

議 題

日銀による包括緩和と国内金融市場

開催日時

2011年2月17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）
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）<欠席>
 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）<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

1. 日銀による包括緩和の運営について
2. 国内金融市場と政策の波及メカニズムについて

出席者による発言要旨

1. 日銀による包括緩和の運営について

井上<オーガナイザー>:

・日銀の景気判断は、今年1月時点では日銀が輸出や生産を中心に評価をやや引き上げた一方、市場の見方が強気の方に収束してきた印象がある。昨年10月に導入された包括緩和のうち、信用緩和の部分は、オペへの応札も総じて良好で、CP や社債の買入れ額が順調に積み上がっている。量的な部分は、共通担保オペ（固定金利）を積み上げる形で運営されているが、3ヶ月物は、包括緩和の導入に伴うO/Nコールレートの誘導目標引下げを機に応札倍率が反転上昇したものの、その後は低下に転じた。

・日銀当座預金の残高は12月に長期金利が上昇する中で増勢が加速し、平残で約20兆円と、金融危機当時（2008年9月）を上回り、量的緩和解除直後（2006年4月）に匹敵する水準となった。年明け後は徐々に減少し、足許では17兆円程度である。日銀が短期の調節に専ら用いる共通担保オペ（金利入札）の応札倍率は、年明け後に低下し、期末を控える現在もタームの長短を問わず「札割れ」が頻発している。日銀当座預金の持ち手に関しては、前回の量的緩和に比べて都銀や外銀のウエイトが顕著に低く、コール資金の取り手における外銀のプレゼンスも大きく低下した。日銀の保有国債の残高と銀行券残高の差は、年末要因が剥落した後は約20兆円に戻った。「銀行券ルール」については、資産買入れ基金による買入れの間接的影響という要素が加わったほか、市場には、来年度予算を巡る不透明性との関係で着目する向きがある。

・成長資金オペは、12月に2回目を実施された。2回目は、応札額も応札金融機関数も増加したほか、オペ対象の投融資について、

①平均年限が6年を切った、②平均金額も2.4兆円と小口化した、といった特徴があった。業種別には大きく変わらず、環境・エネルギー、社会インフラ、医療・介護・健康などが上位を占めている。

・金融市場では、名目長期金利の上昇はあったが、年間でみたGDP成長率の上昇やデフレの減速、円相場の頭打ちや株価の反発など緩和要因が目立つ。短期金融市場では、「時間軸」の効果が窺われる一方、CP買入れの影響は金利面でも発行量でも明確ではない。国債金利が上昇しつつ、超長期を中心にイールドカーブがsteep化し、ボラティリティが上昇したことは米欧と同じだが、日本の短期債利回りは相対的に安定しているようにも見える。なお、東証におけるJ-REITやETFの取引額は、包括緩和の導入された昨年10月以降、目立って増加している。また、円の実効レートは足許で若干頭打ちとなっているが、対主要通貨だけでなくウエイトの大きい対アジア通貨でも上昇に歯止めが掛かった点が大きい。

・銀行貸出の減少ペースは安定し始めたが、個人向けと地方公共団体向け以外は引き続き縮小しており、中小企業向け貸出の減少傾向にも歯止めが掛からない。マクロの信用乗数も、このところ漸減している。企業が潤沢な手許資金を抱える中で貸出需要は低迷しており、銀行の預貸率は都銀を中心に引き続き低下している。貸出金利の低下も続き、特に地銀以下の業態で貸出金利鞘の縮小が目立つ（以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明）。

福田氏:

・日銀が2009年に社債を買入れた際には、開始から数ヶ月で応札額が大きく低下したが、包括緩和の中での社債買入れでは、これ

までは応札額が高水準である。その理由の一つは、前回は A 格までが買入れ対象であったのに対し、今回は BBB 格まで拡大されているという違いではないか。S&P による過去 20 年の日本のデータに基づく分析によると、A 格では 3 年以内のデフォルト事例が皆無であったのに対し、BBB 格では相応に発生したという。海外では、格付とデフォルト率がスムーズに対応する印象があるが、日本の市場では、この 1 カテゴリーが大きな意味を持つのではないかと。

根本氏:

・日本法人の格付け別の過去のデフォルト率は、海外の同じ格付けのデフォルト率に比べて低い。A 格と BBB 格では、確かに A 格のほうが差が大きいが、非常に大きな乖離ではない。実際には、国際的な格付機関と国内の格付機関の間で、国内銘柄に対する格付に違いがあり、例えば S&P が BBB 格を付与している銘柄には優良なものも含まれる。その上で、BBB 格に占めるノンバンクや証券のウエイトが高いことを考えると、包括緩和による社債買入れでは、金融機関がこうした社債を持ち込んでいることが高水準の応札に繋がったことも考えられる。

内田氏:

・格付とデフォルト確率の対応の違いには、内外でのビジネスモデルの違いも影響しているのではないかと。日本では、私的整理のような対応も徐々に増えてはいるが、基本的にはリレーションシップ・バンキングの下で、企業経営が傾いた場合もメインバンクが支える慣行が根強い。従って、実際に両国のデフォルト率を比較すると、日本は米国の半分以下である。この点に基づき、国際金融の文脈では、金融機関がストレスに備えて保有すべき自己資本の量も本来は異なるとして主張が行われる。また、同じ格付に対する内外でのクレジットスプレッドの差にもこうした環境の違いが反映されている。

根本氏:

・確かに、日本の特に系列企業の場合には、メインバンクによる支援が相応に期待できるので、財務内容や収益基盤だけではなく、そうした支援の効果を考慮することが必要となる。ただ、格付けに必ずしもフルに反映されていないため、日米のデフォルト率の差になっている面はあると思う。

渡部氏:

・私の知る限り、経済分析の面では、こうした内外の環境によるデフォルト率の違いは考慮されていないように思う。ところで、こうした環境の違いは、社債の格付だけに反映されているのか。それとも CDS の価格にも反映されているのか。

内田氏:

・日本の民間債務の CDS の場合には、消費者金融など特定業種のウエイトが高いという特殊要因のために、海外よりもむしろスプレッドが大きくなりがちである。

井上<オーガナイザー>:

・包括緩和の中で BBB 格の社債まで買入れていることは、米欧との対比でも踏み込んだ措置であるし、海外からは、日本への金融危機の波及は深刻でなかったのに、なぜここまで対応するのかと質問されることもある。

福田氏:

・固定金利で期間の長い共通担保オペを増やしている以上、入札方式の共通担保オペに札割れが生ずることは予想されていたが、今年になって札割れが目立つようになった理由をどう理解するか。

内田氏:

・前回の量的緩和の際に比べて銀行の預貸ギャップがはるかに大きい点が、札割れの基本的な背景である。国内の資金需要が乏しく貸出は伸びないが預金は増え続けている。しかも、余裕資金の運用対象となる期近債の利回りも一時は 5 年で 0.3% を切るなど、収益面から超過準備を抱えるインセンティブは小さい。また、前回の量的緩和の際には当座預金残高に明確な目標があったのに対して、今回は目標が不明確であることや、今回はオペの多様性が失われ、短期の金融調節を金利入札の共通担保オペだけで行っているために、金融機関も繁忙期である年末に向けては応札したが、その後は消極的になっているということではないか。

井上<オーガナイザー>:

・包括緩和の導入時には、円高との関係もあって市場関係者は量的な側面に注目していた。実際、資産買入れ基金は共通担保オペ(固定金利)の移管によって規模が確保された。しかし、札割れの発生等によって量的な側面を達成していくことが徐々に難しくなっているように見える中で、政策目標をどう理解すればよいのか。

内田氏:

・前回の量的緩和の際には、外銀が円資金を調達して米欧向けだけでなくアジア向けも含むキャリートレードを行っていただけに、当座預金の持ち手としてのウエイトも大きかった。今回は、少なくともこれまでは内外金利差が拡大する環境になかった点も、当座預金という日銀の負債に焦点を置いた政策運営を難しくしている。このため、包括緩和の中では、資産買入れのような日銀の資産側によりウエイトを置いた措置の重要性が高い。

福田氏:

・米系の大手金融機関が日本でのビジネス拡大の方針を示すなど、今後は外銀による資金需要も多少は回復するのではないかと。

加藤氏:

・包括緩和を構成するメニューの選択には、政治的判断による面も推測される。例えば、CP 買入れについては、懸念されるほどのプレミアムが存在していた訳ではないだけに、市場関係者の評価も芳しいものではない。これに対し、社債や J-REIT の買入れは相応の影響を生じている。全体的に見ても、包括緩和に伴う新規部分が 5 兆円に過ぎず量的に小さすぎるという批判の一方で、買入れ

る資産としてJ-REITやETFを含むなど、質的に踏み込んだ措置として評価する向きもある。個人的にも、導入当時は円高圧力が高まる中で、中央銀行として何も対応しないのではなく努力姿勢を示す、という意味が少なくなかったように感じられる。

・共通担保オペ(金利入札)が、3月期末という資金繁忙期を前に、しかも当座預金残高が20兆円を下回る状況で、これだけ激しい札割れが生じているということは、金融機関による予備的な資金需要が極めて乏しいことを示している。日銀は、準備預金に対する金融機関の需要が既に十分過ぎるほど満たされているという事実を、もっと強くアピールしても良い。

・QE2を評価する市場関係者からは、包括緩和も、規模は物足りないが方向性は正しいという評価が聞かれる。一方で、QE2に対して批判的な人々からは、包括緩和も「お付き合い」として気の毒といった醒めた見方も聞かれる。WSJ誌は、日本では企業も銀行も潤沢な資金を抱え、国内の資金需要が乏しいことが問題の本質であるという主張を繰り返しており、こうした見方にも支持がある。

福田氏:

・資料によれば、日銀当座預金の持ち手に関してその他に目立つ点は、「その他の準備預金制度の適用先」つまりゆうちょ銀行の保有が徐々に増えていることである。

内田氏:

・ゆうちょ銀行は、前回の量的緩和の終了後に「準備預金の適用先」となったため、データに断層が存在する。

加藤氏:

・ゆうちょ銀行は、準備預金制度の対象になった当初は、金融調節への影響に配慮し、日銀当座預金残高が大きく変動しないように注意した資金繰りを行っていた。ただ、最近では、短期金融市場での運用利回りも大きく低下したので、余剰資金が生じても放置する傾向が強まっている。この結果、四半期ごとに国債の償還資金が払い込まれた後、順次新たな国債を買入れていく間などは、日銀当座預金の残高が一時的であれ高止まりしやすい。

福田氏:

・いわゆる成長資金オペに関しては、対象となる投融資案件に形式要件は設けられているが、オペの落札先の決定に際して、日銀は実質的な審査を行っているのか。政策目的とは異なる資金使途に充当されるリスクがあるのではないか。

内田氏:

・日銀は、形式要件の審査は行うが、投融資の採否に関わる審査は民間金融機関の専門性に委ね、その先は民間金融機関が責任を持って対応する役割分担を考えている。中央銀行が、これを超える領域に踏み込むのは現実的でない。

・成長資金オペに対しては、各銀行で、主要4業種について当面の期待成長経路を想定した上で貸出計画を組むといった動きも見ら

れるため、第2回で応札が増加したのだと思う。それでも、民間の立場からは、このオペが具体的に何を目標としているかが不透明であるし、通常の金融政策を超えて中長期資金の供給にどこまでコミットしてくれるかわからないだけに、第3回以降も高水準の入札が続くかどうかは不透明である。

根本氏:

・成長資金オペの対象となる投融資案件には、既存の案件について形式基準を満たす業種と読み替えたものもあるようだ。だからといって、こうしたオペが望ましくないとまでは言えないが、成長産業の育成効果には疑問も残る。より本質的に、銀行が成長産業を支援しうるかどうかは、銀行のリスクテイク能力に依存する面も大きく、再編等を通じた経営基盤の強化はこの点でも意味がある。

2. 国内金融市場と政策の波及メカニズムについて

福田氏:

・銀行貸出の相手別構成の中で地方公共団体向けが伸びていることは興味深い。広い意味のソブリン・クレジットである以上、利鞘は大きくないように思われるので、この貸出が増える分だけ貸出全体の収益性を下押しするのではないか。

内田氏:

・地方公共団体向け貸出は、指定金融機関である地域金融機関の主力業務なので、主として地域金融機関の収益性に影響を及ぼすと思われる。

根本氏:

・地銀や地銀IIの預貸率は、水準は低いものの低下ペースは抑制されており、地方公共団体向け貸出の増加と整合的である。この間、都銀の預貸率は急速に低下している。一般に、地域金融機関は小口の貸出案件への対応姿勢を維持しているが、都銀は、銀行再編が進む中で、比較的大きなロットの貸出でないと採算に乗らないし、かつてスコアリングで開拓した小口案件も、不良資産比率が上昇したため回収姿勢を強めている。中小企業向け貸出の減少には、マクロ的な資金需要の低迷も大きいですが、こうした供給面の影響もあるように思う。この点は、地域金融機関のプレゼンスが低い大都市圏で大きな問題となりうる。

内田氏:

・国内企業数が減少する中で、銀行貸出は過当競争が続いている。こうした消耗戦が続くとは考えにくく、将来は銀行再編が展望される。

・借り手企業の格差が拡大する中で、政策対応も、戦略産業は成長戦略で支援し、財務内容の弱い企業をいわゆる金融安定化法で支える二面戦略が採られている。前者には、日本企業の活動のグローバル化が進んでいる以上、国際的な視点が重要である。例えば、成長資金オペの対象として、より明示的にクロスボーダーの活動を支援することも必要である。後者には、どこかで「出口戦略」を考えることも重要である。いわゆる金融安定化法によってリスク

の高い企業への貸出を行っている以上、措置がなくなると銀行に不良資産が残される。適切な貸倒引当の実施も含めて、できるだけストレスのかからないソフトランディングを考えておくべきである。

根本氏:

・各銀行からは、いわゆる金融安定化法も含めて政策措置の先行きが不透明であるだけに、貸出の積極化に踏み切りにくいという話も窺う。一方で、成長資金オベが第2回には相当な応札を集めたように、銀行は何らかの政策誘導がないと「動かない」面もあるように思う。

井上<オーガナイザー>:

・内田さんが整理された二面戦略は、日本の金融の現状を考えると合理的な選択である。一方で、金融安定の維持のために大量の資金を供給していることが、クレジット市場でのリスクに対する適切なプライシングを難しくする結果、本来は市場で需給が見合うはずの戦略産業のための資金調達を結果的に阻害しているのではないか、という指摘も市場からは聞かれる。

内田氏:

・確かにそうした面も否めない。その点では、包括緩和が単なる資金量の拡大ではなく、J-REIT や ETF のような資産の買入れを含むことには良い面もあり、信用緩和部分を活用することが望まれる。

福田氏:

・預貸率に関しては、貸出の減少も目立つ一方、預金の増加がそれ以上に寄与しているように見える。これは、預金者がリスク資産やゆうちょ銀行への貯金から資金をシフトさせたことによるものか。

内田氏:

・近年における預金の増加には、個人もさることながら法人の寄与が大きい。法人の手許流動性残高や総資産に占める金融資産のウエイトは、いずれも歴史的に見て高水準である。その背景は、企業が、金融危機に対して手許資金を積み上げた後も、国内の設備投資を抑制してきたことである。足許で設備投資が回復しつつあるので預金の伸びも多少は抑制されるが、貸出の増加に行き着くには相当な期間を要する。家計に関しては、株価が低迷したため福田さんが指摘された資産シフトがあったほか、団塊の世代の退職に伴って退職金が銀行預金に滞留することの効果もあったようだ。

井上<オーガナイザー>:

・貸出金利鞘に関しては、先に述べたように業態を問わず低下傾向にある中で、地銀や地銀 II の低下が目立つ。これを逆に経費率からみると、都銀は貸出金利回りの低下には追いつかないが経費率の圧縮を進めてきた一方、地銀や地銀 II はこの数年間を通して、マクロ的には殆ど横ばいであった。

根本氏:

・銀行業界には、業務の IT 化や規制対応など、そもそも経費上昇圧力がある。これに対し、都銀は支店網の見直しなどを行う等によ

って経費を削減しているが、地銀や地銀 II では、再編が進まないだけでなく、人口が減少し赤字店舗が増加しても支店網の維持を重視する先が多い。これらの業態は、店舗の軽量化や代理店への移行をもっと活発化させる必要がある。同時に、地銀や地銀 II では貸出利回りの急速な低下による影響も大きく、中規模行以下では新規貸出によるネットの利鞘が望めない状況であるようだ。

内田氏:

・デフレ脱却が政府の政策目標と位置づけられ、多くの政党が日銀法を改正してインフレーション・ターゲティングを導入することを掲げる状況の下で、日銀は、「物価安定の理解」によって事実上 1% のインフレを目指す疑似インフレ目標を掲げている。包括緩和がそのための政策ツールとすれば、想定している波及メカニズムを示すことが望まれる。QE2 の場合、実際の効果には微妙な点も残るが、「ポートフォリオ・リバランス」や為替を通じた効果について、FRB は少なくとも分かりやすい説明に努めている。

福田氏:

・日銀は、政策効果の説明に関する過去のトラウマに囚われているように見える。代表的な先例として、2000 年 8 月のゼロ金利解除の際に主張した「ダム論」がある。つまり、企業収益の回復が続けば、やがて賃金の上昇を通じて家計所得が改善し、個人消費の活性化によって物価が徐々に上昇するという説明である。しかし、結果的には政策判断とともに強い批判を受けることになり、これ以降、日銀は政策効果に関するストーリーを出しながらなくなったように思う。もっとも、日本の景気回復に関して「ダム論」のようなメカニズムを想定している人は実際には少なくないように見える。

・金融政策の透明性に関しては、消費者物価の基準改定による影響も無視できない。2010 年基準への移行に伴って、消費者物価の対前年比上昇率は 0.5% 程度下押しされるとみられている。既に現時点でも、消費者物価には高校授業料無償化の影響が 0.5% 程度含まれており、日銀はこれを除く消費者物価の系列に着目しているが、基準改定の効果を金融政策との関係でどう説明するかが注目される。因みに、消費者物価の基準改定に関するパブリックコメントの半分以上は日銀関係者によるものであるようだ。

内田氏:

・消費者物価のバスケットを従来の考え方で見直すだけであれば、0.3% 程度の下押しに止まるとみられる。しかし、2010 年はエコポイントの関係で耐久消費財の支出ウエイトが高かっただけに、このウエイトで今後 5 年間のバスケットを固定すると、技術革新による耐久消費財に対する価格低下が指数に大きく影響してしまう。

福田氏:

・バスケットの問題を回避する最も簡単な方法は、連鎖方式で算出された指数をモニターすることであろう。

井上<オーガナイザー>:

・「ダム論」のような考え方に基づいて、金融政策がまずは企業部

門の浮上に最大限注力するという戦略はありうるのだろうか。また、包括緩和の中で実施されている信用緩和の発想は、金融危機の際の危機対策とは異なるのだろうか。日本の場合、金融政策の伝統的な波及経路が上手く機能しないのであれば、資産買入れの方により大きなウエイトを置くべきなのか。

福田氏:

・「時間軸」の要素を取り入れている海外中央銀行も少なくないが、デフレ脱却までゼロ金利政策を継続することを約束している点で、日銀によるコミットメントは特に強い。しかし、2005 年のように、景気が回復し始めても物価が上昇しない場合には、時間軸による政策運営は難しくなる。

内田氏:

・米国の金融政策に関しては、インフレ期待や実質金利、資産価格や為替に対する政策的な働きかけなどの面で、地区連銀総裁も含む専門家によって、経済理論に裏付けされた議論が活発に行われてきた。QE2 は、中長期の名目金利を抑制できなかったとしても、インフレ期待を上昇させ、実質金利の抑制を実現したとすれば、このルートから株価や為替に影響しているとも理解できる。

・包括緩和の場合、私自身は、量的な面よりも信用緩和の効果が大きいように感ずる。札割れの影響を措くとすれば、長めのタームの共通担保オペ(固定金利)を実行していくことで、包括緩和の量的規模は徐々に拡大していくであろうが、それが国債の利回りに及ぼす追加的なインパクトには不透明な面が残る。

福田氏:

・確かに、これまでは信用緩和が注目される面もあったが、国債の安定消化に対する注目が高まるようであれば、資産買入れ基金による国債の買入れも含めて、包括緩和の量的な側面についても焦点となっていくことが考えられる。

根本氏:

・銀行にとっては、貸出需要の低迷への対応とともに、保有国債のリスク管理も重要な経営課題である。銀行全体として多くの国債を保有しているだけでなく、金利低下局面でも国債を買い増してきただけに、多少の金利上昇がインパクトをもたらさう。かつては株式も相応に保有していたため、金利が上昇しても株価も上昇すれば収益へのインパクトを緩和できたが、銀行は株式保有を圧縮してきたので、今やこうしたバッファも期待し難い。大手行では自己資本が増強されたので対応力も高まったが、地銀以下の業態では自己資本の増強が進まない中で、利鞘の確保を狙った保有国債の duration の長期化もみられるだけに注意すべき点も残る。

・金融危機や欧州問題などを経て、格付機関に対して格付基準の透明性向上を求める声が強まったため、格付機関では、定性的な要素を加味することが少なくなかったソブリン格付について、定量的な指標による matrix を開示するようになってきた。こうした基準が厳格に適用されると、欧州諸国だけでなく、日本の国債も格付の

水準が一段と見直されるリスクもある。

加藤氏

・出張した中国では、GDP で日本を抜いたことが報道されていたほか、日本の財政の sustainability への懸念を示す新聞記事も意外に多かった。これは、日本に対する海外の関心を象徴している。

内田氏:

・国債金利の上昇による評価損失リスクの影響を業態別にみると、おおまかに言って約 8 割が公的金融機関に、残りの 2 割が民間金融機関に生ずる。金利上昇がギリシャのような極端な形で進行すればともかく、経常黒字国で想定しうる程度の金利上昇であれば、マクロ的には民間金融機関も対応しうるのではないかと。公的金融機関の中でも、公的年金にとっては金利上昇も望ましい面があるが、それ以外の公的金融機関に対する影響には不透明な面も残る。

・国債金利の上昇による影響としては、流動性リスクにも注意する必要がある。民間金融機関は日本国債を資金調達担保として広範に活用しているので、国債価格の下落によってヘアカットが生ずると、資金調達に量的な制約が生じ、ひいては企業向け貸出も抑制せざるを得なくなるなどマクロ的な影響が大きくなる。この場合、日銀が、市場価格ではなく自己資本比率規制における 0% のリスクウエイトと整合的に、額面の 100% で評価するという担保政策を実施すれば、民間金融機関の流動性リスクへの影響を抑制できる。

根本氏:

・金利上昇による民間金融機関への影響は全体的には manageable であり、当局も比較的詳しい情報を持っているだけに処方箋を考えやすいとも言える。ただ、マクロ経済の視点からは、借り手への影響を考慮することも大切である。銀行貸出で増加基調を維持しているのは個人向けであるが、その大部分を占める住宅貸付の場合、近年は足許の低金利に影響されて変動金利物のウエイトが上昇している。従って、長期金利が上昇すれば家計に負担を与えるし、住宅貸出の質が劣化して民間金融機関のバランスシートに跳ね返る。また、金利水準が全般に上昇した場合に銀行預金がどのような動きを見せるかも、金融自由化後の経験が乏しいだけに注意する必要がある。地銀や地銀 II では、これまでは固定的であった預金をコア預金と見なし、負債の duration を実質的に長期化することで中長期国債の保有を増やしてきた面もあるので、適切なストレスシナリオによるチェックが必要である。

渡部氏:

・日本の金融機関は、duration のリスクを適切に管理していると理解して良いか。

内田氏:

・大手行はストレステストを行って、金利リスクや流動性リスクの影響を推計している。例えば、政策金利が 1% を超えて上昇すれば、預金からの資金シフトによる資金調達面でのストレスは無視できな

くなる。しかし、その際には日本の景気も強いはずなので、銀行の収益基盤も強化されており、dis-intermediation にも対応しようと思われる。もちろん、实体经济が改善しないままで長期金利が上昇したり、国債価格のボラティリティが上昇したりすれば、日本の金融機関への影響は大きくなる。

・大手行では 20 年債や 30 年債への投資は限界的であり、ベースラインはあくまでも残存 2~3 年物である。もっとも、地域金融機関の間では、貸出減少による収益低下に対応するため、より長い国債への投資を増やす動きもあるようだ。その際、コア預金として認定する部分を増やすことで ALM を運営するということは、現在の金利環境が中長期的に継続することを暗黙のうちに前提としている。この前提が崩れても、景気が拡大していれば、貸出の回復も含めて金融機関の収益性や自己資本は増強されており、負の影響を吸収しうる蓋然性が高いことになる。

福田氏:

・近年の財政状況を見ると、新発国債の発行額を減らしていくことも難しいように見える。日本の金融機関による新発国債へのスタンスはどのように考えられるか。

内田氏:

・国内貸出の需要の推移に依存する面が大きい。同時に、家計が銀行預金への資産配分を維持し続けるかどうかも重要である。これが低下すれば、国債保有に伴うコストやリスクのバランスが変化することになる。

根本氏:

・大手行の場合、外貨建資産の取得に伴う為替リスクを避けるために外貨調達を行っているが、何らかの理由で外貨調達から円投にシフトするようになれば、日本国債への投資スタンスに影響を及ぼす可能性があるのではないかと。

内田氏:

・大手行による円投は、基本的には、国内顧客の海外展開に伴う資金調達ニーズに対応するための円のバランスシートの活用という位置づけである。そこで、日本の金融機関が日本国債を担保として外貨資金を調達できる仕組みを、日銀がアジアなどの海外中央銀行との為替スワップを通じて実現するといった対応が考えられる。こうした仕組みは、円資産を活用した外貨調達の円滑化という意味で日本にとって意味があるだけでなく、アジア諸国にとってもハードカレンシーである円とのスワップを確保するという意味で、国際金融面でのストレスに対する備えの一つとなる。

井上<オーガナイザー>:

・クロスボーダー取引における担保の役割を含め、日本国債を国際金融取引の上で事実上必要なツールの一つにすることができれば、海外からも日本国債に対する安定的なニーズが生まれることを通じて、結果的に日本国債の安定消化に繋がらう面がある。

内田氏:

・資料にあるように、昨年は対内証券投資の中で短期債の買入れが目立ったが、主要な担い手は海外通貨当局であったと言われる。世界の外貨準備が徐々に通貨構成の分散化を進める中で、日本のソブリン債を相応に保有してくれるのではないかと。IR 活動の成果に期待するだけでなく、準備資産や決済手段として日本国債を保有してもらう仕組みを組み込んでいくことも重要である。

・アジアには成長の著しい金融市場も数多く存在するが、法的な面も含めてインフラが強固であり、安心して資金運用できる市場として東京が見直される面もあるかもしれない。同時に、世界経済が順調に回復すれば、海外へのエクスポージャーの大きい日本企業の収益は、国内の低金利による下支えもあって大きく改善するという意味で、日本株が見直されていく面もあろう。

福田氏:

・ただ、新興国ではインフレ加速に対する金融引締めの下で株価が不安定化し、米国の投資家が本国回帰の動きを見せるなど、市場関係者は世界の景気拡大に強気一辺倒ではなくなった。

根本氏:

・国債の安定消化にとっては、国内貯蓄の最大の持ち手である個人も重要である。今年償還を迎える個人向け国債は、ロールオーバーの比率が低下するとの見方が強いが、新たに発行される 3 年債への需要は比較的強いとも聞く。これまでは、銀行預金との競合への配慮もあって、個人向け国債の年限の短縮化には慎重であったが、本日議論したように銀行預金は極めて潤沢であることを考えると、今後はより柔軟であっても良いように思う。

加藤氏:

・包括緩和は、長めの金利に働きかけるという趣旨を掲げていただけに、12 月に長期金利が上昇した際には、収益面で苦しい状況にあった市場関係者から日銀への批判が目立った。加えて、TB の入札金利が上昇したために、日銀は 12 月中旬には警戒姿勢を強め、資金供給を目立って増やすようになった。同時期には米国の長期金利も上昇したが、FRB は国債買入れのオペを淡々と続け、短期市場への対応はみられなかった。つまり、日銀の政策運営は短期金利の安定が出发点であり、結果として長めの金利に影響を及ぼそうという考え方を維持しているのに対し、同様な政策目的を、長期国債の買入れという direct な方法で追求するという異なるアプローチを採っている。

内田氏:

・日銀は、短期金融市場に働きかけることで、結果的に 2 年程度の金利までに影響を与えることを目指すが、5 年超の領域は財政当局の守備範囲であって踏み込みにくい、という暗黙の理解が市場には存在する。これに対し、FRB や BOE は期間の長い国債を買入れることで、より長い期間の金利に直接的な影響を与えようとしている。日銀の場合、当座預金残高の調節による短期金利のコントロールという形で負債側が焦点となる一方、FRB や BOE では国

債買入れという形で資産側が焦点となる。こうした違いは政策哲学の違いを反映しているのであろうが、そろそろ、政策哲学の違い自体の背景まで遡って考えることも重要である。

加藤氏:

・BOE の国債買入れは、市中発行残高の年限構成に合わせて実施されているので、保有国債の平均残存年限もかなり長くなっていると思う。日銀が期間の長い国債の大量買入れに踏み切らないのは財政政策の領域に踏み込みたくないという意向の表れだと思う。

福田氏:

・日銀の対応の背景には、円滑な exit の可能性を確保したいという意向も強いのではないかと。中央銀行として自然な考え方であるし、前回の量的緩和が特に後半は短期と信の積み重ねによって行われただけに、2006 年の終了後も短期間で平時を回復できたことを誇らしく思う様子も窺われる。exit をあまり考慮しないと割り切れれば、期間の長い国債の買入れにも積極的になれる。

井上<オーガナイザー>:

・市場関係者の中でも QE2 に批判的な方々の間では、長期国債を市中売却することは容易でないだけに、FRB が利付定期預金やリバースレポといった手段を用意しているといっても、FRB が考えるほどうまくいくのかどうかに関する不透明性への指摘も聞かれる。一方、内田さんが整理された日米の政策哲学の違いは、金融政策の波及メカニズムの違いとどう関係しているか。

内田氏:

・短期金融市場を起点とした金融政策の波及が難しいという理由で、他のメカニズムの活用を考えるアプローチはありうる。一方で、中央銀行として伝統的な波及メカニズムの活用には拘り、場合によってはその活性化を図るアプローチもあり得る。いずれにしても、考え方を整理すべき段階に来ている。さらに、包括緩和が円高圧力の中で導入されただけに、資金量の相対関係が為替相場に影響を与えるか、こうした関係が経常黒字国でも成り立つか、といった点も含めた評価に基づく政策運営を考えないと、海外が徐々に金融政策の正常化に向かう中で、日本には展望が開けない。

根本氏:

・今年の G20 では、QE2 を巡る昨年の議論を踏まえ、経済政策のクロスボーダーでのスピルオーバーが焦点の一つと言われる。これから日本と海外の間で金融政策運営の違いが明確になっていくとすれば、その影響も焦点になると考えて良いか。

加藤氏:

・現在の金融環境は 2004~6 年の時期に似てきた。当時は、FRB は measured pace ではあったが金利引上げに動いたが、日銀は 2006 年の 3 月まで量的緩和を続けていた。その際にも、オーストラリアやニュージーランドは、日本が超低金利政策を続けているために、日本からの大量の資本流入が生じ、為替の増価や資産価格の上昇などを招いていると不満を表明していた。

福田氏:

・これは、ちょうど円キャリー取引が盛んであった時期に当たる。今回も、諸外国が先に金融政策の正常化を進めれば、為替相場に下落圧力がかかり、日本にはありがたい面がある。もちろん、日本の金融政策の正常化が遅れるのは、そもそも金融経済上の問題が残っているからであるだけに、必ずしも喜ぶべき状況でもない。

2. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・今日は包括緩和を巡るトピックを取り上げたが、日本における金融政策の波及メカニズムの現状や、これに応じた政策運営など、興味深い論点が提示された。これらは次回の会合においても、新たな視点も加えつつ議論することとしたい。

<追補>

今回の会合を欠席された高田氏から、上記の「2. 国内金融市場と政策の波及メカニズムについて」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。

高田氏:

・金利上昇に対する金融機関への影響は基本的には限定されたものであり、金融機関経営において国債を中心とした債券投資に依存した状況が続かざるを得ない。過去を振り返れば、2003 年には世界的にも金利が大きく反転し、日本では長期金利が 0.4% 台から 1.5% 以上まで急上昇し、いわゆる VaR ショック(バリュー・アット・リスク・ショック)とされた。日本の金融機関のリスク管理対応が類似するなか、相場の変動を加速するプロシクリカルな動きが生じやすい特徴をもつ。今後も、いずれ日銀がエクジット方向に向う局面では、こうした変動が再び生じるリスクは否定できないだろう。昨年後半にもミニ VaR ショックとされた面も存在した。

・2003 年段階に比べて、日本の銀行の資産の質と自己資本の厚みは大きく改善した。ただし、保有債券の金利リスク量を 2003 年と比較すると大幅な拡大になっており、加えて、金利リスクと逆相関の資産である株式の保有量が大きく低下しているのも事実である。それだけに、今後、日銀がエクジットに向う場合には国債市場の安定や金融機関経営への配慮、同時に国債管理政策的な側面も念頭に置く必要がある。また、規制面でも、バーゼル III において、流動性規制上は国債保有がプラスに働くが、レバレッジ規制は場合によっては国債の保有に制約が加わる場合もあるだけに、日本として実情に即した制度対応に十分な配慮が必要である。
