

4 . 金融政策決定会合議事要旨 (99 年 10 月 13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 10 月 13 日 (9:01 ~ 12:35、13:34 ~ 17:22)

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 (")
	武富 将 (審議委員)
	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 大野功統 総括政務次官 (9:01 ~ 17:22)

経済企画庁 小池百合子 総括政務次官 (9:01 ~ 12:35)

小峰隆夫 調査局長 (13:34 ~ 17:22)

(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
企画室参事	稲葉延雄 (13:34 ~ 17:22)
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
金融市場局金融調節課長	宮野谷 篤 (15:15 ~ 17:07)
企画室調査役	内田真一
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（9月9日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、10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（9月21日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。

この間、中間期末越えとなる9月末から10月初にかけて、金利上昇圧力が高まる局面もみられた。これに対し日本銀行は、積み上幅を、それまでの1兆円から、2兆円を超える水準まで引き上げるなど、潤沢な資金供給を弾力的に行った。この結果、オーバーナイト金利は9月30日も0.05%と、比較的落ち着いて推移した。その後は、市場は再び緩和感がきわめて強い状況となり、積み上幅を1兆円とする調節のもとで、オーバーナイト金利は0.02～0.03%で安定している。

最近の短期金融市場の特徴点としては、次の3点が挙げられる。

第1に、3か月物の取引が9月29日を境に年末越えとなったことに伴い、3か月物の金利が、いわゆる「2000年プレミアム」が上乘せされる形で上昇したことである。もっとも、3か月物以外の期間のターム物金利は、ゼロ金利政策の解除予想が一段と後退したことから、むしろ弱含んでいる。

第2に、3か月物の取引が年末越えとなったことに伴い、3か月物金利で、わずかながら「ジャパン・プレミアム」が観察されるようになっていることである。

第3に、金融機関は、中間期末を控えた9月中に、準備預金をやや前倒しで積む傾向を強めた。これに伴い、この間は、短資会社の日銀当座預金もやや減少をみた。もっとも、10月入り後は、中間期末を無

¹ 「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、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。」

事に越えたことで、超過準備は減少している。

現在、市場の関心は、もっぱらコンピューター2000年問題に集まってきたている。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対ドル相場は、一時103円台まで円高が進んだ後、G7の共同声明を巡る思惑や、本邦機関投資家による外貨資産購入などから戻し、足許では106～107円台で推移している。

この間、ユーロは、ユーロエリア経済の回復傾向が一段と明確になってきたことなどを受け、対ドル・対円とも上昇している。

こうした中で、市場では、これまでの円の独歩高といったセンチメントに変化がみられる。すなわち、9月中の急激な円高の動きが103円台/ドルで止まり、円相場に天井感が出てきたこと、市場の関心がユーロに向かいつつあること、4～6月期のGDP公表等によって形成された、日本経済に対する市場の過大な回復期待が、徐々に修正されつつあること、などから、円高圧力は、一頃に比べればやや後退してきているように窺われる。

(2) 海外金融経済情勢

米国金融市場では、8月耐久財受注などの強めの経済指標や、10月5日のFOMCで、金融政策の「引き締めバイアス」が採択されたこと、さらには、欧州の長期金利の上昇、などを受けて、長期金利が上昇傾向を示している。この間、株価は、9月中は下落の動きがみられたが、10月入り後は、企業収益に対する強気の見方などを背景に反発している。

米国の実体経済は、内需主導の持続的拡大を続けている。もっとも、7月の貿易赤字は3か月連続での赤字幅拡大となるなど、対外インバランスの拡大傾向も目立っている。米国の対外経常赤字は、98年後半以降拡大傾向を辿り、現在では年率約3,000億ドルといったペースに達しており、こうした対外赤字のファイナンスが今後とも円滑に行われていくのかといった点に、市場の関心が集まってきたている。

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、景気回復テンポが緩やかに高まりつつある。この間、物価は現状では落ち着いているが、先行きについてはインフレ懸念も出てきており、

市場ではECBがいずれ利上げに踏み切るのではないかとの見方が強まっている。こうしたことを背景に、長期金利も上昇傾向にある。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資が緩やかに減少しているほか、住宅投資も頭打ちとなっている。個人消費も総じて一進一退で推移しており、回復感には乏しい。一方、公共投資の工事量が春先の大量発注を受けて増加しているほか、輸出も増加を続けている。こうした最終需要の動向や在庫調整の進捗を反映して、生産は増加している。

また、企業の業況感をみると、9月短観の業況判断D.I.は、製造業大企業などを中心にかなりの改善をみるなど、円高が進展するもとでも、改善傾向を維持している。

このように、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。

物価面をみると、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、前年並みの水準で推移している。

先行きについて、10～12月期の最終需要を展望すると、住宅投資は緩やかな減少に転じるとみられる。しかし、輸出はアジアを中心とする海外景気の回復に支えられて増勢を維持するとみられるほか、公共投資も、遅れ気味であった工事の進捗が続くため、大きな落ち込みは避けられる可能性が高い。こうした状況からみて、生産は、7～9月期に増加した後、10～12月期も横這い圏内で推移する可能性が高まっている。もっとも、9月短観においても設備投資に立ち直りの気配が窺われず、個人消費面でも、所得環境の改善が当分期待し難いことを考えると、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。

なお、最近の円高が企業収益に与える影響については、9月短観の想定為替レート(113.58円)からみて、99年度下期の収益は、今後下方修正がありうると思われる。ただ、企業収益全体への悪影響は、

海外経済の回復が続く中で、輸出数量はむしろ増加が見込まれること、製品価格の引き上げがある程度可能となっていること、国際分業が進んでいること、円高差益が輸入企業に滞留すること、など

を考慮すれば、今次局面では、ある程度減殺されるとみられる。実際に、6月短観から9月短観の回収時点までに、円高がかなり進んでいたにもかかわらず、業況判断が改善したことを踏まえると、企業は、回答時点での円高水準であれば収益の回復基調自体は崩れないとみているようにも思われる。ただ、企業によっては、為替予約により、当面の収益への影響はとりあえず限定的とみているに過ぎない可能性も考えられ、円高が企業収益や企業マインドに及ぼす影響については、引き続き注視していく必要がある。

物価面については、これまでの原油価格上昇の国内価格への波及が来年春頃まで続く一方で、企業の価格設定行動は「値下げ回避」を強めているように窺われ、円高効果の消費者物価への波及は遅れ気味になる可能性が高い。こうした状況下、国内卸売物価は、当面、概ね横這いで推移すると予想されるほか、消費者物価も、下がりにくい状況が続くと考えられる。このように、物価は全体としてみれば、概ね横這いで推移すると予想される。ただ、やや中期的にみれば、需給ギャップの存在から、物価が再び軟化する潜在的なリスクは残っていると考えられ、こうしたリスクには引き続き注意を払っていく必要がある。

(2) 金融情勢

短期金融市場は、総じて落ち着いて推移している。

長期金利は、円高の進行を受けてゼロ金利政策の早期解除予想が一段と後退したことなどを背景に、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。その後は若干戻し、足許では1.7%台となっている。

株価は、米国株価の軟調や円高の進行を受けて、9月下旬に一時1万6千円台まで下落したが、その後、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1万8千円前後となっている。

最近の金融市況の注目点としては、以下の3点が挙げられる。

まず第1に、最近では、円高が急激に進むと、これに伴って株価が下がり、この結果円高にも歯止めがかかるメカニズムが働いているように窺われることである。

第2に、日本の株価が、米国株価の動向を反映して変動する傾向が、このところ強まっているなど、日本の金融市場が海外要因に敏感になっているように窺われることである。したがって、米国の実体経済や株価の動向などについて、今後は、さらに注意してみていく必要があるように思われる。

第3に、長期金利と株価が、足許ではいずれも上昇傾向にあり、これを素直に捉えれば、実体経済の改善を反映しているものとも思われる。ただ、この点はもうしばらく市場の動向をみる必要がある。

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、資金需要の面をみると、実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、資金繰り懸念の後退を背景に、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。これらの結果、民間の資金需要は引き続き減退しており、これを反映して、銀行貸出は弱含みで推移しているほか、マネーサプライ(M2+C D)前年比も、+3%台半ばと、伸び率がやや鈍化している。

この間、社債、CP等の発行は比較的落ち着いた動きとなっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状

景気の現状については、多くの委員が、前回会合以降に公表された経済指標をみると、下げ止まり傾向が更に明確になっている中で、輸出や生産を中心に、改善傾向を示すものも増えている、との見解を示した。同時に、個人消費や設備投資といった民間需要には、明確な回復の兆しはまだみられていない、との認識も述べた。このため、景気の現状に関する委員の認識は、「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」という評価に、ほぼ集約された。ある委員は、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徐々によい方向に動いている」と表現した。別の複数の委員も、先行きはともかく、景気の現状は「一歩前進」とみてよいのではないかと、との見解を示した。

なお、何人かの委員は、こうした景気の改善傾向の要因としては、アジア経済が予想以上に順調に回復していることが大きいのではないかと、との見方を述べた。

まず公共投資については、多くの委員が、引き続き高い水準で推移しており、年内は需要を下支えするとの見方を示した。

また、輸出については、多くの委員が、アジア経済の回復などを背景に増加傾向が明らかになっており、企業生産を下支えしている、との見方を示した。一人の委員は、その例として、アジア向けの素材輸出やロックダウン輸出の好調を挙げた。こうした見方を踏まえ、何人かの委員は、公共投資と輸出を合わせた外生需要は、これまでの予想をやや上回って推移している、と述べた。

この間、住宅投資については、何人かの委員が、趨勢としては頭打ち傾向にあるとの見方を示した。ただ、そのうち一人の委員は、8月の住宅着工がかなり戻していることなどからみて、これが急激に減速していくリスクは、やや低下したのではないかとともに発言した。

さらに、多くの委員が、外生需要の増加や在庫調整の進捗を反映して、生産が増加していることを指摘した。

複数の委員は、在庫率が在庫調整をほぼ完了したとみられる水準まで低下していることに着目し、こうした在庫調整の進捗は、景気回復への底固めという意味でポジティブに評価される、と述べた。一人の委員は、現在の状況は、いわば、在庫の重石が取れた中で、外需の増加がそのまま生産の増加に結び付いている、との見解を示した。

また、多くの委員が、こうした生産の持ち直しや企業のリストラの効果などから、企業の収益や業況感が改善していることを指摘した。

まず、企業収益については、多くの委員が、9月短観において、99年度の企業収益が、製造業・非製造業ともに増益の計画になっていることなどに言及し、生産の回復やリストラ効果などを反映して、企業収益は全体として改善の方向にある、との見解を示した。

また、同時に多くの委員は、こうした収益動向などを反映して、企業の業況感が引き続き改善していることも指摘した。

複数の委員が、9月短観における業況判断D.I.が大幅に回復していることについて言及した。ある委員は、企業の想定レートからみて、9月短観が足許の円高まで十分に織り込んでいるわけではないという留保はあるが、それでも、調査票回収時点までに、かなりの円高が進行していた中で、業況感がかなりの改善をみていることは、良い材料である、と述べた。そのうえで、この委員は、80年代以降、企業がグローバルな生産体制の構築やリストラなど、為替変動への抵抗力を高める努力を続けてきた結果が、こうしたことにも表れているのではないかとコメントした。

ただ、設備投資や個人消費といった国内民間需要には、依然として自律的回復の明確な兆しはみられないという点でも、委員の見解は概ね一致した。

まず、設備投資に関しては、多くの委員が、9月短観において、99年度の設備投資が、引き続き減少の計画となっていることを指摘した。複数の委員は、その他の設備投資関連の経済指標も併せて考えれば、設備投資の減少傾向には歯止めがかかりつつある可能性があるが、設備や債務の過剰感が依然強いため、なかなか本格的な回復にはつながっていきにくい、との見解を示した。この間、別の一人の委員は、98年から99年にかけての設備投資の内訳をみると、電子計算機や通信などの情報化投資はこれまでのところあまり出ていない、と発言した。

個人消費について、複数の委員が、雇用・所得環境が厳しいもとでは健闘しているといえる、と述べた。このうちの一人の委員は、約半年前の状況と比較すれば、金融システムの安定や株価の堅調などを背景に、消費者マインドはかなり戻ってきている、と指摘した。さらに、この委員は、パソコンやデジタル関連商品、通信関連需要などが好調であることは、成長分野における企業活動を促す要因として働いている面がある、と付け加えた。

一方、ある委員は、第1、第2四半期はまずまずだったものの、第3四半期に入ってから新車登録台数や百貨店売上高、家電販売等の統計で弱さが窺われるなど不安定であり、回復基調は一服したとみられる、と指摘した。

結局、多くの委員の認識は、個人消費関連の指標は一進一退の状況を脱しておらず、全体としては回復感に乏しい状態が続いているという点で、概ね一致をみた。ある委員は、個人消費は依然として確たる回復の兆しがみられないまま今は「踊り場」の感がある、と述べた。そのうえで、この委員は、9月の乗用車新車登録台数（軽自動車を含むベース）は前年比プラスとなり、また輸出も好調であるが、自動車メーカーは消費回復にまだ確信が持てておらず、生産計画の上方修正には慎重である、家電販売は前年比プラスが続いているが、内訳をみると、パソコン関連など好調なものと、そうでないものとの二極分化が目立っている、等の事例を紹介した。

この間、一人の委員は、景気動向指数の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）を用いて分析を試みると、景気は4～5月に底を打った可能性が高い、と発言した。ただ、同時にこの委員は、景気の上向きの方角感が出て

きたが、回復のマグニチュード（量感）はきわめて弱い状況が続いている、という見解を示した。また、同じ委員は、短観等のビジネス・サーベイをみると、大企業と中小企業の二極分化が進んできているとみられる中で、中小企業、特に非製造業については、雇用者数がかなりの減少を示す一方、資金繰り判断、金融機関の貸出態度判断について先行きかなりの悪化を予想するなど、一段と厳しい状況にあると指摘した。

物価動向について、多くの委員は、需給ギャップは依然として大きく、潜在的な低下圧力は残っているが、少なくとも当面は、現状のような横這い圏内の動きが続くのではないかと、との認識を示した。

（２）金融面の動き

金融面では、各委員から、概ね執行部からの報告と同様の見解が示された。

ある委員は、最近では金融市場は総じて落ち着いてきているように思われる、と述べた。すなわち、一時みられた急激な円高や株安の動きが収まった後、９月末から１０月初にかけて生産や短観など比較的好調な経済指標が公表される中でも、株価や長期金利が急騰したり、円高が進むといった動きはみられなかった、と述べた。そのうえでこの委員は、数か月前までは、金融市場では、実体経済指標の改善に先んじた期待先行的な動きもみられたが、最近では、徐々に市場と経済指標とのバランスがとれてきた印象を受ける、と発言した。

また、足許で円相場がやや落ち着きを取り戻しているようにみられることについて、何人かの委員が発言した。

ある委員は、日本の景気に関しては過大な楽観論の修正といった動きが生じている一方で、米国および欧州の経済については、むしろ期待が上方に修正されている模様であり、こうしたことが、足許の為替相場に影響しているようにみられる、と述べた。その上で、市場の見方はしばしば変わり得るので、為替相場の動向や、その背後にある市場の見方については、引き続き注意していく必要がある、とコメントした。

別の一人の委員は、最近では、円高が進み、この日本経済に及ぼすマイナス・インパクトが懸念されると、今度は株価が下落し、これを受けて円相場も軟化する、といった自動安定化メカニズムが働いてい

るように窺われる、と述べた。

また、ある委員は、夏頃からの金融市況の動きを全体としてみると、米国の株価が軟調となる局面で円高が進む傾向があるようにもみえ、さらに、ドルは対ユーロでかなり下落していることなども踏まえれば、この間の円高は「ドル安」という側面も強いのではないかと述べた。そのうえで、この委員を含めた何人かの委員は、最近の「ドル安」傾向の背景には、米国経済が今後もインフレなき拡大を続けていけるのか、さらには、増加傾向にある米国の対外赤字が、今後も円滑にファイナンスされていくのかといった点について、市場がリスクを感じ取っている面があるようにも思われる、と述べた。こうした見方を踏まえ、多くの委員は、米国経済や株価などに対する市場の見方が円ドル相場に及ぼす影響については、十分注意していく必要がある、と述べた。

この間、ある委員は、円高の過程でみられた、ゼロ金利政策の効果について言及した。この委員は、9月中の円高進行の局面では、円高の進行に伴って、その影響を一部相殺するように、長めのターム物金利や長期金利も低下したことを指摘した。この委員は、ゼロ金利政策の「継続性」について日本銀行がコミットしていることにより、経済にデフレ圧力が生じると、市場が「ゼロ金利政策解除の時期が先に延びる」と予想する結果、長めの金利が低下し、金融緩和効果が強まるというメカニズムが補強されている、との見解を示した。

また、別のある委員は、最近、長期金利の上昇が一服している面に注目し、この背景として、ヘッジファンドがショートセリングを圧縮しているとみられること、国債の償還期限の多様化、資金運用部による長期国債市中買い入れ継続姿勢、量的緩和期待、の4点を挙げた。

金融の量的側面について、ある委員は、銀行の貸出態度は徐々に前向きになってきており、貸出スプレッドの引き下げ傾向が広範化しているようにみられ、銀行の融資スタンスは徐々に変わりつつある、と述べたうえで、銀行は、スプレッドよりも量を確保して経営計画を達成する戦略に出ているのではないかと、この見方を示した。さらに、資本市場の資金調達環境も良好である、と指摘した。

そのうえでこの委員は、民間の資金需要は依然として弱いと、資金の供給面は着実に改善されており、いわば、「金融のパイプ」は実体

経済を十分サポートし得るものとなっている、と述べた。さらに、実体経済に必要な資金は十分に供給されており、企業の資金確保についての不安は軽減されている、9月中間決算などをみても、金融緩和は金利負担の軽減というルートを通じて企業収益にプラスに作用している、と指摘し、ゼロ金利政策の効果は経済に着実に浸透している、と述べた。

(3) 景気の先行き

多くの委員の認識は、足許の輸出や生産などを中心とする改善の動きが、先行きにもプラスの影響を及ぼしていく可能性がある一方、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おらず、さらに、最近の円高の影響も加味すれば、先行きのダウンサイド・リスクには、全体としては大きな変化はない、というものであった。したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には依然として至っていない、という点でも、委員の見解は概ね一致した。

多くの委員は、輸出や公共投資といった外生需要が、当面は需要を下支えし、これに伴って、生産も横這い圏内で推移することが予想される、と述べた。

ただ同時に、大方の委員は、民需の回復の兆しがみられないもとでは、現状においてみられる経済の前向きの動きが年明け以降も続いていくかどうかについては、なお不透明感が残る、との見解を示した。

ある委員は、景気の先行きを展望するに当たっては、足許の生産の回復の動きが、企業収益や所定外給与の増加などを通じて、設備投資や個人消費といった民需の回復に結びついていくかが、一つのポイントであろう、との見方を述べた。こうした生産増加の波及効果という観点から、多くの委員より発言があった。

何人かの委員は、99年後半の生産は明確に増加となる見通しであり、この面からは景気回復の希望は出てきている、との見解を述べた。このうち一人の委員は、生産がこれだけ明確に増加すれば、所定外給与の増加などを通じて、名目賃金の下落にも歯止めがかかってくることが予想されるし、そうした変化は既に若干みられている、と述べた。

別の一人の委員も、足許の生産の増加が、波及効果や乗数効果を通じて、先行きの経済にプラスに働く可能性が出てきている、と述べた。ただ、この委員は、経済の抱える構造的な要因のため、こうした乗数

効果が大きなものにならないリスクもある、ともコメントした。

設備投資については、何人かの委員が、9月短観の設備投資計画などからみて、減少テンポは緩やかになってきているが、これが速やかに回復していく展望は持ちにくい、との見解を示した。

ただ、このうち一人の委員は、各種アンケート調査では、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など、既に相当絞り込まれていること、企業は競争激化の中で、生き残りのための情報化投資や環境関連投資などを進めていかざるを得ない状況にあること、生産水準が上昇し、企業収益も改善傾向にあること、企業マインドも改善しており、期待成長率の低下に歯止めがかかってきているように窺われること、といった要因を踏まえれば、設備投資を取り巻く環境は改善している、と述べた。そのうえで、来年度については、設備投資が前年比プラスとなる可能性が高くなっているのではないか、との見方を示した。

これに対し、別の複数の委員は、企業が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もとでは、キャッシュ・フローが改善しても、まずは債務の圧縮が優先され、実物投資にはなかなか結びつきにくい、との見方を示した。このうちの一人の委員は、これに加えて、先行きの需要見通しが不透明であること、国際的会計基準の導入（年金債務の計上等）が財務面での負担になること、企業は資本効率を高める経営に取り組んでいること、等を挙げ、設備投資の速やかな回復は期待し難い、と述べた。さらに別の委員も、日本企業の平均的な資本収益率は趨勢的に低下しており、現在は国際比較でも低い水準となっているため、こうした面からみても、設備投資はなかなか伸びにくい環境にある、との見解を示した。この委員は、設備投資の回復のためには、新しい成長産業の発展が不可欠である、と述べた。

個人消費について、複数の委員が、消費者マインドが今後も改善を続けていくことは期待しにくい、と述べた。これに対し、一人の委員は、足許の生産の回復が名目賃金の下落に歯止めをかけていく可能性を踏まえれば、個人消費は、今後は、消費性向の増加だけに頼らなくてもよい状況となる可能性がある、と述べた。

この間、複数の委員は、企業のリストラの動きは、短期的には家計支出の下押し要因となり得るので、これをマクロ経済の前向きの動きに結び付けていくためには、労働市場を流動化し、雇用の活性化を図

ることが重要である、とコメントした。このうち一人の委員は、こうした構造改革を上手に進めていくことができれば、米国の「ジョブレス・リカバリー」のような回復パスを展望できるのではないかと述べた。別の一人の委員は、日本よりも先に成熟経済に入っている欧州各国では、労使間の合意などを通じて、低成長経済のもとでの雇用形態のあり方についての模索が行われてきており、日本でも、今後こうした努力が必要とされる、と発言した。

また、一人の委員は、最近の個人消費の動向について、経済がストック化する中で、消費が資産ストックのパフォーマンスに依存する度合いが強まっている、生涯所得の低下不安等が構造的に消費マインドを悪化させている、選択的消費のウエイトが高まっている、といった特徴がみられるのではないかと、との分析を示した。そのうえで、この委員は、今後、個人消費の回復のためには、新技術・新商品の開発といった企業側の努力に加え、減税・年金問題の解決などによって先行きの不安を取り除くといった、消費マインド回復のための基盤作りが大切であると指摘した。

次に、110円を超える円高が、先行きの経済に及ぼす影響についても、前回会合に続いて議論が行われた。

ある委員は、本年7月から9月までの円高進行のテンポは、実質実効為替レートでみて月率4%強と、ニクソン・ショック以来最大級となっており、非常に急激であること、過去のケースをみても、93年から95年の円高は、やはりその後の景気の下押し圧力として働いたとみられること、を踏まえれば、今回の円高も、景気にマイナス・インパクトを及ぼすことは必至である、と述べた。さらにこの委員は、93年からの円高局面では、経済企画庁は同年初夏に景気底入れ宣言を行ったものの11月に訂正をし、また94年9月に回復宣言をしたものの95年9月に訂正せざるを得なかったという例もあるので、円高局面での景気の足取りについては慎重にみていく必要がある、と指摘した。

一方、別の何人かの委員は、現在、外需の堅調を背景に、むしろ輸出数量は増加しており、この点は、過去、円高が景気の足を引っ張った局面とは異なっている、と述べた。さらに、こうした輸出数量や生産の増加傾向を受け、企業マインドも引き続き改善の方向にあることや、今次局面では輸出価格への転嫁もある程度進んでいることなどを踏まえれば、現在の円高が直ちに景気の足を引っ張るとは言えないのではないかと、との見解を示した。

このうち一人の委員は、このところ株価が総じて堅調に推移してい

ることは、市場もこうした見方を共有していることを示唆するものではないか、と付け加えた。別の一人の委員も、ヒアリング調査などからみて、企業は最近の円高について、過去の円高局面と比べて冷静に受け止めているように窺われる、と述べた。

もっとも、これらの委員も含め、多くの委員は、ファンダメンタルズから乖離した急激な円高はやはり問題であり、今後、更なる円高が急激に進むことがあれば、景気回復にとってのリスクとなる、との見解を共有した。このうちのある委員は、やっと景気回復へ歩を進めているこの段階での更なる急激な円高は、輸出で支えられている今の日本経済にとって景気の足を引っ張る、と発言した。これらの議論を踏まえ、多くの委員の見解は、為替相場の動向や、これが先行きの経済活動や物価に与える影響については、引き続き注意深く見守っていく必要がある、という点で一致した。

また、ある委員は、ファンダメンタルズを反映しない行き過ぎた円高には、短期的には介入で対処するしかないが、金融政策を考える上での重要な要因の一つとして、現在のゼロ金利政策の浸透を促すことにより、機動的に対処していくことが必要であると付け加えた。

また、何人かの委員は、ドルは対ユーロでも下落していることなどからみて、足許の為替相場には、むしろ「ドル安」という面もある、との見解を示した。そのうえで、これらの委員は、その背景となっている米国経済や株価の動向については、それ自体が日本経済に対するリスク・ファクターとなり得るものとして、十分注意していく必要がある、と述べた。この関連で、ある委員は、最近の市場に影響を及ぼしている要因として、日本の財政赤字と米国の対外経常赤字を挙げた。この委員は、このところ金融市場は、これら「2つの赤字」の存在に、徐々に敏感になってきているように窺われ、とりわけ、米国の対外赤字を巡る市場の見方には、十分注意していく必要があると発言した。

物価動向については、当面は横這いで推移していくと見込まれるが、民間需要の自律的回復の展望が描けていない以上、引き続き、ダウンサイドのリスクを重視していくべきであるとの認識が共有された。

ある委員は、名目賃金の低下傾向について、2つの相反する側面があることを指摘した。すなわち、第1に、名目賃金の低下が続く中で、物価が総じて底固さを増しているという環境は、企業収益をサポートするものである一方、第2に、名目賃金の低下傾向自体は、先行きの物価下落要因となる、と整理した。そのうえで、この委員は、足許の

生産の回復を受け、名目賃金の低下傾向には微妙な変化が生じているようにも思われるので、引き続き、賃金の動向とその影響には留意していきたい、と述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気の現状については改善の動きがみられているが、先行きの見通しについては、前回会合から大きな変化はみられず、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、というものであった。

こうした金融経済情勢についての判断に基づき、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、現在の思い切った金融緩和を続ける」との考え方にしたがって、当面の金融市場調節方針としては、現在のゼロ金利政策を継続するとともに、豊富で弾力的な資金供給を行い、金融緩和効果のより一層の浸透に努めていくことが適当である、との見解を示した。

また、現在のゼロ金利政策の内容と狙いを、より明確にアナウンスすべきではないか、との議論が多く行われた。

一人の委員は、ゼロ金利政策の重要な内容として、以下の2つの点につき、事例を引きつつ言及した。

まず第一に、9月9日前後や9月末に準備預金需要が高まった際には、日本銀行は積み上2兆円を超える資金供給を行い、レートを安定させてきたが、このように、ゼロ金利政策とは、その時々状況に応じて、市場の求める資金量を常に上回る豊富な資金を、弾力的に供給していく政策であり、そうしないと、オーバーナイト金利をゼロ近くに維持していくことはできない、と述べた。第二に、9月中、円高に伴って長めの金利が低下したことが示すように、ゼロ金利政策とは、経済や市場の動向に応じて緩和効果が自動調整されるメカニズムを併せ持った、弾力的かつ継続性のある政策だ、とも述べた。

その上で、この委員は、ゼロ金利政策の重要な内容である以上の2点を、金融市場調節方針においても、より明確に示してはどうか、と主張した。

別のある委員も、ゼロ金利政策とは、狭義マネー以外の短期金融資産の金利を極力引き下げ、その流動性をできるだけ高める政策であり、その意味では、マネーの外側にあるTBやFBなどの金融資産を、マネーに限りなく近いものとする効果がある、と解説した。したがって、ゼロ金利政策は、膨大なマネー類似の資産を作り出していることになり、マネーサプライなどの量的金融指標の表面的な計数が示す以上に、大規模な量的緩和を推し進めている政策と考えられる、との見解を示した。

こうした議論を経て、ゼロ金利政策の継続を支持する委員の間では、金融市場調節方針を、現在の政策の内容をより明確に示すようにするべきだ、という意見が大勢となった。

さらに、多くの委員は、金融調節手段を整備し、ゼロ金利政策が持つ機能を、さらに確実なものとしていくことが適当であると述べた。

何人かの委員は、オペ対応力の強化といったインフラ整備を一層進めていくことにより、日本銀行が豊富かつ弾力的な資金供給を行う能力に対する市場の信頼が向上し、緩和効果を更に浸透させることができる、と述べた。さらに、こうしたことは、2000年問題を控えて一層意義を増しており、資金供給手段の機能強化を打ち出すタイミングとしてもちょうどよいのではないかと付け加えた。

別の一人の委員は、先行きの金融市場を巡るリスクとして、ファンダメンタルズから乖離した急激な円高のリスク、補正予算を巡る思惑を受け、ファンダメンタルズから乖離して長期金利が上昇するリスク、を挙げた。そのうえで、金融調節手段を整備し、オペの機能を強化することは、ゼロ金利政策の効果を一層浸透させることになり、これらのリスクへの対応力を高めることにつながる、と述べた。そして、具体的な手段として、まずは短期国債のアウトライトオペの導入を提案した。

これらの議論を経て、本日の会合において、この後予定されている「2000年問題を踏まえた金融市場調節面の対応」に関する質疑・決定に続いて、オペ手段の整備についても討議することとなった。

なお、以上のほか、当面の金融政策運営を巡る環境や政策手段のあり方についても議論が行われた。

まず、ある委員は、一部で「日本経済はデフレである」という認識に基づいて、「調整インフレ」といった極端な議論まで行われているが、現在の日本は、調整インフレ的な処方箋を考えるような状況では

ない、との見解を述べた。すなわち、最近の企業の価格戦略をみると、収穫逓増産業がシェア拡大のため価格を低めに設定する傾向、情報通信技術などを利用した流通コストの引き下げ、国際分業体制の構築などによるコスト削減、といった動きがみられ、こうした「価格革命」的な動きを「デフレ」の枠組みで捉えることは適当でない、と指摘した。

さらに、この委員は、米国連邦準備制度が国債の価格支持を止めることについて、財務省との間で締結した1951年の「アコード（合意）」についても言及した。この委員は、アコードが示す、「中央銀行は国債価格支持のための国債購入はしない」という原則は、先進国間で共通の考え方であり、これを踏み越えることはきわめてリスクが大きい、と述べた。

また、別の委員は、日本銀行はマネーサプライを増加させるために、民間に直接与信すべきである、といった議論があることに言及した。この委員は、中央銀行が、民間銀行と同様あるいはそれ以上に企業の信用リスクを引き受けると、一国の経済運営や通貨に対する信認にどのような影響を与えるのか、包括的展望を欠いたままで議論が行われているのではないかと発言した。

ある委員は、為替レートと金融政策の関係についてコメントした。

この委員は、為替レートの決定要因にはいろいろなものがあるが、内外金利差という観点からは、日本銀行はゼロ金利政策のもとで、金利水準をぎりぎりまで引き下げており、現実的には、金融政策の立場からこれ以上円安に作用するような手法は考えにくい、と述べた。さらにこの委員は、最近、マネーサプライなどの量的金融指標の日米間の比率が、円ドル相場に影響するといった主張も聞かれるが、こうした議論をもとに、一定の為替水準を量的金融指標の増加によって実現しようとするれば、単純計算では、例えばマネーサプライを何十兆円も増やして初めて可能といったことになり、到底フィージビリティのない議論ではないかとコメントした。

この間、ゼロ金利政策の継続に反対する、2つの主張もみられた。

まず、一人の委員は、景気は底固さを増し、先行きについても、民需が自律的回復に向かう蓋然性は高まりつつある、一方で、ゼロ金利政策の長期化に伴い、その副作用も増大している、これ以上ゼロ金利が長期化すると、これを解除する際のリアクションも一層大きくなるため、解除自体が難しくなってしまう、この結果、今後の経

済情勢の変化への金融政策対応が後手に回るおそれもある、と述べ、ゼロ金利政策の解除を模索し続けていくべき時である、と主張した。ただ、この委員は、ゼロ金利政策の継続に反対の意思を表明する上で、必ずしも自ら議案を提出する必要はないと思われるので、議案の提出は行わない、とも述べた。

別の一人の委員は、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを主張した。この委員は、その理由として、日本銀行としての政策目標を、自らCPIの数値という形で設定し、その責任を明らかにしていくべきであること、アカウントビリティの向上のためには、「デフレ懸念の払拭」といった抽象的な表現ではなく、数値による表現が望ましいこと、量的金融指標の伸びが鈍化していること、景気は4～5月に底を打って立ち上がってきた可能性が高いが、その足取りは脆弱であるので、ここで量的緩和が必要であること、今後打ち出される第二次補正予算などと同調させて、新たな緩和策を打ち出すべきであること、CPIターゲットについては、人々の期待を安定させ、また、国債の引き受けや買い切りオペ増額の要請といった金融政策への政治的な介入の防波堤となり得る効果があること、などを挙げた。

・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。

- 経済はさまざまな政策効果により改善の兆しをみせ始めているが、民間需要の回復力は弱く、景気は厳しい状態を脱していない。このような状況のもとで、政府としては、景気回復に万全を期すため、去る9月28日に公共事業等予備費5,000億円の使用について閣議決定をした。その具体的内容については、事業費ベースで約7,400億円を確保し、また、国の直轄事業の割合を高くするなど、景気浮揚効果や執行面に配慮するとともに、その用途についても、国家的プロジェクトや21世紀の国民生活の発展に不可欠な基盤的インフラ等に限定し、重点化を図ったものとなっている。また、今回の新内閣発足後、総理から、全体の事業規模で10兆円を上回る総合的な経済対策を11月上旬、中旬を目途に策定する旨の発言があった。さらに総理からは、

景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指すために、平成 11 年度第二次補正予算について早急に準備するよう、指示があったところである。

- 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、去る 9 月 25 日の G 7 の声明において、日本経済および世界経済に対する円高の潜在的な影響についての日本の懸念を共有するとされたところであるが、急激な円高の進行は、景気の先行きに対する不透明感を高めることなどにより、ようやく最悪期を脱して改善の兆しを見せ始めている日本経済に、甚大な悪影響を及ぼすおそれがある。また、第二次補正予算の編成に伴う国債市場の動向等も十分注視していく必要があると考えている。日本銀行におかれても、先般の G 7 の機会に総裁が表明されたように、ゼロ金利政策の効果浸透をより確実なものとする観点から、金融調節手段の拡充についても検討されているところと伺っているが、金融政策運営に当たり、市場の動向にも十分に配慮頂き、適切な対応をとるようお願い致したいと考えている。

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によって緩やかな改善が続いているとみている。政府においては、公需から民需へ円滑にバトンタッチが行われ、景気の腰折れを招くことなく本格的な回復軌道につなげていくため、中小ベンチャー企業対策やミレニアムプロジェクト等の政策を含めて、今後わが国の経済運営の指針となる総合的な経済対策を 11 月上旬、もしくは中旬を目途に策定し、平成 11 年度第二次補正予算を編成する方針である。
- 日本銀行におかれては、金融政策手段の多様化を進めるという観点から、調節手段の拡充について検討頂いていると聞いているが、自律的な経済回復が明らかになるまで、為替変動の影響も配慮しつつ、金融経済情勢に応じて、適切な金融調節の手法により、潤沢な資金供給を行うと共に、調節手段の拡充等を含め、より効果的な資金供給を行って頂きたい。

採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、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、金融環境は改善している、物価も、当面横這いで推移していくものとみられる、ただ、先行き、民間需要が自律的に回復していく展望はまだ持ち得ていない、また、円高が景気や物価に与える影響についても注意深く見極めていく必要がある、したがって、物価に対する潜在的な低下圧力は依然として残っており、「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。

こうした認識を踏まえ、会合では、現在のゼロ金利政策を継続していくべきである、また、金融市場調節方針については、現在の政策意図をより明確に反映させたものとすべきである、という意見が大勢を占めた。

ただし、一人の委員からは、CPI（消費者物価指数）の上昇率およびマネタリーベースに数値目標を設定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（10月16日～11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¹）。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7）。

¹ 「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。議長は、補足的な説明として、これまでの金融市場調節方針の表現について、2月のゼロ金利政策決定当時には妥当であったが、現在では不自然となった部分（「短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ」、「当初0.15%を目指し」等）を削除し、さらに、多くの委員から指摘のあった、「豊富で弾力的な資金供給」という点を明らかにしたものである、と述べた。

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

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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、ゼロ金利政策は長引けば長引くほど「低金利、デフレ傾向の持続、円高傾向」となりやすく、特に名目金利を無理やりゼロに抑え込もうとする限りデフレ傾向が持続すること、ゼロ金利政策の効果はすでに十分に浸透し、効果が出尽くしていると思われること、資金供給手段の多様化を図っても、積み上幅が変わらない以上、これが何らかの効果を持つとは思えないこと、日銀の独立性という観点から、今後、国債引き受けや買い切りオペの増額といった政治的圧力をかわすためにも、インフレターゲットを設けるべきであること、市場との対話という観点からは、積み上幅が固定している現行ゼロ金利政策よりは、量的指標を弾力的に動かせる量的緩和の方がよいと思われること、を理由に、上記採決において反対した。

篠塚委員は、景気は底固さを増し、先行きについても、国内民需が自律的回復に向かう蓋然性は高まりつつあると考えられ、ゼロ金利政策の解除を通じた正常な政策金利への復帰を展望できる情勢になってきていると思われること、ゼロ金利政策が長期化するほど、経済主体がこれを織り込んだリスク・テイクの行動をとる傾向が強まっており、これ以上ゼロ金利政策を続けていくと、その副作用や、これを解除する困難さがさらに増していくと考えられること、この結果、今後の経済情勢の変化への政策対応が後手に回ってしまうおそれがあること、を理由に挙げ、上記採決において反対した。

・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

1. 執行部からの提案内容

最近の金融市場は、ゼロ金利政策の継続の下で、全体としては引き続き概ね落ち着いた推移となっている。

ただ、3か月物の金利は、9月29日以降、いわゆる「2000年プレミアム」が上乘せされたかたちで上昇しているほか、レポ市場でも、特定銘柄の国債の年末越え取引についてプレミアムが観察されている。また、資金市場と国債市場の両方で、今後年末にかけて、流動性の低下を懸念する声が強まっているほか、金融機関の年末越え資金調達の本格化を受けて、金利が振れやすくなるリスクがある。市場関係者からは、日本銀行がコンピューター-2000年対応としての流動性供給方針を打ち出さないと、年末越えの資金繰りや担保調達計画が過度に保守的、防衛的になるおそれがある、との指摘も聞かれる。

また、資金需給の見通しについては、例年、年末にかけては銀行券の増発や法人税の納付などから、資金不足幅が大きく拡大するが、本年は国債発行額やF Bの市中発行額が大幅に増加する見通しであることに加え、コンピューター-2000年問題に起因する資金需要もあり、例年を大きく上回る資金不足が発生する見込みである。現在の資金供給能力から考えて、こうした規模の資金供給を行うためには、2か月近くを見込む必要がある。さらに、年内の資金不足にも適宜対応していく必要があることを考えると、調節技術的な面からも、そろそろ年末越えの資金供給を開始することが必要な時期に来ていると考えられる。

2. 委員による検討・採決

執行部の説明を受け、委員は、こうした市場動向や調節技術面の必要性を考慮すれば、コンピューター2000年問題を踏まえた、日本銀行としての金融市場調節面での対応方針を、このタイミングで打ち出すことが適当であるとの結論に達した。こうした認識に基づき、議長は、以下の議案を提出した。

議案（議長案）

1. コンピューター2000年問題に関する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。

この議長案について採決が行われ、全員一致で可決された。

なお対外公表文については、議長は、ここで決定された金融市場調節面の対応と、貸出運営面の対応とを併せて公表する方針を説明した（対外公表文は別添2参照）。

. 金融市場調節手段の整備について

議長が、9月21日の会合において、ゼロ金利政策の一層の効果浸透に努めるという観点も踏まえ、金融調節手段の整備について早急に検討を進めるよう、執行部に対して指示を行ったこと、本日の検討においても、金融調節手段の整備を行うべきであるとの見解が多くの委員から聞かれたこと、を踏まえ、執行部に対し、金融調節手段の整備に関する検討状況につき、説明を求めた。

これに応えるかたちで、執行部から次のような説明が行われた。

執行部として検討中のものは、第一に金融市場調節手段の整備、第二に年末越えのオペの実施の工夫である。

金融市場調節手段の整備としては、まず、短期国債（F B、T B）

のアウトライト（売戻条件または買戻条件を付さない売買）オペを導入することが考えられる。短期国債の市場残高は、9月末時点で合計36兆円強となっており、今後も一段と増えていくと予想される。現在行われている現先方式に加え、アウトライト方式のオペが可能になれば、コンピューター2000年問題のケースのように、短期的に多くの流動性供給が必要となる場合にも、日本銀行として対応がより容易になると考えられる。

また、現行制度の下で、本日からでも実施可能な措置として、レポオペ対象国債を拡大することが考えられる。具体的には、レポオペの対象国債（従来は4年、6年、10年、20年物）に、新たに2年債を加えることを考えている。

次に、年末越え資金需要に対応したオペの運用面での工夫が2つある。まず第1点は、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、弾力的に資金供給を行うため、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を考えている。このため、金融機関等に対しては、手形買入オペ適格担保の事前持ち込みや、社債等担保オペでの根担保差し入れ、CPのオペ適格審査への持ち込み等、所要の準備を早期かつ積極的に行うよう呼びかけていく予定である。

2点目としては、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により、オファー先数を一時的に引き上げることを考えている。

なお、このうち短期国債のアウトライトオペの導入に関しては、金融政策決定会合で決定する必要がある。それ以外の措置は、現在の制度のもとで実施可能であり、適宜開始していく予定である。

2. 委員による検討・採決

執行部の説明を受け、委員は、これらの措置を導入することが有益であるとの見解を共有した。議長は、短期国債のアウトライトオペの導入については金融政策決定会合で決定する必要があることに鑑み、以下の議案を提出した。

議案（議長案）

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、上記方針に基づくその他の事項も含め、総裁が定めること。

この議長案に対し、大方の委員が賛意を示した。

ただ、ある委員は、オペ手段の整備には賛成であるが、こうしたインフラ整備は、本来、当面の金融政策運営方針とは切り離して、独立して検討されるべきものではないか、と述べた。そのうえで、議長案は、「『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」として、この課題をゼロ金利政策の浸透に強く関連付けており、この点は適当とは思われない、と発言した。ただし、この委員は、オペ手段の整備は、金融市場にとって必要な対応であるため、本提案はあくまで恒久的な措置であるとの理解に重点を置いて、議長案に賛成する、と述べた。

一方、別の一人の委員は、この委員と同様の見解を述べつつ、議長案には反対する、と述べた。すなわち、この委員も、調節手段の機能強化には賛成だが、ゼロ金利政策の継続には反対の立場をとっている以上、議長案にも反対せざるを得ない、と述べた。

これらの見解に対して、複数の委員は、オペ手段の機能強化自体は、恒久的な措置であるが、現在市場が関心を持っているのは、金融緩和の効果の浸透とコンピューター2000年問題も含めた年末の資金繰りであるので、議長案の表現は、現下の情勢を踏まえれば適当なものではないか、との見解を述べた。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、短期国債のアウトライトオペの導入には賛成である、しかし、議長案は、これを「ゼロ金利政策」と関連付ける書き方となっており、ゼロ金利政策の継続に反対する立場からは、これに反対せざるを得ない、と述べて、上記採決において反対した。

なお対外公表文について、議長は、ここで決定された短期国債のアウトライトオペの導入と、その他の対応とを併せた内容のものを執行部で作成し、公表する方針を説明した（対外公表文は別添3）。さらに、本日、対外公表する案件が、ゼロ金利政策の継続について定めた金融市場調節方針、コンピューター2000年問題対応、金融市場調節手段の機能強化策、と3種類あることも踏まえ、会合終了後、議長から記者会見を行って、決定内容とその考え方などについて説明することとしたい、と述べた。これに対し、他の委員も賛意を示した。

・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10月15日に公表することとされた。

以 上

(別添 1)

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。

以 上

(別 添 2)
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事ができると考えている。

以 上

(別添 3)
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。

以 上

(99年10月27日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99年10月27日 (9:00 ~ 12:42)

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 (")
	武富 将 (審議委員)
	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 ~ 12:42)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9:00 ~ 12:42)

(執行部からの報告者)

理事	黒田 巖 (11:00 ~ 12:42)
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 (9:45 ~ 12:42)

(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
金融市場局参事	平岩孝一郎 (9:00 ~ 9:38)
企画室企画第2課長	田中洋樹 (9:00 ~ 9:45)
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田眞一

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（9月21日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、11月1日に公表することとされた。

．「短期国債売買基本要領」の制定等、適格資産担保債券の担保取扱いおよび米国国債の担保取扱いについての検討・決定

1 . 「短期国債売買基本要領」の制定等

（1）執行部からの提案内容

執行部から、前回会合で導入することが決定された短期国債アウトライト・オペについて、次のような説明および提案があった。

現在、短期国債の現先オペおよび長期国債のレポ・オペは、短期の流動性の調節手段として利用し、また、長期国債のアウトライト・オペについては、長い目でみて銀行券の増加額に見合った買い入れを行っている。今回導入する短期国債のアウトライト・オペについては、短期国債の現先オペおよび長期国債のレポ・オペと同様に、短期の流動性を調節する手段と位置付けることが適当であると考えられる。また、こうした位置付けを踏まえて、実務的には、実施の規模については、あらかじめ特定することなく、その時々金融情勢に応じて随時、売買を行うこととし、調節したい流動性の期間等に応じて、オペのつど、買入対象銘柄を指定すること、買い入れた短期国債は、原則として現金償還を受けること、市場に資金余剰が生じた場合には、アウトライトでの売却も行いうることとしたい。

このような考え方に立って、「短期国債売買基本要領」を概要以下のとおり定めるとともに、「日本銀行業務方法書」等に所要の変更を行いたい。

- オペ実施店は、本店(業務局)とする。
- 対象先は、短期国債現先オペの対象先と共通とする。
- 売買対象は、割引短期国債および政府短期証券とする。
- 売買日、売買金額等は、金融市場の情勢等を勘案して売買のつど決定する。
- 入札（利回較差入札）で決まった利回りによって売買を行う。

(2) 委員による検討・採決

以上の執行部提案に対して、ある委員から、オペ実施額に上限を設けるべきではないかという意見についてどのように考えるべきか、という問題提起があったが、短期の流動性を調節する手段であるという位置付けを明確にしておけば量的な上限を設ける必要はないという理解が共有された。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。

2 . 適格資産担保債券の担保取扱い

(1) 執行部からの提案内容

執行部から、前々回会合で適格担保化についての基本的考え方が決定された資産担保債券（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、以下「ABS」という。）について、「資産担保債券の適格基準」を概要以下のとおり定めるとともに、当分の間、社債等を担保とする手形買入における担保としてのみ受け入れることとし、「社債等を担保とする手形買入基本要領」および「日本銀行業務方法書」に所要の変更を加える旨の提案があった。また、当面、審査対象とするABSの種類としては、リース料債権・クレジット債権を特定資産とするABS、CBO（社債を特定資産とするABS）、CLO（貸出を特定資産とするABS）の4種類としていく方針であるとの説明があった。

- ABSの本行与信の担保としての適格基準は、次のとおり。

元利金支払いの確実性（特定資産から生ずる金銭等が、特定資産の信用度等に照らし、元利金支払に十分であると認められるとともに、ABSの仕組みが、真正売買性＜特定資産の譲渡が有効かつ確実なものであり、原保有者について倒産手続きが開始されたときでも当該ABSの元利金支払いに支障がないと認められること＞、倒産隔離性＜発行会社に倒産または解散のおそれがないと認められること＞、金銭取立業務の代替措置等に照らして適当と認められること）。

市場性（国内において公募発行されたものであること）。

取引先金融機関等による信用補完がないこと。

その他（円建てであること、準拠法が日本法であること、その

他日本銀行の権利行使に支障がないと認められること)。

(2) 委員による検討・採決

以上の執行部提案に対して、採決の結果、賛成多数で決定、即日公表されることとなった。なお、ある委員は、提案のあった適格基準は、今後ABSの裏付資産が多様化していった場合にも柔軟な対応が可能な作りとなっているが、執行部から説明のあった4種類以外に新たな種類のABSを適格審査の対象とする場合には、事前に政策委員会に報告するように、と付言した。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、日本銀行は、軽々に企業金融の分野に踏み込むべきではないこと、ABSは銘柄数が多く1件あたりの規模が小さいこと、将来的にはCPオペ等も減少しないしは廃止の方向を展望すべきであること、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

3. 米国国債の担保取扱い

(1) 執行部からの提案内容

執行部から、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、以下の要領で、米国国債を日本銀行の手形貸付担保として認めることとするともに、本件については別添1のとおり対外公表したい旨の提案があった。

- 期間は、平成11年12月1日から平成12年1月31日とする。
- 適格とする米国国債の種類は、財務省短期証券(Treasury Bills)、財務省中期証券(Treasury Notes)、財務省長期証券(Treasury Bonds)とする。

- 担保価格は、米国市場における相場を邦貨換算した時価の 85% 以内とする。
- 基準貸付利率の適用に当たっては、「特に指定する債券」として取り扱う（貸付利率は現在年 0.5%）。

（２）委員による検討・採決

以上の執行部提案に対して、採決の結果、全員一致で決定された。

．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（10月13日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、「積み上幅」を1兆円に維持する調節のもとで、0.02%～0.03%で安定的に推移した。なお、10月21日以降、加重平均レートが0.03%となっているが、これは、小数点第3桁目の四捨五入の結果で、実質的な変化はほとんどないほか、むしろ主要行の資金調達地合いが引き緩んでいる中で、相対的に信用力の劣る金融機関の取引のウエイトが高まった結果という面があり、市場でもゼロ金利の範囲内の動きと受け止められている。

この間、ターム物金利は、全体としては引き続き持ち合い圏内の動きとなった。そうした中、特徴的な動きとして、以下の2点が指摘できる。

第1に、公募入札による発行額が増えてきたこと等から一時強含んでいた短期国債レートは、その影響が徐々に市場で消化されてきたことや、日本銀行の年末越えの短期国債買い現先オペが実施されたことなどにより、再び低下してきている。なお、年初に償還を迎える銘柄のレート低下には、本日基本要領を決定した短期国債アウトライト・オペの導入への期待感も影響している。

第2に、3か月物レートは、コンピューター2000年問題が意識され、

¹ 「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。」

出し手が慎重な資金放出スタンスをとる中、取り手が調達スタンスをやや積極化させていることから、幾分強含みで推移した。

こうした状況に鑑み、前回決定会合で決定された「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」²にしたがって、10月14日以降、年末越えの資金供給オペを開始し、昨日（26日）まで9営業日連続で、合計6.3兆円の資金供給を実施した。これは、昨年を上回るペースであり、民間債務を対象とするオペを含めてオペ手段をフル活用して対応している。オペに対する応札状況は、短期国債市場規模の急ピッチの拡大により応札能力が高まっていること等に加え、先般の措置（レポ・オペ対象国債に2年債を追加したことやオファー先数を拡大したこと）の効果もあって、概ね順調である。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

（1）為替市場

前回会合以降10月下旬にかけて、円の対米ドル相場は、強弱材料が交錯する中、方向感の定まらない展開となっている。市場の目先の関心は、日本銀行の金融政策から、補正予算とそれに絡む景気動向や、欧米の金融資本市場の動向に移ってきているように窺われる。

この間、東アジア諸国の通貨は総じて比較的落ち着いた展開となる中、インドネシア・ルピアについては、国民協議会によるワヒド大統領・メガワティ副大統領の選出が、政治・経済改革を促進するものとして好感され、大幅に上昇した。

（2）海外金融経済情勢

米国では、10月入り後、市場予想比強めの経済指標の公表などを背景に、長期金利が上昇した。市場では、労働需給の状況に関心が集まっており、今後の展開をみるうえでは、生産性の上昇と賃金の上昇のバランスが焦点になるものと考えられる。また、株価は、長期金利の

² 「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。」

上昇に加え、14日のグリーンSPANFRB議長の講演が株高を警戒するものと受け止められたことなどを受けて、一時下落したが、その後好調な企業業績の発表が相次いだことなどから反発し、ほぼ9月下旬並みの水準となっている。

欧州の長期金利は、景気回復期待とそれに伴うインフレ懸念、さらには当局の利上げ観測を材料に、上昇傾向を辿っている。このうち、英国では、景気拡大のテンポがほぼ潜在成長率に近づきつつあるほか、労働市場のタイト感も高まっているため、インフレ懸念が強まっている。ユーロエリアでも、個人消費が底固く推移していることに加え、輸出が増加傾向に転じるなど、景気拡大テンポは緩やかに高まりつつある。このため、足許のインフレ率は低位安定しているものの、欧州中央銀行は、夏場以降、物価上昇に対してより警戒的なスタンスに転じている。この間、欧州株価は、こうした長期金利の上昇を嫌気するかたちで軟調に推移している。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降発表された経済指標からは、前回の基調判断(「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」)を変えるような材料は窺われない。

まず、9月の鉱工業生産指数は、前月比(季節調整済み) - 0.8%と、予測指数(- 1.3%)から上振れ、この結果、7～9月期は、前期比(季節調整済み) + 3.8%と高い伸びとなった。また、10～12月期についても、電気・一般機械を中心に高い伸びが予測されており、前期に続きプラスとなる可能性が高まったと判断している。

次に、9月の実質輸出も、前月比(季節調整済み) + 3.7%と予想を上回る伸びをみせ、この結果、7～9月期では前期比(季節調整済み) + 7.9%とかなり高い伸びとなった。地域別にみると、米国向けが伸びを高め、東アジア向けも引き続き高い伸びを示しているほか、2四半期連続マイナスとなっていたEU向けも持ち直している。一方、実質輸入も、7～9月で前期比(季節調整済み) + 3.9%と、高水準で推移している。これを財別にみると、わが国生産の増加を反映した

中間財の増加や、情報関連財の増加が目立っている。

個人消費関連の指標をみると、全体としては、一進一退の範囲内の動きとなっている。まず9月の家電販売は、エアコンを主因に盛り返している。また、全国チェーンストア売上高も2か月連続のマイナスのあと、盛り返したかたちとなっているが、基調としてはそれほど改善していない。一方、百貨店売上高は、都内、全国とも弱めの推移となっており、10月入り後も、気温の低下に伴い秋物衣料品の販売が増加しているものの、全体としては大きな変化はないとの感触である。この間、9月の消費者態度指数は、前回（6月）調査時点から若干改善しており、他の指標などもあわせてみると、消費者コンフィデンスの持ち直し傾向が続いていると判断している。

（2）金融情勢

前回会合以降、民間銀行貸出およびマネーサプライ統計が公表されている。

9月の民間銀行貸出（5業態計＜特殊要因調整後＞）は、前年比 - 1.6%と、前月（ - 1.8%）に比べ若干マイナス幅が縮小した。ただ、これは前年の落ち込みが大きかったことによるものであり、マイナス傾向の持続という大きな基調に変化はないものと考えられる。これを受けて、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）も、前年比 + 3.3%と、3か月連続で伸び率が低下した。やや長期にマネーサプライの伸びを振り返ると、97年末から98年初にかけて（北海道拓殖銀行・山一証券の破綻）と、98年の秋から末にかけて（国際金融市場の動揺を受けた金融市場の流動性危機）が山となっており、本年央以降は、金融不安の鎮静化とともにマネーサプライの伸びも縮小している。

この間、長期金利は、10月入り後、主として、補正予算や国債の需給を巡る思惑を材料に、幾分強含んでいる。一方、株価は、このところ米国株価の動向およびその背景にある米国のインフレ懸念を巡って神経質な展開となっており、10月上・中旬にかけて下落したのち足許やや反発している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合（10月13日）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、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、多くの委員が、輸出が予想以上の増加をみせており、これをひとつの大きな要因として、生産も持ち直しているという評価を示した。これに関連して、ある委員は、道路交通量等からみて、荷動きが活発になっているように窺われると述べた。また、複数の委員から、こうした傾向がはっきりとしてくれば、企業収益の回復や賃金の改善などを通じて、設備投資や個人消費にも相応の波及効果が期待できるとの指摘があった。

一方、個人消費については、前回会合以降の新たな指標をみても、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。ある委員は、自動車メーカーの需要喚起努力にもかかわらず国内販売が低迷していることなどの具体的事例を挙げて、「個人消費は踊り場にさしかかっている」と述べた。また、消費者マインドについて、一人の委員は、家計の「節約指向」は引き続き強いとの認識を示し、また別の委員は、このところ上昇を続けてきた消費性向が今後どのような動きとなるか慎重に見極めていく必要があると指摘した。

こうした状況を踏まえ、「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」という認識が委員の間で共有された。これに関連して、ある委員は、民間需要中心の自律的回復につなげていくためには、切れ目のない公共投資による下支えと住宅減税等政策減税の継続、輸出による下支えが必要であると述べた。この委員は、そうした観点から、東アジアおよび中国経済の動向に注目する必要があると述べた。

この間、議論の過程において、多くの委員が、最近の円高の影響に言及した。ある委員は、これまでの円高を企業が比較的冷静に受け止めているのは、海外需要が強く比較優位のある製品で価格転嫁が進んでいるためではないかと発言した。また、別の委員は、円高を受けて

企業が収益見通しや支出計画を大幅に下方修正するといった声はあまり聞かれていないと指摘したうえで、輸出はアジア経済の回復等を背景に増加基調にあり、企業収益もリストラ努力や生産の持ち直しから全体として改善方向にあると判断できるとの見解を述べた。

一方、さらなる急激な円高の進行に対しては、多くの委員が懸念を表明した。一人の委員は、企業の採算レート等から考えて、これ以上の円高は問題であると述べた。また、別の委員は、輸出主導による景気回復は円高圧力も伴うものである点に留意する必要があると指摘したうえで、景気の回復と整合的な円高であれば良いが、米国経済の不透明感の高まりといった円高要因もあるので、今後とも市場が不安定になるリスクやその経済に与えるマイナスのインパクトには十分注意していく必要があるとの見解を示した。なお、ある委員は、経済のファンダメンタルズを反映しない行き過ぎた円高に対しては、短期的には為替市場への介入が有効ではないか、と発言した。

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、雇用情勢について、今次局面は、従来の雇用調整局面とは異なり、常用雇用者数や労働時間のみならず時間当たり賃金の減少を伴っていること、従来大企業から流出した人材の受け皿となってきた中小企業でも雇用者数の減少がみられることなどから、非常に厳しい情勢にあり、失業率は本年度下期には5%を上回るのではないかとの見通しを述べた。また、こうした雇用情勢を踏まえれば、個人消費には楽観は許されない、との見解を示した。さらに、原油価格が、冬場の需要期を迎え、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うる、と指摘した。また、航空会社等一部需要家が先物取引の2割に相当するコール・オプションを積み上げており、大方の期日の来る来年にかけて、原油価格の大きな波乱要因になる可能性があるとして述べた。

これに対して、別のある委員は、執行部から報告のあった輸出・生産の指標に加え、8月の景気動向指数が、一致指数、先行指数とも上方修正されたことや、読売新聞が10月上旬に行ったアンケートでもほとんどの企業が景気は底を打ったと評価していることなどを挙げて、月を追うごとに景気は底固くなっているとの見解を示した。また、企業の資金繰り判断や貸出態度判断が、中堅・中小企業では、なお「苦しい」超ないし「厳しい」超であることは、逆に言えば、なお需

資掘り起こしの余地がかなりあるということでもありと指摘し、こうした状況で、金融機関の貸出姿勢が徐々に積極化してきているように窺えることは、期待できる材料であると述べた。さらに、雇用情勢が厳しいことについても、企業のリストラを契機に労働分配率が若干低下し始めていること自体は、景気回復の条件を整える面があると述べた。

(2) 金融面の動き

金融面では、主として、わが国の長期金利の動向や、円相場の動向を巡って議論がなされた。

まず、多くの委員が、長期金利の動向について、その実体経済への影響を含め注意深くみていく必要があると指摘した。ある委員は、長期金利が単に国債需給悪化懸念という要因だけで上昇しているのか、あるいは、その背後で、日本経済に対する見通しの改善という要因が働いているのか、よく見極めていく必要があると指摘した。この点、一人の委員は、経済が改善し、物価も横這い傾向が一段と明確になれば、長期金利もある程度上昇すると考えるのが自然であるとの見解を示した。また、別の委員も、株価がしっかりしていることなどからみて、これまでのところは、いわゆる「悪い金利上昇」には至っていないとの評価を述べた。ただ、その委員を含め何人かの委員は、このところたとえば介護保険を巡る政治的な動きを材料に長期金利が上昇するなど、やや不安定な動きもみられる点には、注意が必要であると述べた。

また、多くの委員が、為替相場の動向をみる場合に、わが国経済の見通しばかりでなく、米国の経済および株価の先行きに関するリスクを十分念頭に置く必要があると指摘した。ある委員は、市場では、米国経済がインフレなき拡大を続けていけるかどうか、増大する経常赤字をファイナンスしていけるかどうか、一段と神経質になっているとコメントした。この点に関連して、別の委員は、米国経済について、民間セクターの債務が非常に早いスピードで増加しており、貯蓄不足を海外からの資金還流等でどうにかファイナンスしているという不安定な状況となっているので、株価動向等には一層注意が必要であると述べた。

この間、わが国の株価が米国の動きにより敏感に反応するようにな

ってきていることも、複数の委員が留意点として挙げた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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、委員の金融経済情勢に関する見方は、前回会合時の情勢判断を大きく変える必要はない、という点で概ね一致した。

そのうえで、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。

なお、何人かの委員から、日本銀行がゼロ金利政策を継続し、その金融緩和効果を一段と浸透させる姿勢をとっていることは、長期金利の上昇や円高圧力を抑える方向で寄与しており、引き続きこうした努力が重要であるとの見解が表明された。この点に関連して、一人の委員は、日本銀行の効率的、弾力的なオペの重要性を指摘し、必要であればオペを行う市場やオペ手段についてさらに前向きに考える姿勢を持つ必要があると述べた。

その過程で、「インフレ・ターゲティング」についても議論がなされた。

まず何人かの委員が、中長期的な政策運営に対するコミットメントを示すというインフレ・ターゲティングの考え方を評価したうえで、日本銀行は、すでに「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、ゼロ金利政策を継続する」というアナウンスメントにより、こうしたインフレ・ターゲティングのメリットを最大限取り込んでいる、と述べた。

そのうえで、一人の委員は、コミットメントを具体的なCPIの上昇率で示すことに問題はないか、それで本当に政策運営がわかりやすくなるのか、すでに物価が安定している現在の日本の状況で、意味のある物価上昇率目標を設定できるのか、といった点を検討する必要があると指摘した。また、別の委員は、インフレ・ターゲティングを採用している国でもターゲットだけに依拠して機械的に政策を運

営しているわけではなく、将来の物価動向に関する様々なリスクを総合的に判断して政策運営を行っている」と指摘した。そのうえで、単に「数字を示せば透明性が高まる」といった理解ではなく、その基本的な性質を踏まえて、その得失と実現可能性に関する冷静な議論が必要であると述べた。

この間、一人の委員は、インフレ・ターゲティングには、各国で実施されているスキームのように、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つつ、しかし他方で短期的には裁量的な政策を許す方法と、「調整インフレ論」に代表されるように、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の2種類がある、との整理を示した。そのうえで、前者については、技術的困難はあるものの検討に値するが、後者については、インフレを数量的にも時間的にも正確に起こすことは困難であること、インフレがオーバーシュートする惧れがあること、結局、経済変数の変動を過度に増幅させ経済全体の厚生にマイナスになること、という非常に大きな問題をはらんでいると指摘した。この委員は、長引く低金利政策で生活設計が難しくなっている年金生活者等にとって、インフレによるさらなる資産価値の劣化は到底耐えられるものではなく、こうした選択肢はとり得ないと述べた。

この間、ある委員は、国際コンファランスに出席した機会に、「金利がゼロとなった後にどのような金融政策運営が考えられるか」という観点から海外の政策当局者や経済学者と行った議論の内容を紹介した。

それによると、まず、以下の点については、概ね理解が共有されたとのことであった。

1年までの短期金利がゼロにまで低下すると、ベースマネーと短期金融資産とがほぼ完全な代替財となる。こうした状況下では、短期資産を購入してベースマネーを供給する通常の量的緩和の効果は乏しい（同種の資産同士の交換に過ぎない）。

「目標インフレ率をアナウンスすることによって、人々のインフレ期待を変え、そのことが人々の財・サービスに対する需要を刺激する」という議論があるが、単にアナウンスメントを行うだけで期待形成に効果を与えとは考えられない。

現在の日本銀行のスタンスのように、ゼロ金利政策とともに、その継続性に関するコミットメントを行う「合わせ技」には、一

定の効果が期待できる。

また、この委員によれば、そのコンファランスでは、追加的な緩和手段として、通常中央銀行が行わないようなオペレーション（長期国債の購入積極化、外国為替・株式の購入等）の効果についても、議論が行われた。この点については、これらの資産がベースマネーと完全に代替的でない限り、何らかの効果をもつ可能性があるが、システムティックな効果を挙げられるかどうかは非常に不確実であるという意見が出され、また、そのコストについても十分な検討が必要との見方もあった、とのことであった。

さらに、この委員は、海外の一部には「日本が深刻なデフレの真っ只中にある」という誤解があり、そうした誤解が、非常に極端な手段でも採用すべきという主張につながっているとコメントした。また、こうした認識の問題に関連し、別の委員も、長期国債買い切りオペを増額すべきという主張の中には、日本銀行が買い切りオペを一定のルールのもとで続けており、すでにかかなりの長期国債を保有しているという事実を認識していないものも含まれているのではないかと指摘した。

この間、ゼロ金利政策の継続に反対する、2つの主張がみられた。

まず、一人の委員は、景気は最悪期を脱し、月を追うごとに底固くなってきているという現状認識のもとで、ゼロ金利政策は長引けば長引くほど解除に伴うショックが大きくなるので、できる限り早期に解除の時期を探るべきであると主張した。もっとも、コンピューター2000年問題を目前に控え、利上げを提案する時期ではないとして、今回は議案の提出を行わない、と述べた。

別の一人の委員は、インフレ率目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを採用すべきであると主張した。この委員は、その理由として、景気は本年4～5月頃に底を打った可能性が高いが、回復の量感は極めて弱いこと、円高の影響について、120円と100円台半ばとでは、産業界にとっての意味合いが全く異なること、ゼロ金利の効果が出尽くしていること、政府の総合的な経済対策との調和が必要であること、ポジティブな金融政策を発動して成長率を高めることが国際的にも強く期待されていること、政治サイドからの量的緩和、長期国債買い切りオペの増額といった要請がみられる中で、自由度の高い柔軟な金融政策の枠組みを維持していく必要があること、CPIターゲティングについて議論が深まってきている状況を踏まえ

ると、日本銀行として早急にターゲットを設定すべきであること、などを挙げた。

・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。

- わが国経済は、各種の政策効果の浸透などにより、緩やかな改善が続いているが、なお民間需要の回復力は弱く、景気は厳しい状況を脱していないという認識に変わりはない。このような状況の下で、10月8日の閣議において、景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指すための平成11年度第二次補正予算について、早急に準備をするようにという総理指示があったところである。10月末日までに各省庁から要望の提出を受け、その後全力を挙げて編成作業を進めていく所存である。また、同じく総理より、第二次補正予算を含めた総合的な経済対策を、11月上・中旬を目途に策定する旨の指示があった。大蔵省としても、取り纏めに当たる経済企画庁と協力をしつつ、現在、具体的内容等について、検討を進めているところである。
- 日本銀行におかれても、前回の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、短期国債を対象としたアウトライト・オペの導入等、金融市場調節手段の機能強化を進めることなどが決定されたところであり、また本日の会合において短期国債アウトライト・オペの基本要領の制定等が行われたところであるが、今後とも、金融政策運営に当たり、わが国経済および市場の動向にも十分配慮頂き、適切な対応をとるようお願いしたい。

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。

- 経済の現状について、10月の月例経済報告では、「景気は、民間需要の回復力が弱く、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により、緩やかな改善が続いている」という判断をしている。こうした判断に基づいて、政府として

は、公需から民需へ円滑にバトンタッチが行われ、景気の腰折れを招くことなく、本格的な回復軌道に繋げていくため、中小・ベンチャー企業対策やミレニアム・プロジェクトなどの政策を含め、今後のわが国の経済運営の指針となる総合的な経済対策を策定し、平成11年度第二次補正予算を編成することとしている。今回の経済対策は、現在の経済情勢に鑑みて、理念のある対策とすべきという考え方に立って、「新規性」、「期待性」、「訴求性」という3つの理念を掲げている。このため、対策の取り纏めに当たっては、従来の概念や計画、省庁の枠組みにとらわれない新たな計画構想の策定等に最大限配慮すべきものと考えている。また、対策の成果や効果が国民の目にはっきり見えるよう、政策の目標、全体像、目標年次を可能な限り明示することが重要であると考えている。

- 日本銀行におかれては、金融調節手段の機能強化を進めているが、自律的な経済回復が明らかになるまで、為替変動の影響も配慮しつつ、金融経済情勢に応じて、潤沢でより効果的な資金供給を行って頂きたい。

．採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、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、金融緩和は浸透している、ただ、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、こうした基本的な情勢は、前回会合から大きな変化はなく、「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。

こうした認識を背景に、当面は、ゼロ金利政策を継続し、金融緩和効果の浸透を図っ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、一人の委員からは、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（10月16日～11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³）。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7）。

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2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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、
植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

³ 「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。」

篠塚委員は、景気は最悪期を脱しており、できるだけ早期に金融政策を正常なかたち、すなわち、緩和も引き締めも可能な状態、に戻す必要があること、ゼロ金利政策は長引けば長引くほど解除に伴うショックが大きくなること、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、為替市場・日米株式市場には不安定な要因が強く、追加的な金融緩和が必要であること、マネーサプライやマネタリーベースが低下してきていること、短期国債アウトライト・オペといったテクニカルな手段のみでは、一段の金融緩和効果が発現するとは思われず、積み上額を3～4兆円増やさない限り緩和効果は期待できないこと、目標も手段もフリーな状況は、民主主義国家の中ではそう長く続けられないこと、具体的な数値を示さない限り、説明責任だけで、結果責任を果たしたとは言えないこと、ゼロ金利政策の下では、市場参加者とのダイアログがうまく機能していない状況となっており、より柔軟性の高い量的緩和策を採用すべきであること、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

以 上

(別添1)

平成11年10月27日
日本銀行

米回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、米回国債（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。

以 上

(別添2)

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。

以 上

(99年11月12日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 99 年 11 月 12 日 (9:00 ~ 12:18、13:01 ~ 14:47)

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 (")
	武富 将 (審議委員)
	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 ~ 14:47)
経済企画庁	河出英治	調整局長 (9:00 ~ 14:47)

(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（10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、11月17日に公表することとされた。

. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（10月27日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。

短期金融市場は、きわめて落ち着いた推移を続け、積み上幅²を1兆円とする金融調節のもと、オーバーナイト金利は、0.02～0.03%で安定して推移した。市場では緩和感が一段と浸透しており、金融機関は、超過準備は極力保有しないとの姿勢をさらに強めている。このため、超過準備は減少傾向にあり、日本銀行が供給した資金が短資会社などの預金として積み上がる傾向が一段と強まっている。

この間、年末越えの資金については、これまで20営業日連続でのオペを通じて、既に18.2兆円の資金供給を行った。これは、前年同時期のほぼ倍のペースである。

しかし、こうした大量の資金供給にもかかわらず、市場では、出し手が年末越え資金の放出を手控えていることなどを受け、年末越えの銀行間のターム物金利は上昇傾向を辿った。

こうした中で、市場では次のような動きもみられている。

第1に、生保などの機関投資家が、短資会社経由で、手持ちの国債で本行オペに応じることにより低利の資金を調達し、これを銀行のCDや大口定期で運用するといった金利裁定行動がみられる。

¹ 「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。」

² 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

第2に、CP発行レートの低下傾向を眺め、優良企業がCP発行により低利の資金を調達し、これを、同じく銀行のCDや大口定期で運用するという金利裁定行動がみられる。

こうしたことからみても、企業金融の面では、年末越えの資金繰りに特に逼迫感が目立っているわけではない。

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、方向感の定まらない展開が続く中、概ね104～106円台での推移を続けた。市場では引き続き、米国の金融市場や実体経済の動向に関心が集まっている。

この間、これまで対ドルで上昇傾向を辿ってきたユーロは、最近では反落している。この背景としては、11月4日の欧州中央銀行（ECB）の利上げを受けて、市場では、当面の利上げに打ち止め感が出ていることが挙げられる。

(2) 海外金融経済情勢

各国の金融市場では、このところ、株価の上昇傾向が目立っている。

米国では、特に店頭市場のNASDAQが、ハイテク株の堅調を受けて、既往ピークの更新を続けている。

また欧州では、前述のECBの利上げが、先行きのインフレ懸念を未然に防ぐものと市場に評価され、長期金利は低下傾向を辿った。これを受けて、株価は総じて上昇しており、例えばフランス株価（CAC40）は既往ピークを更新している。

さらにエマージング諸国でも、米国株価の堅調が好感されたことや、韓国、マレーシア等でのソブリン債の格付け引き上げの動きなどを受けて、株価は上昇傾向にある。

各国の実体経済をみると、まず米国経済は、内需中心の拡大を続けている。この間、賃金は上昇傾向が目立っているが、生産者物価や消費者物価は比較的安定して推移している。市場では、労働需給の引き締めによるインフレ圧力は、生産性の上昇によってかなり吸収されているとの見方が、やや強まっている模様である。

ユーロエリアでも、輸出の増加が生産の増加につながるという前向きな循環が働いており、景気回復のテンポが緩やかに高まりつつある。

こうしたもとで、前述の通り E C B は、11月4日に、政策金利の引上げを実施した。

N I E s、A S E A N 諸国でも、景気回復傾向が一段と明確になっている。これらの国では、総じて情報・通信関連分野を中心とする輸出の増加が生産の増加に結びつき、これが所得環境の改善などを通じて、個人消費などにも徐々に前向きの影響を与えつつある。この間、特に韓国では内需の強さが目立っている。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、設備投資は減少テンポを緩めつつあるが、基調としてはなお減少を続けている。個人消費も一進一退の状況が続いている。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、純輸出は、輸出の大幅増加を主因に増加している。

こうした最終需要の動向や在庫調整の進捗を反映して、生産は増加を続けており、10～12月の生産も、7～9月に続いて増加となる可能性が高まっている。生産活動の好転などを背景に、雇用指標の一部には、雇用情勢の悪化に歯止めがかかりつつあることを示唆するものもみられる。ただ、企業の人件費抑制スタンスには変化が窺われず、雇用・所得環境は全体としてなお厳しい。

このように、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。

物価面をみると、国内卸売物価は、原油等輸入物価のこれまでの上昇の影響に加え、在庫調整の進捗もあって横這いとなっているほか、消費者物価も、前年並みの水準で推移している。

先行きについては、輸出は、円高の影響を考慮しても、東アジアを初めとする世界経済の回復傾向が一段と明確化する中で、なおしばらくは増勢を維持する可能性が高い。また設備投資についても、製造業では下げ止まりつつあることから、全体の減少テンポはさらに緩やかになると考えられる。公共投資は、来年初には工事量の減少がいったん明確化する可能性が高いものの、経済新生対策が実施に移されていけば、年度末までには工事の発注が再び増加に転じてくると考えられ

る。こうした状況からみて、米国経済の変調等の大きなショックがない限り、当面、最終需要の大きな落ち込みは回避できる公算が大きい。

ただ、企業収益は改善傾向が続いているとはいえ、財務リストラを経営上の優先課題とする企業がなお多い中で、設備投資が今後どの時点で明確な増加に転じるかは見通し難いなど、民需が自律的回復に転じていく明確な展望は、まだ拓けるには至っていない。また、為替相場の変動が企業収益などに及ぼす影響についても、引き続き注視していく必要がある。

物価は、当面、原油価格の上昇や、在庫調整の進捗を反映した国内商品市況の下げ止まりを背景に、概ね横這いで推移すると予想される。しかし、民間需要に自律的回復の展望が拓けていない現状では、物価が先行き再び軟化するリスクは残っていると考えられる。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利が引き続きゼロ%近傍で推移している。ターム物金利は、期間の短いものは既往ボトム圏内で推移しているが、年末越えとなるものは、「コンピューター2000年問題」の影響から上昇している。

長期国債流通利回りは、補正予算への思惑を受けた国債の需給悪化懸念などを背景に、10月下旬には一時1.9%前後まで上昇したが、その後は、投資家の買い意欲が根強いとの見方が市場に広がったことなどをを受けて低下し、足許では再び1.7%台となっている。日経平均株価は、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、11月10日には年初来最高値を更新した(18,567円)。ただ、業種別にみると、通信、電気機械、金融が上昇している一方、建設・不動産は下落するなど、ばらつきが目立っている。

ジャパン・プレミアムは、期間の短いものについてはほぼゼロの状態が続いている。また、国債と社債の流通利回りスプレッドは、最近では再び縮小傾向が目立っており、市場参加者のリスク・テイク姿勢は一段と前向きになっているように窺われる。同時に、こうしたスプレッドの縮小には、景気動向や企業リストラの動きなどを背景とする、企業の信用リスク自体の低下が寄与している可能性もある。

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

約が緩和していることや、経営健全化計画への対応もあって、上期に比べ、下期入り後の融資スタンスは前傾化している模様である。

しかし、資金需要の面では、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続いている。これらの結果、民間の資金需要は低迷しており、民間銀行貸出は基調としては弱めの動きを続けている。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(M2 + CD)の前年比は、資金需要の低迷を反映し、伸び率がやや鈍化している。この間、マネタリーベースの前年比は、5%台後半～6%台で推移している。

このところ、設備投資が基調としては減少を続ける中で生産は増加しており、企業にとっては「支出抑制の中でのキャッシュフローの改善」という形で、バランスシート調整を進めやすい状況となっている。これが、足許、景気は持ち直しに転じる中、金融面ではむしろ資金需要やマネーサプライの伸び悩みといった現象が生じている背景と考えられる。

・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

景気の現状については、多くの委員が、輸出の増加や情報通信関連部門の好調が生産の増加につながり、これが最近では、企業収益の改善や雇用・所得環境の下げ止まりにも結び付いてきている、との見方を共有した。何人かの委員は、景気の現状は、前月に比べ前進している、と述べた。このうち一人の委員は、景気は「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、徐々によい方向に動いている」と表現した。

ただ、個人消費や設備投資といった民間需要には、少しずつ明るい材料も出ているものの回復の明確な動きは、依然としてみられていない、との見方も多く示された。このため、景気の現状についての多くの委員の認識は、「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」という評価に、ほぼ集約された。

まず、公共投資や住宅投資について、何人かの委員が、基本的には

頭打ちとなっているが、需要の下支え効果は続いている、と述べた。

次に、輸出については、大方の委員が、アジアなど海外経済の回復を受け、増加傾向が一段と明確になっている、との見方を共有した。

何人かの委員は、これまでのところ、海外経済の拡大によるプラス効果が、円高によるマイナス効果を上回っている、と指摘した。このうち一人の委員は、6、7月頃から直近時点までの間、円高が進んだ一方で、諸機関による世界成長率見通しも、かなりの程度上方修正されており、世界経済の同時回復というパイの拡大によって、円高の影響がオフセットされている姿が示されている、と解説した。また、別の一人の委員は、97年の日本経済の減速にアジア経済の混乱がかなり影響したのであれば、逆に、アジア経済の回復が、今度は日本経済にかなりのプラス効果を及ぼすことは不思議ではない、と述べた。

また、多くの委員は、こうした輸出の増加や情報・通信関連分野の好調、在庫調整の進捗などに支えられ、生産がかなり明確に増加していることを指摘した。これらの委員は、生産の増加の影響が、企業収益や雇用・所得面にも徐々に及びつつある、との認識を概ね共有した。ただ同時に、こうした企業・家計の所得環境の改善が、設備投資や個人消費のしっかりした増加につながり、民間需要の自律的回復を確認できる段階にまでは、まだ至っていない、という点でも、概ね意見の一致をみた。

まず設備投資について、何人かの委員は、生産の増加や企業リストラの動きを受け、企業収益が改善しているほか、設備投資関連の指標などからみて、製造業の設備投資は下げ止まってきている、といった、明るい動きを指摘した。ただ、同時に多くの委員は、設備投資は、減少テンポを緩めつつも、なお全体としては減少基調を続けている、との見方を示した。

次に、個人消費に関しては、まず、多くの委員が、足許の生産の増加は、時間外給与の増加などを通じて、家計の所得環境を改善させる方向に働いている、と指摘した。さらに、このうち一人の委員は、労働需給の面でも、雇用者数に下げ止まりの動きがみられる、有効求人倍率が上向きに転じており、新規求人倍率も、サービス業を中心に改善している、失業率も2か月連続で低下している、などの前向きの動きを指摘した。別の一人の委員も、こうした雇用・所得環境の改善が続けば、個人消費の回復に向けた重要な条件が整うことになる、

と述べた。

ただ、多くの委員は、個人消費関連の指標などからみて、個人消費は全体としては一進一退の動きを脱していない、という見解を示した。何人かの委員は、本年前半の個人消費関連の指標は、所得環境が厳しい中で比較的健闘していた感があるが、7～9月の指標はむしろやや不冴えなものもあった、と指摘した。こうした状況を捉え、ある委員は、個人消費は「踊り場」の状況といえる、と述べた。

この間、ある委員は、景気動向指数からみた景気動向に言及した。この委員は、景気動向指数の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）をみる限り、景気は4～5月に底入れし、その後も回復してきている可能性が高い、との認識を示した。ただ、回復の量感是非常に乏しく、景気は来年前半までは弱いながらも回復を続けるとみられるが、その後については不透明感が強い、とも述べた。

物価動向については、大方の委員が、全体として横這い圏内で、比較的安定して推移している、との認識を示した。

ある委員は、需給ギャップの水準が依然として大きい中で物価が横這いで推移していることをどう考えるべきか、との問題を提起した。

これに対し、一人の委員は、需給ギャップの水準と物価上昇率の関係は、あくまで大まかなものと捉えるべきであろう、との趣旨を述べた。そのうえでこの委員は、全体としての需給ギャップはなお大きいとはいえ、輸出の増加などを反映して、限界的に需給が改善していることが、足許の物価安定に寄与していると指摘した。

さらに別の一人の委員は、物価が横這いで推移している背景を、企業の視点から解説した。この委員は、在庫調整の完了や輸出の増加を受け、短期的な需給バランスの悪化による価格の下落傾向は止まっているが、国内民需が依然力強さを欠いているため、企業が価格を引き上げることは難しい、と述べた。

一方、ある委員は物価に関連して原油価格に触れ、イラクの原油輸出禁止等を背景に、現在原油在庫が急減中で、99年第4四半期には適正在庫比大幅に不足となる見込みであり、こうした事情を背景に原油価格がさらに上昇する可能性が大きく、これが世界経済の攪乱要因となる可能性もある、と指摘した。

(2) 金融面の動き

金融面については、多くの委員が、前回会合以降、市場は総じて落ち着いて推移している、金融環境は引き続き改善している、との見方を示した。その事例として、何人かの委員は、長期金利や為替相場が比較的落ち着いている中で、株価が堅調に推移していることや、クレジット・スプレッド（民間債利回り - 国債利回り）が縮小傾向にあること、などを挙げた。このうち一人の委員は、金融環境は全般として、緩やかな景気回復をサポートするものになっている、と述べた。

何人かの委員は、最近、株式市場においてみられる特徴的な動きとして、日本の株価が米国株価に敏感な状況が続いていること、業種間の格差が目立っていること、を指摘した。このうち一人の委員は、情報通信革命の世界的な流れの中で、投資家は、こうした流れに乗ったグローバル企業を、日米欧の市場を問わず買うという傾向が強まっており、これが「各国株価の連動と業種間格差の拡大」という現象の背景となっているのではないかと述べた。

一方、別のある委員は、最近約1ヶ月間の日経平均株価の上昇の約半分がニュー・エコノミーを代表する情報・通信関連の1銘柄によるもので、むしろ銘柄数的には上昇している株より下落している株の方がはるかに多いと指摘し、二極化が進む中での陰の部分 강조했다。

この間、長期金利について、何人かの委員が言及した。

何人かの委員は、現在、長期金利は比較的落ち着いて推移しているが、今後、市場参加者が景気回復に手応えを感じ始めれば、長期金利にも上昇圧力がかかってくることを考えられる、と指摘した。

この点に関し、別の一人の委員は、経済のファンダメンタルズの改善に沿った長期金利の上昇は、景気回復にとってリスクとなるものではない、と述べた。ただし、ファンダメンタルズから乖離して急激に長期金利が上昇する場合には、景気回復の足を引っ張りかねず問題であり、金融政策の立場からは、オーバーナイト金利のアンカー効果を期待して、機動的、弾力的な資金供給によって対応を図るべきである、とも発言した。

これに対し、別の複数の委員は、中央銀行が長期金利を直接コントロールしようとすることは適当でないし、市場の安定や市場機能の健全な発揮という観点からは、市場参加者に対して安易な長期金利のマニピュレーション（操作）の期待を与えることは危険である、と述べた。これらの委員は、景気回復に伴う長期金利の上昇は、相場につ

きものである多少の振れも含めて、基本的に受け入れていくべきものである、長期金利のオーバーシュートといった事態を回避するためにも、長期金利の動きの背景にある経済情勢を丹念に分析し説明していくことにより、市場の期待を安定化させ、金利が実体経済に沿って形成されるような環境を整えていくことが重要である、との見解を示した。

また、円相場の動向について、一人の委員は、最近、米国におけるインフレ懸念の後退につれて、円ドル相場が安定を取り戻す傾向がみられると指摘し、こうした動きは、最近の円高がかなりの程度「ドル安」の動きであったことを示しているように窺われる、と述べた。

また、何人かの委員は、過去の円高局面と比較して、企業の対応は総じて平静である、と指摘した。このうち一人の委員は、現在の105円前後の為替水準のもとで株価は堅調に推移しており、市場も、現在の相場水準であれば、景気回復の動きを大きく阻害するものとはみていないように窺われる、と述べた。もっとも、別の一人の委員は、企業が許容範囲と考える為替相場のレベルは、1ドル110円を中心とする105円～115円のレンジであると考えられ、今後、ここから更なる円高が急激に進むことがあれば、景気回復にとってのリスクとなる、と述べた。さらに、こうした円高が生じることがあれば、市場介入で前向きに対処すべきである、と付け加えた。さらに別の委員は、1ドル120円のレベルと108円を超えるレベルでは、企業に与える影響が全く異なる、と述べた。

こうした議論を踏まえ、委員は、為替相場の動向やその経済への影響については、引き続き注視していく必要があるとの見解を共有した。

企業金融面について、ある委員は、ゼロ金利政策のもとで、企業の資金繰り懸念は大きく後退している、と述べた。加えて、この委員は、銀行の融資スタンスは、スプレッド重視から貸出ボリュームの拡大を重視する姿勢へと徐々に変わりつつある、企業の起債環境も良好である、と指摘し、実体経済に必要な資金は十分に供給されている、との見方を示した。さらに、低金利は企業の支払金利コストの低減を通じて、企業収益にプラスに作用している、とも述べた。

同時にこの委員は、企業のリストラや資本効率重視の経営などの影響もあって、依然として資金需要は低迷が続いている、との認識を示した。ただ、ごく最近では、生産の増加などを受け、設備補修などの資金需要はようやく出てきている、とも指摘した。

(3) 景気の先行き

景気の先行きに関し、多くの委員は、足許の景気の改善は、先行きの経済にも少しずつ前向きの影響を及ぼしていくと考えられる、との認識を示しつつも、「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見解を、概ね共有した。

この間、景気の先行きに影響を及ぼし得るいくつかのファクターについて、議論が行われた。

まず、今般策定された経済新生対策について、何人かの委員は、これにより、公共投資による需要下支えが来年前半まで切れ目なく続いていく目途が立ってきており、これまで懸念されていた「来年入り後に公共需要が減速するリスク（大きなフィスカル・ドラッグのリスク）」はかなり遠のいた、との見解を示した。

次に、先行きの輸出動向などに影響を与え得るとみられる海外景気の動向、特に、米国経済の先行きについて、多くの委員が発言した。

何人かの委員は、最近米国では、生産性の向上によってインフレ圧力がかなり吸収されており、当面、インフレなき景気拡大を続けていく可能性が高いとの見方が強まっている、と述べた。このうち一人の委員は、最近、米国の企業経営者などと面談した印象でも、「情報・通信技術の発達や規制撤廃、企業リストラ等により、生産性が向上している」といった、いわゆる「ニュー・エコノミー論」的な見方が、再び増えている、と述べた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、海外経済は当面、回復基調を維持していくとみられ、日本の輸出も増勢を維持する可能性が高い、との見方を示した。

この間、ある委員は、失業率が歴史的にみてほぼ最低水準となっているにもかかわらず、物価が上昇していないことの背景として、フィリップス・カーブの視点からは、製造業の稼働率が過去の平均より2%ポイントほど低いこと、高水準のプロフィット・マージンが賃金上昇をうまく吸収しているとみられること、を指摘した。

同時に何人かの委員は、米国の対外赤字が拡大傾向にあることや、家計貯蓄率が低水準にあることなどを指摘した。このうち複数の委員は、こうした米国経済のインバランスが表面化する可能性について、金融政策を考えるうえでの標準的なシナリオに織り込むことは難しいが、リスクの一つとして念頭に置いておく必要がある、と述べた。

次に、足許の景気持ち直しが、先行きにどのような影響を与えてい

くのか、議論が行われた。

複数の委員は、足許の生産の増加が、企業や家計の所得環境にプラスの力を及ぼし始めるなど、前向きの循環が始まりつつあり、先行きを展望するうえでも、プラス材料が見え始めている、と述べた。ただ同時に、これらの委員は、構造問題や企業リストラのために、前向きの循環の力があまり大きなものにならないリスクがあり、先行きの民需についての判断を前進させるには至っていない、との見解を示した。

こうした議論を踏まえ、多くの委員は、足許の景気は持ち直しに転じつつあるとはいえ、先行きについては、民需の速やかな自律的回復を展望できるには至っていない、との見方をとった。

この間、個人消費や設備投資の先行きの展望について、それぞれ、やや踏み込んで検討が行われた。

個人消費については、多くの委員が、雇用・所得環境の下げ止まりは、少なくとも、先行き個人消費が減少に向かうリスクを後退させている、との見解を示した。ただ、同時に、何人かの委員は、企業のリストラは続いており、実際に冬季賞与は前年比マイナスが見込まれているなど、先行きの所得環境が明確に改善していくのかどうか、なお不確定要素が大きいことに加え、本年前半の個人消費を支えてきたような消費性向の上昇は、今後も続くとは考えにくい、と指摘した。そのうえで、個人消費の明確な回復の展望は、現時点ではなお見通し難い、と述べた。

一方、別の委員は、家計調査をみると、本年前半の消費を支えてきたとみられる自営業者層の消費意欲に、減速の兆しがみられる、日本において、情報関連消費（電話通信料＋通信機器＋パソコン＋ワープロ）が消費全体に占めるシェアは米国の半分程度に過ぎない、といったことを挙げ、消費の回復力について、より慎重な見方を示した。

また、複数の委員は、個人消費回復のための環境整備として、いくつかの制度面の課題についてもコメントした。

ある委員は、企業は、パートタイム比率の引き上げなどにより賃金調整を進め、労働分配率の引下げを図っている、と述べた。そのうえで、職業教育や年金のポータブル化等などを通じた労働市場の流動化、パートタイマーの雇用環境の整備などが、今後の消費回復の環境整備にとっても重要だ、と指摘した。別の一人の委員は、年金制度や社会保障に関する制度改革を通じて、消費者の先行き不安感を取り除いていく必要性を指摘した。

また、設備投資に関し、多くの委員は、企業収益の改善傾向は、先行きの設備投資にとって明るい材料である、先行指標をみても、設備投資の減少テンポは緩やかになっており、特に製造業では下げ止まりつつある、との見解を示した。

このうち一人の委員は、GDPに占める設備投資のシェアなどからみて、設備投資は既にかなり絞り込まれている、各種アンケート調査などからみた企業の設備過剰感も徐々に後退しつつある、企業の景況感なども改善の方向にある、といったことを指摘し、先行きの設備投資回復への展望は拓けつつあるのではないかと、として、やや前向きな見解を示した。

ただ、こうした見解に対し、多くの委員は、過剰設備や過剰債務の圧縮に向けた、企業のバランスシート調整の動きが続いていること、地価の下落傾向が続いていること、民間の資金需要が依然として低迷していること、などを踏まえると、現時点では、設備投資が自律的に回復していく展望までは持ち得ていない、との見解を示した。

この間、設備投資の先行きについて、より慎重な見方を付け加える委員もみられた。この委員は、情報関連投資が設備投資全体に占めるシェアはせいぜい1割程度しかなく、その寄与は米国ほど大きくないこと、原油価格の上昇が先行きの企業収益にとってリスクとなり得ること、といった点を挙げ、設備投資の底入れはせいぜい来年度下期ではないかと、との見方を示した。

こうした議論を踏まえ、多くの委員は、設備投資の回復の展望を判断するに当たっては、なお、今後の企業の投資スタンスや関連指標の変化などを注意深くみていく必要があるとの見解を共有した。

次に、物価の先行きについて議論が行われた。

ある委員は、物価が概ね横這いで推移しているもとで、足許の景気が持ち直しに転じつつあることからみて、もはや「デフレ懸念の払拭が展望できない」とはいえないのではないかと、との見解を述べた。

これに対し、別の一人の委員は、来年度の成長率も若干のプラスとなる可能性が高くなったが、それでも、先行きの需給ギャップが明確に縮小していく展望は持ちにくく、来年のインフレ率がマイナスとなる確率はある程度残っている、と述べた。こうした見方に立って、この委員は、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢にはまだ至っていない、と述べた。さらにこの委員は、現段階では、日本経済が潜在成長率を上回って拡大していく展望は持ちにくく、インフレが加速していくリスクも小さいと考えられるので、「デフレ懸念の払拭が展望

できるような情勢」を判断するためには、もう少し先の経済指標をみていくことでよいのではないかと述べた。

また別の一人の委員も、こうした見方に基本的に賛意を示した。そのうえで、この委員は、足許の景気の改善傾向は、限界的な需給の改善を通じて、先行きの物価低下圧力を緩和する方向に作用すると考えられる、しかし、民需回復の展望がはっきりしないもとでは、こうした限界的な需給の改善が続いていくとも言い切れない、一方で、企業のリストラの動きにより、平均的な労働コストには低下圧力がかかり続けている、と述べ、やはりデフレ懸念は残っている、との考えを述べた。

このような議論を受けて、先ほど「デフレ懸念の払拭が展望できない」との判断に疑義を唱えた委員は、ゼロ金利政策解除の条件となっている「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断について、

物価面に力点を置いて判断するのか、潜在成長率との対比でみた現実の成長率や、需給ギャップなどにより焦点を当てるのか、といった点につき、あらためて問題提起を行った。これに対して、別の複数の委員は、基本的には物価をみていくことになるが、先行きの物価を判断するに当たっては、そ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いく必要がある、と述べた。また、別の委員は、そうした観点から、現段階では、民需の自律的回復の展望について注意深くみていく必要があると述べた。

こうした議論を踏まえ、多くの委員の見解は、足許の景気の改善に伴い、物価も底固さを増している、ただ、民需の自律的回復が展望できる状況には至っておらず、また、円高の影響も見きわめる必要があることも踏まえれば、なお「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、という点で、概ね一致をみた。ただ、同時に何人かの委員は、足許の景気の改善が、物価動向にも影響を与えていくことは確かであり、先行きのデフレ懸念を巡る判断は、これまでに比べ難しさを増しつつある、との見解を述べた。

・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、足許の景気は、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、金融環境は改善している、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力は引き続き残存している、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、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」にはなお至っていない、との判断を共有した。この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在の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、大勢意見となった。

この間、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、一人の委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した2月12日以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、を主張した。

この委員は、まず、景気は持ち直しに転じつつある、生産の増加が企業収益や所得にも前向きの影響を与えており、そのプラス効果は、設備投資や個人消費の面にもいずれ表れてくる、公共需要の息切れリスクは後退した、物価も横這い圏内で推移しておりデフレからはほど遠い状況である、といった見解を示し、日本経済は、ゼロ金利政策導入時の「緊急事態」からは脱している、と述べた。

さらにこの委員は、ゼロ金利政策のマイナス面が、時間の経過とともに目立ってきている、とも主張した。すなわち、こうした極端な金融緩和が長期化するほど、所得移転の歪みの問題が深刻になる、ゼロ金利政策の長期化を前提とした市場参加者の行動が目立っており、こうしたことが続けば、ゼロ金利政策の解除に伴うショックがより大きくなる、構造改革のインセンティブを弱めている、といった点を指摘した。さらに、経済が改善している現段階で、なお、「一段の金融緩和」や「調整インフレ」といった極端な主張まで世間でみられていることは、政策が後々もたらずコストの問題に社会が鈍感になってきていることを示唆しており、こうした議論が登場する背景には、ゼロ金利を維持していることがある、と付け加えた。

また、この委員は、過去4回の会合では、2000年問題の存在なども懸念して議案は提出しなかったが、既に2000年問題に対応した金融市場調節方針および貸出運営方針を日本銀行が公表し、そのうえで年末越えの資金供給も積極化していることなどを踏まえると、現時点では、2000年問題が基本的な金融政策判断に大きな影響をもたらすも

のにならないと考えられるため、今回は議案を提出したい、と述べた。

この委員の主張に対し、何人かの委員が発言した。

まず、ある委員は、景気が「緊急事態」を脱したとの見方には賛同するが、ゼロ金利政策を解除すべきか否かは、やはり、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になったかどうかで判断したい、と述べた。その上で、先行きのインフレ率がマイナスとなる可能性がある程度残っている現段階では、やはり、ゼロ金利政策を解除することは適当ではない、との見解を示した。

別の一人の委員は、金融緩和が、短期的には非効率セクターの温存につながる面があることは確かだが、低い資本コストは、非効率セクターと成長セクターに等しくプラスに作用するはずであり、競争的な環境さえ維持されていれば、非効率セクターはいずれ淘汰されるとみるべきではないか、と述べた。そのうえでこの委員は、景気の現状はまだ「小じっかり」程度であり、この時点で現在の政策の枠組みを外すことは適当ではない、との見解を示した。

さらに別の一人の委員は、ゼロ金利は、安定的な経済成長との整合性という観点からは異常な金利体系であり、経済が成長パスに戻った段階では当然修正されなければならない、と述べた。ただ、同時にこの委員は、更なる急激な円高が起こったり、ファンダメンタルズから乖離した長期金利の上昇が起これば、景気回復に向けた企業行動にとってリスクとなる、と強調した。そのうえでこの委員は、現在のゼロ金利政策は、これらのリスクに対し流動性の面から最大限対処し得るものであり、現時点ではこの政策を維持していくことが妥当である、と述べた。

別の一人の委員は、CPI上昇率に目標値を設けた上で、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために超過準備額を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、米国やアジアの景気が上向いているうちに、日本経済の足取りを確かなものとする必要があること、円高圧力を少しでも緩和する必要があること、経済新生対策とシンクロナイズさせて、何らかの金融緩和策を打ち出すべきであること、

今後、日本銀行に対し、長期国債の買い切りオペ増額などの圧力が強まることが考えられるので、そうした圧力をかわすためにも、CPIおよびマネタリーベースの上昇率に目標値を設けることが有効であること、日本銀行には、日銀法により明記された「物価の安定」と

いう目的を、自ら具体的数値で示す責務があると思われること、インフレ・ターゲティングを採用すれば、物価だけでなく、その背後にあるGDP、失業率、マネーサプライ等のパスを予測しながら金融政策を運営することになるので、金融政策が今以上にフォワード・ルッキングかつプリエンティブ（予防的）になること、などを挙げた。加えてこの委員は、日本銀行はせめて米国連銀並みに、マネーサプライ、GDP、失業率、物価等の予測値を公表していくべきであると主張した。

この委員の主張に対しても、何人かの委員が発言した。

ある委員は、経済の予測値は、様々な仮定に基づくものであり、これを公表する場合、微妙な問題を避けては通れない、と述べた。さらに、インフレ・ターゲティングは、あくまで先行きのインフレ率目標を数値化するものであり、現実のインフレ率に対して機械的に政策を発動するものではない以上、金融政策の判断は、やはり、ある種の総合判断にならざるを得ない、との見解を示した。別の委員は、米国連銀が出している実体経済や物価の見通しは、連銀としての予測値ではなく、理事会の各メンバーなどがそれぞれ持っている見通しを、その平均値などの形で示しているものである、と指摘した。

また、複数の委員は、同案が示す、中間目標としてのマネタリーベースの伸び率と、最終目標であるCPI上昇率との関係 具体的には、両者の伸び率の関係やタイムラグの根拠 について、疑問を呈した。

このうち一人の委員は、日本銀行が豊富な資金を供給しても超過準備はむしろ減少しているのが実情であり、「超過準備を増やす」操作に、そもそもフィージビリティがないのではないかと付け加えた。

これに対し、同案を主張した委員は、数値目標が達成できなければ、それを説明するという形でアカウントビリティを高めていけば良い、超過準備を増やす方法については、積み上幅を3～4兆円位に拡大させれば、実現できると考えている、と反論した。

なお、一人の委員からは、金融政策運営を議論するに際し、金融政策の目的は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」ことであるが、「物価の安定」とはそもそも何を言うのか、改めて原点にかえって議論する必要がある、アカウントビリティ充実の観点から、金融政策の操作目標、中間目標、最終目標について具体的な数値 目標値、参考値、見通し等 にできるのか、

またそれが質的に意味のある数値かどうか、再度議論を深める必要がある、との問題提起がなされた。

・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。

- わが国経済は各種の政策効果の浸透等により緩やかな改善が続いているが、経済の自律的回復の決め手となるべき民需の回復力は依然として弱い状況にある。

- このような状況の下、政府は景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指すため、昨日、経済新生対策を取り纏めた。これは、中小企業・ベンチャー企業の振興や技術開発の推進、成長分野における規制緩和・制度改革、雇用対策等、日本経済のダイナミズム発揮のための政策、生活基盤やネットワーク・インフラの整備等、21世紀の新たな発展基盤の整備、金融市場の活性化や不動産の証券化、住宅金融対策等、という3つの柱からなっている。総事業規模は17兆円程度、さらに介護対策を含めれば18兆円程度となる。

今後、予算措置が必要となるものについては、今月末に国会に提出する予定の第二次補正予算の編成に際し、適切に対処して参りたい。経済新生対策の着実な実施により、公需から民需への円滑なバトンタッチが行われ、わが国経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗り、その長期的な発展基盤が確立されるものと考えている。

- 本対策に盛り込まれた諸施策を政府が実施することとあわせて、日本銀行におかれても、経済新生対策の中で要望されている通り、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

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。

- 経済情勢および経済新生対策の内容については、只今大蔵省

からの出席者から説明があった通りである。なお、同対策の策定にあわせ、現在の経済状況を考慮し、対策の効果も織り込んで、昨年末に作成した99年度政府経済見通しを上方修正（実質成長率：+0.5% → +0.6%）した。

- 日本銀行の金融政策についての要望は、只今大蔵省からの出席者が発言した通りである。よろしく願い申し上げる。

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、輸出や生産を中心に、持ち直しに転じつつある、金融環境は改善している、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力は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、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、一人の委員からは、経済環境の改善を踏まえ、金融市場調節方針を、現在のゼロ金利政策を採用した2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、もう一人の委員からは、CPI（消費者物価指数）の上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の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7）。

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(11月16日~12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(注³)。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7)。

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

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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、マネーサプライやマネタリーベースの伸び率が低下しており、円高プレッシャーなどの悪影響につながりかねないこと、現行のオーバーナイト金利をター

³ 「マネタリーベースについて2000年7~9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9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。」

ゲットとする方法では、これ以上の緩和の余地がなく、レジームを変える必要があること、現在の政策の枠組みは抽象的な文言が多く、政策の枠組みを具体的数値によって示さなければアカウンタビリティを果たしているとはいえないこと、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、足許の景気は持ち直しに転じており、これにより、民需の自律的回復の展望も拓けつつあると考えられること、一方で、ゼロ金利政策の副作用が、時間の経過とともに大きくなっていること、ゼロ金利政策は、デフレ局面入りのリスクという「緊急事態」への対応であり、経済がこうした事態から脱した現在では、速やかに正常な金利の姿に戻すことが望ましく、また、それでも思い切った金融緩和状態が続くことに変わりはないこと、という理由を挙げて、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11月16日に公表することとされた。

以 上

(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。

以 上

(99年11月26日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 1999 年 11 月 26 日 (9:00 ~ 12:48)

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 (")
武富 将 (審議委員)
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 林 芳 正 政務次官 (9:00 ~ 12:34)

経済企画庁 小池百合子 総括政務次官 (9:00 ~ 12:48)

(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
政策委員会室審議役	村山俊晴
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	内田眞一

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（10月27日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、12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（11月12日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、「積み上幅」²を1兆円に維持する調節のもとで、0.03%で安定的に推移した。

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、年末越えのインターバンク・レートは、「コンピューター2000年問題」を背景に上昇基調を辿ってきたが、足許では、日本銀行が積極的に年末越えの資金供給オペを行っていること、11月16日の記者会見における総裁の発言（「有担保貸出について、制限的に対応するとか、まして経営責任を問うなどということは、全く考えていない」）を受けて、年末年始に不測の事態が生じた場合の不安感がやや後退してきていることなどから、上昇に歯止めがかかりつつある。

第2に、金利先物レートが来年6月限などの期先物を中心に、上昇傾向に転じている。これは、OECDによるわが国経済見通しの上方修正、株価の一段の上昇などから、ゼロ金利政策の早期解除観測が一部に台頭してきたことを映じたものと思われる。

第3に、短期国債レートは、大手行の年末資金繰り対応が進捗する中で、担保需要が減少していることなどから、上昇している。

¹ 「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。」

² 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

2．為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対ドル相場は、前回会合以降、米国において11月12日の第3四半期労働生産性上昇率の発表を受けてインフレ懸念が後退したことなどから、やや円安方向で推移した後、11月下旬に入って、わが国株価の堅調などを背景に円高方向に向かっている。

この間、ユーロは、対ドル・対円ともに、急落し、既往最安値圏で推移している。この背景としては、米国経済の力強さや日本経済の回復期待に市場の注目が集まっていること、ECBの利上げ後にユーロエリアに弱めの実体経済指標が出たこと、ドイツ政府の大手企業破綻に対する救済姿勢が、構造改革を遅らせる動きと受け止められたことなどが挙げられる。

(2) 海外金融経済情勢

米国では、FRBが、11月16日のFOMCにおいて、「インフレ的な不均衡を抑え、景気拡大を持続するため」、0.25%のFFレートの引き上げを実施した。利上げ後の金利動向をみると、長期金利が上昇に転じ、FF先物金利も上昇している。こうした金利上昇にもかかわらず、株価は、ハイテク株を中心に上昇傾向を辿っている。

東アジア経済は、回復傾向が一段と明確になっている。前回会合以降に公表された各国の第3四半期のGDPをみても、韓国、マレーシアが一段と伸びを高めたほか、シンガポールが高成長を持続し、また、台湾でも地震の影響にもかかわらず5%台の成長を記録している。この間、インドネシアでは、アチェ特別州等一部地域で独立運動が激化しており、政治・社会情勢の不安定化懸念が底流している。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降発表された経済指標からは、前回の基調判断(「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」)を変えるような材料は窺われない。

まず、実質輸出は、7～9月期にかなり高い伸びとなった後、10月は一服した形となった。内訳をみると、米国向けが自動車輸出の減少を主因に大きく減少したほか、中国向けも資本財・中間財の減少により大きく落ち込み、A S E A N向けも情報関連を中心に減少に転じている。ただ、自動車や情報関連の落ち込みは一時的なものと思われることなどから、輸出に関する基調判断を変えるものではないと考えられる。一方、実質輸入も10月は減少となった。先行き10～12月期については、生産が7～9月期に比べれば鈍化するとみられることから、輸入も緩やかな伸びに止まるものと予想される。

次に、個人消費関連の指標をみると、百貨店売上高・小売業販売額などは、9月に弱めの指標が出た後、10月はやや強めの数字となっており、全体としては一進一退の動きを続けている。

(2) 金融情勢

前回会合以降、マネーサプライ統計および企業倒産件数の最新値が公表されている。

10月のマネーサプライ($M_2 + CD$)は、9月の前年比+3.3%から+3.5%と、やや伸び率が持ち直した。これは民間金融機関借入のマイナス寄与がやや縮小したことによるものであるが、基調的には大きな変化はないとみられる。10月の企業倒産件数は、特別保証制度適用先の倒産の増加により微増となった。

株価は、このところ米国株価と連動する傾向が強まっているが、米国株価が上昇する中、電機・通信などハイテク関連がリードする形で、上昇した。また、円相場、長期金利も幾分強含んでいる。市場の関心を窺うと、国債の需給や米国のインフレ懸念といったこれまでの材料をほぼ消化し、再び日本経済のファンダメンタルズに移っているものとみられる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

(1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合(11月12日)以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に議論が交わされた。その結果、前回の基調判断を変更

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、輸出について、複数の委員が、10月は輸出入とも減少したが、世界景気の同時拡大傾向が時間を追ってはっきりしてきており、輸出の増加トレンドは今後も続くのではないかとの評価を示した。このうちひとりの委員は、7月以降の急速な円高の影響も、こうした輸出市場の拡大で相当程度オフセットされつつあると述べた。これに関連して、ある委員は、円高がアジア経済の回復に寄与している面もあると指摘した。一方、別の委員は、本年上半期の円相場の平均値が117円台であったことを踏まえると、現在の円相場の水準が続けば、今後、かなりの輸出の減少要因となると述べた。

また、公共投資については、多くの委員が、第2次補正予算の政府案が固まったことにより、来年前半にかけて財政面からの下支え効果が継続することが確認できたという認識を示した。ただ、このうちひとりの委員は、地方公共団体が地方単独事業を圧縮している点には留意する必要があると付け加えた。

企業収益について、ある委員は、これまでに判明している上場企業の間接決算をみると、売上高が予想通りの減収となっている中で、経常利益は上方修正されており、リストラの効果が予想を上回るペースで進んでいるのではないかと述べた。そのうえで、この委員は、現在の為替水準を織り込んでも企業収益の回復が本格化しているとの前向きな見方を明らかにした。これに対して、別の委員は、企業は、リストラによるコストダウン効果に支えられてようやく収益を出したのであり、収益の本格的な回復のためには、民間需要の自律的な回復を待たなければならないと述べた。

以上のような情勢を踏まえて、足許の景気は、輸出や生産を中心に持ち直しに転じつつあり、企業収益や雇用面でも明るい動きがみられ始めているという点で、委員の認識は概ね一致した。ひとりの委員は、今後、このような動きが、企業や家計の支出行動に結びついて、生産・所得の増加をさらに強固なものとしていくかどうか、確認していく必要があると述べた。

一方、個人消費については、前回会合以降の新たな指標をみても、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。ある委員は、自動車メーカーが生産計画を上方修正している例を挙げて、国内の自動車販売にやや持ち直しの動きがみられると述べた。ただ、この委員も、全体としては個人消費は「踊り場」状態にあるとの評価を示した。この間、先行きの消費動向について、ひとりの委員は、消費のバックボーンとなる雇用・所得環境の改善の方向がはっきりとみえてくるかどうか注目していく必要があるとの見解を示した。その中で、別の委員は、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」をみると、消費者マインドが急ピッチで改善していることは注目すべきであると指摘した。

また、設備投資について、ある委員は、製造業にみられる下げ止まりの動きが広がり始めるかどうかという点に注目していきたいと述べた。これに対して、別の委員は、投資目的別の動向の分析を示し、維持補修投資の上積みは期待できるが、既に相当の水準にある省力化・合理化投資のさらなる伸びは期待しにくいほか、能力増強投資は減少傾向が続くとみられるので、全体としては、まだ回復は期待しづらいとの見方を示した。また、別の委員は、企業はなお過剰設備を抱えており、一部業種を除いて、その解消には相当の期間が必要なのではないかと述べた。この委員は、過剰雇用や過剰債務の調整は、過剰設備の調整が終了してからさらに相当の時間がかかるので、これらの調整が終了するのはかなり先になると付け加えた。

これらの議論を踏まえ、多くの委員は、企業収益の改善が設備投資にどのような前向きの影響を与えていくか、今後公表される設備投資計画に関する各種の調査や先行指標、さらにはミクロの情報等を見ながら、判断していく必要があると指摘した。

なお、これに関連して、複数の委員が、情報関連等の好調な分野とそれ以外に「二極分化」する傾向が強まっている中で、設備投資の波及効果や景気循環の表れ方も、従来とはやや異なる動きとなる可能性もあるとコメントした。このうちひとりの委員は、こうしたことも踏まえて、マクロの経済指標のみならず、ミクロの情報も注意深くみていくことが重要であると述べた。

また、ひとりの委員は、最近、原子力産業、航空宇宙産業等で起きた事故や問題等の例を引きながら、構造調整リストラの中で企業の基礎技術・品質管理が疎かになる可能性があり、貿易・技術立国であるわが国の国際競争力の土台を揺るがしかねないとの懸念を示した。

こうした状況を踏まえ、「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」という認識が概ね共有された。

物価については、当面横這いで推移するとみられるが、以上のような実体経済の情勢判断を踏まえれば、物価に対する潜在的な低下圧力は引き続き残存するという点で、委員の認識は概ね一致した。ある委員は、企業のリストラに伴う原材料や部品の購入価格の引き下げが企業物価に波及的に影響が及んでいかないかについても、注視していく必要があるとコメントした。これに対して、ひとりの委員は、これまで下落を続けてきた企業向けサービス価格指数（C S P I）が、単月の動きとはいえ、前年比マイナス幅を縮小させたことを指摘し、物価の下落懸念が薄れてきているように窺われると、やや前向きの認識を示した。

この間、ひとりの委員は、土地取引件数に下げ止まり感が窺えることや、大都市圏の優良賃貸ビルは投資利回りが上昇しているため、今後、不動産投信や海外資本を含め、不動産の新規取得に向けた資金の流れが拡大する素地ができつつあることなどを指摘して、資産価格を巡る情勢が大きく変わる可能性がある」と述べた。さらに、この委員は、ゼロ金利のもとで、高額マンションが売れているといった「ミニバブル」的な動きもみられると述べた。ただ、この点については、地価は平均的にみれば、なお下落傾向が続いているのではないかと、マンションの販売好調も値下がりによる部分が大きく、「ミニバブル」というほどの動きには至っていないのではないかと、といった意見が出された。また、複数の委員が、資産価格に関連して、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、地価等への目配りも必要であると述べた。

なお、ひとりの委員は、経済の先行きについてのリスク・ファクターとして、原油価格の動向を挙げた。この委員は、米国の石油在庫が減少している中で、O P E Cの原油生産量の約1割を占めるイラクの石油輸出停止が長引くようなことになれば、冬場にかけての原油価格に対する大きな波乱要因になると述べた。

（2）金融面の動き

金融面では、主として、長期金利、株価および円相場の動向を巡って議論がなされた。

まず、長期金利の動向については、何人かの委員が、景気の持ち直し傾向の中にあっては、長期金利がある程度上昇することは、自然体で受け止めるべきではないかと述べた。このうちひとりの委員は、現状株価が堅調に推移していることなどを踏まえると、長期金利が強含んでいるのは、景況感の改善を反映したものと解釈して良いのではないかと評価を示した。この委員は、こういった長期金利の上昇は決して景気の回復を阻害するものではないことについて、広く理解を求めていく必要があると述べた。ただ、別の委員は、景気回復を反映した金利上昇であれば良いが、思惑からくる金利上昇や欧米の長期金利の上昇に引きずられる形での金利上昇には注意する必要があると述べた。これに関連して、ある委員は、日米独の長期金利は、90年代を通して下落を続けてきたが、昨年末から本年初にかけて、長期のトレンドとして、上昇に転じたのではないかとコメントした。

また、為替相場の動向について、ある委員は、米国のインフレ懸念がやや後退して、市場も小康状態にあるが、米国経済は減速の兆しをみせておらず、為替市場が不安定化するリスクは引き続き残っていると述べた。また、別の委員は、「コンピューター2000年問題」の影響で市場の出来高が薄くなっている中で、それを狙った投機的な動きなどから、相場が大きく変動するおそれがあると指摘した。

株式市場が堅調に推移している背景については、景況感が改善していることや米国株価の下落懸念が後退したことなどが指摘された。また、ある委員は、情報関連等一部の成長業種が相場をリードしており、経済を牽引していく成長産業の新旧交代が起き始めているのではないかと指摘した。ただ、この委員は同時に、特定銘柄の株価ばかりが上昇する場合は、期待形成に行き過ぎが生じているケースがありえるので、注意深く点検していく必要があると述べた。これに関連して、別の委員は、株高が企業や家計のマインドにプラスの効果을及ぼすことは間違いないが、このように二極分化が激しい中では、その恩恵もあまねく行き渡らないという面がある点には留意する必要があると述べた。

この間、複数の委員が、年末越え金利の上昇にはようやく歯止めがかかりつつあるように窺われるが、引き続き積極的な年末越え資金の供給を続けて、市場の無用な不安感を払拭していくよう努めていくことが必要であるとの見解を示した。

1. 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、委員の金融経済情勢に関する見方は、前回会合時の情勢判断を大きく変える必要はない、という点で概ね一致した。

ただし、先行きの金融政策運営の考え方について、ひとりの委員が、实体经济に明るさがみえてきつつある中で、こうした实体经济とゼロ金利政策というぎりぎりの政策が整合的かどうか、という観点からも情勢を点検していく必要があると指摘した。また、複数の委員が、足許のインフレ率が上がり始めてから政策を変更するのでは遅く、forward-looking な政策運営の必要性を述べた。ただし、こうした意見を述べた委員も含め、多くの委員が、先行きの民需の自律的回復が展望できるような情勢になるかどうか、もう少し材料を待ちながら点検していった良い状況であると述べた。

こうした議論の結果、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。

この間、ゼロ金利政策の継続という大勢意見に反対する、2つの主張がみられた。

まず、一人の委員は、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　ことを提案した。

この委員は、金融政策の運営は forward-looking に行う必要があり、民需の回復が経済指標等ではっきりと確認できるようになった段階では、政策対応としては後手になると述べた。

この問題提起を受けて、ある委員は、forward-looking な政策対応の必要性は認めつつ、将来のインフレ率を見通す際にも、現在得られる情報をきちんと把握していくことが重要である、との整理を示した。この委員は、現在の情勢をみると、近い将来インフレになるリスクが懸念される情勢ではなく、むしろ金利を上げてしまって状況を悪くしてしまうリスクの方が大きいのではないかと述べた。

なお、ある委員は、2月の金融緩和措置前の水準に金利を戻すことと「コンピューター2000年問題」との関係はどう考えるか、と質問した。これに対し、ゼロ金利解除を主張した委員は、日本銀行が既に2000年問題に対応する各種施策を打ち出し、その効果が浸透しつつあること、同じく2000年問題に直面している欧米諸国ではインフレ懸念から金融引き締めに動いていること、などから、2000年問題が特に大きな障害にはならない、との見解を示した。

別の一人の委員は、インフレ率目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを採用すべきであると主張した。

この委員は、CPIターゲティングを採用すべき理由として、金融政策にディシプリンを与え、政治的な介入を防ぐメリットがあること、日本銀行は物価の安定に責任を有しているので、その数値目標を国民に示すことで、結果責任をより明確に果たすべきであること、

物価や経済のパスについて予測しながら政策運営することで、よりforward-lookingでpreemptiveな金融政策を行えること、を挙げた。さらに、仮に今すぐCPIターゲティングに移行しないとしても、せめて米国FRB並みにCPI、GDP成長率の見通しを示すべきであると主張した。また、他の委員からの問に答える形で、今後、追加的な政策を発動しなければ、2年後のCPI上昇率（前年比）はゼロ近傍に止まるとの見通しを示した。また、質問をした委員に対し、1年後のCPI上昇率について問い、その委員の示したものに比べて自分の見通しの方がより慎重なものであるとコメントした。そのうえで、CPIの上方バイアスを踏まえれば前年比0.5%から2.0%という目標はモデレートなものであり、この程度の目標すら達成できないということであれば日本銀行は使命を果たしているとはいえないと述べた。

なお、マネタリーベース・ターゲットの対象期間については、超過準備を毎積み期間5,000億円程度増額させることで達成できるよう2～3四半期後とし、CPIターゲットの対象期間については、金融政策が波及するまでのラグを考慮して、2年程度後の10～12月期としていると補足した。また、量的目標とインフレ率の目標の関係については、新たな量的スキームに移行したうえで、状況に応じて必要があれば、マネタリーベースのターゲットを引き上げる等の対応を採れば良いと述べた。

これに対して、ひとりの委員は、現在、マネタリーベースの伸びと中長期的なインフレ率の関係は、非常に不安定な状況にあること、

ゼロ金利のもとでは、マネタリーベースの増加による緩和効果は非常に限定的であることを指摘した。そのうえで、この委員は、この案を実施しても緩和効果は極めて限定的であり、2年後のインフレ率目標を達成できるかどうかには非常に大きな不確実性が残ると述べ、達成できない場合には日本銀行のクレディビリティが失われるリスクもあるとしてこの案に反対した。

．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。

- わが国経済は、各種の政策効果浸透に加えて、アジア経済の回復等の影響もあって、緩やかな改善が続いており、景気は最悪期を脱したと考えている。もっとも、自律的な回復の鍵を握る民需は、依然として弱い状況にある。こうした状況を踏まえ、政府は、11月11日に経済新生対策を決定し、またこれを受けて、昨日（11月25日）平成11年度の第2次補正予算を閣議決定したところである。この結果、平成11年度一般会計第2次補正後予算の総額は、第1次補正後予算比6兆7,890億円増の89兆189億円となった。政府としては、経済新生対策の着実な実施により、公需から民需への円滑なバトンタッチが行われ、わが国経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗り、その長期的な発展基盤が確立されるものと考えている。
- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と合わせて、経済の回復を確実なものとするため、金融・為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

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。

- わが国の景気は、民間需要の回復力が弱く、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に加え、アジア経済の回復などの影響もあり、緩やかな改善が続いている。こうした状況を踏まえ、政府は、公需から民需へのバトンタッチを円

滑に行い、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、21世紀の新たな発展基盤を築くために、経済新生対策を決定したところであり、その強力な推進を図ることとしたい。

- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融・為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

．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から持ち直しに転じつつある、金融緩和は浸透している、ただ、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、こうした基本的な情勢は、前回会合から大きな変化はなく、「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。

こうした認識を背景に、当面は、ゼロ金利政策を継続し、金融緩和効果の浸透を図っ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、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。また、別の委員からは、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ティング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7）。

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(11月16日~12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(注³)。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7)。

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

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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、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、景気の先行きについてプラスの材料が目

³ 「マネタリーベースについて2000年7~9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9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。」

立ち、世界景気も全般的にデフレ懸念からインフレ懸念の方に方向が転換しつつあるのではないかと思われること、

現在の長期金利の上昇は、景気回復期待を反映したものであり、2月のゼロ金利政策導入前にみられた上昇の要因とは大きく異なること、経済指標にはっきりとした動きが表れてから利上げをしたのでは後手に回ること、市場でもゼロ金利解除に向けての認識が高まりつつあること、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、景気回復の量感は極めて弱いこと、積極的な金融緩和策が、国際的にも、また、政府の経済新生対策とシンクロナイズするという観点からも、求められていること、今後さらに円高が進み、1ドル100円をトライする可能性もあり、輸出数量面への悪影響が懸念されること、マネーサプライやマネタリーベースが低下してきていること、オーバーナイト金利を操作目標とする現在の枠組みでは、外的なショックがあった場合に対応余地がないこと、抽象的な表現ではなく、具体的な数値で、政策を表現すべきであること、といった点を挙げて、上記採決において反対した。

以 上

(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。

以 上

(99年12月17日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 1999年12月17日 (9:00 ~ 12:15、13:16 ~ 15:44)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総 裁) (注 1)

藤原作弥 (副 総 裁)

山口 泰 (") (注 2)

武富 将 (審議委員)

三木利夫 (")

中原伸之 (")

篠塚英子 (")

植田和男 (")

田谷禎三 (")

(注 1) 速水委員は 9:09 より会合に出席した。その間、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。

(注 2) 山口委員は、ベルリンで開催された G 2 0 に出席のあと帰国し、14:35 より会合に出席した。

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 大野功統 総括政務次官 (10:54 ~ 12:15)

原口恒和 大臣官房総務審議官

(9:00 ~ 10:52、13:16 ~ 15:44)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9:00 ~ 15:44)

(執行部からの報告者)

理事 黒田 巖

理事 永田俊一

金融市場局長 山下 泉

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
政策委員会室審議役	村山俊晴
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	内田眞一

．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（11月26日）で決定された金融市場調節方針¹等にしたがって運営した。具体的には、ほぼ連日、積み上幅²が1兆円となるような金融市場調節を行うとともに、大量の年末越え資金供給を実施した。

この結果、オーバーナイト金利は、12月14日までは0.02～0.03%での安定した推移を辿った。また、積み最終日の15日とその翌日の16日には、市場がややタイトとなったため、積み上幅を1兆円以上とした結果、金利は0.03～0.04%と引き続きゼロ%近傍の水準を維持した。

一方、年末越え金利は、やや変動の激しい展開となった。ユーロ円1か月物の約定レートは、12月上旬に0.7%台半ばから0.2%台まで急低下したあと、昨日16日には0.4%台まで反発した。短期国債の流通利回りも同様にいったん低下したあと、強含んでいる。上旬にレートが大きく低下したのは、日銀が大量の年末越え資金の供給を続けるもとで、年末越えの資金繰りに目途をつけた金融機関が増えてきており、そうした中で資金の出し手がオフアールートを引き下げて資金を放出したためである。しかしその後は、一部の外銀などが取引の薄い中をとり進んだことから、レートが反発した。このように、大方の金融機

¹ 「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。」

² 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

関の年末越え資金調達はすでにピークアウトしたが、市場は予断を許さない状況にある。

年末越えの資金供給残高は、昨日16日時点で42兆円に達した。今後もレート動向によっては、必要に応じ、追加的な資金供給を行っていく方針である。それによって、「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に、十分に対応していくことができるものと考えている。

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、前回会合（11月26日）直後に、104円台から101円台まで急騰した。その後、わが国通貨当局による介入報道等が流れたこと、日本の第3四半期のGDP速報や12月短観が市場予想に比べて幾分弱めであったこと、米国株価が堅調に推移したこと、などを受けて、円は軟化している。

現在の市場はこうした流れを引き継いでおり、また、外国資本の流入テンポの一服や、国内機関投資家による外債処分売りの一巡など、内外の資金フローにおいて一頃の円買いが弱まっていることもあって、これ以上、円を買い進むことは難しいという雰囲気がある。

ユーロの為替相場は、ユーロ経済の動向やユーロエリア当局者の発言などを受けて、一時1ユーロ＝1ドルを割り込んだあと急速に持ち直すなど、やや不安定な動きとなった。また、東アジア通貨では、韓国経済の復調を背景にした韓国ウォンの上伸が目立っている。

(2) 海外金融経済情勢

各国の経済動向は、米国景気の力強い拡大、欧州の景気拡大テンポの高まり、そしてアジア経済の持ち直しの動きの広まりといった、これまでの構図に基本的には変化はない。

米国では、個人消費、設備投資を中心とする内需主導の拡大が続いている。クリスマス商戦も昨年以上の活況が伝えられている。

欧州でも、輸出に加えて、最近個人消費が堅調度合いを増しており、フランスやイギリスでは、株価が既往ピークを更新した。

東アジアでは、香港で、輸出の増加を契機に株価が上昇し、それに伴って個人消費も拡大するといった好循環がみられている。中国では、政府の追加刺激策の効果が浸透し、輸出も好調であるため、一段の減

速は回避されている。しかし、国営企業改革やWTO加盟問題など、中期的な不安定要素も少なくない。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要をみると、公共投資の増加が一服し、住宅投資の頭打ち傾向が明確になっている。個人消費は夏場よりも明るい指標が増えているが、総じてみれば一進一退の範囲内で推移している。これまで減少基調にあった設備投資は、下げ止まりの気配をみせている。純輸出は、輸出の増加を主因に拡大を続けている。

こうした最終需要の動向と、在庫調整の進捗を反映して、生産は増加を続けている。また、リストラの効果等もあって企業収益は好転しており、企業の業況感も改善を続けている。ただ、これらは、積極的な設備投資の拡大にはつながっていない。また、雇用・所得環境についても、悪化に歯止めがかかりつつある雇用指標もみられるが、企業の人件費抑制スタンスに変化はなく、全体としてなお厳しいと判断される。

このように、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。

先行きについては、堅調な海外景気を反映した輸出の増勢や、補正予算の執行に伴う公共工事の発注増加を背景に、外生需要が、基調的には経済を下支えしていくものと見込まれる。

一方、設備投資は、リストラの進捗や企業収益の改善などの環境が整いつつあり、下げ止まりが明確化していく可能性が高い。ただ、現時点では、企業の先行き見通しは慎重であり、また債務返済圧力も残存しているため、今後設備投資がどの時点で明確な増加に転ずるかは見定め難い。

物価の先行きについては、現状と同様の展開が続くと見込まれる。すなわち、国内卸売物価は、電気機械の価格低下や、円高による輸入品価格の押し下げ効果もあるが、その一方、原油価格が大幅に上昇していることや、国内需給ギャップが緩やかな改善傾向にあることから、当面概ね横這いで推移すると予想される。消費者物価も、ほぼ前年並

みの水準で横這いを続けると考えられる。ただ、企業向けサービス価格は小幅の下落を続ける見込みである。

このように、物価は、全体としてみれば、概ね横這いの範囲内で推移すると予想される。ただし現時点では、外生需要から民間需要へのバトンタッチがスムーズに進み、需給ギャップが持続的に縮小するといった展望が拓けた訳ではないので、外生需要が減少に転じた場合に、物価が再び軟化するリスクには引き続き留意しておく必要がある。

(2) 金融情勢

短期金融市場では、オーバーナイト金利が引き続きゼロ%近傍で推移している。また、年末越えのターム物金利は、ここにきて急速に低下した。この間、市場における年明け後の期待形成をユーロ円金利先物でみると、半年後の2000年6月限が0.2%台にあり、市場では、ゼロ金利政策が継続されるとの見方が強いように読み取れる。

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%程度まで強含んだが、その後は円高の進行や、第3四半期GDP速報と12月短観が市場予想に比べて幾分弱めであったことを受けて低下し、最近では1.7%台前半で推移している。株価も、11月中に上昇傾向を辿ったあと、円高の進行や外人の利喰い売りなどをきっかけに幾分軟化し、足許は18,000円台前半で推移している。

ジャパン・プレミアムは、年末越えの取引も含めてほぼ解消した。一方、国債と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。

金融の量的側面は、これまでと比べて大きな変化はない。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が、貸出スプレッドが幾分縮小しており、大手行を中心に、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、資金需要の面をみると、民間の資金需要は低迷を続けており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。また、社債の発行も、落ち着いた動きとなっており、残高の前年比伸び率は低下傾向にある。この間、CPをみると、日本銀行による年末越えCPオペの拡大などもあって、年末を控えて発行が増加している。

マネーサプライ(M2+C D)前年比は、上述のような民間の資金需要の低迷を反映し、伸びがやや鈍化している。

・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（11月12日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月22日に公表することとされた。

・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

景気の現状に関しては、ほとんどの委員が、企業収益の状況がさらに改善していることと、これまで減少基調にあった設備投資に下げ止まりの気配が出てきたことに注目した。前回までの会合でも、輸出の増加などが生産の増加につながり、企業や家計の所得面の改善にも結びつき始めているとの認識が示されてきたが、今回は、企業部門の動きでさらに前向きな材料が得られたとの判断が示された。

その一方で、多くの委員は、設備投資が下げ止まりから明確に増加に転ずる動きは確認されておらず、個人消費も引き続き一進一退の展開にあるため、民間需要の明確な回復の動きはみられていないと指摘した。

こうした状況を踏まえて、景気の現状については、「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。」という評価に、ほぼ集約された。

まず、輸出については、前回会合に引き続いて、大方の委員が増加傾向にあるということで一致した。ひとりの委員は、その要因として、米国、欧州、東アジアの経済動向が全体として好調であることを挙げたうえで、そうした世界経済動向は、昨年国際金融市場の混乱時における米国の金融緩和策が市場の安定化に貢献したことや、米国を中心に情報・通信分野が飛躍したことなどによってもたらされたと指摘した。また、複数の委員は、アジア諸国の日本向け輸出の増加がアジア経済の回復を支え、その結果として、日本のアジア向け輸出も増加するといった具合に、日本とアジアとの間の拡大均衡メカニズムが働いているといった趣旨の発言をした。ただし、多くの委員が、これらの点には同意しつつも、円高が輸出にもたらすマイナスインパクトも

注視していくべきであると指摘した。

また、多くの委員は、こうした輸出の増加や在庫調整の進捗などを受けて、生産の増加基調が維持されていると指摘した。ひとりの委員は、これまで日本経済の構造改善が遅れていたため、金融緩和効果の浸透や、財政支出や輸出の乗数効果を通じた影響が弱かったが、ここに来て漸く生産の増加に結びついてきたとの認識を示した。

次いで、各委員は、輸出や生産の増加が、企業のリストラ努力の効果と相俟って、企業収益の改善をもたらしていることに注目した。

ひとりの委員は、11月初めの会合の段階で、すでに経済の前向きの循環メカニズムが動き始めた可能性があるかとみていたが、ここに来て、企業収益がかなりしっかりしてきたことが確認されたことは、景気の先行きを展望するうえでも大きな意味があると発言した。具体的には、12月短観で明らかになった企業の今年度の収益計画が、円高の進行

今年度下期の大企業・製造業の予想為替レートが107円台まで上昇

や、経済構造調整などの下押し圧力にもかかわらず、依然として増見通しとなっていることを、その根拠として指摘した。

一方、別の委員は、企業収益改善の動きを認識しつつも、素材業種を例にとり、アジアの需要回復を背景とした国際商品市況上昇によって輸出価格が上昇したが、この分の収益改善は円高がほぼ打ち消している、輸出の増加を受けた生産の増加がもたらす収益改善効果は、固定費負担の軽減に資する程度に止まっている、したがって、収益の改善を支えているのは、リストラとゼロ金利政策による金融収支の改善である、といったことを指摘したうえで、現状は、内需の回復に裏打ちされていない収益改善であって、収益回復の基盤はなお脆弱である、との認識を示した。

以上のような企業収益の状況を受けて、多くの委員が、最近の設備投資動向について発言し、これまでの減少基調に変化が生じているとの認識が概ね共有された。

ひとりの委員は、製造業の設備稼働率や機械受注などが下げ止まっていることや、設備投資の水準自体が減価償却費のレベルまで低下していることを踏まえると、これ以上の減少は考えにくいとの見解を示した。別の委員は、中小企業・非製造業の今年度設備投資計画が上方修正されるピッチがここに来て速まっていることは、これまでの日本の景気回復期にみられるひとつの典型的なパターンであり、注目すべき動きであるとの見解を示した。また、ほかの委員は、ミクロの動き

として、非住宅の建築着工（工場、倉庫、店舗など）が増えていることも、設備投資の下げ止まりを示すひとつの材料であるとした。ただ、その委員は、今の実体経済の姿は、業種、企業、地域といったあらゆる側面で二極分化がみられることを留意事項として付け加えた。

このように、これらの委員は、設備投資には下げ止まりの気配が出てきているとの認識を共有したが、それとともに、設備投資関連指標やミクロ情報では、明確な増加の動きがまだみられないということも付け加えた。

その一方で、これらとは別のひとりの委員は、設備投資は一見すると下げ止まっているように見えるが、名目設備投資の対名目GDP比率は依然として高く、資本ストック調整は当分続くとみられる、最近伸びているのは、IT（Information Technology）に関連する分野や、一部のサービス部門だけで、それ以外は依然として減少基調にあるとして、大方の委員よりも弱めの見方を示した。ただ、その委員も、日本の情報・通信関連投資が設備投資全体に占める割合は、米国に比べてかなり低いだけに、今後拡大する余地があり、中長期的には、設備投資の柱となることが見込まれるとの見通しも併せて述べた。

個人消費については、多くの委員が、引き続き一進一退の動きにあるとの見解を示した。ひとりの委員は、生産の増加や企業収益の改善を受けて、今冬に交渉された賞与が前年並みに回復するなど、雇用者所得の減少テンポが緩やかになっていることを指摘し、別のひとりの委員は、自動車の国内販売が持ち直していることに言及した。しかし、いずれの委員も、個人消費全体の基調としては、はっきりとした回復の動きはみられないとの判断であった。

なお、公共投資については、複数の委員が、ここにきて地方の動きが鈍っていると指摘した。

足許の物価動向については、大方の委員は概ね横這い圏内にあるとの見方で一致した。ただ、ひとりの委員は、石油価格について懸念を表明し、現在は欧米が暖冬でこれが需要を抑制する要因として働いており、また、サウジアラビアなどが「コンピューター2000年問題」対応で増産の構えをみせていることから、価格の上昇が抑制されているが、こうした構図に変化が生じた場合、1バレル40ドル程度まで急騰する可能性があるとした。

以上のような状況を踏まえて、多くの委員が足許の景気は持ち直しているとの趣旨の見解を述べた。ひとりの委員は「景気は緩やかに持ち直しており、踊り場から一段上がったところに来た」と表現し、また、別の委員は「景気は半歩前進した」と述べた。以上の結果から、景気の現状認識を、「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」として、前月の「持ち直しに転じつつある」との判断から幾分前進させることになった。また、企業収益がしっかりしてきた状況等を踏まえ、「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」との認識を付け加えることとなった。

(2) 金融面の動き

金融面については、大方の委員が、金融資本市場は、引き続き、総じて落ち着いて推移している、金融面の良好な環境は維持されており、実体経済活動をサポートしている、との見方で一致した。

最近の金融資本市場の動きについて、ひとりの委員が、株価は、10月がほぼ17,000円台、11月以降が18,000円台と着実に切り上がっており、株式市場は企業部門の改善の動きを評価している、長期金利は、10月以降、一高一低はあるが総じて低位安定が続いており、市場参加者はゼロ金利政策が当分継続するとみている、との見方を示した。また、その委員は、企業金融について、短観の資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断をみても、引き続き緩和が進んでおり、実体経済にとっての好材料になっているとの見解も述べた。企業金融に関しては、別の委員からも、すでに十分に緩和された状態にあり、実体経済が本格的に動き始めた場合でも、金融サイドからは十分なサポートができる体制が出来上がっているとの趣旨の発言があった。

企業金融の動向に関連して、量的金融指標を巡る議論があった。ひとりの委員は、金融機関の融資姿勢をみると、最近は、経営健全化計画の達成を意識して、スプレッドよりも貸出量を確保する方向に傾斜しているが、現状、企業経営にとっての最優先課題はバランスシートの改善であるため、企業の資金需要は依然弱く、これが民間銀行貸出の減少につながっているとの見方を示した。また、その委員は、「コンピューター2000年問題」が一段落すると、それに関係する借入も返済されるため、量的金融指標はさらに減少する可能性があるとは指摘した。

別の委員は、マネーサプライの伸び率が最近低下していることに懸

念を表明した。その委員は、まず、80年代、90年代のマネーの激しい振幅が、結果としては、経済の大きな振幅を示していたとして、中長期的には、マネーの動きが発するシグナルには重要なものが多いとの認識を示した。そのうえで、近年マネーと実体経済との関係が不安定になっていることや、金融システムが安定を回復していることの影響を勘案したとしても、最近のマネーの動きは、信用創造機能の低下についての警告を発している可能性があり、軽視することはできないとの見解を述べた。

これに対しては、ほかの委員より、マネーの動向をフォローすることは重要だが、それに過度に依存して金融経済情勢を判断することは適当ではないとの反論があった。その委員は、その根拠として、マネーサプライは足許で低下しているが、その一方で、マーシャルの k （ $= M2 + CD$ の対名目GDP比率）が引き続き高いレベルにあり、マネタリスト的なアプローチに則るとインフレが心配であるとする立論も可能になる、といったことを挙げた。なお、マーシャルの k の評価については、もうひとりの委員が、中長期的に均してみた平均名目GDPの試算値を使ってみると、現在のマネーの水準が必ずしも高くはないとの解釈も可能であり、幅をもってみる必要があるとの意見を述べた。

会合では、円相場の見方等についても、活発な議論が交わされた。まず、ひとりの委員が、現在、日本の企業はグローバルな競争を勝ち抜いていけるようなコスト構造を作り上げるべく、全力を挙げてリストラに取り組んでいるが、その最中に円高が進行するとリストラによる収益改善効果を打ち消してしまうため、現時点では、円相場が1ドル105~115円程度の範囲内で安定することが大切である、円相場がその範囲から、さらに急激に上昇するような場合には、必要に応じて介入を実施し、円高の動きを食い止めるべきであるとの考え方を強調した。

また、別の複数の委員も、現在は、日本経済が民間需要を中心とする自律回復に戻るかどうか微妙な局面にあるので、もう一段の円高には神経質にならざるをえない、との立場を採った。このうちのひとりの委員は、為替相場は、急激に変化することが望ましくないばかりでなく、中小企業の採算を考えるとその水準も重要である、介入の実施にあたっては、国際協調の観点も大切ではあるが、それよりも国内経済動向に関する判断をその基準におくべきである、といった考えを付け加えた。

これに対して、ほかのひとりの委員は、為替相場の形成は基本的には市場に委ねるべきである、といった観点からの意見を述べた。具体的には、現在の為替相場は、円、ドル、ユーロといった3つの主要通貨のバランスを保ちながら形成されており、人為的にそのバランスを崩すことは避けるべきである、相場が乱高下する際には介入が適当なケースもあろうが、特定の水準の維持を目的とすることは適当ではない、円高には、アジア諸国の対日輸出の増加を通じてアジア経済をサポートする面がある、最近の円高は、デフレスパイラルの瀬戸際までいった日本経済が改善し、内外の信認が回復しつつあることを反映している、といった点を列挙した。

長期金利の先行きについての意見も出された。ひとりの委員は、最近金融機関が債券投資に前向きになっていることもあって長期金利の上昇懸念が鎮静化しているが、市場参加者の意識の底流には需給悪化懸念があることには留意する必要があるとした。また、別の委員は、OECDの試算では、日本の一般政府債務残高の対名目GDP比率は今後110%を上回る見通しにあるが、財政赤字がコントロール不能の状態に陥っていないかどうかをよくみていく必要がある、と発言した。

(3) 景気の先行き

景気の先行きに関しては、各委員が、財政面、輸出面からの下支え効果が当面は継続するといった見方で一致した。ただ、多くの委員は、足許の景気の持ち直しが民間需要の回復の展望にまでは結びついていないとして、これまでの「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」との判断は維持すべきである、という認識を共有した。

まず、公共投資については、何人かの委員が、今年度第2次補正予算が今後執行されれば、来年度にかけて公共投資が大きく落ち込むことは回避されるとの見方を述べた。また、輸出についても、多くの委員が、基本的には海外景気の好調を反映して当面は増加が続くという認識を共有した。これらを踏まえて、何人かの委員が、外生需要の下支え効果は来年も継続するとの見解を示した。

これに関するリスクとしては、何人かの委員が、米国経済のサステイナビリティに言及し、もしこれが変調を来すと、日米の株価下落や円相場の上昇を通じて、实体经济にも大きな影響が及ぶとの見方を述

べた。このうちのひとりの委員は、すでに米国では、消費者物価や長期金利の上昇が始まっており、長期金利が今後大きく上昇すれば、株価への影響も避けられないとの懸念を示した。一方、別の委員は、米国経済が過熱と調整といった振幅を回避できるかどうかについては、生産性向上など供給サイドの強化が鍵を握っており、この点に注目していく必要があると発言した。

次に、民間需要の見通しについて議論が行われたが、多くの委員の認識は、民間需要が明確に回復に向かう展望はまだ得られていないというものであった。

設備投資については、ひとりの委員が、企業サイドの積極姿勢はまだみられないが、先行き増加する環境が整ってきたとして、人件費の抑制などによって収益力が改善している、リストラのマイナスの影響を懸念していた個人消費は、何とか落ち込みを回避して一進一退を続けている、これらを見て外資の再流入が始まっている、今後のグローバル競争の観点からは情報関連投資の上積みは必須である、といった点をその要因として指摘した。

別の委員は、景気の先行きを判断するうえでは企業サイドの調整の進展度合いを見定める必要があるとの観点に立って、企業の損益分岐点比率と設備投資の関係について発言した。その委員は、損益分岐点比率が改善に向かったあと1年から1年半が経過すると設備投資の改善が始まるという過去の経験則を踏まえると、今回は、ひとつの季節調整の方法を用いてみた損益分岐点比率が98年7～9月をピークとして低下に転じ、徐々に改善に向かっているため、設備投資が底入れして反転上昇するといった方向性が、これから出てくる可能性があるとした。さらに、12月短観などからは、今年度下期には設備投資がある程度は実施されると判断できることや、ここにきて情報通信分野での前向きな動きなどが始まっていることなどは、こうした経験則とも符合するとの見方も併せて付け加えた。

これに対して、ある委員は、損益分岐点比率について、その改善が始まったとは言え、水準はなお高い、大企業と中小企業との間には大きな格差がある、設備投資の動きとの因果関係も明確ではない、といったことを指摘して、幅をもってみていく必要があるとの考えを述べた。また、その委員は、設備投資の動きをサポートする金融面の動向をみても、新規設備投資のための資金需要はきわめて弱く、観察されるのは、特別信用保証制度を活用した在庫ファイナンス資金に止

まっている旨を付け加えた。

また、別の委員も、情報通信分野で大きな変革があったり、地価が下げ止まったりすれば、設備投資が増加に転ずる可能性もあるとしながらも、ほかの委員とともに、企業が引き続き控えめの売り上げ見通しを維持している以上、設備投資が明確に増加に転ずる展望が描けるという段階には至っていないと判断すべきである、との見解を披瀝した。さらに、もうひとりの委員からも、仮に企業収益やキャッシュフローが改善しても、その分は既往債務の返済に充てられるなど、必ずしも設備投資には直結しない、IT関連投資についても、設備投資全体に占める割合は2割以下であり、当面の景気牽引力ということでは限りがある、という考えが示された。

家計の雇用・所得環境については、複数の委員が、雇用者数の減少に歯止めがかかりつつあることなどを好材料として指摘した。しかし、それらの委員も含めた各委員の共通の認識は、企業のリストラや経済構造調整による家計所得への抑制効果は続くため、足許の企業収益の改善が雇用・所得環境の改善に明確につながるには、もう少し時間がかかるというものであった。このうちのひとりの委員は、雇用・所得環境は見かけの数字ほどには改善していないとして、大企業のリストラはある程度進展したが、中小企業の雇用調整は全く進展していないことや、失業率が若干低下しているのは、職探しを断念して労働市場から退出する人が増えているためであること、などを指摘した。

このため、個人消費についても、当分の間は、一進一退で、はっきりとした回復感に乏しい展開が続くのではないか、という線で大方の委員の見方は一致した。

以上のような、景気の見通しを踏まえ、物価の先行きに関する議論が行われた。大方の委員の認識は、物価は引き続き概ね横這いで推移していくものとみられるが、民間需要が明確に回復に向かう展望が得られていないため、物価に対する潜在的な低下圧力に対しては、引き続き留意する必要がある、「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いうものであった。

このうちのひとりの委員は、概ね横這いの範囲内であるとしつつも、円高が企業活動や物価にもたらす影響も考慮すると、幾分マイナス気味での推移を辿るのではないかと見通しを披瀝した。また、別の委員は、来年のGDP見通しを概ね0～2%、現在の潜在成長率を概ね0～2%弱として、様々なケースについて一定の確率分布を仮定して

行ったインフレ率の試算結果を紹介した。その委員は、この種の定量的な試算結果は幅をもってみるべきと前置きしたうえで、来年のインフレ率の平均値はゼロ%近傍、それがマイナスになる可能性はかなり残っている、インフレ率が高まる可能性はあまり高くない、といった結果を説明し、「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」と結論付けた。これに対して、別の委員は、来年のインフレ率見通しの平均値がゼロ%近傍にあることを、「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」とする結論に結び付けることには無理があるなどとして、この種の試算結果は慎重にみていくべき、との趣旨の発言をした。

このほか、何人かの委員は、物価動向をみる際の留意点として、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の低下は、需給緩和によって発生する悪性の物価下落とは峻別すべきであるとの認識を述べた。このうちのひとりの委員は、こうした例を踏まえて、物価判断は、個々の物価指標をみても決め手に欠けるため、基本的には需給関係に拠るべきであり、その場合は、生産関数から算出されるような狭義の需給ギャップではなく、もっと広い意味での需給の逼迫・緩和の状況をみていく必要があると強調した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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、足許の景気は、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じており、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、金融面の良好な環境は維持されている、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力については、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

このうちのひとりの委員は、以上のような景気認識のもとでは、一段の円高の進行や、長期金利が実体経済動向から乖離して上昇することが有するリスクには、引き続き留意する必要があると指摘した。

こうした認識を踏まえ、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」にはなお至っていない、との判断を共有した。この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在の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、大勢意見となった。

ただし、会合では、今後の金融政策運営の方向性に関するいくつかの論点で、議論が交わされた。

具体的には、まず第1に、ひとりの委員から、「企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境が徐々に改善しつつある」という現状認識と、「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」との判断は、整合的と言えるのか、との問題提起があった。

これについては、別の委員が、現状は、外生需要から民間需要へのバトンタッチという景気回復シナリオの途半ばにあり、円高の経済に対する下押し圧力と企業のバランスシート調整が残る以上、「デフレ懸念が払拭された」と判断することはできないとの見解を述べた。ほかの委員は、設備投資が今後上昇トレンドに乗るかどうかが、確認すべき要件のひとつであると発言した。

また、もうひとりの別の委員は、これらの指摘をまとめるかたちで発言し、現状は、民間需要を巡る「環境」が改善し始めたところである、需給の状況は、在庫調整が進展しており、短観の雇用・設備判断や製品需給判断からみても、これまでの需給緩和傾向にはストップがかかっている、しかし、具体的に設備投資や個人消費の回復を展望させるような材料は得られていない、との認識を述べた。また、景気のアップサイドの可能性とダウンサイドのリスクの比較をしてみると、現在は、アップサイドの可能性がダウンサイドのリスクとほぼ拮抗するところまで漸く辿り着いた、というところではないかとの整理を示した。そのうえで、今後の「デフレ懸念の払拭」に向けた注目点としては、今回確認された民間需要を巡る環境の好転が企業や個人の支出活動に、いつ、どのように結びつき、それにより、需給の改善が持続的なものとなるかどうか、といったことを指摘した。

さらに、ほかのもうひとりの委員は、ここで無理に利上げに踏み切って、経済にマイナスのショックが加わり、その結果として、ゼロ金利政策に逆戻りするようなことになれば、政策運営に対するクレディビリティが損なわれるリスクがあると指摘した。

第2にゼロ金利政策の副作用として、構造調整を先送りしていることを問題視する意見も出された。この立場を採る委員は、有利子負債残高が大きく、バランスシートが傷んでいるような企業が存続できる

のは、ひとつには、ゼロ金利政策によって資金コストが低位に抑制されているためであると主張した。そのうえで、こうした企業をサポートするためにゼロ金利政策をさらに継続することは、預金者が得られる金利をこうした企業に所得再分配することに他ならないと強調した。

この議論については、ある委員が、これまでは、金利を引き上げれば経済全体にダメージが加わるとの判断で、ゼロ金利政策を継続してきた、最近では、企業としても収益率の向上が経営上の必須の課題となっていることを強く自覚しており、さらに金融機関からの借入金利も企業の信用力に応じて格差がつき始めているため、ゼロ金利政策と低採算企業の存続との間の因果関係は弱い、といった認識を示した。そのうえで、その委員は、今検討すべきことは、それでも直ちに金利を引き上げて構造調整を一段と強引に促進することが必要なかどうか、あるいは、そうしたことが可能なかどうか、ということではないか、と発言した。

第3に、逆に、現状でも円高のリスクは残っており、今後円高が100円を大きく割り込むかたちで進展した場合には、何らかの追加緩和策を考える必要がある、といった問題提起もあった。それを提起した委員は、11月の終わりに円相場が一段と上昇した際に市場が本当に求めていたものは一層の金融緩和のシグナルであり、それに対する妥当な対応は積み上幅の拡大ではなかったか、との見解を述べた。その委員は、確かに積み上幅1兆円は、当初はオーバーナイト金利のゼロ%を確保することと整合的なものであったとしても、事実の問題として、すでに金融政策スタンスを示す指標性を具備しており、それを拡大すれば、金利体系に影響を与え、円相場に影響を与える蓋然性も高いと主張した。

これについては、ひとりの委員が反論し、オーバーナイト金利がすでにゼロ%まで低下しているもとでは、追加的な資金供給がもたらす効果が不明である、市場に合理的とは言えない期待があるときに、それに乗った政策をいったん行くと、次々に同じような状況に追い込まれるリスクがあるし、政策運営のクレディビリティを損なうことにもなる、といったことなどを指摘した。また、その委員は、追加緩和策として考えられる最後の決断としては、長期国債の買い切りオペの増額があり、これには円高抑制の効果も期待しうるが、これは国民経済的に大きなコストを払う政策であるだけに、経済が深刻なデフレスパイラルに陥ったような場合にしか決断できないものである、という趣旨も付け加えた。

以上のような今後の金融政策運営の方向性を巡る議論を総括するかたちで、ひとりの委員は、来年の政策運営は「複線で」考えることが必要となっていると発言した。具体的には、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いておく必要がある、同時に、経済の改善傾向が続いていけば、現在の極端な金融緩和政策については、経済実態との整合性という観点に十分目配りしたうえで、適切な判断を行っていく必要がある、といった両面を指摘した。

また会合では、以上の議論を踏まえて、何人かの委員が、金融政策運営に関する会合における判断や、その背景となる考え方、着目している材料などについて、市場や国民に対してしっかりと説明していく必要がある旨を強調した。これらの委員は、そうすることが、金融資本市場の期待形成の安定を確保し、円滑な金融政策運営を行っていくための近道であるとの認識を共有した。

この間、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、ひとりの委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した2月12日以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、を主張した。

この委員は、まず第1に、景気は持ち直しに転じ、民間需要を巡る環境は改善しつつあるということは、デフレ懸念の払拭が展望できつつあることを意味しているが、それでもゼロ金利政策を継続すると金融政策運営に対するクレディビリティが損なわれるとの考え方を示した。また、第2にその委員は、技術革新や規制緩和を背景とした新たな産業の萌芽として、金融界における異業種参入の動きや、情報通信分野における競争とそれに伴う消費者向けサービスの質の向上などに言及し、これらの新しい成長分野が経済を牽引する素地ができつつあることも指摘した。そうした中で、第3に、新たに成長している分野と構造調整に直面している分野との二極分化の様相が強まって、政策対応としては、構造調整分野のサポートを強く意識した政策を求める声が高まる惧れがある旨を付け加えた。

別のひとりの委員は、CPI（消費者物価指数）上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために超過準備額を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、景気の現状と先行きを、景気動向指数で確認すると、景気は本年4～5月に底入れしたあと、回復の量感に乏しい脆弱な展開となっているが、来年3月頃の総体的な経済活動も依然として弱々しいものになることを示唆している、個人消費には夏頃までの勢いがみられないし、過剰設備の調整が不十分であるにもかかわらず設備投資の対GDP比率が上昇に転じているほか、GDPデフレーターは3期連続でマイナスとなっている、こうした状況のもとでは、政府の経済対策とシンクロナイズするかたちで早めに追加緩和に踏み切り、経済を潜在成長率まで押し上げることが必要である、今のゼロ金利政策は、そのもとで採り得る選択肢が継続か解除しか存在しない非連続な政策であり、状況に応じたフレキシブルな対応が採れないため、量的ターゲットにレジームを切り替えるほうがよい、インフレ・ターゲティングは今や国際的な潮流であり、市場の期待形成の安定化や、日本銀行が説明責任と結果責任を果たしていくうえでも多いに役立つと考えられる、といった諸点を列挙した。

なお、利上げを主張した委員は、現在のゼロ金利政策のもとでは、「デフレ懸念の払拭」が政策運営上のアンカーの役割を果たしており、市場参加者に対するメッセージにもなっているが、ゼロ金利解除後はそのようなアンカーがなくなるため、それに向けた備えとして、インフレ率や需給バランスなど、中期的な日本銀行の見通しを公表することを検討する必要がある、との問題意識を表明した。また、一段の金融緩和を主張した委員も、経済についての日本銀行の認識を正確に伝えるために、インフレ率やGDPの予測値を公表すべきとするかねてからの主張を繰り返した。

・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。

- わが国経済は、各種の政策効果に加え、アジア経済の回復などの影響で、緩やかな改善を続けており、景気は最悪期を脱していると思われる。しかし、経済の自律的回復の鍵を握る民需の動向は依然として弱い状況にある。
- このような状況の下、政府は景気の本格的回復と新たな発展

基盤の確立を目指すため、11月11日に経済新生対策を決定し、これを受けて編成された今年度第2次補正予算は、今臨時国会で成立した。政府としては、本対策に盛り込まれた各種の施策を着実に実施していくとともに、平成12年度予算においても、引き続き景気に配慮をして、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、わが国経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗るように努力していきたいと考えている。また、税制改正については、12月16日に政府税制調査会において、「平成12年度の税制改正に関する答申」が取りまとめられたところであり、政府として、今後具体的な税制改正作業に取り組んでいきたい。

- 政府による諸施策の実施と合わせ、日本銀行においても、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

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。

- 景気の現状は、民需の回復力が弱く厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果に加え、アジア経済の回復等の影響で、緩やかな改善を続けていると判断している。各論では、10月の個人消費が秋口に比べてやや改善したが、基本的には足踏みを脱していない。設備投資については、機械受注の製造業を中心に底入れの気配があるが、現状は大幅な減少が続いているとの判断を変えていない。
- 政府としては、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行い、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、21世紀の新たな発展基盤を築くという観点から、先般決定した経済新生対策を強力に推進する考えである。日本銀行においても、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

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、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じており、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、金融面の良好な環境は維持されている、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力については、引き続き留意する必要がある、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、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、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になりつつあるとの認識を踏まえ、金融市場調節方針を、現在のゼロ金利政策を採用した2月12日以前の方針に戻す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の上昇率に目標値を設定したうえで、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7）。

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（12月16日～1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(注³)。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6、棄権1)。

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

議案(議長案)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1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。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、武富委員、三木委員、植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、景気のアップサイドリスクがほとんどない一方で、円高の悪影響や政策効果の息切れなど、ダウンサイドリスクはかなり残っているため、現状維持という政策対応は適当ではない、マネーサプライなどの量的金融指標の伸び率が一段と低下しており、円高圧力につながりかねない、財政赤字が拡大する中で、今後、日銀に対して国債引き受けや買いオペ増額などの要請が強まること懸念されるので、予め明確な政策スタンスを打ち出す必要

³ 「マネタリーベースについて2000年7～9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9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。」

がある、現在の金融市場調節方針は、抽象的な表現が多く、政策目標として「何が」「いつ」「どうなるか」が国民にはわかりにくく、アカウンタビリティが十分に発揮されているとは言えない、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、景気判断の着実な上方修正によって、デフレ懸念の払拭が展望できる状況になりつつあると判断するが、それにもかかわらず、ゼロ金利政策を継続すると、中央銀行のクレディビリティを損なうことになる、ゼロ金利政策をさらに継続すると、構造調整の進捗が一段と遅れ、その解除の時期がさらに難しくなる、景気が最悪期を脱したと判断できる現時点で金利を早期に引き上げ、機動的な政策対応が行えるような体制を整えておく必要がある、という理由を挙げて、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12月21日に公表することとされた。

(注)なお、山口委員は、会合の出席が短時間であったため、上記、およびのいずれの採決にも加わらなかった。

・2000年1月～6月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、2000年1月～6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、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

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。

以 上

(別添2)

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> (4月13日<木>)
	3月24日<金>	— (5月2日<火>)
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> 未定
	6月28日<水>	— 未定

以 上

(2000年1月17日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2000 年 1 月 17 日 (9 : 00 ~ 12 : 23、13 : 16 ~ 15 : 39)

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 (")
	武富 将 (審議委員)
	三木利夫 (")
	中原伸之 (")
	篠塚英子 (")
	植田和男 (")
	田谷禎三 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 林 芳正 政務次官 (9 : 00 ~ 15 : 39)

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 (9 : 00 ~ 15 : 39)

(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
政策委員会室審議役	村山俊晴
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（11月26日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月20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、前回の会合（12月17日）で決定された金融市場調節方針¹にしたがって運営した。この間、年末越えや「コンピューター2000年（Y2K）問題」といった要因にもかかわらず、日本銀行のきわめて豊富な資金供給を受け、オーバーナイト金利はゼロに近い水準で落ち着いて推移した。この間、取引面でも特に混乱はみられず、Y2K問題は大きな山を越えたと思われる。

Y2K対応の資金供給の経緯についてやや詳しく述べると、日本銀行は、12月22日から積み上幅²を拡大させ、同28日時点では、51営業日連続での資金供給により、累計46兆5千億円の年末越え資金を供給した。一方、年明け後は、取引面でのトラブルがないことを確認した上、1月4日午後から、1日当たり約2兆5千億円のペースで余剰資金の吸収を行った。この資金吸収は、積み上がった余剰資金の規模が米欧と比べて相当大きくなったことや、ゼロ金利政策の調節方針のもとで、オーバーナイト金利に上昇圧力が生じないよう留意する必要があったことから、米欧よりも時間がかかることになったが、先週末までにはこうした資金吸収も概ね完了した。

なお、このように資金供給の規模が米欧に比べ巨額となったのは、本邦金融機関がY2K対応として多くの超過準備を抱えたためである。この背景としては、ゼロ金利政策により、超過準備を保有するコス

¹ 「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。」

² 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

トがきわめて低くなっていること、97年秋以降の大手金融機関の破綻の経験等から、金融機関は万が一の場合の流動性対応について慎重に備える傾向が強いこと、日本銀行も金融機関に対し、なるべく自助努力でY2K問題に対応するよう促してきたこと、が挙げられる。この結果、12月積み期の超過準備は過去最大額となった。同時に、短資会社等の日銀当座預金も、過去最大の積み上がりを見た。

なお、年末以降、Y2K問題の剥落とともにいったんは低下したTB・FBレートが、年明け後やや上昇している。この要因としては、FB発行額の増加を受けた需給悪化懸念などに加え、足許ではゼロ金利政策の解除予想が市場に出てきていることも挙げられる。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対ドル相場は、年初にいったん101円台まで上昇した後、介入報道をきっかけに円安方向の動きが進み、現在は106円を挟む展開となっている。この間、年明け後ドルに対して反発していたユーロも、先週末から再び反落しており、足許の状況は「ドルの堅調」といえる。

この背景としては、米国経済の好調と、こうした中での米国株価の上昇が挙げられる。すなわち、米国の12月の経済指標をみると、生産者物価や消費者物価が比較的落ち着いた動きとなる一方で、小売売上高や鉱工業生産は市場の予想を上回った。これらの指標の公表を受け、市場では「米国経済はインフレなき成長を続けている」との見方が強まり、これが株高やドルの堅調につながっている。

なお、この間海外筋の一部には、日本銀行が、米欧の中銀に比べ、年明け後のY2K資金の吸収に時間をかけたとして、これが、先行きの金融政策への思惑を生み、円安の一因となっているとの声もある。ただ、これは相場変動のドミナントな要因とは考えにくい。

(2) 海外金融経済情勢

米国では、長期金利が6.6%台と、2年半振りの高水準となっている。FF金利先物をみると、市場は、今後のFOMC（連邦公開市場委員会）における金利引き上げを既に織り込んでいる模様である。この間、米国株価は、年明け後いったん大幅に下落したが、その後は長期金利の上昇をこなしながら、再び上昇している。

欧州でも、景気回復期待を背景に、株価と長期金利が上昇傾向にあ

り、独、英、仏の株価は、年明け後、いずれも既往ピークを更新した。また、エマージング諸国でも、株価は総じて上昇している。

実体経済をみると、米国では、個人消費と設備投資が堅調を維持している。個人消費をみると、消費者コンフィデンスは引き続き好調であり、小売売上高も高水準となっている。クリスマス商戦についても、当初は出足が鈍いとの見方もあったが、終盤には盛り上がりを見せ、結局はまずまずとの評価である。

欧州でも、輸出や個人消費が好調に推移する中で、生産の増加に伴って雇用環境も改善し、失業率は低下している。こうした労働需給の引き締まりなどを背景に、イングランド銀行は1月13日、政策金利（レポ金利）の引き上げ（5.5% → 5.75%）を実施した。

アジア経済も、引き続き回復基調にある。タイやマレーシアでは、最近では設備投資が回復しつつあり、外需主導から内需主導の回復への転換が徐々に進みつつあるように窺われる。

3．国内金融経済情勢

（1）実体経済

前回会合以降に公表された経済指標をみると、輸出入や生産の面で、Y2K問題による若干の振れが生じているが、景気についての基本的な判断を変更するようなものはなかった。

すなわち、公共投資の増加が一服しているほか、住宅投資も頭打ち傾向が続いている。個人消費は、一進一退で推移している。設備投資は、下げ止まりの気配をみせている。純輸出は、振れはあるが、基調としては増加している。

こうした最終需要の動向や、在庫調整の進捗のもとで、生産は増加を続けている。また、リストラの効果などもあって、企業収益は好転してきている。ただ、収益の改善は、これまでのところ、企業の積極的な設備投資スタンスには結びついていない。また、雇用情勢の悪化には歯止めがかかりつつあるが、企業は人件費を抑制する姿勢を変えておらず、雇用・所得を巡る環境はなお厳しい。

このように、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。

この間、ヒアリング情報などによれば、Y2K問題の影響について、以下のような動きがみられた。

まず、輸出入の面では、国内電子機器メーカーがDRAMなどの在庫積み増しを前倒して進めたことを受け、部品メーカーも国内向けの出荷を優先させた結果、輸出が一時的に減少し、逆に部品輸入などが一時的に増加した模様である。また、設備投資の面では、汎用コンピューターなどの調達を年明け後に遅らせる動きがみられた。この間、個人消費の面では、12月に食料品や暖房器具などの買いだめの動きがみられたが、その規模は大きなものではなかった模様である。

物価面をみると、国内卸売物価は概ね横這いでの推移を続けている。消費者物価は、農畜水産物が天候要因によって低下したことから幾分弱含んだが、基調としては横這いの動きが続いている。

先行きについては、輸出は、世界経済の回復のもとで、緩やかな増勢を維持する可能性が高い。また、公共投資も、いったんは工事量が減少するが、経済新生対策に基づく補正予算の実施に伴って、年度末までには工事の発注が再び増加すると考えられる。このように、外生需要全体としては、1～3月にいったん横這いとなる可能性もあるが、今後も基調としては経済を下支えしていくと見込まれる。

設備投資については、企業収益の増加など、投資を巡る環境は改善しつつある。ただ、現時点では、企業が先行きの売上げなどに対して慎重な見方を変えていないうえ、債務を圧縮する動きも続くとみられるため、設備投資が今後いつ明確な増加に転じてくるかは見定め難い。

物価の先行きを展望すると、国内卸売物価は、電気機器の価格低下や円高の影響といった下落要因がある一方で、原油価格の上昇や需給バランスの改善傾向といった上昇要因もあることを勘案すると、当面は概ね横這いで推移すると予想される。また、消費者物価も、ほぼ前年並みの水準で推移すると考えられる。

ただ、現時点では、外生需要から国内民間需要へのバトンタッチがスムーズに進み、需給ギャップが持続的に縮小する展望は拓けていない。したがって、来年度下期以降、外生需要が減少に転じた場合に、物価が再び軟化するリスクには、引き続き留意しておく必要がある。

(2) 金融情勢

短期金融市場については、先ほどの金融市場調節に関する執行部説明の通り、年末越えやY2K問題といった要因にもかかわらず、市場

は総じて安定して推移した。この間、ユーロ円金利先物などをみると、今後数か月から1年といったタームでは、「ゼロ金利政策の解除もあり得る」といった見方も市場の一部に出ているようにみられるなど、市場の金利感には、若干の変化も窺われる。

長期金利は、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。ただ、長期債市場はこのところ薄商いが続いており、市場の動向を把握しづらい状況となっている。

日経平均株価は、年初にかけていったん1万9千円台まで上昇した後、米国ハイテク株の動きを反映する形で上下し、足許では再び1万9千円台で推移している。

この間、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、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。これらの結果、銀行貸出は弱含みで推移しており、マネーサプライ(M2+C D)も、伸びがやや鈍化している。

・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、大方の委員が、前回会合(12月17日)での判断を変えるような材料はみられていない、との見解であった。このため、多くの委員の認識は、「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」という前回会合と同じ評価に集約された。

まず、多くの委員は、公共投資は増加が一服しており、住宅投資も頭打ちとなっているとの認識を、概ね共有した。

輸出について、大方の委員は、10~11月の統計では輸出はやや弱

い動きとなっているが、これにはY2K問題の影響もあると考えられること、この間、世界経済の回復は一段と明確になっており、こうした外需の上振れによる輸出数量へのプラス効果は、円高による輸出数量へのマイナス効果を上回っているとみられること、などを指摘し、基調としては増勢を維持している、との判断を示した。

さらに、多くの委員は、在庫調整の進捗などにも支えられ、生産は引き続き増加しており、この影響が企業収益や雇用・所得面にも徐々に及んでいる、との認識を、概ね共有した。

この間、一人の委員は、企業収益の改善が個人所得や個人消費につながり、また設備投資の回復を促すという経済の循環を考えると、まずは企業収益の回復が重要であると強調した。そのうえで、この委員は、企業収益の改善は、リストラと低金利に支えられている部分が大きく、輸出の増加による効果は、円高効果で打ち消される部分もあり、さらに、当期利益ベースでは、株価の二極分化の影響から、むしろ株式の評価損を計上する企業もあるとみられるので、企業収益の基盤はなお脆弱であり、注意深くみていく必要がある、と述べた。

また、多くの委員は、こうした企業・家計の所得環境の改善も、現時点では設備投資や個人消費の増加に結びつくには至っていない、との見解を示した。このうち一人の委員は、現在の实体经济は、なお「底這いの中で持ち直しの動き」であり、経済が外生需要によって支えられている構図には変わりはない、と述べた。

まず設備投資について、多くの委員は、企業収益や景況感の改善といった投資環境面での好材料や、各種の先行指標も設備投資の下げ止まりを示唆していることなどを指摘した。ただし、現時点では、設備投資が増加に転じていることを示す確たる手がかりも得られていない、という点でも、概ね認識の一致をみた。

次に、個人消費に関しては、複数の委員が、11月の小売関連指標がやや弱めであったことに言及した。ただ、これらの委員は同時に、この時期の気温が平年に比べて高めであったことが、衣料品などの販売に影響した模様であること、ヒアリング情報などによれば、12月以降の売れ行きはやや持ち直していること、雇用・所得環境の緩やかな改善傾向は続いていること、なども指摘した。こうした点も踏まえ、大方の委員は、個人消費について、引き続き「一進一退」との認識を示した。

この間、ある委員は、景気動向指数からみた景気動向について述べた。この委員は、景気動向指数の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）等を見る限り、景気は昨年4～5月頃を谷として緩やかに反転しており、こうした状況は本年7～9月期まで続く可能性があると考えられるが、回復に力強さはない、と述べた。

物価動向について、委員は、横這い圏内で安定して推移している、との認識を、概ね共有した。

ある委員は、足許の物価動向について、企業の視点から解説した。すなわち、企業のコスト削減の動きが原材料や部品などの購入価格を引き下げる方向に働き続けてはいるが、一方で、アジア経済の回復などを受けて商品市況などが強含んでいるほか、在庫調整の進捗もあって需給環境は改善し、素材・中間財メーカーでは値上げが通りやすい環境となっているなど、当面、需給バランスの悪化による「悪い物価下落」が生じるリスクはほぼ解消している、と指摘した。

（2）金融面の動き

金融面については、多くの委員が、Y2K問題や年末越えといった要因にもかかわらず、市場が安定的に推移したことについて言及し、Y2K問題が概ね山を越えたことを確認した。

何人かの委員は、日本銀行が、きわめて豊富な資金供給をフレキシブルに行うことにより、市場を安定的に推移させ得たことは、「金利をできるだけゼロに近く推移させるために、必要かつ十分な流動性を弾力的に出していく」というゼロ金利政策の有効性・弾力性を示している、とコメントした。

また、複数の委員は、この時期、積み上幅や超過準備、マネタリーベースなどが大きな伸びを示している一方で、銀行貸出などはむしろ弱めの動きとなっていることを指摘した。このうち一人の委員は、これは、超過準備やマネタリーベースが増えたからといって、それだけで銀行の貸出姿勢などが変わるわけではないことを示す、一つの事例であるように思われる、と述べた。

これに対し、別のある委員は、この時期の超過準備は、銀行側も、あくまでY2K対応として保有していたわけであり、これが貸出などに向かわないことは自然ではないか、と発言した。また別の一人の委員も、Y2Kという特殊なケースをもとに、超過準備を増やすことに

意味がないとまでは言えないのではないかと述べた。

一方、さらに別の複数の委員は、12月積み期に日本銀行がきわめて多額の資金供給を行い、これに伴って超過準備やマネタリーベースが伸びたのは、あくまでY2K問題という特別な要因により、銀行などの流動性需要が一時的に増加したから実現したことであって、需要もないところに日本銀行の意思だけでこれらを増やせたということではない、と述べた。このうち一人の委員は、こうした特別な要因がなくなれば、銀行にはコストを払って過剰に流動性を抱える合理性はないので、これまで同様、超過準備は極力持たないようにするだろう、とコメントした。

また、複数の委員は、仮に実体経済活動に伴う資金需要が出てきて、これに伴い銀行の流動性需要が増加するような場合には、日本銀行はそうした需要にいくらかでも応えていくというのがゼロ金利政策の枠組みである、と述べた。さらに、こうしたことは既に市場も十分承知しているわけであり、したがって、「超過準備を増やしてはどうか」といった主張が想定するような効果は、ゼロ金利政策の枠組みの中に既に取り込まれているはずだ、と指摘した。

さらに、別の一人の委員は、日本銀行が市場に過剰ともいえる流動性を供給しているにもかかわらず、貸出が伸びないということは、貸出の低迷が、やはり流動性以外の要因 すなわち、資金需要面や金融仲介機能などの要因 によることを示している、と述べ、貸出の回復のためには、実体経済や金融仲介機能の回復が重要である、と指摘した。

この間、ある委員は、Y2Kに関連して金融資本市場でどのような構造問題が明らかになったかと質問した。これに対し執行部から、例えば、過去に例をみない大規模な資金供給・吸収が実施される中で短期オープン市場の商品間で金利裁定が働きにくい状況がみられたほか、国債のフェイル慣行が認められていないことなどの制約を背景に国債市場の流動性が一時的に低下するといった現象もみられた、との回答があった。

次に、長期金利がきわめて低い水準での推移を続けていることに関し、議論が行われた。

まず、複数の委員が、景況感を持ち直し、株価も総じて堅調、一部にはゼロ金利政策の解除予想も出ており、さらに、海外の長期金利は上昇傾向、一方で、財政赤字は拡大している、といった環

境のもとで、日本の長期金利がきわめて低い水準となっているのはなぜか、との問題を提起した。

ある委員は、株式市場では、リストラ効果による企業収益の改善がかなりの確度で予想されている一方で、債券市場では、マクロの景気については緩やかな改善しか見込んでいないとの解釈も聞かれる、と紹介した。ただ、この委員は、こうした両市場の評価の相違が長期的に整合的なものかどうか、検証が必要であると付け加えた。

別の一人の委員は、市場に円高予想が根強いことが、日本の長期金利の低さに寄与しているのかもしれない、と述べたうえで、為替が逆に円安方向の動きを辿る場合には、長期金利は上昇することが考えられるのではないかと述べた。

さらに別の一人の委員は、金融機関などは、運用先が見当たらないという理由から国債への投資を膨らませている状況であり、マーケット・リスクの観点から中短期債にシフトしているとはいえ、なお多額の長期債を抱えているので、これが逆方向にオーバーシュートするリスクに対しては、十分注意する必要がある、と発言した。

ただ、これらの委員を含めた多くの委員は、現在、長期債市場はきわめて取引の薄い状況が続いており、金利の動向を判断するためには、もう少し市場の動きをみていく必要がある、との認識であった。

企業金融について、ある委員は、金融緩和は浸透しており、この中で、企業はY2K問題を乗り切ったのち、再び手元流動性を圧縮し、過剰債務の削減に取り組んでいる、と述べた。さらに、銀行サイドでは、経営健全化計画達成に向けたプレッシャーもあり、スプレッドよりも量を重視した融資姿勢になってきているが、資金需要が低迷しているため、なかなか貸出の増加に結びついていかない状況にある、と解説した。

(3) 景気の先行き

景気の先行きに関し、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」にはなお至っていないとの見解を、概ね共有した。

まず輸出に関し、多くの委員は、世界経済の回復傾向が続いており、これによる輸出数量へのプラス効果は、この間の円高によるマイナス効果を上回るとみられることなどを指摘し、輸出は基調としては増勢を維持していくのではないかと、この見方を、概ね共有した。

この間、一人の委員は、円高の影響がラグを伴って出てくること
が予想され、輸入面では既に影響が出ているように窺われる、アジア
経済は確かに好調とはいえ、タイやインドネシアなど、不良債権処
理が終わっていない国がある、と述べ、輸出の先行きについて、他の
委員よりも慎重な見方を示した。

また、設備投資の先行きについて、多くの委員は、生産の増加や
企業収益の改善など、投資を巡る環境が徐々に整いつつあること、
各種の先行指標も概ね下げ止まりを示していること、をプラス材料と
して指摘した。さらに、複数の委員は、これまで投資抑制が続いた
結果、ストック調整もある程度進んだとみられる、と付け加えた。

ただ同時に、多くの委員は、企業は引き続き過剰設備・債務のリ
ストラの過程にあること、企業の需要見通しもなお慎重であること、
などを指摘し、設備投資が今後増加に転じていくかどうかは、依然と
して見通し難い、との見方を示した。このうち複数の委員は、設備投
資の先行きを展望する上で、今後公表される来年度設備投資について
の各種アンケート調査が注目される、と述べた。

この間、一人の委員は、企業収益や景況感の改善、先行指標の
下げ止まり、などのプラス材料に加え、成長分野の明確化や情報通
信技術（IT）の生産性向上効果、を指摘し、設備投資が回復に転じ
ていく展望は既に見えてきているのではないかと述べた。

すなわち、この委員は、日本政策投資銀行の調査でも、約2割の
企業がIT関連などの新分野への進出を計画するなど、今後の成長分
野が徐々に見えてきており、こうした中、企業の二極分化が進んで
いるもとでは、成長性の高い企業は相対的に債務負担も軽いと考えら
れ、これらの企業は積極的に投資を行っていくのではないかと、さらに、
企業は将来の労働力人口の減少を視野に入れており、労働の資本へ
の代替といった観点からも、IT関連投資などを進めていかざるを得
ないのではないかと、との見解を示した。

一方、別の一人の委員は、「二極化現象」について異なる解釈を示
した。すなわち、この委員は、今後、投資の増加が見込まれるのは、
製造業のうち大企業主導の業種（加工業種）と通信だけとみられる一
方で、設備投資の大きなシェアを占める中小企業主導の業種（食品、
窯業土石、繊維等）では、設備投資にあまり期待できない、との考え
を述べ、設備投資の先行きに関し、やや慎重な見方を示した。

この間、さらに何人かの委員が、産業や企業の「二極化現象」に注

目し、その経済へのインプリケーションについて言及した。

ある委員は、これまで「今後の成長分野が不透明」といった見方もあったが、現在は、それがIT関連の分野（「ネット」、「モバイル」、「デジタル」等の言葉で表現される分野）であることは、徐々に明らかになってきているのではないかと述べた。そのうえでこの委員は、既存の企業がこうした新技術を活用していけるかどうか、先行きを展望するうえでの一つの鍵となる、とコメントした。

別の一人の委員も、今後、IT関連などの成長分野を中心とする「ニュー・ジャパン」と「オールド・ジャパン」の二極化、「オールド・ジャパン」内部で、リストラを通じた収益率の引き上げに成功する企業と、コスト削減に終始し縮小傾向を辿る企業の二極化、という傾向が、より鮮明になっていくのではないかと述べた。

さらに、複数の委員は、経済全体が構造調整の過程にある中で、株価、収益等さまざまな面で二極分化の傾向がみられており、したがって、経済の実態を把握するためには、マクロ統計だけでなく、ミクロの情報を注意深くみていく必要がある、と述べた。

個人消費については、多くの委員が、雇用者数の増加や失業率の低下、残業代の増加といった雇用・所得環境の改善が、個人消費の先行きのダウンサイド・リスクを減少させている、との見解を示した。ただ、企業の人件費抑制スタンスが続く中、冬季賞与は前年比マイナスとなるなど、現時点では所得の改善はそう目立ったものではないので、個人消費が今後ははっきりと増加に転じていくことも見通し難い、との見方も、概ね共有した。この間、複数の委員は、財政事情の悪化の中で、家計が将来の税制や年金への不安を抱いていることを、マイナス材料として付け加えた。

なお、ある委員は、足許の労働需給の改善はパートの増加による部分が大きく、労働者全体の平均賃金にはむしろ低下圧力が働いている、と述べ、個人消費の先行きに対し、他の委員に比べて慎重な見方を示した。一方、別の一人の委員は、むしろ、世帯主の所得環境が引き続き厳しい中で、世帯主以外のパート就労の増加によって、世帯全体での所得は下支えされていると解釈できる、昨年来の株価上昇は、富裕層などに相応の資産効果をもたらすと考えられる、と述べ、他の委員に比べてやや前向きな見解を述べた。

この間、さらに別の一人の委員は、先行きの所得環境が不透明であること、消費選別の目が厳しくなり（ユーザーニーズを満たした新商品、デジタル化による新機能商品、安価な代替品を指向）、消費

構造の変化が起こっていること、消費飽和感が強いこと、から、消費支出は抑制的とならざるを得ない、と述べた。そのうえで、実質GDPが1%前後の成長といった経済の中では、個人消費が目に見えて増加することは望みにくく、むしろ、現状のような「一進一退」の状況が普通であり、平時であると考えるべきではないか、との問題提起を行った。

この間、ある委員は、先行きの留意点として、米国株価の動向、米国の経常赤字の円滑なファイナンスが今後とも続いていくのかどうか、更なる急激な円高、の3点を挙げた。そのうえで、特に、さらなる急激な円高が景気回復の足を引っ張る状況は、昨年9月のG7時と変わっておらず、数日後に控えているG7の場では、日本銀行としても、引き続き、急激な円高への懸念を表明していくべきである、と述べた。さらに、ゼロ金利政策の浸透を続けていく中での円売り介入は、行き過ぎた急激な円高に対して効果がある、と発言した。

また別の委員の一人も、さらなる急激な円高は、輸出採算の悪化や収益への影響といったルートを通じて、企業の設備投資スタンスにも悪影響を与え得る、と発言した。

別の一人の委員は、先行きのリスクとして原油価格に言及し、仮にOPECの減産が本年6月まで続くとすれば、原油価格(WTI)は、2001年第1四半期には39ドル/バレルまで上がる可能性があり、何かショックが加われれば50ドル/バレルとなっても不思議ではない、との見方を示した。この委員は、米国のGDPに占める石油消費のウエイトは第一次オイルショック後(74年)の4.0%から99年は1.4%まで下がっているが、25ドル/バレルが続くと本年は1.9%にまで上昇することとなり、経済に強いインパクトを与えかねないとコメントした。

次に、物価の先行きと、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断について、議論が行われた。

ある委員は、技術革新や流通の効率化による物価下落圧力は、経済厚生にはプラスに作用するものであり、こうした要因から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、このように考えると、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」とは、結局「民間需要中心の自律的な景気回復が、ある程度の確率で見通せる状態」にかなり近い、との見解を示した。また、こうした見解に立って、この委員は、「設備投資の回復の展望が見えてきている」という

判断をもとに、「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、との見方を述べた。

これに対し、何人かの委員が、総合判断の重要性については賛同しつつも、設備投資の先行きには留保を示した。

一人の委員は、特定の物価指数の足許の数字だけで「デフレ懸念」を判断することはできず、その背景にある実体経済の動きなども含め、やはり、総合的に判断していくことが必要だ、と述べた。同時にこの委員は、経済が回復に向かう力は働き続けており、その意味で「デフレ懸念払拭へのシナリオ」は維持されているが、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったかどうかを判断するには、なお、設備投資などについて回復の展望を確認できる材料が必要であるとの認識を示した。こうした見方に、複数の委員が賛同した。

この間、ある委員は、過去 10～15 年間、グローバルな物価低下圧力が、世界的なディスインフレに寄与してきたが、今年から来年にかけては、こうした物価低下圧力の一部が一時的に弱まる可能性もある、と指摘した。その理由として、この委員は、米国経済の好調持続に加え、アジア・欧州経済の回復によって世界経済全体が堅調に推移していることを反映して、原油などの一次産品市況が当面は上昇すると見込まれること、エマージング経済の回復を受けて現地の労働コストや為替相場にも上昇圧力が働き、これまでの要素価格均等化圧力が幾分和らぐとの期待が生まれること、などの点を挙げた。

別の一人の委員は、足許の物価変動の要因を、技術進歩要因、需給要因、原油等の商品市況の要因、の3つに分類した。そのうえで、当面は、の要因が物価下落方向に、の要因が物価上昇方向に働いているが、現段階ではの需給要因から大きな物価上昇圧力が生じる可能性は低いのではないかと、との見方を示した。

この間、さらに別の一人の委員は、GDPギャップは、なお、かなり大きい、との考えを示したうえで、GDPギャップ、および、その算出の前提となる潜在成長率については執行部でも日頃から研究を重ねているようだが今後ともより精緻な把握に努めていく必要がある、との問題意識を示した。

こうした議論を経て、多くの委員は、当面、物価は概ね横這いで推移するとみられるが、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはまだ至っていない、との見解を、概ね共有した。

・ 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、足許の景気は、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、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。

金融環境も、緩和感が浸透している、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力に対しては、引き続き留意していく必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、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」にはなお至っていない、との判断を共有した。この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在の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、大勢意見となった。

なお、このうち一人の委員は、経済の安定成長を考えた場合、ゼロ金利政策は異常な金融政策であり、これから脱却することが本年の政策課題である、と述べ、また、判断のタイミング、判断に至る過程についてのアカウンタビリティ、forward-looking な政策判断、ミクロの現場の動きへの注意、といった点の重要性を強調したうえで、上記の大勢意見に同調した。

この間、いわゆる「積み上幅」について、市場の一部に、これが日本銀行の金融政策スタンスを示しているといった見方がみられることについて、議論が行われた。

ある委員は、「積み上幅」と円相場の関係を見ると、12月は「積み上幅」が拡大する中で円高の動きが進んだ一方、1月入り後はこれが縮小する中で円安の動きが進んでおり、「積み上幅」自体が円相場に影響しているわけではなさそうだ、との観察を示した。

これを受けて、別の複数の委員は、海外市場が注目したのは「積み上幅」そのものではなく、日本銀行が「積み上幅」を増減させるテンポを、先行きの政策スタンスを示すシグナルと捉えた向きが、一部にあったということだと思われる、と指摘した。

そのうえで、何人かの委員は、日本銀行の金融政策スタンスが決定会合を経ないで変更されることはあり得ず、したがって、「積み上幅」の変化が何らかの政策スタンスの変化を示唆しているといった見

方があるとすれば、それは是正していく必要がある、とコメントした。

なお、ある委員は、現行の「積み上幅」1兆円に関して、オペの未達現象等、情勢の変化をよく見きわめて、ゼロ金利を維持するうえで必要・十分な過剰流動性がいくらのかに注意を払うことも必要だと付け加えた。

この間、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、一人の委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した昨年2月12日以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、を主張した。

その理由として、この委員は、経済は、デフレ・スパイラル入りのリスクもあったゼロ金利政策導入時の緊急事態を明らかに脱し、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になってきているのではないかと述べた。さらに、経済に回復に向けたモメンタムが働く中では、長期金利や円相場に上昇圧力がかかることも当然予想されるが、景気の改善と統合的な市場の反応は、民間需要の自律的回復を阻害するものではなく、これらを単独で取り出して金融政策で対応しようとすることは適当でない、と付け加えた。

こうした主張に関し、一人の委員は、ゼロ金利は安定的な経済成長との整合性という観点からは異常な金利であり、また、運用側が金利リスクに鈍感になり過ぎている傾向もみられる、と発言した。別の一人の委員も、ゼロ金利政策を続けていること自体が、特に海外から、「日本は深刻なデフレではないか」といった、日本経済の現状についての誤解を招きやすくしている面はあるかもしれない、との感想を述べた。

ただ、これらの委員も含め、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」にはなっていない、との判断をもとに、やはりゼロ金利政策を維持していくことが適当だ、との立場をとった。

また、ゼロ金利政策の解除を提案した委員は、政策委員会として今回の会合ではゼロ金利政策の継続という結論を出すとしても、この将来の解除を念頭に置き、金融資本市場に対するショックを和らげる方法等についての検討を進めることが必要ではないか、と問題提起した。これに対し複数の委員は、一般論として、市場参加者が中央銀行の経済についての見方を概ね共有し、市場が先行きの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、こうしたことのためにも

重要であろう、との見解を示した。そのうえで、日本銀行の景気判断や政策運営の考え方を市場によく伝えていくことが、やはり大切だ、と述べた。そのうち一人の委員は、こうした観点からも、景気の流れと整合的な長期金利の上昇などが生じた場合には、これを無理に抑え込むことは適当でない、と付け加えた。

この間、別の一人の委員は、ある時は市場の誤解を利用してはいけないと言い、ある時は市場と日本銀行との考えが一致したなら行動に移すといったことがそううまくいくものか、非常に疑問だ、とコメントした。これに対し、市場と見方を共有していくことの重要性を述べた委員の一人は、こうしたことが簡単でないことも確かだ、と応じた。

別の一人の委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために超過準備額を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、GDPデフレーターなどがデフレ懸念の存在を示し、企業の期待成長率も低下し、原油価格も上昇し、消費者も先行きの税負担や社会保障を懸念して消費に後ろ向きである中では、一段の金融緩和が必要と考えられること、Y2K対応による大量の資金供給によって、量的緩和に対する「定義が不明」、「できない」、「できたとしても意味がない」といった批判に一応の回答が得られたと考えており、株価や円高防止に効果があったとみられること、G7終了後に円高となるおそれがあり、ここで緩和を行っておくべきであること、インフレ・ターゲットは、日本銀行が物価安定について責任を持っていることを明確にする観点からも意味があり、世界的にも採用する動きが出ていること、CPIの目標値を提示すれば、その背後にあるGDPなどのパスも公表することになるので、金融政策運営がより forward-lookingかつ preemptive(予防的)になること、ゼロ金利政策は待ちの政策であり passive(受動的)な対応であると考え、を挙げた。さらにこの委員は、財政政策と金融政策のポリシーミックスを図ることで、できるだけ早く、潜在成長率と考える1.5~2%の成長を達成すべきである、と主張した。

これに対し、ある委員は、この案を提案した委員は、原油価格上昇のリスクについても指摘しているが、こうした先行きのインフレリスクを強調しつつ、一方で「一段の金融緩和」の提案をするのはなぜか、と質問した。

これに対し、提案した委員は、冷戦後の構造変化などにより、世

界的にデフインフレ傾向がはっきりしてきており、また、日本のエネルギーの使用効率は世界で最も高く、石油需要の伸びも低く推移しているため、原油価格上昇の物価への影響は相対的に小さいと思われる、と述べた。

・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。

- わが国経済は厳しい状況をなお脱していない。このような状況下、政府は11月に経済新生対策を決定し、12月には第二次補正予算が成立した。平成12年度においては、公需から民需への円滑なバトンタッチを行い、民需中心の景気回復を実現するとともに、構造改革の推進を図るとの基本的考え方に立ち、引き続き適切で機動的な経済運営を行ってまいりたい。
- 平成12年度予算は、経済運営に万全を期すとの観点に立って編成し、公共事業については、11年度当初予算と同額の9兆4千億円を確保し、公共事業等予備費も5千億円計上した。税制面では、国・地方をあわせ6兆円を相当上回る所得税・法人税減税の継続に加え、住宅ローン減税の延長やエンジェル税制の拡充、確定拠出型年金の導入に対応した税制措置等も新たに講じる。以上の結果、平成12年度の公債発行額は32兆6,100億円、公債依存度は38.4%に達し、12年度末の国・地方の長期債務残高は645兆円と見込まれ、財政はきわめて厳しい状況となっている。したがって、経済が本格的な回復軌道に乗った段階で、財政構造改革について、21世紀のわが国の経済・社会のあるべき姿を展望し、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えているが、経済が厳しい状況を脱していないので、政府としては引き続き景気回復に万全を期すこととしている。
- このような政府の経済運営の基本的考え方は、今週末に予定されているG7において各国に説明することになると考えられる。
- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、

経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近のわが国経済は、各種の政策効果に加え、アジア経済の回復などの影響から緩やかな改善が続いているが、民需に支えられた自律的回復には至っていない。こうした中で、平成 11 年度の GDP 成長率は「0.6%程度」を見込んでいます。
12 年度の経済運営においては、民需主導の本格的景気回復の実現、知恵の時代にふさわしい経済社会の構築を目指す構造改革の定着、多角的貿易体制の維持強化とアジア地域との経済連携の促進、という 3 つの目標を立てている。このような経済運営の下、経済新生対策をはじめ必要な諸施策を推進することにより、年度後半には経済を民需中心の本格的な回復軌道に乗せることを目指している。
- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

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、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、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。

金融環境も、緩和感が浸透している、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、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力に対しては引き続き留意していく必要がある、というものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、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、一人の委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年 2 月 12 日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の一人の委員からは、CPI 上昇率およびマネ

タリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の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、「中期的な物価安定目標として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（1月16日～2月15日）の超過準備額を平残ベース15,000億円程度とし、その後、継続的に超過準備額を増加させることにより、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%程度となるよう量的緩和（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7、棄権1）。

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

議案（議長案）

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

記

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。

採決の結果

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

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、日本銀行の政策意図がオーバーナイト金利の動きに反映されないため、市場とコミュニケーションする別の手段を求めるべきであること、ゼロ金利政策はかなりのGDPギャップがあるにもかかわらず wait and see といった待ちの政策を採っているわけであり、貸出需要がないとか民需の回復を待つといって、何もしなくてもよいとは思えないこと、Y2K要因の剥落に伴い、このままではマネタリーベースの伸びが急低下することが予想されること、という理由を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、ゼロ金利政策導入時と比べ、経済情勢は明らかに改善しており、「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思われること、ゼロ金利政策の長期化を前提とした市場行動が目立ってきているなど、副作用が時間の経過とともに大きくなっていること、ゼロ金利政策を解除しても、それは現在の経済情勢と整合的な政策スタンスにするということであり、思い切った金融緩和が続くことに変わりはないこと、ゼロ金利政策が長期化すれば、有望な投資プロジェクトを「スクラップ・アンド・ビルド」を通じて生み出す構造改革自体を、阻害してしまうおそれがあること、を挙げ、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に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を1月19日に公表することとされた。

以上

(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。

以上