで、こうしたリスクが現実化するルートを、企業や家計のマインド面への影響を通じるルートと、銀行の融資姿勢の慎重化や信用リスク・プレミアムの拡大など金融面を通じるルート、の2つに整理した。

そのうえで、この委員を含む複数の委員は、消費者コンフィデンス関連の指標に大きな変化はみられていないほか、耐久消費財の販売も、最近ではむしろ堅調が目立つこと、銀行の融資姿勢やクレジット・スプレッドなどからみて、企業金融面にも目立った影響は及んでいないこと、を指摘した。

また、このうちひとりの委員は、円安や長期金利の低下は、景況感の悪化に市場が自律的に反応し、より緩和的な金融環境を実現しているともみることできる、とコメントした。別のひとりの委員も、現在程度の円安であれば国内景気や株価にプラスとみられ、対外的な関係にも大きな問題は生じないであろう、と述べた。

ただし、何人かの委員は、現在のような株価の低迷が続けば、これが、金融システム問題の再燃や金融機関の融資姿勢の慎重化といった新たな負のショックの起点となるリスクも否定できない、と述べた。

以上のような議論を経て、多くの委員は、内外資本市場の不安定な動きは、現時点では「緩やかな回復の継続」という標準的なシナリオの変更を迫るような影響を実体経済面に及ぼしているわけではないが、今後、その影響には十分注意すべきである、との見解を共有した。

また、多くの委員は、ダウンサイド・リスク要因が高まりをみせる中、期末を控えた金融市場において、今後、流動性の面で何らかの問題が出てこないとも言い切れない、市場の動きを仔細にみると、エクイティ・ファイナンスの先送りや、ごく僅かな「ジャパン・プレミアム」の発生など、限界的な変化もみられている、仮に、金融市場で何らかの混乱が生じれば、景気回復の流れにも影響が及びかねない、と指摘した。そのうえで、何人かの委員は、中央銀行として、こうした事態を未然に防ぐよう、何らかの対応を考えるべきではないか、との問題意識を示した。

この間、多くの委員は、原油価格は昨秋に比べてかなり水準を下げており、この面でのリスクはひとまず後退している、と述べた。

なお、ある委員は、OPECは消費国の在庫を低水準に抑えるため、中長期的戦略としてより積極的に減産を行っている、民間石油会社も在庫を極力圧縮する方針で臨んでいる、石油産業のインフラの手当てが不十分な状況となってきた、こうした中で原油価格のボラティリティは上昇している、と指摘した。そのうえで、原油価格については、相場が中期的に転換しているので、当面は25~30ドル/バレルで推移する可能性が高い、との見方を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は緩やかな回復傾向を続けているが、輸出の減速により、回復テンポは鈍化している、また、海外経済の減速や内外資本市場の動向に由来するリスクが、一段と明確になってきている、物価は、先行きやや弱含みで推移するとみられる、金融は緩和された状態が続いている、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、当面は金融緩和スタンスを継続して景気回復を支援していくとの観点から、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、との判断で一致した。そのうえで、海外経済や内外資本市場の動向といったリスク要因に、これまで以上に注意を払っていく必要がある、との見方を共有した。

このうち何人かの委員が、金利引き下げの選択肢について言及した。

ひとりの委員は、先行き、ダウンサイド・リスク要因が「緩やかな回復の継続」というシナリオ自体に影響を及ぼす事態となれば、金利の引き下げも検討すべきである、と述べた。また、別のひとりの委員は、金融システム不安がシステムミック・リスクにつながるが、実体経済が現在の「踊り場」から後戻りする懸念が出てくる時には、弾力的な政策対応が必要と思う、と述べた。

さらに別のひとりの委員は、予防的な政策運営という観点からは、すでに金利を引き下げてもよい状況である、と述べた。一方で、オーバーナイト金利の引き下げ余地はきわめて限られており、また時間軸効果を含むゼロ金利政策や量的緩和等の一段の緩和策については、注意深く検討すべき点が残されている、とも指摘した。そのうえで、金融市場に限界的な変化が見られている中で、現実に流動性の面での問題が生じるまで政策対応を躊躇することは妥当とは思われず、この面で何らかの対応を準備することを条件として、現状維持を支持したい、と述べた。

さらに、金融政策だけでなく、経済政策全体のあり方について、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、市場の動きを巡っては、とかく株価に焦点が当たりがちであるが、仔細にみると、長期金利は1.6%台から1.5%台へと低下し、為替も対米ドルで5%以上の円安となっているなど、株式市場でのみ突出した動きが起こっているわけではない、と指摘した。そのうえで、足許の市場の動きは、株式の短期的な需給を反映したものというよりも、市場参加者に広く共有されている先行き不透明感を反映している可能性が高い、と述べた。

こうした認識に立って、この委員を含む何人かの委員は、バブル崩壊後、財政・金融というマクロ政策の面から大規模なサポートを続けてきたにもかかわらず、依然としてこうした先行き不透明感が消えない事実は、重く受け止めなければならない、との見解を示した。そのうえで、この事実は、企業や金融機関のバランスシート問題やグローバル競争への対応力の問題など、日本経済の構造問題に対する内外の懸念が根強いことを物語っている、との見解を示した。

これらの委員は、市場の不安感を根本から解消し、日本経済の長期的な展望を切り拓いていくためには、経済の構造問題に正面から取り組み、供給サイドを強化していく努力が不可欠である、と主張した。

このうちひとりの委員は、今年の日本経済の課題は、設備・債務・雇用の「3つの過剰問題」の解消と不良債権問題の処理である、と強調した。そのうえで、構造改革は民間の自助努力で取り組むべきである、政府は規制緩和や税制面でのサポートなど環境整備に徹すべきであるが、先

行きのスケッチを明確に示すことが重要である、不良債権処理は金融機関自らが進めるべきであるが、日本銀行も信用秩序維持の観点から、事態の正確な把握と金融庁への提案・サポートに力を注ぐべきであり、また必要に応じて、この3月末までに公的資金の投入ないし再投入を考えるべきである、と述べた。

この間、年度末を控えた金融市場の安定性確保の問題を巡り、多くの委員が発言した。

ひとりの委員は、銀行が期末越えの資金調達に向けて動き始めている一方、企業側では、株価の低迷を背景に、銀行の融資姿勢が期末にかけて慎重化するのではないかと懸念が強まっているとの見方を紹介し、期末越えの資金供給を潤沢に行うことが重要であり、金融調節面での対応に万全を期すべきである、と述べた。

別のひとりの委員は、現在、金融市場では、マグニチュードの面では大きく差があるにせよ、先行き警戒感の増大の中で株安が進み、ジャパン・プレミアムも観察されるなど、98年後半にみられた現象と方向としては類似した動きがみられる、と述べた。そのうえで、市場の安定性の面で万が一にも問題が生じることのないよう、何らかの方策を考える余地はないか、との問題意識を示した。

さらに別の何人かの委員も、金融市場の先行き不透明感が強い中で、今後、年度末を控えた市場に、流動性の面で問題が生じる可能性は否定できない、との認識を示した。そのうえで、97年や98年の流動性逼迫の際には、銀行自身の流動性懸念やクレジット・クランチ、リスク・プレミアムの拡大などを通じて、結局は実体経済にも影響が及んでおり、同様の事態は避けなければならない、と述べた。

こうした認識に立って、ひとりの委員は、金融機関の流動性調達に支障をきたすことがないように、日本銀行の流動性供給手段を改善する余地がないか、検討してはどうか、と提言した。この提言に、多くの委員が賛意を示した。

これらの討議を受け、議長は、次のような見解を示した。

海外経済の減速と内外資本市場の不安定な動きという、2つのリスクが増大している中で、今後、年度末を控えている金融市場に、何らかのショックが及ぶ可能性は否定できない。

金融市場の動揺が出发点となって、経済活動に悪影響が及ぶことがあれば、景気回復に影響を与え、構造改革の芽も摘んでしまうことになりかねない。金融市場の安定性を確保していくことは、中央銀行の重要な責務であり、そのような事態が生じないように努めていく必要がある。

さらに、市場の安定を確保することは、現在の金融政策の緩和効果を確保するためにも、大事な課題である。

次回会合では、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法に関する改善策について検討することとしたい。

こうした議長の見解に対し、大方の委員が賛意を示した。これを受けて、議長は、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかを検討し、次回決定会合までに報告するよう、執行部に指示した。また、本議長指示の対外公表方法については、後ほど討議することとされた。

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

その理由としてこの委員は、内外のリスクが顕現化しつつある中、アヘッド・オヴ・ザ・カーヴで大胆に新しい政策を採るべきである、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した「緩やかな景気回復の継続」という、多くの委員が描いてきた標準シナリオは崩れつつあり、潜在成長率と考える1.5~2%まで景気を加速させ、一定期間それをキープすべきである、物価指数が全般に前年比マイナスとなっており、未曾有のデフレが継続している、と述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている。ただし、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているなど、家計部門の改善が遅れている。こうした中、物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数やGDPデフレーターの前年比マイナスが続いており、物価の下落が経済に与える影響について留意する必要がある。また経済の先行きについては、株式市場の動向や米国経済の減速等、留意すべき要因が増大している。米国では先般連邦準備制度が機動的に金利引き下げを行ったところであるが、これらの要因がわが国経済に及ぼす影響について注視していく必要があると考えている。
- 政府としては、昨年10月に「日本新生のための新発展政策」を取りまとめ、これを受けて平成12年度補正予算を編成し、現在その円滑かつ着実な執行に努めている。さらに平成13年度予算については、わが国の新たな発展基盤の構築に資する施策に一層の重点化を図りつつ、11年度、12年度当初予算と同水準の公共事業関係費を確保するなど、自律的な景気回復の実現に向けて十分な対応を行うこととしている。一方税制面では、企業組織再編成に関わる税制を整備するほか、新たな住宅ローン減税制度を創設するとともに、中小企業投資促進税制を継続するなどの措置を講じている。政府としては、これら諸施策を着実に実施することにより、21世紀の新たな発展基盤を構築しつつ、経済を自律的回復軌道に着実に乗せるよう全力を尽くしてまいりたい。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせ、経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を機動的に行うなど、適切な金融政策運営を行って頂きたい。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済動向については、財務省からの出席者から発言があった通りである。すなわち、全体としては緩やかな改善が続いているが、米国経済や株価など、懸念要因がやや顕在化しつつある。
- こうした状況を踏まえ、政府は経済を自律的回復軌道に乗せていくため、引き続き景気回復に軸足を置いて政策運営を行っていくこととしている。
- 昨年12月19日に閣議了解された「平成13年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」では、次の3項目を重点として、適切かつ機動的な経済運営を行うこととしている。第1に、景気を自律的回復軌道に乗せること、第2に、時代を先取りした経済構造改革を推進し、IT革命の実現等による中長期的な経済成長力の向上を図ること、第3に、多角的貿易体制の維持・強化、アジア・太平洋地区における重層的な地域協力の枠組みの構築等に努めることにより、世界経済の持続的発展に貢献することである。このような経済運営の下、平成13年度は緩やかな雇用・所得環境の改善と企業の増益基調の継続を背景として、個人消費・設備投資等の民需を中心とした経済成長を続ける姿が定着し、実質GDP成長率は1.7%程度になる見通しである。
- 日本銀行におかれても、今後とも金融・為替市場の動向を注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き景気回復に寄与するよう金融政策を運営して頂きたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現在の金融市場調節方針を継続することが適当である、という意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定し、マネタリーベースの拡大を図ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

#### 記

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

### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、生産は既にピークアウトしている可能性が高く、設備投資も失速する可能性が高まっているほか、輸出も米国の景気減速等を背景に減少に転じていること、内外の株価が大幅に下落しているもとの、現在の政策では不十分と考えられること、物価の下落が顕著であり、未曾有のデフレが続いているとみられること、政策目標として何らかの数値を掲げないと、アカウンタビリティを果たしていることにはならないと考えること、の4点を理由に、上記採決において反対した。

## 対外公表文「議長から執行部への指示について」の検討

本日、議長が執行部に対し、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないか検討し、今回の決定会合までに報告するよう指示した件につき、その対外公表の方法について議論が行われた。

何人かの委員は、議長の指示について対外公表を行うことのメリットとリスクを整理した。

まず、メリットとしては、市場にやや不安定な動きがみられる中で、日本銀行が流動性供給方法

に関する検討を開始した事実を伝えることが、市場の安心感の醸成に寄与し得る、との考え方が示された。一方で、議長から執行部への指示という事実を公表するだけでは、政策委員会の考え方が市場等に十分に理解されず、かえって、具体策への過大な期待が生じ、これが後に失望につながるリスク、日本銀行が金融システムにおける流動性リスクを強く懸念しているといった不安感を煽ってしまうリスク、も指摘された。

こうしたメリットとリスクを比較考量した上で、大方の委員は、現在の金融市場の状況を踏まえれば、検討を指示した事実を対外的に公表することが望ましい、との見解に至った。

次に、具体的な公表方法について、検討が行われた。

ひとりの委員は、本日、対外公表文を发出する方法と、2営業日後（1月23日）に予定されている記者会見において総裁が説明する方法がある、と整理した。そのうえで、対外公表文による方法は、「日本銀行が特定の金融システム問題について強い懸念を持っている」といった誤解を招く可能性も考えられ、総裁記者会見による方がリスクが小さい、との考え方を述べた。

これに対し、多くの委員は、市場の安定を確保するという観点からは、極力早めに公表することが望ましい、その上で、公表に伴うリスクの問題については、公表文の表現を工夫することで対応したい、との見方をとった。

こうした議論を踏まえて、議長は執行部に対し、対外公表文の原案の起草を指示した。執行部による起草作業は、決定会合を一時中断して行われた（3時13分中断、3時26分再開）。

会合再開後、執行部から提出された対外公表文の原案について、政策委員による検討が行われ、最終的な文案として「議長から執行部への指示について」（別添2）が作成された。これを公表することにつき、採決が行われた。

#### 採決の結果

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

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、オーバーナイト金利0.25%という調節方針自体に反対の立場であること、仮に0.25%を前提に考えると、期末越えに関しては、「コンピューター2000年問題」やRTGS絡みの年末越えにも十分対応できていること、それ以上の事態に備える趣旨であれば、金融市場調節方針に「状況に応じて十分な資金供給を行う」旨をなお書きで加えた方が効果的であること、を理由に、上記採決において反対した。

篠塚委員は、流動性供給の方法を検討することは必要であり、それ自体には賛成である、と述べた。しかし、議長が検討を指示した事実を公表するだけでは、市場参加者などに対し、政策委員会における議論の考え方が十分には伝わらず、かえってさまざまな憶測や誤解を招く可能性が高いとして、上記採決において反対した。

これを受けて、「議長から執行部への指示について」が、同日公表されることとなった。

#### 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を1月22日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、景気は既に停滞局面に入り、下落を始めているとみていること、個人消費に関し、「一部の指標にやや明るさが窺われている」との記述には同意できないこと、適正在庫水準が下がっている可能性があるため、在庫について「全体としてなお低水準」とは判断できないこと、所得環境もより慎重にみるべきであること、などを理由に、上記採決において反対した。

### 議事要旨の承認

前々回会合（11月30日）と前回会合（12月15日）の議事要旨が、各々全員一致で承認され、1月24日に公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成13年1月19日  
日本銀行

## 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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(賛成多数)。

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

以上

(別添2)

平成13年1月19日  
日本銀行

### 議長から執行部への指示について

本日の金融政策決定会合における討議を踏まえ、議長は、執行部に対して以下を指示した。

金融資本市場においては、最近の海外経済・市場の動向に加え、年度末を控えているという要因もあり、やや不安定な動きがみられている。そうした状況に鑑み、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかを検討し、次回決定会合までに報告すること。

以 上

(2001年2月9日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2001年2月9日(9:00～12:18、13:02～17:13)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	若林 正俊	財務副大臣 (9:00～13:31)
	田村 義雄	大臣官房総括審議官 (13:31～17:13)
内閣府	小林 勇造	内閣府政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (9:00～12:18)
	坂井 隆憲	内閣府副大臣 (13:02～17:13)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	鮫島正大 (9:00～11:23、13:02～17:13)
企画室企画第1課長	雨宮正佳
企画室企画第2課長	田中洋樹 (9:00～11:23、13:02～17:13)
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	清水誠一

## ・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（1月19日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、総じて0.25%前後で推移した。この間、金融機関が次第にRTGSの下での資金繰りに慣れ、国債発行日などを無事にこなしたこともあって、RTGS導入に伴う資金需要の増加は、一段落している。こうした中で、市場の関心は、年度末越え資金の調達に移っている。

### 2．金融・為替市場動向

株価は、1月末にかけて比較的底固い動きを示したのち、2月入り後は、NASDAQが下落するとともに、日本経済の先行き見通しが慎重化する中、下落に転じ、昨日（2月8日）は、昨年第3四半期のGDP（2次速報値）の下方修正などを受けて、昨年初来の最安値を更新した。先行きについては、値頃感などから大きく値を下げる可能性は低いという見方が引き続き多いものの、米国経済・株価の調整が予想以上のものになることへの警戒感、国内企業の業績下方修正懸念、持合い解消売り圧力などによる需給悪化懸念などから、しばらくは最安値圏で推移する、との見方が多い。

債券市場では、前回決定会合における「議長から執行部への指示について」の公表を受けて、買い安心感が広がり、長期金利は、長期、超長期ゾーンを中心に低下した。

為替市場では、米国景気の減速感の強まり等を背景に、円安の進展が一服し、やや反発する展開となった。先行きについては、日米両国のファンダメンタルズ、今回の決定会合で打ち出される流動性供給方法の改善策の内容、G7の議論などが注目されている。

### 3．海外金融経済情勢

米国の実体経済は減速傾向が一段と明らかになっており、民間機関の成長率見通しも下方修正が続いている。昨年第4四半期の実質GDP（事前推計値）は、個人消費の減速に加え、設備投資も前期比減少に転じたことから、前期比年率1.4%と、伸び率が低下した。このように最終需要の伸びが鈍化し、在庫率がなお高まっているもとの、生産の減少が続き、雇用面でも、失業率が若干上昇するなど、労働需給の緩和がみられる。この間、消費者や企業のコンフィデンスは、引き続き悪化している。

こうした中で、米国連銀は1月末のFOMC（連邦公開市場委員会）で、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.5%引き下げ、5.5%とした。

米国金融市場では、年初以来の相次ぐ利下げの効果が浸透するとの期待から、不安感がやや後退している。すなわち、投資家の信用リスクに対する懸念は幾分和らぎ、低格付社債の高格付社債に対する利回りスプレッドが縮小したほか、社債発行も増加している。また、株価のボラティリティも低下している。ただ、銀行の貸出基準は引き続きタイト化しており、信用力の劣る企業にとっての資金調達環境は、厳しい状況が続いている。

ユーロエリアでは、生産の伸びが昨年央から低下を続け、輸出の伸びも鈍化するなど、スローダウンの兆しがみられている。ただ、雇用情勢の改善や主要国における相次ぐ減税の効果などから、個人消費を中心に、底固い景気展開が続いている。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

東アジア諸国では、昨年秋以降、米国景気の減速や半導体需要の伸び鈍化等を反映して、輸出の増勢が急速に鈍化し、一部の国では内需にも減速の兆候が見られ始めている。こうした状況下、韓国、台湾、香港などで、政策金利の引き下げが相次いで行われた。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかな回復傾向を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。

最終需要面をみると、設備投資は増加を続けている。個人消費は、全体としてみれば依然回復感に乏しいものの、一部には明るい指標もみられている。住宅投資はほぼ横這いで推移している。また、公共投資は減少テンポが鈍化している。一方、純輸出は輸出の減速と輸入の増加により減少している。

こうした最終需要動向の下、生産の増加テンポは、輸出の減速を主因にかなり鈍化している。企業収益は改善を続けているとみられる。家計の所得環境は、引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善傾向にあるなど、底固く推移している。冬季賞与は、毎月勤労統計の特別給与によれば、12月(速報)、11月~12月計とも、前年比-1.5%と、これまで公表されたアンケート調査と比べ、かなり弱めとなっている。この点は、景気に対してかなり遅行して決まる公務員・準公務員の賞与の減少などが影響している可能性があるが、いずれにしても確報等を待って判断する必要がある。

この先、景気回復の持続が展望できるかどうかの判断は、海外景気に変調が生じている中で、わが国の企業部門を起点とする所得創出のメカニズムが途切れることなく続くかどうかにかかっている。この点、当面の鍵となるのは、生産と企業収益の動向であるが、生産は当面横這い圏内で推移するとみられる。また、円安がクッションとして作用していることもあって、製造業の増益基調が崩れたと判断する材料には乏しい。もっとも、生産活動が回復しないまま時間が経過すれば、いずれ日本企業の収益改善が止まり、設備投資も調整局面に入ることは避けられない。米国・東アジア経済の減速テンポが速まっているように窺われるだけに、その調整の程度と長さについて、今後とも注意深くみていく必要がある。また、株価の低迷が続く中で、企業や家計の心理が冷え込むことがあれば、それ自体が景気に対する負のショックとなるので、企業や家計の心理面を通じるダウンサイド・リスクについても、引き続き警戒が必要である。

物価の先行きについてみると、現状では、在庫調整の範囲はかなり限定的であり、労働需給も総じて改善傾向にあることから、国内民需を中心とした国内需給バランスの改善基調という判断を変える必要はないとみられる。しかし、一部の財が輸出の減少を起点とする在庫調整に入るなど、需給バランスの改善は一本調子では進みにくい状況となっている。また、原油価格が昨年末に急落しているほか、技術進歩や規制緩和(通信料金)が引き続き下落方向に作用すると考えられる。さらに、流通合理化の影響も、徐々に弱まりつつも、ある程度尾を引く可能性が高い。他方で、このところの急速な円安は、輸入物価の上昇を通じて国内物価の下落を抑制する方向に働くと考えられる。このような事情を総合すると、各種物価指数は、当面、総じてやや弱含みで推移する可能性が高いと予想される。

##### (2) 金融環境

株価の下落が金融環境にどのような影響を及ぼしているかについてみると、まず、金融機関の融資姿勢にはほとんど変化はみられていない。なお、中小企業金融公庫や商工中金の1月調査では、中小企業の「資金繰り判断」が幾分悪化した。この点は、悪化した業種では、売上面でも判断が悪化していることや、同じ中小企業金融公庫の「貸出態度判断」に変化はないことも勘案すると、金融機関の融資姿勢の変化を示唆するものではないと考えられるが、今後の動きには注意する必要

がある。

また、市場を通じた資金調達については、エクイティ・ファイナンスのごく一部に、株式の公開が先送りされたり、調達規模が圧縮されるケースがみられるが、社債の発行は安定的に推移しているほか、CPの発行は増加しているなど、全体として大きな変化は生じていない。

以上総合すると、金融機関の貸出態度や企業金融は、これまでの緩和された状態が続いているとみられる。ただ、株価の動向が企業の資金調達環境に及ぼす影響については、今後とも注視していく必要がある。

1月のマネタリーベースは、前年、「コンピューター2000年問題」への対応のため、大幅増加となったことの裏が出る形で、前年比では大幅なマイナス(-5.6%)となった。ただ、1月の残高は、昨年1年間の平均を上回っている。マネーサプライ(M2+CD)は、昨年夏場頃と比べてやや伸びを高めているが、これは主として郵便貯金からの資金シフトによるものと考えられる。

企業の倒産件数は、引き続き高水準ではあるが、このところ、若干弱含みとなっている。今後は、中小企業の資金繰りの状況や、3月末に中小企業金融安定化特別保証制度の取扱いが終了することの影響などを注意してみていく必要がある。

## 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

会合では、前回会合以降に得られた金融経済指標や情報などをもとに、日本経済は、「緩やかな回復」という標準シナリオの範囲にとどまっているのか、世界経済の減速、内外株価の下落といった景気の下振れリスクはどの程度大きくなってきているか、という点について、議論が行われた。

まず、景気の現状については、輸出・生産の減速により、回復のテンポが鈍化しているという認識で概ね一致した。この間、一人の委員は、国内民需の伸びを輸出減が相殺し、生産は前期比ほぼゼロ成長になっている以上、景気は「踊り場」状態になっているとして、厳しい認識を示した。

一人の委員は、輸出について、アジア向け輸出の低下が明らかになっており、対米輸出も鈍化し始めていると述べた。こうした下で、生産は当面横這い圏内の動きになるとの見方で、多くの委員の認識が一致した。

回復の起点である企業収益について、ある委員は、生産の伸び悩みや物価が弱含んでいることを踏まえると、来年度を展望して今年のような増益は困難になってきていると述べた。また、この点に関連して、別の一人の委員とともに、円安の動きは、企業収益の有力なサポート材料になるので、ファンダメンタルズを反映した動きである限り、受け入れていくべきであろう、とコメントした。

設備投資について、多くの委員は、各種先行指標の動きなどからみて、しばらくは増勢を続けるとの見方を示した。ただ同時に、先行きについていくつかの懸念材料が指摘された。ある委員は、機械受注の下振れ、建築着工床面積の減少、法人企業動向調査で非製造業の設備投資計画が下方修正されたこと、などを挙げた。また複数の委員が、法人企業動向調査で比較的大規模な企業の景況感が悪化してきていることや、各種の調査で中小企業の業況感が悪化していることなどを指摘した。

この点に関連して、一人の委員は、企業の現場の感覚として、ここまで量は戻ってきたが、そこで踊り場を迎えており、量の面での景況感は「平時」にあるが、価格の下落、下がった価格が戻らないことがビジネス・マインドを悪化させている、とコメントした。別の一人の委員は、こうした景況感の慎重化や最近の株安が、来年度の設備投資計画の慎重化をもたらす恐れもあるのではないかと指摘した。

この間、もう一人の委員は、設備投資の先行きについて、新技術の具体化や高付加価値商品に関する投資など、ある程度景気変動と独立して動く部分もあると考えられる、と指摘しつつ、世界経済の減速や先行きの不透明感は、見通しを抑制する方向で働く、との見方を示した。一方、ある委員は、96年に行われた米国の通信法改正が、その後の米国の情報化投資を加速させたことを紹介し、

わが国でも、現在国会で審議されているIT関連法案がうまく機能すれば、新規投資に良い効果をもたらす可能性がある、と指摘し、悲観的に傾斜することの懸念を示した。こうした議論を踏まえ、多くの委員から、3月から4月にかけて公表される各種のアンケート等によって、来年度の企業の事業計画を確認していくことが当面のポイントとなる、という認識が示された。

雇用・所得情勢については、何人かの委員が、12月の特別給与が前年比マイナスとなった点に言及した。ある委員は、特別給与がマイナスとなった点は気がかりな材料であるが、労働市場の改善傾向が続いていることを踏まえれば、全体として雇用・所得情勢は底固いとの判断で良いのではないかと、との見方を示した。一方、別の委員は、雇用・所得の改善は、昨年10月に「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表した時点で想定していたよりもかなり弱かった、とコメントした。

次に、昨年7～9月期のGDP成長率（2次速報値）が下方修正されたことについて、何人かの委員がコメントした。これらの委員は、短観などの設備投資計画が、計画通りではないにしても、ある程度実現していくとすれば、設備投資は年度後半にかけて増加していく可能性が高い、公共投資も年末までは増加傾向が見込まれる、労働市場の改善傾向が続いており、消費が大きく落ち込むおそれは少ない、といった点を勧告すれば、年度後半、生産はほぼ横這いで推移したとしても、GDPベースでは多少の増加が見込まれる、との見方を示した。

以上のような議論を経て、多くの委員は、回復のテンポは鈍化しているが、緩やかな回復が途切れているわけではない、との見方を示した。ある委員は、景気は「踊り場」にあり、今のところ後戻りの気配はないものの、そうした懸念が出てくるかどうか注視すべき状況であると表現した。別の委員は、現在の日本経済は、標準シナリオの「下限ぎりぎり」を何とか走っているという状態ではないかと、との評価を述べた。この間、一人の委員は、委員の大勢の見方との違いは微妙ではあるが、想定したような回復力は期待できなくなってきた、と述べた。

一方、別の一人の委員は、標準シナリオは既に崩れており、国内経済は景気後退の入り口にある、との認識を示した。この委員は、景気判断は、様々な期間の景気循環を単一のものとして捉えて行くべきであると述べ、景気動向指数の分析を示した。この委員は、需給ギャップおよび企業の利潤率と関連性がある景気動向指数C I（コンポジット・インデックス）の一致・遅行比率が大きく下落している、景気動向指数の一致系列の指標の半分以上が昨年8月以前にピークをつけた、と指摘し、2000年度後半以降の景気は停滞から後退に移行する初期の段階であり、2001年度は景気がさらに下振れるリスクが大きい、との見方を示した。

景気の先行きについては、下振れリスクが大きくなっている、という認識で一致した。ある委員は、回復メカニズムの根幹にかかわる部分でのリスクが高まっている、と述べた。

まず、米国経済の急激な減速が明らかになっている点について、多くの委員が言及した。ある委員は、国際機関や民間のエコノミストの間では、下期にかけて回復を予想する向きが多いとしたうえで、調整が急激であっただけにV字型の回復をすると考えるのか、それとも、長期にわたる景気拡大が続いた分、調整も大幅なものになると見るのかは見方が分かれるが、今後の行方は不透明であるので、より慎重に見ていくべきである、と述べた。また別の委員も、日本のバブル崩壊の経験からしても、米国経済の調整がどの程度で終わるのか、なかなか見通しがたい、と述べ、最近の経済指標の急激な悪化からみて、米国経済の先行きについてはかなり慎重にみておくべきではないか、との見解を示した。このほか、今後IT関連分野で、設備投資の本格的な調整局面を迎えると考えられる、との意見も示された。また、別の委員は、求人広告の大幅減少、雇用者所得の減少（非農業部門、3か月前比）、消費者コンフィデンスの低下、などを指摘し、米国経済は明らかに景気後退局面に入っている、との見方を明らかにした。この委員は、米国のIT投資はピークアウトした、家計のバランスシート調整が成長の足を引っ張るおそれがある、カリフォルニア州の電力問題が場合によって米国全体に大きな影響を与えかねない、といった点を付け加えた。さらに、原油価格について、世界景気の鈍化が進んで供給過剰の可能性が出てきており、一旦25ドル/バレルを割ると下落幅はかなり大きくなる、という見通しを示した。

株価下落の影響については、まず、株式含み益の減少から、企業の信用力や金融機関のリスク・テイク能力が低下していないか、について議論された。ある委員は、これまでのところ、金融機関の貸出運営スタンスに大きな変化はみられないし、企業の資金調達が困難化するような兆しもみられていない、と述べた。ただ、中小企業金融公庫や商工中金のアンケートでは、中小企業の「資金繰り判断」が幾分悪化しているといった動きもあるので、これが一時的なものなのかどうか、注意してみたい、と付け加えた。

また、消費者や企業のコンフィデンスが悪化していないか、という点について、ある委員は、消費者コンフィデンスは、この間、改善傾向を続けており、日本の場合、家計のマインドに対しては、株価よりも、雇用や所得環境の影響の方が大きいということではないか、とコメントした。

こうしたもとの、多くの委員は、株価の下落は、これまでのところ実体経済活動に対して、深刻な悪影響を及ぼしているわけではない、という認識で一致した。もっとも、複数の委員は、株価の下落をきっかけに個別企業や金融機関の問題がクローズアップされ、それが金融市場の機能やコンフィデンスに悪影響を及ぼす「イベント・リスク」などに、引き続き注意する必要がある、と述べた。このうち一人の委員は、金融機関の多くはこの3月期には時価会計を導入しないが、市場は実態に応じて評価するので、そのことで、リスクが軽減されるわけではない、と付け加えた。一方、ある委員は、欧米の機関投資家間で中長期の信用リスクを回避するために取引されているクレジット・デフォルト・スワップのレートが、邦銀や日本国債について上昇してきており、わが国の経済・金融機関を見る目が一段と厳しくなっている、と指摘した。

以上のような議論を経て、多くの委員は、日本経済の先行きについては、現時点で「緩やかな回復」というパスが困難になっているとはいえませんが、「世界経済の減速」と「株価の下落」の帰趨如何によっては、踊り場に止まらず、後退色を強めるかもしれない、といった認識で一致した。ある委員は、こうしたリスク要因が、「標準シナリオの下限ぎりぎり」という経済のパスをさらに引っ張ることになるのかどうか、非常に判断の難しい局面に入っている、と述べた。別の委員は、リスクが既に顕現化してきたと評価するべきではないか、として、さらに慎重な見方を示した。

物価について、多くの委員は、規制緩和、技術革新、内外価格差の是正などの供給サイドの要因が強く働いている、との認識を示す一方、景気回復のペースが鈍ってきている中で、需要サイドの要因の重要性が増してきている、との見方を共有した。ある委員は、今年度のGDPが1%台前半程度になるとすると、この間需給ギャップは横這いか若干拡大している可能性もあると述べ、こうした見方は、各種の物価指数の動きとも概ね整合的である、と付け加えた。その上でこの委員は、需要面からの物価低下圧力が劇的に高まっているということではないが、来年度の成長率がさらに低下するようであれば、物価低下圧力が相当強まるリスクもある、との評価を示した。別の委員も、生産の伸びのスローダウンが長引く場合には、需要の弱さからくる物価下落圧力について違った評価が必要になるかもしれない、と述べた。この間、一人の委員は、需給バランスの崩れによる価格下落懸念が現実化しつつあり、また、構造改革先送りの弊害として、本来、市場から退出せざるをえない「負け組」企業が、コスト無視の価格で勝負に出るため、「勝ち組」企業までが価格競争に巻き込まれ体力を疲弊させるという形の物価下落現象がみられている点も問題だ、と述べた。

また、多くの委員が、足許の景気回復ペースの鈍化は、主として世界経済の減速によってもたらされているものではあるが、その根底には日本経済の構造的な問題が存在している、と指摘した。ある委員は、市場の景況感が実体経済以上に慎重化している背景には、構造改革後の姿がなかなか見えてこないことがある、と指摘した。また別の委員は、株価の下落に関連して、海外投資家は、金融システム問題の抜本的な、最終段階の対策が打ち出されるかどうか、という点に注目している、と指摘した。この委員は、金融と産業を一体で捉えた抜本的な構造改革面の諸施策が是非必要であると述べた。別の委員は、需要構造の変化に対応できない企業を残存させたまま、構造改革が道半ばで先送りとなっていることが、景況感の悪化につながっていると指摘し、「景気回復を進めて構造改革を」という発想を、「構造改革を進めて景気回復を」という方向に切り替え、市場原理の下、民間の自助努力で構造改革を進め、金融システム不安を断ち切る必要がある、と指摘した。具体的

には、企業・家計の先行き不安を解消するため、政府は、財政赤字、税制、年金・医療などの社会保障、不良資産処理等の道筋を示すスケッチを明示すべきである、政府の役割は、規制緩和、税制面でのサポート、雇用の流動化、新産業の育成のための基盤作りなど環境整備に徹することである、構造改革によってもたらされるデフレ圧力を防ぐため、金融政策面では、低金利と潤沢な資金供給によって流動性を担保していくことが重要である、と述べた。この間、一人の委員は、持続的な景気の拡大を期待するには、経済構造の変化による生産性の上昇がなければならないが、そうした構造変化が起こってきているからこそ、景気下押し圧力が強まってきているという側面がある、と指摘した。

## ・金融市場への流動性供給方法の改善

### (1) 執行部からの報告

前回決定会合における議長から執行部への指示を受けて、金融市場への流動性供給方法の改善について、執行部から報告を行った。

現在の流動性供給方法については、オーバーナイト金利の誘導目標を実現するうえで、特に問題が生じているわけではないが、最近における内外経済情勢や金融資本市場の動向を踏まえると、以下のような観点から見直しを行う余地がある。

すなわち、第1に、現在の金融調節の枠組みは、市場における不測の資金ニーズに対して、柔軟かつ機動的に対応する仕組みには必ずしもなっていない。また、マクロ的に十分な資金供給を行っていても、一部の金融機関が資金を大量に抱え込むようなことがあれば、他の金融機関に十分資金が行き渡らないこともあり得る。そこで、市場における変化やショックに対し柔軟に対応する能力を強化することはできないか、という点である。第2に、現在は市場の主要プレイヤーを対象として流動性を供給しており、中小金融機関には基本的に日銀信用へのアクセスが認められていないが、この範囲を拡大することはできないか、という点である。第3に、現在は市場に返済圧力のかかる形のオペが中心となっているが、短期資金を安定的に供給していくうえで、運用面の工夫はないか、という点である。

こうした観点からは、ロンバート型貸出の導入、短期国債アウトライト・オペの積極活用、手形オペ(全店買入)導入の具体化、の3つの改善策が考えられる。

以上の報告に対して、委員の間では、大枠として執行部からの報告に沿ったかたちで流動性供給方法の改善策を講じていくことが適当、との認識が共有され、より具体的なスキームをもとに議論することとなった。このため、議長は、執行部に対して、以上の3つの改善策について具体案を作成し、再度報告するように指示した。

これを受けて、執行部は、以下の具体案を作成し、改めて報告を行った。

#### ロンバート型貸出の導入

幅広い対象先に対し、公定歩合(現状、市場金利より高め)で、取引先からの申込みを受けて、本行が受動的に貸し応じる形の貸出ファシリティを導入してはどうか。このように、取引先の不測の資金不足に備えた standby lending facility を用意することで、市場に流動性に関する安心感を与えることができる。また、適用金利である公定歩合は、市場金利の上限を画することになる。なお、貸出対象先については、本支店管下の中小金融機関を含め、幅広く認めることとしてはどうか。

#### 短期国債アウトライト・オペの積極活用

現在は残高のない短期国債アウトライト・オペを積極的に活用して、返済圧力が直接かからない形で、比較的長めの短期資金を市場に供給することとしてはどうか。

#### 手形オペ(全店買入)導入の具体化

地方の中小金融機関を含めて幅広く資金を供給する体制を整える観点から、既に導入を決

定している手形オペ（全店買入）について、本年7月までに実施すべくさらに準備を急ぐこととし、3月中に対象先選定手続を開始する旨、対外的に表明してはどうか。

## （2）委員会における検討

こうした執行部報告の内容に対して、すべての委員が賛意を示した。まず、「ロンバート型貸出」については、市場において何らかのショックが起こった場合にも、フレキシブルに資金供給できる、幅広い相手先に、受動的に流動性を供給する体制を準備することで、健全先であれば、流動性に対する不安はなくなることになり、市場全体に安心感を与えることができる、金利面でも、オーバーナイト金利の上限を画することによって、期末日や何らかのショックによって、金利が跳ね上がることがなくなる、こうした流動性に関する安心感や金利変動の安定化を通じて、オーバーナイト金利のみでなく、短期市場金利全般の安定性確保にも寄与する、といった点を指摘し、適切な手段であるとの認識で一致した。

ある委員は、こうした仕組みがあるということ自体、市場に安心感を与えるものであり、実際に使われるかどうかにかかわらず、いわば事前的に市場の安定化に貢献するものといえる、と評価した。また別の委員は、今回の措置は、将来の政策変更に関する期待に働きかけるのではなく、流動性調達の不確実性に伴うリスクプレミアムを低下させることで、ターム物金利を低下させるものである、と整理した。

そのうえで、いくつかの論点について、議論された。

まず、多くの委員が、今回の措置により、公定歩合に、「オーバーナイト金利の変動の上限を画することによって、短期市場金利の安定化に資する」という新たな機能が付与されることとなる点に言及した。一人の委員は、「ロンバート型貸出」の適用金利を公定歩合とするか、別の金利とするかは論点になりうる、と問題提起した。この点について、多くの委員は、公定歩合は、近年、アナウンスメント効果を除いて実質的な意義がなくなっていたが、こうした新たな機能を付与することで、金融政策運営上の役割が高まるとして、積極的な評価を示した。別の委員は、こうした新しい公定歩合の意味合いについてのイメージが定着するには多少の時間を要するかもしれないが、丁寧に説明していけば受け入れられるであろう、と述べた。

また、一人の委員は、金融政策運営上、貸出の機能を復活させる場合には、裁量的な運営とならないようにすることが重要であるが、そうした観点からも、「ロンバート型貸出」のような明確な基準に基づく受動的な貸出制度は好ましい、と述べた。

複数の委員は、今回の措置の特徴として、日銀が流動性面のサポートを強化することで、金融機関の信用創造を助けるものである、と指摘した。このうち、一人の委員は、これで、健全先の流動性不安は全くなくなるので、それでも銀行信用が回復しないとすれば、別の問題があるというインプリケーションが得られることになる、とコメントした。また、もう一人の委員は、97～98年のように、金融機関の信用力に問題があった時期には、流動性に働きかける施策だけでは不十分であったかもしれないが、現状では、適切な対応であると述べた。さらに、別の委員も、構造調整をこなしながらの景気回復過程にあって、金融政策によって構造問題を解決することはできないが、流動性の供給という中央銀行が「できるところ」で環境を整備していく、という意味で、今回の措置は、景気の実態に合ったものである、と評価した。

この間、一人の委員は、今回の措置が経営に不安のある金融機関に対する救済措置であるといった誤解がなされることのないよう、公表文等で十分趣旨を説明する必要がある、と述べた。また、複数の委員が、「ロンバート型貸出」に、何か日本語でわかりやすい名称を付けたほうが良い、とコメントした。

「短期国債アウトライト・オペの積極活用」と「手形オペ（全店買入）導入の具体化」の2つの措置についても、幅広く安定的な資金供給を行っていくうえで有益である、との見方で委員の意

見は一致した。一人の委員は、現在のオペに比べて広範な相手先に中央銀行信用へのアクセスを認めることは、流動性に対する安心感を広く行き渡らせる効果がある、と評価した。また、別の委員は、短期国債アウトライト・オペは、取引相手方に返済圧力のかからない資金供給方法であり、これを積極活用することは意味がある、と述べた。

以上の議論を踏まえて、議長から、「基準貸付利率（公定歩合）により受動的に実行する貸出制度を、別添骨子（別添2「ロンバート型貸出の骨子」参照）により導入することとし、平成13年3月実施に向けて具体的準備を進める」との議案が提示され、採決の結果、全員一致で決定された。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、わが国の景気は、緩やかな回復を続けているが、輸出の減速により、回復テンポは鈍化している、海外経済がさらに減速する可能性や内外資本市場の動きなど景気に対する下振れリスクが強まっている、物価は、先行きやや弱含みで推移するとみられる、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、「緩やかな回復」という標準シナリオを変更するまでには至っておらず、ゼロ金利政策を考える状況ではない、ただし、景気がスローダウンし、下振れリスクも高まっていることを念頭に置けば、何らかの措置を打ち出して、金融緩和の効果を高めることが望ましい、という点で一致した。もっとも、ほとんど追加緩和の余地がない中で、どのような手段が適当かについては、意見が分れた。

まず、多くの委員は、金融市場調節方針を現状維持としたうえで、公定歩合を引き下げる、という意見を述べた。このうち一人の委員は、ロンバート型貸出にはターム物金利を引き下げる効果が期待できるが、公定歩合の引き下げによって、さらに意識的にターム物金利を引き下げるとともに、若干のアナウンスメント効果も含めて、金融面から景気回復を支援する力を強化することが適当である、との見方を示した。また、別の委員も、ロンバート型貸出の運営のポイントは、オーバーナイト金利の誘導水準と公定歩合との幅をどう設定するかということにある、と指摘したうえで、技術的に可能であれば、できるだけ幅を狭く設定して、緩和効果を高めるのが望ましいと同調した。

こうした議論の過程で、何人かの委員から、執行部に対して、ロンバート型貸出のターム物金利抑制効果について、何らかの試算はあるか、オーバーナイト金利の誘導水準と公定歩合との幅をどの程度まで小さくすると金融市場調節面等で支障が生じうるか、といった質問がなされた。これに対して、執行部からは、まず、第1の点について、一定の前提のもとで計算すると、誘導水準と公定歩合との幅が現行の25bp（ベース・ポイント<0.01%>）の場合、ターム物金利を5bp程度引き下げる効果がある、幅を狭めれば引き下げ効果は若干高まる、ただし、この結果はロールオーバーをどの程度の期間認めるか等の前提によって異なり、相当幅を持って見る必要がある、と説明した。また、第2の点については、過去のオーバーナイト金利のばらつきや、オーバーナイト物と1週間物など期間の短いターム物との金利差などを踏まえると、幅が10bp未満になると、相当程度頻繁にこのファシリティが利用される可能性がある、と報告した。

こうした点も踏まえ、多くの委員は、公定歩合を引き下げるとすれば、オーバーナイト金利の誘導水準との幅は、10~15bp程度が望ましいという認識となった。一人の委員は、これまで公定歩合は0.25%の倍数で定められてきたが、今回は、そうしたことはできないとすれば、例えば、その2分の1の0.125%引き下げではどうか、とコメントした。一方別の委員は、ベース・ポイント単位で区切りのいい数字で、かつ、ぎりぎりまで効果を追求すれば、オーバーナイト金利水準より10bp高い0.35%が良いのではないかと述べた。多くの委員は、後者の意見に賛意を表した。

これに対して、一人の委員は、新しい手法を導入するのであるから、取り敢えず、現在の公定

歩合水準で実施してみて、その効果や運用の実態をみてから、改めて適用金利水準について考えれば良いのではないかと指摘し、現時点での公定歩合の引き下げに反対した。

また、別の複数の委員は、金融市場調節方針を緩和したうえで、公定歩合を引き下げることを提案した。このうち一人の委員は、緩やかな回復というシナリオ自体を放棄するわけではないが、「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示したような回復力を期待することは難しくなるとして、こうした景気実態に合わせて金融政策のスタンスを調整する観点から、オーバーナイト金利の誘導目標を0.15%引き下げて、0.10%とするとともに、公定歩合を0.25%引き下げて、0.25%とすることが適当である、との意見を述べた。この委員は、景気実態の変化に直面しても日銀は動かないということで、「硬直的」とみられることは避けるべきではないかと付け加えた。また、別の委員も、オーバーナイト誘導目標の小幅引き下げ、ロンポート型貸出の持つターム物金利引下げ効果、公定歩合の引き下げは、それぞれひとつひとつの緩和効果は大きくないものの、同時に行えば、それなりの効果を期待できる、と主張した。

こうした議論の過程で公定歩合引き下げに関し憶測に基づく報道がなされたことについて、多くの委員が強い遺憾の意を表明した。

この間、別の一人の委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、景気が失速する可能性が高まり、多くの委員が描いてきた標準シナリオが崩れたことがはっきりしてきた、各種物価指数が全般に前年比マイナスとなっており、デフレ・スパイラルの懸念がある、そうしたもとの、実質金利が高止まっており、インフレーション・ターゲティングを導入してデフレ克服への決意を示すべきである、と述べた。

なお、別のある委員は、今後、金融システム不安がシステミック・リスクにつながるか、実体経済が踊り場状態から後戻りするか、需給バランスの崩れによる物価下落の懸念が顕現化してくるか、に注目し、いずれかが起こる場合には、さらに弾力的な金融政策運営が必要になると強調した。また、国債買い切りオペの増額による量的緩和については、先行き選択肢のひとつと思うが、その実施に当たってはクリアすべき条件が多い、と付け加えた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているほか、輸出の減速を背景に生産の伸びが鈍化するなど、全体として景気の改善テンポがより緩やかになっている。また、米国経済の急速な減速、株式市場の動向など景気の先行きに対する懸念が指摘されている。物価面でも、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数、GDPデフレーターの前年比マイナスが続いており、物価の下落が、実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて、経済に与える影響について留意していく必要がある。
- 政府としては、景気を自律的回復軌道に確実に乗せるため、平成12年度補正予算の円滑かつ着実な執行と平成13年度予算の早期成立に全力を挙げているところである。
- 日本銀行におかれては、経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を機動的に行って頂きたい。また、流動性供給方法の改善を含めて今後の金融政策運営について、金融市場をはじめ内外から強い関心が集まっているが、特に景気の先行きに対する懸念が指摘される中で、物価の下落が続いていることに十分配慮し、時期を失せず適切な対応を採られるようお願いしたい。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国の景気の現状については、企業収益や設備投資が増加しており、自律的回復に向けた緩やかな改善が続いているという判断に変わりはないが、景気改善のテンポはより緩やかになっている。また輸出の弱含みに伴う生産の増加テンポの鈍化に加え、アメリカ経済の減速、内外株価の不安定化など警戒すべき要素が強まっており、これらを注視していくことが必要と考えている。
- このような状況を踏まえ、政府としては、引き続き景気回復に軸足を置いた経済運営が重要であると認識している。このため「平成 13 年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」で示されているとおり、まずは経済を自律的回復軌道に確実に乗せるための方策を採るとともに、時代を先取りした経済構造改革の推進等を図ることとしている。
- なお、2月2日に行われた経済財政諮問会議における議論について簡単に紹介する。まず、景気動向については、改善のテンポが一層緩やかになってきており、米国経済の減速により輸出が鈍化し、生産の増加テンポが緩やかになっている点に留意が必要という点で共通の認識があった。また、経済社会総合研究所の浜田所長より、日本銀行が短期金利の操作以外の手段も行うことが、日本経済の構造改革を通じた「弱気の均衡」から「強気の均衡」への移行に資する、との意見が示された。また、複数の議員から、金融政策のあり方も視野に置いて、経済財政政策を議論すべきとの趣旨が述べられた。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、金融市場調節方針を現状維持としたうえで、公定歩合を年0.15%引き下げ、0.35%とするとの考え方が大勢となった。

ただし、このほか、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定し、マネタリーベースの拡大を図ることが適当である、オーバーナイト金利の誘導目標を0.15%引き下げて、0.10%とするとともに、公定歩合を0.25%引き下げて、0.25%とすることが適当である、という2つの考え方が示された。

この結果、以下の議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

田谷委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.10%前後で推移するよう促す」とともに、公定歩合を「年0.25%引き下げ、年0.25%とし、平成13年2月13日から実施する」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成3、反対6）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下2つの議案が提出された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のおお

り公表すること。

記

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

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
篠塚委員、

反対：中原委員、植田委員、田谷委員

中原委員は、金融政策に対するいわゆる「包囲網」が狭まっており、現状維持ではさらに追い込まれる危険があること、大勢意見の景気判断は、实体经济の急速な悪化に追いついていないこと、各種物価指数が全般的に下落しており、デフレ・スパイラルに陥るぎりぎりの状況にあること、といった点を理由に、上記採決において反対した。

植田委員は、上記採決において反対したが、論点は先の議論の中で既に明らかになっていると述べた。

田谷委員は、現時点で緩やかな回復が続くというシナリオを放棄するわけではないが、景気の下振れリスクの一部が顕現化しており、企業収益から家計所得への改善の伝播は予想よりも遅い、こうした景気実態に合わせて金融政策のスタンスを調整する必要がある、と主張し、上記採決において反対した。

#### 公定歩合に関する議案（議長案）

日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年 0.15%引き下げ、下記のとおりとし、平成 13 年 2 月 13 日から実施すること。対外公表文は別途決定すること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年 0.35%

#### 採決の結果

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

反対：篠塚委員

篠塚委員は、景気の先行きについて下振れリスクが一段と高まっていると認識しているものの、政策対応余地がかなり限られている中で、先行き下振れリスクが一段と高まる状況に対してより効果的に政策を発動できるように備えることが必要で

ある、現時点では、現行の公定歩合のもとで今回新たに設けるロンバート型貸出がどのように受け止められるかなどを見極める必要がある、と主張し、上記採決において反対した。

## ・対外公表文の検討

本日の決定を踏まえて、対外公表文を作成するため、執行部に原案を作成するよう指示があり、この間、会合は一時中断された（16時3分中断、16時11分再開）。原案をもとに、委員の間で議論が行われ、「流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて」（別添2）が採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、同日公表されることとなった。

なお、会合中に憶測に基づく報道がなされたことに関して、一人の委員から、金融政策に関する議論は世の中の関心を集めやすいだけに、会合参加者間で改めて情報管理を徹底することを確認したいとの意見が表明され、全員の賛意を得た。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を2月13日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：三木委員、中原委員

三木委員は、世の中で最も注目される基本的見解の冒頭部分において、回復テンポの「鈍化」という表現だけでは、実体経済の現状とずれがあるし、世間からも「日銀の認識は甘い」とされるとした上で、ほとんどゼロ成長になったことを意味する「停滞」「踊り場」といった表現を加えるとともに、基本的見解の内容全体についても厳し目の見方をにじませるべきである、と強く主張し、上記採決において反対した。

中原委員は、景気判断の根拠が、かつての「デフレ懸念の払拭」を巡る議論と同様、不明確であるので、例えば特定の指標に基づいて判断するなど数量的な根拠を示すべきであること、個人消費に関し、「一部の指標にやや明るさが窺われている」との記述には同意できないこと、在庫について「全体としてなお低水準」とは判断できないこと、企業がリストラを強化している中で、所得環境が「底固く推移している」とは言えないこと、国内の需給バランスは「徐々に改善していくものと見込まれる」とは考えられないこと、などを理由に、上記採決において反対した。

以 上

(別添1)

平成13年2月9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(賛成多数)。

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

以上

(別添2)

平成13年2月9日  
日 本 銀 行

### 流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて

1. 日本銀行は、本日開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場に対する流動性供給方法の改善策を講ずるとともに、公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とすることを決定した。

#### (1) 流動性供給方法の改善策

##### 公定歩合により受動的に実行する貸出制度の新設

現在の金融市場調節の枠組みでは、金融市場への流動性供給は専ら日本銀行がオフア―するオペを通じて行われているが、今回、これに加えて、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申込みを受けて受動的に貸出を実行する制度(いわゆる「ロンバート型貸出」制度)を新設することとし、3月実施に向けて具体的準備を進める。

##### 短期国債買い切りオペの積極活用

市場に返済圧力がかからない形で短期の流動性供給を行う観点から、短期国債買い切りオペを積極的に活用する。

##### 手形オペ(全店買入)導入の具体化

比較的長めの短期資金を地方所在の金融機関を含めて幅広く安定的に供給していく体制を整備する観点から、既に導入方針を決定している手形オペ(全店買入)について、本年7月までに実施に移すべくさらに準備作業を急ぐこととし、3月中にオペ対象先選定手続を開始する。

#### (2) 公定歩合の引き下げ

公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とし、2月13日より実施する。上記の新たな貸出制度は短期市場金利の安定化効果を持つと期待されるが、公定歩合の引き下げは、その効果を一層高めると考えられる。

2. 今回の措置は、最近における内外経済情勢や金融資本市場の動向を踏まえ、金融市場調節の柔軟性を高めるとともに、幅広く安定的に資金供給を行い、金融面から景気回復を支援する力を強化する観点から、実施することとしたものである。また、日々の金融市場調節面でも、期末に向けて潤沢に流動性を供給していく方針である。

3. 日本銀行としては、こうした施策を進めることにより、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期し、引き続き、金融面から景気回復を支援していく方針である。

以 上

## ロンバート型貸出の骨子

目 的	金融調節の一層の円滑化の観点から、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申込みを受けて受動的に実行する貸付けを導入し、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保を図ること
貸 付 先	信用力が十分な取引先（銀行等のほか、証券会社、短資業者、証券金融会社を含む）
貸 付 店	業務局または支店
貸付金利	基準貸付利率（公定歩合） ただし、一定の日数を超える頻繁な利用先には高レートを採用
貸付期間	オーバーナイト 一定の日数まで基準貸付利率によるロール・オーバーを認める
担 保	本行適格担保
実行方法	取引先からの申込みを受けて、受動的に貸付けを実行する
例外的取扱い	特に必要と認められる場合には、日本銀行は貸付けの拒絶や貸付金額の制限などを行うことができる

(2001年2月28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2001年2月28日(9:01～12:57、13:46～15:48)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	若林正俊	財務副大臣(9:01～10:57)
	田村義雄	大臣官房総括審議官(10:57～15:48)
内閣府	小林勇造	政策統括官(経済財政-運営担当) (9:01～15:48)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	鮫島正大(9:01～9:36)
企画室企画第1課長	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室企画第2課長	田中洋樹(9:01～9:36)
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## I . 金融政策決定会合にかかる情報管理の厳正化について

冒頭、議長より、会合参加者全員に対し、金融政策決定会合にかかる情報管理の厳正化についての要請があった。概要は以下のとおり。

- 金融政策決定会合が開催される都度、未公表の議事内容や議決結果等にかかる報道が行われていることは、まことに遺憾である。金融政策決定会合に対する社会的信認を確保するためには、関係者が、厳正な機密管理の確保に、従来にも増して真剣に取り組む必要がある。
- 日本銀行の役職員は、日本銀行法や服務準則等が定める守秘義務に服し、万一これに違反することがあれば、罰則の対象となる。また、金融政策決定会合参加者の間には、「金融政策に関する対外発言についての申し合わせ」がある。
- 会合参加者は、これらの規定や申し合わせを厳格に遵守し、機密漏洩を未然に防止するとともに、機密情報に関与する可能性のある関係者にも、その趣旨を徹底するよう、改めて要請する。

### ・ 議事要旨の承認

前々回会合（1月19日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月5日に公表することとされた。

### ・ 「『補完貸付制度基本要領』の制定等」に関する決定

#### 1 . 執行部からの提案内容

##### (1) 「補完貸付制度基本要領」の制定

前回会合（2月9日）において、流動性供給方法の改善策として、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申し込みを受けて受動的に貸出を実行する制度（いわゆる「ロソバート型貸出」制度）を新設することが決定されたところであるが、その具体化のため、「補完貸付制度基本要領」の制定を行いたい。なお、本貸付制度は、新しい積み期間が始まる本年3月16日より実施することとしたい。

##### (2) 政策的意義が薄れている貸出制度の廃止または取扱い停止

2000年10月13日の会合で決定された「『商業手形に準ずる手形』等特定の形態の取引を裏付けとする手形を本行の貸出政策上優遇する制度については、その政策運営上の意義が薄れていることを踏まえ、今後、廃止を含めて整理していくこととする」との基本方針を踏まえ、輸入決済手形制度の本年6月末限りでの廃止、商業手形再割引の6月末限りでの取扱い停止、基準外貸付制度の即日廃止、を行いたい。

#### 2 . 委員による検討・採決

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

## ・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（2月9日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>に沿って運営した。その結果、オーバーナイト金利は概ね0.25%程度で安定的に推移した。

この間、短期国債買い切りオペの積極活用方針を踏まえ、これまでに同オペを2回実施した。残存期間が3か月超の長めの短期国債を買い対象としたこともあり、いずれのオファーとも3倍を上回る高い応札倍率となった。

### 2．金融・為替市場動向

#### （1）国内金融資本市場

株価は、米国NASDAQ指数の下落や、わが国情報関連業種の収益下方修正の動き、期末に向けた持合い解消売り圧力などから、昨年初来安値圏でもみ合う展開となっている。最近の株式市場の特徴的な動きをみると、前回会合における本行の流動性供給方法の改善策等の決定や、不良債権処理に対する金融当局の積極的発言を背景に、銀行株が買戻されていること、1月に大幅買い越しとなった海外投資家は、2月入り後の海外の株価軟調等を受け、ここへきて再び慎重な投資スタンスに転じていること、が指摘できる。市場では、当面、日米の景気情勢等に対する先行き不透明感や、持合い解消等による需給面での警戒感などから、下値を探る展開を予想する向きが多い。

短期金利の動きをみると、3か月物ユーロ円レートや1年物短期国債流通利回りなど、やや長めのターム物金利を中心に低下している。この背景としては、前回会合で決定した措置により、年度末越えの資金調達に安心感が生じたこと、短期国債買い切りオペの実施が好感されたこと、追加金融緩和についての予想が強まっていること、などが挙げられる。

長期金利は、10年物国債流通利回りが概ね1.4%前後で推移している。市場では、金利リスクの高まり等を背景に、これ以上の金利低下に懐疑的な見方がある一方で、慎重な景況感や追加金融緩和の思惑から買い安心感が広がっており、当面は長期金利が上昇に向かう可能性は少ない、との予想が多い。

この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、足許、若干縮小気味で推移しているが、金融セクターの一部銘柄では引き続き拡大傾向にあり、注意が必要である。

#### （2）為替市場

円の為替相場は、概ね115～117円台の範囲内で推移している。最近の為替市場では、国内機関投資家による年度末にかけての外貨建て資産処分動き等が円高要因となっている一方、景気の先行き不透明感、追加金融緩和期待などが円安要因として働いている、と考えられる。市場参加者の間では、今後もこれらの要因が交錯し、方向感の乏しい展開が続く、との見方が多い。

### 3．海外金融経済情勢

米国の経済指標をみると、消費者コンフィデンス指数が1月、2月と急激な落ち込みとなった。生産についても、1月にかけて4か月連続で前月比マイナスとなり、製造業の設備稼働率も92年2月以来の水準にまで落ち込んだ。これらを背景に、米国景気の先行きについては、弱気の見方が増えつつある。民間の成長率見通しも、2月に一段と下方修正された。また、FF先物市場でも、年

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」

央にかけてFRBの追加利下げを織り込む展開となっている。この間、1月の生産者・消費者物価指数は、コア・ベースでみて、やや高めの伸びとなった。

米国金融市場では、ハイテク関連企業の収益見通しの下方修正が相次いだことなどを背景に、NASDAQ指数をはじめとして、株価の下落が続いている。こうした動きは、ユーロ・エリアや英国、エマージング市場にも波及し、2月に入って世界的な株安傾向となっている。各国株式市場での共通点をみると、TMT（テクノロジー、メディア、通信）銘柄の下落が目立っていること、金融株も軟化していること、米国経済の減速や米国株価の下落をきっかけとした市場センチメントの悪化がみられること、などが指摘できる。

このほか、エマージング市場では、トルコで混乱がみられている。同国では、政策運営の先行き不透明感が高まったことを契機に、通貨リラの売りが嵩んだことから、当局がリラ防衛介入を行い、外貨準備が急減した。こうしたトルコの混乱が他のエマージング諸国に及ぼす影響は、現在のところ限定的であるが、今後の動向には引き続き注意を要する。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

前回会合以降公表された、輸出、設備投資、生産などの指標等を踏まえると、先行きの景気に対する下振れ方向のリスクは、前回会合時と比べてさらに高まっている、と考えられる。

1月の実質輸出は、前月比-8.0%となり、昨年10~12月期対比でも、大幅な減少となった。これは、自動車輸出が大きく減少したことの影響もあるが、情報関連財輸出の減少が一段と鮮明になるなど、基調的な弱さも目立っている。一方、実質輸入は、小幅の減少に止まった。この結果、純輸出は大幅に減少している。

設備投資関連の指標をみると、機械受注は、昨年第4四半期まで6四半期連続で増加したが、本年第1四半期の見通しは、前期比-6.4%となっている。米国経済の状況を踏まえると、機械受注の減少の動きが一時的なものに止まらない可能性がある。また、日本経済新聞社による設備投資動向調査の中間集計によれば、2001年度の設備投資計画は全産業ベースで-6.0%の減少を見込んでいる。本中間集計については、通信大手を含んでいないこともあり、最終集計までには上方改訂の可能性はあるが、設備投資の先行きに関する懸念材料といえる。

雇用者所得の面では、昨年12月の毎月勤労統計の特別給与が、確報値で下方修正された。個人消費関連指標をみると、1月の各種販売統計は比較的堅調な動きを示した。これは、1月の気温が低めに推移したこと、また家電リサイクル法施行前の駆け込み需要がみられること、などが影響していると考えられるが、基本的には、一進一退の範囲内の動きと思われる。

本日公表された1月の鉱工業生産指数は、前月比-3.9%の大幅下落となり、また、予測指数によると1~3月期の生産は前期比-1.7%と見込まれる。このところの生産の減速は、情報関連財や自動車の輸出減少が影響していると考えられる。また、在庫面では、電子部品や一部素材で積み上がりの動きがみられる。

##### (2) 金融環境

マネタリーベースは、前年はY2K問題を背景に銀行券や日銀当座預金が大幅に増加したが、その裏が出る形で、12月、1月と前年割れとなっていた。しかし、2月は、そうした前年の高上げ要因が剥落し、再び前年比プラスに戻る見通しにある。マネーサプライ(M2+C D)は昨年8月以降、幾分伸びを高めている。これは、郵便貯金の一部が銀行預金に流入していることが背景のひとつにあると考えられる。

1月の企業倒産は前年比 - 0.4%となり、やや長い目でみると、昨年夏頃から横這い圏内で推移している。企業倒産を巡っては、今後、中小企業の売上・収益動向、銀行の中小企業向け貸出態度、本年3月末の特別保証制度終了の影響などを注意深くみていく必要がある。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合(2月9日)以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に、検討が行われた。

多くの委員が、輸出の減少傾向がはっきりしてきたこと、生産が足踏みから減少しつつあること、設備投資の先行きについて、やや懸念される材料が出始めていること、を指摘して、景気の先行きをより警戒すべき局面に入ってきた、との認識を示した。

このうち、ある委員は、景気が踊り場の状態から後戻りするリスクが強まっている点を踏まえ、前回会合で決定した当月の基本的見解の認識では甘く、それを改めるべきだと主張した。別の複数の委員は、これまで注視してきた2つのリスク要因、すなわち、海外経済の減速や内外資本市場動向の影響が次第に現実化しつつある、との考えを述べた。

これらを踏まえた討議の結果、大方の委員は、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化している、先行きの不透明感も強まっている、との認識を共有した。

まず、企業部門の動きに関して、多くの委員が、輸出・生産の減少傾向がより明確になってきた、との見方を示した。複数の委員は、輸出の減少が企業の生産活動に大きな影響をもたらしている、との見解を示した。このうちのひとりの委員は、先行きの生産の動きについても、厳しめにみていく必要がある、と発言した。

設備投資についても、多くの委員が意見を述べた。これらの委員は、機械受注の1~3月期見通しが7四半期振りの前期比減少を見込んでいることや、日本経済新聞社のアンケート結果を合わせてみると、来年度の設備投資が減速する可能性が強まってきた、との見方を示した。このうち複数の委員は、株価の下落や、今期決算で退職給付債務の調整に関連して特別損失を計上しなければならないことが、投資意欲に悪影響を与えているのではないかと述べた。また、ひとりの委員は、法人企業動向調査に着目し、2000年4~6月期以降2四半期にわたり6千億円程度の設備投資が先送りされているとみられるなど、企業の投資スタンスが慎重化している、と指摘した。

さらに、企業収益について、ひとりの委員は、まだマイクロ・レベルではあるが、電気機械関連の国内大手メーカーの中に、業績の下方修正を発表する企業が出始めている点が懸念される、と述べた。また、別のある委員は、企業における保有株式にかかる時価会計適用のため、最近の株価下落により今期決算が悪化する可能性が高まっている点を指摘した。

次に、家計部門について、ある委員は、1月の小売販売額が、寒波や家電リサイクル法施行といった特殊要因があるとは言え、ほぼ4年振りにプラスになったことは、数少ない明るい材料のひとつである、と指摘した。また、もうひとりの委員は、年末年始の個人消費関連指標の一部には、明るさが窺われると指摘した。一方、何人かの委員が、12月の特別給与が確報値で下方修正されたことに言及した。このうち複数の委員は、企業収益の改善が個人の所得面になかなか波及しにくいことが改めて確認された、との見方を示した。もうひとりの委員は、企業の生産の鈍化なども踏まえると、今後、所得環境の「底固さ」が崩れていくリスクもあり、関連情報を注意してみていくべきである、と述べた。

この間、別のある委員は、消費の価格弾性値に関する分析を示し、90年代後半に、高・中所得階層の消費は価格に対して非弾力的になっていることを紹介したうえで、デフレ経済のもとで消費者の買い控え現象が定着している、との見解を述べた。この委員は、この結果、名目消費の落ち込み

が目立っていると続けた。

以上のような企業部門、家計部門の動きを踏まえ、景気回復メカニズムについて意見が交わされた。複数の委員は、海外経済の減速を背景に企業部門が多少停滞しても、家計部門がそれをカバーすれば問題はないが、家計部門に経済の牽引役を期待するのは難しい、と発言した。このうちひとりの委員は、その一方で、個人消費が比較的健闘しているのも事実であり、緩やかな景気回復メカニズムが途切れたと考える必要はない、との見解を示した。もっとも、別のある委員は、輸出の減少を背景とした生産の減速が、次第に企業収益の圧迫や支出活動の抑制にまで波及するととなると、これまでの「企業部門を起点とする景気回復メカニズム」自体が損なわれる可能性がある、との懸念を表明した。

この間、別の委員は、他の委員に比べてさらに慎重な景気認識を述べた。この委員は、1月の公共工事請負額が前月比1割減となった、1月の乗用車・軽自動車の販売台数や首都圏のマンション契約率が前月に比べて大きく下落した、景況感に関する様々なアンケート結果も芳しくない、米国経済について、生産性の伸びは昨年第2四半期にピークを打ち、本年前半の実質成長率はマイナスとなる可能性が高いほか、年後半の景気回復も困難が予想される、といった諸点を列挙した。また、この委員は、景気動向指数の分析によると、遅くとも本年5月から7月にかけて景気後退局面入りする可能性がある、との見解を示した。

物価面については、複数の委員が、国内の需給バランスが再び悪化する恐れがある、との警戒感を示した。これらの委員は、同時に、物価が弱含み傾向にあることが企業収益や賃金に悪影響を与えるリスクがある、との認識を示した。このうちひとりの委員は、構造調整が先送りされる中で、本来市場で淘汰されるべき企業によるコスト無視の安値競争が、物価下落に影響している面がある、と発言した。別のある委員は、様々な物価指数に加え、地価も下落しており、現在はデフレが進行している状況にある、と発言した。こうした議論を経て、大方の委員の間で、物価は弱含みの動きが続いており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある、との認識が共有されるに至った。

## (2) 金融面の動き

金融面では、まず、何人かの委員が、前回会合で決定した流動性供給方法の改善策と公定歩合の引き下げによって、期末越えを含むやや長めの短期市場金利が大きく低下していることを指摘した。これらの委員は、こうした市場金利の動きは、金融緩和を強化するという前回の措置の狙った効果が現れているものであり、景気を下支えする方向で作用することが期待できる、と述べた。ただ、このうちひとりの委員は、そうした金利低下には、先行きコールレート誘導水準引き下げを含む金融緩和措置が採られるであろうとの市場の思惑も影響している、との見方を付け加えた。

株価の下落についても、何人かの委員が発言した。ひとりの委員は、日経平均株価はバブル後最安値を一時下回ったが、TOPIXはバブル後最安値をまだ2割以上上回っているため、冷静な判断が必要であると指摘したうえで、やはり、家計や企業の心理面への影響には留意すべきである、と述べた。別のある委員は、日本株のPERを点検すると、例えば米国S&P指数に比べて引き続き水準がかなり高く、日本の株価はなお割高であるとの見方を示した。また、もうひとりの委員は、株安が銀行の経営体力を低下させ、銀行の貸出姿勢が厳格化するのではないかと見方が、借入企業の側で強まりつつある、と発言した。

これに関連して、ある委員は米国株式市場の動きについて触れた。この委員は、取引金額の対GDP比率をみると、昨年の状況は、1929年の株価暴落直前の水準よりはるかに高く、最近のバブル的状況が際立っていると見方を述べた。また、このところの各株価指数の動きをみると、NASDAQ指数の下落に加え、S&P指数の急落も目立っており、これがNYダウの大幅な下落に波及していくことが心配される、と続けた。

金融機関の不良債権問題についても、意見が出された。複数の委員は、金融庁や関連省庁がどの

ような対応を打ち出すのかは現時点では明らかではないが、今回こそ、不良債権問題の抜本的な処理に繋がるような手当てを期待したい、と述べた。このうちひとりの委員は、こうした金融システム面での抜本的な対策がマクロ経済に与える影響について、デフレ的な影響が出る恐れがある一方、内外の市場参加者が納得するような方策であれば、市場環境が好転する可能性もある、と整理した。そのうえで、ただ、短期的に不良債権処理額が膨らむ場合には、一時的にデフレ圧力が高まることに留意すべきである、との認識を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化している、先行きの不透明感も強まっている、物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、当面の金融政策運営の考え方については、今回の会合において、追加緩和措置を講ずるべきかどうか、追加緩和策を講ずるとすれば、具体的にどのような方法が考えられるか、という論点について、議論が行われた。

ある委員は、前回の決定により、市場の流動性が枯渇したり、それが景気回復に悪影響を与える恐れを封じ込めることができたが、その後得られた景気判断材料の重みを踏まえると、この際、追加的な措置を講じることも検討に値するのではないかと、問題提起を行った。ただし、この委員は、一方で、金利面での対応余地が極めて限られている中、もう少し追加情報を待ってから、よりイノベーティブな政策措置を講じるという考え方もありうる、と付け加えた。

こうした問題提起に対して、多くの委員は、今回、何らかの追加措置を講ずる方針を支持する意見を表明した。

このうち、複数の委員は、日本銀行として、経済の先行きに懸念を有しているとのメッセージを発するべきであり、このことは、金融政策のフレキシビリティを強調する意義もある、と述べた。ある委員は、その具体的方法として、コールレートの誘導水準および公定歩合の若干の引き下げが望ましいと考えられ、かつ、本日、ロンバート型貸出制度の細目を公表することと合わせれば、ある程度の相乗効果も期待できるのではないかと、続けた。

別のある委員は、現在、企業は需給悪化による価格下落と株価下落の2つの収益下押し要因を抱えており、景気が踊り場から後戻りするリスクがある、再び緩やかな回復軌道に復することが重要であり、構造改革・不良債権処理を進めて景気回復に繋げるプロセスの中で、強力なデフレ圧力が生じる可能性がある、といった点を挙げて、これらに対応した金融政策上の措置が必要であると主張した。この委員は、前者に対しては、現在の政策フレームワークのもとで、コールレートを若干下げ、資金供給量を増やすことが適当である、とした。後者に対しては、マネタリーベースとマネーサプライの連動関係が不安定化している状況を踏まえ、全く違った発想に基づく強力な措置を講ずることも念頭に置くと、まず、コールレートのゼロ近傍への引き下げ、国債買い切りオペの対象銘柄拡充や増額による流動性供給量の一層の増加が必要であり、さらに従来の金利ターゲットから量的ターゲットへの転換、物価目標の設定といった政策フレームワークの変更も検討する意義があると、述べた。ただし、こうした手段も含め一気に大胆な政策をとるのか、ステップを踏んでいくべきかは、慎重に検討すべきであると、付け加えた。

もうひとりの委員は、日本銀行として、景気に対するダウンサイド・リスクが一段と強まる中で、「物価下落を放置しない」というメッセージを強く打ち出す必要がある、そのうえで、国債買い切りオペの増額についても、今後は弾力的に対応すべきである、具体的には、国債買い切りオペは、「消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまでの間」買入

額を増額することが適当である、と述べた。その効果について、経済主体の期待形成にポジティブな影響が及び、長期金利の低下や低位安定、あるいは為替の円安化を促し、ひいては物価下落に歯止めをかけることが期待できる、と説明した。他方、この委員は、買い切りオペ増額の期間についての上記コミットメントは、財政規律を維持するための明確な歯止めとしても機能する、具体的な買い切りオペ額について、毎月8千億円程度とすれば、買入国債にかかるキャピタル・ロスを、債券取引損失引当金でカバーできるのではないかと付け加えた。

さらに別の委員は、日本銀行のこれまでの政策対応は、「too little, too late」であったと評価したうえで、物価安定目標付きマネタリーベース・ターゲティングの採用が望ましいとしつつ、そのファースト・ステップとして、まずはゼロ金利政策に戻ることが適当である、と述べた。この委員は、景気は外需の減少に加え、設備投資も失速の懸念があり、日本銀行が描いてきた標準シナリオはもはや崩れている、株価がバブル崩壊後の安値を更新しており、マインド面を通じて実体経済へ悪影響をもたらす懸念がある、各種物価指数はいずれも前年比マイナスであり、現在はデフレの状況にほかならない、このまま手を拱いているとデフレ・スパイラルに陥りかねないほど経済状況は切迫している、といった点を理由として列挙した。

一方、他の複数の委員は、今回、追加的な政策対応を採ることに慎重な意見を述べた。ひとりの委員は、その理由として、景況感が悪化しているとは言え、直ちに景気が底割れする状況ではない、国債買い切りオペ増額などの政策レジーム変更については、理論、実務両面にわたって、政策委員会として議論を尽くすべきである、不良債権処理を中心とする構造調整に伴うデフレ圧力に対しては、金融政策上の対応に加えて社会的セーフティネットも併せて必要であり、その点を含めた十分な議論が必要である、といった点を挙げた。もうひとりの委員は、ゼロ金利政策を導入した99年初め頃と今日の情勢は異なっている、現在は、金利機能や市場機能を十分活かし、競争を通じて構造改革を進めていくことが重要である、預金金利が再び低下すると消費者マインドに悪影響が及び惧れがある、等を指摘した。

この間、先行きの政策運営についてのコミットメント（時間軸効果）、量的緩和、国債買い切りオペ増額など、通常では行われなような政策手段の有効性について、議論が行われた。

まず、ひとりの委員がこれまでの議論を整理した。この委員は、金利がゼロ近辺まで低下した後、単純に資金の量を増やしただけでは大きな効果は期待しにくい、と述べた。そのうえで、金融緩和策として強い効果がありうるのは、長期金利に直接影響を与えるような国債買い切りオペの増額、財務省の所管ではあるが、為替レートの円安誘導、金融緩和策の継続を現時点でコミットする方法、が考えられると説明した。そのうえで、物価下落阻止のために国債買い切りオペの増額を主張した委員に対し、金融緩和を継続するというコミットメントによる時間軸効果を通じて長期金利の低下が実現できるはずであり、そうした中で、あえて国債買い切りオペを増額する狙いはどこにあるのか、と質問した。

これに対し、国債買い切りオペ増額を主張した委員は、前述の提案について、最も重要な意義は、日本銀行は物価下落を放置しないというメッセージを強く出すことにある、現状の金融調節方針（コールレートを0.25%前後に誘導する）を維持したままであっても、長期金利の低位安定や為替の円安化を促すことができる、また、金融調節面についても、財政要因による資金不足幅が大きくなっている中で、今回の提案は、短期の流動性供給の負担を軽減し、金融調節の機動性を一段と高めることに資する、などの点を指摘した。

これらの論点に関し、ある委員は、国債買い切りオペが長期金利に与える影響は必ずしも確かではないとの考えを述べた。別の委員は、長期金利の抑制などを目的に国債買い切りオペを増額すると、金融政策や国債に対する信認を低下させ、かえって金利上昇をもたらす恐れもあり、そうした狙いによる買い切りオペ増額は行うべきではないと述べた。

これらの議論を通じて、大方の委員の間では、以下のような認識が共有されるに至った。

前回会合以降得られた材料は、景気の先行きのダウンサイド・リスクがさらに高まってい

ることを示しており、このタイミングで、何らかの政策対応を図ることが適当である。

しかし、通常は行われぬような政策手段まで踏み込むかどうかは、次回以降の会合で、景気・物価情勢を見極めつつ、引き続き検討を深めるべきである。

本日の段階では、日本銀行として機動的・弾力的な対応を図る観点から、政策金利の小幅引き下げを実施することが適当である。

以上を踏まえ、ある委員が、コールレートの誘導水準と公定歩合をそれぞれ 0.1% ずつ引き下げることが、本日の議論を踏まえた方法として適当ではないか、と総括した。この考えに対し、当初、今回の政策対応に慎重なスタンスを示していた委員も含め、多くの委員が賛意を示すに至った。

ただし、ひとりの委員は、99 年 2 月のゼロ金利政策導入時の経済状況と比較しつつ、当時と比べて名目 GDP が、各需要項目とも大きく下回っている、政府債務残高が大きく膨らみ、財政政策の発動余地が乏しくなっている、金融機関の株式含み益が一段と減少している、景気循環的に、当時は底入れ直前であったが、現在は下降局面に入りつつある、ことから、現在の方が厳しい経済情勢にあるとの判断を示して、現時点でゼロ金利政策に復帰すべきである、との意見を述べた。また、物価下落阻止のために国債買い切りオペの増額を主張した委員は、本日、何らかの措置を講ずることには賛成した。しかし、この委員は、99 年 2 月に採ったゼロ金利政策のメリット、デメリットをきちんとサーベイした後でなければ、先行きゼロ金利政策の復活に繋がりうる今回の金利引き下げには、反対である、と主張した。

このほか、会合では、構造改革の必要性についても、議論があった。何人かの委員は、日本銀行が中央銀行として必要な措置を講じたとしても、それだけで日本経済の根本的な問題が解決するわけではない、と指摘したうえで、日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠な条件である、との認識を強調した。この点に関し、ひとりの委員は、構造改革の基本は、市場原理のもとでの民間の自助努力である、政府の役割は、そのための環境整備や、先行きのスケッチを明示することである、財政政策面では、量ではなく質を意識した財政支出が重要である、と述べた。これらの委員は、各方面に対して、不良債権処理を通じた金融システム問題の解決をはじめ、構造改革に一層積極的に取り組むべきことを訴えていくべきである、と主張した。

## ・ 政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているほか、企業部門についても、輸出の減速を背景に生産の伸びが鈍化するなど、景気の改善テンポがより緩やかになっている。また、米国経済の減速など、先行き懸念すべき点が見られる。こうした中、物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数、GDPデフレータの前年比マイナスが続いており、物価の下落が実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響について、留意する必要があると考えている。
- 政府としては、景気を自律的回復軌道に確実に乗せるため、平成 12 年度補正予算の円滑かつ着実な執行と、平成 13 年度予算の早期成立を図ってまいりたい。先般 G7 が開催されたが、わが国経済について、「景気の緩やかな回復が期待されるが、物価の下落が続き、下方リスクが残っている。この観点から、金融政策は、潤沢な流動性供給を引き続き確保すべき」旨が声明に盛り込まれたところである。
- 日本銀行におかれては、2 月 9 日の会合において決定された流動性供給方法の改善策の着実な実施により、豊富で弾力的な資金供給を行って頂きたいと考えている。また、今後の金融政策運営について、金融市場をはじめ内外の強い関心が集まっているが、特に景気の先行

きに懸念すべき点がみられる中で、物価の下落が続いていることに十分配慮し、時機を失せず適切な対応をとるようお願いしたい。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 先般の2月16日の月例経済報告では、景気は全体として緩やかな改善が続いているという前月の判断から、景気の改善はそのテンポがより緩やかになっているという判断に変更した。最近の景気動向をより具体的にみると、第1に、米国経済の減速から輸出が弱含み、それに伴い生産の増加テンポも緩やかになっている。第2に、個人消費は概ね横這いであり、失業率は高水準で推移するなど、景気は厳しい状況をなお脱していない。第3に、ただ、企業収益や設備投資は増加しており、自律的回復に向けた動きは続いている。また、景気の先行きについては、米国経済の減速など懸念すべき点がみられる。
- 昨日行われた第4回経済財政諮問会議では、日本経済がその潜在力を発揮するためには経済社会の構造改革が重要であり、不良債権処理の促進を含む包括的な経済活性化の方策をまとめることが重要であるとの認識が多くの方から出された。
- 日本銀行におかれても、景気の自律的回復を確実なものとするため、景気の先行きについて懸念すべき点がみられることを踏まえて、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、予防的観点を含めた適切かつ機動的な金融政策の運営を行って頂きたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、通常は行われぬような政策手段まで踏み込むかどうかについては、今後、景気・物価情勢も踏まえ、さらに検討を深めていくことを前提としつつ、今回は、コールレートの誘導水準を0.1%引き下げて0.15%前後にするとともに、公定歩合を年0.1%引き下げて年0.25%とすることが適当である、という意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、ゼロ金利政策に復帰するとともに、期末等の金融機関の資金繰りに一段の安心感を与えるために公定歩合を年0.1%に引き下げるべき、との考えが示された。さらに、この委員は、ゼロ金利政策で不十分な場合には、かねてより主張している、物価安定目標付きのマネタリーベース・ターゲティングによる量的緩和に踏み切る必要がある、と付け加えた。

また、もうひとりの委員からは、現行の金融市場調節方針は変更せずに、消費者物価指数（除く生鮮）の前年比が安定的にゼロ%以上になるまでの間、金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、国債買い入れ額を増額するべきである、との考えが示された。また、この委員は、買い入れ国債にかかるキャピタル・ロス日本銀行の債券取引損失引当金でカバーできるよう、当面の買い入れ額の目処を現在の倍とする旨、付け加えた。

この結果、以下の議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す」とともに、公定歩合を「年0.25%引き下げ、年0.10%とし、平成13年3月1日から実施する」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」とともに、国債買い切りオペに関し、「消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまでの間、金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、買入金額を、現在の月4千億円程度から、増額する。なお、当面は、国債買入金額を、月8千億円程度とする」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 2、反対 7）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の 2 つの議案が提出された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.15%前後で推移するよう促す。

#### 採決の結果

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

反対：中原委員、篠塚委員

#### 公定歩合に関する議案（議長案）

日本銀行法第 33 条第 1 項第 1 号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第 2 号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年 0.10%引き下げ、下記のとおりとし、平成 13 年 3 月 1 日から実施すること。対外公表文は別途決定すること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年 0.25%

#### 採決の結果

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

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、景気は昨年 8 月以降下降しつつあり、昨年 8 月のゼロ金利政策の解除は失敗であったと考えられることから、悪化の度合いが加速しつつあるこの期に至っては、中途半端な対応では不十分である、实体经济が急速に悪化しているほか、地価も含めてデフレ傾向がますます強まり、名目 GDP が縮小しているなど、日本銀行の描いてきた標準シナリオは崩れており、現時点においても日本銀行の判断は景気実態に依然追い付いていない、ここで思い切った追加的緩和措置を打ち出さないと、一段と金融緩和を求める声が強まり、日本銀行の独立性に問題が生じる危険性すらある、株価下落は深刻で、3 月末にかけてこういった状況となるか予断を許さない、といったことを挙げたうえで、上記 2 つの議案の採決において反対した。

篠塚委員は、ゼロ金利政策に対する評価が不十分なまま、先行きゼロ金利政策に繋がるような安易な金利引き下げは避けるべきである、むしろ、先行きの景気下

振れリスクが一段と高まっている中で、物価下落に歯止めをかけるため、我々は何か強いメッセージを出すことがぜひとも必要である、として、上記2つの議案の採決において反対した。なお、同委員は、今回は、消費者物価を用いたコミットメントや長期国債買い切りオペ増額についての提案は否決されたが、執行部に対して、今後に向けて、それらを引き続き検討して欲しい、と述べた。

## ．対外公表文の検討

本日の決定を踏まえ、対外公表文「金融市場調節方針の変更および公定歩合の引き下げについて」が、賛成多数で決定され、別添のとおり公表することとされた。

### 採決の結果

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

棄権：中原委員、篠塚委員

なお、政策変更時の恒例にしたがい、本日、議長が記者会見を行うこととなった。

以 上

(別添)

平成13年2月28日  
日 本 銀 行

### 金融市場調節方針の変更および 公定歩合の引き下げについて

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針と公定歩合を以下のとおりとすることを決定した。
  - (1) 金融市場調節方針の変更(賛成多数)  
無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促す。
  - (2) 公定歩合の引き下げ(賛成多数)  
公定歩合を、年0.25%とし、3月1日より実施する。
2. 日本経済の状況をみると、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている。この間、物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある。
3. 今回の措置は、こうした情勢を踏まえ、金融面から景気回復を支援する力をさらに強化するとともに、物価の安定に資することを目的として行うものである。
4. 日本銀行は、日本経済が民間需要主導の自律的な回復軌道に復することを目指して、今後とも、機動的・弾力的な金融政策運営に努めていく方針である。
5. 日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件である。日本銀行としては、各方面における構造改革に向けた取り組みが一層速やかに進展することを強く期待している。

以 上

(2001年3月19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2001年3月19日(9:01～12:12、13:01～17:27)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

(注) 藤原委員は、国会出席のため、9:27～10:55の間、会議を欠席した。

4. 政府からの出席者：

財務省 村上誠一郎 財務副大臣(9:01～17:27)

内閣府 岩田一政 内閣府政策統括官(経済財政 - 景気判断・  
政策分析担当)(9:01～12:12)

坂井隆憲 内閣府副大臣(13:01～17:27)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室企画第1課長	雨宮正佳
企画室企画第2課長	梅森 徹(9:01～9:18)
金融市場局長	山下 泉
金融市場局調査役	栗原達司(9:01～9:39)
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	長井滋人

## 1. 議事要旨の承認

前々回会合（2月9日）の議事要旨が、全員一致で承認され、3月23日に公表されることとされた。

### ・「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正等」に関する決定

#### 1. 執行部からの提案内容

「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」（平成12年4月27日決定）ならびに「流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて」（平成13年2月9日決定）において対外的に示した方針に基づき、手形買入（全店買入）および手形買入（本店買入）の対象先選定を実施するために、「手形買入における買入対象先選定基本要領」（平成12年4月27日決定）に所要の改正を行うこと等を提案したい。

#### 2. 委員による検討・採決

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

### ・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（2月28日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね0.15%程度で安定的に推移した。この間、年度末越えの資金繰りについては、日本銀行による潤沢な資金供給に加えて、補完貸付制度の導入を始めとする一連の流動性供給策の実施により、市場に安心感が広がっている。

#### 2. 金融・為替市場動向

株価は、IT関連企業の相次ぐ業績見直し下方修正を受けてNASDAQが大きく下落する中で、これにつられる格好で大幅に低下し、日経平均は12,000円台割れ、TOPIXは1,200ポイント割れを記録した。また、銀行株も銀行保有株の含み損の拡大が改めて認識される中で、一段と下落した。先行きについては、決算対策や持合い解消の売り等の年度末特有の需給悪化要因が一巡してきている一方で、米国株価が不安定な動きを強めていること、国内企業の業績下方修正がかなりのテンポで進んでいることなどから、当面は一段下押しリスクが大きいとの見方が多い。

長短金利をみると、短期金融市場では、前回決定会合の利下げ措置の決定に加え、一段の緩和措置実施への期待の高まりもあって、ターム物のレートが大きく低下した。これを受けた債券市場では、資金運用難を背景とした投資家のデュレーション長期化の動き等も加わって、長期金利が大きく低下し、イールドカーブは心持ちフラット化した。

この間、信用リスクの指標をみると、社債スプレッド等は概ね横這い圏内の動きを続け、ジャパン・プレミアムもほぼゼロ水準での推移となっているが、一部邦銀の海外優先証券

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促す。」

(海外子会社に発行させた優先的に配当を行う証券)の対国債スプレッドが拡大している。

為替市場では、株価の大幅下落、長短金利の一段の低下を受けて、ほぼ一貫して円安化が進展した。先行きについては、決算を睨んだ益出しのための外貨資産処分動きが峠を越しつつあるほか、わが国政府関係者の円安容認を示唆する発言もあって、当面、一段の円安を予想する向きが増えている。

### 3. 海外金融経済情勢

米国の実体経済は引き続き減速傾向を辿っている。すなわち、最終需要の伸びが鈍化する中で、企業は在庫調整を進めており、生産は減少傾向を辿っている。また、設備投資の先行指標である資本財受注も減少傾向にあり、IT関連財受注も増勢が鈍化している。一方、家計部門では、消費者コンフィデンスが低迷する中、小売り上げは振れの大きい動きを示しつつも減速基調にある。

こうした中、民間調査機関等による米国の経済見通しは下方修正が続いているが、引き続き大部分が本年後半には潜在成長率近くまで盛り返すと想定している。ただし、こうした想定は、在庫調整は年前半に終了、設備資本ストックの調整の程度は大きくない、消費は底固く、貯蓄率がマイナス領域で推移、といった、やや楽観的な前提に立っているものが多い。

米国金融・資本市場では、ハイテク主導で、大きな振れを伴いつつ株安が進行している。その中で、2月中旬以降は、それまで比較的堅調であった金融株も大きく下げているのが特徴的である。このように、株価のボラティリティが高まる中で、CPや社債のスプレッドが再び拡大に転じるなど、信用リスクへの警戒感が高まっている。

ユーロエリアでは、生産や輸出の面からは減速の兆しが見られるものの、個人消費を中心に、底固い景気展開が続いている。先行きについては、低い外需依存度に加えて、減税や失業率低下による消費者コンフィデンスの下支えが期待出来ることから、マイルドな減速に止まるとの見方が多いものの、ドイツ景気の不冴えや株安の連鎖等の懸念材料にも留意すべきである。

東アジア諸国では、米国景気の前予想以上の減速により、特にIT関連財輸出のウエイトが高いNIEsを中心に大幅な成長鈍化が予想されている。一方、中国では、輸出の伸びは鈍化しつつも、財政支出や直接投資流入を背景とした好調な内需に支えられて高成長を維持している。

### 4. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

わが国の景気は、輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態になっていると判断される。

最終需要面をみると、設備投資は増加を続けている。個人消費は、全体としてみれば回復感に乏しいものの、一部には明るい指標もみられている。住宅投資は概ね横這いで推移している。また、公共投資は下げ止まりつつある。一方、純輸出は米国、東アジア経済の急激な減速を受けて、はっきりと減少に転じている。

こうした最終需要動向の下、生産は、輸出の減速を主因に減少に転じており、電子部品や一部素材などでは在庫の過剰感が高まっている。企業収益は改善を続けつつも、そのテンポは製造業を中心にかなり鈍化している可能性が高い。家計の所得は、底固さを維持しているが、新規求人や所定外労働時間などの限界的部分には、生産減少の影響が現れ始めている。

景気の先行きについては、ここ暫くの間、停滞色の強い展開を続けるものと予想される。すなわち、当面は、補正予算執行本格化による下支えや既発注の設備投資案件の進捗が期待できるものの、生産は、海外景気の調整がなお暫く続くこと、程度は大きくないとはいえ在庫調整を要する局面に入ってきていることから、年央にかけて減少傾向が続くと考えられる。また、設備投資の先行指標である機械受注は既に頭打ちになっている。こうした傾向が長引けば、企業収益ばかりでなく家計所得が伸び悩み、つれて、もともと力強さに欠ける国内民間需要は徐々に頭打ちになっていく可能性が高い。このように、これまでの「企業部門を起点とした所得創出メカニズム」が働き続けることは、期待しにくい情勢になってきている。先行きについては、海外景気、特に米国経済について、本年後半以降に緩やかに回復するという標準的な見方が実現するかに大きく左右されるが、そうした見方には楽観的な面があることも否定できない。また、株価が一段と低迷する中で、企業や家計の心理が冷え込むことがあれば、それ自体が景気に対する負のショックとなり、景気調整を大きくするリスクも否定できない。

物価の先行きについてみると、各種物価指数は、当面、総じてやや弱含みで推移する可能性が高いと予想される。すなわち、最近の円安は物価を押し上げる方向に作用するとみられるものの、景気が足踏み状態となったことに加え、一部とはいえ在庫の過剰感が高まっていることもあって、国内需給バランス面からは、当面物価に対して低下圧力が働く可能性が大きい。このほか、技術進歩や規制緩和（通信料金）が一定の幅で影響するほか、衣料品を始めとする流通合理化の影響も、徐々に弱まりつつも、ある程度尾を引くとみられる。また、景気に対するダウンサイド・リスクが顕現化する場合には、需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まることとなる点には、十分に留意が必要である。

## （２）金融環境

最近の金融環境を整理すると、各種金利の低下に伴って企業の調達コストが一段と低下しているほか、社債、CP市場での発行も引続き活発であり、金融機関の貸出姿勢も優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢が続いていることから、引続き緩和された状態が続いているとみられる。

もっとも、株価の低迷によって、エクイティ・ファイナンスの面で新規公開の動きがやや低調に推移している等の懸念材料もあることから、今後の動きに留意が必要である。また、資金需要の中に、輸出減少に伴う在庫ファイナンス等の後向きなものが含まれ始めたほか、「中小企業金融の資金繰り」判断の悪化を示す調査もみられていることにも注意していく必要がある。

2月のマネタリーベースは、「コンピューター2000年問題」への対応で前年水準が大幅増加となった反動から12月、1月と前年割れが続いた後、そうした要因の剥落から3か月振りに前年比プラスに転じた（+3.4%）。マネーサプライ（M2+C D）は、郵便貯金からの資金シフトを主因に昨年夏頃から徐々に伸びを高める傾向が続いている。

企業の倒産件数は、このところ、ほぼ前年並みの水準で推移しており、変調はないが、今後は、中小企業の資金繰りの状況や、3月末の特別保証制度終了の影響などを注意してみいく必要がある。

## 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

会合では、前回会合以降に得られた金融経済指標や関連情報などをもとに、「企業部門を起点とする緩やかな景気回復」という標準シナリオが維持されているか、企業や金融機関の不良債権処理などの構造調整圧力をどう評価するか、といった問題を中心に議論が行われた。

景気の現状については、予想を上回る米国経済の急減速を背景とした輸出・生産の減少を主因に、「足踏み状態となっている」との意見が多く示された。さらに、一人の委員は、景気動向指数や各種景況感指標の動き等を示したうえで、米国株価急落という外部環境の下、危惧したリスクが顕現化する形で、標準シナリオは既に崩れてしまっており、現在は景気後退局面にあるとの一段と厳しい認識を示した。また、別のある委員は、踊り場から後戻りの懸念が顕現化しつつあり、既に緩やかな回復が見通せない事態にある、とした。

個別の需要項目については、個人消費は引き続き一進一退の動きながら、このところ堅調さを示す指標もみられることが複数の委員から指摘された。もっとも、ある委員からは、足許の一部販売統計の改善は、家電リサイクル法施行前の駆け込み需要や乗用車のニューモデル投入等、一時的要因による面が大きい、との指摘があった。こうした中、一人の委員は、消費財供給数量が緩やかな伸びを続け、家計が所得に見合った支出を行っていることを踏まえると、消費は不況状態ではなく、平時に復していると解釈すべき、と述べた。設備投資については、これまでのところは、既発注案件の進捗により増加傾向を維持しているとの認識が共有された。

しかし、輸出・生産の動向については、大方の委員が厳しい評価を述べた。多くの委員が、最近の輸出の減少は予想以上であり、現時点で輸出環境の改善の見通しは立っていないとの認識で一致した。一人の委員は、わが国が景気後退局面に入っているという認識の下で、貿易黒字がピークアウトしていることに強い懸念を表明した。

生産については、第1四半期に続いて、第2四半期も減少傾向が続く可能性が高いとの見方で委員の認識が概ね一致した。また、複数の委員が、在庫調整の動きが一部産業で見られ、生産に影響を与えていることを指摘した。ある委員は、鉄鋼、石油化学、紙パ、半導体において今後在庫調整が避けられず、ITを使った在庫管理技術の進展の結果、調整期間は短く、かつてより成長へ与える影響は少なくなりつつあるものの、当面は生産調整が続かざるを得ない、との見方を示した。

次いで、景気の先行きについても、厳しい見方が示された。多くの委員が、これまでの「企業部門を起点とする緩やかな景気回復メカニズム」が期待できない状況になってきており、標準シナリオを想定し続けることは難しくなった、という認識を述べた。

まず、標準シナリオの重要な前提となる米国経済の先行きに関して議論が行われた。多くの委員が、下期回復シナリオの前提にはやや楽観的なものも含まれており、低迷が長引くリスクにも留意すべきである、との厳しい見方を示した。ある委員は、進行しつつある米国金融経済の変調が、景気循環的な側面を越えて、いわゆるニューエコノミー論に基づいた成長パラダイムを揺るがせていると指摘し、その心理的影響に懸念を表明した。別の委員は、「繁栄が永久に続くという期待の行き過ぎが、企業や家計の過剰な借入れに繋がるという連鎖」の揺り戻しが足許の急激な変化をもたらしており、米国にはコンフィデンス・クライシスの兆しが見え始めている、とした。また、別の委員は、株価、ミシガン大消費者コンフィデンス指数、一人当たり求人広告費についての長期的な動向を分析し、米国経済において大規模なバブルの発生と崩壊が生じたとの分析を示した。同じ委員は、米国株価が1929年以来約70年振りに大天井を打ち急落しているとの長期的分析の下に、当面の動きとしては、株価の一段安後の目先底入れを予想し、政策次第では年央にかけて多少の反発局面が期待できる、との見方を示した。一方で、別の委員は、米国株価の水準は、伝統的な尺度では依然として割高で、さらなる調整もあり得る、とした。また、ある委員は、米国の景気低迷が長引いた場合、巨額の経常赤字や低貯蓄率といった構造的な問題もあって、ドル安方向に転じる可能性もあり、その場合は日本の輸出へ与える影響も懸念されることを指摘した。

なお、ある委員は、原油価格(WTI)について、当面25-30ドルのレンジを下に切る可能性はなく、多少反発するだろうとの見方を示した。

標準シナリオにおける回復の起点である企業収益に関しては、今後の悪化を予測する向きが大勢であった。幾つかの民間研究・調査機関による来年度の見通しが現時点で増益となっていることについて、複数の委員が、米国経済の回復を前提としたものであり、その実現可能性については厳しくみておく必要がある、との評価を示した。また、別の委員は、「量横這い」の中の「価格下落」で企業収益は明らかに悪化し始めており、今年度決算は年度前半の収益好調で増益になるとはいえ、リストラ（人件費中心）と輸出増加による固定費の薄め効果に支えられた脆弱な収益基盤に今後は価格下落という逆風が加わる、と分析した。

こうした中、設備投資については、多くの委員が、各種先行指標の動きなどからみて、先行きの頭打ち感が出てきており、今後収益環境の悪化に伴い鈍化していく、との見方を示した。ある委員は、特に1月の機械受注統計における電気機器分野での弱さを指摘した。また、ある委員は、半導体市況の低下を眺めてITメーカーの設備投資意欲が急速に減退していることに加え、景気の先行き不透明感が高まる中で、ITユーザーの投資意欲もここに来て落ちてきている、と評価した。

雇用・所得情勢については、何人かの委員が、生産減少の影響と考えられる新規求人や所定外給与の伸び鈍化の動きを、限界的ながらも留意すべき点として指摘した。このうち複数の委員は、企業収益から雇用者所得への波及効果が逆の方向に働き始めている、との懸念を示した。また、ある委員は、今年度の企業の経常利益（連結ベース）が30%以上の伸びとなる一方で、賃金の伸びが非常に低いものに止まったことを考えると、今後賃金が持続的に伸びることを期待するのは難しくなってきた、との認識を示した。

物価について、足許までの下落については、供給サイドの要因（流通合理化、規制緩和、技術革新、内外価格差の是正等）と需要サイドの要因が混在しているとの見方が大勢ながら、それぞれの影響に関する評価で若干の差異が見られた。しかし、先行きについては、需要サイドの要因による下落圧力が強くなるという懸念が共有された。その中で、ある委員は、足許で価格下落の動きが加速している訳ではないとしたうえで、今後、為替相場の下落が価格下落をどの程度緩和するか注目する旨発言した。また、一人の委員は、アジアにおけるIT関連製品の構造的な供給過剰を背景とする輸出ドライブが、わが国における製品価格の下落に繋がる可能性が高いと指摘した。また、一人の委員は、「負け組企業」が延命目的に稼働率を上げ、コスト無視の安値提示をしているための価格下落がみられ、「勝ち組企業」も巻き込んだ消耗戦を招いている点を懸念した。こうした中、ある委員は、名目GDPについて、来年度、マイナスに陥る可能性が高いと指摘した。

以上の議論を踏まえて、複数の委員は、昨年から今後にかけての景気・物価の動きを次のようなかたちで総括した。 昨年の実質経済成長率は1.7%となった。潜在成長率が1%台半ば程度であるとすると、昨年中は、需給ギャップの拡大に歯止めがかかったか、若干縮小したものと評価できる。しかし、先行きの実質成長率は、潜在成長率を下回る可能性が高くなっており、昨年のように、緩やかであれ、需給ギャップの縮小を展望することは難しくなっている。 そうだとすると、今後、需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まり、経済がデフレ・スパイラルに陥る懸念が強まっているとみざるを得ない。

以上のほか、景気の先行き不透明感を高めている要因として、多くの委員が、構造調整圧力の重さを指摘した。一人の委員は、現在の日本経済は、米国経済減速を契機とする短期循環と構造調整によるデフレ圧力という二重の重荷を背負っており、ふたつを噛み合わせた時に生じる最悪のケースを想定したうえで、政策面での対応を検討することが重要である、との認識を示した。

まず、金融システム問題については、多くの委員が、株価下落による金融機関の含み益減少や、景気鈍化を通じたシステム不安の再燃を懸念材料として指摘し、このことが景気の先行き不透明感を強めているとした。ある委員は、ある格付会社による邦銀19行への格下げ検

討の動きが、わが国だけでなく、米国の株価にも影響を与えた事例を捉えて、いわゆる「イベント・リスク」への懸念を示した。また、一人の委員は、日本国債のクレジット・デフォルト・スワップレートの上昇傾向を説明したうえで、不良債権問題が解決方向に向かわなければ、わが国信用力のもう一段の低下を招きかねない、との懸念を述べた。別の委員は、最近の金融システム不安の背景は、潜在的な資本不足問題への懸念が中心であり、流動性危機には発展していないという評価を示し、日本銀行による最近の機動的な対応が下支え効果を果たしている、と述べた。そうした中で、複数の委員は、主要銀行が、合併・統合の動きのなかで、不良資産の処理を加速させていることを歓迎し、そうした動きが一段と拡がることを期待する旨を発言した。

また、多くの委員が、金融機関の信用創造機能が十分働いていないことが、金融政策の有効性を低下させていると指摘した。このため、金融政策の有効性を高め、経済が持続的な成長軌道へ復帰するためには、企業や金融機関の不良債権の抜本的な処理が不可欠であるが、その過程で生じる景気下押し圧力には注意が必要であるとした。その一方で、一人の委員は、不良債権の処理の加速は、金融システムの将来展望に繋がるようなやり方で行えば、金融・資本市場における好ましい反応を通じて、経済にプラスの影響をもたらす可能性もある、との見方を示した。別の委員は、ベースマネーとマネーサプライとの連動関係が不安定化していると問題点を指摘した上で、貸す側、借りる側双方の対応が不可欠であるとして、金融機関側においては、2次ロス不安を消すための不良債権のオフバランス化と必要な先への公的資本の再投入による体力回復が、また企業側においては、設備・雇用・債務の過剰問題を解決し、生産性を高め国際競争力を取り戻すことが重要である、と述べた。

金融システム問題以外の構造問題の解決の重要性についても何人かの委員が指摘した。ある委員は、財政運営について、規模は増やさずに支出構成を変更することで見直しが可能であるとして、例として、生産性の高い分野への財政支出の傾斜配分、構造調整に対応したセーフティ・ネットの拡充（失業保険給付等）、規制緩和の一段の加速、税制による個人株式投資の促進等を挙げた。別の委員は、構造問題には民間努力・財政運営・金融政策の三者合わせ技で対応することが重要で、企業・銀行の自助努力を基本としたうえで、政府は、市場原理を尊重し、税制サポート、規制緩和、雇用流動化、新産業育成などの環境整備を図ると共に、企業・家計の先行き不安を解消するために財政赤字、社会保障等の問題について先行きのスケッチを明示することが重要である、とした。この委員は、金融政策面からは、銀行が信用創造機能をフルに発揮し、企業が資金の量を確保できるように、日本銀行として流動性の供給を十分に確保する必要がある、とした。一人の委員は、法人季報のデータを引用し、企業の人件費と人員は平成12年第2四半期をボトムに上昇してきており、リストラの進展が不十分であることを示している、と分析した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

### 1. 基本的な認識

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、わが国の景気は、輸出・生産の減少により、足踏み状態となっている、先行き、「企業を起点とする緩やかな回復」という標準シナリオを維持することが困難になっている、海外経済がさらに下振れする可能性や内外資本市場の動きなど、一段の景気下押し要因に留意すべきである、物価面では、需要サイドの要因による下落圧力が強まり、デフレ・スパイラルに陥るリスクが高まっている、といったものであった。

こうした情勢判断を踏まえ、委員の大勢は、今後予想される構造改革がデフレ圧力をもた

らす可能性も考慮すると、金融政策面において、残っている政策手段の中で、なるべく思い切った政策に踏み出すべき段階にきている、という認識で一致した。同時に、金融政策単独では、景気回復を確実なものとすることはできず、金融システム面をはじめ経済・産業面での構造改革を断固たる決意で進めることが重要であることを明確にすべき、という点でも認識が一致した。

複数の委員が、いわゆる量的緩和といった通常は行われなような政策について、これまでの決定会合における議論を踏まえ、次のように整理した。こうした政策については、その効果が不確実であるほか、副作用も懸念される、そこまで踏み込むべきかどうかは、つまるところ情勢判断の問題に帰着する、この2年間は景気が緩やかに回復していた以上、そうした手段に踏み込むことは適当ではなかったが、現段階では、思い切った手段を講ずることが必要な局面となった。

このうち一人の委員は、冒頭、今回採りうる政策の選択肢に関して、金利の一段の引き下げか量的緩和か、時間軸効果を発揮させるにはどうすればよいか、長期国債買い切りオペの増額をどう考えるか、という問題提起を行った。その後の議論も、この問題提起を軸に行われた。

## 2. 金融市場調節の操作目標を巡る議論

まず、金融市場調節の操作目標について、従来の金利から新たに当座預金残高などの量的指標に変更すべきか、或いは、引続き金利ターゲティングの枠内で最大限の効果を求める(ゼロ金利政策に復帰する)べきかについて、様々な観点から議論が行われた。

複数の委員は、量的指標として当座預金残高を操作目標とし、その量を十分に増やせば、オーバーナイト金利は事実上ゼロ%近辺になって、ゼロ金利政策と同様の効果を期待できることに加え、不確実な面が残るにしても、量自体による追加的緩和効果も期待できるという意見を述べた。当座預金増額そのものの持つ経済効果については、不確かな面はある一方で否定もできないことは事実であり、現下の情勢を考えると、著しい弊害がない限りにおいて試みるべき、との意見が複数の委員から出された。また、複数の委員が、量を操作目標として金利形成を市場に委ねることで、市場メカニズムを活かして自然に市場金利の低下を促していくことができることを評価した。このうち、一人の委員は、金利をゼロに無理矢理張り付けさせるのではなく、ある程度自由に動かすことで、言わば「日本銀行とマーケットのフェアなやりとり」が実現することが重要である、と述べた。

この中で、一人の委員は、マネタリーベースの拡大が日本の株価、設備投資、生産にプラスの効果を持つとのVARモデル等を使った実証分析を示したうえで、マネタリーベースを操作目標とすべきとの意見を述べた。

また、一人の委員は、こうした異例の政策から将来どのように抜け出るか(いわゆる exit policy)という観点からは、当座預金といった量をターゲットにして金利を自由にしておいた方が、景気回復に伴って自然に金利が上がるのが期待できるため、抜け出易い、との点を指摘した。

これに対して、複数の委員が、思い切った緩和策としては、金利ターゲティングの枠内でオーバーナイト金利をゼロ%にしたうえで時間軸効果を導入することの方が素直な方法で、理論的にも分かり易いとの認識を示した。ある委員は、ゼロ金利政策と比べて、当座預金残高を操作目標として実質的にゼロ金利を実現することで追加的に得られる効果は、量自体が追加的緩和効果をもたらすという不確かなルートと、長期国債買い切りオペが直接需給に影響して何らかの影響を持つというルートしかない、という見解を述べた。この委員は、量自体が何らかの好ましい効果を持つか否かについては、理論的には効果がほとんど無いと

というのが標準的な見方であるとしたうえで、実証分析では、やり方次第で、いずれの結論も出せるとの見方を示した。そのうえで、量で約束しても必ずしも金利はゼロにならない可能性があるので、ゼロ金利で約束した方がコミットメント効果は強い、との評価を述べた。

別の一人の委員は、量自体の持つ追加的緩和効果については、期待への影響といった効果は否定できないものの、その効果が明らかでない中で、対外的に更なる緩和の余地があるといったイリュージョンを与えることは望ましくなく、金融政策には限界があることを明確にすべき、との意見を述べた。

こうした操作目標としての量と金利を巡る長所、短所を議論する中で、当座預金残高を操作目標としたうえで、そのレベルを実質的にゼロ金利を実現出来る程度（ゼロ金利政策の経験からみて5兆円程度）まで増額すれば、市場メカニズムをある程度活かしつつゼロ金利政策の持つ効果が実現できる、という形で合意の余地があるのではないかと、という理解が次第に共有されていった。ただし、当座預金残高という量そのものの持つ効果や、今後の当座預金残高の増額による追加緩和の可能性については、今後とも検討を続けていくこと、とされた。

この間、一人の委員からは、量によって期待インフレ率に働きかける効果が実現してしまうと長期金利は上昇してしまい、そういう意味からは金利政策と量的緩和はモメンタムの方角性が違っており、論理矛盾の面があるとの意見も出された。これに対しては、コールレートの実質ゼロ金利を実現する程度の量的緩和であれば、そうした矛盾は問題にならないかもしれない、との見方が示された。

これに対して、別の一人の委員は、前回のゼロ金利政策の評価も十分に行われていない中で、ゼロ金利政策、或いは実質ゼロ金利を実現する当座預金ターゲティングに移行するのは適当ではない、もっとも、一段の金融緩和期待が既に市場金利に織り込まれている中であって、将来のゼロ金利政策への復帰を完全に排除すると、金融資本市場の動揺を招く恐れがある、また、実体経済に与える効果としては、現在の0.15%と実質ゼロ%との間に大きな違いはないと考えられる、そこで、金融調節方針としては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.15%以下で推移するように促す」とすることが適当である、むしろ、金融緩和の効果を高めるためには、その委員が前回提案したとおり、政策の継続期間を適切にコミットすることが極めて重要である、と主張した。

当座預金残高を操作目標とする時に、市場の状況によって一時的に金利が上昇してしまうことをどこまで容認すべきかも議論された。一人の委員は、補完貸付制度はあくまでも有担保であることから金利の跳ね上がり抑制に限界がある、との意見を述べた。複数の委員は、現在の調節方針がオーバーナイト金利0.15%を目標にしている以上、さらなる緩和措置導入の結果、それより高い金利が出てくる事態は避けるべきであると述べた。このため、「但し書き条項」により、市場環境によっては弾力的な資金供給を行う裁量の余地を執行部に認めるべきである、とした。金融市場調節にかかるディレクティブへの書き込み方については、複数の委員から「0.15%以下」といった金利水準の目途も記してこそ対外的に理解しやすく、対内的にも指示が明確になるとの意見が出る一方、別の複数の委員からは、量と金利の2つのターゲットを書き込むことは論理的に難しいとの意見が出され、議論の結果、別途議決する公表文の中にその趣旨は織り込まれるので、ディレクティブに金利のターゲットを明記せずとも足りる、との結論に達した。

### 3. 時間軸を巡る議論

どのような緩和政策を打ち出すにせよ、その継続期間に関するコミットメントを明確に行うことで、いわゆる「時間軸効果」を狙うことが必要である点、およびゼロ金利政策下において採用された「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで」という表現よ

りも明確なコミットメントが望ましい点、において、概ね認識が一致した。

また、既に前回の会合で、ある委員から、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率を用いてコミットメントを示す提案が提出されていたことから、この方法を巡って議論が行われた。

基準となる消費者物価指数の具体的なレベルの示し方については、いくつかの意見が見られた。複数の委員は、日本銀行として望ましい中長期的インフレ率についての合意がない一方で、「インフレでもデフレでもない状態」が望ましいことについては合意が出来ていることを踏まえ、「ゼロ%に戻る」ことを条件にコミットメントを示すのが適当との意見を述べた。これに対して、何人かの委員は、ゼロ%というピン・ポイントの表現は、現状では物価の安定の定義を特定の数値で示すのは困難という見解と整合的でないと述べた。ある委員は、どの程度のプラスが望ましいかについては引き続き検討課題であるとしても、「安定的にゼロ%以上となる」といった表現で若干のプラス（small but positive）というニュアンスを出すのが適当との意見を述べた。なお、別の一人の委員は、消費者物価指数の上方バイアスが0.9%もある中では、ゼロ%は適当なレベルではなく、より高めのレンジで示すことが望ましい、と述べた。

この間、ある委員は、消費者物価指数の具体的なレベルを考える際には、将来の政策解除のタイミングが早すぎたり、逆に遅すぎたりしないか、という観点が重要であると述べた。この委員は、テイラー・ルールを考え方を援用し、今後景気が回復した場合には、インフレ率がゼロ%を少し上回るところで解除すれば早すぎることはないとの結果が得られるが、逆にインフレ率がゼロ%に戻らずに解除出来なくなるリスクは心配する必要がある、とした。後者については、ほかの複数の委員も、構造的な要因もあって消費者物価指数上昇率がゼロ%以上に戻るまでに相当の時間がかかることに懸念を示した。これに対して、一人の委員は、そうした情勢だからこそ、日本銀行として物価上昇率がマイナスを続けることは望ましくないという判断を明確に出し、人々の期待に働きかけて物価上昇率を引き上げる効果を狙うべき、との意見を述べた。

なお、多くの委員が、こうしたコミットメントは、「中長期的に望ましいインフレ率を目標として定め、それと先行きのインフレ率の乖離が生じると予想される時に政策変更を行う」という意味でのインフレーション・ターゲティングとは異なる」という点で認識が一致した。

こうした議論を経て、時間軸のコミットメントの表現方法については、若干のプラスの具体的な水準については引き続き検討課題としたうえで、デフレ・スパイラルに陥ることを防ぐという断固たる決意を示すという観点から、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」という表現でコンセンサスが得られていった。

#### 4. 長期国債買い切りオペを巡る議論

ある委員は、これ以上の金利の低下自体に大きな効果は期待できない中で、金利誘導水準に関する時間軸のコミットメントを補強して、人々の期待により強く働きかけるためには、長期国債買い切りオペの増額を行うことが有効ではないか、との提案を行った。

これに対して、複数の委員の間で、長期国債買い切りオペの増額は、やり方次第では大きな副作用を伴うものであり、そうした増額が国債の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないことについて、誤解をされないことが重要である、との認識が共有された。こうした中で、当座預金残高を操作目標とする場合、札割れというかたちで円滑な資金供給に限界が生じる可能性があることから、あくまでも、そうした事態への対策として長期国債買い切りオペの増額を位置付けるべきとの意見が出され、多くの委員がこれを支持した。

この場合でも、景気低迷が長引いた場合に、長期国債買い切りオペの増額を求める声が強

くなるリスクがあることを複数の委員が指摘した。こうした事態に備える意味で、長期国債買い切りオペで成長通貨を供給するという従来からの方針を維持したうえで、これまでの銀行券のフローではなく、発行残高を上限とする歯止めを設けるべきとの方針で、概ね認識が一致した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態が続いているほか、企業部門についても輸出の減少を背景に生産が弱含んでいるなど、景気の改善に足踏みが見られている。また、米国経済の急速な減速など先行き懸念すべき点が見られる。こうした中、物価は原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数、GDPデフレーターの前年比マイナスが続いており、物価の下落が、実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて、経済に与える影響について懸念が増大している。
- 現在、短期の名目金利は低い水準にあるが、物価の下落により实体经济に影響を及ぼす実質金利は下がっていない。こうした中では、一層の金融緩和措置が必要である。そのためには、ゼロ金利政策を再実施し、金融緩和状態を一定期間続ける旨を明確にする、物価安定の目標を明らかにする、オペの対象拡大等により豊富な資金供給を行う、といった政策手段やこれらの組み合わせが考えられる。日本銀行におかれては、これらの政策手段につきご検討のうえ、早急に一層の金融緩和に向けての措置を決定して頂きたい。
- 政府としても、金融政策だけで我が国経済の抱えている問題が解決されると思っている訳ではなく、不良債権問題を含め経済・財政の構造改革に向けた諸課題に真剣に取り組んでいく所存である。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 3月16日の月例経済報告において、景気の現状については、景気の回復に足踏みが見られるという判断に下方修正した。先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資の鈍化の兆しなど懸念すべき点が見られる。また、デフレを持続的な物価下落と定義すると、我が国経済は現在緩やかなデフレにあると考えられるが、こうした状況は国際的にも歴史的にも極めて例外的なことである。
- このような状況を踏まえ、政府としては、引続き平成12年度補正予算等の着実な実施を図るとともに、平成13年度予算の早期成立に努め、新年度における適切な執行を図ることが重要と考えている。また、経済構造改革を推進するために、総合規制改革会議を4月に立ち上げるほか、第5回の経済財政諮問会議では不良債権処理への取組みについて景気の認識と併せて議論を行った。さらに、最近の厳しい経済情勢を踏まえて、政府・与党緊急経済対策本部を発足させ、第1回会合が開催されたが、先に提示された与党三党による緊急経済対策をしっかりと受け止め、株式市場の活性化策、不良債権の的確な処理などについて具体的な施策を早急に検討することが重要であると考えている。
- 金融政策については、予防的観点を含めた適切かつ機動的な運営が重要と考えており、景気の現状を踏まえると、日本銀行におかれては、物価の安定の実現を目指して一層の金融緩和を実施して頂きたいと考えている。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、金融市場調節方式を変更して、日本銀行当座預

金残高を主たる操作目標とする、そうした方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けることをコミットする、所要資金を供給するために必要な場合には、長期国債の買い切りオペを増額する、ただし、長期国債の保有額について銀行券発行残高という明確な上限を設ける、当面の当座預金残高の目標は5兆円程度とする、という方針が適当である、との考え方が大勢となった。

ただし、このほか、オーバーナイト金利の誘導目標を0.15%以下にするとともに、CPI上昇率が安定的にゼロ%以上となるまでの間、長期国債買い切りオペの金額を増額することが適当である、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定し、マネタリーベースの拡大を図ることが適当である、という2つの考え方が示された。後者の考え方を示した委員は、その理由として、前回決定会で決めた利下げだけでは too little, too late であること、現時点ではゼロ金利政策より強力な緩和策が必要であること、等を説明した。

この結果、以下の議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.15%以下で推移するように促す」と共に、この措置を「消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまでの間継続」し、その際に「金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、長期国債の買入れ金額を現在の月4千億円程度から、当面は月8千億円程度とする」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の2つの議案が提出された。

#### 金融市場調節方式の変更に関する議案（議長案）

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

#### 採決の結果

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

反対：篠塚委員

#### 金融市場調節方針の決定に関する議案（議長案）

1．次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

2．対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

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

反対：篠塚委員

篠塚委員は、これまで日本銀行では量的指標と実体経済の関係が安定的でないとして量的ターゲットの政策には一貫して反対であった中で、今回の政策の変更について十分議論が尽くされていないことを理由に、上記二つの採決において反対した。

#### ．対外公表文の検討

本日の決定を踏まえて、執行部が作成した対外公表文の原案をもとに、委員の間で議論が行われ、「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」（別添1）が採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、同日公表されることとなった。

#### 採決の結果

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

棄権：篠塚委員

#### ．金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を3月21日に公表することとされた。

#### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、景気は「足踏み状態」ではなく、「後退局面に入りつつある」と認識していること、家計の所得環境は「底固さを維持」との評価は、各種労働統計でマイナスの動きが目立つ中で不正確であること、海外景気は下期緩やかな回復傾向を辿るとの見方は疑問であること、景気後退局面にあることから、物価低下圧力が更に加わりつつあると考えられること、を理由に上記採決において反対した。

#### ．先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、平成 13 年 4 月～ 9 月における金融政策決定会合等の日程が別添 2 のとおり承認され、即日对外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2001年3月19日  
日 本 銀 行

## 金融市場調節方式の変更と 一段の金融緩和措置について

1. 日本経済の状況を見ると、昨年末以降、海外経済の急激な減速の影響などから景気回復テンポが鈍化し、このところ足踏み状態となっている。物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念がある。
2. 顧みると、わが国では、過去10年間にわたり、金融・財政の両面から大規模な政策対応が採られてきた。財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここに来て、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った。
3. こうした状況に鑑み、日本銀行は、通常では行われぬような、思いきった金融緩和に踏み切ることが必要と判断し、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を講ずることを決定した。

### (1) 金融市場調節の操作目標の変更

金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート(オーバーナイト物)から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。

### (2) 実施期間の目処として消費者物価を採用

新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする。

### (3) 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下

当面、日本銀行当座預金残高を、5兆円程度に増額する(最近の残高4兆円強から1兆円程度積み増し<別添>)。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、これまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく低下し、通常はゼロ%近辺で推移するものと予想される。

### (4) 長期国債の買い入れ増額

日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、銀行券発行残高を上限とする。

4. 上記措置は、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意をもって実施に踏み切るものである。
5. 今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの

伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。

以 上

(別添)

平成13年3月19日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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(賛成多数)。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

(別添2)

平成13年3月19日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成13年4月~9月)

	会合開催	金融経済月報公表	(議事要旨公表)
13年 4月	4月13日<金>	4月16日<月>	(5月23日<水>)
	4月25日<水>	—	(6月20日<水>)
5月	5月18日<金>	5月21日<月>	(6月20日<水>)
6月	6月15日<金>	6月18日<月>	(7月19日<木>)
	6月28日<木>	—	(8月20日<月>)
7月	7月16日<月>	7月17日<火>	(8月20日<月>)
8月	8月15日<水>	8月16日<木>	(9月21日<金>)
9月	9月18日<火>	9月19日<水>	未定

以 上

(注) 上記日程については、その後、金融政策決定会合の運営方法の見直しが公表された際(平成13年4月3日)に会合開催日等が変更されている。

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」
- (図表 2) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」、経済産業省「鉱工業指数統計」、U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts"、CEIC Data Company
- (図表 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 4) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 5) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」
- (図表 8) 厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 9) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 11) 内閣府「国民所得統計」、財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」「商業販売統計」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、外食総研「月次売上動向調査」、国土交通省「旅行取扱状況」
- (図表 12) 国土交通省「建設統計月報」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 13) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 16) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 国土交通省「地価公示」

- ( 図表 19 ) 各国政府・中央銀行、欧州委員会
- ( 図表 20 ) ダウ・ジョーンズ社、全米証券業協会、ブルームバーグ社
- ( 図表 21 ) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- ( 図表 22 ) 東京金融先物取引所
- ( 図表 23 ) 日本銀行「準備預金積立て状況等」
- ( 図表 24 ) 英国銀行協会
- ( 図表 25 ) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- ( 図表 26 ) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- ( 図表 27 ) 日本経済新聞、東京証券取引所
- ( 図表 28 ) 日本銀行
- ( 図表 29 ) 日本銀行
- ( 図表 30 ) 日本銀行
- ( 図表 31 ) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」
- ( 図表 32 ) 日本銀行
- ( 図表 33 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- ( 図表 34 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- ( 図表 35 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 36 ) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」
- ( 図表 37 ) 財務省「法人企業統計季報」
- ( 図表 38 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 39 ) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- ( 図表 40 ) 日本銀行「マネーサプライ速報」
- ( 図表 41 ) 日本銀行「マネーサプライ速報」、内閣府「国民所得統計」
- ( 図表 42 ) 日本銀行「マネタリーベース速報」