

・金融調節事項を議事とする会議の実績

1．金融政策運営に関する決定事項
(平成10年1月16日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年1月16日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年2月13日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年2月13日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年2月26日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年2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現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年3月13日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以上

(別 添)

平成10年3月13日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以上

(平成10年3月26日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年3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現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年3月26日決定)

平成10年4月から9月の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

(案 件)

平成10年4月から9月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとし、これを公表すること。

以 上

(別 添)

平成10年3月26日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成10年4～9月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
4月	4月 9日<木>	4月13日<月>	(5月22日<金>)
	4月24日<金>	—	(6月17日<水>)
5月	5月19日<火>	5月21日<木>	(6月30日<火>)
6月	6月12日<金>	6月16日<火>	(7月22日<水>)
	6月25日<木>	—	(7月31日<金>)
7月	7月16日<木>	7月21日<火>	(8月14日<金>)
	7月28日<火>	—	(9月14日<月>)
8月	8月11日<火>	8月13日<木>	(9月29日<火>)
9月	9月 9日<水>	9月11日<金>	未定
	9月24日<木>	—	未定

以 上

(平成10年4月9日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年4月9日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年4月24日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年4月24日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年5月19日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年5月19日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(平成10年6月12日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10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現状維持とすることを決定した(賛成多数)。

以 上

(平成10年6月25日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年6月25日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

以 上

(平成10年6月25日決定)

平成10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10年7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日を、別添のとおりとし、これを公表すること。

以 上

(別 添)

平成10年6月25日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成10年7~12月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
7月	7月16日<木>	7月21日<火>	(8月14日<金>)
	7月28日<火>	—	(9月14日<月>)
8月	8月11日<火>	8月13日<木>	(9月29日<火>)
9月	9月9日<水>	9月11日<金>	(10月16日<金>)
	9月24日<木>	—	(11月2日<月>)
10月	10月13日<火>	10月15日<木>	(11月18日<水>)
	10月28日<水>	—	(12月2日<水>)
11月	11月13日<金>	11月17日<火>	(12月16日<水>)
	11月27日<金>	—	(12月30日<水>)
12月	12月11日<金>	12月15日<火>	未定
	12月25日<金>	—	未定

以 上

(平成10年7月16日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年7月16日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

以 上

(平成10年7月28日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年7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現状維持とすることを決定した(賛成多数)。

以 上

(平成10年8月11日決定)

当面の金融政策運営に関する件

(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、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

以 上

(別 添)

平成10年8月11日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

以 上

(平成10年9月9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。

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、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。

以 上

(平成10年9月9日決定)

金融市場調節方針の変更についての公表に関する件

(案 件)

金融政策運営について別紙のとおり公表すること。

(別 紙)

平成10年9月9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一段と緩和し、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。

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。

(2) わが国の景気は全般に悪化を続けており、物価も軟調に推移している。金融面でも、民間銀行貸出が減少を続けるなかで、マネーサプライの伸びは緩やかなものとなっている。この間、金融資本市場では、金利のリスクプレミアムや株価などに不安定な動きがみられる。

今後、総合経済対策の実施等によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めがかかるものと期待される。しかし、経済活動の水準はすでに相当低下している。また最近の金融資本市場の動向や企業倒産の増加等が、企業や家計のコンフィデンスを一層低下させるおそれがある。これらを踏まえると、先行き、景気や物価がさらに下振れる可能性も必ずしも否定できない。

- (3) 日本銀行は、インフレでもデフレでもない、「物価の安定」を金融政策運営の目標としている。上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、上記の金融緩和措置を採ることが適当と判断した。
- (4) 日本銀行としては、上記の金融政策運営方針のもとで、引き続き潤沢な資金供給に努め、これを通じて、金融市場の安定に万全を期すとともに、マネーサプライの拡大を促していく考えである。
- (5) 日本経済にとって、現在、景気の回復と金融システムの建て直しは、一刻の猶予もならない課題である。今回の金融緩和措置が、これらの課題の克服にも資することを期待するとともに、関係各方面が一丸となって取組み強化を図られることを強く期待する。

以 上

(平成10年9月24日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

記

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。

以 上

(別添)

平成10年9月24日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

以 上

(平成10年9月24日決定)

平成10年10月から平成11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10年10月から平成11年3月の金融政策決定会合の開催予定日を、
別添のとおりとし、これを公表すること。

以 上

(別 添)

平成10年9月24日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成10年10月～11年3月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
10年10月	10月13日<火>	10月15日<木>	(11月18日<水>)
	10月28日<水>	—	(12月2日<水>)
11月	11月13日<金>	11月17日<火>	(12月18日<金>)
	11月27日<金>	—	(1月22日<金>)
12月	(注) 12月15日<火>	12月17日<木>	(2月17日<水>)
11年1月	1月19日<火>	1月21日<木>	(3月2日<火>)
2月	2月12日<金>	2月16日<火>	(3月17日<水>)
	2月25日<木>	—	(3月30日<火>)
3月	3月12日<金>	3月16日<火>	未定
	3月25日<木>	—	未定

(注)10年12月の会合開催予定日について、6月25日の対外公表時点では、暫定的に、
12月11日(金)および同25日(金)の2回としていたが、今回、これを12月
15日(火)の1回に変更した。

以 上

2．レポ・オペ対象先の選定に関する決定

(平成10年6月12日決定)

金銭を担保とする国債の借入における借入先選定に関する件

(案件)

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、下記の諸措置を講ずることとし、1．および2．については平成10年6月12日から実施すること。

記

- 1．「金銭を担保とする国債の借入要領」(平成9年10月28日政第45号別紙)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先選定要領」を別紙2．のとおり制定すること。
- 3．借入先の選定基準については、細部取扱いも含め、金融市場局長が適宜の方法によりこれを対外公表すること。

以 上

「金銭を担保とする国債の借入要領」中一部改正

2 . を次のとおり改める。

2 . 借入先

金融機関（日本銀行法（平成九年法律第八十九号）第三十七条第一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（平成九年政令第三百八十五号）第十条第一項第二号に規定する証券会社及び同項第四号に規定する外国証券会社をいう。）、証券金融会社（同項第三号に規定する証券金融会社をいう。）及び短資業者（同項第五号に規定する者をいう。）のうち、別に定める金銭を担保とする国債の借入を円滑に行うために必要と認められる要件を満たす先とする。

金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領

1 . この手続の適用

「金銭を担保とする国債の借入要領」（平成9年10月28日政第45号別紙）に基づいて行う国債の借入（以下「国債借入」という。）における借入先（以下「借入先」という。）の選定は、関係諸規程のほかこの要領の定めるところによる。

2 . 借入先の選定基準

(1) 借入先は、金融機関（日本銀行法（平成九年法律第八十九号）第三十七条第一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（平成九年政令第三百八十五号）第十条第一項第二号に規定する証券会社及び同項第四号に規定する外国証券会社をいう。）証券金融会社（同項第三号

に規定する証券金融会社をいう。)及び短資業者(同項第五号に規定する者をいう。)のうち、借入先となることを希望している先で、次の各号に掲げる要件を満たすものとする。

本行本店の当座預金取引先であること

信用力が十分であること

- (2) 借入先となることを希望する先が、本行が国債借入の円滑な実施のために適当と認める借入先の数を上回る場合には、次の各号に掲げる事項を勘案して借入先を選定するものとする。

金銭を担保とする国債の貸借市場(以下「レポ市場」という。)における取引高

レポ市場における取引平均残高

レポ市場における取引先数

レポ・レートに関する市場参加者への情報提供

既往の借入先については、本行による国債借入に対する落札実績

3. 借入先の選定の頻度

借入先は、原則として年1回の頻度で見直すこととする。

4. 借入先の遵守事項等

- (1) 借入先の募集に際しては、借入先に対し、次の各号に掲げる事項の遵守を求めるものとする。

本行による国債借入に積極的に応札すること

正確かつ迅速な事務処理能力を有すること

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) 借入先が(1)の各号に掲げる事項に著しく違反した場合には、借入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.に定める基準等に鑑み必要と認める場合には、借入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．経済及び金融の情勢に関する基本的見解

(98年1月)

最近のわが国経済をみると、家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及びつつあり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞色の強い状況にある。

最終需要面をみると、純輸出は増加基調を続けており、設備投資も製造業を中心に緩やかに増加している。一方、個人消費については、消費税率引き上げの影響が一巡した後も、家計のマインドが慎重化していることから、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが拡がっており、鉱工業生産は弱含みの展開となっている。さらに、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けている。このように、生産・所得・支出を巡る前向きな循環は停滞してきている。

先行きについては、外需が引き続き下支えに働くとみられるうえ、昨年末に発表された特別減税が、家計の支出に好影響を及ぼすことが期待される。しかし、在庫調整圧力が強まっているところへ、公共投資の減少が持続し、設備投資についても増勢鈍化が見込まれるため、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきているとみられるだけに、今後、アジア経済の調整の長期化・深刻化、金融機関の慎重な融資姿勢の強まりによる企業金融への悪影響、あるいは企業や家計のコンフィデンスの一層の低下、などの景気下押しリスクが発生することがないか、十分な注意を払っていく必要がある。

この間、物価面をみると、財市場における需給の引き緩みを反映して、卸売物価が軟化している一方、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いて、前年を若干上回る水準で推移しており、物価全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。先行きについても、デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年当時のように、為替円高によって輸入ペネトレーションが誘発され、競合する国内最終財価格を直接押し下げるといった環境にはないだけに、当面、総じて安定的な推移を辿る可能性が高いとみられる。ただ、国内需給ギャップの縮小を見込みにくいことを踏まえると、アジアにおける需給の引き緩みなども視野に入れつつ、今後とも物価環境を丹

念にみていくことが適当である。

金融面をみると、T B利回りや長期国債利回りは既往最低圏で推移しているが、一部金融機関の経営破綻をきっかけに、信用リスク・流動性リスクに対する市場の意識が強まっており、短期金融市場のターム物金利や、社債・金融債利回りなどは、上昇・高止まりしている。このように、市場の景況感が引き続き弱い一方、金融システムに関する不透明感が高まるという状況のもとで、株価は低迷を続けている。また、為替レートは、対アジア通貨では円高が進んでいるが、対米ドルでは円安となっている。

量的な金融指標をみると、民間金融機関の貸出は、計数面からみる限りこれまでのトレンドに大きな変化はみられていない。マネーサプライも、M₂ + C Dの前年比は概ね3%前後で推移している。しかし、金融機関の貸出姿勢は、株安・円安による自己資本面からの制約の強まりもあって、一段と慎重化する方向にある。貸出金利面でも、上記市場動向等を反映して、12月入り後は上昇圧力が強まっている。当面、以上のような金融面の動向が、実体経済活動に対してどのような影響を及ぼすか、注意深くみていく必要がある。

(9 8 年 2 月)

最近のわが国経済をみると、家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及んでおり、企業マインドも悪化している。このように、景気は停滞を続けている。

最終需要面をみると、純輸出が引き続き増加基調にあって経済活動を下支えしているが、これまで増勢を維持してきた設備投資には、このところ頭打ちの様相が窺われる。個人消費については、家計マインドが慎重化していることなどを背景に、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが本格化しており、鉱工業生産は弱含み基調となっている。この結果、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けており、生産・所得・支出を巡る前向きな循環は停滞している。

先行きについては、外需の下支え効果や、家計支出に対する特別減税の好影響などが期待されるが、在庫調整圧力が強まっている中で、最終需要の目立った回復が見込めないことから、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショッ

クに対する耐久力は低下してきているものとみられる。このため、今後、アジア経済の調整がわが国の輸出等に与える影響や、後述するような金融面の動向が実体経済に及ぼす影響などには、十分な注意を払っていく必要がある。

この間、物価面をみると、財市場における需給の緩和を反映して、卸売物価が軟化しているが、消費者物価は消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いても、前年を若干上回る水準で推移しており、全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。今後についても当面、物価全般は総じて安定的な推移を辿るとみられるが、国内需給ギャップの縮小を見込みにくい状況の下にあって、アジアにおける需給の緩和などを背景に国際商品市況が下落しており、物価の潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。

金融面をみると、短期金融市場では、1月中旬にかけて一旦やや低下したターム物金利が、1月後半には再び上昇するなど、3月期末を控え、流動性リスクや信用リスクに対する市場の懸念が強い状況が続いている。この間、景気対策や金融システム安定化策の具体化等を背景に、株価が反発しているほか、長期国債利回りが幾分上昇し、為替相場も円高方向の動きとなっている。ただ、市場の景況感が明確に改善したとは言い難い。

民間金融機関貸出やマネーサプライ等の量的金融指標には、全体として大きな変化はみられない。また、株価や円相場の反発、金融システム安定化策への期待等により、金融機関貸出に対する自己資本面からの制約は、一頃に比べれば幾分緩和していると考えられる。しかし、基本的には、金融機関の融資姿勢は引き続き慎重であるほか、企業の資金調達コストは、銀行借入、社債ともに、若干上昇してきている。したがって、金融機関の融資姿勢や直接金融市場の動向、それらの企業金融に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要がある。

(9 8 年 3 月)

わが国の景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある。

最終需要面をみると、純輸出が引き続き増加基調にあって経済活動を下支えしているが、これまで増勢を維持してきた設備投資は頭打ちが明確になってきている。個人消費については、家計マインドが慎重化していることなどを背景に、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが本格化する中で、鋳工業生産は弱含み基調となっており、

その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面にも及んでいる。

先行きについては、金融システム安定化策や特別減税の効果が期待されるが、国内最終需要に目立った回復が見込めない下で、所得形成の力の弱まりが、国内需要の一層の減退につながっていく可能性も否定できない。これに加えて、アジア経済の調整の深まりや、後述するような金融面の動向が経済に及ぼす影響など、景気下振れリスクについて十分な注意を払っていく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価は軟化を続けているが、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いてみると、上昇率が徐々に低下しながらも、引き続き前年を若干上回る水準にある。先行きについては、国内需給ギャップの拡大傾向が続くと見込まれることや、アジアにおける需給の緩和を背景に国際商品市況が下落していることなどから、当面、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられる。

金融面をみると、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な期末越え資金供給等を反映して、このところターム物レートが明確に低下し始めている。もっとも、昨年秋以前に比べればなお高い水準にあり、市場では信用リスクを強く意識した状況が続いている。長期国債利回りは、追加景気対策への思惑による振れを伴いつつも、実体経済指標の弱さを反映して、2月初以降低下傾向にある。この間、株価については、実体経済指標や企業収益面での弱い材料と、金融システム安定化策が具体化してきたことなどの下支え要因を背景に、一進一退の動きとなっている。

量的金融指標をみると、1月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等からさらに伸びを高めた。2月の民間金融機関貸出は、前年比減少幅がやや拡大したが、資本市場調達等の代替的な資金調達ルートも含めると、企業の資金調達額は、全体として増加している可能性が高い。しかし、金融機関の貸出姿勢をみると、自己資本面からの制約は一頃に比べ緩和してきているとは言え、中期的な収益性や健全性向上の観点から、与信先を慎重に選別するスタンスが続いている。このため、中小企業を中心に、企業によっては資金繰り環境が厳しさを増しているとみられる。また、企業の資金調達コストは、信用リスクの格差を反映しつつ、全般に若干上昇してきているとみられる。これら金融面での動きが、実体経済に与える影響については、引き続き注意深く観察していく必要がある。

(9 8 年 4 月)

わが国経済をみると、家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。

最終需要面をみると、これまで経済活動を下支えしてきた純輸出の増加テンポが鈍化しており、設備投資には減少の兆しが現れ始めている。個人消費は、特別減税の実施にもかかわらず、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資もこれまでのところは減少傾向にある。こうした最終需要動向の弱さを背景として、在庫が大幅に積み上がっているため、鉱工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益が急速に悪化するなど、雇用・所得環境は厳しさを増してきており、これが国内需要の一段の低迷につながっている。

先行きについてみると、アジア経済の調整の深まりなどを受けて、純輸出に景気の悪化を食い止めるほどの勢いは見込みにくくなっており、また設備投資は、企業収益の悪化を主因に減少を続け、調整局面に入るとみられる。個人消費に関しては、消費マインドの萎縮にはある程度の歯止めがかかるとしても、所得形成の力の弱まりを踏まえると、明確な改善は期待できない。すでに現状、在庫水準が相当高くなっている下で、このように国内民間需要に目立った回復を見込みにくいことから、少なくとも当面は、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続く公算が大きい。ただしその一方で、すでに実施に移されている金融システム安定化策や特別減税に加え、現在、追加的な景気対策が検討されており、その具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響などに注目していく必要がある。

この間、物価面をみると、内外市場における需給の緩和を反映して、卸売物価の下落が続いているほか、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いた前年比上昇率が、ゼロ近傍まで低下してきている。先行きも、国内需給ギャップの拡大傾向が続くことや、これまでの国際商品市況の下落の影響から、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられ、こうした物価の状況が企業活動に及ぼすリスクについても、注意深くみていくことが適当である。

金融面をみると、短期金融市場におけるターム物金利やジャパン・プレミアムは、日本銀行による潤沢な期末越え資金の供給や金融システム安定化策の具体化進展などを反映して、2月末から3月半ばにかけてかなり低下し、

その後も総じて落ち着いた推移を辿っている。ただ、その水準は、昨年秋以前に比べて依然やや高めのレベルにあり、信用リスクに対する市場の意識が引き続き根強いことが窺われる。この間、弱めの実体経済指標の発表等を受けて、長期国債利回りが過去最低圏内で推移し、株価も3月末以降軟化している。

量的金融指標をみると、2月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等から引き続き高めの伸びとなった。この間、民間金融機関貸出は低調な動きを続けているが、企業の資金調達全体で見れば、資本市場等からの調達増加もあって、大きな落ち込みは避けられているように窺われる。

一方金融機関サイドは、中期的な収益性や健全性の向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持している。また、企業の調達コスト面では、信用力に伴う金利格差が拡大したままの状態が続いているとみられる。このため、中小企業などを中心に、企業によって厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

(9 8 年 5 月)

わが国の景気は停滞を続けており、引き続き経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。

最終需要面をみると、これまで減少傾向にあった公共投資には、下げ止まりの兆しが窺われている。その一方、純輸出はアジア向けの減少からこのところ頭打ち気味となっており、設備投資は減少傾向を辿っている。個人消費は、悪化には歯止めが掛かってきているが、回復に転じる兆しは窺われない。また、住宅投資も、引き続き落ち込んだ状態にある。こうした最終需要動向の弱さを背景に、在庫が一段と積み上がり、鉱工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益が悪化しており、雇用・所得環境の悪化も顕著になってきている。

このように、生産・所得・支出を巡る循環はマイナス方向に働き始めているが、こうした中で、先般、政府の総合経済対策が決定され、補正予算案などが国会に提出された。今後、財政支出の追加や特別減税等の需要創出効果によって、景気の下押し圧力に歯止めが掛かることが見込まれる。さらに、わが国経済が自律的な回復軌道に復するためには、企業・家計のコンフィデンスが改善することが重要であり、今回の景気対策の効果を含め、経済活動

全般の動きを注意深くみていく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価の下落が続いているほか、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いた前年比上昇率が、ゼロ近傍まで低下してきている。先行きについては、国際商品市況など輸入物価からの下落圧力は薄れる方向にあり、また、経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めがかかると見込まれる。しかし、現下の在庫や需給ギャップの水準を踏まえると、物価は、なお暫くの間、全般に軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、長短市場金利は、弱めの実体経済指標の発表などを受けて低下傾向を辿り、長期国債流通利回りは過去最低水準を更新している。また、株価も軟調を続けている。この間、ジャパン・プレミアムや国債・民間債の利回り格差には目立った縮小の動きはみられておらず、信用リスクに対する市場の警戒感は依然根強いことが窺われる。

量的金融指標をみると、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、昨年末以降高めの伸びが続いたが、3月以降は伸び率が低下している。また、広義流動性は、昨年央以降の伸び率鈍化傾向が続いている。

民間銀行貸出は低調な動きを続けている。この間、資本市場や政府系金融機関等からの資金調達を引き続き増加傾向にあるが、民間企業の資金調達を全体としてみると、経済活動が停滞を続けるもとで、増加テンポはかなり鈍化してきているように窺われる。

民間銀行の融資姿勢をみると、中期的な収益性や健全性の向上といった課題を抱えながら、引き続き慎重な姿勢を維持している。また、資本市場でも、信用力の相違に基づく金利格差の大きい状態が続いている。このため、中小企業などを中心に、企業によっては厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

（98年6月）

わが国経済をみると、最終需要が低迷を続ける下で、生産は減少しており、とくに最近では雇用・所得環境の悪化が顕著となっている。

最終需要面をみると、これまで減少傾向にあった公共投資は、下げ止まりつつある。その一方で、純輸出はアジア向けの不振からこのところ頭打ち気味となっており、設備投資は引き続き減少傾向を辿っている。また、個人消費は、悪化に歯止めが掛かっているが、回復感の乏しい展開となっており、

住宅投資も一段と落ち込んでいる。こうした最終需要の弱さを背景として、在庫はなお積み上がっており、鉱工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益がさらに悪化しているほか、最近は失業率が急ピッチで上昇するなど、雇用・所得環境の悪化が顕著になっている。

先行きについては、98年度補正予算案が実施に移されれば、公共事業の追加や特別減税等の需要創出効果によって、現在の生産・所得・支出を巡るマイナス方向への循環には、歯止めが掛かることが見込まれる。しかし、足許の急速な雇用・所得環境の悪化等により、経済活動の水準がさらに低下することになると、財政面からの諸措置の効果を減殺することにもなりかねない。このため、企業・家計のコンフィデンスを含め、今後の経済活動全般の動きを注意深くみていく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価の下落傾向が続いているほか、消費者物価も、制度変更要因を除いてみると、僅かながら前年水準を割り込んだ。先行きについては、国際商品市況など輸入物価からの下落圧力はすでに弱まっており、また、経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かると見込まれる。しかし、現下の在庫や需給ギャップの水準を踏まえると、物価は、なお暫くの間、全般に軟調に推移する公算が大きい。また、仮に国内需要がさらに弱まる場合には、物価下落圧力が一段と強まるリスクも念頭におく必要がある。

金融面をみると、短期金融市場では、ターム物現物レートおよび先物レートはいずれも概ね横這い圏内で推移している。一方、長期国債流通利回りは、弱めの実体経済指標の発表などを受けて、4月下旬以降、過去最低水準の更新を続けたあと、ごく最近は幾分反発している。この間、株価は弱含みで推移しており、市場参加者の景況感は弱い状態が続いていることを示唆する動きとなっている。

信用リスクに対する市場の警戒感には引き続き根強いものがみられ、国債・民間債の利回り格差は、昨年末以降の拡大したままの状態が続いている。

量的金融指標をみると、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率がこのところ低下してきているほか、民間銀行貸出も低迷を続けている。これは、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持していることに加えて、経済活動の停滞持続に伴って企業の資金需要が落ち込んでいることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、

金利の両面で厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

(98年7月)

最近の経済情勢をみると、最終需要の低迷を背景として、大幅な減産が行われる下で、雇用・所得環境が悪化を続けており、企業マインドは一段と後退している。このように、わが国の経済情勢は全般に悪化している。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあり、このところ頭打ち気味となっていた純輸出は、輸入の急減を主因に、再び増加に転じている。その一方で、設備投資が大幅に減少しており、住宅投資も不振が続いている。個人消費については、悪化に歯止めは掛かっているが、回復感にも乏しい展開が続いている。こうした最終需要の弱さを反映して、在庫はなお高い水準にあり、鉱工業生産の減少テンポは速まっている。この結果、企業収益がさらに悪化しているほか、最近賃金が前年水準を割り込むなど、雇用・所得環境の大幅な悪化が目立っている。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環はマイナス方向に働いているが、今後は、政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果が本格化してくることによって、景気のさらなる悪化には歯止めが掛かるものとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度低下していることを踏まえると、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。そうした中で、今般、金融システム建て直しのための諸施策が策定され、さらに税制改正を巡る検討も本格化するとみられる。今後は、これらの具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす効果などに注目していく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価の下落傾向が続いているほか、消費者物価も、制度変更要因を除いてみれば、僅かながら前年水準を割り込んでいる。先行きについては、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まってきており、また、総合経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かると見込まれる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、株価や長期国債流通利回りは、6月中旬以降、反発に転じている。これは、金融再生トータルプランの公表や恒久減税実施を巡る思

惑の台頭などをきっかけとして、市場の景況感が、依然慎重さを残しながらも、幾分持ち直しつつあることを示唆しているように窺われる。

この間、一部金融機関の経営問題を巡る報道をきっかけに、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感が再び強まり、6月末にかけて、金融市場における金利上昇圧力が高まった。これに対して日本銀行が当面の金融調節方針に沿って潤沢な資金供給を続けたことや、金融再生トータルプランが公表されたことなどもあって、市場の不安心理は次第に鎮静化した。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）も総じて伸び率鈍化傾向を辿っている。これには、民間銀行が慎重な融資姿勢を維持していることに加えて、経済情勢全般の悪化から企業の資金需要がかなり落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。その实体经济に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

（98年8月）

わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあり、純輸出も、輸入の減少を主因に、再び増加に転じている。その一方で、設備投資の大幅な減少が続いており、住宅投資も一段と低迷している。個人消費については、一進一退を続けている。こうした最終需要動向の下で、引き続き大幅な減産が実施されている。この結果、在庫は幾分減少しているが、なお高い水準にある。以上のような支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇用者所得も前年水準を下回って推移している。また、有効求人倍率が既往最低水準まで低下し、失業率もさらに上昇するなど、雇用・所得環境が一段と悪化している。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働いているが、今後は、政府の総合経済対策に盛り込まれている公共事業の追加や特別減税実施の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かるものとみられる。しかし、経済活動の水準が既に相当程度低下していることを踏まえると、民間需要への波及は限定されたものとならざるを得ず、速やかに自律的な回復に繋がっていくとは考えにくい。そうした中で、

金融システムの建て直しに向けての諸法案が国会に提出されたほか、新政権の下で、補正予算による公共投資の追加や、個人所得・法人税減税の検討を含む、新たな景気対策を策定する方針が打ち出されている。今後は、これらがどのように具体化され、企業・家計のコンフィデンスにどう影響を及ぼすか、といった点に注目していく必要がある。

この間、物価面をみると、卸売物価が基調としては下落を続けているほか、消費者物価も、制度変更要因^(注)を除いてみれば、前年比マイナスで推移している。先行きについては、輸入物価を通じた物価下落圧力は弱まってきており、また、総合経済対策の実施に伴って、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めが掛かるとみられる。しかし、現下の需給ギャップの水準を踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、長期国債流通利回りや株価は、恒久減税等に対する期待が高まったことから、7月中旬にかけて上昇したが、その後は、市場の関心が新政権の経済政策の具体的な内容に移り、様子見姿勢が強まったことなどを受けて、低下した。また、ユーロ円金利やジャパン・プレミアム等をみると、金融機関の信用リスクや、9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感は、依然として根強い状況にある。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出が低迷を続ける下で、マネーサプライ(M₂ + CD)も総じて伸び率鈍化傾向を辿っている。これには、民間金融機関が慎重な融資姿勢を維持していることも作用しているとみられるが、より基本的には、経済情勢が全般に悪化を続けている下で、企業の資金需要が落ち込んできていることが強く影響しているものとみられる。

この間、中小企業などを中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いているとみられる。その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

(注) 97年9月実施の医療保険制度改革に伴う保険医療サービスの上昇。

(98年9月)

わが国の経済情勢は全般に悪化を続けている。

最終需要面をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあり、純輸出(輸出 - 輸入)も、輸入の減少を主因に、このところ増加している。その一方で、設

備投資の大幅な減少が続いており、住宅投資も一段と減少している。個人消費については、特別減税の実施にもかかわらず、なお回復が確認されない状態が続いている。こうした最終需要動向の下で、大幅な減産が実施されてきている。この結果、在庫については、調整が進捗しつつある業種もみられるが、全体としてはなお高い水準にある。以上のような支出・生産活動の低下に伴って、企業収益の減少が続いているほか、雇用者所得も減少テンポがやや速まっている。また、有効求人倍率が既往最低水準を更新し、失業率も高水準で推移するなど、最近の雇用・所得環境は一段と厳しさを増している。

このように現状、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働いている。今後は、政府の総合経済対策の効果によって、景気のさらなる悪化には徐々に歯止めが掛かると期待されるが、既に経済活動の水準が相当程度低下していることを踏まえると、民間需要を中心とした自律的回復へと速やかに繋がっていくことは考えにくい。また、株価下落など、金融面の動向が、実体経済面にマイナスの影響を及ぼす可能性にも注意が必要である。こうした状況下、政府は、来年度予算について、財政構造改革法の凍結を前提に4兆円の特別枠^(注)を設けるなど、景気に配慮した内容の概算要求基準を示した。また、金融システムの建て直しに向けての諸法案が現在国会で審議されているほか、6兆円を超える規模の個人所得・法人税減税に関しても、検討が本格化するとみられる。今後は、こうした施策がどのように具体化され、企業・消費者の心理にどう影響を及ぼすか、といった点に注目していく必要がある。

物価面をみると、卸売物価が下落傾向を続けているほか、消費者物価も、前年比マイナスに転じつつある。先行きについては、総合経済対策の効果が期待されるが、需給ギャップの水準が相当程度拡大していることを踏まえると、内生的な物価下落圧力が目立って弱まるとは考えにくく、物価は、なお当分の間、軟調に推移する公算が大きい。

金融面をみると、株価は、8月下旬以降、金融システム問題を巡る不透明感の高まりや、ロシア金融危機に端を発する世界的な株価低迷をきっかけに、一時大幅に下落するなど、不安定な動きとなっている。また、金融機関の信用リスクに対する市場の警戒感の強まりを背景に、ユーロ円とTBとの金利格差、ジャパン・プレミアム、民間債と国債との利回り格差は、それぞれ拡大した。もっとも、市場の一部に追加的な金融緩和に関する思惑が出たことなどもあって、長短市場金利は総じてみれば、小幅の低下となった。

金融の量的側面をみると、実体経済活動に伴う企業の資金需要は引き続き低迷しているが、民間銀行の慎重な融資姿勢などを眺めて、企業の中には再び手許流動性を厚めに確保しようとする動きがみられている。この結果、社債、ＣＰの発行が引き続き拡大しているほか、低迷基調を続けている民間銀行貸出も、前年比マイナス幅は横這いとなってきた。またマネーサプライも、ここへきて伸び率鈍化傾向がやや一服気味となっている。

ただ、中小企業などを中心に、企業によっては、資金のアベイラビリティ、金利の両面で厳しい資金調達環境が続いていることに変わりなく、その実体経済に与える影響について、今後とも注意深く点検していく必要がある。

(注)「景気対策臨時緊急特別枠」

4. 金融政策決定会合議事要旨

(98 年 1 月 16 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 1 月 16 日 (9:05 ~ 13:27)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 松下康雄 (総裁)
濃野 滋 (任命委員)
後藤康夫 (")
武富 将 (")
中川隆進 (大蔵省代表)
藤島安之 (経済企画庁代表)

(執行部からの報告者)

副総裁	福井俊彦
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

・ 執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節は、95年9月8日以降の方針（無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するように促す）に従って運営した。

最近の運営実績についてやや具体的にみると、前積み期入り後（97年12月16日以降）も、各種の調節手段をフルに活用しつつ、連日大幅な積み上を造成するなど市場に対する潤沢な資金供給に努めた。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の目立った上昇は回避し得たが、潜在的な上昇圧力は根強い状態が続いた。ターム物金利については、年明け後、年末要因の剥落などから2か月以内の比較的短期の金利が一頃に比べかなり低下した一方、年度末越えとなる3か月物金利は高止まりを続けた。こうした情勢を踏まえ、年度末越えを含む長目の資金供給を積極的に進めた。この結果、3か月物などのターム物金利にも漸く低下の兆しが出始めている。

2 . 為替市場、海外金融経済情勢

（1）為替市場

円の対米ドル相場は、昨年秋以降軟化し、1月7日に134円台まで円安方向に動いたが、その後は、日本の追加的な景気対策への期待感の高まりや、アジア経済の調整が米国経済にも波及するとの見方等もあって、129円台まで円安修正が進んだ。円の対マルク相場は、このところ72～73円台の安定した推移を続けていたが、足許は70円台へと円高方向への動きとなった。円の名目実効レートをみると、対アジア通貨での大幅な円高化を映じて、96年初の水準まで円高が進んでいる。なお、アジア諸国の通貨は、韓国ウォンが若干安定を取り戻しつつある一方で、インドネシア・ルピアなどは依然不安定な状態を脱していない。

（2）海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、企業マインド面でやや弱い指標もみられ

るが、個人消費関連を中心に強めの指標が続いている。こうした中で、物価は落ち着いた動きとなっている。なお、市場金利は、アジアの通貨・金融不安を受けた資金流入等により、長期・短期金利ともに低下した。株式市況は、一進一退で推移した。

欧州については、ドイツ、フランスでは、輸出の持直しを中心とする景気回復が続いている。この間、英国では堅調な景気拡大傾向が続いている。

東アジア各国では、一部に経常収支改善の兆しが窺われるが、内需は減退傾向が強まる状況が続いている。なお、株式市況をみると、韓国市場が持ち直しつつある一方で、シンガポール市場、インドネシア市場は依然軟調な地合いを脱していない。

3．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、純輸出は増加基調を続けており、設備投資も製造業を中心に緩やかに増加している。一方、個人消費については、消費税率引き上げの影響が一巡した後も、家計のマインドが慎重化していることから、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが広がっており、鉱工業生産は弱含みの展開となっている。さらに、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けている。このように、生産・所得・支出を巡る前向きの循環は停滞してきている。

先行きについては、外需が引き続き下支えに働くとみられるうえ、昨年末に発表された特別減税が、家計の支出に好影響を及ぼすことが期待される。しかし、在庫調整圧力が強まっているところへ、公共投資の減少が持続し、設備投資についても増勢鈍化が見込まれるため、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきているとみられるだけに、今後、アジア経済の調整の長期化・深刻化、金融機関の慎重な融資姿勢の強まりによる企業金融への悪影響、あるいは企業や家計のコンフィデンスの一層の低下、などの景気下押しリスクが発生することがないか、十分な注意を払っていく

必要がある。

(2) 物価

物価面をみると、財市場における需給の緩和を反映して、卸売物価が軟化している一方、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いて、前年を若干上回る水準で推移しており、物価全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。先行きについても、デフレ・スパイラルの懸念が高まった95年当時のように、為替円高によって輸入ペネトレーションが誘発され、競合する国内最終財価格を直接押し下げるといった環境にはないだけに、当面、総じて安定的な推移を辿る可能性が高いとみられる。ただ、国内需給ギャップの縮小を見込みにくいことを踏まえると、アジアにおける需給の引き緩みなども視野に入れつつ、今後とも物価環境を丹念にみていくことが適当である。

(3) 金融情勢

金融面をみると、T B利回りや長期国債利回りは既往最低圏で推移しているが、一部金融機関の経営破綻をきっかけに、信用リスク・流動性リスクに対する市場の意識が強まっており、短期金融市場のターム物金利や、社債・金融債利回りなどは、上昇・高止まりしている。このように、市場の景況感が引き続き弱い一方、金融システムに関する不透明感が高まるという状況のもとで、株価は低迷を続けている。また、為替レートは、対アジア通貨では円高が進んでいるが、対米ドルでは円安となっている。

量的な金融指標をみると、民間金融機関の貸出は、計数面からみれば限りこれまでのトレンドに大きな変化はみられていない。マネーサプライも、M 2 + C Dの前年比は概ね3%前後で推移している。しかし、金融機関の貸出姿勢は、株安・円安による自己資本面からの制約の強まりもあって、一段と慎重化する方向にある。貸出金利面でも、上記市場動向等を反映して、12月入り後は上昇圧力が強まっている。当面、以上のような金融面の動向が、実体経済活動に対してどのような影響を及ぼすか、注意深くみていく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気の現状については、家計支出を中心とする内需減速の影響が、生産面や雇用・所得面に及びつつあるほか、企業マインドも悪化しており、景気は停滞色の強い状況にあるとの見方で委員の意見の一致をみた。

まず、個人消費の低迷が長引いている背景について意見交換が行われた。11月以降の個人消費の低迷は、消費税率引き上げ前の駆け込みの反動や特別減税廃止の影響だけでは十分説明できず、10月までの局面とは様相を異にしているのではないかとの意見が出された。この背景については、多くの委員が、11月以降の金融システム不安の再燃、株価の下落、アジアの金融・通貨情勢の動揺等を背景とする消費者マインドの後退とそれに伴う家計の「防衛姿勢」の強まりを指摘した。

こうした個人消費の動向に関する検討から発展し、景気停滞色の強まりの性格を全体としてどう理解すべきかといった点についても意見交換が行われた。

現在の局面の特徴として委員から指摘された点を要約すると、これまでは景気後退局面でも比較的安定的であった個人消費の落ち込みが大きいこと、家計だけでなく、企業、金融機関も含め、経済の先行きに対するコンフィデンスが大きく後退しており、一種の不安心理の増幅現象がみられること、景気停滞色の強まりに伴う株価下落等が、金融機関行動の慎重化をもたらし、それがさらに企業経営やマインド面に影響を与えるとといった形で、「実物経済」と「金融」との間の連動現象が表面化しているとみられること、などであった。

これらのため、最近の情勢は、在庫循環、設備循環などの通常の循環メカニズムだけでは十分説明し難いとの見方が多く示された。

以上の現状評価を踏まえ、景気の先行きについては、当面の景気下支え要因、先行き留意すべきダウンサイドリスクの両面について検討が行われた。

まず、景気の下支え要因としては、委員から以下のような点が挙げられ、現段階では、景気の累積的な悪化に至るリスクは大きくないとの見方が多く示された。

- 消費税率引き上げ等の個人消費に対する影響は、時間の経過とともに後退するとみられること。
- 特別減税、金融システム対策などの政策対応が図られており、その効果が期待されること。
- 為替相場、海外景気の状態からみて、全体としては、輸出の好環境が続いていること。
- 目下のところ、設備投資計画の大規模な下方修正は見込まれていないこと。

ただし、景気のダウンサイドリスク要因として、以下のような点に留意することが必要であるとの意見も多く示された。

- アジア経済の調整が一段と深刻化した場合のわが国からの輸出等への悪影響。
- 金融機関の慎重な融資姿勢の強まりによる企業金融への悪影響。
- 金融システム不安、企業倒産の増加等による、家計や企業のコンフィデンスの一層の低下。
- 在庫調整の長期化により企業収益の下押し圧力が強まり、これが投資・雇用調整に繋がるケース。

このうち、金融機関の融資姿勢慎重化の動きとその影響について、詳細な意見交換がなされた。わが国の金融システムや経済が大きな転換期を迎えていることを踏まえると、金融機関の融資姿勢の慎重化自体はやむを得ない方向であり、長期的には、金融機関の経営効率化やそれに伴う産業の合理化に資する面があるとの指摘もあった。ただし、こうした長期的な観点からの意見を述べた委員も含め、大方の委員から、目先1～3月期については、金融機関の融資姿勢がいつそう慎重化する可能性があり、その実体経済面への影響を注視する必要があるとの意見が示された。その場合、企業金融を通じて設備投資等の実体経済活動に与える悪影響と並んで、マインド面への影響、すなわち、倒産の増加などにより、家計や企業の不安心理を強めるリスクも念頭に置く必要があるとの見方が示された。

ただ、金融機関の融資姿勢の動向やその経済に及ぼす影響について

は、株価・為替レートの動きとそれが金融機関のバランスシートに与える影響、社債、CPなどの代替的な資金調達手段の動向、相対的に自己資本比率に余裕のある先の貸出態度、政府系金融機関の融資の拡充や金融システム安定化策等昨年来政府の打ち出した諸々の対策や日本銀行の潤沢な資金供給の効果、など様々な要因に依存するため、こうした点も含め、今後の動向を注意深く見守っていく必要があるという点で、意見の一致をみた。

最近の為替相場動向に関しては、概ね、内外の景気格差を反映したものと考えられるとの見方が示された。ただし、これ以上の円安が急激に進む場合には、問題が生じうるとの意見も示された。その場合の具体的な懸念材料としては、産業構造改革の流れに緩みをもたらしかねないこと、外貨資産の円建て評価額の増大により、金融機関の自己資本比率規制上の制約が強まり、融資姿勢の一層の慎重化に繋がりがかねないこと等が指摘された。

先行きの物価動向については、当面安定基調が続くとみられ、上方、下方どちらのリスクも小さいとの意見が出された。これに対して、アジアの経済調整や、国際商品市況の動向等を勘案すると、先行きは、どちらかといえば、下方サイドのリスクに留意する必要があるのではないかと意見も表明された。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の景気、物価情勢に関する検討を踏まえ、当面の金融政策運営について、以下の検討が行われた。

まず、現在の景気停滞色の強まりに対しては、その発端となった個人消費の後退にいかに関止めをかけるかが重要であるという意見が出された。これに関連し、個人消費後退の背景は、主に、財政面からのマイナスの影響と金融システム不安によるコンフィデンスの低下の2つが考えられ、先行きについてはなお楽観はできないものの、政府による所得税減税と金融システム安定化策等の措置は、この2つの側面から、個人消費に好影響を与えることが期待されるとの意見が表明された。また、こうした政府による対策によって、よりバランスのとれた政策対応になりつつあり、3月決算期を控え、できるだけ早期

にこれらの施策が実施に移されることが重要であるとの意見があった。

また、コンフィデンスの後退を食い止めるという観点に絞ってみても、金融システム安定化策と同時に、アジアの金融・経済不安に対する諸施策が講じられていることを重視する意見が表明された。すなわち、公的資金投入も含めた金融システム問題の抜本的な対策が講じられつつあり、国民の理解も得られつつあるとみられること、アジアの動揺についても、IMF等の国際機関を中心に、日本、米国が積極的に支援に参加し、迅速かつ大規模な対策が講ぜられたこと、など前向きの動きも出ており、このように問題解決の方向性を明らかにしていくことがコンフィデンスにも好影響を与えるとの意見が出された。この点に関連し、ここ数日、株価が持ち直し気配にある点につき、これが、マーケットの雰囲気の変化を示しているものかどうか、注目したいとの意見があった。

この間、大蔵省代表委員及び経済企画庁代表委員から、政府系金融機関の融資の拡充、公的資金30兆円の投入を含む金融システム安定化策、特別減税など、政府が各方面にわたって講じてきている措置について説明があり、こうした諸対策が相まって、経済の先行きに対する不透明感が払拭され、景気回復に貢献するものと考えられるとの見解が述べられた。また、経済企画庁代表委員から、わが国財政の健全化等6つの改革を進めるとともに、その時々々の経済の実情に応じて臨機応変の措置をとっていくことにならうとの見解が述べられた。

当面の金融政策運営については、現在の市場金利情勢を巡って検討が行われた。まず、オーバーナイト物金利が安定的に推移する一方で、ターム物金利がなお高止まっている状況については、通常の意味で実体経済活動を反映した金利形成ではなく、信用リスクや流動性リスクに対する市場参加者の意識が強まったため、TB金利と民間ターム物金利(CD、ユーロ円等)の間の乖離が拡大したものであるとの意見が出された。このため、当面の金融調節上は、日本銀行が長めの資金を潤沢に市場に供給することにより、市場の落ち着きを回復し、ターム物金利の高止まりの是正を促していくことが先決であるとの点で、委員の意見の一致をみた。また、大方の委員が、このような潤沢な資金供給は、金融システムの安定化や預金者(家計)心理の安定化にも資すると指摘した。

以上のほか、現状のように民間のコンフィデンスが萎縮している状況では、追加的な金融緩和は、実体経済に及ぼす効果がどうしても限定されるほか、一方で、家計の消費マインドをさらに防衛的にするおそれがあるのではないかとの意見があった。

また、消費者物価が前年を上回る水準で安定的に推移している一方、卸売物価がやや軟化しているために、資金運用者である家計が直面している実質金利（名目金利 - 消費者物価でみた期待物価上昇率）と、資金調達者である企業が直面している実質金利（名目金利 - 卸売物価でみた期待物価上昇率）の間の乖離が拡大している（すなわち、家計等の資金運用者の実質金利が低位にある一方で、企業等資金調達者の実質金利が上昇している）可能性があり、金利水準の評価を難しくする一因となっているとの意見が示された。こうした状況下では、家計の実質運用利回りの適正化を図るという観点も重要であるが、金融面から経済活動を支えるためには、現状の金融政策スタンスを維持してターム物金利の低下を促し、企業の実質借入コストの上昇を抑制することが適切であるとの意見であった。

以上の検討を踏まえ、当面の金融政策運営に関しては、現状の金融緩和姿勢を維持し、その効果がターム物金利等に波及していくことを促しつつ、政府による諸施策の具体化の動向やその効果も含め、情勢の展開を見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

・採決

まず、議長から、議長による議案のとりまとめ及び採決の方法について、次の点につき確認があった。

金融政策の各手段（金融市場調節方針、公定歩合、預金準備率）の決定方法については、金融市場調節方針は、現状維持も含め金融政策決定会合で毎回決定し、公定歩合及び預金準備率については、変更時のみに決定を行う、という方法で行うこととしたい。従って、金融政策運営について現状維持とする場合には、公定歩合、預金準備率については議案を提出せずに、次回金融政策決定会合までの間の金融市場調節方針についてのみ、現状を維持

する議案を提案することとしたい。

以上について委員の了承が得られたあと、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：松下委員

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

最後に、当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が了承され、金融経済月報を1月20日に公表することとされた。

以上

(別 添)

平成10年1月16日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(98 年 2 月 13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 2 月 13 日 (9:00 ~ 13:00)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 松下康雄 (総裁)
濃野 滋 (任命委員)
後藤康夫 (")
武富 将 (")
中川隆進 (大蔵省代表)
藤島安之 (経済企画庁代表)

(執行部からの報告者)

副総裁	福井俊彦
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

． 執行部からの報告の概要

1 ． 最近の金融調節の運営実績

前回会合以降の金融調節の運営実績をみると、前回会合で決定された方針（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す）のもとで、各種の調節手段を十分活用しつつ、市場に対する潤沢な資金供給に努めた。とくに、1月最終週以降は、ターム物の期落ち（期限到来分）集中に伴う資金手当ての活発化などから、無担保コールレート（オーバーナイト物）への上昇圧力が強まったが、これに対しては逐次資金供給額を拡大する一方、随時追加オペを実行するなどして、金利上昇の抑制を図った結果、目立った上昇は回避された。

ターム物金利については、かねて期越えを含む長めの資金供給を積極的に進めてきており、この結果、ターム物キャッシュレートは年明け後いったん低下傾向をみせた。しかし、信用リスク不安が根強く残る中で、期越え資金の調達本格化などを背景に、1月下旬以降は再びジリ高となった。なお、市場では、当面、ターム物金利は信用リスク不安を背景に高止まりを続けるとの見方が根強いものの、一部では、

日本銀行による期越え資金供給が累増していること、政府の金融システム安定化策が具体化しつつあること、等を背景に、低下の可能性を指摘する見方もでている。

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、前回会合以降、日本の追加的景気対策への期待が台頭していること、アジア情勢が一頃に比べれば落ち着いてきたこと、等から円高が進み、足許は120円台前半の水準となった。この間、円の為替相場も、やや円高方向への動きとなった。円の名目実効レートをみると、対アジア通貨で円安が進行したものの、対ドル・対欧州通貨での円高化を受けて、全体としては若干円高方向に振れ、95年秋頃の水準となった。なお、アジア諸国の通貨は、全体としては次第に安定を取り戻しつつある。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、97年第4四半期のGDPが公表され、家計支出等を中心に、堅調な拡大を続けていることが確認された。物価は引き続き落ち着いた動きとなっている。金融面をみると、長期金利は、アジアの通貨・金融不安を受けた資金流入等により1月初まで低下を続けたが、1月半ば以降やや上昇した。株式市況は、10～12月期の企業業績の良好やアジア情勢の安定化期待等から大きく上昇し、2月10日には既往ピークを更新した。

欧州については、ドイツ、フランスとも、輸出の持ち直しを中心とする景気回復が続いているが、ドイツでは内需への波及がフランスに比べやや弱い。英国では、景気は総じて堅調な拡大傾向にあるが、純輸出の減少等からやや減速感も窺われている。

東アジア各国では、一部に経常収支改善の兆しが窺われるが、内需は減退傾向が強まる状況が続いている。なお、株式市況は、1月半ば以降、総じて持ち直している。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、純輸出が引き続き増加基調にあって経済活動を下支えしているが、これまで増勢を維持してきた設備投資には、このところ頭打ちの様相が窺われる。個人消費については、家計マインドが慎重化していることなどを背景に、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが本格化しており、鉱工業生産は弱含み基調となっている。この結果、雇用・所得の改善テンポも、鈍化を続けており、生産・所得・支出を巡る前向きな循環は停滞している。

先行きについては、外需の下支え効果や、家計支出に対する特別減税の好影響などが期待されるが、在庫調整圧力が強まっている中で、最終需要の目立った回復が見込めないことから、今暫くは停滞色の強い展開が続くものとみられる。また、これまでの景気減速によって、わが国経済の追加的なショックに対する耐久力は低下してきている

ものとみられる。このため、今後、アジア経済の調整がわが国の輸出等に与える影響や、後述するような金融面の動向が実体経済に及ぼす影響などには、十分な注意を払っていく必要がある。

(2) 物価

物価面をみると、財市場における需給の緩和を反映して、卸売物価が軟化しているが、消費者物価は消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いても、前年を若干上回る水準で推移しており、全体としては、これまでのところ安定した動きを示している。今後についても当面、物価全般は総じて安定的な推移を辿るとみられるが、国内需給ギャップの縮小を見込みにくい状況の下にあって、アジアにおける需給の緩和などを背景に国際商品市況が下落しており、物価の潜在的な下押し圧力は増してきているものとみられる。

(3) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場では、1月中旬にかけて一旦やや低下したターム物金利が、1月後半には再び上昇するなど、3月期末を控え、流動性リスクや信用リスクに対する市場の懸念が強い状況が続いている。この間、景気対策や金融システム安定化策の具体化等を背景に、株価が反発しているほか、長期国債利回りが幾分上昇し、為替相場も円高方向の動きとなっている。ただ、市場の景況感が明確に改善したとは言い難い。

民間金融機関貸出やマネーサプライ等の量的金融指標には、全体として大きな変化はみられない。また、株価や円相場の反発、金融システム安定化策への期待等により、金融機関貸出に対する自己資本面からの制約は、一頃に比べれば幾分緩和していると考えられる。しかし、基本的には、金融機関の融資姿勢は引き続き慎重であるほか、企業の資金調達コストは、銀行借入、社債ともに、若干上昇してきている。したがって、金融機関の融資姿勢や直接金融市場の動向、それらの企業金融に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気の現状については、家計支出を中心とする内需減速の影響が生産面や雇用・所得面に及んでいるほか、企業マインドも悪化しており、景気は停滞を続けているとの見方で委員の意見の一致をみた。

このように実体経済活動が停滞を続ける一方で、株価は反発しており、こうした最近の金融・資本市場動向をどう解釈するか、という点について検討が行われた。大方の委員は、最近の市場動向の変化は、実体経済面での改善を示す具体的な材料に支えられたものではなく、政府による金融システム安定化策や特別減税等の効果、さらには今後の追加対策等への期待感の高まりを反映している面が大きいとの評価であった。

このため、一頃懸念されたようなコンフィデンスの一層の落ち込みは避けられているものの、これが、市場参加者の景況感の改善を示すものかどうかという点については、なお今後の情勢の展開を見守る必要があるとの意見が大勢であった。

この間、金融機関の貸出動向については、政府による金融システム安定化策の策定、株価の持ち直し等を背景に、この先、融資姿勢が一段と慎重の度を加えるといったリスクは幾分後退しているのではないかとの意見が示された。また、実際に、1月の貸出の伸び率が落ち込みを示していないこと、社債・CP等の直接金融手段、政府系金融機関などの代替的な資金調達手段がそれなりに機能していることも指摘された。

ただし、3月期末を控え、金融機関の融資姿勢の動向とその企業金融に対する影響については、引き続き注意して観察していくべきであるとの意見が多かった。その際、今回の支店長会議（1月26・27日開催）における各地からの報告を踏まえると、この問題については、地域差が大きいことに留意すべきであるとの意見があった。

景気の先行きについては、まず、当面の経済活動の下支え要因として、昨年の消費税率引き上げ等の財政面からの影響が時間の経過とともに減衰していくとみられるほか、金融システム安定化策や特別減税等の措置の効果が期待できること、全体としてみれば、輸出の増加基調が維持されていること、などが指摘された。

一方、先行きの景気展開に関連して留意すべき事項として、設備投資の今後の動向、在庫調整の深さと期間、アジアの経済調整の影響などについて検討が行われた。

まず、設備投資の先行きについては、大方の委員から慎重な見方が示された。すなわち、関連先行指標やアンケート調査の動向を踏まえると、企業の設備投資意欲に減退の兆しがみられるとの意見が出された。この背景としては、情報関連投資が一巡しているとみられること、生産・在庫調整に伴い企業収益の下押し圧力が強まっていること、などの要因が指摘された。このため、設備投資を景気の下支え要因としてみておくことは難しくなっている可能性があり、今後の動向を注視していく必要があるとの意見が多く示された。

これに関連して、当面の生産・在庫調整圧力の評価についても検討が行われた。多くの委員から、最近の最終需要動向からみて、在庫調整の期間が長引くリスクは否定できないとの意見が示された。また、生産活動の回復が遅れる場合、企業収益・雇用者所得の下押しを通じて、設備投資等民間部門の自律回復力そのものに悪影響を及ぼすおそれがあるとの意見もあった。

次いで、アジア諸国の経済調整の影響について意見交換が行われた。目下のところ、輸出全体としては増加基調を維持しているが、いずれ、アジアの内需減退の影響から、輸出の増勢が鈍化してくる可能性があるとの意見が示された。具体的には、先行き、在庫調整に目処がつき始めた頃に、輸出面からの新たな悪影響が生じる可能性に留意しておく必要があるとの意見であった。また、アジア諸国の経済調整の影響は、貿易面だけでなく、国際商品市況、連結決算ベースでの企業収益、金融機関経営など、多面的な経路を通ずる影響を観察していく必要があるとの意見もあった。

このほか、これら諸国の経済調整の先行きに関しては、国際機関や関係国により迅速な協調体制が組み込まれたという好材料がある一方で、国内経済・金融システムの再建という難しい課題も明らかになりつつあり、今後の動向やわが国に及ぼす影響については十分慎重に見守っていく必要があるとの意見が示された。

物価面では、まず、当面は、やや弱含みとはいえ現在の安定基調が続く可能性が大きく、上昇・下落ともに大きく変動するリスクは小さいとの意見が示された。これに対して、国際商品市況の動向や国内の

製品需給等からみて、下押し圧力が大きくなっているとの意見も出された。後者の意見では、潜在成長率の計測には難しい問題があるが、かりにそれを2～2.5%程度とみても、本年度から来年度にかけては需給ギャップが拡大する方向にあり、これが、物価下落圧力の増大につながるのではないかとの見方であった。こうした検討を踏まえ、当面、物価は安定的な推移を辿るとみられるが、潜在的な下押し圧力が増してきている可能性には十分留意して、先行きの動向を見守ることが適当であるという点で、委員の意見の一致をみた。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

まず始めに、短期市場金利のうちターム物金利の高止まりの評価と対応のあり方に関する検討が行われた。

ターム物金利高止まりの原因については、大方の委員が、期末を控え、流動性リスク、信用リスクに対する市場参加者の懸念が引き続き強い状況にあることを指摘した。先行きについては、3月末の期越え調達に対応するレートがとりわけ高くなっていることからみて、期越え資金の手当に目処がつけば、ある程度市場動向も落ち着くことが期待されるとの意見があった。一方、信用リスク懸念の払拭にはなお時間を要するのではないかとの見方も示された。これらの検討を通じて、最近の短期金融市場動向を評価するうえでは、期越え資金調達が一巡した後のターム物金利の動きや、その貸出金利等への波及状況等を見極める必要があるとの意見が多かった。

このため、日本銀行としては、引き続き、潤沢な資金供給や、期越えを含む長めのオペレーションの活用などにより、市場心理の落ち着きを促していくことが適当であるとの見解で、委員の意見の一致をみた。

なお、ターム物金利の低下を図るために、オーバーナイト金利の一層の低下を促すという考え方についても議論された。この点については、当面は、上記のように、日本銀行による潤沢な資金供給等の効果を見極めることが適当であるとの意見が多かった。また、この考え方は、追加的な金融緩和政策の妥当性という問題に帰着するため、金融政策運営の基本方針という観点から検討する必要があるとの意見が多く示された。

そこで、これまで検討された景気・物価情勢を踏まえ、金融政策運営の基本方針について検討が行われた。

まず、景気のダウンサイドリスクを重視する場合、追加的金融緩和政策がこれと整合的な選択となりうるものの、その必要性、効果については、全体としての金融経済情勢を踏まえ、慎重な検討が必要であるとの意見が多かった。すなわち、追加的な金融緩和は、設備投資調整や在庫調整の度合いを軽減する効果があるとみられる一方で、現在の企業や家計のコンフィデンスの状況を踏まえると、直接的な需要喚起効果には限界があるのではないかとの意見が出された。これに関連し、現在の局面の特徴は、期待成長率あるいは期待投資収益率が下方屈折していることにあると考えられ、「資金コストが高いために投資需要が制約されている」というより、「投資機会そのものが少ないと企業が感じている」状況にあるとの意見もあった。

こうした状況を踏まえ、景気回復の基盤を整えるうえでは、経済主体のコンフィデンスを強化し、下方屈折した期待成長率や期待投資収益率を回復させるよう促すことが必要であること、そのためには、サプライサイドの活性化や、投資インセンティブの強化を念頭において、産業構造転換の促進や財政構造改革を進めていくことが重要であること、等が指摘された。

このほか、追加的な金融緩和については、さらなる金利低下が消費者マインドにどのような影響を与えるか、短期市場金利のボラティリティが高まるおそれはないか、外為法改正を控え、金利低下が外貨資産等への過度なリスクテイク活動をもたらすことにならないか、などの検討すべきポイントが各委員から指摘された。

一方、このところ、景気刺激のためには金利引き上げが必要との議論が台頭していることを踏まえ、こうした主張を巡っても検討が行われた。

まず、このような議論が起きる背景として、所得分配面からの預金者の不公平感が高まっていること、低金利がリストラ等の経営努力をかえって阻害するとの見方があること、などの要因が指摘された。このうち前者については、95年9月以来、低金利による金利収入の減少が続き、この間、昨年の消費税率引き上げ、医療費負担の増大もあって、実際に家計の負担感が次第に重くなっているという事情は、十分念頭におく必要があるとの意見があった。

しかし、そうした意見を述べた委員も含め、経済全体としてみた場

合、現状では、景気回復の基盤が整えられるまでは、今暫くこれまでの金融緩和姿勢を維持することが必要であるとの見解で、委員の意見の一致をみた。すなわち、マクロ経済全体としてみれば、低金利は、企業収益や投資活動を下支えすることにより、雇用・所得の確保に貢献しており、景気の自律回復力が整わないうちに金利を引き上げれば、経済活動全体、ひいては家計所得にも悪影響を与えとの見解が共通であった。このほか、ミクロ的な所得分配面の問題は、金融政策のようなマクロ経済政策というよりも、社会政策面から対応することが適当な分野ではないかとの意見もあった。

この間、大蔵省代表委員から、金融システム安定化策、特別減税、公共事業の追加やいわゆるゼロ国債の確保など、政府の措置が着実に実施に移されつつあり、これらが設備投資、個人消費等の実体経済活動に好影響を及ぼすことが期待されるとの説明があった。また、現在は、平成10年度予算の早期の成立が何よりも大事であり、今後とも、既往の措置とあわせ、着実に政府の諸施策を実施していくことが、先行きの不透明感を払拭することに資するとの考え方が述べられた。

また、経済企画庁代表委員からは、日本経済の構造的な課題として、不良債権問題の処理、日本的な経済システムの改革、産業の空洞化への対応の3点が挙げられた。政府としては、これらを踏まえ、規制緩和などの構造政策を打ち出しており、こうした政策が財政構造改革と相まって、景気浮揚に結びついていくとの考え方が示された。また、当面の景気情勢との関係では、その時々を経済の実情に応じ、臨機応変な対策をとっていくことは当然であるが、当面は、10年度予算の早期成立に全力をあげている旨の説明があった。

採決

以上の検討の結果、次回金融政策決定会合までの金融政策運営については、現状の金融緩和姿勢を維持し、その効果がターム物金利等に波及していくことを促しつつ、政府による諸施策の具体化やその効果も含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを踏まえ、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：松下委員

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

最後に、当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が了承され、金融経済月報を2月17日に公表することとされた。

以上

(別 添)

平成10年2月13日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(98 年 2 月 26 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 2 月 26 日 (9:00 ~ 10:50)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 松下康雄 (総裁)
濃野 滋 (任命委員)
後藤康夫 (")
武富 将 (")
中川隆進 (大蔵省代表)
藤島安之 (経済企画庁代表)

(執行部からの報告者)

副総裁	福井俊彦
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

I . 前々回会合の議事要旨の承認

執行部からの報告に先立ち、前々回会合(1月16日)の議事要旨が承認され、3月3日に公表することとされた。

・ 執行部からの報告の概要

1 . 前回会合以降の金融調節の運営実績

前回会合(2月13日)以降の金融調節の運営実績をみると、前回会合で決定された方針(無担保コールレート<オーバーナイト物>を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す)のもとで、各種の調節手段を十分活用しつつ、市場に対する潤沢な資金供給に努めた。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は概ね0.4%台前半で推移した。

ターム物金利については、期越え資金調達が一段と積極化したことから、ジリ高傾向が続いた。これに対しては、調節面で一段と積極的に長目の資金供給を続けた。こうした日本銀行による期越え資金供給の累増や政府による金融システム安定化策の進展などから、ごく最近に至り、ターム物金利にやや低下の兆しがみられ始めている。

2 . 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の為替相場は、前回会合以降、再び円安方向への動きとなり、ごく最近では128円台となった。円の為替相場も同様に円安化し、円の名目実効レートも若干円安化した。なお、東アジア諸国の通貨は、インドネシア・ルピア等が依然不安定な状態にあるものの、その他の通貨は総じて持ち直しつつある。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、景気は家計支出を中心に、本年入り後も堅調を持続している。一方、生産者物価はさらに軟化している。金融面をみると、長期金利は、金融緩和期待が後退したこともあって、や

や上昇した。株式市況は、アジアの経済調整が米国企業に与える影響は当初予想比軽微との見方もあって、大きく上昇を続けている。

欧州については、ドイツでは、景気回復の中心であった輸出にやや力強さが欠けてきている一方、フランスは、輸出に加え個人消費が緩やかな立ち直りをみせており景気回復を続けている。英国では、純輸出の減少等からやや減速感も窺われているが、内需は個人消費中心に総じて堅調な拡大傾向にあり、物価情勢はインフレーターゲットとの関係で微妙な状況にある。

東アジア各国では、一部に経常収支改善の兆しが窺われるが、内需は減退傾向が強まる状況が続いている。なお、株式市況は、総じて持ち直しをみせている。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降に発表された経済指標をみると、輸出について、アジア向けの減少傾向が一段と顕著に現われてきたほか、個人消費に関しても、昨年末にかけて消費性向が大きく低下しており、消費者マインドの萎縮が改めて確認された。一方、企業の98年度設備投資計画は、最近発表されたアンケート調査結果によれば、本年度を若干下回るものとなっている。これらからみる限り、下振れの目立つ先行指標の動き等にみられるほど先行きの投資マインドが弱気化しているようには窺われないが、今後の景気展開如何では、投資計画下振れの懸念は払拭できないとみられる。

(2) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場のターム物金利は、ごく最近、低下の兆しもみられ始めているが、これまでのところは総じて高止まり傾向が続いている。また、社債・金融債利回りも高止まっており、全体として、信用リスク・流動性リスクに対する市場の懸念は依然として強い状況にあるとみられる。この間、株価は一進一退で推移しており、長期国債利回りも1月後半に上昇した後、2月入り後は再び軟化している。このことからみて、追加的な景気対策に対する市場の思惑が、幾分後退していることが窺われる。

この間、1月のマネーサプライ(M2 + CD)が公表され、前年比、3か月前比年率ともに昨年12月に比べ伸びを高めた。これは、企業による手許資金積み上げ姿勢の強まり、企業や家計による金融資産間のシフト、等を反映したものとみられる。

金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

始めに、月2回目の金融政策決定会合における検討の進め方について、議長から以下の確認があった。

月2回目の会合では、通常は、前回会合以降に公表された経済指標や金融市場動向を踏まえ、前回会合における総括的な判断や決定を修正する必要があるか、次回会合までにどのような点に着目していくべきかといった点を中心に、中間的なレビューを行うこととしたい。

上記について委員の了承が得られた後、委員会における検討が行われた。

まず、景気の現状については、前回会合以降発表された景気指標は弱めのものが多いが、総じてみれば、前回会合における判断(「家計支出を中心とする内需減速の影響が生産面や雇用・所得面に及んでおり、企業マインドも悪化している。このため、景気は停滞が続いている。」)を裏付ける内容のものが多いとの見方で、委員の意見の一致をみた。

先行きの景気動向との関連で、当面留意すべき事項としては、以下のような点が検討された。

まず、今後の設備投資動向については、98年度設備投資計画の減少幅は目下のところ小幅なものにとどまっているが、企業収益の状況等を踏まえると、今後、次第に下方修正されていく公算が大きいのではないかと意見が示された。ただ、現段階における98年度の設備投資計画はまだ十分固まったものでないほか、企業はそれなりに投資案件を抱えているともみられ、今後の設備投資動向は、企業の景況感に依存する部分が大きいとの指摘もあった。

輸出面では、アジア向け輸出の動向について意見交換が行われた。12月のアジア向け輸出（特に韓国向け）の落ち込みについては、貿易信用面等における混乱により減少幅が大きめに出ている可能性もあり、これら諸国の内需減速による基調的な影響がどの程度現われ始めているのか、現段階では判断は難しいとの意見が示された。なお、アジア諸国の為替レート下落がわが国経済に与える影響については、マイナス面だけでなく、長期的にはそれを緩和する面もあるとの意見があった。すなわち、こうした為替調整は、短期的にはわが国に対する輸入圧力の増大につながるが、長い目でみれば、これら諸国の輸出の増加に伴い、輸出産業向け部品輸入が増加したり、ひいては各国経済の立ち直りが早まれば、わが国にとっても好ましい影響が期待されるとの見方であった。

以上のほか、实体经济活動に関する当面の着目点として、現在の景気停滞の動きが雇用面にどの程度の影響を及ぼすか、物価が一段と弱含む可能性をどうみるか、等の点が委員から指摘された。

金融面では、ごく最近、短期金融市場のターム物金利に低下の兆しが見え始めているが、信用リスク、流動性リスクに対する市場の懸念は依然根強い状況にあるとの見方が多く示された。このため、引き続き、日本銀行による潤沢な資金供給の効果や、政府による金融システム安定化策の具体化の状況、それらを受けた市場心理の動向等を注意深く見守っていく必要があるとの見方で、委員の意見の一致をみた。

金融機関の融資姿勢については、「金融機関貸出に対する自己資本面からの制約は一頃に比べれば幾分緩和している」との前回の判断に対して、特に追加的な材料は得られていないが、3月期末に向けての金融機関の融資行動およびその企業金融に対する影響については、引き続き注意して観察していく必要があるとの見方が多く示された。

この間、大蔵省代表委員から、政府としては、特別減税、公共事業の追加、ゼロ国債の確保を含む9年度補正予算の鋭意執行と金融システム安定化2法の実施に努めていること、現在は、平成10年度予算案やその関連法案の早期成立・実施が何よりも重要であること等の見解が述べられた。

また、経済企画庁代表委員からは、企業サイドからみると金融機関の融資姿勢慎重化の影響は依然厳しく、政府としても、政府系金融機関関連の諸措置等を講じているが、引き続き、实体经济に与える影響

を注視していきたいとの考え方が述べられた。

採決

以上の検討を踏まえ、当面の金融政策運営については、前回会合で決定された方針を変更する必要はなく、現状の金融緩和姿勢を維持し、その効果がターム物金利等に波及していくことを促しつつ、政府による諸施策の具体化やその効果も含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを受けて、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：松下委員

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

以上

(別 添)

平成10年2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現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(98 年 3 月 13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 3 月 13 日 (9:00 ~ 11:28、12:40 ~ 14:10)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 松下康雄 (総裁) (注)
濃野 滋 (任命委員)
後藤康夫 (")
武富 将 (")
中川隆進 (大蔵省代表)
藤島安之 (経済企画庁代表)

(注) 松下委員は、衆議院・予算委員会に参考人として招致されたため、9:00 ~ 11:28 及び 13:44 ~ 14:10 の間、会合を欠席した。この間は、議決権を有する委員の互選により、議長代理として濃野委員が選任され、議事進行を行った。

(執行部からの報告者)

副総裁	福井俊彦
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
調査統計局長	松島正之

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

I . 議長代理の選任

会合の開始に当たり、議長の松下委員が衆議院・予算委員会に参考人として招致され一時欠席のため、その不在の間、議事を掌る議長代理の選任が行われた。不在の松下委員を除く議決権を有する委員3名の互選により、濃野委員が議長代理に選任された。

. 執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融調節の運営実績

前回会合以降の金融調節の運営実績をみると、前回会合で決定された方針(無担保コールレート<オーバーナイト物>を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す)のもとで、各種の調節手段を十分活用しつつ、潤沢な資金供給に努めた。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は多少の振れを伴いつつも、総じて落ち着いた推移を辿った。

ターム物金利は、日本銀行による期越え資金の供給が累増する中で、資金の取り手が期越え資金の調達に目途をつけてきていること、金融システム安定化のための公的資金導入の動きが具体化しつつあること、などを背景に、2月下旬以降、低下傾向を辿っている。市場では、ターム物金利の先行きについて、信用リスク懸念を背景に下げ渋るのではないかとの見方が根強い一方で、日本銀行による潤沢な資金供給により市場の需給がかなり緩和してきていること等から、もう一段の金利低下が見込まれるのではないかとの見方もでてい

2 . 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

前回会合以降、円の対米ドル相場は、米国経済の堅調持続等を背景にやや円安方向への動きとなったが、円の対マルク相場は、一進一退で推移した。東アジア諸国の通貨は、全体としては安定の方向にあるものの、インドネシア・ルピア等がやや弱い動きをみせている。この

間、円の名目実効レートは、対ドルの円安化を受け、全体としても若干円安方向への動きとなった。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、家計支出等を中心に堅調な拡大を続けており、失業率も低水準となっている。物価は、生産者物価がやや軟化しており、全体としても引き続き落ち着いた動きとなっている。金融面をみると、長期金利は、物価の落ち着きを反映してやや低下した一方、株式市況は、米国経済の堅調持続を主因に、引き続き大きく上昇している。この間、マネーサプライは、伸びを高めている。

欧州については、ドイツでは、輸出に若干力強さが欠けてきており、内需への波及もやや弱い一方、フランスは、輸出に加え個人消費が立ち直りをみせており、景気回復が続いている。英国では、ポンド高を受けた純輸出の減少等からやや減速感も窺われているが、内需は堅調に推移しており、労働需給の逼迫も続いている。このため、物価情勢は、インフレーターゲットとの関係で引き続き微妙な情勢にある。

東アジア各国では、一部に経常収支改善の兆しも窺われるが、内需は減退傾向が強まる状況が続いている。なお、株式市況は、一進一退で推移している。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、純輸出が引き続き増加基調にあって経済活動を下支えしているが、これまで増勢を維持してきた設備投資は、頭打ちが明確になってきている。個人消費については、家計マインドが慎重化していることなどを背景に、低迷が長引いている。また、住宅投資が落ち込んだ状態を続けているほか、公共投資も減少傾向にある。こうした最終需要動向を背景として、在庫調整の動きが本格化する中で、鉱工業生産は弱含み基調となっており、その影響が、企業収益をはじめ、雇用・所得面にも及んでいる。

先行きについては、金融システム安定化策や特別減税の効果が期待されるが、国内最終需要に目立った回復が見込めない下で、所得形成

の力の弱まりが、国内需要の一層の減退につながっていく可能性も否定できない。これに加えて、アジア経済の調整の深まりや、後述するような金融面の動向が経済に及ぼす影響など、景気下振れリスクについて十分な注意を払っていく必要がある。

(2) 物価

物価面をみると、卸売物価は軟化を続けているが、消費者物価は、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いてみると、上昇率が徐々に低下しながらも、引き続き前年を若干上回る水準にある。先行きについては、国内需給ギャップの拡大傾向が続くと見込まれることや、アジアにおける需給の緩和を背景に国際商品市況が下落していることなどから、当面、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられる。

(3) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な期末越え資金供給や金融システム安定化策の具体化等を反映して、このところターム物レートが明確に低下し始めている。もっとも、昨年秋以前に比べればなお高い水準にあり、市場では信用リスクを強く意識した状況が続いている。長期金利は、追加景気対策への思惑による振れを伴いつつも、実体経済指標の弱さを反映して、2月初以降総じて低下傾向にある。この間、株価については、実体経済指標や企業収益面での弱い材料と、金融システム安定化策が具体化してきたことなどの下支え要因を背景に、一進一退の動きとなっている。

量的金融指標をみると、1月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等からさらに伸びを高めた。民間金融機関貸出は、引き続き低迷しているが、資本市場調達等の代替的な資金調達ルートも含めると、企業の資金調達額は、全体として増加している可能性が高い。しかし、金融機関の貸出姿勢をみると、自己資本面からの制約は一頃に比べ緩和してきているとは言え、中期的な収益性や健全性向上の観点から、与信先を慎重に選別するスタンスが続いている。このため、中小企業を中心に、企業によっては資金繰り環境が厳しさを増しているとみられる。また、企業の資金調達コストは、信用リスクの格差を反映しつつ、全般に若干上昇してきているとみられる。これら金融面での動きが、実体経済に与える影響については、引き続き注意深く観察してい

く必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

まず、景気の現状については、1～3月の情勢を総括して、多くの委員が以下のような特徴を指摘した。

最終需要及び生産活動は、昨年10～12月に大きく低下した後、1～3月は、弱含みではあるが、さらに大きく落ち込むには至っていないとみられる。これには、金融システム不安が一頃に比べ沈静化しつつあること等を背景に、消費者マインドが一段と冷え込む事態は避けられていること、全体としては輸出の増勢が維持されていること、などが寄与していると考えられる。

しかし、在庫・生産調整が続いていることが、収益の悪化を通じて、企業の設備投資意欲の後退をもたらしているほか、雇用・所得面にも悪影響を及ぼし始めている。これらからみると、景気の下押し圧力は、このところ強まりつつあるとみられる。

また、金融市場では、長期金利の低下傾向が続いており、市場参加者の景況感は引き続き後退している可能性が高い。

以上の検討を踏まえ、経済の現状評価については、「景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある」との見方で、委員の意見の一致をみた。

景気の先行きについては、主に、個人消費、設備投資、輸出の動向等について検討が行われた。

まず、わが国経済の成熟化に伴い、個人消費などの家計支出が景気全体を左右する程度が、従来以上に強まっているとの意見が多く出された。このため、経済活動全体が持ち直すためには、家計のコンフィデンスが強まり、消費性向が明確に回復することが必要であるとの意見が多かった。この点、特別減税、金融システム安定化策の具体化等の効果が期待されるものの、上記のような雇用・所得環境を踏まえると、当面は、消費性向が大きく回復することは見込みがたいとの見方が大勢であった。

設備投資の先行きについても、大方の委員が慎重な意見を表明した。この点に関連し、企業の設備投資行動は、従来の業界内の横並び的な投資パターンから脱しつつあり、これまで以上に、自社の企業収益との相関を強めつつあるとの意見が示された。このため、今後の設備投資動向を判断する上では、企業業績の見通しがきわめて重要な要因となるとの意見が出された。

以上のほか、これまでのところ、輸出は、全体としては景気下支え要因として働いているが、既に、アジアの経済調整の影響が明確に現れ始めており、今後の輸出動向を十分注視する必要があるとの意見が多く示された。

この間、金融機関の融資姿勢を巡る動きについては、政府による金融システム安定化策の具体化等を背景に、自己資本面からの制約は一頃に比べ緩和しているとの見方が多く示された。ただし、金融機関の融資姿勢慎重化の流れは続いており、引き続き、その企業金融や実体経済活動に与える影響については、注意深く点検していく必要があるとの意見が多かった。

なお、この点に関連し、やや長い目で見ると、わが国の金融システムを強化するために、金融機関経営の効率化・合理化が求められており、その過程で、金融機関の融資姿勢がこれまでに比べ慎重になると自体は避けがたいとの意見があった。また、こうした長期的な観点からは、借り手・貸し手双方が、信用リスクの適正な評価に基づく適切な融資慣行を形成し、それに慣れていく必要があるとの意見も出された。

物価動向については、国内の需給緩和や海外商品市況の軟化等を背景に、全般に軟調に推移する公算が大きいとの見方で、委員の意見の一致を見た。

次いで、こうした軟調な物価動向の内容や影響について検討が行われた。まず、物価が低下する場合、企業等の名目キャッシュフローが縮小するため、過剰設備や不良資産の償却が難しくなり、バランスシート調整を遅らせるという問題点が指摘された。また、物価の低下が、実質金利の上昇や企業収益の圧迫を通じて、経済活動をさらに下押しするリスクに着目すべきであるとの意見も示された。これに対して、現在の物価の軟調さのなかには、内外価格差の縮小や、従来の価格体系のうち非効率な部分の是正といった要因も含まれており、そうした点からみれば、生計費の低下あるいは生産コストの低下(交易条

件の改善)といったかたちで、家計所得や企業収益に好影響を与える面もあるとの意見もあった。

いずれにせよ、最近の物価の軟調さについては、これまで先進国での経験や分析結果に乏しいだけに、その影響等を評価するに当たっては、以上のような点を踏まえ、多角的に検討していく必要があるとの意見が多かった。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

まず、上記の金融経済情勢に関する検討を踏まえ、景気回復の基盤を強化するうえでの一般的な着目点について意見交換が行われた。

多くの委員が、家計支出が景気動向に与える影響が増大しているとの認識のもとで、経済の先行きに対する家計のコンフィデンスを強化することが重要であるとの意見を述べた。この点、所得税減税措置や金融システム安定化策の効果が期待されるが、今後とも、構造改革の必要性を踏まえて中長期的な政策理念を明らかにし、経済の先行きに関する不透明感をできるだけ払拭していくことが重要であるとの意見が多く示された。

また、最近の物価の軟化は、とりあえず交易条件の改善を通じて企業収益下支え要因となっているとみられ、むしろ売上数量の減少が収益の悪化をもたらしていることに着目すれば、当面の政策対応に当たっては、家計の消費マインドの改善等を通じ、売上数量の回復を促すことが必要であるとの意見があった。

最近の金融市場動向については、多くの委員が、短期市場金利のうちターム物金利が明確に低下し始めていること、ジャパンプレミアムが縮小していることに着目し、日本銀行による潤沢な資金供給や政府による金融システム安定化策の具体化等の効果が、明確に現われ始めているものと評価した。

ただし、期末の流動性リスクに関する懸念が後退しつつあるとしても、信用リスクに対する懸念はなかなか払拭しきれないのではないかとの意見があった。この点に関連し、市場参加者や金融機関が信用リスクを適切に評価し、それに基づいて市場金利や貸出金利の体系が形成されるようになってきているとすれば、これが昨年秋以前の状態に戻ることは期待しにくく、ある程度、市場構造の変化として捉える必

要があるとの見方も示された。

このため、期明け後は資金需給の緩和が期待されるものの、引き続き金融調節面で細心の注意を払いつつ、市場金利の落ち着きどころとその貸出金利、実体経済活動等への影響を見極めることが適当であるとの意見が多かった。

なお、こうした検討を踏まえ、期末を控えた短期金融市場における緊張に対処するために一段の金融緩和を図るという選択肢については、その必要性は減じているとの意見が出された。

当面の金融政策運営の基本的な考え方については、景気の下押し圧力が強まっている点に着目すれば、一段の金融緩和も政策の選択肢として想定しうるとの考え方も示された。しかし、そうした考え方を指摘した委員も含め、追加的な金融緩和政策の必要性、効果については、金融経済情勢全体の動向、政府の追加経済対策の帰趨等を踏まえ、慎重に検討する必要があるとの見解が共通であった。

すなわち、まず、実体経済面では、現在強まっている景気下押し圧力が、所定外賃金や臨時雇用だけでなく、常用雇用まで及んでくるかどうか、設備投資調整の深度がどの程度になるか、といった点を見極める必要があるとの意見が出された。また、物価面でも、現段階では、前記の着目点 物価の軟調さが経済活動にどのような影響を与えるのか を踏まえ、先行きの物価動向とその内容を注意深く点検していくことが適当であるとの意見があった。このほか、追加的な金融緩和については、経済主体のコンフィデンスを一層悪化させるリスクはないか、現在の企業マインドのもとで、金利低下が設備投資を刺激する効果をどうみるか、等の検討ポイントが示された。

この間、大蔵省代表委員から、本日の委員会で検討された家計や企業のマインド好転のためにも、9年度補正予算の執行、金融システム安定化策等政府が講じている様々な措置を着実に実施に移していくことが必要であるとの見解が述べられた。また、大蔵省の景気予測調査では、企業は引き続き金融機関の融資姿勢について厳しい認識を持っており、政府としては、一連の金融システム安定化策の他、政府系金融機関の融資の拡大などにより対処しているところであるとの説明があった。

また、経済企画庁代表委員からは、企業や家計のコンフィデンスの強化という課題について、自民党の第4次緊急国民経済対策を受けて、追加的な規制緩和等経済活性化のための具体策について、各省庁と協

力しながら検討を行っている旨の説明があった。また、より長期的な日本経済の展望については、内閣として6つの改革に努めているほか、経済企画庁としても、経済審議会でも、将来展望を示すべく検討中である旨の説明があった。

・採決

以上の検討の結果、次回金融政策決定会合までの金融政策運営については、現状の金融緩和姿勢を維持し、その効果がターム物金利等に引き続き波及していくことを促しつつ、政府による諸施策の具体化やその効果も含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを踏まえ、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：松下委員

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

・ 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（２月１３日）の議事要旨が承認され、３月１８日に公表することとされた。

・ 金融経済月報「基本的見解」の了承

最後に、当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が了承され、金融経済月報を３月１７日に公表することとされた。

以上

(別 添)

平成10年3月13日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(98 年 3 月 26 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 3 月 26 日 (8 :30 ~ 10 :15)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総裁)
濃野 滋 (任命委員)
後藤康夫 (")
武富 将 (")
中川隆進 (大蔵省代表)
藤島安之 (経済企画庁代表)

(執行部からの報告者)

副総裁	藤原作弥
理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	山口 泰
企画局長	川瀬隆弘
営業局長	竹島邦彦
営業局審議役	川原義仁
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室参事補	渡部 訓
企画局企画課長	山本謙三
企画局参事補	雨宮正佳

I . 前々回会合の議事要旨の承認

執行部からの報告に先立ち、前々回会合(2月26日)の議事要旨が承認され、3月31日に公表することとされた。

・ 執行部からの報告の概要

1 . 前回会合以降の金融調節の運営実績

前回会合(3月13日)以降の金融調節の運営実績をみると、前回会合で決定された方針(無担保コールレート<オーバーナイト物>を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す)のもと、期末を控えていることも念頭に置き、各種の調節手段を活用しつつ、市場に対する潤沢な資金供給に努めた。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は落ち着いて推移した。

この間、ターム物金利については、日本銀行による潤沢な期越え資金の供給等を反映して、総じて低下傾向が続いた。こうした状況下、期越え資金供給残高が累増していることに鑑み、ターム物金利の動向に細心の注意を払いつつ、期越えの手形売却オペレーション(売手オペ)を実施している。

2 . 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円対米ドル相場は、前回会合以降、追加景気対策への思惑等を材料とする小浮動が続いているが、総じてみると、米国において経済の好調や株高が続いていることなどから、やや軟調に推移した。この間、円は対アジア通貨でもやや円安化したこともあって、名目実効レートでも、緩やかな円安方向への動きとなった。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、輸出にやや減速感がみられるが、家計支出等を中心に堅調な拡大を続けており、労働需給の逼迫は広範化している。ただ、物価は、引き続き落ち着いた動きとなっている。金融面

をみると、長期金利は、一方で景気の堅調持続や労働需給の逼迫、他方で生産性向上やドル高・国際商品市況安と、物価に対する強弱両要因が交錯したことから、一進一退で推移した。株式市況は、米国経済の堅調持続を主因に引き続き上昇しており、最高値圏で推移している。最近の地区連銀報告では、不動産市場でやや投機的な動きが出ているとの指摘もある。この間、マネーサプライは、不動産関連の銀行貸出増などを背景に、やや伸びを高めている。

欧州については、ドイツでは、輸出が若干鈍化しており、内需も力強さに欠けているが、フランスは、個人消費を中心に内需が底固さを増している。英国では、内需にも減速の兆しがみられるが、賃金、物価の上昇懸念は払拭されていない。

東アジアをみると、韓国、タイでは、為替・株式市場には信認が戻りつつあるが、これらの国でも内需の減速がさらに鮮明化している。インドネシアでは、物価の高騰と経済活動の停滞がみられており、社会不安も高まっている。中国では、物価が引き続き低下しており、金融緩和措置が採られている。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降に発表された経済指標をみると、輸出が、アジア向けの一段の減少から、増勢鈍化傾向が明確化している。個人消費は低迷基調が続いており、これまでのところは、特別減税の効果は明確には現れていない。企業の98年度設備投資計画は、最近新たに判明したアンケート調査結果をみると、企業収益の下振れ等を反映して、最近3年間の同時期調査における翌年度計画を下回っている。また、雇用者所得については、冬のボーナスが低調であったほか、今春の賃上げ率も抑制される見通しにある。このように、前回会合以降に発表された国内経済指標等の動きは、前回会合での評価を、概ね再確認する内容となっている。

(2) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場のターム物金利は、3月入り後低下を続けているが、昨年秋以前に比べればなお高い水準にある。年度末の流動性リスクに対する懸念はかなり和らぎつつあるが、市場の信用

リスクに対する意識には引き続き根強いものとみられる。この間、株価は一進一退の動きが続いているほか、長期国債利回りも弱含みとなっており、両市場とも、景況感に改善がみられない中で、追加景気対策への思惑により振れやすい状況にある。

量的金融指標では、2月のマネーサプライが判明し、M2 + CDの前年比は伸びを一段と高めている。ただ、広義流動性の伸びが横這い圏内にあることなどに鑑みると、M2 + CDの高い伸びは、主に、投信等からの流入といった金融資産間のシフトを反映したものと考えられる。この間、金融機関貸出については、公的資金投入等の金融システム安定化策などもあって、自己資本面からの制約は幾分和らいだとみられるが、企業によっては厳しい資金繰り環境が続いており、期明け後の4月以降も注意深く観察していく必要がある。

金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

前回会合（3月13日）以降の追加的な材料を踏まえ、前回会合における判断を修正すべき部分があるかどうか、また次回会合（4月9日）までにどのような点に注目していくべきか、という観点から、討議が行われた。

景気の現状については、前回会合における判断（「わが国の景気は停滞を続けており、下押し圧力が強まりつつある。」）を変更すべき材料は得られていないという見方で、委員の意見の一致をみた。

先行きの景気動向との関連で、当面留意すべき事項としては、4月初に判明する短観（企業短期経済観測調査）の結果が注目されるとの見解が多く示されたほか、以下のような意見交換が行われた。

輸出面では、アジアの経済情勢の影響を含め、今後十分注目していく必要があるとの意見が多く示された。また、先行きの輸出動向との関連で、当面堅調を続けるとみられる米国の経済についても、株価、労働市場、貿易赤字などの面で調整圧力が蓄積されてきている可能性も否定できず、引き続き注意深く見守っていく必要があるとの指摘がなされた。

今後の家計部門の動向については、昨年来の消費性向の低下により

貯蓄、言い換えれば潜在的な購買意欲が蓄積されており、それが今後、実物資産（消費）に向かうのか、外為法の改正等をきっかけに新たな金融資産の購入に向かうのか、実体経済、金融の両面から丹念にみていく必要があるとの指摘があった。

すなわち、まず、実体経済面では、金融市場の落ち着きなどをきっかけに家計の不安心理が後退し、潜在的な購買意欲が消費活動に結びついていくことも考え得るのではないかとの意見が示された。ただし、そうした委員も含め、消費者マインドの動向については、今後の所得動向の影響等も含め、慎重にみておく必要があるとの見方が多かった。

金融面では、この間増加した家計貯蓄が、資金循環全体や金利形成に、どのような影響を与えていくのかといった視点も示された。この関連で、4月の外為法改正などにより金融商品が次第に多様化するなかで、ストックベースの家計貯蓄の中身にどのような影響が及んでいくのかも興味深い、との意見があった。

地価を巡っては、前日公表された公示地価の下落率が縮小してきていることや、外人投資家が不動産担保債権の購入を積極化させていることなどが指摘された。そのうえで、そうした動きが、経済の重石となってきた不良債権問題を、今後緩和する方向で作用していくことを期待したいとの見方が示された。

金融市場の動向については、金融機関の3月期末に向けた流動性手当には、概ね目処がつつつつあるとの意見が多かった。ただ、5月に決算が判明することなどを踏まえると、信用リスクに対する市場の意識は根強く残る可能性が高く、4月入り後も、金利や株価の動向には十分に注意を払っていく必要があるとの見方で、委員の意見の一致をみた。また、企業金融面についても、このところ大型倒産は一服しているが、4月以降の動向についても、引き続き注視していくべきであるとの意見が示された。

この間、大蔵省代表委員から、特別減税を含む9年度補正予算の執行、金融システム安定化のための措置などが着実に講じられ、追加景気対策についても与党において様々な議論がなされていることなどの説明がなされた。そのうえで、当面、10年度予算の早期成立とその切れ目ない執行が最も重要な施策と考えているとの見解が述べられた。さらに、累積した期越えオペの国債を4月以降市場へ還流させるに際して、それが現物債の需給バランスへ与える影響についても、注意して運営する必要があるとの意見が述べられた。

また、経済企画庁代表委員からは、ターム物金利の低下など金融面で好ましい動きも出てきているが、企業金融面ではなお厳しい状況が続いているとみられ、政府としても様々な対応措置を講じているとの説明があった。

採決

以上の検討を踏まえ、当面の金融政策運営については、前回会合で決定された方針を変更する必要はなく、現状の金融緩和姿勢を維持し、4月入り後の金融市場の動向や、4月初に判明する短観の結果等を含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを受けて、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員

濃野委員

後藤委員

武富委員

反対：なし

最後に、4～9月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認された。

以上

(別添1)

平成10年3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現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(別添2)

平成10年3月26日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成10年4~9月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表	(議事要旨公表)
4月	4月 9日<木>	4月13日<月>	(5月22日<金>)
	4月24日<金>	—	(6月17日<水>)
5月	5月19日<火>	5月21日<木>	(6月30日<火>)
6月	6月12日<金>	6月16日<火>	(7月22日<水>)
	6月25日<木>	—	(7月31日<金>)
7月	7月16日<木>	7月21日<火>	(8月14日<金>)
	7月28日<火>	—	(9月14日<月>)
8月	8月11日<火>	8月13日<木>	(9月29日<火>)
9月	9月 9日<水>	9月11日<金>	未定
	9月24日<木>	—	未定

以 上

(98 年 4 月 9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 4 月 9 日 (9:02 ~ 11:49、12:30 ~ 16:10)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 (総 裁)

藤原作弥 (副 総 裁)

山口 泰 (")

後藤康夫 (審議委員)

武富 将 (")

三木利夫 (")

中原伸之 (")

篠塚英子 (")

植田和男 (")

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 松永光大臣 (注)

経済企画庁 尾身幸次長官 (注)

(注) 大蔵省からの出席者は 9:54 以降溝口善兵衛大臣官房総務審議官に、また経済企画庁からの出席者は 12:30 以降塩谷隆英調整局長に、おのこの交代した。

(執行部からの報告者)

理事	米澤潤一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室	渡部 訓
企画室調査役	門間一夫

I . 大蔵大臣及び経済企画庁長官からの発言

冒頭、政府からの出席者として会合に参加した大蔵大臣から、骨子以下のような発言があった。

新日銀法で定められているとおり、金融政策が政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなることが重要であり、こうした観点から、金融政策決定会合は、日銀・政府の意思疎通を図る上で有効な機会である。

景気は停滞し、厳しさが増している。こうした情勢に対応するため、政府は、97年度補正予算や2兆円の特別減税を実施している。さらに政府は、与党がとりまとめた「総合経済対策の基本方針」を重く受け止め、必要に応じ大胆な措置をとるべく検討を始めた。

金融システム問題や「貸し渋り」に対しても、政府は様々な措置を講じており、日銀においても、潤沢かつ円滑な資金供給により金融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めることが重要である。

続いて、同じく政府からの出席者として会合に参加した経済企画庁長官から、骨子以下のような発言があった。

景気は停滞し、一層厳しさを増している。政府としては、昨年11月の「21世紀を切り開く緊急経済対策」、2兆円の特別減税、97年度補正予算に加え、金融システム安定化対策の迅速かつ的確な執行に努めることとしている。

政府は、98年度税制改正において法人税減税等の改革を行うほか、与党から提案された「総合経済対策の基本方針」を重く受け止め、必要に応じ大胆な措置をとっていく考えである。

新日銀法に定められているとおり、金融政策と政府の経済政策の基本方針との整合性の確保が極めて重要である。今後とも十分な意思疎通を図ることにより、経済運営に万全を期していきたいので、協力をお願いします。

． 執行部からの報告の概要

1 ． 最近の金融調節の運営実績

前回会合以降の金融調節の運営実績をみると、前回会合で決定された方針（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す）に沿った運営に努めた。まず、3月末までは、期末の流動性懸念が根強く残る中で、潤沢な資金供給に努め、その結果、期末日のオーバーナイト・レートは、前年並みの水準に着地した。4月入り後は、季節的な資金余剰期に入ったため、オーバーナイト・レートは一時0.3%台に低下した。こうした状況に対し、ターム物レートの動向に細心の注意を払いつつ、金融調節方針に沿って、適切な資金の吸収に努めた。以上の調節の結果、準備預金の今積み期間（3月16日～4月15日）におけるオーバーナイト・レートは、4月8日までの平均で0.42%強となっている。

ターム物金利は、日本銀行による潤沢な資金供給などにより、2月下旬以降かなり低下し、このところ概ね0.7%台での動きが続いている。4月3日には、海外格付け機関による日本国債の格付け見通しの下方修正を背景に、株価が下落し、ターム物レートにも上昇圧力がかかったが、その後は再び落ち着いてきている。期末の資金逼迫局面や上記格付け問題の影響はひとまず乗り切ったが、ターム物金利の動向については、引き続き注意深くみていく必要がある。

2 ． 為替市場、海外金融経済情勢

（1）為替市場

前回会合以降、円の対米ドル相場は、短観等弱めの経済指標の発表や、海外格付け機関による日本国債の格付け見通しの下方修正などを受けて、一旦135円程度まで円安となった。しかしその後は、景気対策への思惑や、介入警戒感の台頭などから、131円程度まで戻している。円の名目実効レートも、対ドル相場とほぼ同様の動きとなっている。なお、オプション価格からみると、市場が予想する円相場（対ドルレート）の変動率は、ドイツマルク（対ドルレート）などに比べ、大きなものとなっている。これは、景気対策や為替介入などを巡って、市場に不透明感が強いことを反映したものとみられる。

この間、東アジア諸国の通貨は、対ドルで軟調に推移している。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、純輸出はやや鈍化しているが、家計支出を中心に、潜在成長率を上回る力強い拡大が続いている。雇用者数は3月はやや減少したが、これには天候等の特殊要因が影響しているとみられる。失業率が引き続き低く、時間当たり賃金の伸びが高いことなどからみて、労働需給は依然タイトな状況が続いていると判断される。金融面をみると、長期金利は、3月の雇用減少等を反映して幾分低下した。株式市況は、金融機関の大型合併のニュース等から一時9,000ドル台に達したが、その後は企業収益に対する弱めの見方もあり、やや調整気味となっている。

欧州については、ドイツでは、生産や雇用の改善が極めて緩やかなものにとどまっている一方、英国の景気は堅調を維持している。

東アジア諸国では、通貨の下落にもかかわらず、輸出主導で景気が回復する兆しは未だ確認されていない。株価は、韓国、タイで軟調となっている。中国では、このところ生産の増加テンポが鈍化しており、今後注目していくべき動きの一つと考えられる。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、これまで経済活動を下支えしてきた純輸出の増加テンポが鈍化しており、設備投資には減少の兆しが現れ始めている。個人消費や住宅投資は、依然として低迷を続けており、公共投資もこれまでのところは減少傾向にある。こうした最終需要動向の弱さを背景として、在庫が大幅に積み上がっているため、鋳工業生産は減少を続けている。この結果、企業収益が急速に悪化するなど、雇用・所得環境は厳しさを増すとともに、企業マインドも急速に悪化してきており、これが国内需要の一段の低迷につながっている。このように、生産・所得・支出を巡る循環は、マイナス方向に働き始めており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。

先行きについては、アジア経済の調整の深まりなどを受けて、純輸出に景気の悪化を食い止めるほどの勢いは見込みにくくなっており、

また設備投資は、企業収益の悪化を主因に減少を続け、調整局面に入るとみられる。個人消費についても、所得形成の力の弱まりを踏まえると、明確な改善は期待しにくい。在庫水準が高くなっているも、このように民間需要に目立った回復を見込みにくいことから、少なくとも当面は、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続く公算が大きい。しかし、その一方で、すでに実施に移されている金融システム安定化策や特別減税に加え、与党がとりまとめた16兆円を上回る規模の経済対策方針に基づいて、政府で追加的な景気対策が検討されており、その具体的な内容や、企業・家計のコンフィデンスに及ぼす影響などに注目していく必要がある。

(2) 物価

物価面をみると、国内卸売物価の下落が続いているほか、消費者物価も、消費税率引き上げ等の制度変更要因を除いた前年比上昇率が、ゼロ近傍まで低下してきている。先行きも、国内需給ギャップの拡大傾向が続くと見込まれることや、これまでの国際商品市況の下落の影響から、物価は全般に軟調に推移する公算が大きいとみられる。こうした物価の状況が、企業活動に及ぼすリスクについても、注視していく必要がある。

この間、地価は、商業地地価、住宅地地価ともに、昨年秋以降、軟化傾向をやや強め始めている。

(3) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な期末越え資金供給や金融システム安定化策の具体化等を反映して、ターム物レートが2月半ばから3月半ばにかけてかなり低下し、その後も総じて落ち着いた推移を辿っている。ただ、その水準は、昨年秋以前に比べて依然やや高めのレベルにあり、信用リスクに対する市場の意識が引き続き根強いことが窺われる。この間、弱めの実体経済指標の発表等を受けて、長期国債利回りは過去最低圏内で推移し、株価も3月末以降軟化している。

量的金融指標をみると、2月のマネーサプライは、投信解約資金の流入等から引き続き高めの伸びとなった。この間、民間金融機関貸出は低調な動きを続けているが、企業の資金調達全体で見れば、資本市場等からの調達増加もあって、大きな落ち込みは避けられているよう

に窺われる。しかし、金融機関は、中期的な収益性や健全性の向上の観点から、引き続き慎重な融資姿勢を維持している。また、企業の調達コスト面では、信用力に伴う金利格差が拡大したままの状態が続いている。このため、中小企業などを中心に、企業によって厳しい資金調達環境が続いており、その実体経済に与える影響について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

・ 前々回会合の議事要旨の承認

午後のセッションの冒頭で、前々回会合（3月13日）の議事要旨が、全員一致で承認され、4月14日に公表することとされた。

・ 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

まず、景気の現状については、短観を含め、3月末から4月初に判明した経済指標などを踏まえたうえで、以下のような意見が出された。

家計消費の減退に加えて、設備投資にも明確に減少の動きが出てきている。こうしたもとで、在庫調整も、加工業種から建設財、生産財等へ及んできている。現在の在庫の積み上がり方からみる限り、政府の景気対策の効果如何にもよるが、在庫調整は早くても秋口、場合によって年末までかかる恐れがある。

「実感なき景気拡大」は97年4～6月で終わり、その後は、設備投資の中期的調整の可能性を伴う下降局面に入ったとみられる。97年度におけるデフレ圧力は、財政面からの影響を含めて15兆円ぐらいという試算もあり、これが中期的な循環の下降を強める結果となった。こうしたもと、失業率は1970年以降趨勢的に上昇しているが、わが国の企業が借金依存で雇用を重視した日本的経営から、ROE重視への大きな転機にあることも踏まえると、雇用問題には十分注意を払う必要がある。

97年度の景気が低迷した背景としては、財政からのデフレ圧力、アジア経済の調整、昨年秋以降の金融システム不安の増大、といった要因のほかに、94～96年度にみられた情報通信関

連の設備投資が、97年度には一巡してきたという点も見逃せない。

昨年上期以降、家計支出の減少をきっかけに製造業に大きな調整圧力がかかり、例えば97年度の自動車国内販売は約10年振りの低水準に落ち込んでいる。こうした消費財に対する需要減が川上にも及び、ほとんどの素材産業は1970年以來の厳しい状況にある。

ここ数年における経済の動きの特徴は、構造調整圧力が作用するもとの景気循環であり、上昇局面ではその力が弱められ、下降局面ではその勢いがきつめになるという点にある。昨年夏場からの調整も、当初は、所得分配が家計から政府部門へと移転したことを起点とする通常の循環的な調整とみられたが、構造調整のもとでコンフィデンスが脆弱であったため、調整のスピードがはやまっていったと理解できる。

昨年までの企業収益の回復は、円安による輸出増加、低金利、リストラという3つの要因に支えられてきたが、このうち前2者の追加的な効果が期待しにくくなってきている。このため、需要見通しの下振れが企業のリストラ姿勢強化を通じて、縮小均衡に結びつきやすくなっている可能性がある。

このように、様々な視点に立った意見が出されたが、家計支出を中心とする最終需要の低迷が、在庫調整の長期化や、生産活動、企業収益の減少をもたらしており、構造調整圧力が引き続き作用していることもあって、経済活動全般の下押し圧力は強い状況にあるとの見方で、委員の意見は概ね共通していた。

次に、景気の先行きについては、一方で生産・所得・支出を巡る循環の力が既に弱まっていることのインプリケーションと、他方で財政出動を伴う大型の景気対策が打たれた場合の効果とを^(注)、どのようにみるかという点が検討のポイントとなった。具体的には、以下のような見解が述べられた。

(注)本会合終了後の当日午後5時、橋本首相が記者会見を行い、4兆円の特別減税を含む総額16兆円規模の「総合経済対策」の基本的考え方を発表した。すなわち、本会合での討議は、総合経済対策の内容は骨子も含め未だ不明であるが、観測報道は多くみられるという状況のなかで行われた。

当面、在庫調整と消費者マインドの動向がポイントとなるが、いずれの点からみても、早急に需要喚起策が打たれない限り、経済は後退局面に入る可能性が高い。

企業の雇用調整速度を関数によって計測すると、70年代から80年代前半頃までは、概ね4年ぐらいかけてゆっくりと行われたが、近年はそれが2～3年ぐらいの周期にはやまっている。そうしたことを念頭に置くと、政策対応なしには、本年中に雇用情勢がかなり厳しくなると予想される。

先行きどこまで調整色が強まるかは見極め難いが、赤字企業や倒産件数の増大、雇用調整の本格化といった事態に立ち至れば、そのことによってまた新たな調整圧力がかかってくる。したがって、その流れを早急に断ち切ることが必要であり、現在政府で検討されている経済対策の中味が、そうした懸念を払拭するのに十分なものであることが期待される。

財政が昨年度の大きなマイナス要因から、98年度前半には中立圏内に戻るとしても、設備投資や在庫投資等の動きからみて民間経済はある種の自律的な下降プロセスに入りつつあるため、少なくとも98年度前半は、経済全体としてかなり弱い展開になることが予想される。98年度後半については、下方モメンタムに歯止めがかかる可能性が高いが、それも基本的には政府の景気対策如何であり、金融システム問題やデフレ等のリスク・ファクターも無視できない。

アジア経済の調整の影響が暫く続く可能性は否めないが、今後景気対策が打たれば、97年度に大きくマイナスとなった財政面からの影響は98年度は中立ないし幾分プラスに転じる可能性が高い。金融システム面でも、先般の30兆円の対策をうまく使えば、ある程度コンフィデンスの改善をもたらすことが期待できよう。一部の報道で伝えられているように、仮に減税4兆円を含むいわゆる真水10兆円程度の対策が打たれた場合、民間設備投資の減少や、ある程度の輸出の低迷を見込んで、98年度は1%台半ばの実質成長率が可能と考えられる。

現在の在庫調整圧力や、家計・企業のコンフィデンスからみると、生産・所得・支出を巡る循環の力は極めて弱く、政策対

応なしで景気が回復に向かうことはかなり難しくなっている。政策対応としては、家計・企業のコンフィデンスの回復につながるように、サプライサイドの改善強化も重要である。

物価動向については、当面大きく下落するリスクは小さいが、国内の需給ギャップが拡大する方向にあることを踏まえると、軟調に推移する公算が大きいとの見方が大勢を占めた。

上記のような景気、物価動向のもとで、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクをどうみるかについても、検討が進められた。この点については、現在の物価の下落は、原油市況など国際商品市況の下落を反映している面も大きく、企業収益の一段の減少や、実質金利上昇の影響が強まるという形で、デフレ・スパイラルが顕在化していくリスクは、今のところ差し迫ったものではないとの見方が多かった。また、ある委員からは、先般の短観の結果からみると、98年度は減益見通しとはいえ、売上高経常利益率（製造業主要企業）の水準は過去の平均並みである4%程度が維持される見通しにあることを踏まえれば、本当のデフレ・スパイラルに陥る懸念は当面小さいと考え得るとの指摘もあった。

しかし、その委員も、経済に強い下方圧力が加わり始めていることからみて、そうした収益見通し自体に不確かな面があることを付け加えたほか、別の委員からは、素材産業の需給、市況動向からみて、デフレ・スパイラルの入り口付近には立っているとの見解が述べられた。さらに、消費者物価指数という財やサービスの最終段階でみた価格でさえも、その上昇率が実勢でゼロ近傍まで低下してきていることを考えると、仮に一段の物価下落圧力が加わった場合、それを短期間で押しとどめるのは難しくなるとの意見を述べる委員もあった。

以上のように、景気や物価の先行きの見方については、政府による景気対策の内容が未確定の状況のもとで、その効果をどの程度織り込むかによって、委員の意見にニュアンスの違いがみられた。しかし、民間経済に働き始めたとみられる下方圧力について、仮にこれを放置した場合には調整がかなり深まる恐れがあるという点に関しては、概ね共通の認識があった。また、デフレ・スパイラルのリスクが直ちに差し迫ったものではないとした委員も含め、先行きのリスクは念頭に置いておく必要があるとの見方が、委員の意見の大勢を占めた。

このため、近いうちに発表される予定の政府の景気対策が、どの程

度家計や企業のコンフィデンスを強化することにつながるかがきわめて重要なポイントであり、その具体的な内容やそれが経済に浸透していく過程を見極めていく必要があるという点で、委員の意見の一致をみた。

金融機関の融資行動の慎重化を巡る問題については、一頃懸念されたように3月末にかけて貸出が急速に回収されるといった事態は、公的資本の導入を含む各種の対策もあって、一応回避されたとの認識が共有された。しかしそれと同時に、金融機関の融資姿勢は4月以降も慎重であり、その企業金融面、とりわけ中小企業の資金繰りに与える影響は、引き続き注意深くみていく必要があるという点でも、委員の意見の一致をみた。この関連で、ある委員からは、わが国の金融システムは、一頃の混乱は収まりつつあるとはいえ、実体経済を積極的に押し上げるような機能は果たしておらず、何らかのショックに対して引き続き脆弱であるとの見解が示された。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の金融経済情勢の検討に引き続いて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。ある委員からは、現在の金利水準は家計の立場からみれば非常に低く、年金生活者等が不安定な状態に置かれていることについてどう考えればよいかとの指摘があった。しかし、その委員からも、家計といえども所得の源泉は自ら事業主になるか、雇用者として企業に雇われるしかないことを踏まえれば、結局のところ、現下の不況下では、企業部門を中心に経済活動の強化を促すような金融政策運営を続けざるを得まいとの見解が示された。この結果、委員全員が、中央銀行としてマクロ的な観点からみると、現在の経済情勢のもとでは、金利の引き上げは採り難い選択肢であるとの見方であった。

一方、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にあること、また物価の軟調推移によって実質金利が上昇し始めていることなどに鑑みれば、本来ならば追加的な金利の引き下げが整合的な選択になり得るとの意見が、多く示された。しかし、以下のような様々な意見が述べられたうえで、委員全員が、本会合における一段の金利引き下げには慎重にならざるを得ないと見方を示した。

金利の引き下げはあり得べき選択肢ではあるが、歴史的な低金利が続いてきていることを考慮すれば、慎重な検討が必要である。利下げの決断には、物価下落に伴う実質金利上昇の悪影響が強く懸念されるに至ること、利下げの効果が有効に及び得る状況が生まれること、といった条件が満たされる必要があるのではないか。また、仮に利下げを実施した場合は、未曾有の低金利となるので、その後事情が許せばなるべく早急に利上げに転ずることも念頭に置く必要がある。

現下の金融経済情勢から素直に判断すれば利下げということになる。しかしその効果の不確実性や、一段の利下げに対する家計等の反応の不確実性を踏まえると、政府の経済対策が検討されているこの時期に、あえてそうしたリスクをとるまでの必要はないのではないか。

次の利下げが、残された最後の金融緩和手段になり得ることを踏まえると、真に緊急やむを得ない場合に限定して用いるとの考え方で、慎重に検討していく必要がある。

金利引き下げの余地はきわめて限られているし、今や公定歩合の変更はアナウンスメント効果しか期待できないのではないか。したがって、利下げを行う場合には、最大限のアナウンスメント効果がもたらされるよう、政府の景気対策と連動させるなど、タイミング等に工夫を図ることが必要である。

金利を下げた場合の円相場に及ぼす影響等についても、慎重に考える必要がある。

このほかに、ある委員からは、現在の日本経済を力強い回復軌道に乗せるためには、金融政策面でできることはおのずから限られており、技術進歩を促進する環境の整備など、サプライサイドの強化に資するような構造政策が重要との意見があった。

当面の金融調節方針との関連で、最近の金融市場動向についても検討が行われた。ターム物金利については、2月央頃から明確に低下したため、この面から実体経済への影響は一頃懸念されたほど大きなものとはならないとの見方が、概ね共有された。

しかしそれと同時に、ターム物金利は、3月期末を越えた後も、昨年秋以前に比べれば依然として0.2%程度高い水準にあり、信用リス

クに対する市場の警戒感は根強く残っているという点でも、委員の認識は共通していた。また、海外格付け機関による日本国債の格付け見直し下方修正の報道（4/3日）で、ターム物金利やジャパン・プレミアムが再び上昇の兆しをみせるなど、短期金融市場は信用リスクに関連する材料に対して引き続き敏感であるとの指摘があった。これらを踏まえて、ターム物金利の動向等については、金融調節のうえで引き続き留意すべきとの見方で、委員の意見が一致した。

市場において信用リスクへの意識が根強いことにも関連して、金融システムや金融構造を巡る諸問題を、金融政策運営上どうみるかという検討も行われた。具体的には、以下のような視点が提示された。

最近のターム物金利や社債利回りの動きには、本来織り込まれるべき信用リスクがようやく正しく市場金利に反映されるようになってきたということであり、むしろ正常化の側面があるのではないか。

間接金融がバブルの後遺症を引きずる一方、直接金融市場は整備の途上という移行期であるがゆえに、金融政策の波及メカニズムが弱まっているのではないか。

金融機関が中期的な資本収益率の向上を重要な経営目標とし、その結果として融資基準を厳しくしている面があることについては、その基本的な流れを押しとどめるべきではないとの割り切りでよいか。

企業の日本的経営が崩れて、資本収益率や投資収益率を基軸としつつ自己責任原則が貫徹されていけば、中小企業を中心に企業の整理淘汰が進むと考えられるが、市場原理と秩序のバランスはどう考えたらよいか。

こうした諸問題については、ある委員から、金融構造を巡る議論としては重要な論点を多く含んでいるが、それらと金融政策運営に関する判断とは、基本的には分けて考える必要があるとの指摘があった。ただ、このように金融システムや金融構造の過渡期にあって、短期的に金融不安が高まり、市場金利が全般に上昇するような局面では、金融政策運営においても十分な配慮が必要という見方が概ね共有された。

以上の検討の結果、当面の金融政策運営の基本的なスタンスについては、現状維持が適当という見方で委員の意見が一致した。なお、その際、ある委員から、「現状維持」の範囲において、オーバーナイト金利がなるべく低水準で推移することが望ましいとの意見が出された。

また、別の委員から、仮に将来一段の金融緩和を行うような状況においては、公定歩合やコールレートを一段引き下げるという従来の方法だけではなく、併せてマネタリーベース等の量的金融指標を目標にするといった方法も、場合によっては使い得る手段として、検討してみる余地があるとの見解が示された。こうした問題意識に同調する委員もあったが、別の委員からは、諸外国の経験等では、そうした金融政策運営が必ずしも十分な成果を挙げていないのではないかとの指摘もあった。

最後に、経済企画庁調整局長から、午前中の経済企画庁長官の発言を補足する形で、昨年11月18日に政府が打ち出した「21世紀を切り開く緊急経済対策」に基づく各種の規制緩和、構造政策に関する法案のほとんどについて、国会審議が始まる段階となっており、5～6月に法案が可決されれば、本年度後半以降における企業活動の活発化、ひいては景気の回復に資するとの説明があった。

・採決

以上の検討の結果、次回金融政策決定会合までの金融政策運営については、現状の金融緩和姿勢を維持し、その効果がターム物金利を含め市場心理の安定に引き続き好影響を与えることを促しつつ、財政面からの景気対策の具体的内容やその効果も含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを踏まえ、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた(政府からの出席者は採決時退席)。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員

後藤委員、武富委員、三木委員

中原委員、篠塚委員、植田委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

最後に、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4月13日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 10 年 4 月 9 日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した(全員一致)。

以 上

(98 年 4 月 24 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 4 月 24 日 (9:00 ~ 13:00)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 中村正三郎 政務次官
経済企画庁 新保生二 調査局長

(執行部からの報告者)

理事	永島 旭
理事	米澤潤一
金融市場局長	山下 泉
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之
企画室企画第 1 課長	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室	渡部 訓
企画室調査役	門間一夫

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（3月26日）の議事要旨が、全員一致で承認され、4月30日に公表することとされた。

. 政府からの出席者の発言

政府からの出席者として会合に参加した中村正三郎大蔵政務次官より、骨子以下のような発言があった。

大蔵省では、景気の現状について、「停滞しており一層の厳しさを増している」と判断しており、日本銀行の見方と一致している。ただ、企業家のマインドが現在冷え込んでおり、いつ底を打って立ち上がるかという微妙な局面にあるので、大蔵省では「下押し圧力が強い」といったような表現は用いないようにしている。

つい先刻（4月24日早朝）、財政構造改革会議は、特例公債発行枠について「経済活動の著しい停滞」等を条件とした弾力化を可能とする措置を講ずること、財政健全化目標（財政赤字の対名目GDP比率3%、特例公債の発行額ゼロ）を2003年度から2005年度に延期すること、社会保障関係費の上限枠を99年度に限って例外扱いとすること、を柱とする「財政構造改革法の弾力化等について」を決定した。

貸し渋りに対しても、政府は様々な措置を講じており、日本銀行においても、円滑かつ的確な資金供給により金融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めることが重要である。

新保生二経済企画庁調査局長からは、当日夕刻に発表が予定されている総合経済対策の基本的な考え方や、最近経済企画庁から公表された経済指標について、骨子以下のような説明があった。

総合経済対策の詳細については現時点でなお検討中であるが、基本的な考え方は、社会資本整備や減税による内需の拡大、経済構造改革の強力な推進、不良債権処理の促進、の3つである。

消費動向調査によれば、家計のマインドを表す消費者態度指数が、雇用に関する見方を中心に12月に大幅に悪化した後、3月は少し回復した。ただ、消費者マインドがはっきりと明るくなり始めたとは言えない。

法人企業動向調査によれば、98年度の設備投資計画は、既に公表されている短観等と同様、製造業を中心に低調な計画となっている。先行きの動きを四半期単位でみると、1～3月、4～6月と減少の後、7～9月は若干プラスの計画となっている。もっとも、銀行の貸出態度は4月以降も厳しい状態が続いており、この影響を注視していく必要がある。

・ 執行部からの報告の概要

1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合(4月9日)で決定された方針(無担保コールレート<オーバーナイト物>を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す)に沿って運営した。細かくみれば、一部の先で資金繰りが一時的にタイト化し、コールレートに上昇圧力がかかる局面もみられたが、4月15日で終わる積み期間中の平均で見れば、オーバーナイト・レートは0.43%で着地した。当面は、特段大きな資金過不足のない状況が続くが、市場の地合いを確かめながら、CPオペ、レポオペによる資金供給、売出手形オペによる資金吸収を使い分けつつ、弾力的な調節を行っていく方針である。

この間、ターム物金利は緩やかに低下し、ユーロ円3か月物はこのところ0.7%程度となっている。これは、昨年秋以前に比べれば信用リスクがなお強く意識された水準ではあるが、一頃の混乱状態は終息し市場は正常化してきた。日本銀行の金融調節においても、必要な資金供給は通常の調節手段で十分にまかなえる状況になってきており、昨年11月以降の混乱に対処すべく復活させていた調節貸出(2月下旬ピーク時残高1.5兆円)は、4月22日をもって全額回収した。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

前回会合以降、円の対米ドル相場は、市場介入で一旦127円となったあと、127～132円の中でどちらかと言えば円安方向で推移したが、ごく最近は、介入警戒感や総合経済対策への期待の高まりなどを反映して、129円台まで戻している。円の対ドイツマルク相場は、通貨統合へ向けた短期金利収斂への思惑からドイツの金利引き上げ観測が台頭していることなどを背景に、総じて軟調に推移した。この間、東アジア諸国の通貨は、前回会合以降、全体として幾分改善し、落ち着きを取り戻しつつある。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、第1四半期のデータがほぼ出揃ったが、自動車、住宅などの家計支出を中心に、なお力強い拡大が続いていることが窺われる。こうしたもとで、株価は、第1四半期の企業収益が予想に比べて良好であったことや、金融機関の大型合併等が好感されて上昇しており、長期金利も若干ながら上昇している。また、マネーサプライは、銀行貸出が不動産関連を中心に増加していることなどを反映して伸びを高めている。こうした株価、不動産価格やマネーサプライの状況等を受けて、米国外での論調を中心に、米国経済に資産バブルの萌芽がみられるとの見方が出ているが、他方米国内では、生産性上昇に着目したニューエコノミー論も根強い。当面、米国経済については、アップサイド・リスクが勝っているようにみられるが、東アジア経済の影響が今後どの程度顕在化するかが注目される。

欧州については、ドイツの景気回復が緩やかなものにとどまる一方、フランスの景気回復はより明確化してきている。ただ、両国とも物価は落ち着いている。英国では、景気が堅調を持続するもとで、物価がインフレーション・ターゲットを若干上回っているが、マネーサプライや小売売上高には減速の兆しもみられ始めている。

東アジア諸国をみると、韓国、タイで、IMFプログラムの着実な実行に対して市場の信認が回復しつつあり、海外資金が戻り始めている。しかし、実体経済面では、内需の減速と輸出の伸び悩みが続いている。中国では、内外需とも増勢鈍化の兆しがみられる。

3 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降に発表された各種経済指標等は、前回会合における「経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある」との判断を裏付ける内容であった。

具体的にみると、実質貿易収支が、アジアの経済調整の影響から1～3月は減少となった。設備投資関連では、企業収益の悪化等を反映して、機械受注が製造業を中心に減少傾向となっているほか、最近の企業アンケート調査によれば、今年度の設備投資計画も、短観等と同様にやや弱いものとなっている。また、別のアンケート調査では、企業の期待成長率が昨年に比べて低下しており、これが設備投資等にもどのように影響してくるかについては注意が必要である。他方、家計支出関連では、一部の指標や、4月入り後の業界ヒアリング情報などに、多少明るい材料もないわけではないが、いずれも変化の決め手になるような材料ではなく、現段階では個人消費が底を打ったとは断定できない。

こうした最終需要のもとで、在庫は引き続き高水準にあり、4～6月は自動車を中心に一段の減産強化となる見通しである。

このように、当面、生産・所得・支出を巡る循環は引き続きマイナス方向に働くとみられる。しかし、今夕発表される予定の総合経済対策が、これまでに明らかになっている規模や骨格からみて、夏場以降、経済の「下押し圧力」を押しとどめる方向に働くことが期待される。

(2) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場では、ターム物金利やジャパン・プレミアムは、4月初の海外格付け機関による日本国債の格付け見直し下方修正の報道を受けて一時上昇したが、その後は再び低下傾向を辿り、最近は3月下旬並みの水準で総じて安定的に推移している。ただし、昨年秋以前に比べれば、なお幾分高い水準にあり、信用リスクに関するプレミアムが残存している状況にある。

長期国債利回りや株価は、政府による総合経済対策の骨格発表後、むしろ軟化している。すなわち、長期国債利回りは過去最低水準で、また日経平均株価は1万5千円台後半で、それぞれ推移しており、これらを見る限り、市場の景況感には目立った改善の動きはみられていない。

量的金融指標をみると、3月のマネーサプライは、期末にかけて民間金融機関貸出が減少したことや、投信等からの資金シフトが沈静化してきていることなどから、幾分伸び率を低めた。3月の民間金融機関貸出は、期末の自己資本比率を意識した資産圧縮から、上位業態を中心に前年比マイナス幅が拡大した。一方、CPの発行は引き続き増加した。こうした動きを全体としてみると、公的資金の導入を含む金融システム安定化策の具体化等によって、一頃懸念されたほどの大幅な信用収縮は何とか避けられたが、中小企業などを中心に、企業によっては厳しい資金調達環境が続いているとみられる。これらが実体経済に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

まず、金融経済情勢の現状および先行きについて、前回会合（4月9日）以降の追加的な材料を踏まえ、前回会合における判断を修正すべき部分があるかどうかという観点から、討議が行われた。

輸出については、3月の通関統計などを踏まえ、減少傾向にあるとの認識が確認された。ある委員からは、素材関連のアジア向け輸出が本年入り後急速に減少している事実が指摘されたうえで、アジア経済の調整は数年にわたり長引くのではないかとの懸念が示された。また、別の委員からは、わが国の貿易は輸出だけでなく輸入も減少しており、わが国を含めたアジア全体で、いわば縮小均衡的な動きになっているのではないかとの指摘があった。

内需については、とくに設備投資が減少傾向に転じていることが、多くの委員から注目された。ある委員からは、設備投資に対する先行指標として、普通トラックの販売がかつてない落ち込みを示していることや、これまで堅調を続けてきた一般機械（とりわけ工作機械）の受注がここへきて減少に転じていることが指摘された。また、別の委員からは、製造業がバブル崩壊後の3～4年間にリストラおよび投資調整を進め、これが基本的な背景となって95～97年には設備投資がある程度回復したが、調整の遅れた非製造業（とりわけ金融、不動産、建設）が現在リストラの最盛期を迎えており、これが設備投資全体を再び弱くしている面があるとの認識が示された。さらに同じ委員から、

折悪しく表面化したアジア経済の調整深化が、リストラで一旦立ち直った製造業に対しても、もう一段の調整圧力を加えつつあるとの懸念が表明された。

家計支出については、多くの委員から言及があったが、全体としては、消費者マインドに下げ止まりの兆しがみられるとはいえ、これが明確な底打ちとなるかどうかについては慎重に見極めていくべきとの見解が多かった。具体的には、以下のような発言があった。

12月に大きく落ち込んだ消費者態度指数が、3月は幾分回復したことなどからみて、消費性向の急速な低下には歯止めがかかってきた可能性がある。しかし、現時点ではそれも仄かな明るさ以上のものではなく、総合経済対策に対する消費者の反応等を見極めていく必要がある。

個人消費はここ数か月、主に消費性向の低下によって急速に悪化した。雇用が減少しそれがさらに個人消費を押し下げるという第2段階の調整が本格化するリスクは、総合経済対策への期待もあって差し当たり回避されているように見える。しかし、個人消費が改善に向かうかどうかはまだ不透明である。

家計支出の低迷は、金融システム問題とも関連した雇用不安や、高齢化社会へ向けての老後不安、といった将来への不安による面が大きい。例えば住宅投資の内訳をみると、金融業や証券業に従事する者の住宅購入意欲がとりわけ弱い。これはこれらの業界で雇用不安が大きいことと関係が深いのではないかと見られる。

わが国の雇用形態をみると、週当たり労働時間が35時間未満の労働者のウエイトが約2割に達するなど、女性を中心に非正規雇用の割合がかなり高くなってきている。確かに、正規雇用については急速な調整は起こりにくいかもしれないが、非正規雇用については大幅な調整に晒される可能性があり、その割合が高まっていることは念頭に置いておく必要がある。

物価については、ある委員から、現在の国内卸売物価の低下は海外市況の下落に起因する面が大きく、国内物価と企業や家計の支出とが相互に影響し合って弱まるといった内生的な悪循環には、今のところ陥ってはいないとの見解が示された。しかし、その委員も含めた複数の委員から、内需の低迷を背景に物価全般がじわじわ軟化している側

面にも、十分な注意を払うべきとの指摘があった。そのうち一名の委員からは、個人消費の低迷を背景にした流通末端段階での販価下落の影響が川上産業へも波及してきており、製造業の収益が大きく圧迫される要因になりかねないとの懸念が強調された。

また、国内卸売物価は前年比2%程度の下落になっており、これを用いて計算すると、国債の利回りでさえも実質金利は3.5%とかなり高く、これが企業の投資を阻害する要因になっているとの意見もあった。別の委員からは、預金者の立場からみれば、消費者物価上昇率を勘案した実質預金金利はこのところやや上昇しているとの指摘があった。こうした実質預金金利上昇のインプリケーションについて、その委員は、外為法改正による金融ビッグバンの開始とも相俟って、家計が金融資産選好を強める可能性もありうるので、家計支出への影響には注意を要するとの見解を示した。

以上を総括して、景気の現状については、前回会合以降判明した追加的な材料は、前回会合時の見方を裏付ける内容のものが多く、したがって、「経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある」という判断を、変更する必要はないとの意見が大勢を占めた。ただ、ある委員からは、97年度補正予算の執行等から地方では公共事業の減少に歯止めがかかってきたところもあるが、製造業の生産・在庫動向全体からみると、状況は前回会合時よりもむしろ悪化しており、経済が4～6月に後退色を強めることは不可避との見方が示された。

次に、景気の先行きについては、総合経済対策の効果をどうみるかという点に、議論がかなり集まった^(注)。具体的には、以下のような見解が述べられた。

(注)本討議は、それまでに報道で伝えられていた総合経済対策の大枠(総額16兆円強、公共投資6兆円、特別減税4兆円<99年分を含む>、政策減税数千億円など)を念頭に置いて進められた。なお政府からは、本決定会合当日の夜に総合経済対策の内容が発表された。

16兆円もの規模の対策を打てば、経済がデフレ・スパイラルに陥ることはくい止められると思われる。しかし、対策をきっかけに経済全体に好循環が働くところまで行けるかどうかは、単に対策の規模だけでなく、家計や企業が先行きを展望しやすくなるような内容であるかどうかにかかっている。

対策には民間経済の下方圧力を押しとどめる効果は期待できるが、構造調整圧力の強い民間経済を上向かせるだけの力を持つかどうかは慎重に見極める必要がある。

株式・債券市場が経済対策関連の報道に反応薄であることや、先般の短観でも実態的な計数以上に業況判断が悪化していたことを想起すると、市場や家計・企業のマインドにとっては、足許や目先の需要がどうであるかよりも、中長期的な経済見通しが重要である可能性がある。

在庫調整が問題で、製造業はこの4～6月から思い切った減産に踏み切っているが、これによって夏までにはかなり調整が進み、対策関連の需要にうまくつながっていくことを期待している。

90年代前半に打たれた経済対策は、民間経済の強い構造調整圧力やストック調整圧力に吸収され、効果が顕在化しなかった。現在は、民間経済に当時のような大きな調整圧力がかかっているわけではないという意味で、対策の効果を期待できる条件が一応満たされている。ただし、95年の対策が発動された局面との比較で見れば、民間の設備投資が調整局面に入りつつあることや、金融機関の融資姿勢が慎重であることなど、注意すべき点も多い。

米国経済が90年代初のリセッションから回復する過程においては、不動産の流動化がきわめて重要な役割を果たした。わが国においても、今回の対策の中に不動産の流動化の促進につながる諸施策が盛り込まれたことの意義は大きく、その効果が発現することを期待したい。

経済対策に対する評価を含め、景気の現状や先行きに関する以上の検討を総合すると、実体経済面では前回会合以降目立った変化がなく、マイナス方向へのモメンタムが引き続き働いていること、この間金融システム不安は一頃よりも和らいでいるとはいえ、なお根強く続いているとみられること、そうしたもとで打ち出される総合経済対策は、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るのを押しとどめる効果を持つことが期待できるが、民間経済中心の自律的な景気回復につながるかどうかについては現時点では明確でない、というのが委員の概ね一致した認識であった。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

まず、金利の引き上げについては、総合経済対策によって景気が回復に向かうかどうか見極めがつかない現段階においては、選択肢になり得ないという点で、委員の意見の一致をみた。

一方、金利の引き下げについては、既に金利が極めて低い水準にあることから、どのような金融経済情勢のもとで一段の金融緩和に踏み切るか、また一段の金融緩和を行った場合の効果をどうみるかなどについて、慎重に検討する必要があるという趣旨の意見が多く出された。ある委員からは、総合経済対策によって今後総需要が増加してくれば、自然体では金利に上昇圧力がかかることになるので、そうした局面に向かって金利を一定に据え置くこと自体が、実質的には金融面からのサポートを強めることになるとの見解が示された。また、別の委員からは、現状程度の金融緩和を維持することが、家計マインドと企業マインドの両方にちょうどバランスのよい支援を提供することになるのではないかと、といった見方が述べられた。

他方、ある委員からは、政府の総合経済対策の効果を金融面からサポートする観点、金融機関の融資対応力を高める観点などを踏まえると、金融面から何らかの対応を考えていくことも検討すべきではないかとの見解が示された。

こうした金融機関の融資対応力等を巡る問題については、多くの委員から、金融機関の融資姿勢が3月期末を越えた後も慎重であることなどを踏まえ、金融システムの弱さや、その強化の必要性があることを確認する意見が出された。具体的には、次のような指摘があった。

広義流動性の増加率が、昨年の3.5%程度から最近は3%程度まで落ちてきているが、信用乗数(= $M2 + CD$ をベースマネーで除した倍率)が低下傾向を辿っていることとも併せ、信用創造力が弱まっている可能性を示唆するものとしてやや気になる動きである。

総合経済対策によって差し当たり景気が下げ止まるとしても、民間需要中心の景気回復へと移行する過程において、金融システ

ムの弱さがその障害となる可能性が懸念される。金融機関にリスクを担う力を回復させることはここ数年来の課題であるが、こうした局面においては特にその重みを増していると言える。

金融機関の融資姿勢が慎重化している点については、個々の金融機関にしてみれば、信用リスクを反映した融資基準を適用するようになってきたという意味で、むしろ正常化の過程にあるという側面も強い。しかし、ミクロ的にはこれが正しい行動であるとしても、マクロ的には望ましくない結果を生むとすれば、これをどう考えるかという問題が残る。

しかし、これらを指摘した全ての委員から、金融機関の融資姿勢や融資能力の問題自体は、金融政策によって直接解決することは難しく、それ以外の方策でこれに対処すべきであるとの見解が示された。例えば、ある委員からは、不動産や債権の流動化を促進する環境の整備や、直接金融市場の機能充実の重要性が指摘された。また別の委員からは、金融機関の融資姿勢慎重化を受けた企業金融の逼迫はもちろん重要な問題ではあるが、企業毎にかなり差のある現象であるので、社会政策面から必要に応じて対応されるべき問題であるとの意見が示された。さらに別の委員からは、金融システム安定化策の一環として用意された公的資金を、金融機関の機能回復のために如何にうまく使っていくかが、問題解決へ向けての最大のポイントであることが主張された。また、金融システム不安のもとで家計の資金が郵貯に吸収され、それが政府系金融機関へ流れるという形で公的金融シフトが生じている現実を、民間金融機関の融資対応力との関係でどう考えるかも重要なポイントである、との意見を述べる委員もあった。

こうした議論の一環として、ある委員から、金融機関の融資対応力をサポートすることを視野に入れつつ、預金準備率の引き下げもひとつの選択肢になり得るのではないかとの見方が示された。これに対しては、複数の委員から、そもそも預金準備率を引き下げれば、量的な金融の拡大を通じて金融緩和効果が生まれると考え得るのかどうか、あるいは短期金利の安定的な形成を阻害するなどの弊害がないかどうかなど、もう少し慎重に検討すべき論点があるとの意見が示された。また、数名の委員から、準備預金制度面での工夫をはじめ何かこれまでと異なる方法で金融緩和効果を狙うような場合には、これまでの金融政策との一貫性をどう考えるかという点も重要なポイントではないかとの見解が述べられた。

以上の検討の結果、最初に金融面から何らかの対応を採るべきと主張した委員を含め、結局委員全員が、当面は総合経済対策の具体的内容やそれに対する市場の反応、さらにはそれが経済にどのような形で効果を及ぼしていくかを見守りながら、これまでの金融緩和スタンスを維持するとの見方で、意見の一致をみた。なお、ある委員から、基本的な金融緩和スタンスを現状維持とすることに異論はないが、4～6月はかなり厳しい景気情勢になることも踏まえ、現状維持の範囲内でオーバーナイト金利がなるべく低水準で推移するように運営することが望ましいのではないかとこの見方が、前回に引き続き述べられた。

採決

以上の検討の結果、次回金融政策決定会合までの金融政策運営については、現状の金融緩和姿勢を維持し、総合経済対策の具体的内容やその効果を含め、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当であるという点で、概ね共通の見解に達した。

これを踏まえ、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員

後藤委員、武富委員、三木委員

中原委員、篠塚委員、植田委員

反対：なし

以上

(別 添)

平成 1 0 年 4 月 2 4 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致）。

以 上

(98 年 5 月 19 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 98 年 5 月 19 日 (9:00 ~ 11:58、12:50 ~ 16:10)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 中村正三郎 政務次官 (注)
経済企画庁 塩谷隆英 調整局長

(注) 中村政務次官は、11:27 ~ 11:58、12:50 ~ 14:03 の間、所用のため退席した。

(執行部からの報告者)

理事	永島 旭
理事	米澤潤一
理事	黒田 巖
金融市場局長	山下 泉
国際局長	杉田正博
調査統計局長	松島正之
企画室企画第 1 課長	山本謙三

(事務局)

政策委員会室長	三谷隆博
政策委員会室	渡部 訓
企画室調査役	門間一夫

I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（4月9日）の議事要旨が検討されたのち、全員一致で承認され、5月22日に公表することとされた。

． 執行部からの報告の概要

1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（4月24日）で決定された方針（無担保コールレート＜オーバーナイト物＞を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す）に沿って運営した。

具体的にみると、4月末から5月初にかけては、連休の行楽資金需要の高まりなどを受けて、オーバーナイト・レートは強含む気配を示した。こうした状況に対して、朝方の積み上幅を拡大する調節を行った結果、レートは0.45%前後で比較的安定した動きとなった。5月の連休明けには、銀行券の還流や追加的な金融緩和を巡る思惑の台頭などから、オーバーナイト・レートは一時0.4%を下回る水準まで低下したため、朝方の積み上幅をゼロとする調節や積み下調節も交えて、その安定に努めた。これらの結果、前積み期間中（4月16日～5月15日）の平均オーバーナイト・レートは、0.43%で着地した。なお、ここ2～3日は、インドネシア情勢の緊迫化からレートに再び上昇圧力がかかっているため、調節面でも積み上幅を拡大している。

当面は、特段大きな資金過不足のない状況が続くと見込まれるが、市場の地合いを確かめながら、レポオペ、CPオペ等による資金供給、売出手形オペによる資金吸収を使い分けつつ、弾力的な調節を行っていく方針である。

この間、ターム物金利は、景気指標の悪化等を背景に金融緩和を巡る思惑が台頭するもとで低下傾向を辿り、昨年11月の水準に概ね復した。

2. 為替市場、海外金融経済情勢

(1) 為替市場

円の対米ドル相場は、前回会合以降振れを伴いつつもジリ安傾向を辿り、最近では136円台と91年9月以来の円安水準になっている。これは、基本的には日米長期金利差　さらにその背後にある経済ファンダメンタルズの格差　を反映したものとみられる。また、インドネシア情勢の緊迫化に伴う東アジア通貨安や、バーミンガム・サミットで目新しい円安防止策が出されなかったことに伴う介入警戒感の後退も、円安方向に作用したものとみられる。為替市場は、1～3月の日本の経常収支黒字が対名目GDPで3%程度にまで達したことには、ほとんど注目していない。円の対ドイツマルク相場も、1マルク＝76円台と、93年2月以来の円安水準になっている。

この間、東アジア通貨は、反政府暴動が発生したインドネシアのルピアが急落したのをはじめ、全般に前回決定会合時よりも下落している。この結果、円の実効レートをみると、対米ドル、対ドイツマルク等の円安が、対東アジア通貨での円高と概ね相殺し合い、横這い圏内の動きとなっている。なお、最近ではロシア・ルーブルが急落している。

(2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、外需が悪化しているが、家計支出を中心に内需の堅調が続いており、第1四半期の実質成長率は年率4.2%を記録するなど、減速の兆しは現れていない。第2四半期は、外需の悪化傾向持続、第1四半期に増加した在庫の取り崩し、設備投資の減速等を背景に、実質成長率が2%台に低下するとの見方が今のところ多い。雇用面での指標は総じて強く、失業率は4.3%と低い水準にある。こうしたもとでも、物価は、全体として落ち着いた基調を続けている。この間、マネーサプライは、銀行貸出の増加や活発な株式取引等を反映して、伸びをさらに高めている。株価の上昇については、米国外からはその行き過ぎを警戒する声が強いが、米国内では、生産性上昇等に立脚してこれを正当化する議論も依然根強い。

欧州経済の動向をみると、ドイツでは、緩やかながら景気の回復が続いている。フランスでも、個人消費や生産面を中心に、景気は引き続き回復基調にある。英国では、外需や個人消費を中心に景気減速の兆しがみられるが、失業率の低下や賃金の上昇等が続いており、労働

需給は依然逼迫している。こうした状況を背景に、一時後退していた利上げ観測が再び台頭しつつある。

東アジア経済は、引き続き調整局面にある。タイや韓国では、為替相場下落の影響等から、輸出が漸く少しずつ回復しており、経常収支が改善しつつある。しかし、そうしたところへ、インドネシア情勢の悪化が生じた。インドネシアについては、当面6月末までにIMF融資継続の条件(エネルギー価格の引き上げなど)が満たされるのか、また暴動が経済活動に与える影響はどうかなど、懸念材料が多い。その近隣諸国への影響については見方が分かれているが、インドネシア向け債権や投資残高が多い韓国への影響などが注目されている。この間、中国の経済は引き続き減速しているが、貿易収支は黒字が続いている。

3. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、公共投資に下げ止まりの兆しがみられ、家計支出の悪化には歯止めがかかってきているとみられる。しかし、輸出はアジアの通貨・経済調整の影響などから減少しているほか、設備投資も引き続き減少傾向にある。こうした最終需要の弱さを反映して、在庫が一段と積み上がっており、生産は減少を続けている。この結果、企業収益が悪化しており、雇用・所得面の悪化も顕著になってきている。このように、生産・所得・支出を巡る循環は、マイナス方向へのモメンタムが働いており、引き続き経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある。

先行きについてみると、設備投資が引き続き調整局面にあると見込まれることなどから、民間最終需要に当面目立った回復は見込みにくく、広汎な業種で在庫調整が継続され、企業収益への圧迫が続くものと考えられる。しかし一方、政府によって総事業規模16兆円を超える総合経済対策が決定され、対策を実施するための補正予算等が国会に提出されている。これが成立すれば、夏場から年度後半にかけて段々と効果が顕在化すると見込まれ、景気の下押し圧力に歯止めが掛かることが期待される。因みに、今回の総合経済対策は、定量的評価が難しい土地・債権流動化策や中小企業対策、雇用対策等を除いて考えても、98年度中のGDPを1%台前半程度の幅で押し上げるとの試算が

可能である。もっとも、これが企業や家計のコンフィデンスを回復させ、民間経済主導の自律的回復につながっていくかどうかは、現時点では判断し難い。

物価については、国内需給ギャップ拡大による内生的な低下圧力を背景に、当面は軟調に推移する可能性が高い。しかし、総合経済対策が実行に移されていく中で、98年度後半には需給ギャップの拡大に徐々に歯止めがかかるとみられるため、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクは、対策が決定される以前に比べて小さくなっていると考えられる。

(2) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場におけるターム物金利は4月下旬以降軟化傾向を強め、現在は0.6%程度と昨年11月半ば以前の水準にかなり近づいてきている。長期金利についても、国債と民間債の利回り格差は昨年秋以降拡大したままの状態が続いているが、国債利回りが一段と低下していることに伴い、民間債利回りを含めた長期金利全般の水準が低下してきている。この間、株価も、4月半ば以降軟化傾向を辿っている。これらの動きからは、市場において一旦強まった信用リスクへの警戒感はほとんど変化していない一方、景況感の改善がみられないもとで追加的な金融緩和期待も一部に出てきていることが窺われる。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出(5業態、平残ベース)は、4月はマイナス幅をさらに拡大させた。こうした平残ベースでの落ち込みには、3月期末に多額の貸出金償却や貸出残高の圧縮が行われたことも影響しているとみられるが、この点を踏まえても、民間銀行貸出が依然低調であることに変わりはない。これには、民間銀行が、中期的な収益性・健全性の向上といった課題を抱えながら慎重な融資姿勢を維持していることや、実体経済活動に基づく資金需要が一段と減退してきていることが影響しているように窺われる。資本市場調達等を含めた民間企業の資金調達全体をみても、増加テンポがかなり鈍化してきており、こうした状況のもとで、マネーサプライの伸びも低下してきている。また、信用力の相違に伴う金利格差が引き続き大きいことなどからみて、中小企業を中心に、企業によっては厳しい資金調達環境が続く可能性が高く、その実体経済に与える影響については今後も注意深く点検していく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気の現状についての討議では、昨年秋以降急速に落ち込んだ個人消費の動向や、それに密接にかかわる雇用・所得環境の動向をどう評価するかが、ひとつの焦点となった。全体としては、個人消費の悪化に歯止めがかかってきたことを示唆する材料もあるが、反面、不確実な要素も少なくなく、とりわけ最近の雇用・所得環境の悪化を踏まえると、家計支出の動向についてはなお慎重に評価しておくべきとの見方がほとんどであった。具体的には、次のような意見があった。

個人消費関連の諸指標の動きからみると、まだ不安定な面が大きいが、一方的に低下していくことにはならないという点は、確認されつつあるのではないか。

3月の諸指標をみると、個人消費の急速な悪化には歯止めがかかった兆しがある。ただ、4月の指標では、その点が再び不明確になった。また、雇用・所得環境が顕著に悪化していることを踏まえると、マインド面を含め、家計支出の動きは引き続き注意を要する状況にある。

97年春以降における個人消費の悪化の背景は、消費税率引き上げなどによる所得分配面の変化、金融システム不安によるマインドの悪化、雇用・所得面に関連する先行き不安、という3段階に整理することができる。現在はこの3段階目に入っているだけにやや心配な動きである。

製造業の生産水準は、素材産業を中心に大きく落ち込んでいる。これまでは、円安の効果等も含め輸出で利益を出してきたが、さらに輸出を伸ばすのは難しくなっている。そうした状況のもとで、再びリストラが強化されていくのかどうか、その結果として常用雇用にまで大きな調整圧力が及んでいくのかどうか、注意深くみるべき段階にあるように思われる。

在庫調整は本年度一杯かかる可能性があり、この点を勘案すると、失業率は向こう1～2年にわたり上昇を続け、ピーク時には4.5～5%程度を超える恐れもあるのではないか。

最近における雇用情勢の悪化には、経済活動全般の停滞が雇

用に及んでいるという循環的な側面と、より中期的な産業調整に伴って特定の業種（金融、建設等）での雇用調整圧力が顕在化しているという構造的な側面とがあり、後者についてどのぐらいの期間で一巡してくるかが一つのポイントである。

共働き世帯の女性の半数はパート労働者であるが、そこに現在大きな調整圧力がかかっていて、家庭の主婦が財布の紐を締めているものとみられる。先行きが不透明な中では、常用雇用は増加しにくいとみられるため、裁量労働制や人材派遣等、より柔軟な形態での雇用確保の基盤を整備することが重要と考えられる。

その他の最終需要については、輸出や設備投資が減少している点について、数名の委員から言及があった。こうした最終需要のもとで、在庫の積み上がりと生産の減少が続いており、生産・所得・支出を巡る循環がマイナス方向に働いていること、したがって経済活動全般に対する下押し圧力の強い状況が続いていることについて、委員の認識は概ね共通であった。

こうした景気の下押し圧力に関連して、ある委員から、景気一致指数をみると、97年5月頃の山を100として現在は91～92の水準となっており、これは91年2月を山とするバブル崩壊直後の調整局面とほぼ同様の急激な落ち方であることに、注意しておく必要があるとの指摘がなされた。また、他の複数の委員から、現時点で景気底入れの兆しがみえているとは言い難いという趣旨の発言があった。

景気の先行きについては、前回会合（4月24日）以降に正式に公表された総合経済対策の規模や内容を踏まえて、討議が行われた。

多くの委員から、今回の総合経済対策は過去最大の規模を有しており、補正予算等の必要な手当てが順調に進めば、夏場頃からその効果が現れ始め、景気の下押し圧力に歯止めが掛かることを期待してよいのではないかといった趣旨の意見が述べられた。具体的にみると、ある委員からは、現在の在庫水準等からみると夏場頃までは明るい経済指標が出てくる可能性は低いが、総合経済対策が実施に移されれば、公共投資の影響が及びやすい業種を中心に、秋口には景況の悪化に歯止め感が出てくるのではないかと見方が示された。別の委員からは、4～6月の生産は大きく落ち込むが、夏場には経済対策の効果が出始めることを考えると、落ち込みの動きはそこでとまるとの見解が示された。もう一人の委員からは、97年度後半にかなり大きな最終需要の

減退があり、生産・所得の減退を通じた第2段階の需要収縮が現在生じつつあると考えられるが、通常は第2段階の収縮は第1段階よりもマイナス幅が小さく、ちょうどそこへ経済対策の効果が出てくることになるので、当面の経済について悲観的にみる必要はないとの意見が述べられた。さらに別の委員からは、土地・債権の流動化策等定量化の難しいものは勘案しないなど控えめな前提を置いても、総合経済対策の効果は常識的にみて大きいものであり、景気は向こう2～3四半期内に底を打って緩やかな回復に向かうことが一応想定できるとの見方が示された。

ただ、その一方で、経済対策によって景気の下押し圧力に歯止めがかかっても、その後経済が民間需要主導の自律的な回復過程に復するかどうかは、現時点では見極め難いという点で、委員の意見の一致をみた。すなわち、ある委員からは、97年秋頃から設備投資が調整局面に入ったとみられることや、最近における雇用情勢の一層の悪化等を踏まえると、景気対策が民間需要を大きく動かすに至るかどうかについて、楽観的にはなれないとの意見が述べられた。別の委員からは、そもそも現局面を中長期的な視点からみると、91年2月を山とする10年単位の設備投資循環の下降局面にあり、現在30兆円程度のデフレギャップが存在しているとの試算が可能であることも考え併せると、16兆円の需要対策で果たして持続的な景気回復につながるかどうかは確信が持てないという見方も示された。また、数名の委員から、現在の民間需要の弱さは経済の長期的な先行きに対する悲観的な見方に起因している面があると考えられること、したがって民間需要主導の回復へ移行していくための条件として、税制や社会保障制度、および不良債権問題に関する適切な施策が打たれる必要があることなどが述べられた。さらに、総合経済対策が実施されてもなお残るリスク・ファクターとして、アジア経済の調整の長期化が、家計のマインドや金融機関の不良債権増加など様々なルートを通じて日本経済に及ぼしうる悪影響について、複数の委員から指摘があった。

また、総合経済対策の効果が発現化するまでの間に経済にさらなる下押し圧力がかかるリスクについても、言及がみられた。具体的には、ある委員から、総合経済対策が株式市場で評価されていない理由について複数の仮説を考えることができるが(後述)、いかなる仮説を採用にせよ、株価の低迷自体が実体経済に悪影響を及ぼすリスクを、無視することはできないとの懸念が示された。同じ委員からは、金融システムは基本的に脆弱な状態が続いており、このままの状態では何らか

の大きなショックが生じた場合には、市場が再び動揺するリスクがあるのではないかとの指摘もあった。

物価動向を踏まえ、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクをどうみるかについても議論が行われた。ある委員からは、景気がかなりのスピードで落ち込んできていることや、卸売物価の下落傾向、さらには最近のマネーサプライの伸び率低下等からみると、経済は先行き古典的なデフレ・スパイラルに陥るか、場合によっては現在既に陥っている可能性も否定できないとの見解が示された。また、もう一人の委員から、95年の物価下落が大きな内外価格差のもとでのコストダウンや新商品開発によるものであったと考えられるのに対し、最近の物価下落は主に需給の悪化によるものとみられ、企業収益も悪化していることを勘案すると、現在デフレ・スパイラルの入り口ぐらいには立っているのではないかとの意見が述べられた。企業収益について、その委員からは、これまでに判明している357社の97年度当期利益が前年比3割もの減少となっている点を踏まえると、環境が一段と厳しい98年度上期はさらに悪い結果が予想されること、そこから類推すると3月短観における98年度の収益予想は楽観的過ぎることなどの見解が述べられた。

しかし、他の大多数の委員からは、総合経済対策が決定されたことにより、経済が先行きデフレ・スパイラルに陥るリスクは小さくなったという点にウェイトを置いた見解が述べられた。具体的には、ある委員から、国内卸売物価や、消費者物価の中の商品価格の下落傾向には、国際商品市況の下落に加えて国内需給ギャップが大きいことも作用しているが、総合経済対策によって需給のさらなる悪化が止まるため、デフレ・スパイラルに陥ることは何とか回避されるのではないかとの意見が出された。別の委員からも、需給ギャップが今後2～3か月で目立って改善することはないが、総合経済対策の手触り感が出てくれば先行きに対する人々の見方が変化し、デフレ・スパイラル入りは回避可能との見解が示された。さらにもう一人の委員からは、98年度の売上高経常利益率は過去の平均並みを確保するという3月短観の見通しに立脚すれば 先ほど指摘があったようにこの見通し自体が楽観的に過ぎるのかどうかには注意をする必要があるが、現在の物価下落傾向が本当のデフレ・スパイラルに転化していくことにはならないのではないかとの意見が述べられた。

もっとも、これらの委員も含め、物価は当面軟調傾向を続ける可能性が高いだけに十分に注意してみていく必要があるとの認識は、概ね

共通であった。ある委員からは、物価下落のうち輸入物価の下落に起因する部分は企業収益にとってはプラスという考え方もあるが、国際商品市況の下落自体、わが国を含むアジア経済全体の需給悪化を反映したものであることに注意しておく必要があるとの指摘があった。また同じ委員から、電気機器の価格下落は生産性上昇を反映したものと解釈されることが多いが、最近の動きについては生産性上昇の裏付けが必ずしも明らかではなく、需要低迷による面も大きいのではないかとこの見方も述べられた。

なお、デフレ・スパイラルの特徴の一つは、名目金利の低下余地が乏しい中で物価が下落し、実質金利の上昇に歯止めがかからなくなる点であるが、そうした観点から現在の実質金利をどうみるかについても意見が交わされた。ある委員からは、消費者物価上昇率を用いて計算した実質金利をみると、消費者物価上昇率の低下傾向に伴ってこのところ幾分上昇しているが、92～93年頃に比べれば水準としてはまだ低いとの指摘があった。これに対して、別の委員からは、実質金利の計測は本来先行きのインフレ率に対する人々の予測を用いるべきであり、その場合上下1%程度の計測誤差が十分生じうることを考慮すべきとの見解が示された。この点を踏まえて、同じ委員から、人々の予測するインフレ率が低下した場合、名目金利水準が未だ高かった92～93年当時は金利引き下げによって実質金利の上昇を抑える余地があったのに対し、現在は名目金利がゼロに近く引き下げ余地に乏しいため、実質金利が上昇していくリスクは現在の方が大きいとの主張がなされた。

金融市況の動きについては、総合経済対策の発表後も長期金利や株価が総じて低迷を続けていることに、委員の関心が集まった。総合経済対策に対してこれまでのところ株価の反応が弱い理由について、ある委員から次のような、ありうべき3つの仮説が示された。

市場は、経済対策の内容をまだ十分消化しておらず、差し当たり現在出てきている弱い経済指標に目を奪われている。

市場は、公共事業を中心とするケインズ・タイプの経済対策にはもはや効果はないと評価している。

市場は、経済対策自体にはそれ相応の効果があるとみているが、その対策効果が出尽くした後の先行きの日本経済について、弱いとみている。

その委員は、仮に仮説 が正しければ、今後経済指標面に良い材料が出てきさえすれば株価は上昇するということになるが、実際にはこ

れら ~ が全て混ざり合っている可能性が高いとの見方を示した。また、別の委員からは、日経平均はピーク 3 万 9 千円弱からボトム時は 1 万 4 千円台まで下落したが、その後この下落幅の 3 分の 1 まで戻したことがほとんどないという中期的にみて弱い流れの中で、仮に今後企業倒産が大幅に増加するというようなことになれば、株価の一段の下落という悲観シナリオも完全には否定できないとの意見が述べられた。

この間、ターム物金利や長期金利が最近やや目立って低下していることについては、ある委員から、資金需要が弱いことや、市場において金融緩和が長期化するという期待が強まっていることを反映した動きであろうとの指摘があった。別の委員からは、長期金利の低下によって長短スプレッドがかなり縮小しており、これは景気に底入れの兆しが見えないもとで、市場のデフレ予想が強まっているためではないかとの見方が示された。一方、長期金利の低下が経済の弱さを反映した動きであることは間違いないが、このような市場の自律的な動き自体が景気をサポートする力を持つ面があるとの指摘を行う委員もあった。

その委員からは、為替市場において円安が進んでいることも、長期金利の低下と同様、景気下支え方向での市場の自律的な動きと評価しうるとの見解が示された。これに同調する他の委員もあった一方、別の委員から、確かに円安は日本にとってプラスであるが、他国にとってはマイナスになりうること、とりわけなお不安定な経済情勢にあるアジア諸国に対してどういう影響が及ぶかということも、念頭に置いておく必要があるとの意見が述べられた。

量的金融指標については、民間金融機関貸出やマネーサプライが、このところ弱い動きとなっていることへの言及が多くみられた。ある委員からは、マネーサプライは実体経済に対する先行指標と考えられているので、マネーサプライの伸び率低下をそのまま放置すると景気へ悪影響が及ぶのではないかと懸念が示された。別の委員からは、M2 + CD は投信から預金へのシフトインなどの動きに攪乱されていて実勢が読みにくい、そうした攪乱要因のない広義流動性でみると、伸びが昨年央頃から傾向的に低下し、さらにこの 4 月に目立って低下したのは、やや気がかりな動きであるとの意見が述べられた。また、もう一人の委員からは、そうしたマクロ的な指標もさることながら、中小企業等の資金調達環境が厳しいという資金偏在の問題にも、引き続き注意を要するとの指摘があった。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

まず、金利の引き上げについては、預金者や年金生活者等に配慮して金利を引き上げてはどうかという議論がみられることに対して、中央銀行としてはあくまでもマクロ経済の観点から政策運営を行うべきである旨の発言があった。別の委員からは、不動産、建設、金融等へのダメージや、雇用全般への影響を考えると、現在は到底利上げが可能な状況ではないとの見方が示された。さらに、利上げが資産価格へ与えるマイナスの影響や、金融システム不安の助長につながることに強い懸念を示す委員もあった。このように、現状では利上げという選択肢は採り得ないという点で、委員の認識は共通であった。

一方、金利の引き下げについては、先行きの情勢展開に応じて、引き続きオプションの一つとして検討していくとしても、現時点で利下げに踏み切ることには慎重にならざるを得ないとの点で、委員の意見が一致した。

すなわち、複数の委員から、総合経済対策が打ち出されて景気の下押し圧力に歯止めがかかる可能性が高まりつつある一方、様々なダウンサイド・リスクが残っていることも事実であるため、何らかの緊急事態が生じた場合に追加的な金融緩和で対応する余地を残しておくべきではないかとの見方が示された。また、現在はデフレ・リスクがあるとしても、その評価はもう少し時間をかけて見極めうる状況にあるとみられるとの発言もあった。やや別の観点として、複数の委員からは、ターム物金利が落ち着き、長期金利が低下してきていることから、実質的には市場においてなにがしか金融緩和と同等の効果が既にある程度生じているとみることもでき、その分、政策対応として金融緩和策を採る必要性は減じているのではないかという趣旨の意見があった。仮に金利を引き下げるとしても、98年度補正予算が成立した後で、総合経済対策が動き出すのに合わせて行うことが、金利引き下げの効果をより有効に引き出しうるとの見方も示された。さらに別の委員からは、金利の引き下げは企業部門の資金調達コスト削減に資するが、現状では家計の心理面にマイナスに働きうることに目をつける必要があるとの発言があった。

このように、少なくとも直ちに一段の利下げを行うことには慎重にならざるを得ないという議論の展開の中で、他に採り得る措置はないかという点について、いくつかの言及があった。すなわち、ある委員から、政府が大規模な総合経済対策を決定し、金融システム問題への取り組みも強化している状況に鑑みると、日本銀行としても、企業や家計のコンフィデンス回復に資することを念頭に置きつつ、例えば、預金準備率の引き下げを検討することはどうかとの見方が示された。これに対し、別の委員から、円滑な金融調節運営という観点からみて弊害を伴いかねない預金準備率の引き下げよりも、量的金融指標を増加させることを視野に入れつつ、国債買い切りオペ増額等の手段を講じることにも検討に値するのではないかとの見解が示された。これらの議論を受けて、複数の委員から、現時点で結論は出せないが、今後一段の金融緩和が必要になる場合に備えて、色々な政策オプションについて検討を深めておくことは有益かもしれないとの趣旨の発言があった。

なお、ある委員から、金融政策の基本スタンスは現状維持のままでよいが、その範囲内でオーバーナイト・レートがなるべく低水準で推移するよう、市場の反応を確かめながら促してみてもどうかとの意見もあった。

また、金融政策と密接に関わる問題として、多くの委員から、金融システム問題を早期に解決していくことの重要性が指摘された。すなわち、複数の委員から、総合経済対策の総需要創出効果が働いている間にいかに不良債権の処理が進展するかが、その後経済が自律的な回復へ移行しうるかどうかにとって大きなファクターになるという趣旨の意見が述べられた。別の委員からは、不良債権問題が残存し銀行部門の信用創造機能が弱い間は、日本銀行がいくら流動性を供給しても貸出やマネーサプライの増加にはつながりにくいこと、したがって30兆円の金融システム安定化策を如何に有効に活用していくかが重要であり、それに関連して日本銀行としてもできるだけ努力を続けていく必要があることが指摘された。別の委員からは、米国の例をみても、土地・債権の流動化は不良債権の処理を進めるうえで有効性の高い措置であり、この面でも日本銀行として可能なことは積極的に行っていく必要があるとの発言があった。また、土地・債権流動化策を資本注入策と効果的に組み合わせることなどによって、不良債権処理の環境が整っていけば、マクロの金融緩和策の効果も大きなものになりうるとの指摘もあった。

最後に、政府から出席した大蔵省中村政務次官より、骨子以下のよ
うな発言があった。

先般のバーミンガム・サミットでは、今回の総合経済対策や、
不良債権処理へ向けての政府の取り組みが、非常に高く評価さ
れた。本日の会合においても、執行部から、総事業規模16兆円
を超える総合経済対策によって景気の下押し圧力に歯止めが掛
かることが期待され、デフレ・スパイラルに陥るリスクも少なく
なったとの報告があったが、そのような評価に感謝する。

貸し渋り問題については、政府としても様々な努力を続けてい
るので、日本銀行においても、円滑かつ的確な資金供給により金
融機関の資金繰り不安感の払拭等に努めることが、引き続き重要
である。

・採決

以上の検討の結果、次回金融政策決定会合までの金融政策運営につ
いては、現状の金融緩和姿勢を維持し、総合経済対策の効果を含めて
経済面、金融面の動向を注意深く見守っていくことが適当であるとい
う点で、概ね共通の見解に達した。

これを踏まえ、議長が以下の議案をとりまとめ、採決が行われた。

議案

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみ
て公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。

採決の結果

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

・金融経済月報「基本的見解」の検討

最後に、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5月21日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

平成 1 0 年 5 月 1 9 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致）。

以 上