

( 14 年 5 月 20、21 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 5 月 20 日 (14:00 ~ 16:02)  
5 月 21 日 ( 9:00 ~ 12:56)

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	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

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	内閣府審議官 ( 20 日、21 日 9:00 ~ 10:35 )
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣 ( 21 日、10:38 ~ 11:44 )

( 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
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(4月30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、大手行のシステム障害の影響に対する市場の警戒感が後退し、予備的資金需要が減少したことを踏まえ、足許では当座預金残高を15兆円程度で推移させる調節を行っている。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%で推移している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金利は、ユーロ円金利(3か月もの)が0.04~0.05%で推移するなど、落ち着いた推移を辿っている。

長期金利は、海外格付け機関による日本国債格付け見直しを巡る思惑などから神経質な地合いが続いているが、銀行による債券投資の拡大等を背景に1.3%台後半まで低下して推移している。株価も、国内景気・企業業績の回復期待や海外投資家による日本株買戻しを巡る思惑に支えられて11千円台での底固い動きとなっている。

円対ドル相場は、ドルが主要通貨全般に対し軟化基調にあるなかで、125円台まで上昇した。市場では、日欧と米国の景気格差などから中長期的なドル高を予想する向きが多いが、米国の景気回復の持続力や経常赤字のファイナンスに対する懸念が、目先のドル安要因になっているとの見方も一部に台頭している。円対ユーロ相場は115~117円程度の横這い圏内で推移している。

この間、社債や銀行発行債のクレジット・スプレッドは、国内景気の底入れ期待が強まるなか、地方金融機関や生損保などの機関投資家が購入姿勢を積極化させていることから、縮小傾向にある。もっとも、低格付け債についてはスプレッドの大きい状態が続いており、信用リスクに対する市場参加者の警戒感は依然根強い。

### 3．海外金融経済情勢

米国景気の回復が続くなかで、東アジアも回復に転じたとみられるほか、欧州でも景気回復に向けた変化がみられ、海外景気は総じて上向きつつある。ただ、鍵となる米国の最終需要の先行き不透明感は未だ払拭されておらず、年後半にかけての回復テンポが注目される。

米国では、小売売上高や自動車販売など、個人消費が引き続き堅調に推移しており、消費者コンフィデンスも基調としては改善傾向にある。4月の住宅着工は前月比大幅な減少となった。企業部門では、生産・受注が回復に転じているが、資本財受注の動向などからみて、設備投資には未だ明確な改善はみられていない。雇用面では、雇用者数の減少に歯止めがかかりつつある。4月の失業率は6.0%と94年以来の高水準となったが、主として景気回復に伴う雇用機会拡大等を期待して、労働市場への参入者が増加していることが背景とみられる。ただ、企業の雇用態度

---

<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。」

は引き続き慎重である。

米国金融市場では、企業収益や設備投資に明確な改善がみられないこと等から、長期金利、株価などに、先行きの回復テンポに対する見方が一頃より慎重化する動きがみられる。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需にはなお弱さが残っているが、輸出、生産の下げ止まりから、景気の悪化に歯止めがかかりつつある。消費者物価は引き続き安定しているが、原油価格上昇や高めの賃上げ予想等の懸念材料もあり、市場では年央以降の利上げ観測が幾分高まっている。

東アジアについてみると、NIEs、ASEAN諸国では、IT関連財の生産・在庫調整の一巡を背景に、輸出・生産が増加に転じているほか、内需も個人消費、設備投資が下げ止まりつつあり、景気は回復に転じている。中国は、輸出が回復基調にあるなど、引き続き高い成長率を維持している。この間、アルゼンチンでは混乱が続いているが、これまでのところ、他の途上国に目立った影響は及んでいない。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

各需要項目の動きをみると、輸出は、海外景気の回復に伴って増加している。中間財や資本財・部品、自動車の輸出が増加したほか、IT関連財も持ち直している模様である。国内では、設備投資の減少が続いているほか、個人消費も、慎重な消費者心理が続くなかで、各種の販売統計にみられるように弱めの動きとなっている。住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少傾向にある。

輸出の増加や在庫調整の進捗から、生産は持ち直しつつある。もっとも、雇用過剰感が根強いもとで、企業は人件費の削減姿勢を堅持している。このため、雇用者数の減少が続き、賃金の低下幅が拡大傾向にあるなど、家計の雇用・所得環境は、全体としては依然悪化を続けている。ただ、このところの生産回復を反映して、所定外労働時間や新規求人などに限界的な改善の兆しもみられる。

先行きについては、輸出・生産の増加が、企業収益ひいては国内民間需要の下支えに作用していくことを通じて、景気は全体として下げ止まっていくとみられる。しかし、このところの輸出の強さは、海外における在庫復元など一時的な要因により押し上げられた部分もあり、輸出の回復テンポは先行き鈍化していくと考えられる。設備投資も当面減少を続けるほか、個人消費も、厳しい雇用・所得環境のもとで弱めの動きが続く可能性が高い。このため、非製造業や中小企業、家計部門に前向きな力が広がっていくには、なおかなりの時間を要するとみられる。

物価面をみると、国内卸売物価は、機械類等が下落を続ける一方で、石油製品が上昇に転じているため、ほぼ横這いとなっている。一方、消費者物価、企業向けサービス価格指数は、引き続き下落している。なお、賃金下落がサービス価格に及ぼす影響が注視されるが、サービス料金改定の多い4月についても、既に公表された東京の消費者物価をみる限り、下落幅の目立った拡大はみられていない。

先行きについては、円安や国際商品市況の上昇の影響を受けやすい国内卸売物価は当面横這い圏内で推移する可能性が高い一方、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向を辿るとみられる。

##### (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。社債やCPを通じた資金調達環境は、低格付け企業は総じて厳しい状況が続いているが、高格付け企業はこのとこ

る改善している。なお、アンケート調査などによれば、中小企業からみた銀行の貸出姿勢は引き続き厳しさを増しているが、資金繰りは、売上げの改善傾向や在庫の減少などを背景に、悪化に歯止めがかかる兆しも見られ始めている。

この間、4月のマネタリーベースは、大手行のシステム障害を背景に、新年度入り後も流動性需要が高止まったことから、伸びを一段と高めた。

マネーサプライ前年比は、3%台後半の伸びが続いている。内訳をみると、M1（現金通貨＋預金通貨）の伸び率上昇が一段と顕著になっている。なかでも、流動性預金が引き続き全額保護の対象となるなかで、4月の預金通貨の前年比伸び率（+38.2%）は、73年7月（+34.3%）を上回る既往ピークとなった。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

わが国の経済情勢の現状について、委員は、輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、生産が持ち直しつつあるなど、悪化のテンポは緩やかになっている、との見解で概ね一致した。

また、先行きについては、輸出・生産の増加が企業収益、ひいては国内民間需要の下支えに作用し、景気は全体として次第に下げ止まっていく、しかし雇用・所得環境の弱さに加え、輸出・生産の増加テンポが総じて緩やかに止まる公算が大きいため、前向きの力が非製造業や中小企業、家計部門に拡がっていくには時間を要する、との見方が概ね共有された。

まず、多くの委員は、輸出・生産の回復が一段と明確になってきたとの認識を示した。一部の委員は、回復ピッチは展望レポートでの想定より速いのではないかと述べた。もっとも、何人かの委員は、1～3月の輸出の増加が、米国を中心とするIT関連の急速な在庫復元の影響で強めに出ている可能性に留意した。

一方、このような輸出・生産の回復が、国内最終需要にまで波及している明確な兆しは窺われない、との見方も概ね共有された。設備投資については、先行指標である機械受注がマイナス基調にあるなど、引き続き減少傾向にあるとの認識が示された。もっとも、ひとりの委員は、機械受注の4～6月見通しや中小公庫の設備判断DIなどからみて、悪化に歯止めがかかりつつあるのではないかと指摘した。

個人消費については、複数の委員が、家計調査でみた支出の底固さ、消費者コンフィデンスの改善、新規求人などにみられる雇用・賃金情勢の限界的な持ち直しなど、一部底固さを示す動きを指摘した。また、ある委員は、99年にみられたように、株価の回復が資産効果を通じて消費に好影響をもたらすような展開になるかどうか、ということも着目点のひとつであると指摘した。もっとも、これらの委員も含め、多くの委員は、雇用・所得環境の厳しさを踏まえ、個人消費は基調的には弱めの動きを続けているとみておくべきとの認識を示した。

こうしたなかで、当面のリスク要因として、多くの委員が、米国景気回復の持続性と、為替市場のドル安傾向に着目した。

まず、米国経済については、大方の委員が、IT分野の在庫調整の進展や家計支出の堅調を主因に回復基調は明確になっているが、先行きについてはなお不確実性が高い、との認識を示した。これらの委員は、米国の金融・資本市場でも一頃の楽観的な見方が修正されつつあるのではないかと、との見方を述べた。

その背景について、多くの委員は、住宅価格の上昇に支えられた家計支出堅調の持続性に対する疑問や、エネルギー価格上昇の影響などを指摘した。設備投資についても、複数の委員が、企業コンフィデンスや収益の弱さ、設備過剰感などに鑑みると、回復にはまだ時間がかかると指摘した。ある委員は、投資家や銀行等のリスク許容度の低下が調達コストの上昇等を通じて

企業活動を制約する可能性や、積極財政のもとで長期金利が上昇する可能性にも言及した。別のある委員は、米国株価の動向に関連して、企業の情報開示や倫理に対する不信感が投資家の株式市場離れにつながっている面があるのではないかと述べた。

また、多くの委員は、最近の為替相場動向について言及した。何人かの委員は、ドル安が一段と進行すれば、輸出減少や企業収益の悪化等を通じて、なお脆弱なわが国経済に悪影響を与えかねないと述べた。ドル安の背景について、複数の委員は、米国が多額の対外債務と経常赤字を抱えるなかで、米国への資金流入が鈍っているとの見方を示した。一部の委員は、資金流入の形態が証券投資により依存するかたちになってきている点に言及し、こうした資金流入形態の変化が為替相場の変動を大きくする可能性に留意する必要があると述べた。

ある委員は、こうした国際資金フローの変化が、相対的に生産性の高い米国への資金流入という大きな構図の変化なのか、一時的な動きなのか、との問題提起を行った。複数の委員は、長期的なドル高の構図は変わらないが、米国景気に対する楽観ムードの修正と日欧の景気持ち直しのなかで、短期的にドル安に向かっていると分析した。もっとも、ひとりの委員は、中長期的なドル高の修正局面に入っている可能性もあるとの見方を示した。この委員は、ドルがITブーム等を背景に過大評価されてきた反動や、株価下落を嫌気した米国からの資本離れをその背景として指摘した。

以上のような議論を経て、景気判断を3か月連続で幾分上方修正することが適当との認識が概ね共有された。もっとも、輸出・生産の回復の持続性や、これらが内需誘発に繋がっていく蓋然性を見極める必要があり、下げ止まりには至っていない、という基本的な判断を変更するにはなお材料不足との見方が大勢であった。なお、政府が5月月例経済報告で景気は「底入れしている」としたことに関連して、両者の相違は輸出・生産の回復に重点を置くか、最終需要まで含めて表現するかの違いであり、基本認識が大きく異なっているわけではないとの指摘も多くなされた。

物価に関しては、複数の委員が、国内卸売物価が横這いないし若干の強含みに転じている点に言及した。その背景について、これらの委員は、昨年以降の円安や原油高の影響が大きいものの、国内在庫調整の進展など需給面の要因も働いていると指摘した。これに対して、ひとりの委員は、技術進歩による機械類の趨勢的な下落を割り引いてみても、なお国内需給要因は卸売物価を下落させる方向に働いているとの見解を示した。また別のある委員は、需給の改善が価格上昇に結びついているのは液晶などの一部であり、大方の業種では、なお需要不足の中で価格引き上げ努力が浸透していないとの認識を述べた。

また、複数の委員は、消費者物価についても、下落傾向は続いているものの幾分変化の兆しがみられると指摘した。ひとりの委員は、最近の消費者アンケートなどをみると、デフレ期待が若干修正され始めているのではないかと述べた。別のある委員は、輸入依存のビジネス・モデルの修正や消費者嗜好の変化が消費者物価にどのような影響をもたらすのか注視したいと述べた。ただし、これらの委員も含め、多くの委員は、賃金下落の影響や需給ギャップの拡大傾向を踏まえると、消費者物価はなお緩やかな下落傾向を辿る公算が大きいとの判断を示した。

## 2. 金融面の動向

金融面に関しては、複数の委員が、最近の変化として、短期金融市場において流動性需要が落ち着いてきている、高格付けCPや社債の信用スプレッドが縮小している、中小企業の資金繰りの悪化傾向に歯止めがかかりつつある、といった限界的な改善方向の動きを指摘した。これらの委員は、実体経済面における持ち直しの動きが、金融環境の限界的な改善に繋がっていると述べた。また、別の複数の委員は、企業は厳しいリストラ過程にあるが、リストラ進捗や新たなビジネス・モデル構築の動きが着実に始まっており、株式市場などはこれら企業改革の動きを前向きに評価する雰囲気になりつつある、と指摘した。

ただし、信用力の低い企業に対する投資家の姿勢は引き続き厳しく、また銀行も信用状態に応じた金利設定方針を強めていることから、資金調達における企業間の格差（二極化）が一層鮮明化しているとの認識も併せて示された。また、別のある委員は、不良債権処理の動向や金融機関の融資姿勢には引き続き留意が必要であると述べた。このため、金融面に端を発するリスクはなお注視していくべきであるとの認識が概ね共有された。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

まず、当面の金融政策運営が議論された。景気判断は上方修正したものの、内需回復の展望が得られていないこと、様々なダウンスайд・リスクが存在することを踏まえ、全ての委員が、現在の調節方針を維持し、潤沢な資金供給を続けることが適当との見解を示した。

多くの委員は、景気に漸く明るい兆しが見え始め、市場も幾分落ち着きをみせているこの時期に、緩和継続の姿勢を引き続き明確にして、民間経済主体や市場参加者の期待を安定させ、時間軸効果をしっかり維持していくことの重要性を強調した。

この間、ある委員は、期末を越え、大手行のシステム障害も復旧しつつある中で、なお高めの当座預金が維持されている背景について問題提起を行った。この委員は、いったん供給した流動性が市場に固定化するメカニズムが働いているのではないかと述べた。別のある委員は、ペイオフの部分解禁以降、資金の出し手が信用リスクにさらに過敏になり、市場への資金放出を行わないようになっていないのではないかと指摘し、短期金融市場における市場機能の低下に懸念を示した。ひとりの委員は、そうした資金運用意欲の低下という問題点はあるが、それが逆に高めの当座預金残高の達成を可能にしている面があると述べた。

こうした議論を踏まえ、何人かの委員は、当座預金残高はようやく「10～15兆円程度」の目標範囲に入ってきたが、流動性需要が振れやすい状況にあるので、引き続き市場動向には細心の注意を払っていく必要があると述べた。

何人かの委員は、先行きの金融政策運営にも言及した。複数の委員は、景気の足取りの弱さに鑑みると、更なる緩和が必要になった場合の対応について引き続き検討が必要であると指摘した。これに対して、ある委員は、これ以上の当座預金残高目標の引き上げ、オペ手段の拡大等に関して、その実行可能性、期待される効果、副作用には様々な不確実性が存在すると述べた。この委員はまた、流動性クランチの発生による経済の底割れを防ぐという面での金融政策の発動可能性、有効性ははっきりしてきていると付け加えた。

このほか、複数の委員が、他の経済政策のあり方、とりわけ構造改革について意見を述べた。複数の委員は、一部景気に明るさのみえ始めた今こそ、民間企業が前向きな経営に取り組み、民需を創出していくことが重要であり、構造改革を通じて環境整備を図ることの効果が大きい、と指摘した。ある委員は、民間金融機関が、融資案件の適切な選別を通じて、本来の信用仲介機能を発揮していくことの重要性を強調した。別のある委員は、不良債権処理が中小企業金融に及ぼす影響に留意し、セーフティ・ネットや税制面を含め、肌目細かな対応が必要と述べた。

この間、何人かの委員が、構造調整の動きが貸出やマネーサプライに与える影響について言及し、その評価に当たっての留意事項を述べた。これらの委員は、銀行が資産健全化を、企業が過剰債務削減を進める過程では、多少景気が回復してもマクロの貸出残高は減少する可能性が高い、直接金融市場の発達に伴う企業の資金調達手段の多様化も、貸出残高の伸びを制約する要因となる、これらの要因で貸出が伸びないとしても、そのこと自体は、経済成長に必要な資金が供給されないということを意味しない、したがって、金融緩和の効果を、貸出やマネーサプライの増加テンポで評価することは適当でなくなっている、こうした点について、よりわかりやすく対外説明をしていく必要がある、といった点を指摘した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、内閣府の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 5月の月例経済報告では、景気の現状について、「依然厳しい状況にあるが、底入れしている」とした。ただし、設備投資は相当厳しい状況にあるし、物価下落傾向についても安心していない。日本経済の回復力は決して強いものではないとみている。
- 構造改革については、政府としては、6月末までに3つの重要なことを決めなければならないと考えている。第1は経済活性化戦略であり、規制改革、なかでも構造改革特区に重点を置いて議論している。第2は税制改革であり、とくに法人実効税率のあり方に問題意識を持っている。第3は財政の健全化であり、10年後を目途とするプライマリー・バランス回復に向けて、歳入・歳出のあり方を議論している。
- 日本銀行には、マネーサプライが安定的に増えていくような状況を如何に作り出すか、という観点から議論して頂きたい。不良債権処理の過程でマネーに一種のストック調整圧力が働いていることは理解しているが、中央銀行として如何なる中間目標を掲げて政策運営するかという観点は重要である。
- 政府としては、引き続き不良債権処理の一層の促進とより強固な金融システムの構築に向けた議論を続け、日本銀行と一致協力してデフレ阻止に向けて強い決意で臨むこととしている。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を継続して頂きたい。

財務省の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 5月の月例経済報告で、「景気は、依然厳しい状況にあるが、底入れしている。政府は、このような景気の動きを民需主導の持続的な経済の成長につなげるため、引き続き構造改革を断行しつつ、日本銀行と一致協力して、デフレ阻止に向けて強い決意で臨む」としており、6月に、税制の抜本的見直し、経済の活性化方策について基本的な方針を取りまとめることとしている。
- 日本銀行におかれては、資金供給について、今後とも経済・市場動向や金融情勢を十分注視しつつ、資金需要が急激に増大する場合には弾力的な対応をお願いしたい。また、景気が底入れしているこの時期、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実にしめるため、引き続き適切な金融政策運営が必要であり、更なる工夫を講じるべく幅広くご検討頂き、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、当面の金融市場調節方針を現状維持とすべきであるとの考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は5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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（4月10、11日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月24日に公表することとされた。

以 上



(別 添)

平成 1 4 年 5 月 2 1 日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が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 6 月 11、12 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 6 月 11 日 (14:00 ~ 15:53)  
6 月 12 日 ( 9:00 ~ 12:12)

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	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	藤井 秀人	大臣官房総括審議官 (11 日)
	二宮 洋二	官房参事官 (大臣官房担当) (12 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	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
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
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
国際局参事役	高橋 亘

( 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
国際局国際調査課長	石田和彦 (11 日 14:00 ~ 14:50)
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(5月20、21日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営し、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行った。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で落ち着いて推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場は、引き続き落ち着いた推移を辿り、ユーロ円金利、短期国債レートともに低水準が持続している。短期国債レートとユーロ円レート・C Pレートとの格差をみると、2~3月には拡大したが、4月以降は市場参加者のリスクテイク姿勢の強まりから、年初並みのレベルにまで縮小している。

国内資本市場、為替市場では、国内景気の先行き見通しと、内外資金フローの変化に注目が集まる相場展開が続いた。円の対ドル相場は、テロ再発懸念や米国内への資金流入鈍化懸念などを背景に全般的なドル安基調が続くもとで、5月半ば以降円高テンポを速めた。こうしたもとで、5月下旬にはわが国通貨当局によるドル買い・円売り介入が報じられ、その後、123~124円台で横這いの展開となっている。株価は、景気・企業業績の回復期待や海外投資家からの資金流入に支えられ、米国や欧州株価の軟調な推移と比べると、総じて底固い動きを続けた。また、長期金利は、概ね1.3%台での横這い圏内の動きとなっている。海外格付け機関による日本国債の格下げが公表されたが、債券市場に特段の反応はみられなかった。

この間、社債や銀行発行債のクレジット・スプレッドは、機関投資家がリスクテイク姿勢を徐々に強めたことを反映して、高格付け債を中心に縮小傾向が続いている。

### 3. 海外金融経済情勢

米国景気は引き続き回復基調にある。とくに個人消費は、消費者コンフィデンスも改善し、底固く推移している。企業部門の動向をみると、5月のISM製造業指数が受注面を中心に前月比改善し、生産は当面拡大することが見込まれる。設備投資に関しては、先行指標とされる非国防資本財受注が下げ止まりを示している。もっとも、企業の過剰債務、過剰設備の問題や企業収益の先行き不透明感を背景に、設備投資の回復を示唆する明確な兆候はなお観察されていない。雇用面では、民間非農業部門雇用者数が2か月連続して増加するなど、雇用調整の圧力は徐々に和らぐ方向にある。

米国株価は、軟調に推移し、昨年秋以来のレベルに下落した。これは、景気回復期待の高まりに対する修正局面が続いていることに加え、テロ再発懸念やインド・パキスタン情勢の緊迫化、企業会計に対する不信感の強まりなどが影響している。

---

<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。」

ユーロエリアでは、本年第1四半期のGDPが輸出増を主因にプラス成長となり、外需主導の景気底入れの動きが明確化している。物価面では、消費者物価指数（HICP）上昇率は、これまでのところ引き続き安定基調にあるが、原油価格上昇の影響、ドイツの労使交渉における高めの賃上げ妥結等の懸念材料もある。また、マネーサプライは、足許、伸び率がやや鈍化したとは言え、高い伸びが続いている。

東アジアでは、輸出・生産が増加し、内需にも持ち直しの動きがみられる。輸出を地域別にみると、米国向けに加えて、東アジア域内向けの増加も目立っている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

各需要項目の動きをみると、輸出は、4月も1～3月期対比ではっきりと増加した。これを財別にみると、資本財・部品や中間財が引き続き高い伸びとなったほか、これまで減少を続けてきた情報関連財も大幅な増加に転じた。世界の半導体需要については、このところ急速に回復しているが、ユーザー在庫復元の影響が大きく、今年後半以降は、伸びが幾分鈍化する見通しにある。この間、輸入については、依然として減少しているが、国内の生産回復を受けて、いずれ下げ止まっていくと考えられる。

設備投資動向について、法人季報をみると、製造業を中心に大幅な減少となった。しかし、先行指標である機械受注は、製造業では下げ止まりつつあるようにも窺われる。また、企業収益動向を売上高経常利益率でみると、製造業ではほぼ下げ止まったとみられるほか、非製造業についても、低下テンポがかなり鈍化している。こうした動きは設備投資をサポートすると考えられる。

個人消費については、全体として弱めの動きが続いている。ただし、乗用車販売が持ち直すなど、個人消費は雇用者所得の弱さに比べれば底固さを示しているように窺われる。その背景としては、消費者心理が最悪期に比べれば幾分改善方向にあることなどが考えられる。

こうした需要動向を背景に、鉱工業生産は持ち直している。4～6月期の生産については、予測指数（+4.3%）ほどにはならないにせよ、高めの伸びが予想される。在庫は大幅に減少しており、在庫調整は、全体としてはほぼ一巡したとみられる。ただし、財別の出荷をみると、世界的な情報関連財の在庫復元の動きを強く受けて生産財が大きく増加している一方、最終需要財は国内最終需要の弱さを背景になお減少傾向を脱するには至っていない。

雇用・所得環境については、生産の回復に伴って、所定外労働時間やパートの新規求人など、限界的な部分には改善の動きが出始めている。有効求人倍率は、概ね下げ止まりに近づいている。もっとも、賃金の低下幅が緩やかな拡大傾向にあるほか、雇用者数も全体として減少傾向にあることから、雇用者所得ははっきりとした減少を続けている。

物価面をみると、国内卸売物価は、前月比でみて4か月連続で僅かなプラスないし横這いとなっている。輸入物価については、春先にかけての原油価格上昇を背景にこれまで上昇をみているが、足許、円高の影響もあって横這いとなっている。一方、消費者物価は引き続き下落している。

先行きの物価動向については、輸入物価は下落に転じていくことが予想され、その影響を受けやすい国内卸売物価は、再び弱含みとなる公算が大きい。また、消費者物価は、消費財輸入の増勢鈍化が価格低下圧力を何がしか緩和する要因として働くが、賃金の低下がサービス価格の下落を促す可能性もあり、当面、現状程度の緩やかな下落傾向を辿ると考えられる。

## (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。社債やCPの発行残高は、前年を上回っているものの、伸び率は鈍化している。ただ、これまでやや低調だったA格社債やA2格以下のCPの発行が増加するなど、社債、CPの発行環境は改善傾向にある。

5月のマネタリーベースは、大手行のシステム障害に伴う流動性需要が一服したこともあって伸び率が幾分鈍化した。引き続き前年比3割程度の大規模な伸びとなっている。

マネーサプライ前年比は、3%台半ばの伸びとなっている。通貨種類別では、M1（現金通貨＋預金通貨）の高い伸び、準通貨の減少という傾向が続いている。そのほかの金融商品の動きをみると、投資信託の減少が続いている一方で、最近では、国債、FBといった安全資産の伸びが高まっている。

貸出約定平均金利は横這い圏内で推移しているが、金融機関は利鞘改善姿勢を徐々に強めている。この間、中小企業の資金繰り判断は、悪化傾向に歯止めがかかりつつある。これは最近の景気改善の動きが影響していると考えられる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

わが国の経済情勢の現状について、委員は、国内需要は依然弱いものの、輸出がはっきりと増加し生産も持ち直すなど、下げ止まりに向けた動きがみられる、との見解を共有し、前月に続いて判断を幾分上方修正することで一致した。

すなわち、足許、輸出・生産を中心に改善を示す材料が増えているとの見方が多く示されたが、同時に、委員の間では、こうした輸出・生産の増加が国内最終需要にまで波及していく明確な動きは確認できていないとして、経済全体の下げ止まりには至っていない、との見方が概ね共有された。また、先行きについては、景気は全体として下げ止まっていくと予想されるが、海外経済の回復テンポがどうなるか、輸出・生産の持ち直しが非製造業や家計部門にどのように波及していくかにつき、引き続き情勢を注意深く点検する必要があるとの認識が多くの委員より示された。

まず、企業部門の動きについて、ほとんどの委員が、海外経済の回復を背景に輸出がはっきりと増加している点を指摘した。複数の委員は、情報関連財の輸出が増加に転じたこと、アジア諸国の内需が持ち直していること、さらに、アジア域内の相互依存関係が高まり、米国経済の動きの影響を受けにくくなっている可能性があることを、わが国の輸出増加の持続性をサポートする要因として挙げた。

このような輸出の増加や在庫調整の一巡を反映して、多くの委員は生産が持ち直している、と述べた。もっとも、何人かの委員は、足許の輸出・生産の増加は情報関連財を中心とした在庫復元の動きが背景にあると考えられ、その影響が弱まるにつれて、輸出や生産の増加テンポは緩やかになる可能性がある、との見解を示した。

一方、設備投資については、多くの委員は、回復の裏付けは得られていない、との評価を述べた。ただ、何人かの委員は、先行指標である機械受注や建築着工床面積（民間非居住用）の4月の水準が1～3月期に比べて増加していること等から、先行き、設備投資は下げ止まりに近づくことが期待できるのではないかと、との見解を示した。

この間、ある委員は、企業の業況観について、財務省の景気予測調査によると、いずれの企業

規模についても、足許、景況判断が改善していることを指摘した。もうひとりの委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査によると、売上、収益や雇用面等に関する中小企業の見方が改善しているとの結果を紹介したうえで、経済の前向きの動きが中小企業にも波及しつつあるのではないかと、この見方を述べた。

次に、家計部門についての議論があった。何人かの委員は、生産の増加を背景に所定外労働時間や新規求人など、限界的な労働需給の改善の動きがみられ始めていると指摘した。このうち、ひとりの委員は、企業のリストラは進展し、雇用情勢の悪化にはそろそろ歯止めが掛かり始めるのではないかと発言した。もっとも、多くの委員は、労働分配率の水準は依然として高く、企業の人件費抑制意欲はなお強いと考えられることから、家計の雇用・所得環境は、全体としてなお厳しい状況にある、との認識を示した。

個人消費については、何人かの委員が、各種販売統計は総じて横這い圏内にあるが、所得の悪化度合いに比べれば健闘していると評価できる、との見解を示した。このうちのある委員は、その理由として、雇用情勢や消費者コンフィデンスが部分的に改善していることが考えられる、と発言した。一方、複数の委員は、賃金が下落し、雇用者所得が減少する傾向にあるので、消費の基調を判断するにはもう少しデータを見極めたい、と述べた。

物価に関して、複数の委員は、国内卸売物価は、過去の円安や原油価格上昇の影響に加え、内外でみられる製造業分野での需給改善の影響もあって、ほぼ横這いの動きとなっていると述べた。次に、消費者物価については、何人かの委員は、当面、現状程度の下落が続くと予想されるが、最近の企業の低価格戦略見直しの動きや、消費者のデフレ期待の変化、および賃金のサービス価格への波及度合いを注意深く点検したいとの考えを示した。このうちひとりの委員は、消費者物価が景気情勢との関連付けが乏しいままに動く可能性も否定できない、と述べた。これに対し、別のある委員は、消費者物価の基調は需給ギャップや賃金の動きに規定されると考えると、国内需要の回復が明確ではないもとの、消費者物価の先行きは予断を許さない状況が続く、との見方を示した。

以上のような経済・物価情勢について、複数の委員は、引き続き、4月の展望レポートにおける標準シナリオの範囲内にあるとの認識を示した。また、複数の委員は、第1四半期のGDP速報について、供給サイドの統計と併せてみると、輸出が高い伸びを示す一方、内需は力強さに欠けるという、想定した景気の展開を裏付けている、との評価を述べた。

こうしたなかで、当面のリスク要因として、多くの委員が、米国など海外経済の動向や国際的な資本の流れ、国内の構造調整圧力の景気への影響や金融システム不安に着目した。

まず、海外経済の動向については、多くの委員が、米国経済を中心とした世界経済の回復テンポは依然として不透明感が強いと主張した。ある委員は、米国の個人所得環境は必ずしも堅調ではないことから個人消費は景気の牽引力にはなり難いと考えられるほか、設備投資も比較的lowの伸びを覚悟せざるを得ない、との見解を述べた。これらの委員は、併せて、米国株価が、企業収益見通しの慎重化に加え、中東情勢の動きやテロ再発懸念、企業会計不信等を背景に、このところ軟調に推移していることが懸念されると指摘した。このうちの複数の委員は、米国の財政赤字が拡大していることもあり、米国への資本流入が減少し、国際的な資本の流れに変調を来すリスクがあると発言した。この点に関連して、何人かの委員は、急激なドル安・円高の動きが国内経済に与える影響について注意すべきである、との見解を示した。

何人かの委員は、構造調整圧力が国内経済に与える影響について言及した。ある委員は、企業のバランスシート問題が相対的に非製造業分野に集中していることとみられることや、企業の人件費抑制意欲が強いことが、非製造業や家計への景気改善の広がりを制約する可能性がある、との留

意点を述べた。もうひとりの委員は、こうした製造業を中心とする景気の改善の動きと不良債権問題の帰趨、さらにはバブル崩壊以降の土地などの資産価格調整との関連等について、改めて分析する必要があるとの問題意識を示した。また、別のある委員は、金融システムの状況に関して、昨年度の決算において多額の不良債権処理が行われたものの、ペイオフが解禁されているもとの、なお不安定な状態にある、との認識を述べた。この委員は、銀行券やM1が高い伸びを示していることも金融システム不安が根強く残っていることの証左であるとして、今後も、そうした流動性資産の動きに注意を払う必要がある、と付け加えた。

## 2. 金融面の動向

金融面に関しては、複数の委員が、景気の改善が高格付け債を中心とする信用スプレッドの縮小に結びついていること、また、株価は海外株価の軟調や一時の急激な円高にもかかわらず、比較的底固い動きを続けていることを指摘した。もっとも、別のある委員は、最近の株価の動きは、過去における過度の売りの調整の域を出ていないと考えられるほか、長期金利が横這いから低下気味に推移していることも踏まえると、市場における景気回復期待はそれほど強くないのではないかと、この見方を述べた。この委員は、米国市場をはじめ主要先進国の金融市場においても同様の動きがみられ、世界的に中長期の景気に対する見方が若干慎重化しているように窺われる、と付け加えた。もうひとりの委員は、日本国債格下げの影響は現時点ではみられていないが、先行き、事業法人の資金調達環境に悪影響が及ぶことが懸念される、と発言した。

そのほか、為替市場の動きについても、何人かの委員が言及した。これらの委員は、5月下旬の急激なドル安・円高の動きが経済に与える影響を勘案すると、政府による今回の介入は意義があったとの認識を示した。ただ、このうちのひとりの委員は、市場介入のみによってドル安の動きを是正するには限界があるのではないかと、この考えを述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

まず、当面の金融政策運営が議論された。景気判断は上方修正したものの、構造調整圧力を抱える日本経済を、持続的な成長軌道に復帰させていくためには、引き続き、思い切った金融緩和を通じて経済を下支えする必要があるとして全ての委員が、現在の調節方針を維持し、潤沢な資金供給を続けることが適当との見解を示した。

また、複数の委員は、民間経済主体や市場参加者の期待を安定させることが重要であるとして、緩和姿勢の継続を明確にすべきである、との意見を述べた。

日銀当座預金残高の水準については、何人かの委員は、「10～15兆円程度」という目標の上限を目指すという現在の姿勢を継続することが適当である、との考えを示した。この間、金融システム不安が一頃に比べて後退したにもかかわらず、15兆円程度の当座預金を比較的安定的に供給できていることについて、議論があった。何人かの委員は、その背景として、コール市場の残高縮小にみられるような市場機能の低下や、短期国債市場における需給の緩和を反映して、期間を長めに設定したオペや短期国債を用いたオペに対する需要が高まっているのではないかと、この見解を述べた。このうち複数の委員は、市場参加者の間では日本銀行のオペへの依存が定着しつつあり、日本銀行がオペを通じて資金の借り手と貸し手の間を事実上仲介する傾向が強まっている、と発言した。これらの委員は、こうした市場の状況が日本銀行による潤沢な流動性供給とどのような関係にあるかを見極めるためには、引き続き、市場金利や日銀当座預金需要の動きを注意深く点検していく必要がある、との見方を共有した。

この間、ひとりの委員は、現在、マネタリーベースの高い伸びにもかかわらず、広義のマネー指標の伸びが芳しくない点に関し、世上みられるひとつの議論（金融機関が政府に直接貸し付ける案）に触れ、金融機関から政府への資金供給チャンネルを国債購入から貸し付けに変更しても、マネーの伸びは変わらず、もし政府ファイナンスを通じてマネー供給を増やそうというのであれば、財政赤字が拡大していくことが前提となるのではないかと、その意見を述べた。さらに、この委員は、マネタリーベースが大きく増加する過程で、市場参加者の流動性資産やリスクフリー資産に対する選好に大きな変化がみられないことを踏まえると、政策効果が強まるためには、やはり各経済主体のリスク負担能力を高めることが必要であると続けた。これに対して、別のある委員は、潤沢な流動性供給により、流動性不安は回避され、そのことを通じて中長期ゾーンの金利安定や株価、さらには実体経済活動にも好影響を与えているはずであると、その認識を述べた。もうひとりの委員は、強力な金融緩和策のもとで、4月以降、信用リスクプレミアムが縮小するなど、企業のバランスシート調整を円滑に進めやすい環境を提供している面があるのではないかと付け加えた。

このほか、何人かの委員は、他の経済政策のあり方についても触れた。ひとりの委員は、来年にかけて金融システム不安が再燃するリスクがまだ残っていると考えざるを得ないため、不良債権処理の目途を早期につけることの重要性を強調した。別の複数の委員は、経済活性化策や税制改革の具体化を通じて、民間経済活動が活発化することを期待したい、との見解を述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 本年1～3月期のGDP速報において、底入れしている景気の動きが改めて確認された。政府は、こうした景気の動きを民需主導の持続的な経済の成長に繋げるため、引き続き構造改革を断行しつつ、日本銀行と一致協力して、デフレ阻止に向けて強い決意で臨んでいる。
- このような観点に立ち、政府としては、6月中に規制改革等からなる経済活性化策、税制改革、歳出構造の改革等を内容とする新たな経済政策の基本方針を示すこととしている。
- 金融政策運営については、現在、当座預金残高目標の上限である15兆円程度の水準で資金供給が行われているが、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視しつつ、資金需要が急激に増大するような場合には、弾力的な対応をお願いする。また、景気が底入れしているこの時期、デフレから脱却し経済の本格的な回復を確実にするために、引き続き適切な金融政策運営が必要であり、さらなる工夫を講じるべく、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。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 1～3月期のGDPは、前期比+1.4%と4四半期振りにプラスに転じた。これは、基本的には輸出の増加等を通じた外需寄与度の増加が成長率を押し上げた形となっており、こうした姿はこれまでの政府の経済認識にほぼ沿ったものである。
- ただし、依然としてデフレは続いているため、デフレ克服に向けて金融面での対応と同時に、民間需要・雇用の拡大に力点を置いた構造改革を進め、自律的な経済成長を実現することが必要と考えている。このため政府としては、経済財政諮問会議において、中長期的な視点を踏まえた税制改革や経済活性化をはじめとする基本方針の第2弾を取りまとめることとしており、6月7日に取りまとめに向けての包括的な総理大臣指示があったところである。



- 金融面での取り組みとしては、政府は日本銀行と一致協力してデフレ阻止に向けて強い決意で臨む方針であり、引き続き不良債権処理の一層の促進を図るとともに、活性化された経済を支える活力ある金融システムの確立を進める。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を継続して頂きたい。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針を現状維持とすべきであるとの考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は6月13日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

## ・議事要旨の承認

前々回会合（4月30日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月17日に公表することとされた。

以上

(別 添)

平成 1 4 年 6 月 1 2 日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が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 6 月 26 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 6 月 26 日 (9:00 ~ 12:44)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優	( 総 裁 )
	藤原作弥	( 副 総 裁 )
	山口 泰	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

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	増淵 稔
理事	永田俊一
理事	平野英治
企画室審議役	白川方明
企画室企画第一課長	櫛田誠希
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
国際局参事役	高橋 亘

( 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
企画室調査役	長井滋人
企画室調査役	山岡浩巳

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(6月11、12日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行った。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で落ち着いて推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

前回会合以降、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に資金余剰感が強いもとで、短期金利は低位安定を続けている。とりわけ、ユーロ円レート(3か月物)は、投資家のリスクテイク姿勢の強まりもあって低下傾向を辿り、現在0.020%と既往最低水準となっている。ユーロ円レートと短国レートとの格差も縮小している。

一方、株式市場や為替市場では、米国株価の下落を受けて、神経質な相場展開が続いた。

すなわち、3月以降米国株価が下落傾向を辿る一方で、本邦株価は、6月上旬までは企業収益の改善期待などを背景に総じて底固く推移した。しかし、6月中旬以降は、米国株価の下落に本邦株価が追随する傾向が強まっている。最近の米国株価下落の背景には、企業会計への不信感やテロ再発懸念に加え、先行きの米国経済の回復力への懸念もあると考えられ、これが日本の先行きの景気回復力への懸念にも結び付いているように窺われる。

為替市場では、米国株価の下落やテロ再発懸念等を背景に、ドル安の動きが進んでおり、これを受け、円は対ドルで上昇している。なお、ドルの下落傾向は対ユーロで一段と顕著であり、円は対ユーロではむしろ若干下落している。

長期金利は、株価下落や対ドルでの円高傾向を背景に軟化し、足許では1.3%程度となっている。この間、社債や銀行発行債のクレジット・スプレッド(これらの債券の流通利回りと国債流通利回りの格差)は、引き続き縮小傾向を辿っている。

### 3. 海外金融経済情勢

米国の実体経済指標をみると、5月の鉱工業生産が前月比+0.2%と5か月連続の増加となるなど、概ね、景気が引き続き回復基調にあることを裏付けるものとなっている。

家計部門をみると、5月の小売売上高は減少し、消費者コンフィデンスの低下もみられたが、小売売上高の減少には、ガソリン価格の低下や天候要因も寄与しているとみられ、6月入り後は自動車やチェーンストアの販売も持ち直している模様である。これらからみて、個人消費は引き続き堅調さを持続していると考えられる。

この間、住宅着工は高水準が続いている。住宅の在庫水準も低く、長期金利も低下していることから、当面、住宅投資が大きく減速するリスクは小さいように思われる。

対外収支面をみると、輸入の増加を主因に、対外収支の赤字幅は拡大している。

一方、米国金融市場では、IT関連を中心に株価の下落が続いている。こうした中で、先行きの利上げ予想も後退した。

---

<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。」

実体経済面で大きな変化がみられない中で、株価が下落している背景としては、企業会計への不信などの要因が挙げられている。このほか、昨年末以降の株式市場における景気拡大期待が経済実態に比べもともと過大であり、これが修正されつつあることが指摘できる。これに加えて、財政の赤字転化やテロ再発懸念を背景に、90年代の米国経済の繁栄を支えた財政黒字や「平和の配当」といった前提条件が崩れつつあるかもしれないとの懸念も作用しているように窺われる。

ユーロエリアおよび東アジア経済については、各種経済指標は概ね、景気の底入れないし回復傾向を裏付けるものとなっている。

エマージング諸国の金融市場をみると、アジアでは総じて安定基調を維持しているが、アルゼンチンのほか、最近ではブラジルやトルコでも、国債金利上昇（米国債とのスプレッド拡大）や通貨安、株価下落といった不安定な動きがみられている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

前回決定会合以降、5月の通関統計や、夏季賞与、企業収益、設備投資に関する民間調査結果などが公表された。これらの経済指標は、「国内需要は依然弱いものの、輸出がはっきりと増加し生産も持ち直すなど、下げ止まりに向けた動きがみられる」という前回会合時の判断に概ね沿ったものであるが、その中で、輸出の伸びが幾分際立ってきているように窺われる。

すなわち、輸出入をみると、輸出はIT関連財を中心に、最近では大幅な増加となっている。この間、輸入も下げ止まりつつある。

各種民間調査機関による企業収益のアンケート調査はいずれも、今年度の企業収益は前年比大幅な増益に転じるとの見通しを示している。

一方、各種調査機関の実施する夏季賞与のアンケート調査によれば、今夏の賞与は、前年比かなりの減少となる見込みである。

個人消費関連指標をみると、所得環境が厳しい中で、全般に弱めの動きが続いているが、そうした中で、5月の家電販売は、ワールドカップ効果からテレビの販売が高い伸びを示したことを受け、全体でも前年比増加となった。

##### (2) 金融環境

金融環境の面では、前回会合以降新たに発表された指標は少ない。社債やCPの発行環境は改善傾向を辿っており、スプレッドの縮小傾向も続いている。このような環境の下で、相対的に格付けが低めの社債・CP（社債ではA格、CPではA2格以下）の発行ウエイトが幾分上昇している。

量的金融指標の動きをみると、銀行券やマネタリーベースは6月入り後も高い伸びを続けている。

企業倒産は、引き続き高水準で推移している。内訳をみると、破産など法的申し立てによる倒産のウエイトが5か月連続して3割以上を占めている。その背景としては、事業継続を断念する企業が増えていること、金融機関側で不良債権の最終処理の動きが進んでいること、債権者等が透明な破綻処理プロセスを指向する傾向を強めていること、民事再生法など、法制面での整備がある程度進んだこと、が指摘できる。

## 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、多くの委員は、前回合会以降に公表された経済指標は、前回合会時の「国内需要は依然弱いものの、輸出がはっきりと増加し生産も持ち直すなど、下げ止まりに向けた動きがみられる」との判断や、4月の「展望レポート」の「標準シナリオ」に沿ったものとなっている、そうした中で、輸出面を中心に、幾分強めの指標もみられている、との見解を示した。

米国の経済動向について、多くの委員は、実体経済指標は総じて景気の回復基調を裏付けるものとなっている一方で、金融市場では、株価下落やドル安といった相反する現象がみられていること、を指摘した。

そのうえで、これらの委員は、米国経済は、基調としては回復傾向が続いているとみられるが、株価に象徴される金融市場の弱めの動きがいかなる要因に基づくものか、また、これが先行きの経済にどのような影響を及ぼしていくのか、注意深く見守っていく必要があるとの見解を共有した。さらに何人かの委員は、米国株価の下落が、国際的な資金フローへの影響などを通じて国際金融市場に影響を及ぼす可能性についても、注視していく必要があると述べた。

次に、国内経済動向について、検討が行われた。

多くの委員は、輸出の増加や生産の持ち直しを背景に、企業収益も改善しつつあること、その一方で、夏季賞与はかなりの減少となる見通しであること、などに言及した。何人かの委員は、こうした動きは、企業部門の回復と所得面における調整圧力の併存という、4月の「展望レポート」の「標準シナリオ」に沿ったものといえる、との見方を示した。

輸出・生産の動向について、多くの委員は、輸出は現在、予想以上に大幅な伸びを示しているが、これには世界的なIT関連財の在庫復元の動きが影響している可能性が高く、今後、在庫水準が戻るにつれて輸出増加のテンポは緩やかになっていく可能性が高いとの見解を示した。このうち複数の委員は、輸出が高い伸びを示しているもう一つの大きな背景として、アジア経済が内需の好調と域内相互取引の拡大から堅調な回復を続けており、日本からアジア向けの素材輸出などが大幅に増加していることも指摘した。

このうちひとりの委員は、メーカーの中には、情報通信関連の在庫積み増しの動きが急激との判断から、すでに発注に警戒的なスタンスに転じつつある先もある、と紹介した。一方で、別のひとりの委員は、先行きはともかく、現在これだけ大幅に輸出が増加していることは、国内の生産や企業収益の面にプラスの影響を与えているはずである、と指摘した。

また、多くの委員は、各種調査機関の調査において、本年度の企業収益は大幅増加が見込まれていることを指摘し、4月の「展望レポート」で想定した、輸出の増加が生産を刺激し、企業収益の増加につながっていくメカニズムは徐々に働いている、との見解を示した。

この間、ひとりの委員は、第3次産業活動指数は下げ止まったとは言えないこと、内訳をみても、非製造業関連向けの活動の弱さが目立っていること、からみて、企業部門の前向きな動きはなお輸出関連の製造業中心であり、非製造業分野に広がっているとはいえない、と述べた。さらに別のひとりの委員も、電力需要や特定サービス産業動態統計調査を紹介しながら、こうした見方をサポートした。

家計部門については、多くの委員が、夏季賞与がかなりの減少となる見込みであることに言及し、企業のリストラ姿勢が維持されるもとで、家計の所得環境が引き続き厳しいことを指摘した。

このうちひとりの委員は、このような名目賃金の調整は、最近みられる雇用調整の速さと一体のものであること、賞与は過去の企業収益に左右されやすいことを踏まえれば、特にサブライズとは言えない、と述べた。別のひとりの委員は、こうした企業の人件費抑制スタンスは、企業収益の増益予想と裏腹の面があり、民需全体への影響をトータルで考えていく必要がある、と指摘した。

## 2. 金融面の動向

多くの委員は、米国株価が下落傾向を続ける中、6月中旬以降は本邦株価もこれに引きずられる形で下落傾向を辿っていること、ドルの全面安傾向を反映して、円も対米ドルで円高となっていること、を指摘した。このうち複数の委員は、日本経済の回復シナリオを考えるうえで、金融市場に由来するリスクの度合いは若干強まっている、と現状を整理した。

そのうえで、これらの委員は、このような市場動向が、いかなる市場参加者の見方を背景としているのか、また、これらが内外経済や金融環境などにどのような影響を及ぼしていくのかという2つの面から、注意深くみていく必要があると述べた。

まず、日米両国における株価下落の背景について、議論が行われた。

多くの委員は、米国では、会計不信やテロ再発懸念に加え、景気や企業収益の先行きに対する市場の不透明感が根強いこと、こうした中で、構造問題を抱える日本の景気回復は、なお輸出に依存する度合いが強いとみられていること、などが最近の日米両国の株価下落に結びついている、との見方を述べた。

さらに、複数の委員は、米国株価下落の背景として、家計支出から設備投資への需要のバトンタッチが遅れているとの市場の見方、米国の中期的な期待成長率の下方修正、を付け加えた。このうちひとりの委員は、米国の中期的な期待成長率の下方修正が、投資家のグローバルなポートフォリオ組み換えの動きを招いているとすれば、米国株価の下落に今後とも日本株が追随するとは限らないのではないかと付言した。

また、わが国における株価下落の影響について、多くの委員は、企業や家計のマインド面、さらには企業金融面や金融システム面への影響を、十分注意してみていく必要がある、と述べた。さらに複数の委員は、株価の下落が銀行や生保の財務体力に及ぼす影響について注意を喚起した。このうちひとりの委員は、外国人投資家による対内証券投資の積極姿勢は基調的には維持されているが、この間に、国内の金融システムの安定化を進めることが重要である、と述べた。

ひとりの委員は、NASDAQ下落のマグニチュードは、日本の株価バブル崩壊の規模に匹敵するが、米国の経済規模は日本の約2倍であることや、不動産価格は堅調であること、日本とは異なり、損失が銀行部門に集中しにくいこと、NYダウ下落のマグニチュードはNASDAQに比べかなり小さめであること、等からみて、その米国経済への直接の影響は、日本のバブル崩壊に比べれば限定的であろう、との見方を示した。同時にこの委員は、米国経済が本格回復を果たすうえでは、消費が堅調を維持する間に設備投資が回復することが重要であり、そのためには企業収益の回復が前提条件となると述べた。そのうえで、米国株価下落の背景にある企業収益に対する市場の慎重な見方については、注意しておく必要がある、と述べた。

別の複数の委員は、米国では資産価格下落の影響が銀行部門に集中しにくい構造となっていることは確かであるが、株価下落は様々なルートを通じて一般事業法人並びに個人（家計）の財務状況などに影響を及ぼしている可能性があり、これが会計疑惑などの形を通じて表れている面もあるのではないかと指摘した。

また、ドル安の背景について、複数の委員は、株価下落の背景ともなっている経済・企業収益の先行き不透明感やテロ再発懸念などに加え、米国の経常赤字幅の拡大、米国への直接投資の減少、対米証券投資の減少、などの動きを挙げた。このうちひとりの委員は、企業や家計の過剰債務が調整されないまま財政が赤字に転じたことが市場心理に及ぼす影響を、注意深くみていく必要がある、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

上記のような経済金融情勢の判断を踏まえ、当面の金融政策運営について、委員は、日銀当座預金残高の目標を10～15兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当との見解を共有した。

複数の委員は、日本銀行による大量の資金供給の下で、コール市場参加者の資金放出意欲が減退し、市場取引が日本銀行との相対取引に切り替わる姿になりつつあり、市場機能の低下が生じている可能性を指摘した。このうちひとりの委員は、具体的には、市場参加者が流動性を必要とする際に、コール市場で迅速に流動性の調達ができないリスクが問題になる、と述べた。同時にこの委員は、金融システムの問題がなお解決をみていないため、来年4月の流動性預金のペイオフ解禁が近づくとつれて、流動性に対する懸念から流動性需要が高まる可能性がある点を指摘した。

これに対し、他の複数の委員は、コール市場における資金放出意欲の低下といった副作用は勘案したうえで、現在の経済情勢を踏まえれば、潤沢な流動性供給を続けることの効果が上回ると考えられる、市場で流動性の逼迫が生じれば、そのサインは金利面に表れるはずであり、その意味でも、現在のように、量的なターゲットの下で、金利の動きにも注意を払いながら調節を行っていくことが適当である、との見解を示した。

## 政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から以下のような趣旨の発言があった。

- 政府は、構造改革を着実に進め、民需主導の持続的な成長を実現するため、昨日「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を閣議決定した。また、先般、政府・与党で合意された「当面の経済活性化策等の推進について」においても、この「基本方針」を今後のデフレ対応の基本としつつ、政府としては、早急に実施できる事項を検討し、可能な限り早期に実施していくこととしている。これらの中では、デフレ克服のため日銀においても、引き続き実効性ある金融政策運営が期待されている。
- こうした政府の方針に呼応し、日銀におかれてもデフレ克服のため、金融政策運営にもさらなる工夫を講じ、思い切った対応が採られるようお願いしたい。前回会合では、わが国の経済情勢に下げ止まりに向けた動きがみられるとの認識が示されたが、金融政策の効果はこういう時期にこそ、デフレ心理を払拭するうえでより効果的と考えている。加えて現在までのところ潤沢な資金供給が行われているが、引き続きこれを維持するとともに、今後とも経済・市場動向や金融情勢を十分注視し、資金需要が急激に増大するような場合には弾力的な対応をお願いしたい。

内閣府の出席者からは、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6月の月例経済報告において、前月に引き続き「依然として厳しい状況にあるが、底入れしている」と報告した。先行きについては輸出の増加や在庫調整が概ね終了していることの影響から、景気は持ち直しに向かうことが期待される。しかし、依然厳しい雇用・所得環境などが今後の最終需要を下押しする懸念があり、景気動向については引き続き注視が必要と考えている。
- 政府は自律的経済成長を実現するための民需、雇用の拡大に力点を置いた構造改革を進めることとしている。このため昨日、経済活性化戦略、税制改革、歳出改革などを内容とする「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を閣議決定した。また、6月17日に総理から当面の経済活性化策等の推進についての方針が示され、与党3党首合意事項とされたところであり、政府としては基本方針の早期具体化に努力してまいりたい。
- デフレ克服に向け、政府、日本銀行は引き続き一体となって強力かつ総合的な取り組みを行うことが重要であり、政府は不良債権処理の一層の促進を図るとともに、活力ある金融システムの確立に向けた金融の将来像を展望する観点から、中期ビジョンを早急に取り纏めることとしている。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を



して頂きたいと考えている。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、現状の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添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、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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

## ・議事要旨の承認

前々回会合（5月20、21日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月1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7月～12月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成14年6月26日  
日 本 銀 行

## 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が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14年6月26日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(平成14年7月~12月)

	会合開催	金融経済月報公表 <sup>(注)</sup>	(議事要旨公表)
14年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>	(11月5日<火>)
10月	10月10日<木>・11日<金> 10月30日<水>	10月15日<火> ——	(11月22日<金>) (12月20日<金>)
11月	11月18日<月>・19日<火>	11月20日<水>	(12月20日<金>)
12月	12月16日<月>・17日<火>	12月18日<水>	未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2002年10月)」は、10月30日<水>に公表の予定。

以上

( 14 年 7 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 7 月 15 日 (14:02 ~ 15:59)  
7 月 16 日 ( 9:00 ~ 12:16)

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	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

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 (15 日、16 日 9:00 ~ 10:30)  
竹中 平蔵 経済財政政策担当大臣 (16 日 10:32 ~ 11:41)

( 執行部からの報告者 )

理事	永田俊一
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
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
国際局参事役	高橋 亘

( 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(6月26日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営し、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行った。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で落ち着いて推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金利は、引き続き落ち着いた動きとなっており、短期国債レート(3ヶ月物)は最近になって幾分低下している。一方、ユーロ円金利(3ヶ月物)は、引き続き水準は低いものの、中間期末越えとなったことを反映して季節的に僅かに上昇した。

国内資本市場、為替市場では、米国株価の不安定な動きを受けて、神経質な展開が続いている。株価は、6月中は米国株価の動きに引き摺られるかたちで一旦下落したが、6月末以降は、欧米株価対比総じてしっかりとした動きとなっている。為替市場では、米国株価の下落をきっかけにドル安基調が継続している。また、長期金利は、内外株価の下落局面を中心に銀行や機関投資家が債券購入を積極化する姿勢を示したため、金利水準を切り下げてきており、最近では1.3%を割り込んでいる。

この間、社債や銀行発行債のクレジット・スプレッドは、一部投資家が6月中の株価下落を眺めて利益確定売りを進めたため、4月以降の縮小傾向が一服し、銀行債については若干拡大気味に推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

米国景気は引き続き回復基調にある。個人消費は、5月の実質個人消費が前月に比べてやや低めの伸びに止まったものの、6月入り後の小売関連統計が回復をみせるなど、底固さを維持していると考えられる。企業部門の動向については、6月のISM製造業指数が受注面を中心に引き続き改善基調にあり、生産は当面拡大傾向を続けるものとみられる。設備投資は、先行指標とされる非国防資本財受注が増加に転じつつあるなど、一部変化の兆しはみられつつも、構造物投資などを含めた設備投資全体では、未だに明確な回復の動きはみられていない。雇用面では、民間非農業部門雇用者数が緩やかながら増加に転じつつあるなど、雇用調整の圧力は和らぎつつある。

米国金融市場では、企業会計に対する不信心やテロ再発懸念などの影響もあって、株価の大幅下落が続いており、家計や企業のマインド面への悪影響が懸念される状況にある。FF先物金利などから判断すると、当面の利上げ観測は一時に比べて大きく後退しているほか、長期金利も低下基調にある。

---

<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。」

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需にはなお弱さがみられているが、輸出増に伴って生産は回復傾向にあり、全体として景気は底入れしたとみられる。物価面では、消費者物価指数（HICP）上昇率は、これまでのところ引き続き安定基調にある。先行きについては、ユーロ高が物価押し下げに寄与する可能性がある一方で、ドイツの労使交渉における高めの賃上げ妥結等に伴う物価上昇圧力の高まりが懸念される。

東アジアでは、IT関連のウエイトの高い国・地域を中心に、米国向け、東アジア域内向けに輸出が増加を続け、生産も増加傾向にある。これに伴って、個人消費や設備投資にも持ち直しの動きがみられている。

エマージング金融市場では、欧米の株価下落などを背景に海外投資家のリスク回避指向が強まる中で、アルゼンチン、ブラジル、トルコなどを中心に金融面でやや不安定な動きがみられている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、IT関連財や資本財・部品などを中心に、4～5月も1～3月期対比で+6.6%と前期をさらに上回る高い伸びとなった。この間、輸入については、IT関連分野における輸出・生産の増加を主たる背景に、下げ止まりつつある。

設備投資を巡る環境をみると、企業収益については、輸出や生産の増加に伴い、製造業を中心に持ち直しつつあるとみられる。その中で、機械受注などの設備投資の先行指標には製造業を中心に下げ止まりの兆しが窺われるが、短観などでみた企業の投資計画は総じてなお慎重である。

個人消費については、全体として弱めの動きが続いている。ただし、乗用車販売や家電販売がやや持ち直しているほか、小売業の業況にも幾分改善の動きがみられるなど、個人消費は雇用者所得の弱さに比べれば底固い面もみられる。その背景としては、消費者心理が最悪期に比べれば幾分改善方向にあることなどが考えられる。

こうした需要動向を背景に、鉱工業生産は、1～3月に前期比+0.7%と小幅ながら5四半期振りに増加に転じた後、4～5月は+3.0%と高めの伸びとなり、はっきりと持ち直している。出荷は生産以上の伸びを示しており、在庫調整は全体として一巡した。ただし、先行きは、海外における在庫復元一服や円安を背景としたスポット輸出といった一時的な要因の剥落に伴い、輸出と生産の増加テンポが鈍化することが見込まれる。

雇用・所得環境については、生産の回復に伴って、所定外労働時間やパートの新規求人など、限界的な部分には改善の動きが続いており、有効求人倍率は、緩やかに持ち直しつつある。また、短観でも雇用過剰感が幾分後退している。もっとも、賃金の低下幅が緩やかながらもなお拡大傾向にあるほか、雇用者数も全体として減少傾向にあることから、雇用者所得の明確な減少が続いている。

物価面をみると、国内卸売物価は、前月比でみて5か月連続で僅かなプラスないし横這いとなっている。一方、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向にある。

先行きの物価動向については、在庫調整の進展や稼働率の上昇が下支えに作用する一方で、国際商品市況の頭打ちや最近の円高も徐々にマイナスに作用するため、国内卸売物価は、全体として、横這いから再び弱含みに転じる可能性が高い。また、消費者物価は、引き続き需要と供給の両面から価格低下圧力が働くほか、賃金の低下幅も緩やかな拡大傾向にあることから、当面、現

状程度の緩やかな下落傾向を辿ると考えられる。

## (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。社債やCPの発行残高は、前年を上回っているものの、資金需要の動向を反映して、伸び率は鈍化している。ただ、これまでやや低調だったA格社債やA2格以下のCPの発行が増加するなど、社債、CPの発行環境は改善が続いている。

6月のマネタリーベースは、ペイオフの部分解禁や大手行のシステム障害等に伴う流動性需要が一服したことから伸び率が幾分鈍化した。引き続き前年比2割台の大幅な伸びとなっている。

マネーサプライ前年比は、3%台半ばの伸びとなっている。通貨種類別では、M1（現金通貨＋預金通貨）の高い伸び、準通貨の減少という傾向が続いている。そのほかの金融商品の動きをみると、投資信託の減少が続いている一方で、最近では、国債、FBといった安全資産の伸びが高まっている。

貸出約定平均金利は横這い圏内で推移しているが、金融機関は利鞘改善姿勢を徐々に強めている。この間、短観でみた資金繰り判断や貸出態度判断については、悪化傾向に歯止めがかかりつつある。

6月の倒産計数は、引き続き高水準ながら、10か月振りに前年水準を下回った。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

わが国の経済情勢の現状について、委員は、国内需要は依然弱いものの、輸出や生産面の明るさが増し、企業の収益や業況感も改善するなど、全体としてほぼ下げ止まっている、との見解を共有し、前月に続いて判断を幾分上方修正することで一致した。

すなわち、委員は、輸出が大幅に増加し、これに伴って生産がはっきりと持ち直しているほか、短観が企業収益と業況感の改善を示す結果となったことなどから、前月に続き判断を上方修正することが適当との意見で一致した。同時に、委員は、設備投資や個人消費といった国内需要の改善を示す明確な材料が見当たらないこともあり、上方修正は小幅なものとするのが適当との見方も共有した。

また、先行きについては、景気は下げ止まりが明確になっていくと予想されるが、米国を中心とする世界的な株安やドル安の動きを受けて、輸出環境に不透明感が増している、為替市場を含めた内外の金融・資本市場における不安定な動きが増大すると、实体经济に影響が及びやすいといった点につき、引き続き情勢を注意深く点検する必要があるとの認識が多くの委員より示された。

まず、企業部門の動きについて、ほとんどの委員が、海外経済の回復やIT関連財の在庫復元の動きを背景に、輸出が予想以上のペースで大幅に増加している点を指摘した。このような輸出の増加や在庫調整の一巡を反映して、生産がはっきりと持ち直していることも多くの委員が指摘した。同時に、多くの委員は、今後、海外在庫の復元効果が剥落していくため、輸出と生産の増加テンポは次第に緩やかになっていくとの認識を共有した。このうち、ひとりの委員は、IT関連部品の発注が最近やや落ちてきている点を取り上げ、現状はクリスマス商戦を睨んで慎重に対応しようとする動きに過ぎず、在庫過剰に至っている訳ではないとの見方を示した。

こうした輸出と生産の増加を踏まえ、短観の結果も勘案すると、企業収益は回復に転じつつあ

ると判断されるとの認識が、ほとんどの委員によって共有された。ひとりの委員は、短観の企業収益に関する見通しはあくまでも予想に過ぎず、中小企業や非製造業も含めて考えると、企業収益が改善していることを明確に示す材料は見当たらないとの慎重な見方を示した。別の委員は、景気の改善が輸出主導であることを反映して、地域や産業間で回復の動きにバラツキがあるとの指摘を行った。

設備投資について、多くの委員は、機械受注に下げ止まりの兆しが窺われるものの、短観などでみる限り、企業の設備投資は総じて慎重であることを指摘した。ひとりの委員は、回復の動きが輸出主導であることを考えると、非製造業、中小企業の設備投資はまだ下げ止まりが見込めないとの見方を示した。

この間、多くの委員が、短観などで企業の業況感が改善している点を指摘した。ひとりの委員は、短観結果の市場での受け止め方について、調査時点の為替レートが実勢レートより円安に想定されていたことを捉えて、予想より強めの結果であったにもかかわらず、やや悲観的に受け止める向きがみられるが、業況改善の動きが業種的に広がりを見せていることや製造業の設備過剰感が大幅に後退したことなどを踏まえると、もっと前向きに評価すべきであると述べた。ただし、別の委員は、業況感を巡って、マクロのデータで感じる業況感と個別企業の業況感の間でずれが感じられる点を指摘し、企業経営者は先行きについて慎重な見方をしていると述べた。同じ委員は、大企業と中小企業、首都圏と地方経済圏の間で、景況感格差が拡大しているとの見方をあわせて示した。

次に、家計部門についての議論があった。何人かの委員は、生産の増加を背景に所定外労働時間や新規求人など、限界的な労働需給の改善の動きが続いている点を指摘した。もっとも、多くの委員は、所得面では厳しい統計が出ているほか、企業の人件費削減スタンスも続いており、家計の雇用・所得環境は、全体としてなお厳しい状況にある、との認識を示した。

個人消費については、何人かの委員が、各種販売統計は総じて横這い圏内にあるが、所得の悪化度合いに比べれば健闘していると評価できる、との見解を示した。ひとりの委員は、消費マインドが一進一退ながらも改善しているとの見方を示し、小売業が消費者のニーズを的確に把握し、品揃えの充実などで消費を掘り起こす余地はあると述べた。

物価に関して、多くの委員は、年初から横這いの動きを続けてきた国内卸売物価について、今春以降の原油価格の頭打ち傾向や円高の影響が、ラグをもって現われてくることから、再び弱含みに転じていくとの見方を示した。ある委員は、国内卸売物価のうち、素材関連には下げ止まりの感があるが、加工組立型の製品はまだ下落傾向が続いていると指摘した。消費者物価については、ほとんどの委員が、当面、現状程度の下落が続くとの見方を示した。何人かの委員は、発泡酒やコンピュータ等で、これまで見直しが進んできていた低価格戦略に逆戻りするような動きがみられることを指摘した。

以上のような経済・物価情勢について、ほとんどの委員は、引き続き、4月の「展望レポート」における「標準シナリオ」の範囲内、或いは、足許では幾分それを上回る動きを示しているとの認識を示した。こうした中で、当面のリスク要因として、米国を中心とする株安の動きとドル安の動きが、米国など海外経済の動向や国際的な資本の流れのほか、国内の金融資本市場に対してどのような影響を与えるか、といった観点を中心に議論が行われた。

まず、海外経済の動向については、ほとんどの委員は、米国の実体経済は基本的には緩やかな回復基調が維持されているとの見方を共有した。

この点に関連して、多くの委員が、米国株価の大幅な下落が今後の米国経済の回復に対して持つインプリケーションについて言及した。ひとりの委員は、株価下落の逆資産効果は、住宅価格が堅調さを維持していることもあって、特に消費を大きく抑制するには至っていないが、消費者



コンフィデンスの指標が直近時点で下落している点には留意が必要であると述べた。別の委員は、最近の米国株価の下落は、中長期の行き過ぎた成長期待を下方修正する動きとも理解できると述べ、そのひとつの背景として過去4、5年間のハイテク分野での過剰投資の反動が予想以上に大きかったことを指摘した。ある委員は、株価の下落をTMT（テレコミュニケーション、メディア、テクノロジー）のバブル崩壊の影響として捉えるべきであり、S & P 500 指数の構成銘柄の4割程度は上昇しており、実体経済を反映した消費財関連や素材関連は上昇していると指摘した。この委員は、バリュエーション指標をみる限り、割高感はいなくなっているが、企業会計への疑惑が払拭されない限り、株価がさらに下落するリスクは残ると述べた。また、別のある委員は、株安の主な原因は、企業会計不信の動きとテロ再発の懸念を背景にした投資家のリスク回避行動であるとしたうえで、これが次第に解決されるに従って、株価は底固めに転じるとの見方を示した。

企業会計に対する不信や見直しの動きについて、ひとりの委員は、ブームの終焉時によく起きる現象で、中長期的には望ましい動きであるが、過去の決算の見直しといった動きが広がると、経営者の前向きな行動を制約する懸念があると述べた。複数の委員は、企業会計不信の動きがもたらす影響として、米国において中心的な役割を果たす直接金融のメカニズムが働きにくくなり、クレジット・クランチのような事態が発生するリスクについて懸念を表明した。この点に関連して、別の委員は、格下げの動きが広がっており、社債のスプレッドも投資適格債と投機的格付債の間で2極化が進展しているが、6月の社債発行が堅調に推移したことなどからみて、取り敢えずそれが原因となって経済全体として先行きの設備投資の回復が制約を受けるような事態には至っていないとの認識を示した。

何人かの委員は、米国の財政赤字が拡大している点にも触れ、米国への資本流入が減少し、国際的な資本の流れに変調を来たすリスクがあることについて、言及した。ひとりの委員は、米国経済の先行きを占ううえでの最大の鍵は労働生産性の上昇が本当に生じているのか、それが今後も持続するののかという点であり、それが確認されれば、米国売りのような事態に陥るリスクはほとんどないと見方を示した。一方、ある委員は、米国における株安とドル安の動きが、世界的なリスク回避指向の高まりを招いており、欧州でも株式から債券市場へ資金が流れているとの指摘が聞かれると述べた。また、複数の委員が、アルゼンチン、ブラジル、トルコなどのエマージング金融市場の動きを懸念材料として指摘した。

何人かの委員は、近年、アジアにおいて域内貿易の拡大が進んでいるため、米国経済の回復が予想を下回った場合にも、アジアからの需要がある程度緩衝材として機能することが期待できるとの見方を共有した。このうち、ひとりの委員は、日本を含むアジア域内での貿易拡大の背景として、日本企業の工場進出に伴い、生産ネットワークが域内で広がっていることを指摘した。

## 2. 金融面の動向

米国株を中心とする株価下落やドル安進行の動きが日本の金融資本市場へ及ぼす影響を中心に議論が行われた。多くの委員は、日本の株価が相対的に底固い動きを示しているほか、社債・CPの発行環境が改善を続けるなど、信用リスクや金融システム問題への懸念が再燃するような動きもみられていないことを踏まえて、日本の金融資本市場はこれまでのところ総じて落ち着いているとの見方を共有した。

ひとりの委員は、これまではドル安という色彩が強かったが、ここへきて、やや円高の様相が出てきており、企業収益に与える影響は無視できないと述べた。また、ある委員は、現在の生産回復は輸出主導であるだけに円高誘発リスクが累積していくという脆さを持っていると分析した。

一方、別の委員は、円高進行は比較的冷静に受け止められているとの認識を示し、その背景として、長期的にはドル高との見方が市場で一般的であること、実質実効レートのベースでは円高の程度はさほどではないこと、輸出企業がかなり為替ヘッジを済ませていること、円高が即実体経済の悪化に繋がる訳ではないとの認識が広がっていること、を挙げた。別の委員は、円は対ユーロではむしろ下落しており、円の実効レートは大きく上昇していないことから、これまでのところ、為替だけの面から大きなデフレ圧力が働くには至っていないと指摘した。

複数の委員は、最近の急激なドル安・円高の動きに対して、効果なるべくあがるように配慮しつつタイムリーな為替介入を行うことは意義があるとの認識を示した。これに対して、複数の委員は、為替介入が為替レートの水準を変化させ得るのは、為替レートが明らかに行き過ぎているケースのみであり、最近のような円高というよりもドル安の動きを介入で変化させるのには限界があるとの考えを示した。

ひとりの委員は、日本株が時に米国株の下落に引き摺られたり、相対的に底固く推移したりすることは、市場参加者が、米国株価下落が米国のマクロ的なファンダメンタルズに関する見方の修正を意味するのか、企業会計不信等の特殊事情を反映しているのか、というふたつの見方の間で揺れ動いていることを示唆していると述べた。別の委員は、日本株の相対的な底固さの背景には、米国経済が90年代半ば以降のバブル的な動きのつけを払っている面があるとの認識があると指摘した。別のひとりの委員は、ドル安が進行する中で、リスク許容度が極端に低下して国際的な資金フローの動きが停滞しない限り、米国株式市場から流出した資金が日本の株式に流れても不思議ではないと述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、景気判断は上方修正したものの、先行きの不透明感も同時に高まっている状況では、日本経済を持続的な成長軌道に復帰させていくためには、引き続き、思いきった金融緩和を通じて経済を下支えする必要があるとして、全ての委員が、現在の調節方針を維持し、潤沢な資金供給を続けることが適当との見解を示した。

日銀当座預金残高の水準について、何人かの委員は、「10～15兆円程度」という目標の上限を目指すという現在の姿勢を継続することが適当である、との考えを示した。ひとりの委員は、短期国債のオペ金利は落ち着いているものの、応札倍率が非常に高いことを指摘し、短期金融市場における市場参加者間の取引が細り、オペへの依存度が高まっている中で、ALM管理上の必要性から市場にはオペの回数増加を求める声が存在するとの見方を示した。別の委員は、短期金融市場における市場機能低下や流動性預金のシフトといった問題の根底に不良債権問題が存在しているとの認識を示し、金融機関の流動性リスクの動向に引き続き注視が必要であると指摘した。

また、多くの委員が、米国の株価下落やドル安の進行といった事態にも拘らず、日本の金融環境は比較的落ち着いているとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員が、金融システム問題や信用リスクに対する懸念再燃というリスクが潜在的に存在することから、不安が台頭し、資金需要が急激に増大した場合には、「なお書き」の活用も躊躇すべきでないと述べた。

何人かの委員は、今後の流動性需要を左右する要因のひとつとして、流動性預金のペイオフ開始の問題について言及し、金融システムの安定性への影響などの観点も含めて、そのインプリケーションを確認する必要があると指摘した。ひとりの委員は、ペイオフの影響は、単に資金が流出する金融機関だけの問題ではなく、資金が流入する金融機関のALMにも大きな影響を与えるほか、受け皿となる国債、郵便貯金などの金融商品への大規模な資金シフトを生じさせる可能性

があると指摘した。

## ・政府からの出席者の発言

会合では、内閣府の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府は、7月の月例経済報告において、「景気は依然厳しい状況にあるが、一部に持ち直しの動きがみられる」という表現で、景気判断を上方修正した。今後のリスク要因としては、米国経済が重要なポイントとなるが、生産性の上昇トレンドに変化がない限り、大崩れするような状況ではないとみている。ただし、資産市場の調整が継続している点には留意が必要なほか、財政バランスの大きな変化がもたらす影響も注視すべきである。
- 日本の財政に関して、公的部門の貯蓄投資差額がどのように推移するのかという観点から検討することが予算編成を行ううえで重要であると考えている。
- 金融システム問題に関しては、システム強化のビジョン作りを金融庁にお願いしていたが、最近になって金融担当大臣の私的懇話会から「金融システムと行政の将来ビジョン」が報告されたところである。この報告をもとに、政策金融の問題もあわせて、総合的に議論を進めていきたい。
- 日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を継続して頂きたい。

財務省の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府としては、構造改革を着実に進め、民需主導の持続的な成長を実現するため、先般閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を今後のデフレ対応の基本として、早急に実施できる事項を検討し、可能な限り早期に実施していくこととしている。なお、この中では、デフレ克服のため、日本銀行においても引き続き実効性のある金融政策運営が期待されている。
- こうした政府の方針に呼応し、日本銀行におかれても、デフレ克服のため、金融政策運営にも更なる工夫を講じ、思いきった対応がとられるようお願いしたい。昨日の会合における報告でも、わが国の経済情勢については、全体としてほぼ下げ止まったとの見解が示されたが、金融政策の効果は、前回会合において申し上げたとおり、こういう時期にこそ、デフレ心理を払拭するうえで、より効果的であると考えている。
- 加えて、現在までのところ、潤沢な資金供給が行われているが、引き続きこれを維持するとともに、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、資金需要が急激に増大するような場合には、弾力的な対応をお願いする。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針を現状維持とすべきであるとの考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は7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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

### ・議事要旨の承認

前々回会合（6月11、12日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月19日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 4 年 7 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(全員一致)。

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 8 月 8、9 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 8 月 8 日 (13:59 ~ 15:53)  
8 月 9 日 ( 9:00 ~ 12:40)

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	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

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 ( 8 日 )  
谷口 隆義 財務副大臣 ( 9 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	永田俊一
理事	平野英治
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
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	堀井昭成

( 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
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(7月15、16日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営し、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行った。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、資金余剰感が一段と強まっており、短期国債レートは1年物に至るまで全てのタームで弱含む展開となっているほか、ユーロ円金利(3か月物)も低水準で安定的に推移している。金融機関は、9月末越えのみならず、年末越えの資金調達についても安心感を徐々に強めており、昨年より1か月以上早く実施した年末越えの資金供給オペも、きわめて低い落札金利となった。

国内資本市場、為替市場では、欧米株価や海外投資家の動向を巡って神経質な展開が続いている。株価は、欧米株価が大幅下落を続けるもとで、7月中旬まで小幅軟化に止まっていたが、下旬以降は海外投資家のリパトリエーション(日本株売却による資金還収)の動きから下げ足を速め、足許は9千円台後半で推移している。こうした動きを背景に、円の対ドル相場も120円台にまで軟化している。長期金利は、株価下落が金融政策の時間軸効果を強めるとの見方がある一方、銀行や投資家の利益確定売りへの警戒感も根強いことから、1.3%を挟んでフレの大きい展開となっている。

この間、社債や銀行発行債のクレジット・スプレッドは、株価の下落にもかかわらず、概ね横這い圏内で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国景気は引き続き回復基調にあるが、弱さを示す指標が増えている。まず個人消費については、6月までの各種販売統計をみる限り、基本的に底固さを維持しているとみられる。ただ、株価下落の影響から、7月の消費者コンフィデンス指標は悪化している。企業部門では、生産が拡大傾向にあるほか、収益も増益基調にあるとみられるが、7月のISM指数が製造業・非製造業とも低下するなど、企業マインドの後退が窺われる。雇用面でも、7月の民間非農業部門雇用者数は小幅増加に止まった。なお、先般公表された第2四半期の実質GDP成長率は、市場予想(年率+2.3%)を下回り、年率+1.1%と前期(同+5.0%)に比べ大幅な減速となった。

米国の金融資本市場では、景気回復テンポに対する見方が一段と慎重化しており、株価が引き続き軟調に推移したほか、長期金利も低下基調にある。こうしたなかで、FF先物金利などには、年末にかけての利下げの可能性が織り込まれている。また、市場ではリスク回避指向の強まりがみられており、信用スプレッドが拡大するもとで、企業の不正経理問題の影響もあって、7月の社債発行額は大幅に減少した。

---

<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。」

ユーロエリアをみると、輸出増に伴って生産が回復傾向にあり、景気は総じて底入れしているが、個人消費、設備投資など内需は引き続き弱めに推移している。ドイツのIFO景況感指数は、現状・先行きとも、ここにきて弱気化している。こうしたなかで、ユーロ先物金利の動きをみると、利上げ観測が大幅に後退しており、来年まで金融政策据え置きとの見方が中心となっている。

NIEs、ASEAN諸国では、輸出の増加が続くもとで、個人消費や設備投資も持ち直すなど、景気は引き続き回復基調にある。もっとも、IT関連の世界的な在庫復元の動きが一段落しつつあることから、輸出の増加テンポが鈍化する兆しがみられており、台湾、シンガポールでは生産水準の低下も窺われる。この間中国は、財政支出の増大や内需の好調に加えて、輸出も増加基調にあることから、高い成長率を維持している。

エマージング金融市場では、欧米株価の下落等を背景に海外投資家のリスク回避指向が強まるなかで、アルゼンチン、ブラジル、ウルグアイなどで金融面の不安定性が増大する動きがみられた。もっとも、ごく直近は、ウルグアイとブラジルに対する国際支援の動きなどを受けて、両国を中心に幾分落ち着きを取り戻してきている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

公共投資は、減少している。4～6月の公共工事請負金額は、前期比0.6%の減少となった。昨年度第2次補正予算の影響は、地方発注分も含めてほぼ一巡したものとみられる。

輸出は、1～3月に前期比+4.7%となったあと、4～6月は、財別にみればIT関連財、地域別にみれば東アジア向けを中心に、同+7.8%と伸びを高めた。東アジア向けは、IT関連財に加えて、中国、韓国等における堅調な内需を背景に、中間財や資本財・部品が順調に伸びている。一方、4～6月に急増したIT関連財輸出は、7～9月も増加を維持する可能性が高いが、パソコンや携帯電話の最終需要に対する慎重な見方も増えており、秋以降の輸出への不透明感が徐々に強まっている。

設備投資は、引き続き減少しているが、減少テンポは緩やかになっており、製造業の機械受注など一部の先行指標は下げ止まりつつある。この間、企業収益について7月時点の各種調査をみると、大企業では増益見通しが維持されており、中小企業でも下げ止まりが明確化しつつある。

個人消費は、全体として弱めの動きが続いている。6月までの販売統計合成指数は、前年比でごく小幅のプラスに止まっている。乗用車販売は、4～6月に持ち直したあと7月は減少した。消費者心理関連の指数は引き続き低水準であるが、雇用環境の限界的な改善等を背景に、方向としては改善傾向にある。

こうした需要動向を背景に、鉱工業生産は、1～3月に前期比+0.7%と5四半期振りに増加に転じたあと、4～6月は+3.6%と高めの伸びとなった。7、8月の生産予測指数は、比較的高めの伸びを示しているが、ヒアリング情報によれば、企業は先行きをもう少し慎重にみている模様である。

雇用・所得環境については、製造業を中心に、所定外労働時間やパートの新規求人など限界的な部分での改善が続いている。しかし、雇用者所得の明確な減少が続いており、雇用・所得環境は全体として、依然厳しい状況にある。夏季賞与も、6月支給分をみる限り、昨年冬季賞与並みの大幅な減少が見込まれる。

物価面をみると、7月の輸入物価は、非鉄などの国際商品市況や、4月以降のドル安・円高を反映して、前年比、3か月前対比とも大幅な下落となった。こうしたもとで、7月の国内卸売物価（夏季電力料金調整ベース）は、鉄鋼など需給要因から上昇した品目もみられたが、春先まで



の原油価格上昇の影響一服や為替要因もあって、全体では前月比 - 0.2%となった。消費者物価は、前年比1%弱の下落が続いている。

## (2) 金融環境

資金仲介活動をみると、民間銀行は、優良企業に対しては積極的な貸出姿勢を続ける一方で、信用力の低い企業に対しては慎重な姿勢を維持している。ただ、7月公表の主要銀行アンケート調査によれば、利鞘の引き上げ姿勢は堅持されているものの、信用枠や信用リスク評価といった利鞘以外の与信条件は、これまでの厳格化傾向には幾分歯止めがかかっているように窺われる。CP・社債の発行環境は、新年度に入って改善傾向が続いてきたが、7月は低格付け銘柄を中心に、これまでの改善傾向がやや一服している。

資金需要は、企業が債務圧縮姿勢を維持するなかで、設備投資が減少しているため、引き続き減少傾向を辿っている。こうしたなか、各種信用量の動向をみると、銀行貸出は前年比2%台の減少が続いており、社債やCPの発行残高も、伸び率が鈍化している。この間、企業の資金繰り判断は、水準としては引き続き厳しいが、業況の改善などを背景に、悪化傾向には歯止めがかかっている。

7月のマネタリーベースは、前年同月に、郵貯大量満期に備えた銀行券需要が高まったことの影響から伸び率が鈍化したものの、引き続き前年比2割台の伸びとなっている。

マネーサプライは、前年比で3%台半ば、広義流動性は同1%台半ばの伸びを続けている。広義流動性の伸び率の内訳をみると、本年3月までは、ペイオフの部分解禁を控えていたこともあって、預金通貨（流動性預金）の伸び率上昇が目立ったが、新年度入り後はこれが概ね一巡し、その他の安全資産、すなわち国債・FBや郵便貯金のプラス寄与が幾分高まってきている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

経済情勢の現状について、委員は、国内需要が依然弱く、世界経済を巡る不透明感は増しているものの、輸出や生産は増加を続けており、全体としてほぼ下げ止まっている、との見方を共有し、前月の判断を据え置くことで一致した。

一方、先行きについては、輸出・生産の増加が企業収益の回復を通じて民間需要を下支えし、景気の下げ止まりが明確になっていくというシナリオ自体は変わっていないとの見方が共有されたものの、米国をはじめとする海外経済の動向や、わが国株価の神経質な動きなどを踏まえると、不透明感が幾分高まってきているという点が意識された。

まず、企業部門の動向について、多くの委員が、足許の輸出と生産が、前月までに想定していたよりもさらに強めに推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、先行きも輸出・生産の増加基調は続くとの見方を示した。もっとも、これらの委員は、IT関連を中心とした在庫復元の効果一巡や海外経済の減速傾向を踏まえると、生産の伸び率は今後鈍化していく可能性が高いという点も指摘した。この間、ある委員は、素材や自動車などにみられるように、輸出主導の生産持ち直しという構図に変化は窺われないと述べた。さらに、ある委員は、上述のような先行き不透明感の強まりから、企業マインドが慎重化する動きもみられると指摘した。

輸出・生産が増加基調を続けるもとで、企業収益については、多くの委員が、大企業を中心に足許増益基調を維持しているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、期初段階の予想を下方修正する動きが早くもみられつつある点や円高がさらに進んだ場合の影響などを指摘し、先行きの企業収益に慎重な見方を示した。設備投資については、製造業の機械受注等に下げ止まりが窺われるなど、一部先行指標に明るい材料が窺われるものの、なお減少基調を脱するには至っていないという認識が概ね共有された。

家計部門については、複数の委員が、輸出・生産の増加を背景に、所定外労働時間や新規求人など、限界的な部分で労働需給の改善の動きがみられる点を指摘した。もっとも、大方の委員は、常用労働者数の減少幅拡大、夏季賞与の大幅な減少など、雇用・所得環境全体としては、厳しい情勢が続いているとの認識を共有した。こうしたなかで、大方の委員は、個人消費は、所得の厳しさに比べれば健闘しているものの、各種販売統計を総合すると、全体としてやや弱めの動きを続けているとの見方で一致した。

物価に関しては、全体として大きな変化はみられないなかで、複数の委員が、年初から横這いの動きを続けてきた国内卸売物価が、夏季電力料金を調整したベースでみると再び弱含みに転じた点に着目した。ある委員は、春先には値上げに意欲的であった素材メーカーでも、思いの外値上げが浸透していないようだと言った。消費者物価については、前年比1%弱の緩やかな下落傾向が続いているとの認識が共有された。この点に関連して、ある委員は、人事院勧告が初の公務員給与削減となったことに触れ、各方面への影響を注視したいと言った。また、別のひとりの委員は、外食やパソコンなどで、従来一服傾向にあるとみていた低価格戦略への逆戻りの動きがみられる点を指摘した。この委員は、こうした動きは個人消費の弱さを表わしている可能性があると言った。

以上の議論を総合して、委員の間では、経済・物価情勢は、引き続き4月の「展望レポート」における「標準シナリオ」の範囲内での動きが続いている、との見方が共有されたが、同時に、先行きの不透明感が幾分高まっている点も意識された。その要因としては、全ての委員が、わが国景気が輸出主導の構図から脱し切れないなかで、株価など国際資本市場が不安定な動きを続けており、米国を始めとする海外経済の回復力に不確実性が増している点を指摘した。加えて、多くの委員は、バブル後最安値に接近したわが国株価の動向と金融環境面への影響にも言及した。

まず、米国経済について、大方の委員は、景気を牽引してきた個人消費が足許なお底固さを維持していることから、「緩やかな回復基調」というシナリオ自体は崩れていない、との認識を示した。もっとも、景気の回復力は、従来考えられていたよりも弱い可能性があるという点についても概ね認識が共有された。同時に、複数の委員は、弱さの程度はまだ明確になっていないとも言った。徒らに悲観論に傾く必要はないとの見方を示した。

米国景気に対する弱気の見方の背景について、多くの委員は、株価が不安定な動きを続けるもとで、4～6月期のGDP成長率や7月の雇用統計・企業コンフィデンス指標など、予想比弱めの指標が相次いでいることを挙げた。複数の委員は、市場でも「二番底」懸念を含めて弱気の見方が増えており、FRBによる年内利下げ観測が高まっていることを指摘した。また、足許底固さを維持している個人消費の先行きについても慎重な見方が多く示された。何人かの委員は、株価下落に伴う逆資産効果や消費者コンフィデンスの悪化を指摘したほか、別の複数の委員は、長らく住宅価格の堅調や家計の債務拡大に下支えされてきた消費の持続性に慎重な見解を示した。さらに、複数の委員は、信用スプレッドの拡大など市場のリスク回避指向が強まっている点を挙げ、金融面から景気が下押しされる可能性にも留意する必要があると言った。

この間、何人かの委員は、現時点では判断が難しいが、最近の米国株価下落の背景やそのマクロ経済的な含意をどう理解するかによって、米国経済の展望も大きく異なり得る点を指摘した。このうちのある委員は、米国株価の下落は中長期の行き過ぎた成長期待の修正である、今般のGDP統計の遡及改訂で、過去何年かにわたって成長率や企業収益、労働生産性が下方修正されたこともそうした見方を裏付けている、その場合、米国経済がさらなる調整を余儀なくされる可能性も否定できない、との見方を示した。ただ、この委員は同時に、労働コストの着実な低下や企業収益の改善を踏まえると、企業部門における前向きなメカニズムは機能しているほか、長短金利にも低下余地があるため、回復力は弱いとしても、景気が二番底に向かう可能性は低いとの見解を示した。別のある委員は、会計不信の是正に向けて米国政府がかなり思いきった対応を採っていることから、予断は許さないが、米国経済に対する早期の信頼回復も期待できるのではないかと述べた。

なお、前回会合以降、主要通貨に対してドルが一方的に安くなる傾向が一服している点が意識されたが、複数の委員は、以上のような米国経済を巡る先行き不透明感を踏まえると、再びそうした傾向が強まる可能性も排除はできないと指摘した。

欧州経済についても、複数の委員が、輸出・生産の伸び鈍化や消費者コンフィデンスの悪化など、不透明感が増している点を指摘した。このうち何人かの委員は、独仏株価の年初来の下落率が3割前後と米国NASDAQに匹敵している点を指摘し、その金融・経済面への影響に警戒感を示した。アジア経済に関しては、複数の委員が、中国や韓国、台湾を中心に内需が堅調であり、わが国の輸出環境という意味では、欧米の減速をある程度補完し得るのではないかと述べた。もっとも、これらの委員も含め、多くの委員は、欧米が減速傾向を強めた場合、どこまで独立的に内需の堅調さを維持できるかはなお不透明であり、先行きについては慎重に見守っていく必要があるとの認識を共有した。また、複数の委員は、アルゼンチン、ブラジル、トルコなどのエマージング諸国を巡る金融市場の動きを引き続き懸念材料として指摘した。

## 2. 金融面の動向

米国など海外の株価が下落傾向を辿るなかで、本年2月のバブル後最安値近辺まで下落しているわが国株価動向や、その金融環境面への影響が景気の先行き不透明感を高める要因として意識され、この点を中心に議論が行われた。

まず、金融環境全般について、大方の委員は、金融市場ではきわめて緩和的な環境が維持されている、一方企業金融面では、限界的に改善の動きがみられるが、中小企業を中心に総じて厳しい状況にあり、金融市場における緩和感が十分波及していない、という基本的な認識に変わりがなことを確認した。 に関しては、複数の委員が、短期金利の更なる低下、日銀オペでの落札レート・応札倍率の低下など、ここにきて市場の資金余剰感が一層強まっている点を指摘した。一方、 に関しては、ひとりの委員が、銀行が貸出利鞘の改善に努めていることもあって、中小企業の金融環境は厳しさを増しているのではないかと述べた。

そのうえで、多くの委員が、足許の株価下落が、金融システム不安の高まりや、信用スプレッドの拡大、金融機関の貸出姿勢慎重化など、金融環境に悪影響を及ぼす可能性に言及した。もっとも、これらの委員も、これまでのところはそうした状況に至っておらず、株価下落にも拘らず、3月末にかけてのような危機感の高まりがみられていないとの認識を示した。その背景として、複数の委員は、 当時に比べ景気が幾分改善し企業の売上げや業績が持ち直している、 前年度末にかけて行われた特別検査の影響が一巡し、市場で大型倒産に対する懸念が幾分後退している、流動性預金への急激な資金シフトの一服等を背景に金融機関の流動性不安が後退している、といった点を指摘した。

ただ、多くの委員は、金融システムが克服すべき課題を数多く抱えているなかで、株価が更に低迷する場合にも、現在のような落ち着いた環境が維持されるかどうかは判らないと指摘した。このうち複数の委員は、銀行が自己資本比率を意識して予防的なリスクアセット圧縮に動く可能性や、株価下落が生保のリスクテイク力に及ぼす影響を指摘した。このほか、一部の委員は、金融機関の負債サイドで流動性預金のウエイトが高まっていること、一方資産サイドでは、財政規律に対する市場の懸念が根強いなかで、国債投資が増加していることへのリスクにも言及した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、景気の現状判断は据え置いたものの、先行き不透明感が幾分高まっているとの認識を踏まえ、足許金融市場の緩和感が一層強まっているなかであっても、現在の思いきった金融緩和を継続し、漸く見え始めた景気回復の動きを下支えしていく必要がある

との判断から、全ての委員が、調節方針を現状維持とすべきであるとの見解を示した。

そのうえで、多くの委員が金融調節上の留意点に言及した。何人かの委員は、「10～15兆円程度」という目標の上限を目指す姿勢を継続すべきとの考えを示した。ある委員は、銀行間の資金取引が縮小気味であることを踏まえると、日銀が引き続き潤沢な流動性供給を行っていくことが市場の安定にとって極めて重要であると述べた。また、金融経済情勢において先行き不透明感が幾分高まっていることを踏まえて、複数の委員が、9月末に向けて必要に応じ「なお書き」を活用して弾力的に資金供給を行っていくことの重要性を強調した。このほか、ひとりの委員は、金融機関の流動性不安を僅かなりとも除去し、信用仲介し易い環境を醸成するため、引き続き長めのオペを積極的に活用していくことが望ましいのではないかと述べた。この間、先行きの金融政策運営にも複数の委員が言及し、更なる緩和が必要となった場合の追加策についても検討を進めていく必要があるとの認識を示した。また、ひとりの委員は、今のところ特定のリスクシナリオで先行きの金融調節のあり方を考えるような状況にはないので、内外の情勢をよく見ていくことが重要と指摘した。

この間、今後の金融経済情勢、さらには金融政策運営にも影響を与え得る要素として、最近明らかになった政府の経済政策についても議論が行われた。まず、「決済機能の安定確保のための方策」の検討開始について、複数の委員が、金融市場面への影響という意味では、今のところ金融機関の資金繰り安心感、市場の資金余剰感を高める方向に作用しているとの見方を示した。もっとも、ある委員は、今回の対応が金融機関の資金調達環境にどのような影響を及ぼすかは制度設計などに大きく左右されるため、今後の議論の帰趨や市場の反応、資金フローへの影響を注視したいと述べた。また、何人かの委員は、今回の対応は金融システムの抱える問題への直接の処方箋ではないため、あくまでも金融機関が不良債権問題など経営課題の克服を通じて内外の信認を高めていくことが重要であると指摘した。

次に、ある委員は、政府の示した「予算の全体像」や来年度概算要求基準に触れ、厳しい財政事情のなかで、歳出改革の加速や経済活性化に資する減税方針が示されたことに着目した。この委員は、こうした財政運営が民間活力を引き出すものとなれば、金融緩和効果も力強い効果を発揮し得ると述べた。

## ・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、景気は一部に持ち直しの動きがみられているが、米国経済の減速への懸念、世界的な株安やドル安などのリスク要因から、先行きに不透明感が高まっている。
- こうした状況のなか、政府としては、民需主導の自律的な経済成長をより確実なものとしていくため、各種構造改革を着実に推し進めていくこととしている。15年度予算編成においては、財政健全化等の観点から歳出規模の抑制を図るとともに、「新重点4分野」への予算配分の重点化を行うこととしている。また、税制改革については、持続的な経済社会の活性化に資する「あるべき税制」の実現を目指すこととしており、多年度で税制中立を図ることにより財政規律を堅持しつつ、先行減税を含む一体的な税制改革の具体化を検討していくこととしている。
- こうした政府の方針に呼応し、日本銀行においても、デフレ克服のため、金融政策運営にも更なる工夫を講じ、思いきった対応がとられるようお願いしたい。景気に一部持ち直しの動きがみられるなかで、依然としてデフレが継続しているが、デフレはそれが緩やかなものであっても、長期化することで経済に様々な悪影響を与えており、わが国経済が民

需主導の自律的な成長を実現するうえで、デフレ克服はこの一兩年の経済運営における最重要課題であるとの認識を共有し、日本銀行として最大限の努力をして頂きたい。

- 加えて、現在までのところ、潤沢な資金供給が行われているが、引き続きこれを維持するとともに、今後とも経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、資金需要が急激に増大するような場合には、弾力的な対応をお願いする。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断は、昨日の月例経済報告のとおりであるが、世界経済の先行き不透明感が一層高まっており、わが国経済を下押しする懸念があるため、今後の景気動向は、これまで以上に注意深く見守っていく必要があると考えている。
- 政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を早急に具体化することとしており、この方針を踏まえて、経済財政諮問会議では「15年度予算の全体像」を今回初めて取りまとめた。15年度予算編成については、歳出改革を加速すると同時に、経済活性化を目指した本格的かつ一体的な税制改革の具体化を進める。また、デフレ克服に向け、政府・日銀は引き続き一体となって強力かつ総合的な取り組みを行うこととしている。
- 世界経済の先行き不透明感が一層高まっており、金融市場の不安定な動きについても十分注視する必要がある。こうした点も踏まえ、日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を継続して頂きたい。

## 採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針を現状維持とすべきであるとの考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

### 議案（議長案）

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

#### 記

日本銀行当座預金残高が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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は8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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・議事要旨の承認

前々回会合（6月26日）および前回会合（7月15、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月14日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 4 年 8 月 9 日  
日 本 銀 行

## 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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 9 月 17、18 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2002 年 9 月 17 日 (14:00 ~ 15:51)  
9 月 18 日 ( 9:01 ~ 13:08)

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	( " )
	植田和男	( 審議委員 )
	田谷禎三	( " )
	須田美矢子	( " )
	中原 眞	( " )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )

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 (17 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (18 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	永田俊一
理事	平野英治
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎 (18 日)
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
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
国際局参事役	高橋 亘

( 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 (18 日)
政策委員会室政策広報課長	市川信幸 (17 日)
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (18 日 9:01 ~ 9:17)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞
	(18 日 9:01 ~ 9:17)
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(8月8、9日)で決定された方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。資金供給オペにおいて「札割れ」が頻発しているが、オペの工夫を講ずることにより、当座預金残高を15兆円程度に維持できている。

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。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給が続くもとで、大手銀行の市場性資金調達額が引き続き縮小した状態にあることや、「決済用預金の全額保護」報道を受けて銀行の流動性確保の意欲が後退したことなどから、極めて強い資金余剰感が生じている。こうしたもとで、短期国債レートは全てのタームで下限である0.001%で推移しているほか、ユーロ円金利(3か月物)も中間期末越えにもかかわらず、8月下旬以降低下傾向を辿っている。さらに、預金保険機構・交付税特別会計借入やCPについても、金利低下が及んでいる。金融機関は、日本銀行に対しすでに十分な担保を差し入れていることもあり、9月末越えおよび年末越えの資金調達について、不安をほとんど感じていない状況である。

債券市場においても、金利低下の動きがじわじわと波及している。すなわち、8月中旬までは、中短期ゾーンの金利低下が目立っていたが、8月下旬以降、10年国債の流通利回りも徐々に低下している。この背景としては、地域金融機関が長期債投資を活発化させていることや、市場参加者の間で景気の先行きに対する不透明感が強まっていること等が指摘できる。

株価は、取引高が減少する中、世界的な株価の軟調を受けて下落し、最近では9千円台前半で推移している。このところ、海外株価との連動が強まっているように窺われる。こうした株価の下落にもかかわらず、社債流通利回りの対国債スプレッドは、総じて横這い圏内の落ち着いた動きとなっている。ただし、海外投資家を中心とするクレジット・デフォルト・スワップ市場では、銀行株価の下落を反映する形で、邦銀に対する見方が慎重化している。

円の対ドル相場は、国内機関投資家によるドル買いと国内輸出筋によるドル売りが交錯する中、もみ合いの展開となった。足許では、海外投資家による円売りなどから下落し、122円台での動きとなっている。

### 3．海外金融経済情勢

米国景気は、減速しつつも緩やかな回復を続けている。もっとも、先行き、ダウンサイド・リスクを注意すべき状態にある。まず、家計部門について、個人消費は、引き続き好調な自動車販売を中心に底固さを維持しているほか、住宅投資も金利低下を背景に高水準を続けている。雇用面では、8月の失業率は前月比小幅低下したが、同月の民間非農業部門雇用者数は、前月比2千人の減少となった。また、週間新規失業保険申請件数も、足許では40万人台に増加している。このような雇用環境の改善の遅れや株価下落の影響から、消費者コンフィデンスは悪化している。

---

<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。」

企業部門では、設備投資の先行指標が増加基調を維持しているものの、設備投資全体は引き続き低調に推移している。企業マインドが受注面を中心にやや弱気化しているほか、企業収益もこのところ減少気味であり、設備投資の回復時期はなお不透明である。

米国金融市場では、先行きの景気回復テンポについて引き続き慎重な見方が強く、長期金利は低下基調で推移した。株価も、企業会計問題に関する市場の懸念が和らいだことから一時上昇したが、その後は再び軟化した。FF先物市場等の動きから市場の金利観をみると、8月下旬にかけては株価の持ち直し等を反映して利下げ観測が幾分後退したが、最近では、年末にかけての利下げ予想が再びやや強まっている。この間、投資家のリスク認識をみると、依然としてリスク回避志向が根強い様子が窺われる。

ユーロエリアをみると、輸出の増加を主因に景気は底入れし、第2四半期の実質GDP成長率が2期連続でプラス成長となった。ただ、設備投資は6四半期連続でマイナスとなったほか、個人消費もこれまでの減少の反動増の面が強く、景気全体として回復基調は定着していない。また、ドイツのIFO景況指数をみても、先行きの景況判断が悪化している。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連の輸出の伸び鈍化が明確になりつつある。これは、予想の範囲内での動きであるが、今後は、米国経済の動向をより直接的に反映する動きになると考えられる。こうした輸出の動きを映じて、生産水準も低下する動きがみられる。他方、内需面では、個人消費や設備投資が持ち直す方向にあり、堅調な動きが続いている。ただし、韓国では、株価下落等により消費者コンフィデンスが悪化しつつあり、これを受けて個人消費に鈍化の兆しがみられている。

この間、エマージング金融市場では、ブラジルを巡る金融環境が、IMFによる金融支援の決定後、幾分改善したが、アルゼンチン、トルコなどでは、不安定な状態が続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

新たな推計方式に基づく実質GDPの推移をみると、4～6月期は外需に加えて、国内需要も若干のプラスとなり、ほぼ下げ止まりの経済情勢がGDP統計においても確認された。

輸出は、増加を続けている。先行きは、情報関連を中心とした海外在庫の復元効果が剥落していくことなどを背景に、年末にかけて輸出増加のテンポがいったんかなり鈍化すると見込まれる。もっとも、東アジア向けの輸出は、中間財や資本財などを中心に、引き続き増加するとみられるため、輸出全体の増加傾向自体は維持されると考えられる。

生産についても、こうした輸出動向を映じた動きとなっており、7～9月期は、4～6月期に比べると、増勢は鈍化する見通しであるが、基調的には緩やかな増加傾向を辿ると考えられる。在庫面では、鉱工業全体として調整が一巡している。

企業収益を売上高経常利益率でみると、製造業では、昨年後半を底として、比較的是っきりとした回復傾向にある。民間調査においても、今年度の増益見通しは維持されている。

設備投資については、減少テンポは緩やかになってきているが、なお下げ止まるとはいえない。先行指標をみると、機械受注は4か月連続で増加した一方、7月の建築着工床面積は減少した。これらを踏まえると、設備投資は先行き下げ止まるとしても、回復へと転じるにはなお時間を要するとみられる。

個人消費は、7月の販売統計が軒並みマイナスとなったが、これは天候要因も影響しており、消費の基調がここへきて急速に冷え込んだとみる必要はないと思われる。実際、8月には、乗用車販売が持ち直したほか、百貨店等の売上も幾分改善した模様である。もっとも、雇用・所得環境は、企業の人件費削減姿勢が根強い中で、夏季賞与が大幅に落ち込むなど、雇用者所得が明確な減少を続けており、引き続き厳しい状況にある。こうしたもとで、個人消費は、当面、弱めの

動きを続ける可能性が高い。

物価面をみると、国内卸売物価は、これまでの輸入物価の下落を反映して、弱含みとなっている。ただ、足許、原油をはじめ国際商品市況が強含んでおり、輸入物価は、先行き、幾分強含みに転じる可能性がある。消費者物価は、前年比1%弱の緩やかな下落傾向を辿るものと考えられる。

## (2) 金融環境

民間部門の資金調達は引き続き減少傾向を辿っている。法人季報により企業の資金過不足をみると、キャッシュフローの改善と設備投資の減少から、資金余剰幅が幾分拡大傾向にあり、外部資金調達の需要が乏しいことが分かる。銀行貸出は前年比2%台の減少が続いているほか、CP、社債の発行残高は、このところ前年並みの水準で推移している。ただ、発行環境自体は改善傾向が維持されており、低格付けCP、社債の発行割合は上昇している。また、CP、社債発行金利における信用スプレッドは高格付け先では全体として低位安定している。

8月のマネタリーベースは、前月に比べて若干伸びを高めた。内訳をみると、太宗を占める銀行券の前年比伸び率が幾分上昇している一方、当座預金は前年の政策変更の裏が出る形で伸び率が鈍化している。マネーサプライは前年比3%台半ばの伸びが、広義流動性は前年比1%台半ばの伸びが、それぞれ続いている。広義流動性内における安全性の高い資産への資金シフトの動きは、このところ一服している。

貸出金利の動きをみると、7月の貸出約定平均金利は、短期を中心にやや上昇したが、こうした動きが銀行の貸出利鞘引き上げスタンスを反映した継続的なものかどうかは、今後のデータを確認する必要がある。企業からみた金融機関の貸出態度は、民間アンケート調査によると幾分緩和方向にあるが、引き続き厳しい状況にある。企業の資金繰り判断については、悪化傾向に歯止めがかかっている。

以上のように、わが国の金融環境は、最近の株価下落にもかかわらず、総じて緩和的な状況が続いている。

## ・「国債の条件付売買基本要領」の制定等

### 1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から、市場における取引形態の変化に合わせる形で、現行の短期国債の現先オペおよび国債借入オペ（レポ・オペ）を、広く国債を対象とする新現先方式によるオペレーション（新現先オペ）に一本化し、あわせて事務手続きの整備を図ることとした。

なお、新現先オペへの移行は本年11月中旬を予定している。

### 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. 経済情勢

経済情勢について、委員は、現状、輸出や生産は増加を続けており、全体としてほぼ下げ止

まっている、今後、海外景気の緩やかな回復が持続する中で、下げ止まりが次第に明確になっていくと考えられる、一方で、世界経済の動向、国際政治情勢、株価の動きなど、先行きの不透明感が強く、経済が下げ止まった後の展開を現時点で確度をもって予想することは難しい、との見方を共有した。そのうえで、景気の現状に関して、前月の総括判断を据え置くことで一致した。

ある委員は、今後の成長見通しについて、7～9月期は、輸出の増加と内需の停滞が綱引きする形で、ゼロ成長圏内に止まり、その後も同様の状況が続くのではないかと、この委員は、物価の動きについても、このような情勢のもとで、そう大きくは改善しないだろう、と付け加えた。

まず、輸出と生産について、複数の委員は、増加テンポが少し緩やかになっているが、これは海外における在庫復元の動きが一巡していることが背景にあり、予想の範囲内の動きである、と述べた。ただ、何人かの委員は、世界の株価動向、情報関連需要の先行きや国際政治情勢など、輸出環境には強い不透明感が存在している、との認識を示した。

海外経済の動向については、多くの委員から、米国、欧州において回復テンポが緩やかになっているほか、東アジアでも、一部の国で先行き減速の兆しが窺われる、との見方が示された。

このうち、米国に関して、多くの委員がこのところの株価低迷に言及した。ある委員は、最近の米国株価の不安定な動きは、企業会計不信を背景としたものから米国経済そのものの先行き不透明感を背景としたものへ性格を変えつつある、と述べた。ただ、同時に、これらの委員は、自動車を中心とする個人消費や住宅投資が引き続き底固く、来年にかけて緩やかな成長が持続するという景気の回復シナリオ自体は維持されている、との認識を明らかにした。もっとも、何人かの委員は、株価の下落を背景に、企業・家計のコンフィデンス低下や資金調達環境の悪化が懸念され、こうした状況が長期化すれば、実体経済活動を停滞させる恐れがある、と指摘した。

東アジアについて、ある委員は、最終需要は全般的に堅調であり、同地域への輸出がわが国の輸出全体を下支えすることが見込まれる、と発言した。これに対し、別のひとりの委員は、米国経済が減速する中で、東アジアの内需が独立して好調さを保てるか、注意を要する、と述べた。

次に、設備投資について、何人かの委員は、先行指標である機械受注が、4～6月期に続き、7月も製造業を中心に増加するなど、下げ止まりの動きを示していることに着目し、設備投資は先行き下げ止まりに向かう、との見方を示した。このうちのある委員は、生産の増加が企業収益の回復をもたらす、それがさらに投資の持ち直しに繋がっていくという意味で、弱いながらも循環的な前向きな動きが働いている、と述べた。もっとも、別の複数の委員は、世界経済を巡る不透明感等から企業マインドが慎重化していることや、中小企業からの機械受注が改善していないこと等を挙げ、設備投資が直ちにはっきりした回復に転じることは見通し難い、と発言した。

家計部門については、複数の委員が、7月の各種売上指標が軒並み低迷したが、8月については、乗用車販売など改善を示す指標がみられる点に言及した。ただ、これらの委員を含めた多くの委員は、企業のリストラ姿勢が根強い中、夏季賞与の大幅な落ち込みにみられるように、所得環境は引き続き厳しい、との認識を示した。ある委員は、先行き、公務員給与の引き下げ、医療費負担の増加、税制改革に伴う個人の税負担増など、所得を減少させる要因が相次ぐ可能性があることを指摘した。これらの委員は、こうした所得環境のもとでは、個人消費が弱めの動きから脱し、景気の牽引役になるのは難しい、との判断を示した。

以上の議論と合わせ、各委員は、先行きのリスク要因についても言及した。多くの委員は、まず、米国経済に加え、中東情勢や原油価格の動向、エマージング市場の動きなど、世界経済を巡る不透明感を指摘した。このうちの何人かの委員は、世界的なデフレ傾向も注目されつつある、と付け加えた。ある委員は、わが国経済は、当面、国内需要の自律回復が期待し難く、今後の景気展開は、輸出動向およびその背後にある海外経済の先行きに大きく依存せざるを得ない、と発言した。これらの委員は、同時に、世界各国の資本市場の動揺をリスク要因として挙げた。とりわけ、わが国の株価の下落は、企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、金融シス

テムを不安定化させ、それがさらに経済のダウンサイド・リスクに繋がる恐れがある、との認識が委員の間で共有された。

この間、ひとりの委員は、新たな推計方法により公表されたGDP統計について言及した。この委員は、新系列のGDPは経済の変動をより適切に反映しているとして、ゼロ金利政策の解除が行われた2000年には、年後半にかけて実質GDPの伸びが高まる姿となっている、と指摘した。

## 2. 金融面の動向

ほとんどの委員は、わが国の株価は欧米株価の軟調につれる形で下落し、不安定な動きを続けている、と指摘した。ある委員は、年初来のわが国の株価下落率は、欧米市場に比べれば限定的であるが、業種別株価の動きをみると、金融や不動産の下落が目立っており、日本経済の抱える問題点を現わしている、との見方を示した。もうひとりの委員は、実体経済が緩やかながらも改善傾向にあり、企業収益が回復に転じていることを踏まえると、最近の株価下落は、日本経済が構造的な脆弱性を抱え続けていることからくる不安感等を反映している面があるのではないかと発言した。さらに、別のある委員は、銀行・企業間の株式持合いの解消の動きが市場へのプレッシャーになっている、と述べた。

このような株価動向の一方で、短期金融市場は平静を保っており、資金余剰感は一層強まっているとの認識が委員の間で共有された。これらの委員は、市場では流動性調達に対する安心感が浸透しており、流動性需要が高まった本年2月頃の状況とは異なることを強調した。何人かの委員は、こうしたもとの、長期金利が低下傾向を辿っているほか、クレジット・スプレッドも総じて落ち着いて推移していることを指摘した。ある委員は、こうした市場動向の背景として、調達に対する安心感の強まりや預貸ギャップの縮小から流動性需要が減少している中で、日本銀行が従来と同様の潤沢な資金供給を続けているため、緩和の度合いが実質的に強まっている、金融機関の負債サイドにおける流動性預金のウエイトが高まったこともあり、金融機関のリスクテイク能力がさらに低下し、国債や高格付け債券での運用が増加している、といった点が考えられると述べた。

株価下落については、多くの委員が多額の株式を保有する金融機関および金融システム全体への影響が懸念される、との認識を示した。これらの委員は、株安が金融システムの安定性に大きな影響を及ぼさないよう、抜本的な対策が必要であると強調したうえで、今後も株価の動きを注意深くみていく必要がある、との考えで一致した。

この間、複数の委員は、量的金融指標に関し、マネタリーベースの前年比伸び率は今後さらに鈍化していくと考えられると述べたうえで、日本銀行が量的緩和を維持していることや、市場における資金余剰感がむしろ強まっていることとの関係で、どのように説明していくか、十分な検討が必要である、と指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、景気は全体としてほぼ下げ止まっているほか、金融市場では資金余剰感が強まり、流動性調達に対する不安感が払拭されていることに鑑み、全ての委員が、現在の思い切った金融緩和を継続し、調節方針を現状維持とすべきである、との見解を示した。何人かの委員は、海外経済を巡る不透明感に加えて、国内株価の不安定な動きとその影響を踏まえると、ダウンサイド・リスクが高まっていることは否定できないが、先行き、下げ止まりが次第に明確になるという見通しを修正する必要はない、との見解を述べた。また、別のある委員は、日本銀行が先行きのリスクの高まりを表明することにより、いわゆる「時間軸効果」がさらに発揮されることが期待できる、との認識を述べた。

そのうえで、具体的な金融調節運営について、ある委員は、「10～15兆円程度」という目標の上限を維持すべきである、との考えを示した。また、他の何人かの委員は、今後とも、株式市場に端を発する場合も含め、金融市場で流動性需要が増大するようなことがあれば、調節方針における「なお書き」を活用して、機動的に対応することが必要である、との意見を述べた。

何人かの委員は、長期国債買い入れの増額の是非について言及した。ある委員は、資金供給オペで札割れが発生しているものの、日銀当座預金残高を目標の上限である15兆円程度に維持できていることに鑑みれば、現在、国債買い入れを増額する必要はない、と述べ、他の何人かの委員もこの考えに同調した。このうちのひとりの委員は、長期金利が一段と低下すれば、銀行や機関投資家の資金運用環境やリスク管理の点で、必ずしもメリットばかりではないと考えられる点にも留意が必要である、と発言した。さらに、もうひとりの委員は、国債買い入れ増額は、日本銀行のバランスシート上の金利リスクを増加させると指摘したうえで、日本銀行の収益（シーニョリッジ）をどのように活用することが有効か、金融システム安定の観点から総合的に検討する時期に来ているのではないかと問題を提起した。

オペや担保対象資産の拡充についても議論が行われた。何人かの委員は、現在、金融機関は国債などの資産を豊富に保有しており、日本銀行が資金供給を行っていくうえで、買い入れ対象となる資産が不足している状況ではないとの判断から、ETF（株価指数連動型投資信託）を含め、現時点でオペや担保の対象資産の拡充は必要ない、との認識を示した。他の複数の委員も、担保の拡充は常に検討すべき課題で、予めフィージビリティや実務上の問題点を整理しておく必要があるが、現時点でそうした措置を講ずる必要性はない、と同調した。別のある委員は、仮に調節手段が不足する場合には、いくつかの観点からみてもまずは外債の購入を検討すべきではないかと発言した。

株価の不安定な動きに対して中央銀行としてどう対処するか、という観点からも意見が交わされた。ある委員は、株価が先行きの企業収益に対する見方を反映して決まる以上、中央銀行が金融政策の手段を使って株価自体をコントロールすることは適当でないし、可能でもない、と主張した。他の委員も、金融政策は市場の資源配分や価格形成に中立的であるべき、グローバルに広がった市場で株価を人為的に維持しようとする、巨額の株式を購入する必要があるが、それは事実上不可能である、中央銀行のバランスシートで引き受けることができるリスクには限りがある、といった理由を挙げて、現状、日本銀行が株価そのものに働きかけることは適当でない、との認識で一致した。

この間、多くの委員が金融政策との関連で金融システムに関わる政策についても触れた。複数の委員は、デフレから脱却し、経済の持続的成長を実現するには、税制改革や規制改革に加えて、不良債権問題を抜本的に解決し、金融システムを安定化させることが重要である、と強調した。別の複数の委員も、マネタリーベースの潤沢な供給がマネーサプライの増加に繋がり、強力な金融緩和効果を発揮するには、金融システムの安定が不可欠である、との見解を述べた。同時に、何人かの委員は、わが国が他国以上に株価下落の影響に神経質にならざるを得ないのは、金融機関が多額の株式を保有し、株価変動に対して金融システムが脆弱であることが背景にあると指摘したうえで、金融機関が貸出の増加に取り組みやすい環境を整備するためにも、金融機関から株価変動リスクを切り離すことが重要な課題である、との考えを示した。

金融システム安定のための方策について、何人かの委員は、日本銀行と政府が一体となって実効性ある総合的な対応を打ち出す必要がある、と主張した。これらの委員は、日本銀行としてこの問題にどのような貢献ができるか、積極的に検討する必要がある、との考えを示した。ある委員は、現在の日本の金融システムの置かれた極めて特殊な事情を踏まえると、日本銀行がある程度リスクを承知のうえで、一国の金融システムを守るために、中央銀行として可能な範囲内で施策を講じる局面に来ているのではないかと、との認識を述べた。そのほか、複数の委員は、個人投資家の株式市場への参入を促すような証券税制の整備の必要性を指摘した。

なお、複数の委員は、今回の決定会合の結果については、内外の注目が高まっており、政策判断の背景にある金融経済情勢についての認識や金融政策のスタンス、さらには金融システムの安

定を図っていくことの重要性などについて、改めて丁寧に説明する必要があるとしたうえで、これらを簡潔に記したステートメントを公表するとともに、議長から記者会見を行うことが適当ではないか、との意見を述べた。他の委員も、こうした考えに賛同した。

## ・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 現状の金融政策は潤沢な資金供給を通じて市場に安心感を与えているが、物価は依然下落しており、デフレの克服には結びついていない。9月9日の経済財政諮問会議等においても、デフレ克服に向けた政府・日本銀行一体となった対応の重要性が再認識され、従来からの議論を総括したうえで、より積極的な金融政策に乗り出すべきとの意見も出されている。また、金融政策が現状維持のままでは、今後マネタリーベースの伸び率が減少していき、金融緩和姿勢が弱まったと受け止められるのではないかと危惧も示された。
- わが国経済が民需主導の自律的な成長を実現するうえで、デフレ克服はこの一両年の経済運営における最重要課題との認識を改めて共有し、日本銀行におかれても、従来の考え方や枠組みに囚われない実効性のある思い切った金融政策運営を是非ご検討頂きたい。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断は、最近の株価下落等もあり、厳しい経済環境にあることは間違いなく、先行きについては楽観すべきではないと考えている。今後の金融経済情勢については、これまで以上に注意深く見守っていく必要があると考えている。
- 株価下落等を含む経済情勢については、9月9日の経済財政諮問会議において、有識者議員より緊急提言がなされ、デフレ対応策について議論があった。今後は、すでに閣議決定した「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」に基づき、「金融システム改革」、「税制改革」をはじめとした構造改革の取り組みを「より速く、より大きく、より分かり易く」を基本に推進することが重要と考えている。株価など、金融・経済動向を注視しつつ、早急に具体化を進めていく。
- デフレ克服に向け、政府・日本銀行は、引き続き一体となって、強力かつ総合的な取り組みを行うこととしており、最近の厳しい経済環境に鑑み、金融緩和効果の創出や金融システムの安定に向けて、さらなる対応が必要である。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施をお願いしたい。

## ・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針を現状維持とすべきであるとの考え方が共有された。

これを受け、議長から以下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、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、植田委員、田谷委員、  
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

### ．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（「本日の金融政策決定会合における決定について」）が全員一致で決定され、別添1のとおり、同日公表することとされた。

### ．金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は9月19日に公表することとされた。

### ．議事要旨の承認

前回会合（8月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月24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10月～15年3月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上



(別添1)

2002年9月18日  
日 本 銀 行

### 本日の金融政策決定会合における決定について

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、これまでの金融市場調節方針を継続することを決定した(別添)。
2. わが国の経済情勢をみると、輸出や生産は増加を続けており、景気は、全体として、ほぼ下げ止まっている。また、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、金融市場は、全般的に極めて落ち着いた動きとなっている。
3. ただ、株価は、世界経済を巡る不確実性の増加等を背景に、海外主要市場の株価と同様、不安定な地合いを続けている。株価の下落は、様々なルートを通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、現在の金融経済情勢の下では、金融市場や金融システムを不安定化させる可能性があるため注意が必要である。
4. 現在、金融機関の流動性需要は落ち着いているが、日本銀行としては、金融市場が不安定な動きとなる恐れがある場合には、これまでと同様、金融政策決定会合で決定した当座預金残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う方針である。取引先金融機関は日本銀行に対し、既に十分な量の担保を差し入れている。
5. 日本銀行は、今後とも、物価の継続的下落を防止し、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、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、中央銀行として最大限の努力を続けていく方針である。

以 上

(別 添)

平成14年9月18日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が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14年9月18日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成14年10月~15年3月)

	会合開催	金融経済月報公表 <sup>(注)</sup>	(議事要旨公表)
14年10月	10月10日<木>・11日<金> 10月30日<水>	10月15日<火> ——	(11月22日<金>) (12月20日<金>)
11月	11月18日<月>・19日<火>	11月20日<水>	(12月20日<金>)
12月	12月16日<月>・17日<火>	12月18日<水>	(1月27日<月>)
15年 1月	1月21日<火>・22日<水>	1月23日<木>	(2月19日<水>)
2月	2月13日<木>・14日<金>	2月17日<月>	(3月10日<月>)
3月	3月 4日<火>・ 5日<水>	3月 6日<木>	未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2002年10月)」は、10月30日<水>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」
- (図表 2) 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 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 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 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、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」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、日本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 13) 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 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「卸売物価指数」「金融経済統計月報」等
- (図表 17) 日本銀行「金融経済統計月報」等
- (図表 18) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社

- ( 図表 21 ) 日本銀行「準備預金積立て状況等」等
- ( 図表 22 ) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- ( 図表 23 ) 東京金融先物取引所
- ( 図表 24 ) 日本相互証券
- ( 図表 25 ) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- ( 図表 26 ) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- ( 図表 27 ) 日本経済新聞、東京証券取引所
- ( 図表 28 ) 日本銀行
- ( 図表 29 ) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」等
- ( 図表 30 ) 日本銀行
- ( 図表 31 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- ( 図表 32 ) 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」等
- ( 図表 33 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 34 ) 財務省「法人企業統計季報」
- ( 図表 35 ) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- ( 図表 36 ) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- ( 図表 37 ) 日本銀行「マネタリーベース速報」、内閣府「国民経済計算」
- ( 図表 38 ) 日本銀行「マネーサプライ速報」