

議 題

「量的・質的金融緩和」－これまでとこれから

開催日時

2014年7月3日<9時40分~11時10分>

出席者

大島周氏（みずほ銀行 常務執行役員）
加藤出氏（東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト）
高田創氏（みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト）
渡部敏明氏（一橋大学経済研究所 教授）
井上哲也（野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長<モデレーター>）

主要論点

1. 「量的・質的金融緩和」の効果

出席者による発言要旨

1. 「量的・質的金融緩和」の効果

井上<モデレーター>:

・本パネルでは、日本銀行による「量的・質的金融緩和」について、期待された効果は何か、それらは実際に実現するかについて議論したい。その上で、現在ないし将来の金融経済環境の下で、この政策は何を達成すれば成功と言えるか、達成に支障が生じた場合どのような対応が求められるかを考えたい。まず、大島さんに「量的・質的金融緩和」に想定されていた効果について、投資家行動への影響に焦点を当ててコメントをいただきたい。

大島氏:

・「量的・質的金融緩和」の波及チャネルは、第一に金利や為替への影響を通じたもの、第二に市場のボラティリティの抑制を通じたもの、第三にインフレ期待への影響を通じたもの、に分けて考えることができる。第一のチャネルでは、長期金利を押し下げること、銀行や機関投資家がより高いリターンを求めて資金をシフトすることが期待されていた。同時に、為替市場で円高を修正することで、投資家の資金が対外投資に向かうことが期待されていた。第二のチャネルでは、日本銀行がETFやJ-REITを買入れることで市場に安心感を与え、結果的に投資家にさらなるリスクテイクを促す効果が期待されていた。第三のチャネルは、実質金利の低下を通じて資産価格全般を上昇させることで、家計が資産効果によって消費を増やす、あるいは企業が海外M&Aを含む投資を活発化させることが期待されていた。これらのチャネルを通じた効果が同時に発揮されることで、实体经济面でもマクロの需給ギャップが改善し、雇用や賃金、さらには物価の緩やかな上昇につながるというメカニズムが想定されていた訳である。私は、こうしたチャネルを通じた波及効果のうち、既に半分以上が実現したものと理解している。

・国内銀行のポートフォリオでは、長期国債の保有残高が明確に減

2. 「量的・質的金融緩和」の成功要件

少する一方、日銀当座預金が積み上がっている。この間に貸出や株式の残高も多少は増えているが、モメンタムが大きく変化したとまでは言い難い。確かに、2012年秋以降は「アベノミクス」への期待もあり、株価や為替がそれまでの動きから明確に反転した。為替レートを実効ベースで見ると、円高トレンドが反転して以降は、安定を保ちつつ緩やかな円安基調を続けているという意味で、対外投資にとって比較的 friendly な環境が続いている。また、日本銀行による「量的・質的金融緩和」に関する市場との対話が徐々に浸透するにつれて、国債市場のボラティリティが低下して金利が安定し、クレジット市場の信用スプレッドも縮小傾向にある。後で述べるように、このことが投資家によるリスク量の配分を変える誘因となっている一方、ボラティリティ低下を通じた政策効果の浸透という戦略の是非には議論が残るかもしれない。

・2013年3月末以降についてメガバンク3行の有価証券ポートフォリオの内容をみると、国内債券一特に運用の主戦場である中期ゾーンへの保有残高は大きく減少した一方、外債やクレジット商品の残高には変化が見られない。このことは、これらの先でリスク量の相対的な配分が変化した可能性を示唆する。つまり、国内債券のデュレーションの短期化や、国債市場でのボラティリティ低下も考え合わせると、メガバンク3行では、市場リスク量やリスクアセットのベースでみた外債やクレジット商品の保有ウエイトが高まっていると考えられる。これは、日本銀行が当初から期待していた「浸み出し効果」そのものであるが、全ての銀行や機関投資家に同じ行動変化を求めることができる訳ではない。例えば、優良な取引先に乏しく、外債やクレジット商品へのアクセスを余り有しない銀行の場合は、結果として国内金融市場に資金を滞留させ、ひいては長期金利の動向にも影響を与えうる。

井上くモデレーター：

・高田さんには、企業や家計への波及に焦点を当てながら、実体経済への効果や影響についてコメントを頂きたい。

高田氏：

・中央銀行がベースマネーを操作し、結果として増加したマネーサプライが企業部門に回るというのが、「信用創造プロセス」の教科書的な理解である。しかし、実際は、日本銀行がベースマネーを拡大させているほどには貸出が増加していない。この点を率直に捉え、「量的・質的金融緩和」には効果がなかったと結論づけることもできる一方、私自身は副次的な効果があったと考えている。

・具体的には、第一に、国内資金が海外に流出することで円安が生じる効果である。実際に国内資金が大規模に流出したかどうかにはなお議論もあるが、少なくとも、そうしたメカニズムが働くことへの期待感が高まったことは事実である。この間、いわゆる「QE3」に関する「tapering」が市場で意識され始めるなど、FRB の政策スタンスが変わり始めていた点も大きかった。第二に、金融機関が資金を他の資産にシフトするという「portfolio rebalance」の効果である。つまり、10年物国債の利回りは、昨年4月、有史以来の低水準である0.3%台まで、一時的ではあるが低下した。このような環境の下で、大島さんが説明したように、金融機関は徐々にではあるが国債からクレジット商品や株式、場合によっては不動産関連商品へと資金をシフトさせている。

・かつての日本では、資産デフレと円高が長期化する中で、企業はバランスシートを圧縮し、販売価格は上げずに原価やマージンの抑制で対応してきた。これを私は「草食系的」進化を遂げたと呼んでいる。しかし、資産デフレと円高というトレンドが逆転すると、企業のこうした行動にも変化が出てくる可能性がある。弊社では今夏の賞与が23年ぶりという高い伸びになると推計しており、また今年の春闘ではベースアップ率も明確に改善した。設備投資にも回復の兆候が見られるほか、M&Aを通じた投資も増加するなど、企業自身のバランスシートにも変化が起き始めた。こうした行動が企業部門全体に広がれば、日本銀行によるベースマネーの供給増加が銀行貸出の増加に繋がることが期待されるが、この点ではまだ「道半ば」と言える。今後は、政府が「3本の矢」を総動員しながら、企業の意識をどれだけ変えていけるかが鍵となろう。

井上くモデレーター：

・渡部さんには、学会等の場で「非伝統的金融政策」がどのように分析されているかをご紹介いただきたい。

渡部氏：

・「量的緩和」に関する実証分析は、金利や為替レートといった資産価格に対する影響を検証するものと、実体経済への効果を含む影響を分析するものの2通りに分けられる。ただ、資産価格のデータは容易に取得できるだけに、前者のタイプの実証分析は比較的豊富である。分析結果もある程度収斂しており、「量的緩和」による資産価格への影響を認める例が多い。なかでも長期国債の買入れに

関しては、長期金利を押し下げ、イールドカーブ全体をフラット化させたことを多くの実証研究が検出している。

・一方、後者のタイプの分析については、研究の成果が十分に蓄積されている訳ではないが、分析手法面から大きく2つに分けられる。第一に、VARモデル(多変量自己回帰モデル)と呼ばれる手法で、変数間の関係を過去の値で説明しようとするものである。VARモデルは、近年にいくつかの技術的な発展—可変パラメータやゼロ金利制約の導入など—もみられるが、変数選択やショックの識別性といった問題は依然として解決しておらず、分析者によって結果が大きく変わらう難点を抱えている。しかも、「ルーカス批判」が該当する—つまり、政策変更によってパラメータの値が変わることを十分にとりこめない—だけに、金融政策の効果をシミュレーションするといった目的に適合しないという問題も抱えている。

・第二の手法はDSGEモデル(動学的確率的一般均衡モデル)と呼ばれるものである。マクロモデルの一種であり、最大の特徴は、消費者の効用最大化や企業の利潤最大化を明示的に考慮することで、政策変更に影響されない根源的パラメータを推定することができる点にある。DSGEモデルを用いて「量的緩和」が実体経済に与えた影響を分析した例も幾つかみられるが、積極的な効果を支持するケースは少ないのが現状である。

井上くモデレーター：

・加藤さんには、日本銀行の「量的・質的金融緩和」について、FRBやBOEと比べた場合の特徴に焦点を当てながら、その特性についてコメントしていただきたい。

加藤氏：

・米・英と比較した場合の「量的・質的金融緩和」の特徴は、第一に、期待に働きかける度合いが強い点である。つまり、FRBやBOEが「非伝統的金融政策」を開始した当初は、インフレ期待を低下させないという意図もあったのかもしれないが、デフレが現実が発生していた訳ではなかった。これに対し、日本銀行による「量的・質的金融緩和」は、インフレ期待を引き上げることに明らかに力点が置かれており、その分だけ「マネタリー・シャーマン」の度合いが強い。

・第二の特徴は、「量的・質的金融緩和」がマネタリーベースの増加自体の意義を強調している点である。2008年12月のFOMC議事要旨からも分かる通り、FRBは、マネタリーベースの増加が資産買入れの結果として生じる副産物であり、それ自体が経済を刺激することはないというスタンスを当初から採っていた。また、現在、FRBが資金吸収オペを大きな混乱もなく試行できているのも、「マネタリーベースを減らしても経済に悪影響はない」という理解が共有されているからである。これに対し、日本銀行はマネタリーベースの拡大に意味があると強調してきただけに、FRBと同じように資金吸収オペの「練習」を行うことは難しい。実は、「量的緩和」を始めた当初は、BOEもマネタリーベースを増加させると景気は回復すると説明していたが、最近ではそれ自体に意味はないという説明に切り替えたものと理解している。

・第三の特徴は、財政政策との関係である。英国は Cameron 政権が大胆な財政緊縮策を採っているし、米国でも財政再建が進捗している。これに対し日本の場合は、池尾さんも指摘されたように、「量的・質的金融緩和」が拡張的な財政政策とのパッケージで運営されている。日本の政府債務残高(対 GDP 比)は 226%で世界一であるが、米国や英国は 100%未満であり、上位 10 ヶ国に入っていない。日本でも、国債を大量に買入れていることが、それなりに経済を刺激する効果を有している。ただ、今の買入れペースが続くと、2018 年には日本銀行の資産規模(対 GDP 比)は 100%に到達する。日本銀行は、巨額の政府債務が存在する中で、如何にして Fiscal dominance を避けながら出口に向かうかという大変難しい問題に直面することになる。

井上<モデレーター>:

・ご自身のコメントに対する追加や、他のパネリストの議論に対するリジョインダーがあればお願いしたい。

高田氏:

・副次的効果として通貨安と株高の効果が大きかったと申し上げたが、財政ファイナンスの側面も大きかったと思う。もっとも、これらは本来は「禁じ手」である。また、「ポートフォリオバランス」が生じたのは、国内投資家というよりも、むしろ外人投資家であった。つまり、国内の資産価格が押し上げられた際には、外人投資家の期待が変わったことの影響が大きかった。もっとも、大島さんが指摘されたように、国内でもポートフォリオバランスが徐々に進んでいるし、池尾先生が指摘されたように、今後は、金融政策だけではなく財政政策や成長戦略も合わせた経済政策全体として、ポートフォリオバランスを活性化できるかどうかが鍵となる。

大島氏:

・高田さんが指摘された点に加え、「量的・質的金融緩和」を導入したタイミングが効果的であった点も指摘したい。安倍政権の発足直前には、東京で IMF 年次総会が開催され、世界中の有力な投資家が日本の魅力を再認識したほか、ECB の Draghi 総裁によるユーロ圏の救済に対する強力なコミットメントによって、欧州危機に対する見方が大きく転換するなど、市場環境が整っていた。こうした中で、「アベノミクス」とその「第一の矢」としての「量的・質的金融緩和」は、日本株に対してショートポジションを持っていたヘッジファンドらの外人投資家に上手くアピールし、彼らの行動を変えることができた訳である。さらに、その後に市場のボラティリティが継続的に低下したことで、例えば、企業経営者にとっては、為替差損を毎年計上するような状況から、少なくとも「ニュートラルゾーン」まで戻ってきたという感覚ではないだろうか。

2. 「量的・質的金融緩和」の成功要件

井上<モデレーター>:

・本パネルのもう一つの論点である成功要件に関する議論に移りたい。加藤さんから、日本銀行にとって何が達成されることが望まれるのか、それが複数であればどうバランスすべきなのかといっ

た点についてコメントをいただきたい。

加藤氏:

・本年春以降、黒田総裁は、需給ギャップはほぼゼロまで縮小し、労働市場も完全雇用に近い状態になっていると発言している。従って、追加緩和を考慮する状況にないことになる。英国では、BOE の幹部が、需給ギャップがマイナス 1%~1.5%程度と推計されるものの、利上げ時期は市場が予想するよりも早いかもしれない、という趣旨の発言をしている。BOE のこうしたスタンスを考えると、需給ギャップがゼロである日本で、金融緩和の出口に関する議論を始めもおかしくないのではないか。

・日本銀行は、金融緩和を停止した後でも、安定して 2%のインフレ率が持続する状態を目指しているはずである。仮に、日本銀行が 2015 年度中の 2%インフレの達成に拘ると、追加緩和を求める声が強くなるであろう。しかし、需給ギャップが解消され、完全雇用に近い状況で追加緩和を行うと、金融面での不均衡が蓄積するリスクの方が大きくなるのが懸念される。私は、本年秋以降にインフレ率が上昇しなかった場合も、ある程度寛容な態度で日本銀行を見守る方が、国民生活にとってプラスが大きいと考えている。先日公表された BIS の年次報告書は、過去には物価が下落する中で産出量が増加した時期もあり、全てのデフレが「悪いデフレ」とは言い切れず、デフレリスクを過大評価して金融緩和を進めると不均衡(=バブル)が蓄積する可能性が高く、バブルが崩壊すると真の意味での「悪いデフレ」に陥るリスクが高い、といった点を指摘していた。そもそも、インフレ目標は中長期のインフレ予想を安定化させることに意味があるため、短期的なインフレ率に拘るべきではない。

井上<モデレーター>:

・高田さんには、財政政策や金融システム安定化策との policy mix をどう考えるべきかについて、コメントをいただきたい。

高田氏:

・1970 年代以降の金融政策を振り返ると、米国、欧州、日本がほぼ同じ時期に利上げをしたことが 5 回あるが、皮肉なことに日本の利上げは常に最後に行われ、翌年には世界的な景気後退に見舞われた。いずれにしろ、過去の経験則から考えると、米国が「tapering」の段階に入ったということは、日本も出口を意識すべきタイミングが来たと認識すべきであろう。

・米国では、大恐慌後の調整過程の最終段階で、「ペッキング政策」として長期金利の上昇を人為的に抑えた時期があった。これは国債管理政策の「猶予期間」だったが、現在の日本が直面している「financial repression」と共通する部分が多いように感じる。例えば、金融システム安定、財政の健全性維持、物価安定を同時に達成することが求められている点は双方のケースに共通している。そこで、米国例を参考にしつつ、「猶予期間」における対応において重要なポイントを挙げると、第一に、金融システム安定の面では、個々の金融機関が国債中心のポートフォリオをリバランスさせつつ、金利上昇に耐えられるよう体質改善を進めることが肝要である。第二に、

財政の健全性維持に関しては、国債発行額を減らすと同時に、プライマリーバランスの均衡に向けた軌道に乗せる必要がある。これらの点に照らすと、本年 4 月の消費税率引上げはその一步として評価されるべきであるし、大島さんが言われたように、金融機関も徐々にポートフォリオのリバランスに着手している。その上で、2%インフレに向かう中で金融システム安定と財政の健全性に関する対応をどこまで進められるかが重要になる。順序を間違えて物価だけが上昇し始めると深刻な事態に陥る訳であり、市場もこうしたシナリオが顕在化するどうかを注視しているのだと思う。

井上くモデレーター：

・渡部さんには、「量的・質的金融緩和」を評価する上で、分析上どういった点が重要になるのかコメントをいただきたい。

渡部氏：

・先程のコメントに補足すると、DSGE モデルの利点は、消費者や企業の動学的な最適化行動を前提としているため、将来に対する予想が変化した場合の影響も分析できる点にある。例えば、2012 年 11 月号の "Economic Journal" は、米英における「量的緩和」の効果を分析する特集号であるが、そこに掲載されている Chen らの論文—DSGE モデルを用いた分析—によれば、米国の「QE2」は GDP を 0.4%ポイント押し上げたが、コミットメントが存在しなければ殆ど効果がなかったとされている。この分析結果は、金融政策が実体経済に有意な効果を及ぼすには、経済主体の予想に働きかけるコミットメントが如何に重要かを示唆している。もちろん、これは学術研究の話であり、実際の政策としてどの程度の効果があるかは議論が分かれるであろうし、海外部門を含めて開放経済型にするなど、モデル自体の改良も進める必要がある。

・「非伝統的金融政策」が出口に向かう過程では、インフレ期待や国債利回りの期間構造の変化などに注視する必要がある。投資家の期待を捉える指標として私が注目しているのは、「ボラティリティ・リスクプレミアム」である。VIX 指数をはじめとするボラティリティ指標は、Black-Sholes モデル(以下、BS モデル)からインプライド・ボラティリティ(IV)を逆算して作成される。そこで、BS モデルではボラティリティが一定という仮定が置かれているが、近年では日中取引の高頻度データを用いることで、それ自体の変動を許容したリアライズド・ボラティリティ(RV)も計算が可能である。「ボラティリティ・リスクプレミアム」は、RV と IV の差であり、将来の景気動向をうまく説明できると言われている。

井上くモデレーター：

・大島さんには、日本銀行の今後のコミュニケーションを考える上で、重要と思われる点についてコメントをいただきたい。

大島氏：

・FRB による出口へ向かうプロセスは、現時点では比較的成功していると評価している。その理由としては、昨年 5 月～6 月には市場が混乱したものの、その後は「tapering」を市場に浸透させることができたことが挙げられる。また、保有資産の償還金の再投資を当

面は継続する可能性が高まったことで、FRB のバランスシートが急激に縮小するリスクが後退し、市場にある種の安心感を醸成したことも大きい。さらに、リバースレポによる超過準備吸収の試行が順調であるので、レポレートを活用して短期の市場金利を操作するイメージが市場参加者に徐々に浸透していることも意味を持っている。もっとも、財政収支が改善方向にあることに加え、今後の規制動向も含めてリスクフリー資産としての国債に対する需要が増加する展望があるというように、米国債の需給が改善する方向にある中で「tapering」を進めていることも、これまでのところ上手くいっている理由として大きいように思う。

・日本銀行の場合は、まだ FRB のように資金吸収の手段や順序について議論する段階にはなく、今後インフレ率が 1.5%を超えるようになった段階で、コミュニケーション上の重い課題として浮上する可能性が高いように思う。前回の「量的緩和」の際には、主として短期の資金供給オペを用いていたため、超過準備の吸収は容易であり、約 4ヶ月間で「正常化」が完了した。また、FRB が買入れている MBS については、景気回復に伴って期限前償還もある程度進むことが期待できる。従って、米国の名目 GDP が成長する限り、その対比でみた資産規模は収束する方向に向かうことが期待される。しかし、今回の日本銀行は主として長期国債の買入れによって資金を供給しているため、前回のようにスムーズな「正常化」は期待しにくいし、MBS のような償還メカニズムも期待できないだけに、日本銀行の資産規模は、GDP 比でみて、発散、収束、横這いのいずれの経路を辿る可能性もある。

井上くモデレーター：

・補足のコメントがあればお願いしたい。

高田氏：

・財政のサステナビリティは、名目成長率と名目金利の関係によって左右されるが、長期金利が時系列で平均しても 1～2%という低位で推移していることは、財政再建にとって有利な環境が維持されていることを意味する。これが金融緩和によって実現しているだけに、まさに「financial repression」ということになる。問題はこの状態をどこまで維持できるかであり、日本銀行が事実上の財政ファイナンスに踏み込む中、昨年 1 月の「共同声明」にもあるような日本銀行と政府とのコミットメントが益々重要になろう。財政再建のプロセスでは、増税や歳出カットなど様々な意味で難しい問題があるが、少なくともマクロ環境としては、今のような名目成長率と名目金利の関係をどのようにして維持するかが重要である。

加藤氏：

・米国では、第 2 次大戦中から戦後にかけて FRB が国債を買入支え、戦後の景気回復局面でこの政策から離脱した。その際に、FRB が銀行から国債を買入れたことでソフトランディングに成功した面がある。しかし、同じことを日本銀行に期待すると、出口であるにも関わらず、日本銀行がより多くの国債を買入れるという奇妙な状況に陥る。そのような状況になった場合は、財政健全化に対する

政府のコミットメントがより一層重要になる。

・FRBやBOEは、長期国債の大規模な買入れを決めた時点では、出口について楽観的な見通しを持っていたように見える。出口段階で長期国債の売却によって金利が多少上昇しても、それに耐えるだけ景気が回復していると考えていたのだろう。ところが、実際は一特に米国では一景気は回復したが勢いはないため、買入れた証券を売却することでバランスシートを圧縮することが難しくなり、「正常化」を慎重に進める必要が生じた。ただし、バランスシートの圧縮をあまり緩やかに進めると、そのうちに次のリセッションが到来し、次の緩和が必要になるという悩ましさがある。最近の地区連銀総裁方の発言から推察すると、今回の景気回復の間にバランスシートを元に戻すことは諦め、次のリセッションまでに利下げカードを何枚確保できるか、という考えに傾斜しているように思える。

・日本銀行としては、為替相場への影響を考慮すると、海外の中央銀行が利上げモードの場合だけしか、「正常化」を展望することはできない。タイミングを逸して海外中央銀行が再び緩和モードに転じた場合、日本銀行は次の緩和を検討せざるを得なくなり、「正常化」がより遠のいてしまう。

大島氏:

・FRB が利上げに傾斜しているという加藤さんの指摘には同感である。また、市場も予想し始めているという意味で、コミュニケーション上も半分成功している。中央銀行の資産規模については、他国と比較して突出していない限り、市場はある程度受け入れるのではないかと。今後は、日米において、利上げを進めて市場機能を回復させることが重要な課題となろう。

3. 自由討議

井上<モデレーター>:

・皆様からのコメントを集約し、いくつか論点を提起をしたい。第一に、池尾さんも指摘されたが、既に先進諸国が形式的には財政ファイナンスに踏み込んでおり、教科書通りに考えると市場はネガティブに反応するはずだが、実際はそうはなっていないことをどう考えるべきか。高田さんが言われたように、フェーズが変われば、市場の反応も変わるのだろうか。第二に、日本でこれほど大きなマイナスの実質金利を実現できたのは本当に久しぶりであり、需給ギャップが解消されつつある点も含めて、現在の金融経済環境は金融政策が最も効果を発揮しやすい状態にあるのではないかと。そこで、政策効果の非直線性をどう考えれば良いか。つまり、政策当局はアクセルを全開に踏んできたのに車がなかなか加速しなかったのに、どこかで突然に加速し始める可能性はあるか。第三に、既にコメントもあったが、「正常化」に向かう過程で、中央銀行と政府一特に財政当局一はどのような連携や共同作業が求められるか。

高田氏:

・ベースマネーを増やしても、これまで銀行貸出が増えなかった最大の理由は、資産デフレが続き、企業が de-leverage を進めてきたからである。企業の資産価格に対する期待が改善すれば、「持た

ざる経営」から「持つ経営」へスタンスが変わり、leverage を拡大させる意識になる。そうすると、ベースマネーの拡大が信用仲介を経由して企業に及び、モノやサービスの需給も引締まるという形で好循環が実現する。実体経済にはとても良いことであるが、債券需給の前提が全く変わるので、その点での潜在的なリスクは否定できない。また、そのような局面でも中央銀行は国債を買い続けるべきかという議論もあり得る。加藤さんが言われたように、米国では1940年代からの動向に変化が生じ、51年に「accord」が結ばれた。

・私は、井上さんが提起された政策の「効きすぎ」という状況が起こり得ると思う。これまでの政策は、薪(つまり企業マインド)が湿って動かないことを前提にアクセルを全開にしていたが、薪が乾けば一気に動き出す可能性は否定できない。その段階では、政府と中央銀行の共同作業が持つ意味も重くなる。金融政策におけるコミットメントも重要であるが、財政に関しても市場との対話を模索する必要がある。特に経常収支の赤字も展望される状況では、消費増税をスケジュール通り実行するなど、市場により強いメッセージを送る必要がある。

加藤氏:

・井上さんが言われた通り、実質金利がマイナスの状態が続き、米英が緩やかに出口に向かうとすれば、日本の金融緩和の度合いが相対的に強くなる。つまり、少なくとも円高になりにくい環境が続くことになり、インフレ目標の達成に向けたサポート要因と考えてよい。しかし、物価だけでなく賃金も上昇する方が望ましい。先進国における1991年以降の物価と名目賃金の推移をみると、物価が毎年2~3%上昇する国では名目賃金がそれ以上に上昇しているが、日本だけが物価も名目賃金も伸びていない。今年の春闘では、政権の意向が影響したのか、ベースアップに合意した企業が多かったが、来年以降も持続できるかが課題であろう。

・日本の物価を40年程度の長期のスパンで見ると、ほぼ横ばいで推移している。それを若干引き上げたところで景気へのインパクトは限定的な気もするが、いずれにしても我々は、物価が上がらないうちに緩やかに下落する環境に慣れきっているため、2%程度のインフレでも様々な摩擦に直面するかもしれない。例えば、米国で実質所得が改善しているのは、医者、弁護士、金融、ITなどの専門職に集中し、多くの職種では実質所得が横這いかマイナスである。こういった所得の偏在—金融政策が原因とは思わないが—も日本でも起こり得る。

大島氏:

・ポートフォリオバランスの浸透も全ての金融機関にあてはまる訳ではない。先に述べたように、国債以外の運用先や優良な貸出先を確保できないため、低金利でも国債で運用せざるを得ない先もある。その場合、市場環境が急変すると、金融システム全体の不安定化を招くリスクがある。この点に関してはボラティリティが重要な要素である。例えば、米国のモーゲージ市場では、FRBによる

MBS の保有シェアが高まり、Fannie Mae や Freddie Mac のプレゼンスが低下する中で、相対的に長期投資家のウエイトが高まった。このことはボラティリティを低下させ、市場の安定化に寄与しているが、一部の投資家による行き過ぎが原因で資産価格が乱高下するリスクも否定できない。こうしたリスクを抑制するためには、当局が意図的に政策の不透明感を醸成することで、ボラティリティを多少高めることも必要ではないか。ボラティリティの低下が好ましくないならば、こうした可能性を議論の俎上に載せる必要がある。

渡部氏:

・物価が上昇しても実質賃金が上昇しないならば、どこかの段階で景気が腰折れするリスクが大きい。従って、景気を見通す上で賃金動向を注視する必要がある。なお、2010 年 1 月に一橋大学と日本銀行金融研究所が合同開催した国際コンファレンスの基調講演で Sims 教授—私の指導教官である—が金融政策と財政政策の関係について触れた。つまり、DSGE モデルでは金融政策と財政政策が独立した政策ショックとして扱われるのが一般的だが、歴史的にみても同時期に発動されることが多いため、両者の相関も考慮すべきと主張した。この議論は、金融政策だけを取り出して評価するのは適切ではないという池尾さんの指摘と共通する。

加藤氏:

・大島さんと高田さんに伺いたい。日本銀行が「量的・質的金融緩和」を開始した時点では、債券市場の参加者は市場機能が歪むという副採用について批判していたが、最近では、日本銀行による国債買入れを前提に行動しているように見える。日本銀行によるグロスの国債買入れ額は今年は去年より減る予定であるが、数千億円の違いにも神経質に反応するなど、日本銀行の国債市場での存在が浸透し過ぎている面もあるように思う。私は、今の政策が続くと、出口の段階で債券市場が相当混乱する恐れがあると危惧しているが、どのように思われるであろうか。

大島氏:

・ご指摘の面は確かにあると思う。しかし、実務の立場から申し上げますと、「量的・質的金融緩和」が導入された直後に抱いていた警戒感が完全に消えた訳ではなく、様々なリスク指標をセクター毎に注視している。出口についても、どのタイミングで、どのように迎えるかによって金融機関の対応も変わるだろう。

高田氏:

・かつてゼロ金利政策が導入された際、短期ゾーンの金利がほぼゼロになったため短資会社の収益機会が激減したが、現在は長期ゾーンで同様の現象—セルサイド金融機関の収益機会の激減—が生じている。銀行にとって債券は「お米(主食)」であり、その味は長短金利差である。しかし、今や米の味は極めて薄くなっており、銀行は大量に食べざるを得ない。また、ボラティリティが極めて低いため沢山食べてもいいという極論も成り立ちうるが、いつかはボラティリティが高まるリスクをどう考えるかという問題がある。

・現在の金融政策に対する市場の期待は、追加緩和と「正常化」の

双方の可能性があり得るという意味で左右対称の確率分布ではなく、追加緩和のみを予想する分布になっている。もちろん、これにはフォワードガイダンスが影響している面もあるが、市場の期待が左右対称の分布に変わった瞬間には、大規模なポートフォリオ調整が発生する可能性が高い。昨年 5 月以降に米国で生じた現象はこれであり、市場の期待が変わった途端に長期金利が 1.5%~3% まで上昇した。今の低金利状況が未来永劫続くと思いきやにしようとしても、日々この状況を受けとめざるを得ないというのが、現在の債券市場の現実である。

井上<モデレーター>:

・第 1 パネルはこれで終了する。パネリストの皆様には盛大な拍手をお願いしたい。
