

( 98 年 6 月 12 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 6 月 12 日 ( 9:00 ~ 11:17、12:05 ~ 17:56 )

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	武藤敏郎	大臣官房総務審議官 ( 9:00 ~ 10:10 )
経済企画庁	栗本慎一郎	政務次官 ( 9:00 ~ 10:46 )
	尾身幸次	長 官 ( 10:50 ~ 11:17 )
	塩谷隆英	調整局長 ( 12:17 ~ 17:56 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
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
企画室調査役	柳原良太 ( 9:05 ~ 9:23 )
金融市場局調査役	後 昌司 ( 9:05 ~ 9:23 )

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（４月２４日）の議事要旨が、全員一致で承認され、  
６月１７日に公表することとされた。

### レポオペ対象先の選定基準に関する執行部提案の承認

#### 1 . 執行部からの提案内容

執行部から、金融調節の透明性を向上させる観点から、レポオペ対象先（正式には「金銭を担保とする国債の借入における借入先」）の選定基準について、概要以下のようなルールを定め、これを対外公表する旨、提案がなされた。

レポオペ対象先の選定基準は、次の通りとする（ただし、  
を満たす希望先数が、日本銀行がレポオペの円滑な実施に  
相当と認める数以下の場合は、  
による選定は行わない）。

日本銀行本店の当座預金取引先となっている金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社であること。

信用力が十分であること（＝一定の自己資本比率を有していること）。

レポ市場におけるプレゼンスが大きいこと（取引高、取引平均残高、取引先数、市場参加者への情報提供の４要素を勘案する）。

これまでレポオペ対象となってきた先については、これまでのレポオペ時における落札実績も勘案する。

レポオペ対象先には以下の役割を求め、これに著しく反した場合には、レポオペ対象先からの除外等の措置を採りうる。

オペの入札に積極的に応札すること。

正確かつ迅速に事務を処理すること。

金融政策遂行に有益な市場情報・分析を提供すること。

レポオペ対象先は原則として年１回の頻度で見直す。

なお、執行部から、国債買い切りオペ、TBオペ、CPオペについても、同様の見直しを、今年度末までを目処に順次図っていきたい旨説明が行われた。また、併せて、入札方式のオペ全般について、オペ結果に関する情報（落札レート等）の一段のディスクロージャーを進める旨、報告があった。

## 2. 委員による検討・採決

以上の執行部説明の後、各委員から意見の表明があり、ある委員からは、今回のルール改訂によって裁量の範囲が明確化され、コンプライアンス（法令遵守）の観点からみても適当との評価があった。また、複数の委員から、こうした手続きの透明化は、新日銀法の理念に沿うものであり、今後その他のオペ等についても、本件の基本的な考え方に沿って、ルールをより明確にしていくことが適当であるとの趣旨の発言があった。

採決の結果、執行部提案が全員一致で承認され、即日公表されることとなった。

## 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（5月19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、前回会合前後には、オーバーナイト・レートが一時0.5%を超えて強含む気配を示したため、積み上げ幅を拡大する金融調節を行った。その結果、その後5月末頃までは、レートは0.4%台の前半で推移した。5月末から6月初にかけては、3月決算法人の税納付等から年間最大の資金不足日となる6月3日の接近が市場で意識されたため、金融調節面でも積み上げ幅を拡大したが、オーバーナイト・レートは0.4%台の後半へと幾分強含んだ。その後、オーバーナイト・レートは、銀行株の下落などをきっかけに幾分上昇圧力がかかる場面もあったが、総じて安定的に推移した。以上の結果、今積み期間中（5月16日～6月15日）のオーバーナイト・レートは、昨日（6月11日）までの加重平均で0.44%となっている。

この間、ターム物金利は、特段の材料に乏しい中、概ね横這いで推移した。

## 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、ドル高・円安の動きが続いている。こうした動きは、基本的には日米の経済ファンダメンタルズ格差を反映したものとみられるが、東アジアやロシアの情勢悪化等から米ドルへの「安全性への逃避(flight to quality)」が生じていることや、わが国の金融機関の経営問題に対する懸念が生じていることなども、その要因として挙げられる。昨日(6月11日)から本今朝にかけては、米国高官の発言(「円の弱さは日本の経済状況を反映している」)を受けて市場における介入警戒感が薄れたことなどから、円は一段と下落し、144円台と1990年以来の円安水準となっている。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、ロシア情勢の悪化等によってマルク安となっているが、それ以上に円の対米ドル相場が下落しているため、円は対ドイツマルクでも、前回会合以降、約3円程度円安・マルク高となっている。東アジア通貨は、対米ドルでは全般に下落しており、対円では、インドネシア・ルピア、タイ・バーツが下落、その他は概ね横這いの動きとなっている。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、外需がアジア向けを中心に悪化しているが、内需は家計支出を中心に引き続き堅調であり、第1四半期の実質成長率は年率4.8%に上方修正された。もっとも、30年物米国国債の流通利回りは、アジア情勢の悪化等を背景とした「安全性への逃避(flight to quality)」の動きもあって、70年代に発行が開始されて以来の最低水準まで低下している。株価も、アジア関連株を中心にこのところやや調整局面となっている。

欧州経済の動向をみると、ドイツでは、緩やかな景気の回復が続いており、フランスでも、景気は引き続き回復基調にある。英国では、労働需給が引き続きタイトな状況となっており、こうした情勢に鑑みてイングランド銀行は、6月4日、オペレートを0.25%引き

上げて7.50%とした。

東アジアでは、経済調整が続いている。輸出は全般に伸び悩んでおり、経済成長率はいずれの国もマイナスないし下方修正を余儀なくされている。こうしたもとで、株価も、韓国、インドネシアを除き、ほぼ一貫して下落を続けている。この間、韓国、タイは、IMFプログラムを予定通り実施しており、一時プログラムが中断されたインドネシアも、海外民間銀行との債務交渉に目処がついたことで、プログラム再開の展望が拓けつつある。

ロシアについては、金融・通貨市場の動揺が経済に与える影響が懸念されており、国際的な支援の行方も含め、不透明感が強い。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

経済の現状をみると、設備投資が調整局面にあるほか、輸出は減少傾向を辿っている。個人消費の悪化には一応歯止めがかかっているが、はっきりした回復もみられていない。こうした最終需要の弱さを反映して、在庫はなお積み上がり続けており、企業は減産姿勢を強めている。この結果、企業収益が悪化しているほか、最近では失業率が急上昇するなど、雇用・所得環境の悪化が目立ってきている。物価面では、国内卸売物価が軟化を続けているほか、消費者物価も、制度要因を除いた実勢でみて、僅かながら前年水準を割り込んでいる。このように、経済の現状は、金融システム不安やアジア情勢の悪化などに端を発した最終需要の減退が、生産面や、とりわけ雇用・所得面への波及を強めている段階にある。

先行きについてみると、当面は、生産・所得・支出を巡る循環がマイナス方向に働き続けると考えられる。しかし、現在予算審議中の大規模な経済対策が速やかに実行されれば、秋口以降は、景気の下押し圧力が徐々に減衰すると見込まれる。この結果、需給ギャップの拡大にも徐々に歯止めがかかり、物価面を通じたデフレ・スパイラルも回避されると考えられる。もっとも、足許の所得環境の急速な悪化を踏まえると、これが家計・企業のコンフィデンスを損なうことなどを通じて、最終需要に追加的なショックを与えるリスクを完全に排除することはできない。仮にそうしたリスクが顕在化した場合には、経済対策の効果が減殺され、経済がデフレ・スパイラ

ルに陥ることにもなりかねない点に注意する必要がある。

## ( 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ほぼ横這い圏内で推移しており、ユーロ円金利先物も、ほぼ過去最低の水準が続いている。長期国債の流通利回りは、弱めの実体経済指標が相次いで発表されたことなどから一段と低下し、過去最低の水準を更新した。株価も回復力に乏しい展開が続いている。これら金融市場の動きからみると、市場参加者の景況感はさらに後退しているように窺われる。また、市場においては、金融緩和が長期化するとの見方がきわめて根強く、一段の金融緩和に対する思惑も一部出てきている状況と判断される。

量的金融指標をみると、マネーサプライの伸び率がこのところ低下しているほか、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といった資金供給面からの影響を受けている可能性もあるが、より基本的には、景気の停滞持続に伴って企業の資金需要が急速に落ち込んでいることを反映した動きとみられる。この間、金融機関や資本市場においては、信用リスクに対する警戒感が引き続き根強い。すなわち、信用力の高い企業は、金融機関借入、社債発行ともほぼ順便に行われている一方、信用力の相対的に低い企業は、資金量、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。このこと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

景気の現状については、雇用・所得面を中心に弱い経済指標の発表が相次いだことを踏まえて、マイナス方向の循環の力を、前回会合時よりもやや厳しめに受け止めておく必要があるといった見方が、多くの委員から出された。

まず、執行部から「悪化には一応歯止めがかかった」との評価がなされた個人消費について、もう少し慎重に判断すべきという趣旨

の見解が、複数の委員から述べられた。具体的には、ある委員から、個人消費の悪化に歯止めがかかったように見えるのは、4～5月の気温が平年より2度程度高かったという天候要因による面もあるため、その持続性には疑問があるとの見方が示された。また、別の委員からは、4月の消費性向は、固定資産税の支払い増加に伴う可処分所得の減少を反映している面もあり、実勢よりも過大に出ている可能性が高いとの指摘があった。さらに別の委員からは、確かに統計上は消費性向に回復の兆しが出てきているが、自動車の販売動向をはじめ、素材産業が直面している需要の状況等から判断する限り、個人消費を含め、国内需要全体がもう一段落ち始めている可能性があるとの見方が出された。

他方、ある委員から、個人消費は昨年末の金融システム不安等によって一旦大きく落ち込んだが、その後の雇用・所得環境の悪化がさらなる個人消費の落ち込みをもたらすような事態は差し当たり回避されているとの指摘があった。また、別の委員からは、消費性向がある程度戻ってくるのは、それまでにおける落ち込みの大きさからみれば自然な動きであり、これをもって消費者マインドの回復と判断するのは早すぎるかもしれないが、消費性向の戻りそのものがプラスの面を持っていることは素直に評価してよいとの見解が示された。

こうした個人消費に対する評価を含め、経済活動全般の現状について、前回会合時よりも総じて厳しい見方が示された。ある委員からは、減産を行ってもその間に需要も落ち、在庫調整がなかなか進まないという「逃げ水現象」が生じているため、当初4～6月がボトムと考えていた景気は、夏に向かって二番底の様相を強めるのではないかとの懸念が示された。別の委員からは、97年5月頃の景気の山を100とする景気一致指数が98年3月には89まで低下するなど、景気悪化のスピードはバブル崩壊直後の調整局面と同程度に急速なものであり、差し当たりそれが止まる気配は全く感じられないとの指摘があった。もっとも、97年度下期の企業収益の落ち方からみて、設備投資や雇用に対する調整圧力が強まることはもともと予想されていた事態であり、最近の経済情勢の悪化はこれまでの見方を大きく変えるほどのものではないとの意見を述べる委員もあった。

景気の先行きについては、以上のような現状についての厳しい認識と、今後発現することが見込まれる総合経済対策の効果とを、そ

れぞれどのように勘案して総合判断するかが、前回会合に引き続き議論の中心になった。

まず、総合経済対策の効果が発現する時期については、執行部報告通り、秋口以降ということで委員の認識は概ね共通していた。ある委員からは、もう少し具体的に、過去のパターン等を踏まえると、98年度補正予算に基づく公共事業は、8月に具体的な案件が決まり、9月に契約、したがって実際の経済活動に結びつくのは10月からになるとの見方が示された。

こうした総合経済対策の効果については、これが遅滞なく実施に移されれば、対策の規模からみて、今年度下期には景気の下押し圧力に歯止めをかけるものとなるという見方が委員の大勢を占めた。しかし、景気の現状認識が上記のとおり厳しいものであることを踏まえると、対策の効果が現れる前に民間経済がかなり弱まってしまう可能性や、それと関連して対策が自律的な景気回復につながっていかないリスクも小さくないのではないかという点を巡って、多くの委員から意見が述べられた。

具体的には、ある委員から、現在の在庫調整圧力を踏まえると、この夏の情勢はかなり厳しいものとなることが予想され、企業にとっては対策の効果が始まる秋までをどのように耐えていくかが大きな課題になるとの見解が述べられた。これに関連して、別の委員から、景気が夏場に向けてさらに落ち込んでいく可能性は排除できず、仮にそうなった場合には、92～93年と同様に財政政策の効果が民間需要の弱さに吸収されてしまっていて経済成長率が上がらない、

景気の下振れが銀行システムをさらに圧迫し信用収縮が進む、などのリスクを念頭に置かざるを得なくなるという見方が示された。このほか、景気の先行きに対する慎重な見方として、先行き9か月程度を予測する先行指標によれば本年一杯景気の回復は困難であることや、雇用関連指標の中で先行性の強い所定外労働時間が減少を続けていることなどについての指摘があった。

中長期的な視点を踏まえた見方もいくつか示された。ある委員からは、在庫調整自体は必要なプロセスであるが、調整の過程で企業倒産の増加や雇用環境のさらなる悪化などが生じうるリスクには、経済・金融の抵抗力が弱まっているだけに、十分注意する必要があるという見解が示された。別の委員からは、日本経済は90年代における各種調整の過程で既に「含み」を使い果たしており、ショックに



対して脆弱な体質になっているとの指摘もあった。また、日本経済が10年単位の調整局面にあり、労働生産性や資本効率がなお低いことを勘案すると、当面10～12月には総合経済対策の効果等から生産が緩やかに上向くとしても、大きな意味での調整圧力は今世紀末頃まで残るとの見方を示す委員もあった。

景気の先行きと密接に関連する論点として、最近の物価動向を踏まえ、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意見が交わされた。数名の委員から、前回会合と同様、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクは、総合経済対策が打ち出されたことによって、差し当たり回避されたのではないかとの判断が示された。

これに対し、他の複数の委員からは、経済対策の効果が出始める前の夏場にかけて景気がさらに大きく落ち込む場合には、デフレ的な様相が強まるリスクがあるという趣旨の指摘があった。

そうした警戒的な見方について具体的にみると、ある委員からは、このところ物価の下落のみならず、所定内賃金の増加率も急速にゼロ近傍まで低下してきており、これらに鑑みると、経済が既にデフレ・スパイラルに陥っている可能性すら完全には否定できないとの見解が示された。別の委員からは、素材業種では、経済対策の効果が出てくる秋口まで現在の販価を維持できるかどうか勝負となっているが、これが崩れ出すと価格は一斉に下落し、既に悪化している企業収益はさらにダメージを受けるとの懸念が示された。その委員からは、そうしたデフレ懸念があるというだけで、設備投資や資金調達はどんどん先送りされるとの見解が示され、物価の下落が民間の支出行動を減退させるメカニズムが働いている可能性への注意が喚起された。この間、これまでの物価の下落は原材料の国際市況下落を反映した部分が大きく、企業収益にむしろプラスとなっている面もあるとの指摘を行った委員もあったが、その委員からも、内生的な物価下押し圧力も月を逐って強まっているため、対策の効果が出てくるまでに最終需要がさらに落ち込むことがないかどうか慎重に見極めていくべきとの見解が付け加えられた。

こうした議論との関連で、当面、物価がどの程度下落しうるかについて、複数の委員から暫定的な試算の結果が紹介された。そのうち一人の委員からは、近年フィリップス・カーブ（＝失業率と物価上昇率の関係）が再び明確になってきているとの指摘がなされ、

さらに、今年度末から来年度にかけて、消費者物価の前年比が - 3 % 程度まで落ち込むこともありうるとの試算結果が示された。また、別の委員からも、フィリップス・カーブの考え方をベースにして行った何通りかの試算によれば、6 か月後における消費者物価前年比は - 3 % ~ 0 % の範囲になるとの結果が紹介された。

この間、地価については、ある委員から、一旦下げ止まりつつあった事務所賃貸料が最近再び低下し始めたことや、大規模小売店の中には賃貸料が現在の半分程度にならない限り収益を挙げるのは厳しいと感じている先もあることなどからみて、この先もう一段低下する可能性があるとの見方が示された。その委員からは、不動産の流動化は重要な施策であるが、これが短期的には地価の下落圧力を強める可能性にも注意する必要があるとの見解が述べられた。

このように、多くの委員から、物価の下落を伴うデフレ・スパイラルの可能性も含めて、景気の先行きについて下振れのリスクが指摘された。しかし同時に、それらの委員の中から、先行きを展望するうえでのプラス材料に着目する発言も述べられた。すなわち、ある委員からは、昨年来の景気の下降圧力が予想以上に強いものである可能性は否定できないが、同時に4月以降の長期金利の低下や円相場下落もかなりのマグニチュードであり、これらが経済に対して及ぼすプラスの効果にも注目すべきとの見解が述べられた。別の委員からは、景気が夏場にかけて一段と落ち込むリスクを排除することはできないが、同時に、公共投資が既に底を打ったとみられることや、消費性向が一頃よりは回復してきていることなど、景気の持ち直しにつながる材料も無いわけではないとの指摘があった。

結局、景気の先行きをどうみるかについては、経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクをどの程度念頭に置くかといった点などを巡って個々の委員の間で見解にやや相違がみられた。ただ、いずれにしても、こうした先行きのリスクに関するより明確な評価については、6月末に明らかになる短観の結果を含め、もう少し追加的な材料を待つ必要があるという認識が、委員の大勢により共有された。

なお、このように当面のダウンサイド・リスクが排除できないことや、総合経済対策がその後の自律回復へつながる道筋を明確に持ちにくいことの背後に底流している要因として、多くの委員から不良債権問題についての言及があった。

ある委員から、再び大きな金融システム不安に見舞われる恐怖を完全には払拭できないという状況のままでは、企業や家計のコンフィデンスが回復することは期待できないため、単なる延命策ではない根本的な不良債権の処理に、早急に目処をつける必要があるとの意見が述べられた。別の委員からは、総合経済対策が発表されて1か月半が経過しているにもかかわらず、依然として株価が低迷を続けているのは、対策の内容が中期的な日本経済の展望を確信させるものとなっていないという市場の評価のほか、やはり金融システム問題が根強い重石となっているためではないかとの見方が示された。ほかにも、今後財政面からの需要刺激効果が顕在化してくるので、その間に不良債権処理に目処をつけることが重要といった意見や、金融業は持続価値のある企業を支援する力を早急に取り戻さなければならぬといった見解などが示され、景気の先行きに明確な展望を描くためには不良債権の早期処理が最も重要との認識で、委員の意見は概ね一致していた。

不良債権処理の方策としては、土地・債権の流動化を柱とする金融再生トータルプランに期待を寄せる見解が多く示された。ただ、ある委員からは、トータルプランが実際に動き出すのは秋以降と見込まれるため、個々の金融機関が貸出債権の自己査定額を、可能な部分から自主的かつ早急に開示していくことが望ましいとの意見が述べられた。一方、別の委員からは、不良債権の全貌を明らかにし市場メカニズムを利用しながら処理を進めていくという考え方については、金融機関の破綻に対する最終処理のスキームなくしては危険な面もあり、借入企業の資金調達が困難化するリスクを十分に考慮する必要があるとの見方が示された。もう一人の委員からも、過去の膿を出し切ることが重要である反面、その過程で生じうる企業倒産等によって民間経済主体のコンフィデンスがさらに悪化するリスクを、どう考えておくかとの指摘があった。いずれにしても、不良債権処理については、日本銀行としてできる限りの努力は続けていくべきとの認識が、委員の間で共有された。

金融面の動きについては、マネーサプライや銀行貸出などの量的金融指標が低迷を続けている背景として、資金需要の弱さが最も大きな要因との見方が多かった。例えば、ある委員からは、信用乗数（ $= M2 + CD$ をベースマネーで除したもの）が低下傾向を辿っていることなどからみて、銀行システムの信用創造機能が低下してい

ることは否定できないが、ここへきて貸出が落ち込んでいる基本的な要因は、資金需要の弱さであるとの見解が示された。別の複数の委員からは、金融機関が貸出先の選別を行いつつ貸出スプレッドを引き上げること自体は、与信リスク管理の観点からはむしろ正常な貸出行動との趣旨の発言があった。ただ、そのうち一名からは、選別対象になった企業からは、「貸し渋り（credit crunch）」ではないにしても「貸し絞り（credit squeeze）」と受け止められているとの指摘もあった。

そうした中で、要因は何であれ、量的金融指標の低迷自体が、企業や家計のコンフィデンスに悪影響を与える可能性があるとの見方も少なくなかった。すなわち、ある委員からは、マネーサプライの数字が弱いということ自体が、家計をさらに縮み志向にしかねないとの指摘があった。そうした見方に同調する別の委員から、量的な金融緩和を行えば、人々の心理に与えるインパクトが期待できるのではないかとの意見が述べられた。

株価について、1万5千円程度で動意に乏しい展開が続いている背景として、複数の委員から、不良債権問題への言及があった。そのうち一人からは、4～6月の株価は年金等の公的資金に支えられていた面があるが、7～9月にはそうした支えが無くなり、かつ8月は倒産が多いという例年のパターンを踏まえると、夏場に株価が一段と下落するリスクは否定できないとの意見が述べられた。

為替相場をどうみるかについても、多くの委員から発言があった。このところやや急速に円安が進行していることについては、基本的には日本経済の弱さに対して市場の調整メカニズムが働いているものと捉えることができ、日本経済にとっては企業収益等を通じてプラスに作用する面があるということで、委員の意見は概ね一致していた。

しかし、円安がアジア諸国の通貨や経済に与える影響については、いくつかニュアンスの異なる意見が出された。ある委員からは、アジア通貨下落の背景は、あくまでもそれら諸国自身のファンダメンタルズが悪いことにあり、必ずしも円安によってもたらされているものではないとの見解が示された。

一方、他の複数の委員からは、円安がアジアの通貨・経済に与える影響については、やはり注意深くみていく必要があるとの見方が示された。そのうち一人の委員からは、ほとんどのアジア通貨は昨

年後半以降大幅に下落しているため、円が単独で下落してもこれら諸国の国際競争力が大きく損なわれるわけではないが、これら諸国の通貨に下落圧力がかかって金融引き締めで対応せざるを得なくなる可能性や、米ドル建て債務の返済負担が増加するルート、さらには米ドルにリンクする通貨政策を採っている香港や中国への影響など、考慮しなければならないファクターは多岐にわたるとの見方が示された。

## ・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。

ほとんどの委員から、景気が前回会合時よりも厳しさを増しているとの判断が改めて確認され、本来ならばここで金融面から何らかの対応を採ることが整合的との意見も多く出された。しかし、総合経済対策により先行き景気が回復に向かうシナリオが崩れたわけではないこと、追加的な金利引き下げ余地が大きいことを勘案すると、一段の金融緩和は真に必要なかつ有効なタイミングで行う必要があること、金利のさらなる低下が消費者マインドに悪影響を与える可能性に注意する必要があること、などを背景に、現時点での金利引下げには慎重であるべきというのが、多数の委員の意見であった。

具体的にみると、ある委員からは、ここ1～2か月で、景気のダウンサイド・リスクが増してきていることは事実であるが、総合経済対策の効果等によって年度後半に景気が回復に向かう展望も失われていないという判断を前提にすれば、現状の金融緩和基調を維持するのが適当との意見が述べられた。別の委員からは、将来一段の金融緩和に踏み切るオプションは、量的緩和など従来とはやや異なる手法も含めて念頭においておくべきであるが、財政政策や金融システム対策が既に打ち出されていることなどを踏まえると、現時点では金融政策は不変でよいとの見解が述べられた。さらに別の委員からは、景気の先行きのダウンサイド・リスクが無視できないこと

を考えると、本来ならばここで予防的な金融緩和を行うことが望ましいが、ダウンサイド・リスクが不幸にして顕在化した場合の政策対応手段を確保しておくことも重要であるとの意見が述べられた。そのうえで、同じ委員から、現時点では金融政策を変更せずに、企業のコンフィデンス、株価、金融システムの動向などを注意深く見極めていくことが適当との主張がなされた。

このほか、金利引き下げの弊害に関する言及もみられた。ある委員は、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査（98年3月実施）」を引用して、ローンの負担が低金利で軽減されていると感じている消費者が少ない一方、金利収入の少なさに抵抗を感じている消費者が多いことを指摘し、一段の金利引き下げが消費者マインドのさらなる悪化につながる可能性を主張した。また、その委員を含めた複数の委員から、低金利の弊害として、本来退出すべき企業の延命などにより構造調整が先送りされるリスクが指摘された。

この間、このところ急速に進行している円安を、金融政策運営上どう考えるべきかについても、いくつかのややニュアンスの異なる意見が出された。すなわち、ある委員からは、バブル期の教訓を踏まえると、金融政策運営において為替相場を意識し過ぎるべきではないとの見解が示された。これに同調した委員は多かったが、そのうち複数の委員からは、アジア通貨との関係等を念頭に置いた場合、さらに意図的に円安を促進する、あるいはそのように誤解されかねない政策変更には慎重であるべきとの意見が述べられた。さらに別の委員からは、一段の金融緩和が必要な場合には、円安批判を覚悟してでも緩和に踏み切るべきであろうが、現在はそのような状況に至ってはいないとの発言があった。

結局、以上のような様々なファクターを考慮すると、現時点で金利を一段と引き下げることには慎重であるべきという意見が多かった。しかし、そうした中であって、現時点で可能な範囲内において、景気に対する金融面からの支援をより鮮明にアナウンスする工夫が望ましいとの観点から、いくつかの提案がなされた。

具体的には、ある委員から、準備預金制度の準備率を引き下げ、現在平均残高で約3兆5千億円となっている所要準備額を、2兆5千億円程度まで圧縮してはどうかとの提案があった。提案理由として、現時点での金利の引き下げには様々な制約があるが、経済情勢が厳しく、政府が大規模な経済対策を打ち出している中で、日本銀

行としても金融政策面で何らかの対応を採ることが望ましいとの主張がなされた。そのうえで、準備率の引き下げは、その直接的な金融緩和効果は小さいとはいえ、金融機関の融資対応力の強化に多少なりとも好影響があり、量的金融指標の拡大につながるイメージを伴う措置として、心理的な効果を持ちうるとの説明があった。

もう一人の委員からは、コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を数値で表現し、かつ0.40%前後と現在よりも僅かではあるが引き下げる政策変更を行ってはどうかとの提案があった。提案理由として、実体経済がとりわけ本年度に入り急速に悪化していること、量的金融指標の伸び率も低下してきていること、景気の下支えを表明していく以上、後追いの形ではなく先行的に対応していく必要があること、等の説明があった。

もっとも、これらの提案に対して、他の委員は消極的な姿勢を示した。具体的には、ある委員から、準備率の引き下げは、金利水準が高いときには金融機関の負担を軽減し、収益をかなり増加させるが、現在の金利水準では無利子の所要準備を保有することによる逸失利益がもともと小さいため、所要準備額を減少させても金融機関の収益はほとんど変わらないとの指摘があった。同じ委員からは、準備率引き下げのアナウンス自体に心理的な効果を持たせる狙いについても、実効性を伴わないアナウンスが長い目でみた政策のクレディビリティにどう影響するかという観点から、慎重な見解が示された。

この委員を含めた多くの委員から、いずれの提案もそれ自体としての効果は小さいため、必要と判断されるときに、コールレートの誘導水準をはっきりと引き下げるとか、さらにそれに準備率の引き下げを組み合わせるなど、より明確な形での政策変更を行うべきという趣旨の意見が述べられた。さらに、ある委員からは、マイナーな政策変更は、かえって市場に失望感を与えるリスクも否定できないとの指摘があった。また、別の委員からは、「現状維持」を拱手傍観と捉えることは適切ではなく、誤解も含めた低金利批判が強いもとで現状の金融緩和スタンスを継続していることには、積極的な意味が認められてよいとの意見が述べられた。

なお、僅かではあっても政策変更をすべきかどうかという以上の議論とは別に、ある委員から、金融調節方針自体は現状維持であるが、コールレートの誘導水準について、「公定歩合水準をやや下回

って」という現行の表現ではなく、数値でレンジを示すような表現にしてはどうかとの提案があった。提案理由としては、「やや下回って」という文章表現に曖昧さがあること、コールレートの誘導が金融調節方針の中心的な役割になっている実態を記述するうえで、公定歩合と切り離れた表現とするのが適当であること、といった2点が挙げられた。

この提案については、別の委員から、現在の表現は不透明であるので是非とも定量化すべきとの強い賛意が示された。もっとも、他の大方の委員からは、実際のコールレートが比較的安定的に推移していることもあって、現在の表現がわかりにくいという問題があるようには思われないこと、金融調節方針自体が現状維持ということであれば、表現も現在のままとするのが誤解を招かない対応であることなどを理由に、表現の変更に対して慎重な見方が示された。それらの委員の中には、現在の表現方法について改善の余地があることは認めつつも、それは将来政策変更を行う際に考えればよいとの意見も少なくなかった。

## ・政府からの出席者の発言等

会合の途中で、政府からの出席者による発言もあった。まず、執行部より、「経済対策が速やかに実行されれば、秋口以降は、景気の下押し圧力が徐々に減衰すると見込まれる」との報告があったのに対し、経済企画庁からの出席者より、政府では8月から効果が出始めると考えているとのコメントがあった。また、国内実体経済に関する執行部報告において、デフレ・スパイラルのリスク等に言及されていたことに対し、経済企画庁からの出席者より、消費性向が正常な水準に戻ってきていることなどを踏まえると、経済対策の効果が発現しやすい条件は整ってきており、この点で執行部報告は下方にバイアスのかかった見方であるとの意見が述べられた。これに対し、ある委員から、経済界には日本銀行より厳しい見方もあることや、そもそも経済企画庁と日本銀行の情勢判断が全く同じである必要はないことが指摘された。

さらに、委員による討議の後で、経済企画庁からの出席者より、日本銀行には、企業への資金供給が量的に確保されることに十分配慮した政策運営を要望したいとの発言があった。



なお、本会合における経済企画庁からの出席者が、途中交代により合計三名となったことについて、ある委員から遺憾の意が表され、他の委員もそれに同調した。すなわち、出席者が途中交代すると、一度終えた質疑等が交代した別の出席者によって繰り返されるなど、議事の円滑な進行に支障が生じること、討議の流れ全体を把握している出席者が必要に応じて政府としての意見を述べるのが望ましいことなどを踏まえると、本会合への出席者は、会議全体を通じて同一官庁から原則一名、精々二名とするのが適当であるとの見解が、複数の委員から示された。また、ある委員からは、午前一名、午後一名にとどめるのが常識的であるとの指摘もあった。

これを受けて経済企画庁からの出席者より、三名といえどもそれぞれが別人格であるわけではなく、あくまでも経済企画庁の代表として出席しているのであるから、途中で交代することに本来問題はないと考えるが、議事運営上の問題等も理解できるので、今回は異例なこととしてできるだけ避けるように努力したいとの回答があった。

## 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、総合経済対策の効果がどのように出てくるかを含めて経済面、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見解を、多くの委員が支持した。しかし他方、これとは異なる見解の委員も存在したため、4つの議案が採決に付されることとなった。

三木委員からは、準備預金制度の準備率を引き下げ、所要準備額平均残高を約1兆円減少させることを内容とする議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対7、棄権1）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.40%前後で推移するよう促すこととする旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

後藤委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、内容としては現状維持であるが、コールレート（オーバ

ーナイト物)の誘導水準について、「公定歩合水準をやや下回って」という表現を、「0.40～0.50%の範囲内で低めに」という表現に変更する旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された(賛成2、反対6、棄権1)。

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

#### 議案(議長案)

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

#### 記

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、篠塚委員  
植田委員

反対：三木委員、中原委員

三木委員は、景気、物価ならびに金融情勢を踏まえると、現在の金融緩和基調を何らかの方策で補完するのが適当であること、具体的には準備預金制度の準備率引き下げのアナウンスにより、金融機関の融資対応力強化など量的緩和のイメージを通じて企業や家計の心理にインパクトを与え、もってデフレ懸念を払拭していくのが適当であることを理由に、上記採決において反対した。

中原委員は、金利を明確に引き下げるオプションは温存しておくのがよいかもしいないが、現時点においても可能な限り日本銀行の厳しい情勢認識を示しておくべきであり、そのためにはコールレ-

トの誘導水準について微調整を行い、少しでも通貨供給量の増大を図ることが適当であるとの立場から、上記採決において反対した。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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6月16日に公表することとされた。

以 上

( 別 添 )

平成 1 0 年 6 月 1 2 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

( 98 年 6 月 25 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 6 月 25 日 ( 9:00 ~ 11:57 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

経済企画庁 新保生二 調査局長

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
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（5月19日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月30日に公表することとされた。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（6月12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）に従って運営した。

具体的にみると、前回会合以降は、一部金融機関の経営問題に関する思惑等から、総じてレートが強含みやすい地合いにあったため、前積み期間最終日の6月15日に追加オペを実施したのをはじめ、連日厚めの資金供給を実施した。とくにここ2～3日は、オーバーナイト・レートが0.5%を超えて強含む場面もみられる中で、朝方の積み上げ幅を拡大するとともに、最終時点でも余剰を残して準備預金の積みを進捗させる調節を行うなど、レートの安定に努めている。なお、前積み期間中（5月16日～6月15日）のオーバーナイト・レート加重平均は、0.44%で着地した。

当面は、金融機関を巡る市場の不安心理が根強いことに加えて、夏期賞与の支払い、税揚げなどの資金不足要因が見込まれるため、引き続きレートに上昇圧力がかかりやすい地合いにあると予想される。したがって、調節面では、潤沢な資金供給を続けていく考えである。

なお、ターム物金利についても、信用リスクに対する不安心理が強まるもとの、昨年秋ほど大幅な上昇ではないが、じりじりと強含む展開となっている。

### 2 . 為替市場、海外金融経済情勢

#### （1）為替市場

円の対米ドル相場をみると、前回会合直後の6月15日に、90年8月

以来の水準である146円台後半まで円安が進行した。その後、日米協調介入や、不良債権処理の迅速化を含めた経済問題全般への政府の取り組みが表明されたことなどから、円は一時134円前後まで反発した。もっとも、不良債権処理策に関する不透明感が依然として強く、一部金融機関の経営問題に関する思惑等も台頭する中で、円は再び141円前後まで軟化している。

この間、円の対ドイツマルク相場も、日米協調介入直後に一旦75円台まで上昇したが、その後は再び弱含んでいる。東アジア通貨は、対米ドルで6月半にかけて下落したあと、日米協調介入を受けて反発したが、その後は一進一退の動きとなっている。

## ( 2 ) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、内需は家計支出を中心に引き続き堅調であるが、アジアの経済調整を背景とした外需減速から、生産活動の拡大テンポは鈍化傾向にある。こうしたもと、物価は引き続き落ち着いた動きを示している。株価は、経済成長鈍化の兆しなどを背景とする企業収益悪化への懸念などから、軟調に推移しており、30年国債利回りも、「安全性への逃避(flight to quality)」の動きもあって、70年代に発行が開始されて以来の最低圏内で推移している。

欧州経済の動向をみると、ドイツでは緩やかな景気の回復が続いており、フランス経済も堅調な動きを続けている。英国では、イングランド銀行が、6月4日にオペ金利を引き上げたが、雇用、物価関連の指標は引き続き総じて強めであるため、市場では再利上げへの思惑も燻っている。

東アジアでは経済調整が続いている。韓国、タイは、IMFプログラムを概ね予定通り実施しているのに対し、インドネシアでは、国内で暴動が頻発するなどなお不安定な状況であるため、早期にIMFプログラムに沿った調整が進むよう期待されている。

## 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、輸入が減少ピッチを速め、設備投資が急速に減少しているほか、生産・雇用関連指標も幾分下方修正されるなど、経済の活動水準がさらに低下していることが窺われる。

とりわけ、設備投資の減少は、昨年末の金融システム不安などに端を発した家計支出の減退やアジア向け輸出の減少に起因するだけでなく、中小企業を中心に企業の投資マインドが急速に萎縮した可能性があることを示している。これらを踏まえると、経済に働いている負のモメンタムの大きさを判断するうえで、当面、6月短観における設備投資計画の修正状況等に注目していくことが重要である。

## (2) 金融情勢

金融面をみると、日米協調介入や、不良債権処理の迅速化等に関する政府の取り組みが表明されたことなどを反映して、株価、長期国債流通利回りとも反発した。もっとも、両者ともその後やや弱含んでいることからみて、市場のセンチメントは、一頃より持ち直しつつも、なお神経質な状況にある。この間、短期金融市場におけるターム物金利は、一部金融機関の経営問題に関する思惑等を背景に、やや強含んでおり、金融機関の信用リスク・流動性リスクに対する警戒感が、再び若干強まっているように窺われる。

なお、マネーサプライは、4月に前年比伸び率が大きく低下した後、5月は小幅の持ち直しとなった。ただ、民間部門の資金需要は低迷が続いており、マネーサプライ伸び率の鈍化傾向自体には、大きな変化はないものとみられる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

金融経済情勢の現状および先行きについて、前回会合（6月12日）以降の追加的な材料を踏まえ、前回会合の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。

まず、設備投資については、ある委員から、法人企業統計によると企業収益がかなり悪化してきていること、中小企業金融公庫の製造業設備投資アンケートにおいて97年度の設備投資が年度後半に異例の大きさを下方修正されていること、といった状況からみて、設備投資の減少は中小企業を中心に加速してきているとの判断が示された。別の委員からは、こうした設備投資の減少について、もともと過剰ストックが残存しているもとの、新たなストック調整局面



が始まった可能性が高く、今後さらに非製造業（建設、不動産等）も巻き込む形で、2～3年程度調整が続くのではないかとの見解が述べられた。その委員からは、調整の大きさについて、設備投資のGDP比率は、バブル崩壊後の不況で5%ポイント程度低下したが（約20% 約15%）、最悪の場合これが米国並みの10%程度まで低下する可能性があるとの見方が示された。さらに別の委員からは、これまでは、日本経済に昨年生じたショック すなわち、財政面からのデフレ圧力、金融システム不安等による個人消費の落ち込み、アジア経済の混乱等による輸出の頭打ち の二次的な波及がどの程度大きくなるかという視点から情勢を注目してきたが、1～3月の設備投資の大幅な落ち込みを踏まえると、一次的なショックの大きさ自体がこれまでの認識を上回るものであった可能性があるとの意見があった。さらにその委員からは、このように企業部門を含む形で大きなショックが発生した背景として、先行き不透明感の強まり、金融仲介機能の低下、の二つが考えられるが、各々をどのようなウェイトで考えておけばよいかは判然としないとの陳述があった。

次に、個人消費については、一頃の落ち込みには歯止めがかかりつつあるとみられるが、雇用・所得環境の悪化を踏まえると、目先明確な回復に向かうとは考えにくく、逆にもう一段落ち込むリスクも否定できないという見方で、委員の認識はほぼ一致していた。

具体的にみると、最近の個人消費関連指標の動きについては、ある委員から、低価格車中心ながら乗用車の販売がやや持ち直しているようにみられるのは明るい材料との見解が示されたほか、別の委員からも、全般に下げ止まりの兆しがみられるとの指摘があった。もっとも、これらの委員も含め、数名の委員から、企業部門における収益や生産の減少が、雇用調整の本格化や名目賃金の低迷を通じて家計所得に悪影響を与える可能性が懸念されるため、個人消費が再び落ち込むリスクは否定できないとの見方が示された。また、このところ企業倒産が増勢を強めていることや、金融システム不安が再び台頭しつつあることなどが、家計のビヘイビアにどのような影響を与えるかについて、注意深くみていく必要があるとの指摘を行った委員もあった。この間、ある委員からは、製造業大企業について言えば、総合経済対策の効果が出始める秋口まで、これ以上大きく操業度を落とさずに凌いでいく計画にあるため、常用雇用の調整が本格化するリスクは差し当たり小さいとの見方が示された。しか

しその委員も、中小企業については、倒産の増加に伴って失業者が増加するリスクが否定できないとの見解であった。

生産・在庫面については、ある委員から、素材産業を中心に限度一杯生産を絞っている企業が増加しているが、一方で民間需要が低迷しているため、在庫調整は前回会合時に予想していたよりも長引くのではないかとの見方が示された。そうした情勢を踏まえ、その委員からは、景気が夏場に向かって二番底の様相を呈する懸念が依然として強いとの見解が述べられた。

なお、このところ輸入が大きく減少している点については、内需の弱さだけではなく、輸入品の在庫が大幅に積み上がっていることも影響しているとの指摘もあった。

こうした最終需要および生産の動向等を踏まえ、多くの委員から、全体として前回会合の判断を大きく変えるまでには至らないが、設備投資の弱さがより鮮明になってきたことなどからみて、マイナス方向の循環の力はこれまで想定していたよりもやや大きい可能性があるとの見方が示された。ある委員からは、財政支出の増加を確認できる前の段階で、設備投資の落ち込みがはっきりしてきたことを踏まえると、7～9月頃には経済活動が概ね下げどまりに向かうというこれまで念頭においてきたシナリオは、やや不確実になってきているとの見解が述べられた。別の委員からは、景気一致指数が、97年3月の景気の山を100としてこの4月に88～89程度まで急低下していることなどからみて、景気に反転の気配は全く感じられず、98年度の成長率はマイナス、さらに99年度もマイナス成長が続く可能性は否定できないとの意見も述べられた。このように、景気の先行きをみるうえで、ダウンサイド・リスクを、これまでよりもやや強く意識しておかざるを得ないのではないかとの認識で、委員の見方はほぼ一致していた。

しかし一方で、総合経済対策の効果が秋口から出てくると見込まれることや、政府・自民党において金融再生トータルプランへ向けた動きが本格化している状況に鑑みると、これらが家計、企業のコンフィデンスにどのような効果を及ぼしていくのかを含め、もう少し情勢の展開を見守る必要があるという点で、委員の認識は概ね一致していた。

また、現在経済に働いている負のモメンタムの強さ自体についても、近日中に明らかになる6月短観の調査結果等を踏まえて再確認

したいとの意見が、数名の委員から述べられた。その中には、6月短観の結果自体もさることながら、それに対して金融・資本市場がどのような反応を示すかも、景気の先行きを展望するうえで注目していきたい動きのひとつであるとの見解もあった。

この間、金融面の動きについては、ある委員から、このところのターム物金利や株価の動きをみると、金融機関の信用リスクや流動性リスクに対する警戒感が再びじりじりと強まってきているように窺われるが、昨年11月の状況と比べれば、なお総じて落ち着いているとみてよいのではないかとの指摘があった。

また、別の委員からは、株価や長期金利などが弱い動きを続けているのは、景気の現状を反映しているという面もあるが、日本経済の将来展望を切り拓くための前提条件として、資産デフレの清算を市場が求めているものではないかとの見方が示された。これに関連して、もう一人の委員から、前々日公表された金融再生トータルプランの第1次とりまとめについては、ブリッジバンク等のスキームが示されていないことなどから、市場の評価は必ずしも高くはないとの指摘があった。

為替相場については、日米協調介入によって円安に一応の歯止めがかかった点について、複数の委員から、様々な要因を総合的に踏まえれば一応ポジティブに評価しようとの見解が示された。具体的には、ある委員から、今回の協調介入によって実現された為替相場水準は、多くの企業が想定しているレベルにほぼ見合ったものであり、日本経済への直接的なプラスの面が残されつつ、アジア経済への影響等から生じるマイナスの面はそれなりに減少したと言えるのではないかとの評価が示された。別の委員からは、今回の協調介入前後で、円相場は133円～146円のレンジで変動したことになるが、このレンジ下端の133円というのは、貿易財価格を基に経済企画庁が試算した購買力平価に等しいとの指摘があった。さらに、もう一人の委員からは、円安は、本来ならばわが国の経済の弱さに対して、市場による自己調整装置として働くものと考えられるが、円安が株安との連動を強めるような場合には、かえって経済にとって不安定要因となる面があることも否定できないとの見方が述べられた。

## ・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。

ほとんどの委員から、前回会合以降明らかになった追加材料は、景気が従来考えていたよりもやや弱い方向にある可能性を示唆するものと判断されるが、金融政策運営については、少なくとも次回会合（7月16日）まで、これまでの緩和基調を続けることが適当との見解が示された。その主な理由として挙げられたのは、短観など当面明らかになる判断材料やそれに対する市場の反応等を踏まえて、景気の先行きについてさらに検討を深める必要があること、日米協調介入後のこのタイミングにおいて、再び円安を招来する可能性のある金融政策運営は採りにくいこと、景気回復のために何らかの手だてが必要であるとしても、それを金融政策面で行いうるかどうかについて疑問無しとしないこと、といった諸点であった。

まず、ある委員から、金融システム対策の展開とその株価等への影響や、総合経済対策の効果が民間経済の弱さに吸収されることなく現れてくるのか、といった重要な点について、現時点では不確実な部分が多いとの指摘があった。その委員からは、当面出てくる追加材料を踏まえて、そうした諸点を吟味し、98年度から99年度にかけての景気展開を検討しておく必要があるとの見解が述べられた。別の委員からも、当面は財政や不良債権対策の動きを見守るほか、今月末にかけて明らかになる短観結果や各種の月次経済指標に注目したいとの見方が示された。

為替相場との関係では、ある委員から、日米協調介入後も円相場には下落圧力がかかりやすい地合いにあり、そうした中での金融緩和は再び円安の進行を促進しかねないとの見解が示された。別の委員からも、為替市場やアジア情勢が依然として不安定であることを踏まえると、日米協調介入後まだ日も浅いこのタイミングで金融緩和に踏み切るには、よほどの理由が必要であろうとの意見が述べられた。

また、そもそも現在の日本経済への政策対応を、金融政策で行うことが果たして適当なのかという視点から、いくつかの意見が述べられた。ある委員からは、現在は金利が多少低下しても企業が設備投資を増加させるような環境にはなく、金融政策面でなし得ることはかなり限られているのではないかとの見解が示された。その委員

からは、日本銀行としては、当面、政府が打ち出している各種対策の効果を見守るしかないとの主張がなされた。別の委員からも、3年間近く非常に低い金利水準を続けてきているという特別な状況のもとで、仮に一段の金融緩和に踏み切った場合にそれが教科書的な一般論で想定されるような効果をもたらすのか、あるいはむしろある種の副作用を伴うことになるのか、慎重に考えてみる必要があるとの見解が示された。

このほか、複数の委員から、総合経済対策による公的需要の創出を民間需要の増加につなげていくうえでは、企業や家計のマインドを好転させることが不可欠であり、そのためには、不良債権処理の迅速化とともに、税制改革等を含む抜本的な構造政策が重要であるとの指摘があった。また、別の委員からは、恒久減税について直ちに具体策が出てくるころまでは期待できないとしても、大きな方向性についてはなるべく早急に打ち出されることが望ましいとの意見が述べられた。さらに、別の委員からは、人々のマインド面への影響もさることながら、いずれにしてもこれらの構造政策を進めることが最も重要との見解が示された。このように、現在の日本経済においては、財政面からの措置や不良債権対策および構造政策が政策展開の主軸となるべきとの意見が多く出され、そうした政策環境の中で金融政策が果たしうる役割についてどう位置づければよいかとの問題意識が、複数の委員から示された。

以上のような討議を通じ、金融政策運営については、短観や月末指標、金融再生トータルプランを巡る動き、さらにはそれらに対する市場の反応、といった追加材料を踏まえながら、次回会合で改めて再検討するのが適当との点で、多くの委員の間で認識が共有された。

また、ある委員から、金利の引き下げ余地が乏しいことを勘案すると、次回会合以降において追加的な金融緩和が検討されるようなケースでは、いわゆる「量的緩和」などこれまでとは異なるタイプの金融緩和も、選択肢の一つとして考えておく価値はあるとの意見が述べられた。その委員からは、そういうタイプの金融政策も、金利を下げなければ量は増やせないという意味で、通常の利下げと根本的に異なるものではないが、ある程度中期的な金融緩和へのコミットメントを明確にすることを通じて人々の期待に働きかけるという点で、追加的な効果が得られる可能性があるとの説明があった。

以上のように、現時点ではこれまでの金融緩和基調を維持することが適当との意見が多かった中で、ある委員から、コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を0.40%と、現在よりも僅かではあるが引き下げる微調整を行ってはどうかとの提案が、前回に引き続き出された。提案理由としては、景気が依然として下降を続けていること、一部金融機関の経営問題等から金融市場に不安心理が台頭しており、短期金利の上昇圧力を抑える必要があること、といった点が挙げられた。また、同じ委員から、前回会合において、マイナーな政策変更には効果が無く、かえって市場に失望感を与えるリスクすらあるといった批判が強かったことに対し、景気の先行きを展望するうえで不確実要因が多い状況においては、むしろ大きな政策変更にこそ危険が伴うのであって、0.1%刻みといった段階的な政策変更の方が望ましいとの意見が付け加えられた。

しかし、この提案について、他の委員からは、このような微調整では極めて効果が小さいという点を主たる理由に、前回に引き続き消極的な姿勢が示された。

金融政策運営そのものではないが、それと密接に関わる点として、不良債権の抜本処理に向けて、日本銀行としてもできる限りの努力は続けていくべきとの認識が、前回会合に続き、委員の間で共有された。とりわけ、不良債権処理の過程で信用の収縮が生じ、それが景気の回復を制約するといった事態を回避することが重要との見解が、ある委員から示された。

また、数名の委員から、金融機関に対する信用リスク等の高まりによって金利上昇圧力が強まるような場合には、従来どおり、潤沢な資金供給によって市場の不安心理除去に努めることが重要との見解が述べられた。その中には、そうした潤沢な資金供給において、CPオペの活用が有益であることを強調する委員もあった。なお、同じ委員から、いわゆる「貸し渋り」対策のひとつとして、わが国においてもコミットメントライン契約を早期に導入する必要がある、これを実現するために現在一部で検討されている利息制限法等の改正に向けての動きを、日本銀行としてもサポートしていくべきであるとの意見が述べられた。

## ．政府からの出席者の発言

経済企画庁の新保調査局長から、骨子以下のような発言があった。

近年の資本ストックの伸びは4%前後で推移しており、これが2%程度の潜在成長率に概ね見合ったものであることを踏まえ、資本ストックが大幅に積み上がっているとは考えにくく、したがってその本格的な調整が始まったものとは認識していない。

むしろ、1～3月における設備投資の減少は、それが中小企業中心の動きであったことなどからみて、いわゆる「貸し渋り」による面が大きいと考えられる。こうしたもとでは、財政面からいくら需要を刺激しても、中小企業の設備投資に波及しない可能性が懸念される。

インフレもデフレも基本的にはマネタリーな現象と考えられるので、本当にデフレの危険がある場合には、ある委員からも指摘があったとおり、あらゆる障害を乗り越えて金融政策を活用せざるを得ないのではないかと思われる。

## ．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、財政や不良債権処理に関連する動きを含め、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見解が、多くの委員から示された。一方、金融緩和方向への小幅の政策変更を行うべきとの提案もあったため、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.40%前後で推移するよう促すこととする旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

## 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添 1 のとおり公表すること。

### 記

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

篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、景気が急速に下降している状況を踏まえれば、現時点において可能な限り日本銀行の厳しい情勢認識を示しておくべきであり、小幅の政策変更を段階的に行って、通貨供給量の増大を図ることが適当であるとの立場から、上記採決において反対した。

最後に、7～12月における金融政策決定会合の日程が別添 2 のとおり承認された。

以 上



( 別添 1 )

平成 1 0 年 6 月 2 5 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

(別添2)

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

( 98 年 7 月 16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 7 月 16 日 ( 9:00 ~ 11:26、12:11 ~ 15:50 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 松永 光 大 臣 ( 9:00 ~ 10:00 )  
経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 15:50 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事(企画第1課長)	山本謙三

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	前田栄治

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月12日）の議事要旨が、全員一致で承認され、7月22日に公表することとされた。

### . 大蔵大臣からの発言

政府からの出席者として会合に参加した大蔵大臣から、金融再生トータルプランをはじめとする不良債権問題に対する取り組み等、政府の経済運営の考え方について、以下のような発言があった。

- わが国経済の現状については、停滞が長引き、引き続き厳しい状況にあると認識している。こうしたもとで、総合経済対策を策定したが、このための補正予算が先般成立したことを受け、その効果の早期発現に向けて、着実かつ迅速な執行に努めていく考えである。
- 一方、わが国経済を再活性化し、現在進められている金融システム改革を成功させるためには、金融機関に対し不良債権の抜本的な処理を促し、金融が本来の機能を早急に回復させることが求められている。こうした観点から、土地・債権流動化等に関して先にとりまとめられた金融再生トータルプランの第1次とりまとめに引き続いて、このほど、同第2次とりまとめが行われた。  
第2次とりまとめは、不良債権の積極的処理促進の制度的枠組み整備、透明性及びディスクロージャーの向上、銀行監督及び健全性基準の強化、ブリッジバンク制度の導入等金融システムの安定化と機能強化、の4つの柱からなっている。  
このうちブリッジバンク制度については、国が金融機関の破綻処理に責任を持つこと等により、預金者保護と金融システムの安定を確保し、迅速に金融の危機管理を行うことを可能とし、さらには善意かつ健全な借り手対策にも資すると考えている。
- 日本銀行においては、金融市場の現状に鑑み、金融システムの安定性を確保するため、引き続き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や健全な企業に対する資金供給の円滑化等に努めることが重要であると考えている。

- 今後とも、大蔵省としては、金融監督庁及び日本銀行とともに、金融システムの安定とわが国金融の再生に向けて、強い決意を持って取り組んでいく考えである。

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（6月25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、前回会合直後の6月26日には、賞与払いや月末日接近に伴う資金需給の逼迫感が意識される中、一部行の経営問題に関する思惑が一段と高まったこともあって、2兆円もの大幅な積み上造成にもかかわらず、オーバーナイト・レートは強含みに推移した。このため、翌営業日の29日には、過去最大級となる3兆円を上回る積み上調節を実施した。加えて、金融機関の合併報道等から金融システム不安の高まりに対する懸念がやや後退したことなどもあって、オーバーナイト・レートは0.3%台半ばまで低下した。7月に入ってから、オーバーナイト・レートは、幾分強含む場面もみられたが、総じて安定的な推移を辿った。以上の結果、前積み期間中（6月16日～7月15日）のオーバーナイト・レートは、加重平均で0.42%となった。

この間、ターム物金利は、金融システム不安の高まりを反映して、6月末にかけて上昇したあと、幾分低下したが、6月央までの水準に比べれば依然高めで推移している。

### 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、6月下旬には、金融システム不安の高まり等を背景に一時143円台まで下落したが、月末から7月初にかけて、

金融再生トータルプランの公表や恒久減税への期待感の高まり等を背景にやや反発し、その後は140円台前後で推移した。参議院議員選挙直後（7月13日）も、一旦は円安に振れたが、その後は株価の落ち着きや介入警戒感等から、140円台前後の安定した動きを取り戻している。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、ロシア金融市場の動揺等から徐々に軟化し、一時1.83マルク台まで下落したが、今週入り後はロシア情勢の好転から1.80マルク台へと反発している。

東アジア通貨は、対米ドルでみて、韓国・ウォンが上昇している一方、シンガポール・ドル、インドネシア・ルピア、マレーシア・リングgitが下落、その他は概ね横這いの動きとなっている。

## （2）海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、家計支出は引き続き堅調に推移している一方、外需がアジア向けを中心に減速しているほか、製造業部門における指標（NAPMの景況指数）が悪化する等、やや拡大テンポ鈍化を示す動きもみられる。こうしたもとで、物価は引き続き落ち着いてきた動きを示している。30年物米国国債の流通利回りは、ロシア情勢に対する懸念を背景とした「安全性への逃避(flight to quality)」の動きや、製造業部門を中心に景気拡大テンポ鈍化を示す動きがみられたこと等を受けて、7月6日には5.57%と70年代の発行開始以来の最低水準をつけた。もっとも、今週入り後はロシア情勢の落ち着きとともに反発をみている。この間、株価はハイテク株中心に既往ピークを更新している。

欧州では、ドイツ、フランス、英国いずれも良好な経済パフォーマンスを示している。

東アジアでは、経済調整が続いており、シンガポール、インドネシア、マレーシアでは、各国当局が経済成長見通しを大幅に下方修正している。こうした中で、シンガポール、マレーシア等では、国内景気面に配慮した経済対策を打ち出している。

ロシアについては、同国政府とIMF・世銀との間で経済プログラムが合意され、IMFの追加金融支援策が発動される見通しとなったことから、金融・通貨市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

経済の現状をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあるが、設備投資が大幅に減少しているほか、住宅投資も不振が続いている。個人消費については、一段の悪化には歯止めが掛かっているが、はっきりした回復もみられていない。この間、輸出は横這い圏内の動きにとどまっている。こうした最終需要の弱さを反映して、在庫は積み上がり続けており、企業は大幅な減産に取り組んでいる。この結果、企業収益が減少しているほか、賃金も前年水準を割り込むなど、引き続き雇用・所得環境の大幅な悪化が目立っている。このような状況の下、企業の業況感は悪化を続けている。物価面では、国内卸売物価が軟化を続けているほか、消費者物価も、制度要因を除いた実勢でみて、僅かに前年水準を割り込んでいる。このように、景気の現状は、昨年末以降、個人消費、輸出だけでなく、設備投資においても、最終需要の下振れが生じ、これが、生産面や雇用・所得面への波及を強めている状況にある。この結果、実質GDPや鉱工業生産などでみた最近の景気悪化のテンポは、バブル崩壊後の景気後退期を上回り、第1次石油危機当時に近いものとなっている。

先行きについてみると、経済対策の効果によって、秋口以降、少なくとも一旦は景気の悪化に歯止めが掛かり、デフレ・スパイラルのリスクも回避できるとの見通しは、現在もなお維持可能と考えられる。しかし、中小企業を中心に設備投資調整が深まる可能性が高くなっているほか、企業・家計の所得環境の悪化が直ちに改まることもみられない。こうした状況では、総合経済対策の執行が本格化しても、民間需要への波及に多くを期待することは困難である。このため、下期の回復は微弱なものにとどまる公算が大きく、今後の追加的なショックに対する抵抗力は乏しいと考えられる。

#### (2) 金融情勢

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、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に、反発した。なかでも株価は、3月期末時点の水準まで回復している。これは、市場の景況感が、依然慎重さを残しながらも、不良債権問題の抜本的処理や財政面からの景気支持策継続

に対する期待感の高まりを背景に、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。

一方、一部金融機関の経営問題を巡る報道をきっかけに、ターム物短期市場金利やジャパン・プレミアムは一時かなりの上昇をみた。その後、日本銀行による潤沢な資金供給の継続や金融再生トータルプランの公表もあって、市場の不安心理は次第に鎮静化に向かっているが、6月央までの水準に比べれば、ターム物金利は依然やや高めのレベルが続いている。また、社債と国債の利回り格差が概ね横這いで推移する一方で、金融債と国債の利回り格差は拡大している。これらからみると、市場はとくに金融機関の信用リスクに対して警戒感を強めているように窺われる。

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。こうしたなかで、信用力の相対的に低い企業にとっては、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くものとみられる。こうした状況が实体经济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、前回会合時以降、設備投資や生産、さらには雇用・所得面において、下振れを示す経済指標の発表が多かったことを踏まえて、マイナス方向の循環の力が幾分強まっているとの判断が、多くの委員から示された。

まず、設備投資については、6月短観における中小企業の今年度投資計画について、過去この時期に観察されたような修正幅ほどには上方修正されず、大幅な前年割れとなっていることや、機械受注統計も減少テンポが強まっていることなどから、多くの委員から、予想を上回るペースで設備投資の減少が続いているとの判断が示された。こうした設備投資の減少につき、ある委員から、景気回復にとって懸念材料とみていた要素のひとつが実際に顕在化したものとの評価がなされた。



設備投資を巡る具体的な論点として、ある委員から、中小企業が金利低下や資材の価格低下を活かして、景気回復を先取りする形で設備投資に踏み切る、いわゆる「逆張り経営」の動きは、過去の景気低迷期にはよくみられたが、今回の局面ではまったく影を潜めているとの指摘があった。その委員は、その要因として、97年中の緊縮的な財政運営による家計部門の負担の増加と、日本経済が抱えている金融システム不安が影響しているとの意見であった。また、別の委員からは、企業経営者がデフレ懸念を有している現状では、金利が下がったとしても、あるいは資金が確保されたとしても、設備投資は回復しないのではないかとの見解が示された。さらに他の委員からは、設備投資、建設投資の中期的な循環パターンに従えば、93年頃をボトムとした上昇局面が続くはずであるが、実際には設備投資・建設投資ともに再び下方に向かっており、過去に例をみない動きが生じているとの指摘もあった。この背景について、その委員から、「バブルの清算」など必要な調整がなお不十分であった点が挙げられ、最近の実質収益率が実質金利に比べて低過ぎることも勘案すると、98年度の設備投資が - 6 ~ 7 % になるなど、今後も下降トレンドが続くのではないかとの見通しが述べられた。

次に、個人消費については、「悪化にほぼ歯止めが掛かっているが、回復感にも乏しい展開が続いている」という見方で、委員の認識はほぼ一致した。

具体的には、ある委員から、最近の猛暑が消費にプラスに作用しているほか、乗用車については、平均車齢が92年の4.5年から96年の5.0年まで上昇しており、潜在的な買い替えのマグニチュードが大きくなってきているとの見解が示された。また、別の委員からも、猛暑がエアコン等に与えている好影響が指摘され、夏期の平均気温1度の上昇が個人消費を0.5%押し上げるとの試算を踏まえつつ、猛暑がこのまま続けば、総合経済対策の効果が秋口に現れるまでのブリッジングが円滑になるとの意見が出された。

ただ、これらの委員も含め、数名の委員から、生産活動が一段と低下してきているもとで、雇用者所得が明確に減少してきており、これが当面の消費にどのように作用するか注意を要するとの見解が示された。また、家計が将来について強い不安を持っていることが、個人消費の回復を制約しているとの指摘が複数の委員からなされ、さらにその背景として、金融システム不安のほか、雇用に関するセーフティ・ネットの整備の遅れ、年金制度に関する不安、将来にわ

たる租税負担の問題などが挙げられた。そのうち一人からは、85年頃からの消費性向の趨勢的な低下は、年金制度の先行き不安等に伴って若年層の生涯設計が困難化してきていることを、反映しているのではないかとの意見が述べられた。また、同じ委員から、これまで個人消費を支えてきたとみられる上位所得層（第4分位や第5分位）においても、このところ可処分所得の伸びが鈍化している点に対し、懸念が表明された。

また、住宅投資が低金利にもかかわらず低迷を続けている点について、ある委員から、個人消費と同様に、家計における先行きの雇用・所得不安が影響しているほか、資産デフレが買い替え需要を抑制しているという要因も無視できないとの指摘があった。その委員は、資産デフレの問題について、住宅ローンを抱える世帯の消費性向が低下しているとの試算や高所得者層の消費が低迷している点を挙げて、その影響の大きさを指摘するとともに、住宅投資については、耐久財の消費を喚起するなど波及効果が大きいだけに、住宅取得を促進するような税制面での思い切った措置が必要ではないかとの意見を述べた。

この間、輸出については、アジア向け輸出落ち込みのマイナス要因を強調する意見が一部にあった。すなわち、ある委員から、最近のアジア向け輸出は、数量ベースで前年を2割近く下回っており、これが続けばGDPを1%近く押し下げる要因になるとの指摘があった。

一方で、既往の為替円安や欧米の景気堅調を背景に、輸出は下げ止まりから幾分持ち直しつつあるのではないかとの見方を示す委員も少なくなかった。こうした見方を述べた委員の一人からは、欧州の輸出市場である中南米や中近東においては、欧州が景気堅調から域内への供給を優先させているため、日本からの輸出余地が拡大しているとの指摘があった。ただ、同じ委員から、欧米における日本製品のシェア拡大に伴って、貿易摩擦が再燃しないとも限らず、輸出に景気の牽引役としての大きな期待を寄せることは困難との見方が付け加えられた。

生産・在庫面については、ある委員から、自動車の在庫調整が完了しつつあることなどから、7～9月にさらに生産が大きく落ち込むというような二番底の懸念はやや遠のいたとの指摘があった。もっとも、別の委員からは、昨年秋から本年春頃までのペース（前期比約-2%）で減産が継続されると仮定しても、在庫調整が年内に

完了することは難しく、かつそうした減産に伴って失業率が5%程度まで上昇、設備投資は2割程度減少するような調整圧力がかかるとの試算が示された。他の大方の委員の間でも、最終需要面における設備投資の大幅な落ち込みなどから、このところ減産幅が予想以上に拡大しているにもかかわらず、在庫調整は自動車を除き遅れ気味になっているとの見方が、概ね共通した認識であった。

以上のような最終需要や生産・在庫の動向を踏まえ、景気の現状については、最終需要 生産 所得・雇用といった循環メカニズムが、マイナス方向の力を幾分強めているとの点で、委員の判断は概ね一致していた。

景気の先行きについては、設備調整を中心としたマイナスの循環の力が予想以上に強まっていることなどを踏まえると、景気が速やかに自律的な回復軌道に戻る可能性は低下しているとの見方が多かった。この点に関連して、ある委員から、日本経済は優勝劣敗を伴う市場経済への適合過程にあるため、企業の生産性向上の努力が、労働や資本の中長期的な調整圧力として当分加わり続ける可能性が高いとの見解が示された。そのうえで、その委員から、98年度の成長率は-1%台前半、99年度の成長率も、減税と公共投資を3兆円ずつ上積みしても-0.5%程度との見通しが示された。さらに、同じ委員から、ダウンサイド・リスクのひとつとして、米国の株価が本年夏から秋にかけて9,600~9,700ドル程度に達したところで崩れるとの予想を述べたあと、米国の株価が2割下落すると米国のGDPが1.5%減少するとの試算を念頭に置きつつ、そのことから日本経済に悪影響が及ぶ可能性に留意すべきとの指摘もあった。

もっとも、ほとんどの委員から、総合経済対策の効果や、これまでの円安の効果など、今後顕在化してくることが期待される要因についての言及があり、年度後半に、少なくとも一旦は景気の下押し圧力に歯止めがかかるとの点で、委員の見解は概ね一致していた。ある委員からは、設備投資の減少などによって最近追加的に生じたデフレ圧力は、GDP比0.5~1.0%程度と考えられ、これはちょうど、恒久的な税制改革がある程度期待できる情勢になりつつあることなどによって、概ね相殺されるマグニチュードではないかとの見方が示された。

デフレ・スパイラルの可能性についても、数名の委員から、既往の為替円安や国際商品市況の下げ止まりといった点からその懸念が幾分後退しているほか、今後景気の下押し圧力に歯止めが掛かるに

つれ、国内需給面からのリスクも和らぐのではないかとの見方が示された。ただ、ある委員から、日本経済が依然デフレ・スパイラルの入り口に立っている状況に変わりはないとの認識が示されるなど、この問題について注意を喚起する発言も少なくなかった。

また、政府・与党が金融再生トータルプランを策定し、不良債権の抜本的処理に対する強い取組み姿勢を示したことや、恒久的な税制改革に関する議論が活発化していることに伴って、株価や円相場がやや反発していることに関しても意見が交換された。

ある委員からは、株価が一段と下落し、それが金融システムや景気に対し悪影響を及ぼす可能性を、当面注目すべきダウンサイド・リスクのひとつとみているが、取り敢えずそうしたリスクは顕在化していないとの指摘があった。そのうえで、同じ委員から、株価が安定を取り戻したと言い切れるわけではないが、現状のような小康が保たれば、総合経済対策の効果が現れ始める前の段階で経済が一段と落ち込んでしまうという事態は、回避できるのではないかとの見方が示された。

また、円相場については、ある委員から、現状程度の相場水準は、金融・資本市場全体の安定に悪影響を及ぼすということさえなければ、輸出企業にとって居心地の良いレベルと言ってよいとの発言があった。別の委員からも、市場において、論理的な根拠はともかく、円安が株安につながるとのパーセプションが根強いなかには、円相場が一頃に比べ幾分反発し現状のレベルで安定していることは、輸出にプラスに作用しつつ、アジア諸国および国内の株価へ悪影響を与えないという点で、微妙なバランスを保ちえているとの見解が示された。他方、現在の日本経済の弱さからみれば、円相場は160～200円まで下落してもおかしくはないとの海外論調を紹介した委員もあった。

なお、景気の先行きを展望するうえでは、今後の政府の経済政策運営がきわめて重要との観点から、以下のような議論が展開された。

すなわち、現在の景気の低迷は、企業や家計が前向きな将来ビジョンを描けないことに起因する面が大きいと、税制や年金制度の見直し、不良債権の抜本的処理などによって、企業・家計のコンフィデンスを改善させることが重要ということで、委員の認識は共通していた。これに関連して、最近の株価、長期金利や円相場などの反発は、現在検討・議論が進んでいる政府の様々な対策に対して、

市場が取り敢えずは前向きに評価している証左であり、政府はこうした市場の期待を裏切らないような政策を進めることが重要であるとの意見が、数名の委員から出された。

また、複数の委員から、今後検討が本格化する99年度予算についても、十分に景気に配慮したものとする必要があるとの見解が述べられた。ある委員からは、やや具体的に、現行の財政構造改革法のもとで99年度の予算編成が行われると、98年度の当初予算に比べて抑制的なものとならざるを得ず、98年度補正後との対比では史上最大級のフィスカル・ドラッグが、抵抗力の弱まった経済にかかるという事態にもなりかねないとの見通しが示された。そのうえで、同じ委員から、99年度当初予算や恒久的な税制改革の論議においては、当面の景気の弱さに配慮する必要がある一方、税制改革の効果を高めるためにも、中長期的な目標としては、歳出の重点化など小さな政府に向けての道筋を明らかにすることが重要との意見が述べられた。

この間、金融面については、マネーサプライや銀行貸出などの量的金融指標が低迷を続けている背景として、引き続き資金需要の弱さが最も大きな要因であるとの見方が多かった。ただ、ある委員からは、今後、不良債権の抜本的処理が進められるなかで、銀行の融資姿勢の厳格化がさらに進む可能性も念頭に置く必要があるとの指摘があった。また、別の委員からは、金融機関が貸出先の選別を行いつつ貸出スプレッドを引き上げること自体は、貸出行動の正常化と捉えうるが、それが景気にマイナスの影響を及ぼす可能性も否定できないという点で、注意深くみておく必要があるとの主張がなされた。さらに同じ委員から、最近はとくに中小企業の資金繰りが、業績の落ち込みなどから一段と悪化しており、9月期末にかけての企業金融はこれまで以上に注意深くみていく必要があるという点が強調された。この間、不良債権の処理スピードを上げていくことについて、長い目でみれば日本経済にプラスであっても、短期的には景気にとって重大なリスク・ファクターとなりうる点に注意を払う必要があるとの指摘を行う委員もあった。

## ・ 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。

前述のとおり、多くの委員が、景気の現状について従来よりもやや厳しい認識を共有したが、金融政策面では、ほとんどの委員から、現状の金利水準を維持することが適当であるとの意見が示された。

こうした考え方の背景として、総合経済対策の効果を踏まえると、先行き景気がテンポは緩やかにせよ回復に向かうシナリオが崩れたわけではないこと、金融再生トータルプランの公表や恒久減税についての議論の活発化に伴って、株式市場等がそれらをポジティブに評価しており、ダウンサイド・リスクの顕現化も避けられていること、金利引き下げ余地がすでに限られていることを踏まえると、追加的な金融緩和措置のもつ効果、副作用について十分慎重な検討が必要であること、などの点が指摘された。

これらについて具体的にみると、ある委員から、短観等で設備投資について予想以上の弱さが確認されたが、総合経済対策の効果等によって年度後半に景気が回復に向かう展望自体が失われたわけではないため、現状の金融緩和基調を維持するのが適当との意見が述べられた。また、複数の委員から、金融再生トータルプランのとりまとめが公表され今後具体化される見込みにあるほか、政府による恒久的な税制改革の検討も本格化することが予想されることなどを考えると、まずはこれらの展開を見守ることが先決との見解が示された。それらの委員からは、こうした動きを受けて株価が反発していることなどから、差し当っては景気のダウンサイド・リスクも低下しているとみてよいのではないかと指摘もあった。

さらに、多くの委員から、ダウンサイド・リスクが不幸にして顕在化した場合に備えて、金融政策面における危機対応手段を確保しておくことも重要であるとの意見が述べられた。これに関連して、ある委員から、先行きデフレ・スパイラルの惧れが強まるような場合には、預金準備率の引き下げを含めた金融緩和措置を採るのが適当との発言があった。また、別の複数の委員からも、危機対応などを目的として追加的な金融緩和を採ることになった場合には、可能な手段を幅広く検討すべきとの見解が示された。具体的には、危機

対応策としては、預金準備率の引き下げや、コールレートをゼロまで引き下げるなど、可能な手段をすべてパッケージにすべきといった意見や、金融システムの取り扱いがうまくいかず、内外の市場にショックが生じるような場合には、大量の流動性供給を行わざるを得ないといった意見があった。一方、そうした大幅な量的緩和が必要になるのは、99年度について財政面からの施策が打たれても、なお景気が底割れするようなケースではないかとの見解を述べる委員もあった。

金融緩和の効果や副作用についての議論も行われた。すなわち、金利が投資採算や資産価格を押し上げる効果、為替円安を通じる効果、金融仲介機能の向上を通じる効果、といった金融緩和の波及経路が、金利の低下余地が限られている現状において十分に働くかどうか慎重な検討が必要であるとの意見が、数多くの委員から述べられた。

このうち、為替円安を通じる効果については、複数の委員から、小幅の利下げであっても円安が進行する可能性があるが、市場に「円安が株安やアジア通貨安をもたらす」とのパーセプションが強いことを踏まえると、それが日本経済にとって果たしてプラスといえるかどうかは疑問なしとしないとの見解が示された。この点を金融政策運営上どの程度考慮すべきかについて、ある委員から、そもそも日本経済が弱いから円安になるのであり、円安に囚われて金融政策を動かせないと考えるのは不相当であるとの指摘があった。もっとも、別の委員からは、為替相場に過度に制約されるのは問題だが、アジア諸国において円安に対する警戒感がきわめて強い状況等を踏まえると、円安を惹起しかねないような政策をとる場合には、十分な対外的説得力が必要になるとの反論がなされた。さらに、別の委員からは、一般論としては、為替相場を通じる金融政策の効果を否定的に評価すべきではないが、その時々における特殊な状況も勘案する必要がある、との意見が述べられた。

この間、ある委員から、通常金利感応度が最も高い住宅投資が低迷していることは、利下げの効果が小さくなってきていることの現われではないかとの指摘があった。企業に対する影響に関しても、その委員を含め複数の委員から、7月の支店長会議における報告でも示されたように、現時点では、企業からの利下げ要望は意外に少ないとの指摘があった。

さらに、ある委員からは、「0.5%の低金利」と「1ドル140円の円

安水準」を踏まえると、金融政策面からはかなり緩和的なフレームワークを提供しており、これでも景気が上向かないのは、その原因が金融政策以外にあるためではないかとの意見が述べられた。この点を踏まえ、その委員からは、マネタリーベースの量的拡大も含め、現時点で何らかの追加的な金融緩和を行っても、いわば「壊れたエンジンに油を注ぐようなもの」であって、確実な効果は期待できないとの主張がなされた。その委員はさらに続けて、まずは「壊れたエンジン」を修理することが必要であり、具体的には、税制の見直し等を含めた財政面による対応とともに、金融システムの建て直しなどが重要との指摘を行った。別の委員からも、マネタリー・ベースが10%近く伸びているときにM2 + CDが3.5%程度しか伸びていないことなどからみて、金融仲介機能の低下が金融緩和効果を阻害していることは明らかであり、この点、まずは不良債権処理の動向を見守ることが必要であるとの意見が述べられた。

一方、金融仲介機能の低下への対応策については、日本銀行としても、仲介機能の不全を補完するために直接金融の円滑化を促すといった観点から、CPオペの一層の活用や、場合によっては社債等も視野に入れながら、オペ対象の拡充を考えうるのではないかとの意見が、複数の委員から述べられた。この点、金融政策面からの対応としては、潤沢な資金供給による金利の上昇圧力緩和が中心的な対策となるが、あわせてオペ対象の拡大等についても、技術的な側面を含めて、早急に検討を進めることが適当との見解が、多くの委員から示された。

以上のように、現時点ではこれまでの金融緩和基調を維持することが適当との意見が多いなかで、ある委員から、コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を0.35%に引き下げてはどうかとの提案が出された。その委員は、前々回および前回会合では、コールレートの誘導水準を0.40%に引き下げる提案を行っていたが、今回は、経済情勢が一段と悪化していることに鑑み、引き下げ幅を大き目にすることが適当であるとの考えを示した。現在の調整過程が厳しいものである点に関しては、景気動向指数の一致指数が、景気の山であった97年3月に比べて約12%、先行指数は約18%と、急速に低下している事実に関及があった。また、その委員からは、物価の下落を断固として阻止する旨、日本銀行としての決意を示すことの必要性も指摘された。さらに、その委員は、他の委員が指摘するような、総合経済対策の効果や税制改革の検討本格化に期待を寄せるといっ



た点にある程度理解を示しつつも、それらが経済に及ぼす効果は不確実性を伴うものであり、仮に効果が出るとしても、それまでの間、一段の金融緩和により景気を下支えする必要があるとの見解を示した。危機対応的に金融政策手段を温存しておくといった考え方に対しては、危機的な状況において一段の金融緩和を行っても効果の程度には疑問が残るため、まずは予防的に小幅の金融緩和を行っておくのが望ましいとの意見が付け加えられた。

しかし、この委員の提案について、他の委員からは、前回同様、このような小幅の利下げでは効果が小さい点などを理由に、引き続き消極的な見解が示された。なお、上記の提案を行った委員も含め、複数の委員から、景気情勢が悪化するなかで金融政策が現状維持を続けていることは、日本銀行としてなし得ることを十分に行っていないという批判を招くのではないかとの疑問が提示された。もっとも、これに対しては、ある委員から、2年10か月にわたり前代未聞の低金利を維持してきていること自体、中小企業の収益を下支えする効果等を通じ、日本経済に対して既に大きな貢献をしてきていると言っているのではないかとの反論がなされた。

このほか、一部で主張されている、いわゆる「調整インフレ論」についても、議論が行われた。ある委員からは、中央銀行の責務は「物価の安定」を図ることであって、インフレにもデフレにもしてはならないとの意見が述べられた。また、別の委員からは、仮に「調整インフレ」を生じさせた場合、本来日本経済が避けて通れない様々な調整を妨げてしまう結果、却って将来に禍根を残しかねないとの指摘があった。

さらに別の委員からは、人々の期待に影響を及ぼし得るという点で、「インフレターゲット」の導入は検討に値すると考え、これまで対外的にもそうした意見を表明してきたが、それが一部で「調整インフレ」といった歪んだ形で議論されていることは、遺憾であるとの発言があった。その委員は、景気の悪化が深刻で最適な金融政策が実質金利をマイナスとすることであるようなケースを念頭に置くと、若干プラスの物価上昇率（たとえば1～1.5%程度）を目標として設定することは、デフレ懸念を払拭する観点から検討に値すると考えられるが、調整インフレ論で指摘されるような3～4%のインフレ率は受け容れることはできないとの考えであった。

ただ、その委員も含め数名の委員から、仮に「インフレターゲット」を掲げたとしても、金利の低下余地が限られている現状におい

ては、人々の期待にどの程度働きかけうるかについては不確実性があるとの意見が述べられた。

## ・ 経済企画庁からの出席者の発言

経済企画庁調整局長から、以下のような発言があった。

- 政府では、わが国の経済動向について、「景気は停滞が長引き、引き続き厳しい状況にある」との見解にある。
- このような経済情勢のもとで、政府としては、今後、総額16兆円超の「総合経済対策」の着実な実施を図るほか、金融再生トータルプランに基づいた不良債権の抜本的処理策の実現を目指す所存にある。
- ただ、こうした諸施策の本格的な効果が現れるまでに、経済の一段悪化といった事態が生じないとも限らない。日本銀行においては、そうしたことも念頭に置きつつ、企業への資金供給が量的に確保されることに十分配慮した政策運営を行うよう、要望したい。

## ・ 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がどのように出てくるか、また金融再生トータルプランや税制改革を巡る論議が今後どのように具体化されていくかといった点を含めて、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見解を、ほとんどの委員が支持した。一方、金融緩和方向への金利変更を行うべきとの提案もあったため、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.35%前後で推移するよう促すこととする旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

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

#### 記

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、  
篠塚委員、植田委員  
反対：中原委員

中原委員は、経済情勢が一段と悪化しており、政府の諸施策の効果についても不確実性が大きいもとでは、各種の調整に伴う痛みをある程度和らげる意味でも、現時点において多少の利下げを行っておくことが必要であるとの立場から、上記採決において反対した。

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を7月21日に公表することとされた。

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

( 98 年 7 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 7 月 28 日 ( 9:00 ~ 12:40 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

経済企画庁 河出英治 調整局長

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事 ( 企画第 1 課長 )	山本謙三

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（6月25日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月31日に公表することとされた。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（7月16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）に従って運営した。

具体的にみると、前回会合以降は、金融システム不安の再燃懸念が底流する中で、9月中間期末が徐々に意識され始めてきたことなどから、出し手・取り手双方の資金繰り運営が慎重化した。このため、ユーロ円3か月物などのターム物レートが強含んで推移したほか、オーバーナイト・レートにも上昇圧力がかけやすいたいが続いた。

こうした状況に対して、市場調節面では、朝方の積み上げ幅を拡大して、連日厚めの資金供給に努めた。この結果、オーバーナイト・レートは概ね0.4%台前半と総じて安定的に推移し、今積み期間中（7月16日～8月15日）の加重平均は、昨日（7月27日）までで0.42%となっている。このほか、ターム物レートの上昇を抑制すべく、9月中間期末を越える長めの資金供給を拡大した。また、9月中間期末に向けて企業のCP発行が増加してきているため、企業金融の円滑化に資することを視野に入れながら、CPオペを増額した。

当面は、海外格付け機関による日本国債の格下げ検討や、金融再生トータルプランを巡り銀行株が不安定な地合いにあることなど、短期金融市場での不安材料には事欠かない情勢が続くと見込まれる。これを踏まえて、引き続きオーバーナイト・レートの安定確保を図りながら、ターム物レートの上昇回避にも、できる限り注力していく方針である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、参議院議員選挙（7月12日）における自民党の議席減少が、不良債権の抜本処理や恒久減税の実現につながるなどの思惑等から、一旦は堅調な動きとなった。もっとも、その後は、海外格付け機関による日本国債の格下げ検討などもあって、円に対する売り圧力が強まり、直近は142円台まで軟化している。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、IMF等からの対ロシア金融支援策が決定したことなどを受けて、やや上昇した。

なお、東アジア通貨の対米ドル相場は、韓国ウォンが強含む一方、他の通貨は、各国の国内情勢等を反映しつつ、総じて軟化した。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、内需は家計支出を中心に引き続き堅調に推移しているが、アジアの経済調整等を背景に貿易赤字が拡大、また大手自動車メーカーのストの影響もあって、6月の生産は減少した。こうした米国の経済情勢について、FRBのグリーンズパン議長は、労働市場が非常にタイトであるためインフレが加速するリスクがあるとしつつも、アジアの経済調整の影響が当面続くのではないかとの見通しも示した。こうしたこともあって、米国の金融市場では目先の金融引き締め予想が幾分後退しており、30年物国債利回りは弱含みとなっている。また、株価は、史上最高値をつけた後、グリーンズパン議長が調整不可避との考えを示唆したことや、一部企業の業績悪化見通しなどを背景に、反落した。

欧州では、ドイツ、フランスで、緩やかな景気の回復が続いている。英国は内需に減速の兆しがみられるが、労働市場は依然としてタイトな状況にある。東アジアでは、経済調整が続いており、中国でも輸出の鈍化と個人消費の伸び悩みがみられている。

## 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の動きとしては、輸入が大幅に減少していること、景気動向指数が急ピッチの低下を続けて

いること、日経連ベース夏季賞与の伸びが大幅に鈍化したこと、などが挙げられる。これらは、経済情勢が悪化していることを改めて確認するものと言える。

こうした中で、当面は、金融再生トータルプランや、恒久減税を含む財政面の諸措置が、どのように具体化されていくかが注目される。また今後、総合経済対策の効果が徐々に顕在化してくるものとみられるが、その影響が、公共投資関連指標だけでなく、生産関連の指標（在庫調整の進捗状況）や商品市況などにどのように現れてくるかにも、注目する必要がある。

## （２）金融情勢

金融面をみると、株価や長期金利は、一頃は恒久減税等に対する期待が先行する形で上昇していたが、このところは新政権の政策運営に対する見極め姿勢が強まったことなどから、やや軟調に推移している。また、短期金融市場では、9月中間期末の流動性リスクに対する市場の警戒感が強まってきており、ターム物金利（ユーロ円3か月物など）が強含みで推移している。なお、海外格付け機関による日本国債の格下げ検討の動きは、これまでのところ金融市場にさほどのインパクトを与えていない。

この間、マネーサプライをみると、M2 + CDの前年比伸び率は、緩やかながらも引き続き鈍化傾向を辿っている。広義流動性の前年比伸び率も、月々の細かい動きを均してみれば、昨年央以降の鈍化傾向が続いているものとみられる。なお、低金利のもとで、銀行券の発行増加等を反映して、マネタリー・ベースの高い伸びが続いている。この結果、信用乗数（M2 + CD / マネタリー・ベース）は、低下傾向が一段と強まっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### （１）景気の現状

景気の現状については、経済情勢が悪化しているという前回会合（7月16日）での判断が、その後の追加材料によって改めて確認されたという点で、委員の認識は概ね一致していた。例えば、ある委員からは、6月の大口電力使用量が大きく減少したことなどからみ



て、生産活動は弱いとの指摘があった。こうした景気の現状をどう理解するかについて、中期的な視点を含め、様々な意見が述べられた。

まず、企業部門の動向については、ある委員から、期待成長率の下方屈折によって、設備投資や雇用等の調整が深いものとなる可能性が指摘された。より具体的には、その委員は、今次下降局面で経済に生じたショック すなわち緊縮財政への転換、アジア経済の悪化、金融システム不安 の大きさ自体は、90年代初めの「バブル崩壊」に比べれば小さいが、企業の期待成長率が当時の3%強という水準から最近では1~2%まで大きく低下している可能性があり、それに合わせてコスト構造を是正する圧力が働いているとの見解であった。この点について、別の委員から、企業の期待成長率はもっと低下しているのではないかと厳しい見方も示された。また、もう一人の委員からは、期待成長率の低下をもたらしている要因をどう考えればよいかとの問題が提起された。その委員からは、あり得る要因として、家計や企業に必ずしも根拠のない不安心理が蔓延していること、財政政策や金融システム対策を巡って民間経済主体の不信感が強まったこと、技術進歩率が低下してきていること、などの可能性が挙げられ、仮にこのうち3番目の要因が期待成長率低下の基本的な背景になっているとすれば、需要サイドの政策のみで景気を好転させるのは難しいとのインプリケーションが述べられた。

現在企業部門には、90年代初めのバブル崩壊期とは違ったより強い調整圧力が働いているとの見方も示された。すなわち、ある委員から、90年代初めとは異なる要素として、グローバル化が進展し、市場経済へ適応する必要が強まる中で、ROE・ROAや労働生産性の向上圧力が増していること、資産価格の下落等によって企業の含み資産が底を尽きつつあること、の2点が指摘され、これらが資本ストックや雇用の調整長期化をもたらす可能性に言及がなされた。なお、上記のグローバル化の圧力に関連して、同じ委員から、会計制度の国際標準化(2000年3月から連結制が本格化の予定、2001年3月から金融商品を時価評価する方向で検討中)が企業経営のインパクトに及ぼす影響にも注意すべきとの発言があった。

これらの調整圧力と関連して、中小企業の状況の厳しさについての言及があった。すなわち、ある委員からは、日本商工会議所の業

況判断DIが、統計開始以来の最低値になっているとの指摘があった。また、複数の委員から、このところ企業倒産が、件数、負債金額とも大幅に増加しているとの懸念が表明された。そのうち一人からは、最近の倒産は、中小企業から中堅企業に及んでおり、倒産理由をみても、不動産投資等に失敗した結果としてのバブル型倒産ではなく、地道に続けてきた本業の不振による不況型倒産が増えているとの指摘があった。また、もう一人の委員からは、企業倒産に伴って職を失う従業員が急増していることが、家計にとって大きな不安材料になっているとの見解が示された。

次に、家計部門に関しては、コンフィデンスひいては支出活動が依然として弱い背景について、多くの委員から、上記企業部門の調整圧力から派生する要因を中心に意見が述べられた。具体的にみると、ある委員から、企業が雇用慣行の見直しまで含めて中期的なコスト削減を行う方向にある点を、家計部門も敏感に感じ取っており、これが家計支出の抑制要因になっているとの見方が示された。同じ委員からは、政府と家計の間での中期的な受益と負担の具体像、言い換えれば、将来にわたる家計可処分所得の現在価値が不明確であることも、家計部門の自信を失わせている要因ではないかとの指摘があった。

また、別の委員からは、雇用情勢の悪化を鮮明に表している指標として、今夏決着したいいわゆる「夏冬型」の賞与が、大企業中心の日経連ベースでも前年比マイナスとなったことや、求人広告件数が前年を2割以上も下回っていることなどが挙げられた。その委員からは、企業部門における生産性引き上げの調整圧力が大きいことを勘案すると、失業率は今後さらにかなり高まりうるのではないかと懸念が示され、そうした雇用情勢の当然の帰結として、一旦下げ止まったかにみえた個人消費にこのところ再び悪化の兆しがみられるとの指摘があった。

さらに別の委員から、雇用情勢が戦後最悪となりつつある一方で、雇用に対する政策的な備えは非常に遅れており、法改正を含め抜本的に雇用制度を見直していく必要があるとの主張がなされた。

なお、外需面では、ある委員から、アジア経済の一段の悪化はどうか避けられているように窺われるが、他方で欧米の景気に一部減速の兆しがみられることもあり、引き続き注意深くみていく必要があるとのコメントがあった。

## ( 2 ) 景気の先行き

景気の先行きについては、前回会合時と同様の見方で、委員は概ね一致していた。すなわち、総合経済対策の効果が顕在化する本年度下期には、少なくとも一旦は景気が下げ止まるとみられるが、さらに来年度まで展望した場合は、不確実性がなお強いという見方であった。

具体的にみると、まず当面の景気展開については、ある委員から、生産がさらに大きく落ち込んでいくような「二番底」の懸念は一頃よりも小さくなっているほか、国内卸売物価の下落テンポが鈍化してきていることなどからみて、デフレ的な様相の強まりも避けられるのではないかとの見通しが示された。もっとも、同じ委員から、地価については、一旦は下げ止まり感が出てきたとみられていたが、ここへきて再び下がり始めているのではないかとの懸念が示された。

来年度まで視野に入れて景気の先行きをどうみるかについては、財政政策や金融システム対策に関し、どの程度明確なビジョンが示されるかによる面が大きいという点で、委員の間で認識が概ね共有された。

すなわち、先に期待成長率の下方屈折を問題視した委員の一人から、恒久的な税制改革と不良債権の抜本処理へ向けての大きな枠組みは出来つつあり、企業や家計の期待成長率が回復するかどうかは、新政権がこれらの枠組みをうまく具体化していけるかどうかにかかっているとの意見が述べられた。

また、前回会合以降、新政権が財政構造改革法の制約を何らかの形で緩め、来年度に向けて積極的な財政運営を行っていく方針を明確にしつつあることについては、複数の委員から、これを歓迎する見方が示された。ただし、そのうち一人からは、参議院議員選挙の結果、国会運営を巡る不確実性が高まったと考えられるため、来年度に向けての財政政策の展望について、現時点で明確な判断を下すのは時期尚早との留保が付け加えられた。また、もう一人の委員からも、将来の増税懸念が残る限り、減税が民間支出を刺激する効果には限界があること、財政赤字の拡大に海外格付け機関が懸念を持ち始めていること、などを踏まえると、当面の財政運営の方針が示されるだけでは不十分であり、中長期的には「小さな政府」を目指していくビジョンが明確にされる必要があるとの意見が述べられた。

さらに、別の委員からは、98年度の補正予算を大きく上積みするよりも、99年度当初予算が重要との指摘がなされたうえで、現時点で判明している新政権の財政運営方針を前提にすれば、いずれにせよ98年度、99年度ともなおマイナス成長の可能性が高いのではないかとの懸念が示された。

金融システム対策については、不良債権処理が時間との戦いになりつつあるとの認識のもと、必要な施策が早急に進められるべきことを強調する意見が相次いだ。

具体的には、ある委員から、金融再生トータルプランの関連法案が一刻も早く成立するよう、強い期待が表明された。別の委員からは、現在合併に向けて動き始めている個別の事例に全力で適切に取り組んでいくことが、不良債権処理の先行きを占ううえでもきわめて重要との指摘があった。また、複数の委員から、不良債権の早期処理を巡って、日本銀行が銀行界に対してなし得る働きかけやサポートは、積極的に行うべきといった趣旨の発言があった。

一方で、実際に不良債権処理を進めていく場合に生じ得る一時的なデフレ圧力について、注意を喚起する発言も目立った。すなわち、ある委員から、不良債権処理を進めていく過程でどの程度デフレ圧力が生じ得るのか、コンフィデンスの改善等を通じたプラスの効果とどちらが大きいのか、といった点について不確実性が大きいとの問題が提起された。別の委員からは、このところ中小企業の業績が一段と悪化してきているだけに、不良債権処理のしわ寄せが中小企業に及ばないように十分に注意する必要があるとの見方が示された。

これに対して、ある委員から、不良債権処理がデフレ圧力につながる可能性は否定できないが、同時に資産価格の反転などによりデフレ圧力を和らげる力も働くと考えられること、そうしたプラス・マイナスのいずれが大きいかについて不確実性が残るとしても、それを理由に不良債権処理を遅らせてよいということにはならないこと、ただしシステミック・リスクの防止には全力を挙げる必要があること、などが指摘された。もう一人別の委員からは、不良債権処理にデフレ圧力が伴わざるを得ないことを考えると、財政面での積極策は、不良債権処理を思い切って進めるための環境整備という意味合いを持つとの見解が示された。その政策的なインプリケーションとして、同じ委員から、総合経済対策の効果が最も強く現れる時期に不良債権処理を同時に進められるよう、金融再生トータル

プランが早期に実施に移されることが重要との意見が述べられた。

### (3) 金融面の動き

金融面の動きに関しては、株価の回復力がなかなか強まらないことや、金融仲介機能の弱さなどを巡って、発言がみられた。

まず、株価については、複数の委員から、市場の動きからみると、日経平均で16,500円程度がひとつの壁となっているような印象を受けるとの指摘があった。そのうち一人からは、こうした株価のもたつきは、新政権の経済政策が十分に明確でないことも含め、景気の先行きに対する不透明感が強いととの解釈が述べられた。さらにその委員からは、これと同様の理由により、長期国債利回りもさらに低下し、史上最低水準に再び接近する可能性があるのではないかととの見方が示された。別の委員からは、銀行株の弱さに関連した発言があった。すなわち、その委員からは、銀行株が弱い背景として、不良債権処理が本格化し金融機関の再編成が進む過程に、市場が危惧を抱いている可能性があるとの指摘がなされた。さらに同じ委員から、銀行株下落の影響として、金融機関がリストラ圧力をより強く感じるようになることなどを通じて、融資姿勢をさらに慎重化させる可能性があり、9月中間期末にかけての動きを注意深くみていく必要があるとの意見が述べられた。

マネーサプライについては、ある委員から、M2 + CDの前年比伸び率は5%程度まで高まるのが望ましいとの見解が示されたほか、信用乗数が大幅に低下してきているのは金融仲介機能の低下を示すものとして、懸念が表明された。一方、別の委員からは、大企業を中心に9月中間期末へ向けての手許資金が既に確保されていることもあって、金融機関の「貸し渋り」を懸念する声は一頃に比べて少なくなっており、貸出の低迷は主として資金需要が弱いことによるものとの指摘があった。もっとも、その委員も、前向きの資金需要に対する金融機関の反応は依然として鈍いとの見方を示し、健全な金融仲介機能が回復されていないことに注意を促した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

その結果、金融経済情勢に関する基本的な判断が前回会合時からほとんど変化していないことから、金融政策運営もこれまでの金融緩和基調を引き続き維持するのが適当との考え方で、多くの委員は一致した。そのうちある委員から、現在の140円/ドル程度の円相場と公定歩合0.5%という組み合わせは、実質的には「リフレ政策」と言い得るものとの認識が示された。そのうえで、同じ委員から、今後顕在化してくる経済政策の効果も考慮すれば、そうした臨界的な状態からさらなる金利低下や円安を生じさせる政策を行うことには、その必要性や意味について疑問なしとしないとの意見が述べられた。

もっとも、先行きの情勢如何で追加的な金融緩和が適当な選択肢となる可能性に、言及した委員も少なくなかった。また、市場の金融仲介機能を高めることを視野に入れながら、オペ手段の拡充等を検討し、場合によってはそうした措置を何らかの金融緩和措置と組み合わせるなどの選択肢も、念頭に置くべきではないかとの見解が、複数の委員から示された。

具体的にみると、ある委員から、先行きデフレ・スパイラルの懸念が強まるような場合には、準備預金制度の準備率引き下げを含め、追加的な金融措置を考えるべきとの主張がなされた。

別の委員は、まず、いわゆる「量的緩和」を巡る前回会合までの討議について、金融機関の仲介機能が弱い現状を踏まえると、マネタリーベースを増加させてもマネーサプライの増加につながりにくいという論点があったことを振り返った。そのうえで、その委員からは、ABS (Asset Backed Securities、資産担保証券)、ABCP (Asset Backed Commercial Papers、ABSのうち発行証券がCPであるもの)、さらには社債等、民間債務を幅広く本行オペの対象とすることを、技術的な可否を含めて検討してみてもどうかとの見解が示された。その委員はさらに続けて、そのような民間債務を対象とするオペは、金融仲介機能の不全を補完することに資すると考えられるため、こうしたオペ手段の拡充と組み合わせることで「量的緩和」を行えば、政策効果が発現する可能性をある程度期待できるのではないかとの主張を行った。

この点に関連し、もう一人別の委員から、内外市場における信用不安の著しい高まりや、新政権の経済政策を巡る法案審議の混乱など、不測の事態が生じれば金融政策面での対応が必要となりえるが、その場合には金利の引き下げだけでなく、準備率の引き下げ、新種オペの拡大などをパッケージで実施するなど、思い切った緩和策

を講じるべきとの見解が示された。

また、さらに別の委員からは、金融政策自体について、これ以上できることはほとんどないという見方に変わりはないが、9月末を控えて万一市場の不安心理が急速に高まるような場合に、そうした新種のオペ等を有効に使うことが可能かどうか、検討を進めてみる価値はあるとの意見が述べられた。

なお、9月末の流動性を巡る企業や市場の不安心理を防ぐことの重要性については、ほかに、多くの委員から指摘があった。ある委員からは、企業が9月中間期末の流動性を早めに確保する動きをみせていることや、9月末越えの金利に既に上昇圧力がかかり始めていること、さらには9月末に向けて金融システム対策の関連で様々な動きが生じる可能性があることなどを踏まえると、当面市場の動向を相当注意深くみていく必要があるとの意見が述べられた。

この間、仮に追加的な金融緩和を行った場合、その円相場への影響をどう考えておくかという点についても、意見の交換があった。

まず、ある委員から、金融緩和を行えば為替相場は円安になるとみておく必要があると思われるが、それがアジア経済等へ与える影響をどのように考えておけばよいかとの問題提起があった。別の委員からは、このような難しい問題であっても、何らかの判断を示すことが必要との主張がなされたうえで、現在の為替相場は、大局的にみれば必ずしも円安とは言い切れないこと、例えば、プラザ合意前の240円から一旦80円まで円高となったので、その半値戻しを考えれば160円がひとつの基準になりうる、またG7諸国全体の輸出額に占めるシェアは、86年には日米ほぼ同じであったが、その後米国では上昇、日本では低下してかなりの格差が生じてきている、

過去において為替相場に囚われすぎて金融政策を誤ったと言われるケースがあること、などが指摘された。これらを踏まえ、その委員から、現局面において金融政策運営上、円安を心配すべきではないとの意見が述べられた。しかし、これに対しては、さらに別の委員から、円安の功罪について円安そのものだけを単独に取りあげて議論することには無理があり、円相場から株価への影響や、さらにそれが金融システムに及ぼし得る影響等を、バランスよく考察したうえで判断する必要があるとの反論が述べられた。さらに、もう一人の委員からは、不測の事態が生じるなどにより金融緩和が必要と認められるときには、円安に対する批判を覚悟してでも金融緩和に

踏み切る必要があり、その場合は、そうした政策を採ることが長い目でみればアジア諸国にとってもメリットであることを、説明していけばよいのではないかとの見解が示された。

以上のような討議を通じ、先行きにおける金融緩和の可能性に言及する委員も少なくなかったが、結局、当面の金融政策運営については、ほとんどの委員が、これまでの金融緩和基調を維持することが適当との見解であった。

そうした中で、ある委員から、コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を0.35%へ引き下げてはどうかとの提案が、前回に引き続き出された。提案理由としては、景気の後退が顕著になっていること、市場では9月中間期末や、場合によっては12月末の流動性までが意識され、ターム物レートに上昇圧力がかかりやすい地合いにあること、日本経済が直面している資本ストックや雇用の調整を円滑に進めるうえで、デフレ・スパイラルや景気の底割れを防ぐことが必要であること、デフレ回避の決意を明確に示すためにも、マネーサプライが増加するような政策を採る必要があること、景気の底割れを防ぐ必要が生じている現在、95～96年の景気回復をサポートしてきたのと同水準の金利を続けるのは不適當であること、といった諸点が挙げられた。なお、その委員は、マネーサプライ増加の必要性を強調したが、一方で、これに目標値を定めるようないわゆる「量的緩和」については、コントローラビリティーの観点から否定的な考え方を採った。

## ・政府からの出席者の発言

経済企画庁の出席者から、以下のような発言があった。

家計や企業のコンフィデンスを回復していくことが重要であり、そのためには引き続き着実に政策対応を進めていく必要があることを、政府としても認識している。

執行部から、金利の上昇圧力を抑制するため十分な資金供給を行っているとの説明があったが、日本銀行に対しては、今後とも企業への資金供給が十分確保されるような政策運営を要望する。



## 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の出方や、金融システム対策および税制改革を巡る論議の進展等を含め、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見解が、多くの委員から示された。また、とりわけ9月中間期末に向けて、市場における不安心理が高まったり、円滑な企業金融が損なわれたりすることのないように、引き続き全力を挙げて取り組むべきということで、委員全員が認識を共有した。この間、ある委員から、金融緩和方向への小幅の政策変更を行うべきとの提案がなされたため、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.35%前後で推移するよう促すこととする旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

### 議案（議長案）

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

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、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、景気の後退が顕著になってきていることや、  
ターム物レートに上昇圧力がかかりやすい地合いにあること  
などを踏まえれば、オーバーナイト金利の引き下げを通  
じて、通貨供給量の増大を図ることが適当であるとの立場  
から、上記採決において反対した。

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

( 98 年 8 月 11 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 8 月 11 日 ( 9:00 ~ 11:30、12:22 ~ 16:04 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 速水 優 ( 総 裁 ) ( 注 )

藤原作弥 ( 副 総 裁 )

山口 泰 ( " )

後藤康夫 ( 審議委員 )

武富 将 ( " )

三木利夫 ( " )

中原伸之 ( " )

篠塚英子 ( " )

植田和男 ( " )

( 注 ) 速水委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、9:00 ~ 9:22 の間、会議を欠席した。この間、藤原委員が、日本銀行法第 16 条第 5 項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 谷垣禎一 政務次官 ( 9:13 ~ 10:10 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 16:04 )

( 執行部からの報告者 )

理事 黒田 巖

理事 松島正之

金融市場局長 山下 泉

国際局長 村上 堯

調査統計局長 村山昇作

調査統計局 早川英男

企画室参事 ( 企画第 1 課長 ) 山本謙三

( 事務局 )

政策委員会室長 小池光一

政策委員会室調査役 飛田正太郎

企画室調査役 門間一夫

企画室調査役 栗原達司

## I . 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（7月28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）に従って運営した。

具体的にみると、7月後半は、9月中間期末が徐々に意識され始めて金利上昇圧力が高まったため、大量の資金供給を行い、朝方の積み上幅を連日1兆円前後とした。こうした金融調節を受けて、次第に金利上昇圧力も緩和されたため、7月末以降は、日々の積み上幅を1～4千億円まで圧縮した。この結果、今積み期間中（7月16日～8月15日）のオーバーナイト・レートは、昨日（8月10日）までの加重平均で0.43%となっている。

この間、ターム物金利も、7月末以降、金利上昇圧力が幾分和らいだ。これは市場で、新政権の発足によりドラスティックな金融システム再生策がとられる可能性は低下したとの見方が強まったこと、7月末の日銀総裁講演の中で、期末に向けて企業金融の円滑化にも配慮しながら、きめ細かい調節を行うとの方針が示されたこと、さらには8月入り後6営業日連続でCPオペを実施したこと、などが影響したものと思われる。

### 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、7月末以降下落しており、昨日（8月10日）のニューヨーク市場では146.37円でクローズした。市場では、日米の景気格差に加えて、ここにきて、中国人民元の切り下げや香港ドルの米ドルペッグ制放棄に関するルーマーが、アジア通貨全般の切り下げ懸念につながっており、円の下値不安は強い状態にある。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、ロシア金融市場が小康状態にあるほか、米国株価が下落していることから、強含みで推移している。

東アジア通貨は、対米ドルでみて総じて底固く推移しており、とくにインドネシア・ルピアの続伸が目立った。しかし、韓国ウォン

は軟調に推移した。また、中国人民元や香港ドルは、中国と香港の経済が輸出の落ち込みや中国の洪水などを受けて減速傾向を明確化させてきていることなどを背景に、このところ売り圧力が高まっている。

## ( 2 ) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、アジア向け輸出の減少を映じて外需の悪化が明確になっているほか、GMのストライキが在庫投資や生産に悪影響を及ぼした。しかし、7月の雇用統計は良好な雇用環境が続いていることを示しており、この結果、家計支出を中心とした内需の堅調な拡大は持続しているとみられる。この間、物価は全体として引き続き落ち着いて推移しているが、企業の雇用コストには幾分上昇圧力がかかっているように見受けられる。

この間、株価は、グリーンスパンFRB議長の議会証言(7月21、22日)以来調整色が強まっていたが、8月初旬にはアジア経済の低迷やドル高進行等を背景とする企業業績への懸念の高まりを主因に、大幅に下落した。ただし市場では、これまでのところ、「企業の業績の下方修正に応じた調整の範囲内」といった冷静な受け止め方が大勢である。なお、債券市場では、このような株価の下落を受けた「安全性への逃避(flight to quality)」の動きが再び強まり、長期金利が低下している。

欧州では、ドイツ、フランスでは全体としてみれば緩やかな景気拡大が続いているが、英国では、個人消費などに減速の兆しはみられるものの、物価の上昇懸念が依然根強い状態にある。

東アジアでは、タイ、韓国など、為替安定が確保されつつある国では、実体経済情勢の深刻化を受けて、これまでの緊縮的マクロ政策を幾分緩和する動きが見られ始めている。一方、インドネシアでは、物価が引き続き上昇しており、緊縮的な経済政策運営が続けられている。

## 3 . 国内金融経済情勢

### ( 1 ) 実体経済

経済の現状をみると、公共投資は下げ止まり傾向にあるが、設備投資は中小企業を中心に大幅な減少を続けているほか、住宅投資が一段と低迷している。また、個人消費は一進一退を続けている。こ

の間、純輸出は、輸入の減少から再び増加に転じているが、輸出は概ね横這い圏内の推移にとどまっている。こうした最終需要動向の下で、企業が大幅な減産を実施してきた結果、一部の耐久消費財では在庫調整の進捗がみられるが、在庫水準は全般になお高い。また、大幅な減産が、企業収益の減少をもたらしているほか、失業率の上昇や雇用者所得の前年割れが続くなど、雇用・所得面の大幅な悪化が続いている。物価面では、国内卸売物価の下落テンポは幾分小幅となりつつあるが、需給ギャップの拡大を背景に、基調的には下落を続けており、消費者物価も、実勢ベースでは、前年比マイナスで推移している。このように現状は、最終需要の大幅な減少を反映して、生産や雇用・所得面の調整がさらに深まってきており、最近では、こうした動きが、さらに、投資意欲や消費マインドの減退につながりつつあるように窺われる。以上のように、経済情勢は、全般的に悪化を続けている。

もとより、総合経済対策の効果によって、秋口以降、少なくともいったんは景気の悪化に歯止めがかかり、デフレ・スパイラルに陥るリスクも回避できると考えられる。しかし、稼働率の低さや失業率の高さから窺われるように、経済の活動水準が相当な低水準となっている状況の下では、総合経済対策の執行が本格化しても、民間需要への波及効果は限定的なものにとどまるうえ、追加的なショックに対する抵抗力が乏しくなっている点が懸念される。

その一方、新政権の下で、第2次補正予算の編成や6兆円超の所得税・法人税減税の構想が示されている。これらが、どの程度景気のプラス要因になるか、その内容や実施のタイミングに注目していく必要がある。

## (2) 金融情勢

金融面をみると、短期金融市場では、金融システム問題に対する警戒感を引き続き残しながらも、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に、不安心理が徐々に後退している。具体的には、9月期末を越える現物取引には、流動性リスクに対する警戒感が根強くみられる一方で、1か月物取引やユーロ円金利先物では金利低下の動きがみられ始めている。

長期金利は、6月初めにつけた既往ボトム近辺まで低下しており、

円相場が6月半ばの水準まで下落していることと見合った動きとなっている。一方、株価も軟化しているが、6月半ばの水準と比べると、なお1,000円程度高い水準で踏み止まっている。

ただ、新政権の大規模な財政運営方針にもかかわらず、市場の反応はこれまでのところ鈍い。株価軟化の背景として、市場では、足許の経済情勢が悪化を続けていることや、米国株価の下落、中国人民元切り下げルーラー、さらには金融再生法案を巡る国会審議の方向が見定め難いことなどが指摘されている。

企業金融面では、民間銀行貸出が全体として低迷基調を続けている一方で、社債発行は、大企業が手許資金確保の姿勢を強めていることを反映して高水準を続けている。社債の発行レートは、幾分低下気味で推移しており、格付けの高い企業の資金調達は相対的に順便であることが窺われる。その一方、中堅・中小企業は、銀行の融資スタンスを眺めて設備投資に慎重になるなど、引き続き企業によっては、金利、アベイラビリティの両面で、厳しい資金調達環境が続いている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状については、前回会合(7月28日)以降も、設備投資の大幅な減少や、雇用・所得環境の悪化を示す経済指標が発表されたことを踏まえて、多くの委員から、全般に経済情勢の悪化が続いているとの判断が示された。

まず設備投資については、中小企業を中心に大幅な減少となっていることや、先行指標の落ち込みも大きくなっていることなどを踏まえて、全体として予想を上回るペースで減少しているとの判断で、概ね意見の一致をみた。

具体的には、ある委員は、建築着工床面積が非居住用全体でマイナスを続けていることや、機械受注が、製造業のほか、中小・個人企業の動きを反映する代理店経由分でも落ちてきていること、さらにはトラック販売が不振を続けていることなどからみて、設備投資はきわめて不振な状態に陥っているとの見方を示した。また別の委員も、設備投資の状況は深刻であり、98年度の設備投資前年比は、



- 8 ~ - 10%程度に達するのではないかとの見通しを述べた。さらに、何名かの委員は、こうした投資スタンスの萎縮について、企業の中期的な期待成長率が下方屈折している可能性を示しているのではないかと指摘した。

次に家計支出に関して、住宅投資は、低迷が続き回復の兆しも全くみられないという点で、各委員の認識は一致していた。また個人消費についても、財、サービス支出の一部には回復の兆しがみられない訳ではないが、全体としての回復を確認できる状況にはなく、一進一退の動きが続いているとの見方が概ね共有された。

これを具体的にみると、何名かの委員から、自動車販売が下げ止まりの傾向を示しているのは、ひとつの明るい兆しであるとの指摘があった。これに対して、ある委員は、小型RVの新車効果が寄与した面が強く、楽観できる状況にはないとの意見を述べた。またその委員は、先行きに向けて気懸かりな点として、足許の住宅投資の低迷が、6～9か月のラグを伴って耐久消費財に波及する可能性がある、都市労働者は、公共事業増加の恩恵にはほとんど浴せないため、今後も支出に慎重となる可能性がある、といった点を指摘した。また、その委員を含めた多くの委員が、当面の消費回復策として減税の効果に期待しつつ、足許の雇用・所得環境の悪化が、家計のコンフィデンスの悪化を通じて、個人消費をさらに下押しする可能性がないかどうか、十分に注目していく必要があるとの見解を示した。

このように企業・家計部門の需要が低迷しているとの認識の下で、生産・雇用所得面の動向に関しても、活発な議論が行われた。

まず生産面については、複数の委員が、自動車の在庫調整が完了したことは一応明るいニュースであると指摘した。これに対してある委員は、素材業界の中には、固定費の圧迫から生産水準をこれ以上は落とせない状態に追い込まれている業種があり、このような業種では在庫調整の完了が先送りされようとの見通しを示した。また、その委員は、生産の減少には、とくに資本財向けとアジア向け出荷の落ち込みが影響しており、今後はこうした状況の下で、製造業のダイナミックなリストラが必至であるとの見方も付け加えた。また、ほかのもう一人の委員も、生産が年率2割を越えるペースで減少し、稼働率も足かけ23年ぶりの低水準にまで落ち込んでいることは、経済が予想より弱いところを動いていると認めざるを得ず、このよう

な経済活動の水準の低さ自体が、総合経済対策の効果を減殺するとともに、設備や雇用ストックの大きな調整のうねりを作り出す可能性があると懸念を表明した。

次に雇用所得面について、ある委員は、35～44才の失業率の上昇が目立つなど、現在の雇用情勢は質的な悪化を伴っているとの認識を示した。その委員はさらに、雇用の過剰感が払拭されるためには完全失業者が400万人を越える恐れがあるとの見方を示した上で、今後も失業者の発生が続き、製造業を中心とした中期的な雇用調整に発展する恐れがあるとの懸念を述べた。また別の委員からは、企業倒産の動向に言及があり、最近の傾向として、企業規模では中堅企業の倒産が、また倒産原因では、これまでのバブル型よりも本業型が増加しているとの指摘があった。その委員はさらに、景気低迷が続く中で企業の耐久力は低下しているため、今後、本格的な雇用削減や企業淘汰が進む可能性があるとの懸念を示した。

外需に関しては、ある委員から、現在の経常黒字増加は、輸入の減少によってもたらされているため、輸出が国内民需の落ち込みをカバーするほどの力とはなっていないが、国内所得の増加要因として、経済を下支えしている面があることは評価できるとの見解が示された。またもう一人の委員からも、これと同様に、アジア経済の低迷などを踏まえると輸出市場の拡大は望みにくい、円安による価格効果が企業収益をサポートする役割を果たしているとの発言があった。

以上のような最終需要や生産・所得の動向を踏まえ、景気の現状については、生産 所得 支出といった循環メカニズムが、引き続きマイナスの方向に働いており、時間の経過とともに、経済の活動水準がじりじりと下がってきているという点で、ほとんどの委員の判断は一致していた。

## (2) 景気の先行き

景気の先行きについては、足許の展開がこのようなマイナスの循環メカニズムの働く状況の中にあって、これから具体化される弾力的な財政運営方針や金融システム再生のための諸施策等が経済にどのような効果をもたらすかという点を軸として、議論が展開された。

まず、各委員は、すでに実行に移された総合経済対策について、公共工事が今後本格化し、年度後半には景気の悪化に歯止めがかかることが予想されるが、経済活動の水準が相当程度低下しているため、その効果の民間需要への波及は限定されたものにならざるを得まいといった認識を共有した。

次に、新政権による弾力的な財政運営に関しては、ほとんどの委員が、景気回復を実現していく上で、きわめて大きな財政支援措置が採られることになるものと、これを評価した。すなわち、財政構造改革法を前提とすると、98年度後半にいったん経済の悪化に歯止めがかかったあとも、99年度の経済については強い不透明感が残っていたが、今回、6兆円を上回る所得税・法人税減税の実施方針や今年度を実質的に上回る99年度公共事業の策定方針など、その骨格が明らかになりつつあり、経済が再び悪化に転じるリスクは小さくなったのではないかとの見方が、それらの委員の間での共通した認識であった。

ある委員は、これらの景気浮揚効果は、98年度中の財政政策の景気浮揚効果と比べると、0.5%強上回るものであり、この結果、99年度の実質成長率は1.5%程度になるのではないかとの試算結果を紹介した。その委員は、その上で、今後はGDPギャップが一方向的に拡大することや、経済がデフレ・スパイラルに陥ることは何とか避けられるとの見解を表明した。また別の委員からも、企業経営者は、9月までの間を何とか耐えきれば、98年度下期以降の回復の波に乗ることができるのではないかといった期待を抱いていただけに、新たな財政運営方針によって先行きの2番底懸念は薄らいだものとみられると評価した。ただし、その委員は、企業経営者は現在手持ち在庫の換金売りへの誘惑と、販価下落の懸念との狭間で、ギリギリの状況を続けており、日本経済がデフレの淵に立っていることに変わりはないとも述べた。

そうした中で、ほかの一人の委員は、新政権の財政運営方針の全貌が明らかになっていない現段階では、その効果に関する判断を下すことは時期尚早であるとの意見を述べた。同じ委員は、実行段階に入った総合経済対策については、とくに地方単独事業（今回約1.5兆円）の効果に言及し、過去の例をみると、その平均消化率は5割程度に止まっており、しかも執行が景気に対して後追いの傾向があるため、今回、景気悪化の歯止めという役割を果たすために

は、このような点が是正される必要があると発言した。その委員はさらに、こうした立場を採る背景としての経済の現状認識について、足許の企業経営は製品価格下落によって収益がさらに圧迫されているなど深刻な事態に陥っており、今後は、本格的な資本ストックの調整やダイナミックナリストラによる雇用調整が避けられないと指摘したほか、地価水準も収益還元レベルに比べれば、引き続き割高の水準にあり、現時点の日本経済は底入れを展望できる状況には全くないとして、大方の委員に比べて慎重な見解を述べた。

さらに、このような景気回復に向けての新政権の強い決意表明にもかかわらず、株価などが軟調に推移するなど、市場の反応が鈍いことをどのように理解すればよいかという点に関して、多様な観点からの意見が交わされた。

ある委員は、構造調整を論点として挙げ、こうした構造調整局面で、短期的な刺激策を中長期的な施策よりも優先すると、経済主体の中長期見通しが悪化する結果、かえって短期刺激策の効果も殺いでしまう可能性があるという見解を述べた。もっともこの委員は、現在の市場が、単に、ここ数年の経済対策が失敗した記憶に引きずられているだけの可能性も十分にありうると指摘した。また、別の委員は、構造調整が抱えるそもそもの難しさとして、個別セクター毎の構造調整の成果をマクロ経済全体に如何に有機的に結び付けて、その効果を引き出すことができるのかという点にあり、現在の日本経済は、まさにそのような難しい局面に差しかかりつつあるとの見解を述べた。

第二の論点として、複数の委員は、東アジアの株価・通貨の下落とともに、米国株価が不安定化していることが市場のコンフィデンスに影響していると指摘した。また別のある委員は、このようなアジア、米国の状況のほかに、金融システムの問題も踏まえ、夏から秋にかけての日本の株価の行方に深刻な懸念を表明した。

さらに別のある委員からは、財政の将来展望が不透明な下で、定率減税案が将来の増税を連想させているのではないかとの意見が示されたほか、もう一人の委員は、直近の経済指標が芳しくないことが株価により強い影響を与えているとの見方を述べた。

これらの意見に対して、以上とは別のもう一人の委員は、新政権による施策の表明がなかりせば市場で何が起きたかということと考えれば、やはりそれは大きな効果をもたらしたと評価することができるかと発言した。

以上の議論を踏まえて、政府の財政措置の効果を確実にするためには何が必要かという点についても、議論が交わされた。

ある委員は、このような施策が民間の経済活動の誘い水になるかどうかについては、政策の具体的な内容と財政の中期展望という、2つの観点にかかっているとの整理を示した。前者の政策の内容については、複数の委員から、バラマキ型の財政支出を改め、情報通信、環境、教育、医療などに投入されるべきであるとの意見が示されたが、そのうちの一人の委員は、即効性という点では従来型の公共事業がもたらす効果も軽視できないとした上で、例えば、21世紀を展望したビッグプロジェクトを打ち出すのも一案ではないかと指摘した。一方、財政の中期展望を明確にすることの必要性についても複数の委員が言及したが、このうちのある委員は、減税財源にとどまらず、将来の税制や社会保障の姿を示すことが、消費者コンフィデンスの改善にとって重要であると強調した。

また、このような財政面からの施策とともに、わが国経済の信認を回復させ、景気の本格的な回復につなげていくためには、一刻も早く金融システムを建て直すことが何よりも必要であるという認識が、各委員から一致して示された。

具体的には、多くの委員から、目先の問題として、市場は一部金融機関を巡る処理を強く意識しているとの指摘がなされた上で、ある委員は、こうした状況の下で、問題が先送りされたり、あるいは金融再生プランの実行に手間取ったりすると、市場から思わぬ反発を蒙るリスクがあると述べた。一方、別の委員は、金融システム問題は、ひとつひとつ丁寧に解決することが大事であり、問題をひとつ解決すれば、市場のムードは相応に良くなるものであることを念頭に置いて、拙速を避けていく必要があるとの考えを示した。さらにもう一人の委員は、自己査定結果の自主的な開示や早期償却など、金融構造改革をできるところから始めることが大切であり、この面での銀行経営者の意識改革も望まれるとの見解を表明した。

続いて、議論は、不良債権処理と実体経済との関係におよび、ある委員は、本来、不良債権処理の進展は、人々の心理面への好影響を通じて資産市場の回復を可能にするが、その一方で、銀行の再編や借り手の整理に対する懸念が、マーケットや貸し手の行動を萎縮させるリスクがあるとの見方を示した。また別の委員は、企業の抵抗力が大きく低下している現状では、銀行再編などの動きは、企業

による雇用調整などを加速させる可能性を指摘し、さらに別の委員は、そのような調整が消費や投資のコンフィデンスの悪化に跳ね返るリスクがあると述べた。その委員は、これに加えて、不良債権処理は時間との戦いであり、国会における金融システム再生に向けた枠組み作りの議論が、早急に進められることを期待していると付言した。

この間、金融の量的側面について、ある委員から、名目経済成長率がゼロの中で、マネーサプライが3%台の伸びを維持しているのは何故か、との問題提起があった。これに関連して、別の委員は、日本経済全体で年間約500兆円の所得が形成されるためには、金融機関の追加的な信用供与が不可欠であり、その追加分がストックとしてのマネーサプライの伸びになっているが、そうした観点からみると3%台の伸び率が必要十分な水準にあるとは言えないとの見解を述べた。さらにもう一人の委員からも、名目成長率やマーシャルのkなどから考えると、3%程度の伸びは低すぎ、5%程度の伸びが適当であるとの考えが示された。

また複数の委員が、企業金融を巡る環境に言及し、中小企業の設備資金の銀行借入れ申し込みがなかなか通らない事例や、商社などの一部大企業が資本市場で調達した資金をグループ子会社に供給している例などを引きながら、かつての銀行の機能を今や大企業が担っている感があるとの見方を示した。これに対して、ある委員は、最近の金融機関は、一様な量的絞り込みから、相手先の信用力に応じて融資するスタンスへと変わってきていると指摘した。さらに別の委員は、金融機関が、収益性・健全性の観点等から、信用力の低い企業に対しては慎重な与信行動をとっているのは事実であるが、その一方で、金融機関は優良な投資案件を懸命に求めており、最近の基本的な問題は、やはり有望な投資案件そのものが少なくなっていることではないかとの意見を述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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。

前述のとおり、景気の現状について、従来どおり、ないしは、それよりもやや厳しめの認識を示す委員が多い下で、金融政策運営に

については、大半の委員が、現状の金利水準を維持することが適当であるとの見解を示した。

こうした考え方の背景として、新政権が弾力的な財政運営方針を掲げていることを踏まえると、日本経済が99年度にかけてデフレ・スパイラルに陥るリスクはさほど大きくないとみられること、金利引き下げ余地がすでに限られていることを踏まえると、追加的な金融緩和措置の有する効果、副作用については十分慎重な検討が必要であること、などの点が指摘された。

これらについて具体的にみると、ある委員は、経済活動の水準がこれほどまでに低下すると、そのこと自体が、設備、雇用のストックに対して強いプレッシャーとして働くことは事実であると指摘した。同じ委員は、その上で、ほかの委員とともに、98年度から99年度にかけての大規模な財政パッケージ組成が具体性を帯びてきていることを踏まえると、まずはその内容と効果を見守ることが先決なのではないかとの意見を述べた。また、それらの委員は、最近の円安を踏まえると、デフレ・スパイラルを避けようようなメカニズムが、政策面、市場面の双方から出てきているのではないか、との見方も付け加えた。

また、別の委員は、企業サイドからの利下げ要望の声はこれまでのところ小さいように窺われると述べたほか、もう一人の委員からは、企業の中期的な期待成長率が下方屈折している場合、金融政策面から対応する余地は乏しく、むしろ不良債権処理や税制改革などを通じて、経済主体のコンフィデンスを回復させていくことが重要であるとの見解が述べられた。さらに、複数の委員からは、去年の消費税率引き上げ以来、家計は過度に支出防衛的になっており、追加的な利下げは消費性向をむしろ一段と低下させ、減税効果を阻害する恐れもなしとはしないとの指摘が出された。

このように多くの委員が、現段階での追加的な金融緩和には慎重な姿勢であった。もっとも、ある委員は、こうした考えを軸に据えつつも、仮に財政面の効果が期待されたとおりには現れず、それを契機に市場の混乱が生じるような場合には、追加的な金融緩和の検討が必要となるのではないかとの見解を述べた。

また別の委員は、金融システム面でかなりのリスクを抱えている中であって、7月末の日銀総裁講演において、期末に向けた日本銀行の潤沢な資金供給スタンスを示したことは、市場に安心感を与え

たと評価できるとした上で、厳しい経済情勢の中で日本銀行として最大限の努力を続けていることを今後とも積極的に訴えていくべきであるとの考えを示した。そうした観点から、その委員は、今回の金融政策判断そのものが「現状維持」であっても、会合の議事要旨としては、引き続き金融市場に対して潤沢な流動性を供給していくとの方針を議案の前後に明記すべきである、との意見を述べ、多くの委員がこれを支持した。また、その委員も含めた何名かの委員は、今後、何らかのショックを契機に、市場で不測の混乱が生じるような場合には、市場金利の引き下げと大量の流動性供給、さらには預金準備率の引き下げなど、日本銀行が有するあらゆる政策手段を活用する必要があるとの認識を共有した。

また金融調節手段に関して、複数の委員が、企業の資金調達手段の多様化を積極的に支援する観点から、資産担保証券の適格担保化などについて検討すべきであると指摘した。

なお、こうした中で一人の委員からは、企業の資金調達がスムーズにはいかず、クレジットクランチが起きている状態を解消するためには、マネーサプライの伸びを5%程度に引き上げる必要があり、この点、日本銀行による潤沢な資金供給は不可欠と言えるが、金利据え置きの下で資金供給を増やしていくことには限界があるのではないかと、この指摘が出された。

さらに、金融緩和策と為替円安の関係、さらにはアジア経済との関係をどのように考えるか、という点についても、活発な議論が交わされた。

まずある委員が、市場では、円相場とアジア通貨との連動関係を硬直的に捉え過ぎてはいないかとの問題提起を行った。これに関して、その委員も含めた複数の委員が、日本とアジアでの生産の棲み分けが進展してきている現状では、双方の製品が第三国市場で競合するケースは減っており、円安がアジアに直接的な悪影響を及ぼすことは、従前に比べて少なくなっているのではないかと、日本経済の立ち直りこそが、アジアからの輸入を回復させる効果も持ちうるのではないかと、といった見方を示した。また、別の委員からは、日本円も含めてアジア各国の通貨が軟調に推移しているのは、基本的にはそれぞれの国の経済ファンダメンタルズが弱まっていることを反映したものであるとの指摘があった。

そうした観点を踏まえて、本件を問題提起した委員は、先行き金



融緩和を検討するような局面で、仮に円安が進行していたとしても、金融政策の検討は、もっぱら、日本経済を立ち直らせる観点を軸に据えて行われるべきであるとの意見を述べた。しかし、これに対して、ある委員は、金融政策は基本的に国内経済情勢に応じて運営していくものであるが、その時々々の金融政策の検討に当たっては、予想される為替相場の反応と、その内外に及ぼす影響を全く考慮しない訳にはいかないのではないかとこの考えを述べた。

このように会合では多様な意見が出されたが、いずれにしても日本に関しては、金融、財政等の各方面から、早急に日本経済を建て直して内外の信認を回復させることが、為替の円安傾向に歯止めをかけるための最良の方法であるという点で、意見の一致をみた。

以上のように、会合ではこれまでの金融緩和基調を維持することが適当との意見が大勢であったが、ある委員から、コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を 0.25% に引き下げるべきとの提案が出された。その委員は、前回、前々回の会合でコールレートの誘導水準を 0.35% まで引き下げることを提案したが、今回は、設備投資、雇用の調整深化など、事態が一段と悪化していることに鑑み、引き下げ幅をより大きなものにしたとの考えを示した。また、その委員は、現在の経済状況は前回金融緩和を行った 95 年 9 月時点と比較しても、現在の方が悪くなっており、ここで金融緩和に踏み切らないとすれば強い違和感を禁じ得ないとの意見を述べたほか、最近の日米株式市場の不安定な動きを踏まえ、不測の事態に備えてあらかじめ金融緩和の手を打っておくことが必要であり、そのタイミングが今年度下期以降になるのでは遅すぎるとの見解を示した。

しかし、この委員の提案については、多くの委員から、現在は財政政策の効果を見極めるのが先決であるなど、引き続き消極的な反応が示された。またある委員からは、不良債権処理の過程などで金融システムにかかりうるテンションについては、その時その時で対応するしかないとの考えが示された。さらにもう一人の委員は、金融機関のリスクテイク能力が極端に低下していることを踏まえると、この復元を金利政策のみによって実現するのは難しいのではないかとこの意見を示した。その委員は、95 年 9 月当時の金融緩和政策について、当時は、利下げが資産価格に好影響を及ぼす経路を期待しやすい状況にあったが、現在は、市場の中期的な期待がかなり悲観的になっているため、こうした面からの効果を期待しにくいとの見

方を述べた。

## ・大蔵省、経済企画庁からの出席者の発言

政府からの出席者として、午前中に会合に参加した谷垣大蔵政務次官から、景気の現状等について以下のような発言があった。

- わが国経済の現状をみると、家計や企業のマインドの慎重化などから、最終需要が弱くなっており、この影響が生産・雇用面にも広まっている。こうしたことから、景気は低迷状態が長引き、はなはだ厳しい状況にあると認識している。
- 政府としては、まずもって景気の回復に全力を尽くすために、過去最大規模の総合経済対策や金融再生トータルプランを着実かつ迅速に実施する所存である。その上で、99年度に向けて切れ目なく施策を実行すべく、事業規模10兆円を超える98年度第2次補正予算を編成することとしている。さらに、来年度予算編成の基本方針については、蔵相より、当面の景気回復への配慮を最優先する観点から、「公共事業の執行が年度末に切れ目を生じないようにすること」および「99年度の公共事業は、98年度のそれを実質的に上回るようにすること」の2点が指示されている。
- また税制については、抜本的な見直しを展望しつつ、景気に最大限配慮して、6兆円を相当程度上回る恒久的な減税を実施することとしている。金融再生トータルプランに関しては、本臨時国会に、いわゆるブリッジバンク制度導入のための法案や、不動産関連権利等調整委員会を設置するための法案など5種類6本の法案を提出した。

また、経済企画庁の出席者からは、新政権の98年度第2次補正予算や税制改正への取り組みのほか、以下の発言があった。

- 本日の政府月例経済報告において、経済の現状を「景気は低迷状態が長引き、はなはだ厳しい状況にある」として、先月から表現を変えた。これは、国民により分かりやすい表現を心がけた結果であって、判断を大きく下方修正した訳ではない。

- このような厳しい状況の下、政府では総合経済対策の実行に意を用いている。ただし、地方議会における98年度補正予算の承認が9月になっている先も多く、地方によって対策の効果がまだ現れていないところもある。

## 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、弾力的な財政政策の具体的内容とその効果、金融再生トータルプランを巡る国会審議の帰趨とその影響などを含めて、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見解を、ほとんどの委員が支持した。一方、金融緩和方向への金利変更を行うべきとの提案もあったため、次の2つの議案が採決に付されることとなった。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、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こととする旨の議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

### 議案（議長案）

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

本案は、当該金融調節方針の下で、市場の状況に応じて、金融市場に対して潤沢な資金供給を行うことを趣旨とするものである。

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、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、経済情勢の悪化は深刻であり、政府の諸施策の効果は現れるとしてもかなりの時間を要する下では、株価急落などの不測の事態が起こる可能性も考慮して、一層潤沢な資金供給を図るためにも現時点において利下げを行うべきであるとの立場から、上記採決において反対した。

### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を8月13日に公表することとされた。

### ・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（7月16日）の議事要旨が、全員一致で承認され、8月14日に公表することとされた。

以 上

( 別 添 )

平成 1 0 年 8 月 1 1 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

( 98 年 9 月 9 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 9 月 9 日 ( 9:01 ~ 12:33、14:35 ~ 17:41 )  
会合は、速水委員の国会出席のため、昼食時間を含め、12:33 ~ 14:35 の間、中断した。

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 谷垣禎一 政務次官 ( 9:01 ~ 10:09 )  
経済企画庁 今井 宏 政務次官 ( 9:01 ~ 17:41 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事(企画第 1 課長)	山本謙三

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司

## I . 大蔵省、経済企画庁からの出席者の発言

政府からの出席者として、まず谷垣大蔵政務次官から、政府の経済・財政運営の考え方等について、以下のような発言があった。

- わが国経済の現状をみると、景気は低迷状態が長引き、きわめて厳しい状況にある。このため、政府としてはまず、総合経済対策、98年度補正予算の着実な実施と、金融再生トータルプランの早期実施に取り組むこととしている。その上で、一刻も早く景気回復を図るため、99年度に向けて切れ目なく施策を実行すべく、事業規模10兆円を超える98年度第2次補正予算と99年度当初予算を、一体のものとして編成する方針である。
- 税制については、6兆円を相当程度上回る恒久的な減税を実施することとしている。また、99年度一般会計概算要求額については、政策的経費である一般歳出が「景気対策臨時緊急特別枠」の4兆円等を含め、前年度比11%増となっている。
- 金融再生トータルプランに関しては、本臨時国会に、5種類6本の法案が提出されている。こうした中で、金融関係法案の野党3党対案が去る9月3日に提出され、現在与野党間で精力的に意見調整が行われている。政府としても、法案が一日も早く成立するよう最大限努力する所存である。
- また、貸し渋りに対しては、先般、信用補完制度の拡充、政府系金融機関の融資制度の充実等を内容とする「中小企業等貸し渋り対策大綱」を閣議決定した。これにより、資金規模40兆円を超える対応が可能となった。
- 9月4日、サンフランシスコで行われた日米蔵相会談では、世界市場の動向ならびに米国と日本の現下の経済状況および経済政策について、幅広く忌憚のない意見交換が行われた。

続いて、今井経済企画政務次官からは、上記と同様に、政府による金融システム安定化策、98年度第2次補正予算および税制改正などへの取り組みのほか、以下の発言があった。

- わが国の景気は低迷状態が長引き、きわめて厳しい状況にあるが、世界経済全体をみても、アジア経済の低迷やロシアの不安定化等、要注意の領域に入ったものとみられる。わが国については、今後、総合経済対策の効果が期待されるが、雇用情勢、金融機関の不良債権問題等の懸念もあり、しばらくはこのような厳しさが続くと思われる。
- こうした中、今般、経済戦略会議が発足し、国民の将来に対する自信と安心を高める政策等を検討することとしている。

## ・ 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（7月28日）の議事要旨が、全員一致で承認され、9月14日に公表することとされた。

## ・ 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（8月11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）に従って運営した。

前積み期間（7月16日～8月15日）についてみると、積み最終日（8月14日）には、軟調な株価の推移が銀行の資金調達懸念につながったことなどから、オーバーナイト・レートは0.49%まで上昇した。しかし、期間中は全般に落ち着いた推移を辿っていたため、平均レートとしては0.43%となった。

8月16日からの新しい積み期間については、期初に市場の一部で準備預金の積みを早めに進捗させたいとする動きがみられたほか、8月末から9月初にかけて株価が下落したことや大幅な税揚げがみられたことなどから、金利上昇圧力が強まった。こうした動きに対して、日本銀行は、日々の金融調節の中で、朝方の積み上幅を1兆円前後とする大量の資金供給を実施し、金利の安定化に努めた。この結果、今積み期間中（8月16日～9月15日）のオーバーナイト・



レートは、昨日（9月8日）までの加重平均で0.42%となっている。

この間、ターム物金利は、銀行株の下落が続く中であって、9月中間期末越えに対する意識が徐々に強まったことから、8月中を通じて、強含みで推移した。しかし、日本銀行が、CPオペなどを通じて、期末越えの資金供給を着実に積み上げたことなどを受けて、8月末以降、金利は若干低下している。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### （1）為替市場

前回会合以降、ロシアの政治・経済の混乱に端を発する国際的な金融市場の動揺の中で、米国経済の先行きに対する不透明感が強まり、米国株価が大きく下落した。また、ロシア、中南米等のエマージング市場で損失を蒙ったヘッジファンドが、益出しを狙って円の買い戻し意欲を強めた。これらがいずれも円高要因として寄与したため、円の対ドル相場は、振幅を伴いつつも大幅に上昇した。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、ロシア情勢の悪化を受けていったんは下落したが、8月末以降は、米国景気に対する不透明感の台頭をきっかけにドル買い警戒感が強まったことから、急反発に転じている。

東アジア通貨は、対米ドルでみて総じて底固い展開となった。とくにインドネシア・ルピアの続伸と、マレーシア・リンギの急上昇が目立った。また、中国人民元に関してはひと頃の切り下げ観測が後退している。この間、韓国ウォンは弱含みで推移している。

一方、ロシア・ルーブルの大幅下落が商品市況の軟化懸念を台頭させたことから、一次産品輸出国の通貨安が目立ってきており、カナダ・ドルや中南米諸国通貨などがこのところ大きく売り込まれている。

### （2）海外金融経済情勢

米国株価は、米国の企業業績がロシア、中南米などの情勢を受けて悪化するとの懸念から、大きく下落した。もっとも、ダウの下落が現在の8,000ドル前後のレベルで止まるのであれば、市場が予測した調整の範囲内であるとの見方もある。また、欧州各国の株価も下落している。このような状況の下で、国際金融市場では、資金が米

国等の先進国の国債にシフトする「安全性への逃避（flight to quality）」の動きが強まっている。

この間、米国経済をみると、輸出や国内自動車販売などを除けば、個人消費関連や住宅投資などの経済指標がいずれも堅調な動きを示しており、全体としてみれば、これまでは力強い拡大を続けてきた。しかし、ここにきて、上記のようなロシアや中南米情勢が米国の企業業績の悪化や株価の下落をもたらし、そうした動きが米国景気に与えるインパクトを警戒視する見方も増えている。グリーンズパンFRB議長も9月初めの講演で、「米国の景気、物価の先行きに対するアップサイド、ダウンサイドのリスクは均衡した」と述べており、市場では利下げ観測も出始めている。

欧州では、ドイツ、フランス経済が緩やかな拡大を続けている。一方英国では、ポンド高の影響から外需が減少しているほか、個人消費にも減速の兆しがみられ始めている。しかし、労働需給は引き締まった状況が依然続いており、物価の上昇懸念は根強く残っている。

東アジアでは、本年の経済成長見通しを下方修正する動きが相次いでいる。こうした状況下、タイ、韓国では、IMFプログラムが実行、達成されるもとの、経済情勢の悪化に対処するため、財政、金融面からの引き締め措置を幾分緩和する動きがみられている。また、中国では、洪水被害が生産活動に及ぼすマイナスの影響が懸念されている。

### 3. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、純輸出は輸入の減少を主因に増加しているが、設備投資が大幅な減少を続けているほか、住宅投資もここにきて一段と減少している。また、個人消費は一進一退を続けている。このように最終需要が減退を続ける中で、企業が大幅な減産を続けてきた結果、耐久消費財等を中心に在庫調整には一定の進捗がみられる。しかし減産の下で、企業収益が減少しているほか、雇用者数と賃金がともに減少するなど、雇用・所得の大幅な悪化が続いている。

物価面では、国内卸売物価が需給ギャップの拡大持続を背景に、引き続き下落基調にある。また、消費者物価も、前年水準を若干下回っている。

このように、わが国の経済情勢は全般に悪化を続けているが、最近の特徴は、主として中小企業が、これまでの収益の悪化等を背景に、設備投資や雇用の大幅な削減に着手していることにある。とくに雇用削減の動きは、予想以上のテンポで家計所得を圧迫しており、特別減税にもかかわらず、家計支出が低迷を続ける要因のひとつとなっている。

先行きについては、以上のような所得面の悪化や最終需要の下振れを踏まえると、年度後半も、低成長にとどまる公算が大きくなってきており、従来想定していたパスよりも下方を走ることになると見込まれる。ただ、昨年末から1～3月にかけて、家計支出、アジア向け輸出、設備投資と相次いで生じた最終需要面のショックは、このところ小康を保っており、今後、総合経済対策の効果が、徐々に景気の悪化に歯止めを掛け、これ以上の景気・物価のスパイラル的な悪化を招来するリスクは回避できるという従来のシナリオは、なお維持されていると考えられる。

しかし、企業収益や雇用・所得の悪化が示すように、経済活動の水準は相当に低いものとなっているだけに、追加的なショックに対する抵抗力は弱まっている。こうした中で、ロシアの債務繰り延べを契機とした世界的な金融システムへの不安感の台頭を含め、金融・資本市場がかなり不安定な状態にあることは否定し難い。これらが、先行きに対する不安感の増大といった形で、消費マインドの悪化、あるいは企業の支出活動の慎重化に繋がらないかという点を、リスクとして認識しておく必要がある。

また、金融システムを巡る国会審議の帰趨がどのようになるか、9月末にかけて、企業倒産がどの程度増えるか、それらが株価、あるいは家計・企業のコンフィデンスにどのような悪影響を及ぼすか、という点も注意してみていく必要がある。

## (2) 金融情勢

前回会合以降、金融市場は、ロシアの金融危機に端を発する世界的な株価の下落や金融システム問題を巡る不透明感の高まりから、不安定な動きを示した。具体的には、円相場はボトムの前約1ヶ月前に比べ15円程度円高になっている。株価は、8月末にバブル崩壊後の最安値を記録したあと反発に転じたが、それでもなお1ヶ月前に比べ1千円程度低い水準で推移している。また、長期国債流通利回

りは過去最低水準を更新している。

この間、邦銀の信用リスクに対する警戒感も一段と強まった。ジャパン・プレミアムは、6月下旬に一部金融機関の経営問題の表面化をきっかけに拡大したあと、7月にはいったん落ち着きをみせたが、7月半ば以降は、金融再生法案の帰趨を巡る不透明感も加わって、ジリジリと上昇を続けている。また、ジャパン・プレミアムと裁定関係にある、ユーロ円とTBの間の金利格差も拡大を続けている。年末の資金繰りに対する市場の神経質な見方を勘案すると、これらの金利リスクプレミアムは、今後も直ちには縮小しにくい状況とみられる。

もっとも、金利水準をみると、TB金利はもちろんのこと、リスクプレミアムの拡大を伴いながらも、ユーロ円金利（とくに先物）も徐々に低下している。これには、株価の下落を受けて、金融緩和に対する思惑が市場に台頭したことが影響しているものとみられる。

このほか長期債市場でも、信用力の相違に伴う金利格差が拡大している。すなわち金融債と国債との金利格差がさらに拡大したほか、8月末の株安をきっかけに、それまで比較的安定的に推移していた社債と国債との金利格差も再びジリジリと拡大に向かっている。

なお、長期金利が大きく低下したのと並行して、株価も下落したため、イールド・スプレッド（長期債利回り - 予想株式益回り）は過去最低水準にまで低下している。これは、企業収益の成長率に対する市場の予想が下振れするとともに、株価に対する先行き不透明感が一段と強まった（リスクプレミアムの拡大）ことを示唆している。

金融の量的指標をみると、マネーサプライは3%台半ばと、伸び率の鈍化傾向が一服してきている。实体经济活動に伴う資金需要そのものは弱い状態が続いているが、金融機関の融資姿勢の慎重化を受けて、大企業を中心に、手許流動性を早めかつ厚めに確保しておくとする動きがみられる。そうした先では、社債、CPの発行を増やしているほか、銀行借入も継続している模様であり、そうした動きがマネーサプライの下支えに寄与している。ただ、中小企業を中心に、企業によっては、アベイラビリティ、金利の両面で厳しい環境にあることには変わりなく、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

### ( 1 ) 景気の現状

景気の現状については、前回会合（ 8 月 11 日 ）以降も、設備投資の大幅な減少、住宅投資の一段の低迷、さらには雇用・所得の大幅な減少など、経済指標が一段と悪くなってきていることを踏まえて、経済情勢は全般に悪化が続いているとの認識が概ね共有された。それとともに、この悪化テンポが、これまで想定していたペースを上回るものかどうかという点を含めて、様々な議論が行われた。

まず設備投資については、複数の委員から、最近の落ち込みの角度はきわめて急であり、底がまだ見えないとの趣旨の発言があった。また、ほかの委員からは、最近は大企業でさえ銀行の慎重な融資姿勢の煽りを受けて合理化投資がままならないとしたうえで、先行指標である機械受注の落ち込みなどからみると、98年度の設備投資の前年比は - 10% 台までマイナス幅を拡大させるおそれがあるとの見通しを述べた。さらに、別の委員からも、体力の乏しくなっている企業の投資抑制が目立つほか、ここにきて上場企業の設備投資も減少しており、これが中小企業の業績をさらに圧迫しているとの指摘があるなど、各委員は、設備投資について、きわめて厳しい認識で一致した。

次に家計支出に関しては、住宅投資の一段の落ち込みに各委員の関心が集まった。複数の委員から、足許の住宅着工の落ち込みは予想外の下振れであるとの見解が示されたほか、ほかのある委員は、家計が将来に対する展望を失くしているために、勇気をもって住宅購入に踏み切ることができなくなっているとの見方を示した。また、別の委員からは、今後場合によっては着工戸数の年率100万戸割れもありうるのではないかと懸念が表明された。

個人消費については、ある委員から、自動車販売やパソコンを中心とする家電販売の動きは底固くなっているとの指摘があったほか、別の委員も個人消費全体はとりあえず下げ止まりの印象があるとの見方を示した。しかし、これとは別の委員からは、自動車販売で好調なのは新型車とフルモデルチェンジ車に限られているとの発言があった。また、その委員も含めた複数の委員からは、これまでのところ、今年度の特別減税 4 兆円の効果は殆ど窺われないとの

指摘があった。さらに何名かの委員からは、最近の雇用情勢の一段の悪化が消費をさらに圧迫する可能性があるとの見方が示され、委員の間の個人消費に関する認識は、一進一退の動きが続いており、現時点では力強く持ち直す展望は持てないとの見方で、概ね一致していた。

こうした議論を踏まえて、ある委員から、住宅ローンを抱えた家計では消費支出が伸び悩んでおり、この際、政策減税として住宅ローン金利の全額所得控除を実施して、住宅投資と個人消費を梃子入れする必要があるのではないか、との指摘がなされた。また、別の委員からも、民需回復の柱は、自動車と住宅であり、これらの分野への政策減税が検討に値しようとの見解が述べられた。

また、公共投資については、ある委員から、6月の本席で経済企画庁の出席者から経済対策の効果は8月より出始めるとの見通しが示されたが、総合経済対策に伴う公共工事発注の動きは、地方を中心に鈍く、予想に比べて2か月程度遅れているのではないかと指摘があった。また、別の委員からも、公共工事の遅れに伴って、年度前半には目途がつくと見込んでいた建設財の在庫調整が大幅に遅れてきているとの発言があった。

このように最終需要が低迷している下で、生産・雇用所得面の動向に関しても、厳しい現状認識が相次いで示された。

まず生産面については、ある委員は、一部の耐久消費財の在庫調整が進捗していることは一応明るい材料ではあるが、素材産業の出荷・生産には下げ止まり感がみられないと発言した。また別の委員も、設備投資の落ち込みの影響から資本財の出荷、生産の不振が目立っているとの指摘を行った上で、最近の生産の落ち込みに伴って企業の景況感も急速に後退していると述べた。

雇用・所得面については、多くの委員から、最終需要の低迷と経済の活動水準の低下の影響が、企業収益や雇用・賃金にも色濃く反映され始めており、これがさらに、最終需要の一層の下押しをもたらしかねないとの懸念が表明された。具体的には、ある委員から、雇用・賃金の調整は、本来は企業収益のサポート要因であり、ポジティブに評価しうるものであるが、現状は、急速な業績悪化に伴って企業が支出態度を慎重化させている結果として、設備投資の抑制とともに予想を越えるピッチで雇用・賃金調整が進められており、到底前向きな評価をなしうる状況ではないとの見解が述べられた。

また、ほかの複数の委員は、こうした急ピッチの雇用調整はとくに中小企業を中心に深刻に現れており、これが家計支出の一層の抑制要因として働いているとの見方を示した。

なお最近の雇用調整に関しては、複数の委員から、従来の日本の経営システムがなかなか機能しない状態に追い込まれているとの意見が述べられた。このうち一人の委員は、オイルショック時のような厳しい雇用調整局面では、中小企業が雇用吸収のバッファとして機能していたが、現状中小企業にはそうしたゆとりは全くなくなっているとの指摘を行った。

足許の物価動向については、ある委員が、最近は本年前半のような輸入原材料の価格下落の影響は薄れているが、内生的な物価の弱さが目立っていると述べたほか、別の委員も、卸売物価の低下ピッチは和らいでいるが、消費者物価の下落が鮮明になっているとの発言を行った。また、ほかの複数の委員も、GDPギャップが徐々に拡大していることに言及して、内生的な物価の弱さに懸念を表明した。さらに、別の委員は、現在は企業が販価を何とか持ちこたえさせているが、経営の現状を踏まえると、仮に本年度下期の景気がさらに悪化した場合には、販価を一気に引き下げざるを得ないギリギリの状態にあるとの見方を示した。

以上のように、景気の現状に関しては、設備投資や住宅投資が当初見込みを上回るスピードで落ち込んでいるうえ、雇用・所得環境の急速な悪化が最終需要をさらに一段と下押す危険性が出てきているとの見方で、各委員の判断は概ね一致していた。

## (2) 金融面の動き

金融面の動きに関しては、まず最近の株価の動向について多くの委員から懸念が表明された。

ある委員が、8月末にバブル崩壊後の最安値を更新した株価に関して、足許は持ち直しているが依然不安定な状態にあり、このような状態が続くと、企業や家計のコンフィデンスのさらなる低下から、景気や物価の下振れリスクが高まることになるとの見解を述べた。また別の委員も、直近の株価の急反発に目を奪われることなく、その背後にある企業業績の悪化を注視すべきであるとの発言を行った。さらに別の委員は、企業が資金効率を引き上げるために株式の持ち

合いを解消しようとしても、その一方で、自社の株価が低い水準にあるため他社から買収を受けるリスクも増大しており、持ち合い解消に容易には動きにくくなっているとの事情を指摘した。

また委員の間では、日本の株価との関係で米国株価の先行きは大きな注目材料であるという点で認識の一致がみられた。このうちの一人の委員は、金融システム問題の進展が市場参加者の先行き見通しを好転させて株価を下支えするというシナリオが動き出す前に、海外からのショックが入ってきた結果、株式市場の脆弱性がさらに増してしまっているとの見解を示した。また、別の委員は、ロシアの混乱は世界的にリスクプレミアムを上昇させているが、それに伴って生じた米国のリスクプレミアムの上昇は、過去の経験に照らせば、景気下降の先行指標であることが多いとの指摘を行った。さらにもう一人の委員は、本年前半欧州から米国への資本流入が急増したが、これが今後も継続するのかどうかについて予断を持たずに見守る必要があるとした上で、年内の米国株価動向の帰趨に強い関心を抱いており、それが米国と日本の実体経済に与える影響も、細心の注意を払って点検していく必要があると発言した。

さらに何人かの委員が、金融システム問題を巡る不透明感が、金融市場や実体経済に重石となつてのしかかっているとする趣旨の発言を行った。

具体的には、ある委員は、今後金融再生関連法案の審議が進んでいけば、不透明感は次第に薄らいでいこうとの見通しを述べたうえで、金融業自体が構造調整に直面している産業であるだけに、リストラなどの動きが短期的には経済に対してプレッシャーをかけていくことになると述べた。また、ほかの複数の委員は、金融再生法案の国会審議の進捗度合や一部金融機関の処理問題など、金融システム問題全体の先行きが不透明であることを眺めて家計が防衛的な支出態度を強めている感があるとの見方を示した。

このほか委員の間では、企業や金融機関の信用リスクに関する議論も活発に行われた。ある委員は、最近の大型企業倒産や赤字決算を受けて、金融機関が運転資金の審査基準を厳格化しているほか、企業では企業間信用の供与に神経質になっており、その結果現金決済の割合が高まっているが、このような企業間信用の収縮は、企業活動の制約要因となるとの懸念を表明した。また、別の委員も、中小企業は金融機関の融資姿勢の慎重化から強い資金制約を受けてお



り、今後、仮に企業間信用のパイプが閉ざされることになると、その経営は一層厳しい状況に追い込まれるとの見方を述べた。さらにもう一人の委員は、政府の「中小企業等貸し渋り対策大綱」が、現下の中小企業の厳しい資金繰り状況を緩和する材料として機能することを期待しているとの趣旨の発言を行った。これらの委員からは、今は企業活動を資金の量的側面から支えることが重要な局面にあるとの見解が付け加えられた。

なお最近のマネーサプライの動きに関しては、ある委員から、伸び率自体はまずまずの水準にあるが、執行部からの報告にあったように、実体経済活動に伴う資金需要というよりはアベイラビリティ確保のための動きであるとするれば、ポジティブな評価は難しいとの見解が示された。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きについては、足許の経済情勢が予想を上回るテンポで悪化を示していることや、金融面で不安定な動きが続いていることなどを踏まえ、今後の弾力的な財政運営によって経済がデフレスパイラルに陥ることは何とか避けられるとした前回会合での判断が、引き続き妥当かどうかという点を中心に、議論が展開された。

まず、ほとんどの委員は、総合経済対策の効果は今後本格的に出てこようし、6兆円を上回る減税や、いわゆる「15か月予算」の下で、公共投資が切れ目なく実施されれば、景気の悪化に歯止めをかける力が働くことになるという点で、認識はほぼ一致していた。

しかしながら、各委員からは、こうした基本的な認識のもとでも、様々なリスクが浮上していることについて、以下のような指摘が出された。

財政支出に関連して、ある委員から、設備投資の大幅な減少などの民間需要の急激な後退が、公共投資増加の効果を打ち消してしまうことになるのではないかと発言があった。その委員はそれに加えて、現在明らかになっている財政支出プログラムのままでは、先行き99年度下期以降は公共投資が再び急速に細る計算になるとの指摘を付け加えた。また、別の委員からも、GDPギャップが拡大し、これから金融機関の不良債権処理が本格化するもとでは、財政面からの当面の効果としては、景気の悪化に歯止めをかけるのが精一杯

ではないか、との見方が示された。さらにほかの委員も、強力な財政支援措置によるマイルドな景気回復の道筋自体は失われていないとしつつも、経済の活動水準自体が低下を続けている中であって、総合経済対策における公共工事の発注が遅れたため、景気の転換点の展望が不明確になっているとの見解を示した。

もう一人の別の委員は、こうした議論を総括するかたちで、足許の設備投資と住宅投資の下振れ、在庫調整の動きと最近の所得形成の悪化、さらには今後99年度にかけての財政面からの梃子入れの効果を織り込むと、98年度、99年度の風速ベースの実質GDPはいずれも1%前後となるが、それらは潜在GDPをやや下回るため、GDPギャップの拡大に対する十分な歯止めにはならない可能性があるとの試算結果を紹介した。その委員はさらに、98年度の第2次補正予算執行の大部分が99年度入り後となることや、足許の総合経済対策の遅れをカウントすると、98年度下期の見通しはさらに下振れる上に、99年度にもマイナスの波及効果が及ぶリスクがあると述べた。しかしその委員は、金融システムやロシア情勢などの外的ファクターが急転直下で解決すれば、現局面が景気のボトムになる可能性がない訳ではないとしつつも、その確率はそう高くはないであろうと付け加えた。

このような財政面の効果に関するリスクを各委員が述べる中であって、別の委員は、これまでの減税は確かに目立った効果をもたらしておらず、景気下支えに何がしか寄与するのが精一杯であった面はあるが、それでも、もしこれがなかりせばということを見ると、相応の効果をもたらしたと評価できるとした上で、来年度にかけても、公共事業と減税で相当の資金を投入しているので、その効果は必ず現れるはずであり、そこに注目したいと発言した。

外需に関しても、これまでは景気支持要因として機能してきたが、今後もこれを期待しうるかどうかについて意見が交わされた。

まずある委員が、98年度前半の日本経済を支えたのは純輸出のみであったと指摘し、これを受けてほかの委員も、確かに製造業の一部主力業種では、為替の円安や国内販売の不振の下で輸出に注力し、それが企業収益を下支えしてきたと指摘した。その上でその委員は、この下期以降、米国経済が減速傾向を示すことになれば、貿易摩擦が再燃するおそれがあり、この面からも、これらの業種では輸出を落とし、生産を抑制せざるをえなくなるのではないかとの見通しを述べた。

また、このところの円相場の反発については、多くの委員から、日本経済のファンダメンタルズの改善が伴ってきておらず、これまで純輸出のみが景気回復の拠り所になってきたことを踏まえると、経済に対してプレッシャーを与えるものではないかとの見解が示された。具体的には、ある委員から、漸く在庫調整が終了しようとしている自動車関係にとっては、最近の円相場の反発はひとつの不安材料となるとの見方が述べられたほか、ほかの委員からも、輸入物価の下落を通じて国内卸売物価への下押し圧力となりかねないとの趣旨の発言が出された。

なお多くの委員から、日本経済は、金融システム問題を含めた厳しい構造調整局面にあり、これが経済の先行き不透明感を強めているとの発言がみられた。このうち、ある委員からは、経済主体に明確な展望を持たせるためには、財政面からの恒久減税や政策減税の実施とともに、これが先行きの増税で相殺されてしまうという認識につながらないように、わが国の将来ビジョンを提示することが必要であるとの見解が示された。また、その委員は、財政支出の構造改革が重要であることに加えて、即効性の面からは従来型の公共事業がもたらす効果も軽視できず、都市型インフラの整備と21世紀を展望しうるビッグ・プロジェクトの策定が有効であろうとの意見も示した。

このように景気の先行き見通しについては、各委員とも、財政面からの効果になお期待しつつも、前回会合までよりも厳しめの見方採った。

しかし、景気の現状と先行きを合わせた、総括判断の程度については、委員毎に温度差もみられた。

具体的には、数名の委員は、日本経済はデフレスパイラルの入り口に立っている、実体経済や金融市場の動きからみると、先行きデフレスパイラルに陥る可能性も必ずしも否定できず、ひとたびスパイラルに陥ると、そこから抜け出すためのコストは多大になる、などとして、それぞれの厳しい判断を示した。

また、別の複数の委員は、日本経済はすでにデフレスパイラルに踏み込んでいる可能性もあるとの、より厳しい判断を示した。このうちのひとりの委員は、景気動向指数からは、景気の悪化テンポがバブル崩壊直後に匹敵するスピードであることが窺われること、直近の日本商工会議所の早期景気観測調査からは、中小企業の厳

しい状況が窺われること、を指摘した上で、経済情勢全般に関する深刻な懸念を表明した。また、もう一人の委員も、経済成長率のマイナス傾向が続いていることについて強い憂慮を示し、景気は回復の兆しが見えない厳しいコースを辿っていると発言した。

一方、こうした見方に対して、ほかの一人の委員は、経済の下押し圧力と、政策が経済を引き上げようとする力とがうまく噛み合わず、景気展開がもたつたかたちとなることは、ある程度想定範囲内であるとした上で、そうは言っても最近の状況は厳しく、これを放置すれば、金融市場の不安定化を通じて、実体経済の調整をさらに遅らせるリスクがあるとの見解を述べた。

さらに別の一人の委員は、現在は4月以降、最悪の局面にあることは事実であるが、今後は、16兆円の経済対策の効果がようやく産業界にも浸透するはずであり、減税も家計に相応の効果をもたらさうる余地を残しているとの立場をとった。

## ・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。

景気情勢についてもっとも厳しめの判断を下した複数の委員は、そうした認識を前提に、この際もう一段の金融緩和措置に踏み切るべきであると主張した。

具体的には、ある委員は、日銀としては景気の底割れを防ぐために何らかの措置を講ずる必要があるとして、前回会合と同様に無担保コールレートの誘導水準を0.25%に引き下げることがを主張した。その委員は、金融機関が慎重な融資姿勢を続け、一部にクレジットクランチの状況もみられていると指摘した上で、資金の潤沢な供給は金融機関の融資姿勢の緩和につながるが、現在の「潤沢な資金供給」はあくまで市場金利を0.40~0.42%近傍とする範囲内でのものであり、資金を追加的に供給していくためには、金利の目標を0.25%程度にまで緩めることが必要条件となると発言した。さらにその委員は、金融緩和のタイミングとしても、現在は、円相場が上昇しているためにアジア通貨への波及の懸念が少ないとの考えを述べた。また、金利引き下げが年金生活者、預金生活者などに及ぼす影響についても、現在のように失業が急速に増加しているような状

況では、企業サイドのサポートが優先されるのは止むを得ないとの判断を示した。

別の委員も、デフレスパイラルに陥るリスクを2か月強にわたって見守ってきたが、総合経済対策の効果の浸透や金融システム安定化に向けたスキーム作りの遅れに加え、金融資本市場の不安定な動向を踏まえ、今がまさに、日本銀行がそうしたリスクを縮減するための政策の実施を迅速かつ果敢に決定し、それを国民に伝えるタイミングである、との立場をとった。具体的には、公定歩合を据え置きとするが、市場金利の誘導目標を0.25%前後に引き下げ、

金融市場に対して潤沢な資金供給を行うことを調節方針とすること、準備預金制度上の準備率を引き下げ、所要準備額を約1兆円程度圧縮すること、の2つをセットで実施することが適当であると発言した。さらに、その委員は、こうした政策対応の狙いとして、潤沢な流動性の供給を第一に挙げて、これにより、企業や家計のコンフィデンスの一段の悪化と金融機関の融資対応力の萎縮を防ぐことが重要であると主張した。また、金利誘導水準についても、具体的な値を明記することが好ましいとの意見を付け加えた。

また、このほかの数名の委員も、金融市場の安定化の観点や、追加的な金融緩和の景気に対する効果、その副作用などを勘案した上で、一段の金融緩和に踏み切るのが適当との結論を示した。

ある委員は、経済情勢はきわめて厳しく、これに対する対策としては、財政政策と金融システム面での抜本的対策ということになるが、日本経済の現状がすでにデフレの入り口に立っているとといった相当に深刻な認識を踏まえれば、金利引き下げの効果が全くゼロということではない以上は金融政策面からも可能なことは実施するのが望ましいと言えるタイミングになっているのではないかとの見解を示した。その委員はさらに、今年度下期から来年度にかけての景気回復期待を完全に放棄する必要はないにしても、リスク・シナリオがデフレ方向にあるということであれば、そのリスク・シナリオに十分に留意した政策運営を考えるべきであるとの判断を付け加えた。その委員は、金利引き下げの副作用について、前回会合までは円安の進行がアジア経済に及ぼす影響を懸念したが、最近の円相場上昇の背景にある市場センチメントをみれば、そのようなリスクは後退していると判断されると述べたほか、家計マインドに及ぼす悪影響についても引き続き十分に念頭に置いておく必要があるが、これだけ企業部門に対するプレッシャーが強まり、雇用

や賃金に悪影響が出ていることを踏まえると、まず企業部門をサポートすることが家計部門にとってもプラスになるとの考え方を示した。こうした判断を踏まえて、その委員は無担保コールレートの0.25%の引き下げが適当な選択肢であると主張した。

また別の委員は、前回会合までは、金融緩和措置は、市場において不測の混乱が生じた時のためにある程度温存しておいたほうがよいとの判断をもっていたが、総合経済対策の効果の出方が遅れ気味であり、経済全体がデフレスパイラルに陥るリスクが徐々に高まっていることや、一度それに陥った場合これを克服するためのコストが多くなることに強い懸念を有しているとの考え方を表明した。その委員は、その上で、金融システム問題の先行きが依然不透明であることや8月末以降の株価の不安定な動きを踏まえると、金融市場全体の地合いを整えておく趣旨で、金融面から対応を講じていく必要性が高まっているとの考えを示した。なおその委員は、金利引き下げの副作用として、家計の金利収入面に新たな影響が及ぶことは十分念頭にあるが、マクロ金融政策で直接に伝えていくことは難しく、むしろ今は経済全体の活力を取り戻すようにすることが先決であるとの見解を示した。

さらにほかの委員も、景気の現状および先行きについては、前回会合までよりも幾分厳しくなっており、最近の金融市場の不安定な動きをも踏まえると、企業、家計のコンフィデンスの悪化を通じて、景気や物価が下振れするリスクは高まっているとみられるとの指摘を行った。その上で、金融政策運営面では、これまでのように「現状維持」を続けることが適当かどうか、十分に吟味せざるを得なくなってきていると述べた。その委員は、金利引き下げがどの程度の効果を期待しうるかという点についてはなお議論の余地はあるが、金融システム面で不透明な状況が続く中において金融市場の安定化を含め、日銀の決意を表明すべき段階にきているとの認識を示した。また、仮に金利を引き下げたとしても、円安を通じてアジア経済に混乱を及ぼすリスクは低下しているとの見解を示した。

別の一人の委員は、まず、経済のデフレ圧力が強まりつつあり、それが加速するリスクも無視できないことや、経済の活動水準との関係で財政政策に所期の効果は期待できないこと、さらには金融システム問題の不透明感や金融市場の不安定化といった論点を挙げて、金融緩和の是非を改めて問うべきタイミングが到来したとの認識を示した。その上で、金融緩和効果の波及チャンネルに焦点を当てて、金利低下と、それが資産価格上昇を通じて経済主体の支出を促す

効果については、平常時であれば期待できるルートであるが、不良債権問題が重石となっている現局面では多くを期待しにくく、精々住宅投資をサポートする程度ではないかと述べる一方で、金利引き下げが自国通貨安を通じて経済を支える効果は、過去の歴史からみても十分にサポートされると指摘したほか、量的緩和を伴う金利引き下げであれば、経済主体の期待形成を通ずる効果が見込まれると述べた。また、金利引き下げに伴うマイナス要因については、利子所得を巡る議論は、無視はできないが、そのマイナスインパクトを過大視すべきではないのではないかとしたほか、円安がアジア通貨に悪影響を及ぼす懸念については、すでに円高方向にある足許の環境ではその蓋然性が低いと述べた。一方、金融緩和の効果が半年から1年後に出てくるとすると、財政政策の効果が本格化するタイミングと重なって、経済をかえって不安定化させるリスクも一応は念頭に置く必要があると付け加えた。以上のような論点を考慮した上で、その委員は、金融緩和措置の効果は、ここまで金利水準が下がっているために、十全には発揮されない可能性があるが、これまで懸念材料としてきた副作用もさほど大きくはならないとみられるので、結論的には、緩和方向に強いバイアスを有していると総括した。

もう一人の委員は、金融資本市場に不安定な動きはあるが、長短金利は総じて落ち着いており、切迫した状況にある訳ではないことを踏まえると、今回何らかの措置をとることには、かなりの躊躇を感じるころでもあるが、その一方で、財政支出の効果がなかなか本格化しない中であって、経済の活動水準の低下は看過できる状況ではなくなっており、ショックに対する抵抗力が低下していることに懸念を強めているとの趣旨の発言を行った。また、物価の下落に伴って実質金利が上昇しており、日本経済はデフレスパイラルの入り口周辺にいるのではないかとの見解を示したうえで、金融政策についても、デフレ回避策を採ることの優先順位が上がってきているのではないかと結論づけた。その委員はそれに付け加えて、低金利に対する社会的な批判に対しては、そのような措置が、歴史的にみて異例であることを説明していく必要があるとの考えを述べた。

さらに、景気もたついている状況はあらかじめ想定していた範囲内であるとは言え、これの市場経由のリスクに懸念を表明した一人の委員も、不良債権問題などを巡ってアク抜け感が出ない金融市場に対して、流動性供給を断固として続けていく日本銀行の姿勢を

強く訴えていくことは、きわめて重要であると発言した。その委員は、このような姿勢は、歴史的に大きな転換を図ろうとしているわが国経済に対して、日本銀行としても全力を挙げている重みを世間に深く認識してもらうことに繋がるとした上で、潤沢な資金供給を確実に実行するためには、結果としての金利引き下げも容認されるべきであるとの考え方を示した。さらにその委員は、金利引き下げのインパクトを強く受ける家計部門の一部のことを考えると、「苦渋の見切り発車」のかたちとなるが、まずは流動性供給が優先されるべきであるという考え方を丁寧に説明することによって、そうした方面の理解も何とか得ることができるのではないかとの見解を付け加えた。

こうした金融緩和方向に対する議論に対して、別の一人の委員は、これ以上の金利の引き下げは、企業のリストラの煽りを受けて支出の抑制に追い込まれている家計を一層苦しめることになり、望ましい選択とは言えないと反論した上で、金融調節方針の現状維持を主張した。その委員は、現在の経済情勢は4月以降最悪であることを認めつつも、貯蓄広報中央委員会のアンケート調査「貯蓄と消費に関する世論調査」において、最近の消費抑制の理由が手取り収入の減少にあることを引用して、この局面で金利収入が減少した場合には、家計支出がさらに抑制され、景気全体にもマイナスとなりうるとの懸念を述べた。これに加えて、現在は企業側からの金利引き下げ要望の声は少なく、利下げをしても経済全体に十分に資金が回るようになることは期待できないのではないかとの指摘を行った。その上でその委員は、このようなデメリット等を踏まえると、現時点は一段の金融緩和が必要な局面とは思えず、今後下期に本格化する財政支出の効果を待つ方が先決であると結論づけた。

以上のように、多くの委員が金融政策の基本的スタンスとして、もう一段の緩和が必要となっており、市場金利の引き下げが適当であるとの意見を述べた。それとともに委員会では、今後金融市場がさらに不安定化した場合に日本銀行は引き続き断固とした姿勢で臨んでいくことを、市場に対して明確に発信していくことが重要であるとして、活発な議論が続けられた。

まず、金融政策の基本的なスタンスについて、緩和方向に強いバイアスを有しているとしたある委員は、不良債権問題の深刻化の影響が企業金融にも及んでいる結果として、有効需要が減少している



ような状況を踏まえると、金融緩和措置を採る以上は、アナウンスメント効果を含めて大きな効果が出るように工夫することが望ましいと発言した。さらにその委員は、そうした観点から、市場金利の誘導レンジとして 0~0.3%程度を念頭に置いたうえで、デフレの進行や、マネーサプライの落ち込み、さらには金融市場の混乱などがみられる場合、必要に応じて、レンジの中で誘導水準を引き下げていくといったことは考えられないかとの問題提起を行った。

これを受けてほかの委員も、金融市場が不安定な状況を踏まえ、金利水準の誘導目標を定めながら、弾力的な資金供給を行いうる余地も残しておくことが必要であると発言した。また別の委員からも、状況次第では、仮に市場金利が誘導目標を下回ることも資金供給を続ける姿勢を示すことが望ましい局面がありえようとの見解が示された。

さらに、市場金利の誘導水準を 0.25%とすることが適当であるとしたほかの一人の委員も、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、マーケット全体が逼迫した際には、市場金利が引き下げ後の誘導目標を下回ることもなっても、日本銀行はリザーブを供給する用意があるという姿勢を示すべきであると述べた。その上でその委員は、こうした考えと、0~0.3%の誘導レンジの中で徐々に引き下げる方法とは、大枠において相違はないのではないかと発言し、誘導レンジに関する問題提起を行った委員もこれに同意した。

このほか、もう一人の委員からは、潤沢な資金供給の実施とそれに伴う市場金利の低下を容認するのであれば、公定歩合をあわせて引き下げることにも検討対象となりうるのではないかとの問題提起があった。これに対しては、何名かの委員から、現局面は金融市場が混乱に陥っているというまでの状況にはなく、今回は市場金利のみを引き下げることが適当であるとの意見が示された。また、別の委員からは、公定歩合に連動する市中金利はすでに限られたものとなっているので、市場金利の誘導目標を金融政策運営の柱として物事を考えるということにとりあえずよいのではないかと、との見解も付け加えられた。

このように、金融市場の安定化のために必要な場合には、引き下げ後の無担保コールレートの誘導目標にかかわらず、さらに資金供給を行うようにするとの考え方で、多くの委員は認識を共有した。そうしたもとで、金融政策決定会合の手続き面の理解として、ある委員から、誘導目標にかかわらず潤沢な資金供給を行うことの判断

を執行部に委ねることと、政策委員会の関係をどのように考えるかとの問題提起があった。これに対しては、何名かの委員から考え方が示されたあと、総括として、「現状、金融市場は不安定な状況にあり、突発的な動きが生じる恐れも考えられるため、執行部がその必要性を判断して、新たなコールレート誘導目標にかかわらず機動的、弾力的に潤沢な資金供給を行いうるよう、金融政策決定会合から執行部に対するディレクティブの中にそうした文言を書き加えることとするが、執行部がこれを実行した場合には直ちに政策委員に報告することとし、政策委員はこれを吟味して必要があると判断する場合には、法令に則り議長に対して金融政策決定会合の開催を求めることができる」との手続きが、委員の間で確認、同意された。

## ．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、景気のこれ以上の悪化を防止し、金融市場の安定に万全を期するために、現状の金融緩和姿勢をもう一段進めて、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.25% 程度にまで低下することを促すとともに、金融市場の安定維持の観点から、必要な場合には一層潤沢な資金供給を行うことが適当であるという見解を、多くの委員が支持した。他方、これとは異なる見解の委員、あるいは、緩和手段について追加的な意見をもった委員も存在したため、次の 3 つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促すという、現状維持を内容とする議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

三木委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて 0.25% 前後で推移するように促す。また、金融市場に対して潤沢な資金供給を行う。さらに準備預金制度の準備率を引き下げ、平均所要準備額を約 1 兆円減少させることを内容とする議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数の意見を取りまとめる形で、次の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 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。

#### 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、植田委員

反対：篠塚委員

篠塚委員は、経済情勢は悪化を辿っているが、金利の引き下げは家計に一層の負担を負わせることになりかねない一方、これまでのところ金融資本市場に深刻な混乱が発生しているとまではみられないため、現時点においては、金融面からの新たな追加措置は不要であるとの立場から、上記採決において反対した。

#### ・ 対外発表文「金融市場調節方針の変更について」の検討

対外発表文「金融市場調節方針の変更について」が検討され、採決の結果、別添のとおり公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、後藤委員、武富委員、

三木委員、中原委員、植田委員

反対：篠塚委員

### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を9月11日に公表することとされた。

以 上

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

( 98 年 9 月 24 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 9 月 24 日 ( 9:02 ~ 12:24、13:02 ~ 15:02 )

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 谷垣禎一 政務次官 ( 9:02 ~ 12:24 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:02 ~ 15:02 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
国際局長	村上 堯
調査統計局長	村山昇作
調査統計局	早川英男
企画室参事 ( 企画第 1 課長 )	山本謙三

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	門間一夫

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（8月11日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月29日に公表することとされた。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1 . 最近の金融調節の運営実績

金融調節については、前回会合（9月9日）で金融調節方針が緩和方向に変更された（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う）ことを受け、それに従って運営した。この結果、コールレートは、金融調節方針変更の翌日から積み期間最終日まで（9月10日～15日）の加重平均で、0.26%となった。また、同レートは、今積み期間（9月16日～10月15日）に入ってから、昨日（9月23日）までの加重平均で0.25%となっている。

調節面で生じた特徴的な動きをみると、まず、金融調節方針変更の翌日（9月10日）においては、朝方の積み上げ幅を1.4兆円まで拡大したこともあって、新たなレート誘導目標への移行はスムーズに進んだ。また、積み最終営業日（9月14日）には、レートの上昇圧力が強まったため、夕刻における超過準備を吸収せずに放置する旨、朝方の段階で異例のアナウンスを行った。さらに、新たな積み期間の初日（9月16日）には、上記9月14日における不安定な地合いを一掃するため、朝方の積み上げ幅を大き目とした結果、レートは0.24%で落ち着いた。

この間、ターム物レートは、金融調節方針の変更を受けて、おしなべて0.2%近く低下した。ただ、9月末越え資金を取り遅れている一部金融機関が、このところ資金調達を積極化していることなどから、1か月未満のターム物資金については、金利が強含んできている。

こうした状況下、今後オーバーナイト資金の調達圧力が強まると



みられるため、9月末に向けて、潤沢に資金を供給していく方針である。さらに、9月末を越えても、年末の外貨資金繰りを睨んだ円投需要が増加すると予想されるため、引き続き長めの資金供給を潤沢に行っていく方針である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、9月9日の金融緩和直後に、欧州市場で133円台から138円台まで一気に円安となった。その後は逆に、ラテン・アメリカ金融市場の混乱や、これとも関連した米国株価の下落および米国金融緩和期待などを反映して、9月11日には一旦128円台までドル安・円高となった。もっとも、金融再生法案を巡る合意形成の遅れや、日経平均株価の下落など、円売り材料も依然として多く、結局135～136円程度まで再び円安となった。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場は、米国の金融緩和期待等を反映して、前回会合以降、ドル安・マルク高となっている。また、東アジア通貨の対米ドル相場をみると、インドネシア・ルピアが、短期資本移動に関する規制が導入されるとの市場の見方から上昇した一方、韓国ウォンは、国内企業が対外債務を返済するための米ドル需要の増加などから、軟調に推移した。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済の動向をみると、全体として堅調な拡大を続けている。もっとも、ラテン・アメリカ金融市場の混乱が企業業績への懸念をもたらしていることなどから、株価は下落している。また、最近の地区連銀経済報告では、いくつかの地区で、年末から来年にかけての経済見通しが急速に悪化している。この間、物価面でも、8月の生産者物価が、市場の予想した前月比 - 0.1% に比べて大きく下落し、前月比 - 0.4% となった。こうした経済、物価情勢のもと、大統領やグリーンズパンFRB議長が、金融緩和の可能性を示唆する発言を行っていることもあって、市場では金利低下予想が広がっている。そうした金利観や、「安全性への逃避 (flight to quality)」などを反映して、米国30年債利回りは、5.1% 台と、70年代に発行が開始されて以来の最低水準で推移している。

欧州では、ドイツ、フランスで、内需を中心に、総じて緩やかな景気拡大が続いている。英国では、耐久財を中心に、個人消費にかげりがみられ始めている。

東アジアでは、NIEs、ASEAN諸国で、景気の低迷が続いている。こうしたもと、中国およびマレーシアで、景気刺激策が講じられている。

### 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、公共投資の下げ止まりがはっきりとしてきたが、一方で、消費者コンフィデンスの慎重化や、設備投資の大幅な減少など、内生需要の弱さが改めて確認された。

とりわけ、4～6月のGDP統計や法人季報は、設備投資や企業収益の一段の悪化を明確に示している。具体的に、GDP統計の設備投資をみると、4～6月は季調済み前期比で-5.5%と、大幅な減少となった。この結果、その前の四半期と合わせると-10.4%も落ち込んだこととなり、これは、2四半期間の落ち込み幅としては、1955年の統計開始以来最大である。こうした設備投資の動きを部門別にみると、非製造業・中堅中小企業の弱さがとくに際立っている。このように、銀行借入への依存度が最も高い部門の設備投資が大きく落ち込んでいることは、昨年秋以降の金融面の変化が、様々なルートを通じて投資減少に影響を及ぼしてきたことを、示唆している。

企業収益も全般に悪化している。なかでも、非製造業・中堅中小企業は、バブル崩壊以降も雇用を増やし続けてきたところへ、97年度以降は大幅な売り上げ減少に見舞われているため、収益に対する人件費圧力が高まっている。こうした固定費負担の重さが、同部門において、設備投資の削減だけでなく、これまでに例のないような雇用調整が広がっていること背景になっているものと考えられる。

この間、個人消費関連指標は一進一退の動きを続けているが、消費者コンフィデンスをみると、生活不安度指数が統計開始以来最悪の水準まで悪化している。

## ( 2 ) 金融情勢

9月9日の金融緩和措置以降、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、新しい誘導水準である「0.25%程度」に沿った動きとなり、ターム物金利も、概ねそれにスライドして低下した。これに伴い、短期プライムレートも、都銀等大手行で0.125%引き下げられた。

一方、短期金利に関わる信用リスク・プレミアムをみると、ジャパン・プレミアム、ユーロ円・TB金利格差は、達観すれば、横這いで推移している。日本銀行による潤沢な資金供給に対する強いコミットメントが、リスク・プレミアムを縮小させる方向に働く一方、株価の下落が金融機関の信用リスクに対する警戒感を強める方向で作用し、両者が概ね相殺し合ったものとみられる。

長期国債の流通利回りは、短期金利の低下に加えて、景気悪化に対する懸念が一層強まったことや、日本銀行の国債買い切りオペ増額を巡る思惑が台頭したことなどから、短期金利を上回るテンポで低下した。

株価は、金融再生法案の帰趨を巡って不透明な状況が続いたことや、米国景気の先行き懸念等を反映した米国株価の下落などから、金融緩和措置の前に比べて、むしろかなり下落した。

この間、マネーサプライをみると、M2 + CDの前年比伸び率は、8月は+3.9%（速報）と、7月の+3.5%と比べ幾分回復した。实体经济活動に伴う資金需要は低迷を続けているが、金融機関の慎重な融資姿勢を眺めて、大企業を中心に手許流動性を早めかつ厚めに確保しようとする動きが強まったためとみられる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### ( 1 ) 景気の現状

景気の現状については、公共投資の下げ止まりが明確になりつつあるが、全体としては、前回会合（9月9日）以降の経済指標は、景気の悪化を改めて裏付けるものが多いという点で、委員の意見は一致した。

具体的に、まず公共投資についてみると、数名の委員から、公共

投資の下げ止まりがはっきりしてきたことは明るい材料との評価がなされた。ただ、その全員から、民間経済への波及効果等については、なお注意深くみていく必要があるとの慎重な判断が加えられた。そのうち一人からは、今後、公共投資がGDP押し上げに寄与するマグニチュードは、この1～3月、4～6月に生じた民間設備投資の減少ペースと、概ね相殺し合う程度のものにとどまるのではないかとの見方が述べられた。この間、公共投資下げ止まりのタイミングが、ごく最近まで後ずれしてしまったことが、民間経済の負の連鎖を大きくしてしまったとの意見もあった。ただ、こうしたタイミングの遅れについて、別の委員からは、多くの地方自治体で9月補正予算が成立したことから、今後発注が本格化してくるのは確実との指摘があり、その結果、例年工事量が落ち込む1～3月も工事が切れ目なく確保され、99年度公共事業執行と連動したいいわゆる15か月予算の形になろうとの見解が示された。

次に、民間部門の動向については、多くの委員が、4～6月のGDP統計や法人季報等を踏まえて、企業収益や設備投資の弱さ、さらには雇用調整圧力の高まりなどに、強い懸念を示した。

具体的には、ある委員から、GDPベースの設備投資は、1～3月、4～6月と連続で、年率20%以上のきわめてショッキングなペースで縮小しているとの指摘があった。その委員からは、設備投資の対GDP比率（名目ベース）は14.4%とかなり低下してきており、このままでは70年代以降の最低である78年第1四半期の水準（13.5%）を割り込み、11%程度まで落ち込むのではないかとの見方が示された。

こうした設備投資落ち込みの背景として、複数の委員から企業収益の悪化が指摘された。それらの委員からは、この9月中間期末は、株価の低迷もあって、きわめて厳しい決算が予想されるとの見方が示された。一方、別の委員からは、設備投資関数を用いた分析を行ってみると、本年前半における設備投資の急減は、製造業については売上げや企業収益等で概ね説明がつくが、非製造業については落ち込みがきわめて大きく、そうした要因だけでは説明がつかないとの結果が紹介された。そのうえで、その委員からは、非製造業の中堅中小企業を中心に、金融面ないし構造調整面から、設備投資を押し下げる圧力が働いているのではないかとの仮説が述べられた。これに関連して、ある委員から、製造業でも半導体（DRAM）や電炉などは、構造調整の局面に入っているとの見方が示された。

さらに、こうした企業部門の調整圧力が、雇用面に強く及んでおり、とりわけ中小企業における人件費負担が強まっている点に、多くの委員が注目した。ある委員からは、売上高人件費比率等の動向にみられる最近の雇用調整圧力からみて、今後失業が、かつてわが国が経験したことのないところまで増加するのではないかとの懸念が示された。その委員は、そうした認識に立って、構造改革や失業保険のあり方など、労働市場の問題がますます重要になるとの見解を述べた。また、別の委員から、バブル崩壊後の不況期と今次局面とをいろいろな指標について比較してみると、雇用関連指標は今次局面の方がはるかに悪いとの指摘があった。さらにもうひとり別の委員からは、速報段階で前年比マイナス（-0.3%）となっていた7月の所定内給与が確報で横這い（0.0%）に上方修正された点について、これを安心材料とみることは早計であり、いずれ近いうちに、所定内給与はマイナスに落ち込むのではないかとの見方が示された。

## （2）景気の先行き

景気の先行きについては、委員の間に多少ニュアンスの違いはみられたが、財政面からの対策によって本年度下期には景気の悪化に差し当たり歯止めがかかる、ただしそれが自律的な景気回復につながるかどうかは、現状の民間部門の弱さからみてかなり不透明であり、海外経済や金融システム面からのダウンサイド・リスクも大きい、という点で、委員はほぼ共通の認識であった。そうした認識のもとに、政府が財政政策や構造改革の遂行に当たって、長期的な視野に立った日本経済再生のシナリオを示すことが重要との意見も出された。

以上の点を具体的にみると、まず多少なりとも明るい材料として、ある委員から、公共投資は10～12月、1～3月と切れ目なく出てくる見通しにあり、現状において、年度下期の景気がさらに悪化を続けると想定している企業は少ないのではないかとの見方が示された。また、もう一人の委員からは、経常収支の黒字が不透明ながら減る可能性は小さいとみられることや、消費者コンフィデンスが多少は改善しうる余地があるとみられることなどを考えると、景気は98年度下期から99年度にかけて、マイルドに回復する可能性があるのではないかとの見通しが述べられた。

もっとも、別の委員からは、所定内給与が増えないのに売上高

人件費比率が上昇していることや、輸出が減少しているのに経常収支の黒字が拡大していることなどは、経済がいわば縮小均衡的なパターンに陥っていることを意味しており、そうした縮小均衡モメンタムは今後しばらく止まりそうにないとの見方が示された。また、さらに別の委員からは、景気の先行きについて、かなり厳しい見解が示された。その委員は、まず、景気一致指数が97年3月の「山」から15%以上下落していることなどを挙げて、景気後退のスピードがバブル崩壊後の不況時と全く同じであることを指摘し、現在なおそうした下降が止まっていないとの見方を示した。さらに、その委員は、リードタイム8か月と11か月の2つの長期先行指標がなお減少を続けていることに言及するなど、少なくとも99年4～6月までにおける景気反転が難しいことを示唆する発言を行った。

同じ委員による需要項目別の見通しにおいても、設備投資がさらに落ち込むだけでなく、執行部および一部の委員から増加方向の見通しが示された輸出についても、アジア向けの一段の低下や欧米向けの減速等から、前途は楽観できないとの慎重な見方が示された。家計支出に関しても、マンション契約率の低下などからみて、住宅投資の回復は当面期待し難く、つれて耐久財の消費が好転する見込みもないとの判断が述べられた。これらを踏まえ、その委員は、公共投資による中間反騰はありえても、93年のようにその後景気が再び悪化して、景気が「谷」をつけるタイミングは99年10～12月まで後ずれする可能性もあるとの総括を行った。

この委員ほど明確に先行きの厳しさを論じなかった委員の中にも、ダウンサイド・リスクに対する強い懸念を表明した委員は多かった。例えば、「景気は98年度下期から99年度にかけて、マイルドに回復する可能性がある」と述べた前述の委員も、そうしたシナリオにはかなりのダウンサイド・リスクがある点を強調した。具体的には、アジア経済が立ち直る前に米国経済の減速が目立ってくるリスク、信用収縮が収まる展望が当面見い出せないことから生じるリスク、の2点が挙げられた。

外需面でのリスクについては、別の委員からも、アジア経済の安定が回復されないまま、ロシアや中南米の影響から米国経済に危機感が広がってきている現実を踏まえると、現在は世界同時不況の瀬戸際ではないかとの認識が示された。また、わが国の経常収支黒字がすでに名目GDPの3%程度に達していることから、対外摩擦面

のリスクも高まっているとの議論も展開された。すなわち、ある委員からは、最近のような大幅な経常収支黒字は、米国経済が好調なうちはよいが、米国経済が減速してくると、日米間の問題としてクローズアップされてくるのではないかとの懸念が示された。また、もうひとりの委員からは、すでに自動車、半導体、鉄鋼等の業界では、需要自体の減速に加えて、対外通商面への配慮からも、本年度下期は意識的に輸出を抑制せざるを得なくなっているとの指摘がなされ、それを踏まえると輸出は全体として今後減少するとの見通しが述べられた。

もっとも、この点については、別の委員から、わが国の内需や為替相場を勘案すると、輸入がかなりの減少を続けるとみられるため、輸出から輸入を差し引いたネット輸出でみれば、やはり景気を下支えする要因になるとの見方が示された。そのことに関連する意見として、ある委員からは、アジア諸国からの製品や半製品の輸入が減少を続けていることは、アジア経済の回復の芽をわが国が摘んでしまうことになりかねない点で憂慮されるとの発言があった。

なお、こうした対外収支を巡る一連の議論との関連で、ある委員から、現在の為替相場や経常収支黒字の拡大は、経済のファンダメンタルズの結果であるので、それら自体を問題視すべきではなく、金融政策運営においても考慮すべきではないとの発言があった。

こうした外需面の問題に加え、経済の先行きを展望するうえでのリスクとしては、やはり金融システム面でのリスクについて、これまでの会合と同様、多くの委員から言及があった。

すなわち、ある委員から、当面の景気の足を引っ張る要因として、金融システム問題がとりわけ大きいとの指摘があった。その委員は、金融システムを巡る議論の展開の中で、最近是个別のケースについて目を奪われがちであるが、重要なことは、銀行部門全体としての資本の現状にどう対処するかであり、業界の再編成を促していくためにも、公的資金の投入は必要不可欠との意見が述べられた。別の委員からも、景気の悪化が企業倒産や不良債権を増加させ、それが経済をさらに悪化させるという悪循環の中で、金融システムの建て直しは「時間との戦い」になっており、金融システム全体としての資本不足への対応が早急に明確にされる必要があるとの見解が示された。さらにもうひとりの委員からは、日本の金融機関は、存続可能なものも含めて全体として過小資本なのではないかとの懸念が示され、金融機関サイドでは、自己査定をベースに早期の不良債権の償

却が進められることや、リストラや再編が重要であること、また政策面では早期に公的資金の投入に国民的合意がなされるべきことが強調された。

なお、公的資金注入のスキームを早急に固めることの重要性については、以上の委員だけではなく、ほかのほとんどの委員からも、言及があった。

ただ、公的資金の投入を含め、金融システム面での対応がとられたとしても、金融機関の融資姿勢が当面はむしろ一段と慎重化するのではないかとの警戒的な見方が、多くの委員から示された。すなわち、ある委員からは、金融システム建て直しの初期において、ある程度貸し渋りが強まることは、覚悟しておかなければならないとの見方が述べられた。同様に、別の委員からも、海外の先例をみても、不良債権処理を進める過程では貸し渋りが強まり、成長率の低下と失業率の上昇が生じうることを、念頭に置いておく必要があるとの発言があった。もうひとりの委員からは、先般の金融緩和措置は、インターバンクの流動性を確保するための政策という意味であくまでも第一段階にとどまるものであり、金融仲介機能を通じて企業等にも好影響が及ぶという第二段階については、金融システム対策を抜きには語れないとの発言があった。

貸し渋りが企業金融へ与える影響について、企業間金融の動向を含めて、やや詳細に意見を述べた委員もいた。その委員からは、目先9月末に関する限り、商社など大企業が関連企業グループ全体をサポートしており、資金繰り不安は概ね解消しているとの指摘があった。ただ、年度下期については、金融機関の貸出姿勢が一段と厳しくなるとの懸念を持っている企業が多く、企業グループに属さない独立系の、とりわけ非製造業中小企業の資金繰りは、かなり深刻化して倒産が増加するとの見方が示された。また、商社等による企業間信用も限界に近づきつつあって、支援先の絞り込みが始まっていることも指摘された。さらに、過小資本の金融機関に公的資金を注入する方向で国会の論議が進展している点は本来評価されるべきことであるが、金融機関が株主や経営者の責任問題を伴う資本注入を回避するため、第2分類債権の大幅な切り込みなどによって自己資本比率の回復を図るという副作用もあること、また企業がそれを察知して貸し渋りが加速する懸念を強めていることについて、言及があった。

この間、ある委員からは、7月時点の都道府県地価統計について



の言及があり、地価の下落に歯止めがかかっていないことが、不良債権の流動化や、ひいては金融システムの再生をさらに難しくするのではないかと懸念が示された。

### ( 3 ) 金融面の動向

金融面の動向については、前回会合における金融緩和措置に対する市場の反応や、企業等がどう受け止めているかという点を中心に、議論が行われた。大方の委員は、今回の金融緩和は妥当な措置であり、市場や企業等からも概ねポジティブな評価を受けているとの認識であった。

すなわち、ある委員からは、今回の金融緩和措置は、第2四半期のGDP速報が公表される前に行われたという点で、市場からの評価が得られるぎりぎりのタイミングであったとの見方が述べられた。また、別の委員からは、長期金利がかなり大きく低下し、貸出金利へも予想外に速やかに波及している事実を踏まえると、今回の利下げは企業の投資活動を呼び起こすだけの力にはならないかもしれないが、企業収益に何がしかの恵みをもたらす得るという点で、前向きに評価してよいとの意見が述べられた。長期金利がかなり低下している点については、他の何名かの委員からも、これを好感する発言がみられた。さらに、ある委員からは、企業は流動性の供給を強く要望する一方、金利引き下げのメリットはあまり期待していなかったが、金利引き下げ後は、その点も企業から思いのほか好感されているとの指摘があった。なお、量の増加は望ましいが金利の低下は望ましくない、といった論調がしばしばみられることについて、ある委員から、金利を引き下げなければ量を増加させることも通常困難であるという認識が改めて強調された。

この間、9月9日に金融緩和措置を発表した際に、コールレートの引き下げと併せて、流動性供給に対する強いコミットメントを示したことについては、多くの委員から、これが市場等において高く評価されている旨、異口同音に言及があった。金利低下の効果について否定的な見解を示した委員（後述）からも、流動性供給のコミットメントに限って言えば、他の委員と同様ポジティブな見方が示された。

さらに、今回の金融緩和措置の意義をどう捉えるかについて、他

の観点からの発言もあった。ある委員からは、エマージング・エコノミーの混乱がアジアから中南米に拡がり、世界的な規模で信用リスクが敏感に意識されている現状において、わが国の金融緩和が、グローバルな次元での適切な対応の必要性に注意を喚起したという意味合いがあるとすれば、評価してよい側面のひとつであるとの指摘があった。別の委員からは、今回の金融緩和措置には、国内の金融システム問題への取り組みを促すという意味合いもあったと考えてよいのではないかとの意見が述べられた。もうひとりの委員からは、日本銀行の決意が明確になったとの評価が、海外からも得られているとの発言があった。さらに別の委員からは、低金利のもとでの金融緩和が市場に与える影響や問題点などについて理解が深まったとすれば、今後の金融政策運営に活かせるのではないかとの意見が述べられた。

今回の金融緩和措置が、マネーサプライや実体経済にどのように及んでいくかについては、時期尚早としてあまり詳しくは論じられなかった。ただ、ある委員から、実際の効果は6か月程度経たないとわからないが、過去のデータをもとにしたひとつの計算によれば、今年度から来年度にかけて、マネーサプライや実質成長率にそれなりにビジブルな効果が期待できるとの見方が示された。

なお、今回の金融緩和措置と為替相場の関係については、複数の委員から、米ドルを巡る環境の変化などもあって、アジア通貨の連鎖的な切り下げ圧力をもたらすような事態は取りあえず避けられており、この点は幸いであったとの評価が述べられた。

一方、ある委員からは、金融緩和措置後の状況について、様々な観点から、その効果に対して否定的な見解が述べられた。

その委員から、第一に、企業は先般の金融緩和措置について、金融システム対策を促進するといった観点などから一般論としては好感しているが、企業経営に及ぶ実際的なメリットは乏しく、景気回復につながるかは疑問であるとの見方を採っていることが指摘された。その背景として、とくに大企業の場合、資金調達と同時に資金運用も行っているため、低金利下での一段の利下げは、むしろ金融収支の悪化につながるという経営者の声が紹介された。第二に、貸出金利の下落方が預金金利の下落方に比べて大きいことからみて、利下げは金融機関にもメリットとなっていないとの見方が示された。第三に、金利引き下げの効果等に関する日銀の考え方が不明

であるといったような、一般市民からの批判的な意見が、前回の利下げ（95年9月）のときよりも多く寄せられている事実が紹介された。さらに第四の点として、短期金融市場における運用収益は、短資会社へ支払う手数料や、資金の最大の出し手である投資信託が支払う事務管理委託費等を勘案すると、極めて低くなっていることが指摘された。そのうえで、出し手の資金放出が消極化してコール市場の規模が縮小するなど、資金の流れに歪みが生じつつあるのではないかとの疑問が出された。

この意見のうち、企業の金融収支に関連する部分について、ある委員から、確かに個別にみれば資産超過の企業も少なくはないが、日本の企業部門全体としてみれば、大幅な借入超過になっていることは明らかであり、したがって金利の低下は企業収益全体にはプラスに作用するとの反論がなされた。

また、「金融緩和措置により、資金の流れに歪みが生じつつあるのではないか」との見解についても、いくつかの異なる意見が出された。ある委員からは、金利の引き下げによって、インターバンク市場の縮小のほか、より大きな問題として、預金者が金融機関を選別する姿勢の強まりや、預金から外貨建て資産への流出等が生じる可能性を懸念していたが、これまでのところ、インターバンク市場で無担コール市場から有担コール市場へのシフトがいくらかみられる以外は、そうした懸念は杞憂にとどまっているとの指摘があった。別の委員も、さほどの「歪み」は生じていないとの認識であり、むしろ、そもそも金利をきわめて低い水準まで引き下げたことには、資金運用者のリスクテイクをもう少し促すという役割もあるはずであるので、そうした側面も踏まえて、今後資金の流れがどのように変化していくか、子細にモニター、分析していく必要があるとの見方が示された。さらにもうひとりの委員からは、ここで議論されている現象は、資金変動の「歪み」というよりはむしろ「正常化」であり、したがって問題視する必要はないとの考えが述べられた。

以上のように、委員会全体としては、金融緩和措置後の市場等における差し当たりの動きについて、これを概ねポジティブに評価する見方が多かった。ただし、これらの委員も、市場におけるリスク・プレミアムの払拭や、人々のコンフィデンス回復には至らなかった点については、今回の緩和措置が持つ限界を認識せざるを得なかった。

具体的には、ある委員から、金利のリスク・プレミアムが横這いないし部分的には若干上昇していることや、株価の下落が続いていることへの言及があり、これらに対して、今回の緩和措置のインパクトがこれまでのところ及んでいないことは、覚悟していたとはいえ残念であるとの発言があった。別の委員からは、今回の緩和措置は、デフレ防止にかける日本銀行の決意を市場に示したという点で意味があったと思うが、長期金利がこれだけ低下しても株価が下落を続けるなど、家計・企業や市場のコンフィデンスの回復には今のところつながっていないとの指摘があった。

今回の金融緩和措置にこのような限界を感じざるを得ない背景としては、やはり、既述のような金融システム対策の遅れが大きな要因であるという点が、概ね委員共通の認識であった。また、いずれにせよ、今回の金融緩和措置の効果については、むしろ今後、データ等に則して検証していく必要があり、総合的な評価には半年から1年程度を要するとの認識で、多くの委員は一致していた。

## ・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。

今回の金融緩和措置の効果に否定的な見解を示した委員からは、幅広い支持が得られている流動性供給へのコミットメントについては、今後も継続することが妥当である一方、前回会合で決定された金利の引き下げは不必要であったとして、現状の低金利を継続することに対する疑問が示された。その理由として、コールレートが極めて低い水準となり資金の流れに歪みが生じていること、先般の金利引き下げは企業や家計のコンフィデンス回復に有効な手段となっていないこと、最悪の状況への対応としての追加的な金融緩和措置の幅を狭めてしまったこと、現在の日本の状況は金利の引き下げで対処しうる状況を超えてしまっていること、といった諸点が挙げられた。最後の点について、その委員からは、現在既に金融緩和は十分実施されているので、あとは財政政策に期待すべきであり、日本銀行としては、金融システム対策への助言やサポート等で

貢献していくほかはないのではないかと意見が述べられた。

もっとも、この委員が述べた4つの理由のうち、まず については、既述のとおり、数名の委員から様々な意見があった。また、～ については、ある委員から次のような反論が寄せられた。すなわち、金融緩和措置の効果が企業のコンフィデンスにはっきりと現れてくるのには時間がかかるかもしれないが、差し当たり安堵感を持った企業は少なくないこと、追加的な金融緩和の余地は狭まったとは言ってもまだ存在すること、現状への対処として日本銀行としてできることはやはり行うべきであること、などの指摘があった。

そのうえで、大方の委員は、前回会合で金融緩和措置を決定してから2週間しか経過していないことなどから、当面は現状の緩和姿勢を維持しつつ、今後の経済指標や金融システム対策を巡る具体的な動き、さらには金融緩和措置の影響ないし効果を注意深くウォッチし、分析していくべきとの見解で一致していた。

こうした中で、一部の委員から追加的な金融緩和の余地が存在するとの議論があったことに関連して、先般の金融緩和措置に否定的な立場の委員から、無担保コールレートがこれ以上大きく低下しうるのか、またその効果はどうかといった点などについて、疑問が提示された。さらにその委員からは、将来追加的な緩和が可能とする委員は、以上の点についてあらかじめ理解を共有しておくべきではないか、との問題提起がなされた。これに対しては、何人かの委員から、追加的な金融緩和の可能性や効果については、ある程度すでに共有されている理解の基盤に立って、個々の委員が判断していく以外にないという趣旨の意見が述べられた。

この間、流動性供給に関して強いコミットメントを示した部分については、すべての委員がその継続の必要性に同調した。また、これに関連して、様々な観点から補足的な見解が述べられた。

まず、ある委員から、コールレートが誘導目標である0.25%程度を下回るところまで潤沢な流動性供給を行うのは、どのような場合であるかについて、改めて委員会としての共通の理解を促す発言があった。その委員自身によれば、2つのケースが考えられるとのことであった。ひとつは、信用不安の強まり等から金融機関の流動性に対する需要が強まるときであり、そのような場合にはコールレートを0.25%程度に保つだけでも必然的に潤沢な流動性が供給されることになるが、不安心理を払拭するために、さらにコールレートが

下がるまで流動性の供給を増加させることが有益と考えられるケースがありうるとの見方が示された。もうひとつのケースとして、金利のリスク・プレミアムが高まり、ターム物レートが急上昇するような場合に、それを抑えるためにコールレートの低下容認が必要になる場合もありうるとの考え方が示された。別の委員からも、この2つのケースを念頭に置いている旨が述べられたが、その委員からは、緊急事態というのは、どういう形で現れてくるか本来予測が難しい性格のものであるので、以上のケースに必ずしも限ることなく、十分フレキシブルな対応の余地を残しておくことも必要であるとの指摘があった。以上の認識は、他の委員にも、概ね共有された。

また、年度下期は企業の資金繰りが一段と厳しくなるという認識との関連でも、いくつかの意見が出された。ある委員からは、潤沢に供給している流動性が、正常な状態にある企業に隙間なく回るようにすることが、日本銀行にとって当面の課題として残っており、例えば、CP市場を企業の資金繰り円滑化の手段としてより高く位置づけ、その育成を図っていくことが必要という見方が改めて強調された。別の委員からは、銀行の資金繰りや企業金融が今後ますます厳しくなると見込まれる中で、9月中間期末後の日本銀行の流動性供給スタンスについて、市場の一部にやや不安視する見方があるのではないかと懸念が述べられた。そのうえで、その委員からは、日本銀行として、9月中間期末を越えた後も年末越えを意識して引き続き潤沢な資金供給を続ける旨、金融市場調節方針の中に明記するなど、市場に明確に伝わる形で強調しておく必要があるとの意見が出された。この点については、他の大方の委員は、金融市場調節方針に関する文言の変更については、かえって誤解を与える恐れもあるとして同調しなかったが、機会あるごとに9月中間期末後も、流動性供給について日本銀行の姿勢を示していくべきことについては、共通の認識であった。

また、ある委員からは、リスク・プレミアムの銀行間格差が目立ってきている状況などを踏まえると、マクロで潤沢に資金を供給しても、銀行によっては市場から資金調達ができなくなる可能性もあるため、個別金融機関に対する流動性支援の必要が生じた場合の対応について、よく考えておく必要があるとの見解が示された。また、調節手段の多様化や充実に検討していくことの重要性について、複数の委員から言及があった。

## ．政府からの出席者の発言

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

政府は、景気の回復とともに、金融の再生を最優先課題として取り組んでいる。金融再生関連法案については、先般、基本的な合意形成への道筋をつけるために、党首会談が個別に行われた。今後は、この基本的な合意を踏まえ、本臨時国会での法案成立に向けた努力が続けられていくことになるが、迅速な法案の成立が、金融システムの再生と安定を達成するうえで重要であると考えている。

政府としても、今後とも、金融機関の不良債権の抜本的処理を促進するとともに、預金者保護や金融システムの安定性確保、さらには善意かつ健全な借り手に対する適切な配慮に万全を期すことにより、経済全体にとっていわば動脈ともいべき金融システムの信頼が回復されるよう、全力を傾けていきたい。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

第2四半期のGDP速報をみても、景気がきわめて厳しい状況にあることが裏付けられた。今後、財政面からの効果が本格的に出てくると思うが、雇用・所得環境、不良債権問題、海外の情勢等、いろいろと懸念すべき材料もある。政府としては、一日も早い景気回復のために、99年度予算においても切れ目のない対策を講じていくつもりであるし、経済戦略会議では、国民の自信を高めるための政策が検討されることになっている。

## ．採決

以上の検討によれば、引き続き不安定な金融市場の情勢を踏まえ、今後企業金融面での困難が一段と増す可能性も視野に入れながら、万全の体制で流動性の供給を続ける必要性について、委員会としての強いコンセンサスがあった。また、現状の金融緩和姿勢を維持し、財政面でこれまで打たれた対策の効果や今後へ向けた動き、金融システム面での動向、さらには先般の金融緩和措置の効果などを見守

っていくのが適当である点についても、概ね共通の認識が得られた。ただ、現状の金利水準は不相当との見解もあり、結局次の2つの議案が採決に付された。

篠塚委員からは、流動性の供給に関する前回会合（9月9日）でのコミットメントを継続することには賛成であるが、金利引き下げについては不要であったと考えているので、従前に戻すべきであるとの提案があった。そうした考えに基づき、同委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.4～0.5%で推移するよう促すこと、前回会合における決定の後段、すなわち必要な場合に一層潤沢な流動性を供給する旨を表明した部分はそのまま残すこと、の2点を内容とする議案が提出された。採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

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

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

#### 記

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。

#### 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、植田委員

反対：篠塚委員



篠塚委員は、前回金融緩和措置に伴う金利の低下は資金の流れに歪みをもたらしていること、金利の低下が企業や家計のコンフィデンスを回復させる状況にはなっていないこと、現在は財政政策の適切な発動を一層期待するしかなく、金融緩和は既に十分に実施されていること、といった理由から、コールレートの水準を前回会合以前に戻すべきであるとして、上記議長案に反対した。

・ 98/10月～99/3月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、98/10月～99/3月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

平成 1 0 年 9 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（賛成多数）。

以 上

(別添2)

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>
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

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 2) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」
- (図表 3) 日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」、大蔵省「外国貿易概況」
- (図表 4) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 5) 大蔵省「法人企業統計季報」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」
- (図表 8) 労働省「毎月勤労統計」
- (図表 9) 日本銀行「卸売物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、  
総務庁「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
日本電気専門大型店協会（NEBA）「商品別売上高」、  
日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」
- (図表 10) 経済企画庁「消費動向調査」
- (図表 11) 建設省「建設統計月報」
- (図表 12) 通商産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 13) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 14) 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」、  
総務庁「消費者物価指数」
- (図表 15) The Wall Street Journal
- (図表 16) 日本銀行、全国銀行協会連合会、日本相互証券
- (図表 17) 官報
- (図表 18) 全国銀行協会連合会、日本相互証券、英国銀行協会
- (図表 19) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 20) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」
- (図表 21) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」
- (図表 22) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 23) 日本経済新聞社
- (図表 24) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、大和総研「大和投資資料」
- (図表 25) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 26) 日本銀行「経済統計月報」

- (図表 27) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 28) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、公社債引受協会「公社債月報」
- (図表 29) 全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」
- (図表 30) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 31) 日本銀行「経済統計月報」
- (図表 32) 日本銀行
- (図表 33) 日本銀行
- (図表 34) 日本銀行
- (図表 35) 日本銀行
- (参考図表 1) 日本銀行「経済統計月報」
- (参考図表 2) 日本銀行