

( 13 年 11 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 11 月 15 日 (14:00 ~ 15:38)  
11 月 16 日 ( 9:01 ~ 12:31)

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 )
		( 15 日、16 日 9:01 ~ 10:39 )
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣
		( 16 日 10:40 ~ 11:55 )

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳 ( 15 日 )
企画室調査役	長井滋人 ( 16 日 )

## ・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、外銀による多額の超過準備保有などを背景に流動性需要の不安定な状態が続くなか、前回会合(10月29日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって、潤沢な流動性の供給を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、0.002~0.004%と、総じて安定的に推移した。このところ地銀等でも資金の放出意欲が低下している先が増えている模様であり、市場における資金需要のよりの確な把握が必要な状況となっている。

### 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、米国や欧州の株価が総じて堅調であったのと対照的に、本邦株価は軟調に推移した。この間に米国 NASDAQ 指数が約 12%の上昇となった一方、日経平均株価は約 5%下落しており、これまでの両者の連動関係が弱まっている。米国株価の堅調には、思い切った財政・金融政策の効果に対する期待のほか、ごく最近ではアフガン情勢の進展や半導体市況の反発などが寄与しているが、本邦株価はそうした米国株価上昇の効果よりも、不良債権問題などが国固有の悪材料の方が強く意識されたかたちとなった。

業種別株価をみると、銀行が 98 年のバブル後最安値を 2 割方下回る水準まで下落したほか、不動産、建設など不良債権処理の影響が意識された業種の下落が目立った。先行きについて、市場では横這い圏内での推移を予想する向きが多いが、下値リスクに対する警戒感は根強い。

金利動向をみると、ターム物金利は、ほぼ横這いで格別変化は窺われない。長期金利も概ね 1.3%台での推移ながら、補正予算で新規国債発行 30 兆円枠が取り敢えず堅持されたこと、下期入りに伴う投資家の資金流入などから、若干低下気味に推移した。もっとも、市場は、来年度予算や今年度二次補正等を巡って国債需給に神経質な状況にあり、当面は強弱両材料の交錯からもみ合う展開が続くとみられる。

この間、クレジット・スプレッド(国債と民間債との利回り格差)は、高格付債では引続き横這い圏内にあるが、トリプル B 以下の低格付債では拡大している。銀行株価の下落と軌を一にして一部銀行発行債のクレジット・スプレッドも拡大傾向にある。

#### (2) 為替市場

円の対米ドル相場は、本邦株価が軟調な一方、米国株価が上昇し、日米株価が正反対の動きとな

---

<sup>1</sup> 「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。」

ったものの、海外短期筋の円売りポジション巻戻しや米国における航空機事故などもあってドル買いの動きは進まず、120～122 円台のレンジ内で推移した。円対ユーロ相場もどちらかと言えば円高気味に推移した。

### 3. 海外金融経済情勢

海外情勢の特徴点は、米国の消費者・企業コンフィデンスと雇用の悪化、各国でのインフレ圧力の大幅な低下、足許の景気悪化と市場に織り込まれた先行き回復期待とのコントラスト、の3点である。

まず、米国の7～9月期の実質GDPは、前期比年率-0.4%と8年半ぶりのマイナス成長となった。需要項目別にみると、前四半期に続き設備投資が大幅減少となったことに加え、個人消費や住宅投資のプラス寄与が大幅に低下した。なお、民間による2002年の実質成長率予測は、10月の1.5%から11月には1.1%に下方修正された。

各種指標の動きをみると、企業部門では、生産の大幅減が続いており、在庫が減少しているものの、出荷も大きく落ち込んでいるため、在庫率は高止まりしている。こうしたなかで、10月のNAPM指数が前月比急低下するなど、企業コンフィデンスは悪化しており、企業は投資と雇用を一段と切り込んできている。雇用情勢をみると、10月の非農業部門雇用者数が前月比-42万人と、単月では約20年ぶりの大幅減少となり、失業率が上昇した。賃金の伸びも大幅に低下している。

家計部門をみると、消費者コンフィデンスが急速に悪化している。自動車を除く10月の小売売上高は、前月比では1%程度の伸びとなったが、8月の水準を下回っており強い動きとは言えない。週間チェーンストア統計も足許落ち込んでいる。この間、10月の自動車販売はメーカー各社のゼロ金利プログラムなど販売促進策を受けて単月としては既往最高を記録したが、需要先食いによる反動減が懸念されている。クリスマス商戦についても慎重な見方が多い。この間、10月のPPIは前月比-1.6%と単月では統計開始以来最大の下落となった。

こうしたもとの、FRBは11月6日に、政策金利の引下げ（FFレート誘導水準：2.5% 2.0%）を実施したが、引続き景気下振れ方向に警戒している。FF先物金利からみると、市場は、年末までの0.25%程度の再利下げを織り込んできている。

欧州でも、ドイツをはじめ主要各国で生産が減少傾向を辿っており、企業収益の悪化などから設備投資も減少している。失業率の上昇など、雇用環境の悪化から消費者コンフィデンスも悪化しており、個人消費の鈍化傾向が窺われている。インフレ圧力は大きく後退してきており、こうしたなかで、ECBは11月8日に政策金利の引下げ（主要リファイナンス・オペレート：3.75% 3.25%）を実施した。

NIEs、ASEAN諸国では、米国、日本向けの輸出減少を起点とする景気悪化に歯止めがかかっていない。中国でも輸出がスローダウンしてきており、IT関連財に加え、繊維品などの輸出にも鈍化傾向が窺われるが、財政支出増大や高水準の対内直接投資流入等に伴う内需の好調から、高成長を維持している。

この間、アルゼンチンでは、11月1日に政府が債務リストラ策を発表したものの、対米国債スプレッドは一段と拡大している。もっとも、足許におけるアルゼンチン情勢の緊迫化は、ブラジル、トルコなど他の累積債務国には目立った影響を及ぼしていない。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

景気の現状をみると、生産の大幅減少の影響が、雇用・所得面を通じて個人消費にまで及び始めており、調整は厳しさを増している。

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。このような輸出環境や企業収益の悪化を受けて、設備投資も減少している。設備投資の先行指標となる機械受注は、7～9月に前期比-5.7%と大きく減少したあと、10～12月も若干のマイナスが予想されている。製造業の弱さが目立つ反面、非製造業が横這い圏内で推移しているため、前回調整局面の98年当時ほど急激な落込みとはなっていない。ただ、ここにきて非製造業でも建設・商社を中心に下期収益予想を大きく下方修正する動きが目立っている。

個人消費についても、先月までに比べ弱めの指標が目立ってきた。これまで比較的堅調とされていた乗用車販売が9月、10月と減少がはっきりしてきたほか、旅行も海外を中心に大きく落ち込んでいる。消費者コンフィデンスも、さらに悪化している。この間、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も引続き減少傾向にある。

このような最終需要動向を受けて、生産は大幅な減少を続けている。鉱工業生産は、7～9月に前期比-4.3%となったあと、10～12月も大きめの減少になるとみられる。製造業の在庫循環の状況を見ると、電子部品は生産水準を大幅に切り下げてきた結果、在庫は大幅に減少しているものの、なお調整が必要な段階にある。素材は、減産本格化から漸く在庫積み上がりに歯止めがかかりつつあるが、在庫率はなお高水準にある。一方、最終財は建設財のほか、消費財・資本財でも在庫の積み上がりが見られ始めており、輸出減少を起点とした景気の調整が、内需面に及んできている姿が窺われる。

雇用面では、有効求人倍率が緩やかな低下傾向にあるほか、常用労働者数や名目賃金も減少を続けている。こうしたなかで、9月の失業率は、それまで増加傾向にあった雇用者数が大幅減少に転じたことを主因に、5.3%と8月の5.0%から大きく上昇した。単月の統計の振れはある程度均して見る必要があるが、方向としては雇用・所得環境がさらに悪化していくリスクも念頭に置いておく必要がある。

なお、情報関連分野の調整について、ここにきて幾分明るめの情報が見受けられる。米国をはじめ情報関連財の過剰在庫調整が着実に進んでいる。一部関連メーカーからは、受注や出荷の回復といったミクロ情報も聞かれている。7～9月の世界半導体出荷実績は10月時点の見通しを僅かながらも上回り、ごく直近では需給動向を敏感に反映するDRAMのスポット価格が反発している。

しかし、IT関連最終需要はなお減少を続けている模様であり、テロ事件の影響で需要がさらに下振れる可能性もあるため、予断を持つことなく情勢を見守っていく必要がある。

景気の先行きを展望すると、輸出は、当面、情報関連需要の不振や海外経済の低迷が続くことなどから、はっきりとした減少が続くと考えられる。国内需要面でも、個人消費は雇用者所得の減少が続くなかで、さらに弱まっていくとみられる。こうした最終需要の動向に加え、素材分野を中心に在庫調整圧力も根強いことから、鉱工業生産は、少なくとも本年度末までは減少傾向を辿ると考えられる。

物価面をみると、輸入物価は3か月前対比でみた下落率がこのところ拡大している。これは、主として非鉄金属や原油など国際商品市況の下落を受けたものである。国内卸売物価も、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、3か月前対比でみた下落率がやや拡大している。この間、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。先行きも、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、当面、各種物価指数のマイナス幅は、横這いないし幾分拡大するとみられる。

## (2) 金融環境

金融環境の特徴点は、格付の低い企業を中心に、社債やCPの発行環境が厳しくなっていること、銀行の貸出態度や中小企業の資金繰りなど、間接金融面でもやや厳しさを増していること、10月の倒産件数が急増したこと、の3点である。

まず、民間銀行の貸出残高は、前年比-2%程度で大きな変化はない。ただ、銀行は優良企業には貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方、信用力の低い先には貸出姿勢を慎重化している。主要行の下期貸出計画は、上期までとは対照的に、現状よりマイナス幅を拡大していく計画となっている。基本的には資金需要の弱さを反映したものとみられるが、従来のボリューム・スプレッド両睨みから、ボリュームのウェイトを落とすことあることの反映とも考えられる。

貸出金利の動向をみると、スプレッド貸出におけるスプレッドは、振れを伴いながらも拡大傾向にあり、特にここ数か月は、限界的な動きではあるが長期貸出におけるスプレッドの拡大が目立っている。

この間、中小企業からみた銀行の貸出態度をみると、9月から10月にかけて緩和感が後退した。資金繰り判断も、全般に厳しいとみる企業の割合が幾分増加している。信用不安が広範化していた98年ほど急激ではないにせよ、方向としては、中小企業金融が徐々に厳しくなっているように窺われる。

社債市場では、電力など高格付債の発行は引続き堅調ながら、流通大手企業の経営破綻もあって、トリプルB格以下の社債発行が困難な状況が続いており、社債発行残高の前年比伸び率は鈍化している。10月の社債発行に占めるトリプルB格のウェイトは低下した。

CP発行残高は、引続き前年を3割方上回っており、流通大手企業の破綻の影響は、ボリューム

面ではそれほど強く表れていない。ただ、低格付企業では年末越えのCP発行金利に多少影響が出ているといった情報も聞かれている。

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、高めの伸びを続けている。すなわち、10月のマネタリーベースは、9月に続いて前年比14%台の伸びとなった。M2 + CDの前年比伸び率も3.6%と9月とほぼ同じ伸び率となった。内訳をみると、M1を構成する預金通貨が伸びを高める状況が続いている。

10月の倒産件数は1,843件と、これまでの月1,500件前後のペースから大幅に増加した。単月の件数としては過去4番目の水準である。内訳をみると、中小・零細企業のウエイトが高まっており、特別保証制度関係の倒産件数も前月より増加した。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の現状

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、として、先月までに比べ景気判断を慎重化させることが適当との認識を共有した。ある委員は、日本経済はデフレの状況にあるが、デフレスパイラルに陥ったとまでは言えないと述べた。もっとも、ひとりの委員は、景気動向指数は、景気の急速な悪化を示している、先行指数からみて少なくとも目先8～10か月は下げ止まりを期待できない、現在の調整の速さと深さはオイルショック後やバブル崩壊後の局面と似ている、点を指摘したうえで、失業率の上昇、倒産件数の増大、企業金融指標の悪化等を踏まえると、景気はもう一段深刻なフェーズに入ったと述べた。

企業部門の動向については、多くの委員が引続き悪化しており調整に歯止めがかかっていないとの認識を示した。生産・在庫の状況について、複数の委員が、電子部品や紙パなどで在庫調整の進捗がみられるが、こうした動きは一部であり、全体的には急ピッチの生産調整にもかかわらず在庫調整が遅れていると指摘した。

何人かの委員は、構造調整の遅れによる供給過剰やグローバルな競争圧力の高まりが企業活動に及ぼす影響を指摘した。ある委員は、今年度の住宅を除く建築着工床面積が、首都圏一極集中のもとで67年の水準を下回る見込みにあると述べたうえで、ゼネコンの受注価格が前年比3割近くも下落している、部品業者も生産の中国シフトなどを進めざるを得ず、これを受けて素材メーカーともども価格・数量・収益減に見舞われている、との具体例を紹介した。この委員はまた、自動車生産が、国内販売の減少に加え、対米輸出も米国での販促効果の剥落から早晚息切れが見込まれるため、下方修正は必至であると述べ、波及効果の大きい自動車生産に陰りが出てきた点に懸念を表明した。別の委員は、アジア諸国と日本、中国の製造業の賃金格差を紹介し、中国の低価格輸出品は日本のみならず他のアジア諸国にとっても脅威となっている、そうしたなかで本邦企業は大

幅な固定費圧縮、なかでも雇用削減を迫られている、と指摘した。

こうしたなかで、設備投資についても、複数の委員が企業収益の悪化から一段と減少しているとの見方を示した。ある委員は、機械受注の落込みに触れたうえで、設備投資の減少がITメーカーからITユーザーに広がりを見ている、と指摘した。

家計部門の動向については、これまで何とか横這い圏内とみてきた個人消費も弱めに判断を修正せざるを得なくなっているとの認識が、概ね共有された。多くの委員は、失業率の上昇など雇用・所得環境の悪化と、消費者コンフィデンスの冷込みを指摘したほか、海外旅行や乗用車販売など相対的に堅調であった消費指標が減少に転じた点に注目した。ひとりの委員は、消費行動が生活防衛色を強めている点を指摘したうえで、将来の期待所得の減少が消費抑制に繋がっていると述べた。

## 2. 景気の先行き

景気の先行きに関しては、年初来の輸出減少を起点とする景気調整が続くもとで、内需がさらに弱まっていくのは避けられないとの認識が共有された。そのうえで、当面の注目点としては 米国経済を中心とする世界同時的な減速が、わが国輸出の一段の減少に繋がるリスク、雇用と所得の悪化から個人消費が明確な減少に転じるリスク、金融面の脆弱性が経済活動に悪影響を及ぼすリスクなどが指摘された。

まず、海外経済の動向については、企業部門の減速に加え、これまで底固かった欧米の家計部門でも弱い材料が目立っており、同時減速傾向を強めつつあるとの認識が概ね共有された。ある委員は、OECD諸国の景気先行指数の落込みを示しつつ、世界景気はテロ事件以前から下降局面に入っていたが、テロ事件がさらに打撃を与えており、少なくとも下期中は回復が見込めないと述べた。

複数の委員は米国経済に言及し、製造業受注が大幅に落ち込んでおり生産調整はさらに長期化すると思われる、テロ事件後、所得環境や消費者コンフィデンスが急速に悪化しており消費への影響が懸念される、加えて堅調だった住宅価格も一部下落しており、逆資産効果と減税・利下げ効果の綱引きになっている、消費が持ち堪えている間に設備投資が回復するかどうか楽観できないといった点を指摘した。

以上のような見方に対し、ひとりの委員は、現状既に世界同時後退に近い状況となっている点を踏まえると、昨年から今年にかけて米国でみられたような急激な景気減速が再度起きるとは考えにくいのではないかと述べた。もっとも、この委員は、9月に急上昇した貯蓄率の今後の動向や、自動車ローンの金利ゼロキャンペーンの効果の持続性など、米国経済の先行き不透明感の強さを併せて指摘した。

また、一部の委員は、世界的なITセクターの動向に言及し、アジアの電子部品メーカーの売上げ改善や、半導体スポット価格の上昇など、潮目の変化を窺わせる材料も出始めている点に着目しつつも、IT最終需要には依然回復の兆しが見えておらず、米国IT産業では出荷・受注の減少が続いていることなどから、引続き厳しい状況が続くとの見方を示した。

このような海外情勢、輸出環境を踏まえ、わが国の企業部門については、当面厳しい状況が続く

との見方が概ね共有された。ひとりの委員は、在庫水準が低下しても出荷が逃げ水のように減少しているため、在庫率が高止まりしていると述べ、生産調整の長期化は避けられないとの見通しを示した。別のある委員は、収益の回復がない限り、企業の回復プロセスは始まらないが、収益環境はむしろ下期にかけて一段と厳しさを増す、と述べた。同じ委員は、このところの株価低迷が年金給付債務の引当不足を通じ収益の下押し圧力となっている点も懸念材料として付け加えた。ある委員は、時価会計という面からも、3月末の株価が企業経営に与える影響が注目されると指摘した。

この間、ある委員は、日本の企業セクターが抱える中長期的な問題点と、そこから生じる調整圧力の存在を指摘した。この委員は、過去17年の間に、個人金融資産が3倍弱増加した一方、法人資本は毀損されており、個人と企業の所得配分に大きな歪みが生じた、99年度の法人申告所得は、黒字と赤字をネットすると僅か2兆円であり、企業部門全体として収益が殆んど上がっていない、

このためROA引上げのためコストと資産の圧縮が必要になっている、建設、サービス、不動産など官需依存度が高かったり規制に守られている生産性の低い業種の方が、他業種より製品・サービス価格の引上げ率や実質賃金上昇率が高い、といった問題点を挙げ、今後これらの是正プロセスが始まると述べた。

こうしたなかで、雇用・所得環境の悪化が、今後の個人消費に及ぼす影響が意識された。複数の委員は、雇用調整が様々な業種に広がっている事実や、来年度にかけて所定内給与の切込みやワークシェアリングが広がるとの見解を示したうえで、雇用・所得環境はさらに悪化し、個人消費に悪影響を与える可能性が高いとの見方を述べた。

以上のような景気情勢のもとで、物価動向については、需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まっていく可能性が高いとの認識が共有された。ある委員はデフレスパイラルのリスクを注視すべきと述べた。加えて、複数の委員が、世界的な同時減速のもとで、グローバルな物価上昇率の低下や国際商品市況の下落もわが国の物価の押下げ要因となる点を指摘した。ひとりの委員は、生産性上昇・技術革新による価格低下、高コスト体質是正を進める価格低下は不可避であり経済成長とも整合的と受け止めるべきである、一方、需給バランスの崩れによる物価下落は、過当競争で企業を疲弊させ設備・雇用調整を迫るなど経済を縮小再生産に陥れる要因になっている、と整理した。この委員は、物価下落が企業収益を圧迫し実質債務負担を増加させるなど、フロー・ストック両面で企業にダメージを与えていることから、企業にとって最大の問題になっていると述べた。

### 3. 金融面の動向

国内金融環境については、金融市場の状況や金利水準からみれば極めて緩和的な状況が続いているが、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、信用力の低い企業などで資金調達環境が厳しくなる動きがみられる、との認識が共有された。そのうえで、先行き金融システム不安の高まりや金融機関の融資姿勢の慎重化などにより金融面から景気の脆弱性が高まるリスクをどうみるかという点を中心に、議論が行われた。

まず、大方の委員が、銀行経営に対する市場の評価が極めて厳しくなっている点に懸念を表明し

た。複数の委員は、銀行株価がバブル後最安値を更新しているほか、銀行社債・劣後債の対国債スプレッドや邦銀のクレジット・デフォルト・スワップレートが中間期末を越えても高止まりしていることを指摘した。これに関連して、ある委員は、銀行株価の下落は、不良債権処理の促進と最終的な損失規模の早期確定を求める市場の警告ではないかと発言した。

そのうえで、ひとりの委員が、銀行の健全性に対する懸念が強まると、株安で銀行経営が不安定化し、企業金融の悪化を通じて経済活動に悪影響を及ぼすリスクも排除できないと述べた。他の多くの委員も、ペイオフ解禁を控え金融システムと実体経済が連鎖的に悪化していくリスクに留意が必要との見解を述べた。このような認識を踏まえ、ある委員は、97～98年のような信用収縮は是非とも避けるべき局面であり、株価の動向、金融機関の自己資本や資金繰り・預金シフトの状況を良くモニターしていく必要があるとの認識を示した。別の委員は、日本銀行には金融庁とも協力しつつ金融システムの信認回復に取り組むことが求められている、また銀行の経営体力が維持できなくなれば公的資本注入も止むを得ないとの見解を述べた。

こうしたなかで、大方の委員は、銀行の融資姿勢が慎重化している点を指摘した。同時に、現状は資金需要自体が弱いため、逼迫感が急に強まっている状況ではない、との見方も複数の委員から示された。これらの委員も含め、銀行は今後さらに利鞘重視、融資先選別の姿勢を強めていくとみられるため今後の動向には十分注意が必要、との認識が共有された。

このため、企業の調達環境が二極化の傾向を徐々に強めているとの認識も、概ね共有された。ある委員は、10月の倒産件数の急増を懸念材料として挙げた。別の複数の委員は、売上げ不振とキャッシュ・フロー減少で、運転資金やリストラ資金に対する需要が高まる一方、銀行は資産査定を厳格化しつつ取引先の選別色を強めており、一部不振業種や中小企業では年末、年度末にかけ資金繰りが悪化するリスクがあると述べた。さらにこの委員は、仮にそうした事態になれば、銀行・企業・個人が一段とリスク回避指向を強め、市場全般が不安定化する惧れもある、と付け加えた。

なお、ある委員は、金融機関の信用仲介機能に関連して「不良債権問題の存在故に緩和効果が金融システムの外側まで伝わりにくい」といった説明が良くなされている点について、中長期的には正しいが、短期的にはもう少し事情が複雑なのではないか、と指摘した。これについて同委員は、

銀行の融資行動をみると信用力の高い先には貸込み競争に近い状況が生じている、一方で、信用力の低い先には新規貸出こそ慎重であるが、過去に行った低利鞘貸出をストックとして多く抱え続けている、銀行がこのような無理な貸出行動を続けるなかで、不良債権の予備軍が増えている、

従って、マクロ的には不良債権の存在故に貸出が出ないのでなく、過剰な貸出の調整が整理できていないと捉えるべきである、と敷衍した。さらにこの委員は、こうした認識を踏まえると、不良債権処理が進展する過程では、マクロ的な貸出残高は減るかも知れないが、同時に健全な借り手、有望なプロジェクトには十分資金が回るという状況が実現できる筈である、そうしたなかでは金融機関のリザーブ需要は必ずしも増えないかも知れない、と付け加えた。

国内の金融資本市場の動向に関しては、ひとりの委員が、株価・金利・為替いずれも、多くの不透明要因を抱え動きづらい状況である、と総括した。長期金利については、世界的なディスインフ

レ傾向や日銀の徹底した流動性供給から今のところ概ね安定しているが、二次補正や来年度国債発行額を巡って一部神経質な動きもみられる点が意識された。株価については、ある委員が、海外の株価がテロ後ボトムから2～3割上昇しているのに対し、本邦株価の上昇は限定的である、その背景は銀行株価と、建設・不動産・流通などの過大債務企業の株価低迷である、こうした状況を踏まえると、株式市場は構造改革の進展、特に不良債権処理の進展と将来のビジネス・モデル構築を求めている、と指摘した。他の複数の委員も、不良債権処理の遅れが株価低迷の根本的な背景だとの見解を述べた。

海外の金融資本市場に関しては、世界経済の同時減速傾向が意識されるなかで、足許の海外株価が比較的堅調に推移している背景を中心に議論された。

ある委員は、米国株価やドル相場の堅調は、米国経済が来年前半には回復し始めるとの市場の見方と整合的である、9月末以降の韓国・台湾の株価上昇も、アジア諸国における輸出減少幅の縮小、半導体市況の底打ちなど変化の兆しが窺われることと関連している、と指摘した。一方、別のある委員は、米国株式市場は、財政出動や金融緩和の効果への期待、アフガン情勢の進展等からユーフォリア的な状況にあり、何れ反動が出るのではないかと述べた。この委員は、最近の米国長期金利の上昇について、やや長い目でみて米国が国際紛争に巻き込まれることへの懸念の反映ではないかと付け加えた。

別の委員は米国社債市場の動向に触れ、高格付け債は対国債スプレッドがテロ前の水準に復した一方、低格付け債は高止まりしており、発行額も減少している、直接金融ルートが狭まるなかで、間接金融がどの程度補完できるかが米国経済の先行きを左右する、この点、米銀は邦銀に比べ不良債権比率が低くコアキャピタルが厚いので下支えを期待し得るが、一方で米銀は信用モデルに債務者の株価を組み込んでいるとされており、そうだとすれば銀行信用が直接金融と連動する可能性もあり、今後の動向に注目したいと述べた。

## ・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について、検討が行われた。

大方の委員は、金融市場において依然流動性需要が不安定な状況が続いていることを踏まえると、日銀当座預金の上限を定めない現在の調節方針を維持し、機動的かつ潤沢に流動性を供給していくことが適当との見解で概ね一致した。

不安定な流動性需要が続く背景について、多くの委員は、銀行株の下落等を受けた不安心理の影響から、予備的な流動性需要が高まっている可能性と、超低金利下の資金放出意欲の減退やそれに伴う市場機能の低下を指摘し、当座預金需要が読みにくい状況は当面続くとの認識が共有された。

このうち前者に関しては、複数の委員が、今後仮に金融システム不安の強まりから流動性需要が高まった場合には、現在の調節方針のもとでそうした需要に応えていく必要が出てくる事態も念頭に置いて現状維持を支持したい、と指摘した。

後者に関しては、複数の委員が、外銀の多額の超過準備保有に加え、このところ地銀など他の業態でも運用意欲の低下が目立つ点を指摘した。また、外銀の超過準備保有については、本邦投資家の円投による外債投資が基本的な背景となっていることから、今後の外債投資の継続性や規模次第で、大きく変わり得る点が意識された。

この間、ひとりの委員は、景気は悪化の度を強めている、こうしたなかで構造改革はなかなか進まず、さりとて景気対策も打たれないなど政策的な閉塞感も強い、今後、デフレスパイラルに陥ったり金融システムがクリティカルな局面を迎えるリスクもある、といった点を指摘し、日本経済の深刻さを強調した。

そのうえで、現状維持といった受け身の対応は適当でなく、デフレを食い止めるために一歩踏み込んだ対応を採るべきであるとして、前回会合と同様、「物価水準ターゲット」の導入と、日銀当座預金残高目標を10兆円程度とする調節方針を提案したいと述べた。さらにこの委員は、前回は保有国債残高を銀行券発行残高までとする制限を外す提案をしたが、今回は見送り、これに代えて外債買入れの開始を正式に提案したいと述べた。この委員は、現在の金融環境であれば外債を買い入れなくとも前述の10兆円の残高目標は達成できるが、資金供給手段の多様化の観点から外債買入れが必要であると付け加えた。

先行きの金融政策運営に関しては、まず、多くの委員が、ポートフォリオ・リバランスなど量的緩和策に期待された効果は今のところあまりみられ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。ある委員は、現在の政策効果について、企業が極めて低金利で調達できる環境を整えている点で、重要な役割を果たしている、と述べた。また、別のある委員は、日銀当座預金の潤沢な供給と時間軸という3月の金融緩和の枠組みを忠実に続けることが、市場の安定を維持していくうえで重要である、こうした安定した緩和姿勢を継続することで、今後経済主体の心理的な変化や何らかの環境変化に伴って、金利以外の量的な「染み出し効果」が出てくる可能性も否定すべきではない、と述べた。

ただ、「6兆円を上回る」という現在の調節方針のあり方を巡っては、複数の委員が、いずれは特定の当座預金残高に言及する調節方針への復帰を検討することが望ましいとの見解を示した。このうちのある委員は、現在の調節方針はあくまでも一時的なものと理解している、外銀の超過準備が「根雪」化しているが、市場原理に基づく合理的行動である以上、こうした状況は所与のものとして目標設定を検討していく必要がある、現時点では、当座預金残高の絶対水準で金融緩和の度合いを示すのは難しく、現状追認的な残高目標を定めても効果は期待しにくい、今後ダウンサイド・リスクが顕現化した場合に、国債の買入れ増額など他の施策とパッケージで量的目標の引上げを打ち出すのが効果的かも知れない、と述べた。別の委員も、不安定な流動性需要をもたらしている原因が当面解消されるとは考えにくく、何れかの段階ではそれを前提に調節方針のあり方を検討する必要があるとの見解を示した。

これに対し、ある委員は、資金市場の機能が低下し、日銀当座預金残高では緩和度合いがはかりにくくなっている点に留意する必要があることを指摘した。

このほか、多くの委員が、さらなる情勢の悪化に対応し得るよう、外債買入れも含めた資金供給

方法の多様化について、効果、フィージビリティ、問題点などの観点から検討を進めておく必要があるとの見解を示した。この点に関し、ある委員は、非伝統的な資産の買入れを検討するにあたっては、今後政府が打ち出す諸政策との協調や整合性の観点が重要になるのではないかと述べた。別のある委員も、オーソドックスな金融政策が限界を迎えつつあるなかで、政府の財政政策や為替政策など経済政策の範疇に金融政策が重なっていくポリシーミックスを念頭に置きつつ、買入れ対象を検討すべき局面がくるかも知れない、その際にも中央銀行としての信認、銀行券の信認維持が大前提となるが、経済は流れているものであり、ポリシーミックスの枠組みのなかであれば、金融政策単独で行う場合に比べ、それらの信認を補強できる可能性があるとして述べた。

なお、外債買入れについては、複数の委員が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性はないと述べ、概ねその認識が共有された。この間、今回これを提案したいとした委員以外でも、一部の委員が資金供給手段としては一定のメリットがあると指摘した。ある委員は、メリットを日銀当座預金との代替性が低いため資金供給力の向上に資する、長期国債の買入れ増額と異なり市場の財政規律への懸念を惹起しない、社債・株式等の買入れとは違い資源配分の中立性への影響が少ない、と整理した。同時にこの委員は、検討すべき論点として、円滑な資金供給のための外債買入れが必要な状況であるが、

日銀法改正時の中央銀行研究会報告では、金融政策の目的を為替相場を含めた「通貨価値」の安定ではなく、対内的な通貨価値である「物価」の安定としたうえで為替レートに影響を与える目的で外貨を売買する介入は政府が一元的に行うとされたが、日銀の外債買入れにより、金融政策の目的が「為替相場を含めた通貨価値の安定」であるという誤解を招く恐れがあるのではないかと、為替相場の動向次第では、日銀が「金融調節」のために外債を買い入れる一方で、「政府の事務取扱者」として外貨売り介入を行うという相互に矛盾する事態も想定されるのではないかと、外債買入れを実施するためには政府を通じて諸外国の理解を得ることが不可欠になるのではないかと指摘したうえで、最後に、外債買入れを巡り政府と日銀が対立しているかのように誤解されることがないように十分な注意が必要であると述べた。

この委員も含め、複数の委員が外債買入れに関しては政府の為替政策との関係も1つの論点になり得る、と指摘した。この点について、ある委員の求めに応じ、財務省からの出席者は次のように意見を述べた。

- 詳細を詰めている訳ではないが、日銀法第40条において、必要に応じて日銀は自ら外国為替の売買を行うとあり、これは、法制上は可能と解釈されていると思う。
- ただ一方で、同条第2項において、本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とする外国為替の売買は、日銀は財務省の指示に基づいて事務の取扱いを行う者として行うと規定されている。
- 円安を通じて物価の安定を図ること、そのために外国為替の売買を行うことは、この第40条第2項に当たると読むのが素直と思う。従って、その場合は国の事務の取扱いをする者として行って頂くことになるのではないかと。日銀法改正時の中央銀行研究会報告で、現在の国際金融システムのもとでは為替介入については政府が一元的に責任を持つべきであるとされた経緯

を考へても、日銀の外債買入れについては、法律上の観点から色々検討すべき問題があるのではないかと思う。

この発言に関し、今回外債買入れを提案したいと述べた委員は、日銀法第 40 条の問題は十分認識しており、為替介入と一線を画すべく、毎月定額購入するなどの工夫を行うのは当然である、中央銀行研究会当時とは経済状況が大きく異なるので、外債買入れについて新たに検討することには意義がある、と述べた。他の複数の委員も、円資金の円滑な供給を目的に行う外債の買入れは、日銀法第 40 条の規定には抵触しないのではないかと、との意見を述べた。

金融緩和効果を引き出す観点から、他の経済政策の重要性についても、何人かの委員が発言した。ある委員は、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る、この点、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、そのためには、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かたちで構造改革を進めることが不可欠である、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に強く期待したい、と発言した。

また、別の委員は、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」が必要と強調した。この委員は、短期的にはデフレ脱却が最大の課題であり、今年度補正や 14 年度予算を通じ、乗数効果の大きい財政支出によって民需を刺激することが重要、不良債権処理の促進による金融システム健全化も、企業や家計のコンフィデンス向上に繋がる、中長期的には、財政再建を念頭に置きつつ、都市再生、環境・福祉、IT 関連基盤整備等に重点を置いた質の高い財政出動を図るとともに、前向きな経済活動を促す税体系や規制緩和、雇用のセーフティ・ネットなどの環境整備が重要と述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合のなかでは、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。

- 小泉内閣成立から半年強が経過した。この間、この会合では、政府からデフレ阻止に向け適切かつ機動的な金融政策を求める一方で、日本銀行からは規制緩和等による需要発掘や不良債権処理の必要性が指摘されてきたが、双方その必要性を十分認識しつつも、それぞれに難しい問題を抱えるなかで現在に至っている。
- 内閣府が先週独自試算として発表した経済見通しによれば、今年度成長率はマイナス 0.9% と戦後最低になっている。外需の落込みが主因であり、個人消費がプラスに寄与することでスパイラル的な悪化を何とか阻止する前提で考えているが、先日の月例経済報告では、消費の弱含みを主因に景気判断を下方修正させており、経済運営は大変苦しくなっている。経済の悪化は甘んじて受け入れなければならない面があるが、継続的かつ加速度的な悪化に対しては思い切った対応を講じるのが政策当局の務めだと思う。

- 本日成立の今年度補正予算は、30兆円の国債発行枠を守るという財政規律を示す一方、苦しいなかで、雇用などのセーフティ・ネットに重点を置くとともに、改革先行プログラムにも一部お金をつけている。また、補正予算が成立したことで、ゼロベースで政策を総点検する段階と認識している。様々な経済政策を原点に戻って考え直す観点から、経済財政諮問会議において集中審議を始めた次第である。
- 特に不良債権問題については厳しい認識を有しており、ペイオフとの関係で対応を見直す、或いは強化する必要性を感じている。この問題にも関係して、日銀にはデフレへの対処で是非とも知恵を出していただきたい。
- 政府としても新しい領域に踏み出していく覚悟であるので、日本銀行には、選択肢をできるだけ広げ、デフレ阻止に向けて適切かつ機動的な金融政策をお願いしたい。

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。

- 本日、改革先行プログラムに基づく13年度補正予算が成立した。日本銀行は、前回会合以降概ね9兆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、今後とも、経済・市場動向を十分注視しつつ、引続き潤沢な資金供給を行っていただきたい。
- 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の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なかで、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是非とも機動的に金融政策を運営して頂きたい。
- その際、短期金利がほぼゼロという状況下では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、デフレ懸念払拭のため、金融調節にあたり新たな工夫を講じることを含め、経済により効果のある政策を幅広くご検討頂きたい。

## 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」を導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債買入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を10兆円程度とすること、を提案したいと述べた。

この委員は、その理由について、物価水準を目標化し、目標達成時期を明示することにより、

物価を現状以下には引き下げないという日銀の強い姿勢を示すとともに、明確なかたちで日銀についての政策評価をやすくすべきである、外債買入れの開始により、資金供給手段の選択肢を広げ、供給力の向上を図るのが適当である、「6兆円を上回る」という現在の調節方針は曖昧かつ不十分であり、現状概ね9兆円程度となっている当座預金残高をさらに上回る量的目標を明示すべきである、と説明した。また、外債買入れは、継続的かつ安定的に買うことを想定しており介入とは明確に一線を画したものである、具体的な買入れ方法は国債と同様に執行部に授権する、と付け加えた。

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、同じく金融市場調節方式について、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する」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）。

さらに同委員から、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、特定の当座預金残高を定めない現在の調節方針は実質的に金利ターゲット政策を意味しており、本年3月に決めた枠組みとは異なっている、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、積極的な量的緩和の姿勢からは程遠い、物価の下落率が拡大している現状への危機感に欠けており、不十分である、政策当局としての責任から、自ら具体的な物価目標とその達成時期を定めるべきである、といった理由から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11月19日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、景気について、後退ピッチの速さに言及するとともに、「調整」ではなく「悪化」と表現すべきである、物価についても、今後下落ペースが一段と加速していく可能性を踏まえ「緩やかな下落傾向を辿る」との表現は不十分である、10月の倒産件数増加や失業率上昇にも言及すべきである、公共投資の落込みで地方経済が非常に大きな影響を受け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。

### ・議事要旨の承認

前々回会合（10月11、12日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月21日に公表することとされた。

以 上

(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。

以上

( 13 年 11 月 29 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 11 月 29 日 (9:00 ~ 12:21)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優	( 総 裁 )
	山口 泰	( 副 総 裁 )
	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	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣 < 9:00 ~ 11:37 >
	薦田 隆成	大臣官房審議官 ( 経済財政 - 運営担当 ) < 11:39 ~ 12:21 >

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之
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	長井滋人

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、外銀による多額の超過準備保有などを背景に不安定な流動性需要が続くなか、前回会合(11月15、16日)で決定された方針にしたがって、潤沢な流動性の供給を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、0.002~0.003%と、総じて安定的に推移した。年末越えの資金調達の様子については、これまでのところ落ち着いているが、外銀の超過準備の動向も含めて、今後も慎重に見守っていきたい。

### 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、本邦株価は、米国株価の持ち直しや円安進展などを背景に上昇したが、その後は持ち合い解消売りの動きが広がったほか、上場企業の倒産が嫌気されたことなどから、下落に転じた。先行きの株価については、企業業績の下方修正はある程度織り込まれつつある一方、米国経済に関する楽観論の修正や銀行株に売り圧力が強まるリスクもあり、上値が重い展開を辿るとの見方が多い。

金利動向をみると、ターム物の短期金利は、本行による潤沢な資金供給を受けて引き続き極めて低水準で推移している。長期金利は、第2次補正予算で国債増発が見送られる見通しとなったことが金利低下要因として意識された一方、日本国債に対する格付け引き下げの思惑などが金利上昇圧力となって、前回会合比では概ね横這い圏内で推移した。

こうした中、信用リスクへの警戒感が次第に市場に広がっている点には留意が必要である。すなわち、クレジット・スプレッド(国債と民間債との利回り格差)については、高格付債は引き続き横這い圏内にあるが、トリプルB以下の低格付債は、企業の信用リスクに対する見方が引き続き慎重化していることから、拡大する動きが続いている。また、CP市場では、高格付の損害保険会社の破綻を受けて、新発レートがかなり上昇する動きがみられている。

銀行セクターについては、大手行の業績修正発表以降に株価は一旦持ち直しに転じたものの、その後は足許にかけて下落傾向が続いている。この間、一部の銀行発行債のクレジット・スプレッドも拡大している。

#### (2) 為替市場

円対米ドル相場は、米国経済指標の予想比上振れやアフガニスタン情勢の進展がみられたことに加え、わが国について金融システム不安や国債格下げリスクが海外勢を中心に意識されたことな

---

<sup>1</sup> 「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。」

どから、121 円台から 124 円台まで下落した。その後、足許では幾分円高方向に調整が進んでいる。

### 3．海外金融経済情勢

前回会合以降、世界経済の減速、後退を示唆する指標が多くみられた。

まず、米国については、IT 関連を除く製造業で在庫調整に目途がつつあるように窺われるものの、最終需要は引き続き弱い状況が続いている。10 月の鉱工業生産は、自動車の減少を主因に、9 月に引き続き大幅に減少した。一方、家計部門では、消費者コンフィデンスや住宅着工などで弱い指標が出ており、出足が比較的順調なクリスマス商戦も今後の展開を慎重にみていく必要がある。

こうした中、米国金融市場では、長期金利の上昇、株価のボラティリティ低下、低格付債のスプレッド縮小といった形で、これまでの「質への逃避」的な投資行動の巻き戻しがみられている。また、FF 先物金利は、次回 FOMC（12 月 11 日開催予定）における 0.25% 程度の再利下げを織り込んでいるが、来年半以降には利上げに転じるとの見方を示している。

欧州でも、ドイツを中心に景気後退色が強まっている。ドイツでは、設備投資の減少に加え、個人消費も減少に転じたことなどから、2 四半期連続のマイナス成長になったほか、先行きを含めた景況感指数も大幅な悪化をみている。

NIEs、ASEAN 諸国では、輸出の減少を背景に、台湾、シンガポール、マレーシアなどで大幅な景気後退が続いている。一方、韓国では、積極的な公共投資や個人消費の底固い伸びが景気を下支えている。中国でも輸出がスローダウンしてきているが、財政支出増大や高水準の対内直接投資流入等に伴う内需の好調を反映して、引き続き高成長を維持している。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

前回会合以降の経済指標をみる限り、「生産の大幅減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にまで及び始めており、調整は厳しさを増している」との景気判断を変える必要はないとみている。

需要項目別にみると、輸出入は、通関日数要因の影響もあって、10 月に小幅増加したものの、全体としては減少基調が続いている。IT 関連の最終需要は引き続き弱く、11 月前半に急上昇した DRAM のスポット価格は中旬以降反落している。民間調査会社によると、本年第 3 四半期の世界の携帯電話販売台数は前期に引き続いて前年を下回った。

個人消費については、徐々に弱まりつつあることを確認させる指標が出てきている。すなわち、10 月の家電販売がパソコン販売の落ち込みを主因に弱めの動きを続けたほか、全国チェーンストア売上高も天候要因などもあって、やや大きめの減少となった。

このような最終需要動向を受けて、生産は大幅な減少を続けており、10 月の鉱工業生産も前月比 0.3% となった。ただし、在庫率は引き続き高いものの、在庫は輸送機械や電気機械などを中心

に2か月連続で減少した。一方、製造業と比べて比較的安定した動きを示していた非製造業についても、第3次産業活動指数が、通信、運輸（貨物輸送）、卸売などを中心に弱まってきており、景気調整の動きが波及してきていることがみてとれる。

物価面では、企業向けサービス価格指数の下落が10月も続いていることが確認された。3か月前比で最近の動きをみると、通信が下げ止まり、リースの低下幅もほぼ横這いで推移する一方で、需要低迷を背景に広告や一般サービス（運輸、労働者派遣サービス等）の下落がやや目立っている。

## （2）金融環境

前回会合以降、金融環境については、新たな統計は殆どない。

11月のマネタリーベースは、銀行券が8%程度の高い伸びを続ける中で、日銀当座預金が大幅に増加していることから、9、10月に引き続き、14~15%程度の高い伸びとなる見通しである。銀行券の高い伸びの背景としては、郵貯大量満期に伴う引き出し分の現金滞留増加に加え、最近の新しい動きとして、金融機関保有現金の増加が挙げられる。

企業の資金調達面では、9月の貸出約定平均金利（新規実行分）が、短期、長期ともに前月と比較して低下し、既往ボトムを更新した。中でも短期の低下幅が大きいのが、これは経営健全化計画の達成を意識した低利での貸出積み増しの動きが9月末にかけてみられたことの影響が大きいと考えられる。こうした中、各種DIをみると、中小企業の資金繰りや中小企業からみた金融機関の貸出態度が少しずつ厳しくなる傾向が続いている。

10月の倒産件数は、1,843件とこれまでの月1,500件前後のペースから大幅に増加し、過去4番目の水準となった。内訳をみると、中小・零細企業のウエイトが高まっており、特別保証制度関係の倒産件数も前月の402件から549件に増加した。11月についても、既に上場企業の倒産が単月で4件も発生しており、注意すべき動きとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の動向

景気の現状については、新たな経済指標等が多くないこともあり、前回会合時点における「生産の大幅減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にまで及び始めており、調整は厳しさを増している」との景気判断を変更する必要はないとの見方が大方の委員に共有された。複数の委員は、景気調整の動きが個人消費へ一段と波及していることが窺われるものの、全体の判断を変更するには至っておらず、12月前半の法人季報、GDP、日銀短観といった統計や第2次補正予算、来年度予算の動きなどをみて改めて判断を固めたいとした。

こうした中、ひとりの委員は、日本経済はデフレ・スパイラルの初期の段階に入っているとし、他の委員より一層厳しい認識を示した。

景気の先行きに関しては、年初来の輸出減少を起点とする景気調整が続くもとで、内需がさらに弱まっていくことは避けられないとの認識が共有された。ある委員は、今後、失業率は7～8%程度にまで上昇するとの見方を示した。

先行きを占ううえで重要な海外経済の動向については、多くの委員が、米国経済に関する幾分楽観的な見通しが米国の株式・債券市場などで台頭していることを指摘した。ひとりの委員は、クリスマス商戦の事前予測や新規失業保険申請件数の減少などをみる限り、米国経済は当初懸念されていたほどは落ち込まない可能性もあるとの認識を示した。しかしながら、多くの委員は、こうした市場の楽観的な景況感について、アフガン情勢の進展を映じたムード的な面があるほか、一部消費関連指標の回復もテロ直後の急激な落ち込みの反動という要素を割り引いて考える必要があり、引き続き不確実性が高いとの認識を示した。

複数の委員は、今後の米国経済の回復は緩やかなものに止まり、V字型の回復は望み難いとの見方を示し、このうちのひとりの委員は、展望レポートの標準シナリオで想定したような海外経済の回復を望むことは難しくなっているとした。その理由としては、IT、通信部門の過剰投資の調整に時間を要すること、レイオフの先送りがみられ、雇用調整が第4四半期に集中的に行われた後も続くことが予想されること、世界的なデフレーション傾向が米国家計の消費行動に関するパラダイム・シフトを招く可能性があること、財政の2/3を占める地方財政について、28州が均衡財政主義に基づいて当初計画予算比の支出削減を計画・実施していること等が挙げられた。

米国経済以外についても、ひとりの委員が、欧州景気の後退がドイツを中心にはっきりしてきていることを挙げ、世界同時不況の様相が強まっていると述べた。また、別の委員は、ITバブルの崩壊で経常黒字の急速な縮小に見舞われているアジア諸国が、国際資本市場で順便に資金調達を行うことが難しくなっていると指摘した。

わが国の物価動向については、景気の調整が厳しさを増していく中で、継続的な物価下落と实体经济の縮小とが相互作用的に進行する、デフレ・スパイラルに陥っていくことがないか注意深く見守っていく必要があるとの認識が何人かの委員によって示された。その際の着目点としては、企業収益、個人消費、雇用・所得動向などと共に、金融システムの安定性が重要であることが指摘された。

これに対して、ひとりの委員は、現在の日本経済は既にデフレ・スパイラルの初期の段階に入っており、今後、企業収益、雇用者所得の悪化が消費面に本格的に波及するため、2002年には物価の下落テンポは加速するとの見方を示した。

ある委員は、原油価格の動向について、現在はOPEC加盟国と非加盟国との協調が不完全で底値を探る状況にあるが、中長期的には、中東情勢の展開に加え、カスピ海の原油生産を巡る米露協調の行方がポイントになると述べた。

## 2. 金融面の動向

金融面における前回会合以降の動きとしては、大手銀行による中間決算における不良債権処理額の積み増し、足許における倒産の増加、損害保険会社の破綻や米国の大手エネルギー会社の

合併交渉失敗等に伴う信用リスク懸念の高まりが指摘された。

大方の委員は、大手銀行による中間決算における不良債権処理額の積み増しについて、不良債権処理に向けた具体的な動きとして評価しつつも、不良債権問題を巡る環境は引き続き厳しいとの見方を示した。ひとりの委員は、個々の銀行としては思い切った措置であろうが、市場を安定化させるには十分とは言えないとした。別の委員は、一部の銀行で剰余金が底をつき、法定準備金を取り崩す動きも見られる中で、今後の不良債権処理や時価会計による株式の損失計上も考えると、経営体力の強化という観点から自己資本の補強が必至となる先がでてくるとしたうえで、自助努力に限界がある場合には、公的資本注入も視野に入れざるを得ないと述べた。また、多くの委員が、先行きのリスクとして、不良債権処理に伴う企業倒産の増加、ペイオフを控えての金融システムの不安定化、それに伴う信用収縮の動きが発生することに注意する必要があることを指摘した。

また、今後、不良債権処理や構造改革の進展が金融政策運営にもたらす影響についても議論が行われた。金融機関が不良債権処理を進めると同時に構造改革が進捗していくプロセスでは、金融機関の貸出態度の厳格化、スプレッドの拡大が進行して、貸出残高が減少したり、倒産件数が増加したりすることも十分予想されるとの見方を多くの委員が共有した。ひとりの委員は、膨れ過ぎた資産の縮小過程が漸く本格的に進み始めているため、そうしたプロセスは数年がかりになると述べた。別の委員は、日本はオーバー・レンディングの状態にあるため、新規の貸出需要が出てきても、全体として貸出残高が減少することは不可避であるとした。

複数の委員は、こうした環境が続く限り、金融政策の効果が目にみえて高まっていくことは期待し難く、当座預金残高増額の効果が金融システムの外側に及んでいかないという問題が残る可能性が高いとの見方を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、前回会合以降、景気判断を変更する材料は見当たらないこと、金融市場では依然とし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、日銀当座預金の上限を定めない現在の調節方針を維持し、機動的かつ潤沢に流動性を供給していくことが適当との見解で概ね一致した。

不安定な流動性需要の背景については、外銀による超過準備の抱え込みや金利の著しい低下による資金放出インセンティブの低下が多くの委員によって指摘された。当面の資金需要については、年末接近に伴って需要が一段と膨らむ可能性があるものの、年明け後にそうした状態が持続するかについては金融システム面での様々な動きも関係するため、非常に読み難い情勢であるとの認識が多くの委員によって共有された。これらの委員は、不安定な流動性需要を充たして緩和的な市場環境を維持していくことの重要性を指摘した。

こうした潤沢な流動性供給の緩和効果についても、議論が行われた。

複数の委員は、未だに検証作業が続いている段階ではあるが、これまでのところはなかなかポジティブな意味を見出すのは難しいと述べた。これらの委員は、邦銀による外債投資が一時的に増加した後に足許で急減した点について、こうした外債投資の動きを大筋で左右していたのは米国のイールドカーブに対する見方であり、量によるリバランス効果が働いていたとみるのは難しいとした。このうち、ひとりの委員は、市場関係者などの中でも、さらなる当座預金残高の増加を求める声は急速に低下していると述べた。

これに対して、ある委員は、当座預金残高をターゲットとして徹底的な流動性供給を行うことで、中長期金利の低位安定を図るとともに、リバランスを通じた染み出し効果を待つという軸をぶらさないことが重要であると述べた。この委員は、当座預金残高について一定の目標をコミットしてその増額を図ることや、当座預金との代替性の低い資産、つまり、社債、CP、ABS、外債などを利用することも視野に入れて議論を深めるべきであると述べた。別のある委員も、日本経済はデフレ・スパイラルの初期の段階に入っているとの認識に基づいて、前回会合と同様、「物価水準ターゲット」の導入、資金供給の円滑な実施のための外債買入れ開始、日銀当座預金残高目標を10兆円程度とする調節方針を提案したいと述べた。

この間、日本銀行による外債購入に関して、ひとりの委員の求めに応じて、財務省からの出席者は次のような意見を述べた。

- 日銀による外債の購入に関しては、日銀法上の規定を含めて、十分議論していく必要がある。
- 政策委員会におかれても、外債購入にどのような効果が見込まれるのか、他にも資金供給手段が考えられる中で外債購入の必要性をどうみるか、といった点について整理して頂きたい。

これに対して、ある委員は、流動性供給によるデフレ脱却を目指すのであれば、その手段の選択は日銀に任せられるべきではないかと述べた。これに対して、財務省からの出席者は、個々の政策手段の是非ではなく、あくまで日銀法上の為替を巡る規定について、考え方を整理する必要性を指摘したものであると述べた。

このほか、経済政策全体のあり方に関連して、11月27日の経済財政諮問会議で提出された中期経済財政展望の原案について、複数の委員がコメントを行った。ひとりの委員は、同原案では、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、「物価上昇率をプラスに転じさせる」という目標を掲げようとしているが、こうした集中調整期間においては物価を押し下げる圧力が働き易い、したがって、構造改革の断行を最重要課題と位置付けるのであれば、ゼロ近傍の成長と同様に、ある程度の物価下落が続くことも甘受せざるを得ないのではないかと、そして、経済政策運営においては、物価下落というよりもデフレ・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、この見解を示した。

別の複数の委員も、構造改革の論理的帰結として、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ことを念頭においておく必要があるとの趣旨の発言を行った。

こうした議論を踏まえ、ある委員は、構造改革が需給バランスに与える影響の不確実性を踏まえると、「政府は改革に専念するので、あとはデフレ阻止は日本銀行に任せる」という役割分担には

無理があると述べた。別のある委員も、集中調整期間においては、政府と日銀で政策運営の一体感を出すとしても、物価をプラスにすることではなく、デフレ・スパイラルを阻止することに重点が置かれるべきではないかと述べた。

## ・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。

- 11月26日の臨時閣議において、総理より緊急対応プログラムを取り纏めるよう指示を受け、13年度の第2次補正予算を編成することとなった。プログラムに盛り込むのは、骨太方針で示した構造改革の加速に資する重点7分野の中で高い経済活性化効果が期待できる事業となる。補正予算については、国債発行30兆円という方針の下で、政府の保有資金を活用して2.5兆円の無利子貸付を行うなどして、中規模の経済効果があるものにしたい。
- また、14年度の予算編成の基本方針を11月30日の経済財政諮問会議で了承し、翌週に閣議決定する予定であるほか、中期経済財政展望も12月を目途に纏めたいと考えている。
- 中期経済財政展望では、成長率は平均で見ればゼロ近傍の非常に低いものになるが、集中調整期間中に構造改革の効果を通じて少しずつ上昇してくると想定しており、この結果、物価も期間の後半にはプラスになっていくようにしたいとの見方を示している。そういう意味で、成長率と物価の動きは矛盾していないと考えている。
- 11月20日の経済財政諮問会議では、デフレと不良債権問題を集中審議して、全体としてデフレ対応のための総合的な政策を議論する必要があるという認識で一致をみた。今後、実務レベルで議論した結果も踏まえて、政策のあり方を検討していきたい。日本銀行におかれても政府の経済政策の取り組みをご理解のうえ、政府と十分な意思疎通を図りつつ、デフレ阻止に向けて、適切かつ機動的な金融政策運営を宜しく願いたい。

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。

- 11月20日に開催された経済財政諮問会議において、物価の継続的な下落防止への取り組みを政府の経済運営における重要政策課題と位置付け、政府、日本銀行が一体となって、断固たる姿勢で取り組んでいくこととなった。また、現在の厳しい経済の状況を踏まえ緊急対応プログラムを策定し、平成13年度第2次補正予算を編成することとした。
- 日本銀行は、前回会合以降概ね9兆円程度の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ており、今後とも、経済・市場動向を十分注視しつつ、引き続き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

するための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。
- その際、短期金利がほぼゼロという状況下では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済への効果は限定的であり、デフレ懸念払拭のため、金融調節にあたり新たな工夫を講じることを含め、経済により効果のある政策を幅広くご検討頂きたい。

## 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」を導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債の買入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を10兆円程度とすること、を提案したいと述べた。

この委員は、その理由について、物価水準を目標化し、目標達成時期を明示することで、物価を現状以下には下げないという日銀の強い姿勢を示すとともに、明確なたちで政策評価をしやすくすべきである、デフレ・スパイラルの初期段階に入ったとみられる現タイミングで、外債買入れの開始により当座預金と非代替的な資産にまで資金供給手段の選択肢を拡げ、流動性供給力の向上を図るのが適当である、当座預金残高の目標については、流動性需要に対応するだけでなく、アクティブにそれを上回る量を出していくことが必要である、と説明した。また、同じ委員は、外債買入れについて、毎月定期的に2～3千億円程度購入するならば介入との違いは明白であるほか、米国当局も反対はしていないように窺われる、との見方を示した。

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7）。

次いで同委員から、同じく金融市場調節方式について、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する」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7）。

さらに同委員から、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 7）。

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、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、わが国がデフレ・スパイラルの初期の段階にあることを踏まえると、より思い切った量的目標が必要、議長案はディレクティブとして解釈の余地が大きく、執行部に過大な裁量、権限を与えている、議長案は、不安定な流動性需要に対応しているに過ぎず、厳しい景気情勢に対応していない、特定の当座預金残高を定めない現在の調節方針は実質的に金利ターゲット政策を意味し、本年 3 月に決めた枠組みとは異なっている、といった理由から上記採決において反対した。

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（10月29日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月4日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 3 年 1 1 月 2 9 日  
日 本 銀 行

## 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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 12 月 18、19 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2001 年 12 月 18 日 (14:00 ~ 15:21)  
12 月 19 日 ( 9:01 ~ 14:54)

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 (18 日)

村上誠一郎 財務副大臣 (19 日)

内閣府 岩田 一政 政策統括官 ( 経済財政 景気判断・政策分析  
担当 ) (18 日)

竹中 平蔵 経済財政政策担当大臣 (19 日<9:01 ~ 11:20>)

小林 勇造 政策統括官 ( 経済財政 運営担当 )  
(19 日<11:22 ~>)

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎
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(11月29日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって、日銀当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な流動性の供給を行った。

すなわち、11月30日には、月末要因および海外大手企業(米国エンロン)の経営破綻の影響から金利が強含む中、日銀当座預金残高を14兆円程度まで拡大させた。その後12月入り後は、市場が徐々に落ち着きを取り戻したことに伴い、日銀当座預金残高を8～9兆円程度とする調節を行った。こうした調節のもと、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は0.001～0.003%で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

前回会合以降の特徴点としては、一部企業の経営破綻を受け、国内市場参加者のクレジット・リスクへの懸念が一段と高まっていることが挙げられる。

まず、株式市場では、銀行株や建設・不動産株、その他低位株が一段と売り込まれ、これらの株価が大きく下落する展開となっている。一方で、IT関連の電機株等は、米国景気の回復期待やNASDAQの上昇、円安の進行などを受け、総じて堅調に推移している。

社債市場では、クレジット・スプレッド(社債流通利回りと国債流通利回りの格差)の拡大傾向が、これまでのトリプルB格債から、最近では一部シングルA格債まで広がってきている。ただし、スプレッドの水準自体は、企業金融全般が逼迫した97～98年頃の水準に比べれば小幅に止まっている。この間、長期金利は、最近では1.3%台半ばと、前回会合時対比で横這い圏内で推移している。

ターム物金利は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、きわめて低い水準で推移している。ただし、足許では、エンロンの経営破綻を受け、一部投信がMMF解約に備えて手持ちのTB等の換金売りを行ったことから、TB金利等が若干強含む動きもみられている。

#### (2) 為替市場

円対米ドル相場は、本邦一部企業の経営破綻や日本国債の格下げに加え、本邦通貨当局者の発言が円安容認スタンスを示すものと市場に受け止められたこと等から、足許では128円台まで下落している。

### 3．海外金融経済情勢

前回会合以降の海外金融経済情勢をみると、足許では各国で実体経済の悪化傾向が続いている。その一方で、金融市場では、先行きの景気回復期待を背景に、株価や長期金利の上昇がみられている。

---

<sup>1</sup> 「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。」

まず、米国経済の動向をみると、生産や設備投資の減少など、企業部門の調整が続くもとで、雇用情勢の悪化が急速に進むなど、景気は後退局面にある。一方で、減産の効果から、在庫調整はかなりの程度進捗している。また、個人消費の面では、自動車販売が各社の販売促進策（ゼロ金利キャンペーン）の効果から堅調を維持しているほか、クリスマス商戦も、これまでのところまずまずの売上げを確保している。こうした消費の動きが、景気後退の深化に歯止めをかけている面がある。

F R Bは12月11日に、政策金利の引き下げ（F Fレート誘導水準：2.0% 1.75%）を実施した。なお、F F先物金利は、2002年2月までに0.25%程度の追加利下げを若干織り込む水準となっているが、その一方で、3月限以降は限月を追うにつれて上昇しており、2002年央以降の景気回復を見込む姿となっている。

長期金利や株価は、先行きの景気回復期待の高まりから、テロ事件前の水準を超えて上昇しており、とりわけ、ハイテク株のウエイトの高いN A S D A Qの上昇が目立っている。また、テロ事件後一時厳しさを増していた投資家のリスク認識も徐々に緩和している。

欧州では、輸出の伸びの鈍化や設備投資の減速などから、景気の減速が続いており、ドイツは既に景気後退局面入りしている。インフレ率も低下傾向を辿っている。一方で金融市場では、先行きの景気回復予想から、長期金利、株価とも上昇基調を辿っている。

N I E s、A S E A N諸国でも、総じて景気の減速が続いている。すなわち、輸出や設備投資が引き続き減少しており、個人消費も、韓国を除けば総じて鈍化傾向にある。特に、台湾、シンガポール、マレーシアなど、I T関連への依存度の高い経済では、マイナス成長が続いている。

ただし、世界的なI T関連の在庫調整の進捗を受け、N I E s諸国のI T関連輸出のマイナス幅は徐々に縮小している。こうした中で、N I E s諸国の株価もこのところ上昇が目立っている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

景気の現状をみると、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。

需要項目別にみると、輸出は減少傾向を続けているが、当初懸念されたテロ事件の影響による一段の落ち込みは、今のところみられていない。

一方、国内需要をみると、設備投資は減少している。住宅投資は低調に推移し、公共投資も減少傾向にある。また、乗用車販売や旅行、チェーンストア販売など、個人消費関連指標の弱さもはっきりしてきている。

このような最終需要の動向を受けて、生産は大幅な減少を続けている。この間、電子部品分野の在庫調整はかなり進捗し、素材分野の在庫調整も進み始めているが、全体として、なお在庫調整圧力は強い。生産の減少を受け、企業収益も大幅に減少し、業況感も引き続き悪化している。12月短観をみると、売上げや企業収益は、製造業、非製造業ともに下方修正され、設備投資計画も、製造業大企業を中心に下方修正されている。業況判断も総じて悪化を続けている。

こうした中で、家計の雇用・所得環境も厳しさを増している。

景気の先行きを展望すると、輸出は当面は減少傾向が続くと考えられる。内需面でも、設備投資は減少を続け、公共投資も減少傾向を辿ると見込まれる。個人消費もさらに弱まっていくとみられる。こうした最終需要の動向に加え、在庫調整圧力も根強いことから、生産は少なくとも本年度中は明確な減少を続けるとみられる。

この間、情報関連財の在庫調整は国内外で進捗しており、業界では、2002年春辺りまでには在庫調整が概ね一巡するとの見方が強まっている。このような見通しは、同分野の輸出や生産が遠からず下げ止まる展望を与えるものといえる。

ただし、こうしたシナリオは、引き続き、米国をはじめとする海外経済の回復に大きく依存している。また、ネットワーク関連投資を中心とする最終需要はなお低迷しており、在庫調整が一巡しても、その後、情報関連財の生産が直ちに大きく回復することは現段階では期待し難い。

物価面をみると、国内卸売物価は、技術進歩要因に加え、需給緩和を背景とする電子部品や紙パルプの軟調、国際市況を反映した石油製品の大幅下落などから、マイナス幅が拡大している。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ほか、原油価格などの下落も、当面、物価を押し下げる方向に作用するとみられる。したがって、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

量的金融指標の動きをみると、マネタリーベースは、11月も前年比15.5%と高い伸びとなった。また、M2 + CDの伸び率も、MMFからの資金シフトを主因に、11月は前年比3.2%と、前月(同3.0%)に比べて伸びを高めた。一方で、民間銀行貸出は低迷が続いている。

直接金融市場の動向をみると、社債市場では、低格付け社債については殆ど発行がみられない状況が続いており、社債発行残高の伸びは鈍化傾向にある。CP市場をみても、発行残高自体は既往ピークの水準にあるものの、低格付けCPの発行環境が幾分悪化していることを背景に、発行残高の前年比伸び率は低下している。

企業金融環境は、全体としては、依然として緩和感の強い状況となっている。しかしながら、企業のキャッシュ・フローが減少するもとの、民間銀行も、信用力の低い先に対しては貸出姿勢を慎重化させるなど、融資先に対する選別姿勢を強めている。12月短観をみると、中小企業の資金繰り判断DIや、中小企業からみた銀行の貸出態度判断DIは、引き続き、やや厳しめの方向に振れている。ただし、企業金融が広範な引き締まりをみた97~98年当時との比較では、DIの水準自体はかなり高めであり、悪化の度合いも小さい。

企業倒産件数は、10月に引き続き11月も1,800件台となり、9月以前と比べ、水準を切り上げている。

以上をまとめると、金融環境は、金利水準などからみれば、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リスクテイク姿勢はさらに慎重化しており、一部の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。

## ・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は、大方の委員が、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、との認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、今後、内外の在庫調整が進捗し、生産の下押し圧力が減少するもとで、外需の回復に牽引され、日本経済も回復に向かっているのか、それとも、そうした前向きの力が働く前に、内需や金融システム面から一段と下押し圧力がかかり、スパイラル的な悪化につながっていくのか、きわめて重要な局面を迎えている、との見方を示した。

まず、海外経済情勢について、議論が行われた。

多くの委員は、足許では、海外経済は米国、欧州、アジアとも一段と減速している一方、株価や長期金利は、先行きの景気回復期待からむしろ上昇していることを指摘した。

何人かの委員は、米国経済に関し、先行きの回復をサポートする好材料として、原油価格の低下、IT関連分野の調整進捗、財政面での支援、金融緩和、を挙げた。このため、米国経済の先行きについては、株価など資産価格が大きく崩れない限り、2002年半ば頃には回復に転じていくとのシナリオが最も蓋然性が高い、との見方を述べた。

同時に、これらの委員は、足許までの米国の販売統計の堅調は、自動車メーカーの「ゼロ金利キャンペーン」等、積極的な販売促進策により嵩上げされている部分もある、こうしたことも含め、米国の設備投資や個人消費の調整のマグニチュードについては、依然として不確実性が高い、と指摘した。

こうした議論を経て、多くの委員は、米国経済が2002年央に回復に転じるシナリオは維持されているが、先行きについてはなお不確実性が高く、クリスマス商戦の帰趨など今後の展開を注意深く見守っていく必要がある、したがって、海外景気が金融・資本市場の期待通りの回復パスを辿るかどうかについても、なお慎重にみておくべきである、との認識を概ね共有した。

この間、別のひとりの委員は、米国の消費を中心に世界の景気が急激に後退していることは、消費財輸出のウエイトの高い中国に大きな影響を与えかねない、と述べた。

次に、日本経済の現状と先行きについて、討議が行われた。

多くの委員は、上述のように、回復に向けた前向きの動きも見え始めている海外経済との対比でみて、構造問題や金融システム面での問題を抱える日本経済の厳しさが目立っている、との認識を示した。

企業部門の動向に関し、大方の委員は、調整の動きが広範な業種に広がっていると指摘した。

12月短観の結果について、複数の委員は、業況判断DIや企業収益が広範な業種で悪化・下方修正をみるなど、企業部門が厳しい調整局面にあることを示している、との判断を述べた。同時に、複数の委員は、各種DIや収益等の悪化テンポが、ここにきて加速しているわけではない、IT関連の在庫調整が徐々に進みつつあるといった前向きな材料もみられている、とも指摘した。

一方、別のひとりの委員は、価格判断DIが一段と弱くなっている、下期の収益予想はなお楽観的であり、今後下方修正される、リストラが叫ばれているにもかかわらず、雇用者数が殆ど減少していない、今後、前回のボトムを割り込む指標が増加するとみられる、として、他の委員よりも一段と厳しい見方を示した。

この間、ひとりの委員は、自動車生産の減少が实体经济に与える影響の強まりに、懸念を示した。すなわち、国内自動車販売が3か月連続の前年比マイナスであること、米国自動車販売は、先行き、「ゼロ金利キャンペーン」による高上げの反動減が見込まれること、現地生産化の本格化で、先行き、米国向け輸出の減少が不可避であることから、わが国の国内自動車生産は、本年度の950～960万台に対し、来年度は920～930万台に落ち込む可能性が高い、と述べた。また、この委員は、非居住用の建築着工床面積はやっと下げ止まり、横這いとなり始めたものの、マンション販売が息切れしてきた点が問題であるとの懸念を示した。

次に、家計部門の動向について、多くの委員は、雇用・所得面で、かなり急速な調整の動きがみられていること、こうした中で、個人消費の面で、弱めの指標が目立ち始めていることを指摘した。

ひとりの委員は、今回の局面において、企業部門の調整が家計部門の雇用・賃金の調整に波及するスピードが、過去の局面に比べて速まっているようにみられる、と指摘し、その理由として、労働市場の変化の中で、パートタイマーなど限界的な労働力への依存度が高まっていることを挙げた。そのうえでこの委員は、雇用・所得の調整スピードの速まりは、企業部門の景気変動への抵抗力が増すことを意味するが、一方で、こうした調整スピードの速まりが経済全体の早期回復に結びついていくためには、優良企業や新興企業が経済活動を活発化していくこと、一部門で余剰となった資本・労働などの生産資源が円滑に他部門に再配分されること、が必要となると指摘した。

こうした雇用・賃金の調整を背景に、個人消費に関しても、多くの委員は、秋頃から明確に弱まってきているとの認識を共有した。

このうちひとりの委員は、自動車や家電等、耐久消費財の販売減少が目立っている一方で、一部のブランド商品や、価格低下を実現した商品・サービスが堅調な売れ行きを維持しており、また外食、レジャー、旅行はほぼ満員状態であるなど、これらが消費を下支えしているとして、痛んでいるのは国と企業である、と述べた。そのうえで、こうした現象を捉えると、今はなお家計には余裕があり、個人消費はかるうじて「平時」を保っているといえるが、今後はこれが維持できなくなるリスクも高まっている、との認識を述べた。

物価動向に関し、ひとりの委員は、足許、若干のマイナス成長のもとで需給ギャップも拡大しており、需給バランスの面から、物価に下方圧力がかかり続けていると指摘したうえで、最近の卸売

物価のマイナス幅の拡大傾向は、こうした需給の悪化を素直に表している、との見方を示した。この見方に、他の複数の委員も同意した。

別のひとりの委員は、最終需要財や原材料の在庫率、日経商品指数等の動きからみて、先行き、卸売物価の下落幅は拡大するとの見方を示した。

さらに別のひとりの委員は、CPIについても、特に財の部分には、需給の悪化傾向が表れているとの見方を示した。

また、別のひとりの委員は、構造調整に本格的に取り組まなければならない集中調整期間においては、物価と需要とのスパイラル的な悪化を回避することに主眼を置くべきである、と述べた。

この間、ひとりの委員は、日本経済は既にデフレ・スパイラルの初期の段階に入っている、との認識を示した。

この委員は、日本経済は先送りした諸問題の総決算を迫られ、先行き、株価は底割れするおそれがある、景気動向指数の悪化が目立っている、機械受注の落ち込みがIT関連以外にも広がっている、企業倒産が増加している、と主張した。とりわけ企業倒産に関し、この委員は、倒産予備軍は100万件程度あるとみられ、近い将来、年間10万件程度の倒産が生じるおそれがある、と述べた。さらに、海外のIT関連株価の反騰についても、潤沢な流動性供給に伴うミニバブルの面が強い、との見方を述べた。

## 2. 金融面の動向

多くの委員は、当面、最も注目すべきダウンサイド・リスクは、主としてわが国の金融面にある、との認識を示した。

多くの委員は、まず、金融システムを巡るリスクを指摘した。これらの委員は、このところ銀行株の下落が目立っていること、銀行発行債の対国債スプレッドが拡大していること、クレジット・デフォルト・スワップ・レートが一段と上昇していること、などを指摘し、銀行経営に対する市場の見方はかなり厳しくなっている、と述べた。このうちひとりの委員は、地価が下げ止まっていないうえ、生保の経営状況も悪化している、と述べた。

次に、企業金融を巡るリスクについても議論が行われた。

多くの委員は、企業のキャッシュ・フローが減少している中で、株式含み損の拡大から銀行の実質自己資本が目減りしていることや、内外の大手企業の破綻が続いたことなどを受け、銀行や投資家のリスクテイク姿勢も一段と慎重化している、と述べた。具体的には、CP・社債の金利について、信用度の違いを反映した格差が広がっていること、低位株が大幅に下落するに伴い、株価のばらつきも大きくなっていること、各種調査による企業からみた銀行の融資姿勢も徐々に厳しさを増していること、などが指摘された。

一方で、これらの委員は、資金繰りや銀行の融資姿勢に関する各種DIの水準やクレジット・スプレッドの大きさなどからみて、これまでのところ、97~98年にかけてみられたような、大規模な企業金融の引き締まりが生じているわけではない、との認識を述べた。複数の委員は、98年秋頃

の企業金融の引き締まりは、金融市場全般に広がり、広範な企業に影響を及ぼすものであったのに対し、現在の動きは、特定の先に対する市場参加者の見方が、選別的・集中的に厳しくなっている状況といえる、との整理を示した。

このうち何人かの委員は、銀行や投資家の融資先・投資先の選別やスプレッド確保の動きは、構造改革や金融システム健全化の途上で避けられない痛みという面が大きいと述べた。そのうえで、こうした動きは、基本的には不良債権問題や過剰債務問題に根ざすものであり、金融政策によってこれを止めることは難しいし、健全化の流れを止めようとすることは望ましくない、と指摘した。

ただし、多くの委員は、年末・期末やペイオフ解禁を控える中、こうした動きが行き過ぎて、健全な企業も含め企業金融環境が全般に不安定化し、実体経済活動に悪影響が及ぶリスクには、十分注意する必要がある、と述べた。このうちひとりの委員は、先行き一段の株安が、マインド面だけでなく、将来的に減損会計を通じて企業収益や、ひいては実体経済に悪影響を及ぼすリスクを指摘した。

これに関連して別のひとりの委員は、日本銀行には、金融庁とタイアップして金融システムの安定に向けて機動的に手を打つことが求められており、これが日本銀行にとって今の最大の課題であると述べた。

この間、ひとりの委員は、最近の銀行株価の下落は、一部には投機的な動きもあろうが、結局は不良債権処理が不十分との市場の見方を背景とするものであり、市場が理解しやすい抜本的な処理策を採らない限り、解決は難しい、と述べた。そのうえで、具体的な方策としては不良債権のオフバランス化や経営体力の強化が重要だが、必要となれば公的資本注入もためらうべきではない、との考え方を述べた。また別のひとりの委員も、年度末までに極力スピーディに不良債権処理の具体策を進展させるとともに、そのことを市場に認識させるような方策が重要である、と指摘した。

さらに別のひとりの委員は、証券行政に関連し、空売り価格は直近価格を下回ってはならないという、所謂アップティック・ルールの徹底、アップティック・ルールに関連する省令中の信用取引・制度貸借を利用した取引等を例外とする条項の撤廃、逆日歩銘柄が多すぎるため、制度貸借の対象銘柄を上場株式2千万株以上から浮動株式2千万株以上へと変更する、一般貸借の拡充、等を求める主張を行った。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

続いて、当面の金融政策運営について、検討が行われた。

大方の委員は、足許の景気について、雇用・所得環境の悪化傾向が明確化している中で、個人消費の弱さもはっきりしてくるなど、広範に悪化している、との見解を共有した。さらに、当面は、わが国の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した。

こうした認識のもとで、すべての委員が、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、との見解を共有した。

具体的な対応策については、日銀当座預金残高目標の変更、企業金融円滑化のための金融調節手段の拡充策などを中心に議論が行われた。

#### (1) 当座預金残高目標の設定方法と増額

多くの委員は、本年3月に決定した金融緩和の枠組みに基づき、日銀当座預金残高を引き上げる対応が基本となる、との見解を示した。

まず、当座預金残高目標値の設定方法について検討が行われた。複数の委員は、現在の上限を定めないターゲットは、あくまでテロ事件以降の緊急時対応と捉えるべきである、市場の安定感を醸成するためにも、特定の水準をターゲットとする手法に復帰することが望ましい、ただし、ターゲットをピンポイントで示すかレンジで示すかについては、なお議論を重ねたい、との大枠の考え方を述べ、大方の賛同を得た。

具体的な目標値については、日銀当座預金残高の増額によるポートフォリオ・リバランス効果はこれまでのところ限られたものと言わざるを得ない、そのうえで、市場等の期待形成に働きかける効果を狙うとすれば、かなり思いきった増額が必要となる、直近のピーク残高の14兆円をカバーできる金額とすべきである、といった意見が出された。こうした議論の中で、多くの委員は、ピンポイントあるいはレンジの上限として、15兆円という残高の目途に言及した。

同時に、日銀当座預金増額のフィージビリティについても、議論が行われた。

複数の委員は、日銀当座預金の残高は、需要を超えていくらでも増やせるわけではないし、また、残高の多寡が、必ずしも市場の緩和度合いに結びつくわけではない、との留意点を述べた。このため、何らかの理由で流動性需要が減少する場合、高水準の日銀当座預金の供給を続けていけるのかどうか、との問題を提起した。ある委員は、いったん高めの目標を設定した後でこれを引き下げるとは、「引き締め」との誤解を招き望ましくないと述べた。

ある委員は、この問題に関して理論的な整理を行った。

すなわち、日銀当座預金についても、最終的には需要イコール供給となるが、その調整は、日本銀行が、その時々を必要を上回る資金供給を試み、その結果金利というプライスが低下し、これを受けて需要が増加し、結果的に需要と供給が一致する、といったメカニズムを通じて行われる、と解説した。そのうえで、金利がほぼゼロに達した中で、なお供給に需要が追いつくメカニズムが働き得るのかどうかは、理論的にも実際にも不確実であると述べた。

この間、議長からの求めに応じ、執行部から、日銀当座預金増額のフィージビリティに関して説明が行われた。

執行部はまず、9月以降多額の資金供給が可能となっている背景としては、テロ事件以降の流動性需要の高まりに加え、9月に市場金利の刻み幅が100分の1%から1000分の1%に変更され、市場金利に限界的な低下余地が生じたことが寄与している、と述べた。そのうえで、さらなる短期金利の低下余地がなくなった現状では、きわめて高水準の当座預金供給をコンスタントに継続していこう

とすると、資金需要の動向次第では再び「札割れ」が頻発する可能性は否定できない、と述べた。

こうした議論を経て、多くの委員の見解は、日銀当座預金の増額に、市場参加者の期待に働きかけるといった何らかの効果を狙うのであれば、最近の実績を大幅に上回る目標値とする必要があること、一方、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こと、の双方を踏まえ、「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、との考え方に収斂していった。

このうち複数の委員は、そうした考え方に賛成したうえで、実際の当座預金残高が上記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述べた。

そのうえで、さらに流動性需要が大きく高まる場合には、「なお書き」で対応することが望ましいとの見解も概ね共有された。

また、何人かの委員は、資金の円滑な供給を図るため、3月に決定した金融緩和の枠組みに沿って、長期国債の買入れを増額することが適当であるとの意見を述べた。増額幅についてはいくつかの意見がみられたが、最終的には、議長が月1回2千億円の増額を図るとの判断を示した。

この間、ひとりの委員は、今後の金融政策運営を考えるうえでの視点として、日本銀行の外債購入について、法律上の可否を明確にすることに加え、金融政策の裁量を狭めないため、財政規律に関し、政府が市場からの信認を得る必要がある、と主張した。

## (2) 金融市場調節手段の拡充

前述の金融面でのリスクを踏まえ、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。

多くの委員は、融資先・投資先の選別姿勢の厳格化等の動きを、金融政策によって完全に止めることはできないし、また適当でもないが、そうした動きが企業金融全般の引き締めりへと波及し、日本経済に悪影響を及ぼすリスクを減少させるための対応を採ることが適当である、との見解を共有した。このうちひとりの委員は、日銀と民間銀行との間で流動性が空回りするという状態から抜け出し、金融システムの外側に資金が流れるような工夫をすべきであると述べた。

具体的な方策として、多くの委員は、CP現先オペの積極的な活用のほか、今後成長が見込まれる資産担保証券(ABS、ABCP)を、日本銀行のオペや担保の対象として広範に利用していくことはできないか、との問題意識を述べた。

何人かの委員は、資産担保証券の発行規模は現段階では限られているが、今後は成長が見込まれる、と指摘した。そのうえで、不良債権問題を抱える間接金融の機能回復に時間がかかることが予想される中、市場を通じた資金仲介ルートを育成していく観点からも、資産担保証券を幅広く現先オペや日本銀行の信用供与に際しての担保の対象としていくことが有益である、と述べた。

このうちひとりの委員は、資産担保証券市場の発達には、企業の資金調達コストの引き下げやROAの向上に資する、銀行が、証券化することを前提に、貸出に取り組むことができる、仮に住宅ローン債権を適格対象ABSの裏付資産として認めれば、銀行が保有する住宅ローン債権の流

動化を促すだけでなく、政府の特殊法人改革をサポートすることにも資するなどのメリットを指摘した。そのうえで、資産担保証券の現先オペ・担保への取り込みは、現在の量的緩和を強化することに加え、資金供給チャネルの拡充という、いわば「質的緩和」を通じて、金融面から構造調整をサポートする力を一段と強めることが期待される、と述べた。

一方で、何人かの委員は、中央銀行が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、資金需要が乏しい中で、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はつながらないこと、などが指摘された。

こうした議論を経て、多くの委員が、そのほかの金融調節運営面での改善の余地も含め、金融市場調節手段の拡充に関する具体案について執行部からの報告を求めた。これを受けて、執行部から以下の趣旨の報告が行われた。

金融市場調節に当たり、CPや資産担保証券（ABS、ABCP）の一層の活用を図る方法としては、以下が挙げられる。

イ．まず、当面、CP現先オペの積極的な活用を図ることが考えられる。この方法は、98年秋の企業金融の逼迫に際し、一定の効果を挙げた。これは執行部の判断により直ちに実施が可能である。

ロ．次に、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、準備が整い次第実施に移すことが考えられる。これは金融政策決定会合での決定が必要である。

ハ．さらに、住宅ローン債権や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、準備が整い次第実施に移すことが考えられる。これも、一部は金融政策決定会合での決定が必要である。

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。これに上記の2種類を加えると、わが国で発行されているABSのほとんどすべてが対象となる。

金融市場調節の運営面での改善については、当面、以下の方策が考えられる。これらは執行部の判断により実施可能である。

イ．全店買い入れ方式の手形オペのオファー頻度（現状月3回）を引き上げる。

ロ．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、全オペ先に毎回オファーを行う。

以上のような執行部の報告に対し、大方の委員は、いずれも適切な措置であり、金融市場調節方針の変更とともに、本日公表することが適当であるとの見解を共有した。

この間、別のひとりの委員は、物価水準ターゲットを導入するとともに、資金供給の円滑な

実施のため外債買入れを開始すること、 国債買切りオペを月 2 ~ 4 千億円増額することなどにより、日銀当座預金残高目標を 15 兆円程度とすることを提案したいと述べた。同時にこの委員は、CP や社債の買切りは望ましくないうえ、CP 現先オペの増額や担保範囲の拡大についても、きわめて慎重に考えるべきである、と主張した。その理由としてこの委員は、中央銀行として、徒に企業金融の分野に踏み込むことや、あるいは、踏み込んだとの印象を外部に与えることは望ましくなく、また、いったんこうした分野に踏み出せば、今後、よりリスクの高いオペレーションへの要求にエスカレートしていく可能性がある、と主張した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 12 月 7 日公表の GDP 統計が示すように、経済はデフレ・スパイラルに入っているわけではないが、そのリスクは感じており、だからこそ 12 月 14 日に緊急対応プログラムを取りまとめた訳である。これは現在の財政状況の中ではかなりの判断であったと考えている。このように需要管理はしっかりやっていくと同時に、中期的には財政の規律を確保しながら、市場の期待に適切に働きかけていきたい。
- 銀行株や一部の過剰債務を抱える企業の株価の動きなどは、たいへん厳しい状況にある。日本銀行も、そうした認識を共有のうえ、適切な金融政策をお採り頂きたい。緊急対応という観点から、一步踏み込んだ議論を期待している。

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。

- デフレ・スパイラル回避のため、政府・日銀が一体となって政策運営を行っていくということが共通認識になっており、この時期にできる限りの政策手段を集中投下することが必要である。このような観点から政府は先般、平成 13 年度第二次補正予算の編成を行うこととした。
- 日本銀行におかれては、前回決定会合（11 月 29 日）以降、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。年末を控え、流動性懸念が生じるのではないかとの声も一部に聞かれることから、今後とも経済・市場動向を十分注視しつつ、引き続き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続いている。日本銀行におかれては、デフレ・スパイラルに陥らないための政策論議を深め、機動的に金融政策を運営して頂きたい。その際、短期金利がほぼゼロという状況下では、従来の短期国債を中心とするオペが实体经济に与える効果は限定的である中で、本日は、デフレ・スパイラルに陥ることを防ぐよう、金融調節に当たり新たな工夫を講じる等の政策を、幅広くご検討頂いたことに感謝している。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針としては、「10～15兆円程度」を目標とするとともに、このレンジを超えて資金需要が大幅に高まる事態に備えて、「なお書き」を復活させ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、資金供給の円滑な実施のため外債買い入れを開始するとともに、日銀当座預金残高目標を15兆円程度とすること、を提案したいと述べた。

この委員はその理由として、物価を現状以下には引き下げないという日銀の強い姿勢を示すとともに、政策評価をしやすくすること、外債買い入れは、当面は必要ないとしても、資金供給手段の多様化および供給力の向上に資すると考えられること、日銀当座預金の目標については、景気後退を踏まえ、これをピンポイントの目標値に戻すとともに、引き上げを図るべきであること、を挙げた。特に外債購入について、日銀法第40条1項で外国為替の売買について明定している以上、同条2項との併存は明らかである、外為市場の安定目的とは、短期的には乱高下の抑制、中期的には特定方向に動く際のスピードコントロールを意図して随時外国為替を購入することを意味している、との解釈を示し、日本銀行による定時定額の外債購入は、法律上も問題ないと主張した。

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7～9月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）のレベル（99.2）を基準として、2003年7～9月期平均の同指数について、その基準レベル（99.2）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、同じく金融市場調節方式について、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買い入れを開始する」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）。

さらに同委員から、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」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

### 金融市場調節方針の決定に関する議案（議長案）

1．次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 記

日本銀行当座預金残高が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。

### 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、10～15兆円というレンジでは、執行部に裁量の余地を与えすぎである、市場が10兆円の方にウエイトをかけて理解し、踏み込んだ政策でないと受け止める可能性がある、デフレ・スパイラル初期の状態に入っている現段階では、幅のある曖昧な目標値では不十分と受け止められる、多少の不確実性はあっても、敢えてピンポイントの目標を示すことが妥当である、と述べ、上記採決において反対した。

次いで、本日検討された金融調節手段の拡充策のうち、今回の会合で議決に付すべき事項について、議長が議案を提示し、採決に付された。なお、対外公表文は、長期国債買い入れの増額、CPオペの積極活用、金融調節運営面の改善措置など執行部に授權されている事項も含めて作成することとされた。

### 金融市場調節手段の拡充に関する議案（議長案）

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．ABC PをCP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。

### 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、従来から主張してきたとおり、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、A B S等の市場規模は小さく、限界的な効果しか持たない、と述べ、上記採決において反対した。

## ・ 対外公表文の検討

以上の決定事項及び執行部実施事項について、執行部が作成した対外公表文の原案について、委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、対外公表文（「金融市場調節方針の変更等について」）が賛成多数で決定され、別添1のとおり、同日公表されることとなった。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、前述の金融市場調節方針および金融市場調節手段に関し反対の立場をとっていることから、上記対外公表文についても反対した。

なお、政策変更時の恒例に従い、同日、議長が記者会見を行うこととなった。

## ・ 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が賛成多数で決定され、それを掲載した金融経済月報を12月20日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、今次局面の特色である調整のスピードの速さについて言及すべきである、倒産、失業率等に言及すべきである、経済は既にデフレ・スパイラルの初期段階に入っていると考えており、この点、見解を異にしている、公共投資の激しい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、先行きの物価の下落について、「緩やか」との表現は適当でない、と述べ、上記採決において反対した。

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（11月15、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月25日に公表することとされた。

#### ・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、平成14年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

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。
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。

以 上

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。

以 上

(別 添)

平成 1 3 年 1 2 月 1 9 日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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。

以 上

(別添2)

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 <sup>(注)</sup>	(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12日<火>	(3月26日<火>)
	2月28日<木>	-	(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12日<金>	(5月24日<金>)
	4月30日<火>	-	(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13日<木>	未定
	6月26日<水>	-	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。

以 上

( 14 年 1 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 1 月 15 日 (14:00 ~ 15:51)  
1 月 16 日 ( 9:00 ~ 12:39)

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 (15 日)

谷口 隆義 財務副大臣 (16 日)

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎 (16 日、9:00 ~ 9:30)
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
企画室企画第 2 課長	梅森 徹 (16 日、9:00 ~ 9:30)
企画室調査役	長井滋人
企画室調査役	清水誠一
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (16 日、 9:00 ~ 9:30)
金融市場局調査役	栗原達司 (16 日、9:00 ~ 9:30)

## ・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(12月18、19日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。

すなわち、12月末にかけて日銀当座預金残高を15兆円程度まで徐々に増加させる調節を行い、1月入り後も概ねその水準を維持した。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、年末日を含めて0.001~0.002%と既往最低水準での動きとなった。

なお、1月11日以降、国債借入オペ、CP現先オペにおいて、オファー額に対して応札額が下回る「札割れ」が発生している。これは、年度内を中心に資金余剰感が強い中、年度内にエンドを迎えるオペに対する応札意欲が大きく減少したためである。今後、オペの種類の選択や期間の設定を工夫しつつ、円滑な資金供給に努めていきたい。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

前回会合以降、国内金融資本市場は、総じてみれば落ち着いて推移している。

まず、ターム物金利は、前回会合における追加緩和措置を受けて、年末および年度末越えの資金調達に対する安心感が広がったことから、全体として低下している。年度末越えとなる3ヶ月物ユーロ円レートも、やや強含んでいるとはいえ、0.1%程度と極めて低水準で推移している。

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。業種別にみると、輸出関連株が円安の進展が好感されたことから比較的堅調に推移した。一方、銀行株は、公的資金再注入を巡る思惑等から一旦反発をみたが、ごく足許では不良債権処理負担の増加見通しを背景に、再び売りが優勢な展開となっている。

国債流通利回りをみると、残存期間2年以内では先月の追加緩和措置の影響もあって低下している一方、3年超のゾーンでは、入札を控えたポジション調整の動きなどからやや上昇している。ただ、来年度の国債発行計画が市場予想の範囲内の内容であったことや景気情勢の悪化が続いていることを背景に、市場では、長期金利の大幅な上昇を見込む先は少ない。

この間、社債市場におけるクレジット・スプレッド(社債流通利回りと国債流通利回りの格差)は、低格付債を中心に拡大傾向が続いている。このうちトリプルB格債については、信用リスクが強く意識された98年初のレベルに達している。また、銀行セクター債の信用リスク・プレミアムも、全体として拡大傾向にある。

---

<sup>1</sup> 「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) 為替市場

円対米ドル相場は、米景気指標の予想比上振れに加え、わが国通貨当局による円安容認を巡る思惑の強まりもあって、127 円台から 133 円台に下落した。もっとも、市場のセンチメントは、今後、一方的な円安が進展するとの相場観にはなっていないようである。この背景としては、米国景気の先行きがなお不透明であることや、アジア諸国から円安を牽制する発言が聞かれ始めていること等が指摘できる。

## 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、全体として減速が続いている。米国では生産・在庫調整圧力が減じているほか、アジア諸国でも輸出減少テンポが鈍化しつつあるものの、先行きはなお不透明である。

まず、米国経済の動向をみると、これまでの継続的減産の結果、在庫調整はかなりの程度進捗し、企業の景況感指数（ISM指数）や消費者コンフィデンス指数も改善している。クリスマス商戦については、まずまずの仕上がりとなった模様であり、個人消費の底固さも窺われる。こうしたことから、今年前半の景気底入れ、年央以降の緩やかな景気回復が一応展望できる。しかし、雇用情勢の一段の悪化に伴う消費の腰折れ、収益環境の悪化を背景とした設備投資調整の長期化といったダウンサイド・リスクになお留意すべき状況にあると考えられ、米国景気の先行きは依然として不透明である。

米国金融市場では、株価が先行きの景気回復期待から堅調に推移してきたが、足許では、企業収益に対する慎重な見方が広がり、やや軟調な展開となっている。また、株価収益率、イールド・スプレッドといったバリュエーション指標をみると、このところ、株価の割高感が強まる傾向にある。

欧州では、輸出の伸び鈍化、設備投資の減速などから、全体として景気の減速が続いており、とくにドイツでは既に景気後退局面にある。もっとも、これまでの減産による在庫調整の進捗などから、12月の製造業PMI（ユーロエリア購買者指数）が2か月連続の改善となるなど、足許では、減産テンポが緩やかになる兆しも窺われている。また、物価面では、消費者物価指数（HICP）の上昇率は、このところ低下傾向を辿っている。

NIEs、ASEAN諸国でも、総じて景気の減速が続いている。ただ、輸出の減少テンポは、半導体等の在庫調整進捗を背景とする情報関連財輸出の減少幅縮小を主因に、このところ鈍化しつつある。

この間、アルゼンチンでは、政治・社会的混乱が発生する中で、公的対外債務の支払停止措置や通貨切り下げが発表されるなど、事態は深刻さを増している。こうした情勢を背景に、アルゼンチン国債の対米債スプレッドは高止まりしている。アルゼンチン情勢の先行きは不透明感が強く、その他エマージング諸国への影響を含めて、注意が必要である。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

景気の現状について、「広範に悪化している」との前月の総括判断を変える材料は得られていな

い。昨年初来、最初に悪化をみた輸出や生産の減速テンポは幾分緩やかになり始めた。これらの調整が順調に進み、後に述べるリスクが顕現化しなければ、年央頃には、在庫調整が一巡し、生産が底に達する可能性がある。その一方で、雇用・所得環境や消費については、ここへきて遅れて調整が広がっている。

需要項目別にみると、輸出は 10、11 月と僅かに増加したが、米国向け自動車の増加など、一時的と考えられる要因が影響しており、基調としては引き続き減少傾向にあるとみられる。ただし、情報関連財については、輸出の減少幅が大きく縮小している。世界的な情報関連財の在庫調整がかなり進捗しているほか、為替円安の効果もあって、先行き、わが国の輸出の減少テンポは緩やかになっていくものと考えられる。

設備投資は、減少が続いている。先行きも、企業収益等の投資環境や機械受注の動きを踏まえると、これまで減少が顕著であった情報関連の製造業だけでなく、非製造業を含めたより幅広い業種で減少する可能性が高い。

個人消費は、個別の販売指標の一部には底固い動きもみられたが、総じてみれば、弱めに推移している。消費者コンフィデンスも引き続き慎重化している。個人消費の基盤となる雇用・所得環境は、厳しさを増している。失業率が上昇を続けているほか、有効求人倍率も、求職者数の増加から、低下テンポがやや速まっている。また、雇用者所得の弱さも明確化してきている。これらを背景に、先行きの個人消費は、弱めの動きが続く可能性が高い。

このような最終需要の動向を受けて、生産は大幅な減少を続けている。ただ、在庫調整の進捗から、電気機械を中心に生産の減少幅が幾分縮小し始めている。先行きも、生産の減少テンポは緩やかになるものと予想される。

物価については、引き続き緩やかな下落傾向を辿っているが、そのうち国内卸売物価では、マイナス幅が幾分縮小する兆しが窺われる。その背景としては、国際商品市況において、原油や非鉄の価格が反発しつつあること、国内商品市況も一部に上昇の兆しがみられること、為替円安が輸入物価の下支えに寄与すること等が指摘できる。一方、消費者物価は、石油製品をはじめ幅広い財でこのところ下落幅が拡大している。また、賃金が弱めに推移していることの影響が、今後、サービス価格にどう波及していくかについて、注意が必要である。

景気・物価情勢の先行きを展望するうえでは、とくに、米国をはじめとする海外の経済の先行きには依然不確実な要素が多い、国内では、大型倒産の増加などが消費者心理や企業金融に悪影響を及ぼすおそれがある、といったリスク要因に留意する必要がある。

## (2) 金融環境

銀行貸出は、前年比 2 % 程度の減少が続いている。金融機関では、先行き 3 月にかけて、資金需要のさらなる落ち込みを予想している。

市場を通じた資金調達をみると、12月のCP発行残高は既往ピークとなったが、前年比伸び率は鈍化を続けている。社債市場では、低格付け社債の発行量が大きく減少している。

以上を総合した民間部門の総資金調達をみると、前年比減少幅が拡大傾向にある。

量的金融指標の動きをみると、12月のマネタリーベースは、日銀当座預金の大幅な増加を主因に、一段と伸びを高めた。また、M2 + CDの伸び率も、MMFから普通預金等への資金シフトを背景に、前年比3.4%と、前月（同3.2%）に比べて伸び率が拡大した。先行き1～3月のM2 + CDについては、郵便貯金からの資金シフトの動きが一巡する中で、民間資金需要が一段と落ち込むとみられることから、前年比伸び率は幾分鈍化する見通しである。

企業の資金調達コストは、総じてみれば極めて低い水準で推移している。ただ、長期プライムレートは、利金債の対国債スプレッドが拡大していることから2か月連続で上昇した。一方、12月中旬まで上昇傾向にあったCP発行金利は、12月の追加緩和措置を受けて高格付けCPを中心にやや低下している。ただし、低格付けCPについては、目立った発行レートの低下がみられていない。

このように、金融環境は、総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いているが、中小企業からみた銀行の貸出態度は徐々に厳しさを増しており、信用力の低い企業の資金調達環境は悪化する方向にある。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。

## ・「適格担保取扱基本要領」、「国債売買基本要領」および「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正等の決定

### 1. 執行部からの提案内容

#### (1) 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

12月19日の政策委員会決定を受け、オペ対象資産・適格担保の拡大を図るため、「適格担保取扱基本要領」等を一部改正し、資産担保CP（以下ABC P）のCP現先オペ対象化・適格担保化、資産担保債券（以下ABS）の裏付け資産の範囲拡大（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ABS、財投機関等債券等）の適格担保化、の3つの措置を講じることとしたい。なお、ABC Pの担保受入・CP現先オペ対象化は2月中、不動産、住宅ローン債権を裏付けとするABSの担保受入は3月半ばまでに、それぞれ開始する予定である。

#### (2) 国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直し

国債買入オペにおいては、昭和42年の同オペ開始時より、「実質的な中央銀行による国債引受」との見方を排除するため、買入対象から「発行後1年以内のもの」を除いている（以下「1年ルール」）。しかし、最近、国債の発行・流通市場が格段に整備されてきているため、「1年ルール」を定めた「国債売買基本要領」および「日本銀行業務方法書」を一部改正・変更し、買入対象を「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」国債に拡大することとしたい。

#### (3) 手形買入の対象先選定基準の見直し

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」を一部

改正し、手形オペ（全店買入）対象先選定の頻度を、現行の「年1回」から「年間を通して実施」に変更するとともに、手形オペ（本店買入）のオペ対象先選定基準に「手形買入（全店買入）オペの落札実績」を追加することとしたい。新たな選定基準に基づくオペ対象先選定は、全店買入については2月初より、本店買入については5月頃に予定している次回選定時より、それぞれ行う予定である。

## 2. 委員による検討・採決

以上の提案について、ほとんどの委員が、金融市場調節の一層の円滑化と資金供給能力の強化に繋がるとして、賛意を示した。このうちひとりの委員は、国債買入オペにおける「1年ルール」の見直しはあくまで国債市場の整備が進んだことを踏まえたものであり、今回の措置が、国債買入オペをどんどん増額するとの思惑に繋がらぬよう、对外説明には万全を期してほしい、との意見を述べた。一方、別のひとりの委員は、日本銀行が企業金融の領域に過度に踏み込むべきではないとの考えから、上記3つの提案のうち、オペ対象資産・適格担保の拡大には反対である、と発言した。

採決の結果、(1)金融市場調節手段の拡充のためのオペ対象資産・適格担保の拡大については賛成多数、(2)国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直し、および(3)手形買入の対象先選定基準の見直しについては全員一致で、それぞれ決定され、適宜の方法で公表することとされた。

### オペ対象資産・適格担保の拡大に関する採決の結果

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、従来から主張してきたとおり、中央銀行が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、今回の措置は限定的な効果しか有しない、として上記採決において反対した。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の現状と先行き

景気の現状については、大方の委員が、「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」との前月の総括判断を維持することが適当である、との認識で一致した。

そのうえで、何人かの委員は、このところ、情報関連分野を中心に輸出・生産の落ち込むテンポが幾分緩やかになっている点を指摘した。もっとも、これらの委員を含め多くの委員は、米国をは

じめ世界経済の動向にはなお不確実性が高いことや、雇用・所得環境の悪化等から個人消費がさらに弱まる懸念があることから、景気の先行きは引き続き不透明である、との見解を示した。

まず、海外経済情勢について、議論が行われた。

多くの委員は、情報関連分野における過剰在庫の調整が着実に進み、世界の半導体出荷の減少テンポが緩やかになるとともに、半導体市況にも底入れの兆しがみられる、注目していた米国クリスマス商戦では、大幅な落ち込みが回避された、とポジティブな材料が出てきたことを述べた。ある委員は、米国の積極的な金融・財政政策や原油価格の下落などが、引き続き景気回復の支援材料になっている、と付け加えた。何人かの委員は、本年半ば以降の米国経済回復というシナリオは維持されており、米国の金融市場では、先行きの景気回復を織り込む動きが広がっている、と指摘した。

もっとも、これら多くの委員は、同時に、今後、自動車をはじめ広範な値引き販売の反動減が懸念される、雇用・所得環境の悪化や消費者の過剰債務体質が、個人消費の伸びを抑える可能性がある、企業収益の回復力は乏しく、設備投資の増加は見通しがたい、など、米国の最終需要の回復が確認されていないことから、先行きは依然として不確実性が高い、との考えを共有した。さらに、より慎重な見方を示すひとりの委員は、米国について、株価がミニバブル的状况にあることに加え、失業率の上昇、設備投資の頭打ち、輸入の減少等からみて、年央に回復するというシナリオは達成困難ではないか、との認識を述べた。

また、ある委員は、アルゼンチン情勢の他国への影響は、現在のところ窺われていないが、世界経済のリスク要因として引き続き注意を要すると付け加えた。

次に、国内経済の現状と先行きについて、討議が行われた。

まず、企業部門については、何人かの委員から、輸出は減少基調が続いているものの、減少度合いは幾分和らいでいる、との見解が示された。このうちひとりの委員は、とくに、対米、対東アジアの電機関連の輸出について、下げ止まり感が窺われつつある、と指摘した。こうした輸出動向を背景に、多くの委員から、電子部品を中心に在庫調整が進捗しているほか、生産についても減少テンポが緩やかになっている、との見方が示された。ただ、ひとりの委員は、先行きの生産を左右する在庫調整の終了見込み時期は財の種類によって様々であるうえ、生産拠点の海外シフトが続くことが予想されるため、生産が下げ止まるにはなお時間を要する、との考えを述べた。

設備投資に関しては、複数の委員が、引き続き減少傾向にある、と発言した。このうちひとりの委員は、設備投資の減少は、これまでの情報関連の製造業に加えて、非製造業を含めたより広範な業種で悪化する可能性がある、との認識を示した。また、ある委員は、価格下落と量の落ち込みから企業収益が大きな打撃を受けているとの見方を述べた。

家計部門については、多くの委員が、雇用・所得環境が悪化し、個人消費が弱まっているとの見解を述べた。

他方で、別のある委員は、各種の指標を点検すると、自動車や家電販売は減少しているものの、外食や国内旅行、百貨店販売等、一部に底固い動きもあり、消費はかろうじて「平時」の範囲を維持している、との見方を示した。この委員は、消費が持ちこたえている間に経済全体を立て直すこ

とが重要である、と付け加えた。

物価動向に関して、ある委員は、国内卸売物価については、最近の為替円安の影響もあって、一部に下げ止まりの兆しも出始めているとの認識を示した。この委員は、在庫調整の進展を背景に需給バランスが改善しつつある財については、価格引き上げの動きも出てきている、と指摘した。

なお、別のある委員は、原油価格について、一段の減産と世界景気動向との綱引きになっており、依然として下値を模索している、と述べた。

以上のようなわが国の景気情勢について、複数の委員は、「来年度下期にかけて、景気は全体として下げ止まりに向かう」という昨年10月の展望レポートにおける標準シナリオを大きくは逸脱していない、との認識を示した。ただ、これらの委員は、同時に、引き続き下振れリスクに注意を払う必要がある、と発言した。

具体的な先行きのリスク要因としては、多くの委員が、米国をはじめとする世界経済の動向を挙げた。さらに、これらの委員は、金融システムや企業金融の動向や、その実体経済への影響については、細心の注意が必要である、と強調した。そのほか、ある委員は、地方財政の悪化や地方と大都市圏との二極化の進展、さらには中小企業倒産の増加等を背景に、地方経済の悪化が深刻さを増していることも注目すべきである、との考えを述べた。

この間、ある委員は、他の委員に比べてより慎重な景気判断を示した。この委員は、その理由として、景気動向指数からみて、景気悪化の度合いは過去最悪の第1次オイルショック後の状況に匹敵しており、なお回復の兆しはみられていない、需給バランス、投資採算、投資のGDP比率からみて、中期循環的に設備投資が下降局面にあるほか、建設投資も長期的な循環でみて大底に向かいつつある、といった点を指摘した。同じ委員は、同時に、もう少し長いスパンで見通すと、過剰債務、過剰設備、過剰雇用という先送りされた諸問題の総決算の時期が遅くとも2～3年内に来るものの、その後の先行きには、ほのかな光が見えてきた、と述べた。その理由のひとつとして、バブル期以前の80年代初頭の銀行貸出残高対名目GDP比を適正な貸出規模のひとつの目安と考えると、あと25兆円程度貸出を縮小すれば、オーバーレンディングについて一応の調整が終わるとみられる点を挙げた。

## 2. 金融面の動向

まず、12月の追加金融緩和措置の効果という観点から、最近の金融市場動向に関する議論があった。多くの委員は、短期金融市場では、大きな混乱なく年末を越えることができたほか、年度末に向けても、資金調達に対する安心感が広がっている、12月上旬にやや強含み傾向にあったターム物金利は、再び低下をみている、CP市場では、高格付け企業を中心に発行レートが低下している、といった点を挙げて、12月の措置の効果は短期市場を中心に徐々に現れている、との認識を共有した。

一方で、複数の委員は、日本銀行による潤沢な資金供給にもかかわらず、社債にかかる信用スプレッドや株価における二極化傾向が一段と進んでいることを指摘した。このうちのひとりの委員は、

現在の強力な金融緩和策のもとで、97～98年にみられたような流動性や資金繰りに対する懸念はかなり抑え込まれているが、信用リスクに対する警戒感は相当強まっている、との見方を示した。別のある委員も、日本銀行の供給する「流動性」によって、「信用」の問題に対処することには限界がある、との考えを述べた。

この間、ひとりの委員は、量的ターゲット導入後の政策運営およびその効果について総括した。この委員は、当初は困難と思われた水準にまで日銀当座預金残高を増額することができた背景として、昨年秋以降の金融システム不安、年末・年度末を控えた流動性需要の高まり、超低金利下での短期金融市場の仲介能力低下などの要因を指摘した。そのうえで、前回会合以降の追加的資金供給の結果、資金調達に対する安心感の広がりやターム物金利の低下等の効果がみられたが、中長期の金利や株価、為替相場には目立った影響が観察されていない、と続けた。この委員は、このように、ポートフォリオ・リバランス効果だけでなく、15兆円前後という思い切った水準への当座預金増額が市場等の期待形成に働き掛ける効果も、これまでのところはっきりとは現れていないと整理したうえで、こうした効果の有無について、今後の動きを見守りたい、と述べた。

このところ円安が進んでいる為替相場の動きについても、多くの委員が意見を述べた。何人かの委員は、内外の経済情勢の格差を踏まえると、現状は、株価の弱さ、長期金利の低位安定と合わせて、経済のファンダメンタルズと整合的な動きではないか、との趣旨を発言した。そのうち、ある委員は、円安は企業のリストラや生産性向上のインセンティブを阻害するおそれがあるが、短期的には、企業収益や物価にプラスに作用する面がある、との見解を示した。

他方、別のある委員は、足許の円安は日米のマネタリーベースの伸び率格差が影響している面が強いとしたうえで、日米の労働生産性や単位当たりの労働コストの格差、さらには購買力平価を勘案すると、円はなおかなり過大評価されている、との見方を示した。また、もうひとりの委員は、物価を勘案した実質為替レートを安定させるとの観点からは、デフレを解消しようとするのであれば、それに見合うだけの円の減価が必要になる、との認識を述べた。

これに対して、ひとりの委員は、アジア諸国等から円安を問題視する声が出始めていることを紹介するとともに、金融システム不安が懸念される中での一段の円安進行は、市場の日本経済全体に対する見方に悪影響を及ぼす、と述べた。

こうした議論を受け、何人かの委員は、為替市場が様々な思惑で動きやすいことを踏まえ、当局者は為替相場に関する発言は慎むべきであることを強調した。

このほか、金融市場動向に関して、ある委員は、長期金利がこれまでのレンジの上限近くで推移していることに着目し、日本国債のリスクに対する警戒から先行き金利上昇圧力が生じるおそれがある、と指摘した。もうひとりの委員は、国債先物相場が昨年半ばから秋にかけて高値を付けた後に下落しており、チャートのみにて要注意のレベルにあることを指摘したほか、株価についても今後の安値更新のリスクを念頭に置くべきである、との考えを述べた。

次に、多くの委員が当面のリスク要因のひとつと位置付けている企業金融について、議論があった。まず、何人かの委員は、金融機関が企業に対して信用リスクに見合った適正なスプレッドを求めることは当然であるし、また、金融システムの健全化のために必要なことである、との見解を述

べた。ただ、最近の情勢をみると、中小企業からみた銀行の貸出態度が厳しさを増している、社債の信用スプレッドの二極化傾向が強まっている、ことなどから、中小企業や信用力の低い企業の資金調達環境は悪化している、との認識を合わせて示した。ある委員は、年度末に向けて、円滑な中小企業金融を確保することが肝要であり、そのためには公的金融の活用もひとつの選択肢になる、との考えを示した。そのほか、別のある委員は、2001年1～9月の資金循環統計からみて、企業間信用等が大きく収縮しているのではないかと、この見方を述べた。

金融システムの現状についても、意見が交わされた。何人かの委員は、銀行株が低迷していることや、銀行社債・金融債の信用スプレッドが拡大傾向にあること等を踏まえると、金融システムに対する市場の見方は引き続き厳しい、との認識を明らかにした。また、複数の委員は、不良債権への十分な引当やオフバランス化を行うことが必要であり、そのうえで自助努力により自己資本充実が図れない先には、公的資本の再注入もやむを得ないのではないかと、この見解を述べた。

他方、別のある委員は、金融機関のリスク・テイク機能が低下していると考えられる中、ここで公的資本を注入しても、金融機関の貸出が直ちに増加すると期待することには無理がある、との認識を示した。さらに、信用リスクに対する過度な警戒感を緩和するには、企業部門の過剰な供給力が削減され、企業収益が持続的に回復する道筋が明らかになる必要がある、と続けた。もうひとりの委員も、資本注入は避けられないと思われる一方で、それが直ちに銀行に対する市場の評価の改善に繋がるかどうかは不確実であるとした。

## ・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、足許の景気について、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、との見解を共有した。さらに、当面は、米国をはじめとする海外経済の動向に加えて、わが国の金融システムや企業金融の動きを注視する必要がある、との認識でほぼ一致した。

そのうえで、ほとんどの委員は、こうした金融経済情勢を十分踏まえて12月の追加緩和措置を講じたところであり、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ことが適当である、との考えを示した。このうち何人かの委員は、とくに3月期末にかけて、流動性の面から市場に安心感を与えることが重要である、と主張した。さらに、別のある委員は、日本銀行が緩和的な金融環境の維持に最大限の努力を続けていくもとので、政府および民間における構造改革への取り組みが着実に進められることを強く期待している、と付け加えた。

金融市場調節の具体的運営方法についても、意見が出された。複数の委員は、「10～15兆円程度」というレンジの中で、「可能な範囲でレンジの上の方を目指す」というこれまでの調節運営を続けることが適当である、との考えを述べた。この間、オペの「札割れ」が発生し始めたことについて、ある委員は、それだけ日本銀行がぎりぎりまで資金供給を行っていることの証拠である、と

述べた。この委員を含めた複数の委員は、「札割れ」が続く中での資金供給努力が金融市場や実体経済活動にどのような効果を及ぼすかを見極めたい、との考えを示した。

次に、金融システム不安への対応について、議論があった。ある委員は、万が一、金融面のリスクが顕現化し、市場の流動性不安が高まった場合には、機動的に潤沢な資金供給を行うことが必要であり、この点は、金融市場調節方針の「なお書き」で十分対応可能である、との見解を述べた。また、複数の委員は、金融危機への対応策を具体的に示すことが市場に安心感を与えるとして、期末にかけて、金融システム問題に関する政府との連携が重要である、との考えを述べた。別のもうひとりの委員は、これらの議論を整理し、大量の流動性供給およびロンバート型貸出ファシリティーの提供により、マクロの金融政策としてできることはすでに行っている、何らかのイベント・リスクに対しては、さらなる流動性供給が可能かつ適当な対応である、さらに、システミック・リスクに対しては、マクロの金融政策とは別の枠組みでの政策発動が必要となり、その際、日本銀行としてできることを適切に行っていくことは当然である、と総括した。

また、複数の委員は、長期金利の動きについても注意を要すると発言した。このうちひとりの委員は、景気情勢如何によっては財政政策の役割が一段と重要となりうる中、財政運営についての市場の信認確保が不可欠であり、中期的にサステイナブルな財政見通しが提示されることが鍵になる、との考えを示した。

この間、景気情勢について他の委員に比べて一段と慎重な見方を有する別のひとりの委員は、「wait and see」の受け身的な政策対応では不十分であるとして、物価水準ターゲットの導入、資金供給の円滑な実施のための外債買入れ開始、日銀当座預金残高目標を 15 兆円程度とする調節方針、を提案したいと述べた。

## ・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。

- 政府は、平成 14 年度予算において、歳出の効率化を進める一方、予算配分を重点分野に大胆にシフトする改革断行予算を編成した。また、14 年度予算に先立ち、13 年度第 2 次補正予算を提出し、両者一体として、柔軟かつ大胆に経済に対応しつつ構造改革を実現していくこととしている。
- 前回の金融政策決定会合において、金融緩和措置が講じられた結果、短期金融市場は混乱なく年末を乗り越えた。今後とも、経済・市場動向を十分注視し、とくに年度末に向けての資金需要を見据え、さらなる数兆円規模の資金供給を視野に入れ、引き続き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。日本銀行におかれては、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう、引き続き政策論議を深めて頂き、経済により効果のある政策を今後とも幅広くご検討頂きたい。こうした観点からは、本日検討された金

融市場調節手段の拡充についても、これにより金融緩和の実効性が高められるものと期待している。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、実質GDP成長率が2四半期連続マイナスとなり、失業率がこれまでになく高さに上昇するなど、厳しい状況にあると認識している。政府としては、14年度の経済見通しにおいて、実質GDP成長率は0.0%程度の横這い、消費者物価は-0.6%の下落と見込んでいる。
- 政府としては、日本銀行と密接に連携を図りつつ、できるだけ速やかに景気の回復と物価の安定を図っていきたいと考えており、日本銀行におかれても、デフレ阻止に向けて、引き続き適切かつ機動的な金融政策を行って頂きたい。

## 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、実体経済が一段と悪化し、デフレ・スパイラルの初期段階と考えられる中、現状維持の政策では不十分であるとの判断のもと、物価水準ターゲットを導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債買い入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を15兆円程度とすること、を提案したいと述べた。

この委員はこれらの提案理由として、デフレ阻止の意思を明確にする必要がある、資金供給手段について、国債依存の高まりを回避し、多様化を図る必要がある、日本銀行による定時定額の外債購入は、日銀法第40条第2項との関係で問題はない、日銀当座預金の目標はピンポイントとすべきである、といった点を挙げた。

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7~9月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）のレベル（99.2）を基準として、2003年7~9月期平均の同指数について、その基準レベル（99.2）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、同じく金融市場調節方式について、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買い入れを開始する」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）。

さらに同委員から、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 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」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 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。

#### 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、下限の 10 兆円では、量として不十分である、10～15 兆円というレンジでは、執行部の裁量の余地が大きすぎる、経済情勢が深刻化し、デフレ・スパイラルの初期段階に入っているとの認識を前提にすると、現状維持では、政策対応が手後れになる危険がある、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 1 月 17 日に公表することとされた。

#### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、景気後退の速さや倒産、失業率等にも言及すべきである、経済は既にデフレ・スパイラルの初期段階に入っている、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、当面の物価の下落が「緩やか」との判断は適当でない、と述べ、上記採決において反対した。

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（11月29日）および前回会合（12月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月21日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 4 年 1 月 1 6 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。

以 上

( 14 年 2 月 7、8 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 2 月 7 日 (14:00 ~ 16:03)  
2 月 8 日 ( 9:00 ~ 12:20)

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 ( 7 日 )
	谷口 隆義	財務副大臣 ( 8 日 )
内閣府	小林 勇造	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

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

( 事務局 )

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

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(1月15、16日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。日銀当座預金残高は15兆円程度に維持され、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001%で推移した。

本行による資金供給オペでは、オファー額に対して応札額が下回る「札割れ」が頻発しているが、オペ回数の増加、期間設定の多様化、応札先毎の入札限度額引き上げといった工夫をして15兆円程度の当座預金残高を維持してきている。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

前回会合以降、国内金融資本市場では、株価下落や長期金利の上昇が進んでおり、円安の進行も含めて、所謂トリプル安を懸念する声も聞かれている。

ターム物金利は、大量の余剰資金の滞留が長期化していることを映じて、前回会合以降、引き続き低下している。こうした中、1月末以降の短期国債の入札は過熱しており、応札倍率は198倍まで急上昇し、落札決定レートも0.002%まで低下した。

株価は下落を続けており、TOPIX、日経平均ともにバブル後最安値を更新した。業種別には、IT関連株が米国株価軟調や一部国内企業の決算発表を嫌気して下落したほか、銀行株が株式評価損の発生に対する懸念等を要因に下落した。先行きについては、銀行株の動向がポイントになるとみられ、この関連では金融システム不安の動向などに注意していく必要がある。

国債流通利回りは、円安進行や財政支出増加に対する警戒感を背景として、前回会合以降上昇傾向にある。今回の上昇局面については、先物市場を中心に海外投資家による売り圧力が強まったことが特徴的である。ただし、先行きについては、運用難の国内投資家からの需要も根強いいため、1.4~1.6%のレンジ内の推移を見込む向きが大勢である。

一方、社債市場におけるクレジット・スプレッド(社債流通利回りと国債流通利回りの格差)は、業績不振先の信用リスクに対する市場の警戒感は引き続き根強いものの、昨年12月の一部MMFの元本割れを受けて続いていた投信による保有社債売却の動きが一服していることなどから、前回会合以降、概ね横這いで推移している。

---

<sup>1</sup> 「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) 為替市場

円対米ドル相場は、年度末を控えた国内投資家による外貨建て資産処分を巡る憶測等から、一時は円が131円近辺にまで反発する局面もみられた。その後は、日米景況感格差の拡大、当局による円安容認を巡る思惑、わが国の構造改革の遅れに対する懸念等を背景に円安方向に向かう相場展開となり、最近では133円台を中心にもみ合っている。

## 3. 海外金融経済情勢

海外経済については、米国、欧州、アジア諸国の一部で景気底入れの兆しがみられるものの、最終需要の動向については不確実性が高い状況が続いている。

まず、米国経済の動向をみると、昨年第4四半期のGDPは、設備投資と在庫投資が大幅なマイナスになったものの、自動車の販売促進や国防支出の増加が大きく寄与した結果、前期比年率+0.2%と2四半期振りのプラス成長となった。生産は減少幅が縮小傾向にあり、企業の景況感指数（ISM指数）も改善を続けている。家計部門でも、雇用環境の悪化テンポが幾分和らぐ兆しもみられており、年明け後の個人消費も、週間小売統計の動き等からは引き続き底固さを維持している姿が窺われる。先行きについては、回復のタイミングよりも、回復のテンポと力強さが焦点になっているが、住宅投資、設備投資、輸出といった需要項目のいずれも高い伸びは期待し難いだけに、回復は緩やかなものになるとみる向きが多い。

米国金融市場は、先行きの景気動向や金融政策に対する見方が振れやすくなっている中で、やや方向感に乏しい動きとなっているが、基調としては引き続き景気回復を織り込む形で推移している。株価は、企業収益対比でみた割高感の台頭やエンロン問題を契機とした企業の会計情報に対する不透明感を背景に、やや調整色の強い展開となっている。FOMC（1月29、30日）は、政策金利を据え置いたうえで、先行きのリスクは景気減速方向にあるとの判断を示したが、FF先物金利は年央にかけて0.25%の利上げを織り込む形となっている。

欧州では、輸出の伸び鈍化、設備投資の減速などから、全体として景気の減速が続いており、特にドイツでは景気後退局面にある。もっとも、これまでの減産による在庫調整の進捗もあって、12月の製造業PMI（ユーロエリア購買者指数）が改善を続けるなど、足許では生産調整のテンポが緩やかになる兆しも窺われている。物価面では、消費者物価指数（HICP）の上昇率は、1月に生鮮食品の価格上昇などから跳ね上がったものの、基調としては引き続き低下傾向にある。

NIEs、ASEAN諸国でも、総じて景気の減速が続いているが、世界的な半導体の在庫調整進捗等を背景に、輸出および生産面では下げ止まりの兆しもみられつつある。こうした中、外資の流入が続いていること等を背景に、株価は堅調な動きとなったほか、為替レートも安定的に推移した。

この間、アルゼンチンでは、政治・社会的混乱が発生する中で、公的対外債務の支払停止措置や通貨切り下げの実施に加え、金融システム不安の台頭もみられるなど、事態は深刻さを増している。

## 4．国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

景気は引き続き悪化している。電子部品をはじめ多くの分野で在庫調整が進んでおり、生産の減少幅は縮小してきている一方、失業の増加や冬季賞与の減少など雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している。

需要項目別にみると、公共投資は、補正予算の執行にも拘らず、GDPベースで減少基調を辿っている。実質輸出は、10～12月に前期比-1.7%と減少幅が縮小し、今後は情報関連財の在庫調整の一巡や海外景気を持ち直し、さらには円安効果等を背景に、年央にかけて下げ止まりから緩やかな回復に転じていく可能性が高い。一方、実質輸入は、7～9月期に大幅に減少した後に、10～12月に小幅増加したが、通関日数等の一時的な要因を考慮した実勢でみると、引き続き減少基調にあると考えられる。

設備投資は、減少が続いている。先行きも、企業収益・金融面などの投資環境や機械受注の動きを踏まえると、これまで減少が顕著であった情報関連の製造業だけでなく、非製造業を含めたより幅広い業種で減少する可能性が高い。

個人消費は、家計の雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。この中で、1月の乗用車販売は新車投入効果から小型車を中心に持ち直した。消費者コンフィデンスも引き続き弱いが、個人消費の弱さは、所得の弱さの範囲内に止まっている。

雇用面では、非自発的失業者の増加を背景に、失業率が毎月ピークを更新している。新規求人数のレベルは依然として96、97年より高い水準にあることをみると、労働力の需給のミスマッチが大きいことが窺われる。また、雇用者所得をみると、冬季賞与が大きめの減少となるなど、所得形成はさらに弱まっている。これらを背景に、先行きの個人消費は、弱めの動きが続くとみられる。

物価については、国内卸売物価は、電子部品など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を中心に下落が続いている。一方、消費者物価は、輸入・同競合品の価格下落に加え、石油製品等の値下がりもあって、下落幅が幾分拡大している。

景気の先行きについては、今後も悪化を続けるものの、輸出・在庫面からの下押し圧力が減衰するに連れて、そのテンポは次第に和らいでいくと予想される。生産面でも、徐々に減少幅が縮小し、年央までには概ね下げ止まる可能性が高い。ただし、米国をはじめとする海外の経済の先行きには依然不透明な要素が多い、国内では、株価下落などを背景に企業金融を巡る環境や消費者マインドが更に悪化するリスクがある、といった点に留意する必要がある。

### (2) 金融環境

1月の銀行貸出は、前年比のマイナス幅を幾分拡大させた。金融機関は、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、信用力の低い先には貸出姿勢を慎重化させる傾向を強めている。また、企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰りを示す各種DI指標も、悪化のペースは緩やかながら、水準的には97、98年当時に徐々に近づいてきている。

市場を通じた資金調達をみると、1月のCP発行残高は、既往ピークを更新したが、前年比伸び率は鈍化を続けている。格付け別には、A2格の発行条件がやや厳しくなっている。社債市場でも、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。

量的金融指標の動きをみると、1月のマネタリーベースは、日銀当座預金の大幅な増加に加え、銀行券の伸びも高まったことから、前年比23.4%と一段と伸びを高めた。この伸び率は、Y2K問題への対応で高い伸びとなった2000年1月（前年比22.8%）を超え、所謂「狂乱物価」時の1974年8月（同23.9%）以来の高水準である。また、M2+CDの伸び率も、前年比3.6%と、前月（同3.4%）に比べて伸び率が拡大した。

企業の資金調達コストは、総じてみれば極めて低い水準で推移している。ただ、長期プライムレートは、利金債の対国債スプレッドが拡大していることから3ヶ月連続で上昇した。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。

## ・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

景気の現状判断については、大方の委員が、前月の総括判断を据え置かたちで、「景気は引き続き悪化している」とすることが適当との認識で一致した。これらの委員は、海外経済の底入れの兆しが強まる中で、情報関連分野を中心に輸出・生産面で改善の動きがみられるというプラス要因と、設備投資や個人消費の面では一段と厳しさが増しているというマイナス要因の両面を指摘した。

景気の先行きについては、輸出回復に伴って来年度下期にかけて下げ止まりに向かうという「展望レポート」で示された標準シナリオは維持されているとの見方が概ね共有された。ただし、海外経済情勢の先行きは依然として不確実性が高いほか、国内面でも、雇用・所得環境の悪化、金融面に端を発するダウンサイド・リスクといった懸念材料があり、引き続き不透明感が強いとの見方が多く示された。特に、当面、期末にかけては、金融資本市場の動向とその影響について従来以上に注意を要することを、ほとんどの委員が強調した。

こうした中、ひとりの委員は、景気動向指数は足許幾分改善しているが、基調としてはなお急速な下落を続けている、失業率が統計調査開始以来最悪の水準になるなど過去にあまり類をみないほど悪化している経済指標が目立つ、といった点を指摘して、他の委員より慎重な見方を示した。この委員は、日本経済はデフレ・スパイラルが急速に進行しており、今後は賃金やサービス価格の下落が進行する局面に入るとのより厳しい認識を示した。

まず、海外経済情勢については、今後徐々に持ち直していく展望を描けるようになってきたとの認識が多くの委員の間で共有された。そのうち、ひとりの委員は、一昨年未以降の世界的な調整局面入り、ITバブル終焉、石油価格上昇、各国での金融引締めを背景とするものであると

考えることができると指摘した。そのうえで、そうした要因が剥落あるいは後退する2002年に回復を予測するのはある程度根拠のある議論であるとした。ただし、同時に、多くの委員は、最終需要の動向はなお不確実である点も指摘した。

米国経済については、今後期待される回復のテンポと力強さについての見方を中心に議論が行われた。現状評価としては、在庫調整の進捗に伴って生産の底入れが近くなっており、個人消費も堅調さを維持しているとの見方が概ね共有された。そのうえで、先行きのリスク要因としては、複数の委員が、個人消費はこれまでのインセンティブ販売や値引き販売の反動があり得ること、設備投資については既往の過剰設備、過剰投資の調整が終了しているか明らかでないこと、インフレ率が低下傾向にある中で労働コストが高止まっていることを指摘した。また、エンロン破綻の影響についても複数の委員が言及し、米国の資本市場や会計制度に対する信認が損なわれ、投資家のリスク回避姿勢が強まることに伴う悪影響に懸念を示した。さらに、ひとりの委員は、消費者信用残高の高い伸びの反動とこれまで海外投資家による積極的な政府機関債購入に支えられてきたモーゲージの借換えが今後困難化することを懸念材料として挙げた。この委員は、昨年第4四半期のGDPについて、デフレータの前期比がマイナスになっているほか、財政の伸びによって全体が支えられていると指摘し、厳しい評価を示した。

米国以外の地域について、ひとりの委員が、東アジア全体で輸出、生産に下げ止まりの兆しがみられ、株価も外資の流入等を背景に好調な動きを示しているなど、明るさが増していることを指摘した。別の委員は、中国や韓国の為替レートが長期的に対円で大幅に下落している中で、これらの国々のGDPに占める輸出のウエイトが高まっていると述べた。

日本経済の先行きについては、景気後退を先導してきた輸出・生産面で改善方向の動きがはっきりしてくる一方、個人消費や設備投資で一段と厳しさが増していくことから、本格的な内需の回復は依然として展望できないとの認識が概ね共有された。ひとりの委員は、一部の財で在庫が「逃げ水現象」のようになかなか減少しないため、全体で見れば生産はまだ下げ止まりとは言えない段階であると述べた。この委員は、デフレの下で、株安、金融システム不安を背景に企業マインドが萎縮する動きが強まっており、拡大再生産の道筋が描けないと述べた。ある委員は、家計の雇用・所得環境が厳しさを増していることなども踏まえると、景気回復の足取りは弱々しいものにならざるを得ないとの見方を示した。別の委員は、海外景気の動向次第では、今年後半においても経済はせいぜい底這いの動きに止まるリスクも高いと述べた。

複数の委員が、日本経済が中長期的な回復軌道に戻っていくためには、賃金水準の引き下げが雇用の削減が不可避であるとの認識を示し、このうち、ひとりの委員は、そうした動きは循環的な景気動向とは関係なく、2～3年タームで続くとの見方を示した。もうひとりの委員は、国際競争力を強化する観点から、国際的にみても高い企業の労働コストの引き下げが不可欠と述べた。この委員は、今後の課題としてワークシェアリングの問題を指摘したほか、雇用のセーフティ・ネットの整備が重要な課題であると述べた。

物価動向に関しては、景気が悪化を続ける下で、国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が引き続き働くとの見方が共有された。その中で、複数の委員は、減産、在庫調整の進捗や為

替円安に伴う内外価格差是正圧力の低下等もあって国内卸売物価指数に下げ止まりか下落率縮小の動きが出てきていることに着目した。このうち、ひとりの委員は、一部の財で経営統合・再編を契機に減産の足並みが揃い始めた結果、これまで限界コスト近傍にまで低下してきた価格が反転に向かっていると述べた。ただしこれらの委員も、消費者物価指数は消費、賃金の弱さもあって下げ止まりの兆しがみられないと指摘した。ひとりの委員は、特に、国際競争に晒されていない財・サービスや規制に守られた産業の価格については、引き続き高コスト体質是正圧力による値下がり傾向が避けられないと述べた。

なお、ある委員は、原油価格について、今年1月に短期的な底を打っているとみられ、今後一層下落することは考え難いとの見方を示した。

## 2. 金融面の動向

大方の委員が、実体経済面で大きな構図の変化はみられない一方で、金融面に由来するダウンサイド・リスクは高まっており、特に期末にかけて、金融資本市場の動向とその影響についてはこれまで以上に注意が必要であるとの認識を示した。

まず、最近の金融市場動向について、株価、債券価格、円の為替レートの下落というミニ・トリプル安現象を中心に議論が行われた。ひとりの委員は、こうした現象について、日本の構造問題、特に不良債権問題に対する厳しい見方が背景にあり、それが資産価格下落との間である種の悪循環を起していると分析した。ある委員は、現在のミニ・トリプル安は、それぞれは独立した事象のように窺われ、コーディネートされた日本売りという動きではないとしながらも、資本逃避を伴う本格的な円安が生じる可能性には十分注意をしていく必要があるとした。

債券市場については、多くの委員が、財政規律について市場がナーバスな見方をしていることを指摘した。ひとりの委員は、債券安の背景を、円安に伴う海外勢の売りが先導する中、期末接近もあって国内投資家がデュレーション・リスクをとれない状況と分析した。同時に、まだ長期金利に天井感が出ていないものの、いずれ値頃感から買いが入ってくるとの見方を示した。別の委員は、様々な思惑がある中で、先物の売り仕掛けがあった模様であると指摘した。別のある委員は、金利動向からは日本国債のデフォルトといった事態は全く想定されていないように窺われると述べた。

株安については、大方の委員が、折りからの政治情勢と構造改革後退の懸念、特に不良債権の早期処理の道筋が見えないことを背景として指摘した。ある委員は、米国株価の先行きについて、年末にかけて昨年9月につけた安値を下回る展開も考えられると懸念を示した。

邦銀の外貨資金繰りについて、ある委員は、ジャパン・プレミアムが発生していないことを理由に97、98年当時よりも安定しているとする見方に疑問を呈した。この委員は、プレミアムが発生するような取引が殆ど行われていないというのが実情であり、邦銀向けのクレジット・ラインが絞られていることも考えると、期末にかけて為替と外貨資金市場の動向には十分注意が必要であるとした。別の委員は、日本の金融機関のクレジット・デフォルト・スワップ・レートが、年明け後に一旦下落した後に、ここへきて再び大幅に上昇していると指摘した。

資産価格下落の影響について、ある委員は、資産価格上昇がバブルの生成を加速させたように、

足許の下落は金融経済情勢の悪化に拍車をかけるとした。この委員は、資産価格の形成には期待が極めて重要な役割を演じており、その行き過ぎを防げるか否かが、信用収縮やデフレ・スパイラルの回避にとって重要であると述べた。別の委員は、98年に見られたような急激な流動性危機は日銀による流動性供給によって封じ込めてきているものの、銀行株価の動向次第では、流動性面でどうい問題が出てくるか予断を許さないと述べた。また、複数の委員が、銀行株下落が当該銀行の問題に止まらず、銀行株を保有する事業会社に大きな評価損をもたらす点について懸念を示した。

不良債権問題が企業金融へ与える影響についても指摘があった。複数の委員が、不良債権処理の進捗に伴い、銀行の融資選別姿勢が、特に中小企業を中心に来年度から一段と厳しくなる可能性があるとした。このうち、ひとりの委員は、これによって企業金融の二極化が一層進行することは避けられないとの見方を示した。また、別の委員は、金融機関がリスクのバッファー機能を果たすことが期待できない中で、資金を調達する企業が、家計や投資家等のリスク回避姿勢をダイレクトに受け止めざるを得ないため、企業を取り巻く金融環境はかなり強いストレスの下に置かれ続ける可能性が高いとした。

ある委員は、証券取引の規制に関連して、空売り価格は直近価格を下回ってはならないという、所謂アップティック・ルールについて信用取引が適用除外とされていることは問題である、一方、制度貸借取引における申込みの制限や停止措置に関する細かいルールは自由な市場取引という観点から見直すべきである、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について、検討が行われた。

大方の委員は、実体経済面で景気は引き続き悪化しているものの、来年度下期にかけて下げ止まりに転じていくという標準シナリオは維持されている、その一方で、株価等の資産価格の下落や金融システム不安の台頭など金融面からのダウンサイド・リスクが高まっている、との認識でほぼ一致した。

そのうえで、ほとんどの委員は、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、との考えを示した。

ただし、景気情勢について他の委員に比べて一段と慎重な見方を有するひとりの委員は、インフレーション・ターゲティングの導入、資金供給の円滑な実施のための外債買入れ開始、日銀当座預金残高目標を18兆円程度とする調節方針、を提案したいと述べた。

12月の政策変更の影響について、ターム物金利の低下や信用スプレッドの拡大傾向を一服させるといった効果があったことについては認識が共有された。一方、当預残高増加が実体経済を刺激する効果については、複数の委員が、もう少し様子を見る必要があるとしながらも、当預残高のさら

なる増加の意義について懐疑的な見方を示した。別のある委員は、ポートフォリオ・リバランス効果は未だ顕現化していないが、ベースマネーの前年比伸び率が大幅に高まったのは昨年夏以降なので、効果という点ではもう少し時間をかけて見ていく必要があるとした。

また、多くの委員が、ベースマネーが増加しても、金融機関の信用創造活動は低調であって、マネーサプライの期待されるような増加は望み難いという認識を共有した。さらに、ひとりの委員は、マネーサプライと経済活動の長期的な関係は否定しないものの、短期的に両者に安定的な関係は存在しないと考えており、最近になって景気動向指数からマネーサプライが落とされたことは、そのことを改めて認識させたとした。

金融市場調節の運営方法については、オペの「札割れ」が頻発している中で、「10～15兆円程度」というレンジで示された当座預金残高目標について、「可能な範囲でレンジの上の方を目指す」努力を続けるべきということで意見が概ね一致した。

多くの委員は、オペの「札割れ」の発生は日銀が目一杯資金を供給していることの証左であり、そのこと自体が市場の安定感確保に貢献していると評価した。そのうえで、複数の委員は、既に資金供給力向上のための工夫を講じてきたことも考えると、10兆円以上の水準を維持できる限り、過度に15兆円の維持にこだわる必要はないと述べた。これに対して、何人かの委員は、特定のレベルを実現しようとする必要はないが、可能な範囲内でレンジの上の方を目指すことでよいのではないかと述べ、大方の賛同を得た。

この間、国債買い切りオペの位置付けについても議論が行われた。ある委員は、国債買い切りオペの増額は今後の政策オプションとして十分考えられるが、その場合、単なる資金供給手段とするのか、もう少し違う観点から位置付けを見直すのか、市場への影響をどうみるべきか、といった論点の整理を行った。

この委員は、札割れが頻発している中で、買い切り増額も理屈上はありうる選択であるとしたうえで、最近の長期金利の微妙な動きを踏まえると、今は慎重に臨みたいとの見解を示した。ある委員は、国債買い切りオペを増額しても、他のオペの札割れが発生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として述べた。このほか、多くの委員が、財政規律への懸念からかえって金利上昇を招くリスクに留意すべきであると述べた。複数の委員は、国債買い切りオペの増額以外に、応札を改善させるためのオペ運用面での工夫も更に検討すべきとの意見を述べた。

国債買い切りオペを資金供給の手段ではなく、長期金利に働きかける手段として位置付けることの可能性についても何人かの委員が発言した。複数の委員は、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。そのうえで、現在の1.5%台はパニックを起こすような水準ではなく、国債格下げの可能性や財政の中長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置いておくべきであるとした。

先行きの金融政策運営については、大方の委員が、今後、金融資本市場の動向次第で流動性需要が高まるような場合には、流動性供給を一段と増やして対応する必要があると述べた。

そのうえで、複数の委員は、日本経済の本質的な問題は、流動性不足というよりも、企業と金融機関のクレジット・リスクの高まり、潜在的な資本不足、あるいは新たなビジネス・モデルの構築

可能性といったことであるため、流動性供給だけによる対処には自ずと限界があると指摘した。

別の複数の委員は、当面のもっとも重要な課題は、マクロの金融政策ではなく、ミクロのブルードレンス政策であると述べた。このうち、ひとりの委員は、日本銀行が、「最後の貸し手」機能の機動的発動に万全の体制をとっている旨を対外的にアピールすることが必要と述べた。また、この委員は、銀行株の下落は不良債権の処理と最終的な損失規模の確定を早期に行うことを求める市場の警告であるとして、不良債権の抜本処理に大胆に着手すべきこと、自己資本が自力調達できない先には公的資本投入を早期に行うべきことを強く主張した。別の委員は、風評やイベント・リスクに備えることが重要であるが、預金保険法102条がどのように流動性危機に対して機能するかが明確でない点が問題であると述べた。

## ・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。

- 政府は、現在、先般成立した第2次補正予算の速やかな執行に努めている。今後は、構造改革の一環として歳出の一層の効率化と予算配分の大胆なシフトを実現した平成14年度予算の早期成立に全力を尽くすとともに、「構造改革と経済財政の中期展望」を踏まえ、構造改革をさらに推進することとしている。
- 日本銀行には、前回会合における金融市場調節手段の拡充決定により、金融市場調節が一層円滑に行われることを期待している。今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、金融システム安定にも配慮する必要がある。こうした観点からも、特に年度末に向けての資金需要に的確に対応し、流動性確保に対して市場の不安が生じないよう最大限の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。「構造改革と経済財政の中期展望」においても、デフレの阻止は、政府と日本銀行が緊密な連携の下に取り組むべき最重要課題とされている。日本銀行におかれては、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう、引き続き政策論議を深めて頂き、それが経済により効果のある政策に結びつくことを期待している。

また、財務省からの出席者からは、追加的に以下の発言があった。

- 年度末に向けて市場に安心感を与える観点から、年度末越えのCP現先オペの一層の活用のほか、金融システムの安定確保という観点からは、生命保険会社の動向にも十分留意して議論を行ってほしい。

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。

- 景気の基調判断については、月例報告に向けて現在検討中であるが、基本的に日銀執行部の見方、景気判断と概ね一致している。

- 政府としては、来週の 12 日に開かれる経済財政諮問会議の議論等も踏まえながら、新たな対応の検討も含めて日本銀行と密接に連携を図りつつ、できるだけ速やかに景気の回復と物価の安定を図っていききたい。日本銀行におかれても、デフレ阻止に向けて、引き続き適切かつ機動的な金融政策を行って頂きたい。

## 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、現状維持では対応が不十分であるとし、インフレーション・ターゲティングを導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債買入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を 18 兆円程度とすること、を提案したいと述べた。同じ委員は、同時に国債買い切りオペを月 8 千億円から月 1 兆円に増額することが必要であるとした。

この委員はこれらの提案理由として、物価目標を設定する必要があるが、物価上昇率の方が物価水準より国民にわかりやすく、世界の中央銀行でも一般的である、資金供給手段の多様化を図る必要がある、日本銀行による定時定額の外債購入は日銀法上も問題ないと判断される、日銀当座預金の目標を引き上げて緩和姿勢を一段と強める必要がある、といった点を挙げた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

中原伸之委員からは、金融市場調節方式について、「2003 年 10～12 月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を 1.0～3.0%にすることを目的として、金融市場調節を行う」、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する」、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）。

さらに同委員から、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 18 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。

### 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、10～15兆円というレンジでは、執行部の裁量の余地が大きすぎ、不適切である、下限の10兆円では、量として不十分である、デフレの初期段階は過ぎ、今後、賃金とサービス価格の下落が始まるとの認識を前提にすると、現状維持では対応が不十分である、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2月12日に公表することとされた。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、景気の悪化が広がる中で、前月の「広範に悪化」という表現から「広範に」を削除するのは問題である、倒産、失業率等にも言及すべきである、海外経済の先行きについて表現をトーン・アップさせるのは時期尚早である、当面の物価の下落が「緩やか」との判断は適当でない、と述べ、上記採決において反対した。

以上

(別 添)

平成 1 4 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。

以 上

( 14 年 2 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 2 月 28 日 (9:00 ~ 13:54)

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	谷口 隆義	財務副大臣
内閣府	小林 勇造	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山本謙三
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	橋本泰久
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
企画室企画第 2 課長	梅森 徹
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## ・ペイオフ解禁に伴う流動性預金金利の上限規制の件

### 1. 執行部からの報告内容

本年4月からのいわゆる「ペイオフ解禁」後、1年間に限り全額保護が続けられる流動性預金の金利に関し、2月21日、金融庁長官および財務大臣から、臨時金利調整法に基づき、日本銀行政策委員会に対し、この上限を定めるよう発議がなされた。

これを受けて、政策委員会は、同法に基づき金融審議会への諮問を行い、金融審議会より、2月25日、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を受けた。

### 2. 委員による採決

金融審議会の答申通り、流動性預金に関する金利の最高限度の定めを変更し、その旨金融庁長官および財務大臣に報告することが、全員一致で決定された。また、本件については、決定会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(2月7、8日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。資金供給オペでは、引き続き、オファー額に対して応札額が下回る「札割れ」が多発しているが、オペ回数の増加などの工夫により、15兆円程度の当座預金残高を維持している。こうした調節のもとで、無担保コールレート(オーバーナイト物)は0.001%で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

#### (1) 国内金融資本市場

短期金融市場では、資金の出し手が年度末越えとなる資金運用に慎重姿勢を強めていることから、ユーロ円金利の3か月物が2月初の0.1%程度から足許0.18%となるなど強含んでいる。今後の展開を注視する必要がある。

長期金利は、株安・円安の一服を受け海外投資家の売り圧力が後退したほか、期末を控えた銀行の売りも一巡したが、海外格付機関による日本国債の格下げ方向での見直し公表などもあって、1.5%を挟む神経質な展開が続いている。

社債流通利回りの対国債スプレッドは、信用リスクに対する市場参加者の根強い警戒感を反映して、低格付債を中心に引き続き拡大気味に推移している。銀行に対する市場の見方も厳しさを増しており、銀行発行債利回りの対国債スプレッドも一段と拡大している。

---

<sup>1</sup> 「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。」

株価は、空売り規制強化の動きなどを背景に売り手控え気分が強まるなか、前回会合以降、幾分持ち直しに転じている。

## (2) 為替市場

円の為替相場は、米国経済の底入れ期待がドル買い材料視されているものの、米国株価が上昇力に乏しいこと、内外当局の円安牽制発言が意識されていることから、ドル買いの動きが強まるには至っておらず、132～134円台のもみ合いで推移した。

## 3. 海外金融経済情勢

前回会合以降、米国経済では底入れを示唆する指標が増加しているほか、東アジアでも輸出・生産が下げ止まってきており、全体に、景気の足場が徐々に固まってきつつある印象である。

米国については、民間エコノミストによる2002年成長率見通しが、現在の景気後退が始まった昨年3月以降で初の上方修正となった。27日に公表されたFRBの経済見通しでは、本年10～12月期のGDP前年比が2.5～3.0%となっている。ただ、最終需要の回復力が弱いとみられること、海外経済に不安があること、金融市場でリスク回避指向がみられることなどから、過去の景気回復局面に比べ今回の回復力は弱いとの見方が中心的である。

米国金融市場では、年央にかけての利上げを織り込む動きに変化はない。直近では、先物金利やインプライド・フォワード・レートが幾分低下する等、年後半以降の回復テンポに対する見方の慎重化が窺われる。この間、株価は予想比強めの経済指標という好材料があったものの、企業会計を巡る懸念もあり、方向感に欠ける展開となった。

欧州では、なお景気の減速が続いている。しかし、ドイツの海外受注が持ち直しつつあるなど、一部には調整圧力の緩和に繋がる動きもみられている。

NIEs、ASEAN諸国では、世界的なIT関連財の在庫調整進捗を背景に、総じて輸出・生産が下げ止まり、景気減速に歯止めがかかりつつある。一方、中国では、輸出の伸び率低下から成長率が鈍化しており、1月の消費者物価は前年比-1.0%と下落幅を拡大した。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

前回会合以降の経済指標をみる限り、「引き続き悪化している」との景気判断を変える材料はないが、先行きについては明るい材料も出始めている。

需要項目別にみると、1月の輸出は10～12月期に続きマイナス幅が縮小した。財別には、自動車が増産に転じたが、鉄鋼、化学等中間財は増加している。情報関連は減少が続いているが、NIEs諸国の輸出持直しやDRAM市況の回復等を踏まえると、電子部品も減少幅は縮小していくとみられる。

設備投資関係では、10～12月の機械受注が7～9月に続き大きく減少した。個人消費は、1月の家電販売が10～12月対比で減少するなど引き続き弱めの動きとなっている。

このような最終需要動向のもとで、生産は減少を続けている。1月の鉱工業生産は、前月予測対比では下方修正となった。電気機械の下方修正が続いているが、半導体部品などが増加に転じている。在庫も順調に減少しており、予測指数の動きも踏まえると、生産の減少幅の縮小傾向ははっきりしてきている。

この間、物価面では、1月の企業向けサービス価格指数の下落幅が幾分拡大した。広告料金の低下が続いているほか、一般サービスでの値下げの動きがやや目立ってきている。

## (2) 金融環境

銀行貸出は、前年比減少幅を拡大している。資金需要の弱さが基本的な背景とみられるが、金融機関は、信用力の低い先を中心に貸出姿勢を慎重化させる傾向を強めている。企業の資金需要について、金融機関からは、設備資金需要がさらに減少している、低格付けCP、社債の発行不振に伴う振り替わり需は限定的である、期末運転資金需要も落ち込みが大きい、といった声が聞かれている。

このところCP、社債市場などにおいて信用スプレッドが拡大傾向にあるほか、金融機関の年度末越え資金繰り懸念等を背景にターム物金利が上昇するなど、不安定な動きが窺われている。こうした状況を踏まえると、3月末にかけて、金融市場がさらに不安定化したり、企業金融が一段と厳しさを増すなど、金融面に起因するダウンサイド・リスクに一層の警戒が必要な状況になってきている。

この間、マネタリーベースは、1月に続いて、2月も一段と伸びを高める見通しである。マネーサプライも、投信等からの資金シフトの動きを主因に伸びを高めつつある。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 景気の動向

景気の現状については、前回会合における「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。景気の先行きに関しては、海外経済の底打ちや国内在庫調整の進捗などから、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。

まず海外経済については、IT分野の調整が終了しつつあるなど、全体的に明るい情報が増えている点が認識された。このうち、米国に関しては、多くの委員が、過去の回復局面に比べ、回復力や持続性は慎重にみておく必要があるものの、底入れしつつあるとの見解を述べた。ただし、ひとりの委員は、1～3月期の好調さは、多額の税還付や財政支出、歴史的暖冬に伴う住宅建設の伸びなど一時的な要因によるところが大きい、不動産投資に行き過ぎがみられるといった懸念材料を挙げ、依然かなり厳しいとの認識を示した。欧州については、複数の委員が、景気減速が続いているものの、一部の景況感指数に改善傾向がみられるようになったと述べた。東アジアについては、IT関連財を中心に輸出が底を打った可能性が高く、回復に向かっている点が認識された。

わが国の景気の先行きについては、以上のような海外経済動向のもとで、輸出環境は改善に向かっており、先行き輸出・生産面からの景気下押し圧力は減退する、との見方が共有された。

しかし、多くの委員は、不良債権問題など構造問題を抱えていること、株価や信用スプレッドなど金融資本市場が不安定なこと、雇用・賃金の調整圧力はなお強いとみられること、こうしたなかで国内民需も引き続き脆弱とみられることなどを踏まえると、まだ先行きを楽観できない、と指摘した。ある委員は、前回会合以降、株安等を背景に企業マインドが一段と悪化しているのがこの間の最大の変化点であると述べた。

さらに、別のひとりの委員は、世界的なデフレ傾向、過去最悪の賃金・雇用情勢などの懸念材料を挙げ、足許の消費水準指数が86年以来の低水準となるなかで、景気は生産調整中心の後退局面から消費型不況に移行しつつあり、生産・輸出面で多少持ち直しても景気全体の厳しさは変わらない、との認識を示した。同委員は、日本企業の賃金の高さが国際競争力低下、失業増に繋がっていると付け加えた。

物価動向についても、前回会合と同様、景気が悪化を続けるもとで、物価に対する低下圧力が引き続き働くとの認識が共有された。ただし、ある委員は、サービスの価格は下落が続いているが、財の価格は、在庫調整の進展に伴う需給バランスの改善、企業再編が進むなかで、限界コストまで下がった財価格を是正する動き、円安に伴う内外価格差の縮小などから下げ止まりないし一部底打ちの動きもみられつつある、と指摘した。別の委員は、米国北東部の干ばつが原油在庫、さらには先行き原油価格に及ぼす影響に留意が必要と述べた。

## 2. 金融面の動向

金融環境に関しては、大方の委員が、年度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、年度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、などに言及した。ある委員は、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述べ、そうした認識は他の委員にも共有された。

これに関連して、複数の委員は、このところ表面的には落ち着いていたジャパン・プレミアムの発生に着目した。他の委員は、金融機関による手許保有現金の積増しや流動性確保の動きは、金融機関自身の不安心理の表われではないかと述べた。何人かの委員は、株価低迷の主因は銀行株の不振にあると分析した。ある委員は、銀行株不振は不良債権の抜本処理を求める市場の警告であると述べた。

このほか、ある委員は、財政規律に対する懸念から長期金利が神経質な動きを続けており、今後国債格下げなどのショックがあった場合に長期金利が急上昇しかねない点も、リスク要因として挙げた。

ひとりの委員は、以上のような金融環境を総括して、年度末に向けて金融市場で不安が拡大す

ることになれば、金融緩和の効果浸透に支障を来しかねない、このような金融面のリスクの高まりは金融機関の不良債権処理の遅れに起因している、政策当局や金融機関は金融システムに対する内外の信認回復に足る措置を早急に講じる必要がある、と述べた。

この間、ある委員は、9月以降の本格的な量的緩和が、外国為替市場等マーケットに好影響を与えているほか、M2 + CDの伸びにもプラスの影響を与えているとの認識を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、前回会合以降、景気判断を変更する材料は見当たらないものの、金融資本市場が不安定化しており、こうした傾向が強まると、これまでの金融緩和の効果浸透に支障を来しかねない、との懸念を共有した。こうした認識を踏まえ、年度末に向けて一層潤沢な流動性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、年度末に向けて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た。このため、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。

同時に、4月以降の市場動向については、なお不確実性が高いことも指摘された。複数の委員は、期明け後に流動性需要が急減する可能性がある述べ、現行の「10～15兆円」という幅を持たせた目標は据え置くことが適当との見解を示した。一方、ある委員は、ペイオフ解禁に伴って金融機関による市場での資金放出姿勢が慎重化し、高い流動性需要が続く可能性にも留意すべきと述べた。

担保面の工夫に関しては、日銀の資金供給力向上や期末流動性不安の除去等の観点から、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、かねて金融機関から要望のあった預金保険機構向け、地方交付税特別会計向けの貸付債権を挙げた。このほか、別の複数の委員は、期明け以降に向けた課題として、円滑な資金供給と信用プレミアムの安定に資する意味で、より広範な適格担保基準の見直しも検討する余地があると指摘した。

また、多くの委員がロンバート型貸付の活用にも言及し、年度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。

次いで、長期国債買入れの増額について議論が行われた。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、ここで長期買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た。

なお、この議論の過程で、何人かの委員は、金融調節上、今のところ長国買い入れの増額は必ずしも必要とは言えないものの、この段階で潤沢な資金供給に向けた日本銀行の決意を示すことには意味があろうと述べた。もっとも、ひとりの委員は、先行きを見越した資金供給円滑化の観点も否定はしないが、少なくとも当面 15 兆円の当預残高を維持するために増額する理由に乏しい、もともと増額の判断は執行部に委ねている訳であり、実際に支障が生じた時に機動的に増額すれば良い、と指摘した。

買い入れの増額幅については、複数の委員が大幅な増額の必要性を指摘したが、多くの委員は過去 2 回の増額時と同額が適当であると述べた。

以上のような議論を経て、最終的な増額の要否と増額幅は、引き続き、昨年 3 月の枠組みのもとで執行部が判断していくことで良いとされた。

この間、長国買い入れの位置付けについても何人かの委員が発言した。複数の委員は、需給改善等を通じてリスク・プレミアムつまり長期金利へ働きかける手段として長国買い入れを位置付ける考え方もありうるとした。このうちひとりの委員は、今買い入れを増額する場合には、何を目的にするのか明らかにする意味で買い入れのコンセプトの変更も必要となるのではないかと述べた。ただし、複数の委員は、長期金利に対する買い入れ増額の効果が不確実であり、財政規律等に対する懸念を喚起し逆効果となるリスクもある、長期国債の需給に影響を与える効果はむしろ政府の国債管理政策の方が大きい、といった留意点を指摘した。

なお、複数の委員が、今回採りうるいくつかの選択肢について、執行部に対し実務的な観点からの説明を求めた。これに対し執行部は次のように述べた。

#### 金融市場調節方針

- ・ 最近の市場動向を踏まえると、コンピューター 2000 年問題時と同様、「目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う」との方針を明確にすることは、市場参加者の安心感を醸成するうえで意味があると考えられる。

#### ロンパート型貸付における公定歩合の適用期間の拡大方法

- ・ 昨年 9 月の決定会合では、その時点から起算して 9 月末越えを十分カバーするという意味で、公定歩合による利用上限を 10 営業日に拡大することとされた。
- ・ 今回は、年度末までまだ 1 か月以上あり、2 つの積み期間にまたがっている。この期間をフルにカバーするためには、明日以降 3 月末を含む積み期間終了まで、制限を設けず公定歩合を適用する方法が考えられる。

#### 適格担保の拡大余地

- ・ 当面、多額の担保拡大が見込めるものとしては、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が考えられる（昨年末残高は、各 17 兆円、16 兆円程度）。
- ・ 何れも政府向け、あるいは政府保証付きであり、信用度の面では問題ないが、譲渡制限が付されているため、これまでは適格としてこなかった。関係先との調整が必要となるため、現

段階では、適格化に向けた検討を進めることとしてはどうか。

#### 長期国債の買い入れ増額

- ・ 年度末に向けて、15兆円を大幅に上回る潤沢な資金供給に万全を期す必要があること、一方で4月以降は資金需要が急減し短期の資金供給オペでの札割れが今以上に頻発する可能性があることを踏まえると、昨年3月の枠組みのなかで、長期国債の買い入れ増額が必要と判断できると思う。

以上の議論を経て、金融市場調節方針に関しては、議長が、基本となる10~15兆円という当座預金残高目標は維持しつつ、なお書きを「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、目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」としてはどうかと述べ、その考え方に大方の委員が賛同した。

また、3月1日から4月15日までの間、公定歩合によるロンパート型貸付制度の利用を日数の制限なく可能にすること、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を適格担保化する方向で検討を進めることについても、概ね合意が形成された。

長期国債の買い入れについては、委員による上記の議論を踏まえつつ、執行部の判断として、議長が、現在の月8千億円ペースを1兆円ペースに増額したいと述べた。

この間、ひとりの委員は、より一層厳しい景気認識を踏まえて、インフレ・ターゲティングの導入、外債購入の開始、当座預金残高目標の引き上げを提案したいと述べた。この委員はロンパート型貸付制度の公定歩合適用期間の拡大は10営業日に限定することが適当であり、これも提案したいと述べた。同委員は、長期国債の買い入れについても言及し、月1.5兆円ペースに増額すべきであり、そうしても当面銀行券の残高上限には達しない、増額の判断は執行部に委ねているが、重要な点になっているのでこの場で了解を得るべきである、との意見を述べた。

このほか、多くの委員が、政府が27日にとりまとめたデフレ対応策の取り組み状況に関連して、経済政策全般を巡って発言した。

ひとりの委員は、今回の金融政策面の対応は、デフレ脱却に向けた政府の取り組みを支援する観点からみても、現時点で採りうる最大限の措置である、と総括した。そのうえで、多くの委員が、デフレ脱却は金融政策だけでは不可能であり、民間経済活動の活発化、総需要創出による需給バランスの改善が不可欠であるとの見解を示した。複数の委員は、そのための具体策に触れ、政府に、不良債権処理、税制改革、規制緩和等の分野で、早急かつ具体的な成果を期待したいと述べた。併せて、金融政策がその有効性を発揮しうるためにも、政府が財政規律について市場の信認を得ることが重要であるとの指摘もあった。

何人かの委員は、金融資本市場の不安定化の背景には、銀行経営への懸念、不良債権処理の遅れがある、としたうえで、銀行は、RCCなども活用しつつ不良債権を抜本処理し、早急に最終損失を確定させる必要がある、その結果資本不足が生じた場合には公的資本注入も検討すべきである、との見解を示した。こうしたなかで、日本銀行も「最後の貸し手」としての役割を適切に果たすことにより、金融システム安定に万全を期していく必要があるとの認識も共有された。

なお、今回の決定会合を前に、政府首脳が金融政策運営、特に長国買い入れの増額について記者会見等の場で具体的な発言を行ったことについて、多くの委員が発言した。

大半の委員は、政府の金融政策に関する意見については「政府の代表者が決定会合に出席して意見を述べ」、「その内容は議事要旨で公開される」という枠組みが日銀法上定められている、この枠組みから離れて政府首脳が金融政策運営に関する具体的な発言を公に行うことは、政府・日銀の経済政策運営に対する信認を損ないかねない、さらに、こうした発言は、市場を相手とする金融政策の有効性を阻害するばかりか、市場がネガティブに反応するリスクも高めている、と強調した。

こうした委員の強い意見表明を受けて、議長は以下のように総括した。「最近の政府首脳のご発言については、日銀法の枠組みからみて問題であるばかりか、わが国の経済運営全体に対する信認を著しく傷つけていると言わざるをえない。本日政府からご出席の方々には、金融政策運営に関する政府のご意見はあくまで決定会合の場で伺い、それを議事要旨で公表するというルールを厳守して頂くよう重ねてお願いしたい。」

## ・政府からの出席者の発言

会合のなかでは、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、穏やかなデフレが継続しており、デフレ克服に向けて日銀、政府一体となった取り組みが求められている。
- 日本銀行は、今後とも、経済市場動向や金融情勢を十分注視し、金融システム安定にも配慮しつつ、特に年度末に向けての資金需要に的確に対応し、流動性確保に対して市場の不安が生じないよう一層潤沢な資金供給を行って頂きたい。
- 物価下落に反転の兆しがみられないなかにおいては、従来の短期国債を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的なことから、例えば長期国債の買い入れ増額等、金融政策にあたりさらなる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し、物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう思いきった対応が採られるようお願いしたい。
- 本日の決定会合は大変注目されている。その意味でも、金融調節事項については、市中にサプライズを起こすといった観点でご検討願いたい。ロンバート型貸付については、その利用が風評リスクへの惧れから有効に機能しないことがないようにお願いしたい。

内閣府からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 昨日の経済財政諮問会議において、経済財政政策担当大臣が「早急に取り組むべきデフレ対応策」について報告した。政府は、今後とも経済金融情勢の変化に即応し、引き続き、具体的で実効性のある施策を大胆かつ柔軟に展開していく。特に、不良債権の処理については、特別

検査を踏まえた具体的進捗を図るとともに、金融危機を起こさないためにあらゆる手段を講じることにより、「いわゆる不良債権問題」の早期終結に目途をつけたいと考えている。

- 金融政策については、効果の発現において、日銀のコミットメントが重要な鍵を握っている。政府としては、日銀と一体となって構造改革とデフレ克服に取り組んでいるという信認を確実なものとして参りたい。具体的政策手段は日銀の判断であるが、政府としては、総理の施政方針演説やデフレ対応策の指示を踏まえ、資金供給を増加させるための思いきった方策を実行に移して頂きたいと考えている。

## 採決

以上のような議論を経て、会合では、年度末に向けて、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、について今会合で決定すべきとの考え方が大勢となった。

ただし、ひとりの委員は、インフレーション・ターゲティングを導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債買い入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を20兆円程度とすること、ロンバート型貸付制度の公定歩合による利用日数を、今積み期間および次の積み期間に限り10営業日とすること、を提案したいと述べた。

この委員は、これらの提案理由として、物価目標を設定する必要があるが、物価上昇率の方が物価水準より国民にわかりやすく、世界の中央銀行でも一般的である、資金供給手段の多様化の観点から外債購入が適当であり、介入と一線を画して外債を購入することは可能であるし法的にも問題がない、3月末危機を未然に防ぐためにも、現状の15兆円前後を大幅に上回る目標とすべきである、ロンバート型貸付の公定歩合適用期間を拡大すべきであるが、モラルハザード回避のため、現状5営業日から10営業日への拡大に止めるのが適当である、と述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

中原伸之委員からは、金融市場調節方式について、「2003年10～12月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を1.0～3.0%にすることを目的として、金融市場調節を行う」、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買い入れを開始する」、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）。

次に同委員から、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20兆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）。

さらに同委員から、「2月16日、3月16日に始まる2つの準備預金積み期間について、ローン型貸付の公定歩合適用上限日数を10営業日とし、3月1日より実施する」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

#### 議案（議長案）

1．次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 記

日本銀行当座預金残高が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。

2．対外公表文は、別途決定すること。

#### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、昨年12月以降ほぼ15兆円が維持できている点を踏まえると、10～15兆円という幅を持たせたディレクティブは不適切で、ピンポイントの残高目標とすべきである、議長案は積極的な緩和とは言えず、年度末に向けて危機的状況を回避するためにも20兆円程度を目標とすべきである、経済情勢の悪化に応じてフォワード・ルッキングな政策対応とすべきである、と述べ、上記採決において反対した。

#### 議案（議長案）

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。

### 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、過去の利用実績に照らすと、全営業日とする必要性には乏しい、一方で、今後の利用拡大もありうることを想定すれば、モラルハザード回避のためにも、公定歩合の適用日数は10日に止めるべきである、と述べ、上記採決において反対した。

### ・ 対外公表文の検討

以上の決定事項等にかかる対外公表文について、執行部が作成した原案に基づいて委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、対外公表文（「本日の措置について」）が賛成多数で決定され、別紙のとおり、同日公表されることとなった。

### 採決の結果

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

反対：中原伸之委員

中原伸之委員は、前述の議長案に反対の立場をとったことから、上記対外公表文についても反対した。

なお、政策変更時の恒例に従い、同日、議長が記者会見を行うこととなった。

### ・ 議事要旨の承認

前々回会合（1月15、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月5日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

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、マネタリーベースも前年を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。

以 上

(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。

以 上

( 14 年 3 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 3 月 19 日 (14:00 ~ 15:50)  
3 月 20 日 ( 9:00 ~ 13:23)

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 ( 19 日 )

谷口 隆義 財務副大臣 ( 20 日 )

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官 ( 19 日、20 日 9:00 ~ 10:42 )

竹中 平蔵 経済財政政策担当大臣 ( 20 日 10:55 ~ 12:20 )

( 執行部からの報告者 )

理事	松島正之 ( 20 日 10:55 ~ 13:23 )
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎 ( 20 日 9:00 ~ 9:11 )
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局長	平野英治

( 事務局 )

政策委員会室長	橋本泰久
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
企画室企画第 2 課長	梅森 徹 ( 20 日 9:00 ~ 9:11 )
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(2月28日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。日銀当座預金残高は、3月中旬にかけて15兆円程度で推移したが、その後は、期末越え資金需要の高まりに応じて徐々に増加し、足許では17兆円程度となっている。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で推移した。

この間、ほとんどの資金供給オペにおいて、引き続き「札割れ」が生じている。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、前回会合における本行の措置を受け、資金調達に対する安心感が広がり、全般に落ち着きを保っている。金融資本市場では、株価の反発をきっかけに、債券高、円高の動きがみられた。

まず、ターム物金利は、短期国債流通利回りが1年物に至るまで0.001%で推移するなど、引き続き極めて低水準で推移している。2月末にかけて強含んだ期末越えユーロ円レートも、本行の追加措置を受けて資金の出し手の運用スタンスが徐々に積極化したことから、上昇傾向に歯止めがかかっている。

株価は、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、さらに日本経済の底入れ期待が台頭したことから、昨年夏頃の水準まで回復した。投資主体別にみると、2月末頃より海外投資家が買い越しに転じている点が目立っており、これまでウエイトを落としてきた日本株組み入れ比率を引き上げる動きが窺われる。

円の対ドル相場は、こうした海外投資家からの日本株買戻しの動きをきっかけに、一時126円台まで上昇した。もっとも、その後は、景況感の日米格差が意識されたことなどを背景にドルが買戻され、足許では131円前後の水準で推移している。

国債流通利回りをみると、株価反発を受けて、邦銀のリスクテイク能力回復への期待から債券買戻しの動きがみられ、1.5%台から1.4%台へ低下した。

この間、社債市場におけるクレジット・スプレッド(社債流通利回りと国債流通利回りの格差)は、株価の反発にもかかわらず、低格付債を中心に拡大傾向が続いており、市場の信用リスクに対する見方は引き続き厳しい。また、銀行セクター債の信用リスク・プレミアムも、全体として高止まりしている。

---

<sup>1</sup> 「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。」

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済をみると、米国では景気回復に向かいつつあるほか、欧州、東アジアでも回復に向けた変化が徐々にみられている。また、世界的に株価は上昇基調に転じている。

まず、米国経済の動向をみると、景気が既に底を打ち、足許では回復に向かいつつあることを示す兆候がみられている。家計部門では、自動車販売や住宅投資などが底固い動きを続けている。また、企業部門では、在庫調整がほぼ終了したほか、生産は2か月続けて前月比プラスとなった。設備投資は引き続き減少傾向にあるものの、先行指標をみると改善の兆しが窺われる。雇用面についても、非農業部門雇用者数が7か月振りに増加となったほか、失業率が低下するなど、雇用調整圧力は幾分和らいでいる。

米国経済の先行きについては、景気回復のスピードと持続性がポイントとなる。この点、個人消費、設備投資とも回復テンポは過去の局面に比べて緩やかに止まるとの見方が多い。また、累積的な経常収支赤字や家計の過剰債務問題など、構造的な調整圧力が残存しており、これらはリスク要因として引き続き留意する必要がある。

米国金融市場では、先行きの景気回復に対する楽観的な見方が広がり、2月末以降、長期金利、株価とも上昇基調に転じている。また、FF先物市場は、5～6月における0.25%の利上げを予想する展開となっている。

欧州では、輸出の鈍化、設備投資の減少などから、全体として景気の減速が続いている。しかし、ドイツの海外受注数量の改善が続くなど、輸出については下げ止まりの兆候もみられている。また、製造業PMI（ユーロエリア購買者指数）が受注、生産を中心に改善を続けていることから、生産面での調整圧力もかなりの程度緩和している。

東アジア諸国では、米国等における情報関連財の生産・在庫調整の大幅な進捗を背景に、輸出および生産が下げ止まる傾向にある。足許では、内需の減速にも歯止めがかかりつつあり、総じて景気底入れの動きがみられている。とくに韓国では、政府の景気・雇用対策が奏効しているほか、金融不安も解消に向かっており、景気は回復に転じている。

### 4. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

景気の現状をみると、輸出や在庫面の下押し圧力は弱まりつつあるが、雇用・所得環境はむしろ厳しさを増しており、全体としてなお悪化を続けている。

まず、輸出は、世界的な情報関連財の在庫調整一巡や海外景気の持ち直しの動きがみられる中で、下げ止まりつつある。インセンティブ販売の反動が懸念された米国の自動車販売が底固く推移していることも、プラス材料として指摘できる。

また、在庫面では、電子部品をはじめ多くの業種で調整が一段と進捗している。これらを背景に、生産の減少テンポはかなり緩やかになっている。

一方、設備投資は、減少が続いており、当面、下げ止まりは期待しがたい。先行指標である機械受注は、昨年半ばより大きく落ち込んだ後、1月も大幅な減少となった。この間、企業収益については、2001年度に大幅な減益となった後、2002年度はかなり大幅な増益に転じるとの見方が多い。

個人消費をみると、販売指標の中には乗用車販売など底固さを示すものもあり、所得の弱さとの対比では比較的健闘している。もっとも、家計の雇用・所得環境が厳しさを増しており、消費は弱めの動きが続く可能性が高い。

雇用面では、失業率が幾分低下したが、これは労働力化率の低下を背景としているものであり、非自発的離職者数はむしろ大きく増加している。また、賃金については、冬季賞与が大幅な減少となるなど、低下幅が拡大している。春闘ベアに関しても、ゼロ・ベア回答が相次ぐ等厳しい結果となっている。これらを背景に、雇用者所得は減少傾向にある。

物価については、国内卸売物価は、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。3か月前対比で内訳をみると、機械類が引き続き下落しているものの、鉄鋼や建材が下げ止まっているほか、非鉄金属などが上昇している。一方、消費者物価は、前年比1%弱の下落が続いている。サービス価格については、賃金の抑制傾向がどのように影響するか、注視していく必要がある。

## (2) 金融環境

銀行貸出をみると、2月はC P等からの振り替わりの動き等から前年比マイナス幅が幾分縮小したが、基調としては、徐々に減少テンポが拡大しているとみられる。

市場を通じた資金調達をみると、C P発行残高の前年比伸び率は鈍化を続けている。そのうち、A 2格以下の発行ウエイトは低下しており、低格付けC Pの発行環境は厳しい状況が続いている。社債についても、低格付け債の発行がほとんどみられない。

以上を総合した民間部門の総資金調達をみると、前年比減少幅が97年以降で最大となっている。

2月のマネタリーベースは、銀行券の伸びが高まっているほか、日銀当座預金も大幅に増加していることから、伸びをさらに高めた。銀行券の伸びの高まりの背景としては、超低金利による銀行券保有コストの低下、ペイオフ解禁を控えた安全資産選好の動きの強まり、金融機関における手許現金の一段の積み増し等が考えられる。M 2 + C Dも、投信等からの資金シフトを背景に幾分伸びを高めている。この間、広義流動性は緩やかな低下傾向を続けており、M 2 + C Dとは対照的な動きになっている。

企業の資金調達コストをみると、長期プライムレートは、昨年12月以降、4か月連続の引き上げとなった。この間、約定平均金利は、短期・長期ともほぼ横這い圏内の動きとなっている。

企業金融面では、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おり、今後の動向には注意が必要である。

## ・「適格担保取扱基本要領」の一部改正の決定

### 1．執行部からの提案内容

2月28日の金融政策決定会合で示された方針を受け、預金保険機構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、実務的検討を進めてきた。これらの貸付債権は、信用度は問題がないほか、預金保険機構、財務省ともこのほど譲渡制限を撤廃することとしたため、市場性も十分確保されると考えられる。したがって、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、両貸付債権を適格担保化することとしたい。

### 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、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

### 1．景気の現状と先行き

景気の現状については、大方の委員が、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を示し、景気判断を幾分上方修正することが適当である、との認識で概ね一致した。同時に、これらの委員は、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、景気は全体としてなお悪化を続けている、との見方を共有した。

景気の先行きについては、複数の委員が、2002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、昨年10月の展望レポートにおける標準シナリオにほぼ沿った展開になっている、との見方を示した。ただし、何人かの委員は、経済の改善は外需次第の面が強く、内需のモメンタムはなお弱いとして、経済全体の先行きはなお不透明である、との認識をあわせて述べた。

以上に対して、ひとりの委員は、米国経済の先行きには不確実性が高く、また、わが国について景気動向指数等をみると、在庫循環には底打ちの兆候があるが、経済全体として本格的な景気回復を見極め得る段階ではなく、現時点では景気認識を上方修正すべきではない、と述べた。

最初に、海外経済情勢について、議論が行われた。

多くの委員は、情報関連財の在庫調整一巡に加え、個人消費関連指標も底固く推移するなど、米国経済の底打ち感が徐々に強まっている、との認識を示した。

もっとも、米国経済の先行きにはなお不確実な面がある、との見方も多く示された。何人かの委員は、その理由として、設備投資の回復がなかなか見込めない、家計の過剰債務が残存し、消費の持続性が不確かである、雇用情勢の先行きが不透明である、株価の戻りが不十分であり、先行き下落のリスクもある、といった点を指摘した。

複数の委員は、欧州や東アジア諸国についても、米国経済の改善等を背景に、回復の動きがみら

れる、との認識を示した。

次に、国内経済の現状と先行きについて、討議が行われた。

まず、企業部門については、大方の委員が、海外経済の改善を受け輸出が下げ止まりつつある、情報関連分野を中心とする在庫調整が一段と進捗している、これらを映じて生産の減少テンポが緩やかになっている、といった点に言及した。このうちひとりの委員は、株価の回復もあって企業マインドの冷え込みにも一服感がみられており、産業界では「潮の変わり目」というムードが出始めていると指摘した。

企業収益については、複数の委員が、製造業中心に2002年度には増益に転ずる可能性を指摘した。そのうえで、収益動向と賃金や設備投資との関係について意見が交わされた。

複数の委員が、99年から2000年の回復局面の経験を踏まえると、今回も、企業収益の増加が賃金や消費の回復には結びつかない可能性があるとして述べた。これらの委員は、その背景として、労働分配率が上昇しているもとで賃金抑制圧力が根強いこと、企業のROA重視姿勢がさらに強まっていることなどを指摘した。

設備投資に関しては、減少が続いているとの認識が多くの委員から示された。複数の委員は、通常、企業収益の改善は設備投資回復の環境を整えるはずであるが、その際、投資が海外に向かう可能性に留意する必要があると述べた。

家計部門については、多くの委員が、雇用・所得環境が厳しさを増している点に留意した。複数の委員は、冬季賞与の大幅な減少や厳しい春闘にみられるような賃金の動向は消費者心理に悪影響を及ぼす可能性がある、との懸念を示した。別のある委員は、賃金の減少が消費減少および物価下落を招きデフレ・スパイラルに繋がる恐れがある、と発言した。何人かの委員は、わが国の賃金水準は労働生産性との対比でみてなお割高であるとの見方を述べたうえで、今後も、賃金については厳しい状況が続く、と主張した。

このような雇用・所得環境を背景に、個人消費は引き続き弱めの動きとなっているとの認識が示された。ひとりの委員は、財の消費は弱い動きを続けているものの、通信、外食、旅行などのサービス消費の堅調から、全体としての消費は、引き続き弱含みではあるが、なお「平時」の範囲内にあると述べた。

物価動向に関して、複数の委員は、国内卸売物価については、在庫調整の進展や海外商品市況の回復などを背景に、下落幅が幾分縮小している、と指摘した。このうちひとりの委員は、企業再編が進む中で、一部の企業では、価格回復を優先させる経営戦略を採っており、財別にみても、下落が止まる財が少しずつ増えてきていると述べた。

一方、消費者物価については、何人かの委員が、賃金の減少が先行きサービス価格の下落に波及するかどうか注視する必要がある、との見解を示した。このうち、複数の委員は、需給ギャップが拡大している割には消費者物価の下落が加速していないことを指摘した。これらの委員は、98年から99年初めにかけても同様の現象が観察されたとしたうえで、需給ギャップ、賃金、物価の関係については、なお明らかになっていない面があると述べた。

この間、ひとりの委員は、原油価格動向について、年後半にかけてじり高の展開が予想され、中東情勢の影響も含め、警戒すべきである、との意見を示した。

先行きのリスク要因についても、議論が行われた。複数の委員は、海外景気に端を発するダウンサイド・リスクは、一頃に比べて徐々に後退している、との見解を示した。一方、これらの委員を含めた多くの委員は、国内金融システムの状況が企業金融や金融市場に悪影響を及ぼすリスク、および雇用・所得環境が一段と悪化するリスク等について、留意する必要があると述べた。

また、最近みられる景気循環面での改善の動きと、金融システム問題をはじめとする構造的な問題の関係とをどう整理するかという問題提起も行われた。この点に関してある委員は、99年から2000年の経験からすると、循環的な側面からある程度の成長は可能となろうが、経済成長の持続性やスピードについては、経済のサプライ・サイドの要因が影響するのではないかと、この見方を述べた。

この間、ある委員は、中長期的な観点からみると、今後2年程度は厳しい局面を迎えることになろうが、その先には明るい兆しがみえ始めている、と強調した。この委員は、その理由として、バブル期以前の銀行貸出残高対名目GDP比を適正な貸出規模のひとつの目安と考えると、あと2年程度でオーバーバンキングが解消され、その間に不良債権処理もそれなりに進捗すると予想されること、昨年秋以降、マネタリーベースが前年比15%を上回る高い伸びを示していること、株価は12年以上にわたって長期間下落してきたが、ここへきて底値感が窺われること、を挙げた。

## 2. 金融面の動向

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。

為替・資本市場に関しては、多くの委員が、株価の反発を起点にして、債券高、円高の動きがみられると指摘した。このうち、株価の反発について、ある委員は、空売り規制強化等をきっかけとした一時的な動き、生産の底入れが展望される等のファンダメンタルズの変化を素直に反映した動き、という2つの見方を紹介したうえで、後者の面がやや強いのではないかと、この見解を述べた。もうひとりの委員も、テクニカル分析の観点からみると、株価は底値圏から脱した可能性がある、と発言した。これに対し、ひとりの委員は、不良債権処理が円滑に進まなければ、先行き株価は再び下落するリスクがある、との留意点を述べた。

他方、複数の委員は、株価が反発しているにもかかわらず、金融市場では信用リスクに対する警戒感が根強い、との見方を示した。また、別のある委員は、企業倒産について、1月、2月と件数が前年比2桁の伸びとなり増加基調が明確化しているほか、信用保証協会の特別保証制度を利用した企業の倒産も目立っている、との認識を述べた。この委員は、そのほか、債券相場の長期的な上昇トレンドは終了し、先行き、長期金利が強含むリスクがある、と付け加えた。

金融システムの現状についても、複数の委員が言及した。ある委員は、銀行が発行する債券にかかる信用スプレッドは高止まりしており、金融システムに対する市場の評価は依然として厳しい、

との認識を述べた。別のある委員は、景気に前向きの動きがみえ始めたとはいえ、そのプラス効果が多額の負債を抱える非製造業にはなかなか及びがたく、銀行部門の負荷はなかなか軽減されないのではないか、との見解を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、足許の景気について、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が、全体としてなお悪化を続けている、との見解を概ね共有した。さらに、当面は、金融システムや雇用・所得環境の動きに注意する必要がある、との認識でほぼ一致した。

こうした金融経済情勢を踏まえ、ほとんどの委員は、年度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、現状の金融市場調節方針を継続することが適当である、との考えを示した。複数の委員は、4月のペイオフ解禁を控えているだけに、金融市場の安定を維持することが極めて重要である、と強調した。これらの委員は、同時に、日本銀行の供給する潤沢な資金が家計や企業の活発な経済活動に繋がるよう、不良債権の抜本的処理を含め、構造改革に向けた政府および民間部門の積極的な取り組みが合わせて必要である、と発言した。

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、期末にかけては当座預金需要がさらに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。このうちひとりの委員は、4月以降も、「10～15兆円程度」というレンジの上限を目指して潤沢な資金供給に努めるべきであるとしたうえで、その際に必要であれば、資金供給オペや適格担保の面で工夫の余地がないか、検討することが必要である、との考えを述べた。

この間、ある委員は、日銀当座預金需要が予備的動機などにより大きく変動する状況では、当座預金残高で金融緩和の度合いを測ることは難しくなっているのではないかと、との問題提起を行った。この委員は、今後、金融不安の後退や景気回復期待の強まりに応じて、予備的な流動性需要が減少する可能性があり、その際、当座預金残高の伸び率低下が金融引き締めと誤解されないよう、説明をしっかりと行っていく必要があると述べた。

次に、何人かの委員が不良債権処理や構造改革の重要性について述べた。ある委員は、これまで、短期金利の超低位安定、3割近いマネタリーベースの伸びなどにみられるように、金融政策面で最大限の対応を図ってきたが、そのことにより、日本経済の抱える本質的な問題が解決されたわけではない、と指摘した。この委員は、抜本的な経済の構造改革や金融システムの強化・安定への取り組みにより、民間需要を引き出させるような環境を早急に整備することが、日本経済がデフレから脱却していくうえで極めて重要である、と強調した。さらに、何人かの委員は、具体的な施策として、需要を喚起するような税制の見直しやサプライ・サイドに働きかける財政支出、公共工事の生

産性向上策等の必要性を述べた。

以上に対して、景気情勢について他の委員に比べて慎重な見方を有するひとりの委員は、デフレを食い止めるにはより踏み込んだ対応が必要であるとして、インフレーション・ターゲティングの導入、外債買い入れの開始、日銀当座預金残高目標を20兆円程度とする調節方針、を提案したいと述べた。この委員は、オーバーバンキング解消の過程では、金融仲介機能が十分発揮されることはないとして、そうした状態を緩和するような潤沢なマネタリーベースの供給が必要であることを強調した。さらに、海外では、デフレはマネタリーな現象であり、思い切ってマネタリーベースを増加させるべきであるとの声が多く聞かれており、こうした主張は正しいと考える、と発言した。

これに対し、ある委員は、マネタリーベースの高い伸びにもかかわらず、マネーサプライがあまり増加せず、銀行信用が減少を続けているという現実を認識すべきであり、海外の一部にみられる論調は日本の現実から遊離している、との意見を述べた。もうひとりの委員も、ここ数年はマネタリーベースと名目GDPの比率が過去のトレンドから大きく上方に乖離しているにもかかわらず、物価は低下傾向にあり、単純なマネタリスト的な見方は足許では妥当しないのではないかと述べた。

この間、インフレーション・ターゲティングについて、ある委員は、目標達成に向けた手段が伴わないまま、期限付きの数値目標を導入することは適当ではないが、政策運営のフレームワークとして、何らかの数値目標を政府と共有する意味はあるのではないかと考えた。これに対しひとりの委員は、政府と共同で物価目標を掲げる場合、その実現のために政府がどのような政策をコミットするかも重要であるとしたうえで、現在のデフレ的な状況のもとでは、財政再建を進めながらインフレ目標を掲げることは自己矛盾ではないかと発言した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府は、2月末にデフレ対応策についての考え方をとりまとめた。日本銀行がその直後の金融政策決定会合で果敢な対応を採られたことに敬意を表している。ただ、不良債権問題がある限り、金融政策の効果に限界があることも事実であり、政府としては、特別検査の結果を受けて、この問題の終息感が持てるような積極的な対応を行いたい。
- 構造改革が遅れているとの指摘があるが、レーガン、サッチャー政権でも、大きな改革を実施するのに数年かけている。わが国の場合、既に1年目で多くの特殊法人改革を決めるなど、決して遅いわけではない。
- 政府と日本銀行との間で目標を共有したうえで、互いの独立性を認める、新しいアコードのようなものについて長期的な方向性として議論をして頂きたい。
- 政府の3月の月例経済報告では、生産・輸出の下げ止まり、在庫調整の進展から、僅かな上

方修正を行った。ただ、これは循環的な動きに過ぎず、税制の見直しや規制緩和等を通じて構造的問題を解決することが極めて重要である。

- 日本銀行におかれては、引き続き思い切った金融政策の検討、実施をお願いしたい。

財務省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は緩やかなデフレが継続しており、これが経済に様々な悪影響を与えている。デフレの克服には、政府、日本銀行が一体となった総合的かつ継続的な取り組みが必要であると考えており、政府としては、構造改革を通じた成長の実現に向け、引き続き全力をあげてまいりたい。
- 日本銀行におかれては、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、金融システム安定にも配慮する必要がある。こうした観点からも、年度末における資金需要に的確に対応し、流動性確保に対して市場の不安が生じないよう、万全の対応をお願いするとともに、今回の適格担保拡大が早期に実施に移されることを期待している。
- さらに、物価下落に反転の兆しがみられない中においては、従来の短期国債を中心とするオペの実体経済に与える影響は限定的であることから、金融政策に当たり、さらなる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し、物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう、幅広くご検討頂き思い切った対応が採られるようお願いしたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現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、実体経済が一段と悪化し、現状維持の政策では不十分であるとの判断のもと、インフレーション・ターゲティングを導入すること、資金供給の円滑な実施のため外債買い入れを開始すること、日銀当座預金残高目標を 20 兆円程度とすること、を提案したいと述べた。同じ委員は、同時に、国債買い切りオペを月 1 兆円から月 1.5 兆円に増額することが必要であるとした。

この委員はこれらの提案理由として、「物価の安定」について、国民に分かりやすい具体的な数値とその達成時期を示すことが重要である、インフレーション・ターゲティングは政府との関係を調整するもっとも有力な手段となる、マネタリーベースの供給手段の多様化が必要であり、日本銀行による定時定額の外債購入は、法律的に、政府による為替介入と一線を画せる、オーバーバンキングの解消過程において、金融面から強力なバックアップが不可欠である、といった点を挙げた。

これに対し、別のひとりの委員は、ターゲット達成までの間、オーバーバンキングの解消、すなわち銀行信用の収縮を想定し、かつ、長期金利が上昇するリスクにも言及しながら、一方でインフレ率は高められるとする、そのメカニズムとしてどのような姿を想定しているのか、と質問した。

これに対し、提案した委員は、ターゲットは、オーバーバンキングの解消が見込まれる時期を狙って設定している、長期金利については、当面厳しい経済環境が続くと考えられるので、大きく上昇することはないと考えている、と述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

中原伸之委員からは、金融市場調節方式について、「2003年10～12月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を1.0～3.0%にすることを目的として、金融市場調節を行う」、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債の買入れを開始する」、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）。

さらに同委員から、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20兆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」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

#### 議案（議長案）

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

#### 記

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。

#### 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、実体経済面では雇用・所得環境が悪化しており、より積極的な政策対応が必要である、日銀当座預金残高目標は、ピンポイントで示すことが適当である、「なお書き」が一層の緩和を示唆したものかどうか、その位置付けが不明確である、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3月22日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、現状判断について上方修正するのは時期尚早である、失業率や倒産動向等についても言及すべきである、当面の物価の下落が「緩やか」との判断は適当でない、と述べ、上記採決において反対した。

## ・議事要旨の承認

前々回会合（2月7、8日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月26日に公表することとされた。

## ・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、平成14年4月～9月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

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。

以上

(別添2)

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 <sup>(注)</sup>	(議事要旨公表)
14年4月	4月10日<水>・11日<木>	4月12日<金>	(5月24日<金>)
	4月30日<火>	—	(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13日<木>	(7月19日<金>)
	6月26日<水>	—	(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。

以 上

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」
- (図表 2) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 4) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 5) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」
- (図表 8) 総務省「労働力調査」
- (図表 9) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、経済産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、日本銀行「卸売物価指数」、財務省「外国貿易概況」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、国土交通省「旅行取扱状況」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 12) 国土交通省「建設統計月報」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 13) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 16) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 日本銀行「金融経済統計月報」等
- (図表 19) 国土交通省「地価公示」

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