

## ・金融政策運営および金融政策手段を巡る動き

### 1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成11年10月から12年3月までの間、計10回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長 速水 優（総裁）  
藤原作弥（副総裁）  
山口 泰（副総裁）  
武富 将（審議委員）  
三木利夫（審議委員）  
中原伸之（審議委員）  
篠塚英子（審議委員）  
植田和男（審議委員）  
田谷禎三（審議委員）<sup>22</sup>

このほか、大蔵省および経済企画庁から出席があった。

11年10月から12年3月までの全会合では、当面の金融政策運営について、ゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことが決定された（図表39、40）。

このうち、11年度下期最初の10月13日会合では、ゼロ金利政策の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくことなどが、併せて決定された。

以下、第 部では、11年度下期中の金融政策運営に関して、会合における検討の様態、金融市場調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動きなどについて述べる。

---

<sup>22</sup> 平成11年12月17日会合以降出席（12月3日就任）。

( 図表39 ) 政策委員会・金融政策決定会合において決定された「金融市場調節方針」

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
11年10月13日	豊富で弾力的な資金供給を行い、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。	賛成多数（反対2）
10月27日		賛成多数（反対2）
11月12日		賛成多数（反対2）
11月26日		賛成多数（反対2）
12月17日		賛成多数（反対2）
12年1月17日		賛成多数（反対2）
2月10日		賛成多数（反対2）
2月24日		賛成多数（反対2）
3月8日		賛成多数（反対2）
3月24日		賛成多数（反対2）

( 図表40 ) 公定歩合および無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

( 単位：％ )

	公定歩合 ( 注1 )	無担保コールレート ( オバーナイト物 ) ( 注2 )
11年9月16日～10月15日	0.50	0.02
10月16日～11月15日		0.03
11月16日～12月15日		0.02
12月16日～12年1月15日		0.03
1月16日～2月15日		0.02
2月16日～3月15日		0.03
3月16日～4月15日		0.02

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

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

## 2. 金融政策決定会合における検討の模様

### (概況)

平成11年度下期中の金融経済情勢に関する検討を総括すると、輸出や生産の面から明るい動きがみられ始め、景気は全体として、下げ止まりから持ち直しへと転じた。そうしたもとで、企業収益や企業・消費者心理が改善傾向を辿るなど、民間需要を巡る環境は徐々に改善した。また、株価の堅調や長期金利の安定など、金融環境も総じて良好であった。

しかし、企業の設備投資意欲は全体として慎重であり、個人消費も回復感に乏しい状態が続いた。このため会合では、「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」という認識が共有された。なお、年明け以降は、設備投資が緩やかな増加に転じるなど、民間需要の一部に、漸く回復の動きがみられ始めるようになったことにも、徐々に留意がなされるようになった。

こうした景気判断を踏まえると、横這い圏内で推移している物価についても、先行き、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力には引き続き留意が必要と考えられた。したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢<sup>23</sup>」にはなおお至っていないと判断された。

この結果、11年度下期中に開催された10回の会合すべてにおいて、ゼロ金利政策を継続することにより金融緩和効果の浸透に努めていくことが、賛成多数で決定された。

11年10月13日から12年3月24日までの各会合で議決された具体的な金融市場調節方針は、以下のとおりである。

---

<sup>23</sup> 11年4月9日の会合では、オーバーナイト金利の追加的な引き下げ余地が事実上なくなった状況を踏まえて、金融緩和効果をターム物など長めの金利に十分波及させるためにも、市場の期待を安定化させることが重要との認識が共有された。その結果、同会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」旨を対外的に表明していくのが適当との考え方が支持され、4月13日の総裁記者会見でそれが表明された。

(議決)

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

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別添：対外公表文)

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

以上のように、11年度下期中を通じてゼロ金利政策が継続されたが、民間需要を巡る環境が徐々に改善する中で、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭」をどのような基準で判断するかについて、従来以上に掘り下げて議論されるようになった。また、そのこととも関連して、物価目標の設定、物価・経済見通しの公表などの可能性を巡る議論も活発化した。何回かの討議を経た3月8日の会合において、議長より、金融政策の透明性を一段と向上させるという観点から、「物価の安定」をどう考えるかについて総括的な検討を行う方針が具体的

に示され、まず執行部で検討を進めるよう指示があった<sup>24</sup>。

## (1) 金融経済情勢に関する検討

### (下げ止まりから持ち直しに転じた11年度下期の景気)

わが国の景気は、平成11年の春から夏にかけて次第に下げ止まりが明確化した後、11年度下期は、輸出や生産の増加に主導されるかたちで、下げ止まりから持ち直しへと転じていった(図表41)。

より具体的にみると、11年秋頃のわが国の景気は、公共投資や住宅投資が需要を下支えする中で、アジア経済の予想以上に順調な回復など海外環境の好転を背景に、輸出の増加傾向が明確なものとなった。こうした輸出の増加や、情報通信関連分野の需要好調、在庫調整の進捗などから、生産も明確な増加を示すようになった。生産の増加は、企業のリストラの動きともあいまって、企業収益の改善をもたらしたほか、所定外給与の増加などを通じて、家計の所得環境にも好影響を及ぼした。

とりわけ、12月短観における比較的しっかりとした増益予想などを踏まえて、12月17日会合では、企業部門の動きでさらに前向きな材料が得られたとの認識が概ね共有された。このため、12月金融経済月報の「基本的見解」の冒頭部分には、「企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある」という新たな表現が加えられた。

その後、10～12月の経済指標の全貌が明らかになるにつれて、ボーナスの減少などを背景とした個人消費関連指標の弱さや、輸出の一時的な伸び悩みなどもみられた。GDPは2四半期連続の減少となったことが判明した。しかし、減少を続けてきた設備投資が、概ね下げ止まりと判断できるようになったほか、年明け後の指標からは、輸出や生産の明確な増加傾向があらためて確認された。これらを踏まえ、1～3月中の会合では、「景気は持ち直しに転じており、そのもとで民間需要を巡る環境が改善を続けている」という判断が、固められていった。

---

<sup>24</sup> こうした検討を進めることについては、3月10日の総裁記者会見で対外的にも明らかにされた。

( 図表41 ) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前の月からの主な変化点

11年 9月	足許の景気をみると、下げ止まりの状況が続く中で、輸出、生産等一部に明るい動きがみられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。
10月	わが国の景気は <u>下げ止まっており、足許、輸出や生産面には持ち直しの動きがみられる</u> 。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。
11月	わが国の景気は、 <u>足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じつつある</u> 。しかしながら、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。
12月	わが国の景気は、 <u>足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じている</u> 。こうしたもとで、 <u>企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある</u> 。もっとも、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。
12年 1月	( 前月と同じ )
2月	わが国の景気は、 <u>足許、持ち直しに転じている</u> 。こうしたもとで、 <u>企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある</u> 。もっとも、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。
3月	わが国の景気は、このところ、 <u>持ち直しに転じている</u> 。こうしたもとで、 <u>企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている</u> 。もっとも、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。

( 民間需要の自律的回復の動きは依然として不明確 )

以上のように、11年度下期を通じて日本銀行の景気判断は少しずつ上方修正されてきた。しかし、企業のリストラ圧力が根強く残ったことなどから、企業の設備投資意欲は依然として慎重であり、個人消費も回復感に乏しい状態が続いた。このため、企業収益の回復を中心とした「民間需要を巡る環境の改善」が、民間部門の前向きの循環につながっていくかどうかについては、なお明確な展望を持ちえなかった。この結果、「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」という判断は、11年度下期中、結局変化するに至らなかった( 前掲図表41 )。国内民需にそのような脆弱さが残る以上、仮に米国経済の拡大に変調が生じた場合などに、総需要の減退から再び景気が低迷するリスクを、引き続き意識せざるをえなかった。

ただし、年明け以降は、設備投資が緩やかな増加に転じるなど、民間需要の一部に、回復の動きがみられ始めるようになったことについても、徐々に留意がな

されるところとなった。

民間需要に関する判断をやや具体的にみると、まず設備投資については、企業収益の改善など投資環境が徐々に好転するもとの、機械受注等の先行指標、短観等のアンケート調査、さらには個別企業に関する情報など、幅広い材料によって次第に下げ止まりが確認されるようになった。年明け後の会合では、先行きの回復の可能性を指摘する意見が聞かれるようになり、設備投資は緩やかな増加に転じているとみられるまでに至った。しかし、設備投資の持続性や広がりについては、なお慎重に見極める必要があるとの認識が概ね共有された。その認識に至る論点は多岐にわたったが、とくに、過剰ストックや過剰債務の調整圧力をどうみるか、IT（情報技術）分野の拡大が設備投資全体に及ぼすインパクトをどうみるか、といった面で、以下のとおり議論が深められた。

については、製造業の設備投資が減価償却費を下回る水準まで減少していることなど、ストック調整の進展を重視する意見が出された。逆に、企業収益の基盤自体がなお脆弱であり、原油価格上昇などに対する抵抗力は弱いとの見解も示された。そうした中で、多くの委員は、企業収益の回復はある程度しっかりしてきているが、企業は依然として過剰設備や過剰債務といった問題を抱えているため、債務の圧縮が優先されて、設備投資の回復力は当面それほど強くないのではないかとの認識を共有した。

のIT分野を巡る議論では、一方では、財務面の負担が比較的軽く、また技術革新のテンポが速いIT関連の企業が主導するかたちで、設備投資全体が増加に転じていくのではないかとの明るい見方が示された。また、情報関連投資の設備投資全体に占めるシェアは、ここにきて急速に高まっているとの意見も出された。他方で、そのシェアは米国などに比べてまだ小さいため、当面景気全体を押し上げる牽引力にはなりにくい、との慎重な見解も示された。いずれにしても、情報関連等の好調分野とそれ以外に「二極分化」する傾向が強まっている中で、マクロ的な広がりや持続性を持った設備投資の回復を展望できるかどうかは、2000年度の設備投資計画に関するアンケート調査なども踏まえて見極めていく必要があるという点で、委員の認識は概ね一致した。

次に、民間需要のもうひとつの柱である個人消費についてみると、雇用・所得環境に目立った改善がみられないもとの、11年度下期を通じて回復感に乏しい状態が続いた。生産の増加が、所定外給与の増加などを通じて、次第に雇用・所得

環境の悪化に歯止めがかかってきたことは事実であり、とくに12年入り後は、各種の個人消費関連指標に、消費マインドの面も含めて幾分明るい材料がみられた。こうしたことから、先行き個人消費が減少するリスクは、ある程度後退してきたとの見方が強まった。しかし、12年入り後の明るめの指標も、基本的にはなお一進一退の中での動きと判断された。そのうえで、先行きについて、企業のリストラの動きなどからみて家計所得が明確に改善していくのかどうか不確定要素が大きいこと、11年夏頃までの消費性向の上昇が今後も持続する期待は持ちにくいことなどを踏まえ、個人消費の明確な回復はなお見通し難いとの判断が大勢を占めた。

この間、11～12月頃の個人消費関連指標には、GDP統計を含めてかなり弱い動きもみられ、それがどの程度実態を正しく反映しているかを巡っても議論が行われた。この時期には、暖冬要因や冬期賞与の減少など、個人消費の弱さを裏付ける材料がいくつか存在していたことは事実であった。しかし、同時に、既存の小売店から新興量販店への需要シフトなどが販売統計で捉えきれていない可能性や、サーベイ統計におけるサンプルの変化が攪乱的に作用した可能性も指摘され、各種統計が示すほどには個人消費の基調は弱くないとの認識が、概ね共有された。

（物価の潜在的な低下圧力）

物価については、多くの委員が、消費者物価の前年比マイナス幅はごく小さく、横這い圏内とみなしうることや、それまでかなりのマイナスで推移していた卸売物価が前年比ほぼゼロとなったことなどから、物価は概ね横這いで比較的安定しているとの認識を共有した。先行きについても、とりわけ12年入り後は、世界経済の好調を背景にした国際商品市況の上昇や、国内景気の持ち直し、民間需要を巡る環境の好転などを踏まえると、需要の弱さに由来するような物価下落リスクは徐々に和らいできたとの見方が優勢になった。ただし、一人の委員からは、消費者物価やGDPデフレーターが前年比マイナスであることなどからみて、下げ止まりと判断するのは尚早との見解が示された。

以上のような認識を踏まえて、会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったかどうかについて、議論が交された。その結果、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になってきている」との見方を示した委員は一人にとどまった。大方の委員の間では、景気が持ち直してきているとはいえ、民間需要が自律的に回復していく展望までは持ちえていないことや、11年夏以



降の円高の影響がタイムラグを伴って現れてくるリスクなどを念頭に置くと、先行き公共投資や海外需要が弱まることなどに伴って物価に低下圧力がかかる可能性はやはり懸念される、との認識が概ね共有された。この結果、「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力に対し引き続き留意していく必要」があり、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依然として至っていない」との判断は変わらなかった<sup>25</sup>。

この間、一人の委員は、原油価格の上昇について、世界経済や企業収益への悪影響を考えると、景気の先行きにとってリスク要因であるとの観点から、繰り返し懸念を表明した。

また、資産価格については、金融政策の目標はあくまで物価の安定であるが、一方で株価、地価への目配りも必要であるという点について、複数の委員から指摘があった。

（総じて良好に推移した金融環境）

11年度下期中の金融市場の動向をみると、株価は上昇傾向を辿り、長期金利および為替相場は総じて安定的に推移した。また、ゼロ金利政策の効果もあって流動性に対する安心感が行き渡り、企業金融にも緩和感が広がっていった。このように、金融環境は総じて良好に推移し、実体経済の持ち直しをサポートする方向で働いた。

株価が上昇傾向を辿ったこと自体については、ゼロ金利政策という思い切った金融緩和や、企業収益の一段の回復を期待させる材料の増加などからみて、基本的にはごく自然な動きと判断され、特段の論点にはならなかった。ただ、一部の情報関連株が株価全体を押し上げる「二極化現象」の持つ意味をどうみるかについては、活発な議論があった。二極化の「光」の部分に注目する立場からは、相場全体をリードする高成長業種の登場は、産業構造の変化の方向が明確化してきたことの反映、とする捉え方があった。その一方で、特定銘柄に買いが集まる環境では期待形成に行き過ぎが生じるケースがありうること、株価上昇の景気に対するプラス効果が広くは行き渡らない可能性があることなど、二極化の「陰」の部分に対する指摘もみられた。

長期金利は、10～11月頃には、一時1.9%台へと幾分強含む局面がみられたこと

---

<sup>25</sup> 「デフレ懸念の払拭」をどのように判断するかについては、かなり掘り下げた議論が行われた。その点については、後述(2)の(「デフレ懸念の払拭」の判断基準)で紹介する。

もあって、先行き長期金利が明確な上昇を示した場合のリスクなどについて、意見交換があった。その結果、ポイントとなるのは長期金利の上昇が何に起因するかであり、長期金利が上昇してもそれが景気回復に伴う、すなわち経済実態と整合的なものであれば、自然な動きとして受け容れていくべきとの考えが、基本的に共有された。一方、財政赤字に対する懸念が潜在していることなどを踏まえると、長期金利が経済実態から乖離して急激に上昇する可能性も排除できないこと、またその場合、金融機関の債券保有評価損への影響も含め、景気回復にとってリスク要因となることについて、多くの委員は認識を共有した。問題は、そうした事態が生じた場合の日本銀行の対応であり、一人の委員からは、資金供給の拡大など金融政策面で何らかの対応を図るべきとの意見があった。しかし、長期金利を直接コントロールしようとするのは、そもそも難しいうえに、市場機能への悪影響もあるという点が指摘され、多くの委員は、日頃から経済情勢等について丹念に説明して市場の期待形成を安定させ、長期金利が経済実態から大きく乖離しないような市場環境を整えていくことが重要であるとの考えで一致した。

ところが、実際には、景気に関する明るめの材料が増加していったにもかかわらず、長期金利は総じて低位安定を続けた。このため、会合での論点も、むしろ長期金利がそれほどの落ち着きを保っていることが、株価の上昇と整合的かどうかという問題に移っていった。これについては、企業収益への期待感とマクロの景況感に格差が生じている可能性 株価には、リストラ効果やIT革命などによる企業部門の立ち直りへの期待が反映されている一方で、長期金利には、家計部門も含めたマクロの景気改善は緩やかなものにとどまるとの見方が影響している可能性 や、企業の資金需要が弱い中で、金融機関が運用難から積極的に国債を購入している可能性などが、指摘された。ただし同時に、ゼロ金利政策の長期化予想が長期金利を下方に歪ませている可能性はないか、という点も、程度の差はあれ多くの委員に意識された。そうした文脈の中で、市場がゼロ金利政策の持続性等について誤ったイメージを抱くことのないよう、景気判断や金融政策運営の考え方について市場と認識を共有していくことの重要性が強調された。

金融の量的側面をみると、銀行貸出の低迷やマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の伸び率の低下について、一人の委員が、信用仲介機能の低下に警告を発している可能性を示す動きとして、これを深刻に受け止めた。しかし、ゼロ金利政策のもとで日本銀行が豊富で弾力的な資金供給を続けていることや、短観の「資金繰り判断DI」や「貸出態度判断DI」の改善、さらには金融機関の貸出姿勢に関する

ヒアリング情報などを踏まえると、企業金融にも緩和感が広がっているとの見方が委員の大勢を占めた。そうした企業金融を巡る環境を踏まえると、貸出の低迷やマネーサプライの伸び率低下は、基本的には、資金需要の低迷が大きく作用したものであるとの認識が概ね共有された。さらに、その資金需要低迷の背景としては、企業収益の改善に比べて設備投資の回復が遅れていること、企業の資金繰り不安が後退して手許流動性を積み上げる予備的な資金需要が減少していること、バランスシートの改善が引き続き企業経営上の重要課題となっており企業の債務返済圧力が強いこと、などが挙げられた。このような分析を踏まえ、今後貸出やマネーサプライの伸び悩みが続いたとしても、景気の改善や設備投資の下げ止まりの動きと整合的でないとは言えない、との指摘があった。

#### （円高とその影響を巡る議論）

円相場は、11年度下期中は総じて安定的に推移した。しかし、11年夏から秋にかけて急速な円高が進んだ後の安定であったため、期中平均の対ドル円相場は、11年度上期の約117円に対し、11年度下期は約106円と、1割程度の円高水準となった。日本銀行は、為替相場の特定の水準を金融政策の目標としているわけではないが、為替相場は、経済や物価に大きな影響を及ぼしうるという意味で、金融政策運営上の重要な判断材料の一つである。そのような観点から、円高およびその影響を巡って、会合でも議論が行われた。

最大の論点は、円高が景気に対してどの程度のダウンサイド・リスクになるかという点であった。とくに、急速な円高局面から約1か月しか経過していない10月13日会合では、一人の委員から、11年7月から9月までの円高の進行テンポは歴史的にみても急激なものであり、景気にマイナス・インパクトを及ぼすことは必至、とのきわめて警戒的な見方が示された。他方で、何人かの委員は、輸出数量や生産の増加、企業マインドの改善、株価の堅調などを踏まえて、円高が直ちに景気の足を引っ張るとは言えないとの見方を採った。ただ、いずれにしても、仮に一段の円高が進んだ場合には景気回復にとってのリスクが大きいため、為替相場の動向およびそれが先行きの経済や物価に与える影響については、注意深く見守っていく必要があるという点で、多くの委員は認識を共有した。また、さらに円高が進む場合には介入によってその動きを食い止めるべきである、と主張する委員もいた。

その後の会合でも、自律的な景気回復への道筋がはっきりみえない微妙な局面で、さらに円高が進んだ場合のリスクに対しては警戒的な見方が示された。しか

し、その後も輸出の増加基調が続くなど、海外経済の拡大が円高のマイナス効果を打ち消すように作用した。また、海外需要の好調さに加えて、企業の円高抵抗力が徐々に強まってきたこともあって<sup>26</sup>、秋以降の円高水準のもとで、収益の増加基調がむしろ明確になるなど、景気は持ち直しに転じてきた。これらを踏まえて、次第に多くの委員が、景気に対する為替相場面からのリスクは一頃に比べれば後退してきた、との評価を共有するようになった。

## (2) 金融政策運営に関する検討、判断

以上のような金融経済情勢に関する検討の結果、平成11年度下期を通じて、ゼロ金利政策を継続することが適当との結論になった。ただ、景気が下げ止まりから持ち直しに転じる中で、討議の重点は、ゼロ金利政策の効果浸透をいかに図るか、また量的緩和などについてどう考えるか、といったダウンサイド・リスクをより強く意識した議論から、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭」の具体的な判断基準など、ダウンサイドのリスクが後退していった場合を意識した議論へと徐々にシフトしていった。また、その過程で、「物価の安定」の意味をより明確にすることなど、金融政策の一段の透明性向上に関する問題意識も強まっていった。これらを主要な論点に即して整理すると、以下のとおりである。

### (金融緩和効果の一段の浸透を図った10月13日の決定)

平成11年度上期最後の9月21日会合は、「急速な円高に対応するため、日本銀行は何らかの量的緩和策を打ち出すのではないか」、との思惑が市場等で高まっていた中で開催された。そうした情勢に対し、同日の会合では、ゼロ金利政策は、追加的に資金供給を増やしても、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みえる効果を与えないとは考えられないほど、既に量的にも思い切った緩和政策であること、そうしたゼロ金利政策の意味や効果については、市場等に十分説明して一層の理解を求めていく必要があること、

---

<sup>26</sup> 短観において大企業・製造業が収益見通しの前提としている想定為替レートをみると、11年9月短観113.58円 同12月短観107.93円(以上11年度下期の前提) 12年3月短観104.61円(12年度上期の前提)となっており、そのもとで、11年度、12年度と2年連続増益の見通しとなっている。

しかし、経済の実態を反映しない形で円高や長期金利の上昇が進むリスクを考えると、追加的な金融緩和の余地が殆どない中でも、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のが望ましいこと、といった点で概ね共通の認識が形成された<sup>27</sup>。その結果、議長からは、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、金融市場調節手段の整備・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。

11年度下期最初の10月13日会合は、以上のような9月21日会合からの流れを受けて開催された。折しも、市場ではコンピューター2000年問題を意識して年末越えとなる3か月物金利が上昇し始めており、そうした年末越え資金需要の動きなどを踏まえた日本銀行の資金供給姿勢を明確にしておくことが、適切なタイミングとなりつつあった。そのような政策環境のもとで、同日の会合では、金融緩和効果の一段の浸透を図る目的で、次の3点が決定された。

第1に、ゼロ金利政策の継続を決定するとともに、「ゼロ金利政策」を意味する金融市場調節方針を<sup>28</sup>、「豊富で弾力的な資金供給を行い、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。」という表現に改めた。これは、政策そのものはそれまでの思い切った金融緩和策をそのまま維持するが、「豊富で弾力的な資金供給」という表現で、ゼロ金利政策の性格を一段と明確に示すこととしたものである<sup>29</sup>。

第2に、コンピューター2000年問題が意識され始めた市場環境の中でもゼロ金利政策を徹底していくという趣旨から、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、金融市場調節面で

---

<sup>27</sup> こうした大方の委員の認識を踏まえ、直後の9月25日に開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議で、日本銀行は、「金融政策運営については、引き続き、現在のゼロ金利政策のもとで、豊富で弾力的な資金供給を行い、為替変動の影響も含め、金融経済情勢に応じて適時・適切に対応していく方針である」との説明を行った。

<sup>28</sup> 11年2月12日会合以降、9月21日会合まで採用された金融市場調節方針は次のとおり。「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注：2月12日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>29</sup> 二人の委員は、そもそもゼロ金利政策を継続することに反対であったため、本件は7対2の賛成多数による決定となった。

弾力的な対応を行うことにした（参考 1、70ページを参照）<sup>30</sup>。

第 3 に、ゼロ金利政策の継続に当たっては、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこととした。具体的な機能強化策の一つとして、短期国債（F B ・ T B ）を対象としたオペレーションに関し、それまでの現先方式（＝条件付売買）のオペだけではなく、アウトライト方式（＝無条件売買）のオペを導入することとした（参考 2、71ページを参照）<sup>31、32</sup>。

#### （ゼロ金利政策と量的緩和）

以上のような10月13日の決定の後も、景気の先行きを巡ってなお不確実性が強い中で、国の内外からは、ゼロ金利政策のもとでの追加的な金融緩和余地について、引き続き高い関心が寄せられた。また、会合でも、経済の実態を反映しない形で円高や長期金利の上昇が進む可能性に対して、しばしば警戒感が示された。一人の委員は、11年度上期に続き、11年度下期中のすべての会合で、物価安定目標付きの量的指標ターゲティング政策を提案した<sup>33</sup>。そうした流れの中で、追加的

---

<sup>30</sup> 本件は全員一致で決定された。対外公表文の作成は総裁に一任され、コンピューター2000年問題を踏まえた日銀貸出に関する措置（本会合とは別の政策委員会で決定されたもの）と併せて公表された。

<sup>31</sup> 一人の委員は、調節手段の機能強化自体には賛意を示しつつも、ゼロ金利政策の継続に反対の立場をとっていたため、本件についても、ゼロ金利政策の効果浸透と強く関連づけられていることを理由に反対した。この結果、本件は8対1の賛成多数による決定となった。なお、ゼロ金利政策の継続に反対したもう一人の委員は、本件はあくまでも恒久的なオペ手段の整備であって、当面の金融政策運営とは切り離されたものとの理解に立って、本件に賛成した。

<sup>32</sup> 本件の対外公表文は、総裁に一任され、政策委員会の議決を経ずに実施できる他の措置（レポオペ対象国債を従来の4、6、10、20年物に2年物を追加、手形オペやC P オペといった民間債務を対象とするオペ手段のフル活用、など）と併せて公表された。

<sup>33</sup> 当該委員は、11年度下期中の各会合において、以下のような提案を行った（細かい字句の違いを除く）。

「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のC P I（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、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9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。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。」

な金融緩和措置としての量的緩和を巡って、11年末頃までの会合を中心に、議論が行われた。

まず、量的指標ターゲティングを主張した委員の提案根拠は<sup>34</sup>、ゼロ金利政策のもとで、日々の資金供給額が積み上幅<sup>35</sup>見込み1兆円で固定され、効果も既にほぼ出尽くしている、7～9月、10～12月のGDPが2四半期連続で減少して1年前の水準まで落ち込み、物価もCPIやGDPデフレーターを見る限り依然下落傾向にあるなど、景気は脆弱である、財政政策の効果が残っているうちに、シンクロナイズさせるように追加的な金融緩和を打ち出すべきである、ゼロ金利政策は、そのもとで採り得る選択肢が継続か解除しかありえない非連続な政策であるので、量的指標をより弾力的に増加しうるレジームを作ることが必要である、コンピューター2000年問題対応の資金供給によって、量的緩和が有効であることは実証済みである、といったものであった。

しかし、大方の委員は、量的緩和について、短期金利が既にゼロにまで低下してしまっただ日本の状況においては、短期資産を購入するという通常の方法でマネタリーベースを供給しても、追加的な緩和効果を得ることは難しい（ゼロ金利のもとでは、「短期資産」と「マネタリーベース」の違いがほとんどなくなるため、ほぼ同種の資産どうしの交換にすぎなくなる）、何らかの効果を持つかもしれない量的緩和を行うためには、長期国債の大量購入や、外貨や株式の購入など、通常の金融政策の範囲を超えた手段を採らなければならない、しかしそれらが実際に意味のある効果を持つかどうかは非常に不確実であり、副作用も大きい、したがって、「深刻なデフレの真っ只中にある」といった状況にでもならない限りそうした極端な政策は採りえない、という考え方を概ね共有した。

---

なお、上記の表現は12年2月24日会合以降のものであり、それ以前（11年10月13日～12年2月10日、ただし1月17日を除く）の会合では、上記の下線部について、「今積み期間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」としていた。また、1月17日会合では、「今積み期間の超過準備額を平残ベース15,000億円程度とし」としていた。

<sup>34</sup> 前脚注に示した当該委員の提案は、約2年先の物価目標、約1年先のマネタリーベースの目標、それと同じ期間における日銀当座預金残高の目標、の3つの部分から成っている。このうち、物価目標の部分に巡る議論については、後出（インフレ・ターゲティングを巡って）の項で述べる。

<sup>35</sup> 「積み上（下）幅」とは、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（下）回るかを示す金額。日本銀行は、平成12年3月15日まで、日々朝方の調節時点で「積み上（下）幅」の見込み額を公表していた。

ゼロ金利政策と資金供給量との関係については、コンピューター2000年問題に関連した年末年始の金融市場調節にも触れておく必要がある。日本銀行は、前述の10月13日会合で決定した方針に従い、年末越え資金をきわめて豊富かつ弾力的に供給した<sup>36</sup>。幸い、こうした日本銀行の資金供給もあって、年末年始の市場に混乱は生じなかった。

1月17日の会合では、こうしたコンピューター2000年問題を踏まえた資金供給を振り返って、ゼロ金利政策の有効性・弾力性を示す好例であった、との評価がなされた。また、この事例からの類推として、仮に実体経済活動に伴う流動性需要が増加した場合には、ゼロ金利政策はそれを満たしていくような弾力性を備えており、量的指標ターゲティングを主張する委員が想定しているような効果は、既にゼロ金利政策の中に含まれているとの指摘もなされた。一方で、年末年始にかけて超過準備やそれを含むマネタリーベースが大幅に増加したのは、それだけ資金需要が増大したという事実がまず存在したからであって、そうした資金需要がないときにいくら日本銀行が超過準備を増やそうと思っても、資金供給オペが未達になってしまうだけで超過準備を増やすことはできない可能性が強い、という点もあらためて留意された。

(「積み上幅」<sup>つ　うえ</sup>についての市場の憶測を巡って)

ゼロ金利政策と日本銀行の資金供給との関係について、会合では以上のような整理が行われたが、市場においては、とりわけ為替市場を中心に、日本銀行の資金供給額から政策的な意図を読み取ろうとする傾向が根強く残った。その代表例は、12月1日であった。この日は、11月下旬に行われた円売り・ドル買い介入の決済日に当たっており、市場では、このタイミングで日本銀行が「積み上幅」を拡大することによって円高を牽制するのではないかと、との憶測が高まっていた<sup>37</sup>。

---

<sup>36</sup> 詳細は、前述Ⅰ.2.(1)短期金融市場の動向を参照。

<sup>37</sup> これは、介入資金の分だけ日本銀行が「積み上幅」を拡大させれば、いわゆる「非不胎化介入」になって介入効果が高まる、という見方に基づく憶測である。しかし、ゼロ金利政策のもとでの介入と資金供給の関係については、既に11年度上期中の会合で議論が行われ、日本銀行政策委員会の大勢の考え方が整理されている。それは次のようなものである(詳細は「通貨及び金融の調節に関する報告書」(平成11年12月)63~64ページを参照)。

「非不胎化介入」が意味を持つのは金利が低下する場合だけであって、ゼロ金利政策を行っている現状では「非不胎化介入」と「不胎化介入」とで効果に差はない。



しかし、日本銀行の金融市場調節方針は、あくまでも無担保コールレート（オーバーナイト物）を事実上ゼロ％で推移させるというものであって、「積み上幅」はそうした金融市場調節方針を実現するための資金供給規模を表現したものに過ぎない。言い換えれば、「積み上幅」は、金融政策上の意味合いを全く含んでおらず、もっぱらその日の市場の地合い（＝資金需要の強さ）を反映して決まるものである。日本銀行は、12月1日もそうした考え方に沿って資金を供給し、市場の憶測に合わせた形での意図的な「積み上幅」の拡大は行わなかった<sup>38</sup>。

もう一つの例として、年末年始に円高圧力が高まった際にも、日本銀行は円高を牽制するべく「積み上幅」を多めにするのではないかと、との憶測が市場で強まった<sup>39</sup>。1月17日の会合では、このようにしばしば「積み上幅」が、日本銀行の政策意図を含んだものであるかのように注目される状況について、多くの委員がそれを是正する必要があるという問題意識を持つに至った。

その対応として、例えば、無担保コールレート（オーバーナイト物）を事実上

---

日本銀行は様々な資金の流れをすべて勘案して金融調節を行っており、為替介入資金だけを取り出した議論には意味がない。

日本銀行はゼロ金利政策のもとで、通常の為替介入額をはるかに上回るような潤沢な資金を日々市場に供給している。

さらに、11年度下期中の会合でも、市場の考えに乗って積み上幅を引き上げてはどうかとの意見も出されたが、否定された。

<sup>38</sup> ただし、この日の市場の憶測を踏まえると、「積み上幅」を拡大しないことが、「日本銀行は円高を容認した」と誤解される可能性があった。そこで、日本銀行は、行き過ぎた円高への懸念を政府と共有しており、当日もいつもどおりの十分な量の資金供給を行っていることなどを明確にするため、同日の「積み上幅」公表と同時に、次のような総裁談話を発表した。

「日本銀行は、為替市場における今般の大蔵省の行動を支持し、為替市場が早期に安定を回復することを強く期待している。

日本銀行は、政府が為替介入に必要な資金を調達する際のほか、為替市場の行き過ぎた動きが国内金融取引の安定を阻害するおそれがある場合などには、短期金融市場の安定を確保するため、遅滞なく、必要な資金を市場に十分供給する方針である。

なお、日本銀行は、介入資金も利用して豊富で弾力的な資金供給を行っており、本日も、この方法により大量の資金を市場に残す調節を実施した。」

<sup>39</sup> 日本銀行は、年末に向けては前述のコンピューター2000年問題を踏まえた大量の資金供給を実施していたため、年明け後は「積み上幅」を縮小した。しかし、為替市場では、その縮小テンポが緩やかであることをもって、円高への牽制と受け止める向きがあった。

ゼロに維持できる範囲内で、通常1兆円としている「積み上幅」を日々伸縮させて、それが金融政策の変更を意味しないことを市場に印象づける、という選択肢も考えられた。しかし、複数の委員は、市場が「積み上幅」から政策的な意味合いを読み取ろうとしている状況で、それを縮小させると、オーバーナイト・レートが上昇してしまうリスクを懸念した。この結果、会合では、こうしたリスクを冒してまで、「積み上幅」の動きを変動させる必要性は乏しく、その点については、丹念な説明に努め、市場の理解を得ていけばよい、との判断に至った。

そこで、議論の焦点は、ゼロ金利政策の開始以来もともとわかりにくくなっていた資金需給関連情報の公表方法について<sup>40</sup>、「積み上幅」を含めて見直すべきではないか、という点に移っていった。そうした問題意識を受けて執行部で検討を進めた結果、準備預金を中心に構成していた従来の資金需給表の形式を改めて、日銀当座預金を中心に考える新形式へ移行することとした（2月14日公表、3月16日実施、対外公表文は参考3、72ページを参照）。これに伴い、従来の資金需給表の考え方と表裏一体であった「積み上幅」についても、その公表を取り止め、代わりに日銀当座預金の増減見込み額を公表することとした。

本件はあくまでも、資金需給関連情報をよりわかりやすくすることを通じて、金融市場調節の透明性向上を狙ったものであるが、こうした見直しの結果として、日本銀行の日々の資金供給額の変化を巡って市場の憶測が生じる状況を是正する効果も期待された。

#### （ゼロ金利政策の副作用をどう考えるか）

会合では、ゼロ金利政策の継続がもたらす副作用についても意見交換が行われた。とくに、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になってきているとの判断を示した一人の委員は、ゼロ金利政策の副作用も理由に挙げて、11年度下期を通じてゼロ金利政策の継続に反対し、オーバーナイト金利を0.25%に引き上

---

<sup>40</sup> ゼロ金利政策を開始して以来、超過準備や準備預金制度非適用先（＝短資会社等）の日銀当座預金が急増した。しかし、従来の資金需給表は基本的にこれらが増加することはないという前提で作成されていたため、資金過不足額や「積み上幅」の予測と実績が大幅かつ恒常的に乖離した。この点は、11年夏頃の会合以降、しばしば問題視され、公表方法等の見直しの必要性が指摘されていた。コンピューター2000年問題を踏まえた大量資金供給時には、予測と実績の乖離が一段と際立つなどの形で、あらためてクローズアップされた。

げることが主張した<sup>41</sup>。

副作用として挙げられた主な点は、家計の利子収入の減少等による所得分配の歪みが大きくなっていること、非効率な企業や事業部門を温存させ構造調整を遅らせること、市場参加者の行動がゼロ金利政策の長期化を前提としたものとなってしまう、ゼロ金利政策を長く続ければ続けるほど、それを解除したときの長期金利等へのインパクトが大きくなってしまふこと、といった点であった。

しかし、上記については、ゼロ金利政策によって、経済活動と家計の雇用所得が下支えされている効果は、利子収入減少のマイナスインパクトよりも、はるかに大きい、との考え方が示された。については、低い資本コストは、非効率セクターの温存につながる面があるが、同時に成長セクターにもプラスに作用するはずであるので、競争的な環境さえ維持されていれば産業構造の調整は進んでいく、という反論が述べられた。また、については、結局のところ、日本銀行の景気判断や政策運営の考え方を市場に伝え、市場が先行きの金融政策を自然に織り込んでいけるような環境を作っていくことが重要、との認識が概ね共有された。

いずれにしても、ゼロ金利政策の副作用は、それだけを取り出して論じるべきものではなく、ゼロ金利政策のプラスの効果 流動性に関する懸念の払拭、長期金利・株価・為替相場への好影響、企業収益の下支えなど や、金利を引き上げた場合に景気を再び悪化させるリスクなども勘案しながら、全体として評価すべきであるというのが大方の委員の認識であった。

#### （「デフレ懸念の払拭」の判断基準）

以上のように、量的緩和を巡る議論が行われる一方で、ゼロ金利政策の効果と副作用に関する議論も行われるようになり、ゼロ金利政策は経済の現状と整合的な政策かどうかといったことと合わせて、ゼロ金利政策を継続していることの評価が、念頭に置かれることとなった。

---

<sup>41</sup> 当該委員は、11月12日会合以降、以下のような議案を提出した。

「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%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。」

それ以前の10月13日、10月27日の各会合でも、現下のコンピューター2000年問題に伴う不安材料を考慮して議案こそ提出しなかったが、同内容の意見を述べてゼロ金利政策の継続に反対した。

経済のリスクのバランスについてみると、11年度下期に入った当初は、円高の影響などダウンサイドのリスクにより高いウェイトが置かれたが、その後景気が下げ止まりから持ち直しへと向かうにつれて、ダウンサイド・リスクも当然後退しつつあると意識されるようになっていった。11年末頃の会合では、内需の力が途絶えて再びデフレ圧力が高まったり、米国経済・株価の大きな調整など外生的なショックに見舞われた場合の対応などを引き続き念頭に置くと同時に、経済の改善傾向が続いていった場合に、ゼロ金利政策が経済実態と整合的かどうか十分目配りしていく必要がある、といった「複線」思考の重要性が指摘されるようになった。

日本銀行は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、ゼロ金利政策を続けていく」との考え方を採ってきたため、上記のようにリスク・バランスが微妙に変化し始めた中で、「デフレ懸念の払拭」を巡る判断は従来以上に注意深い検討を要するものとなっていった。そうした情勢を背景に、「デフレ懸念の払拭」をどのような基準で判断すべきかを巡って議論が深められ、概ね以下の3点について認識が共有されていった。

第1に、「デフレ懸念の払拭」とは、現在の物価が安定しているということではなく、先行きデフレに陥るリスクが十分小さくなるということであるので、物価そのものの動きだけではなく、物価の背後にある需給バランスや賃金下落圧力といった要因を、総合的に点検して判断していく必要がある、という点であった。

第2に、金融政策運営において問題にすべき「デフレ」とは、需要の弱さから生じるような物価の低下　言い換えれば景気と物価の悪循環に陥るおそれのある物価の低下　を中心に考えるべきである、という点であった。すなわち、流通構造の効率化や、情報通信分野などにおける技術革新によって起きる価格下落は、経済厚生にはプラスに作用するものであるため、それらが原因で統計上のインフレ率がマイナスとなったとしても、経済にプラスのモメンタムが働いているならば、「デフレ懸念がある」とは言えない、という考え方であった。

第3に、以上を併せ考えると、「デフレ懸念の払拭が展望できる」ということの意味は、「先行きの需要の弱さに由来する物価の潜在的な低下圧力が十分に小さくなったと判断できる」こと、さらに言い換えれば、「民間需要の自律的回復の展望が得られる」ということに、かなり近い意味である、という点であった。さらに、その「民間需要の自律的回復の展望」をどう判断するかについては、設備投資の回復が持続性や広がりも含めて明確になってくることや、個人消費が明確な回復を示すに至らないまでも、所得・雇用環境の一段の悪化はないこと

が確認でき、企業部門の回復が家計へと波及する素地が整うこと、に着目していくことで、多くの委員の認識が共有されていった。また、留意すべき点として、金融政策は景気・物価動向を先取りしながら（forward-lookingに）運営するべきものである<sup>42</sup>、インフレ率が既に上がり始めたことや、民間需要が自律的な回復過程に入ったことを完全に確認し終わってからでは、ゼロ金利政策の解除は遅すぎる、との指摘があった。

（インフレ・ターゲティングを巡って）

上記「デフレ懸念の払拭」を巡る議論からの自然な流れとして、そうした判断を数値で示すことはできないのか、といった点にも関心が持たれるようになった。この間、前述の量的指標ターゲティングを提案した委員は、中期的な物価目標を併せて提案し、インフレ・ターゲティングのメリットを主張し続けた。また、国内、海外を問わず、「日本銀行はインフレ・ターゲティングを採用してはどうか」という論調が引き続き目立った。こうした情勢のもとで、会合では、インフレ・ターゲティングや、そうした枠組みの一部である物価目標の設定、物価・経済見通しの公表などを巡る議論も行われた。それらを通じて概ね共有された認識は、以下のように整理できる。

まず、日本銀行にインフレ・ターゲティングの採用を薦める外部の主張には、大きく分けて2つの考え方が存在することが留意された。すなわち、第1は、「調整インフレ論」に代表されるように、やや高めに設定したインフレ率を唯一の目標として、その達成のためにはあらゆる手段を用いるべきとの主張であり、第2は、いくつかの国で実際に行われている仕組みのように、中期的なインフレ率の目標を掲げることによって期待形成の安定化を図り、他方で短期的な変化に対しては、変化の原因などを総合的に判断しつつ弾力的な対応をとる方法である。

このうち、前者の「調整インフレ論」的な主張については、インフレを数量的にも時間的にも正確にコントロールするのは容易でなく、いったんインフレが生じると経済の振幅を大きくして、経済全体の厚生を低下させる、といった指摘があり、中央銀行として採り得ない政策であるという点で見解の一致をみた。また、低金利政策を我慢してきた年金生活者等にとって、インフレによって資産価値までが劣化してしまうことは耐え難い、という所得分配上の問題も指摘された。

他方、後者の期待形成の安定化を狙ったインフレ・ターゲティングは、数値目

---

<sup>42</sup> この点については、イングランド銀行の例などを参考に、マクロモデルによるシミュレーション結果を活用できないか、といった意見も出された。

標を掲げることによって物価安定に向けての強い決意を示し、金融政策運営の透明性を高めるための仕組みであるので、そうした狙いがうまく活かされるのであれば検討に値するとの見方が示された。ただし同時に、そうした意味でのインフレ・ターゲティングであっても、ともすれば調整インフレへの圧力がかりかねない現在の日本にそのまま適用することには、技術的な点も含めて、様々な問題があるというのが概ね共通の認識であった。

具体的な問題点として、主として以下のような論点が明らかにされた。

第1に、技術革新や流通効率化など、経済厚生を高める方向で働くような、デフレ的ではない物価低下圧力をどう考えるかという点であった。とりわけ、日本経済の現局面では、IT関連の技術革新やそれを背景とした流通革命が従来以上のテンポで進むと予想されるため、物価統計のバイアスの問題も含めて、物価の捉え方が一層難しくなる可能性が留意された。

第2に、第1の点とも関連するが、国民にとって望ましい「物価の安定」という状況 言い換えれば、中央銀行の立場からみて中長期的に最適なインフレ率を、ある物価指標の特定の数値で果たして表すことができるのか、という疑問であった。例えば、学界には、物価指数の上方バイアス、名目金利のゼロ制約（＝追加的な金融緩和の困難化）、賃金の下方硬直性、などを理由に「若干のプラスのインフレ率」が最適という考え方があるが、それぞれの理由については、よく吟味する必要があるとの指摘があった。また、日本の場合、かなり長い期間にわたって既に低いインフレ率の実現している経験を踏まえると、健全な経済の状態と整合的なインフレ率は、欧米諸国よりも低めである可能性が高いとの指摘もあった。いずれにせよ、これらの論点について十分に検討しないと、意図としては「物価安定」や「金融政策の透明性」を目指すためのインフレ・ターゲティングのつもりでも、中味は「調整インフレ論」と変わらない仕組みになってしまう危険性もあるというのが、大方の委員の認識であった。

第3に、物価や経済の見通しの公表については、正面から議論された訳ではないが、幾つかの意見が述べられた。それによると、インフレ・ターゲティングを主張した委員を含めて積極的な意見がみられたほか、市場との建設的な対話を築いていくツールとして検討には値する、との考えを示した委員が少なくなかった。しかし同時に、見通しは様々な前提に基づくものであること、見通しには常にかなりの不確実性が伴うこと、いくら見通しを公表しても政策はあくまで総合判断に基づくものであること、といった性格がきちんと理解されることが前提

であり、その公表は慎重に考えるべきであるという点が多く委員に留意された。

なお、インフレ・ターゲティングのメリットを主張した委員は、その根拠として、日本銀行は「物価の安定」に責任を持っている以上、「自己査定」のためにも物価安定目標の具体的な数値を示すべきであること、日本銀行の「コーポレートガバナンス」が外部から見えにくく、日銀が主体的に行動しないと、外部から目標を与えられてしまうおそれがあること、などを挙げた。

（「物価の安定」に関する総括的な検討へ向けて）

以上のように、「デフレ懸念の払拭」の意味や、インフレ・ターゲティングを巡って議論が深められていくにつれて、金融政策の目的である「物価の安定」とはそもそも何であるか、といった基本問題に立ち返ってみる必要性が、多くの委員に意識されるようになった。そうした問題意識のもとで、経済の潜在力を最大限に引き出すためには、一般物価水準が安定している必要があり、金融政策はその意味での「物価の安定」を目指すべきである、「物価の安定」の定義は、物価指数の数値の問題に矮小化すべきではなく、家計や企業の経済厚生という視点から捉えるべきである、「物価の安定」を考える際には、技術革新や流通効率化などによる物価低下圧力のマグニチュードをよく分析、検討すべきである、といった点を含め、様々な指摘があった。

こうした議論や、金融政策の透明性を高める仕組みとしてのインフレ・ターゲティングに関する既出の論点などを踏まえて、3月8日の会合では、「物価の安定」の考え方やその対外的な示し方などについて、「透明性の向上」という観点から、日本銀行として総括的な検討を行っていくべきとの考えが、全ての委員に共有された。これを受けて、議長から、新日銀法の施行から約2年が経過し、良い機会でもあるとの判断で、以下のような具体的な検討方法が提示された。

「物価の安定」の考え方について、まず執行部に検討を指示する。その際  
具体的な検討課題としては、

- (a) 「物価の安定」の基本的な考え方
  - (b) 物価指数を巡る諸問題
  - (c) 日本の物価動向
  - (d) 「物価の安定」に関する数値化（目標、見通し等）を巡る諸問題
- などが考えられる。

政策委員会において、執行部の報告も踏まえて検討を深め、最終的には、日本銀行として「物価の安定」の考え方に関する総括的な取りまとめを行う。

この過程で執行部が作成した資料で公表可能なものは、適宜、個別に公表していくことも考える。

一応の取りまとめの目処は、とりあえず12年夏頃とするが、複雑かつ多岐にわたる問題でもあるので、検討状況をみながら弾力的に考えていく。

本件については、ゼロ金利政策の解除時期とは切り離れた、あくまでも中長期的な観点からの課題であるとの位置づけを明確にすることを条件に、全ての委員の賛同を得て、3月10日の総裁記者会見で対外的に表明された。



(参考1)

平成11年10月13日  
日 本 銀 行

コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節及び  
貸出運営の対応について

(金融市場調節)

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応について、以下のとおりとすることを決定した。

「金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う。」

(貸出運営)

2. コンピューター2000年問題に関連する個別金融機関の流動性問題への対応については、各金融機関の自助努力が大前提であるが、仮に一時的な流動性不足が生じた場合、日本銀行としては、当該金融機関の健全性、担保の状況等を勘案しつつ、貸出運営面で適時適切に対応していく方針である。

なお、本件に関連して、貸出取引先から事前に据置担保の差し入れの申出があった場合には、これを受け入れていく方針である。各貸出取引先においては、年未年始の資金繰り予想や市場取引担保などの状況をも勘案しつつ、日本銀行への据置担保の差し入れの要否および差し入れ額等について検討のうえ、必要があれば速やかに申し出ていただきたい。

日本銀行がこれまで繰り返し発表してきたように、コンピューター2000年問題へのわが国金融界の対応は順調に進展している。本問題に関連する個別金融機関の流動性問題への対応についても、貸出面で既存の枠組みを活用しつつ、以上のような措置を講ずることによって、より万全なものとする事ができると考えている。

(参考2)

平成11年10月13日  
日 本 銀 行

### 金融市場調節手段の機能強化について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくことを決定した。こうした方針のもとで、今般、以下の諸措置を講ずることとした。日本銀行としては、今後とも、金融市場調節手段の機能強化に努めていく方針である。

#### 1. 金融市場調節手段の整備

##### (1) 短期国債アウトライトオペの導入

短期国債(FB・TB)を対象としたオペレーションに関し、現先方式(条件付売買)に加え、アウトライト方式のオペレーション(無条件売買)を導入することとし、次回決定会合において、その基本要領を決定する。

##### (2) レポオペ対象国債の拡大

レポオペによる資金供給力を強化するため、レポオペの対象国債に2年債を追加し、本日より実施することとする。

#### 2. 年末越え資金需要に対応した弾力的なオペの実施

##### (1) 各種オペ手段を活用した年末越え資金の供給

本年の年末越え資金供給に当たっては、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動にも十分配慮し、弾力的な対応を行うため、国債のみならず、民間債務を対象とするオペ手段もフルに活用していくこととする。

このため、金融機関等においては、手形買入オペ適格担保の事前持ち込み、社債等担保手形オペの根担保差入れ、CPオペ適格審査等、所要の準備を早期かつ積極的に行っていただきたい。

##### (2) オペのオファー先数の拡大

年末越え資金の円滑な供給に資する観点から、年末までの措置として、レポオペ、CPオペにおける輪番オファー先に対しても、毎回オファーを行うこととする。

(参考3)

平成12年2月14日  
日 本 銀 行

### 資金需給表等金融調節関連情報の公表方式の見直しについて

日本銀行は、金融市場局が日々公表している「資金需給表」(「資金需給と調節」)の形式を変更するとともに、定例金融調節実施時に行っている「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントの見直しを実施することとしました。これらの措置は、資金需給表等の金融調節関連情報の公表方式を、より適切でわかりやすい形式に改めることにより、金融調節に関するアカウンタビリティの一層の向上を図ることを目的としたものです。

今次見直しの背景および具体的な変更内容等は以下のとおりです。

#### 1. 見直しの背景

- 現行の資金需給表や、「積み上(下)幅」(準備預金残高と残り所要準備額との差額)の考え方は、金融調節による資金供給(吸収)が、すべて所要準備の積み立て額の変動に反映されることを前提としています。しかし、いわゆる「ゼロ金利政策」の下で、従来にない豊富な資金供給を継続し、かつその相当部分が、超過準備額や準備預金制度の非適用先(以下、「非適用先」といいます)の当座預金残高として保有されている結果、次のような問題が生じています。こうした問題は、政策委員会・金融政策決定会合でも議論されました。

日本銀行が公表する資金過不足額の予測と実績が大幅かつ恒常的に乖離している。

朝方の定例金融調節時に通知する「積み上(下)幅」の見込み額と実績

が大幅かつ恒常的に乖離している。

(注) これらの乖離は、資金過不足の予測段階では、前日に非適用先が日銀当座預金に保有した資金や超過準備額を、資金過不足中の財政等要因に余剰要因として算入していますが、実際には、その日も非適用先の日銀当座預金残高や超過準備額として保有されるために、生じているものです。

- また、昨年末には、コンピューター2000年問題対応として、日本銀行が極めて大量の資金を供給する中で、上記のような乖離が一段と拡大するという事態も生じました。

### 資金過不足等の予測と実績の乖離

	単位・億円	
	99年11月積み期平均	12月積み期平均
資金過不足( - ) 予測(a)	5,800	81,100
同 実績(b)	-3,200	-3,600
<b>乖離幅(a-b)</b>	<b>9,000</b>	<b>84,700</b>
積み上(下<->)幅見込み(c)	10,200	107,000
同 実績(d)	-100	8,600
<b>乖離幅(c-d)</b>	<b>10,300</b>	<b>98,400</b>

(注) 積み期とは、当月16日から翌月15日までの1か月間。

- 以上のような経験を踏まえ、また、今後のRTGSの導入も展望しますと、市場参加者の多様な行動と、それを反映した市場全体の状況を的確に示すことができるような仕組みが、ますます必要になっていると考えられます。

## 2. 見直し措置の内容

### (1) 資金需給表の形式の変更

資金需給表を、「資金過不足 + 金融調節 = 準備預金増減」という現行形式から、「資金過不足 + 金融調節 = 当座預金増減」という形式に改めます。

当座預金は、超過準備も含めた準備預金残高および非適用先当座預金残高を対象とする広い概念(下式参照)です。従って、新形式の資金需給表では、そうした当座預金全体の増減をもたらす要因のみを「資金過不足」

として定義するため、当座預金の中の内訳項目である超過準備や非適用先当座預金残高がどのように増減しても、「資金過不足」の計算には影響を与えません。このため、前述のような資金過不足額の予測と実績との間に生じている大幅かつ恒常的な乖離が解消されます。

**当座預金残高** = 超過準備額を含む準備預金残高 + 非適用先当座預金残高

現在、月次データのみ公表している超過準備残高と非適用先の当座預金残高実績について、日次データを当座預金残高の内訳項目として新たに開示します。なお、参考計数として、残り所要準備額実績の公表も継続します。

資金需給実績については、これまで当日夕方に速報を、翌日に確報を公表していますが、両者の差異は、表示単位の違い（速報：百億円単位、確報：一億円単位）に過ぎず、確報の情報価値は乏しいと判断されるため、新方式移行後は、翌日の確報公表を取りやめます。

## (2) 「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントの見直し

- 上記のように、資金需給表の形式を当座預金ベースに改めることに伴い、即日スタートの金融調節オファー時（朝9時20分が中心）に行っている「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントは取りやめ、「当日の金融調節」と、その結果としての「当座預金残高の前日比増減額見込み」をアナウンスすることとします。

例：「\*\*オペにより、 億円の資金供給（吸収）を行います。この結果、本日の当座預金残高は前日比 億円の増加（減少）となる見込み」

金融市場調節の基本方針は、政策委員会の金融政策決定会合で決定され、日々の金融調節はそれに定められた誘導目標（現在は「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」）を達成するように実施されます。現在の「積み上(下)幅見込み額」や、新方式移行後の「当座預金残高の前日比増減額見込み」は、あくまでも日々の金融調節における資金供給量の多寡をみるうえでの参考計数として公表するものです。

## 3. 実施時期

本件見直しについては、今後システム対応等実務面での準備を整えたうえで、

本年3月16日から実施する予定です。

### 3. 金融市場調節手段の動向

日本銀行は、平成 11 年度下期を通じて、ゼロ金利政策を継続し、そのもとで豊富で弾力的な資金供給を行った。また、年末等に向けて、コンピューター-2000 年問題を意識した資金需要が高まった情勢を踏まえ、各種の金融市場調節手段を活用して資金供給額を拡大し、金融緩和効果の一層の浸透に努めた。この間、日本銀行は、金融市場調節手段について、金融市場の発達に応じて不断に見直し、その機能向上を図っている。11 年度下期中も、短期国債を対象としたオペや、国債借入オペ（レポオペ）について、機能強化を進める措置を実施した。

日本銀行が現在用いている主な金融市場調節手段と、その 11 年度下期における利用状況等を概説すると、以下の通りである（各月末の各オペの残高は図表 42）。

#### 短期国債買現先オペ、短期国債買入オペ

「短期国債買現先オペ」は、割引短期国債（TB）および政府短期証券（FB）を、日本銀行が市場から売戻条件付きで買い入れるオペである。日本銀行は、従来、同様のオペを TB に限って実施してきたが、平成 11 年 4 月以降、FB を対象に加えて、「短期国債買現先オペ」という形に統合した。また、同年 10 月には、ゼロ金利政策の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進め、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくとの方針の下で、売戻条件を付けずに TB および FB をアウトライト方式で買い入れる「短期国債買入オペ」も導入し、資金供給手段の機能を強化した（同オペは同年 11 月より実施した）。

短期国債（TB、FB の総称）は、その信用度の高さに加えて、商品としての均質性、国債振替決済制度に基づく証券受け渡しの簡便性といった観点から、従来より、短期金融市場の中核的な金融資産となることが期待されてきた。そうした中で、11 年 4 月に、それまで日本銀行が事実上全額を引き受けていた FB の発行が、原則として市中公募入札方式へと移行した。また同じく 11 年 4 月に、TB および FB の償還差益にかかる所得税の源泉徴収が撤廃された。こうした制度面での対応などを背景として、短期国債の市中発行残高が 11 年度中に急速に拡大するとともに（TB、FB の合計、11 年 3 月末 17.4 兆円 12 年 3 月末 62.5 兆円）、流通市場の厚みも格段に増した。このように、11 年 4 月以降、短期国債市場が金融市場調節の場として優れた市場に育ってきた情勢を踏まえて、日本銀行は、「短期国債買現先オペ」を、機動性が高い中核的な資金供給手段として、積極的に活用するようになった。

とくに11年度下期は、F Bの市中公募入札化等に伴う資金需給の不足額拡大やコンピューター2000年問題を背景とした金融機関の資金需要の高まりに対応しながら、ゼロ金利政策の効果を浸透させるため、日本銀行は、かつてない豊富な資金を弾力的に供給した。これに伴い、本オペの残高は、12月末に21.5兆円、2月末に26.7兆円、3月末に28.9兆円ときわめて多額にのぼった。

#### 国債借入オペ

日本銀行は、金銭を担保とする国債貸借（いわゆるレポ取引）の市場拡大を踏まえて、平成9年10月、金融市場調節の一層の円滑化を図るとの観点から「国債借入オペ」（いわゆるレポ・オペ）の導入を決定し、同年11月からこれを実施した。レポ取引は、主として中長期国債を対象に行う貸借取引であるが、貸借期間は短期であり、実質的には、国債という信用力の高い債券を見合いにした資金取引にほかならない。また、貸借期間中に生じうる国債の価格変動に対しても、日々値洗いを行うことにより与信管理を行う仕組みとなっているなど、資金取引として十分な安全性を備えている。「国債借入オペ」は、こうしたレポ取引を利用して、日本銀行が短期資金を供給する手段であり、レポ市場が拡大する中で、日本銀行は本オペを積極的に活用してきた。

11年4月以降は、前述の通り、「短期国債買現先オペ」が次第に中核的な資金供給手段となっていくが、日本銀行は、コンピューター2000年問題へ対応しながらゼロ金利政策の効果浸透を図るもとの、「国債借入オペ」も引き続き有力な資金供給手段として活用した。また、国債市場において、発行年限の多様化が進み、2年物国債の発行残高が増加してきたことも踏まえて、同年10月には、「国債借入オペ」の対象国債（従来は4年物、6年物、10年物、20年物）に2年物国債を加え、本オペの機能強化を進めた。11年12月末における本オペの残高は10.0兆円と過去最高の水準に達し、12年3月末も7.9兆円と、前年を大きく上回った（11年3月末4.1兆円）。

#### C P買現先オペ、手形買入オペ

「C P買現先オペ」（いわゆるC Pオペ）は、企業の発行するC P（コマーシャル・ペーパー）を、日本銀行が金融機関から売戻条件付きで買い入れて、資金供給を行うものである。C Pの買い切りではないため、日本銀行が発行企業の信用リスクを肩代わりするわけではない。しかし、金融機関が、自らの資金繰りに対する不安やC P市場の流動性不足を理由に、C Pの買入に消極的になるような局



面では、CPを見合いに日本銀行から資金の供給を受けられるという安心感が、金融機関のCP買入を促進し、ひいては企業金融の円滑化に資することとなる。

日本銀行は、「CP買現先オペ」のこうした特性を活かして、市場に資金供給を行うための一般的な手段としてだけでなく、流動性を巡る懸念が強い局面で企業金融の円滑化に資することをも念頭に置きながら、本オペを活用してきている。例えば、平成9年11月には、金融システム不安の高まりからCP市場の機能が一時麻痺したこともあって、日本銀行は、それまでしばらく実施していなかった本オペを再開した。また10年秋には、金融機関の年末資金繰りに懸念が生じ、それが企業金融の面にも悪影響を与える情勢にあったと判断されたため、日本銀行は、買い入れ対象とするCPの範囲拡大（満期日が買入日の翌日から起算して3か月以内に到来するもの 同1年以内のもの）や、発行企業の適格審査事務の迅速化などの措置を講じつつ、本オペを積極的に活用した。

11年度下期においては、コンピューター2000年問題が企業金融面へ不安を与える可能性を未然に防ぐ意味合いもあって、12月末にかけて本オペを拡大した。その結果、12月末の同オペ残高は過去最高の9.5兆円に達した。もっとも、その後は企業金融を巡る環境が落ち着いて推移する中で、12年3月末の同オペの残高は3.9兆円と、ほぼ前年並みまで減少した（11年3月末4.0兆円）。

この間、「手形買入オペ」についても、機動性のあるオペ手段として日本銀行は引き続きこれを活用している。もっとも、「手形買入オペ」は、短期国債買現先オペ、国債借入オペなど、近年規模拡大が目覚ましい市場を利用するオペに比べて、日本銀行の資金供給額全体に占めるシェアは低下している。

なお、11年2月には、金融市場調節において民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証券貸付債権を根担保とし、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れる方式の手形オペ（いわゆる社債等担保手形買入オペ）を導入し、同年3月より実施した。また、同年9月には、資産担保債券も同オペの根担保とする方針を決定した。これらを含めた「手形買入オペ」全体の11年12月末残高は3.6兆円、12年3月末は2.0兆円であった（11年3月末1.2兆円）<sup>43</sup>。

#### 日銀貸出<sup>44</sup>

日本銀行は、日銀貸出以外の資金供給手段の多様化、充実を踏まえて、平成8

---

<sup>43</sup> 12年3月末の手形買入オペ残高2.0兆円のうち、社債等担保オペは0.5兆円であった。

<sup>44</sup> 38条貸出（信用秩序の維持に資するための信用供与）を除く。

年1月以降、金融市場調節のための日銀貸出は、原則として用いないこととしている。ただし、市場地合いの急変時などにおける一時的な措置として、金融市場調節に日銀貸出を用いることはある。実際、9年秋に金融システム不安が高まった際には、市場金利の上昇圧力を抑制するため、日銀貸出を利用した。さらに、10年秋には、企業金融を巡る厳しい状況に鑑み、金融機関に対してその貸出増加額の50%まで日銀貸出を認める、企業金融支援のための臨時貸出制度を創設した<sup>45</sup>。

11年度下期においては、コンピューター2000年問題に関連する個別金融機関の流動性問題への対応として、日本銀行は、貸出運営面で適時適切に対応していく方針を表明した。これは、個別金融機関の流動性問題への対応については、各金融機関の自助努力が大前提ながら、仮に流動性不足が生じた場合、資金決済面での支障がシステミックに拡大することやその懸念の増大を通じて、実体経済に大きな影響を与える可能性が否定できないことを考慮したものであった。実際には、他の資金供給手段の活用によって年末越え資金が金融市場全体に十分行き渡ったため、この問題に対処するための日銀貸出は実行されなかった。

#### 短期国債売現先オペ、短期国債売却オペ

「短期国債売現先オペ」は、前述した「短期国債買現先オペ」とちょうど逆に、日本銀行の保有している短期国債（TB、FB）を買戻条件付きで市中に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段である。

従来日本銀行は、FBの売現先オペを必要に応じて実施していたが、FBの流通市場が未整備であったことから、次に述べる「手形売出オペ」を資金吸収手段として利用することが多かった。しかし、前述の通り、平成11年4月における発行方式の見直し等によって、TB・FB一体としての短期国債市場が急速に拡大したことから、日本銀行は、資金供給手段である「短期国債買現先オペ」と同時に、資金吸収手段である「短期国債売現先オペ」を整備した。さらに、同年10月には、前述の「短期国債買入オペ」の導入に合わせて、資金吸収サイドでもアウトライイト方式の「短期国債売却オペ」を導入した（同オペは12年2月より実施した）。

「短期国債売現先オペ」のような資金吸収手段は、典型的には市場における資

---

<sup>45</sup> 同制度による貸出は4回に分けて実施され、貸出残高は、ピーク時には10,356億円に達した（11年4月15日に全額返済された）。

金余剰時に用いるものであるが、期間の異なる資金供給手段と組み合わせることによって、先行きの金融市場の需給に対して、一定の影響を与えることができる。すなわち、期間の長い資金供給オペと、それよりも期間の短い資金吸収オペを同額同時に実施すると、当面は市場に対して中立だが、資金吸収オペの期限が満了した時点で、日本銀行に吸収された資金が市場に戻されるので、その時には、ネットの資金供給額がその分増大することになる。このような資金吸収オペの期限を、市場における資金需要が強まると予想されるタイミングに設定することによって、そうした資金需要がある程度満たされるという安心感を、予め市場に与えることができる。

11年度下期においては、コンピューター2000年問題を背景に、12月末、2月末、3月末などに資金需要が増大することが予測された。そこで日本銀行は、それらの時期を越える長めの資金供給オペを積極的に実施すると同時に、それらの時期に満期を合わせた「短期国債売現先オペ」を大量に実施することにより、年末などに発生すると予測された資金需要の増大に対し、事前の対応を適切に行った。こうした操作を大規模に行ったことから、ゼロ金利政策のもとで豊富な資金供給を続ける一方で、資金吸収手段である「短期国債売現先オペ」の残高も、一時9兆円を上回る規模まで拡大した（11年11月10日9.1兆円）。ただし、上記のような操作のもとで、「短期国債売現先オペ」は12月末や3月末などには大量に満期到来となり、残高は縮小した（11年12月末ゼロ、12年3月末2.1兆円）。

#### 手形売出オペ

「手形売出オペ」は、日本銀行を振出人、受取人及び支払人とする為替手形であって日本銀行が引受を行ったものを、日本銀行が市場に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段である。

日本銀行は、平成9年度や10年度においては、年末・期末越えなどの長めの資金供給を大量に実施する一方で、それによってオーバーナイト・コールレートが当時の金融市場調節方針で定めた水準を大きく下回る事態を回避するために、期間が短めの「手形売出オペ」を大量に実施した<sup>46</sup>。

---

<sup>46</sup> 「手形売出オペ」を実行する際、日本銀行は、スタート（＝手形の売却＝資金吸収）を当日の午後3時時点や為決時点（通常午後5時）とする一方、エンド（＝手形の買い戻し＝資金供給）を満期日の交換戻時点（午後1時）に設定した。これにより、最も資金需給の逼迫しがちな交換戻時点に市場に潤沢な資金を残すという形で、日中における資金需給の振れを均すことにも役立った。

11年度下期については、2つの点が特徴的であった。第1に、既述の「短期国債売現先オペ」が、資金吸収手段として十分に活用できるようになったため、以前は資金吸収手段の主力であった「手形売出オペ」は、11年度入り後大幅に減少し、11年8月以降11月上旬まで同オペ残高はゼロで推移した。第2に、年末から年度末にかけては、「短期国債売現先オペ」の場合と同様に、それらの時期に満期を合わせたオペを大量に実施した。このため、同オペの残高は一時約19兆円(11年12月16日)まで膨らんだ後、12月末、3月末などは満期到来から残高が縮小した(12月末ゼロ、3月末3.8兆円)。

### 国債買入オペ

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

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

こうした考え方に沿って、日本銀行は平成9年11月以降、月4千億円程度(国債の額面ベース)の規模で「国債買入オペ」を続けている(時価に基づく実際のオペ金額は11年度下期中2.7兆円)。

( 図表 42 ) 短期金融市場調節手段の残高

( 兆円 )

	資金供給					資金吸収		
	短期国債 買現先ホ <sup>○</sup>	短期国債 買入オペ	国債借入 オペ	C P 買 現先オペ	手形買入 オペ	短期国債 売現先ホ <sup>○</sup>	短期国債売 却オペ	手形売出 オペ
10年10月末	0.0	-	4.6	3.9	2.5	0.0	-	13.9
11月末	0.1	-	5.4	6.1	3.9	0.0	-	22.0
12月末	0.0	-	5.5	7.6	6.1	0.0	-	19.6
11年1月末	0.6	-	4.1	7.1	2.5	0.0	-	14.5
2月末	1.6	-	4.1	5.2	0.3	0.9	-	9.5
3月末	0.4	-	4.1	4.0	1.2	3.9	-	10.0
4月末	0.8	-	2.1	1.9	0.5	2.4	-	11.5
5月末	1.4	-	1.7	1.9	0.9	6.4	-	7.7
6月末	1.6	-	1.3	2.3	0.8	7.3	-	5.8
7月末	2.0	-	2.1	2.7	0.7	7.3	-	1.1
8月末	3.6	-	1.6	3.5	1.4	7.5	-	0.0
9月末	3.0	-	1.7	3.9	1.8	5.3	-	0.0
10月末	8.5	0.0	2.5	3.1	1.3	7.3	0.0	0.0
11月末	10.3	0.5	5.7	7.1	2.6	5.6	0.0	7.3
12月末	21.5	1.9	10.0	9.5	3.6	0.0	0.0	0.0
12年1月末	19.4	0.8	8.1	6.7	2.9	4.0	0.0	6.7
2月末	26.7	1.4	6.9	5.5	2.3	2.5	0.0	1.2
3月末	28.9	0.8	7.9	3.9	2.0	2.1	0.0	3.8

( 注 ) 「短期国債買入オペ」および「短期国債売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

「手形買入オペ」の残高には、「社債等担保手形買入オペ」の残高を含む。

#### 4. 日本銀行のバランスシートの動きについて

日本銀行は、平成 11 年度下期中も、「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」との金融緩和スタンスを維持する中で、金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を継続した。特に、今期については、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の高まり等に対応するため、各種の金融市場調節手段を活用して、弾力的な金融市場調節を実施し、年末・年度末等に向けて資金供給額を拡大した。この結果、日本銀行のバランスシートにおける総資産残高は、コンピューター2000年問題が特に強く意識された11年12月末において、既往ピークの111.3兆円（前年比+22.0%）にまで拡大した後、年明け後も、前年を大幅に上回って推移し、12年3月末には106.2兆円（同+33.2%）となった（図表43）。

（図表43）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目の動き）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	11年9月末	11年12月末	12年3月末
（資産）			
買入手形（含む買入CP）	5.6 (- 45.2)	13.1 (- 4.6)	5.9 ( 14.2)
国債借入担保金（=レポオペ残高）	1.7 (- 66.2)	10.0 ( 81.6)	7.9 ( 93.6)
保管国債（=レポオペに伴うもの）	1.6 (- 63.8)	9.7 ( 92.6)	7.7 ( 98.1)
国債	50.0 ( 2.2)	69.2 ( 33.1)	74.6 ( 50.8)
[うち短期国債]	22.5 (- 0.3)	37.6 ( 60.0)	38.7 ( 95.9)
[うちFB]	18.9 (- 16.1)	23.4 (- 0.5)	23.8 ( 22.9)
預金保険機構貸付金	2.4 ( 2.3倍)	2.2 (- 72.7)	0.3 (- 96.0)
（その他とも合計）	68.8 (- 12.2)	111.3 ( 22.0)	106.2 ( 33.2)
（負債・資本）			
売出手形	0.0 ( 全減)	0.0 ( 全減)	3.8 (- 62.0)
借入国債（レポオペに伴うもの）	1.6 (- 63.8)	9.7 ( 92.6)	7.7 ( 98.1)
政府預金	3.5 ( 5.4倍)	6.0 (11.5倍)	13.0 ( 6.4倍)
当座預金	6.1 ( 5.6)	23.4 ( 5.3倍)	18.3 ( 3.0倍)
日銀券	51.4 ( 5.6)	65.4 ( 17.1)	57.1 ( 11.4)
（その他とも合計）	68.8 (- 12.2)	111.3 ( 22.0)	106.2 ( 33.2)

こうした11年度下期中における日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて、振り返ってみたい。

日本銀行は、年末の資金不足額が、国債発行額や政府短期証券（FB）の市中発行額の大幅な増加に加えて、コンピューター2000年問題に起因する日銀券の増発や金融機関の準備預金需要もあり、例年を大きく上回る見込みにあることを踏まえ、10月13日の金融政策決定会合において、コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応として、年末越え資金を豊富に供給するなど、弾力的な対応を行うことを決定した（対外公表文は70ページ参照）。また、同じく10月13日に、短期国債アウトライトオペの導入など、金融市場調節手段の整備を進めるとともに、年末越え資金の供給に当たっては、国債のみならず、民間債務を対象とするオペ手段もフルに活用していくことを決定した（71ページ参照）。その後、こうした方針に基づき、すでに高まりをみせ始めていた年末越えの資金需要に対応して、長めの資金供給オペを積極的に実施した。その結果、12月末の日本銀行の総資産残高は、既往ピークの111.3兆円となり、金融システム不安への対応等から高い伸びを示した前年をさらに2割強上回った。資産項目の中では、特に短期国債の増加が大きく、12月末には37.6兆円と前年対比6割増加した。これは、短期の資金供給手段として、短期国債買現先オペ等を積極的に活用したことなどによるものである。

また、年明け後も、日本銀行は、金融機関等が2月29日や年度末日におけるコンピューター誤作動懸念から流動性需要を大きく高めたことや、政府が4月の郵便貯金集中満期到来やその他の財政支払いに備えて現預金の保有を増加させたこと等に対応し、短期国債買現先オペ等を用いて、豊富で弾力的な資金供給を続けた。このため、日本銀行の総資産残高は、年明け後も、前年を大幅に上回って推移した。

この間、日本銀行の預金保険機構向け貸付けは減少した。10年10月以降、預金保険機構向けの貸付残高は、金融再生勘定向け（特別公的管理銀行向け）や特例業務勘定向けを中心に増加し、同年12月末には8.0兆円にまで達したが、11年入り後は、特別公的管理銀行の資金繰り改善や預金保険機構が資金調達において民間金融機関からの借換えに努めたことから減少傾向を辿り、同年12月末時点の残高は2.2兆円となった。さらに12年2月には、日本長期信用銀行の特別公的管理終了に当たり、預金保険機構が、特例業務基金の取崩しや民間金融機関からの借入れ等により同行への特例資金援助を実施した結果、同行の預金保険機構・金融再生勘定からの借入れが返済されるとともに、預金保険機構・金融再生勘定の日

本銀行からの借入れが返済された。また、預金保険機構では、11年10月から12年3月までの間に、政府保証債（預金保険機構債券）0.6兆円を発行し、収入金を金融機能早期健全化勘定の所要資金に充当した。こうしたことから、3月末時点の日本銀行の預金保険機構向け貸付けは0.3兆円にまで減少した。

日本銀行は、かねてより、預金保険機構向け日本銀行貸付けは、本来一時的なつなぎ資金であり、預金保険機構において最大限民間調達のための努力が尽くされたうえでの、補完的信用供与であるべきであって、こうした貸付けが著しく増加し、あるいは長期に亘って固定化する事態が生じる場合には、日本銀行のバランスシートの健全性や適切な金融市場調節の実施の観点から、問題を生じかねないと考えてきた。上述のように、預金保険機構において民間からの資金調達が順調に進み、日本銀行貸付けの残高が大幅に減少したことは、望ましい動きである。また、政府短期証券（F B）についても、従来、発行額のほぼ全額を引受けてきたため、実質上、日本銀行の国に対する受動的な信用供与という側面を有するものであったが、これは、F Bの公募入札発行が11年4月から開始され、12年4月には公募入札発行へ完全に移行された<sup>47</sup>ことによって解消された。さらに、こうしたF B発行の市中公募入札化に伴い、F Bと割引短期国債（T B）が一体となって短期国債市場が急速に拡大したことなどから、金融市場調節において、短期国債をより機動的に売買することが可能となった。このことは、日本銀行が保有する長期国債のうち、11年度中に償還期限が到来するものについて、T B（1年物）により借換えのための引受け（いわゆる乗換え引受け）を行った（11年度実績3.8兆円）こととも合わせ、日本銀行の資産の固定化を回避し、バランスシートの高い流動性を確保することに寄与している。

このように、今年度下期のバランスシートについては、その規模の面では、金融システム不安への対応等から拡大が顕著であった前年をさらに上回るものとなった一方、その健全性、流動性といった質的な面においては、前年に比べ望ましい方向に変化してきているものと評価することができる。

一方、バランスシートの負債サイドの動きについてみると、日銀券の発行残高がコンピューター2000年問題に伴う大幅な増発を主因に12月末には65.4兆円と、前年を17.1%上回る高い伸びをみせ、3月末においても、郵便貯金集中満期到来

---

<sup>47</sup> ただし、公募入札において募集残額等が生じた場合及び国庫に予期せざる資金需要が生じた場合に、日本銀行が例外的な引受けを行う（引受けたF Bは、公募入札発行代り金により、可及的速やかに償還する）との取扱いは、12年4月以降も存続している。



に備えた政府の手許現金の積み増しもあって、57.1兆円と、前年を11.4%上回った。また、当座預金は、コンピューター2000年問題等に伴う金融機関の準備預金需要の高まりに対応して日本銀行が豊富に資金を供給したことから、12月末が23.4兆円、3月末が18.3兆円と、それぞれ前年対比5.3倍、3.0倍に著増した。

この間、政府預金も、従来に比べ高水準で推移し、3月末には前年対比6.4倍の13.0兆円となった。これは、F B発行の公募入札化を機に、11年4月以降、国庫の運営上発生した余裕金については、政府預金内において、当座預金から国内指定預金<sup>48</sup>への組替整理を行い得ることとされたという制度面の要因のほか、特に3月末については、上述のとおり、政府が4月の郵便貯金集中満期到来やその他財政支払いに備えて資金手当を行ったことなどによるものである。

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

---

<sup>48</sup> 国内指定預金には、政府短期証券の直近の公募入札における募入平均利回りから0.05%を控除して得た利率（ただし、0.01%を下限とする。）により算出した利息が付される。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定または変更

### (1) 「短期国債売買基本要領」の決定

日本銀行は、平成11年10月27日の金融政策決定会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、短期国債（割引短期国債および政府短期証券をいう。以下同じ。）の売戻条件または買戻条件を付さない売買を実施することとし、そのための基本要領を決定した（「短期国債売買基本要領」は、「金融政策決定会合における決定の内容」の項に掲載）。これは、10月13日の金融政策決定会合において、金融市場調節手段の機能強化を進めること等により、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくとの方針のもとで、金融市場調節手段の整備の一環として、短期国債を対象としたアウトライト方式（無条件売買）のオペレーションの導入を決定したことを受けたものである。

### (2) 「資産担保債券の適格基準」の決定

日本銀行は、平成11年10月27日の金融政策決定会合において、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をいう。以下同じ。）を社債等を担保とする手形買入における適格担保として認めることとし、その取扱の適切な運営を図るため、「資産担保債券の適格基準」等を決定した（決定の詳細は「金融政策決定会合における決定の内容」の項に掲載）。これは、9月21日の金融政策決定会合において、適格資産担保債券を日本銀行与信の担保として受入れるとの基本方針が決定されたことを受けた措置である。

具体的には、資産担保債券が、その特定資産の信用度等や仕組みに照らして、元利金支払の確実性が十分であると認められること、国内において公募発行されたものであること、当座預金取引の相手方である金融機関等が保証その他の信用補完を行ったものでないこと、等の要件を満たす場合には、それを社債等を担保とする手形買入における適格担保として取り扱うこととした。については、資産担保債券の信用力を確保するための要件であり、は、資産担保債券の市場性を確保するための基準である。なお、は、平成11年9月21日の金融政策決定会合において、当座預金取引の相手方が発行・保証する債務を日本銀行与信の担保等として原則不適格とする扱いとしたことを踏まえたものである。

### ( 3 ) コンピューター2000年問題への対応のための臨時措置としての米国国債の適格担保化

日本銀行は、平成11年10月27日の金融政策決定会合において、コンピューター2000年問題に備えるために、日本銀行の金融機関等に対する資金供給に必要な適格担保の拡充を図り、金融市場の安定性を確保する等の観点から、臨時措置として、米国国債を適格担保として認めることを決定した。具体的には、11年12月1日から12年1月31日の間に限り、米国国債（財務省短期証券（Treasury Bills）、財務省中期証券（Treasury Notes）および財務省長期証券（Treasury Bonds）をいう。以下同じ。）を日本銀行の手形貸付担保として認めることとした。また、当該米国国債の担保価格は、米国市場における相場を邦貨換算して得た時価の85%以内とすることとし、適用金利は、基準貸付利率（いわゆる公定歩合）のうち、「国債等を担保とする貸付利率」（0.5%）とすることとした（決定の詳細は「金融政策決定会合における決定の内容」の項に掲載）。

当該臨時措置の利用状況をみると、約定締結先は4先で、ピーク時（平成11年12月29日～12年1月5日）には、合計で36,376百万円相当額の担保が差し入れられた。なお、日本銀行が当該措置に基づき手形貸付担保として受け入れた米国国債については、臨時措置の期限である平成12年1月31日までに、差入れ金融機関にすべて返戻した。

### ( 4 ) 適格資産担保債券および当座預金取引の相手方の債務の担保取扱等についての基本方針等を受けた決定

日本銀行は、平成12年3月24日の金融政策決定会合において、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正を行い、当座預金取引の相手方（以下「取引先」という。）である証券会社および証券金融会社が発行するコマーシャル・ペーパー（以下「CP」という。）について、買入日が12年4月以降であるCPの売戻条件付買入より、買入対象として不適格とすることを決定した。

これは、平成11年9月21日の金融政策決定会合において、CPの売戻条件付買入の対象のうち、取引先である証券会社および証券金融会社が発行するCPについては、これを不適格とするとともに、その買入状況等を踏まえ12年3月末まで

に買入れた当該CPについてはなお適格とする旨の経過措置を付すこととされたが、当該経過措置にかかる期間が12年3月末をもって終了すること等に伴う手続を定めたものである（決定の詳細は、「 . 金融政策決定会合における決定の内容」に掲載）。

．金融政策決定会合における決定の内容

1．金融政策運営に関する決定事項  
(平成11年10月13日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成11年10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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成11年10月13日決定)

コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応に関する件

(案 件)

1. コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応を、以下のとおりとすること。

金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う。

2. 対外公表文は、総裁が定めること。

なお、日本銀行は、本件を受けて、コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節及び貸出運営の対応について、次のとおり対外公表を行った。

平成11年10月13日  
日 本 銀 行

コンピューター2000年問題を踏まえた  
金融市場調節及び貸出運営の対応について

(金融市場調節)

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、コンピューター2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応について、以下のとおりとすることを決定した。

「金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う。」

(貸出運営)

2. コンピューター2000年問題に関連する個別金融機関の流動性問題への対応については、各金融機関の自助努力が大前提であるが、仮に一時的な流動性不足が生じた場合、日本銀行としては、当該金融機関の健全性、担保の状況等を勘案しつつ、貸出運営面で適時適切に対応していく方針である。

なお、本件に関連して、貸出取引先から事前に据置担保の差し入れの申出があった場合には、これを受け入れていく方針である。各貸出取引先においては、年末年始の資金繰り予想や市場取引担保などの状況をも勘案しつつ、日本銀行への据置担保の差し入れの要否および差し入れ額等について検討のうえ、必要があれば速やかに申し出ていただきたい。

日本銀行がこれまで繰り返し発表してきたように、コンピューター2000年問題へのわが国金融界の対応は順調に進展している。本問題に関連する個別金融機関の流動性問題への対応についても、貸出面で既存の枠組みを活用しつつ、以上のような措置を講ずることによって、より万全なものとすることができると考えている。

(平成11年10月13日決定)

## 金融市場調節手段の機能強化に関する件

(案 件)

1. 「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこと。
2. 短期国債（F B・T B）を対象としたオペレーションに関し、現先方式（条件付売買）に加え、アウトライト方式のオペレーション（無条件売買）を導入することとし、次回決定会合において、その基本要領を決定すること。
3. 本件に関する対外公表文は、上記方針にもとづくその他の事項も含め、総裁が定めること。

なお、日本銀行は、本件を受けて、金融市場調節手段の機能強化について、次のとおり対外公表を行った。



平成11年10月13日  
日 本 銀 行

## 金融市場調節手段の機能強化について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくことを決定した。こうした方針のもとで、今般、以下の諸措置を講ずることとした。日本銀行としては、今後とも、金融市場調節手段の機能強化に努めていく方針である。

### 1. 金融市場調節手段の整備

#### (1) 短期国債アウトライトオペの導入

短期国債(FB・TB)を対象としたオペレーションに関し、現先方式(条件付売買)に加え、アウトライト方式のオペレーション(無条件売買)を導入することとし、次回決定会合において、その基本要領を決定する。

#### (2) レポオペ対象国債の拡大

レポオペによる資金供給力を強化するため、レポオペの対象国債に2年債を追加し、本日より実施することとする。

### 2. 年末越え資金需要に対応した弾力的なオペの実施

#### (1) 各種オペ手段を活用した年末越え資金の供給

本年の年末越え資金供給に当たっては、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動にも十分配慮し、弾力的な対応を行うため、国債のみならず、民間債務を対象とするオペ手段もフルに活用していくこととする。

このため、金融機関等においては、手形買入オペ適格担保の事前持ち込み、社債等担保手形オペの根担保差入れ、CPオペ適格審査等、所要の準備を早期かつ積極的に行っていただきたい。

#### (2) オペのオファー先数の拡大

年末越え資金の円滑な供給に資する観点から、年末までの措置として、レポオペ、CPオペにおける輪番オファー先に対しても、毎回オファーを行うこととする。

(平成11年10月27日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成11年10月27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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成11年11月12日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成11年11月12日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成11年11月26日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成11年11月26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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成11年12月17日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成11年12月17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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成11年12月17日決定)

平成12年1月から6月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成12年1月から6月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとし、これを公表すること。

(別 添)

平成11年12月17日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年1月～6月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表 (議事要旨公表)
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24日<木>	2月15日<火> (3月13日<月>) — (3月29日<水>)
3月	3月 8日<水> 3月24日<金>	3月10日<金> (4月13日<木>) — (5月 2日<火>)
4月	4月10日<月> 4月27日<木>	4月12日<水> (5月22日<月>) — (6月15日<木>)
5月	5月17日<水>	5月19日<金> (7月 3日<月>)
6月	6月12日<月> 6月28日<水>	6月14日<水> 未定 — 未定

(平成12年1月17日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成12年1月17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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成12年2月10日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成12年2月10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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。



(平成12年2月24日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成12年2月24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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成12年3月8日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成12年3月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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成12年3月24日決定)

## 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(別 添)

平成12年3月24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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(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、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、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。

(平成12年3月24日決定)

平成12年4月から9月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成12年4月から9月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとすること。

(別 添)

平成12年3月24日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年4月~9月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
12年 4月	4月10日<月>	4月12日<水>	(5月22日<月>)
	4月27日<木>	—	(6月15日<木>)
5月	5月17日<水>	5月19日<金>	(7月3日<月>)
6月	6月12日<月>	6月14日<水>	(7月21日<金>)
	6月28日<水>	—	(8月16日<水>)
7月	7月17日<月>	7月19日<水>	(9月20日<水>)
8月	8月11日<金>	8月15日<火>	未定
9月	9月14日<木>	9月19日<火>	未定

## 2. 金融政策手段に係る事項の決定または変更

(1) 「短期国債売買基本要領」の制定等に関する決定(平成11年10月27日決定)

### 「短期国債売買基本要領」の制定等に関する件

(案 件)

金融調節の一層の円滑化を図る観点から、短期国債(割引短期国債および政府短期証券をいう。)の売戻条件または買戻条件を付さない売買を実施することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。

### 記

1. 「短期国債売買基本要領」を別紙1.のとおり制定すること。
2. 「短期国債売買における売買対象先選定基本要領」(平成10年12月15日付政第252号別紙3.)を別紙2.のとおり一部改正すること。また、同基本要領に基づく次回の売買対象先選定までの間は、「短期国債の条件付売買基本要領」(平成11年3月25日付政委第42号別紙1.)に基づく売買における既存の売買対象先のうち希望する先を「短期国債売買基本要領」に基づく売買における売買対象先とすること。
3. 「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3.)を別紙3.のとおり一部変更し、平成11年10月27日から実施すること。

## 「短期国債売買基本要領」

## 1 . 趣旨

この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から、短期国債売買（割引短期国債および政府短期証券の売戻条件または買戻条件を付さない売買をいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

## 2 . 売買店

本店（業務局）とする。

## 3 . 売買対象先

金融機関（日本銀行法（平成 9 年法律第 89 号）第 37 条第 1 項に規定する金融機関をいう。）証券会社（日本銀行法施行令（平成 9 年政令第 385 号）第 10 条第 1 項第 2 号に規定する証券会社および同項第 4 号に規定する外国証券会社をいう。）証券金融会社（同項第 3 号に規定する証券金融会社をいう。）および短資業者（同項第 5 号に規定する者をいう。）のうち、別に定めるところにより選定した先とする。

## 4 . 売買対象

割引短期国債および政府短期証券（以下「短期国債」という。）とする。

## 5 . 売買方式

売買対象先が売買の際に希望する利回りから本行が市場実勢相場等を勘案して短期国債の銘柄ごとに定める利回り（以下「基準利回り」という。）を差し引いて得た値（以下「売買希望利回較差」という。）を入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより売買する方式とする。

## 6 . 売買価格

売買価格は、売買先が売買を希望する短期国債の銘柄ごとに、基準利回りに 5 . により決定した売買希望利回較差を加えて得た利回りに基づいて算出した

価格とする。

#### 7. 売買日、売買金額等

売買日、売買金額、売買先、売買の対象とする短期国債の銘柄その他売買を行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して売買のつど決定するものとする。この場合、売買の対象とする短期国債の銘柄は、短期の金融市場調節を円滑に行う観点から、その償還期限までの期間等を勘案して決定するものとする。

(附則)

この基本要領は、平成 11 年 10 月 27 日から実施する。

別紙 2 .

#### 「短期国債売買における売買対象先選定基本要領」中一部改正

1. を横線のとおり改める。

#### 1. 趣旨

この基本要領は、金融調節に関する事務手続の一層の明確化を図る趣旨から、「短期国債売買基本要領」(平成 11 年 10 月 27 日付政委第 163 号別紙 1.)および「短期国債の条件付売買基本要領」(平成 11 年 3 月 25 日付政委第 42 号別紙 1.)に規定する売買対象先の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

(附則)

この一部改正は、平成 11 年 10 月 27 日から実施する。

「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十五条を第十六条とし、第十四条の次に次の一条を加える。

(短期国債の売買)

第十五条 当銀行は、第六条第一項第三号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、短期国債の売買を行う。

一 相手方

売買の相手方は、金融機関、証券会社、証券金融会社又は短資業者であって、当銀行と当座預金取引を有する者のうち、当銀行が第一条の目的を達成するため適当と認めるものとする。

二 売買の対象となる債券の種類

売買の対象となる債券は、割引短期国債及び政府短期証券とする。

三 売買価格

売買の価格は、金融市場の情勢を勘案して定める。



( 2 ) 適格資産担保債券の担保取扱に関する決定 ( 平成 11 年 10 月 27 日決定 )

### 適格資産担保債券の担保取扱に関する件

( 案 件 )

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をいう。 ) を社債等を担保とする手形買入における適格担保として認めることとし、その取扱の適切な運営を図るため、下記の諸措置を講ずること。

### 記

- 1 . 「資産担保債券の適格基準」を別紙 1 . のとおり制定すること。
- 2 . 「社債等を担保とする手形買入基本要領」( 平成 11 年 2 月 12 日付政委第 12 号別紙 1 . ) を別紙 2 . のとおり一部改正すること。
- 3 . 「日本銀行業務方法書」( 平成 10 年 3 月 24 日付政第 29 号別紙 3 ) を別紙 3 . のとおり一部変更し、平成 11 年 10 月 27 日から実施すること。

## 「資産担保債券の適格基準」

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をいう。以下同じ。）の本行与信の担保としての適格基準は、次のとおりとする。

## 1．元利金支払の确实性

## (1) 特定資産の信用度等

特定資産（それから生ずる金銭等が資産担保債券の元利金支払の原資となる特定の資産をいう。以下同じ。）から生ずる金銭等が、特定資産の信用度またはこれを補完する措置に照らして、資産担保債券の元利金支払に十分であると認められること。

## (2) 資産担保債券の仕組み

資産担保債券の仕組みが、次のイ、から八、までに掲げる要件その他の要件に照らして、適当と認められること。

## イ、真正売買性等

特定資産がその原保有者から資産担保債券の発行会社（以下「発行会社」という。）等に譲渡される場合には、原保有者について破産その他の倒産手続が開始されたときにおいても当該資産担保債券の元利金支払に支障が生ずることがないように、有効かつ確実に譲渡されていると認められること。

## ロ、倒産隔離性

特定資産の原保有者等による発行会社に対する破産申立の制限その他の発行会社の倒産または解散を回避するために必要な措置が講じられていると認められること。

## ハ、特定資産から生ずる金銭の取立に関する業務の代替措置

特定資産から生ずる金銭の取立に関する業務を発行会社以外の者が行う場合には、その者について破産その他の倒産手続が開始されることにより当該業務が行い得ないときに備えて、代替的な措置が予め講じられている

と認められること。

## 2. 市場性

国内において公募発行されたものであること。

## 3. 金融機関等による信用補完がないこと

当座預金取引の相手方である金融機関等が保証その他の信用補完を行ったものでないこと。ただし、当該信用補完が行われたもののうち、当該信用補完がなくても資産担保債券の元利金支払が確実に認められるものについては、この限りでない。

## 4. その他の適格基準

- (1) 円建であること。
- (2) 準拠法が日本法であること。
- (3) (1)および(2)のほか、本行による担保権その他の権利の行使に支障がないと認められること。

(附則)

この基準は、平成 11 年 10 月 27 日から実施する。

別紙 2 .

## 「社債等を担保とする手形買入基本要領」中一部改正

1. を横線のとおり改める。

### 1. 趣旨

この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融調節において民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証書貸付債権ならびに資産担保債券を根担保として、金融機関等が振出す手形の買入を行うために

必要な基本的事項を定めるものとする。

7. を横線のとおり改める。

#### 7. 担保の種類

民間企業が債務者である適格社債および適格証書貸付債権ならびに適格資産担保債券を、この基本要領に基づく手形の買入により生ずる総ての債権の根担保として、買入対象先から差入れさせるものとする。

8. 中、(2)を(3)とし、(1)の次に次の1号を加える。

#### (2) 資産担保債券

額面額の100/130以内

「9. その他」を「(附則)」に改める。

#### (附則)

この一部改正は、平成11年10月27日から実施する。

別紙3.

#### 「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十条の二第三号を横線のとおり改める。

#### 三 担保

民間企業が債務者である社債及び証書貸付債権並びに資産担保債券のうち当銀行が適当と認めるものを、担保として徴求する。

( 3 ) 米国国債の担保取扱に関する決定 ( 平成 11 年 10 月 27 日決定 )

米国国債の担保取扱に関する件

( 案 件 )

コンピューター 2000 年問題に備えるために、本行の金融機関等に対する資金供給に必要な適格担保の拡充を図り、金融市場の安定性を確保する等の観点から、下記の諸措置を講ずること。

記

- 1 . 米国国債( 財務省短期証券( Treasury Bills )、財務省中期証券( Treasury Notes ) および財務省長期証券( Treasury Bonds ) をいう。以下同じ。) を本行の手形貸付担保として認めること。
- 2 . 1 . に定める米国国債の担保価格は、米国市場における相場を邦貨換算して得た時価の 85% 以内とすること。
- 3 . 1 . に定める米国国債は、基準貸付利率の適用上「特に指定する債券」として取扱うこと。
- 4 . 1 . から 3 . までは平成 11 年 12 月 1 日から実施し、平成 12 年 1 月 31 日限り、その効力を失うこと。
- 5 . 本件について、( 別紙 ) のとおり対外公表すること。

(別紙)

平成 11 年 10 月 27 日

日 本 銀 行

### 米国国債の担保としての取扱について

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、コンピューター 2000 年問題に対応するための臨時措置として、平成 11 年 12 月 1 日から平成 12 年 1 月 31 日までの間、米国国債(財務省短期証券(Treasury Bills)、財務省中期証券(Treasury Notes)および財務省長期証券(Treasury Bonds))を本行の手形貸付担保として認めることとしました。

なお、本件に関する実務上の取扱については、改めて関係金融機関等に対して通知します。

(4) 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する決定(平成12年3月24日決定)

「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する件

(案 件)

コマーシャル・ペーパー(以下「CP」という。)の売戻条件付買入の対象のうち、当座預金取引の相手方である証券会社および証券金融会社が発行するCPについては、これを不適格とするとともに、その買入状況等を踏まえ2000年3月末までに買入れた当該CPについてはなお適格とする旨の経過措置を付すこととされた(平成11年9月21日付政委第137号別紙)が、今般、当該経過措置にかかる期間が終了すること等に伴い、下記の諸措置を講ずること。

#### 記

1. 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」(平成10年12月15日付政第253号別紙1.)を別紙1.のとおり一部改正すること。ただし、2000年3月末までに買入れた当座預金取引の相手方である証券会社および証券金融会社が発行するCPについては、その売戻日が到来するまでの間、なお従前の例によること。
2. 「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)を別紙2.のとおり一部変更し、平成12年4月3日から実施すること。

「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」中一部改正

4 . を横線のとおり改める。

4 . 買入対象

発行体（当座預金取引の相手方を除く。）の信用力等に照らし本行が適格と認められたコマーシャル・ペーパーであって、満期日が買入日の翌日から起算して1年以内に到来するものとする。

5 . を横線のとおり改める。

5 . 売戻条件

買入に当っては、買入日の翌日から起算して3か月以内の確定日に売戻を行う旨の条件を付する。

「9 . その他」を「（附則）」に改める。

（附則）

この一部改正は、平成12年4月3日から実施する。

「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十一条第三号を横線のとおり改める。

三 売戻条件

買入れを行うに当たっては、買入れの日の翌日から起算して三ヶ月以内の確定日に売戻しを行う旨の条件を付するものとする。



### 3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解

( 99年10月 )

わが国の景気は下げ止まっており、足許、輸出や生産面には持ち直しの動きがみられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、引き続き減少基調にあり、個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。また、これまで持ち直し傾向にあった住宅投資も、このところ頭打ちとなっている。一方、公共投資は増加しているほか、純輸出(輸出-輸入)も、輸出の伸びに支えられ増加を続けている。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗しているもとで、鉱工業生産は、増加している。また、企業収益も改善しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。もっとも、収益や業況感の改善は、設備・雇用過剰感が根強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとで、必ずしも積極的な企業行動に繋がっていない。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気のリcoveryが生産面に及ぼすプラス効果も当面継続するとみられる。しかし、他方で、住宅投資は、先行指標の動きからみて、今後緩やかな減少に転じる可能性が高いほか、これまでの発注状況からみて公共投資の増加も一服すると考えられる。また、企業部門では、慎重な売上計画のもと、リストラの強化により収益改善を図る動きが続くものとみられる。こうした企業リストラは、生産性の向上に繋がると期待される一方、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の悪化などを通じて家計支出にもマイナスの影響を及ぼしている。また、このところの円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。今後は、このような点に留意しつつ、経済情勢全般の動向を注意深くみていくとともに、経済の中期的な成長力確保に向けた構造改革を、円滑に進めていくことが重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況が上昇しているものの、足許については、円高の進行に伴い、幾分下落している。国内卸売物価は、石油製品等一部市況関連商品の上昇に加え、在庫調整の進捗もあって、横這いの動き

となっている。また、消費者物価も、引き続き横這いで推移している。企業向けサービス価格は下落が続いているが、そのテンポは鈍化している。先行きについても、既往の原油価格上昇の転嫁が暫く続くこと等から、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の回復に支えられた需給ギャップの本格的な縮小は当面見込み難く、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利が引き続きゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。ターム物金利をみると、年末を越えない期間の短いものが既往ボトム圏内で推移している一方で、年末越えとなるものについては、「コンピューター2000年問題」の影響から、幾分高めで推移している。

ジャパン・プレミアムは、年末越えとなる取引について若干生じているが、期間の短い取引では、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、8月下旬以降は軟化傾向を辿り、一時1.6%前後まで低下したが、その後は若干戻し、最近では1.7%台となっている。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、一頃に比べかなり低い水準で、安定して推移している。

株価は、米国株価の軟調や急激な円高の動きなどを受けて、9月下旬には一時1万6千円台まで下落したが、その後は米国株価の持ち直しや円相場の落ち着きを背景に反発に転じ、足許では1万8千円前後で推移している。

円の対米ドル相場は、9月中旬および下旬には一時103円台まで急激な円高が進んだが、その後は若干戻し、足許では106~107円台で推移している。

コール市場残高は、6月中旬以降、横這い圏内での推移が続いている。これまでのところ資金決済面で支障が生じるといった事態はみられていないが、今後ともその動向を注視していく必要がある。

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

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業が手許資金を取り崩して借入金を圧縮する動きもみられている。この結果、民間の資金需要は引き続き減退しており、民間銀

行貸出は弱含みで推移している。社債、CP等の発行は落ち着いた動きとなっている。

マネーサプライ(M<sub>2</sub>+CD)は、上述のような民間の資金需要の減退などを受けて、前年比3%台半ばと、伸び率がやや鈍化している。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は和らいでいる。

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

(99年11月)

わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じつつある。しかしながら、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、設備投資は、減少テンポを緩めつつも、基調としてはなお減少を続けており、個人消費も、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は、このところ頭打ちとなっており、公共投資の増加もほぼ一服したものとみられる。一方、純輸出(実質輸出-実質輸入)は、海外景気の好転を背景に一段と増加している。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗しているもとで、鉱工業生産は、増加を続けている。また、企業収益も改善しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。雇用面でも、一部指標には雇用者数の減少に歯止めが掛かりつつあることを示唆するものもみられる。もっとも、収益や業況感の改善は、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとで、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。また、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や今般発表された経済対策を含めた政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気のリcoveryが生産面に及ぼすプラス効果も当面継続するとみられる。しかし、住宅投資は、暫く頭打ちの状況が続く可能性が高い。また、企業部門では、慎重な売上見通しのもとで、リストラにより収益改善を図る動きが続くものとみ

られる。こうした企業リストラは、企業部門ひいては経済全体の中期的な成長力を高めていく上で避けて通れないものの、短期的には、設備投資の抑制に働くほか、雇用・所得環境の改善を遅らせることで、家計支出にもマイナスの影響を及ぼしている。また、このところの円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、生産等の経済活動の好転が今後企業・家計の所得面に徐々にプラスの影響を及ぼしていくとしても、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。したがって、景気が持ち直しに転じつつあるとはいえ、今後の展開については、なお注意深くみていくことが必要である。また、民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の既往の上昇を受けて、足許では、幾分上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、石油製品等一部市況関連商品の上昇等から、横這いの動きとなっている。また、消費者物価も、引き続き横這いで推移している。企業向けサービス価格は小幅の下落が続いている。先行きについても、一部の財・サービス価格の下落が続いているものの、既往の原油価格上昇の転嫁が暫く続くこと等から、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の回復に支えられた需給ギャップの本格的な縮小は当面見込み難しく、賃金の軟化傾向が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利が引き続きゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、6月中旬以降、横這い圏内での推移が続いている。

ターム物金利をみると、年末を越えない期間の短いものが引き続き既往ボトム圏内で推移している一方で、年末越えとなるものについては、「コンピューター2000年問題」の影響から、上昇している。

ジャパン・プレミアムも、期間の短い取引ではほぼ解消された状態が続いているが、年末越えとなる取引については、引き続き若干のプレミアムが生じている。

長期国債流通利回りは、10月下旬には一時1.9%前後まで上昇したが、その後は低下し、最近では再び1.7%台となっている。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、一時は縮小傾向に一服感がみられていたが、最近では、低格付のものを中心に再び縮小傾向が目立っている。

株価は、10月中は米国株価の軟調を受けてやや下落したが、その後は米国株価の反発を背景に上昇に転じ、足許では1万8千円台前半で推移している。

円の対米ドル相場は、最近では概ね104～106円台で推移している。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢を強めている。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業が手許資金を取り崩して借入金を圧縮する動きもみられている。この結果、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債の発行も、落ち着いた動きとなっている。この間、CPの発行は、年末を控えて増加してきている。

マネーサプライ( $M_2 + CD$ )は、上述のような民間の資金需要の低迷などを受けて、前年比3%台前半と、伸び率がやや鈍化している。

以上のような金融環境のもとで、企業金融を巡る逼迫感は和らいでいる。

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

(99年12月)

わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、住宅投資は、このところ頭打ちとなっており、公共投資の増加もほぼ一服したものとみられる。個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。これまで減少基調にあった設備投資は、下げ止まる気配をみせている。また、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、海外景気の好転を背景に増加傾向が続いている。

このような最終需要の動向や、在庫調整が引き続き進捗しているもとで、鉱工業生産の増加基調が続いている。また、企業収益の改善も明確化しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。雇用面でも、一部指標

には雇用者数の減少に歯止めが掛かりつつあることを示唆するものもみられる。もっとも、収益や業況感の改善は、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとの、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。また、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気の回復が生産面に及ぼすプラス効果も当面継続し、それが企業、ひいては家計の所得面にも好影響を及ぼしていくとみられる。しかし、住宅投資は、当面頭打ちの状況が続く可能性が高い。また、企業部門では、リストラによる収益改善が相応の成果をあげつつあるが、控え目な売上見通しのもとで、設備投資に対する慎重なスタンスが暫く続くと考えられる。また、夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつあるとはいえ、今後の展開については、なお注意深くみていくことが必要である。また、民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、円高の影響から、足許では、幾分下落している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。また、消費者物価も、引き続き横這いで推移している。企業向けサービス価格は小幅の下落が続いている。先行きについては、一部機械類等で価格の下落が続くとみられるものの、在庫等の動きからみて足許需給バランスが緩やかに改善していることに加え、既往の原油価格上昇分の転嫁が暫く続くことから、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きが依然みられず、賃金の軟化傾向が続く中であっては、物価に対する潜在的な低下圧力に対し、引き続き留意していく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利が引き続きゼロ％に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、年末を控えた資金取引の活発化から、やや増加している。

ターム物金利をみると、年末越えのターム物金利は、「コンピューター2000年問題」の影響などから12月初まで上昇傾向を辿ってきたが、その後は日本銀行によ

る潤沢な資金供給のもとで、金融機関の年末越え資金の調達が進捗していることなどを背景に、急速に低下した。

ジャパン・プレミアムは、年末越えの取引も含め、足許ではほぼ解消されている。

長期国債流通利回りは、11月中旬から下旬にかけて、景況感の改善などを背景に1.9%弱まで強含んだが、その後は円高の進行などを受けて低下し、最近では1.7%台前半で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、11月中は景況感の改善や米国株価の堅調などを背景に上昇傾向を辿ったが、その後は円高の進行などを受けて幾分軟化し、足許では1万8千円台前半で推移している。

円の為替相場は、11月下旬に円高の動きが進み、最近では概ね102～103円台で推移している。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢を強めている。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業が手許資金を取り崩して借入金を圧縮する動きもみられている。この結果、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債の発行も、落ち着いた動きとなっている。この間、CPの発行は、年末を控えて増加している。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、上述のような民間の資金需要の低迷などを受けて、伸び率がやや鈍化している。

以上のような金融環境のもとで、企業の資金繰り逼迫感は緩和してきているほか、企業からみた金融機関の貸出姿勢も厳しさが後退しつつある。今後とも、こうした企業金融を巡る環境の改善傾向が、実体経済活動にどのような影響を与えていくのか、見守っていくことが必要である。

（2000年1月）

わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、

徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、住宅投資は、このところ頭打ちとなっており、公共投資の増加もほぼ一服したものとみられる。個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。これまで減少基調にあった設備投資は、下げ止まる気配をみせている。また、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は、月々の振れを伴いつつも、基調としては、海外景気の好転を背景に増加傾向を辿っている。

このような最終需要の動向や、在庫調整の進捗を反映して、鉱工業生産は増加を続けている。また、企業収益の改善も明確化しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。雇用面でも、一部指標には雇用者数の減少に歯止めが掛かりつつあることを示唆するものもみられる。もっとも、収益や業況感の改善は、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるも、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。また、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、アジアをはじめとする海外景気のリcoveryが生産面に及ぼすプラス効果も当面継続し、それが企業、ひいては家計の所得面にも好影響を及ぼしていくとみられる。しかし、住宅投資は、当面頭打ちの状況が続く可能性が高い。また、企業部門では、リストラによる収益改善が相応の成果をあげつつあるが、控え目な売上見通しのもとで、設備投資に対する慎重なスタンスが暫く続くと考えられる。また、昨年夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつあるとはいえ、今後の展開については、なお注意深くみていくことが必要である。また、民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は、円高の影響から、足許では、幾分下落している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。また、消費者物価も、引き続き横這い圏内で推移している。企業向けサービス価格は小幅の下落が続いている。先行きについては、一部機械類等で価格の下落が続くとみられるものの、



在庫等の動きからみて足許需給バランスが緩やかに改善していることに加え、既往の原油価格上昇分の転嫁が暫く続くことから、物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きが依然みられず、賃金の軟化傾向が続く中においては、物価に対する潜在的な低下圧力に対し、引き続き留意していく必要がある。

金融面では、年末越え資金手当てや「コンピューター2000年問題」に伴う大幅な資金需要の増加がみられたが、日本銀行によるきわめて豊富な資金供給を受けて、金融市場は総じて安定的に推移した。また、金融取引の面でも、同問題に関連した大きな混乱や障害が発生することは避けられた。

すなわち、まず、短期金融市場では、オーバーナイト物金利が引き続きゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は幾分増加している。

ターム物金利は、「コンピューター2000年問題」に対する懸念から、年末にかけて再び強含む動きもみられたが、この要因の剥落に伴い、年明け後は低下をみた。この間、ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態にある。

長期国債流通利回りは、11月末以降、年末まで低下傾向を辿った後、幾分反発し、足許では1.7%台後半で推移している。この間、国債と民間債(金融債、社債)の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、年初にかけていったん1万9千円台まで上昇した後、米国株価の調整の動きなどをを受けて1万8千円台前半まで軟化した。もっとも、その後は米国株価の反発などをを受けて持ち直し、足許では再び1万9千円台となっている。

円の対米ドル相場は、年初にはいったん101円台まで上昇したが、その後は円安方向への動きが進み、最近では概ね105~106円台で推移している。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢を強めている。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくとのスタンスを維持している。この結果、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債やCPの発行も、足許では落ち着いた動きとなっている。

マネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) は、上述のような民間の資金需要の低迷などを受けて、伸びがやや鈍化している。

以上のような金融環境のもとで、企業の資金繰り逼迫感は緩和してきているほか、企業からみた金融機関の貸出姿勢も厳しさが後退しつつある。今後とも、こうした企業金融を巡る環境の改善傾向が、実体経済活動にどのような影響を与えていくのか、見守っていくことが必要である。

(2000年2月)

わが国の景気は、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、住宅投資は、頭打ちから小幅な減少に転じており、公共投資も緩やかに減少しているものとみられる。個人消費は、冬季賞与を中心に所得が減少する中で、回復感に乏しい状態が続いている。これまで減少基調にあった設備投資は、下げ止まりつつある。また、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、月々の振れを伴いつつも、基調としては、海外景気の好転を背景に増加傾向を辿っている。

このような最終需要の動向や、在庫調整の進捗を反映して、鋳工業生産は増加を続けている。また、企業収益の改善も明確化しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。雇用面でも、雇用者数の減少には徐々に歯止めが掛かりつつある。もっとも、多くの企業では、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとで、収益や業況感の改善は、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。また、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。海外景気の回復が生産面に及ぼすプラス効果も当面継続し、それが企業、ひいては家計の所得面にも好影響を及ぼしていくとみられる。しかし、住宅投資は、今後も徐々に減少していく可能性が高いほか、公共投資も緩やかな減少が当面続くとみられる。また、企業部門では、リストラによる収益改善が相応の成果をあげつつあり、成長性の高い分野では投資活動積極化の動きもみられ始めているが、多くの企業では、控え目な売上見通しのもとで、設備投資に

対する慎重なスタンスを続ける可能性が高い。昨年夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつあるとはいえ、今後の展開については、なお注意深くみていくことが必要である。また、民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は原油等国際商品市況の上昇に加え、最近の円安の影響もあって足許では、幾分上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。また、消費者物価も、引き続き横這い圏内で推移している。企業向けサービス価格は小幅の下落が続いている。先行きについては、一部機械類等で価格の下落が続くとみられる。一方、在庫等の動きからみて足許需給バランスが緩やかに改善していることに加え、既往の原油価格上昇分の転嫁が暫く続くことから、物価は当面概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きが依然みられず、賃金の軟化傾向が続く中においては、物価に対する潜在的な低下圧力に対し引き続き留意していく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場は、年末越えや「コンピューター2000年問題」要因の剥落とともに、概ね、これらの要因が台頭する前の状況に復している。

すなわち、オーバーナイト物金利は、引き続きゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、概ね横這いとなっている。

ターム物金利は、「コンピューター2000年問題」が台頭する以前の、きわめて低い水準で、総じて安定的に推移している。この間、ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、1月末にかけて1.6%台前半まで軟化したが、その後は為替円安や株高の動きなどを受けて反発し、足許では1.8%台半ばで推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、1月中旬以降、為替円安の動きなどを背景に上昇傾向を辿り、足許では1万9千円台後半となっている。

円の対米ドル相場は、円安ドル高方向の動きが進み、最近では107～109円台で推移している。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、徐々に融資を回復させようとする姿勢を強めている。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。この結果、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債やCPの発行も、足許では低調な動きとなっている。

マネーサプライ( $M_2 + CD$ )は、上述のような民間の資金需要の低迷などを受けて、伸び率の鈍化傾向が続いている。

以上のような金融環境のもとで、企業の資金繰り逼迫感は緩和してきているほか、企業からみた金融機関の貸出姿勢も厳しさが後退しつつある。今後とも、こうした企業金融を巡る環境の改善傾向が、実体経済活動にどのような影響を与えていくのか、見守っていくことが必要である。

(2000年3月)

わが国の景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

最終需要面をみると、住宅投資と公共投資は、緩やかに減少している。個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。一方、これまで減少基調にあった設備投資は、概ね下げ止まったものとみられる。また、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)は、海外景気の好転を背景に増加傾向を辿っている。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加を続けている。また、企業収益の改善も明確化しつつあり、こうした動きを背景に、企業の業況感の改善が続いている。雇用面でも、雇用者数の減少には歯止めが掛かりつつある。もっとも、多くの企業では、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されるもとで、収益や業況感の改善は、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。また、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、補正予算の執行に伴い公共投資が増加に転ずるほ

か、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。海外景気の回復が生産面に及ぼすプラス効果も当面継続し、それが企業、ひいては家計の所得・支出面にも好影響を及ぼしていくとみられる。しかし、住宅投資は、今後も緩やかに減少する可能性が高い。また、企業部門では、リストラによる収益改善が相応の成果をあげつつあり、成長性の高い分野では投資活動積極化の動きもみられ始めているが、多くの企業では、控え目な売上見通しのもとで、設備投資に対する慎重なスタンスを続けるものと考えられる。昨年夏場以降の円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。これらを踏まえると、民間需要を巡る環境が改善を続けているとはいえ、今後の展開については、なお注意深くみていくことが必要である。また、民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる。

物価面をみると、輸入物価は原油等国际商品市況の上昇に加え、最近の円安の影響もあって、上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。一方、消費者物価は、これまでの円高による輸入製品価格の低下等から、幾分弱含んでいる。企業向けサービス価格も小幅の下落が続いている。先行きについては、在庫等の動きからみて国内の需給バランスが緩やかに改善していることや原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し上昇方向に作用するとみられる。一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、これまでの円高による輸入製品価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は当面概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きが依然みられず、賃金の軟化傾向が続く中においては、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力に対し引き続き留意していく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、「2月29日問題」に伴うコンピューター誤作動懸念を背景に一時的に強含んだ局面を除けば、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、2月末にかけて若干増加したが、その後は再び減少した。

ターム物金利は、きわめて低い水準で、総じて安定的に推移している。ジャパン・プレミアムも、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、2月中は概ね1.8%台で推移していたが、3月入り後は若干軟化し、最近では1.7%台での動きとなっている。この間、国債と民間債(金

融債、社債)の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、総じて堅調に推移しており、最近では2万円前後での動きとなっている。

円の対米ドル相場は、2月中は総じて円安方向への動きが進んだが、2月末以降は円高方向に戻し、最近では106~107円台での値動きとなっている。

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、民間銀行自身を巡る資金繰り面や自己資本面からの制約は緩和されており、そうしたもとで、大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、融資を回復させようとする姿勢を強めている。

しかし、企業の資金需要面をみると、設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業はバランスシート調整の一環として、借入金を圧縮していくスタンスを維持している。この結果、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

上述のような状況を受けて、マネーサプライ( $M_2 + CD$ )は、伸び率の鈍化傾向が続いている。

以上のような環境のもとで、企業金融には緩和感が広がりつつあり、企業からみた金融機関の貸出姿勢も厳しさが後退しつつある。今後とも、こうした企業金融を巡る環境の改善傾向が、実体経済活動にどのような影響を与えていくのか、見守っていくことが必要である。