

## ・金融政策運営及び金融政策手段

### 1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成12年4月から9月までの間、計8回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

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

このほか、大蔵省および経済企画庁から出席があった。

12年4月から7月までの会合では、当面の金融政策運営について、ゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことが決定された。

その後、8月11日の会合では、ゼロ金利政策を解除し、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げることが決定された。さらに9月14日の会合では、この新しい金融市場調節方針を維持することが決定された（図表43、44）。

以下、第 部では、12年度上期中の金融政策運営に関して、会合における検討の様相、金融市場調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動きなどについて述べる。

( 図表43 ) 政策委員会・金融政策決定会合において決定された「金融市場調節方針」

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
12年4月10日	豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。	賛成多数(反対2)
4月27日		賛成多数(反対2)
5月17日		賛成多数(反対2)
6月12日		賛成多数(反対2)
6月28日		賛成多数(反対2)
7月17日		賛成多数(反対2)
8月11日	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。	賛成多数(反対2)
9月14日		賛成多数(反対1)

( 図表44 ) 公定歩合および無担保コールレート(オーバーナイト物)の推移

(単位：%)

	公定歩合 (注1)	無担保コールレート (オーバーナイト物)(注2)
12年3月16日～4月15日	0.50	0.02
4月16日～5月15日		0.02
5月16日～6月15日		0.02
6月16日～7月15日		0.02
7月16日～8月15日		0.03
8月16日～9月15日		0.25
9月16日～10月15日		0.25

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

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

## 2. 金融政策決定会合における検討の模様

### (概況)

平成12年度上期中の金融経済情勢に関する検討を総括すると、景気は、企業の収益と業況感の改善が鮮明になるもとで、設備投資の増加が続くなど、企業部門を軸とした持ち直しの動きが明確化し、夏場以降は、緩やかな回復過程に入ってしまった。また、金融資本市場は総じて安定的に推移し、企業金融の緩和傾向も続くなど、全体として良好な金融環境が維持された。

4月から8月までの会合では、金融経済情勢について、ゼロ金利政策の解除の条件としてきた「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、あるいは「民間需要の自律的回復の展望が得られるような情勢」に到達したかどうかという観点から、検討が行われた。会合を重ねる毎に、設備投資が増加を続け、その裾野も広がるなど、企業部門の改善が一段と明確化している、家計部門でも、雇用・所得環境の悪化傾向に歯止めがかかり、改善の方向感がみえつつある、といったことについての認識が、徐々に共有されるようになった。

こうした流れを踏まえて、7月17日の会合では、景気の現状について、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」との判断が大方の委員の間で共有され、先行きについても「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」というのが、概ね共通の認識となった。物価動向については、大方の委員から、ゼロ金利政策を導入した昨年前半と比べれば、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退しており、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるとの判断が示された。

ただ、7月17日会合では、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期すとともに、会合の直前に発生した「そごう問題」が市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要がある、という意見が大勢であった。

この結果、12年4月10日から7月17日までの6回の会合では、ゼロ金利政策を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことが、賛成多数で決定された。

12年4月10日から7月17日までの各会合で議決された具体的な金融市場調節方針は、以下のとおりである。また、7月17日の会合では、当日の決定に関する市

場の注目度が高かったことなどを踏まえて、ゼロ金利政策を継続することに至った考え方について、対外的に説明することが適当であるとされた。これを受けて、対外公表文が賛成多数で決定され、公表された。

( 4月10日から7月17日までの会合で決定された金融市場調節方針 )

( 議決 )

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

記

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

( 別添：対外公表文 )

当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

( 7月17日会合の対外公表文 )

平成12年7月17日  
日本銀行

## 本日の金融政策決定について

- ( 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、いわゆる「ゼロ金利政策」を継続することを決定した。
- ( 2 )委員会では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と評価した。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」と判断した。
- ( 3 )物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と判断した。
- ( 4 )以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。
- ( 5 )しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要性があることが、留意点として指摘された。
- ( 6 )こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。

以 上

その後、8月11日会合では、7月17日会合で検討事項とされた2つのポイントを軸に議論が行われた。すなわち、大方の委員は、情勢判断の最終的なつめを巡っては、企業部門の回復度合いが予想を上回る力強さであり、雇用・所得環境も下げ止まりから改善に向かいつつあることが確認され、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったと判断される、「そごう問題」の影響については、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との認識を共有した。

この結果、ゼロ金利政策を解除して、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していくこと、が決定された。

また、9月14日会合では、8月11日に変更された金融市場調節方針を継続することが決定された。

12年8月11日および9月14日の会合で議決された具体的な金融市場調節方針は、各々以下のとおりである。

(8月11日会合で決定された金融市場調節方針)

(議決)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。

記

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。

(8月11日会合の対外公表文)

平成12年8月11日  
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更について

(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、金融市場調節

方針を以下のとおりとすることを決定した（賛成多数）。

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。

（２）日本銀行は、昨年２月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけるためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。

（３）その後１年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったものと考えられる。

（４）この間、７月央以降は、いわゆる「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない。

（５）今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

今回の措置実施後も、コールレートは 0.25% というきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は維持される。日本銀行としては、物価の安定を確保するもとで、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である。

以 上

( 9月14日会合で決定された金融市場調節方針 )

( 議決 )

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

記

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。

( 別添：対外公表文 )

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

## ( 1 ) 金融経済情勢に関する検討

### ( 緩やかな回復過程に入った12年度上期の景気 )

わが国の景気は、平成11年末から12年初めにかけて、下げ止まりから持ち直しに転じたあと、春先以降は、企業部門の改善を軸として持ち直しの動きが明確化し、その後、緩やかな回復過程に入っていった(図表45)。

より具体的にみると、4月10日会合では、好調な海外景気を受けた輸出の増加傾向や公共投資の下支えなどを背景に、生産が増加を続けており、こうしたもとで、企業収益や業況感の改善が明確になっている、設備投資が増加に転じている、雇用者数や賃金面の減少傾向に歯止めがかかってきている、といった認識が大方の委員の間で共有された。この結果、景気判断が「景気は持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資が緩やかに増加するなど、一部に回復の動きがみられる」というものに前進した。

その後明らかとなった指標では、1～3月期の法人季報など、設備投資の改善を示すものが続き、企業部門の回復傾向が明確になってきたという認識が強まった。これを受けて、6月12日の会合においては、設備投資に関する判断が、それまでの「緩やかな増加が続く」から「増加が続く」に変更されて、やや前進した。

さらに7月17日の会合では、6月短観の結果などを踏まえて、企業部門の回復傾向は、規模別・業種別の広がりがみられてきており、その回復のモメンタムは一段と強まっているとの認識が共有された。雇用・所得環境についても、有効求人倍率や新規求人などの改善や、一人当たり名目賃金の持ち直し傾向などが確認され、多くの委員は、企業部門の改善が家計部門に徐々に波及し、雇用・所得環境にも改善の方向がみえつつある、との見方を示した。これらを踏まえて、景気の現状について、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」との判断が大方の委員の間で共有された。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」というのが、概ねの共通認識となった。

これらの判断は、8月、9月会合においても、維持された。

( 図表45 ) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前の月からの主な変化点

12年 3月	わが国の景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。
4月	わが国の景気は、 <u>持ち直しの動きが明確化している</u> 。民間需要面でも、 <u>設備投資が緩やかながら増加に転じるなど</u> 、一部に回復の動きがみられ始めている。
5月	( 前月と同じ )
6月	わが国の景気は、 <u>持ち直しの動きが明確化している</u> 。民間需要面でも、 <u>設備投資の増加が続くなど</u> 、一部に回復の動きがみられる。
7月	わが国の景気は、 <u>企業収益が改善する中で</u> 、 <u>設備投資の増加が続くなど</u> 、 <u>緩やかに回復している</u> 。
8月	( 前月と同じ )
9月	( 前月と同じ )

( 民間需要の自律的回復の展望 )

以上のように、12年度上期を通じて日本銀行の景気判断は次第に上方修正された。会合では、企業や金融機関のバランスシート問題やリストラなど、構造問題の克服が日本経済の大きな課題となっていることを踏まえつつ、そうした中であっても企業部門の回復が家計へ波及する素地が整って、「民間需要の自律的回復の展望」が得られるようになるかどうか、ということが議論の最大のポイントとなった。上期中に順次明らかとなった経済指標を点検したところでは、企業部門が、そうした構造調整圧力を次第にこなしながら、回復のモメンタムを強めており、それが波及するかたちで、家計の雇用・所得環境も下げ止まりから改善に向かいつつあるという姿が確認された。この結果、会合では、「民間需要の自律的回復の展望」に向けた判断が次第に固められた。

( 回復のモメンタムを強めた企業部門 )

上記の民間需要を巡る判断をやや詳しくみると、企業部門については、4月10日の会合で、その回復の動きが明確に認識された。具体的には、3月短観や各種設備投資関連指標を踏まえ、11年後半以降の生産の増加を受けて、企業収益や業況感の改善が明確になっている、企業金融は引き続き緩和傾向にある、12年度の設備投資計画は、この時期の計画としては、例年と比べてかなりしっかり

しており、設備投資は緩やかな増加に転じたものと判断できる、といった見方が示された。

しかし、この段階では、企業部門の改善はIT主導であり、規模別、業種別にかなりのバラツキがあることや、全体として収益力はかなり脆弱であるといった意見が出され、結局、この材料だけで、民間需要の自律的回復が本格化した状態

かなり大きなショックが加わらない限り前向きの循環メカニズムが途切れな  
いような状態 に入ったと論じるのは、時期尚早であると判断された。そのう  
えで、当面の設備投資の帰趨について、持続性と広がりが備わっていくかが注目  
点であるとの認識が共有され、その後の会合では、この点を中心に点検が重ねら  
れた。

4月27日と5月17日の会合では、設備投資関連指標の内訳や各種のヒアリング  
情報を踏まえて、情報関連以外の機械類の設備投資についても、底を打って反転  
する気配がある、との意見も聞かれた。しかしその一方で、従来型産業や中堅・  
中小企業への投資の広がりはおお確認できない、といった慎重論も根強く、ひと  
りの委員は、そうした見方の根拠として、機械受注統計において情報関連業種以  
外は伸びていないことや、リース統計において中小企業の情報関連投資が芳しく  
ないことを指摘した。

6月12日、28日の会合では、1～3月期の法人季報や中小企業金融公庫の中小  
企業製造業設備投資動向調査などを踏まえ、IT関連投資の好調が中小企業に波  
及するかたちで、設備投資は裾野の広がりをみせてきており、企業部門の改善傾  
向は一段と明確になっているといった見解が大勢を占めた。ただ、この段階では、  
何人かの委員から、機械受注が4か月連続で減少していたことには留意する必要  
があり、7月に公表される6月短観などで企業部門の力強さをチェックしていき  
たい、との考え方が示された。

7月17日の会合では、6月短観の設備投資において、規模別・業種別でみてか  
なり広い範囲で増額修正が行われていることが確認された。ほかの関連指標から  
も、IT関連の設備投資が素材業種や中小企業にも波及している傾向が窺われ、  
会合では、今後もかなりの増額修正が期待できるとの見方が示された。この結果、  
企業部門の回復のモメンタムは一段と強まっているという認識が、大方の委員の  
間で共有されることとなった。さらに、8月11日の会合でも、この認識が一段  
と深められ、企業部門の回復の度合いは予想を上回る力強さである、と総括され  
た。

9月14日の会合では、4～6月期のGDP速報で設備投資が前期比減少となっていたが、各種の指標を踏まえると、むしろ、これまでのIT関連産業主導の設備投資の増加が、ここにきて業種、規模の違いを越えて徐々に広がりつつあり、企業部門全体としての改善傾向に変化はない、との認識が示された。ただ、先行きのリスクとして、IT関連の設備投資は世界規模でそのピッチを速めているため、今後一時的に供給超過に陥ったり、あるいは関連企業の収益悪化から株価が不安定化することがある、との意見も聞かれるようになった。

(企業先行・家計遅行)

一方、家計部門の動きは、以上のような企業部門の改善の動きに比べ、かなり遅れた展開となった。

会合では、まず、家計部門の動向を具体的に分析・判断する際には、消費関連統計の精度には限界があることを踏まえ、個人消費の実勢をどのように把握するか、構造調整下にある企業部門のリストラの進捗と、家計部門の改善のバランスは、どのようなかたちで進むことが適当か、といった観点で議論が深められていった。

については、最近では流通革命や消費の構造変化 新機能・新技術の投入、商品のライフサイクルの短縮化、および財からサービスへのシフトなどが顕著であるため、個人消費の実勢を把握するのは一段と難しくなっている、との考えが示された。これを受けて、会合では、個人消費を販売統計から捉えるだけでなく、消費動向を規定する雇用・所得と消費者コンフィデンスの双方から、マクロ的に捉えていくことが必要である、との認識が共有された。平成12年度上期中は、消費者コンフィデンスが総じて良好かつ安定的に推移したため、個人消費の実勢を把握するという観点では、雇用・所得面の動向がもっとも注目されることとなった。

の点については、平成12年度上期中の会合で、各委員が折りに触れて言及した。まず、企業サイドの事情として、グローバル化や金融資本市場からのプレッシャーを強く意識するもとの、収益力の強化とバランスシートの改善を経営上の最優先課題として取り組んでいることが指摘された。そのうえで、多くの委員は、現在の企業の人件費抑制スタンスについては、90年代の企業の資本収益率が低かったこと すなわち労働分配率がきわめて高かったこと を修正しているもの

であり、国際競争力等の観点からも避けることのできない調整過程であるとの認識を述べた。こうした議論を踏まえ、会合では、(イ)今回の回復局面では個人消費の改善は緩やかなものとなり、「企業先行・家計遅行」の回復パターンを辿る、言い換えれば、家計への所得分配を抑え気味にして、企業の体力の回復を優先することになる、しかし、(ロ)だからといって、家計への所得分配を絞り込み過ぎると、今度は個人消費が落ち込んで景気の足を引っ張ることになる、(ハ)このため、今回の景気回復は、この両者の微妙なバランスを保ちながら進まなければならない、という考え方がほぼ合意された。

(夏頃にみえてきた雇用・所得環境の改善)

そのうえで会合では、企業部門の改善度合いの検討と合わせて、雇用・所得環境について点検が行われた。

まず、企業部門と家計部門との関係では、6月の会合にかけて、企業サイドでは収益水準の上昇を背景に、設備投資や賃金などの支出余力は確実に高まっている、これがどのタイミングで家計部門に波及していくのかが大きなポイントとなる、との考え方が共有されるに至った。また、雇用・所得環境については、

3月短観で見ると企業の雇用過剰感が徐々に縮小している、有効求人倍率と新規求人数などからは雇用情勢に明るい動きが窺われる、所定内、所定外賃金の前年比増加傾向が定着し、本年のベアも前年比で大幅なマイナスは回避されるなど、賃金面でも改善に向けた動きが始まった、といったことを踏まえて、これまでの悪化傾向に歯止めがかかりつつあるとの判断が固められていった。

多くの委員は、そうした段階から、さらに「民間需要の自律的回復の展望」へと判断を一段と進めていくためには、「景気回復のエンジンである企業部門の回復が十分に強くなり、それが家計部門に波及していく道筋が確保されていることを確かめること」が必要であるとの考え方を明らかにした。そのうえで、会合では、その波及を実際にどのように把握するかということに関心が集まり、以下のような論点が示された。

ひとつは、これまで大幅な前年割れを続けていた賞与の支給動向であった。多くの委員は、企業が人件費の抑制を進めている場合には、その影響がボーナス支給に集約的に現れるため、高い伸びを期待することはそもそもできないとして、給与の約8割を占める所定内給与と所定外給与とを合わせて総合的に判断していくことが必要である、との立場をとった。そのうえで、会合では、今年に入って

所定内・所定外給与の底固さが増しており、夏季賞与が前年を大きく下回るといったことさえなければ、所得環境の底固さは維持されると判断してよい、との考え方が徐々にできあがっていった。

もうひとつは、失業率が5%近くのレベルにあることを巡る評価であった。会合では、失業率の高止まりについて、企業部門にリストラ圧力があることを踏まえつつも、企業の求人数の増加と合わせてみれば、労働市場の流動化などを背景に構造的なミスマッチが発生している可能性があり、そうしたもとの雇用・所得環境が全体として改善に向かうことは十分にあり得る、と理解された。

以上のような議論を経て、7月17日の会合では、企業部門の改善が明確になるもとの有効求人倍率、新規求人数、さらには失業率などがいずれも雇用情勢の改善を示していることや、各種調査によると夏季賞与が概ね前年並みで着地するとの見通しが強まったことを踏まえ、(イ)雇用・所得環境に改善の方向がみえつつあり、(ロ)個人消費が大きく減少するリスクはほぼ解消したとの見解が示された。しかし、この会合では、何人かの委員から、夏季賞与支給の動向が明らかになる6月分の所得関連指標をみたうえで(関連指標の公表は7月末)、雇用・所得環境の全体の状況を最終的に確認したい、との意見が示された。

続く8月11日の会合では、雇用面の指標の改善が続き、6月の賞与支給が前年を上回ったことも確認されたとして、雇用・所得環境は下げ止まりから緩やかな改善に向かいつつあるとの認識が、大勢を占めるところとなった。この結果、委員会としては、企業部門の回復のモメンタムの強まりと、それが家計部門に少しずつ波及する道筋が確認できたとして、「民間需要の自律的回復の展望が得られた」との判断が固められた。

9月14日の会合でも、家計部門は緩やかな回復に向かいつつあるのではないかと見方が示された。ただ同時に、雇用・所得環境の緩やかな改善が始まったといっても、前年比1%前後の伸びにとどまっている雇用者所得について、今年の冬季賞与や来年度のベアで大きな伸びを期待することは難しい、との意見を述べる委員もいた。

(需要の弱さに由来する物価低下圧力の後退)

以上のような実体経済の動向を受けて、物価面については、ゼロ金利政策を導入した昨年前半と比べれば、「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は

きく後退している」との見解が委員の間で共有されるようになっていった。そして、その過程では、消費者物価やGDPデフレーターが前年比マイナスを続けていることや、需給ギャップが依然として大きい状況を、どのように解釈するかということについての議論も深められていった。

まず、消費者物価やGDPデフレーターを含めて、物価指数が全体として弱い動きとなっていることについては、(イ)技術革新や流通合理化、(ロ)これまでの円高がもたらした輸入競合品価格の低下圧力、(ハ)国際的な価格水準への鞘寄せなど、需要の動きとは異なる要因が、価格低下方向に作用しているとの意見が数多く聞かれた。また、景気回復の初期において、生産設備の稼働率の上昇に伴って単位当たりの生産コストが低下し、GDPデフレーターや消費者物価指数がやや弱めの動きを示すことは特に不思議なことではない、との見方を述べる委員もいた。

また、需給ギャップが依然として大きいことについては、(イ)最近の日本経済では急速な構造変化が起こっているもとの、資本ストックの不稼働部分や労働力のミスマッチが増えているため、供給能力の伸びが鈍化している可能性がある、(ロ)こうしたもとの、本年度の成長率がある程度高くなるとの見通しが得られている以上、当面は需給ギャップが縮小に向かうことは確実である、(ハ)景気回復は、需給ギャップが大きな状況からスタートするものであり、そのような経験則を踏まえると、物価の先行きを判断するうえでは、現在の設備投資を中心とした回復のモメンタムに着目することがより重要である、との考え方が示された。

以上のような認識のもとで、会合では、物価指数の低下だけを捉えてデフレ的であると評価することは適当ではなく、物価動向の背後にある需給バランスや収益・賃金の動きなどと合わせて判断する必要がある、現在は企業収益が増加を辿り、雇用者所得も前年比プラスになってきていることからみて、デフレリスクが高まっているということはない、民間需要の自律的回復が展望できるようになってきたことに伴って、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退している、という判断が次第に固められていった。

これに対して、ひとりの委員は、需給ギャップが依然として大きいことは軽視できないし、消費者物価指数やGDPデフレーターが弱い動きとなっていることも踏まえると、需要の弱さに由来する物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえない、などとして大勢の判断とは異なる立場をとった。

このほか、会合では、国内卸売物価が前年比プラスで推移する一方、消費者物価が弱含みとなっていることに関して、原油価格上昇の影響度合いの差に加えて、卸売物価には企業活動の改善が反映されている反面、消費者物価には個人消費の相対的な弱さが現れている、という意見も示された。

また、原油価格の動向についても言及があった。ひとりの委員は、平成12年度上期中の会合で、一貫して、原油価格の上昇傾向やその影響等について警戒感を示した。また、9月14日の会合では、原油価格の騰勢などを受けて、各委員の間でその動向や今後の影響について注意深くみていくことの必要性が確認された。ただ、同時に、今日ではエネルギー源の多様化や省エネが進んでいるため、原油価格動向の影響は過去に比べて小さくなっている、日本では需給バランスにゆとりがあるため、原油価格の上昇がコストアップ要因になって物価全体を押し上げるようなことにはなりにくい、との見方が大勢を占めた。

(総じて良好に推移した金融環境)

12年度上期中の金融市場の動向をみると、株価が軟化したのが、長期金利と円相場は安定的に推移した。短期金融市場では、ゼロ金利政策の解除に伴って金利が上昇したが、金融資本市場全体は、ゼロ金利政策の解除を冷静に受け止めた。このほか、企業金融の緩和傾向は維持されるなど、12年度上期の金融環境は総じて良好に推移し、景気の改善傾向を側面からサポートした。

株価は4月後半以降、米国株式市場におけるハイテク株の調整などを受けて大幅に下落し、その後もやや軟調な展開を続けた。会合では、米国株価の下落をどのように評価するか、日本の株価の軟調な動きから何を読み取るのか、といった観点を中心に議論が交された。

の米国株価の調整については、米国経済の先行き不透明感を反映している可能性があるほか、いずれかの時点でこれまでの金利上昇の効果が一気に顕現化して大幅に下落する恐れもあるため、日本経済へのインパクトも含めて注意深く見守る必要があるとされた。しかし同時に、米国株価の調整によって、過熱の恐れがあった米国経済が鎮静化し、インフレのない持続的な成長が実現するのであればそれはむしろ好ましいことであるとして、冷静にみるべきであるとの意見も根強かった。なお、9月初以降に米国株価が再び下落した際には、複数の委員が、これまでのリード役だったIT関連企業の成長鈍化等を反映したものであるとして、警戒的な受け止め方を述べた。

の日本の株価動向に関するインプリケーションについても、12年度上期中の会合で繰り返し意見交換が行われた。会合の大勢意見としては、(イ)最近の株価の軟化は、米国株価の下落や日本企業の株式の持ち合いを解消する動きが影響したものである、(ロ)金融資本市場全体で「質への逃避(flight to quality)」が起きている訳ではないし、経済の改善や企業リストラの着実な進捗という基調的な流れにも変化が生じていない、(ハ)したがって、米国市場が落ち着き、企業の株式持ち合い解消売りが一巡すれば、国内株式市場も安定する、といった認識であった。しかし、その一方で、(イ)株式市場の大きな流れをみると、株価の調整は本年春先から始まっている、(ロ)このため、株式市場が中長期的な動きとして日本経済の成長率や企業収益をどのように反映していくのか、もう少しみきわめる必要がある、として慎重な考えを述べる委員もいた。別の委員からも、日本の株価は、国際的に割高なP E R（株価収益率）や持ち合い構造が修正される間は、下落圧力を受け続けるとの見解が示された。

長期金利については、実体経済が改善を続けているにもかかわらず、総じて低位安定を維持したことをどのように解釈するかが、議論の焦点となった。会合では、長期金利形成に関する標準的な考え方に基づいて、現在の日本の潜在成長率を1.5～2.0%、期待インフレ率をゼロ%と想定した場合、現在の金利水準が低すぎるとはいえない、市場はゼロ金利政策がかなりの期間続くと考えており、長期金利の景気指標等に対する感応度も低下している、民間の資金需要が低迷しているため、金融機関の国債購入意欲が強い、債券市場にバブルが発生している、といったさまざまな考え方が示された。

とりわけ、6月28日の会合では、民間の経済見通しが軒並み上方修正され、短期金融市場で先行き遠くない時期のゼロ金利政策解除が織り込まれていく中で、なお長期金利が低位で安定していることを踏まえ、金融市場は、日本経済の先行きを慎重にみている、このため、ゼロ金利政策の解除によって長期金利が急騰する可能性は小さい、との意見も聞かれるところとなった。実際、ゼロ金利政策の解除後も、長期金利は総じてみるときわめて安定して推移した。

短期金利については、6月以降、景気の持ち直しが明確になるにつれて、ユーロ円金利先物を中心に、年内のゼロ金利政策の解除を織り込み始めているとの評価が示されるようになった。また、ゼロ金利政策解除後の短期金融市場の推移も、きわめて安定していたとの評価であった。

円相場については、対ドルでみて概ね104～110円のレンジ内での動きに終始したため、安定した推移であるとの評価であった。ただし、円高・ユーロ安傾向に

については、ひとりの委員が、今後日本企業のユーロエリア向け輸出の競争力低下や、ユーロエリアの本邦現地企業の収益などに影響が出てくる可能性がある」と発言したほか、別の委員は、ユーロ安を背景とした欧州勢の対日輸出の増加が国内機械産業に与える影響について、懸念を表明した。

金融の量的側面をみると、銀行貸出やマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の弱い動きが続いた。これについては、会合では、企業収益が好転し、金融システム不安が一段と後退する中で、これまでの債務を返済しようとする動きが続いていることを反映したものであり、景気の回復とも十分に両立する、との考え方が大方の委員の間で共有された。このうちのひとりの委員は、企業のキャッシュフローが潤沢にあって、外部資金を必要とするようになるまでには暫く時間がかかるような状況にあれば、仮に資金調達コストが上昇しても、その影響がある程度は和らげられることになるとして、むしろ、こうした動きを前向きに受け止めることができるとの理解を示した。このような考え方のもと、大方の委員は、3月、6月の短観などで、企業の資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断は着実に改善していることを踏まえて、企業金融の緩和傾向は維持されている、との認識を確認した。

ゼロ金利政策の解除後も、企業金融の緩和傾向に大きな変化はみられなかった。そうしたもとで、ひとりの委員は、金融環境については、引き続き様々な量的金融指標を丹念に点検し、金融システム不安の状況、設備投資と企業のキャッシュフローの関係、金融機関の貸出態度、家計・企業の債務の返済動向などと合わせて、総合的に解釈していく必要がある、と発言した。また、別の委員は、表面的なマネー関連指標の動きだけをもって、「金融が引き締まった」と誤解されることのないよう、十分に説明していくことが必要である、との考えを強調した。

(「そごう問題」が市場心理等に与えた影響)

7月17日会合の直前に発生した、大手百貨店そごうの民事再生法の適用申請(以下「そごう問題」)の影響をどのように評価するかについては、実体経済面、金融面の双方について、会合で大きな論点となった。

まず、実体経済面への影響については、この問題の本質は、処理方法が債権放棄から民事再生法の適用申請に突然変更になったただけのことであり、それによって経済に与える影響が異なるとは考えられない、金融機関は既に引き当てを十分に積んでいる、納入業者に連鎖倒産が広がる恐れも小さい、といった見方が

多く示された。また、「そごう問題」に象徴されるような企業の過剰債務問題が経済に及ぼすインパクトは、会合における経済情勢判断に既に十分に織り込んできている、との意見も少なくなかった。

一方、金融面の影響について、各委員は、「そごう問題」の発生直後に株価が大きく下落しただけに、その処理方法が突然変更になったことが市場心理等に及ぼす影響を、もう少し時間をかけて確認した方がよい、との立場をとった。もしこの程度のショックで金融資本市場が著しく不安定化するようであれば、構造問題が市場の動きを經由して景気回復にかなりの悪影響を及ぼし得る、というように認識を改める必要も出てこよう、との発言もあった。以上の議論を踏まえて、会合の認識は、この問題が収束し、金融資本市場全般が安定する方向性を、もう少しみきわめることが適当であるという線で一致した。

こうした中で、ひとりの委員は、「そごう問題」をきっかけとして構造改革が本格化し、金融システムが不安定化する惧れがある、とりわけ、株価が低水準にある企業は多額の借入金を抱えているため、その経営動向が懸念される、といった趣旨のきわめて慎重な見方を述べた。

8月11日の会合では、「そごう問題」が市場心理等に及ぼした影響が点検された。それによれば、7月後半以降にみられた株価の不安定な動きは、「そごう問題」の影響というよりも、米国ナスダック指数の下落を受けたハイテク株の調整などが作用している面が強い、社債市場における信用スプレッド拡大の動きは限定的であり、ジャパン・プレミアムも引き続き解消された状態である、海外投資家が「日本売り」に回っている動きはみられない、といった見方が示された。この結果、大方の委員の間では、「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との判断が固まった。

## (2) 金融政策運営に関する検討

平成12年度上期の会合では、「デフレ懸念の払拭の展望」、あるいは「民間需要の自律的回復の展望」に向けた判断が次第に固められていったことを受け、金融政策運営に関する討議は、ゼロ金利政策の解除を巡る議論に集中した。

当初の議論では、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力をみきわめる時間が十分にある、との判断が大勢であった。しかし、その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっているとの認識が強まるにつれて、このような極端な金融緩和政策を続けると、将来の経済活動の大きな振幅や大きな金利変動といったリスクが増大するとの考え方が次第に支持を集めていった。そのうえで、経済の改善に応じて、漸進的に金融緩和の程度を微調整していくことが適切な政策である、との認識が多くの委員の間で共有されることとなった。

討議の結果、4月から7月までの6回の会合では、ゼロ金利政策を継続し、金融緩和効果の浸透に努めていくことが決定され、8月11日の会合においてゼロ金利政策の解除が決定された。また、続く9月14日会合では、新たな金融市場調節方針の継続が決定された。

ゼロ金利政策の解除までに至る経緯等を、主要な論点に即して整理すると以下のとおりである。

### イ．ゼロ金利政策を継続した4月から7月会合までの主な論点

(「デフレ懸念の払拭」に近づいていることを認識した4月10日会合)

ゼロ金利政策解除の基準である「デフレ懸念の払拭」については、11年度下期中の会合での討議を通じて、先行きデフレに陥るリスクが十分小さくなるかどうかを判断するためには、物価の背後にある需給バランスや賃金下落圧力などを総合的に点検していく必要がある、「デフレ」とは需要の弱さから生じるような物価の下落を中心に考えるべきである、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できる」とは、「民間需要の自律的回復の展望が得られる」ことにはかなり近い意味である、との認識が委員会の大勢として共有されていた。

4月10日の会合では、企業収益や業況感の改善が明確になるもとの、設備投資が増加に転じているなど、企業部門の回復がはっきりしてきたことが、明確に認識された。

これを受けて、委員の中には、なおゼロ金利継続のスタンスを維持しつつも、ゼロ金利政策を解除する方向で「バイアス」をかけながら今後の金融経済情勢を点検していくとする意見や、ゼロ金利政策解除の機が熟しつつあるのではないかといった意見が聞かれるようになった。

もっとも、それらの委員も含めた大方の委員の基本的な認識は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に着実に近づきつつあるが、今後、民間需要の自律回復力がさらにしっかりとしていくためには、設備投資の増加に持続性と広がりが伴うこと、そうした企業部門の回復が、家計部門にも波及して、雇用・所得環境に回復の展望が得られること、が必要であるというものであった。

また、その際は、何人かの委員から、物価情勢について、需要の弱さに由来する物価低下圧力は一頃に比べて後退しているとはいえ、インフレリスクが差し迫っていない中で、民間需要の自律回復力を見定めるための時間は十分にある、との趣旨の見解が示された。

こうした議論を踏まえて、議長が「ゼロ金利政策という異例の金融緩和政策と実体経済動向との整合性を、あらためて点検すべき局面に入りつつある。ただ、当面は、ゼロ金利政策を継続し、デフレ懸念払拭の条件である民間需要の自律回復力について、実体経済や金融市場の動向をもう少し点検していくのが適当である」との、総括的な見解を述べた。

なお、会合では、ひとりの委員が、4月から7月までの間、景気は、民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退している、ゼロ金利政策を解除してもなお超低金利の状態であり、景気回復を支えていくことができる、といったことなどを理由に挙げて、ゼロ金利政策の解除を主張した<sup>23</sup>。

#### (ゼロ金利政策の解除を巡る論点)

ゼロ金利政策の解除に向けては、上記の情勢判断以外にも、いくつかの論点が示された。具体的には、「緊急避難措置」の解除、副作用の広がり、インフレリスクの顕現化、といったことについて議論が交された。

---

<sup>23</sup> この委員は、4月10日から7月17日までの会合において、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%に引き上げることを求め、ゼロ金利政策継続の議案には反対した。

については、ゼロ金利政策を、99年初めに日本経済がデフレ・スパイラルの瀬戸際まで行った際にとった「緊急避難措置」と位置づけたうえで、そうした「緊急避難措置」は、経済が改善すれば解除するのが当然である、という考え方であった。また、ひとりの委員は、ゼロ金利政策の解除を「緊急避難措置」の解除とした方が、構造調整に取り組んでいるような企業にとっては受け入れやすいのではないかと指摘した。

ただし、これについては、(イ)日本経済は、最近まで、ゼロ金利政策の強力な金融緩和効果を必要としていた以上、そこから戻る際にも、情勢の念入りな点検が必要である、(ロ)つまり、「緊急避難措置」の解除という考え方をとれば金利引き上げが容易になるという訳ではない、(ハ)ゼロ金利解除の条件をこれまで「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になること」としてきた以上、ここで「緊急避難措置の解除」というニュアンスを出すと、その基準がわかりにくくなる、といった反論が寄せられた。

の副作用の広がりについては、(イ)家計等が得られる利子所得の減少、(ロ)金融市場の機能低下、(ハ)構造調整の遅れやモラルハザードが発生する恐れ、などが指摘された。

しかし、副作用の存在はゼロ金利政策を評価するうえでのひとつの視点としつつも、それをもってマクロ政策としての金融政策の運営基準とすることには否定的な意見が多かった。また、仮にゼロ金利政策を解除したとしても、低金利であることに変わりはなく、これらの問題が直ちに改善する訳ではない、との意見も示された。これらを踏まえて、会合では、ゼロ金利政策の解除に向けては、やはり、経済金融情勢についての丹念な分析を重ね、それを客観的に示していくことが重要である、との考え方が多くの委員の支持を集めた。

このほか、構造調整圧力が強く作用しているもとでの金融政策運営についても言及があった。それによると、構造調整を進めるためには、この問題に真正面から焦点を当てた政策対応や企業努力がもっとも重要である、との認識がまず示された。そのうえで、金融政策が担うべき責務は、構造調整を促すことではなく、マクロ的に安定した経済環境を整えることであり、その観点から、経済がどのような成長軌道を進み、物価がどのように変動するかに着目すべきである、という考え方が、大方の委員の間で共有された。

3番目に、インフレリスクの存在をもっと明確に指摘してはどうか、という考

え方も示された。ひとりの委員は、マーシャルの $K(M_2 + CD / \text{名目GDP})$ が高止まりしていることを踏まえ、日本銀行の流動性供給は過剰であり、将来インフレが顕在化するリスクがある、と指摘した。これに対しては、(イ)こうした指標は幅をもって判断していく必要がある、(ロ)現状は、インフレリスクを中心にといった議論に転換するタイミングではなく、依然として、ゼロ金利政策の早すぎる解除がデフレ懸念を再び強めるリスクの方がはるかに重要である、といった反論があった。

結局、会合では、ゼロ金利政策の解除に向けて、緊急避難措置、副作用、インフレリスクといった考え方に重点をおくことは適当ではなく、やはり「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という基準に基づいて、経済情勢の判断を行っていくべきである、という方針があらためて確認された。

(政策運営の「微調整」という考え方)

5月、6月と会合を重ねるにつれて、設備投資関連指標の多くはさらに改善し、設備投資の裾野の広がりも窺われるなど、企業部門の改善傾向は一段と明確になっているとの見方が、委員の間で共有された。この段階では、雇用・所得環境に改善の方向感が十分には得られていなかったとはいえ、会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっている、との認識が強まった。その際に議論の最大のポイントとなったのは、民間需要の自律回復力の強まりに応じて、ゼロ金利政策を解除することをどのように整理するか、ということであった。

まず会合では、経済の改善傾向が強まると、ゼロ金利政策という「極端な金融緩和政策」の効果は一層強力になる、との意見が聞かれるようになった。そうしたもとの、各委員の間では、「このような極端な金融緩和政策を長い間続けると、いずれは経済の変動を大きくしたり、急激な金利上昇が発生するようリスクが増大するなど、経済の持続的な成長を損なう可能性が高まってくるとはならないか」という評価が多くなっていった。

この結果、大勢の委員の間では、ゼロ金利政策の解除に向けた考え方の大枠が、以下のように形成された。

ひとつは、中長期的にみて経済・物価の安定を確保するためには、インフレリスクが顕在化していなくても、経済の改善傾向に応じて金融緩和の度合いを微調整することが適当である、という判断である。この関連で、ひとりの委員は、政

策判断を下す際に、あらゆるリスクをみきわめることはそもそも不可能であり、結局は、先行きに不確実性があることを前提に、その時々でもっとも適切な政策判断を下していくしかない、との認識を述べた。これを受けて、別の委員も、ゼロ金利政策解除の決断には、需給ギャップ縮小の展望がある程度の期間にわたってみえてくるとか、民間需要の自律的回復を無理なく説明できるような材料が揃うことが必要であり、そうした判断は、将来のリスクや不確実性を念頭においた漸進的で慎重な政策運営である、という趣旨の考えを述べた。

もうひとつは、ゼロ金利政策の解除が金融引き締めに当たるかどうか、という点であった。会合では、この点について、(イ)金利水準はあくまでも経済全体の姿の中で評価する必要がある、(ロ)ゼロ金利政策の解除に伴う金利の変化幅は、ゼロ金利政策を導入したあとの経済の改善度合いに比べて小さいとみられるため、きわめて景気刺激的な金融環境が維持される、(ハ)したがって、これを「金融の引き締め」と捉えるのは妥当ではない、という考え方が大方の委員の間で共有された。また、このうちのひとりの委員は、ゼロ金利政策の解除には、異常な金利体系を正常に戻すという意味合いがあることを強調した。

以上の議論を経て、ゼロ金利政策の解除は、「金融緩和の程度の微調整」と捉えることが適当である、との考え方が固まった。

#### (ゼロ金利政策解除に対する時期尚早論)

以上のように、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」となる可能性が高まっている、との認識が強まる一方で、今後、景気が腰折れするようなりスクをどの程度見込んでおけばよいか、といった観点からの議論も続けられた。

まず、多くの委員が、米国の株価と実体経済が大幅に減速した場合には、日本経済は大きな影響を受けるので、それらの動向は十分注視していく必要があるとの考えを述べた。

また、国内景気が失速した97年との局面比較も行われた。それによれば、今回は、(イ)金融システム安定化の枠組みが整備されている、(ロ)アジアを含めて、海外経済は全体として成長率の上方修正が続いており、大きなマイナス要因となる可能性は低い、(ハ)財政面で増税などの強いデフレ・ショックが生じることは予想し難い、といったことが特徴であり、97年当時と比べれば、今回の経済の改善傾向が後戻りする可能性は低い、というのが大方の委員の認識であった。

さらに、景気循環の視点からの発言もあった。ひとりの委員が、近い将来にストック調整圧力が高まったり、在庫調整局面に入ったりする恐れがあると指摘したことに対して、多くの委員は、設備投資が明確に増加に転じているもとの、資本ストックの伸びはなお低いため、そのようなリスクは大きくはない、との見方を述べた。

このほか、別の委員は、「テイラー・ルール<sup>24</sup>」に基づいて、現在の最適政策金利を試算してみると結果については、かなりの幅をもってみる必要があるが、現在は、マイナスの領域からようやくゼロ金利近傍になったところである、インフレリスクが差し迫っている訳ではないことを踏まえると、政策変更をせずにもう少し「待つこと」のコストは小さい、日本経済は2年近くにわたって非常に厳しい状況をくぐり抜けてきた直後であるだけに、そうした事態に再び陥るリスクが十分に小さくなったという見通しをしっかりと持ちたい、と発言した。そして、6月以降、景気が一段と改善していることを認めつつ、その一方で、最適政策金利の試算値がもう少しはっきりとしたプラスになるまで、経済情勢の推移を見守るという選択肢もあり得るのではないかと、この立場を徐々に鮮明にしていった。

もうひとりのほかの委員は、4月以降一貫して、ゼロ金利政策の継続やゼロ金利政策の解除に反対し、消費者物価上昇率に目標を設定するかたちでのインフレ・ターゲティングを導入したうえで、マネタリーベースの伸び率についても目標を設定する「量的緩和」を提唱した<sup>25</sup>。その委員は、その理由として、国内民需は依然として弱く、景気の回復力は脆弱であるので、金融緩和によって、実質GDP

---

<sup>24</sup> スタンフォード大学のジョン・テイラー教授が、金融政策スタンスの緩和あるいは引き締め具合を測る目安として考案したルール。具体的には、現実のインフレ率と目標とするインフレ率との乖離、GDPギャップの大きさ、という2つの基準をもとにして、最適な政策金利を算出しようとするもの。

<sup>25</sup> この委員は、平成12年度上期中全ての会合で、量的緩和を求めた。具体的な議案は、技術的な修正があったことを除けば、基本的に以下のものが示された。

「中期的な物価安定目標として2002年10月～12月平均の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、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」

この議案は、毎回の決定会合で、反対多数で否決された。

を日本の潜在成長率とみられる1.5～2.0%程度にまで加速させ、これを一定期間維持する必要がある、先行きは、公共投資の減少や米国株価の下落、原油価格上昇に伴う世界経済の失速など、さまざまな下振れリスクがあり、決して予断を許さない状況にある、財政刺激策の効果がある間に、これに合わせるかたちで金融緩和を実施すべきである、日本銀行は物価の安定に責任を持つ以上、その目標数値をみずから明示的に示す必要がある、マネーサプライやマネタリーベースの鈍化傾向に歯止めをかけないと、株価や円相場等に悪影響が出る、といったことを指摘した。

なお、その委員は、12年度上期中一貫して、経済の先行きの姿やリスクを踏まえた金融政策運営を行うためにも、物価目標の背後にあるGDP成長率や経済のパス等の見通しを公表する必要があるとの立場をとった。

#### （政府の経済政策との整合性）

政府からの出席者は、企業部門の回復傾向の明確化が確認された6月の会合以降、景気の先行きにやや慎重な見方を述べるとともに、ゼロ金利政策の解除は時期尚早であるとの認識を明らかにした。具体的には、設備投資が持ち直していることは事実であるが、実体経済にはかなりのGDPギャップが存在しており、回復の持続性と広がりはまだ明確になっていない、今後の日本経済を取り巻く環境をみると、世界経済の動向とその内外通貨や株式市場への影響、長期金利や円高の問題、企業リストラの加速、金融再編・不良債権処理の企業活動に対する影響、地方の社会資本整備費の削減など、さまざまな不確定要因がある、時期尚早な政策変更により景気の腰折れを招き、よもやわが国の経済運営に対する内外の信用を失うことがないように、政府としては、今後の財政運営のあり方については、4～6月期のGDPの結果を踏まえて、さらに判断を行うことが適切と考えている、といった意見を列挙した。

こうしたもとで、政府の経済政策の基本方針との整合性などに関する議論も、活発に行われた。

会合では、まず、ゼロ金利政策の解除が経済政策の基本方針と整合的ではないとの指摘は、要するに、ゼロ金利政策の解除が金融の引き締めに当たり、「景気回復に全力を挙げる」とする政府の方針と矛盾するという認識に基づいたものである、と整理された。

そのうえで、そのような指摘に対しては、ゼロ金利政策の解除は、経済情勢が

改善していく中で金融緩和の程度を微調整するものであり、政府の経済政策の基本方針と矛盾することにはならない、との意見が多く出された。具体的には、既に昨年7～9月期以降3四半期連続で、成長率に対する公共投資の寄与度がマイナスになっているにもかかわらず、民需の自律的回復が徐々に見え始めている、ゼロ金利政策を解除しても超低金利政策が続くことに変わりはない、といった発言があった。

このほか、財政政策と金融政策の関係について、何人かの委員からは、金融政策は、財政政策からの影響も含め、経済全体としての需要や物価の動向を踏まえて運営していくものであり、財政政策の動きによって機械的に決まるものではない、との認識が示された。

(「市場との対話」)

「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」が視野に入り始めるにつれて、委員の間では、ゼロ金利政策の解除が市場で予想外の出来事と受け止められて、長期金利や円相場の急上昇などを引き起こすようなことは避ける必要がある、といったことが強く意識されるようになった。

具体的には、会合では、ゼロ金利政策の解除がひとつのきっかけとなって、景気や物価に対する見方が強気化し、長期金利や円相場の上昇に弾みがつく、ゼロ金利政策によって圧縮されてきたターム物金利のプレミアムや、流動性プレミアムなどが拡大すれば、市場金利は大幅に上昇する、といったことが懸念された。

これらについては、市場が、ゼロ金利政策の解除を金融緩和スタンスの中での微調整であり、解除のあとも金融緩和の状態が維持されるということを十分に理解すれば、その影響は限定的なものにとどまるのではないか、という考え方が示された。そして、そうした市場の理解を進めていくためにも、日本銀行の情勢判断や政策運営に関する考え方について、金融経済月報や決定会合の議事要旨などを通じて、対外的に十分な説明を重ねていくこと(「市場との対話」)の重要性が認識された。

この点、まず、4月10日の段階では、景気認識を前進させている日本銀行の認識と、市場参加者の認識との間には幾分乖離がある、そうした乖離を埋めるためには、会合における議論を金融経済月報や議事要旨に集約的に反映させることが必要である、といった意見が出された。そのうえで、4月の場合は、議長が記者会見において、会合での議論の概要を紹介した。

その後、「市場との対話」を巡って、いくつかの論点が示された。第1は、市場には、政治情勢や国際会議といった外部的な要因が金融政策の帰趨を左右するとか、構造調整やバランスシート問題がすべて解決するまでゼロ金利政策が継続されるなどと考える傾向があるので、金融政策は、あくまでも、日本銀行・政策委員会における経済・物価情勢の判断に基づいて決定される、ということについて理解の浸透を図る必要性が強調された。

第2は、市場と日銀との間に見方の乖離がある場合、市場の側で日銀の見方を正確に理解してもらおうということに加え、日銀としても、市場の見方を十分に踏まえて、経済や金融の動きを点検していくことが大切であるとの意見が、何人かの委員から示された。

第3に、「市場との対話」の進展度合いを評価する際には、市場が特定の政策変更を完全に織り込んだかどうかということではなく、政策運営の基本的な考え方や方向性がある程度の幅で理解されていれば十分とすべきである、ということもほぼ共通の認識として固まった。

(ゼロ金利政策の解除を見合わせた7月17日会合)

7月17日会合では、企業部門の回復のモメンタムは一段と強まっており、雇用・所得環境にも改善の方向がみえつつある、との認識が示された。これを受けて、景気判断は、「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と、上方修正された。また、先行きについても、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」との見方が、多くの委員に支持された。そして、物価に関しては、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は、ゼロ金利政策を導入した昨年前半と比べて、大きく後退しているとの判断が固められた<sup>26</sup>。これを受けて、わが国経済は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつある、との判断が概ね共有された。

このため、会合では、ゼロ金利政策解除を前向きに考えてよい、といった趣旨の発言が相次いだ。ただし、この会合でゼロ金利政策解除の決断を下すことにつ

---

<sup>26</sup> 同月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」については、ひとりの委員が、需給ギャップは依然として大きく、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力が「大きく」後退したとはいえない、消費者物価・GDPデフレーターマイナス傾向を踏まえれば、物価低下圧力の後退を過度に強調すべきではない、などの理由を挙げて、「基本的見解」の採決において反対した。なお同委員は、8月、9月の「基本的見解」についても同様の理由から採決において反対した。

いては、以下の理由から慎重に考えてはどうかといった立場をとる委員が多かった。

ひとつの理由が、この会合の直前に発生した「そごう問題」であった。会合では、多くの委員から、「そごう問題」が实体经济に及ぼす影響は殆どないとはいえ、市場心理などに与える影響についてはもう少し時間をかけて確認し、金融資本市場全般が安定する方向性をみきわめることが適当である、との判断が示された。ひとりの委員は、個別企業の問題が重要ということではないが、市場や国民が、この問題が象徴している「特定セクター」における構造問題を強く意識している現状を踏まえると、ここでゼロ金利を解除すると企業家心理にマイナスのインパクトを与える恐れもあるとしたほか、別の委員も、この問題の経済界、金融界に対する心理的な影響を考えると、判断のタイミングとしては決めがたい、と発言した。

もうひとつは、实体经济を巡る判断に関するものであった。会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至りつつある」との判断が示されたものの、ゼロ金利政策の解除が10年ぶりの金利引き上げとなることも事実であるという点を踏まえると、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したい、とする意見も少なくなかった。例えば、何人かの委員は、改善の方向がみえつつある雇用・所得環境について、夏季賞与を含めた賃金全体の姿を最終的に確認したうえで、ゼロ金利政策を解除しても遅くはない、という考えであった。

このような議論の結果、ゼロ金利政策を継続することが適当であるとの判断が固められた。

なお、会合では、この日の決定に関する市場の注目度が高かったことなどを踏まえ、ゼロ金利政策を継続することに至った考え方について、対外的に説明することが適当であるとされた。これを受けて、対外公表文が賛成多数で決定され、即日公表されることとなった（対外公表文は前掲、45ページ参照）<sup>27</sup>。

## ロ．ゼロ金利政策の解除を決定した8月11日会合における検討

（大勢意見）

8月11日会合における金融経済情勢の点検は、前回7月会合の流れを受けて進

---

<sup>27</sup> 本件に関してはひとりの委員が、7月17日は政策変更があった訳ではない、公表文には抽象的表現が多く、ゼロ金利解除のための具体的な検討項目や数値が入っていない、などとして反対し、8対1での決定となった。

められ、その結果、委員会として、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至った」との判断が固まった。

実体経済を巡る判断では、企業部門の順調な回復があらためて確認され、雇用・所得環境については、下げ止まりから改善に向かいつつあるとの見方が大勢となった。具体的には、設備投資の先行きについて、機械受注などの先行指標の動きなどからみて、堅調な増加が続くのではないかとの見方が多く示された。雇用・所得環境では、雇用面で新規求人の大幅増加や有効求人倍率の緩やかな回復が着目されたほか、賃金面について、前年比プラスが定着している所定内・所定外給与の動向に、6月の給与が前年水準を上回ったことが加わったため、所得全体で緩やかな改善が始まったのではないかと、この見方が相次いだ。

また、金融面では、株価の7月後半以降の不安定な動きは、「そごう問題」の影響というよりも、米国ナスダック指数の下落を受けたハイテク株の調整などが作用している面が強い、社債市場における信用スプレッド拡大の動きは限定的であり、ジャパン・プレミアムも引き続き解消された状態である、海外の株式投資家が「日本売り」に回っている動きはみられない、といった見方が示された。この結果、「そごう問題」を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない、との判断が固まった。

以上の検討により、ゼロ金利政策を解除し、当面の金融市場調節方針としては、無担保コールレートの誘導目標を0.25%前後とすることが適当である、との見解が大勢意見となった。

また、多くの委員からは、この決定に際して、ゼロ金利政策の解除は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置である、ゼロ金利政策の解除後も、金融が大幅に緩和された状態は継続し、景気回復を支援する状況は維持される、経済情勢が改善している中で、極端な金融緩和政策を続けていると、いずれ経済・物価情勢の大きな変動をもたらしたり、急激な金利調整が必要となるリスクが増大するなど、長い目でみた経済の健全な発展を損ないかねない、政府・日本銀行とも、景気回復を目指して努力するという目標は十分共有しており、また、ゼロ金利政策を解除しても十分景気刺激的な政策であるため、政府の経済政策との整合性は確保されている、などとして、それまでの会合で固められてきた共通認識をあらためて確認する趣旨の発言が数多く表明された。

(ゼロ金利政策の解除に対する反対意見)

会合では、2人の委員が、ゼロ金利政策の解除に反対した。

ひとりの委員は、わが国経済は、デフレ懸念を払拭できる状況に着実に近づきつつあるが、「払拭できた」と完全に言い切るだけの自信はないと述べたうえで、ゼロ金利政策の継続が適当であると主張した。その理由として、第1に、株式市場は取り敢えず下げ止まりつつあるとみられるが、市場の方向感が中長期的な景況感を反映して上向きになったという感触を得たい、第2に、実体経済がボトムから相当程度上昇していることをもう少し確認したい、といったことを挙げた。この委員は後者の点について、「テイラー・ルール」による最適政策金利に関する試算を示したうえで、日本経済には水準として大きな需給ギャップがまだ存在しており、現時点の最適政策金利は若干のマイナスかぎりぎりのプラスになった程度である、との見方を述べた。そのうえで、足許のインフレ率等からみて、政策変更をせずに「待つこと」のコストは小さく、計算される最適政策金利がもう少しはっきりとしたプラスになるまでゼロ金利政策を維持してもよいのではないか、との考えを付け加えた。

もうひとりの委員は、量的緩和論を展開し、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、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを提案した<sup>28</sup>。その理由として、その委員は、GDPギャップはかなり大きな規模で残存している、物価については、消費者物価等がマイナス基調にあることを懸念すべき、マネタリーベース、マネーサプライが鈍化傾向を示している中で、ゼロ金利政策を解除すると、日銀当座預金残高が約1兆円程度減ることによってマネタリーベースが減少するなど、金融の量的指標がさらに悪化し、株価や為替相場に悪影響が及ぶ危険性がある、政策目標を具体的に示し、市場との対話に役立てる必要がある、といったことを挙げた。

後者の委員が指摘した金利引き上げと量的指標の関係については、ゼロ金利政策の解除を支持する委員より、マネタリーベースは、金利引き上げ当初、超過準備などの資金が不要となることからある程度減少しようが、景気の回復に応じて、現金需要の増加が徐々にマネタリーベースの増加に繋がる可能性がある、マネーサプライの動きは、企業向け・家計向けの金利動向に大きく依存するので、マネタリーベース減少の影響を直接受けるということは予想し難い、といった反論が示された。

---

<sup>28</sup> 同案は賛成1、反対8で否決された。

なお、この後者の委員は、ゼロ金利政策が解除されたあと、後述の9月14日の会合における金融経済情勢の点検・討議の際にも、ゼロ金利政策の解除について、構造的なデフレ圧力よりも循環的な回復力の強さにだけ焦点を当てたものである、雇用所得動向に必ずしも明確な回復が確認できないもとの、設備投資の緩やかな回復だけを判断材料とした、市場心理に関する判断も明確にしなかった、との見解を述べた。

(政府による議決延期の求め)

会合では、議長がゼロ金利政策の解除の議案を取りまとめて、提出した<sup>29</sup>。これを受け、大蔵省および経済企画庁からの出席者より、「わが国経済の現状や市場の動向等に鑑みれば、現時点におけるゼロ金利政策の解除は時期尚早と思われることから、議長案の採決を延期することを求めたい」として、日本銀行法第19条第2項の規定<sup>30</sup>に基づき、議長提出のゼロ金利政策解除の議案の議決を次回金融政策決定会合まで延期することを趣旨とする議案が提出された。

政府からの出席者は、議決の延期を求める理由をより明確に説明した。具体的には、雇用・所得環境が引き続き厳しい状況にあると判断していること、株式市場など市場動向の不透明感が拭えないこと、米国株価の先行きに不透明感があり、アジア経済の回復基調に一服感があること、財政からの景気下支え要因が今後減衰する可能性があること、などが挙げられた。

政府から提出された議決延期の求めについて、ひとりの委員は、これに応じるべきであるとの立場をとった。その理由について、その委員は、議長案の採決を強行すると内外から日本の政策当局に対する不信感が決定的なものとなり、今後の政策運営に禍根を残す、議会制民主主義のもとで、政府による議決延期の

---

<sup>29</sup> 議長は、会合においてゼロ金利政策解除の議案を提出する際に、(1)ゼロ金利政策の解除は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置である、(2)ゼロ金利政策解除後もコールレートはきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は継続し、景気回復を支援する役割を果たす状況は維持される、(3)今回の措置をひとつの契機として、国民が、日本経済は改善しているという明るい認識を持つことや、市場のダイナミズムが一段と発揮されることを期待する、との補足説明を行った。

<sup>30</sup> 「金融調節事項を議事とする会議に出席した大蔵大臣又はその指名する大蔵省の職員及び経済企画庁長官又はその指名する経済企画庁の職員は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる。」

求めの背後には与党・国会の意思があることを無視すべきではない、こうした見方の違いの背景には、日本銀行の政策目標についての説明がきわめて抽象的になっていることがあり、今後1か月かけて、政策目標について政府との間で十分な擦りあわせを行うべきである、新日本銀行法施行後、わずか2年半しか経過していない中、日本銀行の独立性のあり方について重大な問題が投げかけられており、然るべき冷却期間を設けることが適当である、といったことなどを挙げた。

これに対し、他の多くの委員は、議決延期の求めに反対の立場をとった。ひとりの委員は、日本銀行と政府との間で景気認識についてギャップが存在するといっても、企業部門が主導するかたちでの景気回復という見方は一致している、先行きに関するさまざまなリスク・ファクターについては、日本銀行としても十分念頭においている、といった点を踏まえれば、今後の景気回復の持続性に関する判断の若干の差に過ぎないと述べた。そのうえで、この委員は、議決延期の求めが政府から出されたことを踏まえ、日本銀行がそうした政府の見解も含め十分に議論を行ったうえで自主的に政策を決定することは、新日本銀行法の枠組みに沿った手続きであると述べた。

別の委員も、ゼロ金利政策の解除の条件である「デフレ懸念の払拭」という考え方は、景気回復の初期の状況を想定しているのに対し、政府は民間需要の回復が確たるものとなることを念頭においているのではないかと発言した。そのうえで、政府の出席者と意見交換を行い、政府と日本銀行の政策運営の基本ベクトルの整合性は確保されていると考えられると述べた<sup>31</sup>。

以上の議論を踏まえ、政府が提出した議決延期の求めについて、日本銀行法第19条第3項に基づく採決が行われた。その結果、政府による議決延期の求めは、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

ゼロ金利政策の解除が決定されたあと、政府からの出席者は特に発言を求め、「議決延期の求めが否決されたことは残念だが、今後、日本銀行においては、今回の決定が回復しつつあるわが国の景気の腰折れや金融資本市場への悪影響をも

---

<sup>31</sup> このほか会合では、ひとりの委員が、日本銀行法第19条第2項に規定する議決延期の求めとは、そもそもどのようなケースを想定したものか、政府と日本銀行との間の景況感について差違があるといった状況も念頭におかれているのか、確認したいと発言した。

これに対し、別の委員が、日本銀行法改正時の議論の過程では、本条項は、予期せぬ議案とか、高度に専門的な議案が出された場合に、政府がいったん持ち帰り、政府の見解を十分に説明する時間的余裕を与えるというケースが例示されていたはずであると述べた。また、執行部からも、日本銀行法改正の際の議論がこうした趣旨に沿ったものであったとして、当時の金融制度調査会の答申や、大蔵省・武藤総務審議官（当時）の国会答弁が紹介された。

たらずことのないよう、新たな金融市場調節方針のもとにおいても、景気や金融資本市場の動向等を十分注視しつつ、豊富な資金供給を行うなど、適切かつ機動的な金融政策運営を続けることを要望したい」と述べた。

議長もこれに応じて、景気の先行きに対する見方や経済政策の基本方針について、政府と日本銀行との間で大きな相違はない、ゼロ金利政策の解除は、金融緩和の程度の微調整であり、景気回復を支援する状態が続く、との認識を示した。そのうえで、今回の件を、「政府と日本銀行との対立」という図式で捉える向きが出るかもしれないが、実際は、日本銀行法のもとで用意された政府との透明な意思疎通の枠組みにしたがって整齊と取り進められたものである、今後とも、政府と密接な意思疎通を図りつつ適切な政策判断に努めていきたい、との基本姿勢を強調した。

なお、政府より議決の延期を求める議案が提出され、これが否決されたことは、以下のようなかたちで公表された。

平成12年8月11日  
日 本 銀 行

#### 政府からの議決の延期の求めについて

本日決定した金融市場調節方針に対しては、大蔵省および経済企画庁からの出席者が、日本銀行法第19条第2項に基づき、議決を次回金融政策決定会合まで延期することを求めた。政策委員会は、同条第3項に基づいて採決した結果、これを反対多数で否決した。

以 上

#### 八．ゼロ金利政策解除後の9月14日会合での議論

9月14日の会合では、ゼロ金利政策を解除したあとの金融経済情勢に関する点検・討議が行われた。

まず金融面では、ゼロ金利政策の解除を受けた金融資本市場の反応は総じて冷

静であったという認識がほぼ共有された。また、実体経済動向に及ぼす影響に関する各委員の判断も、目下のところ大きな影響はないというものであった。

こうした中で、何人かの委員は、企業金融の緩和傾向が維持されているとの認識を踏まえて、量的金融指標の動向について発言し、マネタリーベースやマネーサプライなどのマネー関連指標が表面的に弱い動きとなっていることだけをもって、「金融が引き締まった」と誤解されることのないよう、十分、対外的に説明をしていくことが必要である、との考えを強調した。

当面の金融政策運営の考え方については、引き続き、物価の安定を確保するもとで、景気回復を支援していくことが適当であるということが、大方の委員の共通する認識となり、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%に誘導する金融市場調節方針の継続が決定された。

先行きの金融政策運営に関連して、ゼロ金利政策の際の「デフレ懸念の払拭」に代るような、具体的な枠組みを示すことの是非について意見が交された。これについては、市場の関心は、専ら次の利上げに移っているが、当面は、日本経済がどのような成長経路を辿り、物価がどのように推移するかを精査分析していくことが先決である、日本経済は改善しているとはいっても、バブル崩壊後の構造調整の重石を抱えているため、先行きの政策運営に枠組みをはめることは得策でない、との考え方が示された。そのうえで、今後の政策運営の基本的な考え方としては、景気の回復がさらに進めば、それに応じて金利を微調整していく、

引き続き、日本銀行の情勢判断や政策運営の考え方を、国民や市場に対して丁寧に説明していくことが必要である、といったことが大方の委員によって確認された<sup>32</sup>。

なお、こうした議論のあと、議長より、今春以降続けてきた「物価の安定」の総括的検討については、現在、執行部で取りまとめ作業を急いでいるところであるが、本件の早期公表に対する各方面からの期待の強さを踏まえ、10月の決定会合で委員会の了承を得たいとの方針が示された。また、その方針は定例記者会見でも対外的に明らかにされた（同報告書は、その後、10月13日会合において賛成多数で決定され、公表された）。

---

<sup>32</sup> 日本銀行は、9月8日に金融政策の透明性を一層向上させる措置として、議事要旨公表の前倒し（従来、次々回会合の3営業日後に公表していたものを、概ね1ヶ月程度を目処に公表）、金融経済月報の公表の早期化（決定会合の翌々営業日の午前8時50分から、会合の翌営業日の午後2時に変更）を決定し、発表した。

### 3. 金融市場調節手段の動向

日本銀行が平成12年度上期中の金融市場調節に当たって用いた主な金融市場調節手段と、その利用状況等を概説すると、以下のとおりである（各月末の各オペの残高は図表46）。

#### 短期国債買現先オペ、短期国債買入オペ

「短期国債買現先オペ」は、割引短期国債（TB）および政府短期証券（FB）を、日本銀行が市場から売戻条件付きで買い入れるオペである。日本銀行は、従来、同様のオペをTBに限って実施してきたが、平成11年4月以降、FBを対象に加えて、「短期国債買現先オペ」という形に統合した。また、同年10月には、売戻条件を付けずにTBおよびFBをアウトライイト方式で買い入れる「短期国債買入オペ」も導入し、資金供給手段の機能を強化した。

短期国債（TB、FBの総称）は、その信用度の高さに加えて、商品としての均質性、国債振替決済制度に基づく証券受け渡しの簡便性といった観点から、従来より、短期金融市場の中核的な金融資産となることが期待されてきた。そうした中で、11年4月にそれまで日本銀行が事実上全額を引受けていたFBについて市中公募入札発行が開始され、その後の段階的な公募入札発行額の増加を経て、12年4月には完全市中公募入札方式に移行した。こうした制度面での対応などを背景として、短期国債の市中発行残高はこのところ急速に拡大するとともに（TB、FBの合計、11年3月末17.4兆円 12年3月末62.5兆円 12年9月末75.6兆円）、流通市場の厚みも格段に増した。このように、11年4月以降、短期国債市場が金融市場調節の場として優れた市場に育ってきた情勢を踏まえて、日本銀行は、「短期国債買現先オペ」を、機動性が高い中核的な資金供給手段として、積極的に活用している（11年3月末0.4兆円 12年3月末28.9兆円 12年9月末25.5兆円）。

#### 国債借入オペ

日本銀行は、金銭を担保とする国債貸借（いわゆるレポ取引）の市場拡大を踏まえて、平成9年10月、金融市場調節の一層の円滑化を図るとの観点から「国債借入オペ」（いわゆるレポ・オペ）の導入を決定し、同年11月からこれを実施した。レポ取引は、主として中長期国債を対象に行う貸借取引であるが、貸借期間は短期であり、実質的には、国債を見合いにした資金取引にほかならない。また、

貸借期間中に生じ得る国債の価格変動に対しても、日々値洗いを行うことにより与信管理を行う仕組みとなっているなど、資金取引として十分な安全性を備えている。「国債借入オペ」は、こうしたレポ取引を利用して、日本銀行が短期資金を供給する手段であり、レポ市場が拡大する中で、日本銀行は本オペを積極的に活用してきた。

11年4月以降は、前述のとおり、「短期国債買現先オペ」が次第に中核的な資金供給手段となっていたが、日本銀行は、コンピューター2000年問題へ対応しながらゼロ金利政策の効果浸透を図るもとの、「国債借入オペ」も引き続き有力な資金供給手段として活用した。また、国債市場において、発行年限の多様化が進み、2年物国債の発行残高が増加してきたことも踏まえて、同年10月には、「国債借入オペ」の対象国債（従来は4年物、6年物、10年物、20年物）に2年物国債を加えた。こうした中で、12年度入り後も「国債借入オペ」残高は総じて高い水準を維持し、12年9月末は8.1兆円と、前年を大きく上回った（11年9月末1.7兆円）。

#### ＣＰ買現先オペ

「ＣＰ買現先オペ」（いわゆるＣＰオペ）は、企業の発行するＣＰ（コマーシャル・ペーパー）を、日本銀行が金融機関から売戻条件付きで買い入れて、資金供給を行うものである。

「ＣＰ買現先オペ」の活用状況をみると、10年秋には、金融機関の年末資金繰りに懸念が生じ、それが企業金融の面にも悪影響を与える情勢にあったと判断されたため、日本銀行は、買い入れ対象とするＣＰの範囲拡大（満期日が買入日の翌日から起算して3か月以内に到来するもの 同1年以内のもの）や、発行企業の適格審査事務の迅速化などの措置を講じつつ、本オペを積極的に活用した。また11年度下期においては、コンピューター2000年問題が企業金融面へ不安を与える可能性を未然に防ぐ意味合いもあって本オペを拡大し、12月末には過去最高の9.5兆円に達した。

12年度上期に入ると、「短期国債買現先オペ」や「国債借入オペ」を中心に資金供給を実施したことから、「ＣＰ買現先オペ」の残高は減少し、12年9月末は1.2兆円となった。

#### 手形買入オペ

「手形買入オペ」についても、日本銀行は機動性のあるオペ手段として引き続

きこれを活用している。もっとも、「短期国債買現先オペ」、「国債借入オペ」など、近年規模拡大が目覚しい市場を利用するオペに比べて、「手形買入オペ」が日本銀行の資金供給額全体に占めるシェアは低下しており、12年9月末残高は1.8兆円であった。

なお、11年2月には、金融市場調節において民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証券貸付債権を根担保とし、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れる方式の手形オペ（いわゆる社債等担保手形買入オペ）を導入し、同年3月より実施したほか<sup>33</sup>、同年9月には、資産担保債券も同オペの根担保とする方針を決定した。

また、日本銀行は、12年4月、13年初に予定されている日本銀行当座預金決済の即時グロス決済化（RTGS化<sup>34</sup>）に伴う資金決済方法の変更を踏まえ、金融調節の円滑な実施の確保等の観点から、「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」を決定した。この中で、手形買入については、それまでの短資経由買入方式に代えて、金融機関等の中から予め定めて公表した基準および手続により選定した先を直接の相手方とする方式（直接方式）を導入すること等を決定した（その他の見直しを含めた決定の詳細は「 2 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更」の項を参照）。これらの見直しは、RTGS化の実施日以降に実施することとしているが、直接方式による手形買入については、RTGS化に先駆けて行い得ることとしており、12年8月より実施している<sup>35</sup>。

#### 日銀貸出<sup>36</sup>

日本銀行は、日銀貸出以外の資金供給手段が多様化し、充実してきたことから、平成8年1月以降、金融市場調節のための日銀貸出は、原則として用いないこととしている。

ただし、市場地合いの急変時などにおける一時的な措置として、金融市場調節

---

<sup>33</sup> 12年9月末の手形買入オペ残高1.8兆円のうち、社債等担保オペは0.1兆円であった。

<sup>34</sup> 日本銀行の当座預金を用いた資金決済には、当座預金取引先から指図を1件ずつ受付けた都度処理する「即時処理」と、1日4回の定められた時点で纏めて処理する「時点処理」の2つがある。RTGS化とは、原則として時点処理を廃止し、即時処理のみとすることをいう。

<sup>35</sup> RTGS化までは短資経由方式も併用し得る扱いとしている。

<sup>36</sup> 日本銀行法第38条に基づく貸出（信用秩序の維持に資するための信用供与）を除く。

に日銀貸出を用いることはある。実際、9年秋に金融システム不安が高まった際には、市場金利の上昇圧力を抑制するため、日銀貸出を利用した。さらに、10年秋には、企業金融を巡る厳しい状況に鑑み、金融機関に対してその貸出増加額の50%まで日銀貸出を認める、企業金融支援のための臨時貸出制度を時限的措置として実施した<sup>37</sup>。

12年度上期中、金融市場調節のための日銀貸出は実行されなかった。

#### 短期国債売現先オペ、短期国債売却オペ

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

前述のとおり、平成11年4月における発行方式の見直し等によって、TB・FB一体としての短期国債市場が急速に拡大したことから、日本銀行は、資金供給手段である「短期国債買現先オペ」と同時に、資金吸収手段である「短期国債売現先オペ」を整備した。さらに、同年10月には、前述の「短期国債買入オペ」の導入に合わせて、資金吸収サイドでもアウトライト方式の「短期国債売却オペ」を導入した。

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

11年度下期においては、コンピューター2000年問題を背景に、12月末、2月末、3月末などに資金需要が増大することが予測された。そこで日本銀行は、それらの時期を越える長めの資金供給オペを積極的に実施すると同時に、それらの時期に満期を合わせた「短期国債売現先オペ」を大量に実施した。このため、ゼロ金

---

<sup>37</sup> 同制度による貸出は4回に分けて実施され、貸出残高は、ピーク時には10,356億円に達した（11年4月15日に全額返済された）。

利政策のもとで豊富な資金供給を続ける一方で、資金吸収手段である「短期国債売現先オペ」の残高も、一時9兆円を上回る規模まで拡大した(11年11月10日9.1兆円)。

12年度上期については、短期金融市場における資金需給環境が落ち着いて推移する中で、上記のようなオペレーションの必要性が乏しかったことや、日本銀行が無条件で保有する短期国債残高が減少したこともあって、同オペの残高は総じて低水準にとどまった(12年3月末2.1兆円 9月末ゼロ)。

### 手形売出オペ

「手形売出オペ」は、日本銀行を振出人、受取人および支払人とする為替手形であって自らが引受けを行ったものを、日本銀行が市場に売却することによって、市場から資金を吸収する調節手段である。なお、「手形買入オペ」の項目の中で触れた12年4月の「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」の中で、手形売出についても、RTGS化後は、短資経由方式によらず、直接方式により実施する方針を打ち出した。その際、直接方式の「手形買入オペ」と同様、対象先の事務体制を整備し金融調節の円滑な実施に資する等の観点から、直接方式による手形売出を、RTGS化に先駆けて行い得ることとしており、12年7月より実施している<sup>38</sup>。

日本銀行は、平成9年度や10年度においては、年末・期末越えなどの長めの資金供給を大量に実施する一方で、それによってオーバーナイト・コールレートが当時の金融市場調節方針で定めた水準を大きく下回る事態を回避するために、期間が短めの「手形売出オペ」を大量に実施した。11年度には、既述の「短期国債売現先オペ」が、資金吸収手段として十分に活用できるようになったため、以前は資金吸収手段の主力であった「手形売出オペ」は大幅に減少したが、年末から年度末にかけては、「短期国債売現先オペ」の場合と同様に、それらの時期に満期を合わせたオペを大量に実施したため、残高は一時約19兆円(11年12月16日19.1兆円)まで膨らんだ。

また、「手形売出オペ」は、スタートおよびエンドの決済時点を比較的弾力的に設定できるという特性を有している<sup>39</sup>。12年度上期においては、特にゼロ金利政

<sup>38</sup> 手形買入同様、RTGS化までは短資経由方式も併用し得る扱いとしている。

<sup>39</sup> 日本銀行は、「手形売出オペ」のスタート(=手形の売却=資金吸収)を当日の午後3時時点や為決時点(通常午後5時)とする一方、エンド(=手形の買い戻し=資金供給)を満期日の交換戻時点(午後1時)に設定した。

策解除後、こうしたオペの特性を活用することで、もっとも資金需給が逼迫する交換戻時点に市場に潤沢な資金を残しつつ、午後の市場においては余剰資金を適切に吸収し、日中における資金需給の振れを均すことにも役立てた（12年9月末残高2.2兆円）。

#### 国債買入オペ

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

また、長期金利の抑制や国債消化の促進を目的としてオペ金額をその時々々の情勢に応じて決めると、次第にオペ金額に歯止めがかからなくなるというリスクが否定できない。したがって、「国債買入オペ」を日銀券の長期的な増加額に概ね見合うように行うという考え方は、同オペの金額を予めある程度限定しておくという意味でも有益である。

こうした考え方に沿って、日本銀行は平成9年11月以降、月4千億円程度（国債の額面ベース）の規模で「国債買入オペ」を続けている（時価に基づく実際のオペ金額は12年度上期中2.6兆円）。

( 図表46 ) 短期金融市場調節手段の残高

( 兆円 )

	資金供給					資金吸収		
	短期国債 買現先ホ	短期国債 買入オペ	国債借入 オペ	CP買 現先オペ	手形買入 オペ	短期国債 売現先ホ	短期国債 売却オペ	手形売出 オペ
10年10月末	0.0	-	4.6	3.9	2.5	0.0	-	13.9
11月末	0.1	-	5.4	6.1	3.9	0.0	-	22.0
12月末	0.0	-	5.5	7.6	6.1	0.0	-	19.6
11年1月末	0.6	-	4.1	7.1	2.5	0.0	-	14.5
2月末	1.6	-	4.1	5.2	0.3	0.9	-	9.5
3月末	0.4	-	4.1	4.0	1.2	3.9	-	10.0
4月末	0.8	-	2.1	1.9	0.5	2.4	-	11.5
5月末	1.4	-	1.7	1.9	0.9	6.4	-	7.7
6月末	1.6	-	1.3	2.3	0.8	7.3	-	5.8
7月末	2.0	-	2.1	2.7	0.7	7.3	-	1.1
8月末	3.6	-	1.6	3.5	1.4	7.5	-	0.0
9月末	3.0	-	1.7	3.9	1.8	5.3	-	0.0
10月末	8.5	0.0	2.5	3.1	1.3	7.3	0.0	0.0
11月末	10.3	0.5	5.7	7.1	2.6	5.6	0.0	7.3
12月末	21.5	1.9	10.0	9.5	3.6	0.0	0.0	0.0
12年1月末	19.4	0.8	8.1	6.7	2.9	4.0	0.0	6.7
2月末	26.7	1.4	6.9	5.5	2.3	2.5	0.0	1.2
3月末	28.9	0.8	7.9	3.9	2.0	2.1	0.0	3.8
4月末	26.1	0.5	1.7	1.6	0.6	0.8	0.0	1.9
5月末	24.9	0.3	5.5	2.3	0.7	1.3	0.0	3.7
6月末	24.3	0.2	6.2	1.9	0.5	0.6	0.0	5.1
7月末	26.2	0.0	6.6	2.4	0.6	0.7	0.0	1.6
8月末	26.1	0.0	7.7	1.2	2.3	0.7	0.0	5.8
9月末	25.5	0.0	8.1	1.2	1.8	0.0	0.0	2.2

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

「手形買入オペ」の残高には、「社債等担保手形買入オペ」の残高を含む。

#### 4．日本銀行のバランスシートの動き

日本銀行は、平成12年度上期入り後も、ゼロ金利政策のもとで金融市場に対して豊富で弾力的な資金供給を継続したが、この間、日本銀行のバランスシートの総資産残高は、引き続き前年を上回って推移した。その後、12年8月11日にゼロ金利政策を解除したが、「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」という金融市場調節方針のもとで、引き続き金融が大幅に緩和された状態を維持した。こうした中、12年9月末の総資産残高は85.3兆円と、前年同月末を上回る水準（+24.0%）となった。

（図表47）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目の動き）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	11年12月末	12年3月末	12年9月末
（資産）			
買入手形（含む買入CP）	13.1（- 4.6）	5.9（ 14.2）	3.0（- 46.3）
国債借入担保金（=国債借入オペ残高）	10.0（ 81.6）	7.9（ 93.6）	8.1（ 4.8倍）
保管国債（=国債借入オペに伴うもの）	9.7（ 92.6）	7.7（ 98.1）	8.0（ 5.0倍）
国債	69.2（ 33.1）	74.6（ 50.8）	59.3（ 18.5）
[うち短期国債]	37.6（ 60.0）	38.7（ 95.9）	29.7（ 32.0）
[うちFB]	23.4（- 0.5）	23.8（ 22.9）	18.6（- 1.6）
貸付金	1.8（- 5.3）	1.3（- 1.6）	0.7（- 47.6）
預金保険機構貸付金	2.2（- 72.7）	0.3（- 96.0）	0.03（- 98.9）
資産計	111.3（ 22.0）	106.2（ 33.2）	85.3（ 24.0）
（負債・資本）			
日銀券	65.4（ 17.1）	57.1（ 11.4）	55.7（ 8.4）
当座預金	23.4（ 5.3倍）	18.3（ 3.0倍）	5.2（- 13.7）
政府預金	6.0（11.5倍）	13.0（ 6.4倍）	8.9（ 2.5倍）
売出手形	0.0（全減）	3.8（- 62.0）	2.2（全増）
借入国債（国債借入オペに伴うもの）	9.7（ 92.6）	7.7（ 98.1）	8.0（ 5.0倍）
負債・資本計	111.3（ 22.0）	106.2（ 33.2）	85.3（ 24.0）

以下では、12年度上期中における日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて、振り返ってみたい。

まず、総資産残高の動きをみると、12年3月末にかけては、年度末日におけるコンピューターの誤作動懸念（「コンピューター2000年問題」）から金融機関の流動性需要が高まったことや政府が4月の郵便貯金集中満期到来やその他の財政支払いに備えて現預金の保有を増加させたことに対応して、豊富で弾力的な資金供給を行ったため、3月末の総資産残高は前年同月末を33.2%上回る106.2兆円となった。

これに対し、12年度入り後の総資産残高は、上述のようなコンピューター誤作動懸念に起因する市場での資金需要が落ち着いたこと等から、12年3月末との対比では減少した。もっとも、前年との対比でみると、日銀券の増発や財政資金の受入等を反映した金融市場の資金需要に対し、その時々金融市場調節方針に沿って、金融が大幅に緩和された状態を維持するよう資金供給を行ったため、総資産残高は引き続き前年水準を上回って推移した（12年9月末85.3兆円、前年同月末比+24.0%）。なお、この間の資金供給手段としては、短期国債買現先オペや国債借入オペを中心に用いたが、この中で国債借入オペを前年に比べ多用したことは、表面的な資産規模の拡大を増幅させる効果を持った。これは、国債借入オペを実施した場合、資産サイドにおいて、借り入れた国債を額面金額で経理する「保管国債」と、差し入れたオペ相当額の担保現金を経理する「国債借入担保金」との両勘定に残高が二重に計上される扱いとなっているためである。

日本銀行の預金保険機構向け貸付けについてみると、12年度上期中はさらに減少した。10年10月以降、預金保険機構向けの貸付け残高は、金融再生勘定（特別公的管理銀行向け）や特例業務勘定向けを中心に増加し、同年12月末には8.0兆円にまで達したが、11年入り後は、特別公的管理銀行の資金繰り改善や預金保険機構の資金調達において民間金融機関からの借換え等が進んだことから減少傾向を辿った。さらに12年2月には、日本長期信用銀行の特別公的管理終了に当たり、金融再生勘定の日本銀行からの借入れが返済されるなど、その後も減少し、12年9月末の預金保険機構向け貸付け残高は少額（262億円）にとどまった<sup>40</sup>。

日本銀行は、かねてより、預金保険機構向け貸付けは、本来一時的なつなぎ資金であり、預金保険機構において民間調達のため最大限の努力が尽くされたうえでの、補完的信用供与であるべきであると考えてきた。また、こうした貸付けが

---

<sup>40</sup> また、日本銀行法第38条に基づく貸出（いわゆる特融）が大部分を占めている貸付金も、特融の回収等により前年を47.6%下回る0.7兆円にまで減少した。

著しく増加し、あるいは長期にわたって固定化する事態が生じる場合には、日本銀行のバランスシートの健全性や適切な金融市場調節の実施の観点から、問題を生じかねないと認識してきた。上述のように、預金保険機構において民間からの資金調達が順調に進み、日本銀行貸付けの残高が大幅に減少したことは、望ましい動きである。

政府短期証券（F B）については、従来、発行額のほぼ全額を引受けてきたため、実質上、日本銀行の国に対する受動的な信用供与という側面を有するものであったが、12年4月に公募入札発行へ完全に移行した<sup>41</sup>ことによって、この点の問題は解消された。このことは、11年度から日本銀行が保有する長期国債のうち償還期限が到来するものについてT B（1年物）により借換え引受けを行っている（12年度上期実績1.5兆円）ことや12年度から前年度中に長期国債より借換え引受けを行ったT B（1年物）の一部について現金償還を受けている（12年度上期実績1.8兆円）こととも合わせ、日本銀行のバランスシートの固定化を回避し、流動性を確保することに寄与している。

なお、郵便貯金集中満期時における資金運用部の資金繰り方策として、資金運用部による市場からの資金調達を原則としつつ、これを補完する形で日本銀行も「資金運用部保有国債の売却条件付買入」<sup>42</sup>によって一時的な流動性を供給することとしているが、12年度上期中、買入実績はなかった。

一方、バランスシートの負債サイドの動きについてみると、最大のウェイトを占めている日銀券の発行残高は、12年9月末時点で55.7兆円と前年を8.4%上回った。一方、当座預金は、ゼロ金利政策のもとで積み上がりをみていた昨年との対比では準備預金制度非適用先の当座預金減少等から前年を0.8兆円（-13.7%）下回った。

この間、政府預金の残高は、従来に比べ高水準で推移し、9月末には前年対比2.5倍の8.9兆円となった。この背景には、従来、国庫の運営上発生した余裕金は日銀が引受けたF Bの繰り上げ償還に充てていたのに代え、F B公募入札化（11年

---

<sup>41</sup> ただし、公募入札において募集残額等が生じた場合および国庫に予期せざる資金需要が生じた場合に、日本銀行が例外的な引受けを行う（引受けたF Bは、公募入札発行代り金により、可及的速やかに償還する）との取扱いは、12年4月以降も存続している。

<sup>42</sup> 本措置は、平成12、13年度に係る例外的なものである。

4月)を機に、政府預金内において、当座預金から国内指定預金<sup>43</sup>への組替整理を行い得ることとされたことが挙げられる。12年度上期に国内指定預金が増加をみているのは、こうした制度面での変更を背景としたものである。

なお、国債借入オペの実施に伴い、資産サイドと同様の経理方法が負債サイドでもとられており、このことも表面的な負債規模の拡大に影響した。すなわち、国債借入オペを実施すると、借り入れた国債を額面で経理する「借入国債」と、オペ相当額の担保現金を入金する「当座預金」の両勘定が増加するかたちとなる。このため、国債借入オペの増加は負債の規模を拡大させる効果をもたらした。

---

<sup>43</sup> 国内指定預金には、政府短期証券の直近の公募入札における募入平均利回りから0.05%を控除して得た利率(ただし、0.01%を下限とする。)により算出した利息が付される。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定または変更

### (1) 「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」等の決定

日本銀行は、平成12年4月27日の金融政策決定会合において、「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」（以下「基本方針」という。）を決定するとともに、基本方針に基づいた見直しを実施するために当面必要となる4つの基本要領<sup>44</sup>の制定を行った（決定の詳細は、「5．2．金融政策手段に係る事項の決定または変更」の項に掲載）。

このうち、基本方針は、日本銀行当座預金決済の即時グロス決済化（以下「RTGS化」という。）に伴う資金決済方法の変更を踏まえ、RTGS化後における金融調節の円滑な実施の観点から、所要の見直しを実施するに際し、その対応方針を定めるとともに全体像を明らかにしたものである。具体的には、RTGS化後の手形買入・売出について、短資業者のみを直接の相手方として行う方式（以下「短資経由方式」という。）によらず、日本銀行当座預金取引の相手方である金融機関等（金融機関、証券会社、証券金融会社および短資業者をいう。以下同じ。）の中から、日本銀行が予め定めて公表した基準および手続に基づき選定した先を直接の相手方として行う方式（以下「直接方式」という。）により実施することとしたほか、RTGS化後の手形買入について、民間企業債務を活用しつつ幅広く資金供給を行い得る体制を整備する等の観点から、本行本支店の当座預金取引先である金融機関等を相手方として行う買入（「手形買入（全店買入）」）を導入すること等を決定した<sup>45</sup>。なお、経過措置として、RTGS化に向けて買入・売出対象先の事務体制を整備し金融調節の円滑な実施に資する等の観点から、直接方式の手形買入・売出をRTGS化に先駆けて導入することとし、所要の準備が整い次第実施するとともに、RTGS化までの間は、短資経由方式も併用し得る扱いとすること等も併せて決定した。

また、同時に決定した4つの基本要領は、上記基本方針に基づき、RTGS化前に、直接方式の手形買入と手形売出を導入することに伴い制定されたものである。

---

<sup>44</sup> 「手形買入基本要領」、「手形売出基本要領」、「手形買入における買入対象先選定基本要領」および「手形売出における売出対象先選定基本要領」。

<sup>45</sup> このほか、手形買入を社債等を担保とする手形買入と統合することや、手形買入における担保をRTGS化後に導入することとしている日中当座貸越の担保および代理店制度における保証品と共通して利用できる根担保とすること等の方針を定めた。

## ( 2 ) 「国債売買における売買対象先選定基本要領」の改正等に関する決定

日本銀行は、平成12年4月27日の金融政策決定会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、国債売買オペおよび国債借入オペ（レポ・オペ）における対象先選定基本要領を改正し、対象先が満たすべき要件に、「国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く。）であること」を追加することとした。これは、11年3月に国債利子課税制度が一部改正された<sup>46</sup>ことに伴い、今後、市中における国債の保有および決済の形態が振込国債に集中する見通しにあること等を踏まえたものである（決定の詳細は、「 2 . 金融政策手段に係る事項の決定または変更」の項に掲載）。

---

<sup>46</sup> 指定金融機関等（租税特別措置法第8条第1項に規定する金融機関および同条第2項に規定する証券業者等をいう。）が受け取る国債の利子で、その計算期間が平成13年1月1日以降に開始するものについては、振込国債に限って所得税の源泉徴収を不適用とすることとされた。

・金融政策決定会合における決定の内容

1．金融政策運営に関する決定事項

(平成12年4月10日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

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

(別 添)

平成12年4月10日  
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年4月27日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

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

(別 添)

平成12年4月27日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年5月17日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

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

(別 添)

平成12年5月17日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年6月12日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

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

(別 添)

平成12年6月12日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年6月28日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

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

(別 添)

平成12年6月28日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年6月28日決定)

平成12年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

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

(別 添)

平成12年6月28日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年7月~12月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表 (議事要旨公表)
12年 7月	7月17日<月>	7月19日<水> ( 9月20日<水>)
8月	8月11日<金>	8月15日<火> ( 10月18日<水>)
9月	9月14日<木>	9月19日<火> ( 11月 2日<木>)
10月	10月13日<金> 10月30日<月>	10月17日<火> ( 11月22日<水>) — ( 12月 5日<火>)
11月	11月17日<金> 11月30日<木>	11月21日<火> ( 12月20日<水>) — 未定
12月	12月15日<金>	12月19日<火> 未定

(平成12年7月17日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

### 記

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

(別 添)

平成12年7月17日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

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

(平成12年7月17日決定)

「本日の金融政策決定について」の対外公表文に関する件

(案 件)

標題の対外公表文を別添の通り決定すること。

(別 添)

平成12年7月17日  
日 本 銀 行

### 本日の金融政策決定について

- (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、いわゆる「ゼロ金利政策」を継続することを決定した。
- (2) 委員会では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と評価した。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」と判断した。
- (3) 物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるもとで、「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と判断した。
- (4) 以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。
- (5) しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要性があることが、留意点として指摘された。
- (6) こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。

(平成12年8月11日決定)

### 金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。  
対外公表文は別途決定する。

### 記

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、日本銀行は、本件を受けて、金融市場調節方針の変更について、次のと  
おり対外公表を行った。

平成12年8月11日

日 本 銀 行

### 金融市場調節方針の変更について

(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、金融市場  
調節方針を以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

(2) 日本銀行は、昨年2月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、

景気の悪化に歯止めをかけるためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。

- (3) その後1年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったものと考えられる。

- (4) この間、7月央以降は、いわゆる「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない。

- (5) 今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

今回の措置実施後も、コールレートは0.25%というきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は維持される。日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である。

(平成12年8月11日議決)

日本銀行法第19条第2項の規定による議決の延期の求めに関する件

(案 件)

日本銀行法第19条第2項の規定に基づき、議長提出の「金融市場調節方針の決定に関する件」に係る政策委員会の議決を次回金融政策決定会合まで延期すること。

日本銀行政策委員会は、日本銀行法第19条第3項に基づいて、当該案件を採決した結果、反対多数で否決した。

なお、日本銀行は、本件について、次のとおり対外公表を行った。

平成12年8月11日  
日 本 銀 行

#### 政府からの議決の延期の求めについて

本日決定した金融市場調節方針に対しては、大蔵省および経済企画庁からの出席者が、日本銀行法第19条第2項に基づき、議決を次回金融政策決定会合まで延期することを求めた。政策委員会は、同条第3項に基づいて採決した結果、これを反対多数で否決した。

(平成12年9月14日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

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。

(別 添)

平成12年9月14日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

(平成12年9月14日決定)

平成12年10月から13年3月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成12年10月から13年3月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとすること。

(別 添)

平成12年9月14日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年10月~13年3月)

	会合開催	金融経済月報公表 (議事要旨公表)
12年10月	10月13日<金>	10月16日<月> (11月22日<水>)
	10月30日<月>	— (12月5日<火>)
11月	11月17日<金>	11月20日<月> (12月20日<水>)
	11月30日<木>	— (1月24日<水>)
12月	12月15日<金>	12月18日<月> (1月24日<水>)
13年1月	1月19日<金>	1月22日<月> (3月5日<月>)
	2月	2月9日<金> (3月23日<金>)
	2月28日<水>	— 未定
3月	3月19日<月>	3月21日<水> 未定

## 2. 金融政策手段に係る事項の決定または変更

(1) 手形買入および手形売出の見直しについての基本方針等に関する決定(平成12年4月27日決定)

手形買入および手形売出の見直しについての基本方針等に関する件

(案件)

金融調節の一層の円滑化を図り、また金融調節に関する事務手続の透明性を向上させる観点から、手形買入および手形売出の見直しに関し、別紙1.の基本方針を定めるとともに、同基本方針に基づき下記の諸措置を講ずること。

### 記

1. 「手形買入基本要領」を別紙2.のとおり制定すること。
2. 「手形売出基本要領」を別紙3.のとおり制定すること。
3. 「手形買入における買入対象先選定基本要領」を別紙4.のとおり制定すること。
4. 「手形売出における売出対象先選定基本要領」を別紙5.のとおり制定すること。
5. 「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)を別紙6.のとおり一部変更し、平成12年4月27日から実施すること。

## 「手形買入および手形売出の見直しに関する基本方針」

日本銀行当座預金決済の即時グロス決済化（以下「RTGS化」という。）に伴う資金決済方法の変更を踏まえ、RTGS化後における金融調節の円滑な実施等の観点から、手形買入および手形売出に関し、下記の基本方針に基づき見直しを行う。

## 記

## 1. 手形買入の見直し

## (1) 買入方式の変更（直接方式の導入）

RTGS化後の手形買入は、短資業者のみを直接の相手方として行う方式（以下「短資経由方式」という。）によらず、社債等を担保とする手形買入（以下「社債等担保手形買入」という。）と同様、金融機関、証券会社、証券金融会社および短資業者（以下「金融機関等」という。）の中から本行が予め定めて公表した基準および手続に基づき選定した先を直接の相手方として行う方式（以下「直接方式」という。）により実施すること。

## (2) 社債等担保手形買入の統合

社債等担保手形買入は、RTGS化後においては、手形買入に統合すること。

## (3) 担保の根担保化

RTGS化後の手形買入における担保は、RTGS化に伴い導入することとしている日中当座貸越の担保および代理店制度における保証品と共通して利用できる根担保とすること。

## (4) 本店買入および全店買入の導入

イ、 RTGS化後の手形買入については、民間企業債務を活用しつつ幅広く資金供給を行い得る体制を整備する等の観点から、本行本店の当座預金取引先である金融機関等を相手方として行う買入（以下「手形買入（本店買入）」という。）のほか、本行本支店の当座預金取引先である金融機関等を相手方として行う買入（以下「手形買入（全店買入）」という。）を導入すること。

ロ、 手形買入（本店買入）については、R T G S化後直ちに実施することとし、手形買入（全店買入）については、R T G S化後、所要の準備が整い次第実施すること。

(5) 経過措置

イ、 R T G S化に向けて買入対象先の事務体制を整備し金融調節の円滑な実施に資する等の観点から、買入対象先を本行本店の当座預金取引先である金融機関等から選定する直接方式の手形買入を、R T G S化に先駆けて導入することとし、所要の準備が整い次第実施すること。なお、R T G S化までの間は、現行の短資経由方式も併用し得る扱いとすること。

ロ、 (2)における統合までの間、社債等担保手形買入における新たな買入対象先の選定を行わないこと。

ハ、 R T G S化後、手形買入（本店買入）の買入対象先は、当該手形買入の初回の買入対象先選定までの間、社債等担保手形買入およびイ、により導入する手形買入の買入対象先とすること。

2 . 手形売出の見直し

(1) 売出方式の変更（直接方式の導入）

R T G S化後の手形売出は、短資経由方式によらず、売出対象先を本行本店の当座預金取引先である金融機関等の中から本行が予め定めて公表した基準および手続きに基づき選定し、直接方式により実施すること。

(2) 導入時期および経過措置

R T G S化に向けて売出対象先の事務体制を整備し金融調節の円滑な実施に資する等の観点から、(1)に掲げる直接方式の手形売出を、R T G S化に先駆けて導入することとし、所要の準備が整い次第実施すること。なお、R T G S化までの間は、現行の短資経由方式も併用し得る扱いとすること。

## 「手形買入基本要領」

### 1 . 趣旨

この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から、別に定めるものを除き、手形および債券を担保として金融機関等が振出す手形の買入を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

### 2 . 買入店

本店（業務局）とする。

### 3 . 買入対象先

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

### 4 . 買入対象

買入先が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が買入日の翌日から起算して 3 か月以内に到来するものとする。

### 5 . 買入方式

手形の買入は割引の方法により行うこととし、割引率はこれを入札に付してコンベンショナル方式により決定する。

### 6 . 買入日および買入金額等

買入日、買入金額、買入先その他買入を行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して買入のつど決定するものとする。

## 7. 担保の種類

- (1) 支払人（当座預金取引の相手方以外の者とする。）の信用力等に照らし本行が適格と認めた手形（外貨表示の手形を含む。）であって、満期日が買入日の翌日から起算して1年以内に到来するもの。
- (2) 国債、政府短期証券、政府保証付債券または利付金融債であって、本行が適格と認めたもの。

## 8. 担保価額

- (1) 担保手形の担保価額は、手形金額とする。この場合において、外貨表示の手形の手形金額は、外貨表示の手形金額を邦貨換算して得た額に、0.75 を超えない範囲で定める値を乗じて得た金額とする。
- (2) 担保債券の担保価額は、次により算定する。

イ、利付国債（償還年限 10 年以内）	額面額の 100/120 以内
ロ、利付国債（償還年限 10 年超 30 年以内）	額面額の 100/130 以内
ハ、割引国債	額面額の 100/140 以内
ニ、割引短期国債および政府短期証券	額面額の 100/110 以内
ホ、政府保証付債券	額面額の 100/130 以内
ヘ、利付金融債	額面額の 100/130 以内

（附則）

この基本要領は、平成 12 年 4 月 27 日から実施する。

別紙 3 .

### 「手形売出基本要領」

#### 1. 趣旨

この基本要領は、金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から、別に定めるものを除き、本行が振出す手形の売出を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

## 2．売出店

本店（業務局）とする。

## 3．売出対象先

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

## 4．売出対象

本行が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が売出日の翌日から起算して3か月以内に到来するものとする。

## 5．売出方式

手形の売出は割引の方法により行うこととし、割引率はこれを入札に付してコンベンショナル方式により決定する。

## 6．売出日および売出金額等

売出日、売出金額、売出先その他売出を行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して売出のつど決定するものとする。

### （附則）

この基本要領は、平成12年4月27日から実施する。

## 「手形買入における買入対象先選定基本要領」

## 1 . 趣旨

この基本要領は、金融調節に関する事務手続の明確化を図る趣旨から、「手形買入基本要領」（平成 12 年 4 月 27 日付政委第 62 号別紙 2 .。以下「買入基本要領」という。）に規定する買入対象先（以下「買入対象先」という。）の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

## 2 . 買入対象先の選定基準等

- (1) 買入対象先の選定に当っては、買入対象先となることを希望する先を公募するものとする。
- (2) 買入対象先については、(1)の公募に応じた者（以下「応募先」という。）の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。
  - イ、 本行本店の当座預金取引先であること
  - ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること
  - ハ、 信用力が十分であること
  - ニ、 買入基本要領 7 . に定める手形または債券のうち、本行が予め買入手形（買入基本要領に基づき買入れる手形をいう。以下同じ。）の担保としての差入に備えた寄託の対象と認めるものを、選定に当って本行に申出た金額（積極的な応札を確保するため本行が必要と認める金額以上の金額とする。）以上、常時買入手形の担保として差入れ、または買入手形の担保としての差入に備え寄託することができること
- (3) (2)に掲げる要件を満たした応募先の数が、本行が手形買入（買入基本要領に基づく手形の買入をいう。以下同じ。）の円滑な実施のために適当と認める買入対象先の数を上回る場合には、(2)ニ、に基づき選定に当って本行に申出た金額を勘案して買入対象先を選定する。

## 3 . 買入対象先の選定頻度

買入対象先は、原則として年 1 回の頻度で見直すこととする。

#### 4．買入対象先の遵守事項等

- (1) 買入対象先の公募に際しては、次に掲げる買入対象先としての遵守事項を明示するものとする。
  - イ、 手形買入に積極的に応札すること
  - ロ、 正確かつ迅速に事務を処理すること
  - ハ、 金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること
- (2) 買入対象先が(1)に掲げる事項に著しく背馳した場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。
- (3) (2)に定める場合のほか、2.に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

#### (附則)

- (1) この基本要領は、平成12年4月27日から実施する。
- (2) この基本要領に基づく第2回目の買入対象先の選定は、3.にかかわらず、日本銀行当座預金決済におけるRTGS化後、手形買入における取引状況等を勘案のうえ、速やかに行うことができるものとする。

別紙5.

#### 「手形売出における売出対象先選定基本要領」

##### 1．趣旨

この基本要領は、金融調節に関する事務手続の明確化を図る趣旨から、「手形売出基本要領」（平成12年4月27日付政委第62号別紙3.。以下「売出基本要領」という。）に規定する売出対象先（以下「売出対象先」という。）の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

##### 2．売出対象先の選定基準等

- (1) 売出対象先の選定に当っては、売出対象先となることを希望する先を公募するものとする。

(2) 売出対象先については、(1)の公募に応じた者(以下「応募先」という。)の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

- イ、 本行本店の当座預金取引先であること
- ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること
- ハ、 信用力が十分であること

(3) (2)に掲げる要件を満たした応募先の数、本行が手形売出(売出基本要領に基づく手形の売出をいう。以下同じ。)の円滑な実施のために適当と認める売出対象先の数を上回る場合には、次に掲げる事項を勘案して売出対象先を選定する。

- イ、 手形売出における落札実績
- ロ、 手形売出により本行が売出した手形(以下「売出手形」という。)および短期国債(割引短期国債および政府短期証券をいう。)の保有平均残高の合計

### 3. 売出対象先の選定頻度

売出対象先は、原則として年1回の頻度で見直すこととする。

### 4. 売出対象先の遵守事項等

(1) 売出対象先の公募に際しては、次に掲げる売出対象先としての遵守事項を明示する。

- イ、 手形売出に積極的に応札すること
- ロ、 正確かつ迅速に事務を処理すること
- ハ、 金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

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

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

### (附則)

(1) この基本要領は、平成12年4月27日から実施する。

(2) この基本要領に基づく初回の売出対象先の選定においては、2.(3)イ、およびロ、に定める手形売出は、「売出手形制度の実施に関する件」(昭和46年8月19日付政第56号)に基づき短資業者を対象先として実施した手形

売出とする。また、2.(3)イ、の落札実績は、次の各号に掲げる区分に応じ、当該各号に掲げるとおりとする。

イ、 短資業者

本行から買受けた売出手形の手形金額の合計

ロ、 短資業者以外

短資業者から買受けた売出手形の手形金額の合計

(3) この基本要領に基づく第2回目の売出対象先の選定は、3.にかかわらず、日本銀行当座預金決済におけるRTGS化後、手形売出における取引状況等を勘案のうえ、速やかに行うことができるものとする。

別紙6.

### 「日本銀行業務方法書」中一部変更

第十条第一号を横線のとおり改める。

一 相手方

売買の相手方は、金融機関、証券会社、証券金融会社、短資業者その他の者であって、当銀行と当座預金取引（第十八条に規定する当座預金取引をいう。以下この節及び次節において同じ。）を有するもの者のうち、当銀行が第一条の目的を達成するため適当と認めるものとする。

第十条第二号ロを横線のとおり改める。

ロ 金融機関以外の者が振り出した手形のうち当銀行が適当と認めるもの又は債券（前条第二号に掲げる債券のうち当銀行が適当と認めるものに限る。）を担保として、金融機関前号に掲げる者が自己を支払人として振り出した為替手形であって、その満期日が買入れの日の翌日から起算して三ヶ月以内に到来し、かつ、支払人が手形の引受けを完了したもののうち、当銀行が適当と認めるもの。

第十二条第一号を横線のとおり改める。

一 相手方

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

- ( 2 ) 「国債売買における売買対象先選定基本要領」の改正等に関する決定  
(平成 12 年 4 月 27 日決定)

「国債売買における売買対象先選定基本要領」の改正等に関する件

( 案件 )

金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、下記の諸措置を講ずること。

#### 記

- 1 . 「国債売買における売買対象先選定基本要領」(平成 11 年 3 月 25 日付政委第 43 号別紙 2 . )を別紙 1 . のとおり一部改正すること。
- 2 . 「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選定基本要領」(平成 11 年 6 月 14 日付政委第 97 号別紙 1 . )を別紙 2 . のとおり一部改正すること。

「国債売買における売買対象先選定基本要領」中一部改正（案）

2. (2)を横線のとおり改める。

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

- イ、 本行本店の当座預金取引先であること
- ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること
- ハ、 国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く。）であること
- ニ、ハ、 信用力が十分であること

(附則)

- (1) この一部改正は、平成12年4月27日から実施する。
- (2) この一部改正前に、本基本要領に基づき選定された売買対象先については、なお改正前の本基本要領を適用する。

「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選  
定基本要領」中一部改正（案）

2. (2)を横線のとおり改める。

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

- イ、 本行本店の当座預金取引先であること
- ロ、 日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること
- ハ、 国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く。）であること
- ニ、ハ、 信用力が十分であること

(附則)

- (1) この一部改正は、平成12年4月27日から実施する。
- (2) この一部改正前に、本基本要領に基づき選定された借入対象先については、なお改正前の本基本要領を適用する。

### 3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解

(2000年4月)

わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている。

最終需要面をみると、外生需要の面では、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）が海外景気の好転を背景に増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加に転じつつある。一方、国内民間需要の面では、住宅投資は緩やかに減少しており、個人消費も、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。しかし、設備投資は、緩やかながらも増加に転じている。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感も改善を続けている。企業部門全体としては、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されているが、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が徐々に増えている。雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、当面公共投資が増加するほか、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、海外景気のリcoveryを背景に純輸出の増加が続くとともに、企業の収益や業況感が改善し続けるもとで、設備投資も緩やかに増加するものとみられる。もっとも、住宅投資の緩やかな減少が続くとみられるほか、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないことから、家計の所得環境が好転し個人消費が立ち直るには、なお時間を要するものと考えられる。また、企業の売上げ見通しが引き続き慎重であるだけに、設備投資の持続性や広がりについては、なお注意深くみていくことが必要である。

物価面をみると、輸入物価は、基調としては、原油等国际商品市況を映じて、上昇している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。消費者物価は、民間サービス価格がやや強含んでいるものの、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

先行きについては、国内の需給バランスの緩やかな改善や原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し上昇方向に作用する一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、これまでの円高による輸入製品価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は概ね横這いで推移するものと考えられる。需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出ていることから、一頃に比べ後退しているものの、引き続き留意していく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、3月末にかけて若干増加したが、その後は再び減少した。

ターム物金利は、年度末にあたる3月末にかけて幾分強含んだが、4月入り後はやや軟化している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、3月中旬に若干水準を切り上げ、その後1.8%台で推移していたが、3月末以降はやや軟化し、最近では再び1.7%台となっている。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、3月中旬にかけて一時1万9千円近傍まで軟化したが、その後は上昇に転じ、最近では2万円台で推移している。

円の為替相場は、3月末にかけて円高方向への動きが強まったが、4月入り後は、105円をはさんでの値動きとなっている。

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

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

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

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

(2000年5月)

わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資の緩やかな増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる。

最終需要面をみると、外生需要の面では、純輸出(実質輸出 - 実質輸入)が堅調な海外景気を背景に増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加に転じつつある。一方、国内民間需要の面では、住宅投資は基調としては緩やかに減少しており、個人消費も、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。しかし、設備投資は、緩やかな増加が続いている。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感も改善を続けている。企業部門全体としては、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されているが、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が徐々に増えている。雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、当面公共投資が増加するほか、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、海外景気の回復を背景に純輸出の増加が続くとともに、企業の収益や業況感が改善し続けるもとで、設備投資も緩やかに増加するものとみられる。もっとも、住宅投資の緩やかな減少が続くとみられるほか、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないことから、家計の所得環境が好転し個人消費が立ち直るには、なお時間を要するものと考えられる。また、企業の売上げ見通しが引き続き慎重であるだけに、設備投資の持続性や広がりについては、なお注意深くみていくことが必要である。

物価面をみると、輸入物価は、原油等国际商品市況が一旦下落したことを映じて、上昇幅が縮小している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているも

の、これまでの原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、幾分強含んでいる。消費者物価は、民間サービス価格がやや弱含んだほか、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

先行きについては、国内の需給バランスの緩やかな改善や原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し上昇方向に作用する一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、これまでの円高による輸入製品価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いで推移するものと考えられる。需要の弱さ由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出ていることから、一頃に比べ後退しているものの、引き続き留意していく必要がある。

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

ターム物金利は、やや軟化している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、4月中旬にかけていったん1.8%台まで上昇したが、その後は軟化傾向を辿り、最近では1.7%台で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、低格付のものを中心に、引き続き縮小傾向を辿っている。

株価は、指標によりまちまちの動きがみられるが、総じてみれば、米国株価の急落を受けて一時大幅に下落した後、持ち直し傾向を辿った。

円の対米ドル相場は、4月半ばにいったん円高方向への動きがみられたが、その後は総じてドル高・円安方向の動きとなり、最近では概ね108～109円台で推移している。

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

しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、实体经济活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、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、民間の資金需要

は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、3月、4月と2か月連続で前年比マイナス幅が縮小したが、基調としては弱めの動きが続いているものとみられる。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

4月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ上昇した。

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

（2000年6月）

わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資の増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる。

最終需要面をみると、外生需要の面では、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）が堅調な海外景気を背景に増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加している。一方、国内民間需要の面では、住宅投資は基調としては緩やかに減少しており、個人消費も、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、回復感に乏しい状態が続いている。しかし、設備投資は増加している。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加し、企業の収益や業況感も改善を続けている。企業部門全体としては、設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されているが、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えてきている。雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、企業が人件費抑制スタンスを堅持する中で、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある。

今後の経済情勢については、当面公共投資が増加するほか、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。また、海外景気の回復を背景に純輸出の増加が続くとともに、企業の収益や業況感が改善し続けるもとで、設備投資も緩やかに増加するものとみられる。もっとも、住宅投資は当面減少に向かうとみられる。個人消費を支える家計の所得環境は、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられない中で、今後改善に向かうとしても緩やかなものになると考えられる。また、企業の売上

げ見通しが引き続き慎重であるだけに、設備投資の持続性や広がりについては、なお注意深くみていくことが必要である。

物価面をみると、輸入物価は、原油等国際商品市況が一旦下落したことを反映して、幾分下落している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、これまでの原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。消費者物価は、民間サービス価格がやや弱含んでいるほか、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

先行きについては、国内の需給バランスの緩やかな改善や原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し上昇方向に作用する一方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落や、これまでの円高による輸入製品価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いで推移するものと考えられる。需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出ていることから、一頃に比べ後退しているものの、引き続き留意していく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、緩やかに減少している。

ターム物金利は、概ね横這い圏内の動きとなっているが、6月入り後はやや上昇している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、1.6~1.7%台で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、横這い圏内で推移している。

株価は、5月下旬までは、米国株価の下落を受けて大幅に下落したが、その後は持ち直している。

円の対米ドル相場は、5月中旬には一時110円台に乗せたが、その後はドル安・円高となり、最近では概ね105~106円台で推移している。

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

しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、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、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

5月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ低下した。

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

（2000年7月）

わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

最終需要面をみると、外生需要の面では、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）が堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っているほか、公共投資も補正予算の執行に伴い増加している。国内民間需要の面では、設備投資が増加を続けている。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は概ね横這いで推移している。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加している。企業の収益や業況感も改善を続けており、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きもみられ、賃金・雇用者数の減少傾向には歯止めが掛かりつつある。

今後の経済情勢については、公共投資は遠からず減少に転じるとみられるものの、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が続くと予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もっとも、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなろう。以上を全体としてみれば、

景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

物価面をみると、輸入物価は、原油等国際商品市況が一旦下落したことを反映して、幾分下落している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、これまでの原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。消費者物価は、民間サービス価格がやや弱含んでいるほか、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、若干増加している。

ターム物金利は、6月中旬以降、ゼロ金利政策の解除の可能性を織り込むかたちで上昇している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、6月中旬以降若干上昇し、最近では1.7%前後で推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、概ね横這い圏内で推移している。

株価は、6月中旬にかけて一時下落したが、その後は、米国株価の上昇等を受けて持ち直している。

円の対米ドル相場は、6月下旬には一時103円台まで上昇したが、その後は下落に転じ、最近では概ね107～108円台での推移となっている。

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

しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背

景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、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、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

6月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ低下した。

以上のような環境のもとで、企業からみた金融機関の貸出姿勢は厳しさが後退しており、企業金融には緩和感が広がりつつある。

（2000年8月）

わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

最終需要面をみると、外生需要の面では、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）が堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っているほか、公共投資は補正予算の執行に伴い高水準で推移している。国内民間需要の面では、設備投資が増加を続けている。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は概ね横這いで推移している。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加している。企業の収益や業況感も改善を続けており、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続き、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。

今後の経済情勢については、公共投資は遠からず減少に転じるとみられるものの、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が続くと予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もっとも、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなろう。以上を全体としてみれば、

景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和の継続などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

物価面をみると、輸入物価は、4月以降の原油等国际商品市況の上昇等を反映して、上昇している。国内卸売物価は、原油価格上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。消費者物価は、民間サービス価格がやや弱含んでいるほか、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、ゼロ%に近い水準で推移しており、オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。この間、コール市場残高は、若干減少している。

ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除観測の変化を反映するかたちで、7月中旬以降、一旦低下したが、足許では再び上昇している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、足許やや上昇し、1.7%台半ばで推移している。この間、国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、総じてみれば、ほぼ横這い圏内で推移している。

株価は、7月中旬以降、大手小売業者の民事再生法適用申請や米国株価の軟調等を受けて下落した。

円の対米ドル相場は、7月末にかけて緩やかな円安傾向となり、一時110円近辺まで下落したが、最近では概ね107～108円台で推移している。

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

しかし、資金需要面では、収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、实体经济活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。また、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、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調としては弱めの動きが続いている。社債やCPの発行も、落ち着いた動きとなっている。

7月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ上昇した。

以上のような環境のもとで、企業からみた金融機関の貸出姿勢は厳しさが後退しており、企業金融には緩和感が広がりつつある。

（2000年9月）

わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している。

最終需要面をみると、外生需要の面では、公共投資が補正予算の執行一巡に伴い減少に向かい始めている。純輸出（実質輸出 - 実質輸入）は堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向を辿っている。国内民間需要の面では、設備投資が増加基調を続けている。個人消費は、一部指標にやや明るさが窺われるものの、雇用・所得環境に目立った改善がみられない中で、全体としては回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資は概ね横這いで推移している。

このような最終需要の動向のもとで、鉱工業生産は増加している。企業の収益や業況感も改善を続けており、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きが続き、雇用者所得の減少傾向には歯止めが掛かっている。

今後の経済情勢については、公共投資が減少する一方、純輸出は海外景気の拡大を背景に緩やかな増加が続くと予想される。企業部門では、既存設備の過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が引き続き意識されているが、企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。また、企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もっとも、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポ

は当面緩慢なものとなろう。以上を全体としてみれば、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。なお、日本銀行による金融緩和の継続などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。

物価面をみると、輸入物価は、4月以降の原油等国际商品市況の上昇等を反映して、上昇している。国内卸売物価は、原油価格上昇を受け石油製品は上昇したものの、電気機器等の下落が続いていることから、ほぼ横這いの動きとなっている。消費者物価は、原油価格上昇の影響から石油製品、電力が上昇したものの、これまでの円高から輸入製品価格が低下しているため、幾分弱含みで推移している。企業向けサービス価格は、小幅の下落が続いている。

物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるも、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。また、原油価格上昇分の転嫁が、物価に対し一時的に上昇方向に作用するとみられる。他方、技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落に加え、これまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、総じてみれば物価は横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。

金融面をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は、8月11日の金融政策決定会合で金融市場調節方針が変更されたこと<sup>(注)</sup>に応じて上昇し、概ね0.25%前後の水準で推移している。この間、コール市場残高は、増加している。

ターム物金利は、ゼロ金利政策の解除を受けるかたちで、8月下旬にかけて上昇し、その後は概ね横這いで推移している。ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態が続いている。

長期国債流通利回りは、8月後半以降は上昇傾向を辿り、一時1.9%台後半まで上昇したが、最近では1.8%台で推移している。国債と民間債（金融債、社債）の流通利回りスプレッドは、総じてみれば、ほぼ横這い圏内で推移している。

株価は、8月中下旬に上昇したが、8月末以降は下落に転じており、最近では概ね8月中旬並みの水準で推移している。

円の対米ドル相場は、8月中旬には一時109円台まで下落したものの、それ以降は円高が進み、最近では概ね106～107円台で推移している。

金融の量的側面をみると、民間銀行では、融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。

資金需要面では、収益回復に伴う高水準のキャッシュ・フローを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、实体经济活動の改善が資金需要に結びつきにくい

状況が続いている。また、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、民間の資金需要は引き続き低迷している。

こうした中で、民間銀行貸出は、基調的には弱めの動きが続いている。ただ、このところ、前年比マイナス幅の拡大傾向には、歯止めが掛かりつつある。社債やCPの発行は、落ち着いた動きとなっている。

8月のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前月に比べ低下した。

企業の資金調達コストは、ゼロ金利政策の解除などを受けた市場金利上昇を背景に、足許、わずかながら上昇している。

以上のような環境のもとで、これまでのところ、金融機関の貸出姿勢や企業金融の緩和傾向に、大きな変化は生じていないとみられる。

(注)「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。」