

( 99 年 6 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 99 年 6 月 28 日 ( 9:00 ~ 12:35 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 12:35 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
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
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（5月18日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、7月1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（6月14日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、短期金融市場では、オーバーナイトレートが連日0.03%で推移し、ターム物金利も横這い推移となるなど、安定した動きが続いた。

具体的には、1～3月GDP統計が発表（6月10日）されたあと、市場では、ゼロ金利の解除が早まるのではないかとの見方が台頭し、ユーロ円金利やTB金利などのターム物金利が強含んだ。しかし、日本銀行が潤沢な資金供給を続けたことや、総裁が「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の金融緩和スタンスを続ける」旨を確認した（6月16日）ことから、市場では、次の短観（7月5日発表予定）を含め、経済動向をよくみきわめる必要があるとの雰囲気が強まった。このため、その後のターム物金利は横這い推移を辿った。

このような短期金融市場の金利感の変化に関連する特徴点として、以下のような動きを挙げることができる。第1に、資金の運用サイドでは一頃、ゼロ金利長期化見通しを背景に、ターム物への資金放出を強めていたが、ここにきてこうした姿勢が慎重化した。この結果、都銀等の資金調達サイドでは、ターム物による調達が減少し、オーバーナイト調達のウェイトが上昇している。第2に、一時強まったTB、FBへの運用ニーズも落ち着き、例えば、FBの公募入札の平均落札レートも上昇している（6月9日：0.026% 6月23日：0.042%）。第3に、資金供給オペの落札レートも幾分強含んでおり、一時札割れしたこともあったオペの集玉状況は、金利の上昇とともに改善してきている。

このほか市場では、「コンピューター2000年問題」に伴う資金調達リスクが

---

<sup>1</sup> 「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注：2月12日の金融政策決定会合時点）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」

徐々に意識されてきており、企業や金融機関が調達する年末越え資金のコストはジリジリと上昇し始めた。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

前回会合以降の為替市場では、海外勢を中心に根強い円買いがみられたが、これに対しては、円売り介入が対ドルや対ユーロで実施されたとの報道が行われたため、円相場はもみ合いながら軟化した。

具体的には、米国では、インフレ懸念の高まりを受けて長期金利が上昇し、それに伴って株価の先行きに対する警戒感も強まったこと、日本の1～3月のGDPが予想外の高い伸びとなったこと、などから、海外勢を中心に円買いの動きが広まって、円対ドル相場は、一時117円台まで強含んだ。しかし、これに対してわが国通貨当局が円売り介入を実施したと伝えられたため、円は120～122円台まで反落した。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済は、力強い拡大を続けており、スローダウンの兆しはみられない。5月の消費者物価指数は落ち着いていたが、労働市場の引き締まりを背景に賃金上昇率は高まっており、インフレ懸念は根強い。これを受けて、米国長期金利は、97年11月以来の6.1%台半ばまで上昇している。また、株価は長期金利の上昇を受けて、軟調な展開となっている。このように、米国の金融資本市場は、次回FOMC(6月29、30日)における0.25%の利上げを織り込んだ展開となっている。

東アジア経済は、中国を除き、回復の足取りがはっきりしてきている。これまで、リストラに伴うデフレインパクトや外資還流に対する不安など、ダウンサイド・リスクが強く懸念されていたが、ここに来て、為替相場の堅調や金利の低下など、金融資本市場が全般に安定してきていることに加え、先進国経済の好転などを背景として、そうしたダウンサイド・リスクの度合いが後退しているように窺われる。また、インドネシアの総選挙が一応平穏に済み、目先の社会不安の再発を防げたことも好材料である。こうした状況のもと、株価は、総じて上昇傾向にあり、多くの国では年初来最高値を更新している。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

前回会合以降明らかになったいくつかの経済指標からは、前回の基調判断すなわち、「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」を変えようとする材料は特に得られなかった。

まず、公共投資関連では、5月の公共工事の発注は4月に続いて減少し、ヒアリング等によると6月も減少傾向を辿る可能性が高い。もっとも、工事進捗ベースでは高水準が続いているとみられる。

輸出は、このところ横這い圏内で推移している。地域別には、EU向けの減少幅が拡大する一方で、ASEAN向けが堅調に推移している。輸入は、今年に入って幾分強含みの展開となっており、とくに、東アジアからの情報関連財の輸入が増加していることが特徴的である。

設備投資関連の指標では、中小企業・製造業の99年度設備投資の当初計画(中小製造業設備投資動向調査<中小企業金融公庫>)が、前年度の当初計画並みの落ち込みとなっており、設備投資の調整が続くことを示唆している。

個人消費は、全体として一進一退の動きが続いている。6月入り後の販売動向は、一部都内百貨店の閉店セールが盛り上がっているが、夏季賞与の減少など、雇用・所得環境が依然として厳しい状況にあるため、個人消費が持ち直していく展望は得られていない。

物価面では、企業向けサービス価格指数が引き続き軟調に推移している一方、消費者物価指数は、ほぼ前年水準並みの動きとなっている。

#### (2) 金融情勢

前回会合以降の金融面の特徴的な動きは、市場の金利感に微妙な変化が窺われることと、5月のマネーサプライが僅かながら強含んだことの2点である。

まず、TBのイールドカーブは、1～3月GDP統計の発表前に0.02%レベルでフラットとなっていたが、ごく最近では、3か月物が0.04%、1年物が0.07%と、幾分スティープ化し、上方にシフトしている。これまでは、市場の見通しが景気悪化(または金利低下)方向一辺倒で、目先1年間程度の金利上昇リスクをほとんど意識していなかったが、最近の動きは、そうしたリスクに対しても目配りが始まったことを示唆しているものとみられる。

長期金利も1.7%台まで上昇し、4月初めの水準になった。ただ、長期金利が一気に上昇するような地合いではないし、株価が堅調であることも踏まえると、

これまでのところは、実体経済や金融市場に攪乱的な影響を及ぼすようなものではないと判断される。

一方、5月のマネーサプライ前年比は、3か月連続の上昇となった。これには、ゼロ金利の浸透によってマネー保有の機会費用が低下したことが寄与しており、法人の流動性預金の伸びが高まっていることも、この見方を裏打ちしていると考えられる。

日銀券の伸びも、現状は前年比6%台と堅調であるが、今後、前年割れが見込まれる夏季賞与の支給が本格化するにつれて、どのような動きをするかを注目する必要がある。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合以降に明らかになった経済指標の評価を中心に議論が交わされた。その結果、景気の現状と先行きについては、「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」、物価面については、「物価に対する潜在的な低下圧力は残存している」といった、前回会合における基調判断を変更する必要はないというのが、大方の委員の共通認識であった。

景気認識については、まず何人かの委員より、5月の公共工事請負金額は減少しているが、既往請負分による高水準の工事が続いており、依然として、公共投資と住宅投資といった政策関連需要が景気を下支えしている、との見解が示された。

また、輸出入動向にも言及があり、複数の委員は、アジア経済の持ち直しなど、最近の海外経済環境の好転を踏まえると、今後、輸出が増加し、経済を支える要因となっていく可能性がある、との期待感を表明した。しかし、昨年のリード役であったEU向け輸出がEU経済の減速とともに減少しているほか、米国経済も必ずしも楽観できるような情勢ではないとして、今後の輸出動向について慎重な考えを述べる委員もいた。

民間需要の柱となる設備投資、個人消費については、ほとんどの委員が、その自律的な回復力はまだ備わってきていないという立場からの発言を行った。

まず設備投資は、引き続き弱い状態にあるというのが各委員の共通認識であった。具体的には、中小製造業の99年度設備投資計画が前年度並みに慎重な

ものであったことや、4月以降の先行指標が再び減少していることなどを踏まえ、慎重な見方を維持せざるをえないとの認識が多く示された。このうち、ある委員は、中小・零細企業には先延ばしされた設備投資ニーズ（ペントアップ・ダイヤモンド）が残っている可能性を指摘し、別の委員も、事務所や店舗など非製造業分野では多少の動きがあり、都心部では大型再開案件の一部が前倒しで始まっていることを紹介した。しかし、これらの委員も含め、多くの委員が、そうした動きを織り込んだとしても、設備投資の基調判断を変えるには至らないとの考えを述べた。

個人消費についても、大方の委員は、企業のリストラの本格化や、夏季賞与の落ち込みなど、雇用・所得環境を巡る厳しい状況に変化はないとして、引き続き慎重な立場を採った。

ただし、何人かの委員からは、所得が減少しているなかで、消費支出が一進一退を続けていることからみて、所得環境の悪化のわりには消費が持ちこたえていると評価できるとの指摘があった。こうした見方を支えるひとつの考え方として、これらの委員は、株価の上昇が消費者コンフィデンスに好影響を及ぼしている可能性を指摘した。また、このうちのひとりの委員は、日本銀行情報サービス局の「生活意識に関するアンケート調査（3月実施）」で、「企業の努力などにより、景気は時間が経てばいずれ良くなる」という明るい見方が、半年前に比べて増えていること、などを紹介した。

もっとも、これらの委員も含めた各委員の共通認識としては、個人消費全体としては、ダウンサイド・リスクが薄れつつあるにしても、景気回復をリードしていくような力は備わっておらず、今後の帰趨をよくみていく必要がある、というものであった。

以上のような需要動向を踏まえて、生産を巡る環境については、複数の委員が、企業の減産や政策関連需要の増加を背景に在庫調整が進んでおり、出荷の増加が生産の増加につながる環境が整っていると発言した。これに対して、別の複数の委員からは、4～6月の生産予測が前期比で微減の見込みであるなど、生産活動が前向きになったとは言い切れないとの見解が示された。

物価面については、企業向けサービス価格指数が軟調であったことなどを踏まえ、ほとんどの委員から、前回会合の「物価に対する潜在的な低下圧力は残存している」との判断を変更する必要はない、との認識が示された。

その上で、複数の委員は、消費者物価が前年比横這いになったことは、足許、物価下落が加速していくような状況ではないことを示している、との見方を付け加えた。また、ほかのある委員も、物価が安定して推移すれば、そうした動き自体にデフレ懸念を緩和する効果を期待できるのではないかと、この考え方を

述べた。さらに、別のひとりの委員からは、ここにきて在庫調整が進んでいることや、国際商品市況がアジアにおける需給バランスの改善などを受けて持ち直していることは、企業にとって、価格回復に向けた働きかけを行いうる環境が漸く整ってきたことを意味しているとの発言があった。もっとも、こうした最近の動きに言及した委員も含め、ほとんどの委員が、大幅な需給ギャップや賃金の下落を踏まえると、物価の潜在的な低下圧力は残存しているとの見方であった。

その一方で、ある委員は、最近の物価動向を踏まえ、物価下落圧力は和らいでいるのではないかと、この考えを述べた。その委員は、従来は、大きな需給ギャップの存在を前提に物価下落圧力を懸念してきたが、需給ギャップやその前提となる潜在成長率を正確に計測することは技術的に難しく、したがって、それを踏まえた物価見通し自体もかなり幅をもって捉えておくべきではないかと、この見解を述べた。

さらにほかのひとりの委員は、原油価格の動向について言及し、現在の産油国間の協調体制が維持されれば今後も堅調に推移していく公算が高く、その動向に注目していく必要があるとの考えを述べた。

以上のように、現時点の景気認識としては、明るい材料も見え始めてはいるが、今年度下期について、民間需要の自律的な回復は展望できておらず、ダウンサイド・リスクに十分に注意を払っていく必要があるというのが、多くの委員の共通した認識であった。

この点に関連し、ひとりの委員は、産業界には潮の変わり目を迎えたとの意見が増えているが、現在は、明暗交じった斑模様であり、底這いの景気状況にあるとの判断に変わりはないと述べた。また、別の委員からも、今年度上期の経済展開によっては下期のダウンサイド・リスクの姿が変化する可能性は排除しえないし、それに関する補強材料も幾分は出てきているように見えるが、基調判断を変えるほどの動きにはなっていないとの見解が示された。

こうしたなかで、ある委員は、景気が本年度下期に失速するリスクと、それに伴うデフレ懸念を特に強調した。その委員は、そうした見方の理由として、

4月の景気動向指数や第三次産業活動指数からは、公共投資と住宅投資以外は良くないことが確認できること、出荷と在庫のバランスが4月以降再び崩れており、今後自動車の生産が増加することなどからみて、第二段階の在庫調整局面に入る可能性があること、リストラの本格化は企業収益に寄与するが、個人消費や設備投資が煽りを受けること、および、強めの経済指標を受けて為替円高や長期金利の上昇が進むと、現在の景気は大きな痛手を被ることになると、といった諸点を列挙した。

## (2) 金融面の動き

金融面についても、前回会合で示された「金融環境は改善している」との判断が基本的には踏襲され、多くの委員が、こうした動きが実体経済に好影響をもたらすことを期待するとの立場をとった。

まず、金融市況については、複数の委員が、1～3月のGDP統計の発表を受けて、ターム物金利や長期金利が幾分上昇するなど、市場の金利感に微妙な変化がみられていることについて言及した。多くの委員は、こうした変化は一頃強かった経済の先行きに対する悲観的な見方が後退し、景気回復の可能性にもある程度注意を払うようになったことを示している、金利の上昇ピッチは急激ではなく、株価も堅調を維持している、といったことを挙げて、懸念すべき状況ではないとの判断を述べた。

このうちのひとりの委員は、堅調な株価に注目した。その委員は、その背景として、金融システム不安の後退、ゼロ金利政策の効果、米国株価の堅調などの要因があるが、やはり将来の企業収益に対する見方が徐々に強まっていることが大きく効いているとの見方を示した。ただその委員は、現在のところ景気回復を明確に示す指標は多くはなく、市場の動きにはやや期待先行の感があるとしたうえで、今後、実体経済の弱さに市場が鞘寄せされるのか、あるいは、市場の期待に沿って経済が改善していくのかを注目したいとの見解を付け加えた。

また、その委員も含めた多くの委員は、最近の堅調な株価動向が、企業や家計のコンフィデンスの改善に一定の効果をもたらしているとの認識を共有した。

長期金利に関して、ある委員は、長期金利関数（日本銀行調査月報1998年6月号掲載）を用いて理論値を試算してみると、足許の1%台後半の金利水準は必ずしも高くはないこと、長期金利は、理論的には景気と物価の先行き見通しに、リスクプレミアムを加えたものから成り立っており、これを踏まえると、最近の上昇は、景気実勢のポジティブな変化をある程度反映している面があると解釈できること、などの見解を披瀝した。

金融の量的側面については、複数の委員より、ゼロ金利政策などの効果を背景に、一頃慎重であった銀行の融資姿勢は徐々に緩和し、直接金融市場でも積極的なリスクテイクが行われるなど、金融資本市場はうまく機能し始めており、企業の資金は潤沢に確保されているとの指摘があった。このうち、ひとりの委員は、市場参加者のリスクテイクが積極的になった結果として、企業の資金繰りがうまくつくようになったことには、淘汰されるべき企業や設備が残置され、構造調整の進行を遅らせるという副作用があることも事実だが、それよりもまず現在は、景気回復に向けた基盤を固めるために、金融緩和のプラス効果を最



大限引き出すことが先決である、との認識を付け加えた。

ただし、金融緩和の副作用については、これとは別の立場を採る委員もいた。すなわち、その委員は、経済主体にモラルハザードを起こさせていることや、年金、保険、財団などの運営が超低金利の中で一段と厳しくなっていることなどを指摘し、低金利は無視しえない副作用をもたらしているとの発言を行った。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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、前回会合と同様に、足許の景気は下げ止まっているが、民間需要の動きは依然として弱く、回復へのはつきりとした動きはみられていない、物価に対する潜在的な低下圧力は引き続き残存している、金融環境は改善しており、実体経済に好影響が及ぶことが期待される、といったものであった。

こうした認識を踏まえて、多くの委員からは、現在のところ「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至っておらず、今後、民間需要の自律的回復力が強まっていくのかどうかを、引き続き注意深く見守るべき段階にあるとの判断が示された。

したがって、当面の金融政策運営方針としては、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の政策運営を継続する」という考え方に則って、現状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、会合における大勢意見となった。

しかし、金融政策運営や、その前提となる「デフレ懸念」に関する認識などについては、大勢の意見とは異なる2つの主張が示された。

まず、ひとりの委員は、「デフレ懸念は払拭されていない」との認識を踏まえて、インフレーション・ターゲティングとマネタリーベースの量的拡大による一段の金融緩和を主張した。具体的には、現在の景気の下げ止まりは、公共投資、住宅投資、さらには信用保証制度の拡充などの政策効果が現れているにすぎず、本年度下期に失速する可能性が高いこと、日本銀行は、政策運営上の目標の設定や手段の選択を自主的に行える以上、設定した目標を明示して、結果に対する責任を明確にすべきであり、その観点からは消費者物価指数（CPI）を目標とすることが妥当であること、設定した目標を達成している限りは、外部からの追加措置の要求に対抗できること、ここにきて、マネタリーベースの伸びがやや鈍化しているが、これによって量的緩和に対する期待が剥

落し、為替円高や株価下落につながるリスクがあること、ゼロ金利のもとでは、金利と量は「コインの表裏」の関係ではないため、ターゲットを量に転換して、金融緩和の度合をわかりやすくする必要があり、さらに、この政策によって期待インフレ率が上昇するが、通常は、その幅が名目金利の上昇幅に比べて大きいこと、結果的に実質金利が低下する、といったことを列挙した。

このうち、期待インフレ率を巡る部分について、複数の委員から発言があった。ひとりの委員は、一般的な量的緩和の主張には、それが名目長期金利の上昇を抑制するための政策であると誤解している面があるが、理論的には、こうした政策を採った場合は、先の委員が述べたように名目長期金利が上昇するというのが正しい理解であると発言した。また、別の委員からは、経済主体は、名目金利と実質金利の両方をみて行動しており、実質金利が低下するのであれば、名目金利が上昇しても構わないという立論には無理があるのではないか、という趣旨の疑問が呈された。

もうひとつの主張は、金融政策運営を2月の緩和措置前の状態に戻すオーバーナイト金利を0.25%に引き上げることであった。これを主張した委員は、その理由として、金融市場では、景気回復に向けたポジティブな材料を評価するメカニズムが働き始めており、これが、企業や家計のコンフィデンスの改善を通じて、前向きの動きを引き出す効果を期待できること、アジア経済の回復などによって商品市況が持ち直し、卸売物価や消費者物価の動きにも下げ止まりの気配がみられるなど、デフレ懸念が払拭される展望が拓けつつあること、これらを踏まえると、所得分配上の歪み、市場参加者におけるモラルハザードの発生、資金運用機関の運用難、さらには金融緩和感の行き過ぎに伴うプライスメカニズムの後退、といったゼロ金利の副作用を甘受してまでも、現在のゼロ金利政策を継続していくことの妥当性には疑問があること、

マクロ経済指標は景気実態に遅行するため、事後的にみると、景気が回復局面入りしていたにもかかわらず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あること、などの点を指摘した。

この主張については、ある委員が、金融政策の判断に際しては、足許の経済情勢を判断することに止まらず、将来に向けた様々なリスクをよくみていくことが重要であるとしたうえで、現状、経済にアップサイドの動きが出始めていることは事実としても、先行きについては、引き続きダウンサイド・リスクのほうが遥かに大きいのではないかと反論した。そしてその委員は、かりにいったん利上げしたあとに、経済が再度落ち込んだからといって再びゼロ金利政策に戻しても、2度目のゼロ金利政策には今ほどの効果は期待できないし、金融政策運営に対するクレディビリティも損なわれる、との見解を付け加えた。

このほか会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の政策運営を続けていく」という考え方について、意見交換が行われた。

まず、ある委員からは、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の政策運営を続けていく」という考え方自体は、インフレーション・ターゲティングにかかる技術的な問題をうまく回避した金融政策運営のコミットメントであり、市場環境の改善にも大きな効果をもたらしたとの評価が示された。それを踏まえて、その委員は、市場が「デフレ懸念」の定義を巡って神経質になっているだけに、足許の商品市況や物価の下げ止まりが材料となって金利が上昇することにはならないか、といった点を指摘したうえで、「景気の自律的回復の兆しがみえるまで」といった趣旨をより強調すべきかどうか、との問題提起を行った。

これについて、ひとりの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という表現には、足許の物価情勢ばかりでなく、将来の景気や物価動向を十分にみていくという趣旨がうまく盛り込まれていること、インフレーション・ターゲティングを採用している国であっても、ある種の強いサプライショックによって物価だけが上昇するようなケースでは、景気への配慮を優先することがあり、この表現もそうした対応余地を排除していないこと、といったことを挙げて、現在の考え方は金融政策における判断基準として妥当である、との見解を述べた。この見解には、ほかの複数の委員が同調したほか、本件を問題提起した委員からも共感の意が示された。

また、これらとは別に、消費者物価指数（CPI）をターゲットとすることを提唱している委員は、「デフレ懸念」の考え方の整理は、「インフレーション・ターゲティングにかかる技術的な問題の回避」という面に止まらず、金融政策運営に当って、ギリギリ重視するのが、物価と経済成長のいずれであるのかを問う根本的な問題であるとの認識を示した。そのうえで、その委員は、消費者物価指数（CPI）のターゲットにも、ルールと裁量の中間的フレームワークという側面があり、突発的な事態には弾力的に対応する余地はあるとの考えを説明した。

続いて、ひとりの委員が、かりに、短観（7月5日発表予定）の業況判断D.I.が改善し、それに市場が強く反応するなど、早すぎる政策転換期待が芽生えた場合に、どのような対応をとるべきか、という問題提起を行った。また、別の委員も、景気が本格的に回復したり、将来の財政の姿に関する不安感が強まったりするケースでは、市場金利の上昇を食い止めることは難しいが、強めの経済指標や国債需給の一時的な悪化を材料にした金利上昇にどう対処すべきか、と同様の趣旨の発言を行った。

この点について、ある委員は、現在の政策運営のもとでは、1～3月のGDP

P統計に続き、短観の発表でも市場が再び揺さぶられた場合の対応は難しいと  
したうえで、量的ターゲットによる一段の金融緩和を予防的に実施することの  
意義をあらためて強調した。

しかし、ほとんどの委員の間では、金利形成は基本的に市場に委ねるべきで  
あり、かりに経済指標が改善して、それに市場が反応するような場合でも、日  
本銀行がそれに対して何らかの対応策を講ずることは適当ではない、という認  
識が共有された。このうちのひとりの委員は、金融政策運営においては判断の  
タイミングが重要であり、現時点で「動かさない」ことの意義を強調したうえ  
で、ほかの何人かの委員とともに、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、現在の政策運営を続けていく」との立場を堅持して  
いくことを確認した。さらに、ほかのひとりの委員は、大切なことは、市場参  
加者がさまざまな情報を冷静に消化できる環境を整えることであり、そのため  
には、現在の政策スタンスをしっかりと維持して、その背景にある考え方を市  
場に対して十分説明していくことが一層重要になっている、との見解を合わせ  
て付け加えた。

## ．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。

- 前回会合以降、政府における経済の認識に変化はない。  
 今月18～20日まで、ケルンサミットが開催され、総理よりわが国の経  
 済運営の考え方の説明をおこない、各国首脳から高い評価が得られたと  
 ころである。このように各国から理解が得られたことは、わが国経済の  
 将来に対するコンフィデンスの向上にもつながるものと考えている。
- 日本銀行においては、引き続きわが国経済の回復に貢献するような金  
 融政策をおこなうことを要請したい。

## ．採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、前回会合と同じく、 足許の景  
気は下げ止まっている、 金融環境は改善しており、今後实体经济に好影響が  
及ぶことが期待される、 しかし、民間需要の動きは依然として弱く、回復へ  
のはっきりとした動きはみられていない、 物価に対する潜在的な低下圧力も

引き続き残存している、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の政策運営を続けていく」という状況にも変化はない、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慮しながら、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当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、インフレ率に目標を設定したうえで、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。一方、別の委員からは、オーバーナイト金利を引き上げることが適当との考えが示された。

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：0.5～2.0%）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）。

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0.25%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）。

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1のとおり公表すること。

## 記

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

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

（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

## 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、ゼロ金利政策のもとでは、金利と量は「コインの表裏」の関係にはないため、いずれ積み上幅などの量的指標が減少して、量的緩和への期待が剥落すれば、株価下落と為替円高を招来することになる、金利政策としての追加緩和余地がないため、現状のままでは、景気の一段の悪化や不測の事態に対応できない、金融政策の効果のラグを考えると、景気の下方向モメンタムがついたあとに政策対応をしても間に合わない、インフレ率に目標を設定して、そのときどきの物価の安定度合いをチェックすることが必要である、といった諸点を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、長期にわたる低金利は、所得分配上の歪みや、市場参加者のモラルハザードを起していること、ゼロ金利の長期化によって、金利のプライスメカニズムが阻害され、金融緩和の行き過ぎに歯止めが掛からなくなっていること、現在の金融経済情勢は、一段の緩和を決めた2月時点と比較して、持ち直しの兆しがあること、そうしたもとの、ゼロ金利解除を先送りすればするほど、この先実際に利上げしたときのショックが大きくなること、などを理由に挙げて、上記採決において反対した。

. 99年7月～12月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、99年7月～12月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認され、即日对外公表することとされた。

以 上

( 別添 1 )

平成 1 1 年 6 月 2 8 日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。

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

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

（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上



(別添2)

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

## ( 99 年 7 月 16 日開催分 )

### ( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 99 年 7 月 16 日 ( 9:00 ~ 10:54、12:30 ~ 16:22 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

( 注 ) 速水委員は国会出席のため、9:42 ~ 10:54 の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第 16 条第 5 項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 9:00 ~ 16:22 )

経済企画庁 小峰隆夫 物価局長 ( 9:00 ~ 16:22 )

( 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
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月14日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、7月22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（6月28日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。

この結果、短期金融市場では、オーバーナイトレートが連日0.03%での安定した推移となった。ターム物金利は、6月末にかけて、ゼロ金利の早期解除についての思惑が台頭したため、いったん強含んだ。しかし、政策委員会メンバーの何人かが国会答弁や講演で、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、ゼロ金利政策を続ける」との考え方をあらためて発言したことや、6月短観が市場予想の範囲内に止まったことなどから、ここにきてそうした思惑が鎮静化し、ユーロ円金利などは幾分軟化している。

このような状況のもとで、最近では、以下のような点を市場動向の特徴点として挙げることができる。

第1に、ゼロ金利早期解除に関する見方が落ち着いたことに伴って、9月期末越えなどのターム物資金の放出が再び増えている。この結果、コール市場におけるオーバーナイト取引が再び減少し、コール市場残高（無担保、有担保コール合計）は20兆円程度になっている。ただし、これまでのところ市場機能に支障は発生していない。

第2に、「コンピューター2000年問題」の影響もみられ始めている。例えば、ジャパン・プレミアムはこれまでほぼゼロ近傍にあったが、一部行が年末越え外貨資金調達を開始したことを受けて、6か月物のドル資金調達にかかるジャパン・プレミアムが0.15～0.25%程度となっている。また、ユーロ円金利先物における、いわゆる「2000年プレミアム<sup>2</sup>」も強含んでいる。

---

<sup>1</sup> 「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注：2月12日の金融政策決定会合時点）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」

<sup>2</sup> 99年12月限（金利ベース）が、前後の99年9月限と2000年3月限の平均に比べて割高となっている度合い。

## 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ドル相場は、120～122円台のきわめて狭いレンジ内での取引に終始した。市場のセンチメントとしては、本邦輸出筋と海外資本筋を中心に円買いドル売りの圧力が強いが、それを介入警戒感が抑え込んでいるという構図である。とくに海外勢の日本株買いは、3月以降かなりのペースで続いており、7月入り後も高水準である。

ユーロの対ドル相場は、一時1ドル1.01台と、ユーロ導入以来の最安値を更新する軟調な展開が続いた。これは、米国経済や株価が堅調の一方で、欧州の経済指標は、5月のドイツの鉱工業生産など弱めのものが少なくなく、米欧間の実体経済面での格差が目立ってきたこと、欧州の政策当局者が、ユーロ安を容認したり、ユーロ参加国の財政節度維持に疑念を呈するような発言を行ったこと、などが背景となっている。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済は、個人消費を中心とする内需の好調に、輸出環境の改善も加わって、力強い拡大を続けている。こうした中で、6月30日のFOMCでは、FFレートの誘導水準を0.25%引き上げて、5%とすることが決定された。労働市場は、賃金上昇圧力がじわじわと高まるなどタイト化の方向にあるが、金融資本市場では、今回の利上げが小幅に止まったことや、5月、6月の消費者物価指数が横這いとなって次回FOMC(8月24日)での追加引き締め観測が後退したことを受けて、長期金利がこのところ低下気味となっている。株価は、こうした長期金利の動きや、4～6月の企業業績が好調であったことを背景に、引き続き既往最高値圏にある。ただ、直近では上値が重くなっている。

NIEs、ASEAN諸国の景気は、これまでの金融、財政面での政策による浮揚効果や、米国、日本等への情報関連財の輸出好調を背景に、回復が続いている。韓国では成長率見通しが上方修正され、タイ、フィリピンでも底入れの動きが広がっている。一方、中国では、国営企業改革に伴うレイオフの増加などを背景に不安感が広がっており、スローダウン傾向が顕著になっている。

中南米諸国のうち、アルゼンチンでは、10月の大統領選挙を前に政情が不安定化しており、また、候補者は経済政策面で踏み込んだ発言を繰り返している。現在はブラジルの経済が持ち直しており、ヘッジファンドの攪乱的な動きもないため、アルゼンチンの混乱が他国に波及するリスクは低いが、今後の動向には注目する必要がある。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資が減少基調を続けているほか、純輸出は輸入の増加から足許やや減少している。個人消費は、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を背景に、生産は振れを伴いつつも基調としては下げ止まっている。また、企業の業況感は、このところ持ち直している。このように、足許の景気は下げ止まっている。

企業の業況感の過去半年間における改善テンポは、過去の景気回復局面と比べて遜色はない。しかしその動きは、株価持ち直しに歩調を合わせている面がある一方、生産指数などの実体経済指標との関係が薄い。このため、企業の業況感には、金融システムに対する安堵感や、政府の景気対策継続に対する期待感が強めに反映されているようにみられる。

先行きについては、99年1～3月のプラス成長分の乗数効果に加え、公共投資の工事進捗や住宅投資の持ち直しが続くため、景気は小康状態を保つ可能性が高い。ただ、今後わが国経済が自律的回復軌道に戻るためには、雇用者所得が減少傾向を辿るもとにあっても、消費者マインドの改善によって個人消費が持ちこたえ、その間に、企業収益が回復して、設備投資が増加に転じるかどうかポイントである。この点、これまでのところ、個人消費は一進一退で推移しているが、企業の今年度の設備投資計画は極めて抑制的なものとなっている。したがって、現時点では、民間需要が速やかに自律的回復に向かう蓋然性は依然として高くないと考えられる。

物価面では、企業向けサービス価格が下落を続けているが、国内卸売物価は原油等輸入物価の上昇に加え、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、消費者物価は、ほぼ前年並みの水準にある。当面、物価は概ね横這いで推移する見込みであるが、やや先を展望すると、景気の自律的回復が遅れ、再度の在庫調整を余儀なくされるような場合は、需給ギャップの拡大につれて、物価が再び軟化するリスクに引き続き注意を払う必要がある。

#### (2) 金融情勢

金融市場では、オーバーナイト金利が引き続きゼロ%近傍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、一部にゼロ金利政策解除に関する思惑が出たことや、「コンピュー

ター2000年問題」をにらんだ年末越え資金調達の動きなどを背景に、若干上昇した。

長期国債流通利回りも、ゼロ金利政策の早期解除の思惑などから一時1.8%台まで上昇したが、その後は反落した。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、ここ1か月で2千円程度上昇し、最近では1万8千円前後での展開となっている。

この間、ジャパン・プレミアムは、一部の年末越え取引がやや強含んでいるほかは、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引き続き縮小傾向を辿っており、信用リスクに対する市場参加者のリスクテイク姿勢は、徐々に前向きになってきている。

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、銀行自身の資金調達面や自己資本面での制約は緩和されており、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ってきている。こうしたことは、6月短観でも確認されている。

しかし、企業の側では、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いる。

このため、民間銀行貸出は弱含みで推移しており、5、6月は再び前年比マイナス幅をやや拡大した。また、社債、CP等の発行も、総じてみれば緩やかな減速傾向を辿っている。

このように、民間部門の資金調達は全体に減少気味である。その一方、マネーサプライ（M2 + 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。

以上のように、金融環境は全体として引き続き改善しており、企業金融を巡る逼迫感も和らいできている。今後、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。

## ・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」という見方で、委員の判断は概ね一致した。このうちのひとりの委員は、こうした状況を「明暗入り交じった底這い状況」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、各委員は、前回会合に続き、公共投資が工事進捗ペースで高水準を維持し、住宅投資も堅調であることを、一様に指摘した。また、こうした政策関連需要の下支えに加え、アジア向け輸出が回復傾向にあることを反映して、企業の在庫調整が進捗し、生産が下げ止まっていることに言及する委員もみられた。

これに加えて、多くの委員が、6月短観において、企業の業況感、製品需給判断、および資金繰り判断が改善していることは、景気の下げ止まりを確認させる材料であるとの見方を示した。

次に、個人消費については、何人かの委員から、厳しい雇用・所得環境のもとでよく持ちこたえており、足許の景気の下げ止まりにも寄与しているとの評価が示された。ただその一方で、その動きは一進一退の域を出ず、経済全体の回復をリードするような力は備わっていないとの認識も多く述べられた。

具体的には、複数の委員が、夏季賞与が前年割れとなっているもとでも、ボーナス商戦が前年並みの水準を維持していることや、足許の個人消費関連指標にも改善の気配があることを指摘した。こうしたことの背景として、株価の上昇に伴う消費者マインドの改善、所得税減税の効果、および物価の安定を挙げる委員が多かった。また、ある委員は、世帯主の減収を配偶者のパート収入が補う傾向が続いていることも、最近の消費動向を支えているとの認識を明らかにした。

しかし、ほとんどの委員からは、雇用・賃金が、企業のリストラの影響もあって基本的には減少傾向にあるため、個人消費の回復にも限りがあるとの認識が示された。このうちのある委員は、消費者は将来の社会保障や年金に根強い不安感をもっており、支出パターンが全体として防衛型となっていること、そうしたもとで、消費自体が一段と選別的となるなど、構造変化を起こしていること、を指摘したうえで、現在は、消費者ニーズの掘り起こしに成功した業種や商品だけが生き残る局面であるとの見解を述べた。

設備投資については、企業マインドの改善にもかかわらず、実際の支出活動には結びついていないとする慎重な見方が相次いだ。このうちの複数の委員は、

6月短観において、設備の過剰感にほとんど改善がみられず、今年度の設備投資計画も依然慎重であることが判明したこと、機械受注や建築着工床面積などの先行指標にも回復の動きはみられないこと、を踏まえると、設備投資の1～3月の増加は一時的であり、その基調は依然として弱いとの認識を述べた。また、ほかの委員も、企業経営の重点が目下のところ財務面の立て直しにあり、設備の過剰感も残存するもとでは、設備投資の回復の目途は立っていないとの趣旨の発言を行った。

この間、物価動向については、多くの委員が、経済全体の需給ギャップは依然として大きく、物価に対する潜在的な低下圧力は残っているが、国際商品市況の持ち直しや国内の在庫調整の進捗などを背景に、これまでのところは全体として横這い圏内にあるとの認識を共有した。このうちのひとりの委員は、デフレ・スパイラルはとりあえず回避された、との見方を付け加えた。

なお、ある委員からは、景気の現状が明暗入り交じった二極分化の様相を強めているだけに、景気全体の方向感を判断する際には、マクロの経済指標だけをみていると見誤る惧れがあり、実体経済のミクロレベルの動きにも十分な注意を払っていく必要がある、との認識が示された。

こうした中で、別のひとりの委員は、他の委員と比べて幾分厳しめの景気認識を示した。その根拠として、その委員は、景気一致指数は、D・I（デフュージョン・インデックス）が2か月連続して50を割り込んでおり、景気の量感を示すC・I（コンポジット・インデックス）からは景気底入れのシグナルが消えたこと、6月短観は、雇用リストラの先送りと企業の楽観的な収益見通しを示しており、わが国経済の前向きな徴候は読み取れないこと、他機関が公表している中小企業の業況感が芳しくないこと、公共投資は、GDPベースで2四半期連続の前期比2桁増加という過去に例のない伸びを示したため、さすがに今後は息切れするとみられること、などの諸点を挙げた。

## （2）金融面の動き

金融面については、多くの委員が「金融環境は改善している」との認識を共有した。また、このうちの何人かの委員からは、ゼロ金利や公的資本注入などの政策の効果はタイムラグを伴うものだけに、今後もその効果が継続して現れることが期待できる、といった見方が示された。

まず、株価については、多くの委員より、このところの上昇は、企業や消費者のコンフィデンスの改善をもたらしている、との指摘があった。このうちのひとりの委員は、堅調な株価の動きが実体経済活動にプラスの効果をもたらすルートについての整理を行った。その委員は、株価が上昇すると、企業や金融機関については、バランスシートの改善によってそれらの支出活動や融資スタンスが前向きになることが期待できるとした。また、家計については、こうした企業活動などが活発化することの効果に加えて、資産効果が働くことを指摘し、現在の株価は昨年秋のボトムから約4割、2月の金融緩和措置の前からで約3割上昇していることと、家計の保有株式総額が60兆円であることを前提に単純計算をすると、この間のキャピタル・ゲインは約20兆円となり、これをそ



のまま所得にカウントすれば、雇用・賃金の減少を埋め合わせて余りあるものになるとの見方を述べた。

長期金利については、複数の委員より、多少不安定な側面はあるが、このところは均してみれば小康を保っており、金融環境の好転に貢献しているとの見方が示された。これに対して、ほかのひとりの委員からは、国債の需給悪化を背景として、秋頃にかけて、長期金利が一段と上昇する恐れがあるとの懸念が表明された。

また、何人かの委員は、短期金融市場には潤沢な流動性があるが、市場が「コンピューター2000年問題」についての関心を高めているだけに、今後は、年末越え金利の動きなどに注意を払う必要があるとの考えを示した。

金融環境が改善しているもとでの金融機関の融資スタンスに関する発言もあった。複数の委員は、過去の金融緩和局面では、まず金利感応度の高い中小企業向け貸出が伸びることが通例であったが、現在は、金融機関が不良債権処理の途上であり、健全性・収益性の改善を図る動きも続いているため、こうした動きがあらわれにくい、との趣旨の発言を行った。また、このうちのひとりの委員は、90年代初めに米国経済がいわゆるバランスシート問題を克服して回復を始めた際にも、銀行貸出が伸びず、資本市場の機能がこれを補完した例を紹介した。一方、別の委員は、企業が有利子負債の圧縮に追われて資金需要が出てこないことが、貸出低迷の最大の要因であるとした。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きについては、当面は小康状態を辿るとみられるが、今年度下期以降のダウンサイド・リスクが根強く残っており、したがって、「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いうのが、多くの委員の間での共通した認識であった。

会合では、そうしたダウンサイド・リスクのもとで、民間需要の自律的回復はどのようなメカニズムで実現するのか、という点が議論のポイントとなった。具体的には、企業のリストラが進み、家計の雇用・所得環境が厳しい状況が続くとみられるもとで、最終的に、個人消費や設備投資の回復がどのように実現していくのか、という観点から議論が進められた。

まず企業のリストラの効果については、複数の委員より、それによって企業収益の回復に対する期待が高まれば、株価の上昇と、家計のコンフィデンス改善がもたらされるが、その動きは一部に窺われ始めているとの見方が示された。

このうちのひとりの委員からは、リストラとは、単なる設備や雇用の削減ではなく、資本や人材の有効活用を意味するものとしたうえで、例えば、雇用・賃金の削減の結果として企業収益の増加と株価の上昇が実現し、そのキャピタル・ゲインが家計に帰属すれば、雇用者所得のマイナス分をある程度打ち消す効果がある、一方、企業活動は収益改善を梃子に徐々に前向きになると期待される、との整理を示し、必要以上にリストラに伴うデフレ効果のみを強調すべきではない、との認識を明らかにした。

もっとも、企業収益については、実際に回復する動きはまだ確認できないとの趣旨の発言が多く聞かれた。会合では、6月短観において、今年度の売り上げ計画が前年並みの一方、収益は改善見込みとなっていることは、リストラに取り組む企業の決意の現われである、企業の生産活動は、アジア向け輸出の回復や在庫調整の完了などから、7～9月にかけて上向き、これに伴って収益の回復が見込まれる、といった見方も少なからず示された。しかし、何人かの委員からは、6月短観において、収益が下期に急速に回復する見通しとなっているのは、単に上期の未達分を下期に計上した結果であること、この結果、下期の売上高経常利益率見込みはかなり高いレベルとなっており、その実現可能性には疑問があること、などを理由に挙げたうえで、今後の帰趨を注意深く見守る必要があるとの認識が示された。

個人消費が、厳しい雇用・所得環境の中で今後も持ちこたえることができるかどうかは、消費者コンフィデンスが維持されるかどうかにかかっている、というのが委員の間での共通認識であった。ひとりの委員は、個人消費の動きを規定するのは、基本的には雇用・所得環境であるが、今後は、金融資産を豊富に保有する層が、将来の金利や資産価格の見通しなどを踏まえてその豊富な貯蓄の一部を取り崩して、消費に回していくようなメカニズムにも注目したいとの趣旨の発言を行った。

同様の観点から、設備投資についての検討も行われた。名目GDPに占める設備投資の割合が過去最低の水準近くにまで落ち込んでいることや、企業金融を巡る環境や企業マインドの改善を踏まえて、最悪期を脱したとする委員もいたが、大方の委員は、設備の過剰感の根強さや収益改善もまだ実現していないことなどを理由に挙げて、慎重な先行き見通しを崩さなかった。

なお、今後の設備投資回復の姿について、複数の委員は、金融環境が全般に改善しているもとで、金融機関の融資姿勢も徐々に前向きとなってくれば、いずれは金利感応度の高い中小企業の設備投資が増加に転じるのではないかと、この立場をとった。これに対して、別の委員は、中小企業の資金調達環境が万全とはいえないことや、大企業では98年度にすでに大幅な設備投資の圧縮を行っ

たことを踏まえると、むしろ、ストック調整と財務リストラを完了させた大企業のほうから、設備投資が立ち上がってくるのではないかと、との考えを述べた。

さらに、経済主体のコンフィデンスという観点から、最近の株価動向に関して活発な意見交換が行われた。

複数の委員からは、株価上昇の背後には、企業収益の改善見通しがあり、それを素直に読み取るべきである、との指摘があった。このうちのひとりの委員は、長期金利との関係を示すイールド・スプレッドをみても、現在の株価水準が高すぎるとは必ずしも言えない、との見解を付け加えた。

これに対しては、最近の株価の上昇や、企業の業況感の改善には「期待先行」となっている面がある、といった慎重な見方がいくつか示された。具体的には、ごく足許の実体経済の動きは、市場が期待しているほど強いものではない、企業収益も、実際に改善する動きは確認できていない、海外の投資家の中には、日本経済を再評価する動きがみられ始めているが、これは他地域との相对比较の結果であり、手放しで楽観視することはできない、などの指摘があった。そのうえで、それらの委員は、いずれかのタイミングでこうした点が再認識された場合には、株価が反落するリスクは否定できないとの立場をとった。このほか、別のひとりの委員からは、株価は目先の最高値圏にあるとみられ、ここからさらに上値を追っていく可能性は殆どないとする、より慎重な見通しが述べられた。

こうした議論とは別に、景気回復に向けたメカニズムとして、輸出動向の役割に注目した委員もいた。その委員は、米国向けの情報通信関連製品の輸出は、米国経済が好調であるため今後とも期待できる、アジア経済の回復を受けて、アジアと日本との間での貿易取引が拡大均衡に向かうことが見込まれる、輸出採算も現状程度の為替相場であれば概ね確保されていると判断できる、といったことを理由に挙げて、政策関連需要と民間需要の橋渡しの役目を、輸出が担うのではないかと、との期待感を明らかにした。

これに対して、別のある委員は、輸出はそうした役割を担えないと反論した。その委員は、日本経済にとっての海外面の具体的なリスク・ファクターとして、米国株価には相当の過熱感があるため、米国経済の先行きは楽観できない、アジア経済の構造問題も解決されておらず、秋以降失速する可能性がある、特に中国については、現在の人民元相場や従来の改革路線が、今後も維持されるかどうかを注目していく必要がある、IEA（国際エネルギー機関）によれば、本年第3四半期に世界の石油在庫が減少する見込みであることなどを踏まえると、今後、原油価格が20ドルを越えて上昇する可能性がある、といった諸点を挙げた。

この反論に関連して、ほかのひとりの委員は、海外情勢にあるリスクをどう認識するか、という点について発言した。その委員は、こうしたリスクを一様に論ずることは適当でなく、例えば、中国経済のスローダウンのように実際の経済動向として現実のデータに反映されているものと、米国株価の下落リスクなど実際に起こるかどうかわからないものとは、区別して考えていく必要がある、と指摘した。

今後の物価見通しや「デフレ懸念の払拭」に関する発言もみられた。多くの委員は、今年度下期以降のダウンサイド・リスクが根強いことや、賃金も依然低下傾向にあることを踏まえると、物価に対する潜在的な低下圧力は引き続き残っていると判断せざるを得ないとの立場であった。

しかし、何人かの委員は、大幅なデフレギャップが存在しているにもかかわらず、このところ物価が下がりにくくなっていることをどう考えるべきか、という観点から発言した。具体的には、在庫調整の進捗や原油価格の上昇といった要因に加えて、マネーサプライの伸びが名目GDPの伸びと比べて高いこと（＝マーシャルのkが上昇していること）をどのように評価するか、との問題提起が行われた。このうちのひとりの委員は、資金が潤沢に行き渡っていることは、保有在庫の投げ売りを抑制するといったかたちで、需給を下支えするような効果があるとした。ただし、こうした委員も含め、何人かの委員が、従来から言われているマネーサプライと物価との間の関係を、今回、そのまま当てはめてよいかどうか、よくみていく必要があるとの認識を共有した。

なお、これらとは別のひとりの委員は、デフレギャップには計測上の問題があることを指摘したうえで、足許の物価情勢の落ち着きを踏まえ、「デフレ懸念は払拭されつつあるのではないか」として、大勢意見とは異なる趣旨の発言を行った。その委員は、このほか、企業の業況感や消費マインドが改善している、対内証券投資や資本提携のかたちでの海外資本の流入が続いており、これは海外勢が日本経済にポジティブな面があるとみている証左である、といったことを指摘したうえで、景気の自律的回復に向けた動きが少しずつ出てきており、これらが物価情勢の落ち着きに寄与している、との判断を示した。

## ・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、前回会合までの判断と基本的に

は同様のものであった。具体的には、足許の景気は下げ止まっており、企業の業況感や消費者マインドが幾分改善しているが、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ない、物価は、このところ横這いの動きとなっているが、物価に対する潜在的な低下圧力は依然として残っている、金融環境の改善は、実体経済に一定の好影響を及ぼしているし、今後もそれが継続することが期待される、といった判断に総括された。

以上のような認識を踏まえて、それらの委員は、今年度後半以降のわが国経済にはダウンサイド・リスクが根強く存在し、「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、との判断を示した。

したがって、当面の金融政策運営方針としては、そうしたリスクに焦点をあてた政策を行うことが必要であり、具体的には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の政策運営を継続する」という考え方に則って、現状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、会合における大勢意見となった。

しかし、以上のような大勢意見とは異なる2つの主張がみられた。

まず、ひとりの委員は、「デフレ懸念」は完全には払拭されてはいないが、先行きのダウンサイド・リスクは小さくなっているとして、金融政策運営を2月の緩和措置前の状態に戻す　オーバーナイト金利を0.25%に引き上げることを主張した。具体的には、その委員は、昨年後半以降の金融システム建て直しに向けた施策やゼロ金利政策などを背景に、株価が上昇し、企業金融の逼迫感が後退するなど、金融環境が全般に改善しているが、これによって実体経済の前向きの動きが引き出されることを期待できること、最近の物価指標からみると、物価低下圧力は和らいでいると判断できること、ゼロ金利政策の長期化に伴って、その副作用（家計の利子所得への悪影響、構造調整の先送り、モラルハザードの発生、および金利機能の低下など）も大きくなるが、現在の金融経済情勢を踏まえると、これらの副作用を甘受してまでもゼロ金利政策を採り続ける妥当性が低下しているとみられること、および、金利を引き上げたとしても、水準は0.25%であり、依然として超低金利であること、といった諸点を判断の根拠に挙げた。

この主張に対してある委員からは、今の市場環境はゼロ金利政策の効果もあって改善しており、ここで金利を上げると、良好な市場環境が崩れてしまう懸念があるのではないかと、との疑問が呈された。また、別の委員は、ゼロ金利政策の副作用について、所得分配上の問題や構造調整を遅らせるといった面があるのは事実だが、現在は、低金利によって経済活動を支えることが必要との判断からゼロ金利政策を採っており、その効果は着実に上がっている、

市場の信用リスクや流動性リスクに対するプレミアムの低下は、それこそがゼロ金利政策が狙っている金融仲介活動活性化の効果であり、単純に副作用とは決めつけられない、といった整理を示した。

こうした指摘について、利上げを主張する委員は、利上げが市場に対して何のインパクトも及ぼさないとは言えないが、今の時点であれば、さほど大きな影響が出ないとみられる、この機会を逃すと、ゼロ金利政策が長期化せざるをえず、その副作用が強まっていくリスクがある、といった点を挙げたうえで、景気が小康状態であるこの局面を捉えて小幅の利上げを実施することが適当である、との判断を念押しした。

もうひとつの主張は、わが国経済の先行きは依然としてデフレに陥るリスクが高く、しかも今後の長期金利の上昇圧力にも対応する必要があるとの認識に基づいた、一段の金融緩和の主張であった。これを主張した委員は、具体的には、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを提唱した。この背景として、その委員は、日本銀行が金融政策運営上の目標と手段を明示的に示していくことが、中長期的にみて日銀の独立性を守るための最善の手段であること、今秋以降の自律的回復のシナリオが描けず、デフレに陥るリスクが高い経済情勢を踏まえると、ここで金利ターゲットから量的ターゲットにレジームを転換する必要があること、そうすれば、金融政策運営の自由度が高まり、「積み上1兆円」の自縄自縛に陥っている金融調節の現状を打破できること、一般政府債務残高の対名目GDP比率がイタリアを上回りかねないほど深刻な状況にあるため、債券市場では需給要因から長期金利に上昇圧力がかかる可能性が高いが、この政策によって、長期金利が上昇することや円高が進行することを阻止できること、さらに、長期的な期待インフレ率が上昇すれば、経済にも好影響が及ぶこと、などを列挙した。

この主張を受けて、いくつかの議論が交わされた。

まず第1に、複数の委員より、一段の金融緩和を主張する委員は、その政策には長期金利の上昇を抑制する機能があるとする一方、その政策によって期待インフレ率が上昇する（その結果、名目金利も上昇する）とも発言しており、主張に矛盾があるのではないかと指摘がなされた。これに対して、一段の金融緩和を主張する委員は、短期的にはマネタリーベース・ターゲティングによる強力な金融緩和政策を受けて、長期金利の上昇は抑制され、その後、時間をかけて期待インフレ率が上昇していく、との考え方を説明した。

次に、財政赤字と長期金利の関係についても指摘があった。ある委員は、財政赤字が大幅だから長期金利が上昇し、それを抑制するためには流動性を供給すればよいというのは、議論を単純化しすぎているのではないかと発言した。

その委員は、長期金利の帰趨は、景気と物価に関する先行き見通しに加えて、将来的に財政赤字が収束する見込みがあるかどうか、マクロ的な貯蓄投資バランスの中で、資金余剰主体の貯蓄が政府部門に円滑に流れるのかどうか、といった点にかかっていると理解を示した。これに対して、一段の金融緩和を主張する委員は、事後的なバランスはともかくとして、実際の金利形成に際しては、財政赤字の規模や債券需給の悪化懸念によって、長期金利が上昇する面は無視できない、との立場を繰り返した。

第3に、マネタリーベース・ターゲティングによって政策の自由度が高まるとされた点については、何人かの委員から、経済的に意味のある自由度ということであれば、金利ターゲティングとマネタリーベース・ターゲティングとの間に違いはないとの反論があった。また、このうちのひとりの委員は、短期の資金供給オペが札割れになるほどまでに潤沢な流動性があるもとで、さらに市場の流動性を増やすことにすると、その方策は、国債買い切りオペの増額しかないとの議論につながりかねない、との懸念を表明した。この点について、一段の金融緩和を主張する委員からは、オーバーナイト金利が実質的にゼロ%のもとでは、金利と量の間「コインの表裏」の関係が成立しないため、金融緩和の度合いは、積み上額やマネタリーベースで示す必要がある、そうした資金の供給は、短期金融資産によるオペ余力が20兆円程度あるとみられるため十分対応可能である、といった説明があった。

なお、6月末以降、市場の関心が高まったゼロ金利政策の解除の時期に関連して、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」という考え方を堅持する方針を再確認した。

具体的には、複数の委員が、市場の期待が不安定化した直後であるからこそ、その政策が揺らぎないものであることを表明することが大切であるとの趣旨の発言を行った。このうちのひとりの委員は、持続的な景気拡大見通しが正しければ、それに伴う長期金利の上昇は放置すべきだが、片言隻句をとらえた誤解や経済指標の一時的な好転によって長期金利が上昇する場合には、日本銀行としての判断を、短期金融市場でのオペレーションによってきちんと市場に伝えていくことが、市場安定化のための近道である、とくに、マスコミや市場が金融政策運営について明らかな誤解をしている場合には、適度の説明を加えて理解を進めることも必要である、との整理を示した。さらに、これらとは別のひとりの委員は、金融政策はその判断のタイミングが肝腎であり、今は「動かさない」ことが重要である、との認識を強調した。

そして、これらを総括して、もうひとりのほかの委員からは、オーバーナイトとは言え、多額の資金が無担保で貸し付けられる際の金利がゼロ%というのは、普通の状態でないことは明らかであるが、その一方で、ゼロ金利政策の

効果は、企業金融の緩和などに確実に現れてきているし、今後もそれが浸透することが見込まれる、目下のところは、デフレ懸念はなお払拭できていない、一方、大きな副作用もまだない、といった認識をもとに、ゼロ金利政策を当分の間維持することが適当である、との判断が述べられた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 日本経済の現状は、民間需要の回復力が弱く、厳しい状況にあるが、平成10年度補正予算等の効果の本格化、信用保証制度の拡充、さらには金融システム安定化策の進展など、各種政策の効果が浸透して、このところやや改善している。また、今後は平成11年度予算の効果も本格的に現れてくることが期待される。
- 政府では6月11日に緊急雇用対策および産業競争力強化対策を決定し、このうち雇用対策については、5,000億円を超える規模の補正予算を編成して、現在国会審議中である。また今後は、産業競争力強化対策についての法案を提出し、それに関わる税制についても必要な措置を講ずることとしている。

また、経済企画庁からの出席者からも、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の現状認識は、民間需要の回復力が著しく弱く、厳しい状況にあるが、各種の政策効果が浸透し、このところやや改善している。言い換えれば、政策効果によって、景気は辛うじて改善しているという意味でもあるので、経済は自律的な成長軌道に乗ったという判断までは至っていない。
- したがって、政府としても、緊急経済対策をはじめとする諸施策を引き続き強力に推進していくことが求められており、先般、緊急雇用対策と産業競争力強化対策を決定したところである。日本銀行においても、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ような金融政策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、足許の景気は下げ止まっており、企業の業況感や消費者マインドが幾分改善している、金融環境の改善は、実体経済に一定の好影響を及ぼしているし、今後もそれが継続することが期待される、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ない、物価は、このところ横這いの動きとなっているが、物価に対する潜在的な低下圧力はなお残っている、したがって、「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慮しながら、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当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、オーバーナイト金利を引き上げることが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPI上昇率に目標を設定したうえで、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であるとの考えが示された。

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。

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0.25%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（7月16日～8月15日）の超過準備額を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、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<sup>3</sup>）。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

---

<sup>3</sup> 「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。」

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：篠塚委員、中原委員

篠塚委員は、金融システム建て直しに向けた取り組みやゼロ金利政策の効果が浸透して、企業金融の逼迫感が薄れ、株価も堅調に推移している、これを受けて、企業や家計のコンフィデンスが改善している、物価指数の動きが落ち着いてきている、長期にわたるゼロ金利政策によって、その副作用が顕現化しており、そうしたもとでゼロ金利政策を継続することは疑問である、市場金利にもゼロ金利の修正予想を織り込むような動きがある、といったことを挙げたうえで、デフレ懸念は完全には払拭されていないが、ダウンサイド・リスクは小さくなったとして、上記採決において反対した。

中原委員は、このところ「積み上1兆円」の固定的な金融調節

を余儀なくされており、追加的なシグナルを市場に送れなくなってきた。現状のゼロ金利政策に固執しすぎると、解除する際の市場に及ぼすマイナスインパクトが大きくなる恐れがある。秋口以降、実体経済がさらに悪化した場合に、どのような対応で臨むのかという点で展望が得られない、といった点を挙げたうえで、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングによる一段の金融緩和を実施することが適当であるとの立場を採って、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7月21日に公表することとされた。

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

## ( 99 年 8 月 13 日開催分 )

### ( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 99 年 8 月 13 日 ( 9:00 ~ 12:23、13:16 ~ 15:51 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 9:00 ~ 15:51 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 15:51 )

### ( 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
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月28日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、8月18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（7月16日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この間、積み上幅<sup>2</sup>を1兆円とする調節を実施し、オーバーナイト・レートは連日0.03%と安定して推移した。なお、大手都市銀行などでは、貸出の伸び悩みなどを反映してコール資金の要調達額自体が減少していることなどから、最近では0.02%での出会いもみられるようになってきている。

前回会合以降の市場の動きとしては、次の3点が注目される。

第1に、6月中旬以降強含んでいたタム物金利が、最近では再び弱含んでいる。例えば、短期のCDレートなどは、オーバーナイト・レートと同じ0.03%、ないしはそれを下回る水準まで低下してきている。

期間別にみると、9月末越えの金利の上昇の程度は、昨年同時期と比べてもかなり小さく、中間期末越えのリスクはあまり意識されていないように窺われる。一方で、年末越えとなる6か月以上のタム物金利が高止まっており、この背景には、「コンピューター2000年問題」への懸念やゼロ金利政策解除の思惑があるものと考えられる。

第2に、6月の鉱工業生産など強めの経済指標の公表を受け、金先レートが、最近では再び緩やかに上昇している。この結果、現在の金先レートには、「利

---

<sup>1</sup> 「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。」

<sup>2</sup> 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。

上げがあるとするれば来年初以降、幅は0.25%」といった予想が織り込まれているように窺われる。

第3が、「コンピューター2000年問題」を巡る市場の動向である。ユーロ円金利先物における「2000年プレミアム<sup>3</sup>」はこのところほぼ横這いであり、資金面では、2000年問題のリスクを巡る市場の見方に殆ど変化はみられない。一方、国債に関しては、ごく最近、特定銘柄の国債の貸借料が大きくはね上がる現象がみられた。これは、市場の一部に、大口投資家が年末越えの国債の貸借取引などを控えるのではないかといった懸念が出ているためと考えられる。

## 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相場の動きをみると、7月中旬から8月初にかけて、円とユーロはともに対米ドルで上昇しており、ドル全面安の展開となっている。

これは、グリーンSPANFRB議長がハンフリー・ホーキンス法に基づく議会報告でインフレを警戒する内容の証言を行ったこと、その後公表された経済指標がいずれも予想比強めであり、証言の内容を裏付けるかたちとなったことなどを反映したものである。

その後、ごく最近では、円の対米ドルでの上昇は一服している。この原因としては、介入警戒感に加え、アジア情勢に関連し、中国・台湾間の緊張の高まりや中国人民元の切り下げ思惑といった不安材料があることが挙げられる。

もっとも、底流としては、円高ドル安センチメントが続いているように窺われる。これは、東アジア経済の回復などに伴い、これまでの「米国経済の好調、その他地域の不振」という形から、「米国経済の先行き不透明感、その他地域の回復傾向」へと大きな世界景気の構図が変わりつつあるのではないかと、さらに日本の構造改革も漸く始まりつつあるのではないかとといった見方が出ているためである。

### (2) 海外金融経済情勢

米国では、実体経済は引き続き堅調に拡大している一方で、インフレ懸念を背景に、金融市場ではドル安、株安、債券安といった状況となるなど、金融面で変化が生じている。雇用コスト指数や時間当たり賃金など、インフレ圧力の強まりを窺わせる指標の公表を受け、長期金利は97年10月以来の水準にまで上昇

---

<sup>3</sup> 99年12月限(金利ベース)が、前後の99年9月限と2000年3月限の平均に比べて割高となっている度合い。

しているほか、株価もピーク比で4%程度下落している。

一方、欧州では、個人消費の堅調などを受け、景気拡大のテンポが緩やかながらも高まる方向にある。

また、NIEsやASEAN諸国では、景気の回復傾向が一段と明確になっている。この一方で、これらアジア諸国の株価は7月中旬から軟化傾向にあり、直近のピーク時から総じて1~2割程度下落している。この背景としては、米国経済の先行き不透明感や、中国・台湾情勢の緊張といったこともあるが、基本的には、年初来急激な上昇を続けてきた株価が、調整局面を迎えているものとみられる。

なお、最近の国際的な資金フローをみると、ドル資産から円資産への資金シフトという傾向がみられる。円資産の流入先としては、株式だけでなく、中長期債券や短期国債などに幅広く流入している模様である。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資が減少を続けているほか、純輸出は輸入の増加から足許やや弱含んでいる。一方、公共投資は、本年2~3月の大量発注を受けて工事量が増加しているほか、住宅投資も持ち直している。また、個人消費は、夏季賞与の減少等、雇用・所得環境が厳しさを増す中であって、消費者心理の好転に支えられて一進一退で推移している。こうした最終需要の動向や在庫調整の進捗を背景に、生産は、振れを伴いつつも基調として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。企業の業況感も、一頃に比べ幾分改善をみている。

先行きについては、公共工事の進捗が、従来のパターンと比べ遅れ気味となっていることから、公共工事関連財の出荷は、これから秋口にかけて増加していくと考えられ、10~12月も大きな落ち込みは避けられる見通しである。また、住宅投資の持ち直しが続くほか、アジアを中心とする海外景気の回復を反映して、輸出が今後強含んでいく可能性が高い。こうした状況を反映して、4~6月に微減となった生産は、7~9月には増加に転じると見込まれる。このように、景気はしばらく小康状態が続く可能性が高い。

ただ、企業がリストラに伴い設備投資を抑制する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



季賞与は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的回復に向かう蓋然性は、なお高くないと考えられる。なお、最近の円高の影響については、現在の円相場が6月短観における製造業大企業の想定レート（116～117円程度）から大きく乖離していないことなどからみて、これが企業収益などに大きな影響を及ぼす可能性は低いと考えられる。

物価面をみると、企業向けサービス価格は下落を続けているが、国内卸売物価は、原油等の輸入物価の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、足許では横這いとなっているほか、消費者物価も、ほぼ前年並みの水準で推移している。先行きについても、国内卸売物価は当面は概ね横這いで推移するほか、消費者物価もしばらくは下がりにくい状況が続くと予想される。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状況のもとでは、物価全体に対する潜在的な低下圧力は残存するものと考えられる。

## （2）金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利がゼロ%近傍での推移を続けており、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、「コンピューター2000年問題」の影響もあって、やや高めとなっている。

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、その後は景況感の強まりなどを材料に幾分上昇し、最近では1.8%台で推移している。株価は、概ね1万8千円台での動きを続けていたが、最近では1万7千円台前半で推移している。

この間、ジャパン・プレミアムは、3月以降ほぼ解消された状態が続いている。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、低めの格付けの社債を中心に一段と縮小しており、信用リスクに対する市場参加者のリスクテイク姿勢は、徐々に前向きになってきている。

金融の量的側面をみると、民間銀行は基本的には慎重な融資スタンスを維持している。ただ、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おり、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、資金需要面では、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、企業の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。

この間、マネーサプライ(M2 + CD)は、金融緩和の浸透や、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。

## ・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」という見方で、委員の判断は概ね一致した。こうした景気の現状を、ある委員は、「引き続き明暗入り交じった斑模様」と表現した。

「景気の下げ止まり」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、住宅投資も持ち直し傾向が続いており、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。

これに加えて、ある委員は、法人企業動向調査などからみて、企業のセンチメントの改善は続いているとした。また、別の複数の委員は、消費、投資、輸出などさまざまな面で、情報通信関連の需要が堅調であることを指摘した。このうちひとりの委員は、通信機器の受注が好調であることや、家電販売の堅調、さらには家計支出のうち通信費が伸びていることなどを指摘し、いわゆる「デジタル」、「モバイル」といった言葉を軸にした分野は堅調が目立っていると述べた。さらに別の委員も、明るい材料の一つとして、日本でも都心部にベンチャー企業の集積地が誕生しつつあるといった事例を紹介した。

ただ、現状では「回復のはっきりとした動きは、依然みられていない」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多くの委員は、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、民間需要の柱となる個人消費や設備投資については、一部に好調な指標もみられるとはいえ、全体としては明確な回復の証左は得られていないこと、を指摘した。ある委員は、景気動向指数の各コンポーネントの内容を仔細に分析しても、景気が反転したとは判断できないとコメントした。別のある委員は、景気が微妙な時期にあり、またマクロの統計が必ずしも新しい産業分野の動きを十分に反映していない可能性を踏まえると、

マクロの統計とともに、ミクロの産業の動きにも十分に目を配る必要があると発言した。

まず個人消費については、多くの委員が、パソコンやエアコン販売、都内百貨店売上高など一部に明るい指標がみられるとしながらも、一方で、7月の自動車販売など、やや不振な指標もあること、都内百貨店売上高やエアコン販売については、一部店舗の閉店セールや猛暑といった一時的・天候要因が作用している可能性が高いこと、を指摘し、やはり消費全体としては一進一退の域を出ないとの見方を共有した。

また設備投資について、ある委員は、機械受注統計で、7～9月の受注見通し(民需<除く船舶・電力>)が前期比増加となったことを一つの明るい材料として指摘した。もっとも、別の委員からは、内訳をみると半導体製造装置の増加寄与が大きく、この間、中小企業の発注動向を示すとみられる代理店分が前期比でかなりの減少となっていることなどを踏まえると、全体としては受注の実勢は強くないのではないかと、との見解が示された。結局、これらの委員を含め、大方の委員は、短観やその後のアンケート調査でも本年度の設備投資はマイナスの計画となっていること、銀行貸出や資本市場調達からみて、企業の資金需要は依然低迷していること、などからみて、現時点では設備投資に前向きな動きがみられているとはいえない、との認識を共有した。

生産の動向については、ある委員から、アジアの景気回復を受けたアジア向け輸出の好調に支えられ、企業の生産・収益計画はやや好転する兆しが濃厚になってきたとの見方が示された。この間、別のある委員は、7～9月の生産計画がプラスとなっていることは一つの明るい材料であるが、企業の在庫積み増しに対する姿勢は、依然として非常に慎重であるとコメントした。

## (2) 金融情勢

金融面では、金融緩和の効果が一段と浸透し、流動性に関する懸念はさらに後退しているとの認識で、委員の見解は概ね一致した。こうしたもとで、最近、円が対米ドルで上昇する一方、長期金利は1.8%台まで上昇し、株価は若干下落するなど、金融市況の面で、これまでの「円安、長期金利安、株高」という組み合わせに幾分変化が生じていること、マネーサプライがますますの伸びを示す一方で銀行貸出が伸び悩んでいること、などに委員の関心が集まった。

まず、金融市況の動向について、委員の間で議論が交わされた。

最近の円高傾向については、多くの委員が、足許の円高は、昨年秋以降の

円高とは異なり、日本経済に対する見方の改善を背景としていること、円高の程度もこれまでのところは限定的であり、企業の経営計画を大きく狂わせるものではないこと、を指摘し、経済に大きな影響を及ぼす可能性は低いとの見方を示した。さらに、足許の株価の下落や長期金利の上昇についても、現時点では、これらが経済活動を下押しするリスクは小さいとの認識であった。

ある委員は、こうした見方を理論的に整理した。すなわち、金融緩和が行われると、まず円安、長期金利の低下、株高という現象が起こり、その後、これを受けて景況感が改善すると、今度は円高や長期金利の上昇が起こる、この間、株価については収益増加期待と円高、金利上昇との綱引きで、いろいろなケースがある、と述べた。そのうえで、これまでの金融市況は、かなりの程度、金融緩和の当初の効果と、その後の景気回復期待の台頭による変化というパターンで説明できる、とコメントした。別の委員も、これまでの株価上昇の一因となってきた外国人投資家の動きをみると、ここにきて売り浴びせているというわけではなく、様子見の姿勢をとっている模様であり、株価がこの程度の調整局面を迎えること自体は、特段懸念することではないとの見方を述べた。

ただ、別の複数の委員は、仮に円高がさらに一段とかつ急激に進行することがあれば、その企業収益への影響はやはり無視できないと発言した。そのうちの一人は、景気回復が輸出に支えられているという現状では、過度の急激な円高は景気の足を引っ張ると発言した。これに関連して、さらに別の一人の委員は、為替変動の企業経営への影響を軽減していく上では、取引に占める円建てのウエイトを増やしていくことなども有効な手段であり、こうした面での一段の企業努力が望まれる、とコメントした。

加えて、複数の委員は、円高ドル安の背景には米国経済の先行き不透明感があり、米国経済の帰趨自体が先行きの重要なリスクの一つであろうと指摘した。また、このうちのひとりの委員は、世界経済についての市場の認識が広範に変わりつつあるとすれば、為替相場の動きに予期せぬモメンタムがついてしまう可能性も全くないわけではないとコメントした。いずれにせよ、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。

また、金融の量的側面に関し、マネーサプライがますますの伸びを示す一方で、銀行貸出が伸び悩んでいることについても、議論が行われた。

ある委員は、民間銀行のリスクテイクの姿勢は徐々に前向きに変化しつつあるとはいえ、まだ信用仲介機能は十分に回復しているとはいえないとコメントした。ただ、この委員も含めた大方の委員は、銀行の資金調達面や自己資本面からの制約は緩和されていることや、各種アンケート調査などからみて、ここ

にきて銀行側の融資姿勢が厳しくなっているとは考えにくく、貸出の伸び悩みは、基本的には民間の資金需要が依然低迷していることを反映している、との判断を示した。

ある委員は、景気回復の姿としては、通常、中小企業の設備投資が先行する形が想定されるが、足許の貸出の低迷は、少なくともこうしたルートからの景気回復のメカニズムがきわめて弱いことを示しているのではないかと述べた。

別の委員は、「マネーサプライが伸びる一方で貸出が低迷している」現象を整理した。すなわち、政府部門が国債を発行するとともに財政資金を支払う、

財政資金の支払いを受けた企業は、これを法人預金などの形で金融機関に積み上げる、金融機関はこの資金で国債を購入する、という現象が起こっているはずだと述べた。そのうえでこの委員は、今後景気が回復し、投資が増えていくとしても、それが内部留保の取り崩しによってファイナンスされる場合には、マネーサプライや貸出といった量的金融指標はなかなか伸びていかない事態も考えられる、との問題提起を行った。

さらに別の委員は、貸出の伸び悩みの要因として、金融緩和が浸透し、流動性確保への安心感が広がっているため、手元資金への需要がむしろ減少していること、企業のキャッシュ・フローの改善が、バランスシートの改善すなわち、借入金の返済に向けられていること、を指摘した。そのうえでこの委員も、今後、「企業のキャッシュ・フローは改善するが、設備投資が回復するには至らない」といった景気回復の途上段階では、貸出やマネーサプライがなかなか伸びていかないといった状況も生じ得る、との見方を示した。

こうした議論を踏まえ、多くの委員の見方は、足許の貸出の動きには、バブル期に生じた過剰債務を圧縮する動きや流動性不安の後退などさまざまな要因が影響しているという点で、概ね一致した。また、こうした見方をもとに、複数の委員は、実体経済と量的金融指標との関係は従来に増して不安定となることが予想され、今後、金融緩和が浸透しているもとでも、量的指標が伸び悩むといったケースも考えられるとの見方を示した。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きについては、公共工事の進捗の遅れもあって、しばらくは小康状態を続ける可能性が高く、少なくとも年内に景気が再び落ち込むリスクは減少しているとの見方が大勢を占めた。ただ、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来年初以降、景気が再び下降するリスクは残っているという点でも、委員の見解は概ね一致した。

このなかで、多くの委員が、公共工事の進捗が遅れ気味であり、当初年内とみられていた公共投資の息切れの時期が、年明け後にずれ込む可能性が高いことに言及した。これらの委員は、これにより年内に景気が再び落ち込むリスクはやや減少し、景気の小康状態の時期がしばらく伸びる可能性が高まったとの見方を共有した。このうちの複数の委員は、公共工事の進捗の遅れは、政策関連需要が民間需要にバトンタッチされるまでの時間的猶予を幾許か延長したという意味で、結果的にはプラス面が大きいのではないかとコメントした。

この間、別のある委員は、公共工事の進捗が遅れ気味であったにもかかわらず、景気は小康状態を保ってきたということは、この間、民需が予想外に健闘していたということではないか、という見解を述べた。

次に、民間需要の先行きについて、委員の間で議論が行われた。

まず輸出面では、多くの委員が、東アジア経済の回復の動きが一段と明確になってきていることなどを受けて、先行き、輸出が増勢を辿る見通しであることを、明るい材料の一つとして指摘した。ただ、そのうちひとりの委員は、現状、日本がかなりの水準の経常黒字を続けているもとで、これがさらに大きく増えていくことまでは考えにくいともコメントした。

次に個人消費については、多くの委員の見解は、足許の雇用・所得環境の厳しさを踏まえれば、現状では消費性向の上昇がこれに打ち勝って個人消費が増加していくことまでは見込み難いという点で、概ね一致した。

まず、複数の委員が、足許の雇用・所得環境の厳しさに言及した。

ある委員は、足許の雇用者所得の減少には、マイナスの循環圧力に加え、企業のリストラの影響が、雇用の削減が容易ではないこともあって、賃金の面に強く反映されていることが寄与しているのではないかと述べた。別の委員も、失業率統計をみると、失業期間の長期化が進んでいることや、求職活動自体を断念した人がかなりいることが窺われ、雇用環境は見かけの失業率以上に厳しい、とコメントした。

こうしたもとで、ある委員は、これまで雇用者所得が減少するなかで、消費性向の上昇により、個人消費は一進一退を維持してきたが、こうした消費性向の上昇が今後も続いていくことまでは期待し難いと述べた。こうした見方は、他の委員にも概ね共有された。

なお、個人消費に関連し、ひとりの委員は、米国の jobless recovery の過程では、高所得者層の教育や住宅、レジャー関連といった選択的支出が景気を下支えしたとの認識を示した。そのうえでこの委員は、家計調査の「世帯主の勤め先企業規模別」に、実質消費支出について3か月移動平均の前年同期比をとって分析してみると、日本では大企業の被雇用者ほど選択的消費のマインド

が萎縮しているように窺われ、こうした点は米国の回復パターンとはやや異なっているとの見解を示した。

これに対し、別のある委員は、同じ家計調査を用いて別の解釈を示した。すなわち、この委員は、「年間収入五分位階級別」の名目消費支出を均してみると、むしろ、消費支出が大きく下押しされているのは、年収600～800万円の中所得者層であるように窺われる、と述べた。この委員は、中所得者層は住宅ローンなどの負担が重い中で、所得環境の悪化の影響を他の層より強く受けているのではないかと、との見解を示した。

これらの見方に対し、別の委員は、家計調査はサンプル替え等に伴う影響も大きいと、分析の結果については幅を持ってみる必要があるのではないかとコメントした。

次に、設備投資の先行きに関しても、多くの委員は、循環的なマイナス要因に加え、構造調整圧力やリストラの動きなどを踏まえると、その本格的な回復には、まだしばらく時間を要するのではないかと、との見方を共有した。

まず、ある委員は、大企業は今年度の投資計画をかなり固めているとみられること、リストラの動きが投資を抑制する方向に働くこと、中小企業には構造調整圧力が特に強く働いているとみられること、などから、設備投資が回復する展望はなかなか持ちにくい、との見解を示した。

また、別の複数の委員も、企業がバランスシートの調整を進めているもとので、キャッシュ・フローが改善しても、これがまず借り入れの返済に振り向けられる結果、設備投資の回復に結びつくまでには、これまでの景気回復局面以上に時間がかかるのではないかと述べた。ただ、このうちひとりの委員は、企業によるバランスシート調整自体がさらにマイナスの連鎖反応を生み、経済が内側から崩れていくリスクは、現在かなり減少しているとし、さらに、バランスシートの調整は、前向きな力を貯えている過程と捉えることもできる、との認識を示した。

この間、ひとりの委員は、景気の先行きに関し、他の委員に比べて一段と慎重な見方をとった。

この委員は、足許の株安の影響が懸念されるほか、アジア経済回復の輸出面への好影響も、最近の円高によって大きく減殺されるのではないかと述べた。加えて、雇用リストラの受け皿となる新しい産業がみえてこないもとでは、今後失業率がさらに上昇することは避けられないとした。また、原油価格についても、指標銘柄であるWTIの価格は、年末までに23～25ドル/バレルまで上昇するのではないかと、との見通しを示した。

さらにこの委員は、海外経済についても、アジア諸国については最近の株価

下落の影響が懸念されるほか、不良債権処理や政治面でのリスクも残っていると指摘した。また、米国経済についても、供給面でのボトル・ネックが明らかになってきており、今後については不透明感が強いとコメントした。

先行きの物価動向については、物価は当面横這いで推移する可能性が高いが、民間需要の自律的回復の展望が依然はっきりしないもとでは、潜在的な物価下落圧力は残存しており、したがってデフレ懸念は引き続き払拭できていないとの見方が、委員の大勢であった。

まず、複数の委員が、最近の物価の下げ止まりは、原油価格上昇などの供給面の要因も寄与しており、足許、素原材料や中間財の価格が強含んでいる一方で、消費財などの価格はむしろ弱含みとなっていることを指摘した。そのうえで、原油価格上昇のような供給面からの物価上昇圧力は、デフレ的な期待を後退させるというプラス面がある一方で、企業収益などにマイナスのインパクトを及ぼす可能性もあると言及した。

なお、別のある委員は、素材産業などで価格回復期待が高まっている一方で、流通業などが新たな国際競争圧力に晒されていることを考えれば、消費者物価には、この面からも低下圧力がかかり続けるのではないかとコメントした。

こうしたなかで、ある委員は、足許の物価の下げ止まり自体が、民間のデフレ的な期待形成を後退させることを通じて、先行きの物価動向に何らかの影響を及ぼすことはないかといった点も、注意してみていく必要があると発言した。

## ・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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、公共投資の息切れが予想される来年初以降、景気が再び悪化するリスクも否定できず、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べきであるという意見が、委員の大勢を占めた。



なお、この考え方に関連してある委員は、物価指標にもいろいろあり、物価変動の要因も技術革新、需要動向、供給ショック等さまざまなものがあるため、中央銀行が追求すべき物価の安定は一つの指標で把握し切れるものではないこと、経済主体にとって重要なのは、現在の物価水準というよりも、むしろ先行きの物価動向であることを、外部に対しても十分説明していく必要があると発言した。

一方、ゼロ金利政策の副作用についても、委員の間で議論が行われた。

複数の委員は、ゼロ金利政策の副作用として、金利を通じた所得分配上の問題、低金利が衰退産業の市場退出や過剰設備の廃棄を遅らせ、結果として構造改革を遅らせてしまう可能性、市場参加者のリスク意識の低下、市場機能の低下、などの問題点を挙げた。このうちのひとりの委員は、CPや社債の発行市場において、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に加え、最近では貸出の面でも、銀行の中にはハイリスク先に割安なスプレッドを提示してボリュームの拡大を図る先がみられており、市場参加者のリスクに対する意識が、一段と希薄になってきていると指摘した。しかしながら、多くの委員は、経済の現状や先行きのリスクを踏まえると、現時点でゼロ金利政策を変更することは適当でないとの見解であった。

さらに、また別の委員は、ゼロ金利政策を評価する場合、マイナス面だけを単独に取り上げてみることは適当でないと強調した。例えば、ゼロ金利政策により経済主体のリスクテイク活動が積極化していることを「効果」とみるのか、それとも「リスク感覚の低下」という副作用とみるのかは、あくまで経済状況との関連で考えられるべき問題であるとした。さらにこの委員は、低金利は確かに衰退セクターにプラスに働くが、同様に成長セクターにもプラスに働くと述べたうえで、構造調整のためには、先に衰退セクターの淘汰ありきではなく、次世代を担う成長セクターが立ち上がってくることが重要であり、低金利はこの面ではプラスに作用するはずだ、との見解を示した。

一方、ある委員は、低金利政策の長期化に伴い、その副作用も徐々に大きくなってきており、特に最近では、家計部門の内部で、高所得者層と中・低所得者層の二極分化の傾向もみられると発言した。そのうえで、こうした点を踏まえれば、これ以上ゼロ金利政策を続けていくことは適当でないとの見解を述べた。

次に、金融調節の技術的側面について、このところ1兆円の積み上幅が続いていることに関しても議論が行われた。

まず、一人の委員が、金融緩和が浸透し、超過準備への需要が一段と減少しているとみられること(この結果として準備預金制度非適用先の当座預金の

積み上がりが増大していること) 積み上幅は、そもそも日本銀行の金融政策運営スタンスを示すものではないこと、を踏まえ、1兆円の積み上幅が続いていることをどう評価すべきか、との問題提起を行った。

一方、別の委員は、「積み上幅1兆円」が調節上の「擬似ターゲット」のように市場から受け止められており、金融政策の透明性という観点からは、積み上幅についても金融市場調節方針の中に明記するべきではないかとの見解を示した。また、この委員は、ゼロ金利政策のスタート後、積み上幅の見込みと実績との間に大きな乖離が生じており、こうした状況が続けば中央銀行のクレディビリティにも影響を与えかねないと発言した。さらにこの委員は、その原因として、資金需給の予想の中に準備預金制度非適用先(短資会社等)への漏出分が含まれているなど、現在の金融調節・金融環境にそぐわない枠組みとなっており、積み上幅や資金需給予想のあり方も含めて全般的に見直しを行うべきと主張した。

こうした問題意識に答えるかたちで、さらに別の委員の求めに応じ、執行部から以下のような補足的な説明が行われた。

すなわち、執行部としては、1兆円といった積み上の水準自体を調節上の目標としているわけではなく、あくまで、オーバーナイト金利をできるだけ低く推移するよう促すという方針を実現する上で、必要と考えられる資金供給を行った結果であるとした。

また、朝方の積み上幅の見込みは、その時点での所要準備対比での資金供給額を示すものであり、実際にその通りの資金供給をおこなっていること、積み上幅の見込みと実績の乖離については、日本銀行の潤沢な資金供給の多くが、結果的に短資会社などの準備預金制度非適用先の当座預金として積み上がる傾向が続いていることが主因であること、を説明した。その上で、本年4月以降、日次ベースで準備預金制度非適用先の当座預金残高を公表し、この面でもアカウンタビリティの向上に努めており、今後とも、適宜こうした面での努力を続けていきたいと述べた。

こうした執行部の説明を受けて、多くの委員が、現在の金利をターゲットとする手法を変える必要はないとの意見を示した。すなわち、ある委員は、金融市場調節方針として金利の誘導目標を示している以上、これに積み上幅の目標を追加的に書き込む必要はない、との見解を示した。さらに別の委員も、金利と量という2つの目標を金融市場調節方針に書き込んで、両方を同時に実現することはできないとし、こうした見解に賛意を示した。

さらに最近、「円売り介入を不胎化せずに行ってはどうか」といった見解が外部で聞かれていることについても、議論が行われた。

まず、ある委員は、「円売り介入を不胎化しない」ということは、すなわち、介入のあった時だけ、介入の金額分積み上幅が大きくなるということであるが、こうした手法が何らかの意味を持つとは考えにくいとした。加えて、過去の実証分析によれば、為替介入の効果を左右するのは、政策当局の意思やその後の政策変更に関するシグナルが明確かどうかであり、介入の不胎化の有無によっては効果はあまり変わらないという結果が多いとも付け加えた。

さらにこの委員は、不胎化しない円売り介入が何らかの効果を有するとすれば、それは、介入に合わせて金利も引き下げられる場合であろうが、現在、金利に低下余地がない中では、介入を不胎化しないことで、為替相場に追加的な効果を与えられるわけではない、との見解を示した。こうした見解に、複数の委員が賛意を示した。

一方、別のある委員は、金融政策を為替レートに割り当てるものではないが、市場が本当に「中央銀行が介入を不胎化しないことに何らかの効果がある」と考えているのであれば、こうした見方を利用するような対応を考えてもよいのではないかと、との問題提起を行った。その上でこの委員は、為替相場には日米のマネタリーベースの絶対額の比率がある程度影響しているように思われるが、介入を不胎化しないことはマネタリーベースを増加させる一つの考え方であるし、また、マネタリーベースの増加は、日本経済にもプラスになるのではないかと述べた。

これに対し、先ほど「介入を不胎化しないこと」の効果に否定的な見解を述べた委員は、最近、日米のマネタリーベースの伸び率の格差が円ドル相場と相関があるのではないかとといった見方もあるようだが、長い期間をとると両者の相関は弱く、こうした関係が安定的とはいえないとコメントした。また、この委員を含めた複数の委員は、「介入を不胎化しないこと」について日本銀行自身が理論的に意味があると考えていないまま、市場のパーセプションに乗るような対応はとるべきでないし、仮に一時的に効果が出たとしても長続きはしないだろうと述べた。

さらに別の複数の委員は、これらの議論を総括するかたちで、ゼロ金利政策のもとで、日本銀行はすでに日々の調節を通じて、「不胎化しない円売り介入」が想定するレベルを上回る資金供給を行っているとして述べた。

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、景気が先行き再減速するリスクが減少している一方で、ゼロ金利政策の継続に伴い、その副作用も大きくなってきていることを踏

まえば、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  
戻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、  
依然として超低金利であることに変わりはなく、その枠組みの中で、肌理細か  
い政策運営を行っていくべきであると主張した。

一方、別の委員は、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、最近の円高や株価の低下、長期金利の上  
昇は、2月の金融緩和措置に伴う金融市場への好影響が出尽くしたことを示し  
ており、現在が景気回復のためにきわめて重要な時期であることを踏まれば、  
ここで追加的な緩和策をとる必要があること、民間需要の自律的な回復力は  
十分でなく、本年度下期に景気が失速するおそれがある点には変わりがないこ  
と、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを導入することで、  
金融政策の透明性を一段と高めることができ、また、日本銀行としての決意を  
示すことができること、名目金利の引き下げが限界に突き当たっているもと、  
積み上幅に目標を設けることで、政策の自由度を高めることができること、を  
主張した。

## ・ 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、民間需要の回復力は弱く、厳しい状況が  
続いているが、一方で各種の政策効果の浸透などで、このところやや改  
善している。
- このような状況の下、政府はこの6月、緊急雇用対策及び産業競争力  
強化対策を決定し、また、先般7月21日には、平成11年度補正予算も成  
立した。また、この8月6日には産業活力再生特別措置法、およびそれ  
に対応した租税特別措置法の一部を改正する法案が成立をみた。

当面の財政運営に当たっては、今後のわが国経済の動向等を十分踏ま  
え、必要があれば、公共事業等予備費の活用、15か月予算という考え方  
に立った平成11年度第2次補正予算の編成も含め、機動的・弾力的な対  
応を行う所存である。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。

- 経済の現状については、大蔵省からの出席者が発言された通りである。経済政策の面では、緊急経済対策や緊急雇用対策に加え、新たに成立した産業活力再生特別措置法の枠組みも活用し、これらの政策を今後強力に推進していく所存である。
- 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あらためて総括すると、前回会合以降の経済指標を踏まえると、「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」と判断される、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、やはり、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、これまでの金融市場調節方針を継続することが適当であるとの意見が、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（8月16日～9月15日）の超過準備額を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、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<sup>4</sup>）。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、先行き、景気が下振れるリスクは減少している

<sup>4</sup> 「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%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額させる必要がある。」

こと、(イ)所得分配面における家計部門へのマイナスの影響、(ロ)構造調整を先送りするリスク、(ハ)金融市場におけるモラル・ハザードの発生、といった、ゼロ金利政策の副作用が出ていること、こうした副作用は、ゼロ金利政策が長期化するほど大きくなっていくと考えられること、を理由に、上記採決において反対した。

中原委員は、現在のゼロ金利政策は、積み上幅の見込みと実績に大きな乖離が出ているなど、金融調節のスタイルに矛盾が生じており、現行政策の継続は矛盾を拡大させることにつながること、円高や株価の反落など、ゼロ金利政策が及ぼしてきた好影響が剥落しつつあり、この中で、民間需要の自律的回復の展望が開けていないのであるから、現状の金融緩和では十分でないこと、現在の金融政策の枠組みでは、「デフレ懸念の払拭」や「潤沢な資金供給」等、抽象的な言い回しが多く、政策の透明性をより高める必要があること、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8月17日に公表することとされた。

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、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 9 月 9 日開催分 )

### ( 開催要領 )

- 1 . 開催日時 : 99 年 9 月 9 日 ( 9:02 ~ 12:22、13:17 ~ 15:14 )
- 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 ( 10:55 ~ 12:22 )
  - 原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 13:17 ~ 15:14 )
  - 経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 ( 9:02 ~ 10:40、13:17 ~ 15:14 )

### ( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之 ( 9:02 ~ 12:22 )
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
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（7月16日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、9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（8月13日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。

この結果、オーバーナイト金利は、基本的に、0.03%で安定した推移を続けた。また、市場の緩和感は全体として強まっており、ユーロ円3か月物などのターム物金利は、さらに軟化している。

最近の短期金融市場の特徴点としては、次の3点を指摘できる。

第1に、短資会社各社は、8月半ばから9月初めにかけて、取引高の回復を狙い、無担保コール仲介手数料を引き下げた。目下のところ、取引高の回復には結びついていないが、その一方、今後、約定金利を0.02%とする取引が増える公算が高い。第2に、都銀等では貸出低迷等により、資金ポジションが好転しているため、準備預金を積むテンポを遅らせており、この結果、準備預金制度非適用先などへの資金滞留は、さらに顕著になっている。第3に、資金供給オペでは、これまでの手形買入に加え、今月初めにはC P買現先でも札割れが発生した。

なお、昨日（9月8日）は、オーバーナイト金利が0.06%に上昇した。これは、本日（9月9日）が、「コンピューター2000年問題」と同様にコンピューターの誤作動等が発生しうる、と危惧された特異日であるため、地銀や投信などが、漠たる不安感を抱いて資金放出を見合わせたことなどに端を発している。このため、調節面では、弾力的に大量の資金供給を行い（積み上幅<sup>2</sup>は昨日が1兆3

---

<sup>1</sup> 「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。」

<sup>2</sup> 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。

千億円、本日は2兆1千億円に拡大) 市場地合いの安定に努めている。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の為替相場は、前回国会時には115円前後の水準にあったが、8月中旬より日本経済の回復期待などを背景とする円買いドル売りが強まり、9月初めには、一時108円台まで上昇した。その後はいったん111円台まで軟化した。今朝発表されたGDPの第2四半期速報が市場予想よりもやや強め(前期比0.2%増加)であったため、再び109円台前半まで上昇している。また、円の為替相場も、前回国会時には122円台であったが、同様に上昇し、一時は114円台をつけた。

### (2) 海外金融経済情勢

米国の金融資本市場は、前回国会時に比べれば、小康を取り戻している。具体的には、生産者物価指数、消費者物価指数、雇用統計などのインフレ関連指標が落ち着いていることや、8月24日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、6月に続いて0.25%の利上げが実施され、金利先高感が後退したこと、などを背景に、長期金利が幾分低下しており、株価も高値圏での推移を続けている。ただ、社債市場では、金利先高感を抱いたり、「コンピューター2000年問題」を意識したりした企業による前倒しの起債が相次いだため、社債金利は上昇し、国債とのスプレッドが拡大している。

米国景気は、住宅投資や一部の耐久消費財の動きに鈍化の兆しが窺われるが、全体として力強い拡大を続けている。

ユーロエリアでは、個人消費が底固く、輸出も増加基調を辿るなど、景気回復傾向が続いている。出遅れていたドイツでも、生産の回復が明確化している。また、イギリスでは、家計支出の強さや労働市場のタイト化などを背景に、昨日(9月8日)政策金利が0.25%引き上げられた。

NIEs、ASEAN諸国では、米国、日本向けの情報関連財の輸出が好調であることや、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、景気回復傾向が一段と明確になっている。

一方、中国では、輸出がやや持ち直しているが、国有企業改革等の施策を背景に、家計の所得不安が高まり、個人消費の減速が明確になっている。このため、政府は、補正予算を策定し、消費の刺激などに努めている。

最近の国際資金フローの特徴をみると、国際的な投資資金は、債券よりも

株式を愛好する傾向があること、海外投資家の対日証券投資でも、株式の購入が目立っていること、日本から海外への資本の流れは、生保の外債購入の慎重化や邦銀海外店における融資抑制などを背景に、このところ減少していること、などの点を挙げるができる。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資は減少を続けており、住宅投資には頭打ち感が窺われる。個人消費は、消費者心理の好転に支えられて一進一退で推移しているが、夏期賞与の減少等により雇用・所得環境が厳しさを増しているため、回復感には乏しい。一方、公共投資については、春先の大量発注を受けて工事量が増加している。また、ここにきて、特にアジア向け輸出の回復を受けて、純輸出が増加に転じている。

こうした最終需要の動向と在庫調整の進捗を反映して、生産は増加に転じつつある。

物価面では、国内卸売物価は、原油等輸入物価の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、足許では横這いとなっているほか、消費者物価も、ほぼ前年並みの水準で推移している。また、企業向けサービス価格は、下落を続けているが、そのテンポは鈍化している。

このように、足許の景気は、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。

先行きについては、住宅投資が、秋以降緩やかな減少に転じるとみられる。しかし、公共投資は、工事の進捗がこれまで遅れ気味となっており、この分が今後出てくるとみられるため、年内に大きく落ち込むことは避けられる可能性が高い。輸出も、アジアを中心とする海外景気の回復を反映して増勢を維持すると見込まれる。このため、生産は、7～9月に増加した後、10～12月も横這い圏内で推移する可能性が高まっている。

景気が自律的回復軌道に乗るためには、公共投資や輸出の効果が続いている間に、個人消費や設備投資といった民間需要が持ち直すかがポイントとなる。この点、個人消費については、企業のリストラの影響から、雇用・所得環境の厳しい状況が続くとみられ、景気の牽引役となることは期待し難い。設備投資も、減少テンポは鈍化しつつあるとみられるが、増加に転じる目途は立っていない。また、円高傾向が今後も続けば、輸出や企業収益に及ぼす影響が懸念される点にも注意する必要がある。

こうした状況からみて、民間需要が速やかに自律的回復に向かう蓋然性は、引き続き高くないと判断される。

物価は、一部に弱含んでいるものもあるが、全体としては、概ね横這いの範囲内で推移すると予想される。しかし、やや中期的にみると、景気が自律回復に転じず、再び在庫調整を余儀なくされるような場合には、物価が需給ギャップの拡大につれて再び軟化するリスクに引き続き注意を払う必要がある。

## (2) 金融情勢

金融市場では、オーバーナイト金利が引き続きゼロ%近傍で推移しており、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、ターム物金利はさらに弱含んでいるが、年末越えのものは、「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。

長期国債流通利回りは、景況感の改善や補正予算に対する思惑などを背景に一時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。株価も、一時1万8千円台を回復したあと、円高の進行や米国株価の調整などを受けて幾分軟化し、最近では概ね1万7千円台後半での動きとなっている。

この間、ジャパン・プレミアムの動向をみると、年末越え取引には若干のプレミアムが観察されるが、それ以外についてはほぼゼロの状態が続いている。また、国債と民間債の流通利回りスプレッドの縮小傾向はここにきて一服している。しかし、スプレッドの水準は一頃に比べればかなり低下しており、信用リスクに対する市場参加者のリスクテイク姿勢は前向きとなった状態が維持されているように窺われる。

金融の量的側面をみると、民間銀行は、基本的には慎重な融資スタンスを維持している。ただ、銀行自身の資金繰りや自己資本面での制約が緩和してきていることや、経営健全化計画に示された貸出計画への対応もあって、大手行を中心に、融資先の信用力などを見極めつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢にある。

しかし、資金需要面では、設備投資などの実体経済活動に伴う需要が低迷を続けているほか、最近では、資金繰り懸念の後退を背景に、企業がこれまで積み上げていた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。このように、民間の資金需要は引き続き減退しており、民間銀行貸出は一段と弱含んでいる。社債、CP等の発行も緩やかな減速傾向が続いている。

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。

## ・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、多くの委員が、下げ止まりの中で、明るい動きが少しずつみられるようになってきている、との見方を示した。ただ、民間需要に手応えが十分感じられないことも、あわせて指摘された。このため、会合における景気認識は、「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」という評価にほぼ集約された。このうちのひとりの委員は、こうした状況を「依然明暗入り交じった足踏み状態であるが、ひとつひとつの材料は 明暗いずれの部分も 徐々によい方向に動いている」と表現した。

まず、公共投資については、ある委員より、公共投資関連財の出荷の動きを踏まえると、高水準の工事の進捗が窺われる、との見方が示された。また、別の複数の委員は、年内は現在の高水準が維持される、との見通しを述べた。

次に、輸出については、多くの委員より、アジア向けや米国向けを中心として増加傾向が明確になってきたとの見解が示され、このうちの何人かは、輸出の強さは予想以上であるとの判断を述べた。また、このなかのひとりの委員は、とりわけアジア諸国と日本の取引は、拡大均衡に向かっているとの評価を付け加えた。

以上の見方を踏まえて、複数の委員から、公共投資と輸出を合わせた外生需要は、これまで描いていた予想を上回る展開となっているとの見解が示された。

一方、民間需要については、プラス方向の材料も指摘されたが、慎重な見方が依然として多かった。

まず、設備投資については、何人かの委員が、企業収益の減少テンポが幾分和らいでいるように窺われることを指摘した。また、別の委員は、首都圏の大型プロジェクトが予定通り着工される動きにあることを紹介した。しかし、それらの委員も含めたほとんどの委員の認識は、設備投資の減少傾向はなお続いているというものであった。具体的には、企業は構造調整圧力のもとで財務リスクに注力しているため、収益環境の好転、企業金融の一段の緩和、さらには企業マインドの改善などが、本格的な実物支出にはまだ結びついていないことが指摘された。

なお、これらとは異なるひとりの委員は、設備投資を巡る環境はすでに改善傾向にあり、これは、今後、情報通信や環境問題対応などの技術革新の波につながっていくのではないかと、との期待感を表明した。

個人消費については、雇用・所得環境が厳しいもとでも持ちこたえているなどと、一定の評価を示す委員が少なくなかった。この背景として、金融システム不安の鎮静化や株価の上昇などが、家計のコンフィデンスの改善をもたらしていること、生産が増加に転じるにつれて、所定外給与も増え始めていること、などが指摘された。ある委員は、貯蓄広報中央委員会の「貯蓄と消費に関する世論調査（平成11年）」（調査時期6月25日～7月5日）を引用し、今後の金融情勢に関し「さらに混乱する」とみる家計が減少したことや、家計の貯蓄構成の中で株式のウェイトが上昇していることなどを挙げて、家計のコンフィデンスが改善していることを指摘した。しかし、総括的な判断としては、失業率が上昇していることや、職探しをあきらめて労働市場から退出する人が増えていること すなわち、非労働力人口が増加していること などにみられるように、雇用・所得の減少という大きな流れには変化がないこと、消費性向も、金融システム不安を受けて落ち込んだ分はすでに取り戻し、足許はかなりの高水準にあること、などを踏まえると、個人消費に今後の景気回復を主導するほどの力は感じられない、との見方が多かった。

こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗を受けて、7～9月の生産が増加に転じつつあることが、委員の間で注目を集めた。ひとりの委員は、鉄鋼メーカーは、輸出の増加を主因に、現在稼働可能な設備をフル生産状態にしていることや、自動車メーカーでは、生産台数が昨年並みの水準を回復しつつあり、一部には期間工の採用に踏み切る動きがあることなどを紹介した。

また、GDPの本年4～6月速報が2四半期連続のプラス成長となったことについて、ほとんどの委員は、実体経済が下げ止まり、明るい動きもみられるようになってきている流れを裏付けるものであるとの認識を示した。このうちのひとりの委員は、景気は最悪期を脱したと判断できるのではないかと、発言した。

物価動向については、経済全体の需給ギャップは依然として大きく、物価に対する潜在的な低下圧力は残っているが、これまでのところは全体として横這い圏内にあるとの認識が多く示された。このうちのひとりの委員は、実体経済の一部に明るい動きがみられていることの反映として、物価も、これまでの予想に比べややしっかりした推移となっているとの見解を付け加えた。

こうした中で、別のひとりの委員は、景気動向指数の一部長期先行指標には

5 月底入れを示唆するようなシグナルもあるが、D・I.(ディフュージョン・インデックス)やC・I.(コンポジット・インデックス)からは、景気底入れは確認できないとして、他の委員と比べ厳しめの景気認識を示した。具体的には、設備投資は、産業空洞化の流れのもとでは早期の回復を期待できない、個人消費は、消費性向に若干上昇余地があるが、雇用リストラが始まっており、今後、信用保証付貸出の返済が本格化して企業倒産が増加すれば悪影響を受ける、海外環境では、堅調な米国経済において、ユニット・レーバー・コストの上昇が目立ち、先行きの失速懸念が強まっているほか、アジア経済の今後の展開も株価動向を含めて不透明要因が少なくない、世界的な石油の需給は引き締まっており、原油価格は年末にかけて25ドル程度まで上昇する可能性があるが、その場合、わが国の交易条件の悪化や企業収益の悪化を通じて、株価にも悪影響を及ぼす可能性がある、地価の下落が、企業や地方公共団体の保有土地にかかる含み損を膨らませている、といった点を列挙した。

## (2) 金融面の動き

金融面については、前回会合までの「金融環境は改善している」という基本的な判断が踏襲された。そうしたもとで、委員の関心は、最近の円高の進行をどのように評価するか、という点に集まった。

多くの委員は、円相場の動向を評価する際には、相場水準を単独にみるのではなく、実体経済や金融資本市場全体の動きのなかで評価する必要があるとしたうえで、各々の判断を明らかにした。

ひとりの委員は、金融緩和の効果が浸透し、景況感が改善すれば、相場が上昇すること自体は自然なことであるとしたうえで、現在は、輸出が海外景気に支えられており、株価や長期金利の動きも安定的であるため、円高のマイナス・インパクトを強く懸念するような状況にはまだ至っていない、との判断を述べた。同じ考えを示した別の委員は、日本経済は過去の円高局面のもとで、構造的に円高抵抗力を強めている可能性がある、との認識を付け加えた。

ほかの複数の委員も、最近の円高は、日本経済に対する回復期待と、米国経済の先行きに対する不安感、の2つの要因が入り交じっている、との見方を述べた。そのうえで、後者の米国要因がより強い場合は、日本経済にとってのリスクが大きい、これまでのところは、前者の日本経済の回復期待が円買いを支える主たる要因であるため、その限りでは、景気に深刻な悪影響を及ぼす可能性は大きくない、という考えであった。

もうひとりの委員は、円高が日本経済に強いマイナス・インパクトを及ぼす



ことになれば、企業収益の減少見込みなどを織り込んで株価が下落し、円相場も軟化する、といった自動安定化メカニズムが働くはずであるとの認識を述べた。そのうえでその委員は、これまでの金融資本市場全体の動きをみる限りは、市場の受け止め方も冷静である、との判断を明らかにした。

これに対して、円高の進行が企業収益等に及ぼす悪影響を懸念する意見も少なからず示された。

ひとりの委員は、ここにきて輸出の増加やそれに伴う生産の増加によって、景気に漸く明るい動きが出てきたが、1ドル110円前後の円相場水準は企業にとっては踏み止まってほしいレベルであるだけに、今後、円高がさらに急激に進行すれば、産業界への影響は大きくなり、民間需要の自律的回復が遠のく恐れがある、との考え方を強調した。

さらに、別のひとりの委員は、チャート分析によれば、円相場は現在の水準を突き抜けると一気に上昇する可能性があるとの見方を示した。もしそうなれば、産業界に加えて、機関投資家も外貨建て資産の評価損の増大というかたちで悪影響を受ける、アジア等からの輸入ペネトレーションが増加する、といった問題点が表面化する、と指摘した。また、その委員は、何人かの委員が円相場を評価する際に株価の堅調な推移に言及したことに触れて、そもそも日本の株価は、米国株価にひきずられている面が強い、その米国株価は、6月、8月のFOMCによる2度の利上げにもかかわらず依然高値圏にあるが、いずれ調整局面に入る可能性が高い、それにつられて日本の株価が軟化すれば、最近の円高が実はファンダメンタルズから乖離していたという姿がクローズアップされる、との警戒的な見方を強調した。

会合では、何人かの委員が、長期金利についても発言した。それらの委員は、現在の長期金利の動きは安定的であるとの認識であった。しかし、今後、第2次補正予算の議論の本格化や郵貯集中満期到来問題を背景として、国債の需給悪化懸念が再燃したり、あるいは、实体经济の足取りがしっかりしてくるような場合には、長期金利の推移や、その動きの背景などを十分に見定めていく必要があるとの考え方も併せて付け加えられた。

このうちのひとりの委員は、民間部門に潤沢な資金が余っている現状では、債券需給の悪化が長期金利の上昇にそのまま結びつくとは考え難いとの見解を述べた。そのうえで、ほかの委員とともに、より重要なことは、効率的な財政運営に努め、将来の財政の姿を示すことによって、市場の信認を確保し、長期金利にかかるリスクプレミアムの拡大を抑制することである、との認識を強調した。

こうした見方に対し、別のひとりの委員は、すでに国債発行残高が累増して

いるだけに、追加的な国債増発が加われば、長期金利が上昇するリスクはきわめて高い、との懸念を表明した。

金融の量的側面についての検討も行われた。複数の委員は、企業金融の緩和が進みつつあるもとで民間銀行貸出の減少が続いている背景として、企業が、設備投資を減価償却の範囲内に抑制し、キャッシュフローの改善分は既往債務の返済に充てていることや、資金調達の安心感が定着するにつれて手許流動性を減らしていること、などを指摘した。それらの委員は、その結果として、金融緩和の浸透につれて、かえって銀行貸出やマネーサプライなどの量的指標が伸び悩むという現象が起きており、経済活動と金融の量的指標との関係を従来のようにはとらえられなくなっている。すなわち、景気が緩やかに改善していくもとで、量的指標の伸びが低下することが生じ得る、との見解を述べた。

このうちのひとりの委員は、銀行の融資姿勢についても言及した。その委員は、融資スタンスが前向きになりつつある点は評価できるとしながらも、その一方で、経営健全化計画を達成するために、業況が悪くなくても、既往取引先であるという理由だけで、信用状態を適正に反映しないような低めの金利設定を行い、融資の拡大を図る動きが出ていること、その一方で、将来性はあるが、信用力がまだ備わっていないような企業には、十分な資金が行き渡らないケースもみられることなど、信用仲介機能が健全なかたちで機能するような状況にはまだ至っていない、といった問題点を指摘して、今後の展開をよくみていく必要があるとの立場をとった。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きに関する多くの委員の認識は、先行きのダウンサイド・リスクは根強く残っており、「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いうものであった。しかし、何人かの委員からは、足許の景気情勢の一部に明るい動きがみられていることを踏まえると、先行きのダウンサイド・リスクは幾分は薄れてきているのではないかと、との見方も示された。

まず、ひとりの委員が、景気の先行きを展望する際には、現在、各所で少しずつみられ始めている明るい動きが、民間需要の自律的回復に結実していくかどうかのポイントであるとの論点を提示した。

それを受けて、何人かの委員が、個人消費は、何とか持ちこたえていく見通しであるが、設備投資については、年度内の下げ止まりは期待できない、との見方を述べた。

具体的には、ある委員から、堅調な株価の推移が消費者マインドを下支えしており、生産の持ち直しによって所定外給与の増加もある程度見込まれるため、個人消費は当面底固く推移するのではないかと、との見方が示された。もっとも、その委員は、その一方で、企業のリストラに伴う雇用・所得の減少基調が続いていることを踏まえると、個人消費が足許の一進一退の展開から抜け出すことも、そう簡単ではない、との判断を併せて付け加えた。

また、設備投資については、各種の先行指標や、民間銀行貸出の弱さを踏まえると、年度内は下げ止まらない、企業の支出活動が本格化するためには、中期的な構造調整圧力を乗り越える必要があるが、目下のところその目途は立っていない、との認識が大勢であった。ただし、複数の委員は、物価が概ね横這い圏内を辿るもとの、賃金が比較的速やかに低下していること、リストラによる増益効果がみられ始めていること、を挙げて、収益面からは、設備投資回復に向けた基盤整備が始まっていると評価できる、との見解を示した。

一方、公共投資と輸出を合わせた外生需要については、足許、予想以上に堅調な動きを示しており、先行きも、これまでの見通しよりも高目の水準で推移するのではないかと、との見方が示された。

複数の委員からは、今年度から来年度にかけての公共投資がかなり落ち込むとみられ、これを和らげるためにも、第2次補正予算の策定が必要であるとの趣旨の発言があった。また、別のひとりの委員は、今年度の公共工事の進捗が遅れ気味であるため、暫くはその進捗による下支え効果が見込めるほか、輸出も、アジア向け、米国向けが上振れているため、外生需要や生産は今年から来年初めまでは持ちこたえる可能性が高まっていると指摘した。その委員は、そのうえで、今年度の第2次補正予算がある程度の規模で策定されれば、外生需要の下支えがさらに来年度も持続していくことが展望できる、との認識を述べた。

以上を踏まえて、ひとりの委員は、民間需要と外生需要を合わせた総需要の先行き見通しについては、今年度下半期から来年度上半期にかけて、これまでよりも幾分上振れしている可能性がある、との見解を示した。もっとも、その委員からは、そうした動きは、あくまでも外生需要の下支えによってダウンサイド・リスクが薄らいだことを意味しているだけであり、経済の前向きの循環メカニズムが本格的に動き出すには至っていない、との見方も付け加えられた。

また、別の委員は、景気は来年一杯は下支えされ、底割れが回避される可能性が出てきているとの見通しを明らかにした。そのうえで、その委員は、かりに経済がそうした展開を辿った場合には、民間部門への波及効果もある程度は見込むことができる、と述べた。

このように、景気の先行きに関する大方の委員の認識は、民間需要の自律的回復までは展望できないにしても、外生需要を中心に来年にかけて持ちこたえていく姿が明らかになってきている、といったものであった。

一方で、そうした先行き見通しと合わせて、それに対するリスクに言及する委員も少なくなかった。まず、企業のリストラの本格化は、企業収益をサポートする反面、家計所得への圧迫を通じて、個人消費を下押しすることを見逃すべきではない、との趣旨の発言があった。また、海外要因としては、米国経済が失速したり、米国株価が反落する可能性があること、現在のアジア向け輸出の増加には、現地のランニング在庫の積み増し分も含まれているため、年明け以降の輸出からはこの分が剥落する見込みであること、などを指摘する委員もいた。さらに、株価、長期金利、円相場といった資産価格が、経済の回復期待を強く織り込みすぎて、オーバーシュートする可能性があることを懸念する委員もみられた。

物価動向については、多くの委員の間で、民間需要の自律的回復の展望が描けていない以上、ダウンサイドのリスクを重視していくとの認識が共有された。また、最近の円高や原油価格の上昇が企業収益を圧迫し、この面から物価にデフレ的な圧力が及ぶ点を指摘する委員もみられた。

ただし、先行きの経済が、何とか持ちこたえていくのであれば、物価も現状程度の横這い推移を続ける可能性が高い、物価が取りあえず下げ止まっていること自体が、人々のデフレ懸念を和らげる面がある、といった指摘もみられた。これらの指摘を踏まえて、ひとりの委員は、物価を巡る環境も少しずつではあるが改善している、との評価が可能なのではないか、と述べた。

なお、これらとは別のひとりの委員は、需給ギャップをもとにした物価見通しには技術的な問題点がある、との指摘を行った。また、足許の物価情勢の落ち着きについては、一過性のもではなく、景気の底固さが顕著になったことを反映したものであるとしたうえで、「デフレ懸念は払拭されつつあるのではないか」との見解を明らかにした。そうした判断の背景として、その委員は、

企業の在庫水準はすでに低下しており、需要の回復が生産の増加に結びつきやすい環境になってきている、第2次補正予算が策定されれば、自律的回復に向けた展望が一段と拓けてくる、といったことを指摘したうえで、こうしたことが物価情勢の落ち着きに寄与している、との考え方を付け加えた。

## ・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、前回会合までの判断が基本的には維持された。具体的には、足許の景気は、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、金融環境は改善している、物価は、それを巡る環境が少しずつ改善しており、当面横這いで推移していくものとみられるが、物価に対する潜在的な低下圧力は依然として残っている、といったものであった。

なお、そうした判断に立つ複数の委員からは、景気の先行きに向けてのダウンサイド・リスクが幾分低下していることと、「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」こととの関係を、どのように整理すればよいか、といった問題提起があった。

ひとりの委員は、来年にかけて経済が何とか下支えされる可能性が出てきているとはいえ、民間需要の回復の展望が明確ではないため、実体経済および物価のいずれにおいても、ダウンサイドのリスクを重視する姿勢を崩すことはできない、との考え方を明らかにした。また、何人かの委員は、「デフレ懸念の払拭」の意味合いは、景気回復や需給ギャップの縮小を完全に確認できないまでも、少なくとも、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った、という判断が必要となる、との考え方を示した。さらに、もうひとりの別の委員は、景気の先行き見通しをリスクの所在という観点から整理すると、現在は、アップサイド・リスクが殆ど出てきていない、ダウンサイド・リスクはやや縮小しているとはいえ、なお残存している、といった構図である、との認識を示した。

このような議論を踏まえて、会合では、現在は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていない、との従来判断が維持されることとなった。

以上のような判断を前提として、ゼロ金利政策と、市場参加者の期待形成との関係について、いくつかの発言があった。

ひとりの委員は、現在の政策は、ゼロ金利を当分の間続けるということを市場に対して明確にコミットしていることに意味がある、との見解を述べた。その委員は、市場参加者が将来の不確実性を懸念すると、中長期の市場金利が上昇してゼロ金利政策の効果が減殺され、結果的にその解除も先延ばしになる、

このため、当面は、人々の期待を安定化させるコミットメントを継続することによって、不確実性の高まりに伴う金利上昇を極力抑えていくことが必要である、という考え方を確認した。

これを受けて、別の委員は、現在の金融資本市場においては、ゼロ金利政策が継続されることを前提に期待が形成されており、これが実体経済にも好影響をもたらしている以上、ゼロ金利政策を簡単に解除すべきではない、との趣旨を強調した。

また、ほかのひとりの委員も、ゼロ金利政策は、正常な経済成長のもとでは考えられない異常な金利水準であり、その効果が浸透して環境が整えば早期に解除すべきであるが、最近の円高の影響なども踏まえた実体経済や物価の先行き見通しを前提にすると、ゼロ金利解除の環境は整っていない、したがって、期待や思惑が先行してしばしばオーバーシュートする市場動向を勘案すると、現在はゼロ金利政策を「動かさないこと」が大切である、とした。

以上の討議の結果、当面の金融政策運営方針については、現状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、会合における大勢意見となった。

また、何人かの委員から、「コンピューター2000年問題」が懸念されている年末、年始に向けて、モラルハザードを惹起しないように配慮しつつ、適切に対応していく必要がある、との認識が表明された。このうちのひとりの委員は、日本銀行としての流動性供与の考え方を、遅くとも10月には公表すべきではないか、との意見を述べた。

なお、こうした意見とは異なる2つの主張がみられた。

まず、ひとりの委員は、当面の金融政策運営については、第1に、2月の緩和措置前の状態に戻すことすなわち、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること、第2に「コンピューター2000年問題」などを契機に市場が混乱した場合には、潤沢な資金を供給すること、を主張した。この背景として、その委員は、まず景気情勢について、民間需要の自律的回復はなお確認できないが、経済活動は着実に底固くなってきている、今年度第2次補正予算の追加を加味すれば、自律回復に向けた展望が一段と拓けてくる、といった認識を示した。また、ゼロ金利政策を巡る効果と副作用については、かねてより副作用を懸念してきたが、底固さを増している景気情勢をみると、ゼロ金利政策を継続する妥当性はますます低下している、との見解を述べた。さらにその委員は、最近の資金供給オペにおいて応札額が未達となるケースが増えていることは、金融緩和効果が十分に浸透したことを示している、との見方も合わせて明らかにした。

なお、その委員は、2月の金融緩和措置前の水準に金利を戻すことの主張は、後退していないとしつつも、毎回の会合では、政策運営について自らの考えを十分に主張する時間がある、会合進行の基本的なスタイルは、議長が多数

意見を取りまとめるかたちで議長案を提出し、それに賛否を示せば十分であり、あえて反対議案を提出する必然性は乏しい、といった趣旨を述べた。そのうえで、会合全体の議論の効率性を確保する観点から、議案提出を行わない、との発言を付け加えた。

もうひとつは、わが国経済には自律的回復力が備わっておらず、一連の景気対策の効果が剥落していく来年にはダウンサイド・リスクが顕在化する、との認識に基づいた、一段の金融緩和の主張であった。具体的には、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングであり、これを主張した委員は、その考え方として、今後、第2次補正予算の編成を巡る議論の中で、国債の買いオペ増額などが論点になる可能性が高いが、こうしたもつとで、日本銀行としての独立性を確保し、自由度の高い金融政策運営を維持するためには、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングが最良の枠組みである、目指すべき物価目標を、人々にわかりやすいかたちで明示できれば、人々の期待を安定させることが可能となる、円高の進行に対処して景気の悪化を未然に防ぎ、景気回復に向けた足場を固めるためにも、早期に量的拡大による金融緩和が必要である、といったことを挙げた。

## ・ 政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 本日（9月9日）の本年第2四半期のGDP速報の発表を踏まえ、総理と大蔵大臣が今後の経済財政運営について協議した。その結果、2期連続のプラス成長にはなったが、なお民間需要の回復力は弱く、雇用情勢が厳しい状況にあることも踏まえれば、景気回復に万全を期すためにも、速やかに公共事業等予備費を使用するよう、総理の判断が示されたと聞いている。また、総理は、自民党総裁選挙後、引き続き内閣の運営を行うこととなった際には、平成11年度第2次補正予算の編成へ向け、新内閣のもとで、具体的に検討したい意向にあると聞いている。

また、経済企画庁からの出席者からも、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済動向は、民間需要の回復力は弱いものの、各種の政策効果の浸透などで、このところやや改善しているという判断をしている。したがって、今後は、公的需要から民間需要に円滑にバトンタッチが行われて、景気の腰折れを避けることが大切であり、政府としては、そのためにも

切れ目のない政策運営に努める所存である。日本銀行においても、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ような金融政策運営を行っていただきたい。

## 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、足許の景気は、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、金融環境は改善している、物価は、それを巡る環境が少しずつ改善しており、当面横這いで推移していくものとみられるが、物価に対する潜在的な低下圧力は依然として残っている、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていない、というものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、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、CPI（消費者物価指数）の上昇率に目標を設定したうえで、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（9月16日～10月15日）の超過準備額を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、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<sup>3</sup>）。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）。

---

<sup>3</sup> 「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。」



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、現状のゼロ金利政策は、先行きのダウンサイド・リスクを払拭できない景気情勢に十分な対処ができない、日本銀行は、現在、目標と手段の選択を自由に行えるが、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングという政策運営上のフレームワークを設定しておけば、今後予想される補正予算と日銀の国債買いオペ増額の論議のもとでも、金融政策の独立性を十分に確保できるし、情勢の変化に合わせて適時適切な対応が可能となる、最近、マネタリーベースが伸び悩んでおり、今後は徐々に低下する可能性があるが、長期金利、株価、さらには、円相場に及ぶ悪影響を勘案すると、何としても、それを避ける必要がある、として、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、その功罪両面を比較したうえで採られているものと理解しているが、ここに来て、所得分配上の歪み、信用リスクに対する意識の希薄化、構造調整の先送り、さらに、それが長期化するにつれて一段と高まってい

る解除時の混乱の可能性、といった副作用をいよいよ無視できなくなっている、との認識を述べた。また、景気情勢は徐々に底固さを増しており、これらを合わせて考えると、ゼロ金利政策を継続する妥当性は一段と低下しているとして、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9月13日に公表することとされた。

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、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 9 月 21 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 99 年 9 月 21 日 ( 9:00 ~ 12:21、13:11 ~ 16:15 )

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 ~ 10:48 )  
原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 10:59 ~ 16:15 )  
経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 16:15 )

( 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
企画室参事	稲葉延雄
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
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	荒木光二郎 ( 9:00 ~ 9:43 )

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（8月13日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、9月27日に公表することとされた。

### ・ 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としての取扱い等に関する基本方針についての検討・決定

#### 1 . 執行部からの提案内容

##### （1）資産担保債券の担保としての取扱い

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、ABS）は、現在、日本銀行の適格担保となっていない。

しかし、今後、同債券の発行の増加が見込まれること、主要国の中央銀行の例をみても、これを適格担保としているケースがみられること、等を踏まえれば、日本銀行としても、中央銀行資産の健全性の観点から十分に審査の上、信用力などの点で要件を満たす資産担保債券については、これを適格と認め、与信の担保として受入れていくことが適当と考えられる。

ただし、当分の間は、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としたい。

##### （2）当座預金取引の相手方の債務の担保・オペ対象としての取扱い

日本銀行の当座預金取引の相手方（取引先）である金融機関の債務については、従来、長期信用銀行などが発行する金融債、および証券会社・証券金融会社発行のコマーシャル・ペーパーを、日本銀行の適格担保・オペ対象としてきた。

ただ、この10月以降、銀行による普通社債の発行も見込まれており、金融機関の資金調達手段の多様化が一段と進展しつつあるので、この際、金融機関等取引先の債務全般について、これを日本銀行の適格担保・オペ対象とすべきか否かにつき、再検討を行う必要があると考えられる。

取引先金融機関の債務を、日本銀行の適格担保・オペ対象とすることについては、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になること（例えば、信用力の劣化した金融機関の債務について、日本銀行

が「今後は適格担保としない」といった決定を行うと、そのことが当該金融機関の資金調達難を通じて信用不安を招くリスクがあり、だからといって不適格化を見送ると、今度は中央銀行資産の劣化を招くおそれがあること、そもそも、日本銀行の与信によって弁済が行われる可能性がある債務を、日本銀行の与信の担保・オベ対象とすることについては、実質的な担保力という観点から問題があること、主要国の中央銀行の例をみても、こうした債務は適格担保・オベ対象とされていないこと、などの問題がある。これらの点に鑑みれば、この際、取引先金融機関の債務については、原則として日本銀行の適格担保・オベ対象としない扱いとすることが適当と考えられる。

ただし、従来、金融債や、証券会社および証券金融会社が発行するCPについて、これらを日本銀行の適格担保等としてきたという経緯に鑑みれば、一定の経過措置が必要と思われる。具体的には、金融債については、2001年3月末まで、証券会社や証券金融会社のCPについては2000年3月末までに買入れたものについて、引き続き適格とすることが適当と考えられる。

以上につき、提案したい。

## 2. 委員による検討・採決

以上の執行部提案に対して、複数の委員から了とする旨の態度表明がなされ、その後採決の結果、全員一致で決定、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（9月9日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この間、「積み上幅」については、概ね1兆円の水準を維持しつつ、いわゆる「99年9月9日問題」（コンピューターの誤作動が発生し得るとされた特異日）への懸念や積み最終日（9月14日）などの要因からコール資金の調達圧力が高まった際には、オーバーナイトレートをできるだけ低く推移するよう促すという調節方針に沿って、市場動向をできるだけ安定させるため、弾力的に積み上幅を拡大させた。

---

<sup>1</sup> 「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。」

オーバーナイトレートは、上記の「99年9月9日問題」に対する懸念を背景に、9月8～9日には一時的に0.06%と強含んだが、日本銀行による潤沢な資金供給を受け、10日以降は、再び概ね0.03%で推移している。なお、短資会社各社による手数料の引き下げを受け、市場での取引は既に0.02%での出会いが中心となっており、9月17日には、オーバーナイトレートは加重平均値でも初めて0.02%となった。

この間、ターム物金利は、最近の円高の進行を受け、ゼロ金利政策の早期解除懸念が一段と後退したことなどから、総じて軟化している。TBレートをみると、既に3か月物や6か月物はオーバーナイト金利を下回る水準まで低下していたが、最近では、1年物も0.04%とオーバーナイトレートに近い水準にまで低下している。このように、ゼロ金利政策による金融緩和効果は、やや長めのターム物金利に至るまで、一段と浸透してきているように窺われる。

また、ゼロ金利政策の継続により、市場では、「殆どコストのかからない資金をいつでも調達できる」という安心感が一段と定着している。この結果、都銀に加え、最近では外銀などでも、多めに超過準備を抱えておく必要はないとして、これを圧縮するスタンスを強めている。このため、最近では、日本銀行が供給した資金が、準備預金制度非適用先である短資会社などに積み上がる傾向がさらに強まっている。このように市場では、資金余剰感が一段と浸透している状況である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

前回会合以降9月半ばにかけて、円は、対米ドルおよび対ユーロで、かなり急激に上昇し、ロンドン市場では1ドル103円台まで円高が進んだ。もっともその後は、16日の宮沢蔵相・速水総裁の会談などをきっかけに、日本銀行による追加緩和措置、あるいは、日米協調介入を巡る思惑などを受け、現在は106円台まで戻している。こうした中で、市場の関心は、本日の金融政策決定会合に集まっている。

ただ、同時に市場では、最近の円高は、基本的には日本の景気回復期待に根ざしたものであり、こうした市場の見方が変わらない限り、相場の基調もなかなか変わりにくいといった見方が強い模様である。

### (2) 海外金融経済情勢

海外経済や国際金融市場の動向は、前回会合以降、大きな変化はない。その中で、敢えていくつかポイントを挙げれば、次のとおりである。

まず米国では、輸入の増加を受けて、対外赤字が拡大傾向にあるように窺われる。14日に発表された米国の国際収支統計をみると、4～6月の経常収支赤字幅は、1～3月期に比べ一段と拡大し、この結果、経常赤字の対GDP比も3.6%と、過去のピーク（86年10～12月の3.5%）を更新した。市場では、米国経済は多少のスローダウンはあっても、来年にかけて、なお潜在成長率を上回る成長を続けるのではないかとの見方が強く、対外赤字幅もさらに拡大すると予想する向きが多い。

次に、中国では、このところ輸出が好調に推移しており、貿易黒字幅も拡大傾向にある。外貨準備高も、8月末には1500億ドルを上回る水準に達している。したがって、当面、国際収支面からみる限り、人民元切り下げのプレッシャーは差し迫ったものとはみられない。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

前回会合以降、6営業日しか経っていないため、この間発表された経済指標はさほど多くない。これらの指標からは、前回の基調判断（「足許の景気は、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」）を変えるような材料は得られなかった。

まず、公共投資関連では、8月の公共工事請負金額は、引き続きほぼ横這いで推移した。

設備投資関連指標は、設備投資が引き続き減少基調を辿っていることを示している。まず、7月の機械受注は、4～6月対比でほぼ横這いとなった。また、日本開発銀行による設備投資計画調査（対象は資本金10億円以上の企業、8月時点調査）をみると、99年度の設備投資計画は前年比 - 3.7%と、98年度（同 - 8.0%）に続いて減少となっている。この間、個人消費関連の指標も、全体としては概ね横這い圏内の動きとなっている。このように、設備投資や個人消費には、現時点では、回復のはっきりとした動きは、なおみられていない。

この間、外部環境の変化をみると、円の対米ドル相場は、前回決定会合以降、円高がかなり急速に進んだ。現時点では、これにより、景気や物価の見通しを大きく変更する必要があるとまではみていないが、今後とも、為替相場の動向、およびこれが輸出や企業収益などに与える影響には、十分注意していく必要があると考えられる。



## ( 2 ) 金融情勢

前回会合以降の金融情勢の特徴点としては、ターム物金利や長期金利の軟化傾向、マネーサプライの伸び率鈍化傾向が判明したこと、の2点が挙げられる。

まず、ターム物金利や長期金利は、前回会合以降、低下傾向を辿ってきた。この背景としては、4～6月期のGDP(9日公表)が前期比で増加となったことや、資金運用部が10月以降も国債の買い入れを続けるとの報道(13日)が、国債需給の悪化懸念を和らげる方向に働いたこと、足許の急激な円高進行を受け、ゼロ金利政策の解除の時期が遠のくのではないかとの思惑が市場に生じたこと、などが挙げられる。

また、8月のマネーサプライをみると、M2+C Dの前年比は+3.5%と、7月(+3.9%)に比べてさらに伸び率が鈍化した。この背景としては、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こと、資金繰り不安が一段と後退しているなかで、最近では、企業が手許資金を圧縮し始めていること、さらに、生産の下げ止まりなどを受けて、キャッシュ・フローの改善をみている企業が、これを借入金の返済に振り向けていること、などが影響している模様である。いわば、金融緩和の効果が一段と浸透し、景気も下げ止まりの状況が続いている結果として、企業が債務圧縮などの「バランスシート調整」を進めやすくなっていることが、かえってマネーの伸び悩みにつながっている面があると考えられる。

もちろん、景気が本格的に回復し、実物投資も増加してくれば、マネーサプライも伸びやすい環境となることが予想されるが、そうした段階に至るまでの間は、マネーサプライなどの量的金融指標がなかなか伸びにくい状況が続く可能性が大きいと考えられる。

### ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

#### ( 1 ) 景気の現状と先行き

今回の会合では、前回会合(9月9日)以降に明らかになった経済指標に加え、9月半ばにかけての急激な円高の進行と、その景気・物価面への影響について、集中的に検討が行われた。

#### 経済指標の評価

前回会合以降に公表された経済指標については、これまでの経済情勢に関す

る基調判断を変更するようなものは特にみられなかったという点で、委員の見解は概ね一致した。

まず、公共投資については、8月の公共工事の着工は概ね横這いとなったが、基本的には、既往請負分による高水準の工事が続いており、本年中は公共投資が需要を下支えする可能性が高いというのが、委員の大勢意見であった。

一方、民間需要の柱となる設備投資と個人消費については、その自律的回復の明確な兆しは、依然としてみられないという点でも、委員の認識は概ね一致した。

まず設備投資については、何人かの委員が、7月の機械受注が、4～6月との対比で横這い圏内にとどまったことや、日本開発銀行による設備投資計画調査において、99年度の設備投資が98年度に引き続き前年比マイナスの計画となっていることなどを指摘し、依然、回復の明確な動きはみられていない、と述べた。また、個人消費についても、旅行取扱高や都内百貨店売上高などの新たな指標からみて、一進一退の状況を脱していないという点で、委員の見方は概ね一致した。

この間、一人の委員は、景気の見通しについて、他の委員よりもやや慎重な見方を示した。

まずこの委員は、GDPが2期連続でプラスとなったことについて、景気循環の面からは本年春頃が底になった可能性はあるものの、1～3月は主として公共投資、4～6月は主として住宅投資および減税の効果に支えられているに過ぎない、と述べた。そのうえで、その反動から、7～9月および10～12月のGDPの伸びは再びマイナスとなる可能性がある、と発言した。また、原油価格は、今後、冬場の需要期を迎えることや、来年3月まではOPECが減産を続けるとみられることから、先行き、一段と上昇する可能性があり、これが世界景気にとってのリスクとなり得る、との見解を示した。さらに、地価の下落傾向が続いており、金融機関の不良債権処理の足枷となっているほか、企業のリストラの進展を妨げる一つの要因となっており、今後も当分、景気にとってのマイナス要因として働き続ける、と指摘した。

これに対して、別のある委員は、通産省の「特定サービス産業動態統計」をみると、情報サービス業の売上高の増加にみられるように、サービス業の経済活動には持ち直しの兆しがみられており、景気の底固さが増しているように窺われる、と述べた。さらに、物価面では、アジア経済の回復傾向などを受け、最近、石油化学製品や半導体など、国際商品市況の上昇が目立っており、その国内物価への影響については、注意深くみていく必要がある、と発言した。

## 為替市場動向の評価

次に、9月半ばにかけての急激な円高の進行や、その景気・物価面への影響について、検討が行われた。

はじめに、最近の円高進行の背景について議論が行われた。多くの委員が、(イ)景気回復期待が生じつつある局面で、その国の通貨に上昇圧力がかかること自体は避けられない動きであること、(ロ)ただし、最近の円高進行テンポは急激であり、注視していく必要があること、を指摘した。

まず、複数の委員は、最近の円高進行の要因について、日本経済や企業収益の回復を先取りしている面が大きい、との見解を述べた。

ある委員は、このところ外国人投資家が日本への証券投資を積極化させてきたことが、円高の一因となってきたことを指摘した。また、別の委員も、高水準の経常収支黒字に加え、最近では、資本収支も黒字に転化してきており、こうした需給要因が円高方向に働いてきたように思われる、と発言した。

多くの委員は、基本的にこうした見方を共有したうえで、円高が行き過ぎれば、先行きの企業収益や経済活動への悪影響に対する懸念を通じて、自ずと株式市場などへの資本流入にもブレーキがかかり、円高に歯止めがかかるメカニズムが働くのではないかと述べた。このうち一人の委員は、為替相場が、貿易摩擦の解決手段になるといった過度に政治的な色彩を帯びない限り、こうした株式市場と為替市場相互間の均衡メカニズムが働き得るのではないかと指摘した。

ただ、最近の円高進行テンポは急激であり、また、市場にはしばしば「行き過ぎ」が生じることも確かであるので、今後の為替相場の動向を注意深くみていく必要があるという点でも、委員の見解は一致した。このうち一人の委員は、今のレベルから「更なる」(レベルの問題)、「急激な」(スピードの問題)円高が生じた場合が問題だ、と指摘した。

## 円高進行の影響

次に、最近の円高が経済や物価の先行きに及ぼす影響について、さまざまな観点から議論が行われた。

複数の委員は、急激な円高進行が企業収益などに及ぼす影響が懸念されるが、同時に、円高の動きだけを捉えて、直ちに景気や物価についての見方を変えるのは性急に過ぎ、円高の影響も含めて、景気や物価の先行きを総体的に判断していく必要がある、と指摘した。こうした判断の枠組みについては、多くの委

員に共有された。

こうした観点に立って、ある委員が、執行部に対し、マクロ計量モデルによる円高の影響の試算についての説明を求めた。これに応えるかたちで、執行部から、追加的に以下のような報告が行われた。

(イ)円相場が7月半ばまで1ドル120円強の水準で推移していたことに鑑み、計量モデルを用いて、120円から105円まで円高が進んだ場合のシミュレーションを行うと、実質成長率への影響は、累積ベースで1年目にマイナス0.1%、2年目にマイナス0.8%の下押し要因(円高なしとした場合からの乖離分)になるとの結果が得られる。

(ロ)ただし、計量モデルは、経済構造の変化を織り込んでいないことや、輸出数量は世界景気の動向に左右される面が大きいことなどから、シミュレーション結果については幅を持つてみる必要がある。ちなみに、計量モデルによれば、120円から105円への円高が輸出数量に及ぼすマイナスの影響は、世界経済の成長率が1%程度上振れば、ほぼ相殺されるとの計測結果が得られる。

以上を受けて、各委員が、円高の景気・物価面に与える影響についての見解を述べた。

まず、多くの委員が、急激な円高進行が景気・物価に悪影響を及ぼす可能性を指摘した。

すなわち、複数の委員は、現状の110円前後のレベルまでは、実体経済の腰折れを来たすほどのマイナス・インパクトにはならないものの、企業が現在構造調整を進めている段階にあり、また、民需がなかなか出てこない中で輸出が企業生産を支えているという状況の下、今後円相場がさらに急激かつ大幅にオーバーシュートしていくことがあれば、企業収益や景気の回復の芽を摘む懸念が大きい、と述べた。

また、別のある委員は、足許では円高進行と同時に株価が下落していることに着目し、更なる急激な円高が、日本経済に対するコンフィデンスを低下させるリスクに言及した。

さらに別の一人の委員は、円相場が120円程度のレベルにおける円高と108円を割り込んだレベルでの円高では企業に対するインパクトが異なり、後者では製造業を中心に日本経済に対して大きな悪影響を与える可能性がある、と主張した。

一方、上記のような指摘を行った委員も含め、多くの委員が、円高の影響を

検討する場合、あわせて総合的に考慮すべき事項についても言及した。

ある委員は、アジア経済の回復傾向は、円高の輸出数量へのマイナスの影響をある程度オフセットする方向に働くと考えられる、と述べた。別の委員も、アジア経済回復などを背景とする国際商品市況の持ち直しが、企業の輸出価格転嫁を容易にする方向に働くのではないかと発言した。そのうえで、これらの委員は、今後の為替相場や海外経済の動向については、依然として不確定要素が大きいこともあり、円高が経済に及ぼす影響のマグニチュードについては、なお注意深く見極めていくべき段階ではないかとの見解を示した。

このほか、複数の委員が、日本の企業は、生産拠点の海外シフトや輸出品の高付加価値化といった為替変動への対応策や、リストラなどの体力強化策を進めてきており、以前に比べれば円高対応力を高めてきているのではないかと発言した。また、ある委員は、設備投資への影響という観点では、各種アンケート調査からみた製造業の設備投資は、すでに減価償却費も下回るほどの低水準となっているため、円高が収益の下押しを通じて設備投資をさらに下押しするマグニチュードは、過去の局面と比較して、やや小さくなるのではないかとコメントした。別のある委員は、円高を不安視するだけでなく、円高にはわが国の実質購買力の増加というメリットをもたらす面があることにも注目し、こうしたメリットが家計に浸透して消費面に及ぶよう、目配りすることも必要ではないかと述べた。

以上のさまざまな議論を経て、各委員は、(イ)最近の円高が先行きの経済に及ぼすダウンサイド・リスクの程度を判断するには、もう少し様子を見る必要がある、(ロ)これまでのところは、海外経済の回復傾向や、生産、輸出面では一部に明るい材料がみられていることもあり、経済情勢に対する基調判断を現時点で変更する必要はない、(ハ)ただ、今後円高が更に、急激に進むことがあれば、先行きの経済に対するダウンサイド・リスクが看過できない大きい問題として、警戒する必要がある、といった認識を概ね共有した。

こうした議論を踏まえ、円相場の動向や、それが今後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もってみていく必要があるという点でも、委員の見解は一致した。

## まとめ

以上のような、円高の影響についての検討も踏まえた結果、景気の現状と先行きについては、「足許の景気は、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」という前回会合での基調判断を、現時点で変更する

必要はないというのが、大方の委員の共通認識となった。そのうち一人の委員は、現在の情勢について、引き続き「明暗入り交じった斑模様」であり「足踏み状態ながら良い方向へ」という状況だ、と表現した。

## (2) 金融面の動き

前回会合以降の金融面の動きについては、各委員は概ね執行部と同様の見方を共有した。

何人かの委員は、日本銀行による豊富で弾力的な資金供給によって、流動性への懸念はさらに後退していること、こうしたもとで、銀行は超過準備を圧縮しつつあり、この結果、余剰資金が短資会社に積み上がる傾向が強まっていることなどを指摘し、金融市場の緩和感是一段と強まっている、との認識を示した。

また、複数の委員が、最近のターム物金利の低下について言及し、これも金融緩和が一段と浸透している姿を示している、との見方を示した。このうち一人の委員は、ターム物金利まで軒並みゼロに近づき、長期金利も1.6%台まで低下しているという金利の状況は、短資会社に資金が積み上がっているという「量」を巡る状況とともに、金融緩和が極限に近づいている状態を示している、とコメントした。

さらに企業金融に関しても、ある委員は、緩和感が広く浸透している状況だ、と述べた。別の一人の委員も、金融機関のリスクテイク姿勢は、徐々に前向きになっている、との見方を示した。

この間、一人の委員は、金融マーケットは良好な状態を維持している、と述べたうえで、先行き考慮すべき問題として、第二次補正予算に絡んだ長期金利上昇のリスク、コンピューター2000年問題対応、更なる円高のリスク、の3点を示した。

## ・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に関する判断を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

前述のとおり、多くの委員の金融経済情勢に関する見方は、急激な円高進行が経済活動や物価に及ぼす影響を十分注意してみていく必要がある、という認識も含めて、前回会合時の情勢判断を大きく変える必要はない、というものであった。

そのうえで、当面の金融政策運営方針としては、円高によるデフレ圧力の高まりという要因も考慮したうえで、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の思い切った金融緩和基調を続ける」という考え方に沿って、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、会合における大勢意見となった。

こうした結論に至るまでの間、最近の急速な円高の進行を踏まえて、さまざまな観点から議論が行われた。

まず、金融政策運営面で、円高にどう対処すべきかという点について、何人かの委員が意見を述べた。

大方の委員が、為替レートは景気や物価に影響を及ぼす重要なファクターであり、金融政策運営上も、十分に注意を払っていく必要がある、と述べた。同時に、金融政策運営は、為替変動の影響も含めた総合的な判断に基づいて行うことが妥当であり、金融政策によって特定の相場水準の実現を図る　いわば、為替相場そのものを目標とする　ことは適当でないし、そもそもそうしたことは難しい、との見解を示した。

複数の委員は、それに付け加えて、ファンダメンタルズを反映しない行き過ぎた急激な円高に対しては、まずは為替市場への介入に意味があるのではないかと発言した。

また、別の複数の委員が、過去の金融政策運営から得られる留意点について述べた。ある委員は、70年代の狂乱物価や80年代の「バブル」の発生も、当時の国際環境の下で、為替レートの変動に対し金融政策が過度に対応したことが一因となったのではないかと述べ、こうしたことは貴重な教訓としなければならぬ、と発言した。また、別の一人の委員も、このような考え方は、新日銀法の中にも反映されているとの認識を示した。

次に、さらに別の委員は、為替レートと金融政策の関係を理論的にまとめたうえで、現状を整理した。

すなわち、この委員は、金融政策によって市場金利を一段と低下させる余地がある場合には、金利低下が円安方向にも作用し得るが、現在はこうした余地は殆どない、と述べた。そのうえで、現状、円安方向に働き得る追加的な政策手法があるとすれば、それは、国債の引き受けなどを通じ、市場に悪性のインフレ期待を作り出すことであり、その場合には金利上昇と為替円安が同時に発生する可能性がある、との見解を示した。ただし、この委員は、こうした政策はきわめて大きなコストを伴うものであり、簡単に採れる手段ではない、と述べ、大方の委員の賛同を得た。

さらに、最近の急激な円高に伴って、「介入の非不胎化」や「追加的な資金供給（更なる量的緩和）」について、市場等で思惑が生じているため、これらの問題についてもあらためて議論が行われた。

多くの委員は、既に8月13日の金融政策決定会合でも議論されたとおり、ゼロ金利政策のもとで「介入の非不胎化」がどのような意味をもつのか、疑問を呈した。

ある委員は、日本銀行が、ゼロ金利政策のもとで潤沢な資金供給を続けている状況では、そもそも「介入を不胎化しているのかどうか」ということ自体に意味がなくなる、と述べた。すなわち、日本銀行が現在行っている金融調節は、「介入による円資金は市場に放置したうえで、さらに追加的な資金供給を行って、1兆円もの資金余剰幅を作っている」と言い表すこともでき、むしろ「不胎化していない」とも言える、と述べた。加えてこの委員は、最近海外の中央銀行当局者が執筆した論文でも、(i)ゼロ金利のもとでは、不胎化介入と非不胎化介入とで効果の違いはないこと、(ii)円とドルの供給比率を変えることも、為替相場への持続的効果は殆どないこと、を明確に述べている、と紹介した。

さらに複数の委員は、「介入によって政府がせっかく市場に出した円資金を、日銀が金融調節で吸収してしまう」といった見方が世の中にあるならば、それは事実ではなく、ゼロ金利政策のもとでの市場調節は、介入の効果をむしろアコモデートするものだ、と説明した。そのうえで、複数の委員は、介入資金も含めて様々な資金の流れを利用しながら、豊富な資金供給を行っている現在の調節手法について、幅広く理解を求めていくよう努力すべきである、と述べた。

次に、追加的な資金供給の効果について議論が行われた。

多くの委員は、現在、資金が短資会社等による日銀預け金として積み上がっている状況や、「オペの札割れ」といった現象も生じていることを踏まえれば、追加的な資金供給が実体経済や資産価格などに何らかの効果をもたらすとは考えられない、との見解を示した。

ある委員は、ゼロ金利政策の下でのこれ以上の資金供給の意味について、理論的な整理を行った。すなわち、中央銀行の金融調節とは、金融機関の保有する資産を、狭い意味でのマネーと交換することだと理解できる、と述べた。また、ゼロ金利政策とは、短期の金融資産の流動性を最大限高め、その金利をゼロに近づけていくということであり、その意味で、短期の金融資産とマネーとの間に違いがなくなっている（完全代替財に近づいている）と解説した。この委員は、こうした状況のもとで、短期の金融資産と引き換えにさらにマネーを増やしたとしても、それは同じものどうしを交換しているだけになり、実体経済や資産価格には影響を及ぼし得なくなる、と述べた。



さらにこの委員は、こうした状況の下で、なお経済に何らかの影響を持つ資金供給を行おうとすれば、理論的には、マネーとの違いが残っている資産例えば、長期国債や民間の長期資産などを買っていくことにならざるを得ない、との見解を示した。そのうえで、こうした手段には、大きな副作用があり、中央銀行として安易に採用し得る選択肢ではない、と述べた。

別の一人の委員も、こうした理論的な整理に賛成した。そのうえでこの委員は、海外では、「日本では極端なデフレが進んでいる」といった認識に立って、「だから、こうした副作用の大きい手段でも敢えて採るべきだ」といった主張をする例が多い、と述べた。この委員は、実際には、現在日本の景気は下げ止まりの状態が続き、物価も横這いで推移しており、こうした危険な手段を敢えて採るような情勢ではなく、海外に対しても、日本経済の現状を正しく理解してもらえよう、説明に努めていくことが重要である、とコメントした。

さらに委員の間では、市場が既に追加緩和措置を織り込んでいる可能性を踏まえ、そうした市場の思惑と金融政策運営との関係について、議論が行われた。

まず、ある委員は、円相場 108 円、日経平均 17,000 円、現状程度の NY ダウのレベルは、いずれも相場の節目にさしかかっており、本日の決定会合で何らかのアクションを採らないと、相場が大きく下落（円は上昇）するリスクが大きい、と述べた。

こうした見解に対し、何人かの委員は、確かに、本日の決定次第で、市場が大きく反応するリスクは否定できない、と述べた。ただ、同時にこれらの委員は、理論的な意味付けや政策効果がはっきりせず、単に市場の思惑に乗るだけの行動を採ったとしても、その効果は 仮にあったとしても 一時的にとどまるだろう、と述べた。すなわち、これにより、一時的に円高に歯止めがかかったとしても、各国経済の先行きに対する市場の見方自体が変わらない限り、早晚、同じような円高圧力が生じてくるはずであり、その時には同じ手法は 2 度と使えないし、さらに、政策全般についての信頼も失われてしまうことになり、こうした副作用はあまりに大きい、と主張した。

さらに、このうちの一人の委員は、最近市場でも、非不胎化介入の意味や金融調節の実情についての理解がかなり広まってきているように思われるので、そうした政策については、そもそも 1 回限りの効果すら期待できないのではないかと述べた。

このような議論を踏まえ、多数の委員の見解は、中央銀行として、その目的や政策効果についてきちんと説明できない政策を、単に市場の思惑を利用する形で採ることは適当でないし、結局は、市場との関係も損ねてしまう、というものであった。

また、市場において、「政府と日銀との間で、為替を巡るスタンスに相違がある」との見方があることについても、議論が行われた。

この点に関し、多くの委員は、為替相場は経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましく、行き過ぎた為替相場の変動は、景気や物価に悪影響を与えかねないという認識は、政府と日銀とで共有されている、との見解を示した。

なお、このうち一人の委員は、先週 16 日の蔵相・総裁会談以来、各種メディアによって更なる金融緩和が既成事実化されてきたような感があるのは遺憾である、と述べた。

ただ、一人の委員は、本日の決定次第では、「政府と日銀との間での政策の不一致が修復できない」といった市場の認識を煽る結果となり、きわめて危険であると主張した。すなわち、この委員は、日銀法第 4 条の、「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」という観点からみて、現状は為替政策について政府と中央銀行とのハーモナイゼーションが十分でないと思われ、マーケットもそう認識しているのではないかとコメントした。また、この委員は金融政策と財政政策との関係についてもコメントし、本来、金融政策は財政政策とシンクロナイズして発動し、効果を相乗的に高めるべきであるが、これまでは財政政策の効果が出尽くした「too late」なタイミングで金融政策が発動されている観があると指摘した。

これに対し、何人かの委員は、現在のゼロ金利政策は、金利をぎりぎりまで低下させているという面からも、1兆円もの余剰資金を日々供給して為替介入を事実上「非不胎化」できるほどに円資金の流動性を高めているという面からも、政府の為替政策と整合的なものである、と述べ、こうした点について理解を求めていくことが重要であるとした。

また、このうちの一人の委員は、「政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図る」という重要な一つの枠組みが、この会合の場に政府の代表が、場合によっては政策を提案する権利を持って出席するということであろう、と述べた。そのうえで、こうした高いレベルも含め、様々なレベルでの意思疎通を十分に図った上で、最終的には政策委員会の判断により金融政策を決定するというのが、現在の日銀法の下での政策決定の枠組みになっており、日銀法改正当時の議論もこうした考え方になっていた、との経緯を紹介した。さらにこの委員は、財政政策と金融政策との関係については、やはり、財政の効果も含め、マクロ経済全体や物価がどう動くのかという判断に立って、金融政策を運営するという考え方になるのではないかと述べた。

加えて、別の複数の委員は、ゼロ金利政策は、日本銀行が採り得る効果が確

実な手段として最大のものだ、と述べた。そのうえで、これらの委員を含めた何人かの委員は、こうした思い切った金融緩和策を続けてきたことは、企業金融の緩和やコンフィデンスの維持、資産価格への好影響などを通じて、財政政策とともに実体経済を下支えしてきたし、現在もその効果は出続けている、との見解を示した。

以上を踏まえて、金融政策運営上考えうる追加的な措置について意見交換が行われた。何人かの委員は、ゼロ金利政策の副作用について様々な議論があるにもかかわらず、この極端な金融政策を継続することをコミットすることが、景気回復のためになしうる大きな貢献であるとした。このうち一人の委員は、実際に、このコミットメントがあるために、ターム物金利の一層の低下といったかたちで、金融緩和効果がなお浸透し続けている、と述べた。

こうした中で、別の一人の委員は、追加的な金融緩和の余地が殆どない中でも、日本銀行としては、情勢の変化に備えておく必要がある、と述べた。さらに、そのために採り得る方策としては、ゼロ金利政策の効果浸透を一層確実なものとするよう、金融調節面での対応力を質的に一段と強化することではないか、との見解を示した。この委員は、オペ手段の拡充なども含め、どのような対応があり得るのか、検討を続けていく必要があるとした。さらに別の委員も、オペ手段の拡充なども含めて考えれば、「金融政策の工具箱が空っぽになった」というわけではなく、金融調節上対応しうる問題に対しては、機敏かつ柔軟に対応しなければならない、と発言した。

これに続けて一人の委員は、ゼロ金利政策の現状とその浸透状況について、市場や国民に良く説明し、理解を求めていくこと――一言で言えば、アカウントビリティをより充実させること――が、今求められている、と述べた。さらに、数日後に控えているG7などの国際会議の場でも、こうした点につき積極的に説明に努めるとともに、日本銀行としても、急激な円高が経済にもたらす悪影響を懸念していること、金融政策の運営面では、こうした為替の動向が景気や物価に与える影響も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、を表明していくべきである、と付け加えた。

こうした一連の議論を経たうえで、円高の影響も踏まえた金融経済情勢全般についての判断に基づき、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の思い切った金融緩和基調を維持する」との考え方に則り、現状のゼロ金利政策を続けていくべきである、という方針が、委員会での大勢意見となった。

一方、一人の委員は、インフレ率の目標付きの量的緩和策を採るべきである、と主張した。

その理由として、この委員は、最近の為替や株価の動きからみて、ゼロ金利政策の効果は出尽くしており、この段階でCPI目標付きマネタリーベース・ターゲティングに移行する必要があること、現在の円高はきわめて急激であり、100円割れといった円高が進行すると、景気の先行きに決定的な悪影響を与えると考えられること、日銀として為替レートに配慮する姿勢を明確に打ち出す必要があること、マネタリーベースの伸びが十分でなく、一層の量の拡大を図るべきであること、今後、国債引き受けや買い切りオペの増額要請といった圧力をかわしていくためにも、CPI目標付きマネタリーベース・ターゲットは有効であること、を挙げた。さらに、提案した委員は、オーバーナイト金利はこれ以上下げる余地がなく、量との間で裏表の関係は崩れているが、ターム物も含めた金利総体と量との関係では、まだ量を増やすことで金利を下げる余地は残っているとコメントした。

こうした主張に対して、何人かの委員が、マネタリーベースの操作可能性や、これ以上の金利低下の余地が果たしてあるのかといった点を含めた提案の効果について、疑問を呈した。

複数の委員は、マネタリーベースに目標値を定めて誘導するためには、銀行の超過準備を操作（コントロール）できることが前提となるが、実際には、超過準備に十分な操作可能性があるとは到底考えられず、そのことは、ここ数ヶ月のオペレーションの経験すなわち、日本銀行がいかに懸命に資金を供給しても、超過準備はむしろ減少してきているという状況によって、明白になっているはずである、と述べた。

そのうち一人の委員は、こうした点につき、やや詳しく解説した。すなわち、この委員は、金融緩和が浸透し、流動性不安が後退するとともに、銀行が超過準備をなるべく持たないように努めることは、経済合理性に基づいた、当然予想される行動だ、と述べた。そのうえで、仮に量的ターゲットを設けても、こうした合理的な行動自体を変えることはできないので、超過準備を増やすことはできないはずだ、とコメントした。

さらに、何人かの委員は、こうした量的ターゲットを敢えて実現しようとするれば、結局、長期国債の引き受けや買い切りオペの増額につながっていくことになり、こうしたことは、先ほど議論した通り、非常に問題が大きい、と述べた。

これに対して、インフレ率の目標付きの量的緩和策を主張した委員は、レポ・オペなどいろいろなやり方はあるし、現状では余剰資金が短資会社に流れてしまうといった限界があることは承知しているが、それでもやってみる価値がある、と主張した。また、その効果について、この委員は、量を増やすことは、

過剰流動性相場といった形で、特に株価には効くのではないかと付け加えた。

## ・政府からの出席者の発言

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

- 景気は最悪期を脱したと思われるが、民間需要の回復力は弱く、雇用情勢も厳しい状況にある。こうした状況のもとで、政府としては、景気回復に万全を期すため、公共事業等予備費の使用に踏み切るべきと考えており、9月中の閣議決定に向けて現在具体的な検討を進めているところである。また政府としては、15か月予算といった考え方に立った平成11年度第二次補正予算の編成も視野に入れた財政運営を行う旨、既に表明しているところであるが、具体的には今後の経済情勢を注視しながら、新内閣で編成に向けた検討がなされるものと考えている。政府としては、引き続き経済の回復基盤を固めるための施策の実施に、全力を挙げて取り組んで参りたいと考えている。
- 最近の金融資本市場の動向を踏まえて若干申し述べると、急激な円高の進行は、消費者や企業のマインドの悪化や、企業収益の押し下げなどを通じて、ようやく最悪期を脱して回復軌道に乗りつつある日本経済に、甚大な悪影響を及ぼすおそれがある。したがって、日本銀行におかれても、金融政策運営に当たり、このような状況にも十分配慮頂いて、適切な対応をとって頂くようお願いしたい。

経済企画庁からの出席者は、以下のような趣旨の発言を行った。

- 経済動向は、民間需要の回復力は弱く、厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果の浸透などでやや改善していると判断している。なお、景気が厳しい状況をなお脱していない現段階での急激な円高は、経済に悪影響を及ぼす懸念が強く、望ましくないものと考えており、今後とも為替動向に注意しながら適切な対応を行うことが必要と考えている。
- 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、潤沢かつ効果的な資金供給を行い、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あらためて総括すると、足許の景気は下げ止まりの状況が続いている、足許の急激な円高の悪影響については十分注意してみている必要があるが、一方で、外需や生産の面では明るい動きもみられている、金融緩和は一段と浸透している、ただ、民間需要の自律的回復のはっきりした動きは、依然みられていない、物価に対する潜在的な低下圧力も引き続き残存している、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っておらず、こうした基本的な情勢は、前回会合から大きな変化はない、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慮しながら、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当である、という意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、CPIの上昇率に目標を設定したうえで、本格的な量的ターゲット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（9月16日～10月15日）の超過準備額を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、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<sup>2</sup>）。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。

---

<sup>2</sup> 「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%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額させる必要がある。」

## 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1のとおり公表すること。

### 記

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

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

（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

## 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、三木委員、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、為替政策および財政政策を巡って大蔵省と日本銀行のハーモナイゼーションがとれていないのではないかとといった市場の思惑がある中でのこの決定は、更なる円高やこれを通じた企業心理の悪化につながりかねないこと、この決定によって、政府が模索している協調介入の可能性が少なくなってしまうこと、

「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」といった表現はわかりにくく、具体的な数値付きのCPIターゲティングを行うべきであること、現状、円相場、NYダウが重大な罅線上の相場の節目にさしかかっており、何らかの追加的な緩和策を打ち出さないと失望感等から大幅な下落（円高）の可能性があること、

現状維持とすることは、マーケットとの対話の不在を意味し、その咎が現れる可能性が大きいこと、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、究極の金融緩和政策であるゼロ金利政策は、金融市場におけるリスクプレミアムを縮小させることなどを通じて、これまで経済にプラスに作用してきたが、最近では、資金供給が短資会社に積み上がるだけといった現象が生じているなど、効果

に限界が見えていること、こうした中で、今後の弾力的な政策対応の余地を設けるためにも、ゼロ金利政策解除の道を模索し続けるべきであること、などを理由に挙げて、上記採決において反対した。

なお、議長からは、本日の議論を踏まえ、ゼロ金利政策の一層の効果浸透に努めていくという観点も踏まえ、金融調節手段の整備・拡充について早急に検討を進めるよう、執行部に対して指示があった。

## ・「当面の金融政策運営に関する考え方」の公表について

何人かの委員は、市場が金融政策運営についてさまざまな思惑を持ち、特に本日の会合が大きな注目を集めていること、日本銀行の政策決定のプロセスや、ゼロ金利政策のもとでの金融緩和の実態が、一般に十分理解されていないこと、などを踏まえ、日本銀行の金融政策運営について、一層幅広い理解を求めていくことの重要性を強調した。そのうえで、これらの委員は、本日は、政策変更は行わないものの、金融政策運営の考え方を述べたステートメントを公表するとともに、議長が記者会見を行って十分な説明をしてはどうか、との意見を述べた。

こうした意見を踏まえ、議長は、執行部に対してステートメント原案の起草を指示した。執行部による起草作業は、決定会合を一時中断して行われ、その後会合は再開された（午後 2 時 59 分中断、午後 3 時 27 分再開）。

執行部から提出されたステートメントの原案について、政策委員による検討が行われ、最終的な文案として「当面の金融政策運営に関する考え方」（別添 2）が作成された。これを公表することにつき、採決が行われた。

### 採決の結果

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

反対：中原委員

中原委員は、本日のみ、特にこうしたステートメントを公表する理由はなく、議長が記者会見をすれば十分であること、こうした文書によりさまざまな論点を挙げると、かえって無用な論争の種となり得ること、などの理由を挙げ、上記採決において反対した。



この決定を受け、「当面の金融政策運営に関する考え方」が、同日公表されることとなった。

・ 99年10月～2000年3月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、99年10月～2000年3月における金融政策決定会合の日程が別添3のとおり承認され、即日対外公表されることとなった。

以 上

(別添1)

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に、その機能の維持に十分配意しつつ、当初(注)0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(注)「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。

以 上

(別添2)  
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きます（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

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

(別添3)

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

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 2) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 3) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 4) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 5) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 大蔵省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」
- (図表 9) 労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 11) 総務庁「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、日本銀行「卸売物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会(N E B A)「商品別売上高」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」
- (図表 12) 建設省「建設統計月報」
- (図表 13) 通商産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 16) 総務庁「消費者物価指数」
- (図表 17) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 18) 国土庁「地価公示」、「都道府県地価調査」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行、欧州委員会
- (図表 20) The Wall Street Journal
- (図表 21) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 22) 日本銀行「準備預金積立て状況等」
- (図表 23) 日本銀行
- (図表 24) 英国銀行協会
- (図表 25) 日本銀行



- (図表 26) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」
- (図表 27) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 日本経済新聞
- (図表 30) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」、大和総研「大和投資資料」
- (図表 31) 日本銀行
- (図表 32) 日本銀行
- (図表 33) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネーサプライ速報」
- (図表 37) 日本銀行