

議題

総括

開催日時

2016年3月14日<17時30分~18時>

出席者

清水功哉氏（日本経済新聞 編集委員）
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>

総括

1. 「量的・質的金融緩和」の達成したもの

井上:

・日銀が「量的・質的金融緩和」を開始してから3年が経過したが、何が達成され、何が達成できなかったか、ご意見を伺いたい。

清水氏:

・毎年、この時期になると「量的・質的金融緩和」を総括する記事を書いているが、2年目まではストーリーが明確だった。つまり、「円安と株高という市場の好影響を実現できたが、实体经济への波及は限定的だった」というものである。2年目については、後者の背景として3つの理由がある。第一に消費増税の影響が日銀が予想したより大きかったこと。第二に円安にも関わらず輸出数量が伸びず、生産や雇用への波及が限られたこと。第三に日銀自も認めるように原油価格の物価への影響が大きかったことである。

・しかし、今年はストーリーに悩んでいる。マイナス金利は、導入から1ヶ月の反応だけで議論すべきでないかもしれないが、これまでの「量的・質的金融緩和」のように市場への好影響が実現するかどうか不安が出ている。こうした違いの背景として、パネルディスカッションで指摘されたように、グローバルに見て「通貨高の引き受け手」がいなくなったことがある。「量的・質的金融緩和」の2年目までは、米国と米ドルに事実上ペッグした中国の二カ国が通貨高を引き受け、その裏で「量的・質的金融緩和」による円安が実現できた。しかし、中国が自国通貨高の脱却を図り、米国もドル高牽制を強めている。こうして、「通貨高の引き受け手」が消滅する中で、「量的・質的金融緩和」がどう機能するかが重要な論点として浮上している。同時に、日本経済の成長力強化に真剣に取り組まないと、金融緩和の効果が発揮されない事実が、一段と明らかになっている。

2. 「非伝統的金融政策」の限界論

井上:

・より広い意味で、先進国共通に「非伝統的金融政策」に対する限界論が目立つようになったが、この点はどう考えるか。

清水氏:

・先日のECBの追加緩和に関しても、私が述べた点が概ね当ては

まる。つまり、量的緩和であれマイナス金利であれ、主たる波及経路はユーロ圏であった。今回の追加緩和に市場の反応が芳しくなかったのも、結局は、グローバルに見て誰かが通貨高を引き受けないと、政策効果が発揮できないことが認識されたからであろう。

・マイナス金利政策は、副作用として銀行部門への悪影響を生ずる。ただ、日本の場合、こうした影響を単純化して言えば、現在の銀行のビジネスモデルの下でマイナス金利政策に対応しうるかどうかの問題である。これに対し、ユーロ圏では銀行が信用リスクの面で脆弱性を有するので、Draghi 総裁が記者会見で説明したように、マイナス金利政策を強化していくことは難しい。一方で、ユーロ圏には財政政策の発動の余地がある。特にドイツは、経常黒字の下で通貨安政策を推進することには無理がある。

・長い目で見れば、日本について述べたように、ユーロ圏にも経済構造の改革を通じた成長力強化が不可欠である。ただし、日銀の白川前総裁が使っておられた表現を借りれば、経済の「急性症状」に対しては、理論として正しいかどうかに関わらず、中央銀行は何らかの政策対応を講ずることが求められる。その意味で、私は「非伝統的金融政策」が行き詰まったと思わないし、今後も様々な知恵が出るのであろう。ただ、その限界が相対的に強まっていくフェーズに入っていく訳である。

井上:

・先進国がゼロ金利制約を克服するために導入した「非伝統的金融政策」というイノベーションも、結局は限界が明らかになった以上、インフレ目標の「のりしろ」は十分高めにしなければならないのか。

清水氏:

・適切なインフレ目標は、グローバルスタンダードとして2%になっている。その根拠は、第一に物価指数の上方バイアスであり、第二にデフレリスクとインフレリスクに非対称性があることである。パネルディスカッションでも指摘があったが、グローバルスタンダードが2%である以上、日本もそれを採用しないと円高圧力がかかる。理論的には、先進国の長期停滞論などを踏まえて、2%が本当に最適かどうか議論する価値もあるし、「非伝統的金融政策」の限界が露呈する下でもインフレ目標のための強力な金融緩和を維持する

この意味を問い直すことは重要であろうが、あくまでも国際協調の下で議論しないと、自国通貨高のリスクが高い訳である。

3. 市場との対話

井上:

・先進国の中央銀行による市場との対話には、この数年を振り返った場合にどのような課題があるか。

清水氏:

・「金融市場パネル」の過去の公開版コンファレンスで、稲葉さんが重要な指摘をされた。つまり、「中央銀行は市場参加者の知らない情報を持っているはず」という幻想が市場にはあるが、実はそんなことはないという点である。この点は、例えばFRBによるdot chartの解釈にも現れており、12月のFOMCで本年の利上げが4回とのメッセージを送ったという解釈が広がったが、実際はFRBにそこまで強い意図があった訳でもないようだ。つまり、こうした解釈の背景には、FOMCメンバーは経済や物価の先行きに関し市場が知りえない情報や知見を持っているとの幻想があるのではないか。

・稲葉さんも、中央銀行は銀行監督を通じて金融機関の経営状況について相対的に優位な情報を持っている可能性に言及された。また、私もこの20年くらい中央銀行を取材する中で、確かにその国の優秀な人材を集めていると感じるが、実際の経済見通しはかなり間違っている。そこで、中央銀行が見通しを曖昧にすると、メディアは透明性が低いと批判するが、実際には金融経済環境の不確実性が高いことの反映かもしれない。いずれにせよ、稲葉さんが率直に指摘された事実からスタートしないと、市場との対話を巡るトラブルがなくなる。

井上:

・米国でも、例えば、毎年12月のFOMCが示した翌年の成長率見通しと実際の成長率を比較すると、金融危機後はほぼ一貫して過大評価になっている。この点について、米国内では、FRBが金融危機後の構造変化を適切に把握していないとの批判を聞くことがある。

4. 「金融市場パネル」の課題

井上:

・公開版コンファレンスの総括では必ずお伺いしているが、「金融市場パネル」は今後どのようなテーマに焦点を当てるべきだろうか。

清水氏:

・パネルディスカッションでは、「金融政策だけではデフレ脱却が難しい」との指摘があったが、これが正しいとしても、中央銀行にとってこうした考え方を法律論に落とし込まないと意味がない。つまり、黒田総裁も、デフレが必ずしも貨幣的な現象だとは言っておらず、いわゆる「リフレ派」とは異なる立場にある。そうでなく、黒田総裁は、デフレの原因には貨幣的なものもその他のものもあるが、物価安定が中央銀行の責務であると法律に規定されている以上、デ

フレと闘うのは責務だと言っている。それに対して、金融政策だけでデフレ脱却は難しいといっても議論がかみ合わない訳である。

・黒田総裁は司法試験にも合格され、リーガルな発想をする方である。加えて、政策を企画立案する執行部で重要な役割を担う方々の多くがリーガルなバックグラウンドを持っているだけに、そうした発想が重視される雰囲気がある。日銀法は日銀の目的を物価と金融システムの安定と規定しており、前者に関しては、2000年10月に「デフレでもインフレでもない状況」と定義して以降、徐々に数値化するプロセスが展開して、2013年1月に2%の物価上昇率となった訳である。

・インフレ防止と異なり、デフレ防止は金融政策だけでは成し遂げられないとする趣旨を法律に書き込むことに関しては、ある有識者から、「重要な点を捉えているが、危ないことにつながりかねない」との指摘をいただいた。つまり、日銀法を改正しようすると、様々な意味で違う議論に発展するリスクがある。その意味では、先ほどのインフレ目標の議論と同様に、国際的に議論を展開することも重要であろう。いずれにせよ、「金融政策ではデフレ脱却はできない」というテーゼが正しいとしても、法律論として整理することが必要である。

井上:

・大変重い宿題をいただいた。パネルディスカッションでも示唆されたように、中央銀行による金融システム安定の役割に関しても、法律論による整理という視点もあろう。これらの点がいつ具体的な課題となるかは予見しがたいが、それに備えておくことは大事なことである。清水さん、本当にありがとうございました。
