

(99 年 1 月 19 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 1 月 19 日 (9:01 ~ 12:12、13:03 ~ 15:34)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総 裁) (注)

藤原作弥 (副 総 裁)

山口 泰 (")

後藤康夫 (審議委員)

武富 将 (")

三木利夫 (")

中原伸之 (")

篠塚英子 (")

植田和男 (")

(注) 速水委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:01 ~ 9:17 の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第 16 条第 5 項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 武藤敏郎 大臣官房総務審議官 (9:01 ~ 15:34)

経済企画庁 新保生二 調査局長 (10:33 ~ 15:34)

(執行部からの報告者)

理事 黒田 巖

理事 松島正之

理事 永田俊一

金融市場局長 山下 泉

国際局長 村上 堯

調査統計局長 村山昇作

調査統計局 早川英男

企画室参事(企画第 1 課長) 山本謙三

(事務局)

政策委員会室長 小池光一

政策委員会室調査役 飛田正太郎

企画室調査役 門間一夫

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（12月15日）で決定された方針（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）にしたがって運営した。この結果、1月15日に終わる積み期間（12月16日～1月15日）におけるオーバーナイト・レートは、加重平均で0.25%となった。今積み期間も、最初の営業日である昨日（1月18日）は、0.23%と落ち着いてスタートした。

この間の動きをやや具体的にみると、オーバーナイト・レートは、年末日の12月30日にはやや強含んだが、日本銀行の積極的な資金供給もあって、加重平均は0.32%と、年末日としては落ち着いた水準となった。年明け直後も、年末越えターム物資金の期落ち集中が意識される中で、レートに上昇圧力がかかりやすい地合いにあったため、日本銀行は多めに資金を供給して市場の安定に努めた。逆に、それ以降は、それまでにおける準備預金の積み進捗を反映して、レートは弱含み基調で推移した。

ターム物金利を3か月物でみると、年度末越え取引となったことを反映してやや上昇しているが、そうした年度末要因を割り引いてみれば落ち着いた動きとなっている。市場が意外なほど平静を保っているのは、本年度末までに総額約6兆円と報じられている公的資本注入が確実視されていることや、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける姿勢が好感されていること、などによるものとみられる。

もっとも、公的資本注入の条件等を巡り不透明感が残っていること、ブラジル等海外情勢が不安定なこと、などを勘案すると、現在落ち着いている短期金融市場も、年度末にかけて逼迫感を強める可能性があることは否定できないため、注意深くみていく必要がある。

なお、11月に決定した「企業金融支援のための臨時貸出制度」の第2回貸付を、明日（1月20日）実行する。金融機関の10～12月中貸出増加額から決まる借入枠は4兆円強に達したが、金融市場が小

康状態にあることなどから、実際の貸付申し込み額は、すでに実施した第1回分との合計でも1兆円強にとどまっている。この結果、借入枠は約3兆円が未使用の状態になっているが、それはそれで、年度末にかけて万が一市場の逼迫感が強まるような場合にクレジット・ラインとして使えるため、金融機関に安心感を与える機能を果たしている。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、昨年末から1月上旬にかけては、わが国長期金利の上昇、中南米情勢の不安増大、日米貿易摩擦問題の悪化懸念、などを受けて急速にドル安・円高が進行した。その結果、1月11日には一時108円台と、約2年半振りの円高水準となった。もっとも、その後は、12日の東京市場でドル買い・円売り介入が実施されたとの報道、中南米通貨不安のアジアへの波及懸念、ルービン米財務長官の強いドルへの支持を示唆する発言、などを背景に円が下落し、最近では114円を挟む動きとなっている。

新通貨ユーロへの移行はスムーズに行われ、ユーロの対米ドル相場は、中南米問題の影響もあって、底固く推移している。この関連で、ドイツやフランスの国債が買われており、両国とも、国債利回りが戦後のボトムを更新している。

この間、ブラジル・レアルは、軟調に推移していたが、ブラジル通貨当局は1月13日、レアルを切り下げ、かつ許容変動範囲を拡大した。さらに15日には、許容変動範囲そのものを撤廃することが表明され、レアルは18日から変動相場制に移行した。他の中南米通貨やアジア通貨に対する影響を懸念する声もあるが、今のところ市場は平静である。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済をみると、株価が高水準を続けていることなどを背景に、家計支出が引き続き堅調である。労働需給はタイトであるが、労働コストの上昇はモダレートなものにとどまっている。今後のリスクとしては、株価が下落して家計支出に悪影響を与える可能性、

輸出が減少して設備投資等を一段と抑制していく可能性、金融資本市場でリスク・プレミアムが再び拡大する可能性、などが挙げられる。ただ、これまでのところこうしたリスクの顕在化は避けられており、景気減速のテンポは一頃懸念されていたほど急速なものとはならないように窺われる。

この間、中国では、地方政府が営むノンバンクである各地の投資会社が、資金繰り問題に直面している。広東国際信託投資会社の債務超過が明らかになったのをはじめ、いくつかの投資公司以、返済遅延ないしその懸念が生じている。今のところ、同国の株価や通貨は落ち着いているが、同国に対する海外投資家のスタンスが慎重化するのとは避けられず、その動向と影響に注意を払っていく必要がある。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資が大幅に減少しているほか、個人消費や住宅投資も低調にとどまっている。一方で、純輸出が緩やかながらも増加基調を続ける中で、公共投資は増勢を示している。こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を背景に、生産の減少テンポは緩やかなものとなっている。この結果、企業の業況感も悪化傾向を続けてはいるが、そのテンポは幾分鈍化してきている。この間、物価は、全般に軟調に推移している。

このように、経済情勢は依然として悪化を続けているが、そのテンポは和らいできている。しかし、企業収益が引き続き減益基調にあるほか、年度末にかけての資金確保への不安感がなお払拭し切れていない状況のもとで、企業は支出活動を抑制している。また、家計支出は、一部に幾分明るい材料もみられるが、雇用の減少や賃金の低下が続くなど所得環境が厳しさを増すもとで、全体としては、低調を脱していない。以上のことから、民間需要の低迷基調に変化は窺われぬ。

先行きについては、当面、公共投資が経済を下支えしていくと予想されるほか、所得税・法人税などの減税実施も、ある程度の景気下支え効果を持つと考えられる。ただ、上記のような企業や家計の

所得環境を考慮すると、これらが民間需要を喚起する効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。すなわち、当面、設備投資の減少に歯止めがかからないと考えられるほか、雇用環境も厳しい状態を続ける公算が大きい。さらに、長期金利の上昇や円高の進行も、これが持続すれば企業収益に悪影響を及ぼす恐れがある。

物価下落が持続することの影響についても、引き続き注意を払う必要がある。需給ギャップが縮小する展望に乏しく、円高の影響も考えると、来年度入り後、物価は全般に下落テンポが徐々に速まっていくと見込まれる。この結果、民間のデフレ予想が次第に強まり、実質金利の上昇が経済活動に悪影響を及ぼすリスクがあることを念頭に置く必要がある。

(2) 金融情勢

金融市況をみると、3か月物のジャパン・プレミアムやユーロ円金利は、年度末越え取引となったことに伴い幾分強含んだが、1年前の同時期や昨年9月末に向かう時期に比べれば、低い水準で、総じて落ち着いた動きとなっている。このように短期金融市場が落ち着いている背景としては、邦銀の年末越え外貨調達問題が終息したこと、国際金融不安が後退したこと、大手銀行に対する公的資本注入が確実にできてきたこと、などが挙げられる。

一方、長期国債の流通利回りは、11月下旬以降、景気悪化テンポが和らいできたことなどをきっかけに反発した。その後、12月中旬以降も、99年度の国債発行が多額にのぼるとの報道等を受けて、上昇テンポが加速した。こうした長期金利上昇要因の可能性としては、

市場では「国債の需給悪化懸念」を指摘する見方が多いが、景況観の好転、財政赤字の拡大に伴う将来のインフレ・リスクについての懸念の高まり、安全性への逃避 (flight to quality) の巻き戻し、といった点などが考えられる。もっとも、これらの要因によっても、とりわけ12月中旬以降の国債利回りの上昇は、十分には説明し切れないように思われる。これがどのような水準に落ち着いていくか、注意深くみていく必要がある。

企業金融の逼迫感は、一頃に比べて幾分和らいできているように窺われる。その背景として、資金需要面をみると、設備投資の大幅減少などを背景に、実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けてい

ることが挙げられる。一方、資金供給サイドでは、民間銀行は、基本的に慎重な融資姿勢を維持しつつも、信用保証制度の活用については積極的に取り組んできている。こうした信用保証制度の拡充や日本銀行によるオペ・貸出面の措置が、企業金融によい影響を与えているものとみられる。また、信用保証の増加や財政支出の拡大等から、このところ企業倒産の増加傾向にも歯止めがかかってきている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状については、概ね執行部の報告どおり、景気の悪化テンポが和らぎ、局面としては底這い圏内にあるのではないかとの見方が、多くの委員から述べられた。そうした判断の根拠として、公共投資が増加していること、10～12月の個人消費が若干ながら持ち直したとみられること、生産が下げ止まってきていること、企業金融面での逼迫感が一頃に比べて薄れてきたこと、などが挙げられた。また、何人かの委員から、住宅投資についても、金利の先高感や、これから出てくる住宅減税の効果などを考えると、底を打ったのではないかとの見解が示された。

しかし、企業収益や雇用・所得環境が非常に厳しく、企業や家計のコンフィデンスは引き続き弱いこと、したがって依然として先が見えない状況が続いているという点で、多くの委員の認識はほぼ一致していた。また、昨年末頃からの長期金利上昇や円高について、多くの委員が、潜在的なリスク・ファクターとの位置づけで言及し、こうしたリスクが増した分だけ、前回会合における判断を若干下方修正した委員もいた。

とくに、ある委員は、長期金利上昇および円高の悪影響を重くみて、景気が既に再下降の兆しをみせ始めていることを強調した。すなわち、その委員からは、景気動向指数の一致指数は9月に一旦上方へ向かったが、10月、11月と再び低下して8月の水準を下回ったとの指摘があり、上下いずれかへの分岐点と思われる状況の中で、下方へ向かう可能性が高まったことを示唆するものとの見解が示された。

(2) 金融面の動き

金融市況面については、短期金融市場は小康状態にあるとの見方で概ね一致していた一方、12月頃から進行してきた長期金利上昇と円高が、議論の焦点となった。

まず、長期金利（長期国債流通利回り）については、多くの委員から、やや長い目でみれば景気の実勢を反映して決まるという基本的な考え方が指摘され、大幅に上昇した水準からこのところやや軟化してきているのは、そうした考え方と整合的であるとの認識が述べられた。そのうちの一人からは、みずからの景気判断に照らすと、長期金利はなお幾分低下する余地があるとの見方が示された。別の委員からも、民間資金需要の弱さを踏まえると、長期金利はもう少し低下してよいとの見解が述べられた。また、仮に現在の長期金利が景気に悪影響を与えるようなものであれば、そうした長期金利の水準自体が市場で長続きしないのではないかといった意見もあった。

ただ、昨年秋頃における長期金利のきわめて低い水準は、おそらくは「安全性への逃避」もあって、さすがに行き過ぎたものであったとの指摘も多かった。そうした指摘を行った委員のなかには、長期金利のリバウンドそのものは言わばバブルからの正常化の過程とみるべきとか、現在の水準は必ずしも高過ぎるとは言い切れないとの意見もあった。

こうした経済ファンダメンタルズから長期金利を評価する一つの考え方として、ある委員は、「日本銀行調査月報（98年6月）」に掲載されている長期金利関数をもとにして見解を述べた。この関数は、コールレートや物価上昇率、生産動向等を説明変数に用いたものであるが、その委員からは、同関数に最近のデータを当てはめれば長期金利の推計値は1%台前半になり、実績値とのギャップは小さいとの分析結果が紹介された。そのインプリケーションとして、同じ委員から、現在のような物価、生産動向等が続く限り、長期金利が暫くの間少なくとも上昇しないことと整合的であること、しかし昨年秋の1%を切る水準はさすがに低下し過ぎであったこと、などが指摘された。さらに後者の点について、金融機関が手持ちの資金を貸出に回さずに、安全性の高い国債を積極的に購入していた可能性がかなり高いとの見解が示された。

一方、長期金利が景気実勢だけでは説明できないとみられる上昇を示したことの意味を、とくに財政赤字との関係で、警戒的に受け

止める発言もあった。すなわち、ある委員からは、国債増発懸念等を背景に、国債保有に関する何らかのリスク・プレミアムが、市場において基本的に変化してしまった可能性があるとの見解が示された。別の委員からは、公的年金債務や金融再生関連の偶発債務等まで勘案すれば、政府債務残高は相当な高水準に達しつつあるとの暫定的な試算を示した。そのうえで、そうした財政状況のもとでは、将来どこかの時点でインフレ的な政策が採られることを市場が予想する結果、長期金利に上昇圧力がかけやすくなっている可能性があるとの見解が述べられた。

こうした点にとりわけ大きな懸念を抱く別の一人の委員からは、最近の長期金利上昇は、財政政策の限界に対する、いわば「債券市場の反乱」と受け止めるべきであり、長期金利は90年からの低下局面を終えて、昨年末から長い目でみて上昇局面に入ったとの見方が示された。さらにその委員からは、政策当局者の発言等ちょっとしたきっかけで、長期金利が急上昇するリスクに注意する必要があることが述べられた。

為替相場については、日本経済のファンダメンタルズから乖離して推移することがないかどうかについて、長期金利の場合よりも、警戒的にみておく必要があるとの認識が少なくなかった。すなわち、何人かの委員から、最近の円高は、新通貨ユーロの登場や、中南米諸国を巡る不透明感など、様々な要因が複雑に絡み合ってもたらされており、日本経済の動きだけでは理解しにくくなっているとの見方が示された。また、別の委員は、最近の円高の要因として、ドルやユーロには金利低下余地がある一方、日本の長期金利が上昇していることや、米国の株価や経済の先行き、さらには来年春からの米国大統領選挙に向けて日米貿易摩擦が高まる懸念等を挙げた。

なお、ドル、ユーロ、円の3通貨の関係を安定化させようとする構想が報じられている点について、ある委員から、各国間における金融政策の独立性にかかわる問題でもあるので、議論の成り行きに注目する必要があるとの指摘があった。

銀行貸出および企業金融については、銀行に対する公的資本注入の検討が進んでいることや、拡充された信用保証制度が活発に利用されていることなどから、一頃のような逼迫感が薄れて小康状態にあるという点で、委員の認識は概ね共通であった。企業金融面からの景気に対するリスクが、若干和らいでいることを示唆する現象の

ひとつとして、企業倒産が幾分減少していることを指摘する委員もいた。

(3) 景気の先行き

景気の先行きをみるうえで、焦点となったのは、これまで打たれた各種の政策の効果と、民間需要の内生的な回復力の弱さとのバランスであった。討議の結果、当面は、公共投資が経済を下支えしていくが、民間需要の弱さや海外経済のリスク等を勘案すると、景気が回復していく展望を現時点で描くのは難しいというのが、大勢の意見となった。

公共投資については、ある委員から、昨秋策定された緊急経済対策の分が、今後4～6月にかなり集中して出てくるとみられるため、工事量は高水準のまま、99年度当初予算分につながっていくとの見通しが示された。他の委員も、公共投資が、当面の経済を下支えしていく柱になるという認識は、ほぼ共通であった。もっとも、ある委員からは、99年度全体でみると、補正予算が組まれない限り、公共投資と減税を併せた追加的な刺激効果は、98年度を下回る可能性があるとの見方が示された。

民間需要のうち、まず、設備投資については、本格的な調整過程にあるとか、先行指標の動きが弱いといった指摘が相次ぎ、暫くの間は大幅な減少が続く可能性が高いという点で、委員の見解は概ね一致していた。そのうちのある委員からは、名目設備投資の対GDP比率が米国とほぼ同程度のレベルにまで低下するとの見方が示された。

そこで、家計支出をどうみるかが、一つのポイントになった。まず、個人消費について、何人かの委員が、昨秋以降、若干持ち直しの動きがみられることに言及した。しかし、そうした委員も含めて、雇用・所得環境がさらに厳しくなるとみられることや、新製品など消費者の購買意欲を刺激するような供給側の変化もそれほど広がっているわけではないことを踏まえると、先行き個人消費が本格的に上向いていくとは考えにくいとの見方が大勢であった。

住宅投資については、最近の住宅金融公庫融資申込状況や、時限性のある住宅減税の効果などを根拠に、複数の委員から先行きに期待をかける発言があった。しかし、それらの委員も含め、やはり雇用・所得環境の厳しさなどが制約になるとの認識が強かった。年金

問題をはじめとする将来への不安、一部の層における住宅ローン返済負担などが、家計部門主導型の景気回復を難しくする要因になっているとの見方もあった。

以上のような民間経済活動の源泉となるのは企業収益であるが、その企業収益については、悪化を懸念する声が支配的であった。すなわち、既に減益基調が強まっているところへ、最近の円高、長期金利上昇、株安、といった金融市場からの影響も加わり、企業収益はかなり厳しくなってきたとの懸念が、多くの委員から示された。その中には、地価・物価の下落傾向が、企業の債務負担をさらに強める方向に働いていることを指摘する委員もいた。また別の委員は、企業の含み益が土地、株式、債券といったあらゆる資産に関して底をつきつつある中で、以上のような減益圧力が表面化する3月決算とその影響について、かなりの危機感を込めた発言を行った。

円高が实体经济に与える影響については、一部の委員から、交易条件の改善やアジア諸国からの輸入の拡大など、ポジティブな側面への言及もみられた。しかし、ほとんどの委員は、上記の企業収益面を中心に、現下の経済情勢においてはマイナスの影響が心配されるとの見方であった。この点、例えばある委員から、多くの企業は120円台の相場水準を事業計画の前提としてきているため、110円を超える円高になるとかなりのダメージがあるとの見解が示された。また、別の委員は、90年代だけでも不況下の円高を2度経験した事実を振り返りつつ、為替相場がある臨界点を超えて円高になると、一段の経済調整のトリガーになるリスクを指摘した。

この間、金融機関の与信行動の面からも、民間需要を押し上げる力が生じる展望は拓けていないといった指摘も少なくなかった。すなわち、ある委員は、企業金融の逼迫感が一頃より薄れてきていることに言及しつつも、銀行に対する公的資本注入が年度末までにどのように具体化されていき、それが企業金融全般にどのような影響を与えていくのかについては、依然として不確実な面が大きいとの見解を述べた。別の委員からも、公的資本の注入によって、銀行の与信行動を通じて極端なデフレ圧力がかかるという状況はある程度緩和されようが、銀行部門から経済に対して前向きの力が働き始めるまでにはなお相当の時間がかかるとの見方が示された。また、仮に長期金利が高止まりするような場合、その悪影響は、どのみちストック調整を続けざるをえない設備投資に直接現れるのではなく、

金融機関の収益が圧迫されるルートを通じて出てくるのではないかとの見解を示した委員もいた。

結局、以上のような公的需要と民間経済の強弱を考え併せると、景気が回復に向かう展望は現時点では持ち難いという点で、委員の認識は概ね共通であった。ある委員は、99年度の日本経済は、公共投資の下支えに加えて、仮に個人消費や住宅投資が若干プラスになるとしても、これらが全て設備投資のマイナスで打ち消されてしまうとみられるため、輸出の減少が加わるとプラス成長はきわめて厳しくなるのではないかとの見解を示した。

そうしたなかで、とりわけ厳しい見方を示したある委員からは、3月決算をきっかけに、大型の企業倒産の発生や、生命保険会社を含めた金融セクターの一段の弱まりなどによって、日本経済は本年前半に非常に難しい局面を迎えるのではないかとの指摘があった。その委員からは、8か月先行系列、11か月先行系列のいずれでもまだ転換点に達していないため、本年7～10月頃までに景気が上向きに転じる可能性はきわめて低いとの発言もあった。さらに、同じ委員からは、失業率の日米逆転について言及があり、最悪の場合には、株価（日経平均とニューヨーク・ダウの比較）および長期金利についても日米の逆転が起こりうるとの懸念が示された。

さらに、ダウンサイド・リスクとして、輸出の先行きに対する慎重な見方が少なくなかった。ある委員は、現在の生産は輸出によって何とか持ちこたえているとの認識を示したうえで、先進国市場における貿易摩擦懸念、エマージング諸国市場の不安定性、最近の円高、といった要素を考えると、99年度の輸出は減少が避けられないとの見通しを述べた。

別の委員は、米国経済は株価依存の危険な状態にあるため、このまま好調が持続する可能性がある一方で、一旦落ち始めるとハードランディングになる可能性が高いとの見解を述べ、その日本経済への影響に懸念を示した。もう一人の委員も、ほぼ同様の趣旨で、米国経済の先行き予測が二極化してきていることを指摘した。さらにその委員は、そうした不確実性の存在自体が、ドル安・円高を通じて、既に日本に影響を及ぼし始めているのではないかとの見方を述べた。

一方、景気が回復に向かうメカニズムとして、どのような可能性が考えられるかについて、ある委員から二つの注目点が述べられた。

一つは、経済が本来的に持つダイナミズムに関するもので、その委員からは、仮に景気が底を打つ局面が実際に生じてくると、それが企業や家計の期待変化を通じて次の新しい動きを呼び起こしていく、という可能性が指摘された。第二点として同じ委員から挙げられたのは、銀行への公的資本注入が不良債権処理を加速させ、その裏側で企業の債務負担が企業の再編を伴いながら軽減されていく道筋であった。この二つ目の注目点について、その委員は、短期的にはかえってデフレ圧力を強める惧れがあることに留意しつつも、中期的なプラスの展望が市場で評価されて、そのこと自体が経済に好影響を与えていく可能性を指摘した。

上記委員の指摘に関連する企業部門の構造改革については、多くの委員が様々な視点から、活発に意見を述べ合った。

ある委員からは、3月決算がきわめて厳しいものになると予想される中で、銀行に対する公的資本注入が進んでいくことは、金融・産業両面における大規模な再編成を促すきっかけになる可能性があるとの考えが示された。企業業績が構造改革へのきっかけになるという点には、他にも複数の委員が同調した。そのうちの一人からは、企業経営者自身の中に、「創造的破壊」への意識、すなわち大掛かりな手を打っていかなければ立ち上がれないという危機感が芽生えてきたことを、期待を持って注目している旨の発言があった。

日本経済に存在する需給ギャップの視点からは、現在の大幅な需給ギャップを、公共投資等の総需要政策だけで埋めていくことは到底困難であるとの見方が、ある委員から示された。そのうえで、同じ委員から、企業が新製品開発や技術開発により需要を掘り起こしていくことが期待されるほか、一時的にさらに雇用を悪化させるといった副作用はあっても、設備廃棄等の構造調整といったサプライサイドの対応によって国際競争力の強化が図られていくことが必要、との指摘があった。

産業構造の視点からの意見もあった。すなわち、ある委員から、日本経済のうちニュージャパン（新規産業）の部分は現在でもかなりの成長をしているが、オールドジャパン（従来型産業）のウェイトがなお高いために、全体ではマイナス成長になっているとの認識が示された。そのうえで、同じ委員から、公共投資中心の政策を続けていく限り、オールドジャパンが温存される危険もあるので、ニュージャパンを拡大していく方策を考えていく必要があるとの意見が述べられた。

これらの意見に関連して、もうひとりの委員は、ミクロ（＝各企業）のリストラはマクロの有効需要をさらに低下させる面もあることなどから、リストラと景気回復の関係はそれほど単純ではないとの認識を示した。それでもやはりその委員は、旧来の生産活動を整理していくことで新しい生産活動や技術開発へのエネルギーが湧いてくる可能性、賃金の低下が生産コストの面から企業活動の拡大を促していく可能性、これらを株式市場がプラスに評価していく可能性などを指摘し、若干の留保を付けつつも、政策の重点を単なるマクロ総需要政策から、資源再配分を促進する産業政策に移していく必要性を述べた。

さらに別の委員からは、そうした資源再配分政策の一環として、雇用政策を抜本的に見直すべきとの見解が示された。その委員は、能力開発を含めて失業者の再就業を支援するため、OECDが提唱している「アクティブ・レーバー・マーケット・ポリシー」が重要であるとの指摘を行ったうえで、それに関連する政府支出のGDP比率がわが国はG7諸国中最低である現状を紹介し、それを変えていく必要性を強調した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

何人かの委員から、大規模な財政拡張等によって経済全体の悪化にある程度歯止めがかかりつつある状況や、公的資本注入の検討が進み、年度末の企業金融にも昨年末のような逼迫感がみられない情勢を踏まえると、現時点で金融緩和スタンスをさらに強める必要はないとの見解が示された。そのうち一人は、昨年夏はロシア危機が国際金融市場全般にかなりのインパクトを及ぼしたが、現在の中南米情勢が市場に与えている影響はモダレートなものにとどまっていると述べて、海外リスクについて、昨年9月に金融緩和措置に踏み切った局面との相違を指摘した。また、複数の委員からは、追加的な金融緩和といってもその余地は小さいので、そうした僅かな政策変更が持つ意味については慎重に考えたいという趣旨の意見も出された。

ただ、景気回復の展望が描けず、金融面での不安定要素にもなお

留意する必要があること、さらには海外経済や長期金利上昇・円高等に起因するリスクが存在することを踏まえると、現在の金融緩和スタンスを堅持し、企業金融支援のためのオペ・貸出面の措置を用いながら、引き続き潤沢な流動性の供給を行っていく必要があるという点で、多くの委員は共通の認識であった。そのうちのある委員は、経済情勢からみて実質金利はなお高いため、名目金利の引き下げ余地が十分にある局面であるならば引き下げてもよいような状況であるとの見解を述べ、少なくとも現状程度の金融緩和が不可欠である点を強調した。

最近の長期金利上昇を、金融政策面でどのように考えていくかという点についても、討議が行われた。

ある委員から、これまでも不況下で長期金利が上昇し、それに伴って円高や株安が生じるといった経験が何回かあるので、今回も、長期金利の動きは、政策運営上、十分に注意していく必要があるとの発言があった。

この点に関連しては、日本銀行による国債引き受け論議や、国債買い切りオペに対する基本的な考え方が、重要な論点になった。

日本銀行による国債引き受けについては、ある委員から、財政法によって禁止されているのはきちんとした理由があつてのことである点が指摘され、中央銀行の信認を損ない財政規律の喪失につながるものとして、明確に否定された。こうした認識は、他の委員も同じであった。

また、国債買い切りオペについても、長期金利へ働きかけるという明確な意図を持って、これを積極化させていくといったような政策対応には、相次いで否定的な意見が述べられた。すなわち、日本銀行が国債をどんどん購入していくと、それが市場で財政赤字のマネタイズと受け止められて財政規律の喪失や格付低下などの連想を生み、長期金利にかえって上昇圧力がかかってしまうリスクがあることを、多くの委員が異口同音に述べた。

こうした点を踏まえて、何人かの委員が、国債買い切りオペを、やや長い目で均した銀行券の増発トレンドと整合的に行っていく、という基本的な考え方から逸脱して積極化させることには慎重であるべきという点を強調した。ただ、同時に、それらの委員は、銀行券の伸び率は目先低下する可能性が高いが、そうした銀行券の短期的な変動に併せてオペ額を機械的に減額することは、市場から無用

の誤解を招くリスクがあるため、現状の月間 4 千億円程度のペースを維持するのが適当との認識であった。

より一般的に、長期金利を中央銀行だけでコントロールしようとするには、もともと無理があるとの指摘を行う委員もいた。結局、長期金利との関係においても、金融政策面では、短期金融市場の安定確保に努めることが重要との認識が、多くの委員に共有された。

さらに、デフレ・スパイラルのリスクとの関係でも、意見の交換が行われた。複数の委員から、現時点で物価の下落が必ずしも加速しているわけではないが、今後企業のリストラが進んでいくことなどを考えると、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクは完全には払拭できず、その点についての認識を強めておくべきとの見解が示された。

ただ、仮にそうしたデフレ・リスクが強まってきた場合に、金融政策によってデフレを確実に食い止められるかという点については、明確な結論には至らなかった。ある委員は、ひとつのオプションは量的緩和論であるとの見解を示しつつも、同時に、企業の期待インフレ率が高まる前に債券市場のみが先に反応して名目長期金利が上がってしまう可能性はないか、短期金利がすでにゼロに近いときに追加的な量の増大をどこまで実現できるか、量を増やすとして国債買い切りオペを用いた場合と他の手段を用いた場合で影響が異なるか、といった直ちには明快な答が出せない問題が数多く存在することを指摘した。

別の委員は、現在の物価下落傾向は、需要が少ないという問題だけではなく、供給力の過剰や、さらにはエマージング諸国を中心とした世界的な規模での供給構造の変化もあって生じているとの認識を述べ、そうした性格の物価変動に対して、目標値を決めて金融政策だけで対応していこうとしても、おのずから限界があるとの見解を示した。

以上の点を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、デフレ圧力が高まる可能性も政策的視野に入れつつ、現状の思い切った金融緩和スタンスを継続することが適当である、との意見が多数を占めた。

こうした多数意見の中にあって、ある委員から、9月の金融緩和

の効果は基本的には金融機関の支援にとどまっており、金融システムに対するセーフティネットが構築された現在、そうした金利面からの支援を続ける必要はないとの意見が述べられた。さらに、その委員は、金利は金融機関の経営だけではなく、年金、保険等様々なルートを通じて国民生活全般に影響していること、設備投資が減退している現状では、当面景気が回復するとすれば、まずは家計のコンフィデンス回復が必要であること、といった観点を金融政策運営においても十分考慮すべきとの主張を行った。

他方、もう一人の委員は、円高と長期金利上昇によって情勢が一段と悪化しており、1～3月、遅くとも4～6月には危機的な状況が到来するとみられること、大幅な需給ギャップや円高を背景に、物価の下落が99年度入り後加速するとみられること、財政政策の追加的な発動余地がきわめて限られてきたため、金融政策面で早めに対応しておく必要があること、欧州、中南米を含め世界経済のリスクが大きいこと、米国が好調なうちにわが国の景気回復を図る必要があること、という理由から、金融緩和スタンスを一段と強め、コールレートの誘導目標を0.10%前後まで引き下げることを提案した。また、その委員は、デフレ防止にかける日本銀行としての決意を示すべきとの立場から、消費者物価の中期的な上昇率を1%消費物価指数のバイアスを除いた実勢ではゼロとみられる上昇率に引き上げる意図を、金融市場調節方針の中に明記することを提案した。

こうした提案に対し、ある委員は、これまでの討議において、長期金利はやや落ち着きを取り戻しつつあるとの意見を述べた委員が少なくなかったこと、緊急経済対策がこれから本格的に発動されるといえるときに、財政政策は既に手詰まりという捉え方は適当とは思われないことを指摘し、提案の妥当性に疑問を示した。しかしながら、この提案を行った委員は、長期金利は97年4月以来の低下トレンドから上昇局面に転じているため、今後多少のコレクションはあっても1.5%程度が下限で、むしろ昨年12月のピーク(2%強)を超えて上昇していくとみられること、そうした長期金利の上昇によってこれから出てくる緊急経済対策の効果はかなり相殺されてしまうこと、といった考えを主張した。

また、もう一人の委員からは、0.10%前後までコールレートを引き下げるといふことと、消費者物価上昇率を1%程度に引き上げ

るといふこととの間に、整合的な因果関係は存在するのか、物価指数に数値目標を定めるのであれば、どのような物価指数を用いるか、どのぐらいの期間で目標を達成すべきかなどについて、十分に吟味する必要があるのではないかと、といった疑問が投げかけられた。これに対し、この提案を行った委員は、差し当たりコールレートを0.1%まで引き下げてみて、それが物価に与える影響をウォッチし、不十分であればさらに量的緩和に踏み切るといふ段階的な政策運営を念頭においていること、消費者物価が最もわかりやすい物価指標であること、どの程度の期間で目標を達成できるかはわからないので、「中期的に」、あるいは「達成できるまで」、金融緩和を続けるという趣旨であること、などの説明があった。

政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。大蔵省からの出席者は以下のような発言を行った。

景気は、低迷状態が長引いており、きわめて厳しい状況にある。こうした認識のもと、98年度第3次補正予算の円滑かつ迅速な執行を中心に、昨年秋にとりまとめた緊急経済対策を着実に実施してまいりたい。また、99年度予算案については、98年度第3次補正予算と一体的に捉え、年度末から年度初めにかけて施策を切れ目なく実施すべく、15か月予算という考え方に立って編成し、本日国会に提出した。99年度予算案は、積極的な公共投資の拡大をはじめ、国、地方合わせて平年度ベース9兆円超の減税を盛り込むなど、当面の景気回復に全力を尽くす内容となっている。

この結果、99年度の公債依存度は、当初予算の段階で37.9%と、98年度の第3次補正後の38.6%とあまり変わらない水準に達することになる。これを踏まえると、わが国の将来世代のためには、財政構造改革は必ず実現しなければならない。ただ、この点は、わが国の経済が回復軌道に乗った段階において、改めて21世紀初頭における課題として、根本的な観点から必要な措置を採っていくこととしたい。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

大規模な財政政策を打ち出したことにより、追加的な政策の余地が少なくなっているため、今回は効果を確実に挙げる必要がある。そのためには、不良債権処理を中心とする構造調整を、これ以上先送りしないことが重要である。地価の下落が続いていることや、銀行の貸出態度が引き続き厳しいことなど、いろいろと難しい面はあるが、これらを注意深くみながら、不良債権処理や金融機関のリストラについて、しっかりしたコンセンサスを形成していく必要がある。

採決

多くの委員の認識を改めて総括すると、わが国の景気は悪化テンポが和らいでおり企業金融面でも小康を得ている、当面は財政面からの下支え効果が出てくるため景気の悪化に一旦は歯止めがかかる、しかしながら民間需要が回復する展望は描き切れない、海外経済や、円高、長期金利の上昇などが、潜在的なリスク・ファクターとなっている、というものであった。こうした認識を背景に、これまでの財政金融政策の効果や、金融システム建て直しの面での具体的な動きを見守りつつ、当面は、現在の思い切った金融緩和スタンスを継続していくべきとの意見が大勢を占めた。

ただし、上記のリスク・ファクターを重視して、本年前半も景気の悪化に歯止めがかからず、むしろ3月決算をきっかけに経済に大きな収縮圧力がかかるとの見方もあった。そうした見方に立つ委員は、デフレ防止への決意の表明を含めて、金融市場調節方針を一段と緩和すべきとの見解であった。この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的に消費者物価（総合）の年平均変化率（12か月後方移動平均の対前年比）を1パーセント程度にまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.10%前後で推移するように促す。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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

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

記

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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員 後藤委員、武富委員、

三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、世界的なデフレ傾向の中での長期金利上昇・円高が景気に与える悪影響を軽視すべきではない、「インフレでもデフレでもない状態」を目指すという現在の姿勢よりもデフレを阻止する方向での決意を明確にすべき、3月決算を越えてからでは何を行っても手遅れになる、という理由から、上記採決において反対した。

篠塚委員は、政策金利は国民生活の基礎になる重要な指標であるが、現状の金利水準は銀行に対する補助金ではないかとの誤解を招き、国民の信頼を損なう恐れがあるという点を指摘し、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）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、それを掲載した金融経済月報を1月21日に公表することとされた。

・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（11月27日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、1月22日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成11年1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、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(賛成多数)。

以 上

(99 年 2 月 12 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 2 月 12 日 (9:00 ~ 12:17、13:04 ~ 17:34)

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 (")
後藤康夫 (審議委員)
武富 將 (")
三木利夫 (")
中原伸之 (")
篠塚英子 (")
植田和男 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 谷垣禎一 政務次官 (9:00 ~ 14:58)
武藤敏郎 大臣官房総務審議官 (15:03 ~ 17:34)
経済企画庁 堺屋太一 長官 (9:29 ~ 10:28)
河出英治 調整局長 (9:00 ~ 9:29、10:28 ~ 17:34)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事	稲葉延雄
企画室参事 (企画第 1 課長)	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室企画第 2 課長	田中洋樹
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司
金融市場局調査役	後 昌司 (9:00 ~ 9:23)

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（98年12月15日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、2月17日に公表することとされた。

. 社債等を担保とするオペレーションの導入に関する検討・決定

1 . 執行部からの提案内容

執行部から、98年11月13日の政策委員会・金融政策決定会合において決定された「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」に示された方針に基づき、日本銀行の流動性供給余力を強化すること、金融市場の信用仲介機能の補完に資すること、を狙いとして、社債等を担保とするオペレーションの導入に関し、概要以下のようなスキームを定め、これを対外公表したい旨の提案がなされた。

(1) スキームの概要

- オペの実施店 日本銀行本店（業務局）
- オペ対象先 金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社
- 手形の買入方式 日本銀行による直接買い入れ
- 金利決定方式 金利競争入札
- 買入期間 オーバーナイト物から3か月物まで
（運用上はターム物中心）
- 手形の担保対象 社債、証書貸付債権
（現行の手形貸付における適格基準を適用）
- 担保形式 この手形買入によって生ずる総ての債権の
根担保とする
- 担保価額 社債は、額面額の100 / 130以内
証書貸付債権は、残存元本額の100 / 135以内

(2) オペ対象先の選定

- オペ対象先の選定は、レポ・オペなどのケースと同様に、日本銀行が、オペの目的の達成のためにオペ対象先に期待する役割を対

外的に明確にしたうえで、オペ対象先となることを希望する先を公募し、その中から選定する。

オペ対象先に期待する役割

オペの入札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

- オペ対象先の具体的な選定基準は、次のとおりとする。

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

社債または証券貸付債権を根担保として一定金額以上差し入れることができること

なお、本オペにおいては、社債等を担保とする手形市場が存在しないため、市場プレゼンスをもとにした選定基準は設定しない、企業金融支援に資するという趣旨からみてもできるだけ多くオペ対象先とすることが望ましいため、オペ対象先の数をあらかじめ限定しない、といった点において、他のオペ対象先の選定基準とは扱いが異なっている。

- オペ対象先の選定頻度は、原則として年1回の頻度で見直す。ただし、初回に限り、半年後を目途に見直しを行う。

今後のスケジュールについては、執行部より、ただちにオペ対象先の公募を始め、3月にはオペ対象先の選定と担保の受け入れを行って、担保の集玉状況をみきわめたうえで、できるだけ早期にオペを実施したい旨の説明があった。

2. 委員による検討・採決

以上の執行部説明の後、何人かの委員から、社債等を担保とするオペレーションの導入によって、企業金融の円滑化に資することが期待されるとともに、やや長い目でみて金融調節手段が多様化していくことは、適当であるとの評価が示された。

一方、ある委員は、中央銀行が企業金融の領域に踏み込んでいくの

は問題が多いなどとして、反対意見を表明した。これに対して、別の委員は、中央銀行の資産として良質な民間企業債務を活用することは、欧州の中央銀行の例からも明らかなように自然なことである、と発言した。

採決の結果、執行部提案が賛成多数で議決され、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、後藤委員、武富委員、三木委員、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、中央銀行が企業金融の領域に踏み込んでいくのは問題が多い、社債市場は懐が深くないため、オペレーションの効果は限定される、CPオペの場合と同じく、市場残高に占める日銀のオペ残高の割合が高まる懸念がある、中央銀行は従来からの金融政策手法に基づいて最大限の対応をすべきである、として反対した。

・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（1月19日）で決定された金融市場調節方針（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）にしたがって運営した。この結果オーバーナイト・レートは、総じて0.2%台前半での推移となり、今積み期間（1月16日～2月15日）の加重平均は、前営業日（2月10日）までで0.23%となっている。

前回会合以降の短期金融市場はきわめて落ち着いた展開となった。日々の調節においては、資金決済のための需要が高まった月末・月初には厚めの資金を供給したが、それ以外の日は、基本的には「取り手優位」の状況が続いたため、リザーブ・ニュートラル、または小幅の

積み下調節を継続した。この背景としては、大手行の資金ポジションが、貸出の減少や債券の売却などによって、相当程度好転していること、3月に予定されている公的資本の投入によって、年度末にかけての資金需給が大幅に緩和することが見込まれていること、外貨調達環境の改善に伴い、年度末越えの資金調達についても逼迫感がみられないこと、などが挙げられる。この結果、ターム物金利も、総じてジリジリと低下した。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

前回会合以降の円の対米ドル相場は、米国経済の先行き見通しや、わが国の長期金利の不安定な動き等を受けて、やや振れの大きな展開となった。1月末にかけては、先行きの米国経済に対する見方が、好調な経済指標の発表等を受けて楽観方向に傾いたため、円は、前回会合直前の114円台から、116円台まで下落した。しかし2月初には、日本の長期金利が急上昇したことなどを背景に、円は一時111円台に急反発した。ここ数日は、日本の長期金利が反落したことなどをを受けて、115円程度まで再び軟化している。こうした中、市場のセンチメントをオプション取引のリスク・リバーサル動きからみると、目先は円高ドル安感が強いものの、1年先では、円安ドル高センチメントに転じている。

ユーロの対ドル相場は、ユーロエリアの景気減速見通しなどから、軟調な展開が続いている。ユーロの対ポンド相場も、これまで一貫して軟化してきたが、イングランド銀行が2月4日に金融緩和を実施したあとは（レポ金利引き下げ、6.0%→5.5%）、下げ止まっている。

ブラジル・レアルの対米ドル相場は、政治・経済情勢の先行きに関する不安感の高まり等を受けて1月末にかけて続落した。しかし、2月初に、同国政府とIMFスタッフが、インフレ抑制と一段の財政健全化方針を盛り込んだ共同声明を発表したあとは、幾分持ち直している。なお、こうした為替市場の動揺は、目下のところ他の中南米諸国やアジア諸国には波及していない。

(2) 海外金融経済情勢

米国景気は、家計支出を中心に拡大を続けている。また、製造業受

注は、幾分改善している。98年第4四半期の実質GDPは、特殊要因（昨年7月における一部自動車メーカーのストライキ終了に伴う自動車販売の増加等）もあって、高い伸びを示した（前期比年率+5.6%）。こうした状況について、FRBグリーンズパン議長は、「景気拡大ペースの明確なスローダウンの兆しは乏しい」と発言している。

米国株価（ダウ工業株30種）は、高値警戒感やブラジル情勢に関する不透明感などが上値を抑える一方、好調な企業業績や経済指標の発表が下値を支え、9000ドル台でもみ合う展開となっている。

ユーロエリアでは、ドイツにおいて、製造業受注の減少が続くなど、拡大テンポのスローダウンが明確化しているほか、フランスでも、個人消費関連の販売統計で弱めの動きがみられている。また、英国では、外需の減少、個人消費の伸び悩み、さらには生産活動の減速などが明確になっており、イングランド銀行は2月4日に政策金利（レポ金利）を0.5%引き下げた。

東アジア諸国では、韓国の輸出、生産に持ち直しの兆しが窺われるが、域内の多くの国の景気は引き続き調整局面にある。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資は、依然として大幅な減少を続けている。家計支出では、個人消費、住宅投資が、このところ横這い圏内の動きになってきているが、なお低調の域を出ていない。一方、純輸出は緩やかな増加基調を維持しており、公共投資も増勢を示している。こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を背景に、生産は横這い圏内の推移となっている。物価面では、国内卸売物価が引き続き下落基調にあり、消費者物価も軟調に推移している。

このように、昨秋頃までと比べると、経済情勢の悪化テンポは、かなり緩やかなものになってきている。中小企業の景況感をみても、下げ止まりに向かう気配が窺われる。

しかし、企業の支出抑制姿勢には変化がみられない。また、家計支出では、住宅金融公庫への借り入れ申し込みが増加する一方、個人消費には強弱双方を示す指標が混在しており、所得の減少を跳ね返す力は感じられない。結局、民間需要は依然として低迷基調を脱するには至っていないとみられる。

先行きについては、総合経済対策や緊急経済対策に基づく公共投資の増加が経済を下支えしていくと予想される。また、在庫調整の進捗や、年度末頃の住宅投資の上向きなどから、近いうちに景気がいったんは下げ止まりの様相を呈する可能性が高まっている。

しかし、企業や家計の所得環境を考慮すると、景気がいったん下げ止まりの様相を呈しても、それが民間需要の回復に繋がっていく展望には乏しい。

また、長期金利の上昇傾向や高止まりは、短期的には大きな影響がないにしても、それが続けば、いずれ借り入れコストに影響してくる。また、それが、為替相場や株価を通じて企業の収益・投資計画に悪影響を及ぼす恐れがあることにも注意が必要である。

さらに、やや長い目でみた場合、これまでの円高の影響に加え、賃金の低下を映じてサービス価格の下落テンポ拡大が予想されるなど、来年度にかけて、物価の下落テンポが徐々に速まっていく可能性は、依然高いと考えられる。

(2) 金融情勢

最近の金融市況をみると、短期金融市場と債券・株式市場が、対照的な動きを示している。

すなわち、短期金融市場では、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利（現物）が、年度末を控えているにもかかわらず、落ち着いた推移を辿っている。これは、日本銀行による思い切った金融緩和の継続に加えて、金融システム安定化策の進展が好感され、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感が後退してきていることを反映している。

一方、長期国債の流通利回りは、再び上昇している。また為替相場は、足許、円高気味の展開となっている。株価も、こうした長期金利の上昇や円高の動きを受けて、軟調に推移している。これら相場の動きが、日本経済にとって、新たな不透明材料としてのしかかっている。

金融の量的側面では、マネーサプライの伸びは概ね横這い圏内で推移している。一方、最近は、日本銀行券（以下「日銀券」という）の増発テンポが鈍化しているため、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）の伸び率が低下している。一昨年秋以降、企業や家計は金融システム不安を背景に現金を手許に保有する動きを強めたが、

最近はそうした動きはかなり収まってきており、これが日銀券の伸び鈍化のひとつの理由となっているものとみられる。

企業金融面では、実体経済活動に伴う資金需要が低迷が続いている。また、資金調達環境の厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、徐々に収まってきている。一方、民間銀行は、基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、信用保証制度の活用には引き続き積極的である。

この結果、企業金融は、ひとところに比べ逼迫感が和らいできている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状については、まず、各委員から、昨年秋頃までに比べ、景気の悪化テンポは緩やかなものになってきているとの判断が示された。しかし、それと同時に、多くの委員は、民間経済活動は低迷の域を脱していないとの厳しい見方を付け加えた。

まず、何人かの委員から、公共投資が増勢を示していることは明るい材料との認識が示された。このうちひとりの委員からは、このような公共投資の動きは企業倒産の増加抑制にも寄与しているとの評価が述べられた。

家計支出については、多くの委員が、最近の住宅投資の動きに注目した。このうち、複数の委員からは、住宅金融公庫の融資金利の先高観に伴う駆け込み的動きと、2年を限度とする住宅減税案などもあって、住宅投資の底打ちが確認されつつあるとの見解が示された。また、住宅投資には、耐久消費財を中心に幅広く派生需要を誘発する面があるだけに、その動きに期待したいとする発言もあった。

個人消費については、何人かの委員が、これまでのような冷え込み一色の状態から、昨年のお手スーパによるセール以降、家電販売や乗用車販売などで明るい動きがみられるようになってきていると指摘した。

さらに、こうした需要面の動き等を受けて在庫調整が進捗し、鉱工業生産も横這い圏内の動きとなっていることについて、何人かの委員が、これらを前向きな材料と位置づける見方を示した。

このように、会合では、足許の景気悪化テンポは緩やかになっているとの認識が共有された。しかし、それと同時に、多くの委員からは、景気が回復に向けて動き始めたとまでいえる材料は見当たらないとの趣旨の発言も相次いだ。

まず、多くの委員から、設備投資が大幅な減少を続けていることに関して言及があった。ある委員は、設備投資の前提となる企業収益（経常利益）が、99年度は前年比2割強の減益、2000年度も引き続き減益となるとの予想を示したうえで、わが国企業が過剰な資本ストックを抱えていること等を踏まえると、設備投資の下げ止まりの見通しは立たないとの厳しい見方を述べた。

また、雇用・所得環境について、ある委員からは、12月の失業率や有効求人倍率がやや改善したが、それだけでは、雇用情勢の基調が好転したことまでは読み取れないとの指摘があった。また、ほかの何人かの委員も、企業は抑制的な支出活動を続けており、依然として非常に厳しい状況にあることに変わりはないとの認識を示した。このうちひとりの委員は、このように、企業収益や雇用・所得環境を巡る厳しい状況が続いている結果、企業・家計のコンフィデンスは依然弱いままの状態にあるとの見解を述べた。

物価面では、ある委員が、卸売物価、消費者物価のいずれも依然軟調な展開となっており、デフレ状態が続いているとの見方を述べた。別のひとりの委員も、足許の賃金引き下げの動きが、物価下落圧力を強めるのではないかと、との懸念を表明した。

このような経済の停滞を示す材料に加えて、もうひとり別の委員は、景気の悪化テンポの緩和をもたらしている諸材料についても、

個人消費の明るさは、局地的、一時的なものにとどまっており、広がりを伴うまでには至っていない、住宅投資は、駆け込みなどの先喰い需要によって支えられている面がある、公共投資や輸出の帰趨も、厳しい財政事情や米国経済を巡る先行き不透明感などの懸念材料があるため年度後半の状況までは見通しづらい、といった点を指摘した。そのうえで、その委員は、景気全体の現状を判断すれば、やはりきわめて脆弱な状態が続いているとの結論を述べた。

さらに、ほかのひとりの委員も、最近の住宅投資では、一次取得者層の中心が30歳代前半まで低下しており、その債務返済能力を踏まえると、住宅投資が今後本格的に増加することは期待しがたいこと、また、景気一致指数は8月以降12月まで下げ止まってい

るが、その動きからも回復の兆しはみられないこと、を指摘した。

(2) 金融面の動向

金融面については、短期金融市場や企業金融面で一頃強まった逼迫感は、かなり後退してきているとの認識が概ね共有された。しかし、その一方で、1月末から再び上昇した長期金利や、円相場の高止まりについて、その動向を強く懸念する意見が相次いだ。

まず、ある委員は、最近の短期金融市場において、ジャパン・プレミアムが大きく低下するなど、全体として落ち着きを取り戻していることについて、これには、昨年来の日本銀行の一連の措置の効果に加え、金融システム建て直しのための取り組みの進展が寄与しているとの見方を示した。その上で、その委員は、実際に公的資本が入れば、市場はさらに落ち着くのではないかとの見通しを述べた。

また何人かの委員は、企業金融の現状について、こうした短期金融市場の落ち着きや、信用保証制度など政府の諸施策の効果を背景に、企業サイドで一頃強まった手許資金積み上げの動きも収まりつつあり、全体として小康を得ているとの認識を表明した。

その一方で、一部の委員からは、銀行の与信行動は依然慎重であり、今後、公的資本が投入されたとしても融資スタンスの大きな転換は期待できないとして、信用力の低い企業を中心に、先行きへの不安を抱えたままの状況が続くとの見方が示された。また、別の委員からは、最近の企業金融の逼迫感の後退は、一面では、手許資金を積み上げる動きが収まった結果であるが、その一方で、実体経済活動に伴う資金需要が相変わらず盛り上がらないことを示している面もあって、単純には評価しづらいものがあるとの認識が付け加えられた。

このほか、最近のマネタリーベース(= 流通現金 + 準備預金) の伸びが鈍化していることについて、ある委員から、これは、日本銀行の金融緩和の度合いや資金供給が十分でないことを意味するものではないかとの指摘があった。

これに対して、多くの委員は、マネタリーベースの大宗が日銀券であることを踏まえたうえで、日銀券の伸び率低下は、冬季賞与をはじめとする所得の落ち込みや、年末年始の曜日構成に加えて、金融システム不安の後退を受けて、人々が日銀券を手許に置こうとする動き(= タンス預金積み上げ) が収まってきたことなどを反映し

ているものとみられるとの認識を示した。そのうちのひとりの委員は、これらのうちどの要因がもっとも大きなものであるかについては決定的なことは言えないが、いずれにせよ、足許の金融調節がマネタリーベースの伸び鈍化をもたらしているということではあるまいとの見解を示した。また、もうひとりの委員からは、これらの動きをみきわめるためにも、ここにきて反転している信用乗数（＝マネーサプライ/マネタリーベース）の動きを、注目していく必要があるとの発言があった。

以上のように、金融面については、短期金融市場や企業金融面などで一頃強まった信用リスクに対する過度な警戒感や逼迫感が後退してきているという判断が、各委員の間で、概ね共通のものとなった。

しかし、その一方で、長期金利が再び上昇してきていることについては、多くの委員から強い懸念が示された。

まず、何人かの委員が、長期金利について、昨秋の1%を大きく下回るような動きにはさすがに行き過ぎた面があったが、足許の2%を上回る水準についても、それ自体は97年夏頃のレベルであり、必ずしも高いものとは言えないのではないかと発言した。このうちのひとりの委員は、歴史的な債券金利の低下局面が終了したことを考えると、現在の債券金利にはまだ上昇する可能性があることを無視できないのではないかと、との見方を述べた。しかし、別のひとりの委員からは、そうは言っても、4四半期連続でマイナス成長となっている実体経済の動きに照らせば、現在の長期金利水準がこれと整合的とはいき切れないとの認識が示された。

次に、最近の長期金利の上昇要因について、何人かの委員が、それぞれの分析結果や考え方を明らかにした。

まず、ある委員は、長期金利の決定理論（長期金利＝「予想される将来の短期金利の平均値」＋「リスクプレミアム」）に沿って説明を行った。すなわち、長期金利上昇の要因として、一時の行き過ぎの反動という面に加えて、景気回復期待の高まりといったことも一応考えうるが、その場合には、為替円高に加えて、株価が上昇するのが自然であり、最近の株価の動きからみる限り、説明力に乏しい、また、財政赤字の増加が将来のインフレ懸念に対する市場の意識を強めさせた可能性もあるが、この場合には円安が生じるはずであり、これも説明力は十分でない、そのうえで、短期的に

は国債の需給要因で説明される部分もまったくないとはいえず、たとえば、金融機関のリスクテイク能力が、自己資本不足や期末要因などから落ち込んでいることが、国債需給に影響している可能性がある、との見解を述べた。

また、ほかの何人かの委員も、財政の将来展望が非常に不透明であることや、投資家が長期債の価格変動リスクに警戒的となることが、長期金利の上昇と深い関わり合いがあるとの立場をとった。さらに、これとは別のひとりの委員は、政府の財政赤字の対名目GDP比が10%を超えるような状況は、財政節度の観点からの臨界点をすでに越えているとの判断を示した。

こうしたなかで、短期金融市場や企業金融において逼迫感が後退してきている一方で、長期金利が上昇していることをどのように理解するかという観点から、ほかのひとりの委員が発言した。その委員からは、信用保証制度の拡充、金融システム建て直しのための公的資本投入などの諸施策によって、民間部門の信用リスクが政府サイドに転嫁され、その結果、財政赤字が将来的に拡大するリスクが意識されて、長期国債の金利が上昇したのではないかと、この見解が示された。その委員は、あわせて、長期金利がこのようなリスクファクターを理由に上昇していることは、景気に対してマイナスの影響を及ぼしかねないことを意味するとの見解を述べ、ほかの何人かの委員も、この見方に同調した。

以上を踏まえ、多くの委員は、長期金利の先行きについて、非常に警戒してみていく必要があるとの考えを示した。また、このうちのひとりの委員は、今春の地方自治体による大量の縁故地方債発行が、一段の長期金利の上昇をもたらすのではないかと懸念を表明した。

円相場の動きについても発言があり、ひとりの委員は、110～115円レベルで円高気味に推移しているが、これには長期金利の上昇が相応の影響を及ぼしているとの考えを述べた。また、ほかの何人かの委員からも、同じような趣旨の発言があった。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、景気回復への展望が依然明確でないなかで、わが国経済が、長期金利の上昇や為替円高からくる追加的な

下押し要因を受け止めることができるかどうか、議論の中心となった。その結果、先行きの景気に対するダウンサイドリスクはむしろ高まっているとの見方が有力となった。

まず、複数の委員から、政府・日本銀行による政策が総動員されていることを踏まえれば、近い将来、景気がいったんは底を打つことを展望しうる状況にあるとの認識が示された。

しかし、このうちのひとりの委員は、雇用・所得環境の悪化が続いていることを踏まえると、一進一退となってきた個人消費にしても、今後持ち直していく展望までは描けていないとの見方を示した。

また、別のひとりの委員は、設備投資について、各企業は、収益の悪化と大幅な需給ギャップを前にして構造調整リストラを求められており、設備増強どころか廃棄を検討するような状況にあるとのきわめて厳しい認識を披瀝した。さらにその委員は、企業の輸出に対する取り組み姿勢についても、貿易摩擦再燃の恐れや欧米経済の先行き不透明感を受けて、かなり慎重な計画を立てていることを紹介したうえで、企業は、こうした需要動向のもとで、さらなる在庫調整を必要としており、引き続き慎重な生産姿勢を維持せざるをえないとの見方を述べた。

なお、輸出に関連して、もうひとりの委員からは、98年第4四半期に高成長を示した米国経済について、経済の好循環が維持される一方で、労働分配率の上昇など、労働コスト上昇圧力が顕現化する兆しがあるとの指摘があった。そのうえで、その委員は、米国経済は、このまま高水準での拡大を続けるか、急に失速するかのいずれかであるが、現段階では、その分岐点を見定めるのは非常に難しいとの認識を述べた。さらに、その委員はユーロエリアについても、

景気は今後、ドイツやフランスを中心に減速していくのではないかと、したがってユーロ相場は、対ドルなどで下落余地があるのではないかと、といった見方を付け加えた。

こうした議論を踏まえて、企業の動向に関してきわめて厳しい認識を示した委員からは、景気は底這い状態に入ってはいるものの、その水準はかつてないほど低く、景気回復の展望は依然拓けていないため、底這いの期間が長引く可能性があるとの判断が示された。そして、その委員は、財政の出動余地が限界に近づいているもとで、本年後半には、財政主導から民需主導へのスイッチを期待していたが、その可能性について、現状では幾分悲観的に捉えざるをえない

との見方を付け加えた。

また、別の委員は、物価の下落テンポが速まっていないことは、とりあえずの安心材料であるが、そうは言っても、半年後ぐらいに景気が一段と落ち込むリスクは消えていないとの見解を示した。さらに、もうひとりの委員からも、財政面からの支出がピークアウトする間に、民間経済のアク抜けができるかどうかを見守ってきたが、現時点では、かなり厳しい状況になっているとの認識が披瀝された。

このように、景気の先行きについては、かなりのダウンサイドリスクを見込まざるをえないとの認識が、委員の間で大勢となるなかで、長期金利の上昇と円高によるマイナスのインパクトをどのように評価するかについて、意見が交わされた。

まず、ひとりの委員は、為替相場にはすでに昨年秋以降110円に迫るような円高局面があったため、その影響はある程度織り込まれていると考えられるとしつつも、昨年末からの長期金利の上昇は新たな悪材料であり、本年4～6月、7～9月にかけて、そのマイナス効果が顕現化していく可能性があるとの見通しを示した。

また、別の委員は、長期金利が、わが国の財政状況等を巡る不透明感の強まり「リスクプレミアム」の高まりを受けて上昇し、景気、物価の実勢から乖離した水準にあることは、それ自体、景気に対してマイナスのインパクトを及ぼすものであるとしたうえで、さらに、こうした長期金利にひきずられて円相場が高止まりしていることは、マイナスインパクトを強めるものであるとの見解を示した。

さらに、もうひとりの委員は、昨年9月の金融緩和実施時点と現在の状況を比較して、長期金利が1%程度上昇、株価はほぼ同水準、円相場が14～15%程度上昇、企業収益も悪化し、雇用情勢も厳しくなるなど、民間経済の活動水準がさらに低下していると分析したうえで、これら資産市場の動向は、経済政策の総動員によってもたらされるプラスの効果を打ち消すような方向で一段のダウンサイドリスクとして働くと判断せざるをえないとの見方を示した。

このほか、別のひとりの委員からは、昨年秋以降の長期金利の上昇と円高は、実質GDPを1%程度押し下げることになるとの試算が示された。そのうえで、その委員は、すでにデフレ的な状況に入っている日本経済に対してこのようなマイナスインパクトが加わると、状況は一段と厳しくなり、99年度の名目成長率は、かなりのマイナ

スになる危険性があると発言した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の間では、経済情勢について、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて景気の悪化には次第に歯止めがかかると見込まれるが、企業や家計の先行きに対するコンフィデンスは依然慎重であり、民間経済は低迷を続けているため、景気回復への展望は依然明確になっていない、との認識が共有された。

そうしたもとで、何人かの委員は、本年後半以降、財政面からの下支え効果が減衰するにつれて、これまでの長期金利の上昇や円相場の高止まりに伴う悪影響が、景気に重くのしかかってくる可能性があることに強い懸念を表明し、一段の金融緩和措置を検討する必要があるとの立場をとった。

まず、ある委員からは、日本経済はすでにデフレ的な悪循環に突入しており、長期金利上昇や円高の圧力もすでに实体经济に影響しはじめている、このため、政府の財政政策を金融面からサポートし、それによって民間の自律的な経済活動を支えていく観点から、できるだけ早期に一段の金融緩和を実施することが必要である、しかもそのタイミングは、現時点であっても遅すぎるくらいである、との発言があった。

別の委員も、政府の財政政策や日本銀行の金融政策によって、景気は漸く底這い状態に入ったが、それはかつてないほどの低水準であり、3月末にかけての企業活動は、収益の下方修正や赤字転化などの厳しい決算が見込まれる中で、設備廃棄や雇用削減などのリストラによって、かなりのマイナスインパクトを受けるため、景気底這いが長引くリスクが高まっていると発言した。その上で、その委員は、最近の長期金利上昇や円高が財政・金融両面からの政策効果を打ち消すリスクがあるため、このタイミングで必要な対応策を講じるべきであるとの考えを述べた。

もうひとりの委員からは、民間経済活動は低迷しており、海外経済を巡る不透明感や金融システム建て直しの過程で生じ得る副作用

などもあるため、今後の景気の帰趨は非常に微妙な段階にあるとの発言があった。その上で、その委員も、長期金利の上昇、円高、さらには軟調な株式市場動向は、ただでさえ不透明感の強い日本経済の先行きに、一段のダウンサイドリスクをもたらすものであるため、この際、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にする観点から、金融緩和スタンスを一段と強化し、金融面から精一杯の下支えをしていくことが適当であるとの認識を示した。ただ、その委員は、金融緩和を実施する場合、金利収入に多くを依存している家計の方々には、粘り強く理解を求めていく必要があると付け加えた。

また別の委員からは、前回会合以降の動きとして、政府の公的資本投入や信用保証制度の拡充などによって、本来民間が採るはずのリスクを政府が肩代わりし、それに伴って政府の信用リスクが高まっていることが、市場で意識されているとの指摘があった。その上で、その委員は、長期金利の上昇や円高、株安の動きには、デフレ方向への懸念が看取されるため、この際、金利をもう一段引き下げる方法を検討すべきではないか、との認識を示した。

さらに別のもうひとりの委員からは、経済政策が総動員されて、景気が近い将来いったん底を打とうとしているにもかかわらず、最近の市場が、それを打ち消すような動きとなっていることを、どのように評価するかが、今後の政策運営を検討する際の最大のポイントであるとの整理が示された。その委員は、もう暫く様子を見ることもひとつの選択肢ではあるが、長期金利の上昇や円高が新たな下押し要因となっている状況では、様子を見ることによって新たに生ずるリスクがこれまでと比較して増大しており、むしろここでは、経済が追加的なプレッシャーに晒されていることに対応して、金融政策としてなしうる措置を動員していくことが重要ではないか、との見解を明らかにした。

これらとは別に、何人かの委員は、足許では实体经济の悪化テンポは緩やかになり、金融市場の逼迫感も和らいでいる、しかし、その一方、本年後半以降の日本経済はダウンサイドリスクが高まっているとの二面性を強く意識しつつ、現在が、将来を先取りして一段の金融緩和措置をとるべきタイミングにあるかどうかについて、入念な検討を加えた。

ある委員からは、金利上昇や円高の影響が心配ということであれ

ば、通常ならば金融緩和の出番であるが、足許は、景気、物価動向の悪化が進行している訳ではないし、長期金利の上昇が一時的なもので終わる可能性もあるので、現状の金融政策スタンスを維持し、様子を見ることも十分に採りうる判断であるとの考え方が示された。また、金融面がすでに大幅に緩和されている状況のもとでは、追加的な緩和措置が大きな効果をもたらすことは期待できないとも発言した。しかし、その委員は、1月にいったん低下した長期金利が再び上昇したことを踏まえると、政策面で様子を見ることによって長期金利高止まりが長期化し、政策対応が手遅れになるリスクは小さくないとの認識を示した上で、短期金利の引き下げと、それに伴って多くの資金を供給することによって、経済を下支えすることは、正統的で、かつ分かりやすい対応であるとの見解を示した。

別の委員も、前回会合と今回会合との間の1か月間の動きに限定して考えると、景気がいったんは下げ止まる見通しに変更はなく、金融市場も落ち着いてきているため、これだけからは、金融緩和の結論は得られないと述べた。また、金利引き下げが、短期金融市場を混乱させるリスク（後述）があるのであれば、それも十分に吟味するべきであるとした。ただ、その委員は、景気回復の展望が拓けていないこと、これまでの財政面における努力の結果、市場では財政サイドのリスクが高まったと受け止められていること、今後は大規模な財政措置を打つことは難しくなったとの認識が強まっており、そうした見方がコンフィデンスの回復を妨げていること、さらには、金融政策の効果が浸透するまでにはラグがあること、などを踏まえると、高金利や円高が先行きの経済にリスクをもたらしていることに対して、今回か次回の会合では、金融政策面からの手当てを決断する必要性が高まっているとの見解を述べた。

もう一人の委員は、大底圏にあるわが国経済について、何とか自律的な回復の展望が拓けていくようにすることが必要であるとの認識を示しつつも、さらに一段の金融緩和措置を講ずることに関しては、長期金利の上昇や円高が实体经济にもたらす悪影響については、昨年11月後半以降、毎回かなり意識されてきたシナリオであり、この1か月で事態が急速に深刻化したとは必ずしも言い難い、日本経済が求められていることは、サプライサイドの強化を、行政組織のスリム化や歳出の効率化といった公的部門の改革や、民間経済の構造調整などによって進めることである、といった見方を述べたうえで、その判断をいったん留保した。

このような金融緩和方向の議論に対して、ある委員からは、家計は現状の低金利について強い不満を有しており、オーバーナイトレート0.25%が实体经济にどのような影響を及ぼしているかという意義を、まったく納得していないとの指摘があった。また、その委員も、悪化テンポが緩やかになっているとする今会合での实体经济判断と、議論の俎上にのぼってきた一段の金融緩和措置との間には、かなりのギャップがあるとの認識を示した。こうした認識を踏まえて、その委員は、資金提供者である預金者の立場も考慮して金融政策を運営しないと、国内の資金が低金利を嫌って海外に流出することにもなりかねないとして、低金利政策に対して反対する立場をとった。

以上の金融政策運営に関する検討の過程で、上述のように、各委員は、長期金利の上昇が实体经济に及ぼす悪影響について強い懸念を表明した。そのうえで、前回会合に引き続いて、中央銀行が長期金利に直接的な働きかけを行いうるか、また、国債買い切りオペ増額の議論についてどのように考えるか、という点に関して多くの委員が意見を表明した。議論を集約すると、長期国債の買い切りオペについては、従来と同様、やや長い目で見て、日銀券の増発額に対応させるという基本的な方針を維持することで、各委員の意見の一致をみた。

ひとりの委員は、長期金利は資産価格のひとつであり、そこには、景気、物価を巡る先行き見通しのほか、さまざまな期待が織り込まれているため、中央銀行がこれをコントロールすることは不可能であるとの認識を示した上で、長期国債の買い切りオペの増額やオペレーション・ツイストは、とるべき政策ではないと結論づけた。また、別の委員も、中央銀行のオペレーションはある意味ではすべてオペレーション・ツイストであるとの考え方を示したうえで、それが一時的な効果すら有しないとまでは言い切れないとしながらも、長期金利の操作を目的としたオペレーション・ツイストは、過去の平均的なデータからみると有効性が小さいし、そこには様々な不確実性やリスクが伴うものであるといった認識を示した。また、その委員も含めた複数の委員からは、こうした領域に中央銀行が足を踏み込むと、往々にして泥沼に陥って抜け出せなくなることが歴史の教訓であるとの見解が述べられた。さらに、このうちのもうひとりの委員は、日本銀行のバランスシートの現状に言及して、長期国債のほかに、すでに預金保険機構向けの貸付残高が7～8兆円にのぼっていることを踏まえると、短期金融資産によるオペレーションを旨

とする中央銀行の資産としては、これら長期資産の規模が限界に達しているとも指摘した。

このほか、会合では、長期金利の上昇への対応としては、国債の発行体である政府が、小さな政府の実現にむけて真剣に取り組むことや、国債の発行額や発行期間の面での工夫などを重ねることこそが必要なのではないかと、といった意見も示された。

こうした議論を踏まえて、別のひとりの委員は、どのような形態であっても、国債をどんどん買っていくことは、財政節度を失わせ、将来の悪性インフレを招来する、そうであるからこそ、主要国の中央銀行は、短期オペレーションを中心に行い、国債の買い入れに一定の歯止めをかけている、日本銀行による国債の買い切りオペは、長い目でみて日銀券の増発に概ね見合うようにしており、この考えを当面変えるべきではない、と発言した。

なお、もうひとりの委員からは、長期国債の買い切りオペによって成長通貨を供給することは必要であるが、経済成長がマイナスの場合にこの関係をどのように考えるのか、といった問題意識が付け加えられた。

次に、金融緩和措置の手法について、突っ込んだ議論が行われた。多くの委員が、無担保コールレート（オーバーナイト物）を一段と引き下げることが適当であるとの判断を示したが、その際には、無担保コールレートがゼロ近傍まで低下した場合、短期金融市場の機能が低下するのではないかと、そうであれば、金利の引き下げ余地がさらに狭められるため、十分な効果を期待できなくなるのではないかと、という点が、議論のポイントとなった。

まず、何人かの委員は、無担保コールレートがゼロ近傍にまで低下した場合、資金運用者の行動としては、カウンターパーティ・リスクや諸コストを負担してまでコール市場で運用するよりも、金利はゼロだがリスクもない、日銀当座預金に資金を置くほうを選好し、その結果、市場規模が縮小するなどの構造変化が生じ、短期金融市場の機能が低下するのではないかと、との懸念を表明した。また、別のひとりの委員も、金融市場がようやく小康状態となったこのタイミングでは、市場の混乱を誘発するような施策は避けるべきではないかと、との懸念を述べた。ただ、それらの委員も含めた多くの委員は、これまで経験がないことだけに、具体的に金利がどの程度まで下がれば、短期金融市場取引が縮小するのかということの見きわめ

がつかないため、結局は、市場の状況をよく見ながら金利を徐々に引き下げていく以外に方法はあるまい、ということで認識を共有した。

こうした認識を踏まえて、ひとりの委員からは、無担保コールレートの目標を当面0.15%前後にまで引き下げ、そこで市場の状況をみたくうえで、金利をさらにゼロに近いところにまで下げていくことが適当ではないか、との考え方が示された。また、別の委員は、金利を限りなくゼロに近づけるといっただけの方針では、名目金利のターゲットを放棄して量的ターゲットに切り替えた、という誤解を市場に与えかねないが、0.15%という目標を呈示すれば、それは分かりやすいし、市場の混乱なども回避できる、との見方を述べた。

続いて、金利の引き下げ幅がきわめて限定される状況で、金融緩和の効果がどの程度期待できるのか、という点に関するやりとりがあった。まず、ひとりの委員が、オーバーナイト金利を0.25%前後で安定させてきたことが、金利全般の低下や量的な拡大の制約となったのであれば、その制約を取り払うことは、相応に意味があるとの考え方を示した。これに対して、複数の委員から、0.1%程度の金利の引き下げが、資金の供給量や実体経済に有意な差を生じさせるものなのか、といった趣旨の疑問が呈された。また、別の委員は、当初の目標が0.15%ということでは引き下げ幅が不十分であるので、それを0.10%とすることで、引き下げ幅を少しでも広げ、金利引き下げのスピードをできるだけ速くしてはどうか、との意見を述べた。こうした疑問等を受けて、金利の制約を取り払うことに相応の意味があるとした委員も含め、複数の委員が、オーバーナイト金利の0.1%程度の引き下げ自体によって大きな効果が現れるとは期待できないが、そうした金利の引き下げを目指して流動性を潤沢に供給していけば、ターム物レートの低下などを通じて、金融機関の貸出スタンスやCPなどの直接金融市場へ効果が伝わり、結果として、企業金融面や実体経済活動にプラスの効果を期待できるようになるのではないか、との見解を示した。その上で、それらの委員は、現在の局面では、たとえ効果が小さくても、日本銀行がデフレ圧力の高まりに向けて最大限立ち向かう姿勢を示すことも重要であるとの立場をとった。

なお、こうした議論を通じて、当初、短期金融市場を混乱させるリスクをよく吟味する必要があるとした委員や、現在が金融緩和を

採るべきタイミングかどうかについて判断を留保していた別の委員も、金融緩和の実施を支持する意向を示した。

この間、ある委員が、日本銀行は日々の金融調節において、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）を活用して短期金融市場に潤沢な資金を供給し、あわせて、債券市場のプレーヤーの資金繰り負担を少しでも緩和するようにしてはどうか、との問題提起を行った。これについては、ほかのひとりの委員が、このオペレーションは長期国債買い切りのオペレーションとは異なる短期の金融調節手段であり、社債等を担保とするオペレーションの導入などの資金供給手段を拡大・多様化する方向とも合致しているとして、賛意を示した。

また、別のひとりの委員は、企業経営の立場からすれば、实体经济が不安定な状況のもとでは、とにかく資金繰りをつけながら走り続けるしかなく、この観点からは、日本銀行による金融市場に対する潤沢な資金供給が不可欠であるとした上で、例えば、日々の金融市場調節に際しては、できる限り資金吸収のためのオペレーションを抑制するように努めることはできないか、との意見を述べた。このうち資金吸収のためのオペレーションについては、ほかのひとりの委員からも、現在の日々の金融調節で、仮に売出手形による資金吸収を止めた場合、市場ではどのような動きが起こり得るかとの質問があった。これについては執行部より、日本銀行が預金保険機構向け貸出を含め、大量の資金を供給しているもとで、政策委員会で決定される金融市場調節方針を実現するためには、すなわち、オーバーナイト金利がゼロまで低下することを回避し、これまでの金融市場調節方針に示された0.25%前後の水準で支えておくためには、売出手形によって資金を吸収する必要があるとの説明があった。

さらに、何人かの委員は、企業金融の円滑化の観点からは、仮に一段のコールレート引き下げが決定される場合には、ターム物金利が低下する可能性が強いため、企業向け臨時貸出制度の金利も引き下げるのが適当ではないか、との意見を表明した。

一方、ひとりの委員は、金利引き下げによる従来型の金融緩和について、最早大きな効果は期待できない、潤沢な資金供給という言葉の意味合いが不明確である、といった問題点を指摘した。そのうえで、その委員は、金利がゼロ近傍まで低下している状況では、この際、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）に目標を置い

た量的緩和を明示すべきである、との立場を明らかにした。さらにその委員からは、量的緩和には数多くの反論があることは十分承知しているが、ミクロヒアリングによれば、準備預金を増やせば、それが資金需要のある海外現地法人や優良な中小企業にも行き渡ることが期待される、といった趣旨の発言が付け加えられた。

これに対して、何人かの委員は、オーバーナイト金利に少しでも引き下げる余地がある以上、まずはそれによって、経済活動をサポートし、金融市場に対して潤沢な資金供給を行って、マネーサプライの拡大を促していくことが重要であるとの考え方を示した。また、このうちのひとりの委員は、マネタリーベースの9割は流通現金であり、これに目標を設定した政策の実現可能性には強い疑問を感じるとの認識を述べた。また、もうひとりの委員も、量的ターゲットの有効性を必ずしも否定するものではない、との立場を採りつつも、

表裏の関係にある金利と量の関係が断絶するのは、金利が全期間にわたってゼロになった場合であり、オーバーナイト金利がゼロ近傍になったとしても、それ以外の期間の金利を引き下げることによって、資金量を増やすことができること、無理矢理に量的緩和策を図っても、人々の期待形成と資金需要に変化が生じない限り、政策としての効果はないこと、金融市場に加わる様々なショックによって大きく振れるマネタリーベースを政策目標とするよりも、名目金利をターゲットとしたほうが、实体经济との関係もわかりやすいこと、量的な目標値の設定にはしっかりとした理屈付けが必要であること、といった諸点を挙げて、量的緩和には検討すべき点が多いとの趣旨の発言をした。

・政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。まず、大蔵省からの出席者は、以下のような趣旨の発言を行った。

- わが国経済の現状は、いくつか良い指標が出てきているが、全体としては低迷から抜けきれず、油断できない状況にある。大蔵省としては、昨年決定した緊急経済対策を強力に推し進めているところであり、財政としても、ぎりぎりのところまでやっているという認識にある。現在、平成11年度予算案が国会審議中であるが、早期成立に向けて全力を傾けたいと考えて

いる。

- 長期金利との関係では、大蔵省としても、国債の確実かつ円滑な償還に努めている。しかし、市場における根強い需給悪化懸念等を背景に、長期金利には不安定な動きがみられている。こうした状況を踏まえて、大蔵省として何らかの工夫ができないか、省内で議論を重ねているところである。

いずれにしても、現下の経済金融情勢に対応して、適切な金融政策の運営が必要であり、幅広い観点から十分な議論のうえ、決定をお願いしたいと考えている。

経済企画庁からの出席者は、次のような趣旨の発言を行った。

- 景気は低迷が長引き、きわめて厳しい状況にあるが、一層の悪化を示す動きと幾分かの改善を示す動きとが入り混じり、変化の胎動も感じられる。政府としては、平成10年度第3次補正予算と平成11年度当初予算を一体とし、不況の環を断ち切るべく、かなりの英断をもって大型の予算を策定したところである。

- 経済情勢が厳しいという点では、私どもと日銀との間の認識に大きな差はないと考えており、万が一にも、景気の腰が折れることのないよう、十分な配慮をお願いしたい。

金融政策運営に当っては、十分な流動性の確保に努め、適切な運営をお願いしたい。なお、そのための手段については、本会合の検討に委ねたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、わが国の経済金融情勢全般は、財政・金融両面からの下支えにより小康状態に入ってきており、今後景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと一応見込まれるが、民間経済は停滞を続けており、景気回復への展望は依然明確でない状況にあり、さらに最近の長期金利の上昇や円相場の高止まりが、景気を再び悪化に向かわせるリスクファクターとして重くのしかかっている、というものであった。

こうした認識をもとに、日本銀行としては、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確

実にするためにも、この際、市場金利を一段と引き下げ、金融政策面から経済活動を最大限下支えしていくことが適当である、との意見が大勢を占めた。

ただ、ひとりの委員は、金融の一段の緩和を主張しつつ、金利の引き下げは一層の量的拡大（マネタリーベースの拡大）を図るものであること、その点を明瞭にすれば金融政策の出尽くし感が避けられるとみられることの2点を指摘したうえで、コールレート（オーバーナイト物）を引き下げるとともに、量的緩和（マネタリーベースの拡大）を目指すことをディレクティブの中に規定する趣旨の議案を提出した。なお、その委員は、かねてより金融緩和を主張してきた立場を踏まえ、金融緩和に関する大勢意見を取りまとめたディレクティブが採決される際には、これまでの潤沢な資金供給がより一層進められるような趣旨が盛り込まれれば、賛成票を投ずる意向がある旨を付け加えた。

また、別の委員は、潤沢な資金供給を目指して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.15%以下で極力低く推移するよう促すこと、その際、短期金融市場に混乱が生じないよう金利の漸次低下に努めること、加えて、金融調節にあたっては、短期金融市場の機能の維持に十分配慮しつつ、可能な限り吸収面での調節を抑えること、あわせて、議案が可決された際には、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用利率を引き下げること、を内容とする議案を提出する用意があることを表明した。ただ、その後の議論を経て、その基本的な趣旨が議長案に盛り込まれることで合意されたため、別途の議案としての提出は見送られた。

さらに、金融緩和の効果に疑問を呈している委員は、市場金利を一段引き下げる提案には、反対票を投じる意向を表明した。

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、現下の厳しい経済情勢を踏まえると、量的緩和を主目的として潤沢な資金供給を実施する必要があるとの立場から、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を極力低水準に抑制することにより、一層の量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、当初、同レートの目途は0.10%とし、その後、低下するよう促す。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が最終的に提出された。

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すること。対外発表文は別途決定する。

記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初 0.15% 前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、三木委員、中原委員、植田委員

反対：篠塚委員

篠塚委員は、現在の超低金利政策をさらに更新することが、実体経済にどのような効果を及ぼすか疑問であるとして、上記議長案に反対した。

・対外発表文「金融市場調節方針の変更について」の検討

対外発表文「金融市場調節方針の変更について」が検討された。

その際、長期国債の買い切りオペレーションについては、日本銀行のスタンスが注目されていることを踏まえ、この際、対外発表文のなかに、「これまでと同様の頻度、金額で実施していく」ことを盛り込むことが支持された。

採決の結果、全員一致で、別添 1 のとおり公表することとされた。

．企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更の検討・決定

1．議長からの提案内容

上記のとおり金融市場調節方針が変更されたことを受けて、議長から、昨年 11 月に決定し、すでに実施している「企業金融支援のための臨時貸出制度」における適用金利を、現行の 0.5% から 0.25% に引き下げするため、「企業金融支援のための臨時貸出制度基本要領」の一部を改正し、これを別添 2 のとおり对外公表したい旨の提案があった。

その趣旨は、現行の適用金利 0.5% が、これまでの金融市場調節方針（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）を前提として設定されたものであったことを踏まえ、本日の金融市場調節方針の一段緩和にあわせて、本件適用金利も 0.25% に引き下げることが自然と考えられる、との説明が付け加えられた。

2．委員による検討・採決

本件については、金融政策運営を巡る議論の過程（前述）でもすでに複数の委員がその必要性に言及していたところであり、多くの委員がこれに賛意を示した。

これに対して、ひとりの委員は、反対意見（後述）を表明した。

採決の結果、議長提案が賛成多数で議決された。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、
三木委員、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、中央銀行が企業金融の領域に入るべきではない、この臨時貸出制度の適用金利の引き下げ幅を 0.25% とすることについては、今般引き下げをする無担保コールレートの目標をただちにゼロにすることでない限り、金利水準として両者のバランスが取れない、として議長案に反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）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、それを掲載した金融経済月報を2月16日に公表することとされた。

以 上

(別添 1)

平成 1 1 年 2 月 1 2 日

日 本 銀 行

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)。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初 0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(2) わが国の経済をみると、景気の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、緩やかになってきている。今後、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。しかし、企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている。物価も軟調に推移している。景気回復への展望は依然明確でない状況にある。

金融面の動向をみると、短期金融市場取引や企業金融を巡る一頃の逼迫感は和らいできている。しかし、長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす恐れがある。

- (3) 上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の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、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した。
- (4) 日本銀行としては、上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、これを通じて、マネーサプライの拡大を促すとともに、落ち着きを取り戻しつつある短期金融市場の安定に引き続き万全を期していく考えである。
- (5) 金融市場調節の具体的な運営に当たっては、短期金融市場の機能の維持に配慮しつつ、従来と同様に短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そのなかで、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。
- また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。
- (6) 日本経済を、しっかりとした景気回復の軌道に乗せていくためには、金融・財政面からの下支えだけでなく、金融システム対策や構造改革を着実に進めていくことが重要である。日本銀行としては、今回の金融緩和措置が、それら関係各方面の取り組みと相俟って、日本経済の直面する課題の克服に資することを強く期待する。

以 上

(別添 2)

平成 11 年 2 月 12 日
日 本 銀 行

企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利変更について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利を現行の年 0.5% から年 0.25% に変更することを決定した。これは、同会合において別途決定した金融市場調節方針の変更を踏まえた措置である。

変更後の適用金利は、次回貸付実行日である本年 2 月 22 日から適用する。なお、既に実行されている貸付についても、期限前返済がなされれば、次の貸付実行日において、変更後の金利により新たに貸付を行うものとするほか、昨年 12 月 21 日に実行した貸付については、期限前返済がなくとも、本年 3 月 23 日に行う手形書替に際し、変更後の金利を適用する。

以 上

(99 年 2 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 2 月 25 日 (9:02 ~ 11:46、12:33 ~ 15:28)

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) (注)
山口 泰 (")
後藤康夫 (審議委員)
武富 将 (")
三木利夫 (")
中原伸之 (")
篠塚英子 (")
植田和男 (")

(注) 藤原委員は、国会出席のため、9:27 ~ 11:46 の間、会議を欠席した。

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 谷垣禎一 政務次官 (9:02 ~ 11:46)
経済企画庁 今井 宏 政務次官 (9:20 ~ 10:36)
小峰隆夫 物価局長 (10:36 ~ 15:28)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事(企画第1課長)	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司

・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（1月19日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、3月2日に公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（2月12日）で決定された方針（より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す）にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト・レートは、0.10%前後で推移している。

この間の動きをやや具体的にみると、まず政策変更後の最初の営業日であった2月15日には、オーバーナイト・レートは0.15%で活発に取り引きされた後、日本銀行の積極的な資金供給姿勢を反映してさらに低下し、同日中の加重平均値は0.12%（前営業日は0.28%）となった。次いで、2月16日の記者会見における総裁発言（「ゼロでやっていけるならゼロでもいいと思う」）を受けて、翌2月17日は、オーバーナイト・レートの加重平均値は0.08%と、史上最低水準まで低下した。もっとも、2月18日以降は、日本銀行の積極的な資金供給姿勢にもかかわらず、出し手の一部が金利0.10%の普通預金に資金運用をシフトさせたことや、月末の接近が意識される中で取り手の一部が資金確保姿勢を強めたことなどから、レートは0.11～0.13%程度で下げ渋る展開となっている。

この間、ターム物金利の変化をユーロ円TIBORでみると、政策変更前（2月12日）から昨日（2月24日）までの間に、1か月物は-0.19%、3か月物は-0.21%と、それぞれオーバーナイト・レートを上回る幅で低下した。

以上の市場動向から、今次金融緩和措置が短期金融市場にもたらしたこれまでの変化をまとめると、概ね次の3点になる。第1に、

オーバーナイト・レートが、普通預金金利0.10%にブローカー手数料を加えた水準を下回ると、短期資金の出し手は、生損保を中心に、資金をオーバーナイト・コール市場から普通預金にシフトさせる傾向がみられる。このため、普通預金の金利水準が、差し当たってオーバーナイト・レートのアンカーになっているように窺われる。第2に、オーバーナイト・レートが今後ゼロまで低下するという予想から、資金の出し手はターム物での運用を増やしており、これらの金利が低下するという形で金融緩和措置の効果が現れている。第3に、金融機関毎の積み進捗率の格差が大きくなってきている。これは、資金の取り手は、普通預金へのシフトの動きなどからオーバーナイト・レートが急速に低下していく状況にはないとみて、0.12~0.13%程度で早めの資金確保に動いているが、一旦取り遅れてしまうと、コール取引の減少等を反映して、午後の市場で調達しにくくなる傾向がみられるためである。

これらの情勢を踏まえると、当面は、金融市場に混乱を生じさせないよう配慮しながら、さらにオーバーナイト・レートを下げていけるかどうかを、確かめていく局面になる。その際、普通預金金利引き下げの動きが出てくるかどうか、ひとつのポイントになる。また、オーバーナイト・レートの一段の低下を促していく手段としては、政策変更時の合意にしたがい、レポ・オペを積極的に活用していく考えである。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、日本銀行による一段の金融緩和措置(2月12日)の実施、わが国長期金利の低下、「政府当局者が円安を容認している」との報道、米国における強めの経済指標、などを背景に、114円台近辺の水準から急速に円安方向の動きが進んだ。G7蔵相・中央銀行総裁会議(2月20日)の後のコミュニケにおいて為替相場に関する特別な言及がなかったことも、それまでのドル高・円安傾向を容認したものと市場に受け止められた。この結果、円は2月22日には122円台半ばと、昨年12月初以来の水準まで下落した。もっとも、その後は利食いの動きや、急速な円安に対する警戒感等から、概ね121円台で横這い・小動きの状況となっている。

ユーロの対米ドル相場も、ユーロエリアと米国の景況感格差に

加えて、ユーロ参加国や欧州中央銀行の当局者による「ユーロ安是認」発言が相次いだこともあって、下落傾向が続き、ユーロ誕生以来、1ユーロが1.10米ドルを切る安値となった。もっとも、円対米ドル相場の動きに比べると、総じて落ち着いた推移を辿っている。

この間、エマージング諸国の為替相場は、アジアにおける旧正月や、中南米におけるカーニバルなどから、取引が閑散となる中、総じて弱含みの展開となった。そうした中で、とりわけブラジル・リアルは、資本流出懸念が根強いことから、カーニバル明け後下落傾向が強まっており、最近では1月の変動相場移行前に比べて、4割程度下落した水準で推移している。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済は、物価の落ち着きが維持されるもとで、景気の堅調な拡大が続いている。そうした中で、グリーンズパンFRB議長による半期報告議会証言に注目が集まった。

グリーンズパン議長は、経済のファンダメンタルズは強いとの現状認識を示したが、同時に、8年間の景気拡大によって、米国経済が様々な面において伸び切った状態にあることに伴うリスクを指摘した。具体的には、労働資源が限界まで利用されていること、株価が、過大評価されているとの見方を一概に否定できない水準まで上昇していること、対外収支の赤字と企業や家計の負債が増大していること、といった諸点が指摘され、海外経済の動向等に対して脆弱であるとの認識が示された。

グリーンズパン議長は、上記のように各種のリスクが存在することを示したうえで、金融資本市場が落ち着きを取り戻した現在でも、昨年秋に採った金融緩和をそのまま据え置くことが適切であるかどうか評価し続ける必要があると述べ、当面、金融政策は引き締めないし緩和のいずれの方向にも柔軟に動ける準備がなければならないことを強調した。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降に明らかになったいくつかの経済指標からは、これ

までの基調判断を変化させる材料は窺われない。

具体的にみると、公共工事請負金額は、98年度第1次補正予算分の発注が一巡してきたが、ヒアリング等によれば、2月以降は第3次補正予算分（緊急経済対策分）の発注開始等から、増加に転じるものとみられる。実質輸出は、1月はかなりの増加となったが、このところ月々の振れがきわめて大きく、実態としては概ね横這い圏内にあるとみている。

設備投資は、先行指標（機械受注）が引き続き減少傾向にある。また、99年度の投資計画に関する日本経済新聞のアンケート調査によると、現時点では腰だめの計数ながら、かなりの減少が計画されている。個人消費は、1月の都内百貨店売上高が、一部店の閉店セールにより大幅に増加したが、基調的には、なお明確な回復が確認されない状態が続いている。この間、住宅投資の関連では、マンションの販売増加・在庫減少の傾向が明確になってきており、先行き分譲住宅の着工減少に歯止めがかかる可能性が出てきている。

（2）金融情勢

金融市況をみると、前回会合での金融緩和措置を受けて、短期金融市場の金利が全般にわたり低下した。具体的にみると、インターバンクのターム物金利は、公的資本の注入予定もあって年度末の資金繰りに関する不安が小さくなるなか、オーバーナイト・レートの低下を反映する形で、0.15～0.20%程度低下した。

一方、長期金利（長期国債の流通利回り）は、金融緩和措置の実施後いったん小幅の上昇を示したが、その後は低下している。もっとも、相場の地合いは、依然として神経質なものとなっている。

1月のマネーサプライ（M2+C D）前年比は、+3.6%と、12月（+3.9%）に比べて低下した。これは、前年（98年1月）が、金融システム不安の広まりをきっかけに、マネー対象外資産（投信、信託、金融債）からマネー対象資産に大幅な資金シフトが生じた時期に当たることから、その「統計上の裏」が出たものである。ただ、ごく最近では、資金調達懸念を背景とした企業の手許資金積み上げの動きが、金融システム不安の後退から収まりつつあり、今後はこの面から伸び率が幾分鈍化する可能性がある。

なお、マネタリーベース（流通現金+準備預金）の前年比は、昨

年末にかけて急速に低下した後、1月も幾分低下した。もっとも、その大宗を占める銀行券の伸び率は、2月に入りやや持ち直してきている。

この間、1月の企業倒産件数は、前月に続き前年比大幅減少となり、90年代前半の水準まで低下した。信用保証制度拡充の効果が、企業倒産の減少にかなり強く反映してきているものとみられる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状および先行き

景気の現状については、前回会合以降、目立った変化を示唆する経済指標に乏しいため、「悪化テンポは緩やかになってきているが、民間需要の弱さなどからみて、回復の展望は依然明確になっていない」というこれまでの判断が引き続き適当という点で、委員の意見は概ね一致した。

公共投資の発注が年明け後伸び悩んでいる点については、ある委員から、98年度当初予算・第1次補正予算分の発注が一巡した一方、第3次補正予算分の発注が設計段階のボトルネックも含めた事務工期の長期化から遅れていることを反映したものであり、心配すべき材料ではないとの説明があった。もっとも、その委員からは、工事がずれ込んでいることは、一時的にせよ、資材市況や関連企業の収益にはマイナスとの指摘もあった。

景気の先行きについては、複数の委員から、前回会合で決定した金融緩和措置後の市場動向からみれば、長期金利上昇や円高等による追加的なリスクは、差し当って幾分和らいでいるとみてよいのではないかと指摘があった。

しかし、企業収益や雇用・所得環境等がもともと厳しい状況にあることに変わりはないことなどから、先行きの景気展開はなお予断を許さないという認識が、概ね共通のものであった。なかでも、とりわけ厳しい見方をするある委員からは、今回の不況の最大の特徴は、個人消費が不振をきわめている点にあり、雇用・所得環境の厳しさを踏まえると、個人消費はこの先さらに落ち込む可能性があるとの発言があった。さらに、その委員は、住宅投資については多少希望が持てるが、経済全体へのプラスの影響は限られること、

輸出は先行き減少に転じるとみられること、公共投資が経済を支えるのは本年半ば過ぎまでであること、地価が再び下落すると見込まれること、などを指摘し、景気は立ち直りかけているようにみえるが再度悪化するとの見通しを示した。

企業収益や雇用・所得環境については、何人かの委員が、改めてその厳しさを指摘した。ある委員は、98年度決算見通しの大幅下方修正が相次いでいることや、赤字転落企業が少なくないことなどを指摘し、こうした企業業績の悪化は、不良債権処理の動きなどと相俟って、供給サイドの構造調整を促す圧力になるとの見方を示した。さらに、同じ委員から、こうした事情を反映して賞与の大幅削減が不可避の情勢にあることや、賃金のベースダウンや雇用削減などの可能性が指摘され、これらを通じて経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクは、なお否定できないとの意見が述べられた。

別の委員からは、これまで堅調であった造船業界も、原油安を反映した需要減少や、国際的な受注競争激化を背景に、減産体制を組み込み始めているとの指摘があった。もう一人の委員からは、そうした業種において1割もの賃金カットが検討され、それを労働組合側も雇用確保優先の立場から受け入れざるを得なくなっている事例などが紹介された。

さらに、別の委員は、3月決算の影響についてとくに強い懸念を示した。すなわち、その委員は、厳しい決算に伴って、業種によっては2～3割存在しているとみられる過剰設備の処理が進められるほか、雇用・賃金面へかなりの影響が出るとの見方を述べた。そうした雇用・賃金面への影響について、同じ委員から、企業内失業者が400万人程度とすると、それをすべて削減すれば企業の総資本利益率（ROE）は8%向上する反面、失業率が10%程度にまで上昇するか、または賃金を1割以上押し下げるといった調整圧力が発生するとの試算が示された。

この間、住宅投資については、複数の委員が、最近におけるマンション販売の増加を、プラスの材料として評価した。もっとも、マンションは在庫がいまだ高水準にあることなどから、これらの委員も、最近の販売増加が今後着工の増加に結びついていくかどうかについては、なお慎重にみておく必要があるとの見解であった。

(2) 金融面の動き

金融面の動きについては、2月12日の金融緩和措置以降における、各種金利や為替相場の反応を中心に、討議が行われた。

短期金融市場については、オーバーナイト・レートをはじめ、各種ターム物金利が軒並み低下していることが確認された。

こうした市場環境のもとでの預金金利の動きについて、ある委員から言及があった。その委員は、普通預金金利が据え置かれるもとで、通知預金や定期性預金の金利が引き下げられたことに言及し、これら定期性預金から流動性の高い普通預金へのシフトにより金融機関の資金繰りが不安定になるというリスクを指摘した。また、預金金利の低下は、既に防衛的になっている家計の消費マインドを一段と防衛的にさせる恐れがある点に、懸念が示された。

一方、同じ委員から、貸出金利についての発言もあった。具体的には、少なくともこれまでのところ、プライムレートが長期、短期とも据え置かれたままであることが指摘され、今回の金融緩和の効果は企業金融面には及んでいないとの見方が述べられた。もっとも、この点については、別の複数の委員から、今後オーバーナイト・レートの低下をさらに促していけば、普通預金金利にも低下圧力がかかるはずであり、そうなれば短期プライムレート、したがって貸出金利にも、金融緩和の効果が波及していくのではないかとの見解が示された。

長期金利（長期国債の流通利回り）が金融緩和措置以前に比べて幾分低下している点について、これをどう解釈するかを巡って議論があった。

ある委員からは、金融緩和措置に伴うターム物金利の低下が、イールドカーブの中期ゾーンまで及んだ可能性があるとしながらも、実際に長期金利が低下したタイミングからみると、基本的には、金融緩和措置よりも、国債発行のあり方等に関する政府の発表（2月16日）
年限別発行額の振り替え、資金運用部による市中買い入れの再開の方が、長期金利低下をもたらしたより大きな要因だったのではないかとの見方が示された。

これに対して、別の委員からは、短期金利から中期ゾーンへの波及効果にもう少しウェイトをおいてみてよいのではないかという点と、長期国債の買い切りオペを不変に保つという日本銀行のア

ナウンスメントが、少なくとも市場に悪い影響はもたらしていないとみられる点が、指摘された。

為替相場については、金融緩和措置以降の円安が、实体经济にどのようなインプリケーションを持つかという論点を中心に、いくつかの意見が出された。

ある委員からは、為替相場が円安に転じたことは、金融緩和措置後における各種市場の動きのうちで、实体经济への影響が最も大きい変化であるとの評価が述べられた。別の委員からも、金融緩和措置前の115円前後を起点にとれば約5%、円高圧力が最も強まっていた時期の110円前後を起点にとれば8~9%程度の円安となっていることが指摘され、こうした相場水準が持続するのであれば、輸出産業にとってかなりのサポートになりうるとの見解が示された。

こうした円安のプラス効果についての認識は、委員の間で概ね共有された。もっとも、ある委員からは、98年度下期について企業が想定していたレートに漸く近づいてきたに過ぎない、との慎重な見方が示された。

また、もう一人の委員からは、日本企業が年度末にかけてポジション確定のためのドル売りを行うことから、円安は120円台前半で止まるのではないかとの相場観が示された。別の委員からは、日米貿易不均衡の拡大を背景として貿易摩擦への懸念が払拭できないことや、99年度の輸出をマイナスと見込む企業が多い中で仮に110円を超えて円高になった場合のダメージが大きいことなどが、指摘された。このように、円相場の今後の展開を巡っては、なおかなりの不透明性があるとの認識が一般的であった。

この間、ある委員から、経済にとって「中立的」な為替相場の水準をどう考えるべきかとの問題が提起された。その委員は、企業経営者の中には、90年代前半に比べて、当時よりも円安の水準を「適正」と感じる向きが多い点に言及したうえで、これは、製造業のコスト構造が90年代前半に比べて改善しているはずであることすなわち、バブル期の投資が償却されてきていることや、企業向けサービスの内外価格差が是正されてきていることなど、と、矛盾するのではないかとの指摘を行った。この点について、その委員は、国内の売上げが数量、価格両面で低迷している状況を背景に、企業にとって輸出の戦略的重要性が相対的に増している可能性があるとの仮説を述べたうえで、いずれにしても、企業の収益構造やコスト構造と、

為替相場水準との関係について、一層の認識を深めておく必要があるとの考えであった。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

まず、オーバーナイト・コールレートが概ね0.10%前後で推移している現状は、前回会合の決定に沿ってオーバーナイト・レートを「できるだけ低め」に引き下げていく途中段階にあるという点で、委員の認識は一致していた。長期金利上昇と円高が景気の先行きに及ぼすマイナスの影響については、その後の市場の動きによってやや軽減しているとの指摘があった一方で、いつまたそうしたリスクが再燃するかもしれないという警戒的な見方もあり、いずれにしても暫く注意深くみていくことが必要という点でほぼ共通の認識があった。これらの結果、当面は、現状の金融市場調節方針を継続し、その方針に沿って、市場の動向を慎重にみきわめながら、オーバーナイト・レートを徐々に引き下げていくことが適当という考えで、多くの委員は一致した。

そうした討議の過程で、数名の委員から、現状は普通預金の金利水準（0.10%）の近辺で、オーバーナイト・レートが膠着しつつあるようにみられるため、オーバーナイト・レートの一段の低下を促しても市場の混乱が生じないかどうかを、早めに確かめてみるべきではないかとの意見が述べられた。とくに、そのうち一人は、現状の引き下げテンポでは緩和効果が期待できなくなることに懸念を示し、引き下げの加速を主張した。

もっとも、オーバーナイト・レートを一段と引き下げていく際には、それが普通預金への資金シフトやターム物金利、貸出金利、さらにはリザーブ（＝準備預金）などにどのような影響を及ぼすかを含め、市場の状況をよくみきわめながら慎重に進めていくことが重要という点が、改めて数名の委員から指摘された。

別の一人からは、そうした金融市場への影響といった側面とは別の観点から、金利の低下を促すことに否定的な意見が述べられた。すなわち、その委員は、一段とオーバーナイト・レートを低下させていけば、普通預金金利にも低下圧力がかかると考えられるが、そ

うした預金金利の低下が家計のマインドを一段と防衛的にすることなどを通じて、日本銀行への信頼が損なわれる惧れがあるのではないかとの見解であった。

長期金利については、金融政策で働きかけていく余地をどう考えるかを巡って、活発な議論があった。

ある委員から、国債発行のあり方等に関する政府の発表（2月16日）が、長期金利にある程度好影響を与えたとみられることを踏まえて、いくつかの点が指摘された。第1に、2月初までの長期金利上昇には、長期的な財政赤字拡大懸念だけではなく、より短期的な何らかのリスク・プレミアム要因 市場関係者が「需給要因」と捉えているもの が作用していた面が否定できないという点であった。2点目は、政府がネットで市中に出る国債の満期構成を変化させたことで、「需給要因」がある程度改善されたのだとすれば、同様に日本銀行がツイストオペを行うことも、財政赤字の額を不変に保つという条件のもとであれば、ある程度有効かもしれないという点であった。しかし3点目として、そうした措置が仮に有効であるとしても、有効なのは一時的なリスク・プレミアムの増大によって長期金利が上昇している場合だけであって、繰り返しそうした措置が使えるか、また持続的な効果を持つかについては疑問があるということも指摘された。最後に、その委員は、以上のような論点を中心に長期金利に対する日本銀行の関わり方を考えていく際には、そもそも長期金利が市場でどのように決定されるのか、もう少し認識を深めておく必要があるのではないかとの問題を提起して、議論を締め括った。

一方、別の委員からは、長期金利の決定要因としては、やはり経済・物価情勢に対する市場の見通しがドミナントであること、ただ、このところは、国債の大量発行に関する展望が明確でないことに基づくリスク・プレミアムも影響しているとみられること、などが指摘されたうえで、当面は両要因が合わさって長期金利がどのような水準に落ち着いていくかを、なお見きわめる必要があるとの見方が示された。そのうえで、その委員は、「需給要因」に日本銀行が働きかけていく余地がありうるのではないかという前述の委員の意見に対しては、懐疑的な見方を述べた。その理由としては、いわゆる「需給要因」はやや長い目でみれば長期金利の決定要因として重要でないと考えられること、仮に時折そうした「需給要因」で長期金利が変動するとしても、「需給要因」とファンダメンタル

な要因を正確に見分けて、「需給要因」のみに対して都合よく働きかけていくのは困難であること、といった点であった。さらに、ツイストオペを巡っては、同じ委員から、オーバーナイト・レートがゼロに近づき、資金吸収のオペレーションが不要となってくるような状況においては、短期国債の売りオペが行われないうまま長期国債の買いオペのみが残ってしまっていて、長期国債の買い切りオペ増額と何ら変わらなくなるリスクがある点が、指摘された。

この間、ある委員からは、日本銀行が長期金利を直接コントロールすることはできず、その点をさらに明確にしておく必要があるとの意見が述べられた。別の委員からも、中央銀行が長期金利をコントロールしようとする、長期金利の変動が映し出す市場からの情報が消えてしまうという問題がありうるとの指摘があった。

今後、量的緩和など、金融政策をさらに緩和していく余地をどのように考えるかという点については、そのタイミングや、日本経済が抱えている問題に対する適切な経済政策のあり方という視点も含めて、いくつかの意見が出された。

ある委員からは、前回会合で決定した金融緩和措置が、貸出金利の低下など企業金融面にほとんど及んでいないことを踏まえると、金融緩和はすでに限界に達しているのではないかとの見解が示された。

別の委員は、日本経済の問題点を、企業部門のバランスシートという観点から捉えて、過剰で収益性の低い資産の残存 毀損されたり含み損を抱えているものを含む、その裏側にある企業の過大負債すなわち金融機関の不良債権問題、他方で収益性の高い新規資産の積み上げがなかなか進まないこと、の3点を指摘した。そのうえで、その委員は、これまで打たれてきた金融システム対策やマクロ政策が一定の意義を持ったことを評価しつつも、過剰な資産を有益な資産に入れ替えていくという供給サイドの強化が、今なお大きな課題であるとの意見を述べた。これについて、その委員は、企業の自助努力や税制改正等の政策対応により、実体経済それ自体にある程度前向きな動きが出てこない限り、金融面からいくら量的な緩和を施しても有効性は低く、現時点で優先順位の高い政策とは言えないとの見解を述べた。

もう一人の委員からも、財政政策が既に十二分に発動されていることや、金融政策も金利の引き下げが限界に来ていることなどを踏まえると、企業が新製品開発や技術開発等によって需要を掘り起こ

し、同時に供給サイドの構造調整を進めていくことが不可避との見方が述べられた。その委員は、そうした企業の対応を促進するうえで有効な施策として、失業対策や設備廃棄への政策減税等が検討されることが望ましいとの意見を述べた。

さらに別の委員も、マクロ政策が財政、金融両面において、限界に達しつつあることを指摘した。その委員は、そうした政策環境のもとでは、日本銀行による国債の引き受けや買い切りオペ増額を求める声が、今後も根強く残る可能性が高いとの警戒的な見方を示した。そのうえで、その委員は、財政赤字の膨張には越えてはならない一線が必ずあって、その規律が保たれるかどうかは中央銀行の対応如何にかかっていると述べ、いわゆる量的緩和論など、「非常時だから特別な政策対応を」という類の主張に潜む危険性を指摘した。

他方で、量的緩和論に前向きな姿勢を示す委員もいた。すなわち、ある委員からは、3か月前比年率でみたマネタリーベースがこのところ大きく落ち込んでいること、マネタリーベースの伸び率が低下すると長期金利が上昇するという関係があるようにみえること、金融政策はタイムラグを考慮に入れながら早めに対応すべきこと、などを勘案すると、量的緩和に真剣に取り組んでいくべき時期に来ているとの意見が述べられた。

別の委員からは、短期金利面での対応が限界となってきた一方で、景気は再び厳しい状況に直面する可能性があることを考えると、民間需要の増加につながるような量的緩和策を、現在直ちには必要がないとしても、どのタイミングで、どのように行えばよいかを含めて、検討していく必要があるとの見解が述べられた。

こうした議論との関連で、ある委員からは、金融政策は、最近の若干のデフレ傾向に対して効果が薄い中でどこまで対応していけるかという方向感と、場合によっては将来のインフレを引き起こしかねないリスクをどう防いでいくかという側面とについて、両睨みの非常に狭い範囲でのオプションを模索するきわめて難しい状況に直面しているとの見解が示された。

金融政策で何を行っていくべきかという以上の議論とは別に、ある委員から、オーバーナイト・レートがゼロ近くまで低下したあとの金融市場調節上の操作目標として、現在のオーバーナイト・レートに加えて、何らかの別の指標も用いていくべきではないかとの問題が提起された。その委員は、金利に十分な引き下げ余地が存在す

るごく一般的な場合を考えてみると、金融不安の高まりによる流動性への需要増加など金融面でのショックが予想される場合には、「金利」を目標とした政策運営の方が望ましいと考えられる一方、デフレ傾向の強まり等実体経済面でのショックが予想される場合には、何らかの「量」を目標に据える政策運営の方が望ましいとの伝統的な議論を紹介した。そのうえで、今後の具体的な操作目標としては、まずコントロラビリティという点からみて、「金利」の場合はターム物金利等の短期市場金利、「量」の場合にはリザーブないしマネタリーベースなどが、一応の候補として考えうるのではないかとこの見解が示された。ただ、いずれにしても、操作目標として何を選択するかは、目標値の設定のしやすさ、場合によっては金融政策の効果自体が異なりうるのか、人々の期待や長期金利への影響、など多岐にわたる論点がありうるので、この点は今後慎重に検討していく必要があるというのが、その委員の考えであった。

操作目標について、今後慎重な検討が必要という点には、別の委員からも同意があった。

さらに別の委員は、操作目標に関する議論は、金利と量のいずれをシグナルとして注目していくかという問題であって、政策自体は将来のインフレ・リスク等を念頭において考えていく以上、どちらを選択しても、金融緩和の余地自体に大きな違いが出てくるわけではないという点を強調した。この点に関連して、その委員からは、「金利を下げ尽くしても、なお量的緩和という別の世界が広がっている」という誤った認識が世間で形成され始めている可能性に懸念が示された。そうした状況に十分注意を払うという観点からは、操作目標を量に切り替えていくよりは、ターム物金利として、これまでとの連続性を強調していく方がよいのではないかと、というのがその委員の現時点における暫定的な考えであった。

もう一人の委員も、現在の金融政策スタンスは既に十分緩和的であり、ここでさらに量的な目標値などを早急に掲げてしまうと、金融政策に対する世間の期待が過大なものとなって、余計な混乱を引き起こしかねないとの懸念を示した。さらに、その委員からは、マネーサプライ等の量的指標は、非常に長い期間をとってみれば実体経済との相関が高いが、90年代後半だけをとってみれば両者の関係はほとんどみられず、現状では信頼に足る量的目標値の設定は難しいのではないかと指摘もあった。

以上のように、将来の金融政策のあり方をどのように考えていく

かについては、現時点では結論めいた議論には至らなかったが、当面の金融市場調節方針については、既述のとおり、2月12日に決定された方針を引き続き推し進めていくという意味で、現状を維持すべきという意見が大勢を占めた。

こうした多数意見の中であって、他の委員に比べて景気情勢をとりわけ厳しく捉えているある委員から、金融緩和スタンスを一段と徹底する方向での提案がなされた。その委員からの具体的な提案内容は、金融市場調節方針からオーバーナイト・レートに関する記述を削除すること、超過準備額を当面5千億円程度とし、その後これを増額させることにより、本年10～12月のマネタリーベース前年比を10%程度とするような量的緩和を図ること、中期的に消費者物価指数（生鮮と間接税を除く）の前年比が1%前後となることを企図する旨を明言すること、といったものであった。

提案の理由として、その委員からは、テラー・ルール GDPギャップとインフレ率から最適な政策金利の水準を試算する算式で割り出したオーバーナイト・レートがマイナスになることなどから考えると、それをゼロに低下させるだけでは十分な金融緩和効果は得られず、量的な拡大を促す必要があるとみられること、最近のマネタリーベースが、とりわけ3か月前比年率で見るとかつてない大幅な落ち込みを示している状況に、ひとまずブレーキをかける必要があること、日本銀行として、デフレ阻止に対する決意を明確にしていく必要があること、公的資本注入が見込まれることなどから、銀行部門への流動性の供給が、一頃よりは信用創造につながりやすくなっていくと考えられること、3月決算が判明する4～6月には経済情勢の大きな波乱が生じる可能性もあるため、これまでの緩和策に対して「小さすぎて遅すぎる（too little, too late）」との批判があることも踏まえて、ここで早めに一段の緩和に踏み切る必要があること、といった点が挙げられた。

こうした提案については、多くの委員から様々な疑問が投げかけられた。

ひとつは、前回会合で決定された金融緩和措置を実現していく途上にあるこのタイミングで、次の政策措置を打ち出していくことの妥当性であった。すなわち、ある委員からは、前回の会合においても先行きの経済情勢の厳しさを当然認識したうえで、オーバーナイト・レートの誘導目標を引き下げていくことを決定したのであって、

その決定にしたがって最大限の努力をしていくのがまずは先決であるとの主張がなされた。別の委員からも、前回採った措置の効果を確認するところまでいっていない状況のもとで、実体経済に急変がないにもかかわらず新たな政策を打ち出していくことは、前回の措置に対する自己否定になるとの見解が示された。

もうひとつの論点は、量的な目標値を設定することの是非であった。ある委員からは、金融政策運営上の目標値として、金利と量のいずれを重視していくのかについては、生じうるショックの性格をどうみるかなどを含めて慎重に議論すべきであり、金利の次は量だというふうに単純に決めつけるのは適当でないとの意見が述べられた。

また、別の委員は、「マネタリーベースの前年比10%」という具体的な目標値に関する問題を挙げた。すなわち、その委員からは、実体経済と量的金融指標との関係が安定的でないことを踏まえると、計算上の仮定を若干変えるだけで、マネタリーベースの伸びが4～5%でも適正という試算も可能な一方、14～15%程度伸ばさなければ不十分という試算も可能であるとの指摘があった。そのうえで、その委員は、これだけ幅がありうるものについて、十分な検討なしに10%と決めてしまうのは、やや拙速ではないかとの批判を行った。

もう一人の委員からも、実体経済や物価との関係から、どのような量的金融指標にどのような目標値を設定していくことが適当なのかについて、議論が尽くされていないとの指摘があった。同じ委員から、日銀券に対する需要が不確実である状況に鑑みると、超過準備5千億円という操作目標と、マネタリーベースの伸び10%という目標値の整合性について、少なくとも現時点では自信が持てないとの発言もあった。

関連する論点として、ある委員から、マネタリーベースのコントロールビリティに、強い疑問が投げかけられた。すなわち、その委員は、マネタリーベースの9割程度は日銀券によって占められているので、マネタリーベースのコントロールを目指して、日銀券の変動をちょうど相殺するように準備預金の調節を図ろうとすると、金利がかなりボラタイルになるのではないかとの懸念を示した。

金融機関の仲介機能が一頃よりは改善しつつある分、銀行部門に流動性を供給していくことが、従来よりは意味を持つようになりつつあるのではないかという点については、ある委員から一定の理解

が示された。もっとも、別の委員からは、量的な緩和といっても、銀行部門に流動性を供給し、銀行貸出の増加を促していくことを念頭においているのであれば、その過程で金利も低下していくはずであるので、「金利を引き下げる」政策と変わるところはないとの指摘があった。

これらの意見に対して、この提案を行った委員が以下のような再反論を述べた。

- ・（前回会合で金融緩和措置を決定したばかりであり、様子を見るべきとの意見に対して）経済情勢は切迫していて時間的余裕がないため、追加的な金融緩和措置を続けて打ち出していく必要がある。
- ・（マネタリーベースおよび超過準備額の目標値に関する根拠が不明確との意見に対して）過去10年程度におけるマネタリーベースの平均増加率は6%強であるため、これに、不況時はより高い伸び率を目指すことが適当という要素を加えて10%を目標値とした。また、超過準備額を毎月5千億円程度増やしていけば、年間では6兆円の増加ペースとなり、日銀券を一定とすれば、マネタリーベース（約60兆円）を10%増やす計算になる。
- ・（マネタリーベースは日銀券が大宗を占めているためコントロールできないとの意見に対して）マネタリーベースの大宗を銀行券が占めているという事情は米国等でも同じであって、マネタリーベースのコントローラビリティは高いと考えている。

もっとも、最後の点については、再度、マネタリーベースのコントローラビリティを疑問視する委員から、米国でもマネタリーベースの大宗が銀行券という事情があったからこそ、量的な目標値を設定した79～82年の金融政策運営に際して、マネタリーベースではなく非借入準備が用いられたとの指摘があった。

このように、提案を行った委員と他の委員との間で、活発なやり取りがあったが、見解が一致をみるには至らなかった。

なお、一部の委員から、2月12日の政策変更時の対外公表文について、日本銀行の真意が市場等にうまく伝わらなかった可能性があるため、今後はより簡潔で焦点を絞った公表文にすることが望まし

いとの見解が述べられた。もっとも、これは委員の共通の認識とはならなかった。

・ 政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。大蔵省からの出席者は以下のような発言を行った。

景気は、改善を示す動きも幾分みられるが、低迷状態が長引いており、きわめて厳しい状況にある。政府は、こうした情勢に対応し、緊急経済対策をはじめとする諸施策の実施に全力で取り組んでいる。当面の景気回復に向け全力を尽くすとの観点から立って編成した平成11年度予算も、衆議院を通過した。

長期金利の最近の動向等を踏まえて、大蔵省は2月16日、次の措置を決定した。第1に、各月における国債の年限別発行額について、年間の発行額を踏まえつつ、その時々の方場の動向を勘案して適切に設定するとの観点から、3月発行国債の年限別発行額の振り替えを行うこととした。第2に、資金運用部による国債の市中買入れを実施することとした。これは、最近の方場動向や、資金運用部の状況等を勘案して、資金運用の一環として行うものである。具体的には、2月および3月の各月に2回ずつ、1回あたり1千億円程度の入札を予定している。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

景気は低迷状態が長引ききわめて厳しい状況にあるが、一層の悪化を示す動きと、幾分かの改善を示す動きが入り交じり、変化の胎動も感じられる。このような厳しい経済状況のもとであるが、平成11年度の予算案は衆議院を通過し、参議院で審議中である。政府としては、緊急経済対策の諸施策を推進することにより、自律的な景気回復を実現するよう全力を尽くしていく。

金融政策においては、前回会合での金融緩和措置は、企業等に対する十分な資金供給を確保するなどの意味で、景気回復に資するものと期待している。引き続き適切な運営をお願いしたい。

採決

多くの委員の認識を改めて総括すると、前回会合以降の経済指標からは、「景気の悪化テンポは緩やかになってきているが、民間需要の弱さなどからみて、回復の展望は依然明確になっていない」というこれまでの判断を変える材料に乏しい、長期金利や為替相場の面からの景気に対するマイナスの影響は、前回会合で決定した金融緩和措置がひとつの背景となって、幾分和らいでいる、オーバーナイト・レートの動向からみて、現在はなお、前回会合で決定した金融緩和措置を実現していく途上にある、というものであった。こうした認識を背景に、当面は、前回会合で決定した金融市場調節方針を維持し、市場の混乱が生じないかどうかをみきわめながら、オーバーナイト・レートの一層の低下を促していくのが適当という意見が大勢を占めた。

ただし、景気情勢についてとりわけ厳しい見方をとる委員から、金融政策面で一段の緩和策を早めに進めていく必要があり、その際、オーバーナイト・レート低下の効果には限界があることを勘案して、量的な緩和を図ることが適当との考えが示された。この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的にCPI（除く生鮮、間接税）の前年比が1%程度となること（99年10～12月平均の前年同期比：1±1%、2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%）を企図して、当面、超過準備額を5,000億円とし、その後、次第にこれを増額させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（四半期平均対前年同期比）が10%程度に上昇するよう、量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対7、棄権1）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

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

記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

（注）「当初」とは、前回金融政策決定会合（2月12日）時点。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員 後藤委員、武富委員、
三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、前回会合で決定した金融緩和措置については、オーバーナイト・レートの低下幅や低下速度等からみて、効果が十分ではないと懸念される、経済情勢の厳しさからみて、前回措置の効果をみきわめている時間的余裕はなく、早急に一段の緩和を打ち出す必要がある、前回措置をもって金融緩和が打ち止めという印象を与えることには問題があり、金利がゼロになってもその後にもまだ色々な金融緩和策がありうることを明らかにしていく必要がある、という理由から、上記採決において反対した。

篠塚委員は、現在の超低金利を一段と低下させるといような実験が、实体经济にどのような効果を与えてい

くのかについて不明である、家計マインドが一段と低下している状況では、こうした政策は家計に対するダメージが大きいと危惧される、という理由から、上記採決において反対した。

以 上

(別添)

平成11年2月25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、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(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初(注)0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(注)「当初」とは、前回金融政策決定会合(2月12日)時点。

以上

(99 年 3 月 12 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 3 月 12 日 (9:01 ~ 12:19、13:11 ~ 16:07)

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 (")
後藤康夫 (審議委員)
武富 将 (")
三木利夫 (")
中原伸之 (")
篠塚英子 (")
植田和男 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 谷垣禎一 政務次官 (9:01 ~ 11:04)
武藤敏郎 大臣官房総務審議官 (13:11 ~ 16:07)
経済企画庁 今井 宏 政務次官 (9:01 ~ 11:14)
小峰隆夫 物価局長 (11:15 ~ 16:07)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事 (企画第 1 課長)	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（2月12日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、3月17日に公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（2月25日）で決定された金融市場調節方針（より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初＜注：2月12日の金融政策決定会合時点＞0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。）にしたがって運営した。すなわち、前回会合以降、短期金融市場に対する資金供給スタンスをさらに強めた結果、オーバーナイト・レートは、3月4日には0.03%まで低下した。今積み期間（2月16日～3月15日）の平均レートは、前営業日（3月11日）までで0.08%となっているが、そのうち資金供給スタンスを一層強めた2月26日以降の平均レートは、0.06%まで低下している。

前回会合以降の金融調節と短期金融市場の反応を詳しくみると、3つのステージに分けることができる。第1のステージは2月26日～3月1日である。この時期は、短期金融市場に対する資金供給額を増額したが、月末月初の決済資金需要が強く、また生保などの資金運用サイドが普通預金金利（0.1%）との関係を強く意識してオファーレートを0.1%台に堅持したため、レートは0.09～0.10%で下げ渋った。第2のステージは、月末・月初要因が剥落し、資金の繁忙感が和らいだ3月2～4日である。金融調節で資金供給額のさらなる拡大を図ったところ、市場は日銀のゼロ金利を目指す姿勢を改めて確認するかたちとなり、オーバーナイト・レートは0.03%まで低下した。この間、ターム物金利や長期金利がオーバーナイト・レートの動きを受けるかたちで低下したほか、株価も上昇した。こうした中で、オーバーナイトの取引は急速に縮小した。これを踏まえて、その後の第3のステージでは、積み上幅を幾分抑え気味に運営した。この結果、オーバーナ

イト金利はやや強含み気味となったが、水準としては引続き0.05%以下のきわめて低いレベルで推移している。

オーバーナイト・レートがゼロ近傍まで低下したあとの金融調節の留意点としては、次のような点が挙げられる。第1に、コール市場取引が、ダイレクト・ディール（短資を介さない当事者間の直接コール取引）や普通預金にシフトしているため、コール市場残高が2月12日以前と比べると2割弱減少している。これまでのところ、資金調達サイドは調達手段の多様化を図っており、資金決済などに支障は生じていない。しかし、金利が現在の水準まで低下してからまだ日が浅く、また、市場取引が縮小する中でこれから年度末に向かうことを踏まえると、オーバーナイト金利の定着度合いと、それに伴う市場の動きを引き続きよくフォローしていく必要がある。第2に、オーバーナイト金利がゼロ近傍まで低下した状況の下で、日本銀行の資金供給オペに対して、市場参加者が実際にどの程度応じてくるかが読みづらくなっている。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

前回会合以降の円の対米ドル相場は、不安定な相場展開となった。2月末から3月初めにかけては、日米の景気動向に一層の格差がついてきているとの見方が強まったほか、国内市場金利が大きく低下したこともあって、円は3か月ぶりの円安水準となる124円近くまで下落した。しかし、その後警戒感が強まり、昨晚（3月11日）はドイツのラフォンテーヌ蔵相辞任の報を受けてユーロが対米ドルで急反発したことにつれて、円も119～120円の水準まで戻ってきている。

ユーロの対米ドル相場は、ECBの利下げ観測や、欧州の政策当局者からユーロ安容認発言が続いたことなどから、軟調な展開が続いた。しかし、ECBに対してこれまで金融緩和を強く求めてきたラフォンテーヌ蔵相が辞任したことを、市場ではユーロの買い材料と受け止めたことから、ユーロは急反発している。この間、ユーロの対ポンド相場も、英国において強めの経済指標の発表が相次いだことなどから軟化を続けたが、足許は反発している。

ブラジル・レアルの対米ドル相場は、3月初めに最安値を更新したあと、ブラジル中銀による政策金利の引き上げや、財政改革に関する

I M F との合意を踏まえて経済改革プログラムが策定されたことなどをを受けて、急速に反発している。

(2) 海外金融経済情勢

米国景気は拡大を続けている。家計支出は、良好な所得環境等を背景に堅調な伸びを維持しているほか、製造業受注も幾分改善している。こうした中で、物価は落ち着いた推移を辿っている。

米国株価（ダウ工業株30種）は、2月雇用統計（3月5日公表）の発表を受けて、10,000ドル目前まで上伸した。銘柄としては、これまで相場のリード役であったテクノロジー関連やインターネット関連の株価が引き続き堅調である。しかし、市場では、たとえばテクノロジー関連株の P E R（株価収益率）が50～70倍に達したことなどを踏まえて、環境の変化によっては株価が急落するリスクがあるとの見方も出ている。F R B グリーンズパン議長も、こうした株価動向について、議会証言の際に警戒的にみている旨の発言を行っている。

ユーロエリアの景気は総じてみると緩やかな拡大を続けている。ただ、国によって事情は相当異なっており、フランス、スペインなどで堅調な拡大が続く一方で、ドイツ、イタリアでは、経済成長の減速が明確化している。

英国では、外需の減少や生産の低下が続いているが、このところ、製造業の受注悪化に幾分歯止めがかかりつつある。

東アジア諸国では、韓国の生産に持ち直しの動きが窺われるが、その他の国では、景気は引き続き調整局面にある。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

足許の最終需要をみると、設備投資は、依然として大幅な減少を続けている。家計支出については、個人消費はなお低調の域を出ていないが、住宅投資が下げ止まっている。また、純輸出は横這い圏内での推移となっているが、公共投資は引き続き増勢を示している。こうした最終需要の動向や在庫調整の一段の進捗を背景に、生産は下げ止まっている。

以上のように、景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している。

この間、物価面では、国内卸売物価が引き続き下落基調にあり、企

業向けサービス価格も軟化を続けている。一方、消費者物価は弱含み基調にあるが、下落テンポの加速はみられていない。

景気の先行きについては、公共工事の発注が2～3月に急増しているとみられるため、公共投資は、来年度入り後大幅に増加すると予想される。住宅投資は、3～4月以降、低水準ながら持ち直しが期待される。また、地域振興券の支給や所得税減税も、家計所得の減少を減殺する要因として働くことが期待される。目下のところ、企業の生産スタンスは極めて慎重なものに止まっているが、在庫調整はかなり進捗してきているだけに、このような公共投資、住宅投資などの増加によって、4～6月頃に生産活動の水準が切り上がる可能性も一概には否定できない状況になりつつある。

しかし、現在の所得環境からみて、こうした需要の増加が、設備投資などの誘発につながりにくい状況にあるということに、基本的な変化はない。加えて、3月期決算の大幅な悪化を背景に、企業は支出抑制を一段と強める方向にある。このため、雇用・賃金が相当抑制的となるほか、リストラが強化されたり、過去の膿出しに耐え切れずに大型倒産が発生したりすると、消費者心理の悪化を通じて、個人消費の押し下げに働くリスクもある。こうした点を踏まえると民間需要が回復する可能性に関しては、現時点では、引き続き慎重にみておくことが必要である。

物価は、当面、下落基調を続けると見込まれる。やや長い目でみれば、需給ギャップが明確に縮小する展望が拓けていない中であって、賃金の低下がサービス価格に現れてくる可能性があることを踏まえると、物価の下落テンポが速まるリスクにも注意していく必要がある。

当面の経済情勢を考えるうえでの最大の注目点は、今後企業が策定するリストラ計画やベア圧縮は、どの程度のデフレ圧力を経済に及ぼすのか、あるいは、資本市場がこうした企業努力をどのように評価するのか、3月末の金融機関への公的資本の投入は、企業の整理淘汰を進めデフレ圧力を生じさせることになるのか、あるいは、金融機関の融資姿勢の緩和に繋がるのか、といったことである。

(2) 金融情勢

最近の金融面の動きを概括すれば、金融市況に明るい動きが出てきている一方、民間部門の資金需要は未だ低迷が続いている状況にある。

短期金融市場では、2月12日の日本銀行による一段の金融緩和措置

を受けて、オーバーナイト金利、ターム物金利がいずれも大幅に低下した。また、最近の特徴は、一昨年秋の大型金融破綻以来の最大の懸案であった「金融システム不安」が後退してきたようにみられることである。ジャパンプレミアムの急低下にみられるように、日本銀行による流動性供給や公的資本投入に向けた具体的な動きの進展を背景に、邦銀の流動性リスクや信用リスクに対する市場の警戒感は徐々に後退してきている。

この間、コール市場残高は、機関投資家が一部資金を普通預金にシフトさせたことから、2割弱減少している。これまでのところ市場取引の縮小に伴って資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、市場における資金の流れに大きな変化が生じているだけに、その動向を十分注視していく必要がある。

長期債市場では、神経質な地合いのなか、短期金利の動きを受けるかたちで、長期金利が低下している。株価も、外人勢の買いなどから15,000円台半ばまで強含んで推移している。株式市場では、円相場下落や、米国株価の上昇、公的資本投入に向けた動きの進展、さらに最近では、企業の合理化努力など、が好感をもって受け止められているようである。

金融の量的側面に関連して、企業の資金需要面をみると、設備投資のための資金需要が低迷を続けているほか、金融機関の慎重な融資姿勢を踏まえて、企業が防衛的に手許資金を積み上げる動きも収まってきている。一方、民間銀行は、企業業績が悪化するもとで、基本的に慎重な融資姿勢を維持している。ただ、金融機関自身の資金調達を巡る懸念が後退してきているほか、金融機関の自己資本面からの制約も、公的資本の投入などにより緩和される方向にある。こうしたもとで、民間銀行は信用リスクの小さい融資、たとえば、信用保証制度を活用した融資や優良企業への貸出などに、積極的に取り組む姿勢を示してきている。

この結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。ただ、信用リスクに対する金融資本市場の警戒感は根強く、格付けが低めの企業などでは依然厳しい調達環境にある先が少なくない。こうした企業金融の動きが、今後、年度末や新年度入り後に向けてどのような展開を辿るか、注目していく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状については、各委員からほぼ一致して、執行部が示した「景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している」との見方に違和感はない、との判断が示された。

その具体的なあらわれとして、多くの委員から、公共投資が増勢を続けていること、住宅投資も、低水準ながら下げ止まり、持ち直しの兆しがあること、在庫調整が一段と進捗し、生産も下げ止まっていること、などが指摘された。また、このうちひとりの委員からは、中小企業の景況感にも若干改善する兆しがみられるとの発言があった。

しかし、それと同時に、それらの委員は、個人消費が低調な動きを続けており、設備投資も大幅に減少するなど、企業収益や雇用・所得環境の悪化を軸としたマイナスの循環は依然続いているとの指摘も行った。このうち設備投資については、ひとりの委員より、大蔵省発表の法人季報では98年10～12月の設備投資が中小企業を中心に前年比18.7%減少しているが、これはGDPをかなりの程度押し下げる可能性が高く、きわめて深刻な状況にあるとの見解が述べられた。

会合では、こうした明暗双方の材料がある中で、ここ1か月の動きを総括してみると、少なくとも景気のさらなる落ち込みを示す材料は乏しく、わずかではあるが明るい材料が増えつつあるとの見方が多く示された。これらを踏まえて、景気は全体として下げ止まってきているとの認識が大勢を占めた。あわせて、ひとりの委員は、景気一致指数の動きからも、景気がとりあえず下げ止まっていることが確認できると発言した。

(2) 金融面の動向

金融面では、前回会合以降、日本銀行による一段の潤沢な資金供給を受けて市場金利などが大きく反応していることをどのように評価するかという点について、委員の関心が集まった。議論の結果、2月の金融緩和措置は金融市況にとりあえずかなりの効果をもたらしたと評価できるが、その一方で、金融市況には、将来の金融政策に対する様々な思惑も影響しているとの見方が多く示された。また、短期金融市場や企業金融面における一時の逼迫感が後退してきたことが、景気の下げ止まりに寄与しているとの趣旨の発言も多くみられた。

まず、今回の金融緩和に対する市場の反応に関して、何人かの委員

から、ターム物金利がオーバーナイト金利以上に大幅に低下したこと、長期金利も低下したこと、円相場が軟化したこと、株価も上昇したこと、さらには、ジャパンプレミアムもほぼ解消したことなどが指摘され、これらを全体としてみると、かなりの緩和効果が出ていると判断できるとの発言があった。もっとも、このうちのひとりの委員からは、こうした動きは、金融緩和措置以外にも、公的資本投入に向けた具体的な動きの進展や、大蔵省による国債発行面等での工夫、さらには米国株価の上昇なども大きく寄与しているとの指摘があった。また、委員の多くからは、金融緩和措置の効果だけでなく、オーバーナイト金利がゼロ近傍に近づくにつれて、先行きの金融政策に対する様々な思惑が強まったことが金融市況に影響した面もある、との見方が表明された。

一方、別のひとりの委員は、今回の金融緩和措置が効いたのは、2月12日の金融緩和の決定が市場にとって予想外であったこと、2月末以降、オーバーナイト金利がゼロ近傍に向けて一気に低下したこと、さらにはこうした動きを受けて、市場では日銀のスタンスが相当強く、量的緩和も視野に入れているとの認識が広まったこと、などが背景であるとの意見を述べた。

このような認識を踏まえて、何人かの委員は、今回の金融市況の動きが、先行きの金融政策に対する思惑や過大な期待を含んだものであるとすると、いずれある程度の修正場面を迎える可能性があることも覚悟しなければならないとの慎重な見方を示した。

このうちのひとりの委員は、長期金利が2月初をピークに低下してきたことに関して、これまでは、金融緩和措置よりも、国債の発行年限の見直しや資金運用部の買い入れといった需給要因のほうが効果があったとみていたが、最近の長期金利の低下をみる限りは、金融緩和措置に対する反応も大きく、需給要因と金融緩和効果の双方が長期金利の低下につながったと解釈することが適当なのではないかといった趣旨の発言を行った。

株価についても、複数の委員から、最近の株価の上昇は、一段の金融緩和に加えて、公的資本の投入や企業の経営合理化などを好感した外人勢の日本株買いによるものであるとの指摘があった。そのうえで、それらの委員の一部は、こうした要因だけで相場が長期にわたって支えられるかどうかは疑問であるが、最近の株価上昇の背後には、リスクプレミアムの大幅な縮小やキャッシュ・フローの改善による収益の

回復期待が織り込まれている面もあり、明るい材料とみなすことができるとの見解を示した。

その一方で、株価の持続性に関しては、慎重な見方も少なくなかった。ひとりの委員からは、現在の株価は、金融緩和効果のほかに、公的資本の投入、米国株価の上伸、さらには外人勢の日本株買いなどの外部環境によって支えられている面が強く、肝心の企業収益が改善していないため、基本的には脆弱な要素を残しているとの発言があった。このほか、別のひとりの委員より、自分は現在の株価が量的緩和政策への強い思惑などによって支えられており、ミニバブル的な様相があるとみているが、こうした思惑が剥がれたり、米国株価が10,000ドルに到達して目標達成感が強まったりすると、4～6月頃の相場に反動が現れることもありうるとの見方が示された。

企業金融については、各委員より一頃の逼迫感が後退したとの指摘があった。

ひとりの委員は、公的資本の投入に向けた動きや、信用保証制度の拡充等によって、年度末にもかかわらず企業金融は落ち着いているとの認識を述べた。別の委員からは、こうした政府サイドの動きに加えて、日本銀行による金融緩和措置が浸透した結果、金融機関や企業にとっては十分な資金が確保されており、これまで強く懸念してきた3月期末の企業金融も様変わりの緩和状態になっているとの見解が示された。そうした認識を踏まえて、その委員は、ほかのもうひとりの委員とともに、現在の企業金融を巡る問題は、資金が十分に用意されているにもかかわらず、企業の資金需要が乏しく、結局その資金がうまく使われていないことにあるとの指摘を行った。

これに関連して、複数の委員は、ここにきて店頭株やゴルフ会員権の相場が上昇していることと、こうした企業金融面における緩和感の広がりとの間に、関係があるのかどうかを留意しておく必要があると発言した。

以上のような金融面の動向を総括して、複数の委員は、昨年来採られてきた政府による金融システム建て直しに向けた取り組みと、日本銀行による流動性の供給によって、短期金融市場や企業金融の逼迫感は大きく緩和しているとしたうえで、このような状況は景気の下げ止まりをもたらすとともに、企業や家計のコンフィデンスの回復に向けた条件を整えるひとつの材料になるとの認識を披瀝した。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、多くの委員の間で、目先は下げ止まりから景気持ち直しを期待できる可能性があるとしながらも、民間経済の動きが引き続き鈍いため、景気回復の展望は依然明確になっていないとの認識が共有された。

まず、ひとりの委員からは、今後緊急経済対策の効果がより明確に現れ、住宅投資にも少しずつ動きが出てくるとみられるほか、短期金融市場や企業金融も落ち着いてきているため、少なくとも目先に関する限り、景気は底這いから多少の持ち直しを期待できるとの見方が示された。

また、別の委員は、景気の先行きをみる場合には、これまでに採ってきた政策対応と最近における市場環境の大きな変化を、どのように評価するかがポイントとなるとしたうえで、ほかのひとりの委員とともに、現在のような株価動向が続けば、金融機関における自己資本面からの制約の緩和や企業の含み損の解消などを通じて、経済のダウンサイドリスクが軽減されるのではないかと、この見解を示した。

しかし、これらの委員を含めて多くの委員は、これまでのところ民間需要の自律回復を示す材料がほとんど得られていないため、先行きを楽観的にみることはできない、との立場を採った。

まず、複数の委員から、企業収益や雇用・所得環境、設備投資や個人消費の動きは引き続き弱く、民間経済が直ちに好転するとは考えにくいとの発言があった。

ほかのひとりの委員は、景気一致指数の動きに景気の下げ止まりが窺われるのは事実であるが、その指数は一部百貨店の閉店セールや、求職者数減少による有効求人倍率上昇といった特殊要因の影響を受けている面があること、景気先行指数は低下したこと、を踏まえると、景気が先行き反転していく契機は引き続き見出せていない、と発言した。また、企業の3月決算は、業況の不調に加えて、連結決算スタート前に過去の「負の遺産」を削ぎ落とす必要もあって、経常利益で2～3割減、当期利益で半減すると言われていると述べたうえで、このような厳しい決算のあとでは、企業は支出行動を抑制したり、リストラを本格化させる可能性が高いとの見方を表明した。

さらに別の委員は、景気の底這い状況は4～6月にかけても続こ

うが、現在は、業種別、企業別、さらには商品別でも明暗が区々になっており、たとえば企業の生産動向をみると、自動車業界では、決算対策としての販売嵩上げを企図して1～3月に増産したが、結果的には、販売不振で在庫が積み上がったため、4～6月にはかなりの減産を余儀なくされるとみられること、素材産業では、4～6月の水準が、設備投資や民間建築需要の弱さを背景に、当初ボトムとみていた1～3月からさらに落ち込み、殊に粗鋼生産は30年ぶりの低操業となる見込みにあるといった事情を紹介した。加えて、その委員は、消費者コンフィデンスにも言及し、足許は、政策減税や金融システム安定化の動きがよい影響をもたらしており、そうした中で、当初は雇用か賃金かの二者択一を迫るというかつてないベア・ゼロ交渉になって、非常に厳しくなるとみられていた今次春闘も、最終的には非常に冷静に受け止められたことから、徐々に底入れしつつあるとした。一方、先行きについては、企業のリストラに伴う賃金所得の減少を背景にコンフィデンスが再び悪化すると、新商品・新技術開発が掘り起こす消費者の購買意欲をも打ち消してしまう恐れがあると指摘した。

こうしたなかで、もうひとりの別の委員は、本年10～12月以降の展望がまったく得られていないとして、景気の先行きに対する厳しい認識を示した。その根拠として、その委員は、企業を取り巻く環境を踏まえると、今後は大規模なリストラが見込まれ、大型の企業倒産の発生も危惧されるとしたうえで、雇用・所得環境が悪化しており、消費支出への悪影響が考えられること、現状の過剰設備を踏まえると、今後大規模な設備廃棄が実施されない限り、設備投資の2000年度の回復すら危ぶまれること、住宅投資の増加は夏頃まで続く可能性があるが、所得環境が今後の制約要因となることを考えると、むしろそれ以降の反動減が危惧されること、公共投資は本年10～12月以降について全く展望がないこと、輸出面についても、昨年伸びた欧州向けが減少する可能性が高く、米国向けも貿易摩擦問題が懸念されること、などを指摘した。そのうえでその委員は、こうした認識は、景気の長期先行指標の動きが、先行き8～11か月の間に回復過程入りする可能性が殆どないことを示していることとも合致する、との趣旨を付け加えた。

また、何人かの委員は、今後の景気動向を見通すためのひとつの着目点として、公的資本が投入されたあとの金融機関の融資行動を

挙げ、金融機関の融資姿勢がどの程度前向きになるか、また、企業のリスクテイク能力をどのように支えていくのか、といった点がポイントとなるとの認識を示した。このうちのひとりの委員は、公的資本の投入によって金融機関行動に直ちに大きな変化が現れるとは考えにくい、少なくとも、むやみに貸出回収を進めるような動きは鎮静化するのではないかとの見方を述べた。

さらに物価については、ある委員が、消費者物価の下落が予想したほどには大きくないことを指摘したうえで、現時点ではそれが基調的なものであるのか、あるいは一時的、技術的な要因によるものであるのかを判断することは難しく、賃金の下落傾向が現れるとみられる4月以降の動きに注目したいと発言した。

このほか、景気の先行きに対する展望との関係で、構造調整に関する発言も多くみられた。

まず、複数の委員から、これまで、財政・金融の両面から採り得る限りの政策対応が実施されてきたが、今後は、民間サイドが本腰を入れて構造調整に取り組む番であるといった趣旨の指摘があった。このうちのひとりの委員は、金融政策としてオーバーナイト金利をゼロ近傍まで低下させてきた中であって、将来に向けた正しい処方箋を描くためには、官・民あるいは財政・金融のそれぞれの分野で、

今後民間サイドにはどのような努力が求められるのか、また 財政面では、需要創出には偏らず、経済構造改革に軸足を移した財政支出や税制改正をどのように進めていくのか、といったことを、総合的に考えていく必要があるとの見解を披瀝した。別の委員も、現下の巨大な需給ギャップを埋め合わせるためには、公共投資等の需要面からの施策だけでは不十分であり、過剰設備や過剰雇用の調整が不可避となっているとした。その上で、まずは民間サイドができるだけの努力を重ね、それを政府の失業対策、設備廃棄に関する促進税制、さらには土地の流動化策などがサポートしていくといったかたちで、いわば、財政、金融そして民間の合わせ技で景気回復を図っていくことが必要となろうとの認識を明らかにした。

ほかの委員からは、企業がバブル崩壊後引きずってきた「負の遺産」を特別損失に計上して処理することは「過去への訣別」であり、これが経済の立ち直りにつながれば、いわゆる「創造的破壊」となるとの発言があった。しかし、その委員は、現実には前向きの動きが出ないままに、過去の清算の影響が先行するリスクも大きく、そ

の場合には、マクロ的にはデフレ色が強まりやすい旨を付け加えた。

また、別の委員も、設備の廃棄と過剰雇用の整理を伴う構造改革は、経済にマイナスの影響を及ぼすとしたうえで、これに対する政策的なバックアップが必要であるとの考えを述べた。ただし、その委員は、そのようなバックアップは、金融政策の範疇ではないとの判断を付け加えた。

なお、何人かの委員からは、構造調整に関する市場の受け止め方について、最近では、必ずしもデフレ・プレッシャーとしてばかりではなく、株価の反転・上昇が示すように、場合によっては、ポジティブに受け入れられるケースが増えているとの指摘があった。とくに、このうちのひとりの委員は、バブル崩壊後の日本経済では、構造調整のもたらすデフレ・プレッシャーや景気全体の下向きの力が、構造調整のプラスの効果をことごとく打ち消してきたとの整理を示したうえで、今回は、政策的なサポートもあって経済全体が幾分持ち直しに向かう局面にあるだけに、場合によっては、そうした構造調整のプラス効果が打ち消されることなく前向きの力につながっていくこともありうるのではないか、との期待感を表明した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の間の経済情勢に関する認識をあらためて整理すると、緊急経済対策の本格的な実施、住宅投資の持ち直し、さらには在庫調整の進捗などを背景に、足許の景気は下げ止まりの様相を呈しているほか、2月の金融緩和措置は、政府による信用保証制度の拡充や公的資本投入の動きなどとも相俟って、短期金融市場や企業金融面での逼迫感の後退をもたらしており、所期の効果を挙げている、しかしながら民間経済は依然低迷を続けており、景気回復への展望はなお明確になっていない、といったものであった。

これらを踏まえて、当面の金融市場調節方針については、現在の金融市場調節方針を維持し、思い切った金融緩和スタンスを継続していくことが、会合での大勢意見となった。

こうした判断に際しては、何人かの委員から、オーバーナイト金

利がゼロ近傍まで低下してから、まだ数日しか経っておらず、現在は、市場の状況をよく見ていくことが必要な段階にあるとしたうえで、そうした観点からも、金融市場調節は、現行のディレクティブに沿って継続することが適当であるとの発言があった。具体的には、オーバーナイト金利をゼロ近傍で安定させる作業はまだ道半ばであり、オーバーナイト金利がゼロ近傍で定着するために必要十分な資金を供給しながら、普通預金などへの資金シフトを含め、コール市場取引はどの程度減少するのか、そうしたもとの、短期金融市場における資金決済などが支障なく行われていくのか、といったことを慎重にチェックしていく必要がある、との指摘が示された。

また、このうちのひとりの委員は、日銀がインターバンク市場に対する資金供給を大幅に増やしても、準備預金制度の適用先金融機関の多くが超過準備をもととせず、その資金が短資会社などの準備預金制度非適用先に流れ込んでいることを指摘し、そのことが何を意味するのか、また、こうした動きが今後とも持続するのかなどを、注意深く検討していく必要があるとの見解を述べた。

また、別の委員からは、潤沢な資金供給が全うされているもとの、ゼロ近傍のオーバーナイト金利が、普通預金金利や短期プライムレートにどのような影響を及ぼしていくかを見守りながら、金融緩和効果の浸透に注目していきたい旨の発言があった。

このように、最近の金融経済情勢を踏まえて、金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き市場の動向を慎重に見極めたいとする意見が大勢を占めるもとの、そのうちの何人かの委員は、金融市場などにおいて、今後の金融政策に対して過大な期待が生まれているのではないかと懸念を表明した。

ある委員は、このところ市場に、「財政政策の発動余地が乏しくなっているので、あとは金融政策に頼るしかない」との風潮がみられるとしたうえで、自分としては金融政策面からの有効な対応はほとんどすべて打ってきたつもりであるとの認識を明らかにした。さらに、その委員は、これまですでに財政・金融政策面からの対応はほぼ限度一杯のことを実施してきており、今後の日本経済にとっては、民間部門が構造調整を進め易い環境づくりをすすめることが重要であるとの見解を示したうえで、金融政策への過大な期待を生む最近の傾向は、日本経済にとっての真の処方箋から目をそらさせかねないとの危惧を表明した。また、他の委員のなかにも、この意見に同調を示す見解が少なくなかった。このうちひとりの委員は、金

融政策運営がゼロ金利という未知の領域で行われているため、内外からこれに関する様々な意見や思惑が出てくることは止むを得ないとしながらも、中央銀行としては、すでにギリギリまで政策対応をとってきている以上、こうした声に一喜一憂することなく、誤りのない金融経済情勢の判断と適切な金融政策運営に努めていく責務があるとの考え方を述べた。

一方、これらとは異なる立場からの意見もあった。

すなわち、ひとりの委員は、景気の先行きに関する厳しい見方を背景に、追加的な金融政策の発動が必要であるとの従来からの主張を繰り返した。その委員は、3月決算の大幅悪化を受けて、企業が新年度入り後にリストラに着手して支出の抑制を図ったり、場合によっては大型倒産が発生するリスクもあるといった状況認識を示したうえで、2月12日の金融緩和措置だけではもはや不十分であり、追加的かつ抜本的な政策措置の早期実施を強調した。具体的には、金利の引き下げ余地がほとんどなくなって、いわゆる「流動性のわな」に陥っている状況の下では、この際金融政策のレジームを変えて、目標とする物価水準を示しながら、量的な緩和を図ることを主張した。その委員は、そうした政策転換を図れば、人々にとってわかりにくくなっている金融市場調節方針の意味が明確になり、透明性を高めることになるほか、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）の伸びを示すことによって、日銀の金融緩和スタンスがより明確にもなる、といった説明を行った。また、これまで日本銀行は、政策目標である物価の安定について、「インフレでもデフレでもない状態」と定義しつつも、具体的な物価上昇率を設定してこなかったが、今後は目標とする物価上昇率を明示することによって、日銀の物価安定に対する姿勢を国民に伝え、アカウンタビリティを高めていくことが重要である、との考えを付け加えた。

あわせて、この委員は、何人かの委員が「金融政策面から効果のある措置はすでにほとんど実施してきた」との認識を表明したことに対して異なる立場にあることを明確にした。

これとは逆に、別のひとりの委員からは、現行の金融市場調節方針のもとでゼロ％に近いオーバーナイト・レートを維持することに反対する意見が示された。その委員は、ここにきて金融緩和措置の効果が、株価の上昇、為替円安の動き、さらには金融市場の落ち着きなどに徐々に現れてきているとしながらも、その一方で、こうした

動きは金融緩和以外の外部環境要因　米国株価の高騰、外人勢の日本株買いなど　に支えられている面も多いため、単純には評価できないとの認識を示した。さらに、その委員は、現状の金融緩和によってコール市場の規模が縮小していることについて言及し、市場参加者の資金繰りに過不足が発生した際に、コール市場に、直ちにこれを調整しうる機能が備わっていることの意義は大きく、その意味からも、超低水準のオーバーナイト金利を維持することによって市場が一層縮小するようなことは避けるべきである、との主張を付け加えた。

このように、当面の金融市場調節方針に関しては、現状維持とする意見や、一段の追加的な変更を求める意見、超低金利に反対する意見が出たが、これとは別に、一部の委員から、現在のディレクティブは、ゼロ%というオーバーナイト金利が調節運営の「アンカー」となっているとの見方ができる一方、これだけでは十分な「アンカー」が用意されているとは言い難いとの見方もできる、との指摘があった。これを受けて、オーバーナイト金利の目標に加えて、新たな操作目標を付け加えることをどう考えるかという点について、活発な議論が展開された。

ひとりの委員は、そうした問題意識のもとに議論を整理すると、理論的には、オーバーナイト金利の操作目標に加えて、「ターム物金利」か「超過準備などの量的指標」を操作目標に付け加えることが考えられるとしたうえで、その得失を紹介した。まず、前者のターム物金利を操作目標に付け加えることに関しては、安全資産であるTB3か月物金利を操作対象としようとする、金利がすでにゼロ%近くまで低下しているが、それでよいか、一方、ユーロ円金利3か月物等の場合は、オーバーナイト金利に比べて相対的に大きなリスクプレミアムを内包しているが、そうしたものを操作対象とすることでよいか、ターム物金利を操作対象として、これをだんだんと長めのものに延ばしていこうとすると、いずれ、長期金利も操作できるのではないかと誤解を惹起しかねないが、それでよいか、などの問題点を指摘した。次に、後者の量的指標を操作対象とすることについては、まず、1979～1982年の米国では、リザーブコントロールを行おうとしたが、金利の乱高下という事態を招いたことや、マネーサプライ目標をうまく達成できなかったとの経験を紹介した。その上で、インフレ率と中長期的な潜在成長率に加えて、その他のいくつかの変数に関する前提を置いて、これと整合的とみ

られるマネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）、ないし超過準備に、具体的な操作目標を設定する場合の試算を行ってみたとした。その結果は、前提の置き方によって、操作目標にかなりの幅ができてしまうとの試算結果となり、こうした方針を採用するならば、より緻密で、かつ技術的な検討が必要であるとの発言を行った。また、マネタリーベースの伸びをかなり高めようとする、流通現金が大幅に伸びてこない限り、大量の超過準備を供給していく必要がでてくるが、これはオペ面でのフィージビリティがあることなのかどうか、疑問があるとの整理を行った。

一方、前述のとおり量的操作目標の導入による追加的な金融緩和政策の実施を主張した委員は、オーバーナイト金利をゼロ近傍に維持していけば、ターム物金利が期間の短めのものから順々にゼロ近傍に向けて低下していくのは当然であり、ターム物金利をコントロールすることは意味がないと発言して、量的指標ターゲット導入の必要性を繰り返した。また、前述の委員から指摘のあったオペの実施面でのフィージビリティには、特段の問題はないとの認識を示した。

これに対して別の委員は、ターム物金利と量的指標のいずれを操作対象にするにしても、オーバーナイト金利のコントロールと比較すれば、操作可能性は低下するとの認識を示した。このうち、量的指標のコントロールについては、まず、時系列モデルによって、最近の量的指標（マネーサプライ、マネタリーベース）と実体経済指標（長短金利、株価、物価、GDP）の関係を検証すると、97年第4四半期以降は、それまでの安定的な相互関係が失われていることを指摘したうえで、かりに、今回のような大きな金融システムショックが加わった場合に、マネタリーベースなどの量的金融指標を拘束力のある目標と設定していると、それが機動的な政策対応をとることに対する制約要因となって、実体経済の振幅をかえって拡大させる恐れがあるといった趣旨の発言をした。さらに、その委員は、今後をみても、2000年問題や2001年4月のペイオフ開始など、量的指標と実体経済との関係を不安定化させる要因がいろいろあるとして、量的指標を設定しコントロールする可能性には否定的な立場をとった。一方、ターム物金利のコントロールについては、オペレーションの対象となる市場や商品の金利形成を歪めかねないとのリスクはあるが、オーバーナイト金利コントロールからの連続性と

いう観点からは、量的指標のコントロールに比べればわかりやすいと言えるのではないかと、との暫定的な見解を示した。

このほかの何人かの委員からも、量的指標を政策運営のターゲットとすることについて慎重な意見が示された。

ある委員は、金融政策のトランスミッション・メカニズムとして、引き続き金利を軸に据えて考えているとの認識を述べた上で、ターム物金利がゼロ近傍のもとでいくら量的な拡大を図っても、その効果は、所詮ターム物等の金利が低下しうる範囲でもたらされる効果以上のものではないと認識しているとの見解を表明した。また、その委員は、もし金利がゼロであっても量を出せば何らかの効果があるとする立場をとると、際限なく量を市場に注ぎ込めばよいということになるが、それは将来のインフレの要素を膨らませていくだけで、結局、目にみえて物価が上がり出してはじめて量の拡大をやめる、すなわち、インフレの進行をもたらすことにならないかと、との懸念を表明した。

これに対して、量的緩和を主張している委員は、目標とする物価上昇率やマネタリーベースの伸びを設定しておけば、際限なく量を注ぎ込んでしまおうとか、インフレの進行をもたらすといった心配は当たらないとの趣旨の反論を行った。

別の委員からも、政策運営としては、将来のインフレの種を蒔くようなことは断固として行うべきではないとしたうえで、量の拡大に注目する議論は、金融はまだまだ緩和できるという過大な期待をもたらす、国債引き受けや買い切りオペの増額など、財政赤字をファイナンスする政策につながりかねない危険があるのではないかととの認識が示された。

ほかの委員は、ここでいったん金利の軸足を放棄して量的なコントロールに切り替えると、再び金利を軸にした政策には戻れなくなるのではないかと、との懸念を示した。そのうえで、現在のディレクティブ金利をできるだけ低めに推移するよう促すでは、金利の「アンカー」が示せないということであれば、現状のオーバーナイト金利である0.03~0.05%という数値を明示したうえで、金利ターゲットの維持を強調すべきではないかととの考えを述べた。

これらとは別に、もうひとりのほかの委員は、金利に軸足を置いた政策を続けるにしても、オーバーナイト金利をゼロ近傍に安定させるためには、自然体としてどの程度のリザーブが必要か、市

場に対して、日銀が量的指標コントロールに切り替えたとの誤解を与えないようにしながら、何らかの量的なレファレンスを示すことはできないか、といった点を、経験を踏まえながら検討することはそれなりに意味があるかもしれないとの指摘を行った。こうした指摘については、複数の委員より共感を示す意見が述べられた。

以上のように、オーバーナイト金利の目標に、新たな操作目標を付け加えることをどう考えるかとの議論については、様々な見解が提示され、現時点で明確な結論には至らなかった。

ただ、一部の委員からは、現在のディレクティブは、市場取引が大幅に縮小して市場機能が損なわれることのないよう配慮することを明示している以上、オーバーナイト金利をゼロ%近傍に維持するうえで、必要かつ十分な資金量を供給するという意味合いがすでに込められているとの指摘があり、この点は市場関係者にも理解が行きわたっているとみられるとの発言があった。このうちのひとりの委員からは、仮にオーバーナイト金利がゼロ%近傍である限りいくら資金を供給してもよいとの解釈をとると、ターム物金利もゼロ近傍まで低下して取引が殆ど行われなくなる状態になる恐れがでてくるが、それはやはりディレクティブの趣旨に反すると考えるべきではないかとする見解が表明された。その上で、オーバーナイト金利がゼロ近傍という未知の領域に入っている以上、ある程度手探りをしながら進まざるをえないことは事実であるが、現在のディレクティブの意味するところが不透明ということではないとの趣旨の意見が述べられた。

・政府からの出席者の発言

会合の中で、政府からの出席者も発言した。まず、大蔵省からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状は、景気の改善を示す動きが幾分みられるものの、全体としては低迷状態が長引いて、依然としてきわめて厳しい状況にあると判断している。こうしたもとの、平成11年度予算案については、当面の景気回復に向け全力を尽くすとの観点にたって編成したところであり、現在は参議院において審議中である。政府としては、引き続き、緊急経済対策をはじめ

とする諸施策の実施に全力で取り組んでまいりたい。

経済企画庁からの出席者からは、次のような趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、民間需要が低調なため、依然としてきわめて厳しい状況にあるが、各種の政策効果に下支えされて、このところ下げ止まりつつある。政府としては、緊急経済対策に示された諸施策を推進することにより、不況の環を断ち切り、自律的な景気回復が実現するよう、全力を尽くしていく所存である。金融政策については、引き続き十分な流動性の確保に努める等、適切な運営をお願いしたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、足許、下げ止まりの様相を呈しており、それには、短期金融市場や企業金融の逼迫感が大きく緩和していることも相当程度寄与している、しかし、民間経済の動きは依然として鈍く、景気回復の展望は明確になっていない、現在は、オーバーナイト金利がゼロ近くまで低下してからまだ日が浅く、市場の状況をよく見ていくことが必要な段階にある、というものであった。

こうした認識を背景に、当面は、前回会合で決定した金融市場調節方針を維持することすなわち、市場機能の維持に十分配慮しながら、資金を潤沢に供給することによって、オーバーナイト金利をできるだけ低めに推移するように促すことが適当であるという意見が大勢を占めた。

また、議案を取りまとめる際には、最近のオーバーナイト金利の実績を踏まえると、ディレクティブの表現の一部（「当初 0.15% 前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」）がもはや過去のものとなりつつあることをどう考えるかについて、意見の交換が行われた。議論の結果、金融政策運営方針が現状維持であるにもかかわらず、ディレクティブの文言を大きく修正すると、かえって市場の混乱を呼び起こしかねないこと、また、これまでのディレクティブの表現を維持しても、市場が調節運営の方向を誤解するとは考えられないことから、結局、従来どおりの文言を維持することとなった。

その一方で、景気情勢についてとりわけ厳しい見方をとる委員からは、これまでも繰り返し強調してきたように、先行きの景気回復シナリオが全く描けていない状況のもとでは、様々なダウンサイドリスクが顕現化して下方へのモメンタムが加速する前に、金融政策面で、追加的かつ抜本的な措置を実施する必要がある、この際、量的緩和による金融緩和策を打ち出すべきであるとの考え方が示された。

この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的にCPI（除く生鮮、間接税）の前年比が1%程度となること（99年10～12月平均の前年同期比：1±0.5%、2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%）を企図して、次回金融政策決定会合までの超過準備額を現状比5,000億円程度拡大し、その後も継続的にこれを増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（四半期平均対前年同期比）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

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

記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、
三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、本年4月以降、企業が厳しい3月決算を踏まえて、支出削減姿勢を再度強めた場合、景気のダウンサイドリスクがかなり高まると見込まれること、したがって、ただちに量的緩和による金融緩和策を打ち出す必要があること、さらに現状のディレクティブにおいては、金融市場調節のターゲットがきわめて曖昧であること、などを理由に挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、現在の経済状況は、巨大な需給ギャップを埋めるために、産業構造調整、規制緩和、税制・年金改革などが求められている。こうした状況のもとで、過度な金融緩和への期待が強まると、安定した金利体系を壊してしまう危険性があるとして、上記採決において反対した。

金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）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、それを掲載した金融経済月報を3月16日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成11年3月12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、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(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配意しつつ、当初(注)0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(注)「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(99 年 3 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 3 月 25 日 (9:00 ~ 12:42、13:30 ~ 15:35)

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 (")
	後藤康夫 (審議委員)
	武富 將 (")
	三木利夫 (")
	中原伸之 (")
	篠塚英子 (")
	植田和男 (")

4 . 政府からの出席者 :

経済企画庁 堺屋太一 長官 (9:00 ~ 11:02)

河出英治 調整局長 (11:03 ~ 15:35)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖	
理事	松島正之	
理事	永田俊一	
金融市場局長	山下 泉	
国際局長	村上 堯	
調査統計局長	村山昇作	
調査統計局	早川英男	
企画室参事	稲葉延雄	(9:00 ~ 9:17)
企画室参事(企画第 1 課長)	山本謙三	

(事務局)

政策委員会室長	小池光一	
政策委員会室調査役	飛田正太郎	
企画室企画第 2 課長	田中洋樹	(9:00 ~ 9:17)
企画室調査役	門間一夫	
企画室調査役	栗原達司	
金融市場局調査役	後 昌司	(9:00 ~ 9:17)

・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（2月25日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、3月30日に公表することとされた。

・オペ手続きの整備等に関する執行部提案および採決

（1）執行部提案の内容

T B ・ F B オペおよび債券売買オペの手続きの整備等に関して、執行部より以下の提案があった。

T B ・ F B オペの統合

F B（政府短期証券）の発行が原則として市中公募入札により行われることとなったことなどを受けて、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、T B オペとF B オペを統合して「短期国債オペ」とし、手続き全般を以下のように見直したい。

	現行 T B オペ	現行 F B オペ	統合後（「短期国債オペ」）
売買方式	買現先のみ	売現先のみ	買現先および売現先 短期国債（T B ・ F B ）オペとして一本化。
現先オペ期間	期間の制限なし	同左	6か月以内
金利決定方式	利回り入札方式 固定利回り方式	利回り入札方式	利回り入札方式のみ

債券売買オペについて対象先選定を含めた手続きの整備

債券売買オペについて、手続きを以下のように見直したい。

	現行	変更後
オペ実施店	本店 支店（昭和54年以降実績なし）	本店のみ
オペ対象先	金融機関、証券会社	金融機関、証券会社、証券金融会社、短資業者 他のオペと同様。
オペ対象債券	国債、政保債（20年以上実績なし）	国債のみ
金利・価格決定方式	市場の動向等を勘案して決定（実際には、利回り入札方式で実施）	利回り入札方式

また、債券売買オペについて、金融調節に関する事務手続きの一層の明確化を図る観点から、オペ対象先選定基準を定めることとしたい。その際、他のオペについて整備してきた対象先選定基準と、基本的には同様の考え方に基づくものとする。

すなわち、具体的な選定基準としては、(1)本行本店の当座預金取引先であること、(2)日銀ネットの利用先であること、(3)信用力が十分であること、の3点。また、これらを満たす先の数が、オペの円滑な実施のために適当な数を上回る場合には、流通市場におけるプレゼンス等を勘案して選定する。対象先は、原則として、年1回見直しを行うこととしたい。

なお、今回の債券売買オペにおける対象先選定基本要領の制定により、昨年春以降進めてきたオペ対象先選定手続きの見直し作業は一巡することになる。

F Bの担保としての取り扱いの変更

F Bの発行が原則として公募入札により行われることとなったことなどを踏まえ、F Bを本行与信の担保として幅広く認めていくこととしたい。具体的には、手形貸付担保のほか、当座勘定根抵当としても受け入れ可能とし、担保価格の設定（時価の95%以内）等所要の手続きを整備するとともに、本件については別添1のとおり対外公表することとしたい。

(2) 採決

以上の執行部提案が採決に付され、全員一致で可決された。

・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（3月12日）で決定された方針（より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初＜注：2月12日の金融政策決定会合時点＞0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す）にしたがって運営した。

新積み期入りとなった3月16日以降も、積み上幅（＝翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点＜通常17時、準備預金制度上の計算時点＞の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額、日本銀行が朝方の調節時点で予想したものを）を1兆4千億円～1兆5千億円前後と大幅なものとする調節を連日実施し、レートの低位安定に努めている。この結果、オーバーナイト・レートは、このところ0.03～0.04%前後で推移している。この水準は、短資会社の仲介手数料を勘案すると、市場取引において到達しうるほぼ最低レートとみることができるため、オーバーナイト・レートは実質ゼロ%の水準で落ち着いて推移していると言える。

ターム物金利をユーロ円金利によってみると、引き続き低下基調を辿っている。この結果、民間銀行間の取引金利であるユーロ円金利と、信用リスクのないTBの金利との格差は、非常に小さくなってきている。ある大手銀行の発行したCDの金利が、TB金利を下回るといった逆転現象も生じている。このように、短期金融市場では、信用リスクや流動性リスクに対する市場参加者の意識が、薄れた状況となってきている。

2月12日以降の金融緩和措置をここまで実施してきた経験から、短期金融市場の動向に関して留意しておくべきことが3点ある。

第1に、運用資金がDD取引（＝短資会社を経由せずに資金の取

り手と出し手が直接行う取引)や普通預金にシフトしていることから、コール市場の規模が縮小を続けていることである。無担保コール市場だけでみると、金融緩和措置以降、市場規模は約3割縮小している。また、短期金利がきわめて低い水準で、総じて落ち着いた動きを続けていることから、金融先物取引の出来高が落ち込むといった影響も出ている。

第2に、資金がきわめて潤沢に存在し、いつでも市場から資金を取れるとの安心感のもとで、準備預金(=準備預金制度が適用される金融機関の日銀当座預金)から、準備預金制度非適用先、とくに短資会社の日銀当座預金へ向けて、多額の資金が流出している。この結果として、準備預金額の実績値は、当日朝における日本銀行の予想値に比べて、結果的にかなり小さめになる状況が続いている。このことは、日本銀行の予想値を基準に算出されている「積み上幅」と実際の積み進捗との間に、かなりの乖離が生じてしまうことを意味するとともに、準備預金や超過準備のコントロールが意外に難しいことを示唆しているように思われる。

第3に、オペの金利がゼロ%近傍まで低下してきており、一部に札割れ(=有効な入札額が当初の資金供給予定額に達しないこと)といった現象もみられている。

市場の機能という点では、これまでのところ、個別の資金決済が滞るといったような支障は生じていない。ただ、当面、以下の3点に注目しながら、引き続き、市場機能の維持に配慮していく必要がある。第1に、普通預金金利の低下の影響や、最大の出し手である投信の資金運用スタンス、さらには余剰資金を抱え込んでいる短資会社のビヘイビアなどによっては、短期金融市場における資金フローが今後も大きく変化する可能性がある。第2に、大手銀行は、これまでの慣性もあって、超過準備を持たない方針を続けているが、そうしたスタンスが今後変わる可能性もなしとしない。第3に、目先は年度末要因によって資金フローが影響を受けるとみられるほか、新年度入り後はF Bの公募入札化に伴って市場構造の変化が起きる可能性がある。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、日本経済の先行きに対する悲観的な見方がやや後退するもとの、欧米投資家による円資産比率引き上げの動きがみられていることなどから、幾分円高の地合いとなっている。もっとも、わが国通貨当局が大きく円高に振れることを容認しないのではないかとこの市場の見方や、NATO軍によるユーゴ空爆等を背景とする「有事のドル買い」などが、円高方向への動きに歯止めをかけている。このため、このところ、概ね117～118円での揉み合いとなっており、目先は年度末を控えていることもあって、大きな変動が生じる可能性は小さいとみられる。

この間、ユーロの対米ドル相場は、概ね横這い圏内で推移しているが、NATO軍によるユーゴ空爆を受けて、地合いとしては不安定になりつつある。ユーロの対英ポンド相場は幾分低下しているが、これは、ユーロエリアの景気が英国以上にスローダウンしつつあることを反映したものとみられる。

(2) 海外金融経済情勢

米国の株価動向をみると、ニューヨーク・ダウは、3月16日の取引開始後まもなく一旦1万ドルを突破した。しかしその後は、ハイテク関連を中心とする企業収益見通しの下方修正、利食い売り、ユーゴ情勢の緊迫化、などを背景に反落している。債券市場では、30年債利回りが、耐久財受注が弱めであったことなどから低下しているほか、2年債利回りも、ユーゴ情勢緊迫化を受けた「安全性への逃避(flight to quality)」からやや低下している。

ロシア情勢をみると、IMFとの間でのプログラムの見直しが、実務レベルでは基本合意に達しつつあり、近々トップ会談が予定されるところとなった。同国では、本年中に支払いの到来する対外債務が175億ドルにのぼると伝えられているだけに、IMFプログラム交渉の今後の進展は非常に注目される。

中南米諸国では、ブラジルのIMFプログラムが概ね順調に進んでいるとみられることや、OPECの減産強化による原油価格の上昇等を背景に、為替相場、株価とも、全体として比較的落ち着いた動きとなっている。

東アジア諸国をみると、IMFプログラムと取り組んできた韓国、タイ、インドネシアで、経済調整策が総じて良好に進展してきている。他方、中国については、輸出が低調であることなどから、為替市場では、人民元が切り下げられるのではないかとのルーマーが折にふれて浮上している。しかし、中国政府は、貿易収支が黒字を維持していることなどを指摘しつつ、そうした見方を否定している。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降明らかになったいくつかの経済指標は、「景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している」という前回の判断に沿った動きであった。

具体的にみると、公共工事請負金額は、国の第3次補正予算分の発注が本格化したことなどから、2月は大幅に増加した。3月も高水準となることが見込まれる。

純輸出については、月々の振れや特殊要因を均してみれば、実質輸出、実質輸入とも、横這い圏内で推移している。

設備投資は大幅な落ち込みを続けており、99年度についても、日本経済新聞社や日本開発銀行のアンケート調査結果からは、引き続き深い調整局面となることが予想される。

個人消費関連では、2月の都内百貨店売上高は、一部店舗の閉店セールにより大幅に増加した1月の反動からかなりの減少となったが、10～12月の水準を維持していることなどからみて、減少傾向に歯止めがかかりつつあるようにも窺われる。消費者コンフィデンス関連の指標も、下げ止まりつつある。3月入り後は、家電販売はパソコンを中心に堅調を維持している一方、百貨店売上高は前年割れが継続、乗用車は引き続き低迷、と区々の動きとなっている模様である。このように、個人消費は、さらに落ち込んでいくリスクは小さくなってきているが、さりとて上向き状況にもなっていない。

(2) 金融情勢

金融市況をみると、とりわけ民間銀行のターム物金利の低下が目立っている。すなわち、2月の金融緩和措置前に比べると、オーバー

ナイト・レートの低下幅は0.2%強であるのに対し、3か月物ユーロ円金利は、0.5%程度も低下している。また、3か月物のユーロ円金利を、1か月物のインプライド・フォワード・レートに分解してみると、年度末を越える1か月物が、1月には1%強であったのに対し、最近は0.2%を割る水準まで急低下している。ジャパン・プレミアムも、概ね解消するに至っているほか、個別行間の乖離も縮小している。これには、日本銀行による一段の金融緩和のほか、大手銀行に対する公的資本投入に向けた動きが着実に進んできたこと、金融機関自身による外貨資産の圧縮、といった要因が働いているものとみられる。

また、CPの発行金利が、最優良銘柄（3か月物）で0.1%程度まで低下してきている。普通預金金利や短期プライムレートも、都銀の多くがすでに引き下げている。このように、金融緩和の効果は、インターバンク市場を通じて、企業金融面にも徐々に及んできているように窺われる。

マネーサプライ（M2 + CD）前年比は、1月+3.6%の後、2月も+3.5%にとどまった。もっとも、1月、2月については、前年における伸び率が高かったことの影響が大きい。すなわち、98年1月、2月は、金融システム不安の広がり等を背景に、マネー対象外資産（投信、信託、金融債）からマネー対象資産へ、大幅な資金シフトが生じたが、本年はそうした動きがみられていない。実際、前年の影響を受けない3か月前比年率でみると、1月、2月とも4～5%程度の堅調な伸びを続けている。

ただ、現在は、企業が先行きの資金繰り懸念や3月末の社債大量償還を踏まえて、手許資金を積み上げている面もあるため、金融システム不安の後退などとともに、今後マネーサプライの伸びがどのように展開していくか注目される。

なお、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）の前年比は、12月、1月と大幅に落ち込んだ後、2月はやや持ち直しており、3月もすでに明らかになっている日銀券の伸びをみる限り、さらに幾分持ち直してきている。

この間、1～2月の企業倒産件数をみると、信用保証制度拡充を背景に、前年を4～5割程度も下回る状況となっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状をみると、前回会合以降明らかになった経済指標は、「景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している」という前回の判断に沿った動きであったという点で、委員の意見は概ね一致した。

何人かの委員から、景気が下げ止まりつつある状況を裏付ける材料として、公共工事の発注が大幅に増加していることや、住宅投資が目先持ち直すとみられること、さらには個人消費関連の指標が全体として悪化に歯止めがかかっているように窺われることなどが指摘された。

もっとも個人消費については、ある委員から、3月入り後の百貨店やスーパーの売上高、さらには乗用車の販売動向に関するヒアリング情報をもとに、不振が続いている点を強調する見方が示された。その委員からは、そうした個人消費動向や、設備投資の大幅な落ち込みが続いていること、さらには輸出が一進一退の動きにとどまっていることなどを踏まえると、1～3月の実質成長率がプラスに転じるかどうかはやや疑問であるとの発言があった。

また、春闘による賃金上昇率が史上最低となる見込みであることについて、複数の委員から、個人消費に悪影響が及びかねない要因として懸念が示された。ただ、そのうちのひとりからは、そうした厳しい結果を労働組合側が冷静に受け入れた背景として、物価の安定も寄与しているとの指摘があり、物価の安定に対する日本銀行の責務の重要性を改めて感じさせるものであったとの見解が述べられた。なお、その委員からは、企業年金、定年延長、成果主義といった雇用制度の根幹に関わる議論が先送りされたことの問題点が強調された。

(2) 金融面の動向

金融面については、多くの委員から、一頃とは状況が一変して、実体経済へも好影響が及ぶことを期待しうるような明るい動きが出てきていることへの言及があり、当面、そうした市場動向の持続性を注意深く見守っていくことが適当という点で、委員の認識は概ね一致していた。

具体的にみると、まず金融市況の動きについては、多くの委員から、金融緩和の効果や公的資本の投入などを背景に、流動性リスクやインターバンクの信用リスクに対する警戒感の顕著な後退、長期金利・為替相場の落ち着き、株価の持ち直し、といった望ましい動きが出てきたことが指摘された。

とりわけ、ターム物金利やジャパン・プレミアムの大幅低下に反映されているような、インターバンク市場を中心とした流動性リスクや信用リスクに対する警戒感の顕著な後退について、多くの委員が注目した。こうした現象の背景としては、オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%にするというような思い切った金融緩和の効果が、流動性に対する安心感の高まりや、金融緩和の長期化に対する期待の醸成という形で顕在化していること、公的資本の投入等によって金融システムの安定化が進んでいること、といった点などが指摘された。

もっとも、ジャパン・プレミアム縮小等の主因は、あくまでも金融システムが安定してきたことであって、金融緩和はそれほど重要な要因ではないのではないかとの意見を述べる委員もいた。その委員は、金融緩和よりは、むしろ日本の金融機関が海外業務を急速に縮小させていることの方が強く影響しているのではないかと、この見解であった。

別の委員は、ターム物金利の低下し始めたタイミングが、2月12日の金融緩和に先立って公的資本の増額が打ち出された頃であった事実などからみて、金融システムの安定化がターム物金利の低下に影響したことは明らかとの認識を示した。もっとも、その委員は、オーバーナイト・レートが常にゼロ%近傍に維持されるという期待が強まったことで、金融機関が長めの資金をビッドアップして調達する動機を持たなくなっている。これがまさに、流動性リスク・プレミアムの縮小にほかならない。と考えられるため、その意味でやはり日本銀行の金融緩和スタンスがターム物金利の低下に寄与した面は大きいとの見解を述べた。

さらに、その委員は、準備預金制度の観点から必要とされる以上の資金を日本銀行が恒常的に供給するようになった結果として、短資会社など準備預金制度非適用先に生じた余剰資金の滞留が、ターム物金利に低下圧力を加えている可能性に言及した。すなわち、その委員は、1日の最後において短資会社に滞留する余剰資金は、従来であれば日本銀行が午後の売出手形オペで吸収していた資金にほ

かならないとしたうえで、売出手形よりは短資会社の日銀当座預金の方が、いつでも使える資金が市場に準備されているという意味で、流動性リスク・プレミアムの押し下げに寄与している可能性があるとの仮説を述べた。もっとも、その委員自身も、この点について確証があるわけではなく、もうしばらく様子を見たいとのスタンスであった。

株価については、金融政策に対する期待との関連で、いくつか発言があった。ある委員からは、最近の株価上昇は、主として、日本銀行が量的緩和に踏み切ったとの認識に基づく海外投資家の動きによるものとの見方が示された。

もうひとりの委員は、短期金利の低下幅が小さい割には、株価が明確に持ち直したとの評価をもとに、市場において、金融政策に対する過大な期待が生じている可能性を指摘した。もっとも、この委員は、あくまでもそうした可能性を指摘したにとどまり、それ以上の強い判断は避けた。

一方、別の委員からは、ごく最近の相場は必ずしも海外投資家だけで支えられているわけではなく、国内の個人や機関投資家からも、株式市場に資金が向かっているとの指摘があった。

銀行貸出や企業金融の側面については、緩和感が明確に強まってきたという意見と、そうは言ってもなお慎重にみておくべき点という点にウェイトを置いた意見とが出された。

ある委員は、2月12日の金融緩和の最も大きな効果は金融機関の流動性懸念を後退させたことにあるとの見方を示したうえで、少なくとも、流動性の面での制約から金融機関の貸出が難しくなるといった状況は、解消されてきたのではないかとの見方が示された。

別の委員は、こうした変化をさらに強調する形で、日本銀行による潤沢な資金供給や、公的資本の投入を軸とした金融システム建て直しの動き、さらには公的資本受け入れの前提として金融機関から金融再生委員会に提出された経営改善計画のもとで、大手金融機関の融資姿勢は、従来とは様変わりに前傾化しつつあるとの見解を示した。その委員は、そうした金融機関行動の変化と、信用保証制度の拡充の効果から、企業金融面ではかなりの緩和感が広がっており、年度末に対する不安もみられないとの認識であった。

さらに別の委員も、極度の信用不安が和らいできたことが多少の消費者マインド持ち直しに寄与しているとみられることや、自己資

本比率の制約を意識して強引な貸出回収に向かうという金融機関行動が影を潜めてきたことなど、金融面から実体経済に及んでいたマイナスの影響が薄らいできたことを指摘した。もっとも、その委員は、金融機関の与信姿勢は直ちに大きくは変わらないとの認識であり、最近の金融機関を取り巻く環境の変化が今後中小企業の経営や設備投資に前向きの変化を及ぼしていくかどうかについては、経営改善計画の遂行状況と併せて、引き続き注意深くみていくべきとのスタンスをとった。

もうひとりの委員は、こうした点についてさらに慎重な意見であった。すなわち、その委員は、経営改善計画のもとで金融機関が今後融資額を増加させるとしても、内容的にどれだけが優良な中小企業の設備投資を促す性格のものとなるかについては不透明感がきわめて強く、結局再び信用保証の拡大に頼ることになりかねないのではないかとの懸念を示した。

この間、複数の委員から、確かにインターバンク市場における信用リスクは後退しているようにみえるが、国債利回りと社債利回りの格差や、格付け別の社債利回り格差等から判断すると、個別企業の信用リスクについては、引き続き市場で強く意識されているとみられることが指摘された。

以上のように、流動性リスクや信用リスクが大きく後退し、企業金融面にも好影響が及びつつある情勢に対し、金融政策とリスク・プレミアムとの関係をどうみるかについて、何人かの委員から意見が述べられた。

ある委員からは、例えば3か月物のユーロ円金利とTB金利との格差が0.1%以下にまで縮小してきている状況について、市場参加者がリスクに鈍感になっていて、インターバンクの信用リスクに関して行き過ぎたリスク・テイクが行われていないか、という点にも注意しながら市場の動向をみていく必要があるとの意見が述べられた。

これに関連して、別の委員からは、信用リスクや流動性リスクがほとんど意識されない現在の状況が、預金のペイオフが開始される予定の2001年4月が近づいてもなお持続しうるものなのか、あるいは一時的なものに過ぎないのかについて、今後ともみきわめていく必要があるとの見解を述べた。

もうひとりの委員も、日本銀行の金融緩和や政府の信用保証制度拡充などによって、企業倒産が激減しているという最近の状況については、ある種の行き過ぎが生じている可能性を認めた。しかし、

その委員は、仮に多少の行き過ぎがあったとしても、昨年秋頃の情勢に鑑みれば、その後採られてきた政策はやはり必要な政策であったと言わざるをえないとの評価を示し、金融緩和等が、金融資本市場を覆っていた極度の不安心理を鎮静化させ、とりあえず市場の安定化に成功しつつあることは重要なポイントとの見解を述べた。

マネーサプライについては、ある委員から、実体経済との関係をどう考えればよいかとの問題提起がなされた。その委員はまず、例えば98年10～12月は実質GDPが年率-3%程度のマイナス成長であったのに対し、同時期のマネーサプライは前年比で+4%前後の伸びを示しているなど、マネーサプライと実体経済との関係はかなり不安定であることを指摘した。そのうえで、その委員からは、このところマーシャルのk マネーサプライ残高の名目GDPに対する比率 がトレンドを上回って上昇している点については、70年代前半の過剰流動性の時期や、80年代後半のバブル期以来の現象であるだけに、今後の展開を注意しながらみていきたいとの指摘があった。

なお、その委員は、金融の緩和・引き締め度合いをマネーサプライで表すのは難しいという点を踏まえて、他の主要国でしばしば利用されているMCI (Monetary Conditions Index) 実質短期金利と実質実効為替相場の加重平均 や、実質短期金利の水準を日本経済の潜在成長率と比べる手法なども試みたが、結局のところ、金融緩和の度合いを何らかの単一の指標で判断することは難しいとの意見を述べた。

この間、別の委員からは、事実上ゼロ%金利の金融政策のもとで、コールローンから普通預金への大幅な資金シフトが生じていることを踏まえて、これが、やや技術的な定義上の要因も含めて、マネーサプライにどのような影響を与えるのか、あるいは与えないのか、といった点もよくみていく必要があるとの意見が述べられた。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、以上のような金融市場の改善が何がしかプラスに働いていく可能性はあるが、基本的には前回会合における判断に変化はないとの意見が大勢を占めた。すなわち、企業収益や雇用・所得環境がきわめて厳しく、今後さらに企業のリストラ本格化が予想されることなどを考えると、公共投資による下支えが弱まる99年度下期以降について、景気回復の展望は依然として明確に

なっていないという点で、委員の見解は概ね共通であった。

とくに設備投資については、複数の委員から、日本開発銀行や日本経済新聞社のアンケート調査結果への言及があり、99年度の設備投資も大幅に落ち込む可能性が高いとの指摘があった。

ある委員は、各種景気指標を合成した先行指標によれば、本年秋頃までに景気が上向く可能性はきわめて低いことなどを挙げながら、景気は現状底這いであるが、これが先行きの反転上昇につながる兆しはなお全くみられないとの見解を述べた。また、その委員からは、OPECの減産強化等を背景に原油価格が本格的な反発に転じて、米国株価の下落などを通じて世界経済に悪影響をもたらしていくダウンサイド・リスクがあり、これは本年最も注意しなければならないポイントのひとつであるとの認識が示された。

以上のように、足許の景気や金融資本市場の動きに改善がみられる一方、先行きはなお不確実性が大きいという状況の中で、目先4～6月の動向がひとつの分岐点になりうることを念頭に置いた発言が数名の委員からあった。

最も悲観的な見方をとる委員からは、企業のリストラ本格化に伴って失業率が早ければ4月に4%台後半に達するとともに、4～6月には地価の下落傾向が加速する可能性が高いとの指摘があった。こうした点を踏まえ、その委員は、4～6月、7～9月については、公共投資や住宅投資といったプラス要因はあっても、それを相殺するようなマイナス要因も大きいため、全体としてプラス成長となるかどうかは微妙との見方を示した。

もうひとりの委員からも、一部の素材産業で4～6月の生産が30年前の水準まで落ち込む見通しにあることなどを踏まえると、供給力を削減するという意味での構造調整は不可避であり、その景気に対するマイナスの影響が少なくとも短期的には懸念されるとの指摘があった。同じ委員からは、公共投資が99年度上期の景気を下支える効果には問題がないとしても、下期の息切れが懸念される以上、5～6月頃までにうまく民間需要へとスイッチしていくような何らかの兆しがみえてこない限り、景気の先行き不安は拭えないとの発言があった。

一方で、足許のやや明るい動きにもう少しウェイトを置いた発言もあった。ある委員は、足許に関する情報と先行きに関するそれとがいつまでも乖離し続けることは考えにくいという問題意識を示したうえで、景気の現状にいくつかの改善がみられる中で、4～6月

に生産の若干の回復やそれに伴う企業収益の持ち直しなどが生じて、次の局面へとつながっていく展開となる可能性も全くないわけではないと指摘した。そのうえで、その委員から、4～6月には明暗材料がどのように交錯する展開となるか、大きな関心を払っていくべきとの見解が示された。

いずれにしても、足許のやや明るい動きにも注目しながら、目先4～6月は3月決算に伴う諸情勢の落ち着きどころを丹念にみていく必要があるという点で、多くの委員は概ね同様の認識であった。

この間、今後の景気展開とも大きく関連する問題として、長い目でみた日本経済の構造転換を巡っても、何人かの委員から意見が出された。

ある委員からは、サプライサイドの構造改革は、企業リストラの副作用としての雇用問題を伴うなど、短期的な景気への悪影響が懸念されるとはいえ、それなしには本格的な景気回復はありえず、中長期的な観点からみて不可避であることが、改めて強調された。その委員は、そうしたプロセスを進めていく際の留意点として、21世紀に向けて産業の国際競争力を高めていくことが重要であり、供給力の一律の削減ではなく、コストや技術の面で劣る企業の自然な退出を促しながら、市場原理の中でリストラを進めていくことが大切であるとの指摘を行った。ただ、その委員からは、金融・財政政策面での対応は既に限度一杯までなされているとの認識に基づき、上述した方向での構造改革を実現していくうえでは、民間の自助努力と、産業競争力会議などを通じた政府による環境整備に期待したいとの発言があった。

もうひとりの委員は、当面は過剰な雇用や資本ストックの調整局面にあるが、それが終わったとしても、さらにその先どのようにして新規分野の拡張を促し、日本経済の体質を強化していくかという課題が残るとの見解を示した。その委員は、そうした課題に取り組んでいくうえでのポイントとして、ベンチャー的な新規投資の促進、雇用のセーフティー・ネットの充実、基礎年金部分の税方式への転換と二階建て部分の民営化を内容とする年金制度改革、非製造業の収益力を強化するための規制緩和等のさらなる推進、の4点を挙げた。

この間、別の委員からは、構造転換が進んでいく可能性をどうみるかという点では、潜在的な成長性の高い情報やサービス等の分野に着目していくことが重要であり、そうした分野の動向が今後1年

程度の景気展開をみるうえでもひとつの鍵になりうるとの見方が示された。さらにその委員からは、一般に高付加価値の商品は、そのコストに占める人件費の比率が小さく、アジア諸国との国際競争力の面での問題が相対的に少ないため、構造転換を担っていく役割が期待できるとの指摘があった。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上で検討された金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

その結果、経済情勢に関する基本的な判断は前回会合時点とほとんど変わらない、現在の金融政策が金融資本市場には十分な緩和効果をもたらしている、オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%で推移するという新しい環境に対して短期金融市場は引き続き調整過程にある、といった点を主な理由として、現在の金融政策運営を維持するのが適当との見解が大勢を占めた。

3点目に挙げた「短期金融市場がなお調整過程にある」との見方は、ひとつには、短期金融市場の機能維持について引き続きみきわめていくべき段階にあるとの認識に基づくものであった。

すなわち、ある委員から、オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%で推移させるという政策に伴い、個別金融機関の資金繰りがきわめて不安定になるリスクが事前には危惧されていたが、金融市場調節方針に「市場機能への配意」を明確に掲げてあることも功を奏して、これまでのところそうした問題は避けられているとの指摘があった。その委員は、今後についても、十分な流動性を供給していく限り、そうしたリスクの顕在化は防ぎうるのではないかとの見通しを述べたが、同時に、コール市場の縮小傾向がさらに加速していくことがないかどうかについて、なお注意深くみていく必要があるとの慎重な見方を維持した。コール市場から普通預金等への資金シフトが、どの程度の規模やスピードで続いていくのかについては、別の委員からも当面の注目点として挙げられた。

短期金融市場が調整過程にあることのもうひとつの側面は、現在の調節方針のもとにおける金融機関の準備需要に関するものであった。すなわち、ある委員から、オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%という状況のもとで、金融機関がどの程度超過準備を持つと

しているのかについては、過去2～3週間の経験からはまだ不明確であり、とりわけ現在は年度末を控えている時期でもあるので、その動向をもう少しみていく必要があるとの見解が述べられた。こうした金融機関の準備需要については、金融市場調節上の操作目標を巡る議論の中で、さらにいろいろな意見が述べられた（後述）。

当面の金融政策運営方針について、少数ながら、現在の政策への疑問を述べる委員もいた。

ある委員は、2月12日時点を振り返って、金融システムの建て直しに向けた動きが着実に進む中で、ジャパン・プレミアムが縮小するなど、市場はすでに安定化に向かいつつあったこと、そうした市場動向の影響もあって実体経済面にも落ち着きがみられはじめ、実際2月の「金融経済月報」では日本銀行自身が景気の現状認識を幾分好転させたこと、といった点を指摘し、これらを踏まえるとあの時点で金融緩和に踏み切った理由がいまだに理解できないとの主張を展開した。そのうえで、その委員は、準備預金等のコントロールが難しく、金利に軸足をおいた政策を続けていかざるをえない以上、ゼロ%という異常な状況から、少しでも正常な金利水準に近づけるべきとの考えを示した。

こうした意見に一部関連して、別のある委員は、当面の金融政策運営については現状維持を支持しているが、現在のゼロ近傍という異常な金利水準は、生活者への配慮や企業のモラルハザード防止という点からは問題であるとの意見を述べた。すなわち、その委員は、健全な企業の活動に必要な資金が銀行貸出等を含めて十分に回るようになってきていることや、潤沢な資金供給によりインターバンク市場にむしろ余剰資金が滞留していることなどからみて、現在の金融緩和策は十分にその目的を達しているとの認識であった。そのうえで、その委員は、景気が自律回復する兆しがみえ始めた段階で金利水準を遅滞なく正常化させる必要があり、その時期と手段を念頭に置きながら、今後の金融経済動向を注意深くみていくべきとの考えを主張した。

一方、逆に一段の金融緩和を唱える委員もいた。その委員は、金利水準だけを見て追加的な金融緩和の余地はなくなったとする考え方を強く牽制するとともに、経済の先行き展望との具体的な関連づけを明らかにしないまま現在の金利水準を「異常」と評価することに異を唱えた。そのうえで、同じ委員から、現在の金融緩和はあくまでも経過的な措置であり、直ちに本格的な量的緩和に移行すべき

との提案があった。その理由として、日本経済は企業リストラの本格化もあって99年度上期に正念場を迎えること、金融政策の波及経路のうち、現在最も有効に働いているのは量的緩和への期待を通じた株価や為替相場の反応であり、金利低下を通じて設備投資等が増加するというルートは働いていないこと、やや長い目でみた金融政策の運営方針を、マネタリーベースのようなわかりやすい指標で示していくのが適当であること、物価安定に関するアカウンタビリティを高めるため、英国のケースのように2年先の物価目標を明示するのが適当と考えられること、といった諸点が列挙された。さらに、その委員から、実質成長率3%でインフレ率2%という状態を維持するために必要なマネタリーベースの伸び率を、マツカラム・ルール(=名目GDPを目標とした場合に必要となるマネタリーベースを求めるひとつの手法)で推計すると、現実のマネタリーベースの伸び率は86~88年においては過大であったが、90年代はほとんどの期間で過小であるとの説明があった。

以上の金融政策運営を巡る意見対立をひとつの背景として、そもそも金融政策の役割や対外説明のあり方をどう考えるべきかという点が議論になった。多くの委員は、インターバンク市場のみならず、外人投資家も含めた広い意味での金融資本市場の参加者全般に対して、現在の金融政策がどのような観点から何を目指しているかといった本質的な部分について、誤解が生じないように今まで以上に説明の仕方を工夫していく必要があるという認識を共有した。もっとも、その具体的な方法や着目点を巡っては、議論は必ずしも煮詰まらなかった。

具体的にみると、ある委員からは、日本経済の構造転換に対する金融政策の役割を巡って意見が述べられた。その委員は、金融政策にできることは、景気回復への自律的なモメンタムがある程度形成されてくるまで、それを支えるような金融資本市場の環境を維持するところまでであって、その先の前向きの構造転換については、基本的には金融機関や民間経済主体のビヘイビア、すなわち市場のダイナミズムに任せるほかはないとの見解を示した。ただ、その委員は、そうした市場のダイナミズムが正しい方向性からはずれないようにするためには、日本銀行が政府等とともに、前向きの構造転換と統合的な経済政策の全体を示すことが必要との主張を展開した。

これに対して、もうひとりの委員は、そもそも政府や中央銀行が、

市場のダイナミズムの望ましい方向性について事前に的確な判断を示しうるかどうかに関し、強い疑問を呈し、構造転換は、あくまでも個々の企業が、個々の判断に従って新しい環境に適応していくプロセスであるとの考えを強調した。結局、その委員は、中央銀行に可能なことは、金利負担の軽減や流動性逼迫の緩和を通じて、企業のそうした適応過程をサポートしていくことに尽きるとの見解を示した。

現在の金融市場調節方針に引きつけた透明性の問題としては、ある委員から、市場参加者が知りたいと考えているポイントとして、金融市場調節上のシグナル ないし操作目標 として今後何を
用いていくのか、どのような情勢になるまで現在のゼロ金利政策
を続けるのか、一段の金融緩和を行うとしたらどのような手段が
ありうるのか、といった相互に関連する諸点が挙げられた。

オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%という状況が定着しつつあるもとの、上記の問題意識は他の委員にも共有されていた。その結果、金融政策の基本的な運営方針自体を仮に今後しばらく「現状維持」とする場合であっても、オーバーナイト・レートに代えて
あるいはそれと併せて 、何か新しい指標を金融市場調節上の操作
目標として用いていくことが適当かどうかを巡って、活発なやりと
りがあった。仮に新しい指標を用いていくとした場合の候補として
議論の対象となったものを大きく分けると、ひとつは準備預金や超
過準備など何らかの「量」であり、もうひとつはターム物の「金利」
であった。

まず、準備預金や超過準備などを操作目標的に利用していくという
考え方については、オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%に維持
するという方針と整合的な形で、具体的な量的目標を設定し、かつ
実現していくことがそもそも可能かどうかが大きな問題となった。

ある委員からは、流動性を巡る安心感が強い現状においては、機会費用 すなわちオーバーナイト・レート がほぼゼロであっても
超過準備を持たないスタンスを続けている金融機関が多いため、
余剰資金が短資会社等の準備預金制度非適用先に漏出して、準備預
金を日本銀行の意図通りに増やすことは難しい状況にあるとの指摘
があった。また、その委員は、逆に金融システムを巡る何らかの不
安要因が発生するような場合は、金融機関の準備需要は一転して急
速に増大する可能性もあり、準備需要がかなりボラタイルになりう
るとの見解を述べた。さらに、その委員は、現在の落ち着いた市場

環境のもとでも、金融機関の準備保有スタンスがどう変化していくか読みにくいことも併せ考えると、少なくとも当面は、準備預金や超過準備を操作目標とすることは技術的に困難との見方を示した。

別の委員からは、市場が「量的緩和」等に対する期待をなにごしか持っていることを踏まえると、徒に失望感を誘わないよう市場の期待と折り合いをつけながら現状の政策を維持していくうえでは、現在の金融市場調節方針と整合的な準備預金等の額について、ある程度の目途だけでも示すことが本来は望ましいとの見解が述べられた。もっとも、その委員も、金融市場調節に関する過去2～3週間の経験を踏まえると、そうした「量」の目途を示すことは、フィージビリティの面からみて諦めざるをえないとの認識であった。

もっとも、「量」はコントロールできない、という見方に対する反論を述べた委員もいた。ある委員からは、日本銀行の意図を明確にアナウンスしたうえで、十分な誤差を許容しさえすれば、準備預金や超過準備はコントロール可能ではないかとの意見が述べられた。

また、別の委員は、現在は積み上幅という「量」のアナウンスが、オーバーナイト・レートという「金利」をコントロールするうえでのシグナルとなっているように窺われるが、オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%という状態が定着してくると、積み上幅がシグナルとして意味をなさなくなってくる可能性を指摘した。そうした認識のもとに、その委員は、積み上幅以外の何らかの量的指標を、オーバーナイト・レートとともに、日本銀行の政策意図を表す指標として用いていくことが望ましいとのスタンスをとり、その候補としては、最近の経験でコントロールが難しそうであることがわかってきた準備預金ではなく、準備預金制度非適用先も含めた日銀当座預金全体とするのが適当ではないかとの意見を述べた。ただ、この委員も、日銀当座預金全体を正式な量的目標とすることは技術的に難しいとの認識であり、当面、これを無理に減らさないといった程度の、ごく緩い指標としてみていくことならば可能なのではないかとの見解を示した。

今後の操作目標を巡るもう一つの方向は、ターム物金利に金融市場調節の対象を移していくことであったが、すでにターム物金利がかなり低水準になっていることを踏まえて、現時点でターム物金利を操作目標に付け加えることを主張する意見はなかった。

具体的にみると、複数の委員から、ターム物金利はすでに十分に低下しているため、一段の金融緩和を進める場合の操作目標とはしにくいとの指摘があった。そのうちのひとりからは、現在のきわめてフラットなイールドカーブを前提にすると、ターム物金利を操作目標にしていくという考え方は、中期ゾーンあたりまでの金利を金融政策でコントロールしていこうとする考えにつながっていきかねないとの問題点が述べられた。

これに関連して、別の委員からは、長めの金利に対する金融政策の影響という観点から発言があった。すなわち、その委員は、6か月物のインターバンク金利が0.1%台にまで低下してきたことは、オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%で推移させるという現在の金融政策が向こう半年間程度は維持される、という予想が市場に生まれつつあることを示唆するものとの指摘があった。さらにその委員は、こうした市場の反応が現に起こっていることを踏まえると、政策姿勢をより明確に説明していくことによって、より広範な金利全般に対して日本銀行が影響を及ぼしうる余地があるのではないかとの見解を示した。しかし、その委員は、1年物のインプライド・フォワード・レートが、中期ゾーンまでは低下している一方、長期ゾーンがほとんど低下していないことに言及しつつ、市場におけるかなり先の期待にまで金融政策で働きかけていくことは、やはり難しいとの見方も述べた。

以上のように、オーバーナイト・レート以外に何らかの操作目標を設定することが可能かを巡っては、「量」も「金利」もそれぞれ問題点があって簡単に結論を出すことができないというのが、大方の委員の共通認識であった。そうした実務上の困難もあって、少なくとも当面、オーバーナイト・レート以外の操作目標は不要であるとの主張を積極的に行う委員もいた。

ある委員からは、最近の金融市場調節は、オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%の水準で推移するためにまさに必要かつ十分な資金量を供給する、という実績を作ってきたことにほかならないので、そうした実績をこのまま積み重ねていけば、金融市場調節がいわばアンカーを失ってしまって市場等からみて分かりにくくなる、という問題は避けられるのではないかとの認識が示された。

また、もうひとりの委員は、準備預金や日銀当座預金をコントロールしようとするると金利がかなりボラタイルになる可能性を念頭に置いて、「オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%に誘導するうえで

必要かつ十分な資金供給を機動的に実施していく」という定性的なコミットの仕方以外に対応策は考えにくいし、金融市場調節上はそれで十分なはずであるとの見解を示した。すなわち、この委員は、そうしたコミットの仕方では依然として分かりにくいという外部からの批判はありえようが、オーバーナイト・レート以外の指標に操作目標としての決め手が欠ける現実を直視すれば、これが市場の信頼を得るための最善の策であるとの立場をとった。

さらに別の委員は、量的目標値やターム物金利のコントロールが難しいとすれば、オーバーナイト・レートを事実上ゼロ%に抑えることに対するコミットメントの強さを変えていくという手法に言及した。すなわち、その委員は、仮に一段の金融緩和が必要となった場合には、例えば「景気が本格的に立ち直るまでは現在のオーバーナイト・レート水準を維持する」という形でレート維持へのコミットを強めていくというような方法も、選択肢としてありうるのではないかとの見解であった。

． 政府からの出席者の発言

会合の中で、経済企画庁からの出席者が、以下のような発言を行った。

最近の経済動向をみると、民間需要が依然として低調なために厳しい状況が続いているが、各種の政策効果の下支えもあり、このところ景気は下げ止まりつつあると判断している。政府は、平成11年度予算の成立を受け、当面の景気対策に全力を尽くすつもりである。11年度上期の公共事業は、契約高が前年同期を10%程度上回るよう、積極的な施行を図る方針である。また、住宅金融公庫の基準金利については、長期市場金利の動向からみてかなり小幅の引き上げ幅に抑え、当面2.4%とすることを決定した。雇用対策や起業促進政策等の実施も、加速させていきたいと考えている。

当面、3月末から4～5月が、きわめて重要な時期であり、この時期に景気を回復軌道に乗せることが、喫緊の課題である。したがって、金融政策においても、引き続き十分な流動性の確保に努めるなど、適切な運営をお願いしたい。

情報通信等の規制緩和効果が95～96年の景気回復を可能にした面があることを踏まえると、現在も、官民双方における様々な規制を撤廃し、公共事業や低金利政策と併せた景気対策としていくことが重要である。

ただ、産業の競争力強化のためには、起業を奨励するだけでなく、設備廃棄等を含めたりストラも許容せざるを得ない。その場合に問題になるのは雇用である。政府も、雇用対策には全力を挙げて取り組んでいるが、様々な制約から直ちに速やかな効果が挙がりにくい。このように、競争力強化と完全雇用を両立するのは難しい。

さらに、人口が増えないという歴史的にみて異例の状況の中で、10年単位であるべき経済の姿をどのように考えるか、またそれに至る政策を財政再建問題等を含めてどう考えるか、といった点がきわめて重要である。

採決

多くの委員の認識を改めて総括すると、前回会合以降の経済指標は、「景気は、足許、下げ止まりの様相を呈しているが、民間需要の弱さや今後予想される企業リストラの本格化などを踏まえると、回復の展望は依然明確になっていない」というこれまでの判断に沿ったものである、他方、金融資本市場においては株価、為替相場を含めて2月の金融緩和の効果がかなり明確に現れており、とりわけインターバンク市場を中心に流動性リスクや信用リスクに対する警戒感が大幅に後退していて、企業金融面にも好影響がみられ始めている、短期金融市場は、引き続き、オーバーナイト・レートが事実上ゼロ%で推移するという新しい環境に対する調整過程にあり、当面は資金の流れがどう変わるか、また金融機関の準備需要がどうなるか、といった点を注意深く見守る必要がある、というものであった。こうした認識を背景に、当面は、引き続き市場機能に配慮しながら、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当という意見が大勢を占めた。

ただし、ある委員からは、本格的な量的緩和に踏み切ることが適当との考えが示された。この結果、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的にCPI（除く生鮮）の前年比が1%程度となること（2000年10～12月平均の前年同期比：0.5～2%）を企図して、次回金融政策決定会合までの超過準備額を現状比5,000億円程度拡大し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（四半期平均対前年同期比）が10%程度に上昇するよう、量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。」との議案が提出された。同委員からは、前回会合における議案との相違点として、中期目標のCPIを「除く生鮮、間接税」から「除く生鮮」に変更したほか、約2年後の物価上昇率を重視するとの考えから、CPI前年比の目標値を2000年第4四半期についてのみ設定し99年第4四半期については設定しない扱いにしたとの説明があった。さらに、その委員からは、信用不安等に基づく資金需要の増大から市場に混乱が生じるような場合には、金融機関の要請に自動的に応じる形での日銀貸出で対応すべきとのポイントが付け加えられた。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添2のとおり公表すること。

記

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員 後藤委員、武富委員、
三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、量的緩和を行わないなら行わないでそれを明確にすべきであるが、現在の金融市場調節方針はその点が曖昧である、量的な緩和を打ち出さないと、市場が失望し、経済に悪影響がある、3月決算の悪化や大型倒産発生の可能性に伴う景気のダウンサイド・リスクを考慮すると、現在株価や為替相場の面に出ているこれまでの緩和効果が剥落しないうちにもう一段金融緩和を進めて、公共投資や住宅投資との相乗作用を促すべきである、という理由から、上記採決において反対した。

篠塚委員は、事実上ゼロ金利という現在の政策が、実体経済にどのような効果を与えていくのかについて不明である、いずれ正常な金利水準に戻すときのためにも、コール市場の機能を維持しておくべきである、という理由から、上記採決において反対した。

・ 99年4月～9月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、99年4月～9月における金融政策決定会合の日程が別添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

平成 11 年 3 月 25 日

日 本 銀 行

政府短期証券の担保としての取扱いについて

日本銀行は、本日開催された政策委員会において、政府短期証券を本行与信の担保として幅広く認めていくこととしました。

これは、政府短期証券について、本年 4 月以降、発行方式が原則として公募入札方式に改められることなどを踏まえた措置です。

なお、政府短期証券の担保としての受け入れは、所要の準備が整った日から開始します。

以 上

平成 1 1 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、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(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初(注)0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(注)「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別添3)

平成11年3月25日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成11年4月~9月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
11年 4月	4月 9日<金>	4月13日<火>	(5月21日<金>)
	4月22日<木>	—	(6月17日<木>)
5月	5月18日<火>	5月20日<木>	(7月 1日<木>)
6月	6月14日<月>	6月16日<水>	(7月22日<木>)
	6月28日<月>	—	(8月18日<水>)
7月	7月16日<金>	7月21日<水>	(9月14日<火>)
8月	8月13日<金>	8月17日<火>	(9月27日<月>)
9月	9月 9日<木>	9月13日<月>	未定
	9月21日<火>	—	未定

以 上

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 2) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 3) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 4) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 5) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 大蔵省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」
- (図表 9) 労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 総務庁「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、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」、日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」
- (図表 11) 経済企画庁「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 12) 建設省「建設統計月報」
- (図表 13) 通商産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 16) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 17) 総務庁「消費者物価指数」
- (図表 18) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 19) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 20) 土地総合研究所「四半期別地価動向指数速報」
- (図表 21) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 22) 英国銀行協会
- (図表 23) 全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 24) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 25) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)

気配表」

- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」
- (図表 27) 日本銀行
- (図表 28) 日本経済新聞社
- (図表 29) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」、大和総研「大和投資資料」
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 日本銀行
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 33) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 35) 全国銀行協会「全国取引停止処分者の状況」
- (図表 36) 日本銀行
- (図表 37) 日本銀行
- (図表 40) 日本銀行
- (図表 41) 日本銀行
- (図表 43) 日本銀行