

議 題

米国における QEII について—日本の量的緩和の経験やグローバルな視点も含めて

開催日時

2010 年 11 月 24 日 <15 時 00 分～17 時 10 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）<欠席>
 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・ブ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）<欠席>
 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 IT イノベーション研究部主席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

- ・米国における QEII について

出席者による発言要旨

1. 米国の QEII について

(1) QEII と金融市場の概要

井上<オーガナイザー>:

・銀行貸出は低調であるのに対し、社債は、投資家の購入意欲が高まる中で高水準の発行となっているほか、国債との利回りスプレッドも縮小。もっとも、配当や借り換えを目的とした発行が多く、景気刺激効果は少ないとの指摘があった。長期金利低下のモーゲージへの効果も、新規借入れに繋がらないだけでなく、借り手のスコアリングや住宅の net worth が改善しないため、借り換えを促進する効果も当面弱いとの指摘もあった。この間、銀行による国債保有が増加している。日本と同じく、貸出需要の減退や規制によるインセンティブなどが背景とみられ、当面は続くとの見方があった。

・ISM 指数等から明らかなように企業活動は resilient であり、マクロの収益も改善を続けているが、キャッシュフロー対比で見た設備投資は抑制的である。家計所得が緩やかな増加に止まる中で、負債の圧縮も緩やかにしか進まず、雇用も、先月の非農業部門雇用者数には明るい兆しもあったが、失業率や労働参加率をみると、本格的改善には時間を要するとの見方で変わっていない。もっとも、CPI インフレ率は足許で減速気味だが、帰属家賃を除くとデイスインフレとも言えないとの見方も多かった。FOMC による 11 月時点の経済見通しは、2011～2012 年にかけて、GDP 成長率は 0.5% 程度の下方修正、失業率は 1% 程度の上方修正と、7 月時点と比べて慎重な見方となった。もっとも、PCE コアインフレ率は、2012 年に関して、1% 前後と 1.5% 前後に 2 つのピークができるという興味深い分布となった。

・QEII の考え方が示された 8 月以降の米国市場では、①国債は中期債中心に利回りが低下する一方、30 年債の利回りは上昇し、イールドカーブが steep 化、②ドル相場は多くの通貨に対して下落、③社債等のクレジットスプレッドは圧縮され、④株価や商品価格はほぼ全面高であった。ただし、短期金利は殆ど動いていない。新興国では、株価は総じて堅調であったが、為替の増価は介入や資本規制で抑制されたようだ。また、アジアを中心に、食料品価格等によるインフレ加速に対して、利上げの動きが広がった点も特徴的。

・FRB は、QEII の効果について、国債買入れで term-premium を圧縮し、中長期金利を低下させることで、設備投資や個人消費を刺激するメカニズムを強調している。もっとも、11 月会合の議事要旨に示されたように、中長期金利の低下とポートフォリオ・リバランスによる資産価格上昇が景気刺激効果を持つことも念頭に置いているほか、結果として生ずるドル安も企業収益や純輸出の面で効果を有する点を認めている。これに対し、QEII に批判的な向きからは、①ドル安によって海外諸国にコスト負担を強いること、②ベースマネーの供給増が将来のインフレに繋がること、③大量の国債買入れが monetization として財政規律の弛緩や将来の悪性インフレに繋がること、といった懸念が示されている。これらも含めて、QEII についてはコミュニケーションのあり方が一つの焦点となっている印象を受けた。その点では、FRB の議事要旨が明らかにしたように、10 月 15 日に実施された FOMC のビデオ会議がコミュニケーションをテーマとして開催されたことは興味深い（以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明）。

(2) 景気刺激面での効果**渡部氏:**

・米国では銀行貸出の急減に歯止めがかかりつつあるようだが、貸出需要と銀行の貸出姿勢にどのような変化が窺われるか。

井上<オーガナイザー>:

・FRB の "senior loan officers survey" によれば、銀行は貸出姿勢をやや積極化しているように見える。しかし、米国内では、実際には慎重な姿勢は不変との見方が多かったため、短期的には、企業向け貸出の需要の減速が緩やかになりつつあるように見える。

内田氏:

・中長期的には、景気回復の兆しが見られる割に貸出需要が弱いことも事実である。企業は潤沢な手許流動性を抱え、家計はバランスシート調整に苦しんでいる。セグメント別にみると、消費者ローンに底打ち感があるほか、商工業貸出も設備稼働率の上昇に伴って回復するであろうが、住宅貸出は引き続き低調で、商業用不動産向け貸出はまだ調整過程にある。一方、貸出供給では住宅貸出に制約要因が多い。Dodd-Frank 法案で消費者保護が大きく強化されたほか、既存の貸出の foreclosure に関する訴訟リスクがある。

根本氏:

・広い意味での規制環境も慎重な貸出姿勢の背景である。Basel III によって普通株を中心とするコア自己資本の最低基準が、危機以前の水準の 3 倍程度に引き上げられたため、金融機関は収益との見合いで存続させる業務の取捨選択を行っている。また、住宅貸出の servicing rights のコア Tier I 資本への算入が 10% までしか認められなくなり、outsourcing の動きが活発化したことも、住宅貸出の慎重化に繋がっている。大規模金融機関に対する自己資本の追加賦課の内容は来年まで不確定であることや、バーゼル II 導入が来年 4 月であることも含め、金融機関は、規制当局から貸出の慎重化を促すメッセージを受け取っており、中央銀行からの貸出増加への期待と相反している。

渡部氏:

・FRB は、QEII の効果を定量的に推計したのであろうか。

井上<オーガナイザー>:

・明らかになっているのは、国債買入れによる長期金利の低下効果である。FRBNY のペーパーやボストン連銀での報告論文によれば、5000 億ドルの買入れが 30~50bp の低下に繋がるとの推計が示され、民間エコノミストも大きな違和感を示していない。もっとも、8 月以降の 3 ヶ月間で期待が先行しただけに、今回の 6000 億ドルの買入れによる効果は織込み済との理解も少なくない。

・一方、長期金利低下が実体経済に与える影響については、FRB は内部で様々な推計を行っているであろうが明らかではないし、民間のエコノミストの議論は、定量的な評価以前に、transmission の理解自体が議論になっている印象が強い。

内田氏:

・長期金利が低下すると、企業や家計の投資や消費のマインドが変化することによる景気刺激効果が考えられる。これは、既に見たように銀行の貸出姿勢がネックとなって、当面難しいであろう。次に、株式などの資産価格が上昇し、消費に資産効果が生まれることである。少なくとも結果的には株価が上がったので、この面では多少の効果も考えられる。最後にドル安であるが、米国の純輸出が増えるかどうかには議論の余地もあるが、多国籍企業の収益を増やす点でプラスの効果と考えられる。

井上<オーガナイザー>:

・米国内でも、FRB は、QEII による景気刺激に様々な限界があることを十分に理解しているはずという指摘が少なくなかった。

柳川氏:

・QEII に関しては、副作用の評価が重要である。効果が乏しいのみならず副作用も深刻ならば、その実施には問題が多い。QEII に関する評価が分かれるのは、効果に限界がある点の認識よりも、副作用の深刻さに対する理解に基づく面が大きいように思う。私からみれば、QEII を含む金融政策の方に議論が集中しすぎて、銀行機能を回復させるための適切な政策対応が採られていないことが、最も大きな副作用であったと思う。

内田氏:

・現在の米国は、QEII によってアクセルを吹かしながら、銀行規制の強化によってブレーキを踏んでいる。こうしたコンフリクトが顕現化した例として、クレジットリスクの評価がある。QEII はクレジットの流動性を高めており、例えば、ジャンク債利回りの対国債スプレッドは縮小している。QEII のみならず、包括緩和や ECB による問題国債の買入れも含めて、金融政策によるクレジット市場へのこうした影響こそが、柳川さんの指摘された副作用の一つである。

・こうした状況で個別銘柄の格付を行う際には、本源的なリスクだけでなく、クレジットの流動性も加味して判断しているのだろうか。投資家にとっては双方の情報が重要であるし、クレジットの流動性が維持されるならば、こうした視点には合理性もある。しかし、長い目で見ると、当局の政策が金融仲介機能を歪めているとも言える。

根本氏:

・少なくとも現在の格付判断では、内田さんが指摘された要素を織り込んでいる。格付はデフォルト確率を評価するものであるから、何らかの形で政府が支援する可能性があるのであれば、当然にその影響を評価に加味することになる。ただ、政府支援はファンダメンタルの分析と異なって政治的な要因で変動しやすいため、格付けのボラティリティが高まるおそれがある。

井上<オーガナイザー>:

・米国では、QEII がクレジットカーブに影響を与えることも政策意図の発現であって、問題視すべきでないとの意見が多かった。これに対して日本では、包括緩和の際も市場機能の維持が強調されていた。こうした対照的な考え方は、米国で「危機モード」的な考え方が残存していることを示唆している

高田氏:

・日本の量的緩和も、間接金融主体のクレジット市場であったために目立たなかったが、結果的にはクレジットリスクのプレミアムを大きく圧縮した。米国も、QEI は、MBS 買入れによる credit easing として実行しており、日本の用語で言えば金融システムの安定化策である。これに対し QEII については、資金を供給することでクレジットの流動性に影響を与える考え方にある。

井上<オーガナイザー>:

・福田さんが以前に指摘されたように、量的緩和は金融政策として実施されたが、金融機関の流動性リスクを抑制した点で、結果的には金融システム安定化策として評価できる。また、QEI は credit easing、QEII は金融政策と標榜されるが、後者もクレジット市場を通じて効果を発揮する面があるだけに、両者の差は大きくない。

高田氏:

・FRB としては、仮に QEI と同じ政策が最適だと判断しても、Dodd-Frank 法案を巡る議論の中で、個別のクレジットリスクを伴う資産の買入れに批判的な意見が強かったことに配慮せざるを得ない面があったように思う。

根本氏:

・クレジットカーブのフラット化は金融機関収益に打撃となり得る。そもそも米銀では、①Foreclosure 文書を巡る訴訟リスクで税前利益の 30~40%、②Dodd-Frank 法案への対応を巡る業務見直し等により 20%程度の利益が喪失するとみられる下で、クレジット資産の投資利回り低下は大きな打撃である。同時に、米銀は危機の教訓などにより資本市場調達を圧縮しているため、クレジットスプレッド低下の恩恵を受けることが難しい。この結果、邦銀のように低収益に苦しむとか、自己資本増強に支障が生ずるとの懸念がみられる。

・QEII による景気刺激を考える上では、中小企業への影響に注目すべき。大企業はドル安の恩恵を受けつつ、資本市場調達を通じてリスクプレミアム圧縮のメリットを活用できる。しかし、銀行貸出への依存度の高い中小企業は、銀行が慎重な与信姿勢を維持する限り、厳しい状況に置かれる。通常の景気回復期には雇用創出の主役である中小企業がこうした制約下にあることは懸念される。

内田氏:

・FRB は、米国での一時的な高齢化といった人口動態等の構造要因も踏まえた上で、QEII が雇用の改善に繋がるメカニズムをしっかりと説明することが必要である。でなければ、QEII とは単に資産価格の浮揚だけを狙った政策だという理解を助長するし、来年 6 月に終了した後の議論を歪めてしまう。

井上<オーガナイザー>:

・QEII について、FRB は、政策手段はともかく、効果の transmission は平時の政策と変わらないと強調している。しかし、市場関係者は景気刺激効果が効きにくい点を自らの業務を通じて体感しているだけに、FRB のコミュニケーションに対してギャップを

感じているようだ。また、11 月の FOMC 声明文で dual mandate に言及したことも、コミュニケーションを難しくした印象を受ける。もっとも、米国内の専門家には、①FOMC メンバーの意見の収斂を図る、②政権に対し FRB が役割を果たしていることをアピールする、といった目的に基づくとして、意義を認める意見が多かった。

内田氏:

・今回の FOMC 声明は、FRB が mandate に強くコミットすることを印象づけた。しかし、雇用面の implicit な目標が失業率 5%の実現とした場合、実現には数年を要するとみられるだけに、目標と足許の実勢とが距離と時間の双方の面で大きくかけ離れている。この点は、中長期的に中央銀行に対する信認を毀損するリスクが大きい。もちろん、この点は FRB に限らず、「物価安定の理解」で事実上 1%のインフレ目標掲げる日銀にも共通する問題である。

・米国企業は生産性を重視するので、景気回復の初期には雇用に極めて慎重であるし、その後もパート雇用や事業所サービスに依存する傾向がある。これに続いて正規雇用が拡大する局面に入るだけに、FRB とは、失業率の水準はともかく、雇用構造に前向きの動きが確認できれば、景気回復に自信を持てるはずである。

(3) 日本の経験との比較**高田氏:**

・QEII の効果を巡る論点は、日本の 9 年前と同じである。当時の日本も、最初の 2 ヶ月は株価が上昇したので、資産効果も幾分かはあったかもしれない。今回の米国でも、現時点では直接的な景気刺激効果が限られる下で、資産効果が推計通りの効果を持つのかどうか再考する必要がある。一方、日本の量的緩和の最大の効果が円安であったように、QEII もドル安を通じた効果が期待できる。しかし、ドル安への国際的な批判が強いただけに、FRB としてもこの点を自ら封印せざるを得ない。こうして、QEII は景気刺激で何を狙った政策なのか分かり難くなっている。

・日本の量的緩和で銀行貸出を通じた景気刺激が乏しかったことも、今回の QEII と共通している。ただ、日本の場合には QEII のように銀行規制の強化という要因は存在せず、それでも、不良債務処理に苦しむ主体からの需要減によって貸出が大きく減少した面が強かった。もっとも、今回の米国では、貸出供給面に金融規制という新たな制約要因を抱えている。

・日本人には、当時の日本に向けられた疑問や批判と共通する内容が懐かしく思えるし、この間の金融政策論の進歩について再考せざるを得ない。例えば、国債買入れが term-premium の抑制を通じて長期金利を低下させるという議論には理論的のどのような根拠があるのか、あるいはイールドカーブが steep 化する中でもどの程度の定量的な効果があるかといった点を検討する必要がある。

井上<オーガナイザー>:

・日本の量的緩和の場合に、株価の上昇が短期間で消滅した理由は何のように考えれば良いか。これは、市場関係者が実体経済への効果について徐々に疑問を持ち始めたことによるのか。

高田氏:

・実証的な意味で日米両国を比較する上では、「他の条件を一定とすれば」という仮定の問題があるだけに難しい面が残る。例えば、資産価格への影響については、日本は突然導入されたので、導入後の反応が重要であったのに対し、米国では、8月から議論されてきただけに、既に市場が効果を織り込んだことが考えられる。

柳川氏:

・日本の量的緩和には、間接金融主体の金融システムであるだけに、銀行機能が損なわれた状態では効果が得られないという批判がなされた。しかし、資本市場のウエイトが大きい米国でも、QEII が十分に効果を発揮できないことをどう考えれば良いのか。

内田氏:

・今回の金融危機を全体として捉えれば、米国のような市場型の資源配分システムにも限界があったということだと思う。だからといって間接金融のウエイトの高いシステムが優れている訳ではなく、ミクロとマクロの双方の面で適切なブルーデンス政策の下で新たな金融システムを再構築しようという考え方が肯定されている。

柳川氏:

・適切な規制の下で QEII が資産価格を押し上げるのであれば、機能不全にある transmission とは別のチャネルが機能して、景気刺激効果を持つという考え方には一定の合理性があるように思える。

高田氏:

・QEII の場合、社債の発行が増加したり、クレジットスプレッドが縮小したりしている点で、日本の量的緩和よりも幅広い効果を生んでいることは否定できない。ただ、米国でも、金融危機を契機に shadow banking などが機能を失い、銀行による資金供給に対する re-intermediation が生じたことも事実であり、直接金融主体であれば全て上手く行くという訳ではなかった。

柳川氏:

・金融危機の際には、間接金融主体であっても直接金融主体であっても、最終的に銀行の資金供給に依存する点で、思ったほどの違いはなかった。ただ、回復期に入っても、金融規制の強化等の銀行貸出の制約要因が、金融仲介機能をどこまで阻害し続けるかという問題は残る。仮に、米国では資本市場を通じた経路が機能するのであれば、日本よりも経済の回復が早いかもしれない。

高田氏:

・貸出供給側にはそうした可能性もあるが、金融危機からの回復では貸出需要側も劣らず重要である。今回の米国の場合、家計の調整が進まない、資金供給側が機能を維持しても、本格的な景気回復には繋がりにくいと思う。

内田氏:

・その一方で、米国は日本と異なる人口動態を有し、「巨大な新興国」の面も有するだけに、個人消費面の潜在需要は常に大きい。だからこそ FRB は、金融引締め局面でも、先進諸国の中央銀行に

比べて緩やかなペースで利上げしながら、個人消費の反応を慎重に見極めていた面があり、個人消費の金利弾力性は決して小さくない。従って、先に述べたような雇用情勢の変化が確認されたところで、FRB が徐々に利上げすれば、消費の pent-up demand が顕現化し、景気回復のモメンタムが徐々に高まると期待される。

根本氏:

・銀行や大規模なノンバンクでは規制強化に伴って与信に制約が生ずるとみられるが、これら以外のノンバンクは、少なくとも今回は実質的な規制強化は実現していない。この点を金融システム安定との関係で問題視する向きもあるが、短期的には、銀行の果たすべき与信機能の一部を肩代わりする効果も期待できる。

井上<オーガナイザー>

・日銀による量的緩和の際には、政策効果に関する意見の相違がコミュニケーションに反映されたことが政策効果を毀損させたという批判があった。QEII に関しても、米国では同様な批判が聞かれた。FRB としては、ドル安を通じた効果を play up することは難しいし、資産価格の引上げを通じた効果も、金融危機の教訓が活かされていないという批判を招きかねず、説明が難しい。そうなると、市場からみて、FRB が想定しているメカニズムが理解しにくくなるだけでなく、景気刺激効果への不信感が生まれやすい。

柳川氏:

・QEII のコミュニケーションに関しては、FRB の意図が伝わっていないリスクに加え、市場が FRB による「表向き」の説明に拘わらず、QEII の主眼はドル安にあると思いつく懸念される。後者の場合は、「裏向き」の面で FRB と市場とのコミュニケーションが成立しているとも言えるが、金融経済が「平時」に戻った際にもこうした形を維持しうるかという疑問が残る。

井上<オーガナイザー>:

・QEII に関しては、exit policy の条件付けも論点である。内田さんが指摘された positive な循環が確認できれば、普通は金融政策を pre-emptive に運営すべきとなるが、例えば、最適金利がマイナスであるのに政策金利のゼロ制約を受けていた期間をどう考えるかといった点も興味深い。いずれにしても、exit policy のあり方如何が、中央銀行が「危機モード」を脱する上での分岐点となろう。

内田氏:

・日銀の包括緩和の中で ETF や J-REIT を買入れ対象に含んだことは大胆な決断であり、米国債に比べてリスク量が 13 倍というのも確かにその通りだと思う。しかし、实体经济に何らかのインパクトを与えるという点では、やはり買入れ額が過小との印象を受ける。

根本氏:

・日銀による買入れ決定は、J-REIT にとって久しぶりの良いニュースとして、市場関係者に好感された。ただ、AA 格以上に対象が絞られたので、投資家の買い意欲は比較的高格付の銘柄に集中した。J-REIT は、日本の金融市場で数少ない「ミドルリターン・ミドルリス

ク」の投資商品として期待されたが、株価への強い連動を含めてボラティリティが高く、生命保険や年金基金が退出したほか、商品特性が株式と債券の間ではっきりしないことが問題とされた。それだけに、日銀による買入れが投資家の参入を促すことを期待したい。

・社債市場については、日本の場合、社債のリスクプレミアムが特に大きい訳でないので、日銀による買入れの趣旨には疑問もある。日本市場では、リスクに応じたリターンが取りにくいことの方を問題視する向きも多かっただけに、市場の歪みをさらに助長しないか注視する必要がある。

高田氏:

・日銀が7年前にABSやABCPを買入れた際にも、市場関係者から同様の懸念が示されたことを思い起こせば、今回こうした懸念が再燃することも無理はない。また、中央銀行がクレジット資産を買入れるとすれば、政策金融機関との違いはどこにあるかという疑問に改めて思い当たる。金融危機のような非常事態であればクレジット資産の買入れもやむを得ないし、金融システム対策として銀行保有株を買入れることにも一定の合理性がある。しかし、今回は投資家の参入を促すことが目的だったとしても説得力が乏しい。

井上<オーガナイザー>:

・市場関係者の立場から、今回のクレジット資産の買入れを合理的に説明しようとすれば、これらの市場に生じた過小評価を是正する契機にするという、いわば為替介入に似た理由か、あるいは、市場育成のような構造的な目標を想定することになるだろうか。

(4) グローバルな位置づけ

根本氏:

・米国にとっては、自国に最適な政策を追求するのは当然であろうが、QEIIは、景気刺激策に不確実性が残るだけでなく、ドル安の副作用もある。先般のG20では政策運営を監視しあう考え方が示されたが、もう少しシステマティックな対応は考えられないか。

内田氏:

・かつてのように米国経済のウエイトが圧倒的に高い下では、米国の景気が後退すると金融緩和を通じて世界に流動性を供給し、逆に景気が過熱すると金融引き締めを通じて米国に資金を還流させることで、米国政府がグローバル経済に対する"built-in stabilizer"の機能を果たしていた。しかし、2000年代に入って米国経済の相対的な地位が低下する中で、米国は流動性を一方的に供給するのみとなり、ドルの基軸通貨のメリットを米国のみが享受している。

・世界経済のフラット化は今後も着実に進展していだけに、ドルの流動性をコントロールする金融の仕組みを考え直さないと、グローバルな経済と金融の乖離が一段と深刻になっていく。この結果、例えば、アジアでは人民元を中心とした取引圏が成立するというように、国際通貨がブロック化することも懸念される。

井上<オーガナイザー>:

・米国は、「QEIIに伴うドル安が問題ならば、各国は為替相場を柔

軟化すればよい」と反論している。このような主張も、米国が、新興国に国際通貨体制に同じ立場で参加すべきと主張している点で、世界経済のフラット化を示唆している。

内田氏:

・G20を受けてBernanke議長が提出した論文は、米国によるQEIIの正当化であり、グローバルなコンセンサスではない。確かに、購買力平価によれば、中国は自国通貨を切り上げてグローバルインバランスを解消すべきということになる。しかし、購買力平価で換算すると、米国のGDPが13兆ドルに対し、中国のGDPは既に8兆ドル近くに達しており、2015～2020年には米中の経済規模が真の意味で逆転する。この結果、米国は現在のliving standardを維持することが難しくなることも考えると、為替相場の調整だけで問題を解決するには無理がある。米国の"built-in stabilizer"の役割が失われたことを前提としつつ、フラット化した世界経済の下での、何らかの新たな枠組みを考えるべき段階にあるように思える。

井上<オーガナイザー>:

・米国と新興国の潜在成長力に大きな違いがある以上、最終的な均衡が世界経済のフラット化であること自体は否定しがたい。政策当局にとっては、新たな均衡の下で安定的なシステムを模索することだけでなく、均衡点への移行課程で安定を維持するため方策も劣らず重要な課題である。実体経済面ではこうした課程に相応の時間を要する一方、金融資産の価格は将来の均衡を織り込みながら動くだけに厄介な面があろう。

・QEIIに対して、新興国では資本規制によって資本流入に歯止めをかけつつ、国内で金融引締めを図る対応が目立つ。この点について、米国では、為替相場の柔軟化に逆行するという原則論だけでなく、新興国の金融システムの不安定化を招くとの懸念を示す向きもあった。金融技術が発達した下では資本規制の抜け道を探すことも比較的容易であるだけに、資本規制が非常に偏った形での資本流入とリスクの集積をもたらす可能性があるという訳である。

高田氏:

・米国は、1970年代以降、通貨の切り下げを繰り返してきた。これまでは日独などの先進国がその負担を引き受けたのに対し、今回は新興国に負担を求めた点で歴史的な転換点という印象も受けるが、こうした動きは理論的にはどのように考えればよいか。1970年代に金平価を放棄した際も、石油ショックがその後発生し、オイルマネーの蓄積に伴う懸念に対して、Tobin Taxのような資本規制に関する議論が注目を集めた。今回もドル安が進行した中で、新興国による資本規制が、単なるre-percussionなのか、それとも新たな国際通貨を目指す動きの端緒なのかを見極めることは重要だと思う。

・少なくとも外部からは、本年後半のFRBが金融政策をドル相場にassignしているように見える。だとすれば、FRBは、単に国内向けに"dual mandate"に基づく説明責任を果たすだけでは不十分で、関係国に対しても説明責任を果たすことが求められる。

井上<オーガナイザー>:

・金融危機が終わっても、FRB は従来の中央銀行に求められる以上の役割を担っているだけに、説明責任も拡張されることには合理性がある。もっとも、FRB の立場に立てば、財政政策の援軍が望みがたく、金融システムの機能も十全ではないという状況では、ドル安を招くような政策も貴重な手段として活用やむなしとなろう。

柳川氏:

・金融政策の海外向けの説明責任という視点は異例であるし、これまで十分に議論されていないように思う。ただ、これを実現しようとしても、現行の枠組みの中にこうしたチャンネルはあるのだろうか。

渡部氏:

・かつて、Yale 大の浜田先生が先導した経済政策の国際協調に関する議論が注目されたことがある。しかし、実際は上手く行かなかったこともあり、その後は、各国が自国にとって最適な政策を追求することが、国際的にも良い成果をもたらすという考え方が主流となっている。また、何らかの国際協調が望ましいという結論が得られても、最も大きな課題は、関係国に合意内容の実施を徹底させる枠組みをどう構築するかである。

高田氏:

・ブラザ合意の時期には、国際協調に関する議論が活発であった。国際協調に向けた議論が力を失ったことは、かつては先進国間の協調で十分であったのに対し、新興国を加えた協調が必要となったために合意形成が難しくなったことと関係しているのだろうか。

柳川氏:

・基軸通貨としてのドルが存続するかどうかは、米国が深刻な状況に陥った場合に、世界が救済する意志があるかどうかにかかっている。米国経済の破綻がグローバルにも深刻な影響を及ぼすのであれば、各国は一時的にはドル安という処方箋を受け入れざるを得ないし、これは friendly な政策協調ではないとしても、現状ではこれを全面的に拒否できる国はどこにもないのではないかと。

・もっとも、ドル安が中長期的にグローバルインバランスを修正するかどうかには疑問も残る。また、ドル安を容認するとしても、ゼロ金利下での量的緩和だけでドル安を誘導することも、限界に近づいているように見える。過剰流動性が為替に与える影響については、十分な経験の蓄積もなく、今後の効果は不透明なのではないか。

・さらに言えば、ドルを中心とした体制をいつまで維持できるかも不透明である。例えば、10 年後に米国経済の相対的な地位がさらに低下した場合は、世界の国々が米国の利害と異なる政策協調に合意することも考えられる。そうなれば基軸通貨も交替となろう。

高田氏:

・世界的にみたドルの流動性を評価するのに、米国内のベースマネーと各国が外貨準備として保有するドルを合計した「ワールドダラー」という概念を用いる向きがあるが、理論的にはどのような考え方が臨めば良いのか。一国経済の中ではベースマネーが増え

てもマネーサプライが増えない状況が認識されているのに、FRB 関係者からも、「ワールドダラー」の増加をグローバルなインフレのリスクに直接に結びつける議論が聞かれる。

柳川氏:

・経済学では、流動性という言葉を経久使ってきたにも拘わらず、理論的な分析が遅れている。私が斎藤先生と共に流動性の経済分析を纏めた際には、Tirole による流動性分析の枠組みをベースにアジア通貨危機などを議論したが、金融市場の不完全性を仮定しないとモデルが上手く機能しなかった。金融危機を経て流動性に再び脚光が当たっているが、伝統的な経済学やファイナンスに比べて、理論の成熟度がなお不完全である。グローバルな意味でのベースマネーとマネーサプライの関係や、QEII が自国の金融システムよりも新興国向けの資本フローに強い影響を与えるメカニズムなどについては、理論的に積み上げられた議論の中で解明する状況に至っておらず、様々な解釈が併存している。

渡部氏:

・FRB や日銀がマクロ経済分析に使用している DSG(Dynamic Stochastic General Equilibrium)モデルでは、閉鎖経済が前提となっており、現在のところ開放経済に拡張できていない。もちろん、この点については、世界経済がグローバル化している現状を踏まえて批判も少なくなく、例えば、2 国モデルのような形でも良いので、国際金融の要素を取り入れるべきであると思う。

内田氏:

・Basel III の下では、貸出と名目 GDP との中長期的な関係をベンチマークとして、実際の値がこれを上回った場合、銀行に追加的な資本賦課を課す方針となっている。貸出、つまりマネーサプライと名目 GDP の関係「マーシャルの K」について、何らかの最適値を導出することは可能だろうか。あるいは、マクロ指標だけで最適値を議論することは適切だろうか。だとすれば、貸出と名目 GDP との中長期的なトレンドだけを根拠に資本賦課を決めるのはやや乱暴な議論とは言えないだろうか。

渡部氏:

・マクロモデルであっても、何らかの社会厚生関数を仮定することができれば、最適な K を導出すること自体は技術的には可能である。しかし、導かれる結論は仮定如何ということになる。

井上<オーガナイザー>:

・少なくとも新興国は、経済成長の過程で GDP 成長率が非直線的に変化することも十分に考えられるだけに、過去のトレンドに基づく外挿では不適切となるリスクが少なくないように思う。

内田氏:

・インドのように 25 歳以下の人口が 50%以上を占める場合は、住宅や耐久消費財の需要拡大に伴って貸出需要が増加することは健全であり、マーシャルの K のベンチマークを一定の期間に亘って超過したとしても、特に問題にすべきではない。一方、日本のよう

に高齢化が進行する国で、住宅ローン金利が人為的に低く抑えられたために貸出が加速しているのであれば、何らかの抑制が必要かもしれない。貸出と名目 GDP というマクロ指標に照らして健全性を判断する際も、背後にあるミクロ的な要素を考慮すべきである。

柳川氏:

・シンプルな貨幣数量説では、Y を所与として、M と P が直接にリンクする世界を考えている。実際は、マネーサプライが変化する際には、金融システムを通じて Y が変化しているのであり、ここでは銀行の貸出姿勢や規制動向など、金利以外の様々な要素が複雑な影響を与える。通常のマクロモデルは、この部分を十分に考慮していない。また、マネーが増加した場合に、財やサービスの価格ではなく資産価格に影響するメカニズムを扱うことは難しいほか、国内と海外のいずれの資産に影響が及ぶかも予測することが難しい。

井上<オーガナイザー>:

・先進国では、金融技術革新によって、個々の金融資産の通貨としての性質(money-ness)が急速に変化してきただけに、マネーから資産価格という因果を考える上でも、原因と結果を特定することすら難しくなった面がある。

柳川氏:

・概念的には、開放経済のモデルを用いて simulation を行えば、何らかの推計結果を得ること自体は可能であろう。しかし、得られた結果が安定的な関数関係に基づくものかどうかを判断することは難しく、このため、当局としては政策運営に活用することができなくなってしまう。

内田氏:

・G20 で議論すべき点は、経常赤字国と経常黒字国の各々における金融政策のあり方だと思う。最大の経常赤字国である米国の金融政策の節度が失われれば、米国の赤字をファイナンスする経常黒字国が大きなコストを担うだけに、債務者にプレッシャーをかけなくなるのも当然である。併せて重要なことは monetization のリスクである。確かに、現時点では国債買入に伴う長期金利低下という positive な効果が上回っているのかもしれないが、中長期的には副作用の方が大きくなる懼れがある。

高田氏:

・日銀による量的緩和は、円安を通じた効果に加え、国債市場の安定性を維持する上でも有用であった。日本の場合、銀行貸出以外のクレジット市場が大きい中で、国債の買入は国債市場での term-premium を抑制する効果を有した。もっとも、同時に monetization によって、結果的には、市場が財政赤字に対する警告を発しにくい構造を作り上げた面もあるかもしれない。

・日本の場合は国債が国内で消化される下での monetization だが、ECB のように問題国の国債を買い進めたり、米国のように海外投資家が国債を大量に保有する下で QEII を実施したりする場合は、monetization のリスクがグローバルに拡散するだけに懸念を招きやすい。もっとも、monetization によるリスクとして、市場はインフレ

を意識しやすく、実際にも米国の 30 年債の利回りや TIPS の BEI が上昇したりしているが、実体経済の状況を考えると、直ちにこうしたリスクが顕現化するのか考え直すべきではないか。個人的には、欧州のように財政規律への影響の方が大切であるように見える。

2. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・QEII については、コミュニケーションのあり方や国際通貨体制との関連など、金融政策にとっては新しく、かつ興味深い論点を含むことが確認されたので、今後もタイミングを見ながら議論を続けて行きたい。

<追補>

今回の会合を欠席された福田氏から、上記の「(4)グローバルな位置づけ」のパートを中心にコメントをいただきましたので、以下の通り追加します。

福田氏:

・米国が金融政策をどのように運営しても、完全な変動相場制を採用している国は、その影響を遮断しつつ、自国にとって最適な金融政策を運営することができるのは言うまでもない。しかし、実際は新興国を中心に多くの国が米ドルと自国通貨との相場安定を指向している以上、QEII の効果がこれらの諸国に及ぶこと自体は避けがたい。もっとも、だからといって新興国の政策だけを批判することもフェアでなく、米国も、米ドルの国際通貨としての特権にいわば free ride し、財政規律の喪失や経常収支の不均衡に手を打たなかったことは批判されるべきである。

・新興国にとっては、米国などの先進諸国からの直接的な資本流入だけでなく、むしろ、「低金利政策の輸入」の方が問題の本質であることを考えれば、世界の過剰流動性を測る指標として「ワールドダラー」だけでは不十分であり、各国で低金利を背景に内生的に生じた自国通貨建てのマネーも考慮する必要がある。なお、資本流入によるインフレや資産価格上昇の加速を防ぐため、新興国では資本規制の強化が目立つが、もともと様々な規制があった場合は、先進国のケースとは異なり、ある程度の効果も期待できる。

・今回の金融危機の最中には、米ドル資金の流動性が世界共通の問題となったこともあり、各国当局による危機対策での連携や協調が不可欠であった。しかし、危機後は、新興国も含む各国の景気や金融システムの回復ペースや範囲が各々異なるだけに最適な政策も違って当然である。しかし、実際には経済政策の「国際協調」を巡る議論が G20 等の場で続いている。

・米国の経済的プレゼンスが相対的に低下している以上、米ドルの国際通貨としての地位に関する様々な議論—SDR の活用強化を含む—がみられるのも当然である。また、米ドルの国際的な準備資産としての機能は、ユーロだけでなく、豪州ドルやカナダドル、あるいは金といった資産へと既に分散しつつあるようだ。もっとも、今回の金融危機が示したように、国際的な決済手段としては、米ドルに

対する信認は根強い。さらに言えば、本来はユーロシステムが安定していれば、米ドルからの国際通貨のシフト先としてより強力的に機能したはずであるが、ご覧の通り、今はこうした状況にない。

・日銀による前回の社債や CP の買入れは、危機対策として致し方ない面があった。これに対し、本邦市場が危機を脱した中で開催される包括緩和による社債等のクレジット資産の買入れは、いわば財政政策そのものであるし、基金を通じた国債の買入れでは「銀行券ルール」の適用も除外された。財政当局による財政再建への取り組みが明確にならないままで、日銀が財政政策の領域に接近していくことは好ましいことでない。
