

#### 4 . 金融政策決定会合議事要旨

( 98 年 10 月 13 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 10 月 13 日 ( 9:00 ~ 12:21、13:06 ~ 15:46 )

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 谷垣禎一 政務次官 ( 14:27 ~ 15:46 )

経済企画庁 今井 宏 政務次官 ( 9:00 ~ 12:07 )

( 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 . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（9月9日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、10月16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24日）で決定された方針（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を、平均的にみて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）に従って運営した。

中間期末日の9月30日は、オーバーナイト・レートへの上昇圧力が懸念されたため、朝方の積み上幅を2.5兆円前後とする大量の資金供給を行い、あわせて日中の追加的な資金吸収を行わない旨をアナウンスした。この結果、当日のオーバーナイト・レートは、最高値0.7%まで上昇したが、加重平均では0.47%に収まった。このように、期末日に大きな混乱が生じなかった背景としては、日本銀行がCPオペ等により期末越え資金を潤沢に供給してきたことや、金融機関が自行株の株価下落等を受けて資金繰り優先の慎重な行動をとってきたことなどが、考えられる。

10月入り後の市場は総じて平静であり、今積み期間中（9月16日～10月15日）のオーバーナイト・レートは、昨日（10月12日）までの加重平均で0.25%となっている。

この間、ターム物金利をみると、1か月物は、10月入り後弱含んでいる。しかし、市場の関心は、金融機関の年末越え資金手当てに大きくシフトしており、年末越えとなる3か月物等については、出し手の様子見姿勢などを反映して、これまでのところ取引があまり成立していない。こうした状況を踏まえ、年末越え資金の供給を、昨年よりも10日早く開始している。今後も、引き続き、市場の安定確保に全力を挙げていく方針である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場は、このところ急速な円高・ドル安局面となっており、10月8日には、ロンドン市場で一時111円台と、昨年6月以来の水準まで円が上昇した。この間、1日の値幅が記録的な大きさに達する日もみられるなど、海外市場を中心に相場が著しく乱高下していることも、最近の特徴である。これには、大手ヘッジファンドの破綻以降市場が神経質となり、出来高が減っていることも、影響している模様である。

この間、ドイツマルクの対米ドル相場も、9月以降、総じてマルク高方向で推移している。また、アジア諸国の通貨も、ドル安の流れの中で堅調な動きとなっている。このため、韓国をはじめいくつかの国では、金融緩和の余地が生まれており、香港市場を中心に、株価も反発している。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済をみると、外需は悪化を続けているが、内需は家計を中心に引き続き拡大しており、全体としては、鈍化しつつもなお堅調である。ただし、製造業の業況を示すNAPM（全米購買者協会）指数や、消費者コンフィデンスが、このところ低下している。また、グリーンSPANFRB議長は、金融面の環境変化から、景気の先行きに関するダウンサイド・リスクが強まりつつあることを指摘している。こうしたことから、9月29日のFOMC（連邦公開市場委員会）では、フェデラル・ファンド金利の目標値を0.25%引き下げる事が決定された。

金融面の環境変化を具体的にみると、市場参加者のリスク回避的な姿勢が明確になってきており、流動性の高い資産や、価格変動の小さな資産に対する選好が強まっている。その結果、30年物国債の利回りが最低水準を更新する一方で、企業の資本市場調達環境が悪化しており、新規株式の公開件数はこのところかなり減少している。また、FRBの貸出アンケート調査によれば、金融機関の貸出態度も慎重化してきている。流動性の低い物価インデックス債の利回り、一般債利回りとの格差が拡大していることも、流動性に対する投資家の選好が強まっていることを反映したものと、市場関係者の間でみられている。

この間、欧州では、英国等いくつかの国で、金融緩和措置が採られた。ただ、ドイツでは、シュレーダー次期首相が利下げ余地に言及する一方で、ティートマイヤー連銀総裁の発言からは金融政策の明確な方向感は窺われない。いずれにせよ、米国および英国に関する限り、追加利下げは避けられないとの認識が市場では強まってきている。

### 3．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、純輸出が基調としては、輸入の減少を主因に増加しているほか、公共投資も増加に転じつつある。しかし、個人消費が一進一退を繰り返す中で、設備投資は大幅な減少を続け、住宅投資も低迷の度を深めている。

こうした最終需要の弱さを背景に、企業は大幅な減産を続けており、耐久消費財を中心に、在庫調整に一定の進捗がみられる。しかし、大幅減産のもとで、企業収益が急速に減少しているほか、雇用・所得環境は一段と厳しさを増している。つれて、企業の景況感が大幅に悪化しており、家計のマインドも慎重なものとなっている。

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

こうした情勢のもとで、企業の財務内容の劣化が引き続き進んでおり、企業倒産が高水準で推移している。金融機関も、厳しい融資姿勢で臨んでおり、企業は当面の資金繰りへの不安を強めている。さらにこのことが、設備投資や雇用の削減の一因となるなど、実体経済と金融面の相乗作用が、経済情勢の悪化に少なからず影響している。

先行きについては、先般の金融緩和措置や、総合経済対策の効果等から、これまでのようなテンポでの経済の悪化は和らいでいくことが期待される。しかし、これまでの経済の弱さから波及するマイナス効果や、金融機関の融資姿勢の厳しさ、さらには最近の円高をも踏まえると、国内民需の減少や物価の下落に、直ちに歯止めがかかるには至らないとみられる。

今後、信用面の収縮が景気を下押しする一方、景気の悪化や資産

価格の下落が金融機能をさらに低下させるというような悪循環が強まる場合には、金融財政政策のプラスの効果が損なわれる恐れもある。こうした点を踏まえると、金融システムの建て直しが喫緊の課題であり、当面、早期健全化スキームを含む金融再生に関する諸制度が、どのように運用されていくかが注目される。

## ( 2 ) 金融情勢

金融市況をみると、長短市場金利は、先月の金融緩和措置を受けて低下した。もっとも、わが国金融機関の外貨資金調達への不安が強まるもとで、市場の意識がとくに年末に集中する形で、年末越えユーロ円金利と同TB金利との格差や、ジャパン・プレミアムが拡大している。長期国債利回りは、経済の先行きに対するコンフィデンスが一段と後退したことから、短期金利を上回る大幅な低下となった。高格付の社債の利回りも、国債利回りの低下を反映して、過去最低水準まで低下している。貸出金利、預金金利も、それぞれ小幅ながら低下した。

量的金融指標をみると、民間銀行貸出は、実体経済活動に伴う資金需要が減少する一方で、大企業を中心に手許流動性を厚めに確保しようとする動きが広範化していることから、前年比マイナス幅は概ね横這いで推移している。この間、CPや社債についても、全体としては順便に発行されているため、7～9月のマネーサプライ(M2+CD)の前年比は、4～6月に比べて幾分高まる見込みである。

ただし、金融機関は、厳しい市場環境のもとで、12月末に向けて融資姿勢を一段と慎重なものとしていく可能性があり、これを、社債やCPの発行増加で埋め合わせられるかどうか注目していく必要がある。また、個別企業ベースでは、直接金融へアクセスできない企業を中心に、資金のアベイラビリティはかなり厳しくなっている。こうした金融面の制約が、実体経済に与える影響を、十分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、執行部が示した厳しい見方に、多くの委員が同意した。そのうえで、各委員から、補足的な見解が述べられた。

具体的にみると、何人かの委員から、耐久財の在庫調整等ごく一部の指標を除き、ほとんどすべての面で経済が悪化していることが指摘された。そのうち、ある委員からは、設備投資や住宅投資の底が見えないまま、ダウンサイド・リスクを抱えて下期に入ってきたとの評価が述べられた。また、雇用・所得環境の悪化が加速しており、これが景気の先行きを展望するうえでも不安要因になっているとの見方を述べる委員もいた。もうひとり別の委員からは、景気一致指数は、景気の高から既に16%以上下落しており、これはバブル崩壊後の調整局面と同じスピードの落ち方であるとの指摘があった。

この間、実体経済と金融面との悪循環に関連して、ある委員から、日本経済の最大の問題は、企業の実質自己資本(=ネットワーク)が毀損されてしまったために、過剰な設備・雇用の整理や含み損の償却を、フローの収益に頼らざるをえなくなっている点にあるとの見方が述べられた。その委員からは、このところ急速に深刻化している企業の資金繰りの問題も、そうしたネットワークの低下に伴う信用リスクの高まりと、強く関連しているとの見解が示された。別の委員からも、不動産、建設といった土地関連の業種だけではなく、卸小売やサービス等の業種においても、ネットワークがかなり縮小してきたとの指摘があり、さらにはフローの企業収益も、この9月中間決算は相当深刻な内容となることが予想されるとの見方が述べられた。もうひとりの委員からは、中間決算の深刻さには、最近の株価低迷がもたらした持ち合い株式の含み損も、かなり影響しているとの指摘があった。

### ( 2 ) 景気の先行き

景気の先行きについても、執行部の見解が概ね支持された。すなわち、金融財政政策の効果が次第に出てくることなどから、景気の悪化テンポは今後徐々に和らぐ可能性が高いが、経済に働いている

負のモメンタムの大きさを考えると、景気回復への展望は現時点では持ち難いとの点で、委員の認識は概ね共通であった。また、先行きのダウンサイド・リスクとして、急速な円高、米国金融情勢の変調、わが国の金融システム問題、物価の下落傾向などについて、多くの委員から発言があった。

具体的にみると、ある委員からは、公共投資に幾分手応えが感じられ始めていることなどへの言及があり、慎重ながらも、在庫調整進捗への期待にややウェイトをおいた評価が述べられた。また、別の委員からは、16兆円の経済対策に対応する公共投資が後ずれしてきたことで、かえって例年みられる1～3月の季節的な落ち込みが均されて、99年度予算につながる切れ目のない執行が期待できるとの見解が示された。

もっとも、他のある委員からは、確かに公共投資は徐々に動き始めているが、一方で経済の実態はさらに悪化しているとの指摘があった。もうひとりの委員からも、景気の悪化テンポは和らく方向ながら、設備投資が信用収縮の影響を、また家計支出が所得制約の影響を、それぞれ受け始めていることを踏まえると、目先10～12月で景気が下げ止まるかどうかは予断を許さないとの見方が示された。雇用や賃金の調整が、年末にかけて一段と厳しさを増すとの懸念を示す委員もいた。

設備投資については、ある委員から、まず、9月短観における中小企業の業況判断DIが、過去のパターンとは異なって大企業以上に悪化していることなどへの言及があり、中小企業の構造問題が深刻化していることが指摘された。そのうえで、同じ委員から、こうした中小企業の厳しさや、投資収益率の低下等の要因を考えると、過剰資本ストックの本格的な調整局面に入っているのではないかとの見方が示された。さらにその委員から、雇用についても、バブル崩壊後の調整局面とは異なって既に相当落ち込んでいることが指摘されると同時に、実質賃金との対比でみた労働生産性の低さなどを踏まえると、今後さらにはかなりの規模で調整を余儀なくされるとの見解が述べられた。こうした設備・雇用面での調整の深さを踏まえて、その委員からは、98年度の成長率は-2%台、99年度もマイナス成長と厳しい情勢が続く可能性が高く、その間に公共投資の増加や、米国からの資本の逆流等による株価の持ち直しがあつたとしても、あくまでも中間反騰にとどまろうとの見通しが述べられた。

景気の先行きをみるうえでのダウンサイド・リスクについても、多くの委員から発言があり、どちらかと言えば前月に比べてリスクが増しているといった内容のものが多かった。

そうしたダウンサイド・リスクのひとつは、最近の円高が景気に与える影響についてであった。ある委員からは、115～125円前後という相場水準自体は、わが国製造業の国際競争力にとって大きな問題ではないが、企業金融面での厳しさが懸念される局面だけに、円高が今年度下期の収益圧迫要因として効いてくることは懸念されるとの見方が示された。別の委員からは、仮に今後日本経済が好転して、その結果円高が持続するということであればとくに問題はないが、わが国の弱い内需とそれに基づく対外黒字拡大、さらには米国の金融不安、といった要因で円高が続くとすれば、リスクが大きいとの見解が述べられた。もうひとりの委員からは、円高が卸売物価、さらには消費者物価の追加的な下落圧力となりうる点が指摘され、他の委員からも物価面への懸念が述べられた。このように、もともと企業収益が急速に悪化しているこの局面で、円高が経済にさらに収縮的な圧力をかける可能性について、他にも何人かの委員からリスクの指摘があった。

以上のとおり、ドル安・円高がわが国の景気にもたらしうるマイナス面を強調する意見が多くみられた一方で、ドル安はアジア諸国の金融緩和余地を生み出すなど、グローバルにみればプラスの面もあるとの見解も、複数の委員から示された。また、ある委員からは、企業経営の観点からみれば、為替相場の水準そのものよりも、その安定性こそが重要であるとの指摘があり、一部投機筋の動きによって企業のリストラ努力が台無しになってしまうような資本取引の現状は遺憾との意見が述べられた。

今後の円相場の展開をどうみるかについても、いくつかの意見が出された。ある委員からは、米国経済がリセッションに向かっているという見方が、米国の市場関係者の間でも台頭してきていることや、今後米国の対外赤字に市場の目が向いていく可能性があること、さらには利下げ余地が日欧よりも米国の方が大きいことなどを踏まえると、為替相場の動向には当面かなりの注意が必要との見解が示された。別の委員からは、波動分析的な観点などから大きく捉えると、95年4月からの3年超にわたる円安局面が完全に終わり、今後はかなり円高が進む可能性もあるとの見方が述べられた。



ただ、いずれにしても、為替相場の最近の動きには、ヘッジファンド等による大幅なポジション調整が影響しているとの認識を踏まえ、こうした動きが一巡した後の落ち着きどころを、予断を持たずに見きわめていくのが適当との意見が少なくなかった。

景気の先行きにとってより大きなリスクは、円高それ自体というよりは、その背景のひとつともなっている米国の情勢、とりわけ金融面での環境変化にあるという点が、多くの委員から指摘された。

ある委員からは、米国の金融資本市場では、リスク・プレミアムの拡大と流動性選好の強まりが幅広く観察され、リスクの大きい中小企業や新興諸国等への影響が心配されるとの発言があった。さらにその委員からは、こうした金融資本市場の混乱が一時的な現象として沈静に向かうか、あるいは自己実現的にさらに悪化していくかについては、金融機関の実質的なバランスシートなど市場の全体像が把握できないだけに、不確実性が大きいとの見方が示された。また、別の委員からは、本年夏をピークに米国のバブルが崩壊し、欧州・日本から米国へという資本の流れが逆転し始めたとの認識が示され、米国経済の高消費・低貯蓄構造の是正が今後進むこと、その結果として米国向け輸出へ依存度が高い国は今後厳しい状況に置かれることなどが指摘された。さらに同じ委員から、米国の株価について、波動分析等をベースにした予測では、一旦上昇した後で3割程度下落する可能性が示唆されており、仮にそうなった場合はわが国の株価も大きな影響を受けるとの意見が述べられた。ほかに、現在の米国金融環境の変化が、米国実体経済の減速や、国際金融不安等を通じて、世界的な影響を持ち得る点について、何人かの委員から言及があった。

国際金融市場の変調については、ある委員から、流動性の枯渇（dry up）や、ボラティリティーの増大に伴うリスク・プレミアムの上昇が、今後わが国金融機関の年末にかけての流動性や企業の調達コストに、どのような影響を及ぼすのか、注意深くみていく必要があるとの指摘があった。

わが国にもともと内在するリスクとしては、金融システム問題の先行きが依然として不透明であることに、各委員から異口同音に懸念が示された。とくに、年末にかけてかなりの信用収縮が進み、企業金融面から実体経済に対する制約が強まりかねない点について、多くの委員から意見が述べられた。

ある委員からは、金融機関の行動は今や「貸し渋り」というよりも「貸出回収」であり、年末にかけて融資姿勢が一段と厳しくなる見通しにあることが指摘された。そのうえで、企業サイドでは、グループの中核企業や商社が、関連企業対策も含めて直接金融市場からの資金調達等によって手許資金を積み上げる対応を採っている一方、企業グループの基盤を持たない独立系の中堅中小企業や、格付けの悪化した大企業は、たいへん厳しい状況にあるとの認識が示された。その委員は、中核企業がしっかりしている企業グループであっても、12月末の資金繰りは9月末よりもはるかに厳しくなるとの見方であった。

こうした情勢のもとで、上記の委員を含む何人かの委員から、そうした信用収縮の動きに歯止めをかけるためには、金融機関の資本基盤強化が急務である点が強調された。流動性の問題も、結局は自己資本毀損の問題から生じていると捉えたうえで、流動性にひとたび懸念が生じた場合の市場の動きが速いことを勘案すれば、資本の面での迅速な対応が必要との意見を述べる委員もいた。

この点で、金融機能の再生および早期健全化に向けた法的枠組みが出来つつあり、そのために多額の財政資金も確保されつつあることには、多くの委員から一定の評価が得られた。もっとも、そうした制度がどのように運用され、金融機関の行動がどのように変わるかについて、現段階では不確実性が大きいとの点で、委員の認識は一致していた。例えば、ある委員からは、第2分類債権の扱いや、自己資本比率と公的資本注入との関係等について、現時点では不明な部分が多いため、手放しでは喜べないとの発言があった。別の委員からも、公的資本の注入が具体的にどのように進むのか、また、金融機関が不良債権の処理およびリストラをどこまで進め、再編問題をどのように展望していくのかがまだ見えてきていないとの指摘があった。

この関連で、ある委員からは、公的資本の迅速な注入の実現につながるような制度の運営が重要である点が強調された。その具体策として、同じ委員から、引き当てガイドラインを明示して早期の引き当て・償却を促すことや、経営責任の追及は資本注入自体とは切り離し、定められた期間内にリストラ・再建計画が実施できない場合に責任を問う仕組みとすることなど、いくつかの意見が述べられた。同様に、別の委員からも、個別行ごとの申請に基づく資本注入では不十分であり、自己資本比率の算定を厳格化するとともに公的

資本を早期一括大量に注入するといった対応を採らない限り、年末、年度末へ向けて、貸し渋りは激しくなる一方ではないかとの危惧が表明された。

以上の点に加えて、物価下落のリスクについて述べる委員もいた。その委員からは、名目賃金が既に減少し始めていることからみて、現在は何とか上昇傾向を保っているサービス価格も含めて、先行きは物価全般の下落がより鮮明になる可能性が指摘された。そのうえで、そうした物価の下落が、地価の下落とあわせて、実質債務負担を増大させ、その面から経済活動をなお一層悪化させるリスクがあるとの懸念が示された。

### ( 3 ) 金融市況の動き

金融市況に関しては、前回会合に引き続き、9月9日の金融緩和措置を受けた金融資本市場の動きをどうみるかについて、何人かの委員から見解が述べられた。

ある委員からは、国債利回りを中心に長期金利が大幅に低下しているのは、現在の経済状況にとって必要なことが、金融政策の変更をきっかけに大きな規模で起きたものと評価できるとの見方が示された。別の委員からも、年末越えの金利が高止まっていることを除けば、最近決まった長期プライムレートの引き下げを含め、長短金利全般が順調に低下していることを好感する発言があった。

もっとも、こうした長短金利の低下にもかかわらず、株価や為替相場などの資産価格が経済に収縮圧力を与える方向に動いている点については、これを懸念する意見も出された。その委員からは、株価や地価の下落、内外景気の悪化に伴う資産の劣化によって、金融機関の自己資本に一層強いプレッシャーがかかっていることへの言及があり、そこから生じる信用収縮の動きを和らげることに貢献しているかどうかという意味では、先般の金融緩和は少なくとも今のところ十分な力を持っていないとの認識が示された。この点に関し、別の委員からは、経済の下降圧力がこれだけ強いときに、金利だけで資産価格に影響を与えようとするには、もともと無理があるのではないかとの見方が述べられた。

この間、金融緩和措置に対する企業からの反応については、複数の委員から、潤沢な流動性の供給に関する日本銀行の強い意思が好感されていることや、金利面でも一定の評価が聞かれていることが

指摘された。

以上の議論とは対照的に、金利の低下についてネガティブな見方をとる委員もいた。その委員は、短期金融市場において信用力の低い借り手は金融緩和措置後も高コストでの調達を余儀なくされていることや、余裕資金運用主体である生保の状況が悪化している可能性などを挙げ、金融緩和の効果への疑問や、超低金利を継続していることの弊害に言及した。

この間、ある委員は、長期金利の大幅な低下について、金融緩和の影響もさることながら、民間のコンフィデンス低下を反映している面が大きいことを強調した。その委員からは、資本ストックとの関係でみた設備投資の増加率も、企業の中期的な期待成長率が1%程度まで落ちてきていることを示唆しているとの指摘があった。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

その結果、金融経済情勢はきわめて厳しい一方、通常考えられる金融緩和手段はほぼ打ち尽くしており、金融システム対策や財政政策に期待するのが適当であること、このところ変動の激しい金融資本市場の動きについて、その落ち着きどころを注意深く見ていく必要があること、9月9日の金融緩和措置の効果をもう少し見きわめるべきこと、といった諸点から、現状の金融政策運営を続けることに、ほとんどの委員から支持が集まった。

具体的にみると、ある委員からは、これまでの議論で出された日本および世界経済が抱えているリスクを考えると、一段の金融緩和措置を検討するのが本来の方向であるが、対処すべきリスクの大きさに比べて、金融政策として現在採りうる通常的手段から期待される効果はきわめて小さいとの判断が示された。この点を踏まえ、同じ委員から、景気回復に向けてなすべき現状の対応としては、やはり金融システム対策と財政政策に、その役割を委ねるのが適当との見解が述べられた。別の委員からも、経済情勢はデフレ的な要素を濃くしつつあるが、そうした現況に対して有効な措置は、金融機関

の資本基盤強化と財政政策であることが主張された。そのうえで、その委員からは、経済活動のレベルの低さなどからくるリスクを念頭に起きながらも、それらの政策の発動状況を見守り、かつ必要に応じて対外的にも発言していくことが適当との考えが述べられた。他にも、同様の趣旨の意見がいくつかみられた。

また、ある委員からは、内外の株価や為替相場がこのところ大きなボラティリティーを示していることが指摘され、当面これらの市場が、金融システム対策や財政政策、さらには海外情勢の変化等にもどのように反応して、どう落ち着いていくか、状況を見きわめる必要があるとの見方が述べられた。この点については、別の委員からも賛意が示された。

さらに、9月9日の金融緩和措置との関連では、ある委員から、金融緩和措置に伴って生じた長短金利の低下が、今後、家計や企業等にどのような影響を与えていくか、限界があるとすればどういう点であるかなどを、もう少し見きわめる必要があるとの意見が述べられた。ただし、そうした点も含めた政策効果の評価には、6か月前後は要するのではないかとの意見も出された。

今後、年末にかけて金融機関の資金繰りがかなり厳しくなる可能性に、どのように対処していけばよいかという観点からの議論も行われた。とくに、ある委員からは、最近の国際金融市場におけるリスク回避の動きも勘案すると、わが国金融機関の年末の外貨資金調達は、強く懸念される状況にあるとの指摘があった。その点を踏まえ、同じ委員から、年末の外貨繰りについても、日本銀行として打てる手があるならば打つべきであり、そうした趣旨を金融市場調節方針の文言の中に、明文化して書き加えてはどうかとの考えが示された。

もっとも、これについては、為替市場の存在を考えれば、外貨資金のアベイラビリティは国内流動性の問題に帰着するという観点から、何人かの委員が発言した。例えば、ある委員からは、現在の金融市場調節方針の中に、必要に応じて一層潤沢な流動性供給を行う旨のコミットメントが既に入っているため、それによって対応していけばよいとの指摘があった。別の委員からも、潤沢な流動性の供給については既にアナウンスもし、実行もしているため、あとはこれを十分モニターしていくことでよいのではないかとの考えが述べられた。

このように、ほとんどの委員から、潤沢な流動性の供給という点も含めて、現状の金融緩和政策を維持することが適当とされたが、年末にかけて信用収縮の動きがとくに深刻化するような場合等への対応として、金融政策面で如何なる追加的な手段を採りうるのかという視点から、いくつかの発言があった。

ある委員からは、預金準備率の引き下げも検討対象になりうるとの意見があった。これに対し、別の委員からは、形式的には公定歩合や預金準備率の引き下げ余地が残っているのは事実であるが、これらの効果は二つあわせてもあまり期待できないのではないかとの指摘があった。預金準備率の引き下げ効果が小さい点については、他の委員からも言及があった。

麻痺している金融仲介機能をより直接的に補完するために、中央銀行として何ができるのかという観点からの意見もあった。ある委員は、今年度下期の企業金融の厳しさを改めて強調し、その中で日本銀行としては、みずからの財務健全性を十分念頭に置きつつも、CPオペを拡充するのが望ましいとの見解を述べた。同じ委員から、追加的なオペ手段として、社債オペの検討も急ぐべきとの意見が述べられた。さらに、他の複数の委員からも、種々のオペに伴うリスクを評価したうえで、中央銀行として民間のリスクをどこまで取れるかという点を含めて、オペや担保のあり方に関する検討を進めるべきという趣旨の発言があった。

以上のように、現状の金融緩和政策を維持することが適当との認識がほぼ共有された一方で、現在の金利水準が低過ぎることの弊害を主張した委員もいた。その委員からは、現在の超低金利は、国民生活のよりどころを損なう面を持つ異常な事態であるとの見解が示された。さらに、先般の金融緩和措置についても、企業への効果が小さいほか、家計のコンフィデンスを低下させているとの厳しい評価が示された。さらに、その委員は、CPオペについては肯定的なスタンスを採ったが、日本銀行ができることにはおのずから限界があることも強調し、公的資本注入のあり方や、政府系金融機関のさらなる貸出増加が望まれることなどについて、積極的に発言をしていくべきではないかとの考えを述べた。

## ・ 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。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、景気が低迷しており、きわめて厳しい状況にあるという認識のもとに、景気回復と金融再生を最優先の課題として取り組んでいる。そうした中、国会では、このほど金融再生関連法が成立し、金融機能早期健全化法や、これらに必要な補正予算も、成立の目処が立ってきた。今後は、これらを実施に移すための組織面、運営面での詰めに、早急に取り組んでいく必要がある。

景気対策については、10月6日の閣議で総理から具体策の検討が指示されたところであるので、今後、関係各省庁において取り組んでいく方針である。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

景気は低迷状態が長引き、きわめて厳しい状況にある。こうした中で、98年度の成長率は当初見通しの+1.9%は不可能であることが明らかになったため、10月6日の閣議において、諸情勢の変化を織り込んで、これを-1.8%程度に下方修正した。

こうした厳しい状況に対応するため、政府は、10月2日には「公共事業等の施行促進の強化策」を決定したほか、金融システム面でも、新たな枠組みのもとで不良債権処理を進めて金融への信認の回復を図るとともに、信用収縮が生じないように中小企業等貸し渋り対策大綱に基づく施策を強力に展開している。

今後の景気回復策については、補正予算の策定や恒久的な減税を実施することとしているほか、「生活空間倍増戦略プラン」及び「産業再生計画」等の具体化を早急に検討する予定である。今後とも、経済の実態を迅速かつ的確に把握し、一兩年のうちにわが国経済を回復軌道に乗せるよう、適切な措置を採っていく方針である。

## 採決

これまでの検討の結果、依然として景気の悪化が続いており、金融面からの制約など先行きのダウンサイド・リスクも大きい。当面は、金融機関の資本基盤強化等の金融システム対策や、財政政策の状況等を見守りつつ、次回金融政策決定会合までの金融政策運営については、約1か月前の決定にもとづく思い切った緩和スタンスを続けていくことが適当という見解を、多くの委員が支持した。

なお、現在の金融市場調節方針の後段部分（＝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）については、わが国金融機関の外貨資金調達に年末にかけて厳しくなる可能性も念頭において運営していく旨、委員の間で確認された。

議長からは、以上を踏まえて、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、長期に及ぶ超低金利は異常な事態と認識



すべきであること、超低金利は、金融機関の不良債権処理において十分な効果を挙げえていない一方、国民生活の土台を損なってきた面があること、現在日本銀行にできることは、財政政策の効率的な発動や金融システム対策の実効ある運用に向けての提言であること、といった諸点を踏まえると、9月に引き下げた金利水準をそのまま維持することは支持し難いとして、上記採決において反対した。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を10月15日に公表することとされた。

以 上

平成10年10月13日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

以 上

( 98 年 10 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 10 月 28 日 ( 9:00 ~ 13:55 )

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 ~ 13:55 )

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 11:58 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
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	稲葉延雄
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 . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（9月24日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、11月2日に公表することとされた。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（10月13日）で決定された金融市場調節方針（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）にしたがって運営した。この結果、前積み期間（9月16日～10月15日）におけるオーバーナイト・レートは、加重平均で0.25%となった。また、今積み期間（10月16日～11月15日）に入ってから、同レートは昨日（10月27日）までの加重平均で0.23%となっている。

調節面で生じたやや特徴的な動きをみると、まず、前積み期間の最終日（10月15日）においては、レートが強含む気配を示したため、超過準備を吸収せずに放置する旨を、朝方の段階でアナウンスした。その結果、レートは0.27%とごく小幅の上昇にとどまった。

また、10月23日には、同日施行された金融再生法のもとで、日本銀行は預金保険機構向けの貸付を実施した。この資金は、特別公的管理となった日本長期信用銀行の資金繰り支援に充てられ、その一部がコール市場で運用されたことから、以後一両日ほど、オーバーナイト・レートに軟化圧力がかかった。

この間、ユーロ円3か月物レートは、外貨も含めて年末越えの資金繰りが市場で強く意識されていることを反映して、じりじりと上昇している。ジャパン・プレミアムも、海外格付機関が一部大手銀行の格付けを引き下げる方向で見直すとの報道を受けて、拡大した。今後、年末にかけて、ターム物レートの上昇圧力がさらに強まり、企業金融面へ影響が及ぶことが懸念される。そうした認識のもとで、昨年同時期をかなり上回る額の年末越えオペを実施しているが、今

後も、企業金融面にも配慮しながら、市場の安定に努めていく方針である。

## 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、このところ概ね118円～119円で小動きとなっている。わが国の景気の先行きに対する不透明感など、円売り要因が根強いことも事実であるが、緊急経済対策への期待や、米国の追加利下げ観測、さらにはブラジルを巡る不透明感などを反映して、当面はどちらかといえば円買いの動きが強まるのではないかとの見方が、市場には多い。

一方、ドイツ・マルクの対米ドル相場は、イタリアが利下げを行ったこともあって市場でドイツの利下げ観測が強まっていることや、ロシア情勢が不透明なことなどを反映して、マルクが軟化する展開となっている。

この間、東アジア通貨の対米ドル相場は、米国における金利低下などを背景に、概ね底固い展開が続いている。とくに、インドネシア・ルピアは、IMFプログラムのもとで7月にインドネシア支援国会議が決定した援助資金が流入していることなどもあって、本年1月以来の水準まで上昇している。一方、ブラジル・レアルや、ロシア・ルーブルは、引き続き軟化している。

### (2) 海外金融経済情勢

欧米諸国経済に関する民間機関や欧州委員会の見通しは、98年については、夏頃からほとんど変化していない。しかし、99年の見通しについては、各国とも軒並み下方修正されており、とりわけ英国はかなりの減速が予想されている。こうした状況下、いくつかの国で金利引き下げ措置が採られている。

アジア諸国経済に関する民間機関の見通しは、98年は、台湾、中国を除きマイナス成長となっている。99年についても、概してマイナス成長が続くと見込まれているが、マイナス幅はかなり縮小する見通しである。また、中南米諸国については、ブラジルをはじめ、99年の方が厳しい見通しとなっている。

この間、各国の株価は、欧米主要国における利下げないし利下げ

観測を主たる背景に、香港ハンセン指数が大幅に上昇したのをはじめ、全般に堅調な動きとなっている。

### 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、公共工事請負金額が9月に急増している。これは、遅れていた98年度当初予算分の前倒し発注が一気に発現したほか、第1次補正予算による公共投資追加の効果も現れ始めたためと考えられる。しかし、その一方で、個人消費は、9月以降の関連統計（販売統計・消費者心理関連統計）が一段の弱さを示しており、これまでの「一進一退」から、「一進二退」とでもいうべき状況になりつつある。その背景をなす雇用・所得環境は、失業率がこれまでのピークに近い水準で推移し、有効求人倍率がこれまでのボトムを更新するなど、非常に厳しい情勢にある。

こうした最終需要のもとで、生産は、7～9月は4～6月に比べ、減少テンポがかなり鈍化した。しかし、企業ヒアリング情報などからみると、生産の減少傾向自体は、10～12月も続く見通しである。

この間、物価動向をみると、円高の影響もあって、商品市況が下げ足を速めつつあり、今後その物価面への影響が注目される。また、企業向けサービス価格も、ここへきて軟化傾向が定着しつつある。

#### (2) 金融情勢

最近の短期金融市場における第1の特徴点は、総じて落ち着いた動きの中で、年末越え資金のアベイラビリティに関して、市場における懸念がとくに強まっていることである。実際、ユーロ円3か月物金利は、じりじりと上昇しているが、これを1か月物のインプライド・フォワード・レートに分解してみると、もっぱら年末越えの部分が、目立って上昇している。

第2の特徴点は、flight to quality (= 安全性への逃避) の動きを背景に、ユーロ円金利とTB金利の格差が、主にTB金利が低下する形で拡大していることである。米国でも、TBレート的大幅な低下が観察されており、国際金融市場全般でのflight to qualityの動きが、わが国の金融市場にも影響している可能性が考

えられる。

この間、マネーサプライをみると、M2 + CDの前年比伸び率は、9月は+3.9%（速報）と、8月（+3.8%）並みの伸びを維持した。これは、金融機関の貸出が9月中間期末に向けて減少幅を拡大した一方、CP等直接金融市場からの資金調達が伸びを高め、両者が概ね相殺し合ったためである。ただ、こうした企業の資金需要は、先行きの資金繰りに対する懸念から、手許流動性を厚めにしておく予備的動機に基づく部分が多く、必ずしも実体経済活動を反映したものであるのではない。

## ・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、執行部から報告されたいくつかのポイント、すなわち、公共工事の発注が明確に増加してきたことや、その一方で個人消費関連の指標に一段の弱さがみられていることなどが、多くの委員から改めて指摘された。これらや、先般の支店長会議（10月26日）における報告などを踏まえて判断すると、全体として、景気は依然悪化を続けているという前回会合（10月13日）での判断に、基本的な変更を加える必要はないという点で、委員の見解は概ね一致していた。こうした景気の現状と金融市場における小康とを併せて、不安定の中に微妙な安定がみられ、そのもとで景気がじりじり下降していると捉える委員もいた。

まず公共投資についてみると、複数の委員から、9月の公共工事請負金額が急増したことは、明るい材料であるとの指摘があった。別の委員からは、中小企業の各種業況アンケート結果が、このところマイナス幅の縮小や、若干の持ち直しを示している点が挙げられ、公共投資増加の好影響がみられ始めているとの見方が述べられた。もっとも、もう一人の委員からは、支店長会議での報告等によれば、公共投資の関連業界では必ずしも工事増加の手応えを感じておらず、とくに資材の動き方や下請けへの発注状況は今ひとつであるとの発言があった。さらに別の委員からは、9月の公共工事請負金額が急増したことを好感じつつも、基本的には、これまで予想していたことが漸く実現したということであって、経済の見方を大きく変える

材料ではないとの見解が示された。

民間部門の動向については、多くの委員から、個人消費の一層の弱さに関する言及を中心に、厳しい見方が示された。

ある委員は、とりわけ10月入り後の百貨店売上高や乗用車販売等がきわめて弱いことを、途中段階までの数字を挙げて示した。個人消費は「一進二退」との執行部の判断に、強い共感を示す委員もいた。また、個人消費の低迷には、将来に対する不安感が大きく影響しているとの意見もあった。雇用関連の指標については、ある委員から、9月の有効求人倍率がこれまでの最低水準をさらに下回ったことに、懸念が示された。9月の女子失業率が低下した点については、同じ委員から、職探しを諦める動きが強まったことを反映したものであり、むしろ雇用環境の厳しさを改めて示す材料との評価が述べられた。ほかに、何人かの委員から、雇用・所得環境が非常に厳しくなっていることや、消費者マインドや個人消費がここへきて一層悪化していることについて、言及があった。

設備投資については、ある委員から、収益の悪化に加えて、景気の先行きに対する不安や資金繰り面での懸念が大きな制約要因となっているとの指摘があり、もはや金利の低下のみでその回復を促しうる状況ではなくなっているとの見方が述べられた。

さらに、物価については、デフレ色がますます強まっていることを懸念する意見が多くみられた。

すなわち、数名の委員から、内外の商品市況がこのところ下げ足を速めていることへの言及があり、これがいずれ製品価格へと波及していくのではないかと見方が示された。また、企業向けサービス価格指数の下落などを踏まえて、複数の委員から、価格下落の動きが財・サービスの広い範囲に広がってきているとの指摘があり、今後も物価下落傾向が持続する、ないしはデフレ色が一段と強まる可能性に、懸念が示された。

## (2) 景気の先行き

景気の先行きについては、財政面から景気を下支える動きに期待しつつも、民間経済に働く負の循環圧力の強さや、海外情勢や金融面からのダウンサイド・リスクなどを踏まえて、前回会合までと同様の厳しい見方、ないしはどちらかと言えば、さらに幾分厳しめの見方を採る委員が多かった。



まず、財政面からのプラス効果については、数名の委員から、4月の総合経済対策分がむしろこれから本格的に顕在化することなどを踏まえると、当面公共投資は着実に増加を続けていくとみられるとの指摘があった。そうした点を踏まえ、何人かの委員から、景気の悪化テンポは、これまでの急速なものに比べれば今後は和らいでいくのではないかとの見解が示された。

しかし、景気の悪化テンポこそ和らぐとしても、悪化自体に歯止めがかかるかどうかはなお不明確であるという点について、委員の認識はほぼ共通であった。そうした認識の背後にあるのは、現在経済に働いている負の循環がかなり強まってしまっている可能性であり、その点を巡って様々な角度から多くの発言があった。

例えば、一旦進捗の兆しをみせた在庫調整に関しては、ある委員から、再び警戒すべき状況になってきているとの見方が示された。すなわち、その委員からは、在庫調整が概ね完了したとみられた耐久消費財（自動車、家電）について、最終需要の予想以上の弱さから再び在庫が積み上がる懸念が生じてきたことや、そうしたもとで素材産業の在庫調整は後ずれしていることが指摘された。その委員は、このように在庫を減らしてもその間に需要もさらに落ちてしまう状況を「逃げ水現象」と捉えたうえで、98年度下期についても、上期と同様、在庫調整の継続を前提とした厳しい生産動向を予想せざるを得ないとの見方を採った。別の委員からも、9月の鉱工業生産指数は一見生産の下げ止まりを示唆しているようにみえるが、この間に最終需要が一段と悪化してきたことを踏まえると、当面10～12月、1～3月の生産動向は予断を許さないとの指摘があった。

また、雇用情勢が今後急速に悪化する可能性を指摘した委員もいた。その委員からは、情報開示や企業の格付けがますます重視される傾向が強まるもとでは、いわゆる日本的雇用慣行の維持が難しくなることもあって、雇用情勢が、今後かなり急速に悪化する可能性は否定できないとの意見が述べられた。

このほか、ある委員からは、約1か月前の時点における先行き予想をベースとして、その後明らかになったプラス材料とマイナス材料を比較するという視点からの発言があった。その委員は、プラス材料である公共投資の増加や金融再生策の始動は、基本的には想定範囲の事柄が実現したという性格が強い反面、円高や個人消費の

一段の落ち込みというマイナス材料については、1か月前には十分に織り込めていなかった側面もあるとの評価を行い、全体として、1か月前よりも、景気の先行きを幾分下振れ方向でみておくのが適当と総括した。

景気の先行きを従来よりも厳しめにみておくという方向の議論としては、支店長会議におけるトーンの変化に注目した発言もあった。すなわち、ある委員から、前回の支店長会議（7月）では、年度下期に何がしかの明るさを展望した報告が多かったこと、それに対して今回はそうした報告がほとんどなくなり、むしろ来年度に向けての厳しさに言及する報告がみられたことが指摘された。さらに、別の委員からは、民間部門が抱えている中長期的な期待成長率が、現実の景気悪化に引きずられる形で次第に低下してきている可能性があり、この点は景気の先行きを展望するうえで注意を要するファクターであるとの見解が示された。9月の景気先行指数が8月に比べて悪化する公算が強まりつつあることを指摘した委員もいた。その委員からは、そうした先行指数の動きを踏まえ、来年のどこかで仮に一旦景気持ち直しの動きが現れたとしても、再び下降を余儀なくされるのではないかとの見方が述べられた。

以上のような景気の先行きとの関係で、いくつかのダウンサイド・リスクについても議論が行われた。そのひとつは、海外経済、とりわけ米国の金融情勢に関するリスクであった（国内金融面からのリスクについては(3)で後述）。

具体的には、複数の委員から、米国の金融資本市場は、一頃のようなパニック的な状況に比べればこのところ小康を取り戻しているが、リスク回避や流動性選好の動きは依然として強く、株価もなお不安定であるため、当面相当の注意を要する旨の発言があった。そのうち一人の委員からは、1987年のブラック・マンデー時に比べて、個人金融資産に直接・間接に占める株式のウェイトが格段に上昇している事実を踏まえると、仮に米国株価が大幅に下落した場合の同国経済への影響は、深刻なものになるのではないかとの見解が述べられた。

なお、上記の委員からは、海外からのダウンサイド・リスクとして、米国だけでなく、ロシアおよびブラジルの情勢にも十分な注意を払う必要があるとの発言があった。

以上のように、景気の先行きに関して、ダウンサイド・リスクも

含めて様々な懸念が述べられる中で、財政面からの追加的な景気対策については、多くの委員から期待を寄せる発言が相次いだ。もっとも、現時点では、具体的な対策のメニューが明確になっておらず、ましてその効果について評価を下すことは難しいとの見方が多かった。

例えば、ある委員からは、98年度第3次補正予算の策定を軸とする景気対策が、年内に検討される公算が高まっている点について歓迎の意が示された。ただその委員も、まだ具体的な景気対策の中身が不確実である以上、それが景気の下降圧力を十分に止める力となるかどうかについては、現時点では慎重にみておくべきとの見解であった。企業金融面での問題（後述）にしても、金融政策での対応には限りがあって、最終的には企業のキャッシュフロー増加で解決していくしかないという視点から、企業の売上高増加をもたらすような景気対策が重要との意見を述べる委員もいた。

景気対策の中身として、減税の重要性を強調する委員もいた。その委員からは、今年度は企業収益のかなりの落ち込みが予想され、それが来年度の所定内給与を引き下げる圧力になることを考えると、当面最も重要な政策は、所得の減少を減税でカバーすることであるとの意見が述べられた。やや異なる観点として、減税も含めてサプライサイド強化の観点を重視する意見もあった。その委員からは、現在の日本経済の根本的な問題は、米国レーガン政権初期と同様、資本効率や労働生産性の低さにあるとの指摘があった。その点を踏まえ、同じ委員から、現在必要なのは、需要サイドの政策だけではなく、大幅な所得税減税や政策減税を軸に、供給サイドを強化することであるとの見解が述べられた。

### （3）金融面の動向

金融面の動向については、企業や金融機関の資金繰りに関する懸念が、実体経済に対して大きなダウンサイド・リスクとなっている点に、委員の注目が集まった。

すなわち、複数の委員から、世界的な信用収縮の動きの中で、わが国の企業や金融機関にとって、年末越え資金のオペラビリティは大きなリスク・ファクターになっているとの指摘があった。別の委員からも、金融機関が海外拠点の外貨繰りのために円投を増加させるなど、外貨面での資金繰り懸念が円にも及んできており、これが、自己資本比率の制約と相俟って、貸出低迷の要因として作用

しているとの見方が述べられた。

企業金融面での厳しさが広がってきていることを指摘する意見も少なくなかった。すなわち、ある委員からは、中小企業はもちろんのこと、上場企業であってもグループ内金融にしっかりとした基盤を持たない企業などは、資金繰り面での厳しさが増しているとの見方が示された。銀行借入はもとより、直接金融市場での資金調達環境が厳しくなっていることに注目した発言もあった。その委員からは、景気の悪化に伴って、格付けの低下から社債の発行が困難になる企業が増えているとの指摘があり、年度末までに予定されている大量の社債償還について、円滑なリファイナンスを危ぶむ見解が示された。さらにその委員からは、社債の発行金利上昇に直面した企業は、できるだけ低コストでのつなぎ資金を求めてCPへのシフトを企図するとみられる点が指摘され、その意味でも、CPの発行環境が企業にとってきわめて重要であるとの意見が述べられた。

こうした企業金融情勢と実体経済との連関について、ある委員から、金融面での厳しさの増大から年末、年度末に向けて企業倒産が増加し、これが株価の下落や金融機関資産の一段の劣化を通じて、さらに信用収縮の動きを強めるリスクも無視できないとの懸念が述べられた。こうした悪循環に注目した見解としては、別の委員からも、金融セクターの弱さが、需要減少 企業収益減少 雇用・所得の減少 需要のさらなる減少という実体経済面での負の連鎖に、拍車をかける要因になっているとの指摘があった。

この間、支店長会議での報告を踏まえて、地域間のばらつきに言及した委員もいた。その委員からは、地域によっては、体力のある地元金融機関が残っていて、大手金融機関の支店等が回収した貸出の受け皿機能を果たしているケースもみられるなど、信用逼迫の度合いには地域間でかなりの格差があるとの指摘があった。ただ、その委員も、全体としては、貸出に回収圧力がかかっているとの認識であった。

以上のように、多くの委員から、年末越え資金のアベイラビリティを中心に、金融面のリスクが述べられる中で、ある委員から、年末越え資金の問題は、金融機関に対する公的資本の注入がどのように進むか、海外における信用収縮の動きがどうなるか、の2点にかなりの程度依存するとの見方が述べられた。

そうした認識のもとで、金融システム面での政策対応には、多くの委員から期待を寄せる発言があった。すなわち、10月23日に金融

再生法と金融機能早期健全化法が施行され、そのもとで具体的な動きも一部にみられ始めていることは、重要な進展であるとの評価が多くの委員から述べられた。

もっとも、早期健全化スキームが発動されるタイミングや条件等について現時点ではなお不明確であること、さらにそれによって金融機関の与信行動にどのような変化が生じるかについてはなおさら不確実性が大きいことなどについて、ほぼ共通の認識がみられた。与信行動との関連では、とくに、第2分類債権に対する金融機関の融資姿勢はどうか、メイン行以外の対応はどうか、またメイン行に債権が集約されていった場合に融資の一行集中がどの程度意識されるようになるかなど、具体的な注目点をいくつか挙げた委員もいた。

株価についても、主に上記金融システム問題との関連で、多くの言及があった。すなわち、何人かの委員から、金融再生の法的枠組みが整ったことや、米国株価の持ち直し等を背景に、株価の下落にひとまず歯止めがかかっていることが指摘された。その点との関連で、複数の委員から、株価の下落を媒介にして実体経済と金融面の悪循環がさらに強まるという事態は、差し当たり避けられているとの評価が述べられた。

もっとも、これらの委員の間でも、上記の通り公的資本注入を巡る展開がなお読みにくいことなどから、株価の先行きについて、基本的には慎重な見方が共有された。

この間、9月の金融緩和措置をどう評価するかを巡っても、議論が行われた。

ある委員からは、9月の金利引き下げは設備投資や雇用の増加につながっておらず、支店長会議における各支店の報告等からみても、企業の評価は総じて高くないのではないかとの見方が示された。また、その委員は、金融緩和措置をきっかけに、住宅投資が先送りされてしまった点について、住宅ローン金利の低下期待による一時的な手控えという面もあるが、長期にわたる低金利がさらに引き下げられたことで、将来に関する家計のコンフィデンスが一段と低下した可能性があるのではないかとの意見も述べた。さらに、同じ委員から、わが国の金融機関にとって最も厳しいのは外貨調達であり、為替スワップの相手方となる外銀等のラインが制約になりつつあるケースもみられることを勘案すると、日本銀行がいくら低金利の円

資金を供給し続けても、外貨の資金繰りという真の問題への解決にならないのではないかとこの疑問も提示された。

もっとも、これらに対して、他の委員からは多くの反論が出された。例えば、ある委員からは、金利の低下が住宅投資に与える影響について、一時的にはともかく、基本的にはやはりプラスに作用するとの指摘があった。また、別の委員からは、9月の金融緩和措置は、景気の底割れを防ぎ、企業のリストラ等の痛みを少しでも和らげることを狙ったものと認識しており、現在の日本経済の状況から考えて、金融緩和措置だけで設備投資が目に見えて増加することはもともと期待していないとの発言があった。また、同じ委員から、低金利と家計の関係は、家計の財産所得の面からだけでなく、金利が経済活動全体にどう影響し、それが雇用を通じて家計にどう波及していくかという視点で論じるべきであることも指摘された。さらに別の委員からは、金利の引き下げだけで景気が上向くものではないが、金利を引き下げなかった場合に比べてどうかという観点から評価する必要があるとの見解が述べられた。この間、円の金利と外貨資金調達との関係について、ある委員から、仮に円の金利を引き上げれば、金融機関の収益や国内資金調達が一層厳しくなり、格付けが低下して、外貨資金調達もますます困難になるとの指摘があった。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

その結果、金融政策運営については、現状の思い切った金融緩和スタンスを、当面継続することが適当との意見が大勢を占めた。デフレ色がさらに強まる懸念も含めて、景気に関してきわめて厳しい認識が共有された一方で、金融政策運営は現状維持が適当とされた背景は、財政政策や金融再生策の動向をもう少し見きわめる必要があること、9月の金融緩和措置の効果も引き続き注視していくのが適当であること、金融政策面で可能なことは既にほとんど行ってしまっていること、といった諸点であった。

上記 に関しては、ある委員から、企業の認識としても、日本銀行は既に十分な金融緩和を行っており、これ以上日本銀行に何かを

望むことは難しい、という声が少なくないことが紹介された。

当面の問題である年末の資金繰りへの日本銀行としての対応についても、ある委員から、現在の金融市場調節方針のもとでの潤沢な資金供給が、金融機関の円投を通じる外貨調達の円滑化に貢献しているほか、ＣＰオペ等を通じた企業金融面への配慮、長めのオペ拡大による年末越え資金の供給など、様々な手立てが既に講じられているとの指摘があった。さらに、別の委員からは、現在の金融市場調節方針（執行部への指示文）には、「なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」（以下この部分を「なお書き」と称する）ことも明示されおり、この部分が機動的に発動可能であることまで含めて考えれば、年末の問題がさらに厳しさを増すような場合でも、かなりの程度、現行政策の範囲内で対処しうるのではないかとの意見が述べられた。

こうした中で、複数の委員が、現状の金融市場調節方針を維持しながら、ＣＰオペの積極的な活用を含めて、年末越えの資金供給に万全を期すべき点を、とりわけ強く主張した。

そのうち一名からは、現状の金融市場調節方針（指示文）では日本銀行のスタンスが対外的に十分明確ではないとの意見が述べられ、ＣＰオペの積極活用等を含めて年末越え資金を潤沢に供給するといった具体的な調節スタンスを、指示文に明示的に書き加えるべきではないかとの主張がなされた。

ただ、この点については、大方の委員が、ＣＰオペを年末に向けて積極的に行っていくこと自体には同意しつつも、その点を新たに指示文に書き込むことについては、消極的な姿勢を示した。その理由としては、ＣＰオペ、年末越え資金供給ともに、既に可能な限り実施してきていること、現行の指示文は、「なお書き」まで含めればかなり機動的かつ幅の広い対応が可能な内容のものであること、年末に向けての日本銀行のスタンスは既に市場で認識されていること、これらの帰結として、指示文を変更しても実際に行う市場調節は変わらないこと、調節方針の指示文は中央銀行の基本的政策スタンスを示すものであり、政策が変わらないのに指示文の内容がしばしば変更されると、政策スタンスそのものが不明確になること、といった諸点が挙げられた。中には、ＣＰオペに関する方針の明確化には強い同調を示しながらも、オペや担保のあり方について具体的な詰めを行ったうえで、実質的なスタンスの変更が生じ

るときに対外的な言い振りも変えればよい、という意見の委員もいた。

結局、日本銀行の姿勢を明らかにするという意味で、総裁講演、記者会見等の場で、引き続きＣＰオペを積極的に活用していく旨を明示的に述べていくこと、および議事要旨における議長案の趣旨としてこれを書き加えることについて、多くの委員の合意があった。

この間、金融政策が企業金融面に対して、全面的な責任を負うことまではできないとの指摘を行った委員もいた。その委員からは、まず、マネーサプライの伸びがなかなか高まらない理由として、間接金融部門における与信能力の低下が改めて強調され、その問題は基本的には金融機関の資本基盤を強化することで対処していかざるを得ないとの考えが述べられた。そのうえで、同じ委員から、金融政策が直接働きかけうるのは基本的にはインターバンク市場であり、そこから先の企業や家計の資金繰りについては、ある程度の対応は採りえても、限界があることも事実との見解が示された。

このように、企業金融に対する金融政策の関わり方については、委員の間で重点の置き方に多少の濃淡がみられた。しかし、仮に一段と企業金融を意識する形で金融緩和を進めるとすれば、オペや担保のあり方を中心にどのような手段がありうるのか、またそれぞれの手段を、その効果と中央銀行の資産の健全性という相矛盾する観点からどのように評価するのか、といった点について早急に検討を深めるべき旨、多くの委員から執行部に対して指示があった。

例えば、ある委員からは、金融機関のところまでは動脈が通じているが、そこから企業に流れる血管が細くなっているという現状に対し、日本銀行が信認を損なわない範囲内で何ができるのか、検討しておく必要があるとの見解が示された。別の委員からは、政策手段にいくつかの候補があるとすれば、それら各々が企業金融面等へ及ぼしうる効果と、中央銀行の資産の健全性に対して持つ意味合いなどを、整理しておくべきとの問題意識が述べられた。さらに別の委員からは、日本経済の現状に対して、金融政策での対応に限界があることは否定しないが、情勢の悪化度合いに応じてどこまでなら金融政策で対応可能なのか、常に限界を探りながら検討を続けていく姿勢が重要との意見が述べられた。

結局、全体としては、オペや担保のあり方について早急に検討を深めることとしつつ、当面は、年末に向けた企業金融の円滑化に可



能な限り対応していくことも含めて、現状の金融緩和スタンスを継続すべきとの判断が、委員の大勢を占めた。しかし、そうした中で、現行の金利水準は低過ぎるとの立場を採った委員もいた。その委員は、現在のような超低金利が続いているのは異常な事態であるとの認識に立って、低金利だけでマネーサプライを増加させるのは難しいといった見方や、日本経済の現状に金融政策で対応する余地はもはや存在しないといった見解を述べた。さらに、同じ委員から、日本銀行にとって現在重要なのは、市場の安定と信用仲介機能の再生のために、個別金融機関への働きかけを通じたプルーデンス政策を強化していくことではないかとの問題提起があった。

## ・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。大蔵省からの出席者は以下のような発言を行った。

金融システムの機能不全が、景気回復の足かせになっており、この問題の早期解決が図られなければ、本格的な景気回復は望めない。国会で中身の濃い議論が行われた結果、先日、金融再生法と金融機能早期健全化法が成立したところであり、これら二法が車の両輪となって、金融システムの維持安定の柱組みになると認識している。

景気情勢への対応としては、首相から、11月中旬までに緊急経済対策を具体的にとりまとめるよう指示があった。追加の公共投資等はもとより、貸し渋り対策や、その他様々な要素を盛り込んで、一つのパッケージとしてまとめる予定である。また、これらのために必要となる第3次補正予算を、異例のスピードで成立させるよう、全力で取り組んでいく方針である。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

非常に厳しい経済状況が続いているもと、首相から、11月中旬までに緊急の経済対策を具体的にとりまとめるよう指示があり、現在、関係省庁との詰めを急いでいるところである。今の時期

は、景気回復のために、あらゆる手段を総動員して経済政策運営に当たることが重要であり、金融政策においても引き続き適切な運営をお願いする。

## 採決

以上の検討によれば、金融再生へ向けた法的枠組みの具体的運用や、財政面から景気を支えていく動きを注意深くみながら、金融政策面では、現在の思い切った金融緩和スタンスを継続していくべきとの意見が大勢を占めた。とくに、国際金融市場での流動性懸念が強まる中、現在の金融市場調節方針のもとで、可能な限り企業金融の円滑化を視野に入れつつ、年末越えの資金を潤沢に供給していくべきことが、改めて確認された。

ただ、金融政策運営は現状維持としながらも、金融市場調節方針（指示文）に文言の追加を求める提案があり、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、現在の金融市場調節方針（指示文）では、CPオペの積極活用や年末越え資金の供給に関する日本銀行・政策委員会のスタンスが、対外的に明確に伝わっているとは言い難いとの意見が述べられた。そのうえで、従来 of 指示文の末尾に、「以上の金融市場調節方針の実行に当っては、年末の接近を念頭に置き、CPオペの積極活用等を含め、年末越えの資金をできるだけ厚めに供給するよう努める」という一文を明示的に加える旨、議案として提出された。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。なお、この議案には、引き続きCPオペを積極的に活用することなどによって、年末越えの資金を潤沢に供給していく趣旨が含まれていることが、改めて確認された。

### 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、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針（指示文）において、CPオペの積極活用等、当面の目標をより明確に記載すべきであること、「なお書き」の部分については表現が抽象的かつ包括的過ぎるため、内容が不明確であること、などの理由から、上記議長案に反対した。

篠塚委員は、現在の超低金利は異常な水準であり、その継続は支持し難いとして、上記議長案に反対した。

以 上

平成10年10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 11 月 13 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 11 月 13 日 ( 9:02 ~ 12:19、13:13 ~ 16:54 )

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 ( 13:13 ~ 16:54 )  
経済企画庁 今井 宏 政務次官 ( 9:02 ~ 12:19 )  
新保生二 調査局長 ( 13:13 ~ 16:54 )

( 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 稲葉延雄  
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  
金融市場局金融市場課長 雨宮正佳 ( 13:13 ~ 16:54 )  
企画室企画第2課長 田中洋樹 ( 13:13 ~ 16:54 )  
企画室調査役 門間一夫  
企画室調査役 栗原達司

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（10月13日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、11月18日に公表することとされた。

### . 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

#### 1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（10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）にしたがって運営した。この結果、今積み期間（10月16日～11月15日）におけるオーバーナイト・レートは、昨日（11月12日）までの加重平均で0.22%となっている。

この間の動きをやや具体的にみると、オーバーナイト・レートは、月末・月初においては、やや強含む局面もみられたが、このところ0.20%を下回って弱含みで推移しており、11月12日の加重平均値は、0.15%と過去最低水準となった。こうしたオーバーナイト市場の引き緩みは、日本銀行の潤沢な資金供給によって準備預金の積みが進捗したこと、預金保険機構の特別公的管理銀行（日本長期信用銀行）向けの多額の貸出資金が一時市場に滞留したこと、などが影響したものと考えられる。

この間、ターム物金利をみると、市場において年末越え資金の調達圧力の強い状況が続いたことから、11月上旬までは2か月物以上の金利が上昇傾向を辿った。もっとも、そうした状況に対して日本銀行が年末越えの資金供給を一段と積極化させたこと、わが国金融機関の外貨手当てにある程度目処がつき始めたこと、国際金融市場が一頃に比べれば落ち着いてきたこと、などを背景に、ごく最近はターム物金利に頭打ちの兆しがみられ始めている。ただ、今月下旬に予定されている金融機関の中間決算の発表をはじめとして、市場の不安定要因は引き続き多い。このため、今後も可能な手段を

フルに活用して、引き続きターム物金利の抑制に努めていく方針である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場は、IMFを中心とするブラジル金融支援策の早期決定への期待、米国中間選挙における民主党の健闘、米国金融市場に好転の兆しがみられているとのグリーンSPANFRB議長による発言、イラク情勢の緊迫化、といった要因を背景に、11月3日以降総じてドル高・円安で推移し、11月12日の海外市場では一時124円台となった。もっとも、その後は、わが国の追加景気対策への期待や、次回(11月17日)の連邦公開市場委員会での利下げ予想等から、現在は122円台に戻っている。

この間、ドイツ・マルクの対米ドル相場は、ドイツの金利引き下げ予想や、ロシア情勢不安等を背景に、マルク安気味で推移してきたが、11月5日のブンデスバンク理事会で金利据え置きが決定された後は、概ね保合いの動きとなっている。また、アジア諸国の通貨は、10月下旬から11月初には一旦強含んだが、その後は円安・ドル高の影響もあって、やや軟化している。

### (2) 海外金融経済情勢

米国経済をみると、第3四半期のGDPは+3.3%の増加を示したが、在庫の積み上がりによる部分が大きく、設備投資は91年第4四半期以来の減少となった。個人消費の増加テンポも、第2四半期に比べて鈍化している。また、10月の雇用者数は、全体では11万人以上の増加となったが、製造業では減少した。外需に好転の要因がみられない中で、NAPM(全米購買者協会)の受注指数も96年5月以来の50割れとなっており、全般に製造業が不振である。こうした情勢を踏まえ、米国経済の減速は避けられないとの見方が、市場では次第に強まっている。

米国の金融環境については、FRBが10月15日に2回目の利下げを行った後、幾分落ち着きを取り戻してきている。資金が株式や社債へ還流する動きも一部にみられ、信用格差スプレッドは大手ヘッジファンドの破綻が表面化する直前の水準まで縮小している。もっ

とも、過去のレベルと比較すれば信用格差スプレッドはなおかなり大きいほか、ブラジルやロシアの情勢を含め、不確実な要因が多い。このように、市場の不安定さは払拭されておらず、資金調達環境は引き続き総じて厳しめの状況にある。

### 3．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

最終需要をみると、公共投資の発注が大幅に増加している。しかし、設備投資が減少を続け、住宅投資も低迷の度を深める中で、個人消費の弱さが再び目立ち始めている。在庫は、耐久消費財を中心に一定の調整進捗がみられているが、依然かなりの調整圧力が残存している。このため、生産は弱含みを続けている。また、企業は、資金繰りに関する不安感を強めており、それが設備投資等の抑制に作用している面もある。さらに、こうした状況のもとで、雇用の削減や賃金の低下が生じており、家計の所得環境が厳しさを増していることが、個人消費になお一層の慎重さをもたらしている。物価面では、需給ギャップの拡大を背景に、全般に軟化傾向にある。

このように、現在のわが国経済では、実体経済の悪化と物価の下落が同時進行している。しかも、こうした景気・物価面の動きは、金融面で金融機関や投資家のリスク回避姿勢が強まっている動きと、相乗作用を起こしている。

先行きについては、公共投資の効果がこれから本格的に現れてくる見込みであり、経済情勢の悪化テンポを和らげる方向に働くと考えられる。しかし、現在のような経済情勢を踏まえると、公共投資が増加しても、民間需要を喚起する効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。さらに、家計の支出スタンスがこのところ一段と緊縮的になる兆しがみられることや、為替相場や海外経済動向に関する不透明感を勘案すると、少なくともしばらくの間は、国内民需の減少に歯止めが掛かるとは考えにくく、需給ギャップが縮小することは展望し難い。物価面では、こうした需給ギャップの状況に円高の影響が加わっていくことを勘案すると、来年入り後には、物価全般の下落テンポが速まっていく可能性が高い。



## ( 2 ) 金融情勢

金融市況をみると、年末越えのユーロ円金利が、10月中旬以降じりじりと上昇した。これは、ジャパン・プレミアムの拡大にみられるように、外貨の調達環境が一段と厳しさを増すもとで、わが国金融機関が円投による年末の外貨手当てを大規模に進めたことを反映している。一方、T B利回りは、円転コストの低下を背景とする外銀による運用増加から、ゼロ近傍まで低下した。このように、年末における外貨流動性リスクに対する市場の警戒感が、ユーロ円金利とT B金利の格差拡大という形で、国内金融市場にも波及している。

もっとも、ごく最近では、ユーロ円金利の先物は反落し始めており、ジャパン・プレミアムにも頭打ち感が出てきている。これは、わが国金融機関の外貨手当てが円投を中心に進捗してきたことや、国際金融市場における信用収縮懸念が薄らぐ方向にあることなどを、反映したものとみられる。ただ、こうしたインターバンク市場での動きが、企業の資金調達環境の落ち着きにつながるかどうかについては、なお注意を要する。

金融の量的指標に関連して、民間銀行の融資姿勢をみると、年末における銀行自身の外貨手当て懸念を背景に、一段と慎重化している。一方、企業の資金需要面では、手許資金を厚めに確保しようとする動きに加えて、大企業などで、外貨繰りへの懸念から円資金調達を拡大する動きがみられている。

こうしたもとで、10月の民間銀行貸出は、前年比マイナス幅を表面上拡大した。もっとも、9月末の不良債権償却や、旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継が、貸出残高を押し下げる方向で寄与したことを勘案すると、実勢としては、前年比マイナス幅は概ね横這いで推移したとみられる。

企業の資本市場からの資金調達は、これまでのところ着実に増加している。しかし、信用力の相違に伴う金利格差が一層広がったほか、格付の低下した企業では、C Pや社債の発行が困難化する例もみられている。こうした企業金融の動向が、年末や年度末にかけてどのように展開するか、注意深くみていく必要がある。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### ( 1 ) 景気の現状

景気の現状については、公共投資など一部に好材料もあるが、経済全体としては依然として悪化を続けているという点で、委員の判断は概ね共通であった。

具体的にみると、ある委員からは、公共投資が、98年度当初予算に計上されている橋梁、河川、港湾関連を中心に9月以降本格的に出始めているほか、個人消費でも、一部の白物家電（エアコン、冷蔵庫、洗濯機）に新製品を中心に回復の手応えが窺われるとの発言があった。もっとも、別の委員からは、全体としてはむしろ個人消費の弱さが目立ち始めているとの指摘があり、最初の委員も、明るい材料はごく一部にとどまり、景気は依然として下押し圧力の強い状況が続いているとの認識であった。

もう一人の委員からも、公共投資の増加が漸く明確化してきた反面、98年度上期の企業収益が大幅減益となる見込みにあることなどからみて、生産・所得・支出を巡るマイナスの循環がかなり強く働いているとの見方が示された。

さらに別の委員も、内外の金融資本市場が小康状態を示していることは数少ない好材料と受け止めつつも、実体経済に下げ止まりの兆しはみられていないとの判断を示した。また、その委員からは、流動性制約が設備投資に悪影響を及ぼしていること、先行きを含めた所得面の不安が個人消費を減退させていること、需給ギャップの拡大によって物価が下落しつつあることなどが指摘された。そのうえで、同じ委員から、これらが企業収益の悪化を通じて金融機関のバランスシートを悪化させるという悪循環につながっていることを勘案すると、経済はかなり困難な局面に入り込んでしまったのではないかとの懸念が示された。

### ( 2 ) 金融面の動き

金融面の動きについては、内外の金融資本市場が一頃に比べれば落ち着きを取り戻していることへの言及が多くみられた。しかし、それと同時に、国内市場については、なお脆弱な面が多く残されており、年末・年度末へ向けての企業金融を取り巻く環境はかなり厳

しいとの認識が概ね共有された。

まず、金融市況面についてみると、ある委員から、内外の金融資本市場が若干改善しているとの判断が示されたほか、別の委員からも、金融機関の外貨資金調達にそれなりに進捗がみられてきており、ユーロ円金利にも頭打ち感が出始めていることへの言及があった。このうち、国内市場の改善要因としては、最初の委員から、日本銀行による潤沢な資金供給のほか、金融機関に対する公的資本注入の展望がある程度はつきりしてきたことが挙げられた。もっとも、同じ委員から、株価の回復が持続するかどうかはなお不透明であることや、景気の悪化と金融機関の信用仲介能力との間に悪循環が生じてしまっている可能性が指摘され、国内市場の情勢はなおかなり脆弱であるとの見解が述べられた。

なお、ユーロ円市場における外銀間の取引などでマイナスの金利がついたことについては、ある委員から、わが国金融機関の円投需要増大が直接的な原因になったことは事実であるが、そもそも円の金利水準が全体として異常なまでに低いことが基本的な背景であるとの見方が示された。このマイナス金利を巡って、別の委員からは、日本銀行がわが国金融機関のターム物調達金利を強力に抑え込もうとしたため、わが国金融機関に対するリスク・プレミアムの拡大が、信用リスクのないT B金利の大幅低下という形で現われ、ついには外銀間の一部取引で、一時的に僅かながらゼロを下回ったものとみられるとの説明がなされた。そうした理解を踏まえて、同じ委員から、T B金利がどんどんマイナス幅を拡大していくことは考えにくいいため、日本銀行が金融機関のリスク・プレミアムに直接働きかけるようなオペレーションを行わない限り、わが国金融機関のユーロ円金利をこれ以上低下させることは難しいかもしれないとの問題意識が示された。

企業金融面については、ある委員から、銀行部門の状況については一種の小康状態にあるとの見方が示されたが、それがそのまま企業金融面への好影響につながっていくかどうかについては、なお不確実性が大きいとの意見が述べられた。そのうえで、同じ委員から、既に実施されている信用保証枠の拡大や政府による追加的な信用収縮対策の効果はどうか、一方で資本市場における企業の資金調達が大量償還の見込まれる年度末に向けて順調に進むかどうかなどを含め、予断を持たずにみていく必要があるとの認識が示された。

別の委員からは、優良企業は年末資金の手当てが完了し、中小企業には、信用保証協会の保証枠拡大が効果を発揮しているが、格付の低下した大企業や、中堅企業については、資金手当てが年末・年度末の最大の問題になるとの懸念が示された。

この間、マネーサプライについては、ある委員から、信用乗数が近年低下の一途を辿っているなど、マネタリーベースとM2 + CDとの関係はどんどん変化しているとの発言があった。さらにその委員は、こうした現象が銀行行動の構造変化と無関係ではないと述べたうえで、日本銀行による資金の供給がなかなかマネーサプライに結びつきにくいことを指摘した。

一方、別の委員からは、M2 + CDとGDPとの関係に注目した発言があった。すなわち、その委員からは、M2 + CDとGDPとの関係を長い目でみると、バブル崩壊後はそれ以前に比べ、GDPのM2 + CDに対する弾性値が上昇しているとの指摘があり、最近M2 + CDの伸び率が緩やかながら上昇しているのは、経済成長率が高まりやすい状況になってきていることを示唆するものではないかとの解釈が述べられた。もっとも、この点については、もう一人の委員から、最近のマネーサプライの伸び率増加は、信用収縮への懸念が強いもとで企業が予備的な動機から流動性を積み上げていることによるものであり、一方で資金調達が困難な企業も多数存在していることを考えると、マネーの動きにはむしろ警戒すべき面が大きいとの反論が述べられた。

### (3) 景気の先行き

実体経済および金融に関する以上の現状認識を踏まえ、景気の先行きについて議論が行われた。それによれば、ここ1年ほどの急速な景気の悪化テンポは、今後は金融・財政政策の効果が現れていく中で緩やかなものとなっていくとみられるが、それが自律的な景気回復につながるかどうかは依然として不透明という点で、前回会合までとほぼ同様の判断が概ね共通のものとなった。

具体的にみると、ある委員からは、公共投資については、既に増加し始めている98年度当初予算分に加えて、今後第1次補正予算分が本格化することから、来年1～3月、4～6月とも例年のような季節的な落ち込みを示すことなく、高水準で推移しようとの見方が示された。もっとも、同じ委員からは、在庫調整が思いのほか長引

いていることや、民間需要回復のきっかけが差し当たり見当たらない点も指摘されたほか、来年度の経営計画では多くの企業が徹底的なリストラ策を断行するのではないかと懸念が示された。結局、その委員は、公共投資による景気の下支えが、民間需要の回復につながっていくためには、恒久的な減税や政策減税等の措置が不可欠であるほか、企業の経営計画がより前向きなものとなるよう、財政・金融政策や金融システム対策面の措置を適切に講じていくことが必要である点を強調した。

別の委員からも、在庫率の高さなどからみた現在の需給ギャップが相当大きいことや、個人消費の低迷等から判断すれば、財政・金融政策による支えにもかかわらず、景気回復感が現れてくるまでには、相当時間がかかるとの見方が示された。

また、別のある委員は、景気回復のきっかけになりうる経路をいくつか候補として挙げたうえで、そのおのおのについて不確実性が大きいという形で議論を展開した。具体的には、まず、財政面からの景気刺激効果、金融機関に対する公的資本の注入がきっかけとなって金融機関株価の回復等が生じ、次第に実体経済にも好影響が及んでいく経路、対外黒字の増加、の3点が景気回復への契機になる可能性があるとの指摘があった。そのうえで、その委員自身から、これらのそれぞれについて、財政支出は増加傾向が今後さらにはっきりしてこようが、減税の内容やそれが企業・家計のコンフィデンスに及ぼす作用については不確実性が大きいこと、公的資本の注入の効果についても今後の進め方に依存すること、為替相場や海外経済の情勢を踏まえると対外黒字の大幅な増加は難しそうであること、などの見方が述べられ、結局どの経路からみても景気回復へ至る展望が現時点では定かではないとの認識が示された。

さらにもう一人の委員からは、現在は一種の横這い状態にあるが、これは不安定の中の微妙な安定とでも言いうる状況に過ぎず、労働生産性および資本の効率が非常に低いことや、日本経済全体が市場メカニズムへの適応過程にあることを踏まえると、今後再びかなり急速な調整を余儀なくされるとの見方が示された。そうした中で、例えば、資本ストックについては既に本格的な調整局面に入っており、98年度の設備投資は10%以上のマイナス、99年度もマイナスが続くとの見解が示された。さらにその委員からは、財政赤字や国債発行残高が近い将来に限界的な水準に達する可能性を踏まえると、民間部門が徹底的にリストラを行う以外に日本経済の再生はありえないとの考えが述べられ、その点からも、今後大幅な調整局面は不

可避との認識が示された。

景気の先行きに関連して、とりわけ雇用情勢が悪化する可能性への懸念が、複数の委員から述べられた。

すなわち、ある委員からは、売上高人件費比率が製造業・非製造業ともに過去最高圏にあることや、労働分配率が最近の諸外国とは逆に上昇していること、そして、そうした状況に対して企業は既にボーナスを大幅にカットしていることなどが指摘された。その委員からは、これらを踏まえると、今後は雇用者数の面で大幅な調整が避けられず、失業率はこれまでの最高水準を更新し続ける形で、相当高い水準に達する可能性があるとの見方が述べられた。

別の委員からは、昨年秋の金融システム危機との関連で、その後雇用面で生じた現象の特徴が述べられた。具体的には、昨年末以降、非自発的失業者の増加テンポが自発的失業者のそれを上回るようになったこと、日本と同様に金融危機に見舞われた韓国では失業率が急上昇したのに対し、日本では、雇用調整はゆっくりとしか進んでおらずなおかなりの調整圧力が残っていること、パート労働の普及等により、雇用保険でカバーされない不安定な雇用形態の労働者が多くなっていることなどが指摘された。そのうえで、同じ委員から、今後雇用情勢の一段の深刻化が予想される中で、セーフティー・ネット等の労働政策面での対応が遅れていることに対し、強い懸念が示された。

こうした雇用問題に加えて、他の側面から家計の不安心理に焦点を当てた発言もあった。具体的には、ある委員から、それほど所得の高くない家計のグループについて、公的年金を信頼していない家計の消費性向は、信頼している家計のそれに比べて低い、という外部シンクタンクの実証分析が紹介された。さらにその委員は、このように年金の将来展望が揺らいでいるのは金利水準が低いこととも無関係ではないとして、金利がこうしたルートを通じて消費性向に影響する可能性にも注意すべきとの発言を行った。

これに関連して、別の委員からも、個人消費や住宅投資の弱さの根底には、税制、年金、介護制度等の様々な制度要因が構造的に作用している可能性があるとの指摘があり、家計の経済行動は、世代間の負担を含めた社会システム全体の問題との関連で、捉えていく必要があるとの意見が述べられた。

景気の先行きを展望するうえでのダウンサイド・リスクとして、

米国経済の先行きに関する不透明感を強調する委員もいた。その委員からは、米国の過剰消費・過少貯蓄構造は是正される方向にあり、来年の米国経済はかなりの減速が必至との見方が示された。また、同じ委員から、当面注目すべき具体的なポイントとして、このところの株価回復も、天井構成が見えつつあることからみて来年の初め頃にどのような展開となるか、社債におけるクレジット・スプレッドが高止まっている情勢からみて、金融資本市場の信用仲介機能はかなり低下しているのではないかと、稼働率や製造業の関連指標等からみて、設備投資が調整局面に入りつつあるのではないかと、といった諸点が挙げられた。

当面の物価情勢については、円高を原因とする価格の下落が何らかのプラス効果を持ちうる可能性を巡って多少の議論があったが、基本的には、現在の経済環境のもとでは、物価の下落は实体经济をさらに悪化させる蓋然性が高いことを念頭に置いて、その動向に十分な注意を払っていく必要があるとの点で、委員の認識は概ね一致していた。

これらの点をやや具体的にみると、ある委員からは、物価と实体经济との負の相乗作用が懸念される情勢にあるとの基本認識を前提としつつも、円高による物価の低下分については、その最終的な受益者が家計であるとの指摘がなされた。そうした観点から、同じ委員から、価格の低下が、新規商品の開発努力やペントアップ・デマンドの顕在化などと相俟って個人消費の下支え要因となり、それが景気回復への足掛かりのひとつとして作用する可能性も、全くないわけではないとの認識が示された。

もっとも、別の委員からは、物価の下落による消費刺激効果は、価格の低下が、技術革新の進行や実質所得の増加といった要素と同時に生じていない限りは、顕在化しにくいとの指摘があり、大きな需給ギャップと資産価格の下落傾向を抱えた今の経済環境のもとでの物価下落は、やはりマイナスの影響の方を強くみておくべきとの見解が述べられた。同趣旨の発言は、他の委員からも行われた。

いずれにせよ、かなりの期間に及ぶ物価の下落という戦後の主要国では希な現象が、今後日本経済にどのような影響を及ぼしていくのかについては、物価下落の原因が異なればその影響も異なりうるのかといった点も含め、注意深く観察し、かつ分析していく必要があるとの問題意識が、ある委員から示された。

この間、地価の下落がこのところ再び目立ち始めたことに注目する委員もいた。その委員からは、地価が株価に1年超遅れて変動する傾向がみられることを踏まえると、地価の底入れは当分期待し難いのではないかとの見方が示された。

早期健全化法のもとでの金融機関に対する公的資本の注入については、その効果について一定の効果を期待しつつも、現時点では実体経済へどのように影響していくのか不確実性が大きいというのが、多くの委員の認識であった。

すなわち、ある委員からは、公的資本の注入は、金融機関の貸出が増加していくための必要条件ではあるが、十分条件ではないとの指摘があり、資本注入が経済の回復に実質的に役立つよう、関連する政策を整備していくことが重要との意見が述べられた。別の委員からも、経済政策全体をうまく設計していく要請が従来にも増して高くなってきている中で、とくに日本銀行としては、公的資本注入の効果が最大限発揮されるように努力していくべきとの見解が示された。

また、もう一人の委員は、公的資本注入によって起こりうる結果として、不良債権の償却が進み短期的にはデフレ圧力となるケース、新規の貸出を増加する余地が生まれるケース、既存の非効率な借り手に対する融資が継続され、ある種の問題先送りとなるケース、の3つの可能性を挙げた。そのうえで、その委員からは、日本銀行の流動性供給も含めた金融システム対策は、これらのうちのケースが生じることを念頭に置いているのか、またそのことと資本注入の具体的な条件等が整合的かなどについて、よく考えておく必要があるとの問題意識が示された。

## ・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。その結果、年末・年度末の企業金融の厳しさを緩和するため、何らかのオペレーション上の工夫が望ましい一方、金融市場調節方針については、9月9日以来の思い切った緩和措置を継続するのが適当という点で、委員の意見は概ね一致していた。

まず、金融市場調節方針についての議論を具体的にみると、ある



委員から、既に検討されたような金融経済情勢の厳しさからみて、現状の思い切った金融緩和姿勢をしばらく続けざるをえないとの認識が示された。

もっとも、金融市場調節方針を一段と緩和すべきかという観点からは、ある委員から、現在は、財政面からの景気対策や金融機関に対する公的資本注入の動向、およびそれらの効果をまずみきわめる局面であるとの見解が示された。さらに、同じ委員から、9月9日の金融緩和措置について、需要を誘発するだけの効果は出ていないが、金利全般の低下を通じて各種調整の痛みを和らげる働きをしている可能性はあるとの見方が述べられ、そのうえで、金利をここまで引き下げてきた以上、一段の引き下げは慎重に検討するべきとのスタンスが示された。別の委員からは、日本銀行が現在行っている金融政策は企業等から十分に評価されているとの認識が示されたほか、金利水準の引き下げなど通常考えうる対応はもはや限界に近づいているのではないかとの見解が述べられた。これらの点は、他の複数の委員からも指摘された。

さらに別の委員からは、年度末に向かって实体经济がさらに一段と収縮するような事態になれば一段の金融緩和も念頭に置く必要があるかもしれないが、現状は日本銀行の潤沢な資金供給などによって金融市場が小康状態にあり、こうした不安定の中の微妙な安定が続く限りは、現状の政策を続けるのが適当との見解が述べられた。

この間、金融市場調節方針のいわゆる「なお書き」の部分（金融市場調節方針の後段で「なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」と書かれている部分のこと）について、意見交換があった。すなわち、ある委員から、「必要と判断されるような場合」の内容が不明確であり、追加的な金融緩和が幅広く可能であるかのような印象を与えるが、例えばCP市場の流動性が枯渇するなどの緊急事態にのみ発動されるものと解釈すべきではないかとの意見が出された。これに関しては、9月9日および9月24日の会合において、短期金融市場等における突発的な動きや何らかの緊急事態を念頭に置き、そうした場合はコールレートが誘導水準から乖離することを許容する旨が既に確認されているが、再度、その点に関する委員会としての認識が整理され、確認された。

一方、金融市場調節方針とは別に、資金供給手段の多様化についても議論が行われた。すなわち、ある委員から、銀行の金融仲介機能が低下している状況を踏まえると、年末および年度末の企業金融が当面最大の問題であり、日本銀行としてもそこに焦点を絞って、何らかの手段を講じるべきタイミングにあるとの意見が述べられた。

もっとも、ある委員から、企業金融は金融機関の金融仲介機能によって実現されていくべきものであるとの見解が示された。そうした認識のもとで、その委員から、日本銀行はあくまでも銀行部門に対する流動性の供給に徹するべきであって、直接に企業金融を念頭に置いた政策を採るべきではないとの意見が述べられた。

これに対し、別の委員は、日本銀行の資金供給が直接的には銀行部門に対するものであるべき点には同意を示しつつも、オペの具体的なあり方によって銀行部門の外側への波及効果には少しずつ違いがあり得るとの見解を述べ、そのうえで、そうした効果の大小を勘案して資金供給手段を考えていく余地はあるとの反論を行った。これについては、他の委員からも賛意があった。

なお、こうした資金供給手段を巡る議論の中で、日本銀行資産の健全性や機動性についてどう考えるかも、重要なポイントになった。具体的には、ある委員から、信用秩序維持関連の資産増加などによって日本銀行資産の固定化が進みつつある現実を踏まえると、今回のオペ手段検討をひとつのきっかけに、日本銀行の資産の流動性を全体としてどう確保していくか、考えておくべきではないかとの問題意識が示された。その委員からは、金融市場調節上の機動性を保つ観点から、例えば、預金保険機構向け貸付を流動化するとか、満期が到来した保有長期国債を短期資産に入れ替えるなど、バランスシートの管理を研究していく余地があるとの見解が述べられた。

信用秩序維持関連の固定的な資産の増加について、別の委員からも、流動性を旨とする中央銀行資産が、資本性を帯びる形で用いられることの是非という角度から、問題意識が示された。また、その委員からは、企業金融を念頭に置いたオペレーションは、その性格上、期間がやや長めになるだけに、中央銀行にとって、機動的な資金吸収や弾力的な資産組み替えなどの備えが、従来以上に重要性を増すとの指摘もあった。同じ委員からは、そうしたターム物の資金供給と、オーバーナイト・レートの誘導を軸とした日々の金融市場調節との関係をどのように考えるか、といった問題意識も追加的に

挙げられた。

もう一人の委員からは、中央銀行のバランスシートが悪化すると、その国のカントリー・リスクが問われることにもなりかねないとの立場から、日本銀行資産の健全性と流動性を維持することの重要性が改めて強く指摘された。

## ・ 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。大蔵省からの出席者は以下のような発言を行った。

景気は、低迷状態が長引いており、きわめて厳しい状況にある。こうした認識のもと、総理から、緊急経済対策を11月16日までに取りまとめるよう指示されており、現在、大蔵省では、各省庁と協議しつつ、効果的な中身を作り上げていくよう力を尽くしているところである。この対策を反映する98年度第3次補正予算については、当初予算や第1次補正予算の施行状況も見きわめながら、経済の現状に的確に対応したものとなるよう、努力してまいりたい。

経済企画庁からの出席者は以下のような発言を行った。

10月末に、総理から緊急経済対策をとりまとめるよう指示があり、11月16日を目処に効果的な対策をとりまとめるべく鋭意努力しているところである。99年度のプラス成長を確実なものとするため、金融システム安定・信用収縮対策が重要であるほか、景気回復策としては、即効性、波及性、21世紀に向けた未来性という3原則に沿って実施することを検討している。

政府としては、対策のとりまとめとその推進に最大限努力する所存であるが、金融システム安定化を進めていく過程では信用収縮が一層拡大する可能性も考えられることから、金融政策においても、十分な資金量の確保に努めるなど、適切な運営をお願いしたい。

## 採決

以上の検討の結果、依然として景気の悪化が続いているもと、当面は、公的資本の注入を主体とする金融システム対策や、近々見込まれる緊急経済対策などの動向や効果に注目しながら、金融政策面では、年末や年度末の企業金融の円滑化に資するよう、オペレーション面での工夫を図りつつ、9月以来の思い切った金融市場調節方針のもとで潤沢な資金供給を続けていくことが適当という見解を、多くの委員が支持した。

議長からは、こうした多数意見を踏まえて、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、長期に及ぶ超低金利の弊害を認識すべきこと、9月の金融緩和措置は、実体経済面、金融システム面いずれに対する効果とも曖昧であること、低金利は信用乗数を低下させるだけに終わっていること、と

いった諸点を踏まえると、9月に引き下げた金利水準をそのまま維持することは支持し難いとして、上記採決において反対した。

## ・本行の貸出・オペレーションに関する議事の概要

### (1) 執行部からの報告の概要

企業金融の情勢は、年末から年度末にかけて、一層厳しさを増す可能性がある。こうした状況に鑑み、中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、企業金融の円滑化に資することを狙いとして、日本銀行の貸出・オペレーションについて、以下の措置を講じる、もしくは措置を講じることを具体的に検討することとしたい。また、その旨を対外公表することを検討願いたい。

#### CPオペの積極的活用

CPオペを一段と積極的に実施しうるよう、(1)買い入れ対象となるCPの残存期間を3か月から1年に拡大するとともに、(2)CP発行企業の適格審査事務を迅速化することとし、11月16日から実施する。これらを実施するための具体的な手続きとして、「コマース・ペーパーの売戻条件付買入要領」等を一部改正する旨提案する。なお、適格CPの信用リスクに関する基準や、オペ期間(3か月以内)は変更しない。

#### 企業金融支援のための臨時貸出制度の創設

金融機関が企業向け貸出を増加させるインセンティブとなりうる形で、日銀貸出を活用する。具体的には、10～12月における金融機関の貸出増加額の一定割合(50%)を対象に、リファイナンスのための日銀貸出制度を設ける。担保は国債のほか、日本銀行が適格と認める民間企業債務とするが、その際、原則として担保価額の50%以上は、民間企業債務とする。貸出期間は原則として、年度末を越える4月までとし、金利は0.5%とする。また、10～11月中に貸出を増加させた金融機関に対しては、12月中旬にも本制度が利用できることとする。本制度は、年末・年度末の企業金融円滑化に資することを狙いとした臨時の措置であり、今後、早急に実務面での準備を進める。

## 社債等を担保とするオペレーションの導入

金融市場調節の中で、社債および証書貸付債権を活用していく。もっとも、これら民間債務を直接の買い入れ対象とするのは実務的に難しいため、これらを根担保として金融機関が振り出す手形を、金利入札方式で買い入れることとする。こうしたオペレーション手段を来年の早い時期に導入すべく、実務的な検討を進める。

以上3つの措置には、信用リスクに関する審査基準自体を緩めたり、日本銀行が民間企業に直接与信するといった要素は、含まれていない。いずれも、中央銀行資産の健全性を維持するという筋を通したうえで、民間企業金融の円滑化に資するというマクロ政策上の要請にできるだけ応えるという観点から、工夫した措置である。

### (2) 委員会の検討の概要

上記執行部から説明のあった措置および、それらを対外公表する点について、多くの委員から支持があった。

まず、CPオペの積極的活用については、ある委員から、わが国の企業の資金調達は、年末に向けて海外市場を含めて困難の度が増し、海外CPや社債から国内CPへと、発行需要がシフトしてくることが予想されるとの見方が示された。別の委員からも、CPオペについては、これまでの実績もあり、一層拡大すれば相応の効果が見込まれるとの意見が述べられた。こうした認識のもと、これら委員も含め、CPオペの一層の増加につながる措置を採ることは適切という点で、委員の見解は一致した。

企業金融の支援のための臨時貸出制度の創設や社債等を担保とするオペレーションの導入についても、ほとんどの委員が適切な措置との判断であった。すなわち、複数の委員から、中央銀行としてオペ・担保面でぎりぎりどこまで行えるかの検討を重ねた中で、銀行部門の外側に及ぶ効果を念頭に置いて、工夫を凝らした案になっているとの評価が述べられた。そのうち一人からは、これらの措置のもとでの日本銀行の与信期間は3か月程度であり、資産の長期固定化という問題を大きく引き起こすようなものではないこと、現在よりもリスクの高い資産を新たに購入するというわけではなく、現在の基準でも受け入れ可能な担保を効率的に動員して、その利用

を図るといふ性格の措置であること、といった具体的な諸点への言及があり、そのうえでこれらは日本銀行資産の健全性を損なうものではないとの見解が示された。

また、準備段階にあるものも含めて、以上の措置すべてを一つのパッケージとして対外公表することについても、ほとんどの委員が賛意を示した。その理由としては、年末・年度末へ向けた企業金融面での不安を和らげるという基本的な考え方との整合性に留意すれば、発表する時期を現在よりも遅らせるのは適当でないこと、民間金融機関の貸出行動にある程度の影響を与えることを狙っている以上、金融機関の対応を可能にするためにも早めのアナウンスが必要であること、などが挙げられた。ただし、対外公表に際しては、日本銀行が企業金融を直接支援するという誤ったイメージを与えないよう、表現等には十分配慮することとなった。

こうした議論の中で、CPオペの積極的活用を除き、反対意見を述べた委員もいた。すなわち、その委員からは、企業向け証書貸付を支援するような措置は、結局企業のリストラや再編成を遅らせる結果になりかねないこと、信用の最後の砦たる日本銀行が、「何でも行う」という印象を対外的に与えることは望ましくないこと、対外公表は直ちに実施に移すCPオペの積極的活用のみにとどめ、現在準備中の措置については実施することが正式に決定され次第ひとつずつ発表すべきであること、必要があれば正統的な金融政策で一層の金融緩和を図るべきこと、などが主張された。このほか、同じ委員からは、証貸債権を担保とするスキームよりも、まず印紙税を引き下げて証貸債権から手形貸付へのシフトを図り、手形市場を活性化したうえで手形オペを拡充する方が望ましいのではないかとの見解も述べられた。

### (3) 政府からの出席者の発言

以上の検討に対し、経済企画庁からの出席者は、「以上で検討された措置は、企業の資金繰り支援につながるものであり、積極的に行って頂くよう、よろしくお願いしたい」との発言を行った。

#### ( 4 ) 採決

##### ＣＰオペに関する執行部提案

まず、ＣＰオペの積極的活用に関しては、採決の結果、買い入れ対象となるＣＰの残存期間を３か月から１年に拡大するよう、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入要領」の一部改正および「日本銀行業務方法書」の一部変更を行うことが、全員一致で議決された。

##### 対外公表文

ＣＰオペの積極的活用を含めて、会合で検討された３つの措置をどのように対外公表するかについては、委員の意見が分かれたため、以下の２つの議案が提出された。

中原委員からは、ＣＰオペの積極的活用についてのみの対外公表文が議案として提出され、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、別添２の対外公表文が議案として提出された。

##### 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、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、臨時貸出制度については、金融機関に対する日銀貸出がどんどん増加する危険性があるほか、かつての貸出制度が復活するのではないかとの印象を与えるなど、問題がいくつかあること、社債等を担保としたオペについては、臨時の措置ではなく恒久的な制度になるので、もう少し詰めて検討すべきこと、これらの措置は中央銀行が民間金融機関の領域に踏み込むものとの印象を世間に与えかねないと同時に、日本銀行への要求がよりリスクの高いオペレーションへとエスカレートしていく可能性を秘めていること、日本銀行は、必要があれば正統的な金融政



策で一層の金融緩和を図るべきであること、といった理由から、上記議長案に反対した。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報（アイボリーペーパー）に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を11月17日に公表することとされた。

以 上

平成10年11月13日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

以 上

(別添 2)

平成10年11月13日  
日 本 銀 行

## 最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について

日本銀行では、景気の悪化に歯止めをかけることを狙いとして、思い切った金融緩和スタンスを堅持してきている。また、日々の金融市場の調節に当たっては、CPオペの活用などにより、企業金融の円滑化にも十分配慮しつつ、機動的、弾力的な資金供給に努めてきている。ただ、金融機関の融資姿勢は、わが国金融機関を取り巻く厳しい市場環境や企業業績の悪化を反映して、慎重なものとなっている。また、資本市場においても、信用リスクに対する警戒感が強まっている。このため、年末から年度末にかけて、企業金融は一層厳しさを増す可能性がある。

こうした状況にかんがみ、日本銀行では、中央銀行の資産の健全性に留意しつつ、金融機関借入・市場調達の両面で企業金融の円滑化に資することを狙いとして、貸出・オペレーションについて、以下の措置を講じることを、本日、政策委員会・金融政策決定会合において決定した(賛成多数)。

### 1. CPオペの積極的活用

日々の金融調節の中で、CPオペを一層積極的に活用することとし、そのため、買入れ対象となるCPの期間を拡大する(注)とともに、CPの発行企業の適格審査事務を迅速化する。本措置は、11月16日から実施する。

(注) 現 行：「満期日が買入れの日の翌日から起算して三ヶ月以内に到来する」もの  
改定後：「満期日が買入れの日の翌日から起算して一年以内に到来する」もの

## 2. 企業金融支援のための臨時貸出制度の創設

年末・年度末にかけて、金融機関の企業向け貸出を資金繰り面から支援していく趣旨から、企業向け貸出が季節的に増加する10～12月期における金融機関の貸出増加額の一定割合（50%）を対象に、リファイナンスのための日銀貸出制度を新たに設ける。その際、担保は国債のほか、日本銀行が適格と認める民間企業債務（手形＜含むCP＞、社債、証書貸付債権）とし、原則として、担保価額の50%以上は、民間企業債務を差し入れることを条件とする。また、貸出期間は原則として、年度末を超える4月までとし、金利は0.5%とする。また、10～11月中に貸出を増加させた金融機関に対しては、12月中旬にも本件貸出制度が利用できることとする。

本件貸出制度は、年末・年度末の企業金融円滑化に資することを狙いとした臨時の措置である。今後、早急に実務面での準備を進め、詳細が固まり次第改めて決定し、对外公表を行う予定である。

## 3. 社債等を担保とするオペレーションの導入

金融調節の中で、民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債および証書貸付債権を根担保として、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買入れるオペレーション手段を新たに導入すべく、実務的な検討を進める。今後、準備が整い次第決定のうえ、資金供給手段の一つとして活用していく方針である。

以 上

( 98 年 11 月 27 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 11 月 27 日 ( 9:00 ~ 12:10、13:01 ~ 13:58 )

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 :

経済企画庁 河出英治 調整局長 ( 9:00 ~ 13:58 )

( 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	稲葉延雄
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
企画室企画第 2 課長	田中洋樹 ( 9:00 ~ 9:49 )
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（10月28日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、12月2日に公表することとされた。

### ．外国為替銀行法の廃止に伴う外国為替銀行に対する準備預金制度の準備率の廃止等に関する検討・採決

#### 1 . 執行部からの提案内容

執行部から、本年12月1日の「金融システム改革のための関連法律の整備等に関する法律」（平成10年法律第107号）の施行により、「外国為替銀行法」（昭和29年法律第67号）が廃止されるとともに、「準備預金制度に関する法律」（昭和32年法律第135号。以下「法」という。）が一部改正され、外国為替銀行が法第2条第1項に規定する指定金融機関から除かれることとなったこと等に伴い、以下のとおり技術的な改正を行いたい旨の提案があった。

- 「準備預金制度の準備率」（平成3年10月1日決定）について、本年12月1日をもって「外国為替銀行」の文言を削除する等、所要の改正を行い、その旨の公告を行うこと。
- 関連する行内要領について、所要の改正を行うこと。

#### 2 . 委員による採決

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。

### ．企業金融支援のための臨時貸出制度に関する基本要領等の検討・採決

#### 1 . 執行部からの提案内容

執行部から、前回会合で決定された基本方針にしたがい、企業金融支援のための臨時貸出制度について、その基本要領を概要以下のように定め、これを対外公表する旨の提案があった。

- 対象先は、銀行、長期信用銀行、外国銀行支店、信用金庫、全国信用金庫連合会、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会および農林中央金庫のうち、平成10年12月2日現在で日本銀行の手形貸付取引の相手方（同日現在で、日本銀行の当座預金取引の相手方であり、かつ、手形貸付取引を開始したい旨申出していた先を含む。）であり、かつ、この制度の利用を希望する先（以下「制度利用先」という。）とする。ただし、整理回収銀行および紀伊預金管理銀行を除く。
- 貸付実行日は、平成10年12月21日、平成11年1月20日、同年2月22日および同年3月23日とする。
- 貸付期間は、いずれの貸付についても、平成11年4月15日までの期間とし、同日付で貸付金額の全額を回収する。ただし、平成10年12月21日に実行する貸付については、3か月経過後にいったん手形書替を行う。
- 貸付限度額は、平成10年12月21日に行う貸付に適用する額は、制度利用先毎に、平成10年9月末現在の貸出残高に対する同年11月の貸出平均残高の増加額に0.5を乗じて得た金額、平成11年1月20日以降に行う貸付に適用する額は、制度利用先毎に、平成10年9月末現在の貸出残高に対する同年12月の貸出平均残高の増加額に0.5を乗じて得た金額とする。ただし、この額がこの額未満である制度利用先については、この額を適用する。
- 担保は、民間企業債務（コマーシャル・ペーパーを含む手形、社債および証書貸付債権）および国債のうち日本銀行の手形貸付担保として適格のものとする。ただし、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行および農林中央金庫の20行庫については、担保として差入れた民間企業債務の担保価額が、貸付金残高の50%以上でなければならない。
- 貸付利率は、年0.5%とする。

## 2. 委員による検討・採決

以上の執行部説明のあと、複数の委員から、執行部が提案した基本的事項は、「最近の企業金融を巡る状況に鑑み、金融機関の企業向け貸出を資金繰り面から支援していく」という本措置の趣旨に則

ったものとなっており、賛成である旨の発言があった。これに対して、ひとりの委員は、反対意見（下述）を表明した。

採決の結果、賛成多数で承認され、即日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、篠塚委員、植田委員

反対：中原委員

中原委員は、日本銀行はマクロ金融政策を怠りなく運営することに責務があり、このような企業金融に深入りすべきではない、いったんこうしたオペレーションを開始してしまうと際限のない拡大につながりかねない、などの理由から反対した。

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（11月13日）で決定された金融市場調節方針（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）にしたがって運営した。オーバーナイト・レートの加重平均は、前積み期間（10月16日～11月15日）が0.22%となったあと、今積み期間（11月16日～12月15日）については、昨日（11月26日）までの加重平均で0.19%と、やや弱含んでいる。

オーバーナイト・レートがやや弱含んでいる要因としては、預金保険機構から特別公的管理銀行（日本長期信用銀行）に対し貸し付けられた多額の資金や、北洋銀行と中央信託銀行に対する資金援助のための資金（北海道拓殖銀行の営業譲渡に伴うもの）が市場に滞留したことに加えて、年末越え資金を前倒しで確保した先が余資運用として超短期の資金放出を行ったことなどから、市場が「取り手優位」の状況となったことを挙げられる。こうした状況を受けて日本銀行では、11月16日以降、リザーブ・ニュートラルの調節を続け、20日および25日



には、本年5月13日以来半年ぶりの積み下調節を実施した。この結果、ごく最近のオーバーナイト・レートは0.2%台前半に戻ってきている。

次に、ターム物金利をみると、日本銀行が年末越えの資金供給を引き続き積極的に行った（年末越え資金供給オペ残が14兆円台乗せ）ことや、そのもとで邦銀の年末越えの外貨資金手当てに一定の目処がついてきたことなどから、やや軟化している。

この間、前回会合で決定したオペ・貸出面の措置を受けた市場の反応をみると、買い入れ対象となるCPの期間延長（残存期間3か月以内 同1年以内）に伴って、残存期間が3か月超のCPの適格審査の持ち込み額が大幅に増加している。こうしたCPオペの玉繰りの緩和を受けて、11月16日以降9営業日連続でCPオペを実施した結果、オペ残高は11月26日時点で、6.5兆円と既往ピークを更新した。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対米ドル相場をみると、120～122円の狭いレンジでのみみ合いを続けているが、足許は、米国株価が引き続き高値圏で推移していること、日本サイドでいったん強まった消費税率引き下げ期待が後退したこと、わが国の財政収支悪化懸念が円安材料として受け止められたこと、などから、若干弱含みでの推移となっている。

一方、ドイツ・マルクの対米ドル相場は、ドイツの経済指標が予想比下振れしていることや、IMFとロシアの融資交渉が中断して年内の合意が難しくなりつつあることなどから、ジリジリと軟化している。

### (2) 海外金融経済情勢

F R B は、9月29日、10月15日に引き続いて、11月17日に「金融市場では、異常な緊張状態が残っている」として、3回目の金利引き下げを決定・実施した（フェデラル・ファンド・レート：5.0% 4.75%、公定歩合：4.75% 4.50%）。

米国経済をみると、個人消費や住宅投資が堅調であり、これを牽引役として緩やかな拡大を続けている。しかし、設備投資の動きを示す非国防資本財受注が2か月連続で減少しており、外需も、本年初めからの赤字拡大傾向が続いている。こうした需要動向を受けて、

製造業では、生産、稼働率などの面で、スローダウンが目立っている。

米国内の金融を巡る環境は、一頃に比べれば多少改善している。株価は、FRBの金融緩和、堅調な家計支出動向、ブラジル向けの国際金融支援パッケージの公表、さらには大型金融再編などを受けて、既往最高値を更新した。銘柄としては、従来のハイテク株に加えて、今回は金融株の上昇も目立っている。しかし、低格付け社債についてはスプレッドが相対的に拡大した状況が続いているほか、国債についても流動性の高い銘柄に資金が過度に集中する傾向が依然としてみられるなど、全体としては、緊張状態が引き続き残っている。こうした状況の下で、FRBは、リブリン副議長が「企業収益の長期的な期待成長率に関する市場の見方は楽観的すぎる」と発言するなど、警戒的な見方を維持している。

### 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、公共工事請負金額が、9月にきわめて高い伸びとなったあと、10月は幾分減少したが、全体としては高水準を維持している。今後も、総合経済対策に伴う事業の発注等から、高めの水準で推移するとみられる。10月の輸出は、自動車輸出の集中がみられたことから大幅に増加した。もっともこうした急増は一時的で、緩やかな増加基調には変化はないとみられる。一方輸入は、内需の弱さを映じて弱含みの推移が続いている。10月の個人消費関連統計では、パソコンや一部白物家電等の売上が伸びたほかは、各種販売統計・消費者心理に関するサーベイのいずれも、一段の弱さを示している。

こうした最終需要のもとで、10月の鉱工業生産は減少した。予測指数を踏まえると、10～12月は7～9月に比べて減少する見込みである。また、企業の本年度下期の収益予想をみると、製造業、非製造業ともに、これまでの増益予想が減益見込みへ転じている。この結果、雇用・所得環境は一層厳しさを増しており、失業率が過去最高水準近傍にあるほか、10月の有効求人倍率は過去最低水準を更新した。また、冬の賞与は、全体として前年をかなり下回る公算が大きくなっている。

なお、これまで厳しい状況が続いてきた企業金融については、低

格付け先や、中堅・中小企業では所要資金を確保しきれていないとする先が多いが、大企業では、日本銀行によるCPオペの積極化や、前回会合において決定したオペ・貸出面での新たな措置の公表などあって、かなりの先で年末の資金繰りの目処が立ったとしている。また、こうした大企業では、万一の事態に備えて、手許流動性の積み上げ姿勢を積極化させている。

## ( 2 ) 金融情勢

最近の金融資本市場の動きをみると、全体として、11月半ばまでの不安感はやや一服してきている。

株価は、日本銀行によるオペ・貸出面での新たな措置の公表、政府の緊急経済対策の策定、公的資金注入など金融システム建て直しに向けた動き、消費税の一時凍結に対する思惑の台頭、米国株価の既往ピーク更新といった材料に支えられて、15千円台を回復した。一方、長期金利は上昇している。市場では国債増発に伴う需給悪化懸念を指摘する声が多いが、株価の反発に連動していることなどを踏まえると、悪化一辺倒であった市場の景況感が修正されたといった面もあるようにみられる。ただし、基本的な市場地合いは依然として脆弱である。

邦銀の年末越え外貨資金調達の動きは、かなり進捗した。この結果、為替市場におけるスワップ出来高はすでに減少に転じている。また、直先スプレッドも縮小したため、外銀の円調達コストはプラスに転化している。こうしたことを受けて、ユーロ円とTBとの金利格差やジャパン・プレミアムは、縮小した。

もっとも、ユーロ円金利の低下は小幅に止まっている。ユーロ円金利を1か月物インプライド・フォワードレートに分解すると、年末越え金利にはピークアウト感が窺われるが、4か月後にスタートする3月末越えの金利はじりじりと上昇しており、市場の関心が年末から年度末越えにシフトしてきていることを示唆している。

10月から始まった信用保証制度の拡充を受けて、信用保証協会の保証承諾額は大きく増加している。その利用も、中小金融機関から大手都銀にまで広がっている。また、先般の日本銀行によるオペ・貸出面での新たな措置の公表を受けて、3月末越えのCP発行が増えており、金利も最優良先で0.4%台と、銀行調達コスト(ユーロ円金利で0.7%台)を大きく下回ってきている。

## ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### ( 1 ) 景気の現状

景気の現状については、多くの委員が、景気の悪化テンポはこれまでの政策効果などから緩やかになりつつあるが、企業や家計のコンフィデンスは未だ回復しておらず、とりあえずの小康状態と位置づける見方を示した。

すなわち、公共投資に関しては、多くの委員から、9月以降、国、地方とも公共事業の発注が高水準に達するとともに、政府により取りまとめられた緊急経済対策の中にもかなりの規模の公共投資が盛り込まれたことを踏まえて、前回会合までに比べ、財政面からの景気下支えをより明確に期待できるようになったとの見解が述べられた。また、住宅投資についても、ある委員から、着工水準はすでに年率110万戸ときわめて低レベルまで落ち込んでおり、ここへきて、プレハブメーカーへの来客数などがやや持ち直していることを踏まえると、とりあえず下げ止まりを見込みうる状況になってきたとの発言があった。

これらを背景に、生産の減少にも歯止めがかかりつつあるとの指摘が多く示された。

もっとも、民間需要全般に関しては、多くの委員が、雇用情勢や企業収益の一層の悪化を背景として、企業や消費者のコンフィデンスは低迷を続けており、依然、厳しい状況にあるとの判断を下した。

個人消費については、ある委員から、明るい材料として、パソコンや新型白物家電などの販売が堅調に推移していることを指摘する発言があった。しかし、その委員も含めて、百貨店売り上げの落ち込みや、消費者マインドの低迷、冬季賞与の前年割れ見通しなどを踏まえて、消費動向はなお楽観できないというのが委員の共通の認識であった。また、このうちのひとりの委員からは、企業倒産や有効求人倍率が悪化傾向を辿っていることについて、家計の購買力を推し測る観点からも、その動向には警戒を怠れないとの指摘があった。

設備投資に関連しては、今年度下期の企業収益見通しが相次いで下方修正され、減益見通しに転じたことに委員の注目が集まった。すなわち、ある委員から、企業収益は9月の日銀短観に比べてかな

り下振れてきているとの見方が示されたほか、複数の委員から、こうした収益の下方修正が企業倒産や雇用に及ぼす影響を注目していかなければならないとの指摘があった。さらに、別の委員からは、最近一部にみられ始めている給与の基本部分のカットが、仮に今後広範囲に起きてくるとすれば、デフレの典型的なプロセスの一部として警戒すべき材料となりうるとの見解が示された。

こうした企業収益のもとで、設備投資について、秋以降、計画の中止や繰り延べを行う企業が増えているとの指摘や、98年度のGDPベースの設備投資は前年比マイナス15%程度にまで落ち込むのではないかとの発言がみられた。

以上のような検討を踏まえて、設備投資については、回復のきっかけを依然つかめておらず、景気のダウンサイドリスクとして今後とも注意していく必要があるとの見解が概ね共有された。

この間、物価については、複数の委員から、民間部門を中心とした需要面の弱さを背景に需給ギャップが引き続き拡大しており、物価下落圧力がさらに高まっているとの懸念が表明された。

## (2) 金融面の動向

金融面については、内外の金融資本市場で一時強まった信用収縮懸念が後退してきたことや、わが国金融機関、企業の年末越え資金調達も進みつつあることから、実体経済面と同様に、金融市場も小康状態にあるとの認識が概ね共有された。

会合ではまず、米国株価が再び既往最高値を更新したこととの関連で、米国の金融経済情勢について、各委員の関心が集まった。

すなわち米国金融市場では、8月以来、信用リスクに対する警戒感が急速に強まり、「安全性や流動性への資金の逃避」といった現象がみられたが、FRBの3回にわたる利下げの効果などから、市場の不安感は徐々に鎮静化してきており、世界経済にとって好ましい動きとの受け止め方が概ね共通のものであった。もっとも、社債と国債との利回り格差は一頃に比べればかなり縮小したものの、8月以前の水準までには戻りきっておらず、市場の不安定さは完全に払拭された訳ではない、との見方が大勢を占めた。

一方、米国の実体経済については、ある委員が、住宅着工や小売売上高などの指標が強い動きを示す一方、製造業の稼働率や雇用関係の指標は弱めで推移しており、明暗交錯している状態にあるとの

見方を示した。また、ほかの委員からも、米国経済が粘り腰をみせていることは世界経済にとって当面プラスに働くが、その背後でもし必要な調整が先送りされているとすれば、調整圧力がそれだけ蓄積されていることになるとして、注意を喚起する発言があった。とくに、その委員は、最近の米国の株価水準は、名目国民所得の伸び率をかなり上回る企業収益の伸びを織り込んだかたちとなっているが、これが本当に実現するかどうかについて、注視していく必要があるとの見解を述べた。さらに、もうひとりの委員は、家計の貯蓄率がマイナスになるほど消費支出が拡大していることを踏まえて、消費の持続性に疑問を呈したうえで、株価と企業収益の関係についても必ずしも安定的な状態にある訳ではないという意見を表明した。

このような議論を踏まえて、米国株価と、その裏付けとなる米国経済の動向等については、今後とも十分注視していく必要があるというのが、各委員の共通の認識であった。

以上のような海外市場の展開のもとで、国内の金融情勢についても、一頃の切迫感は徐々に後退してきているとの判断が、会合の大勢を占めた。

具体的には、何名かの委員から、邦銀の年末越え外貨資金調達が峠を越えて、ジャパン・プレミアムやユーロ円金利がピーク・アウトしてきていることや、金融機能早期健全化法のもとで、大手行の多くが公的資本取り入れの意向を明確にしたことなどが、市場の緊張感の緩和をもたらしたものとみられるとの趣旨の発言があった。ただ、そうした委員の中にも、公的資金の注入が決まれば直ちに金融仲介機能が回復するものではないことに注意を要するとの発言もみられた。また、複数の委員から、年末の資金繰り懸念は一段落したが、市場の関心は明年3月期末越えに移ってきており、信用リスクに対する市場の警戒感は依然根強いとの指摘があった。さらに、ある委員は、3月には3兆円程度の社債の償還も控えており、年度末の企業の資金繰りは依然予断を許さないとの見方を述べた。

また、企業金融との関連で、前回会合で決定された日本銀行のオペ・貸出面の措置や10月1日に始まった政府の信用保証制度の拡充の効果についても、幾つかの言及があった。

何名かの委員からは、オペ・貸出面での措置のなかで、これまでに「CPオペの積極的な活用」を実施に移したが、これをきっかけに明年3月期末越えのCP発行が増加しており、すでに一定の効果

をもたらしてきているとの指摘があった。また、信用保証協会の保証承諾額が急増していることも企業金融面に好影響を及ぼし始めているとの発言があり、これらの措置は、企業や金融市場から高い評価を受けているとの見方が多く示された。

ただ、ある委員からは、信用保証制度の拡充は、潜在的な財政赤字の拡大につながりかねないものであり、先行きの日本経済を考える上で、これが顕在化するリスクも念頭に置いていかなければならないとの指摘があった。また、その委員は、これまでの金融面における様々な措置は、景気回復を通じて借り手の業況が好転することによって、所期の目的を達することになるが、景気や借り手の業況が好転しないような場合には、そうした措置は単なる借り手の延命策となって、結果的に経済全体の処理コストを高めることにつながりかねないことにも注意を要するとの発言を行った。

以上のように、大方の委員の見方は、現在の金融市場を小康状態にあるとしたが、ある委員は、これは株式相場の反発を受けた安堵感に支えられているにすぎず、その株価の反発も外人による日本株買いによってもたらされた脆弱なものであるとの指摘を行った。その委員は、BBB格以下の企業の起債が困難になっていることや、欧米銀行が日本に対するカントリー・シーリングを一層厳格化していることなどを踏まえれば、わが国金融市場を巡る環境は潜在的には悪化している可能性があるとの、より厳しい見解を示した。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きに関しては、多くの委員が、金融市場が落ち着きを取り戻しつつあるもとの、財政支出の効果が今後さらに出てくることを踏まえると、来年前半にかけて、景気の悪化にはいったん歯止めがかかるとの見方をとった。しかし、そこから先の経済については、各委員とも、民間需要がどちらの方向に向かうかなお不確実であり、ダウンサイドリスクも依然小さくないとの、慎重な判断を下した。

すなわち、金融面で流動性確保と資本増強の両面から大掛かりなサポートが行われ、信用収縮に一応の歯止めがかかりつつあるもとの、総合経済対策に加えて、緊急経済対策や大型減税などの財政拡大措置が今後に予定されていることを踏まえると、少なくとも、来年前半までは、財政面からの対策の効果が続くと思われるという

のが、多くの委員に共通の認識であった。

一方、これが民間経済主導の自律的な景気回復につながるかどうかという点に関しては、様々な観点からの議論が行われた。

ある委員は、今後半年ないし長くても1年程度の間は、財政に引っ張られてプラス成長を期待しうるが、民間需要はいずれの方向にも振れる可能性があるとして、足許の収益、賃金の下振れペースが速いことが民需の弱さを加速させてしまうリスクと、プラス成長となることが消費者コンフィデンスなどを引き上げ、消費が増えるケース、の両方が考えられるとした。また、別の委員は、現実の需給ギャップの大きさや企業、消費者のコンフィデンスの低迷を踏まえると、民間需要の先行きについては不確実性が高いとみざるをえないとの見方を示した。

さらに別の委員は、現状は、金融面の不安が鎮まったことから少し先をみる余裕が生まれ、さらに財政面の措置の決定によって底打ちの条件が一つ整ったとみることのできる局面としながらも、企業サイドで雇用と設備の大幅な調整が終わっていないことを踏まえると、日本経済が本当に底打ちしうるかどうか、微妙な段階にあるとの趣旨の発言を行った。さらに、その委員は、金融面についても、マクロレベルでは様々な政策の効果が出始めているが、ミクロレベルではなお緊張感が高く、引き続き十分な目配りが必要であるとした。

このほか、多くの委員から、今後の景気動向を検討するうえでのポイントとして、何点かが指摘された。

第一に、産業構造の改革に関して、ある委員が、大きな需給ギャップが存在するもとの、企業が国際的な競争に伍していくためには、体質を強化して収益力を高めることが急務であり、そのためには大規模なリストラが避けて通れないとの見解を述べた。その委員は、その際、企業はコストダウンと技術開発、商品開発の両面からリストラを行い、単なる縮小均衡ではなく、需要喚起にも注力していく必要があるとの意見を表明した。あわせて、その委員は、金融機関についても、公的資本の取り入れを含めた資本増強に対する強い期待を述べるとともに、不良債権処理や業務の再編、給与水準の見直しなど、中期計画に沿ったリストラが急務となっているとの認識を述べた。

別の委員も、90年代の経済の特徴として、バランスシート調整が重荷となって、公的需要から民間需要への波及が遮断されているこ



とが挙げられるとの認識を述べたうえで、中長期的にみて持続的な景気展開を展望していくうえでは、やはり、企業サイドの不良資産問題の早期解決が不可欠であるとの趣旨の発言を行った。

これに関連して、ある委員は、金融機関の資産サイドの大規模なリストラは企業サイドのリストラを巻き込んで行われることになるとしたうえで、そうした調整過程は不可欠のものであるが、相当に痛みを伴うものであることについて改めて注意を促した。

以上の議論との関連で、第二に、わが国民間経済が必要な調整を行っていく過程では、雇用面での調整は避けられないとして、何名かの委員から、雇用問題に対する見解が述べられた。すなわち、複数の委員が、民間企業がストック面の調整を行おうとすると、少なくともある一定期間は過剰雇用を表面化させることになるので厳しい道となるとしたうえで、雇用面でのセーフティネットの準備が不可欠との趣旨の発言を行った。また、別の委員は、現在は企業や金融機関は、市場からの評価を得るために徹底したリストラを選択せざるをえない状況にあるが、その一方で、現行の雇用調整助成金制度においては、雇用削減を行わない企業が助成金を受け取ることができるとされているため、こうした制度がある下で、企業のリストラが、所期の効果を発揮することができるのかという点について疑問を呈した。

第三に、財政状況について、複数の委員から、今回の緊急経済対策により、財政赤字はかなりの規模に達することとなり、今後の財政運営は厳しいものにならざるをえないとの認識が表明された。このうちのひとりの委員は、地方自治体の財政悪化は深刻であり、今後の対応余力には相当程度限界があるとして注意を喚起した。また、別の委員は、今後、もう一段の財政支援を迫られるような場合には、そのアプローチなり、設計の仕方について、さらに吟味を加える必要があり、具体的には、財政資金を従来と同様に需要の追加を中心に使うのか、あるいは、供給面の調整に使うようにしていくのかをはっきりさせていくことが重要であるとの考えを表明した。

このように、委員の多くが、財政面からの効果を背景に、少なくとも暫くの間は景気は下げ止まりを見込みうるとの立場をとったなかであって、ある委員は、日本経済の先行きについて、ダウンサイドリスクが再び増大していくとの見方を展開した。すなわち、その委員は、需給ギャップが依然拡大しているため物価の下落は加速

すると見込まれること、8月後半以降における円高の影響が今後表面化してくると見込まれること、アメリカ経済の先行きが懸念されること、国、地方とも財政面の制約が強まったこと、などを挙げたうえで、98年度の成長率は改定政府経済見通し（マイナス1.8%）を下回り、来年度もマイナス成長となる公算が高いとの見方を明らかにした。

## ・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。

多くの委員の認識は、上述のとおり、わが国経済の現状は、実体経済、金融両面において小康状態にある、先行きも来年前半にかけては、財政面の効果から景気の悪化に歯止めがかかることが見込まれる、しかしながら民間需要が回復するかどうかについては、現時点ではなお不確実性が高い、というものであった。

こうしたなかで、ある委員は、これまで少しずつ出てきている良い材料が景気回復へつながっていくかどうかまだ何ともいえず、金融市場も十分な安定を取り戻していないとしたうえで、引き続き、年末、年度末へ向けた企業金融の円滑化を念頭に置きつつ、これまでの思い切った金融緩和スタンスを継続し、金融システムの立て直しに関するさらなる進展や、税制改革の動向などを見守っていくことが適当との判断を述べた。

あわせて、多くの委員は、前回会合で決定した企業金融支援のためのオペ・貸出面の措置を今後とも着実に実行するとともに、その効果の浸透を注目したいとの発言を行った。これに付け加えて、そのうちのある委員は、日本銀行がこのように企業金融との関わり合いを強めるもとでは、日本銀行のバランスシートの健全性確保に注意を怠るべきではないとの意見を表明した。

また、長期金利が上昇の様相をみせていることについて、何名かの委員が、これに言及した。ある委員は、景気が悪ければ金利は上がらないとみるのが普通であるが、長期的な財政の姿に対する不安を映じて金利が景気実態から乖離して上昇することがないかどうか、注意深く見守りたいとの発言を行った。また、別の委員は、財政赤

字の拡大に伴って長期金利が上昇すると、円高が生じることも考えられなくはないとしたうえで、仮にそうしたことが起こった場合の景気に及ぼす影響について、十分注意していく必要があるとの見解を述べた。

以上の検討を踏まえて、金融市場調節方針については、現状の思い切った金融緩和スタンスを継続することが適当である、との意見が多数を占めた。

こうした多数意見の中にあって、ひとりの委員は、前回会合で決定した企業金融支援のためのオペ・貸出面の措置を評価しつつ、しかし、9月9日に決定した金融緩和の効果については、目下のところ、それが経済に対して何らかの好影響をもたらしたというデータは見当たらないとの認識を示した上で、現状の金融緩和スタンスの継続に懐疑的な見方を述べた。

一方、別のひとりの委員は、デフレ回避のために、金融調節方針の一段の緩和を主張した。その根拠として、その委員は、日本経済の構造調整には相当な時間がかかること、財政硬直化の兆候がかなりでてきており、今後は、財政面から大規模な景気支持策をとることは難しいとみられること、デフレ的な現象が浸透しており、マイナスの名目GDPに歯止めをかける必要があること、現在の需給ギャップの大きさを踏まえると、今後、物価の下落が加速する危険があること、銀行への公的資本注入額が小規模にとどまりそうなことなどを挙げた。また、長期金利に関しては、定額郵貯が2000年に大量の満期を迎えることを踏まえると、貯金者が満期資金によって国債を買わなければ、国債金利は大幅に上昇することになるとの危機感を表明した。その上で、その委員は、「中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率を零パーセントにまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促すこと」を提案した。

これを受けて、会合では、「中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率を零パーセントにまで上昇させることを企図して」との表現を巡って、多くの議論が交わされた。

まず、この表現は、いわゆる「インフレーション・ターゲティング」を意味するものかとの質問に対して、これを提案した委員は、

デフレを断固起こさないとの強い決意表明であって、いわゆるインフレ・ターゲティングとは全く異なるものであると説明した。あとに続いたこの表現を巡る議論のなかでも、この委員は、米国大恐慌のひとつの教訓は財貨およびサービス価格の趨勢的な下落を絶対に起こさないということであるが、その教訓と現下の情勢を併せて考えると、従来から「インフレでもデフレでもない状態」と定義している物価安定を、現状ではデフレ阻止を意味するものと捉えなおした上で、中央銀行としては、それに向けた強い決意表明を行って、物価下落が収まるまであらゆる手立てを尽くす必要があるとの立場を一貫して主張した。

これに対して、ほかの委員は、こうした表現はインフレ・ターゲティングに近い提案と捉えたうえで、それぞれの意見を表明した。

ある委員は、インフレ・ターゲティングの考え方そのものについて反対するものではないとの立場を明らかにしたうえで、しかしながら、そのような政策を実効あらしめる手段が現状乏しいもとの、こうしたステートメントを出すことが日本銀行のクレディビリティに及ぼす影響をどのように考えるかといった問題がクリアされていないとの指摘を行った。また、その委員は、技術的な問題として、

「インフレでもデフレでもない状態」を統計上の物価指標に置き換えた場合、上昇率ゼロを意味すると捉えるのか、小幅のプラスの方が適合すると考えるのか、物価指標は、提案にあるような総合消費者物価指数でよいのか、それとも他の物価指標が適当なのか、

どの程度の期間に達成されるべきターゲットとして考えるのか、などの外延的な問題をあわせて整理する必要があるとの見解を述べた。

また、複数の委員から、物価指数の目標とコールレートを0.1%引き下げることとの間の整合性について、疑問を呈する意見が述べられた。あわせて、そのうちのひとりの委員は、こうしたターゲットを表明することが人々の期待（デフレマインド）に働きかけることになるという考え方に対しても、疑問を呈した。

別の委員は、日本銀行法第2条には金融政策の目標として「物価の安定」が明記されており、インフレもデフレも回避するよう努めることは日本銀行としての当然の責務であるとしたうえで、この点が世の中に明らかになっている以上、あえて具体的な数値を示す必要は感じないとの考えを示した。

このほか、別の委員は、金融政策の運営上、当面、真正デフレの

防止に力を尽くすことにウェイトを置くのは当然であるが、そうした決意表明を、インフレ・ターゲティングのかたちで行い、さらに、それを調節方針のディレクティブのなかに書き込むことには無理があるとの認識を示したうえで、決意の表明は別なかたちで表現していくことが可能ではないかとの見解を述べた。

## ．政府からの出席者の発言

会合の中で、経済企画庁からの出席者から、次のような発言があった。

- 11月16日に、政府は、11年度のプラス成長を確実にするとともに、12年度には景気を回復軌道に乗せることを狙いとする、緊急経済対策を決定した。対策としては、金融システムの安定化、信用収縮対策を第一番目に据えるとともに、個別対策では、雇用や住宅対策を従来以上にふんだんに盛り込んだほか、世界経済リスクへの対応についても言及している。
- 金融政策については、緊急経済対策にもあるように、引き続き適切かつ機動的な運営をお願いしたい。また、そうした観点からは、本日決定された企業金融支援のための臨時貸出制度については、積極的に支持したい。

## ．採決

以上の検討を踏まえて、わが国経済は、これまでの財政・金融両面からの政策の効果などから、来年前半にかけて景気の悪化に歯止めがかかる見通しにあるが、その先の経済については、需給ギャップやデフレ圧力などの残存を踏まえると、なお不確実性が高く、ダウンサイドリスクも小さくないとの認識が、多くの委員の間で共有された。こうした認識のもとで、当面は、財政政策、金融システム対策の効果、さらには税制改革の動向などを見守りつつ、金融政策面では、現在の思い切った金融緩和スタンスを継続し、前回決定したオベ・貸出面での措置を着実に実行していくべきとの意見が大勢を占めた。

ただし、日本経済において、デフレスパイラルが本格的に進行することを阻止するとの観点から、金融市場調節方針をさらに一段緩和すべきとの提案も出されたため、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、「中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率を零パーセントにまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%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」旨の提案が提出された。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とりまとめる形で、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、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、企業による過剰設備と過剰雇用の調整には

時間がかかるとみられること、財政面からの景気支持策の対応余力に限界がみえてきたこと、物価の下落が加速しそうな状況にあること、を踏まえると、日本銀行としてデフレからの脱出という決意をはっきりと示すために、もう一段の金融緩和を行うべきとの観点から、上記議長案に反対した。

篠塚委員は、現在の金利水準は異常な低水準であり、現時点では9月9日の利下げ効果についても十分に評価できるだけの材料に乏しいため、現行スタンスの継続は支持し難いとして、上記議長案に反対した。

以 上

平成10年11月27日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

以 上



( 98 年 12 月 15 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 98 年 12 月 15 日 ( 9:01 ~ 12:19、13:10 ~ 15:28 )

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 谷垣禎一 政務次官 ( 9:01 ~ 12:19 )  
経済企画庁 今井 宏 政務次官 ( 9:01 ~ 12:19 )  
新保生二 調査局長 ( 13:10 ~ 15:28 )

( 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	稲葉延雄
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
企画室企画第 2 課長	田中洋樹 ( 9:01 ~ 9:25 )
企画室調査役	門間一夫
企画室調査役	栗原達司
金融市場局調査役	後 昌司 ( 9:01 ~ 9:25 )

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（11月13日）の議事要旨（グリーンペーパー）が全員一致で承認され、12月18日に公表することとされた。

### . T B ・ F B オペおよび C P オペのオペ対象先選定基準の見直し等に関する検討・決定

#### 1 . 執行部からの提案内容

執行部から、金融調節の一層の円滑化を図り、また金融調節に関する事務手続の透明性を向上させる観点から、 T B ・ F B オペおよび C P オペのオペ対象先の選定基準について、本年6月に決定したレポ・オペのオペ対象先選定基準と同様の方式により見直すこと、 F B オペについて金利入札方式を導入することについて、概要以下のようなルールを定め、これを対外公表したい旨の提案がなされた。

- オペ対象先の選定は、日本銀行が、オペの目的と、その達成のためにオペ対象先に期待する役割を対外的に明確にしたうえで、オペ対象先となることを希望する先を公募し、その中から選定する。

オペの目的.....機動的、効率的な金融調節の遂行

オペ対象先に期待する役割

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または分析を提供すること

- T B ・ F B オペのオペ対象先として、共通の50先を選定する（現行 T B オペ46先、 F B オペ6先）。また、 C P オペのオペ対象先は35先を選定する（現行30先）。
- オペ対象先の選定基準は、次のとおりとする（ただし、 C P オペについては、次の 、 は適用せず。また、 、 は T B ・ F B オペおよび C P オペの希望先数が対象先数を上回った場合にのみ適用）。

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、証券金融会社または短資会社であること。

日本銀行との当座預金取引および国債関係事務において、日銀ネットのオンライン先であること。

国債振替決済制度の直接参加者であること。

信用力が十分であること（＝自己資本比率について、一定の要件を満たしていること）。

各々の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＜現先等の平均残高＞、取引先数、市場参加者への情報提供の4要素を勘案する）。

これまでオペ対象となってきた先については、過去の落札実績も勘案する。

- F B オペの売却方式は、従来の固定利回り方式に代えて、利回り入札方式とする。

## 2. 委員による検討・採決

以上の執行部説明の後、ある委員から、今回のルール改訂によって裁量の範囲が明確にされ、透明性が一層高まることは、コンプライアンスの観点からみても適当であるとの評価が示された。また、別の委員からは、F B オペの売却方式を利回り入札方式とすることは、F B 発行の公募入札化の方向性とも合致するとの意見があった。

採決の結果、執行部提案が全員一致で議決され、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. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（11月27日）で決定された金融市場調節方針（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）にしたがって運営した。この結果オーバーナイト・レートは、総じて0.2%台前半での

推移となり、今積み期間（11月16日～12月15日）の加重平均は、昨日（12月14日）までで0.22%となっている。

この間の特徴をやや詳しくみると、オーバーナイト・レートは、11月末～12月初、12月7～8日（外国為替円決済制度の一部にR T G S <即時グロス決済制度>が導入され、市場参加者が新制度の立ち上がりを見きわめるために手許資金を厚めに確保）、12月14日（日本債券信用銀行に対して特別公的管理の開始が決定された直後）、の3回にわたり、一時強含んだ。これに対して、それぞれの時期に日本銀行は厚めの資金供給を行った。このほかの日は、「取り手優位」の状況が市場で続いたため、日々の調節面では必要に応じて積み下気味の運営を実施した。

一方、ターム物金利は、年末越えの円資金調達が本格化したことなどから、11月末にかけて若干強含んだ。しかし、12月入り後は、日本銀行が引き続き年末越えの資金供給を積極的に行うもとで（年末越えオペ残高：12月14日時点18.2兆円<前年同日12.0兆円>）、金融機関は年末越え資金を逐次確保してきたことから、ターム物金利は緩やかな低下を続けている。この間、市場の主たる関心は、年末越えから99年3月期末越えの資金調達に移ってきているように窺われる。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### （1）為替市場

前回会合以降の為替相場は、米ドル売りを軸に展開した。円の対米ドル相場、ドイツ・マルクの対米ドル相場は、いずれも、11月末以降上昇した。また、アジア通貨の対米ドル相場も強調裡に推移した。

このように、米ドル安が進んだ要因としては、中南米情勢の悪化懸念（ブラジルにおける財政改革の後退や一次産品価格の下落等）、

米国企業業績に関する先行き不透明感（多国籍企業の収益悪化や大手企業における人員カットの動きの広まり）、米議会における大統領弾劾に向けた動き、さらには99年1月にスタートするユーロへの期待感の強まり、などが材料視されている。

### （2）海外金融経済情勢

米国景気は、家計支出を中心に緩やかな拡大を続けている。しかし、外需の悪化を受けて生産の鈍化傾向が続いており、経済指標をみても、

製造業中心に業況感や雇用情勢の後退が窺われる。こうした状況のもとで、個人消費は堅調に推移しているが、すでに貯蓄率がマイナスになるまでに消費支出が拡大しきっていることや、ここにきて企業収益や時間当たり賃金の伸びが鈍化する傾向が出てきていることを踏まえると、先行き逆方向への動きが生じるリスクが増加しつつあるものと窺われる。

米国内の金融環境をみると、株価は引き続き高水準にある。この結果、P E R（株価収益率）は30倍を上回るレベルまで上昇しており、市場ではこれを警戒的にみる向きが増えている。また、低格付け社債の対国債流通利回りスプレッドについては、相対的に拡大した状況が残存しており、市場の不安定さは払拭されていない。

東アジア諸国については、内外需の低迷が持続し、経済成長もマイナスの状態が続いている。こうしたもとで、一部の国では、海外金利の低下もあって金融を緩和する動きが続いており、経済全体もここにきて漸く底這いの兆しがいくつも見え始めている。

またユーロエリアでは、12月3日にE M U参加11か国の中央銀行が協調利下げを実施し、一部の国を除き政策金利を3.0%とした。この結果、E M Uのインターバンク金利は3.3~3.4%に収斂した。欧州中央銀行では、今回の協調利下げはE M U第3段階スタート時における金利水準の事実上の決定とみなされるべきであり、その水準は当面維持される予定であると表明している。

### 3 . 国内金融経済情勢

#### ( 1 ) 実体経済

最終需要をみると、設備投資の大幅な減少や住宅投資の低迷が続いているほか、個人消費もやや弱含んでいる。一方、輸出が緩やかな増加を続ける中で、公共投資が増勢を示しつつある。こうしたもとで、在庫調整が耐久消費財等を中心にある程度進捗しており、生産の減少テンポは緩やかになってきている。物価面では、需給ギャップの拡大に歯止めがかかっていないため、国内卸売物価が引き続き下落基調にあり、企業向けサービス価格指数も軟化を続けている。消費者物価も、生鮮食品の値上がりを除けば、軟調に推移している。

以上を踏まえると、経済情勢は悪化を続けているが、そのテンポは和らいできているとみられる。また、企業の年末越え資金の調達にほぼ目途がついてきたことから、一頃の切迫した先行き不安感

幾分薄らぎつつある。しかし、企業収益が減少を続けており、年度末にかけての資金確保への不安感がなお払拭しきれていないため、企業の支出活動は抑制されている。これを受けて、雇用の減少や賃金の低下が続いており、消費者心理の慎重化にもつながっている。こうしたことを踏まえると、民間需要が回復に向かう展望はまだ拓けていない。

先行きについては、緊急経済対策に基づく第3次補正予算の執行も含めると、公共投資が来年度上期まで経済を下支えしていくことが予想される。しかし、経済の活動水準の低さからみて、公共投資が増加しても、民間需要を喚起する効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。また、今般の円高進行は企業収益の悪化要因として作用する。こうしたもとでは、企業の人件費抑制姿勢は変わらず、家計の所得環境の悪化や先行きに対する不安感の増大が続くと予想され、消費回復の目途は立っていない。

また、やや長い目でみて、物価下落が持続する影響に注意を払う必要もある。すなわち、民間需要低迷のもとで、需給ギャップが明確に縮小する展望は乏しい。こうした中で円高の影響が顕在化していけば、今後、物価全般の下落テンポが徐々に速まっていく可能性も否定できない。

## (2) 金融情勢

最近の金融情勢をみると、これまで逼迫感の強かった金融機関や企業の年末資金繰りにも目途がつきつつあり、短期金融市場は徐々に落ち着きを取り戻している。ただ、99年3月期末越えに対する金融機関の警戒感根強く、市場の関心も年末越えから期末越えに移りつつある。

ジャパン・プレミアム(3か月物)は、円投の進捗により、邦銀の年末越え外貨調達に目途がついたため、11月上旬のピーク時点の0.7%程度から、足許では0.3%程度まで縮小している。しかし現物のユーロ円金利は、3月期末越えとなる長めのレートを中心に高止まりしており、期末の流動性リスクに対する市場の警戒感の根強さを窺わせている。

長期金利は11月下旬以降、上昇が続いており、イールドカーブも金融緩和(9月9日)直前の水準まで押し戻されたかたちとなっている。市場では、その背景として、国債発行量の拡大や資金運用

部による国債引き受け減額・買い入れ停止などに伴う需給の悪化を指摘する声が多い。ただ、株価が9月上旬の水準まで回復したことを考えあわせると、一頃大きく悪化した市場の景況感が幾分修正された面もあるのではないかと思われる。ちなみに、円 - 円スワップレートのインプライドフォワードレートをみると、10月に長期金利がボトムをつけた際には、9年先スタートの1年物金利が2%を切るレベルまで落ち込んでいた。こうした金利形成は、潜在成長率などと十分整合的とはいえず、債券市場にはさすがに行き過ぎた面があったものと思われる。

量的側面では、信用保証制度の拡充が、民間銀行貸出の底上げに寄与し始めている模様である。また、CPオペ拡大の効果がはっきりと現れてきており、CP発行も順調に拡大している。ただ、格付けが低めの企業を中心に、企業の資金調達環境は全体として依然厳しい状態が続いているとみられる。

## ・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、多くの委員が、公共投資が大幅に増加し、これまで急速に減少してきた鉱工業生産が横這い圏内の動きに転じていることなどを指摘した上で、景気の悪化テンポはとりあえず和らいできているとの判断を示した。

また、政府による信用保証制度の拡充や、日本銀行による潤沢な資金供給、オペ・貸出面の措置など、金融面からの種々のサポートが一定の効果を発揮し、景気の悪化テンポの緩和に寄与しているとの見解を述べる委員が多くみられた。

まず、何人かの委員からは、公共投資について、総合経済対策の効果が本格的に現れてきており、経済の下支え効果を発揮しているとの指摘があった。このうちのひとりの委員は、先般の緊急経済対策に基づく公共事業が99年前半に執行に移されることを踏まえると、年明け後も高水準の公共投資を期待しうると発言した。

次に、別の委員からは、これまでの輸出の増加傾向も需要の下支えに寄与しているとの発言があった。

さらに、家計支出に関して、複数の委員から、一部の家電新製品や軽自動車の売れ行きが好調であること、消費税還元セールと

銘打ったスーパーマーケットの販売促進努力が一時的に奏効したこと、などを踏まえると、供給サイドが消費者ニーズをうまく掴むことができれば個人消費回復の糸口となりうるのではないかと期待感が示された。また、ほかのひとりの委員は、住宅投資に関して、個人持家着工を中心に底這いの動きに移りつつあるようにみられるとの判断を示した。

以上のような需要動向のもとで、生産の動きについては、ひとりの委員から、これまでの急ピッチの低下が横這い圏内に移りつつあり、とりあえず景気悪化が和らいでいるとの判断が可能となったとの発言があった。また、別の委員も、需要の減少により生産の減少が追いつき、在庫が減少しつつあることは一定の評価ができるとの見解を述べた。

このように、多くの委員が、景気の悪化テンポは和らいでいるとしたが、それと同時に、日本経済を巡る全体感についてはなお慎重な見方を示した。

まず、設備投資に関して、企業収益の下振れを踏まえると、現在の減少傾向が当分の間は続くともみられるといった厳しい認識が一樣に示された。このうちひとりの委員は、設備投資は、来年度も今年度に比べて減少する可能性があるとの見通しを述べた。

また、雇用・所得環境の一層の悪化も、家計支出の大きな抑制要因となるとして、足許に明るい材料が出てきているとはいえず、

全体として楽観できないとの懸念の表明が相次いだ。このうち、ある委員は、日銀12月短観で、主要企業の99年度新卒者採用計画が前年比2割減、実数にして20万人程度の減少になるとの調査結果が出ていることに触れて、すでに学卒未就職者が98年年間平均で15～16万人程度に達するであろうことと併せ考えると、先行きの雇用情勢はきわめて深刻な状態になるとの認識を示した。

物価面では、ある委員が、鉄鋼製品などの商品市況や、国内卸売物価の下落が続いていることについて、最近のように企業業績が悪化を辿る中であっては、物価の動向を、売上・収益の圧迫要因として注視していく必要があるとの指摘を行った。また、別の委員からは、物価の下落傾向が続くことによって、人々の将来にわたる期待物価上昇率もマイナス方向に振れた場合には、実質金利（名目金利マイナス期待物価上昇率）が上昇することになり、経済活動を金融面から阻害しかねないとの懸念が表明された。



こうした議論を受けて、複数の委員が、経済企画庁の発表する景気動向指数（ディフュージョン・インデックスの一致指数）が2か月連続で50をこえたことや、もうひとつの動向指数（コンポジット・インデックスの一致指数）が4か月連続で下げ止まっていることについて言及し、これらの動きは通常であれば景気改善を示すものと位置づけるべきであるが、実際には、外生需要（公共投資・輸出）の増加を受けた生産関連のコンポーネントの改善が寄与したにすぎないため、これをもって景気回復に向けた動きが始まったとは言えないとの判断を示した。このうちのひとりの委員は、長期先行指数の動きをみても、景気の底打ちは少なくとも8～11か月先になるとの見方を付け加えた。また、別の委員からも、在庫率指数が高水準にあることは、経済が引き続き調整過程にあることを示しているとの趣旨の注意喚起があった。

もうひとりの委員からは、景気のレベル感として、現状は9月頃の水準に戻ったところではないかとの見解が示された。その委員は、9月以降の景況感悪化の要因として、内外金融市場において流動性リスク等に関する懸念が強まったこと、10月以降の円高進行が企業業績の先行き不透明感を強めたこと、個人消費が下振れしたこと、の3点を指摘した。その上で、第1の金融市場の懸念に対しては、海外ではFRBの金融緩和やIMFによるブラジル支援策、国内では信用保証制度の拡充や金融システム対策、さらに日本銀行による金融面からの下支え措置などが採られた結果、過度な不安感は相当程度払拭されてきたとの判断を示した。また第2の円高によるマイナス効果は、とりあえず、緊急経済対策における公共投資の規模拡大によってある程度の相殺を期待できること、さらに第3の個人消費が最近若干持ち直していることなどを踏まえると、9月以降景気の下振れをもたらした諸要因はかなりの程度改善したとの整理を示した。ただ、そうした判断を示しながらも、その委員は、9月時点の景況感自体が、もともと潜在成長率を下回るレベルの弱いものであったため、現在の経済についてはやはり慎重な評価が必要であるとの意見を付け加えた。

ほかの多くの委員も、景気は底に近いところにあり、当面、二番底に陥る懸念は薄らいでいるとみられるが、その一方で、需給ギャップは大きく、経済を回復方向に後押しする材料もこれまでのところ明確には現れてきていないとして、厳しめの現状認識を示した。

## （2）景気の先行き

景気の先行きについては、前回会合（11月27日）と同様に、多くの委員が、財政支出の効果が出始めたことや、金融面からの様々な措置を受けて金融市場が小康を保っていることを踏まえると、99年前半にかけて景気の悪化にはいったん歯止めがかかるとの見方をとった。ただ、その先の展望については、依然ダウンサイドリスクを強く意識せざるをえないとの慎重な意見が大勢を占めた。

まず、公共投資や輸出は、引き続き景気の下支えに寄与するとの見方が大方の意見であった。そうしたなかで、何人かの委員からは、地方自治体における財政面での対応余力が低下していることや、夏場以降、2割以上の円高が進行したことについて、注意を要するとの認識が示された。

とくに、後者の輸出動向に関連して、会合では、海外経済の動向が今後の日本経済の帰趨に大きな影響を示す可能性があるとして、いくつかの意見表明があった。

まず、多くの委員が、米国経済の失速が日本経済にとっての最大のリスクシナリオであるとの見解を表明した。

このうちひとりの委員は、米国経済について、現在は家計支出が強調を示す一方で、製造業に陰りの兆しがみられるとしたうえで、貯蓄率がマイナスに陥り、経常収支赤字が累積的に積み上がっていることを踏まえると、こうした状態が長続きするかどうか懸念されると発言した。その委員は、米国経済に変調が生じる場合には、米国株価の下落やドル安が進行する可能性があるが、現在の日本経済はきわめて脆弱な状態にあるため、そうしたショックを容易に吸収できないおそれがあるとの懸念を表明した。

また、ほかのひとりの委員は、世界経済全体に関する標準的な展望　米国とユーロエリアがスローダウン、アジアがゼロ成長近傍まで回復、全体では幾分拡大　について、仮にアジア経済が予想通りに回復しなければ、外需の見通し全体がマイナスとなる可能性に十分な留意が必要であるとの指摘を行った。

さらに別の委員からは、アジア経済について、東南アジア各国は、ここ数年で、調整に相当の年数を要するような過剰な固定資本と、グロス輸出額の対名目GDP比率が日本の4倍にものぼるような過度な輸出依存体質を作り上げてきたため、先行きについては相当慎重にみざるをえないとの見解が示された。また、その委員は、欧州経済にも言及し、実体経済が減速傾向を辿っていることに加えて、

欧州の金融機関がアジア、中南米、ロシアといった非先進諸国向けに多額の債権を有していることを踏まえると、今後の欧州の経済金融情勢について慎重にみておく必要があるとの意見を述べた。

次に、家計支出面についてみると、断片的とはいえ明るい材料が出てきている事実と、その一方で雇用・所得環境が悪化を続けていることの影響を、どのように評価するかについて、意見の交換があった。

ひとりの委員は、最近の家電販売の好調な動きは、バブル期に大量購入された製品の買い替えにすぎず、こうした需要は99年半ばには出尽くすとみられること、乗用車販売における買い替えサイクルのヤマはもう少し先の2001年であること、最近では所得が多い層において消費の落ち込みが目立つこと、などを挙げて、個人消費は楽観できる状況にはないとの判断を提示した。また、別の委員からは、最近のいくつかの明るい材料は単なる需要の先喰いとといった様相があるとの印象が述べられた。さらに、もうひとりの委員も、これまでに出来た幾つかの明るい材料は、広がりやを伴いながら維持されるまでには至っておらず、必ずしも積極的に評価できないと発言した上で、企業収益や雇用・所得環境の悪化を踏まえると、先行きは楽観できないとの見解を述べた。もっとも、その委員は、消費者コンフィデンスは、労働市場の状況以外にも、例えば、公共事業を中心に総需要が若干回復するような場合に、一気に好転することもあるだけに、現段階で消費回復の可能性を完全に否定することもまた時機尚早であるとの判断を付け加えた。

こうしたなかで、ひとりの委員は、先行きの日本経済に対して、とりわけ厳しい立場を採った。すなわちわが国企業は、これまで過剰設備と過剰雇用の調整を先送りしてきたが、企業経営も、含み益が枯渇して、来年度はリストラの正念場になるとの見通しを述べた。その委員は、その上で、アジア、欧州といった海外経済にも多くを期待できない状況のもとで、来年度にかけて本格的なリストラが実施されると、日本経済は非常に厳しい縮小均衡の局面を迎えることになり、場合によっては、来年度の名目GDPは前年度比マイナス5%程度まで落ち込むのではないかと予想を付け加えた。

このほか、会合ではさらに、景気が反転上昇していくために必要なことは何かといった論点を巡っても、活発な意見が交わされた。

この点に関して、多くの委員は、構造調整の進捗が景気回復の必要条件となるとの認識を示した。すなわち、ある委員は、景気回復のためには、個人消費と設備投資が前向きな動きを始める必要があり、そのためには、企業収益の回復が重要なポイントとなると指摘した。その上で、その委員は、物価が下落基調を続ける見通しのもとで、どのようなことが企業収益の回復の起点になると考えられるかという問題提起を行いながら、技術革新が澎湃として沸き起こるならばそれは、回復への有力な材料となりうる、過去には市場環境の変化がこれを後押ししたケースもあるとしながらも、現時点ではそのいずれも望み難いとして、結局、現在は、金融機関の不良債権処理と並行して、企業が徹底的なリストラによるコストの引き下げを続けることによって構造調整が進み、これが他の政策措置の効果と相俟って、次の回復への基盤を少しずつ作り上げるようになるとの整理を提示した。

また、もうひとりの委員も、生産・所得・支出のプラスの循環への転換や技術革新の進捗を期待することが難しい以上、リストラによるコスト引き下げに頼らざるをえないとの考え方を示した。そのうえで、日本企業の利潤率はきわめて低水準となっており、これを引き上げるためには、過剰設備や過剰労働の圧縮が必要であるが、それは長期的にはプラスの効果があるとしても、短期的には非常に厳しい調整プロセスを余儀なくさせるものであると発言した。

別の複数の委員は、財政支出による景気支持策の余地が狭まっていることとの関連で、構造調整の重要性を強調した。具体的には、ある委員は、これまでの経済対策や緊急経済対策による財政負担増加に加えて、信用保証制度の拡充や預金保険機構による支援措置などが、将来の一層の財政負担増につながるリスクを指摘した。もうひとりの委員は、これまで巨額の資金を投下して経済対策を実施してきたが、それでもなお景気回復の糸口が掴めないとなれば、今後は、財政資金を公的需要の創出に使うのではなく、資本ストックや雇用の調整など、供給サイドに充てるべきであるとの見解を披瀝した。さらに、別のひとりの委員も、雇用調整を避けて通れない以上、それを前提に社会的なセーフティネットを整備しておくことが重要であるとの意見を表明した。

もっとも、社会的セーフティネットの整備に関する議論については、別の委員は、欧州の例を引き合いに出しつつ、構造調整の過程で失業者が発生することに備える観点からとはいえ、そうした制

度の存在自体が一種の甘えを助長し、新規産業や新規技術の誕生が抑制されるなど、経済のダイナミズムが弱められる面があるとの見方を示した。

このように、構造調整主導で景気回復を図っていく考え方に対して、ほかのひとりの委員は、企業サイドにとってリストラは不可避であるが、それだけで本格的な企業収益の回復を展望することには限界があり、相当程度の需要創出があわせて必要となることを強調した。その委員は、景気の悪化が続いている局面でリストラを進めることは難しく、リストラの実施のためには、少なくとも景気が下げ止まっていることが必要となるとの考え方を示した。

この点に対して、冒頭、問題提起を行った委員も、単に雇用も含めてコストを切り込んでいくということを各経済主体が実施した場合には、全体として縮小均衡に向かい、景気回復の契機も掴めなくなるのは事実であるとして、種々の政策により需要を下支えする必要があるとの考え方には同意を示した。ただ、その委員は、相当数の産業において、需給ギャップが大きくなっているため、プレーヤーの淘汰を含めた調整を経ないことには資本利潤率も好転しない状況にあるとして、結局、ダイナミックな産業の再編成なしでは、回復への展望は拓けてこないことに留意する必要があるとの見解を改めて述べた。

### ( 3 ) 金融面の動向

金融面については、各委員から、政府が実施した信用保証制度の拡充や公的資本受け入れを含む金融システム建て直し策の策定、さらには日本銀行による潤沢な資金供給、オペ・貸出面の措置などが一定の効果を発揮し始めており、この結果、年末に向けた金融市場は相当程度落ち着いてきているとの評価が一様に示された。

もっとも、このうちのひとりの委員からは、市場の関心はすでに99年3月期末の資金繰りに移っており、とくに企業では業績の悪化も加わって期末に向けた資金繰りに自信を持ってない状態にある先が多いこと、金融機関による公的資金の受け入れが、実際にどのようなかたちで金融機関の前向きなリスクテイクを高める力に繋がるのかは、現時点では明確になっていないことなどから、今後の動向は依然楽観を許さない状況にあるとの指摘があった。また、別の委員からは、期末に向けて、個別金融機関や個別企業の資金繰り動

向には一段と注意を払う必要があるとの発言があった。

金融システム建て直し策との関係では、日本債券信用銀行に対し特別公的管理の開始が決定されたことの影響について、いくつかの言及があった。複数の委員は、金融システム安定化の枠組みが整い、それが迅速に機能することが確認されたことは、内外の市場参加者の信認を回復することに役立つのではないかとの期待を述べたが、その一方で、別の複数の委員からは、今回の措置を受けて、他の金融機関がバランスシートの改善を一層強力に推し進めることになる、当面は貸出の一段の減少に繋がる恐れがあるとの指摘が行われた。

このほか、足許の株価や長期金利の動きをどのように読むのかという点についての発言もあった。

まず株価が、10月初旬をボトムに一時1万5千円台を回復したあと再び弱含んでいることに関連して、ある委員は、こうした株価の展開からは、経済対策の実施等によって経済が上向いているということは確認できず、銀行株の値動きからみても金融セクターが立ち直りつつあるとのシグナルはまだ読み取れないとの見解を示した。

また、その委員は、長期金利が上昇してきていることにも言及し、各種の施策の実施によって、経済の先行きに関する過度な悲観バイアスが修正されていることを示している可能性があり、そうであれば、経済に対するマイナスの影響は限定的なものにとどまるとした上で、今後景気が底を打ったあとも、経済が自律的な反転の手がかりをつかめないのであれば、長期金利が大きく上昇する可能性は高くないとの見方を述べた。また、ほかのひとりの委員からは、一頃強まった「安全資産への選好の強まり」が巻き戻された結果、国債の流通利回りが上昇しているのではないかとの考えが示された。このように、長期金利の大幅な上昇は考えにくいとする意見が多かったが、仮に長期金利の上昇が長引き、あるいはさらに円高を招くようなことになれば、实体经济に及ぼす悪影響が大きくなるとの懸念が多くの委員から表明された。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上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。

経済に対する多くの委員の現状認識は、足許の景気は、マクロ経済対策や、金融機関に対する流動性支援策といった一連の措置の効果が出始め、悪化がとりあえず下げ止まる方向にある、ただし、その後の景気回復を確信させるような材料は依然見当たらない、というものであった。

こうした認識を踏まえて、当面は、一連の施策の効果浸透度合いや、現在一部にみられる明るい動きの広がり具合などを注視しながら、現状の思い切った金融緩和スタンスを維持するという考え方が多数意見を占めた。

そうしたもとで、11月に決定したオペ・貸出面の措置に関して、CPオペの拡大に続いて、現在準備中の臨時貸出制度を年内にスタートさせるとともに、社債等担保オペを具体化し実行に移すことによって、年末・年度末の資金繰り円滑化による金融市場の安定化に努めていくことが適当である、という意見が多く示された。

こうしたなかで、長期金利が上昇を続けていることについて、多くの委員から、これからもその動向を注意してみていく必要があるとの考え方が強調された。

このような多数意見に対して、別のひとりの委員は、前回会合に引き続き、金融調節方針の一段の緩和（コールレートの一段の引き下げ）を主張した。すなわち、その委員は、わが国企業にとって来年度はリストラの正念場であり、経済情勢は、マクロ的な需給ギャップが解消されないもとで名目GDPが一層落ち込むなど、きわめて深刻な情勢に直面する可能性がある、その一方で財政出動の余地にも限りがあるといった認識を示した。そのうえで、その委員は、米国大恐慌の教訓が、財・サービスの価格水準の下落を何としても回避することであることを踏まえると、景気のダウンサイドリスクが高まるとみられる99年後半頃に効果が顕現化するよう、このタイミングで一段の金融緩和措置を実施することが適当であるとの考え方を、あらためて強調した。

また、9月の金融緩和は不要であったとの立場をとる委員からは、現下の企業経営を踏まえると、雇用削減を中心としたリストラは不可避であり、それに対して社会的なセーフティネットを整える必

要があるが、こうした社会的な対応の一翼を金融政策が担うことはできないとの主張があった。

さらに、その委員は、9月の緩和措置の効果に関して、12月の日銀短観において、企業の「資金繰り判断」や「金融機関の貸出態度判断」がさらに悪化していることや、9月、10月の貸出約定平均金利の低下幅がごく小幅にとどまっており、とくに長期の貸出約定平均金利はむしろ小幅ながら幾分上昇したことを踏まえると、緩和措置の効果が得られたのかどうか疑問が残るとの指摘を行った。

こうした緩和措置の効果に関する疑問に対して、思い切った金融緩和スタンスを維持することが適当であるとしたひとりの委員は、金融機関は融資先の信用リスクに応じてきめ細かく金利を設定するようになっており、最近の企業業績悪化に伴う信用リスクの高まりを受けて、貸出金利の設定がより厳しいものになっているのはやむをえない面があると述べた上で、仮に金融緩和を行っていないならば、貸出金利はより大きく上昇していたと考えられるとの見解を示した。また、別のひとりの委員も、オーバーナイト金利の引き下げだけで信用リスクの問題にすべて対応することは難しい面があるが、政策変更を実施していなければ金利がさらに上昇していた可能性は高く、政策変更には十分な意味があったとの見方を採った。

## ・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。

- わが国経済の現状は、全体として、引き続き厳しい状況にあり、こうした状況から脱却するために、恒久的減税を含めれば総額20兆円を大きく上回る規模の緊急経済対策を11月16日に政府が決定し、それを受けた第3次補正予算が12月11日に成立した。
- この結果、平成10年度の公債発行額は12.3兆円増加して総額34兆円となり、公債依存度は38.6%となる。財政構造改革は、引き続き重要な課題であるが、まずは景気回復に全力を尽くすため、財政構造改革法を凍結するための法案を先の臨時国会で成立させた。当面の財政運営に当たっては、年度末から年度初めにかけて切れ目なく施策を実施することが重要との観点に立っ



て、第3次補正予算と11年度当初予算をいわゆる15か月予算として一体的、連続的にとらえ、景気情勢に的確に対応した予算を編成するよう努力していく所存である。

経済企画庁からの出席者は、12月の政府の月例経済報告の概要を中心に、次のような発言を行った。

- 景気は低迷状態が長引き、経済はきわめて厳しい状況にあるものの、一層の悪化を示す動きと幾分かの改善を示す動きとが入り混じり、変化の胎動も感じられる。政府としては、先般取りまとめた緊急経済対策をはじめとする諸施策を強力に推進することにより、不況の環を断ち切るよう、全力を尽くしていく所存である。金融政策においても、適切な運営をお願いしたい。
- 金融面については、信用保証制度の拡充で貸し渋り現象が幾分緩和したとの情報も一部にはあったが、12月日銀短観では、金融機関の貸出態度は緩和しておらず、また、金融システム不安が完全には払拭されていないことを踏まえると、金融機関の融資態度が再び厳しくなるリスクを抱えたままの状況にあると判断される。したがって、金融政策面では、潤沢な流動性供給を継続することをお願いしたい。

## 採決

以上の検討によれば、わが国の経済情勢は、これまでの財政・金融両面からの政策の効果が現れ始めていることもあって、悪化テンポが幾分和らいできているようにみられるが、景気回復につながっていくことを示すような材料・情報は得られておらず、また、金融市場も不安定さを完全に払拭するには至っていない。したがって、当面は、これらの政策効果の浸透や、金融システム建て直しの面での一層の進展などを見守りつつ、金融政策面では、現在の思い切った金融緩和スタンスを継続していくべきとの意見が大勢を占めた。

ただし、このほかに、来年度は企業経営にとって正念場であり、そうしたもとで経済情勢はきわめて深刻な状況に直面する可能性があるとの観点から、金融市場調節方針をさらに一段緩和すべきであるとの提案も出されたため、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、「中期的に消費者物価（総合）の年平均の変化率（12か月後方移動平均の対前年比）を1パーセント程度にまで上昇させることを企図して、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.10%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場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。同委員は、前回会合でも同趣旨の提案を行ったが、今回の提案での変更点として、前回は企図する消費者物価上昇率を0%としていたが、今回会合では、消費者物価上昇率の上方バイアス（物価の実勢に比べて物価統計が表面上高目の値を示す傾向。技術革新に伴って製品価格が急速に低下するようなケースを統計上十分に把握しきれないことに起因するもの）を織り込んで、これを1%に引き上げたこと、前回は無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.15%としていたが、今回は0.10%にまで引き下げたこと、を説明した。さらに、同委員は、通常、金融緩和には、金利引き下げとベースマネー拡大の2つの方法があるが、今回の提案は、オーソドックスな金利引き下げ案である旨を付言した。

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、植田委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、日本経済はきわめて厳しい状況にあり、実質GDP、名目GDPがともに、4四半期連続して前期比マイナスとなっていること、来年度のわが国の企業経営は正念場を迎え、景気、物価の一段の落ち込みに晒される危険性があるが、財政政策面にこれまでのような機能を期待しづらくなっていること、こうした状況の下では、さらに一段の金融緩和を実施しないと、物価の下落は防ぎきれないこと、等を理由に挙げて、上記議長案に反対した。

篠塚委員は、景気の回復には不可欠な雇用調整の痛みを和らげるような施策を打つのは財政政策の範疇であり、金融政策の仕事ではない、長期にわたる超低金利がもたらす効果には引き続き疑問がある、といったことを理由に挙げて、上記議長案に反対した。

## ．99年1月～6月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、99年1月～6月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

平成10年12月15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12月15日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成11年1月~6月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表 (議事要旨公表)
11年1月	1月19日<火>	1月21日<木> (3月2日<火>)
2月	2月12日<金>	2月16日<火> (3月17日<水>)
	2月25日<木>	— (3月30日<火>)
3月	3月12日<金>	3月16日<火> (4月14日<水>)
	3月25日<木>	— (4月27日<火>)
4月	4月9日<金>	4月13日<火> (5月21日<金>)
	4月22日<木>	— (6月17日<木>)
5月	5月18日<火>	5月20日<木> (7月1日<木>)
6月	6月14日<月>	6月16日<水> 未定
	6月28日<月>	— 未定

以 上