

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 14 年 10 月 10、11 日開催分)

(開催要領)

- 1 . 開催日時 : 2002 年 10 月 10 日 (14:00 ~ 15:46)
10 月 11 日 (9:00 ~ 12:49)

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 (10 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (11 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 (11 日)
政策委員会室政策広報課長	市川信幸 (10 日)
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

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(9月17、18日)で決定された方針¹にしたがって運営した。すなわち、9月30日および10月1日には、期末要因等から流動性需要が増大したことを踏まえ、日銀当座預金残高を高めとする調節を行った。一方、この期間を除いては、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を行った。

足許、株価が下落傾向を辿る中、短期金融市場は銀行株の動きに若干神経質になってきた。レポ・レートが上昇し、日本銀行による売出手形の落札レートも強含んでいる。ただ、これまでのところ、金利上昇や不安心理が市場全般に広がるといった動きにはなっていない。

こうした中で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、概ね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のもとで、資金余剰感の強い状態が続いてきた。足許、レポ・レートの上昇などはみられるが、短期金利全体としては、低水準が維持されている。

国内資本・為替市場では、海外株価の下落と政府の不良債権処理策を巡る思惑の台頭を背景に、神経質な展開が続いた。

すなわち、長期金利は、本行による「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」の公表(9月18日)や10年債の入札不調(9月20日)をきっかけに一時大きく上昇したが、その後は再び低下した。また株価は、不良債権処理策を巡る思惑や海外株価の下落を受け、軟化を続けた。

この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、株価の下落にもかかわらず、地域金融機関による購入意欲の強さを背景に、横這いとなっている。

円の為替相場は、本邦資本筋による外貨建証券投資などから、やや軟調に推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、緩やかな回復基調にある。家計支出をみると、自動車販売や住宅投資が堅調に推移していることから、全体としては引き続き底固さを維持している。企業の設備投資も、生産の回復基調が続くもとで、機械投資に限ってみれば緩やかながら回復に向かいつつある。しかし、国際政治情勢などを巡る不透明感が強まり、株価が一段と下落するもとで、家計や企業のマインドも悪化しており、非耐久財消費など個人消費の一部には伸び悩みもみられている。

米国金融市場では、先行きの景気回復テンポに対する見方が一段と慎重化する中で、長期金利は低下基調で推移し、株価も下落傾向を辿った。こうした動きの背景には、テロ再発懸念や国際政治情勢の不透明化も影響しているとみられる。

先物金利から市場の金利観をみると、先行きの利下げ観測が強まりつつあり、FF先物金利は

¹ 「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。」

年内の0.25%の利下げを織り込む水準まで低下した。

ユーロエリアでは、輸出の増加を主因に景気は底入れしたが、個人消費、設備投資など内需が依然低調に推移しており、景気全体として回復基調はなお定着していない。

欧州金融市場でも、景気の先行きに対する見方が一段と慎重化する様子が窺われる。すなわち、長期金利は低下基調で推移しており、主要国の株価も、96、97年以来の安値をつけている。市場の先行きの金利観をみると、ユーロ先物金利は、年末にかけての0.25%の利下げを、ほぼ織り込む水準となっている。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連を中心に輸出の増加が続くも、個人消費や設備投資も持ち直す方向にあるなど、景気は引き続き回復基調にある。

この間、エマージング金融市場では、欧米の株価下落などに伴って海外投資家のリスク回避指向が強まる中、個別国の政治情勢への懸念や国際政治情勢の不透明化などから、不安定性が高まっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出の増加ペースは鈍化しているが、増加傾向自体は続いている。先行きも、海外経済が来年にかけて緩やかな回復傾向を続けるとの見通しを前提とすれば、輸出の増加基調は維持されることが考えられる。ただし、本年末頃までは、IT関連を中心とした海外の在庫復元の一巡などを背景に、増加ペースは鈍化していくとみられる。また、米国経済の動向や世界的なIT関連需要、さらには国際政治情勢を巡る不透明感の強さ、各国の株価も不安定な動きを続けていることを踏まえれば、海外経済の緩やかな回復というシナリオ自体がリスクを内包している点には、注意が必要である。

上記のような輸出動向を反映し、生産も増加を続けている。ただし、その増加ペースは、輸出同様徐々に鈍化しており、当面は、こうした傾向が続く可能性が高い。

以上のような輸出・生産の動向を受け、企業収益は回復している。企業の業況感も全体として改善が続いている。ただし、世界経済を巡る不透明感の強さもあって、業況感の改善の度合いは、現状、先行きとも緩やかなものになってきている。

こうしたも、設備投資は下げ止まりつつあり、先行きについても、企業収益の回復持続が展望できれば、その好影響が及んでいくと考えられる。もっとも、先行き不透明感が強いも、企業はなお慎重な投資姿勢を維持しており、設備投資がはっきりした回復に転じるには、まだ時間がかかるとみられる。

家計部門をみると、所定外労働時間が引き続き増加し、新規求人も堅調に推移している。しかし、常用労働者数の減少が続いているほか、雇用者所得も明確な減少を続けている。

こうしたも、個人消費は弱めの動きを続けており、先行きについても、当面、全体として弱めに推移すると考えられる。

この間、公共投資は減少している。

物価面をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の動向を反映して下げ止まりつつある。一方、国内卸売物価は、これまでの輸入物価下落の影響もあって、弱含みの動きとなっている。また、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向にある。

先行き、輸入物価は上昇に転じていくとみられるが、国内卸売物価は、当面なお弱含みで推移するとみられる。また消費者物価も、需給バランス面からの低下圧力などを反映し、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

銀行貸出はマイナス2%台の減少を続けている。また、社債やCPといった直接金融市場を通じた資金調達も、前年比プラス幅が縮小傾向にある。これらを反映して、民間部門の総資金調達はマイナス幅がやや拡大しており、民間の資金需要は引き続き低迷している。

次に量的金融指標をみると、9月のマネタリーベースは前年比21.4%と、前月に比べれば伸び率は低下したが、依然高い伸びとなっている。内訳をみると、銀行券が引き続き高い伸びを示している中、日銀当座預金については、前年9月にテロ事件の影響から残高が大きく増えたことを受け、前年比でみた伸び率は低下した。この間、マネーサプライは、前年比3%台での増加が続いている。名目GDPとの対比でみると、マネタリーベースもマネーサプライも、現在の水準は歴史的にみて、きわめて高い。

なお、各経済主体の金融資産保有スタンスをみると、金融機関、企業、家計とも、現金や預貯金、国債といった安全資産の保有比率を増やしており、安全資産選好の強さが窺われる。

企業金融の環境をみると、信用スプレッドは、4～6月期に縮小傾向を辿ったが、7～9月期は縮小テンポがやや足踏みしている。9月短観の企業金融関連DIをみても、資金繰り判断の緩和には一服感が出ているほか、借入金利水準判断も上昇傾向を示しており、貸出態度判断DIも僅かながら厳格化している。

以上をまとめると、金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いているほか、マネーサプライやマネタリーベースも、経済活動との対比でみれば高めの伸びを維持している。この間、企業金融面をみると、信用力の高い企業は引き続き緩和的な調達環境にあるが、信用力の低い企業については投資家の姿勢が依然として厳しく、民間銀行も貸出姿勢を慎重化させている。したがって、先行き、株価下落や不良債権処理の影響も含め、企業金融の環境については十分注意してみていく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について委員は、前月(9月)から大きな変化はみられていない、との認識を、概ね共有した。すなわち、輸出や生産の伸びは鈍化しているが、これは予想の範囲内の動きといえる、企業収益は回復しており、設備投資も下げ止まりつつあるなど、景気は全体として下げ止まっている、一方で、国内需要は依然低迷を続けており、世界経済を巡る不透明感の強さもあって、回復へのはっきりとした動きはみられていない、との認識を示した。

多くの委員は、輸出と生産について、基本的に増勢を維持しつつも、増加テンポは緩やかになってきた、と指摘した。そのうえで、本年前半の輸出の急伸は世界的なIT関連財などの在庫復元の動きを反映していた面があるため、本年後半にかけて輸出の増加テンポが鈍化していくこと自体は予想されたことである、との認識を示した。

同時に、多くの委員は、米国をはじめとする海外経済の先行きに加え、世界的な株価下落傾

向や国際政治情勢など、先行きの輸出環境を巡る不透明感が強いことを指摘した。このうちひとりの委員は、アジア向け輸出についても、IT関連の世界的な出荷動向から、今後、増勢テンポが大きく鈍化する可能性があるとの見方を示した。

そのうえで、米国をはじめとする海外経済の展望について、議論が行われた。

米国経済について、多くの委員は、緩やかな回復基調が続くというシナリオは維持されているが、先行きのダウサイド・リスクはやや高まっている、と述べた。

ひとりの委員は、米国の家計支出を取り巻くリスクとして、米国株価下落に伴う逆資産効果やマインドへの影響、雇用環境の改善の遅れ、を指摘した。別のひとりの委員は、家計支出の中味をみると、住宅投資や耐久財消費など、低金利の恩恵を受けやすい金利感応的なものが堅調を維持している一方、非耐久財消費などについては弱めの動きもみられ始めている、と指摘した。

また別のひとりの委員は、上述のような消費減速の兆候に加えて、設備投資の回復時期が先にずれ込みつつあることを踏まえれば、10~12月期の米国の成長率は潜在成長率に届かない可能性が高く、この結果需給ギャップは若干拡大し、雇用・物価面に下方圧力がかかる可能性がある、と指摘した。

さらに別のひとりの委員は、米国株価下落に伴う逆資産効果や年金の引当不足問題への懸念が高まっている、証券不祥事に伴うインベストメント・バンクへの不信や、コーポレート・リフォームが未決着状態にあることから、投資家の株式投資姿勢が慎重化している、欧州でも、通信業界の過剰債務とそれに伴う金融機関の不良債権問題を背景に、金融システム面での緊張感が高まっている、等のリスクを指摘した。

そのうえで、何人かの委員は、日本の内需の立ち上がりがおおきく明瞭でない中では、海外経済の先行きを巡る不透明感は、そのまま日本経済の回復の展望を巡る不透明感にもつながりやすく、海外経済の動向については今後とも十分注意してみていく必要がある、との認識を示した。

国内企業部門の動向について、多くの委員は、輸出・生産の増加基調自体は維持される中で、企業の業況感は緩やかながら改善傾向が続いており、企業収益も回復傾向を辿っている、との認識を示した。同時に、何人かの委員は、海外経済の先行きを巡る不透明感などを背景に、企業の投資意欲はなお高まっていないこと、こうした中で、設備投資は、収益が増加しているにもかかわらず、なお「下げ止まり」の段階に止まっていること、を指摘した。

次に、家計部門の動向について、議論が行われた。

多くの委員は、個人消費は総じて弱めの動きを続けているとの認識を述べた。

複数の委員は、個人消費関連指標について、7月の各種販売統計は概ね不芳であったが、8月以降の販売統計は総じて持ち直しており、7月の不振は一時的なものであった可能性が高いことを指摘した。同時に、これらの委員は、企業は人件費抑制スタンスを維持しており、家計の所得環境は引き続き厳しいことから、目先、個人消費に需要の牽引役を期待することは難しいとの見解も述べた。

これらをまとめる形でひとりの委員は、景気回復に向けた前向きな循環の力は働き続けているが、そのルートは、輸出関連の製造業を中心とする企業部門を通じた道筋に限られているほか、このメカニズム自体、輸出環境の不透明さや企業の支出意欲の弱さといった「重石」を抱えている状況である、と述べた。

さらに、先行きのリスク要因についても、議論が行われた。

多くの委員は、米国をはじめとする海外経済や内外株価に起因する下方リスクに注意を要する状況が続いている、と述べた。さらに何人かの委員は、国内において、不良債権問題への対応やペイオフ解禁の延期など、金融システム面を巡る情勢の変化がみられていることを指摘した。

そのうえで、不良債権処理の加速をはじめとする金融システム面での情勢の変化が、先行きの実体経済に及ぼし得る影響について、議論が行われた。

何人かの委員は、不良債権の処理が今後どのようなテンポで進むのかは、民間銀行や行政の対応次第の面が大きく、現時点で見通すことは難しいと述べた。そのうえで、不良債権問題の克服は、中長期的には資源の効率的な再配分などを通じて経済の生産性を高めるものである、ただし、不良債権処理は、短期的には需要や雇用を減らす方向に働く可能性が高い、金融面でも、不良債権処理は中長期的には民間銀行が貸出に取り組みやすい環境を整備するが、短期的には償却を通じて貸出の数字を下押ししたり、貸出スプレッドを引き上げる方向に働く可能性がある、と述べた。

ひとりの委員は、不良債権処理が、貸し手が既に発生している損失を会計上認識するだけに止まるのであれば、それ自体が新たなマイナスの影響を生じるとは限らないが、現実には、貸し手の事前の見通しとの対比でみて、引当不足が大きいことが徐々に明らかになる、企業破綻により、雇用や需要にマイナス・インパクトが及ぶ、不良債権処理の過程で、これまで継続価値で評価されていた企業が、より低い清算価値で再評価され得る、といったメカニズムを通じて、経済にマイナスの影響が及び得る、と整理した。

この間、ひとりの委員は、上記のように経済が様々なダウンサイド・リスクを抱える中、公共投資は国・地方分ともマイナスを続ける見通しであり、当面、財政面からは経済成長に対する援軍が見込めないことを指摘した。

2. 金融面の動向

多くの委員は、内外株価の下落や不良債権処理の加速を巡る思惑の強まりにもかかわらず、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、市場では流動性を巡る懸念はほぼ払拭された状態が続いている、との認識を示した。

同時に、これらの委員は、株価の不安定な動きや金融システム面を巡る情勢の変化が、今後企業金融面に及ぼす影響については、十分注意してみていく必要がある、と述べた。

まず、本邦株価下落の背景として、複数の委員は、海外株価の下落や、その背景にある海外経済の先行き不透明感の高まり、不良債権処理の加速に伴う短期的なマイナス・インパクトへの懸念、を指摘した。

そのうえで、多くの委員は、内外株価の下落が、不良債権処理が経済に短期的にもたらし得るマイナス・インパクトへの懸念とも相まって、今後、企業金融面へのプレッシャーとして働いていく可能性は排除できない、との警戒感を示した。

複数の委員は、既に内外で、企業金融面での引き締まりの兆候はみられ始めているとの認識を述べた。このうちひとりの委員は、民間銀行は9月末以降、先行きの不良債権処理を巡る思惑から、与信スタンスを慎重化させている可能性が高い、と指摘した。別のひとりの委員は、中小企業金融の逼迫感が強まっていることを踏まえ、場合によっては、公的金融や信用保証が必要となる可能性について言及した。

・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、大方の委員は、景気は全体として下げ止まっており、前月以降、実体経済の状況に目立った変化はみられていない、日本銀行の潤沢な資金供給のもと、株価の下落にもかかわらず、金融市場では資金余剰感が強く、流動性不安も払拭されている、との認識であった。そのうえで委員は、現在の調節方針を維持し、潤沢な資金供給を継続すべきである、との見解を共有した。

何人かの委員は、株価の下落にもかかわらず流動性調達を巡る懸念はほぼ払拭されており、日本銀行の潤沢な資金供給は、流動性不安の解消という面で大きな効果を挙げているといえる、と指摘した。同時に、これらの委員は、先行き株式市場等に端を発して市場が不安定化する可能性は排除できず、今後とも、必要があれば調節方針の「なお書き」も活用しつつ、市場の安定に万全を期していくべきである、と述べた。

この間、ひとりの委員は、一部民間銀行の株価下落を受け、流動性需要に微妙な変化が生じているリスクがあり、非常事態の入り口に入っている可能性も念頭におく必要がある、と発言した。

別の複数の委員は、株価の低迷や不良債権処理の加速を巡る思惑が、健全な企業の資金調達に影響を及ぼしたり、企業金融全般の引き締まりに結びつくといったリスクについて、十分注意していくべきであると発言した。そのうえで、仮にそうしたリスクが現実のものとなる場合、金融政策の立場からいかなる方策を採り得るのか、検討しておく必要がある、と述べた。

さらに、不良債権処理の加速を巡る思惑から市場や国民に不安心理が広まっているようにみられる点について、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、ペイオフの再延期等に伴い、現在、国民や市場関係者が納得できるような、実現可能性・妥当性の高い不良債権処理・金融システム再生のプランが見出せなくなっている状況であり、速やかにクレディブルなプランを作り直すことが、不安心理の払拭のために必要であろう、と述べた。別のひとりの委員も、不良債権処理に際し本来重要なことは、企業の「整理・淘汰」ではなく「再建・再生」だが、この道筋が明確でないことがマインド面への悪影響につながっている、と述べた。

別の複数の委員は、不良債権処理を巡り、徒に不安心理をかき立てることのないよう、当局者には対外発言に際し慎重な配慮が求められる、と述べた。

さらに、不良債権処理を進めるに当たり、わが国として必要な対応を巡っても、広範な議論が行われた。

ひとりの委員は、不良債権処理の「痛み」とは、短期的な需要や雇用への影響、企業の整理・淘汰などの問題が中心となる、と整理した。そのうえでこの委員は、こうした「痛み」を流動性の供給によって和らげることには限界があり、真に必要な政策として、雇用の流動化に対応した、再就職を容易にする雇用対策や、企業・事業の再生を容易にする法律・制度の整備、さらには、新規投資やベンチャーをサポートする直接金融市場の整備などが重要になると指摘した。

別のひとりの委員は上記に同意したうえで、不良債権処理の短期的な雇用・需要面へのマイナス・インパクトを吸収するうえでは、失業者へのセーフティ・ネット関連支出等、かなりの財政負担が不可避となる筋合いにあると指摘した。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、不良債権処理をどのようなテンポで進めていくかは、財政政策と一体のものとして考えられなければならないと述べた。

インフレ・ターゲティングを巡る問題についても議論が行われた。

何人かの委員は、現在の状況のもとでインフレ・ターゲティングを採用すれば、政策への信

認や市場への悪影響等、経済の回復や金融システム問題の克服にとって、むしろ弊害が大きいと指摘した。

ひとりの委員は、インフレ・ターゲティングが狙う、金融政策の透明性向上というメリットは、達成の手段・メカニズムの裏付けがあって初めて得られる筋合いにあるが、現在はそうした状況ではない、このことは、量的金融指標の高伸と物価のマイナス傾向持続という量的緩和の経験が、一段とはっきり示している、さらに、短期的には需給ギャップを拡大させる可能性が高い不良債権処理を加速しようという政策全体の方向性の中でインフレ目標を設けることは、「目標とメカニズムの乖離」という問題をさらに大きくしてしまう、と述べた。

これらの委員は、このような状況のもとでインフレ目標を導入することは、よほどの規模の財政出動でもない限り、結局、目標実現のメカニズムとして、専ら人々のインフレ予想の高まりに期待することになる、と指摘した。そのうえで、理論的にみて、手段やメカニズムの裏付けを伴わずにインフレ予想だけを高められるとは考えにくく、その場合には政策全体への信頼を損なうだけに終わる、一方、仮にインフレ予想が高まることがあるとすれば、その影響は長期金利の上昇として最も表れやすい、と指摘した。このうちひとりの委員は、インフレ・ターゲティング導入を主張する論者も、名目長期金利が上昇することを想定していると付言した。

これらの委員は、経済活動水準が高まる前に、インフレ予想の高まりを通じて長期金利が上昇すれば、政府や企業の利払い負担が増加するほか、多額の国債を保有する銀行の財務にも悪影響を及ぼし、結果的には「痛みを和らげる」のとは全く逆方向の、「ハード・ランディング」となる可能性が高い、と指摘した。

なお、以上の議論に関連しひとりの委員は、インフレ・ターゲティングが透明性確保の観点から望ましいのかどうか、いつまでも研究課題としておくことなく議論を詰めて結論を得るべき、民間銀行ではヘッジやデュレーションの短期化等によりALM上のリスク管理が行われており、長期金利上昇の影響はそれほど大きくはないとも考えられ、よくモニターしていく必要がある、キャリー益確保の観点から言えば、ある程度の長期金利上昇は銀行にとって望ましいかもしれない、と発言した。

これに対し別のひとりの委員は、仮に長期金利上昇が銀行収益にプラスに作用する局面があり得たとしても、その裏側では企業の調達コストの上昇が生じることになり、やはり経済全体としてはハード・ランディングのシナリオとなるのではないかと指摘した。また別のひとりの委員は、債券市場でインフレ予想が高まることがあるならば、それによる長期金利の上昇はコンマ何%といったモデレートなものには止まらない可能性が高いのではないかと述べた。

また、何人かの委員は、現在の日本銀行の金融緩和とインフレ・ターゲティングの関係について発言した。

これらの委員は、日本銀行の緩和策は、現在持ち得る政策手段を前提として、インフレ・ターゲティングが狙うメリットを最大限取り込むよう考えられていると説明した。

このうちひとりの委員は、「CPIインフレ率が安定的にゼロ以上になるまで量的緩和を続ける」という現行政策によって、日本銀行は既に、広い意味でのインフレ・ターゲティングを採用していると解釈できる、と述べた。そのうえで、「より厳格なインフレ・ターゲティング」との相違は、インフレ率がゼロを超える時期を示すかどうかという点になるが、この点に踏み込むには、副作用の強い極端な政策手段が必要になる、と指摘した。

別のひとりの委員は、現在の「時間軸効果」を伴う日本銀行の金融緩和は、やや長めの金利に至るまで限界までの金利引き下げを実現し、結果的に政府の資金調達をサポートしており、政策協調という観点からも望ましいはずだと述べた。そのうえで、政府当局者の一部から、逆に利払い負担を増加させてしまう可能性が高いインフレ・ターゲティングに好意的な発言が聞かれる理由が不可解であり、この点につき政府出席者の意見も伺いたい、と発言した。

・政府からの出席者の発言

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。

- 現在、日銀は、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行っているが、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。こうした状況のもと、不良債権処理の加速に伴うデフレ圧力の緩和のため、一層の金融緩和が必要であるとの意見や、金融政策の新しい在り方を含め、柔軟な議論をすべきとの意見も示されている。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、デフレ克服はここ一兩年の経済運営において政府・日銀が一体となって取り組むべき最重要課題との認識をあらためて共有し、日銀におかれては金融政策運営についても流動性供給の質量両面において、従来の考え方や枠組みにとらわれない、実効性のある思い切った措置を是非ご検討頂きたい。
- 日銀は9月18日、「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」を発表し、金融機関保有株式の購入を検討する旨の表明をしているが、政府としては、日銀の新たな取り組みによって、株式の持合い構造の解消を通じて経済構造改革が促進されるとともに、金融仲介機能の回復などを通じて、現在の金融緩和策の効果がより高まることを期待している。また、本件については、こうした効果も含めた幅広い議論が、本会合においてもなされるよう希望している。
- なお、本件については、先般来、執行部との間で、日銀法の目的との整合性、株式の買入れ、管理及び処分等の適正な方法、及び日銀の財務の健全性との関係などを中心に意見交換を行ってきた。本日、成案が得られ、政策委員会において認可申請が議決されるものと承知しているが、財務省として、これまでの議論等を踏まえて、日銀法の趣旨に照らし、適切かつ迅速に対処してまいりたいと考えている。
- 先程来議論のあるインフレ・ターゲティングについては、私自身、現状でこれを採用することが好ましいとは思っていないし、財務省でもそういう考え方が大勢である。現在、長期国債の買い切りを行った資金がそのまま日銀当預に積み上がるという状況の中、一定期間、ある程度のボリュームで長期国債を買い切るといった方法を、まず検討して頂きたい。

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、引き続き一部に緩やかな持ち直しの動きがみられるものの、環境は厳しさを増している。先行きについては、景気は持ち直しに向かうことが期待されるものの、米国経済等の先行き懸念やわが国の株価の下落など、環境は厳しさを増しており、わが国の最終需要が下押しされる懸念が強まりつつある。したがって、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。
- 政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を早期に具体化する中で、金融システム改革、税制改革をはじめとした構造改革を加速するための政策強化を行うには総合的な政策が必要であり、10月末を目途に対応策を取りまとめることとしている。特に総理から指示のあった不良債権処理の加速とデフレの克服については、政府・日銀が一体となって強力かつ総合的な取り組みを行う必要があると考えている。

- 日本銀行におかれても、従来の政策の枠組みにとどまらず、幅広い政策の選択肢の中からデフレ克服に実効性ある金融政策を検討・実施して頂きたいと考えている。また、インフレ・ターゲティングについては、先程のような質問があったことを大臣に伝えたい。

これらの発言を受け、ひとりの委員は、総需要が何らかの形で増加し、需給バランスが改善するというのが、もっともわかりやすいデフレ克服の道であり、これについて政府としてどのような手を打たれるのか、強い関心を持って見守らせて頂きたい、と発言した。

・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10月15日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 4 年 1 0 月 1 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 10 月 30 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2002 年 10 月 30 日 (9:00 ~ 14:33)

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	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
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
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (9:00 ~ 9:10)
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	長井滋人
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (9:00 ~ 9:10)

・手形買入期間の延長について

1．執行部からの提案内容

金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入の期間を、現在の「6か月以内」から「1年以内」に延長するため、「手形買入基本要領」および「日本銀行業務方法書」を一部改正し、本日から実施したい。

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。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(10月10、11日)で決定された方針¹にしたがって運営した。後述のように、短期金融市場において短期国債やレポの金利が強含んだことから、資金供給・吸収の両建てオペを増やす等の工夫を図りつつ、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、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。一方、短期の資金供給・吸収にかかるオペ落札レートは、いずれも強含んだ。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、インターバンク金利は、日本銀行による潤沢な資金供給のもと、低位安定の動きが続いたが、銀行株価の下落をきっかけに金融機関の運用姿勢が慎重化したことを受けて、短期国債やレポ等の金利は強含んだ。ユーロ円先物金利も、年度末越え調達に対する警戒感が強まったことを受けて僅かながら上昇した。

国内資本・為替市場では、政府による不良債権処理加速策やデフレ対策の公表を控えて、神経質な展開が続いた。

すなわち、株価は、欧米株価の反発から一時上昇する局面もみられたが、その後は不良債権処理加速策を巡る不透明感の強まりから再び下落した。業種別にみると、銀行や小売、建設の軟調が目立っている。長期金利は、財政支出拡大への警戒感は引き続き根強いものの、運用難のもと銀行や投資家の債券投資意欲が強いことから、ごく足許は9月中旬の直近ボトム(1.03%)近くまで低下している。

この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、総じて横這い圏内で推移しているが、トリプルB格以下の銘柄のスプレッドは依然高水準にある。

¹ 「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。」

円の対米ドル相場は、わが国の不良債権処理加速策やその景気への影響に対する思惑と、米
国経済への不透明感の強さが綱引きするかたちで、123～126円レンジでのみ合いとなった。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、緩やかな回復基調にある。

前回会合以降、9月小売売上高、住宅着工、鉱工業生産、物価などの経済指標が公表された。
景気判断を大きく修正するような変化はみられないが、下方リスクを意識させる動きもみられる。
すなわち、住宅着工や耐久財消費などは低金利効果もあって堅調であるが、他の消費には伸び悩
みもみられる。10月の消費者コンフィデンス指数が9年ぶりの低水準となるなど、家計のマイ
ンド悪化が続いており、今後の個人消費動向には注意を怠れない。9月の非国防資本財受注も大
幅な減少となった。

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一般的である。株
価は、第3四半期の企業業績が発表され、収益に対する投資家の過度の懸念が薄れたため、前回
会合時に比べれば反発している。一方、長期金利は、株価の反発を受けて一旦上昇したものの、
足許は弱めの経済指標が相次いだため、再び低下している。先物金利から市場の金利観をみても、
株価の反発等を受けて後退していた利下げ観測が、ここにきて再び強まっている。

ユーロエリアでは、輸出の増加を主因に景気は底入れしたが、個人消費、設備投資などが依然
低調に推移しており、全体として回復基調はなお定着していない。前回会合以降、輸出、鉱工業
生産などの指標が公表されたが、いずれも伸びの鈍化が明確化している。

欧州金融市場でも、景気の先行きについては引き続き慎重な見方が一般的であるが、株価は米
国市場の動きを映じて反発している。ユーロ先物金利をみると利下げ観測が根強い。

NIEs、ASEAN諸国は、引き続き回復基調にあるが、最近の統計によると、IT関連の
世界的な在庫復元の動きが一段落したことを背景に、台湾、シンガポールなどで、輸出、生産の
増加ペースが幾分鈍化していることが確認された。

この間、エマージング金融市場では、欧米の株価上昇に伴い、東アジアをはじめ多くの地域で、
株価や為替相場の上昇がみられた。ただし、インドネシア、フィリピンにおけるテロ事件の発生
といった新たな不安要素もみられているほか、ブラジル、トルコでも政治情勢を巡って神経質な
動きが続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

9月の輸出は前月比減少し、7～9月でみても前期比+0.6%と、輸出の増勢鈍化が明確にな
っている。財別には、IT関連の伸びがはっきりと低下している。その他の財は、ミクロ情報に
よれば海外需要がなお旺盛で当面輸出は堅調に推移するとの見方が多いが、7～9月の増勢鈍化
を踏まえると、先行きを注視していく必要がある。

このような輸出動向のもとで、鉱工業生産の増加テンポも鈍化している。また、第3次産業活
動指数は均してみれば横這い圏内の動きが続いていることから、全産業活動指数の回復テンポは
緩やかなものに止まっている。

家計部門をみると、まず雇用・所得面では、9月の失業率は横這いとなったが、新規求人の伸
びは、生産の鈍化傾向につれて低下している。8月の毎月勤労統計が確報となり、名目賃金は若

干の上方修正となったが、6～8月の夏季賞与が昨年の冬季を上回る大幅な落ち込みという基本的な姿に変化はなかった。

こうしたもとで、個人消費関連の販売指標は、いずれも7月の大幅な落ち込みから8月に持ち直したあと、9月は横這い圏内の動きとなった。7～9月を通してみれば、総じて前期比横這いしないし幾分のマイナスであり、家計所得対比で見れば底固いとはいえ、「弱めの動き」という基調が改めて確認された。9月の消費者態度指数は、改善がごく小幅に止まった。内訳をみると、雇用環境や収入の増え方といった消費者心理に強い影響を及ぼすとみられる項目がマイナス寄与に転じており、今後の動向を注視する必要がある。

物価面をみると、企業向けサービス価格は3か月前比での下落が続いており、9月の前年比は1%強のマイナスとなった。消費者物価は、前年比1%弱の下落が続いているが、10月の東京の消費者物価は、財の下落幅が縮小したため、前年比マイナス幅が幾分縮小した。内訳をみると被服や食料工業製品の下落幅縮小が目立っている。

(2) 金融環境

10月のマネタリーベースの伸びは、前年比2割弱と、9月(同+21.4%)に比べ若干の鈍化となる見通しである。これは、大宗を占める銀行券が高めの伸びを続ける一方、当座預金が米国テロ事件の発生を受けて資金供給を大幅に増加させた前年の反動から、伸びが鈍化したためである。

企業金融面をみると、CP・社債発行市場における信用スプレッドには、前回会合以降大きな変化は窺われない。しかし、発行額は高格付け先も含めて低調な水準で推移している。

10月発表の「主要銀行貸出動向アンケート調査」によれば、銀行からみた企業の借入需要は減少傾向が続いている。一方、銀行の貸出姿勢については、貸出利鞘や信用リスク評価などの貸出条件を厳しくしていく動きが続いている。貸出の減少基調は、企業の資金需要の弱さが主因であるが、銀行の慎重な貸出姿勢が企業の投資抑制や債務返済傾向、ひいては資金需要の弱さに反映されている側面もある。この間、零細企業を対象とする国民生活金融公庫の調査では、7～9月期の企業の資金繰り判断がやや悪化した。

企業金融は、借り手の信用力に応じた選別的な動きが続いているが、信用不安の強まった97～98年のような広範な悪化は生じていない。しかし、不安定な株価動向や景気の先行き不透明感の強まりなどを背景に、幾分神経質な動きも見受けられる。こうしたなかで、政府では不良債権処理の加速策が検討されている。これが金融環境にどう影響するかは具体策次第であるが、信用力に応じた選別的な動きがこれまで以上に強まる可能性がある。また、ペイオフ全面解禁の延期方針や繰延税金資産の計上方法、公的資本注入の方法など、今後検討が進められる制度的な枠組みのあり方も、金融環境全般に大きな影響を及ぼし得る。こうしたことから、先行きの企業金融の動向は、これまで以上に注意深く見守っていく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 最近の金融経済情勢

景気の現状について、委員は、景気は全体として下げ止まっているが、回復へのはっきりとした動きはみられていない、こうしたなかで、世界経済を巡る不透明感や不良債権処理加

速の影響など、景気の先行き不確実性が高まっている、との認識を概ね共有した。

まず、大方の委員は、前回会合以降の経済指標からみて、輸出・生産の鈍化傾向がより明確になってきている点に着目した。ある委員は、輸出が今後も「鈍化」の範囲に止まるかどうかを注視していく必要があると述べた。別のある委員は、生産動向について、自動車や鉄鋼など堅調な業種もあるが、全体としてみると、輸出の鈍化を受けて一進一退になっていると指摘した。複数の委員は、輸出・生産が減速し、前向きなモメンタムが弱まっている分、外的ショックに対してわが国経済の脆弱性が増している可能性を指摘した。

多くの委員は、海外経済の動向からみて、輸出環境は不確実性を増しているとの認識を示した。米国については、前回会合以降、株価こそ持ち直しているものの、実体経済面で、雇用や消費者コンフィデンス、資本財受注など弱めの指標がみられたこと、ページブックでも減速・停滞を報告した地域が多かったことに多くの委員が着目した。ひとりの委員は、ユーロエリアにおける内需の弱さや東アジアにおける輸出の増勢鈍化を指摘した。

国内需要面では、まず個人消費について、雇用・所得環境が厳しいことから幾分弱めの動きが続いているとの見方が共有された。ある委員は、所得の弱さとの対比でみれば個人消費が底固い状況が続いているとも言えるが、こうした状況が今後も継続するか注視すべきと述べた。設備投資については、複数の委員が、足許下げ止まりつつあるものの、不良債権処理の加速方針やそれに伴う不確実性の高まりから企業マインドが萎縮し、リストラを加速したり設備投資を慎重化させる可能性があることに言及した。ひとりの委員は、輸出・生産が減速を続けると、内需の回復には至らずに景気がピークアウトする可能性もあるとして先行きへの懸念を示した。

こうしたなかで、物価動向に関しては、消費者物価の緩やかな下落傾向が続いているが、下落幅自体に大きな変化はみられないとの認識が共有された。

金融面の動向については、不良債権処理加速策に対する不透明感もあって株価が下落しているほか、短期金融市場でも不安定な動きがみられるなど、信用リスクを巡って警戒感が幾分強まりつつある点が重要な変化として意識された。

まず、政府の不良債権処理の加速策等の影響について、大方の委員は、どの程度引当て増加に繋がるのかという点や、繰延税金資産の資本性の取扱い等によって、金融機関行動が大きく変わり得るため、具体策が明らかでない現状では不確実性が極めて大きいとの見方であった。そうした不確実性を認識したうえで、多くの委員が、今後金融機関の貸出姿勢が一層慎重化するリスクを指摘した。すなわち、一部の委員は、規模やスピードは政府の具体策次第であるが、定性的には信用収縮に向かうことは避けられないのではないかと述べた。別の複数の委員も、金融機関が資本制約をより意識した資産運営を行わざるを得なくなっているとの見方を示した。また、ひとりの委員は、加速策に伴って大手行の地方での貸出が減少すると、地域金融機関ではそれを補い切れないリスクがあり、地方の中小企業経営への影響が懸念されるとの見解を示した。

こうしたもとで、多くの委員が、株価が不安定な動きが続いている点を懸念材料として指摘した。併せて、短期金融市場において、短国やレポの金利が強含むなど、流動性需要が高まっている点も意識された。その背景について、複数の委員は、日銀当座預金を保有する機会費用が極小化し、金融機関等が僅かな不安の高まりでも運用を手控える傾向にあること、このところ、銀行株価が銀行間の格差を伴いつつ下落傾向を辿るなど、金融機関経営に対する市場の見方が厳しくなっていることなどを指摘した。

2. 経済・物価の将来展望とリスク評価

次に、当会合において「経済・物価の将来展望とリスク評価」（展望レポート）を決定・公表する予定であることを踏まえ、委員は、本年度から来年度にかけての経済・物価の標準的な見通しや、これに影響を与え得るリスク要因について議論を行った。

まず、景気の先行きの標準的なシナリオについて、委員は、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、輸出・生産は来年度にかけ増加傾向を維持する、そのもとで、設備投資が回復に向かうほか、個人消費も徐々に底固さを増すことから、景気は来年度上期には回復に転じる、しかし、わが国経済の成長期待が弱いなかで、過剰債務・雇用の調整圧力が根強く続くことなどから、景気の回復テンポはごく緩やかなものに止まる、との見方を概ね共有した。

また、こうした実体経済動向のもとでは需給ギャップの大幅な縮小も見込まれないため、物価については、なお緩やかな下落傾向が続くとの認識も共有された。

次に、上記の標準的なシナリオに関するリスク要因について議論が行われた。まず、多くの委員は、標準シナリオが想定通り実現しないリスクが従来以上に大きく、先行き不確実性が大きいとの認識を示した。リスク要因としては、米国をはじめとする海外経済の動向、国内民間需要の回復力、不良債権処理とその影響、財政改革や財政収支の影響、金融資本市場の動向の5点が指摘されたが、なかでも不透明感を強めている要因として、大方の委員が、海外経済の動向と不良債権処理の影響を挙げた。

まず、今回の標準シナリオが、外需を起点とした回復メカニズムを想定していることから、大方の委員は、米国を中心とする海外経済が、緩やかながら回復傾向を持続するかどうか重要な鍵を握るとの認識を示した。とくに、米国経済については、足許やや弱めの指標が出ていることもあって、資産価格の下落や企業・家計のマインド悪化、経常・財政赤字の拡大懸念など、下振れリスクがより多く指摘された。また、米国経済が下振れすれば、欧州や東アジアで景気が減速する可能性が高い点も意識された。もっとも、一部の委員は、米国経済の上振れの可能性にも併せて言及し、自動車販売や住宅投資堅調の背景に人口要因があるとなれば、予想以上にこの傾向が持続する可能性があること、足許の株価反転傾向が確固たるものになれば景気にも好影響が及び得ることなどを指摘した。この間、何人かの委員は、国際政治情勢を巡るイベント・リスクの大きさを指摘した。

不良債権処理の影響についても、政府の具体的な処理加速策が明らかになっておらず不確実性が高いものの、景気に対する下振れ方向のリスクが強く意識された。上記の標準シナリオは、金融機関が借手者の信用力に応じて利鞘を設定する努力を続ける点はある程度見込んでいるものの、こうした動きが急に強まったり、97～98年頃のような信用収縮に至るといった事態までは想定していないことから、多くの委員が、金融経済情勢に関する議論にもあったように、政府の加速策の内容次第で、想定以上に金融機関の貸出姿勢が厳格化するリスクがあることを指摘した。もっとも、一部の委員は、流動性預金の全額保護、危機時の資本注入など相応のセーフティネットが整備されていることや、政府が不良債権の処理加速策に併せて、中小企業や雇用対策を検討中であり、この影響も見極める必要があると述べた。また、不良債権処理の加速が市場に評価された場合のプラスの影響や、構造改革の進展を通じて経済活性化に資する側面も意識された。

このように、海外経済の動向や不良債権処理の影響といった大きな不確実性を抱えるもとで、委員は、国内民間需要の回復力についても、かなり幅をもってしておく必要があるとの認識を共有した。これに関連して、何人かの委員は、厳しい雇用・賃金情勢が続くもとでの家計の社会保障負担増加や、不確実性の大きさに起因する企業の投資マインドの萎縮などをリスク要因

として指摘した。そのうえで、複数の委員は、今後の財政改革や財政収支の影響、とくに景気が下振れた場合に自動安定化機能を発揮するかたちで運営されるかどうか、需要の下支えという観点から重要なポイントであると述べた。また、国内・海外両面において不確実性が強まるなかで、内外の株価や国際的な資金フローなど金融資本市場の動向についても、引き続き重要なリスク要因として注視していく必要があるとの認識も概ね共有された。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の議論を経て、委員は、景気は、回復への明確な動きがみられないなかで、世界経済を巡る不透明感や不良債権処理加速の影響など、先行きの不確実性が従来以上に強まっている、金融面でも、株価が下落しているほか、金融市場でも流動性需要の高まり等からやや不安定な動きがみられている、また、不良債権処理の進め方を含め、今後の展開次第では、流動性需要が一段と高まったり、企業金融がさらに厳しさを増すリスクも十分念頭に置いておく必要がある、といった基本的な認識を共有した。

そのうえで、当面の金融政策運営については、全ての委員が、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期し、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観点から、日銀当座預金残高の目標を15～20兆円程度に引き上げることが適当との認識を示した。その際、流動性需要の不安定さ等を踏まえると、従来同様5兆円程度のレンジを設けたうえで、「なお書き」を維持する必要があるとの認識も概ね共有された。

次に、当座預金残高目標の引き上げを前提に、長期国債買い入れの増額の必要性について、多くの委員が発言した。この点に関し、議長は、金融市場調節上の必要性、長期国債買い入れの増額を巡って予想される市場の反応、の2点について、執行部に実務的な見地からの説明を求め、執行部は次のように述べた。

- ・ 金融市場において流動性需要が高まってきている状況をも踏まえると、金融市場調節上、直ちに長期国債の買い入れ増額が必要な状況にはないが、当座預金残高目標を大幅に引き上げるとすれば、先々の流動性需要の動向にかかわらず資金供給を円滑に行っていく観点からは長期国債の買い入れ増額が必要と考える。
- ・ 市場への影響の観点では、まず、市場は長期国債の買い入れ増額を既にある程度織り込んでいるとみられる。ただ、仮に今回買い入れを増額しなくても、運用難の資金が国債投資に向かう構図は変わらないため、ごく短期的な反応を別にすれば長期金利に大きな影響はないように思われる。
他方、市場では、買い入れの増額幅次第で遠からず長期国債保有残高が銀行券発行残高上限に抵触する可能性があることが指摘されている。この点、かなり幅をもってみるべき試算ではあるが、従来通りの月2千億円程度の増額であればその可能性は低いと思う。

こうした点も踏まえつつ、長期国債の買い入れについて議論が行われた。多くの委員は、長期国債の買い入れ増額は、現在の枠組みのもとでは、資金を円滑に供給するうえで必要な場合に行うとの位置づけであり、そうした観点から従来の当座預金残高目標引き上げ時と同じく、月2千億円の増額とすることが適当との考えを表明した。これに対し、別の複数の委員は、当座預金残高目標の大幅な引上げのもとでの円滑な資金供給の必要性という観点に加え、市場へのインパクトを幾分なりとも期待して、大幅な増額、例えば月4～5千億円程度の増額とすることが適当であると指摘した。

市場への影響を巡っては、大幅な増額はかえって相場を過熱させボラティリティを高めるとの見方と、市場の織り込み方からみてそうしたリスクは小さいとの見方があった。ある委員は、月2千億円を大幅に上回る増額とする場合は、実際に銀行券発行残高上限に抵触するかどうかは別にして、市場の受け止め方がこれまでと異なるかも知れない点をどう考えるかが重要であると述べた。これらの議論を経て、最終的には、議長が、多数の意見を取り纏めるかたちで、円滑な資金供給を行ううえでの必要性という観点から月2千億円の増額とする、この点は本日の対外公表文で明示する、との見解を示し、大方の委員はこれに賛意を示した。これに対し、複数の委員は、月4～5千億円程度の増額が適当との考えに変わりはなく、この点は対外公表文に反対するかたちで意思表示したいと述べた。

なお、当座預金残高目標の引き上げに際しては、従来同様5兆円程度のレンジを設けることとされた。この関連で、ある委員は、従来も「10～15兆円程度」というレンジのなかで極力上限を目指すとの理解があり、市場もそれを認識している、と指摘したうえで、新たな調節方針のもとでも、レンジ内のどの辺りを目指すのか、目途を示しておくことが政策の透明性の観点から必要なのではないか、と問題提起した。

そのうえで、この委員は、量的緩和という枠組みを採用しているもとでは、たとえ調節技術上の問題から15～20兆円程度と目標に幅を持たせたとしても、極力上限の20兆円を目指す姿勢を示すことが必要であるとの見解を示した。これに対して、別のある委員は、基本的な考え方は理解できるが、調節上の実現可能性にも配慮すべきではないかと述べた。別の複数の委員も、当座預金残高目標に5兆円の幅を設けた趣旨に照らせば、その枠内で流動性需要の状況をみながら柔軟に対応していくというのが調節の基本スタンスであり、対外的に何らかの水準に言及するとしてもそうした前提の下での目途値という位置づけを明確にすべきとの見解を示した。この間、複数の委員が執行部に対して調節実務上の見解を求め、執行部は、レンジの中程であれば比較的早期に実現し安定的に維持することが可能と思われるが、20兆円でそれが可能かどうかは不確実性がある旨を説明した。こうした議論を経て、大方の委員は、市場に対して目標レンジ内での調節上の目途を示すという趣旨に照らせば、流動性需要の動向や実現可能性の観点も踏まえた水準とすることが適当との認識を共有するに至った。これを受けて、議長は、当面の目途としてレンジ中程を目指すこととし、この点を政策委員会議長としての記者会見を通じて明確にしていきたいと述べ、大方の委員もこれを了承した。もっとも、ひとりの委員は、量的緩和の枠組みを採用しているなかで目標レンジの中程を目指すことは、当該金額と上限の20兆円との差を「なお書き」との関係でどのように位置づけるのか、どのような状況のもとで当該金額を引き上げるのか、それは追加緩和策なのか等、政策として判りにくい点が多く、問題があると述べ、あくまでも上限を目指すべきとの見解を改めて表明した。

このほか、これまでの議論のなかで、不良債権処理の加速が企業金融面に及ぼす影響次第で、先行きの金融経済情勢が大きく左右され得るとの指摘が数多くなされた点を踏まえ、複数の委員が、日本銀行としても、この点を注視していくとともに、企業金融円滑化のために、関係者への働きかけといった要素も含め、一段の工夫を講じる余地がないかを検討していく必要があると述べた。他の委員も、この認識を共有し、政策変更についての対外公表文のなかで、日本銀行のそうした考えを示すこととなった。

・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。

- 政府は、デフレ克服と民需主導の持続的な経済成長を実現するため、不良債権処理の加

速を含む金融システム安定化策などの構造改革の加速策、セーフティネット拡充策を含む「総合的な対応策」を取りまとめることとしており、あわせて、従来の枠組みにとらわれない、思いきった金融政策を要請する旨盛り込む予定である。

- 現在、日銀は、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行っているが、物価は依然下落しており、デフレ克服には結びついていない。デフレ克服は、政府・日銀が一体となって取り組むべき最重要課題であるとの認識を改めて共有し、日銀におかれては、不良債権処理の加速に伴う一層のデフレ心理深刻化を覆すような強い政策態度を示すためにも、流動性供給の質量両面において、従来の考え方や枠組みにとらわれない、実効性のある思いきった金融緩和措置を是非実施していただきたい。

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。

- 政府は、本日、不良債権処理の加速により金融仲介機能の速やかな回復を図るとともに、金融・産業の早期再生を図る観点から、「総合的な対応策」を取りまとめる予定である。政府は、金融システム改革、税制改革、規制改革、歳出改革の四本柱の構造改革を加速するための政策強化を行い、デフレを克服しつつ民需主導の自律的な経済成長の実現を目指すこととしている。
- デフレ克服に向けて、政府・日銀は一体となって強力かつ総合的な取り組みを行う必要があり、日本銀行におかれても、政府の取り組みと併せて、従来の政策の枠組みに止まらず、幅広い政策の選択肢の中から実効性ある金融政策を検討・実施して頂きたい。

採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当座預金残高の目標値を引き上げ、金融市場の円滑な機能維持と安定性の確保に万全を期することによって、金融面から景気回復を支援する力を確かなものとするのが適当である、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）

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15～20兆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。

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

続いて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（「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、別紙のとおり、即日公表することとされた。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、植田委員、須田委員、
春委員、福間委員

反対：田谷委員、中原委員

田谷委員および中原委員は、長期国債買い入れの増額幅は月2千億円より大きくすることが適当との立場から、公表文の他の部分には問題ないが、該当部分のみ賛成できないと述べ、上記採決において反対した。

．「経済・物価の将来展望とリスク評価」の決定

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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（9月17、18日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月5日に公表することとされた。

以 上

2002年10月30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、金融市場調節方針を変更するとともに、資金供給力を一段と強化する措置を講じることとした。
 - (1) 日本銀行当座預金残高の目標値の引き上げ
日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「10～15兆円程度」から、「15～20兆円程度」に引き上げる（別添）。
 - (2) 長期国債買い入れの増額
これまで月1兆円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月1兆2千億円ペースに増額する。
 - (3) 手形買入期間の延長
これまで「6か月以内」としてきた手形買入の期間を「1年以内」に延長する。
2. 日本経済の状況を見ると、景気は全体として下げ止まっているが、なお、回復へのはっきりとした動きはみられていない。こうした中で、世界経済を巡る不透明感や不良債権処理加速の影響など、景気の先行きを巡る不確実性は強まっており、内外株価も不安定な地合いを続けている。
3. 金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融機関の流動性調達を巡る懸念はほぼ払拭された状況が続いている。しかしながら、最近の株価の動向や不良債権処理を巡る不透明感などを背景に、短期金融市場では、ターム物金利の一部が強含むといった、やや不安定な動きもみられている。金融機関の貸出態度も、厳しさを増すことが予想される。
4. このような現在および今後予想される経済金融情勢を踏まえ、日本銀行は、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すことによって、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のが適当と判断した。

- 5 . 日本銀行による潤沢な資金供給が経済の活性化に繋がるためには、銀行の機能強化と並んで、資本市場における資金配分機能の向上等が重要である。そうした観点から、日本銀行は、政府による不良債権処理の加速策が企業金融に及ぼす影響について注視するとともに、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討していく方針である。
- 6 . 日本銀行は、日本経済を持続的な成長軌道に復帰させ、物価が下落基調から脱却できる状況を実現するため、金融システムの安定に向けた取り組みを含め、今後とも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10月30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15～20兆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。

以 上

(14 年 11 月 18、19 日開催分)

(開催要領)

- 1 . 開催日時 : 2002 年 11 月 18 日 (14:00 ~ 16:17)
11 月 19 日 (9:00 ~ 12:54)
- 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	(")
	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 (18 日)
谷口 隆義 財務副大臣 (19 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
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	清水誠一
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(10月30日)で決定された方針¹にしたがって運営した。すなわち、前回会合以降当座預金残高を徐々に引き上げ、その後、同残高を15~20兆円程度の中程の水準に維持する調節を続けた。

調節にあたっては、6ヶ月超物の全店手形買入や国債買現先といった新しいオペ手段を実施したほか、長期国債買入れの一回当りの買入れ金額を月1兆円ペースから月1兆2千億円ペースに引き上げた。

こうした中で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.002%で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、前回の追加緩和措置を踏まえた日本銀行による一層潤沢な資金供給のもとで、10月末にかけて強含んだレポ・レートや短期国債レートが低下するなど一旦は落ち着きを取り戻した。しかしながら、その後は、銀行株の下落などを背景に金融機関の運用姿勢が慎重化したことなどから、レポ・レートや短期国債レートが上昇に転じるなど、再び緊張感がでてきている。

国内資本・為替市場では、政府による金融再生プログラムの具体的運用や追加的なデフレ対策の帰趨を巡り、思惑によって相場の振れやすい展開が続いた。そのなかで、株価は、銀行や信用力の相対的に低い企業の株に対する売り圧力が高まり、かなり下落した。また、長期金利は、財政節度に関する市場の懸念が後退した一方で、銀行によるリスク資産削減が一層の国債購入に繋がるとの見方から、一時は98年11月以来の1.0%割れの水準にまで低下した。しかしながら、その後、銀行株の下落に伴って銀行による売りが増加すると思惑もあって幾分上昇した。

この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、株価の下落にもかかわらず、地域金融機関による購入意欲の強さを背景に、概ね横這いの動きとなった。

円の為替相場は、前回会合以降、海外ファンド筋による円ショート・ポジション解消の動きなどを映じて幾分上昇したが、足許では方向感のない動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の改善テンポは鈍っている。景気回復を支える個人消費については、このところ自動車販売が減少するなど弱めの動きが目立っており、こうした動きが先行き景気の回復力を弱めることが懸念される。企業部門では、景気の先行きや国際政治情勢などを巡る不透明感の強まりや既往の株価下落の影響から、マインドの悪化傾向が続いている。このため、企業は、収益の回復にもかかわらず、雇用拡大には引き続き慎重な姿勢にあるとみられるほか、設備投資の先行きも依然として不透明である。

米国金融市場では、前回の10月末の決定会合以降、11月5日の米国中間選挙、11月6日の連邦公開市場委員会での利下げ、11月8日のイラク問題に関する国連安保理事会の決議などがあったが、市場は若干の動きにとどまった。すなわち、株価は、ほぼ横這いで推移したほか、長期金利も利下げ直後は4%割れとなったが、最近再び若干上昇し4%台に戻している。

11月6日の連邦公開市場委員会では、FFレート誘導目標水準が0.5%引き下げられ、先行き

¹ 「日本銀行当座預金残高が15~20兆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。」

のリスクについて、景気減速のリスクとインフレにつながるリスクは平衡しているとの判断が示された。この結果、先物金利からみる限り、一段の利下げ期待はさほど窺われなくなった。

ユーロエリアでは、輸出の増加を主因に景気は一旦底入れしたが、個人消費、設備投資など内需が依然低調に推移するもとで、景気が再び減速する兆しがみられている。

欧州金融市場でも、景気の先行きについて慎重な見方が強いもとで、長期金利が低下する一方、株価は10月下旬以降、ほぼ横這い圏内で推移した。市場の先行きの金利観をみると、次回(12月5日)のECB定例理事会での利下げ観測が高まっている。

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底固く推移しているなど、景気は引き続き回復基調にある。

この間、エマージング金融市場では、既往の欧米株価の上昇から海外投資家のリスク回避指向が幾分緩和するもとで、個別国の政治情勢に対する懸念がやや後退したこともあって、資金流入が増大する傾向にあるなど、ひとまず落ち着きを取り戻している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出の増勢は一服しつつある。先行きも、このところ米国をはじめ、海外経済で弱めの指標が目立っていることから、当面、輸出は横這い圏内の動きにとどまると考えられる。この結果、生産も、現在は在庫調整一巡に伴う押し上げ効果がなお働いているものの、やはり先行きは横這い圏内で推移すると考えられる。

企業収益は、リストラ効果もあって改善を続けているが、そのテンポは緩やかになりつつあるとみられる。

こうしたもとで、設備投資はほぼ下げ止まっている。ただし、先行きについては、輸出・生産が横這い圏内の動きにとどまるとみられ、不確実性も高まっていることから、企業の投資スタンスが積極化する展望は拓けていない。

家計部門の雇用・所得環境は全体として引き続き厳しい。雇用面では、所定外労働時間が増加を続けているほか、臨時雇用等を広く含む雇用者数には下げ止まり感が窺われてきている。しかし、常用雇用者数の減少が続き、賃金も引き続き低下しているため、雇用者所得は明確な減少を続けている。

こうしたもとで、個人消費については、各種販売統計に基調的な変化はみられず、弱めの動きを続けている。消費者コンフィデンスの悪化を示す指標もみられており、先行きの個人消費についても、当面、全体として弱めに推移すると考えられる。

この間、公共投資は減少している。

物価面をみると、輸入物価は、原油をはじめとした国際商品市況や為替相場の動向を反映して上昇に転じている。そうしたもとで、国内卸売物価は、横這い圏内の動きとなっている。また、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向にあり、企業向けサービス価格も下落を続けている。

先行き、輸入物価は、当面、強含みで推移すると予想される。国内卸売物価は、機械類の趨勢的な下落が続くとみられる一方で、輸入物価強含みや素材の需給改善もあって、当面、全体として横這い圏内で推移すると考えられる。

(2) 金融環境

銀行貸出はマイナス2%台の減少を続けている。また、社債やCPの発行残高をみると、伸び率の低下傾向が続くもとで、10月は前年を幾分ながら下回った。これらを反映して、民間部門の総資金調達はマイナス幅がやや拡大しており、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

量的金融指標をみると、10月のマネタリーベースは前年比2割程度の高めの伸びとなっており、

マネーサプライも、前年比3%台前半の伸びとなっている。

企業金融の環境をみると、資金調達コストは、高格付企業では引き続き低水準にあるが、格付け間の金利格差は高めの水準で推移している。中小企業金融公庫の調査では、金融機関の貸出態度は、7～9月にかけて幾分改善した後、10月は厳格化方向の動きとなり、信用力の低い企業に対する選別姿勢の強まりを示唆している可能性がある。

以上をまとめると、金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いているほか、マネーサプライやマネタリーベースも、経済活動との対比でみれば高めの伸びを維持している。この間、企業金融面をみると、信用力の高い企業は引き続き緩和的な調達環境にあるが、信用力の低い企業については投資家の姿勢が依然として厳しく、民間銀行も貸出姿勢を慎重化させている。

こうしたなかで、先行きについては、政府による不良債権処理の加速策が企業金融へ与える影響について十分注意する必要がある。どの程度の影響が出てくるのかを推し量るには、もう少し具体的な内容が明らかになるのを待つ必要があるが、視野に入れておくべき論点は、次のように整理できると考えられる。

まず、処理加速策の内容に関しては、「資産査定」の厳格化によって、従来に比べてどの程度厳しい処理が行われることになるのか、また対象となる企業の広がりほどの程度か、また、そのような処理の結果として、金融機関の自己資本にどの程度の影響が及ぶのか、といった点がポイントになると思われる。前者に関しては、処理加速策が地域金融機関にはどのように適用されていくのか、また、後者に関しては、繰延税金資産の取扱いがどうなるのか、といった点も重要と考えられる。

これらの内容次第ではあるが、金融機関の企業に対する選別姿勢が強まったり、場合によっては金融機関が従来以上に自己資本を意識した資産運用を迫られる可能性も念頭に置く必要がある。また、それらの影響を受けて、金融資本市場が信用リスクに一層敏感になることも考えられる。

他方、企業金融への影響をみていくうえでは、加速策の影響だけを評価することは適当でない。すなわち、同時に検討されている産業・企業の再生策や中小企業金融対策などのセーフティネットがどのようなものとなるか、企業サイドの債務返済傾向は今後も続くのか、大手銀行に代わってリスクを引き受ける主体がどの程度出てくるか、といった企業金融への影響度合いを左右する種々の要素も、幅広く考慮に入れていく必要があるように思われる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について委員は、景気は全体として下げ止まっているものの、足許、輸出の増勢が一服しつつあり、生産も増加のテンポが緩やかになってきているほか、米国経済に弱めの指標が相次ぐとともに、不良債権処理加速の行方やその影響を巡る不透明感が広がる中で銀行株が大幅に下落するなど不確実性が高まっていることから、景気の総括判断を「回復に向けての不透明感が強まっている」といった表現で幾分下方修正することが適当との認識を共有した。

ひとりの委員は、一時的に停滞局面に入るとは避けられないとの懸念を表明した。

まず、輸出について、委員は、情報関連財の在庫復元需要の一服や米国における自動車販売の減少などを背景に増勢が一服しているとの認識で一致した。何人かの委員は、欧米向けの輸出が減速する一方で、内需を中心にアジア経済の動きが底固いことが、日本の輸出全体を下支えしているとの認識を示した。このうち、ひとりの委員は、かつてアジア地域内での企業の生産拠点移転の際にもみられたことであるが、今は、中国に生産拠点を移す動きが広がっているもとで、まず機械・設備の輸出増加が起り、工場建設後は、それに随伴する部品、原材料の輸出増加に繋がる動きがみられると分析した。

輸出の先行きを大きく左右する海外経済の動向についても、米国を中心に多くの議論が行われた。

米国経済について、多くの委員は、緩やかな回復という標準シナリオ自体を見直すには至っていないものの、足許、個人消費などを中心に弱めの指標が相次いでおり、イラク情勢も含めて不透明感が増しているため、支出、生産および雇用が抑制されているとの認識を共有した。

何人かの委員は、連邦公開市場委員会が市場予想を上回る0.5%の利下げを行ったことについて、その効果が今後どこまで出てくるか不確かであり、先行きを慎重に見守る必要があるとの見解を示した。ひとりの委員は、自動車販売は、金利ゼロの販売促進キャンペーンにも反応しなくなっており、既に息切れしていると指摘した。別の委員は、米国の金融セクターについて、銀行は不良債権が幾分増加しているものの、これまで様々なリスク移転ビジネスを通じてリスクを分散し、強い資本基盤を維持しているが、その裏側で年金を含む広義の家計金融資産がかなりの規模で減価している可能性があるとして述べた。この委員は、仮に住宅市場が金利低下に引き続き反応していかない場合には家計支出がスローダウンする可能性を否定できないと述べた。

ある委員は、米国の景気の先行きに関する不透明感が高まっている中で株価が回復の動きを示していることについて、これが何を意味しているか注意深く見守りたいと述べた。

また、欧州経済について、複数の委員が、ドイツにおける景気悪化の度合や株価下落の影響は米国より深刻であるとの認識を示した。

このうち、ひとりの委員は、アジアでもデフレ的な兆候が強いなど、世界的にデフレ傾向がみられるなかで、資本の流れがどのように変わっていき、為替の調整がどのように進んでいくのか、注意を要すると指摘した。

こうしたなかで、国内民間需要については、これまでの輸出・生産の増加がもたらす前向きな力が十分に波及していない点で委員の認識は一致した。

企業部門の動向について、多くの委員が、これまでの輸出・生産の増加やリストラを背景にした企業収益の改善などを映じて、設備投資の下げ止まりはほぼ確認されたとの認識を共有した。ひとりの委員は、企業収益改善の背景について、リストラを通じた増益という側面に加えて、デフレ環境に適応するためのビジネスモデルを身につけた企業が出てきていることも寄与していると分析した。この委員は、企業は過去の在庫調整局面に比べ、適正在庫水準を低目に抑えながら巧みに対応していることを指摘した。

設備投資の先行きについては、ほとんどの委員が、投資計画などをみる限り、前向きな動きに繋がっていく展望は拓けていないとの認識を示した。ひとりの委員は、機械受注の10～12月の見込みがやや大きく減少していることについて、警戒はすべきであるものの、通信業関係の統計の振れという可能性もあり、判断は難しいと述べた。

家計部門の動向について、多くの委員は、個人消費は総じて弱めの動きを続けているとの認識を示した。ひとりの委員は、各種販売統計について、夏場に下振れた際には消費の一層の悪化を懸念したが、9月以降横這い圏内で推移していることは、取り敢えずの安心材料であると述べた。別の委員は、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」においても、収入が減少している一方で、暮らし向きや支出の項目については、ほとんど横這いの動きとなっていることを指摘した。同じ委員は、7～9月期のGDP統計において個人消費が比較的増加したことについて、統計作成過程でのイレギュラーな要素が過大に反映されている可能性もあるので注意深く判断する必要があると述べた。

個人消費の先行きについては、多くの委員が、雇用者所得の減少が続く可能性が高く、消費者コンフィデンスがやや悪化していることを示す指標が増加していることなどから、回復は展望できる状況ではないとの見方を示した。

物価の動向について、ひとりの委員が、卸売物価は輸入物価が上昇しているが、当面は機械類の下落や電力料金引き下げなどの影響で相殺される展開が続くとの見通しを示した。この委員は、7～9月期のGDPデフレータをみてもデフレの状況は改善されていないとの認識を示した。

2. 金融面の動向

金融面の動きについては、不良債権処理が今後どのように加速されていくのか、それが金融機関や実体経済にどのような影響を与えていくのかについて不透明性が強いなかで、銀行株を中心に大幅な株価の下落が続いていることが、短期金融市場において金融機関の流動性需要を高め、一部金利の上昇などに繋がっているとの認識が委員の間で共有された。

金融市場の状況について、ほとんどの委員が、社債発行金利やCP市場の金利が総じて落ちついているなど直接金融にはさほど変化はみられず、株式市場と短期金融市場に緊張感が顕れているとの現状認識を共有した。

株式市場の動きについて、複数の委員が、米国株価との連動性が薄れ、日本独自の要因で下落していると分析した。そのうちのひとりの委員は、このところの株価下落は、必ずしも日本経済の実態を反映しない形で、風評や不安心理によって進んでいる面があると指摘した。この委員は、こうした株価の下落は、金融機関だけでなく、非金融法人企業の損益を直撃するとともに、年金の積み立て不足などを通じて影響は極めて大きいと懸念を示した。

短期金融市場の動向について、委員は、前回決定会合で決定した金融緩和措置の結果、10月中旬以降にみられた短期金利の上昇圧力は一旦解消したとの認識で一致した。その後のターム物金利やオペ金利の強含みについては、殆どの委員が、銀行株の下落を受けて、市場参加者の運用姿勢が慎重化していることを背景として挙げた。ひとりの委員は、風評リスクに備えた流動性の積み増しから短期金利にやや上昇圧力が生じていると分析した。

不良債権処理加速の実体経済に対する影響について、ひとりの委員は、波及のルートとしては、言わば負け組企業が実質的に最終処理され、その設備投資や雇用が減少するという直接的なルートと、金融機関の貸出態度が一段と慎重化し、勝ち組企業を含む企業部門全体が金融面からのサポートを十分に得られなくなるというルートのふたつが考えられると整理した。そのうえで、この委員は、前者のルートについては、こうした企業では既にかなり設備投資や雇用が絞られているために、その規模縮小がマクロ経済に与える追加的な下押し圧力は比較的軽微である一方、後者の影響についてはより注意する必要があると分析した。

別の委員は、こうした整理に基本的に賛同しつつ、最終処理の対象となるような企業よりは信用度の高い企業からも資金回収が進むリスクがあることに加え、より短期的には、そうした事態に市場等が過剰に反応して一層の株価下落などに繋がってしまうことで、予想以上の信用収縮に陥るリスクが懸念されると述べた。

ある委員は、銀行のバランスシートの問題と対をなすべき企業のリストラの重要性が改めて注目されていることはひとつの進展であるとしたうえで、その意味でも産業再生機構とRCCがどういう役割を果たすかがかなり重要な意味を持つと指摘した。この委員は、銀行サイドで資産査定が厳格化が進められるのと対をなして、産業、企業サイドでリストラが進展することを期待したいと述べた。

何人かの委員が、銀行の貸出態度について、借り手の信用力に応じた選別姿勢が強まっていることを指摘し、中小企業への影響についての懸念を示した。ひとりの委員は、金融再生プログラムの公表前後から一部金融機関が貸出態度を変化させ、予防的にリスク資産を圧縮し始めているとの認識を示したうえで、地域によっては公的金融機関が大手行の貸出回収を肩代わりすることで中小企業の資金繰りサポートをしていると述べた。この委員は、金融再生プログラムの具体的な内容が不透明なことから、大手企業の間では、資金の前倒し調達を検討する動きが一部にみられ、企業の資金需要が高まる可能性が出ている一方、銀行はスプレッド引き上げを提示しつつ、より早めに貸出の回収を図ろうとして資金供給を絞っていく懸念が大きいと指摘した。

ひとりの委員は、97～98年との比較でみると、現在のマクロ的な企業の財務状況はかなり異なっているとの認識を示した。この委員は、当時は企業の貯蓄・投資バランスが概ね均衡し、信

用収縮が直ちに企業部門の資金逼迫を引き起こしやすい環境であったのに対して、現在の企業部門は、キャッシュフローが大幅な余剰となっていること、銀行の貸出態度もやみくもに融資を絞るというよりも、信用力に応じて選別姿勢を強める動きであること、金融政策面では流動性に対する需要に十分応える用意があることを指摘した。別の委員は、当時と比較して、銀行は株式売却が進んでいるほか、外貨資産を含めて資産圧縮がかなり進んでいるため、市場のボラティリティに対する備えは出来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

当面の金融政策運営については、景気の総括判断を回復に向けての不透明感の強まりという点から幾分下方修正するとしても、前回会合で決定した「15～20兆円程度」という当座預金残高目標のもとで潤沢な資金供給を続け、その効果や流動性需要の動向をもう少し見守ることが適当という点で概ね見解が一致した。

そのうえで、「15～20兆円程度」というレンジで示された金融市場調節のディレクティブのもとで、日々のオペレーションで執行部が目指す当座預金残高の目途について、前回決定会合で「レンジの中程」とされた水準を今回はどうすべきかについて議論が行われた。その際には、主として、現在みられている流動性需要の高まりの背景とそれがどの程度持続性のあるものなのかを巡って議論が行われた。

短期金融市場において、一旦は低下したターム物金利やオペ落札金利が再び強含んできている背景については、基本的には、銀行株が大幅に下落するなかで、運用を慎重化させたり、資金調達を積極化させたりする動きが発生していることが影響しているとの認識で委員の意見が一致した。同時に、多くの委員は、こうした短期金融市場における流動性需要の高まりが今後も続くのか、あるいは一時的なものに止まるのかについては、不確定な要素が多い中で市場の不安心理が先行している面もあるので判断が難しいと述べた。ひとりの委員は、ここ2週間ほどで外国銀行の当座預金残高がかなり増加しているが、その持続性、安定性については不透明であり、もう少し状況を見極める必要があると評価した。

ある委員は、前回決定会合以降、2～3兆円もの資金を追加的に供給したにもかかわらず、流動性需要がすぐに高まってきている背景について、流動性需要の高まりと日銀の資金供給拡大による沈静化というプロセスが繰り返されるなかで、市場への資金運用意欲の低い先に資金が溜まっていく傾向がある、金融機関に対する与信枠が株価に連動する傾向がみられる、オーバーナイトでは資金が潤沢にある一方で、長いターム物は取引の厚みが非常に薄いため、日銀によるオペへの依存度が高まっている、といった可能性を指摘した。

別の委員は、ゼロ金利と金融システム不安への懸念が共存するなかで、コール市場の規模が縮小し、日銀がオペを通じて果たす資金ブローカー的な機能が一層高まっていることを指摘し、ほかの複数の委員もこうした見方に賛同した。この委員は、そうした状況では、当座預金需要を睨みつつ、可及的速やかに当座預金残高を20兆円台にもっていくこと、また、オペの回数を増やし、オペの期間を多様化することを通じて、市場の様々な流動性ニーズを充たすことが必要であると述べた。

議長は、20兆円程度という当座預金残高目標の実現可能性について執行部からの説明を求めた。執行部は、長いタームのオペへの需要が強いことを踏まえると、ピンポイントではなく多少のブレが許容されるのであれば、20兆円の当座預金残高目標は達成可能である旨述べた。

こうした議論を経て、委員の間では、不良債権処理加速の今後の行方など不確定要因は多いも

の、足許の流動性需要の高まりがすぐに落ちついていく可能性は低いとの認識が次第に共有されていった。この結果、「15~20兆円程度」というレンジのもとで、執行部が日々の金融市場調節において目指す目途については、最終的に「レンジの上限の20兆円程度を目標に、出来るだけ高い水準を目指す」との認識が委員の間で概ね共有された。また、こうした認識について、2日後の総裁定例記者会見を待たず、会合終了直後に執行部を通じて速やかに市場に明らかにすることが必要という点でも委員の間で意見が一致した。

先行きの金融政策運営についても意見交換が行われた。

執行部が検討を進めている企業金融の円滑確保のための方策について、今後明らかになる金融再生プログラム具体化の中身やその企業金融面への影響を注視しつつ、引き続き鋭意検討を進めることを期待する旨、何人かの委員から発言があった。

また、今後さらに流動性需要が増加していった場合の政策対応のあり方についても議論が行われた。ひとりの委員は、現在の金融緩和の枠組みとゼロ金利にコミットする枠組みを比較して、流動性制約が起点となって実体経済活動が下押しされる悪循環を未然に回避するという効果については変わりがないものの、現在の枠組みでは、一時的に高まった流動性需要が後退したときに当座預金残高の減少をわかりやすく説明することが難しく、一旦実現した量が政策運営を制約する可能性があるとした。この委員は、現在のように不確実性が高い場合には、流動性需要の高まりがどの程度継続するか明らかではないため、市場が落ちついて需要が後退したときの対処も検討する必要があるとした。

一方、ある委員は、当座預金需要が極めて旺盛で、かつ予測し難い段階に入りつつあるなかで、年末に向けて需要がさらに高まる可能性もあるため、今後の金融市場調節のディレクティブについて、当座預金残高の上限を示さず、下限だけを示して潤沢に資金供給を行うことも考えられるのではないかと意見を述べた。こうしたディレクティブの形式について、別の委員は、執行部が日々の金融調節で目途とするものがなくなるという問題があることを指摘した。

また、長期国債の買い入れ増額について、ひとりの委員は、提案ではないと断りつつ、当座預金残高の目標を20兆円とする場合は、長期国債の買い入れ額を1兆4千億円にまで増額することもひとつの選択肢としてあり得るとの見解を述べ、その理由として、当座預金残高目標達成が容易になること、当座預金となるべく非代替的な資産を買うことによる効果を期待すること、の2点を挙げた。これに対して、複数の委員から、量の増加が金融緩和効果を生み出すと考える量的緩和の枠組みのもとでは、流動性供給の見返りにどのような資産を買うのかは問題ではないため、非代替的な資産を買い入れることによる効果を求めていくことは、現在行っている量的緩和と異なる考え方に基づく金融緩和の枠組みを追求することになると指摘した。また、別のある委員は、非代替的な資産について、その価格に影響を及ぼすことを考えていく場合、長期国債については、国債発行額の大きさからみて政府の国債管理政策の変更のほうが有効であり、政府に働きかけていくことも選択肢なのではないかと意見を述べた。

・政府からの出席者の発言

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。

- デフレ克服は政府・日銀が一体となって強力かつ総合的に取り組むべき経済運営における最重要課題である。こうした観点から、政府は、10月30日に「改革加速のための総合対応策」を取りまとめ、日銀は、前回決定会合において金融緩和措置を決定した。
- しかしながら、依然としてデフレ心理の反転が見られず、今後、不良債権処理の加速に伴う一層のデフレ心理の深刻化も予想される。市場関係者の間では、従来の考え方や枠組

みに沿った金融緩和措置の追加では、デフレ心理を覆すような強い政策態度を市場に浸透させるのは困難との声も聞かれている。日本銀行におかれては、金融政策運営についても流動性供給の質量両面において、更なる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたい。

- なお、最近の円高は、景気にマイナスとなり、さらにデフレを悪化させるおそれがある。為替相場の安定をより確実なものとするため、政府が円売りの為替介入を行った場合、日銀は不胎化を行わないことを検討して頂きたい。不胎化した場合、円とドルのマネー量の相対比率が結局変化しないほか、介入効果が持続しないであろう、或いは日銀は円安を望んでいないのではないかとといった誤った期待を形成させ、介入の市場へのシグナル効果も減殺することにも繋がる。
- 年末に向けて企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されているなか、こうした資金需要の高まりにも対応できるよう一層潤沢な資金供給をお願いしたい。また、前回の決定会合において、金融緩和措置を決定するにあたり、企業金融の円滑確保に資する措置を検討する旨述べられているが、こうした観点から、日本銀行として、企業金融の円滑確保に向けた取り組みの一日も早い実施をお願いする。

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。

- 景気の基調判断については、「引き続き持ち直しに向けた動きがみられるものの、そのテンポはさらに緩やかになっている」と若干下方修正した。先行きについては、米国経済等の先行き懸念やわが国の株価の低迷などから、わが国の最終需要が下押しされる懸念が強まっており、今後の金融経済情勢については、より一層注視する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」を早期に具体化するなかで、10月30日に「改革加速のための総合対応策」を取りまとめたところである。さらに、政府内においては、税収動向も踏まえながら平成14年度補正予算について、セーフティネットの拡充など、その対象、規模について検討を始めたところである。
- 政府はデフレ克服に向けて、日本銀行と一体となって強力かつ総合的な取り組みを行っていきたいと考えている。日本銀行におかれても、幅広い政策の選択肢の中から、引き続きデフレ克服に向けて金融政策の一段の工夫を検討・実施して頂きたいと考えている。

これらの発言を受け、ひとりの委員は、不胎化を行わないようにという要望は、為替介入の効果を高めるために当座預金残高の目標をその分自動的に変化させることを求めているのならば、それは難しいと述べた。別の委員は、金融市場で銀行券や財政資金の動きを映じて日々膨大な資金が供給・吸収される中で、為替介入資金だけを取り上げて不胎化や非不胎化といった議論をすることは意味がないとしたうえで、日本銀行は為替介入の有無にかかわらず、思いきった金融緩和策を講じてきており、今後も介入資金も利用して、潤沢な資金供給を行っていく方針であると述べた。

また、複数の委員が、日本銀行も為替レートの変動に決して無関心である訳ではなく、景気や物価、金融情勢にどのような影響があるかという観点から常に注意深く見守りながら金融政策を行っているとして述べた。

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15～20兆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。

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11月20日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

最後に、前々回会合（10月10、11日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月22日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成14年11月19日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が15～20兆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。

以 上

(14 年 12 月 16、17 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2002 年 12 月 16 日 (14:00 ~ 15:32)
12 月 17 日 (9:01 ~ 13:14)

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 (16 日)

谷口 隆義 財務副大臣 (17 日)

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官 (16 日、17 日 9:01 ~ 10:57)

竹中 平蔵 経済財政政策担当大臣 (17 日 10:58 ~ 12:42)

(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
企画室参事役	和田哲郎
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
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (17 日 9:01 ~ 9:31)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞
	(17 日 9:01 ~ 9:31)
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18、19日)で決定された方針¹のもとで、目標レンジのできるだけ高い水準を目指して運営した。前回会合以降、当座預金残高を徐々に引き上げた結果、11月最終週には概ね20兆円程度に達し、その後も同水準を維持する調節を続けた。

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、引き続き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、日本銀行による一層潤沢な資金供給のもとで、足許の資金余剰感は極めて強い状態にある。日銀当座預金保有状況をみると、都長銀、外銀、短資の増加が目立っている。他方、ターム物金利は、銀行株価の低迷を背景に神経質な地合いが続く中で、手形買入オペの落札金利上昇を受けて一時的に強含んだ。もっとも、12月入り後は、一部の都銀が保有短期国債の売却等により一段と余裕のある資金繰りを行っていることや、地銀や投信などの資金の出し手が長めの資金放出に動き出したことを反映して、市場のターム物金利および日銀のオペの落札金利ともに、全般的に緩やかに低下した。市場では、年末を波乱なく越えることができるとの見方が多い。

株式市場では、日経平均株価は一時9,200円台まで回復したが、その後は反落し、足許では8,500円前後の水準で推移している。

債券市場をみると、10年国債、5年国債の流通利回りは、それぞれ1.0%、0.3%を挟んで一進一退の展開となった。銀行や機関投資家の国債購入意欲は根強い。社債流通利回りの対国債スプレッドは、概ね横這い圏内で推移した。ただ、銀行債の対国債スプレッドや、クレジット・デフォルト・スワップ市場における邦銀に対するリスク・プレミアムは、個別銘柄間でばらつきがみられており、邦銀の信用リスクに対する警戒感が窺われる。

円の為替相場は、米国景気指標が一部改善を示したことに加え、本邦当局の為替相場に対する姿勢を巡る思惑が強まったことから、一時、125円台後半まで下落した。もっとも、米国財務長官の辞任をきっかけとする思惑の台頭や国際政治情勢を巡る動きを映じて、足許では120～121円台に上昇している。この間、ユーロの為替相場はほぼ3年振りの高い水準となっている。

3．海外金融経済情勢

米国景気をみると、個人消費や設備投資といった最終需要に関する指標は、小売売上高や自動車販売、非国防資本財受注などが幾分改善した。しかし、生産の回復が足踏み傾向にあるほか、雇用面では、民間非農業部門雇用者数の減少や失業率の上昇が目立っており、循環的な景気拡大テンポは鈍化している。もっとも、在庫が低い水準にあること等を踏まえると、直ちに在庫調整のための生産減退を懸念するような状況ではないと考えられる。

米国金融市場では、実体経済指標の明暗が入り交じる中、長期金利、株価は、いずれも、11月末にかけて上昇したが、12月入り後は、長期金利が再び低下し、株価も軟調に推移している。F

¹ 「日本銀行当座預金残高が15～20兆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。」

F先物金利等から市場の金利観をみると、当面、政策金利は据え置かれるとの見方が大勢となっている。企業金融に関連して、社債発行が前月比小幅増加となったほか、社債の対米国債スプレッドが縮小傾向にあるなど、投資家のリスク回避指向が幾分和らいだ様子が窺われる。

ユーロエリアをみると、内需が低調に推移するも、輸出にも鈍化の兆しがみられており、景気は再び減速する恐れが強まっている。欧州金融市場では、長期金利はほぼ横這いで推移した。株価は、11月末にかけて一旦上昇したが、12月入り後は、米国株価の下落等を材料に下落した。ユーロ先物金利の動きから市場の先行きの金利観をみると、12月5日のECBの利下げにもかかわらず、足許では、一段の利下げ観測が窺われる。

NIEs、ASEAN諸国では、輸出の増勢がやや鈍化する動きがみられるが、個人消費や設備投資など内需が底固く推移していることから、景気は引き続き回復基調にある。国別にみると、中国は内外需ともに好調を維持しているほか、韓国でも、内需が高めの伸びを続けている。一方、台湾、シンガポール等では、輸出の増勢鈍化を背景に、生産が頭打ち傾向にある。

エマージング金融市場では、既往の欧米株価の上昇から海外投資家のリスク回避指向が幾分緩和するも、このところ資金流入が続いており、エマージング国債の対米国債スプレッドは縮小している。

この間、民間調査機関による2003年の海外経済見通しをみると、米国については、3か月前の調査に比べて下方修正されているが、引き続き、2003年後半には3%台後半の成長に復帰するとの予想となっている。一方、ユーロエリアについては、比較的大きな下方修正が行われた。また、東アジアは、幾分下方修正されたが、それでも全体として堅調な成長が予想されている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出をみると、このところ横這いの動きとなっている。財別では、資本財・部品が東アジア向けを中心に増加しているものの、情報関連の伸びがゼロ近傍にまで低下しているほか、中国による鉄鋼輸入セーフガードや米国西海岸の港湾封鎖の影響もあって、これまで増加してきた中間財や自動車関連が減少に転じている。先行き、世界的な情報関連需要は、回復力がかなり弱いとみられ、輸出は全体として、横這い圏内の動きとなる可能性が高い。この間、輸入についても、先行きは、国内需要や生産動向を反映して、基調的には横這い圏内で推移すると考えられる。

企業収益は、12月短観、民間調査いずれにおいても、今年度を通してほぼ予想通りの増益となる見通しである。こうした中で、企業の業況判断も、足許まで改善しているが、先行きについての見方は慎重なものとなっている。

注目された企業金融に関して12月短観をみると、資金繰り判断には大きな変化がみられなかった。金融機関の貸出態度判断については、中小企業が横這いであった一方、大企業ではむしろ若干悪化しており、一部の過剰債務業種に不良債権処理加速の影響が及んでいる可能性が窺われる。

設備投資は、企業収益の改善等を背景に、ほぼ下げ止まっているが、収益の改善が比較的明確な製造業・大企業の弱さが示すように、回復への動きは確認できていない。中小企業については、企業金融面からの下押し圧力が懸念されたが、短観では、まずまずの上方修正となった。

生産は、2002年7～9月期に増勢が鈍化した後、足許はほぼ横這いの推移となっている。先行き、2003年1～3月期にかけては、米国クリスマス商戦の帰趨に影響される可能性もあるが、横這い圏内の動きとなる見通しである。在庫面をみると、在庫調整は一巡しており、在庫水準は低い状態で推移している。

個人消費について、各種販売統計をみると、指標の振れやばらつきはあるが、総じてみれば、個人消費の基調に大きな変化はなく、所得対比で引き続き底固いとは言え、弱めの動きを続けて

いる。消費者コンフィデンスは、一頃に比べて幾分持ち直し、横這いでの動きとなっているが、今後、再び悪化しないか、注意が必要である。

雇用面をみると、10月の失業率は5.5%と既往ピーク水準となったが、大勢としてはここ数か月ほぼ横這い圏内の動きと言える。新規求人は夏以降増勢が鈍化しているほか、有効求人倍率は、改善ペースが緩やかになっている。賃金については、所定内給与の減少が続くとみられるほか、冬季賞与も、夏季ほどではないにせよ、かなり減少する可能性が高い。

物価面をみると、輸入物価は、夏から秋にかけての原油価格の上昇や円安などを反映して、上昇している。国内卸売物価は、輸入物価の上昇や素材業種における需給改善を受けて、強含んでいる。12月分から国内卸売物価に替えて公表される国内企業物価は、情報関連財のウエイト上昇等もあって、当面、横這い圏内で推移する可能性が高い。消費者物価は、当面、現状程度の緩やかな下落傾向を辿るものと考えられる。

この間、国内需給環境について12月短観をみると、製商品・サービス需給判断は、在庫調整の一巡を受けて改善が続いていたが、足許、そうした動きが一服している。

(2) 金融環境

民間総資金調達量は、引き続き減少傾向を辿っている。11月の銀行貸出は、マイナス幅が若干縮小した。これは、不良債権処理加速の影響など金融環境に先行き不透明感がある中で、企業が必要資金を前倒し調達する動きが部分的に影響した可能性もあり、今後の動向を注視する必要がある。

11月のマネタリーベースは、10月30日の追加緩和措置を受けて日銀当座預金残高が増加したことから、伸び率が幾分高まった。マネーサプライは、前年比3%台前半の伸びが続いている。広義流動性の前年比伸び率は、速報段階であり今後改定される可能性もあるが、比較的大きく低下した。

企業金融の動向について、12月短観では、金融機関の貸出態度判断、企業の資金繰り判断とも、中小企業を中心に大きな変化はみられなかった。もっとも、中小企業金融公庫のアンケート調査では、貸出態度を「厳しい」とみる企業の割合が高まり、貸出態度判断D.I.は99年7月以来の水準にまで低下した。これは、中小企業金融公庫の調査は主として大都市圏の中小企業を対象としており、それだけ、大手銀行の貸出姿勢の変化が反映されやすい可能性があるためと考えられる。

この間、銀行株が10月初に比べて約3割方下落していることもあり、ジャパン・プレミアムは、年末を控え、ごく僅かではあるが上昇している。また、CP発行金利は、全体としてみれば落ち着いた動きとなっているが、銀行のCP引き受け姿勢がやや慎重化している模様であり、年度末越えとなる6か月物については、信用スプレッドが幾分上昇している。

今後、不良債権処理の加速、産業・企業再生等に向けた政府の対応の影響も含め、金融機関行動や企業金融の状況について、十分注意してみていく必要がある。

・「適格担保取扱基本要領」の一部改正等

1. 執行部からの提案内容

現在、金融機関は、不良債権問題への取り組みを強める中で、信用力の低い企業に対して貸出姿勢を慎重化させている。こうした状況を踏まえて、日本銀行として、企業金融の円滑確保等のため、証書貸付債権の担保掛け目の細分化および適格対象の拡大、および資産担保コマース・ペーパー（ABC P）の取引先保証債務不適格化要件の緩和（平成16年度末までの時限的措置）を講じることとしたい。この措置の結果、貸付期間3年以内の証書貸付債権の担保掛け目が引き上げられるほか、貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権が新たに適格担保に加わることになる。また、この措置により、現時点で設定されているABC Pの発行枠18兆円のうち、9割

近くが適格化の対象となる見込みである。

あわせて、ストリップス制度の導入への対応のため、分離元本振替国債および分離利息振替国債の適格担保化を講じることとしたい。

2. 委員による検討・採決

何人かの委員は、こうした措置が、金融機関の企業向け貸出やA B C P引き受けのリファイナンスを容易にすることを通じて、企業金融の円滑化やA B C P市場の発展に寄与する効果を期待したい、との意見を述べた。また、複数の委員は、今回の措置は技術的な側面も含むため、対外的に分かり易く説明することが重要である、と指摘した。

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定された。

・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、全体として下げ止まっている、しかし、海外経済の動向や不良債権処理の影響など、回復へ向けての不透明感が強い状態が続いている、これらの点は、12月短観でも確認できた、との見方を共有し、前月の景気判断を維持することで一致した。

ひとりの委員は、企業収益の改善傾向が確認されたことに加え、「金融再生プログラム」の作業行程表や今年度補正予算編成、来年度の減税内容が明らかになったこと等を背景に、企業経営者の間では、秋口に強まった悲観論が若干後退している、と述べた。

先行きについては、何人かの委員は、10月の展望レポートで提示した来年度の緩やかな景気回復シナリオは引き続き維持されている、との認識を示した。別の何人かの委員も、企業収益の状況や在庫水準を踏まえれば、足許、下方リスクが拡大しているということはない、との見方を述べた。もっとも、これらの委員を含む多くの委員は、同時に、国内需要の先行きは厳しく、外需に依存する形で、暫くは景気回復への動きがはっきりとしない状態が続く可能性が高い、との認識を共有した。

まず、輸出と生産について、複数の委員は、これまでの予想通り横這い圏内の動きとなり、先行きも、横這いの展開になるのではないかと発言した。このうちひとりの委員は、アジア諸国の内需が引き続き堅調であり、アジア向け輸出の堅調さが目立っている、と指摘した。他方、別のある委員は、いずれは輸出・生産が再び持ち直すとのシナリオは崩れていないが、米国の景気情勢を踏まえると、来年度前半にかけての動きには注意を要する、と発言した。

多くの委員は、12月短観において製造業を中心に企業収益の大幅増加が確認されたことに着目した。ある委員は、売上高が概ね横這いの中で、賃金の抑制が増益に繋がっている、との認識を示した。もうひとりの委員は、賃金の低下に加えて、数量ベースでの経済活動の拡大が収益増に相応に貢献している、と発言した。さらに、別のある委員は、デフレに対応した企業のリストラ等経営努力が効果をあげているとの評価を述べた。

次に、設備投資について、複数の委員は、ほぼ下げ止まっているが、12月短観によると、企業収益が改善している製造業・大企業において慎重さが窺われており、設備投資の回復力が強まっていない、との見解を示した。別の複数の委員は、大企業の間で、海外の設備投資が増加していることが注目される、と述べた。中小企業の設備投資については、複数の委員が、心配された企業金融面からの大きな下押し圧力はみられず、12月短観においてもまずまずの上方修正となっている、との評価を示した。

家計部門について、複数の委員は、雇用・所得環境は全体として引き続き厳しく、冬季賞与の

帰趨を含め、今後も注視する必要がある、と述べた。個人消費に関しては、複数の委員が、所得の状況との対比では堅調さを維持しているが、今後の景気情勢をみるうえで、こうした状況が先行きも継続するかどうか重要である、との認識を示した。

先行きのリスク要因については、ほとんどの委員が、米国をはじめとした海外経済の動向と、不良債権処理の加速が企業金融や株価に及ぼす影響を指摘した。

このうち、米国経済の動向について、多くの議論があった。多くの委員は、最近明らかになった経済指標の中には、一部個人消費関連や消費者コンフィデンス指数、非国防資本財受注など、緩やかな回復が続いていることを裏付けるものが見られ、一頃に比べると悲観色が後退している、との認識を明らかにした。同時に、これらの委員からは、生産、雇用、所得の改善テンポはむしろ鈍化しており、設備投資などの最終需要の回復は確認できていない、との見方が相次いで示された。

米国経済の先行きについては、何人かの委員は、緩やかな回復基調が腰折れする懸念は弱まっている、との認識を述べた。ただ、これらの委員を含む多くの委員は、どちらかと言えば下方リスクがなお大きく、先行きについての慎重な見方を変えるような材料はない、との見解を示した。このうち何人かの委員は、クリスマス商戦の帰趨を含めて個人消費の動向に着目したいと述べたうえで、雇用・所得環境の悪化、株価や住宅価格の変動の影響、家計の負債の積み上がりといった個人消費を巡る留意点を指摘した。また、複数の委員は、減税の動きなど、米国の経済政策の行方にも注目する必要がある、との意見を述べた。別のある委員は、米国内では、国際政治情勢に伴うリスクは相当根深いものと認識されており、中長期的なコスト上昇要因になるとの見方があることを紹介した。さらに、もうひとりの委員は、このところ原油価格が上昇しつつあり、その米国経済への影響についても注意深くみていきたい、と発言した。

この間、物価について、何人かの委員が言及した。複数の委員は、足許、賃金の下落傾向が目立っているものの、総じて言えば、物価の下落が加速するような状況は窺われない、との見方を示した。このうちひとりの委員は、このような一般物価のデフレ状況は克服すべき課題ではあるが、不良債権問題を含め日本経済の抱える問題は、一般物価の下落というより、資産価格の下落に密接に関係しているとの意見を明らかにした。この委員は、業種別データによれば、不良債権問題が深刻な業種の方が、財・サービス価格の下落は大きくない、との分析結果を紹介した。

2. 金融面の動向

多くの委員が、実体経済との関連から、企業金融について触れた。これらの委員は、12月短観において、中小企業を中心に企業金融に関する判断に変化がみられなかったことを指摘し、短観からみる限り、不良債権処理加速の影響が企業金融に及んでいるとは言えない、との見方を述べた。もっとも、このうち複数の委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査では、金融機関の選別姿勢の強まりが比較的にはっきり示されているとしたうえで、同調査の対象が大都市圏の企業中心となっていることから、大手銀行の貸出態度の変化が先行的に現れているのではないかと、この考えを述べた。ひとりの委員は、こうした動きは、金融機関の健全性強化の過程である程度やむを得ない面があるが、健全な企業も巻き込んだマクロ的な信用収縮の動きは避けなければならない、と発言した。他の複数の委員も、銀行行動の本格的変化が現れるのは、むしろ年度末に向けたこれからの時期であるとして、こうした考え方に同調した。さらに、別のある委員は、金融システム強化や企業再生のプロセスで、銀行と企業が従来のグループ関係への依存を高めることがあれば、むしろ市場メカニズムが働きにくくなる懸念がある、と指摘した。

次に、金融市場動向について議論が行われた。まず、短期金融市場に関して、多くの委員は、一時、ターム物レートやオペ金利が若干強含んだが、日本銀行の一層潤沢な資金供給の効果もあって、年末を控えても短期金利は落ち着きを取り戻している、との認識を述べた。もっとも、このうち何人かの委員は、ターム物取引をはじめとして短期金融市場の流動性が低下していると考

えられることから、何らかのイベントをきっかけに金融機関の資金繰りが不安定化するリスクがある、と指摘した。そのうえで、ある委員は、金融機関から日銀の資金供給オペにおける一段の工夫を期待する声がさらに強まっているように窺われる、と述べた。

資本市場動向についても、多くの意見が出された。ある委員は、世界各国の市場をみると、実体経済や企業収益の改善、各国の政策対応等を眺めて、株価の落ち着き、信用スプレッドの縮小、国際資本取引の増加など、投資家のリスクテイク姿勢が回復しつつあるように窺われる、と発言した。この委員を含めた複数の委員は、そうした中であっても、わが国の株価は不安定な状態にあると述べたうえで、その理由は明確ではないが、様々な悪材料に反応しやすい状態にある、との見方を示した。多くの委員は、金融システム問題や国際政治情勢、持ち合い解消の動き、株式税制変更の影響といった様々な要因が銀行株を中心に株価を下押ししていると述べ、業況不芳業種や一部の銀行の信用スプレッドおよびジャパン・プレミアムの拡大の動きと合わせてみれば、市場では信用リスクに対する警戒感が引き続き根強い、との認識を共有した。

この間、為替相場について、ひとりの委員は、国際政治情勢を巡る動きに加え、米国の経済政策担当者の交替にかかる思惑もあって、ドル安の動きとなっているが、円相場の急騰は望ましくなく、今後、市場の動きを注視したい、との意見を述べた。他のひとりの委員も、こうした考えに同調した。関連して、ある委員は、このところ家計が外貨資産保有を増加させていることに着目し、家計がポートフォリオの構成を変えつつある、との見方を示した。

以上の議論を踏まえ、委員の間では、今後、とりわけ年度末に向けて、不良債権処理の加速、産業・企業再生等に向けた政府の対応の影響も含め、金融機関行動や企業金融の状況、金融資本市場の動向を十分注意してみていく必要がある、との認識が共有された。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、大方の委員が、経済金融情勢に大きな変化はなく、金融市場も全体として落ち着いていることを踏まえ、金融市場調節方針を現状維持とすることが適当である、との見解を示した。多くの委員は、今後、企業金融や金融市場の動きに細心の注意が必要である、と付け加えた。また、ひとりの委員は、これほど短期間に当座預金残高が 20 兆円程度に到達したのは、短期金融市場が緊張している現れでもあるとして、警戒感を示した。

日々の金融調節については、何人かの委員が、これまで同様、「15~20 兆円程度」というレンジの上限を目指すことでよい、と発言した。さらに何人かの委員は、金融市場において流動性需要が高まる場合には、調節方針の「なお書き」を機動的に活用し、適切に対応することが必要である、との意見を述べた。そのうちひとりの委員は、日本銀行に対する金融機関の担保差し入れ状況から判断しても、機動的な追加資金供給は可能であるとの認識を付け加えた。

今後の金融政策運営についても、いくつかの議論があった。何人かの委員は、先行き、金融市場の大きな変動等を機に、実体経済が悪化に向かうような場合には、追加緩和の可能性を検討する必要がある、と述べた。このうちのひとりの委員は、短期金融市場の安定化の観点から、具体的手段として、当座預金残高目標の引き上げとともに、国債買入の増額や資金供給オペにおける一段の工夫、補完貸付制度の拡充が考えられる、と発言した。別のある委員は、長期金利の低位安定を通じた金融緩和効果を狙うという観点から、国債買入の位置付けや国債保有につき銀行券発行残高を上限とするルールのあるあり方を再検討するべきではないか、と述べた。この委員は、銀行券発行残高上限を撤廃する際、財政規律や日本銀行の財務の健全性を確保するため、政府との間で何らかの合意が必要になる、と続けた。

もっとも、最初に国債買入増額に言及した委員は、国債イールドカーブを過度にフラット化させることは、金融機関の収益機会確保やリスク管理の観点から問題があると思う、との意見を述べた。これを受け、ある委員は、金融機関のリスクテイク能力が低下している中、アセット・リアロケーションが生じることはなかなか期待できないうえ、国債イールドのさらなる低下が大き

な景気刺激効果を持つとは思わないとの見解を述べた。もうひとりの委員は、長期金利に直接働きかけることは市場機能を歪めることになりかねず、将来、何らかの理由でインフレ期待が生じるような場合には、ある時点で長期金利が非連続的に上昇するリスクがある、との意見を述べた。この委員は、市場機能を活かしつつ長期金利を安定化させるには、量的緩和の枠組みを継続することについての現在のコミットメントの方が有効である、と付け加えた。他方、別のある委員は、これまで、円滑な資金供給を目的として国債買入を増額してきたが、結果的には、すでに長期金利にある程度影響を及ぼしている、との見方を述べた。

こうした議論を踏まえ、何人かの委員は、国債買入増額の是非を検討する際には、国債市場の状況をも十分念頭に置く必要がある、との認識を示した。このうちのひとりの委員は、現在、市場メカニズムが機能するもとで長期金利が低位安定しているのは、財政規律に加え、金融政策運営に対する信認が維持されているからであり、これらを堅持していくことが重要である、と付け加えた。

経済の再生とデフレ克服との関係についても、議論があった。ある委員は、不良債権処理や財政再建は短期的には景気、物価を下押しする方向に働くが、長い目で見た経済の再生のため不可欠であるからこそ、政府は現在これらの政策を進めている、との認識を示した。この委員は、こうしたプロセスを経て、経済が持続的な成長軌道に戻れば、その結果としてデフレ脱却を実現できる、との考えを強調した。別のある委員も、調整期間においては、ある程度の物価下落圧力は構造改革の当然の帰結として受け入れるべきなのかもしれない、と同様の意見を述べた。もうひとりの委員は、金融政策は、デフレの加速を回避するうえでこれまで重要な役割を果たしてきたし、今後もそうした努力を続けるべきであると指摘したうえで、同時に、それだけで問題が解決するわけではないとの認識も大事であり、日本経済が本格的に立ち直るには、不良債権処理や構造改革により実体経済面の前向きの動きを引き出すことが必要である、との見解を示した。

関連して、インフレ・ターゲティングに関して、意見が交換された。ひとりの委員は、十分な政策手段の裏付けがない宣言でインフレ予想を高めることは難しい、インフレ期待の高まりが、中央銀行や日本経済そのものへの信認が損なわれる形で生じる場合には、かえってデフレ脱却や、ひいては日本経済の持続的発展自体を大きなリスクに晒すことになる、といった理由を挙げて、インフレ・ターゲティングを採用することは「無謀な賭け」であり、適当ではない、との考えを明らかにした。他の多くの委員も、物価目標を設定しても、日本銀行単独ではその実現は困難である、との認識を述べて同調した。このうち複数の委員は、仮に政府が需給ギャップ縮小に向けて財政支出の拡大や減税を十分に行うのであれば、物価上昇を実現することができるかもしれないが、現状そのような政策は採用されていないし適当でもない、との趣旨を述べた。

他方、もうひとりの委員は、インフレ・ターゲティングの採用は、政府と日本銀行との共同責任のもとでしかありえないとしたうえで、政府の財政規律維持にかかる明示的・継続的なコミットがあり、かつ、物価目標の達成時期を明示せずに金融政策運営の機動性と自由度が保証されるのであれば、一定の数値で示した物価上昇率を望ましいものとして政府と共有することができるのではないか、との見解を示した。この委員は、量的緩和継続についての現在のコミットメントだけでは、デフレ脱却が相当困難であるとの見方から、むしろ市場のデフレ期待を強めている面があるのではないかと続けた。

これに対し、別のある委員は、現在のような環境のもとで、狭いレンジの物価目標を定め、無理やりその目標を達成しようとする、先行き、かえって物価の動きを不安定化する恐れがあると考えられるため、物価目標レンジの設定には慎重であるべき、との意見を述べた。もうひとりの委員も、こうした考え方に同意した。

以上の議論を踏まえ、ひとりの委員は、重要なことは、日本経済がいずれ持続的な成長に復帰できるという明確な道筋を示すことであり、そのもとで人々の成長期待が高まれば、それが家計や企業の支出スタンスや資産価格に好影響を及ぼすことになる、との認識を述べた。そのうえで、この委員は、インフレ予想ではなく成長予想を高めることこそが重要であると強調した。

・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。

- 政府の景気認識について、先月、持ち直しに向けた動きがみられるものの、それが緩やかになっていると判断したところであるが、今日は、もう一步慎重な見方をしなければならないと考えている。
- 来年度は、様々な形で国民負担増加や、14年度に現れた13年度第二次補正予算の効果が剥落することから、公的部門が民間経済に対してGDP比1%程度のマイナス圧力をかけることになる。本年度補正予算と来年度の先行減税により、こうしたマイナスの影響をオフセットすることができるのではないかと考えている。一方で、財政健全化への道筋を確保することが重要であり、2010年代初頭にプライマリーバランスの黒字を回復するという目標はぜひとも維持したい。税制改革については、個別の中身を見るとそれなりの成果があったと考えているが、今回は抜本的な税制改革の初年度との位置付けであり、引き続き努力してまいりたい。
- 経済の名目成長率と不良債権の発生状況はかなり連動しており、デフレと不良債権問題の悪循環をどのように断つかという厳しい問題がある。デフレ問題に関しては、やはり金融政策への期待が高くならざるを得ない。日本銀行として、デフレ克服のシナリオをどのように描いているのか、ぜひ議論を進めて頂きたいと思う。
- 政府・日本銀行が一体となってデフレ克服を目指し、できる限り早期のプラスの物価上昇率実現に向けて取り組むことが必要である。日本銀行におかれても、さらに実効性のある金融政策を行って頂きたい。

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。

- デフレ克服は、政府・日本銀行が引き続き一体となって強力かつ総合的に取り組むべき経済運営における最重要課題であると考えている。政府は、先般(10月30日)取りまとめた「改革加速のための総合対応策」を補完・強化するため、先日(12月12日)、「改革加速プログラム」を策定し、14年度補正予算の編成を行うこととしている。
- 現在、日本銀行は金融機関に対し潤沢な流動性供給を行っているが、依然としてデフレ心理の反転がみられない中であって、今後、不良債権処理の加速に伴う一層のデフレ心理深刻化も予想される。日本銀行におかれては、こうした心理を覆すような強い政策態度を示すためにも、流動性供給の質・量の両面においてさらなる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置をぜひ検討し、実施して頂きたい。
- また、年末に向けて、企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりにも対応できるよう、一層潤沢な資金供給をお願いするほか、今般の企業金融の円滑確保に資する措置について、一日も早く実施されることを期待している。
- なお、前回会合で申し上げたとおり、為替介入の不胎化を行わないことを検討頂きたいと考えている。為替介入を非不胎化することになれば、当座預金残高が積み上がることになるわけで、これを調節方針の「なお書き」に盛り込んで頂ければと考えている。
- 長期国債の買い切りオペについては、ポートフォリオ・リバランス効果という観点から、個人的には月2兆円に増額してはどうかと考えている。その際、例えば15年度末まで、銀行券発行残高による上限を取り除くことを検討してはどうかと思う。
- また、実効性のある金融緩和措置の実施と中小企業金融の円滑化という2つの目的を同

時に達成するような工夫をして頂きたい。例えば、政府系金融機関が財投機関債を発行し、それを日本銀行が引き受けることで、政府系金融機関を通じてこのマネーを実体経済に出していく方策を検討頂ければと思う。

これらの発言のうち、為替介入資金の扱いに関して、委員からコメントがあった。ひとりの委員は、為替介入は政府が一定の政策目的をもって市場取引を行うもので、その資金の動きは通常の財政資金の受払いと同一視する理由はないとの考えを示したうえで、非不胎化の円安効果を認めるのであれば、「なお書き」の範囲内で事実上介入資金を非不胎化することは可能ではないか、との意見を述べた。これに対し、ある委員は、調節方針における「なお書き」は流動性需要が高まった場合に一時的に対応するために設けており、介入資金を非不胎化するというのは「なお書き」の趣旨に馴染まない、と述べた。そのうえで、この委員は、日本銀行の金融調節は、日々様々な資金の出入りがある中で、為替介入資金も利用しながら行っており、「不胎化」、「非不胎化」といった二分法で捉えることは実態に合わず適当でない、との見解を示した。別のある委員は、日本銀行は為替相場の変動が経済金融情勢に与える影響も踏まえたうえで、現在の当座預金残高目標が適当と判断している訳であり、円売り為替介入があったからといって、その額だけ直ちに当座預金残高目標を引き上げなければならないとは考えていない、との認識を述べた。もうひとりの委員も、当座預金残高の増減と為替相場の変動には十分な因果関係が見出せないことを述べつつ、こうした考え方に同意を示した。

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 1 のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が 15 ～ 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。

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、福岡委員

反対：なし

対外公表文の検討

本日決定した「適格担保取扱基本要領」の一部改正等のうち、企業金融の円滑化策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（「企業金融円滑化策について」）が全員一致で決定され、別添2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12月18日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月30日）、前回会合（11月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月20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15年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添3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12月17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15～20兆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。

以 上

(別添2)

2002年12月17日

日本銀行

企業金融円滑化策について

1. 日本銀行は、10月30日の金融政策決定会合での討議を受け、企業金融の円滑確保のため、一段の工夫を講じる余地がないかを検討してきたが、本日、以下の措置を講じることを決定した。
 - (1) 証書貸付債権の担保拡大
貸付期間3年以内の証書貸付債権の担保掛け目を引き上げるとともに、貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権を新たに適格担保に加える(従来は5年以内)。
 - (2) 資産担保コマーシャル・ペーパー(ABCP)の適格基準の緩和
日本銀行取引先の保証するABCPは、担保および現先オペの対象資産として原則不適格であるが、2004年度末までの時限措置として適格の扱いとする。
2. 日本銀行による潤沢な資金供給は、金融機関の流動性調達の不安を取り除くことを通じて、貸出を行いやすい環境を整備する効果を有している。また、既に行っている社債等の企業債務の担保受け入れやCP現先オペも、企業金融の円滑確保に相応の寄与をしている。
3. 日本銀行としては、今回の措置が金融機関の企業向け証書貸付債権やABCPのリファイナンスを容易にすることを通じて、企業金融の円滑化やABCP市場の発展に寄与する効果を期待している。なお、ABCP、資産担保債券(ABS)等の証券化市場の発展に向けて、制度面の見直しが進むことが期待される。
4. 日本銀行としては、不良債権処理の加速の影響も含め、企業金融の動向を今後とも注視していく方針である。

以上

(別添3)

平成14年12月17日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成15年1月~6月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注) (議事要旨公表)
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> (4月11日<金>)
4月	4月 7日<月>・ 8日<火> 4月30日<水>	4月 9日<水> (5月23日<金>) — (6月16日<月>)
5月	5月19日<月>・20日<火>	5月21日<水> (6月30日<月>)
6月	6月10日<火>・11日<水> 6月25日<水>	6月12日<木> 未定 — 未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年4月)」は、4月30日<水>に公表の予定。

以 上

(15 年 1 月 21、22 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 1 月 21 日 (14:00 ~ 15:46)
1 月 22 日 (8:59 ~ 12:25)

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	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (21 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (22 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	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
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	山岡浩巳

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(12月16、17日)で決定された方針¹に従って、日銀当座預金残高が目標レンジのできるだけ高い水準、すなわち20兆円程度となるよう運営した。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、引き続き0.001~0.002%で推移した。短期金融市場の資金余剰感は極めて強く、年度末前に期日が到来するCP買現先オペでは「札割れ」が生じている。

1月15日時点で、年度末越えの資金供給オペ残高(短期国債買入オペを含むベース)は約25兆円に達しており、前年(同時期で約16兆円)を上回る過去最速ペースで、期末越え資金の供給を行っている。適格担保の受け入れ残高も、前回会合で決定した証書貸付債権の担保掛け目細分化の効果もあって、12月末時点で約70兆円と、11月末対比で約3兆円増加している。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行の潤沢な資金供給や、昨年の流動性預金の大量流入や貸出の減少を背景に、大手銀行の市場性資金の要調達額が大きく減少していることなどから、これまでのところ年度末越え資金を取り急ぐ動きはみられておらず、ターム物金利は年度末越えのものも含め、全体として低水準で推移している。

債券市場では、景気の先行き不透明感や資金余剰感の高まり、さらには最近のドル安・円高などを背景とする機関投資家や銀行の根強い国債投資姿勢もあって、長期国債流通利回り(10年物)は0.8%前半まで低下している。さらに最近では、超長期債の利回りの低下が顕著であり、20年債の利回りも1.28%まで低下している。

株価は、景気の先行き不透明感などを背景に、8千円台半ばでの低調な動きが続いている。

為替市場では、中東情勢をはじめとする地政学的リスクが一段と強く意識され、ドルは12月以降、他通貨全般に対して軟化傾向を辿っている。こうした中、円の対ドル相場は117~118円台まで強含んでいる。一方、対ユーロでは、北朝鮮問題などが円安要因として意識され、円はむしろ軟調に推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国では、金利感応的な住宅投資や耐久財消費の堅調が、需要面から景気の緩やかな回復基調を支えている。一方、生産、雇用面での循環的な拡大のモメンタムは、弱まる方向の動きが続いている。

最終需要の動向をみると、個人消費は自動車販売の伸びなどに支えられ、緩やかな増勢を維持している。クリスマス商戦は好調な滑り出しの後、盛り上がりを欠く展開となったが、積極的な値引き販売の効果などから、総じてみれば緩やかな伸びとなった模様である。設備投資はほぼ下げ止まりつつあるが、未だ回復には至っていない。

なお、プッシュ大統領は1月7日、個人消費の刺激策や投資促進策を柱とする新経済対策案を発表した。

¹ 「日本銀行当座預金残高が15~20兆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。」

米国金融市場では、先行きの景気回復について、引き続き慎重な見方が一般的であり、地政学的なリスクに対する懸念も根強い。こうした状況のもとで、12月末にかけて長期金利は低下、株価は下落した。1月入り後は、長期金利、株価とも一時上昇したが、その後は再び軟化している。

ユーロエリアをみると、内需が低調に推移するも、輸出の伸びも鈍化しており、景気が再び減速する恐れが強まっている。欧州金融市場では、株価は弱めの推移を辿っており、長期金利も軟化傾向にある。ユーロ先物金利の動きから市場の先行きの金利観をみると、年央にかけての利下げ観測が高まっている様子が窺われる。

アジア諸国の経済は、前月以降大きな変化はない。すなわち、中国は内外需とも好調、韓国、ASEAN諸国は内需を中心に堅調、輸出依存度の高い台湾、香港、シンガポールは生産頭打ち、という姿となっている。

エマージング金融市場では、先進国からの資金流入が続くも、総じて安定的に推移している。ただし、ベネズエラでは、ゼネストが長期化するも、通貨ボリバル急落や対米国債スプレッドの大幅な拡大がみられている。また、トルコでも、地政学的リスクの高まりが意識され、通貨、株、債券の「トリプル安」となっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

外需の動向をみると、輸出は11月には米国向けを中心にかなりの増加となったが、これには米国西海岸の港湾スト解除や、12月からの通関検査の強化を睨んだ前倒し輸出などの特殊要因が寄与しているとみられ、ヒアリング情報などをあわせてみると、実勢としては横這い圏内で推移していると判断される。

内需面では、前月以降、大きな変化はみられていない。

まず、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。

設備投資は、企業収益が改善しているも、ほぼ下げ止まっている。ただし、先行き不透明感が強い中、企業の投資スタンスが積極化する展望までは拓けていない。

個人消費をみると、雇用・所得環境が引き続き厳しい中、12月の販売指標は総じてやや不芳であった。ただし、これには、昨秋の販売指標が所得対比でみてやや強めであったことの反動もあるとみられ、個人消費は総じて弱めの動きが続いていると判断される。

生産については、2002年10~12月は、12月が予測指数通りと仮定すれば、7~9月対比で-0.8%と若干のマイナスとなる見通し。ただし、11月の減少には船舶や鉄道車両といった大型案件の一巡も寄与しているとみられる。

なお、従来であれば、現在のように在庫調整が進み、在庫水準が低くなった局面では、在庫積み増しの力が働き、生産が出荷よりも強めとなるのが普通であるが、今次局面では逆に、出荷が微増を続ける中でも、企業は景気の先行き不透明感から慎重な生産姿勢を維持し、在庫圧縮を続けていることが特徴的である。

このような企業行動は設備投資の面でも共通してみられる（企業収益の増加にもかかわらず、企業は設備投資に慎重な姿勢を続けている）。このことは、資本・在庫ストック面から景気に下押し圧力がかかるリスクを軽減している一方、前向きの循環の力がなかなか強まらない原因ともなっている。

物価面をみると、原油価格は11月にいったん軟化したが、12月以降は、イラク問題やベネズエラのゼネスト等を受け上昇傾向を辿っている。こうしたも、輸入物価は引き続き上昇している。

国内商品市況は、アジア諸国の需要堅調や在庫調整の進捗を反映し、総じてみれば、昨年以降

上昇傾向を辿っている。こうしたもとで、国内企業物価は機械類を中心に下落を続けているが、その下落幅は縮小傾向にある。一方、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向にある。

(2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、12月の銀行貸出は - 2.3%と、11月と同様の前年比マイナス幅となった。この間、民間部門総資金調達、資本市場調達の伸び率の鈍化を反映し、前年比マイナス幅が徐々に拡大する動きが続いている。

量的金融指標をみると、12月のマネタリーベースは + 19.5%と、11月対比では伸びが幾分鈍化した。これは、マネタリーベースの大半を占める銀行券の伸び鈍化が続いていることに加え、2001年12月に日銀当座預金の目標値引き上げが行われたことが、前年比伸び率を引き下げる方向に寄与したためである。

マネーサプライは、12月には前年比2%台前半に伸び率が低下した。これは、2001年12月にエンロンの破綻を受けて投資信託から預金に大規模な資金シフトが生じたことの影響が大きい。この間、広義流動性は前年比1%台前半と、11月同様の伸び率となっている。

企業金融の動向をみると、企業が増加した収益を借入金の圧縮に充てる財務リストラの動きを続ける中で、設備投資が低調に推移していることから、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。一方、資金供給面をみると、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては、利鞘の設定を厳格化させるなど貸出姿勢を慎重化させており、融資先に対する選別姿勢を続けている。

以上のように、前回会合以降、企業金融を巡る環境には大きな変化はみられていない。今後とも不良債権処理加速の影響なども含め、金融機関行動や企業金融の状況を十分注意してみいく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について委員は、景気は全体として下げ止まっている、しかし、海外経済の動向や不良債権処理の影響など、回復へ向けての不透明感が強い状態が続いている、との見方を共有し、前月の景気判断を維持することで一致した。

何人かの委員は、輸出・生産が減速する中、景気の足踏み感が強まっていると述べた。このうちひとりの委員は、消費・設備投資といった内需が急に弱まる兆しはないが、自律的な回復も直ちには期待しにくく、方向感の定まらない状況だ、と述べた。

景気の先行きについて、多くの委員は、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、いずれ底固さを増していくという基本的なシナリオは崩れていない、との見解を示した。

同時にこれらの委員は、そうしたシナリオを巡る不確実性やリスクが引き続き大きいことも指摘した。すなわち、欧米景気が力強さを欠き、さらに、イラク情勢といった不確実要因を抱えていること、国内でも、株価が低迷を続ける中、不良債権処理の動向が企業金融環境などに影響を及ぼす可能性も残っていること、が指摘された。

加えて、何人かの委員は、輸出環境が厳しさを増す中、所得対比では堅調な動きを続けている個人消費がどの程度持ちこたえるのか、地政学的リスクを抱える中、ドル安がさらに進行するリスクはないか、といった点も注目を要すると述べた。

そのうえで、多くの委員は、これらのリスク要因について、引き続き注意深く点検していく必要があるとの認識を示した。

次に、米国など海外経済の動向について、議論が行われた。

何人かの委員は、米国経済について、個人消費を中心に緩やかな回復基調を維持している模様

であり、クリスマス商戦も、盛り上がりを欠いたとはいえ、一部で懸念されていたほどの落ち込みにはならなかったことを指摘した。

ただし、ひとりの委員は、米国の成長見通しが下方修正されているわけではないが、足許では生産、雇用、消費者コンフィデンス等で弱めの指標がみられている、いわゆる「双子の赤字」が話題に上ることが増えている、といった懸念材料を挙げた。

関連して、別のひとりの委員は、2001年頃までの米国の経常赤字は、高い期待収益率に支えられた投資主導の色彩が強かったのに対し、現在は再び消費・財政要因主導の経常赤字という色彩が強まっているようにみられる、と述べた。そのうえで、後者の色彩がさらに強まりながらドル安が進むことがないかどうか、注意してみていく必要があると述べた。

さらに別のひとりの委員は、米国では労働生産性の高い伸びが経済の「強み」として強調されることが多いが、現実の雇用者所得および企業所得の伸びは労働生産性の伸びを下回っており、これには株価バブルの崩壊などが寄与している可能性がある、と指摘した。そのうえで、供給力の増加が十分な需要を伴わない可能性も踏まえながら、米国経済の先行きを注意深くみていく必要があると述べた。

この間、欧州・アジア経済について、ひとりの委員は、輸出の伸びが鈍化傾向にあり、民間の経済見通しも下方修正の方向にある、と述べた。

いわゆる「地政学的リスク」についても多くの委員が言及した。

ある委員は、現在先進各国で、経済全体としては横這いしないし若干のプラス成長、しかし、先行き不透明感から企業の投資意欲がなかなか高まらず、景気回復の展望もなかなかはっきりしない、という動きが共通してみられている、と指摘した。そのうえで、この委員を含めた多くの委員は、不透明感の大きな背景には、いわゆる「地政学的リスク」があることを指摘した。

そのうえで、何人かの委員は、こうした地政学的リスクは、とりわけ予測が難しいうえ、その帰趨によっては、日本経済のみならず世界経済全体がアップサイド・ダウンサイドいずれの方向にも大きく動く要因となる、との認識を示した。

複数の委員は、ひとたびこのリスクが現実化すれば、経済に対し、やはりダウンサイドに働く可能性が高いし、米国でもそうした見方が多いと発言した。別のひとりの委員は、現在、米国政府首脳が対イラク強硬発言を行っていることも、米国企業経営者が設備投資を先送りする誘因となっているように思われる、とコメントした。

次に、日本の各需要項目等についても、意見が交わされた。

輸出について、多くの委員は、11月の急増には一時的な要因が寄与しており、実勢としては横這いとみるべきであろうと述べた。

先行きについて、ひとりの委員は、ドル安、海外経済の減速リスク、地政学的リスクなどを踏まえれば、輸出環境は厳しくなる方向にあると述べた。そのうえで、輸出が再び増加に転じる時期は今春よりも後ずれする可能性が高い、との見方を示した。

生産について、ひとりの委員は、10-11月の生産は、出荷が微増の中でマイナスとなっていること、業種毎にみても、出荷が伸びなかった電気機械等で在庫がなお減少していることから、企業の生産スタンスがきわめて慎重であることが見てとれると述べた。

別のひとりの委員は、このような在庫管理が可能となった背景として、サプライチェーン・マネジメント等IT技術の応用を挙げた。そのうえで、在庫水準が低位であることは、慎重かつ機動的に在庫管理を行っている表れであり、先行き出荷が伸びれば生産の伸びにつながりやすい環境にあるとみることもできる、と述べた。

この間、また別のひとりの委員は、鉄鋼・化学の生産の減少は、アジア向け輸出の減少と軌を一にしており、輸出環境の悪化が生産面に及んでいる一例とみることもできる、との見解を示した。

設備投資について、多くの委員は、先行指標や関連指標（契約電力等）からみて、設備投資はなお下げ止まりの段階に止まっており、企業の設備投資姿勢はなお慎重であるとの認識を述べた。

別のひとりの委員は、企業の慎重な投資スタンスの背景をみると、必ずしも先行き悲観論ばかりではなく、高炉や非鉄・紙パ等の業種で、企業再編や供給能力の整理が国内商品市況の下支えなどに寄与していることや、企業家の間に、現在の物価下落はグローバルな構造的圧力を反映している面が大きいとの認識が浸透しつつあり、グローバル・デフレに対応した損益分岐点の低い供給構造の構築に向けての企業戦略も寄与している、と指摘した。

この間、ひとりの委員は、個別にみると、デジタルカメラや液晶関連で能力増強投資に踏み切る例もある、と紹介した。

先行きについて、何人かの委員は、収益環境や資本ストックの面からみて設備投資が下方に振れるリスクは小さく、稼働率も設備投資を促す水準に近づいているものの、企業の先行き不透明感が強いもとの、設備投資が増加に転じる時期も見定めがたい、と述べた。

個人消費について、多くの委員は、雇用・所得環境が引き続き厳しい中、所得対比では堅調さを維持している、との認識を示した。

同時に、これらの委員は、所得環境の好転が当面は見込みにくいもとの、こうした状況が先行きも継続するかどうかの一つのリスク要因となる、と指摘した。このうちひとりの委員は、雇用環境の厳しさや、来年度の社会保障関連の家計負担増などを踏まえると、先行き消費マインドが慎重化するリスクには十分注意していく必要がある、と述べた。

物価について、ひとりの委員は、需給ギャップが大きく拡大しているもとの、CPIのマイナス幅はゼロ近傍で比較的安定してきたこと、こうした中で、今後、原油価格上昇や医療制度改革、間接税引上げの影響が想定されることから、先行き、CPIのマイナス幅は若干縮小することが予想される、と述べた。

2. 金融面の動向

金融市場動向について、多くの委員が、年度末を控える中でも、日本銀行の潤沢な流動性供給のもと、市場における流動性懸念はほぼ払拭された状態が続いている、との見解を示した。

また、低下傾向が顕著となっている長期金利について、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、長期金利低下の背景として、世界的な景気の先行き不透明感、グローバルな物価低下圧力への認識の強まり、日本銀行の金融緩和継続の「コミットメント」が、国債価格変動のリスク・プレミアムを低下させている可能性、を指摘した。

そのうえでこの委員は、長期金利は直近1年間で0.5~0.7%ポイント低下しており、仮に米国のように家計支出が金利感応的であればかなりの景気刺激効果を持ったかもしれないが、日本では家計支出は金利感応的とはいえないため、ここに働きかける効果も限られているようだ、と述べた。

株式市場に関し、ひとりの委員は、大手行の資本充実策が市場で前向きに評価され、これが足許の銀行株価の持ち直しに寄与している、との見解を述べた。

一方、別のひとりの委員は、金融庁の特別検査などを控え、銀行株価の動向は引き続き注意が怠れない、と述べた。さらに、企業収益の改善、バリュエーション面での割安感、証券税制の見直し、補正予算や15年度当初予算への市場の評価、などが株価に及ぼす影響を見守っていく必要がある、と付け加えた。

企業金融面について、ひとりの委員は、年度末にかけて金融市場・金融システム面から企業金融を通じて実体経済面に下押し圧力が及ぶリスクは、このところやや薄らいでいる、との見方を示し、その背景として、金融機関の流動性ポジションの余裕を指摘した。

別のひとりの委員は、日本銀行による予防的な金融政策対応、それに伴う前倒しでの流動性供

給が、市場関係者に安心感を与え、市場の安定に寄与している面が大きく、市場との対話がうまくいっているとの見方を述べた。また、大手行の自助努力による自己資本増強策が、銀行株価の反発も手伝って、不安感の除去に役立っていると付言した。さらに別の複数の委員は、不良債権処理について、当面、ハード・ランディングを避ける方向での対応が指向されているように窺われ、これが短期的にはクレジット・クランチのリスクを減らす方向に働いている、との見方を述べた。

ただし、何人かの委員は、金融システムが依然問題を抱える中、流動性需要が振れやすい状況は続くともみられるほか、金融機関の不良債権処理の取り組みが、短期的には企業金融の厳しさを増すリスクも残っている、との見解を示した。さらに複数の委員は、銀行の資本増強や資産圧縮、企業再編の動き、さらには株価の動向が、企業金融面にどのような影響を及ぼすかも注目されると述べた。

これに関連して複数の委員は、大手行が資本の増強と併せ、今後いかなるビジネス・モデルを構築し、収益力を高めていけるかが金融システム再生の大きな鍵である、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

当面の金融政策運営について、委員は、経済金融情勢に大きな変化がなく、金融市場も全体として落ち着いていることを踏まえ、金融調節方針を現状維持とすることが適当であるとの見解を示した。

そのうえで、何人かの委員は、仮に流動性需要が増大する場合には、調節方針の「なお書き」を適切に発動し、市場の安定に万全を期する必要がある、と付け加えた。

さらに、今後の金融政策運営に関連する論点について、議論が行われた。

まず、追加的な政策の選択肢について、意見が交わされた。

ひとりの委員は、世界的な物価下落傾向への関心が高まる中、最近、主要な海外中央銀行当局者が講演の中で、短期金利をゼロに引き下げた後に取り得る政策手段に言及していることを紹介した。そのうえで、日本銀行は、例示されている政策オプションのうち、政府の所管にある財政・為替政策を除く殆どの手段（金融緩和継続の宣言を通じた長めの金利への働きかけ、国債買い入れの増額、民間債務の適格担保拡大と民間銀行への低利融資等）を既に実施していることになる、と指摘した。そのうえで、更に日本銀行が単独で採り得る有効な方策があるのかは悩ましい問題だと述べた。

別のひとりの委員も、短期金利がゼロに達したもとの追加的に考え得る手段は、その殆どが、効果について不確実性が高いか、実質的に財政政策の色彩を帯び、また、副作用やリスクも大きいものとならざるを得ない、と発言した。

この委員は、日本銀行がETFを購入してはどうかとの議論に関して、資金供給手段と位置付けるのであれば、現在オペ手段が足りないわけではないし、株価への影響を狙うのであれば「株価PKO」となり、躊躇せざるを得ない、と発言した。

この間、ひとりの委員は、先行き長期国債の買い入れを増やす必要が生じる可能性に備え、現在の銀行券による「歯止め」を見直す選択肢について、検討しておく必要があるのではないか、と述べた。

これに関連して、別のひとりの委員は、中央銀行のバランスシートが悪化すれば最終的には国民の負担となることも念頭に置きつつ、5年後、10年後のバランスシートの状況、特に国債残高とその価格変動リスクの影響を慎重に判断することが望ましい、金融も財政も共に規律を堅持し、市場機能を生かすことが中長期的に必要、ブルーデンス政策の観点から、日本銀行は、国債価格変動リスクを含めた金融機関のリスクマネジメント体制の動向を注意深くモニタリングする必要がある、と述べた。

インフレ・ターゲティングの問題についても、議論が行われた。

ひとりの委員は、ニュージーランドやスウェーデンも含め、海外でデフレ対策としてインフレ・ターゲティングが導入された例はないことを指摘した。別のひとりの委員は、インフレ・ターゲティングを採用している先進国は、達観すれば0～3%程度の間インフレ率の目標を置き、中長期的・平均的に実現することを目指しており、「達成期限をピンポイントで示す」といった例はないことを指摘した。

そのうえで、ひとりの委員は、通常の緩和手段を使い切った中で、かつ特定の期限付きで目標を示す、という考え方は、海外諸国で現実に行われているインフレ・ターゲティングとは、実は相当異なるものだ、と指摘した。別のひとりの委員も、「インフレ・ターゲティングをやる、やらない」といった議論はミスリーディングである、と述べた。

さらに、何人かの委員は、「インフレ率が安定的にゼロ以上となるまで量的緩和の枠組みを続ける」という日本銀行のコミットメントは、インフレ率の「予測値」でなく「実績値」に言及していることに伴うタイムラグの問題を踏まえれば、実際には若干プラスのインフレ率を狙っていることになり、インフレ・ターゲティングが狙う効果の多くを、実質的には既に採り入れている、と述べた。

多くの委員は、大きな需給ギャップや金融システム問題を抱える中、短期金利はゼロに達し、財政再建や構造改革も進行中、グローバルな物価低下圧力も強い、という現状においてインフレ・ターゲティングの問題を考える場合、「どのように目標を実現するのか」という「手段」の問題こそが議論の核心である、と強調した。

何人かの委員は、現状、短期間にインフレ率をプラスにする手段としては、大幅な財政出動が為替誘導を考えざるを得ない、と述べた。これらの委員は、財政・為替政策は財務省の所管であり、日本銀行が単独で物価目標を定めてもクレディブルとなり得ない、仮に国全体の政策として、特定期間内のインフレ率のプラス転化を優先するのであれば、そのために政府がどのように財政・為替政策を運営するのが示されることが重要となる、と指摘した。

この間、ひとりの委員は、仮に政府が「財政・為替政策も日本銀行に委ねる」、「日本銀行のリスク資産購入によって生じる損失は政府が補填する」とした場合に、インフレ・ターゲティングの是非をどう考えるか、という論点を提起した。この委員は、こうした問題を考えることは、海外の学界等からなおインフレ・ターゲティング採用論が聞かれることに対し、我々としてどのような情報発信を行うべきかを考える上で有益であろう、と述べた。

この委員を含めた複数の委員は、中央銀行がインフレ目標を宣言しさえすれば期待が変わるといった見解は、海外でも少なくなっている、日本銀行が単独で採り得る手段には効果が不確実なものしか残されていないという点も、ほぼ理解されているように思われる、一方、個別の手段についてのリスクや副作用は十分に意識されているとはいえ、「効果が不確かでも副作用が小さいなら試みてはどうか」といった見解は根強い、と指摘した。

これに関連してある委員は、国債や外債、さらには株式や土地などのリスク資産を証券化した金融商品を物価が上昇するまで無制限に購入すべし、といった極論も聞かれるが、その場合、物価が上昇する前に財政規律の喪失や中銀資産の劣化、長期金利上昇等多くの副作用が生じ、経済にとってマイナスとなりかねない、と述べた。

こうした議論を踏まえ、複数の委員は、個々の手段が孕むリスクや副作用について極力具体的な説明を行っていくことが、更なる理解を得る上で重要となる、と述べた。

そのうえで、インフレ・ターゲティングの期待形成への影響についても、意見が交わされた。

ある委員は、共通の政策目標に向けて政府と日本銀行が取り組む姿勢を示すことは、何がしかの心理的效果を持ち得るのではないかと述べた。

一方、何人かの委員は、通常の緩和手段を使い果たし、構造調整や財政再建を進めている下でのインフレ・ターゲティングの採用が、経済を不安定化させるリスクを指摘した。

ひとりの委員は、インフレ・ターゲティングは本来「期待の安定化」を狙うものであることを

指摘した。そのうえで、現在のインフレ・ターゲティング採用論が想定するインフレ予想上昇のメカニズムは、多くの国民がデフレ克服には時間がかかると考える中、政策当局への信認を失わせるような極端な手段が採られるかもしれないとの予想が一部に生まれるといった「期待の不安定化」を伴う可能性が高く、これが長期金利や経済を不安定化させるリスクが大きい、と述べた。

別のひとりの委員は、現在の長期金利の低水準には、金融緩和の「時間軸効果」によるリスク・プレミアムの低下も寄与している、20年先まで1%以上のインフレリスクを殆ど読み込んでいない現在の債券相場はやや加熱気味の感がある、最近でも、様々なイベント発生時には、長期金利はかなり急激な上昇をみている、と指摘した。そのうえで、「インフレ予想が仮に高まって、長期金利の上昇幅は相対的に小さめとなる」といった見解も聞かれるが、現在の市場の地合いを踏まえると、いったん期待が反転すれば、長期金利はむしろかなり上昇するリスクを見込むべきであろう、と述べた。

経済の再生とデフレ克服の道筋についても、議論が行われた。

ひとりの委員は、デフレ克服に求められるのは、インフレを起こす手段ではなく、健全な経済発展を実現する手段であると述べた。

この委員は、中国などとの間に大きな人件費や地価の格差がある中、仮に日本経済の先行きを市場が悲観的にみているならば、既に円安が進んでいてもおかしくない、と指摘した。そのうえで、物価は経済の「体温」である以上、物価の下落は、何らかの日本経済の調整の必要性を促すものと受け止めるべきであること、市場はなお円や国債への信認を持ち続けているようにみえること、を踏まえ、どういった調整を進めることが真に日本経済の将来に寄与することになるのか、真摯に考える必要がある、と述べた。

別のひとりの委員も、デフレ克服は、日本経済の持続的な成長の実現を通じてはじめて展望できる、と述べた。そのうえで、政策当局に現在求められていることは、現象としての「物価下落」の背景にある「需要不足」や「成長の低下」という問題にどのように対処すべきかという観点から、国民の信頼が得られる形で政策のあり方を提示していくことではないか、と述べた。

この委員は、日本経済の成長率の低下には、需要の弱さと、構造問題の克服の遅れ（すなわち、生産資源が非効率分野に固定化されているという経済の硬直性）の両方が寄与している、と整理した。そのうえで、不良債権処理や雇用対策のための財政支出は経済の硬直性を取り除くためのものであるのに対し、旧来型の公共投資は資源の再配分をむしろ遅らせる可能性がある、と述べた。この委員は、日本経済の再生にとって財政政策の果たし得る余地はなお大きいし、これがどのように運営されるかによって、経済への影響も大きく異なる、と付言した。

別のひとりの委員は、経済政策運営は民間の成長期待を高めることに軸足を据え、規制緩和と歳出構造の見直しを進めることが重要だ、と述べた。この間、さらに別のひとりの委員は、需給ギャップを埋めるための財政出動や減税が適切なやり方で実施されるとともに、これを金融面から支援することは、政策オプションの一つとして考え得る、と発言した。

また、ひとりの委員は、「デフレ脱却のためマネーサプライを増やす必要がある」との見解が聞かれることに関連して発言した。

この委員は、構造改革の過程での不良債権処理や有利子負債の圧縮、自社株購入、さらには家計の株式や国債保有を促す方向での制度・税制改革は、いずれもマネーサプライを減少させる要因として働くものだ、と指摘した。また、金融不安から流動性需要が高まったり、預金への資金シフトが起こる場合には、マネーサプライは増えるが、これは経済活動の活発化にはつながらない、と述べた。

さらに、マネーサプライが経済活動の活発化を伴う形で増えるとすれば、企業や家計の支出姿勢が上向き、資金調達行動が活発化する場合であると述べたうえで、このような形でのマネーサプライの伸びを実現するためにも、「インフレ予想」ではなく「成長期待」を高める政策を徹底して進めることが必要だ、と指摘した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、平成 15 年度予算に先立って、平成 14 年度補正予算を提出しており、両者を一体として切れ目なく運用し、構造改革をさらに加速することにより、民需主導の持続的な経済成長の実現を目指すこととしている。
また、デフレ克服は引き続き経済運営における最重要課題であることから、現在経済財政諮問会議で議論されている「改革と展望 - 2002 年度改定」においても、政府・日本銀行が一体となってデフレ克服を目指し、できる限り早期のプラスの物価上昇率の実現に向けて取り組む旨盛り込まれている。
- 現在、日本銀行は金融機関に対し潤沢な流動性供給を行っているが、物価は依然として下落し、金融機関の貸出も減少しているなど、実体経済の回復に結びついていない。日本銀行におかれては、デフレ克服に向けた強い政策態度を示すためにも、流動性供給の質量両面において更なる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたい。
- なお、前回会合で申し上げたように、個人的には、長期国債の買い切りオペを月 2 兆円に増額してはどうか、そのために銀行券残高の歯止めを、例えば平成 15 年度末まで停止し、その時点で改めて長期国債買い入れのあり方について検討を行ってはどうかと考えている。平成 15 年度末までという趣旨は、買い入れが青天井となる期間が相当期間続くことを防ぐ歯止めである。
- 加えて、個人的には、前回会合で申し上げたことも含め、中小企業の資金繰りに関しても対応をお願いしたいと考えている。また、産業再生機構への日本銀行による資金供与を期待する声もある。

内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については 1 月 17 日の月例経済報告において、「景気は引き続き一部に持ち直しの動きが見られるものの、このところ弱含んでいる」と、前月より若干下方修正して報告した。先行きも、世界経済の先行き懸念やわが国の株価の低迷などにより最終需要が引き続き下押しされる懸念が存在しており、今後の金融経済情勢についてはより一層注視する必要がある。
- 政府は、「改革加速プログラム」に基づいて編成した平成 14 年度補正予算および 15 年度一般会計予算を一体として切れ目なく運用し、構造改革をさらに加速することにより民需主導の持続的な経済成長の実現を目指す。15 年度の政府経済見通しにおいては、こうした政策効果の発現や世界経済の回復により、わが国経済は民需中心の緩やかな回復へと次第に向かっていくことを期待されることから、実質 GDP 成長率は 0.6% 程度の増加、消費者物価は 0.4% 程度の下落率としている。
- さらに 1 月 20 日の経済財政諮問会議で答申がなされた「改革と展望 - 2002 年度改定」では、2004 年度までの集中調整期間における最重要課題であるデフレの克服のためには、金融面など総合的な対応が重要であり、政府、日本銀行が果たすべき役割は大きいとしている。日本銀行におかれてもこうした認識を踏まえ、できる限り早期にプラスの物価上昇率が実現されるよう、さらに実効性ある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、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15～20兆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。

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1月23日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（12月16、17日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月27日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成15年1月22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15～20兆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。

以 上

(15 年 2 月 13、14 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 2 月 13 日 (14:00 ~ 16:17)
2 月 14 日 (9:00 ~ 13:14)

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 津田 廣喜 大臣官房総括審議官 (13 日)

谷口 隆義 財務副大臣 (14 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	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎 (14 日 9:00 ~ 9:14)
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
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (14 日 9:00 ~ 9:14)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (")
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	廣島鉄也

・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

昨年12月の預金保険法等の改正によって、流動性預金の全額保護措置が2005年3月末まで2年間延長されたことに伴い、モラル・ハザード防止の観点から設けられている同預金金利の上限規制を2年間延長することが必要となった。このため、2月3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て流動性預金金利の上限の定めを変更するよう発議がなされた。

これを受けて、政策委員会は、同法に基づいて金融審議会への諮問を行い、2月7日、金融審議会より流動性預金金利の上限規制の延長を内容とする答申を受けた。

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上限規制を延長し、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。

・短期社債等の適格担保化について

1．執行部からの提案内容

本年3月末に予定されている証券保管振替機構による短期社債等（いわゆる電子CP）の振替業務の開始に対応するため、「適格担保取扱基本要領」、「資産担保コマーシャル・ペーパーの適格性判定に関する特則」および「日本銀行業務方法書」の一部改正を行って頂きたい。電子CPは、基本的には現行のCP等と同一の経済的機能を果たすものであり、金融市場調節の円滑化を図る観点から、これを適格担保化することが適当である。

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。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月21、22日）で決定された方針¹に従って、日銀当座預金残高を20兆円程度に維持するよう運営した。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、引き続き0.001～0.002%で推移した。

資金供給オペでは、都銀等が年度末越え調達を進めるためコンスタントに応札していること等から、CP買現先オペを除き札割れは生じていない。もっとも、後述の通り、金融機関に取り急ぎの動きはみられておらず、オペ落札金利も総じて落ち着いている。こうした下で、足許の資金余剰感は強まっており、期間1～2週間の資金吸収オペも0.001～0.002%の低水準となっている。

¹ 「日本銀行当座預金残高が15～20兆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。」

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、短国レートなどターム物金利が一段と低下している。年度末越え資金を巡る取引も、取引量は少ないが、これまでのところ落ち着いた地合いにある。都銀等では、預貸戻の改善から市場性資金の要調達額が減少していること、

日本銀行が早い段階から年度末越えの資金供給オペを本格化させてきたこと等から、市場で資金を取り急ぐ動きはみられない。もっとも、邦銀の信用力に対する市場の見方は引き続き厳しく、外銀の円転コストはマイナスとなっている。これを背景に、一部外銀ではマイナス金利でのコール資金放出を行う動きもみられている。

国内資本市場では、中東情勢が一段と緊迫化するなかで、国内景気の先行き不透明感が強く意識される展開となり、株価は8千円台半ばで低調に推移した。市場では、厚生年金基金の代行返上に伴う換金売りや持合い株式の売却など、需給面の悪さに関心が集まっているが、ごく足許は個人や外人の値頃感からの買いもみられている。

債券市場でも、景気の先行き不透明感の高まりや海外金利の低下等を背景に、年金や銀行等が保有債券の長期化を図ったことなどから、長期国債流通利回り(10年物)は一時0.8%を割り込んで既往最低水準を更新した。もっとも、その後利回りは高値警戒感から幾分反発し、最近では0.8%台半ばで推移している。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは概ね横這い圏内にあるが、長期金利の一段の低下に伴って高利回り社債を物色する動きもみられ、トリプルB格以下のスプレッドが僅かに縮小した。

為替市場では、中東情勢を中心とする地政学的リスクが強く意識され、ドルの軟調な展開が続いた。こうした中、ユーロの対ドル相場は、最近では1.08ドル/ユーロ近辺まで上伸している。一方、円の対ドル相場はわが国当局による介入警戒感もあって、117~119円/ドル台でもみ合った後、最近では119~121円/ドル台まで弱含んでいる。

3. 海外金融経済情勢

米国は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の改善テンポは鈍化している。

最終需要の動向をみると、個人消費は企業の積極的な値引き販売等に支えられて緩やかな増勢を維持しているが、雇用環境の悪化や消費者マインドの低迷が懸念される。住宅投資はモーゲージ金利低下を背景に引き続き底固いが、住宅価格の上昇テンポは鈍化傾向にある。設備投資はほぼ下げ止まったとみられるが、先行指標である非国防資本財受注が弱めの動きとなるなど、企業収益を巡る先行き不透明感が根強いもとで、未だ回復基調は確認されていない。こうした中、生産の回復が足踏み状態となっており、企業は雇用に慎重な姿勢を続けている。

なお、昨年10~12月の実質GDPは、前期比年率+0.7%と前期の+4.0%を大きく下回ったが、これは前期に大幅増となった自動車販売の反動減が主因である。

米国金融市場では、地政学的リスクが高まるなかで、先行きの景気回復に引き続き慎重な見方が一般的である。こうした下で、株価は一部企業の低調な業績見通しの発表もあって軟調に推移している。一方、長期金利は景気の先行き不透明感と財政悪化懸念がほぼ相殺し合うかたちで、横這い圏内の推移となっている。

ユーロエリアは、内需が低調に推移する下で、輸出の伸びも鈍化しており、景気が再び減速する惧れが強まっている。欧州金融市場では、景気の先行きについて慎重な見方が一段と強まっており、長期金利は1月下旬にかけて低下したあと横這い圏内、株価も軟調な推移を辿っている。ユーロ先物金利などからみると、市場では年央にかけての利下げ観測が一段と高まっている。

NIEs、ASEAN諸国では、一部IT関連を中心に輸出の増勢がやや鈍化する動きもみられるが、個人消費や設備投資など内需は底固く推移しており、景気は引き続き回復基調にある。中国も、財政支出の増大や高水準の対内直接投資等に伴う内需好調に加えて、輸出も増加基調に

あり、引き続き高い成長率を維持している。

エマージング金融市場は、一時不安定な動きがみられたトルコやベネズエラの情勢も落ち着きを取り戻すなど、総じて安定的に推移している。ただ、韓国、香港、シンガポールなど東アジア諸国では、原油価格の上昇やIT関連を中心とする企業収益の悪化懸念等から、株価が総じて下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出入はともにごく緩やかな増加基調にあり、純輸出は横這い圏内にある。輸出は7～9月に減速したあと10～12月は増加したが、振れを均してみればごく緩やかに増加している。これは、日本の国際競争力が強い高付加価値映像家電の世界的な需要拡大、日本企業の現地生産拡大等に伴う対中国貿易での輸出入双方向の増加などを反映したものとみられる。しかし、海外経済の回復力の弱さからみて、先行きも輸出は当面緩やかな増加に止まるとみられる。国際政治情勢を巡る不確実性が高く、企業の見方も慎重である。

内需面をみると、まず、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。設備投資は、企業収益の改善等を背景にほぼ下げ止まっている。しかし、海外経済の先行き不透明感が強いこともあって、企業が投資姿勢を積極化させる兆しは依然みられない。

個人消費をみると、各種販売統計は12月には多くの指標で落ち込んだが、1月は乗用車販売が幾分持ち直したほか、百貨店販売等も回復した模様である。このような月々の振れを均してみれば、個人消費は弱めの動きを続けているとみられるが、雇用・所得環境の厳しさに比べると底固い。ただ、消費者心理はやや弱めの動きとなっており、今後の消費動向は注視していく必要がある。

この間、14日公表の昨年10～12月の実質GDP成長率は、市場の平均的な予想（前期比-0.4%程度）を上回る前期比+0.5%となった。需要項目別の寄与度をみると、純輸出が+0.3%と前期減少の反動から高めのプラス寄与となったほか、設備投資が+0.2%となった。個人消費は+0.1%と前期（+0.4%）から鈍化した。なお、過去のデータも修正されており、企業物価指数の改訂の影響から設備投資デフレータを中心にデフレータが総じて下方修正された結果、実質成長率は上方修正となっている。

生産は、昨年7～9月に前期比+2.2%となったあと10～12月は-0.9%となった。減少の過半は船舶などでの一時的要因とみられるほか、このところ好調な高付加価値映像家電が生産統計に含まれていないといった点も考慮すると、生産は概ね横這い圏内と考えられる。

雇用・所得環境をみると、新規求人が緩やかな増加基調にあるほか、臨時雇用などを幅広くカバーする労働力調査では雇用者数が下げ止まり傾向にある。しかし、常用雇用者数の減少が続いているほか、賃金も冬季賞与は昨年夏ほどではないがかなりの減少となった。このため、全体としてみれば厳しい状況が続いているとみられる。

物価動向をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の動向を反映して、基調としては上昇傾向にある。国内企業物価は緩やかに下落している。消費者物価も引き続き緩やかに下落しているが、先行きは、石油製品が前年比でプラスに転じるとみられることや、医療費自己負担率の引き上げの影響などから、前年比のマイナス幅は幾分縮小するとみられる。

(2) 金融環境

クレジット関連指標をみると、1月の銀行貸出は前年比-2.3%となった。CP・社債による資金調達残高は、概ね前年並みの水準が続いている。これらも含めた民間部門総資金調達は、

月々の振れを均してみれば、前年比2%台後半の減少傾向にある。

マネー関連指標をみると、マネタリーベースは、銀行券、日銀当座預金とも前年に大きく伸びた反動から、1月の前年比は鈍化した。マネーサプライの前年比は、12月に大きく低下したあと、1月はほぼ前月並みとなった。広義流動性は、月々の振れはあるが、均してみれば1%前後の伸びとなっている。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、低調な設備投資や企業の債務圧縮姿勢のもとで、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している。もっとも、足許は、公的資本注入などが、業務改善命令等を意識しつつ中小企業向け貸出を幾分前傾化する動きもみられている。「主要銀行貸出動向アンケート調査」(ローン・サーベイ)によれば、中小企業向けの貸出姿勢がやや積極化しており、貸出条件面でも、担保設定姿勢が緩和したり、これまで厳格化を続けていた利鞘設定姿勢が一服する動きがみられる。企業からみた金融機関の貸出態度も1月の中小企業金融公庫の調査では、幾分厳しさが緩む動きもみられている。

CP市場でも、短期金融市場における資金余剰感が投資家の積極的な購入姿勢に繋がっている模様であり、年度未越えの発行が増加しつつあるなかで信用スプレッドは落ち着いている。

以上、金融環境は全体として大きな変化はみられないが、不良債権処理加速方針等を受けて、銀行経営や企業金融を巡る不透明感が強まっていた昨年10~12月頃に比べると、その後、大手銀行が不良債権処理の上積みや増資計画の公表など相応の対応を講じてきたこともあって、過度の警戒感はやや後退してきている。また、こうした状況が、金融市場の落ち着きや企業金融関係の各種DIにも微妙に反映されているように窺われる。しかし、金融再生プログラムの具体化や特別検査の影響など、多くの不確実性が残っている状況は変わっておらず、年度末に向けての金融環境は、引き続き注視していく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気の現状について、委員は、先行き不透明感が強いなかで横這いの動きを続けているとして、前月の基本的判断を維持することが適当との見方で一致した。ただ、多くの委員は、生産や個人消費などに一部弱めの指標がみられることから、今後の動きは注視していく必要があるとの見方を示した。

景気の先行きについては、大方の委員が、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、輸出・生産が増加し、前向きの循環が働き始めるとの基本シナリオは崩れていないとの認識であった。しかし、同時にこれらの委員は、欧米経済に幾分弱めの指標が目立つこと、イラク情勢の緊迫化など地政学的リスクが大きいことなどを挙げ、海外経済を巡る先行き不透明感が依然として強い点を指摘した。他方、不良債権処理の加速等により、金融面から景気に下押し圧力がかかる可能性については、引き続きリスク要因ではあるものの、昨年10~12月頃に比べれば幾分後退してきているとの見方が、多くの委員から示された。

当面のリスク要因として、大方の委員は、欧米など海外経済の動向とそのわが国輸出への影響を挙げた。

米国経済については、足許緩やかな回復基調にあり、年後半にかけて回復力を高めていく姿が一応展望できるものの、地政学的リスクに伴う不確実性が極めて大きいという認識が概ね共有された。ひとりの委員は、このところ市場の経済予測の下方修正が続いている点を指摘したほか、別の委員は大幅減税など経済対策に市場があまり反応していない点を懸念材料に挙げた。また、

複数の委員が、欧州経済の回復力の弱さ、とりわけ金融セクターの問題も含めたドイツ経済の弱さに言及した。

こうした中で、多くの委員が、アジア経済の自律的回復の堅調さを指摘し、その持続性がわが国の輸出動向にとって重要な鍵になるとの認識を示した。また、アジア諸国との国際分業体制の深化が、輸出入双方向での貿易拡大を通じてわが国の経済活動を下支えしている点も意識された。こうした中で、何人かの委員は、先行きの懸念材料として、韓国等における企業業績の悪化懸念や株価の下落、原油価格上昇の影響や北朝鮮情勢などを挙げた。

国内民間需要については、前回会合から大きく判断を変える材料に乏しく、設備投資は、下げ止まっているものの回復の兆しがみられない、個人消費は、雇用・所得環境の厳しさに比べれば底固いものの、総じて弱めの動きを続けているとの認識が概ね共有された。

こうした中で、多くの委員が、個人消費の「所得対比でみれば底固い」という状況が今後も維持されるかどうかを注視すべきと指摘した。この点に関し、複数の委員は、このところ販売統計でやや弱めの指標がみられることに着目した。また、別の複数の委員は、消費者態度指数などが足許悪化している点を指摘したうえで、ベアや定期昇給など賃金体系見直しの動きの広がりや、その消費者心理への影響を懸念材料として挙げた。

この間、物価動向に関して、多くの委員が、足許消費者物価の前年比マイナス幅がやや縮小してきており、先行きも、原油価格上昇の影響や4月以降の医療費負担の上昇等を考慮すると、若干の縮小が見込まれる状況になっている点に注目した。

足許のマイナス幅縮小を巡る背景について、複数の委員は、今般公表された昨年10～12月期までの実質成長率の推移等からみて足許需給ギャップの拡大傾向に歯止めがかかってきていることや、アジア経済の堅調などを映じた素材価格の上昇、企業の低価格戦略の一服、消費者の高付加価値指向などを指摘した。他方、複数の委員は、原油価格上昇など一時的な要因による面も大きい、需給ギャップは水準としては依然大きい、今後もアジアなど海外の供給力拡大の影響を強く受けざるを得ない、といった点を挙げて、物価の緩やかな下落という基調は、大きくは変わらないとの見方を示した。

ひとりの委員は、足許の物価動向と景気の関係に触れ、今回遡及改訂されたGDP統計も含め、マクロの景気・物価指標をみる限り、いわゆる「デフレ・スパイラル」とは状況が異なっている、企業の価格設定行動、消費者の高付加価値指向等もそれを裏付けているのではないかと指摘した。

2. 金融面の動向

金融環境全般に関しては、大方の委員が、金融市場がきわめて落ち着いており、株価も低調ながらほぼ横這い圏内の動きに止まっていること、企業金融面でも銀行の貸出姿勢に幾分ながら緩和方向の動きが窺われることなどを踏まえ、昨年10～12月頃に比べると、金融面のリスクはやや後退してきているとの見方を示した。もっとも、年度末に向けて、地政学的リスクやその金融資本市場等への影響など、予期し難いリスク要因が残されているとの認識も概ね共有された。

金融市場動向について、委員は、銀行株価が低迷し、年度末を控えているにもかかわらず、足許、資金余剰感の強い状況が続いているとの認識であった。その背景としては、日本銀行による早いタイミングでの期末越え資金供給に加えて、ペイオフ全面解禁の延期に伴う安心感の広がり、銀行経営に対する過度の警戒感の後退などが指摘された。については、複数の委員が、大手行で不良債権処理の上積みや増資計画など金融再生プログラムを意識した動きが相応にみられ、今年度末の自己資本比率等を巡る不確実性が薄らいできていることをその要因として指摘した。

また、複数の委員がコール市場でのマイナス金利取引に言及した。ある委員は、長期国債の買い入れ増額や銀行保有株式の買い入れで日本銀行の健全性に対して市場が厳しい目を向けている

表われと受け止め、絶えず健全性に意を払う必要があるのではないかと述べた。他方、別の委員は、今後の動向には注意を要するが、今のところは一時的で特異な現象とみておいても良いのではないかと述べた。

企業金融面でも、多くの委員は、中小企業等で引き続き厳しいという状況は変わっていないものの、10～12月期のローン・サーベイの結果や1月の中小企業金融公庫の貸出態度判断DIなどに表われているように、金融機関の貸出姿勢が幾分ながら緩和している可能性がある点に言及した。複数の委員は、公的資本注入行が業務改善命令の発動等を意識して、利鞘改善の手を多少緩めてでも中小企業向け貸出を増やそうとしているとの見方を示した。

もっとも、多くの委員は、株価など資本市場の動向も含め、金融環境は全体として小康状態にあるものの、地政学的リスクの市場への影響、不良債権処理加速策の具体化や特別検査の結果など、不確実性は依然として大きいとの認識を示した。ある委員は、金融面のリスクが後退した訳ではなく、パイオフ全面解禁の延期など政策対応によってリスクが抑え込まれているに過ぎないと分析した。他の何人かの委員も、銀行経営に対する市場の厳しい評価は基本的には変わっておらず、金融システムには依然大きな問題が残されていると指摘した。

・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、委員は、金融経済に関する基本的な認識に大きな変化がないこと、金融市場でもきわめて緩和的な状況が維持されていることを踏まえ、現状の運営スタンスを維持することが適当であるとの見解で一致した。

同時に、国際政治情勢など予期し難い不確定要因を抱えていることや、株価動向、特別検査の帰趨、銀行の増資の進捗状況など年度末に向けて金融面の脆弱性が増すリスクが残っていることを踏まえ、全ての委員が、万一金融市場が不安定化する惧れがある場合には、機動的かつ柔軟に資金供給していく必要がある旨を強調した。こうした中で、何人かの委員から、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じて一層潤沢な資金供給を行う用意がある旨を対外的に明示しておくことが望ましいとの意見が出され、調節方針の「なお書き」において、その旨を明記することが合意された。

さらに、今後の金融政策運営を巡って色々な場で指摘されている論点について、多くの委員がコメントした。

まず、引き続き「日本銀行はマネーサプライを増やすべき」との見解が聞かれることを踏まえ、複数の委員が発言した。ある委員は、マネーの大宗を占める預金は金融機関の負債であり、これが伸びるためには、金融機関の資産である貸出等が増える必要がある、現状、企業が過剰債務の返済を進めており、それが必要な調整プロセスである以上、貸出が直ちに増加することは期待しにくい、政策当局にとって重要な課題は、金融機関の信用仲介活動を如何に活発化させるか、また金融機関以外の資金仲介ルートを如何に強化していくかであると述べた。これに関連して、別の委員も、日本銀行の金融緩和によって、マネタリーベースは名目GDPなどとの対比でみれば十分供給されており、経済活動が活性化すればマネーサプライが増加していく素地は整っていると述べた。

多くの委員は、追加緩和の選択肢としてしばしば指摘される長期国債の買い入れ増額や非伝統的な資産の買い入れについて発言した。

ある委員は、議論の前提として、これらをあくまでも当座預金残高を増やす手段と位置づけるのか、資産価格への直接的な影響についても関心を持つのかという論点があると述べた。前者に関しては、この委員も含め、複数の委員が、純粹に当座預金の量の増加自体が持つ効果はこれまでのところ明確ではない点をどう評価するかがポイントになると指摘した。一方、資産価格への

働きかけを意識するという事は、最終的に価格支持政策にまで繋がっていく考え方であるとの指摘がなされた。複数の委員は、資産価格に働きかけることのフィージビリティや副作用の問題を指摘し、現状そうした政策に踏み込むことは適当ではないとの考えを示した。

ある委員は、量と対象資産の両面で思いきった資産買い入れに踏み込むことで、人々の期待を変える可能性もあるのではないかと述べたが、別の委員は、仮にインフレ期待が高まるとすれば、中央銀行が物価のコントローラビリティを失うとの予想が高まる場合であると述べた。さらにこの委員は、物価下落は確かに望ましくないが、現状程度のマイルドな物価下落のコストと、それを金融政策だけで性急に解決しようとするために生じるコストは、十分比較考量しなければならないと指摘した。

長期国債の買い入れ増額に関しては、複数の委員が、現状歴史的な低水準にある長期金利のボラティリティを逆に高める可能性があることについてどう考えるかを論点に挙げた。

追加緩和の選択肢に関連して、金融システム問題が金融政策運営に及ぼす影響について何人かの委員が言及した。まず、複数の委員は、金融システム不安が存在するために、金融市場の安定確保という観点からは量的緩和が必要かつ有効であるとの見解を示した。ただ、このうちのひとりの委員は、不良債権処理が、信用創造機能の回復に不可欠な調整であるにも拘らず、短期的にはこれが不採算貸出の圧縮や利鞘引上げ等のかたちで信用収縮方向に働くと述べ、金融システム問題が量的緩和の効果を制約している側面がある点も併せて指摘した。そのうえでこの委員は、

これまで量的緩和を進めてきたが、金融環境を規定している支配的ファクターは金融システム問題である、様々な緩和の選択肢を検討する際にも、この問題を踏まえたうえでどんな効果や意味を持つのかという視点が必要である、世界的なディスインフレ傾向の下で、海外当局や学界において金利がゼロに達した後の緩和策が論じられているが、金融システム面に大きな問題を抱えたわが国の場合、諸外国と同じ処方箋が有効とは限らない、と述べた。これに関連して、ひとりの委員は、わが国経済にとって不良債権問題の解決は不可欠であるが、短期での解決が難しいとすれば、その間、量的緩和を通じて金融市場の安定を確保していくことは重要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、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、平成 14 年度補正予算の成立に続き、15 年度予算の早期成立に向け努力を傾注するとともに、両者を一体として切れ目なく運用し、構造改革をさらに加速することにより、民需主導の持続的な経済成長の実現を目指すこととしている。
デフレ克服は引き続き経済運営における最重要課題であることから、できる限り早期のプラスの物価上昇率実現に向け、政府は日本銀行と一体となって強力かつ総合的な取り組みを実施していく必要があると考えている。
- 日本銀行は昨年 10 月末に一段の金融緩和を実施したが、その後も物価下落に反転の動きはみられず、金融機関貸出やマネーサプライの伸びも低下するなど、デフレが継続するなかで実体経済の回復に結びついていない。
- 日本銀行は、現在金融機関に対し潤沢な流動性供給を行っているが、それが実体経済における資金循環の活性化に繋がるよう、家計、企業などミクロ経済の動きも視野に入れつつ、流動性供給の質量両面において更なる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたい。
- なお、従来から申し上げているように、個人的には、ポートフォリオ・リバランスを起こしていく観点から、長期国債の買い切りオペを例えば月 2 兆円に増額するとともに、銀行券発行残高の歯止めを例えば平成 15 年度末まで停止し、その時点で改めて長期国債買い

入れのあり方について検討を行ってはどうかと考えている。

- 加えて、個人的には、中小企業金融円滑化の観点から、資産担保証券や資産担保コマーシャル・ペーパーの市場を育成していくための努力をさらに進めて頂きたい。日本銀行は、これまでもこれらの適格担保化などを行ってきたが、これを超えた措置ができないか是非検討して頂きたい。同様の観点から、政府系金融機関の発行する財投機関債の引受けについてもご検討願いたい。

内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は引き続き一部に持ち直しの動きがみられるものの、このところ弱含んでいる。14日公表の10～12月GDP速報では、主に外需の寄与が大きかったことにより、前期比+0.5%と4四半期連続のプラスとなったが、個人消費はほぼ横這いの弱い動きとなっている。GDPデフレーターも前年比-2.2%と引き続きデフレ傾向が確認されている。世界経済の先行き懸念やわが国における消費者マインドの弱含み等を踏まえると、今後の金融経済情勢を注視していく必要がある。
- 政府は「改革加速プログラム」及びこれに基づく平成14年度補正予算の着実な実施に努めるとともに、15年度一般会計予算および税制改革の早期成立・執行を図ることが重要と考えており、これにより民需主導の持続的な経済成長の実現を目指す。
- 「改革と展望-2002年度改定」にも示されているように、2004年度までの集中調整期間における最重要課題であるデフレ克服のためには金融面など総合的な対応が重要であり、政府、日本銀行が果たすべき役割は大きい。こうした認識を踏まえ、さらに最近の金融機関貸出やマネーサプライの動向に十分鑑み、日本銀行におかれても、できる限り早期にプラスの物価上昇率が実現されるよう、従来の政策の枠組みに止まらず幅広い選択肢の中から更に実効性ある金融政策を検討・実施して頂きたい。

採決

以上の議論を踏まえ、当面の当座預金残高目標を現状維持としたうえで、いわゆる「なお書き」において、年度末に向けて必要に応じ一層潤沢な資金供給を行う旨を明示す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15～20兆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、必要に応じ、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2月17日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（1月21、22日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月19日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 15 年 2 月 14 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が15～20兆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、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

以 上

(15 年 3 月 4、5 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 3 月 4 日 (14:01 ~ 15:58)
3 月 5 日 (9:00 ~ 12:32)

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	(")

(注) 藤原委員は、国会出席のため、5 日 9:42 ~ 11:34 の間、
会議を欠席した。

4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (4 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (5 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	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎 (5 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
	(4 日 14:01 ~ 14:25、5 日)
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (5 日 9:00 ~ 9:13)
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	廣島鉄也

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(2月13、14日)で決定された方針¹に従って、日銀当座預金残高を20兆円程度に維持するよう運営した。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、引き続き0.001~0.002%で推移した。

日本銀行による積極的な年度末越え資金の供給を受けて、都銀など大手行の期末越え資金調達も順調に進捗しており、2月半ばにかけて幾分高止まりを続けていた手形買入れオペの落札金利は、足許、低下傾向を示している。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、短国レートなどターム物金利の低位安定が続いており、年度末を控えつつも落ち着いた地合いが続いている。3月期末越え資金調達の順調な進捗を受けて、都銀など大手行の市場調達スタンスは落ち着いており、ユーロ円レート(3か月物)などの無担保調達レートは、前年を大きく下回る水準で推移している。

国内資本市場では、株価は、地政学的リスクへの警戒感が一段と強まる中で、海外株価が軟調に推移したこともあって、8千円台半ばで低調に推移しており、特に2月中旬以降、銀行株価の下落が目立っている。とりわけ都銀の株価は、一部大手行による追加増資策の公表をきっかけに、希薄化(dilution)や将来配当負担への懸念が材料視され始めるとともに、海外短期筋とみられる仕掛けの大量の売りも入り、大きく下落した。

債券市場では、国内景気に対する根強い先行き不透明感や内外株価の軟調継続、海外金利の低下などを受けて、長期国債流通利回り(10年物)は0.7%台に再び低下した。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、株価の軟調地合いにもかかわらず、地域金融機関などの積極的な購入姿勢を背景に、低格付け債を中心に縮小傾向を辿った。また、銀行債の対国債スプレッドも1月末以降、明確な縮小傾向を示しており、大手行の資本増強策が、銀行株に関しては懸念材料となったものの、銀行債については金融不安や国有化リスクの低下を意味するものとして好感されたことが窺われる。

為替市場では、地政学的リスクが一段と意識されるもとで、米貿易収支の大幅悪化もあり、ドルの軟化基調が続いている。こうした中、海外ファンド筋によるユーロの対円ロングポジション解消の動きも加わり、円は対ドルで117円/ドル台まで上伸したほか、対ユーロでも126円台まで反発している。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の改善テンポは鈍化している。

最終需要の動向をみると、個人消費は、緩やかな増勢を維持しているが、雇用環境の悪化や消費者マインドの一段の慎重化の影響が懸念される。特に、家計のマインド面をみると、2月の消費者コンフィデンス指数は、雇用環境の悪化や地政学的リスクの高まり、燃料価格上昇の影響から、前月に比べ大幅に悪化した。住宅投資はモーゲージ金利低下を背景に引き続き底固いが、住

¹ 「日本銀行当座預金残高が15~20兆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、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

宅価格の上昇テンポは鈍化傾向にある。設備投資はほぼ下げ止まったとみられるが、企業収益を巡る先行き不透明感が根強いもとで、なお回復基調は確認されていない。こうした中、生産の回復は引き続き足踏み状態を続けている。

米国金融市場では、地政学的リスクが強く意識される中で、先行きの景気回復に引き続き慎重な見方が一般的である。こうしたもとで、長期金利は「質への逃避」の動きもあって、低下基調を辿った。一方、株価は一進一退の動きを続けている。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調に推移するもとで、輸出もこのところ弱含んでおり、ドイツを中心に景気は減速している。欧州金融市場では、地政学的リスクが強く意識される中、景気の先行きについて慎重な見方が一段と強まっており、長期金利は低下基調で推移したほか、株価も下落した。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連を中心に輸出の増勢がやや鈍化する動きもみられるが、個人消費や設備投資など内需は底固く推移しており、景気は引き続き回復基調にある。中国は、財政支出の増大や高水準の対内直接投資等に伴う内需好調に加え、輸出も増加基調にあり、引き続き高い成長率を維持している。

エマージング金融市場は、地政学的リスクの動向が注目されているものの、ブラジルの新政権の政策姿勢が市場に好感されているなど、各国固有の不安定要因が緩和したことなどから、総じてみれば安定的に推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出入は、ともにごく緩やかな増加基調にあり、純輸出は横這い圏内の動きを続けている。輸出は7～9月、10～12月と増加した後、1月の10～12月対比も+0.6%の増加となり、緩やかな増加基調にあることが確認された。単月の動きは幅をもってみる必要があるが、内容的には、東アジア向けが、同地域の内需堅調や、わが国との国際分業の進行といった構造的な要因を背景に増加を続けている。先行きについてみると、中国を中心とするアジア経済は引き続き堅調ながら、米国・欧州経済の回復力は、当面、かなり弱いものとみられ、実質輸出は当面、ごく緩やかな増加に止まるものと見込まれる。

内需面をみると、まず、住宅投資は低調に推移しているほか、公共投資も減少傾向にある。設備投資は、企業収益の改善等を背景に概ね横這いとなっているが、海外経済の先行き不透明感が強いこともあって、企業が投資姿勢を積極化させる兆しは依然みられない。

個人消費をみると、各種販売統計は12月には多くの指標で落ち込んだが、1月は家電販売、百貨店販売等が持ち直したほか、乗用車販売も1、2月と2ヶ月連続で前月比がプラスとなるなど、総じて持ち直している。このような月々の振れを均して評価すると、引き続き弱めの動きを続けているとみられる。消費者心理については、一頃に比べ弱めの指標が多い。

生産は、10～12月に前期比-1.0%と小幅減少した後、1月は10～12月対比で+0.6%となり、概ね横這い圏内の動きを続けていると判断される。この間、在庫は企業の慎重な生産姿勢を背景に低水準で推移しており、生産の増加モメンタムが強まり難い状況にあるとみられる一方、在庫面の調整圧力から生産減少の悪循環が始まるリスクも小さいことが窺われる。

雇用・所得環境をみると、新規求人が緩やかな増加基調にあるほか、臨時雇用などを幅広くカバーする労働力調査では雇用者数が下げ止まり傾向にある。しかし、企業の根強い人件費削減姿勢を反映して、常用雇用者数の減少が続いているほか、賃金の低下も続いており、全体としてみれば厳しい状況が続いている。

物価動向をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の上昇を反映して、基調としては上昇傾向にある。また、国内の商品市況は、原油価格の上昇傾向や鉄鋼、化学等の素材の需給引き締まりを反映して、幅広い品目で上昇が続いている。この間、消費者物価は引き続き緩やかに下落しているが、4月以降の医療費自己負担率の引き上げの影響などを勘案すると、前年比のマイナス幅は幾分縮小の方向にあるとみられる。

(2) 金融環境

クレジット関連指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。CP・社債による資金調達残高は、概ね前年並みで推移している。これらを含めた民間部門総資金調達は、引き続き減少傾向を辿っている。

マネー関連指標をみると、マネタリーベースは、銀行券が、前年、ペイオフの部分解禁等を背景に大きく伸びた反動から、前月に比べて伸び率が鈍化した。この間、マネーサプライは前年比2%程度、広義流動性は前年比1%程度の伸びで推移している。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、低調な設備投資や企業の債務圧縮姿勢のもとで、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している。もっとも、足許は、公的資本注入行などが、業務改善命令等を意識しつつ中小企業向け貸出を幾分前傾化する動きもみられている。企業からみた金融機関の貸出態度を中小企業金融公庫調査でみると、12月、1月と2か月連続で改善した後、2月も同じレベルが続いている。

CP市場では、短期金融市場における資金余剰感が投資家の積極的な購入姿勢にも幾分及んでおり、年度末越えの発行が増加する中でも信用スプレッドは落ち着いた動きを続けている。また、社債の発行金利における信用スプレッドも総じて落ち着いたままである。

以上のように、前回会合以降、企業金融を巡る環境に大きな変化はみられておらず、一頃に比べ、先行き不透明感を過度に警戒する動きが後退した状態が続いている。しかし、金融再生プログラムの具体化や特別検査の影響など、引き続き不確実性は残っており、年度末に向けての金融環境は注視していく必要がある。

・日本郵政公社の日本銀行に対する預け金の保有に関する件

1. 執行部からの提案内容

本年4月1日に発足する日本郵政公社との間で当座預金取引を開始するに当たり、金融調節の円滑な実施を確保する観点から、日銀当座預金全体の需要を安定的かつ予見可能なものとする必要がある。このため、日本郵政公社が日本銀行に対して一定額以上の預け金を保有するとの契約を締結すること、並びにその預け金率の計算方法等について決定をしていただきたい。

なお、現時点での試算では、初年度について、定期性貯金についての預け金率はおおよそ0.5%程度、その他の貯金（郵便振替に係る預り金を含む）については同0.8%程度となる見込みであり、これをもとにした所要預け金額はおおよそ1.5兆円程度となる見込みである。

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。

3. 日本郵政公社の預け金の金融市場調節方針における取扱いについて

採決の後、日本郵政公社の日本銀行に対する預け金を、当面の金融市場調節方針においてどの

ように取り扱うべきかが議論となった。

ある委員は、技術的な観点から以下のように基本的な考え方を整理した。

郵政公社が、準備預金制度に準じた内容の契約に基づき、一定額以上の預け金を日銀当座預金口座に保有する以上、この預け金は、現在の金融調節の目標である日銀当座預金残高に含めて考えることが自然である。

その上で、従来同様の金融緩和度合いを維持するためには、当座預金残高の目標額を引上げる必要がある。具体的には、郵政公社の所要預け金額が1.5兆円程度になると見込まれていることを踏まえ、目標レンジの上限・下限それぞれに、機械的に2兆円を上乗せすることが適当である。

郵政公社の発足が4月1日であることから、金融市場調節方針の中では、3月末までの扱いと4月1日以後の扱いの双方について期間を分けて盛り込む必要がある。

郵政公社の資金繰り如何によっては、郵政公社が所要預け金額を上回る多額の日銀当座預金を積み上げ、これによって他の金融機関が保有できる日銀当座預金が減少し、金融市場が不安定化する恐れがある。こうした場合には、調節方針の「なお書き」が想定するケースに該当するため、当座預金目標額にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行うことが適当である。

このような考え方の整理に対して、他の委員全員が同意する旨を表明した。なお、この際、何人かの委員が、郵政公社がどの程度正確に当座預金需要を把握し、どのようなスタンスで当座預金を積むのか、また「なお書き」が発動されるのは、どのような事態かといった点について執行部に確認を求めた。これに対して執行部から、郵政公社の規模等を考えると、実際の資金繰りを当初から完全に予測することは公社自身も含めて難しく、発足当初は当座預金を厚めに積む可能性がある、ただし業務経験を重ねるにつれ徐々にそうした行動も無くなっていくことが予想される、との説明を行った。

これらの議論を受けて、日本郵政公社の預け金の金融市場調節方針における取扱いについて、技術的観点から、当座預金残高目標値の上下限に機械的に2兆円上乗せすることで委員の意見が一致し、これを前提として、以後の政策運営の検討を進めることが確認された。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気の現状について、委員は、景気は横這いの動きを続けている、しかし、海外経済の先行きや不良債権処理の影響など、先行き不透明感が強い状態が続いている、との見方を共有し、前月の景気判断を維持することで一致した。

各需要項目のうち、輸出について、委員は、アジア経済の堅調などを背景にまずまずの伸びを維持しているとの評価を述べた上で、その持続性を注視する必要があるとの見方を概ね共有した。この点に関連して、何人かの委員が、外需自体の先行き不確実性に加え、地政学的リスクや米国の双子の赤字問題がドル相場に下落圧力を加えていることを懸念材料として挙げた。

足許の国内民間需要については、前回会合から大きく判断を変える材料に乏しく、設備投資は概ね横這いで推移しているものの、明確な回復の兆しはみられない、個人消費は、雇用・所得環境の厳しさとの対比で見れば底固いものの、総じて弱めの動きを続けている、との認識が概ね共有された。

多くの委員が、個人消費関連の指標が12月に落ち込んだ後、1月に持ち直したことなどを挙げ、足許ではこれまでの基調が維持されているとの見方を示した。もっとも、ある委員は、ベアの廃止や定昇圧縮といった賃金制度改革の動きの広まりや、医療・年金など社会保障制度の見直し議論の具体化が、消費者マインドに与える影響について懸念を示した。

企業収益が、足許改善傾向を続けていることについて、ひとりの委員は、企業の財務体質が改善する中、デフレ下でも利益を上げることに自信を持ち始めている経営者も増えており、供給サイドの改革が進捗している様子が窺われるとコメントした。ただし、この委員を含む複数の委員が、原油価格の上昇、円高傾向、保有株の評価額低下などが収益を圧迫する可能性に懸念を表明した。

景気の先行きについては、大方の委員が、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、輸出・生産が増加し、前向きな循環が働き始めるとの基本シナリオは崩れていないとしつつ、先行き不透明感が強まっていることに警戒感を示した。特に、イラク情勢の緊迫化など地政学的リスクの高まりと、海外経済を巡る先行き不透明感を意識する見方が多く示された。他方、金融面から景気に下押し圧力がかかる可能性については、引き続きリスク要因として注視する必要があるものの、幾分後退しているとの見方が、委員の間で共有された。

当面のリスク要因について、委員は、米国経済の先行きが重要な着目点であるとの見方を共有した。

多くの委員は、米国経済が足許では緩やかな回復基調を維持している点を認めつつ、地政学的リスクを中心に数多くの不確実性を抱えていることを指摘した。まず、個人消費の動向について、何人かの委員は、足許弱めの指標がみられることに加え、消費者コンフィデンス指標が大幅な下落を示していることに懸念を示し、この背景には、エネルギー価格の上昇や改善テンポの鈍い雇用情勢、地政学的リスクの高まりに伴う不安心理などが影響しており、今後注視する必要がある、との見方を示した。また、複数の委員が、財政赤字と経常赤字のいわゆる「双子の赤字」が拡大しており、仮に軍事行動が開始された場合、これらが一層拡大することや、軍事行動終了後も積み上がった政府債務や対外債務残高が残ることを、米国経済の潜在的な脆弱性として指摘した。さらに、ひとりの委員は、家計・企業の負債の積み上がりも、そうした潜在的脆弱性を高めているとの見方を示した。

また、米国以外の海外経済については、複数の委員が、欧州経済が、内需低調に加えて、ユーロ高の影響も窺われ始めており、とりわけドイツ経済を中心に弱い展開となっていることを指摘した。一方、多くの委員が中国を中心とするアジア経済は堅調との見方を示した。しかしながら、同時に複数の委員が、原油価格の上昇が同地域、とりわけ非産油国に与える影響に懸念を示した。

委員は、地政学的リスクが内外の経済情勢に与える影響について、幅広い見地から意見の交換を行った。

この中では、まず、地政学的リスクの内外経済への影響は、あり得べき軍事行動の期間や広がりなど、数多くの不確実性に左右されるだけに基本的には見定め難いとの認識が共有された。その上で、ある委員は、内外の経済情勢は地政学的リスクの高まりを前に足踏み状態に陥っているとの見解を示したほか、この委員を含む複数の委員は、不透明感の強い状態が長引くこと自体が、ダウンサイド・リスクを高める可能性があることを指摘した。また、何人かの委員は、軍事行動の短期終了とその後の経済の好転を一種の標準シナリオと受け止める向きがあることについて、地政学的リスクには思わぬ展開を辿る可能性もあり、予断を許さないとして慎重な見方を示した。

この間、ひとりの委員は、地政学的リスクは、現に原油価格や株価、為替レート、消費や投資マインドを通じて、直接・間接に日本経済に影響を与えているとの見方を示した。また、別の委員は、地政学的リスクについては、中東情勢を中心に議論されることが多いが、欧米メディアの論調をみると、東アジア情勢への懸念も目立っており、日本としても同様の意識を強めてい

かざるを得ないのではないかと指摘した。

この間、物価動向に関して、ある委員は、緩やかな下落基調が続いているが、マイナス幅の縮小傾向も窺われるとの見方を示した。また、この委員は、鉄鋼など素材市況の上昇の背景に、中国における需要増加がある点に着目しているとの見方を示した。

これらの議論を受けて、ひとりの委員が、やや長めの観点から、今後名目成長率をプラスの領域に誘導していこうとするのであれば、昨年同様、財政支出の落ち込みを外需がカバーする形で外生需要が伸び、デフレ・スパイラル入りの防護壁の役割を果たし続けることができるか、労働分配率の低下が企業収益改善に寄与すると同時に、貯蓄率低下で消費が下支えされるという持続可能性に乏しい現在の姿から、企業のキャッシュ・フローの改善が、投資支出や雇業者所得増加に繋がる、前向きな循環に転換し得るかどうか、が重要な着目点になるとの見解を示した。

2. 金融面の動向

金融環境全般に関しては、大方の委員が、大手行の3月期末越え資金の調達が順調に進捗する中、短期金融市場は、期末を控えつつも、きわめて落ち着いていること、社債の対国債スプレッドが縮小傾向にあるなど、企業金融面で急激な引き締めりといった事態は生じていないこと、などから、年度末に向けて金融面のリスクはやや後退しているとの見方を示した。もっとも、同時に、地政学的リスクの高まりや、銀行株を中心とした株価の低調な動きなど懸念すべき材料が少なくない点も、多くの委員が強調した。

金融市場動向について、大方の委員が、年度末を控えているにもかかわらず、足許、資金余剰感の強い状況が続いているとの認識を共有し、その背景として、日本銀行が早いタイミングで、潤沢な期末越え資金供給を実施したことを指摘した。

ある委員は、市場の流動性不安が後退している別の背景として、オペ期間の長期化など、オペを通じた市場との対話が奏効した点を指摘した。その上で、現在の量的緩和の金融市場への影響について、高水準の当座預金残高は、金融機関の流動性確保に大きな効果を発揮している、長めの期間の手形オペなど、マーケット・フレンドリーなオペによって、必ずしも長期国債買入れの増額を行わなくても、必要な資金供給が行われている、昨年4月のペイオフの部分解禁後、日本銀行は短期金融市場における言わばブローカーとしての機能を強めており、オペ期間の弾力化などの工夫次第で資金供給余力はなお残っている、との整理を示した。

この間、別のある委員は、現在は、止むを得ず、流動性リスクや信用リスクを政策で強力に押さえ込んでいる状態であり、本来市場取引から伝わってくるべき情報が伝わってきていない、このため、本質的な問題が表面化しないまま、大きなリスクが蓄積されていることを、留意点として指摘した。

委員は、株価がバブル崩壊後の最安値圏内で低調に推移していることについて、流動性リスクや信用リスクの増大には繋がっていないが、銀行株を保有している生保や一般企業への影響を含め、株価下落そのものの影響を注意深く見守る必要がある、との見方を概ね共有した。

複数の委員は、企業収益が明確に改善しているにも拘わらず、株価が低迷基調を続けている点について、これまで相当大規模なリストラによって利益増加を確保しているだけに、その継続性が疑問視されていること、持続的な企業利益増加の将来展望が描き難いこと、を反映しているとの解釈を示した。これに関連して、ひとりの委員は、証券税制の簡素化によって、現在は預金・保険に著しく偏っている個人金融資産が株式に流れる可能性があるとの期待を表明した。同じ委員は、個人などが多様な投資行動を行う受け皿の拡大が必要であるとして、非居住者の円建て債券市場の整備など、いわゆる円の国際化の重要性も合わせて指摘した。

次に、銀行株が、大手行の増資計画が出揃って以降、値下がり傾向を強めたことが議論の対象となった。

ある委員は、大手行の増資計画は3月期末に向けての過度の不安感を後退させるなど、金融

市場の安定に一定の効果を持った、同時に、株式市場においては、既存株主の利益を損ないかねないとの懸念を招いており、各行の収益力強化の実現可能性に厳しい視線が注がれている、と指摘した。また複数の委員は、当初前向きに評価されていた一連の大手行の増資策が、売り材料に転化した背景について、増資計画の実現可能性への懸念があること、配当負担の増加を上回るような長期的な収益力向上の見通しが示されていないこと、いわゆる仕掛け売りの動きがあったこと、を指摘した。このうちのひとりの委員は、現在の銀行株の動きは、短期的な経営危機の回避や、不良債権処理の着実な進捗は、言わば必要最低限のことであり、むしろ、それを越えた、長期的に付加価値を生み出し得るようなビジネス・モデルの提示が銀行に求められていることを示唆していると同時に、日本銀行による資金の潤沢な供給によって出来ることと出来ないことの違いを明確に示している、との見解を付け加えた。

・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、委員は、金融経済に関する基本的な認識に変化がないこと、金融市場はきわめて緩和的で、全体として落ち着いた状況が維持されていることを踏まえ、現状の運営スタンスを維持することが適当であるとの見解で一致した。

同時に、国際政治情勢という予期し難い不確定要因の存在や、株価動向、特別検査の影響、さらには銀行増資の帰趨などによっては年度末に向けて金融面の脆弱性が増すリスクがあることを踏まえ、委員は、万一金融市場が不安定化する惧れがある場合には、機動的かつ柔軟に資金を供給していく必要があると強調した。ある委員は、前回会合での「なお書き」変更によって、期末に向けて市場の安定確保に万全を期すスタンスを対外的に明らかにしており、万が一予期せぬ事態が生じた場合にも、適切に対応できる手はずが整っていることを指摘した。

今後の金融政策運営に関連して、実質長期金利の評価や意味合いについて、議論が交わされた。

まず、ひとりの委員が、一定の計算方法で求めた各国の実質長期金利は、現在、概ね同レベルに収斂しており、「日本ではデフレと名目金利のゼロ制約から実質金利が高く、有効需要に悪影響を与えている」との理解は不適切である、海外並みの実質長期金利水準のもとで、国内投資が低迷しているのは投資の限界効率が低いことの証左であり、実質金利の引下げで非効率な投資を実行させるのではなく、むしろ潜在成長率の引上げで投資を活発化させる必要がある、との問題意識を提示した。また、別の委員も、実質金利の高さが実体経済に及ぼす下押し圧力は限定的との見方を述べた。この委員は、通常、数%程度の実質長期金利に対し、景気循環をリードするようなセクターの期待収益率は、例えば数十%と、著しく高いため、実質金利が投資の阻害要因になるとは考え難い、ただし、こうしたセクターの先行き期待は大きく振れるため、如何に先行きに対するコンフィデンスを高め、実物資産収益率を引上げるかが、現在、日本に限らず各国共通の課題である、過去、非効率なセクターの投資は、金利低下よりもむしろ資金の量的アベイラビリティの緩和によって引き出されたが、こうしたセクターの投資は主に資産価格の下落によって抑制されている、との見方を説明した。

これらの議論に対し、さらに別の委員は、90年代以降、日本の実質長期金利が緩やかに低下し、足許非常に低い水準にあることを紹介した上で、マクロ的にみて一般物価下落による実質金利高が経済を低迷させ、バランス・シート問題、金融システム問題と繋がるデット・デフレーションが生じているとは言えず、現在の一連の問題の主たる背景は資産デフレである、との見解を表明した。

こうした見方に関して、別のある委員は、現状程度の一般物価下落が問題の焦点ではないとみることと、バランス・シート調整圧力の強さや、物価指数の上方バイアス、あるいはゼロ金利制約の問題などを踏まえ、ある程度物価をプラスに誘導することが望ましいという政策対応論とは区別すべきであると主張した。さらに、別のある委員は、現実的に考えるとデフレが債務者行動

に影響を与えないとは考えられないと述べた。これに対して、先の議論を行った委員は、名目長期金利の低下余地が限られてきた中で、実質金利が今以上に上昇する危険性があること、物価下落の防止のため、より低い実質金利が適切である可能性があること、は認識しており、現状程度の物価下落の放置を支持するものではないと説明した。

次に、ひとりの委員が、非金融部門に流動性を直接供給すべきとの議論について考え方を述べた。まず、流動性供給は、対象となる主体が流動性制約のもとにあって初めて意味を持つが、非金融部門（法人・個人）は現在資金余剰主体である、個別にみれば資金不足主体も存在するが、中央銀行が行えるのは資産同士の等価交換であり、市場流動性の高い金融資産を保有していない、言わば真の資金不足先に直接、流動性を供給することはできない、ことを指摘した。その上で、日本銀行としても、金融機関の流動性制約の解消や金融市場の整備を通じて、引き続き非金融部門を支援していくことが重要であると述べ、その具体例として、実際に、中小企業の売掛債権流動化の促進に力を入れていることなどを紹介した。さらに、この委員は、仮に日本銀行に、流動性供給ではなく資産価格支持が求められているのであれば、それは現在の政府が目指している方向に沿わないばかりか、金融政策本来の範疇に属することではなく、日本銀行独自の判断で行うことは出来ない、と付け加えた。

最後に、やや長い目でみた金融政策運営について、何人かの委員が言及した。

ある委員は、政策判断としては現状維持を支持するとした上で、その背景にある考え方を、物価の下落幅は縮小する方向にあるとはいえ、当面インフレ率がプラスになる展望も描きにくい以上、デフレ克服に向けて打てる手があれば打つことが適当である、しかし、現在の政策の枠組みの範囲内で先行きの物価上昇確率を上げようとしても、その取組みにあまり効果があるとは思えない、一方で、先行きの物価により強い影響を与える政策手段については、そのフィジビリティや副作用について、議論が尽くされているとはいえない、と整理した。

これを受けて別のある委員は、経済活動を刺激する効果という点では単純な流動性の増加自体に、さほどの意味はないとした上で、今後、日本銀行単独で行うことに限って言えば、結局、オペや担保資産の対象を拡張する、金融資産の価格面を強く意識したオペレーションを組み立てる、といった選択になってくるとの見解を示した。その上で、そもそも金融政策判断は、現状、先行きの様々な状況を斟酌した上で、特定の選択肢を排除することなく議論を行い、決定していくものだが、それを行う目的や論理、さらに国民経済の中で、本来的には誰がその担い手となるべきなのか、といった点に関する十分な議論が必要となる、との見方を示した。

政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 速水総裁をはじめとする現執行部は、新日銀法施行以来、ゼロ金利政策や量的金融緩和政策の実施など、前例のない金融政策運営を行われ、物価の安定及びこれを通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。この5年間のこうした努力について改めて敬意を表したいと思う。
- 日本銀行は金融機関に対して潤沢な流動性供給を行なっているが、貸出やマネーサプライの伸び率が低下しているなど、実体経済における資金循環の活性化には繋がっていない。このため物価下落に反転の動きはみられず、デフレが継続している。こうした中で市場関係者の間では、日銀は2年間実施してきた量的金融緩和政策の効果について一度レビューすべきではないかという声も聞かれている。
- 日本銀行には、家計や企業などミクロの経済の動きも視野に入れつつ、流動性供給の質

量両面において更なる工夫を講じるなど実効性のある金融緩和措置を、是非検討・実施して頂きたい。なお、年度末における資金需要に迅速かつ的確に対応し、市場に不安が生じないように万全な対応をお願いしたい。

- 以下は個人的な意見だが、まず前回は申し上げたように、ポートフォリオ・リバランス効果促進の観点から、現在月1兆2千億円の長期国債の買切りオペを、例えば月2兆円に増額するとともに、銀行券発行残高の歯止めを一定期間停止し、効果が発現した段階で改めて考えるということを検討して頂きたい。
- 本年入り後、マネタリーベースの伸び率鈍化と相前後してマネーサプライの伸び率も低下している。マネタリーベースの伸びがマネーサプライ増加の原動力であることは間違いなく、デフレ克服に向けた強い政策態度を示すためにも、マネタリーベースの伸びを高い水準に維持することを念頭に入れた金融政策運営を検討・実施して頂きたい。
- さらに、現在の「なお書き」は、不測の事態が生じた際の機動的対応という点では有効ながら、一方で執行部に過度の裁量を与えてしまっている可能性がある。このため、予見不可能な事態を除けば、「なお書き」に過度に依存せず、金融市場調節方針の本則を修正するなどして対応することが必要であり、かつ金融政策の透明性向上の観点から望ましい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は引き続き一部に持ち直しの動きがみられるものの、このところ弱含んでいる。先行きについても、世界経済の先行き懸念やわが国における消費者マインドが弱含んでいることなどにより、わが国の最終需要が引き続き下押しされる懸念が存在している。国際政治経済情勢を踏まえつつ、今後の金融経済情勢についてより一層注視する必要がある。
- 政府は「改革加速プログラム」、およびこれに基づく平成14年度補正予算の着実な実施に努めると共に、平成15年度一般会計予算、および税制改革の早期成立と執行を図ることが重要と考えており、これにより民間需要主導の持続的な経済成長の実現を目指していく考えである。さらに、「改革と展望 2002年度改定」にも示されているように、2004年度までの集中調整期間における最重要課題であるデフレ克服のためには、金融面など総合的な対応が重要であり、政府・日本銀行が果たすべき役割は大きいものがある。
- こうした認識を踏まえ、さらに最近の銀行貸出やマネーサプライの動向に十分鑑み、日本銀行にも、できる限り早期にプラスの物価上昇率が実現されるよう、従来の政策の枠組みに止まらず幅広い政策の選択肢の中からさらに実効ある金融政策を検討、実施して頂きたい。

採決

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、基本的に現状維持としつつも、4月1日以後、日本郵政公社の発足にあわせて、当座預金残高目標を2兆円上乘せす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

3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆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、必要に応じ、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3月6日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回国会（2月13、14日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月10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15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15年3月5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)。

3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆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、必要に応じ、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15年3月5日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(平成15年4月~9月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注)	(議事要旨公表)
15年4月	4月7日<月>・8日<火> 4月30日<水>	4月9日<水> —	(5月23日<金>) (6月16日<月>)
5月	5月19日<月>・20日<火>	5月21日<水>	(6月30日<月>)
6月	6月10日<火>・11日<水> 6月25日<水>	6月12日<木> —	(7月18日<金>) (8月13日<水>)
7月	7月14日<月>・15日<火>	7月16日<水>	(8月13日<水>)
8月	8月7日<木>・8日<金>	8月11日<月>	(9月18日<木>)
9月	9月11日<木>・12日<金>	9月16日<火>	未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年4月)」は、4月30日<水>に公表の予定。

以上

(15 年 3 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 3 月 25 日 (8:03 ~ 11:41)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	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	三谷隆博
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
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
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰
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

・臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

冒頭、議長より、今回の臨時金融政策決定会合開催についての趣旨説明があった。議長は、まず、わが国経済について、国内需要の自律回復力が乏しいなか、株価低迷や不良債権問題などの問題を引き続き抱え、外的ショックに対して脆弱な状況にある、加えて、イラク情勢が極めて大きな不確実要因となっている、との基本認識を述べた。そのうえで、金融政策決定会合において、当面の危機対応を検討する必要があるとともに、イラク情勢を契機としたダウンサイドリスクをも念頭に、やや長い目でみた今後の金融緩和の基本的な枠組みについても、政策委員会に新メンバーが加わったこの機を捉え、早急に点検すべきである、との考えを示した。

何人かの委員は、臨時会合を頻繁に開催すると、かえって金融政策運営に対する不透明感が高まる惧れがあるとの認識を明らかにした。これに対し、議長は、今回はイラク情勢への対応の必要性に加えて、政策委員会メンバー3名の交代に伴い市場にみられる政策運営の先行き不透明感を早期に払拭したいという点も考慮した、極めて例外的な会合である、と述べた。さらに、予め公表された日程にしたがい決定会合を開催するというこれまでの方針を堅持するとの考えを明らかにし、この点を対外的にも明確に説明したい、と続けた。

・金融市場動向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(3月4、5日)で決定された方針¹にしたがって運営した。3月11日以降は、国際政治情勢の緊迫化等に伴う不安感が金融市場全般に波及することを未然に防ぐ観点から、即日スタートの資金供給オペを実施する等、金融市場調節方針の「なお書き」を活用し、日銀当座預金残高を目標の上限である20兆円を上回る水準に引き上げた。米国等による対イラク武力行使開始後は、さらに追加的資金供給を行った結果、足許の日銀当座預金残高は、24兆円程度に達している。

こうした調節のもとで、短期金融市場では、資金余剰感の強い状態が維持されている。

2. 金融・為替市場動向

短期金利をみると、日本銀行による早目の年度末越え資金供給の効果もあって、昨年と同時期と比べて落ち着いた動きとなっている。しかし、短期国債流通レートについては、3月入り後、発行額が急増したこと等を背景に、若干の上昇をみている。もっとも、こうした金利上昇が他の金融市場に波及するという動きはみられない。

資本・為替市場の動きを概観すると、わが国を含め各国の市場とも、昨年12月半ば以降、地政学的リスクが意識されるなかで、「株安、ドル安、債券高」の展開となっていたが、先週後半以来、対イラク武力行使の短期終結期待から、それぞれ反転している。ただ、昨日の海外市場では、そうした楽観的な見方が若干後退する動きがみられた。世界経済の先行き不透明感、米国の

¹ 「3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15~20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17~22兆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、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

財政赤字に対する懸念等を背景に、金融市場が不安定化するリスクはなお残存していると考えられる。

・経済金融情勢と当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

1. 経済金融情勢

国内経済情勢について、委員は、前回会合以降、大きな変化は窺われないとの認識で一致した。このうち何人かの委員は、機械受注の動きなど、民間需要に関して幾分明るめの指標が出ていることを指摘した。ただ、先行きについては、イラク情勢の今後の展開が日本経済にどのような影響を及ぼすか、不確実性が大きい、との意見が出された。

米国経済については、対イラク武力行使開始の家計マインドへの影響や雇用関連指標の動き、さらに財政赤字の動向等を注意深くみていく必要がある、との見解が何人かの委員から示された。

次に、米国等による対イラク武力行使開始後の金融市場の動きについて、委員は、足許、武力行使の短期終結期待もあって、概ね落ち着いている、しかし、今後の情勢の展開によっては市場が不安定化する惧れがある、との認識を共有した。何人かの委員は、とくに、株価の下落が金融システムに与える影響について留意する必要がある、との考えを述べた。

2. 当面の金融政策運営

当面の金融政策運営について、委員は、前回会合以降、金融経済に関する基本的な認識に大きな変化がないことから、現状の日銀当座預金残高目標額を維持することが適当であるとの見解で一致した。

同時に、国際政治情勢など不確実性が高い状況のもとで、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、「なお書き」を活用した潤沢な資金供給を年度末以降も継続することができるよう、その表現を改めることが合意された。合わせて、補完貸付制度（ロンバート型貸付制度）について、1積み期間における公定歩合による利用日数を5営業日までに限定しているルール適用を、当分の間、停止することが適当であるとの考えが共有された。

そのほか、何人かの委員は、株価下落が金融システムを通じて日本経済に悪影響を及ぼさぬよう、銀行部門の抱える株価リスクを削減することが有効である、と述べた。これらの委員は、日本銀行による銀行保有株の買入枠拡大の是非について、通常会合で議論したい、と続けた。

・金融政策の枠組みの検討の進め方に関する委員会の議論の概要

最初に、議長は、対イラク武力行使の影響も含め、現下の厳しい経済情勢を踏まえると、金融政策運営の枠組みを見直しておく余地はないか検討することが必要である、とくに、金融政策の透明性向上と、金融緩和の波及メカニズムの強化という論点が重要である、との問題意識を示した。他の委員も、これまでの量的緩和の評価を踏まえつつ、金融政策運営の基本的考え方を整理することは意義がある、と同調した。そのうちひとりの委員は、政策委員会でも十分議論し、これまでの議論との連続性を検証することも重要である、と付け加えた。

これまでの量的緩和政策の効果について、議論が行われた。多くの委員は、量的緩和は金融市場の安定確保とデフレ・スパイラル回避には有効であったが、金利のゼロ制約や不良債権問題の存在から景気刺激の面では十分な効果は窺われていない、との認識を述べた。複数の委員は、具体的に、低格付け社債のリスクプレミアムや、株価、為替相場に対する明確な効果が確認できていない、と付け加えた。さらに、別のある委員は、潤沢な資金供給の結果、金融市場の機能が低

下している面がある、と発言した。

こうした点を踏まえ、委員の間では、金融緩和の波及メカニズム強化が重要であるとの認識が共有された。何人かの委員は、流動性供給の効果を高めるためには、まず、構造改革の進展、とりわけ、不良債権処理が前提となることを強調した。このうちひとりの委員は、関係当局と連携しつつ、日本銀行としても貢献できる範囲で努力を続けるべきである、との意見を表明した。

金融緩和の波及メカニズム強化の問題に関連して、何人かの委員はいわゆる時間軸効果について言及した。ひとりの委員は、量的緩和政策継続についての現在のコミットメントにより、経済主体の間にかえってデフレ期待が定着しているのではないか、との見方を示した。別のある委員は、時間軸効果により長期金利は低下したものの、そうしたデフレ期待の定着により、実質金利がむしろ上昇していることが問題であり、金融緩和効果を高めるためには、期待に働きかけて、実質金利を反転させることが重要である、との考えを示した。これに対し、複数の委員は、期待に働きかける際にも、具体的な政策波及経路の存在が前提となる、との認識を示した。

量的緩和政策の効果を強化する方法として、日本銀行の買入資産を多様化することの是非についても意見が交わされた。多くの委員は、金融政策のトランスミッション・メカニズムの強化に繋がるかどうかという点に加えて、日本銀行がリスクの高い資産を購入することが、日本銀行の収益・財務にどのような影響を与えるかが重要な論点となる、と指摘した。何人かの委員は、中央銀行の独立性や通貨に対する信認維持の観点から、日本銀行の財務の健全性が重要であることを強調した。また、複数の委員は、日本銀行によるリスク資産の購入は、日本銀行から政府への納付金の減少に繋がる可能性があり、この点で財政政策の性格をも有するとの考えを示し、そうした理解を踏まえたうえでの検討が必要である、と述べた。これに関連して、ある委員は、日本銀行の保有資産が長期国債に偏ることによるリスクを軽減するためにも購入資産の多様化が有効ではないか、と発言した。これに対し、ひとりの委員は、日本銀行による買入が市場の価格メカニズムを阻害することはないかという点も吟味するべきであるとしたうえで、財務の健全性維持だけを目的に買入資産を多様化することは必ずしも適当ではない、との意見を述べた。

こうした議論に加えて、何人かの委員は、企業金融円滑化という観点から日本銀行の金融調節等で貢献できることがあれば、検討する意義がある、との認識を示した。

金融政策運営の透明性向上についても、いくつかの議論があった。複数の委員は、金融政策の事前の予測可能性の向上という点のみならず、金融政策をどのように説明していくかという点も含め、幅広い観点から議論する必要がある、との考えを述べた。

金融政策の透明性向上に関連して、インフレ・ターゲティングについて議論があった。ある委員は、「政策手段（日銀当座預金）ターゲティング」よりも政策のゴール（目標）をターゲットとすることの重要性を主張したうえで、物価の安定の内容を具体的に示すことが金融政策の評価基準として有用であり、国民や市場参加者にとっても金融政策運営が分かりやすくなる、と述べた。この委員は、物価安定の目標を示し、期限を区切ってその達成をコミットすることで期待インフレ率を上昇させると同時に、名目長期金利を安定させることを組み合わせることで、実質金利を低下させることができる、と説明した。これに対し、ひとりの委員は、量的緩和政策継続に関する現在のコミットメントは、将来の政策のあり方について明確なメッセージを示すという点で、すでにインフレ・ターゲティングの要素をかなり取り入れている、との認識を示した。この委員を含め多くの委員は、物価安定の目標を示したとしても、現在のように十分な政策波及メカニズムを欠いたままでは、期待インフレ率を動かすことは容易ではない、との見解を示した。また、複数の委員は、むしろ、長期金利が先行して上昇するリスクがある、との懸念を述べた。

こうしたなか、何人かの委員は、最終的な目標として、物価安定の内容を示すこと自体の意義は理解できる、との考えを述べた。このうち複数の委員は、金融政策運営の透明性向上のため、例えば、「展望レポート」の内容に工夫を加える余地がないか検討する価値がある、と付け加えた。

以上の議論を踏まえ、委員は、今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進めること、とくに、政策運営の透明性と政策波及メカニズムの面で改善を図る方向で議論をしていくこと、について認識が一致した。そのうえで、議長は、執行部に対して、幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価を踏まえつつ、次回決定会合において報告すること、とくに金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面でどのような措置が考えられるか、準備が整い次第報告すること、の2点を指示した。

・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。

- 日本銀行は、これまでデフレ克服に向けて様々な取り組みをしてきたが、物価は依然下落しており、日本銀行の役割は引き続き重要である。福井総裁をはじめとする新執行部におかれては、物価の安定と信用秩序の維持、及びこれらを通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力されることを期待する。
- 3月20日に開始された米英等による対イラク武力行使について、市場では、短期間の決着を予想する声が大勢ではあるが、政府としては、本件が内外の経済に混乱を引き起こし、国民に不安が生じることのないよう、各国とも緊密に連携しつつ、万全を期していく所存である。
- 本日、日本銀行が金融政策決定会合を臨時招集されたことは、非常に時宜を得たものであり、その決断と行動力に敬意を表したい。今後の金融政策運営のあり方については、従来から申し上げているとおり、家計や企業などミクロの経済の動きも視野に入れつつ、流動性供給の質量両面においてさらなる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたいと考えている。また、市場に不測の事態が生じないよう、潤沢な流動性供給を含め、万全の対応をお願いしたい。
- 3月末の株価やイラク情勢の先行きが不透明な中、与党内でも様々な対策を検討しているが、日本銀行も、そうした状況も踏まえ、機動的に政策を立案し、対応してもらいたい。
- 長期国債の買い切りオペについては、ポートフォリオ・リバランス効果といった観点から、例えば月間2兆円に増額するとともに、平成16年3月といった一定の時点まで国債保有の上限を撤廃し青天井にするということも含めて、ぜひ検討をお願いしたい。

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。

- 情勢が予断を許さないなかで、本日、臨時金融政策決定会合を開催されたことは時宜を得たものとする。また、日本銀行におかれては、新たな総裁、副総裁のもとで政府とより緊密な連携をとりながら、デフレ克服を目指し、金融政策運営に当たられることを期待している。
- 足許の景気は概ね横這いとなっているが、イラクにおける武力行使に伴う不確実性の高まりや、世界的な株価低迷のなかで不透明感が増している。政府は、直ちにイラク問題対策本部を設け、当面、各国と協調のもと、イラク情勢の推移のほか、金融市場や原油市場などの金融経済情勢を十分に注視するとともに、金融システム安定確保、原油の安定供給確保など、国民生活安定のために必要な措置を講じていくこととしている。日本銀行におかれても、対策本部を設置したと承知している。
- 中期的には、日本経済の重要課題はデフレ克服である。「改革と展望 2002年度改定」では、政府・日本銀行一体となった取り組みを通じ、デフレは改善し、2004年度までの集

中調整期間の後にはデフレが克服できるとみられるとしている。政府としては、2005 年度のデフレ克服を目指し、構造改革を加速し、できる限りの措置を講じている。日本銀行におかれても、2005 年度のデフレ克服を目指し、政府との対話を密にしつつ、従来の枠組みにとらわれず、さらに実効性のある金融政策運営に取組まれるとともに、内外の金融為替市場の動向等に応じ、適切かつ機動的な金融政策運営を行うことを強く期待している。

採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針を現状維持としたうえで、「なお書き」の表現を最近の情勢を踏まえて改めること、補完貸付制度（ロンバート型貸付制度）にかかる臨時措置として、当分の間、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、について今回会合で決定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

3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、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：福井委員、武藤委員、岩田委員、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

議案（議長案）

1. 当分の間、臨時措置として、補完貸付制度基本要領（平成13年2月28日付政令第22号別紙1。以下「基本要領」という。）に基づく貸付けについて、基本要領5.の定めにかかわらず、貸付利率として、全ての営業日において基準貸付利率を適用する扱いとし、平成15年3月26日から実施すること。

2. 対外公表文は、別途決定すること。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、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ついて」）が全員一致で決定され、別紙1のとおり、同日公表することとされた。

なお、本日の決定事項等について、同日、議長が記者会見を行うこととなった。

．本日の金融政策決定会合の議事要旨の公表日程の承認

最後に、本日の金融政策決定会合の議事要旨を、4月30日の金融政策決定会合における承認を経て、5月6日に公表することが承認され、この旨別紙2のとおり即日対外公表することとされた。

(別紙 1)

2003年3月25日

日 本 銀 行

本日の金融政策決定会合について

1. わが国の景気は、海外経済や株価、不良債権処理の動向など、先行き不透明感が強い中で、国内最終需要に明確な回復の動きがみられず、横這いの動きを続けている。
2. こうした状況のもとで、今般、イラクに対する武力行使が開始された。日本銀行としては、今回の事態が株式市場や為替市場などを通じて経済全体にどのような影響を及ぼしていくか注視するとともに、潤沢な流動性の供給などを通じて、金融市場の安定確保に万全を期す方針である（別添参照）。こうした方針のもと、補完貸付制度についても、当分の間、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こととした。
3. 日本銀行としては、対イラク武力行使の影響も含め、現下の厳しい金融経済情勢を踏まえて、今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進めることとした。
4. 議長は、上記の基本的な枠組みの検討を進めるに当たって、幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価も踏まえつつ、次回の定例金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。

具体的な措置として、議長は、特に金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い次第、金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。

以 上

(別 添)

平成 1 5 年 3 月 2 5 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）。

3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

以 上

(別紙 2)

平成 1 5 年 3 月 2 5 日
日 本 銀 行

本日の金融政策決定会合の議事要旨の公表日程について

日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合の議事要旨を、4月30日(水)の金融政策決定会合における承認を経て、5月6日(火)に公表することとした。

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「企業物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (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) 東日本建設業保証株式会社他「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) 経済産業省「商業販売統計」、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「企業物価指数」「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「企業物価指数」「卸売物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」「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) 日本経済新聞社、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」