

( 13 年 6 月 14、15 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 6 月 14 日 (14:03 ~ 15:42)  
6 月 15 日 ( 9:01 ~ 12:11)

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	田村 義雄	大臣官房総括審議官 (14、15 日)
内閣府	薦田 隆成	大臣官房審議官 ( 経済財政 - 運営担当 ) ( 14 日、15 日 < 9:01 ~ 10:25 > )
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣 ( 15 日 < 10:25 ~ 12:11 > )

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	長井滋人
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（5月17、18日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるような調節を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、5月31日に0.03%に上昇したことを除けば、0.01%での推移を続けた。

なお、資金供給オペの応札状況をみると、オペ入札におけるレート刻み幅の細分化など、5月に講じた金融市場調節の円滑化措置の奏効もあって、5月22日以降、オペの応札額がオファー額に満たないという「札割れ」は生じていない。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金利は、ターム物まで含め、ゼロ%に近い極めて低い水準で安定的に推移している。長期金利は前回会合以降、概ね1.2%台での推移を続けてきたが、ごく最近では1.1%台に低下している。

株価は、構造改革への期待が引き続き下支え要因として働いているものの、最近では、企業収益の下振れリスクや銀行の不良債権処理の遅れが意識されたことなどから、総じて軟調な推移となっている。

円の為替相場は、海外投資家が円ポジションのショートカバーを進めたことなどを背景に、6月初にはいったん118円台まで円高方向の動きが進んだ。もっとも、その後は再び弱含み、足許では120～122円台と、ほぼ前回会合並みの水準で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

米国では、家計部門が相対的に底固く推移する一方で、企業部門では、IT分野を中心とする調整が深まっている。こうした動きが、現在、日本を含めたアジアや欧州経済の下押し圧力となり、世界景気の同時減速をもたらしているようにみられる。

IT関連を中心とする企業部門の調整は長引く可能性が高く、その影響がいずれ米国家計部門にも波及するリスクは排除できない。したがって、現在の在庫調整が峠を越えたとしても、その後の景気回復力は弱いとみておくべきであろう。

この間、米国金融市場では、長期金利が上昇し、株価も持ち直すなど、来年にかけての景気回復を織り込む展開となっている。ただし、ごく最近では、株価がIT関連株を中心に再びやや軟化する

---

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

る中、米国連銀幹部の発言などを受け、市場では、次回（6月末）FOMCでの再利下げを予想する向きが増えている。

ユーロエリアでは、主要国における減税の効果もあって、個人消費は引き続き底固く推移している。しかし、米国経済減速の影響は表面化しつつあり、独仏を中心に生産や受注の伸びが鈍化している中で、製造業の設備投資にも減速感が窺われる。この間、物価上昇率は、家畜伝染病の影響やエネルギー価格上昇の影響から高止まっている。

東アジア諸国では、IT関連を中心に米国・日本向け輸出の減少が続いている。これを受けて生産も減少基調にあり、製造業のコンフィデンスの悪化が続くなど、景気は大幅に減速している。特に、韓国や台湾では、稼働率の低下や企業収益の悪化から、設備投資の伸びが鈍化している。このうち台湾では、失業率の上昇等から消費マインドが悪化し、個人消費も低調に推移している。一方、韓国では、ウォン安による自動車・機械等の輸出増が、景気減速の緩衝役となっている。

この間、中国では、輸出の伸びが鈍化傾向にあるが、財政支出の増大や高水準の直接投資の流入に伴う内需の好調を反映して、高成長を維持している。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

米国、東アジアなど海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、輸出・生産は大幅な減少が続いている。また、電子部品や一部素材などでは、在庫過剰感が一段と高まっている。こうした動きを受けて、企業収益は製造業を中心に減益に転じており、設備投資も減少に転じつつあるとみられる。

一方、生産の大幅減少にもかかわらず、家計部門への影響は、なお限定的にとどまっている。すなわち、家計所得はなお底固さを維持しており、個人消費も、全体としては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。ただし、生産減少の影響は、労働時間の減少等を通じて家計部門にも及び始めている。

このように、景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある。

先行きについても、景気は当面、生産面を中心に調整が続けると予想される。すなわち、輸出が当面減少傾向を辿るも、電子部品を中心とした在庫面からの調整圧力も加わり、生産は少なくとも夏場までは減少傾向が続くとみられる。こうした中で、家計の所得形成も次第に弱まっていくと考えられる。

その先、本年後半以降の景気展開については、今のところ調整がIT関連を中心とする輸出・生産面に集中しているとはいえ、内生的な需要回復を展望できる要素も乏しく、海外景気、とりわけ米国景気の動向に左右されるところが大きい。このほか、株価の動向やその企業・家計のマインド面への影響、さらに、今後不良債権処理が加速していった場合の影響等も、注視していく必要があ

る。

物価は、需給の緩和に加え、技術革新や流通合理化等の影響もあって、全体として弱含みで推移しており、先行きも、総じて弱含みで推移する可能性が高い。

## (2) 金融環境

前回会合以降も、金利や信用リスク・プレミアムなどの面で、金融緩和は着実に浸透を続けていると判断される。

すなわち、まず金利の面では、長短市場金利が、ゼロ金利政策時をも下回る低水準での推移が続いている。こうした中で、貸出金利やCP、社債の発行金利など、企業の調達金利も大幅に低下している。

また、投資家の信用リスク・テイク姿勢が前向きになる中で、信用リスク・プレミアムも縮小傾向にある。このため、CP発行市場では、格付けが相対的に低めのCP(A2、A3格)の発行シェアが増加傾向にある。

資金仲介活動の面では、銀行の貸出スタンスに大きな変化はみられていない。ただし、子細にみると、大企業を中心とする優良先への貸出スタンスを一段と積極化する動きがみられる一方で、相対的に信用力が低い先に対しては慎重化する兆しが窺われるなど、「貸出スタンスの2極化」の動きが強まっている可能性がある。

この間、マネーサプライ(M2+CD)やマネタリーベースといった量的金融指標の伸び率は、このところ、少しずつ高まっている。

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

## ・金融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、各委員は、IT分野を中心とする海外経済の減速を背景に、輸出・生産の大幅な減少が続いていることを指摘した。また、多くの委員が、経済の調整が輸出から生産、企業収益、設備投資へと徐々に進みつつあるとの厳しい認識を示した。このうちひとりの委員は、足許の景気動向指数の低下などを紹介したうえで「景気後退が進行中である」と付言した。別のひとりの委員は、景気の現状を「後戻りしつつある」と表現した。これらの委員も含め、景気の総括判断については、「調整が深まりつつある」というかたちで、前月に比べて認識を慎重化させることで、委員会の見解は一致した。

ただし、複数の委員は、厳しいとはいえ、こうした経済の足取り自体は3月の金融緩和措置の決定の際に概ね想定していたものであり、これまでのところは、4月の「展望レポート」で示した標

準シナリオの範囲内でダウンサイド・リスクがやや増している状態である、との評価を述べた。

一方、ある委員は、現時点で既に「展望レポート」の内容は景気の実態に遅れている、と主張した。

輸出や生産が大幅に減少している背景として、多くの委員は、米国を始めとする世界的なIT関連分野の調整を指摘した。

これらの委員は、米国経済の動向について、自動車等いわゆるオールド・エコノミー分野の在庫調整の進捗や家計支出の堅調など、経済の底固さを示す動きがみられる一方で、IT関連のニュー・エコノミー分野の調整は、ネットワーク投資等を中心に後ずれる傾向がみられる、といった明暗両面の動きを指摘した。ある委員は、日本の生産の大幅な減少はIT関連分野の世界的なリネージュの強さを反映している、とコメントした。

この間、別のひとりの委員は、需要面におけるここまでの最大の変化点は、官民の建設投資の減少を反映した、建設関連需要の落ち込みであると指摘した。

多くの委員は、上記のような生産の減少を受け、企業の収益環境は厳しさを増しており、設備投資も減少に転じつつあるなど、企業部門における調整が一段と明確になっている、との見解を示した。

一方で、複数の委員が、家計の雇用・所得環境や個人消費が相対的には底固さを維持しており、生産減少の家計部門への影響は、現段階では限定的なものにとどまっていることを指摘した。ある委員は、消費の構造変化、飽和感を背景に、家計は身の丈に合せた消費スタンスになっており、ミクロでは「売れる企業・商品」と「売れない企業・商品」とが二極化する傾向が一段と強まっているが、全体としての個人消費の状況は、好況でも不況でもない「平時」の状態にある、と述べた。

この委員は、個人消費を巡る環境について、雇用不安や年金・医療制度の先行きへの不安が根強い一方で、借入れ残高の動向などからみて家計のバランスシート調整に伴う消費下押し圧力は徐々に小さくなっている、との見解を示した。

ただし、これに対して、別のひとりの委員は、可処分所得と比べた住宅ローンの返済負担はむしろ重くなっており、借入れのある世帯とそうでない世帯との差が大きくなっているのではないかと指摘した。さらに、本年1～3月期のGDPの前期比マイナスは、外需と国内民需のマイナスが主因であり、中でも、個人消費が、家電リサイクル法による駆け込み需要があったにもかかわらず前期比ゼロにとどまったことは、厳しく受け止める必要がある、と述べた。

この間、複数の委員は、昨年の景気回復局面の特徴として、IT関連の輸出・生産等の増加が、非製造業など他分野の経済活動水準の上昇になかなか結びついていかなかったこと、企業収益の大幅な増加が、家計の雇用・所得の顕著な改善に結びつかなかったこと、を指摘した。一方、現在はIT関連の輸出・生産が大幅に減少している中で、それ以外への波及は限定的なものにとどまっており、景気展開の特定分野への集中という特徴が、去年とは逆のかたちで表れている可能性がある、と述べた。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きについて、多くの委員は、輸出の減速が続くもとで生産財の在庫積み上がりが顕著になっており、生産は当面減少傾向を辿る公算が大きいとの見方を示した。

さらに、このような輸出・生産動向のほか、価格の低下傾向もあって、企業収益は当面、厳しい状況となることは避けられず、設備投資も減少傾向を辿る可能性が高い、との見解を述べた。

このうちひとりの委員は、過剰能力の顕在化が著しく、在庫調整は長引かざるを得ず、さらに、ここにきて在庫ファイナンスのための資金需要が増加していることから、債務圧縮にもブレーキがかかっている、と述べた。

別のひとりの委員は、本年度上期の製造業の経常利益は前年比10%程度の減益となる、法人季報に基づく企業のROAはこのところ3%程度で推移しているが、これを4%程度まで引き上げようとするれば、バランスシートの20%強の圧縮や人件費の大幅な削減といった、大胆なリストラが必要となる、との試算結果を示した。

上記の試算に対し、また別のひとりの委員は、前年の増益幅がかなり大きいこともあり、仮に上期収益が前年比で1割程度減少するとしても、利益水準や利益率はある程度高めめのレベルを維持するのではないかとコメントした。

次いで、先行きの注目点として、IT分野を中心とする企業部門の調整が、今後、家計部門にどの程度の影響を及ぼしていくのかという点について、議論が行われた。

多くの委員は、企業部門の調整が、今後、家計の雇用・所得にも影響を及ぼしていくこと自体は避けられない、との見解を示した。このうち複数の委員は、今後、こうした家計部門への影響がある程度の所でとどまるのか、それとも、消費の減少がさらなる企業収益の減少を招くといったかたちで、企業部門と家計部門が「後ろ向き循環」に陥っていくことはないか、一段と注意深くみていく必要があると述べた。この間、ある委員は、雇用・所得環境の悪化や住宅ローン負担の増大等の要因を指摘し、個人消費の先行きについて、より慎重な見解を述べた。

別のある委員は、雇用不安を背景に、消費マインドが悪化の傾向にあるが、こうした観点からも、先行き不安に対するセーフティ・ネットの整備が重要であり、これにより、家計の金融資産ストックを支出に向かわせることも可能であろうと付言した。

先行きの経済を展望するうえでのリスク要因として、米国をはじめとする海外経済やIT関連分野の動向、および、構造改革の具体的な進展とその影響、について多くの議論が行われた。

ひとりの委員は、97～98年の景気後退局面と現状とを比較するかたちで、先行きの景気回復の条件とリスクを整理した。

この委員は、97～98年当時の状況について、大型の金融機関破綻などを契機に金融不安の高まる中、「金融・実体経済連動型」で経済が全般的に悪化した局面と整理した。そのうえで、こうした事態への対応策としては「金融システム不安・流動性不安の解消」が重要であり、実際、金融政策面では利下げや企業金融対策、金融システム面では公的資金の投入等の対策が有効に機能した、と述べた。

一方で、現状については、米国経済の調整に端を発する「日米連動型」調整であり、また「IT分野集中型」の色彩が強い、と述べた。したがって、現在の経済調整が完了する条件としては、金融面の対応よりも、IT需要自体の回復や米国経済の動向が鍵になると考えられる、と述べた。

さらに、米国経済の先行きについて、多くの委員が発言した。

複数の委員が、ニュー・エコノミー分野の調整が、オールド・エコノミー分野や家計部門に及んでいく可能性は否定できない一方で、逆に、これまでの金利低下の効果がオールド・エコノミー分野の回復を通じて経済全体を持ち上げていく可能性もあり、現段階ではなお不確実性が大きいと述べた。ある委員は、米国景気の先行きをみるうえでの留意点として、ニュー・エコノミー分野における過去の「行き過ぎ」の大きさがどの程度のもだったか、比較的早期に進んでいる雇用調整が、家計部門の悪化と企業収益の早期回復のどちらに強く作用するのか、生産性上昇のトレンドがどの程度変化しているのか、などの点を挙げた。

そのうえで、何人かの委員は、米国経済の回復時期については、ニュー・エコノミー分野を中心に後ずれるリスクが高まっている、との見解を示した。

このうちひとりの委員は、仮に米国経済の回復がオールド・エコノミー中心となり、IT分野の調整が遅延する場合には、日本の輸出環境という観点からは厳しい状況が続くことを意味するかもしれない、と付け加えた。

別のひとりの委員は、家計のクレジット負債の増加や純資産の減少、民間負債の対GDP比率の上昇などからみて、民間部門のバランスシートは痛んでおり、米国経済の回復時期は、早くとも2002年第1四半期になるだろうとの慎重な見通しを示した。

また、多くの委員が、今後の構造改革の進展とその影響を見きわめていく必要性に言及した。

何人かの委員が、構造改革の重要性を指摘しつつ、そのマクロ経済に与える影響については、今後の具体化の動きを踏まえて評価する必要があると述べた。ある委員は、今後注目すべきポイントとして、財政バランスの改善がどのようなペースで行われていくのか、不良債権の処理がどのような規模・ペースで進められていくのか、という点を挙げた。

この間、ひとりの委員は、現在、日本の家計支出が比較的堅調を維持している背景として、97~98年当時の状況とは異なり、金融システム不安が後退していることに加え、構造改革への期待感が家計のマインドを下支えしている可能性を指摘した。

他方、別の委員は、「構造改革により短期的にはデフレ圧力が強まる」といった認識が先行しており、これが、企業マインドにマイナス方向に働いている可能性を指摘した。

これらの議論を踏まえ、何人かの委員は、今後、財政赤字の解消や年金・医療制度改革、不良債権処理等について、具体的な構造改革の道筋を示していくことが、経済主体や市場のマインドにプラスに作用する、との見解を述べた。

なお、このうちひとりの委員は、構造改革の進め方について、民間の自助努力を中心に据え、市場原理を活用すべき、政府の役割は、税制面のサポートや規制緩和、流動的な労働市場やセーフティ・ネットなどの環境整備を中心とすべき、財政出動は、極力乗数効果の高いかたちで行うべき、不良債権処理においては法的整理を原則とし、債権放棄は例外的措置とするとともに、経

営責任・株主責任の厳格化や再建可能性の目途の明確化が必要、債務者区分の厳格適正な見直しを行うとともに、引当金を厚く積むことで、不良債権の新規発生に対処することが必要、との意見を述べた。

物価動向に関し、ひとりの委員は、足許の物価弱含みの背景として、技術革新、国際競争価格への鞘寄せ、海外の低賃金・低地価を反映した安値輸入品の流入、といった供給面・コスト面の要因と、需給バランスの悪化や、市場から退出すべき企業の採算度外視での安値販売といった「悪い価格下落要因」が両者混在しながら、全体としての物価下落につながっている、と述べた。

そのうえで、この委員を含めた何人かの委員は、経済の調整が深まりつつある中、需要の弱さに起因する物価低下圧力に一段の注意が必要な状況となっている、との見解を示した。

なお、ある委員は、本年第3四半期の原油価格の見通しについて、概ね現状程度で推移するのではないかとの予測を述べた。

### 3. 金融面の動向

最近の金融環境について、多くの委員は、3月の金融緩和措置の効果が着実に浸透を続けている、との評価を示した。

すなわち、多くの委員は、3月の金融緩和措置の「コミットメント」の効果もあって、長短金利がゼロ金利政策時を下回る低水準での推移を続けていること、流動性懸念がほぼ払拭されていること、市場参加者のリスク・テイク姿勢の強まりを反映し、信用リスク・プレミアムも縮小していること、こうしたもとで、社債・CPなど市場を通ずる企業の資金調達環境も改善していること、などを指摘した。そのうえで、複数の委員は、全体としての金融環境は、ゼロ金利政策時を上回る緩和的な状態が維持されている、と述べた。

この間、足許の株価の軟調について、ひとりの委員は、企業部門における調整の深まりや収益の下振れ予想を反映している面が大きい、と指摘した。別のひとりの委員は、市場の信認が得られるような構造改革の具体的なプランを策定し、実行に移していくことが、資本市場にも良い影響を及ぼしていくと考えられる、とコメントした。

なお、ひとりの委員は、このところ政府余資が大幅に増加しており、これが日本銀行当座預金残高のこれ以上の積み増しを困難にしているとの論調もあることについて、執行部に質問した。これに対し執行部から、政府の余資の積み上がりが調節上の負担となり得ることは確かであるが、このこと自体と日本銀行当座預金の供給のフィージビリティとは別の問題と考えられる、との回答があった。

## ・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。

多くの委員は、景気の現状については、輸出・生産面を中心に調整が深まりつつある、ただし、3月の金融緩和措置はこうした厳しい情勢の展開を想定して決定したものである、金融市場では金融緩和の効果が着実に浸透を続けている、との認識を共有した。

そのうえで、すべての委員が、当面は現在の金融調節方針を継続し、海外経済の動向や構造改革の進展とその影響、金融緩和の浸透度合い等を注意深く見守っていくことが適当である、との見解で一致した。

まず、多くの委員が、現在の金融緩和策の効果について発言した。

何人かの委員が、現在の金融緩和策について、潤沢な資金供給、強力なコミットメント、ロンバート型貸出制度のセーフティ・ネット効果などにより、経済に前向きの動きが生じれば、これを十分にサポートすると同時に、構造改革の過程で短期的に生じ得るデフレ圧力にも対応し得る枠組みであるとの認識を示した。このうちひとりの委員は、とりわけ量的な面での効果を強調した。

ある委員は、現在の緩和策について、いわば「潜在緩和度」がきわめて高く「懐の深い」政策であると述べた。そのうえで、この委員は、現在は、実体経済が金融緩和の効果を十分に活用できない、いわば「金融緩和の不完全利用」の状況にあり、金融緩和の活用度を高めていくためには、資本や雇用の効率的な再配分やその高度化・活性化に向けた具体的施策を組み合わせる必要がある、と述べた。また別の委員は、消費者物価指数を利用したコミットメントによる自動調整機能

いわゆる時間軸効果の役割を強調した。この委員は、景気情勢が悪化すれば、金融緩和期間が長期化すると市場の期待形成を通じてイールド・カーブがさらにフラット化すると指摘し、このような現在の政策の機能については必ずしも理解されていないと述べた。こうした見解に対して多くの委員が賛同した。

また、複数の委員が、構造改革と金融政策の関係について発言した。これらの委員は、金融緩和の効果がフルに発揮されるためには、金融システムの立て直しを含めた構造改革の進展が不可欠の前提であり、構造改革と金融緩和の効果が相まって経済の本格回復への道筋が拓かれる、との見解を示した。このうちひとりの委員は、現在の金融緩和策は、構造改革に伴うデフレ圧力をも念頭に置いたうえで実施に踏み切ったものであり、こうした金融緩和策と、民間の自助努力、および財政政策の「合わせ技」を通じて、景気の本格的な回復を実現していくことが重要であると述べた。

次いで、追加的な緩和策についても議論が行われた。

まず、複数の委員が、追加的な緩和策の有効性について問題提起を行った。具体的には、金利面では各種金利が既に下限に近づいていること、経済主体のリスク・テイク能力が低下しており、これ以上の超過準備の供給が信用創造活動の積極化や運用多様化につながりにくくなっていること、

等の問題点が指摘された。このうちある委員は、追加的な緩和策の内容によっては、金融・資本市場で、かえって物価変動に関するリスク・プレミアムや財政ポジションに関するリスク・プレミアムを増大させる危険も否定できないと述べた。また、別のある委員は、構造改革に伴う痛み自体を追加的な金融緩和で完全にオフセットするといったことは難しい、と述べた。このほか、流動性に対する需要が充足されている中で、これ以上の当座預金増額が可能かどうかという実行可能性の問題も提起された。

ただし、これらの委員も含め、多くの委員が、日本経済の先行きは不確実性が高く、情勢が悪化した場合に金融政策面でとり得る対応についてはさらに検討を深めていきたいと述べた。

ある委員は、現在の政策の時間軸効果は確かに強力であるが、それだけでは時間の経過を待つだけの受け身の政策であり、さらに、当座預金の増額やベースマネーの増加等、これ以上の量的緩和をどのように進めるか、よく検討しておくべきであるほか、情勢が悪化した場合には、何年先といった期間を明示したインフレ・ターゲットの設定などの政策対応を検討する必要があると主張した。別の委員は、当座預金の増額や長期国債買い入れの効果について、さらに検討していきたいと述べた。さらに別の委員は、これ以上の緩和策について、副作用なしに期待形成に働きかけることが可能かどうか、という検討ポイントを提示した。

こうした議論をまとめる形で、複数の委員が、日本銀行としては、その時々を経済情勢を踏まえて、最善の政策を実行する必要がある、既に強力な金融緩和を続けている中、考え得る追加的な方策については、その効果や実現可能性等について慎重な検討が必要である、いずれにせよ、こうした政策判断の前提として、先行きの経済の動向について、海外経済や構造改革の影響も含め、十分に引きわめていくことが重要である、と述べた。

この間、ひとりの委員は、景気悪化への対応策として、一部に円安誘導を主張する声があることに、為替レートはあくまで、経済のファンダメンタルズを反映した形で安定することが望ましく、こうしたことを前提に、民間企業がリストラ等の企業努力を通じて国際競争力をつけていくことが本筋である、デフレ懸念払拭や量的緩和の手段として円安誘導や為替介入をするといった考え方は不適當である、と述べた。

別のひとりの委員も、為替レートの形成は、極力市場に委ねることが望ましい、と発言した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済財政諮問会議では、今後いわゆる「骨太の方針」をとりまとめるが、かなり大胆な内容のものにできると自負している。構造改革は不確実性が大きく、未知の領域であることは確かである。しかし、効果は不確実だがやらなければいけない政策である。
- 振り返ると、これまでは構造改革遅延のしわを金融当局に寄せていた、といった面はあった

ように思う。しかし、今、流れは変わってきた。ここまで構造改革を引っ張り出した日本銀行の役割は大きかった。また、日本銀行も、政府と同様「効果は不確実だが一歩踏み出さなければいけない」という問題意識に立って、3月に新たな金融政策の枠組みを作られたものと認識している。

- 今後、財政の制約も厳しい中で、構造改革を進めつつ、デフレ圧力をどの程度抑えられるかが課題である。政府は、構造改革の具体化について努力するので、日本銀行としても、政策の総動員という観点からハーモナイゼーションにご尽力いただきたい。その際、「構造改革の影響を見極めて」というご議論があったが、低く垂れ込めた雲間に窓をあけることによって、いろいろな動きが結集されるという「政策の窓」という考え方もある。そうした政策運営のダイナミズムのなかで、金融政策の役割はたいへん大きい。
- 以上を踏まえ、調整期間におけるデフレ圧力の動向も踏まえ、柔軟な金融政策対応を行って頂きたい。

財務省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済については、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているものの足許で弱い動きがみられるほか、輸出・生産も引き続き減少しており、景気は悪化しつつある。設備投資弱含みの兆しなど、先行き懸念される点もみられる状況の中で、物価の下落が実質金利を上昇させ、企業収益の伸びの鈍化とあわせて、企業の実質債務負担の増大などを通じて、経済に与える影響が依然として懸念される。
- 政府は、「構造改革なくして景気回復なし」との考え方に立ち、構造改革を断行していく。財政構造改革については、財政健全化の第一歩として、平成 14 年度予算における国債発行を 30 兆円以下に抑制することを目標として、非効率的な部門を中心に予算を切り詰める一方で、成長部門に対する重点化を進めるなど、歳出の徹底した見直しに努めていく。その後、例えば過去の借金の元利払い以外の歳出は新たな借金に頼らないことを次の目標とするなど、本格的な財政再建に取り組んでいく所存である。
- こうした構造改革を進めるうえで、景気を下支えするための金融政策の果たす役割は、きわめて重要と考えている。現下の厳しい経済情勢に即応し、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、物価の安定を図ることを通じて経済の発展に資するよう、経済や市場の動向を注視しつつ、新たな金融市場調節方式の下で潤沢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。

上記のような政府からの出席者の発言のうち、「政策のハーモナイゼーション」に関し、何人かの委員が追加的に発言した。

ひとりの委員は、金融政策が「まだ相当自由に発動できる」といった状況にないことには、留意する必要があるのではないかと述べた。別のひとりの委員は、金融政策だけで経済を刺激できる状況ではなく、その意味からも、構造改革の実施が重要と考えられる、と発言した。

さらに別のひとりの委員は、「政策のハーモナイゼーション」については、日銀法4条に規定されている趣旨に立脚すべきと考える、と述べた。内閣府からの出席者も、こうした見解に同意した。

## ・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するとの考え方が共有され、これを取りまとめるかたちで、議長から、以下の議案が提出された。

### 議案(議長案)

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

### 採決の結果

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

反対：なし

## ・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6月18日に公表することとされた。

## ・議事要旨の承認

前々回会合(4月25日)および前回会合(5月17、18日)の議事要旨が全員一致で承認され、6月20日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成13年6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(全員一致)。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

( 13 年 6 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 6 月 28 日 ( 9:02 ~ 12:43 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優	( 総 裁 )
	藤原作弥	( 副 総 裁 )
	山口 泰	( " )
	三木利夫	( 審議委員 )
	中原伸之	( " )
	植田和男	( " )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 真	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 村上誠一郎 財務副大臣

内閣府 竹中平蔵 経済財政政策担当大臣

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第 2 課長	梅森 徹 ( 9:02 ~ 9:15 )
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

## ・「補完貸付制度基本要領」の一部改正の決定

### 1．執行部からの提案内容

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

### 2．委員による検討・採決

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

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

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

### 2．金融・為替市場動向

#### （1）国内金融資本市場

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

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

---

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

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

## （2）為替市場

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

## 3. 海外金融経済情勢

前回会合以降、全体の判断を変えるような新しい材料はみられない。

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

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

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

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

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

この間、エマージング市場の動向をみると、アルゼンチン、ブラジル、トルコなどで対米国債スプレッドの拡大が目立っている。特に、アルゼンチンでは、国内の貿易業者に対する特別為替相場の適用措置（実質的に二重為替相場制と同様の経済効果）が、先行きの全面的な通貨切り下げに繋

がり得るものと市場で受け止められたことが、同スプレッドの急拡大をもたらした。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

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

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

設備投資関連では、中小企業製造業に関する中小公庫のアンケート調査が、前年度比2桁の減少と、ほぼ3月短観並みの出だしとなり、例年の傾向からみて今後計画が上方修正されるのは確実としても、同部門の投資が最終的に2000年度の水準を上回るかは微妙なところである。

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

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

##### (2) 金融環境

前回の会合以降、新たに公表された指標はない。

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

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

## 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の現状

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

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

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

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

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

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

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

家計部門については、雇用・所得環境について複数の委員が発言し、夏のボーナスは前年業績を背景にまずまずの水準になるとみられるものの、年下期に陰りが生じないかがポイントであるとの

見方を示した。ひとりの委員は、個人消費の現状について、消費構造の変化、2極分化が進行しているが、各種指標の振れを均せば「平時」の状態にあると評価した。

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

## 2. 景気の先行き

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

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

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

一方、株価が下落する一方で家計支出が底固く推移している点についても複数の委員が言及した。ひとりの委員は、所得階層別の純金融資産と貯蓄率の関係を分析した米国連銀のエコノミストによる論文を紹介し、株価上昇とそれに伴う貯蓄率の低下という形の消費ブームが上位20%の所得階層に集中した動きであったことを指摘した。この委員は、米国経済の今後を占う着目点として9月にかけての株価動向を挙げ、現時点では先行きの方向感が非常に見定め難いが、夏場には、米国経済の先行きがかなり判明してくるのではないかと述べた。

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

まず、財政構造改革については、ひとりの委員が、中期的な目標を定めつつも、マクロ経済情勢に配慮しつつ柔軟に実行していくという「基本方針」の姿勢は適切であると述べた。この委員は、

財政再建の具体的な影響は、歳出削減の規模だけでなく、歳出内容の見直しがどのように行われるかによっても異なってくるので、来年度予算の骨格を踏まえて評価する必要があるとした。ただし、別の委員は、公共投資のうち、地方単独事業が減少傾向にあることについて懸念を示した。

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

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

以上の議論を踏まえて、ある委員は、構造改革の影響を考えていく際には、貯蓄・投資バランスの観点から、財政の削減を他の需要項目でどのように補っていけるかを分析することが重要であり、この点を明確にするべきと指摘した。別のある委員は、構造改革と景気回復のバランスが重要であるとの観点から、構造改革のためにマイナス成長を容認することは適当でないとの見解を述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

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

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

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

ある委員は、金融緩和が為替レートに与える影響について説明した。この委員は、事実上のゼロ金利が続くという予想が強まり、経済主体がリスクテイクを積極化させる場合には、最も蓋然性が高い投資対象は外貨資産であり、その結果円安が進む可能性が高いとの見方を示した。この委員は、円安が進んだ場合の効果として、物価上昇率の引き上げ、輸出企業の収益下支え、外国企業の進出促進による経営革新、の3点を挙げた。そのうえで、人為的な円安誘導は好ましくないが、自然な円安の流れは受け入れるべきであるとの趣旨を述べた。

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

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

## 政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 先般決定した「基本方針」は、内容的には当り前の政策ばかりだが、これまでは、その当り前のことができなかつた。そうした内容を初めて閣議決定できたことの意義はたいへん大きい。日本経済にとって、重要なチャンスである。
- 担当大臣の談話として、調整期間における成長率についての目途を0～1%として示した。そ

の背景には、持続的に国民の生活水準が下がることは回避すべき一方で、高い成長を安易に期待すべきでもないという判断がある。その間はデフレ圧力が少し強く出ると想定しているが、構造改革は間違いなく長期の成長力を高めて、同時に需要も引き出すものである。経済財政諮問会議では、今後、経済や財政の中長期のシナリオをマクロモデルなども踏まえながら検討していくが、その際には、高度のエコノミストのリソースを持つ日本銀行にも独立した立場から参加して頂きたい。

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

財務省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国の経済は雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているものの、足許で弱い動きがみられるほか、輸出・生産が引き続き減少しているなど景気は悪化しつつある。また、設備投資の弱含みの兆しなど、先行き懸念すべき点がみられる。こうした中、物価の下落が実質金利を上昇させ、企業収益の鈍化とあわせて企業の実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響が依然として懸念される。
- 政府としては、「構造改革なくして景気回復なし」との考え方に立ち、今後の経済財政運営および経済社会の構造改革に関する「基本方針」を閣議決定した。この中で、財政構造改革については、14年度予算について国債発行額を30兆円以下に抑制することを目標とし、歳出全体に聖域なき見直しを図る、その後本格的財政再建に取り組む際の中期目標としてはプライマリー・バランスを黒字にすることを目指し、そのための具体的な道筋や達成時期について年内を目途に具体的な姿を示す、とされている。
- こうした構造改革を進めるうえで、景気を下支えするために金融政策の果たす役割は重要である。3月の金融緩和措置後も物価は下落を続けている。今後、デフレ圧力がさらに強まる懸念がある中で、現在の金融緩和措置が物価安定にどの程度の量的効果を及ぼすのか、いつになれば物価下落に反転の兆しがみられるのか明らかになっていない。こうした中、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、物価目標を設定して市場や人々の期待に強く働きかけるなど大胆な政策運営が必要なことが内外の有識者から指摘されている。幅広く経済により効果のある資金供給や金融政策運営のご検討を頂きたい。失業率が高水準で

推移し、物価の下落が継続する状況においては、構造改革の影響をみながら対応を考えるのでは遅きに失する惧れがあり、先見性を持った予防的な姿勢で機動的な金融政策運営を行って頂きたい。

## 採決

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

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

### 採決の結果

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

反対：なし

## 先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

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

以上

(別添1)

平成13年6月28日

日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

(別添2)

平成13年6月28日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(平成13年7月~12月)

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

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

以上

( 13年7月12、13日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001年7月12日 (14:01 ~ 15:57)  
7月13日 ( 9:00 ~ 12:59)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優	( 総 裁 )
	藤原作弥	( 副 総 裁 )
	山口 泰	( " )
	三木利夫	( 審議委員 )
	中原伸之	( " )
	植田和男	( " )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )

4 . 政府からの出席者 :

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

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月28日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるような調節を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、月末要因により6月29日に0.06%となったことを除けば、0.01～0.02%で落ち着いて推移した。

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

### 2．金融・為替市場動向

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

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

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

円の対ドル相場は、7月初めにかけては123～124円台でもみ合う展開となったが、その後、国内景気の先行きに対する懸念の高まりなどから円安傾向となり、最近では125～126円台で推移している。市場では、先行き、内外の景気情勢、わが国の構造改革の進展度合い、エマージング市場の動向などを睨み、神経質な展開を予想する向きが多い。

### 3．海外金融経済情勢

米国では、引き続き、IT関連業種の生産の減少が目立っているが、企業部門のうちオールド・

---

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

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

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

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

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

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

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

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

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

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

設備投資については、資本財出荷の動きと合わせてみると、足許、減少に転じている可能性が高い。また、6月短観の本年度設備投資計画をみても、製造業・大企業は比較的高い伸びとなって

いるが、これは昨年度からのずれ込み分が影響していること、中小企業における上方修正の程度がこの時期としては小さかったことなどから、全体としては慎重な投資姿勢が窺われる。もっとも、先行指標である機械受注の動き等から判断すると、設備投資の前年比マイナス幅は大幅なものにはならないと予想される。

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

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

この間、物価面をみると、景気の調整が続くもとで、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が働きやすい状況にある。加えて、技術革新や流通合理化等の影響を踏まえると、各種物価指数は、当面、総じて弱含みで推移する可能性が高い。

## (2) 金融環境

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

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

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

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

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

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の現状

景気の現状について、多くの委員は、IT分野を中心に、輸出と生産の大幅減少傾向が一層明確化したとして、前月よりさらに厳しい認識を示した。このうちひとりの委員は、「景気の後戻りが続いている」と表現したほか、もうひとりの委員は、「景気は後退局面にある」と発言した。一方、別のある委員は、景気はさらに悪化しているが、悪化のテンポが加速している状況にあるわけではない、との見方を述べた。これらの各委員の認識を踏まえ、わが国の景気は「調整が深まっている」として、前月に比べて判断を幾分慎重化させることで、委員会の見解は一致した。

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2. 景気の先行き

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

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

まず、米国経済について、多くの委員は、年初来の275bpの利下げの効果がまだ現れていない、IT関連企業の業績下方修正の動きが広がっている、といった点を指摘して、IT分野を中心とした調整が長期化している、との慎重な見方を述べた。ある委員は、コンピュータと電子部品に対する新規受注が5月には大幅な落ち込みを示しており、IT関連需要の先行きが懸念される、と発

言した。別のある委員は、米国企業は長期にわたる景気拡大のもとで、資本ストックや雇用コストが過大となっている可能性が高く、今後、設備投資の抑制、雇用削減の動きが広がり、それが家計部門にも悪影響を与えるのではないかと、この見解を示した。もうひとりの委員は、米国の利下げは、オールド・エコノミー分野を押し上げる効果はある程度あるだろうが、それだけでマクロ経済全体が回復に向かうかは明確でない、と述べた。

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

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

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

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

### 3. 金融面の動向

最近の金融環境について、ある委員は、3月の金融緩和措置の効果は、全体として、なお浸透過

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

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

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

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

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

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

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

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

この間、実質金利の国際的な均等化傾向についての議論も行われた。ある委員は、開放経済のもとでは、実質金利は世界的に均等化する方向で動くと考えられ、長期的にみれば、わが国のみ他国に比べて実質金利が高止まりすることは考えにくい、とコメントした。ただし、この委員も含め、何人かの委員は、短期的には各国の実質金利は独自の動きをとるものであり、そこに金融政策の働く余地があるとの見解で一致した。

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

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

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

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

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

動向、GDPを含めた各種経済指標などが政策判断のポイントとなる、と述べた。

会合では、多くの委員が、現在の金融政策を巡る状況について発言した。

複数の委員が、現在の情勢は「流動性の罨」に近い状況であり、日本銀行が資金を供給してもそれが有効に利用されない状態にある、との見方を述べた。もうひとりの委員は、バランスシート調整のもとで企業の資金需要が乏しく、資金が金融市場の中で空回りしている、と発言した。これらの委員を含めた何人かの委員は、現状では金融政策だけで期待インフレ率を引き上げることはかなり難しく、金融政策以外で需要を喚起する必要性を指摘した。さらに、ある委員は、現状では、需要創出のもっとも有効な手段は財政支出の拡大であるが、政府は様々な理由から財政構造改革を選択しつつあると述べたうえで、そのマクロ経済や物価面に及ぼす帰結を十分念頭に置くべきである、と続けた。こうした状況のもとで、先行きの金融政策運営は、その効果や副作用、フィージビリティを踏まえると、かなりナローパスにならざるをえないとの認識が、多くの委員の間で共有された。

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

次いで、今後の金融政策運営の考え方について議論が行われた。

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

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

会合では、インフレーション・ターゲティングについても議論が行われた。ひとりの委員は、インフレーション・ターゲティングは、「物価安定の目標を、具体的な物価上昇率の数値で定め、期間を定めてその実現をコミットするもの」として、あくまで物価安定のための目標設定であり、物価の上昇を直接の狙いとするものではないと整理できると述べた。そのうえで、現行の政策継続に

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

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

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

そのほか、多くの委員は、為替レートの動向についても言及した。ひとりの委員は、貿易財については、グローバルな競争のもとで世界的なディスインフレ傾向にある一方で、非貿易財についても経済構造改革が進めば物価下落圧力が続くとの整理を示したうえで、円安がなければ物価は簡単には安定しない、との見解を述べた。別の複数の委員も、金融緩和策の結果としての動きも含め、市場メカニズムの中で為替相場が円安方向に動くのであれば、それを押しとどめないことが適当である、との考えを述べた。ただし、ある委員は、わが国の多額な純資産残高の存在などのファンダメンタルズを踏まえれば、極端な円安にはならないであろうし、また人為的に円安誘導することは適当ではないとの認識を述べた。もうひとりの委員は、中央銀行は為替レートの具体水準について、一定の立場をとるべきではない、と主張した。こうした議論を踏まえ、別のある委員は、為替レートについては、様々な要因を含めて市場が示す評価を受け入れていくということではないか、と総括した。

## ・ 政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 輸出や生産の減少を通じて企業部門が悪化していること背景として、IT分野の強いグローバル・リンケージが存在するという点が共通認識であったと思うが、政府としても同様の問題意識を有している。わが国のIT分野の発展段階を踏まえると、IT関連需要を一段と拡大

することが可能かつ重要であり、政府としては、「e-ガバメント計画」等を前倒しで進めていく方針である。

- 実質金利についての議論をうかがったが、金融政策がナローパスの状況に置かれていることは十分理解できる。ただ、例えば設備投資を考えるうえで実質金利は重要な変数のひとつであること、実質金利に関する責任をもっているのは金融当局であることなどを踏まえると、実質金利に関する議論を引き続き深めて頂きたい。
- 構造改革については、「基本方針」の取りまとめに際して、非常に包括的なパッケージを打ち出さなければならなかった。このため、詳細な制度設計は参院選後になったという事情がある。改革は時間を要すると市場に受け止められた面があるかもしれないが、先般、総理より、できることから直ちに切り掛かるよう指示があったところである。政府としては、構造改革により新たな資金需要を生み出すことが重要であることは十二分に承知している。今後ともその方向で努力をするので、日本銀行には、構造改革と金融政策のハーモナイゼーションの観点から、金融政策に関する議論をさらに深めて頂きたい。
- わが国の景気については、「悪化している」と判断している。先行きについても、在庫の増加や設備投資の弱含みの兆し等懸念すべき点がみられるなど、引き続き厳しい状況にある。政府としては、先般決定した「基本方針」の具体化を図り、平成 14 年度予算に反映させるかたちで、構造改革を実行していくことが重要であると考えている。日本銀行におかれては、調整期間におけるデフレ圧力の動向も踏まえ、機動的な量的緩和政策を行って頂きたい。

財務省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

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

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

- 政府からの出席者が発言された内容は、政策委員会としてこれまでも常々議論してきたことであるが、政府のご意見はご意見として受け止めたうえで、今後とも、政策委員会において十分議論を重ね、適切な判断に努めていきたい。
- オーソドックスな金融政策についてはほとんど発動の余地が乏しくなっている中で、今後の金融政策運営においては、その効果、副作用、フィージビリティなどについて慎重な検討が必要である。
- 政府からの出席者には、日本銀行が厳しい情勢認識のもとで、最善の対応を巡って責任をもって議論を重ねていることをご理解頂いたうえで、あくまで決定会合の場において、建設的なご意見を賜りたい。
- 日本銀行としては、今後とも、中央銀行として適切な金融政策運営に努力を重ねていく積もりであるが、同時に、政府におかれても構造改革の具体化に向けた取り組みをさらに進めて頂くよう、強く期待している。

## 採決

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

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

### 採決の結果

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

反対：なし

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を7月16日に公表することとされた。

## ・議事要旨の承認

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

以 上

(別 添)

平成13年7月13日

日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

( 13 年 8 月 13、14 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 8 月 13 日 (14:00 ~ 16:19)  
8 月 14 日 ( 9:01 ~ 13:04)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優	( 総 裁 )
	藤原作弥	( 副 総 裁 )
	山口 泰	( " )
	三木利夫	( 審議委員 )
	中原伸之	( " )
	植田和男	( " )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 藤井 秀人 大臣官房総括審議官 (13、14 日)

内閣府 岩田 一政 政策統括官

( 経済財政 景気判断・政策分析担当 ) (13 日)

竹中 平蔵 経済財政政策担当大臣 (14 日)

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	長井滋人

## ・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（7月12、13日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって、日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるような調節を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、月末日などに0.02%となったことを除けば、0.01%で極めて落ち着いて推移した。同レートの今積み期間中の加重平均金利は、8月10日までで0.01%と史上最低水準となっている。

この間、9月中間期末越えの資金需要の高まりに対応して、昨年を上回るペースで9月末越えの資金供給オペを実施している。また、金融市場調節の入札連絡事務に関する新システムが7月23日にカットオーバーした。これを受けて実施した2回の手形全店買入オペは、対象金融機関の拡大と利便性向上の効果から、応札倍率が本店買入オペを上回るなど、順調に立ち上がっている。

### 2. 金融・為替市場動向

最近の金融・為替市場の動きを概観すると、株価が年初来安値を窺うなど軟調に推移するなかで、長期金利は一時1.4%台にまで上昇したほか、短期金利も9月末越え金利が強含んでいる。円の対ドル相場は、しばらく123~125円台でもみ合ったあと、ここに来て122円前後にまで上昇している。

株価は、日米IT関連企業の業績下方修正が相次いだこと、不良債権処理額の上振れや株式含み損拡大懸念から銀行株が軟調なこと、持合い解消売り圧力が高まっていることなどを背景に、下落基調が続いている。市場では、米国景気の下期回復期待の後退から海外株価が軟化していることもあって、先行き下値不安が根強い状況である。

長期金利は、前回会合以降、補正予算を巡る議論などを受けて需給悪化懸念が意識され、一時1.4%台にまで上昇した。また、株安等を受けた金融機関の利益確定売りから、中期ゾーンでも金利上昇がみられている。8月6日週の後半以降、買い戻しの動きもみられるが、市場では、当面、需給悪化材料に反応し易い不安定な展開が予想されている。この間短期金利は、9月末越え金利が、一部都銀の前倒し調達の動きから強含んでいるが、今のところ季節的な変動の範囲内の動きと考えられる。

円の対ドル相場は、日米とも景気の先行き不透明感が強まり、両国の株価が不安定な動きを続けるなか、123~125円台で方向感なくもみ合う展開が続いていたが、米当局のドル高政策修正に対す

---

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

る市場の思惑の強まりなどから、8月9日以降、122円前後まで円高が進んでいる。

### 3. 海外金融経済情勢

前回会合以降、世界的な景気の同時減速傾向が一段と明確になっている。

米国では、本年第2四半期の実質GDP成長率が、前期比年率+0.7%と93年第1四半期以来の低い伸びとなった。個人消費や住宅投資など家計部門の需要は底固く推移しているが、企業部門は、収益の悪化を背景に設備投資が大幅に減少するなど、調整が深まっている。また、このところの労働生産性上昇率の低下に伴い、コスト面から企業収益が圧迫される構図が明確になっている。雇用面では、7月失業率は前月比横這いとなったが、企業部門の生産調整の動きから雇用者数が製造業・非製造業とも減少するなど、雇用環境の悪化が続いている。この間、物価は落ち着いた動きとなっている。なお、8月8日公表のベージュ・ブックは、小売売上げの全般的な弱含み傾向を指摘するなど、景気の弱さを認識させるものと受け止められている。

ユーロエリアの景気も減速している。企業部門では、米国向け輸出の伸び鈍化の影響などから、ドイツ、フランスを中心に生産は減少傾向にあり、企業コンフィデンスが悪化傾向を辿るなかで、設備投資も減速している。家計部門は、個人消費が底固いものの、消費者コンフィデンスはこのところ悪化しており、ドイツでは、失業者の増加もあって小売売上げ数量の伸び率低下が続くといった弱材料もみられている。この間、イタリアの第2四半期の実質GDP成長率はマイナスとなった。

東アジア諸国では、IT関連を中心に米国・日本向け輸出の減少が続いているため、生産も減少基調にあるなど、景気の減速が続いている。

国際金融面では、世界同時減速傾向の強まりを受けて、米国、ユーロエリアとも、長期金利が低下傾向を辿る一方、株価は不安定な地合いが続いている。なお、米国FF先物金利は、次回FOMC(8月21日開催予定)における0.25%利下げをほぼ織り込み、さらに年内に、もう1回の利下げを織り込む展開となっている。

エマージング市場では、7月中旬にかけて、アルゼンチン政府の債務返済能力に対する懸念から、同国債の対米国債スプレッドが急拡大し、ブラジル等ラ米諸国や一部東欧諸国でも、国債相場や通貨が下落する動きがみられた。その後、アルゼンチンで、政府の歳出削減案が議会で可決されたほか、IMFの支援も決定され、混乱の拡大には一応歯止めがかかっているが、同国債の対米国債スプレッドはなお高止まっており、今後の動向には引き続き留意が必要である。

### 4. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

わが国景気の現状は、輸出と生産の大幅な減少を主因に、調整が一段と深まっている。

最終需要面をみると、個人消費は総じて横這いで推移しているが、住宅投資、公共投資は減少している。輸出は、海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に大幅な減少が続いており、これを受けて設備投資も減少している。

こうした最終需要動向に加え、電子部品や一部素材分野での在庫調整圧力が強いこともあって、生産は大幅な減少を続けている。企業収益の悪化から、家計の所得形成も徐々に弱まりつつある。

世界の半導体出荷、パソコン出荷などは、4～6月の実績が春頃の業界予想に比べ大幅に下振れるなど、厳しい状況が続いている。こうしたもとで、輸出は情報関連財や資本財の落込みから、1～3月に続き4～6月も大幅な減少となった。鉄鋼・化学など中間財の輸出も、ここにきて減少幅を拡大している。設備投資も、4～6月資本財出荷が大幅な減少となったほか、機械受注も7～9月は減少見通しとなっていることなどからみて、急激というほどではないにせよ、減少傾向を辿っているとみられる。

生産は、4～6月の大幅減少のあと、生産財を中心とする在庫調整圧力もあって、7～9月もマイナス基調が続けるとみられる。こうした状況下、雇用面では、6月の新規求人が前月までの増加傾向から減少に転じたほか、名目賃金も中小非製造業の特別給与を中心に、前年比のマイナス幅を拡大するなど、所得形成が徐々に弱まりつつある。

個人消費では、4～6月の消費水準指数が前期比マイナスに転じたものの、乗用車販売が一段と伸びを高めているほか、百貨店売上げやサービス関連統計など底固い指標もみられる。消費者コンフィデンスも、春にかけて低下した後、概ね横這いとなっている。

景気の先行きについては、年末辺りに世界的な情報関連財の在庫調整が一巡することを前提とすれば、輸出の回復に伴って生産が持ち直していくシナリオを一応期待できる。ただ、海外経済や世界的な情報関連需要については、回復時期・回復テンポ両面で慎重な見方が増えている。国内では、生産面を中心とする調整が長引くにつれて、企業収益、さらには家計の所得形成も弱まっていくとみられるため、そのことが景気調整のさらなる長期化・広範化に繋がる可能性が無視できなくなっている。

この間、物価面をみると、卸売物価は3ヶ月前対比で-0.2%程度の下落が続いている。内訳をみると、情報関連財に加え、鉄鋼・建材関連やその他素材が下落幅を拡大している。企業向けサービス価格も前年比マイナス幅を拡大している。消費者物価は引続き弱含みで推移している。全般に、需要の弱さに起因する低下圧力が働きやすくなっている点には留意が必要である。

## (2) 金融環境

金融環境をみると、民間の資金需要は、昨年後半から本年前半にかけてマイナス幅を縮小させた後、このところ再び減少傾向を強めているように見受けられる。資本市場を通じる資金仲介は、CP残高が4ヶ月連続で既往ピークを更新するなど伸びを高めているものの、銀行貸出はマイナス幅を拡大している。

銀行貸出の減少は、基本的には、資金需要の低迷によるところが大きいとみられる。ただ、銀行の融資姿勢をみると、優良企業については貸出姿勢を積極化する一方で、信用力の低い先に対しては慎重化するなど、貸出スタンスの二極化の動きがみられる。中小企業からみた金融機関の貸出態度は、足許やや厳しめの方向に振れているほか、主要銀行に対する貸出動向アンケートでも、大企業向けに大きな変化がない一方で、中小企業向け融資を幾分慎重化させている姿が窺われる。この

間、資本市場調達は、信用力の高い大企業が主な調達主体となっていることから高い伸びを続けている。

この間、マネー関連指標をみると、超低金利のもとで流動性保有に伴う機会費用が極めて小さくなっていることから、銀行貸出などクレジット指標とは対照的に、堅調な伸びとなっている。7月のマネタリーベースは、郵貯の大量満期到来に伴う郵便局の手許現金積上げを主因に、前年比+8.0%と前月(+7.6%)をさらに上回る高い伸びとなった。7月のマネーサプライ(M2+C D)も、郵貯等からの資金シフトを主因に、前年比+3.3%と伸びを高めた。内訳は、M1を構成する現金通貨や預金通貨の伸びが中心となっている。

企業倒産はこのところ月1,500件前後の推移が続いている。この約4分の1を占める特別保証制度関連倒産の内訳をみると、建設業のウエイトが徐々に高まっている。

## ・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、委員会は、前回会合(7月12、13日)以降、一段と厳しさを増しているとの認識で一致した。その背景について、多くの委員は、輸出と生産の落込みが広範化するとともに、そうした企業部門の調整が雇用・賃金を通じ家計部門にも及びつつあることを指摘した。このうちひとりの委員は「景気は後戻りを続けている」と表現し、別のある委員は「前回会合時に比べ景気の悪化テンポが加速している」と述べた。

まず企業部門の動向について、大方の委員が、輸出と設備投資の下振れが明確になり、生産の落込みがさらに厳しくなっているとの見方を共有した。

企業部門の調整の広がりに関し、多くの委員は、情報関連分野の調整が長期化するなかで、鉄鋼、化学、一般機械、輸送用機械など幅広い業種で出荷減少・在庫積上りがみられ、調整の動きが情報関連以外の業種にも広がりつつあると指摘した。このうちのある委員は、一部素材業種では、内需不振と本邦企業の海外生産シフトから、生産の落込みと製品価格の低下に直面しており、こうした業種の現場からは「デフレ・スパイラルの様相を呈している」との声も出ていると述べた。

こうした企業部門の悪化が、雇用や家計の所得形成、さらには個人消費に及ぼす影響についても議論がなされた。多くの委員が、6月の名目賃金や新規求人の減少に着目し、生産の落込みの影響が夏季賞与など家計所得の減少に繋がってきているとの認識を共有した。何人かの委員は、特に中小企業・非製造業で賃金の弱さが目立つ点に言及した。また、これらの委員は、就業者数の減少にも拘わらず、失業率が横這いである点に注目し、自営業者等の労働市場からの退出傾向が強まっている可能性を指摘した。ある委員は、企業の淘汰、新旧交代のなかで、賃金の下押し圧力が高まっていると述べた。

個人消費については、多くの委員が、強めの指標と弱めの指標が混在しており、これまでのとこ

るは、何とか持ちこたえているとの見方を示した。しかし、上述のような雇用・所得形成の弱さに鑑みると、今後消費の減退に繋がっていく可能性が高いとの見方が共有された。ある委員は、消費マインドを下振れさせる要因として、過去1年半の間に本邦の株式時価総額がおよそ500兆円から350兆円前後に落ち込んだとの試算を示したうえで、ITバブルの崩壊による逆資産効果を指摘した。別のある委員は、雇用不安や年金など社会保障制度に対する不安を指摘した。

物価については、複数の委員が、各種物価指標で前年比マイナス幅の拡大傾向に歯止めがかかっておらず、需要の弱さに起因する物価下落の傾向が強まっていると述べた。ある委員は、わが国の高コスト体質是正を迫る物価下落はなお続かざるを得ないとしたうえで、消費者物価前年比が安定的にゼロ%以上になるまで現行調節方式を続けるとのコミットメントは、そうした供給面からくる物価低下圧力を打ち消す程度まで需要を回復させていくことを念頭に置いたものと理解される、と述べた。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きに関しては、世界的なIT部門の調整や米国など世界経済の動向が引続き重要な鍵となる、との見方で一致した。

まず、多くの委員は、IT関連需要の落込みが従来みていた以上に厳しく、世界的に在庫調整に目途がつく時期が後ずれしている、との見方を共有した。ある委員は、情報関連財受注の落込みからみて、在庫調整が進捗しても、生産は順調に回復しないのではないかと述べた。別のある委員は、過去の積極的な能力増強投資で情報関連財は供給過剰となっており、資本ストック調整が長引くのではないかと述べた。もうひとりの委員は、長い目でみた情報関連分野の成長性は高いが、今は調整局面にあり、回復トレンドに復するには次世代商品による需要喚起を待つ必要があるとの見方を示した。

米国経済については、大方の委員が、設備投資や生産の減少が続いており、先行き緩やかな回復に転ずるとしても、その時期はさらに後ずれし、回復のテンポも鈍くならざるを得ないとの見方を共有した。また複数の委員が、米国経済の先行きをみるうえで、家計部門の動向が重要な鍵になると述べた。このうちひとりの委員は、消費の底固さは家計所得の伸びに支えられてきたが、企業収益と生産性の悪化が家計所得に及ぶ可能性があると言及した。この委員も含め、複数の委員が、8月発表の地区連銀経済報告で消費の陰りを示す記述があること、消費者コンフィデンスが低下していることを懸念材料として挙げた。別のある委員は、住宅価格上昇に伴う家計の借入れ能力向上が消費下支えの一因となっている点を指摘したうえで、住宅価格の上昇にはバブル的な要素があった可能性があり、今後住宅価格が下落すれば、こうしたメカニズムが崩れかねないとの見方を示した。この委員はまた、米国の労働生産性が遡及して下方改訂され、従来考えられていたほど高くなかった点を懸念材料として指摘したほか、税金還付の効果は既に出尽くしたのではないかとの見解を述べた。

この間、ひとりの委員は欧州・アジア経済でも減速が一層明確化している点を指摘した。また別のある委員も、世界経済は同時不況の様相を強めており、世界貿易量の減少、特に東アジアやA S

E A N諸国の落込みが日本経済に及ぼす影響が懸念される、との見方を示した。

日本経済を取り巻く環境が厳しさを増しているなかで、わが国の景気の先行きについても、慎重な意見が多く出された。まず、生産調整の終了時期について、多くの委員が、生産の落込みにも拘わらず在庫が減っておらず、調整は長期化する可能性が高くなっているとの認識を共有した。ある委員は、鉱工業生産指数の時系列分析を示しつつ、生産が回復に転じるのは早くても来年4月以降になると述べ、別のある委員も、素材業種の在庫調整の遅れを例示しつつ、完了時期は来年度上期以降になると述べた。

この間、複数の委員が、前回会合以降明らかになった企業の業績予想の下方修正や減産・リストラ計画公表の動きに言及しつつ、6月短観の収益・投資計画が楽観的なものであったことが明らかになっている、と述べた。別の委員も、このところの総合電機・通信メーカーなどの収益予想の下方修正は短期間の修正幅としては極めて異例であり、下期の計画にはなお下方修正リスクがある、として企業収益の厳しさを強調した。

このため、多くの委員が、企業部門の調整が家計部門に波及していくリスクが強まっていることに懸念を示した。複数の委員は、企業の生産、収益の状況に照らすと、冬の賞与も期待できないとの見方を示した。このため、これまでのところ持ちこたえてきた個人消費についても、今後留意すべき局面に入っているとの見解が多く示された。

こうした景気見通しを背景に、先行きの物価動向についても、慎重な見方が共有された。ある委員は、設備投資の減少などから需給ギャップが拡大し、今後物価低下圧力がさらに強まる可能性が増大していると指摘した。また、賃金の弱さに関連して、複数の委員が非製造業での賃金低下がサービス価格、さらには消費者物価の下落に繋がる可能性に留意すべきと述べたほか、何人かの委員が、所得の減少がさらなる需要低迷、物価下落に繋がる可能性を指摘した。こうした議論を総括して、ある委員は、3月の金融緩和措置はある程度の物価下落を視野に入れたものであったが、その後の景気展開を踏まえると、もう一段の下落を心配すべきリスクが出てきている、と述べた。

以上を踏まえて、複数の委員が、4月の「展望レポート」との比較の観点から、情勢を整理した。このうち多くの委員は、同レポートで指摘した4つのリスク要因（海外経済やIT関連分野の動向、資産価格の動向、構造調整の影響、国民の将来に対する不安感）のうち、最初の2点については、景気悪化の方向で現実化していると述べた。複数の委員は、3番目の構造調整の影響についても、市場は既にその短期的なデフレインプクトを織り込み始めているのではないかと述べた。このため、多くの委員は、「下期以降、米国経済の調整進捗に伴って、わが国の輸出や生産への下押し圧力は徐々に減衰する」という標準シナリオが実現する蓋然性は低下しているとの見方を共有した。ある委員は、4月に公表した本年度の成長率に関する委員の大勢見通し（+0.3%～+0.8%）は、現時点では下方修正が必要となっていると述べた。また別の委員も、成長率がプラスになるような明確な材料は見えてきていないと述べた。こうしたなかで、ひとりの委員は、標準シナリオは既に崩壊していると指摘し、一段と厳しい評価を示した。

このほか、何人かの委員から、先行きの景気に関するその他の留意点が幾つか提示された。

ある委員は、本邦企業の海外生産シフトが、景気回復を妨げる可能性があるとして述べた。この委員は、情報通信、家電等の業種が、低賃金、低地価、品質向上、中国元の実事実上のドルペッグなどを背景に、生産拠点の中国シフトを加速していること、またこうした動きが自動車関連企業などにも広がりつつあるため、国内需要以上に国内の生産が減少する傾向にあることを指摘した。さらにこの委員は、中国のWTO加盟に加え、元相場が競争力の実態を反映した水準に調整されていかないと、日本やアジア経済への影響は大きいと付言した。もうひとりの委員も、産業界は構造改革に直面してビジネスモデルの再構築を模索しており、その過程で産業の空洞化が進む可能性があるとの見方を示した。

また、別のある委員は、地方経済が相当疲弊しており、これが先行き深刻化するリスクに留意すべきと述べた。この委員は、その背景として、工場立地からみて情報関連産業や輸出の低迷によるダメージは地方が大きいとみられること、地方から大都市への人口流入が強まっていること、公共投資削減の影響も地方に出やすいことを指摘した。

同じ委員は、石油価格の動向にも警戒が必要との見方を示した。この委員は、OPECの減産で世界的な経済減速にも拘わらず価格は横這いで推移していること、こうしたなかで今後冬の需要期を迎えることなどから、年末にかけて石油価格が上昇する可能性が高いとの見通しを述べた。さらにこの委員は、中東情勢が緊迫化しつつあることから、その動向如何では石油価格が急上昇しかねない点を懸念材料として指摘した。

### 3. 金融面の動向

最近の金融環境について、多くの委員が、年初来安値圏で不安定な動きを続ける株価動向とその影響を懸念材料として指摘した。ある委員は、企業業績の悪化というファンダメンタルな要因に加え、市場が金融機関の決算対策や持合い解消の売り圧力といったマイナス材料に敏感になっており、9月末にかけて不安定な地合いが続くことを想定しておくべきと述べた。別の委員は、3月緩和効果の出尽くし感から、市場は「催促相場」的な色彩を強めている、と表現した。もうひとりの委員は、持合い解消圧力が株価の頭を抑える要因となっており、株価回復には、自社株買いも含めた企業のROE向上努力や、証券税制見直しによる個人貯蓄の呼び込みといった抜本的な対応が必要との見解を示した。この間、ある委員は、日米株価の先行きについて触れ、米国企業の業績は二極化しており、NYダウは高値更新の可能性が残っているものの、NASDAQ指数は下落余地が大きい、本邦株価も年初来安値の更新が避けられなくなってきた、との厳しい見通しを述べた。

こうした株価動向を踏まえ、複数の委員は、株価下落が企業・家計のコンフィデンスや金融機関の融資態度に与える影響を注視する必要があると述べた。このうちのひとりの委員は、資産価格の上昇によって家計の消費を刺激する景気回復ルートを期待したいところであるが、足許の株安はむしろその逆の効果を懸念しなければならないレベルに入ってきていると述べた。別の委員は、このところの銀行格付引下げの動きなどに言及しつつ、銀行に対する市場の評価は依然厳しく、時価会計の下で、さらなる株価下落が金融機関の財務状態に対する市場の懸念を高める可能性にも留意が

必要と述べた。

こうしたなかで、多くの委員が、金融機関の貸出姿勢に言及した。これらの委員は、優良企業とそれ以外で融資スタンスの二極化が強まっているとの見方を共有した。このうちひとりの委員は、夏場頃から銀行による企業の信用度などに応じた利鞘確保の動きが広がっており、中小企業への貸渋りにつながる可能性には留意する必要があると述べた。ただしこの委員は、こうした傾向は、銀行経営の健全化のために、基本的な方向として望ましい動きであると付け加えた。もうひとりの委員は、健全化計画の見直しで、大手行の今年度不良債権処理額が大幅に増加した点に言及し、今後の処理の影響や、銀行の融資姿勢の変化には目を凝らす必要があると述べた。こうした状況を総括して、ある委員は、銀行与信が景気の波に同調する動きがマイルドなかたちで起こり始めていると述べたうえで、株価下落で銀行与信が厳しさを増すリスクに注意が必要と指摘した。

また、会合直前の8月9～10日にかけて円高が進んだ点を踏まえ、為替相場についても複数の委員が言及した。ある委員は、機関投資家の対外投資が慎重化しており、米国経済の低迷長期化で、当面円高傾向が強まる可能性もあると述べたほか、別の委員も、米国経済や企業業績に対する厳しい見方から、日欧の投資家がドル離れの傾向を強めているとの見解を示した。もうひとりの委員は、米国経済の減速を背景に米産業界からドル高是正を求める声が出ていることに着目した。この委員は、本邦企業も円安がかえってダンピング問題や輸入制限問題に発展しかねない点を警戒し始めていること、また 為替相場は基本的に市場原理で決まるべきものであるが、本邦企業がメガコンペティションを勝ち抜くためにリストラを進めているなかで、為替相場は安定が大事であり、その急激な変動は避ける必要があること、為替相場がファンダメンタルズに沿って安定的に推移する限り、政策当局が相場についていちいちコメントすべきではないことを指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

大方の委員が、金融調節方針を現状維持とした前回会合時と比較して、IT分野の調整が想定以上に深く、長期化の様相を呈している、収益・設備投資・生産の悪化が一段と明確になり、IT関連以外の業種にも調整が広がってきている、そうした企業部門の調整が、雇用・所得環境の弱まりを通じて家計部門にも波及しつつあり、当面は調整圧力が継続する、との認識を共有した。加えて、複数の委員が、株価の軟調や金融機関の不良債権処理促進・融資姿勢の厳格化など、金融面からのダウンサイドリスクが高まっている点を指摘した。こうした情勢判断を踏まえ、委員会は、今回追加的な緩和策を講じることが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、今回の追加緩和には、現状における経済の悪化への対応という側面と、先行きのリスクに対する予防的な対応という側面がある点を強調した。

そのうえで、具体的な緩和策について、大方の委員は、3月19日に講じた新しい金融市場調節方式の枠組みのもとで、日銀当座預金残高を現在の5兆円程度から6兆円程度に増額し、その効果

を見極めることが適当との見解を示した。当座預金の増額幅については、ある委員が、現段階で金融調節上実行可能とみられる範囲内で最大限の引上げを図るという意味で1兆円の増額が適当と述べ、他の委員も概ね同じ考え方を共有した。

ただし、ひとりの委員は、政策変更のタイミングとしては今がぎりぎりのタイミングになっていると強調したうえで、3月19日の金融調節方式の枠組みを一部変更し、2003年1～3月期までにインフレ率をゼロ%以上とする、時間軸についての明確なターゲットを導入するとともに、そのもとで当座預金残高を7兆円に増額すべきである、と述べた。

当座預金の増額に期待される効果について、複数の委員が、僅かながらもさらなる金利低下を促す効果、金融機関のリスクテイクや資産選択の多様化を促す効果、企業や家計の期待に働きかける効果などが考えられると述べた。

また、複数の委員が金融面の脆弱性への対応という側面を指摘した。ある委員は、中間期末にかけて株価の下落に端を発して金融面の脆弱性が高まる可能性があり、流動性の面からそうしたリスクを予め小さくしておくことが適当である、との見解を示した。別のある委員も、今のところジャパン・プレミアムや信用スプレッドは落ち着いているが、今後の情勢次第では金融システムが不安定化する可能性もあり、中間期末を控え、流動性懸念を封じ込めることに意味があると述べた。

このほか、複数の委員が、このタイミングで金融緩和に踏み切ることにより、景気の回復と物価の安定の確保に対する日本銀行の強い決意を示すべきであると述べた。

ただし、これらの委員も含め、多くの委員は、こうした効果はある程度期待できるものの、必ずしも確実とはいえないことにも留意する必要があると述べた。これらの委員は、金融緩和が効果を発揮するためには、不良債権問題への対応も含めた構造改革の進展により、前向きな経済活動が活発化することが必要であることを指摘した。

以上の議論を総括するかたちで、ある委員は、長短金利水準が非常に低い現状では追加緩和の効果は必ずしも確実ではないが、経済情勢の悪化に鑑み、なにがしかの効果を期待して対応していくことが必要な段階に至っている、と述べた。さらにこの委員は、6月の「基本方針」に続き、概算要求基準の策定、改革工程表の作成など、政府において構造改革の具体化の動きが漸くみられ始めている点は心強い進展であり、金融緩和はこうした動きを側面支援するという面もある、との見解を示した。

この間、ある委員は、為替相場への影響にも触れ、米国経済のスローダウン等を背景に市場で米当局のドル高政策修正への思惑が高まっていることから、円安をもたらす効果も限定的ではないかと述べた。しかし、この委員も含め、複数の委員が、そうした事情にも拘わらず自然な円安の流れが仮にできるようならば、これを容認していくべきではないかと述べた。

次に、多くの委員が、3月に決めた金融市場調節方式の枠組みに沿って、当座預金の供給を円滑に行っていく観点から、国債買切りオペの増額を併せて実施することが望ましいとの見解を示した。このほか、複数の委員が、国債買切りオペ増額が金融緩和効果を補強する可能性に言及した。ある委員は、金融システムの現状に照らし銀行経由での緩和効果の浸透には期待しにくく、金融市場ル

ートでの効果を中心に考えざるを得なくなっていること、日銀当座預金と代替性の強い短期資産を対象とするオペのみで資金を供給する場合に比べポートフォリオ・リバランス効果が期待できることを挙げた。別のある委員も、国債買切りオペ増額は、リスク・プレミアム等への働きかけを通じ、時間軸効果による金利引下げ以上の緩和効果をもたらす可能性があるとして述べた。

もっとも、補正予算の行方など国債需給要因に神経質な最近の市場環境を踏まえ、大方の委員は、国債買切りオペ増額に対する市場の受け止め方には十分留意すべきとの見解を示した。ある委員は、3月に決定した銀行券発行残高の制限をしっかりと維持することが大前提になると述べた。別の複数の委員も、国債買切りオペ増額が国債の価格支持を意図したものでないと明確にすること、市場に財政ファイナンスと認識されないことが不可欠であると述べた。このうちのある委員は、先般閣議了解された来年度概算要求基準により、政府の財政規律維持の方針が明確になっていることは、国債買切りオペ増額の副作用を防ぐ効果があると述べた。

この間、複数の委員が、国債買切りオペ増額の必要性和増額方法について執行部の見解を求め、執行部は次のように述べた。

- 当座預金残高の目標を6兆円程度とする場合、ベースとなる長期資金の供給を厚くし、短期オペに対する負担を減らしておく観点から、国債買切りオペを増額することが適当と判断される。
- その際、短期オペの個々の札割れに個別に対応して国債買切りオペを行うのではなく、現在月4千億円のペースで行っている月間の買入れ額を増額することが適当と考えられる。また、日銀の出方について無用の憶測を呼び、市場が不安定化するのを避けるため、月何回いくらというルールを明確にしておく必要がある。
- 増額幅については、最近の市場地合い等を踏まえ、2千億円の増額としたい。また、オペ先の集玉能力等を勘案し、1回当たりの入札金額を増やすのではなく、オペ回数を現在の月2回から月3回に増やすことで対応することが適当と考える。
- 仮に当座預金残高の引上げが決定された場合には、政策変更の公表文のなかに、国債買切りオペ増額に関する以上のような執行部方針も盛り込み、オペのタイミングや規模に関する市場の思惑を排除しておくことが適当と考える。
- なお、銀行券発行残高上限に関し、銀行券のある程度の伸びを前提にすると、月2千億円の増額であれば、早期に上限に達することはないと考えられる。

このほか、委員会では、物価安定に向けたマクロ経済政策全般のあり方について議論が行われた。ある委員は、物価に影響する政策としては、通常の経済環境下において、中長期のスパンでは金融政策の役割が大きい、流動性の罫に近い現状では、金融政策の効果は限定的であり、財政・為替政策がより強い影響を持つ可能性がある、従って、財政面から厳しい引締めを行いつつ金融政策のみで物価安定を図るという考え方は生産的でないと述べた。別のある委員は、物価が需給バランスのなかで決まるものである以上、財政政策も当然物価に影響する、財政政策がより引締

め的に運営されるとすれば財政からは物価に下方圧力がかかってくる、一方、中長期的な財政バランスや年金など社会保障のサステナビリティについて、国民の信認を明確にする政策が打ち出されれば、国民の現在の支出態度を積極化させる可能性があり、財政政策がこうしたルートで物価の安定に寄与する可能性がある、との見方を示した。

この点に関連し、もうひとりの委員も、デフレからの早期脱却が最重要課題としたうえで、金融政策では流動性のさらなる潤沢な供給を行う一方で、政府サイドでは歳出の質的改善による有効需要の刺激、税制見直しや規制緩和等による環境整備が必要、こうした政府・日銀の対応と民間の自助努力の「合わせ技」があってはじめて物価下落に歯止めをかけ得る、と述べた。この委員は、こうしたなかで日銀に求められるものは、金融市場への潤沢な資金供給に加え、デフレファイターとしての決意を示し、企業・家計の期待に働きかけることであると述べた。なお、ひとりの委員は、政策を巡る日銀と政府の見解の相違をことさらに強調する報道等が、経済主体の心理や国際的信認に悪影響を与えている可能性にも留意し、政府と十分な意思疎通を図っていくことが重要であると述べた。

また、先行きの金融政策運営について、何人かの委員が、さらなる情勢悪化に対し、金融政策面でどのように対応し得るか検討を深めていく必要があると述べた。

この関連で、複数の委員はインフレーション・ターゲティングにも言及した。ある委員は、現状では副作用を伴わずに物価目標を達成する手段がなく、厳格なターゲットの設定は難しいが、望ましい物価水準に何らかのかたちで言及することが民間の期待形成に好ましい影響を与え得るかどうか、十分検討すべきである、と述べた。別のひとりの委員は、現在の「消費者物価前年比が安定的にゼロ%以上となるまで現行調節方式を続ける」というコミットメントを、期限を明示した明確なターゲットに変更するべきであると主張した。この委員は、その理由として、今後年金の物価スライド問題も絡んで、デフレ克服のための中央銀行の責任は一段と重くなること、政府や特殊法人などの政策評価の枠組みが整うなかで、日本銀行としても政策評価のための目標を作る必要があること、を挙げた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 本日の議論によれば、経済の実態については、予想より悪くなっているということであり、政府もそうした厳しい認識を共有している。4～6月のGDPもかなり厳しい数字になると予想される。その意味でも、金融政策に対する期待は高い。
- 政府は、現在、6月の「基本方針」の具体化を進めている。財政政策運営面では、総理の強い決意のもとで、来年度の新規国債発行を30兆円に抑えるべく、構造改革に矛盾しないかたちで5兆円の歳出削減と2兆円の歳出積み増しを行うこととした。本日の議論でも財政面からの景気対策に関する指摘があったが、概算要求に際しては、需要や生産誘発効果を十分考慮す

ることとしている。また、構造改革に向けて、課題とスケジュール観を示す「改革工程表」作成を進めている。当面できるものは「改革先行プログラム」として、必要なら予算をつけて実施していく。このように短期的な総需要管理にも配慮できるかたちになっている。

- 政治的な議論のなかでは、金融政策を魔法の杖のように考える意見も少なくなく、決定会合の場における議論と大きなギャップがある。金融政策は高度に専門的であり、それ故に日銀の独立性・専門性を重視した政策決定メカニズムが必要とされている訳であるが、只今述べたような政治的な風土との対話ということも、日本銀行のアカウンタビリティ確保のうえで重要な課題である。
- 構造改革に成功した海外諸国の事例に共通する要素は、国民と当局が危機感を共有していること、政府の姿勢がブレないこと、の2点である。2つめの観点では、日銀もデフレファイターとしての決意を示すべく、メッセージの発し方も含め工夫の余地がないか議論して頂きたい。
- 以上を踏まえ、一層の量的緩和に向けて毅然たる態度で臨んで頂きたい。

財務省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府は構造改革の第一歩となる来年度予算の概算要求基準を閣議了解した。新規国債発行額を30兆円に抑制すべく、歳出については、思い切った縮減と重点的な配分を実現することとしている。
- 3月の金融緩和措置後も物価は下落を続けている。物価の下落は、実質金利の上昇を通じ、企業の投資意欲を減退させるとともに、消費の先送りを招来し、需要を抑制する。また、企業が幾ら債務削減に努めても、実質債務負担は軽減されない。物価下落に反転の兆しがみられないなかにおいては、より実効性のある金融緩和が必要であり、機動的に金融政策運営を行って頂きたい。
- 短期金利がほぼゼロのもとでは、短期資産を中心とするオペの効果は限定的であり、市場の期待に働きかけることも必要であることに留意し、例えば、長期国債買入れの増額や時間軸の強化等を含め、経済により効果のある政策を幅広く検討頂きたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、3月に決めた金融市場調節方式の枠組みのもとで、日銀当座預金残高を6兆円に引き上げるとの考え方が大勢となった。

ただし、ひとりの委員からは、4月の「展望レポート」で示した標準シナリオが既に崩壊していること、物価下落がここにきて加速していること、特殊法人改革等における政策評価の考え方を踏まえ、日銀も中期的な目標を明確に定めるべきであること、などの理由から、3月19日に

決定した金融市場調節方式を一部変更し、予め定めた時期までに消費者物価指数の前年比上昇率をゼロ%以上とすることをターゲットにすることが適当であるとの考え方が示された。さらに、この委員は、日銀当座預金残高を7兆円程度に引き上げるとともに、この円滑な実施のために保有長期国債の残高を銀行券発行残高までとする制限を外すことが必要である、と述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

中原伸之委員からは、金融市場調節方式について、「2003年1～3月に同時期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率をゼロ%以上とすることをターゲットとして、金融市場調節を行うこと」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）。

次いで同委員から、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、「日本銀行当座預金残高が7兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」とともに、これを円滑に実施するため、「3月19日決定の金融市場調節方式のうち、『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。』の部分を削除する」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）。

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。

#### 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6兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

2．対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、前回金融政策決定会合以降の経済の悪化を踏まえると、現時点では当座預金1兆円の上積みでは対応として不十分かつ後手に回ってしまうおそれがあり、もっと思い切った手を打つ必要があること、経済が異常事態にあることを認識し、非伝統的な手段も含め、金融政策を講じていくべきであること、景気が「展望レポート」における標準シナリオから完全に離脱した事態を重くみるべきであることなどを挙げ、上記議案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、「金融市場調節方針の変更について」（別紙）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、三木委員、植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、上記の金融市場調節方針の決定に関する議案に反対した理由と同じ理由から、上記採決において反対した。

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。

## ・ 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を8月15日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、経済悪化の深刻さや広がりが十分表現されていないこと、米  
国経済の見通しに関する記述は楽観的に過ぎ、一般的な見方として記述すべきではな

いこと、「生産の減少が内需の減少を誘発しつつ景気調整の広範化に繋がっていくリスク」は既に現実化していること、物価の低下圧力がこれまで以上に高まっている実態が表現されていないこと、公共投資の減少やその地方経済への影響についての記述が不十分なこと、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（6月28日）、前回会合（7月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月17日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2001年8月14日

日本銀行

## 金融市場調節方針の変更について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において金融市場調節方針の変更を決定した。また、新たな調節方針のもとで、円滑な資金供給に資するため、長期国債の買い入れを増額することとした。

### (1) 金融市場調節方針の変更(賛成多数)

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

### (2) 長期国債の買い入れ増額

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

2. 日本経済の状況をみると、輸出と生産の大幅な減少を主因に、景気調整が一段と深まっている。また、生産の減少が内需の減少を誘発しつつ、調整の広範化につながっていく可能性や、内外資本市場の動きが实体经济に及ぼす悪影響などに、一段と留意が必要な局面になっている。物価面では、今後、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まるおそれがある。
3. 日本銀行は、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長の基盤を整備するという断固たる決意のもと、本年に入り、内外の中央銀行の歴史に例をみない思いき

た金融緩和措置を講じてきた。この結果、金融市場には潤沢に資金が供給され、長短市場金利はきわめて低い水準に低下している。

しかし、経済・物価情勢の厳しい展開と先行き見通しを踏まえると、この際、3月に決定した金融政策の枠組みのもとで、金融面から景気回復を支援する力をさらに強化することが必要かつ適当と判断した。

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

以 上

(別 添)

平成 1 3 年 8 月 1 4 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6兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

( 13 年 9 月 18 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 9 月 18 日 ( 14:00 ~ 18:48 )

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

4 . 政府からの出席者 :

内閣府	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣
財務省	村上誠一郎	財務副大臣

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	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	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室参事役	和田哲郎 ( 16:40 ~ 18:48 )
企画室企画第 2 課長	梅森 徹 ( 16:40 ~ 18:48 )
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	長井滋人

## ・議事運営についての議長提案

冒頭、議長から今回の会合の議事運営について以下の提案がなされ、委員の了承を得た。また、本件については直ちに对外公表することとされた。

「米国のテロ事件発生や金融市場の情勢などに鑑みると、日本銀行として出来るだけ速やかに金融政策運営方針を決定し、公表する必要があると考えられる。このため、今回の会合については、本日中に金融市場調節方針の決定、公表を行うことを目指して、議事運営を進めることとしたい。」

## ・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（8月13、14日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって、9月11日までは、日本銀行当座預金残高が6兆円程度となるような調節を行った。米国テロ事件発生後の12日以降は、調節方針の「なお書き」（「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」）に従って、資金決済の円滑と金融市場の安定を確保するため、一段と大量の資金供給を実施した。このため当座預金残高は8兆円程度で推移している。こうした潤沢な資金供給の結果、金融市場の取引や決済面で大きな混乱は回避されている。また、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、12日に一時的に0.11%まで強含んだものの、その後は0.01%以下の水準で安定的に推移している。

### 2. 金融・為替市場動向

#### （1）国内金融資本市場

短期金利は、前回会合で決定した金融緩和措置を受けて、9月中間期末越えの資金調達に対する安心感が広がったことを背景に、ターム物が小幅ながら一段と低下した。

長期金利は、前回会合で決定した金融緩和措置の後も、補正予算や国債の需給悪化に対する思惑が広がったほか、株価下落や中間期末接近等を背景に金融機関の利益確定売りなどがみられたことから、幾分上昇した。テロ事件後は、こうした金利上昇要因と安全のために国債に資金が向かう動きが交錯しながら、揉みあう展開になっている。

株価は、8月の金融緩和措置後も低下を続け、さらにテロ事件後は、日経平均が1万円を割る大

---

<sup>1</sup> 「日本銀行当座預金残高が6兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

幅な下落となった。業種別には、運輸や輸送機器などの下落が大きかった。

なお、マイカルの経営破綻の影響については、各種信用スプレッドは総じて落ち着いた動きを示しているものの、今後、同社の社債デフォルトが低格付企業への投資家の見方を慎重化させる懸念があり、注視していく必要がある。

## (2) 為替市場

円の対ドル相場は、米国景気の先行き不透明感の高まりや9月末決算に向けたわが国金融機関による外貨建て資産処分の思惑などを背景に、8月末までに118円前半まで上昇した。その後、介入警戒感などから一旦122円近辺まで反落したものの、テロ事件発生後は再度上昇しており、市場のセンチメントを示す指標もドル安方向を示している。

## 3. 海外金融経済情勢

前回会合時と比べて、これまで底固い動きを示してきた米国の家計部門の陰りやユーロエリアの景気減速明確化を示す指標が出てきている。米国の同時多発テロ事件の影響は現時点で見通し難しいが、米国金融市場の機能回復に向けた動きは比較的早いテンポで進んでいる。

米国の実体経済は、8月の失業率の大幅な上昇や消費者コンフィデンスの悪化といったかたちで、「IT関連を中心に企業部門の調整が進む一方で、家計部門が持ちこたえる」という従来の構図に陰りがみられ始めている。その後のテロ事件の影響も考慮すると、全体として、ダウンサイド・リスクが高まっていることは否めない。

テロ事件の影響について、まず金融市場の機能回復状況をみると、9月17日の米国市場をみる限り、決済、市場流動性、pricingの観点からは比較的早いテンポで改善をみている。社債スプレッドの拡大や債券価格や株価のボラティリティ上昇はみられるが、予想の範囲内の動きに止まっている。この間、米国連銀は、9月17日に緊急利下げを行い、FFレートの誘導目標水準を、それまでの3.50%から3.00%へと引き下げた。先物市場では年内に更に50bpの利下げを織り込む展開となっている。

ユーロエリアでは、輸出の伸び鈍化と設備投資の減速などから、景気の減速が明確化している。第2四半期のGDP伸び率(前期比)をみても、ドイツ、イタリアがマイナス成長に転じたほか、フランスでも成長率低下がみられるなど、景気減速はドイツから周辺国に広がっている。物価は、既往のエネルギー価格上昇の影響が薄れてきていることから、生産者物価、消費者物価指数ともに、上昇率の低下が続いている。こうした中で、ECBは、8月30日の定例理事会で政策金利を0.25%引き下げて4.25%としたほか、テロ事件を受けて9月17日に緊急利下げを行い、政策金利を3.75%とした。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連財を中心に米国、日本向け輸出の減少が続いていることを背景に、景気の減速が続いている。第2四半期のGDP伸び率(前期比)をみると、IT依存度の高い台湾、シンガポール、マレーシアなどでマイナス成長が続いたほか、香港もマイナス成長

に転じた。

この間、エマージング市場の動向をみると、テロ事件の影響もあって、緊張した状態が続いている。特に、アルゼンチンについては、8月のIMFによる追加融資決定で一度は縮小に転じた国債の対米国債スプレッドが、再び大幅に拡大している。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅減少の影響が雇用・所得面にも拡がり始めるなど、調整は厳しさを増している。

実質輸出は、7月も情報関連を中心に大幅な減少が続いており、アジア向けに加え、欧州向けの減少も目立ってきている。世界的な情報関連財需要の動向をみても、第2四半期の出荷が、パソコンだけでなく携帯電話についてもマイナスの伸びになっており、米国におけるテロ事件の影響なども踏まえると、早期に輸出が回復するというシナリオは実現性が低くなっている。

こうした動きを受けて、鉱工業生産は、2四半期連続で大幅に減少した後、第3四半期もかなりの減少となる見込みである。また、第4四半期も、情報関連財の調整が長引いていることに加え、資本財や建設財の減少も予想されるため、減少基調が続くことが見込まれる。こうした中、在庫調整については、電子部品に在庫減少の動きがみられるが、素材などではまだ改善の兆しがみられず、全体として調整が長引く可能性が高い。

設備投資関連では、電気機械などの製造業を中心に減少傾向がはっきりしてきている。この間、非製造業の設備投資は、四半期毎の振れを伴いつつ、均してみれば横這い圏内で推移している。設備投資全体の先行きについては、先行指標の動きや2001年度の設備投資計画、製造業を中心とした企業収益の悪化傾向などを踏まえると、減少傾向を辿る可能性が高い。

個人消費関連では、一部に弱めの指標もみられるが、総じてみれば引き続き横這い圏内にある。ただし、雇用・所得環境については、失業率の上昇や労働時間の減少に加え、昨年度の好業績にもかかわらず夏季賞与が前年を若干下回るなど、厳しさを増している。また、消費者コンフィデンスの悪化を示す指標も出始めており、今後も注意深くみていく必要がある。

物価については、国内卸売物価が、技術進歩に伴う値下がりに加え、電子部品や鉄鋼等が需給緩和から軟調に推移しているほか、国際商品市況を反映した非鉄金属などの下落もあって、全体としてマイナス幅がやや拡大している。消費者物価は、輸入・同競合品の価格下落を主因に、弱含みで推移している。

##### (2) 金融環境

前回の会合時と比べて、実体経済の動向を反映して、資金需要の低迷がより明確化してきている。社債やCPによる資金調達の前年を上回る水準での推移が続いているが、民間銀行貸出は、前年比マイナス幅を拡大させている。

一方、量的金融指標については、8月のマネタリーベースが、当座預金残高の大幅増加を映じて、前月に比べて一段と伸びを高めた（7月+8.0% 8月+9.0%）ほか、マネーサプライ（M2+C D）も郵便貯金等からのシフトの動きを主因に前月比幾分伸びを高めた（7月+3.3% 8月+3.4%）。

金融環境については、量的金融指標の伸長のほか、前回会合における金融緩和措置を受けた金融市場における緩和感の強まりや短期金利の一段の低下、市場を通じた企業の資金調達環境の改善などの点で、金融緩和の効果が浸透している。しかし、企業業績の悪化や金融機関の貸出態度の慎重化などを背景に、中小企業では、資金繰りの厳しさが強まる傾向も窺われており、今後の金融機関行動や企業金融の動向を十分注意して見守っていく必要がある。

また、米国におけるテロ事件の発生が、内外の金融資本市場やひいては実体経済活動にどのような影響を与えるかについても、十分注意して見守っていく必要がある。

## 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

景気の現状について、大方の委員の認識は、前回会合（8月13、14日）以降、調整が厳しさを増しているという見方で一致した。この背景としては、米国を中心とする世界経済の回復の遅れとグローバルなIT関連需要の弱さが一層明らかになる中で、わが国経済の企業部門の調整が設備投資の減少などのかたちで一段と深刻化し、その影響が家計部門にも拡がりを見せていることが指摘された。

こうした中、ひとりの委員は、循環的な要因に過剰雇用、過剰債務、過剰設備といった構造的な要因の圧力も加わって、景気は本格的な後退局面に入っていると評価した。この委員は、本年4～6月期の名目GDPが、95年7～9月期以来の500兆円割れとなった点に着目し、日本経済が既に縮小均衡に入っていると述べた。また、景気動向指数の急速な下落状況からみて、景気後退のスピードが第1次石油ショック後並みの急速なものになっていると述べた。

企業部門における調整の状況について、多くの委員が、在庫調整の遅延と設備投資の減少を指摘した。ある委員は、企業の損益分岐点が2001年入り後上昇に転じていることを指摘し、効率化による固定費削減による収益寄与も一巡しつつあることで、収益環境は益々厳しくなっていると評価した。この委員は、売上げと企業収益の減少の動きを踏まえると、7～9月期に設備投資はさらに減少を続けている公算が大きいとした。

ひとりの委員は、昨年末からの生産の減少幅が97、98年当時を上回っている一方で、非製造業の企業活動が底固く推移している点を指摘した。別の委員も、売上げや収益などからみた第3次産業の底固さを指摘した。ただし、これらの委員も含め、何人かの委員が、雇用・所得環境の悪化が続く中で、非製造業を取り巻く環境も、7～9月には厳しさを増していくとの見方を示した。

この間、ある委員は、企業部門の調整を余儀なくさせている要因のひとつとして、中国を中心とした海外生産シフト加速の影響を挙げ、これが日本の産業構造と雇用に問題を投げかけていると指摘したうえで、中国のWTO加盟を機に為替相場を含めたフェアな競争条件の確保が望まれると

述べた。

家計部門については、何人かの委員が、これまでのところ、個人消費が大きく落ち込む事態には至っていないとの認識を示した。しかし、これらの委員も、企業部門の調整が労働市場を通じてマイナスの影響を及ぼしていくリスクに留意する必要があると述べた。また、ある委員は、労働市場において、ここ数年離職率が入職率を上回っていることが問題であるとした。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きについては、米国テロ事件の影響を判断するのは時期尚早ながら、事件発生以前の段階でも、米国を始めとする世界経済の回復の遅れが明らかになっており、今後、企業部門における調整が一段と進行することが予想される中で、その影響が家計部門に波及していくリスクが高まっていた、との認識が大方の委員によって共有された。

また、ある委員は、株価の動きが示すように、先行き日本経済は97～98年の局面以上に悪化する危険性があると述べた。

まず、米国経済の先行きについては、IT関連を中心とした企業部門の調整が一段と厳しくなっており、今後の回復の時期と速度について慎重な見方をせざるを得ないとの見方が大勢を占めた。ある委員は、IT関連財の在庫率がまだ高水準にあり、調整は明年以降に持ち越されたとの見方を述べた。また、多くの委員が、こうした企業部門の調整が、労働市場を通じて家計部門に波及するリスクが高まりつつある点を指摘した。

また、ひとりの委員は、米国以外でも、ユーロエリアの景気減速が一段と明確化し、東アジア諸国でも輸出の落ち込みが内需にも波及しつつあることに懸念を示した。さらに別の委員は、本年の世界全体のGDPの伸びが、テロ事件の勃発等により0.5%程度低下したとみられると述べた。

わが国企業部門の調整について、ひとりの委員は、在庫調整の長期化が不可避であるとの見方を示し、IT関連産業で在庫調整の先がみえないだけでなく、鉄鋼などの素材産業の調整終了も来年度上期以降になると述べた。別の委員は、電気機械の生産財在庫の伸び率が幾分低下して減産のペースダウンが期待されたものの、テロ事件後の輸出環境の悪化で先行きは不透明になってしまったと述べた。

家計部門への調整の波及について、ある委員は、製造業の常用労働者数や所定外給与の減少など、個人消費に対する懸念材料が増えており、年度下期には、調整圧力が家計に波及していくとの見通しを示した。また、複数の委員が、大手企業のリストラ計画発表や流通大手の破綻などのニュースが、消費マインドに与える影響に懸念を示した。

この間、金融面の情勢について、複数の委員が、最近の株価下落が金融機関や生保の経営に与える影響や、それを通じた景気に対するマイナスのインパクトに留意する必要があると述べた。ある委員は、97～98年のような流動性の全般的逼迫という情勢にはなっていないが、金融機関の貸出態度など金融動向が景気循環を増幅させる懸念が強まっていると指摘した。

最近の物価下落傾向について、ある委員は、高コスト体質の是正、国際価格への鞘寄せという構

造的な側面と需給バランスから来る低下圧力が混在していると分析し、前者を今後の経済成長のために不可避の動きであるとした。そのうえで、この委員は、物価下落が企業収益の減少を招き、企業や政府の実質債務負担を増大させている点を強調し、景気回復のためのデフレ脱却の重要性を指摘した。別のある委員は、最近の景気動向を踏まえると、需給ギャップが拡大しており、この面からの物価下落圧力がじわじわ高まっていると述べた。

こうしたテロ事件発生前における情勢分析を踏まえたうえで、テロ事件の今後の影響についても議論された。委員の間では、テロ事件の影響については、今後の情勢の展開に依存する面も大きく、現段階では判断し難いが、先行きの内外経済のダウンサイド・リスクを高める要因であるとの認識が概ね共有された。テロ事件の影響を考えるうえでのポイントとしては、主として、米国家計部門のセンチメントへの影響、世界的な株価下落がもたらす影響、原油価格へ及ぼす影響、などが議論された。

ひとりの委員は、テロ事件が、先行き、米国の過剰消費時代の終焉、グローバル化の阻害・逆流を招きかねないという意味で、歴史的な転換点となった可能性があるとの見方を述べた。

多くの委員が、世界経済の今後を占ううえで、これまで比較的底固い動きを示していた米国家計部門のセンチメントへの影響が重要であると指摘した。複数の委員は、テロ事件発生前の段階で、既に消費者コンフィデンスと雇用環境の悪化を示す指標が出ていた点を懸念材料として指摘した。ある委員は、湾岸戦争時と比べても、今回の事件の消費マインドへ与える影響は大きいのではないかとの懸念を示した。別の委員は、米国の消費者の抱える負債の大きさ等も勘案すると、今回の事件を契機に貯蓄率の大幅な上昇が発生する可能性があるとして述べ、この結果、米国の景気後退は不可避となり、来年第1四半期の回復という可能性も遠のいたとの見方を示した。

ただし、ある委員は、復興需要の高まりや財政支出の拡大というかたちで、フローの支出が増加する面もあり、これらを含めて、もう少し時間をかけて見極めていく必要があると整理した。

株式市場への影響については、複数の委員が、テロ事件直前に既に米国の株価が本格的な調整局面に入る段階にあったと指摘し、事件が今後の株式市況に与える影響の大きさに懸念を示した。ある委員は、米国株価の本年中の最高値更新の可能性はなくなり、98年の安値を目指す動きとなるとの見方を示した。別の委員は、わが国の株価が前回会合から2割以上も下落している背景として、テロ事件の影響とともに、企業業績への不安と不良債権問題への対応の遅れを挙げ、こうした株価下落を起点とする追加的なデフレ効果の影響について懸念を示した。

このほか、金融市場の動向について別の委員が触れ、今回は有事のドル買いは起こっていない、先行き不透明感を反映して、2年物金利が50年振りの水準にまで低下する一方、30年物金利が上昇するなどリスク回避的動きがみられる、と述べた。

原油価格への影響については、米国政府による対応など今後の展開次第の面が大きく、現時点では見極め難いとの見方が多くの委員によって共有された。ある委員は、今回の事件が中東に波及して原油価格急騰に繋がる危険性を指摘したうえで、石油価格と米国における失業率の関係を分析した論文を引用しつつ、来年秋までに米国の失業率がさらに上昇していく可能性を指摘した。

## 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

### 1. 当面の金融政策運営

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。

大方の委員の認識は、景気の現状は、輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅減少の影響が雇用・所得面にも拡がり始めるなど、調整は厳しさを増している、先行きについては、景気の調整が徐々に内需面にも拡がり、それが調整を長期化させる可能性が高まっている、そうした中で、米国テロ事件の発生が、先行きのダウンサイド・リスクと不透明性を一層高めている、というものであった。

当面の金融政策運営に当たっての留意事項としては、米国テロ事件が金融資本市場や实体经济にどのような影響を与えていくかについては引き続き細心の注意をもって見守る必要があること、

万が一にも資金決済の円滑や金融市場の安定が損なわれるような事態になると、これまでの思いきった金融緩和措置の効果浸透に支障をきたすおそれがあること、などの認識が概ね共有された。このため、当面は、「日本銀行当座預金残高が6兆円を上回る」ことを目標とした潤沢な資金供給の継続や公定歩合の引き下げなどによって、円滑な資金決済と金融市場の安定を確保していくことが適当との見方で大方の委員の意見一致をみた。

ただし、ひとりの委員は、経済情勢の悪化や物価の下落、株価下落などに歯止めをかけるためには、当座預金残高8兆円という目標を明示することが適当であるとの見方を示した。

まず、8月の金融緩和措置の効果について検討が行われた。多くの委員は、短期金利の幾分の低下を除いては、これまでのところ効果は殆どみられていないと評価した。これらの委員は、株式市場において流動性相場に対する思惑は高まらず、為替もドル高修正の流れの中で円相場は上昇したほか、クレジット・スプレッドは、ほぼ横這いで推移し、長期金利は、国債買い切りオペ増額を評価せず、むしろ財政規律へのネガティブ・インパクトを懸念する向きが市場にみられたと分析した。このほか、ある委員は、イールドカーブの形状や物価の先行きに関するアンケート調査を引用し、日銀当座預金の積み上げが人々のインフレ期待に殆ど影響を与えていないと評価した。また、複数の委員は、企業サイドに健全な資金需要が乏しく、しかも、金融機関に流動性制約がない中で、流動性の増加により金融機関の信用創造活動に影響を与えることは難しくなっていると述べた。また別の委員は、これまでの金融市場の反応は、日銀当座預金の増額自体が持つ効果の限界を認識させる結果となり、その認識は市場参加者の間にも拡がりつつあると述べた。

同時に、これらの委員も含め、何人かの委員は、金融政策の効果が発現するには時間がかかるため、これまでの金融緩和措置の効果について判断するのは時期尚早であると述べた。これに関連して、ひとりの委員は、昨年8月のゼロ金利解除の影響が株価の下落、实体经济の悪化というかたちで現われてきているのではないかと認識を示した。

ただし、当面の金融政策運営については、テロ事件発生後の金融資本市場の動向や流動性需要の増加を踏まえ、何らかの対応を図ることが必要であるとの見方で一致した。まず、すべての委員が、

調節方針の「なお書き」にもとづいて、執行部が事件発生直後から迅速かつ弾力的に資金供給を拡大させたことを評価した。そのうえで、当面は、テロ事件の金融資本市場や実体経済への影響を見守る必要があること、わが国の場合、中間期末を控えていること、などから、円滑な資金決済と金融市場の安定を確保するための措置を続けることが必要との点で意見が一致した。何人かの委員は、こうした措置は、市場の安定化だけでなく、これまでの金融緩和のより強力な効果浸透を図っていくことにも資すると位置付けた。また、複数の委員は、こうした対応は、各国中銀間の国際協調という観点からも重要であると述べた。

具体的な政策手段としては、まず、6兆円を上回るような潤沢な資金供給を継続すべき点で意見が一致した。この場合、現段階では金融市場における流動性需要がどの程度高まるか見極めがたいこと、一方、市場が安定を回復すれば流動性需要が減退し、現在のような高水準の資金供給が継続できなくなる可能性があること、などを踏まえると、特定の残高目標を定めることは適当でないとの見方が多く示された。このため、金融市場調節方針としては、「6兆円を上回る」というかたちで、日本銀行として潤沢な資金供給継続の決意を示すと同時に、資金需要の動向に応じて弾力的に対応できるようにしておく、との方針で概ね意見の一致を見た。ただし、ひとりの委員は、8兆円というかたちで目標を明記すべきであると主張した。

この間、国債買い切りオペの増額については、複数の委員が、資金需要が強まっていることを踏まえると、国債オペの増額を行わずとも、こうした潤沢な資金供給に支障は来さないとの認識を示した。また、別の複数の委員は、国債買い切りオペ増額の位置づけについては、8月の決定の影響や、今回増額を見送ることの影響なども含め、もう少し市場の動向を見極めたいと述べた。

公定歩合の引き下げについては、市場の安定を確保するための対策としてある程度の効果が期待できるという認識が、大方の委員によって共有された。ただし、複数の委員は、ターム物も含めて市場金利が著しく低下している現状では、公定歩合の引き下げが金融緩和効果を持つとは考えにくく、あくまでも流動性対策としての側面に重点を置く理解を示した。これに対して、別の複数の委員は、マグニチュードは小さいとしても流動性プレミアムの圧縮を通じてターム物金利に下げ圧力を加えることが出来る、流動性対策を通じて市場を安定化させることは、これまでの金融緩和措置の効果浸透を促すかたちで緩和効果を持つ、と述べた。

一方、ひとりの委員は、これ以上の公定歩合引き下げは金利の変動余地を過度に制限してしまうとして、反対した。

なお、公定歩合の引き下げ幅については、ある委員が、9月12日にコールレートが一時的に0.11%にまで上昇したことに鑑みて、0.25%から0.15%ポイント引き下げ、0.10%とするのが適当との意見を出した。また、別の委員は、短期金融市場において、最低限の価格機能を残す観点からは、0.10%とするのがぎりぎりの線であるとした。

また、複数の委員から、中間期末を挟んだ現在の積み期間については、補完貸付制度において公定歩合が適用される最大営業日数を5営業日から10営業日に延長することが適当であるとの意見が

出された。

## 2. 今後の金融政策運営

今後の金融政策運営についても議論が行われた。大方の委員の間で、物価の持続的下落を回避し、日本経済を持続的な成長軌道に戻すためには、金融政策だけでは限界があり、金融システム問題の解決のほか、財政支出の内容の見直しや構造改革を通じた需給バランスの改善が不可欠であるとの認識が共有された。これと同時に、政府を中心にこうした取組みが進められていく場合に、それらを中央銀行としてサポートする方法について検討すべきであるとの意見が多くの委員から出された。

まず、多くの委員が、デフレ阻止のためには需給バランスを改善させる必要があるとの認識を述べた。これらの委員は、不良債権問題やバランスシート調整圧力の残存などにより、日本銀行による潤沢な資金供給の効果が需要を喚起させるに至っていない事情を分析した。このうち複数の委員は、「物価変動は貨幣的な現象であり、金融政策のみで解決できる」といった主張は、経済や金融の実態を踏まえた現実的な議論ではなく、生産的でないと述べた。ある委員は、金融緩和はデフレ阻止のための必要条件ではあるが、必要十分条件ではないと述べた。

こうした議論を踏まえ、多くの委員が、財政支出の内容の見直しや構造改革により、民間需要を引き出すことが、デフレを阻止する上で不可欠であると述べた。同時に、複数の委員は、政府債務の水準や最近の国債市場の神経質な動きをみると、財政支出を見直す際には、財政再建に対する市場の信認を確保することが必要であると述べた。別の委員は、需要政策として、乗数効果のある「質の財政出動」が必要であるとしたうえで、供給サイドの対策として、設備、雇用、債務という3つの過剰を解決するための不良債権処理・構造改革が不可欠であると述べた。その上で、民間の自助努力と財政、金融という三者合わせ技で対応を進めていくことが必要と述べた。

金融システム問題と金融政策の関係についても多くの委員が意見を述べた。複数の委員が、金融緩和が浸透していかない背景のひとつとして、不良債権の存在や株価下落などによって金融機関のリスクテイク能力が低下している点を指摘した。ひとりの委員は、健全な資金需要が乏しい中で金融システムが健全な状態に戻るためには、金融機関の資産圧縮のプロセスが不可避であるとしたうえで、銀行のバランスシートの膨張を促すような金融拡張政策をとることには限界があるとの見方を示した。金融システム問題解決の手段としては、ひとりの委員が、整理回収機構（RCC）の融資機能を含めた機能強化と不良債権のRCC移管によるオフ・バランス化がポイントになるとの見解を示した。

インフレーション・ターゲティングについても、こうした経済全体の問題把握との関係で多くの意見が出された。何人かの委員は、この問題に関して重要なことは、「数値目標を設定するかどうか」でなく、「目標を達成するために有効な政策手段は何か」であると述べた。このうち、ある委員は、既に日本銀行の物価安定に対するコミットメントはきわめて強いものであり、問題は、金融緩和だけで物価の下落を阻止することが難しいことであると述べた。別のある委員は、現在のコミットメントがいつまでにゼロインフレを実現するかを明示していないとの批判に対して、その実現

の時期は、むしろ政府の政策運営などに依存する面が大きいと述べた。この委員は、構造改革の推進や財政再建過程で2～3年ゼロ%近辺の成長を甘受せざるを得ないとすれば、その間にデフレ退治を強力に進めることは難しいとした。また、さらに別の委員は、インフレーション・ターゲティングの採用は、経済が構造的な問題を抱えている中では適当でなく、デフレを脱却して平時になった段階で、物価目標の数値化を金融政策の透明性向上の手段として考えるべきであると述べた。

一方、別の委員は、中央銀行がデフレから脱却するという強い意思表示を行うためには、インフレーション・ターゲティングよりもプライスレベル・ターゲティングの方が望ましいとの認識を示した。その理由として、この委員は、初年度に物価が下落した場合には、インフレーション・ターゲティングにおいては次年度以降の目標インフレ率を計算する際の分母となる物価指数自体が下方にずれてしまうことを指摘した。

以上の議論を踏まえ、今後の金融政策運営について、何人かの委員が、当面は潤沢な資金供給を続け、金融市場の安定と金融緩和の効果浸透に努めていくとともに、構造改革や不良債権問題解決に向けた政府の取り組みが進められていく中で、中央銀行としてどのような政策協調が可能か検討していくことが必要であると述べた。複数の委員は、政府と日銀の協調も、構造改革に向けた様々な施策との関係で考えていくべきであるとした。なお、この問題に関連し、ある委員は、金融政策を巡る政府の発言が内外の市場参加者に混乱を与えるケースがあり、金融政策に関する意見は、あくまで日銀法の枠組みのもとで決定会合の場で承りたいと述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 米国テロ事件発生後、日本銀行が当座預金の積み増し等を通じて世界の各国に先駆けて適切な対応をとったことは、政府の中でも非常に高く評価されている。
- 構造改革の必要性が委員から指摘されたが、現内閣はまさにそのための内閣である。月末に予定されていた「改革先行プログラム」（最終とりまとめ）の発表をできるだけ前倒しすべく努力している。最後の段階で、総理のリーダーシップにもとづき、不良債権問題と特殊法人改革の2つの領域で1歩進めた措置に踏み込むべく調整しているところである。
- 財政政策については、国債の新規発行を30兆円に抑えることは、現内閣の出発点である。一方で、需要刺激の重要性は認識しており、補正予算と来年度予算の編成方針には、雇用と需要の創出効果の大きいプロジェクトを採用するという方針が明示された。
- 日本銀行の独立性は政府も重視しているが、政策目標の独立性と政策手段の独立性を区別して考えるという議論がある。デフレを止めることは明らかに政府全体の目標であり、金融政策だけでデフレを止めることはできないと認識している。しかし、ともすれば中央銀行に対する一方的な責任の押し付けのような議論があることは承知しており、そうならないような環境作りが政府と中央銀行の双方にとって重要である。

- 今後は、経済財政諮問会議の中で、デフレを止めるという政府全体の目標の達成に向けて、日本銀行を含め、様々な政策を所管する部署の役割を議論していきたい。政府としても、構造改革を急いで進めているが、機動性という観点からは日本銀行に対する期待は大きく、引き続き金融面からのサポートをお願いしたい。

財務省からの出席者は、以下のような趣旨の発言を行った。

- 政府としては、構造改革なくしてわが国経済の再生と発展はないという決意の下、先行して決定・実施すべき施策を改革先行プログラムとして取り纏めるとともに、平成 13 年度補正予算の編成について準備を進めることとしている。なお、総理指示においても、適切な金融政策運営への期待が盛り込まれたところである。
- 8 月 14 日に金融緩和措置が講じられたが、消費者物価指数の下落は一層顕著になっている。現在の持続的な物価下落は企業活動や消費等様々な面で悪影響を与えており、日本銀行におかれては、物価下落を阻止するための政策論議を深めて頂きたい。
- 日本銀行は、物価の継続的な下落を防止する強い決意を示しているが、依然として物価反転の兆しが見られない中においては、人々の心理面に働きかける効果をも期待しながら、より実効性のある金融緩和が必要であり、機動的に金融政策運営を行って頂きたい。また、17 日に FRB および ECB が相次いで緊急利下げを行ったように、国際的に協調して迅速な対応を行うことが求められている事情も踏まえて御判断頂きたい。
- その際には、現在臨時で行っている金融調節の枠組みを継続すること等を含め、経済により効果のある政策を幅広くご検討頂きたい。なお、金融調節に当っては、為替介入により供給された円資金の活用を図ることもひとつの方法であると考えている。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、金融市場の安定を確保するとともに、金融緩和のより強力な浸透を図る観点から、当面、日銀当座預金残高が 6 兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う、あわせて、公定歩合を 0.15% 引き下げ 0.10% とする、さらに、公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用可能期間を、今積み期間については 10 日間に延長する、との方針で、概ね意見の一致をみた。

ただし、ひとりの委員からは、景気が第 1 次オイルショック時並みの速さで下降している中で、株価下落や不良債権問題の深刻さを考えると、日本発の経済危機が発生することを回避する必要があるとの現状認識に基いて、3 月 19 日に決定した金融市場調節方式を一部変更し、予め定めた時期の消費者物価指数のレベルを一定の基準に維持ないし引き上げることを目的として金融市場調節を行うことが適当であるとの考え方が示された。さらに、この委員は、国債買い切りオペの月 6 千億円から月 8 千億円への引き上げ等により、日銀当座預金残高を 8 兆円程度に引き上げるとともに、この円滑な実施のために保有長期国債の残高を銀行券発行残高までとする制限を外すことが必要で

あると述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

中原伸之委員からは、金融市場調節方式について、「2001年1～3月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）のレベル（99.1）を基準として、2003年1～3月期平均の同指数について、その基準レベル（99.1）を維持ないしはそれ以上に引き上げることを目的として、金融市場調節を行う」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）。

次いで同委員から、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、「日本銀行当座預金残高が8兆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」とともに、これを円滑に実施するため、「3月19日決定の金融市場調節方式のうち、『ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉＜現先売買を調整した実質保有分＞ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。』の部分を削除する」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3つの議案が提出された。

#### 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

当面、日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、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、三木委員、植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、「6兆円を上回る」という表現が曖昧で、アカウントビリティを低下させる、海外経済の先行き、株価の落ち込み等、テロ事件を踏まえたうえでの経済状況に対する認識が甘く、経済情勢の悪化や物価の下落、株価下落などに歯止めをかけるためには不十分な措置である、といった理由から上記採決において反対した。

### 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 9 月 19 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 0.10%

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、金利変動の余地が小さくなり過ぎてしまう、公定歩合は、モラル・ハザードを防ぐという観点から、市場金利より十分高くあるべき、といった理由から上記採決において反対した。

### 議案（議長案）

1．平成 13 年 9 月 16 日から始まる 1 積み期間（準備預金制度に関する法律（昭和 32 年法律第 135 号）第 7 条第 3 項に規定する 1 月間をいう。）においては、臨時措置として補完貸付制度基本要領（平成 13 年 2 月 28 日付政委第 22 号別紙 1.）5.（2）に定める上限日数を 10 営業日とすることとし、平成 13 年 9 月 19 日から実施すること。

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、三木委員、中原伸之委員、植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：なし

### ．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、

「金融市場調節方針の変更および公定歩合の引き下げ等について」（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になった。

#### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、今回可決された金融市場調節方針に対して反対の立場であることを理由に、対外公表文についても反対した。

#### ・金融経済月報（基本的見解）の承認

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9月20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、三木委員、植田委員、田谷委員、須田委員、中原眞委員

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、景気後退の深さ、速さにも言及すべき、情報関連財の在庫調整時期に関する記述が楽観的に過ぎる、公共事業落ち込みの地方経済に対するインパクトの大きさに関する記述がない、テロの影響についての評価が不足している、物価の下落についての認識が甘い、といった理由から上記採決において反対した。

#### ・議事要旨の承認

前回会合（8月13、14日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月25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10月～2002年3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)

2001年9月18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等について

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、以下の措置を決定した。
  - (1) 金融市場調節方針の変更(賛成多数)

当面、日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。
  - (2) 公定歩合の引き下げ(賛成多数)

公定歩合を0.15%引き下げ0.10%とし、明日より実施する。
  - (3) 補完貸付制度の利用上限日数の引き上げ(全員一致)

補完貸付制度(いわゆるロンパート型貸付制度)の公定歩合による利用上限日数を、今積み期間(9月16日~10月15日)について、5営業日から10営業日に引き上げる。
2. 日本銀行は、さる9月11日の米国における同時多発テロ事件発生後の流動性需要の高まりを受けて、日本銀行当座預金残高を8兆円を上回る水準にまで大幅に拡大させるなど、資金決済の円滑と金融市場の安定の確保に向けて、万全の措置を講じてきた。
3. 内外の金融市場をみると、主要中央銀行による潤沢な流動性供給や、市場参加者による適切な対応の結果、これまでのところ、取引や決済の混乱は回避し得ている。しかし、今回の事件が内外の金融資本市場やひいては实体经济活動にどのような影響を与えていくのか、引続き細心の注意をもって見守っていく必要がある。また、今後、万が一にも資金決済の円滑や金融市場の安定が損なわれるような事態になると、これまでの思い切った金融緩和措置の効果浸透に支障をきたすおそれがある。

- 4 . 日本銀行では、以上のような状況に鑑み、金融市場の安定を確保するとともに、金融緩和のより強力な効果浸透を図る観点から、今回の措置を実施することが適当と判断した。
- 5 . これまで繰り返し強調してきたとおり、金融緩和の効果が十分に発揮され、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰するためには、不良債権問題の解決をはじめ、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である。その意味から、今回の事件の影響や構造改革に伴う様々な痛みを乗り越えて、各方面における改革への取り組みが、たゆまず進められることが強く期待される。
- 6 . 日本銀行では、物価の継続的な下落を防止するとともに、不良債権処理に伴う問題への対応も含め、日本経済の安定的かつ持続的な成長の基盤を整備するため、今後とも中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である。

以 上

(別添2)

平成13年9月18日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(平成13年10月~14年3月)

	会合開催	金融経済月報公表 <sup>(注)</sup>	(議事要旨公表)
13年10月	10月11日<木>・12日<金> 10月29日<月>	10月15日<月>	(11月21日<水>) (12月4日<火>)
11月	11月15日<木>・16日<金> 11月29日<木>	11月19日<月>	(12月25日<火>) (1月21日<月>)
12月	12月18日<火>・19日<水>	12月20日<木>	(1月21日<月>)
14年1月	1月15日<火>・16日<水>	1月17日<木>	(3月5日<火>)
2月	2月7日<木>・8日<金> 2月28日<木>	2月12日<火>	(3月26日<火>) 未定
3月	3月19日<火>・20日<水>	3月22日<金>	未定

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

以上

## 「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 ) U.S. Department of Commerce, "National Income and Product Accounts"、CEIC Data Company、WSTS「世界半導体市場予測」
- ( 図表 3 ) 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」
- ( 図表 4 ) 厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 5 ) 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 6 ) 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 7 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 8 ) 内閣府「国民経済計算」
- ( 図表 9 ) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」
- ( 図表 10 ) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- ( 図表 11 ) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- ( 図表 12 ) 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 13 ) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、経済産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、日本銀行「卸売物価指数」、財務省「外国貿易概況」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気大型店協会（NEBA）「商品別売上高」、国土交通省「旅行取扱状況」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- ( 図表 14 ) 国土交通省「建設統計月報」、内閣府「国民経済計算」
- ( 図表 15 ) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- ( 図表 16 ) 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 17 ) 日本銀行「卸売物価指数」
- ( 図表 18 ) 総務省「消費者物価指数」

- ( 図表 19 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」
- ( 図表 20 ) 国土交通省「都道府県地価調査」
- ( 図表 21 ) 各国政府・中央銀行、欧州委員会
- ( 図表 22 ) 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 23 ) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- ( 図表 24 ) 東京金融先物取引所
- ( 図表 25 ) 日本銀行「準備預金積立て状況等」
- ( 図表 26 ) 英国銀行協会
- ( 図表 27 ) 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 28 ) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- ( 図表 29 ) 日本経済新聞、東京証券取引所
- ( 図表 30 ) 日本銀行
- ( 図表 31 ) 日本銀行
- ( 図表 32 ) 日本銀行
- ( 図表 33 ) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」
- ( 図表 34 ) 日本銀行
- ( 図表 35 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- ( 図表 36 ) 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 37 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 38 ) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」
- ( 図表 39 ) 財務省「法人企業統計季報」
- ( 図表 40 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 41 ) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- ( 図表 42 ) 日本銀行「マネーサプライ速報」
- ( 図表 43 ) 日本銀行「マネーサプライ速報」、内閣府「国民所得統計」
- ( 図表 44 ) 日本銀行「マネタリーベース速報」