

議 題 昨年12月の金融緩和措置と今後の金融政策を巡る展望

開催日時 2010年2月18日<15時00分~17時00分>

出席者 内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）
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）
根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）
福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
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）<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<オーガナイザー>）

主要論点

1. 昨年12月の金融緩和措置について
2. 主要国中央銀行による政策措置の見直しについて
3. 今後の金融政策を巡る展望

出席者による発言要旨

1. 昨年12月の金融緩和措置について

井上<オーガナイザー>:

・日銀による固定金利方式の共通担保オペ（「新型オペ」）の導入は、経緯や政策措置の趣旨と説明、市場の反応や解釈などの点で興味深い論点を含んでいる。このため、既に2ヶ月以上が経過したところではあるが、今回の会合の議題として取り上げることとした（日銀による情報発信やオペ実績等について、資料をもとに説明）。

(1) 新型オペの運営状況

加藤氏:

・当初、政策委員会は「新型オペ」によって追加的に資金供給を増やす意図を持っていたと推測され、当座預金残高は年末超えには20兆円近くに達した。しかし、その後15兆円まで減ってもTBレートが抑制され、大手金融機関による資金運用も困難化したため、日銀は国債レポオペ等の実行を減らし、1月後半からの積み期間では13兆円程度まで減る局面もあった。つまり、「新型オペ」は「広い意味での量的緩和」であっても、資金供給のみを目指すものではなく、日銀は政策金利を0.1%に維持しつつ、ターム物金利の抑制を図りながら、短期金融市場の市場機能の維持に努めるという目標を同時に追求しているということだと思ふ。

福田氏:

・並存している入札方式の共通担保オペも、期間の長いものでは応札倍率が高いのはなぜか。落札利回りが0.1%を大きく上回らない限り、調達した資金を利付の当座預金に預け入れても機会費用はないということか。なお、短期金融市場でイールドカーブがフラット化したので、金融機関が「新型オペ」で調達した資金を運用することで「鞘抜き」する余地は少ないようだ。

・一方、「新型オペ」は固定金利方式であるだけに、入札方式のオペに比べて円滑な解除が難しいようにも思う。「新型オペ」の場合は、例えば、市場金利の上昇が見込まれる場合にも、金融機関による駆け込み的な資金需要を集めることとなるためである。

高田氏:

・「新型オペ」の解除の難しさは同感である。1988年に日銀が「新金融調節方式」を採用して以降、O/Nレートをコントロールする一方、ターム物金利の形成は市場に委ねるということであったと思う。CDの指値オペや企業金融支援特別オペなどの例外はあったが、平時における「新型オペ」が固定金利方式によってターム物金利のコントロールを目指したことの意味は、今後、コントロールの対象が長期化する可能性も含め、決して小さくないと思う。

加藤氏:

・入札方式の共通担保オペも期間の長いものの落札利回りは固定金利方式とほぼ同じ(0.1%)となっており、金融機関はご指摘のような使い方をしている面がある。もっとも、日銀が資金供給を増やすとの期待が強まれば、期間が長いものでも応札意欲が弱まることは考えられる。また、解除の難しさもご指摘の通りであるが、当面はむしろ追加緩和策のあり方の方が重要かもしれない。

内田氏:

・前回の「量的緩和」で金融機関が30兆円を超える超過準備を抱えていた理由は、①裁定取引、②流動性リスク対応のためのバッファ資産保有、③繁忙期向けの資金確保といった面があった。①は主として短期国債での運用を通じてなされ、②もオペや補完貸付制度での担保としての活用も念頭に、主として短期国債が用いられた。金融機関は、日銀との間で資金需給動向について情報

交換しながら、長めの期間の資金を調達しつつ、短めの資金を放出していた。

・短い期間の資金供給オペの札割れが続いていることからみて、現在は裁定取引の余地が殆ど失われている、もっとも、期末にかけては金融機関による資金需要が高まることから、日銀当座預金の残高も再び 20 兆円を目指す動きになるとみている。

(2) 新型オペの趣旨と効果

柳川氏:

・「新型オペ」が金融機関の資金調達を円滑化したことは理解できるが、企業収益の下支えとか、デフレの抑制とか、日本経済の持続的成長への回帰といった目標に対して、どのようなトランスミッションで効果をもたらすのかが分りにくい。

高田氏:

・為替市場で円高に歯止めが掛ったことが、株式市場の反発を招いた。為替市場では、3ヶ月物近辺で日米の Libor が逆転していたことが円買い材料として意識されていたので、ターム物金利の抑制を通じた円高の抑制が「新型オペ」の最大の狙いであったように思う。また、国債市場で長期金利が安定化したことも、本措置の重要な効果の一つであった。

加藤氏:

・「新型オペ」によってデフレが緩和されるというトランスミッション・メカニズムは見えにくい、政策措置を発表したことで為替は円安方向に反応し、株価も上昇した。

・Libor の日米逆転といっても 3~8 ヶ月物みの小幅であり、より長い 1 年物以上や先行きの先物金利は日本が圧倒的に低いことも考えると、それが原因で本当に円高圧力を生じていたかどうかは不明確との声も米国市場の関係者から聞こえた。もっとも、FRB や BOE が金融危機対策として顕著にバランスシートを拡大したのに対して、日銀にはそれが見られなかったことも含め、印象論として円高材料にされてきた面は否定できず、外為市場では、超過準備を増やすことが円高抑制に繋がるとの理解が強いのは事実。これに対し、短期金融市場では、そういった見方は誤解だという声が多く、新型オペの実体経済への波及についても懐疑的だが、日銀が「努力姿勢」を示すことにある程度の意味があると受け止められている。市場ごとに理解が異なるようだ。

・BOE による「量的緩和」も、BOE が対外的に説明している波及メカニズムを当人が本当に信じているかどうかには不透明な面も残る。ロンドンの市場関係者からは、「量的緩和」が為替市場や資本市場に有効との考えをもつ人が市場にいるなら、それが勘違いであっても、BOE は「それに乗る」ことも悪くないと考えているのではないかという解釈も聞かれる。そういう中で日銀だけが真面目に政策を追求すると円高になってしまうという点は理解しておくべきであろう。

福田氏:

・当座預金量でなくターム物金利の低め誘導が為替市場に影響を

及ぼすというのであれば理解できるが、「ソロスチャート」のような量的な枠組みを信じているプレーヤーも多いのであろうか。また、円高抑制のためには、従来は為替介入を活用していたはずである。現在は、先進国は為替介入を行わないということかもしれないが、全ての政策対応を日銀に委ねることは望ましいことであろうか。

内田氏:

・企業金融面で政策効果を挙げるためには、①信用コストも含めた金利の抑制、②イールドカーブへの影響、③円高の抑制、等が重要。もっとも、現在①に関しては、リスクフリー金利と企業の借入れ金利に乖離がある。また、前回の「時間軸政策」の下では 2 年程度までのイールドカーブがフラット化するのと同時に、金利のボラティリティが低下したことを踏まえると、②に関しては、今後、時間軸効果をより強める措置が導入されることが考えられる。一方③は、「円キャリー取引」を促す対応が考えられる。

井上<オーガナイザー>:

・本日実施されている日銀の金融政策決定会合に向けても、「新型オペ」の増額期待が円安材料として意識されていたように、為替市場では当座預金量と為替相場を結びつけて考える面が根強い。また、今回は為替相場を通ずる効果が有用であったとしても、為替相場は関係する双方の国の状況を反映して動くだけに、一国の政策だけで影響を与え続けることには限界があることにも留意すべき。

・「新型オペ」の導入時点で、利上げ時期の期待がかなり後ずれたように見えたが、さらに、日銀の「展望レポート」で 2011 年度までインフレ率が水面下に止まるとの見通しを示している一方で、「物価安定の理解」の改訂によって、物価目標が 1% であるとの理解が広まったことで、事実上の「時間軸政策」への信認は一段と強まった印象がある。

(3) 今後の政策運営へのインプリケーション

柳川氏:

・「新型オペ」の導入は、①結果的には政府の要求に日銀が呼応する形となった、②為替市場への影響を強く意識した政策であった、ことがポイント。日銀は問題を理解した上でしかたなく実施した面はあるが、①は出口戦略に影響するし、②は為替市場のロジックと政策意図がずれることもありうる。

・みんながハッピーに感じる限りは、日銀は何らかの政策措置を採るべきという理屈もありうる。こうした状況で日銀にとって大事なことは、政策措置の副作用やリスクを最小化することであろうし、また、将来も同じように対応するかどうかはわからないという自由度を残しておくことではないか。

加藤氏:

・今回の流れを振り返ると、今後も何らかの理由で円高になれば、金融政策の追加緩和要求が強まって日銀が応じる繰り返しになる可能性も小さくない。為替市場は、こうした可能性を織り込んでいるのかもしれないし、短期金利もそのために「時間軸政策」的な効果を示しているのかもしれない。

・財政赤字が大きく、金融政策の独立性に疑念が生ずる状況は、通貨の信認にとって望ましくない。もっとも、今回の金融危機以降は、FRB も BOE も信認の下落競争のような状況にあり、日銀による「新型オペ」も「結果オーライ」の面がある。もちろん、これらの中央銀行への信認は将来どうなるかという問題は残る。先頃公表された 1999 年の金融政策決定会合の議事録には、「市場に迎合すべきでない」という理由で「非不胎化を替介入」を拒否するとの主張もみられたが、「新型オペ」はこれと対照的なスタンスである。

・「新型オペ」導入の翌日の新聞は、政策対応が遅く、内容も小出しとして、殆ど全てが日銀批判であった。金融政策で、構造的なデフレに何かできるかという本質的な問題には目が向かず、日銀は追加緩和策になぜ躊躇するかという議論に向かっていった印象がある。日銀は、1 月 29 日の総裁講演でようやく反論を試みたように見える。

福田氏:

・「新型オペ」に厳しい評価が多かったのは、①デフレは日本経済にとって重大問題である、②日銀が資金供給を増やすことでデフレは解消される、という点を、引き続き強く信奉する方が少なからずいることが影響している。日銀は、少なくとも②については同意していないように思う。

高田氏:

・日銀は、1999 年の議事録に示された議論の末に 2000 年のゼロ金利解除に踏み切ったが、2001 年以降は、これを「反面教師」として意識する中で、量的緩和の下で、事実上の円安誘導と理解される政策を実施した。今回の「新型オペ」もこうした流れの上で理解される。先進国間では、為替介入は相手国の了解なしには実行し得ないと理解されている以上、その実施は容易ではないように思う。

井上<オーガナイザー>:

・「新型オペ」の導入を臨時政策決定会合で開催したことの意味も小さくない。今回のケースは、金融危機の際に機動的に危機対策を打ち出すこととは、意味合いが異なるように思える。

2. 主要国中央銀行による危機対策の見直しについて

井上<オーガナイザー>:

・この 2 ヶ月の間に、主要国の中央銀行は危機対策を大きく見直してきた。なかでも FRB は、2 月 1 日で PDCF や TSLF 等の主要なファシリティーを停止し、海外中央銀行との米ドル資金スワップも消滅させた。TAF も 3 月 8 日の実施分を最後に停止するとしている。ECB も昨年 12 月をもって 1 年物の LTRO を停止したし、BOE も 2 月をもって国債買入れを予定通り終えた。これらの危機対策が大きなストレスなく解除されたことは歓迎すべき動きであるが、政策判断の背景や残された課題を確認しておきたい(米欧中央銀行の最近の対応について資料をもとに説明)。

内田氏:

・FOMC 議事要旨(1 月分)によれば、FRB は Exit Strategy につい

て議論の整理を開始した。まず、資金吸収と利上げの順序に関しては、本来は日本の「量的緩和」と同じく、資金吸収の後で利上げすべきであり、潤沢な資金を残したまま利上げを始めると金利が下振れしやすくなる。しかし、FRB が保有する資産の大半が MBS などの中長期資産であり、その売却には資本市場の動向を見極める必要があるだけに、FRB の内部でも相当な議論になっていることが想像され、地区連銀の総裁からは資産売却の可能性を示唆する強気の見聞も聞かれる。1 月の FOMC は、こうした議論の前提となる評価軸を示そうとしたのであろう。最終的には、Bernanke 議長が様々な意見を踏まえた上で、資金吸収と利上げの順序に明確な方針を示した上で、実際の Exit を進めていくこととなる。

・GSE が大量の資金を FF で運用していることが金利コントロールを難しくしており、資金吸収は GSE も含めた意味で実施されるべきである。もっとも、先般の予算教書には GSE の救済が盛り込まれず、当面は現状維持とされる見通しが強まった。資金吸収が GSE を通じてモーゲージ市場に悪影響を及ぼすリスクが残る以上、資金吸収を先行し、利上げに移る順序を踏むことも難しくなった。GSE の問題は、MBS 買入れにも大きな影響を与える。モーゲージ市場の現状や FRB が MBS の 9 割(フローベース)を買入れている事実を考えると、FRB が本年 3 月末で MBS 買入れを停止することは難しいように思う。また、米国政府が GSE へのサポートをコミットしている限りは、FRB の保有する GSE 保証付の MBS にクレジットリスクは生じないが、仮に GSE が分割ないし民営化されることになれば、FRB の保有資産が大きく毀損することになる

加藤氏:

・FOMC 議事要旨(1 月分)が示すように、FRB が MBS を抱え続けるのは不健全であり、モーゲージ市場の安定化は本来 GSE の仕事である。FRB が関与するとすれば、かつて日銀が特融を預金保険機構に売却して、同機構の債券を購入したように、FRB は MBS を政府に売却して、代わりに米国債を購入する対応が望まれる。もっとも、FRB が保有する MBS が米国債に転換されると、FRB は巨額のマネタイゼーションを行ったかのような印象を与えるため、別の意味で問題を招く。

・FRB が、MBS を使ったりバースレポで資金を吸収しても、金融機関にとっては FRB への当座預金が MBS に振り替わるだけであるとして、市場への影響は限定的との見方もある。しかし、大量に実施すればターム物金利に上昇圧力が生ずるはずであり、FRB が丁寧に Exit を進めたいのであれば、こうしたストレスにも配慮する必要があろう。FRB は、金融機関による予備的な資金需要を把握することも必要であり、そのためには資金吸収オペへの反応をみるのが重要であるため、実際は、FRB が緩やかな資金吸収を進めつつ、1 回目の利上げを迎えるのが現実的ではないか。

高田氏:

・米国政府による GSE のサポートは「言葉の上のもの」である点に注意すべき。本当に GSE の債務を保証するのであれば、米国の財政赤字はこれを含むベースで捉えるべきであるが、おそらく意図

的に曖昧にしている一方で、FRBにMBSを買わせることは明らかに不健全である。FRBが米国債を買入れる一方、政府がその資金でMBSを買入れるのが、本来の中央銀行の役割に近い姿であったと思うが、表面的であれ財政赤字の拡大を、議会が許さなかったということであろう。これに対し、日本は日銀による国債買入れを含めて財政赤字として認識しているので正直なシステムである。

福田氏:

・日銀の「量的緩和」の解除では、わずか数ヶ月で20兆円もの資金を吸収したが、これは例外的であり、FRBやBOEによる資金吸収はより緩やかなペースを想定することとなろう。

内田氏:

・日銀の「量的緩和」の大半は短期オペで行われていたので、期落ちさせるだけで、資金を急速に吸収できた。金融機関も調達資金を短期資産に運用していたので、日銀による資金吸収に伴って、バランスシートを両建てで落とすことで対応できたし、短期国債の需給に一時的なストレスは見られたが、大きな問題は生じなかった。これに対し、FRBは中長期資産の買入れが中心であるだけにリバースレポや付利定期預金の導入といった措置を活用せざるを得ない。

加藤氏:

・BOEも2月で国債買入れを停止したが、GDP成長率がプラスに転じたために「小休止」ということではないか。BOEは、発行総額の3割近くに達する巨額の国債を保有し続けることだけでも、ポートフォリオ・リバランスを含むストックの効果を発揮し続けると説明している一方、バランスシートを膨張させ続けた場合の解除の難しさを意識したのかもしれない。

・英国の場合、政府が中央銀行の独立性に配慮しているとの印象を市場に与えている。インフレターゲットの下で、政府は金融政策運営をBOEに委ねることが定着したので、市場では、BOEが政治的圧力によって国債買入れを止められなくなることへの懸念は少ないが、それでも、BOEとしてはこの辺りで一旦様子を見ようということであろう。

内田氏:

・米国では、「金融安定化税」に代表されるように、金融危機に伴う全コストを金融機関に負担させるべきとの政治的な流れがあるように感ずる。これが行過ぎると、米国の金融システムへの信認が揺らぎかねない。また、金融規制強化は、バランスシートの縮小やデリバティブのポジション収縮を促す方向となっており、金融緩和のExitと同時に進行すると、景気回復を妨げるリスクも無視し得ない。

加藤氏:

・米国民の多くは、FRBの金融政策がバブルを招いたと考えているだけでなく、FRBによる大手金融機関へのLLRと公的資金投入を混同している。FRBは大手金融機関を救済した挙句に、高収益や多額の報酬を助けたとして、世論から極めて強い批判にさらされている。省庁別の評価で最下位に落ちたとの調査結果も見られる。

政治家はこうした世論の動向を強く意識しており、先のBernanke議長への再任に対する反対票の多さにも影響したと言われている。

根本氏:

・FRBによるLLRに制限を課すことは、シティバンクやバンク・オブ・アメリカを評価する上で無視し得ない影響を有する。これらはFRBの平時および緊急時の資金支援を織り込んだ上で現在の格付が付与されているだけに、これらがなければ数ノッチの格下げということになりかねない。「金融安定化税」の導入や金融規制の急速な強化も、短期的には公的資金の保護に繋がっても、長期的には金融システムを却って不安定化させることで、納税者の負担を増やす恐れがある。

井上<オーガナイザー>:

・FRBによるLLRへの制限に関しては、LLR自体の禁止に繋がる訳ではないし、政治的な批判を招くようなケースに関わるリスクを減らすという意味で、FRBにとって望ましい見直しとの見方もあるようだ。もっとも、金融危機の際には流動性危機の展開を予見することは難しいだけに、FRBが柔軟に対応する余地を残すことも重要であるように感ずる。また、FRBを巡る政治情勢が厳しい場合、Exitに関する合理的な議論が妨げられるリスクが無視し得ない。

3. 今後の金融政策運営を巡る展望

井上<オーガナイザー>:

・日本経済は何らかのショックを受けるたびに物価の下落幅が拡大しやすいし、財政赤字は相当長期に亘って維持される可能性が高い。中央銀行は、短期的にはこれらを与件としつつデフレ対策や国債買入れのあり方を考えざるを得ないが、長い目で見た場合、これらの構造を変えていくこと自体も広い意味で経済政策の課題であるし、その中で中央銀行が何をなすべきかを考えることが大切になっているように感じる。本パネルがこうした大きな問題を扱うことには時間的な制約もあるが、本日の会合でキックオフした上で、今後はワークショップなどの機会も活かしながら議論を試みたい。

(1) 国債買入れの運用

高田氏:

・日銀は、新たな金融緩和策を導入するより、「新型オペ」を含めて「時間軸政策」を通じた効果を追求しようという考え方であるようだ。一方、国債買入れに関しては、現時点では「日銀券ルール」まで余裕があるといっても、買入れ額を引き上げれば、そう遠くない将来に上限に達することも事実。このため、国債買入れの増額はもう少し先の局面まで温存したいというのが本音ではないか。

・「日銀券ルール」は先進国内で日銀だけが維持している。もっとも、日銀のみならず財務省にも、日本の財政赤字や財政規律が注目を集めている下で、こうした限度を維持することには意味があるとの理解もあるであろう。「日銀券ルール」を残しつつ柔軟な運用を追求するとすれば、例えば、残存1年未満の国債を「日銀券ルール」のから除外するといった技術的対応もありうる。

・日銀が国債買入れを増やすのであれば、財務省も財政支出の規律をしっかりと示すことが望まれる。そうでなければ、国債買入れの増額がリスクプレミアムの増加を招くことで、むしろ長期金利の上昇という逆効果を招くリスクも否定できない。

加藤氏:

・日銀が国債買入れの増額によってデフレの脱却を狙う場合、長期金利の抑制を通じた効果なのか、中央銀行が国債買入れを行うこと自体によってインフレ期待を押し上げる効果なのかを整理することも必要。FRB や BOE による国債買入れは、主として長期金利の抑制を狙ったと理解しているが、所期の効果を発揮する上では、①価格形成を支配できるほど極めて大量に買うことと、②それでも市場から「マネタイゼーション」ではないという信認を勝ち得ること、の 2 点が重要であった。もっとも FRB の場合は、買入額が中途半端で、当初から海外投資家がマネタイゼーションの懸念を表明していたという意味で、双方とも条件を満たさず、昨年 10 月に国債の買入れ策から撤退している。

・「日銀券ルール」も短期間だけ免除するのであれば円高抑制の効果も期待しうるが、「日銀券ルール」を完全に放棄したとみなされ、財務省も呼応して国債発行を増やすようであれば、却って危うい事態を招きかねない。白川総裁は、こうしたリスクがあるからこそ、アンカーとしての「日銀券ルール」の維持が重要と考えているのではないか。財政と金融の双方の政策パッケージのデザインが重要なのだと思う。

福田氏:

・日銀が国債買入れを続けることが直ちに深刻な問題を起すとは思えないが、何らかの理由で長期金利に上昇圧力が加かった場合に、それを抑制するために国債買入れを増やせば、そのコストは小さくない。緊急対策としては排除されるべきでないが、長期金利の上昇圧力を中央銀行が継続して抑制することには無理がある。

・国債市場が危機的状況に陥れば、日銀は「日銀券ルール」に拘らず対策に乗り出さざるを得ない。しかし、事前にこうした姿勢を示すことは、財政運営に対するモラルハザードを招くことになる。

根本氏:

・ソブリン格付にとつてのポイントの一つとして金融政策の独立性がある。政府の要請の下で、中央銀行が長期金利の引き下げを図るようであれば、格付評価の上でも大きなマイナスとなる。

・一方で S&P が、日本国債の格付について「アウトルック・ネガティブ」に引き下げた理由の一つとして、「デフレに対し有効な政策がとられていないこと」が含まれている。ここでのデフレ対策は、より高いインフレ目標を掲げることによるアナウンスメント効果を追求するとか、金融機関により潤沢な流動性を供給するとか、財務省の国債管理政策をある程度アコモデートしていくことが想定されている。ただし、財政規律が示されないまま国債買入れを拡大することは、むしろマイナス面が強い。

高田氏:

・ここでの「デフレ対策」は、中長期的な経済成長戦略を含む意味合いだと思う。これがなければ、「ドーマーの条件」が満たされず、国債の残高が発散してしまうことになるため、当然の要請である。

(2) 国債の市場消化力と財政運営

福田氏:

・マクロの資金循環からみると、日本の家計貯蓄率は人口高齢化とともに大きく低下し、米国と殆ど変わらない水準になった。つまり、政府部門の大きな資金不足は、企業部門の大きな貯蓄によって賄われている。企業部門の貯蓄超過は、銀行貸出の低迷に繋がっており、これが銀行による国債保有を促すことで、財政赤字をファイナンスするという歪んだバランスである。しかも、家計の保有資産の半分以上は預貯金であって、銀行には引続き預金が集まるため、資金運用に苦しむ銀行は国債を買わざるを得ない。

加藤氏:

・地方の国内投資家からは、日本国債の先行きのリスクを認めつつも、今年中は何とかなんとといった発言も聞かれる。また、海外資産への投資は過去の損失に懲りたとの発言も多い。製造業は空洞化が心配されるほど新興国へ海外投資を活性化しようとしているのに対し、金融機関が低成長の日本に投資し続けることのギャップは大きい。

・仮に国内での国債消化が難しくなった場合に、海外での消化を増やそうとすると、海外投資家は日本の財政赤字に関するプレミアムを相当要求することが考えられる。

根本氏:

・日本の大手金融機関は、金利リスクを抑制するため、保有国債のデュレーションを短期化している。しかし、地域金融機関は、貸出の低迷が深刻であることや海外資産への投資ノウハウが不足していることもあって、金利リスクとの折り合いに苦心しつつも、国債への投資を通じた資金収益を追求せざるを得ない状況にあるようだ。

・マクロ的に見て、銀行は誰もが貸したい先に殺到することで利鞘の減少に苦しむ一方で、中小企業やノンバンクのように資金需要は強いのに借りられない先も残されており、金融機能が低下していることは事実。本年 6 月に、ノンバンクの与信に対する「総量規制」が実施されると、こうした状況が一層悪化することも懸念される。また、消費者金融業者には事業継続が難しくなる先が生ずることが懸念されるが、その場合、全債務者に過去の利息の過払い金も通知する結果、業界全体に対して過払いの返還請求を再び増加させる契機となりかねない。

高田氏:

・国内金融機関は、財政赤字の拡大に困惑しつつも、貸出が伸び悩み、海外も含めてリスク・リターンで魅力的な金融資産が乏しい下で、国債への運用を維持せざるを得ない状況にある。

・マクロ的には、銀行は預金の受け入れを通じて家計の国債保有を仲介している面も強いが、家計の金融資産保有額と国債発行残

高が次第に接近してきたことが、国内での国債消化能力に対する不安要素として問題にされるケースも増えてきたのは事実。実際に、国債の海外消化比率が低下しているのも、海外投資家による不安心理を反映した面もあろう。もっとも、日本は経常収支黒字を維持していることを考えると、本源的に海外投資家に依存せざるを得ない状況ではなく、資金調達源の分散化という観点での議論である点には留意する必要がある。

・ノンバンクに対する規制強化によって、消費者金融の与信残高は既にピーク対比で 5 兆円減少している。6 月から実施される「総量規制」はキャッシングが対象であるが、12 月からは割賦販売にも規制がかかることを考えると、個人消費への影響は無視し得ない。

内田氏:

・2000 年に比べ、全銀ベースの企業向け貸出残高はネットで約 50 兆円減少した。マクロ的には、企業金融の減少を財政支出の増加で補うことで、企業のバランスシートが維持されていると理解することもできる。

・マクロの資金循環構造がこのまま維持されると、銀行のバランスシートに占める国債のシェアは 2020 年には 70~80%という異常な値に達する。もちろん、それまでには景気回復もあろうし、消費税引上げも相応に実現しているであろうから、国債の供給は多少変わっているかもしれない。しかも、銀行としても、金利リスクの管理における VAR 基準などのために、実際にはそこまで国債保有を増やし続けることができるわけではない。

・日本国債の市場リスクが高まる上でのトリガーとしては、財政状況もさることながら、国債消化の安定性という観点から、為替や格付けの動向も重要な要素になりうるのではないかと。特に大幅な格下げとなれば、日本国債をクロスボーダーも含めた市場取引の担保として使用できなくなるため、流動性が大きく損なわれることとなり、銀行として投資を続けることが極めて難しくなる。

・ノンバンクに対する「総量規制」は、信用収縮を通じて業界の整理再編を促すことに趣旨があるように感じられる以上、信用収縮の効果は深刻になりうる。また、多重債務問題が社会問題化していることは事実としても、退職金を目当てに借り入れるといったケースもあり、一概に限度額を課すことの影響は大きい。必要な資金は銀行が貸すべきとの意見もあるが、銀行の顧客に対する与信管理と消費者金融の顧客に対する与信管理とは内容が異なるだけに、徐々に取り込むことはできても、一気に銀行が肩代わりすることには無理がある。

加藤氏:

・ECB の場合は、PIIGS の国債についてオペの適格担保としての扱いをどうするかが焦点となるが、日銀が日本国債をオペの適格担保から除外する事態は考えにくい。もっとも、海外のプレーヤーとの市場取引まで含めると、担保としての評価が毀損することの影響は極めて大きい。実際、前回の危機の際に、海外の金融機関の一部は、カントリーリスクを理由に日銀当座預金の保有すら忌避す

る動きがみられた。

柳川氏:

・長期金利もなかなか上昇しないなど、日本国債への投資に伴うリスクは顕在化しにくい一方で、いったん顕在化すると一気に深刻化するようにも思える。長期金利が低位に維持されている点について、「先行きにリスクはあるが、当面問題ない」との指摘も多いが、バブル期に株価や地価について語っていたことと共通する面もある。だからこそ、財政の健全化も含め、早い段階から「Early Warning」を発しておくことは重要だと思う。

福田氏:

・マクロ的にややラフな試算を示せば、消費税率を 10%引き上げれば 30 兆円程度(民間消費約 300 兆円×10%)の税収増が見込めることとなり、毎年度の国債の新規発行相当額の殆どを賄うことができる。民主党政権が 6 月までに示そうとしている「中期財政フレーム」の中では、国債残高の圧縮というストックの問題よりも、プライマリーバランスの確保というフローの問題について、きちんとした戦略を示すことが喫緊の課題である。

高田氏:

・マクロの租税負担率は 23%程度で欧米の 30%台の水準と大きく異なる。仮に GDP 対比で追加的に 5%程度引き上げることができれば、将来に亘る国債の元利払いの現在価値と税収増加分の現在価値の双方を含めた上で国のバランスシートは均衡しうる。逆に言えば、こうした対応がなければ、国は債務超過に陥っていることになる。投資家が現在も国債を買い続けていることは、将来、政府が税収増に繋がる措置を採るとの期待を既に織り込んでいるからだと解釈することもできる。

・日本国債の主要な投資家が、現時点で国債投資を抜本的に見直すことは現実的ではない。だからこそ、政府に対しては、「中期財政フレーム」などを通じて、それなりにもっともらしい財政運営のシナリオをせめて示して欲しいというのが本音ではないか。

井上<オーガナイザー>:

・過去の例を見る限り、日本に限らず財政危機への対策としては、財政支出削減よりも、経済成長の促進による税収増加の方がより根本的であるように思う。同時に、日本のようにほぼ全ての国債が国内債である状況では、国債償還の確実性を考える際には、政府による徴税余力をどのように評価するかが重要であるはず。

(3) ソブリンリスクを巡る海外の動向

内田氏:

・SGP の違反は、今回の PIIGS が初めてではなく、ドイツやフランスも過去に対応を迫られたケースがあった。もっとも、2006 年には、こうした事態に対処するため規律の厳格化が図られ、基準からの乖離に応じて段階的に厳しい措置が採られることとなった。ギリシャの場合は、財政赤字も債務残高も基準を大きく上回っているが、政策執行能力にも疑問があるという点では、少数与党であるポルトガルやスペインも同様であるとも言える。これらの諸国の政権は世

論の圧力に屈しやすく、ポピュリズム的な政策に走りやすいため、緊縮財政が実施できないリスクがある。金融市場がこの点を強く意識すると、これらの諸国へのクロスボーダー与信が円滑に流れなくなる結果、これらの諸国にエクスポージャーを抱える欧州主要国の金融機関の問題に波及し、金融システムの不安定化が伝播(contagion)することとなりかねない。

・バルト3国もPIIGSと同様な問題を抱え、為替の切下げが使えないだけに厳しい緊縮財政を採らざるを得ず、このことがさらに景気を下押しするという点で苦しい状況にある点も同様である。かつては、こうした状況は欧州中枢国によって個別に救済されたが、現在はこれらの国々にも余力がない。もっとも、欧州の場合には、EUやECBがIMF並みに厳しいconditionalityを課すだけに、引き締め政策のコストは大きいものの、これを通過すれば、財政状況はかなり改善されることも期待できる。これに対し日本の場合は、ずるずるとdooms-dayに向かうリスクも否定できない。

高田氏:

・欧州でPIIGSの財政赤字が問題となる中で、ECBが金融政策でどのような対応を採るのかは差し迫った問題である。また、英国は、財政赤字のみならず経常赤字も抱えており、BOEの政策対応が注目される。大きな財政赤字の下での金融政策運営は、かつては日本だけの課題であったが、今や先進国に共通の問題となった。ただ、PIIGSは経常赤字を抱えており、その意味ではエマージング諸国の古典的な金融危機と共通する面がある一方、経常黒字を維持する日本の状況とは大きく異なる。また、同様に大きな財政赤字を抱える米国も、米ドルが国際通貨であるだけにファンディングの制約は深刻ではない。

・PIIGS諸国はEMUのメンバーであるだけに、EUないしECBからの支援を受けられる一方で、北欧諸国や英国のように為替の大幅な切り下げによって調整する経路を絶たれている。なお、PIIGSの国債について、バーゼルIIがどのような扱いをするかも焦点の一つとなりうる。格付が基準と言っても、こうしたケースでは短期間でかなり大幅な格下げが行われる蓋然性も高い。

・海外投資家は、昨年はクレジット市場の回復で収益を挙げたが、今年はソブリンリスクで収益を追及する動きが広がっているであろう。日本も財政赤字の面では悪材料を抱えているが、欧州にPIIGSのようなターゲットが見つかったので、CDSを中心とするトレーディングとしてはとりあえずこれら諸国に集中しているようだ。

加藤氏:

・日本国内では追加の財政刺激策を求める意見が強いが、国際金融市場ではPIIGSの問題を発端として、日本のソブリンリスクに対する目も厳しくなっている点でギャップがある。また、日本と同じく深刻な財政状況にある英国では、付加価値税の税率も復元したし、議会で財政赤字の削減に向けた議論が行われている。

柳川氏:

・日本の財政状況に変化がなくても、海外でソブリンリスクへの意

識を高める事態が頻発し始めると、海外投資家が日本のリスクをより厳しく評価することになりかねず、これが思わぬトリガーとなることも否定できない。

井上<オーガナイザー>:

・問題を抱えた国にどのような主体が是正を求めるといことは、国際金融システムの上で興味深い問題である。PIIGSの場合は、EUとECBが是正を求めると役割を担いつつあるが、仮にEMUメンバーでない英国が危機的な状況となった場合には、過去のケースと同じくIMFがこうした役割を担うという議論になるのであろうか。

(4) 構造問題に対するアプローチ

柳川氏:

・金融政策の展望を考える上では、財政危機のような「深い奈落」に落ちるといふX-dayに備えて、できることや考えるべきことを議論していくことが重要ではないか。この点は、欧州諸国が同様な問題を抱えているだけにグローバルな視点も重要である。

・政策運営に関して政策委員の意思統一ができていないことは、安定性の高い良い組織であると思える一方で、将来に向かって様々な政策の余地を残しておく意味では、多少の不統一感を残しておく方がむしろ望ましい面もあるように思う。

福田氏:

・白川総裁は、構造問題への処方箋について徐々に明確な意見を述べるようになってきているが、政策委員を含めて日銀全体としてより活発に議論し、しっかりと意見表明を行っていくことが望まれる。また、政策委員が様々な意見を戦わせた上で、結果としてこのような結論で一致したという状況を維持することは、金融政策の独立性を保つ上でも重要である。

井上<オーガナイザー>:

・先に指摘されたように、構造問題によって生じた問題への対応を金融政策に負わせる現状は望ましくない一方で、中央銀行が様々な経験を通じて得た知見を活かして、自らの対応に限らず、望ましい経済政策について考え方を示すことは有用であると思う。政策決定会合の一部をこうした中長期的ないし構造的な問題に関する議論に充てることも一案ではないか。

・政策運営に関して、多少乱暴ではあっても異なる意見が示されれば、反対する側もきちんとした理論武装を求められることになるはずであり、こうしたプロセスは最終的な政策判断を説得力のあるものにする上で重要と思われる。

4. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・構造問題としては、物価が下落しやすい状況の下での金融政策の運営も大きなテーマであるが、予定の時間も到来したので、次回会合以降で本格的に議論したい。
