

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年3月25日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 福井俊彦（日本銀行総裁）  
武藤敏郎（日本銀行副総裁）  
岩田一政（日本銀行副総裁）  
植田和男（審議委員）  
田谷禎三（審議委員）  
須田美矢子（審議委員）  
中原 眞（審議委員）  
春 英彦（審議委員）  
福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省	谷口隆義	財務副大臣（8:03～11:41）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官（8:03～11:41）

（執行部からの報告者）

理事	三谷隆博
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
企画室企画第1課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
企画室企画第2課長	吉岡伸泰
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

## I. 開会

福井議長

それでは臨時の金融政策決定会合をただ今から開催する。

(午前 8 時 3 分開会)

遅起き鳥の私が早朝から招集申し上げたような感じになっていて大変恐縮に存じている。特に政府代表の方、突然のコールをかけて大変失礼した。ありがとうございます。

## II. 臨時会合開催の趣旨および議事進行についての説明

福井議長

まず最初に議事進行を説明させて頂く。最初に私から、臨時会合の趣旨説明、あるいは論点の提示といったことを簡単にさせて頂きたいと思う。その後執行部から市況動向について簡単に報告してもらおう。その後討議だが、趣旨説明のところでも申し上げるが、イラクとの戦いが始まったことを受けて、それをも含め、当面の対応を議論するパート 1 と、より基本的に今後の政策運営、これをパート 2 と、一応二つに分けながら討議をした方が良いのかなと思っている。そのパート 1、パート 2 の討議が一巡したところで、政府代表の方から発言を頂戴したい。それを受けて、その後、議案の取り纏め、採決に入りたい。最後に議事要旨の日程の承認という順で行ないたいと思う。今日は臨時会合でもあるし、今日の討議の結果、あるいは結論を東京市場が開いている間に公表すべきではないかと思っていて、そういう観点から効率的な議事進行に協力を是非お願いしたいと思っている。そういう趣旨で開始時間も 8 時とやや異例の早さにさせて頂いた訳である。初めての議長ゆえ不慣れで、不行き届きのところも沢山あると思うが、その点をお許し頂きながら、効率的な中にも、是非活発な討議を期待している。

まず、政府からの出席者だが、財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官である。宜しく願います。なお、いつも申し上げていると思うが、

会合の中での発言は全て記録するという事になっている。委員、ならびに政府からの出席者は、そのことを踏まえて発言頂ければと思う。

ではまずはじめに趣旨説明、あるいは論点の提示を私から簡単に行ないたい。ご承知のとおり日本経済、国内需要が自律的な回復力を欠いている、あるいは乏しいという中で、株価の低迷や不良債権問題など大きな問題を引き続き抱えていて、経済のベースラインがフラジャイルである、外的なショックに対して脆弱な状況にある。こういう基本認識は恐らく皆、共有しているのかなと思うが、そのうえに3月20日からイラク情勢が急展開を遂げている、今後の影響、その帰趨は極めて不透明だという状況である。従って、まず第一に金融市場の安定確保を中心にして、当面の危機対応をここでしっかり検討しておく必要がある。既に、これまでの政策委員会・決定会合の決定内容に従って、執行部において対策本部も設けながら流動性供給を中心に必要な対応をしてきているが、やはりこの決定会合の場で改めてきちんと対応振りについて点検し、確認頂く必要がある、あるいは必要な追加措置をお決め頂く必要がある、これがナンバー1である。それからイラク情勢が今後どう展開するかよく分からない。巧くいかない場合には多少長期化するかもしれない。あるいはシナリオどおりというか、あるいは表面上短期で終結したという場合にも、やはり各国、特に日本経済に対してボディーブローのように、ダウンサイド・リスクがおよんでくるという心配も全くない訳ではないと思う。元々、これまで日本銀行が進めてきた金融緩和政策の効果が十分浸透している部分と、実体経済への効果、というところまで目を通すとなお不十分な面を残している部分、そのうえに新たな条件が加わってきているということも考慮に入れて、今後のより基本的な金融政策の展開ということを考えた場合に、金融緩和の枠組みを今日から、新しいメンバーも加わった今日から討議を開始するという意味合いを今日の会合に持たせるべきではないかと、このようなことが今日会議を招集させて頂いた趣旨である。こういう認識に立って今日は、敢えて臨時決定会合ということにさせて頂いたが、今申したとおり当面の対応ということ、そして少し長い目でみた政策の枠組みの検討の開始ということ

議論をして頂きたいと思う。

### Ⅲ. 金融市場動向、政策運営に関する実務的論点についての執行部報告 福井議長

それでは執行部の方から説明して頂きたいと思う。金融市場動向についてまず白川理事と山本金融市場局長お願いする。

#### 1. 対イラク武力行使後の金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 山本金融市場局長

それではお手許に今日席上に配付している討議用資料に沿って説明する。まず図表1、金融調節の実績の確認である。一番左端の列に日銀当座預金残高（実績値）がある。株価の下落した3月11日以降、ターゲットの20兆円程度を上回る——3月11日のところに21兆5,800億円というのが当預の実績としてあるが、ターゲットである20兆円程度を上回る——、いわゆるなお書きの発動を実施している。また、先週の3月20日木曜日、対イラク武力行使のあった3月20日、下から二段目だが、即日オペ1兆円を打って24兆1,600億円、なお書きを拡大した。昨日も24兆3,600億円ということで足許24兆円台の当座預金残高となっている。次に図表2、最近のオペの結果だが、右側の欄外にチェックを打っているのが三箇所ある。チェックは即日、当日に資金供給を実施したオペレーションということであって、上から手形の買いオペ3月11日、12日、株価下落の時に市場の動揺を未然に防ぐという観点からそれぞれ手形買入れを1兆円オフアーした。また対イラク武力行使のあった3月20日には、上からオペ手段の四段目に国債買現先というのがある。その三番目に3月20日2週間もので1兆円、時間的には午後供給した。時間が午後であったこともあって、当日の応札倍率はやや低めの1.33倍であった。平均落札レート、落札決定レート共に0.001%という水準であった。裏返して申し上げると、資金を当日慌てて取りにきた先は余りなかったが、私共のこの1兆円の新たな供給というのは、市場の混乱を未然に防止するという意味で一定の安

心感を市場に与えたものと考えている。図表3の下の段に、現在各業態がいかほど当座預金を保有しているか、当座預金全体で24兆円の残高であるが、右端が昨日の数字である。24兆円を業態別にどのような保有状況になっているかを数字で示した表である。24兆円のうち、都長銀のところに昨日でいくと11兆9千億円という数字がある。1月の積み期、2月の積み期などと比較して頂くと、当時は約20兆円程度の当預残高であるが、都長銀のところに2兆円ないし3兆円のこれを上回る水準になっているということで、都長銀に大量の資金が滞留しているという形である。このほかにも各業態、下から地銀、地銀Ⅱ、あるいは下の方から短資、一部系統機関、いずれもまんべんなく実は当預の保有額が増加しているという状況である。マーケットの方も、毎日コール市場には、これらの先が資金を出し、コールの出しをオファーし、いずれも出し残りという状態であるので、足許の非常に短い資金取引については、引き続き非常に余剰感の強い展開がマーケットでは続いている。なお、少しイラクの問題から離れるが、4月1日から郵政公社が当座預金に入ってくる。内々聞いているところによると、郵政公社は4月当初、当預残高は5兆円から6兆円になると、4月中5~6兆円積んだ後、5月に入ると3兆円台の水準になってくると聞いている。最終着地は1~2兆円位というところだが、どうも最初のうちは運用しきれないという形でやや多めの当預残高を維持する見込みである。一方で、今持っている銀行の方は、期末の資金需要が落ちていくので、当座預金需要という観点から言うと、一部相殺していくという形にはなろうと思うが、調節上の観点から言うと、この郵政公社の当預積み上げ額というのは、一つの攪乱的な要素ということで注意していく必要があると考えている。次に図表4、短期の金融市場の動向である。私共のオペなどを受けて短期の金利がどのようにになっているかということである。図表4が主として銀行の資金調達に関連しているレートであるが、いずれも低水準横這いという状態である。ユーロ円レートなどは、対イラク武力行使が始まった先週末に比べても全体としても、落ち着いて推移している。本行が早くから期末越えの資金を供給したこと、これに呼応して銀行も期末越え

の資金を早めに手当てして、現時点ではほぼ取り終えているということ、現時点で銀行のサイドからは期末の資金繰りに不安は聞かれないという状態である。一方図表5で唯一の例、これは先程申し遅れたが、実線が本年のレートの推移で、点線が昨年のレートの推移である。唯一の例外が一番上にある短期国債、FBのレートである。FBは3月に入って発行額が急増している。前月に比べて7~8兆円増の発行残高である。ネットでの発行残高増ということになって、業者の間に少し荷もたれ感が出てきたということで、ジリジリと上昇した。昨日は漸く本年度、年度内の最終発行となったが、もう期末接近ということで少し投資家の動きも鈍くて、レートは0.016%ということになっている。ただ、こうした短国金利の上昇というのは、主として短国金利だけに反映されている形で周りの、下の方のコマーシャル・ペーパーや交付税特会などの落ち着き振りなどからみても、全体としてこれが短期金融市場に全般に拡まって、引き締め感を出していくというような状況ではない。短期国債の方も、この3月の発行集中というのも一巡してくると思うので、期が開けてきたところでFBの金利も落ち着いていくものだと思っている。図表6以下は金融・為替市場の動向である。極く簡単に説明したいと思うが、基本的に世界の金融資本市場とも、昨年12月半ば以来、いわゆる中東情勢を巡る地政学的リスクというものから一旦悲観的な、つまり株安、ドル安、長期金利の下落、原油の上昇といったことが起こった後、先週の対イラク武力行使前後から戦争の短期終結期待というものが強まって、そのトレンドが反転した。株の反発、ドルの反騰、長期金利の上昇、原油価格の下落といった動きになってきた訳である。ただ、昨日海外のマーケットはフセイン大統領の徹底抗戦を呼びかける演説とか、米英軍とイラク軍との戦争が激化しているということから、その短期終結期待の行き過ぎといったものに修正が入ってきているという格好で、やや逆方向へ押し戻されるという格好に昨晚はなった。アメリカの株価を取ってみて、大体水準的なイメージであると、アメリカの株価はボトム以来、昨週末で12%程度反発したということだが、昨日でそのうちの1/3を吐き出したという格好である。ほぼ先週の木、金の上

昇分は全部吐き出したという格好であった。今後も、戦争の行方を巡ってナーバスな相場展開が続くということは避けられないと思う。次に、各国のマーケットを若干今の現在の水準がどの程度の位置にあるのかというのを図表7以下で簡単に紹介したいと思う。表は、左側に湾岸戦争の際の上から短期金融市場、債券市場、株式市場、右側が最近の動きである。今日は、極く最近の動きについて特に真ん中の段の債券市場、株式市場の動きについて説明したいと思うが、まず図表7、日本である。10年債の新発債利回り、現在0.745%ということで引き続きボトム圏の水準である。12月半ば、いわゆる地政学リスク、戦争プレミアムが織り込まれ始めた直前という頃が1.0%であったので、極めて低い水準が続いているというのが今の日本の長期金利の動きである。下の段は株価である。昨日8,435円ということで、昨日大分戻した格好になっている。ただ、12月の半ば8千円台半ば、ないしは8,700円とそこには書いてあるが、その水準までは戻りきっていないということだし、恐らく本日は昨日の海外の夜の動きがあるので、弱含んで始まるであろうというのが今日のところである。次の図表8、アメリカのマーケットである。右の列真ん中の段にアメリカの債券10年ものがある。先週末4.103%と書いてあるが、昨晚が3.963%であった。全体としては長期金利の方は、戻りが非常に早く、12月半ばの水準、4%前後までいずれにしても戻ってきているという状況である。戦争に伴う財政赤字の拡大などが多少意識され始めている可能性があるように思われる。下段がアメリカの株価であって、S&P500で書いてあるが、895ptsの後、昨晚が864ptsということで、先程申し上げたように、この反発のうちの1/3が下落したということである。先週までは戦勝ムードというか、楽観ムード先行だったが、さすがに昨晚のフセインのテレビ演説などを受けて、この楽観ムードが後退してきているというのがアメリカのマーケットである。図表9はヨーロッパだが、ヨーロッパの動きはアメリカと大きな相違がない。長期金利は米国債同様、比較的早いピッチで戻っている。ドイツの10年債、4.277%の後昨晚が4.206%ということでアメリカの米国債同様少し戻しているということである。株価、ドイツの

方は、非常に株価は弱くて 2715pts の後、昨晚が 2548pts ということである。ドイツの弱さというのは、銀行・保険問題などが大分足を引っ張っている感じがある。最後に図表 10 に為替と商品市況の動きである。一番上の段、太い実線、右側の太い実線が、為替相場ドル／円レートである。ドル／円レートの方は、昨日の終値と現在余り変わっていない。120 円 80 銭位ということである。また、細い方の線、これがユーロ対ドルの水準で 1.0624、これも現状余り変わっていない。大分戻してはきたが、まだ戦争プレミアムが織り込まれる前の水準に比べると、特にユーロ／ドルなどは、ユーロ高ドル安の水準で止まっている。アメリカの経常赤字のファイナンスに対する懸念、そうしたものを踏まえて、ヨーロッパの機関投資家が資本を米国から自国に戻しているという話があるので、そうした動きが全体としてユーロ高方向への動きを維持している形になっているのかと思われる。下の真ん中の段が金の動きである。昨晚は 326 の後、329.5、それから原油は実は昨日は結構戻して 26.91 の後、28.66 ということである。全体の水準からいくと、かなり急ピッチで戦争開始後戻してきた、反落してきたという形である。以上、要約すると、株価、為替相場にみられるように、マーケットは全体としては短期終結期待を織り込んでかなり戻してきた。ただし、フセイン大統領の演説などがあって、戦争の短期終結期待というのが少し後退し、昨年 12 月半ばの水準までは戻り切らないところに推移している。アメリカの長期金利の動きとかユーロ／ドルなどの動きを踏まえると、やはりまだ世界経済全体としては不透明感がある。そうした中で、アメリカの財政赤字の拡大の懸念がマーケット全体にはある。従って、戦争が今後長期化して財政赤字拡大懸念がさらに拡大するのかどうかといったことが、またそうした時には市場が再び不安定化するリスクがあるのではないかというのが一つのリスク要因である。そうした意味では、今後の戦争の展開、あるいは生物化学兵器が用いられるかとか、テロが再発するのではないかといったようなことを含めて、戦争が長期化するという懸念が強まれば、またマーケットが大きく揺れ動くというリスクは引き続き念頭に置いておかなければならないと理解している。以上である。



福井議長

白川理事は特にないか。

白川理事

ない。

福井議長

次に金融経済情勢についての確認だが、前回の決定会合からまだ余り日が経っていない。かつ、また達観すれば余り大きな実体的変化がないのかなというふうにも思われる。従って、今日は時間を節約するという意味もあって、関係局長から特に報告は求めないということにしたいと思うが、ただこの点について、何か質問があればどうぞ遠慮なく出して頂いて、それには事務局から応えて頂きたいと思う。如何か。

それでは特にないようなので、調節方針、ロンバート型貸出等についての説明に移りたいと思う。白川理事と山口企画室審議役お願いします。

## 2. 金融政策運営面での実務的論点に関する報告

山口企画室審議役

お手許に討議用資料（その3）というのがあるが、政策関連とそれから調節関連について整理した資料である。そのうち本日の議論にひょっとして関係してくるかなと思われるものについて極く簡単に説明をしたいと思う。まず、金融市場調節方針の推移である。勿論ご記憶のことばかりだが、2年前の3月19日に量的緩和をスタートさせた訳だが、その時にはこのような形で「当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」それに合わせてなお書きとして「資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」ということを決めた訳である。それからその後、当座預金残高の目標については変遷があった訳だが、昨年2月の終わりに、

実はなお書き、勿論当座預金残高も「10～15兆円程度」というところまで既に変更していたが、なお書きをここに書いたように変えていて、「当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」という形に変えた。その後4月には、2001年3月19日のなお書き、これが通常パターンだが、これに戻したということであって、その後ご記憶の通り、今年に入って2月14日にまた年度末に向けての対応をきちっとやっていこうということで、ここにあるように、「当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」という形になお書きを変えているということである。それから飛んで頂いて、図表2-1だが、補完貸付制度の概要ということである。制度の趣旨、やや紋きり型ではあるが、「金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資すること」ということでやっているが、そのうち四番目の貸付期間だが、「準備預金制度における1積み期間に、原則として5営業日まで、基準貸付利率によるロール・オーバーを認める」というような扱いになっているということである。それからその際に適応される貸付利率、これは下のところだが、原則として「公定歩合」である。それからこのシャドーをかけているが、仮に「5営業日を超えて貸付けを実行した場合には、6営業日目以降は上乗せ金利を加えた利率を適用」とすると、ペナルティー金利として「2%」を適用するという扱いになっている。さらに上限日数については、この③のところだが、調節上必要と認める場合、1積み期間の営業日数の2分の1以下の範囲内で、上限日数を上げることができるという扱いになっている。それからその下、貸付金額だが、「貸付先が希望する金額」ということになっていて、「ただし、この貸付けのために差入れている担保の価額の範囲内」という扱いになっている。それから実行方法については、日本銀行は「貸付先からの借入申込みを受けて、受動的に貸付けを実行する。」という扱いになっている。ちなみに補完貸付制度の利用状況だが、2001年3月以来、どのように利用されてきたかということだが、基本的には期末月

を中心にしての利用というのがパラパラと出てきた。例えば 2001 年 3 月では件数としては 4 件と大したことないが、金額としては 2 千億である。それから 5 月辺りに 8 百億円出ているが、これはやや全体として量的緩和がまだ未定着の中で、多少こうした制度を利用しようと、あるいは利用せざるを得ないような状況に陥った先が若干これを利用したということが起きている。さらに思い起こすと、2002 年の 9 月だが、期末要因ということで、1,500 億円余りの実行額があったということである。そのような経緯を辿っているということだが、達観していえば、そう活発に利用されている制度では取り敢えずないということだが、全体としてやはり金融機関の最後のファンディングのツールとしてはやはりそれなりに意識された制度だろうと思っている。その結果どんな感じで短期金利が推移してきたか、参考までであるが、それを示したものが、公定歩合と短期金利のグラフである。折れ線グラフが公定歩合、これが補完貸付の適用金利ということになるが、これは 0.1 で 2001 年 9 月以降這っているが、結局これが上限を画する形で推移している。勿論ユーロ円 3 か月物については、一時的にそれを上回るようなこともあったが、基本的にはこの公定歩合がターム物まで含めてその上限を画するような役割、機能を果たす形になっている。ユーロ円についてはこれは無担である。一方で私共の補完貸付は有担なので、当然のことながら無担の金利まで完全に押え込むことが実際には難しい。その辺りのところが、瞬間的とは言いながら、公定歩合を超えて、補完貸付金利を超えてユーロ円が跳ね上がる時期があった、そういうことが起きたということの背景である。なお、その下に補完貸付制度の変更事例ということで、過去どんなことがあったかということ、二回である。2001 年 9 月 18 日、例の 9.11 のテロ後ということで、9 月の準備預金の積み期間について、公定歩合による利用上限日数を 5 営業日から 10 営業日に引き上げるということをやっている。それから昨年 2 月 28 日、いわゆる 3 月危機と言われた時期だが、この時期に向けて、3 月 1 日から 4 月 15 日の積み期間、すべての営業日を通じて、公定歩合による利用を可能とするというようなことも一応やっていることである。以上私の方から

の補足説明である。

福井議長

白川理事は特にコメントは宜しいか。

白川理事

ない。

福井議長

それでは執行部の以上の説明、最初の山本局長の話も含めて、もし質問があればどうぞお出しして下さい。特になければ次に進ませて頂く。質問如何か。宜しいか。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および金融政策運営に関する討議・決定

##### 1. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

福井議長

それでは早速討議に入らせて頂きたいと思う。パート1、パート2と便宜上分けて討議をしようとして最初に申し上げた。そのパート1である。特にイラクの情勢展開ということ踏まえた当面の対応という部分に関する討議だが、問題意識を若干披露させて頂くと、第一に金融市場安定確保のための対応ということだと思う。先程の説明でご理解頂いているとおり、現状海外の市場、国内の市場とも、大きな波乱はない。昨夕、海外でちょっと綻びが見え始めている、そういうリスクもあるということだが、今後とも危機の未然防止に万全を期すという観点から、取り得る対応はないか、これが問題意識の中心点である。特に市場調節方針、基本的には現状維持で良いかどうか、現状で良いという場合にも、なお書きにおける年度末に向けてという表現は、今の地政学的リスクを考えると、少し不十分ではないか、より長い期間をカバーし得るものに見直す余地はあるのではないか。それから今最後に説明のあったいわゆるロンバート貸出、これについては5日

間という規制、これなどは少し緩和してこの貸出のファンクションを強化する必要があるのではないかと、こんなことが問題意識である。なお、問題意識をもう一つ付け加えさせて頂くと、株価におよんでくるリスク、それへの対応ということである。先程日本経済は引き続き脆弱な基盤のうえに立っている、最初の基本認識のところでも申し上げたが、幾つものファクターがあるが、やはり金融システムが株価の変動と連動しているという点はその大きな弱点の一つである。今後株価にどのようなショックが及んでくるか、全く不透明であるが、もし及んでくれば、もっとも経済に直接的な打撃を与えかねないとも心配される。この点を念頭に置きながら考え得る対応はないかという点も、問題意識のナンバー2として議論頂ければと思う。もっともこの点については、日本銀行は既に銀行保有株の買取り措置というものを実施してきている。この買取り枠の拡大の可能性という点について、実はこの点に限れば政策決定会合マターではないということだが、全体の危機対応ということに絡む問題としては、必要があればこの場で議論を出して頂いて結構である。

以上問題意識の説明、極めて簡潔に申し上げた。以上の点を中心に、政策委員方の意見を伺いたいと思う。今日の議論の仕方は、このパート1については、ツール・ドゥ・テーブルという形ではご意見を求めない。皆様方から順不同で自由に発言頂ければと思うが、従来の議事進行のルールは私は承知していないが、ランダムになってもいけないので、ご発言を希望の方は手を上げて頂ければ私が指名させて頂くという形で議論を纏め上げていきたいと思っている。そういう進め方で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは早速今申し上げた当面の対応に対する討議を、ご意見をお持ちの方は、どうぞ自由に発言をして頂きたいと思う。

## 須田委員

まず、私自身この当面の対応ということに関してどういうことがいいかということと言う前に、一言言っておきたいことがあるので、そこから話させて頂きたいと思う。最初に総裁が今日の目的として二つ挙げられたが、私は当面の対応という部分も勿論大切だと思うが、こういう臨時の決定会合をやって、そこで何か大きな政策変更、決定を行なうということが、今後いつ決定会合を、政策を決定するか分からないという、不透明感をもたらす可能性が結構あると思っている。本当に予期せぬことが起こった時には、誰が見ても、「あっこれは何かやって当然だ」ということはあると思うが、私自身としては今のイラクの対応ということに関しては、ある程度前回までの決定会合で織り込んできて、そしてその範囲から逸脱しているようなことは今の執行部の説明からもあったというふうには感じていない。従って、ここは、私は念には念を入れて、少しでも市場の不安感を取り去りたいという意味で、なお書きをもう少しどうにかしたい、あるいはロンバートの期限をもう少し延ばすとか、そういうことに関しては是非やっていきたいが、量の部分に関しては変えたくない。そして私は今日の会合では、ここの部分よりも今後やることの方が凄く重要だということを外にもメッセージとして本当は出した方が、先程言った不透明感、政策決定の臨時会合でこれからどこでいつやるかも分からないという、マーケットに対する不安感を与えないためにもいいのではないかと思っているので、一言そのことも踏まえて申し上げた。

## 福井議長

次に発言頂く前に須田委員から重要な点をご指摘頂いた。最初に今日会合を招集させて頂いた趣旨を述べる時に、当然そのことを私は言及すべきであったと反省している。この新法のもとにおける政策委員会の運営は、政策決定会合の日にちを予め公示することが、政策の透明性を図るという重要な一環、柱として運営していて、この点については私は立法の趣旨は良く理解している。今後ともこの運営方式をいささかも変える積もりはな

い。今回は、たまたまイラクということもあり、申し上げたとおり、3人ではあるが、ボードメンバーのあるウエイトが変わったということで、今後の政策対応について不透明感を少しでも、あるいは理由なき期待感というものもあり過ぎてもいけないということもあって、開かせて頂いたが、あくまでこれは例外である。今後は従来原則どおり、予め公示した定例日のとおり政策運営をしていく。臨時会合は原則として開かない、記者会見でもそれは明らかにしておこうと思う。

それでは他の委員方如何か。

#### 中原委員

ただ今の件に関連してだが、若干自問自答的なことで申し上げると、臨時会合をやるということで一部に期待感が妙に高まっている部分もあって、現実にはどういう結果が取り纏められるか。「ロンバートとなお書き」というところが今日の臨時会合の結果として出た時に、妙な失望感みたいなのが出ないのか。私は個人的にはイラクの問題に対する当面の対応としてはそこしかないとは思っているが、その辺については相当きちんとした、事後的な説明を、問題意識というか、この会合が持つ問題意識を総裁の方から十分説明する必要があるだろうという気がしている。「流動性供給の強化」、あるいは「なお書き」というところを超えて何かをやるかということについては、当然ながら先行きのリスクにプリエンプティブに対応という意味から言えば、取り得ない対策ではないと思うが、その辺については皆様の意見を伺いたい。それから二番目に今日の会合はその長期的な問題の検討が中心であるという意見もあるが、ここについては、またこれは当然ながら本日の総裁の今後の記者会見、あるいは議事要旨の公開等で、色々なマーケットで憶測を呼ぶ訳で、今日の臨時決定会合の中心テーマを前者に置くのか、審議委員の1/3の方が変わられた訳だから、長期的な問題を検討したという、そちらにウエイトを置くのか、その辺のところはちょっと我々の問題意識を共通にしておいた方がいいような気がするが如何か。

#### 福井議長

今の点も含めてどうぞ他の委員からもご意見があったらまずお伺いしたいと思う。

#### 春委員

取り敢えず今の中原委員の意見に関連して申し上げますと、臨時招集の趣旨の公表文には、短期のイラク情勢にあってということになっていたし、取り敢えず短期の対策ということで議論をして、長期の方の問題についてこの場の議論から市場の期待に応えて、それなりの答えが出せるのであればそれを出していくということで宜しいのではないかと思うが。

#### 中原委員

今我々は既に臨時会合で議論してる訳だから、我々の今、今日、最も重要なテーマは何か、二つのテーマのうちどちらなのか、両方重要だということならそれはそれで結構だが、長期的な問題というのは本当に次の会合で結論が出るのか、あるいはもっともっと時間が掛かる問題なのか、これは環境の変化も当然ある訳で、フリートーキング、ブレイクストーミングという考え方でやるのか、何か一つの結果を纏めるために進めていこうということなのか、その辺のところは問題意識の持ち方で随分結果に影響してくると思う。

#### 春委員

長期の問題についてもフリートーキング的に色々な議論をするということは非常に重要なことであるし、存分にやりたいとは思いますが、ただ、対外的に今回の会合の目的ということで、どういう発表の仕方をするかということであると、取り敢えずは当面の対応ということで考えていく。

#### 中原委員

その点は私も全く同意見である。私はその点はそうであろうと思うが、



長期の問題の方を強調すべきという意見も、今須田委員から出たようなので、私はそこをはっきりさせてもらいたい。

春委員

特段そこは異存はない。

福井議長

会議を招集させて頂いた私の気持ちだけを参考までに申し上げれば、イラクの問題というのやはり会議を開く重要なきっかけになっているということは事実だと思うが、議題に載せた点は、大きく言って、これは本当にセパレートかどうかとも疑問だが、一応大きく分けて二つのことについては、議題に載せたからには、いずれもやっぱり重いとは思っている。非常にロングランに議論していかなければいけないことと、今日できちんと結論を出さなければいけない当面の対応、この性格の違いはあると思うが、決定会合で議論する以上、やっぱり相応の重みを持って世間も受け止めてくれるように議論を尽くすべきであるし、また当然世間はそうようにみしてくれるのではないかと私は期待も持っているということである。取り敢えず私の気持ちはそういうことである。

春委員

今回の問題意識として出された点だが、まずディレクティブの金額の幅を変えないということ、なお書きにイラク危機対応ということでややそこを強調した文言を入れること。ロンバート貸付について可能な限りで強化を図ることに私は賛成である。

植田委員

先程から出てきているプロシージャータ的な問題、臨時決定会合をどういう理由で開いてどういうことを議論するのか、それに関して申し上げれば、通常の考え方は何かアクシデント的な定例会合では対応できないような

事象が起こった場合に緊急に開くということである。今度のイラク、対イラク戦がそれに当たるかどうか、微妙な線だと思うので、やれるといてもいいし、もう対応済みという面もかなりあると思う。グレーゾーン位かなと私は思う。そのうえでもう一つの中長期的なテーマについては、本来は臨時会合の趣旨に合わないと思うが、先程から出ているように政策委員の1/3の方々が替わられた直後でもあり、そこへ臨時会合が開かれているので、今後の問題意識について議論しておくというのは、今回に限る特別措置としてあり得るのかなと私は思う。そのうえで前半の部分についての私なりの若干の感想なり意見を申し上げることになるが、これは先程からも出ているが、景況感という意味ではそれ程前回会合から変化がないように思う。あるいはむしろ日本に関するデータを見ると、3月の決定会合はいつだったか忘れてしまったが、少し良いめのデータが出ているように見える。例えば設備投資が下げ止まった可能性が前よりも少し高まっているとか、消費についても去年の第4四半期に弱かったのが若干戻しているとか、それからそういうことは昨日の第三次産業指数にも現われているというようなことだと思う。だから景況感から何か動く、あるいはもの凄いネガティブなニュースがあったという訳ではないと思う。ただ、皆さんおっしゃっているように金融資本市場に、これも今まさかさまに墜落しているという訳ではない訳だが、若干の不安が残るということかと思う。そのうえで対応としては、皆さんおっしゃったように、不測の事態から流動性需要が一段と高まる時に、遅滞なく対応できるというこの体制を一段と強化するということだと思うし、その具体的な内容としては既に指摘されているような、なお書き適用のより柔軟な運用、すなわちその一つの中身としては、4月1日以降も続けるということだろう。それからロンバートも、これもどれ位続けるのか分からないが、含めておいて構わないかと思う。より心配されるリスクは株価の下落およびその金融システム、さらには企業金融への影響ということかと思う。株価そのものについては、下がっていくのをとやかく言っても始まらないという面があると思うので、我々の対応としては、やっぱり福井総裁がおっしゃったように、銀行から

の株式買取りという枠組みを利用して金融システムの株価下落に対するバルネラビリティをなるべく低めるといふ、これまでやってきた措置を引き続き、あるいは一段と使っていくということかなと思う。そのうえでさらに企業金融周りについて手が打てるかどうか、その内容としては短期的にリスクが顕在化した時の備えという面もあるし、もう少し中期的な問題に対する対応という面もあると思うので、これについては後程議論させて頂きたいと思う。

#### 田谷委員

臨時会合のあり方というのは皆さん言われたが、ほとんど私は違った考えは持っていない。例えば植田委員が言われたこと、あるいは中原委員が言われたことには違和感はない。ただ、総裁は、日銀のスポークスマンとして今晚を含めても色々な場で色々発言なさらないといけないし、一番最初に総裁が基本的な今後の政策の枠組みについて検討を開始したいと言われたので、そういう面で、今日結論が出るかどうかというのは別問題として、後程総裁がどういう論点をお出しになるか分からないが、その論点に沿ってなるべく後程議論してみたいと思う。そのうえでだが、当面の危機対応に関してちょっと申し上げたいと思う。内外の金融為替市場は、今のところ短期終結シナリオを想定して動いていると思う。昨日の欧米株価の動きは少なくともまだそうした見方の変更を反映したものと言い切るには、時期尚早だろうと思う。ご承知のようにアメリカ株は、12日から21日まで八連騰しているのだから、ニューヨークダウでも約1,000ドル上がっている。だからこうしたテクニカルな反発が一服して、利喰い売りが出やすい局面だったと思う。ただ、時間が経過する過程でいつこうした短期終結想定からマーケットの見方が逸脱するかは分からないと思う。マーケットの底流はかなり不安定だと思う。实体经济面で二、三、ちょっと触れたいと思うが、前回会合以降では大きな変化はみられていないと思う。アメリカでは消費マインドの悪化が気になるし、またこの関連で雇用指標の弱さも気になる。ガソリン価格は過去最高圏に上がったが、足許原油価格が

低下しているので今後下がってくるものと思う。短期終結シナリオが崩れない限り、米国経済に関する基本的見方を変更する必要はないように思う。国内経済面では、昨日発表された貿易統計のうち、欧米向け輸出数量の減少がちょっと目に付いた。ただ、短期の単月の振れかどうかちょっと注視したいと思っている。一方、これも植田委員が今触れられたが、設備投資関連指標に幾つか強めの指標が出たが、これらも今後どうなるかは内外の経済環境次第によるところが大きいと思う。国内金融市場周りでもこれまでのところ大きな変化は見当たらない。マネーマーケット、社債市場はそこそこ落ち着いた状況が続いている。日銀の早めの対応も貢献していると思う。ただ、前回会合時などからみると、他のアジア株同様日本株の戻りが欧米市場、特に米国株に比べて鈍いようである。特に銀行株が低迷している。だから、以上纏めると、実体経済面で大きな変化は出ていないし、イラク戦短期終結期待のもとで金融市場に今のところ混乱は生じていない。しかし期末を控えて、イラク情勢にいつ、いかなる変化が起こるかは予想し難く、流動性供給面で万全の態勢を取ることが望ましいと思う。この点で、当預目標についてなお書き対応を場合によっては期末を越えて適用するというのも良いと思うし、補完貸付制度を弾力化するというのも私は賛成である。株価についてどう考えるか、どう対応したら良いかというのは、もう少し皆さんと後で議論してみたいと思う。

#### 福間委員

皆さん大体おっしゃったとおりだが、今の市場の動向というのは、どちらかというところ戦況をテレビで見ながら動いているというのが正直なところで、経済統計でマーケットが動いている面は、少なくとも20日以降はほとんどない。週末にブッシュ大統領がラジオ演説で「厳しくて長い戦いになる」と発言したが、この発言が昨日の東京市場やニューヨーク市場の下げに非常に影響した。今後も戦況や捕虜の問題が出たりすると、そういうことの方がむしろマーケットに影響するという状態が暫く続くのだろうと思う。最初は短期決着シナリオでショートカバーをやってみたが、先

程言ったような形で、テレビを見ていると、ちょっと早過ぎたかなということでもまた元のポジションに戻したのが昨日の反落だと思う。経済についても、人々が戦況を見ながら、あるいはCNNでニュースを見ながら家に閉じこもってしまうということで消費も悪くなる。91年にも同じようなことがあったが、そういうことが起こるのではないか。日本については、先程植田委員がおっしゃったように、今月上旬の政策決定会合の時点と比べると、最近の経済指標の状況はむしろ今の方が、引き続き踊り場ではあるが、非常に底が堅くなっているかなという感じである。ただし、日本経済は海外への依存度が高いから、経済指標以上に、先程申し上げたような戦況およびそれにつれた海外市場の株価の動きに連動する。一つだけポイントとして申し上げますと、ジョンソン時代の「大砲とバター」が現時点でアメリカは本当にできるのか、この部分がちょっと気になる。執行部の方からも説明があったが、長期金利や株の動きが戦争が始まる前とちょっと違う、何となく財政赤字拡大を気にしているようにも思われる。そういう具合に海外は不安定だし、しかも海外の市場も戦況次第、さらに日本の株価も海外次第という状態で、先程から皆さんおっしゃっているように、あるいは3月末に向けて、2月決定会合で決めたなお書き対応を、さらにもうちょっとリスクの部分をスピアウトして、地政学的リスクというか、海外の地政学的リスクにポイントアウトし、なお書き対応をもう少し強調して長くすることが適当と考える。ロンバート貸出についても、期末の例のBIS対応で銀行は再び当預を日銀に預けたりすることによって地銀からのDD取引が不活発になるとか、そういう技術的な要因で大幅に増えることもあるし、あるいは資金の過不足が出ることもあるから、ロンバート貸出があったり、株については先程言われたように、増額について別途検討したりすることが良いのではないかと考えている。大体皆さんが言われたとおりである。

#### 須田委員

一応先程の話も含めて、私はなぜ後者が大事かと思ったかという、例

えば今速水総裁のままで、このような状況で本当に臨時の決定会合をやったかどうかという、私としては多分やらなかっただろうなという思いがあるものだから、やはり後者の考え方、ここで議論を始めるということがやっぱり今重要なのだという認識を持っている。それと、先程言ったように、余り大きなことをしてはいけないという部分に関しては、総裁がきちんと外でおっしゃって下さるといことなので安心してはいる。私はイラクの問題で一番考えていかなければいけないのはやっぱり株の下落がどういふふうになるか分からないというところのリスクで、一番考慮に入れるのはその問題で、その問題は決定会合のマスターではないなと考えている。だからそれは後に議論したいと思う。

#### 中原委員

一つだけちょっと申し上げたいが、経済全体、特にわが国経済はむしろ若干良いというデータが出ていてそのとおりだと思っている。昨日の貿易収支もアジア向けは相当伸びているし、通関収支も伸びている。ただ、アメリカの実体経済は前回に比べ、私は若干やっぱり下方へモメンタムが拡がって要警戒だと思う。フィラデルフィア等の指標が悪くなっている。こちらはやっぱり相当な警戒感を私自身は強めている。あとは、現実には前回会合以降大きな変化はない。実体経済も余り変化はしていない。市場は戦争の短期終結のシナリオでポジティブにロング・ポジションを積み上げたというよりは、これは福間委員にも意見をお伺いしたいのだが、今までのショートをポジティブ・サプライズを警戒してポジションをニュートラルにしたというだけのことであって、これからどっちの方向にポジションを作ろうかというのは、まさに戦況次第という状況だろうと思う。従って、楽観ムードが出てきたということでは決してなくて、むしろこの反動は、要警戒だろうと思う。それからもう一つは、アメリカのやはり実体経済がここまで悪くなってくる、それからデフレの懸念も少しずつ忍び寄ってきている状況をみていると、やはり今後は戦費の問題もあるし、アメリカもファンダメンタルに対する警戒感も相当強まってくるのではないか。そこ

は裏返しすれば、円高というところに繋がるが、そこについてのリスクは十分気を付けてみていく。

福井議長

それでは委員方のご意見が一応出尽くしているかと思うので、この当面の対応について委員方の意見集約ということで、一応こういうふうを考えさせて頂いて良いかどうか。

金融調節方針については現状維持。ただなお書きにおける「年度末に向けて」という表現を年度末以降もカバーし得るものに見直す。表現は必ずしも容易ではないが、私がサンプルとして申し上げれば「なお、当面国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ上記目標に拘わらず一層潤沢な資金供給を行う」。一例としてはこうだが、事務局からこれをベースに作文して頂いて、後で決定の時に議論頂きたいと思う。第二に、市場安定に万全を期するという観点から、いわゆる「ロンバート型貸出」の「5営業日ルール」の適用を当分の間停止する。それから株式への対応、銀行からの株式買入れ措置というものについては、この後通常会合を開いて議論させて頂きたいと思う。こういうことで宜しいか。決定は後で、パート2と含めてさせて頂きたいと思う。政府委員からは後でご意見を伺おうかと思ったが、このパート1に限ってもしご発言があるようならばお伺いしたい。

谷口財務副大臣

いや、若干全般的にこれとは直接かかわりはないが…。

福井議長

もしかかわりがないようなら後で纏めてお伺いする。

谷口財務副大臣

少しだけ宜しいか。先程今回の臨時決定会合についての意見が出た訳だ

が、私はこれは十分理解できる。そのことをちょっと申し上げようかと思った訳だが、もう既に 20 日に総裁、副総裁が就任されて、国会の中でどんどん発言されている訳である。国会の中で私も詳細までは知らないが、しかし、決定会合で審議委員の皆さんの意見を聞かれたのかといったようなことであるとか、そういうことを含めて総裁または副総裁の発言の中には、やはりそういうことのご感覚はお持ちだろうと思う。だからそれはいわば当然の話であり、これをまだこの後 2 週間後に日程どおりの決定会合が行なわれる訳で、しかし一方でイラクの戦争があるといったようなことを考えると、私は時宜を得た会合ではないかと思う。既にまた政治の世界では与党のプロジェクトチームが、日本銀行に対しての意見も考えているようだし、そのようなことも含めてのこの決定会合の開催だと思っている。そういう意味では非常にタイムリーな開催ではないかと考えている。

## 2. 金融政策の枠組みの検討の進め方に関する討議

福井議長

それでは時間の制約もあるので、次のパート 2 に移らせて頂く。これはやや長い目でみた政策の枠組みの検討の開始ということである。この点についても、最初に私から若干問題意識を表明させて頂きたいと思う。

そもそもイラクの問題が起こる以前の段階からあったと思うが、これまで日本銀行が進めてきた金融緩和政策、量的緩和という形で進めてきている緩和政策だが、金融市場の安定確保、あるいは実体経済の面でもデフレスパイラルの回避という点では、非常に有効だった。しかしよりポジティブに経済を活性化させるという面では、十分な効果が窺われていない。このように一言で言うのはなかなか適当ではないかもしれないが、端的に言えばそういう感じがする。こういう認識は多かれ少なかれ、マーケットの方にもほぼシェアされているのではないか、共有されているのではないか。今後とも、この日本経済のおかれた厳しい状況を考えると、日本銀行が責任を持って政策遂行をしていくという場合に、政策効果のより広範囲でより行き届いた浸透ということを十分念頭に置いて、枠組みを常に再点検し



ていくということは重要ではないかと、これが基本の問題意識である。イラクの問題が起こって、戦争の帰趨は分からない。短期に終わろうとあるいはやや長期化しようと、実体経済への影響というのはやはり時間を掛けてボディブロー的に及んでくる部分もあるかもしれない。良い影響ということも場合によってはあるかもしれないが、心配をすれば悪い方のボディブロー的影響ということもあるかもしれないということなので、それも重ねて将来の経済の姿をよく吟味しながら、政策の枠組みについて常に再点検していく必要があるのではないかと思う。ちょうど今日が最初の良いきっかけになるのではないかということである。より具体的な問題意識ということになるが、よりよくこの政策効果の浸透を図るためには、幾つものポイントがあると思うが、私が特に意識しているのは、一つは透明性の向上、もう一つは量的緩和政策のもとで、流動性を供給した場合にその後の波及メカニズムをいかに強化していくか、少なくともこの二つは重要な論点ではないかと考えている。今日を出発点として、特に次の4月7、8日に予定されている決定会合でかなりしっかりした議論をして頂いて、輪郭のみえたところ、あるいは結論の出たところは対外的に示していきたいと、簡単だが私の問題意識はそういうことである。このテーマについては、通常の議論の運び方に従って、最初に委員方から順次、つまりトゥール・ドゥ・ターブルという形でご意見の表明をお願いしたい。その後で自由討議をさせて頂きたいと思う。今日は福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、それから新しくジョインされた武藤副総裁、岩田副総裁の順番でお願いできればと思う。まず福間委員からお願いする。

#### 福間委員

実はこういう切り口で余り考えてきていないというのが正直なところで、多少ランダムになるかもしれない。ご指摘のように金融政策の透明性、さらには量的緩和、金融緩和の浸透メカニズムを明確にして、その浸透を図るということは非常に重要なことだろうと思うし、そのこと自体が私も特に異存はない。ただ、これに関連して一つ言えるのは、トランスミッショ

ン・メカニズムの大前提はやはり不良債権処理であるし、そういう観点から、昨年来色々本行においても「不良債権問題の基本的な考え方」とか、株式の買取りとか、金融システム問題への対応を色々検討してきた訳だが、まだまだやっていかなければならない。今の東証株価の中で銀行株の時価総額は、ピーク時には25%程度だったが、今は5%前後ということで、非常に落ちている。日本の重要産業である金融業を何とか復活させないといけないという面からも、この不良債権処理というのは金融庁と一体になってやっていかないといけない。国益にかかわる最も大きな問題ではないかなと考えている。もう一つは、透明性の問題だが、金融政策の透明性も勿論あるが、もう一つは、総裁が議会でおっしゃっていた、本行がリスク資産を取っていくという場合に、その考え方をピシッとしておかなければいけないという問題もあると思う。というのは、確かに塩川大臣をはじめ、納付金の調整は多少は考えても良いよという新聞報道があったりはするが、やはりこういう場合には、ボードに対して、一般の国民はディスプリンの効いた日銀というものを求めている訳であり、バランスシート管理というのは非常に重要である。リスクマネジメントなしにバランスシートを膨張させるということは、これは私企業では考えられないし、中央銀行としても考えられない。そうすると、リスクアセットを取るからにはヘッジはあるのか、あるいはボリュームを変えられないのだったら、資産の内容を変えるのか、あるいは自己資本比率はどうするのかということを通じて、財務の健全性を常に金融政策と裏腹で考えていかないといけない。これを離れては今や日銀に関する限りは政策遂行ができない。私は何も他意があって言う訳ではないが、岩田副総裁が来られたから言う訳ではないが、例えば国債の買入れの枠拡大という場合に、それとインフレーションターゲットというのは、やっぱりリスクマネジメントとしては完全に相反する訳で、両者の整合性を取りながらやっていかないといけない。私はこの点が中長期的な問題の一番大きなテーマではないかなと思っている。総裁から「やや長い目でみた政策の枠組みの検討」というお話があったので、最後にイグジット・ポリシーについて触れておきたい。将来今の量的緩和を脱

する時に、幸いにも経済が良くなったという時に、非常に矛盾に満ちた政策を採らざるを得ない。我々の持っている資産を値下がりするような政策を取らなくてはならない。場合によっては、マーケット金利が先行したって政策金利は後から上げるとか、あるいはその逆もあると思う。このイグジット・ポリシーは、今直ちに考える必要はない。今はとにかくデフレ脱却であるが、やや長い目で見た場合には頭の片隅に置いてやっていかないといけないし、非常に大きなテーマだと思うので、執行部とも技術的な点を含め、よく研究したいと思っている。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

長期的な政策の枠組みの議論というのは余り纏まってはやってはいないが、毎回の会合で色々議論は進んでいる訳で、さてそれについて5分間で何か話してみろと言われても頭がどうも良く纏まらないが、ポイントは量的緩和、昨年3月から進めてきたことについての評価をどうするかということと、その評価に立ってこれからどう動くか、この部分だろうと思う。量的緩和の評価については先程総裁が総括されたものについて、私も同意見であり、敢えて付け加える点はないが、やはりここで考えなければいけないのは、一つは量的緩和の強化論者の意見を窺うと、これだけの量的緩和で円安に抑えた、円高を抑えたのだと、あるいは株価の底割れも防いだんだと、もっとやり方が足りないからもっとやらないからこんなところで終わっているんだ、という意見もあることを念頭に置きながら考えていかなければいけないのかなという気は、アカデミックなバックグラウンドがない人間としては考えている。ただもう一つ考えているのは、やはり量的緩和の結果、何が副作用として出てきているかということだが、一つは短期マーケットの流動性が非常に偏在し、マーケットの機能が損なわれている。これはもう皆さんご存知のとおり、議論されるとおりである。それからも

う一点は、今やそれが中長期のマーケットにまで移り始めているという状況で、従来残されていた流動性供給の有力な手段である中長期国債の買切り増額というものも、ここである種の制約条件が加わりつつあるというのが私の直感である。それと、長期マーケットの変質に関連して、私も何回か今まで申し上げたことがあるのだが、どうも今のマーケットをみていると相場観は一方的であり、ボラティリティは非常に低くなってきている。この原因はやはりある意味では強力すぎる日銀の時間軸というものの影響が出ているのではないかという感じはしている。これについて、私は実は答えを持っていないので、こういうことを申し上げるのは無責任ではあるが、結局マーケットは、デフレというのは単なる貨幣的現象ではなくて、グローバルな供給の過剰とかその他色々な原因が複雑に絡まっているものであって、マネタリーな分野だけでの対応で、デフレ脱却はできない。従って時間軸というのはなかなか日銀としては脱することはできないのではないかという認識がマーケットに生まれつつある。経営者はもう既に一定の緩やかなデフレを前提とした経営計画を立てる、こういうある種のデフレ慣れが各所に起こっている。あるいはデフレによるモラル・ハザード、デフレ期待によるモラル・ハザード的なものがマーケットにも出ているのではないか。この辺を今後の長期的な政策展開の中でどう考えるかというのが私の問題意識としてある。答えは私もまだ持ってない。結局その後、今後の長期的な問題として量的緩和をどう出るかということだが、この議論はこの効果の評価と合わせてイグジット・ポリシーと、その時の脱出コストというものを総合的に考えていく必要があると考えている。選択としては一部の方が主張するように、思い切ってさらなる流動性供給を行なう、徹底的にやるという考え方、それからもう一つは別のレジームに思い切って飛び込むという考え方、三つ目にはそのフレームワークそのものを量的緩和のレジームのもとで多少見直していくという考え方があるかと思う。それから金融政策はある程度限界にきているので、プルーデンスとかあるいは企業金融の円滑化ということで、どちらかといえばミクロ政策の方でシフトしていくという選択があろうかと思う。いずれにしても

どういう選択を採るか、総合的な判断をしても非常に難しいところであるが、総裁の言われた「透明性の向上、流動性の供給、波及メカニズムの強化」という点については、ある種の量的緩和を前提においた今後の議論だろうと思うので、私も現実的にはそこだろうと思っている。ただもう少し説明を伺いたいが、「透明性の向上」というのは何を意味するのかというのは、ちょっと分かりにくいところがあって、私の理解ではある種の別の中間目標的なものとか、政策みたいなものを考えていくということだろうかとは思いますが、この辺については色々な議論があると思うし、是非やっていきたいと思う。それから「流動性の供給、波及メカニズムの強化」については、今まで我々が主張してきたのは、やはり規制改革やその他構造改革、サプライサイド改革というものがない限り、いかに流動性供給を行なっても、これがマネーサプライの増加、あるいは実体経済の刺激効果が出ないだろうと、やはり合わせ技が必要であるということ、少なくとも私は言ってきた訳だが、敢えて日銀の政策マンドートの中でこれをさらに進めていくことになれば、一部の非伝統的資産の購入、それからもう一つはミクロ的なある種の制度金融の分野に踏み込んでいく必要があるだろうと思う。そこへ向けてのコンセンサスが得られるかどうか、これは十分議論していく必要がある。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

長い目で見えた政策の枠組みを検討するに当たって、やはり皆さんもおっしゃっているように、過去2年間の量的緩和の評価を踏まえる必要があると思っている。その評価はこれから検討することになると思うが、ここでは簡単に私なりの整理をさせて頂ければ、先程総裁もおっしゃったが、まず第一に、金融市場の不安定化や企業金融逼迫を契機としたデフレスパイラルへの落ち込みは回避されたこと、それから第二に、金利が、短期も長

期もほぼ限界まで低下していること。しかし第三に、家計も企業も銀行も皆がリスクを回避したい、できるだけ安全な形で資産を保有したい、という姿勢を強めているため、我々が供給した流動性は、総裁の言葉を借りれば、金融部門の中で空回りしていること、その結果、為替レートや株価などへの影響は目に見える形では確認できていないこと。そして、第四に、こうした経済主体の行動が示すように、マネーサプライの伸びに対する大きな制約要因は、マネタリーベースではないと考えられること。言い換えれば、企業、家計部門にとってマクロ的に見た支出の制約要因は流動性ではなくて、従ってマネタリーベース供給が貸出等へ拡張的に作用しにくいこと。それから第五に、その裏返しとして、ベースマネーが増えれば、マネーサプライは増加し、やがてデフレは止まる、という単純な貨幣数量説に基づいて、人々は、インフレ予想を形成している訳ではないという当り前のことが確認されたこと、といったところだろうと思う。こうした中で、量的緩和論にも構造変化が起こりつつあるように思う。すなわち、単純な貨幣数量説的な議論が元気をなくしてきた一方で、流動性供給手段、つまり日銀のバランスシートで言えば資産サイドに関心が集まりつつある。様々なリスクを日銀が負担すれば、金融政策のトランスミッション・メカニズムが働きやすくなる可能性がある」と理論的には考えられるからである。ただし、買入れ資産の多様化という意味では、通常の業務の範囲内で、日銀がやれると判断できるものは、ほとんどやり尽くしたと言っても過言ではないと思う。従ってこれから検討の対象にするものについては、トランスミッション・メカニズムの強化に役立つかどうかに加えて、福間委員もおっしゃたのだが、私は日銀のバランスシートの健全性の観点から、そういったリスクを採る余裕があるかどうか重要な判断材料になると思っている。自己資本への影響を重視しながら、リスクの高い資産を購入したり担保化していくということを考えていかざるを得ないということは、これまで何度も指摘してきたが、実質的には日銀が財政政策の領域に足を踏み入れることを意味する。日銀が様々なリスクをより一層取っていくためには、シニョレッジを日銀が自分の判断で使えるようにする必要がある

ある。幸いなことに、最近様々なリスク資産を日銀が購入しロスが生じると、あるいは日銀がより積極的にリスクを採っていくために、自己資本を厚くすると、納付金の減少を通じて財政悪化に繋がるという理解が広まっているので、シニョレッジの使い方について、政府との間で議論をする土台ができつつあるのではと期待しているところである。もっとも、財政赤字の問題があるし、シニョレッジをかなり使えるということになっても、日銀の自己資本が十分なものになるとは言えないので、政府に頼ってリスクを積極的に取っていくことはできないと思う。財政が日銀をサポートするということになると、財政の節度の問題への影響が起り得るし、それが通貨の信認にも跳ね返ってくる可能性も念頭に置いておく必要があると思っている。結局は、既存の日銀の自己資本をリスク資産にどのように配分するのかということが、やはりここで極めて重要な論点になっていかざるを得ないと思っている。そのうえで、議論の叩き台ということで具体的な施策を例示するとすれば、一つは、プルーデンス政策になるが株価変動リスクのより一層の引き受けとか、あるいは銀行の外貨流動性リスクに対して対処する能力を引き上げるという目的から、外債を保有することも考えられる。また、金融政策としては、手形、CP、企業向け証書貸付債権などの民間企業債務について、受け入れる信用リスクの範囲を拡大することも一案である。場合によっては、ABC P市場の活性化を狙って、ABC Pのシニア部分を買入れることも考えられるかも知れない。数え上げれば対象可能資産はまだまだあると思うが、金融政策やプルーデンス政策を運営するうえで、限られている自己資本を、何にどれだけ割り当てるのか、という議論を前もってしておくことが不可欠だということを強調しておきたいと思う。最後に透明性向上に関してだが、この問題はあつ一つの評価基準で、そして政策の枠組みのあり方ということに限定して議論するのではなく、幅広い観点から論点整理をお願いしたいと思う。評価の基準については、例えば金融政策の変更の事前の予測可能性を高めることとか、あるいは政策論議をより分かり易くするという点に関しては、いずれも透明性向上に資すると議論されることがあるが、どちらの基準を採るかに

よって、透明性向上策が違ってくる可能性がある。具体例を上げると、インフレターゲットというのは、しばしば議論の分かり易さから透明性向上に資すると議論されているが、今の量的緩和のフレームワークは誰が見ても分かる実績値で定義された時間軸効果があるために、当面金融の緩和スタンスが持続されるかどうかについての不透明感は非常に低い。他方、インフレターゲットは、かなり先のインフレ率が目標レンジに入るように現在の政策を決定するために、最近のBOEのようにサプライズで利下げが行なわれるということも起こり得る。また、その時点では目標から乖離しているのに、より一層乖離する方向に金融政策が変更されるということもある。従って、政策の先行きがみえにくいということがある。それから、政策について分かり易さということなら、どれだけマーケットなどと対話をするとか、国民一般に分かり易い説明を行なうかということも私は重要だと思っているので、そういう意味では幅広い観点から透明性の議論をやって頂けたらと思う。

福井議長

では田谷委員、お願いします。

田谷委員

私は、須田委員みたいに論理立てて全部考えてきた訳ではないが、まず総裁が第一の論点として透明性の向上ということをおっしゃった。そして今、須田委員はインフレターゲットに即して纏めて下さった。私もちょっとその点に触れたいと思う。現在我々が0%、消費者物価変化率が0%以上になるまで、こういった金融緩和スタンスを続けると言っている。この0%以上というのがイメージとして、誤って0~1%辺りと解釈されている可能性はあるのではないかと思う。その意味で、もう少し物価安定の意味を広く考えることを明確にする必要はあるかもしれないと思っている。ただ、今それを数字で示すことは、実現のための手段だとか、環境面での改善なしに、一歩外部からの圧力というか、そういうものによって一歩イン



フレ・ターゲティングに近づく印象を与えかねないと思う。物価安定ということを示すと、期限を限定せよといった圧力を強めかねないのではないかと思う。その物価上昇率の容認上限というものを示すことは、今後期待を安定化させるために必要になることはあり得ると思う。例えば何らかの理由から、想定以上に国債が増発されたりした場合には考えられると思う。このポイントは、さらに詰めて皆さんと議論していきたいと思う。第二点の波及メカニズムの強化ということだが、これは全く大事なポイントで、今須田委員はA B C Pの例を出されたが、企業金融周りで何らか我々のできる範囲で、体力の範囲で、そういった具体的なことが考えられるということであれば、私もそれこそ予断を持つことなく議論していきたいと思う。この関連でというか、関連もしていない面もあるが、株価が非常にこのところ下がっている。これは私は海外との連動性が強いと思っはいるが、国内要因としてはやっぱり改革の遅れとか、あるいはマーケットの人達が言う需給の崩れと言ったものも関係していると思う。ただ、このところ新聞紙上その他で株価対策と称するもの、色々見ているが、なかなか余り本当に実のあるものは、私は少ないような気がしている。本質的な問題解決へと繋がるのは、例えば銀行への公的資金の円滑注入に向けた新制度作りを前倒しするという項目も見られるが、これは私は非常に大事だと思う。これも私共の金融緩和を効果あらしめる一つの重要な点だと思う。時間も限られているし、ETFをどう考えるかとか、外債購入をどう考えるかということについては、ちょっと今日は具体論には入らないで、しかし総裁も一番最初にちょっと纏められたが、量的緩和というものをどう考えているのかということ、ちょっと暫定的ながら申し上げたいと思う。我々は金融機関の日銀当座預金を増加させることで金融機関による様々な金融資産保有への染み出し効果というのを期待した。しかし、その貸出が減り続け、株式保有が減らされ続けているもとでは、社債ということになるが、高格付社債のリスク・プレミアム削減効果は若干みられたように思う。その効果は小さくしかも不確実であった、あるいは反対に小さく不確実ではあったが効果はあった、どちらでも言えると思う。もっとも、例

えば5年物のAA格社債の場合、その対国債イールド・スプレッドは最近では0.1%前後なので、効果の絶対値も小さなものにならざるを得ないということである。しかし、低格付社債にはこれまでのところ意味のある影響を及ぼしたようにはみられない。さらに社債市場そのものも貸出市場に比べればかなり小さいものだし、このルートを通して、需要を喚起して物価に影響を及ぼしたようにはほとんど見受けられないと思う。もっとも、これも皆さんおっしゃったし総裁もおっしゃったが、量的緩和というのは十分すぎる程の流動性を供給し続けることで、金融市場の安定に貢献し、それを通して経済の安定化に貢献してきたことは確かである。外債運用は傾向として増えてきたが、金融機関の場合、原則為替をヘッジしているので、為替相場への影響は限定的と考えられる。また、一部の投資家が日米のマネタリーベース比率を円ドル相場に関連付けることがあるが、少なくとも日本の場合、マネタリーベースからマネーサプライ、そして物価への影響経路が不確実で弱いものとなっていることを考えれば、そうした見方は弱いように思われる。しかし、マネタリーベースと為替相場の関係が経験的にも全くないと言いきれないように思うので、この点は現時点ではオープン・クエスチョンと思う。ちょっと具体論をするかどうか皆さんの議論をお聞きしてからにしたいと思う。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

皆さんがおっしゃったこととほとんど同じなので、でも微妙に違うところもあるので、同じようなことを微妙に違うように話す。これまでの評価というところから始めるとすると、そこは皆さんと非常に近いと思うが、量的緩和であるが、その効果としては短期の金利をゼロにしたこと、量を出すことによって、それから中長期の金利にも量の増大および時間軸を通じて下方の圧力をかけ、これらはある程度のポートフォリオ・リバランス

に繋がったのだと思う。ただもう一方で、量が出るということそのものの経済への影響ということについては、余り確認できていない。ただし、時々起こったような流動性の需要が増大するという局面で量を出すということが、金融システム等の安定のためにプラスに働いていることは間違いのないと思う。量について、これまで効果は小さいが、もっとやれば効くのではないかという議論は絶対負けない議論だと思うが、ある種、負け惜しみという感じもしないでもないし、ただ逆にこの議論に勝っても、勝った我々も負けているという面もあって難しい。須田委員がおっしゃったように、徐々に買うものの中身に議論の焦点が移りつつあるということだと思う。その中で、長国の買いオペを多用してきた訳だが、これは、これ以上できないというところに来ている訳ではないが、ある意味ではぎりぎりのところに来ているということここ 2、3 か月かなり真剣に議論してきたのだと思う。今日はその議論は避けたいと思う。そういう中で今後の緩和については、最初に総裁がおっしゃったように、量的緩和を場合によっては進めつつも、その効果が一段と強まるような工夫を何かできないかということが一つの方向かと思う。私なりの見方をすると、資産デフレが金融仲介機能と悪循環を起こしている中で、それが経済金融システムにマイナスの影響を起こしてきたとともに、金融政策の効果にもマイナスの影響を及ぼしてきたということだと思う。従って、通常の意味での緩和策であると同時に、金融の問題に対する対応策にもなっているような対策も巧く打つと、それは非常に宜しいのではないかということだと思う。具体論についてはまた後程、あるいは今後させて頂きたいと思う。ただ、そういう中でこれも複数の方がおっしゃったが、これらはある意味では狭い意味での金融政策から逸脱する部分がかかなりあって、日本銀行の収益や自己資本への影響も考えざるを得ない。従って、何でもかんでもどんな規模でもやれるというものでもない。あるいはAをやればBがやれなくなるというトレードオフもあるということも認識しつつ進めないといけないと思う。また、やれる範囲でやるといっても、ある種財政政策をやるようなことを日本銀行がやってしまうという面もあるので、勝手にやっていいのかどうか、

色々なことを考えつつ、説明がきちんとできるようなやり方でやるということも重要かと思う。最後に、透明性との関係でインフレ・ターゲティングの話がやはり複数の方から出たが、これに関する判断は私も微妙なものがある。現在のフレームワークが既にインフレ・ターゲティングの良いところをかなり取り入れているということは、はっきり言えるのではないかなと思う。潤沢な流動性供給をインフレ率がプラスになるまで続けるということで、将来の政策のあり方についてはっきりとしたメッセージを出していく、そういうことを出すというのがインフレ・ターゲティングの主なポイントの一つである。ただ、この点に関して須田委員の意見とちょっと私は違うが、今のフレームワークは現実のインフレ率がプラスを超えるまでとなっている。普通のインフレ・ターゲティングだとむしろ予想インフレ率があるところを超えるまでとなると思うが、どちらが良いか微妙で、普通のアカデミックな考え方だと予想インフレ率、つまり政策発動から効果までラグがあるから、将来のインフレ率の予想値を何か中間目標みたいにするのだということのようにも思えるが、現実の判断は難しいと思う。ただ現在のフレームワークと、もっとはっきりとしたインフレ・ターゲティングとの間のギャップは二つ三つあると思うが、私が申し上げるまでもないが、一つは田谷委員もおっしゃったように、現在のそれには中長期の目標が明示されていないということだと思う。現状のゼロインフレというのはある種の通過点についてのメルクマールであって、その先どこに行くかということは現状では明示されていない。それを現状でどのようにインプリシットに言われているかということをお断りして申し上げれば、ゼロを通過するところで、インフレ率の上昇は直ぐに止まるとも思えないので、若干のプラスが目標ということだが、今のままでは上限は無量大という言い方になっていると思う。これは例えば下限1%、上限3%という言い方にするかどうかというのはイシューとして、勿論残されていると思う。ただそれを言っていないことによって、この政策の経済刺激効果が弱まっているとか、あるいは不透明性が強まっているということでもないように私は今のところ思っている。むしろ1%から3%というようなことをいう必要性が出るの

は、インフレ率が本当に上昇の気配を見せ始めて、どういうペースであるところから引き締めをしなければいけないかという判断に迫られる、あるいはその少し前というふうに思う。つまり福間委員がおっしゃるようなイグジットのところとの関係で重要になってくると思う。あと、何年後に目標を達成するというホライズンをきちんと言っていないということが一つある。これは言えた方が良いのは言うまでもないが、これまで様々な議論してきたような難しさによって明示的には言っていないということだと思う。議論の余地はあると思う。それからもう一つは、ゼロインフレまで大まかに現状の量的緩和を維持すると言っているが、非常に積極的にプラスのインフレに持っていかうという姿勢がそこに十分出ているかどうかという観点は残ると思う。ゼロ金利をゼロインフレになるまで維持するというふうに大まかに言い換えてもいいのだが、それでも、では-1%のデフレが続いたらどうするのか、そのままほうっておくのかというイシューは残るように思う。そこをもう少し踏み込んで言うかどうか、そこもある種インフレ・ターゲティングにもう一歩近づくかどうか。つまり、はっきりはしていない中長期の目標と足許ないし近い先の予想インフレ率にギャップがあった場合、追加アクションをとるのかどうかというのが一つのインフレ・ターゲティングの効果かと思う。ずっとギャップがあり続けているとは思いますが、ただ、他方、良い手段もないという中で悩んできたのだと思う。ここは一つの論点としてあると思う。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

私から三点申し上げたいと思う。まず総裁が冒頭、これまでの量的緩和の非常に簡潔な評価というか、集約、その中で今後、政策効果の浸透を再点検することが必要だと、その場合のポイントは透明性であり波及メカニズムであると、こういうふうにおっしゃったが、まさにこれは今後枠組み

を検討していくうえで非常に重要なことだと思う。私も及ばずながら精々勉強して、できるだけ建設的な意見を出したいと思っている。それが第一点である。第二点は、何人かの方がお触れになったが、日銀の財務の健全性についてである。着任してそろそろ1年になるが、私の新日銀法に対する認識は、日銀は従来より大幅な独立性を与えられた。それを支えるものが一つは透明性であると思うが、私はそれと同様に財務の健全性が日銀の独立性を確保していくうえで極めて重要ではないかと思っている。従って、通貨あるいは金融システムという基本インフラを提供する立場である日銀が、どうやって財務の健全性を確保していくか、今後買取り資産の多様化とか増額を検討していくことになると思うが、極めて重要なのではないかと思う。ただし、検討のうえの主張が単なる庭先論であると受け止められるようではいけないし、また財務の健全性をいう余りに、政策の選択肢の幅を狭めてしまうこともあってはいけないと思うので、非常に難しいことだが、是非しっかりとした理論を構築して説得力を持って主張していくことが必要ではないかと思う。それから第三点は、これも何人かの方が既に触れていることだが、企業金融の分野に日銀がこれからどんな役割を果たしていくのかということである。マネーマーケットのところまでは量的な緩和によって十分な資金が提供されているが、それがなかなか企業金融のところまでいっていない。従来の日銀の基本的な役割の中から多少逸脱するということなのかもしれないが、既にこれまでも日銀は、企業金融に対する貢献ということを随分尽くしてきたと思うし、先日議論をした平成15年度の業務運営計画の中にも一つの項目として挙げられている。企業金融についてはもっと一歩踏み出した役割が果たせるのではないかという観点からの検討を一層強めてはどうかと思う。以上三点である。

福井議長

では、武藤副総裁お願いする。

## 武藤副総裁

初めて発言する機会を得るので、ちょっと本題から外れるかもしれないが、私の基本的な考え方を簡単に述べた方が宜しいかと思って申し上げさせて頂く。デフレの背景をどう考えるかということについては、色々なお考えがあるかと思うが、私は需要要因、供給要因、金融面の要因と、余り中身は詳しく言わないが、複合的な要因が絡み合っていると理解をしている訳である。そういう中で、とにかく今我々のおかれている状況というのは、何とかしてデフレを克服して経済を回復軌道に乗せることだということとは、論を俟たない訳だが、そのために私としては、今まで中央銀行として政策決定会合で十分な議論が行なわれていることは重々承知はしているが、予断を持たずに柔軟な姿勢で議論をしたいと思っているので、宜しくお願いしたい。

それです、今後の政策の枠組みということについてだが、もう委員の皆様方から色々具体的なことについてお触れになったうえでの議論があったが、今日のところは私は、個々の具体的なことについて触れるというのは、ある程度必要かもしれないが、むしろこの枠組みをどのように作るかということについて合意を得ることが大事なことなのではないかと思っている。今まで相当思い切った対応をされてきたということについては、十分分かるし、早々のさらなる量的緩和というものについての考え方については慎重論があるというのはよく分かるが、いずれにしてもデフレ脱却の目途は立っていないという現状は十分に踏まえる必要があるだろうということである。そこで2年前に踏み切った量的緩和政策の効果の浸透に一定の時間が必要であるとは思いますが、その時間は十分経っていると思われるので、この際、こういう今までの政策の効果などについて、一回きっちりレビューをする必要があるだろうと思う訳である。それは今まで十分議論をしてきたということであるかもしれないが、やっぱりこのレビューはどうしても不可欠だと思う。それはただ単に人がちょっと変わったとかということではなくて、やはりこのイラクの戦争を契機として、ちょっと戦況が変わると色々状況も変わる訳だが、冷静に見れば長い目で

見て不確実性が残っているということはあるのだろうと思うので、この際、従来の政策効果のレビューを行なって、そのうえで金融政策の基本的な考え方というのを、これは総裁からお話があったが、議論を整理したらどうかと思う。従って今日はそういうことで次回会合以降話を進めていったらどうかということ、むしろ確認をしてはどうかということである。そういうことを通じて、一つは政策運営の方向性を巡って最近色々な思惑がある訳だが、そのような思惑をある程度払拭してきちんとした議論が行なわれていることを示すということが、これは透明性というにはちょっと言葉が適切ではないかもしれないが、必要であると思う。勿論この議論を進めるポイントは、波及メカニズムの強化というか改善というか、最大の課題はそこにあると思っている。そこで、先程幾つか、もしそういうことをやるとした場合の課題について言及があったが、そういうことを全部できる限り、まずどんなことが議論としてあり得るのかということ、並べてみたらどうかと思う。そのうえでできそうなものから取り掛かっていく。できない、できるという判断もいずれ必要なのだが、色々レベルを問わずまず並べてみて、そのうえで次回会合以降議論をしていったらどうか。この臨時会合をもった趣旨が色々あって大体私は異存はないが、イラク問題とそれから当面の整理をするという状況、そういうのがあると思うが、どちらが重要かというのはともかくとして、両方あると思うが、そういうタイミングでいわば議論を整理したうえで、課題を明確にするということが、今の状況の中で非常に重要なことなのではないかというのが私の理解である。個々の問題について、色々言及するとまた繰り返しになったり、多少のニュアンスの差を今日言ってみてもどうかと思うので、その程度にさせて頂くが、その際に、勿論まず政策委員会で徹底的に議論をして、その政策委員会における従来の議論の連続性という観点からの検証も、これは是非やる必要があるだろうと思っている。以上である。

福井議長

最後に、岩田副総裁お願いします。



## 岩田副総裁

私は、国会でもかなりはっきり申し上げたので、改めて申し上げることはそれ程ないのだが、今までの話を伺っていて私なりに議論を整理すると、これまでの日銀の量的緩和政策というのは、私の分類によると、インスツルメント・ターゲティング・ポリシー、それは量的緩和という、つまり当座預金の額を 20 兆円にするとか、22 兆円にするといった、インスツルメントをターゲットとして政策を行なうということが中心の金融政策運営だったと思う。ただそれだけではなくて、部分的には先程植田委員が言われたようにゴール・ターゲティング、つまりゼロ以上になるまでこのインスツルメント・ターゲティング・ポリシーをやるということとなっているので、これまでの日本銀行の政策は、このインスツルメント・ターゲティング・ポリシーにプラス、ゴール・ターゲティング・ポリシーを部分的に加味した政策だというふうに私は思う。その結果はどうだったかと言うと、結果については明らかであって、デフレ克服には不十分だった、力が足りなかった。これは力が足りなかった理由は二つあって、短期金利がゼロである、そして不良債権の問題があるという二つの問題があって、この克服が及ばなかったということだと思う。それと、もう一つ、こういう政策のもとで議論されたのが、時間軸効果である。けれども、私は時間軸効果というのは、人々のデフレ期待が定着することによって長期金利が下がるということであって、デフレ期待を変えることはできないと思う。これは言葉を変えて言うと、名目金利は下がるけれども、その時長期の実質金利は下がるかと言うと、下がらない。期待デフレの幅は小さくならない。従って私は時間軸効果は力がなかったというふうに思っている。そこで私の記憶では、実は 2 年前の本会合に政府代表として一度きたことがあるのだが、そういうことを、すなわち時間軸効果について疑問があるということを上げられた覚えがある。その問題はずっと実は意識していて、2 年間何を考えていたのかと言われるのだが、多少は思考のプログレスがその時からあって、どうやったらデフレ期待を変えられるかという、そこから抜けられるかというところが、私の関心事であった。私のその政策の今後の枠組

みというのはどういうところにあるかと言うと、そのウエイトを変えろということなのである。先程申し上げたが、ゴール・ターゲティング・ポリシーを中心にして、インスツルメント・ターゲティング・ポリシーをプラス・アルファというか、加味して考える。つまり主客を逆さまにするということが、現状を突破するうえで必要だと思う。私は今、「デフレ均衡」だと思っている。日本の経済というのは、ある種の均衡にあるのである。抜け出すことは非常に難しく、そこからどうやって引っ張り上げていくかということが大事なのであって、そのためにはやはり、これまでの枠組みでは脱出できない、新しい枠組みを考えるべきだ。それはゴールを中心にしたものであるべきだ。そこで、ゴールをなぜ中心にするのかというと、私は最終的にはやはり、中央銀行の目的というのは、物価の安定を実現することにあるのであって、今はデフレ期待が定着しているから物価の安定ではない、下方の方に不安定なのである。つまり、デフレスパイラルのリスクが瀬戸際にあるというのが総裁の話だったが、それがあつてである。であるから、そこを変えるということがまず大事で、そういうことによつてはじめて、その評価の基準というのが明確になる。それからもう一つは、透明性というのはやはり、将来の政策の方向とかそれからあるいは、例えばマーケットの金利であるとか、あるいは物価の動向がどうなりそうなのかということについて予測可能性を高める。これはゴールを明確にすることによつてはじめて明らかになると思っている。私は一般に、公共部門が政策を行なう時に、やはりゴールを、outcomeを明確にするべきだ、そしてそれは最小の費用で達成すべきだと思ふ。最小の費用だということは、ある種のコミットメントを要する。そのためには、私は目的達成にある期限を持つべきだと思ふ。これは自己規律の問題でもあつて思ふ。外の人に対して私は最大限の努力をしたということを示すことが必要だと私は思ふ。ということで、私の考える政策の枠組みとしては、もう少し纏めて言うと、植田委員の方から短期と中長期を分けて議論した方がよいという話があつたが、私もそれは全く賛成であり、ある意味で私は最終的にはダイナミック・ターゲティングという形で最終的には行きたい、けれ

どその過程においては、それぞれのある暫定的な目標を置いて、しかしながらそこにはある種のコミットメントがあるべきだと思う。自分のコミットメントがなければ、これは外からみればモラル・ハザードである。努力しているのか本当にといい。それから私は目標を置いた時にそれが達成できるとは限らないと考える。これは当然である。これはインフレ・ターゲットングをやっている国はどこでも同じ悩みを抱えている。けれども達成したか、しなかったかは勿論大事なのだが、なぜ達成しなかったかということ明らかにするうえでも、はっきりと目標は掲げるべきだ。そしていつまでに中間目標を達成するのか、はっきり掲げるべきだと考えている。これが私の一つの問題意識として大きくある。それから波及メカニズムについては、私は根幹はやはり、実質金利だと思っており、今のままの状態であれば、実質金利は上がる一方である。企業の期待デフレ率は、先程話があったが-3.6%だというのがクレディ・スイスなどの予測である。このまま放置すれば、これは上がっていくばかり、マイナスの方向に増えていくばかりだと思う。これはやはり、どこかで反転させる必要がある。そのために、私は、ある意味での物価の安定目標ということを経済を区切ってそして明確にするということが必要だと思う。それからさらに、名目の長期金利を安定させていくということも大事だと思っている。そしてその組み合わせによって、実質金利の大きさを、実質金利が上がってしまうのを阻止できる、あるいは小さくできると思う。私はフレームワークとして考えているが、マンデルの63年のインフレーションとリアル・インタレストという論文がある訳だが、名目金利を安定させたもとで、そういう期待デフレ率が変化した時にその時の方が、実質金利をより大幅にとることができる、そういう組み合わせをとることによって、というふうに考えている。それが一つ。それからもう一つは、財務の健全性、これは私は非常に大事であると思っている。であるから長国オンリーだとリスクを逆にとり過ぎるといふ面がある訳である。ただ、長国について言えば、私はイグジット・ポリシーと関係があるが、私はデット・マネージメント・ポリシーとの連携、あるいは助力が必要だと思っている。そして具体的には、

物価連動債というようなものを、いつでも国債に取り替えるというようなことを、デット・マネージメント・ポリシーの方でやってもらうということで、明らかにこれは日本銀行だけではなくて、銀行業全体のリスクに対する対応力を高めることができると思う。それから、その多様化ということもやはり大事である。長国オンリーなのか、多様化ということなのか、やはり波及メカニズムのチャンネルを多様にしていくということも勿論ある訳である。デットだけに限らずに、例えば、アセット・バックド・セキュリティというのは例えば不動産とか、そういうところと繋がりがある訳で、あるいはアセットのマネージメントということ言えば、中央銀行の最適なポートフォリオとは何なのか。一つは私は多様化だと思うが、そういう観点からみた場合に、REITであるとか、あるいは外国債であるとか、場合によっては株式ということも。これはデットと反対の動きをその価格は示すから、リスク・マネージメントのうえでは決して悪いことではないかもしれないという意味で、メニューの多様化ということも私は大事だと思っている。以上である。

福井議長

それでは、少し時間が長くなったのでここでショート・ブレイクをしたいと思う。ちょっと短くて恐縮だが10時20分再開でお願いします。

(午前10時08分中断、10時19分再開)

それでは討議を再開する。一当り意見の披露があったので、このテーマについて暫く自由討議をしたい。なるべく早く今日は締め括りたいと思っているので、効率良く議論願いたい。逆に持っている意見は全て出して欲しいとも思っている。私としては、日本銀行が実際、現にやってきていること自身が本当に正しく伝わっているかどうかというところから、やはりもう一回点検する必要がある、そして中心課題である金融政策のプロセスそれ自身が透明性を持っているかどうか、正に須田委員指摘の幅広く議

論しようという趣旨には、私も全く同感である。また、金融政策のプロセスそのものの透明性という点については、植田委員の言われたことに私はかなり共感を覚えている。日本銀行自身が最終ゴールを示していないが、それを示す必要があるかどうか、それから中間ゴールを持っていても、それになかなか到達しない場合にどう考えるか、そのいずれにも共通するが、トランス・ミッション・メカニズムが十分ワークしていないということを感じている、その自覚している問題についてどうチャレンジするか。私の中の頭の構図もそういうふうになっているので、出された様々な意見を踏まえて、今日の時点でも少し議論を深めて欲しいと思う。今日、一当りの意見の中で出なかったのは、今出している展望レポートをどう考えるかという点、Bank of England もインフレーション・レポートというものを出版していて、それを磨き上げてきている。政策プロセスを磨くと同時にレポートも磨いてきているということもある。日本銀行の場合も、インフレーション・レポートと言って良いかどうか分からないが、取り敢えずその展望レポートを、今後いかに良いものにしていくかということも、透明性の中では、地味なようにみえて、私は非常に重要な課題ではないかと思う。できれば内容をかなり質的に向上させて Monetary Policy Report of The Bank of Japan といったような感じに仕立て上げられれば非常に良いと思う。実際、現実にはステップを踏んで進めていく金融政策の効果の分析、そして物価を中心とした展望、より良き展望を実現するために政策委員会で出された様々な工夫とかナレッジをその中に織り込んでいくうちに、そのナレッジが再び政策として形成される、そのインプリメンテーションのプロセス、そしてそのまた効果の分析と、こういった循環が絶えず New Monetary Policy Report の中で、この場における議論と相呼応する形で展開していくことが考えられるのではないか。福間委員の指摘のように、日本銀行の政策というのは、イグジットを常に意識しながら運んでいくのであって、そのために有用な議論というのは、政策委員会決定会合の場で多々出ていると私は思う。決定会合のサマリーを私も今まで外にいてずっと読んでいたが、イグジットまで展望した、あるいはその途中経過まで展

望した様々な有用な意見があると思う。ただ、その時その時の決定事項の中には必ずしも反映されないので、こうした意見がその後のフォローアップにより、次の政策形成の中に組織立って吸収されていき、新しい価値創造に結びついているかということ、こうしたことの検証がきちんと行なわれていない可能性もあると思う。このように、今の展望レポートの形を変え、将来の Monetary Policy Report を巧く作り上げていく、今後の政策形成のパスを作り上げていくのは大変難しい仕事だが、透明性を向上させながら未知の領域に道筋を築いていくというのは、そういうものではないかという気もしており、その点も含めて議論頂ければ非常に有り難いと思う。自由討議ではあるが、時間の制約もあるので意見のある方は積極的に手を挙げて欲しい。

#### 須田委員

そんな大したことは言えないが、透明性とトランスミッション・メカニズムという話について、結局そのトランスミッション・メカニズムがきちんとないと透明性の議論も無理だと私は思っている。先程のインフレーション・ターゲティングで、透明性がより高まるかといった時に、将来を考え、将来の目標に対してどういうトランスミッション・メカニズムがあるかということがきちんと議論できていなかったら、やはりそれは「どうするか分からない」という議論に繋がると思っている。では、今インフレーション・ターゲティングをやっている国々の人達はその目標に対して、トランスミッション・メカニズムが分かっているというような格好できちんと政策を行なっているかということそうは思えず、やはりサプライズになるようなことが起こっているのではないかと思っている。であるから、やはり今、まずどのようにしたら金融政策の実効性が高められるのかということが非常に重要で、展望レポートの話も凄く魅力的だと思うが、トランスミッション・メカニズムをある程度自分達が共有できない段階で、どのようにしてそれを発展させていくのかということに関してはまだまだもう少し議論する必要があるかなと思っている。それからイグジットという意味で

は、私もインフレーション・ターゲティングを「上限」ということで考えているが、余りそれを表立って議論して、この先ではここから出ていくのだということを人々が織り込んで行動してしまったら、それはそれで自分達が今やっていることの効果に対してマイナスの影響も与え得る。イグジット・ポリシーというのは、前も福田委員が言われたが、そういうことを議論しているということが外で分かっただけでそれが与える影響というものもあり得るので、ここで議論をするのは良いが、それをもっと公でやってしまうと、対話しながら我々が今やっている金融政策の有効性を高めようという議論をする時に、巧くそれをプラスの効果に持っていけるかということに関しても、私は今のところ疑問に思っている。必要だということには分かっているが。

#### 岩田副総裁

今の須田委員のクエスチョンに対して私なりの答えなので、これで皆さんを説得できるかどうか全く分からないが、配った図をもう一回見て欲しい。図にはISカーブとLMカーブというマクロの1、2年生が習う図が書いてあり、けれど横軸がちょっと変わっていて、実質マネーサプライの残高がとってあり、縦軸は名目利子率と実質利子率がとってある。ISカーブというのは、実物部門なので実質利子率に依存して決まる訳である。そしてLMカーブの方は、名目利子率に依存して決まる訳である。いつも私が1、2年生のマクロを説明する時に舌がもつれる思いをするのだが、実質利子率とどうして名目利子率が一緒なのだという、現実は違うだろうと、だけど均衡状態を考えれば両方が等しい時が良い点だということなのだが、時間軸効果というのは何なのかと。私の理解ではこの上の方の図のマイナスの $\pi_e$ という、これはデフレ率なのだが、デフレ率が拡大した時にLMカーブの名目金利というのは下がる、下がって明らかになる。だが、重要なのは実質金利は上がってしまうということなのである。もし、この図が正しければ。つまり、ISカーブが右上がりである限り上がってしまう。私はそれは、デフレ克服には役立たないという、基本的な理由だと思っ

ている。下の方の図はどのようなものかという、今度デフレを脱却するという目標をかなり明確に、いつまでにということまで含めて立てた場合に、人々の期待が変わるかもしれない、これは変わらないかもしれないが、変わる可能性もある。これはマーケットの参加者でもある。仮に変わるとすれば、その時の変化、実質利子率の変化というのは、名目の利子率をなるだけ安定化させた——この横になっているが——時の方が、 $r_0$ から $r_1$ のこの距離を上と下比べて欲しいのだが、明らかに実質利子率の下げ幅が大きい。ということで、私はその組み合わせ、いわば、中長期の目標を明示したうえで、しかもその長期金利はなるべく安定化させておくという組み合わせを採ることによって、実質金利が大幅に低下し得るのではないかと、実を、実は国会でも記者会見でも、ずっと述べてきたのだが、そのメカニズムは私は今も存在していると思っている。それからもう一つ重要なことは、期待に働きかけることというのはやはり、エッセンシャルに重要なことで、今のままだと、日本銀行が出したシグナルというのは、デフレは放置するというのに等しいと思っている。勿論、ゼロ以上というふうに言っているから、勿論そうなのだが、マーケットは実はむしろデフレが続く限りは今の量的緩和を続けるというメッセージを逆に受け取っていて、これがそのデフレが将来も続くので、今の政策が変わらない、従って、むしろデフレ期待が定着するという方向に動いているというふうに思っている。期待に働きかけることは正に重要なことで、それでその最終目標の先程、植田委員の方から現実のインフレ率を目標とするのか、期待インフレ率を目標にするのかと、そこは非常に重要な点だと思う。そういうものをみながらやはり政策を考えていくべきだと思っている。

福井議長

今の点については、期待に働きかけるということと、期待をコントロールするということの区別も含めながら議論して欲しい。



須田委員

今の答えを宜しいか。期待に働きかけられるかどうかということについて、トランスミッション・メカニズムがなくても、何がなんでも何かやれば期待が変わるというのは、やはり経済学をやっている者としては、ちょっとおかしいのではないかというのが一つと、それからこういう話をする時に国際的な問題をどう考えるか。今、実質金利は国際的に均等化している。そういう場合に国内の実質金利をなるべく完全雇用のために下げてそこまでの投資を呼び込んでいくということは、国内に過剰投資をまた引き起こすということにもなりかねない。これは閉鎖経済の問題ではないので、こうやったら実質金利が下がるという議論をもっとオープンな立場で議論していく必要があるのではないかと思う。

福井議長

他に意見はないか。

植田委員

きちんとまだ理解していないが、先程言われたことの関連で申すと、岩田副総裁の考えているフレームワークなり話と、我々のやってきていることは大差ないように思う。つまり、ターゲットとしてインスツルメントとゴールのターゲットがあると言われた訳だが、これはほとんどの金融政策のあり方は皆そうで、必ずインスツルメントがあって、これは独自として存在している訳ではなく、ゴールをヒットするためにやっているということだと思う。たまたま今のインスツルメントがはっきりしないのだが、一応明示的には当座預金であるということであって、また取り敢えずのゴールはゼロインフレ以上にもっていくことである。この先どこで落ち着くかということは先程議論したように、もう一つ明示していないという問題点があるし、ホライズンも明示していないという点の指摘はそのとおりかと思う。であるから、フレームワークとしておかしいというよりは、ゴールの明示の仕方がもう一つ弱いという批判があるとすれば、そのとおりかと思って

いる。そのうえで、トランスミッションのチャンネルのような話だが、ほとんど全ての金融政策がやり方は別にして短期ないし中長期の名目金利を下げ、実質金利を下げて総需要に働きかけて、徐々に時間と共に期待インフレ率と名目金利、現実のインフレ率も上がってきてというふうに働いてくる訳である。それはその時間軸政策でもそうであるし、インフレ・ターゲティングもそうだと思うが、ただ、インフレのターゲットを明示することで、期待インフレ率にももしできたら働きかけたい、これが短期的に上がることがあれば、そしてしかも名目金利が余り上がらなければ、実質金利が下がって、最初の実質金利が下がって経済を刺激するという効果がより強くなるということだと思う。これは時間軸政策もそうだと思う。名目金利をあるところまでゼロにするということによって、ここまでの名目金利、あるいは現在の中長期金利に下方圧力をかけると同時に取り敢えずの目標だが、インフレ目標をアナウンスすることによって、場合によっては、インフレ期待にも働きかけて実質金利にというルートである。岩田副総裁が考えておられるのは、例えば長国買いオペで名目金利を抑えて、インフレターゲットをアナウンスして両方の組み合わせで実質金利を下げようということだと思うが、それと本質的には同じではないかなと思う。このチャートはまた後で考えてみるが、恐らくマネーサプライを一定にしておく中でデフレ期待が生じるということだと思う。我々の時間軸を含む政策の運営の仕方をみていると、当座預金目標とは言いつつもどこかに、特に短期金融市場周りに金利上昇の気配が出てくると、それを打ち消すように当座預金を拡大してきたということがあつた。従つて、極く短期の目標は当座預金なのだが、ちょっと長めにみると金利の上昇を起こさないように、長期金利という意味ではないが、ある程度のところまでの短期の金利の上昇を引き起こさないように量も増やしてきたということで、完全にマネー一定、あるいは当預一定という目標だからマネー、当預ベースマネー一定の中で政策効果を議論すると、ちょっと違うのかなという気がする。この辺はテクニカルなので、また幾らでもどこかで。

## 田谷委員

最初のポイントは植田委員が言われたとおりで私が付け加えることはない。そのインスツルメント・ターゲティングとゴール・ターゲティングを比較検討したらどうだと、この観点で要するにウエイト、あるいは、主客を転倒したらと言われた。要するにゴール・ターゲティングを主にして、インスツルメント・ターゲティングを従にしたらという趣旨のことを言われたが、これはここで私がこれから議論したいなと思う。これは今日ではないかもしれないが、それはやはりゴールというものについて、もう少し何か我々が同意できるところがあるのかということをもう少し議論してみたいと思う。第二点は、時間軸がデフレ期待を強めているというところは、必ずしも私は説得されていないし、しかも須田委員が言われたように、実質金利が実際にどういうふうに動いてきたか、岩田副総裁はGDPデフレ率などを使って考えておられるようだが、例えば消費者物価指数などからみると、この10年あるいは15年をみても、かなり連動性が高いということは言えると思う。その点をどう考えるのか。あと第二点に関連した問題では、やはりそのゴール・ターゲティングを強調することによって、インフレ期待というのは本当にそういうふうに動くのかというのは依然として私は疑問を持っている。第三点は、我々は、時間軸を使ったり、金融市場を使ったり、あるいは長期国債の買切りを増やしたりすることによって、長期金利の低位安定を維持してきた。私は長期国債の買切りというのは、時として否定的ではないが、必ずしもそれだけでコントロールできたかということ、私は難しいのではないか、かえって時間軸がかなり効いていたのではないか、そしてその上に長期金利低位安定に貢献してきたのは、買切オペではないかという意識を持っている。であるから、時間軸なしにどういうふうにして長期金利を安定していくと考えたら良いのかということ。最後に第四点は、日銀の財務の健全性というのは非常に重要である。私もそう思う。しかし、その財務の健全性のために買う資産の多様化ということを行うことが適切かどうかということである。例えば、現時点でETFを買うというのは私はかなりネガティブなのだが、それはやは

り、マーケットの価格発見メカニズムを混乱させてしまう可能性がある。これはかなり大きなデメリットではないかと思っているので、その財務の健全性のために日銀の買う資産の多様化を図るというロジックには私はちょっと付いていけないところがある。以上である。

福井議長

福間委員如何か。

福間委員

私は実務家としての経験を踏まえ、今言われたような世界で、企業としてはどうするのだろうかと思うと、やはりROEの高い国に投資していく訳である。日本の実質金利が高いと言われた。だからそれが中国であったり、アジアであったり、あるいはアメリカになるかもしれない。そういう対応をまず企業の方はする。須田委員が言われたように、グローバルに企業は物を考えるから、閉鎖経済の中で議論されても、ああそうかという議論に終わってしまう。先程田谷委員が言われたように、期待インフレ率を高めるということだが、これまた言っただけでそうなるのか、恐らく言った時には直ぐにボンド・マーケットが崩れるだろう。と言うのは、ボンド・マーケットは今非常に微妙な均衡の中にある訳である。であるから私も実は、以前本会合でイグジットを議論した時も議事録に余り出さない方が良いのではないかと言った。それは、ブレーキとアクセルを両方踏んだようなこと、すなわち、今デフレ脱却をやっているのに、一方でイグジットをやってブレーキを踏んでしまうことは避けなければならない。そのようなことをすれば、一体日銀は何を議論しているのだということに当面はなる。従って、もう少し経済状況等が進展した方が良いということでそう言った。もう一つは、国民の目からみると、年金の給付を落とそうかというような案も出ているという時に、片一方で日銀がインフレターゲットを掲げていくということになると、これまた非常にパーセプションが悪い。だからやはり、一番根本的には私は期待インフレ率に訴えるということが、言葉と

しては分かるがメカニズムが分からない。IS、LMカーブがこういう具合にやったら、それはこの限りではそうかもしれないが、これをどういうツールを使ってするかということになると、まず私には分からないし、また今から教えてもらわなくてはいけないと思っている。

岩田副総裁

答えて宜しいか。

福井議長

もうちょっと待つて欲しい。まだ色々意見があるかもしれない。中原委員は如何か。

中原委員

大変難しい議論になってきて、なかなかフォローできない部分もあるが、私は岩田副総裁の言われる点について直感的に二つ、やはり同意する部分があり、それを私は述べるが、時間軸というのは本当に長期金利を抑える効果は勿論あった。それが金利の低下を通じてポートフォリオのリスクも抜けたというのは田谷委員が前に言われたとおりであるが、今ここにきて急激な長期金利の低下を、それからマーケットでの色々なマーケット・トークを聞くと、デフレ期待をやはり強めていると思う。その強めている原因は何なのかというのは私も分からないが、物の本を読むとやはり実績値にコミットしていることは物凄く強烈過ぎる、むしろ予想インフレ率で期待をコントロールする方が良いのではないかというようなことを聞くのだが、その辺は是非、学問的な裏付けを聞きたいと思う。それからもう一つ、期待にかけの部分があるはずだという点については、私もこれはやはり、日銀の政策が全く信認されない状況になれば別だが、金融庁・政府の政策が信認される以上、まあ日銀がコミットするということが、期待に全く働きかけないということはある得ないのではないかという感じはしており、その点については、私は岩田副総裁の発言に同感、現実的な立場

でみると同感するのだが、もう一つ、ゴール・ターゲティングかインストゥルメント・ターゲティングかという議論は植田委員が言われるとおり、私は余りそこには岩田副総裁と植田委員に違いはないと思っている。いずれにしろ、金融政策の操作上は中間目標が必要であり、ゴールは言ってみれば日銀法に規定する話であって、これをどの程度厳格に、あるいはどの程度その説得的、現実的なゴールを作るかというところであって、時間軸がコミットしているという点と、やはりこれは植田委員も言われているとおり、最終的なターゲットをどこかということを示していないという点において、期待にかける部分はやはり弱いのではないかなと思う。それから時間軸は、今の徹底的な緩和を続けるということコミットしているのではなくて、量的緩和というフレームワークだけをコミットしている訳であり、その辺はどう考えるのかなということ私には問題意識として持っている。それからもう一つ、私が申しているのは、今の時間軸であってもイグジット・ポリシーは議論するということだが、実際に脱出する時は2%の時に脱出するのか、1%で脱出を図るのか、あるいは脱出の時はもうオーバーシュートして5%位になってからしか脱出できないのか、いずれにする具体的な数字についての日銀自身の判断を求められる状況は必ずくる訳であり、そこをどう考えておくのか、それに向けて軟着陸するような政策展開も考えておく必要があるのではないかと私には思っている。

福井議長

春委員は如何か。

春委員

正しく認識しているという自信はないが、私のインフレ・ターゲティングについての認識は、目標とするインフレ率を示すということ自体には全く拒否感はないのだが、言われている極端なインフレターゲットの議論として、一定のインフレ率を一定の時期までに達成するために無制限に色々

な資産を日銀が買っていけば良いという議論が一部にあって、それがインフレターゲットの代表例のように受け取られているので、ここもメカニズムとしては難しいのだろうが、物価はそう簡単には上がらない、逆に金利は非常に簡単に上下してしまう。従って、むしろ今、その極端なインフレターゲットをやると物価が上がる前に金利が上がってしまうのではないかと私は心配をしている。それから、期待を持たせる、確かにインストルメントよりゴールを示した方が期待に結びつく可能性は大きいと思うが、果たしてそれだけで本当に期待が形成されるかも分からない。手段として何かあるかということがやはり大事だろうと思う。私は、どちらかと言うと、先程申し上げた企業金融を円滑化するとか、財政が中身を組み替えるということによって、需要の増加に向けて働きかけるということの方が効果があるのだろうと思っている。これから私も勉強し、及ばずながら議論に参加したいと思っている。以上である。

福井議長

武藤副総裁、この問題について何かファースト・タッチは。

武藤副総裁

私もよく分からないが、ゴールを示すということが波及メカニズムというものが十分でない段階で、結局、マクロの政策として成り立つのかどうかと言おうか、絵を描けばあるいはこういうことなのかもしれないが、現実のグローバルな経済、企業活動の中で成り立つのかという、ちょっと素人としてむしろ現実的な方から考えるのだが、もし本当にインストルメントとして何かあるなら、まずそれをやったら良いではないかという発想にどうしてもなる。ゴールの示し方は、どうも色々あってインフレターゲットというのは論者によって非常にリジットなものから漠然としたものまであって、多少それによって議論が違ってしまっているように思うが、何らかのそういうイメージを持つというのは、これはあっても良いのではないかということ私を私は基本的に思っている。先程総裁が展望にちょっと触

れたが、あるいは何かそういう議論の中で、やりようがあるのかなというふうにする。これももう少し議論してみないと私も具体的なイメージがある訳ではないが、そういう意味でやはり、日銀としてそういう政策に今、踏み切るかどうかということになると、もう少しこのグラフからだけでは、ちょっとなかなか私もどうかなという気がして、別にインフレターゲットに対して頭から消極的ということでもないのだが、むしろ波及メカニズムというものをもう少し腰を据えて議論してみたらどうかと思う。先程の枠組みの中でも、私は中身に触れなかったが、そういうイメージを持って結局は、その波及メカニズムの改善のための政策が先程どなたかが言われたが、ABC Pのようなものがあるというのであれば、まず、そういうものをどんどんやっていくという姿勢の方が説得力があるのではないかなと、これは一般国民の大多数に働きかける日本銀行の発信として、そんなイメージを持っている。

#### 福井議長

今日は特に結論を出す訳ではないので、フレキシブルに議論をしたい。岩田副総裁からもう少しショートコメントを頂けないか。

#### 岩田副総裁

では二、三疑問もあったので、私の考えをもう少し明瞭にするということだけを述べたいが、一つ目は、時間軸効果というのは、やはりデフレ克服には力不足であったというのが一番言いたいことであり、やったのだけれども、それなりに長期金利は下げたと思うが、実質金利を下げるところまでの力はなかったというのが、私の認識である。それから二つ目は、植田委員からのコメントがそのとおりだと思うが、期待インフレ率というのは、マネーサプライの変動とか、あるいはオイルプライスであるとか、あるいは財政政策とか色々な要因がやはり影響を与えると思う。しかし、私はマネーサプライ、あるいはマネタリーベースというのも一つの影響を与える要因であり得ると思っている。その大きさをどの位に考えるかという



のは差があると思う。であるから、ここで図で描いてある $\pi e$ のマイナスというのは、おそらくマネーサプライの額を動かすことによって変動するものだと思う。それからもう一つは、そういうフレームワークで、物価のゴールを明示した場合に、実際に効果はどこに出るのかということなのだが、私はやはりボンド・マーケットに一番影響が出て、国会の答弁でも福井総裁がちょっとターゲティングを考えても良いかというふうなニュアンスが出たら、直ぐに国債の先物のマーケットが動いたということもあり、直ぐ影響が出るのはやはりボンドだと思う。ボンドのトレーダーはやはりそういうことに敏感に反応するのだと思う。であるが故に、私は安定化することが必要だということを示すべきであると思っている。安定化することによって、色々な問題が解決できると思っている。一つは、実質金利を下げるうえでも良いし、金融市場の安定化、つまりデフレからインフレに脱却する時期というのは、いずれにしろ何かショックが起こるのである。どういうやり方をするにせよロスが出る。そこをどの位スムーズにするかということなのではないかと思っている。以上である。

#### 福井議長

私自身は少し矛盾したようなことを言うかもしれないが、最終ゴールを示すということには透明性という点から多少シンパシーを感じていることは事実である。例えば、同時にそれを何と言うか、いわゆるターゲティング的に引き寄せて考えた場合に二つ大きな疑問があつて、やはりトランスミッション・メカニズムを欠いたままこれをある期限を明示したゴールだというふうなところまで意識してしまうと、達成の自信が持てないのではないか。それから、期待に働きかけることについては、私共は期待をコントロールすることができないのではないか、そういう基本的な疑問を持っている訳である。岩田副総裁の書かれた今までの書物も実は、全部理解していないかもしれないが読んでおり、今日の発言も聞いたのだが、例えば名目金利を抑えながら期待インフレ率を上げることは、現実問題として可能か、疑問がある。私ども実務家としての理解では、期待インフレ率

が上がれば、名目金利も上がるのであって、ここを分断して考えて良いのかは、もうちょっとよく議論しないと、私の頭の中では繋がらない気もしている。他に議論はないか。

須田委員

一点だけなのだが、岩田副総裁ばかりに言って申し訳ないが。

岩田副総裁

ターゲットになります。

須田委員

デフレ均衡という頭が私はちょっとよく分からなくて、物価が例えば下落するということが問題だと言った時に、予想された物価の下落と、予想されなかった物価の下落というので、やはり意味が違って、もう予想されているのであれば色々なもので反映されていけば、ある意味では、もし政府を含めて全部インデックス化されていけば何が問題なのかという議論はあって、そこのところがデフレ均衡と言った時にどういう世界を描いているのか。均衡と言われてしまうと、やはり経済学で考えるとどうしたってある意味パーフェクト・フォーサイト、ラショナル・エクスpektと言った方が良いか、そのようなことを考えてしまうところがある。均衡状態というのは。であるから、そこの部分の予想された部分と予想されなかった部分に関して、どういう考え方を持っているのかということをし聞きたいのだが。

福井議長

大分、議論も進んだようであるが、私の願いは、政策委員会でこのように建設的に議論をしてもらい、しかも、単に理論闘争に終わるということではなく、この場の議論が次に政策ツール、政策プロセスという形にクリエイティブに繋がって行って、日本銀行の金融政策は、仮に量的ター

ゲッティングを続けていくとしても、やはりその中にエボリューションがある、展開があるという形に是非持っていきたい。その結果として、未知の領域に進んだとしても意外に政策効果は大きいかもしれない。それが本当に理解力を深める、日本銀行の悩みも分かってもらえるということになると思うので、この政策委員会が出された意見を、議長の役割として、無にしないで今後共なるべく活かして参りたい。議論だけやって、理論的なポジションを互いに確認し合ったというだけでは、少し物足りない感じがするので、次回以降、そういう展開を是非図りたいと思う。今日は非常に時間の制約があり、この辺で今の議論についてもある程度纏めたいと思うが、とにかく大前提は、わが国経済は引き続き基盤がフラジャイルである、厳しい状況がなお暫く続くだろう、この辺でボトムということを期待する人もいるが、しかし我々は厳しめにみよう。従って、今、我々が持っている政策フレームワークというものを引き続き真剣に点検したい。これが基本である。特にトランスミッション・メカニズムの障害などについては、地道かもしれないがもう少し思い切ってチャレンジする必要があるのではないか。従って次回の会合では、今日の議論をさらに進めたい。次回以降は、政策運営の透明性と波及メカニズムの両面で枠組みの強化を図るという意識で引き続き議論し、その輪郭でも出れば考え方を明らかにしていきたい。これが第一である。それから、それを踏まえて特に波及メカニズムの強化については、具体策を議論していきたい。皆さん方の意見の中にもある程度出ているけれども、差し当たり皆さんの頭の中、あるいは私の頭の中にも中小企業金融円滑化に向けた、例えば、アセット・バックドCPとその買入れというふうなことが念頭にあるが、それに限らず企業金融、金融調節の両面で幅広い視野で問題をサーベイしてみたい、プロス・アンド・コンスをよく整理してみたい。その際、再三議論に出たとおり単にその効果というだけではなくて、財務への影響、それからやること自身が市場のファンクションに悪影響を及ぼさないという点は、私は重要だと思う。なぜならば最終的にはやはり、日本銀行は市場メカニズムに大きく依存しながらでなければ大きな政策展開の舞台には辿り着けない訳なので、そこ

は大事にしたいということであるが、このようなことも合わせて検討できればと思う。そこで、執行部に我々が考える材料を次までに色々用意してもらいたいと思うが、余り沢山指示をしても日数を数えてみても非常に少ない訳であるので、まずその大きな量的緩和の効果ということに視点を絞りたい。勿論今直ぐ金利メカニズムに戻れる訳ではないので、やはりこの量的ターゲティングを中心とした大きなフレームワークは変わらないのだが、さらにその効果を掴めるような基本的考え方を明らかにするための材料の整理が第一になろうと思う。また、波及メカニズムの強化については考えられる具体案というものをちょっと報告してもらいたいと、そんなふうに思っている。それから、政策の透明性の議論、今日はターゲティングの問題も含め、最終ゴールの問題、展望レポートの問題、一般的に如何に説明能力を付けるかというような幅広い議論が出たが、やはりこの点についても何か工夫ができないか、次回さらに積極的に議論したいと思っている。なかなか今日の議論を聞いてもストレートに今言われている、いわゆるインフレーション・ターゲティングには行きにくいかもしれないと思うが、そうでなくてもやはり政策過程そのものの透明性を高めていく工夫というのは、我々の責任としてやっていかなければいけないということなので、そこをさらに進めたいと考える。もし、このようなことで大筋異論がなければ、纏め方は少し難しいのだが今日、対外公表文で作業の方向感を明らかにしておきたいと思う。何か追加的な意見があればお願いし、その後政府代表の方からも意見を頂きたいと思う。委員の方々、特に追加的な意見があればどうぞ。

#### 植田委員

今の纏めに関してだが、トランスミッション・メカニズムの強化について何か具体案がないか検討をはじめたということのアナウンスするのは、若干着地点もみえており良いと思うが、透明性ないし中長期のフレームワークについて、今日ある程度議論したが、そう簡単に纏まりそうにない訳である。それでやった結果、広い意味での現状維持しかあり得ないとい

う結論になるかもしれない訳だが、それでも今アナウンスする価値はあるか。それをやるということ。

福井議長

今日から議論をはじめた、次回結論を出すという感じでは書かない方がよいと思うが、しかし何も触れないよりは、やはり少し触れながら期限を明示しないという形が良いと思う。

植田委員

余り強い意見ではないのだが、皆さん方は。

須田委員

やはり透明性というと、世の中で私が例に出したようにダイレクトにインフレーターゲットと結び付けて議論される可能性があるので、そこは少しもっと幅広く、そういう意味で私は幅広いという話で…。

福井議長

記者会見もあるので、そこはもうインフレ・ターゲティング的なこと、ゴール的なことは一切触れないで説明したい。

須田委員

少し長い、もう少し長い期間でというふうに出した方は私は良いと思う。

福井議長

承知した。

田谷委員

結局、この今日の臨時政策決定会合が終わった時点で何か短い文章でも出すということになると思うが、その時、ちょっと植田委員が言われた点

に関連すると思うが、例えば次回決定会合までに政策の枠組みの考え方について明らかにするという、そこまで踏み込むと本当に実際にできるかということが問題になるのではないかと思うが。トランスミッション・メカニズムの強化について、それこそ最速のスピードでどんどん検討して、できるものからやっていくということは全く賛成なのだが。

福井議長

論点を政策委員会に資料として出してくれと私が指示したというふうな言い方に多分なる。

田谷委員

承知した。

福井議長

それでは、政府委員の方どうぞ。

谷口財務副大臣

それでは述べたいと思う。日銀は、これまでデフレ克服に向けて様々な取組みをしてきたが、物価は依然下落しており、日銀の役割は引き続き重要である。福井総裁をはじめとする新執行部におかれては、物価の安定と信用秩序の維持、およびこれらを通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力されることを期待する。

3月20日、米英等によるイラクに対する武力行使が開始された。市場では、短期間の決着を予想する声が大勢ではあるが、政府としては、本件が内外の経済に混乱を引き起こし、国民に不安が生じることのないよう、各国とも緊密に連携しつつ、万全を期していく所存である。

本日、日銀が金融政策決定会合を臨時招集されたことは、非常に時宜を得たものであり、その決断と行動力に敬意を表したいと思う。今後の金融政策運営のあり方については、従来から申し上げているとおり、家計や企業などミクロの経済の動きも視野に入れつつ、流動性供給の質量両面に

においてさらなる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して欲しいと考えている。また、市場に不測の事態が生じないように、潤沢な資金供給を含め、万全の対応をお願いしたいと考えている。

こういうことであり、また付け加えて話をすると、冒頭私は先程の発言でも申し上げたように、本日の決定会合は臨時であり新日銀法になって初めて招集された決定会合である。それでまた非常に心配をされている3月末の株価があるが、間近にそういう状況が迫っている訳である。また、対イラクの武力行使といったような非常に不透明な状況の中で、与党におかれてもこの金融のプロジェクトチームがそれぞれの提案をされているようである。中に、この日本銀行に対する要望も含まれている訳である。是非、このような状況を踏まえて機動的に政策を立案してもらい、現状の激しいこの動きの中で対応をしてもらうということに是非努めて欲しいというように考えている。また、一つの具体的なことを申し上げると、従来から言っているように、先程から出ているが、長期国債の買切オペについては、ポートフォリオ・リバランス効果といった観点から、ある一定の時点まで、例えば16年3月といったところでも結構かと思うが、青天井にする。例えば2兆円ということになると、この秋にも天井に触れるということになるから、そういうような長期国債の買切オペの増額といったようなことも含めて是非検討をお願いしたいというように考えている。以上である。

福井議長

小林内閣府審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

はじめに、情勢が予断を許さない中で、本日、臨時の金融政策決定会合を開催されたことは時宜を得たものと考えます。また、日本銀行におかれては新たな総裁、副総裁のもとで、政府とより緊密な連携をとりながら、デフレ克服を目指し、金融政策運営に当たられることを期待しています。

足許の景気は、概ね横這いとなっているが、イラクにおける武力行使に伴う不確実性の高まりや世界的な株価の低迷の中で不透明感が増してい

る。今般の武力行使による日本経済への影響については、今後の戦闘の展開にもよるものと考えられ、事態の推移を注視して参る。

政府は、直ちに「イラク問題対策本部」を設け、当面、各国と協調のもと、イラク情勢の推移のほか、金融市場や原油市場など金融経済情勢を十分に注視するとともに、金融システム安定確保、原油の安定供給の確保など、国民生活安定のために必要な措置を講じていくこととしている。日本銀行におかれても、「対策本部」を設置されたと承知している。

中期的には、日本経済の重要課題はデフレ克服である。「改革と展望－2002年度改定」においては、政府・日銀一体となった取組みを通じ、デフレは改善し、2004年度までの集中調整期間の終了後にはデフレが克服できるとみられるとしている。政府としては、2005年度のデフレ克服を目指し、構造改革を加速し、できる限りの措置を講じている。

日本銀行におかれても、2005年度のデフレ克服を目指し、政府との対話を密にしつつ、従来の枠組みに捕らわれず、さらに実効性のある金融政策運営に取り組みられるとともに、内外の金融・為替市場の動向等に応じ、適切かつ機動的な金融政策運営を行なわれることを強く期待している。以上である。

福井議長

先程の谷口財務副大臣の最後の発言、国債オペに関するところは、日銀法に基づく提案か、それとも参考意見か。

谷口財務副大臣

参考意見で結構である。

### 3. 議案の取り纏め、採決

福井議長

今の政府委員の方々の発言に対して、特に委員の方々からコメントはあるか。ないだろうか。それでは、議案の取り纏めと採決に移りたいと思う。議長として「金融市場の調節方針」、それから「ロンバート型貸出の強化」



に関する議案を提出したいと思うが、そのほかにも特に議案の提出を考えている方はおられるか。それではまず、議長の提出する議案を見て欲しい。

[事務局より議案配付]

一連のものなので、両方の議案を事務局で読み上げて欲しい。

櫛田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げる。最初の案件である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15～20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以降は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は、別途決定すること。以上。」である。2件目の案件である。「臨時措置として補完貸付制度における基準貸付利率の適用期間を拡大する件。案件。1. 当分の間、臨時措置として、補完貸付制度基本要領（平成13年2月28日付政委第22号別紙1。以下「基本要領」という。）に基づく貸付けについて、基本要領5.の定めにかかわらず、貸付利率として、全ての営業日において基準貸付利率を適用する扱いとし、平成15年3月26日から実施すること。2. 対外公表文は、別途決定すること。以上。」である。

福井議長

修正、意見はあるか。採決に入る。

では大変恐縮だが採決に入るので、政府からの出席者は一時退室願う。

[政府からの出席者退室]

橋本政策委員会室長

それでは1件目から。

福井議長

持ち回り採決で宜しいか、反対の方はおられるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員からの決裁を得た後にその結果を報告して欲しい。

[議長の議案「金融市場調節方針の決定に関する件」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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。1 件目、「金融市場調節方針の決定に関する件」については、賛成 9、全員一致である。

福井議長

お聞きおよびのとおり全員一致で可決された。ただ今の調節方針、ボードのディレクティブとして白川理事と金融市場局長には、ここに定められたとおりの方針に則って調節に努めるよう指示する。

橋本政策委員会室長

議長、では、2 件目のロンバート型についてお願いします。

福井議長

承知した。

[議長の議案「臨時措置として補完貸付制度における基準貸付利率の適用期間を拡大する件」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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

それでは 2 件目、「臨時措置として補完貸付制度における基準貸付利率の適用期間を拡大する件」の採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決された。

それでは政府の出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

V. 対外公表文の検討

福井議長

それでは、対外公表文を決定したいと思うが、文案の作成を執行部にお願いしたいと思う。

山口企画室審議役

読み上げる。「2003 年 3 月 25 日。日本銀行。本日の金融政策決定会合について。1. わが国の景気は、海外経済や株価、不良債権処理の動向など、先行き不透明感が強い中で、国内最終需要に明確な回復の動きがみられず、横這いの動きを続けている。2. こうした状況のもとで、今般、イラクに対する武力行使が開始された。日本銀行としては、今回の事態が株式市場や為替市場などを通じて経済全体にどのような影響を及ぼしていくか注視するとともに、潤沢な流動性の供給などを通じて、金融市場の安定確保に万全を期す方針である（別添参照）。」別添は先程採決したものである。「こうした方針のもと、補完貸付制度についても、当分の間、すべ

ての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とすることとした。3. 日本銀行としては、対イラク武力行使の影響も含め、現下の厳しい金融経済情勢を踏まえて、次回の定例金融政策決定会合において、金融政策運営の基本的な考え方を改めて明らかにすることとした。4. 議長は、上記の基本的な考え方を明らかにするに当たって、金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価も踏まえつつ、次回の定例金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。具体的な措置は、上記の基本的な考え方を踏まえつつ実行に移していくこととなるが、議長は、特に金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い次第、金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。以上。」である。

福井議長

別添は宜しいな。

春委員

別添のなお書きのところだが、先程の案には「国際金融情勢」となっていた。これは「政治」の方が良い。

山口企画室審議役

これは失礼した。

岩田副総裁

政治、経済両方だと思うが。

山口企画室審議役

失礼した。これは「政治情勢」の方が妥当だと思うので、先程既に採決済みということである。誠に申し訳ない。

岩田副総裁

確かに前のものは、「金融情勢など」と書いてある。

福井議長

どちらが正しいのか。

山口企画室審議役

今、手許に読み上げの段階で配ったものが間違っていたが、サインをしたものは「国際政治情勢」になっている。もう一度確認頂きたい。

春委員

間違いはない。

山口企画室審議役

二重のミスによって救われたという感じである。

福井議長

僕のゴルフみたいだな。正しいのはどちらであったか。「政治」が正しいのだな、「政治」で宜しいか。

白川理事

先程の議論を踏まえて何人かの方から、例えば、次回の決定会合において考え方を示すというふうに特定するのか、あるいはそれをもう少しぼやかすのかという話があった。それから、須田委員の方から幅広い観点という話があった。この文章はそれらがまだ織り込まれていないバージョンであるので、若干の修正をこの場で口頭で行ってということになるかとも思う。その点も含めて皆さん方から纏めて意見をお聞きしたい。

福井議長

今の二つの論点をもし仮に修正するとすると、どういう案文になるか。

山口企画室審議役

読み上げる。ちょっと一文が長くなるきらいがあるが、パラグラフ3のところからである。「日本銀行としては、対イラク武力行使の影響も含め、現下の厳しい金融経済情勢を踏まえて、」その後飛んで、「金融政策運営の基本的な考え方を改めて明らかにするため、」それでパラグラフ4に飛んで、「明らかにするため、金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価も踏まえつつ、次回の定例金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。」と、ちょっと長いのだが、趣旨だけを活かそうとすると、こういった流れなのかなと。

福井議長

途中で一回文章を切れないか。ちょっと息が切れる。

白川理事

もし、できるだけこの原形を活かそうとすると、3. は、日本銀行としては、これこれを踏まえて今後とかいうふうになっていく。ただ、「今後」というと何となくのんきな印象を与えるなということが嫌だったものだから、実は文章を続けたのだが…。

福井議長

日本銀行としては…踏まえて…。その後はどうなるのか。

白川理事

日本銀行としては…踏まえて、「今後、金融政策運営の基本的な考え方

を改めて明らかにすることとした。」、それで4. はそのままである。

福井議長

「今後明らかにする」で良いか。

白川理事

そこは、委員の方々がどの程度の時間的なスピードで議論を進められるかによると思う。

福井議長

「今後、金融政策運営の基本的な考え方を」。

武藤副総裁

先程の文章で、「明らかにするため、金融政策の」と続くのだろう、だから「明らかにすることとした。このため、金融政策の」と続ければ同じことなのではないだろうか。息を継ぐとしたら。

白川理事

そうである。

福井議長

「改めて明らかにすることとした。このため、」か。

武藤副総裁

そうすると、4. はなくなってしまうことになるのか。3. と4. は一緒にするということか。

山口企画室審議役

一応、今言われたようなことで仮におさめるとすると、一応3. はその



ままにして「金融政策運営の基本的な考え方を改めて明らかにすることとした。」これで3. を終えて、次に4. に移る。

武藤副総裁

それで「このため」と続けるのか。

山口企画室審議役

然り。

武藤副総裁

そうだな。

福井議長

幅広くと言った須田委員の意見はどう反映するのか。

武藤副総裁

「このため」は要るかな。

山口企画室審議役

「このため」は要らないかもしれない。「明らかにすることとした。4. 議長は、上記の基本的な考え方を明らかにするに当たって」ということで4. はそのまま活かしてしまって良い。ただし、3. について時間概念がないというか、いついつまでという話が飛んでしまうことをどう考えるか。

福井議長

その方が良いでしょう。それで、「幅広く」というのはどこに入るのか。

岩田副総裁

「幅広い観点から」というのを「金融政策の透明性向上」の前に置けば

宜しいようにも思うが。

福井議長

どこの文章か。

岩田副総裁

4. の最初の書き出しである。「幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズムの強化に関する」と。

武藤副総裁

「当たって」の次だな。

岩田副総裁

然り。

福井議長

如何か。

中原委員

やや先程の議論を混ぜ返すようなことも述べることになるが、「改めて明らかにする」と言うのは、誰に対してどういう方法で「明らかにする」のか。あるいは、これは内部の議論であって、議事要旨を読んで欲しいという程度の話なのか、「明らかにする」と言うと非常に期待感も高まる訳であり、本当に我々はここをしかも「明らかにする」であれば、かなり時限的な問題について、表現に表さないとしても、少なくとも考え方を固めておかないといけないだろうと思うのだが、「明らかにする」というところまで言い切れるかどうか、私はちょっと疑問に思う。それから、もう一つ、これも混ぜ返しになってしまい恐縮なのだが、「波及メカニズム強化」というような非常に金融政策の現場感覚に近い表現と「透明性」とい

う非常に一般論と言うか、いわば信念に近いような、あるいはガバナンスというような問題とが併記されていることが、やや私は木に竹を継いだような違和感を感じるのだが、「透明性」とは何を言うのか。これはまあそうすると、ディスクロージャー・ルールからそれこそ議事要旨の書き方までを含む話であって、少し何か工夫がないかなという印象を受ける。「透明性」というよりは、「説明力を高める」とかそういうことではないかというふうに私は受け止めているが、この辺、皆さんの意見はどうか。

#### 白川理事

取り敢えず私の感想を述べると、後者の方だが、透明性という概念自体が色々な解釈があるから、そういう意味では先程須田委員の方から幅広い観点というのがあったので、そこを全てそこで読むのかなというふうに個人的には思った。それから前者の方は、「明らかに」は実は、私共が文案を作る時に迷ったところで、方針を決定するというのはこれは変である。方針自体は調節方針で付議するし、あるいは具体的にインスツルメントを買うとか買わないとか、そういうのが決定であるから、そういう意味では「決定」というよりかは、もう少しこうフワッとしたものだろうなという形で、そういう意味で「明らかにする」という言葉にしたので、それでもなおかつ、先程中原委員が言われたような感じがあるとするれば、もう少し柔らかい言葉として、しかし同じ問題は出るが「改めて示す」とかというのものもあるが、いずれにせよ何かこうものを出すというイメージでは共通してしまう。

#### 山口企画室審議役

中原委員が言われたことが、対外的に明らかにすることをより明確にするという指示ではなくて。

#### 中原委員

いや、そうではなくて。

山口企画室審議役

そうではないのか。

中原委員

そこまで言い切れるかということである。「明らかにする」というのは、かなり明確な意思表示だと思う。当然、これは「透明性を向上」ということも言っている訳だから発表するということ。

須田委員

そうである。これは「日本銀行としては」というのが主語である。「明らかにすることとした。」ということになったら、やはり何か。

福井議長

こういうのではまずいのか。「今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進めることとした。」。

中原委員

これは、それなら私は全く拘らないが、今の皆さんの感じの中でどうかと言うと、弱いという意見が出るかもしれない。私はやはり、どちらかと言えばここは「検討」だろうと思う。

福井議長

「さらに検討を進める」というデベロップメントである。

中原委員

既にやってきていることである。

福井議長

ちょっともう一度その3. の文章を読み上げてみて欲しい。

山口企画室審議役

「日本銀行としては、対イラク武力行使の影響も含め、現下の厳しい金融経済情勢を踏まえて、金融政策運営の基本的な考え方を」

福井議長

「今後」が抜けている。

岩田副総裁

「今後」だな。

山口企画室審議役

「今後、金融政策運営の基本的な考え方を」

福井議長

違う、違う。「枠組み」である。

山口企画室審議役

ここは「枠組み」か。「基本的な枠組みについてさらに検討を進めることとした。」。

福井議長

然り。もう一回読んで欲しい。

須田委員

お願いします。

山口企画室審議役

少し待って欲しい。「現下の厳しい金融経済情勢を踏まえて、今後、金

融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進めることとした。」  
これで如何か。

福井議長

「透明性」のところは如何か。これはいけないか。

武藤副総裁

4. にも「明らかに」という言葉がある。これは直さないといけないな。

山口企画室審議役

然り。直さないといけない。

福井議長

「基本的な枠組みの検討を進めるに当たって」と。

岩田副総裁

そうだな。

福井議長

「基本的な枠組みの検討を進めるに当たって」と。

田谷委員

私は結構である。

福井議長

「幅広い観点から金融政策の透明性向上」。

山口企画室審議役

では、もう一度 4. のところを読み上げるが、「議長は、上記の基本的

な枠組みの検討を進めるに当たって、幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価も踏まえつつ、次回の定例金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。」。

植田委員

透明性向上のところは私も先程ちらりと言ったのだが、結局これは具体的には何もしないで現行の枠組みをより丁寧に説明するという、そういう可能性、そういうことに終わるといふ可能性も含めてということであればまあ仕方がないかなと思う。

福井議長

一番下の四行の最初の出だしもちょっと、「上記の基本的な考え方を踏まえつつ」というのもおかしい。

植田委員

「上記の検討を踏まえつつ」で良いのではないか。

岩田副総裁

「上記の検討」で良いか。そうだな。

福井議長

「上記の検討を踏まえつつ」か。この部分は何も要らないのではないか。

武藤副総裁

要らないのではないか。「検討を踏まえつつ実行に」か、何となく違和感がある。「議長は」から始まって…。

白川理事

これはなぜその文章が入っているかという、実は、次回の決定会合では何と言うか、こういう材料を出しなさいとこれはもう明示的に言っている訳であり、それでその次の具体的な話、特に「企業金融」関係、これは、勿論次回もあるが、次々会もあるということで、そういう意味では「準備が整い次第」ということを言いたいために、この文章がある訳である。そういう意味では、本来はなくても良いのだが、ただないとちょっと時間的な関係が分かりにくいだろうなと思った訳である。

山口企画室審議役

しかし、ない方がすっきりするか。

武藤副総裁

結論が出たものから、といった感じなのか。

福井議長

それは、そんなに厳密にやらなくても大丈夫である。「具体的な措置としては」として、「具体的な措置としては、議長は、特に」とこれで良いな。

岩田副総裁

そうだな。間を抜いてしまえば良い。

福井議長

具体的な措置としては、議長は、特にこれこれの観点から、と。

山口企画室審議役

もう一度「議長は」は要るか。



福井議長

主語がないのは、誰が指示したのか。

山口企画室審議役

では、もう一度。

福井議長

主語・述語がはっきりする。

山口企画室審議役

では、そうする。

福井議長

英語になった時に急にチェアマンが表われるのもおかしい。そんなに神出鬼没ではないから。

山口企画室審議役

ではちょっと読み上げる。そのところは、「具体的な措置としては、議長は、特に金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面において、どのような措置が考えられるか、準備が整い次第、金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。」。

武藤副総裁

「としては、」か。「については、」ではないのか。

福井議長

「については」か。

山口企画室審議役

「具体的な措置については、」

福井議長

以上で異議がなければこれで決定したいと思う。

田谷委員

大分盛り上がってきたな。

福井議長

「としては、」の方が良いか。

田谷委員

いやいや、「具体的な措置として、議長は、」と言った方が良いのではないかなと思った。「は」、「は」が続くから。

福井議長

その方が良いか。「具体的な措置として、」

武藤副総裁

拘らない。

岩田副総裁

そうかもしれない。日本語としては良いかもしれない。

福井議長

では、日本語としてどちらだ。

岩田副総裁

「具体的な措置として、議長は、」だな。

福井議長

「として、」の方が良いか。「具体的な措置として、」。

岩田副総裁

そうだな、確かに日本語としては。

山口企画室審議役

「は」が続くということか。

福井議長

「具体的な措置として、」

武藤副総裁

そういう意味なのか。

山口企画室審議役

あるいは、「措置について」でも良い。「具体的な措置について、」で「は」を落とせば。

武藤副総裁

「具体的な措置」というのは「指示した」ということが「具体的な措置」なのだな。

山口企画室審議役

然り。

武藤副総裁

では、「具体的措置として、」とした方が良いな。それは。

福井議長

「具体的な措置として、」。

山口企画室審議役

では、もう一度。「具体的な措置として、議長は、特に金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い次第、金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示した。」。

福井議長

それでは、それを採決したい。

[決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは、発表文はあのよう決定した。

それでは終わりになるが、本日の決定事項だが、この会議終了後直ちに公表をする。そして午後、速やかに記者会見を開いて必要な範囲で、本日の議論について説明を行ないたいというふうに思う。そういう点で了解頂けるか。宜しいか。

VI. 本臨時会合の議事要旨の公表日程についての承認

福井議長

それから本日の議事要旨の公表日程は、4月30日の決定会合で承認を得ることとし、5月6日に公表するとそういうスケジュールにしたいと思うが、異議はないか。

橋本政策委員会室長

議長、では決裁をお願いします。

福井議長

それでは、それを採決したい。

[決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁  
岩田副総裁  
植田審議委員  
田谷審議委員  
須田審議委員  
中原審議委員  
春審議委員  
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

では、議事要旨の公表についてはそのようにする。最後に議長として確認するが、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨と議事録という一定のルールに従って開示する扱いとなっている。確認頂きたいと思う。決定会合への信認を確保する観点から、恐縮だが政府出席者の方々も含めて、この場の皆さん方におかれては厳正な機密管理をお願いしたいと思う。特に今回は、初の臨時会合でもあったし、かなりまだ議論として未成熟な段階でのフリーディスカッション的な部分も含まれているので、とりわけ注意頂きたいと思う。外部の関心もとりわけ高まっているということで、一部の発言が外に漏れて予期せざるリパーカッションがあるということはやはり避けたいと思う。くれぐれも注意を願いたいと思う。本日の決議の公表は 11 時 40 分頃の予定である。

岩田副総裁

いや、過ぎてしまった。

櫛田企画室企画第1課長

読み合わせをしてから公表するので、今暫く待つて頂きたい。

武藤副総裁

45分である。

福井議長

これは45分か。ちょっと読み損なった。45分である。宜しくお願いする。

VII. 閉会

福井議長

以上で閉会する。ご苦労さま、本当にありがとうございました。

(午前11時41分閉会)

以上