

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年9月21日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）
山口 泰（日本銀行副総裁）
後藤康夫（審議委員）
武富 将（審議委員）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
篠塚英子（審議委員）
植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省	谷垣禎一	政務次官（9:00～10:48）
	原口恒和	大臣官房総務審議官（10:59～16:15）
経済企画庁	河出英治	調整局長（9:00～16:15）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画局参事	稲葉延雄
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

（事務局）

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室企画第2課長	田中洋樹
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳
金融市場局調査役	荒木光二郎（9:00～9:43）

I. 開会

速水議長

金融政策決定会合を開会する。

(午前9時開会)

本日の取り進め方を説明する。まず、9月9日会合の議事要旨を承認した後、本日は執行部から資産担保債券および金融機関債務等のオペ対象・担保としての取扱いについて提案があるため、その決議をして頂きたい。その後は、金融経済情勢に関する執行部の報告、委員による討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、金融政策運営方針の決定という段取りで進めて参りたい。最後に、本日は7~9月最後の会合なので、先行き6か月の10月から来年の3月までの決定会合のスケジュールをご承認頂く予定である。政府からは本日は大蔵省の谷垣政務次官、経済企画庁の河出調整局長が出席されている。谷垣政務次官は11時頃までのご出席で、その後は原口総務審議官が出席されると聞いている。

予めお断りしておくが、会合中に出されたご意見、ご発言は全て記録する約束であり、委員および政府からの出席者はそのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いします。

II. 議事要旨(8/13日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回8月13日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異義はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。本議事要旨は9月27日月曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ．資産担保債券および金融機関債務（取引先債務）等のオペ対象・担保としての取扱いに関する執行部説明と決定（資料-1）

速水議長

次に、資産担保債券および金融機関債務等のオペ対象・担保としての取扱いについて、執行部からの提案を審議願いたい。本件は資産担保債券の担保としての取扱い、当座預金取引の相手方の債務に関する担保または割引もしくは買入の対象としての適格性についての基本方針を決め、併せて関連した手続きを整備するものである。最初に企画室の稲葉参事から案件の説明をお願いする。

稲葉企画室参事

最初にお諮りしたい内容は、資産担保債券、いわゆるアセットバックセ

キュリティーズと称されている新しい債券を日本銀行の担保適格としてはどうかということである。ABSの市場においては近年発行が増えており、98年度は発行額として6,184億円、発行残高は7,339億円となっている。事業債との対比では、日本では事業債を100とするとABSは1.7%であるが、米国では約4割という状況である。こうした状況の下で、主要国中央銀行のABSの取扱いをみると、米国では既に92年よりFedが適格の扱いとしている。ECBが中間的な位置付けとなっているが、いわゆる住宅ローンを原資産とする一種のABSであるプファンドブリーフを適格としている。わが国でもABS市場は今後拡大していくものと見込まれ、そのスキームとして元利の支払確実性や一定の市場性を具備していれば、これを適格とすることで本行の適格担保の拡大が図れる。同時に、ABS市場の一層の拡大にも資することになる。従ってこの際、ABSを適格とする方針を決定してはどうかということである。決定されれば、事務上の手続きの観点から、社債等を担保とする手形買入の担保として適格とするということで、今後さらに詳細要件を定めることとはどうかと考えている。

今一つの問題は、金融機関債務あるいは取引先債務のオペ・担保等の取扱いについてである。現状は金融債が貸出、買入手形、為決の担保適格となっているほか、代理店の保証品としても適格となっている。その他、証券金融会社のCP、証券会社のCPはそれぞれCPオペの適格対象となっている。この他に、銀行ではCPを発行しており、これを適格化するかどうかは現在検討中であることを対外的に明らかにしているが、加えて来る10月からは銀行が普通社債を発行する予定になっている。さらに金融機関債務ではないが、取引先としては預金保険機構が10月から債券を発行することになっている。これらの扱いをどうするかという問題があり、基本的にこのような金融機関債務、あるいは取引先債務をどのように取扱っていくかについて結論を出す必要がある。

これらの受け入れの現状であるが、金融債は現在受入担保合計で2兆9,000億円余りを受け入れている。その大宗は為決担保であり、2兆5,000

億円余りとなっている。一方、証金CP、証券CPについては、CPオペの買入れ残として現在1,585億円、CPオペ残の6.8%を占める状況にある。

主要国中央銀行においては、このような金融機関債務を原則として適格とはしていない。金融機関債務をオペ適格・担保適格とすることの論点として、問題点は三つほどある。第一に、中央銀行による金融機関の信用力判断の開示の問題がある。これは、金融機関の債務を適格担保としていた場合、状況の変化に伴い不適格とすれば、当該金融機関の信用不安を招くリスクがあることである。仮に、そのリスクに配慮してそのまま放置すると、今度は日銀資産の劣化を招くという矛盾に直面する。金融機関の業容の開示問題は、それはそれとして適切に行なう必要があるが、担保の適、不適を通じて結果的に中央銀行の信用力判断を開示することは適切な対応ではない。第二に、実質無担保与信の問題がある。例えば、与信先が自ら発行した債務を担保として持ち込む場合、あるいは複数の金融機関が相互にその債務を持ち込む場合に実質無担保与信となる可能性がある。第三に、支払能力の独立性の欠如という問題がある。例えば、日銀の貸出先、あるいは貸出先となる可能性がある先は、最終的にはその債務の支払能力が日銀自体の信用により支えられることにもなりかねない。このように金融機関債務に関しては色々と問題があるため、この際金融機関債務、あるいは取引先債務は銀行CPあるいは銀行社債等を含めて、不適格としてはどうかということである。

ただし、留意点が三つほどある。これまでの歴史的経緯がまずあるということであり、金融債、証券・証金CPは既に適格担保として活用している。従って、この際不適格にするとしても、経過措置を設けることが必要ではないかと考えられる。次に、金融機関債務に類似するその他の債務の取扱いの問題がある。例えば、資本関係が強い企業等の債務をどうするかという問題である。例えば、銀行持ち株会社の債務には先程申し上げたような問題がある。これらについては、引き続き吟味していく必要があるが、金融再編が進む中で企業関係が今後どのように形成されていくのか

を見定めていく必要もあり、この点については、1年後を目途に結論を出すことでどうかと考えている。預金保険機構債については金融機関債務ではないが、本行の取引先の債務であり、しかもその資金繰りが本行貸出で支えられている面がある。従って、同様の吟味を要するが、この債券には政府保証が付されることになっているし、金融機関同士が債務を発行してそれを持ち込むといった問題もないため、不適格とする必要はなく、金融機関債務と同列に論ずる必要はないと考えられる。仮に、こうした考えで宜しければ、発行が開始されてから現行規程に則り執行部で最終決定をする運びにしたい。

最後に金融機関の適格担保の保有状況に対する配慮である。金融債は主として為決担保として日本銀行に持ち込まれているが、現行為決制度は2000年末を目途に廃止する予定になっており、それ以降はそもそも担保として本行に持ち込む必要がなくなる。従って、この期間を経過措置とすれば問題は解決するため、金融債の経過措置を2001年3月までとすることでどうか、と考えている。一方、証券CP、証金CPは現在買入れているCPの期間等を考慮し、2000年3月までを経過期間とすることでどうかと考えている。

以上を踏まえて付議文である。案件1から3に記載したとおりであるが、1.は適格資産担保債券の担保としての取扱い、当座預金取引の相手方の債務の担保等の対象としての適格性に関して下記の基本方針を定めることとし、本決定会合終了後、直ちに对外公表を行なうこと。2.は、1の基本方針の決定に合わせて所要の諸規程の改正を行ない、平成11年9月21日で実施すること。3.に、現在社債に準ずる債券として適格となっている住宅・都市整備債券については、当座預金取引の相手方が発行する債券であるが、同公団は本年10月1日で本行との当座預金取引を廃止することになっている。従ってこの点を前提とすれば、問題は解決するので、上記1.および2.にかかわらず平成11年9月21日以降も引き続き適格とする、ということである。

記書きは具体的な内容である。1.適格資産担保債券について、本行与信

の担保として受入れること。ただし、当分の間、社債等を担保とする手形買入における担保としてのみ受入れることとし、詳細が固まり次第改めて決定の上、対外公表を行うこと。2.は、当座預金取引の相手方である金融機関等の債務について、次に掲げる債務を本行与信の担保等の対象として不適格とすること。ただし、手形買入における金融機関振出手形その他の債務に本行が適当と認める方法により適格担保等が付されている場合および取引先が手形の裏書人として債務者となる場合を除く。不適格とする対象は、(1)利付金融債および割引金融債、ただし、2001年3月末までの間は、なお適格とする。(2)取引先である証券会社および証券金融会社が発行するCP、ただし、2000年3月末までに買入れたCPについては、なお適格とする。(3)、(4)はそれぞれ取引先である預金取扱金融機関が発行するCP、社債、(5)はその他であり、取引先を債務者とする手形その他の債務のうち、(1)ないし(4)以外のもの、ただし、商業手形に準ずる手形および政府保証付債券については、本行が別に適格と定めるものを除く。(6)取引先が保証する債務、ただしその保証がなくても本行与信の担保または割引もしくは買入の対象として適格と認められるものを除く。3.は、取引先の親会社、子会社等の関係企業を債務者とする手形その他の債務または当該関係企業が保証する債務の取扱については、引続き検討を行い、1年後を目途に結論を得ることとする。

以下は別紙で、案件2に記載した改正案で、適格社債及び適格地方債選定基準、別紙2は手形売買要領、別紙3は手形売買対象手形の担保拡充に関する件、別紙4は証書貸付債権を担保とする貸付の実施に関する件である。

三木委員

付議文の記1.にあるABSについては、本行与信の担保として受け入れる当面の対応が書かれてあるが、どういう物を受け入れるかという詳細は別途決定するという意味か。

稲葉企画室参事

然り。改めてお諮りしたい。本日は基本方針を定めて頂きたい。

速水議長

他に質問等がございますか。

それでは採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告します。ただ今の採決の結果は賛成9、全員一致である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として資産担保債券および金融機関債務等のオペ対象・担保としての取扱いに関する執行部提案が全員一致で決定された。本件は会合終了後、執行部から対外公表させて頂く。

IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する討議に入りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-2）

山下金融市場局長

前回決定会合以降の金融調節であるが、コンピューターの9月9日問題に絡んで発生した混乱も結局8、9日だけの一時的な動きに止まり、10日には市場はほぼ通常の状態に復帰したため、積み上幅を1兆円程度に戻す調節を行ってきた。その結果、無担オーバーナイト・レートの加重平均値は再び0.03%レベルに低下し、17日には史上初めて加重平均ベースで0.02%を記録している。

この間の動きで注目されるポイントは二点ある。第一は8月の準備預金積み期の最終日に当たる14日の動きである。当日は朝方から要調達額の大きい一部都銀や外銀が資金を取り急ぐ姿勢をみせたため、レートが0.03%レベルからやや強含む展開となった。こうしたマーケットの地合いの変化は、前日の午後の一部の外銀が0.07%近傍まで取り上がる動きを示したため9月8、9日の混乱の記憶をよみがえらせる形となり、資金の出し手が出し渋る気配をみせたことによる。従って、不安定化した地合いを落ち着かせる狙いから、積み上幅を1兆2,000億円に拡大して資金の出し手を牽制した。これを受けて、地銀等の出し手が0.02%で資金放出を進め

たため、市場は再び落ち着きを回復し、結局当日の交換戻時点の中心レートは0.03%、加重平均レートも0.03%で着地している。第二のポイントは無担オーバーナイト・レートの加重平均値が17日に初めて0.02%を記録したことである。これは、9月1日に短資会社6社の手数料が2bpから1bpに揃って引き下げられたため、中心レートは既に9月1日から0.02%に低下しており、早晚加重平均ベースでも実現するとみられていたものである。ただ、一部の大手投信が0.02%での放出を依然回避していることもあり、当面は日によって0.02%と0.03%の間を動くことになるものと思われる。もっとも両者に実質的な差はなく、例えば昨日20日には0.03%に戻っているが、0.0256%が四捨五入により、0.03%になったものであり、実質ゼロ金利状態であることに変わりはない。

次にターム物レートの動向であるが、一段の弱含み傾向を辿っている。まず、ユーロ円出合いレートは1M物、3M物ともこのところ1bp低下し、年内物のイールド・カーブは0.03%~0.04%の実質ゼロ金利水準でフラット化している。また、TBレートの1Y物が9日の0.065%から昨日は0.04%まで低下している。3M物、6M物は0.02%前後での底這い推移となっており、こちらは1年のところまで実質ゼロ金利化した形となっている。さらに、金先レートもここ数日大きく低下しており、例えば2000年3月限は9日の0.27%から昨日は0.15%まで12bpの低下となっている。これは、円高の進行に伴いゼロ金利政策の解除懸念が後退したこと、先週後半からは本行による追加的な緩和策実施の思惑が台頭してきたこと、TBの6M物、1Y物については年末越えを睨んだ担保需要の増大がみられることなどによるものである。このように、短期金融市場は本行が潤沢な資金供給を継続する中で、ここにきて一段と引き緩み傾向を示している。TBなどリスクフリーのマーケットでは1年のところまで、またユーロ円市場では3M物まで既に0.04%以下の実質ゼロ金利の状態が実現されている。

こうした短期金融市場動向に関連して二点報告する。第一は、オーバーナイト・レートを含めてほぼ全ての短期金利が弱含む中で、T/Nレート

が唯一上昇を示していることである。直近の6営業日でみても、0.04～0.06%で強含む展開となっており、T/N物の出来高はここにきて大きく落ち込んでいる。これは、大手都銀等の有力先が資金ポジションの好転やウィーク物レートが0.03%まで低下してきていることなどを眺め、オーバーナイト調達額を減少させてきており、T/Nで資金を調達するニーズがなくなってきたことによる。従って、T/N市場の調達サイドでは、当日の資金調達に不安を持つ業況不芳先や、中小金融機関のウェイトが上昇し、結果として加重平均レートが上昇する形となっている。つまり、金融緩和が一段と進み市場規模が小さくなった結果、高いレートでしか調達できない信用度の低い先のウェイトが高まり、つれてレートが上昇するという逆説的な現象が起きている。

第二は、毎回報告していることであるが、非準備預金適用先の預金残高への滞留が一段と増加していることである。9月15日に終わった8月の積み期の実績のうち非適用先の当座預金残高——大宗は短資会社の預金であるが——が8月は1日当たり7,232億円と既往ピークを更新している。これは所要準備額の約7割を占める都銀が、超過準備保有回避の姿勢から積みの進捗を一段と遅らせる中で、他の業態も超過準備の保有を抑制する姿勢を強めているため、余剰資金が結局短資に滞留しているものである。超過準備の業態別保有動向をみると、これまで預金流出の不安等から超過準備の保有をある程度積極的に行なってきた経営不芳先が、金融システム不安のさらなる後退からその保有額を減額してきていることが見て取れる。例えば、長信行は4、5月には延べ積数ベースで3兆円台の超過準備を保有していたが、8月には1兆円まで減少している。また、地銀Ⅱも6月の1.9兆円から8月には1.1兆円まで減少してきている。さらに、これまで日本銀行を安全な余資運用先として超過準備を大量に保有していた外銀も、TBの購入等により超過準備の削減に取り組んできており、8月は3.2兆円とピークの6月に比べて2兆円強の減少となってきた。金融機関サイドには当面年末越えなど特殊な時期を除き、超過準備を保有するニーズは乏しく、仮に一段の資金供給拡大を行なった場合には、現状で

は短資への資金滞留が増えるだけに終わる可能性が大きいと思われる。

このように、短期金融市場は余剰資金がじゃぶじゃぶの状況が続いているが、今後9月29日から3M物がいよいよ年末越えとなることや9月8、9日の経験を踏まえ、金融機関サイドが年末の調達計画を前倒しする方向で検討を進めているため、10月入り後は年末越えの資金調達が徐々に活発化し、マーケットの地合いが変化してくる可能性も少なくないと思われる。引き続きY2K問題に絡む資金や担保市場の動向を十分モニターし、機動的な対応が採れるように努めて参りたい。

山口副総裁

準備預金の供給の考え方は、ゼロ金利を維持するために必要にして十分な金額というより若干幅を持っていると思う。日銀の当座預金の分布状況の変化をみると、いわゆる積み上1兆円が必要にして十分という範囲をかなり越え始めているという印象を持つ。

山下金融市場局長

7、8月と調節を行ってきた実感としては、「積み上幅1兆円」を維持する調節の下でさらに一段と緩和の度が強まった形になった感じがする。つまり、超過準備に対するニーズが先程申し上げた理由から落ちてきているため、その分が短資の方に溜まってしまう。短資預金が増えるということ自体がプレッシャーになっており、緩和感が一段と強まっているのは間違いない。

三木委員

どこかで短資に限界が出るということか。

山下金融市場局長

短資が幾らまで持てるかは、なかなか難しい。短資としてもコストは1bpであるから、例えば毎日7,000億円抱えたとしても、金利負担は年間でも

7,000 万円であり、直ちに経営が傾くというものではないため、体力の続く限りは頑張るということになっている。6 社間の競争上、シェア確保のインセンティブがある限り、超過的資金が短資に溜まる可能性が非常に強い。そこで制約になるのは、短資が有担ディーリングで使用可能な担保がどこで切れるかという問題である。それが 2 兆円なのか、1 兆 5,000 億円なのかはよく分からない。現実問題としては結構担保が入っているようであり、いくらが限界と明確には言えない。ただ、担保余力はなお残っているようであり、場合によっては短資預金はさらに拡大する可能性はある。

中原委員

短資の担保のアベイラビリティを試算したことがあるのか。

山下金融市場局長

担保は短資自体が持っている訳ではなく、有担コール市場の取り手が短資口座に置いている担保を借りて使っている。出し手は気配値の 1bp で出し、短資はそれを取り手に渡す訳であるが、取り手がない場合には結局抱えてしまう形で短資の預金口座に残る。担保の金額は変動するが、いつでも取れるように置いておきたいというインセンティブがあるため、かなりの額が、短資の手元にそのまま残っている。恐らく 1 兆 5,000 億円から 2 兆円は、常にそうした余剰担保が短資の手元にある模様だ。

篠塚委員

短資会社の手数料引き下げは経営に多少プラスになっているのか。

山下金融市場局長

否、マイナスである。8 月 16 日に二社が 1bp 下げた時はシェアが倍増したため、ある程度量の増加でカバーできた訳であるが、9 月 1 日に全社が下げたために元のシェアに戻ってしまい、結局は手数料率が落ちた分がそのまま減収になっている。マーケットがそれにより拡大すれば良いが、拡

大効果はほとんどみられず、その意味では収益にとってはマイナス効果のみであった。

ただ、手数料引き下げに伴いオーバーナイト・レートが0.02%に下がり、それがターム物の短期を中心に多少押し下げ圧力になったという意味では、全体のレートを引き下げる効果があったと思う。

篠塚委員

短資の犠牲の下でということか。

三木委員

有担の比率はここへきて再び多少上昇する方向なのか。

山下金融市場局長

有担、無担の残高合計を分母に有担の比率をみると、このところ一貫して無担が減ってきたため上昇してきたが、無担の手数料が引き下げられた9月1日頃から無担のウェイトが戻してきた。特に9月8、9日の混乱時に、生保等が普通預金を引き出して無担で資金放出を行なったため、有担比率が一気に落ちてきている。ただ、その後はまた徐々に元の水準に戻ってきている。

篠塚委員

非適用先の預金残高は約7,000億円であるが、今後も徐々に増えていくとみるのか、頭打ちになるとみているのか。

山下金融市場局長

それは結局超過準備に対する需要がどうなるかによる。ここ2、3日は9月期末を控えて多少資金需要があり、先月や4、8月期に比べて短資預金の滞留が若干減ってきている感じではある。そうした季節的な要因や、今後Y2Kに向けて年末越えをどの程度調達していくかにも関係してくると

思う。ただ、当面この期末越えで多少出てくる資金需要部分が剥落すれば、また同じような金余り状況が続くことが予想されるため、基本的には6,000億円、7,000億円といったオーダーが続くのではないか。

中原委員

それは金融情勢で相当変わるのではないか。これまでもかなり上下して変化している。

山下金融市場局長

3、4月頃はまだ金融機関自体が実質ゼロ金利下での資金繰りに慣れていなかったため、超過準備を意図せずに抱えてしまったり、金融システム不安が残っていたため、預金の流出に備える先が結構超過準備を抱えていた。また、外銀等も大量に資金が入ってくるため、なかなか民間預金には置けずに日銀に預けるといって形で超過準備になっていたが、外銀の運用ビヘイビアもこのところ変わってきておりその額も減少気味である。全体としていつでもオーバーナイト資金が取れる状況となっている中で、超過準備はいらぬというビヘイビアになってきており、それが短資預金の増大に繋がっている。こうした動きは、7、8月とさらに一段と緩和が進んだことの証拠ではないかと思う。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融経済の動向について報告をお願いします。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず、円がユーロに対しても相当円高になっているため、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場を中心に説明する。9月上旬から本日に至る円の対ドル、対ユーロ相場をみると、9日の第2四半期QEが市場予想に反して

プラス成長を示したこと、それを契機に日本の景気回復期待が一段と高まったことが材料となっている。一方で、ユーロエリアについては、ドイツの経済指標の予想比下振れ、あるいは同国の地方選挙における与党の苦戦などが弱材料になっている。こうした材料から、円は対ドル、対ユーロいずれも15日にかけて急速に円高になった。その後、16日の総裁と宮澤大蔵大臣会談を一つのきっかけとして円高修正の動きが加わり、現在は円の対ドル相場は106円台ミドル、対ユーロでは110円台で推移している。この間の円高のピークは、対ドルでは9月15日にロンドン市場でつけた103円20銭、対ユーロでは同日の106円90銭である。円／ドル相場が103円台をつけたのは、96年4月以来である。因みに、約2か月前の7月半までは120円強の水準で推移しており、この2か月間で約15%円高が進んだことになる。

一方、16日以降、本日に至る円高修正の動きは、総裁・大蔵大臣会談や、その後の政府要人の発言、例えば17日には総理が量的緩和は日銀の問題だが有力な意見であることは承知していると発言をされたことをきっかけとして、本行の一段の金融緩和策、およびこれを踏まえた協調介入に対する期待感が高まったことが寄与している。直近のプレーヤーの動きをみると、大手ヘッジ・ファンド筋の相場観は区々になっており、ドルを売っている人もいれば、ドルを買っている人もいる。また、欧米の年金等のいわゆるリアルマネー筋がヘッジ目的の円売り、ドル買いに動き始めている。さらに、生保、信託等の本邦の機関投資家筋もドル買いに回り始めているなどの変化が窺われている。こうした中で、市場はG7も控えた本日の金融政策決定会合の帰趨をかたずを呑んで見守っている。もともと、市場では仮に日銀から何らかの措置が打出され協調介入に対する期待が高まれば、取り敢えず円安には動くが、現在の円高が主として日本経済の回復期待に根差すものである以上、その期待感自体が後退しない限り基調としての円高地合いは変わらないという見方が一般的である。仮に協調介入となれば、円安方向に動くことは間違いない。しかし、その場合、例えば115円程度まで一旦は円安が進むかもしれないが、その円安は結局日本経済の

回復期待をさらに高めることになる訳であり、いずれにしても再び100円程度を目指す動きとなるのではないかとみる向きが多い。

次に、最近の円高進行に関する海外の見方を判断するうえで、手掛かりとなる若干の事実を紹介したい。まず、ドル通貨インデックスによりドルの実効為替レート——主要国通貨に対する米ドルレートを貿易シェアで加重平均してインデックス化したもの——をみると、最近ドルは比較的底固く推移している。その水準自体もこの10年間でみると、むしろドルが高目である。このことは、米国からみれば現在の相場が円高であり、ドル安ではないという見方を裏付ける一つの方法になる。また、ユーロについての最近の要人発言を二つ紹介する。まず9月7日に、ウェルテケ・ Bundesbank 総裁は1ユーロ1.05ドル前後のユーロ相場は適切であろうと発言した。10日には、ドミンゴソランス ECB 理事が欧州中銀は必ずしも強いユーロは望まず、安定したユーロを望むといった趣旨の発言をしている。つまり、このところユーロ安を懸念する当局者の声は影を潜めている印象がある。なお、東アジアから現在の円相場をみるとどうなるかであるが、東アジア諸国通貨の対円実質レートをみると、東アジア通貨の対ドル相場は全般に強含みになっているが、対円レートでは円高の急進からむしろ自国通貨安の動きになっていることが観察される。

次に、国際金融、海外経済の面では、前回の決定会合以降、大きな変化は窺われていない。一点申し上げたいことは、米国経済を巡る対外インバランスの拡大傾向である。9月14日に四半期毎に公表される国際収支が明らかになったが、内需の好調を反映した輸入の増加に伴い、財・サービス貿易収支、経常収支ともに前期に比べて赤字幅を大幅に拡大し、2四半期連続で既往ピークを更新している。これに伴い、経常赤字の対名目GDP比率も3.6%と既往ピークの86年第4四半期の3.5%を更新している。今晚7月の貿易収支が公表される予定であるが、市場はこれにも注目をしている。各種の経済見通しを見ると、来年にかけて米国の成長率が鈍化しても潜在成長率を上回る成長はキープされると予想される状況の中で、対外赤字は拡大傾向を続けるとされている。こうした米国と日欧経済の期待成

長率格差が縮小する見通しの下で、先行きのリスク・ファクターは米国対外赤字のファイナンスが引き続き順調にできるのかどうかという点にあるろう。

第二に、中国の国際収支を巡る状況については、輸出は8月が前年比+17.8%、7月が+7.5%であり、輸出が伸びを高める状況になっている。また、8月の貿易収支は約49億ドルの黒字となっている。この49億ドルの黒字をどう評価するかであるが、1998年の貿易収支は436億ドルの黒字であり、年中としては最大の貿易黒字を記録したことになっている。436億ドルの月平均の黒字額は36億ドルであり、99年8月の貿易黒字49億ドルは既往最大の黒字を記録した98年中の月平均黒字額を上回る。この結果、8月末の外貨準備高は初めて1,500億ドルを上回っている。前回は報告したように、当面国際収支面から人民元の切り下げプレッシャーは差し迫っていないことが、この面で改めて確認された訳である。

速水議長

ユーロは対ドルで若干弱くなっているが、ドイツの政変の影響か。

平野国際局長

地方選挙で与党が大敗しており、そのことが多少ドイツの政変と絡めて台頭しつつあった景気回復期待に水を差していることと、ドイツの経済指標の動きが基本的には緩やかながら回復方向には向かっているものの市場の予想に比べてやや弱目の数字が出ていること、このところユーロ安を容認する要人発言が目立っていることなどの要因が重なっている。日本と欧州を景況感だけで比べると、マーケットには日本に対する景気回復期待の方が強いというか、ユーロエリアよりはむしろ日本の方が景気が早期に回復するのではないかという感じが当面は強い。

速水議長

それはヨーロッパの市場での見方か。

平野国際局長

為替市場全体の見方としてである。

藤原副総裁

世上、協調介入ということがしきりに言われる。協調というからには相手がある訳であるが、協調介入に至るプロセスと実際のオペレーションのメカニズムは基本的にどうなっているのか。

平野国際局長

オペレーションについては単純であり、日本の介入はあくまでも私共が政府のエージェントとして行ない、外為特別会計の勘定を使う訳である。いわゆる協調介入とは、日本は日本の勘定を使って介入し、アメリカはアメリカの勘定で介入をすることである。また、ニューヨークで日本の委託介入と米国のプロパーの介入を一緒に行なうケースもあるし、東京市場で行なうケースもある。いずれにしても、日本は日本の勘定、米国は米国の勘定で介入をするというのが協調介入である。

協調介入がどういう交渉のプロセスを経て実施されるかについては、私は詳しく承知していないため、私から答えるのは適当ではないと思う。

速水議長

協調介入という言葉は昔からある言葉ではない。正確な定義はないと思うが、例えば日本の勘定でドル買いを行ない、それを委託して相手国でも行なうが、相手国は自分の勘定は一切使わないという場合、委託に応じて委託介入を行なうことには合意している意味で協調介入と言うのか。

平野国際局長

それは、一般的には協調介入とは言われていない。

速水議長

単独介入か。

平野国際局長

あくまでも日本の委託を受け、米国の連銀が日本のエージェントとして介入している訳であり、日本の単独介入という位置付けである。協調介入と言われる場合は、ニューヨークで行なうのであれば、日本の勘定も米国の勘定で行なう部分も纏めてニューヨーク連銀が介入をする。その後、その介入資金を日米で折半するという格好で行なわれている。これは米国の自己勘定を使っているという意味で協調介入である。要するに、米国が金額はともかくとして自己勘定で介入するという事実が米国の協調の意思を表わすものと受け止められていると思う。

中原委員

アメリカの社債は最近非常に流動性が下がり、依然として国債に対するスプレッドが開いているという話があるが、どうか。

平野国際局長

以前説明したとおりで基本的な見方は変えていない。基本的には金利の上昇傾向とY2K問題に絡めたある種の流動性不安があるのかもしれないが、社債市場での発行ラッシュが続いていることが社債の金利を押し上げている。一方、国債の方は財政黒字に伴い発行額が減る見込みもあり、落ち着いた動きになっている。結果的として、国債対比の社債のスプレッドが広がっている。

中原委員

スプレッドが拡大しているということはないのか。

平野国際局長

社債金利の対米国債スプレッドをみると、トリプルA格債については、本年の年央辺りから対国債のスプレッドがじりじりと上がってきている。足許は多少頭打ちの感じもあるが、スプレッドの水準自体は相当高い。一方でハイ・イールド債の方をみると、これも足許多少上がってきており、しかも、スプレッドの幅自体は500bpといった状況が続いている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

まず、概況である。前回の金融政策決定会合以降、公共工事請負金額等の経済指標が公表されているが、統計数字の点からは基調判断を変えるような材料は特にないと判断している。ただ、この間の外部環境の変化に注目すると、急速な円高が進んでおり、これが輸出あるいは企業収益の先行きに与える影響には十分注目していく必要があると考えている。

公表された指標について報告する。まず、公共投資関連では、請負金額は8月も概ね横這いの動きとなっている。設備投資関連の指標としては、機械受注の7月が公表されているが、4~6月対比でみる限り、-0.3%とほぼ横這いの動きとなっている。8月に行なわれた開銀の設備投資状況の調査が公表されているが、99年度の設備投資計画は前年比-3.7%と前年度に続き減少している。また、前回2月調査からの修正率をみると、全産業ベースで-3.4%、製造業が-5.2%、非製造業が-2.7%とそれぞれ下方修正されている。次に、家計支出関連の指標はマイナーな統計しか出ていないが、旅行取扱額の7月分は4~6月対比で1.9%とやや増加している。コンビニエンス・ストアの売上高も7~8月の平均で4~6月対比0.7%の増加である。両指標とも個人消費が一進一退を続ける範囲内での動きであ

ると判断している。

後藤委員

円高の進行とそのインパクトについては、調統局で色々なシュミレーションを行なっていると思うが、円のレートが例えば10円上がった場合、成長率にはどの程度の影響を及ぼすとみられるか。過去のデータからどの程度にみているのか。

村山調査統計局長

私共の計量モデルによるシュミレーションについては、相当の幅を持つてみる必要がある。残念ながら、こうした計量モデルは過去の経済構造に依存して計測しているため、最近のように経済構造がかなり変わってくると、足許かなりの誤差が出ている。そうしたことを前提に敢えて申し上げるならば、例えば6月段階から現在を比べると、約15円、12.5%の円高である。これを単純にモデルで計算すると、1年目では標準ケースに比べて成長率の押し下げ幅が-0.1%、2年目の累積で-0.8%である。累積には1年目の-0.1%も加えており、2年目のみのネットで見れば-0.7%になる。

中原委員

15円の円高ということは、円相場を105円として計算したということか。

村山調査統計局長

一応105円として計算した。

多少の留意点を申し上げると、こうした結果は、最近では誤差が多いことに加えて、その時点の世界需要の動向次第で、かなり結果が変わってくることである。モデルが示しているのは、あくまで平均的な数字である。因みに、現在世界需要は回復傾向にあり、例えば99年の世界景気の状態は、6月段階のコンセンサス・フォーキャストベースでは2.8%であった

が、最近では 3.2%と約 0.5%上振れしている。仮に、今申し上げた 2 年目の -0.8%を打ち消すためには、世界景気はどの程度の上振れの必要があるかを敢えて計算すると、1.1%上振れすれば円高による悪化要因の -0.8%を打ち消すことになる。従って、そうした状況をも勘案して、考えていく必要がある。

篠塚委員

そのモデルには輸入価格を通じて輸入業者が潤い、家計にとっても実質購買力が高まるというプラスのメカニズムも入っているのか。

村山調査統計局長

入っている。

中原委員

私の計算と大体同じであるが、今後さらに円高が進むということもある。例えば、現状から円高が 10 円進んだ場合のシュミレーションはあるか。

村山調査統計局長

このモデルは大体比例関係があるため、例えば当初 12.5%の円高で 2 年目 -0.8%ということであれば、さらに同じだけ円高が進めば -0.8%がのってくる構造になっている。

何れにしても、私共では現在企業にヒアリングをかけているが、何分為替が動き始めてからそう日が経っていないため、企業の方も今後どのような対応策を打ち立てていくのかまだ検討段階である。従って、まだ定量的にどうなるかを判断するまでには至っていないのではないか。企業の採算レート自体も輸入価格の状況や稼働率、あるいは世界景気の状況を映じた円高の価格への転嫁率などに大きく依存するため、一概に何円でどうだとはなかなか言えない。

速水議長

他の国でそうした計算はないのか。例えばドイツやイギリス、アメリカ等で通貨が1割強くなった場合に、当該国の経済にどれだけの影響を与えるかという試算はないのか。

村山調査統計局長

私共は日本モデルしか持っていない。議長が指摘されたような計測には世界モデルが必要になってくる。

中原委員

交易条件が悪くなってきている。

村山調査統計局長

交易条件は主として為替よりも、輸入価格、輸出価格そのものに依存する。現在、交易条件はご指摘のとおり悪化しているが、主として原油価格の上昇によるものである。原油価格の上昇は投入価格の上昇であり、企業収益全般にマイナスの影響を与える。ただ、その点のみを取り出したシミュレーションは難しく、今のところは行なっていない。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から金融面の動きについて報告をお願いします。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

まず、長期金利と株価の動きをみると、9月9日に国民所得統計速報が出た後、債券市場ではどちらかという補正が余り大型化せずに済むのではないかとみており、国債の需給悪化懸念が若干後退する形で買い材料になっている。その後、債券市場では資金運用部の国債買入継続、あるいは

円高を背景とした金融緩和、追加緩和に関する思惑などの買い材料が多い展開の中で、金利が下がる展開になっている。一方、株価は基本的には円高を背景として輸出株を中心に売られる地合いになっており、弱い展開である。どこかに局面の線を引くとすれば、東京市場で為替が110円を割ったのが8月30日であった。新発債の流通利回りは、ちょうどこの8月末頃をピークに下落に転じている。従って、この辺りから従来の円高の中で株価も比較的堅調、長期金利も上昇するという局面が、今度は円高と長期金利低下、株安という組み合わせになりつつあるかもしれない局面に入ったと思う。ただ足許は為替市場を中心にやや振れの大きい展開となっているため、今後の落ち着きを今少し眺めてから、この組み合わせの性格を判断すべきかと思う。

前回会合以降に出た金融面の新しい指標はマネーサプライである。マネーサプライの前年比は、前月に預金等の数字からみてやや小さくなるだろうと申し上げたが、M2+CDは7月の3.9%から8月は3.5%、広義流動性は7月の3.8%から8月は3.5%と、伸びを若干低め始めている。今後について統計的な関係だけを申し上げれば、去年は夏場から秋にかけて色々な流動性不安の中で、マネーサプライの伸びが高まった状態にあったため、その統計的な反動で今後マネーの伸びは抑えられるだろうと思う。それに加え、M2+CDの要因分解を分析すると、明らかなのは財政要因が相当程度マネーを下支えしていることである。その中で、民間資金調達要因が寄与度をどんどん低めている。現時点でのヒアリング情報によると、引き続き資金需要が弱い地合いにあるため、マネーの伸びは先程申し上げた統計的な関係と民間の資金需要の状況から伸び悩みの状態が続くと判断される。

一方、M2+CDの通貨種類別内訳では預金通貨の伸びが非常に高くなっている。それに対し、定期預金、準通貨の伸びはマイナスになっており、引き続き流動性の高いものの伸びが高まっている状況である。銀行券も引き続き堅調な伸びが続いており、6~8月と3か月連続で6%の伸びを示した後、9月は20日段階の途中ラップで6.2%の伸びになっている。

中原委員

最近のM2+CDの動きをみると、財政要因、海外要因で供給されているようであるが。

雨宮企画室企画第1課長

マネーが財政要因と海外要因で供給されている裏側には、現在経済を引っ張っている要因が財政と輸出であることと概ね対応している。

速水議長

円高と外人の株買いが同時並行的に起きていた訳であるが、15日か16日頃から円高が先行して株がむしろ下がった状況をどうみているのか。

雨宮企画室企画第1課長

それぞれの市場動向が経済実勢からどの程度乖離しているのかというポイントから整理すると、8月一杯まで起きていたことは、経済に対する見方が強気化するとともに日本に資金が流入する中で、円が高くなり、長期金利が下がり、株が上がる形で、経済の強さにそれぞれが即応した動きであったと思う。現在の局面に入ってからまだ日時が経っていないが、敢えて整理すれば、ある局面から日本経済の回復期待が一種のユーフォリア的に強まり過ぎ、円高が日本経済の回復期待を上回って少し強くなり過ぎた。その強くなり過ぎたことに株価が反応して下がり出し、直近では景気の回復期待が後ずれする、あるいは日本銀行のゼロ金利政策解除時期が先に伸びるといった思惑から下がるという展開になってきたと解釈できる。逆に、仮にこの間の為替変動の背景に日本経済に対する回復期待があり、それがやや行き過ぎた結果、円高に進み過ぎたと考えるならば、それに反応して株価が下がることにより円高にもチェックがかかるメカニズムも働くはずである。

速水議長

為替も株も先程の変化が起きて以降、取扱高は減っているのか。

雨宮企画室企画第1課長

株の出来高は多少減っている。

中原委員

M2+C Dの先行きの見通しはあるのか。

雨宮企画室企画第1課長

日本銀行は先行き見通しとして次の四半期しか出さない。7～9月は3.9%の見通しである。7月が3.9%、8月は3.5%であり、対外的に公表している4%前後よりは少し弱いと思う。先程申し上げた統計上の要因と民間資金需要の要因からは、10～12月もマネーの伸びが高まる要素は見出し難い。ただ、以前にも申し上げたとおり、現在のマネーや貸出の弱さに景気の弱さを読み込むのかというと、要因は今少し複雑だと考えている。

すなわち、設備投資の資金需要が出てこないという弱さを反映している面と、金融システム不安が後退したため余分な手許が不要という金融システムの改善が寄与している面がある。さらに、景気が下げ止まり収益が多少改善してきたため、むしろ借金を落とそうとする面もある。企業収益の良い面、設備投資が出てこないという悪い面、金融システムが改善したという良い面をそれぞれ少しずつ反映しているのではないかと思う。ただ、いずれにせよ過渡的現象のはずである。

速水議長

それでは、円高をめぐる最近の動きとして、私から先週木曜日に宮澤大蔵大臣と話をしたことを含め要点を報告させて頂きたい。

9月16日に、宮澤大蔵大臣から、当日はかなり円高、株安になり始めているので今後の対応について意見交換をしたいという申し出があり、都内

のホテルで最近の動向について話し合った訳である。宮澤大蔵大臣も私も1週間後にはワシントンに出張するが、そこでは為替の問題について話が出ることにもなるし、ここで意見を交わしておきたいということであった。私の方からも7月のB I S 総裁会議などで話題になった日本の大量介入への見方や、今後の問題点等を話し合った。結局、特に細かいことまで話し合った訳ではないが、政治からも色々声がかかっていることもあり、今後このような急激な変化には協調して対応していくということをプレスにも明言したい、ということであった。私も、プレスに対して、「最近の急激な円高の進行、およびそれがわが国経済や市場に与える大きな影響に鑑みて、大蔵大臣と日銀総裁は市場の動向等について意見の交換を行なった。これからも大臣と総裁は相互に連絡を密にして、共に事態に対処していくことで意見が一致した」と発言した。大臣も、現在の金融情勢は非常にじゃぶじゃぶな程十分に資金が供給されており、不胎化の問題についても、議論をした訳ではないがこれは続けていいと思っているという趣旨の発言をした。これがかなり大きく報道された次第である。

たまたま財務官がアメリカへ行って話をしているということなので、私の方も連銀の考え方は知っておいた方がいいと考え、ニューヨークの堀井参事を通じて考え方を聞いた。色々なことを言われたと思うが、要は大臣と総裁が会談をしたことは非常にヘルプフルであると言っていたようである。それも意見が多少分かれているといった報道が流れていたことも踏まえ、そう言われたと思う。円高問題はアメリカには特に大きな影響を与えるものでもないし、日本の問題であると言っていた。そこがポイントであったように思う。ワシントンの方については、たまたま松島理事がワシントンに出張していたので、グリーンSPANが日本の問題や介入の問題についてどのように考えているかを聞くようにと依頼しておいたが、

という答えであった。この点が日本にとって
は一番ポイントになっているように思う。彼は、

ということと言

いたかったのではないかと思う。

ということかと思う。

会談以降、株も為替もやや戻して落ち着いているが、本日の決定会合については、内外でかなり注目していると思う。以上がここ 2、3 日の動きの報告である。外への発表は控えて頂きたい。

それでは、これまでの報告を踏まえて、政策委員の方々から意見を頂戴したいと思う。本日は今月二回目の会合なので、まず討議のベースとなる前回の判断を振り返ってみる。景気の現状については、公共投資が増加しており、輸出は米国、アジア向けを中心に増加に転じている。さらに、こうした需要動向や在庫調整の進捗を受けて生産が増加に転じつつあることを踏まえ、下げ止まりの状況が続く中で一部に明るい動きが出ていると認識をした訳である。一方、先行きについては、金融環境の改善や政府の一連の経済対策が下支え効果を発揮することを期待しつつも、企業収益や雇用・所得環境が引き続き厳しい状況にあること、企業のリストラが及ぼすマイナスの影響などを踏まえて、民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待し難い状況にあるという判断を維持している。そうした判断を踏まえて、オーバーナイト・レートをできるだけ低めに推移させるという思い切った金融緩和政策の継続を決定した訳である。

本日は、こうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。特に、前回会合以降の円高の進行が金融経済情勢に及ぼす影響、あるいはこれを踏まえた金融政策運営スタンスを中心に意見を聞かせて頂きたい。その前に谷垣大蔵政務次官が退席されるので、ここで発言して頂く。

谷垣大蔵政務次官

政府としては、景気回復に万全を期すためにも、公共事業等予備費の執行に踏み切るべきと考えており、9 月中の閣議決定に向けて、現在、具体的な検討を進めているところである。また、政府としては、既に、15 か月予算という考え方に立った平成 11 年度第二次補正予算の編成も視野に入れた財政運営を行なう旨表明しているところであり、具体的には、今後の経済情

勢を注視しながら、新内閣で編成に向けた検討がなされるものと考えている。いずれにせよ、政府としては、引き続き経済の回復基盤を固めるための施策の実施に全力を挙げて取り組んで参りたい。

さらに、最近の金融資本市場の動向を踏まえて若干申し述べさせて頂くと、急激な円高の進行は、消費者や企業のマインドを悪化させ、また、企業収益を押し下げることなどにより、漸く最悪期を脱して回復軌道に乗りつつある日本経済に甚大な悪影響を及ぼす恐れがある。従って、日本銀行におかれても、金融政策運営に当たり、このような状況にも十分ご配慮を頂き、適切な対応を採って頂くようお願いしたい。

次いで若干オフレコの的に申し上げる。私達は、これまで金融あるいは為替の安定のために、この政策決定会合が中央銀行の立場も踏まえて熱心な取り組みを頂いていることを大変評価させて頂き、また、政府としては、中央銀行の立場、日銀の立場を十分理解しているつもりである。ただ、最近の動向は若干理屈を越えたという感があり、新しい局面に入ったのではないかという感じがするし、また諸外国もそのような見方をしているのではないかと思っている。従って、宮澤大蔵大臣からは、日本経済の再生のためには、そうした状況に敢えてアタックをして、色々な施策を採っていかねばならないという指示を受けているところである。本日申し上げたことの背景には、そうしたことがあったことを一言申し添えさせて頂きたい。

(午前 10 時 48 分中断、午前 10 時 59 分再開)

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定 速水議長

それでは山口副総裁から願います。

山口副総裁

専ら円高を巡って発言したい。まず、為替相場の現在の水準をどうみるかであるが、最近までの為替相場における円レート上昇の大部分は日本経

済の回復、あるいはリストラの進展に伴う企業収益の回復を先取りした部分が大きかったと思うが、先週木曜日頃に株価がかなり下落したことからみると、今後さらに大きな円高が短い時間の中で生じる場合には、景気回復にとってある種のリスクが出てくるのではないか。ただ、企業の採算ラインは時間と共に当然シフトしていく訳であり、どういう相場水準なら景気に対して大きなリスクが生じるのか、そこは余り固定的に考えるべきではない。しかし、足許の資本流入が景気回復期待や企業収益の回復期待によるものであると性格付けると、そうした期待が冷えざるを得ない為替相場の水準になれば、資本流入にもブレーキがかかる筋合いにある。従って、市場が当面どこまで突っ込んでいくのかは現状では見通しが非常に難しい。

経済に対する影響を今少し考えると、為替相場が上昇すれば交易条件を改善させるが、それゆえに実質ベースの純輸出を減少させる効果を持つ。その平均的なマグニチュードは調査統計局長のモデルに関連した説明にあったが、実際のマグニチュードは外部環境如何で変わってくる。日本の輸出市場の成長がこのところ高まる傾向にあるため、その延長線上で考えると、これまでの円高の影響のある部分は輸出市場のパイの拡大によりオフセットされる状況が現に起きていると思う。ただ、モデル計算によれば、時間が経つに連れて影響が累積していくようであり、さらに円高が生じていけば来年の景気回復シナリオに対してダウンサイド・リスクが生じ得ることになる。

以上要するに、為替相場の動き、海外経済動向の両面に不確実性が大きいいため、現時点で来年にかけての日本経済の見通しにどの程度のダウンサイド・リスクが生じつつあるのかは今少し様子を見る必要がある。いずれにしても、本委員会でも2月に現在のゼロ金利政策を決めた時と比べて、景気の局面も株価や長期金利などの市場環境もかなり変化を遂げており、現在の方が相当改善していることは間違いない。従って、この状況にどう対応すべきかであるが、当然ながら私共の政策判断の中心には経済についてのオーバーオールな判断が据わっていなければならない訳であり、景気判

断に修正を考えるのは、いかにも時機尚早だと思う。

二つ目に、現在の金融市場における緩和状態は極限に近づいているのではないかと思う。世上様々なことが言われ、特に最近のマスコミには追加的な金融緩和や量的緩和という言葉が踊っているが、そうしたことが非常に難しく、あるいは無意味になりつつある状況が生じている。その具体例を私なりにカウントしてみると、次のようなことである。第一に、短期金利が軒並みゼロに近づいており、長期金利も1.6%台まで下がってきているなど、考えられるゾーンの下限に近いところにある。これ以上に下げる余地はほとんどなくなりつつある状況ではないか。第二にリザーブを懸命に供給しても、短資会社の手許にそれが吹きだまりのように溜まっていくだけという傾向が月を追うに従って明確になってきている。資金調達についての安心感がここまで浸透してくると、ゼロコストでも無駄な金を持つとしない市場参加者の発想がさらに強まっていると思うし、オペの札割れもそうしたことの象徴である。つまり、通常的手段による資金の量的な供給も限界に近いのではないか。三番目に、いわゆる介入資金の取扱についてであるが、よく我々のオペレーションは介入資金を不胎化しているオペレーションであると形容され、我々もそのように表現してきたことがあるし、一般にそうみられている。しかし、よく考えてみると積み上1兆円を日々続けている状態は、介入資金が1兆円を超えない範囲内で市場に出てきた場合にはそれをそのまま市場に残し、それにさらに資金を供給して合計1兆円の積み上を作っている訳であり、これを不胎化していると表現するのは必ずしも適当ではない。次はその効果についてであるが、不胎化するかしないかの差は、当然のことながらそれにより市場金利に変化が生じるかどうかの差に他ならない訳であり、既にゼロ金利にまで下げ終わった状況の下では両者の差は基本的になくなると思う。金利がプラスの場合には一般に不胎化しない介入の方が相対的に効果が大きいといわれているが、最近出てきたFRBのスタッフペーパーでもゼロ金利の下では不胎化介入と非不胎化介入の効果は同じになると書いてある。また、介入により円とドルの通貨の供給比率を変えることの為替相場への効果について

も、このFRBのスタッフペーパーは持続的な効果はほとんどないと言いつ切っている。

こうした金融市場の実態なり、我々のオペレーションの実態なりを、世の中によく分かってもらうことが当面最も重要であると思う。為替相場や株価はその性格上オーバーシュートしやすいものであるし、適正水準がなかなか分からないだけに、冷静に判断し難い価格の一つである。しかし、金融緩和の実態を冷静に踏まえると、これ以上の実質的な緩和は困難なところにまできているように思う。仮に協調介入が実行の運びになった場合でも、現在のゼロ金利政策、その下での過剰準備の大量供給方針は介入の効果のアコモデートしこそすれ、決して阻害する性格のものではない。そうしたマーケットなりオペレーションの実態を踏まえない議論が余りにも多いため、これを内外に良く説明していくほかはないのではないか。こうした考え方で臨んだ場合の市場の反応が今一つ問題になると思うが、それは次の機会に申し上げたい。

後藤委員

前回会合から6営業日を挟んでの決定会合であるが、この間発表された公共工事や設備投資、個人消費関係の指標にも実体経済の基調判断を変更すべき要素はないと思う。唯一大きな状況変化は円高が進行し、前回決定会合の9日に対米ドル相場が終わり値108円84銭であったのが、その後一時海外で103円台をつけるような状況になったことである。その後は介入や金融緩和への思惑もあり、106～107円台に戻している。単独介入にはスミージング以外の効果は期待し難いため、協調介入を米欧に要請中のようであるが、そのためには本行による一段の金融緩和が必要であるとの声、あるいはクリントン大統領の発言のようにアメリカは輸出促進のためのドル安容認に既に転換しているという声もある。従って、協調介入に余り期待はできないが、わが国として急激な円高に金融面で今一段の手を打つべきであるとの声が出てきており、先週の蔵相・総裁会談以来、遺憾ながら各種メディアによりさらなる金融緩和が既成事実化されてきた感があ

る。日銀は何もしないで済むと思うのかと言われるが、健全化法、再生法等の金融システムに関わる金融制度の整備が漸く昨年の10月に行なわれるまでの間、あるいは97年度の財政運営が経済に大きな影響を与える下で、日銀の金融政策は景気の下支えのための孤独な努力を長きに亘って続けてきた。この結果、副総裁からもお話があったように、世界的にも歴史的にも例をみない究極の金融緩和ともいえるべき状態に達していることを分かって頂きたいというのが、私の感想である。

不胎化しない介入が為替に効果を及ぼすかどうかについては、既に8月の決定会合で論議がされている。議事要旨の公表に伴い現状のゼロ金利政策と極めて潤沢な資金供給の下では、効果はほとんどないだろうという意見が大勢であったことが示される訳である。マーケットがさらなる流動性供給を求めるという意見も最近のジャーナリズムの中に散見されるが、それが真実でないことは資金供給オペへの応需が少なく、札割れがしばしば発生していることから明らかである。超過準備預金に短資預金と呼ばれる準備預金制度非適用先の当座預金残高を加えた額は月々増加してきており、8月の積み期には1日当たり9,464億円もの額に達している。運用難に伴い金融機関では従来よりもリスクを取る姿勢がみられるようになってきている。ターム物金利は既往ボトム圏内で安定している期間の短めのものから、6か月、1年物への傾斜がフラット化してきているし、国債のイールドカーブも7月以降のボトムに近づきつつあり、金融緩和は7月以来、今なお進んでいる。この金融緩和により、わが国の金利水準は国際的に隔絶した低水準になっている。金利面では資金が海外に流出することにより円安化への力が働く条件は既に出来上がっているし、資金量としても国内市場では資金がだぶだぶにある状況である。その意味で、仮に資金が国際収支の赤字国に巧く還流しないとすれば、むしろ急激な円高への危惧が資本の流出を抑制しているのではないかと考える。

日銀といえども国益を考えるべきだという声もあるが、我々はそうした声に押されて為替レートないしは国際収支に金融政策を割り当てる過ちを何度も繰り返してきている。ここでは過ちを繰り返さないかどうか、慎

重に判断すべきである。今回の円高は過去何回かの円高局面に比べて余り政治問題化されていないし、ヘッジファンドの力も一時ほど強くない。日本の景気回復とリストラを先買いすることで円高が進行しているとするならば、その円高進行が景気回復の腰を折るような恐れが出てきた時には企業収益の下方修正なり、株価の下落というシグナルを通じて円高に歯止めが掛かるはずである。

私は金融政策の工具箱が空になってしまったと言っているのではない。今後の2000年問題、あるいは長期金利の動向など金融上の問題に対して金融調節上どう対応していくかについて、我々は十分機敏かつ柔軟でなければならない。また、その中で政策的な余地は然程大きくないが、積み上を増やすとか、オペの実施上の工夫をする、状況次第では公定歩合を見直すといったことも議論する必要があるかもしれない。しかし、金融情勢の実態が今日それを求めているとは考えられない。副総裁が今少し経済実態の動きをみてからと言われたが、ここでさらなる金融緩和を行なえば、直近までの議事要旨や金融経済月報の内容とも全く不連続な決定を政策委員会が行なうことになる。それでは日本銀行が自らその必要性や政策効果を判断することなく、先週末来の既成事実化の風圧に屈したことになる、本行の独立性なり主体性を問われかねない。

最後に私自身の反省も込めて申し上げるが、今回のような事態に陥ったのも、本行の金融政策の実態が内外に広く周知されていないことが一因ではないかとも思われる。確かに、金融調節方針を読んだだけでは、特に最近2月に決定したものを繰り返し現状維持と言っているため、実態はなかなか分からない。従って、決定会合で実質ゼロ金利政策を決定し、そのための潤沢な資金供給を行なっていること、その結果超過準備等やターム物金利等にも効果が現われていること、デフレ懸念が払拭されるまではこの思い切った金融緩和の政策スタンスを保持することなどを分かりやすく表明した文章を作成し、政策委員会として決定のうえ公表してはどうかと考える。

武富委員

急激な円高を巡って三つの観点からコメントする。一つは今回の円高の性格と影響、二つ目は為替市場に金融政策を絡めることの是非、三つ目は為替相場は両通貨の相対関係であり一通貨だけの問題ではない、という観点である。今回の急激な円高が景気の先行きに悪影響を及ぼしかねないことに関しては、個人的には大変懸念している。私の過去の経験によると、1割円高になれば平年度ベースでGDP成長率を0.3%~0.5%下げることになる。調統局長も指摘していたように、過去の経験値が入ったモデルで計算している訳であり、例えば設備投資は企業収益が悪化すればさらに落ちるかという、現在の製造業は内部資金どころか減価償却をも下回る設備投資額になっているため、果たしてシミュレーションのようなことになるかどうか。影響が結果として今少し軽微であるかもしれない。逆に、これだけ大きい構造調整があり、企業が色々な努力をしてもまだ十分目鼻がつかない時に、急激に1割も円高になれば、特に先行きさらに円高になるかもしれないという心配が残る場合には、余計企業マインドには悪影響を及ぼし、結果としては先程のシミュレーション程度の悪影響では済まないこともあるかもしれない。

その意味では、さらに大幅な円高になるかもしれないという不安感を払拭するために、可能であれば協調介入等をスミージングとして行なう意味はあると思う。ただ、これは

、相当密かにかつ戦略的に行なわないと効果が薄いため、なかなか対処が難しい。これだけ広範に中央銀行も参加しろという論調になることが作戦としては一番具合が悪い。金融政策は為替市場についても何らかの形で直接側面援助を行なうべきという考え方が流布されているが、新法はまさにそこを分断した訳である。それは先程も両委員からお話があったように、過去の苦い経験を踏まえてそうになっている。あくまでも為替市場や債券市場、株式市場という資産市場と金融政策の関わりは間接的なものであるべきという点を忘れてはならない。百歩譲り間接的にせよ金融政策が量的緩和をさらに進めろという議論そのものが、既に副総裁も後藤委員も触

れておられたように、金融政策の現実を理解していない。オーバーナイト市場への量は既に大量に出ている。しかし、結局、最終的な量は実際に経済が動き出し、投資需要に伴う資金需要も出て、民間金融機関ルート of 貸出に繋がるようなメカニズムが働かなければ当然出ない訳である。ともかく中央銀行が量を出せばよいという間違った概念があるが、出せば短資会社に溜まるだけという点は十分理解すべきである。また、後藤委員が言われるように、一部で敢えて理解しない向きも内外にあるため、その点はさらに丹念に説明を繰り返していく必要がある。

現状は日本の景気回復期待で円高になっている訳であり、だからそれは日本の問題だというのもおかしい議論である。前回会合では、実効レートベースで見るとアメリカの場合にはドル安と観念しない状況であり、同国のマクロ経済、貿易取引あるいは企業経営に円高ドル安はほとんど影響しないため、動くインセンティブがないという程度の言い方に止めておいた。しかし、そもそも論としては、基軸通貨国がビナイン・ネグレクト政策を採り、それを議会在が金科玉条とする伝統があることが色々な意味の出発点である。問題がそこまでくると単なる円／ドル相場ではなく、国際通貨制度のレジームの問題であり、協調介入的な精神の延長線上で主要国の間における為替相場や通貨体制自体の在り方について、今少し踏み込んで議論するかどうかというところへいくと思う。仮に、報道にあるように協調介入の対価として日本の金融のさらなる緩和要求があるとすれば——そうしたおかしい要求はないはずだと思うが——これは両サイドの問題になるが、それではアメリカは金融タイト化を組み合わせでドッキングするのかというところでもなさそうである。非常に不毛な議論が多いが、再度原点に帰って良く考えることが国益であり、問題の整理になると思う。

三木委員

まず、金融経済の全体感としてはほとんど変わっていないと思う。実体経済は、前回も申し上げたように足踏み状態ながらも良い方向へという基調に変わりはない。依然、実体経済は明暗入り乱れて斑模様の二極分化に

は変わらないが、明の部分、暗の部分何れも少しずつ良くなってきている。景気は底打ちに向けての地歩を固めつつある局面と評価している。

次に、企業金融面では緩和感があまねく浸透しており、現状はゼロ金利政策が実体経済の回復を下支えしている局面にある。金融マーケットも良好な状態を維持している。本行のじゃぶじゃぶの資金供給によって市場の流動性リスクに対する懸念はほぼ解消し、こうした政策スタンスがアンカーとなり、引き続き金融市場あるいは資本市場におけるコンフィデンスの維持に寄与している。因みに、じゃぶじゃぶの資金供給という点では、非適用先の滞留分の所要準備残高に対する比率が6月を底にして2か月連続上昇しており、約2割近くに達している。これは要するに銀行が要らないと言っている程度を示すものである。また、超過準備残高の所要準備残高に対する比率も6月を底に2か月連続低下してきている。これは銀行は余分な金を持たなくて良いと言っているものである。

次に、先行きの留意点については前回も申し上げたように三点ある。一つは長期金利の問題である。纏まった規模の補正予算が必要ということになってきており、長期金利上昇の問題は残る。二点目に、2000年問題に対応した本行の流動性供与については、やはり10月初めには公表すべきである。三点目は円高であるが、景気の下支え役として機能してきている輸出に下押し圧力が掛かり、景気回復の足を引っ張ることが懸念される。そうした中で、足許の急激な円高と金融政策対応であるが、まず足許の景気は、民需主導の自律回復の確たる兆しはまだみえないものの、景気の下落は止まり、徐々にであるが良い方向にきつつある。前回会合以降、この実体経済、金融の状況には変化はない。金融政策の面では打つべき手は全て打ってきている。その実体経済への浸透度合い、あるいは景気回復に向けての支えの効果を注視している段階であり、政策を変更する必要性は乏しい。

ただ、唯一の問題は円高の動きである。前回申し上げたが、現状の110円前後の為替レートまでは実体経済の腰折れを来すほどのマイナスインパクトにはならないという意味で、ぎりぎりの許容範囲だと思っている。

問題はこのレベルからさらなる急激な円高が生じた場合である。特に、ミクロの面で景気回復を支えるのは企業であり、それを考えると現時点で急激な円高になることは問題である。現在の日本企業は国際競争力コストを確保していくための構造調整努力を相次ぎ行なっている。その成果としてファンダメンタルズを反映した為替レートが形成されていくのであれば問題ない。ただ、現実的には国際競争力確保のまだ途中プロセスにいる。しかも、民需がなかなか出てこない中で、輸出が企業生産を支えている状況を考えると、為替のオーバーシュートは明らかに景気回復の芽を摘む懸念が大きい。

こうした基本認識の下で金融政策対応を考えると、実体経済、金融経済が良い方向に向かっている中で、現状のゼロ金利政策を継続し、その政策効果浸透を引き続き見守るのが実態面を踏まえた姿勢になる。ゼロ金利政策は現状日銀が採れる政策効果が確実な手段の中では最大のものとして評価している。換言すれば、現在はいわゆる量的緩和に踏み込む経済のシチュエーションでもなければ、そうした手段を採るべきとの判断もできない。

なお、量的緩和について付言すると、第一の問題は量的ターゲット論については明確な説明力を有しないこと、その政策効果についてもまだ疑義があり、確証が得られないことである。二番目の問題は短資等に余剰資金が溜まるだけで、市場の流動性ニーズが乏しいことを踏まえると、市場にその必要性自体が乏しいことである。三番目に、無理に量的緩和を進めていけば、いずれは長期国債の買いオペに踏み切らざるを得ないリスクが内在していることであり、非常に問題が多い。

短期的には急激な円高が現在残る唯一の問題であるが、金融政策を為替政策に充てるのは本筋ではない。勿論、金融政策を行なう上で考えなければならない要因の中に為替は入っており、重要なファクターであることは間違いはないが、為替政策と金融政策をリンクさせて考えるべきではない。為替政策として第一義的に行なわなければならないのは、こうした局面では徹底的な市場介入であろうと思う。まず採るべきステップは、資金をじゃぶじゃぶに供給して短資には金が有り余っており、実質的な効果とし

ては量的ターゲットが掲げる量的緩和の状態を既に作り出しているという実情を外に対してさらに説明することである。二番目には数日後にG7が控えており、単独介入に限界があるのであれば、現状の金融政策の執行状況について積極的に説明し、その場で協調介入についての合意を引き出していくべきだろうと思う。

中原委員

前回会合から色々分析し直してみても、幾つか申し上げたい。一つは国内経済が意外と弱く、それに対してアメリカが意外に強い点である。国内経済が意外に弱い点は幾つか挙げられる。これは短観が出ないと分からないが、大蔵省の8月の景気予測調査をみると、7~9月の業況DIが意外に良くない。良くなっているのは大企業の製造業であり、大企業の非製造業は若干良くなっているが改善幅は鈍っている。これに対して中小企業の製造、中小企業の非製造は非常に問題がある。従って、7~9月の景況観は意外に良くなっていないと感じている。第二にリストラの進行度合いであるが、例えば某大手証券会社が調べた製造業243社の99年度の増益率の見通しによると、6月の調査では3.5%、8月の調査では8.5%となっている。為替について、下期の予算は116円50銭と置いた上で、良くなった要因としては売上高が+1.8%、変動費が安くなることを見込んで+6.5%であり、人件費、設備償却費は逆にマイナスで足を引っ張っている。固定費のリストラは意外に遅れている。三番目として消費が問題になるのではないかと思う。つまり、第2四半期のGDPは消費が+0.8%、寄与度で0.5%、また住宅が+16.1%、寄与度で0.6%になっており、この二つが大きい訳である。消費については、減税の総額が第2四半期が地域振興券を含めて1.9兆円と過去最大になっており、私の見通しではこれが剥げて7~9月以降はマイナスになってくるのではないか。住宅も7~9月以降は、ピークアウトしてくるし、設備投資については開銀の調査でも二期連続下方修正が続いており、どうも期待できない。

第1四半期のGDPは公共投資でもち、第2四半期は住宅でもったが、

第3四半期以降は牽引車がないということである。これまで第1四半期はプラス、第2四半期はマイナス、第3四半期、第4四半期はゼロ近傍だと思っていたが、第2四半期がプラスになったため、恐らく第3四半期、第4四半期は共にマイナスに振れる危険性が出て来たのではないかと。従って、年度下期については予想以上に大きな落ち込みになる危険性がある。特に、先程申し上げた開銀の調査で2月と8月の調査結果を比べると、製造業、非製造業が共に下方修正になっている。これは過去にほとんど例のないケースだと思う。その中でも製造業は2年連続、非製造業は3年連続のマイナスと、非常に悪くなっている。

一方、アメリカの方は非常に良くなっており、4%前後の成長に戻ってきている感じである。8月の小売は+1.2%と過去6か月で最高の伸び、自動車は年率1,700万台が続いており4か月連続のプラスである。住宅着工は+0.4%と2か月連続プラス、7月以降は150万戸を上回っているし、7月にも個人ローンの残高が増えており、そうした意味で益々労働市場を中心にインフレ圧力が増す傾向になっている。

その中で問題になるのは原油の動向である。原油価格は何度も申し上げているが、1年に満たないうちに倍になってしまった。以前にWTIで23~25ドル/バレルになるだろうと申し上げたが、既に24.72ドル/バレルをつけており、ほぼその領域に達してしまっただけでなく、9月22日にOPECの定例総会があるが、恐らく3月までの減産は続行する。いわゆるOPECの基準バスケットというのがあるが、その価格で見るとまだ14ドル/バレル以下であり、2年前の97年平均が18.68ドル/バレルであることからするとまだかなり間がある。下期の需要期に向けて強まってくることが十分に予想される。在庫も95年から97年の水準よりも必ずしも高くない。今一つ気になるのは地価の動きであり、これは発表されたばかりの統計では8年連続で下落している。それに合せて発表された不良債権の処理案は、大手17行で当初計画よりも70%増加し、処理額が1.5兆円から2.5兆円になるということである。不良債権の処理が必ずしも済んでいないという大変な重荷が残っている。そうした意味で景気回復の期待感が片方にある

が、第3四半期以降の牽引役が見当たらないし、固定費のリストラが遅れている、原油も益々高くなりそう、地価は益々下がりそうということであり、極めてシェイキーな状態にある。

そうした中で円高がきた訳である。介入する場合も、120円前後と108円前後で介入するのでは全く意味が違っており、120円程度の介入であれば日本経済にとって余り重要性はない、あるいは乏しかったかもしれない。しかし、108円になるとこれは非常に大きな節目であり、これを突破していくと思わざる円高になると確信している。108円を突破し103円までいった訳だが、日本銀行と大蔵省が必ずしも為替相場で一致していないということでもうここまでいったと思う。その修復ができないことになれば、100円を割れることはまず間違いない。多分今、エリオットウェーブの4波の戻りだと思うが、5波の下げが非常にきつくなり、90円台の下の方に入ってくるとみている。金融政策を為替相場に充てるのは良くないとのことであるが、日本銀行法の4条では政府と良くコミュニケーションをとり、政府の政策を良く理解してそれをサポートすることが重要とされている。少なくともハーモニゼーション程度のことは行なう必要がある。それは財政政策についても全く同じである。金融政策が孤独に一人で奮闘しているという見方もあるが、私はそうは思っていない。金融政策は財政政策の効果が出そうな時にはそれに合せて緩めるべきだったと思うし、将来も財政政策の効果が出る時にはそれを助けるような格好で臨む必要がある。過去の為替政策の失敗を反省してまた失敗するのではないかと心配する向きもあるが、今回の情勢は非常に重要な事態である。日本の黒字とアメリカの赤字のリサイクリングの問題もある。何れにしても、大蔵省と日本銀行が為替政策で依然として一致していないというイメージを対外的に与えるのは得策ではない。先程より日銀の政策を外にPRしようという話もあるが、何遍も申し上げているが、それは日銀の一人勝手な一人相撲になるのではないかと思う。以前短観が出る前に、余り結果が良すぎると困るため、良すぎた場合には振り付けようかという話が出た時も、それはマーケットに解釈させるべきだと申し上げたが、マーケットは非常に良く分かっている。

と思う。いずれにしても金融政策については現在非常にクリティカルな段階であり、大蔵省と日銀という二大政策当局が為替を巡って争っているということになれば、禍根を残す。さらに言えば、日本の株価とアメリカの株価の動きは余り良い格好をしていないため、今回の決定会合の出方次第では相当なショックが走ると申し上げておく。

篠塚委員

実体経済について、前回の会合では景気の底固さが増しているという基調判断を申し上げた。その後幾つかの新しい指標が追加されたが、こうした判断を変更する必要はないと考えている。こうした中で注目すべき点として二つ取り上げたい。第一点は物価面である。輸入物価を巡る環境をみると、国際商品市況が上昇している。アジアの商品市況も石油化学基礎製品や半導体など総じて強含む展開になっている。こうした動きが国内の物価にどのような波及をするかについては、勿論為替相場の動向如何にもよるが、国内では在庫調整が進んでいるし、稼働率も上昇していること等から、国内卸売物価が先行き強含むリスクがあるのではないかと考えている。今一つの注目点は、企業のサービス生産活動が持ち直していることである。通産省の特定サービス産業動態統計をみると、情報サービス業の7月の売上高と契約高の前年比が三か月振りにプラスに転化した。物品賃貸業、広告業などでもマイナス幅が縮小している。こうしたサービス産業の活動の持ち直しをみると、前回の景気判断をさらに強め、景気の底固さが増していると考えている。

次に金融情勢および当面の政策運営について申し上げる。8月の積み期の超過準備額が前積み期間に比べかなり減少し、結果として準備非適用先の日銀当座預金残高がさらに一段と積み上がっているとの報告があったが、このことが現行の政策の限界を示しているのではないかと注目している。現在の金融市場調節方針を実現するためには、大量の準備預金を供給していかななくてはならない訳であり、その結果がこうした形で現われている。このことが示唆するのは、第一に都銀等の取り手における資金繰り不

安が一段と後退していることである。第二には、企業の資金需要が低調に推移していることが挙げられる。これは信用乗数が一段と低下していることから明らかであり、大量に供給している資金が実体経済に巧く回っていない状況を示している。ゼロ金利政策は確かに金融市場におけるリスクプレミアムを縮小させ、経済実体の先行きに対する期待を好転させる効果をもたらしてきたと評価している。しかし、今後さらに実体経済を一段と押し上げるような効果まで期待できるかという点、依然として懐疑的である。従って、ゼロ金利政策の解除に向けた道を模索し続けたいという基本的な方針に変わりはない。しかし、ゼロ金利政策の解除を最初に提案した5月の時点に比べると、目先は2000年問題への対応が非常に重要性を増してくる時期であるため、前回と同様に今回も反対意見を議案として出すことはしない。

円高の問題と金融政策の問題について申し上げたい。先週の半ばから円高が進み、一時103円台まで進行したが、これをみて先週末からマスコミ等では色々書いている。例えば、一段の円高を阻止するためには協調介入が不可欠であるとか、これをG7諸国が受け入れる条件についても色々なメニューが書かれている。私はこうした見解について強い憤りを覚える。第一に、日本では相変わらず円高恐怖症が根強いことが明瞭に分かったことである。第二には、為替政策を金融政策の目標にすべきではないというバブルの時の大きな教訓が理解されていないことである。第一点の円高恐怖症については、前回会合でも申し上げたように、経常収支や資本収支の動向をともに判断すると為替の需給は明らかに円高方向を示唆している。7月の国際収支によれば本年年初来の累計で経常収支の黒字は7.6兆円と、前年同期比で1.1兆円減少した。しかし、資本収支は小幅ながら資本流入超に転じ、前年同期からの資本流出超額の縮小は実に12兆円にも達している。これを象徴する一つの具体的な動きとして外国人投資家による本邦株式、あるいは短期債券への積極的な投資姿勢がみられる。その背景には、わが国経済の景気回復への期待が強まっていることもあると思う。従って、仮に当面円高が進行するとすれば、それが日本の輸出や企業収益に対して、

どの程度のマイナス要因になるのかの判断が重要なポイントになる。マスコミ等では、過去の円高局面と同様に非常に根強い円高悲観論が出てきているのではないかと思われるが、私はそうした悲観論を打ち消したいと思っている。第一に海外景気が来年にかけても拡大するとみられていることである。第二は、国内製造業でも在庫調整が進捗し、稼働率が回復する方向にあることである。第三に、既往の円高局面で内外生産体制が見直され、本邦輸出製品の高付加価値化が進んでいることである。第四番目に、リストラ等への取り組みが続いていることなどから、円高を輸出価格に転嫁できる度合い、言い換えると日本企業の円高抵抗力が高まっていることである。特に、日本の輸出全体の約4割を占めるアジア向けの輸出が最近増加しており、これが牽引力になることもある。このことは、アジア地域における急速な生産回復を背景にしたものであるが、円高進行により直ちに腰折れするようには思えない。また、円高のマクロ的な影響となると、輸入物価の上昇圧力を相殺する効果がある。わが国に必要なことは、円高を闇雲に不安視するのではなく、円高差益が着実に消費者などに浸透するよう目配りするとともに、国内の産業構造を変革するような提言をしていくことにあるのではないか。

第二に、金融政策と為替政策の関係について述べたい。金融政策は新日銀法第2条により、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念にしている。従って、金融政策の運営においては、為替が先行きの物価動向や実体経済活動にどのような影響を及ぼすかという観点は重要であるが、為替の水準そのものを政策目標にするべきではない。また、わが国が80年代の後半に総合的な政策判断を誤った結果、バブルを生み出したという極めて苦しい経験をしていることも見逃せない。円高の問題が持ち上がってきた週末に船橋洋一氏の「通貨烈々」という本を読んだ。85年のプラザ合意時に1ドル240円であった円が87年のルーブル合意で150円になるという、4割もの円高が進行した局面での国際的な駆け引きを取材したものである。現在でも、その時の日米為替問題の背後にある構造的な問題が現在と全く変わっていない。15年前にもアメリカ

の大幅な経常赤字と日本の経常黒字の存在があり、現在もこの問題が一段と高まっている点を改めて痛感した。アメリカは、現在でも、対外赤字のファイナンスが困難化するリスクに直面している。日本はまた円高阻止ということだけではなく、先行き国際資金フローに大きな変動が生じた場合には協調介入などによる国際的な対応が求められる可能性もかなりあり得ることを念頭に置き、この局面に対処すべきである。現在は基本的に円高圧力が根強い訳であり、仮に介入によりこの流れを押し止めることができたとしても、所詮一時的なものに過ぎないのではないか。従って、為替レートに金融政策を割り当てることになれば、世間で有力視されているような積み上幅の拡大などが伴う。非不胎化介入を行なっても歯止めが掛からず、最終的には国債引受まで追い込まれるリスクがかなり高い。これは他の委員の方も指摘しているところであるが、私も同じ意見である。そうなれば、先程後藤委員も言われたが、これまで我々が政策決定会合で公表してきた議事要旨や各々の主張と矛盾してくる。それは政策の不連続ということになり、本行の今後の政策のクレディビリティを致命的に損なうことになる。

最後に多少視点が変わるが、先週末から様々に報道されていることに関して述べると、何故こうした状況になったのかを考えた結果、日本銀行の金融政策運営についての基本的な考え方が十分に理解されていない結果であるように思う。国民一般の理解不足だけではなく、政府や市場の方々も含めてそうである。私自身を含め、議事要旨により非常に明確に情報を開示していると安心していただいているところがあったのではないか。しかし、最近の報道振りなどをみると、それだけでは十分でないことが本当に分かった。情報をどのように正確に伝えていくかが非常に大きな問題ではないか。

植田委員

結論的には現状維持で臨みたいと思う。すなわち、足許、あるいは将来続くかもしれない円高の及ぼすデフレ圧力も考慮したうえで、デフレ懸念払拭まで現在のゼロ金利を維持するということである。介入と金融政策の

関係については、二回前の会合において自分の意見を要約したが、極く簡単に要点を繰り返したい。まず不胎化介入に関する様々な議論はほとんどナンセンスである。量的緩和で対応するという議論についても、単に量を増やすだけでは短期金利がほぼゼロになっている状況ではほとんど意味がない。従って、論理的に考えた帰結は二つしかなく、一つはマーケットがこうしたことを明確に理解していない、その意味で誤解が存在していることである。その誤解を利用して、何かアクションを採る余地があるのかどうかだと思ふ。これについても、私は前々回会合で非常に無責任な、あるいは無秩序な金融政策運営に繋がるため反対であると申し上げたし、最近の報道を丹念にみるとマーケット関係者にも誤解であることがある程度理解されてきているようにも思ふ。従って、誤解に基づいてアクションを採った場合の効果は然程大きくないと思ふ。

今一つの帰結は次のようなものであり、論理的に物事を考える内外の市場関係者あるいは政策担当者と議論をし、賛成できるかどうかは別として理解できるものである。短期金利はほぼゼロであるが、長期金利は低いとはいへ、まだゼロではない。従って、さらに下がる余地がどの程度あるかは微妙であるが、長期国債を大量に買えば多少は下がるかもしれない。長期国債を大量に買うオペレーションをした場合には、あるケースでは長期金利が下がり、場合によっては若干の円安要因になるかもしれない。また、仮にこれが長期金利が下がる方向に繋がらない場合は、かなりの規模の財政支出の増大を伴いつつ日本銀行による財政赤字のマネタイゼーションに繋がる。あるいは、そうした予想を喚起してインフレ予想を起し、長期金利は上がるであろうが、為替については円安方向に動くであろう。これは、そうした政策が望ましいかどうかは別として、円安の方向を出すためには一つのロジカルな帰結かと思ふ。一部の米国の政府関係者も単に不胎化する、しないという話ではなく、結局ここまでを狙って色々なことを言っていると考えざるを得ない。そのうえで、こうした政策を採れるかどうかであるが、これが円安を生み出すという点だけに限ればごく短期のプラスはあるかもしれないが、我々は様々なコストを伴うものであることを

十分認識している訳であり、私も反対である。しかし、今後こうした圧力は色々な意味で高まっていく可能性が非常に強いと思う。従って、行なわないのであれば、これまで以上に明確な理屈で説明していかなければならないし、万が一行なうのであれば、相当な覚悟を決めなければならない。以上を踏まえて現状維持とする。

藤原副総裁

金融経済情勢に関する判断は、前回と基本的な変化はない。まず最近の円高の景気への影響をどう考えるか、今一段の金融緩和の余地があるのか、三番目に政府の経済政策との整合性をどう考えるかという点から話をしたい。

まず、確かにこのところの円高は急ではあるが、一方では輸出や生産面に明るさがみられることも事実である。やや長い目でみると、景気回復期待が生じつつある現在、その国の通貨が強くなるのは自然な現象でもあり、これまでの円高のみをもって景気に深刻なダウンサイド・リスクが生じているとみるのは性急に過ぎる。勿論、市場には行き過ぎもあり得るが、その場合でも、まずはそうした行き過ぎが長く続くのかどうか、それが企業収益などを通じて景気にどの程度悪影響を及ぼすのかを見極めるのが先決である。

二つ目の追加的な金融緩和の余地については、日本銀行はオーバーナイト・レートを実質的に0%で安定的に推移させるよう潤沢な資金供給を行なっている。しかも、それをデフレ懸念の払拭が展望されるような情勢になるまで続けるとコミットしている。これ程の金融緩和をさらに緩和することは考えられないのではないだろうか。確かに、外部からは量的緩和とか介入の非不胎化など様々な声が聞こえてくる。ただ、銀行の超過準備や準備預金制度非適用先の日銀当座預金残高などの状況からみて、短期金融市場の資金はこれ以上増やせないほど潤沢になっている現実がある。すなわち、量的緩和や介入の非不胎化を主張する人々が想定している金融市場の状況は、現在のゼロ金利政策により既に達成されているとも言える。こ

れ以上の金融緩和の余地は、概念的にも技術的にも考え難いのではないか。

三つ目に、政府の経済政策との整合性についてどう考えるかである。政府が為替介入により円高阻止の努力をしている局面で日本銀行が一段の金融緩和を行なわなくてもいいのか、日本銀行は何もやらなくていいのかという問題である。しかし、日本銀行は既にこれ以上の緩和が不可能なほどの超金融緩和を実施している訳である。円資金をじゃぶじゃぶに供給していく政策は、円高が行き過ぎる場合にはそれを阻止しようとする政府の政策と既に整合的になっているのではないか。こう考えると、当面の金融政策についてはゼロ金利政策を継続するという選択肢しかあり得ないように思う。

多少気になるのは、このところ市場が一段の金融緩和を織り込んでいく模様でもあり、現状維持とした場合には円高が加速しないかどうかという点である。この点はある程度覚悟しておく必要があると思う。確かに、そうしたオーバーシュートの可能性は否定できないが、そもそも為替市場が介入や金融政策などの通貨当局の一挙手一投足に過敏に反応するのは、当局の側が為替の動きに細かく対応しようとしてきたことによる面もあるかと思う。何人かの委員が指摘されたように、80年代後半には為替相場に重点を置いた政策運営で金融政策は苦い失敗をし、バブルを助長する一因となった。そうした歴史から学んだはずの誤りを僅か10年余りの間に再び繰り返すような愚は犯してはならない。国際的にも国内の事情からも、このところの状況は1987年を想起させる。本日、仮に何らかの金融緩和ないしはそれと受け取られるような政策を行なった場合、マスコミは政府やアメリカの圧力によるかと言いかもしれない。本行は過去を反省し、これまで新日銀法の下で政策のアカウンタビリティを高める努力をしてきた。特に私は日銀法改正の審議に参加し、単に独立性とか透明性を抽象的な文言としてもて遊んできた積もりはないため、協調介入と引き換えのような形で金融政策を行なうなどという、アカウンタブルでない政策を採ることには賛同出来ない。

しかし、やはり現実的に物を見ていかなければならない。月末にはG7

での討議の場もある。本行の関係では、10月初めに短観が出る。そうした節々での検討の機会に、現在指摘されているような様々な厳しい状況を見極め、政策決定は横綱相撲で堂々で行なっていくべきだと考える。ただ、今日の政策決定会合は月二回目の会合ではあるが、円高問題に伴い内外からこれだけ注目が集まってしまった以上は、例え現状維持の場合でも議長には記者会見を行なって頂き、背景説明を十二分にして頂きたい。つまり、仮に現状維持という結論になれば、その考え方、議論をしっかりと説明して頂く、それが本日採り得る最も適切なアカウンタブルな政策ではないかと思う。さらに二、三の委員が言われたが、議長によるバーバルな記者会見だけではなく、仮に本席で賛同が得られれば、ステートメントを用意するのも一つの工夫かと存ずる。

(午後0時21分中断、午後1時11分再開)

速水議長

それでは、皆さんから頂いたご意見について、ご質問や討議がありましたら、暫く討議をしたい。

山口副総裁

一、二の点について補足的に申し上げたい。まず最初に中原委員の発言についてのコメントだが、日銀法第4条を引き合いにされて整合性を取る必要があると言われた。この日銀法第4条は非常に注意深く練りに練った文章になっており、政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、政府と連絡を密にし十分な意思疎通を図るとある。政府と連絡を密にし十分な意思疎通を図る最も重要な形が、ここに政府代表お二人に来て頂き、議論から決定に至る発言を全て聞いて頂いていることに現われている。そうした形で意思疎通を図った上で、最終的には日銀政策委員会の判断において付議事項を決めなければならないのが日銀法に求められていることである。先程、財政の効果が出る時には、それをサポートするように金融

政策を運営すべきであると言われていた。それは一つの当然な考えだが、私は財政の効果も含めてマクロ経済全体がどう動くのか、物価がどう動くのかという全体を相手にして金融政策を運営するという考え方をとる。

第二に、政府と日銀の間で為替政策について対立があるかのように見られるのは具合が悪いという指摘があったが、具体的に何を指しているのかはご説明がなかった。私も最近海外に出張した際の色々な会話を通じて、政府の責任において介入が行なわれた場合に、日本銀行がいわゆる不胎化オペレーションにより介入効果を相殺してしまうのではないか、ということが最近言われていることの一つだと理解している。実際に日銀が行なっているオペレーションの意味合いは、そうした世上の理解とは相当違う。我々は介入に効果があるとして、それをオフセットするようなオペレーションを行なっている訳では全くない。その意味で、政府の為替政策と不整合な金融政策上のオペレーションを行なっている事実はない。そのことをむしろ良く理解してもらうことが必要ではないか。以上が中原委員が言われたことへのコメントである。

それとは離れて、仮に現状維持という決定を下す場合、それがマーケットに対していかなる影響を及ぼすかは、やはり重要なポイントであろうと思う。市場があることないこと等々色々なことを織り込んでしまっていることは事実であり、日銀の政策の出方次第で市場に予想外に大きな反動が出てくることはあり得ると思う。ただ、仮に現在の市場の雰囲気に乗るような決定をした場合、先程の植田委員のお言葉を借りると、誤解を利用した一時的な効果が出ることはあったとしても、多分長続きしないのではないか。最近の円高の流れが基本的に日本経済の回復期待なり企業収益の回復期待に伴う展開だとすれば、次の波がまた来るはずである。誤解を二度利用する訳には多分いかないため、やはり最後には我々の政策の一貫性が問われることになるのではないか。私自身はそうしたことを踏まえた上で、自分なりの判断をしたい。

中原委員

政府代表が決定会合に出ておられるから十分に連絡が密である、十分な意思疎通が図られているとは私には到底みえない。今少し色々なレベルで常に政府との連絡を密にし、十分な意思疎通を図る必要があると以前から思っているが、今回そのことを益々確信している。現在の政府の経済政策の重要な一部である為替政策について、大蔵省あるいは政府の方針と日銀の方針あるいは金融政策が整合的かどうか、私には疑問が残らざるを得ない。また、マクロをみるのは全くそのとおりであるが、現在の経済情勢は財政が支えている訳であり、その財政が十分に効果が出るよう日銀としても動くのが当然ではないかと思っている。これまでの1年半の議論を聞いてみると、財政の効果が出るからここは黙ってみてみようという話が随分あった。私としては仮に効果が出るのが分かっているのであれば例えば金融緩和をすとか色々な措置を採ることが必要であると申し上げてきた積もりである。やはりタイミングの考え方も随分ズレがあるのではないか。

長年マーケットを見てきたが、私が一番恐れているのは現在が非常に重大なジャンクチャーであることである。一つは株価が1万7,000円台で何とか持ち堪えていることである。以前に1万7,040円を付け、戻ってきて1万7,058円をザラ場で付けている。従って、そこは二番底のような格好になっており、これがもたないで下へ抜ければ恐らく1万6,000円前後まで下がるを得ないだろう。従って、1万7,000円は極めて重要な節目である。そこを守れるか守れないかは目先の非常に大きなポイントになっている。円の場合は108円が二番底になっていた訳だが、まだ戻りが十分ではない時に本日のような話ができれば、103円を突破して100円を割れると読んでいる。従って、タイミング的に少なくとも株式市場と為替市場については重大なジャンクチャーにあると判断しており、本日の結果如何では非常に大きな反動が来ると思っている。

市場の誤解云々という話が何度も出て来るし、一般に良く説明しろとか市場に説明しろという話が出て来るが、市場も馬鹿ではない。市場はその

市場なりにロジックをもって動いている訳であり、そこは市場のことは市場に聞けと昔から言うとおりでである。任せるのが一番良いのではないか。

速水議長

確かに財政からの反響は大きいと思うが、ゼロ金利という思い切った資金の供給を行ない、それが短期金利から中期・長期金利へ移り、債券・株式に移っていく現状は金融緩和の大きな効果である。財政だけでここまで来た訳ではない。そうした意味で我々は自信を持って良いのではないか。

中原委員

私は2月の緩和措置は非常に巧くいったが、その効果が出尽くしつつあるため、そこを良く考えなければならぬのではないかと申し上げている。2月12日の引き下げに伴い効いたのは株式と為替と長期金利であることは、まさにそのとおりである。

速水議長

経済がこれだけ巧く動き始めている以上、効果も十分に浸透していく余地があると思う。

先程植田委員が発言されたのは、財政赤字のマネタイゼーションを行なうと国債金利は下がるということか。

植田委員

マネタイゼーションを大量に行なったり、そうした予想が生まれれば、現状でインフレに火が付くかどうかは分からないが、ある程度、将来にインフレあるいは悪性インフレになるであろうという予想が生まれる。その場合、多分長期金利は足許から上がり始めるが、円についてはインフレあるいはインフレ予想に対応して安くなっていくであろう、と申し上げた。単に円安を起こすのであれば、これは手段になるが、他のコストを考えると簡単に採用できる手段ではない。

中原委員

何度も提案理由で申し上げているが、私が一番恐れているのはそこである。結局そうすることを迫られる前に防がなければならないが、どうもそうした状態に追い込まれてきている気がしてならない。金利と量は裏腹だと言っており、ゼロになっていない金利がある訳だから、植田委員が言ったようなことになると思う。

いずれにしても、秋に補正予算が国会で出て来れば、どういう無理難題を吹っ掛けられるか分からない。それをどう防ぐのかを今から考えるべきだというのが、以前から私が申し上げている提案趣旨の一つである。

速水議長

現在の円高には、経常収支の900億ドルにも及ぶ黒字もあるが、外人の株買いも影響している。株式市場は年初来6兆7~8,000億円の流入超になっているが、アメリカ経済が不安定化し、ヨーロッパも今一つ回復感がないために、日本の株買いに資金が入ってきている。外人の株買いが大幅に増えていくのに、一方で従来あった円キャリー・トレードのようなものが非常に静かになっている。この結果、円買いが急速に出てきたのだと思う。そうした状況も契機になって先物も動き、実際の円買いも起きており、これが新しいファクターになっている。それがいつまで続くかは分からないが、市場は行き過ぎだと思えば必ず逆が出る。方向としては円高かもしれないが、急激に円が強くなっていくのが一時的なものであればそれは調整される。私は必ず市場が調節していくと思う。

三木委員

国の政策との整合性という問題については新日銀法にも規定されていると思うが、財政政策とそれを受けた金融政策は、大きな方針に関わる部分では国の政策との整合性を念頭に置いておくべきである。事実、これまでは多分そうした考え方で臨んできたのではないかと思う。しかし、今回の円高問題についてだけは、日銀は何となく円高容認だと世間に受け取ら

れた。国の政策としては、急激な円高は景気の下押しになるため、断固たる処置を採るべき状況の局面で、日銀は円高容認だと受け取られたことが今回の一番大きな問題である。その原因として政策の整合性に関わるお互いの意思疎通が欠けていなかったかどうかを検証し、今後こうした状況が生じないように対処しなければならない。恐らくこれまでの経緯の中でそのようなことはなかったと思うが、世の中がそう受け取っているのであれば問題である。我々も急激な円高は必ず景気の足を引っ張るとかねがね言ってきたことであり、それについて国の政策との整合性に欠けると受け取られたことは、今後の金融政策を行なっていく上での反省として考えていかなければならない。政府代表がここに出席して居るから、それで政策整合性は取れているという性質のものではない。

今までの一連の金融政策において、打てるだけの手は打ってきたし、その効果も出てきている。特に、2月時点の金融緩和は、急激な円高、金利高、株安というシチュエーションの中で、景気回復に向けての財政政策を補完する金融政策として採った措置である。当時の状況の中で急激な長期金利高はワン・オブ・ゼムに過ぎない。今回はそうした要素への対応は十分に全うされている。現在の実体経済、金融経済の動きからみて、唯一急激な円高だけが残ってしまったということである。しかも、それが日本経済の今後の回復に水を差す形で出てきているところに問題があるとすれば、その点のみに対応するというのではないかと思う。従って、第一義的には介入しかないのではないか。

速水議長

介入については先般からスミージング・オペレーションをかなり行なっているし、今後も実施することになるだろうと思う。これには別に誰も異を唱えない。為替に対するスタンスが政府と違っていると言われるが、先日も宮澤大蔵大臣がわざわざプレスを呼んでまで意見を出し合い、同じ認識にあることを共有した訳である。それ以前にもそれぞれの段階でかなり話し合いを行なっている。私も宮澤大蔵大臣とは8月にもかなり長く話し

合ったことがあり、そうしたことを大蔵大臣はよくご存知のうえで、ああした会合を持って下さったと感謝している。ただ、日本銀行とF e d、大蔵省と財務省にはそれぞれの立場もあるであろう。F e dとの連携は良く取れるようにしていく積もりであるが、アメリカでも財務省とF e dは必ずしも全てが一緒だという訳でもない。ただ、日銀法4条の趣旨は常に頭の中に置いている。

武富委員

不協和音のようなことが言われているのは誠に心外であり、憶測に基づいた物言いがあるだけの話である。事の本質は為替以前の問題として、全てがさらなる金融緩和とは何か、それが可能なのかという点の理解にまだ一致したものがないところから始まっているように思う。私は円高になるうが、長期金利が上がろうが、いかなる環境変化があろうが、さらなる金融緩和は相当難しいことだし、行なうことが本当に良いのかどうかを疑問に思っている。たまたま現局面は円高なため、括弧付きのさらなる金融緩和で側面支援が必要というように話が込み入ってきたが、為替などを一切考えずに金融政策を正面から考えるならば、さらなる金融緩和を主張する人にあなたは何を考えているのか、と問い返したい。さらなる金融緩和に伴いいかなる状況が起きるのか、効果があるのかについては、この場でもかなりの意見の差はある。しかし、さらなる金融緩和政策とは、無いものがあるように言っているに等しいという認識を揃えない限り、世の中から永久に不協和音を作られてしまうと思う。その意味で市場が理解しているとか理解していないという議論も無意味である。理解していないものが一部にあるからそういうことになっている。長期金利に多少軸足を移す余地があるかもしれないというのがさらなる緩和の一つの形態であろう。しかし、これの持つ効果と潜在的なコストを考えれば、余程のことがあっても近寄らないというのが私の感覚である。

今一つ、操作目標をある量的指標に設定し、中間目標も量とし、最終目標は物価だというのは、できないことでも目標を設定するかしないかだけ

の選択でしかない。その点についても色々な錯覚があり、金融政策にはこれ以上出来ることがないと言ってしまふことの市場への悪影響を心配して、まだあるということになっているが、仮に市場が本当に分かっているのであれば、そのような期待はしないはずである。金融政策の現状は、量的にも实体经济が必要とする以上に十分出ている訳であり、これは景気回復へ向けた政府の政策や景気回復の阻害要因となる相場の急変など色々な外部環境の変化を回避しようとするスタンスと全く整合的である。もう一步踏み出さないから協力していないというのは、そもそも議論として成り立ち難い。金融政策は目一杯、全方位全開で行なっている。ベースマネーを何%にしようとしても、出来ない理由は十分分かっているはずである。強引に行なっても短資のみに流動性が溜まってしまい、一体何を達成できるのか。それで本当に円高が抑止出来るのかと思う。議論する必要がない素朴な所で、まだ錯覚に基づいた議論がなされている気がする。

円高や長期金利の上昇といった局部的なことで考えるのではなく、金融政策の緩和が実質として何を意味しているのかを皆が透徹して理解することが出発点である。その意味では、まだ改善の余地が残っている。三木委員と若干意見が近いと思ったのはそうしたことであり、仮に為替円高が困るのであれば、考え方としては現局面では介入しかない。介入の是非の論議はあると思うし、実施するのであれば協調の方が効果があり、それも二国間の協調よりも多国間の協調の方がより効果があるだろう。それを突き詰めていけば先程のレジーム的なことにも行き着くと思うが、そうした議論の出発点に米国におけるビナイン・ネグレクトの哲学が厳然としてあり、常にそこで色々な努力が跳ね返され、右往左往しているのが変動相場制以降の通貨史の現実である。そのような前提の下で協調の形を作ろうとして金融政策もそれに参加しなさいと言うのは、出来る余地があれば喜んで参加するだろうが、さらなる金融緩和政策というものがゼロ金利の下で本当にあるのかという問い返しになる。やることは目一杯やっており、後は何を本当にやるのかという素朴な疑問がある。

三木委員

武富委員のお話には賛成する部分が多い。これまで続けてきたゼロ金利は、かつてない異常な金利体系である。ここまで踏み切っている金融政策に実体経済が漸く追いつき、街にはお金が有り余っている状態である。こうした中で、敢えてさらに金融政策として量的緩和だといった要請が出て来ること自体が非常におかしい。不毛の議論になるような気がして仕方がない。現在は急激な円高の問題だけが出てきている。従って、それへの対応のみを詰めれば良い。しかし、その点でアメリカには何とか量的緩和を促して米国債の買いに繋げていこうという思惑があるのではないかと勘繰りたくなる。この急激な円高を止めるには介入しかない、単独ではだめだから協調介入だ、そのためには見返りを寄こせと、単純にはそうとも受け取られかねない感じがする。そうした中で、量的緩和にはいかなる効果があり、現在のゼロ金利政策では問題なのかを吟味する前から話しがそこへ行ってしまい、何となく不毛の議論をしている。従って、まずゼロ金利政策を何故行なっており、その効果はどうかについての説明をより明確にするべきである。その上で、G7の場で議論を十分にすべきである。

速水議長

今回のケースは不可解だが、プレスが随分書き立てた。MOFと日銀の意見が一致しているというのでは記事にならないため、対立しているかのように大きく書く訳である。その点は自分達にも多少の隙はあったかもしれないが、実際には先般宮澤大蔵大臣と話し合っている、考え方は違わない。大蔵大臣も金融政策は日銀がやっていることで正しい、あれで良いのではないかと国会でも答弁してくれている。

日本の新聞のみならず、海外のクオリティペーパーも妙な記事を書いている。後藤委員が言われたとおり、あのような記事が出れば直ちにこちらも反論する方が良いと思う。

篠塚委員

三木委員に仮定の質問で恐縮であるが、仮にアメリカとの間で協調介入をするという約束のようなものがあるならば、日銀は何らかの金融政策に応じるべきだというお考えなのか。

三木委員

そこまで申し上げているのではない。現在は我が方として採ってきた金融政策が厳然としてあり、明確に効果が出ているし、今後もある。従って、これを動かす必要は毛頭ない。ただ、今後の懸念材料として長期金利の問題が間違いなくあるし、当面の唯一の問題として急激な円高の可能性があるとということである。現状程度の円高であれば全然問題はないが、国際競争力を考えた円高対応の成果が出ないうちに急激に上昇するのは困ると申している。その対応として介入しかないのであれば、徹底介入しかないし、単独では効果がなかったということであれば、協調介入しかないだろう。G7の場でそのところを十分に話すべきではないかと申し上げている。円高についてはまだ懸念ないし先行きのリスクである。中原委員が予想するように今後90円になるといった形で急に上昇するのが困る。そのための対策が介入しかないのであれば、徹底的に理解を求めて協調介入にもっていくべきではないか。

後藤委員

最近の円高ドル安という為替市況の動きが、海外論調では資金の国際的なリサイクルの問題として捉えられている面がかなり強い。新聞等でもかなりそうした論調になってきている。先週末のルモンドがそうした観点を直截に書いた記事を発表している。要するに、長年の間、世界のファイナンス・バランスは日本の資金過剰が米国の資金不足を賄う形で世界全体が繁栄してきた。しかし、日本が成長軌道に乗り、資金がネットで日本へ入って来る状態になると、資金のリサイクルが巧くいくのだろうか、それが止った場合はアメリカの経済繁栄に一種の非常に大きい障害が出るこ

とはないか、という論調である。非常に逆説的ではあるが、日本の成長路線への復帰は米欧経済にとって非常に不安なニュースになるということである。

先程の介入の問題にも関連するが、円高ドル安がある限界点を超えれば、アメリカにとっても資金流入の面での不安定化要因が出てくるのではないかと思う。ただ、その限界点と、我々が現在、円高の限界点と考えているところとの間にはまだ開きがあるという感じがする。その辺はアメリカにとっても全く心配がないということではないかと思っている。なお、この記事では1ドル100円が転換点で、それを超えれば日本に流入している資本は冷や水を浴びて円は安定に向かうだろう、経済改革のユーフォーリアが崩れれば円は再び110円台に戻るのではないか、という言い方をしている。結局、三木委員が言われたように介入で急激さを抑えるという話が一つと、今一つの考え方は行くところまで行かせて腰折れ的な様相ができれば、円高を抑える方向に働いて資金の流入が止まり、そこでバランスが生まれるだろう。それを極力短期間にやってしまう方が傷が少ないだろうし、介入によりショックを均す方法とどちらが痛みが少ないか、実害が少ないかという選択の問題ではないかと思う。平野国際局長、その辺についてはいかがか。

平野国際局長

後藤委員がご紹介されたルモンドに類するような論調は、ワシントンポストやウォールストリートでもみられる。結局、アジアの回復がアメリカの成長減速をもたらすという論調であり、ロジックは委員がご紹介されたとおりである。ご指摘のように、アメリカは大きなインバランスを抱えている訳であり、潜在的な不安は非常に大きいと思う。資金のフローが本格的に変わり、それが資本市場を打つことにより経済が急速に収縮するリスクは常に念頭に置いていると思う。確かに以前からご報告しているとおり、国際的にアクティブな投資を行なう資金は、現在日本に向かっている。B P等のデータをみても、株式市場だけではなく債券市場にも相当の資金が

入ってきている。また、メリルリンチなど市場参加者が注目しているサーベイデータを見ても、今後の投資チャンスは円市場だという結果が一貫して出ている。日本に目が向き、アクティブに動き回る資金が入ってきているのは事実であろうと思う。アメリカがこれをどうみているかだが、潜在的なリスクは常に頭に置きつつも、現実にはアメリカの資本市場が大きく変動をきたさない限り、そのリスク感覚は日本の円高に対するリスク感覚と多少違うという感じを私は個人的には持っている。前回の決定会合以来、アメリカの金融資本市場は堅調に動いており、長期金利は6.057%程度で安定しているし、株価も安定している。そのような状況では潜在的な恐れを持ちつつも、現実のものにはなっていない訳であり、見方に温度差があると感じている。

速水議長

私も市場は行き過ぎれば必ず逆に動くと思う。特に、為替市場は、一方的に行ってしまうことはあり得ない。かつてメキシコや中南米で色々な事態が起き、逃げ場がないためマルクが先に買われ、円へも相当の金額が流入して急速に円高になったことがあるが、そうした事態ではある程度介入しないと収束できないかもしれないが、そうでない場合は、行き過ぎれば必ず調整をする。皆さんご指摘のように、漸く景気が底を打ち、これから芽が出始めるという時に、円高という冷たい風が経済の萌芽を摘んでしまうような状況が起きるのは困る。それに対しては、金融面でも何かできることがあれば対応しなければならない。しかし、現在は今少し様子を見極めていく必要がある。今回のケースは、アメリカの株が下がり、ヨーロッパも景気が多少不調になったため、日本の株が目立ち、つれて株買いの円買いという流れであったと思う。円高が多少は続くかもしれないが、日本の経済実態からみて自ずと限度はあるとみている。

中原委員

後藤委員の話の関連であるが、90円前後になれば、アメリカも動かざる

を得ないという説はかなり有力である。

後藤委員

従って、協調介入をやるという水準について開きがある。

中原委員

そうかもしれない。今回悩ましいのは、仮に日本が急落すればニューヨーク株に響く点である。ニューヨークを分析してみると、一目均衡表の雲の幅が非常に薄いところにいき、少し下に下がってしまっており、何回か急落する可能性がある。日本の株価は厚い雲の中に入ってしまったっており、これもやはり下に抜けると雲が厚いだけにかなり抵抗が大きくなる。従って、本日発表すると、恐らくダウが急落し、円が大幅に円高になり、さらにニューヨークへ飛び火する可能性がかなり強い。

先程の武富委員の話について、量的緩和はできないと言われるが、それは短期の金融市場をみているからということが一つ、より極端に言えば、資金運用部が100兆円の国債を自分で持っていることを条件にしたうえでの話である。これが次第に変わり新発債が大量に出てくることになれば、日銀は何をすべきかは変わって来ると思う。財政や国債について、金融としてどのように考えていくべきかということが非常に大きな問題として残っているのではないか。

武富委員

それは大きな問題である。その先のどういうことをお考えなのか分からないが、運用部も含めて公的金融セクターがある歴史の発展段階では必要であったが、結果的には肥大化して定着してしまっているために、公社債市場における公的部門の保有比率が非常に高い。かつて株式市場において持合いの比率が6、7割で固定しているため、場に出てくるのが3割になり、株価形成が非常に不自然になったのとやや似た意味で、公的部門ががちりあったからこそ公社債市場における純粹民間保有部分での流通

市場においてある種の価格形成ができ上がった訳である。そこへ公的部門保有の国債が供出されてくることになれば、影響が大きいと思うが、そのことと金融政策とは私の頭の中で直ちには結び付かない。それはまさに公社債市場の正常化のための一つの契機であり、本会合でも以前から何度も申し上げているように、少なくとも長期債については、貯蓄性の資金と吻合していく資金の循環メカニズムを考えるということであると思う。日銀が関与するのは、金融調節に使うインスツルメントとして民間債でもいいが、国債が一番市場の厚みがあり適当であるため、取り敢えずは短期の国債から始め、必要に応じてオペ対象を中期債まで拡大するとしても、その調節方法としては短期のレポスタイルということになると思う。しかし、中原委員の言われる金融政策としてという点は全く理解できない。要は、日本の資本市場を市場原理の働く市場にどう作り上げていくかという問題である。また、流動性と貯蓄性資金を概念的には区分けして考えなければ、大変おかしい議論になってしまう。流動性の調節をすべき中央銀行が資本性の世界にどっぷり浸ることになる訳であり、それは事の本質上区分けして考えるべきである。

植田委員

先程武富委員が言われたことは私が先程申し上げたことにかなり近いと思うが、ただ今言われたことは微妙に違うかもしれない。その前に中原委員が言われたことも私はよく分かる。私なりに整理すれば、短期金利がほぼゼロになってしまうと、狭い意味での貨幣と短期の金融資産とは概ね同じ資産になってしまう。従って、その間の交換を行なうのが通常の伝統的な金融調節であるが、こうした状況ではマネーの量を増やしても経済全体にはほとんど影響しない。その意味で量的緩和には意味がないということであるし、この時点で不胎化介入と不胎化しない介入が結局は同じであることとの裏側でもある。その上で、マネーと同じようになってしまった短期の金融資産とはまだ違う資産があれば、それと貨幣を交換すれば経済に影響があるかもしれない。長期の資産、例えば長期債が本当に現時点

で短期金融資産、あるいは貨幣との完全代替財にかなり似た資産になってしまったのかどうかは、答えは難しい。ただ、完全に同じでなければ、その交換はまだ若干の効果を経済に及ぼすかもしれない、その意味で量的緩和は意味があると思う。これが先程中原委員が言われたことだと思う。

ただ、それは長期債市場に直接入っていくことであり、現在でもある程度オペを行なっている訳であるが、それを大きく拡大していくとか、場合によっては国債の引き受けにいくかもしれないアクションである。それは、我々としては簡単に採りたくないというのが一致した見解だと思う。勿論、我々の見解が外部でそう簡単に通るかどうかは別の問題であり、理論武装をしっかりと固めておく必要がある。そのような資産の例としては国の債務のみならず、民間の債務にもまだ幾つかあると思うが、それはそれで別の筋の悪さを引き起こすオペ対象玉である。このような整理ができるのではないか。

山口副総裁

私もそうした整理の仕方に賛成であり、海外の人と議論すると植田委員が言われたことに比較的近い議論をすることがある。ただ、そうした人達と話をしている気がつくのは、彼等の日本経済の現状についての認識が実態とは非常にかけ離れている場合が多いことである。つまり、日本で現在物価が絶対的にかなりの幅で下落しているという意味で、相当ひどいデフレが進行しているという類いの理解に立った上で、植田委員がリスクとして挙げた後遺症が残る措置でも選択すべきではないかという議論が多いように思う。そこは日本の現実に対するパーセプションにギャップがあるため現在の状況を踏まえるとそうした選択は極めて慎重であるべきでないか。そうした説明に努めている積もりであるが、非常に重要な問題の一つである。

なお、先程出てきた論点の幾つかについて極く簡単にコメントさせて頂く。三木委員から日銀が円高容認論と捉えられているのではないかというご指摘があったと思う。そうした言葉をどなたが使われているのか良く知

らないが、為替相場というのはそれ自体が孤立した現象として出てくる訳ではなく、今回も資本が流入し、株式相場が活況を呈するという流れの一環として為替の上昇が起きてきた訳であり、そうしたマーケットの流れ全体を観察する必要がある。その上で、容認するとかいう表現は非常に誤解を招き易い訳である。自由にコントロールできる状態があつてこそ、初めて容認するとかしないとかいうことが言葉として意味を持つと思う。為替にしても株価にしても自由にはコントロールできない。出来ることは、こうした市場の流れが経済全体に対していかなる影響を与えるのかを捉えて、その経済に対して手を打つ必要があるのかどうかということしかないのではないか。日銀が市場の流れ、円高の流れを容認して、大蔵省がそれに反対の見解に立っているということでもなかったと思うし、現に最近の大蔵省による為替のスミージング・オペレーションは日銀もサポートしてきた。その意味でも、介入資金を市場の中でどのように取扱っていくかという実態においても余り齟齬がないのではないか。

最後に、日銀法4条の解釈で政府代表の方々に決定会合に出席して頂いていることだけで意思疎通を全て果たしていると受け取られたとすれば本意ではない。勿論、我々は色々なレベルで常日頃から意思疎通を図っている。ただ、日銀法に定められているとおり政府代表の方が場合により政策の提案をされる権利を持ったうえで決定会合に出席されることは意思疎通の相当高いレベルの表現形態ではないかと申し上げたかった訳である。

速水議長

ここで私の見解を述べさせて頂きたい。前回の会合から然程日数が経っていないが、この間に急速な円高の進行があり、それをどう評価し、日本銀行としてどのように対処していくべきか、私自身もこの2日ほど熟慮に熟慮を重ねてきた積りである。先程報告したように、急激な円高に関する政府の憂慮は先般宮澤大蔵大臣から直接伝えられたところである。長い目でみれば、経済の実勢を反映した円高は国益に反しないというのは、私の持

論である。しかし、同時に行き過ぎた為替相場の変動が景気や物価に悪影響を与えかねないことも、記者会見等の場で何度か申してきたところである。こうした最近の相場変動に関する認識は、日本銀行と政府で共有されている。一方で、何人かの委員から指摘があったように、為替相場そのものに金融政策を直接割り当てるのが適当でないことも、かつてバブルの発生・崩壊の過程から得られた私共の貴重な教訓である。要はこのような局面だからこそ、中央銀行の責任と判断において金融経済情勢を的確に判断し、適切な政策対応を図っていくことが重要ではないか。

その際のポイントは、第一に、円高の進行が日本経済に及ぼす影響をどうみるかである。第二には、追加的な金融緩和の余地をどう考えるかである。まず第一に、日本の現状では円高は輸出企業の収益を悪化させ、景気に下押し圧力をもたらす面があることは確かである。足許の景気が輸出や生産の増加を中心に徐々に明るくなってきたところだけに、円高がそれを直撃すれば、何とかみえてきた経済の回復が再び遠のくリスクがある。しかし、現在はアジア経済の回復に伴って海外需要が好転しているし、現地の生産化が進んでおり、輸出企業の円高対応力がかなり改善してきているという円高のマイナスインパクトを和らげる要因が育っていることも見逃せない。現在はこうした諸々の要素を踏まえて、今後の景気、物価の展開をよくみていくことが適当な段階ではないかと思う。

第二の追加的な金融緩和余地については、外部で様々な主張が行なわれているが、現在の金利政策の下で資金はまさにじゃぶじゃぶの状況になっている。日本銀行がいわば究極の金融緩和政策を続けていることは、実は急激な円高に対応しようとする政府の政策とも十分整合的はずである。同時に、中央銀行として責任の持てる緩和措置はもはやこれ以上は考え難くなっていることも事実である。ここで実質的な効果が期待できないような政策に安易に踏み切ることは、却って日本銀行のクレディビリティを損なうリスクがある。ただ、追加的な金融緩和の余地がほとんどないとしても、円高がさらに急激に進行していった場合、黙ってみている訳にはいかない局面もあり得ると思う。その際、日本銀行として出来ることは、現

在のゼロ金利政策の効果の浸透をさらに確実なものとするべく金融調節面での対応力を質的に強化することではなかろうかと思う。この点、オペ手段の拡充等も含めて、どのような対応があり得るのか執行部として確り検討していつてもらいたい。そうした将来に向けての対応も念頭に置いた上で、本日の金融政策方針については私も現状維持としたい。

なお、本日の決定については内外の注目が大変高くなっている。またゼロ金利政策の考え方やその下での金融の実情、つまり金融市場に如何に資金が潤沢に供給されているか、金融環境が如何に緩和されているかといったことを改めて一般に説明し、理解を求めていくことが極めて重要である。従ってご賛同頂ければ、先程副総裁からも提案があったが、本日の決定に至った考え方をステートメントとして対外発表すると同時に、私が記者会見し、政策委員会の総意を内外に説明してはどうかと考えている。

以上が私の意見であるが、金融情勢や金融政策運営について追加的なご意見ご議論があればどうぞ。

それでは、議案の取り纏めに入って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

その前に、政府から出席された方々からご意見があれば発言して頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

わが国経済の動向をみると、景気は民間需要回復力が弱く厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果の浸透などでやや改善していると判断している。なお、最近の為替の動向については、景気の厳しい状況をなお脱していない現段階での急激な円高はわが国経済に悪影響を及ぼす懸念が強く、望ましくないと考えている。今後とも為替動向に注意しながら適切な対応を行なうことが必要と考えている。政府としての今後の政策面については、先程、谷垣大蔵政務次官から話があったので重複を避けたい。

金融政策について、日本銀行におかれては、自律的な経済回復が明らかになるまで適切な金融調節の手法により、潤沢かつ効果的な資金供給を行ない、引き続き日本経済の回復に貢献する金融政策を行なって頂きたい。

原口大蔵省総務審議官

わが国の経済の現状認識については、景気は最悪期を脱しているが、まだ民間需要の回復力が弱く、雇用情勢も厳しい状況にあると考えている。従って、政府としても色々な措置を採っているが、特に最近の急激な円高の進行が、消費者や企業のマインド、あるいは企業収益に影響を及ぼすことにより、漸く最悪期を脱した日本経済に悪影響を及ぼすことを懸念していることは重ねて申し上げたい。

次いで、個人的な意見ということで補足させて頂く。そのように大変であるならば介入を行なうことが第一ではないかという話もあった。もちろん、これまでも色々な介入を適宜適切に行なっているが、介入だけで操作できるのであれば、過去においても80円になるといった事態はなかったと思う。量的にも市場に出ていく資金が無尽蔵にある訳ではなく、市場の心理的状況や協調介入であるか否か、タイミングや他の財政を含めた政策の後押しなど、色々なことにより効果的であったり、状況によっては非常に限界がある訳である。従って、これまでも非常に苦労していることは、ご認識を頂きたい。介入については機微にわたる話であり、現在どうするかは分からないが、これまでの状況には申し上げたような難しい面がある。総論としては谷垣大蔵政務次官から申し上げたことに尽きるので宜しく願います。

速水議長

ここで議案の取り纏めに移りたい。私からは現状維持の議案を提出したい。他に正式に議案を提出したい人があれば、どうぞ。それでは、事務局は中原委員と私の議案を配って読み上げて下さい。読み上げの後、中原委員から議案の説明をしてもらいたい。

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案、議長案の順で読み上げる。まず、中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（9月16日～10月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る（注）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（注）マネタリーベースについて2000年1～3月期平残で前年同期比10%の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比6%程度）が続くことを前提とすると、来年3月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を増額させる必要がある。以上。」である。

次いで議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配意しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。別添を読み上げる。「別添。平成11年9月21日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致or賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合

までの金融市場調節方針は、以下の通りである。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは、2月12日金融政策決定会合時点。以上。」である。

中原委員

提案理由を説明する。第一は、いわゆるゼロ金利政策が長期に亘って継続する中、為替が103円、株価が1万7,000円までできてしまっており、効果が出尽くして戻ってしまったことである。従って、この段階においてCPI目標付きマネタリーベース・ターゲティングに移行することが必要である。第二には、現在の円高は極めて急激であり、下期失速の可能性が高いと考える中で、例えば100円を切るような円高が進行すると、株価が大幅に下落する等、景気の先行きに決定的な悪影響を与えると憂慮する。昨年10～12月をベースに119円81銭がこの10～12月期以降105円になるケースを計算してみたところ、99年度の影響がGDPで-0.2%、2000年度で-0.9%であった。仮に、これが95円になると、それぞれ-0.4%と-1.7%程度になる。95円というのは決して想定外の数字ではなく、極めて憂慮している。三番目に、確かに円高は、長期的にみれば良い訳であるが、目先の経済を考えるとその水準が120円の場合と108円を上回る円高では完全に経済に与える度合が違ってくる訳であり、日銀としてはそうした意味において経済へ配慮している姿勢を明確に打ち出す必要がある。四番目として、確かに短期市場だけを見ていると資金がだぶだぶに供給されているかもしれないが、ベースマネーも増えていない、マネーサプライもむしろ減っており、マクロで見れば決して緩和になっていない。何をもって潤沢な資金供給とするのかは非常に問題があり、その意味において量的な緩和を一層図るべきである。

次に、10月に臨時国会が始まり、既に真水数兆円という補正予算の議論

が出ている訳であり、買切オペの増額や、日銀引受の強い要請が利害関係者から出てくることは避けられないと思う。そうした圧力をかわしながら、日銀にとって自由度の高い、柔軟な金融政策の枠組みを作っていくことが肝要である。CPIターゲティングについては、金融政策にディシプリンを与え、目指すところを抽象的ではなく分かり易く与え、かつ政治的な介入を防ぐ盾としても有効であると思っている。欧州諸国で既に実施中のところを参考にしながら、早急に取り入れて実現すべきだと考えている。

山口副総裁

技術的なことであるが、先程来の議論の中で、超過準備額はなかなか増やそうとしても増やせない、むしろ最近は減り気味という傾向が出ている訳である。そうした状況をこの提案はどのように踏まえているのか。

中原委員

先程言ったように、レポ・オペで増やしてもいい。執行部の説明では、30兆円まではオペの対象玉があるようであり、例えば積み上を増やしても構わないし、色々なやり方があると思う。私は超過準備はもっと増えても構わないと思う。

山口副総裁

量を増やしても短資に資金が溜ってしまって、いわゆる超過準備にはならない現象が生じているのではないか。

中原委員

短資へのリーケージにはある程度限界があるため、供給するだけ供給してみたらいい。

山口副総裁

オペの対象になり得る金融資産は確かに何十兆円かあると思うが、そう

したものを実際にオペに動員できるかどうかは別問題である。実際に札割れが珍しくなくなっている状況である。提案のようなことを実現するためには、先程の中原委員の話と合わせて考えると、結局長期国債の買いオペを相当増やしながら実現していこうということか。

中原委員

私は執行部から30兆円のオペ対象玉があり、その中で2、3兆円ならば大丈夫だという説明を伺った。まずそれでやってみたらいい。

武富委員

私も毎回質問して疑念を呈してきているが、先程の話とも噛み合わせると、まさに山口副総裁が心配しておられたような、長い国債の買切でない限りなかなか達成し難いと思う。お答えが一頃は20兆円と言っておられて、今回は30兆円と言われているが、これを使って信用創造する期間に、全く超過準備が溜まらない訳であり、何をなさろうとしているのか全く理解できない。超過準備を都銀が積まないのは、非常に合理的なミクロの行動をしている訳である。景気がまだ十分ではないため資金需要がない訳であり、そうした局面でさらなる超過準備を積み上げれば景気が良くなるのかも疑問である。それは期待形成などの色々なルートを通じて出来るという一見理論らしいものはあるが、今少し手応えのある実態に基づいた議論を委員会では行なって頂きたい。こうしたものが出ていくと、世の中ではさらなる量的緩和があると錯覚し、現在我々が置かれているような状況になってはしまわないかと心配である。多少申し上げ過ぎであるが、どうも金額の整合性等が分からず、常に提案の理解に苦しんでいる。提案に書かれているように、これで成長率が上がり、物価も上がっていくのであれば万々歳である。しかし、経済のような生き物を相手にする場合、理論も本当に事実に基づいて考え抜いた理論ならいいが、頭の中の理科の実験室でできたようなものでは困る。現実立脚型でいくと、何かさらなるお答えがあるか。

中原委員

例えば0.25%からゼロになった時に、何が効いたといえ、やはり量ではないのか。それがどこで効いたかという、為替、株、長期金利に効いたのではないか。その時に超過準備がなかったかという、あった訳である。

武富委員

既に金利がゼロになっているということである。要するに、ネガティブ・インタレストまで狙うというのであれば、あるいはいいかもしれない。しかし、前回のゼロ金利政策により株価、長期債金利、一部は為替についてもある程度影響を及ぼすことができ、オーバーナイトは一応ゼロになるところまで量が出ている状況であり、そこからさらに量を増やしてみても何を達成できるのかが理解できない。理屈は色々あるのだけれど、実態面として何があるのかがよく分からない。

中原委員

一番効くのは株ではないか。流動性、あるいは過剰流動性相場が盛んになる。私は株は、3分の1戻りを早くダウでやらないと危ないと思っており、それが達成されるまでは色々なことを考えてやるべきである。

植田委員

私は先程これを短期の金融資産の購入で実現するというのであれば、仮に実現できたとしてもほとんど効果はないであろうと申し上げた。仮に必要があれば、長期国債の買いオペを増額する形で実現していくのであれば、若干の影響が出る余地があるかもしれない。

武富委員

それは分かる。

植田委員

それに賛成するか、反対するかは大問題だ。

武富委員

然り。これで本当に何を考えたらいいのかが、よく分からない。

植田委員

その場合も、短資に溜まるという問題は残るかもしれない。

武富委員

それにしても、なお想定しているルートに乗って資金が流れないかもしれない訳である。

中原委員

しかし、短資に溜まっているのであり、何かあれば即利用できる訳である。資金需要があれば誰も苦労しない。異常事態の中で、そこをどうするかということで提案している訳である。

武富委員

現在以上に必要とも思えない。

中原委員

私が一番恐れていることの一つは、例えば国債を引き受けると言われることである。財政法5条を改正してでも、2年間に限り引受けをすべきという話が出ている訳である。

山下金融市場局長

技術的な観点から一点申し上げておきたい。

まず第一点の30何兆円というのは、中原委員が言われたとおり、私共

が理屈で考えてどれだけの資金供給能力があるかを計算したものである。現在の市場残高をベースに従来のピークの供給額をも勘案し、どの程度オペ玉を買えるかと積み上げていった場合、例えばレポ市場であれば3割、TB、FB市場も、3割を買うとそれぞれ約15兆円になるとか、あるいはCP現先は従来のピークが4割なので、いくらといった形で積み上げて計算した数字である。この数字が一頃は20数兆円だったが、TB、FBマーケットが拡大してきたために供給能力が増加し、現時点では30何兆円というオーダーになっている。ただ、これはゼロからスタートして資金供給を幾らできるかという計算である。現実には既に6兆円とか7兆円のネット資金供給を行っており、グロスではさらに大きな資金供給を行っている。またご承知のとおり、今後12月にかけて資金不足が大きくなっていく訳であり、12月には20兆円近くの資金不足が想定されている。従って、それをまず埋めなければならない訳であり、それに加えて中原委員の言われる3兆円を別途付け加えるとなれば、資金不足の20兆円に対して積み上3兆円を加えたものをさらに供給していかなければならない。このように供給余力はその時期により、異なってくるという点をご理解頂きたい。

第二に、仮に中原委員の提案が通った場合に頭が痛いのは、「9月16日から10月15日の間に平残で5,000億円程度増額し」と超過準備額を決められている点である。中原委員の意見はともかく大量に出し、短資会社がこれ以上抱えるのは無理だということまでいけば、超過準備になるであろうという議論だと思う。しかし、長い目でみればそうしたことも可能かもしれないが、少なくともこの積み期に5,000億円超過準備を積み重ねられても、例えば8月期には、積み上1兆円となる大量の資金を供給しても超過準備は2,200億円しか積み重ねなかった訳であり、なかなか難しい。従って、仮に中原委員の提案を実施するのであれば、むしろその概念を変えて頂き、短資預金等も含めた当座預金ベースにするといった形で仕組みを変えていかないと、達成はなかなか難しいのではないかと。

第三に最大の難点は、マーケットが資金供給オペに応じてくるかどうか

である。現状、例えばTB、FBは大量発行もあって、1bpや2bpでまだ入ってきているし、レポも短いところに入ってきている。一方、CPは最近こそ9月期末を控え多少発行が増えているが、手形、CPオペへの応札は一段と低調になっている。現在の積み上1兆円でも既にそうした状況であり、これを例えば積み上3兆円にしていった場合、一体オペによる資金供給ができるのかどうか。色々な工夫をしてもなかなか難しくなってくるのではないかというのが率直な印象である。その場合は、例えばオペの応札に当たりネガティブ金利を認めるといった工夫をしない限り、なかなか現行の短期のオペ手段だけで実現するのは難しいのではないか。以上三点、マーケットで実際携わっている者の実感を申し上げた。

中原委員

ネガティブ金利は勿論考えているが、余り言い張るのもどうかと思っている。

武富委員

ネガティブ金利でも考えない限りは、なかなか整合的でない。毎回ご提出頂くが、実に困り果てている。

中原委員

一番簡単なのは、ネガティブ金利である。

速水議長

議論が出尽くしたということで、採決に移りたい。中原委員案、次いで議長案の順で採決することにする。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員の提案は、採決の結果、賛成1、反対が8であった。
続いて、議長案である。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。議長案採決の結果、賛成7、反対2であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決された。反対された篠塚委員、中原委員は改めて反対理由を明確にしておかれないのであれば、どうぞ。

篠塚委員

まず第一は、究極の金融緩和政策であるゼロ金利の下でも民間金融機関を通じた信用創造が一段と低下しており、依然として民間の資金需要喚起に役立っていないことである。二番目に、日本経済の動向は今後も円高基調に進むと見込まれるが、再び急激な円高に伴う金融緩和への圧力が生じらるだろうと思う。その時点で弾力的な金融政策を採ることができるためにも、金利水準を極力正常なレベルに近づける必要がある。現在はそののりしろがない状況であり、ゼロ金利からの解除を開く道を模索していきたい。以上の理由から反対した。

中原委員

今回の一番大きな反対理由は、先程来申し上げているように、為替政策と金融政策、あるいは大蔵省と日銀との間に巧くハーモニゼーションができていないというパーセプションが内外にある中で、これまでどおりの現状維持ではそのパーセプション・ギャップの解消に役に立たないことである。それがさらなる円高に繋がる、あるいは株安心理、企業心理の悪化等

に繋がるのではないかと非常に憂いている。そうしたことが起きた場合、日銀の責任を問われる事態に立ち至ることを懸念する。

第二に、G7が近づいているが、本日の決議により政府が模索している協調介入を実施する可能性が少なくなった、あるいはほとんど潰れてしまったのではないかと大変危惧している。また、マネタリーベースの伸び率が鈍化しており、これが円高に拍車を掛けることが非常に心配である。前回も申し上げたが、民主主義国家の枠組みの中で金融政策の目的についても手段についても全く拘束されていない、100%裁量であるのは問題があり、CPIターゲティングその他を設ける必要がある。

次に、潤沢にとかデフレ懸念がなくなるまでなどと言っているが、何が潤沢かというのは非常に分かり難いため、具体的な数値を挙げるべきである。今回一番危惧しているのは、市場がかなり織り込んでいるため、これが一つのショックという格好で海外に波及しないか、特にNY市場の反応が非常に心配であり、それが起きた時に日銀の責任が問われかねないことを心配している。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持を決定した。黒田理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。

次に今日の発表の仕方について、藤原副総裁からもご指摘があったように、本日の決定とそれを巡る考え方を内外に十分説明していくために、対外発表文を公表する件についてご討議頂きたい。そうした公表文を作成することの是非、あるいは作成するに当たっての考え方についてご意見があればご発言頂きたい。

[大勢の委員から賛成の声]

中原委員

私は反対である。

速水議長

お一人を除き、対外公表文の作成には異議がないようなので、山口副総裁と執行部は本日の会合での議論を踏まえて別室で叩き台を用意して下さい。

(午後2時59分中断、午後3時27分再開)

VI. 当面の金融政策運営に関する考え方の公表について

雨宮企画室企画第1課長

対外公表文の作成に当たっては、本日の決定に至る金融経済情勢の判断のプロセスはむしろ議事要旨に任せるべきであり、むしろ本日出た議論のうち、委員方が世の中に訴えたいと感じていらした部分をトピックス的に纏めさせて頂いた。

公表文を読み上げる。「当面の金融政策運営に関する論点。(1) 日本銀行は、本日開催された政策委員会・金融政策決定会合において、これまでの思い切った金融緩和政策、いわゆるゼロ金利政策を継続することを決定しました。(2) 金融政策決定会合の討議内容は、会合の約1か月後に『議事要旨』として公表する仕組みとなっています。しかし、為替相場の急激な変動等を背景に、金融政策運営に対する内外の関心が高まっているため、討議の背景となった考え方のうち主要な論点について、直ちに対外的に説明することが適当と考えられました。このため、政策委員会で討議のうえ、本ペーパーを公表することとしたものです。

(ゼロ金利政策と量的緩和) (3) 日本銀行は、本年2月のゼロ金利政策採用以来、金融市場に大量の資金を供給し、誘導目標であるコールレートが事実上ゼロ%で推移するよう促しています。この結果、金融市場では、以下のように、資金は十分潤沢な状態となっています。日本銀行は、金利

ゼロという状態が安定的に推移するよう、金融機関に保有が義務づけられている支払準備（1日平均約4兆円）を1兆円ほども上回る資金供給を続けています。しかし、金融機関サイドでは、ゼロ金利政策により『殆どコストのかからない資金をいつでも調達できる』という安心感が定着しているため、資金を保有する動機が低下しています。この結果、日本銀行が供給した余剰資金の7～8割は、資金仲介を行っている短資会社等に積み上がっているのが実情です。日本銀行がマーケット・オペレーションを通じ、ほぼゼロの金利で資金を供給しようとしても、金融機関がそれに応じてこないような状況となっています（いわゆるオペの札割れ現象）。

（追加的資金供給の効果）（4）最近、為替相場の安定等を図るため、日本銀行がより大量の資金供給を行うべきとの議論が聞かれます。しかし、上記のような金融市場の状態のもとでは、日本銀行がゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに『余剰』のままで短資会社等に積み上がるだけです。金利はもちろん、金融機関行動や為替相場などに目に見える効果を与えるとは考えられません。（5）実体的な効果がなくとも、市場が『追加的資金供給』に何らかの期待を持っているならば、それを利用してはどうかとの考え方もあります。しかし、そうした方法の有効性は、あつたとしても一回限りで永続きしませんし、中央銀行として、目的と政策効果についてきちんと説明できない政策をとることはできません。

（為替市場と金融政策）（6）日本銀行は、為替相場については、経済のファンダメンタルズに応じて安定的に推移することが望ましく、相場変動が行き過ぎれば、景気や物価に悪影響を与える可能性が大きいと考えています。また、最近の円高の進行は急激であり、その企業収益等に与える影響が懸念されます。こうした為替相場に関する基本認識や最近の円高進行に対する評価は、政府とも共有されていると考えています。（7）ただし、日本銀行は、為替相場そのものを金融政策の目標とはしていません。金融政策運営を為替相場のコントロールということに直接結び付けると、誤った政策判断につながるリスクが高いことは、バブル期の政策運営から

得られる貴重な教訓になっています。ただ、このことは、金融政策運営において為替相場の動向をみないでよいということではありません。日本銀行は、あくまでも、為替変動が景気や物価の先行きにどのような影響を及ぼすかという観点から、その動向を注意深くみていくべきものと位置づけています。(8) 最近の円相場の動きは急激なものとなっているので、企業収益や輸出等を通じて景気の先行きに与えるマイナスの効果については、十分慎重にみていく必要があります。ただ、同時に、現在の日本経済には、様々な政策効果の発現やアジア経済の回復など、プラス面の力も働き始めています。現在は、これらの様々な要因が、全体として経済にどのように影響を与えていくのか、注意深く見極めていくべき段階であると考えています。(9) 為替政策との関係で、介入資金を放置してはどうか(いわゆる非不胎化)という議論があります。しかし、金融市場には、介入資金だけでなく、財政収支や銀行券需要など様々な要因を反映した資金の流れが存在しています。中央銀行は、そうした資金の流れを利用しつつ、オペレーションにより市場全体の資金量を調節しています。これは先進国の中央銀行で、ほぼ共通の枠組みです。したがって重要なことは、すべての資金の流れを勘案したうえで、金融市場に全体としてどれだけ潤沢な資金が供給されているか、ということです。この点で、日本銀行は、上述したとおり、非不胎化介入が主張される際に想定されている以上の豊富で弾力的な資金供給を行っています。こうした資金供給姿勢は、現在の政府の為替政策とも整合的なものと言えます。

(当面の金融政策運営について) (10) 日本銀行は、歴史的にも世界的にも類例のない思い切った金融緩和政策を講ずるとともに、この政策を『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで』続けることを明らかにしています。現在、日本銀行は、景気の現状について、『足許は下げ止まり、一部に明るい動きも見られるが、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは依然みられていない』と判断しています。ゼロ金利政策については、その副作用についても注意深く点検していく必要がありますが、当面は、こうした思い切った金融緩和措置を継続することによって、

経済の回復をサポートしていくことが大事であると判断しています。(11) なお、ここ数日、金融政策運営を巡る片寄った思惑により、市場が大きく変動したことは、日本銀行としてもまことに遺憾であります。金融政策運営は、定期的開催される政策委員会・金融政策決定会合の場で討議の上、多数決で決定されるものです。事前に一定の方針が固められたり、外部との間で協議が行われるといったことは、ありえません。この点をあらためて確認するとともに、日本銀行としては、今後とも、新日銀法下での政策決定の仕組みや時々の政策運営の考え方について、正しい理解が得られるよう努めていく方針です。以上。」である。

速水議長

ご意見、修正する点があればお願いします。言葉で説明するよりも多少長いですが、本日などはこの程度書いて渡した方が間違いのないと思う。

中原委員

私は反対しており、別に言っても仕方がないが、お伺いする。例えば2ページの(6)「政府とも共有している」というのは一方的に考えているということか。

雨宮企画室企画第1課長

当然お互いに共有していると考えているが、ここの「考えています」の主語は日本銀行である。

中原委員

しかし、(9)の「こうした資金供給姿勢は…整合的なものと言えます」というのは、政府の為替政策と整合的なものとは誰が言っているのか。

雨宮企画室企画第1課長

日本銀行である。それは先程来からご議論があった。ゼロ金利政策の下

での潤沢な資金供給は、過度な円高を止めるという政府の方針と整合的であるという日本銀行が言っている。

中原委員

「非不胎化が主張される際に想定されている以上の豊富で弾力的な」と書いてある。毎日積み上を1兆円しかやっていないが、3兆円介入した場合、3兆円出るのはないか。「想定されている以上の」というのはどういう意味か。

雨宮企画室企画第1課長

一回毎の介入という意味では当然色々なケースがあり得るが、通常の介入の規模と頻度を前提にする必要があると思っている。普通の不胎化介入を行なう場合、例えば月に数本行えば、その2営業日後にその金額だけ積み上幅が不規則に跳ね上がる訳であり、それを平残ベースに直してみれば非常に小さくなる。勿論、1兆円を上回る介入を行なえばそうなるが、ここはこれまでの額と頻度と平残のイメージの対比で言っている。

中原委員

やや誇張しているのではないかと思う。

雨宮企画室企画第1課長

想定されている非不胎化介入をそのまま日本銀行の調節に置き直すと、1兆円が10日続き、介入を行なった2日後だけ1兆2000億円になる。その翌日には再び1兆円になるという状況を平残ベースにすると、結局小さくなってしまい、何をやっているか分からなくなる。

中原委員

平残にすればそうだが、でこぼこも結構大きくなることもあるかもしれない。

雨宮企画室企画第1課長

可能性としてはある。

中原委員

(10)の「世界的にも類例の無い」というのは言い切って良いのか。アメリカのデプレッションとかあったのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

アメリカのデプレッション時には、TBレートが一時ゼロの時期が続いているが、当時のTBについては戦時調達の関係でFedが特別の担保にしたという制度的な措置もあった。意識的にゼロ金利で流動性をサポートするという政策としては「類例の無い」と言っても良いのではないかと考えている。

中原委員

良く知らないが、植田委員これで良いのですか。

植田委員

ゼロ金利政策はかつてなかったと思います。

雨宮企画室企画第1課長

市場金利で最もクレジットレーティングの高いものがゼロになった状態が続いた事例としては、アメリカの36年から40数年にあったし、スイスでも一時あったため、類例が全くなかった訳ではない。しかし、金融政策として意図的に国内の金融調節のためにこうした緩和を行なった類例はない。

速水議長

スイスでは一回預金金利でネガティブをやったことがある。

雨宮企画室企画第1課長

然り。ただ、スイスの場合は預金金利といっても、我国の預金金利ではなく、インターバンク市場の金利である。

三木委員

1ページから2ページにかけてのゼロ金利と量的緩和の部分であるが、短期金融市場は金融マーケットと本行とを繋ぐ最初の蛇口である。そこから先が実体経済へ貸出という形を通して資金供給されていく訳であるが、その資金需要が全然ない点には触れないのか。マーケットの人達はこれでよく分かるだろうが、一般の人達がみた時にどうかと思う。金融機関から先の蛇口が開かれ、それが実体経済に使われて初めて経済成長に繋がっていく訳であるが、短期金融マーケットに資金が有り余っていると表現しただけでは、それが既に限界にまできている状況と分かる訳ではない。

雨宮企画室企画第1課長

ただ、企業の資金が潤沢かどうかは、委員会の大勢感としては潤沢ということであろう。

三木委員

そうではなく、要するに企業の方に資金需要がないことを明確にさせた方が良い。その表現が欠落しているのではないかということである。

雨宮企画室企画第1課長

そうなると、最近の金融経済情勢に関する討議の模様という議事要旨の世界に入っていくてしまう気がする。

三木委員

金融マーケットの人だけが対象ではない。敢えて言えば、急激な円高懸

念がこのペーパーの大きな要素であり、その問題で一番迷惑を受けるのは民間の企業である。

山口副総裁

金融機関と企業や家計の取引関係のところには、金融政策で直接手を突っ込めない。

三木委員

それは分かっている。ただ、アカウントビリターを考えれば、杓子定規な議論に囚われるのではなく、多少詳しくしておいた方が良いのではないかという感じがする。

雨宮企画室企画第1課長

仮にそうした記述を入れるとすると、「…推移するよう促している。この結果、金融市場では資金は十分潤沢な状態となっているほか、企業の資金繰りも非常に楽になっているが、資金需要はなかなか出てこない、その中で金融市場における流動性の状況に関する最近の例を挙げると」というイメージになるのであろうが、企業金融を巡る実態と企業間の資金需要の乏しさをその一行に押し込むのは、逆に違和感がないか。

三木委員

ないと思う。

雨宮企画室企画第1課長

資金需要がないという方に重点を置くのか。

三木委員

然り。資金は十分に出るだけ出ているが、それ以上の資金需要は出ていない。

山口副総裁

金融市場には隅々まで緩和感が行き渡ったが、企業までいくと大きな信用力の格差がある。先程あまねく企業段階にも緩和が行き渡っていると言っておられたが、そうでない企業も相当沢山残っていると思う。健全な企業にとっては、借りてくれという要請が日夜強まっているような状態であろう。

三木委員

要するに、円高で困るのは企業である。

速水議長

企業といっても輸出産業である。

三木委員

企業が困っており、それに対して量的緩和をしろということになる。従って、アカウンタビリティとして、量的な緩和を行なっていると明記した方が良い気がする。

後藤委員

一つの方法としては、1ページの下から3行目の「資金を保有する動機が低下しています」の次に、企業や家計の資金需要も盛り上がりを見せるに至っていない、ということで「この結果、短資会社等に積み上がっている」としてはどうか。

三木委員

任せる。考えてもらって結構である。

雨宮企画室企画第1課長

安心感が定着しているうえ、企業、家計からの資金需要も低迷しているため、ということか。

植田委員

逆効果にならないか。

雨宮企画室企画第1課長

資金需要が低迷していると…。

三木委員

低迷ではない。

後藤委員

資金需要がないなら何とかしろといっても、貸したくてもなかなか貸せないという話である。

武富委員

ない方がすっきりする。

雨宮企画室企画第1課長

三木委員の指摘は、円高で困るのは企業だということだが、企業収益に与える影響等については後段で十分に触れている。私には委員の主張がまだ飲み込めていない。

三木委員

資金は十分に出て行き渡っており、日銀から銀行への資金の元栓は開いたままだが受け止めるところが満杯である。つまり、現段階ではこれ以上資金需要は出てこないため銀行が实体经济への蛇口をある段階で締めざ

るを得ない。このため元栓と蛇口の間——短期金融市場——で資金がまた溢れかえっているということである。要するに、問題が単純に量的緩和に結びついてきているため、そこをよく説明すべきだということである。

雨宮企画室企画第1課長

金融市場でいかに量的緩和をしても、資金需要がないため届かないということか。

三木委員

然り。いかに潤沢に資金供給しても、使ってくれなければ意味がない。

中原委員

しかし、2月12日の金融緩和措置に伴い量が出て、為替や長期金利などに影響しており、直ちに資金需要に結びついた訳ではない。企業が借りなくても景気回復には効く。

三木委員

これ以上は資金需要がないと言っている訳である。

中原委員

(4)に「目に見える効果を与えるとは考えられない」と書いてあるが、これはどういう期間のものをオペ対象とするか次第である。短い足のものであれば短資に積み上がるだろう。

植田委員

マクロ的にはそうであるが、正確にはクレジット・レーティングが悪いため借りられない企業は数多くあると思う。そこが却って反感を招いてしまう印象にならないか。

三木委員

これ以上潤沢に出しても余るだけで取らない。その所以は何も金融マーケットの中だけではない。その先の実体経済にもあるということをおくべきだということである。

篠塚委員

例えば、ベースマネーを潤沢に出してもマネーサプライに繋がっていないため、信用乗数は低下の一途であることは若干触れるだけで説明できると思う。

雨宮企画室企画第1課長

「こうした金融市場に対する潤沢な資金供給にもかかわらず、企業・家計の資金需要の低迷を主因に貸出やマネーサプライは伸び悩む状況が続いている」というイメージか。

三木委員

低迷ではない。徐々に立ち直りつつある。現段階ではこれ以上出しても資金需要がない。それが徐々に浸透していく段階で、設備投資に繋がるかもしれないし、資金需要が出てくるかもしれない。しかし、現段階ではそうした動きはみられないし、その中で急激な円高ということになるとどうなるのか。相手が金融マーケットだけならばこれで良いが、その先のマーケットをも良く考えておくことがアカウンタビリティという感じがする。論旨がなかなか繋がらないのなら、総裁が記者会見される時にそこを明確に触れてもらうという手もある。

山口副総裁

資金需要さえ今少し出てくれば、貸出やマネーサプライが伸びるだけの環境が金融市場の中には整っているということか。

三木委員

その結論だけが出てしまっている。

山口副総裁

借りたくても借りられない企業、信用力が弱いために借りられない企業が、世の中にまだ多数存在する訳である。

三木委員

もうほとんどなくなった。小企業ではまだあるかもしれないが。

山口副総裁

そうだとすると、相当大きな変化が起きたのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

ご指摘では企業の資金繰りの緩和感が広まっているということではないと理解している。

三木委員

円高だから量的緩和をすべしと、単純に繋がっている。それに対してもアカウントビリティが重要だと言っている。為替と量的緩和とは明確に違うということが一つである。量的緩和とは、単純に金融マーケットだけの話ではないのではないか。

山口副総裁

つまり、マネーサプライなどの量的な金融指標は、現在は資金需要の弱さや金融システムの問題から低い伸びになっているが、資金需要が一旦立ち上がってきた暁には相当増える。

正確には、そういうことではないか。

植田委員

(4) の最後に「金利はもちろん、金融機関行動や」となっているが、ここを「金融機関および借り手の行動」という形で入れてはどうか。

中原委員

それは多数意見として、と書いておいて欲しい。私はそう思っていない。

雨宮企画室企画第1課長

多数意見として決めさせて頂く。多分中原委員が同意していないことは沢山あると思う。

中原委員

同意している点もある。私はビジネス・アズ・ユージュアルでまず出さない方が良くという意見である。

雨宮企画室企画第1課長

(4) を「金融機関や企業行動・為替相場などに」というイメージにすることで宜しいでしょうか。

三木委員

良いかもしれない。

雨宮企画室企画第1課長

「金融はもちろん、金融機関や企業行動・為替相場などに目に見える効果を与えるとは考えられません」。

中原委員

狭くしておいた方が良くと思う。

雨宮企画室企画第1課長

企業を入れない方が良いという指摘か。

三木委員

「企業」という言葉を入れなければ駄目だ。賛成多数で決めなさい。

雨宮企画室企画第1課長

ここは企業行動と入れさせて頂く。(4)の一番下の文章を、「金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えるとは考えられません。」とします。

中原委員

先程の討議で触れていないではないか。

速水議長

それではこれで宜しいですね。

三木委員

結構です。

雨宮企画室企画第1課長

執行部より、(9)の「非不胎化介入が主張される際に想定されている以上の豊富で弾力的な資金供給」の「非不胎化介入が主張されている際に想定されている以上」というのは、そういう技術的な論議があり得るため、削っても良いのではないかという意見が寄せられているが、如何か。この部分を削ると「この点で、日本銀行は上述したとおり、豊富で弾力的な資金供給を行なっています。」となる。

後藤委員

その方が良い。

三木委員

原口大蔵省総務審議官、政府の政策と共通の立場に立っているということで「考えている」という言い方が二箇所あるが、宜しいか。

雨宮企画室企画第1課長

例えば(9)に「こうした資金供給姿勢は、現在の政府の為替政策とも整合的なものと言えます。」とあるが、勝手に「言えます」と言われるとご迷惑ということであれば、「ものと考えています」でも差し支えないが。

原口大蔵省総務審議官

その方が有り難い。

中原委員

そのようなことは、この場で答えられる訳がない。皆さん本省へ持ち帰って…。

雨宮企画室企画第1課長

そうではない、全権委任されてこの場に臨んでおられるのではないか。

武富委員

ここでは結論を言ってもらわないと困る。

速水議長

「考えています」にするかね。

中原委員

これは一方的に日銀が言っているのだからその方が良い。

速水議長

他にないか。題は「論点」が良いですね。

藤原副総裁

若干固い気がする。「考え方」の方が良い。

山口副総裁

「当面の金融政策運営について」だけでいいのではないか。

速水議長

その方が良い。

栗原企画室調査役

それではディレクティブを対外公表する文の題名と一緒にする。

藤原副総裁

それでは、「考え方」であれば良いか。

速水議長

「当面の金融政策運営に関する考え方」か。

三木委員

題名よりも、総裁会見で表明される内容の方が問題である。

速水議長

それでは、事務局は正式な対外公表文を持ち回って決裁を採って下さい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果は賛成 8、反対 1 であった。反対は中原委員であった。

速水議長

中原委員、反対理由を表明されますか。

中原委員

反対理由は、三点ある。一つは、やはり現状維持で変えないのであれば、ビジネス・アズ・ユージュアルで何も出さずに総裁が記者会見でお話になれば宜しい。今一つは、色々な論点を挙げておくと、後々これで挙げ足を

取られるかもしれないし、後日の論争の種を蒔くことになる。三番目は日銀が一方的にこのように思っているだけであり、政府の見方は違うと言われてしまえば、却って溝が深まる。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として賛成多数で対外公表文「当面の金融政策運営に関する考え方」が決定された。以上の決定事項の公表は、会合終了後約30分とする。

本日は政策変更を行なっていないため、異例ではあるが、対外公表文に加え、現状維持という判断に至った我々の考え方を市場により明確に伝えるために、私が政策委員会を代表して記者会見をしたいと思うが宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

Ⅶ. 平成11年10月～平成12年3月の金融政策決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に、10月から来年3月までの半年間について、決定会合開催予定日の承認を行ないたい。決定会合の開催予定日は、先行き6か月の日程について3か月毎に承認頂いたうえで、対外公表することになっている。従って、10～12月分については去る6月の会合時に一度暫定的に公表しており、今回はそれを改めて確認して頂くことになる。また、1～3月については今回新たに日程を決めることになる。既にお配りしてある日程で如何でしょうか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅷ. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は10月13日に予定している。

(午後4時15分閉会)

以上