

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成10年11月

日 本 銀 行

日本銀行法第54条第1項の規定に基づき、この報告書を国会に提出する。

平成10年11月

日本銀行総裁
速水 優

目 次

	頁
． 経済及び金融の情勢	
1． 経済の情勢	
(1) 国内実体経済の動向	
イ． 概況	1
ロ． 公共投資・輸出入	2
ハ． 企業部門	4
ニ． 家計部門	8
ホ． 生産	12
(2) 物価の動向	13
(3) 海外金融経済の動向	16
2． 金融市場の動向	
(1) 短期金融市場の動向	19
(2) 債券市場の動向	23
(3) 預金金利、貸出金利の動向	25
(4) 株式市場の動向	27
(5) 外国為替市場の動向	29
(6) 量的金融指標等の動き	
イ． 企業金融の動向	32
ロ． マネーサプライの動向	36
． 金融政策運営及び金融市場調節手段を巡る動き	
1． 金融政策運営	
(1) 金融政策運営の新しい枠組み	
イ． 日本銀行法の改正と新しい金融政策運営の枠組み	39
ロ． 金融政策決定会合の開催実績	40
(2) 10年夏までの金融政策運営	43
イ． 金融経済情勢に関する検討	44
ロ． 金融政策運営に関する検討、判断	45
ハ． 金融調節の実施状況	49
(3) 10年9月の金融緩和措置	54
イ． 金融経済情勢に関する検討	55
ロ． 金融政策運営に関する検討、判断	58
ハ． 金融調節の実施状況	61
(4) 金融調節手段の動向	62
[参考]日本銀行のバランスシートの動きについて	65
2． 金融市場調節に係る事項の決定又は変更	72
． 金融調節事項を議事とする会議の実績	
1． 金融政策運営に関する決定事項	84
2． レポ・オペ対象先の選定に関する決定	104
3． 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	107
4． 金融政策決定会合議事要旨	120
参考計表・資料一覧	343

．経済及び金融の情勢

1．経済の情勢

(1) 国内実体経済の動向

イ．概況

平成 10 年 1 ～ 9 月の国内経済情勢をみると、生産・所得・支出を巡る循環が徐々にマイナス方向の動きを強めていくなかで、企業・消費者心理の弱気化が目立つなど、経済情勢は全般に悪化を示した。

すなわち、9 年来のわが国経済の動きを振り返ってみると、まず 9 年 4 月以降、消費税率引き上げなどをきっかけに、減速局面に入った。さらに、9 年秋以降は、一部金融機関の経営破綻などを受けて消費者心理が慎重化し、家計支出の減退がみられたほか、アジア地域の通貨・経済調整を背景に、輸出も頭打ちとなったことから、景気の停滞色が鮮明化した。10 年入り後は、これらに加えて、民間銀行の不良債権問題に伴う融資姿勢の慎重化など金融面からの影響もあって、年初から設備投資が急速かつ大幅に減少した。このように最終需要が落ち込みを示すなかで、在庫調整圧力が加わり、生産活動は大きく低下した。また、こうした生産活動の低下が、企業収益や雇用者所得の減少を通じて、再び設備投資や個人消費などの企業・家計支出の抑制に繋がるといったように、生産・所得・支出を巡るマイナスの循環の動きが徐々に強まりをみせた。この間、実質 GDP は、9 年 10 ～ 12 月以降、統計開始以来初めて三四半期連続の減少となった¹ (図表 1)。また、鉱工業生産も、9 年 10 ～ 12 月以降、三四半期連続で減少を示した²。

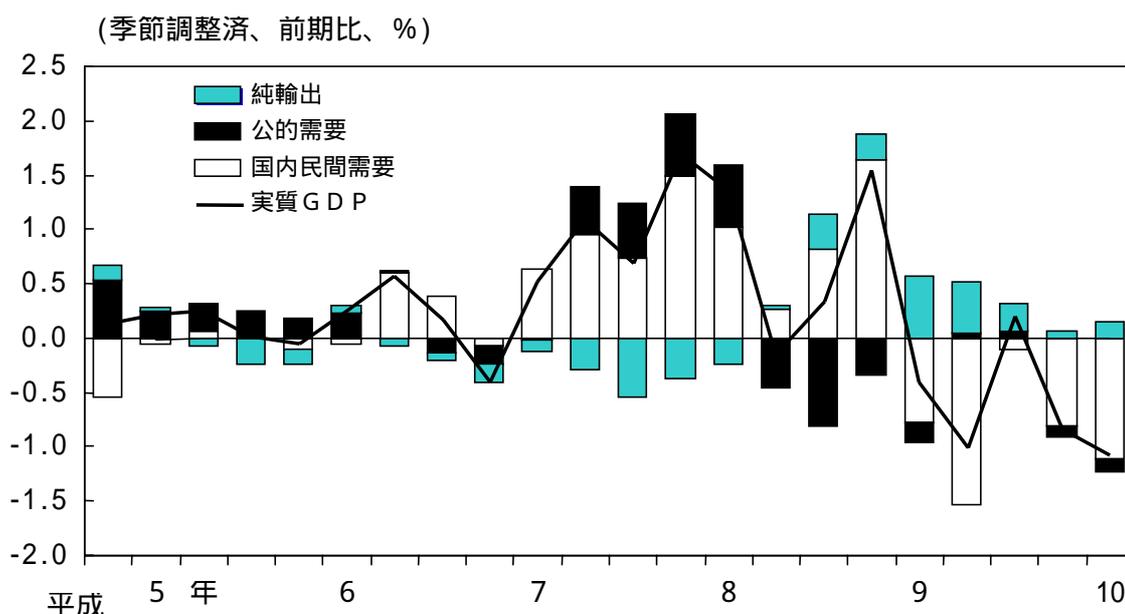
¹ 実質 GDP は、前期比 (季節調整済) でみて、9 年 10 ～ 12 月 - 0.4%、10 年 1 ～ 3 月 - 1.3%、4 ～ 6 月 - 0.8% となった。

² 鉱工業生産は、前期比 (季節調整済) でみて、9 年 10 ～ 12 月 - 2.5%、10 年 1 ～ 3 月 - 1.3%、4 ～ 6 月 - 5.1% と三四半期連続減少のあと、7 ～ 9 月は 0.0% となった。

そうした情勢のもとで、企業の業況感は、中小企業を中心に、大幅な後退を続けた。また、有効求人倍率が10年7月以降既往ボトムを更新し、失業率も既往ピークを大きく上回る水準まで上昇した。このように雇用環境が厳しさを増したことに伴い、消費者心理は一段と慎重化した。

以上のように経済情勢が悪化を示すなかで、政府は、特別減税実施や公共投資追加などの景気対策を打ち出した。しかし、雇用・所得環境の悪化を受けて、個人消費は、減税の実施が集中した夏場以降も低迷を続けた。また、公共投資は、6月に成立した補正予算で追加されたが、それらを受けて発注が増加に転じたのは秋口であった。さらに、設備投資や住宅投資もかなりのテンポで減少を続けたことから、10年秋に至っても、経済情勢の悪化には歯止めがかけられなかった。

(図表1) 実質GDP (後方2期移動平均)



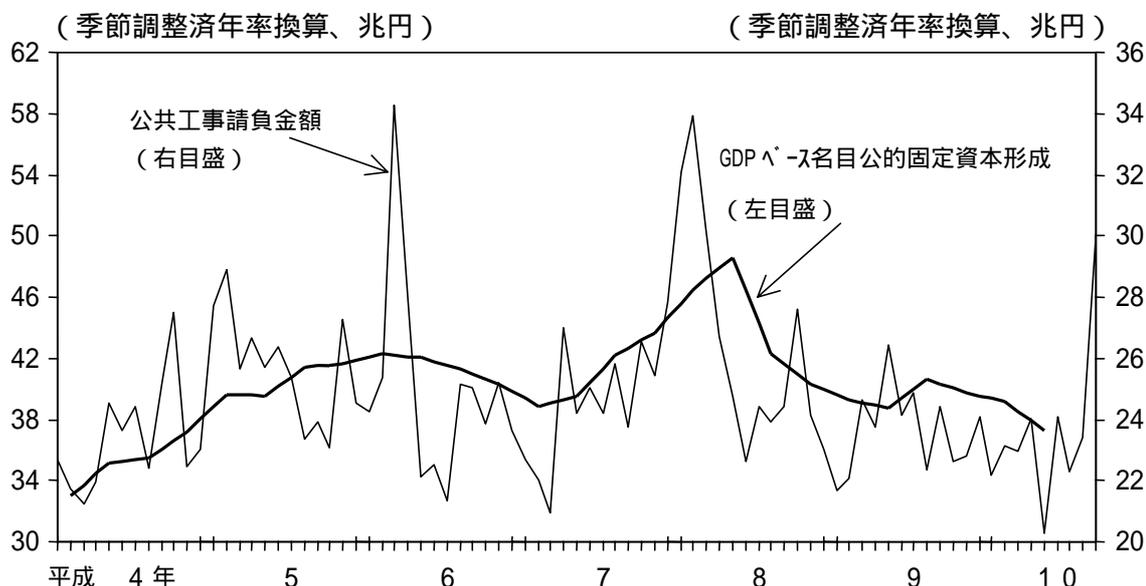
(注) 図表の出典については、後掲(343ページ)の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

ロ．公共投資・輸出入

こうした実体経済の動向を、最終需要面から詳しくみると、まず公共投資は(図表2)、当初予算が9年度、10年度ともに抑制的であったことから、10年入り後も年央まで減少気味に推移した。しかし、10年度当初予算の前倒し発

注や、6月に成立した第1次補正予算における公共投資の追加を受けて、契約の動きを示す公共工事請負金額は、秋口になって増加に転じた。

(図表2) 公共投資

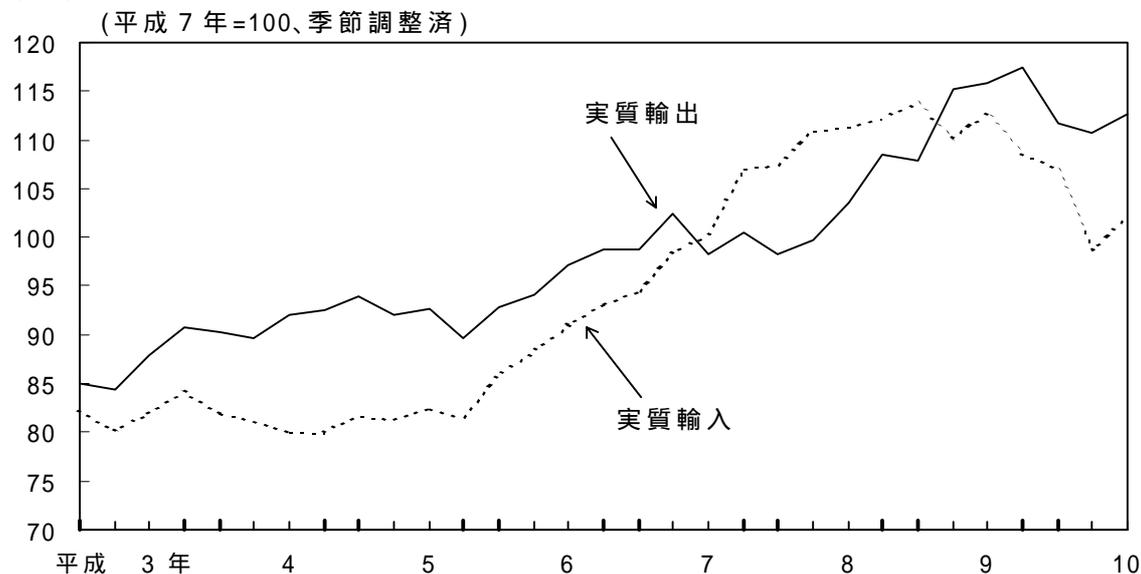


(注) 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月に示したものの。

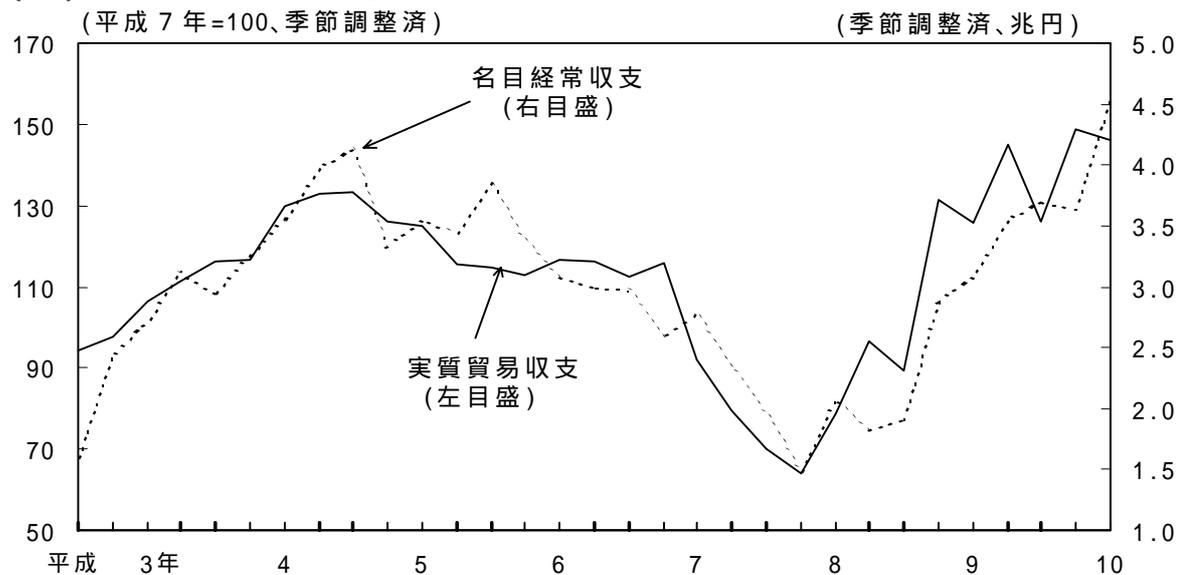
次に、輸出入についてみると(図表3)、実質輸出は、後述のような海外経済情勢のもとで、欧米向けは堅調に推移したものの、アジア向けが大きく落ち込んだため、全体としては、高水準であった9年後半に比べかなりの減少となった。とくに、1~3月については、韓国、インドネシアなどにおける通貨・経済調整の影響などを背景に、アジア向けの落ち込みが大幅なものとなった結果、輸出全体でも前期比5%程度の減少を示した。その後は、一部アジア諸国における外貨事情の緩和や、為替円安の影響などから、輸出全体として徐々に下げ止まったが、明確な回復には至らなかった。一方、実質輸入は、わが国の内需減退や減産強化などを背景に、基調としては減少を続けた。純輸出(実質輸出-実質輸入)は、こうした実質輸入の減少を背景に、総じて底堅い動きを辿ったが、9年に比べれば増加テンポは大きく鈍化した。なお、名目経常収支については、このような実質面での純輸出の動向に加えて、原油等の輸入素原材料価格の低下などもあって、拡大傾向を続けた。

(図表3) 輸出入

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々除したうえ指数化したもの。
2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々除し、その輸出入差を指数化したもの。

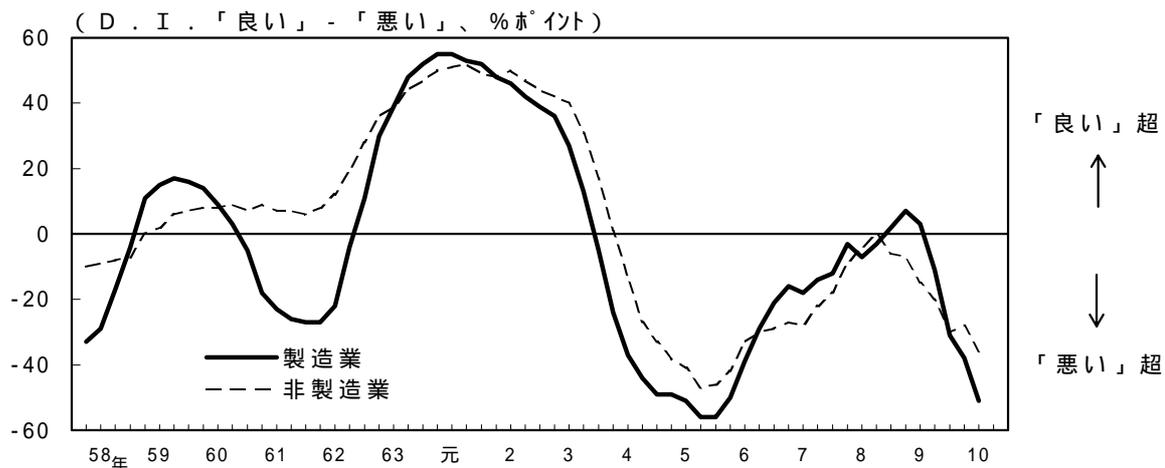
八. 企業部門

企業部門の動向をみると、企業収益は、9年秋以降、最終需要の減少等を背景に、製造業・非製造業ともに大幅に減少した。また、こうした収益動向や先

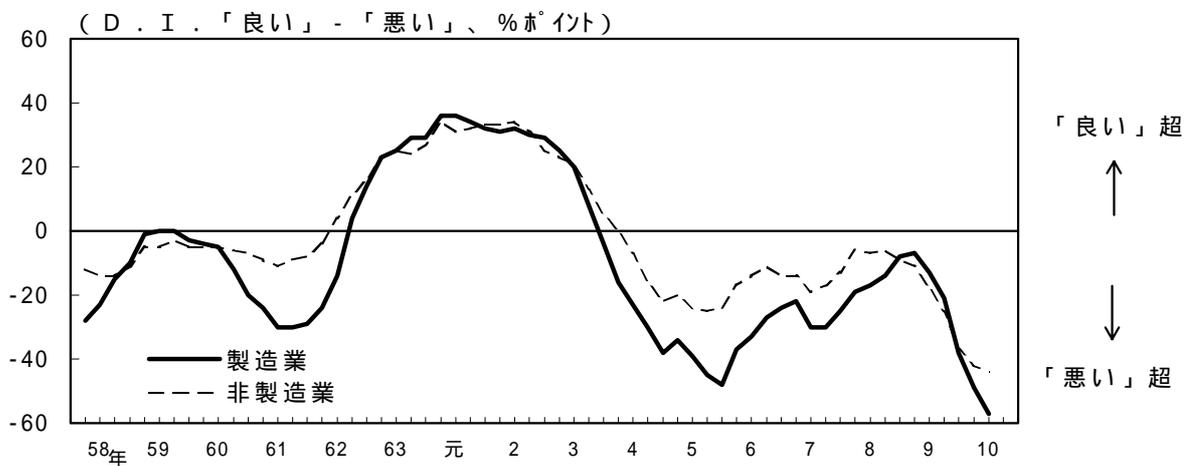
行きの経済に対する不透明感などを反映して、企業の業況感は大幅な後退を続けた（図表４）。とりわけ、中小企業については、９月短観において、製造業、非製造業とも、業況判断が過去最低水準まで低下するなど、業況感の悪化が目立った。

（図表４）業況判断

（１）主要企業



（２）中小企業

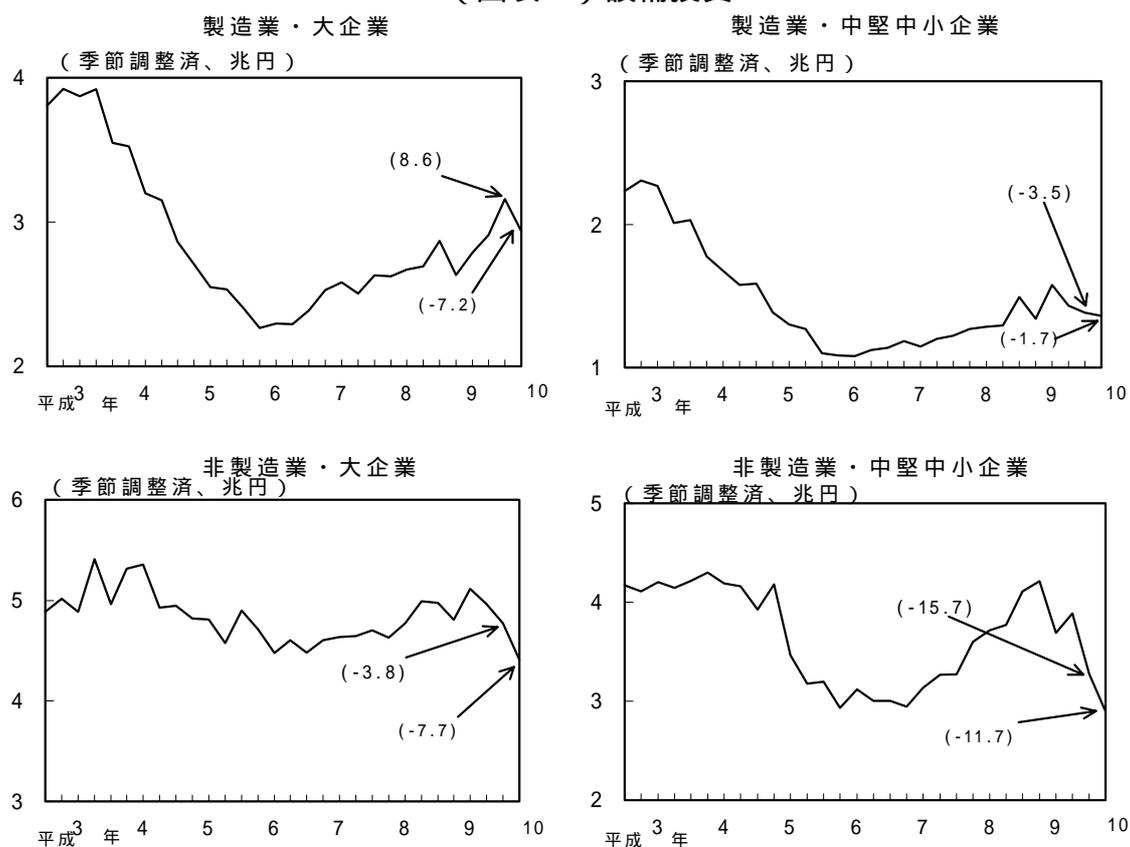


（注）主要企業：原則として資本金１０億円以上の上場企業（金融保険業を除く）が対象。
 中小企業：従業員数が、製造業５０～２９９人、卸売２０～９９人、小売・サービス
 ２０～４９人、その他非製造業５０～２９９人の企業が対象。

以上のような企業収益動向の下で、設備投資は、１０年入り後、大幅な減少を示した。GDPベースの実質設備投資は、前期比で見ると、９年１０～１２月に頭打ちとなったあと、１０年１～３月から４～６月にかけて、２四半期連続で大

幅に減少した（1～3月 - 5.2%、4～6月 - 5.5%）³。業種別・規模別にみると、製造業・非製造業ともに減少を示したが、とりわけ、非製造業・中堅中小企業がきわめて大きな落ち込みとなったことが特徴である（図表5）。7～9月についても、足許の機械投資の動向を反映するとみられる一般資本財出荷のほか、先行指標である機械受注や非居住用建築着工床面積が減少傾向を辿ったことなどからみて、設備投資は引き続き落ち込みを示したものとみられる。

（図表5）設備投資



（注）1. カッコ内の数字は10/1～3月、4～6月の季節調整済前期比、%。
 2. 大企業：資本金10億円以上の企業が対象。
 中堅中小企業：資本金10百万円以上10億円未満の企業が対象。

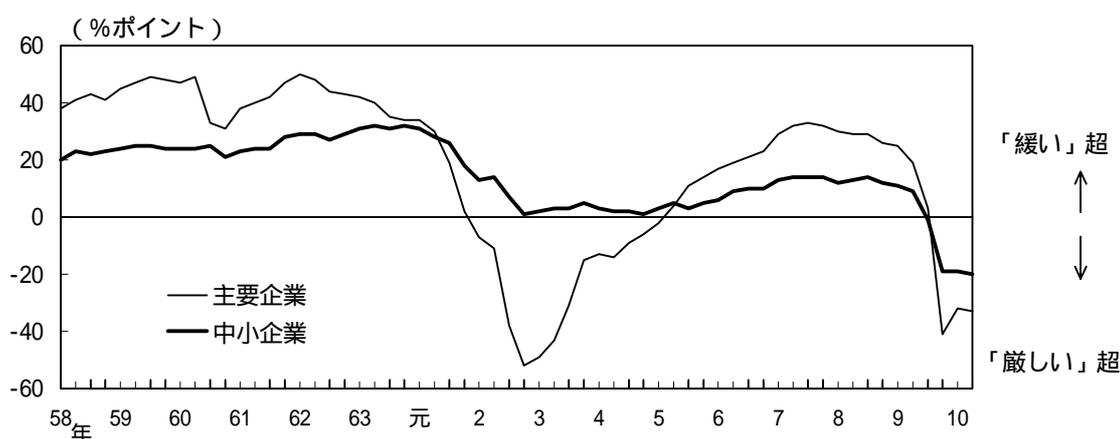
このように設備投資は深い調整局面に入ったが、これには、最終需要が減退するなかで、設備過剰感が急速に高まり、企業収益が大幅に減少したことが影

³ この結果、2四半期の合計としては、-10.4%と経済企画庁「国民所得統計」開始（昭和30年）以来最大の減少率となった（過去最大は昭和40年1～3月から4～6月にかけての-9.0%）。

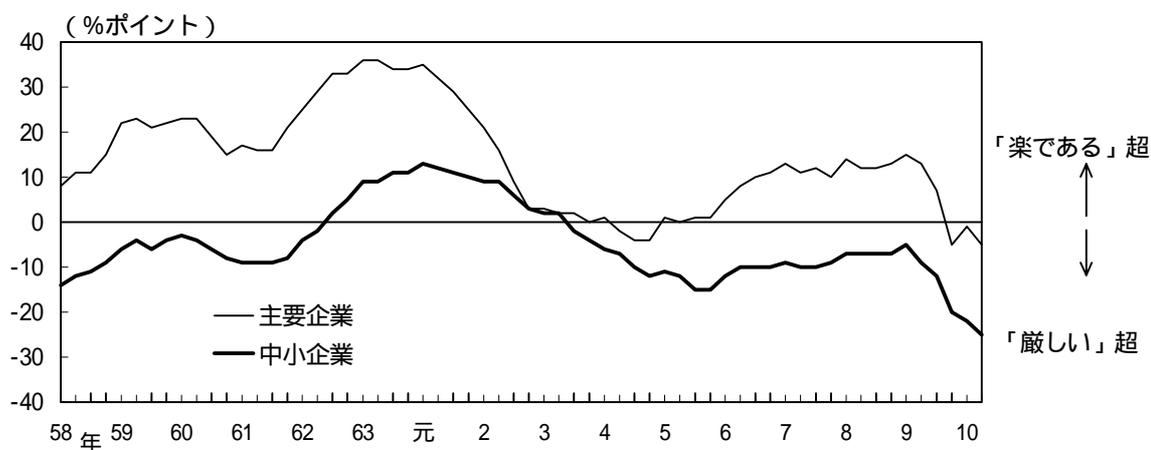
響したものと考えられる。加えて、金融面の変化も少なからず影響を及ぼした可能性が高いようにみられる。すなわち、9年秋以降、一部金融機関の破綻をきっかけに金融システム不安が高まるなかで、民間銀行の融資姿勢は一段と慎重なものとなり、その影響が中小企業の資金繰り等に顕著にあらわれた（図表6）。そうしたもとで、とくに銀行借入への依存度が高い非製造業中小企業の設備投資が、10年初から大きく落ち込んだ。さらに、秋口以降は、世界的な信用リスクに対する警戒感が強まるもとで、大企業についても、資金調達環境が次第に厳しさを増すようになり、設備投資を抑制して手許資金を確保しようとする動きが出始めた。

（図表6）企業金融判断

（1）金融機関の貸出態度判断D・Iの推移



（2）資金繰り判断D・Iの推移



二．家計部門

次に、家計部門についてみると、雇用・所得環境は、最終需要の低迷や鉱工業生産の大幅な減少に伴って、次第に厳しさを増した。労働需給については(図表7)、新規求人数が、製造業、建設業を中心に急ピッチで減少を続けるなかで、有効求人倍率は大きく低下し、夏場には統計⁴作成開始(昭和38年)以来の最低水準を更新した(7、8月0.50倍、9月0.49倍、9年までの最低水準は昭和53年1月の0.51倍)。また、雇用者数は、中小企業を中心に前年比伸び率を急速に鈍化させ、夏場にはマイナスに転じた⁵。このため、完全失業率は、年初に統計⁶作成開始(昭和28年)以来の最高水準(8年5月3.5%)を更新したあと、上昇テンポを速め、8月には4.3%まで上昇した。以上のような労働需給悪化の背景としては、企業の雇用過剰感がとりわけ中小企業を中心に高まったこと⁷、企業倒産の増勢が続いたこと、さらには、雇用削減のクッションとなってきた企業の時短がかなり進捗した結果、労働投入量の削減が、時間による調整から雇用者数による調整に繋がりやすくなったこと、などが指摘できる。一方、賃金面についてみると(図表8)、所定外給与が大幅な前年割れを続けるも、所定内給与が前年比ゼロ近傍まで伸びを鈍化させたほか、特別給与も夏季ボーナスの減少からマイナス幅を拡大した。このため、一人当たり賃金は、年初に前年割れに転じたあと、夏場にかけてマイナス幅を拡大した。このように雇用・一人当たり賃金の両面において抑制傾向が強まった結果、雇用者所得は、次第に減少テンポを速めた。

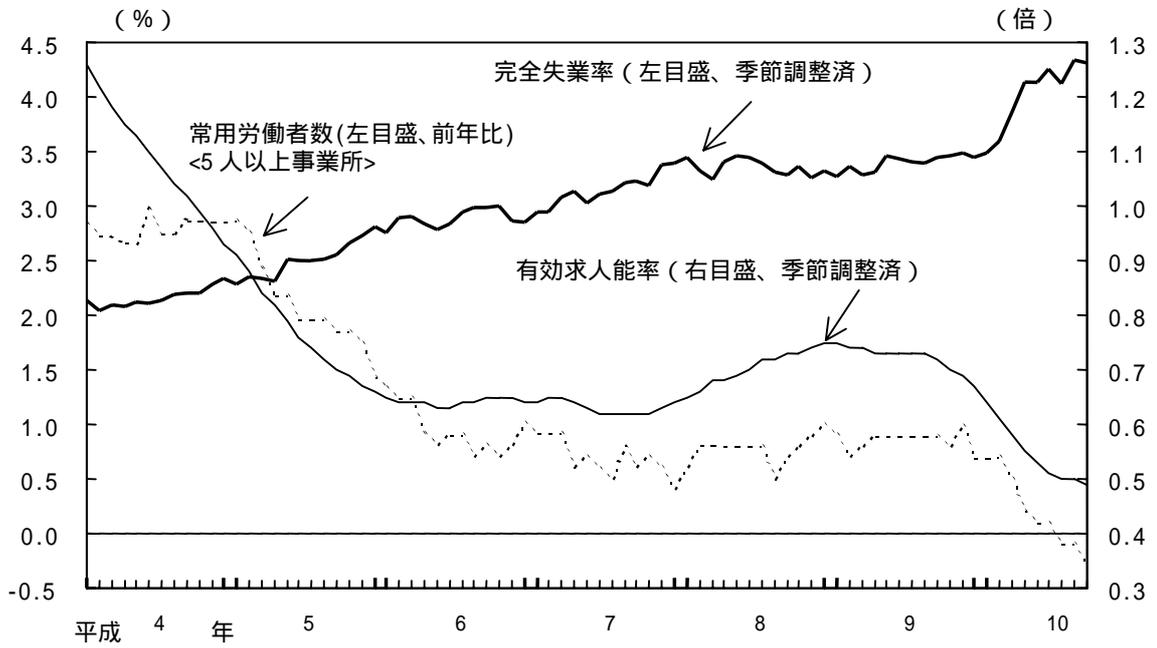
⁴ 労働省「職業安定業務統計」

⁵ 企業規模別の雇用者の動きを、労働省「毎月勤労統計」で見ると、5～29人の事業所規模の雇用者数は、年初までは底堅い伸びとなっていたが、春以降前年比伸び率を急速に低下させており、中小企業における雇用調整テンポが速まったことが窺われる。

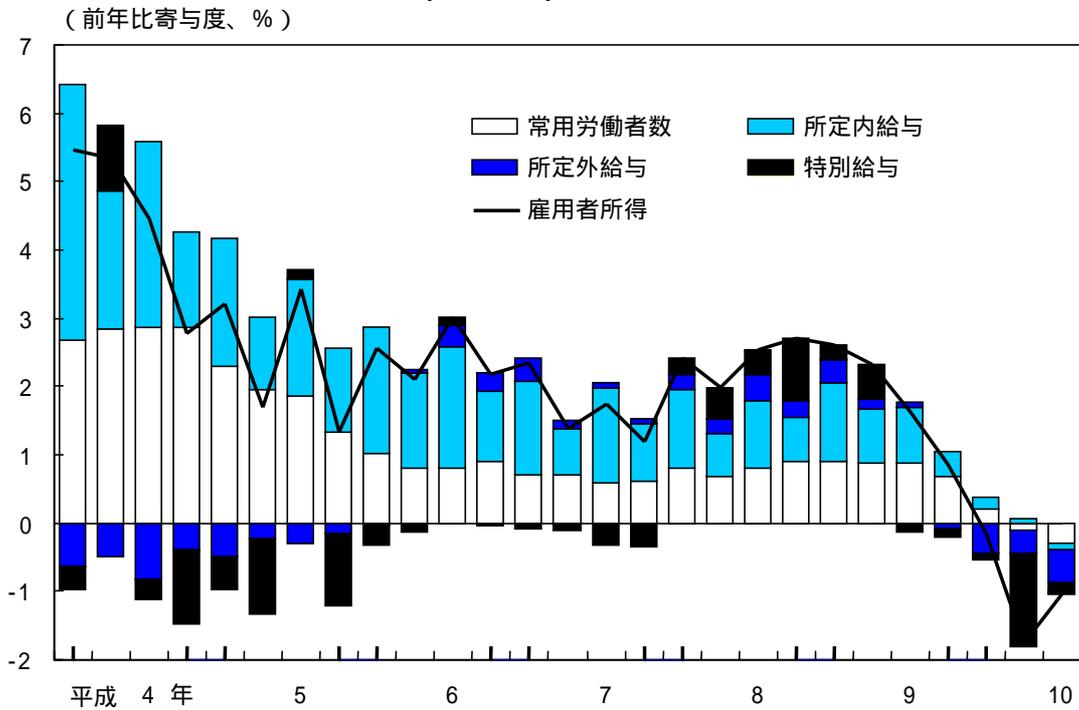
⁶ 総務庁「労働力調査」

⁷ 今次局面の特徴の一つとして、非製造業中小企業における異例の雇用過剰感の高まりを挙げることができる。非製造業中小企業では、大企業とは異なり、9年まで一貫して雇用吸収の受け皿として機能してきたが、そのことが、過去に例をみない大幅な売上げ減少と相俟って、人件費圧力の急速な高まりを招いた。最近の異例の雇用過剰感の高まりは、このような事情を背景としているものとみられる。

(図表7) 労働需給



(図表8) 雇用者所得



(注) 1.5人以上事業所の計数を使用。

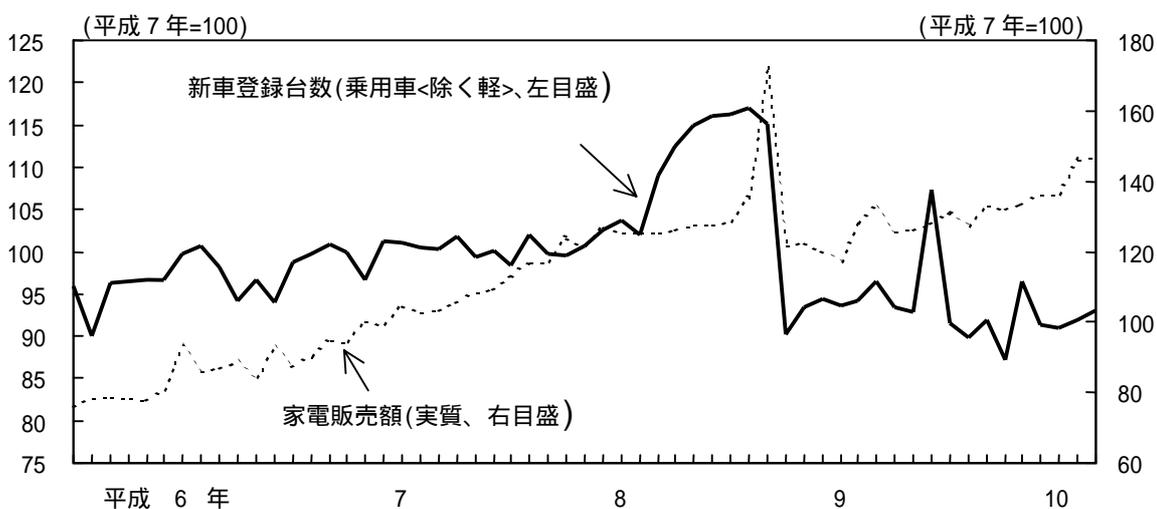
2.第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

3.平成10年第3四半期は、9月の値。

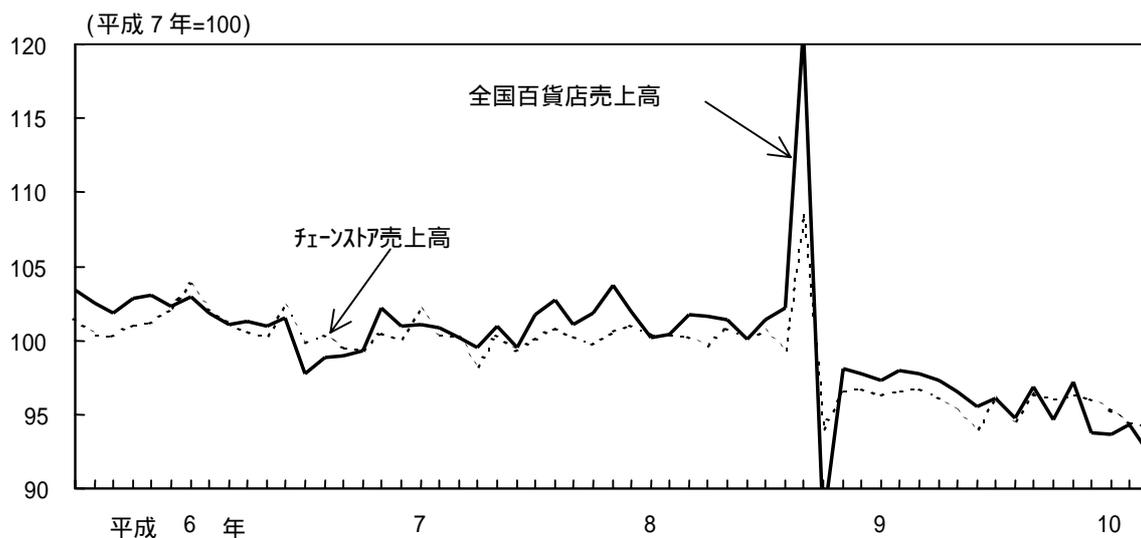
こうした雇用・所得環境のなかで、個人消費は低迷を続けた（図表9）。GDPベースの個人消費は、9年10～12月に前期比-1.0%と減少したあと、4～6月にかけても弱含み傾向で推移した（10年1～3月+0.3%、4～6月-0.8%）。7～9月についても、百貨店・チェーンストア売上高が弱含みに推移したほか、乗用車販売にも明確な回復の動きがみられないなど、関連統計の動向から判断すると、個人消費は低迷を続けたものとみられる。

（図表9）個人消費関連指標

（1）耐久消費財



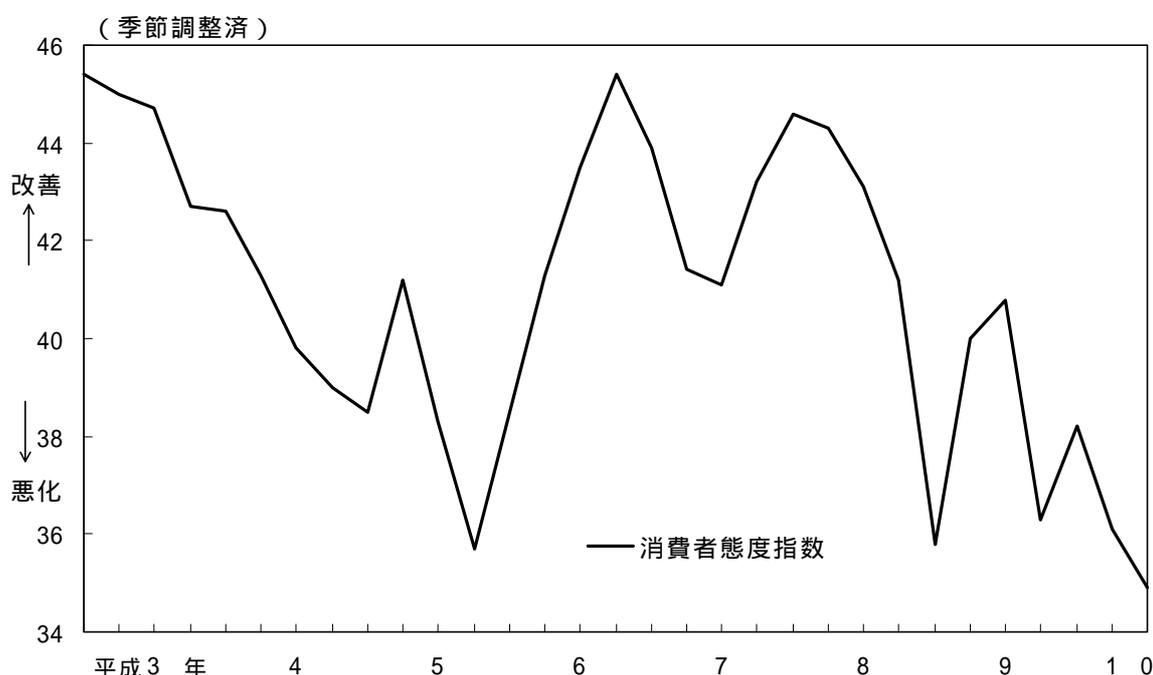
（2）小売店販売（名目・除く消費税・店舗調整後）



（注）1.いずれも季節調整済系列。
2.家電販売額は、各品目のCPI（但しパソコンはWPIで代用）を売上高ウエイトで加重平均し、実質化したもの。

このような個人消費の動向について、その背景も含めて9年以降の展開をみると、9年4月以降、消費税率引き上げ・特別減税廃止等の影響から、伸び悩んでいたが、9年秋から10年初にかけては、金融システム不安等に起因する不確実性の増大もあって、抑制色が強まった。その後は、政府が特別減税を実施したものの、前述のような雇用・所得環境の悪化のもとで、特別減税後でも可処分所得が伸び悩んだほか、消費者心理もさらに慎重化した(図表10)。このため、個人消費は、一進一退の動きとなった。

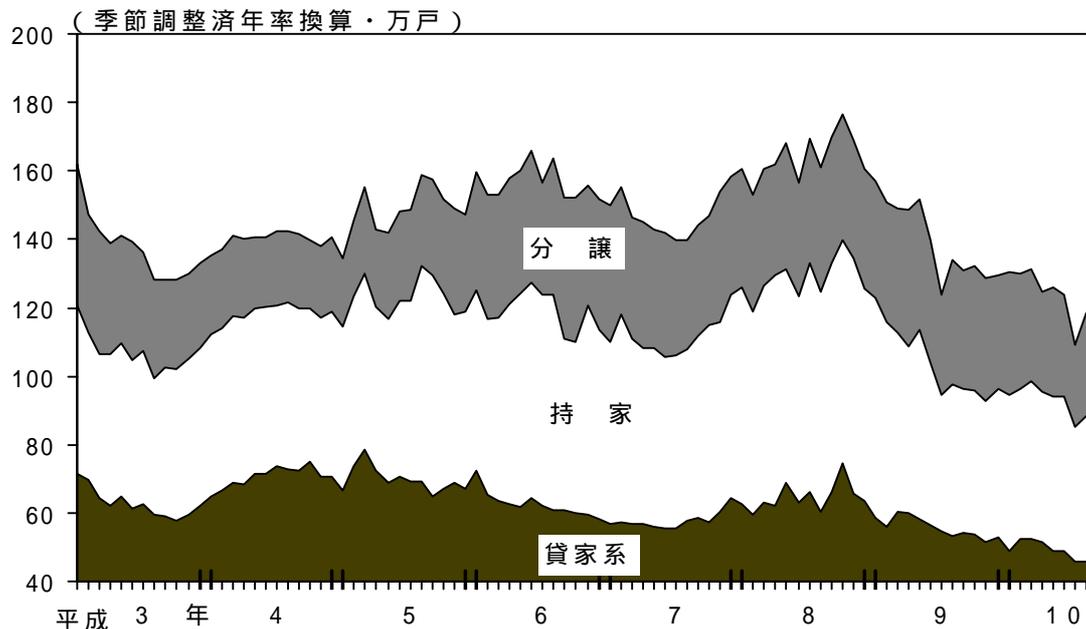
(図表10) 消費者コンフィデンス



(注) 消費者態度指数は消費者意識を尋ねたアンケート調査。年4回(3,6,9,12月)実施。

また、住宅投資については、家計が先行きの雇用・所得に対する不安感を強めたことや、マンション・デベロッパーが投資スタンスを慎重化させたことなどを背景に、低金利にもかかわらず減少傾向が続いた。新設住宅着工戸数の動きをみると(図表11)、もともと9年夏頃から130万戸(季節調整済み計数の年率換算値)程度の低めの水準で推移していたが、4~6月に123万戸に減少したあと、7~9月には114万戸とさらに減少し、昭和58年7~9月(114万戸)以来の低水準となった。

(図表 11) 新設住宅着工戸数

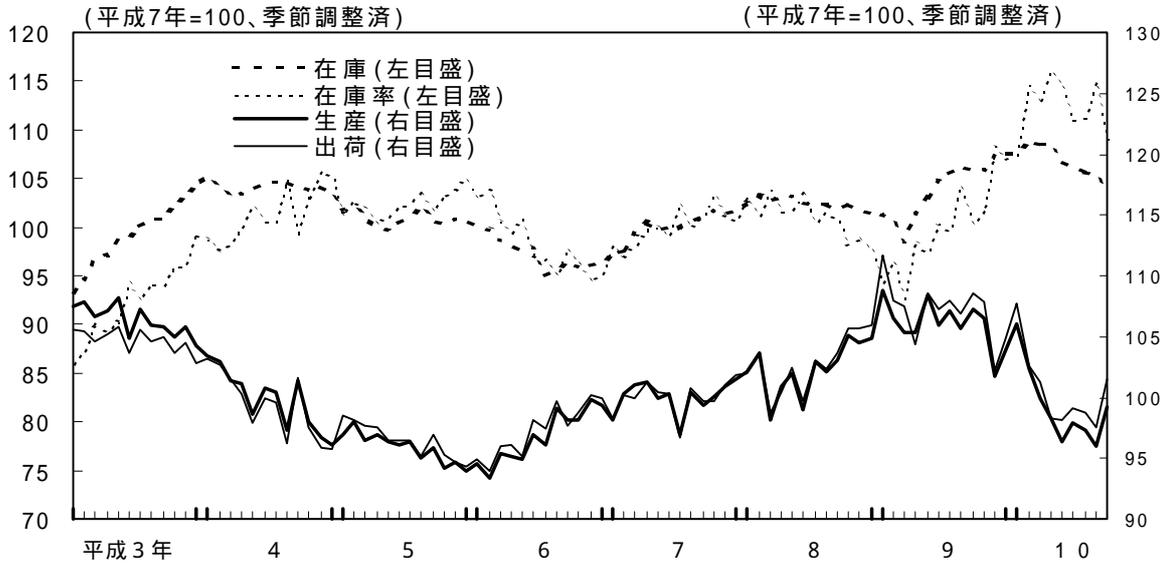


ホ．生産

以上のような最終需要の弱さに加えて、9年来の在庫積み上がりに伴い在庫調整圧力がきわめて高いものとなるなかで⁸、鋳工業生産は、減少傾向を辿った。とくに4～6月には、設備投資の落ち込みを反映した一般機械や、在庫圧縮を企図した輸送機械・鉄鋼など、幅広い業種にわたって減産が行われた結果、全体でも前期比5%を上回る大幅な落ち込みとなった(図表12)。こうした企業的大幅減産の結果、製造業の在庫については、自動車などの最終需要財関連の業種で、徐々に調整が進捗した。しかし、生産財などの在庫は大幅に積み上がった状態が続き、在庫全体としては、はかばかしい調整がみられなかった。このため、短観等の企業アンケート調査をみても、企業の在庫過剰感は、10年春にかけて急速な高まりを示し、その後も根強い状態が続いた。

⁸ こうした在庫調整圧力は、製造業段階のみならず、卸・小売業といった流通段階でも高まったと考えられる。

(図表 12) 鉱工業生産

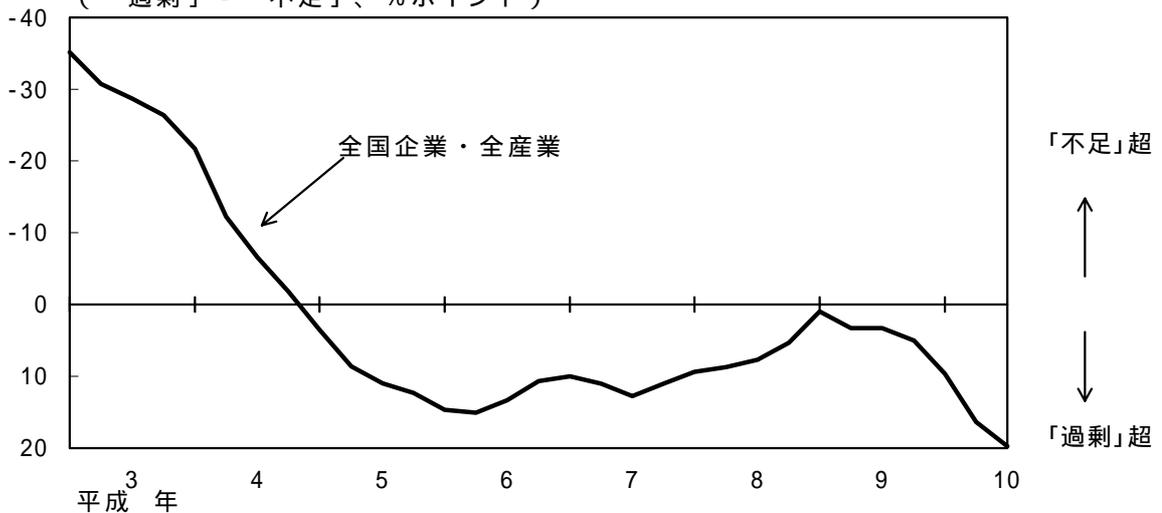


(2) 物価の動向

国内物価情勢についてみると、以上のような実体経済動向のもとで、需給ギャップが拡大を続けたことなどから (図表 13)、国内卸売物価が下落を続けたほか、消費者物価も前年比マイナスに転じるなど、全体として軟調に推移した (図表 14)。

(図表 13) 物価を取り巻く環境

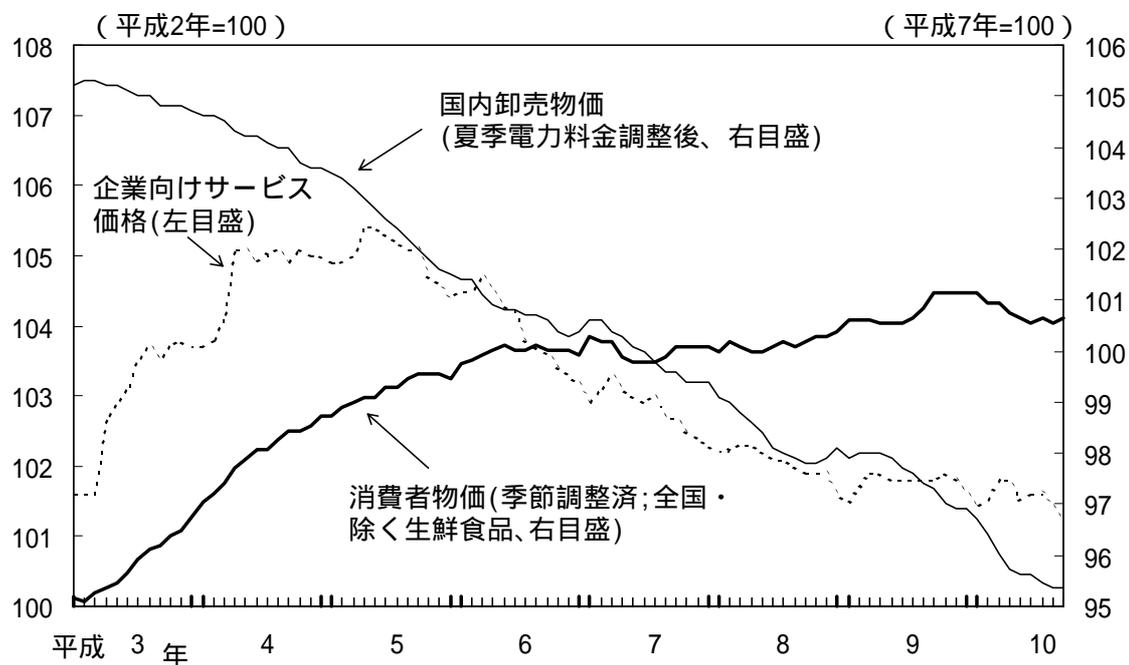
国内経済の稼働水準 (生産設備判断 D . I . と雇用判断 D . I . の加重和)
(「 過剰 」 - 「 不足 」、% ポイント)



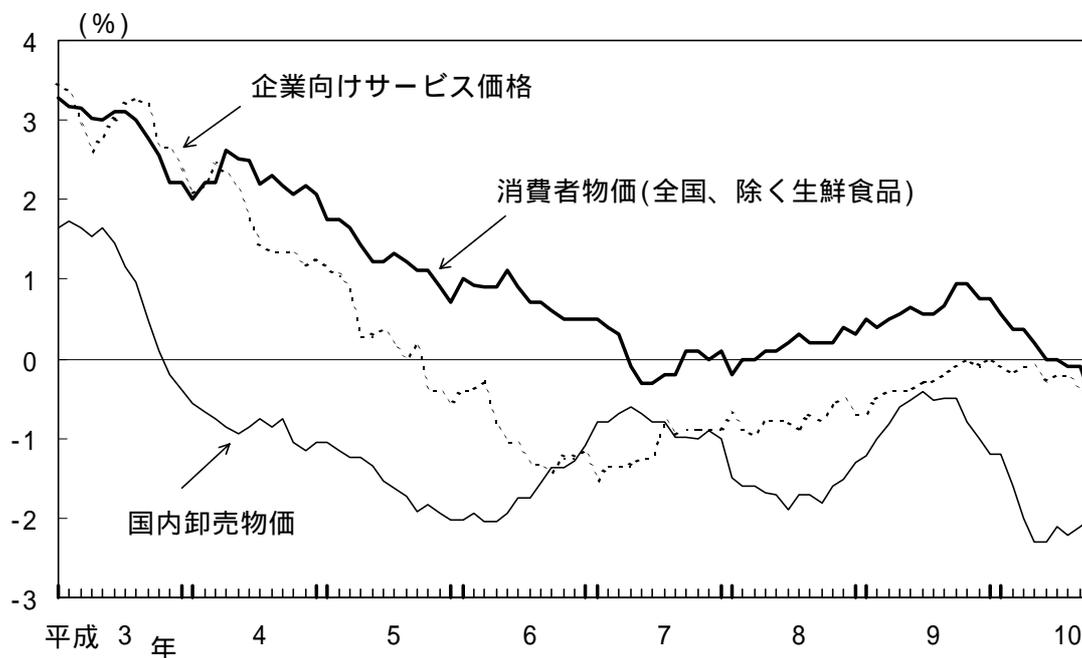
(注) 短観の生産設備判断 D . I . と雇用判断 D . I . を、資本・労働分配率 (昭和 50 ~ 平成 8 年度平均) を用いて加重和したもの。

(図表 14) 物価

(1) 水準



(2) 前年比



- (注) 1 . 平成 9 年 4 月以降は、消費税率引き上げを調整した計数 (課税品目のすべてについて完全転嫁されたと仮定して試算)。
2 . (1) の消費者物価は、平成 7 年基準の季節調整済系列と 2 年基準の季節調整済系列とを、7 年 1 月でつなげたもの。

まず、卸売物価についてみると、輸入物価（円ベース）は、春先にかけては原油等国際商品市況の下落を反映して軟化したが、その後は、国際商品市況が下落テンポを鈍化させるなかで、為替円安の影響が加わったことから、総じて強含みに推移した。また国内卸売物価（夏季電力料金調整後⁹）は、輸入物価と関連の深い財については、やや振れの大きい動きとなったが、全体としてみれば、国内需給の緩和を背景に下落が続いた（10年1～3月前期比 - 0.5% 4～6月同 - 0.8% 7～9月同 - 0.3%）。

企業向けサービス価格については、9年後半から10年1～3月にかけて、概ね下げ止まり傾向にあったが、その後は、企業収益の悪化が顕著となるもとで、広告やリース・レンタルをはじめ、全般に弱含み傾向を続け、前年比マイナス幅が徐々に拡大した（10年1～3月前年比 - 0.1% 4～6月同 - 0.2% 7～9月同 - 0.4%）¹⁰。

消費者物価（除く生鮮食品）は、個人消費の低迷が続くなかで、「商品」が下落傾向を辿ったほか、「サービス」の上昇率も徐々に鈍化したことなどから、前年比でみて、夏場以降マイナスに転じた（10年1～3月前年比 + 0.5% 4～6月同 + 0.1% 7～9月同 - 0.2%）。また、9年9月実施の医療保険制度改革に伴う保健医療サービスの価格上昇を除いたベースでみると、徐々に前年比マイナス幅を拡大することとなった（10年1～3月前年比 + 0.1% 4～6月同 - 0.3% 7～9月同 - 0.5%）。

この間、地価をみると、商業地地価は、優良地と不整形・小規模地との間で二極化傾向を示しつつも、全体としては、経済情勢の悪化等を反映して、大幅な下落が続いた。また、住宅地地価も、住宅需要の減退が続くなかで、マンション用地に対する開発業者の取得意欲が後退したことなどを反映して、徐々に軟化テンポを速めた。

⁹ 電力使用量が膨らむ7～9月期については、産業用・業務用電力の使用料が通常の時期に比べ高めに設定されている。ここでは、国内卸売物価の基調的な動きをみるために、こうした季節的に大きな変動が生じる要因を取り除いたベースに調整している。

¹⁰ 10年1～3月は、公表統計（日本銀行「企業向けサービス価格指数」）を基に、日本銀行が、9年4月の消費税率引き上げ分を控除した変化率を試算したものである。以下、消費者物価（総務庁「消費者物価指数」）についても同様の扱いとしている。

(3) 海外金融経済の動向

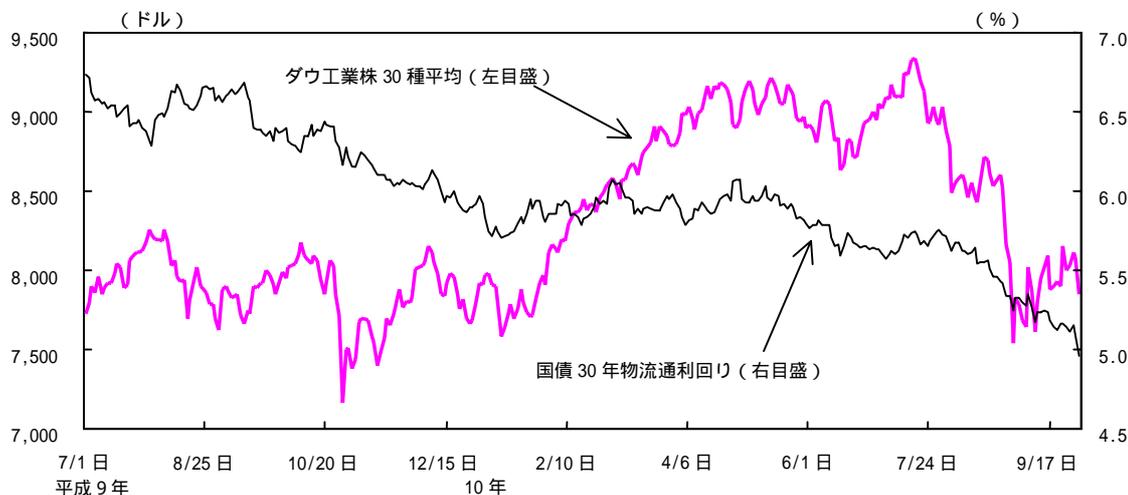
10年(1998年)1~9月の海外経済情勢をみると、米国、欧州の実体経済は総じて堅調に推移した。しかし、国際金融市場では、9年夏以降アジア地域で生じた通貨・金融市場の動揺が他の地域にも伝播し、10年夏には、ロシアで金融危機が発生したほか、中南米地域の通貨・金融市場にも動揺が広がった。

こうした各地の金融危機に対しては、国際通貨基金(IMF)を中心とする国際的な協調体制のもとで、一部の国に対して金融支援が実施された。

しかし、国際金融市場が動揺するなかで、夏以降は、米国株価が下落したほか、一部米国ヘッジファンドの経営危機が伝えられるなど、その影響は先進国市場にも及び、市場には世界的な経済減速に対する懸念も広がりはじめた。こうした情勢のもとで、先進主要国においては、9月に日本および米国が金融緩和を行った。

こうした動きをやや子細にみると、米国では、10年入り後、アジアの通貨・経済調整に伴う需要の減退等を受けて輸出が減少傾向を辿ったが、家計支出、設備投資を軸とした内需の力強い拡大に支えられて、全体としては、堅調な景気拡大が続いた。こうした最終需要動向のもとで、生産は拡大を続け、雇用・所得面では、失業率が記録的な低水準で推移したほか、賃金も緩やかに上昇した。しかし、物価は、輸入財価格の下落等もあって全般に落ち着いた動きを続けた。これらを背景として、米国株価は年初から7月中旬にかけて大幅に上昇した(ダウ工業株30種平均:9年末7,908ドル 10年7月17日9,338ドル<史上最高値>、<図表15>)。

(図表15) 米国の株価・長期金利



しかし、8月後半には、ロシアの金融危機発生をきっかけに中南米地域の通貨・金融市場にも動揺が広がった。これが、米国経済の先行きに対する不透明感を強めたことに加えて、一部ヘッジファンドの経営危機表面化が米系金融機関の経営に及ぼす悪影響も懸念されるようになったことから、株価は大幅に下落し、9月末にはほぼ年初の水準となった（ダウ工業株30種平均：9月30日7,843ドル）。

米国長期金利（国債30年物流通利回り）は、年初から6月にかけて5%台後半から6%前後での動きを続けた。8月後半以降は、米国内での安全資産への選好の強まりに利下げ期待も加わって、長期金利の低下テンポが速まり、9月末には5%を下回った（9月30日4.96%）。

このような金融経済動向を受けて、米国連邦公開市場委員会（FOMC）は、世界経済の一段の悪化や米国内の金融環境の不安定化が今後米国経済に与える影響を緩和する観点から、9月29日、政策金利の引き下げを決定した（フェデラル・ファンド・レートの誘導目標：5.50% 5.25%）。

欧州では、ドイツ、フランスは、9年来の景気牽引役であった輸出の伸びが徐々に鈍化したものの、国内需要の拡大から、全体としてみれば緩やかな景気回復が続いた。この間、物価は引き続き落ち着いて推移した。

英国では、9年に高めの成長が実現したあと、英ポンド高の影響などによる外需の減少に加えて、個人消費にもやや減速の兆しがみられた。しかし労働需給は依然引き締め気味で推移し、物価上昇に対する懸念の根強い状態が続いた。こうした情勢のもとで、英蘭銀行（BOE）は、6月4日に政策金利を引き上げた（レポ・レート：7.25% 7.50%）。

この間、欧州主要国の株価は、7月下旬にかけて大幅に上昇したが、その後ロシア情勢の悪化等を背景に、下落傾向を辿った。また、11年（1999年）1月における欧州経済通貨統合の第3段階への移行（統一通貨ユーロの導入）に向けて、各国の長期金利は全般に低下した。

東アジアでは、NIEs、ASEANの多くの国々において、経済緊縮策の実施に伴う内需の低迷が続き、域内経済は全体として減速を余儀なくされた。また、9年まで高い成長を続けてきた中国でも、他のアジア諸国の内需減退などが輸出の抑制要因として作用したほか、個人消費の伸びの低下も加わったた

め、経済は徐々に減速した。なお、タイ、韓国では、IMFを中心とする国際的な金融支援の枠組みのなかで経済改革が進捗し、通貨(タイバーツ、韓国ウォン)に対する信認も徐々に回復した。こうした情勢を踏まえて、両国では、経済情勢の悪化に対処するため、経済緊縮策を一部緩和する動きがみられた。

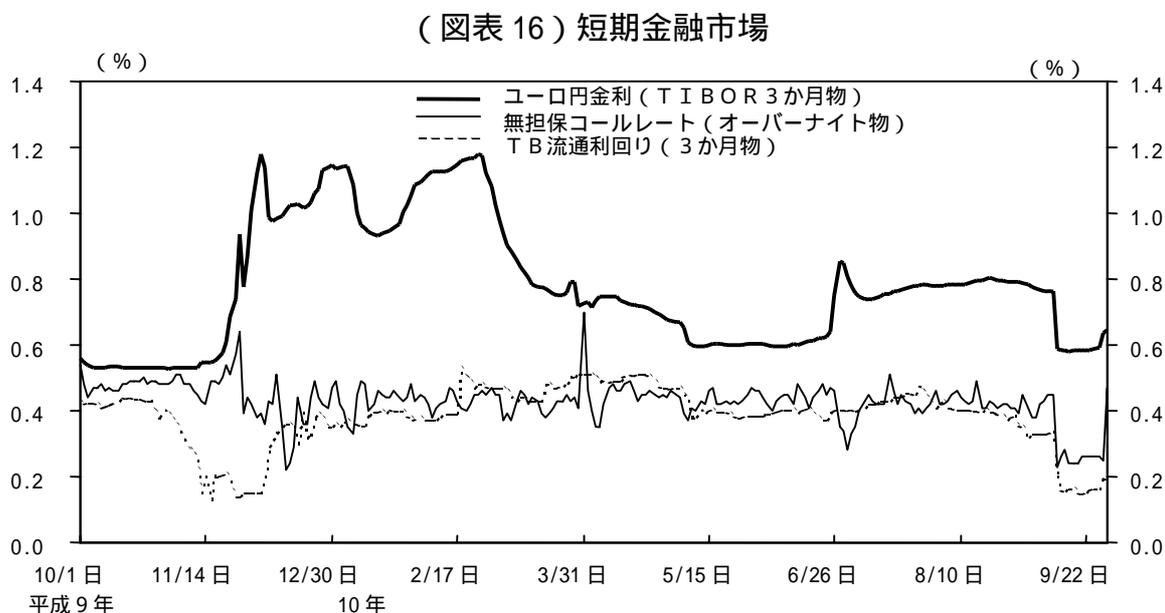
この間、ロシアでは、9年夏のアジア地域における通貨・金融市場の動揺発生以来、金融市場が不安定な状態で推移してきたが、10年5月以降、資本逃避の動きが強まり、債券、株式の相場が急落した。これを受けて、7月にIMF等による大規模な追加支援が合意されたが、ロシア政府は、8月半ば、ルーブルの事実上の切り下げや民間対外債務の返済の一時的繰り延べ等の措置を発表した。その後も、政局の動揺も加わって、不安定な金融経済情勢が続いた。

こうした通貨・金融市場の動揺は、さらに中南米地域にも伝播し、ブラジルでは、通貨防衛を企図して大幅な金利引き上げが行われた。

2. 金融市場の動向

(1) 短期金融市場の動向

10年1～9月における短期金融市場の動向をみると(図表16)、9年秋に一部金融機関の経営破綻(三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券等)が表面化して以来、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感が強まり、市場金利に強い上昇圧力がかかる場面がしばしばみられた。こうした状況を踏まえて、日本銀行は、政策委員会・金融政策決定会合で決定した金融市場調節方針(後述)のもとで、市場に対して潤沢な資金供給を行った。



無担保コールレート(オーバーナイト物)は、金融市場調節方針の誘導目標に概ね沿った動きとなった。すなわち、年初から9月初までは、概ね0.41～0.46%程度と、公定歩合(0.5%)をやや下回る水準で推移した。また、9月9日に金融市場調節方針を一段と緩和したあとは、0.25%前後での推移となった。

一方、ターム物金利をみると、9年秋以降の金融システム不安の強まりを背景に、民間金融機関の資金調達金利(ユーロ円金利や譲渡性預金<CD>金利など)は、年明け後も、総じて高止まりが続いた。すなわち、ユーロ円金利(T

IBOR 3 か月物、以下同じ)は、年初 1.0%前後で推移したあと、2月央にかけてはさらに 1.2%程度まで上昇した。

こうしたターム物金利の高止まりは、とくに金融機関の3月期末資金繰りに対する市場の警戒感を反映した面が強く、これを踏まえて、日本銀行は年明け後から、期末越えとなる資金供給を一段と強化した。こうした日本銀行の金融調節の効果に加えて、金融システム安定化関連2法の成立(2月16日<図表17>)が市場で好感されたことなどから、2月下旬以降は市場の警戒感も次第に後退し、5月初にかけてユーロ円金利は0.6%前後まで大きく低下した。

(図表 17) 金融システムを巡る主な動き

2月16日	金融システム安定化関連2法(「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」及び「預金保険法の一部を改正する法律」)が成立。金融機関の自己資本の充実を図るための優先株式等の引受け等を規定。
2月27日	大蔵省、「貸し渋り」対策に関する省令等(早期是正措置の弾力的運用、株式の評価方法の変更等)を発出。
3月13、17日	政府、21の金融機関に対して公的資金による優先株式等の引受け等を行うことを閣議決定。
3月24日	全国銀行協会連合会、ディスクロージャー資料に関する「統一開示基準」を変更し、不良債権に関する開示項目の拡大等を決定。
3月31日	「土地の再評価に関する法律」の成立及び大蔵省告示の改正により、土地の再評価差額金の45%を自己資本比率規制上の自己資本の補完的項目に算入することが可能となる。
6月5日	金融システム改革関連4法(「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」等)が成立。
6月22日	金融監督庁が発足し、民間金融機関に対する検査・監督等の権限を大蔵省から移管。
6月23日	政府・与党金融再生トータルプラン推進協議会が、土地・債権の流動化策等を内容とする「金融再生トータルプラン(第1次とりまとめ)」を発表。
7月2日	政府・与党金融再生トータルプラン推進協議会が、ブリッジバンク制度の創設等を内容とする「金融再生トータルプラン(第2次とりまとめ)」を発表。
8月5日	「金融再生トータルプラン」における具体的施策を法案化した金融再生関連法案(「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律及び預金保険法の一部を改正する法律案」等)が国会に提出される。
10月12日	金融再生委員会の新設や破綻金融機関の特別公的管理等に関する規定を盛り込んだ金融再生関連法(「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」等)が成立。
10月16日	公的資金による金融機関の資本増強のための措置を規定した「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」が成立。

しかしながら6月下旬からは、一部金融機関（日本長期信用銀行）の経営問題の表面化や銀行株価の全般的な下落をきっかけに、再び金融システムに対する不安感が強まり、市場金利に対して上昇圧力がかかる展開となった。この結果、ユーロ円金利は6月末に一時0.8%台半ばまで上昇したあと、9月初にかけて0.7%台後半での高止まりが続いた。

9月中旬以降は、9月9日の日本銀行による金融緩和措置の実施を受けて、ユーロ円金利は、0.6%前後まで低下したが、市場では金融機関の信用リスクを巡って神経質な地合いが続き、年末越えとなる市場金利には強い上昇圧力がかかる展開が続いた。

一方、短期国債（TB）の流通利回り（3か月物）は、年初からほぼ一貫して0.4%前後で推移したが、5月以降、国内経済指標の一段の悪化を背景に市場に追加的な金融緩和を巡る思惑が台頭したことから、小幅低下となった。さらに、9月9日の日本銀行による金融緩和措置の実施後は、一段と水準を切り下げる展開となり、9月中旬には0.1%台まで低下した。

以上の動きを、あらためて金利のリスクプレミアムの観点から整理してみると（図表18）、ユーロ円とTBの金利格差は、年初から2月半にかけて0.5～0.7%程度で推移したあと、その後5～6月にかけては、金融システム不安の鎮静化から、いったん0.2%程度まで縮小した。しかし6月下旬以降、金融システムに対する不安感が再度強まったことから、金利格差は再びじりじりと拡大する展開となり、9月末には0.4%台まで拡大した。

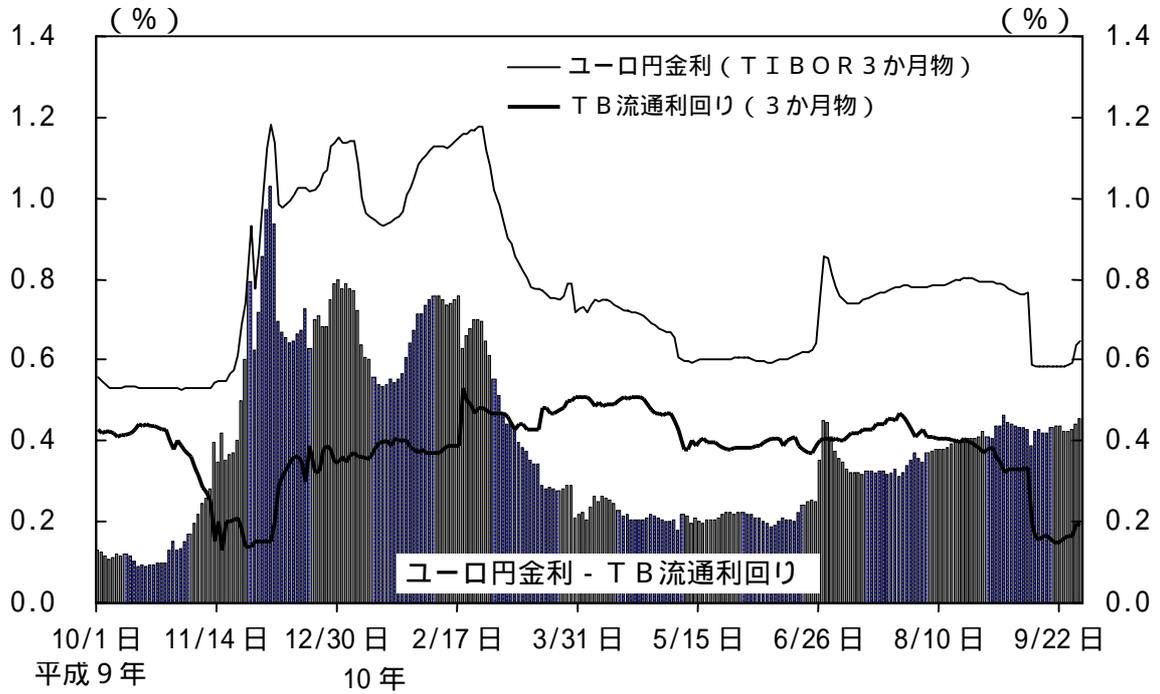
9年秋以前は、この金利格差が概ね0.1%程度にとどまっていたことを踏まえると、このような動きは、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感が急速に強まったことを示唆するものといえることができる。

また、海外市場におけるジャパン・プレミアム（邦銀がドル資金を調達する際に、欧米銀行のドル調達金利を基準としてこれに上乗せされる金利幅）¹¹も、こうしたユーロ円とTBの金利格差と軌を一にするかたちで拡大し、9月末には0.4%台半ばのプレミアムに達する状態となった。

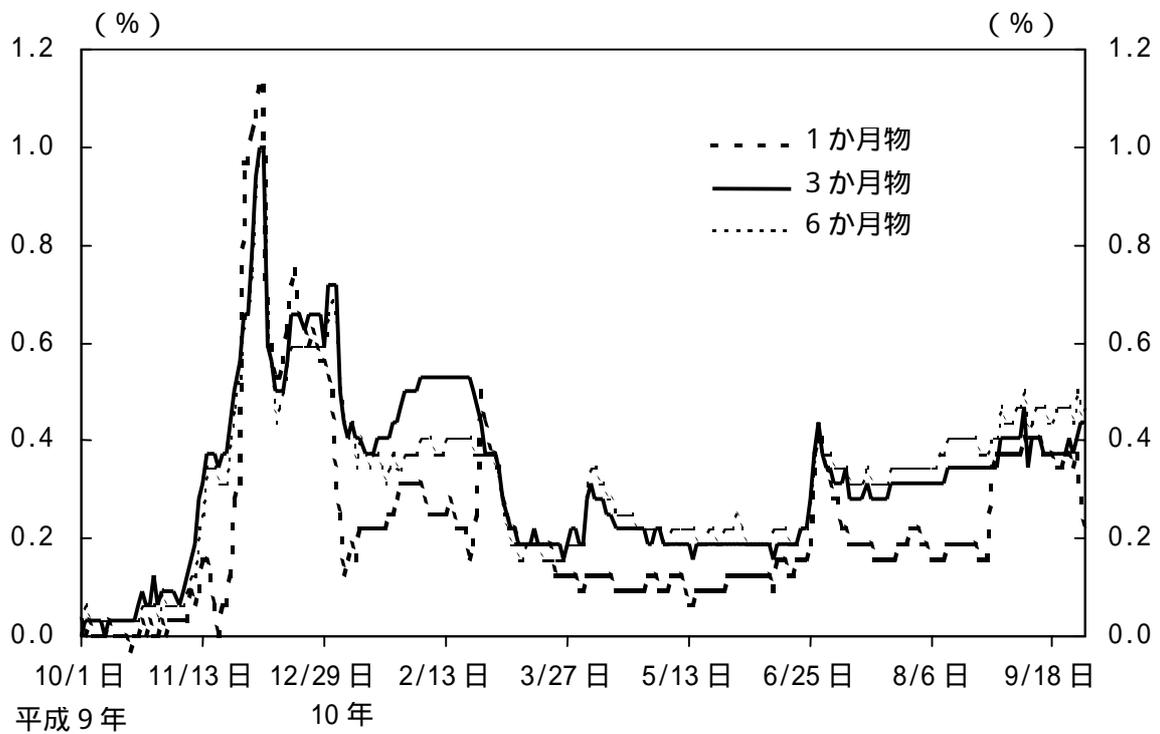
¹¹ ここでは、ジャパン・プレミアムを、東京三菱銀行オファーレートとバークレイズ銀行オファーレートの差として計算している。

(図表 18) 短期金融市場の金利格差

(1) ユーロ円とT Bの金利格差

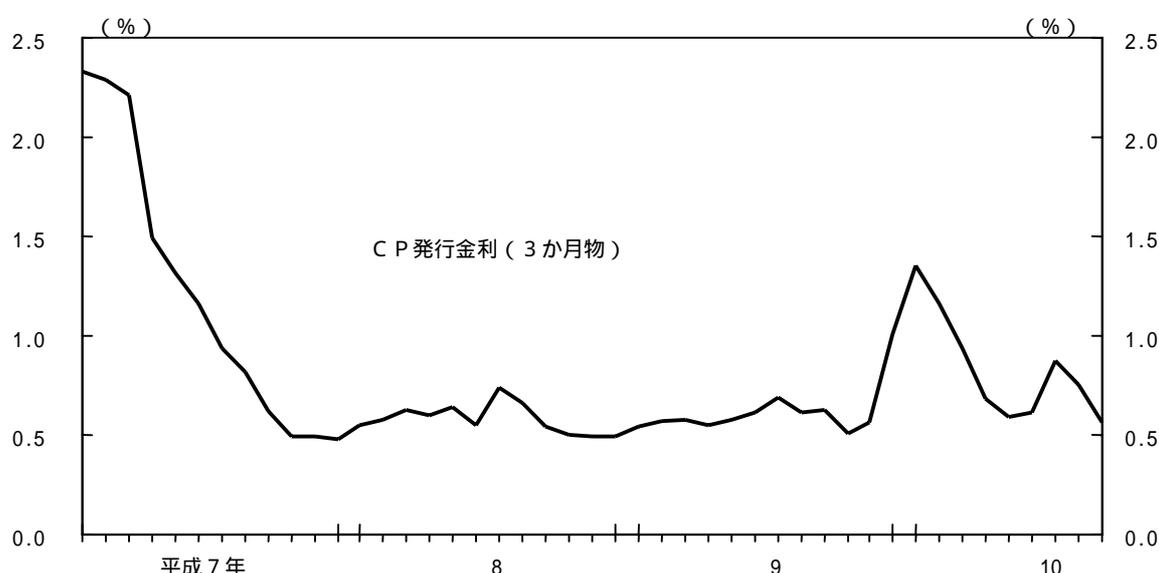


(2) ジャパン・プレミアム



企業の資金調達手段である商業・ペーパー（CP）の発行金利（最上位格付け取得先の新発利回り、3か月物）は（図表19）、年初は比較的高めの水準にあったが、市場金利の動きに歩調を合わせるかたちで、春先にかけて低下した。その後、6～7月頃に再び市場金利の上昇に伴って幾分強含んだが、日本銀行がCPオペの弾力的活用をあらためて強調したことなどから、7月末以降徐々に弱含み、9月9日の金融緩和措置の実施後は、一段と低下する展開となった。

（図表19）CP発行金利



（2）債券市場の動向

10年1～9月中の債券市場の動向をみると、景気の一段悪化や金融システム問題の帰趨を巡る不透明感の強まりを背景に、長期金利は、総じて低下傾向を辿り、10年春以降は過去最低水準の更新が続いた。

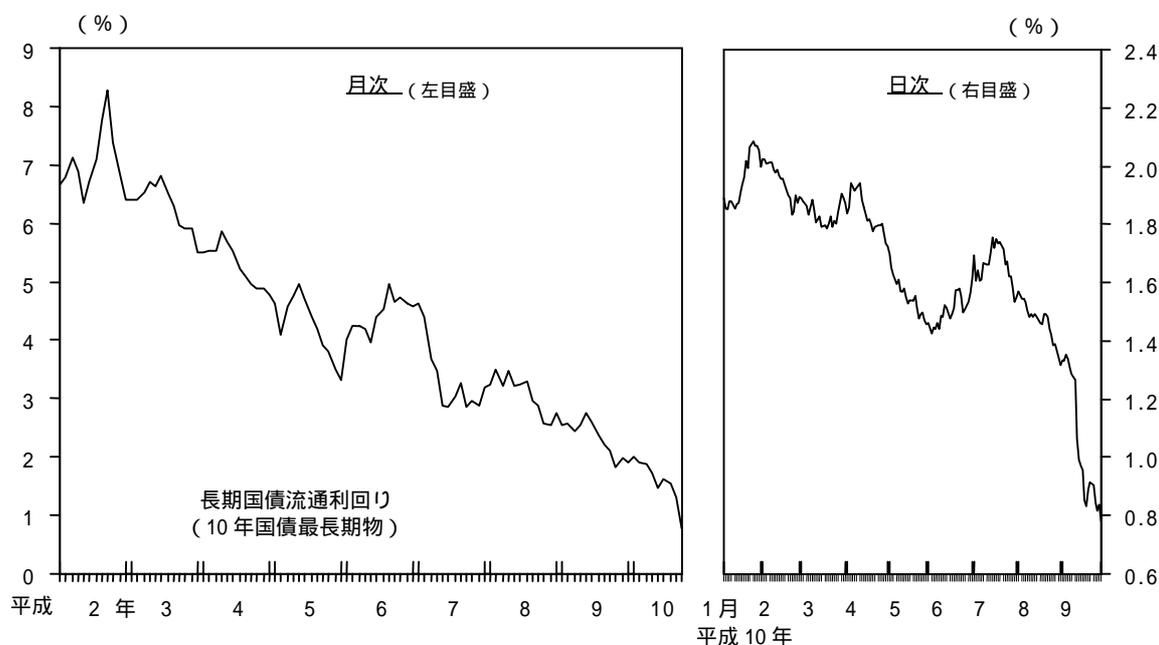
すなわち、長期国債の流通利回り（10年国債最長期物）は（図表20）、年初、追加景気対策に対する期待から2.0%台（9年末1.91%）へ小反発して始まったが、2月初以降6月にかけては、景気の悪化を示す経済指標が相次いで発表されたことから、1.4%台まで低下した。

その後7月中旬にかけては、恒久減税の実施を巡る思惑の台頭や、これに伴

う景気回復期待の強まりから、いったん 1.7% 台まで反発した。しかしながら、8 月下旬には、世界的な株価の下落をきっかけに安全資産への選好が高まったことや金融システム問題の帰趨を巡って不透明感が再度強まったこと、さらには経済指標が一段と悪化したことなどを背景に、1.4% 台を割り込むに至り、再び過去最低水準を更新した。

さらに、9 月中旬以降は、金融緩和措置の実施に伴い、短期市場金利が低下したことに加えて、市場参加者の経済の先行きに対する見方が一段と慎重なものとなったことから、長期国債の流通利回りは、低下テンポを速め、9 月末の金利は 0.7% 台と過去最低水準を更新した（9 月 30 日、0.780%）。

（図表 20）長期国債流通利回り

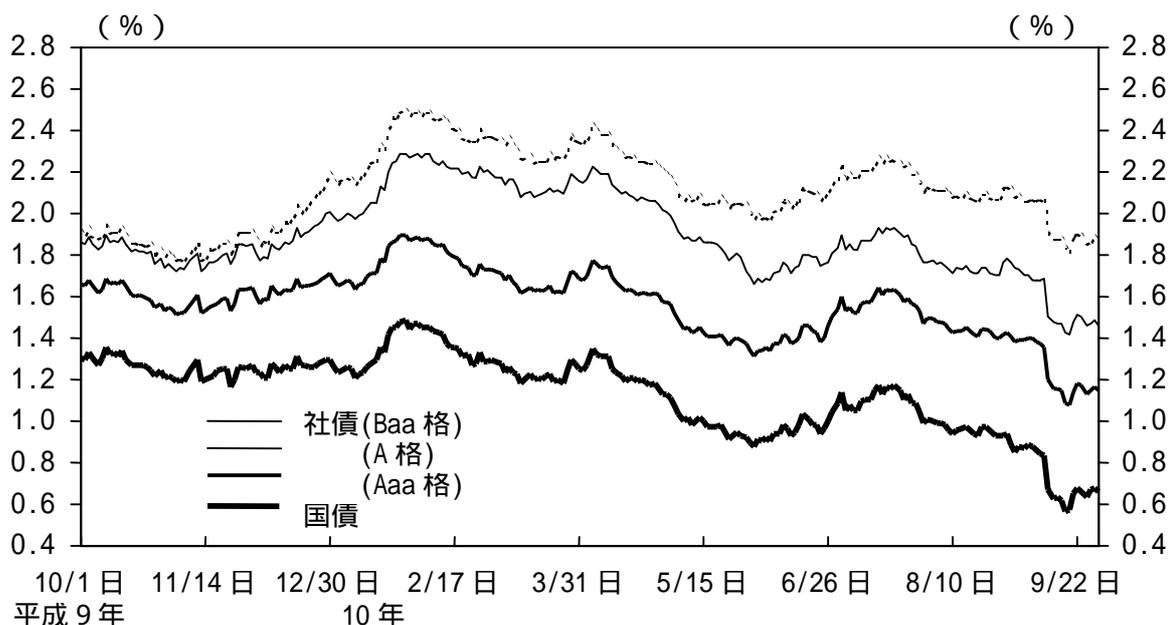


この間、社債の流通利回りは（図表 21）、9 年秋以降、企業の信用リスクに対して市場の警戒感が急速に強まったことから、10 年 2 月にかけて大幅に上昇した。この結果、社債と国債との利回り格差は大きく拡大した。また、社債の銘柄間でも、格付けの相違によって利回りにかなりの乖離が生じることとなった。

その後、2 月初からは、経済に対する先行き不透明感の強まりを背景に、社債の流通利回りも、国債と同様、高格付け債を中心に急テンポで低下傾向を辿っ

た。この結果、9月には、高格付け債の利回りは過去最低水準を更新した。もっとも、相対的に格付けが低めの債券の流通利回りは、9年秋以前のボトム水準には戻っておらず、信用力による金利格差は、10年初に開いたままの状態が続いた。

(図表 21) 社債流通利回り



(注) 国債、社債とも残存年数5年。社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 預金金利、貸出金利の動向

10年1～9月の預金金利の動向をみると、大口定期預金（新規受入ベース、預入金額1千万円以上、預入期間3か月以上6か月未満、全国銀行ベース）の金利は、概ね市場金利の動向に沿った動きを示した。すなわち、年初は、ユーロ円やCDの金利が高止まるなかで、0.600%とやや高めの水準でスタートしたが、2月下旬からは、市場金利とともに低下傾向を辿り、5月には0.518%まで引き下げられた。その後は、再び市場金利の上昇に伴って幾分強含み、8月には0.582%まで上昇した。

一方、小口預金金利は、小口定期預金、貯蓄預金、普通預金いずれも、年初

から夏場まで概ね横這いの状態が続いたが、9月の金融緩和措置の実施後、一部金融機関で、小口定期預金、貯蓄預金について、0.05～0.1%程度のごく小幅の引き下げが行われた。この間、普通預金金利は、もともと金利水準が低位にあることから、金融緩和措置の実施後もそれまでの水準が維持された。

貸出金利をみると（図表22）、短期プライムレート（都銀）は、7年9月以来1.625%の水準が維持されてきたが、9月の一段の金融緩和措置を受けて、さらに0.125%ポイント引き下げられ、1.5%と過去最低水準を更新した。また、長期プライムレートは、金融債の流通利回りに連動するかたちで、年初に2.6%まで上昇したあと、低下傾向を辿り、9月の金融緩和措置を受けた10月からの適用金利は、9年末と同水準である2.3%（過去ボトム水準）まで引き下げられた。

一方、市場金利連動型のスプレッド貸出の金利は、概ね前述の市場金利の動向に沿った動きを示したものとみられる。ただし、金融機関は、融資姿勢を一層慎重化させるなかで企業の信用リスクに見合ったスプレッドの確保に努める一方、企業のなかには、資金の量的確保を優先してこれに応じる動きもみられたため、スプレッド幅は緩やかに広がった模様である。

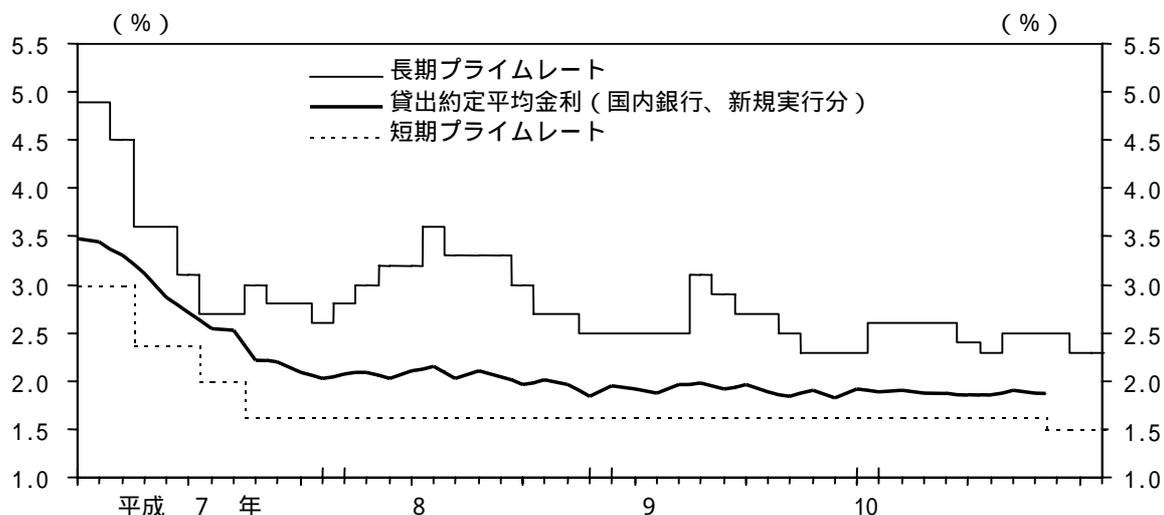
こうしたなかで、とくに中堅・中小企業や、大企業のなかでも格付けが相対的に低めの企業では、9年秋の金融システム不安の強まりをきっかけに、資金の量的確保の面からだけでなく、調達金利の面からも、資金調達環境が厳しさを増したものとみられる。

なお、10年1～8月における全国銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、ほぼ横這い圏内の動きを示した。これは、貸出金利にもっとも大きな影響を与える短期プライムレートが、9月半ばまで1.625%の水準を続けたことによるところが大きいものとみられる^{12,13}。

¹² 短期貸出のなかでは、短期プライムレートを基準としている貸出のウェイトが高いほか、長期貸出についても、都銀の変動金利貸出などは、短期プライムレート連動型の金利適用となっているものが多い。

¹³ 最近では、貸出全体の中で、大企業向け貸出の構成比が上昇している。通常、大企業向けの貸出金利は、中堅・中小企業向け金利に比べて低めであるため、そのウェイトの上昇は、計算上、貸出約定平均金利全体を押し下げる方向で寄与することになる。したがって、個別

(図表 22) 貸出金利



(4) 株式市場の動向

株式市場は、金融システム不安の強まりのなかで、国内経済情勢も悪化を辿ったため、全般に軟調な展開が続き、株価は、8月下旬以降、バブル崩壊後の最安値を更新した。

すなわち、株価（日経平均株価）は（図表 23）、9年秋からの金融システム不安を引きずるかたちで、年初、15千円台割れを記録したあと、1月下旬から3月中旬にかけては、金融システム安定化関連2法の成立やこれを受けて行われた金融機関への資本注入などを好感して、17千円前後で推移した。しかしながら、その後は、企業業績の下方修正が相次ぐなか、一部金融機関の経営問題の表面化をきっかけに金融システム不安が再び強まり、6月中旬には再度15千円台を割り込む展開となった。

7月入り後、株価は、恒久減税を巡る思惑の台頭や金融再生トータルプランに対する期待の高まりから、いったん反発したが、8月に入ると、ロシア金融危機をきっかけに世界的な株価下落懸念が台頭したことや、金融再生関連

の貸出金利が全体として上昇気味であっても、その構成比の変化によって貸出約定平均金利が横這いとどまるといった可能性もありうるので、この点は注意を要する。

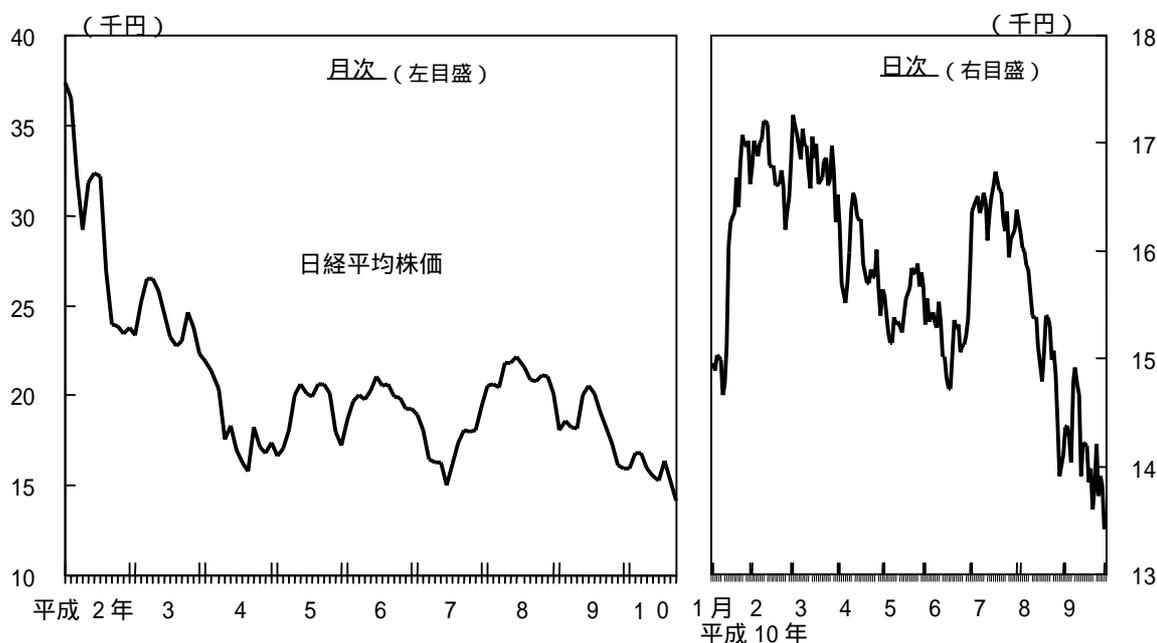
法案の国会審議に対する見極め気分が強まったこと、さらには、経済指標が一段と悪化を示したことから、大きく下落し、8月末にはバブル崩壊後の最安値を更新するに至った(8月28日13,915円<それまでのバブル崩壊後ボトム：4年8月18日14,309円>)。

さらに9月入り後も、一段の金融緩和の実施や金融システム関連法案の審議進捗にもかかわらず、景気の低迷持続を背景に企業業績の大幅悪化が避け難い情勢となったため、株価はさらに下押し展開となり、9月末には年初来最安値となる13,406円を記録した。

なお、こうした下落局面では、ヘッジ目的から先物への売り圧力がとくに高まったため、先物相場が現物の株価を下回る状態が長くみられた。

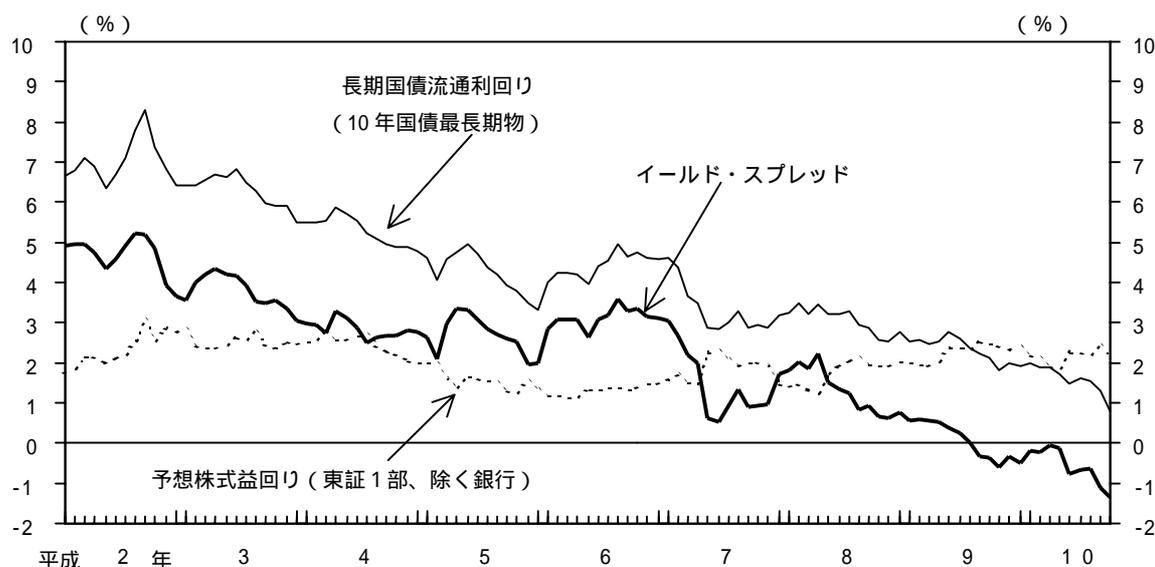
この間の動きを業種別にみると、銀行株は、金融システム不安の強まりのなかで、一貫して軟調な推移を辿った。また、精密機械や電機などの輸出関連株は、円相場下落持続等を背景に、年央にかけて底堅く推移したが、その後は、米国経済の先行き不透明感の台頭や円相場の反発を背景に、9月末にかけて大幅に下落した。

(図表23) 株価



イールド・スプレッド(長期国債流通利回り - 予想株式益回り)は(図表 24)、長期金利の一段低下にもかかわらず株価が下落を続けたため、10年春以降、過去最低水準を更新し続けた。このことは、企業収益の将来の成長率に対する市場の見方が下振れするとともに、経済の先行きに対する不透明感が強まっていることを示唆している¹⁴。

(図表 24) イールド・スプレッド



この間、株式市場における出来高は、低位株の短期的な売買が増加したことなどから、9年同期を1割方上回って推移した(東証1部1日当たり出来高、10年1～9月445百万株<9年1～9月409百万株>)。

(5) 外国為替市場の動向

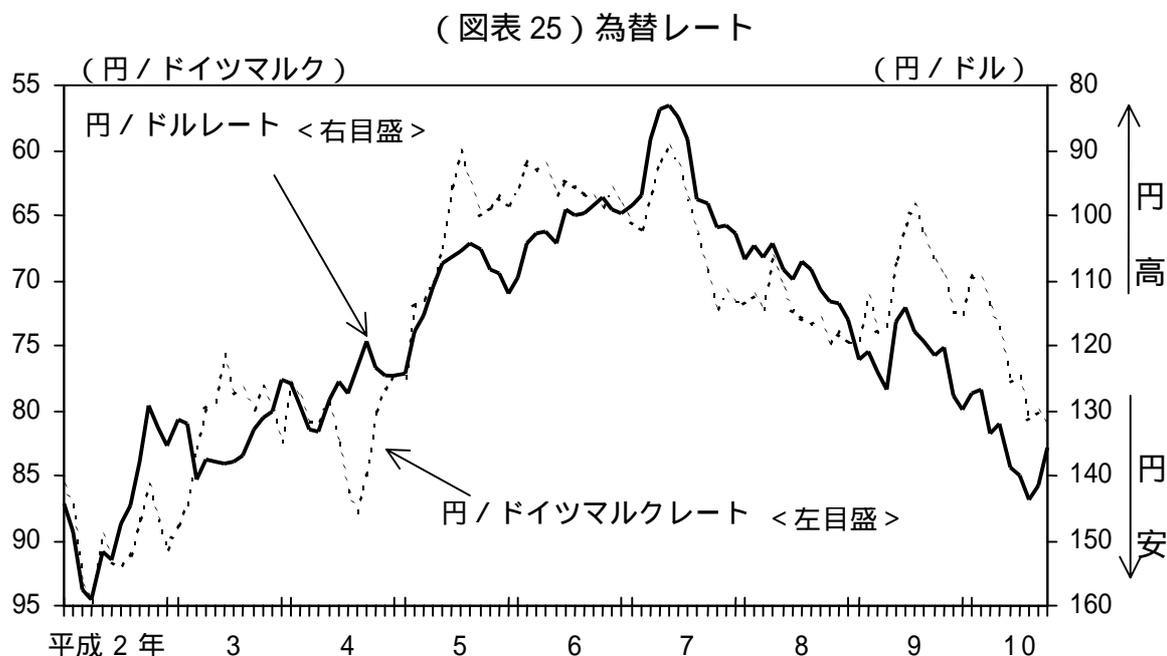
10年1～9月中の外国為替市場の動向についてみると(図表 25)、円の対米ドル相場は、国内景気の悪化を背景に、年初の133円台からほぼ一貫して軟

¹⁴ イールド・スプレッドは、次のように定式化される。

$$\begin{aligned} \text{イールド・スプレッド} &= \text{長期国債流通利回り} - \text{予想株式益回り} \quad (1 \text{株当たり予想利益} \div \text{株価}) \\ &= \text{企業収益の期待成長率} - \text{リスク・プレミアム} \end{aligned}$$

なお、ここでは、東証1部(除く銀行)の予想株式益回りをを用いている(大和総研調べ)。

化傾向を辿り、8月半ばには147円台を記録した¹⁵。しかしながら8月後半からは、米国経済に対する先行き不透明感の台頭を背景に急速な反発に転じ、9月後半には130～135円と、年初とほぼ同水準まで上昇した。



この間の動きをやや子細にみると、円の対米ドル相場は、年初133円台でスタートしたあと、2月半ばにかけては、追加景気対策に対する期待感の高まりや金融システム安定化関連2法の成立などを受けて、いったん123～125円の水準まで上昇した。しかしその後は、わが国の経済情勢が悪化を辿るもとの軟調な展開が続いた。4月上旬には市場介入が行われたが、円相場の反発は一時的なものにとどまり、6月中旬には1ドル146円台まで下落した。このような相場展開を受けて、日米当局は、6月17日に協調介入を実施し、円相場は一時135円前後まで反発した。

しかしながら、その後も国内景気の先行きに対する不透明感がさらに増したことや、一部金融機関の経営問題の表面化をきっかけに金融システム不安が強まったことなどから、円相場は再び下落し、8月中旬には147.41円(8月11日)と、8年ぶりの安値を記録した。

¹⁵ 為替相場は、いずれも東京市場の午後5時時点の相場による。

このように円相場は年初から夏場に至るまでほぼ一貫して軟化を続けたが、8月半ばからは、ロシア金融危機の発生などをきっかけに、むしろ米国経済の先行きに対する不透明感が急速に強まったため、一転して円高方向への動きが強まった。とくに8月下旬からは、米国株価の大幅下落等を受けて、円相場は急上昇し、9月には1ドル130～135円と、年初とほぼ同水準まで反発した（9月30日135.72円/ドル）。

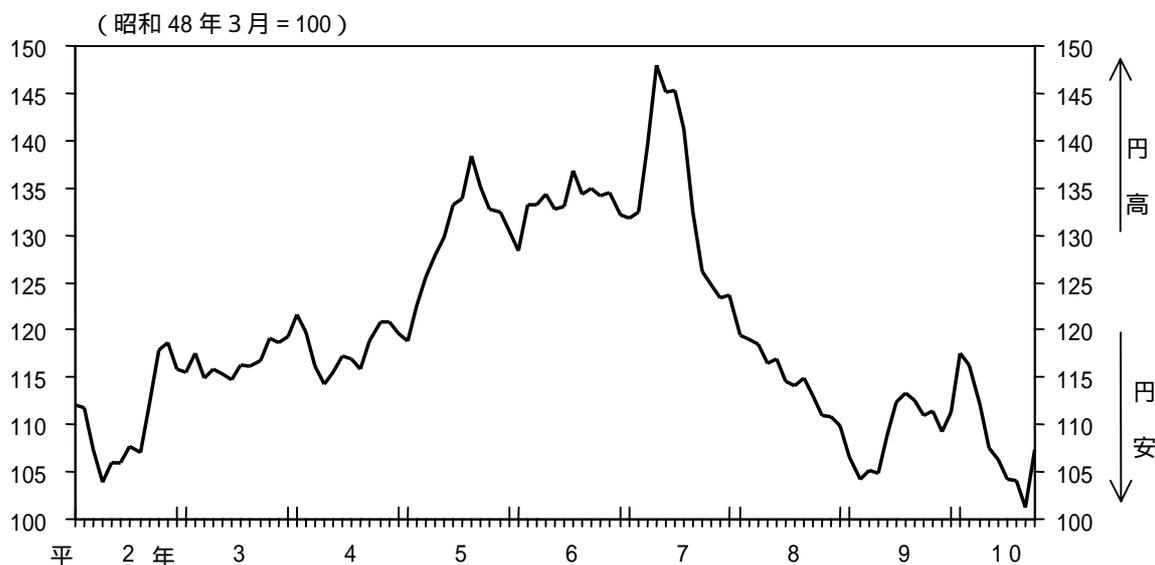
また円の対ドイツマルク相場も、1月から8月にかけて、日本経済の先行き不透明感を背景に軟調な展開が続き、8月中旬には82円台後半まで大きく下落した（年初73.65円/ドイツマルク 8月11日82.62円/ドイツマルク）。もっとも、その後9月末にかけては、ロシア金融危機のドイツ経済に与える影響が懸念されたことなどから、小幅の反発を示し、9月末の相場は、80.95円まで持ち直した。

この間、アジア諸国通貨の為替相場動向（対米ドル）をみると、年初は、9年夏以来の通貨・金融市場の動揺がなお収束に至らず、軟調な展開でスタートした。また、10年夏にかけては、インドネシアの政情不安や中国人民元の切り下げを巡る憶測などから、全般に下落傾向が続いた。こうしたなかであって、タイや韓国では、国際的な金融支援の枠組みのなかで経済改革が進捗したことによって、通貨に対する市場の信認が次第に回復し、為替相場（タイバーツ、韓国ウォン）も反発した。また、夏以降は、米国経済の先行き不透明感の台頭もあって、アジア諸国通貨の為替相場も全体として持ち直しに転じた。

以上を踏まえて、円相場の動きを実質実効為替レート¹⁶でみると（図表26）、年初、対アジア通貨での上昇が寄与して幾分円高化した。その後は、ほぼ全通貨に対して軟化したため、急速な円安方向への動きを示した。しかし、8月半ば以降は、対米ドルでの急速な反発を主因に上昇に転じ、実質実効為替レートは、9月末には、10年4月頃の水準まで戻したかたちとなっている。

¹⁶ 実質実効為替レートとは、貿易対象国の為替レートを、日本とそれぞれの相手国のインフレ率格差で調整して実質化したうえ、対象国ごとの貿易金額ウェイトで加重平均したものを言い、日本製品総体としての、貿易における価格競争力を表すものである。日本銀行試算。

(図表 26) 実質実効為替レート



(6) 量的金融指標等の動き

イ．企業金融の動向

10 年 1 月から 9 月までの間、民間銀行の貸出残高 (5 業態の総貸出平均残高¹⁷) は (図表 27) 、前年を下回る低調な状態が続いた。

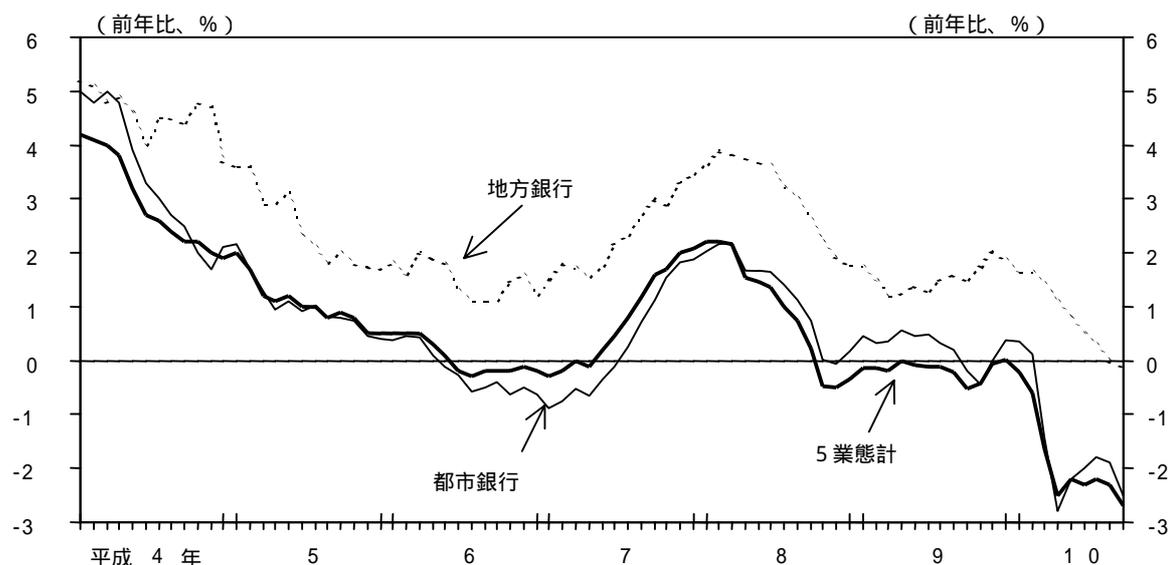
すなわち、9 年秋から 10 年春にかけては、実体経済活動に伴う資金需要は全般に低迷したが、金融システム不安の台頭を背景に、企業のなかに、万一の場合に備えて銀行借入等を増やす先がみられたため、貸出残高は概ね前年比横這いで推移した。しかしながら 10 年 4 ~ 6 月は、3 月期末の貸出金直接償却が多額にのぼったことや金融システム不安の鎮静化を背景に企業の借入返済が進んだことから、民間銀行貸出は前年比マイナス幅を拡大した。また 7 ~ 9 月

¹⁷ 5 業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行。

ここでは、国内居住者の銀行借入について、その実勢を把握する観点から、銀行の国内店および海外店の国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース) を用いている (日本銀行調べ) 。このほか、貸出残高統計としては、全国銀行協会連合会が、3 業態 (都市銀行、長期信用銀行、信託銀行) の国内店による貸出 (月末残高ベース) を発表している。

には、再び金融システム不安の強まりから大企業を中心に手許資金を厚めに確保しようとする動きがみられたが、銀行も慎重な融資姿勢を維持したため、貸出残高は9月末にかけて前年比マイナス2%台の低迷が続いた。

(図表 27) 民間銀行貸出



このような銀行貸出低迷の背景をあらためて整理すると、資金供給、資金需要の両面の要因が作用しているものとみられる。

資金供給面からは、民間銀行の融資姿勢が、以下に掲げる理由から、一段と慎重化したことが影響している。ちなみに、各種アンケートの調査結果をみても、大企業、中小企業とも、金融機関の貸出態度を「厳しい」とみる先が、9年末以降、大幅に増加している（前掲図表6）。

これまでの多額の不良債権償却に加えて、地価や株価の下落持続に伴って実質的な自己資本が一段と目減りしたため、新たにリスクを引き受ける余力がさらに低下したこと。

金融システム不安の強まりのなかで、自行における預金の引き出しや市場における資金調達難の場合に備えて、流動性の確保を優先したこと。

収益性向上や健全性維持の観点から、資産全般の見直しを進めてきたこと。

企業業績の悪化を受けて、企業に対する信用リスク評価をより一層厳しいものとしたこと。

一方、資金需要面では、在庫積み上がりに伴う後ろ向き資金の調達意欲が一部にみられたものの、総体としてみれば、設備投資の急速な落ち込み等を反映して、実体経済活動に伴う資金需要は減少したものとみられる。

ただし、上述のとおり、企業のなかには、金融システム不安の強まりのなかで、手許資金を厚めに確保しておこうとする先もみられ、これが資金需要を相対的に下支えする方向で寄与した（予備的動機に基づく資金需要）。また、そうしたなかには、資金調達環境の悪化を踏まえて、関連中堅・中小企業の資金繰りを支援できるように、大企業が手許資金を積み上げたケースもみられた。

なお、中堅・中小企業や、格付けが相対的に低めの企業の資金需要低迷には、設備投資の抑制が強く影響しているが、これには、銀行の厳しい融資姿勢を眺めて、企業サイドが先行きの資金調達に懸念を強めたことも一因となっているものとみられる。

次に、民間銀行貸出以外の経路からの資金調達をみると、政府系金融機関の企業向け貸出は、9年秋の緊急経済対策や10年春の総合経済対策に基づく融資枠の拡大等を受けて、9年末以来、増加傾向を継続している。

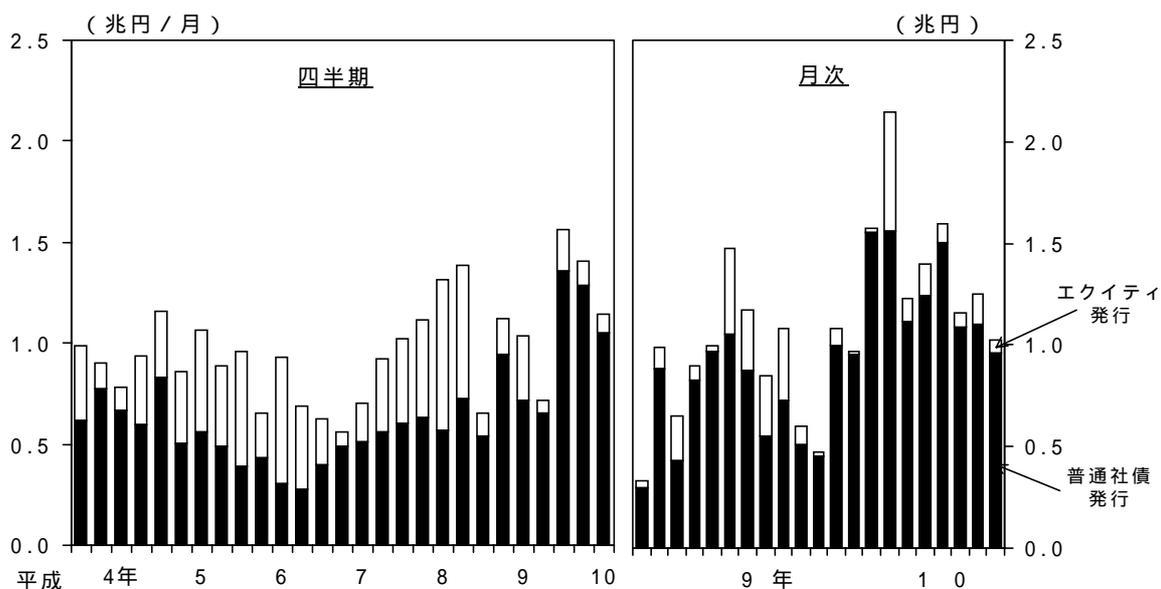
また資本市場調達の動向をみると（図表28）、エクイティ（転換社債、ワラント債、新株発行）は、株価の低迷を反映してきわめて低調に推移したが、普通社債は、高格付け企業を中心に、10年入り後コンスタントな発行が続き、9年を大きく上回る発行超を記録した（社債ネット発行額＜償還額を推計して試算＞、10年1～9月6.6兆円＜9年1～9月2.0兆円＞）。さらにCPも、日本銀行によるCPオペ拡大を受けて、9年末以降、高格付け企業による積極的な発行がみられ、9月末発行残高は約8年ぶりの高水準に達した（10年9月末14.2兆円＜過去のピーク：2年12月末15.8兆円＞、9年9月末9.6兆円）。

以上のように、10年1～9月の企業金融を全体としてみると、普通社債やCPの発行が順調に拡大し、これらが民間銀行貸出の減少をある程度補う方向で寄与した。しかしながら、中堅・中小企業や、格付けが相対的に低めの企業にとっては、銀行の融資姿勢が一段と慎重化するなかで、資本市場調達も容易で

ない状態が続いた。このため、企業の資金調達を巡る環境は、資金の量的確保および金利の両面から厳しい状況が持続することとなった¹⁸。

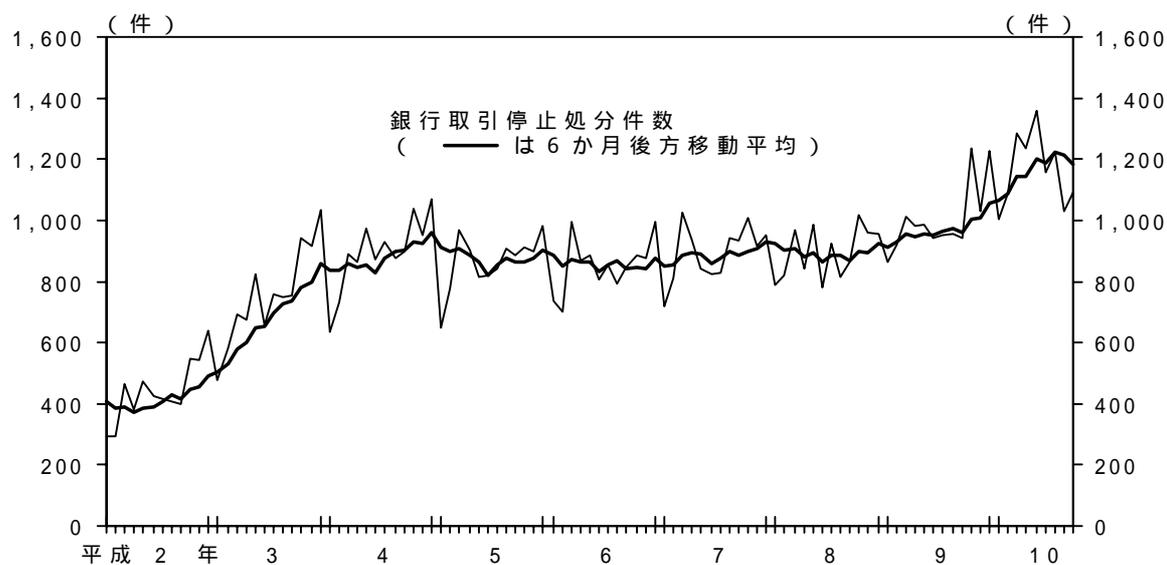
(図表 28) 資本市場調達

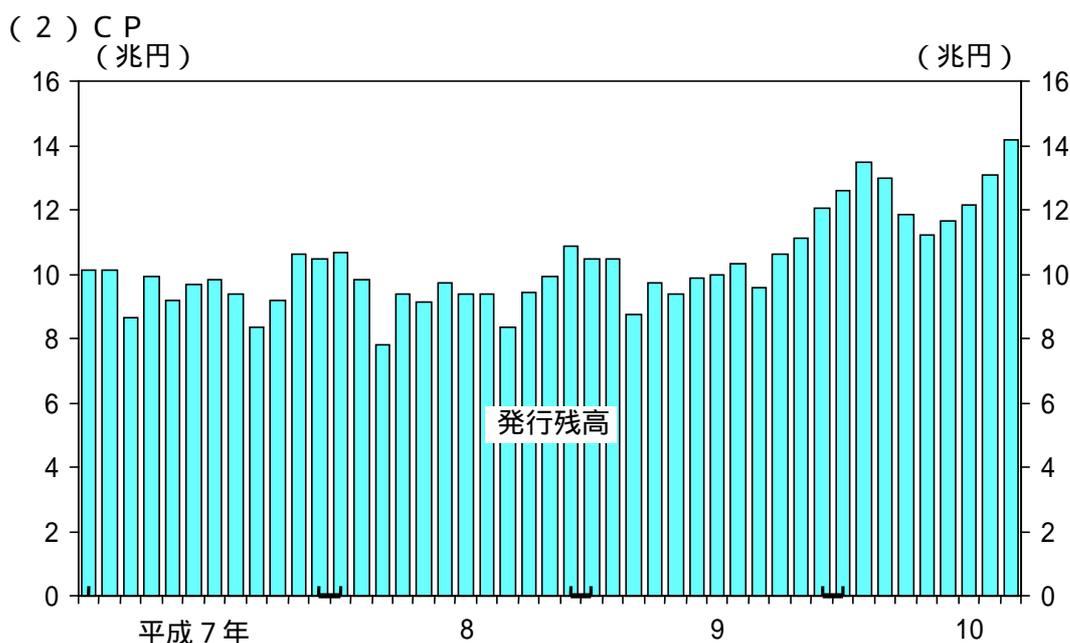
(1) 社債・株式



¹⁸ こうしたもとで、企業倒産関連指標をみても、企業倒産件数は、製造業、非製造業の別なく、9年を上回って推移している(図表 29)。

(図表 29) 企業倒産





(注) 社債・株式発行額は、民間部門（居住者）の資本市場調達額。
CP発行残高は、日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。

ロ．マネーサプライの動向

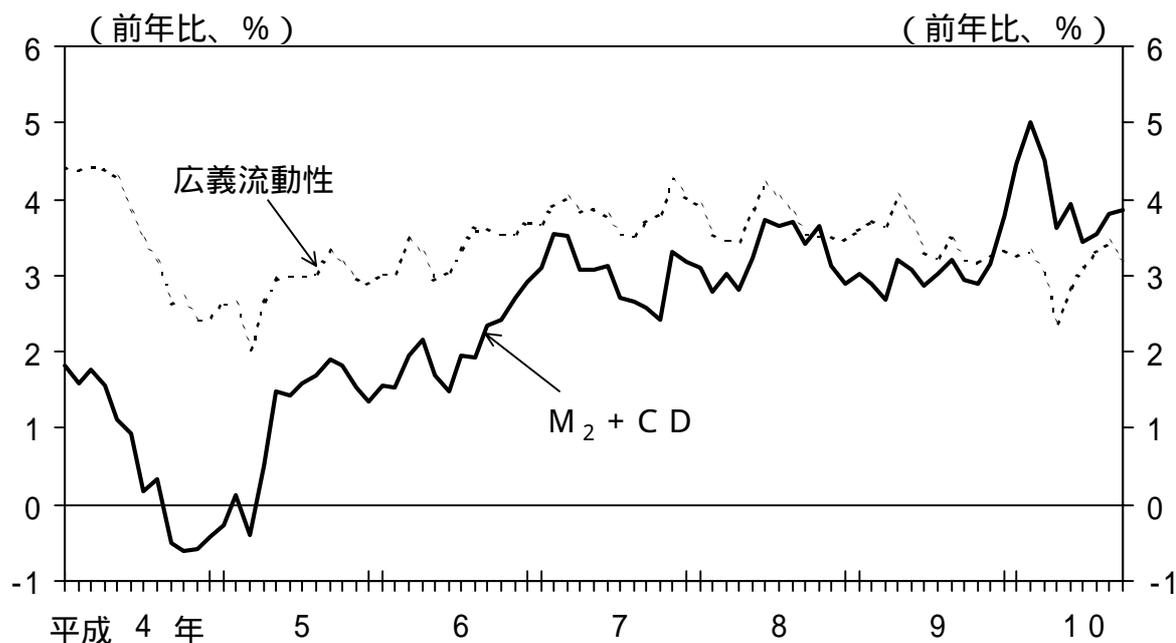
マネーサプライ（ $M_2 + CD$ 、平均残高前年比）は（図表 30）、9 年秋までほぼ一貫して 3% 前後の動きを続けていたが、9 年秋の一部金融機関の経営破綻をきっかけに大きく伸びを高め、10 年 2 月には 5.0% まで上昇した。これは、金融システム不安の台頭をきっかけに、投信や信託などマネー対象外資産から預金への資金シフトがみられたこと、一部企業が万一の場合に備えて、CP 発行や銀行借入により手許資金（預金）を厚めに保有したこと、などによるものである。

その後、3 月以降は、手許資金積み上げの動きがいったん収束したことに加えて、投信等からの資金シフトも一巡したことから、マネーサプライは 3 月以降伸び率を鈍化させ、10 年夏以降は、概ね 3% 台後半の動きを続けた。

この間、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）よりも対象範囲の広い「広義流動性」（平均残高前年比）は、10 年入り後、振れを伴いつつも、概ね 3% 前後の展開となった。

このようなマネーサプライの動きを、先述の資金調達の動きとの関連から整理してみると、民間銀行貸出は前年比マイナスに働いたが、CP、社債発行が増加し、これがマネーサプライの前年比を押し上げる方向で寄与した¹⁹。また、財政支出と経常黒字の増加もマネーサプライの増加に寄与している。

(図表 30) マネーサプライ



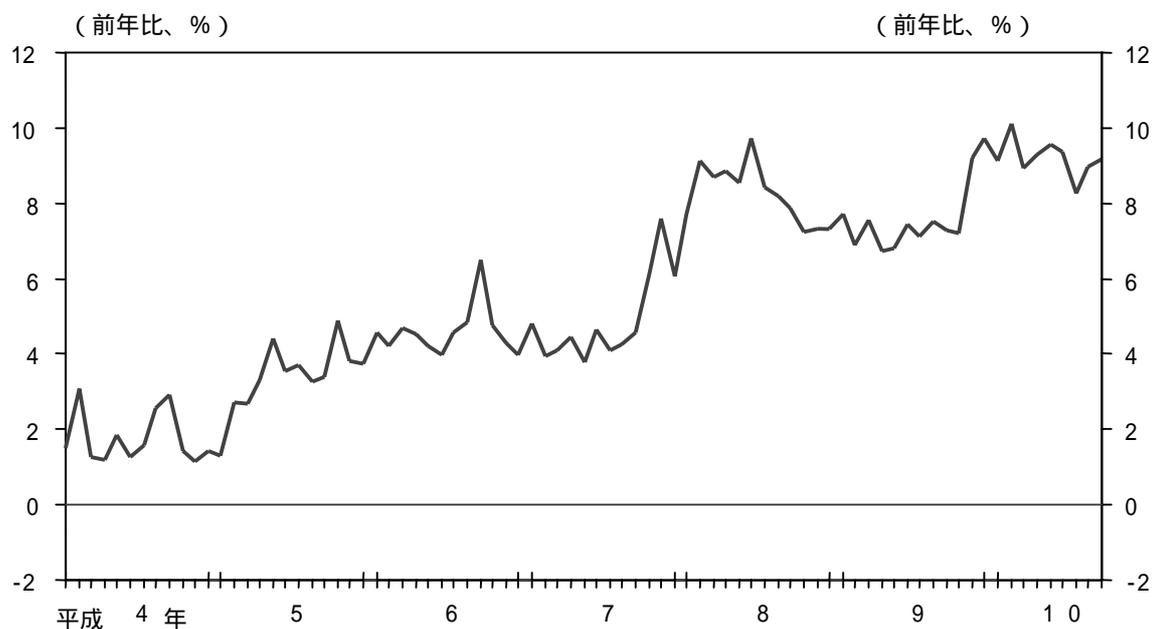
マネタリーベース（流通現金 + 準備預金）についてみると（図表 31）、その大半を占める流通現金（銀行券 + 貨幣）は、7 年以来、低金利のもとで高い伸びを続けてきたが、さらに 9 年秋からは、例えば、預金を引き出し、現金のまま手許に保管するといった動きが強まったため、一段と高い伸びを示した。また、金融機関のなかには、不測の預金引き出しや市場での調達難に備えて、みずから準備預金を積み増す動きがみられた。こうした銀行券や準備預金に対する資金需要の強まりに対して、日本銀行は、金融市場に引き締まりが生じるこ

¹⁹ CPは銀行引き受けによるものが多く、これらは預金（マネー）の増加に寄与するものである。また社債は、生保や投信等に組み込まれるものが多いが、例えば、これら機関投資家が、コールローンや金融債・信託元本を取り崩して社債投資に充てたとすれば、これらはマネーの押し上げに寄与するかたちとなる。

とのないよう、市場に対して潤沢な資金供給を行った。この結果、マネタリーベースは、前年比10%前後の高い伸びを示した。

なお、こうしたマネタリーベースの高い伸びにもかかわらず、マネーサプライが緩やかな伸びにとどまったため、信用乗数（ $M_2 + CD$ をマネタリーベースで除したもの）はほぼ一貫して低下傾向を辿った。

(図表 31) マネタリーベース



・金融政策運営及び金融市場調節手段を巡る動き

1．金融政策運営

(1) 金融政策運営の新しい枠組み

イ．日本銀行法の改正と新しい金融政策運営の枠組み

10年4月1日、改正日本銀行法が施行され、金融政策についても、その定めるところにしたがい運営することとなった。

日本銀行法の改正は、「内外の経済社会情勢の変化に対応し、我が国の中央銀行である日本銀行の通貨及び金融の調節における独立性とその意思決定の透明性を高めるとともに、日本銀行の適正かつ効率的な業務運営を確保する必要性にかんがみ、日本銀行の政策委員会の権限の強化とその議事要旨の速やかな公表をはじめとする日本銀行の抜本的な改革を実施するため」（日本銀行法案の国会提出理由）のものであり、9年5月22日に衆議院、6月11日に参議院において、それぞれ賛成多数で可決されたあと、6月18日に公布された（平成9年法律第89号）。

こうした法改正の趣旨を踏まえて、日本銀行政策委員会は、10年1月から、新法施行を先取りするかたちで、「金融政策決定会合」を開始した。この会合では、総裁および任命委員3名²⁰の合計4名が、金融政策の運営を検討し、決定することとした。

また、4月以降、「金融政策決定会合」は、改正日本銀行法に則り、政策委員会の会議のうち、同法第15条第1項各号に掲げる事項を議事とする会議として、総裁、副総裁2名、審議委員6名の合計9名が、金融政策運営を検討し、決定するものとしている。

その具体的な運営は、法律、政令で定められているものを含め、概略、以下の方法で行ってきている。

²⁰ 旧日本銀行法においては4名の任命委員が定められていたが、この時期は、「地方銀行二関シ経験ト識見ヲ有スル者」が欠員となっていた。

(金融政策決定会合の概要)

(ア) 議事の内容は、改正日本銀行法第 15 条第 1 項各号に掲げるものとする。

すなわち、 金融市場調節方針の決定または変更、 公定歩合の決定または変更、 準備預金制度の準備率または基準日等の設定、 変更または廃止、 経済および金融の情勢に関する基本的見解の決定、 金融市場調節にかかる手形または債券の種類および条件その他の事項の決定または変更、 等とする。

(イ) 会合の開催は毎月 2 回を常例とする。

(ウ) 開催日については、あらかじめ各四半期末に、翌月以降 6 か月分の予定を公表する。

(エ) 当該会合における決定内容は、会合終了後、直ちに公表する。

(オ) 各月の初回会合の 2 営業日後に「金融経済月報」を公表し、そのなかに、当該会合で決定した「経済および金融の情勢に関する基本的見解」を掲載する。

(カ) 議事要旨(改正日本銀行法第 20 条第 1 項に定める、議事の概要を記載した書類)を、当該会合の次々回の会合(通常約 1 か月後)で承認したのち、その 3 営業日後に公表する。

(キ) 議事録(改正日本銀行法第 20 条第 2 項に定めるもの)を、当該会合から 10 年を経過した後に公表する。

ロ．金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、上記の運営方法に基づき、旧日本銀行法のもとで 10 年 1 ~ 3 月に計 5 回、改正日本銀行法のもとで 4 ~ 9 月に計 10 回の金融政策決定会合を開催した。

同会合への出席者は以下のとおりである。

(10年1～3月)

議長	松下康雄(総裁)	(1月16日から 3月13日まで)
同	速水 優(総裁)	(3月26日)
	濃野 滋(任命委員)	
	後藤康夫(任命委員)	
	武富 将(任命委員)	
	中川隆進(大蔵省代表委員)	
	藤島安之(経済企画庁代表委員)	

(10年4～9月)

議長 速水 優(総裁)
藤原作弥(副総裁)
山口 泰(副総裁)
後藤康夫(審議委員)
武富 将(審議委員)
三木利夫(審議委員)
中原伸之(審議委員)
篠塚英子(審議委員)
植田和男(審議委員)

このほか、大蔵大臣および経済企画庁長官、またはそれぞれの指名するその職員が、必要に応じて出席した²¹。

²¹ 改正日本銀行法においては、旧法下の「大蔵省を代表する委員」および「経済企画庁を代表する委員」の制度が廃止され、大蔵大臣又は経済企画庁長官は、必要に応じ、金融調節事項を議事とする会議に出席して意見を述べ、又はそれぞれの指名するその職員を当該会議に出席させて意見を述べさせることができることとされた。また、これら政府からの出席者は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができることが規定された。そして、政府からの出席者によって、こうした議決の延期の求めがあったときは、政策委員会はその求めについての採否を決定しなければならないとされた。

なお、政府からの出席者は、日本銀行政策委員会の委員ではないため、議決権は有さない(旧

10年1月から8月までの金融政策決定会合では、当面の金融政策運営について、それまでの金融政策の運営方針を継続することが決定された。

一方、9月9日の金融政策決定会合では、金融市場調節方針の一段の緩和が決定され、その次の9月24日の会合では、この新しい調節方針の維持が決定された（図表32）。

このほか、6月12日の金融政策決定会合においては、「金銭を担保とする国債の借入（レポ・オペ）におけるオペ対象先の選定基準」が決定された。

（図表32）政策委員会・金融政策決定会合において決定された「金融市場調節方針」

決定日	金融市場調節方針	採決の状況（注）
1月16日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。	全員一致
2月13日		〃
2月26日		〃
3月13日		〃
3月26日		〃
4月9日		〃
4月24日		〃
5月19日		〃
6月12日		賛成多数（反対2）
6月25日		賛成多数（反対1）
7月16日		〃
7月28日		〃
8月11日		〃
9月9日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。 なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	〃
9月24日		〃

（注）旧日本銀行法下の1～3月においては、日本銀行総裁および任命委員3名の計4名の政策委員による採決。改正日本銀行法施行後の4月以降は、日本銀行総裁、副総裁2名および審議委員6名の計9名の政策委員による採決。

法下の「大蔵省を代表する委員」および「経済企画庁を代表する委員」の場合は、日本銀行政策委員会の政策委員であったが、法の規定により議決権は有していなかった）。

(2) 10 年夏までの金融政策運営

10 年初めから夏までの、わが国の景気は、前述のとおり、次第に悪化傾向を強めていった。これに対して、日本銀行では、経済活動を金融面からしっかりと下支えしていく観点に立って、7 年 9 月以来の思い切った金融緩和基調を継続した。すなわち、10 年 1 月 16 日から 8 月 11 日までに開催された計 13 回の金融政策決定会合においては、当面の金融政策運営として、従来からの金融政策の運営方針を維持することを決定した。

各会合で議決された金融市場調節方針は、以下のとおりである（1 月 16 日会合から 8 月 11 日会合まで同文が議決された）²²。

また、日々の金融調節においては、この調節方針にしたがって、市場の動向に応じて潤沢な資金の供給を実施した。

(議決)

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

²² 金融政策の各手段（金融市場調節方針、公定歩合、準備預金制度上の準備率）の決定方式については、10 年 1 月 16 日の金融政策決定会合において、金融市場調節方針は、現状維持も含め金融政策決定会合で毎回決定し、公定歩合及び準備預金制度上の準備率については変更時のみに決定を行う、という方式が合意されている。したがって、変更のない限り、公定歩合については 7 年 9 月 8 日実施の年 0.5%（商業手形割引率ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率）が、また準備預金制度上の準備率は 3 年 10 月 16 日実施の準備率が維持されることになる。

(別添：対外公表文)

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、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致ないしは賛成多数)^(注)。

(注) 1月16日から5月19日までの8会合は全員一致、
6月12日から8月11日までの5会合は賛成多数。

イ．金融経済情勢に関する検討

10年初めから夏までの経済情勢は、生産・所得・支出を巡る循環メカニズムが、10年春以降、停滞からマイナス方向に向かい、全般に悪化した。

そうしたもとで、金融政策決定会合では、こうした民間経済の循環メカニズムが弱まっていることのインプリケーション、政府によって打ち出された財政面からの景気対策²³および金融システム建て直しのための諸施策²⁴の効果をどのようにみるかという点を軸に、議論が交わされた。

夏場の金融政策決定会合までは、財政面からの措置として、特別減税が実施され、総合経済対策に基づき公共工事の発注が本格化していけば、秋口には景気の悪化にも歯止めがかかることが期待できる、といった意見が多数を占めた。また、10年度後半以降に再度追加的な財政措置がとられれば、日本経済が11年度にかけて大きく落ち込むことは避けられるのではないかと、といった見方が多く示された。もっとも、経済の活動水準が徐々に低下していることを踏まえる

²³ 9年度補正予算による特別減税(2月以降実施)、総合経済対策(4月決定)、所得税・法人税減税の検討および財政支出の追加表明(7月)、など。

²⁴ 金融システム安定化関連2法の成立(2月)、これに基づく金融機関への公的資金の投入(3月実施)、金融再生トータルプランの策定(6~7月)、など。

と、民間需要の自律的な回復につながるかどうかは見極めがたいというのが多くの委員の共通の認識であった。むしろ、民間経済のマイナスの循環が次第に強まりをみせた結果、当初、財政面の措置を通じて期待していた効果が減殺されかねないとの懸念が、多くの委員から表明されるようになった。

物価面については、10年初めからの輸入物価を通じる物価下落圧力は、円安の進行とともに次第に和らいだが、年央以降は、むしろ国内経済の需給ギャップが拡大したことを主因に、物価は軟調を続けた。

金融政策決定会合では、こうした物価動向を踏まえつつも、価格の下落が起点となって企業収益の減少をもたらすには至っていないことや、先行きの財政面からの景気支持策によって経済情勢の悪化には歯止めがかかるとみられたことから、日本経済はデフレスパイラルに陥るまでには至っていないとの判断が多数を占めた。ただ、夏場にかけて経済情勢の悪化がさらに進むにつれて、委員のなかには、日本経済はデフレスパイラルにすでに入っている可能性があるとする意見やデフレスパイラルの入り口に立っているとの意見を述べる委員もみられた。

金融市場では、金融システム不安の鎮静化から再燃という展開を受けて、市場金利や株価が不安定な動きを続けた。また、金融機関の融資姿勢が一層慎重化したことを踏まえて、企業によっては、資金の量的確保と金利の両面から、厳しい調達環境が続いているというのが、委員の共通の認識であった。金融政策決定会合では、こうした金融市場の状況を憂慮する意見が多く述べられたほか、金融市場の動向が実体経済面に及ぼす影響について、注意深く点検していく必要があるとされた。

ロ．金融政策運営に関する検討、判断

以上のように、金融経済情勢に関しては、「日本経済は停滞から悪化傾向を強めているが、なおデフレスパイラルに陥るまでには至っていない」との認識が

委員の大勢を占めるもとで、金融政策の運営に関しては、財政面からの対策の内容がどのようなものになるか、また、その効果がどのように出てくるか、金融システム関連法案の国会審議の帰趨がどのようなになるか、また、それぞれの金融システム対策の効果がどのように出てくるか、といった点を注意深く見極めながら、それまでの思い切った金融緩和姿勢を継続することが適当との判断が多数を占めた。

また、金融システム面での不透明感が根強く続くもとで、金融政策決定会合では、金融機関の信用リスク等の高まりによって金利上昇圧力が強まるような場合には、金融市場調節方針にしたがって引き続き潤沢な資金供給を行い、不安心理の除去に努めることが必要との見解が多く出された。その際、金融市場で、3月期末や9月中間期末を越えるターム物金利の高止りが目立ったことを踏まえて、市場の状況に応じて、期末、中間期末越えを含む長めのオペレーションを活用していくことが適当との意見が多くみられた。また、銀行の信用仲介機能が大幅に低下していることを踏まえて、企業金融の円滑化にも配慮するとの視点から、コマーシャル・ペーパー（CP）のオペについてもできる限り活用することが有益との見解が多く示された。

このように、金融政策運営に関する多数の判断は「現状維持」であったが、あわせて会合では、追加的な金融緩和に関する効果や副作用についても検討が行われた。

すなわち、金利の引き下げについては、金利低下の余地がすでに限られているもとで、投資採算の改善や資産価格の押し上げといった緩和効果の波及経路が十分に働き得るかどうかが、慎重にみておく必要があるとの意見が多かった。この点については、たとえば、企業や家計のコンフィデンスが低迷し、先行き見通しも弱気化している状況のもとでは、金利の引き下げが設備投資や住宅投資などの前向きな経済活動を引き出す力はかなり限られているのではないかとの見方が少なくなかった。

次に、為替円安を通じる効果、副作用については、本来、円安は短期的には経済にプラスに作用するものであり、金融政策の波及経路のひとつとして、理

論的にはこうした経路を否定することはできないというのが大方の認識であった。また、何人かの委員は、金融政策運営と為替相場動向との関係について、金融政策は基本的に国内経済情勢に応じて運営されるべきであり、為替相場に過度にとらわれるべきではないとの考えを付け加えた。そのうえで、実際の市場の状況をみると、「円安が株安やアジア通貨安をもたらす」とのパーセプションが根強く、このような特殊な状況のもとでは、円安が日本経済にとって果たしてプラスに効くかどうかは慎重にみざるをえないとの見解が多く示された。

また、金融緩和に関して考える副作用のひとつとして、消費者マインドへの影響がとりあげられ、9年4月の消費税率の引き上げ以来、家計が過度に支出防衛的になっていることを踏まえると、金利の低下は消費性向をむしろ低下させるおそれも全くなしとはしないとの懸念が示された。

さらに、政策判断を「現状維持」とした多数の委員のなかにも、仮に先行き財政政策の効果が明確に現れない場合や、金融市場が不安定化するような場合には、追加的な金融緩和に踏み切ることが必要となろうとの意見を述べる委員が少なくなかった。また、日本経済に何らかの大きなショックが加わり、金融市場も含めて大きな動揺に見舞われるような場合には、日本銀行は、危機対応として、金利の引き下げにとどまらず、とりうる政策手段をフルに活用することも念頭に置く必要があるのではないかとの指摘が多く述べられた。

以上のような多数意見に対して、ある委員は、6月12日から8月11日会合までの間、経済情勢はより悪化の程度を強めており、政府の諸施策の効果は現われるとしても時間を要するとの認識のもとで、通貨供給量の増大を図る観点から、コールレートの誘導目標を引き下げるべきとの提案²⁵を行った（反対多数で否決）。

また、別の委員は、6月12日の会合において、量的緩和のイメージを通じて、

²⁵ 当該委員の提案は以下のとおり。

- ・ 6月12日会合および25日会合：コールレート誘導目標0.40%前後
- ・ 7月16日会合および28日会合：同0.35%前後
- ・ 8月11日会合：同0.25%前後

企業や家計の心理にインパクトを与え、もってデフレ懸念を払拭していくため、準備預金制度の準備率を引き下げべきとの提案を行った（反対多数で否決）。

準備率の引き下げについては、会合では、他の委員から、すでに金利水準が低い状況のもとで準備率引き下げが金融機関の負担を軽減する効果は限られていること、その一方で、所要準備預金の量が減少すると短期金利の形成が不安定化するおそれがあること、等の問題点が指摘された。

このほか、金融政策運営に関する論点として、10年前半の会合では、「預金者や年金生活者等に配慮して金利を引き上げるべきではないか」との議論をどう考えるかという点も討議された。この点に関しては、中央銀行はあくまでマクロ経済の観点から政策運営を行っていくべきであるとの認識が示されたうえで、金利の上昇が雇用・所得環境や資産価格に与えるマイナスの影響を考えると、実体経済が停滞し金融システムが不安定な状況においては、金利の引き上げはやはり採り得ない選択であるとの見解が共通のものであった。

また、いわゆる「調整インフレ論」をどう考えるかという議論も行われた。委員の共通の認識は、中央銀行の責務は「物価の安定」を図ることにあり、その意味するところは「インフレでもデフレでもない状態」であるというものであった。したがって、「調整インフレ論」が積極的に高い物価上昇率を目指すというものであれば、これは受け容れることはできないとの判断が共有された。それと同時に、当然のことながら日本銀行としてデフレを望むものでないことも明確にしておきたいとの意見が共通のものであった。

一方、マネタリーベースやマネーサプライなどの量的金融指標を金融政策の運営目標として設定すべきとの「量的ターゲット論」や、金融政策の運営目標として、物価安定の観点から適正と考えられる物価目標値（インフレ率目標値）を設定すべきとする「インフレ・ターゲット論」に関する議論もあった。会合では、ある委員から、これらの考え方の核心は、金融緩和をある程度中期的に明確にコミットするところにある、そうしたコミットメントを明確にすることによって、人々の期待形成に働きかけうる可能性があるとの見解が述べられた。これに対して、会合では、金利の低下余地が限られている状況では、こうした

政策が人々の期待にどの程度働きかけうるかは不確実である等の指摘があった。

なお、6月12日の会合では、金融市場調節方針のなかのコールレートの誘導目標の表現方法を巡って、ある委員から、従来の「公定歩合水準をやや下回って」という表現は曖昧であり、かつ、コールレートの誘導そのものが政策運営の中心的な役割を占めていることを踏まえると、いつまでも公定歩合に依拠した文言は不適當と考えられるため、定量的な数値で示すべきとの提案があった（反対多数で否決）。

これに対しては、表現に改善の余地はあるものの、調節方針自体が現状維持の場合、表現もそのままとするのがもっとも誤解を招かない対応と考えられるので、この点は将来政策変更を行う際に検討すればよいのではないかとの意見があった。

八．金融調節の実施状況

上記の金融市場調節方針のもとで、日本銀行は、10年1月から9月初めまで、無担保コールレート（オーバーナイト物）が公定歩合水準をやや下回って推移するよう、きめ細かい金融調節を行った。

短期金融市場においては、9年11月の一部金融機関の経営破綻をきっかけに、信用リスクに対する警戒感が急速に強まり、10年入り後も、市場金利に強い上昇圧力がかかり続けることとなった。

すなわち、9年秋以降、預金者や投資家の間には一時的な動揺が広がり、一部金融機関からの預金の引き出しや投信の解約といった動きがみられた。その大半は、銀行預金への再預入や有価証券の購入などを通じて、再び金融市場へ還流したが、一部は、現金のまま、各家庭や企業の手許に滞留した。この結果、銀行券の発行残高は、9年末から10年春にかけて、伸び率を大幅に高めることとなった。

また、金融市場では、金融機関が、日本銀行にある自行の当座預金に資金を

厚めに保有しようとする動き(すなわち、準備預金を積み上げる動き)が強まった。これは、ひとつには、預金の引き出しといった不測の事態に対して、その払い戻しに滞りが生じることのないよう、銀行が予防的に資金の確保を図ろうとしたものである。また、信用リスクに対する市場の警戒感が強まるなかで、万一市場で円滑に資金調達ができない場合に備えて、日本銀行の当座預金にあらかじめ手許資金を積み上げておこうとする動きも反映している。

このように金融機関の窓口から現金が引き出される、あるいは、銀行等が日本銀行の当座預金に資金を厚めに確保しようとするれば、金融市場において、新たな資金需要が生まれ、オーバーナイト金利は強い上昇圧力を受けることになる。こうした状況を受けて、日本銀行は、9年11月以降、様々な調節手段を駆使して、市場に大量の資金を供給し、オーバーナイト金利の跳ね上がりを防止するよう努めた。この結果、オーバーナイト金利は、9年秋以降も一貫して、当時の金融市場調節方針である「平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移する」こととなった。

その後、10年春以降の市場動向をみると、預金者や投資家の心理は落ち着きを取り戻し、預金引き出しや投信解約の動きも一巡した。しかしながら、金融市場では、金融システム問題の帰趨を巡る不透明感などを背景に、オーバーナイト金利に上昇圧力がかかる場面がその後もしばしばみられた。日本銀行は、こうした市場の動向に応じて潤沢な資金供給を行い、引き続き安定的な市場金利の形成に努めた(図表33)。

ちなみに、金融機関の準備預金積み立て状況をみると、同積み立て実績は、9年11月以降、日本銀行による大量の資金供給を反映して、金融機関が日々必要とする平均的な所要準備預金額をほぼ恒常的に上回った(図表34)。とくに9年11月から10年3月までの間は、市場の引き締めに対応して、資金供給の額は所要準備預金額を大幅に上回るものとなった。また、一部金融機関の経営問題が表面化した6月以降も、市場の状況によって、所要準備預金額をかなり上回る資金供給を行った。日本銀行は、このような金融調節を通じて、7年9月以来の思い切った金融緩和基調を維持し、これを通じて、景気の下支えに寄与するよう努めてきたものである。

(図表 33) 公定歩合および無担保コールレート(オーバーナイト物)の推移

(単位: %)

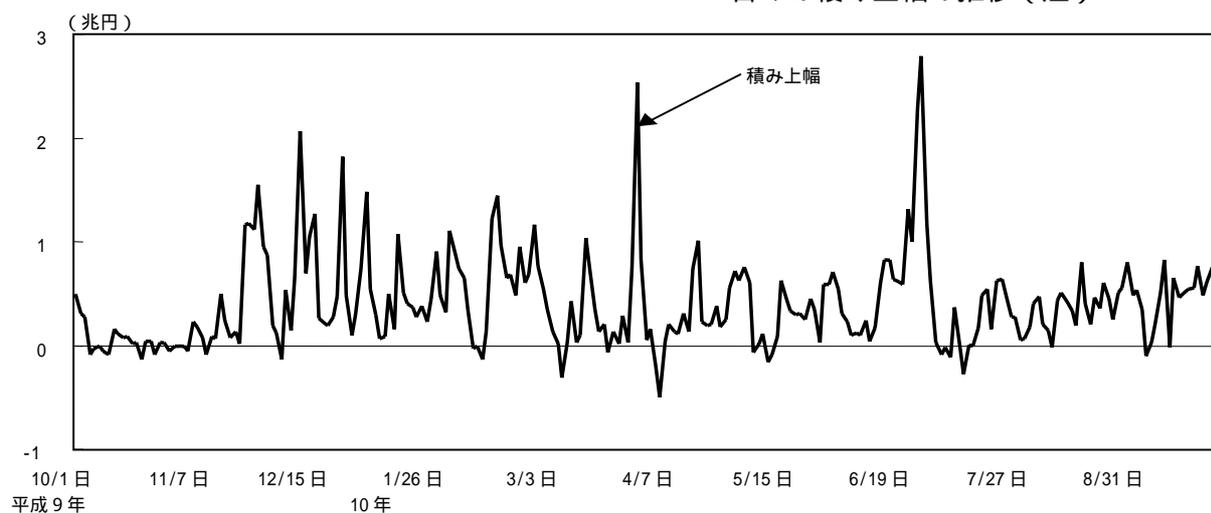
	公定歩合(注1)	無担保コールレート(注2) (オーバーナイト物)
9年10月	0.50	0.48
11月		0.43
12月		0.42
10年1月		0.43
2月		0.43
3月		0.43
4月		0.43
5月		0.44
6月		0.42
7月		0.43
8月		9/9日まで 0.42 9/10日~15日まで 0.26
9月		9/16日~30日まで 0.27

(注1) 日本銀行の基準割引率および基準貸付利率のうち、商業手形割引率ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率。

(注2) 無担保コールレート(オーバーナイト物)は、積み期間(当月16日~翌月15日)中の単純平均。各営業日のレートは、日中全取引の出し手・取り手の仲値レートの加重平均。休日は、休日前のレートを使用。

(図表 34) 金融調節を通じた準備預金残高の推移

---日々の積み上幅の推移(注)



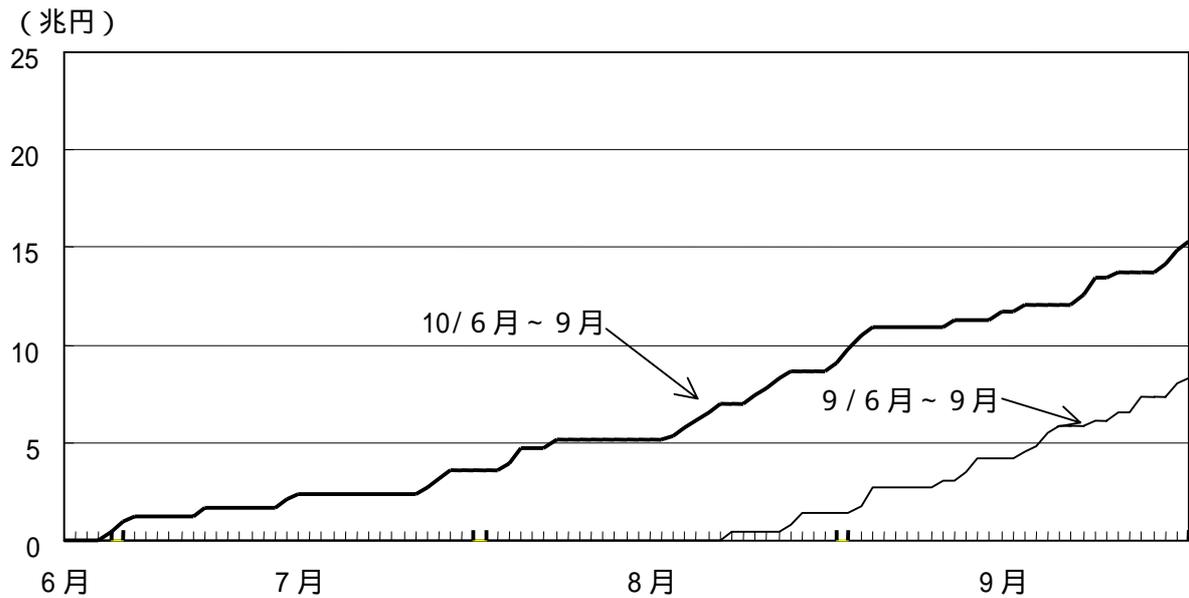
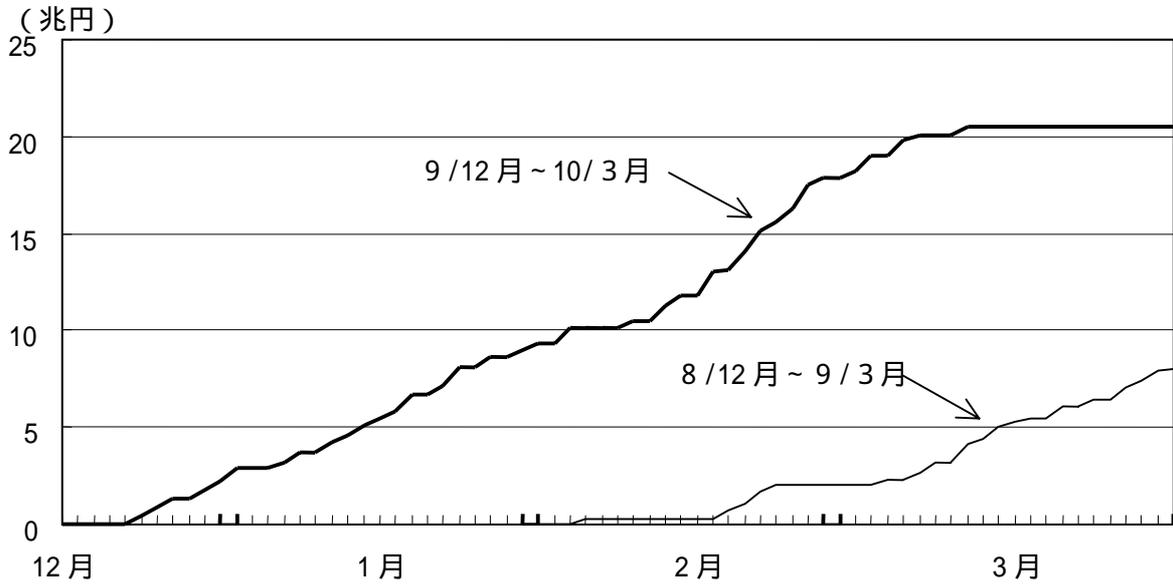
(注) 「積み上幅」とは、ある営業日の準備預金残高が、準備預金制度のもとで金融機関が翌営業日以降、日本銀行当座預金に積むことが必要とされる1日当たりの金額をどの程度上回っているかを示すもの。

以上のように、10年入り後も、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、金融市場調節方針に沿った動きで推移したが、その一方で、3か月物などのターム物金利（ユーロ円金利やCD金利等）は、市場参加者のリスクに対する警戒感の強まりを反映して高止まる傾向がみられた（前掲図表16）。とくに、10年3月期末や9月中間期末を越えるターム物の金利は、他の金利に比べてかなり高めの水準となった。日本銀行は、こうした市場金利の動向を踏まえて、日々の金融調節のなかで、レポ・オペ（金銭を担保とする国債の借入<すなわち国債を見合いとする資金の供給>）等を用いて、早い時期から、期末、中間期末を越える長めの資金供給を実施した（図表35）。これは、金融市場調節方針を実行するなかで、ターム物金利の安定化にも寄与することを期待して実施したものである。なお、日本銀行は、こうした長めの資金供給に並行して、オーバーナイト金利が金融市場調節方針から乖離してゼロ近傍まで過度に下落することを避けるため、短めの期間の売出手形をしばしば実施し、資金吸収を行った²⁶。

さらに、日本銀行は、10年入り後も、CPの買いオペを拡大した。これは、銀行の融資姿勢が一層慎重化したことを踏まえて、企業金融の緩和にも好影響を及ぼすことを期待して採った措置である。ちなみに、10年9月末の日本銀行によるCP買いオペ残高は5.6兆円となり、同市場残高の約4割に達した。

²⁶ レポ・オペ等を用いた資金供給と日本銀行の負債である売出手形を用いた資金吸収をしばしば並行して実施した結果、日本銀行のバランスシート（総資産残高）は、9年末以降急速に拡大した（参考参照）。

(図表 35) 期越え資金供給オペ残高



(注) ここでいう資金供給オペとは、旧日本銀行法第 25 条および改正日本銀行法第 38 条に基づく貸出を除く貸出、買入手形および T B、レポ、債券現先、C P の各オペの合計

(3) 10 年 9 月の金融緩和措置

わが国の経済情勢は、10 年央から秋口にかけて、さらに悪化が目立つようになった。また、世界的な株価下落や信用リスクに対する警戒感の強まりから、金融資本市場は不安定さを増し、経済の先行きに対する不透明感も強まることとなった。こうした状況を踏まえて、日本銀行は、9 月 9 日の金融政策決定会合において、経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするとの観点から、一段の金融緩和措置に踏み切ることを賛成多数で決定した。

(議決)

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。

なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

(対外公表文)

金融市場調節方針の変更について

(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一段と緩和し、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。

なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合に

は、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。

(2) わが国の景気は全般に悪化を続けており、物価も軟調に推移している。金融面でも、民間銀行貸出が減少を続けるなかで、マネーサプライの伸びは緩やかなものとなっている。この間、金融資本市場では、金利のリスクプレミアムや株価などに不安定な動きがみられる。

今後、総合経済対策の実施等によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めがかかるものと期待される。しかし、経済活動の水準はすでに相当低下している。また最近の金融資本市場の動向や企業倒産の増加等が、企業や家計のコンフィデンスを一層低下させるおそれがある。これらを踏まえると、先行き、景気や物価がさらに下振れる可能性も必ずしも否定できない。

(3) 日本銀行は、インフレでもデフレでもない、「物価の安定」を金融政策運営の目標としている。上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、上記の金融緩和措置を採ることが適当と判断した。

(4) 日本銀行としては、上記の金融政策運営方針のもとで、引き続き潤沢な資金供給に努め、これを通じて、金融市場の安定に万全を期すとともに、マネーサプライの拡大を促していく考えである。

(5) 日本経済にとって、現在、景気の回復と金融システムの建て直しは、一刻の猶予もならない課題である。今回の金融緩和措置が、これらの課題の克服にも資することを期待するとともに、関係各方面が一丸となって取組み強化を図られることを強く期待する。

イ．金融経済情勢に関する検討

わが国の経済情勢は、10年央から秋口にかけて、さらに悪化が目立つようになった。

すなわち、設備投資の大幅な落ち込みと雇用・所得環境の急速な悪化が顕著となる中で、景気下支えに寄与すると期待された公共投資は、地方議会の補正予算の策定が遅れたことなどが影響して、発注そのものが当初見込みに比べ大幅に遅れ、8月下旬以降ようやく増加し始めた。このため、その効果が本格的にあらわれるのは、秋以降に持ち越されることが確実にになった。

また、設備投資に関しては、企業の大幅な減産継続の結果、企業収益が大きく減少する見込みとなったことに加えて、中堅・中小企業を中心に、銀行の融資姿勢の慎重化を踏まえて、設備投資を先送りする傾向が出てきたことから、情勢が一段と悪化しているとの認識が概ね共有された。こうしたなかで、10年度の設備投資は、前年度比10%台の減少に達するおそれもあるとの意見もみられた。

雇用・所得環境に関しては、特別減税の実施にもかかわらず、雇用者数・賃金がいずれも前年水準を割り込み、家計所得が予想以上のテンポで悪化しているとの見方が委員の間の共通認識であった。このため、消費者のコンフィデンスは、ここへきて再びやや慎重化しているのではないかとの意見が多くみられた。また、住宅投資の大幅な落ち込みや個人消費における一進一退の動きの背後に雇用・所得環境の悪化があることを踏まえると、現時点で家計支出が力強く持ち直す展望はなかなか持ちにくいとの見方で委員の意見は概ね一致していた。

先行きについては、10年度後半に入れば公共投資の効果が徐々にあらわれてくるほか、政府が表明している所得税・法人税減税や新たな補正予算が効果を発揮し、財政面からは景気のさらなる悪化に歯止めをかける力が働くことになるという点で、委員の認識はほぼ一致していた。しかしその一方で、これまで公共投資の発注が遅れる間に、民間経済を巡るマイナスの循環がさらに強まってしまったため、民間需要の後退が公共投資の効果を打ち消してしまうおそれが出てきているとの意見があり、少なくとも、財政面からの対策を織り込んで、経済活動の水準が相当に低下していることを踏まえると、景気の回復を直ちに展望しうるような状況にはないというのが、委員のほぼ一致した見解となった。

このように国内需給ギャップの水準が拡大するなかで、物価面についても、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、なお当分の間軟調に推移する公算が大きいとの見方が支持された。こうしたことを踏まえて、すでに国内経済は、デフレスパイラルに陥っている可能性があるとの見方をとる委員も複数みられた。そのほかの委員は、そこまでの判断は示さなかったが、やはり、デフレスパイラルの入り口に立っており、先行きデフレスパイラルに陥る可能性も必ずしも否定できないとの意見を述べる者が多かった。

夏以降のもうひとつの大きな変化は、内外からの要因によって、金融資本市場が不安定な動きを示したことであった。

まず、株式市場では、株価が8月下旬以降大幅に下落し、一時バブル崩壊後の最安値を更新した。これは、ひとつには、ロシア金融危機に端を発する世界的な株価低迷を背景とするものであった。また、わが国の金融システム問題を巡る不透明感の高まりも、株価下落に大きく影響した。これらを踏まえて、委員の間では、米国経済に不透明感がでてきたことを強く懸念する見方が多く示され、今後の米国株価の動きは大きな注目材料であるとの点で認識が一致した。また、金融システム問題に関連しては、金融再生関連法案の審議進捗に期待しつつも、今後金融業界で生じうるリストラなどの動きは短期的には経済に対してマイナス方向へのプレッシャーをかけていくことになるとの意見も少なくなかった。

また、長短金融市場で、金利のリスクプレミアムが拡大していることが注目された。これらは、ロシアの金融危機をきっかけに世界的に安全資産への選好が強まったことや金融システム問題を巡る不透明感が強まったことを背景とするものであったが、世界的なリスクプレミアムの拡大が海外ならびに国内経済に及ぼす影響に注意していく必要があるとの意見が多くみられた。

さらに、円相場が8月中旬以降急反発したことについては、日本経済のファンダメンタルズの改善が伴っておらず、これまで純輸出のみが景気回復の拠り所となってきたことを踏まえると、足許の円高の動きが、経済に対してプレッシャーを与えるものではないかとの見解が多く委員から示された。また、そ

の動きが国内物価に与える下押し圧力を懸念する意見も少なからず述べられた。

企業金融面では、最近の企業収益の悪化や企業倒産の増加を背景に、金融機関の融資態度が一層慎重化しているとの見方が多く示され、資金繰り面からの要因により企業活動が制約されかねないとの懸念が多くの委員から表明された。

以上を踏まえて、委員の間では、こうした金融資本市場の不安定な動きが、企業や家計のコンフィデンスを一層低下させるおそれがあり、この面からも、先行き景気や物価がさらに下振れする可能性が否定できないとの認識が多数を占めた。

ロ．金融政策運営に関する検討、判断

以上のような経済情勢に対する認識を踏まえて、9月9日の金融政策決定会合では、景気のこれ以上の悪化を防止し、金融市場の安定に万全を期するために、金融緩和姿勢をもう一段進めて、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%前後にまで低下することを促すとともに、金融市場の安定維持の観点から、必要な場合には一層潤沢な資金供給を行うことが適当であるという見解を、多くの委員が支持するところとなり、金融市場調節方針の緩和が決定された。

すなわち、総合経済対策の効果の出方や金融システム安定化に向けたスキームづくりの遅れに加えて、金融資本市場の不安定な動向を踏まえると、日本銀行として景気の底割れを防ぐために金融緩和を具体的に検討すべき段階に入っているというのが、多くの委員の基本的な見解であった。経済の現状認識については、すでにデフレスパイラルに入っているとする意見と、まだそこまでは至ってはいないとの多数意見の両者がみられたが、後者の見方を採った委員も、経済活動水準の低下から財政政策に所期の効果を期待しにくくなっていることを踏まえると、景気や物価が下振れするリスクが増加していると判断せざ

るをえないとの認識を示した。また、物価の下落に伴って実質金利が上昇している可能性が高いことを指摘し、金利水準を引き下げ、デフレ回避策をとることの優先順位が上がってきているとの指摘を行う委員もみられた。

さらに、金融機関の融資姿勢が一段と慎重化し、これが実体経済へ悪影響を及ぼしつつあることを踏まえて、潤沢な資金の供給姿勢を強め、金融機関の融資対応力の萎縮を防ぐことが重要との意見もみられた。これに関連して、経済主体の期待形成を通じる効果を高めるためにも、金利の引き下げには量の拡大を促す趣旨が込められていることを明らかにすることが適当であるとの意見もあった。

以上の議論に加えて、それまでの会合において繰り返し討議されてきた、追加的な金融緩和のもつ効果と副作用についての見解が、多くの委員から改めて表明された。

まず、金融緩和が利子所得に及ぼす影響に関しては、多くの委員が、金利の引き下げは家計部門の利子所得をある程度減少させることは避け難く、家計マインドに及ぼす影響については引き続き念頭においておく必要があるとしたが、そのマイナスインパクトを過大視すべきではないとの意見があったほか、現在のように、経済活動水準の低下が企業収益を圧迫し、これが雇用や賃金を大幅に悪化させていることを踏まえると、金融緩和によって、まずもって雇用や賃金を下支えすることが、家計部門にとっても全体としてプラスになるというのが多数の委員の見解であった。また、年金生活者や預金生活者の利子所得に与える影響については、十分これを認識しつつも、マクロ金融政策面から直接に伝えていくことは難しく、現在の経済状況を踏まえると、金融政策はやはりマクロ経済全体の活力を取り戻させるよう運営することが適当であるとの趣旨を述べる委員も少なくなかった。

また、円安がアジア通貨に及ぼす悪影響に関しては、8月中旬以降15円程度の円高が進んだことを受けて、現在の為替市場の市場心理を踏まえると金利の引き下げが大幅な円安をもたらす蓋然性は低く、これまで多くの委員が懸念してきた追加的な金融緩和がアジア経済に混乱を及ぼすリスクは、低下している

との見方で、委員の意見は概ね一致していた。

一方、金利引き下げの効果に関しては、通常、政策効果の波及経路のひとつとして資産価格（株価、地価）の上昇を期待することになるが、不良債権問題が制約要因となっている現局面では、この経路には多くを期待できまいとの見方が少なからず示された。しかし、政策効果として従来ほどのものは期待しにくいとした委員の多くも、これまで懸念材料としてきた副作用の生じる蓋然性がかなり低下した一方で、金利引き下げには少なくともある程度の効果を期待しうる以上、現下の日本経済のきわめて厳しい情勢を踏まえれば、追加的な金融緩和措置をとることが適当であるとの判断を示した。

以上のような議論を経て、当面の金融政策運営については、もう一段の金融緩和を実施することとし、金融市場調節方針としてのコールレート誘導目標を「平均的にみて0.25%前後」まで引き下げることが適当というのが、多数の委員によって支持された。

また、そうした合意が得られるもとの、金融市場がなお十分に落ち着くまでには至っていない状況を踏まえれば、今後金融市場がさらに不安定化するような場合には、日本銀行としてさらに断固たる対応をとることを、市場に対して明確に発信する必要があるとの認識も共有された。このため、コールレート誘導目標の引き下げとあわせて、緊急の場合には、仮にコールレートが新しい誘導目標を下回ることもあっても、日本銀行が資金供給を続ける姿勢を示すことが重要であるとの見解で一致し、金融市場調節方針のなかに、執行部に対するそうした指示を盛り込むことが適当との意見が多数を占めた²⁷。

²⁷ こうした判断のもとで、9月9日に決定された金融市場調節方針のなかには、「なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との文言が盛り込まれた。その手続き面に関しては、「現状、金融市場は不安定な状況にあり、突発的な動きが生じるおそれも考えられるため、執行部がその必要性を判断して、新たなコールレート誘導目標にかかわらず機動的、弾力的に潤沢な資金供給を行いうるよう、金融政策決定会合から執行部に対するディレクティブの中にそうした文言を書き加えることとするが、執行部がこれを実行した場合には直ちに政策委員に報告することとし、政策委員はこれを吟味して必要があると判断した場合には、法令に則り議長に対して金融政策決定会合の開催を求めることができる」との手続きが、委員の間で確

以上が9月9日の金融政策決定会合における多数意見の概要であるが、ある委員からは、一段の金利引き下げは家計に一層の負担を及ぼしかねないこと、また、金融資本市場に深刻な混乱が発生しているとまではみられないことを理由に、現時点では、金融面からの新たな追加措置は不要として、従来からの金融市場調節方針(無担保コールレートを平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す)を維持するよう、提案があった(反対多数で否決)。

また、別の委員からは、多数委員と基本的に同様の経済情勢認識および政策判断を前提としながら、無担保コールレートの誘導目標を0.25%前後に引き下げ、潤沢な資金供給を行うことに加えて、準備預金制度の準備率を引き下げ、平均所要準備額を約1兆円減少させることを内容とする提案があった(反対多数で否決)。

なお、9月24日に行われた次の金融政策決定会合では、金融緩和措置の効果や財政面、金融システム面からの対策の効果を見極めることが適当との判断から、前回会合で決定した、新しい金融市場調節方針を維持することが賛成多数で決定された。

八．金融調節の実施状況

9月9日の金融緩和措置の決定を受けて、日本銀行は、翌10日、新たな調節方針にしたがって、金融市場に対して所要準備額を大きく上回る資金供給を実施した。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、前日の0.45%から0.23%へと、新たな誘導目標(平均的にみて0.25%前後)にスムーズに低下した。また、金利上昇圧力が強まった積み最終日(9月14日)には、朝方の段階から、当日の所要準備額を上回る資金を最終時点でも市場に残置する旨のアナウンスをあらかじめ行い、市場金利の上昇抑制に努めた。さらに、新たな積み期間の初日(9月16日)も厚めの資金供給を行って、金利形成の安定化を認、同意された。

図った。

こうしたきめ細かい金融調節を行った結果、9月10日から月末までの間の無担保コールレート(オーバーナイト物)は、新たな誘導目標(平均的にみて0.25%前後)に沿った動きを示した。

(4) 金融調節手段の動向

日本銀行は、上記の金融市場調節方針を実現するため、多様な調節手段を活用してきた。10年1～9月中に用いた主な金融調節手段を概説すると、以下のとおりである。

国債買い切りオペ

日本銀行は、これまで、銀行券の発行額にほぼ見合う金額を長期国債の買い切りオペによって資金供給するという考え方に基づいて、金融調節を行ってきた。これは、やや長い期間をとってみれば、通常、銀行券の発行高はコンスタントに増加していく傾向があるため、これに見合う資金供給も、市場からの長期国債の買い切りという、期間の長いオペレーションによって対応させておくことが適当との考え方によるものである。

9年秋以降、銀行券の発行残高は、年率約10%(金額にして約4～5兆円)の高い伸びを示した。こうした状況を受けて、日本銀行も、概ね月2回、計4～5千億円(9年10月までは月2～3千億円)のペースで国債買い切りオペを実行してきた。こうした年率5兆円弱ペースでの国債買い切りオペは、過去最高の規模であり、日本銀行が保有する長期国債の残高も、9月末時点で26.4兆円となっている。

レポ・オペ、TBオペ

日本銀行は、わが国における金銭を担保とする国債の貸借市場(いわゆるレポ市場)の拡大を踏まえて、9年10月、金融調節の一層の円滑化を図るため、レポ・オペの導入を決定し、9年11月からこれを開始した。レポ・オペは、国

債を資金供給の見合いとするものであることに加えて、日々値洗いを行う仕組みにあることから、リスク管理の観点からも優れた調節手段である。日本銀行は、10年入り後、レポ・オペを積極的に行うことによって、季節的な資金不足に対応するとともに、3月期末や9月中間期末を越える長めの資金供給（レポ期間は主として1週間～3か月程度）にもこれを活用した。この結果、3月末の同オペ残高は6.9兆円まで増加した（その後、4～9月は全般に資金余剰期に当たったため、レポ・オペ残高はやや減少し、10年9月末時点で5.0兆円となった）。

また、短期国債（TB）を市場から買い入れるTBオペも、主にオーバーナイトから1か月程度の期間に対応する資金供給手段として、弾力的に活用してきている（10年9月末時点での同オペ残高ゼロ、10年初来のピークは1月末2.9兆円）。

CPオペ、買入手形オペ

日本銀行は、季節的な資金不足への資金供給手段を充実する趣旨から、9年10月にCPオペを再開したあと、9年11月末におけるCP市場の一時的な機能停止を踏まえて、市場機能の回復を図るため、同オペの積極的な活用を図ってきた。さらに、10年入り後も、銀行の融資姿勢の慎重化を踏まえて、企業金融の円滑化にも配慮する視点から、CPオペの大幅増額を図った（買い入れ期間は主として2週間から2か月程度）。この結果、9月末のCPオペ残高は5.6兆円に達した。

一方、買入手形オペは、企業の発行する手形の総額が近年減少してきているため、過去に比べれば、金融調節に占めるウェイトは低下している。しかし、調節上の機動性に利点があることや、CPオペと同様に、企業金融の円滑化にも資する調節手段と考えられることから、日本銀行は、数日から2か月程度を買い入れ期間として、引き続き頻繁にこれを活用している。ちなみに9月末の買入手形オペ残高は4.7兆円となっている。

日々の金融調節のための日銀貸出²⁸

日本銀行は、8年1月の貸出限度額（クレジットライン）制度の廃止の時点で、日銀貸出以外のオペレーション手段の多様化等を踏まえて、商業手形の再割引や例外的な場合を除き、原則として、日々の金融調節のための日銀貸出は用いないこととし、その後約2年にわたり、これを停止していた。しかし、9年秋の一部金融機関の経営破綻をきっかけに、金融市場が急速な緊張感の高まりを示したことを受けて、市場金利の安定のため、9年11月に、この貸出を一時的に再開した。その結果、10年2月末には、日々の金融調節のための日銀貸出残高は一時1.5兆円に達したが、市場が次第に落ち着きを取り戻してきたことを踏まえて、3月以降は、商業手形の再割引を除き、新たな貸出は実行しなかった。

売出手形オペ

売出手形オペは、日本銀行を振出人、受取人及び支払人とする為替手形を、日本銀行が市場に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段である。9年秋以降、期末、中間期末越えの市場金利が高止まりしたのを踏まえて、日本銀行は、長めの資金供給を行う一方で、オーバーナイト金利がゼロ近傍まで過度に下落することを防ぐため、売出手形オペによる短め（売り出し期間は主として1日～3週間程度）の資金吸収をあわせてしばしば実行した²⁹。この結果、3月末時点での売出手形残高は過去最高の20.3兆円に達し、9月末時点でも12.8兆円と依然高水準が続いた。

²⁸ ここでは、改正日本銀行法第33条（旧日本銀行法第20条）に基づき、日々の金融調節の必要に応じて実施される貸出をいう。

²⁹ 日本銀行は、売出手形オペを実行する際、スタート（資金吸収）を当日の最終時点（午後5時）とする一方、エンド（資金供給）を満期日の交換戻時点（午後1時）に設定して実行した。このように売出手形のエンドを交換戻時点とすると、日々の金融市場のなかでもっとも資金供給の逼迫しがちな交換戻時点に、日本銀行から市場に資金が供給されることになるため、この面からも金融市場に緩和効果をもたらすことになった。

[参考]

日本銀行のバランスシートの動きについて

日本銀行は、9年秋以降の急激な金融市場の変化に対応して、多様な金融調節手段を用いて、市場の安定化に努めてきた。この結果、日本銀行のバランスシートは拡大し、10年3月末の総資産残高は91.5兆円（9年3月末62.4兆円）と、前年比5割弱の増加を記録した。その後9月末にかけてバランスシートの規模は幾分縮小したが、なお総資産残高は78.4兆円（9年9月末56.5兆円）と、前年比4割弱の高い伸びを示した（参考図表1）。

（参考図表1）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目の動き）

	9年9月末 (A)	10年3月末	10年9月末 (B)	(B) - (A)	
(資産)					
買入手形（含む買入CP） + 国債借入担保金	4.8	17.5	15.3	10.5	
[うち買入手形（含む買入CP）]	[4.8]	[10.6]	[10.3]	[5.5]	
[うち国債借入担保金]	[0]	[6.9]	[5.0]	[5.0]	
保管国債（レポ・オペに伴うもの）	0	6.1	4.4	4.4	
国債	45.6	52.8	48.9	3.3	
（その他とも合計）	56.5	91.5	78.4	21.8	
(負債・資本)					
売出手形	2.0	20.3	12.8	10.8	
借入国債（レポ・オペに伴うもの）	0	6.1	4.4	4.4	
当座預金	4.0	5.8	5.7	1.8	
発行銀行券	44.5	49.0	48.7	4.2	
（その他とも合計）	56.5	91.5	78.4	21.8	

（注）レポ・オペによる資金供給は、約定時における対象国債の時価総額に基準担保金率（現在0.98）を掛けたものが、資産サイドの「国債借入担保金」および負債サイドの「当座預金」（当座預金は、その後資金決済等に充てられるため、残高は変動する）に計上される。一方、これに見合う国債は、額面金額で資産サイドの「保管国債」および負債サイドの「借入国債」に計上される。このように、計上すべき金額の基準がそれぞれ異なるため、「国債借入担保金」の金額と「保管国債」・「借入国債」の金額は一致しない。

こうした日本銀行のバランスシート拡大を眺めて、一部からは、「これが過剰な流動性供給を意味するものではないか」、あるいは「日銀資産の劣化を意味するものではないか」などの疑問が聞かれた。そこで、以下では、バランスシート拡大の要因を整理するとともに、これらの疑問に対する日本銀行の考え方を説明することとしたい。

1. バランスシート拡大の諸要因

(10年9月末総資産残高の前年同月比+21.8兆円)

(1) 両建てオペの拡大 (10年9月末売出手形残高の前年同月比+10.8兆円)

本編(.金融政策運営及び金融市場調節手段を巡る動き、1.金融政策運営)で述べたように、日本銀行は、9年秋以降、しばしば長めの資金供給と短めの資金吸収を組み合わせ、金融調節を実施してきた。これは、オーバーナイト金利が金融市場調節方針から乖離してゼロ近傍まで過度に下落することを避けつつ、年末や期末を越えるターム物金利(ユーロ円金利やCD金利)の上昇圧力を抑制し、市場金利全体の安定化を促すためのものであった。その具体的な手段として、日本銀行は、長めの資金供給にはレポ・オペ、TBオペ、CPオペ、買入手形オペ、日々の金融調節のための日銀貸出などを用い、一方、短めの資金吸収にはもっぱら売出手形オペを活用した。

このように、資金吸収サイドで売出手形を創出しながら両建てのオペレーションを実行してきた結果、日本銀行のバランスシートは大幅に拡大した。ちなみに、10年9月までの1年間における日本銀行の総資産残高の増加は、金額的にみれば、こうした両建てのオペレーションの拡大が最大の要因となっている。

(2) 銀行券増発および準備預金積み上げに対応した資金供給の拡大

(10年9月末銀行券発行残高の前年同月比+4.2兆円、同準備預金残高の前年同月比+1.8兆円)

9年秋以降の一部金融機関の経営破綻をきっかけに、金融市場では、預金引き出しの増加に伴う銀行券需要や金融機関の準備預金需要が高まりを

みせ、これが資金需給の逼迫要因として働いた。これに対して日本銀行は、オーバーナイト金利の上昇を抑制するため、国債買い切りオペやその他の手段を用いて、積極的な資金供給を行った。こうしたオペレーションの結果、オーバーナイト金利は金融調節の誘導目標に沿って落ち着きを取り戻した。

一方、日本銀行の勘定経理上は、こうしたオペレーションによって、資産サイドで「国債」などが、また負債サイドで「発行銀行券」および「当座預金（準備預金）」が増加し、バランスシートはこの面からも拡大することとなった。

(3)レポ・オペの経理処理

(10年9月末レポ・オペ残高の前年同月比+5.0兆円)

日本銀行は、金融調節手段を充実させる観点から、9年11月以降新たにレポ・オペ（「金銭を担保とする国債の借入れ」）を開始した。

レポ市場は、欧米の短期金融市場においてもその中核を占めているものであるが、これら欧米市場でのレポ取引の場合、「債券の条件付き売買」ないしは「債券を担保とする資金の貸借」、もしくは、これらに類似した取引として位置づけられている。

一方、わが国では、TB、FB取引を除き債券の譲渡には有価証券取引税が賦課されることとなっているため、「債券の条件付き売買（いわゆる現先売買）」は、コスト負担の大きさのために取引はきわめて低調なものにとどまっている。また、「債券を担保とする金銭の貸借」についても、債券が担保のために譲渡される場合には有価証券取引税が課せられることもあって、実際には取引は成立してこなかった¹。

これに対して、「金銭を担保とする債券の貸借」は、有価証券取引税法上非課税となる「有価証券を目的物とする消費貸借」であるため、有価証券取引税は賦課されない。しかしこの取引も、従来は、担保現金に対する金利担保となる現金に対して、債券の貸し手から借り手に対して支払う金利について上限規制が設けられていたため、ほとんど行われることがなかった。

¹ コール取引のように、債券に質権が設定される場合には、有価証券取引税は課せられない。

もっとも8年になって、担保現金に対する金利についての上限規制が撤廃された結果、債券の貸借ニーズだけでなく、資金の運用・調達ニーズをも取り込むかたちで、取引は急速に伸長した。これがわが国においてレポ取引と呼ばれるものであり、10年9月末の市場残高（債券借入ベース）は44.5兆円に達している。

日本銀行では、こうしたレポ市場の発達を踏まえて、資金の供給手段のひとつとして、9年11月から、「金銭を担保とする国債の借入れ」、すなわち「レポ・オペ」を開始した。その後もレポ・オペを漸次拡大してきた結果、10年9月末現在のレポ・オペ残高は5.0兆円に達している。

以上のように、わが国におけるレポ取引は、「金銭を担保とする債券貸借」という、主要海外市場とは異なる形態をとるものである。また、その会計処理については、貸借の対象となる「債券」（日本銀行のレポ・オペの場合には、その対象とする「国債」）と、担保となる「金銭」について、それぞれ資産、負債の両方に計上している。たとえば日本銀行が行うレポ・オペの場合、日本銀行が国債の借り手となり、オペ相当額の現金を担保として差し入れる立場となるため、資産サイドで、借り入れた国債を額面金額で経理する「保管国債」と、差し入れたオペ相当額の担保現金を経理する「国債借入担保金」の両勘定が増加することとなる。それと同時に、負債サイドでは、額面金額で経理する「借入国債」と、オペ相当額の担保現金を入金する「当座預金」の両勘定が増加する。

このように、一回のレポ取引（レポ・オペ）で、資産サイド、負債サイドのそれぞれ二つの勘定に対象金額が計上される結果、レポ・オペの増加は、日本銀行のバランスシートの拡大を表面上増幅させる効果をもつものである。

	資産	負債
国債の動き：	保管国債	借入国債
資金の動き：	国債借入担保金	当座預金

2．日本銀行の考え方

次にバランスシートの拡大に関して、一部にみられた幾つかの疑問につ

いて日本銀行の考え方を説明したい。

第1に、バランスシートの拡大が過剰流動性の供給を意味するものかどうかという点である。

まず資産増加のかなりの部分は、前述のとおり、負債サイドの売出手形の増加に見合うものである。このことは、レポ・オペ、CPオペ、国債買い切りオペなどによって供給された資金の多くが、売出手形を通じて日本銀行によって再び吸収されていることを意味している。したがって、こうした両建てオペレーションの部分が過剰流動性につながることは考え難い。

また、レポ・オペの二重計上に関しては、技術的なバランスシートの拡大であり、二重計上部分に限って言えば流動性の供給とは関係がない。

こうしたことを踏まえると、ネットでみた市場への資金供給に相当するのは、いわゆるマネタリーベース すなわち流通現金（発行銀行券＋貨幣）と準備預金（当座預金）の増加に相当するものである。この金額は10年9月までの1年間で約6兆円となっており、バランスシート増加分の約4分の1に止まっている。

ただしマネタリーベースの増加額そのものは、歴史的にみれば、かなり大きいものである。これは、前述のとおり、9年秋以降日本銀行が、銀行券需要や準備預金需要の増加に対応しつつ、潤沢に資金供給を行ったことを反映している。言い換えれば、インフレの懸念がみられないもとで、経済情勢の悪化に対応して、日本銀行が思い切った金融緩和を進めてきた結果である。

しかし、金融緩和の程度を示すひとつの指標であるマネーサプライの動向にみられるように、この間流動性過剰といった事態は生じてこなかった。日本銀行は10年9月にさらに一段の金融緩和に踏み切ったが、これはむしろ、マネーサプライの伸びの緩やかさといった点にも着目して実施した措置である。

第2にしばしば聞かれた疑問は、バランスシートの拡大が資産内容の劣化を意味するものかどうかという点である。

しかし日本銀行は、わが国の中央銀行として、財務の健全性を常に確保

するよう慎重な配慮を加えながら、政策運営を行ってきた。

まず、バランスシート拡大に伴う資産増加のかなりの部分は、上述のように、国債買い切りオペ、レポ・オペ、TBオペなどを通じて取得した、国債、ないしは、国債を見合いとする資産である。

民間企業の債務、もしくはこれを見合いとする資産のなかでは、最近ではCPが目立って増加している（10年9月末のCPオペ残高5.6兆円）。

日本銀行がCPオペを実行する際には、あくまで発行企業の信用力等について十分審査を行ったうえで、これをオペの対象としている。また、オペの形式としても、買い入れ対象金融機関（銀行、証券会社等）との間の売り戻し条件付き買い入れ（現先方式）により実施している。したがって、CPオペは、CP発行企業の信用力に買い入れ先の金融機関の信用力を付け加えることによって、二重に安全性が補強されたものである。

10年9月までの1年間で増加した資産のひとつに、いわゆる特融日本銀行法第38条（旧日本銀行法では第25条）に基づく融資がある。ちなみに、9年度後半から10年度前半にかけては、北海道拓殖銀行や山一証券向けの特融実行から、同残高は増加した（10年9月末特融残高2.7兆円＜前年同月比+2.3兆円＞、参考図表2）。

日本銀行は、信用秩序の維持のために必要と認める場合、いわゆる「4原則」に照らして特融実行の是非を判断している²。そのひとつが「財務の健全性維持への十分な配慮」であり、日本銀行は、融資対象金融機関の資産処分による回収資金や預金保険機構の資金援助等を原資とする返済を前提に、あくまで回収可能と判断されるものに対して、特融を実施することとしている。実際にも、これまでに破綻処理が終了した案件では、処理方策が実施された時点で、預金保険機構の資金援助等により、すべて、全額が回収されており、貸し倒れが生じた事例はない。

² 日本銀行は、特融について、以下の4原則が満たされている場合に限り実施することとしている。

システミック・リスクが現実のものとなる恐れがあること。

日本銀行の資金供与が処理方策の策定、実施のために必要不可欠であること。

モラルハザード防止の観点から関係者の責任が十分に明確化されること。

日本銀行自身の財務の健全性維持に十分配慮したものであること。

ただ、特融は多くの場合、無担保で行われるものであるので、回収の不確実性も勘案して、日本銀行は、特融に対して必要な引当金を積むこととしている。

(参考図表2) 日本銀行法第38条(旧日本銀行法第25条)
に基づく貸出残高の推移

(単位：億円)

年 月	月末残高
9年 9月	3,695
10月	3,725
11月	38,215
12月	36,722
10年 1月	34,520
2月	33,566
3月	32,054
4月	29,889
5月	27,609
6月	26,213
7月	26,684
8月	26,311
9月	26,502

以上のように、日本銀行は、与信リスクが伴うことを十分に認識した上で、資産内容が劣化することのないよう、さまざまな配慮を加えながら、政策的要請に応える努力を続けている。これは、仮に一国の中央銀行に対する信認が損なわれると、国全体の信用力が失われ、その国の企業や家計の経済活動にも重大な支障が及ぶことになるからである。

このように、中央銀行にとっては財務の健全性維持が必須の課題であり、日本銀行は、今後とも、この点に細心の注意を払っていく考えである。

2. 金融市場調節に係る事項の決定又は変更

日本銀行では、金融調節の透明性を向上させる観点から、6月12日の金融政策決定会合において、レポ・オペにおけるオペ対象先の選定基準を制定し、公表した。同基準の概要は以下のとおりである（「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」は、「金融調節事項を議事とする会議の実績」の項に掲載）。

まず第一に、レポ・オペ対象先になることを希望している金融機関等（銀行、証券会社、短資業者等）のうち、日本銀行本店の当座預金取引先であること、信用力が十分であること、の2点を満たしていることを要件とした。はオペレーションの円滑かつ機動的な実施を可能とするためのものであり、は日本銀行の財務の健全性を確保するためのもので、一定の自己資本比率を満たすことを条件とした。第二に、これらの要件を満たす先が、日本銀行がオペの円滑な実施のために適当と認める対象先数（レポ・オペの場合には35先）を上回る場合には、レポ市場におけるプレゼンス等を基準に選定を行うこととした。具体的には、レポ市場（「金銭を担保とする国債の貸借市場」をいう。以下同じ）における取引高、レポ市場における取引平均残高、レポ市場における取引先数、レポ・レートに関する市場参加者への情報提供、既往のオペ対象先についてはレポ・オペに対する落札実績、の各項目をあらかじめ定めたウェイトにより点数化し、合計点が高い順にオペ対象先として選定することとした。

また、レポ・オペ対象先に遵守を求める事項として、レポ・オペに積極的に応札すること、正確かつ迅速に事務を処理すること、金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること、の3点を定め、これに著しく反した場合には、日本銀行はその金融機関等をレポ・オペ対象先から除外する等の措置を講ずることができることとした。このほか、レポ・オペ対象先は原則として年1回見直すこととした。

上記選定基準については、オペ結果に関する情報の一段の開示に関する発表と合わせて、6月12日、「マーケット・オペレーションにかかる透明性の向上について」として、以下のとおり公表した。

平成 10 年 6 月 12 日
日本銀行金融市場局

マーケット・オペレーションにかかる透明性の向上について

1 .日本銀行では、円滑で機動的な金融調節の遂行のために、かねてよりマーケット・オペレーションの手法の改善やその内容の開示に努めてきましたが、今般、新日銀法における理念の一つである透明性の向上を実現する上で、更なる改善の余地がないか改めて検討を行いました。その結果、以下のようなかたちで、オペレーション（以下「オペ」といいます。）結果に関する情報の一段の開示や、金銭を担保とする国債の借入（以下「レポ・オペ」といいます。）の対象先の選定基準等の公開を行うこととしました。

2 .見直しの内容

(1)オペ結果に関する情報の一段の開示（詳細は別添 1 参照）

入札方式によるオペの結果に関しては、従来、入札総額、落札総額のみを落札結果通知の際に公表していました。今般、落札総額の決定ルールを公表することとし、今後は落札レート等の情報についても、併せて落札結果通知時に開示することとしました。

(2)レポ・オペ対象先の見直し等（詳細は別添 2 参照）

従来、日本銀行では、オペの対象先について、内部的に定めた一定の要件を満たす先につき希望を確認のうえで対象先としていましたが、今般レポ・オペの対象先選定プロセスについて見直しを図るとともに、その選定基準を公表することとしました。

また、日本銀行では、レポ・オペ対象先の中から、オペの都度オファー先を選定していますが、その具体的な選定方法についても今回公表することとしました。

なお、国債買切、TBおよびCPの各オペについても、上記のような見直しを、今年度末までを目途に今後順次図っていく予定です。

3．日本銀行としては、上記のような措置により、金融調節に対する市場からの理解・信認が一層高まることを期待しています。なお、これらの措置についてご意見がある場合には、別添2にある照会先まで書面でご提出下さい。オペ対象先は今後原則として1年毎に見直しを行うこととしており、寄せられたご意見も参考にして、必要があれば選定基準等につき更に見直しを図って参りたいと考えておりますほか、オペ結果に関する情報開示についても必要に応じ今後も改善を図って参る方針です。

(別添1)

オペレーション結果の開示について

日本銀行では、入札方式で実施する全てのオペレーション(以下「オペ」といいます。)について、その応札総額と落札総額を対外的に公表してきましたが、この度オペの透明性を一段と向上させる見地に立ち、以下の措置を追加的に講ずることとしました(6月16日から実施の予定)。

1．按分レート(または全取りレート)、平均落札レートおよび按分比率の公表

各オペについて、その按分レート(または全取りレート)、平均落札レートおよび按分比率を公表します。なお、ここで按分レート(または全取りレート)、平均落札レート、按分比率とは、以下のものをいいます。

- (1)按分レート...特定の応札レートにおける応札累計額がオファー額を上回った場合に、当該応札レート上の応札額を比例配分し、その結果として、オファー額に近い落札額を創り出す手続きを按分といいます。按分レートとは、按分が行われた当該応札レートをいいます。
- (2)全取りレート...特定の応札レートにおける応札累計額の全額を落札(全取り)した場合の当該応札レートをいいます。

(3)平均落札レート...各々の落札レートを当該レートにおける落札額によって加重平均した数値をいいます。

なお、按分と全取りの使い分けについては、下記の2.で説明します。

(4)按分比率...按分が行われた場合の、按分レートへの応札額に対する落札額の比率をいいます。

2. 落札総額の決定方法の公表

各オペの落札総額は、原則として以下の方法により決定します。

(1) 特定の応札レートにおける応札累計額がオファー額の上下 200 億円以内に含まれる場合は、当該レートにおける応札累計額の全額を落札（全取り）します。但し、オファー額の上下 200 億円以内に複数の応札レートが存在する場合は、オファー額に対してより近接した応札レートにおける応札累計額の全額を落札（全取り）するほか、オファー額の上下 200 億円以内においてオファー額を挟んだ等距離に 2 つの応札レートが存在する場合は、オペの応札者が不利を被ることがないように、オファー額よりも大きい応札累計額の全額を落札（全取り）します。

(2) 特定の応札レートにおける応札累計額がオファー額に対して 200 億円超となる場合は、当該レートにおける応札額を按分して落札総額を決定します。

但し、CP オペについては、券面構成の制約が存在するため、通常の方法で按分額を算出した後、その範囲内で、入札時に連絡を受けた券面で構成可能な 10 億円単位の最大額を当該レートでの落札額とします（この場合、公表する按分比率は券面構成を勘案する前の比率とします）。

(3) 応札総額がオファー額に対して 200 億円を上回る未達を来した場合は、原則として応札総額総てを落札（全取り）します。

なお、このようにして決定された全取りレートまたは按分レートが、その他の応札レートや市場実勢レートから著しく乖離している場合、日本銀行は上記(1)～(3)の原則に対する極く例外的な対応として、これを排除すべく落札総額を調整することがあります。但し、その場合、日本銀行は排除した応札レートを併せて公表します。

(別添2)

レポ・オペ対象先の公募等について

1. レポ・オペ対象先の見直しについて

- 日本銀行では、金銭を担保とする国債の借入(以下「レポ・オペ」といいます。)の対象先について、公募を行い、既存の対象先との入替えを行うこととしました。
- 今回の見直し作業により、レポ・オペ対象先として35先を選定します。日本銀行が、レポ・オペ対象先の数を予め定めているのは、機動的なオペレーション(以下「オペ」といいます。)の実施を可能とすること、および一定先数以上をオファー対象先とする場合、必ずしも日本銀行側の事務負担の増大に見合う応札の増加が期待できないこと、などの事情によるものです。
一方でレポ・オペ対象先につき、これまでの29先から今回35先に増やすこととしたのは、同オペにつき、対象先になりたいとの希望が多く寄せられており、日本銀行としても、これまでの同オペの実績を踏まえると、実務的に対応可能であると判断したためです。
- なお対象先の見直しは、今後も原則として1年毎に行う方針ですが、その際、見直しの基準・手続自体の変更も必要に応じあわせて検討します。但し、現段階では予見できない事情のために、以下の具体的な基準・手続に依拠することが不相当と判断される場合には、極く例外的な措置として、対象先の見直し等を行う場合があります。

2. レポ・オペ対象先見直しに当たっての基本的な考え方

- 日本銀行にとって、オペの目的は、機動的、効率的な金融調節の遂行にあり、そのため日本銀行は、レポ・オペ対象先に以下の役割を期待しています。

日本銀行による国債借入に積極的に応札すること。

正確かつ迅速な事務処理能力を有すること。

金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること。

- 日本銀行では、今回のレポ・オペ対象先の見直しに当たり、オペの目的を十分に達成するためには、レポ・オペ対象先に求められる役割についての理解を前提に広く希望を募り、その中から以下に示す選定基準を満たす先を対象先として選定することが適当と考えました。
- なお、レポ・オペ対象先が上記の役割に著しく違反する場合には、当該先に対して理由を示した上で、オファーの見送り、あるいはレポ・オペ対象先からの除外といった措置を採ることもあり得ます。

3. 具体的なレポ・オペ対象先の選定基準

- 今回のレポ・オペ対象先の選定は、レポ・オペ対象先の役割を理解し、レポ・オペ対象先となることを希望する先のうち、以下の(1)、(2)を満たす先につき、(3)の基準を用いて行います。なお、(1)、(2)を満たす希望先数が35先(レポ・オペ選定先数)以下の場合、(3)の基準による選定は行いません。

(1) 日本銀行本店当座預金取引先である金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社であること。

(2) 一定の自己資本比率を有すること。

- 具体的には、本年3月末時点(但し3月末決算でない金融機関については直近の決算期末)で各業態毎に下記の自己資本比率を有すること。

金融機関：国際統一基準適用先(含む外国銀行)は8%以上、国内基準適用先は4%以上

証券会社：200%以上（但し、外国証券会社で200%に達しない場合、親会社の保証を条件に150%以上とする）

短資会社および証券金融会社：200%以上（自己資本比率は、証券会社に適用される方法に準じて算定する）

（注）・金融機関とは、日本銀行法（平成九年法律第八十九号）第三十七条第一項に規定する金融機関をいう。

・証券会社とは、日本銀行法施行令（平成九年政令第三百八十五号）第十条第一項第二号に規定する証券会社及び同項第四号に規定する外国証券会社をいう。

・証券金融会社とは、日本銀行法施行令第十条第一項第三号に規定する証券金融会社をいう。

・短資会社とは、日本銀行法施行令第十条第一項第五号に規定するものをいう。

(3)現金担保付き国債貸借市場において主要参加者として十分なプレゼンスを有していること。

- 新規希望先（新規にレポ・オペ対象先となることを希望する先）および継続希望先（既存のレポ・オペ対象先のうち継続して同オペの対象先となることを希望する先）には、現金担保付き国債貸借市場において、主要参加者として一定のプレゼンス（以下「市場プレゼンス」といいます。）を確保していることを求めます。日本銀行は、市場プレゼンスを判断するために、新規希望先と継続希望先から以下の計数等の提出を求めます（なお、提出を求める計数の種類等については、日本銀行の判断で次回以降見直しを行うことがあります）。

取引高（平成9年10月～平成10年5月の8ヶ月分）

- 現金担保付き国債貸借取引（以下「レポ取引」といいます。）の新規成約高（額面・約定ベース）。
- 媒介業務による取引分を除く（以下、も同じ）。
- 報告計数は貸借合計とする（以下、も同じ。但し、短資会社、証券金融会社および証券会社のうち所謂B Bにおけるワンタッチスルー型取引は、

片道ベースでの計数を報告する<以下 も同じ>)。

取引残高 (平成 9 年 10 月 ~ 平成 10 年 5 月の 8 ヶ月分)

- レポ取引の取引平残 (額面・受渡ベース)。

取引先数 (平成 9 年 10 月 ~ 平成 10 年 5 月)

- 実際にレポ取引を行ったことのある先数 (同一先との複数回の取引は 1 つとしてカウントして下さい<法人単位・約定ベース>)。

レポ・レートに関する市場参加者への情報提供

- 具体的には、情報ベンダー (国内の市場参加者から提供を受けた、わが国の金融市場に関する情報を、電子情報として利用者に対して提供することを業務とする者をいう。以下同じ。) に対するレポ・レート情報の提供有無、提供頻度および提供内容。

4 . 新規参入先の選定と既存対象先の見直しの具体的な方法 (別紙 1 参照)

- レポ・オペ対象先の選定は、具体的には以下の方法で実施します。なお、別紙 2 の申請書提出先の要望があれば、当該先に対してレポ・オペに係る基本約定書および同細則を貸与します。

(1) オペ先選定基準のうち 3.(1)、(2)を充足する先の確認

新規希望先および継続希望先が 3.(1)、(2)を充足していることを確認し、新規希望先および継続希望先の数 がレポ・オペの選定先数 (35 先) を上回る場合には、以下の手続きにより選定を行います。

(2) 市場プレゼンスの順位付け

新規希望先および継続希望先の市場プレゼンスに係る 3.(3)の各計数等を点数化 (以下「市場プレゼンス評価点」といいます。3.(3) ~ の合計 100 点満点) し、市場プレゼンスを順位付けします。

- 市場プレゼンスに関する各計数 (3.(3) ~) について、それぞれ計数

の小さい方から順位を付し、これを以下の算式で点数化します(3.(3)
取引高：40点満点、同 取引残高：20点満点、同 取引先数：20点満点)。

$$\boxed{(\text{満点}) \times (\text{当該先の順位}) / (\text{希望先数})}$$

- 「レポ・レートに関する市場参加者への情報提供」(3.(3))については、以下の方法で点数化します(満点を20点<ジェネラルレポ・レートに関して15点満点、スペシャルレポ・レートに関して5点満点>とする)。

なお、ジェネラルレポとは、銘柄を指定しないで行われるレポ取引をいいます。また、スペシャルレポとは、銘柄を指定して行われるレポ取引をいいます。

イ.ジェネラルレポ・レートに関して

- (a)平成10年3月2日～6月11日までの期間、いずれかの情報ベンダーに対してジェネラルレポ・レートを、原則として毎営業日提供しているか
毎営業日提供している.....5点
毎営業日提供していない...0点

- (b)(a)で「毎営業日提供している」場合、提供しているレートの態様
オファー・ビッド双方を提供している.....5点
オファー・ビッドのいずれか一方あるいはその他(仲値等)...0点

- (c)(a)で「毎営業日提供している」場合、提供しているレートの期間
複数の期間につき提供.....5点
特定の1期間のみ提供.....0点

ロ.スペシャルレポ・レートに関して

- 平成10年3月2日～6月11日までの期間、いずれかの情報ベンダーに対してスペシャルレポ・レートを、原則として毎営業日提供しているか

毎営業日提供している..... 5 点

毎営業日提供していない... 0 点

(3) 新規参入先の選定

新規希望先については、4.(2)で算定した市場プレゼンス評価点でみて、レポ・オペの選定先数（35 先）の範囲内に入っていれば、新規のレポ・オペ対象先（以下「新規参入先」といいます。）とします。

(4) 入替え先の特定

継続希望先のうち新規参入先との入替えによって対象先から外れる先は、継続希望先について算定した市場プレゼンス評価点（上記の方法で算出、100 点満点）と落札実績評価点（100 点満点）の合計が低い先とします。

- 落札実績評価点とは、継続希望先につき、当該先へのオファー 1 回当りの平均落札額を算出し、これに小さい方から順位を付し、以下の算式で点数化したものをいいます（算定の対象となる落札実績は平成 9 年 11 月から平成 10 年 6 月 8 日オファー分までのレポ・オペとします）。

$$\text{（満点）} \times \text{（当該先の順位）} / \text{（継続希望先数）}$$

- 例えば、4.(3)の結果、新規参入先が 8 先存在する場合、継続希望先のうち市場プレゼンス評価点と落札実績評価点の合計点数の下位 8 先を入替え対象先とします。

但し今回の見直し作業では、レポ・オペの対象先数を現状の 29 先から 35 先に増やしたため、例えば、既存対象先の全てが継続希望先となる場合には、新規参入先数から 6 を引いた先数が入替え対象先の数（上記の例でいえば 2 先）となります（別紙 1 参照）。

5. オファー対象先の考え方（別紙 1 参照）

- 日本銀行では、上記過程で選定したレポ・オペ対象先に対してレポ・オペを

実施していきますが、毎回のオペ・オファーに当たっては、「輪番方式」を採用します。これは、新しいレポ・オペ対象先につき算定した市場プレゼンス評価点（4. (2)の方法で算出、100点満点）に、落札実績評価点（4. (4)で算出したもの。但し、新規参入先の点数はゼロ点とする。100点満点）を加えた点数を基に、レポ・オペ対象先を予め「常時オファー先」と「輪番オファー先」に分類し、毎回のオペを実施する際には、原則として両者を組み合わせてオファーを行う方式です。

日本銀行がこうした方式を採用することとしたのは、レポ・オペ対象先になりたいとの希望が多く寄せられている中、レポ・オペの事務処理が可能な範囲で、できるだけ多くの先にレポ・オペ対象先となる機会を提供するため輪番オファー先を設けると同時に、レポ・オペの安定的な応札を確保する観点から、市場プレゼンスや過去の落札実績から積極的な応札が期待される先を常時オファー先とすることが適当と判断したためです。

- 常時オファー先は上記点数の上位 25 先、輪番オファー先は残りの 10 先とし、レポ・オペ 1 回当たりのオファー先数は、30 先を想定しています（従って、輪番オファー先は 2 回に 1 回の頻度でオファーされます）。

6. 今回のレポ・オペ対象先の見直し手続き

- 今回のレポ・オペ対象先の見直しは、以下の手順で行います。

(1) 申請書の受付（平成 10 年 7 月 3 日午後 5 時締切）

新規希望先および継続希望先は、日本銀行金融市場局長宛に「レポ・オペ対象先選定に係る申請書」（別紙 2 書式）を提出して下さい。

(2) 計数等の提出

申請書には、市場プレゼンス算定の基準となる計数等を記入した資料（別紙 2 書式の別添）を添付して下さい。

(3) オペ先選定結果の連絡

日本銀行は、申請書受付締切後速やかに各申請書提出先をレポ・オペ対象先とするか否かを検討し、7月中旬を目処に結果（レポ・オペ対象先の名称、および各対象先の「常時オファー先」、「輪番オファー先」の別）を公表します。

- なお申請書提出先から要望があれば、選定の結果対象先となったか否かを問わず、当該要望先に対して、その先の評価点（市場プレゼンス評価点、落札実績評価点、および両評価点の合計）と評価点（同）の全申請書提出先の中での順位について、個別に照会に応じることとします。

7. 照会先（略）

なお、別紙1および別紙2は掲載略。