

# 「通貨及び金融の調節に関する報告書」要旨

## (経済の情勢)

1. 平成 12 年度下期の国内経済情勢をみると、概ね 12 年中は緩やかな回復を続けていた国内景気は、12 年末以降、海外経済の減速を受けた輸出の減少を背景に減速し、期末にかけて足踏み状態となった。

すなわち、設備投資を中心に、国内需要が比較的底固く推移した一方、米国や東アジアなど海外経済の減速を背景に、純輸出（実質輸出－実質輸入）は大幅に減少した。これを受け、鉱工業生産は伸びが鈍化し、13 年入り後は減少に転じた。企業収益は改善が続けたが、そのテンポは大幅に鈍化した。こうした中で、企業の業況感も、13 年入り後は製造業を中心に悪化に転じた。この間、家計の所得環境は全体としては底固さを維持したが、雇用関連指標の一部には、生産減少の影響がみられた。

2. 12 年度下期中の国内物価は、総じてやや弱めの展開となった。その背景をみると、12 年秋以降の為替円安化は物価の押し上げ要因として働いたが、その他の要因の多くは、物価を押し下げる方向に作用した。すなわち、12 年末以降、景気の回復テンポが鈍化する中で、国内需給バランスの面からの物価低下圧力が

かかりやすい状況となった。また、海外経済の減速を背景に、原油や半導体等の海外市況も軟化した。加えて、技術進歩や流通合理化、規制緩和の進展等の要因も、引き続き、物価を低下させる方向に作用した。

この間、地価は、二極化の傾向を伴いつつも、全体としては下落傾向が続いた。

3. 海外経済情勢をみると、長期にわたる高成長を続けてきた米国経済は、12 年秋以降急速にスローダウンし、これにつれて、貿易面で米国への依存度が高い東アジアの景気も減速した。また、ユーロエリアでも景気の減速傾向が窺われた。このように、海外経済は、米国・東アジアを中心に減速をみた。

海外金融市場の動向をみると、米国では、上述のように景気が急激な減速を示す中で、13 年入り後、政策金利が相次いで引き下げられ、長短市場金利も低下した。ユーロエリアでは、12 年 10 月に政策金利が引き上げられたが、その後、13 年 3 月までの間は据え置かれた。この間、長短市場金利は、インフレ懸念の後退などから低下傾向を辿った。また、米国およびユーロエリアの株価は、12 年度下期中、IT 関連銘柄を中心に下落基調を辿った。東アジア諸国の一部では、景気の減速を

---

本報告書（平成 12 年度下期分）は、日本銀行法第 54 条第 1 項に基づき、平成 13 年 6 月 5 日に国会に提出されたものである（全文は、インターネット上の日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>から入手可能）。

背景に、政策金利が引き下げられた。

#### (金融面の動向)

4. 12年度下期の短期金融市場の動向をみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は0.25%前後の水準で概ね安定的に推移したあと、13年2月28日および3月19日の日本銀行の金融緩和措置を受け、期末にかけてはゼロ近傍まで低下した。ターム物金利も、年明け後は、日本銀行による一連の金融緩和措置等を受けて、大幅に低下した。

長期金利は、12年度下期中、景気に対する先行き不透明感の高まりなどを背景に、ほぼ一貫して低下基調を辿った。また、株価は、米国株価の下落や国内企業の業績見通しの下方修正などを受けて、下落基調を続けた。

この間、12年度下期中の円相場は、対米ドル、対ユーロとも大幅に下落した。

5. 民間銀行貸出は、12年度下期を通じて弱めの動きを続けた。民間銀行は、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を維持した。一方、資金需要の面では、設備投資など企業の支出水準がキャッシュフローの水準を下回り続けたことや、企業がバランスシート調整の一環として借入金を圧縮するスタンスを継続したことを反映し、民間企業の資金需要は総じて低迷を続けた。

6. マネーサプライ( $M_2 + CD$ )の前年比伸び率は、12年度下期を通じて、幾分高まった。この背景をみると、上述のように民間銀行貸出の前年比がマイナス基調を維持した一方で、社債・CPを通じた直接調達の前年比伸び率は高まっ

た。このため、民間部門の資金調達のマネーサプライ前年比伸び率へのマイナス寄与は、幾分縮小した。こうした中で、12年春以降に大量に満期を迎えた定額郵便貯金からマネーサプライ対象資産への資金シフトの動きが、マネーサプライの伸びを高める主因となった。

マネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)は、12年12月から13年1月にかけて、前年同時期にいわゆる「コンピューター2000年問題」を背景に大幅に増加していたことの反動から、前年比伸び率は一旦マイナスとなったが、その後は、こうした要因の影響が概ね剥落したことから、前年比伸び率はプラスに復した。

#### (金融政策決定会合における検討)

7. 12年度下期には、9回の金融政策決定会合が開催されたが、これらの会合では、前述のような金融経済情勢の変化についての認識が概ね共有された。こうしたもとで、13年入り後、日本銀行は、機動的・弾力的に金融緩和措置を講じた。

8. 各会合における検討の過程を振り返ると、まず、12年10~11月中の会合では、景気の現状について、企業部門を中心とする緩やかな景気回復が続いているとの判断を背景に、コールレートの誘導水準を0.25%とする金融市場調節方針が維持された。同時に、①米国をはじめとする海外経済に減速の傾向がみられていることや、②内外の金融資本市場でも不安定な動きがみられることが、先行きの下振れ方向のリスク要因として認識された。これらの点は、10月末に公表された、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中でも、リ

スク要因として指摘されることとなった。

9. その後公表された経済指標からは、①米国経済の減速のスピードが、内外の予想を上回る急激なものとなっていること、②これが、韓国、台湾など一部東アジア諸国をはじめとする世界経済や、日本の輸出にも影響を及ぼしていることが明らかとなった。こうした中で、12月15日の会合では、景気回復のテンポが鈍化していることが確認された。ただし、企業部門を中心とする回復のメカニズムは維持されているとの判断に立って、上記の金融市場調節方針が継続された。
10. その後、1月19日の会合では、米国経済が内外の予想を上回る減速を示しており、日本の輸出や生産への影響も一段と明確になっていることなどを受け、景気の現状について、回復テンポの鈍化に一段と焦点を当てた判断がなされた。こうした中で、金融市場調節方針は現状維持としつつも、海外経済の減速や金融資本市場の不安定な動きに鑑み、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ため、議長から執行部に対し、市場への流動性供給方法の改善について検討し、次回の決定会合までに報告するよう、指示が行われた。
11. 2月9日の会合では、上記に関する執行部からの報告を受け、金融機関からの借入の申し込みを受けて公定歩合により受動的に貸出を実行する、「ロンバート型貸出制度」を新設するなど、流動性供給方法の改善策を講じることとされた。さらに、景気回復のテンポが明確に鈍化し、下振れリスクも高まってい

ることなどを踏まえ、公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とすることが決定された。

12. 2月28日の会合では、①景気回復の動きが一段と鈍化し、先行きの不透明感も強まっていることや、②物価が弱含みの動きを続け、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念があるといった、一段と慎重な判断が示された。こうした判断に立って、コールレートの誘導目標を0.15%前後に、また、公定歩合を年0.25%に、それぞれ引き下げる措置が決定された。
13. 3月19日の会合では、前回会合後に公表された経済指標などの点検を通じ、輸出の減少を主因に生産も明確に減少に転じ、これが、企業のマインドや設備投資スタンスにも影響を及ぼしていることが明らかとなり、景気は足踏み状態となっているとの判断が示された。
- このような厳しい景気判断を踏まえ、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、通常では行われなような思い切った金融緩和に踏み切ることが必要と判断された。こうした判断のもと、①金融市場調節の主たる操作目標を、コールレートから日本銀行当座預金残高に変更する、②この新しい金融市場調節方式を、消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続する、③当面、日本銀行当座預金残高を5兆円程度に増額する、④日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、一定の歯止めのもとで、長期国債の買入れを増額する、という、金融緩和措置が決定された。

14. この間、12年度下期の会合を通じて、政策委員は、①市場の先行き不透明感が払拭されない状況が続いたことや、②バブル崩壊後、財政・金融の両面から大規模な政策対応が続けられたにもかかわらず、経済が本格的な回復に至らず、再び悪化に転じたことなどを背景として、日本経済が抱える構造的な問題を解決していくことが重要であるとの認識を強めていった。

こうした認識のもと、2月28日および3月19日の金融緩和措置に際しての公表文では、日本経済の本格的な回復を実現するためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件であり、日本銀行として、こうした構造改革に向けた取組みが速やかに進展することを強く期待している旨、記されることとなった。

（「物価の安定」に関する検討結果）

15. 12年10月13日の会合では、12年春以降続けられてきた「物価の安定」に関する総括

的検討をまとめた報告書として、「『物価の安定』についての考え方」が採択され、公表された。

検討の過程では、先行きの経済や物価についての見方をわかりやすく示すことを通じて、金融政策運営の透明性を高める方策はないかという点が、重要な論点となった。このための具体的な方策として、「経済・物価の将来展望とリスク評価」を、4月および10月の年2回公表することが、あわせて決定された。

（日本銀行のバランスシートの動き）

16. 12年度下期の日本銀行のバランスシートは、潤沢な資金供給を継続したこと等を反映して、総じて前年を上回る規模で推移し、13年3月末の総資産残高は115.1兆円（前年比+8.4%）と月末としては既往ピークとなった。この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性の点で引き続き向上がみられた。