

**議 題** 「非伝統的金融政策」に関するフォローアップとマクロ・プルーデンスに関する議論の導入

**開催日時** 2009年8月28日<10時~12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) <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室主席研究員<オーガナイザー>)

## 主要論点

- (1) 最近の内外市場動向
- (2) 「非伝統的金融政策」の方向性
- (3) マクロ・プルーデンスに関する議論の導入

## 出席者による発言要旨

### 1. 導入報告

井上<オーガナイザー>:

・「金融市場パネル」の議論をより充実させるため、メンバーの方々と個別に意見交換した結果、①内外市場動向に関する議論の充実、②メンバーの追加やゲストスピーカーの招聘、③具体的な提言の試み、といった具体的な課題が浮上した。

・このうち、①は「金融市場パネル」の当初の趣旨でもあるので、実務家のメンバーの方々をお願いして、市場動向のフォローと質疑応答を充実させることとした。もちろん、当方も補完的な情報を提供していきたい。②については、マクロ・プルーデンス政策のあり方を議論していく際に、より広い視点を有するために実現していくほか、③についても、これまでの「非伝統的金融政策」に関する議論を踏まえつつ、今後の市場や政策の展開を見ながら、必要に応じて具体的な提案を行うことを考えたい。その際には、無理に「統一見解」に纏めるのではなく、個々のメンバーのご意見の相違を尊重しつつ、各メンバーの意見を並べて提示するという対応も選択肢となる。

### 2. 議事

#### (1) 最近の内外市場動向

加藤氏:

・日米欧ともインターバンク市場の逼迫感は緩和し、Libor-OIS スプレッドも1年振りの水準まで低下。米国のFF金利の日中変動幅も縮小した。この間、ドルLiborも低下し、2~3ヶ月物では円Liborと逆転した。日米金利の逆転は珍しいが、米国では銀行の保有する超過準備やMMFによる資金運用圧力が強い一方、日本では貸出金利への影響を考慮して銀行が提示金利を下げ渋る面もあるようだ。もっとも、1年先にかけては、リスクプレミアムや政策金利の上

昇期待もあって、ドルLiborの方が円Liborより高い。EuriborにはECBによる1年物オペの金利抑制効果が伺われる一方、ユーロのOISには1年先に掛けて利上げ期待も伺われる。

・米国のCP金利も低下し、優良銘柄かつ3か月以内のものは発行も正常化。FRBによるCP買入れは、買入れレート(OIS+200bp)が市場対比で不利になったため減少している。PDCFなどのファンリテイも総じて減少しているほか、TAFも米銀主体の地区連銀分の減少が大きい。米銀は、TALFの導入を巡る議会での議論を踏まえて、公的支援に関する情報開示の要求が強まるリスクを懸念しているようだ。TAFはそもそもdiscount windowのstigmaを回避する趣旨であっただけに、こうした展開は皮肉である。他方、NY連銀分は外銀の利用を主因に実行額が高止まっている。

・米国の連銀法13条(3)に基づく措置は、そもそも要件が限定されているだけでなく、納税者リスクがあるのに議会の承認なく実施する点への批判もあるため、FRBとしては市場安定をみつつ解除したいようだ。これに対し、米国債やMBS、TALFといった中長期資産は銀行券残高の1.7倍に達しており、FRBとしてもその解除は技術的に難しい。一方、FRBは、市場の心配を抑制するため、超過準備が拡大してもインフレはコントロール可能と主張しているが、これは実体経済面での効果が乏しいと言うのと同じである。

・ECBは、本年春以降は金融市場の動向をみながら超過準備を圧縮したが、6月からは1年物オペによって再び増やしており、EONIAが政策金利より低位で推移することも許容。BOEの量的緩和について、King総裁は、機関投資家などからギルト債を買入れることで波及効果が強まると説明しているが、現実にはシグナリング効果によるマインド面の刺激が主眼ではないか。MPCの議事要旨によれば、マネタリーベースは増えてもマネーサプライが増えな

い状況認識は共有されているようだ。

・日本の CP レートも昨年末の高騰から大幅に反落し、優良銘柄では TB 金利を下回っている。企業の設備資金需要が乏しいだけでなく、予備的資金需要も剥落してきた一方、日銀の企業支援特別オペの効果(CPも適格担保)も大きい。ただ、機関投資家からは不満が聞かれるほか、本措置による中小企業金融への効果は期待し得ない点も留意すべき。企業金融支援特別オペは、政策目標金利で固定されているので、FRB のファシリティのように自然に剥落する訳ではない。この間、TB 発行額は昨年対比で顕著に増加したが、日銀のオペや銀行の「キャッシュつぶし」によってレートは安定。

#### 高田氏:

・日本のバブル崩壊以降、日本の長期金利に対する内外の見方は対照的。海外投資家は、ベースマネーの増加や国債の大量発行が長期金利の上昇や中長期的なインフレを招くと予想。しかし、実際には銀行貸出は低迷し、市場の資金は国債購入に回った。今回の危機でも、本邦金融機関は国債を購入しており、10年債の利回りも1.3%台に入った。それでも海外投資家は、各中央銀行による大量の資金供給がインフレを招くと解釈。米国の BEI は上昇し、実質金利の低下による金融緩和効果を発揮している。なお、日本の物価連動債は、昨年秋以降に海外投資家による売却が殺到して市場機能が毀損した。財務省による発行停止や日銀によるオペ対象化によって状況は改善しつつあるが、BEI はマイナス2~3%という異常値を示している。

・日本でも、バランスシート調整が生じた90年代後半に、日銀の金融緩和が強まっても信用拡大が起きず、貸出増加が生じないことが理解されるのに時間を要した。このため1998年には、国債大量発行や日銀の超低金利政策の開始が嫌気され、国債金利は急上昇した(運用部ショック)。今回の危機でも、米国の10年債利回りが2%から4%まで急上昇したことには似たような面がある。現に、米欧の銀行貸出も2007年をピークに伸び率が大きく減速しており、家計を中心とするバランスシート調整が続く限りは低迷が続くはず。因みに、日本の銀行貸出も、本年初以降は減速しており、下期はゼロ近傍に落ちるとみている。今回の危機後に米欧金融機関の預貸率が顕著に低下したことも、前回の危機での日本の大手銀行の状況と同じ。もっとも、米欧金融機関は、邦銀とは異なり、直ちに大規模な国債購入に向かった訳ではない。加えて、根強いインフレ期待や金融緩和の解除期待もあって、米欧の長期金利は本年6月と8月の2回に亘って不安定化した。しかし、米欧金融機関も、いずれは国債の購入を増やすとみられる。

・米国では貯蓄率が上昇する中、家計は預金と公社債の保有を大きく増やした。家計は、今や中国より大量の国債を保有している。米国の投資銀行は、優良社債や株式、コモディティなどのトレーディングで収益を上げているが、銀行セクターを全体としてみると商業不動産や消費者ローンの延滞率が上昇し、金融機関の破綻数も徐々に増加するなど、状況は楽観できない。

・現在の日本の国債市場では、金融緩和への継続期待による「時

間軸政策」的效果が強く、大手銀行はデフレへの意識もあって購入意欲も強い。生命保険も負債とのマッチングのニーズによる超長期債の購入意欲が根強い。外人のみがインフレリスクを意識して売り越し方向にあり、本年6月と8月も売りに回った。

#### 渡部氏:

・米国や日本だけでなく、欧州や英国の短期金利(ターム物)や短期国債の現状を見る限り、各中央銀行が長期に亘って利上げをしないという期待つまり「時間軸効果」がある程度強いように思える。

#### 宮尾氏:

・日本でも、前回の危機では capital flight が懸念される局面もあったが、総じて見れば国内投資家は国債を買い続けてきた。中国も、貿易黒字も大きく、国債を発行しても国内投資家が購入するならば、高田氏が日本の特徴と述べた状況が再現する可能性がある。

#### 福田氏:

・前回の危機以降の日本の特徴は高田氏の指摘通りかもしれないし、日本国債の保有者としてゆうちょ銀行の存在も大きい。しかし、今回は、総選挙後の財政政策を考へても、国債の需給悪化によって長期金利に上昇圧力がかかるのではないかと。中長期的には高齢化に伴う貯蓄率の低下も作用する。団塊の世代は退職前には貯蓄率が高いが、退職すると一気に低下するので、非直線的な変化を伴うリスクがある。貿易収支も従来のような大幅黒字を維持することは難しい。市場に根付いた低金利のシナリオが崩れると、市場の反応は大きくなるものと懸念される。

#### 加藤氏

・日本は、10年以上に亘って、金融緩和と財政赤字を続けてきたが、長期金利上昇という危機は来なかった。しかし、どこかで臨界点があるようにも思える。また、米国では、インフレ期待も根強いので、財政赤字の拡大と長期金利の安定が共存するかどうかには議論がありうる。FRBの元理事の Kroszner 氏は、来年の方が財政支出は大きいので、自律的回復と誤解することで過度に早期に景気刺激策を解消するリスクを警告しているが、これは少数派である。

・中国では、貸出金利と預金金利がともに規制金利であり、銀行にとって順軌に維持されているので、貸出のインセンティブが生じやすい。人民銀行が国内金利を上げると、外貨準備の運用は逆軌になるし、人民元相場に上昇圧力がかかるリスクもある。その一方で、銀監会は不良資産の増加に警戒的になってきている。

#### 高田氏:

・日本は経常黒字国であり、日本の投資家が国債の95%を保有しているのでリスクプレミアムが小さい。I-S バランスの上では、家計の貯蓄率が低下しても、企業の余剰資金がそれを補ってきた。また、2009年になって米国では景気回復の兆しがみられるが、それは、バランスシート調整の中での循環的な回復局面において生ずる現象である。米国の大恐慌の際も1937年には対策が緩和されて、景気の2番底をつけた。日本も1993年頃には回復の兆しがあ

と言われた。今回同じリスクがあり、米国では地方政府は引き締め勝ちだし、自動車買い替え策も終了した。

#### 井上<オーガナイザー>:

・6月に米国債の金利が上昇した際には、結果としてみると、海外投資家は積極的に購入したし、Flow of Fundsも家計による購入増を示している。少なくとも現在までは、金利上昇が投資家を惹きつける形で市場がきちんと機能しているとも言える。

・加藤氏の指摘された連銀法13条(3)については、金融監督に関する議論の上でも、FRBの役割分担や、FRBによる資金供給のガバナンスや説明責任という重要な問題に関わっているので、今後の会合で取り上げたい。

・BOEがBean副総裁による7月の講演に際して作成したパンフレットによれば、「量的緩和」がポートフォリオリバランス効果などを有するとの説明がなされていた。前回の日本の経験を熟知していることを考えると大変興味深い記述である。BOEがここまで「量的緩和」に拘るのも、英国内では銀行が信用仲介に占める役割が大きく、米国のように資本市場を通じた「信用緩和」を行う余地も乏しいという状況を反映しているからではないか。

・中国の信用拡張については、余永定氏がFT紙への寄稿で指摘したように基幹産業で余剰生産力を蓄積しているリスクも注意すべき。この点は、中国の過当競争の結果として、デフレ圧力が再び輸出されるリスクを意味するため、日本にとっては無視し得ない問題。また、中国では、金利政策が効き難いだけに、人民銀行の政策手段は窓口規制と預金準備率操作に依存せざるをえないようだ。

## (2)「非伝統的金融政策」の方向性

#### 福田氏:

・今回の危機では、先進国の中でBOEだけが「量的緩和」を標榜しており、物価下落が目立つ日本についても、Krugman氏が「かつての日本には過激な提案をしすぎた」と述べたと言われるように、海外も含めてデフレ対策を求める状況にない。一方、先進諸国の中央銀行は、「信用緩和」を大規模に実施し、金融市場の機能回復に効果を挙げている。ただ、日銀がもっと早く90年代初から大規模な「信用緩和」を行ったとしても、前回の危機をより早期に終息させ得たかどうかは何とも言えないし、危機が深刻化することで日銀のバランスシートを著しく毀損した可能性も小さくない。

・日銀の企業金融支援特別オペについては、オペで調達した資金を市場運用すれば利鞘を取れるという問題がある。また、利上げ期待が生じた場合は、かつてCLFで生じたのと同様な鞘抜き行動が大規模化する恐れもある。日銀は、短期金融市場の機能が回復したと考えれば、銀行に市場からの資金調達を促すべきであるし、適格担保の正常化も考えるべき。これに対し、当座預金への付利については、ECBの"corridor"のようなシステムとして常設にする考えもありうる。

・FRBによる米ドル資金スワップを恒常化するかどうか、国際金融システムの設計上の重要な問題。今回の危機ではFRBが事実上、グローバルな意味で中央銀行の役割を果たした一方、アジア諸国は域内での為替スワップ網を使用しなかった。以前は、グローバルな資金供給の役割は、特定国の中央銀行ではなく、新たな国際機関が担うべきとの議論が強かったように思う。

#### 高田氏:

・FT紙は、スウェーデンが超過準備に対してマイナス金利(-0.25%)を適用し始めたことを受けて、「量的緩和」の効果が限界に達しているならば、BOEも追随するはずとの思惑を報じている。

#### 加藤氏:

・3月時点では、FRBによる米国債買入れについて「効果は不明でも試みるべき」との意見もあったが、現在は、「正常に機能している市場に介入しても効果は期待できない」との解釈が定着。FRBが10月での終了を発表したことにもネガティブな反応はみられない。これに対しMBS買入れは12月末までだが、市場では、モーゲージ金利への影響を考えると実際の終了は難しいのとの声もある。

・FRBが、資金吸収目的で国債やMBSを売却する環境にはない。また、日銀の売出手形と同様な手段を導入するには連銀法改正が必要とされ、FRBによる金融監督を巡る議論が活発化する中で、資金吸収手段のためだけに法改正を行うことも非現実的。従って、主たる資金吸収手段として、当座預金への付利金利の引き上げが想定されている。もちろん、政府への納付金が減少し、銀行に収益を移転するので、FRBは財務省の理解を得る必要がある。

・スウェーデン中銀では、7月の政策決定の際に、Svensson氏によるゼロ金利政策の提案への反発が強かったため、妥協として、預金ファシリティへ適用金利をマイナスとした。もともと、スウェーデン中銀は、貸出金利を0.25%にしたため、corridorの下限がマイナスに入ったとも説明しており、必ずしも、銀行貸出の刺激などを意識したものではなかったようだ。また、BOEの政策委員就任の公聴会の際、Posen氏は、日本の前回のデフレは予想ほど深刻ではなく、金融政策には謙虚さが必要と指摘。BOEは機械的なマネタリズムを放棄すべきと主張する一方、「量的緩和」も直ちにインフレを生ずる訳ではないと説明した。

・日銀の企業金融支援特別オペは、共通担保オペと適格担保の範囲が同じなので、共通担保オペに吸収させることが望ましい。これによって、金利は政策金利から入札へと変わるが、実際の影響は大きくないであろう。ただ、本見直しが「信用緩和の解除」と報道されると反発を招きかねないので、対外説明の上で工夫が必要。

#### 井上<オーガナイザー>:

・前回の日本の危機では、企業の不良債務と表裏一体である銀行の不良資産が核心にあったので、物価下落による債務の実質負担の増加を回避すべしとの議論には合理性もあった。今回は、政府を除いては、企業や家計のバランスシートは遥かに健全なので、その意味で物価下落への危機感が強くないことは自然。また、前

回の日本の危機では、外銀が為替スワップを通じてマイナス金利で円資金を調達するケースもみられたが、それらは日銀当座預金に預けられたり、TB の購入に回ったりしたため、景気や物価への効果は乏しかった。

・企業金融支援特別オペの実行額は低下してきたが、期末にかけて再び予備的資金需要が高まるようであれば、見直しのタイミングは容易ではなくなるかもしれない。担保政策に関しては、日銀に限らず、今回の危機対策を通じて各国で拡大された適格担保が平時にも定着するのか、それとも、かつてのようにオペの適格担保は国債など流動性や中立性が高い資産に限定する一方、ファシリティは広範囲にするという考え方に回帰するのが焦点の一つ。

・世界の中央銀行としてのFRBの役割は、ポジティブな面だけでなく、米国が自国の経済や市場だけを見て政策を運営しようかという問題を伴うことに注目することも重要。仮に、米国の市場や経済が先行して安定化する中で、ドル資金の依存する諸国の金融システムが不安定であった場合、FRBは自国の事情だけを考えて金融を引締めようかというジレンマに直面しよう。

### (3) マクロ・ブルーデンスに関する議論の導入

#### 渡部氏

・システミック・リスクを抑制する上では、何らかの指標を作ることが有用であろうし、そのためには、通貨危機の場合と同じように過去の多数の事例を検討する必要がある。しかし、具体的なデータの選択や分析の手法はまだ確立されていない。

#### 宮尾氏

・世界的に見て、中央銀行が金融監督を担う際のガバナンスに関する議論が不足している印象。前回の日本の危機で、日銀による銀行保有株の買取りが(金融政策決定会合でなく)政策委員会の通常会合で決められたことも一例である。また、今回の金融危機を踏まえると、白川総裁が指摘される「金融的不均衡」を、中央銀行を含む公的機関が監視し、早期警戒を含めて必要な措置を講ずることが極めて重要。ただし、「金融的不均衡」を実際に定量的に把握することは簡単ではなく、検証努力を続ける必要がある。

#### 福田氏:

・金融監督に関する中央銀行の役割は日米欧で異なる。日本では、日銀がマクロ・ブルーデンス、金融庁が個別金融機関への監督を行ってきたが、米国ではFRBがマクロ・ブルーデンスだけでなく、個別金融機関の監督に踏み込んでいる。欧州では、ECBのマクロ・ブルーデンスへの関与が、Councilへの参加という間接的な形で実現しようとしている。FRBが個別金融機関への監督権限を持つことが、FRBへの政治的介入の余地を作っているのは事実であり、「中央銀行の独立性」の上で最も厳しい立場に置かれているように見える。

・仮に、「金融的不均衡」に関するわかりやすい指標が開発されても、市場はそれを巧みに逃れて投資活動を行ってしまうのではな

いか。今回の危機でも、伝統的なリスク評価手法では適切に把握できなかったリスクが顕現した面が大きい。実体経済のリサーチの場合と同じく、定量的なアプローチだけでなく、定性的な議論を組み合わせる事が重要。

#### 加藤氏:

・中央銀行が金融監督を行うと「金融政策の独立性」が損なわれるとの議論があるが、具体的にはどのようなケースか。インフレを適切に抑制できれば、中長期的な資産バブルの抑制にも役立つので金融システムの安定にも繋がるはず。短期的ないし政治的な視点からは、これらの両立が難しいということか。

・英国で、労働党政権がBOEによる「金融政策の独立性」を確立すると同時に、金融監督の機能をFSAとして切り離したのには、BOEの権限が過度に強まることを防ぐ狙いがあったとされる。こうした考え方は、中央銀行によるマクロ・ブルーデンス政策のあり方という現在の議論の上でも有効ではないか。

#### 井上<オーガナイザー>:

・中央銀行のガバナンスについて十分な議論が行われていないのは、ご指摘の通りである。今回の危機でも、FRBの措置の一部がFOMCではなく理事会で決められたことを問題視する向きがある。BOEのように、MPCと別にFSCを設置するののも一つの考え方はあろうが、中央銀行としての政策の整合性の確保や金融監督における監督当局との連携などの必要性を考えると、金融政策とパラレルな組織運営が最適な解かどうかには異論もありうる。

・中央銀行によるマクロ・ブルーデンス政策への反対論として、中央銀行への権力集中やこれに対するチェックの不備への危惧があるのは事実。もっとも、米欧の政府案によれば、中央銀行に付与する金融監督の役割は、マクロ的なoversightまでであり、従来からBHCへのsupervisionの機能を有するFRB以外は、supervisionは監督当局に引続き委ねるとの考え方である点には留意すべき。

・マクロ・ブルーデンスに関しては、仮にデータの分析や評価の手法が確立されたとしても、市場との対話を可能とするツールを導入することが課題として残る。この点で、金融政策におけるインフレ期待やマネーサプライのように分かりやすい指標を作ることができるか、あまり自信が持てない。

### 3.閉会

#### 井上<オーガナイザー>:

・次回の会合では、「非伝統的金融政策」のフォローとともに、今回着手したマクロ・ブルーデンス政策についても議論を進めていくこととしたい。

\*\*\*