

議 題 「非伝統的金融政策」に関するメッセージなど

開催日時 2009年7月6日<17時~19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) <欠席>
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)
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室主席研究員<事務局>)

主要論点

- (1) 欧州各国の金融政策
- (2) 「メッセージ」について

- (3) 第4回会合以降のテーマ

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」は、各メンバーのご意見の相違を尊重することとしている。その一方で、国内外の研究者や実務家による議論を促し、政策当局者にアピールするという目的をより良く達成するために、過去2回の会合で「非伝統的金融政策」について検討した内容のうち、コンセンサスのある部分を集約することで、「メッセージ」として公表することについて合意が得られている。

・そこで、本日は「メッセージ」の内容についてご議論いただきたい。事務局の第1次案は既にご覧いただいた通りであるが、これまで欧州諸国による政策運営を十分カバーできなかったため、事務局より欧州出張時の議論を簡単にご説明したうえで、その中から「メッセージ」に追加して盛り込むべき内容があるかどうかをご検討いただきたい。また、主要国の中央銀行から exit への言及がみられ始めたことも踏まえ、「非伝統的金融政策」の解除や「伝統的金融緩和」へのシフトに関する記述を追加すべきかどうかといった点についてもご意見をいただきたい(この後、日本の金融市場の現状、欧州出張の際の議論、「メッセージ」の付属資料等について概観)。

2. 議事

(1) 欧州各国の金融政策

加藤氏:

・FRB も ECB も日銀も、程度の差はあるにしても大量の資金を市場に供給しているのに、いずれも「量的緩和」とは言っていない。これに対し BOE だけが自らの政策を「量的緩和」とであると明言しているのは興味深い。King 総裁の講演や MPC の議事要旨にみられる

ように、資金を大量に供給することによるポートフォリオ・リバランス効果を期待しているのか。デフレ期待を何とか修正したいという強い思いが現れているようだ。

・ECB がカバードボンドの買入れを選択したことには、消去法的な面も強いと思う。例えば、代わりに CP を買うといっても、フランスやドイツには相応の市場があるが、イタリアには殆どないというように、カバードボンド以上に国による偏りが大きい。もっとも、ECB 高官の発言を聞く限り、カバードボンドの買入れに消極的な意見も根強く存在するようだ。

高田氏:

・BOE も、銀行機能が万全でない下での「量的緩和」の効果については、日本の例を十分研究しているはずである。それでもなお、「量的緩和」を採用するということは、日米欧の中でも危機意識が一番高いということを示唆しているように思う。

・ECB による1年物オペ(1-year Long-term Refinancing Operation)の導入は、現行の政策金利による「時間軸政策」との意味合いを持つとみられているのであろうか。

・ECB によるカバードボンドの買入れは、金融機関による資金調達に事実上の公的保証を付けることで、金融機関をサポートする意味合いが強いとの印象を受ける。ただ、カバードボンドの市場規模は欧州域内でも国による偏りがあるのも事実なので、域内に普く資金供給を行うという点では、なぜカバードボンドなのかという疑問も残る。もちろん、ECB による買入れを契機に域内各国でカバードボンドの発行が増える可能性はあろう。

宮尾氏:

・BOE が、足許のインフレ率がターゲットレンジを超えているにも拘

らず「量的緩和」を実施し、また実施後のインフレ率見通しがターゲットレンジを下回っていることについて、市場ではインフレーション・ターゲティングとの関係をどう評価しているか関心がある。

井上<事務局>:

・BOE も ECB も、銀行機能が万全でないのは十分わかった上で、なお銀行を通じた政策手段を主体にしているのは、Trichet 総裁が指摘しているように、欧州では銀行貸出がドミナントであるという金融システムの特徴を踏まえた判断と理解されている。また、BOE にデフレ期待を修正したいという強い意思があるとしても、財政収支の問題や格下げのリスクのために、長期金利の上昇リスクもあるので、インフレ期待を発生させることには副作用も小さくない。市場では、BOE の政策運営は微妙なバランスの上にあるとみている。

・BOE の政策に関しては、足許のインフレ率に拘らず「量的緩和」を強化していることで、ターゲットと政策運営との関係が分りにくくなったとの声は聞かれる。もっとも、「量的緩和」の解除の際に金融市場の不安定化を防ぐ上では、インフレーション・ターゲティングという政策運営のアンカーが存在することは有意義との指摘もあった。

・ECB が、1 年物オペが「時間軸政策」の意味合いをもつという説明を行ったことはないと思う。おそらく、オペの期間内であっても、政策金利は技術的には変更しうるといことであろう。ただ、市場には「時間軸政策」的な捉え方が確かに存在するようだ。

(2) 「メッセージ」について

加藤氏:

・「メッセージ」には、よりシンプルな主張を盛り込むべきではないか。例えば、「非伝統的金融政策」の継続しすぎに注意すべきとか、逆に早すぎる exit のリスクに注意すべきといったものである。現在の金融経済環境では後者が重要かもしれないが、exit を考えずに「非伝統的金融政策」に深入りしていくリスクを指摘することも重要である。FRB には後者のような問題がない訳ではないし、ECB の政策運営はそれを意識しているように見える。

・経済メディアであっても、矢継ぎ早に出される政策対応の解釈に混乱している。FRB の政策を「量的緩和」と紹介した翌日に Bernanke 議長が講演で「量的緩和とは呼ばない」と否定したケースもあった。また、現在の FRB は、相応の期間は金融緩和を続けるというスタンスを示しており、弱い意味での「時間軸政策」とも理解できる。因みに BIS の年報に掲載されたレポートは、バランスシートの負債側(当座預金)を増やすのが「量的緩和」で、資産側の構成を変えるのが「信用緩和」だという FRB による考え方に言及している。しかし、市場から見れば反対になる訳であり、決定的に有効な定義ともいえないようだ。

・「金融市場パネル」は本年春に議論を開始したので、ある意味では政策対応と同時進行で議論できた面もある。また、日本はこれまでは冷静に議論できたが、今後はより厳しい政策運営を迫られるかもしれない。

高田氏:

・「メッセージ」でアピールする内容としては、前回の日本の経験を活かすと言う意味で、exit に関する判断の難しさをきちんと説明することでも良いと思う。前回の危機は日本だけの危機であったが、今回はグローバルな危機であるので、exit はさらにより慎重に行うべきであると感じる。

・これまでの「非伝統的金融政策」に関する議論は、先進各国が「応急処置」を進めてきたことについて、経済理論も援用しながら意義を検討した点で有意義であった。この「メッセージ」では、こうした政策判断の少なくとも一部について、批判的な評価を加えることも必要であろう。また、金融政策は政治過程を経ずに運営できるので機動的であるという長所を持つ反面、そこが問題を生みやすいと言う点も指摘するべきではないか。

・「時間軸政策」は資産価格を過度に上昇させるリスクがあるが、それだけに目を向けるのも不適切。例えば、今回の危機では、米国の長期金利は 2% 近辺まで下落した後、数ヶ月で 4% 近くまで上昇した。過剰な期待が剥落した後の資産価格の急落のリスクにも言及することが必要であろう。また、各国の中央銀行にとっては、金融緩和の exit の際に長期金利をどのように安定させるかが重要な課題となっており、「時間軸政策」の採用も選択肢となりうる。従って、この「メッセージ」で、今回の危機では「時間軸政策」を採用する動きが殆どみられなかった点を強調するのは適切ではない。

宮尾氏:

・一般の方に分りやすくするためには、別に、2 パラグラフ程度の短い文章を付加すべきであり、サマリーは現状のまま残しても良い。

・この「メッセージ」の趣旨は、今回の危機における「非伝統的金融政策」について、日本の経験を踏まえながら議論を整理したところにあると思う。併せて、米国のように「信用緩和」の結果として「量的緩和」が実現した場合、金融システムが安定化していけば「信用緩和」の必要性が減退するので、市場に供給される資金量が減少しうるとい議論も新鮮であった。

・きちんとした議論を行う上では、メンバーの間で「量的緩和」について共通の定義を持つておくことが必要であろう。本会議では、当座預金を政策目標とする場合が狭義の「量的緩和」である一方、バランスシートの拡大を伴って超過準備が増大するケースを一般に(つまり広義の)「量的緩和」とする理解を採ってきたように思う。

・「メッセージ」では、「時間軸政策」の副作用として、ゼロ金利政策の維持に対する過剰な期待が長期金利をアンダーシュートするリスクに言及されている。日本の前回の経験では、グローバル市場でいわゆる「円キャリー取引」を引き起こした点も重要なので、「幅広い金融資産で、一方向のリスクテイクを増長しやすい」といった一般的な問題についても言及した方が良い。

柳川氏:

・「メッセージ」は全体として玄人向けになっている。金融政策をフォローしてきた人が読めば、「非伝統的金融政策」の各々のオプショ

ンについて、これまで余り議論されなかった点も含めて書き込まれており、興味を持ってもらえるであろう。しかし、一般の方に読んでもらうことを目指す場合、現在の案では、経済紙であっても記事をイメージしにくい。つまり、この「メッセージ」は各会合の議論を整理したものになっているが、こういう政策を実施すべきとか、止めるべきという強いメッセージは少ない。exit の条件をはっきり示すという点も良いので、そういう内容をもう少し出して良い。

・一方、リサーチ・プロダクトとしてみた場合、新しい政策提案でなくても良いので、単なる論点整理ではなく、論点整理を行う際の焦点の当て方や明らかになった点を明確に示すことは必要である。会合での議論を踏まえ、今回の危機では、金融危機の拡大に追従して、「信用緩和」が崩壊的に進行したが、それらの意味合いについて、「日本の危機の経験も踏まえつつ検討した」ということではないか。そして、「前回の危機の経験を有し、かつ今回の危機の中心ではないため、冷静な視点に立ちうる日本で検討することに意味がある」と主張すれば、アピールになり得る。

・これを一般向けに翻訳し直せば、「今回の危機では、各国中央銀行は異例の政策対応をこれほど多く実施してきた。それらの効果を、日本の前回の経験も踏まえて検討した」ということになろう。そのためには、先進国の中央銀行がどんな政策を実施してきたか、時間的な推移も含めてわかるような資料があると良い。

・「メッセージ」の内容に関しては、今回の危機で「時間軸政策」が採用されなかった理由を述べるよりも、メリットとデメリットをバランスよく説明の方が意義がある。

井上<事務局>:

・専門家の方には本文自体を読んでいただき、本会議の成果を理解して欲しいと思うと同時に、本会議の意義を高める上では、存在自体や何をしているかを広く知ってほしいと思う。従って、サマリーに関しては、記述を簡潔化やキーワードの明確化によって、記事にしやすいよう工夫したい。併せて、「メッセージ」の公表に続いてく寄稿やワークショップなども活用していきたい。

・本会議は、例えば、「日本銀行がいつどの程度利下げをすべきか」といったテーマではなく、少し長い目で見たファンダメンタルな問題を論ずることを趣旨としており、その中で何をアピールできるかが課題なのだと考えている。

・これまでの会合を通じて、「信用緩和」が焦点の一つになっていたとの印象を持っている。「信用緩和」は単にリスク資産を買うことであると理解されることも多いが、本会合では、有事の「信用緩和」とは、平時に中央銀行が市場機能の維持に努めていることの延長にあるといった解釈や、「信用緩和」が企業のガバナンスに与える副作用といった議論が取り上げられた。

・用語の定義に関しては、例えば、「量的緩和」は量的目標をきちんと示した日本のケースが最も純粋という評価はあるが、全体としてこの語に込める意味合いは各国まちまちという印象がある。特に、「信用緩和」の場合、クレジット資産の買入れの有無という手段の

面や、銀行からの買入れの有無という取引相手の面など、どの面に着目するかで様々な理解が存在する。

(3) 第4回以降のテーマ

加藤氏:

・今回の金融危機でも、ドイツの金融機関は米国の証券化商品への投資、スペインは自国内の住宅貸付、オーストリアは中東欧向け貸出がそれぞれ問題の根幹であるなど、特徴はまちまちである。このため、グローバルなマクロ・プルーデンスの仕組みがあれば危機を抑止できたとの考えには疑問も残る。

・FRB の理事であった Mishkin 氏は、マクロ・プルーデンスについて、従来から金融市場を密接にモニターしており、「最後の貸し手」の機能も有する中央銀行が役割を担うことが合理的と主張している。もっとも、中央銀行もシステミックリスクの抑止の面では、今回の危機を含めてミスも少なくないし、マクロ・プルーデンスを担いうる人材も不足しているとも述べている。

高田氏:

・前回の日本の危機の場合、銀行システムに問題が集中していただけに、「非伝統的金融政策」も秩序立って実施できた。これに対し、今回の米国では、多様なプレーヤーが様々な市場で問題を抱えただけに、FRB は個々の問題への対応を次々に迫られたのが実情であった。このことが、「量的緩和」と「信用緩和」の一体化を招いたり、対策の対象から抜け落ちるプレーヤーを生じたりした。

・金融監督の見直しに関する議論は、米国の方が先行している印象を受ける。また、米国内でも、FRB にマクロ・プルーデンスの役割を担わせることには異論も少なくなく、現在の案がそのまま成立するとは限らないように思う。

宮尾氏:

・欧州では、各国の中央銀行が「最後の貸し手」の機能を有しているし、国によっては金融監督の権限を持つ場合もある。その上に、政府の監督当局が存在する場合も多いので、欧州の金融監督の見直しにおいては、調整は非常に複雑との印象を受ける。

・銀行業務と証券業務については、日本ではこれから一体化を認める段階にある。しかし米国では、一体化を認めたことでリスクテイクが加速したとの見方から、再び分離させる方向にある。

柳川氏:

・仮に、今回の危機前にマクロ・プルーデンスを担当する組織が存在したとしても、自国の市場で過度なリスクテイクが行われた米国では有用だったかもしれないが、欧州で何ができたかがはっきりしない面もある。もちろん、将来の金融危機に備える意味で、欧州発のシステミックリスクを抑止する点では意義はある。

・米欧で金融監督の見直しに関する議論がこれだけ進んでいるのに、日本では奇妙なほど静かである。日本では、金融庁が銀行も証券会社も保険会社も一元的に監督していた。また、日本銀行も

考查の機能を有し、今回の金融危機でも金融機関の状況をみながら対応してきた。従って、特段の問題は生じなかったとも言える。また、マクロ・プルーデンスを誰がどう担うのかを考え直すことは、パンドラの箱を開けることであって、できるだけ避けたいと思うのも理解できる。しかし、米欧諸国が同じ方向に体制を変えようとする中で、日本はそのままであり得るだろうか。

・中央銀行が、マクロ・プルーデンスと「信用緩和」の双方を担う場合、両者の関係をどう位置づけるかも課題である。日本の前回の危機の際には、不良資産の査定を厳格化することと、「量的緩和」によって金融機関の破綻を防ぐこととは、「車の両輪」であるとの考え方があった。これに対して、今回の危機の場合、マクロ・プルーデンスと「信用緩和」の双方の議論が各々独立して進んでいる印象を受ける。理念的には、マクロ・プルーデンスによって事前の警戒信号を発した上で、危機が深刻化した場合に「信用緩和」を実施することになるだろうが、実際はこのようにきれいには進まない。双方の政策対応を現実的な形でどう調整すべきかを考えるべき。

渡部氏:

・今回の金融危機では、狭義の金融機関だけでなく、保険会社やヘッジファンドなども過剰なリスクテイクを行ったことが特徴である。従って、今後のマクロ・プルーデンスは多様なプレーヤーをカバーするものにしなければならない。

井上<事務局>:

・欧州委員会での検討のたたき台である“De Larosiere”レポートは、ECBと各国の監督当局によるEuropean Systemic Risk Councilの設置を提案している。リスクの集積を認識した場合、ECBはこの会議を通じて、各国の監督当局に必要な措置の実施を提案することになる。各国当局による自国の金融機関への監督権限を前提とする以上、こうした枠組みが現実的なのであろうが、有効に機能する上では課題も残るように思う。他方で、ECBに規制の執行まで行わせることは、ECBと各国当局との双方の機能を大きく変えることを意味するし、そこまで強い主張はあまり見当たらない。

・グローバルなマクロ・プルーデンスを行う上で、各国の間で、監督機能をお互いに委任しあうことが可能かという論点もあろう。実現すれば、より効率的で詳細な監督を行いうるようことが期待される反面、各国の当局や中央銀行は最終的には自国の債権者保護や納税者への責任を負うことを考えると、他国に監督を委任することは難しい面も残るようだ。

3. 閉会

井上<事務局>:

・次回の会合以降では金融監督に関するテーマを取り上げてゆきたい。「金融市場パネル」としては、監督当局や中央銀行による権限の再配分のような論点ではなく、そもそも、金融市場の安定性や効率性のために、公的セクターが果たすべき役割は何かというファンダメンタルなところから議論していくのが相応しいと思っている。

「非伝統的金融政策」を巡る議論には、市場機能の維持のために中央銀行に期待される役割は何か、という論点が暗黙のうちに含まれていたもので、こうした議論の延長として考えることもできる。また、金融監督に関する理解を深めることで、「信用緩和」を違った視点から再評価できるかもしれない。

・「非伝統的金融政策」に関する「メッセージ」については、一般の方向向けの簡潔な文章の作成、各国中央銀行の政策対応の概観図の追加、「メッセージ」の趣旨や意義の明示、「時間軸政策」に関する評価の修正といった作業を行い、メンバーの皆様のご理解を改めて得たいと、対外公表したいと思う。
