

4 . 金融政策決定会合議事要旨 (99 年 4 月 9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 4 月 9 日 (9:00 ~ 12:23、13:51 ~ 16:11)

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	武藤敏郎 大臣官房総務審議官 (9:00 ~ 13:54)
経済企画庁	河出英治 調整局長 (9:00 ~ 16:11)

(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

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（3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、4月14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（3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、期末・期初の資金決済需要が高まる局面では、大量の資金供給を実施してきた。この結果、期末・期初のオーバーナイト・レートは、0.03～0.05%とこの時期としては例年にない落ち着いた推移となった。今積み期間（3月16日～4月15日）のオーバーナイト・レートの平均値は、前営業日（4月8日）までで0.03%となっている。

この間の動きをやや詳しくみると、3月30日は、資金決済需要の高まりに加え、外銀が預金保険機構向け貸出のための資金調達を積極化させたことが目立った。これを受けて日本銀行が資金供給額を拡大した結果、当日のオーバーナイト・レート（加重平均）は0.04%となった。3月31日は資金の繁忙感が一段と強まったため、準備預金の積み上幅を昨年6月30日以来の3兆円とする大規模な資金供給を実施した。この結果、オーバーナイト・レートは0.05%と小幅の上昇に止まった。4月1日も、朝方から大量の資金供給（積み上幅2.2兆円）を行ったが、都銀等が期末越え資金の期落ち分の確保に努めたことなどから、オーバーナイト・レートが0.05%を超えて上昇する気配を示したため、昨年12月15日以来の日中の追加供給オペを実施した。今週（4月5日週）に入ってから、期末・期初要因も剥落し、市場は一転して取り手優位の展開となっており、金利も再び低下している。なお、数日前に一部金融機関の経営問題に関する報道があったが、市場では混乱はみられていない。

この間、ターム物金利は期末にわずかに強含んだあと、再び小緩んでいる。

前回会合以降2週間の市場の動きの中では、次の3点が注目される。

第1に、オーバーナイト・レートが事実上のゼロ%まで低下したもとの、資金の運用サイドは少しでも高い金利を求め、資金をコールローンからCPやレポ、あるいは期間長めのターム物への運用へと振り向ける動きが目立っている。また、格付けがやや低めの社債の購入も増やしている模様であり、流動性リスクと信用リスクに対する取り組み姿勢が幾分前傾化してきているように窺われる。第2に、コール市場残高は、年度末にいったん回復したが、今週（4月5日週）に入って再び大きく減少している。期末の市場残高の回復は、生保がソルベンシー・マージン比率（生保などの経営の健全性の度合いを把握する指標。通常の予測を超えて発生するリスクに対してどの程度の支払余力を有しているかを示すもの。）の計算を意識して一時的に資金の運用替えをしたこと（普通預金からコールローンへのシフトバック）によるところが大きく、コール市場残高の減少基調自体には変化はないものとみられる。第3は、日本銀行が短期金融市場に大量の資金を供給しても、都銀など大手行は超過準備を保有しないスタンスを維持しており、準備預金非適用先である短資会社等の日銀当座預金口座に資金が滞留する傾向が続いている。

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、ユーゴスラビア情勢の悪化に伴う有事のドル買いや、機関投資家による新年度外債投資のためのドル手当てがみられた一方、輸出企業のドル売り意欲も根強かったため、狭いレンジでの動きとなった。

欧州通貨に関連しては、昨晚（4月8日）欧州中央銀行（ECB）が、主たる政策金利である2週間物定例オペ金利を0.5%引き下げた（3.0%→2.5%）。また、スイス中銀（SNB）がこれに追随している。さらに、これらとは別に、イングランド銀行（BOE）も、政策金利であるレポ金利を0.25%引き下げた（5.5%→5.25%）。

ユーロの対米ドル相場は、前回会合以降、ユーゴスラビア情勢の悪化や、ユーロエリア経済の先行き不透明感の高まり、さらにはECBの利下げ観測などを背景に、軟化を続けた。ここ数日は、ユーゴスラビア側が一方的に停戦を宣言したという報道や欧州当局者によるユーロ安警戒発言もあって小反発したが、昨晚のECBの利下げ幅が市場予想を上回る0.5%であったため、ユーロは再び下落している。この間、ユーロの対ポンド相場は、英国の景気後退懸念などから強含みに推移した。

ブラジル・レアルの対米ドル相場は、経済情勢が好転する中、IMFによる

融資実行承認も好感されて続伸した。

(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、良好な所得環境などを背景に堅調な伸びを維持しており、製造業では生産が持ち直しつつある。労働市場では失業率が低下しているが、非農業部門就業者数の伸びは落ち着き、時間当たり賃金の伸びも緩やかとなるなど、賃金上昇圧力は顕現化していない。こうした中で、物価は落ち着いた推移にある。

米国株価（ダウ工業株30種）は、インフレ懸念が小さいことや、99年第1四半期の企業業績が好調であるとの見通しを受けて、10,000ドル台乗せを実現した。

東アジア諸国の経済は、韓国で持ち直しがみられるほか、タイでも金融面での安定が確保されるもとで底入れの様相が窺われる。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

景気の現状について、まず最終需要をみると、設備投資は、依然として減少を続けている。また、純輸出は横這い圏内の動きとなっており、個人消費も低調に推移している。一方、公共投資の発注が急増しているほか、住宅投資は持ち直しに転じつつある。

こうした最終需要の動向や在庫調整の進捗を背景に、生産は下げ止まっており、企業の業況感は、厳しい水準ながら幾分改善している。

このように、足許の景気は下げ止まりの様相を呈している。

なお物価は全般に弱含みである。

先行きについては、当面、企業リストラの本格化に伴って設備投資の圧縮が続く一方で、公共投資が再び大幅な増加に向かい、住宅投資も引き続き持ち直していくとみられる。

もっとも、そのあと、景気が明確な回復に転じるかどうかについては、本年度下期には公共投資、住宅投資による景気浮揚効果が減衰するとみられることから、それまでに民間需要が回復するきっかけを掴めるかがポイントとなる。この点、現時点ではっきりした判断を下すことは困難であるが、以下のような環境を踏まえると、回復のきっかけを掴む蓋然性は依然として高くないと考えられる。

第1に、現在の企業収益、家計所得の下では、公共投資や住宅投資が増加し

ても、直ちに設備投資や個人消費の回復に結びつくとは考えにくい。

第2に、在庫調整の進捗は、通常であれば、最終需要が生産に結びつきやすい状況にあることを意味するが、企業では最近、財務リストラへの意識を一段と強め、在庫の積み上がりには神経質になっているため、きわめて慎重な生産スタンスを崩していない。

第3に、株価の上昇や、公的資本の投入に伴う金融システム不安の鎮静化は、資金繰りへの不安感を和らげることによって、とくに中小企業の設備投資の下振れリスクを減じるほか、リストラ本格化に伴う家計のコンフィデンス悪化を和らげる効果も期待しうる。ただ、これらが直ちに支出増に繋がるという展望を得られている訳ではない。

しかし、最終需要が実際に増加し始めれば、企業の生産態度も変化し、これが金融面の環境変化との間で好循環をもたらす可能性も皆無とは言えない。その蓋然性をみきわめるために、当面、最終需要と生産の動向を注視する必要がある。

また、物価は、当面下落基調を続けると見込まれるが、物価の下落テンポが直ちに加速するようなことにはならないものとみられる。なお、この1か月の間に原油価格がかなり上昇しているが、これが定着すれば、国内卸売物価の下落ピッチを幾分緩める可能性もある。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利が0.03～0.04%で推移するも、金融機関の流動性確保に対する懸念が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・プレミアムはほぼ解消された状態が続いている。ターム物金利も低水準で推移しており、ユーロ円金利を分解した1か月物インプライド・フォワード・レートからは、市場が、少なくとも向こう半年程度の間、金利が上昇するリスクはほとんどないとみていることが窺われる。

長期金利は、足許の民間資金需要の低迷などを背景に、民間銀行が再び債券購入姿勢を強めていることなどを反映して、緩やかに低下している。一方、株価は、企業のリストラ効果に対する内外の期待や、米国株価の上伸などを背景に、底固い動きを示した。

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ほか、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おり、資金需要全体としては、一段と低調になっている。

一方、民間銀行の融資姿勢をみると、企業の信用リスクに対する警戒感はい

然根強く、基本的に慎重な融資態度が維持されている。ただ、民間銀行自身の資金繰り不安や、自己資本面からの制約は緩和されてきている。こうしたもつで、民間銀行も信用リスクの小さい融資案件に対しては積極的な取り組み姿勢を示し始めるなど、これまでの回収一本槍の融資態度にも若干の変化が窺われる。

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調達環境にある先が少なくなく、引き続き注意が必要である。また、今後民間銀行の融資姿勢がどの程度緩和されていくのか、さらにこれが企業の投資意欲などにどのように結びついていくのか、といった点を十分注目していく必要がある。

なお、先行き4～6月のマネーサプライ前年比についてみると、前年同期には金融不安の一時的な鎮静化のもとで、銀行からの貸出回収圧力も強かったため、企業は手許資金を大規模に取り崩して銀行に返済した。本年も金融システム不安が収まり、企業は手許資金を圧縮するとみられるが、銀行からの貸出回収圧力は前年ほど強くはないと見込まれる。これらを踏まえて見通すと、4～6月のマネーサプライ前年比は、1～3月対比でやや高まる見通しである（前年比見通し「+4%前後」）。

・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、各委員は一致して、「足許、下げ止まりの様相を呈している」との判断を示した。

こうした判断の背景として、多くの委員からは、公共投資の発注が大幅に増加していること、住宅投資が持ち直しつつあること、在庫調整がさらに進捗し、鉱工業生産は横這いの動きとなっていること、企業の景況感が小幅ながら改善したことなどが指摘された。

このうちのひとりの委員からは、公共工事の本格化によって、普通トラックの受注高が持ち直しており、今後、建設機械などへの波及が期待されること、自動車のノックダウン輸出が、東南アジア向けを中心に下げ止まり、ここに来て前年水準を上回るような動きとなっていること、住宅関連では、首都圏のマンション販売が好調のほか、プレハブメーカーの販売も好転していること、こうした住宅販売動向を受けて白物家電の販売も好調であり、これが民生用電気機器の生産増加にも結びついていること、などの事例が紹介された。また、別のある委員は、景気動向指数の一致指数の動きは底這いの状態が続いており、

低水準とはいえ、景気が下げ止まっていることを示していると発言した。

しかし、これらの委員からは、前回会合までと同様に、民間需要の低迷を指摘する発言も多く出された。

まず、各委員は一様に、企業収益や雇用・所得環境がきわめて厳しい状況にあるもとで、設備投資が減少を続けており、個人消費も総じて低調に推移していると指摘した。

ひとりの委員は、失業者が300万人を超えたことを踏まえて、雇用情勢が今後の経済回復にとっての大きな制約要因になることを危惧せざるをえないと発言した。別の委員は、足許の消費関連指標がやや弱くなったことについて、これまでは所得が低迷している分を消費性向の上昇が補っていたために消費支出の落ち込みが回避されてきたが、2月以降は、消費性向が再び低いレベルとなっているため、所得の低迷がストレートに消費支出に投影されていると発言した。また最近の輸出動向については、海外経済の動向や為替相場から予想される姿に比べると幾分弱めに推移しており、貿易摩擦への懸念が影響している可能性があるとの認識を示した。これらを踏まえて、その委員は、1～3月の経済活動水準は完全には下げ止まらず、新年度に向けた発射台も幾分低下した可能性があるとの見解を明らかにした。

(2) 金融面の動き

金融面では、多くの委員が、3月に明確に改善した金融資本市場の状態が引き続き維持されているとした。それらの委員からは、政府による信用保証制度の拡充や公的資本の投入、さらには日本銀行によるゼロ金利を目指した徹底的な金融緩和策の効果が、金融資本市場や企業金融にはっきりと現れており、景気の下げ止まりに寄与してきているとの認識も示された。

まず、金融市況については、オーバーナイト金利がゼロ%近傍にあること、ターム物金利が低水準で推移し、ジャパン・プレミアムもほぼ解消した状態にあること、長期金利が低下していること、株価も堅調な動きを示していること、円相場は120円前後で安定していることなどを挙げて、3月以来の好ましい状態が持続しているとの指摘が多く出された。また、こうした金融市場の動きは、景気の下げ止まりにも寄与しているとの評価が少なからず示された。

このうちのひとりの委員は、2月の金融緩和の際に懸念していた長期金利や円相場などの動きが实体经济に悪影響を及ぼすリスクは、かなりの程度回避できたのではないかと判断を明らかにした。

これに対して、別のひとりの委員からは、今回の金融緩和策の効果がよく現

れている背景としては、2月12日の政策変更が市場にとって予想外であったこと、2月25日以降の調節スタンスがアグレッシブかつスピーディなものであったこと、などを挙げるができるが、そうした効果も時間の経過とともに、着実に薄れていく性格のものであるとの指摘があった。

こうした議論のなかで、株価については、慎重な見方も少なくなかった。複数の委員は、現在は外人勢が日本経済の先行き不透明感の後退やリストラなどの構造調整の進展を見込んで、日本株を買い入れているが、日本のリストラは、欧米型のレイオフを中心とするドラスティックなものとは異なるため、収益の好転に直ちには結びつかず、また有利子負債の削減に偏重して、得意分野への戦略的・集中的な資源配分が不十分となる可能性もないとはいえないため、株価に織り込まれているような収益改善への期待が実現するかどうか、今後の進展をみきわめる必要があるとの注意喚起を行った。

なお、コール市場取引が縮小していることについては、目下のところは市場の決済機能に支障はみられないが、市場における資金の流れは大きく変化しているため、その動向は十分に注視していく必要があるとの認識が多くの委員の間で共有された。

一方、金融の量的側面についても、何人かの委員が言及した。

ある委員は、オーバーナイト金利ゼロ%を実現するために、日本銀行は潤沢な資金供給を続けてきたが、そうしたもとでマネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）の前年比伸び率が幾分回復するなど、「金利の低下」とコインの表裏の関係にある「量の拡大」がオーソドックスなかたちで進み、金融機関や企業の流動性に対する不安感も大きく後退したとの評価を述べた。また、その委員は、金融資本市場では、これまでに比べれば、金融機関や機関投資家が多少前向きにリスクを取るような動きが生み出されつつあるとの指摘も付け加えた。

別の委員は、金融機関の中小企業向けの融資姿勢は、ここにきて業績と案件さえ問題がなければ融資するというスタンスに切り替わってきているとしたうえで、公的資本の投入による金融機関の資本基盤の整備や日本銀行による徹底した金融緩和などの効果は、企業のレベルに十分浸透している点を強調した。さらにその委員は、このように現在は企業金融が緩和されてきているにもかかわらず、設備投資など前向きな資金を借り入れる動きが出てこないことが問題であるとの見解を明らかにした。

（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、民間経済の動きが引き続き弱

いことや、今後企業が本格的にリストラに着手するとみられることなどを踏まえると、景気回復の展望は依然として不明確なままであるとの認識が共有された。

まず、何人かの委員が、生産活動、企業収益・雇用所得、および設備投資・個人消費といった民間経済の循環メカニズムに力が備わってきていないことを指摘したうえで、執行部が示した先行き見通し 今年度下期の経済は下振れするリスクが高く、その過程では、物価下落圧力が高まる可能性がある には概ね違和感はないとの判断を示した。

このうちのひとりの委員は、製造業の在庫状況からすれば生産の増加が始まっても不思議ではないが、実際には、企業の生産態度は依然慎重であり、この結果、今年度下期に経済が下振れする懸念も否定できないとの見方を述べた。その背景としてその委員は、ほかの複数の委員とともに、3月の日銀短観の結果にあるとおり、設備や雇用に強い過剰感があることを指摘した。

また、何人かの委員は、3月の日銀短観では企業の収益見通しが下期に回復する計画となっていることに関心を向け、これは、生産・販売の増加というよりも、リストラによるコスト削減に期待をかけたものに過ぎないとする意見を示した。ひとりの委員は、各企業が収益改善を目指してリストラを本格化した場合は、マクロ的にはデフレ圧力が高まって、収益は回復しないとの考え方を述べた。別の委員は、素材産業の収益は卸売物価の動向の影響を受けるが、卸売物価の下落基調を踏まえると、下期の収益回復期待は本当に実現するのか疑問であるとの判断を示した。さらに、もうひとりの委員は、こうした収益の下振れ懸念は、実体経済の支出活動に対しても、また、株価を通ずる様々な期待形成への影響という意味でも、大きなリスクとなっているとの見解を明らかにした。

このうちのひとりの委員は、企業の設備廃棄やリストラが本格化するなかでは、設備投資や個人消費が立ち直る兆しはなかなか見えてこないとの厳しい認識を基本としつつも、その一方で、本年秋以降、都内を中心に民間ビッグプロジェクトが目白押しとなることを紹介し、これが、今年度下期以降、公共投資の景気浮揚効果が減衰する影響をどの程度緩和できるのか、注目したいと期待感をにじませた。

このように、景気の先行きについて、各委員が共通して慎重な見方を示す中であって、何人かの委員は、金融面の改善の動きが、先行きの景気動向に対しても、何らかの良い効果をもたらすことになるのではないかと、といった観点からの発言を行った。

ある委員は、徹底した金融緩和による金融機関の流動性懸念の後退と、公的

資本の投入による資本基盤の強化の結果として、金融機関の与信態度がここに来て微妙に変わりつつあるとの認識を示した。具体的には、金融機関は、資産圧縮によるROE（株主資本利益率）の向上という課題と、乏しい資金需要という制約を受けているため、貸出をただちに増やせるような状況にはないが、少なくとも、中小企業の設備投資が金融面から抑制されるといった可能性は低下したこと、低金利のもとでマネーフローが変化しており、日本でも、欧米と同様に資金の一部がリスク資産に戻りつつあること、を指摘した。そのうえで、その委員はこうした金融面の動きが実体経済にプラスの効果をもたらしている状況になっており、実際にそれがどの程度のものになるかに注目したいとの考えであった。

別の委員も、金融面の明るい動きを実体経済サイドに伝える役回りとして、民間金融機関のリスクテイク姿勢に注目した。その委員は、金融機関は財務の健全性確保の観点から厳格な審査基準を一挙に緩める訳にはいかず、ボリュームの拡大は難しいこと、企業サイドもこのあたりの事情を把握しているため、3月短観での企業金融に関する受け止め方が依然慎重であったことを指摘しつつも、ここに来て、金融機関が貸出回収一本槍の姿勢を潜め、低めの格付けの社債への購入意欲を高めていることを挙げて、今後のそれらの動きを期待を込めて観察したいとの考えを述べた。

もうひとりの委員は、現在の株価が、外人勢の日本株買いなどを背景に、実体経済動向に比べてやや割高であるとの認識を前提に考えると、そうはいっても、この株価が示すような企業収益が、一連の金融市場の改善の動きなどの中で実現すれば、先行きの経済は執行部が示した見通しよりも上振れるとみられる一方、もし、株価が実体経済に擦り寄るかたちで下落すれば、先行きの経済は見通しよりも下振れることになるのではないかと、この見方を述べた。

物価動向については、多くの委員が、引き続き下落傾向が続くであろうとの立場をとったが、下げ幅が小幅に止まる可能性はないか、あるいは、一転上昇に転ずるリスクも無視しえないのではないかと、といった立場から、次の2つの発言があった。

ある委員は、今後賃金の更改時期に入り、場合によっては、サービス価格が低下することもありうるが、その一方で、企業の流動性制約が大きく緩和しているもとでは、そうした資金が企業の在庫ファイナンスを容易にするような経路を通じて、物価をサポートすることもあるのではないかと発言した。その委員は、そうした問題意識は、マネーサプライの伸びが名目経済成長率の動きに比べて高目となっていることをどのように考えるかという議論とも密接に関係するとの認識を付け加えた。

別の委員は、反発している原油価格相場に注目し、今般の産油国の減産合意

は、世界の推定需要に対して7～8%に及ぶ大幅なものであり、しかも最近のアラブ諸国間の関係を踏まえると、協定が遵守される可能性は高いとした。そのうえで、その委員は、今後、夏場のガソリン需要が高まる時期に入るので、原油価格の上昇圧力が顕現化しやすくなることに十分な注意が必要であると発言した。

構造調整や、企業のリストラ努力の必要性についても、何人かの委員が言及した。

ある委員は、財政・金融政策の面で打つべき政策はすでに打たれてきている以上、今後は、企業が過剰債務、過剰設備および過剰雇用の処理に取り組む番であり、その際は、人件費の切り込みに伴って、個人のレベルにも強い痛みが生じることは避け難いとの考えを述べた。そのうえで、その委員は、財政政策、金融政策には構造調整に伴うデフレ圧力を和らげる役割も期待されているとして、財政面では、雇用対策、設備廃棄促進税制、さらには土地の流動化策、金融面では、徹底した金融緩和スタンスの継続が望まれるとの見解を示した。なお、その委員は、一部報道にあるように信用保証制度がさらに拡大されると、本来ならば市場から退出するような企業が延命することとなり、構造調整努力には逆行することになる、との危惧を表明した。

別の委員は、日本企業の経営指標をいくつか示し、総資本当期利益率、売上高当期利益率、あるいは人件費対売上高比率などが、欧米に比べて大きく水を開けられていることに加え、かつては米国を上回っていた有形固定資産回転率も90年代前半以降逆転された状態にあることからみても、今後の日本企業のリストラが非常に厳しくなることは必至であると発言した。また、その委員は、ここにきて、大企業の売上高損益分岐点比率が、中堅・中小企業並みの水準にまで上昇しており、大企業にも相当の合理化余地が発生しているのではないかと、との意見を付け加えた。

ほかのひとりの委員は、同じように金融システム不安に陥った日本と韓国の雇用情勢をとりあげ、昨年1年間で失業率が4%台から8%台に上昇した韓国に比べて、日本の雇用調整が緩慢であることを指摘したうえで、今後、日本で雇用調整が本格的に実施されると、多額の財政資金が必要となるとした。具体的には、これまでの日本の雇用対策は、失業者への失業保険給付と、企業に過剰雇用を抱えてもらう政策 それに対する主たる助成金は「雇用調整助成金制度」の2つから成るが、本来であれば、職を失った人々の職業訓練などに財政支出を行うことが望まれると主張した。また、その委員は、一部の委員が構造調整に際しては個人が痛みを負担することもやむを得ないと発言したことに対して、そうした負担を課す前に、1200兆円にのぼる個人金融資産の運用の選択肢を広げるよう、たとえば、TB、FBを個人が購入できるようにする

など、さまざまな規制を見直すことが先決なのではないかと反論した。

こうした議論のなかで、経営指標をもとに企業を取巻く厳しい環境を指摘したひとりの委員は、公共投資の効果が減衰する今年度下期以降の経済の展望は全く得られておらず、景気底割れの危険があるとするきわめて厳しい先行き見通しを述べた。その背景として、その委員は、今年度上期と下期の公共投資には、約6兆円の落差があるとみられ、この坂は通常であれば補正予算を組まないと埋め合わせすることができない規模であること、4月の鉱工業生産の予測指数は、自動車、電気機械といった他の部門への波及が大きな業種を中心に減少しており、今後、部品産業などの川上への影響が予想されること、主力輸出先のアジア、アメリカ、およびEUの経済金融動向は不安定であり、今後の輸出や生産にも響く可能性があること、個人消費については、家電の買い替え需要が本年夏で一巡するほか、自動車の更新は長期化しているため2000年までは買い替え需要が起これないと思われること、最近の失業率からみると、今後消費性向が一段と低下すると予想されること、などの各点を挙げた。

・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。

多くの委員の経済情勢に関する認識をあらためて整理すると、公共投資の大幅増加や住宅投資の持ち直し、さらには生産の横這い圏内での推移などを背景に、企業の景況感はわずかに好転し、景気は下げ止まりの様相を呈している、これまでの金融緩和政策は金融資本市場に浸透し、十分な効果をもたらしている、ただ、景気はなお底這い圏内にあり、民間経済の動きが相変わらず弱いことや、今後企業のリストラが本格化することが見込まれることなどを踏まえると、景気回復の展望は依然として不明確なままである、といったものであった。

また、何人かの委員は、日本経済にとって現在求められている処方箋は構造調整であり、財政政策と金融政策には、これに向けた環境を整備する役割が期待されているとの認識を示したうえで、金融政策がこうした構造政策の役割を過度に担うことは適当でないとの立場から発言した。

このうちのひとりの委員は、日本銀行による金融政策は、構造対策には金融政策を割り当てないとするヨーロッパ型の割り切った議論とは異なり、構造調整に伴ってデフレ圧力を受けたマクロ経済全体に対して、金融面からできる

限りの下支え措置を実施していく、との考え方に則って運営してきたが、金利政策としては、すでに目一杯のところまでやってきており、これ以上の役割を担うことができない、との見解を示した。

別の委員も、金融緩和政策は、構造調整を進める企業にとっては、資金繰り不安を和らげ、資金調達コストを引き下げるといった効果を通じて、調整過程における痛みを和らげるものであるとの考え方を示した。そのうえで、その委員も、金融政策はそれ以上の役割を担うことはできない、金融緩和の維持がこれまで経済の下支えに貢献してきたことも軽視すべきではない、といった点をよく認識する必要があるとの趣旨の発言を行った。

さらに、ある委員は、日本銀行がオーバーナイト金利をできるだけ低めに誘導するために、必要かつ十分な量を供給していることは、金利ターゲティングの政策として、市場では明確に理解されており、市場機能を維持しながら、金利をギリギリ低目に誘導するという現在のディレクティブは、突発的な市場の混乱や金融機関の破綻などにも対処しうる柔軟な組み立てになっているため、この柔軟さは当面維持すべきである、との立場を明確にした。

別のひとりの委員からは、現在は、これまでの金融緩和が呼び起こしつつある様々な変化を見定めていく段階にあるとの考え方が示されたほか、もうひとりの委員からも、ようやく実体経済にみえはじめたコンフィデンスの芽を大切にしていくことが肝要であるとの発言があった。

これらを踏まえて、当面の金融政策運営方針については、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

もっとも、少数ではあるが、こうした金融政策運営方針とは立場を異にする委員もいた。

ひとりの委員は、これまでオーバーナイト金利をゼロ%近傍に誘導するために大量の資金供給を行ってきたことの効果について言及し、確かに金融市場の小康状態をもたらしているのは事実であるが、現下の最大の課題である金融機関の収益改善には結びついておらず、また、実体経済に何らの効果ももたらすことなく、その資金は鞘取り目当ての資産取引に向かっている可能性すらあるとして、超低金利政策の効果は十分に認識することができないとの考えを述べた。そのうえで、その委員は、超低金利水準を維持する政策には反対する意向を明らかにした。

一方、別のある委員は、一段の金融緩和を主張した。その委員は、みずからの景気の先行きに対する見方が他の委員とは際立って厳しいことを強調したうえで、中期的な物価上昇率の目標を設定し、マネタリーベース（＝流通現金＋準備預金）にターゲットを置いた本格的な量的緩和に移行すべきであるとの、

かねてからの主張を繰り返した。その理由としては、 本年夏以降、景気が失速する可能性が高まっていること、 マネタリーベースなどの量的金融指標の伸びは依然として低く、十分な資金供給が行われているとはみられないこと、

金融市場におけるオペの対応余力は少なくとも約20兆円はあるとみられ、量的緩和に必要な資金供給には十分対応できること、などを列挙した。また、同じ委員は、最近の金融市況の展開には、量的緩和が大きく寄与したとの理解を示した。具体的には、ゼロ金利のもとでの量的な緩和には、通常のコールド金利のほかに、為替や株価を通ずるトランスミッション・メカニズムが具備されていることが明らかになったとして、 資本の流入超（外人勢の日本株買いや日本の機関投資家による外債換金売りによるもの）を受けて強まっていた円高圧力を打ち消した、 財政赤字拡大懸念に伴う長期金利の上昇圧力を抑制した、 株価の上昇をもたらした、といった諸点を例示した。

一段の金融緩和を主張する委員が、量的緩和が金融市況にかなりのインパクトを及ぼしたとの理解を示したことに対しては、ひとりの委員より、量の概念を持ち出さなくとも、日本銀行がオーバーナイト金利をゼロ%に推移させるとの強い決意のもとで金融市場調節を行ない、そうした考え方が市場に浸透したことが効いた、ということで十分理解できるとの反論が呈示された。また、別の委員も同じ立場から、中長期の期間のコールド金利形成は、理論的には、足許のコールドレートと、将来にわたるコールドレートの予想値から成り立っているといたうえで、今回、期間の長い金融資産が大きく動いた理由は、日本銀行が、一定期間徹底した金融緩和を続けるとの強い決意を示したものと受け止められた結果、将来にわたるコールドレートの予想値がかなり低下したことにある、との理解を示した。

このような日本銀行の金融政策に対する市場の受け止め方に関連して、会合では、前回会合に引き続いて、金融政策の対外説明のあり方をどのように考えるかという点が、議論の中心になった。

ひとりの委員は、「量的緩和」についての理解は、世の中に様々なものがあって混乱している感があるとして、あらためて次のような整理を行った。

まず、金利と量とは同時決定の関係にあり、オーバーナイト金利ターゲットのもとで、それをゼロ%近傍に誘導することを実現するために、「オーバーナイトの資金需要をすべて満たすよう、リザーブの潤沢な供給を図ってきた」ので、その意味では、すでに十分な量的拡大が図られたとすることができるとの判断を強調した。

また、「狭義の（もしくは厳密な意味での）量的緩和」は、この金利と量が表裏一体であることを前提に、金融政策の操作目標として「量的ターゲット」に

政策的な意義を見出すものである、と説明した。その得失を自分なりに整理すると、期待インフレ率が大きく振れて、名目金利をターゲットとすることが難しい局面では、量的ターゲットのほうが望ましいケースがある反面、資金需要が、金融システム不安などを背景に実体経済から乖離して振れる場合には、結果的に金利の乱高下と経済活動の振幅の拡大をもたらすリスクが伴う、との考え方を整理した。そのうえで、こうした政策の選択は、最終的には、実体経済とターゲットとの関係の安定性や、ターゲットの操作可能性などをよく検討して行うべきものであるとの考え方を呈示した。

別のひとりの委員も、量的ターゲットに関する理解を整理する必要があるとしたうえで、日々の金融調節においては、朝方準備預金の積み上幅という量的なアナウンスを行い、市場ではこれをオーバーナイト金利コントロールのためのシグナルとして受け止めているが、これは量的ターゲットとは言えないとした。量的ターゲットと言った場合には、マネーサプライやマネタリーベースなどに中間的な数値目標を設定し、その目標を達成するよう、コールレート経由で（あるいは経由しないこともある）働きかけるということであるとした。しかし、そのうえで、具体的にどの指標に、どのような目標を設定し、さらにその目標を達成しうるかどうか、ということになると、様々な難しい問題に直面する、との理解を示した。

はじめに「量的緩和」についての理解を整理した委員は、最近唱えられている主張として、「名目金利がゼロ%まで低下したあとの政策としての量的ターゲット」にも言及し、リザーブの供給をさらに増やすことで期待インフレ率を上昇させ、その結果として実質金利を引き下げていくことができるとの考え方に対して、その実効性について懐疑的な立場を採った。具体的には、実質金利を引き下げて、かつマイルドなインフレにとどめるといったコントロールが金融政策として可能なのか、期待インフレ率が上昇する場合は、それを織り込んで長期の名目金利も上昇する可能性が大きく、その場合は実質金利が下がり、所期の効果が挙がらないことになるのではないかと、長きにわたって低金利を維持するもとでさらに政策的にインフレ期待を醸成すると、金融資産の目減りが生じ、金利収入に多くを依存する人々が一段と厳しい状況になるが、それでも構わないのか、といった問題点を挙げたうえで、これらについて答を出してからでなければ、採り得る政策にはならないとの判断を示した。

また、ほかのもうひとりの委員は、現在のゼロ金利政策は、日本経済がデフレスパイラルに陥ることのないように採っているやむを得ざる政策であり、本来、正常で安定的な経済成長を考えた場合、世界で例のない異常な措置であるが、デフレ懸念が払拭されるまでは続けるべきであるとの認識を示した。そのうえで、こうしたギリギリの政策が目下のところ金融市場で十分に機能してき

ているにもかかわらず、量的緩和という言葉がひとり歩きして市場にさらなる過度な緩和期待が生じると、日本経済の再生にとってはマイナスの影響を及ぼすとの懸念を表明した。

金融政策の対外説明に関連するもうひとつの論点として、現在のゼロ金利政策はどのような情勢になるまで維持するのかを明確にすることをどう考えるか、という点について、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、最近の金融市場では、金利の低下が、期間の短いものから長い期間のものにかけて順次波及しており、現在のゼロ金利政策が長く続くのではないかということを経済市場が感じ始めている、との見方を述べた。そのうえでその委員は、日本銀行が、今のオーバーナイトのゼロ金利を、デフレ懸念がなくなるまでしっかりと維持することをはっきりと表明すれば、オーバーナイト金利から長めの期間の金利までを低位に安定させることにつながり、金融緩和効果も極大化することになるのではないかと、この考えを述べた。

また別の委員は、量的ターゲットやインフレーション・ターゲットの狙いのひとつは、中長期的な政策のコミットによって市場の期待形成に何らかの働きかけをすることにあるとの認識を述べたうえで、仮にこうした政策を採るのが技術的に難しいとする場合、金利ターゲットのもとでも、ゼロ金利をどのような経済情勢になるまで継続するのかという目途を示していけば、中長期的な政策のコミットという点では、同等の効果を期待できるとの考え方を示した。その委員は、そうしたことの具体例として、市場参加者が先行きの金融政策運営について何らかの不確実性を感じる結果、金利が上昇して経済に悪影響をもたらしてしまうというようなりスクを軽減させることができることを挙げて、その方法はかなり効果的である、との見解を明らかにした。

ほかの何人かの委員からも、こうした点を対外的に明らかにしていくことについて、共感を示す意見が述べられた。

さらに、別のひとりの委員は、現在の金融政策運営において、対外的に「わかりやすい」メッセージをもっとはっきりと伝えるということであれば、そのメッセージは、日本銀行の経済情勢判断に関する説明と、「デフレ懸念の払拭に向けて、日本銀行としてやれることはすべてやっている」ということに尽きているとの見解を呈示した。そのうえで、その委員はそうした観点からも、毎回毎回の金融政策決定会合で、金融経済情勢の入念な点検と、質の高い議論を積み上げ、それを議事要旨等のかたちで対外的に明らかにしていくことが、大切なことであるとの考えを付け加えた。

こうした議論を総括して、ひとりの委員が、ここ数年とってきた金融政策は、インフレでもデフレでもない物価の安定を目指すということと、それを通じて持続的な経済の成長を促すということであったので、それを踏まえて、デフレ

懸念が払拭できるような情勢になるまで、現在のゼロ金利を継続するといった趣旨を、ディレクティブとは切り離して、総裁の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、という考え方を示し、多くの委員の支持するところとなった。

．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。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。

- 景気は民間需要が低調なため、依然として厳しい状況にある。しかし、公共投資が緊急経済対策の効果によって堅調に推移しているほか、信用保証制度の拡充や金融システム安定化策の進展などの下支え効果などもあって、景気はこのところ下げ止まりつつある。

また、平成11年度予算の早期成立を受け、3月23日には、景気回復に全力を尽くすとの観点から、今年度上半期の公共事業等の施行について、上半期末における契約済額が前年度実績対比で10%を上回るような伸びとなることを目指して、積極的な施行を図ることが、閣議決定された。この結果、上半期における契約済額は過去最大となって、15兆円を超えるものと見込んでいる。

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。

- 景気の現状判断は、民間需要が低調なために依然として厳しい状況にあるが、様々な政策の効果に支えられて、下げ止まりつつあるとの認識に変化はない。今朝（4月9日）の閣議で、総理から昨年11月の緊急経済対策のフォローアップに関する指示があり、今月中に報告することとなった。

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、下げ止まりの様相を呈している、金融緩和の効果は十分に浸透しており、公的資本の投入の効果と相俟って、経済活動を相当程度下支えしている、しかし、民間経済の動き

は相変わらず鈍く、景気回復の展望は依然として不明確なままである、 今後の日本経済の処方箋は、金融システム建て直しと構造改革をしっかりと推し進めていくことであり、金融政策面からは、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になるまで、現在の思い切った金融緩和を継続することにより、経済活動をしっかりと下支えすることが重要である、 短期金融市場は、引き続き、オーバーナイト・レートがゼロ%で推移するという新たな環境に対応するための調整過程にあり、資金の流れがどう変わるかといった点を今後も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、引き続き、市場機能の維持に配意しながら、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当であるとの意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、本格的な量的緩和に踏み切ることが適当である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月平均の対前年同期比：0.5～2%）を企図して、超過準備額を4月平残で前月比5,000億円程度拡大させるペースで増額し、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）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。

なお、その委員は、すでに示した幾つかの認識のほかに、テイラー・ルール
の考え方 GDPギャップとインフレ率から最適な政策変数の水準
を試算する算式 に則って、一定の前提のもとに計算すると、この物価目標は、マネタリーベース前年比10%弱の伸び率で達成できるとの試算結果が得られることを紹介した。

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かたちで、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、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、今年度下期には、経済が失速する危険性が高まっており、金融政策の効果浸透のラグも考え合わせると、早期の金融緩和が必須であること、金融政策が後手に回ると、内外から再び国債引き受けや、国債買いオペ増額論が高まる可能性があること、金利政策では追加的な効果は期待できず、ゼロ金利誘導が限界にきている以上、新たな政策レジームを実行する必要があること、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、現在のゼロ金利政策によって、経済が小康状態となっている点は評価するが、経済活動の中核である個人消費や設備投資といった内需には、十分な効果が行きわたっておらず、そうしたもとで、大量の資金供給を続けていくことの意義が不明確であるとして、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4月13日に公表することとされた。

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 4 月 22 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 4 月 22 日 (9:00 ~ 12:17、13:11 ~ 15:19)

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 新保生二 調査局長 (9:00 ~ 15:19)

(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

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（3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、4月27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（4月9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。

前回会合以降の短期金融市場は、日本銀行がこうした調節方針のもとで引き続き潤沢に資金を供給したことと、総裁が先日（4月13日）の記者会見で「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまではオーバーナイト・レートを事実上ゼロ%で推移させ、そのために必要な流動性を供給していく」と発言したことを受けて、一段と落ち着いた展開となった。オーバーナイト・レートの毎日の加重平均値は一貫して0.03%で推移している。また、最近では、日々のオーバーナイト取引の大部分が、日本銀行による定例オペの通告（通常9時20分頃）を待たずに約定されるようになっており、資金の運用サイド、調達サイドの双方とも、オーバーナイト・レート0.03%を、あたかも当然の前提として、日々の資金取引を行っているように見える。

さらに、都銀など大手行では、いつでも市場から資金はとれるとの強い安心感から、所要準備を上回るリザーブ（超過準備）は引き続き保有しないとのスタンスを維持している。この結果、短資会社など、準備預金制度の非適用先の日本銀行当座預金口座に、資金が大量に滞留する傾向が続いている。

前回会合以降の市場の動きの中では、次の3点が注目される。

第1に、ターム物金利が一段と低下している。前述の総裁発言が、ゼロ金利の長期化予想を醸成し、こうしたターム物金利形成をもたらしている。第2に、コール市場残高の減少ピッチが緩やかになってきている。もっとも、一部の外銀では午後3時以降の取引が極端に細ることをアベイラビリティの低下として憂慮しており、引き続き注意を要する。第3に、金利ゼロ%のもとで資金の

運用サイドは、運用対象としてＴＢ、ＦＢに対する関心を高めている。このため、発行時における入札が過熱気味となっており（ＴＢ１年物入札応札倍率9.94倍＜４月14日＞、ＦＢ３か月物入札同7.49倍＜４月21日＞）、ＴＢ、ＦＢの流通レートも低下している。

２．為替市場、海外金融経済情勢

（１）為替市場

前回会合以降の為替市場での最大の特徴は、ユーロの軟化である。とくに対円で大きく軟化したため、円の対米ドル相場はやや強含みとなった。

ユーロの軟化の背景としては、今年１月にユーロがスタートした際の熱狂的なムードに対する反動が出ていること、ドイツ、イタリアなどで景気が低迷し、財政面からの出動余地も限りがある（財政赤字の対名目ＧＤＰ比が３％に近づいている）ため、ユーロエリア全体の景気下押し懸念が高まっていること、ドイツの春闘が生産性を上回る賃上げで決着し、先行き雇用情勢が一段と厳しくなると予想されていること、といった要因が挙げられている。さらに、こうした基調的な経済金融情勢に加えて、最近のコソボ情勢の深刻化などもユーロの売り材料となっている。

この間、円の対米ドル相場が強含んでいる要因としては、米国サイドに、株価に対する高値警戒感や経常赤字の拡大懸念などがある一方、日本サイドには、日本銀行による徹底した金融緩和、公的資本投入、抜本的な企業リストラ、さらには個人投資家の株式市場への回帰など、外人勢が日本株を買い増すための材料が揃ってきていることが挙げられる。もっとも、市場には、日本経済の回復の展望が拓けていないとの見方や介入警戒感もあって、円が一本調子で上昇すると見込む向きはほとんどみられない。

このほか、東南アジアの通貨は、これら地域の経済情勢が徐々に安定を取り戻しつつあることを背景に、全般に強含みの展開となっている。中南米通貨については、ブラジル・レアルの対米ドル相場が、ＢＩＳ（国際決済銀行）等による融資が実行されたこともあって堅調に推移している。

（２）海外金融経済情勢

米国株価は、これまでの相場牽引役であったハイテク株が業績下振れ懸念から下落したが、機械・素材等の景気循環株や銀行・証券株が好決算などを材料に物色されているため、上伸を続けた。

商品市況では、原油価格が堅調に推移している。この要因としては、供給面ではＯＰＥＣ諸国の減産に対する意欲が強いこと、需要面では、アジア景気の

底打ちに伴う世界的な需給改善期待や、コソボ情勢の深刻化などが挙げられる。

なお、今般、IMF（国際通貨基金）が「World Economic Outlook（世界経済見通し）」を発表した。99年の各国の経済成長率をみると、米国が、拡大基調のもとで98年第4四半期に高成長となったことを映じて、昨年12月時点の見通しに比べ上方改定されたほか、NIEs、ASEANなどのアジア各国も、緩やかながら景気がボトムアウトに向かう姿が想定されている。一方、先行きの減速懸念が強まっているユーロエリア、自国通貨の下落に対して金利引き上げで対応した中南米諸国、さらには、98年第4四半期のマイナス成長を新たに織り込んだ日本などが、下方改定された。

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」という前回の基調判断に沿った動きであった。

3月の公共工事請負金額は、国・地方とも経済対策に係る発注が集中し、2月に続いて大幅増加となった。4月以降はさすがに発注のテンポが鈍るものと見込まれるが、こうした公共投資の効果が実体経済に広く波及することが期待される。

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。米国向け輸出が堅調な一方、欧州向け輸出が減少気味である。また、東南アジアとの関係では、同地域の景気回復とともに、日本との間で部品・完成品のやり取りが再び活発になってきている。

設備投資関連では、機械受注、建築着工床面積、および一般資本財出荷の1～2月平均が、いずれも昨年10～12月対比で増加しており、設備投資の大幅な減小テンポが幾分緩やかになった可能性があることを示唆している。内容を詳しくみると、金融システム不安の後退や資金繰りの緩和を背景に、これまで先送りされてきた中小・零細企業の情報化・事務合理化投資が出てきている可能性がある。

家計支出のうち、個人消費関連をみると、基本的には一進一退の域にあるものの、3月の都内百貨店売上高が減少したことや、4月入り後の百貨店・チェーンストアの販売地合いも改善していないこと、さらには旅行取扱額が減少傾向を続けていることなど、全体としてやや弱い動きとなっている。一方、住宅投資関連では、3月の首都圏・新築マンション販売が大幅に増加した。マンションについては、在庫過剰感が残っていることから、ただちに着工の増加に繋がるとはみられないが、足許の販売在庫減少などの環境が整えば、今後、マン

ション着工の減少傾向に歯止めがかかる可能性が高い。

地価については、3月末時点の6大都市の市街地価格指数の下落率が、商業地、住宅地いずれにおいても拡大した。ただし、住宅地については、直近では住宅販売の改善傾向を映じて下落テンポが鈍化しているとの指摘が多い。

(2) 金融情勢

金融市況は、短期金利が低位安定、長期金利が低下、株価は堅調という状況にある。

短期金利について、ユーロ円金利を1か月毎に分解したインプライド・フォワード・レートでみると、8月スタート物までの各期間とも概ね0.16～0.18%に収斂しており、流動性リスクプレミアムが引き続ききわめて縮小した状態にあることを示唆している。また、長期金利についても1年物インプライド・フォワード・レートに分解してみると、2月の金融緩和のあと3月初旬にかけての長期金利の低下は、主として短期ゾーンの金利低下によってもたらされたものであったが、最近の低下は、3～6年先スタート程度の中期ゾーンにも金利低下が波及してきたことによるものであるように窺われる。資金運用サイドは、全般的な金利低下のなかで金利リスクや信用リスクに対するリスクテイクの姿勢を前傾化させているものとみられる。金融債や社債と、国債とのスプレッドも、わずかではあるが縮小しつつある。

金融の量的指標をみると、民間銀行貸出の前年比マイナス幅は縮小している。一方、CPや社債等の資本市場調達は低迷している。

企業の資金需要は、設備投資などの実体経済に伴う資金需要が低迷しているほか、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。一方、銀行サイドは、これまでの貸出回収一本槍のスタンスを徐々に緩和させている。この結果、企業金融の逼迫感は引き続き和らいできている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状と先行き

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」というこれまでの判断に沿った動きであるということで、各委員の意見は概ね一致した。

多くの委員からは、景気の下げ止まりを裏付ける材料として、3月の公共投

資の発注が2月に引き続いて高水準であったことや、マンションの販売動向など住宅投資を巡る動きが持ち直しつつあること、などの指摘があった。また、このうちの複数の委員は、これまで大幅に減少してきた設備投資について、機械受注などの先行指標が幾分持ち直していることに注目し、金融緩和などによって企業金融を巡る環境が改善しつつあることのひとつの現われではないかと発言した。

もっとも、これらの各委員は同時に、設備投資の先行指標が持ち直しつつあるとは言え、これまでの減少基調に歯止めがかかったとは判断できないとも述べた。また、個人消費についても、都内百貨店売上高や最近のミクロ情報を踏まえると、その動きがやや弱くなっていることが窺われるとして、民間経済動向は引き続き弱いままであるとの認識が示された。

こうした認識を踏まえて、複数の委員は、足許の経済情勢は、需要項目別、業種別、さらには企業別など、多くの側面でプラス材料とマイナス材料が交錯している段階にあるとの見解を明らかにした。

景気の先行きについても、民間経済の弱い動きなどを踏まえ、景気回復の展望は依然不明確であるとする前回会合における判断が踏襲された。

ひとりの委員は、今後のポイントは、本年度後半以降、財政面からの景気下支え効果が減衰してきた際に民間需要の拡大にうまくスイッチできるかどうかであるが、この点については、これまでの民間サイドの動きを踏まえると、なお展望が得られていない、との立場をとった。そのうえで、その委員は、具体的な注目点として、現在の公共投資や住宅投資による需要増加によって、生産面や雇用・所得面に多少なりとも明るい動きがもたらされるかどうか、昨年来の日本銀行や政府による施策と金融市場の状況などを背景に金融機関の融資姿勢が前向きとなっているが、これによって、これまで資金面の制約から設備投資などを先送りしていた中小・零細企業レベルでの動きがどのように変化するか、またそれは、景気回復に向けた足がかりとなるかどうか、といった点を挙げた。

別の委員は、価格の下落は企業経営や企業決算にとって大きなマイナスのインパクトをもたらすものであり、企業経営者にとっては、物価の下落基調に歯止めがかかる兆しが見えないと、前向きの投資マインドや景気回復感が出てこないと指摘した。そうした観点から、その委員は、今後の関心事項として、

在庫調整をこなしながら、生産水準がどの程度まで回復するのかという量のレベル感とともに、アジアの景気回復の動きを受けて国際的な素材市況が持ち直しつつある中で、これが国内素材市況にどのように波及していくのかという価格のレベル感の回復状況も重要であると発言した。

何人かの委員は、今後の景気見通しとの関連で、構造調整の必要性とそれが経済に及ぼすインパクトについて言及した。いずれの委員も、日本経済にとっての「負の遺産」である過剰な設備、雇用、および債務を削減することが必要であるとの立場を採り、このうちのひとりの委員からは、各企業の資源を戦略的分野に重点的に配分することと、それに基づく新技術や新商品開発によって新たな需要を喚起していくこと、そして新しい産業を育成していくことなどの必要性が付け加えられた。また、それらの委員は、構造調整に向けた取り組みが短期的には経済に対して下押し圧力をもたらすことについて、政府による雇用のセーフティ・ネットの整備や日本銀行による現在の金融緩和の継続によって、そうした痛みを和らげるなど、財政政策、金融政策そして民間部門の自助努力が相互に補い合いながら構造調整に取り組んでいくことが必要であるとの認識を示した。とりわけひとりの委員からは、昨年秋の緊急経済対策の際には、雇用対策として1兆円程度の事業規模が盛り込まれ、それがかつてない大規模なものと言われたが、その程度の金額では現在必要とされている雇用調整には十分に対応できないのではないか、との見解が示された。

これとは別のある委員からは、きわめて厳しい景気認識が示された。その委員は、そうした認識の背景として、足許の設備投資関連指標の持ち直しには、一時的、統計的な特殊要因が寄与した面が少なくなく、現段階では設備投資が回復基調に入ったとは判断できない、個人消費については、消費性向が最低を更新しており（2月家計調査ベース）、4月入り後の自動車販売も伸び悩んでいる、昨年欧州向けを中心に伸びた輸出も今年は横這い圏内の動きとなっている、さらには、底値から反発してきた原油価格は、産油国の協調体制が今後も維持されれば、1バレルあたり20ドル程度まで一段と上昇する可能性がある、などの点を列挙した。それとともに、その委員は、足許、株式市場などにみられる一種の安堵感が、企業のリストラに対する取り組みを弱める惧れがある、そもそも、そうした安堵感は、原油価格の上昇、米国株価の大幅下落、あるいはコソボ情勢の深刻化などによって、一気に解消してしまう惧れがあるような脆弱なものである、といった見方を付け加えた。

（2）金融面の動き

金融面では、多くの委員から、金融資本市場における明るい動きは足許の景気の下支えに寄与しているが、前述のとおり、これが今後どの程度持続し、実体経済に対してどのようなインパクトを及ぼしていくのかが注目点である、との見解がほぼ一致して示された。

まず、金融市況については、何人かの委員から、短期金融市場では、オーバーナイト金利ゼロ%のもとで、資金調達に対する警戒感が後退し、流動性リスクプレミアムが鎮静化した状態にあること、債券市場では、価格変動リスクをとって長期国債を購入したり、ある程度の信用リスクをとって中期の社債や利金債の購入を進める動きが広まっていること、さらに 株価は、企業の経営合理化策の発表などを背景に、企業収益を巡る先行き不透明感がある程度薄らいだこともあって堅調に推移していること、などについて言及があった。

また、別のひとりの委員は、企業金融面では資金は潤沢に確保されており、金融緩和効果は十二分に浸透しているとの認識を述べたうえで、社債と国債のスプレッドや、CPとTBのスプレッドが縮小してきていることに注目した。その委員は、こうした動きからは、単に信用リスクに対する警戒感が後退していることのみならず、銀行の融資姿勢が前傾化する中で、企業は、資本市場調達に依存せずとも、銀行借入によって順便に資金を調達できるようになっていることが窺われる、との見方を示した。

以上のような認識のもとで、多くの委員からは、市場参加者がリスクテイクに対して一頃に比べて再び前向きになってきており、市場におけるリスクプレミアムも明確に低下してきているとの判断が明らかにされた。

こうした全般的な判断の中であって、個別の金融市況については、様々な意見が示された。

まず、何人かの委員が、長期金利に関し、昨年末からの上昇を経たあと、ここにきて一段と低下している要因や、今後の展望などについての整理をあらためて試みた。

ひとりの委員は、昨年暮れから2月にかけての金利上昇と、その後最近に至るまでの低下をもたらした要因について、一応の解釈を示した。その委員は、まず中長期の期待成長率や期待インフレ率を長期金利の変動要因とするオーソドックスな考え方について、これらは数か月の間に大きく振れるようなものではないため、この間の説明要因にはなりにくいとの判断を示した。そのうえで、昨年来の長期金利の変動にはリスクプレミアムの変化の方が強く影響したと考えられるが、その場合でも、さらにそうしたリスクプレミアムの変動をもたらした要因が何であったかということになると、なかなか決め手に乏しいとした。しかし、あえて述べれば、第1に、公的資本投入の決定を機に、金融機関のリスクテイク能力やリスクテイクに対する姿勢が変化して、前向きなものに変わったこと、第2に、オーバーナイト金利をゼロ%まで誘導したこと、などが長期債保有にかかわるリスクプレミアムの低下につながった面があるのではないかと指摘を行った。

別の委員は、今後は、需要創出のための公共投資だけではなく、前述のとおり

り、雇用面でのセーフティ・ネット整備など、構造改革の痛みを和らげるための様々な財政支出が考えられるが、こうした財政支出の増加が単純に長期金利上昇に結びつく訳ではない、との見方を示した。その根拠として、その委員は、昨年の国債の格付け引き下げやその後の長期金利の上昇は、単なる財政赤字拡大懸念というよりも、財政支出が従来型の公共投資偏重パターンを続け、構造改革を必要とする経済の実情に合わなくなっていることが、将来の財政の姿に関する不安感の強まりにつながった面が大きかったのではないかと、この見解を述べた。

堅調な動きを続ける株価については、一部の委員から慎重な見方も示された。

ひとりの委員は、企業のリストラ努力を好感した外人勢の日本株買いが株式相場を支えている現状は、97年に「財政構造改革元年」として消費税率引き上げや特別減税の廃止などが実施され、これが海外勢に評価されて株価も上昇した状況と似ていると発言した。そのうえで、97年の場合は、その後の景気失速や金融システム不安の深刻化を受けて、外人勢が一転して売りに回ったことが株価下落の大きな要因になっただけに、今回も企業のリストラが所期の効果をもたらさないようなことになると、株価は不安定化する危険性があるとの懸念を示した。

このほか、円相場に関しては、ユーロの軟化を受けて円高気味の展開になっていることの評価について、いくつかの意見が示された。

ひとりの委員は、これには日本の景気に対する再評価が盛り込まれているとの見解を述べ、別の委員は、現状程度の円相場の強含みは企業の景況感にさほど影響を及ぼさないのではないかとこの立場をとった。もっとも、前者の委員は、デフレ懸念の払拭に取り組んでいる日本経済においては、円高が輸出企業などに及ぼす減益圧力を無視できない、との考えを述べた。また、ほかの委員からも、ユーロの弱さが円に対して上昇圧力を及ぼしていることについて、警戒すべき材料としてみておく必要があるとの趣旨の発言があった。

この間、景気の先行きをとくに厳しくみる委員は、量的緩和の重要性を主張しつつ、長期金利の低下や株価の堅調は日銀による量的緩和への期待が支えているとする一方、為替相場の円高方向への動きは量的緩和への期待が剥げたことが影響しているとの見解を述べた。そのうえで、その委員は、為替相場については、日本の経常黒字の規模にほぼ見合っていた海外向けの資本の流れが鈍ってきていることや、米国貿易赤字の拡大と保護主義的な動きの強まりなど、先行きに向けては円高要因が徐々に優勢になっているとの懸念を明らかにした。

金融の量的側面については、ひとりの委員から、これまでの金融状況を前提

とすると、今後景気回復の動きが広がっても、マネタリーベースやマネーサプライといった量的金融指標が必ず増加するとは限らないとの指摘があった。すなわち、景気回復局面では、通常、経済の動きとともに資金需要が活発になり、量的金融指標も増加するが、今回の場合は、これまで金融システム不安などを背景に積み上げられてきた企業の手許資金が圧縮されたり、預金からリスクの高いマネー対象外資産へと資金がシフトするなど、これらの指標が減少する可能性も十分にありうるとの見方を述べた。さらにその委員は、企業に対する資金供給方法（銀行貸出と資本市場調達のいずれによるかなど）も量的金融指標の動きを規定するとして、90年代前半に米国経済がバランスシート問題を克服して回復に向かった際には、資本市場調達が中心になった結果としてマネーサプライの伸びが高まらなかった事例を紹介した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような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。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は、足許下げ止まりの様相を呈しているが、民間経済の動きは引き続き弱く、先行きの回復の展望は依然明確でない、そうしたもとで、現在の金融政策は金融資本市場に十分な緩和効果をもたらしており、今後も実体経済によい方向での効果を及ぼしていくことが期待される、といったものであった。

また、金融政策運営の方法については、複数の委員から、現在、金利に軸足を置いた手法を採っていることが市場にも広く理解されるようになっているとの指摘があった。

こうした認識を踏まえて、会合では、金融政策運営について、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解が大勢を占めた。このうちの何人かの委員は、前回会合の議論を経て、現状は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、オーバーナイト金利ゼロ%を維持している」局面にあるとしたうえで、金融経済情勢の様子をよくみていくことが必要であることを確認した。

しかし、少数ながら、これとは異なる2つの主張がみられた。

まず第1に、ひとりの委員は、4～6月の経済活動は公共投資や住宅投資によって活発化するとみているが、7～9月以降早期に失速する懸念があるため、中期的な物価上昇率に関する目標を設定したうえで、量的ターゲットへの移行を早期に行うことを主張した。こうした判断の背景として、その委員は、オ

一バーナイト金利が実質ゼロ%まで低下し、金利政策としての自由度がなくなっている以上、量的ターゲットを導入して政策運営上のフリーハンドを取り戻す必要があること、金融市場の好ましい動きを支えるためにも量的ターゲットによる金融緩和期待を保つことが必要だが、マネタリーベースの前年比4～5%の伸びが金融緩和としては不十分であることは、テイラー・ルール GDPギャップの推計値とインフレ率に適宜のウェイト付けを施し、それに対応する政策変数の水準を試算する算式 によって確認できるし、その低い伸びが市場の緩和期待を萎ませる惧れもあること、これまでマネーサプライの伸びが高くならなかったことも経済成長に何がしかの制約となっていたとみられること、量的ターゲットは短期金利の乱高下を招きやすいとの批判があるが、低水準にある金利が少々乱高下しても経済に対する影響度合いは小さいほか、万が一、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、日銀貸出を受動的に実施していけば対応可能であること、などを縷々挙げて説明した。

その一方、この意見に対しては、いくつかの異論が示された。

ある委員からは、現在の金融市場調節方針によって、市場機能の維持に配慮するというある種のフレキシビリティを保ちながら、必要にして十分なりザープがきっちりと供給されており、金利に関するディレクティブのもとで、それと整合的な潤沢な資金量がすでに市場で確保されているとの指摘があった。その委員は、さらに続けて、こうした金融市場調節のもとで金融市場の安定がもたらされていることを踏まえると、当面は、現行の調節方針を維持することが適当であると主張した。

また、別の委員も、現状の政策で十分な金融緩和効果が出ていることを踏まえ、世間では、量的緩和論が、定義不明確のまま、すぐにでも実施されるような誤解を与えながらひとり歩きし、一部に過度な金融緩和期待が生じているのではないかと懸念を示した。そして、これまでも議論されてきたように、現在は量的ターゲットには多くの技術的、実務的な難しさがあること等を挙げて、量的ターゲットの設定には反対の立場をとった。さらに、その委員は、こうした政策手法を考える場合の手順として、まずは、現在が追加的な緩和措置が必要な情勢かどうかを徹底的に討議すべきであり、大勢の意見として現状の政策で緩和効果が出ていると判断されるのであれば、今はそれ以上、不確定な手段についての議論に踏み込むべきではないとの趣旨を強調した。

量的ターゲットによる金融緩和を主張する委員は、これらの意見のうち、量的緩和論が世間に誤解を与えながらひとり歩きをしているとの指摘について、

その委員自身も会合で量的緩和について具体的な提案を示し、その詳細はすでに議事要旨で明らかになっていることや、市場参加者も金融政策運営の手法などについて様々な情報をもっていることを挙げて、そのような指摘は当ら

ないとの反論を展開した。

また第2に、別のひとりの委員は、現行の金融政策運営の枠組みのもとで、金融市場調節の目標として、オーバーナイト金利0.03%を明記するよう、ディレクティブを書き替えるべきであるとの意見を述べた。その委員は、まず現時点での認識として、超低金利政策には基本的に反対であるが、市場機能の維持に配慮しながら金利低下を促してきた結果として、オーバーナイト金利0.03%前後が事実上の下限であるとの合意が得られつつあり、日本銀行のスタンスは市場で評価されている、といった諸点を挙げた。そうした認識を踏まえて、将来ゼロ金利が修正される場合、それは金利の引き上げしかありえないと考えるが、現在のディレクティブは、金融緩和方向へのバイアスを匂わせるものとなっているため、オーバーナイト金利0.03%をターゲットとして明記し、量的緩和論を含めた市場における一段の金融緩和期待を排除することが適当である、との考えを披瀝した。

これについても、いくつかの意見があった。

ある委員は、事実認識として、現在のディレクティブはあくまでも次回会合までの指示文であり、先行きの政策運営の方向性に関しては何のインプリケーションも有していないことを念押しした。この点については多くの委員から同意が示された。

また、金融政策運営のわかりやすさという観点に限定して言えば、具体的な金利水準をターゲットとして明記しておくことには相応の意味があるとの趣旨のコメントもあったが、そうした意見を述べた委員も含め、何人かの委員からは、ディレクティブをあえて書き替えると、何らかの政策変更が生じたとの誤解を与える可能性が強い、2月の段階ではオーバーナイト金利をどこまで引き下げられるのかわからなかったため金利水準を明記しなかったが、そうしなかったことによって、現状で支障が生じているとはみられない、といった意見がいくつか示された。

さらに、ほかのもうひとりの委員からは、オーバーナイト金利のターゲットを単に0.03%とすることは、将来の金利変化の方向性についてのインプリケーションが全く込められていないことになるが、これを提案した委員が、将来の金利上昇を提案の前提に置いているのであれば、現在の0.03%がターゲットの下限であるような書き振りとする必要があるのではないか、と指摘した。

次に、日々の金融調節に関係して、ある委員から、日本銀行が潤沢な資金供給を継続するもとで、資金の一部が短資会社などの準備預金制度非適用先に滞留しているが、この点を、金融緩和効果の浸透や、資金の流れの観点からはどのように整理すればよいか、との問題提起があった。

まず、問題提起を行った委員を含めた何人かの委員は、資金の一部が準備預金制度の非適用先に滞留している点について、現象面から言えば、大手の市場参加者が一定以上の余剰資金を保有しようとしなないスタンスを維持するもとで、短資会社などが顧客との取引関係の維持を狙って、幾分かのコストを負担しながら資金を抱え込んでいるものであるとした。そのうえで、一部に、準備預金制度非適用先への資金の滞留によって金融緩和効果がその分だけ「空回り」しているとの報道があるが、そうした大量の資金供給を行わなければ事実上のゼロ金利が実現できなかったという意味で、その資金は相応の役割を果たしてきていると考えるべきではないか、との指摘があった。

次に本件を問題提起した委員は、現在のような潤沢な資金供給が続くもとで、短資会社などに滞留している資金は実体経済に何らかの働きかけをすることになるのか、あるいは、さらに進んで資産取引のようなものに向かうのか、といった疑問を呈した。その委員は、ひとつの仮説として、例えば短資会社としてもコスト負担などを鑑みると、こうした資金をいくらでも抱えることができる訳ではないため、その場合には準備預金制度が適用される金融機関（以下「準備預金対象行」と言う。）に滞留して貸出に振り向けられたり（＝信用創造の一部を担う）投信等に滞留し、証券市場に振り向けられる可能性があるかどうかのポイントであるとした。しかし、これについては、別のある委員から、現在超過準備を持つとしない都銀などにしても、どうしても抱えなければならない状況になった場合は、金利ゼロで超過準備として積み上げることを選択する公算も大きく、したがって、そうした資金がストレートに貸出や証券投資に振り向けられるとは考えにくいのではないかと、この意見が述べられた。

以上に関連するもうひとつの論点として、何人かの委員から、準備預金制度非適用先に大量の資金が滞留している状況では、日々の金利形成と、資金需給や朝方公表される積み上金額（翌営業日以降積み最終日までの間に積まなければならない一日当りの準備預金額＜残り所要額＞と比べて、当日の準備預金残高が上回っている分）との関係が、わかりにくくなっているとの指摘があった。また、これとは別に、ひとりの委員からは、準備預金対象行の超過準備額と、準備預金制度非適用先に滞留する資金との比率は、おおむね1対1.5の比率で安定しているようにもみえるとの発言もあった。

このうち、金利と資金需給などとの関係がわかりにくいと指摘した複数の委員は、日々のオーバーナイト金利形成に影響力を有しているのは、現時点では、日銀当座預金全体の金額や準備預金対象行の超過準備額ではなく、毎朝アナウンスされる積み上金額であるとの見方を述べた。そのうえで、それにしても、短資口座に資金が大量に漏出するため、朝方の積み上金額の予想と一日の最終時点（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

の積み上金額実績が著しく乖離するようになっているため、これまで同様に市場との対話が円滑にいくかどうか懸念されるとの発言を行った。この点は、金融市場調節の透明性にかかわる事柄でもあるので、日々の準備預金残高だけでなく、準備預金制度非適用先も含めた、日々の当座預金残高を公表するなどの工夫を検討すべきとの指示が、何人かの委員から執行部に対して行われた。

．政府からの出席者の発言

会合の中では、経済企画庁からの出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済の現状認識は、政府と日銀との間に大きな違いはない。すなわち、総合経済対策、緊急経済対策の効果に加えて、公的資本の投入や日本銀行の金融政策の転換がかなりの効果を発揮していることもあって、下げ止まってきている。また最近では、日銀短観や本日（4月22日）発表の消費者態度指数が示すように、企業や家計のマインドが相当改善している。ただ現段階は、マインドの改善が先行している感があり、实体经济については、GDPギャップの拡大が止まらず、設備投資の回復も当分は展望しえないなど、その動きが遅れ気味である。

足許の公共投資の増加は昨年度第1次補正予算の効果が顕現化したものであり、緊急経済対策を盛り込んだ第3次補正予算分の発注は4月以降になると見込まれる。このため、執行は今年度下期に相当ずれ込み、先行きについて言われているほどの公共投資の急速な落ち込みはないのではないかとみている。

- 現在政府では、緊急経済対策のフォローアップに取り組んでおり、近々公表の予定である。政府としては、みずからの対策の執行状況をしっかりとチェックすることが必要と考えているが、金融政策についても、現在の金融政策の効果を十分みきわめるとともに、自律的な経済回復が明らかになるまで、適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行い、引き続き日本経済の回復に貢献する金融政策を行っていくことをお願いしたい。

．採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、 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、民間経済の動きは引き続き弱く、先行き回復していく展望は依然として不明確なままである」という、これまでの判断に沿ったものである、現在の金融政策は金融資本市場に十分な緩和効果をもたらしており、今後もそれらが実体経済に対してよい方向での効果を及ぼしていくことが期待される、このように現状は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、オーバーナイト金利ゼロ%を維持している」局面にあり、金融経済情勢の様子をよくみていくことが必要である、さらに、金融政策運営の方法については、日本銀行が金利に軸足を置いた手法を採っていることが広く理解されるようになってきている、というものであった。

こうした認識を背景に、当面は、引き続き市場機能の維持に配意しながら、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、本格的な量的ターゲットに踏み切り、一段の金融緩和を実施することが適当との考えが示された。また、別の委員からは、現在のディレクティブは将来の政策の方向性について、金融緩和方向へのバイアスが強すぎるため、この際、現行の金融政策運営の枠組みのもとで、金利ターゲットを明確にするようなディレクティブに書き替えて、こうしたバイアスをなくすことが適当であるとの意見が示された。

この結果、次の3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月平均の対前年同期比：0.5～2%）を企図して、超過準備額を今積み期間（4月16日～5月15日）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）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）。

篠塚委員からは、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、「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かたちで、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。

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、2月12日の金融緩和策は予想以上の効果をもたらしたが、そのモメンタムを維持、発展させることによって、実体経済が失速したり、あるいは、一層の金融緩和に追い込まれることのないようにする必要があること、現在金融緩和効果が現れているひとつの理由はマネタリーベースの増加であるが、今後、市場参加者に日本銀行の断固たる緩和姿勢が浸透するにつれて、必要とされる日銀の資金供給額やマネタリーベースが減少すると、かえって金融市況などにマイナスの影響を及ぼすことが危惧されること、金利政策としての追加余地がない点を強調しすぎることによっても金利は反転し、これまで積み上がってきた金融緩和効果が消滅してしまう惧れがあること、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、現在のゼロ金利政策は、実体経済に明確なプラスの効果をもたらしておらず、この状況は長期化する様相を呈して

いる、その一方、 金融市場は安定した動きを続けており、もし将来の政策変更の方向性 金利引き上げ方向 を念頭に置くのであれば、この局面をとらえてゼロ金利からの脱却への布石を打つことが最適であると判断したため、現行のディレクティブを継続することには反対である、と発言した。

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

(99 年 5 月 18 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 5 月 18 日 (9:00 ~ 12:14、13:01 ~ 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)
	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 武藤敏郎 大臣官房総務審議官 (9:00 ~ 12:14、
14:11 ~ 15:28)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:00 ~ 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	平野英治
国際局参事	小山高史
調査統計局長	村山昇作
調査統計局参事	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（4月9日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、5月21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（4月22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。この結果、オーバーナイト・レートは、4月末から5月初にかけての主要行の資金調達が増加した時期も含めて、連日0.03%と、仲介手数料を勘案すると事実上ゼロ%の水準で、安定的に推移した。

そうしたもとの、ターム物金利は、とくにゴールデン・ウィーク後、一段と低下した。とりわけ、6か月物や1年物など、ターム物金利の中でも比較的長めのものが大きく低下して、1年物辺りまでのイールド・カーブがさらにフラット化した。このように、最近になって、ターム物金利が再度低下している背景としては、主要行の資金ポジションが、預金の流入と貸出の伸び悩みから改善していること、普通預金を含めた預金金利の再引き下げに対する思惑が市場で台頭したこと、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでは、現在の金融緩和スタンスを続ける」という総裁発言（4月13日）が市場で強く意識され、流動性リスクや金利リスクへの警戒感が一段と薄れたこと、などが挙げられる。

こうしたインターバンク市場の動向を反映して、より広く短期金融市場全般においても、いくつかの注目すべき動きがみられる。第一に、TBやFBの入札は過熱気味となっており、落札レートは、1年物でも0.05%程度と、きわめて低水準となってきた。第二に、コンピューター2000年問題に絡む流動性リスクから、相対的にレートが高めとなっていた年末越えのターム物についても、このところ出し手の資金放出が積極化している。このため、年末越えのレートも低下してきており、金融機関による8か月物（=2000年1月満期）のCD

の発行が活発になっている。第三に、ＣＰオペの残高が昨年末の８兆円程度から、最近では２兆円程度まで大きく減少しているにもかかわらず、投資家のＣＰ購入が積極化しているため、ＣＰ発行レートは大きく低下している。このように、少なくとも短期金融市場の投資家に関する限り、金利リスクのみならず信用リスクを取ることに、ある程度積極的な姿勢が窺われ始めている。

短期金融市場を巡る当面の留意点は次の４点である。第一に、直近の手形買入オペでは足切りレートが０．０１％となるなど、日本銀行のオペに対する応札がきわめて低い金利となり、応札額自体も総じて減少傾向にある。第二に、有担保、無担保を併せたコール市場の規模は、２月１２日の金融緩和措置の前に比べて、３４％も縮小している。これまでのところ、これによる資金決済上の問題等は発生していないが、コール市場は、資金需給の最終的な調整の場であるだけに、今後ともその動向には注意を払っていく必要がある。第三に、超過準備や、準備預金制度非適用先の日銀当座預金は、引き続き高水準で推移している。こうした余資滞留の動向についても、注目しておく必要がある。第四に、足許は短期金融市場の緩和感がきわめて強い状況にあるが、先行きについては、米国株価の動向や２０００年問題等の影響も含め、市場の動向を丹念にモニターしていく必要がある。

２．為替市場、海外金融経済情勢

（１）為替市場

円の対米ドル相場は、しばらくの間、１２０円程度での小動きに終始していたが、先週以来、ドル高・円安方向の展開となっている。その背景として、第一に、日米両国の景気格差を反映した日米金利差の拡大が挙げられる。すなわち、日本では長短金利が一段と低下している一方、米国では強めの景気・物価指標を受けて長期金利が上昇している。第二に、「強いドルは米国の国益にかなう」という米国政府高官の発言をはじめ、日米通貨当局者の発言が、ドル高容認と市場で受け止められたことも、ドル高・円安の動きを支えているように窺われる。

この間、ユーロの対米ドル相場については、大きな動きはみられていない。また、アジア通貨の対米ドル相場は、上記ドル高・円安の影響もあって、若干アジア通貨安となっている。

国際金融市場全般における特徴的な動きは次の２つである。第一に、国際投資ファンドが資産構成を調整する動きが続いている。すなわち、国際投資ファンドは、保有資産に占める日本や新興市場国への運用ウェイトが過小になった

との認識のもとに、その若干の引き上げを図っており、これら諸国の株式市場活況の要因となっている。第二に、新興市場国の米ドル建て債券の利回りスプレッド（＝米国国債の利回りからの乖離幅）に縮小がみられるなど、新興市場国にとって市場環境が改善基調にあるなかで、国際資本市場で債券発行を再開する国（ブラジル等）が増えている。

（２）海外金融経済情勢

米国景気は拡大が続いている。物価は引き続き落ち着いているが、一部に原油価格上昇の影響がみられる。また、労働市場は引き続きタイトな状況にある。

この間、欧州経済は、拡大テンポが幾分鈍化している。一方、東アジア経済は、底入れの様相が濃くなってきている。もっとも、最近の回復が在庫調整の進展によるところが大きいだけに、最終需要がこのまま回復していくか、また株価の堅調が持続するかについては、なお見きわめが必要である。

３．国内金融経済情勢

（１）実体経済

景気の現状について、最終需要をみると、純輸出は横這い圏内の動きとなっており、個人消費は低水準で一進一退に推移している。設備投資については、先行指標などに持ち直しの動きも窺われるが、基調としては減少を続けている。一方、公共投資が増加を続けているほか、住宅投資も持ち直している。

以上のような最終需要の動向や、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。

このように、足許の景気は、下げ止まっている。

物価面では、消費者物価が引き続き弱含みで推移しているが、下落幅が拡大する兆候は依然みられていない。

先行きを展望すると、公共投資の工事進捗や、住宅投資の持ち直しなどから、当面は小康状態を維持していく可能性が高い。

ただ今後、景気が下げ止まりから明確な回復に転じるためには、民間需要が回復するきっかけをつかむ必要がある。この点で、株価の上昇は、企業経営者や家計のマインドにとって好材料と考えられる。しかし、実際には、企業は増産に対して引き続き慎重であり、個人消費が回復に向かう動きも依然として見出せない。

もうひとつの好材料は、企業金融の緩和を背景に、これまで資金繰り不安等から先送りされてきた中小企業の設備投資が、このところ出てきているとみら

れることである。もっとも、大企業を中心に、有利子負債の圧縮を含むリスクラ姿勢を強めていることなどを勘案すると、設備投資全体としては慎重にみておくべきである。

以上を踏まえると、民間需要の自律的な回復は、引き続き期待しにくい状況にある。

そうしたもとで、物価は、今後も軟調を続けると見込まれるが、最近の動きからみて、消費者物価の下落テンポは引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高い。しかし、景気が現在の下げ止まりから浮上し得ず、再び悪化に転じるような場合には、物価の下落テンポが徐々に速まっていく可能性も依然払拭されたとは言い切れず、そうしたリスクに引き続き注意を払っていく必要がある。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト・レートがゼロ%近傍で推移するもとで、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。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。

こうしたターム物金利の低下をきっかけに、金利リスクや信用リスクに対する市場参加者のリスクテイク姿勢が強まる方向にあり、長期金利は、国債利回りはもとより、社債や金融債の利回りも低下している。株価も、米国株価の上伸もあって、総じて底固い動きを示している。

この間、コール市場残高は、機関投資家による普通預金や長めの資金等へのシフトが続いていることから、引き続き緩やかな減少傾向を辿っている。

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が低迷を続けているほか、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、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にある。

一方、民間銀行は、経営健全化の観点から、基本的に慎重な融資態度を維持している。ただ、民間銀行自身の資金調達面や自己資本面からの制約は緩和されてきている。こうしたもとで、大手行などでは、信用リスクが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、民間銀行の融資姿勢の変化が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、十分注目していく必要がある。

なお、マネーサプライについてやや長い目でみると、近年名目GDPが増加しないなかで、M2 + CDの伸び率は一貫して3 ~ 4%を維持してきた。この

結果、いわゆるマーシャルの k (= 名目GDPに対するマネーサプライの比率) は、かなりのテンポで上昇している。こうした点からみる限り、これまでの金融緩和効果が累積してきているように窺われる。

・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

景気の現状については、「足許、下げ止まっているが、回復へのはっきりした動きはみられていない」という見方で、委員の判断は一致した。こうした状況を、ある委員は、「明暗が入り混じったままの斑模様の底這い状態」と表現した。

まず、「足許、下げ止まっている」との判断の背景として、最終需要面で、公共投資の増加や住宅投資の持ち直しなど、いわゆる政策関連の需要が改善していることに多くの委員が言及した。また、複数の委員から、在庫調整が進捗していることからみて、最終需要の動向次第で、生産活動が上向きやすい環境が整いつつあるとの指摘もみられた。さらには、金融面で、リスク・プレミアムの減少や株価の堅調など、環境の改善がみられることも、足許の景気が小康状態となっていることに寄与しているという点で、多くの委員は認識を共有した。

このほか、ある委員は、東アジア経済の回復という外部環境の好転について、やや詳しく述べた。すなわち、その委員からは、韓国、台湾、タイを中心に、回復の足取りが次第にしっかりしたものとなってきており、その好影響が日本の製造業に及びつつあるとの見解が示された。具体的な好影響としてその委員が挙げたのは、自動車のノックダウンやプラント類の輸出が増加しつつあること、これが素材産業の内外需にも波及し始めていること、鉄鋼や石油化学製品のアジアでの市況が回復しており、在庫調整が完了に近づいたことも手伝って、これらの産業が国内販売価格を立て直していくための環境が整いつつあること、これらの動きが、公共投資や住宅投資の回復と相俟って、素材メーカーの単月決算に上方修正をもたらしていること、といった諸点であった。

以上のような明るい材料の存在にもかかわらず、「回復へのはっきりした動きはみられていない」との判断が示された背景は、公共投資や住宅投資といった現在の景気を支えている要因の持続性に疑問が持たれる一方で、民間需要が引き続き低調であって前向きの循環がみられないという点であった。

すなわち、個人消費は、強弱様々な材料があるが、基本的には、雇用・所得

環境が厳しいもとで、一進一退の域を出ないとの見方が、委員の大勢を占めた。なかには、家計調査や百貨店売上高等の計数を示しつつ、個人消費の弱さがここへきてやや目立ってきているとの見方をとる委員もいた。

設備投資についても、中小・零細企業の資金繰り懸念が一頃に比べて緩和してきていることに伴うやや明るい動きもみられるが、各種のアンケート調査等からみて、大企業を中心に減少基調自体には変わりがないとの点で、委員の認識は概ね共通であった。

以上のように景気の厳しさを裏付ける要因を踏まえて、ある委員から、産業界の一部には、「景気に潮目の変化が生じつつある」との期待感が強まっているが、最近のやや明るい動きが本当に「潮目の変化」と言えるような広がりを持続性を持つものかどうかについては、なお相当の見きわめが必要との見方が述べられた。

(2) 金融面の動き

金融面では、ほとんどすべての委員から、企業や金融機関の債務にかかる金利も含めて長短金利が大きく低下していることや、株価が総じて堅調に推移していることなどからみて、信用リスクの一部も含めて、リスク・プレミアム全般がさらに縮小しているとの指摘があった。また、このような金融環境の改善の背景は、主として、日本銀行によるゼロ金利政策とその継続の表明や、公的資本の投入を軸とした金融システム安定化の枠組みが構築されたことなどに求められるという点で、委員の認識は基本的に一致していた。こうした金融面の動向について、多くの委員は、金融面から実体経済へ好影響が及ぶための必要条件は整いつつあるとの評価であった。

個別の論点として、まず、最近における長期金利の低下(= 債券相場の上昇) について、ある委員から、株価が堅調に推移していることなどからみて、景気見通しが弱気化したことを反映したものととは考えられず、いわゆる「流動性相場」と言えるのではないかとの指摘があった。ただ、その委員は、「流動性相場」という表現に、すでに何らかの行き過ぎが生じているとのニュアンスを込めたわけではなく、むしろ、現在の景気情勢に対応した金融市場調節の狙いと整合的な現象との認識であった。さらに、その委員からは、重要な点は、こうした良好な金融環境が保たれているうちに、銀行貸出の増加等を通じて金融緩和の効果が実体経済まで波及していくかどうかであるとの指摘があった。

一方で、別の委員からは、いわゆる流動性相場が、実体経済と関係なく「金融のプロ」の世界で形成されるものであるとすると、長期金利の低下が行き過

ぎて、後にその反動で大きく跳ね上がってしまう可能性もあるのではないかと
の懸念が示された。

もっとも、さらに別の委員からは、金融緩和を受けて、実体経済が好転する
前に株価の上昇と長期金利の低下が生じるのは、ごく普通の現象であり、将来
景気の回復が視野に入ってきたところで長期金利が上昇するのであれば、全く
問題ないとの指摘があった。他の複数の委員からも、流動性が潤沢なもとで、
長期金利も含めて各種の金利が低下することは、2月に一段の金融緩和策を
採った日本銀行の意図と整合的であるし、景気回復を促すために必要な条件で
もあるという趣旨の発言があり、この認識は多くの委員の間で共有された。

株価については、民間経済の動向が依然として弱いにもかかわらず、総じて
堅調な展開を示していることに関し、ある委員から、構造問題や不良債権問題
等の「負の遺産」がなお残存している事実よりも、それらが今後変化していく
可能性に着目した動きとの解釈が示された。そのうえで、その委員は、現在株
価に現れているような先をみた動きが実物投資の担い手にも及んでいくことを
期待したいが、一方で企業の収益力にさしたる改善がみられない場合に株価の
方が失望して反落するリスクも否定できないとして、これらの動向をなお慎重
にみていく必要がある旨を強調した。

別の委員も、本年初からの株価の上昇は時価総額を80兆円程度も押し上げる
要因になっているとの見方を述べたうえで、その資産効果が企業経営の安心感
や、ひいては設備投資の増加につながる可能性がある反面、5月下旬からの決
算発表をきっかけに株価が調整に向かう可能性にも注意が必要との見解を示し
た。

金融機関貸出については、多くの委員から、金融システム安定化の枠組みが
整ったことなどを背景に、一頃に比べれば、金融機関が信用リスクに対してあ
る程度前向きに取り組んでいく兆しがみられ、企業金融を取り巻く環境は大き
く変わってきた旨の指摘があった。もっとも、金融機関のリスクテイクの程度
は、依然として、それだけで実体経済へと好影響を及ぼしうるほど強力なもの
とは言えず、貸出が実際に増加していくためには、企業等の資金需要が増加す
ることが不可欠というのが、大方の委員の受け止め方であった。

この点について、ある委員からは、公的資本の投入や、ゼロ金利政策および
その継続の表明が貸出供給サイドの制約を和らげていることは間違いないが、
一方で金融機関は収益力の向上を通じる経営の健全化を目指しているため、融
資姿勢は基本的には慎重であるとの指摘があった。すなわち、その委員は、80
年代までの金融緩和期においては金融機関が低利攻勢を含めて積極的な資金需
要の開拓を行っていたことを考えると 当時は当時で行き過ぎがあったが、

現在の金融機関に十分な金融仲介機能が備わっているとは言い難いとの認識を示し、金融面から設備投資が刺激されるためには、金融機関の機能をさらに強化するか、金融機関以外の資金仲介ルートを充実させるか、のいずれかが必要なのではないかとの考えを述べた。

また、別の委員は、公的資本が投入された銀行は、資本を返すためにまずは収益力の強化を追求せざるを得ないため、供給側を起点として金融機関貸出が増加していく可能性は低いとの見解を示した。

もうひとりの委員からは、最近における金融機関の融資姿勢の変化は、金融機関貸出が増加していくための必要条件に過ぎず、相応の信用力を有する企業の資金需要が増加するかどうかのポイントとの意見が述べられた。

一方、別のある委員は、資金需要が乏しい以上、金融機関の貸出は伸びにくいという他の委員と同趣旨の発言を行いつつも、大手銀行の融資姿勢は十分に積極的になってきていて、業況が悪化した低格付けの大企業に向けて貸出態度を前傾化しているケースもみられることなどを指摘し、貸出市場の動向は十分なモニターを要するとの見解を述べた。

これらの議論を踏まえ、ある委員は、金融機関が積極的なリスクテイクを行うところまでには達していないとの見方と同時に、マーシャルのkなどからみて実体経済に比べて量的金融指標の拡大テンポが速いのではないかとの見解を示し、金融仲介機能の不足と行き過ぎの両サイドに目配りが必要であることを示唆する発言を行った。

なお、昨年秋以降の金融機関貸出を支えてきた要因のひとつと考えられる特別信用保証制度については、現状では同制度によって持ちこたえている中小企業も少なくないため、そうした支えが働かなくなったときに倒産が増加するリスクを念頭に置いておくべき旨、複数の委員から指摘があった。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、当面は小康状態を続ける可能性が高いが、中期的な構造調整圧力が残存していることもあって、民間需要を中心とする景気回復の展望は依然として不明確であり、公共投資が減衰すると見込まれる本年度下期以降、景気が再び下降するリスクも否定できない、という点で委員の判断は概ね一致した。

以上の議論をやや詳しくみると、まず、現在、経済に小康状態をもたらしている公共投資や住宅投資といった政策関連需要の増加の効果は、このままでは年度下期には剥落していくのではないかとの認識で、委員は基本的に一致していた。

公共投資の今後について、ある委員から、政府が表明した予算執行方針や、これまでの前払い保証金の出方、契約から工事までのタイムラグ等を踏まえて試算すると、工事ベースでは本年一杯高水準を維持するが、2000年1～3月からは落ちる可能性が高いとの見通しが述べられた。この点について、別の委員からは、公共投資が落ち始めるタイミングはGDPベースで本年7～9月ではないか、というより厳しい見方が示された。また、その委員からは、地方単独事業の計画達成率（＝地方財政計画に対する決算の比率）が90年代初頭をピークに大幅に低下していることについても、地方財政の悪化を窺わせる懸念要因として言及があった。いずれにしても、年度下期の公共投資が、上期に比べて減少するとの点については、どの委員も同意見であった。

したがって問題は、本年度下期に向けて、個人消費や設備投資といった民間需要が、どの程度高まりうるかという点にあった。ただ、結局どの委員も、企業収益や雇用・所得の状況を踏まえると、前回会合までと同様、現時点では、民間需要の先行きについて慎重にみざるをえないとの立場を崩さなかった。

ある委員は、今後も雇用・所得環境はさらに悪化していく可能性が高いことを踏まえると、仮に民間需要の回復に期待をかけるとしても、個人消費を起点とする景気回復の姿は想定し難く、企業サイドの動きに期待せざるを得ないのではないかとの見方を述べた。別の委員は、各種の景気指標を合成した景気先行指標は、8か月程度先のところで景気に動意が現れてくることを示唆しているようにも読めるが、このところの動きがきわめて不安定であることからみて、確たる情報は読みとりにくいとの見解を示した。

民間需要の回復が展望できる情勢になっていない背景として、多くの委員が、構造問題ないしは中期的な調整圧力の残存に言及した。

この点で、ある委員は、企業の低収益力や過剰資本ストックに着目した議論を展開した。すなわち、その委員は、減価償却費や人件費がそれなりに抑制されているにもかかわらず、売上高の不振等を背景に企業の損益分岐点比率は悪化を続けている、資本係数（＝資本ストックのGDPに対する比率）が中期トレンドから大幅に上振れ、また稼働率が93年のボトムを割り込んでいることなどからみて、資本ストックの調整圧力はまだ相当に大きい、といった点を指摘した。そのうえで、その委員は、企業部門のこうした厳しい状況からみて、設備投資の抑制が長引く恐れもあり、その場合には、資本財の出荷低迷から再び在庫調整全体の進捗が遅れるリスクも念頭においておく必要があるとの見方を示した。

別の委員からは、思い切った産業構造の転換が進められていかない限り、仮に今後設備投資が回復する場合でも、製造業の投資はすべて海外生産拠点の拡

充に向かい、国内では産業の空洞化が長引くことになりかねないとの懸念が示された。

もうひとりの委員は、米国との比較を示しつつ、わが国の非製造業の賃金が製造業のそれに対して高過ぎるとの見方を示し、日本経済の発展のためには、非製造業の生産性を向上させるか、製造業・非製造業の賃金格差を是正することが必要との意見を述べた。

さらに別の委員からは、企業が雇用、設備、債務、という3つの過剰を抱えている一方、ディスクロージャーの強化やROE重視への圧力が高まってきていることを踏まえると、今後数年にわたり、潜在的にはデフレ圧力がかかり続けるとみるべきとの見解が示された。

こうしたリストラ圧力が雇用に及ぼす影響に関連して、ある委員から、失業者の失業期間がこのところ長期化していることに懸念が示された。また、別の委員から、90年代の米国では雇用の産業間シェアが大きく変わったことと、そのなかで医療・健康関連産業の雇用吸収力が最も大きかったことについての解説があった。そのうえで、その委員は、日本では、余剰労働力を吸収する新規産業のひとつとして、例えば介護サービスの分野が期待されること、したがって、来年予定されている介護保険制度の開始に向けて、同分野による円滑な雇用吸収を促す制度的な枠組みがきちんと構築されるかどうかとくに注目されること、を指摘した。

以上のように、構造調整圧力が景気の先行きに与える影響については、厳しい見方が相次いで示されたが、なかには、構造改革に対して株式市場等がポジティブな反応を示せば、その分デフレ圧力が和らぐと考えられるため、そうしたチャンネルにうまく作用するような現実的かつ実効のある具体策を、早期に打ち出すことが重要との指摘を行う委員もいた。

なお、本年度下期以降の景気を展望するうえで、外部環境等の留意点についても、いくつかの意見があった。ある委員は、本年度下期以降に景気が再び悪化するリスクは否定できないとしても、少なくとも金融資本市場の状態が昨年とは様変わりになってきている事実は、十分に評価してよいのではないかとの見解を述べた。

さらに、その委員は、本年度下期以降の景気動向は、米国やアジアなど海外の環境に依存する面も大きいとの見方を示した。

米国について、別の委員からは、仮に米国経済そのものが良好な状態を維持しても、貿易摩擦問題が少なくとも潜在的には横たわっていることから、わが国の米国向け輸出はあまり期待できないとの指摘があった。もうひとりの委員からは、米国の株価（S & P 500種）が90年のボトムから最近までに4.4倍程度上昇しており、これは1921年から1929年までの上昇率（4.85倍）に近づいてい

るとの発言があった。

一方、アジア経済の関連では、ある委員から、アジア諸国の実体経済に回復の動きが出始めていることは事実であるが、金融セクターは依然として脆弱である点に注意すべきとの発言があった。もうひとりの委員からも、底入れしつつある東アジア経済が順調に回復していくかどうか、また現在好調な米国経済がこのままインフレなき高成長を持続していくかどうかについて、楽観はできないとの見方が示された。

物価動向については、当面、低下幅が拡大していく可能性は小さいが、本年度下期以降に景気が再び悪化する可能性が否定できない以上、デフレ懸念も引き続き払拭できないという点で、各委員の認識は基本的に共通であった。

このように、物価の先行きについては、あくまでもデフレ方向のリスクに注意すべきというのが基本認識であったが、そのうえで、物価上昇方向の要因についても、ある程度念頭に置いておくべき状況になりつつあるのではないかとの見方も存在した。すなわち、ある委員は、米国の消費者物価指数が4月単月とはいえかなり上昇したことに言及しつつ、それが日米金利差の拡大 円安 輸入物価の上昇、というかたちでわが国に波及してくる可能性に注意を促した。また、別の委員からは、これまで対立関係にあったOPEC主要国間の関係が修復されつつあることなどからみて、今回の産油国協調減産は効果を挙げる可能性が高く、原油価格は夏場にかけてかなり上昇するのではないかとの懸念が示された。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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。

金融経済情勢に関する多くの委員の認識をあらためて整理すると、公共投資や住宅投資等が支えとなって、足許の景気は下げ止まっている、これまでの金融緩和政策の効果は金融資本市場には十分浸透している、しかし民間経済の動きが引き続き弱いことや、日本経済になお残存する中長期的な調整圧力を踏まえると、景気回復の展望は依然として不明確なままである、したがって公共投資が減衰する今年度下期以降については、景気が再び悪化するリスクも否定できず、その意味でデフレ懸念は払拭されていない、といったものであった。

このような情勢判断のもとでは、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情

勢になるまで現在の政策を継続する」という考え方にしたがって、現在の思い切った金融緩和スタンスを続けることとするのが自然な結論、という意見が委員の大勢を占めた。

具体的にみると、ある委員からは、これまでの金融緩和がすでに企業収益や物価面に対してある程度の下支えとして働いている可能性はあるが、そこから一歩進んで有効需要そのものに効果が及んでいくかどうかについては、今後の展開を十分に注目していく必要があるとの指摘があった。

別の委員からも、ゼロ金利政策の効果が金融資本市場に浸透して安心感が出てきている一方、当面は経済の回復基盤を整えていくことが引き続き重要であることを踏まえると、日本銀行は現在の政策を「動かさない」ことが重要であり、そのことが日本銀行に対する信頼を確保することにつながる局面ではないかとの見解が示された。

こうした議論の過程で、現在のゼロ金利政策が、金融機関などに行き過ぎたリスクテイクをもたらしつつある惧れはないかという観点からも、いくつかの発言があった。

ある委員は、各種のリスク・プレミアムが低下してきたことは、基本的には歓迎すべきこととの立場をとりつつも、信用リスクや価格変動リスクに対する投資家や金融機関のディシプリンが過度に低下してきていないかどうか、今後の金融政策運営上、留意すべきとの見解を示した。

別の委員からも、2月12日に一段の金融緩和措置を採った後、最近までの長短金利の低下は、自分の予想を上回る大幅なものであったこと、そうしたもとの正常なリスク感覚が若干麻痺するというような、金融緩和のいわば副作用とでも呼ぶべき現象が生じていることは否定できないとの発言があった。もっとも、この委員は、マクロ経済の現状や先行きを考えると、たとえリスクテイクに何がしかの行き過ぎが生じている可能性があるとしても、現在の金融緩和スタンスを維持していくほかはないとの立場を明確にした。

もうひとりの委員も、現在やや行き過ぎとみなしうるような市場の反応には、年度末明けに伴う季節的な大幅資金余剰が影響している可能性があるうえ、そもそもマクロ経済が漸く下げ止まったばかりで、先行きのデフレ懸念がなお残っていることを考えると、現在はこれまでの思い切った金融緩和スタンスを続ける以外にないと発言した。別のある委員も、もし金融市場に緩和効果が強く出過ぎているという立場に立つのであれば、オーバーナイト・レートの水準を若干上振れさせることなどによって、市場の動きを牽制するという選択も理論的にはあるかもしれないが、本当にそうした市場の牽制を行うと、現在行き渡っている市場の安心感や日本銀行に対する信頼感を根本から覆すリスクがあるこ

とを指摘し、そうした手段を用いることには慎重であるべきとの考えを示した。
また、オーバーナイト・レートを若干上振れさせる可能性を考えること自体不適当であり、むしろ一段と金融緩和を進めるべきとの意見も出された。

他方、やや先行きの政策環境もある程度念頭に置きつつ、一段の金融緩和の必要性や余地についてどう考えるかに関しても議論が行われた。この点については、金融政策面でできることは既に行っているというのが多くの委員の認識であった。

すなわち、ある委員からは、まず、「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政策を続ける」というスタンスの表明もあって、ターム物金利がこれ以上低下余地がないと言っている水準にまで既に低下しているとの認識が述べられ、そうした状況を踏まえると、これからは、中央銀行として常識的には採用し難いような極端なアクション以外に、何らかの実効性のある措置は考えにくいとの見解が示された。

また、別の委員からも、金融財政政策はほぼ最大限の措置を採ってきているほか、金融システムの立て直し策も動き始めていることを踏まえると、これから日本経済に必要な処方箋は、企業経営および財政支出面の構造改革を進めていくことであるとの見方が述べられた。

もうひとりの委員からも、リスク・プレミアムが大きく低下するなど、緩和感が十分に浸透しつつある現在の金融情勢を踏まえると、金融の緩和がまだ足りないというような批判は的外れであるとの主張がなされた。量的な指標に目標値を設けることなどを通じて、期待インフレ率に働きかけていくという一部の経済学者等からの提案について、その委員は、期待成長率の上昇が実現できてはじめて、それと整合的なインフレ率に対する期待が生まれてくるはずのものであって、立論の順序が逆であるとの議論を展開した。そうした期待成長率を高めるための施策として、その委員からは、新規需要の掘り起こしなど企業のリスクテイクを阻害しないような税制を整備することや、将来に対する家計の不安を和らげるよう年金・雇用制度等の改善を図ること、といった供給サイドの改善策が挙げられた。

さらに、同じ委員からは、物価はグローバルな現象であるため、米国やアジアにおける最近の景気・物価情勢は、わが国のデフレ懸念を和らげる方向に作用するものであり、その面からも追加的な金融緩和の必要性は後退しているとの見解が示された。また、内外価格差の是正から生じる物価下落は構造改革と表裏一体の望ましい現象であって、デフレとは区別して考える必要があることも述べられた。

こうした一連の議論を総括するかたちで、ある委員から、現在の金融政策運営において重要なポイントは、できることはすべて行っていること、

それ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つもりであること、 財政規律を失わせて将来に禍根を残すような政策をとるつもりはないこと、 構造改革の進展が期待されること、 といった諸点であり、 そのことをきちんと対外的に説明していくことが必要との見解が述べられた。

以上の討議の結果、当面の金融政策運営方針については、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

もっとも、ある委員は、ゼロ金利政策は副作用が大きいと、長期にわたり継続すべきではなく、金融市場が落ち着いている現時点を捉えて金利を引き上げるべきとの立場をとった。その委員は、現在のゼロ金利政策の弊害として、生命保険会社等の機関投資家が運用難に陥っており、そうしたもとの利回りを確保するために過度なリスクテイクが生じかねない、 せっかく F B を公募入札制としたが、これほどの低金利では外国人投資家にとって魅力がなく、当初期待していた「円の国際化」が進まない、 などといった点を挙げた。そのうえで、その委員は、こうした異常な金利水準を長く続けると、現在は良い面が出ていても、次第に副作用の方が大きくなる可能性が高いとして、オーバーナイト・レートを2月12日の金融緩和措置以前の水準 平均的にみて0.25%前後 まで引き上げるべきとの主張を行った。

この主張に対して、ひとりの委員から、金融市場がネガティブに反応して实体经济に悪影響が及ぶ可能性をどう考えているのかとの疑問が投げかけられた。このため、金利引き上げを主張した委員は、 3月末の公的資本の投入等によって金融システムの状況が2月12日以前とは異なってきていること、 マーシャルの $k (= M2 + CD \text{ の対名目 GDP 比率})$ の上昇テンポがバブル期を上回っていることからみて現状が「ミニバブル」である可能性さえ否定できないこと、 などを挙げて、そうした疑問に反論した。

逆に、別のある委員は、現在の金融緩和では不十分であり、超過準備を毎月5,000億円ずつ増額していくことなどを通じて、本格的な量的緩和策を採るべきと主張した。理由として、その委員からは、 日本経済が大きな転換期にあることなどを踏まえると、景気は本年度下期以降失速すると考えられ、この点について他の委員よりも厳しくみていること、 市場には追加的な金融緩和策に対する期待が存在しており、そうした期待を打ち消さずに金融緩和のモメンタムを維持していく必要があること、 米国の株価が反落した場合わが国への影響が大きいと、 そうなる前になるべく早くから金融緩和で対応しておくのが望ましいこと、 名目金利の引き下げが限界に達している一方、マネタリーベースの伸び率が昨年よりも低いと、 量の拡大を通じて株価や為替相場、期待インフレ率などに働きかけていくのが適当であること、 といった諸点が挙げられ

た。

これについて、ある委員から、オペの応札金利がきわめて低くなり、かつ応札額も減少してきているとの執行部説明を踏まえると、差し当たり今積み期間の超過準備を5,000億円増加させるだけでも技術的に困難であり、目標値を達成できなかった場合に日本銀行のクレディビリティが問われるのではないかと疑問が呈された。これに対して、量的緩和を主張した委員からは、オペの担保が市中に20兆円程度存在しているとみられることなどを勘案すると、超過準備を供給していくことは十分に可能との説明があった。

．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からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気は、民間需要が低調なため、依然として厳しい状況にある。しかし、公共投資が堅調な動きとなっていることや、信用保証制度の拡充、金融システム安定化策の進展など、各種政策効果の下支えによって、景気は下げ止まりつつある。
- こうした状況のもと、本日の閣議において、産業競争力の強化策と雇用対策について、6月中旬を目途に、産業構造転換・雇用対策本部において取りまとめるよう、総理大臣より指示があったところである。
また、先週末のAPEC蔵相会議には宮澤大蔵大臣が出席し、同会議に際して行われた宮澤大蔵大臣とサマーズ米財務副長官との会談においては、大蔵大臣より、日本の経済や金融制度の強化、および構造改革に取り組んでいく旨を説明した。

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。

- 景気は、民間需要が非常に低調なため、依然として厳しい状況にあるが、各種の政策効果に下支えされ、下げ止まりつつある。雇用対策、産業競争力の強化策については、6月中旬までにまとめる予定である。
- 日本銀行におかれては、現在の金融政策の効果を十分見きわめるとともに、自律的な景気回復が明らかになるまで、適切な金融調節の手法によって潤沢な資金供給を行い、引き続き日本経済の回復に資するような金融政策の運営をお願いしたい。

- なお、ゴールデン・ウィーク期間中に、経済企画庁長官が2月12日の金融政策決定会合の決定（金融市場調節方針の変更）について若干の発言を行ったことに関して、一部に誤解を生じかねない報道がみられたが、経済企画庁長官としての正式の日銀の金融政策運営に関する意見はその（2月12日）決定会合で述べたとおりであり、その旨を、その後の公式の会見でも説明したところである。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、足許、景気は下げ止まっているが、民間経済の弱さなどからみて引き続き回復の展望は不明確であり、本年度下期以降に景気が再び下降する可能性も否定できない、したがって、先行きのデフレ懸念が払拭されるには至っていない、金融資本市場に関する限り、金融緩和の効果は十分に行き渡っており、現在はその実体経済への波及を見守る段階にある、金融緩和のもとで金融機関などに行き過ぎたりスクテイクが生じている可能性を示唆する現象もないわけではないが、上記のような経済・物価情勢を踏まえると、現在は金融面から最大限に経済を支えていくことが最も重要である、というものであった。

こうした認識を背景に、引き続き、市場機能の維持に配意しながら、これまでの金融市場調節方針を継続することが適当との意見が委員の大勢を占めた。

ただし、ある委員からは、金利を引き上げることが適当との考えが示された。もうひとりの委員からは、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、以下の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、2月12日の金融緩和措置以前に戻すこと、すなわち、「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。」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）。

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月平均の対前年同期比：0.5～2%）を企図して、超過準備額を今積み期間（5月16日～6月15日）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)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とりとめるかたちで、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

篠塚委員は、ゼロ金利というのはきわめて異常な事態であり、できるだけ早く正常に戻すべきであること、「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」ということでゼロ金利が長引いてしまうと、家計資産の劣化が一段と進むこと、現在の金融緩和が実体経済を回復させるプロセスが明らかではないこと、経済政策を巡る

日米関係を含め、情勢が比較的落ち着いている現在が、金利引き上げの好機であること、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、経済が失速する見込みが濃厚であるため、金融政策の効果浸透のラグも考え併せると、なるべく早目に一層の金融緩和を行うべきであること、金融政策が限界に達したというイメージを人々に与えることは危険であるので、名目金利の低下余地が存在しない以上、量的緩和に踏み込んでいくべきであること、マネタリーベースの伸びが不十分なこと、米国株価の下落に備えておくのが望ましいこと、といった理由を挙げて、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5月20日に公表することとされた。

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

(99 年 6 月 14 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 6 月 14 日 (9:00 ~ 12:02、12:52 ~ 15:04)

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 ~ 12:02)

経済企画庁 河出英治 調整局長 (9:00 ~ 15:04)

(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
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

(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 ~ 9:36)
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳
金融市場局調査役	岩崎 淳 (9:00 ~ 9:12)

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（4月22日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、6月17日に公表することとされた。

レポオペ対象先の選定基準改正等に関する執行部提案および採決

（1）執行部提案の内容

執行部より、レポオペ（金銭を担保とする国債の借入）対象先の第2回目の公募を機に、対象先の選定基準等につき、概要以下のような改正を行い、これを対外公表する旨、提案がなされた。

- 本年9月以降、レポオペ、CPオペ、社債等担保手形オペの入札に関する連絡（オファー、応札、落札結果通知）を日銀ネットを利用して行い得ることとするため、これらのオペ対象先の選定基準として、従来の要件に、「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」を追加する。

（2）採決

採決の結果、執行部提案が全員一致で承認され、即日公表されることとなった。

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（5月18日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この間、積み上幅²を1兆円～1兆1千億円とす

¹ 「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。」

² 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であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

る調節を実施し、オーバーナイト・レートは、連日0.03%と、仲介手数料を勘案すると事実上ゼロ%の水準で、極めて落ち着いて推移した。

なお、6月4日には、日本銀行の買入手形オペオファー額2千億円に対する落札がゼロとなったほか、同7日には、短期国債買いオペオファー額2千億円に対して落札額がこれを約740億円下回り、いわゆる「札割れ」が生じた。もっとも、これらはオーバーナイト金利をはじめ、市場の地合いには全く影響を与えなかった。

一方、6月10日に公表された本年1～3月期の国内総生産（GDP）速報値が市場の予想を上回ったことなどから、日本銀行によるゼロ金利政策が近いうちに転換される可能性もあるとの思惑が市場に生じ、6か月物や1年物といったやや長めのターム物金利が幾分反発をみている。

前回会合以降の市場の動きの中では、次の3点が注目される。

第1に、金先レートなどをみると、特に99年末越えの金利の上昇が目立っている。これは、ゼロ金利政策変更についての思惑の台頭のほか、2000年問題のリスクに対する懸念の強まりが要因となっているように窺われる。

第2に、コール市場の残高をみると、5月にはいったん下げ止まる局面もみられたが、これが6月に入って再び減少している。ただし、これまでのところ、資金決済などには格別の支障は生じていない。

第3に、都銀の準備預金残高が、積み期間を通じて安定してきている。都銀では、2月、3月の積み期間においては、積み期間の前半にかなり多めに準備預金を積み、その分、後半には準備預金を少なくして調整するといった行動が顕著にみられた。しかし、4月、5月の積み期間においては、日本銀行が先行きも潤沢に資金を供給するであろうとの安心感のもとで、準備預金を前倒して積むという行動をとらなくなっている。

当面の調節上の留意点としては、以下の2点が挙げられる。

第1は、足許で上昇しているターム物金利が、今後、どういう推移を辿るかという点である。景気に対する市場の見方に行き過ぎがあるのであれば、ターム物金利は再び低下することが予想される。一方、金融機関が2000年問題を意識して年末越えの資金確保を積極化していけば、これは、ターム物金利の押し上げ要因となり得る。

第2は、日本銀行のオペに対する応札動向である。6月上旬には、応札ゼロないし札割れという事態が生じたが、1～3月期GDPの公表を受けてターム物金利が上昇に転じた後は、オペに対する応札も、再びやや活発になっているように窺われる。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対米ドル相場は、6月上旬まで、121円台を中心にもみ合う展開が続いたが、その後は、日本の景気動向に関する楽観的な見方が台頭し、やや円高方向の動きが進んだ。特に、1～3月期のGDP公表を契機に、日本の景気回復期待が台頭したことから、一時117円台まで円高の動きが進んだ。その後、介入報道をきっかけに、円高の動きにはひとまず歯止めがかかっている。

この間、ユーロの対米ドル相場をみると、6月7日に最安値をつけた後、ユーゴスラビア問題の進展から、反発に転じている。また、アジア通貨も、アジア経済全般の回復傾向を受けて、総じて強含んでいる。この結果、最近では米ドルは他通貨に対して総じて弱含んでいる。

(2) 海外金融経済情勢

海外経済については、以下の2点が注目される。

まず第1に、米国金融市場では、株安、債券安の状況となっている。

米国連銀は、5月18日の連邦公開市場委員会(FOMC)において、先行きの金融政策を引き締めバイアス方向に変更した。その後公表された経済指標も、総じて内需の強さを裏付けるものとなっている。このため、長期金利がじりじりと上昇しているほか、フェデラル・ファンド金利先物も上昇するなど、金融引き締め予想が強まっている。株式市場では、NYダウは6月8日以後4日連続で下落している。

第2に、NIE S諸国およびASEAN諸国の景気回復傾向が明確になってきており、市場にも楽観的な見方が広がりつつある。

アジア諸国の株価をみると、年初来総じて2割以上(韓国では5割程度)上昇し、97年7月の通貨危機発生前の概ね9割程度まで回復してきている。これには、企業収益が回復傾向にあるほか、為替の安定や金利低下といった金融環境の好転のもとで、海外資本が再び流入していることが寄与していると考えられる。一方、中国については、個人消費の落ち込みや国際収支の悪化が伝えられており、預金金利の引き下げなどの政策措置も採られている。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要の動向をみると、純輸出は輸入の増加から足許やや弱含みとなって

いる。設備投資は、年明け後やや持ち直したが、基調としてはなお減少を続けている。個人消費も一進一退の動きとなっている。一方、公共投資が増加を続けているほか、住宅投資も持ち直している。こうした最終需要の動向や在庫調整の進捗などを背景に、生産は下げ止まり、概ね横這いで推移している。

このように、足許の景気は下げ止まっている。

先行きについては、当面、公共投資の工事進捗や住宅投資の持ち直しが続くほか、輸出も夏頃には幾分上向くものとみられる。設備投資についても、目先は年明け後に集中したとみられる中小企業の更新投資が一巡すると見込まれるが、足許の先行指標の動きからみると、その先の減少テンポは、夏場にかけていったん緩やかになる可能性が高いように窺われる。この間、個人消費については、引き続き一進一退で推移するものとみられる。こうした需要動向の下で、景気はしばらくの間、小康状態を維持していく可能性が高い。

ただ、企業の経営計画等をみる限り、リストラに伴う設備投資の抑制スタンスに変わりはなく、設備投資の年間の姿についてはなお慎重にみておく必要がある。また、輸出がこの先幾分回復するとしても、その持続性については不確実性がある。さらに、夏季賞与が昨年をかなり下回る見込みにあり、これがマインド面や所得面から個人消費に水を差す可能性も残っている。したがって、民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性は、なお高くないと考えられる。

物価面をみると、国内卸売物価は、原油等の輸入物価の上昇を反映して、下落テンポが鈍化している。他方、企業向けサービス価格は下落を続けており、消費者物価も、引き続き弱含みで推移している。

先行きについては、原油価格上昇や国内景気の下げ止まりを背景に、当面は物価全体の下落テンポが緩む展開が予想される。こうした中で、消費者物価の軟化テンポも一段と緩やかなものとなる公算が高く、いったんは横這う可能性も否定できない。

しかし、やや中期的にみると、民間需要が自律回復することによって大幅な需給ギャップが縮小に転じる展望が開けない限り、物価全体の下落圧力は残存するものと考えられる。

(2) 金融情勢

金融市場では、オーバーナイト金利がゼロ%近傍での推移を続けており、金融機関の流動性確保に対する安心感は一段と浸透している。ターム物金利は、日本銀行による現在の金融緩和政策がしばらく続くとの見方のもとで、前回来

合時以降、一段と低下している。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（クレジット・スプレッド）も縮小してきており、市場参加者の信用リスクテイク姿勢は、徐々に前向きになってきている。

長期国債流通利回りは、補正予算論議やそれに伴う国債の需給悪化懸念の台頭をきっかけに、5月下旬以降上昇に転じ、最近では1.6～1.7%程度での推移となっている。この間、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、本年1～3月期GDPの公表を受け、1万7千円台に上昇した。

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態度を維持している。ただ、民間銀行自身の資金調達面や自己資本面からの制約は緩和されてきている。こうしたもとで、大手行などは、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になっており、民間銀行貸出（特殊要因調整後）は、4月まで前年比マイナス幅を縮小したあと、5月は再びマイナス幅を拡大するなど、一進一退の動きとなっている。

この間、マネーサプライ（M2+C D）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。

・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、「下げ止まっているが、回復へのはっきりした動きはみられていない」という執行部と同様の見方で、委員の判断は概ね一致した。

まず、「下げ止まり」との判断の背景として、多くの委員が、公共投資について高水準で工事が進捗しているほか、住宅投資が持ち直しており、こうした需要動向のもとで、生産が下げ止まっていることを指摘した。

さらに、多くの委員が、本年1～3月期のGDP速報が高い伸びとなり、このなかで、個人消費や設備投資が前期比で増加したこと、個人消費関連の

経済指標の中には、パソコン販売など好調なものもみられていること、東アジア経済の回復の動きが明確になってきていること、を指摘した。

ある委員は、最近みられる景気面での明るい兆しについて、やや詳しく言及した。すなわち、その委員は、普通トラックの販売回復などを受け、4月以降の自動車の生産計画に上方修正の動きがみられること、土木建設機械や冷凍機、事務機器などの生産が足許増加傾向にあること、アジア経済の回復傾向を受けて内外素材市況が回復しつつあり、素材メーカーの収益回復の環境が、価格面から整いつつあること、を指摘した。そのうえで、この委員は、産業界では「景気に潮目の変化が生じつつある」との期待感が、幾分強くなっているように窺われると発言した。ただし、別のある委員は、昨年同時期にも、一部産業界から景気底入れについて楽観的な見方が聞かれたことがあったが、現実にはこれは実現しなかったと言及し、こうした産業界の見方は慎重に受け止めておくべきとの見解を示した。

また、現状では、「回復へのはっきりした動きはみられていない」という点でも、各委員の見解はほぼ一致した。こうした判断の理由として、各委員は、現在の景気は、依然として公共投資や住宅投資といった政策関連需要に支えられている面が強いこと、個人消費や設備投資については、回復を示す明確な材料は得られていないこと、を一様に指摘した。

すなわち、まず1～3月期に設備投資が増加した理由については、何人かの委員が、これまで先延ばしされていた中小企業の更新投資が、資金繰り懸念の緩和を機に集中して実行されたという、一時的な要因の可能性を指摘した。そのうえで、足許の民間資金需要の低迷などからみて、設備投資全体としては、引き続き減少基調を辿っているとみられるというのが、委員の概ね一致した見方であった。

また、個人消費についても、一部に明るい指標がみられているとはいえ、基本的には一進一退の域を出ないとの見方が、委員の大勢を占めた。

高い成長率となった1～3月期のGDPについても、景気の下げ止まりを示す証左の一つではあるが、これだけをもって、民間需要の自律的な回復を展望できる情勢になったとは判断できないというのが、委員の意見の大勢であった。そして、ある委員から、実体経済の判断は、財政出動の動き、金融政策の実体経済への波及等、4～6月の動きをよく見て、7～9月に行うべきであるとの発言があった。

なお、別の一人の委員は、景気は底這いの中で振れの大きい不安定な状況とみるべきであると述べたうえで、1～3月期GDPの高い伸びは、公共投資の拡大や住宅減税、特別信用保証制度等の政策効果に大きく依存したもので、これらはいずれ剥落するとの見方を示した。

(2) 金融情勢

金融面では、多くの委員が、日本銀行によるゼロ金利政策の効果が一段と浸透していると評価した。すなわち、金融機関の流動性確保に対する懸念が大きく後退していること、銀行や投資家のリスクテイク姿勢にも前向きな変化がみられていること、企業金融の逼迫感も和らいでいること、などが指摘され、金融面から実体経済への好影響が及ぶための条件は整ってきているとの見方が多く示された。

最近における長期金利の上昇について、ある委員は、その水準は年初に比べれば相当低いところにあり、これまでのところは、5月まで大きく低下したあとの巻き戻しの面が強いとの見解を述べた。一方、別の委員は、足許の上昇は、基本的には1～3月期GDPの公表などを受けた景気回復期待を反映したものと思われるが、今後は、補正予算を巡る思惑や、これを受けた国債の需給悪化懸念が金利上昇要因として働くリスクがあると発言した。

堅調に推移している株価については、複数の委員が、消費マインドの下支えやビジネスコンフィデンスの改善に寄与していると指摘した。ただ、そのうえで、ある委員は、株価の回復は、先行きの企業収益の改善を先取りしている面があり、企業収益の帰趨や米国株価の動向など不透明な要因が残っているため、株価の先行きは見通し難いとコメントした。

金融機関貸出については、多くの委員が、金融緩和が一段と浸透するもとの、金融機関のリスクテイクの姿勢も、徐々に前向きに変化しつつあるとの見解を示した。もっとも、ある委員は、まだ、不良債権の処理という問題が残っているために、銀行の信用仲介機能は本来あるべき姿にまで戻っているとはいえないと発言した。いずれにせよ、資金需要が盛り上がりを欠く中では、こうした銀行の融資姿勢の変化だけでは、銀行貸出が増加に転じていくことは難しいというのが、多くの委員の見方であった。

(3) 景気の先行き

景気の先行きについては、当面は小康状態を続ける可能性が高いが、民間需要の回復の展望は依然として不明確であり、公共投資の減衰が見込まれる本年度下期以降、景気が再び下降するリスクは残っているという点で、委員の見解は概ね一致した。次いで、委員の議論は、民間需要の自律的回復の中心となるべき設備投資と個人消費の今後の動向、および、これを巡るリスク・ファクターに集中した。

まず、複数の委員は、経済が構造問題を抱え、97年秋以降の負の循環もまだ一部継続しており、さらに、企業のリストラの動きが短期的には経済にデフレ・インパクトをもたらし得ると指摘した。

これに関連して別の委員は、従来であれば、政策関連需要などの増加は経済の前向きの循環に結びついてきたが、現在は、金融機関や企業の不良資産問題などが前向きの循環を起こりにくくしていると指摘した。この委員は、経済の自律的な回復のためには、やはり、不良資産の処理など構造的な課題の解決を着実に進めていくことが重要であるとした。

次いで、設備投資や個人消費の今後の回復力を点検していくうえでの着目点について議論が行われた。

まず、設備投資に関し、ある委員は、1～3月の設備投資の増加について、流動性制約の緩和に実物投資がそれなりに反応したことは注目されると発言した。こうした認識のもとで、この委員は、先行きの景気を占う上での一つのポイントとして、金融機関の融資スタンス 特に中小企業向けの融資スタンスに、どのような変化が出てくるか、という点を挙げた。

また、別の委員も、非製造業中小企業の設備投資は、過去において設備投資全体の回復の先導役になってきたこと、金融環境の変化に対する感応度が比較的高いとみられること、などから、その動向が注目されるとの見解を示した。

また、別の委員は、企業収益を巡る環境の変化について言及した。すなわち、この委員は、昨年までは、企業のリストラの動きは、景気に対してもっぱらマイナス方向に作用してきたが、最近、製造業大企業では、売上げの減少が止まったことから、リストラを通じたコストの削減が、収益の増加というプラスの方向で働き始めていると指摘した。そのうえで、今後は、こうしたプラス方向の力が、中小企業や非製造業にも広がっていくのかどうか注目したいとコメントした。

さらに、複数の委員から、雇用者所得が減少しているなかで、個人消費が大きく落ち込んでいないことは、消費性向の上昇を意味しているのではないかとの指摘があった。金融システム不安の後退や株価の回復が消費者マインドを支えている可能性があり、こうした金融環境の改善と消費性向の関係も、今後の重要な着目点になるとの見解であった。

そのうえで、今後想定しうる景気回復パスに関し、企業・家計の所得分配についての議論が行われた。

まず、ある委員から、今後、企業部門と家計部門の所得が微妙な均衡を保つ

ていくとすると、どうしても回復感の乏しい展開になるとの問題提起があった。これに対して、別の委員は、企業のリストラにより、いったん労働分配率は低下せざるを得ず、ポイントは、その間、個人消費を支える別の要因が出てくるかどうかではないかと指摘した。この委員は、米国の jobless recovery を例にとって、そうした要因として想定しうるのは、リストラによる企業収益の改善を先取りした株価の回復ではないかとの見解を示した上で、この点からも、今後の株価の動向が注目されるとした。これを受けて、最初に問題提起を行った委員を含めた複数の委員から、わが国企業のリストラが、持続的な株価上昇をもたらすほど徹底したものとなるかどうか、見守っていく必要があるとの見方が述べられた。

一方、別の委員からは、景気の底入れは、せいぜい本年10～12月期ではないかとの判断が示された。

その根拠として、この委員は、1～3月の中小企業の設備投資の増加は、特別信用保証制度の効果によるところが大きいのが、その効果は徐々に減衰しつつあること、個人消費についても、先行き予想される需要不足失業率³の上昇が消費性向にマイナスの影響を及ぼすと考えられること、米国金融市場において、信用リスク・プレミアムの拡大や大手ヘッジファンドの損失表面化等から不安定な雰囲気が出てきており、これが、米国の長期金利の上昇とともに、新たなリスクとなっていること、各種景気指標を合成した先行指標によれば、景気の反転は少なくとも7～8か月後になるとみられること、などを指摘した。さらにこの委員は、景気回復は、企業収益の回復を待たないと難しいとの見方を示した。

先行きの物価動向については、当面、低下幅が緩やかになり、いったんは横這いとなる可能性はあるが、実体経済の展望を踏まえると、デフレ懸念は引き続き払拭できていないとの見方が大勢であった。

ある委員からは、大きな需給ギャップが存在するもとでも、物価の下落テンポが速まっているようにみられないことは、今後の物価動向を点検していくうえで注目に値するのではないかと指摘があった。

なお、複数の委員が、雇用者所得の減少のもとでも個人消費が減少を回避し得ていることには、現在の物価安定が寄与しているのではないかと発言した。こうした認識のもとで、そのうちの一人の委員は、「金融政策でインフレを目指すべき」といった主張も聞かれているが、インフレは個人消費の減少などを通じ

³ 完全失業率から均衡失業率（構造的・摩擦的失業率）を除いたもの。なお、均衡失業率とは、雇用失業率と欠員率とが等しくなる時の雇用失業率を、就業者ベースの失業率に換算したものの。

て、実体経済にマイナスの影響を及ぼすと述べ、「物価の安定」の重要性を強調した。

・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。

金融経済情勢に関する委員の大勢認識をあらためて整理すると、公共投資や住宅投資に支えられ、足許の景気は下げ止まっている、金融面では、日本銀行の金融緩和は金融資本市場に一段と浸透しており、市場参加者のリスクテイク姿勢にも前向きの変化がみられる、こうしたもとで、最近では個人消費や設備投資、輸出環境などにも、一部に明るい材料がみられている、しかし、景気が自律的に回復していくとの展望は、依然として不明確である、したがって、本年度下期以降については、景気が再び悪化するリスクも否定できず、こうした面からのデフレ懸念は払拭されていない、といったものであった。

このような情勢判断のもとでは、4月13日に総裁が記者会見で示した「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政策を継続する」という考え方にしたがって、現在の思い切った金融緩和スタンスを続けるべきである、という意見が、委員の大勢を占めた。これに関連してある委員は、現在の金融経済情勢のもとでは、政策を「動かさない」という姿勢を明確に示すことが大事であると発言した。

まず、多くの委員は、足許で生じている経済の小康状態や若干の改善は、金融市場の好環境によるところが大きいとの認識を示した。そのうえで、こうした金融面での好環境を維持するためにも、現在の金融緩和を継続していくことが重要であると主張した。

さらに、このうち何人かの委員は、市場におけるゼロ金利政策の修正予想が、足許の長期金利や円相場にも影響を及ぼしていることを踏まえると、ここで現在の金融緩和姿勢を堅持することの重要性は一層高まっているとの見解を示した。

また、ある委員は、ゼロ金利政策の効果は出尽くすというものではなく、これを維持する限り、各方面に浸透し続けるものであると強調したうえで、金融と実体経済との好循環を促すため、現在の金融緩和を粘り強く続けていくことが重要であると述べた。

こうしたなかで、別の委員から、先行き、物価の下落テンポが緩やかになり、いったん横這う可能性もあることを踏まえ、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」を、どのような基準で判断するのか、という問題提起がなされた。この委員は、日本経済は現在、さまざまな構造的問題を抱えており、これらが循環的な要因や海外要因などと複雑に絡み合って、現在のデフレ懸念を形成していると指摘した。こうした認識に立って、複数の委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を、特定の指標で示すことは難しく、やはり、先行きの景気見通しや金融環境、その他物価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言った。

こうした議論の一方で、複数の委員から、「ゼロ金利の副作用」ともいふべき現象も生じているのではないかという指摘がなされた。

一人の委員は、ゼロ金利政策の継続に伴う副作用として、本来金利が果たすべきプライシング機能が低下している、ゼロ金利政策の長期化は、企業の構造調整を遅らせるリスクがある、長引く低金利政策により、家計部門から企業部門への所得移転が生じており、無視し得ない所得分配上の歪みを招いている、市場参加者が、ゼロ金利政策の継続を当て込んだ行動をとるようになってきている結果、これらのバランスシートが金利上昇に脆弱になってきている、という4点を指摘した。

また、別の委員も、最近、CP市場において格付による発行レートの差が非常に小さくなっていることなどからみて、市場参加者のリスクに対する意識が希薄になってきているように窺われると指摘した。もっとも、この委員は、そうした副作用があるとはいえ、経済の現状や先行きのリスクを踏まえると、やはり、現在の金融緩和スタンスを維持していくことが適当であると述べた。

また、日本銀行によるオペが札割れとなったことについても議論が行われた。

先にゼロ金利政策の副作用を強調した一人の委員は、このようなオペの札割れも、ゼロ金利政策継続の副作用の一つであると指摘した。このため、こうした事態が続けば、オペ対象をより長期の金融資産にシフトせざるを得なくなり、こうしたことは、日本銀行の金融調節の機動性やバランスシートへの影響といった観点から問題であると主張した。

この主張に対し、別の委員は、オペの札割れが、資金供給量を無理に増やすことが難しくなっていることを示しているという点は事実であろうと述べた。ただ、同時にこの委員は、オペの札割れは、日本銀行がオーバーナイト金利をほぼゼロに誘導するために必要なオペの量が低下してきたことも意味しており、それ自体は、むしろ、政策運営がうまくいっていることの結果と解釈すべきではないかとの見解を述べた。

また別の委員は、札割れといった事態を起こさないよう、オペ手段の選択などを工夫する必要があるが、基本的には、ときに札割れが生じるおそれがあっても、金融市場調節方針にそって潤沢に資金を供給していく姿勢を示すことが重要であり、日本銀行の流動性供給不足が景気回復を遅らせていると誤解されている面もあるので、資金需給の実態を知ってもらうことも必要であると主張した。

こうした一連の議論を総括するかたちで、ある委員から、金融政策の面から、できることはすべて行ってきていること、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政策を続けるつもりであること、しかし、財政規律を失わせて将来に禍根を残すような政策をとるつもりは全くないこと、構造改革の進展が大切であること、等の考え方を粘り強く対外的に説明していくことが必要であるとの見解が示された。

以上の討議の結果、当面の金融政策運営方針については、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

もっとも、先にゼロ金利政策継続の副作用を強調した一人の委員は、实体经济の下げ止まりという認識が広まりつつあるこのタイミングで、政策スタンスを、2月12日の金融緩和措置以前オーバーナイト金利を平均的にみて0.25%前後で推移するよう促すに帰すべきとの立場をとった。さらに、仮にこのような措置をとったとしても、依然として現状が超低金利であることには変わりはなく、その枠組みの中で、肌理細かい政策運営を行っていくことが必要であると主張した。

一方、別の委員は、一段の金融緩和が必要であり、ここで思い切って量的な緩和策をとるべきとの意見を表明した。理由として、この委員は、景気は先行き停滞色を強めると考えられ、政策面からの下支えを強化しなければ、失速の恐れすらあること、日本経済が過剰雇用、過剰な債務等の解消という構造問題に直面している現状を考えると、構造改革の苦痛を和らげリスク・マネーが流れやすいようにするためには、量的緩和策による一層の金融緩和が必要であること、名目金利の引き下げが限界に突き当たっており、また、マネタリーベースが足許では減少傾向にあるように窺われること、2月以降の金融緩和が効いたのは主に為替相場と資産価格であり、こうした面への効果を長続きさせるためにも一層の量的緩和が必要であること、を指摘した。

具体的な政策手法として、この委員はまず、インフレ・ターゲティングの導入を主張し、その理由として、日銀法の定める「物価の安定」の意味がより明確になること、こうした目標値を自ら設けることで、外部から目標を与え

られるリスクが回避できること、を挙げた。

そのうえでこの委員は、長期の均衡実質金利2%、目標インフレ率1%とし、これらと足許のデフレギャップをもとに「テイラー・ルール」を応用してマネタリーベースの伸び率目標を計算すると、概ね前年比10%程度となること、

さらに、弾力的対応の余地を設けるため、「金融市場が不安定化する場合には、これらにかかわらず一層の量的拡大を図る」といった「なお書き」を調節方針に付すことで、緊急時にも対応できるようにすること、を主張した。

この主張に対して、ある委員は次のように反論した。

まず、この委員は、金利と量のいずれをターゲットにしても、金融政策の効果は、最終的には金利を通じて実体経済に波及するというのが、標準的な理解であるとコメントし、そのうえで、現在、金利には低下余地がないことを指摘した。

次に、「量的緩和」とは、「量的金融指標が目標値に達するまで金融緩和を続ける」という意味で、長期的に金融緩和をコミットする方法と理解できるが、4月13日の総裁会見における「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでは現在の政策を続けていく」という発言はまさにそうしたコミットメントであり、その意味で、いわゆる「量的緩和」が意図する効果は、現在の政策の枠組みによってすでに得られているとした。

さらにこの委員は、一般に言われる「量的緩和論」へのコメントとして、以下のように付け加えた。

まず、「量的緩和がインフレ期待を高め、実質金利を低下させる」といった主張に対しては、量的緩和を通じてインフレ期待が高まるのであれば、それによって名目金利も上昇するとみるべきであると述べた。そのうえで、この委員は、現在の経済の状態が一段の金融緩和を必要としているのか、また、そのために、経済に影響を及ぼすルートがはっきりしない政策をとる必要があるのかといえ、現時点では否定的であるとの判断を示した。

最後に、一般に言われている「量的緩和論」の中には、「金融政策の長期的コミットメント」といった標準的な理解とは性質の異なる、「日本銀行による国債買いオペの増額」といった主張も混在しており、性質の異なる複数の主張が「量的緩和論」として混同されて議論されているとコメントした。

・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。大蔵省からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、平成10年度補正予算等の効果が本格化していることや、信用保証制度の拡充、金融システム安定化策の進展など、各種政策の下支え効果が現われてきており、6月10日に発表された本年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.9%増となっている。
- 雇用不安を払拭してわが国経済の再生に結び付けるとともに、経済の供給面の体質強化を進めるため、6月11日、緊急雇用対策および産業競争力強化対策が決定されたところである。特に雇用問題の対応については、失業率がこれまでの最高水準で推移するなど、最重要の緊急課題であると考え、70万人を上回る規模を対象とした雇用就業機会の増大策を実施することとするほか、就職支援施策の対象を10万人拡充して、再就職促進の取組みをより確実なものとするなど、社会全体として雇用のセーフティネットの構築を図ることとしている。こうした政府の経済、財政運営の考え方等について、ご理解を賜るようお願いする。

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。

- わが国の経済は、各種の政策効果に下支えされて、下げ止まって概ね横這いで推移しているというのが政府の判断である。1～3月の実質GDPは前期比+1.9%となり、この結果10年度の実質経済成長率は-2.0%と、実績見込み-2.2%を上回った。ただ、11年度については、これからが非常に重要な時期で、4～6月期の動向など、今後の経済情勢を一層注視していく必要がある。
- 雇用情勢は非常に厳しさを増しているし、またわが国経済を自律的な成長軌道に乗せていくために、経済の供給面における体質強化を進めていくことがきわめて重要な課題になっている。このため、今月11日に緊急雇用対策および産業競争力強化対策を取りまとめたところである。
- 日本銀行におかれては、自律的な経済回復が明らかになるまで適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行い、引き続き日本経済の回復に貢献する金融政策を行って頂きたい。

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には、明るいものもみられているが、「景気は下げ止まっているが、回復へのはっきりした動きはみられていない」という、これまでの判断を変えるものではない、

したがって、先行きの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、金融資本市場においては、金融緩和の効果は一段と浸透しており、市場参加者のリスクテイク姿勢などには前向きの変化がみられる、ゼロ金利政策の継続のもとで、一部に行き過ぎが生じている可能性もあるが、現在の経済情勢を踏まえると、金融面から経済活動を最大限下支えしていくことが必要である、というものであった。

こうした認識を背景に、引き続き市場機能の維持に配慮しながら、これまでの金融市場調節方針を継続することが適当との意見が、委員の大勢を占めた。

ただし、ある委員からは、金利を引き上げることが適当との考えが示された。もう一人の委員からは、本格的な量的緩和に踏み切るとともに、インフレ率にも目標値を設けることが適当との考えが示された。

この結果、以下の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、2月12日の金融緩和措置以前に戻すこと、すなわち、「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。」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）。

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（6月16日～7月15日）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）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。」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かたちで、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

篠塚委員は、ゼロ金利の副作用が顕著になってきていること、時間が経過すればするほど、ゼロ金利政策の修正自体が難しくなってしまうこと、先行きの政策対応の余地を確保するためにも、機会をみてゼロ金利を是正しておく必要があること、2月12日時点と比較すればデフレ懸念は後退しており、民間需要の自律的回復の蓋然性が高まっていること、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、公共投資や特別信用保証制度の効果が剥落する本年度下期以降については経済が失速するおそれがあるため、現状維持では不十分であること、金融政策の効果浸透のラグも考え併せると、景気が一段と低下してから金融緩和に追い込まれることは適切ではないこと、6月入り後、マネタリーベースの伸びは鈍化傾向にあるため、ここで量的緩和を強化すべきであること、ゼロ金利政策が限界に達しており、量的緩和により金融政策の自由度を高めるべきであること、といった理由を挙げて、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6月16日に公表することとされた。

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