

議 題 「量的緩和」の再評価など

開催日時 2009年5月1日<9時~11時>

出席者 加藤 出 (東短リサーチチーフエコノミスト)
 高田 創 (みずほ証券金融市場調査部長)
 福田慎一 (東京大学大学院経済学研究科教授)
 宮尾龍蔵 (神戸大学経済経営研究所長)
 柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科准教授) <ご欠席>
 渡部敏明 (一橋大学経済研究所教授) <ご欠席>
 井上哲也 (野村総合研究所金融市場研究室主席研究員<事務局>)

主要論点

- (1) 「量的緩和」の再検討
- (2) 国債買入れの意義
- (3) 「非伝統的」金融政策のリスク(「量的緩和」との関係)

出席者による発言要旨

1. 事務局導入報告

井上<事務局>:

・金融市場パネルの第1回会合で「非伝統的」金融政策について議論した中で、「量的緩和」を再評価すべきとの指摘を受けた。先進諸国で、政策の焦点が、金融市場の安定化から景気後退への対応へと次第にシフトしつつあり、日米の中央銀行が物価下落リスクへの認識を示している状況を踏まえると、「量的緩和」の意義を考え直すことは有意義である。また、英米両国が開始した国債買入れについても、併せて検討することが有用であろう。

・「量的緩和」に関しては、その効果や波及メカニズムについて、必ずしも日本の経験に拘ることなく検討した上で、今後の金融経済状況の下で活用する余地があるか、といった論点が想定される。国債買入れに関しても、理論的に想定される効果を概観した上で、「非伝統的」政策の一環として、どのように活用することが考えられるか、といった点がポイント。なお、「非伝統的」金融政策と中央銀行のバランスシートの関連については、第1回会合でも取り上げたが、国債保有に伴うリスクについて、追加すべき視点や議論があれば提示していただきたい(この後、日本の金融市場の現状、「量的緩和」に関する中央銀行関係者や研究者によるこれまでの議論、日米の国債買入れの現状、日米の中央銀行のバランスシートの状況、米国出張の際の議論等について概観)。

2. 議事

(1) 量的緩和の再検討

宮尾氏:

・前回の日本の危機ではデフレ克服が最優先課題とされたため、通貨への信託を低下させることでインフレを起こすべきとの提案が

主として海外から示された。今回の危機に対してFEDがリスク資産を大量に購入していることは、ドルへの信託を毀損しかねないが、もちろん、米国当局はこうした効果を企図している訳ではなからう。

・日本の場合、一般物価よりも資産価格の下落が大きく、影響も深刻であった。今回の危機も主要な背景は米国の住宅価格動向であり、これが下げ止まるようであれば、消費を通じた一般物価への下落圧力も深刻ではないかもしれない。また、欧州では、一部の国を除いて、資産価格下落への懸念は深刻でないようだ。

福田氏:

・米国では、2000年代前半に貯蓄性向が大きく低下したが、説明変数に保有資産のキャピタル・ゲインを加えると、貯蓄性向は安定している。このように、資産価格の消費への影響は大きいので、資産価格の下落が続けば、消費減退を通じて、一般物価への下落圧力が強まるとみられる。なお、日本の危機の際には、建設のような非貿易財の価格も下落したが、今回の米国では自動車のような貿易財の価格下落が目立つのは、危機の影響を受けている産業の違いによる。この先、米国でデフレリスクに対応してインフレを起こそうとしても、貿易財の価格は国際的に収斂するため、その効果は主として為替レートに現れる。

・FRBのTAFについては、Mishkinが金利安定化の効果を主張しているのに対し、Taylor and Williamsが効果に否定的な分析を示しているのはご承知の通り。TAFによる資金供給を開始した後、金利の安定化が実現したといっても、TAFの実施以外の多様な要素が作用している可能性もあり、学界では両者の論争に決着が付いていない。日本の「量的緩和」に関しても、短期市場の安定化に寄与したとの主張が多いが、他の要因が作用した可能性も含めて慎重に議論する必要がある。

・日本の「量的緩和」の際には、マネタリーベースの増加に伴ってM1は増加したが、それ以上広義のマネーは目立って増加しなかった。また、日本では長期にわたリインフレを経験していないだけに、インフレ期待が発生しにくくなっている面もあろう。

高田氏:

・日本の危機の際も、海外投資家は、「量的緩和」や国債増発がインフレと国債暴落を招くことを懸念した。しかし、金融セクターによるバランスシート調整が続く限りは銀行貸出は伸びず、マネーサプライが伸びないのでインフレも国債暴落も生じなかった。

・日本の「量的緩和」は、むしろ、非不胎化介入を実現することで円高を抑制した効果があったように思う。その影響は、当初は、海外での円建て借入れの増加のように、海外での信用仲介を通じて出現した。この後、2000年代前半に日本のイールドカーブが期近の部分でフラット化したことの影響も含め、内外金利差が拡大したことで、日本から海外の高金利証券への投資の活発化を促した。

・同時に、日本の「量的緩和」は、国債増発の下で長期金利の変動を抑制するという事実上の国債管理政策としての効果もあった。景気や金融危機への対策のため発行された国債は、政府の保護下にあった預金の増加が続いていた金融機関が有力な買い手であった。従って、「量的緩和」が長期金利の変動を抑制したことは、金融機関による国債購入を円滑化するとともに、長短金利差による投資収益の安定化にも寄与した。同時に、リスクプレミアムの削減を通じ、クレジット資産の価格下支えの効果も有した。

・「量的緩和」の再評価に関しては、「非伝統的」金融政策の中での位置づけを考えることも重要。「非伝統的」金融政策の様々なオプションを混同して議論すべきではない一方、国債買入は「量的緩和」に活用しようと同時に、国債市場の「信用緩和」にも寄与するように、「非伝統的」金融政策の各オプションは相互に関連しあっている面もあるので、これらを整理することが望まれる。

加藤氏:

・90年代後半には、中国など新興国の生産拡大が財価格を押し下げていた面も強く、例えば BIS は生産性向上を背景とした「良いデフレ」と主張していた。今回想定されるのは金融危機を発端とする物価下落圧力であり、デフレリスクの背景が大きく異なる。もともと、FRB は、4月のFOMC声明で、住宅価格下落が消費の足かせとなるリスクを指摘し、資産価格下落の影響を心配する一方で、一般物価の下落は少し先の問題と捉えているのではないかと。

・FRB は、日本の経験を踏まえ、「量的緩和」は景気対策としては有効でないと考え、「日本のような量的緩和はやらない」と主張しているし、ECBも「量的緩和」の実施に距離を置いている。これに対し、BOE は「ポートフォリオバランス効果」を指摘するなど、過去の日本に近い発想で「量的緩和」を指向している点は興味深い。

・日本での「量的緩和」が為替レートに与えた影響については、ゼロ金利の下で、市場に「財務省は、調達コストの負担なしに無制限に円売り介入を行いうる」との印象を与えたことによる心理的影響

が大きい。日本から海外への資金流出は、大量介入や「量的緩和」の終了後に本格化した。これは内外金利差の拡大だけでなく、日銀が補完貸付制度の適用金利を抑制したため、外銀が円資金調達を心配せずに円キャリーを拡大できた面も大きい。

・FRB が「マネタリーベースを増やしても、銀行は資金を抱え込んでいるので、直ちにインフレに繋がる訳ではない」という、かつての日銀と同じ主張を繰り返しているのは、市場のインフレ懸念を沈静化させるためであろう。景気が回復して、銀行がクレジットリスクを取れるようになった段階でも、金融システムに大量の資金が残っていれば、インフレを招く可能性は高いはず。また、ドイツでは、「量的緩和」に関する報道の際に、戦前のハイパーインフレの写真が掲載されることに象徴されるように、インフレへのアレルギーが強いようだ。こうした国で「量的緩和」を実施すれば、少なくとも一時的にはインフレ期待を発生させうるかもしれない。

井上<事務局>:

・米国出張では、「量的緩和」を考える上で、日本の経験は貴重だが凸凹れ過ぎないことも大事との意見が多く聞かれた。もともと、「量的緩和」が「信用緩和」の結果として実現したこともあり、米国の経済状況の下での「量的緩和」の活用に関する具体的な議論は余り聞かれなかった。

(2) 国債買入の意義**宮尾氏:**

・長期金利の安定化という点では、日本も「時間軸政策」を実施したし、FRB も政策金利の正常化の過程で“measured pace”での利上げという形で実施し、その効果は確認されている。それでも、今回は FRB が実施していないのは、現在の経済状況では、そこまで強力な手段の採用は躊躇されるということではないか。

福田氏:

・今回の米国では、巨額の国債増発が見込まれる下で、国債買入が開始されたので、マネタイゼーションのリスクが意識されやすい。一方、日本の前回の危機では、既に大量に発行された国債をどう管理するかという議論の中で、日本銀行が国債購入を増加させたので、環境は異なる。現在の欧州大陸諸国は、財政支出に消極的であり、どちらかと言えば、かつての日本の環境に近い。なお、米国の場合、国債の大半を海外投資家が保有していることも、他国の環境との大きな違いの一つ。

・日本の「量的緩和」では、国債買入が重要な位置を占めていたし、「量的緩和」の継続への期待を補強した効果もあった。また、前回の危機の際には、Krugman を初めとする海外の学者は、日本の自然利率がマイナスであると主張し、名目ゼロ制約を克服する手段として「時間軸政策」を提案した。現在の米国経済は、一段と厳しい状況にあるのに、こうした提案がないのは少し奇妙。宮尾氏の言うように、これまでの政策対応の効果もあって、近い将来には経済が良い方向に向かうと考えているのではないかと。

高田氏:

・日本銀行による国債買入れが長期金利に上昇圧力を及ぼすとすれば、財政規律が弛緩するリスクへの懸念によるものであり、インフレ懸念に繋がる可能性は極めて低い。因みに、日本銀行が国債買入れ額を年間 21.6 兆円に引き上げた際にも、市場は補正予算で国債が増発されることとの関係を意識していた。一般に中央銀行は、国債引受への連想のためか、国債買入れに関する議論自体をタブー視するようだ。しかし、金融危機などによって民間投資家による購入に制約がある下では特に、中央銀行による国債買入れは国債管理政策の中で重要な位置を占めることも事実。

・また、先に述べたように、日本の国債買入れは、長期金利の変動抑制という意味で、「信用緩和」の一環という意味を有する。日本銀行による変動利付債の買入れ開始は、市場機能の低下した市場からの購入であって、「信用緩和」の典型例である。もっとも、「量的緩和」の下では、国債買入れを景気対策の一環として位置づけていた経緯もあり、今回の買入れ額の増加も、その延長として説明しなければならない面もある。

・2003 年初の日本市場では、10 年国債の金利が 0.4% まで低下し、10 年までのイールドカーブ全体がゼロに近づくという状況が出現した。その後、6 月の「VARショック」で金利が大きく反発し、金融機関は大きな損失を蒙った。遡れば、98 年の「運用部ショック」に見られたような金利急上昇が生じたこともあり、この局面では、国債増発への懸念も強かったため、福田氏が指摘した現在の米国の市場環境と近い面もあった。日本銀行は、こうした経験を踏まえて、金利を強力に抑制させることの副作用を意識している可能性がある。もっとも、金融危機が再び深刻化したりすれば、O/N金利をゼロまで押し下げざるを得ず、超過準備を大量に供給することは十分考えられる。

・日本の経験から「時間軸政策」の効果を認識しているにも拘らず、FRB が今次局面で「時間軸政策」を導入しないのは、やはり、景気動向に関して切迫感がないことによるものであり、最適な政策金利が大きくマイナスともなれば、議論も急速に盛り上がるはず。なお、2001 年以降の日本の「時間軸政策」が非常に明確なコミットメントを伴ったのは、2000 年 8 月に利上げを強行してしまったがために、所期の政策効果を発揮するには、改めてコミットメントを強めざるを得なかった面もある。今般、カナダ銀行が物理的な時間を対象とする「時間軸」を採用したので、これに係る評価が注目される。

・日本については、1999 年から Moody's が国債の格下げに動いたが、英国でも、財政収支の大幅な悪化見通しを受けて、国債格下げの思惑が広がっている。英国当局が財政支出のガバナンス強化に動き始めたのは歓迎すべき動きではあるが、政策手段が手詰まりになるリスクがある。

加藤氏:

・FRB による国債買入れは、緻密な戦略に基づくものというより、急いで決められた印象。AIG の報酬問題で政治的な混乱が深まる中で、FRB として直ぐに実行可能な措置を導入したとみられる。なお、

今回の FOMC に向けて、買入れ金額が現状維持となったことが国債価格の下落に繋がるとすれば好ましい状況ではない。FRB が、市場の期待との駆け引きに巻き込まれると、長期金利のターゲットのための国債買入れといった思惑に繋がりがかねない。

・日本の前回の危機の際には、「時間軸政策」の効果もあって国債のイールドカーブが期近の部分までフラット化した。今回、日米欧の中央銀行がイールドカーブの強力な抑制を試みていないのは、金融機関の収益に対する配慮も大きいように思う。特に、超過準備の規模が極めて大きい米国では、運用益を付与することの意味合いは小さくない。準備預金への付利も、金融機関の収益に貢献する一方で、超過準備の滞留を通じて、ポートフォリオバランス効果を減殺しているのも事実。また、今回の日本で「時間軸政策」が採用されない理由としては、「金融危機や景気後退が続く限り、政策金利は上がるはずがない」という安定的期待が市場に定着しているので、日本銀行が敢えて明示的なコミットメントを行う必要がないということかもしれない。

・2000 年代前半の各国の金融政策が長期金利のボラティリティを低下させ、結果として世界の投資家によるリスクテイクの活発化を促し、最終的にはバブルの崩壊による金融危機を招いた面があるとすれば、各国の中央銀行が、市場の期待を強力にコントロールすることの弊害を意識していることも、「時間軸政策」の復活を妨げているかもしれない。

井上<事務局>:

・米国出張での議論のうち、FRB による国債買入れに対する懸念の背景の一つは、市場機能の歪みやマネタイゼーションへの連想などによって、海外投資家の米国債離れを引き起こすリスクがあるというものであった。また、先般の英国での財政赤字見通し悪化後の市場動向をみると、市場が国債買入れの効果を考える際には、財政赤字の動向も重要な要素となっていることが確認された。

・米国経済が近い将来に回復の方向へ向かうとの期待は、中央銀行が大量のクレジット資産を買うことを合理化する上でも大きな役割を果たしているように思える。

(3) 中央銀行のバランスシート管理**宮尾氏:**

・金融市場の機能が回復することで「信用緩和」の必要性が低下する一方、景気や物価への対応に焦点が移ることで「量的緩和」の重要性が増す。その結果、買入れる対象が民間のリスク資産から国債へシフトしていくことは、独立した中央銀行のバランスシートの健全性の維持の上では、望ましい方向と言えるのではないかと。

・「日銀券ルール」に関するアカデミックな視点からの議論は見当たらないように思う。ただ、こうしたルールがないと、前回の日本の危機におけるように、日本銀行は国債を無制限に買入れるべきといった主張に対応できないのも事実。その基準の厳密な合理性はともかく、こうした上限が存在すること自体、重要ではないかと。

・exit policy を適切に運営するためには、事前のコミットメントの明確化が重要。例えば、「信用緩和」としてクレジット資産を購入する場合でも、市場がどのような状態になったら停止するとか、購入した資産は最終的には政府に売却するということが明確になれば、exit を円滑に進めることが可能。

福田氏:

・今回の危機では、各国の中央銀行がドル資金オペの実施を通じて保有する外貨資産のリスク管理が、これまでにない課題。

高田氏:

・政府保証があっても、中央銀行の資産が損失を生じるのは望ましくない。中央銀行がクレジット資産を買入れるとしても、中央銀行資金を一時的に活用するためであり、然るべきタイミングで政府に移転することが肝要だし、クレジット資産の保有に係る明示的な上限を設定することも必要。今回、FRB が巨額のクレジット資産を積み上げたのは、90 年代初頭の日本銀行のように金融危機対策が未整備な中で異例の措置を余儀なくされた面が強いのであれば、日本銀行がその後にごうした出資や融資を預金保険機構に振り替えたのと同じように、FRB も政府に資産を振り替えることが望ましい。これらの論点は、国債の保有に関しても同様にあてはまる。

・日本銀行の「日銀券ルール」は、財政規律の強化に寄与しているとまでは言えなくても、マネタイゼーションの抑止には意味を持っている。財務省も一定の意義を認識しているとみられるが、日本銀行の国債買入れがもう少し柔軟になることを期待している面もあろう。その上で、「日銀券ルール」が経済学やファイナンス理論に照らしてどのように解釈されるのかは興味深い。

・exit policy に早くから言及すると、政策効果を弱めるリスクがあるのは事実。例えば、日本銀行が国債買入れの増額を発表した際に、白川総裁が「打ち止め」を示唆したことに対して、市場はややネガティブに反応したようだ。なお、FRB によるクレジット資産(特に MBS)を大量に購入している点に関しては、exit policy もさることながら、保有資産のリスク管理の方が重要な課題。

加藤氏:

・中央銀行による国債の買入れが、長期金利の水準にどの程度影響するかも重要なポイント。長期金利を引き下げることができれば、中央銀行は、保有国債のキャピタルロスをおある程度抑制しうる。ただし、日本の場合は、日本銀行が国債を買入れても、長期金利への直接的な影響はあまり大きくなかったようだ。

・銀行券は期間無限大の負債なので、中央銀行のバランスシート上で長期資産である国債を対応させるのは、ALM 上は自然な発想。また、資産と負債のミスマッチが当座預金に対応しているとするれば、当座預金残高を安定的に維持するためのオペレーションの事務負担を軽減する意味でも、国債を買入れる意義は存在する。FRB は、数年前までは、実務上の慣行として、銀行券の残高と国債の保有残高(TBを含む)を概ね同じに維持していた。これはアカウンタビリティの高い方法。

・日本銀行が国債買入れ額を増やしてきたこと理由は不明確である印象。当座預金残高を引き上げる中で、国債買入れを増やせばオペレーションが容易になる面がある一方、景気対策の一環を示唆する説明もある。そうだとすれば、景気次第で増額要求を招くリスクがある。

・米国では、FRB が買入れたクレジット資産に損失が生じた場合、最終的に財務省が負担することが声明の形で明らかにされている。しかし、実際に財務省が損失を負担するには、議会の承認が必要であり、その際には、FRB に対する議会の監督が強まったり、FRB の独立性に変化が生じたりするリスクも考えられる。従って、政府が損失負担すれば、中央銀行には問題がないという単純な問題ではない。

・exit policy を考えるのは早計ではあるが、FRB に関しては、既に残存 1 年以上の資産の残高が銀行券の残高を上回っているし、住宅市場の状況が好転しても、MBS を売却することは政治的な配慮も含めて難しいと考えれば、exit policy のあり方は気になる。また、政策措置が必要なくなった場合に、巨額の超過準備をどのように吸収するかも重要な課題。FRB は、日本銀行の売出手形のような負債の売出しを可能とすることを議会に働きかけているようであるし、保有資産の売現先も検討しているようであるが、これだけの規模で短期金融市場の混乱を招かずに実施しうるのである。

井上<事務局>:

・国債買入れが、長期金利の直接的なコントロールを狙いとしたものであるとの思惑を生まないようにする上では、中央銀行は、国債買入れの考え方をある程度明確に示すべきかも知れない。中央銀行にとっては、クレジット資産の買入れは「金融危機」のような局面だけで問題になるのに対し、国債買入れは普通の景気循環でも課題となり得るだけに、クレジット資産の問題よりも、むしろ真剣に考えるべき課題かもしれない。

3. 閉会

井上<事務局>:

・金融市場パネルの 2 回の会合を通じて、「非伝統的」金融政策を巡る論点を一通りカバーしたように思う。本会合は、各委員の方の主張を明示することが主眼であり、無理に結論を集約することが目的ではない。ただ、本テーマについては、ご意見の最大公約数のようなものを纏めて、公表していくことが可能かどうか、皆様のご意見も伺いながら考えたいと思う。
