

．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 10 月から 14 年 3 月までの間、計 9 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）¹⁷
山口 泰（副総裁）
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）

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 40、41）。

¹⁷ 平成 13 年 11 月 29 日会合は欠席。

(図表40) 会合において決定された金融市場調節方針

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
13年10月12日	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。	賛成多数(反対1)
10月29日		賛成多数(反対1)
11月16日		賛成多数(反対1)
11月29日		賛成多数(反対1)
12月19日	日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。 なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	賛成多数(反対1)
14年1月16日		賛成多数(反対1)
2月8日		賛成多数(反対1)
2月28日	日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。 なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、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)
3月20日		賛成多数(反対1)

(図表41) 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9月16日~10月15日	9 . 2	0 . 0 0 3	0 . 1 0 ^(注2)
10月16日~11月15日	8 . 8	0 . 0 0 2	
11月16日~12月15日	9 . 3	0 . 0 0 2	
12月16日~14年1月15日	1 3 . 5	0 . 0 0 2	
1月16日~2月15日	1 5 . 0	0 . 0 0 1	
2月16日~3月15日	1 4 . 9	0 . 0 0 1	
3月16日~4月15日	2 0 . 3	0 . 0 0 2	

(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) 9月19日より実施。

以下では、13年度下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相

(1) 概況

(金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、委員会は、金融経済月報の「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」における判断を、13年中は徐々に慎重化させたが、年明け後は判断を据え置き、3月には幾分上方修正した(図表42)。

(図表42) 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。
10月	わが国の景気をみると、 <u>生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも拡がっており、調整は厳しさを増している。</u> 加えて、米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている。
11月	わが国の景気をみると、 <u>生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にも及び始めており、調整は厳しさを増している。</u>
12月	わが国の景気は、 <u>輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している。</u>
14年1月	(前月と同じ)
2月	わが国の景気は、 <u>引き続き悪化している。</u>
3月	わが国の景気をみると、 <u>輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるが、全体としてなお悪化を続けている。</u>

(金融政策運営)

このような金融経済情勢のもと、10~11月の4回の会合では、米国テロ事件発生を踏まえて9月18日の会合で決定された金融市場調節方針(「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」)が維持された。これは、金融経済情勢に対する先行き不透明感が一段と高まり、金融機関や投資家の姿勢が慎重化するなど、流動性需要が引き続き不安定な状態にあるなか、

当面、特定の当座預金残高目標を定めずに、潤沢な流動性を機動的に供給していくことが適当と判断されたためである。

その後、12月18、19日の会合では、委員会は、景気は広範に悪化しており、当面、厳しい調整が続くものとみられるなか、金融市場では、株価やC P、社債の発行金利について信用度の違いを反映した格差が広がるなど、金融機関や投資家の姿勢が慎重化していることを受けて、追加的な緩和策を講じることが適当との判断に至った。具体的な日銀当座預金残高の目標については、市場の安定感醸成のために特定の残高目標への復帰が望ましい、期待に働きかける観点からは最近の実績を大幅に上回る必要がある、資金需要が不安定なもとで、需要減少にも対処できる必要がある、といった理由から、「10～15兆円程度」とすることが決定された。

さらに、2月28日の会合では、期末を控え、金融資本市場などの展開如何では、流動性需要がさらに高まる可能性があるなかで、デフレ・スパイラルに陥ることを未然に防ぎ、景気の持続的回復を目指すうえで、金融市場の安定確保に万全を期すことが極めて重要との見解が大勢を占めた。これを受けて、日銀当座預金残高目標を「10～15兆円程度」に据え置いたうえで、当面、期末にかけて、日銀当座預金残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う、3月1日から4月15日までの間、補完貸付制度の公定歩合による利用を全営業日について可能とする（時限的措置）といった措置が決定された¹⁸。

（2）「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表

10月29日の会合では、13年度から14年度にかけての「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、以下のような見方が共有された。

13年度下期中は、輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅な減少の影響が内需面に広がっていく可能性は高く、日本経済は厳しい調整過程を辿ることは避

¹⁸ この間、金融経済情勢についてより厳しい見方を示したひとりの委員は、13年度下期の9回の会合を通じて、会合で決定された水準を上回る当座預金残高を目標とする金融市場調節方針を提案したが、反対多数で否決された。

けられないとみられる。

14年度については、米国をはじめとする海外経済の回復時期が14年度前半になるとみれば、年度下期にかけて、わが国の輸出も回復に転じ、景気は全体として下げ止まりに向かうと考えられる。

しかしながら、海外経済の回復テンポは緩やかなものに止まると予想されるうえ、日本経済には様々な構造調整圧力が残っていることから、景気の明確な回復にはなお時間を要する可能性が高い。

物価については、需要面から低下圧力が強まりやすい状況にあり、供給面におけるコスト切り下げの動きが続くことと相俟って、13年度から14年度にかけても、なお緩やかな下落傾向が続く蓋然性が高い。

こうした「標準的なシナリオ」が下振れないし上振れする可能性（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、金融資本市場の動向、不良債権処理の進み方とその影響、経済・財政の構造改革の影響、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¹⁹として掲載される、13年度、14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。

¹⁹ 参考計表については、先行きの不確実性が従来以上に大きいことに鑑み、各政策委員は最大0.5%のレンジの範囲内で見通しを作成することとした。「大勢見通し」は、9名の政策委員の見通し値（各項目毎に計18個）のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、幅で示したものである（政策委員が単一の値で見通しを作成した場合は、当該値を2個と数える）。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	-1.6～-0.6	-1.5～-0.9	-1.3～-0.9
14年度	-1.7～+0.2	-1.9～-0.5	-1.7～-0.5

政策委員の大勢見通し

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	-1.2～-0.9	-1.2～-1.0	-1.1～-1.0
14年度	-1.1～+0.1	-1.3～-0.9	-1.3～-0.9

(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「展望レポート」という)が賛成多数で可決され²⁰、10月29日に公表された(第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合では、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様相

イ. 平成13年10～11月の会合

(厳しさを増す景気の調整)

10～11月にかけての会合では、米国におけるテロ事件の発生を契機に先行き不透明感が一段と高まるなか、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面に拡がり、ひいては個人消費にも及び始めるなど、景気調整はさらに厳しさを増している、との認識が概ね共有され、2か月続けて景気判断を前月に比べ慎重化させることを決定した。

景気の先行きについては、13年初来の輸出の減少を起点とする景気の調整が続くもとで、内需がさらに弱まっていくことは避けられず、同時に、輸出の一段の減少が景気を下押しする懸念も強まっている、との見方が概ね共有された。

²⁰ なお、ひとりの委員は、レポート全体の書き振りが楽観的過ぎる、米国など海外経済の回復時期を14年度前半と展望することはできない、との理由から反対した。

物価については、国内需給バランス面から、物価低下圧力が徐々に強まっていくとみられるほか、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。

金融面については、短期金融市場において、外銀や一部の地銀が資金放出意欲を低下させ、超過準備の動きが振れやすくなっていることなどを背景に、流動性需要が不安定となっていることが、多くの委員から指摘された。

(金融政策運営は現状維持)

10～11月の会合では、金融市場において流動性需要が不安定な状況が続いていることを踏まえ、9月18日会合で決定した、日銀当座預金残高の上限を定めない調節方針(「6兆円を上回る」)を維持し、機動的かつ潤沢に流動性を供給していくことを、賛成多数で決定した。

多くの委員は、景気調整が厳しさを増すなか、短期金利の限界的な低下を除けば、量的緩和策に期待された効果はあまりみられていないとの認識を示しつつも、現在の金融緩和の枠組みのもとで、もう少し効果を見極めたいとの見解を示した。

ロ . 12月18、19日会合

(景気の広範な悪化と金融面からのダウンサイド・リスクの高まり)

12月18、19日の会合では、輸出や設備投資の減少に加え、雇用・所得環境の悪化が明確化しているなかで、個人消費の弱さもはっきりしてくるなど、景気は広範に悪化しているとの見解が概ね共有され、景気判断を前月に比べさらに慎重化させた。

先行きについては、輸出環境の不透明感が強く、国内民需が全般に弱まっていくなかで、政府支出も基調的には減少傾向を続けることが見込まれており、今後、景気が悪化を続けることは避けられない、との見方がほぼ共有された。

そうしたなかで、金融システムや企業金融を巡るリスクなど、金融面に端を発するダウンサイド・リスクにとりわけ注意が必要であるとの見方でほぼ一致をみ

た。

(日銀当座預金残高の増額)

以上のような認識を踏まえ、全ての委員が、経済活動を下支えするとともに、金融面から実体経済活動に悪影響が及ぶリスクを減少させる観点から、金融政策面での対応を図ることが適当である、との見解で一致した。

具体的な対応について、多くの委員は、13年3月に決定した金融緩和の枠組みに基づき、日銀当座預金残高目標を引き上げる対応が基本となる、との見解を示した。そのうえで、目標額の設定方法や目標増額の実現可能性などの議論を経て、

市場の安定感醸成のために特定の残高目標への復帰が望ましい、市場参加者の期待に働きかける効果を狙うには、最近の実績を大幅に上回る目標値とする必要がある、日銀当座預金への需要がなお安定したとは言えず、資金需要が減少するような場合にも対処できるようにする必要がある、といった理由から、「10～15兆円程度」というレンジによる目標設定が適当である、との考え方に、多くの委員の見解は収斂した。なお、複数の委員は、実際の当座預金残高がレンジの下限にはり付くような事態を回避する努力が必要である、とした。

また、何人かの委員から、資金の円滑な供給を図るため、13年3月に決定した金融緩和の枠組みに沿って、長期国債の買い入れを増額することが適当であるとの意見が出された。増額幅についての議論を経て、最終的には、議長が月2千億円の増額を図るとの判断を示した。

(金融調節手段の拡充)

金融市場の安定的な機能を確保するとともに、緩和効果を補強する観点から、金融市場調節手段の拡充についても議論が行われた。

具体的な方策についての議論を経て、資産担保CP(ABCP)をCP買現先才への対象および適格担保とするため、実務的検討を早急に進めること、適格担保となるABSの範囲を拡大するため、実務的検討を早急に進めることが、賛成多数で決定された²¹。

²¹ ひとりの委員は、中央銀行が軽々に企業金融の分野に踏み込むことは適当ではなく、金融緩和は正統的な手段で行うべきである、ABS等の市場規模は小さく、限界的な効果し

また、本決定の趣旨のほか、当面、ＣＰ現先オペの積極的活用を図る、手形オペ（全店買入）のオファー頻度を引き上げる、国債買入オペ、国債借入（レポ）オペ、ＣＰ現先オペ、手形売出において輪番オファーを廃止し、全先に毎回オファーを行う、こと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。

八．14年1月15、16日、2月7、8日会合

（悪化を続ける景気）

1月15、16日、2月7、8日の会合では、輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、景気は引き続き悪化しているとの認識が概ね共有され、景気判断を維持した。

物価については、輸入物価は、国際商品市況の下げ止まりや為替円安を背景に、上昇に転じているものの、国内卸売物価、消費者物価、企業向けサービス価格はいずれも下落が続いており、総じて弱含みで推移しているとの見方が示された。

景気の先行きについては、今後も悪化を続けるものの、ＩＴ関連分野を中心に輸出や在庫面からの下押し圧力が弱まっていることもあって、「展望レポート」に示された「14年度下期にかけて、景気は全体として下げ止まりに向かう」との標準シナリオを大きくは逸脱していないとの認識が、複数の委員から示された。ただ、多くの委員は、米国をはじめとする世界経済の動向、金融システムと企業金融の動向やその実体経済への影響、などの下振れリスク要因に引き続き注意を払う必要があると指摘した。

（金融政策運営は現状維持）

以上のような認識を踏まえ、会合では、現状の金融市場調節方針を継続し、潤沢な資金供給を通じて市場の安定に努め、日銀当座預金残高の大幅な増額が金融機関行動や金融市場に与える影響を見極めるとともに、今後何らかの理由

か持たない、として反対した。

で流動性需要が増大するような場合には、それに対して機動的に対応することが必要である、との考え方が大勢となった。

また、1月15、16日の会合では、12月19日の委員会決定を受けて実務的検討が進められた、金融市場調節手段の拡充のためのオペ対象資産・適格担保の拡大²²が賛成多数で決定された²³。

二．2月28日会合

（金融資本市場の不安定化）

2月28日の会合では、「景気は引き続き悪化している」との判断を変更する必要はないとの見方が大勢を占めた。景気の先行きについては、海外経済の底打ちや国内在庫調整の進展などから、輸出・生産面からの下押し圧力は減じており、悪化テンポは徐々に和らいでいく、との見方が概ね共有された。

もっとも、金融環境については、大方の委員が、期末やペイオフ解禁を控え、金融システム、銀行経営に対する懸念が徐々に強まっていること、各種信用スプレッドの拡大、期末越え金利の強含みなど、金融資本市場がやや不安定化していること、株価も幾分持ち直しに転じているが引き続き不安定な地合いにあること、を指摘し、金融面の脆弱性に起因する景気のダウンサイド・リスクに細心の注意を払うべき局面になっているとの認識が共有された。

（期末に向けた一層潤沢な資金供給）

こうした認識を踏まえ、会合では、当面の金融政策運営については、期末に向けて一層潤沢な資金供給に努めるとともに、資金供給手段や担保面での工夫を併

²² A B C PのC P現先オペ対象化・適格担保化、A B Sの裏付け資産の拡大（不動産、住宅ローン債権の追加）、パス・スルー債券等の分割償還が行われることがある債券（住宅ローン債権を裏付けとするA B S、財投機関等債券等）の適格担保化。

²³ このほか、金融市場調節の一層の円滑化と資金供給能力の強化を図る観点から、長期国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直し、手形買入の対象先選定方式の見直しが全員一致で決定された（詳細については、5.5を参照）。

用しつつ、市場の安定確保と緩和効果の浸透に万全を期す必要がある、との見解が大勢を占めた。

まず、金融市場調節方針に関しては、前回会合から景気判断自体は変わっていないことから、大方の委員が「10～15兆円程度」との目標自体は変更する必要はない、との認識を示した。ただ、現下の市場動向を踏まえると、期末に向け、流動性需要の増大に応じて15兆円を大幅に上回る供給が必要となる可能性が高いという点も強く意識され、従来の「なお書き」より踏み込んで、目標を上回る資金供給を行っていく姿勢を調節方針のなかで明示し、市場参加者に安心感を与えることが適当である、との考え方が概ね共有された。

また、担保面に関して、日銀の資金供給力向上と期末流動性不安の除去の観点から、可能な範囲で適格担保の拡大を図ることが適当との意見が数多く出された。具体策としては、複数の委員が、かねてから金融機関から要望のあった預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向けの貸付債権を挙げた。

さらに、多くの委員がロンバート型貸付の活用にも言及し、期末越えの臨時措置として、公定歩合の適用期間を拡大することが適当であると述べた。

長期国債買い入れの増額についても議論が行われた。多くの委員は、札割れが多発するなかで、短期オペの負担を幾分軽減し、期末に向けて一層潤沢な資金供給に万全を期していく必要があること、さらに期明け後は資金需要が減退する可能性があること、の両面を踏まえ、ここで長期国債買い入れを増額しておくことは意義がある、との考え方を概ね共有し、増額幅について議論した。これを受けた執行部の判断として、議長が月8千億円ペースを1兆円ペースに増額したいとした。

こうした議論を経て、期末に向けて、金融市場の安定確保に万全を期すため、当面、日銀当座預金残高目標（10～15兆円程度）にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行うこと、ロンバート型貸付制度にかかる臨時措置として、3月1日から4月15日までの間、全ての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とすること²⁴、が賛成多数で決定された。

本決定の趣旨のほか、預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付

²⁴ 通常、1積み期間において5営業日を超える補完貸付の利用があった場合には、基準貸付利率（公定歩合）に2.0%を上乗せした罰則金利が適用されるが（「補完貸付基本要領」5.）、3月1日から4月15日までの間は、こうした規定にかかわらず、公定歩合による補完貸付の利用を認めた。

債権の適格担保化について、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を行いつつ、実務的検討を早急に進めること、長期国債の買い入れについて、現在の月8千億円ペースを1兆円ペースに増額すること、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。

ホ．3月19、20日会合

(景気判断の上方修正)

3月19、20日の会合では、足許の景気について、設備投資の減少が続いているほか、雇用・所得環境の厳しさが増していること等から、全体としてなお悪化を続けているが、海外経済の改善を背景に輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるとの見解で概ね一致し、景気判断を前月から幾分上方修正した。

景気の先行きについては、複数の委員が、14年度下期にかけて景気は全体として下げ止まりに向かうという「展望レポート」における標準シナリオに沿った展開である、との見方を示した。そのうえで、当面は、金融システムや雇用・所得環境の動き等に注意する必要がある、との認識でほぼ一致した。

ただ、多くの委員は、短期金融市場について、前回会合で決定した措置の効果もあって、期末にかけての流動性確保に対する不安感は後退し、全体として落ち着きを取り戻している、との評価を述べた。

(金融政策運営は現状維持)

こうした金融経済情勢を踏まえ、ほとんどの委員は、期末に向けた一層潤沢な資金供給を行いつつ、金融緩和効果を途切れなく浸透させるよう努めることが重要であり、現在の金融市場調節方針を継続することが適当、との考えを示した。なお、金融市場調節の運営方法や日銀当座預金残高の見通しについて、多くの委員は、少なくとも期末にかけては当座預金残高が増加することが見込まれるが、その後は、流動性需要の行方が不透明であるとして、市場の状況をよく見極めて金融調節に当たる必要がある、との認識を示した。

へ．金融政策のあり方を巡る議論

13年度下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。

（これまでの金融緩和策の効果）

会合では、日銀当座預金残高の増額がもたらした効果に関して、金利低下効果、ポートフォリオ・リバランス効果（資産価格の変動を促す効果）、期待形成に与える効果などの各論点について活発な議論が行われた。

多くの委員が、既に金利の低下余地は乏しくなっていたとはいえ、オーバーナイト金利やターム物金利のさらなる低下を促したほか、流動性確保に対する不安感を後退させ、市場の安定を確保する効果があったことを指摘した。ポートフォリオ・リバランス効果については、為替相場や株価に対して影響が表れ始めている可能性も指摘されたが、当座預金残高増額の直接的な影響なのかを判断することは難しいとの見方も示された。このため、これまでのところ量的緩和の明確な効果は確認されていないとの評価が多かった。期待形成の面では、現在の金融市場調節方式を消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比伸び率が安定的にゼロ%以上となるまで継続するというコミットメントの設定が、量的緩和の効果と相俟って、長期金利を低位に保つ役割を果たしているものの、民間経済主体の物価低下予想を反転させるには至っていないと指摘された。

ただし、そもそも金融政策の効果浸透にはラグを伴うことから、効果という観点ではもう少し時間をかけてみていく必要があるという点で、概ね認識が一致した。

（物価下落の捉え方と政策対応）

物価の下落が継続している原因や政策対応について、多くの議論が行われた。

まず、「インフレもデフレも貨幣的な現象であり、貨幣供給量の拡大が物価下落の防止に直ちに有効である」といった見解については、あくまで長期的あるいは恒等的な関係を示す貨幣数量方程式の考え方を、短期的な物価動向に当てはめて

論じることには無理があると指摘された。その際、わが国において、物価と量的金融指標との関係が短期的には極めて不安定化している事実によくの委員が言及した。そのうえで、フィリップス・カーブの理論が示すように、短期的な物価変動は、需給バランスの影響を大きく受けるので、デフレから脱却するためには、持続的な需要の成長を通じて需給バランスを改善していく必要があるという点で、概ね見解の一致がみられた。

こうした議論を踏まえて、物価下落を防止するための金融政策と他の経済政策の役割や関係などについても検討が行われた。会合では、物価の継続的な下落を食い止め、経済の持続的な成長を確保するためには、金融緩和だけでは限界があり、持続可能な形で総需要を喚起することが必要であるが、そのためには不良債権処理等による金融システムの強化が不可欠であり、中長期的には構造改革が重要である、との認識が概ね共有された。

ただし、議論の過程では、構造改革に向けた取り組みが、短期的には成長率や物価に対してマイナスの影響を及ぼす可能性があることも留意された。このため、経済・財政の構造改革や不良債権処理の影響が本格化する「集中調整期間」においては、ゼロ近傍の成長およびある程度の物価下落が続くことも避けられず、経済政策運営においては、デフレ・スパイラルの回避に最大限の注意を払うべきではないか、との指摘が行われた。

(長期国債買入オペの位置付け)

オペの札割れが頻発するなかで、長期国債買入オペの位置付けについても議論が行われた。

まず、この間逐次増加させてきた長期国債買入オペの狙いについては、あくまで昨年3月の枠組みに基づき、資金供給を円滑に行う手段として位置付けるべきであることが確認された。ただし、そのうえで、長期国債買入オペ増額に関する留意点として、他の短期オペの札割れが増加することで当座預金残高の増加に繋がらない可能性があることや、財政規律への懸念から金利上昇を招くリスクがあることに留意すべきであるとの指摘もなされた。

こうしたなかで、長期国債買入オペを長期金利に働きかける手段として位置付けるという考え方についても、何人かの委員が発言した。複数の委員が、市場の

混乱が予想される場合などの対応としては理論的には考えられるとしたが、国債格下げの可能性や財政の中期的な展望に対する市場の懸念を踏まえると、逆効果となるリスクも念頭におくべきであるとした。また、市場残高に対するオペの規模を踏まえると、長期国債の需給に与える効果はむしろ政府の国債管理政策の方が大きい、といった留意点も指摘された。

(様々な資産の購入策)

さらなる緩和手段として外債や民間債務を含めたより広範な資産の購入策について議論が行われた。

まず、外債購入については、11～12月の会合を中心に活発な議論が行われ、ひとりの委員から資金供給手段の多様化と供給力強化の観点から提案が行われた。外債購入を巡る具体的な論点としては、円滑に資金を供給するうえで外債買入れが必要な状況であるか、日銀法上、政府の為替介入政策との関係をどう整理するか、といった点が指摘された。検討の結果、会合では、潤沢な資金供給を続けていくうえで調節上の問題が生じている訳ではないため、現状そうした手段を導入する必要はないとの認識が概ね共有された。

また、民間債務等の様々な資産購入策についても議論が行われた。何人かの委員は、CPや社債を買い切ることが望ましくない、あるいは現段階ではその必要はないと述べた。その理由として、CPや社債の買い切りは「中央銀行による企業への無担保信用」であり、中央銀行資産の健全性や中立性といった観点から問題が多いこと、資金需要が乏しいなかで、日本銀行がこれらの手段により企業に資金を供給しても、民間銀行からの借り入れの返済に充当され、全体としての信用創造の拡大に繋がらないこと、を挙げた。こうした購入策は、資源配分に影響を与えるだけでなく、場合によっては補助金を交付するに等しい効果を持つことを踏まえると、実際には「金融政策」ではなく「財政政策」の範疇に属するものが多いとの指摘も行われた。

ただし、多くの委員が、資金供給手段の多様化については、効果、実現可能性、副作用などを踏まえて検討を進めておく必要があるとの見解を示した。

(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、引き続き議論が行われた。ひとりの委員は、9回の会合を通じて、物価水準ターゲットあるいはインフレーション・ターゲティングの導入を提案した。多くの委員は、現在の物価を巡る情勢や政策手段の制約を踏まえれば、現時点でこれを採用することは適当でないとの見方で概ね一致した。

ただし、ターゲットではないとしても、日本銀行として中長期的に望ましい物価安定の状態を数字で示す意味はあるのではないかと、あるいは、日本経済がデフレから脱却したあとで透明性向上の手段として検討すべきではないかとの指摘が行われ、この問題については、委員会として検討を継続していくこととされた。

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、平成 13 年度下期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする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、当座預金残高は期初の 10.9 兆円から期末には 27.6 兆円まで増加した。この間、日本銀行は、金融市場調節手段について適格担保の範囲やオペレーション対象資産の拡大などの措置を講じたほか、オペ運営上の工夫を行うことで円滑な資金供給に努めた。特に、平成 14 年入り後、資金供給オペにおいて、オペレーション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」が頻発したが、オペ回数の増加、期間設定の多様化、応札先ごとの入札限度額引き上げといった工夫によって当座預金残高目標を達成した。

金融調節手段ごとの特徴をみると、短期国債買入が引き続き高水準で推移したほか、会合での方針を踏まえ、手形買入（全店買入）²⁵が大幅に増加し、残高ベースでは手形買入（本店買入）²⁶と並ぶ資金供給手段となった。

また、長期国債の買い入れについては、13 年 3 月に決定した金融緩和の枠組みに沿って、資金の円滑な供給を図るため、12 月 18、19 日および 2 月 28 日の会合で、それぞれ月 2 千億円ずつ増額することとし、3 月分より月 1 兆円ペースとなった（詳細については、2. を参照）。

下期中の金融市場調節の実施状況の推移をみると、日本銀行は、9 月 18 日の会合で決定した金融市場調節方針（「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」）に基づき、下期入り後も潤沢な資金供給を継続した。この結果、実際の日本銀行当座預金残高は 6 兆円を大きく上回り、12 月中旬までの間、概ね 8 兆円から 10 兆円の間で推移した。

²⁵ 手形買入のうち、日本銀行本店および支店の当座預金取引先である金融機関等を対象とするもの。地方所在の金融機関等も含めて幅広く安定的な資金供給を行うために、平成 13 年 7 月に導入されたオペレーション手段であり、比較的長めの短期資金の供給を行う手段として活用している。平成 14 年 3 月末時点で 125 の金融機関等を対象として実施している。

²⁶ 手形買入のうち、日本銀行本店の当座預金取引先である金融機関等を対象とするもの。主として、短期的な資金不足への対応や即日オペなどの機動的な資金供給手段として活用している。平成 14 年 3 月末時点で 40 の金融機関等を対象として実施している。

その後、12月18、19日の会合では、日本銀行当座預金残高の目標を10～15兆円程度となるように引き上げ、あわせて、CP現先オペの積極的な活用、資産担保CP（ABCP）のCP現先オペ対象および適格担保への追加、資産担保債券（ABS）の適格担保範囲の拡大²⁷、手形買入オペ（全店買入）のオファー頻度引き上げなど²⁸の金融市場調節手段の拡充を決定した（詳細については、5.を参照）。

こうした新たな金融市場調節方針を受け、日本銀行当座預金残高を年末に15.6兆円に達したあと、年明け後も概ね目標レンジの上限である15兆円前後で推移した。

2月28日の会合では、10～15兆円程度という日本銀行当座預金残高目標を維持したうえで、「当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」ことが決定された。あわせて、補完貸付制度（いわゆるロンバート型貸付）における公定歩合の適用期間拡大、適格担保拡大の検討（預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化）²⁹も決定された。

これを受け、日本銀行当座預金残高は、3月半ばから次第に増加し、期末日にはいわゆる「コンピューター西暦2000年問題」に対応して日本銀行当座預金残高を大幅に増加させた平成12年1月初の実績（23.6兆円）を上回り、既往ピークとなる27.6兆円に達した。

²⁷ 1月15日、16日の会合において、「適格担保取扱基本要領」が一部改正され、資産担保CP等の適格担保化が決定された。

²⁸ さらに、1月15日、16日の会合において、手形買入オペの対象先選定方式の見直しが決定され、手形買入（全店買入）の対象先選定の頻度が、従来の「年1回」から「年間を通して実施」に変更された。これに伴い、手形買入（全店買入）への参加を希望する先は、一定の要件を満たせばいつでも対象先となることが可能となった。

²⁹ 3月19、20日の会合において、「適格担保取扱基本要領」が一部改正され、預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向けの貸付債権の適格担保化が正式決定された。

(図表 43) 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 (本店)	手形買入 (全店)	補完貸付	短期国債 売現先 [○]	短期国債 売却才 [○]	手形売出 才 [○]
12年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	13.5	0.8	-	0.0	0.0	4.8
8月末	1.0	25.7	10.3	2.4	12.4	3.2	-	0.0	0.0	5.7
9月末	1.5	23.1	12.4	2.0	11.7	5.6	-	0.0	0.0	0.5
10月末	0.0	21.5	11.3	1.6	10.2	7.2	-	0.0	0.0	2.5
11月末	0.0	22.4	10.5	2.0	8.7	8.8	-	2.0	0.0	1.9
12月末	0.5	21.4	11.0	3.6	11.1	9.6	-	0.0	0.0	0.3
14年1月末	0.0	22.8	9.7	3.9	15.9	11.2	-	0.0	0.0	3.6
2月末	0.0	29.8	8.4	3.0	15.2	14.6	-	0.0	0.0	6.0
3月末	0.0	31.2	8.5	3.5	14.4	15.1	-	0.0	0.0	0.0

(注 1) 「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。

(注 2) 「手形買入(全店買入)」は平成13年7月より開始。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

13年度下期の日本銀行のバランスシートは、当座預金・発行銀行券が前年を上回ったことや、現先取引の会計処理を変更し、売現先勘定を新設した³⁰こと等を反映して、前年を上回る規模で推移し、14年3月末の総資産残高は138.6兆円（前年比+20.4%）となった。

（図表44）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、%

	13年3月末	13年9月末	14年3月末
（資産）			
買現先勘定	()	3.5 (皆増)	3.5 (皆増)
買入手形	11.4 (93.5)	17.3 (5.7倍)	29.5 (2.6倍)
国債借入担保金(=国債借入オベ残高)	18.5 (2.3倍)	12.4 (52.4)	8.5 (-53.9)
保管国債(=国債借入オベに伴うもの)	17.6 (2.3倍)	(皆減)	(皆減)
国債	57.7 (-22.6)	75.8 (27.9)	86.7 (50.1)
貸付金	1.0 (-21.3)	0.6 (-12.0)	1.0 (-1.9)
資産計	115.1 (8.4)	115.6 (35.5)	138.6 (20.4)
（負債・資本）			
発行銀行券	58.7 (2.7)	59.7 (7.2)	67.9 (15.7)
当座預金	5.8 (-68.3)	12.5 (2.4倍)	27.6 (4.7倍)
政府預金	22.1 (69.4)	15.5 (74.8)	12.9 (-41.4)
売現先勘定	()	20.5 (皆増)	22.3 (皆増)
売出手形	4.4 (15.4)	0.5 (-78.6)	0 (皆減)
借入国債(=国債借入オベに伴うもの)	17.6 (2.3倍)	(皆減)	(皆減)
負債・資本計	115.1 (8.4)	115.6 (35.5)	138.6 (20.4)

³⁰ これまで、日本銀行では、取引先金融機関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、また国債借入オベ（いわゆるレポ・オベ）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、13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も、13年度下期のバランスシートの規模を拡大する一因となった。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
- （2）国債借入オベにかかる資産サイドの「保管国債」、負債サイドの「借入国債」の廃止

以下では、13年度下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、14年3月末の残高は前年比+20.4%の138.6兆円となった。これは、その時々 of 金融市場調節方針のもとで、長期国債買入オペのほか、短期国債買入オペ、手形買入オペ、国債借入オペなどを活用して、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、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、上期同様TB（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TB（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）の残高は、14年3月末で1.0兆円（前期末0.6兆円）となった。

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、14年3月末時点で67.9兆円と前年を15.7%上回った。当座預金については、14年2月28日の会合での決定のもとで、潤沢な資金供給を行ったため、14年3月末の残高は27.6兆円と前年の4.7倍となった。この間、政府預金の残高は、国庫の運営上発生した余裕金の減少を受けて、14年3月末には12.9兆円と前年を41.4%下回った。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更³¹

(1) 適格担保の拡大

日本銀行は、金融調節手段の拡充を図るため、平成13年度下期中、二度にわたり適格担保の範囲を拡大する措置を講じた。

すなわち、12月18、19日の会合において、金融市場調節手段を拡充する措置の一環として、資産担保CP（ABCP）のCP現先オペの対象資産化・適格担保化、適格担保とされる資産担保債券（ABS）の範囲の拡大（裏付け資産として住宅ローン債権、不動産を追加）³²について、実務的検討を早急に進め、決定会合の議を経て実施に移す旨を決定し、公表した。

これを受け、日本銀行は、1月15、16日の会合において、「適格担保取扱基本要領」を一部改正するとともに、関連する手続や事務体制の整備等、所要の準備を行った。その後、2月4日より、ABCPおよび住宅ローン債権・不動産を裏付け資産とするABSについて適格性判定を開始した。

さらに、日本銀行は、2月28日の会合において、金融市場の安定確保に万全を期すこと等の観点から、預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化について、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を行いつつ、実務的検討を早急に進める旨を決定し、公表した。これを受け、日本銀行では、3月19、20日の会合において、「適格担保取扱基本要領」を一部改正するとともに、関連する手続や事務体制の整備等、所要の準備を行った。この間、財務省、預金保険機構では、新規借入分について借入の際の条件としていた譲渡制限を廃止する等の措置を講じたことから、日本銀行では3月26日より担保差入を受け付けている。

³¹ 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。

³² 従来は、リース料債権、クレジット債権、社債、企業向け貸出債権を裏付けとするABSを適格担保の対象としていた。

(2) 長期国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直し

日本銀行は、1月15、16日の会合において、国債買入オペの対象となる利付国債の範囲を、「発行後1年以内のものを除く」から、「発行後1年以内のもののうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」ものに拡大することを決定し、17日から実施した。

日本銀行では、国債買い入れが実質的な国債引受けと受け取られることのないよう、市場において十分取引された銘柄を買い入れている。こうした観点から、これまでは発行後1年を超える銘柄を買い入れの対象としてきた。しかし、現在の国債市場をみると、価格競争入札の導入・拡大が進められたほか、入札直後から売買が活発になされるなど、市場整備が格段に進んだため、発行直後の2銘柄を除けば、市場で十分な取引がなされたと判断できるようになった。対象銘柄の見直しは、こうした近年における国債の発行・流通市場の整備状況を踏まえ、金融調節の一層の円滑化を図る観点から実施したものである。

(3) 手形買入の対象先選定方式の見直し

日本銀行は、1月15、16日の会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入の対象先選定方式の見直しを決定した。具体的には、手形買入（全店買入）の対象先選定の頻度を、「年1回」から「年間を通して実施」に変更することとし、手形買入（全店買入）への参加に意欲をもつ先は、一定の要件さえ満たせば、いつでも対象先となることを可能とした。また、手形買入（全店買入）の残高が手形買入（本店買入）に匹敵する水準まで増加していることに鑑み、手形買入（本店買入）の対象先選定基準に、手形買入（全店買入）の落札実績を加えることとし、希望先の落札能力をより正確に把握できるようにした。

・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等

(平成13年10月12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。

(別 添)

平成13年10月12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6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。

(13年10月29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。

(別 添)

平成13年10月29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6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。

(13年10月29日決定)

「経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年10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10月29日

日 本 銀 行

経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年10月)¹

(経済・物価情勢の将来展望)

(1) 本年度から来年度にかけてのわが国の経済や物価の動向を展望する場合、米国テロ事件やその後の諸情勢の展開が世界経済に与える影響、わが国が取り組もうとしている構造改革や財政再建の内容・スピードなど、不確実な要因が従来以上に多い点に留意する必要がある。

この点を十分認識したうえで、まず、本年度下期を展望すると、輸出の落ち込みを起点とした生産の大幅な減少の影響が内需面に広がっていく可能性は高く、日本経済は厳しい調整過程を辿ることは避けられないとみられる。

来年度については、米国をはじめとする海外経済の回復時期が来年度前半になるとみれば、標準的なシナリオとしては、年度下期にかけて、わが国の輸出も回復に転じ、景気は全体として下げ止まりに向かうと考えられる。しかしながら、その場合でも、海外経済の回復テンポは緩やかなものに止まると予想されるうえ、日本経済には様々な構造調整圧力が残っていることから、景気の明確な回復にはなお時間を要する可能性が高い。

このような実体経済の動向を反映して、物価は、需要面から低下圧力が強まりやすい状況にあり、供給面におけるコスト切り下げの動きが続くことと相俟って、本年度から来年度にかけても、なお緩やかな下落傾向が続く蓋然性が高い。

¹ 「経済・物価の将来展望とリスク評価(2001年10月)」は、10月29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。

(2) 需要項目別の動きを展望すると、次のとおりである。

公共投資は、現時点で入手可能な情報から判断する限り、本年度に続き来年度もさらに減少する見通しである。輸出は、米国・東アジア諸国をはじめとする海外経済の調整が長期化していることから、本年度中は大幅に減少するとみられる。来年度については、海外経済が緩やかに回復するとすれば、それに伴い、いずれ輸出も増加に転じると考えられる。

こうした中、来年度上期にかけて、在庫調整圧力が残存し、生産は減少傾向を辿る公算が高いと予想される。企業収益は減少を続け、設備投資もIT関連分野を中心に減少傾向を辿る可能性が高い。こうした企業部門における調整の影響を受け、家計部門の雇用・所得環境の悪化が見込まれ、それに伴い個人消費は次第に弱まっていくと考えられる。したがって、来年度下期にかけて輸出主導で景気が下げ止まりに向かう場合でも、内需の回復にはなお時間を要するものとみられる。

(3) 金融面の動きを展望すると、日本銀行による強力な金融緩和政策の結果、金融市場では極めて緩和的な状況が維持されるとみられる。しかし、上記のような総需要の停滞傾向や、企業の過剰債務圧縮の動きが続くもとでは、こうした金融緩和が資金需要の増加に繋がることは想定しにくい。一方、金融機関サイドでは、自らの財務状態の改善を図るため、借り手のリスクと収益性をより正確に反映した貸出金利の設定努力を継続するものとみられる。

このような状況のもとで、民間銀行貸出は、弱めの動きを続けるとみられる。他方、マネーサプライは、低金利のもとでの流動性預金に対する高水準の需要や、金融機関による国債投資を背景に、経済活動との対比では相対的に高めの伸びを維持すると考えられる。

(4) 物価について、まず、需給バランスをみると、日本経済の短期的な供給能力の伸びが年1%台に低下している可能性が高いが、そのもとでも、前述のような需要見通しを前提とすると、需給ギャップは来年度にかけて拡大する公算が高く、物価下落圧力は持続すると考えられる。この間、海外からの安値輸入品の流入、規制緩和、流通合理化等の供給サイドの要因は、引き続き物価を低下させる方向に作用するとみられる。

各種の物価指数は、これらの要因を反映して、緩やかな下落傾向を辿り、本年度および来年度の国内卸売物価や消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マイナスを続ける見通しである。

以上のような景気・物価情勢を踏まえると、名目所得の伸びはマイナスが

続くとみられる。

(経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価)

(5) 金融政策運営に当たっては、上記のような展望を、先行きの経済・物価動向について最も蓋然性が高い標準シナリオとして想定している。しかし、内外経済の直面する不確実性の大きさを考慮すると、標準シナリオの評価に当たっては、以下に述べるような下振れないし上振れとなる可能性(リスク要因)を、従来以上に念頭に置いておく必要がある。

第1のリスク要因として挙げられるのは、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。

前述の標準的なシナリオでは、海外経済の回復時期は来年度前半としたうえで、その回復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、IT関連の調整が一段と長期化したり、米国テロ事件が直接・間接に、企業および家計の心理面や生産、支出活動に一過性に止まらないような悪影響を及ぼすことになれば、海外経済の調整がより広範でかつ深いものとなるリスクがある。その場合には、わが国の輸出・生産がさらに落ち込むと考えられる。また、日本経済の回復の遅れ自体が海外の景気回復を遅らせる要因となりうる点にも、留意が必要である。

一方で、米国の積極的な金融・財政政策の効果などから、米国経済ひいては海外経済が比較的速やかに回復する可能性もある。その場合には、来年度以降、わが国の輸出・生産へのプラスの影響が強まると予想される。

(6) 第2のリスク要因としては、金融資本市場の動向が挙げられる。

各国の金融資本市場は、IT関連を中心とした株価の調整が続いていたところへ、米国テロ事件の影響が加わり、株価の一段の下落、社債やエマージング諸国債券の信用スプレッドの拡大、米ドルの対主要通貨での下落、さらには一部の市場では流動性が低下する現象もみられた。株価や米ドル相場は概ねテロ事件以前の水準に戻っているが、今後、世界経済の調整が長期化する見通しが強まる場合には、投資家のリスク回避の動きがさらに広がるなど、世界の金融資本市場において不安定な状態が続く可能性は否定できない。そうしたもとで、エマージング市場を含めて、国際的な資金の流れに変調を来たす可能性もある。わが国でも、9月以降、金融機関の流動性需要が高まったり、低格付社債の信用スプレッドが拡大する現象がみられており、そのような状態が続くことも考えられる。

こうした中で、国内の株価がさらに下落すれば、企業・家計のコンフィデンスの悪化や金融機関の融資スタンスへの影響を通じて、わが国の景気に悪影響が及ぶ恐れがある。また、米国経済の先行き不透明感を背景に大幅な円高が生じれば、わが国の輸出や企業収益にマイナスに作用することになる。

(7) 第3のリスク要因としては、不良債権処理の進み方とその影響が挙げられる。

まず、金融機関の不良債権処理や、それと表裏の関係にある企業の過剰債務解消の動きが一段と進展する場合には、短期的には、企業倒産や失業の増加などが生じる可能性がある。しかし、そうした不良債権問題の改善が、金融システムの機能強化に資するものとして、内外の金融資本市場で前向きに評価される場合には、様々なルートを通じて、経済にプラスの効果が及ぶ可能性が高い。とくに、金融仲介機能の回復が期待されるようになれば、日本銀行が現に行っている強力な金融緩和政策の効果が十分活かされる基盤が整うことになる。

逆に、景気の調整長期化や株価・地価の下落を背景に、多額の不良債権が新規に発生したり、既存の不良債権の処理が遅れる場合には、わが国の金融システムに対する信認が低下し、これが実体経済に対しても深刻な悪影響を及ぼすリスクがある。

(8) 第4のリスク要因としては、経済・財政の構造改革の影響が挙げられる。

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である。この点、政府において、「改革工程表」や「改革先行プログラム」が作成されるなど、現在、様々な分野で構造改革の具体化に向けた動きが始まっている。構造改革の推進は、短期的には、企業倒産や失業の増加を招く恐れがあるが、一方、構造改革への道筋が明らかになり、これが内外市場の日本経済への信認向上や国民の将来に対する不安感の緩和に繋がれば、企業や家計の支出増加といったプラスの効果が前倒しで実現するという、二面性を有している。

財政構造改革の帰趨も、景気や物価の先行きに大きな影響を与える。まず、財政支出は需要項目のひとつであることから、短期的には財政構造改革の内容やスピード如何によって、需要への直接的なインパクトは異なり、景気に与える影響も違ってくる。より長期的な観点からは、わが国の政府債務が高水準であるだけに、財政規律に対する投資家の信認は重要な要因である。仮に、投資家の信認が低下するようなことがあれば、長期金利の上昇や、それ

に伴う金融機関経営への悪影響が、経済活動を下押しする可能性がある。逆に、財政再建に向けた長期的な展望が示されるとともに、民間需要を引き出す方向で財政支出の内容が見直されれば、景気にプラスに作用すると考えられる。

以 上

(参 考)

政策委員の大勢見通し²

対前年度比、%。()内は4月時点。

	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	-1.2～-0.9 (+0.3～+0.8)	-1.2～-1.0 (-0.9～-0.6)	-1.1～-1.0 (-0.8～-0.4)
2002年度	-1.1～+0.1	-1.3～-0.9	-1.3～-0.9

(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 今回、先行きの不確実性が従来以上に大きいことに鑑み、各政策委員は最大0.5%のレンジの範囲内で見通しを作成することとした。「大勢見通し」は、9名の政策委員の見通し値(各項目毎に計18個)のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、幅で示したものである(政策委員が単一の値で見通しを作成した場合は、当該値を2個と数える)。また、政策委員全員の見通しの幅は下表のとおりである。

なお、消費者物価指数の見通しは、4月時点では1995年基準、今回は2000年基準で作成した(2001年入り後の前年比下落率をみると、新基準は旧基準に比べて0.3%ポイント程度拡大している)。

対前年度比、%。()内は4月時点。

	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	-1.6～-0.6 (-0.1～+1.0)	-1.5～-0.9 (-1.5～-0.5)	-1.3～-0.9 (-1.0～-0.3)
2002年度	-1.7～+0.2	-1.9～-0.5	-1.7～-0.5

(13年11月16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。

(別 添)

平成13年11月16日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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。

(13年11月29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。

(別 添)

平成13年11月29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6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。

(13年12月19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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

(平成13年12月19日決定)

金融市場調節手段の拡充に関する件

(案 件)

金融市場調節手段の拡充を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。
対外公表文は別途決定すること。

記

1. A B C PをC P買現先オペの対象および適格担保とするため、実務的検討を早急に進めること。
2. 適格担保となるA B Sの範囲を拡大するため、実務的検討を早急に進めること。

(13年12月19日決定)

「金融市場調節方針の変更等について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し、別添のとおり対外公表すること。

(別 添)

2001年12月19日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更等について

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、主たる操作目標である日本銀行当座預金残高を増額するとともに、金融市場調節手段を拡充する措置を講ずることとした(別紙)。
2. わが国の景気は広範に悪化しており、先行きについても、当面、厳しい調整が続くものとみられる。こうしたなかで、金融市場では、株価やCP、社債の発行金利について信用度の違いを反映した格差が広がるなど、金融機関や投資家の姿勢が慎重化している。
3. このような動きは、経済・産業面での構造改革や金融システム健全化の途上で避けられない面がある。しかし、そうした動きが行き過ぎ、健全な企業の資金調達環境が厳しくなると、実体経済や物価をさらに下押しすることが懸念される。
4. 本日の措置は、こうした点を念頭において、金融市場の安定的な機能を確保し、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとするために講じたものである。
5. 日本銀行は、物価の継続的な下落を防止するとともに、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、今後とも実体経済面の動向や金融市場の状況を注視しつつ、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。

(別紙)

1. 金融市場調節方針の変更(別添)

日本銀行当座預金残高が10~15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

2. 長期国債買い入れの増額

これまで月6千億円(年7.2兆円)ペースで行ってきた長期国債の買い入れを月8千億円(年9.6兆円)ペースに増額する。

3. 金融市場調節手段の拡充

(1) コマーシャルペーパー(CP)、資産担保債券(ABS)の一層の活用

当面、CP現先オペの積極的活用を図る。

資産担保CP(ABCP)をCP現先オペの対象および適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。

住宅ローン債権、不動産を裏付け資産とするABSを適格担保に加えるための実務的検討を早急に進め、準備が整い次第、決定会合の議を経て、実施に移す。なお、従来は、リース料債権、クレジット債権、社債、企業向け貸出債権を裏付け資産とするABSを適格担保の対象としていた。

(2) 金融市場調節の運営面の改善

手形オペ(全店買い入れ)のオファー頻度を引き上げる。

国債買い入れオペ、国債借り入れ(レポ)オペ、CP現先オペ、手形売出において輪番オファーを廃止し、今後、全先に毎回オファーを行う。

(別 添)

平成13年12月19日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

(13年12月19日承認)

平成14年1月から6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14年1月から6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12月19日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成14年1月～6月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注) (議事要旨公表)
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>) — (4月16日<火>)
3月	3月19日<火>・20日<水>	3月22日<金> (5月7日<火>)
4月	4月10日<水>・11日<木> 4月30日<火>	4月12日<金> (5月24日<金>) — (6月17日<月>)
5月	5月20日<月>・21日<火>	5月22日<水> (7月1日<月>)
6月	6月11日<火>・12日<水> 6月26日<水>	6月13日<木> 未定 — 未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2002年4月)」は、4月30日<火>に公表の予定。

(14年1月16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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

(別 添)

平成14年1月16日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

(14年2月8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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

(別 添)

平成14年2月8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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

(14 年 2 月 28 日 決 定)

金融機関のいわゆる流動性預金に関する金利の最高限度
の定めの変更に関する件

(案 件)

- 1 . 臨時金利調整法第 2 条第 2 項の規定による平成 1 4 年 2 月 2 1 日付発議に
基づき、金融機関のいわゆる流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変
更については、金融審議会の答申 (別添) のとおりとし、別紙 1 のとおり決
定すること。
- 2 . 金融庁長官及び財務大臣に別紙 2 のとおり報告すること。

(別 添)

平成 1 4 年 2 月 2 5 日

日 本 銀 行 政 策 委 員 会
議 長 速 水 優 殿

金 融 審 議 会
会 長 貝 塚 啓 明

平成 1 4 年 2 月 2 2 日付をもって金融審議会に諮問された、金融機関の預貯
金等の金利の最高限度の定めの変更に関し審議し、その結果について別紙のと
おり答申をとりまとめましたので、ここに提出いたします。

別 紙

金融機関の流動性預金金利の最高限度の定めに関する答申

預金保険法（昭和46年法律第34号）及び農水産業協同組合貯金保険法（昭和48年法律第53号）に基づく預金等の全額保護の特例措置が終了し、流動性預金について平成14年度も全額保護の特例措置が講ぜられることに伴い、臨時金利調整法に基づく金融機関の預貯金等の金利の最高限度の定めを下記1.のとおりに変更し、下記2.により実施することが適当と思われる。

記

1. 平成14年4月1日から平成15年3月31日までに限り、金融機関（預金保険法（昭和46年法律第34号）第2条第1項に規定する金融機関及び農水産業協同組合貯金保険法（昭和48年法律第53号）第2条第1項に規定する農水産業協同組合をいう。以下この号において同じ。）の次に掲げる預金（預金保険法施行令（昭和46年政令第111号）附則第2条の2に規定する預金等を除く。）及び貯金（農水産業協同組合貯金保険法施行令（昭和48年政令第201号）附則第3条に規定する貯金等を除く。）の利率の最高限度

イ 普通預金又は普通貯金（以下「普通預金等」という。）
別表第1に定めるところによるものとする。

ロ 別段預金又は別段貯金（以下「別段預金等」という。）
別表第2に定めるところによるものとする。

別表第1

項	金融機関	利率の最高限度
1	次項から第5項までに掲げる金融機関以外の金融機関	基準定期預金等の店頭表示利率（複数の基準定期預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も低いもの。以下同じ。）。ただし、基準定期預金等の店頭表示利率から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値が変動値を上回る場合には、基準日における基準定期預金等の店頭表示利率に変動値を加算した利率。

2	基準日において、特別普通預金等を取り扱っていた金融機関（次項に掲げる金融機関を除く。）	基準定期預金等の店頭表示利率に、基準日における特別普通預金等の店頭表示利率（複数の特別普通預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も高いもの。以下この欄において同じ。）から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値を加算した利率。ただし、基準定期預金等の店頭表示利率から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値が変動値を上回る場合には、基準日における特別普通預金等の店頭表示利率に変動値を加算した利率。
3	基準日において、基準定期預金等の店頭表示利率を下回る店頭表示利率を適用していた普通預金等及び特別普通預金等を取り扱っていた金融機関	基準日において、基準定期預金等の店頭表示利率を下回る普通預金等については第1項の利率の最高限度の欄に規定する利率とし、特別普通預金等については前項の利率の最高限度の欄に規定する利率とする。
4	基準日において、普通預金等を取り扱っており、かつ、基準定期預金等を取り扱っていない金融機関	基準日における想定定期預金等利率に変動値を加算した利率。
5	基準日において、普通預金等及び基準定期預金等を取り扱っていない金融機関	基準週に公表された定期預金平均利率に変動値を加算した利率。

(注) 1. 基準定期預金等とは、当該金融機関の最も小口の預入期間が1年の固定自由金利定期預金及び定期貯金をいう。

2. 基準日とは、平成14年2月25日をいう。ただし、同日より後に新たに営業を開始する金融機関については、最初の営業日を基準日とし、同日より後に金融機関に係る合併、分割又は営業若しくは事業の譲渡（以下「合併等」という。）が行われた場合における合併後存続する金融機関、合併により設立される金融機関、分割により営業若しくは事業を承継する金融機関又は営業若しくは事業を譲り受ける金融機関については、合併等を行う日を基準日とする。

3. 変動値とは、基準週以降に公表された直近の定期預金平均利率（公表日の翌日から起算して6日（公表日が平成14年12月第4週における

場合は10日)を経過したもののうち直近のもの)から基準週に公表された定期預金平均利率を控除した値(当該値がない場合又は負の場合には零とみなす。)

4. 基準週とは、基準日を含む週をいう。
5. 定期預金平均利率とは、日本銀行がインターネットを利用して公表する預入金額が300万円未満であって、預入期間が1年の定期預金の1週間平均年利率をいう。
6. 特別普通預金等とは、基準日において、当該金融機関の基準定期預金等の店頭表示利率を超える店頭表示利率(店頭表示利率に上乗せ利率を加算するもの(当該上乗せ利率を加算する取扱期間の定めがないものに限る。))として広く一般に取り扱っている普通預金等に適用している店頭表示利率に上乗せ利率を加算した利率を含む。)を適用している普通預金等をいう。
7. 想定定期預金等利率とは、当該金融機関の普通預金等の店頭表示利率(複数の普通預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も高いもの)に、基準週に公表された定期預金平均利率から基準週に日本銀行がインターネットを利用して公表した普通預金の1週間平均年利率を控除した値を加算した利率をいう。

別表第2

項	別段預金等	利率の最高限度
1	次項に掲げる別段預金等以外の別段預金等	当該金融機関の普通預金等に適用される利率の最高限度。ただし、別表第1第3項に掲げる金融機関については、別表第1第1項の利率の最高限度の欄に規定する利率とする。
2	平成14年2月25日において締結している別段預金等に係る契約であって、契約上現に利率が定められている別段預金等(金融機関が利率を任意に変更し得るものを除く。)	当該契約において定める利率。

2. 実施日

平成14年4月1日

(別紙1)

臨時金利調整法に基づく金融機関の預貯金等の金利の最高限度の定めを下記
1. のとおり変更し、下記2. により実施する。

記

1. 平成14年4月1日から平成15年3月31日までに限り、金融機関（預金保険法（昭和46年法律第34号）第2条第1項に規定する金融機関及び農水産業協同組合貯金保険法（昭和48年法律第53号）第2条第1項に規定する農水産業協同組合をいう。以下この号において同じ。）の次に掲げる預金（預金保険法施行令（昭和46年政令第111号）附則第2条の2に規定する預金等を除く。）及び貯金（農水産業協同組合貯金保険法施行令（昭和48年政令第201号）附則第3条に規定する貯金等を除く。）の利率の最高限度

イ 普通預金又は普通貯金（以下「普通預金等」という。）

別表第1に定めるところによるものとする。

ロ 別段預金又は別段貯金（以下「別段預金等」という。）

別表第2に定めるところによるものとする。

別表第1

項	金融機関	利率の最高限度
1	次項から第5項までに掲げる金融機関以外の金融機関	基準定期預金等の店頭表示利率（複数の基準定期預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も低いもの。以下同じ。）。ただし、基準定期預金等の店頭表示利率から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値が変動値を上回る場合には、基準日における基準定期預金等の店頭表示利率に変動値を加算した利率。

2	基準日において、特別普通預金等を取り扱っていた金融機関（次項に掲げる金融機関を除く。）	基準定期預金等の店頭表示利率に、基準日における特別普通預金等の店頭表示利率（複数の特別普通預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も高いもの。以下この欄において同じ。）から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値を加算した利率。ただし、基準定期預金等の店頭表示利率から基準日における基準定期預金等の店頭表示利率を控除した値が変動値を上回る場合には、基準日における特別普通預金等の店頭表示利率に変動値を加算した利率。
3	基準日において、基準定期預金等の店頭表示利率を下回る店頭表示利率を適用していた普通預金等及び特別普通預金等を取り扱っていた金融機関	基準日において、基準定期預金等の店頭表示利率を下回る普通預金等については第1項の利率の最高限度の欄に規定する利率とし、特別普通預金等については前項の利率の最高限度の欄に規定する利率とする。
4	基準日において、普通預金等を取り扱っており、かつ、基準定期預金等を取り扱っていない金融機関	基準日における想定定期預金等利率に変動値を加算した利率。
5	基準日において、普通預金等及び基準定期預金等を取り扱っていない金融機関	基準週に公表された定期預金平均利率に変動値を加算した利率。

(注) 1. 基準定期預金等とは、当該金融機関の最も小口の預入期間が1年の固定自由金利定期預金及び定期貯金をいう。

2. 基準日とは、平成14年2月25日をいう。ただし、同日より後に新たに営業を開始する金融機関については、最初の営業日を基準日とし、同日より後に金融機関に係る合併、分割又は営業若しくは事業の譲渡（以下「合併等」という。）が行われた場合における合併後存続する金融機関、合併により設立される金融機関、分割により営業若しくは事業を承継する金融機関又は営業若しくは事業を譲り受ける金融機関については、合併等を行う日を基準日とする。

3. 変動値とは、基準週以降に公表された直近の定期預金平均利率（公表日の翌日から起算して6日（公表日が平成14年12月第4週におけ

る場合は10日)を経過したもののうち直近のもの)から基準週に公表された定期預金平均利率を控除した値(当該値がない場合又は負の場合には零とみなす。)

4. 基準週とは、基準日を含む週をいう。
5. 定期預金平均利率とは、日本銀行がインターネットを利用して公表する預入金額が300万円未満であって、預入期間が1年の定期預金の1週間平均年利率をいう。
6. 特別普通預金等とは、基準日において、当該金融機関の基準定期預金等の店頭表示利率を超える店頭表示利率(店頭表示利率に上乗せ利率を加算するもの(当該上乗せ利率を加算する取扱期間の定めがないものに限る。))として広く一般に取り扱っている普通預金等に適用している店頭表示利率に上乗せ利率を加算した利率を含む。)を適用している普通預金等をいう。
7. 想定定期預金等利率とは、当該金融機関の普通預金等の店頭表示利率(複数の普通預金等の店頭表示利率がある場合には、その利率のうち最も高いもの)に、基準週に公表された定期預金平均利率から基準週に日本銀行がインターネットを利用して公表した普通預金の1週間平均年利率を控除した値を加算した利率をいう。

別表第2

項	別段預金等	利率の最高限度
1	次項に掲げる別段預金等以外の別段預金等	当該金融機関の普通預金等に適用される利率の最高限度。ただし、別表第1第3項に掲げる金融機関については、別表第1第1項の利率の最高限度の欄に規定する利率とする。
2	平成14年2月25日において締結している別段預金等に係る契約であって、契約上現に利率が定められている別段預金等(金融機関が利率を任意に変更し得るものを除く。)	当該契約において定める利率。

2. 実施日

平成14年4月1日

(別紙2)

政 第 1 7 号
平成14年2月28日

金融庁長官
森 昭 治 殿

財務大臣
塩川 正 十 郎 殿

日本銀行政策委員会
議長 速水 優

臨時金利調整法第2条第2項の規定による平成14年2月21日付発議に基づき、金融機関のいわゆる流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更については、金融審議会の答申(別添)のとおりとし、別紙のとおり決定致しましたので報告します。

(別添、別紙添付略)

(14 年 2 月 28 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 1 0 ~ 1 5 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、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。

(14 年 2 月 28 日決定)

臨時措置として補完貸付制度における基準貸付利率の適用期間を拡大する件

(案 件)

- 1 . 平成 14 年 3 月 1 日から同 4 月 15 日までの間、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 . 。以下「基本要領」という。) に基づき同期間内に実施する貸付けについては、基本要領 5 . の定めにかかわらず、全ての営業日において、基準貸付利率を適用する扱いとすること。

- 2 . 対外公表文は別途決定すること。

(14年2月28日決定)

「本日の措置について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し、別添のとおり対外公表すること。

(別 添)

2002年2月28日

日 本 銀 行

本 日 の 措 置 に つ い て

1. 日本銀行による思い切った金融緩和策の結果、金融市場では、短期金利がほぼゼロ%に低下するなど、極めて緩和した状態が続いており、マネタリベースも前年を3割近く上回る伸びとなっている。
2. しかし、年度末を控え、金融資本市場などの展開如何では、流動性需要がさらに高まる可能性がある。金融市場の安定確保に万全を期すことは、デフレ・スパイラルに陥ることを未然に防ぎ、景気の持続的回復を目指す上で、極めて重要である。
3. 日本銀行としては、こうした観点から、以下の措置を講じることとした。

(1) 年度末に向けた一層潤沢な資金供給

当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、日本銀行当座預金残高目標(10～15兆円程度)にかかわらず、流動性需要の増大に応じ、一層潤沢な資金供給を行う(別添参照)。

(2) 長期国債買い入れの増額

資金供給を円滑に行うため、長期国債の買い入れを、これまでの月8千億円(年9.6兆円)ペースから、月1兆円(年12兆円)ペースに増額する。

(3) ロンバート型貸付制度における公定歩合の適用期間拡大

3月1日から4月15日(3月積み期間終了日)までの間、すべての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とする(従来は、積み期間中、5営業日)。

(4) 適格担保拡大の検討

預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化について、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を行いつつ、実務的検討を早急に進める。

- 4 . 日本銀行の思い切った金融緩和が経済全体に浸透していくためには、迅速な不良債権処理を通じて金融システムの強化・安定を図るとともに、税制改革、公的金融の見直し、規制の緩和・撤廃等により経済・産業面の構造改革を進めることが前提となる。この点について、政府および金融機関をはじめとする民間各部門の一段と強力かつ果敢な取組みを強く期待したい。
- 5 . 最近の物価の継続的な下落傾向は、輸入依存度の上昇等の供給構造の変化に加えて、経済全体の需給バランスの悪化を反映している。日本経済がデフレから脱却するためには、上記 4 . の措置を含む抜本的な対応により、民間経済活動の活性化を図り、わが国経済を持続的成長軌道に復帰させることが不可欠である。
- 6 . 日本銀行としては、今後とも、潤沢な資金供給を行うこと、および「最後の貸し手」としてシステムミック・リスクの顕現化を回避することの両面において、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。

(別 添)

平成 1 4 年 2 月 2 8 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 1 0 ~ 1 5 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

(14年3月20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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、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14年3月20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10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

(14年3月20日承認)

平成14年4月から9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14年4月から9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14年3月20日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成14年4月~9月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注) (議事要旨公表)
14年4月	4月10日<水>・11日<木> 4月30日<火>	4月12日<金> (5月24日<金>) — (6月17日<月>)
5月	5月20日<月>・21日<火>	5月22日<水> (7月1日<月>)
6月	6月11日<火>・12日<水> 6月26日<水>	6月13日<木> (7月19日<金>) — (8月14日<水>)
7月	7月15日<月>・16日<火>	7月17日<水> (8月14日<水>)
8月	8月8日<木>・9日<金>	8月12日<月> (9月24日<火>)
9月	9月17日<火>・18日<水>	9月19日<木> 未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2002年4月)」は、4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) 「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する決定(平成14年1月16日決定)

「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する件

(案件)

平成13年12月19日の政策委員会・金融政策決定会合で決定した「金融市場調節手段の拡充に関する件」(平成13年12月19日付政委第167号)において示した方針に基づき、金融市場調節手段の拡充を図る観点から、「適格担保取扱基本要領」(平成12年10月13日付政委第138号別紙1.)を(別紙)のとおり一部改正すること。

(別紙)

「適格担保取扱基本要領」中一部改正

2.(3)を横線のとおり改める。

(3) 適格担保の取扱いにおける市場情報の有効利用

適格担保の取扱いにおいては、市場機能を活用する観点から、適格性判断における格付機関格付の利用、担保価格算定における時価情報の利用、民間企業債務(社債、手形(資産担保コマーシャル・ペーパー以外のコマーシャル・ペーパーを含む。)および証書貸付債権をいう。以下同じ。)およびならびに資産担保債券および資産担保コマーシャル・ペーパーの信用度判断における公開情報の利用等、市場情報の有効利用を図ることとする。

別表 1 を横線のとおり改める。

別表 1

担保の種類および担保価格

1 . }
) } 略 (不変)
 1 4 . }

(特則)

1 . から 9 . までに掲げるもののうち、パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券 残存元本額の 8 5 %

別表 2 を横線のとおり改める。

別表 2

担保の種類ごとの適格基準

担保の種類	適格基準
国債) 社債	} 略 (不変)
資産担保債券	(1)から(3)までをいずれも満たしている公募債であること。 (1)特定資産の信用度等 特定資産 (それから生ずる金銭等が資産担保債券の元利金支払いの原資となる特定の資産をいう。本項において以下同じ。) から生ずる金銭等が、特定資産の信用度またはこれを補完する措置に照らして、資産担保債券の元利金支払いに十分であると認められること。

	<p>(2) 資産担保債券の仕組み</p> <p>資産担保債券の仕組みが、次のイ、からハ、までに掲げる要件その他の要件に照らして、<u>適当と認められること。</u></p> <p>イ、真正売買性等</p> <p>特定資産がその原保有者から資産担保債券の発行会社（本項において以下「発行会社」という。）等に譲渡される場合には、原保有者について破産その他の倒産手続が開始されたときにおいても当該資産担保債券の元利金支払いに支障が生ずることがないように、有効かつ確実に譲渡されていると認められること。</p> <p>以下略（不変）</p>	
<p>外国政府債券 国際金融機関債</p>	<p>略（不変）</p>	
<p>手形(コマーシャル・ペーパーを含む)</p>	<p><u>資産担保 コマーシャル・ペーパー 以外</u></p>	<p>(1)および(2)を満たしていること。</p> <p>(1)債務者の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること。</p> <p>(2)残存期間が1年以内のものであること。</p>
	<p><u>資産担保 コマーシャル・ペーパー</u></p>	<p>(1)から(4)までをいずれも満たしていること。</p> <p><u>(1)特定資産の信用度等</u></p> <p><u>特定資産（それから生ずる金銭等が資産担保コマーシャル・ペーパー（以下「A B C P」という。）の償還の原資となる特定の資産をいう。本項において以下同じ。）から生ずる金銭等が、特定資産の信用度またはこれを補完する措置に照らして、A B C Pの償還に十分であると認められること。</u></p>

(2) A B C Pの仕組み

A B C Pの仕組みが、次のイ、から八、までに掲げる要件その他の要件に照らして、適当と認められること。

イ、真正売買性等

特定資産がその原保有者から A B C Pの発行会社(本項において以下「発行会社」という。)等に譲渡される場合には、原保有者について破産その他の倒産手続が開始されたときにおいても当該 A B C Pの償還に支障が生ずることがないように、有効かつ確実に譲渡されていると認められること。

ロ、倒産隔離性

特定資産の原保有者等による発行会社に対する破産申立の制限その他の発行会社の倒産または解散を回避するために必要な措置が講じられていると認められること。

八、特定資産から生ずる金銭の取立に関する措置

特定資産から生ずる金銭の取立に関する業務を発行会社以外の者が行う場合には、その者について破産その他の倒産手続が開始されることにより当該業務が行い得ないときにおいても当該 A B C Pの償還に支障が生ずることがないように、必要な措置が講じられていると認められること。

		<p>(3) <u>A B C P の格付</u> <u>適格格付機関から a - 1 格相当の格付を取得していること。</u></p> <p>(4) <u>残存期間</u> <u>残存期間が 1 年以内のものであること。</u></p>
証書貸付債権	略（不変）	
<u>（特則）</u>	<p><u>上に担保の種類として掲げたもののうち、パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券については、各々の担保種類の適格基準に定める基準のほか、発行後 5 年以内のものであること。</u></p>	
<p>（附則） この一部改正は、平成 14 年 3 月 15 日までの総裁が別に定める日から実施する。</p>		

(2) 「国債売買基本要領」の一部改正等に関する決定 (平成 14 年 1 月 16 日決定)

「国債売買基本要領」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、国債売買における売買対象を、利付国債であって、発行後 1 年以内のもののうち発行年限別の直近発行 2 銘柄を除く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 . 「国債売買基本要領」(平成 11 年 3 月 25 日付政委第 43 号別紙 1 .) 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 .

「国債売買基本要領」中一部改正

4 . を横線のとおり改める。

4 . 売買対象

利付国債 (発行後 1 年以内のもののうち発行年限別の直近発行 2 銘柄を除く。) とする。

(附則)

この一部改正は、平成 14 年 1 月 17 日から実施する。

別紙 2 .

「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十三条第二号を横線のとおり改める。

二 売買の対象となる債券の種類

売買の対象となる債券は、利付国債（発行後一年以内の利付国債のうち発行年限別の直近発行二銘柄を除く。）とする。

(附則)

この業務方法書の一部変更は、平成十四年一月十七日から実施する。

(3) 「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正に関する決定(平成14年1月16日決定)

「手形買入における買入対象先選定基本要領」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、「手形買入における買入対象先選定基本要領」(平成12年4月27日付政委第62号別紙4.)を別紙のとおり一部改正すること。

別紙

「手形買入における買入対象先選定基本要領」中一部改正

2.(3)を横線のとおり改める。

(3)手形買入(本店買入)

イ、
} 略(不変)
二、

ホ、手形買入(全店買入)の対象先であること

ホ[△]、イ、から[≡]ホ、までに掲げる要件を満たした応募先の数が、本行が手形買入(本店買入)の円滑な実施のために相当と認める買入対象先の数を上回る場合には、次に掲げる事項を勘案して買入対象先を選定する。

(イ)手形買入(本店買入)における落札実績

(ロ)手形買入(全店買入)における落札実績

(ロハ)適格担保の差入実績

2.(4)を横線のとおり改める。

(4)手形買入(全店買入)

イ、
）
ハ、

} 略(不変)

二、新たに買入対象先となることを希望する先については、適格担保の差入実績が、手形買入(全店買入)への積極的な応札を確保するため本行が必要と認める金額以上であること

以下略(不変)

3.を横線のとおり改める。

3.買入対象先の選定頻度

(1) 買入対象先は、原則として年1回の頻度で見直すこととする。

(2) 手形買入(全店買入)については、(1)に加えて、買入対象先を追加する選定を随時実施することができる。

(附則)

(1) この一部改正は、平成14年2月1日から実施する。

(2) 改正後のこの基本要領3.(1)に基づく初回の手形買入(全店買入)の買入対象先の見直しは、「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.)2.(2)に定める貸付先の承認の更新にあわせて実施する。

(4) 「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する決定 (平成 14 年 3 月 20 日決定)

「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する件

(案 件)

平成 14 年 2 月 28 日の政策委員会・金融政策決定会合で決定のうえ公表した「本日の措置について」(平成 14 年 2 月 28 日付政委第 34 号別添) 3 . (4) に示した方針に基づき、預金保険機構および交付税及び譲与税配付金特別会計に対する貸付債権を適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」(平成 12 年 10 月 13 日付政委第 138 号別紙 1 .) を (別紙) のとおり一部改正すること。

(別紙)

「適格担保取扱基本要領」中一部改正

2 . (3) を横線のとおり改める。

(3) 適格担保の取扱いにおける市場情報の有効利用

適格担保の取扱いにおいては、市場機能を活用する観点から、適格性判断における格付機関格付の利用、担保価格算定における時価情報の利用、民間企業債務 (社債、企業または特別目的会社が振出す手形(資産担保コマーシャル・ペーパー以外のコマーシャル・ペーパーを含む。)) および 企業に対する証書貸付債権 をいう。以下同じ。) ならびに資産担保債券および資産担保コマーシャル・ペーパーの信用度判断における公開情報の利用等、市場情報の有効利用を図ることとする。

4 . (3)を横線のとおり改める。

(3) 適格性判定手続

国債、政府短期証券、政府保証付債券および、公募地方債、交付税及び譲与税配付金特別会計に対する証書貸付債権および預金保険機構に対する政府保証付証書貸付債権以外の担保については、当座勘定取引の相手方である金融機関等（以下「取引先」という。）からの適格性判定依頼を受けて、本行がその適格性判断を行う。この場合、民間企業債務については、債務者である企業の信用力の判断は、「企業の信用判定基本要領」（平成 12 年 10 月 13 日付政委第 138 号別紙 2 . ）に基づきこれを行う。

5 . (1)を横線のとおり改める。

(1) 取引先の債務

取引先の債務（政府保証付債券が付されているものを除く。）および取引先が保証する債務（その保証がなくても適格と認められるものを除く。）は不適格とする。ただし、取引先の債務に本行が適当と認める方法により適格担保等が付されている場合および取引先が手形の裏書人として債務者となる場合には、この限りでない。

別表 1 を横線のとおり改める。

別表 1

担保の種類および担保価格

1 . }
5 } 略（不変）
9 . }

1 0 . <u>企業または特別目的会社が振出す手形</u> (<u>コマーシャル・ペーパーを含む</u>)	手形金額の 9 5 %
1 1 . <u>企業に対する証書貸付債権</u>	残存元本額の 8 0 %
1 2 . <u>交付税及び譲与税配付金特別会計に対する</u> <u>証書貸付債権</u>	<u>残存元本額の 8 0 %</u>
1 3 . <u>預金保険機構に対する政府保証付</u> <u>証書貸付債権</u>	<u>残存元本額の 8 0 %</u>
(平成 14 年 3 月末まで適格とする担保)	
1 4 . 略 (不変)	
(特則)	
略 (不変)	

別表 2 を横線のとおり改める。

別表 2

担保の種類ごとの適格基準

担保の種類	適格基準
国債) 外国政府債券 国際金融機関債券	} 略 (不変)
<u>企業または特別目的会社が振出す手形</u> <u>(コマーシャル・ペーパーを含む)</u>	略 (不変)
<u>企業に対する証書貸付債権</u>	略 (不変)

<u>交付税及び譲与税 配付金特別会計に 対する証書貸付債 権</u>	<u>当初貸付期間が5年以内のもの（満期が応当月内に到来 するものを含む。）であること。</u>
<u>預金保険機構に対 する政府保証付証 書貸付債権</u>	

(特則)	略(不変)
------	-------

(附則) この一部改正は、平成14年3月26日から実施する。

3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解

(平成13年10月)

わが国の景気をみると、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がっており、調整は厳しさを増している。加えて、米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている。

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、総じてみればなお横這い圏内にあるが、このところやや弱めの指標が増えている。

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。企業収益は製造業を中心に減少が明確になっており、家計の所得形成も徐々に弱まっている。

さらに、米国における同時多発テロ事件を契機に、海外経済の一段の減速が避けられないとの認識が広がるも、輸出関連企業では先行きに対する警戒感を強めている。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、世界同時的な情報関連財の在庫調整は、当面続くとみられるが、来春辺りまでには概ね一巡するとの見方が多い。しかし、テロ事件の影響等から米国個人消費の不振が長引けば、わが国においても消費財等の輸出減少を起点に新たな調整が誘発される恐れがあるなど、先行きの不確実性はむしろ強まっている。一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くも、情報関連分野を中心に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・所得環境が悪化していくにつれて、次第に弱まっていく可能性が高い。このように、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。このため、情報関連財の生産減少にはいずれ歯止めが掛かるとしても、生産活動が全体として下げ止まるまでには、かなり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、年初来の輸出の減少を起点とする景気の調整が徐々に内需面に広がっていくことは避けられず、同時に、輸出の一段の減少が景気を下押しする懸念も強まっている。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

及ぼすリスクにも、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、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一巡したことから、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、景気の調整が長引くもとで、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が徐々に働いていくとみられる。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、9月18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6兆円を上回ることを目標として潤沢な資金供給が行なわれたこと等を受けて、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、最近では1.3%台後半で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、高格付債が概ね横這い圏内で推移している一方、低格付債では幾分拡大する動きがみられている。

株価は、最近では幾分持ち直しに転じている。

円の対米ドル相場は、最近では120~121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。しかし、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。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、概ね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、民間銀行貸出は減少傾向が続いている。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。

9月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比は、前月に比べて伸びを高めた。

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をみると、金融市場における緩和感の浸透、金利水準の低位安定、マネー指標の伸長、社債・CP市場の概ね良好な環境などの点で、きわめて緩和的な状況が続いている。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一段と強まる傾向も窺われている。このため、今後の金融機関行動や企業金融の動向には、十分注意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影響についても、今後の情勢展開が内外の金融資本市場や実体経済活動にどのような影響を与えるか、引き続き慎重に見守っていく必要がある。

（13年11月）

わが国の景気をみると、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にも及び始めており、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、設備投資も引き続き減少している。住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少傾向にある。また、個人消費も、徐々に弱まりつつあるように窺われる。

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。企業収益は製造業を中心に悪化しており、労働時間の減少や失業の増加が続く中で、家計の所得形成の弱まりも、はっきりとしてきている。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、世界同時的な情報関連財の在庫調整は、来春辺りまでには概ね一巡するとの見方が多い。しかし、米国における同時多発テロ事件以降、世界経済は一段と減速しており、そうした中で情報関連財の最終需要も、当面は低調に推移する可能性が高い。また、米国個人消費の不振が長引けば、わが国においても消費財等の輸出減少を起点に新たな調整が誘発されることも考えられる。

一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くもとで、情報関

連分野を中心に、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も、雇用・所得環境の悪化や消費者心理の慎重化に伴い、弱めの動きが続く可能性が高い。このように、輸出・生産の大幅減少の影響が、家計所得を通じて個人消費にまで及んでいく中で、政府支出も減少基調を続けると見込まれている。このため、情報関連財の生産減少にはいずれ歯止めが掛かるとしても、生産活動が全体として下げ止まるまでには、かなり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、年初来の輸出の減少を起点とする景気の調整が続くもとで、内需がさらに弱まっていくことは避けられず、同時に、輸出の一段の減少が景気を下押しする懸念も強まっている。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にも、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、国際商品市況の軟化などを反映して下落が続いている。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に加え、原油価格低下の影響もあって、下落幅が拡大している。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、原油・非鉄等の国際商品市況は軟調に推移している。また、景気の調整が長引くもとで、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が徐々に強まっていくとみられる。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、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が行なわれたこと等を受けて、ゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、横這い圏内での推移が続いている。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、幾分低下し、最近では概ね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、高格付債が概ね横這い圏内で推移している一方、低格付債ではやや拡大する動きが続いている。

株価は、弱含みで推移したが、足許では反発している。

円の対米ドル相場は、最近では121～122円台で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向が窺われる。中小企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き慎重化している。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、低格付け企業の発行環境が幾分悪化しているが、概ね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2%程度の減少が続いている。社債の発行残高も、低格付け社債の発行が減少していることなどから、前年比伸び率は鈍化している。一方、CPの発行残高は、概ね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。

10月のマネーサプライ($M_2 + CD$)前年比は、前月に比べて幾分伸びを低めたが、高めの伸びが続いている。

企業の資金調達コストは、総じてみれば、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、金融市場の状況や金利水準からみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。しかし、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢は幾分慎重化しており、信用力の低い企業や中小企業では資金調達環境が厳しくなる動きがみられている。このため、今後の金融機関行動や企業金融の動向には、十分注意していく必要がある。

(13年12月)

わが国の景気は、輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している。

最終需要面をみると、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は減少を続けており、設備投資も減少している。住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少傾向にある。また、個人消費もこのところ弱まってきている。

こうした最終需要の動向に加え、素材を中心に在庫過剰感がなお強いこともあって、鋳工業生産は大幅な減少が続いている。企業の収益は大幅に減少しており、業況感も悪化を続けている。労働時間の減少や失業の増加が続く中で、家計の所得形成の弱まりが明確になってきており、消費者心理も慎重化している。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、世界同時的な情報関連財の在庫調整は着実に進んでおり、来春辺りまでには概ね一巡するとの見方が強まっている。もっとも、情報関連財の最終需要は依然として低調に推移しているだけに、同分野での輸出の目立った回復は、当面期待し難い。また、同時多発テロ事件以降、世界経済は一段と減速しており、とくに米国の景気動向には依然不確実な要素が多い。このため、米国をはじめとする海外景気動向次第では、わが国の輸出や生産が再び下押しされる懸念も残されている。

一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くもとで、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も、雇用・所得環境の悪化や消費者心理の慎重化に伴い、弱めの動きが続く可能性が高い。このように、輸出環境の不透明感が強く、国内民需が全般に弱まっていく中で、政府支出も基調的には減少傾向を続けることが見込まれている。このため、情報関連財等での在庫調整進捗に伴って、鉱工業生産の減少テンポは幾分緩まるとしても、経済全体の活動水準が下げ止まるまでには、かなりの時間を要すると考えられる。

以上を総合すると、わが国の景気が、今後悪化を続けることは避けられないと考えられる。そうした中で、内外の金融・資本市場の動きが实体经济に悪影響を及ぼすリスクにも、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、国際商品市況の軟化を反映して下落が続いている。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に加え、原油価格低下の影響もあって、下落幅が拡大している。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、原油価格は引き続き軟調に推移している。また、景気が悪化を続けるもとで、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が徐々に強まっていくとみられる。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、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が行なわれたこと等を受けて、ゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、概ね横這い圏内での推移が続いている。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、最近では概ね 1.3% 台半ばを中心に横這い圏内で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、高格付債が横這い圏内で推移している一方、低格付債ではやや拡大する動きが続いている。

株価は、最近では弱含みで推移している。

円の対米ドル相場は、最近では127～128円台と本年中の最安値圏で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向が窺われる。企業からみた金融機関の貸出態度も慎重化している。社債、CP など市場を通じた企業の資金調達環境は、高格付け企業を中心に概ね良好な地合いが続いているが、低格付け企業の発行環境は悪化している。

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 2 % 程度の減少が続いている。社債の発行残高は、低格付け社債の発行が減少していることなどから、前年比伸び率は鈍化傾向にある。CP の発行残高も、前年を大幅に上回っているものの、前年比伸び率はこのところ鈍化している。

11 月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比は、流動性預金が増加したことから、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、一部で市場調達金利が上昇する動きもみられるが、総じてみれば、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、金融市場の状況や金利水準からみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。しかし、企業破綻の増加などを背景に、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢はさらに慎重化しており、信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が厳しくなる方向にある。このため、今後の金融機関行動や企業金融の動向には、十分注意していく必要がある。

(14年1月)

わが国の景気は、輸出や設備投資の減少に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している。

最終需要面をみると、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は減少基調を続けており、設備投資も減少している。住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少傾向にある。また、個人消費も弱まってきている。

在庫の動きをみると、電子部品をはじめ多くの業種で調整が進みつつあるが、素材を中心に在庫過剰感はなお強い状況にある。こうしたもとで、鉱工業生産は大幅な減少が続いている。企業の収益は大幅に減少しており、業況感も悪化を続けている。労働時間の減少や失業の増加が続く中で、家計の所得形成の弱まりが明確になってきており、消費者心理も慎重化している。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、情報関連財の最終需要は依然低調ながら、世界同時的な情報関連財の在庫調整は今春辺りにも概ね一巡するとの見方が強まっている。また、為替円安も輸出の下支えに寄与するとみられる。ただ、世界経済は引き続き減速しており、とくに米国の景気動向には依然不確実な要素が多い。このため、米国をはじめとする海外景気動向次第では、わが国の輸出や生産が再び下押しされる懸念も残されている。

一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くもとで、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も、雇用・所得環境の悪化や消費者心理の慎重化に伴い、弱めの動きが続く可能性が高い。このように、輸出環境の不透明感が強く、国内民需が全般に弱まっていく中で、政府支出も基調的には減少傾向を続けることが見込まれている。このため、情報関連財等での在庫調整進捗に伴って、鉱工業生産の減少テンポは幾分緩まるとしても、経済全体の活動水準が下げ止まるまでには、かなりの時間を要すると考えられる。

以上を総合すると、わが国の景気が、今後悪化を続けることは避けられないと考えられる。そうした中で、内外の金融・資本市場の動きが実体経済に悪影響を及ぼすリスクにも、引き続き留意が必要である。

物価面をみると、輸入物価は、国際商品市況の下げ止まりや為替円安を背景に、上昇に転じている。国内卸売物価は、電子部品等に下げ止まりの動きもみられるが、全体では機械類や化学製品等を中心に下落が続いている。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格低下などを背景に、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、既往の原油価格下落の影響が当面続く一方、最近の

円安は先行き物価の下支え要因として働くと考えられる。もっとも、景気が悪化を続けるもとで、国内需給バランス面から、物価に対する低下圧力が徐々に強まっていくとみられる。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、12月19日の金融政策決定会合で金融調節方針が変更され、日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう、一段と潤沢な資金供給が行なわれたことを受けて、引き続きゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、追加的金融緩和措置を受けて、総じてみれば低下している。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、幾分上昇し、最近では概ね1.4%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、高格付債が横這い圏内で推移している一方、低格付債では拡大傾向にある。

株価は、年初にかけて幾分持ち直したが、最近では弱含みで推移している。

円の対米ドル相場は、年初にかけて一段と円安が進行しており、最近では130円台前半で推移している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向が窺われる。企業からみた金融機関の貸出態度も徐々に厳しさを増している。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、高格付け企業では、CPの発行金利が幾分低下するなど、概ね良好な地合いが続いているが、低格付け企業の発行環境は総じて悪化傾向にある。

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、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

こうした中で、民間銀行貸出は前年比2%程度の減少が続いている。社債の発行残高は、低格付け社債の発行が減少していることなどから、前年比伸び率は鈍化傾向にある。CPの発行残高も、前年を大幅に上回っているものの、前年比伸び率はこのところ鈍化している。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比は、3%台の伸びが続いている。

企業の資金調達コストは、一部の市場調達金利や長期プライムレートが幾分上

昇しているが、総じてみれば、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をみると、日本銀行による追加的金融緩和措置を受けて、金融市場に対する資金供給量が大幅に増加し、ターム物金利や高格付けCPの発行金利が低下するなど、金融市場の状況や金利水準を総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。しかし、企業破綻の増加などを背景に、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢はさらに慎重化しており、信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が厳しくなる方向にある。このため、今後の金融機関行動や企業金融の動向には、十分注意していく必要がある。

(14年2月)

わが国の景気は、引き続き悪化している。

最終需要面をみると、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、輸出の減少テンポが緩やかになってきていることを反映して、減少幅は縮小傾向にある。その一方、設備投資の減少が続いているほか、個人消費も弱まっている。また、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少傾向にある。

このように最終需要は弱い中であっても、これまでの大幅な減産によって、在庫面では、電子部品をはじめ多くの業種で調整が進んでいる。このため、鉱工業生産の減少幅は縮小してきている。もっとも、雇用過剰感が強いもとで企業は人件費の削減姿勢を堅持しており、失業の増加が続く中で、冬季賞与もはっきりと減少するなど、家計の雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、世界同時的な情報関連財の在庫調整は一巡しつつあり、これを受けて、東アジア諸国の輸出や生産には下げ止まりの兆しがみられる。また、為替もこのところ円安となっている。こうしたもとで、輸出は年央にかけて下げ止まりから回復に転じていくと予想される。しかし、当面、海外景気の回復は鈍く、情報関連財の最終需要も低調なもとで、輸出の回復テンポは緩やかなものにとどまる公算が大きい。なお、米国経済については、底入れを示唆する指標が増えているとはいえ、依然不確実な要素が多く、こうした点を含め海外景気の動向については引き続き注意が必要である。

一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くもとで、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も、雇用・所得環境の悪化等から、弱めの動きが続く可能性が高い。このように、国内民需が全般に弱まっていく中で、政府支出

も基調的には減少傾向を続けることが見込まれている。このため、輸出環境の改善や在庫調整の進捗を背景に、鉱工業生産は下げ止まりに向かうとしても、経済全体の活動水準の低下に歯止めが掛かるまでには、かなりの時間を要すると考えられる。

以上を総合すると、わが国の景気は今後も悪化を続けるが、輸出や在庫面から下押し圧力が弱まるにつれて、そのテンポは徐々に和らいでいくと予想される。ただ、景気の脆弱な地合いが続く中で、内外の金融・資本市場の動きが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、国際商品市況の下げ止まりや為替円安を背景に、上昇している。国内卸売物価は、電子部品等に下げ止まりの動きもみられるが、全体では機械類や化学製品等を中心に下落が続いている。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格低下が続く中で、既往の原油安の波及から、下落幅がやや拡大している。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、既往の原油価格下落の影響が当面続く一方、最近の円安は先行き物価の下支え要因として働くと考えられる。もっとも、景気が悪化を続けるもとの、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が引き続き働くとみられる。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ただけに、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が10～15兆円程度となるよう、潤沢な資金供給が行なわれたことを受けて、引き続きゼロ近辺で推移している。

ターム物金利は、総じてみれば低下している。

長期国債流通利回りは、幾分上昇し、最近では概ね1.5%台で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、総じて横這い圏内で推移している。

株価は、引き続き軟調に推移している。

円の為替相場は、日米景況感格差の拡大などを背景に幾分下落している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向を強めている。企業からみた金融機関の貸出態度も徐々に厳しさを増してい

る。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、高格付け企業では、CPの発行金利が幾分低下するなど、概ね良好な地合いにあるが、低格付け企業の発行環境は総じて厳しい状況が続いている。

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、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

こうした中で、民間銀行貸出は前年比2%程度の減少が続いている。社債の発行残高は、低格付け社債の発行が低調に推移していることなどから、前年比伸び率は鈍化傾向にある。CPの発行残高も、前年を大幅に上回っているものの、前年比伸び率は鈍化している。

マネタリーベース前年比は、一段と伸びを高めている。マネーサプライ($M_2 + CD$)前年比は、3%台の伸びが続いている。

企業の資金調達コストは、一部の市場調達金利や長期プライムレートが幾分上昇しているが、総じてみれば、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をみると、金融市場の状況や金利水準を総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。しかし、企業破綻の増加などを背景に、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢はさらに慎重化しており、信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が厳しくなる方向にある。このため、今後の金融機関行動や企業金融の動向には、十分注意していく必要がある。

(14年3月)

わが国の景気をみると、輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるが、全体としてなお悪化を続けている。

最終需要面をみると、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、輸出環境の改善を背景に、下げ止まりつつある。その一方、設備投資の減少が続いているほか、個人消費も引き続き弱めの動きとなっている。また、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。

このように最終需要は全体としてなお弱いが、生産への影響が大きい輸出については、このところ下げ止まりつつある。また、在庫面では、これまでの減産継続によって、電子部品をはじめ多くの業種で調整が一段と進んでいる。これらを反映して、鋳工業生産の減少テンポはかなり緩やかになっている。もっとも、雇用過剰感が強いもとで企業は人件費の削減姿勢を堅持しており、失業の増加傾向

が続く中で、賃金の低下幅も拡大するなど、家計の雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している。

今後の経済情勢についてみると、まず輸出環境の面では、世界同時的な情報関連財の在庫調整はほぼ一巡している。こうした中で、東アジア諸国の景気には底入れの動きがみられる。また、米国経済についても、依然不確実な要素が残されているとはいえ、家計支出が堅調に推移し、在庫調整もほぼ一巡するなど、景気回復の可能性が高まっている。さらに、為替相場も昨年秋頃に比べて円安の水準にある。こうしたもとで、輸出は、年央にかけて回復に転じていくと予想される。しかし、当面、海外景気のリcoveryは鈍く、情報関連財の最終需要も低調なもとで、輸出のリcoveryテンポは緩やかなものにとどまる公算が大きい。

一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益の減少が続くもとで、減少傾向を辿るとみられる。個人消費も、雇用・所得環境の悪化等から、弱めの動きが続く可能性が高い。このように、国内民需が全般に弱まっていく中で、政府支出も基調的には減少傾向を続けることが見込まれている。このため、輸出環境の改善や在庫調整の一巡を背景に、鉱工業生産は下げ止まっても、経済全体の活動水準の低下に歯止めが掛かるまでには、かなりの時間を要すると考えられる。

以上を総合すると、今後わが国の経済は、輸出のリcoveryなどに伴い生産が下げ止まるにつれて、景気全体の悪化テンポも次第に和らいでいくと予想される。ただ、景気の脆弱な地合いが続く中で、内外の金融・資本市場の動きが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、国際商品市況の上昇や昨年末頃からの円安を受けて、上昇している。国内卸売物価は、こうした輸入物価の上昇や在庫調整の進捗を背景に、このところ下落幅が幾分縮小している。消費者物価は、輸入製品やその競合品の価格低下が続く中で、昨年後半の原油安の影響も残っており、引き続き下落している。企業向けサービス価格は、下落が続いている。

物価を取り巻く環境をみると、昨年末頃からの円安や、国際商品市況の上昇は、当面、物価の下支え要因として働くと考えられる。もっとも、国内需要の弱さが当面続くとみられるため、需給バランスの面からは、物価に対する低下圧力が掛かり続けていくとみられる。また、機械類における趨勢的な技術進歩や、規制緩和、流通合理化といった要因も物価を押し下げる方向に作用するとみられる。加えて、賃金の低下幅の拡大も、その影響を受けやすいサービス価格を中心に、価格低下要因として働く可能性がある。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は引き続き留意が必要である。

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が10～15兆円程度となるよう、潤沢な資金供給が行なわれたことを受けて、引き続きゼロ%近辺で推移している。

ターム物金利は、2月半ば以降、年度末越え資金の調達本格化をきっかけに一時強含んだが、2月28日の金融政策決定会合における追加措置を受けて、こうした動きに歯止めが掛かり、引き続き低水準で推移している。

長期国債流通利回りは、最近では概ね1.4%台で推移している。この間、民間債（銀行債、事業債）と国債との流通利回りスプレッドは、幾分拡大している。

株価は、株式空売り規制の強化や米国株価の上昇などをきっかけに反発に転じ、その後も内外機関投資家の買戻しもあって上昇した。

円の対米ドル相場は、本邦株価の反発などを受けて、一旦大幅に上昇した後、最近では再び軟化している。

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させる傾向を強めている。企業からみた金融機関の貸出態度も厳しさを増している。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、高格付け企業では、概ね良好な地合いにあるが、低格付け企業の発行環境は総じて厳しい状況が続いている。

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、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

こうした中で、民間銀行貸出は前年比2%程度の減少が続いている。一方、社債の発行残高は、前年比2%台の伸びとなっている。CPの発行残高は、前年を大幅に上回っているものの、前年比伸び率は鈍化を続けている。

マネタリーベースは、伸びをさらに高め、前年比3割弱の大幅増加となっている。マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）前年比も、幾分伸びを高めている。

企業の資金調達コストは、一部の市場調達金利や長期プライムレートが幾分上昇しているが、総じてみれば、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をみると、金融市場の状況を総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。しかし、民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢は引き続き慎重化しており、信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が徐々に厳しさを増している。このため、金融機関行動や企業金融の動向には、引き続き十分注意していく必要がある。

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 13 年 10 月 11、12 日開催分)

(開催要領)

- 1 . 開催日時 : 2001 年 10 月 11 日 (14:00 ~ 16:04)
10 月 12 日 (9:00 ~ 13:05)

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 (11 日)
	村上誠一郎	財務副大臣 (12 日)
内閣府	小林 勇造	政策統括官 (経済財政 - 運営担当)
		(11 日、12 日 <12:10 ~ 13:05 >)
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣
		(12 日 <9:00 ~ 12:10 >)

(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	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(9月18日)で決定された方針¹にしたがって、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、潤沢な流動性の供給を行った。

この間の市場動向は、3つの局面に分けて捉えることができる。

第1は9月末までの局面である。この時期、米国のテロ事件の影響に中間期末越え要因も加わり、流動性需要が大きく高まった。これに対し日本銀行は、一時は日銀当座預金残高が10兆円を上回る大量の資金供給を行った。こうした中で、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、期末日を含め、0.002~0.003%で安定的に推移した。

第2の局面は、10月第1週(1日~5日)である。この時期、内外の金融市場が落ち着きを取り戻したことに加え、中間期末越え要因も剥落し、流動性需要は減少した。これを受けて日本銀行は資金供給額を徐々に減少させたが、資金余剰感の強まりを背景に、コールレートは史上初めて加重平均値で0.001%まで低下した。

第3の局面は、10月9日以降である。一部外銀が大量の超過準備を保有し続けるようになっている。こうした中で、コール市場全体では資金が大量余剰になっているにもかかわらず、個別の資金の取り手に対して出し手がなかなか現れず、コールレートがやや強含むケースもみられている。市場では、こうした現象を「コール市場の機能低下」と捉える見方もある。

この背景としては、テロ事件の発生以降、一部外銀の円転コストがかなりのマイナスとなっており、資金を無利子の日銀当座預金に積んでも鞘が抜ける、同時に、これらの外銀は、現在の超低金利の下、事務コストなども勘案すれば、コール市場等でわざわざ運用を試みる意味はないと判断している、という事情がある。

2．金融・為替市場動向

(1) 国内金融資本市場

本邦株価のテロ事件以降の落ち込み幅は、欧米に比べれば小幅に止まっていたが、10月入り後、欧米の株価が反発する中で、本邦株価もそれに連動する形で持ち直している。市場では、テロ事件による直接的な影響は一巡したとの見方が多い。

ただし、先行きの株価動向について、市場では、米国の実体経済や日本の構造改革(とりわけ不良債権処理)の動向などを睨んだ神経質な展開を続けるとの見方が多く、インプライド・ボラティリティはかなり高めとなっている。なお、株価を業種別にみると、空運や輸送機械に加え、銀行株全般の不芳が目立っている。

¹ 「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。」

この間、長期金利は横這い圏内で推移しており、市場では、当面、1.3~1.4%程度で推移するとみる向きが多い。

クレジット・スプレッド（国債と民間債との利回り格差）をみると、高格付債については横這い圏内で推移している一方、トリプルB以下の格付の債券については幾分拡大している。これは、経済情勢の悪化や、テロ事件以降の株価の不安定な動きに加え、本邦流通大手の経営破綻を受け、市場が信用リスクに敏感となっていることを反映している。とりわけ、銀行発行債のクレジット・スプレッドの拡大傾向が目立っている。

（２）為替市場

円対米ドル相場は、テロ事件を受けた米国経済の先行き不透明感の高まりなどを背景に、9月20日には一時115円台まで上昇した。もっともその後は、日本の通貨当局による為替介入や米国株価の持ち直しなどを受けて反落し、最近では概ね120円前後で推移している。

3. 海外金融経済情勢

テロ事件発生後の海外情勢の特徴点は、次の3点にまとめられる。第1に、世界同時的なコンフィデンスの悪化、第2に、米国を中心とする雇用情勢の悪化、第3に、金融市場におけるリスク回避指向の強まりである。

米国では、テロ事件以前から労働需給の悪化傾向がみられていたが、テロ事件後、航空会社をはじめ多くの企業が新たな人員削減計画を発表するなど、雇用環境は厳しさを増している。消費者コンフィデンスも、急速に悪化している。

こうしたもとで、FRBは9月17日および10月2日に、政策金利の引き下げ（FFレート誘導水準：3.5% 3.0% 2.5%）を実施した。なお、FF先物金利からみて、市場は、次回FOMC（11月6日開催予定）での0.25%の金利引き下げを、ほぼ織り込んでいる。

また財政面では、テロ事件発生を受け、9月14日に緊急対策予算措置（総額400億ドル）が可決され、また21日には航空産業に対する資金支援措置（総額150億ドル）が可決された。

欧州では、輸出の伸びの鈍化などを受け、独、仏、伊など主要国で景気減速が明確化している。すなわち、生産はIT関連を中心に減少傾向を辿り、設備投資も減速しているほか、労働需給や消費者コンフィデンスも悪化している。この間、物価は安定化の方向にある。

NIEs、ASEAN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おり、生産も減少している。足許でみられている米国経済の見通しの下方修正は、そのまま、対米依存度の高いこれらの国々の先行き不透明感の高まりに結びついている。こうした中で、IT関連輸出への依存度の高い台湾やシンガポールで、とりわけ景気の悪化が目立っている。この間、中国は、輸出の伸びは鈍化しているが、財政支出の増加や高水準の直接投資の流入により内需が引き続き好調であることから、高成長を維持している。

国際金融面では、各国で市場参加者のリスク回避指向が一段と強まっている。米国では、テロ事件を契機に社債間スプレッドが拡大しており、10月入り後は低格付債の新規発行はストップしている。また、アルゼンチンやブラジル、トルコの国債の対米国債スプレッドも大幅に拡大している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

景気の現状をみると、生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がっており、調整は厳しさを増している。加えて、テロ事件を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている。

需要項目別にみると、輸出は、海外経済の減速や世界的なIT関連需要の低迷を背景に、大幅な減少が続いている。仕向地別にみると、米国・アジア向けの不芳が続く中で、最近では欧州向けの減少も目立っている。このような輸出環境の悪化の中で、設備投資の減少もはっきりしてきている。住宅投資は低調であり、公共投資も減少している。個人消費は横這い圏内にあるが、足許では、パソコンや乗用車販売など、やや弱めの指標もみられている。

このような最終需要の減少に加え、電子部品や素材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。8月の鉱工業指数をみると、電子部品の在庫調整はようやく進み始める一方、素材の在庫調整が遅れ気味となっている。

こうした生産の減少を受けて、企業収益は製造業を中心に大きく減少し、企業マインドも一段と悪化している。9月短観の業況判断DIを業種別にみると、昨年にかけて大幅に改善した情報関連分野での悪化が著しいが、最近では素材・建設関連の悪化も目立っているほか、非製造業でも、サービスなどでやや弱い動きが拡がりつつある。このような企業部門の調整を受け、家計の雇用・所得環境も厳しさを増している。

この間、テロ事件の直接的な悪影響は、今のところ旅行業界など一部に止まっている。しかし、事件を契機に海外経済は一段と減速するとの見方が拡がるもと、輸出企業は先行きへの警戒感を強めている。

景気の先行きを展望すると、輸出は、海外経済の減速傾向が強まりつつある中で、当面は減少すると考えられる。設備投資や公共投資も減少を続け、個人消費も次第に弱まっていく可能性が高い。こうしたもとの、生産は本年中はかなり大幅な減少を続けるとみられる。

情報関連財の在庫調整が進捗すれば、来年入り後はこの面からの生産下押し圧力は小さくなると考えられる。しかし、生産減少の家計所得への影響が強まりつつある中、政府支出の減少や海外経済の調整後ずれも踏まえれば、生産全体が下げ止まるまでにはかなりの時間を要するとみられる。さらに、テロ事件の影響等により米国の個人消費が下振れし、自動車などの対米輸出が大幅に減少する事態となれば、それを起点とする在庫調整が誘発される可能性にも留意が必要である。

物価面をみると、国内卸売物価は、技術進歩要因に加え、内外の需給緩和を背景とする電子

部品や鉄鋼、非鉄金属などの下落、さらには、 既往の原油高や円安の影響の一巡などから、マイナス幅がやや拡大している。消費者物価は、輸入品・輸入競合品の価格下落を主因に、弱含みで推移している。

先行き、国内需給バランス面からの物価低下圧力は徐々に強まっていくと考えられる。さらに、技術進歩や規制緩和、流通合理化といった物価低下要因も働き続けると予想され、当面、各種物価指数のマイナス幅は、横這いしないし幾分拡大するとみられる。

(2) 金融環境

前回会合以降の金融環境の面での特徴点は、3点にまとめられる。

第1に、世界的なリスク回避指向の強まりの中で、本邦社債市場でも、一部債券のクレジット・スプレッドの拡大や発行困難化といった限界的な変化がみられること、第2に、中小企業金融に、若干の引き締め傾向がみられること、第3に、マネタリーベースやマネーサプライといった量的金融指標が高い伸びを示していることである。

まず、社債市場では、テロ事件の影響に伴うリスク回避傾向の強まりに加え、本邦流通大手の経営破綻もあって、このところ、トリプルB以下の格付の社債に対する市場の見方が厳しくなっている。10月入り後、こうした社債は発行されていない。

中小企業金融についてみると、依然として緩和感の強い状況であるが、9月短観による中小企業の資金繰りや、中小企業からみた銀行の貸出態度は、若干厳しめの方向に振れている。

この間、マネタリーベースやマネーサプライといった量的金融指標は、足許伸びを一段と高めている。すなわち、マネタリーベースは、9月には前年比14.2%といった高い伸びを示した。また、M2 + CDの伸び率も、9月には前年比3.7%まで高まった。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 景気の現状と先行き

景気の現状について、大方の委員は、生産の大幅な減少の影響が家計の雇用・所得面にも広がっており、前回会合(9月18日)以降、調整はさらに厳しさを増している、米国におけるテロ事件の発生を契機に、先行き不透明感も一段と高まっている、との認識を共有した。

ひとりの委員は、現時点で入手できる国内経済指標は、なおテロ事件前のものが多いが、それでも、企業部門の調整が、雇用・所得面を中心に、家計部門に徐々に及んでいる姿を示しており、

個人消費の面でも弱めの指標がみられる、と指摘した。別のひとりの委員も、IT関連分野の調整が続く中で、その影響が、素材などその他の製造業や非製造業の一部、さらには家計の雇用・所得環境など、他の分野に徐々に波及しつつある、と整理した。

さらに別のひとりの委員は、景気の現状について「後戻り状態を継続している」との総括感を示

したうえで、テロ事件以前から、米国経済の減速傾向の強まりは日本経済の悪化を加速させる方向に作用してきたが、テロ事件はこれに拍車をかける方向に働いていく可能性が高い、との認識を述べた。

まず、米国のテロ事件の影響も踏まえた海外情勢について、討議が行われた。

大方の委員は、テロ事件の国際金融面への影響について、取引や決済を巡る混乱は概ね回避されている、株価などへの一時的なショックの影響も一段落し、10月以降は各国の株価も持ち直している、ただし、市場参加者のリスク回避指向は強まり、各種のクレジット・スプレッドが拡大している、と整理した。また、実体経済面への直接の影響については、米国をはじめ各国において、コンフィデンスの悪化や先行き不透明感の高まりを招いている、と指摘した。

米国の実体経済について、多くの委員は、テロ事件前から、家計・企業のコンフィデンスや労働需給の悪化など、調整の深まりや後ずれを示す指標がみられていたが、テロ事件以降、個人消費関連指標などの下振れが目立っている、と指摘した。このうち複数の委員は、米国経済の調整が在庫調整に止まらず、企業設備や耐久消費財の広範なストック調整を伴って進むリスクが高まっている、と述べた。

さらに、何人かの委員は、米国経済の調整の深まりが世界経済に及ぼす影響に言及した。ひとりの委員は、米国経済の減速傾向の強まりが、発展途上国の経済見通しの悪化に結び付いていると述べた。別のひとりの委員は、既に一部アジア諸国の輸出減少が一段と顕著になっていることを指摘した。

一方で、何人かの委員は、米国では、政府支出の拡大や減税、FRBの相次ぐ利下げ措置など、財政・金融の両面でかなりの規模の政策対応が採られていること、足許、米国をはじめとする世界経済の減速傾向が強まる中、各国の株価はむしろ持ち直していること、を指摘した。

このうちひとりの委員は、テロ事件は、少なくとも短期的には米国経済にとってのダウンサイド・リスクと捉えられるが、情勢はきわめて流動的であり、今後の政治・軍事情勢次第では、経済主体のマインドが再び持ち直す可能性も否定できない、と述べた。別のひとりの委員は、米国の個人消費の下振れは、政府支出の拡大や減税措置によって、今後ある程度相殺されていく可能性も考えられる、と指摘した。そのうえで、これらの委員は、米国における財政出動や金融緩和の効果が、今後どのように出てくるのか、また、世界的な株価の持ち直し傾向が、投資家のどのような先行き見通しを反映しているのか、注視していく必要がある、と述べた。

このような海外情勢を踏まえたうえで、日本経済の現状と先行きについて、討議が行われた。

企業部門の動向に関し、ひとりの委員は、製造業では、IT関連分野の調整が素材など他の業種に波及しており、本年度下期の回復期待はほぼなくなっている、非製造業でも、製造業部門の調整の波及が、とりわけ企業向けサービスの分野などで明確となっている、と指摘した。

別のひとりの委員も、建設需要（非住宅）が減少し、昭和42年頃のレベルに落ち込む見込みである、これまで比較的堅調を維持してきた自動車業界は、9月以降の国内販売の陰りや米国自動車販売の減少を受けた対米輸出減から生産計画を下振れさせている、と紹介し、業況悪化の動きが

広範な業種に広がっていると述べた。そのうえでこの委員は、企業にとっては収益確保が最大の課題となっているが、量・価格ともに下落する中ではコスト引下げが唯一の対応になるとして、今後はワークシェアリングなどを通じた労働分配率の引下げや中国等への海外生産シフト、規制緩和によるインフラコストの引下げによるコストダウンといった動きが加速していく、との見方を述べた。

さらに別のひとりの委員は、IT関連以外の業種でも人員削減の動きが目立ってきていることを指摘した。

次に家計部門の動向について、多くの委員は、企業部門の調整の影響が、特別給与や限界的な雇用を中心に、雇用・所得面に表れていること、消費者コンフィデンスにも悪化傾向がみられること、こうした中で、個人消費は横這い圏内の動きを続けているが、一部には弱めの指標もみられていること、を指摘した。

ひとりの委員は、雇用環境に関し、労調ベースでみた正社員や自営業主が大幅に減少していると指摘したうえで、当面、非常に厳しい状況が続くとの認識を示した。

別のひとりの委員は、雇用・所得環境が悪化傾向を辿っている一方で、消費支出はなお「平時」の状態にあると述べた。ただし、販売統計などを細かくみると、サービス消費は堅調を維持しているが、自動車や家電などの耐久財消費では弱い動きがみられており、先行き、支出も弱まっていくとみられる、との見方を示した。

さらに別の複数の委員は、生産減少の影響が、家計の雇用・所得環境に徐々に及んでいる中で、今後とも生産の減少は続くともみられることを踏まえれば、当面、個人消費に景気回復の牽引役を期待することは難しい、との見解を示した。

物価動向に関し、ひとりの委員は企業の価格設定の視点から、「国際競争価格への鞘寄せ」といった形で、輸入品・輸入競合品の価格低下が続いており、日本企業がアジア諸国等とのメガコンペティションに晒されている中、わが国の高コスト体質は正を迫る海外からの価格低下圧力は今後とも継続する、生産性向上・技術革新を反映した価格下落も続いている、他方、景気悪化に伴う需給バランスの悪化も価格下落に拍車をかけており、企業は生産調整で対応しようとしているが、在庫調整が長引くもとで、対応はなかなか進んでいない、と整理した。別のひとりの委員も、素材業種ではキャッシュ・フロー維持のために稼働率を落とせない先が多く、需給バランス悪化による価格低下圧力が強く働き続けている、と指摘した。

さらに、やや長い目でみた経済や物価の先行きについて、議論が行われた。

各委員は、日本経済の先行きを展望するうえで、引き続き、海外経済の調整の深さや完了時期が鍵となる、との認識を示した。そのうえで何人かの委員は、具体的な注目点として、IT関連分野のグローバルな調整がどの程度続くのか、米国の耐久財消費（とりわけ自動車販売）がどの程度減少するのか、という点を挙げた。

さらに、国内経済面で注目すべきポイントとして、多くの委員は、現在はIT関連分野を中心としている設備投資調整の動きが、今後どの程度の拡がりを見せるのか、労働需給や消費者コンフィデンスが悪化傾向を辿るもとで、今後、個人消費がどの程度持ちこたえるのか、今後、構造改革の具体的な取り組みがどのように進み、これが、経済にいかなる影響を及ぼしていくのか、と

いう点を挙げた。

そのうえで、何人かの委員は、先行きの経済についての厳しい見方を示した。

ひとりの委員は、少なくとも来年度上期までの景気回復は展望し難い、と述べた。その理由としてこの委員は、IT分野を中心とする海外経済の調整は後ずれする傾向にあり、外需の回復は当面展望し難いこと、構造改革による国内民需の掘り起こしにも時間がかかること、などを挙げた。

別のひとりの委員も、今年度に加え、来年度の成長率もかなり低めとなり、マイナス成長となる可能性も念頭に置く必要があると述べた。さらに、需給ギャップと物価との関係（短期フィリップス・カーブ）を踏まえれば、総需要が低迷し、現実の成長率が潜在成長率を下回る（すなわち、需給ギャップが拡大する）もとでは、来年度も物価の前年比マイナス幅が縮小することは見通し難いと指摘した。

この間、ひとりの委員は、テロ事件により、米国は第二次大戦以来の危機にあり、金融ユーフォリアは終焉を迎えている、米国株価は年末にかけて上昇した後、NYダウは9,370~9,533ドル、NASDAQは1,655~1,721ポイントが天井となり、来年は一段安となる可能性がある、といった厳しい見方を示した。また、原油価格について、冬季の需要次第であるが、9月中旬の21ドル/バレル程度で底を打った可能性がある、と主張した。さらに、日本経済に関し、景気動向指数などからみて、今後10か月程度は景気下降を続ける可能性が高い、本年度は1923年、98年に次いで、GDPが名目・実質ともマイナスとなり、来年度も同様となる可能性が高い、景気は98年以上に厳しい状況となることが予想される、と指摘し、こうした情勢を踏まえ、「改革工程表」を危機対応型に転換することが望まれる、と述べた。

また、この委員は、日本経済の中長期的なファンダメンタルズという点でも、人件費格差の大きい中国との競争もあって、電気機械を中心に国内産業の国際競争力が低下している、との見方を示した。この点に関し、別のひとりの委員も、電気機械では、生産の海外シフトが趨勢的に国内生産の低下要因として働き続けている、と指摘した。

2. 金融面の動向

まず、多くの委員は、短期金融市場において、足許、外銀などが大量の超過準備を保有する傾向が強まっており、コール市場の流動性が低下しているようにみられることを指摘した。

何人かの委員は、テロ事件の発生直後、欧米の中央銀行も市場の流動性需要の高まりに対応して大量の資金供給を行ったが、こうした流動性需要は1週間程度で鎮静化し、通常レベルに戻ったことを指摘した。そのうえで、日本だけが中間期末を越えた後も流動性需要が高止まりし、日本銀行もこれに応じて巨額の資金供給を続けていることは、国際的にみてもかなり特異な姿といえる、と述べた。

これらの委員はその背景として、ほぼゼロに近い金利水準のもとでの、市場参加者の運用意欲の喪失、テロ事件や本邦流通大手の破綻を受けたリスク回避指向の強まり、を指摘した。

このうちひとりの委員は、外銀が多額の超過準備を保有している背景について述べた。すなわち、現在の金融緩和のもと、円資金の運用・調達金利は、ターム物に至るまでほぼゼロに抑えられて

いる、テロ事件後、本邦金融機関が為替スワップを利用したドル債投資を積極化する中、一部の外銀は、こうした為替スワップ取引に応じることで、マイナスの円転コストを実現している、と解説した。そのうえで、これらの外銀が円資金をさらに運用しようとしても、金利の刻み幅を1000分の1%にしたことで金利が一層ゼロに近づいたもとでは事務コストやリスクをカバーできないと判断し、超過準備として積み上げている、と述べた。

次に、国際金融市場におけるリスク・プレミアムの上昇が、わが国の金融環境全般に及ぼす影響について、討議が行われた。

多くの委員は、わが国の金融システム面への影響に言及した。

ひとりの委員は、海外市場でリスク・プレミアムの上昇傾向が広範にみられている一方、日本ではこうした動きは一部低格付社債に限られ、借り手の調達コストの全般的な上昇には結びついていないことを指摘した。その背景としてこの委員は、日本では間接金融のウェイトが高い中で、銀行の貸出金利が必ずしもリスク・プレミアムの拡大を反映して上昇していない可能性を指摘した。そのうえで、世界的なリスク・プレミアム上昇の影響は、日本では借り手の調達コストの上昇といった形ではなく、潜在的な銀行資産内容の悪化として現れる可能性が高く、今後、こうしたことが金融システム面に悪影響を及ぼす可能性がないか、注意していく必要があると述べた。

さらに何人かの委員は、邦銀に対する市場の見方は既に厳しくなっている、と指摘した。

まず、ひとりの委員は、本邦株価が全般に持ち直す中、銀行株価が不良債権問題への懸念などから下落傾向を続けていることを指摘した。

別の複数の委員は、潜在的な「ジャパン・プレミアム」に言及した。すなわち、ひとりの委員は、前述のように外銀がマイナスの円転コストを実現している背景として、潜在的な「ジャパン・プレミアム」の存在を指摘した。

別のひとりの委員は、5～10年物のクレジット・デフォルト・スワップレートをみると、既に邦銀の信用リスク・プレミアムの拡大傾向がみられ、97～98年頃の様相と似てきているので、警戒が必要である、と述べた。

さらに、何人かの委員は、国際金融市場を通じた影響にも言及した。

すなわち、これらの委員は、世界的なリスク回避傾向の強まりは、經常収支赤字国や累積債務国のファイナンスの問題に結びつく可能性があり、これが国際金融システムの動揺や為替変動などを通じて日本経済に悪影響を及ぼすリスクもあると指摘した。このうち複数の委員は、一部途上国では、株価や通貨の下落、対米国債スプレッドの拡大といった動きが既にみられている、と述べた。この間、別のひとりの委員は、アジア諸国の輸出減少などと相まって、エマージング諸国への資本フローが収縮するリスクを指摘した。

また、企業金融の動向について、何人かの委員は、97～98年にみられたような広範な信用収縮は生じていないが、中小企業金融の面では引き締まりの動きがみられることを指摘した。その理由としてこれらの委員は、金融機関の中小企業向け貸出スタンスが総じて慎重である中で、景気悪化による売上の減少に伴って企業のキャッシュ・フローが減少していること、を指摘した。

このうちひとりの委員は、経営健全化計画における貸出増加の要請と資産査定における金融検査

マニュアルによる健全性維持の要請の間でジレンマに陥っているという銀行の声もある、と述べた。そのうえで、銀行のリスクテイク能力を高めていくためには、貸出スプレッドの適正化やリストラを通じた収益体質の改善、および、不良債権問題や過剰債務問題の早期解決が必要であると述べた。さらに、後者の実現のためには、要注意債権に対して引当金を厚く積むとともに、破綻懸念先以下の債権については、RCCの機能拡充を含めオフバランス化を進める必要があり、そのための体力がない先に対しては公的資本の再投入も検討されるべきである、と主張した。

こうした議論を経て、多くの委員は、今後、金融面での要因が实体经济のさらなる下押し圧力となり、景気悪化をスパイラル的なものとしていくリスクには、十分注意が必要である、との見解を述べた。このうちひとりの委員は、わが国金融システムのリスクテイク能力の低下は、これまでも金融緩和の有効性を低める方向に作用してきたが、世界的なリスク・プレミアムの上昇は、こうした問題を一段と深刻にするリスクがある、と指摘した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営について、検討が行われた。

大方の委員は、生産減少の影響が雇用・所得面にも広がっており、前回会合以降、調整はさらに厳しさを増している、米国のテロ事件を契機に、先行き不透明感が一段と高まっている、との認識を共有した。さらに、金融市場では、流動性需要が振れやすい状況が続いていることを指摘した。

これらの委員は、流動性需要が大きく振れる中で日銀当座預金に固定的な目標値を定めて調節を行うと、金融市場の安定を損なうリスクが大きい、との見解を示した。そのうえで、9月18日に決定した、日銀当座預金の上限を定めない柔軟な調節方針を維持し、潤沢な流動性を機動的に供給していくことが適当である、との見解を共有した。

何人かの委員は、9月12日以降の調節は事実上ゼロ金利政策とみなし得るが、これは市場の安定を維持するうえで有効であったと評価した。このうちひとりの委員は、現在の市場動向に鑑みれば、執行部には、現在の調節方針のもとで、市場の安定確保を優先課題として潤沢な流動性の供給を行ってもらい、そうした調節の結果として日銀当座預金残高が大きく振れる場合には、その背景についてきちんと報告を受けていく、というやり方が望ましい、と付け加えた。

別のひとりの委員も、緊急時モードとも言える今の市場環境の中では、現在のような調節方針とすることが妥当である、と述べた。

この間、ひとりの委員は、「物価水準ターゲット」を導入するとともに、そのもとで日銀当座預金残高を10兆円に増額すべきである、と述べた。さらに、現在の調節方針はコールレートの用途を定めていないにもかかわらず、実際にはコールレートを、0.01%を下回るレベルで安定させるような調節が行われている、こうしたことは決定会合で決められておらず、問題であり、また「ロンバート型貸出制度」を導入した意味もなくなる、と主張した。

何人かの委員の求めに応じ、執行部から、金融調節の実際について、追加的な説明が行われた。

すなわち、執行部からは、現在の調節方針の目的は、「金融市場の安定を確保」し、「金融緩和のより強力な効果浸透を図る」ことにあると認識している、「市場の安定」の状態を見極めるに当たっては、その時々市場参加者の認識や金利の刻み幅の変更といった制度変更など、様々な要因を踏まえた判断が必要となる、執行部としては、その時々市場の地合いなどを十分注視しつつ、現在の調節方針の趣旨を実現するため、できるだけ市場を安定させるよう努めている、ローンバート型貸出制度は、その現実の利用の有無にかかわらず、金利が大きく跳ね上がることはないという安心感を市場に与えている、との説明がなされた。

さらに、先行きの政策運営のあり方についても、議論が行われた。

まず、足許みられている流動性需要の高止まりや振れと、そのもとでの金融調節を巡る問題について、各委員が発言した。

多くの委員は、超低金利のもとで市場参加者が余剰資金の運用を諦めて抱え込んでいることが、日銀当座預金の高止まりと市場の流動性低下・資金偏在といった現象の共通の背景となっており、資金の「量」と緩和効果との関係が崩れてきていると指摘した。

このうちひとりの委員は、日本銀行の思いきった金融緩和のもとで、日銀当座預金を保有する機会費用が限りなくゼロに近づいている中では、その残高が振れやすくなり、またその結果、日本銀行が資金偏在の調整役を果たさなければならないケースが増えることは、当然の帰結といえるのではないかとコメントした。

こうした議論を経て、何人かの委員は、「物価下落に歯止めをかける上で、マネタリーベースや日銀当座預金の量的拡大自体が効果を有する」といった見解と、こうした金融市場の現実との乖離は、一段と著しくなっている、と述べた。

さらに、現在の金融緩和の評価を踏まえた、先行きの金融政策運営のあり方という観点から、多くの委員が発言した。

多くの委員は、日本銀行は本年入り後、金利の引き下げというオーソドックスな政策手段を使い果たした中で、新たな緩和手段を懸命に模索してきた、しかし、構造問題や総需要の不足という日本経済の根本的な問題に対し、中央銀行本来の役割である「流動性の供給」によって対応することの限界も、8、9月の政策対応の経験を通じて一段と明らかになっている、との見解を述べた。

ひとりの委員は、3月以降の政策対応の効果を、次のように整理した。すなわち、積極的な日銀当座預金の供給により、短期金利の限界的な低下を促した効果はあったが、短期金利がほぼ下限に至った現在、さらなる日銀当座預金の増額に、こうした効果は期待できなくなっている、日銀当座預金の増額が他の金融資産の運用の増加を促すといった「ポートフォリオ・リバランス」の効果はみられず、もっぱら超過準備保有の増加を招いている（逆に言えば、市場参加者が「ポートフォリオ・リバランス」をせずに超過準備を積み上げていることが、高水準の日銀当座預金の供給を可能にしている）、長期国債の買入れ増額も、むしろ財政規律への懸念を招いている面がある、と述べた。そのうえで、金融政策が今後、単独でさらにできることは、理論的には、金融不安等により流動性需要が増大する場合への対応に限られるのではないかと述べた。

別のひとりの委員も、3月に新しい金融緩和の枠組みに移行し、マネタリーベースは最近では前年比約15%と大幅に増加しているが、民間金融機関の貸出スタンスなどに殆ど変化はみられていない、と指摘した。そのうえで、こうした事実は、需要の創出という点に加え、広義のマネーを増やしていくという点でも、金融政策以外の政策の役割が重要であることを示している、と述べた。

この間、ひとりの委員は、現在、追加緩和策として外部から提案されている様々な資産購入策には、実際には「金融政策」ではなく「財政政策」の範疇に属するものが多い、と指摘した。

こうした議論を経て、多くの委員は、現時点では、日銀当座預金の目標値をこれ以上引き上げることが単独で持つ効果に慎重な見解を示した。そのうえで、先行きの金融政策運営について、今後、年末・年度末を控える中、金融システムや企業金融面で問題が生じた場合の流動性供給や、仮に景気がスパイラル的な悪化を示す場合に、政府の政策とあわせて何らかの方策を取り得る余地があるのか、といった観点から検討していくのが適当ではないか、と述べた。

このうちひとりの委員は、構造改革と矛盾しない形で財政面での工夫による需要創出策や、不良債権の抜本的な処理のための方策が、真剣に検討される必要がある、と述べたうえで、そうした取り組みに対し中央銀行として何らかの貢献が可能かどうかを考えていくのが、理に適った方法であろう、とコメントした。

さらに、委員会では、物価安定に向けたマクロ経済政策のあり方について議論が行われた。

何人かの委員は、物価の継続的な下落について、債権債務の実質価値の変動や、実質金利の上昇という観点から、インフレ同様望ましくないのは当然であると述べた。このうちひとりの委員は、デフレは実質賃金や相対価格の調整を困難にし、構造改革を阻害するとの考えを示した。別のひとりの委員は、景気の回復とデフレ脱却は、日本経済の最大の課題である、と発言した。

そのうえで、多くの委員は、議論されるべきは、いかに物価下落に歯止めをかけるのかという「手段」の問題であると指摘した。

ひとりの委員は、「フィリップス・カーブ」の理論が示すように、物価変動は需給バランスの影響を大きく受ける、したがって、現在の物価下落を食い止めるためにも、結局は需要を引き出す方策を考えていくことが重要となる、一方で、あくまで長期の関係を示す貨幣数量式の考え方を足許の物価動向に当てはめ、「インフレもデフレも貨幣的な現象であり、量的拡大が物価下落の防止に直ちに有効である」と論じることは無理がある、と指摘した。さらに、現在、マネタリーベースやマネーサプライが高めの伸びを維持しているにもかかわらず、物価が下落傾向を続けている事実は、まさしく、物価と量的金融指標との関係が短期的には極めて不安定であることを示している、と指摘した。

別のひとりの委員は、日本経済の最大の課題は、持続可能な形で総需要を喚起することであり、それが物価の継続的な下落を食い止めることにもつながる、と述べた。そのうえで、そのためには、

現在の強力な金融緩和の枠組みを維持するもとの、不良債権処理を通じて金融システムの機能を回復させるとともに、民間需要をうまく喚起するような政策運営が不可欠である、との見解を示した。さらに、構造改革の面で、内外の信認が得られ、民需の持続的な拡大を引き出すような抜本的な取り組みを政府が進めていくよう、強く期待したい、と発言した。

さらに別のひとりの委員は、景気回復とデフレ脱却のためには民間（企業および銀行）の自助努力と財政、金融の「合わせ技」が必要であるが、金融政策の立場からも、デフレを許容しないという断固たる姿勢はアピールし続けていくべきである、とコメントした。

これに関連して、何人かの委員は、インフレ・ターゲティングについて、現在の物価を巡る情勢や政策手段の制約を踏まえれば、現時点でこれを採用することは適当でない、との見解を示した。

ひとりの委員は、物価を上げるために「何でもあり」といった手段を採る調整インフレ策は、絶対に採るべきではない、諸外国で導入されているインフレ・ターゲティングは、あくまでインフレ抑制策として採られている、物価目標の数値化（レベルもしくは変化率）は必要であるが、それはあくまで「物価の安定」という目標を示すものとして議論することが必要である、と述べた。そのうえで、名目金利がほぼゼロに達し、また、構造調整圧力を抱えている日本経済の現状を踏まえると、達成期限付きのターゲットを設定しても、達成手段・コントロールビリティを欠いている、と述べ、物価目標の数値化は、デフレから脱却し、物価を巡る状況が「平時」に復してから検討すべき事柄であるとの考え方を示した。

さらにこの委員は、金融市場では、インフレ・ターゲティングの導入を長期債価格の下落要因と捉える見方が強く、こうした現実も踏まえた慎重な議論が望まれる、と付け加えた。

この間、別のひとりの委員は、中長期的に望ましい物価安定の状態を具体的な数字のレンジで示していくことは、一つの検討課題となり得るとの考えを示した。ただしこの委員も、目標を達成するための「手段」の問題を切り離し、徒にターゲットのみを取り上げるような論調には賛同できない、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から、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府としては、「改革工程表」に書き込まれた内容は、間違いなく実現されると考えており、構造改革は「第一段階の後半」に入ったと考えている。この段階では、必要な予算の裏付けや法律改正を行っていくことになる。
年が明けて暫くしてからは「第二段階」に入り、国の根幹にかかる抜本的な制度改革をやらなければならない。ここでの一番大きな問題は、税制であると考えている。
- 小泉改革には、単に景気が悪くなったから財政政策を行うといった考え方は全くない。他方、政府の貯蓄投資差額の適切な管理が重要との観点から、財政政策をやる場合には、その点に責任を持ちつつ、テロによる新しい危機的状況下で起こるスパイラル的な悪化の防止に向けて何をすべきかという、ぎりぎりの判断に基づくものとなる。
- 金融政策に関しては、先ほどの議論を通じて、量と価格との関係が新しい局面に入っていることは良く理解できた。我々としては、金融の面から可能な限りのサポートをして頂きたいという立場である。日本銀行におかれては、専門の立場から、いろいろと詰めた議論をして頂きたい。

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。

- 米国における同時多発テロ事件による流動性需要の高まりに対し、日本銀行は金融市場の安定を確保するため9月18日に金融緩和措置を講じられたほか、当座預金残高が概ね8兆円を上回る潤沢な資金供給を行った結果、短期金融市場は混乱もなく中間期末を乗り越えた。今後ともテロ事件が経済や市場に与える影響を十分注視しつつ、前回決定会合以降採られてきた金融調節を継続し、引き続き8兆円を上回る潤沢な資金供給を行って頂きたい。
- 消費者物価指数をみると、物価の下落が依然として継続している。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に政策論議を深めて頂きたいと考えている。
- 日本銀行は、物価の継続的な下落を防止するため、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旨表明している。依然として物価下落に反転の兆しがみられない中で、人々の心理にも強く働きかけ、こうした日本銀行としての強い政策態度を市場に浸透させるとともに、これを実効あらしめるため機動的に金融政策を運営して頂きたい。

採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、9月18日の金融政策決定会合で決定した金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方が大勢となった。

ただし、ひとりの委員は、「物価水準ターゲット」を導入したうえで、日銀当座預金残高を10兆円程度とし、さらに、資金供給の円滑な実施のため、保有長期国債の残高を銀行券発行残高までとする現在の制限を外すべきであると主張した。

その理由としてこの委員は、デフレ防止の意思を、具体的な物価水準ターゲットによって示すべきであること、達成時期を明示した物価目標を持たないと、いずれ政府によって目標を押し付けられるリスクがあること、経済情勢の悪化に対応し、量的緩和を進めるべきであること、現実には、これまでの当座預金の量的拡大は、10月以降の株価の持ち直しや為替の円安傾向維持に効果があったとみられること、などを挙げた。さらに、量的緩和の手段として、日銀法第33条の通常業務の範囲内で外債の購入が可能であると考えており、購入・管理方法等について検討すべきである、と主張した。

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 10 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取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

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

記

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。

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、現在の、特定の数値を定めない調節方針は曖昧であり、執行部に裁量を与え過ぎている、テロ事件発生後、経済情勢が不安定化する中で、量的拡大という対応を打ち出すべきである、特定の目標値を定めていないことが、市場に不安感を抱かせている、日本銀行が自ら具体的な物価目標を定めないと、政府によって物価目標と達成時期を押し付けられるリスクがある、と述べ、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を10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、情報関連財の在庫調整に関する記述は楽観的に過ぎる、「情報関連財の生産減少にはいずれ歯止めが掛かるとしても」の記述は曖昧であり、削除すべきである、現在の調整の速さからみて、調整が「徐々に」内需面に広がっていくとの記述は妥当でない、先行きの物価について「緩やかな」下落傾向を辿るとの表現は妥当でない、公共投資の落ち込みが地方経済に大きな影響を及ぼしていることを記述すべきである、と述べ、上記採決において反対した。

以 上

(別 添)

平成 13 年 10 月 12 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6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。

以 上

(13 年 10 月 29 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2001 年 10 月 29 日 (9:00 ~ 13:59)

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
内閣府	小林勇造 政策統括官 (経済財政 - 運営担当)

(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
国際局参事役	沼波 正

(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	清水誠一

・「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表日時の変更

冒頭、議長から、10月30日に公表予定の「経済・物価の将来展望とリスク評価」について、公表日時を本日中に繰り上げるとの提案がなされ、委員の了承を得た。また、本件については、直ちに対外公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（10月11、12日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって、弾力的な資金供給を行った。9月積み期最終日（10月15日）にかけては、市場で外銀を中心とした超過準備保有の増大が意識され、資金調達圧力がやや強まったことを受け、日銀当座預金残高を9兆円超まで増加させた。その後は、市場地合いをみながら、当座預金残高を徐々に減少させる調節を行った。こうした調節のもとで、オーバーナイト金利は0.002～0.003%と、総じて安定的に推移した。今後の調節に際しては、超過準備需要の動向が鍵となるが、外銀の超過準備保有が再び増加しているほか、地銀等の資金の出し手が資金放出姿勢を慎重化させていることから、当面、高水準の超過準備が続く可能性がある。

2. 金融・為替市場動向

前回会合以降の市場の動きをみると、米国株価が底固く推移していること等を背景に、わが国の株価は強含み、円の為替相場は下落した。また、長期金利は小幅の低下をみており、市場全体として良好な地合いとなった。もっとも、各市場とも、取引高が減少しており、先行き、方向感の乏しい展開が予想される。

株価は、米国株の動きにつられる形で米国テロ事件直前の水準まで戻している。業種別にみると、足許では、電気機器、銀行、通信の戻りが目立つが、このうち銀行株は、テロ事件前のレベルには回復していない。先行きについて、市場では、米国経済に対する楽観的な期待が後退すれば、株価は再び調整色を強める可能性があるとの見方が多い。

長期金利は、政府が今年度補正予算編成で財政構造改革路線を維持する姿勢を表明したことが好感されたこと等から、緩やかに低下している。引き続き、追加的な財政出動にかかる国債の需給悪化懸念と、資金需要が乏しいもとでの国債市場への資金流入の動きが、綱引きする展開が見込まれる。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、高格付債では僅かに縮小している一方、低格付債では、信用リスクに対する投資家の見方が慎重化していることから、拡大する動きが続いている。

¹ 「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。」

円対ドル相場をみると、米国株価の持ち直しなどを背景としたドル買いの動きや、国内投資家の外債投資増加が続くとの見方から、足許では円安方向に動いている。市場センチメントについても、ドル・ベア観の大幅な後退が窺われる。

3. 海外金融経済情勢

米国では、前回会合以降に明らかになった経済指標から、テロ事件の経済への影響の大きさが改めて確認された。すなわち、企業や家計のコンフィデンスの大幅な悪化に加え、個人消費の落ち込み、生産の急減など、実体経済面でも大きな影響が生じている。なお、足許では、週間チェーンストア売上高など、大幅な落ち込みの後、幾分改善の動きを示す統計が一部にあるが、これらについても、テロ事件前の水準にまで回復しているわけではない。こうした経済活動の落ち込みが一過性のものに止まらなければ、米国景気の後退色が強まり、世界経済全体へも悪影響を及ぼすことが懸念される。このような経済情勢を背景に、FF先物金利は、次回FOMC（11月6日）における0.25%の利下げを織り込む展開となっている。

米国株価は、積極的な金融・財政政策による米国経済の早期回復期待などから、概ねテロ事件以前の水準にまで回復している。しかし、最近の経済指標が芳しくないことや、企業収益の見通しが下方修正されていることを踏まえると、足許の株価の戻りを力強い株価回復の端緒とみることは難しいと考えられる。

欧州では、ドイツ、フランス、イタリア等の主要国で、輸出の伸び鈍化や設備投資の減速などから、景気減速が明確化している。また、失業率が上昇傾向にあるなど、雇用環境も悪化しつつあり、個人消費にも減速の兆しが窺われる。

東アジア諸国では、IT関連財を中心に輸出が落ち込んでいるため、生産が減少基調にあるなど、景気の減速が続いている。国毎にみると、台湾、シンガポールは、本年の成長率予想がマイナスとなるなど、落ち込みが目立っている。この間、中国は、7%程度の高成長を維持しているが、それでも、輸出の増勢鈍化から、期を追って成長率が低下している。

そのほか、エマージング諸国では、アルゼンチンの動向が最大の注目点である。同国の債券の対米国債スプレッドは、このところ幾分縮小したとはいえ、なお20%を上回る水準にあり、注意を要する。こうした不安定な情勢の影響が、ブラジルやトルコに波及するリスクも懸念される。

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や、先般の支店長会議における各地の報告からは、「生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がっており、景気の調整は厳しさを増している。加えて、米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている」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、輸出については、7～9月期も、これまでとほぼ等速で減少していることが明らかとなった。輸出動向の鍵を握る世界の半導体出荷の業界見通しをみると、今年については、春時点の予想に比べ大幅に下方修正されている。ただ、先行きについては、来年春以降、伸びを高める姿が展望されている。一方、7～9月期の輸入は、輸出をやや上回る減少となったが、これは、国内のパソコン販売の不振や情報関連の生産減少などが影響していると考えられる。

雇用面では、夏季賞与が、非製造業および中小企業を中心に前年を下回る着地となった。企業収益が2年連続増益の後の割には、やや弱い結果であったと評価できる。

個人消費関連では、各種販売統計は区々の動きとなったが、このところ、やや弱めの指標が目立っている。この間、9月の消費動向調査では、雇用環境に対する見方を中心に消費者コンフィデンスが慎重化していることが確認された。

物価についてみると、企業向けサービス価格は下落が続いている。9月の消費者物価（除く生鮮食品）は、前月に比べ、前年比マイナス幅が僅かに縮小した。財別にみると、被服や耐久消費財の下落幅が幾分縮んでいる。

本日公表された生産指数は、前月比 - 2.9%と、前月の予測に比べ、電気機械や一般機械を中心に、マイナス幅が拡大した。この結果、7～9月期は、前期比 - 4.3%となり、本年第1四半期以降、前期比マイナス幅が幾分拡大する傾向にある。この間、在庫については、電子部品で減少してきているほか、素材でも積み上がりに歯止めが掛かりつつあるが、全体では、調整終了までなお時間を要する状況にあると考えられる。

(2) 金融環境

10月のマネタリーベース前年比は、銀行券の堅調な伸びが続く中で、当座預金が大幅に増加していることから、前月に引き続いて高い伸びとなる見通しである。

9月のマネーサプライについては、前年比 + 3.7%と伸びを高めたが、その内訳をみると、預金通貨の伸びが高まっていることが特徴的である。この背景としては、米国テロ事件の発生や大型企業倒産の影響等から、企業の流動性需要が高まった可能性が考えられる。

企業金融について、10月の「主要銀行貸出動向アンケート調査」をみると、企業の資金需要は、大企業、中堅企業を中心に減少傾向が続いているが、銀行の貸出運営スタンスには、大きな変化は窺われない。ただ、子細にみると、信用枠、信用リスク評価、担保設定については厳格化の方向にあり、今後の動きを注意深くみていく必要がある。

この間、企業倒産については、このところ概ね横這い圏内で推移している。

・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（10月11、12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「生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がっ

ており、景気の調整は厳しさを増している。加えて、米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている」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。とくに、多くの委員から、企業部門の調整が個人部門に徐々に波及しつつあるとの認識が示された。

まず、テロ事件後の米国経済の動向について、ひとりの委員は、積極的な金融財政政策が打ち出されている、株式市場や社債発行市場などの金融市場の機能が回復している、原油価格が安定しているなどの理由から、ここへきて過度の悲観論は後退している、と指摘した。ただ、この委員を含めた何人かの委員は、消費者心理の冷え込みとその消費支出への影響等から、短期的には、米国経済の減速は避けられない、との見方を示した。また、複数の委員は、安全確保のための様々なコスト上昇が生産性の低下に繋がりがかねない、と述べた。さらに、ひとりの委員は、米国経済への依存度が高い東アジア諸国でも、輸出の改善が依然としてみられず、生産や企業収益の落ち込みを通じて内需にも悪影響が出てきている、と付け加えた。

また、ある委員は、米国と一部中東諸国との関係が緊張すれば、原油価格に悪影響を与えることが懸念される、と発言した。

こうした海外経済の減速を背景に、わが国の輸出の落ち込みと、その関連分野の生産の減少が続いている、との指摘が相次いだ。何人かの委員は、在庫調整、生産調整の終了時期は来年にずれ込むことがはっきりしてきた、との趣旨を述べた。また、別のある委員は、輸出の減少から、わが国の貿易収支の黒字額が大きく減少していることに懸念を示した。

個人消費に関しては、複数の委員が、雇用環境の悪化を背景に、消費者心理が大きく慎重化していることに注目した。これらの委員は、消費マインドの動きが、今後、消費支出へどのような影響を与えるか、注視する必要がある、と発言した。

消費者物価が下落を続けていることについても、複数の委員が言及した。このうち、ひとりの委員は、経済全体としては、物価下落と景気後退の悪循環であるデフレ・スパイラルに至っているとは言えないとの見方を示したが、同時に、別のある委員とともに、素材産業の一部では、商品市況の下落と出荷量の減少がともに生じ、企業収益に大きな影響が及んでいる、と指摘した。

この間、ひとりの委員は、景気動向指数はいずれも下方修正されている、企業内失業の圧力を考慮すると、失業率は先行き7%を上回る可能性がある、賃金の減少や失業率の上昇が個人消費に悪影響を及ぼすのは時間の問題である、日米の株価は、来年以降、再び反落する可能性が高く、わが国の金融経済情勢は来年3月までに一層不安定化する、といった点を挙げて、他の委員に比べて慎重な景況感を示した。

2. 金融面の動き

金融面では、何人かの委員が、株価や円相場は、米国テロ事件以前の水準に戻っており、市場環境は全体として落ち着きを取り戻している、との評価を示した。また、ある委員は、9月後半のわが国の円売り介入や、最近の本邦投資家による外債投資増加が、米国債券市場の安定化と円高懸念の後退に寄与している面がある、と指摘した。さらに、この委員を含む複数の委員は、エマージン

グ市場についても、落ち着きを取り戻している、との見方を述べた。

もっとも、米国株価については、複数の委員が、このところ回復傾向にあるものの、先行きの経済情勢次第では再び下落するリスクがある、との意見を述べた。

国内の短期金融市場については、多くの委員が、流動性需要はなお不安定である、との認識を示した。その背景としては、外銀や一部の地銀が、短期市場における運用意欲を低下させており、その結果、超過準備の動きが振れやすくなっていることがある、と指摘した。このうち、ある委員は、短期金利が取引コストを賄えないほどにまで低下しているため、生保などの投資家の中にも、短期金融商品での運用比率を引き下げる動きがみられる、と述べた。

市場動向から読み取れるクレジット・リスクの動きについて、ひとりの委員は、クレジット・デフォルト・スワップ・レートに着目し、わが国金融機関に対する市場の見方は、中間期末を越えたにも拘わらず引き続き厳しい、と述べた。さらに、日本国債に対するリスク・プレミアムも幾分拡大しており、気懸かりである、と続けた。

そのほか、ある委員は、企業金融に関して、97～98年頃のような信用収縮の動きはないが、銀行貸出スタンスの二極化傾向が続いている中、企業収益の圧迫から資金繰りが悪化している企業が一部に始めているようであり、今後の動向には注意を要する、と指摘した。もうひとりの委員も、最近のような景気情勢が続く限り、金融機関による貸出先の選別は厳しくならざるをえないとの見方を述べた。

なお、ひとりの委員は、短期金融市場の機能が低下していることや、本来淘汰されるべき企業の延命に伴い過当競争による価格下落に目に余る動きがみられることは、いずれも長期にわたる金融緩和の副作用とも言える、との見解を示した。

3. 経済・物価の将来展望とリスク評価

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、本年度（2001年度）下期から来年度（2002年度）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も、議論を行った。

まず、何人かの委員が、今回、先行きの経済・物価動向を展望するうえでは、不確実な要因が従来以上に多いという点を強調した。これらの委員は、不確実性として、もともと世界的なIT需要の動向や米国経済の先行きが見極め難かったこと、米国テロ事件というさらに評価の難しい事態が発生したこと、わが国の構造改革の進捗や財政再建の影響も先行き見通しを難しくしていること、を指摘した。

そのうえで、大方の委員は、先行きの標準的な見通しについて、本年度下期は、輸出・生産の大幅な減少の影響が内需面に広がっていく可能性が高く、厳しい調整過程を辿ることは避けられない、来年度については、米国などの海外経済の回復時期が来年度前半になるとみれば、年度下期にかけて、わが国の景気は全体として下げ止まりに向かう、ただ、その場合でも、景気の明確な回復にはなお時間を要する可能性が高い、との認識を示した。さらに、複数の委員は、国内需要が

自律的に回復する要因は乏しいと言わざるをえず、当面の日本経済にとっては、構造調整圧力もさることながら、海外経済の動向が大きなポイントとなる、との趣旨を付け加えた。

このような実体経済の動向を反映して、物価は、需要面から低下圧力が強まりやすい状況にあり、供給面から安値輸入品の流入や生産性向上等を背景に物価下落圧力が作用し続けることと合わせ、本年度から来年度にかけても、なお緩やかな下落傾向が続く可能性が高い、との見方が共有された。

こうした標準的な見通しに関連して、ある委員は、下落傾向が続く物価情勢をどう評価するかという観点からコメントした。この委員は、重要なポイントは、今後、デフレが加速したり、デフレを起点としたマイナスの動きが経済に拡がってくるかであるが、今回の標準的な見通しにおいては、デフレ・スパイラルのような状況に陥ることは想定されていない、と述べた。そのうえで、この委員は、物価の下落が小幅に止まっている理由は何か、物価下落により、多額の債務を抱える企業や政府部門はどのような影響を受けるか、さらに金融資産と実物資産の間での資産選択はどのように変化するか、といった点について、注意深く点検していく必要があると続けた。

次に、標準的な見通しに対して、下振れないし上振れとなる可能性（リスク要因）について議論が行われた。多くの委員は、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。

ある委員は、世界経済の先行きは極めて不確実であり、その回復時期は、標準シナリオで想定した来年度前半よりさらに後ずれするリスクがあることを強調した。もうひとりの委員も、テロ事件の影響が一過性のものに止まる可能性は低く、米国経済の停滞が続くリスクを認識すべきである、と述べた。さらに、別のある委員は、米国経済は、過剰投資、過剰消費の調整過程にあり、マクロ経済政策の効果は必ずしも大きくないかもしれない、との見方を示した。また、この委員は、世界経済の同時減速の中で、保護主義の台頭から国際貿易が一段と縮小する懸念があると付け加えた。

反面、IT分野および海外経済の調整が比較的速やかに進展する可能性についても何人かの委員から指摘された。複数の委員は、IT産業における在庫調整は順調に進んでいる、と述べた。また、別の複数の委員は、米国の政策効果を過大に期待するのは適当ではないが、それでも、積極的な金融財政政策が米国、さらには世界経済の落ち込みを抑えることが期待できる、との見解を示した。

また、何人かの委員は、リスク要因として、金融資本市場の動向を指摘した。

これらの委員は、テロ事件を契機に国際的な資本移動は不安定性を増しており、そうした中で国内の株価が下落し、わが国の経済活動を下押しするリスクに留意が必要である、と述べた。このうちのひとりの委員は、今後、テロ資金対策により自由な資本移動がある程度抑制される可能性があることも心配される、と付け加えた。また、別の複数の委員は、米国株価が足許回復しているとはいえ、各種バリエーション指標からみると割高であると考えられ、先行き再び下落するリスクがある、との見方を示した。

ただ、別のある委員は、各国の金融当局が強力な緩和姿勢を示しており、こうした動きが金融資本市場の安定化に繋がることを期待したい、と発言した。

不良債権処理の動向とその影響についても、多くの委員が着目した。ある委員は、リスク要因としては、不良債権問題の帰趨をもっとも注目しているとしたうえで、処理の行方によっては、実体

経済、金融市場に大きなインパクトが生じる恐れがある、と述べた。もうひとりの委員は、不良債権処理が早ければ倒産や失業の増加の可能性がある一方、処理スピードが遅くてもわが国の金融システムに対する信認の低下を招くリスクがあり、いずれにせよ厳しい状況にある、との見解を示した。この委員を含めた複数の委員は、不良債権問題が97～98年にみられた信用収縮の動きに繋がらないよう注意していく必要がある、と強調した。

さらに、何人かの委員は、経済・財政の構造改革についても、経済・物価動向に影響を与える要因として、指摘した。ひとりの委員は、構造改革の影響については、まだ改革の具体化に向けた動きが始まったばかりの現時点ではなかなか織り込みにくく、改革の進捗に伴って考えられる、プラス、マイナス両面の可能性を認識しておく必要がある、との考えを述べた。この委員を含めた複数の委員は、構造改革の成果が早期に現れてくることを強く期待したい、と発言した。また、別の委員は、内需中心の産業構造への転換を通じて、過当競争を是正すれば、価格下落の防止や産業競争力の強化に資する、との意見を表明した。

また、財政構造改革の動きについては、ある委員は、現在の政府の方針を基本に据えれば、公共事業は減少傾向を続けることを前提に考えざるをえない、と発言した。もうひとりの委員は、財政再建は、単年度で考えるべきではなく、本来、将来の期待形成に働きかける政策課題であるとしたうえで、厳しい経済情勢に直面している中、財政のビルト・イン・スタビライザー機能まで抑えるような財政運営は避けるべきではないか、との意見を述べた。

以上のような経済・物価動向の展望とリスク評価に対して、ひとりの委員は、日本経済は急速なスピードで後退しており、今年度下期にかけて一段と後退が加速すると見込まれる、海外経済が来年度前半に回復する可能性は相当低い、物価下落の影響は、名目賃金の切り下げ等を通じてやがて個人消費にも及ぶ、エマージング諸国の通貨の問題も存在する、といった点を指摘して、他の委員に比べより厳しい見方を示した。

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、「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2001年度「-1.2%～-0.9%」、2002年度「-1.1%～+0.1%」、国内卸売物価指数が2001年度「-1.2%～-1.0%」、2002年度「-1.3%～-0.9%」、消費者物価指数（除く生鮮食品）³が2001年度「-1.1%～-1.0%」、2002年度「-1.3%～-0.9%」となった。また、「政策委員全員の見通し」⁴は、実質GDPが2001年度「-1.6%～-0.6%」、2002年度「-1.7%～+0.2%」、国内卸売物価指数が2001年度「-1.5%～-0.9%」、2002年度「-1.9%～-0.5%」、消費者物価指数（除く生鮮食品）が2001年度「-1.3%～-0.9%」、2002年度「-1.7%～-0.5%」となった。

² 今回、先行きの不確実性が従来以上に大きいことに鑑み、各政策委員は最大0.5%のレンジの範囲内で見通しを作成することとした。「大勢見通し」は、9名の政策委員の見通し値（各項目毎に計18個）のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、「幅」で示したもの（政策委員が単一の値で見通しを作成した場合は、当該値を2個と数える）。

³ 消費者物価指数の見通しは、2000年基準で作成。

⁴ 政策委員の作成した全見通し値を最大値、最小値の「幅」で示したもの。

・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。

大方の委員の金融経済情勢に関する認識は、「生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面にも広がってきており、調整は厳しさを増している。加えて、米国における同時多発テロ事件を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている」という前回会合での判断を変える材料は得られていない、また、先行きについても、厳しい調整過程を辿ることは避けられない、短期金融市場では、流動性需要が不安定な状態が続いている、というものであった。

こうした認識を踏まえ、これらの委員は、当面、特定の当座預金残高目標を定めず、現在の柔軟な金融市場調節方針を維持し、潤沢な流動性を機動的に供給していくことが適当である、との見解で一致した。このうちひとりの委員は、そうした金融調節の結果、当座預金残高が大きく振れる場合には、その背景について執行部より報告を受けたい、と付け加えた。

一方、ある委員は、厳しい経済情勢を踏まえ、追加的な緩和措置を講ずるべき局面にあること、量的ターゲットのもとでの政策効果が徐々に現れているとみられること、を理由に挙げて、「物価水準ターゲット」を導入するとともに、当座預金残高をさらに増額するべきであるとの意見を述べた。この委員は、当座預金の大幅増額に際しては、国債買い切りオペの増額や外債購入も必要になる、との考えをあわせて示した。さらに、流動性供給が物価上昇に繋がりにくいとの議論に対しては、長期国債などを購入することでペースマネーを供給し続ければ、いずれ物価上昇が実現し、デフレを克服できるはずである、と主張した。

会合では、現在の潤沢な資金供給の効果について、多くの議論があった。ある委員は、8月の緩和措置後、株価や長期金利に目立った効果が現れなかったのは、中間期末を控えていたことや補正予算に関する思惑が生じていたこと等が影響していたのではないかと述べた。そのうえで、この委員は、10月入り後、株式市場や為替市場が良好な地合いとなりつつある点を踏まえると、当座預金残高増額の効果が「染み出している」可能性も否定できない、との見方を示した。また、もうひとりの委員も、最近、本邦投資家が短期金融市場から期待収益率がより高い資産へ資金をシフトさせているように、そうした波及効果を期待できる動きが出てきている、と付け加えた。別のひとりの委員も、海外投資家が敏感に反応したなどの効果がみられた、と発言した。

他方、別の委員は、「染み出している」といっても、これは、コールレートが0.01%から0.001%に低下したことや、米国債のイールドカーブの動きなど、結局は金利の変化を反映したものではないかと、との意見を述べた。これに対し、別の委員は、金融政策に対し市場が反応するにはある程度時間を要することもあり、最近の市場の動きが当座預金残高増額の直接的な影響なのか、それとも金利の変化を介したものなのかを区別することはなかなか難しい、との見方を示した。

こうした議論を経て、多くの委員は、6兆円を上回る当座預金供給が金融市場への波及効果を強めていくのかどうか、もう少し時間をかけて見極めたい、という見解で一致をみた。このうちひと

りの委員は、市場に緩和効果を浸透させるためには、絶えず必要額を上回る潤沢な資金供給を続けるという本行のスタンスを堅持することが重要である、と強調した。この委員は、金融面からの効果の波及を目指し、中長期金利や資産価格形成にかかるリスク・プレミアムを最小化していくことが必要である、と付け加えた。

何人かの委員は、構造改革をはじめとする政府の役割について言及した。これらの委員は、日本経済に需要不足や構造調整圧力の残存といった根本的な問題があることを踏まえると、金融緩和だけで景気回復と物価下落防止を図っていくのは難しい、と主張した。このうち、ある委員は、現在の苦境を脱するには、不良債権処理によって金融システムの機能を回復させるとともに、規制緩和や財政支出の内容の見直しにより、民間需要を引き出すことが不可欠であるとして、これらの分野で、政府が主導的な役割を果たしていくことを期待する、と述べた。もうひとりの委員は、物価下落を阻止するという目的は、政府と日本銀行との間で共有されているはずである、との考えを示した。そのうえで、構造改革を進めれば短期的にはデフレ圧力が高まると想定される中、日本銀行は日本銀行として出来ることに全力を尽くしたいと考えているが、政府も必要な手段を講ずることを期待する、と発言した。

そのほか、本日、決定・公表する「経済・物価の将来展望とリスク評価」と金融政策運営との関係について、複数の委員が発言した。ひとりの委員は、今回の展望レポートを機に、追加的金融緩和を求める声が高まることであろうが、これに対しては、できる限りの金融緩和に努力していること、そのうえで、様々な構造改革の取り組みが実を結んでいけば、金融緩和と相俟って、デフレ対策としても大きな力を発揮するはずであることを、丹念に説明する必要がある、との考えを述べた。もうひとりの委員も、中央銀行として適切な政策努力を継続していくとともに、日本経済再建のための建設的な議論をリードできるよう、従来以上に努力していくべきである、と同調した。

なお、議論の過程である委員は、物価は世の中にある財・サービスと流動性の交換比率であるので、流動性を増やし続ければ、いずれはインフレになる、との考えを述べた。この委員は、その時点はいつか分からないが、そうしたリスクを念頭に置きつつ政策を運営しなければならない、と続けた。この点については、数人の委員より、そのような言い方では日銀がデフレとインフレのいずれを当面の主要なリスクと考えているのかうまく真意が伝わらなくなるので適当でないとのコメントが、デフレ防止を重視する観点から寄せられた。

・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。

- 日本銀行は前回の決定会合以降も概ね 8 兆円を上回る潤沢な資金供給を行っている。当座預金残高を増やすことについては、市場に安心感を与えるという心理的な経済下支え効果があると考えられる。したがって、今後とも、経済・市場動向を十分注視しつつ、これまでの方針を踏まえ、引き続き 8 兆円を上回る潤沢な資金供給を行って頂きたい。

- また、消費者物価指数をみると、物価の下落が依然として継続している。現在の持続的な物価の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と考えている。
- 先般、政府が取りまとめた「改革先行プログラム」においても、経済・物価動向の先行きや政府における本格的な構造改革への取り組みを踏まえ、デフレ阻止に向けて、適切かつ機動的な金融政策運営が行われるよう期待する旨、盛り込まれたところである。日本銀行は、物価の継続的な下落を防止するため、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旨を表明している。依然として物価下落に反転の兆しがみられない中において、人々の心理にも強く働き掛け、こうした日本銀行としての強い政策態度を市場に浸透させるとともに、これを実効あらしめるため、是非とも機動的に金融政策を運営して頂きたい。

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。

- 「改革先行プログラム」は、10月26日の経済対策閣僚会議で決定されたもので、その前に、総裁も出席されている経済財政諮問会議で議論されたものである。中身としては、構造改革の加速、前倒しのための規制改革等の制度改革を盛り込み、さらに金融再生法の改正や補正予算により手当てされる個別施策などを付け加えている。政府としては、本プログラムにしたがって構造改革を加速するとともに、構造改革全体の道筋を示す「改革工程表」に沿って着実に構造改革を進めることとしている。これによって、初めて民需主導の自律的な経済成長の展望が可能になるものと考えている。
- また、本プログラムには、日本銀行に対する期待も盛り込まれている。政府としては、日本銀行と密接に連携を図りつつ、出来るだけ速やかにデフレを阻止する必要があると考えており、日本銀行におかれても、デフレ阻止に向けて断固たる対応を行って頂きたい。

採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現状の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方が大勢となった。

ただし、ひとりの委員は、「物価水準ターゲット」を導入したうえで、日銀当座預金残高を10兆円程度とし、さらに、資金供給の円滑な実施のため、保有長期国債の残高を銀行券発行残高までとする現在の制限を外すべきであると主張した。

その理由としてこの委員は、米国の軍事行動が長期化し、その世界経済への悪影響が懸念される中、日本経済も外需頼みの回復はもはや期待できず、デフレ・ギャップが一段と拡大する状況にある、不良債権問題の出口が見えず、これから行われる特別検査の結果如何では、来年3月にかけて金融情勢が非常に不安定化する惧れがある、物価水準を現状以下には引き下げないという中央銀行の強い意思を、その達成時期を明確にする形で対外的に明らかにする必要がある、現状

の 8 兆円程度の当座預金供給は市場の需要をアコモデートしているに過ぎず、もう一步踏み込んでさらなる量的緩和を行うために当座預金残高の目標を引き上げるべきである、といった点を挙げた。さらに、量的緩和の手段として、国債買い切りオペを月 8 千億円程度にまで増額するとともに、外債の購入も定期的に月 2 千億円程度実施するという形で補助的に用いることが適当である、と付け加えた。この委員は、外債の購入は毎月定額という形で行うのであれば、日銀法第 33 条に掲げられる通常業務の範囲内であり、為替介入と混同されることはないので法的に問題はないほか、実務面でもフィージブルである、との考えを述べた。

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 10 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。

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 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。

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、特定の数値を定めない調節方針は、金利の目標が暗黙裡に組み込まれているとの考えが一部にあるなど曖昧であり、執行部に裁量を与え過ぎている、3月に決定した金融調節の枠組みにも拘わらず、特定の調節の目標値を決めないことは、日本銀行のクレディビリティを失墜させる惧れがある、現在の資金供給は市場の資金需要をアコモデートしているだけで、それを上回る積極的な量的緩和を進める必要がある、日本銀行が自ら具体的な物価目標とその達成時期を定めないと、外部から物価目標と達成時期を押し付けられるリスクがある、と述べ、上記採決において反対した。

・「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、即日、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、レポート全体の書き振りが楽観的過ぎる、米国など海外経済の回復時期を来年度前半としているが、そのように展望することはできないとくに米国において、雇用の悪化、企業収益の悪化を背景とした設備投資の減少、地方財政支出縮小の影響が深刻である、という点を理由に、上記採決において反対した。

・議事要旨の承認

前々回会合（9月18日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月1日に公表することとされた。

以上

(別 添)

平成 13 年 10 月 29 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6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。

以 上