

議 題

日本銀行の政策対応について

開催日時

2010年8月31日<15時00分~17時10分>

出席者

内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）
 加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）<欠席>
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）
 根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）<欠席>
 渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）
 井上哲也（野村総合研究所金融市場研究センター主席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

1. 今回の追加緩和措置について

出席者による発言要旨

1. 今回の追加緩和措置について

(1) 最近の金融市場動向

井上<オーガナイザー>:

・円相場は、ドルやユーロに対しては2年国債との相関が維持され、金利差の縮小に沿って円高が進行してきた。その他通貨に対しては、金融危機による円的大幅反発後は、英ポンドや韓国ウォンを除くと、概ね横ばい圏内にある。因みに「ソロス・チャート」は、ドル円については足許で相関を回復した。円相場のボラティリティはやや上昇したが金融危機時よりはるかに低く、VIXとの相関も大きく低下した。本邦投資家の対外債券投資は概ね堅調であり、外為証拠金も東京金融取引所のみ限りは円ショートポジションの増加が窺われる。円の実効レートは、名目では1995年の水準を超えているが、実質では3割強円安である。これは日本が貿易相手国よりインフレ率が低かったことを反映しており、国別には、かつての米国やEUに代わり、ウエイトが上昇したアジア諸国の寄与が大きくなっている。

・短期市場ではタム物金利がさらに低下し、既に「時間軸政策」的な効果が織り込まれている。ボラティリティも金融危機時に比べて大きく低下し、コールの取り手としての外銀のシェアも減少した。国債金利は全体的に大きく低下しつつ、イールドカーブのフラットニングも中期ゾーンへと展開しつつある。ただし、10年債の利回り低下が早いこともあって、足許でボラティリティがやや上昇気味である。銀行貸出の前年比減少率の拡大には歯止めが掛かりつつあるが、依然として主力の非製造業向けは低調であり、個人向けが全体を下支えする構図に変化はない。貸出約定平均金利も低下を続けており、金融危機前の水準を下回った。短観によれば、借り手

2. 成長基盤資金オペについて

の手許流動性も改善を続けている。この間、社債発行は堅調であるが、残高は大きく変わらず、借り換えの進展を示唆している（以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明）。

内田氏:

・この間の動きから構造的な特徴を取り出すと、第1に、日本企業にとっては有効な投資機会が主として海外にあるだけに、国内の銀行貸出に対する需要は低迷を続けている。第2に、主要国の中央銀行は「量的緩和」へ大きく舵を切り、なかでもFRBのバランスシートの肥大化は、結果としてドル安圧力を生んでいる。これに対し、新興国は自国通貨上昇の抑制を狙った為替介入を続けており、その資金が主要国の債券に向かうことでグローバルに長期金利低下を促している。この点は、民間企業による起債を通じた長期資金調達を促しているが、設備投資の需要もまだ強くないだけに、資金は金融市場に滞留し、金利低下圧力を一段と強めている。

高田氏:

・国内長期金利の低下には、内田さんが指摘された構造要因に加えて、海外長期金利との連動や円高の進行による影響も大きく、その意味では海外要因による面が強いように感じる。日本では10年国債の利回りが1%を割りこんだことに関心が集まっているが、これは米国債の2.5%割れや、ドイツ国債の2%近辺への金利低下が反映した面が強い。円相場も、いわば独歩高の展開となったことで、海外投資家の資金が入りやすい状況になり、アセットアロケーション上も日本国債を一定比率で持ちたいという意識が出てきた。こうした海外の事情に大きな変化が生じない限りは、円高圧力は根強く残りそうだ。

・先進国の長期金利低下を、①インフレ期待、あるいは②潜在成長率(ないし自然利子率)、のいずれの低下によるかを見極めることは簡単ではないが、前者による面が強いのではないか。例えば、米国の TIPS でみた Break Even Rate は、今回局面を通じて 1% 程度も低下した。逆に言えば、今後、潜在成長率に対する見方が本格的に下方修正されるようになれば、先進国の長期金利は上記の②を通じて一段と下落するのではないか。

内田氏:

・2002～2003 年の時期も、「グローバル・デフレ」への懸念が広がり、先進諸国の中央銀行は実質金利をマイナスにするような強力な金融緩和を行った。その結果、イールドカーブは大きくフラットニングした訳である。今回局面に関しては、グローバルなストック調整に伴うデフレリスクが高まっているか、通常の景気循環のように 1～2 年で総需要が回復するか、という点に決着が着いていない。

・今回は、主要国政府が大規模な財政支出を実施し、結果的には、それを各国中央銀行がバランスシートで支えている。このため、何らかの変調が生じた場合、インフレ期待が大きく高まることを含めて、その反動も相当大きなものとなろう。こうした事態を招くトリガーとしては、景気の循環的回復によって需給ギャップが予想外に早く縮まるだけでなく、ドル安の加速によって為替の均衡が崩れることなどが考えられる。

高田氏

・2002～2003 年の時期のデフレ懸念の背景には、IT バブルの崩壊に伴う過剰投資があった。その後の回復局面では、米国経済の中に家計ないし住宅セクターという、バランスシートを拡大させる余地のある領域が存在した。今回は、米国を含む多くの国で家計のバランスシートが肥大化しているし、欧州では周辺国に対する過剰投資という形で国単位のバランスシートも膨張している。これに対してバランスシートに拡大の余地があるのは、先進国では企業セクター、グローバルにみても一部の新興国に限られるだけに、インフレ期待を担える主体は誰かという点で手詰まり感が強い。

渡部氏:

・先進諸国に関する最近の実証研究では、為替変動も含め、外的な要因による国内物価へのパススルーは大きくないという結論が多いように思う。

内田氏

・過去 10 年を通じて、国内の短期金利はほぼゼロであった一方、長期金利も 1% 台で推移してきたため、銀行借入れに関しては、家計も企業も短期または変動金利への指向を強めてきた。また、企業による借入れ需要は趨勢的に減ってきたので、銀行は、金利と量の双方から資金収益の悪化圧力を受けてきた。これに対して各銀行は、国債投資のデュレーション長期化のニーズに直面してきた。特に、現在のような円高局面では、大企業は海外進出を加速させ、中小企業は業況が急速に悪化するだけに、銀行における預貸率低下と預証率上昇が一段と進むため、銀行の国債投資における

デュレーション長期化が、イールドカーブのフラット化を促しやすい。もちろん、これには金利リスクを伴うし、長期的には日本国債のソブリンリスクも考慮に入れる必要もあろうが、リスクと収益をどうバランスさせるかが大きな課題である。

根本氏

・国内の地域金融機関では資金利益の縮小が進んでいる。いわゆる「リーマンショック」後には、クレジットスプレッドが拡大し、貸出利鞘が多少は大きくなった局面もあったが、もはや過去の話である。現在は、内田さんが指摘されたように、ある程度の金利リスクを取りながら長短金利差を獲得していくしかない状況にある。また、大手行は、国債投資のデュレーションをそれほど増やしている訳ではないとしても、トレーディングを活発化させる動きが見られる。規制の変更によって資本を増強させたが、その資本をどう活用するのかが課題となっている。信用リスクを積極的にとる環境ではないこともあって、資本配分としては、国債を中心に金利リスクを増やす傾向にあるようだ。これに伴う収益が、与信コストの若干の低下と相まって、大手金融機関の第 1 四半期の収益増加に寄与した。当面は市場業務への依存が高まり、金利の変動に左右されやすい状況が続くのは、大手、地銀とも変わらない。

高田氏

・銀行による国債投資の増加に関しては、日本だけでなく、米欧でも徐々に兆候が確認されるようになってきた。これは、今回の局面の特徴の一つと言って良い。

(2) 今回の追加緩和措置

井上くオーガナイザー

・昨日発表された内容は、6 ヶ月物の固定金利方式の共通担保オペを新たに導入し、残高 10 兆円を用途に運営することである。既存の 3 ヶ月物の 20 兆円と合わせ、両者の残高が 30 兆円になることを意味する。日銀の公表文では、景気の緩やかな回復や物価下落幅の縮小という基本シナリオを維持しつつ、米国経済の先行き不透明化による為替や株式の不安定化を指摘し、これらに伴う実体経済の下振れリスクに対応したとの趣旨が示されている。白川総裁の記者会見では、①FRBによる8月の措置は中立的である一方、日銀は経済の下方リスクに前倒しで対応、②市場の動きの一つ一つに対応するのではなく、実体経済に与える影響に基づいて対応、③政策決定会合は定例開催が原則だが、今回は米国の指標や市場の動き、週末の FRB 主催のコンファレンスでの海外当局との意見交換などを踏まえ、開催の必要性に関する認識が徐々に上昇、といった点を説明した模様である。

・日本の金融環境は、物価下落ペースが鈍化し、長期金利が低下した点では緩和されたが、為替の増価と株価下落は引締め方向に作用した。日銀によるオペ運営は、主として、短い資金を金利入札方式の共通担保オペで、長めの資金を固定金利方式の共通担保オペで、各々供給する形となっている。当座預金残高は年初来緩やかに増加し、17 兆円程度に達している。なお、7 月末時点で日銀の国債保有残高は 55 兆円強あり、「銀行券ルール」の「余裕額」は

21 兆円程度へ減少した。大半を占める利付国債の加重平均年限は 5 年弱であり、日銀は年間 21.6 兆円の国債を買い入れれていることを考えると、銀行券の伸びや買い入れる国債の構成によっては、考え方の再整理が必要となる段階もそう遠くないように見える。

・昨年 12 月の金融緩和措置も、市場の不安定化が背景にあった点では今回と共通するが、①日銀自身が為替市場への対応という面に言及していた、②「物価安定の理解」を同時期に見直したことで、結果的には「時間軸」の強化と理解された面もあった、という点では今回と異なる(以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明)。

福田氏:

・量的緩和に期待される効果のうち、自国通貨の減価については、相手国の政策や景気との相対関係にも大きく左右される点で、国内のインフレ期待や金融市場を安定させる効果とは異なる性格を有する。実際、日本は金融緩和を行っているが、他国はそれ以上に緩和的な政策を運営したり、為替の減価を容認するような姿勢を示したりしている。国際協調の面でも、日本銀行が金融政策決定会合を開いた直後に、米国が FOMC で緩和姿勢を示すというように、日本に不利に回っている。従来は、量的緩和を国内政策の文脈で議論することが多かったが、為替が絡む状況になると、国際的な視点から捉えるという軸が必要になる。ただ、お互いに自国通貨の減価だけを目指して量的緩和を競争するのでは「近隣窮乏化」に過ぎず、少なくとも経済学的には望ましい姿ではない。

・日本の金融市場では、株式は過小評価されているようだし、国債や円の為替は過大評価となっている可能性がある。このように資産価格がファンダメンタルズから乖離しているとすれば、中央銀行が、いかなる資産でも買入れるのが良いか、市場の歪みを修正するように「信用緩和」の発想で一資産を選択的に買入れるべきか、という視点も重要ではないか。例えば、日銀が大規模な国債の買いオペを続けていることは、海外投資家に安心して日本国債を買う誘因を提供しているのではないかと。

高田氏

・日銀が国債の買いオペを減らすようなことをすれば、長期金利が上昇して、円高圧力を増してしまうリスクが大きいように思う。

・海外では、金融政策を巡る議論の焦点は量的緩和にある。しかも、中央銀行のバランスシート規模の変化に基づいて、金融緩和度合いを判断する向きが多く、日銀自身がストックとしての規模に着目しているのと異なる。海外では、こうした考え方にに基づいて、日銀のバランスシートの拡大が他国に比べて相対的に小さいから円高圧力が生じるとの理解がなされるし、成長基盤資金オペの目的や内容への関心は乏しく、これによる資金供給量が少ないという理由で否定的な受け止め方をする向きがある。もちろん、日銀が、貸出債権自体を買い取るというように「信用緩和」的な性格を持たせるのであれば違った受け止めをされる余地もあるかもしれない。

・海外投資家の考え方が正しいかどうかについては、個人的には疑問も残る。ただ、FRB は、こうした考え方が存在することを前提と

して、金融市場に対して金融緩和姿勢を上手くアピールすることができているのも事実である。しかも、ECB はユーロに内在する下落圧力を放置しているように見えるだけに、海外投資家には、日本だけが円高方向の政策を運営していると映ってしまう。

井上<オーガナイザー>

・中央銀行のバランスシートの規模に関しては、5 月のマーケットコンファレンスでも議論があったように、ストックでみると、日銀と FRB の対 GDP 比はあまり変わらない。ただ、高田さんが指摘されたように、海外市場では、金融危機から現在までにどの程度拡大したかに着目する向きが多く、その点で、日銀のバランスシートの規模が相対的に変化していないことも事実である。FRB が 8 月の FOMC で保有する長期債の規模を一定に維持することにコミットしたことも、海外の市場関係者の間では、自らの理解が追認されたという受け止め方があるようだ。

・量的緩和に期待される効果のうち、資本市場を通じた「ポートフォリオ・リバランス」はどう考えれば良いだろうか。BOE が実施した量的緩和では、英国の資本市場の機能が維持されていたことに加えて、BOE が、不良資産を抱える銀行セクターだけでなく、比較的健全な状況にあった機関投資家からも国債を購入したことの意義が強調されている。機関投資家が BOE から得た資金を社債や株式の購入に向けたという「ポートフォリオ・リバランス」が生じたことで、企業による社債や新株の発行を通ずる資金調達が進んだという解釈である。先週末の FRB パーナンキ議長の講演の中でも、量的緩和に期待される効果として「ポートフォリオ・リバランス」が挙げられていた。

福田氏

・市場関係者がバランスシートの規模の変化に着目し、かつ日銀がストックの意味で既に大規模なバランスシートを抱えているのであれば、日銀には手詰まり感がある。実際、日本国債の発行規模は国際的に見ても大きいと、日銀が既に相応の部分保有しているとすれば、さらに大きく買い増して良いかという議論になろう。

内田氏

・実際には、先進諸国が際限なく量的緩和競争を続けることはありえず、どこかでファンダメンタルな歯止めがかかるはずである。2002~2003 年の局面では、米国景気の底入れに伴い金利の先行き見通しが上方修正されたことが流れを変えたと、今回も、例えば、米国で循環的にインフレ圧力が高まるようになれば、量的緩和の継続は困難となるであろう。

高田氏

・日本の量的緩和を思い起こすと、実体経済面での効果は自国通貨の減価くらいしかなかったように感ずる。現在の米英も、量的緩和時の日本と同じく信用収縮の過程にあるとすれば、中央銀行が金融市場に資金を供給しても、それが直ちにクレジット商品への投資需要を生み出すとは思えない。海外では「ポートフォリオ・リバランス」に対する期待が強いことは事実であるし、金融危機以前であれば実現する余地もあったかもしれないが、これからはなかなか

確認できないようになり、結局は、日本と同じように自国通貨の減価政策という色彩が強くなっていくのではないかと。

福田氏

・日米英で資本市場の位置が違うことは事実であろう。米英の場合は、資本市場での資金調達が一時的であるし、日本の場合は、依然として家計貯蓄の大半が銀行預金に向かっている。因みに、大陸欧州諸国も、かつては家計貯蓄の大半が銀行に流入する構造であったが、近年は投資信託のウエイトも大きく高まってきた。

根本氏

・先進国の金融機関に共通する問題として、ボトムラインは既存の資産のリターン等で確保されているが、トップラインに関し、貸出からの収入が伸び悩んできたことが挙げられる。信用リスクを取ることに引続き慎重であるし、米欧でもイールドカーブがフラットニングするとともに利鞘の確保は難しくなる。加えて、金融規制が強化される中で、デリバティブなどからの収益を確保していくことも難しくなることを考えると、金融機関の収益の安定化を通じて金融システムの安定性を強固にするアプローチには課題が残る。特に欧州の金融機関については、ギリシャショック以後、債券発行などが難しく調達が短期化しており、流動性規制が早急に導入されると、資産の大幅な削減を迫られるなど市場が不安定化する可能性がある。

・日銀が 8 月中旬の金融政策決定会合では情勢判断を変えず、かつ金融政策を情勢判断に基づいて運営する枠組みを維持するのであれば、ここへ来て追加緩和に踏み切った理由が分かり難い。日銀は為替や株式市場の不安定化を指摘しているが、それが情勢判断にどう影響しているかが明確に伝わっていないように思うし、今後の政策運営に対する考え方の面で大きな不透明性を残した。

福田氏

・日銀の組織には官僚的な側面もあるだけに、金融経済情勢が急に変化した場合も、情勢判断を柔軟に見直すのが難しい面があるように感じられる。つまり、情勢判断の過程では各組織が担当領域を分担する訳であるが、これらの結果を総合する際には、他組織による情報や判断を尊重するだけに所与とみなしがちで、かつラグを伴って取り入れる傾向があるのではないかと。また、情勢判断が大がかりな過程を経て決められるだけに、変更が容易でない面もあろう。市場の動きに一喜一憂しないことは、中央銀行としてあるべき姿の一面であると思うが、その裏返しとして、金融経済情勢が急激に変わった場合への柔軟性を欠く面があるようだ。

渡部氏

・市場関係者など外部から見れば、今回の追加緩和も、対応が後手に回り、「政治主導」といったレッテルがもっともらしく見えてしまう面は否めない。市場が政策運営にとって意味のある情報を発信していると考えるのであれば、もう少し機動的な対応を可能とする仕組みを作っていくことも必要ではないかと。また、情勢判断における実体経済のウエイトが大きいことによるのかもしれないが、楽観の方向にややバイアスがかかりやすいように感じることもある。

内田氏

・日銀が情勢判断の急な変更を余儀なくされる局面の多くは、米国に代表される海外情勢の変化に伴う円高進行である。こうした局面でも迅速に情勢判断を見直すことすれば、海外の状況をいわば予見して議論し、適切なタイミングで金融政策決定会合を開催するという大変難しい課題を伴う。また、仮に情勢判断を柔軟に変えることができても、現在の円高に対処しうる処方箋が限られているだけに、具体的な政策対応に結びつきにくいことには仕方ない面もあろう。ただ、FRB は、経済指標の悪化に呼応する形でダウンスайдリスクに関する言及を徐々に増やしたり、政策手段が限定的という日銀と同様な制約の下でも、これらの活用可能性を明示的に示すことで、市場の安心感を引き出すことに賭けたりするといった機動的な対応を採用している。これらは、市場とのコミュニケーションの面で参考になる点もあるように思う。

高田氏

・現在の日銀の情勢判断は、「景気回復」を前提にしていることがポイントであり、だからこそ、新興国の経済拡大に伴う恩恵といった要因を強調しないと、シナリオの整合性を維持できなくなっている面もあるように感じる。もちろん、経済に関する見方は多様であり得るはずであり、日銀が自ら収集した情報や分析をもとにそうした判断を下していること自体は尊重されるべきである。

・日銀にとってより重要な課題は、今年に入って先進国の中央銀行の政策運営のアプローチが大きく変化したことへの対応であろう。なかでも FRB は、市場からは「目的論」と見えるほど明確に、市場の期待を誘導するアプローチに重点を置いているようだ。これに対し日銀は、情勢判断に基づいて政策を運営するという、いわば「正攻法」のアプローチを維持している。この点を市場から見ると、日銀は「丸腰」で「対応が遅れる」と映る面があるのではないかと。

井上くオーガナイザー

・日銀は今回の追加緩和に際して、実体経済との関係で判断を下す枠組みを維持した。これと比較した場合、先週末の FRB バーナンキ議長の講演は、雇用や住宅の問題を強調しつつも、これらによる金融システムへの影響も含めた上で、FRB がどのような政策対応を行うかという議論を展開したように見える。一方、同じ会議での ECB トリシェ総裁の講演は、物価安定のための金融政策と、金融システムの安定維持のための政策措置を切り分けた上で、各々を適切に運営する考え方を示した。このようなアプローチの違いは、もちろん、各国の置かれた金融経済情勢の違いを反映している面もあるが、いずれにしても興味深い。

・本日の会合をご欠席された柳川さんにお話を伺う機会があったが、論点として、中央銀行のガバナンスのあり方を挙げておられた。柳川さんによれば、FRB の場合、特にバーナンキ議長の体制になって以降、地区連銀総裁を含めて、多様な意見が発信されている。一方、日銀の場合は総裁に集約される形でコントロールされた情報発信がなされているように見えるということである。こうした FRB の特徴については、多様な意見を開示することで市場や政治家の

反応を探るという意図があるとか、多様な意見を尊重しながらコンセンサスの形成を図るというバーナンキ議長の個性に依るといった様々な見方があるようだ。もちろん、FRB のアプローチが常に正しいとは限らないし、政策運営の方向性が分かり難いといった批判を招く局面もあった。ただ、中央銀行の総裁や執行部は、最終的には、自らの政策判断を市場や政治家、国民に対して説得力ある形で示す必要があることを考えると、中央銀行内部の段階から多様な角度から議論し、必要に応じてそれらを取り込むという過程自体には少なからぬ意味があるように思える。

福田氏

・かつては、日銀の審議委員の中にも、執行部とはかなり異なる意見を発信されていた方がおられた。日銀の執行部がフラストレーションを感じる機会もあったかもしれないが、こうした意見発信がなかったら、例えば、量的緩和は実現したかどうかとも考えてみるべきであろう。ただ、現在は、審議委員の間で意見の著しい相違はみられないように感じられる。また、FRB のバーナンキ議長や ECB のトリシェ総裁は「社外取締役」であるのに対し、日銀の白川総裁が「社内の生え抜き」であることも、意思統一のあり方に影響しているかもしれない。常に「社外取締役」の方が良いという訳ではないが、金融危機のように変化の激しい局面では柔軟性を発揮しやすいのではないか。

根本氏

・日銀に残された政策手段はもはや多くはないのであろう。こうした隘路にあるからこそ、多様な視点から政策対応を考え直すことが一段と重要なのではないか。少なくとも外部からみると、現在の日銀による議論は多様性に欠けていて、対応が遅いとか不十分といった印象を余計に増しているように感じられる。

(3) 一段の追加緩和への展望

高田氏

・海外投資家は、当初から資金供給量の増加を期待してきただけに、今後も資金供給を増やす上での支障を取り除く観点から、0.1%に維持されてきた政策金利の引き下げを求める意見が聞かれる。一方、国内の市場関係者の間では、オペ期間を長期化していくことへの期待が強く、次は 9 ヶ月まで延長しつつ金額も増やすことを予想することになる。実際、固定金利方式の共通担保オペに関しては、3 ヶ月物に加えて、今回は 6 ヶ月物を導入したので、状況に応じて期間が長くなっていくという理解が形成された。

・しかし、長らく市場をみてきた立場からすると、期間の長いオペを固定金利で提供するのは、日銀の金融調節の基本路線である「新金融調節方式」の考え方と基本的に相容れない点も気になり、考え方自体を根本的に整理直す局面が近づいているように思える。また、2000 年代前半の量的緩和はシンプルであったし、ターゲットも明確で、海外投資家にとっても理解しやすかったが、今回は何をターゲットにしているかも分かり難いし、時間軸もさほどはっきりしない。透明性の面でも、これまでの政策対応には課題が残る。

内田氏

・配布資料にあったように、3 ヶ月物の固定金利方式の共通担保オペの応札倍率は徐々に下がっている。量的緩和当時と違って、レベレッジ規制等の観点から金融機関が剰剰資金(準備預金)を抱えて、バランスシートを拡大させることは難しくなっており、特に期末越えに巨額の資金を持つことには慎重にならざるを得ないことを考えると、今後、オペの札割れといった事態が再発するリスクも考えておく必要があろう。

2. 成長基盤資金オペについて

内田氏

・本当に日本経済の成長基盤となる産業を創出したいのであれば、産業構造の変化を促す資金フローを作り出す必要があり、これには日銀のみでなく、金融庁や民間金融機関を含む対応が求められる。こうした考え方は極論と見えるかもしれないが、日銀自身が経済成長の基盤がリスクに晒されていると判断しているように、日本経済はいわば「極まった」状況に近づいているように感じる。

福田氏

・成長基盤資金オペの場合、適格要件を満たす貸出案件を用意する必要があるという点で、外銀による活用が相対的に難しくなる面もあるように思う。これまで超過準備の主要な保有主体であった外銀に資金を供給しにくい点では、従来とは異なる性格を有しているのではないか。また、このオペによって供給される資金は新規の銀行貸出に対応するものの、日銀による資金供給の一部として超過準備になってしまう点も違和感が残る。

内田氏

・このオペは、外銀による利用を排除している訳ではないが、国内で企業とのリレーションシップ・バンキングを展開している先が多くないことは事実であろう。また、市場全体としてみれば、オペ手段の如何に拘わらず、資金供給量が全体として増えれば超過準備が増えるのも事実である。本オペの適格要件を満たす案件は大企業に多いと考えられるが、こうした企業の場合、少なくともマクロ的には設備投資はキャッシュフローで十分賄う状況にあるので、オペに伴って新規貸出が生じて、その分だけ運転資金のための銀行貸出が減るといった現象が生じやすい。ただ、環境関連の案件などは、政府による投資減税なども実施されているので、その面では新たな銀行貸出を創出することも期待される。

高田氏

・かつて、外銀による準備需要は旺盛であり、これによって「円キャリートレード」をファンディングしていたとの見方がある。また、金融危機後は、流動性リスクを意識して手元資金を厚めに維持していた面もある。しかし、これらのニーズは既に減退し、国内の資金需要も低調なので、外銀の準備需要は総じて低下しているようだ。

根本氏

地域金融機関の中には、成長基盤資金オペへの対応に苦慮する先もあり、顧客企業が来年計画していた投資案件を前倒して実施し

てもらうとか、既存の貸出の借り換えに近い性格の案件を取り上げることで、オペ対象にしたといった話もあるようだ。1回目の資金供給は、制度の詳細が発表される前に実行された融資なので、2回目の資金供給(7月～9月の融資実績分)がどのくらい活用されているかはより注目される。日銀が潜在成長率の底上げにコミットするというところに一定のアナウンス効果はあると思われるが、民間銀行としては信用リスクを肩代わりはしてもらえないので、現在の低利鞘では慎重な対応にならざるをえない。また現場の案件発掘力、審査力をどう高めるのかなど、構造的な問題にも取り組む必要がある。政府も、6月に発表した成長戦略を具体化させるなど、総力をあげて取り組む必要がある。

高田氏

・このオペは、政策金利で1年間の資金を供給する仕組みなので、銀行貸出金利の一段の低下を促している面もある。本日、日銀が発表した「貸出約定平均金利」をみると、新規の長期貸出の金利は既往最低に近い水準まで下がっている。

内田氏

・日本では、1998年以降、度重なる円高圧力の中で日銀が対策を繰り返したが、結果的には、金融市場での資金偏在を助長し、民間金融機関もこうした歪みを深刻化させた。成長基盤資金オペも、銀行貸出に依存するだけに問題を共有している。本当の意味で「経済成長の基盤」を作るには、スタートアップ企業の資金需要を満たす必要がある。政府や日銀がこうした企業を対象とする投融資ファンドに資金を供与するといった抜本的対応が求められる。逆に、キャッシュフローが予見しうる段階の企業になれば、政策措置がなくても、銀行は容易に貸出を実行できる。1970年代の米国は今日の日本に似た課題を抱えていたが、1981年のERISA法によって年金基金によるベンチャーキャピタル投資の道が拓かれ、1991年の中小企業技術革新制度(SBIR法)で政府によるベンチャー企業への開発委託と開発製品の買い上げ等ベンチャー企業を発展させる基盤作りが着実に進められた。日本でも、こうした政策措置と一体で資金供給するならば、より確実に「成長基盤」の整備に結びつく。

・今後の政策対応は、本質的な問題により直接的に対処することであることが求められる。円高抑制が最重要課題であれば、政府は単独でも為替介入を行い、日銀が非不胎化のオペを行うという協調が必要である。他国通貨の減価が容易に止まらないなら、円高に伴う負担を軽減する資金フローを作り出すよう努めるべきである。現在はアジアでの為替リスクが問題であるので、例えば、中国が新興諸国と締結しているのと同様な為替スワップを活用して円建て取引を円滑化できれば、日本企業の為替リスクは軽減される。アジアでの取引をマルチラテラルに決済する仕組みは構築されつつあるし、JBICによるサムライ債の発行支援も既に存在する。こうしたアプローチを組織化できれば、円高とデフレの繰返しを脱却することもできるのではないかな。

・この次に政策措置が必要となった際に抜本的な対応が実現する

よう、日銀としては、早くから議論を喚起すべく意見発信に努めることが必要ではないか。そうすれば、常に外部の力に押し切られる日銀というイメージも大きく好転するはずである。

福田氏

・成長基盤資金オペも、日本に固有の金融構造の下で豊富な資金を抱える銀行を活用するものと理解できる。短期的にはこうした選択もやむを得ないが、中長期的には、内田さんが指摘されたように、資金偏在の解消に資するような政策対応も必要である。

3. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・本テーマについては、今後も機会をみながら議論していくこととしたい。また、今回の円高に関して言えば、米国の政策や市場の動向が重要な要素であるだけに、状況が整うようであれば米国を訪問し、その結果を何らかの形で還元したい。
