

．金融政策運営及び金融政策手段

1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 13 年 4 月から 9 月までの間、計 8 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長 速水 優（総裁）
藤原作弥（副総裁）
山口 泰（副総裁）
武富 将（審議委員、6 月 14、15 日開催分まで）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（審議委員）
須田美矢子（審議委員）
中原 眞（審議委員、6 月 28 日開催分以降）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

この間決定された金融市場調節方針と、そのもとでの日本銀行当座預金残高、無担保コールレート、公定歩合の推移は以下のとおりである（図表 45、46）。

(図表45) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針等	採決の状況
13年4月13日	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。	全員一致
4月25日		全員一致
5月18日		全員一致
6月15日		全員一致
6月28日		全員一致
7月13日		全員一致
8月14日	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。	賛成多数(反対1)
9月18日	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。 公定歩合の引き下げ：0.25% 0.10%	賛成多数(反対1)

(図表46) 日銀当座預金残高および金利の推移

(単位 : 兆円、 %)

準備預金積み期間	日銀当座預金残高 ^(注1)	無担保コールレート (オーバーナイト物) ^(注1)	公定歩合
13年3月16日～4月15日	5.0 ^(注2)	0.05 ^(注2)	0.25
4月16日～5月15日	5.1	0.02	
5月16日～6月15日	5.0	0.01	
6月16日～7月15日	5.1	0.02	
7月16日～8月15日	5.1	0.01	
8月16日～9月15日	6.3	0.01	
9月16日～10月15日	9.2	0.003	0.10 ^(注3)

(注1) 積み期間(当月16日～翌月15日)中の単純平均。休日は、休日前の残高およびレートを使用。

(注2) 3月19日会合での決定により、主たる操作目標は、それまでの無担保コールレート(オーバーナイト物)から日銀当座預金残高に変更された。

(注3) 9月19日より実施。

なお、委員会は、13年4月3日に会合の運営方式を見直し、各月の1回目の会合(月初会合)を2日間の日程で行うことを決定した。新しい運営方式のもとでは、1日目の午後に執行部からの報告を行ったあと、2日目の午前に会合を再開し、委員による討議・採決を行うこととされた。この見直しの結果、会合における審議時間が十分に確保されるとともに、通常の場合、午後3時よりも早い時刻に決定事項の公表が行えるものと考えられるため、東京の金融資本市場において当日中に決定事項を消化することが可能となった。

以下では、13年度上期中の金融政策運営に関して、会合における検討、金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動き、金融政策手段に係る事項の決定・変更、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討の様様

(1) 概況

(金融経済情勢)

平成13年度上期の日本経済は、IT関連を中心とする輸出・生産の大幅な減少が継続し、そうした企業部門の調整が期末にかけて雇用・所得面にも広がるなど、厳しさを増す展開となった。この間、物価については、需要面の弱さに加え、安値輸入品の増加や、流通合理化・規制緩和・技術進歩など供給面の要因も引き続き物価下落方向に働いたことなどから、総じて弱含みで推移した。

こうしたなかで、9月11日に米国テロ事件が発生し、内外金融資本市場や実体経済活動への影響には注視が必要な状況となった。

以上のような展開を踏まえ、委員会は、金融経済月報の「経済および金融の情勢に関する基本的見解」における金融経済情勢の判断を徐々に慎重化させた(図表47)。

(図表47) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前月からの主な変化点

13年3月	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となっている。
4月	わが国の景気は、 <u>輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。</u>
5月	(前月と同じ)
6月	わが国の景気を見ると、 <u>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。</u>
7月	わが国の景気を見ると、 <u>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。</u>
8月	わが国の景気を見ると、 <u>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。</u>
9月	わが国の景気を見ると、 <u>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・所得面にも広がり始めるなど、調整は厳しさを増している。</u>

(金融政策運営)

上述のような金融経済情勢のもと、7月までの6回の会合では、金融政策運営方針は現状維持とされた。これは、本年3月の金融緩和措置は、4月以降の厳しい景気展開をも想定したうえで採用したものであり、金融市場では金融緩和の効果が着実に浸透しつつある、といった理由から、当面は3月の措置の効果を見極めていくべきと判断されたためである。もっとも、経済の下振れリスクがさらに増大した場合に採用すべき追加的緩和措置のあり方については、継続的に検討が行われた。

その後、8月13、14日の会合では、委員会は、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こと、生産の減少が内需の減少を誘発しつつ調整の広範化に繋がる可能性や、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こと、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こと、などから、追加的な緩和策を講じることが適当であるとの判断に至った。これを受けて、日銀当座預金残高をそれまでの5兆円程度から6兆円程度に増額することが決定された。

さらに、続く9月18日の会合では、米国テロ事件発生を踏まえ、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、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、公定歩合を0.10%に引き下げる、9月の準備預金積み期間について補完貸付制度の公定歩合による利用上限日数を引き上げる(時限的措置)ことを内容とする措置が決定された。

(2)「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表

昨年10月13日の会合において、委員会として、「経済・物価の将来展望とリスク評価」を4月および10月の年2回公表することが決定された。これを受けて、4月25日の会合では、13年度から14年度初めにかけての「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議論が行われた。

まず、先行きの経済・物価についての「標準的なシナリオ」としては、13年

度上期中は、海外経済の減速のもとで輸出・生産が減少を続け、景気は調整色の強い展開を辿る可能性が高い、13年度下期以降、米国経済が緩やかな回復に転じるとみれば、この面からの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見込まれる、しかし、日本経済に残存している様々な構造調整圧力などを踏まえると、景気が明確に回復するにはなお時間を要する、物価については、需要・供給両面からの低下圧力を受け、本年度中は弱含みで推移する、といった見方が共有された。

こうした「標準的なシナリオ」が上振れないし下振れする可能性（リスク要因）として、米国経済をはじめとする海外経済や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、が指摘された。

なお、「経済・物価の将来展望とリスク評価」に参考計表として掲載される、13年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

政策委員の大勢見通し²⁴

	対前年度比、%		
	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
13年度	+0.3~+0.8	-0.9~-0.6	-0.8~-0.4

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

以上のような内容を含む、「経済・物価の将来展望とリスク評価」(以下「展望

²⁴ 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

	対前年度比、%		
	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
13年度	-0.1~+1.0	-1.5~-0.5	-1.0~-0.3

レポート」という)が賛成多数で可決され、4月26日に公表された(第 章に掲載)²⁵。これを受けて、その後の会合は、経済や物価が、「展望レポート」で示された「標準的なシナリオ」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れ・下振れのリスク要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

(3) 各会合における検討の模様

イ. 平成13年4～5月の会合

(景気は調整局面入り)

4月12、13日の会合において、委員会は、IT関連を中心とした輸出の落ち込みを主因に生産が減少しており、わが国経済は調整局面にあるとの認識で一致し、前月には「足踏み状態」としていた景気判断を慎重化させることを決定した。

まず、企業部門については、輸出・生産の減速が鮮明化している、収益改善に急ブレーキがかかり、投資姿勢が慎重化している、製造業を中心に業況感が悪化している、など、減速が明確化してきたことが指摘された。個人消費についても、このところ底固い動きを示しているものの、今後雇用・所得面での厳しさが増していく可能性が高く、「景気の下支え」以上のことは期待しにくい、との認識が多くの委員から示された。

こうした議論を経て、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高く、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くなっている、との見方が共有された。

こうした景気情勢のもとで、物価については、需要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、安値輸入品の増加や流通合理化・規制緩和といった供給面の要因も引き続き物価下落方向に働く、こうしたことから、当面、物価は弱含みで推移すると考えられる、との認識が共有された。

²⁵ なお、本採決においては、ひとりの委員が、先行きの展望についての表現は「調整が本格化する」とすべきである、米国など海外経済の本年下期の回復は展望できない、との理由を挙げて反対した。

その後の2回の会合、すなわち、4月25日および5月17、18日の会合では、4月12、13日会合における景気判断が維持された。しかし、生産・在庫・設備投資などの面で企業部門の減速の鮮明化を示す材料が次第に多くなっていること、個人消費についても、一部に明るい指標もみられるものの、生産減少の影響が労働時間など雇用・所得環境や消費者コンフィデンスの動きなどに表われてきていること、などから、企業部門と家計部門が「後ろ向きの循環」に陥ることがないか留意すべき局面にあるとの指摘が多くの委員から聞かれた。

(金融政策運営は現状維持)

4～5月の会合においては、景気は調整局面にあるものの、3月19日の会合における決定は、こうした厳しい景気の展開も予想して踏み切ったものであり、当面はその効果を見極めていくべき局面にある、との見方から、金融政策運営方針としては、現状維持が全員一致で支持された。

そのうえで、3月の緩和措置の効果について議論が行われた。多くの委員は、長期金利がゼロ金利政策時並みかそれを下回るレベルまで低下していること、社債・CPを通じた資金調達環境が好転していること、などから、金融資本市場では概ね想定したような効果が表われ始めているとの認識を共有した。一方で、金融機関の貸出姿勢などには大きな変化がなく、金融資本市場以外のルートでどのような効果が表われるかについては、「期待」を通じる効果がどのように表われるか、金融機関の超過準備保有が恒常化した場合にどのような効果が出るか、といった点を中心にさらに点検していく必要があるという見方で一致した。

なお、5月17、18日の会合では、日本銀行の資金供給オペで、オペの応札額がオファー額に満たない「札割れ」が発生している点が議論された。多くの委員からは、資金余剰感が強いなかで、ある程度予想されたことであること、日銀当座預金残高を5兆円程度とするうえで支障が生じている訳ではないこと、などから、長期国債の買い入れを増額する必要はないとの考え方が述べられた。

ロ． 6 ～ 7月の会合

（深まりをみせる景気の調整）

6 ～ 7月にかけての会合では、2か月続けて金融経済情勢についての判断を前月に比べ慎重化させた。すなわち、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」と比べると、経済の足取りは下振れリスクが幾分強まる展開になっている、との認識が概ね共有された。

景気の先行きについては、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い、また、内需の自律的回復は期待し難く13年度下期の景気展開は不確実性が高い、との見解が多くの委員から示された。今後の留意点としては、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、などが指摘された。

この間、金融環境については、3月の金融緩和措置の効果はなお浸透過程にあるとの評価がなされた。もっとも、7月の会合では、一部の委員から、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、との指摘がなされた。このほか、金融機関の貸出態度が選別姿勢を強めているように窺われること、株価が下落傾向にあり、その実体経済への影響を注視すべきこと、補正予算を巡る議論などを受けて長期金利がやや上昇していること、などが意識された。

（金融政策運営は現状維持）

以上のような認識を踏まえ、全ての委員が、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など、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。こうしたなか、7月の会合で、ひとりの委員は、既に一層の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指摘した。

ただ、今後の政策対応として、経済の下振れ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であり、追加的な緩和策のあり方について、その効果や副作用、フィージビリティといった様々な観点から注意深く検討していくことが適当である、との認識が共有された。

八．8月13、14日会合

（企業部門における調整の拡がりの家計部門への波及）

8月13、14日の会合では、金融経済情勢について、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るなど、調整が一段と深まっている、との認識が概ね共有された。加えて、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、金融面からの下振れリスクが高まっていることも意識された²⁶。

こうしたなかで、物価については、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の見方が示された。

景気の先行きについては、世界的なIT部門の調整が従来みられていた以上に厳しく、米国経済についても、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など、日本経済を取り巻く環境が厳しさを増している、そうしたなかで、わが国の景気も、企業部門の調整が長期化し、これが家計部門に波及していくリスクが強まっている、との見方が多く示された。

また、「展望レポート」との比較においては、同レポートで指摘したリスク要因

²⁶ なお、金融経済情勢に関する基本的見解の採決に際し、ひとりの委員は、景気悪化の深刻さが十分表現されていない、米国経済の見通しが楽観的過ぎる、生産の減少が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、物価の低下圧力が高まっている実態が表現されていない、公共投資減少の影響についての記述が不十分である、といった理由を挙げて反対した。

のうち、海外経済やIT関連分野の動向、資産価格の動向、については、景気悪化の方向で既に現実化しているとの意見が多くの委員から述べられた。

この間、金融面では、株価が年初来安値圏内で不安定な動きを続けていることが懸念材料として指摘され、これが企業・家計のコンフィデンスや金融機関の財務状態に与える影響を注視すべきとの見解が示された。金融機関の融資態度については優良企業とこれ以外の二極化が強まっているとの見方が共有された。

(日銀当座預金残高の増額)

以上のような認識を踏まえ、委員会は、追加的な緩和策を講じることが適切であるとの認識で一致した。追加緩和の位置づけについては、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という点が何人かの委員により強調された。

具体的な緩和策について、大方の委員からは、まず、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切との見解が示された。当座預金の増額幅は、現時点で金融調節上実行可能とみられる範囲内で最大限の引き上げを図るという意味で1兆円が適当であるとされた。

当座預金の増額に期待される効果としては、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、などが挙げられた。このほか、金融面の脆弱性に対応するという側面が指摘され、中間期末を控え、流動性懸念を軽減することに意味があるとの見方が示された。

ただし、こうした効果の発現は必ずしも確実ではなく、金融緩和が効果を十分に発揮するためには、不良債権問題の解決や経済・産業面における構造改革の進展により、前向きの経済活動が活発化することが不可欠であるとの認識が多くの委員に共有された。

(長期国債の買い入れ増額)

日銀当座預金残高の増額に当たり、長期国債の買い入れ増額が必要かどうか

についても議論がなされた。多くの委員から、3月に決めた金融市場調節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、長期国債の買い入れ増額を併せて実施することが望ましいとの見解が示されたほか、長期国債の買い入れ増額が金融緩和効果を補強し得るとの指摘もなされた。ただし、補正予算の行方など国債需給要因に神経質な最近の国債市場環境を踏まえ、長期国債の買い入れ増額に対する市場の受け止め方には十分留意すべきであるという点が強く意識された。これに関連して、増額に当たっては、3月に決定した銀行券残高の制限を維持することが大前提になること、これが国債の価格支持を意図したものでないことを明確にすべきこと、市場に財政ファイナンスと受け取られないようにすることが不可欠であること、などの指摘がなされた²⁷。

こうした議論を経て、議長から、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ことを主な内容とした議案が提出され、賛成多数で可決された。また、本会合における決定の趣旨を記した対外公表文が、同じく賛成多数で可決され、公表された²⁸。

²⁷ この間、複数の委員が、長期国債の買い入れ増額の必要性和増額方法について執行部の見解を求め、執行部は概ね以下のように述べた。

当座預金残高目標を6兆円程度に増額する場合、短期オペの負担を減らす観点から、国債買い入れ増額が適当、その場合、月間の買い入れ額を増額するとともに、市場の無用の憶測を避けるため、オペの回数や金額をルール化すべき、増額幅は2千億円とし、オペ回数を現在の月2回から月3回に増やすことが適当、政策変更の公表文のなかに、国債買い入れ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、銀行券残高上限との関連では、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。

²⁸ 金融市場調節方針に関する議長案の採決に際し、ひとりの委員は、経済情勢の悪化を踏まえると、当座預金1兆円の上積みでは不十分かつ後手に回るおそれがある、経済は異常事態にあり、非伝統的な手段も含めた措置を講じるべきである、景気は「展望レポート」の標準シナリオから完全に離脱したことを重くみるべきである、といった理由を挙げて反対した。なお、この委員は、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として金融調節を行うことを骨子とする議案、日本銀行当座預金残高を7兆円程度となるよう金融市場調節を行うとともに、保有長期国債に関する銀行券発行残高上限を撤廃することを骨子とした議案、の2本の議案を提出したが、いずれも反対多数で否決された。

二．9月18日会合

（会合日程の短縮）

本会合は、当初18、19日の2日間の開催が予定されていたが、米国テロ事件の発生や金融市場の情勢などに鑑みると、日本銀行としてできるだけ速やかに金融政策運営方針を決定・公表する必要があると考えられた。このため、今回の会合については1日で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との議長提案がなされ、了承された。また、本件については、直ちに对外公表された。

（厳しさを増す調整と米国テロ事件の影響）

金融経済情勢については、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おり、そうしたなかで、米国テロ事件が、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、といった点で大方の委員の認識が一致した²⁹。

この間、物価に関しては、最近の景気動向を踏まえると、需給ギャップの拡大から物価低下圧力が高まってきているとの見方が示された。

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、それ以前の段階でも、米国をはじ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なかで、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、との認識が概ね共有された。

²⁹ なお、金融経済情勢に関する基本的見解の採決に際し、ひとりの委員は、景気後退の深さ、速さにも言及すべきである、IT関連財の在庫調整時期に関する記述が楽観的過ぎる、公共投資減少の影響についての記述が不十分である、テロ事件の影響についての評価が不足している、などの理由を挙げて反対した。

金融環境については、最近の株価下落が金融機関等の経営に与える影響や、それを通じた景気へのマイナス・インパクトに留意すべきこと、平成9～10年のような流動性の全般的逼迫という情勢には至っていないが、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ことなどが指摘された。

こうした状況のもとで発生した米国テロ事件の影響についても議論がなされ、現段階では判断し難いが、先行きの内外経済の下振れリスクを高める要因であるとの認識が概ね共有された。そのうえでテロ事件の影響を考える際のポイントとして、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。

(特定の残高目標を設けない潤沢な資金供給)

こうした認識のもと、当面の金融政策運営については、米国テロ事件が金融資本市場や実体経済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。

まず、8月の金融緩和措置の効果について検討が行われ、短期金利の幾分の低下を除き、これまでのところ効果は殆どみられていないとの評価が多数を占めた。金融資本市場への効果については、株式市場において、3月以降みられたような流動性相場に対する思惑は高まらず、為替相場もドル高修正の流れのなか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、国債買い入れ増額に反応して低下することもなく、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みられた、といった点が指摘された。このほか、イールドカーブの形状などから、日銀当座預金の積み上げは市場参加者のインフレ期待に殆んど影響を与えていない、企業サイドに健全な資金需要が乏しく金融機関に流動性制約がないなかでは、流動性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い、といった意見も出された。一方で、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の見方もあった。

もっとも、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。この関連で、すべての委員が、8月に決定した金融市場調節方針の「なお書き³⁰」に基づいて、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、資金決済の円滑と金融市場の安定を確保したことを評価した。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。こうした措置については、これまでの金融緩和のより強力な効果浸透にも資する、各国中銀間の国際協調という観点からも意味がある、といった見解も示された。

具体的な措置としては、まず、日銀当座預金残高が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難いこと、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みた。もっとも、ひとりの委員は例えば8兆円というかたちで目標を明示すべきであると主張した。

この間、長期国債の買い入れ増額については、資金需要が強まっていることを踏まえると、増額を行わなくても、こうした潤沢な資金供給に支障はきたさない

³⁰ 8月13、14日の会合で決定された金融市場調節方針では、「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」とされている。

との認識が共有された。

(公定歩合の引き下げなど)

公定歩合は、補完貸付制度（いわゆるロンパート型貸付制度）における適用金利であるが、これを引き下げるとは、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、概ね共有された。

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。

こうした議論を経て、議長から、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、公定歩合を年0.10%に引き下げる、公定歩合による補完貸付制度の利用上限日数を9月16日から始まる準備預金の積み期間について、10営業日に引き上げる、との議案がそれぞれ提出され、

と については賛成多数で、については全員一致で可決された³¹。また、本会合における決定の趣旨を記した対外公表文も、賛成多数で可決され、公表された。

³¹ 金融市場調節方針の変更に関する議長案に対し、ひとりの委員は、「6兆円を上回る」という表現は曖昧で、アカウントビリティを低下させる、テロ事件を踏まえたうえでの経済情勢についての現状認識が甘く、経済情勢の悪化等に歯止めをかけるには不十分な措置である、などの理由を挙げて反対した。また、同じ委員は、公定歩合の引き下げに関する議長案に対し、金利の変動余地が小さくなりすぎてしまう、公定歩合は、モラルハザードを防ぐ観点から、市場金利より十分高くあるべき、といった理由から反対した。この委員は、予め定めた時期の消費者物価指数のレベルを一定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を骨子とした議案、日本銀行当座預金残高を8兆円程度となるよう金融市場調節を行うとともに、保有長期国債の残高に関する銀行券発行残高上限を撤廃することを骨子とした議案、の2本の議案を提出したが、いずれも反対多数で否決された。

なお、9月18日の会合では、今後の金融政策運営に関連して議論が行われ、物価の継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大方の委員によって共有された。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。

ホ．金融政策のあり方を巡る議論

13年度上期の各会合においては、金融政策のあり方や金融政策運営を巡る環境について幅広く議論がなされた。そのうちの主な論点を概観する。

(物価下落を防止するために必要な政策対応)

日本銀行が思い切った金融緩和を続けているにもかかわらず、物価が継続的に下落していることに関連して、金融緩和策の効果と限界、他の経済政策との関係などについて議論が行われた。

まず、金融政策を巡る環境認識として、現在は「流動性の罨」に近い情勢にあり、日本銀行が潤沢に資金を供給しても、それが経済活動の活発化に繋がらない、との見方が多くの委員から示された。これに関連して、「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ついて意見が出され、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わすものである、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る、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、といった考えが示された。

金融システム問題との関係についても多くの委員が意見を述べ、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が、金融緩和が浸透していかない背景のひとつの指摘がなされた。これに関連して、資金需要が乏しいなかで金融システムが健全な状態に戻るためには、金融機関や企業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採ることには限界があるとの見方も示された。

こうしたなかで、多くの委員が、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引き出すに至っていない事情を分析し、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共有した。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の指摘もあった。

このような議論を踏まえ、多くの委員は、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、デフレを阻止するうえで不可欠であるとの考えを示した。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、財政支出の内容を見直す際には、財政再建に対する市場の信頼を確保することが必要であると指摘した。

(インフレーション・ターゲティング)

インフレーション・ターゲティングについても、引き続き多くの議論がなされた。まず、その位置づけに関し、インフレーション・ターゲティングは、あくまで金融政策運営の透明性を高めるためのひとつの手段であり、インフレ率を高めるために、様々なリスクや副作用に目をつぶって、あらゆる政策手段を動員する政策とは異なると整理された。そのうえで、日本銀行としてインフレーション・ターゲティングを採用することについて、現段階では慎重な見解が多く示された。その理由としては、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、金融緩和のみによって物価下落を阻止し、特定の物価目標を達成することは難しいこと、現在のわが国においては、需要面のみならず、安値輸入品の増加や流通合理化・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こと、などが指摘された。

また、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位置づけが議論され、現行コミットメントは、「デフレを許容しない」という日本銀行の姿勢を具体的な数値で示したものであり、中央銀行として物価安定の確保に向けた強い決意を示す狙いを持っていると理解される、このコミットメントのもとでインフレ期待が上昇したとの評価は得られておらず、この点に照らしてみても期待インフレ率を引き上げることは難しい、といった意見が出された。このほか、金融政策だけでは物価下落の阻止が難しいとの認識のもと、インフレーション・ターゲティングの問題は、「数値目標を設定するかどうか」よりも「目標を達成するために有効な政策手段は何か」が重要との指摘もあった。この関連で、デフレが解消される時期はむしろ政府の政策運営に依存するところが大きく、構造改革の推進過程で2～3年間ゼロ%近辺の成長を甘受せざるを得ないとすれば、その間のデフレ防止を強力に進めることは難しい、といった見解も示された。この間、インフレーション・ターゲティングは物価が下げ止まった時点で、金融政策の透明性向上の手段として検討すべき問題である、との意見もあった。

以上のような議論に対して、ひとりの委員は、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、今後、デフレ克服のための中央銀行の責任は一段と重くなる、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、などの理由を挙げて、インフレーション・ターゲティングを導入すべきであるとの主張を展開した。

(金融緩和と為替円安)

景気悪化への対応策として、エコノミストの間などで円安誘導を主張する声があったことに関連し、6～8月の会合を中心に、為替相場に関する考え方についても活発な議論が行われた。

この点について、ある委員は、金融緩和の結果として経済主体がリスク・テイクを積極化させる場合に、投資対象として最も蓋然性が高いのは外貨資産であることから、金融緩和が円安をもたらす可能性がある、そのうえで、円安が進

んだ場合には、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、などの効果が期待できる、と指摘した。このほか、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低下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の下落基調は簡単には止められないとの見解も示された。さらに、何人かの委員から、人為的な円安誘導は望ましくないが、金融緩和の結果としての動きも含め、市場メカニズムによって自然に円安方向に動く場合は受け入れるべきとの意見も出された。この間、わが国の多額に上る対外純資産残高の存在などを踏まえれば、極端な円安にはならないであろうとの認識も示された。また会合直前に円高が進行していた8月会合では、米国経済の減速などを背景に、市場で米当局のドル高修正への思惑が強まっており、金融緩和が円安をもたらす効果は限定的ではないかとの見方が示された。同会合では、輸出企業も円安がかえって保護主義的な動きを強めかねない点を警戒しつつある、企業経営者にとって、為替相場は安定することが重要である、といった指摘もなされた。

このように、為替相場を巡っては様々な議論がなされたが、委員会全体としては、為替相場は、あくまで経済のファンダメンタルズを反映したかたちで安定することが望ましい、人為的な円安誘導は不適當である、といった基本認識が概ね共有された。

3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、本年3月19日の会合で決定・採用された日銀当座預金残高を主たる操作目標とする新たな金融市場調節方式のもとで、引き続き潤沢な資金供給を実施した。

新たな金融市場調節方式のもとでは、日銀当座預金の残高を法定の所要準備額（約4兆円）を大幅に上回る水準に維持することとしているため、円滑な資金供給を確保することが難しくなることが予想された。実際、5月にはオペレーションにおいて対象先からの応札額が日本銀行が通知した募集金額に満たないという、いわゆる「札割れ」のケースもしばしばみられた。このため、日本銀行では、以下のように金融市場調節の運営や手段の見直しを行い、円滑な流動性の供給に万全を期すこととした。

まず、短期国債の買切りオペを一層積極的に活用した。同オペは、従来主として用いられていた買現先方式のオペレーションとは異なり返済圧力がかからないという特徴がある。このため、既に本年2月9日の会合において、流動性供給方法の改善策の一環として、これを積極的に活用する方針が示されていたものである。5月以降は、TB（割引短期国債）およびFB（政府短期証券）の幅広い銘柄を買入対象とし、一層積極的な買い入れを実施した。また、5月17、18日の会合において、手形買入オペにおける手形期間を「3か月以内」から「6か月以内」に延長し、やや長めの資金供給に対応できることとした。さらに、5月18日には、オペレーションの入札におけるレートの刻み幅を0.01%刻みから0.001%刻みに細分化することを公表し、市場の実勢に応じたより低いレートでの入札を可能とした（本措置は、国債借入オペおよび手形買入オペについては5月下旬、その他のオペについては7月下旬より実施された）。

その後、7月下旬には、手形買入オペ（全店買入）を開始した。同オペは、比較的長めの短期資金を地方所在の金融機関も含めて幅広く安定的に供給していく観点から導入されたものであり、全国で100を超える金融機関が対象先として選定されている。

こうした一連の措置の結果、オペレーションに対する応札は大幅に改善し、「札

割れ」も解消された。8月13、14日の会合では、日銀当座預金残高の目標値を5兆円程度から6兆円程度に引き上げたが、その後も「札割れ」が発生することもなく、円滑な資金供給を確保することができた。

9月11日には米国においてテロ事件が発生し、金融市場における不安心理の広がり懸念された。このため、日本銀行は、翌12日に東京市場での取引が始まる前に「資金決済の円滑と金融市場の安定を確保するため、潤沢な流動性供給を含め、万全を期していく方針である」旨の総裁談話を公表した。続いて、8月に決定した金融市場調節方針の「なお書き³²」に基づき、潤沢な資金供給を行い、日銀当座預金残高を8兆円程度にまで引き上げた。13日以降も、金融市場の動向や流動性に対する需要を踏まえ、高水準の日銀当座預金残高を維持した。この結果、資金決済は順調に行われ、コールレートをはじめとする短期金利の上昇も限定的なものにとどまった。

9月18日の会合では、公定歩合の引き下げおよび補完貸付制度の公定歩合による利用上限日数の時限的な引き上げ（9月16日から始まる準備預金の積み期間について5営業日 10営業日）とともに、「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」との金融市場調節方針を決定した（詳細については、2.を参照）。その後、中間決算期末を控え、金融市場の安定を確保し、金融機関の期末越えの資金繰りに万全を期するため、流動性需要の増加に対応して日銀当座預金残高を一段と増加させる金融調節を実施した。この結果、9月末の日銀当座預金残高は、本年3月末（5.8兆円）を大きく上回る12.5兆円に達した。

この間、長期国債の買い入れについては、本年3月19日の会合において、日銀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、月4千億円ペースで行っている買い入れを増額するとの決定が行われた。もっとも、前述のような措置により、短期オペを活用することによって目標の日銀当座預金残高（5兆円程度）を維持できたことから、長期国債の買い入れを実際に増額させる必要は生じなかった。その後、8月13、14日の会合において日銀当座預金残高の目標を6

³² 脚注 30 参照。

兆円程度に引き上げることを決定したことにあわせ、調節面では、ベースとなる長期資金の供給を厚くし、短期オペへの負担を軽減する観点から、長期国債の買い入れを月6千億円ペースに増額することとした（詳細については、 . 2 . を参照）。

なお、長期国債の買い入れについては、6月実施分より、従来の10年債および20年債に加え、近年発行額が増加し市場流動性も高まった中期国債（2年債、4年債、5年債および6年債）を買い入れの対象として追加した。あわせて、国債市場の流動性をさらに高め、金融調節の透明性を一層向上させる観点から、日本銀行が保有する国債の銘柄別残高を5月以降月1回の頻度で公表することとした。

(図表 48) 短期金融市場調節手段の残高

(兆円)

	資 金 供 給						資 金 吸 収		
	短期国債 買現先 [○]	短期国債 買入才 [○]	国債借入 才 [○]	C P 買 現先才 [○]	手形買入 才 [○]	補完貸付	短期国債 売現先 [○]	短期国債 売却才 [○]	手形売出 才 [○]
11年10月末	8.5	0.0	2.5	3.1	1.3	-	7.3	0.0	0.0
11月末	10.3	0.5	5.7	7.1	2.6	-	5.6	0.0	7.3
12月末	21.5	1.9	10.0	9.5	3.6	-	0.0	0.0	0.0
12年1月末	19.4	0.8	8.1	6.7	2.9	-	4.0	0.0	6.7
2月末	26.7	1.4	6.9	5.5	2.3	-	2.5	0.0	1.2
3月末	28.9	0.8	7.9	3.9	2.0	-	2.1	0.0	3.8
4月末	26.1	0.5	1.7	1.6	0.6	-	0.8	0.0	1.9
5月末	24.9	0.3	5.5	2.3	0.7	-	1.3	0.0	3.7
6月末	24.3	0.2	6.2	1.9	0.5	-	0.6	0.0	5.1
7月末	26.2	0.0	6.6	2.4	0.6	-	0.7	0.0	1.6
8月末	26.1	0.0	7.7	1.2	2.4	-	0.7	0.0	5.8
9月末	25.5	0.0	8.1	1.2	1.8	-	0.0	0.0	2.2
10月末	24.8	0.0	11.7	1.6	3.1	-	0.6	0.0	6.3
11月末	26.1	0.0	14.7	2.4	4.2	-	1.2	0.0	9.4
12月末	24.8	0.0	18.4	3.6	4.0	-	0.4	0.0	2.8
13年1月末	25.7	0.0	18.4	2.8	5.6	-	0.0	0.0	3.4
2月末	24.6	0.3	18.6	2.0	10.1	-	1.1	0.0	3.8
3月末	26.9	0.9	18.5	1.6	9.8	0.2	0.0	0.0	4.4
4月末	24.7	1.5	18.3	1.6	8.7	-	0.7	0.0	3.7
5月末	15.1	7.1	18.1	2.3	12.9	-	0.9	0.0	3.9
6月末	7.0	18.8	16.3	2.2	14.9	-	0.0	0.0	6.5
7月末	1.5	25.3	15.2	2.4	14.3	-	0.0	0.0	4.8
8月末	1.0	25.7	10.3	2.4	15.6	-	0.0	0.0	5.7
9月末	1.5	23.1	12.4	2.0	17.3	-	0.0	0.0	0.5

(注) 「短期国債買入才[○]」および「短期国債売却才[○]」の残高は、同才[○]の累計額から償還分を控除した額。

「手形買入才[○]」の残高は、本店買入と全店買入の合計額。

4．日本銀行のバランスシートの動き

13年度上期の日本銀行のバランスシートは、発行銀行券、当座預金、政府預金が前年を上回ったこと、後述のように現先取引の会計処理を変更したこと等を反映して、前年を上回る規模で推移し、13年9月末の総資産残高は115.6兆円（前年比+35.5%）となった。

（図表49）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	12年9月末	13年3月末	13年9月末
（資産）			
買現先勘定	()	()	3.5 (皆増)
買入手形	3.0 (-46.3)	11.4 (93.5)	17.3 (5.7倍)
国債借入担保金(=国債借入オペ残高)	8.1 (4.8倍)	18.5 (2.3倍)	12.4 (52.4)
保管国債(=国債借入オペに伴うもの)	8.0 (5.0倍)	17.6 (2.3倍)	(皆減)
国債	59.3 (18.5)	57.7 (-22.6)	75.8 (27.9)
[うち長期国債]	29.6 (7.4)	25.6 (-28.8)	47.5 (60.7)
[うち短期国債]	29.7 (32.0)	32.1 (-16.9)	28.3 (-4.7)
貸付金	0.7 (-47.6)	1.0 (-21.3)	0.6 (-12.0)
預金保険機構貸付金	0.03 (-98.9)	0.4 (46.6)	0 (皆減)
資産計	85.3 (24.0)	115.1 (8.4)	115.6 (35.5)
（負債・資本）			
発行銀行券	55.7 (8.4)	58.7 (2.7)	59.7 (7.2)
当座預金	5.2 (-13.7)	5.8 (-68.3)	12.5 (2.4倍)
政府預金	8.9 (2.5倍)	22.1 (69.4)	15.5 (74.8)
売現先勘定	()	()	20.5 (皆増)
売出手形	2.2 (全増)	4.4 (15.4)	0.5 (-78.6)
借入国債(=国債借入オペに伴うもの)	8.0 (5.0倍)	17.6 (2.3倍)	(皆減)
負債・資本計	85.3 (24.0)	115.1 (8.4)	115.6 (35.5)

以下では、13年度上期中の日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて概説することとする。

まず、資産サイドをみると、総資産残高は前年を上回る規模で推移し、13年9月末の残高は前年比+35.5%の115.6兆円となった。これは、その時々 of 金融市場調節方針のもとで、短期国債買入オペや手形買入オペを中心として、国債借入オペや短期国債買現先オペなどの手段もあわせて活用しつつ、潤沢な資金供給を行ったことによるものである。

このようにバランスシートの規模は前年を大幅に上回る水準で推移したが、その一方で、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を引き続き維持している。すなわち、12年4月以降のF B（政府短期証券）発行の完全市中公募入札化³³により、日本銀行が国へ受動的な信用供与を行うという側面が解消されるなかで、償還期限の到来する日本銀行保有国債の取扱いについても、バランスシートの流動性確保に配慮した対応を継続した。具体的には、日本銀行が保有する長期国債のうち償還期限が到来するものについては、前年度同様T B（1年物）により借換え引受けを行ったほか、12年度中に長期国債より借換え引受けを行ったT B（1年物）の一部については現金償還を受けた。また、担保の差入れを条件としない、日本銀行法第38条に基づく貸付け（いわゆる特融）は、引き続き低水準で推移した³⁴。なお、日本銀行は、郵便貯金集中満期時における財政融資資金³⁵の資金繰り方策として、財政融資資金による市場からの資金調達を原則としつつ、これを補完する形で、「財政融資資金保有国債の売却条件付買入」によって一時的な流動性を供給することとしているが³⁶、13年度上期中も12年度に引き続き、買入実績はなかった。

一方、バランスシートの負債サイドについてみると、最大のウェイトを占めている日本銀行券の発行残高は、13年9月末時点で59.7兆円と前年を7.2%上回った。当座預金については、本年9月18日の会合での決定（「当面、日本銀行当座

³³ 市中公募入札化への移行（11年4月）前は、発行額のほぼ全額を日本銀行が引き受けていた。なお、公募入札において募集残額等が生じた場合および国庫に予期せざる資金需要が生じた場合に、日本銀行が例外的な引受けを行う（引き受けたF Bは、公募入札発行代り金等により、可及的速やかに償還する）との取扱いは、12年4月以降も存続している。

³⁴ 13年9月末残高は、0.6兆円。

³⁵ 13年度に資金運用部から財政融資資金へ名称変更された（以下同じ）。

³⁶ 12、13年度にかかる例外的な措置である。

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」)のもとで、潤沢な資金供給を行ったため、13年9月末残高は12.5兆円と前年の2.4倍となった。

政府預金の残高は、従来に比べ高水準で推移し、9月末には15.5兆円と前年を74.8%上回った。これは、郵便貯金の満期到来額が一段と増加するなかで、政府が資金手当てを進めたことなどによるものである。

この間、会計処理についても変更が行われた。すなわち、これまで、日本銀行では、取引先金融機関との間の現先オペや政府等との間の現先取引については、国債等の「売買取引」として、また国債借入オペ(いわゆるレポ・オペ)については、国債の「現金担保付貸借取引」として、それぞれ経理処理を行ってきたが、近年における民間の企業会計の動向等を踏まえ、本年4月1日以降、これらの取引を「金融取引」として会計処理することにした。これに伴う勘定科目の変更³⁷も、今期においては、全体で見ると、バランスシートの規模を拡大する一因となった。

³⁷ 今回の見直しによる具体的な変更点は、以下のとおり。

(1) 現先取引にかかる「買現先勘定」・「売現先勘定」の新設

従来、買現先取引を行った場合、買入れた国債やCPを、資産サイドの「国債」や「買入手形」(CPの場合)に計上していたが、「金融取引」への変更に伴い、資産サイドに「買現先勘定」という項目を新設し、買現先取引に伴って発生する金銭債権を「買現先勘定」として掲載する扱いに変更。

従来、売現先取引を行った場合、売却に伴って資産サイドの「国債」が減少していたが、「金融取引」への変更に伴い、負債サイドに「売現先勘定」という項目を新設し、売現先取引に伴って発生する金銭債務を「売現先勘定」として計上する扱いに変更(「国債」は減少しない)。

(2) 国債借入オペにかかる掲載項目の一部廃止

国債借入オペ(いわゆるレポ・オペ)の会計処理については、従来は、国債借入オペを実行した場合、バランスシート上、資産サイドでは、借入れた国債を額面金額で経理する「保管国債」と、差し入れたオペ相当額の担保現金を経理する「国債借入担保金」の両勘定に計上する一方、負債サイドでは、額面金額で経理する「借入国債」と担保現金を出し入れする「当座預金」の両勘定に計上する扱いであったが、「金融取引」への変更に伴い、日本銀行のバランスシート上はオペに伴って発生する金銭債権のみを認識することとなるため、資産サイドの「保管国債」および負債サイドの「借入国債」の項目を廃止した。

5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更³⁸

(1) 補完貸付制度の見直し

日本銀行は、13年6月28日の会合において、「補完貸付制度基本要領」を一部改正し、同制度を見直すことを決定した。具体的には、補完貸付制度に基づく貸付けの方法を手形貸付から新たに導入する電子貸付に変更する³⁹とともに、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⁴⁰等の措置を講じることとした。いずれも、本年12月央を目処に実施する方向で準備を進めている。

従来の補完貸付は、手形貸付の方法により行われるため、貸付先は借入のための約束手形等を日本銀行に提出することが求められる。こうした事務処理上の負担から、借入の申込みは原則午後4時(日銀ネット当預系稼働終了時刻の1時間前)までに行う必要があった。これに対して、電子貸付では手形や証書を用いることなく日銀ネットでのオンラインによる機動的な貸付けの実行が可能となるため、申込締切時刻も午後4時45分まで繰り下げることとした。

また、補完貸付の担保は、従来、いわゆる据置担保として、手形買入等の担保として用いられる共通担保とは別に管理されており、事務処理上の制約から債券と証書貸付債権のみが対象とされていた。今般の見直しでは、補完貸付の担保を共通担保に変更することにより、手形の受入を可能とするとともに、担保効率の向上を図った。

さらに、従来、翌営業日の5時同時処理で行われていた貸付けの返済を、翌営業日の9時同時処理で行うこととした⁴¹。これにより貸付先に対して早い時刻に担保が返戻されることとなるため、返戻された担保を同日中に他の取引に利用することが可能となり、担保の利用効率が一段と高まることが期待される。

³⁸ 決定の詳細は、「 . 2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更」の項に掲載。

³⁹ 日本銀行が手形または証書を用いることなく日銀ネットにより行う当座貸越以外の貸付けをいう。電子貸付は、今般、新たに導入されるものであり、別途、約定や規程の整備が行われている。

⁴⁰ 手形買入担保、日中当座貸越担保、代理店保証品は、共通の根担保(共通担保)として管理されている。共通担保は、担保の効率使用を図るため、本年1月のRTGS化(日銀当座預金決済の即時グロス決済への移行)の実施の際に導入された。

⁴¹ こうした取扱いを円滑に行うため、補完貸付先は日中当座貸越利用先であることが求められる。

(2) 手形買入の手形期間の延長

日本銀行は、5月17、18日の会合において、「手形買入基本要領」を一部改正し、手形期間を従来の「3か月以内」から「6か月以内」に延長する措置を講じた。

本措置は、手形買入(本店買入)オペにおける買入対象先数の拡大や、オペ入札におけるレート刻み幅の細分化等とともに「金融市場調節の円滑化に向けた措置」の一環として実施されたものである。

・金融政策決定会合における決定の内容

1．金融政策運営に関する決定事項

(平成13年4月13日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(別 添)

平成13年4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。

(13年4月25日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(別 添)

平成13年4月25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。

(13年4月25日決定)

「経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年4月)」を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり決定すること。

(別 紙)

2001年4月26日
日 本 銀 行

経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年4月)¹

(経済・物価情勢の将来展望)

- (1) 昨年度の日本経済を振り返ると、景気は、2000年中は緩やかな回復傾向を辿った。しかしながら、同年秋以降の米国をはじめとする海外経済の減速を受けて、年末頃から景気回復のテンポが鈍化し、最近では調整局面に至っている。
- (2) 本年度から来年度初めにかけての経済の姿を展望すると、まず、本年度上期中は、海外経済の減速のもとで、輸出や生産は減少を続け、景気は全体として調整色の強い展開を辿る可能性が高い。

本年度下期以降をみると、海外経済の先行きについてはなお不確実性が大きい。しかし、米国経済の調整進捗に伴い緩やかな回復に転じるとみれば、この面からのわが国の輸出や生産への下押し圧力は、徐々に減衰することが見込まれる。さらに、2000年秋以降の為替円安も、輸出や企業収益にプラス方向に作用すると考えられる。

しかしながら、日本経済には、企業の過剰債務問題や、それと表裏の関係にある金融機関の不良債権問題をはじめ、様々な構造調整圧力が残っており、民間企業も、雇用や設備投資の拡大には、基本的に慎重な姿勢を維持するとみら

¹ この「経済・物価の将来展望とリスク評価」は、4月25日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

れる。このため、年度下期には海外経済の減速による調整圧力は緩和されるものの、景気が明確に回復するにはなお時間を要するものとみられる。このような実体経済動向のもとで、物価は、需要・供給両面からの低下圧力を受け、本年度中は弱含みで推移することが見込まれる。

(3) 需要項目別の動きを展望すると、次のとおりである。

まず、公共投資は、現時点で入手可能な情報から判断する限り、2001年度を通じてみれば、昨年度に引き続き減少する見通しである。輸出は、米国をはじめとする海外経済の減速を受け、本年度上期に減少した後、下期は、海外経済の緩やかな回復や為替円安の効果から、徐々に回復に向かうとみられる。

こうした輸出の減少や在庫調整の動きを受け、生産は、少なくとも本年度上期中は減少基調を辿るとみられる。企業収益も減少に転じ、設備投資も徐々に頭打ちとなる可能性が高い。このような、企業を起点とする所得形成メカニズムの弱まりを受け、個人消費は回復感の乏しい状態を続けるとみられる。

(4) 金融面の動きをみると、日本銀行による思い切った金融緩和政策のもとで、企業金融は緩和された状態が維持されるとみられる。もっとも、企業の設備投資は引き続きキャッシュフローの水準を下回っているほか、企業の債務圧縮も続いていることから、民間銀行貸出は当面弱めの動きを続けると予想される。

こうしたもとで、日本銀行の金融緩和がマネーサプライの伸びに結びつきにくい状況が続くと考えられるが、それでも、マネーサプライは、経済活動との対比で見れば、相対的に高めの伸びを維持するとみられる。

(5) 次に、物価の動きを展望する。まず、需給バランスをみると、現在、日本の短期的な供給能力の伸びは年1%台に低下している可能性が高いが、前述のような需要見通しを前提とすれば、需給ギャップは、本年度中は再び徐々に拡大すると予想され、これが明確に縮小傾向に転じるのは、来年度入り後とみられる。

現実の物価指数の動きには、上記のような需給バランスの動向に加えて、様々な要因が影響する。この点では、技術革新に伴う機械類の価格低下や、規制緩和に伴う通信費等の下落、流通合理化などの動きは、物価低下圧力として作用し続けていくと予想される。一方、昨年秋以降の為替円安は物価上昇要因として働くとみられる。

各種の物価指数は、以上の要因を反映して弱含み傾向を辿り、本年度の国内卸売物価や消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は、全体として若干のマイナスとなる見通しである。

（経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価）

（6）金融政策運営に当たっては、上記のような標準的なシナリオを、先行きの経済・物価動向についての最も蓋然性が高い姿として想定しているが、これとの比較で下振れないし上振れとなる可能性（リスク要因）も、十分に念頭に置いておく必要がある。

こうしたリスク要因のうち、まず第1に挙げられるのは、米国をはじめとする海外経済や、IT関連分野の動向である。

米国経済の昨年前半までの長期にわたる拡大、および、最近の急激な減速は、IT関連分野の動きに主導されている面も大きい。現在、この分野での強気の期待が修正局面を迎えている。こうした期待の変化が、経済の調整の長さや深さにどのような影響を及ぼすものか、現段階ではなお見極め難い。

前述の標準的なシナリオでは、米国経済は本年後半には回復傾向に転じるが、そのテンポはかなり緩やかであることを想定した。しかしながら、米国経済は長期にわたって高い成長を続けてきただけに、その調整の規模がこうした慎重な想定をさらに上回り、本年後半にもなお回復に至らない可能性もある。その場合には、東アジア経済をはじめとする世界経済全体に影響が及び、日本の輸出・生産への下押し圧力も長引くことが考えられる。また、そうした動き自体が、海外の景気回復を遅らせる要因となり得る点にも、留意しておくべきであろう。

さらに、米国経済の調整の深まりが大幅な円高に結びつくことがあれば、この面から日本の輸出にマイナスの影響が及ぶことも、可能性としては念頭に置く必要がある。

一方で、米国経済の調整が速やかに進捗し、本年後半に、かなりはっきりした回復に転じる場合には、東アジアをはじめとする世界経済や日本の輸出・生産へのプラスの影響も、それだけ強まることが予想される。

（7）第2のリスク要因としては、資産価格の動向が挙げられる。

米国をはじめ、各国の金融資本市場では、IT関連を中心とした株価の調整など不安定な動きが引き続きみられている。こうした中で、日本の株価も振れの大きい展開が続いており、なお不安定な状態を脱していない。さらに、地価の下落傾向も全体としては止まっていない。

今後、これらの資産価格の下落傾向が一段と強まることになれば、これが、企業・家計のコンフィデンスの低下や金融機関の融資スタンスへの影響を通じて、景気に悪影響を及ぼす可能性が考えられる。

(8) 第3のリスク要因としては、構造調整の影響が挙げられる。

前述のように、日本経済は依然、企業の過剰債務問題や金融機関の不良債権問題など、さまざまな構造調整圧力を抱えている。こうした構造調整圧力の強さや、その実体経済への影響については、前述の標準的なシナリオにも織り込まれている。しかしながら、金融機関の不良債権処理や企業のリストラの動きが一段と進展する場合には、企業倒産や失業の増加などを通じて、短期的に実体経済にマイナス・インパクトを及ぼす可能性に、留意しておく必要がある。

ただし、構造調整の動き自体は、中長期的な経済発展の基盤を整備する上で不可欠であり、これを下方リスクとしてのみ認識することは適当でない。また、構造問題の解決に向けた取り組みが金融資本市場で前向きに評価される場合には、この面から経済にプラスの効果が先行して表れる可能性も考えられる。

さらに、構造調整の進展に伴って生産性が上昇する展望が得られ、経済に上向きのモメンタムが生じれば、金融政策がきわめて緩和的に運営されているだけに、景気の回復力が強まり、物価の下落傾向にも早めに歯止めがかかる可能性もある。

(9) 第4のリスク要因としては、国民の将来に対する不安感が挙げられる。

現在、少子・高齢化の急速な進行による社会保障問題や財政赤字の拡大問題、さらには不良債権問題などを背景に、国民の間には将来に対する不安感が根強く、このことが、家計の支出行動にも影響を及ぼしているとみられる。

仮に、財政赤字の拡大や不良債権問題の解決の遅れに対する懸念が一段と強まるようなことになれば、これが家計の支出マインドを慎重化させたり、長期金利を上昇させるといったルートを通じて、実体経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

一方で、構造問題の解決や財政再建に向けた取り組み姿勢が明らかとなり、国民の将来に対する不安感が後退することがあれば、家計支出に好影響が及んでいくことも考えられよう。

以 上

(参 考)

政策委員の大勢見通し²

対前年度比、%

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2001年度	+0.3 ~ +0.8	-0.9 ~ -0.6	-0.8 ~ -0.4

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

² 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

対前年度比、%

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2001年度	-0.1 ~ +1.0	-1.5 ~ -0.5	-1.0 ~ -0.3

ちなみに、2000年度の実績は、概ね以下の通りであった。

実質GDP前年比は、2001年1~3月期が前期比横這いと仮定した場合、+1.2%。

国内卸売物価指数前年比は、0.0%。

消費者物価指数(除く生鮮食品)は、2000年4月~2001年2月の前年比でみると、-0.4%。

(13年5月18日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(別 添)

平成13年5月18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。

(13年6月15日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(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。

(13年6月28日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(別 添)

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。

(13年6月28日決定)

平成13年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日等に関する件

(案 件)

平成13年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日等を、別添のとおりとすること。

(別 添)

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 ^(注) (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。

(13年7月13日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

日本銀行当座預金残高が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。

(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。

(13年8月14日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

日本銀行当座預金残高が6兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

(13年8月14日決定)

「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し、別紙のとおり対外公表すること。

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

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

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

(別 添)

平成 13 年 8 月 14 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

(13年9月18日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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。

(13年9月18日決定)

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件

(案 件)

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%

(13年9月18日決定)

臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件

(案 件)

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。

(13年9月18日決定)

「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」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し、別紙のとおり対外公表すること。

(別 紙)

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(いわゆるロンバート型貸付制度)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実体経済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。

(13年9月18日決定)

平成13年10月から14年3月の金融政策決定会合の開催予定日等に関する件

(案 件)

平成13年10月から14年3月の金融政策決定会合の開催予定日等を、別添のとおりとすること。

(別 添)

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 ^(注) (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。

2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

(1) 「手形買入基本要領」の一部改正等に関する決定（平成 13 年 5 月 18 日決定）

「手形買入基本要領」の一部改正等に関する件

(案 件)

金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入において買入対象とする手形を、その満期日が買入日の翌日から起算して 6 か月以内に到来するものに変更することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「手形買入基本要領」(平成 12 年 4 月 27 日付政委第 62 号別紙 2.)を別紙 1. のとおり一部改正すること。
2. 「日本銀行業務方法書」(平成 10 年 3 月 24 日付政第 29 号別紙 3)を別紙 2. のとおり一部変更すること。

別紙 1.

「手形買入基本要領」中一部改正

4. を横線のとおり改める。

4. 買入対象

買入先が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が買入日の翌日から起算して 3 6 か月以内に到来するものとする。

(附則)

この一部改正は、平成13年5月18日から実施する。

別紙2

「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十条第二号を横線のとおり改める。

二 買入れの対象となる手形の種類及び条件

買入れの対象となる手形は、前号に掲げる者が自己を受取人及び支払人として振り出した為替手形であって、その満期日が買入れの日の翌日から起算して三六ヶ月以内に到来し、かつ支払人が手形の引受けを完了したもののうち、当銀行が適当と認めるものとする。

(附則)

この業務方法書の一部変更は、平成十三年五月十八日から実施する。

(2) 「補完貸付制度基本要領」の一部改正に関する決定(平成13年6月28日決定)

「補完貸付制度基本要領」の一部改正に関する件

(案件)

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け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日付政委第22号別紙1.)を(別紙)のとおり一部改正すること。

(別紙)

「補完貸付制度基本要領」中一部改正

2.(1)を横線のとおり改める。

(1)貸付先となる条件は以下のとおりとする。

イ、略(不変)

ロ、本行本支店の手形貸付電子貸付取引先であること

ハ、略(不変)

7.(1)を横線のとおり改める。

(1)適格担保を貸付先から予め差入れさせる受入れるものとする。

8.(2)を横線のとおり改める。

(2)貸付けの方式は、手形貸付電子貸付とする。

附則(3)を削る。

(附則)

(1)この一部改正は、平成13年12月末までの総裁が別に定める日(以下「実施日」という。)から実施する。

- (2) 実施日の前営業日において補完貸付制度における貸付先として承認されており、かつ、実施日において電子貸付取引先である先については、実施日に、改正後の補完貸付制度基本要領に基づき、貸付先として承認したものとして取扱う。
- (3) (2)の承認にかかる次回の更新は、補完貸付制度基本要領 2 . (2)にかかわらず、平成 14 年 8 月を目処に行うものとする。
- (4) 実施日の前営業日までに実行された補完貸付制度に基づく手形貸付に関する取扱いは、実施日以降においても、なお従前の例によるものとする。

3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解

(平成13年4月)

わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。

国内需要をみると、設備投資は増加を続けている。個人消費は、全体としては回復感に乏しい状態が続いているが、一部指標にはやや明るさが窺われる。住宅投資はやや減少している。一方、公共投資は増加に転じている。

このように国内需要が底固く推移する一方で、米国、東アジアなど海外経済の急減速を背景に、純輸出(実質輸出-実質輸入)は大幅に減少している。その影響を主因に、鉱工業生産の減少が一段と鮮明になっており、在庫についても、電子部品や素材の一部で過剰感が高まっている。企業収益の改善テンポは、最近の輸出・生産の減少に伴って、大幅に鈍化しているとみられ、企業の業況感も製造業を中心に悪化している。家計の所得環境はなお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には、生産減少の影響が現われ始めている。

今後の経済情勢についてみると、公共投資はここ暫く増加を続けると予想される。しかし、純輸出は、海外景気の調整が続くことを背景に、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資については、暫くの間、既発注案件の進捗が下支えに寄与するとみられるが、先行指標の動きを踏まえると、次第に頭打ちに向かう公算が大きい。また、程度は大きくないとはいえ、在庫面での調整圧力も、一部に高まりがみられる。このため、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。こうした中で、企業収益は伸び悩み、家計の所得・消費の改善も滞りがちになっていくとみられる。

以上を全体としてみれば、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高いと考えられる。一方で、海外景気は米国を中心に本年後半以降は緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的である。その場合は、円安の効果もあって、輸出が再び景気の下支え要因として作用すると考えられる。しかし、海外経済の減速が長引く可能性や、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクには、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、為替円安の影響を主因に上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

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

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、3月19日の金融政策決定会合で金融市場調節方式が変更され、日本銀行当座預金残高が5兆円程度に増額されたことを受けて低下しており、最近ではゼロ近辺の水準で推移している。

ターム物金利は、日本銀行による金融緩和の実施等を受けて、一段と低下している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、最近では1.4%台まで上昇している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這いしないしやや拡大している。

株価は、上記緩和措置の実施や不良債権処理の進展に対する期待感等を受けて上昇している。

円の対米ドル相場は下落しており、最近では概ね123～125円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。企業からみた金融機関の貸出態度や、社債、CP市場など市場を通じた企業の資金調達環境にも、大きな変化はみられていない。

資金需要面では、高水準のキャッシュ・フローを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、資金需要が増加しにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。また、社債の発行残高は、引き続き前年水準を上回っているが、伸び率はやや鈍化している。一方、CPの発行残高は、高水準で推移している。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、郵便貯金からの資金シフトの動き等を受けて、このところ、伸びを高めている。

企業の資金調達コストをみると、市場金利の低下を受けて、短期および長期プ

ライムレートが引き下げられるなど、引き続き低下している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融はこれまでの緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による追加的金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価動向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、引き続き注視していく必要がある。

(13年5月)

わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。

最終需要面をみると、個人消費は、全体としては回復感に乏しい状態が続いているが、一部指標にはやや明るさが窺われる。住宅投資はやや減少している。公共投資は増加している。一方、純輸出(実質輸出-実質輸入)は米国、東アジアなど海外経済の減速を背景に、減少が続いている。また、輸出環境の悪化が続く中で、設備投資も頭打ちになりつつあるとみられる。

こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫の過剰感が高まっていることもあって、鋳工業生産は大幅に減少している。輸出・生産の減少に伴い、企業の収益環境は厳しさを増しており、業況感は製造業を中心に悪化している。家計の所得環境はなお底固さを維持しているが、労働時間などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めている。

今後の経済情勢についてみると、公共投資はここ暫く増加を続けると予想される。しかし、純輸出は、海外景気の調整が続くことを背景に、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資についても、既発注案件の下支え効果が薄れるにつれて、頭打ちから減少に向かう公算が大きい。加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、鋳工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。こうした中で、企業収益は減少に転じ、家計の所得形成も徐々に弱まっていくとみられる。

以上を全体としてみれば、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い。一方で、海外景気は米国を中心に本年後半以降は緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的である。その場合は、円安の効果もあって、輸出が再び景気の下支え要因として作用すると考えられる。しかし、海外経済の減速が長引く可能性や、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて实体经济に悪影響を及ぼすリスクには、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、為替円安の影響を主因に上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、通信料金の値下げから下落幅がやや拡大している。

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

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針を受けて、最近では概ね0.01%で推移している。

ターム物金利は一段と低下している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、最近では1.3%前後まで低下している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這いしないしやや縮小している。

株価は、米国株価の持ち直しなどを受けて5月上旬まで上昇したが、その後は幾分下落している。

円の対米ドル相場は幾分上昇し、最近では概ね122～123円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。企業からみた金融機関の貸出態度にも、大きな変化はみられていない。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、さらに改善している。

資金需要面では、設備投資など企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っていることを背景に、外部資金需要が増加しにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。また、

社債の発行残高は、引き続き前年水準を上回っているが、伸び率は鈍化している。一方、CPの発行残高は、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、前年比2%台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストをみると、市場金利の動向を背景に、低下している。

以上のような環境のもとで、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、緩和された状態が継続している。当面、日本銀行による追加的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。

（13年6月）

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

最終需要面をみると、個人消費は、全体としては回復感に乏しい状態が続いているが、一部指標にはやや明るさが窺われる。住宅投資は減少している。公共投資は増加している。一方、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は米国、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、減少が続いている。また、輸出環境の悪化が続く中で、設備投資も減少に転じつつある。

こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫の過剰感がさらに高まっていることもあって、鉱工業生産は大幅な減少が続いている。輸出・生産の大幅な減少に伴い、企業の収益環境は厳しさを増しており、業況感も製造業を中心に悪化している。家計の所得環境はなお底固さを維持しているが、労働時間などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めている。

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

以上を全体としてみれば、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い。わが国の輸出を左右する要因のうち、情報関連財の在庫調整については、秋口までに完了し、海外景気についても、米国を中心に本年末辺りか

ら緩やかな回復傾向を辿るとの見方が一般的である。その場合は、輸出が再び景気の下支え要因として作用すると考えられる。しかし、海外経済の減速が長引けば、景気調整の動きがさらに広がるリスクがあるほか、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクについても、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、これまでの円安の影響に加え、原油価格の反発もあって、上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、下落が続いている。

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

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ね0.01%で推移している。

ターム物金利は総じて横這いで推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、1.2%台の横這い圏内で推移した後、最近では1.1%台まで低下している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這いないしやや縮小している。

株価は、先行きの企業収益に対する見方が幾分慎重化したことなどを受けて、軟調に推移している。

円の対米ドル相場は6月初にかけて上昇したものの、その後は下落しており、最近では120～122円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債、

CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、さらに改善している。

資金需要面では、設備投資など企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っていることを背景に、外部資金需要が増加しにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。社債の発行残高は、前年比2%弱の伸びとなっている。CPの発行残高は、良好な発行環境を反映して、前年を大幅に上回り、既往ピーク水準となっている。

5月のマネーサプライ($M_2 + CD$)は、郵便貯金等からの資金シフトの動きから、前月に比べて伸びを高めた。

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

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

(13年7月)

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

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

こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫の過剰感がさらに高まっていることもあって、鋳工業生産は大幅な減少が続いている。企業の収益や業況感も製造業を中心に悪化している。家計の所得環境はなお底固さを維持しているが、労働時間などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めている。

今後の経済情勢についてみると、公共投資は今後、減少傾向を辿ると予想され

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

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

物価面をみると、輸入物価は、概ね横這いとなっている。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、下落が続いている。

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

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば横這い圏内で推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、6月末まで1.1%台後半で推移したあと上昇し、最近では1.3%前後で推移している。国債と民間債(金融債、社債)の流通利回りスプレッ

ドは、概ね横這いしないしやや縮小している。

株価は、米国株価の下落などを受けて下落している。

円の対米ドル相場は円安傾向にあり、最近では124～125円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

資金需要面では、設備投資など企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っていることを背景に、外部資金需要が増加しにくい状況が続いている。また、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。これらの結果、民間の資金需要は引き続き低迷している。

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

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

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

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

(13年8月)

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

資も減少している。

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

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

年末辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方がなお一般的であり、これを前提とすると、輸出はいずれ回復に向かい、生産の下支えに寄与すると思われる。ただし、世界的な情報関連需要や海外経済の動向に関しては、回復時期、その後の回復テンポの双方において、このところ慎重な見方が増えている。また、国内では、生産面を中心とする景気の調整が長引く中で、企業収益が減少するとともに、個人消費の裏付けとなる家計の所得形成も弱まっていくとみられる。

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

物価面をみると、輸入物価は、概ね横這いとなっている。国内卸売物価は、電気機器や素材等の下落が続いていることから、弱含んでいる。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、下落が続いている。

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

多いだけに、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まる可能性にも留意が必要である。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とする金融市場調節方針のもとで、概ねゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば横這い圏内で推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、一時1.4%台前半まで上昇したが、最近では、概ね1.3%台前半で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、やや縮小している。

株価は、年初来安値圏まで下落している。

円の為替相場は、最近では121～123円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられる。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、改善傾向が続いている。

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

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

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

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

(13年9月)

わが国の景気をみると、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。

最終需要面をみると、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は海外経済の減速、とりわけ情報関連財の需要低迷を背景に、減少が続いている。輸出環境の悪化が続く中で、設備投資の減少も明確化してきている。住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。この間、個人消費は、一部に弱めの指標もみられるが、総じてみれば横這いで推移している。

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

今後の経済情勢についてみると、公共投資は先行き、減少傾向を辿ると予想される。また、純輸出は、海外景気の減速や世界同時的な情報関連財の在庫調整が続く中で、当面、減少を続ける可能性が高い。設備投資についても、先行指標の動きや情報通信分野で投資計画の下方修正が相次いでいることからみて、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も雇用・所得環境の悪化が続く中で、次第に弱まっていく可能性が高い。こうした最終需要の動きに加え、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる。

情報関連財については、最終需要が世界的に低迷する中で在庫調整が遅れ気味であるものの、来春辺りまでには一巡するとの見方が多く、この分野での生産減少にはいずれ歯止めが掛かると思われる。しかし、世界経済の同時減速傾向が続くもとで、米国をはじめとする海外景気の回復見通しには、不透明感が一段と強まっている。また、国内においては、企業収益から雇用・賃金に向かう所得形成メカニズムがマイナス方向に働き始めている中で、政府支出も減少基調を続けると見込まれている。これらを踏まえると、生産活動が全体として下げ止まるまでには、ある程度の時間を要すると考えられる。

以上を総合すると、わが国の景気は、輸出の減少を起点とする景気の調整が徐々に内需面に拡がり、それが調整を長期化させていく可能性が高まっている。また、景気の脆弱な地合いが続く中で、内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて实体经济に悪影響を及ぼすリスクが一段と強まっている点にも、留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、国際商品市況の軟化などを反映して下落している。国内卸売物価は、電気機器や素材等の下落が続くもとで、既往の原油高や為替円安の影響が薄まっていることから、下落幅がやや拡大している。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格低下を主因に、弱含んでいる。企業向けサービス価格は、下落が続いている。

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

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、8月14日の金融政策決定会合で金融市場調節方針が変更され、日本銀行当座預金残高が6兆円程度に増額されたこと等を受けて一段と低下し、ゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、日本銀行による金融緩和の実施等を受けて一段と低下している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、最近では1.3%台半ばで推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這い圏内で推移している。

株価は、米国株価の下落などを受けて大幅に下落している。

円の対米ドル相場は、最近では116～118円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けているが、中小企業からみた金融機関の貸出態度は幾分慎重化している。一方、社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、良好な地合いが続いている。

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

こうした中で、民間銀行貸出は前年比マイナス幅が幾分拡大している。社債の発行残高は、前年比2%程度の伸びとなっている。一方、CPの発行残高は、良好な発行環境を反映して、前年を大幅に上回る高水準で推移している。

8月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、郵便貯金等からの資金シフトの動きを

主因に、前月に比べて幾分伸びを高めた。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。

以上のように、最近のわが国の金融環境は、金融市場における緩和感の強まり、短期金利の一段の低下、マネー指標の伸長、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注視していく必要がある。

また、米国における同時多発テロ事件の発生が、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るのかについても、十分注意して見守っていく必要がある。

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(13 年 4 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2001 年 4 月 12 日 (15:02 ~ 17:01)
4 月 13 日 (9:02 ~ 12:17)

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 村上 誠一郎 財務副大臣 (12 日)

田村 義雄 大臣官房総括審議官 (13 日)

内閣府 坂井 隆憲 内閣府副大臣 (12 日)

小林 勇造 政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (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	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

1. 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、前国会合（3月19日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。具体的には、日本銀行当座預金残高を、新しい調節方針導入直後と期末期初に5兆円をやや上回る残高としたほかは、5兆円程度となるような調節を行った。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、期末期初に若干上昇したことを除けば、概ね0.02～0.03%で安定的に推移した。

2. 金融・為替市場動向

株価は、期末を控えた持ち合い解消売りが一服する中、本行の金融緩和措置に加え、本格的な不良債権処理や緊急経済対策に対する期待感等から持ち直す展開となっている。

債券市場では、長期国債流通利回り（10年）が、前回決定国会合直後に一旦1.0%台まで低下した後、将来の国債増発懸念の高まりや当面の材料出尽くし感に伴う投資家の利益確定売りなどから、最近では1.4%台まで上昇している。

為替市場では、円の対ドル相場は、本行が前国会合で決定した緩和政策の長期化の可能性が意識される中、日米通貨当局が円安容認姿勢を採っているのではないかとの思惑等から下落した。その後、円安進行を牽制するわが国政府当局者の発言などを材料に、やや反発している。

3. 海外金融経済情勢

米国では、企業が在庫調整を進めており、生産は減少傾向にある。また、情報関連業種を中心に設備投資の減速傾向も明確化している。この間、家計支出は底固い動きを示しているが、先行きを見通すうえでは、雇用情勢やその消費者コンフィデンスに対する影響などが注目される。

こうした中で、米国連銀は3月20日の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、5.0%とした。短期金融市場では、年央までにさらに0.5%から0.75%の利下げを織り込む展開となっている。

ユーロエリアの景気は、生産の伸びが緩やかな低下傾向を辿り、製造業コンフィデンスの悪化が続くなど減速傾向が窺われる。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、個人消費は引き続き底固く推移しており、減速の程度は他の地域に比べ緩やかである。

¹ 「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。」

東アジア諸国では、昨年秋以降、輸出の増勢鈍化から、景気は減速している。また、一部の国では、設備投資の伸び鈍化や個人消費の低迷など、内需の減速もみられる。こうした状況下、台湾、香港、フィリピンでは、3月下旬に一段の利下げに踏み切る動きがみられた。物価は概ね安定基調が維持されているが、韓国、インドネシアなど一部の国では物価上昇率が高まりつつある。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、国内需要が底固さを維持する一方で、米国、東アジア経済の急激な減速を受けて、輸出は大きく減少している。その影響から、鉱工業生産の減少が一段と鮮明になっており、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。企業の業況感、製造業を中心に悪化しており、企業収益の改善も、製造業において急ブレーキがかかっているとみられる。こうした下で、機械受注の動きや2001年度設備投資計画にみられるように、企業は設備投資スタンスを徐々に慎重化させつつある。家計部門においても、所得はなお底固さを維持しているとはいえ、新規求人や所定外時間などの限界的部分には、生産減少の影響が表れ始めている。以上を総合すると、わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にあると判断される。

景気の先行きについてみると、輸出は減少を続けるとみられること、設備投資が次第に頭打ちに向かう公算が大きいこと、在庫循環面からも、程度は大きくないとはいえ、調整を要する局面に入っていること、などを踏まえると、鉱工業生産は暫く減少傾向を辿るとみられる。また、このような傾向が長引けば、家計の所得が伸び悩み、家計支出面にも影響が及ぶ可能性がある。このため、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、期待しにくくなっている。こうした下で、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続けるものと予想される。

さらに先の景気展開については、海外景気、とりわけ米国景気の動向や情報関連需要の動向に左右されるところが大きい。今回の短観においても、景況感の悪化に比べて売上げ・収益は底固い計画となっているが、輸出が上期減少のあと、下期に増加することが見込まれていること、製造業加工業種の収益が上期減益の後、下期増益となっていること、からみて、海外景気、ないし情報関連需要の下期回復が前提とされているものと考えられる。したがって、仮にこの前提が崩れると、売上げ・収益の姿も大きく変わってくる可能性がある。このほか、株価の動向やその企業・家計心理面への影響、不良債権処理が加速していった場合の影響についても注視していく必要がある。

物価面では、景気の調整が続く下で、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。また、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ほか、衣料品をはじめとする流通合理化の影響も、ある程度尾を引くとみられる。このため、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と予想される。また、海外景気の下振れなどに伴い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

3月のマネタリーベースの前年比は、前年「コンピューター2000年問題」への対応（2月29日および年度末）等により伸びを高めた裏が出る形で、前月に比べ、幾分低下した。ただ、3月平残の水準は、前月を上回っている。マネーサプライ（M2 + CD）は、郵便貯金からの資金シフトやCPの発行増などを反映して、このところ、やや伸びを高めている。

企業の資金調達コストをみると、一段の金融緩和措置に伴う市場金利の大幅低下を背景に、短期プライムレートが引き下げられたほか、CP発行金利も一段と低下している。また、長期プライムレートも、4月に引き下げられ、既往最低水準となっている。

企業金融の動向をみると、金融機関の貸出態度は、3月短観ではすべての企業規模でほぼ横這いとなり、株価下落の影響はみられなかった。一方、資金繰り判断は、中小企業金融公庫の調査ではやや改善しているものの、3月短観では製造業を中心に小幅悪化したほか、商工中金の調査でもこのところ幾分悪化している。中小企業の資金繰りに関しては、3月末に「中小企業金融安定化特別保証制度」の取り扱いが終了したことの影響も注意して見ていく必要がある。

このように、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。当面、金融緩和措置の波及効果を見守る一方で、株価の動向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、引き続き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

会合では、前回会合以降に得られた各種指標、3月短観の結果、4月の支店長会議での報告などの情報をもとに議論が行われた。

景気の現状については、情報関連を中心に輸出・生産の減速が明確化してきており、調整局面にあるという認識で一致した。ある委員は、景気は踊り場状態から悪い方向に一步進んで、後戻りの入り口に入った、と表現した。

まず、企業部門の動向について、多くの委員は、3月短観や支店長会議での報告などを踏まえると、輸出、生産の減速が鮮明化している、収益改善に急ブレーキがかかり、投資姿勢が慎重化している、製造業を中心に業況感が悪化している、など、減速が明確化してきた、との認識を示した。

このうちひとりの委員は、輸出について、米国経済の急激な減速、そのアジア経済への波及などによって、当面減少傾向は避けられない、との見通しを述べた。この委員は、現在の金融緩和措置が円安をもたらす、輸出にプラスに働く可能性はあるが、世界経済の減速感が強まる中で、わが国の輸出拡大は貿易摩擦の新たな火種となりかねず、製造業は非常に慎重な輸出計画を立てている、とコメントした。

生産について、ある委員は、IT関連、建設関連を中心に生産調整の動きがみられる、と指摘し

た。この委員は、支店長会議で、海外現地生産の拡大が国内生産に及ぼす影響について報告があった点にも注目する必要がある、と付け加えた。また、別の委員は、電気機械の生産減少や在庫圧縮の動きが、非鉄・一般機械などの関連業種の生産にも影響を及ぼし始めている、と述べた。この間、ひとりの委員は、在庫調整局面に入る業種が徐々に拡大しており、鉄鋼、紙パ、石油化学、半導体などを中心に生産減少が続くと予想されるが、ITによる在庫管理の高度化などもあり、かつてのような大きな生産調整にはならないと思われる、と述べた。ただ、一部素材産業では、構造的な供給過剰問題が残っており、負け組企業が生き残りをかけて高操業を続けている結果として、在庫調整が長引く可能性もある、と付け加えた。

企業収益については、複数の委員が、上期は、製造業・大企業では減益となる可能性が大きい、との見方を示した。一方、短観において下期が増収増益となっている点については、多くの委員が、こうした見通しは米国経済やIT需要の下期回復シナリオを前提としており、外的要因に伴うリスクが大きい、との見方を示した。このうちひとりの委員は、こうした楽観的な見通しは、業況判断の悲観的な見方と乖離がある点にも留意する必要がある、と付け加えた。また、こうした下で、設備投資については、機械受注などの先行指標や今年度の設備投資計画などから判断して、先行き鈍化する可能性が高い、との見方で一致した。

個人消費については、このところ底固い動きを示しているが、今後雇用・所得面で厳しさが増していく可能性が高いことを考えれば、「景気の下支え」という程度以上のことは期待しにくい、という認識が多くの委員から示された。ある委員は、足許、消費関連の一部に堅調な指標が出ていることは心強い材料だが、一方で、企業部門の停滞が雇用・所得環境に悪影響を及ぼし、それが家計支出の抑制を通じて企業活動に影響する「後ろ向きの循環」に陥ることがないか、留意すべき局面にある、との見方を示した。この間、ひとりの委員は、消費の「構造変化」、消費の「飽和感」、雇用、年金、老後などに対する「不安」という消費抑制要因が支配している下では、消費は買い換え需要や機能満足型商品の需要が中心とならざるを得なくなる、と指摘したうえで、そうした中でも、家計は所得に見合った消費を継続しており、消費財供給数量も戻ってきていることを踏まえると、消費は平時に復していると判断すべきだ、とコメントした。また、構造調整を抱える中では、企業部門の回復が家計部門に伝わり消費の伸びにつながるには時間がかからざるを得ない、と付け加えた。

以上の議論を踏まえ、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高く、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くなっている、との見方が共有された。

日本経済の先行きについては、米国経済や世界的な情報関連財需要の動向が大きなポイントとなる、という認識が多くの委員から示された。

米国経済について、ある委員は、生産・雇用・設備投資などの面で、製造業を中心に調整局面に入っている、と指摘した。ただ、企業や消費者のコンフィデンスは低水準ながらも底打ち感が出てきており、全体としては、昨年末から本年初にかけての急減速のあと、若干落ち着きを取り戻しつつ

つあるのではないかと述べた。そのうえで、先行きについては、年後半ないしは年末にかけて回復に向かうとのシナリオを中心に考えるべきであろう、との認識を示した。これに対して、別の委員は、90年代の労働生産性の上昇には、現在想定されているよりも、循環的な面が大きく寄与していた可能性があり、今後成長率の低下を出発点とするマイナスの循環に陥る可能性も否定できない、と述べた。また、もうひとりの委員は、先行きの懸念材料として、レイオフがなお低水準に止まっているなど、企業内には余剰労働力が温存されており、今後、その反動で失業率が上昇した場合に消費者コンフィデンスに大きな影響を与える可能性があること、今夏にかけて、ガソリン価格の急騰や渇水による電力供給の削減のおそれがあること、を挙げた。

この間、ひとりの委員は、「海外経済減速の日本経済への影響」という一方向の関係だけで議論することは適当ではなく、生産・在庫調整が相互に影響を及ぼしあう関係を注視すべきである、と指摘した。そのうえで、情報関連業種の先行きをみるに当たっても、米国経済の状況のみならず、日本を含めたアジアの現地需要の動向が重要なカギを握っている、との見方を示した。

金融機関の不良債権処理をはじめとする構造改革の影響についても、多くの委員が言及した。ある委員は、先週発表された政府の緊急経済対策には、不良債権処理をはじめとする金融システム強化策や、構造改革のための各種メニューが盛り込まれており、従来型の公共投資中心の対策と異なる点、高く評価できる、と述べた。この委員は、民間の自助努力なしには真の改革は進まないの、今回の対策をひとつのきっかけとして、改革の実施に向けた機運が高まり、各方面の取り組みがこれまで以上に進展することを期待したい、と付け加えた。これに対して、別の委員は、破綻先・破綻懸念先に対する債権の最終処理を早めるとともに、経済実態に即した債務者区分の見直しを行っていくことも重要である、との認識を示した。

ひとりの委員は、不良債権処理の問題は、今後大きく進展すれば短期的なデフレ圧力となりうる一方、放置すれば金融不安再燃の火種を残すというデリケートな問題である、と述べた。この点、別のひとりの委員は、不良資産の最終処理の過程で生じるデフレ圧力を考えると、世界経済が悪化している間は、日本経済の構造改革は難しく、最終的にはマーケット主導のハードランディングになるおそれが高まってきているのではないかと懸念を示した。この間、ある委員は、企業の倒産が失業に与える影響は、下請け構造などによっても異なる、と指摘した。そのうえで、他のひとりの委員とともに、構造調整に伴う雇用問題は、仕事・プロジェクトなど雇用の受け皿がどれだけあるか、という視点から見ていくことも必要である、と述べた。

以上のような景気情勢の下で、物価については、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、また、技術進歩、流通合理化、規制緩和といった供給面の要因も引き続き物価下落方向に働く、このため、物価は、当面、弱含みで推移するものと考えられる、という認識で一致した。ある委員は、物価下落について、国際価格への鞘寄せの動き、負け組企業によるコスト無視の安値提示、海外からの安値輸入品の流入の動き、などが続いている、と指摘した。別の委員も、延命のためにダンピング的な価格を提示する「破壊的供給者」の存在による物価下落が続いており、構造調整が進んで業界が整理されてこない、こうした傾向は収まらない、とコメントした。もうひとりの委員は、このところ、円安の影響が表れ始めており、これと内需の

弱さとの綱引きがしばらく続く可能性が高い、賃金は当面横這い圏内で推移するとみられ、この面から大きな物価低下圧力が出てくることは考えにくい、こうした点を踏まえると、消費者物価指数は、当面、現在のように前年比若干マイナスといったところで推移する可能性が高い、と指摘した。

企業金融の面では、ある委員は、資金調達コストは下がっており、また短観の貸出態度判断がほとんど変化していないことをみても、全体として、緩和された状態が維持されていると考えられる、と指摘し、今後は、金融緩和の波及効果を見守っていくとともに、やや持ち直した感がある株価の動向やその影響について、引き続き注意して見ていきたい、と述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

委員の認識は、景気情勢は一段と悪化しているが、前回会合の決定は、こうした展開も予想して思い切った手段に踏み切ったものであり、当面その効果を見極めていくべき局面にある、との見方で一致した。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。

そのうえで、前回会合で決定した金融緩和措置の効果について、議論された。

金融資本市場への効果については、多くの委員が、所期の効果を発揮しつつある、との評価を示した。

まず、何人かの委員が、新たなコミットメントは、強力な時間軸効果を通じて、やや長めのものを含めて金利を全般的に低下させる方向で効果があった、との評価を示した。これらの委員は、ターム物金利がかなり長めのゾーンまで低下していることや、債券投資のデレションがやや長めになる動きがみられることなどを指摘した。この間、長期金利が、前回会合前に比べやや反発した形になっている点については、何人かの委員が、緩和策が事前に相当程度織り込まれていたことや、財政支出拡大による需給悪化懸念などの影響と考えられる、との見方を示した。

株価に関して、ある委員は、今回の金融緩和策は、日経平均、NY ダウ、NASDAQ の順次の底入れ・反転の動きをサポートする意味で大きな効果があった、と述べた。別の委員は、投資家のコメントなどから判断して、金融市場調節の操作目標の変更や強力な時間軸効果が材料視されたほか、緩和策全体として金融機関の不良資産処理を促進させる方向で受け取られ、株価の押し上げ要因になった、と分析した。また、円相場について、ある委員は、海外投資家による国債売却や円キャリートレードの増加などによって円安に作用したという見方があるが、これまでのところ限定的であった、との見方を示した。

以上の議論の結果、多くの委員の認識は、「金利低下+時間軸効果」を通じて、事実上ゼロ金利政策の有する金融緩和効果が実現している、それ以外のルートでどのような効果が生じるかに

については、「期待」を通じる効果がどのように表れるか、金融機関の超過準備保有が恒常化した場合にどのような効果が出るか、といった点を中心に、さらに点検していく必要がある、という見方で一致した。ある委員は、今回の政策は「重層的」な政策であるので、効果をモニターするのが従来より難しい、とコメントした。

こうした下で、追加的な緩和余地については、現在の政策の効果の表れ方をきちんとフォローアップし、分析したうえでないと結論を下しがたい、との認識が共有された。そのうえで、理論的な整理として、いくつかの論点が議論された。

まず、日銀当座預金残高の目標をさらに増加させた場合の効果について、ある委員は、金利水準がここまで下がっている中で、多くは期待できないのではないかと述べた。

また、日銀当座預金残高の目標を増加させることのフィージビリティについて、複数の委員が、金融機関の側から見れば、不要の資金が供給されることになるので、簡単に達成できるとは限らない、と指摘した。この点、もうひとりの委員は、現状では、本行オペに対する応札倍率の低下はみられていない、とコメントした。

さらに、長期国債オペの効果についての議論も行われた。ある委員は、長期金利は、基本的には、将来の短期金利の予想値の平均値に等しいが、現在でも、「事実上のゼロ金利＋時間軸効果」を通じて、短期金利の予想に働きかけており、長期国債の買い切りオペで長期金利を直接制御する意味はほとんどない、と述べた。別の委員も、長期金利は、本来将来の経済成長とインフレ率に関する期待で決まるものなので、金融政策で短期的にコントロールすることはできない、と述べたうえで、長期金利の上昇に対して長期国債買い切りオペ増額で対応することは適切でない、とコメントした。この委員は、現在の日本の財政赤字は主要先進国で最も深刻であり、こうした状況で長期国債買い切りを増額すれば、国債引受とか財政規律の喪失などの連想を生み、長期金利に悪影響が出る懸念がある、と述べた。この点に関連して、もうひとりの委員は、昭和恐慌時と比べて、経常収支は改善しているものの、財政赤字の対名目GDP比率は、現在の方が高く、企業の過剰債務問題もより深刻である、日本国債のクレジット・デフォルト・スワップのレートが高止まっているほか、先々、2004年から適用予定の新しいBIS基準の影響も見極める必要がある、と指摘した。

この間、複数の委員が、ベースマネー、マネーサプライ、経済・物価の間に安定的な関係が成立していないことに言及した。その背景として、ひとりの委員は、信用創造機能がうまく働いていないこと、企業のバランスシート調整圧力が強いこと、家計の将来不安が根強いこと、などを挙げた。そのうえで、これらは、流動性制約によるものではないので、日本銀行がベースマネーを供給しても簡単に貸出やマネーサプライが増える状況にはなく、この面からの金融政策の効果は限定的といわざるを得ない、と述べ、財政政策や民間の自助努力による構造改革との合わせ技が必要、とコメントした。また、別の委員も、金融システム等の構造的な要因が強く働いている中、適正なリザーブの水準を判断することが困難になっている、と述べた。

ある委員は、金融政策手法の高度化のための研究が行内でも進んでいるので、各種の政策ルールに基づく試算を定期的に行ったり、先進国の一部の中央銀行でも用いられているマネーギャップを使った予測手法を取り入れるなど、多角的なチェックに利用し、その結果を委員を含めて共有していくべきである、とコメントした。

・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の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減少しているなど、景気は弱含んでいる。また、米国経済の減速など先行き懸念すべき点がみられる。こうした中、物価は、消費者物価指数や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が依然として懸念される。
- こうした状況下、政府としては、先に成立した平成13年度予算の円滑かつ着実な執行に努める所存である。また、不良債権処理を始めとする構造問題への取り組みが喫緊の課題であるとの認識の下、緊急経済対策を取り纏め、金融再生と産業再生、証券市場の構造改革、都市再生、土地の流動化などについての具体的施策を盛り込んだところである。これらの施策の着実な実行を通じて、わが国経済の構造調整が一層進展することを期待している。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合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。

- 今月の「月例経済報告」では、生産の減少がはっきりしたこと、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断が製造業を中心に急速に悪化していることなどを踏まえ、総括判断を3ヵ月連続で下方修正し、「景気は、弱含んでいる」とした。先行きについては、先月と同様、米国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みられる。
- 政府としては今回の緊急経済対策における具体的施策の着実な実施を通じて、今後の経済の礎を築くことができると考えている。同時に、このような構造改革を推進するためにも、引き続き景気回復に軸足を置きつつ、適切かつ機動的な経済財政運営を行うこととしている。
- 日本銀行におかれても、景気の先行きに懸念すべき点がみられることから、物価の安定の実現を目指して、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、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、これに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、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

なお、今回から2日間開催となった月初会合の議事の進め方について、議長より、議事内容について厳正な機密管理に努めるよう、改めて要請があった。また、ある委員から、各委員がまとまった意見開陳について従来通り十分な時間を確保できるよう運営に留意して欲しい、との発言があった。

・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」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を4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（2月28日）の議事要旨が、全員一致で承認され、4月18日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成13年4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 4 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2001 年 4 月 25 日 (9:00 ~ 12:50)

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 (")
	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 (9:00 ~ 12:50)
内閣府	小林勇造	政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (9:00 ~ 12:50)

(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	山岡浩巳
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

金融市場調節については、前回会合（4月12、13日）で決定された金融市場調節方針¹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、オーバーナイト金利は0.01～0.02%で推移した。金融市場における資金余剰感は、ゼロ金利政策時以上に強まっている状況にある。こうした中で、金融機関の資金調達意欲は急速に減退しており、先週後半には、資金供給オペのレートは、入札最低単位である0.01%まで低下している。

2．金融・為替市場動向

（1）国内金融資本市場

前回会合以降の市場の動きをみると、短期金融市場では、ターム物金利が一段と低下し、概ねゼロ金利政策時のレベルを下回る水準となっている。これは、3月19日に決定した金融緩和策の「時間軸効果」が、ゼロ金利政策以上に強力であることを反映していると考えられる。

株価は、米国NASDAQ指数の大幅反発を受けたIT関連株の持ち直しや、一部企業の経営統合などを好感した中低位株の物色買いの動きを反映して、比較的堅調に推移している。

長期金利の動向をみると、3月下旬以降、主要国において、長期金利の反発傾向が共通して観察される。これは、世界経済に関する過度に悲観的な景況感の修正や、株価の持ち直しを背景に、これまでの株式から債券への資金シフトの巻き戻しがみられていることによるものと考えられる。こうしたもとで、日本の長期金利も、利食い売りの動きや、先行きの財政運営を巡る思惑を受けた国債需給悪化への懸念などを受けて上昇した。

この間、社債・金融債利回りの対国債スプレッド（信用スプレッド）には、全体としては大きな変化はみられていないが、一部には、運用難を背景とする信用リスク・テイクの動きを受け、信用スプレッドが縮小するケースもみられる。

（2）為替市場

円の対ドル相場は、日本の当局による円急落牽制発言や、4月以降の本邦機関投資家の外債投資スタンスが事前の市場予想ほどは積極化していないといった見方を受けて上昇し、最近では121～122円台となっている。

¹ 「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。」

3. 海外金融経済情勢

前回会合以降の特徴的な動きとしては、3月下旬以降、株価の持ち直しと長期金利の反発が同時並行的に進むなど、各国の株式・債券市場で連動した動きがみられること、インドネシア、トルコ、アルゼンチンといったエマージング諸国で、市場の不安定な動きがみられていること、が挙げられる。

米国の実体経済をみると、景気減速の中でも、乗用車の生産・販売は比較的堅調に推移しており、乗用車を中心とするオールド・エコノミー分野の在庫調整には目途がつつある。一方で、ハイテク関連分野の在庫調整については、調整完了は本年後半以降にずれ込むといった見方が増えてきている。この間、内需の減速を受け、最近では輸入の減少が目立っている。このことは、米国経済のスローダウンの影響が他国に及んでいることを示す一方で、米国内の生産への影響のバッファーとして働く面もある。

こうした状況下、米国連銀は、4月18日に臨時に開催された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5.0%から4.5%へと引き下げた。

株価は、ハイテク関連企業の収益に左右されやすい展開が続く中、上述の米国連銀の利下げ措置や、一部大手ハイテク関連企業の1～3月期収益が市場の予想を上回ったことなどを背景に、ハイテク株を中心に反発している。長期金利は、債券から株式への資金シフト等の動きを受けて上昇している。

ユーロエリアでは、生産の伸びが緩やかな低下傾向を辿るなど、景気の減速傾向が窺われているが、雇用環境の改善や欧州主要国における減税の効果等を背景に、個人消費は引き続き底固く推移している。この間、物価は、口蹄疫による肉類の価格上昇などを受けてやや上昇しており、3月の消費者物価前年比は+2.6%となった。

NIEs、ASEAN諸国では、米国景気の減速や世界的な半導体需要の伸び鈍化等を反映した輸出の増勢鈍化から、景気は減速している。この間、中国では、財政支出の増大や高水準の直接投資の流入を反映して、高成長が維持されている。

この間、一部エマージング諸国では、金融市場で不安定な動きが高まっている。まずインドネシアでは、政情不安や経済改革の遅れを背景に、株価や通貨が下落しており、中央銀行は通貨防衛のための金利上昇を容認した。アルゼンチンでは、カレンシー・ボード制が維持できなくなるのではないかとの思惑を背景に、対米国債スプレッドが急拡大している。ブラジルでも、政情不安やアルゼンチン情勢の影響などから通貨レアルが既往最安値を更新し、中央銀行が利上げを行うなどの動きがみられた。トルコでも、引き続きリラ安や対米国債スプレッドの拡大がみられている。

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からは、「輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調

整局面にある」との景気判断を変えるような材料はみられなかった。

前回会合以降に公表された経済指標をみると、まず、3月の公共工事請負金額は、年度末にかけての補正予算の執行集中に伴って前月比大幅な増加となり、1～3月期でみても前期比増加となった。ただし、国と地方を合わせた補正予算の規模自体が年々縮小していることから、前年対比で見れば、公共投資は減少傾向が続いている。

3月の実質輸出入をみると、輸出は前月比ほぼ横這いであり、基調としては、これまでの減少傾向が続いているとみられる。

この間、最近では、輸入について弱めの動きが目立っている。内訳をみると、中国等からの消費財の輸入が堅調な動きを示している一方で、情報関連財の減少傾向が明確となってきた。国際分業が進んでいる情報関連財は、輸出と輸入が同様の動きを示すことが予想されるが、こうした傾向が計数面でも明確に表れつつあるように思われる。また、素原材料も、国内生産の減少を反映し、弱めの動きとなっている。

法人企業動向調査による2001年度の設備投資計画は、製造業が若干の減少、非製造業が小売業等を中心に大きめの減少となっている。これは、既に公表されている短観やその他の設備投資アンケート調査と同様の結果である。

この間、これまで株価下落のもとでも比較的安定していた消費者コンフィデンス関連指標について、足許での悪化が目立っている。内訳をみると、雇用環境への不安が高まっている兆しが窺われ、この点は、今後の消費動向を展望する上で重要な要素として、注意してみていく必要がある。

3月の企業向けサービス価格指数は、2月に比べ、前年比マイナス幅を若干拡大した。これは、長期金利の低下を反映したリース料率の低下や、「マイライン」への顧客囲い込みを目指した通信各社の価格競争などを反映したものである。

(2) 金融環境

前月の会合以降新たに公表された指標は、企業倒産など、一部の指標に限られている。

民間銀行貸出は、このところ概ね2%弱のマイナス幅で推移している。3月の金融緩和措置が銀行の融資姿勢に及ぼす影響については、現時点ではなお、確認し得る材料が十分に揃っていない。今後、日本銀行の「ローン・サーベイ」等の調査も踏まえ、点検していきたい。

企業倒産は、ここ数か月間、ほぼ前年並みの水準で推移している。

・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

会合では、前回会合(4月12、13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が、結論としては、前回会合時点での「景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある」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。

多くの委員は、世界経済が減速する中で、輸出や生産は当面減少を免れず、こうしたもとの設備投資もいずれ頭打ちとなっていく可能性が高い、との見解を示した。

ひとりの委員は、生産面について、補正予算の発注は3月までに大方出尽くし、公共投資は4～6月期に端境期を迎える、建設関連の下落ははっきりしてきている、素材産業を中心に4月以降に在庫調整を本格化させる先が多い、との見方を示し、4～6月期の生産は1～3月期に引き続き減少するとみられる、と述べた。さらにこの委員は、企業収益に関し、国際価格への鞘寄せや国内での価格競争の激化を反映し、「価格」の面で厳しい状況が続いている中、生産面での「量」の減少も加わり、企業収益を巡る環境は厳しくなりつつある、と発言した。

別の複数の委員は、経済全体としては若干の上向きの力が残っており、足許のGDPはまずまずの数字となる可能性もある、ただし、景気のメカニズムという観点からみると、製造業セクターが明確に減速し、今後設備投資もピークアウトが見込まれる、との見解を示した。

(2) 金融面の動き

金融面では、3月19日の金融緩和策の決定以降、金融市場にみられる変化について、多くの委員が発言した。

ひとりの委員は、3月の緩和策の決定後、短期金融市場でターム物金利が低下し、多くの金利がゼロ金利政策時の水準を下回っていることを指摘した。そのうえで、こうした姿は、ゼロ金利政策と比べても、明確なコミットメントを持つ現在の金融緩和策がより強力なものであること、さらなる金利低下の余地はもう殆どないという観点からは、金融緩和がほぼ限界まで進んでいること、を示していると述べた。

また、複数の委員は、3月の金融緩和措置後にみられる市場の変化の一例として、定期性預金から株式投信、社債等への資金シフトといった形で、信用リスク・テイクの動きがみられると述べた。そのうえで、こうした広い意味では、金融緩和の効果が浸透を続けている段階とみられる、との見解を示した。

また、何人かの委員は、金融面における好材料として、3月下旬以降、内外株値に持ち直しの動きがみられていることを挙げた。ただし、別のひとりの委員は、NT比率(日経225/TOPIX)が低下していることからみて、IT関連株主導の力強い反発局面にならない可能性が高いとの見方を示した。

長期金利の動向についても、何人かの委員が発言した。

複数の委員は、3月下旬以降の長期金利の上昇について、海外の長期金利上昇や内外株値の持ち直し、さらには円安傾向の一服と並行して生じており、「日本売り」を反映した動きではないこと、長期金利の水準自体は依然としてきわめて低いこと、を指摘し、特に懸念すべきものとはいえないとの見解を示した。さらに、これらの委員を含めた何人かの委員は、足許の長期金利の上昇は、3月中旬まで、過度に悲観的な経済見通しや先行きの金融緩和を織り込んで低下していた後の反発という面が大きい、との解釈を示した。

ただし、同時にこれらの委員は、市場が先行きの財政運営や国債需給に敏感になっているようにみられることも指摘した。

ひとりの委員は、長期金利上昇の要因をイールドカーブの形状からみると、中短期ゾーンは、現在の金融緩和策のコミットメントに伴う「時間軸効果」もあって低く抑えられている一方、長期ゾーンでの上昇が目立っていること、を指摘した。そのうえで、長期債は、海外投資家の投資スタンスの影響を相対的に強く受けること、海外投資家は日本の財政赤字への関心が高いこと、既に日本国債の利回りは、格付けではより低いイタリアの円建て国債を上回っていること、などを踏まえれば、今後の長期金利の安定にとっても、構造改革の展望や財政赤字のサステナビリティの確保が重要であると述べた。

(3) 経済・物価の将来展望とリスク評価

次に、当会合において「経済・物価の将来展望とリスク評価」を決定し、公表することを踏まえ、委員は、2001年度から2002年度初めにかけての経済・物価の展望や、こうした標準見通しに影響を与え得るリスク要因について、議論を行った。

多くの委員は、先行きの経済の展望について、2001年度上期中は、海外経済の減速のもとで輸出・生産が減少を続け、景気は調整色の強い展開を辿る可能性が高い、との見方を共有した。また、2001年度下期以降、米国経済が緩やかな回復に転じるとみれば、海外経済に由来する日本の輸出・生産への下押し圧力は徐々に減衰すると見込まれるが、経済に残存している構造調整圧力などを踏まえると、景気が明確に回復するにはなお時間を要する、との見通しを示した。

こうしたもとで、物価については、需要・供給両面からの低下圧力を受け、本年度中は弱含みで推移するとの見方が共有された。

さらに、こうした経済・物価の動向に影響を与え得る要因として、各委員はまず、米国経済をはじめとする海外経済や、IT関連分野の動向を挙げた。

多くの委員は、上述のような経済・物価の「標準的なシナリオ」の前提となる米国経済の先行きについて、「調整の進捗に伴い、本年後半には回復傾向に転じるが、そのテンポはかなり緩やかである」との見通しを示しつつ、現時点では不確実性が高いことを、あわせて指摘した。そのうえで、米国経済の調整が長引き、本年下期にも回復に至らない場合には、日本の輸出・生産を下押しするリスクとなる一方、米国経済の調整が比較的早期に一巡し、明確に回復に転じる可能性もあり、そうなれば日本経済にも上向きの力を与える要因となり得る、との見解を述べた。

このうちひとりの委員は、現在の米国経済の調整は、過去に生じたさまざまな経済の行き過ぎに対するストック調整の面もあること、こうした面が強く表れると、企業の中長期的な期待成長率の低下を通じて、自己実現的に深い調整を招くリスクもあること、を指摘した。一方で、金融政策面からの対応が行われている中で、企業の期待成長率が3%前後の水準を維持するのであれば、逆に、上記の想定よりも明確な回復となる可能性もある、との見方を述べた。

ただし、別のひとりの委員は、米国経済の先行きについて、設備投資等の分野で、IT関連の調整が他の分野にも広がりつつある、株価下落による逆資産効果が今後本格化し、家計貯蓄率も

上昇が見込まれる、いわゆる「電力危機」が米国西部全域に波及しつつあり、米国における灯油・軽油等の価格を上昇させる可能性が高い、といった見方を理由に、下期の回復は展望できないとして、他の委員よりもさらに慎重な見解を示した。

また、何人かの委員は、米国経済と世界経済・日本経済の結びつきの強さに言及した。

まず、ひとりの委員は、経済のハイテク化・グローバル化が進展し、日本経済が国際分業に組み込まれる度合いが強まっているもとでは、日本独自の景気循環メカニズムが消えているわけではないにせよ、在庫など様々な面で、世界経済の影響を受けやすくなっていると指摘した。そのうえで、今後、日本経済が調整局面を経過するもとでも、消費財等での輸入ペネトレーションがさらに進むのかどうかを、注目点のひとつに挙げた。

別のひとりの委員は、「米国の内需が減速すると、アジアからのハイテク関連輸入が減少し、アジアでの生産が減少する」といった形で、アジア経済が、米国における内需減少の生産面への影響を緩和する「バッファー」として働いている可能性を指摘した。そのうえで、このことは裏を返せば、米国の需要減少の影響がアジア経済に及びやすいことを示唆している、と述べた。

また別のひとりの委員は、日本のIT関連分野の成長が、世界的なITブームを背景としていたことを踏まえれば、米国においてIT関連分野の調整が長期化すれば、日本のIT関連投資のスタンス自体に、直接に影響を及ぼしていく可能性がある、と述べた。

さらに別のひとりの委員は、これまでのIT関連財の輸出入の拡大基調が転機を迎えており、先行き、生産財の国内生産や輸出、資本財の輸入が減少していく可能性が高いと指摘した。

そして、こうした議論を経て、多くの委員は、海外経済の標準的なシナリオは、本年後半に緩やかながら回復に向かう姿を展望しつつも、これよりも上振れ・下振れする可能性も十分念頭に置きながら、注意深く情勢の点検を続けていくべきであるとの認識を、概ね共有した。

さらに、多くの委員は、先行きの経済・物価に影響を与え得る要因として、日本経済の構造調整の影響を指摘した。

これらの委員は、構造調整は、短期的には雇用調整圧力や企業再編を通じたデフレ圧力となり得る一方で、中長期的には経済全体の生産性を高めるものであり、また、構造改革への取り組みが資本市場や家計・企業に前向きに受け止められれば、市場の評価と経済活動との好循環をもたらすきっかけとなり、短期的にもデフレ圧力を緩和し得る、といった考え方を示した。そのうえで、経済の本格回復を実現していくためには、構造改革への前向きな取り組みが、市場や経済主体が明確なイメージを持てるような形で進められていくことが重要である、との見解を述べた。

ひとりの委員は、構造改革に向けた、民間、政府および金融セクターという三者合わせ技での取り組みが進んでいけば、現在の日本経済を覆っている閉塞感の除去にも繋がる可能性がある、と述べた。加えて、この委員を含めた複数の委員は、現在、国民の間でも、こうした取り組みに向けた新政権への期待が大きくなっている、と指摘した。

また、何人かの委員は、構造改革について、具体的な方策に則して評価していくべきであると述べたうえで、そのひとつとして、まず、不良債権処理と金融システムの健全化を進めていくことの重要性を強調した。さらに、このうちひとりの委員は、産業の生産性の向上、財政リスク・

プレミアムの圧縮、を重要なメニューとして指摘した。

このように、海外経済の動向および構造調整の影響という2つが、先行きの経済を左右し得る大きな要因であるという点について、委員の見解は概ね一致したが、さらに、何人かの委員から、これら以外に注目すべき、いくつかのリスク要因が指摘された。

まず、複数の委員は、国民の将来に対する不安感を、ひとつの注目点として挙げた。すなわち、現在、年金制度への不安など、将来に対する不安感が消費行動を抑制するひとつの要因となっている、と指摘した。そのうえで、今後、企業収益の減少が家計の雇用・所得環境にも影響を及ぼしていくことが予想される中で、構造改革への取組みは、こうした不安感を後退させるという観点からも重要であると述べた。

別のひとりの委員は、株価など資産価格の動向に言及し、海外経済の動向や新政権の政策運営等に対し、市場がどのように反応していくのかが、重要な注目点であると強調した。

この間、米国経済に関し、他の委員に比べてさらに慎重な見方を示したひとりの委員は、わが国の個人消費についても、消費者態度指数をみると、雇用環境の悪化や耐久財の買い時判断の後退を理由に大きく悪化していること、これまで消費を牽引してきた単身世帯の支出スタンスが慎重化していること、消費動向調査からみて、サービスへの支出が今後減少する可能性が高いことを挙げ、厳しい見方を示した。さらに、景気動向指数が低下している、第3次産業活動指数の中の移動通信業が足許低下しており、やや長い目でみても踊り場にさしかかっている、物価の下落傾向が明確になっている、為替が中期的な円高傾向に転じた可能性が高くなっている、等のマイナス材料を指摘した。

なお、「経済・物価の将来展望とリスク評価」に参考計表として掲載する、2001年度についての「政策委員の大勢見通し」²は、実質GDP（年度平均前年比。以下同じ）が「+0.3%～+0.8%」、国内卸売物価指数が「-0.9%～-0.6%」、消費者物価指数（除く生鮮食品）が「-0.8%～-0.4%」となった。また、同年度についての「政策委員全員の見通し」³は、実質GDPが「-0.1%～+1.0%」、国内卸売物価指数が「-1.5%～-0.5%」、消費者物価指数（除く生鮮食品）が「-1.0%～-0.3%」となった。

・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。

委員の金融経済情勢に関する認識は、「景気は輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、

² 各政策委員の見通し計数のうち最大値と最小値を1個ずつ除いたものを「幅」で示したもの。

³ 政策委員の作成した全見通し計数を最大値、最小値の「幅」で示したもの。

調整局面にある」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、また、先行きについても、当面は生産面を中心に調整を続ける可能性が高い、というものであった。

多くの委員は、現時点で持ち得る経済・物価の展望は、上記のようにかなり厳しいものであるが、日本銀行は3月19日の金融政策決定会合において、こうした厳しい姿をかなりの程度想定したからこそ、思いきった金融緩和に踏み切った、という考え方を述べた。そのうえで委員は、現在の金融緩和政策を継続することが適当である、との判断を共有した。

さらに、多くの委員は、日本経済の構造改革に向けた、幅広い主体の積極的な取組みへの期待を表明した。

ひとりの委員は、現在の思いきった金融緩和のもとでも、本年度の経済・物価についてかなり厳しい姿を展望せざるを得ない背景には、金融緩和の効果発現にラグがあること、現在採っている政策は、内外の歴史に例のない緩和策であるだけに、その効果には不確実な部分もあること、に加え、日本経済には様々な構造問題が残存しているため、金融政策だけで経済の立て直しを図ることは難しいという事情がある、と指摘した。そのうえで、今後、経済の構造改革が進み、金融仲介機能がある程度回復する中で、ひとたび経済に前向きなモメンタムが生じれば、現在の金融緩和は、そうした動きを強力にサポートし得るものだ、と述べた。

別のひとりの委員も、現在の金融緩和策について、内外の歴史からみて、中長期的にはインフレ・リスクを孕むものではないかといった論調も一部に聞かれるほど、強力な緩和策である、と述べた。そのうえで、民間主導の構造改革の進展への期待を表明した。

・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の状態が続いているほか、輸出の減少を背景に生産が減少しているなど、景気は弱含んでいる。また、米国経済の減速など先行き懸念すべき点がみられる。こうした中、物価は、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、物価の下落が実質金利の上昇や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。
- こうした状況下、政府としては平成13年度予算の円滑かつ着実な執行や緊急経済対策の着実な実行に努めることとしている。
- 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て、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もとで潤沢な資金供給を機動的に行うなど、適切な金融政策を行って頂きたい。

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。

- 景気判断および政府の政策運営に関しては、只今、財務省からの出席者から発言があった通りである。
- 金融政策に関しては、物価の安定の実現を目指して、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、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

「経済・物価の将来展望とリスク評価」の決定

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、4月26日に公表されることとされた。

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、須田委員

反対：中原委員

中原委員は、先行きの経済の展望についての表現は、「調整が本格化する」とすべきである、米国など海外経済の本年下期の回復は展望できない、という2点を理由に、上記採決において反対した。

・議事要旨の承認

最後に、前々回会合（3月19日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月1日に公表されることとなった。

以 上

(別 添)

平成13年4月25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 5 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2001 年 5 月 17 日 (14:00 ~ 15:41)
5 月 18 日 (9:00 ~ 12:18)

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
内閣府	薦田 隆成	大臣官房審議官 (経済財政 - 運営担当)
		(17 日)
	小林 勇造	政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (18 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	飛田正太郎
企画室企画第 2 課長	梅森 徹 (18 日、9:00 ~ 9:18)
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	長井滋人
金融市場局調査役	栗原達司 (18 日、9:00 ~ 9:18)

・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（4月25日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。具体的には、日本銀行当座預金残高を、4月積み期の最終日に当たる5月15日に、約6兆円としたほかは、5兆円程度となるような調節を行った。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、5月15日に若干上昇したことを除けば、概ね0.01～0.02%で安定的に推移した。

なお、金融緩和効果の浸透を受けて、前回会合以降、オペの応札額がオファー額に満たない「札割れ」が発生しているが、現在までのところ、現行の金融市場調節方針を実行する上で支障を来してはいない。

2. 金融・為替市場動向

短期金利は、長めのターム物を含めて、ゼロ金利政策時を下回る水準まで低下しており、今回の政策の時間軸効果が強く働いていることを示唆している。

債券市場では、長期国債流通利回り（10年）が、自民党総裁選の結果を眺め、国債の需給環境に対する警戒感が後退したことなどから、1.2%台まで低下している。

株値は、新政権下での構造改革の進展に向けた期待感や、米国株値が強含みに推移したことを好感して上昇した後、米国株値がやや弱含みに転じたことなどから幾分下落している。

為替市場では、円の対ドル相場は、構造改革推進への期待感を背景とした海外投資家の日本株買い等から120円台となった後、わが国株値の下落などを受けて、やや円安方向に振れ、最近では123円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国では、個人消費が引き続き底固く推移している一方、企業部門においては、生産・雇用調整が続く中で、設備投資の動きも鈍く、全体として緩慢な景気展開が続いている。先行きはなお不透明であるが、雇用・所得環境の悪化が見込まれる中で、個人消費の堅調がどの程度維持されるか、

IT分野の調整がどの程度尾を引き、それが企業収益にどのような影響を与えるか、といった点を注視していきたい。なお、金融資本市場では、イールドカーブのスティープ化、株値の持ち直し、ドル高地合いの継続など、中長期的な成長期待が維持されていることを示唆する動きが見

¹ 「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。」

られている。

こうした中で、米国連銀は5月15日の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、4.0%とした。

ユーロエリアの景気は、個人消費は引き続き底固く推移しているものの、生産・受注の伸びの落ち込みが目立っており、製造業コンフィデンスの悪化が続くなど減速傾向が窺われる。

こうした中で、欧州中央銀行は、5月10日の定例理事会において、政策金利である主要リファイナンス・オペの最低入札金利を0.25%引き下げ、4.50%とした。

NIEs、ASEAN諸国では、輸出の減少から、生産が減少基調にあり、製造業コンフィデンスの悪化が続くなど、景気は減速している。一方、中国では、輸出の伸びが鈍化傾向にあるが、内需は好調を維持しており、高い成長が続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、米国、東アジア経済の減速の影響から、輸出の減少が続いている。国内需要面では、個人消費は、全体としては回復感に乏しいものの、一部に明るい指標がみられている。一方、これまで増加を続けてきた設備投資は、頭打ちになりつつあるとみられる。こうした下で、鉱工業生産の減少が続いており、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、製造業を中心に減益に転じているとみられる。家計部門においても、所得は全体としてなお底固さを維持しているとはいえ、生産減少の影響が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、わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。

景気の先行きについてみると、輸出は、当面、減少傾向を辿ると考えられる。設備投資も、企業収益が減益に転じる中で、頭打ちから減少に転じていく公算が大きい。さらに、電子部品を中心とした在庫面からの調整圧力も加わり、鉱工業生産は少なくとも夏場までは減少傾向が続くと予想される。また、生産活動の低下が続く中で、家計の所得形成も次第に弱まっていくと考えられる。以上を総合すると、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続けると予想される。

年度後半にかけての景気展開については、今のところ調整が輸出・生産関連に集中している一方で、内生的な需要回復を展望できる要素も乏しいことから、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と考えられる。このほか、株価の動向やその企業・家計心理面への影響、不良債権処理が加速していった場合の影響についても注視していく必要がある。

物価面では、既往の円安は物価を押し上げる方向に作用するとみられる。しかし、景気の調整が続く下で、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が働きやすい状況にある。このほか、技術進歩や規制緩和（通信料金）が一定の幅で影響するほか、衣料品をはじめとする流通合理化の

影響も、ある程度尾を引くとみられる。このような事情を総合すると、各種物価指数は、当面、総じて弱含みで推移する可能性が高い。また、海外景気の下振れなどに伴い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

4月のマネタリーベースの前年比は、前年、金融機関が年度末にかけて超過準備を積み上げたことや、郵便局が郵貯集中満期に備えて多額の現金を引き出したことの裏が出る形で、3月に引き続き、小幅の伸びにとどまった。マネーサプライ(M2+C D)前年比は、2%台半ばの伸びとなっている。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、貸出先の信用力を見極めつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。企業から見た金融機関の貸出態度にも大きな変化はみられていない。ただ、より子細にみると、優良先への貸出姿勢が一段と積極化する一方で、信用力の低い企業に対しては慎重化の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、社債・CPなど資本市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、さらに改善している。CPの発行残高は既往ピークを更新している。

企業の資金調達コストは、一段の金融緩和措置に伴う市場金利の低下を受けて、全般に低下している。

以上を総合すると、金融機関の貸出姿勢や企業金融は、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。

・「手形買入基本要領」等の一部改正の決定

1. 執行部からの提案内容

本行の資金供給力の向上を通じて、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、「手形買入基本要領」および「日本銀行業務方法書」を一部改正し、これまで「3か月以内」としていた手形期間を「6か月以内」に延長することとしたい。

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た。本件は、執行部からあわせて説明のあった金融市場調節の円滑化に向けた他の諸措置(手形買入(本店買入)における買入対象先数の拡大、国債買入における買入対象に中期国債を追加すること、オペの入札における刻み幅の細分化)とと

もに、適宜の方法で公表することとされた。

・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各種指標等をもとに議論が行われた。

景気の現状については、「輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある」という、前月までの判断を踏襲することで意見が一致した。ただ、生産・在庫・設備投資などの面で、企業部門の減速が鮮明化していることを示す材料が次第に多くなっており、今後注視していく必要がある、との認識が多くの委員から示された。ある委員は、景気動向指数などの分析から、景気は遅くとも年初には転換点を迎え、後退局面に入ったことが確認された、と述べた。また、別の委員は、緩やかな後戻りの状態が続いている、と表現した。

まず、企業部門の動向について、多くの委員が、輸出・生産の減少がより明確になってきた、との認識を示した。ひとりの委員は、生産について、昨年までの景気回復局面では、過去の回復局面に比べて、輸出主導型産業の寄与が大きかった、と指摘し、輸出の失速は、生産に大きな影響を与えており、ひいては設備投資にも影響することになる、と述べた。

企業収益については、複数の委員が、生産の減少と価格の下落により、減益に転じている、との見方を示した。こうした下で、これまで増加を続けてきた設備投資についても頭打ちになりつつあり、先行きは減少に転じていく可能性が高い、との認識が多くの委員から示された。ある委員は、設備投資の減額、中止の動きが、IT業種以外にも広がっており、現状は、工場建設など中断できない案件が行われているという状況だ、とコメントした。もっとも、ひとりの委員は、今のところ減少が加速する兆候までは見られていない、と付け加えた。

個人消費については、このところ比較的明るい指標がみられる、しかし、生産の減少の影響が、労働時間など雇用所得環境や、それを受けた消費者コンフィデンスの動きなどに表れてきている、今後、こうした動きが本格化して、企業部門と家計部門が「後ろ向きの循環」に陥ることがないか、留意すべき局面にある、という認識が示された。

ある委員は、足許では、乗用車等一部耐久消費財や都内百貨店売上高のように明るい動きもみられ、消費は引き続き好況でも不況でもない普通の時、すなわち「平時」にある、とコメントした。別の委員は、個人消費は、もともと回復感に乏しい動きを続けてきたが、「一進一退」の範囲でまずまず健闘している、と述べた。そのうえで、こうした企業部門と家計部門のモメンタムの違いは、調整局面初期に典型的な現象であるが、今後、企業部門の調整がタイムラグを伴って家計部門に波及していくかどうか、注視していきたい、とコメントした。もうひとりの委員も、今年度後半の景気展開を判断するうえで、減益に転じているとみられる企業収益が今後どのように展開するか、

収益が悪化した場合、企業が雇用面でどのような対応を取るか、注視していきたい、と述べた。この点に関連して、ある委員は、現在、労働時間が減少しているのは、企業が固定費を変動費化する努力を続けてきたことのひとつの表れと考えられる、と指摘し、雇用・所得面の調整は、過去と

やや異なる形で表れる可能性もある、との見解を述べた。また、別のひとりの委員は、職種・年齢などによる雇用のミスマッチが拡大しており、失業率はさらに上昇する可能性が高い、との見方を述べた。

ある委員は、生産の減少がはっきりしてくる中で、雇用・所得環境への懸念から消費者コンフィデンスの悪化が見られ、今後注意して見ていく必要がある、と述べた。一方、別の委員は、消費者コンフィデンスが悪化している中で、消費性向は、最近むしろ上昇している、と指摘したうえで、家計の一部に節約疲れが出ていることや、変化に対する期待感などが影響しているのではないかとコメントした。

この間、公共投資については、複数の委員が、年央までは増加するが、その後は、補正予算がなければ減少に向う公算が大きい、と述べた。また、住宅投資について、ひとりの委員は、既にピークアウトしており、減税効果にも反応しなくなっている、との見方を示した。

以上の議論を踏まえ、わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高く、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くなっている、との見方が共有された。

日本経済の先行きについては、引き続き米国経済や世界的な情報関連財需要の動向が大きな要因となる、という認識が多くの委員から示された。ある委員は、これに加えて、国内要因としては、新政権の構造改革に向けた取り組みなどを注視していきたい、と述べた。別の委員も、不良債権処理、国債発行残高の圧縮等を含め、構造改革の実体経済へのインパクトを分析し、その結果を委員を含めて共有していく必要がある、とコメントした。

米国経済については、良い材料と悪い材料が交錯しており、本年後半の回復というシナリオについて、現時点で判断するのは困難である、という認識が多くの委員から示された。

ひとりの委員は、第1四半期のGDPが予想以上に高い数字になったほか、家計部門が底固い動きを示すなど、良い材料が出ている一方で、これまで高い伸びを続けた労働生産性が第1四半期にマイナスをつけるなど、不安を残す材料もある、と指摘した。複数の委員は、株価や長期金利の上昇、ドルの底固さなどからみて、金融資本市場は、米国経済が最悪の状況に陥るリスクが減少しつつあると評価している、との見方を示した。

これに対して、ひとりの委員は、労働生産性の低下やエネルギー価格の上昇などのコストアップ要因が生じてきているが、これが今後本格的な雇用調整につながり、個人消費に悪影響が生じるおそれがある、ハイテク分野を中心に稼働率が低下する中、過去の過剰投資の結果、生産能力はなお拡大を続けており、今後の資本ストック調整は不可避である、と述べ、米国景気の調整が長引くリスクが高まっている、との見解を示した。別の委員は、家計負債が増加傾向にあること、消費関連分野でも過剰設備となっていること、逆資産効果による消費への影響が懸念されることなどを指摘し、ここ2～3か月が先行きを見る上で重要なポイントとなる、とコメントした。また、低公害型ガソリン在庫の減少や電力危機が広がるおそれなどを背景に、原油価格は目先30ドル台に乗せる可能性があり、エネルギー価格次第ではスタグフレーションに陥る可能性もある、と述べた。

さらに、米国のITブームの再来はありえず、あるとすればエネルギー関連投資のブームではないか、との見方を示した。

ある委員は、米国経済の減速の程度に比べて、わが国の生産・輸出の減少の程度が大きい、と述べた。そのうえで、わが国経済の先行きを見る上では、全体としての米国経済の回復度合いよりも、むしろ、情報通信分野の動向の影響が大きいのではないか、との見方を示した。

欧州経済について、ある委員は、生産・受注の伸びの落ち込み、製造業コンフィデンスの悪化など、企業部門の減速がみられる一方、エネルギーや畜産物価格の上昇など、先行きの物価上昇にも警戒が必要であり、両睨みの難しい局面にある、との見方を述べた。

以上のような景気情勢の下で、物価については、需給両面の要因により弱含みの動きが続いている、という認識で一致した。ある委員は、景気の弱さに加え、衣料品などの輸入競合品の価格低下やマイラインの影響も大きく、当面、こうした要因は大きくは変わらないとみられる、と指摘した。また、別の委員は、物価は、様々な要因により低下しているが、需要の弱さによる価格下落や構造調整の過程で「負け組」企業が安値攻勢をかけている点が、企業収益面に重くのしかかっている、と述べた。もうひとりの委員は、円安の効果で輸入物価は、前年比10%程度の上昇となっている一方、消費者物価段階では、輸入品、輸入競合品の価格低下が続いている、と指摘し、輸入による消費財の下落圧力は続いている、と述べた。

金融環境については、多くの委員から、前回会合と比べて、総じて一段と緩和方向に動いている、との認識が示された。

多くの委員は、長短金利は、ゼロ金利政策時並みかそれを下回るレベルまで低下しており、今回の政策は強力な緩和効果を発揮している、との見方を示した。このうちひとりの委員は、札割れが発生していることも、今回の資金供給額がいかに潤沢なものを端的に表している、と述べた。別の委員は、こうした金利の低下は、企業収益に対して、さらなる下支え効果を発揮している、との見方を示した。

また、何人かの委員が、社債・CPなどの資本市場を通じた資金調達環境が好転していることを指摘した。ある委員は、信用スプレッドが縮小していることから見て、投資家のリスクテイク活動を積極化させる効果は、ゼロ金利政策導入時より早く表れている、との見方を示した。また、別の委員も、今回の政策による各種金利の低下を受けて、個人が、株式投信、社債・地方債等への購買意欲を高めているほか、機関投資家も、低格付債や外債への投資を積極化し、債券投資のデュレーションの長期化を図るなど、リスクテイクが促進されている、と指摘した。

一方、貸出姿勢など金融機関行動の面では、複数の委員が、これまでのところ大きな変化はない、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、金融機関の信用リスクに対する警戒感は根強く、企業側も過剰債務の返済を優先しているため、マネタリーベースの伸びが、貸出やマネーサプライの伸びにはなかなかつなげていけない、と指摘した。

こうした議論を踏まえて、今回の緩和策を評価するには、さらにデータの蓄積を待って分析する必要があるが、金融資本市場では、概ね想定したような効果が表れ始めている、という認識が共有

された。

この間、株価については、何人かの委員が、金融緩和による金利の低下、米国株価の持ち直しに加えて、構造改革への期待が下支え要因となっている、と指摘した。ある委員は、日本銀行の金融緩和が市場に安心感を与えており、これが株価の上昇にも寄与している、との見方を示した。もっとも、複数の委員は、不良債権処理など構造改革の実現性についてはなお不透明感が強く、最近の株価動向は、こうした市場心理を反映している、と述べた。このうちひとりの委員は、構造改革が資本市場での評価を通じて経済にプラスに働くためにも、市場の信認が得られるような具体的なプランを策定し、実行に移していくことが重要である、と付け加えた。この間、別の委員は、チャート分析などの観点から、日本の株価は3月以来の短期の上昇局面が終了した、とコメントした。また、米国株価については、NYダウは2000年1月の過去最高値を更新する可能性もある、と述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

委員の認識は、景気は概ね想定の範囲内の動きを続けている、金融資本市場では金融緩和の効果が表れ始めている、として、当面現在の政策の効果を見極めていくべき局面にある、との見方で一致した。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。その上で、金融緩和措置の浸透状況、米国景気や情報関連財需要の動向、構造改革の進展度合いなどを注意深く見ていく必要がある、との認識が示された。ある委員は、民間の自助努力と財政・金融政策の合わせ技で、不良債権処理・構造改革をサポートし、これを通じて景気回復を達成するという道筋がどうなるか、まだまだ注視すべき局面にある、とコメントした。

また、最近、本行オペで札割れが生じている点についても議論された。多くの委員は、金融機関の資金余剰感が強い中で、ある程度予想されたことである、日本銀行当座預金残高を5兆円程度とするうえでも支障は生じていない、との認識を示した。このため、3月19日の決定の考え方に沿って、現時点では、長期国債買切りオペを増額する必要はない、と述べた。また、何人かの委員は、本日決定した措置等によって、資金供給がよりスムーズに行われるようになることを期待している、とコメントした。ただし、このうちひとりの委員は、オペ手段の改善を図っていくことは必要であるが、あらゆる無理をしてまで長期国債買切りオペを増額をしない、という印象を与えることは適当ではなく、増額するか否かに過度の注目を集めることにもなる、と付け加えた。また、もうひとりの委員は、買切りオペの増額について、日銀当座預金残高の目標を達成する手段としての有効性および、これとは別に、増額自体が金融資本市場に与える影響について、注意深く分析する必要がある、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、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、輸出の減少を背景に生産が減少している中で、在庫が増加しているなど、景気はさらに弱含んでいる。こうした中で、物価の下落が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、経済の回復が遅れている背景に、バランスシート調整や国民の将来への不安感などがあり、本格的な景気回復のためには構造問題への取り組みが不可欠である、と考えている。このため新たに発足した小泉内閣の下で「構造改革なくして景気回復なし」という考え方に立ち、経済・財政の構造改革を断行していく方針である。具体的には、不良債権問題について、2～3年以内に最終処理を目指すこととしている。また、財政構造改革については、財政健全化の第一歩として来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、歳出の徹底した見直しに努めることとしている。その後、わが国財政を持続可能なものとするため、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全力で取り組んでいく所存である。
- 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、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。

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。

- 景気認識と当面の経済運営に関しては、財務省の発言と同じである。
- 経済財政諮問会議においては、総理のリーダーシップの下、6月を目途に、来年度予算を初めとする今後の経済財政運営と経済・社会の構造改革に関する基本方針、いわゆる骨太の方針を作成する予定である。
- 日本銀行におかれても、需要の弱さに基づく物価下落圧力が強まる可能性に配慮しつつ、引き続き物価の安定の実現を目指して、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、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、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5月21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12、13日）の議事要旨が、全員一致で承認され、5月23日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成13年5月18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