

・金融政策運営及び金融政策手段を巡る動き

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成 11 年 4 月から 9 月までの間、計 9 回の金融政策決定会合（以下単に「会合」と記述する）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

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

このほか、大蔵省および経済企画庁から、必要に応じて出席があった。

11 年 4 月から 9 月までの全会合では、当面の金融政策運営について、2 月 12 日に決定された金融市場調節方針を維持することが決定された（図表 38、39）²⁵。このうち、9 月 21 日の会合においては、為替相場の急激な変動等を背景に金融政策運営に対する内外の関心が高まっていたことなどに鑑み、ゼロ金利政策の意味や為替市場と金融政策の関係等についての考え方を説明する文書を、会合終了後直ちに对外公表した。

また、同日の会合においては、「適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務の担保取扱等に関する基本方針」が決定された。このほか、6 月 14 日の会合で

²⁵ 2 月 12 日に決定された金融市場調節方針は次の通り。「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。」

は、金銭を担保とする国債の借入（レポ・オペ）におけるオペ対象先選定基準の改正などが決定された。

（図表 38）政策委員会・金融政策決定会合において決定された「金融市場調節方針」

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
11年4月9日	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1）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。	賛成多数（反対2）
4月22日		賛成多数（反対2）
5月18日		賛成多数（反対2）
6月14日		賛成多数（反対2）
6月28日		賛成多数（反対2）
7月16日		賛成多数（反対2）
8月13日		賛成多数（反対2）
9月9日		賛成多数（反対2）
9月21日	（注2）	賛成多数（反対2）

（注1）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

（注2）同日の会合では、金融市場調節方針の決定に加え、「当面の金融政策運営に関する考え方」と題するペーパーを公表することが決定された。

(図表 39) 公定歩合および無担保コールレート (オバーナイト物) の推移 (注 1)

(単位 : %)

	公定歩合 (注 2)	無担保コールレート (オバーナイト物)
11 年 1 月 16 日 ~ 2 月 15 日	0 . 5 0	0 . 2 4
2 月 16 日 ~ 3 月 15 日		0 . 0 7
3 月 16 日 ~ 4 月 15 日		0 . 0 3
4 月 16 日 ~ 5 月 15 日		0 . 0 3
5 月 16 日 ~ 6 月 15 日		0 . 0 3
6 月 16 日 ~ 7 月 15 日		0 . 0 3
7 月 16 日 ~ 8 月 15 日		0 . 0 3
8 月 16 日 ~ 9 月 15 日		0 . 0 3
9 月 16 日 ~ 10 月 15 日		0 . 0 2

(注 1) 積み期間 (当月 16 日 ~ 翌月 15 日) 中の単純平均。無担保コールレート (オバーナイト物) の各営業日のレートは、日中全取引の出し手・取り手の仲値レートの加重平均。休日は、休日前のレートを使用。

(注 2) 日本銀行の基準割引率および基準貸付利率のうち、商業手形割引率ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率。

以下、第 部では、11 年度上期の金融政策運営について、委員会の検討や判断の内容を概観したうえで、金融市場調節手段の利用状況や、日本銀行のバランスシートの動きなどを述べる。

2. 金融政策決定会合における検討の様様

(概況)

平成 11 年度上期最初の 4 月 9 日会合では、2 月 12 日に決定されたいわゆるゼロ金利政策の効果を金融市場全体に広く波及させるために、デフレ懸念が払拭されるまでそうした政策を継続する旨を対外的に表明することとなった。それを受けて 4 月 13 日の総裁記者会見において、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の金融緩和政策を続けていく」旨が表明された。

それ以降の会合では、上記の枠組みを前提に金融経済情勢に関する検討が行われた。そうした検討を総括すると、11 年度上期のわが国の景気は、公共投資の増加や住宅投資の持ち直し等を背景に下げ止まり、金融環境の改善が实体经济へ好影響をもたらすことも期待される状況となった。また、アジア経済が順調に回復する中で、生産が下げ止まりから増加へ転じる兆しをみせるなど、一部に明るい動きもみられるようになってきた。

しかし、設備投資が減少傾向を続け、個人消費も回復感に乏しい動きが続くなど、民間需要については自律的回復のはっきりとした動きは結局みられなかった。このため、景気の先行きに関するダウンサイド・リスクが根強く残存する状況が続いた。そうした景気判断のもとで、期中総じて横這いで推移した物価も、先行きについては潜在的な低下圧力が依然として残っているとみられた。このように、11 年度上期中を通じて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至っていないと判断された。

こうした情勢を踏まえて、11 年度上期中に開催された 9 回の会合すべてにおいて、ゼロ金利政策を継続することが賛成多数で決定された。

4 月 9 日から 9 月 21 日までの各会合で議決された具体的な金融市場調節方針は、以下の通りである。

(議決)

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

記

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、2月12日金融政策決定会合時点。

(別添：対外公表文)

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(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。

(1) 金融経済情勢に関する検討

(下げ止まり状況が明確化した 11 年度上期の景気)

景気は、春先に下げ止まりの様相を呈し始めたあと、公共投資の増加や住宅投資の持ち直し、さらにはそうした最終需要の動向を反映した在庫調整の進捗から、次第に下げ止まりが明確化した。

こうした情勢を背景に、11 年度上期を通じて、大枠としては「下げ止まり」という景気判断が維持されたが、そうした中で、方向としては少しずつ新たな好材料がみられるようになった。そのひとつとして、1～3 月期の GDP が、全体としての伸びの高さや個人消費および設備投資の前期比増加からみて、景気の下げ止まりを改めて確認させる内容であったとの評価がなされた。また、6 月短観からは、企業の景況感が改善傾向にあることが確認された。

最終需要の中でひとつの注目点となったのは、個人消費が、雇用・所得環境の悪化にもかかわらず意外に持ちこたえたことであった。その背景としては、金融システム不安の後退や株価の上昇などによる消費者マインドの改善や、情報通信関連の市場拡大による消費の刺激などが、可能性として指摘された。また、アジア経済の回復を主因とする輸出環境の好転は、多くの委員の予想を上回るものであった。こうしたアジア経済の回復もあって、7～9 月期の生産増加や、企業収益への好影響が見込まれる情勢となった。これらを受けて、9 月 9 日の会合では、引き続き「下げ止まり」という見方を維持しながら、「輸出、生産等一部に明るい動きがみられる」という判断を加えることとなった。

(金融環境の好転)

以上のような景気の下げ止まりには、金融システム不安の後退やゼロ金利政策を背景とした金融環境の好転が寄与したという点で、認識が共有された。

すなわち、大手銀行に対する公的資本の投入や、日本銀行のゼロ金利政策などを背景に、金融機関の流動性を巡る懸念が大きく後退し、金融機関や機関投資家に前向きなリスク・テイクの動きが徐々にみられ始めるようになった。こうした金融資本市場の変化は、金融市況の好転や企業金融の逼迫感緩和などを通じて、実体経済活動に好影響を及ぼしていくものとの期待が概ね共有された。

とくに株価の堅調な動きは、先行きの景気判断に関連するひとつの重要なポイント

であった。春頃を中心とする株価のやや足早な上昇について、中には「期待先行」的な要素が含まれている可能性を警戒的に捉える見方もあった。しかし、基本的には、消費者マインドの下支えや企業のコンフィデンス改善に寄与しているという点で、株価上昇のプラスの側面が評価された。また、構造改革や企業のリストラが景気回復を促していく場合の経路として、リストラ等の動きを株式市場が前向きに評価するという資本市場の役割を重視する意見が多くみられた。この間、ゼロ金利政策が株価上昇や長期金利の落ち着きに与えた効果については、一段の量的緩和を進めなければ効果が剥落するとの懸念も一部の委員から示されたが、多くの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を続ける」という日本銀行の金融緩和継続姿勢が、金融市況全体に好影響を与えたものとの理解を共有した。

夏頃になると、ターム物金利が一時強含んだほか、長期金利や円相場にしばしば上昇圧力がかかるようになった。このうち、長期金利の上昇については、第2次補正予算を巡る思惑に伴う国債の需給悪化懸念が部分的に作用しているとの意見も出された。また、円高については、米国経済に関する不透明感の台頭が影響しているとの懸念も示された。しかし、経済指標に少しずつ好材料が増えてきたことや、株価がほぼ一貫して堅調を維持したことなどを併せて考えると、少なくとも9月半ばに円高が加速する前までの動きについては、長期金利も円相場も基本的には景気の回復期待を反映した面が強いという点で、委員の見解は概ね一致していた(9月半ばの急速な円高に関する議論は後述)。

金融市場の環境好転が、企業金融面の緩和へと波及してきた点については、昨年深刻な資金繰り懸念に直面した中小企業を中心に、極端に落ち込んだ設備投資を回復させる方向に作用する要因として評価された。また、銀行貸出の減少幅そのものは拡大傾向を続けたが、金融機関の流動性および自己資本の面での制約が和らいでいることや、企業に対するアンケート調査等からみると、銀行の融資姿勢自体がさらに厳しくなっているとは考えにくく、貸出の減少は基本的には企業の資金需要低迷を反映したものとの認識が概ね共有された。そうした企業の資金需要低迷の背景としては、先行きの不透明感や過剰設備の残存による設備投資の低迷、バブルとその崩壊の過程で積み上がった債務の返済圧力、景気の下げ止まりを反映したキャッシュフローの好転、流動性不安の後退に伴う手許資金の圧縮、など様々な要因を反映したものという点で、委員の見方は概ね一致した。このうちやに注目すれば、金融緩和の効果が浸透しつつあるがゆえにむしろ貸出が低迷しているという側面もあることから、

実体経済と量的金融指標との関係が従来にも増して不安定となっている可能性が指摘された。なお、貸出低迷のわりにマネーサプライが堅調に推移している点については、財政赤字が拡大している中で、金融機関の資産のうち貸出が減少する代わりに国債保有が増加し、負債サイドの預金（マネーサプライの大半）が維持されているためではないかとの指摘があった。

（民間需要の自律的回復の動きは不明確）

以上のように、金融面の環境好転もあって、景気は一部に明るい動きがみられるようになった。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きはみられないとの判断は、11年度上期を通じて変わらなかった。

設備投資についてみると、資金繰り面の制約の緩和が中小企業の設備投資の落ち込みを和らげる作用を持ったことや、情報関連の投資に動意がみられるなど、いくつかのポジティブな側面も指摘されたが、アンケート調査や先行指標等からみて、全体として減少傾向を続けているとの判断に基本的な変化はなかった。先行きについても、過剰設備の整理や財務リストラなどが今しばらく続く可能性が大きいことを踏まえると、設備投資の下げ止まりは当面期待しにくいとの点で、委員の認識は概ね一致していた。秋口には、企業収益面から設備投資を支える基盤が少しずつ整いつつあるとの指摘もなされたが、そうしたキャッシュフローの改善も中期的な調整圧力に打ち勝つにはなお力不足であり、設備投資の回復が展望できる段階に至っていないとの認識が多数を占めた。

民間需要のもうひとつの柱である個人消費については、雇用・所得環境が悪化しているわりには持ちこたえているという側面が評価される一方で、いずれにしても一進一退の域を出る動きではないという点で委員の判断は概ね一致していた。先行きについても、企業のリストラ圧力などによって雇用・所得環境の悪化が続くとみられるうえ、消費性向もさらに上昇を続けるとは考えにくいため、個人消費に景気回復をリードする力は期待しにくいとの判断が概ね共有された。

景気全体の先行きについて、当初は、11年度下期には公共投資が減衰し、つれて景気が再び悪化に向かう可能性が懸念されていた。しかし、公共投資の工事進捗が年度下期にずれ込んだことや、輸出環境の好転などを背景に、夏以降は、景気が直ちに再び落ち込むリスクは幾分薄れたとの見方が強まった。しかしこれは、いわば外生的な需要の上振れによるものであって、内生的な循環メカニズムの強まりを反映したも

のではないため、先行きの自律的な回復を展望させる動きとは言えず、ダウンサイド・リスクが依然として色濃く残っている、というのが委員に概ね共通の認識であった。

（物価の潜在的な低下圧力は残存）

物価に関しては、当初は多くの委員が、下落傾向を続けているとの見方であったが、その後景気の下げ止まりが次第に明確になったことや、原油価格を含む国際商品市場の上昇などを背景に、物価は全体としては横這い圏内にあるとの認識が強まっていった。しかしながら、先行きについては、既述の通り景気の自律的な回復が展望しにくいことから、大幅な需給ギャップが明確に縮小していくことが見込まれるには至らなかった。また、賃金の軟化傾向が続いていることも指摘された。これらを踏まえると、物価が当面は横這い圏内で推移するとしても、潜在的な低下圧力はなお残っているというのが、委員に概ね共通した見方であった。

そうした検討の中で、計測された需給ギャップと物価との関係が安定的でないことを巡る議論も行われた。需給ギャップの信頼性に強い疑問を抱く一人の委員からは、むしろ足許の物価動向を重視して、デフレ懸念は払拭されつつあるとの判断が示された。しかし、これは他の委員の共有するところとはならなかった。すなわち、ほとんどの委員は、需給ギャップの解釈に幅を持たせる必要性や、足許の物価安定自体がデフレ懸念の後退につながる可能性に留意しつつも、上述したような潜在的な物価低下圧力が残っていることを踏まえて、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至っていないとの判断を共有した。

（夏以降の円高の影響）

なお、8月13日会合以降の3回の会合では、為替市場で円高が進行していたことを受けて、それが経済の先行きにどのような影響を及ぼすかが、大きな論点のひとつとなった。

夏以降の円高は2つの局面に分けることができる。まず、第1段階は、7月前半に120円程度で推移していた円相場が、その後1か月足らずの間に110円程度まで上昇した局面であり、これを受けた議論が8月13日会合と9月9日会合で行われた。その結果、当該期間の円高は基本的には日本経済に対する市場の見方の改善を背景としたものであること、海外景気の好転や株価動向等からみてそれまでの円高が企業部門全体に大きなインパクトを与えるとは考えにくいこと、などが指摘され、この第

1段階の円高が経済活動を下押しするリスクは小さいとの認識が概ね共有された。もっとも、円高の背景として米国経済に関する不透明感の台頭も一部寄与している可能性や、さらに急激な円高が進んだ場合の企業収益等への悪影響を懸念する見方も示された。このため、円相場の動向とその経済への影響については、引き続き注意深くみていく必要があるという点で、委員の認識は一致した。

その後、9月中旬に生じた第2段階の円高局面では、円相場は一時103円台まで急騰する展開となった。これが日米協調介入や一段の金融緩和に対する市場等からの強い思惑を呼ぶ中で、9月21日会合が開催され、そうした急激な円高に対する懸念が多くの委員に共有された。すなわち、多くの委員の認識は、一般論として景気回復期待が生じる過程で為替相場に上昇圧力がかかることは自然な動きであるが、足許実際に起こっている円高のテンポはさすがに急激に過ぎ、市場の行き過ぎは景気や物価に悪影響を及ぼしかねない、というものであった。ただし、こうした急激な円高が経済の先行きにとって深刻なダウンサイド・リスクとなるかどうかについては、市場の行き過ぎがどの程度長引くかなどを含めもう少し様子を見る必要があること、海外景気の好転などから輸出や生産面に一部明るさがみられ始めていること、といった諸点も併せて指摘され、総合的にみれば経済の現状や先行きについての判断を現時点で変える必要はないというのがほぼ共通の認識となった。そのうえで、円相場の動向や、それが先行きの景気や物価に及ぼす影響については、引き続き細心の注意を持ってみていくこととなった。

(2) 金融政策運営に関する検討、判断

以上のような金融経済情勢の検討を踏まえた結果として、11年度上期を通じて、2月12日に決定された金融市場調節方針（いわゆるゼロ金利政策）が継続された。こうした政策判断の背景となった考え方を、会合で出された主要な論点に即して整理すると、以下の通りである。

(ゼロ金利政策継続のコミットメント)

日本銀行は、2月12日に決定された金融市場調節方針に従って、オーバーナイト金利をできるだけ低めに推移するよう促す、いわゆるゼロ金利政策を開始した。しかし、オーバーナイト金利が事実上ゼロ%になってしまった以上、何らかの量的指標またはターム物金利を金融市場調節の目安として追加的に設定しないと、政策運営のわかりやすさを損なうのではないかと考えられた。そこで、そうした追加的な操作目標のフィージビリティについて2～3月の会合で検討されたが、量的な指標もターム物金利も、目標値の設定やコントローラビリティに関する技術的な点を含めて問題が多いというのが、概ね共通の認識となった²⁶。

そうした流れを受けて、11年度上期最初の4月9日会合では、別の形で政策運営のわかりやすさを確保し、かつゼロ金利政策の効果を最大化しうるような方途が模索された。議論の中で指摘されたポイントは、ゼロ金利政策を長く続けることを明確にすれば、先行きのオーバーナイト金利に対する市場の期待を通じてターム物金利の低位安定を実現できること、こうした市場の期待形成に働きかけて政策効果を高めようとする方法は、量的指標のターゲティングやインフレ・ターゲティングの技術的な難しさを避けながら本質的にはそれらと同様の効果を持ちうるものであること、いつまでゼロ金利政策を続けるかの示し方は、「インフレでもデフレでもない物価の安定」という金融政策の目的と整合的なものであるべきこと、といった諸点であった。

これらを踏まえて、ある委員から、デフレ懸念が払拭できるような情勢になるまで現在の政策を継続するといった趣旨を、総裁記者会見などの場でわかりやすく市場に対して説明していったらどうかとの考えが示され、多くの委員がこれを支持した。これを受けて、4月13日の総裁記者会見において、「デフレ懸念の払拭が展望できる

²⁶ 「通貨及び金融の調節に関する報告書（平成11年6月）」の90～92ページを参照。

ような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」旨が表明された。

（「デフレ懸念の払拭」の意味について）

ゼロ金利政策の継続について以上のようなコミットメントを対外的に示したことを踏まえ、4月22日会合以降の会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」であるかどうかという観点からの議論が、必ず行われることになった。

そうした枠組みに移行してまもなく、6月頃から、先行き物価の下落テンポが緩やかになり、少なくともいったんは横這うことが見込まれる情勢となってきた。このため、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」であるかどうかをどのような基準で判断すべきかが、現実的な論点として浮上してきた。しかし、これについては、そうした判断基準を特定の指標で単純に示すことは技術的に難しいこと、インフレ・ターゲティングを行っている国でもある程度裁量の余地を残す柔軟なルールで政策運営を行っていること、などが指摘された。結局、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」であるかどうかは、その時々における経済見通しや、その他物価の先行きを巡る様々な要素やリスクを勘案して、総合的に判断していくしかないという認識が概ね共有された。いくつかの定性的な基準としては、需給ギャップの縮小が完全に確認できないまでも、需給ギャップが拡大するリスクは十分小さくなったと考えられるかどうか、アップサイドのリスクがダウンサイドのリスクを上回ると考えられるかどうか、といった点が挙げられた。

この間、足許の物価指標だけに注目して金融市場がゼロ金利政策解除の思惑を強める可能性に関して、「景気の自律的回復の兆しがみえるまで」というニュアンスを強調した表現にすれば、当分ゼロ金利政策を続けるというイメージを強められるのではないかとの問題提起もなされた。しかし、これに対しては、現行の表現が、先行きの景気や物価情勢を十分にみていくという趣旨を含んでいること、景気と物価が必ずしも同方向に動かない場合の柔軟な対応の余地を残していること、などの利点を持っている点が指摘され、現行の表現を続けるのが適切との認識が概ね共有された。また、ゼロ金利政策解除に対する無用の憶測を防ぐためには、そうした表現の微修正を行ってもあまり意味はなく、あくまでも金融経済情勢に関する日本銀行の判断や政策運営の考え方を市場等に十分説明していくことが重要との指摘があった。

（ゼロ金利政策と量的緩和）

日本銀行の政策運営を巡っては、11年度上期中も、市場等から様々な意見や批判が寄せられた。そのひとつは、直接の操作目標としているオーバーナイト金利が事実上ゼロ%になってしまった以上、日本銀行は量的緩和を実施すべきではないかという考え方であった。また、委員の中にも量的緩和を主張し毎回具体的な提案を行う委員が存在した（後述）。このため、量的緩和論をどう考えるべきかについて頻繁に討議が行われた。そうした討議を通じて、一般に「量的緩和」と呼ばれているものにはいくつかのバリエーションがあり、それらは基本的には、ゼロ金利政策のもとで日本銀行が既に現在行っている政策か、技術的な観点や中央銀行としての立場からみて採用が難しい政策か、のいずれかであるとの認識が多くの委員の間で次第に共有されてきた。

まず、そもそもゼロ金利政策とは、オーバーナイト金利を事実上ゼロ%で安定させるほど潤沢な資金供給を行う政策であるので、その意味では現在既に十分な量的緩和を行っているというのが概ね共通の認識となった。資金供給オペにおいて応札額が募集額に対して未達となるいわゆる「札割れ」の頻発も、これ以上の資金供給に無理が生じ始めていることを反映しているものと解釈された。また、量的緩和について、金融緩和の長期的なコミットメントを重視するという議論であれば、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という現在の枠組みに、そうした強いコミットメントは既に含まれているとの整理もなされた。

一方、量的緩和を、金融政策の操作目標として量的なターゲットを設け、それを厳格にコントロールしていく政策運営方法と解釈した場合には、実体経済とターゲットとの関係の安定性やターゲット達成の実現性などについて²⁷、技術的な難しさがあるとの認識が概ね共有された。また、量的緩和が、日本銀行による国債買い切りオペ増額や国債引き受けを念頭に置いて論じられている点にも注意が促された。これに関連して、短期金利がほぼゼロ%となり短期の金融資産とマネーとが概ね代替的な資産となった現状においては、経済効果をもたらす量的緩和とは、理論的に

²⁷ 例えば、ターゲット達成の実現性に関しては、事実上ゼロ金利でも金融機関が超過準備を保有しようとせず、上述のように「札割れ」が発生している市場の実態などを踏まえると、超過準備をコントロールすることは難しい、といったような点が繰り返し指摘された。

みても長期国債等を日本銀行が買っていくことに帰着せざるをえないとの認識も示された。そのうえで、仮に量的緩和がそのような政策を意味しているのであれば、将来に大きな禍根を残すリスクがあるきわめて副作用の強い政策であるため、責任ある中央銀行としてとりえないものという従来からのスタンスが、多数の委員によって改めて確認された。

(「積み上幅」を巡って)²⁸

ゼロ金利政策のもとでの潤沢な資金供給の結果、金融機関の保有する超過準備が増加しただけではなく、短資会社など準備預金制度非適用先にも余剰資金が流れ込んだ。こうした現象は、日本銀行が朝方の調節時点で予想値として公表している「積み上幅」を巡って、2つの問題を投げかけた。

ひとつの問題は、この予想値が「日本銀行による資金供給は短資会社等に留まることなくすべて金融機関の準備預金になる」という前提で計算されている一方、実際には都市銀行が超過準備を保有しようとしなかった結果として資金が短資会社等に滞留し続けたため、準備預金の実績が予想値を大幅に下回る状況が本年3月頃から常態化したことである。当時、日銀当座預金の全体像は日々のベースでは公表されていなかったため、準備預金の予想値と実績との大幅な乖離は、金融市場調節の透明性を損なう面があることが懸念された。このため、4月22日の会合では、公表計数の工夫を検討すべき旨、執行部に対する指示がなされた。そうした検討の結果、日本銀行は4月30日より、日々の資金需給速報において、金融機関の準備預金だけでなく、短資会社等を含む日銀当座預金全体の残高を、併せて公表する扱いとした。

積み上幅を巡るもうひとつの問題は、ゼロ金利政策の開始以来1兆円程度の積み上幅が長く続けられてきたことを背景に、この金額が「疑似ターゲット」のように市場等から受け止められている情勢をどう考えるかという点であった。これについては、金融政策の透明性という観点から、積み上幅を金融市場調節方針の中にきちんと明示する方がよいとの意見もあった。しかし、執行部からは、1兆円という積み上幅自体を調節上の目標としてきたわけではなく、あくまでもオーバーナイト金利をできるだ

²⁸ 「積み上幅」とは、翌営業日から保有し続ければ積み期間終了時点で所要準備をちょうど満たすことになる準備預金額に対して、日本銀行の調節を織り込んだ当日為決時点(通常午後5時、準備預金制度上の準備預金を確定し、計算する時点)での準備預金額がいくら上回ると予想されるかを示す金額。

け低く推移するように促すという方針を実現するうえで、必要かつ十分と考えられる資金供給を行った結果であるとの説明がなされた。そうした点を踏まえたうえで、金融市場調節方針に金利と同時に量に関する記述を盛り込むことはやはり無理があるとの考えが、委員の多数を占めた。

（ゼロ金利政策の副作用について）

11年度上期は、ゼロ金利政策の効果が金融面全般に浸透した一方で、「ゼロ金利政策の副作用」に対する外部からの批判も少なくなく、委員の中にもそうした副作用をひとつの理由として金利の早期引き上げを主張する見解があった（後述）。このため、そうした副作用とでも呼ぶべき現象をどう考えるかについて、意見交換が行われた。

まず、そうした副作用として具体的に指摘されたのは、家計等の利子所得が圧迫されていること、CP発行レートの銘柄間の格差縮小などからみて市場参加者のリスク感覚が稀薄化している面があること、非効率な企業を温存して構造調整を遅らせるリスクがあること、といった点などであった。

もっとも、こうした副作用を強調する見方に対しては、所得分配上の問題があることは否定できないが、先行きのデフレ懸念がなお残っている現時点では低金利によって経済活動を下支えするのがまずは優先課題であること、信用リスクや流動性リスクに関する安心感の強まりは、そもそもゼロ金利政策が目的としている効果であること、構造調整には衰退セクターの淘汰だけではなく次世代を担う成長セクターの拡大という側面があり、低金利は後者を促して構造調整にプラスに作用する面もあること、といった考え方が示され、多くの委員に支持された。

（為替介入の不胎化について）

この間、夏以降の円高局面では、国内外から、「円売り介入を日本銀行が不胎化するべきではない」との声が聞かれるようになった。こうした情勢を受けて、8月13日および9月21日の会合では、介入の不胎化、非不胎化を巡る議論が行われた。

その結果、「不胎化しない介入」を為替介入額の分だけ日本銀行の資金供給額を拡大させる手法と理解すると、それが意味を持つのは金利が低下する場合だけであって、ゼロ金利政策を行っている現状では「不胎化しない介入」と「不胎化介入」とで効果に差はないこと、日本銀行は様々な資金の流れをすべて勘案して金融調節を行っ

ているのであって、為替介入資金だけを取り出してそれを吸収するとかしないとかいう議論には意味がないこと、全体としての資金供給額という意味では、日本銀行はゼロ金利政策のもとで、通常の為替介入額をはるかに上回るような潤沢な資金を日々市場に供給していること、といった点について概ね認識が一致した。

(9月21日会合における検討)

既述の通り9月21日の会合では、金融経済情勢について、経済の現状や先行きについての判断を直ちに变えなくてもよいが、円相場の動向やその影響については細心の注意を持ってみていく必要があるという点で、基本的な合意があった。

同日の会合では、そうした情勢判断に加えて、為替相場と金融政策のあり方という観点から、当面の円高にどう対応すべきかとの議論が行われた。その結果、まず一般論として、金融政策によって特定の為替相場水準を実現するように努めることは困難かつ不適當であること、しかし為替相場は景気や物価に影響を及ぼす重要なファクターであり、金融政策の運営において十分に注意を払っていく必要があること、の2点が概ね支持された。このうちに関連して、行き過ぎた急激な円高への対応策としては、まず為替介入に意味があるとの見解も出された。

そうした一般論とは別に、同日の会合では、市場が何らかの金融緩和措置を織り込んでみるとみられる情勢を踏まえて、期待されているような措置をとらない場合に市場が失望して大幅な円高・株安が進むリスクをどう考えるかという問題も提起された。しかし、この点については、市場のパーセプションに乗るだけの政策は、理論的な意味づけや政策効果が明確でないこと、経済のファンダメンタルズに対する市場の見方が変わらない限り、そうした政策の効果はあっても長続きしないこと、といった意見が有力であった。以上のような議論を経て、結局、中央銀行としてその目的や効果について説明できない政策を、単に市場の期待を利用するという理由だけでとることは、長い目でみて市場との関係をかえって損ねることにつながる、という点で概ね一致した見解が得られた。ただ、為替変動が景気や物価に与える影響を注意深くみながら、豊富で弾力的な資金供給を続ける方針にあることなど、ゼロ金利政策についての日本銀行の考え方を、市場等に丁寧に説明する必要があるとの判断が概ね共有された。これを踏まえ、以下の対外公表文が賛成多数で可決され、会合後直ちに公表されることとされた。

平成11年9月21日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営に関する考え方

- (1) 日本銀行は、本日開催された政策委員会・金融政策決定会合において、これまでの思い切った金融緩和政策、いわゆるゼロ金利政策を継続することを決定しました。
- (2) 金融政策決定会合の討議内容は、会合の約1か月後に「議事要旨」として公表する仕組みとなっています。しかし、為替相場の急激な変動等を背景に、金融政策運営に対する内外の関心が高まっているため、討議の背景となった考え方のうち主要な論点について、直ちに対外的に説明することが適当と考えました。このため、政策委員会で討議のうえ、本ペーパーを公表することとしたものです。

(ゼロ金利政策と量的緩和)

- (3) 日本銀行は、本年2月のゼロ金利政策採用以来、金融市場に大量の資金を供給し、誘導目標であるコールレートが事実上ゼロ%で推移するよう促しています。この結果、金融市場では、以下のように、資金は十分潤沢な状態となっています。
- 日本銀行は、金利ゼロという状態が安定的に推移するよう、金融機関に保有が義務づけられている支払準備(1日平均約4兆円)を1兆円ほども上回る資金供給を続けています。そうした中で、金融機関サイドでは、ゼロ金利政策により「殆どコストのかからない資金をいつでも調達できる」という安心感が定着しているため、資金を保有する動機が低下しています。この結果、日本銀行が供給した余剰資金の7～8割は、資金仲介を行っている短資会社等に積み上がっているのが実情です。
 - 日本銀行がマーケット・オペレーションを通じ、ほぼゼロの金利で資金を供給しようとしても、金融機関がそれに応じてこないような場合も起きています(いわゆるオペの札割れ現象)。

(追加的資金供給の効果)

- (4) 最近、為替相場の安定等を図るため、日本銀行がより大量の資金供給を行うべきとの議論が聞かれます。しかし、上記のような金融市場の状態のもとでは、日本銀行が

ゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに「余剰」のままで短資会社等に積み上がるだけです。金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えるとは考えられません。

(5) 実体的な効果がなくとも、市場が「追加的資金供給」に何らかの期待を持っているならば、それを利用してはどうかとの考え方もあります。しかし、そうした方法の効果は、あったとしても一回限りで、永続きしませんし、中央銀行として、目的と政策効果についてきちんと説明できない政策をとることはできません。

(為替市場と金融政策)

(6) 日本銀行は、為替相場については、経済のファンダメンタルズに応じて安定的に推移することが望ましく、相場変動が行き過ぎれば、景気や物価に悪影響を与える可能性が大きいと考えています。また、最近の円高の進行は急激であり、その企業収益等に与える影響が懸念されます。こうした為替相場に関する基本認識や最近の円高進行に対する評価は、政府とも共有されていると考えています。

(7) ただし、日本銀行は、為替相場そのものを金融政策の目的とはしていません。金融政策運営を為替相場のコントロールということに直接結び付けると、誤った政策判断につながるリスクが高いことは、バブル期の政策運営から得られる貴重な教訓になっています。ただ、このことは、金融政策運営において為替相場の動向をみないでよいということではありません。日本銀行は、あくまでも、為替変動が景気や物価の先行きにどのような影響を及ぼすかという観点から、その動向を注意深くみていくべきものと位置づけています。

(8) 最近の円相場の動きは急激なものとなっているので、企業収益や輸出等を通じて景気の先行きに与えるマイナスの効果については、十分慎重にみていく必要があります。ただ、同時に、現在の日本経済には、様々な政策効果の発現やアジア経済の回復など、プラス面の力も働き始めています。現在は、これらの様々な要因が、全体として経済にどのように影響を与えていくのか、注意深く見極めていくべき段階であると考えています。

(9) 為替政策との関係で、介入資金を放置してはどうか（いわゆる非不胎化）という議論があります。しかし、金融市場には、介入資金だけでなく、財政収支や銀行券需要

など様々な要因を反映した資金の流れが存在しています。中央銀行は、そうした資金の流れを利用しつつ、オペレーションにより市場全体の資金量を調節しています。これは先進国の中央銀行で、ほぼ共通の枠組みです。したがって重要なことは、すべての資金の流れを勘案したうえで、金融市場に全体としてどれだけ潤沢な資金が供給されているか、ということです。この点で、日本銀行は、上述したとおり、豊富で弾力的な資金供給を行っています。こうした資金供給姿勢は、現在の政府の為替政策とも整合的なものと考えています。

(当面の金融政策運営について)

(10) 日本銀行は、歴史的にも世界的にも類例のない思い切った金融緩和政策を講ずるとともに、この政策を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」続けることを明らかにしています。現在、日本銀行は、景気の現状について、「足許は下げ止まり、一部に明るい動きも見られるが、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは依然みられていない」と判断しています。ゼロ金利政策については、その副作用についても注意深く点検していく必要がありますが、当面は、こうした思い切った金融緩和措置を継続することによって、経済の回復をサポートしていくことが大事であると判断しています。

(11) なお、ここ数日、金融政策運営を巡る思惑により、市場が大きく変動しましたが、金融政策運営は、定期的開催される政策委員会・金融政策決定会合の場で討議の上、多数決で決定されるものです。事前に一定の方針が固められたり、外部との間で協議が行われるといったことは、ありえません。この点をあらためて確認するとともに、日本銀行としては、今後とも、新日銀法下での政策決定の仕組みや時々々の政策運営の考え方について、正しい理解が得られるよう努めていく方針です。

以 上

以上のような対外的な説明の重要性との関連で、数日後に控えているG7など国際会議の場でも、円高が経済に与える影響を十分念頭に置きながら、豊富で弾力的な資金供給を行っていくことなどを、表明していくべきとの意見が述べられた。また、追加的な金融緩和の余地がほとんど存在しない中でも、あらゆる情勢に備えておく必要があることが指摘され、そのためには、ゼロ金利政策の効果浸透を一層確実なものとするよう、オペ手段の拡充を含め、金融調節面での対応力を質的に一段と強化することが重要との指摘があった²⁹。

(少数委員の主張)

以上述べてきたように、11年度上期を通じて、ゼロ金利政策の継続が適当というのが政策委員会の多数意見となった。もっとも、この間一貫して二名の委員は、多数意見とは異なる立場をとった。

まず、そのうち一人は、景気の先行きについて他の委員よりも厳しい見方をとったうえで、量的ターゲットや物価上昇率に対する中期目標の設定を伴う一段の金融緩和策を毎回提案した³⁰。

²⁹ こうした議論を受けて、次の10月13日会合では、(1)ゼロ金利政策を継続するとともに、そのゼロ金利政策が持つ「豊富で弾力的な資金供給」という特性を対外公表文で明確に述べること、(2)コンピューター2000年問題を踏まえて、年末越えの資金供給や個別金融機関への対応等に万全を期すこと、(3)金融市場調節手段の機能強化を進め、金融・為替市場の動向も注視しつつ金融緩和効果の一層の浸透に努めること、の3点が決定された。

この第3点目の措置については、これまで現先方式のオペしか行っていなかった短期国債(TBおよびFB)についてアウトライト(買い切りや売り切り)のオペを導入する方針や、国債借入オペ(いわゆるレポオペ)の対象となる国債に、市場が育ちつつありかつ市場からのニーズも強い2年債を加えること、などの具体策が含まれることとなった。

³⁰ 4～6月期の各会合における当該委員の提案は、細かい字句の違いを除き、次の通りであった。「中期的目標としてCPI(除く生鮮)の前年比が1%程度となること(2000年10～12月期平均の対前年同期比:0.5～2.0%)を企図して、超過準備額を今積み期間について前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、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月期)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。なお、無担保コールレート(オーバーナイト物)が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る」。下線部分は、6月14日会合より付け加えられた。

また、7月16日会合から9月21日会合までの各会合における当該委員の提案は、細かい字句の違いを除き、次の通りであった。「中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI(除く生鮮)の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間の超過準備額を前積み期

この委員は、まず金融経済情勢に関する判断として、11年度下期以降は公共投資や特別信用保証制度等の効果が剥落するとみられることや、マネタリーベースなどの量的指標の伸びが低すぎることを主張し、先行き景気が失速する恐れが強いとの見解を示した。そのうえで、政策効果のタイムラグも考慮すれば、早めに金融政策で対応する必要があることを一貫して主張した。

また、金融政策と金融市況の関係について、この委員は、ゼロ金利政策の量的拡大の側面が春以降の株価上昇や長期金利、為替相場の落ち着きに寄与しているとの認識であった。そうした認識等を背景に、追加的な金融緩和の余地が存在しないかのように市場に受け止められることは金融市況に対してマイナスであり、金融政策のレジームを金利目標から量やインフレ率への目標に切り替えて、緩和方向への政策の自由度を高める必要があることを強調した。物価上昇率に目標値を定めることについては、「物価の安定」という金融政策の目的を数値で示して結果に対する日本銀行の責任を明確にするという意味合いのほかに、物価目標を持つことで国債の日銀引き受け等への圧力に対する防波堤になりうるとの主張を行った。

夏以降、長期金利が強含む局面がみられたり、円高の進行が懸念されるようになると、この委員は、これらを阻止するうえでも量的な拡大とインフレ目標値の明示を伴う金融緩和が必要かつ有効との立場をとった。なお、市場に対してこれ以上の供給が難しいほど十分な資金が既に供給されているとの多数意見に対しては、この委員は、市場におけるオペの対応余力が20兆円程度存在するとみられることなどを理由に、少なくとも追加的な資金供給を試みるべきとの主張を行った。

他方、もう一人の委員は、経済情勢について他の委員よりもプラスの側面を強調する見方をとったうえで、ゼロ金利政策は金融市場に余剰資金の増大をもたらしているが、金融機関行動や実体経済に与えるプラス効果は乏しく、一方で各種の大きな副作

間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で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（注：マネタリーベースについて2000年1～3月期平残で前年同期比10%程度の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び＜前年同月比6%程度＞が続くことを前提とすると、来年3月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を増加させる必要がある）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る」。

用を生み出しているとの指摘を行い、期間中一貫して金利を引き上げるべきと主張した³¹。

この委員は、まず金融経済情勢について、春頃から景気の下げ止まりを強調する見方をとったほか、夏以降は、経済活動が着実に底固くなってきており、補正予算によって自律的な回復に向けた展望が拓けてくるとの判断を示した。そうした景気判断と併せて、物価面では、アジア経済の回復等を背景に商品市況が持ち直していることや、卸売物価や消費者物価にも下げ止まりの気配がみられることなどを指摘し、デフレ懸念が払拭される展望が拓けつつあるとの立場をとった。

一方この委員は、ゼロ金利政策について、家計への皺寄せを中心とする所得分配上の歪み、市場参加者のモラルハザード、資金運用機関の運用難、金融緩和の行き過ぎに伴う金利機能の麻痺、構造調整の先送り、といった副作用に対する懸念を強く表明した。さらに、景気回復局面に入ってからさらに追加的な緩和措置をとって、経済の振幅を大きくしてしまったケースが過去に存在することを指摘し、マクロ経済に対する認知のラグが政策の転換を遅らせるリスクに言及した。

³¹ 当該委員は、まず4月22日会合において、金利にもはや引き下げ余地がないことを明確にするのが適当との判断から、コールレートの目標水準を明記する以下の提案を行った。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.03%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。」

5月18日会合から8月13日会合までの各会合における提案は次の通り。「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。」なお、この委員は、9月9日と9月21日の会合でも、討議の中では上記提案と同内容の主張を行ったが、議事運営の効率化等を考慮して形式的には議案提出を差し控えた。

3. 金融市場調節手段の動向

以上のような討議を背景に決定された金融市場調節方針を受けて、日本銀行は、平成 11 年度上期を通じて、無担保コールレート（オーバーナイト物）ができるだけ低めに推移するよう、潤沢な資金供給を継続した。そうした金融市場調節に当たって、日本銀行は、多様な金融市場調節手段を活用してきた。また、金融市場の発達に応じて、日本銀行は金融市場調節手段を不断に見直し、その機能向上を図っている。日本銀行が現在用いている主な金融市場調節手段と、その 11 年度上期における利用状況を概説すると、以下の通りである。

国債借入オペ

日本銀行は、金銭を担保とする国債の貸借市場（いわゆるレポ市場）の拡大を踏まえて、9 年 10 月、金融市場調節の一層の円滑化を図るとの観点から国債借入オペ（いわゆるレポ・オペ）の導入を決定し、同年 11 月からこれを開始した。国債の貸借取引は、事実上の資金取引であるが、国債という信用力の高い債券を見合いにしていることや、日々の値洗いによって保有国債の価格変動を常時認識しておく仕組みになっていることから、リスク管理の観点からも優れた取引形態である。国債借入オペは、このように優れた特性を持つ取引形態を利用したオペであるため、日本銀行では、季節的な資金不足への対応や、年末や 3 月期末、9 月中間期末を越える長めの資金供給など、国債借入オペを積極的に活用している（期間は主として 1 週間～ 3 か月程度）。ただ、11 年度上期中については、金融機関の流動性に対する不安感が後退しており、9 月末越え資金に対する市場のニーズが昨年のように高まらなかったことから、9 月末の同オペ残高は 1.7 兆円にとどまった（10 年 9 月末 5.0 兆円）。

短期国債買現先オペ

日本銀行は、従来、割引短期国債（TB）を売り戻し条件付きで市場から買い入れるオペを実施してきた。しかし、日本銀行が大部分を引き受けていた政府短期証券（FB）が、11 年 4 月以降原則として市中公募入札によって発行されるようになったことから、FB と TB は一体のものとして市場を形成するようになった。そこで、日本銀行は、従来からの TB 買現先オペについて、11 年度上期からは、対象債券に FB も加えることとし、短期国債買現先オペという形に統合した。ちなみに、9 月末の同

オペ残高は3.0兆円となった(10年9月末0.0兆円)。

CP買現先オペ、手形買入オペ

CP買現先オペ(いわゆるCPオペ)は、企業の発行するCP(コマーシャル・ペーパー)を、日本銀行が金融機関から売り戻し条件付きで購入して、資金供給を行うものである。CPの買い切りではないため、日本銀行が発行企業の信用リスクを肩代わりすることにはならないが、金融機関が自らの流動性に対する懸念からCPの購入に消極的な局面を中心に、CP買現先オペは、企業金融の円滑化にも資する有力な資金供給手段である。同オペのこうした特性を活かして、日本銀行は9年11月、金融システム不安の高まりから一時的に機能停止に陥っていたCP市場の回復を図るべく、CP買現先オペの活用を積極化した。また10年秋には、金融機関の年末資金繰りに懸念が生じ、それが企業金融の面にも悪影響を与えたため、日本銀行は、買い入れ対象とするCPの範囲拡大(満期日が買い入れ後3か月以内のもの 同1年以内のもの)や、発行企業の適格審査事務の迅速化などの措置を講じた³²。

11年度上期についても、日本銀行は、市場に潤沢な資金供給を行う手段のひとつとして、CP買現先オペを引き続き積極的に利用した。もっとも、金融機関の流動性に対する不安感が後退し、CPの発行環境も良好な状態が続くなど、企業金融を巡る環境は改善したため、CP買現先オペの9月末残高は3.9兆円と、高水準であった前年よりはやや減少した(10年9月末5.6兆円)。

この間、手形買入オペについても、機動性のある重要なオペ手段として日本銀行は引き続きこれを活用している。また、11年2月には、金融市場調節において民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証書貸付債権を根担保とし、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れる方式の手形オペ(いわゆる社債等担保オペ)も、新たに導入することを決定した³³。もっとも、手形買入オペは、国債借入オペ、短期国債買現先オペ、CP買現先オペなど近年の市場拡大が目覚ましい取引形態を利用するオペに比べて、資金供給額全体に占めるシェアは低下傾向にある。11

³² 同措置は、10年11月13日の「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」に示された方針を踏まえたものである。

³³ 同措置は、10年11月13日の「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」に示された方針を踏まえたものである。また、11年9月21日の会合では、適格資産担保債券も同オペの担保とする旨を決定した(後述5.(1)を参照)。

年 9 月末の同オペ残高は 1.8 兆円であった（10 年 9 月末 4.7 兆円）³⁴。

金融市場調節のための日銀貸出³⁵

日本銀行は、日銀貸出以外のオペレーション手段の多様化等を踏まえて、8 年 1 月以降、金融市場調節のための日銀貸出は、原則として用いないこととした。ただし、これは原則であって、市場地合いの急変時などにおける一時的な措置として、金融市場調節に日銀貸出を用いることは排除していない。実際、9 年秋に金融システム不安が高まった際には、市場金利の上昇圧力を抑制するため、日銀貸出を利用した。さらに、10 年秋には、企業金融を巡る厳しい状況に鑑み、金融機関に対してその貸出増加額の 50% まで日銀貸出を認める、企業金融支援のための臨時貸出制度を設けることとした³⁶。同制度による貸出額はピーク時 10,356 億円に達したが、11 年 4 月 15 日に全額返済された。その後、11 年度上期中は、金融市場がきわめて落ち着いて推移したことから、金融市場調節のための日銀貸出は一度も実施されなかった。

短期国債売現先オペ

短期国債売現先オペは、日本銀行の保有している短期国債（TB および FB）を買い戻し条件付きで市中に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段であり、11 年度上期から開始した。

もともと日本銀行は、FB の売現先オペを必要に応じて実施していたが、売却方式が固定利回り方式となっていたこともあって、9 年 12 月以降実施していなかった。その後、同オペについては、10 年 12 月に利回り入札方式に変更したうえで、11 年 2 月に再開した。さらに 11 年 4 月には、FB が原則として市中公募入札で発行されるようになり、TB と一体の短期国債として市場が拡大することとなった。そうした情勢を背景に、日本銀行は、従来の FB 売現先オペを短期国債売現先オペに改め、機動的な資金吸収手段として、積極的に活用した。この結果、同オペ残高は、一時 10 兆

³⁴ 11 年 9 月末の手形買入オペ残高 1.8 兆円のうち、社債等担保オペは 0.4 兆円であった。

³⁵ 日本銀行法第 33 条（旧日本銀行法第 20 条）に基づき、日々の金融市場調節の必要に応じて実施される貸出をいう。

³⁶ 同措置は、10 年 11 月 13 日の「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」に示された方針を踏まえたものである。

円を上回る規模まで拡大した。なお、11年9月末の同オペ残高は5.3兆円であった（10年9月末0.0兆円）。

手形売出オペ

手形売出オペは、日本銀行を振出人、受取人及び支払人とする為替手形を、日本銀行が市場に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段である。

日本銀行は、9年度や10年度においては、年末・期末越え市場金利の上昇圧力を抑制するために、国債借入オペ等を用いた長めの資金をきわめて潤沢に供給した。しかし、そうした大量の資金供給はオーバーナイト金利にも低下圧力を与えたため、オーバーナイト金利が当時の金融市場調節方針で定めた水準を大きく下回ることを回避するために、日本銀行は期間が短めの手形売出オペによって余剰資金を吸収した（期間は主として1日～3週間程度）³⁷。このように、日本銀行は、9年度、10年度においては、長めの資金を供給して短めの資金を吸収する「両建てオペ」のために、手形売出オペを活用した。

しかし、11年度上期は、9月中間期末越えも含めて資金調達に関する市場の不安感が後退していたため、両建てオペの必要性は乏しかった。また、既述の通り、短期国債売現先オペが、日本銀行の機動的な資金吸収手段として活用された。こうしたことから、手形売出オペの実行は大幅に減少し、11年8月以降、同オペ残高はゼロとなった（10年9月末12.8兆円）。

国債買入オペ

以上のような短期の調節手段とは性格を異にする資金供給手段として、日本銀行は、国債買入オペ（利付国債買い切りオペ）を実施している。当オペの位置づけについては、従来から、長い目でみた日銀券の増加トレンドにほぼ見合うように行うという考え方をとっている。これは、長い目でみた日銀券の増加トレンドは、その時々々の資金需給の振れを反映するものではなく、経済活動規模の拡大など中長期的な要因を反映するものであるため、これに見合う資金供給には期間の長いオペレーションを充てる

³⁷ 手形売出オペを実行する際、日本銀行は、スタート（＝手形の売却＝資金吸収）を当日の午後3時時点や為決時点（通常午後5時）とする一方、エンド（＝手形の買い戻し＝資金供給）を満期日の交換戻時点（午後1時）に設定した。これにより、最も資金需給の逼迫しがちな交換戻時点に市場に潤沢な資金を残すという形で、日中における資金需給の振れを均すことにも役立った。

のが自然という考え方に基づくものである。また、長期金利の抑制や国債消化の促進という狙いでオペ金額をその時々を決めることにすると、次第にオペ金額に歯止めがかからなくなるというリスクが否定できない。したがって、国債買入オペを日銀券の長期的な増加トレンドに概ね見合うように行うという考え方は、オペ金額を予めある程度限定しておくという意味でも有益と考えられる。

こうした考え方に沿って、日本銀行は9年11月以降、月4千億円程度（額面ベース）のペースでの国債買入オペを続けている（時価に基づく実際のオペ金額は11年度上期中2.7兆円）。

4. 日本銀行のバランスシートの動きについて

日本銀行は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」という金融緩和スタンスのもとで、金融市場に対して潤沢な資金供給を継続した。これによる流動性懸念の後退や、公的資本の投入などによる金融システム不安の後退を背景に、金融市場は落ち着いて推移した。このため、平成10年度中積極的に実施した両建てオペ(長めの資金供給と手形売込オペによる短めの資金吸収を組み合わせるターム物金利の上昇圧力を抑制する金融市場調節)を行う必要性が低下した。また、従来、発行額のほぼ全額を日本銀行が引き受けていた政府短期証券(FB)が、4月以降原則として市中公募入札により発行されることとなった。これらを背景に、11年度上期中の日本銀行のバランスシートにおける総資産残高は、前年を下回って推移し、9月末の総資産残高は、前年同月を12.2%下回る68.8兆円となった(図表40)。

(図表40) 日本銀行のバランスシートの動き(主な資産・負債項目の動き)

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	10年9月末	11年3月末	11年9月末
(資産)			
買入手形(含む買入CP)	10.3 (2.2倍)	5.2 (-51.2)	5.6 (-45.2)
国債借入担保金(=レポオペ残高)	5.0 (-)	4.1 (-40.2)	1.7 (-66.2)
保管国債(レポ・オペに伴うもの)	4.4 (-)	3.9 (-36.4)	1.6 (-63.8)
国債	48.9 (7.3)	49.5 (-6.4)	50.0 (2.2)
[うちFB]	22.5 (6.1)	19.3 (-30.0)	18.9 (-16.1)
預金保険機構貸付金	1.0 (3.5倍)	6.7 (3.7倍)	2.4 (2.3倍)
(その他とも合計)	78.4 (38.6)	79.7 (-12.8)	68.8 (-12.2)
(負債・資本)			
売出手形	12.8 (6.4倍)	10.0 (-50.7)	0.0 (全減)
借入国債(レポ・オペに伴うもの)	4.4 ()	3.9 (-36.4)	1.6 (-63.8)
当座預金	5.7 (44.3)	6.2 (5.9)	6.1 (5.6)
日銀券	48.7 (9.4)	51.3 (4.7)	51.4 (5.6)
(その他とも合計)	78.4 (38.6)	79.7 (-12.8)	68.8 (-12.2)

以下では、11年度上期中における日本銀行のバランスシートの特徴的な動きを振り返ってみることとしたい。

日本銀行は、10年中、金融システムに対する不安の強まり等を背景とした年末・期末を越えるターム物金利の上昇等に対応して、長めの資金を供給してその抑制に努めると同時に、オーバーナイト金利が金融市場調節方針から乖離して過度に下落することを避けるため、売出手形を用いたごく短めの資金吸収を実施して、市場金利の安定化に努めてきた。このようなオペは、日本銀行のバランスシート面からみると、資産サイドでは長めの資金供給を行うことを目的とした国債借入オペ（レポ・オペ）、CP買現先オペ、手形買入オペなどの項目が増加し、負債サイドでは、短めの資金吸収を行うための売出手形が増加するため、結果としてバランスシートを両建てで拡大させることとなった。しかし、本年入り後、金融システム問題への対応の進展や日本銀行による潤沢な資金供給により金融市場が徐々に落ち着きを取り戻すにつれて、日々の金融市場調節における両建てオペの規模は縮小した。11年度入り後も、ゼロ金利政策の浸透に伴い流動性懸念が後退しターム物金利も安定して推移したことから、両建てオペの規模は前年に比べ大幅に縮小し、この結果、日本銀行のバランスシートの規模はさらに縮小することとなった³⁸。

また、従来、発行額のほぼ全額を日本銀行が引き受けていたFBが4月以降原則として市中公募入札により発行されるようになったことも、日本銀行のバランスシートの規模縮小に寄与した。加えて、FBと割引短期国債（TB）が一体となって短期国債の市場を形成することとなったことを受けて、従来のFBオペ（政府短期証券の買戻条件付売却）とTBオペ（割引短期国債の売戻条件付買入）を統合して短期国債現先オペ（短期国債の買戻条件付売却および売戻条件付買入）とし、短期国債売現先オペを資金吸収手段として積極的に活用した。短期国債売現先オペは、日本銀行が保有している資産を売却することによって資金吸収を行うものであるため、手形売出オペとは異なり、バランスシートのサイズを圧縮しつつ、短期金融市場における余剰資金

³⁸ なお、資金供給面ではレポ・オペが減少した結果、バランスシート上、資産サイドで、借入れた国債を額面金額で経理する「保管国債」と差し入れたオペ相当額の担保現金を経理する「国債借入担保金」の両勘定が減少する一方、負債サイドでは、額面金額で経理する「借入国債」と担保現金を出し入れする「当座預金」の両勘定が減少することとなる。このため、レポ・オペによる資金供給の減少は、日本銀行のバランスシートの規模縮小を表面上増幅させることとなった。

を吸収することができる。ちなみに、日本銀行保有 F B の 9 月末時点の残高は 18.9 兆円と、前年同月から 16.1% 減少した。

この間、日本銀行の預金保険機構向け貸付けも減少した。預金保険機構向け貸付けの残高は、10 年 10 月以降、預金保険機構の金融再生勘定（特別公的管理銀行向け）や特例業務勘定向けを中心に増加し、同年 12 月末には 8.0 兆円と、前年同月を 7.8 兆円上回った。しかしながら、本年入り後は、特別公的管理銀行の資金繰り改善や預金保険機構による民間金融機関からの借入増加により減少に転じ、3 月末に 6.7 兆円となった。11 年度入り後は民間金融機関からの借入が一段と増加したことから、9 月末時点の残高は 2.4 兆円にまで減少した。

こうした日本銀行の資産サイドの動きは、バランスシートの固定化の進行に一定の歯止めをかける効果を持ったということができる。すなわち、日本銀行は、かねてより、預金保険機構向け日本銀行貸付けは、本来一時的なつなぎ資金であり、預金保険機構において最大限民間調達のための努力が尽くされたうえでの、補完的信用供与であるべきであって、こうした貸付けが著しく増加し、あるいは長期に亘って固定化する事態が生じる場合には、日本銀行のバランスシートの健全性や適切な金融市場調節の実施の観点から、問題を生じかねないと考えてきた。このため、日本銀行としては、預金保険機構が政府保証債の発行といった調達手段の多様化を含め、民間からの資金調達努力を尽くすこと等により、日本銀行貸付けへの依存を極力抑制するよう、強く要請してきた。したがって、預金保険機構において、民間からの資金調達が比較的順調に進み、日本銀行貸付けが減少してきていることは、望ましい傾向である。また、F B についても、従来、発行額のほぼ全額を引き受けてきたため、実質上、日本銀行の国に対する受動的な信用供与という側面を有するものであったが、これは 4 月以降、市中公募入札による発行が開始されたことによって解消されていくこととなった。さらに、本年度中に償還期限が到来する長期国債について、長期国債ではなく T B（1 年物）により乗換え引き受けを行うこととしたが（上期中実績 2.0 兆円）、これも日本銀行の資産の固定化を回避し、バランスシートの高い流動性を確保することに寄与している。

一方、日本銀行のバランスシートの負債項目についてみると、まず、最大のウェイトを占める日銀券の 9 月末時点の発行残高は 51.4 兆円と、前年同月を 5.6% 上回った。また、当座預金は、ゼロ金利政策のもとで、金融市場に対して潤沢に資金を供給

した結果、9月末時点の残高は前年同月を5.6%上回り、6.1兆円となった。一方、売出手形の残高は、10年12月中23兆円を上回るまで増加していたが、既に述べた通り、両建てオペの縮小や資金吸収手段として短期国債売現先オペを積極的に活用したことから、本年入り後減少に転じて、3月末時点で10兆円まで減少し、8月以降の残高はゼロとなっている。

以上の通り、日本銀行は、11年度上期中においても、ゼロ金利政策のもとで潤沢な資金供給を継続してきたが、バランスシート全体の規模は前年対比で減少を続けた。思い切った金融緩和の継続によりデフレ的な状況に陥るのを回避しようとする場合、基本的には、日本銀行は金融資産の取得を増加させて資金供給を行うことになるため、その限りではバランスシートは拡大するはずである。しかし、こうした動きは、その時々々の市場の状況およびこれを受けた日々の金融市場調節手法等によって大きく左右されるものであることには留意が必要である。すなわち、日本銀行は、日々の金融市場調節において、前年は売出手形を用いた両建てオペを積極的に実施したが、11年度上期は、ゼロ金利政策の効果が金融市場に十分浸透したこと等を背景にターム物金利も安定して推移したため、前期のように両建てオペを行う必要性が低下した。また、資金吸収手段として手形売出オペに代えて、短期国債売現先オペを積極的に利用した。こうしたことから、日本銀行のバランスシートの規模は、思い切った金融緩和が継続される中、むしろ縮小傾向を辿ったのである。

日本銀行には、その時々々の日本経済が抱える課題の克服に向け、中央銀行機能の適切な発揮を図っていくことが求められる。その際、日本銀行のバランスシートもある程度の影響を受けかねない面がある。しかし、中央銀行である日本銀行の財務内容については、内外の関心が高く、その健全性が損なわれれば、日本の金融システムやマクロ経済に関する政策運営全体について、内外の信認が失われてしまう惧れがある。このため、日本銀行では、政策を遂行していくに当たっては、各国中央銀行と同様に、今後とも、健全性・流動性・中立性という3つの要件に照らしながら、保有すべき金融資産の内容のチェックを常時行っていく考えである。

5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

(1) 適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務の担保取扱等についての基本方針等に関する決定

日本銀行は、9月21日の金融政策決定会合において、日本銀行の与信に対する担保等の取扱の適切な運営を図る観点から、適格資産担保債券（特定の資産から生ずる金銭等を裏付けとしてその元利金の支払いが行われる債券のうち、日本銀行が適格と認めるものをいう。）の担保としての取扱および当座預金取引の相手方（以下「取引先」という。）の債務の担保または割引もしくは買入の対象としての適格性に関し、次の事項を内容とする基本方針等を決定した（決定の詳細は、「 . 金融政策決定会合における決定の内容」に掲載）。

適格資産担保債券の担保としての取扱

適格資産担保債券について、日本銀行与信の担保として受入れること。ただし、当分の間、社債等を担保とする手形買入における担保としてのみ受入れることとし、詳細が固まり次第改めて決定の上、対外公表を行うこと。

当座預金取引の相手方の債務についての担保等としての取扱

取引先である金融機関等の債務について、当該金融機関等の信用状況等についての日本銀行の判断が示されることとなることを避けるとともに、日本銀行与信をもって弁済が行われる可能性がある債務を日本銀行与信の担保等から除外することが適当であること等の観点から、次に掲げる債務を日本銀行与信の担保または割引もしくは買入の対象として不適格とすること（ただし、手形買入における金融機関振出手形その他の債務に日本銀行が適当と認める方法により適格担保等が付されている場合および取引先が手形の裏書人として債務者となる場合を除く。）。

- (イ) 利付金融債および割引金融債（ただし、為替決済制度における担保としての利用状況等を踏まえ、2001年3月末までの間は、なお適格とする。）
- (ロ) 取引先である証券会社および証券金融会社が発行するコマーシャル・ペーパー（以下「CP」という。）（ただし、CPの売戻条件付買入における買入状況等を踏まえ、2000年3月末までに買入れたCPについては、なお適格とする。）

- (ハ)取引先である預金取扱金融機関が発行するＣＰ
- (ニ)取引先である預金取扱金融機関が発行する社債
- (ホ)取引先を債務者とする手形（ＣＰを除く。）、ＣＰ、債券、証書貸付債権その他の債務のうち、(イ)ないし(ニ)以外のもの（ただし、商業手形に準ずる手形および政府保証付債券については、日本銀行が別に適格と定めるものを除く。）
- (ハ)取引先が保証する債務（ただし、その保証がなくても日本銀行与信の担保または割引もしくは買入の対象として適格と認められるものを除く。）

取引先の関係企業の債務についての担保等としての取扱

取引先の親会社、子会社等の関係企業を債務者とする手形（ＣＰを除く。）、ＣＰ、債券、証書貸付債権その他の債務または当該関係企業が保証する債務の担保等としての取扱については、引続き検討を行い、１年後を目処に結論を得ることとすること。

(2) 金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領の改正等に関する決定

日本銀行は、６月１４日の金融政策決定会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、レポ・オペ、ＣＰオペおよび社債等担保オペにおけるオペ先選定基準等を改正した。これは、これらのオペの入札に関する連絡（オファー、応募受付、募入決定等の通知の各事務）を日本銀行金融ネットワークシステムにより行い得ることとするため、オペ対象先の選定基準に、日本銀行金融ネットワークシステムを利用していることを要件として追加することとしたものである（決定の詳細は、「 ．金融政策決定会合における決定の内容」の項に掲載）。

．金融政策決定会合における決定の内容

1．金融政策運営に関する決定事項
(平成11年4月9日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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。

以 上

(別 添)

平成11年4月9日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。

以 上

(平成11年4月22日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年4月22日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。

以 上

(平成11年5月18日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年5月18日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。

以 上

(平成11年6月14日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年6月14日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。

以 上

(平成11年6月28日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年6月28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。

以 上

(平成11年6月28日決定)

平成11年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成11年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとし、これを公表すること。

以 上

(別 添)

平成11年6月28日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成11年7月~12月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
11年 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>	(10月18日<月>)
	9月21日<火>	—	(11月 1日<月>)
10月	10月13日<水>	10月15日<金>	(11月17日<水>)
	10月27日<水>	—	(12月 1日<水>)
11月	11月12日<金>	11月16日<火>	(12月22日<水>)
	11月26日<金>	—	未定
12月	12月17日<金>	12月21日<火>	未定

以 上

(平成11年7月16日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年7月16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。

以 上

(平成11年8月13日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年8月13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。

以 上

(平成11年9月9日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別 添)

平成11年9月9日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。

以 上

(平成11年9月21日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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。

以 上

(別 添)

平成11年 9月 21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。

以 上

(平成11年9月21日決定)

当面の金融政策運営に関する考え方の対外公表文に関する件

(案 件)

標題の対外公表文を別添の通り決定すること。

(別 添)

平成11年9月21日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営に関する考え方

- (1) 日本銀行は、本日開催された政策委員会・金融政策決定会合において、これまでの思い切った金融緩和政策、いわゆるゼロ金利政策を継続することを決定しました。
- (2) 金融政策決定会合の討議内容は、会合の約1か月後に「議事要旨」として公表する仕組みとなっています。しかし、為替相場の急激な変動等を背景に、金融政策運営に対する内外の関心が高まっているため、討議の背景となった考え方のうち主要な論点について、直ちに対外的に説明することが適当と考えました。このため、政策委員会で討議のうえ、本ペーパーを公表することとしたものです。

(ゼロ金利政策と量的緩和)

- (3) 日本銀行は、本年2月のゼロ金利政策採用以来、金融市場に大量の資金を供給し、誘導目標であるコールレートが事実上ゼロ%で推移するよう促しています。この結果、金融市場では、以下のように、資金は十分潤沢な状態となっています。
 - 日本銀行は、金利ゼロという状態が安定的に推移するよう、金融機関に保有が義務づけられている支払準備(1日平均約4兆円)を1兆円ほども上回る資金供給を続けています。そうした中で、金融機関サイドでは、ゼロ金利政策により「殆どコストのかからない資金をいつでも調達できる」という安心感が定着しているため、資金を保有する動機が低下しています。この結果、日本銀行が供給した余剰資金の7～8割は、資金仲介を行っている短資会社等に積み上がっているのが実情です。
 - 日本銀行がマーケット・オペレーションを通じ、ほぼゼロの金利で資金を供

給しようとしても、金融機関がそれに応じてこないような場合も起きています（いわゆるオペの札割れ現象）。

（追加的資金供給の効果）

- (4) 最近、為替相場の安定等を図るため、日本銀行がより大量の資金供給を行うべきとの議論が聞かれます。しかし、上記のような金融市場の状態のもとでは、日本銀行がゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに「余剰」のまま短資会社等に積み上がるだけです。金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えとは考えられません。
- (5) 実体的な効果がなくとも、市場が「追加的資金供給」に何らかの期待を持っていれば、それを利用してはどうかとの考え方もあります。しかし、そうした方法の効果は、あったとしても一回限りで、永続きしませんし、中央銀行として、目的と政策効果についてきちんと説明できない政策をとることはできません。

（為替市場と金融政策）

- (6) 日本銀行は、為替相場については、経済のファンダメンタルズに応じて安定的に推移することが望ましく、相場変動が行き過ぎれば、景気や物価に悪影響を与える可能性が大きいと考えています。また、最近の円高の進行は急激であり、その企業収益等に与える影響が懸念されます。こうした為替相場に関する基本認識や最近の円高進行に対する評価は、政府とも共有されていると考えています。
- (7) ただし、日本銀行は、為替相場そのものを金融政策の目的とはしていません。金融政策運営を為替相場のコントロールということに直接結び付けると、誤った政策判断につながるリスクが高いことは、バブル期の政策運営から得られる貴重な教訓になっています。ただ、このことは、金融政策運営において為替相場の動向をみないでよいということではありません。日本銀行は、あくまでも、為替変動が景気や物価の先行きにどのような影響を及ぼすかという観点から、その動向を注意深くみていくべきものと位置づけています。
- (8) 最近の円相場の動きは急激なものとなっているので、企業収益や輸出等を通じて景気の先行きに与えるマイナスの効果については、十分慎重にみていく必要があります。ただ、同時に、現在の日本経済には、様々な政策効果の発現やアジア経済の回復など、プラス面の力も働き始めています。現在は、これらの様々な要因が、全体として経済にどのように影響を与えていくのか、注意深く見極めていくべき段階であると考えています。

(9) 為替政策との関係で、介入資金を放置してはどうか（いわゆる非不胎化）という議論があります。しかし、金融市場には、介入資金だけでなく、財政収支や銀行券需要など様々な要因を反映した資金の流れが存在しています。中央銀行は、そうした資金の流れを利用しつつ、オペレーションにより市場全体の資金量を調節しています。これは先進国の中央銀行で、ほぼ共通の枠組みです。したがって重要なことは、すべての資金の流れを勘案したうえで、金融市場に全体としてどれだけ潤沢な資金が供給されているか、ということです。この点で、日本銀行は、上述したとおり、豊富で弾力的な資金供給を行っています。こうした資金供給姿勢は、現在の政府の為替政策とも整合的なものと考えています。

(当面の金融政策運営について)

(10) 日本銀行は、歴史的にも世界的にも類例のない思い切った金融緩和政策を講ずるとともに、この政策を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」続けることを明らかにしています。現在、日本銀行は、景気の現状について、「足許は下げ止まり、一部に明るい動きも見られるが、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは依然みられていない」と判断しています。ゼロ金利政策については、その副作用についても注意深く点検していく必要がありますが、当面は、こうした思い切った金融緩和措置を継続することによって、経済の回復をサポートしていくことが大事であると判断しています。

(11) なお、ここ数日、金融政策運営を巡る思惑により、市場が大きく変動しましたが、金融政策運営は、定期的に行われる政策委員会・金融政策決定会合の場で討議の上、多数決で決定されるものです。事前に一定の方針が固められたり、外部との間で協議が行われるといったことは、ありえません。この点をあらためて確認するとともに、日本銀行としては、今後とも、新日銀法下での政策決定の仕組みや時々々の政策運営の考え方について、正しい理解が得られるよう努めていく方針です。

以 上

(平成11年9月21日決定)

平成11年10月から平成12年3月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成11年10月から平成12年3月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとし、これを公表すること。

以 上

(別 添)

平成11年9月21日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成11年10月～12年3月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
11年10月	10月13日<水>	10月15日<金>	(11月17日<水>)
	10月27日<水>	—	(12月 1日<水>)
11月	11月12日<金>	11月16日<火>	(12月22日<水>)
	11月26日<金>	—	(1月20日<木>)
12月	12月17日<金>	12月21日<火>	(2月16日<水>)
12年 1月	1月17日<月>	1月19日<水>	(2月29日<火>)
2月	2月10日<木>	2月15日<火>	(3月13日<月>)
	2月24日<木>	—	(3月29日<水>)
3月	3月 8日<水>	3月10日<金>	未定
	3月24日<金>	—	未定

以 上

2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

- (1) 適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務の担保取扱等についての基本方針等に関する決定(平成11年9月21日決定)

適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務 の担保取扱等に関する件

(案 件)

1. 適格資産担保債券(特定の資産から生ずる金銭等を裏付けとしてその元利金の支払いが行われる債券のうち、本行が適格と認めるものをいう。以下同じ。)の担保としての取扱および当座預金取引の相手方の債務の担保または割引もしくは買入の対象としての適格性に関し、下記の基本方針を定めることとし、本金融政策決定会合終了後、直ちに对外公表を行うこと。
2. 上記1.の基本方針の決定に併せて、「適格社債及び適格地方債選定基準」(昭和30年12月23日付政第407号別紙)、「手形売買要領」(昭和47年6月9日付政第31号別紙)、「手形売買対象手形の担保拡充に関する件」(平成2年12月4日付政第62号別紙)および「証書貸付債権を担保とする貸付の実施に関する件」(平成2年12月7日付政第63号別紙)を別紙1.ないし4.のとおり一部改正し、平成11年9月21日付で実施すること。

記

1. 適格資産担保債券について、本行与信の担保として受入れること。ただし、当分の間、社債等を担保とする手形買入における担保としてのみ受入れることとし、詳細が固まり次第改めて決定の上、对外公表を行うこと。
2. 当座預金取引の相手方(以下「取引先」という。)である金融機関等の債務について、当該金融機関等の信用状況等についての本行の判断が示されることとなることを避けるとともに、本行与信をもって弁済が行われる可能性がある債務を本行与信の担保等から除外することが適当であること等の観点から、次に掲げる債務を本行与信の担保または割引もしくは買入の対象として

不適格とすること（ただし、手形買入における金融機関振出手形その他の債務に本行が適当と認める方法により適格担保等が付されている場合および取引先が手形の裏書人として債務者となる場合を除く。）

- (1) 利付金融債および割引金融債（ただし、為替決済制度における担保としての利用状況等を踏まえ、2001年3月末までの間は、なお適格とする。）
- (2) 取引先である証券会社および証券金融会社が発行するコマーシャル・ペーパー（以下「CP」という。）（ただし、CPの売戻条件付買入における買入状況等を踏まえ、2000年3月末までに買入れたCPについては、なお適格とする。）
- (3) 取引先である預金取扱金融機関が発行するCP
- (4) 取引先である預金取扱金融機関が発行する社債
- (5) 取引先を債務者とする手形（CPを除く。）CP、債券、証書貸付債権その他の債務のうち、(1) ないし(4) 以外のもの（ただし、商業手形に準ずる手形および政府保証付債券については、本行が別に適格と定めるものを除く。）
- (6) 取引先が保証する債務（ただし、その保証がなくても本行与信の担保または割引もしくは買入の対象として適格と認められるものを除く。）

3 . 取引先の親会社、子会社等の関係企業を債務者とする手形（CPを除く。）CP、債券、証書貸付債権その他の債務または当該関係企業が保証する債務の担保等としての取扱については、引続き検討を行い、1年後を目処に結論を得ることとすること。

以 上

「適格社債及び適格地方債選定基準」中一部改正

横線のとおり改める。

市場性があると認められる社債（これに準ずる債券を含む、以下同じ。）地方債であること。また、社債については、元利金の支払が確実に認められるものであり、当座預金取引の相手方が発行または保証するものでないこと（ただし、当座預金取引の相手方の保証がない場合でも、元利金の支払が確実に認められるときは、当該社債は適格とする。）

「手形売買要領」中一部改正

2 . を横線のとおり改める。

2 . 売買手形の要件

- (1) 支払人（当座預金取引の相手方以外の者とする。）の信用が十分な手形であって満期日が本行買入日から3か月以内に到来するものであること。
- (2) 支払人（当座預金取引の相手方以外の者とする。）の信用が十分な手形を担保として、1 . (2) の金融機関が自己を支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が本行買入日から3か月以内に到来するものであること。

「手形売買対象手形の担保拡充に関する件」中一部改正

横線のとおり改める。

手形売買の対象となる金融機関振出手形の担保に、国債その他の債券（当座預金取引の相手方が発行または保証するものを除く。ただし、当座預金取引の相手方の保証がない場合でも適格と認められるものならびに本行が別に適格と定める利付金融債、割引金融債および政府保証付債券については、この限りでない。）および当座預金取引の相手方以外の者が振出した手形のうち支払人の信用が十分な外貨表示の手形を追加すること。

「証書貸付債権を担保とする貸付の実施に関する件」中一部改正

１．を横線のとおり改める。

１．対象証書貸付債権

貸付担保となる証書貸付債権（当座預金取引の相手方が債務者であるものを除く。以下同じ。）は資金化が容易なものであって、十分な信用力を備えた確実なものに限定する。

(2) 金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領の改正等に関する決定 (平成 11 年 6 月 14 日決定)

「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」
の改正等に関する件

(案 件)

金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、下記の諸措置を講ずること。

記

- 1 . 「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」(平成 10 年 6 月 12 日付政第 113 号別紙 2 .) の題名を「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選定基本要領」に改め、別紙 1 . のとおり全面改正すること。
- 2 . 「金銭を担保とする国債の借入要領」(平成 9 年 10 月 28 日付政第 45 号別紙) の題名を「金銭を担保とする国債の借入基本要領」に改め、別紙 2 . のとおり一部改正すること。
- 3 . 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」(平成 10 年 12 月 15 日付政第 253 号別紙 2 .) を別紙 3 . のとおり一部改正すること。
- 4 . 「社債等を担保とする手形買入における買入対象先選定基本要領」(平成 11 年 2 月 12 日付政委第 12 号別紙 2 .) を別紙 4 . のとおり一部改正すること。
- 5 . 上記 1 .、3 . および 4 . の改正にかかわらず、金銭を担保とする国債の借入、コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入および社債等を担保とする手形買入において現に選定されている対象先を、次回の選定の時まで対象先として扱うこと。

以 上

「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選定基本要領」

(全面改正)

1. 趣旨

この基本要領は、金融調節に関する事務手続の一層の明確化を図る趣旨から、「金銭を担保とする国債の借入基本要領」(平成9年10月28日付政第45号別紙)に規定する借入対象先(以下「借入対象先」という。)の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 借入対象先の選定基準等

- (1) 借入対象先の選定に当っては、借入対象先となることを希望する先を公募するものとする。
- (2) 借入対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。
 - イ、 本行本店の当座預金取引先であること
 - ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること
 - ハ、 信用力が十分であること
- (3) (2)に掲げる要件を満たした先の数が、本行が金銭を担保とする国債の借入(以下「国債借入」という。)の円滑な実施のために適当と認める借入対象先の数を上回る場合には、次に掲げる事項を勘案して借入対象先を選定する。
 - イ、 金銭を担保とする国債の貸借市場(以下「レポ市場」という。)における取引高
 - ロ、 レポ市場における取引平均残高
 - ハ、 レポ市場における取引先数
 - ニ、 レポ市場における金利情報の市場参加者への提供状況
 - ホ、 既存の借入対象先については、本行の国債借入における落札実績

3. 借入対象先の選定頻度

借入対象先は、原則として年1回の頻度で見直すこととする。

4. 借入対象先の遵守事項等

- (1) 借入対象先の公募に際しては、次に掲げる借入対象先としての遵守事項を明示するものとする。
 - イ、 本行の国債借入に積極的に応札すること
 - ロ、 正確かつ迅速に事務を処理すること
 - ハ、 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

(2) 借入対象先が(1)に掲げる事項に著しく背馳した場合には、借入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(3) (2)に定める場合のほか、2.に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、借入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(附則)

この基本要領は、平成11年6月14日から実施する。

別紙2.

「金銭を担保とする国債の借入基本要領」中一部改正

2. を横線のとおり改める。

2. 借入対象先

金融機関（日本銀行法（平成九年法律第八十九号）第三十七条第一項に規定する金融機関をいう。）証券会社（日本銀行法施行令（平成九年政令第三百八十五号）第十条第一項第二号に規定する証券会社及び同項第四号に規定する外国証券会社をいう。）証券金融会社（同項第三号に規定する証券金融会社をいう。）及び短資業者（同項第五号に規定する者をいう。）のうち、別に定める金銭を担保とする国債の借入を円滑に行うために必要と認められる要件を満たすところにより選定した先とする。

(附則)

この一部改正は、平成11年6月14日から実施する。

別紙3.

「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における
買入対象先選定基本要領」中一部改正

2. (2)を横線のとおり改める。

(2) 買入対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

イ、 本行本店の当座預金取引先であること

ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること

ハ、 信用力が十分であること

(附則)

この一部改正は、平成 11 年 6 月 14 日から実施する。

別紙 4 .

「社債等を担保とする手形買入における買入対象先
選定基本要領」中一部改正

2 . (2)を横線のとおり改める。

(2) 買入対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

イ、 本行本店の当座預金取引先であること

ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること

ハロ、 信用力が十分であること

二ハ、 買入基本要領 7 . に定める種類の担保を根担保として一定金額以上差入れることができること

(附則)

この一部改正は、平成 11 年 6 月 14 日から実施する。

3. 経済及び金融の情勢に関する基本的見解

(99年4月)

景気は、足許、下げ止まりの様相を呈している。

最終需要面をみると、設備投資は減少を続けており、個人消費についても、全体として回復感に乏しい状態が続いている。また、純輸出（輸出 - 輸入）は横這い圏内の推移となっている。しかし、住宅投資は、このところ持ち直しつつあり、公共投資の発注は、足許大幅に増加している。

以上のような最終需要の動向や在庫調整の進捗を背景に、鉱工業生産は下げ止まっている。これらに加えて、金融システム不安が和らいでいることなどもあって、企業・消費者心理の悪化には歯止めがかかっているように窺われる。ただし、企業収益は引き続き低迷しているほか、家計の雇用・所得環境も悪化を続けている。また、企業金融面でも、先行きの資金繰りに対する不安感は、徐々に薄らいできているものの、なお払拭し切れてはいない模様である。

今後の経済情勢については、在庫調整の観点からは生産回復の条件が次第に整いつつある中で、政府の経済対策や日本銀行による金融緩和措置などが、下支え効果を発揮することが見込まれる。また、金融機関に対する公的資本投入などを背景に金融システムへの不安感が和らぎ、一頃に比べ株価が持ち直しているといった、金融面での環境の改善も、景気に対して徐々に好影響を及ぼしていくことが期待される。しかし他方で、企業行動をみると、収益低迷が続き、バランスシート改善の必要性が強く意識されるも、リストラの動きが本格化しつつある。こうした企業リストラは、生産性向上につながると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然期待し難い状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けて、構造改革が円滑に進み得るよう、環境を整備していくことが重要と考えられる。

物価面をみると、大幅な需給ギャップなどを背景に、国内卸売物価が下落傾向を続け、企業向けサービス価格も軟化している。また、消費者物価も弱含みで推移している。今後の物価を取り巻く環境についてみると、足許の景気は下げ止まりの様相を呈しているとしても、当面、需給ギャップが明確に縮小するとは見込み難い。また、賃金の軟化が続いていることなども、物価の低下要因として作用

すると考えられる。これらを踏まえると、物価は、今後も、下落基調を続けるものとみられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準で推移するも、金融機関の流動性確保に対する懸念は急速に後退している。さらに公的資本の投入もあって、ジャパン・プレミアムがほぼ解消された状態にあるほか、ターム物金利も低水準で推移している。

この間、コール市場残高は、期末に一時その規模を回復したものの、新年度入り後は、機関投資家による普通預金等への資金シフトから、再び縮小傾向を辿っている。これまでのところ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、今後ともその動向を注視していく必要がある。

長期金利は、民間の資金需要の低迷などを反映して、緩やかに低下している。一方、株価は、企業の経営合理化効果などに対する期待や、米国株価の堅調を背景に、底固い動きを示している。

金融の量的側面に関連して、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要は低迷が続いている。また、資金調達の厳しさを意識した企業の手許資金積み上げの動きも、このところ収まってきている。

一方、民間銀行の融資姿勢をみると、企業業績の悪化を踏まえて、基本的に慎重な姿勢が維持されている。ただ、金融機関の資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されてきている。こうしたも、民間銀行も信用リスクの小さい融資案件を手はじめに、徐々に積極的な取り組み姿勢を示し始めていくように窺われる。

これらの結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。ただ、格付けが低めの企業などでは依然厳しい資金調達環境にある先も少なくなく、引き続き注意が必要である。また、民間銀行の融資態度の変化が今後さらにどの程度進み、これが企業の投資意欲などにどのような影響を与えていくことになるか、注目していく必要がある。

(99年5月)

足許の景気は、下げ止まっているが、回復へのはっきりとした動きはみられていない。

最終需要面をみると、設備投資は減少基調を続けており、個人消費についても、全体として回復感に乏しい状態が続いている。また、純輸出(輸出 - 輸入)は横

這い圏内の推移となっている。一方、住宅投資は、このところ持ち直しており、公共投資は、春先の発注大幅増を受けて、高水準で工事が進捗しているとみられる。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗していることを背景に、鉱工業生産は下げ止まっている。これらに加えて、金融システム不安の緩和や株価の持ち直し等の金融環境の改善もあって、企業・消費者心理は下げ止まっているように窺われる。ただ、企業収益は引き続き低迷しているほか、失業率が既往ピークを更新し続けるなど、家計の雇用・所得環境も悪化している。また、企業金融面でも、改善の動きが続いているものの、先行きの資金繰りに対する不安感は、未だ払拭し切れてはいない模様である。

今後の経済情勢については、在庫調整の進展により生産回復の条件が次第に整いつつあるもとで、政府の経済対策や日本銀行による金融緩和措置などが、引き続き下支え効果を発揮することが見込まれる。また、金融環境の改善も、景気に対して徐々に好影響を及ぼしていくことが期待される。しかし他方で、企業行動をみると、収益の長期低迷が続き、リストラの動きが本格化しつつある。こうした企業リストラは、生産性向上につながると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、その環境を整備しつつ、円滑に進めることが重要と考えられる。

物価面をみると、大幅な需給ギャップなどを背景に、国内卸売物価が下落傾向を続け、企業向けサービス価格も軟化している。なお、輸入物価については、原油など国際商品市況の底入れを映じて上昇している。一方、消費者物価は引き続き弱含みで推移している。先行きについては、足許の景気が下げ止まっているもとで、当面、需給ギャップが明確に縮小することは依然見込み難い。また、賃金の軟化が続いていることなども、物価の低下要因として作用すると考えられることから、物価は、今後とも軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準で推移するもとで、金融機関の多くには流動性確保に対する安心感が広がっている。また、ターム物金利は、金融緩和が長期化するのではないかとの市場の見方などを背景に、一段と低下した。ジャパン・プレミアムも、ほぼ解消された状

態が続いている。

長期金利は、景気回復へのはっきりとした動きが依然窺われないもとで、ターム物金利の動向などを受けて、全般に低下した。株価も、3月以降の米国株価の一段の上伸などもあって、総じて底固い動きを示した。

この間、コール市場残高は、緩やかな減少傾向を続けている。これまでのところ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、今後ともその動向を注視していく必要がある。

金融の量的側面に関連して、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要は低迷を続けている。資金調達環境の厳しさを意識した手許資金積み上げの動きも収まってきている。この結果、民間の資金需要は一段と低調な状態にある。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されてきており、そうしたもとで、大手行などでは、信用リスクの小さい融資案件を手はじめに、徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。

これらの結果、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。

今後、民間銀行の融資態度の変化がさらにどの程度進み、企業の投資意欲などにどのような影響を与えていくことになるか、十分注目していく必要がある。

(99年6月)

足許の景気は、下げ止まっているが、回復へのはっきりとした動きはみられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、年明け後やや持ち直したが、基調としては引き続き減少傾向を辿っており、個人消費についても、全体として回復感に乏しい状態が続いている。また、純輸出(輸出-輸入)は、輸入の増加を主因に、足許はやや減少している。一方、住宅投資は、このところ持ち直しており、公共投資も、春先の発注大幅増を受けて、引き続き高水準で工事が進捗しているとみられる。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗していることを背景に、鋳工業生産は下げ止まっている。これらに加え、金融システムの建て直しに向けた取り組みなどの効果もあって、企業・消費者心理は下げ止まっているように窺われる。ただ、企業収益の低迷が続いているほか、失業率が既往ピークで推移し、

賃金水準の前年割れが続くなど、家計の雇用・所得環境は引き続き悪化している。

今後の経済情勢については、在庫調整の進展により生産回復の条件が整いつつあるもとで、政府の経済対策や日本銀行による金融緩和措置などが、引き続き下支え効果を発揮するほか、金融システム不安の緩和等金融環境の改善も、景気に対して徐々に好影響を及ぼしていくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気の持ち直しは、生産面にいずれプラス効果をもたらすとみられる。しかし他方で、企業行動をみると、収益の長期低迷が続く、リストラの動きが本格化しつつある。こうした企業リストラは、生産性向上につながると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、円滑に進めていくことが重要と考えられる。

物価面をみると、原油など国際商品市況の底入れを映じて輸入物価が引き続き上昇している。国内卸売物価においても、石油製品等一部市況関連商品が上昇に転じていることから、足許下落テンポは鈍化している。一方、企業向けサービス価格は下落が続いている。また、消費者物価は引き続き弱含みで推移している。先行きについては、軟調に推移している物価が、輸入物価上昇の影響などから、一時的に横這い圏内で推移する可能性もある。しかし、景気の下げ止まりが続くもとでも、需給ギャップの明確な縮小は当面見込み難しく、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、金融市場では、オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準での推移を続けており、金融機関の多くには流動性確保に対する安心感が浸透している。ターム物金利は、金融緩和がしばらく続くとの見方のもとで、一段と低下した。ジャパン・プレミアムも引き続きほぼ解消された状態にある。また、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドも縮小してきている。

長期国債流通利回りは、5月下旬以降上昇し、最近では1.6~1.7%程度での推移となっている。株価は、概ね1万6千円台での動きを続けていたが、足許では、1万7千円台に上昇した。

この間、コール市場残高は、引き続き減少傾向を辿っている。これまでのところ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、今後ともその動

向を注視していく必要がある。

金融の量的側面に関連して、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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されてきており、そうしたもとで、大手行などでは、信用リスクの小さい融資案件を手はじめに、徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、手許資金積み上げの動きも明瞭に収まってきている。この結果、民間の資金需要は一段と低調な状態となっている。

マネーサプライ ($M_2 + CD$) は、企業による最近の手許資金取り崩しの動きが前年の同時期ほど広範ではないことから、前年比での伸び率は緩やかな上昇となっている。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は、一頃に比べ和らいできている。

今後、投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度の変化がさらにどの程度進み、こうした金融環境の改善が、企業の投資意欲など実体経済活動にどのような影響を与えていくか、十分注目していく必要がある。

(99年7月)

足許の景気は下げ止まっており、企業の業況感も幾分改善している。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、基調としては引き続き減少傾向を辿っており、個人消費も、全体として回復感に乏しい状態が続いている。また、純輸出(輸出 - 輸入)は、輸入の増加を主因に、足許はやや減少している。一方、住宅投資は、持ち直し傾向が続いており、公共投資も、基調としては増加傾向にあるとみられる。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗していることを背景に、鉱工業生産は下げ止まっている。また、金融システムの建て直し等に向けた取り組みや日本銀行による金融緩和措置の継続、さらには株価の持ち直しもあって、企業の業況感は改善をみている。もっとも、こうした改善は、設備、雇用の過剰感が根強く、企業収益の低迷が続いているため、必ずしも積極的な企業行動に繋がっていない。また、消費者心理も、一頃に比べ改善をみえており、家計の雇用・所得環境が引き続き悪化する中で、家計支出の下支えに寄与しているとみられる

が、個人消費の回復感をもたらすまでには至っていない。

今後の経済情勢については、在庫調整の進展により生産回復の条件が整いつつあるもとで、政府の経済対策や日本銀行による金融緩和措置などが、引き続き下支え効果を発揮するほか、金融システム不安の緩和等金融環境の改善も、景気に対して徐々に好影響を及ぼしていくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気の持ち直しは、生産面にプラス効果をもたらすとみられる。しかし他方で、企業部門では、慎重な売上計画のもと、リストラの強化により収益改善を図る動きが引き続き目立っている。こうした企業リストラは、生産性の向上につながると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、円滑に進めていくことが重要と考えられる。

物価面をみると、原油など国際商品市況の底入れを映じて輸入物価が引き続き上昇している。国内卸売物価は、石油製品等一部市況関連商品の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、足許では横這いとなっている。また、消費者物価も、同様に横這いの動きとなっている。一方、企業向けサービス価格は下落が続いている。先行きについても、輸入物価の上昇や、在庫調整の進捗を映じた国内商品市況の下げ止まりを背景に、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、景気の下げ止まりが続くもとでも、需給ギャップの明確な縮小は当面見込み難く、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準での推移を続けており、金融機関の多くには流動性確保に対する安心感が浸透している。この間、ターム物金利は、1～3月期の国民所得統計速報が市場の予想を上回ったことや、いわゆる「コンピュータ 2000 年問題」の影響などから、若干上昇した。ジャパン・プレミアムは、引き続きほぼ解消された状態にある。

長期国債流通利回りは、一時 1.8% 台まで上昇したが、その後反落し、最近では概ね 1.7% 前後での推移となっている。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、景気の先行きに対する慎重な見方が後退してきたことや、米国株価の堅調を背景に上昇し、最近では 1 万 8 千円台での展開となっている。

コール市場残高は、6月中旬以降は総じて横這い圏内で推移している。これまでのところ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、今後ともその動向を注視していく必要がある。

金融の量的側面をみると、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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、手許資金積み上げの動きも収まっている。この結果、民間の資金需要は一段と低調になっており、民間銀行貸出も弱含みで推移している。

マネーサプライ($M_2 + CD$)の前年比伸び率は、財政資金の支払いなどを受けて、緩やかに上昇している。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は、一頃に比べ和らいできている。

今後、投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度の変化がさらにどの程度進み、こうした金融環境の改善が、企業の投資意欲など実体経済活動にどのような影響を与えていくか、十分注目していく必要がある。

(99年8月)

足許の景気は下げ止まっており、企業の業況感も一頃に比べ幾分改善をみている。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、引き続き減少傾向を辿っており、個人消費も、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。また、純輸出(輸出 - 輸入)は、輸入の増加から、足許はやや弱含みで推移している。一方、住宅投資は、持ち直し傾向が続いており、公共投資も増加している。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗していることを背景に、鉱工業生産は下げ止まっている。また、金融システムの建て直し等に向けた取り組みや日本銀行による金融緩和措置の継続もあって、企業・消費者心理は一頃に比べ改善をみている。もっとも、企業の業況感の改善は、設備・雇用過剰感が根強く、収益の低迷も続く中で、必ずしも積極的な企業行動に繋がっていない。ま

た、消費者心理の改善は、雇用・所得環境が悪化するもとで、家計支出の下支えに寄与しているが、個人消費全体の回復をもたらすまでには至っていない。

今後の経済情勢については、在庫調整の進展により生産回復の条件が整いつつあるもとで、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気の持ち直しは、生産面にプラス効果をもたらすとみられる。しかし、他方で、企業部門では、慎重な売上計画のもと、リスストラの強化により収益改善を図る動きが引き続き目立っている。こうした企業リスストラは、生産性の向上につながると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼすと考えられる。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、円滑に進めていくことが重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の回復を映じて、引き続き上昇している。国内卸売物価は、石油製品等一部市況関連商品の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、足許では横這いとなっている。また、消費者物価も、同様に横這いの動きとなっている。一方、企業向けサービス価格は下落が続いている。先行きについても、輸入物価の上昇や、在庫調整の進捗を映じた国内商品市況の下げ止まりを背景に、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、景気の下げ止まりが続くもとでも、需給ギャップの明確な縮小は当面見込み難く、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、引き続きオーバーナイト物金利がゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。また、ターム物金利は、6月中旬以降いったんやや上昇したが、その後再び低下し、最近では落ち着いて推移している。ただし、年末越えのターム物金利は、いわゆる「コンピュータ 2000 年問題」の影響もあってやや高めとなっている。

この間、ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、7月中旬に一時 1.6%程度まで低下したが、その後幾分上昇し、最近では 1.8%台で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、低めの格付けの社債を中心に、一段と縮小して

きている。

株価は、7月下旬以降、円高の進行や米国株価の調整などをを受けて下落に転じ、最近では1万7千円台前半での動きとなっている。

コール市場残高は、6月中旬以降、横這い圏内での推移が続いている。これまでのところ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、今後ともその動向を注視していく必要がある。

金融の量的側面をみると、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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢にある。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、手許資金積み上げの動きも収まっている。この結果、民間の資金需要は引き続き減退しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債、CP等の発行も緩やかな減速傾向が続いている。

マネーサプライ($M_2 + CD$)は、財政資金の支払いなどを背景に、前年比4%強の伸びを続けている。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。

今後、投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度の変化がどのように進み、実体経済活動にどのような影響を与えていくか、十分注目していく必要がある。

(99年9月)

足許の景気をみると、下げ止まりの状況が続く中で、輸出、生産等一部に明るい動きがみられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、引き続き減少傾向を辿っており、個人消費も、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。また、これまで持ち直し傾向にあった住宅投資も、このところ頭打ちとなっている。一方、公共投資は増加しているほか、純輸出(輸出-輸入)も、輸出の増加から、増加に転じている。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗しているもとで、鉱工業生産は、増加に転じつつある。こうした中で、企業・消費者心理は一頃に比べ改善をみているが、企業の業況感の改善は、設備・雇用過剰感が根強く、収益の

低迷も続く中で、必ずしも積極的な企業行動に繋がっていない。また、消費者心理の改善は、雇用・所得環境が悪化するもとの、家計支出の下支えに寄与しているが、個人消費全体の回復をもたらすまでには至っていない。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気の回復が生産面に及ぼすプラス効果も当面継続するとみられる。しかし、他方で、住宅投資は、先行指標の動きからみて、秋以降緩やかな減少に転じる可能性が高い。また、企業部門では、慎重な売上計画のもと、リストラの強化により収益改善を図る動きが引き続き目立っている。こうした企業リストラは、生産性の向上に繋がると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼすと考えられる。また、このところの円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、円滑に進めていくことが重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況が上昇しているものの、足許については、円高の進行に伴い、幾分下落している。国内卸売物価は、石油製品等一部市況関連商品の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、横這いの動きとなっている。また、消費者物価も、引き続き横這いで推移している。企業向けサービス価格は下落が続いているが、そのテンポは鈍化している。先行きについても、既往の輸入物価上昇を反映した国内商品市況の下げ止まりを背景に、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の回復に支えられた需給ギャップの本格的な縮小は当面見込み難く、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利が引き続きゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。ターム物金利は、3か月といった期間の短めのもの弱含んでいる一方で、年末越えとなる期間の長めのものについては、「コンピュータ2000年問題」の影響もあって、引き続き幾分高めで推移している。

この間、ジャパン・プレミアムは、期間の短い取引では、ほぼ解消された状態

が続いている。

長期国債流通利回りは、8月下旬に一時2.0%まで上昇したが、その後は反落し、最近では再び1.8%台で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは縮小傾向が一服している。

株価は、8月下旬に一時1万8千円台を回復したが、その後は円高の進行や米国株価の調整などを受けて幾分反落し、最近では概ね1万7千円台後半での動きとなっている。

円の対米ドル相場は、8月中旬以降、円高方向の動きが一段と進み、足許では110円前後で推移している。

コール市場残高は、6月中旬以降、横這い圏内での推移が続いている。これまでのところ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、今後ともその動向を注視していく必要がある。

金融の量的側面をみると、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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢にある。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、最近では、企業が手許資金を取り崩して借入金を返済する動きもみられている。この結果、民間の資金需要は引き続き減退しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債、CP等の発行も緩やかな減速傾向が続いている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、財政資金の支払いなどを背景に、前年比4%程度の伸びとなっている。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。

今後、投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度の変化がどのように進み、実体経済活動にどのような影響を与えていくか、十分注目していく必要がある。