

議 題

オープンフォーラム第1部：震災後の課題と政策対応（金融市場からの視点）

開催日時

2011年5月24日<15時10分～17時10分>
マーケットコンファレンス 2011（共催：リッキーマーケットソリューション、協賛：東京金融取引所）
として開催

出席者

江川由紀雄（新生証券調査部長チーフストラテジスト）
翁 百合（日本総合研究所調査部理事）
加藤 出（東短リサーチ取締役チーフエコノミスト）
中島雅之（東京金融取引所執行役員営業部長）
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）
柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）
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. 復興に必要な金融仲介機能
2. 国債市場の安定の維持
3. 中央銀行の危機対策

出席者による発言要旨

1. 復興に必要な金融仲介機能

翁氏：

・今回の津波の被害は広範囲にわたり、住民の方々は住宅も仕事場も失う深刻な状況に置かれている。同時に、多くの中小企業の資金繰りが悪化しているため、短期的には、被災地の個人や中小企業への支援にどう対応するかが課題である。

・金融機関に求められる役割は、個人や零細企業に対するものと、中堅中小企業に対するもので異なるし、具体的な被災度合いによっても異なる。また、他の災害、例えば阪神・淡路大震災の際にはそうした対応はなかったという議論もあるし、地震保険の付保の有無も勘案すべきであろう。それでも、深刻な影響を受けた個人や零細企業には債務減免を行う必要もあるし、融資を通じて生活を支援し、社会の安定維持に最大限協力すべきである。これに対して、中堅中小企業には、当面の資金繰りを支えて倒産の防止を図る必要がある。

・その際の政府・日銀の役割としては、第一に、新規資金の融資で民間だけでリスクを取り切れない場合に、日本政策金融公庫などがサポートすることがある。第二に、被災地の金融機関による資金調達の円滑化がある。日銀は、既に被災地の金融機関を支援するためにオペを実施しているほか、担保適格要件も緩和している。こうした取り組みは、系統金融機関のような小規模な先まで資金のオペラビリティを拡大する点で大きな意義を持つ。第三に、被災地の金融機関の自己資本強化がある。日本の金融機関は、マクロ的には比較的健全であるし、預貸率も低下しているため、今後の

資金需要に応えうる状況にある。しかし、被災地の金融機関は債務減免などに対応すると結果的に赤字に転ずることもありうる。自己資本が毀損した金融機関に、金融機能強化法をどう手直しして対応するかという課題がある。既に同法に基づく申請の意向を示す先もあるが、こうした先には公的資金を投入して地域の金融システムを支えることが必要になる。

・一方、中長期の視点から被災地の経済成長につなげていくためには、中堅中小企業の事業再生のための長期資金やエクイティ性の資金が必要になる。負債性の資金は民間金融機関や公的金融機関で対応する面があるが、エクイティを出す投資家が少ないことが心配される。既に民間から集められた義援金を活用するか、阪神・淡路大震災の際の復興ファンドのようなものをつくるといった工夫が必要になる。また、実際の資金供与の際には、事業再生に関する目利きの機能が発揮されることが求められる。すなわち、その企業の実態をきちんと把握してどの事業を伸ばすべきかを見極め、それに即して債務を再構築することが必要であり、中長期に亘って企業の発展をバックアップしていく必要がある。

・その際の政策的支援としては、民間のエクイティ資金を集めてファンドとして活用したり、事業の目利きができる人材を被災地に集中的に集めたりするほか、企業に対する金融支援のガイドラインを作ることも必要となろう。復興が進むにつれて長期資金ニーズは確実に拡大するだけに、被災地の主力産業であった農業や水産業、製造業とともに再生するための対策を金融面から支援することが求められる。もちろん、政府や地方自治体による復興ビジョンを基

に事業再生の計画が立てられるので、まずは、ビジョンの早期策定が求められる。

根本氏:

・議論を整理するためには、金融機関を被災地の金融機関とそれ以外の先の2つに分けることが有用である。後者は、幸いにも比較的健全な状況にあって、直接の影響はそれほど大きくない。これに対し、被災地の金融機関に関しては、私どももスタンドアローンという政府支援を前提としない格付の面で、東北のいくつかの金融機関の格付を引き下げた。各金融機関は大変な苦勞をされているが、厳しい環境にあることは間違いない。例えば、ある地銀が計上した特別損失は貸出の約 160bp に相当し、我々の想定を上回った。これは、リーマン・ショック後の大手銀行(70bp 程度)の倍以上であり、当該先の過去 4 年平均の 4 倍という規模である。民間金融機関には復興を支える役割が期待されるが、その主体が大きく傷んだり、活動拠点となるコミュニティが喪失したりしている場合には、果たしうる役割にも限界があるようにも思う。例えば、全てが失われた町に工場や商店を建てるといっても、集約化を含む様々な案が出ており、復興に着手しがたい状況にある。同時に、借り手の財産が全て喪失し、担保がない中で貸し出すことも考えると、金融機関の能力を超える面もある。加えて、特に地銀の場合、金融危機後の金融円滑化などによって、ある意味では隠れた不良債権が積み上がる状況にあった。さらに、東北の金融機関はそもそも厳しい収益環境に置かれていた。貸出需要が少ないだけでなく、少子高齢化の影響を強く受けている地域として、店舗配置等の面で経費率が高かった。

・こうした中では財政の関与が必要であるし、政府が明確なビジョンを示すことが求められる。また、政府が企業や個人の二重債務を買い取るといった前例のない措置も必要ではないか。もちろん、民間金融機関もコストを分担する必要があり、その決め方が課題である。これに対し、民間金融機関が支払猶予や返済期限延長に応ずることもある程度の効果はあるが、先送りにすぎず限界がある。キャッシュフローを生むことが難しい事業にこうした措置を講ずると、何年後に金融機関が大きな痛みを被ることになる。一方、公的資金による資本増強はプラスだが、金融機関にとってはいざいざ返さなければならない資金であって、一時的な措置にすぎない面もある。結局は、金融機関がどのように収益を獲得するかという問題に行き着く。今回は非常事態なので、一時的に政府が税金や預金保険料を免除するといった強力な手段を通じて、金融機関に収益を補填することも考えられる。

・中長期的には被災地の経済力を高めることが重要となる。現地の金融機関の収益状況には地域経済の抱える人口の高齢化や産業構造の変化といった問題が反映しているので、こうした地域に対しては、町の集約化や漁業等の効率化を伴うような効果的な投資を行うことが大切ではないか。地域金融機関も中央銀行も、そのためのアイデアを出していくことも一つの重要な役割であろう。同時に、地域金融機関は経営効率の改善に努める必要がある。

柳川氏:

・翁さんと根本さんが指摘された中長期の対応にはほとんど異論がない。つまり、経済の効率性や成長性を高めていくために、民間の人材やエクイティー資金を活用しながら、金融機能を活用して事業再生を進めていくことではないか。

・これに対して、短期の対応には注意すべき点がある。今回は、債務者も金融機関も直接的には当事者の責任ではないことで大きな被害を被っただけに、救済すべきであるという意見が強くなる。ただ、具体的にどのような支援にすべきか慎重に考える必要があり、何が目的なのか明確な基準を持つべきである。

・また、金融取引を歪ませる形で支援すると、金融機能をむしろ低下させる点にも注意が必要ではないか。債務免除や債務買取りは当事者の方にはプラスも大きいですが、副作用も大きくなりうる。金融システムに不安があるとか、地域経済に深刻な影響があるといった、きちんとした合理性を議論すべきではないか。具体的な支援のあり方にも工夫の余地がありうる。例えば、二重ローンを抱えて再建が難しい方々には、債務免除をするよりも義援金の積増しや補助金の支給を行い、それを元に借入れを行って再建できる方々にはそのように促す形にすれば、金融取引の歪みは比較的少なくなるのではないか。併せて、自己破産の制度を使い勝手の良いものにする選択肢も恐らくあり得る。現状では、自己破産するとその後の経済活動に強い制約がかかり、結局は生活が立ち行かなくなる。そうであれば、むしろ自己破産後の活動あるいは恒常的に特別な手当てをしても良いかもしれない。

・根本さんも指摘されたように、大震災以前から経済成長力や金融機関の収益性に不安があったところに無計画に資金を投入すると、こうした問題を温存してしまうことになりかねない。支援は支援として目標を明確にして実施する一方で、金融取引は金融取引として行うことが望ましい。

江川氏:

・復興のための金融仲介機能としては、まずは、被災者や被災企業に対する資金供給がある。民間金融機関の立場からは、リスク負担をどう考えれば良いか、あるいは営利事業として成り立つか、といった点が気になる。本来、財政政策や政策金融の分野で考えるべき課題ではないか、という気もする。また、柳川さんが指摘された金融取引の歪みという副作用を考えると、中央銀行がミクロの資金配分に深く関与することは望ましくないことになる。同時に、国の政策あるいは財政政策がなすべきこととそうでないことを明確に切り分けて議論していくことが望ましい。政府の対応が必ずしも迅速ではないだけに、民間金融機関が本来の役割でない役割まで求められる状況になってきているという印象を受ける。この点は、根本さんが言及された、被災地以外の金融機関における債務免除の問題といった点にも関係する。

中島氏:

・今回の震災では、金融機関による預金払戻等に関する便宜措置

が当日の夕刻には発動され、ATMを通じた現金供給も概ね円滑に行われるなど、預金者によるパニックを生じなかった。また、資金決済や証券決済のシステムも取引所も、全て正常に機能した。

・ただ、今回の震災の特別な点は、やはり原発の影響である。放射能に汚染された地域については、再び居住することの健康上の問題だけでなく、経済活動をどのように立て直すかという課題がある。被災者への債務免除といった対応も必要であろうが、そもそも、都市機能の集約や産業の振興に向けた地公体や国による社会インフラ投資による面が大きいように思う。従って、根本さんも指摘されたように、まずは国や地公体が被災地の復興に関するビジョンを示すことが必要である。その中で可能なビジネスが見えてきた段階で、地域金融機関がその役割を発揮するというのではないかと。その際には、小規模な金融機関の再編も併せて進めるべきかもしれないし、公的金融機関の機能の活用も必要となろう。

加藤氏

・震災後に宮城県の石巻市を訪問した際に、地元企業の経営者の方々のお話を聞く機会があったが、税金を使って救済してもらえば、国内外の競争の中で維持可能なビジネスモデルに転換することができるよう、いろいろアイデアが欲しいという話があった。自宅も工場も流されている社長さんが、単に元に戻しても数年で赤字というのでは意味がなく、将来への成長期待につながる復興を求めておられることは印象的であり、支援といっても単なるばらまきが求められている訳ではないようだ。一方、二重ローン問題は相当深刻なので、何らかの対応を取らねばならないと強く感じた。ただ、「日本政府は派手にばらまきをやっている」という印象を海外投資家に与えないような規律や時限的な制約、あるいは柳川さんが指摘された民間資金の活用といった工夫の必要も感じている。

井上くオーガナイザー：

・本日の会合では、いつもの「金融市場パネル」に比べて議論のキャパシティを広げているが、被災地の復興のあり方自体を論ずることは「パネル」の趣旨や目的を超えるように思うので、こうした点は所与として議論を続けてゆきたい。

・多くの方が金融取引の歪みというポイントを挙げられたが、先日、監督当局でかつて高官として活躍された方にお目にかかった際に私も同じ点を指摘された。我が国の銀行法は、「信用(秩序)の維持」となるので「金融の円滑」も目標としてきちんと掲げているというのである。前者は現在の表現でいえば「金融システムの安定」であるが、後者は多くの方が指摘された「金融機能の発揮」に当たる。つまり、金融取引が民間のビジネスとして成り立ち、実体経済活動を支える形できちんと機能することを指すそうである。

・この間、市場機能の維持という点では、金融危機以降、中央銀行の役割に関する理解がグローバルに変わってきているように感じる。つまり、市場機能を何とか支える、あるいは早期に回復させるための措置は、監督当局や場合によっては財務当局との共同作業ではあるが、広い意味での「セントラルバンキング」に含まれるの

ではないか、ということが徐々に議論されるようになってきた。

翁氏：

・柳川さんが指摘された点は重要であり、信用保証制度は現にこの問題を抱えている。つまり、金融危機に対する政策措置の一環として制度が強化されたが、現在利用している先には、建設や土木など全体として効率性の低迷に苦しむ業種が比較的多く、その結果として金融機能の低下が言われている。公的金融や債務保証、あるいは債務減免もそうであろうが、財政的な関与を持ち込むとどうしても歪みを伴う。その歪みをいかに小さくしながらやっていくかが、今後の重要な視点であると思う。

・債務減免は、基本的には復興の将来像が見えていなければできないということも、中島さんのご指摘通りだと思う。中堅中小企業であっても、将来の絵が描けて初めて、こうした設備投資が必要であり、債務を減免しても、財務リストラによって新たな事業を伸ばさせていけるという絵が描ける。ただ、本来は、こうした原則を零細企業や個人にも当てはめなければならないことも理解できるが、今回のように被害の大きかったケースに対応する際にどういう基準を適用するのかが、これからの難しい課題だと思う。

根本氏

・私も柳川さんが指摘された市場規律との両立が重要であると思う。ただ、日本は災害の多い国なので、今後も、こうした課題に直面し続けることになるのではないかと。例えば、阪神・淡路大震災の際には、兵庫県の貸出の半分を当時現地に拠点を置いていた都市銀行が供与していた。一方、今回の被災地をみると、岩手県や福島県では都市銀行は殆ど活動していない。このため、今後も地域金融機関に大きな負荷がかかることになるし、経済復興を支えてもらう必要もあるだけに、政府が何らかの特別な支援措置を行っても良いのではないかと考えられる。その一方で、江川さんが指摘されたように弊害も現れつつある。例えば、日銀が被災地の金融機関の支援などで踏み込んだ対応を行い、それが積み重なって負荷を高めることも問題であるだけに、役割分担を行う必要がある。

2. 国債市場の安定の維持

中島氏：

・海外では、日本の財政赤字が地方政府等を含めると既にGDPの200%を超えており、欧州問題国より厳しい状況にあるという懸念も強い。一方、国債市場の安定性については、ギリシャやアイルランドに比べて相当に高いとみられている。家計が1400兆円もの金融資産を保有し、国債の95%が国内投資家に保有されていることや、マクロの貯蓄率も低下してきたとは言え5%程度ある点が認識されているのだと思う。また、日銀の低金利政策もあって、長期国債の利回りが1%台で推移している点も大きいように思う。

・大震災の前には、我が国でも需給ギャップが縮小し、企業収益の改善が進む中で、直ちにというわけではないとしても1年先には日銀も利上げに踏み切るとの見方が短期金利に織り込まれ始め、私

どもに金利取引を再開したいという問い合わせが結構入っていた。また、景気回復に裏打ちされた金利上昇が財政規律に対する注目を集め、それが構造改革につながることを期待する向きもあった。これらのシナリオが大震災によっていったん消えた状況にある。

・国債市場の安定を維持する上では、第一に、海外からの国債に対する信認が次第に重要になっていくように思う。震災直後にも、海外投機筋の間では、復旧や復興のための財政支出が急増するために長期金利が上昇し、株も円も下落するという相場が出現するとの期待が高まった。しかし、こうした思惑は短期間で沈静した。一方、欧米の機関投資家の間では、一般的なケースと同じく、日本も震災後にインフラ投資などによってV字回復するし、これに伴う長期金利の上昇が先に述べたメカニズムを通じて構造改革を促すとの期待もあった。しかし、こちらも震災後1ヶ月を過ぎた頃から退潮していった。震災の直接的な影響に海外勢のこうした落胆が加わったため、本邦所在の外資系金融機関ではシンガポールや香港などへの人材流出のペースが上がり、本邦拠点の縮小や閉鎖という話も耳にする。こうした状況が続くと、国債金利が動き始めた際にも、海外勢による取引の受け皿となるはずの東京でのデスクが機能しないのではないかと心配もある。

・一方、アジア諸国の見方には若干違う面がある。米国経済の先行きへの不安や欧州問題国の影響に対する懸念を背景に、また円高が進む中で、円資産への資産配分を少しずつ上げてきただけに、日本国債に対する関心はむしろ欧米よりも強くなっている。もちろん、特に韓国や中国は、震災との関係では放射能汚染が自国に対してどのように及ぶかを心配していて、日本政府の情報開示に対して強い不信感を抱いている。経済的影響に関しては、日本からの部品供給に依存する面も大きいので、日本のサプライチェーンの回復に期待している一方で、代替需要によって恩恵を受けている面もあり、中国ではGDPで日本を一層引き離すことができるといった見方もある。後者の面が強まると、アジアも日本抜きでやっていけるという意識が強まり、日本離れが加速する中で、日本国債に対する関心も再び低下していくかもしれない。アジアに対して日本のビジョンを示し、プレゼンスを維持する努力をしていくことは、国債市場の安定維持の面でも大事ではないか。

・国債市場の安定を維持する上でより重要な第二の点は、税収の確保である。歳出の半分も税収で賄えない状況では、景気が多少後退しただけでも財政バランスを大きく不安定化させる。また、震災後に消費マインドが後退したことも、消費税の税収を引き下げただけに無視し得ない影響を持つ。企業に関しても、もともと流通などのサービス業も含めてアジアを中心とする海外への進出が活発化していたところ、震災後は製造業による生産拠点のシフトが加速するとみられる。これによって企業収益は増加するが、日本の課税所得は明らかに減少するはずである。景気回復が進まないなかで財政状況が悪化していくと、国債への信認低下による「悪い」金利上昇のシナリオの可能性が高まり、それまでの時間的猶予も着実に短くなるという懸念が強まる。従って、我々は残された時間の中

で構造問題にどう取り組むかが問われる状況だと思う。

柳川氏:

・国債市場の安定確保に関して申し上げたいことは1点だけであり、つまり、日本の将来の政策に対する信頼性をどこまで担保できるかに懸かっているということである。日本国債が現在のように安定を維持しているのは、まじめな日本人は最終的には財政問題を何とかやりくりできるであろうし、そのための政策の実行力はあるだろうという信頼性によるものであろう。

・中島さんが指摘された通り、日本国債の殆どは国内で保有されているが、海外の市場参加者が大きく動揺する結果、国内投資家の心理状態に波及するようであれば、やはり、日本国債の市場もかなり不安定化する。日本経済が抱える構造問題は相変わらず解消されておらず、誰がみても数年後には一層の悪化が予想される。そういう中で将来の政策に対する信頼性を確保する上では、震災対策やこれに関する情報開示の面で、国民の信頼性が相当落ちていくという議論がある点は心配である。日本国債により直接的な関係を持つ財政支出の面でも、政治家からは復興資金に関してかなり大盤振舞いの発言が出てくる状況になっている。何でも支援すると言われれば、被害者の立場からはありがたいことではあるが、その資金は政治家個人が負担する訳ではないので、結局は税金に跳ね返り、それでは不十分となれば国債の増発となる。そういったコストが検討されないまま、救済の議論だけが進んでいるのが現状ではないか。

・いずれにせよ、国債市場の安定維持のためには、日本政府は今すぐ何ができるかという問題ではなく、将来に対するコミットメント、あるいは将来の政策対応に関するアイデアを、国債市場や国民に示していくことが必要だと思う。例えば、税と社会保障の一体改革の議論から何らかの方針を打ち出すことができ、消費税の議論も進むようであれば、それは将来に対するコミットメントとして、十分に有効であろう。ただ、将来に対するコミットメントには政治決断が相応に必要なので、現実としては難しいかもしれない。このため、何らかの知恵や工夫を出しているというメッセージを少なくとも出しておく必要がある。なお、この点に関して中央銀行としてやれることは限られるし、現状では難しいように思う。このため、少なくとも長期的には、財政面で歳出の削減などを進めることが肝要となる。前回の「金融市場パネル」では、復興資金に民間資金を呼び込む工夫が必要ではないか、といった議論があったように思う。本日の先に議論した民間金融機関に対する公的資金の注入にも、財政支出の用途や工夫を示していくことが不可欠である。

翁氏:

・柳川さんが指摘されたコミットメントは重要だと思う。復興財源を議論する上で重要なのは、不要不急の歳出を削減した上で、現役世代に負担が偏らない形でどのような税を課すのかという点である。その上で、国債発行のようなファイナンスを考えなければならぬ。もちろん、その際には民間資金との分担という観点も大切で

ある。これらの全体を議論する際には、短期的な視点だけでなく、長期的な視点からの財政健全化のイメージ財政収支はこのように推移し、名目 GDP 比の債務残高も現実的な仮定の下でこのように安定していくというものを必ずはっきり示す必要があるのではないか。これまでは 95%の国債を国内で消化してきたが、かねて言われているように、高齢化とともに家計貯蓄は趨勢的には減っていくであろうし、震災に伴って企業の資金需要が中長期的には増加し、民間分門全体の貯蓄超過を減らしていくのではないかと、といった点も、日本国債の償還可能性を考える上で常によく見ておかなければならない。

根本氏:

・今回の決算を見ても、民間銀行の抱える金利リスクが増加している。一昨年から去年にかけての動きよりは緩やかであるが、貸出が減少し預金は非常に増えているので、国債の保有高も増えているし、特に地銀ではデュレーションも増えつつある。この間に財政状況が悪化したことを考えると、金利リスクへの懸念がかなり高まっている。さらに、有価証券の含み益が減少し、震災後に銀行の収益環境に不透明性が増しているだけに、何らかの理由で長期金利が急上昇したらどうなるかというシミュレーションは当局も行っているであろうが、政策対応も考えておく必要がある。

・弊社は、震災後に日本国債のアウトルックをネガティブにしている。例えば、金融資産や流動性資産を除く国のネットの債務は、2005～7年頃は GDP 比でみて 80%以下で推移してきたものが、2010年度には 115%に達し、2013年には 140%を超えるものとみている。世界の中でも悪化の度合いが突出しているため、海外投資家は懸念している。それでも国債金利が低位に抑えられているのも、私としては、日本が評価されている訳ではなく、単にデフレで低成長であるからに過ぎないと思っている。また、将来の政策に対するコミットメントも重要だが、弊社は政策の実行能力に注目している。例えば、アメリカは、4月にアウトルックがネガティブとなったが、財政赤字に加え、政策実行の遅れが大きな要因だ。一方、イギリスの場合は政策遂行力がポジティブに評価されている。ここでの政策遂行とは、財政をバランスさせることだけでなく、経済成長戦略を明確に打ち出すことだと思う。

加藤氏:

・中島さんが言われた海外の評価という意味では、中国政府が4月に日本国債を買い増したことに、中国証券日報が「火中の栗を拾う」として批判的な論陣を張っていたのが印象的であった。かつては、我々が日本の財政に関して悲観的なことを言うと、中国のエコノミストは、対外純資産の大きさを考えればそんなに心配しなくてもいいはず、と言ってくれた。しかし、中国の名目 GDP が日本を抜いた頃からは、彼らも上から見下すような目線に変わってきて、日本国債は大丈夫かという話も聞こえるようになり、今回の震災を経てそういう見方が強まっているように見える。ただ、中国が日本国債を大量に抱えている訳ではないので、売りを仕掛けてくることにはならないし、政府は外貨準備の分散を図りたい面もある。我々

は、アジアの代表としての中国によるこうした見方も意識しつつ、復興資金の使い方に関する規律を考えるということではないか。

江川氏:

・根本さんのコメントの中で、先進諸国の財政状況の比較があったが、日本だけではなくアメリカも財政赤字が GDP 比 10%近いので、その点では日米両国ともかなり厳しい状況にあると思う。

・また、低金利は低成長とデフレが大きな理由ではないかという議論があったが、少なくとも現象面では、長期金利に限らず金融資産の価格は需給で決まる面が強い。現在は、国債も地方債も社債も大して変わらない利回りで取引されている状況になっている。国債の長期金利は、潜在成長率と期待インフレ率を足上げて、それにリスク・プレミアムをプラス・マイナスしたものであると説明される。そこで、現在の 10年国債で 1.1%台という金利を、潜在成長率、期待インフレ率、リスク・プレミアムに分解すると、それぞれのコンポーネントはどうなるのかという疑問が浮かぶが、リスク・プレミアムが大半であるのかもしれない。

中島氏:

・根本さんが指摘された国債市場の不安定性に関する懸念には同感である。ただ、いずれにしても重要なことは、その前に構造問題に対処していくことではないか。震災が発生してしまった以上、その経験を無駄にしないという意味で、構造改革に切り込む最後のチャンスとして活用することを期待したい。根本さんが指摘されたように、素材や環境の分野で戦略産業を育成したり、福祉関連のビジネスでもきちんと収益の上がる構造を作ったりすることで、税収を上げる工夫をいかねなければならない。同時に、対内投資に対する優遇策を取るとか、国内投資を活性化するように金融税制を早く見直すといった対応も必要となろう。もちろん、これまであまり手が付かなかった社会保障関係の支出の見直しや消費税の段階的な引き上げのように、我々自身が応分の負担をしていく面についても、もう少し声を大にして言っていく必要がある。政策遂行能力の面では、「ねじれ国会」という制約があるのは事実であるが、財政の中長期的な健全化にとって最後のチャンスに近いという点を、民間側からも強調していく必要があると感じる。

柳川氏:

・根本さんから日本の政策遂行能力に関する指摘があったが、財政再建だけでなく経済成長戦略を含めて、将来にわたってきちんと政策を遂行、運営していくことのできる政府であるという信頼性を確保することが不可欠である。その意味では、今回の震災後の局面を活かすこともできるし、より大きな問題に直面するリスクもある。震災後にどのような政策が打ち出せるのかということも、国内外の投資家の方々、あるいは日本国民、さらには投資家でない海外の人々も注目している。その中で、何もできずに財政支出だけが膨らむというのでは、ネガティブなシグナルだけを発信することになり、一番やってはいけないことである。そうなりそうなりリスクもあるが、我々みんなで声を上げて、将来に対する適切な展望を伴う正しい

政策遂行能力があることを見せるよう促すことが大切ではないか。

井上くオーガナイザー：

・あるエコノミストの方に教えていただいたが、阪神・淡路大震災の時点では国債残高の GDP 比率は約 75%、公債依存度は約 30% であったそうである。これらが現在どうなっているかはあえて申し上げないが、その意味で、過去には考える必要のなかったリスクも今や意識しなければならない。また、大震災は大変不幸な事態であったが、その経験が無駄にしないという点では、そこから何ができるかを考えるべきであろう。財政問題の先行きについて、私自身はむしろ楽観的に考えている面もある。財政再建に携わっている方々は規律を持って対処しておられる。また、日本の前回の金融危機でも、2000 年台初頭の最も厳しい局面では官民の当事者が危機感を共有することで、それまで困難と思われていた対応が進んだ印象を持っている。従って、日本人は追い込まれば強い協力が生まれ、様々な知恵が出てきて動くし期待しても良いのではないかと。ただ、今や気持ちだけではだめで、実際の遂行能力を示すことが求められる点も、皆様のコメントから明確に伝わってきた。

3. 中央銀行の危機対策

加藤氏：

・震災当日の 3 月 11 日は金曜日で、発生時間も午後 3 時前であったので、多くの銀行は既に資金繰りにめどがついており、補充貸付の急増だけが目立った。週明け 14 日からは、日銀が空前の規模の資金供給を開始したほか、同日の金融政策決定会合で包括緩和による資産買取り額を 5 兆円から 10 兆円へと増額した。これらによって、国内の短期金利は見事に抑え込まれた訳であり、阪神・淡路大震災の後にオーバーナイト金利がある程度上昇したことは対照的である。CP の発行金利もほんの少し上がっただけに止まり、投資家から「これだけの危機だからもう少し金利が上がるほうが自然」という声が出る程であった。ニューヨークのマネーブローカーによれば、震災直後には、米国の MMF などが邦銀の CD の買入れ期間を短くして、エクスポージャーを調整する動きも散見されただけに、日銀としても邦銀の資金繰りを不安視する見方が広がることを避けたいという意識もあったかもしれない。いずれにしても、良く言えば、1997 年の金融危機以降の経験を通じてノウハウが蓄積され、近年ではリーマン・ショックもあってブラッシュアップされたので、日銀は危機の際の資金供給技術では世界一の中央銀行ということになるが、悪く言えば、日本はいかに長い間危機に陥っているかということにもなる。

・日銀による資金供給は、オーバーナイトを基本としつつ、それを連日ロールオーバーする形で行われた。メディアはこれらを単純に足し上げて報道していたが、資金が翌日には回収された上で再び供給されるのであるし、オペのオファー金額は市場の需要を超過していたので、実際はオファー金額の累計ほど資金が出回っていた訳ではない。しかし、日銀がそれを意識していたかどうかを別としても、巨額の資金供給を行っているという印象を与えるアナウンス

メント効果を有した面があった。このため、海外のエコノミストの間では、日銀が財政のマネタイゼーションを始めたと理解する向きもあった。期末を超えて 4 月に入ると、日銀が資金供給スタンスを維持しても、超過準備に対する銀行の予備的需要が徐々に後退するに連れて当座預金残高が緩やかに減少し、一時期 40 兆円を超えていたものが現在では 20 兆円台後半になった。ただ、減少ペースは意外に遅いという印象を受ける。個別先にもよるが、大手銀行も念のために準備預金を厚めに持っているように感じる。一方で、3 月に日銀の大胆な資金供給を評価した人の中では、量的緩和姿勢が後退したと誤解されることも考えられる。

・今後の課題として、日銀による CP 買入れが市場規模対比でかなり大きいだけに、市場機能を歪めるリスクがある。日銀は是が非でもノルマ達成のように実行するのではなく、例えば、FED がかつての MBS やエージェンシー債の買入れの際に市場の様子に応じて買入れ額を調整したように、市場機能の状況をみながら柔軟に運営すべきであろう。また、日本の場合は、危機対策から exit することが難しく、いつの間にか、景気対策の性格も帯びながら長く続けてしまう傾向があるので、時期尚早かもしれないが、この点も気を付けていく必要がある。

・日銀による復興国債の直接引受けについては、海外投資家で「日銀は FED のようにアグレッシブに国債を買入れるべき」と主張する人ですら警戒感を持つだけに、止めておく方が良い。これとは別に、日銀は従来からの輪番オペなどを通じて国債を市場から買入れしており、その額は累積してきている。普通は、当座預金目標が所与の下で、長期国債の買入れが累積すると短期の資金供給オペを減らして良いはずであるが、日銀は包括緩和の下で 30 兆円の共通担保オペの実行をコミットしているので、あるところまでいくと短期の資金供給オペも減らなくなる。こうして、当面は、日銀当座預金の残高が高水準で推移するため、レポ金利の上昇が抑制される結果、いわば間接的に債券市場をサポートする面もある。この点は、政治との関係でもタイミングが難しいが、金利の正常化との関係で問題となりうる。

江川氏：

・日銀の包括緩和によるクレジット資産の買入れは、昨年 10 月にアナウンスされた後、12 月から開始され、さらに震災後の 3 月 14 日に枠が拡大された。導入時の大義名分は、各種のリスク・プレミアムの縮小を促すということであった。

・J-REIT と ETF の買入れは 2 つの意味で画期的である。第一に、不動産や株式といった、中央銀行としてはバブルを心配するような資産の価格形成に直接に影響しようとしたことであり、第二には、日銀法で業務として認められていない分野にまで、政府の認可を取って乗り出したことである。日銀による昨年 10 月のアナウンス直後から影響がみられたのは J-REIT の価格であった。東証 REIT 指数はそれまで 900 前後で推移していたが、アナウンス後には 1,000 台へと明確に水準が切り上がった。ただ、実際に買入れが

開始されたのは 12 月であって、価格の動きはそれを先取りしていたし、4 月末までの日銀買入れ残高は 197 億円に過ぎないだけに、アナウンスメント効果による面が大きい気がする。株価についても J-REIT ほどシャープな動きではなかったが、日経平均株価でいえば 9,000 円台だったのが 1 万円台になったという効果はあったようにも見える。また、日銀による J-REIT の買入れが価格形成を歪めた、ないしバブルを発生させたという批判は当たらない。常識的に考えて、1,000 台という REIT 指数の水準はバブルではないし、PBR が 0.8 倍、配当利回りが 4% 台後半から 5% であることをみれば、むしろまだ割安感がある。その意味で、日銀による買入れは市場の正常化に寄与できているように思う。

一方、社債や CP の国債対比のスプレッドは、リスク・プレミアムの抑制が必要なほど拡大していたかといえば、実態は全く逆で、もともとタイトな状態から日銀による買入れが開始された印象を受ける。昨年の秋以降、地方債の対国債スプレッドは 1 桁台であるし、AA 格の事業債や銀行社債の対国債スプレッドも 10 ベーシスないし 20 ベーシスで推移してきた。このため、市場の関心は日銀が買入れる銘柄は何かという点に集まった。特に、日銀がリーマン・ショック後に社債の買入れを行った際には A 格以上が対象であったが、今回は BBB 格まで拡大されただけに、消費者金融や半導体企業といった銘柄を買入れるかどうかに関心を集めたが、結果的には期待外れに終わった面がある。

震災直後の 3 月中旬には、クレジット市場全体が水準感を失っていた状況であった。4 月以降は社債発行も再開したが、市場の関心は原発事故が発生した電力会社に集中してしまった。現状では、電力以外の業種の社債スプレッドは震災前とあまり変わらない水準にあり、電力債のみが落ち着きのない動きになっている。社債市場における電力債のプレゼンスは大きく、総残高 60 兆円のなかで先に挙げた会社の社債は 5 兆円を占めている。今後、電力会社による起債は限定的なものになると思われる、こうした状況が続けば投資家の需要は電力債の代替として地方債や財投機関債等に移っていくことも考えられる。ただ、この問題は電力会社の支払い能力に関する不確実性を払拭していくことでしか正常化できず、その役割は中央銀行が担うべきではない。

欧州と日本は、米国と違って間接金融のウエイトが大きく、企業や家計に対する信用仲介が銀行のバランスシートを介して大規模に行われている。また、日本では、直接金融である社債や CP の市場でも銀行の取引が大きいという特徴がある。こうした構造の下で、リスク・プレミアムによって損なわれた信用仲介機能を中央銀行が支えようとするのであれば、金融機関の資金調達とかりスクテイクを促す手法を考えてはどうか。そういう意味で、参考にしたいのは、ECB が、リーマン・ショックの翌年である 2009 年から一時期実施した、カバードボンドの買い取りである。カバードボンドは、日本でいえば銀行社債のようなものであるが、現在、邦銀はカバードボンドを発行していないし、仮に発行しても日銀の適格担保にはなり得ない。なぜなら、日銀は自らの取引先の債務を適格担保にしないとい

う原則を維持してきたからである。しかし、将来、邦銀がカバードボンドを発行することがあれば、適格担保や買入れ対象にすることを考えて良いのではないか。

翁氏:

・加藤さんが指摘されたように、日銀の資金供給は市場の安定化に大きく寄与したと思う。また、被災地の金融機関に対する資金供給オペについても、商工中金や信用金庫、信用組合、労働金庫、農林系の系統金融機関が応礼しているので、被災地の金融機関に直接的に資金が行き渡るという効果を持っている。一方、J-REIT や ETF については、マーケットのマインドに与えた影響が大きかったように思う。J-REIT の市場規模は現在約 3 兆円であるが、日銀は震災後に買入れ枠を 500 億円増やしている。こうした信用緩和の直接的な効果は大きくないとしても、マインド面での効果が出ていると思う。これに対して、国債については資産買入れ基金にもまだ余力がある。国債引受けに関しては、現在の欧州問題国の状況などを見ても、財政規律が弛緩するというメッセージになりかねない点で注意する必要があるほか、常態化してしまうリスクがある。

根本氏:

・日銀による社債買入れは、規模としてはそう大きなものではなく、直ちに市場を歪めることにはならないように思う。その一方で、江川さんが指摘されたように、もともとリスク・プレミアムが大きかった訳でもないし、日銀が今後も買入れを続けることで一段とスプレッドを縮小させてしまうことが考えられる。現在の日本市場では、リスクに見合ったスプレッドを獲得できなくなっていることが問題である。私が担当している銀行業界でも、貸出の利鞘が継続的に下がってきている。ある地銀の情報開示によれば、大企業や中堅企業向けの貸出は、資本コストや経費を差し引くとマイナスであって、住宅ローンや中小企業向けの貸出からわずかに利益が出るような状況にある。その上に、加藤さんが指摘されたように、危機対策の exit がなかなかできないのであれば、低スプレッドで耐えている状況もかなり限界に近いように感じる。このため、銀行がリスクをとって事業性の貸し出しを伸ばす意欲が弱まっている面がある。

中島氏:

・日銀は短期金利を見事に抑制したし、江川さんが指摘された電力債の問題も、日銀による社債買入れによってマインド面では緩和されている面がある。これらの点では、日銀の資金供給はうまくいっている。もっとも、日銀のこうした危機対策が、いわば「ドラえもののポケット」のようになっていて、何か問題が生ずる度に日銀に対策を依存する傾向が随分強まっているようにも感じる。江川さんが示唆されたように、日銀の本来の役割ではないところまで求められる状況に入りつつあることが懸念される。この点で、おそらく次に議論になるのは、国債の直接引受の話になろうし、個人的には何としても防ぐべきであろうと思うが、本当に節度が保てるのかどうか問題になろう。

柳川氏:

・多くの方が指摘されたように、震災後の日銀の流動性供給はうまくいったと思う。ただ、加藤さんが提起されたように「正常化」に向けたプロセスに課題を抱えている。つまり、震災後に日銀が大量の流動性を供給したことの理由について、多くの人々は、市場機能の回復を図ることだけでなく、震災地域の救済対策が含まれていたと理解しているのではないかと。従って、こうした人々は、市場機能が回復すれば日銀の役割は終わるとは考えず、震災地域の復興が進むまで対応を続けることを求めることになる。このように、日銀が大量の資金供給をどこまで続けるのかという議論が十分詰められておらず、最終的には経済復興だけでなく、景気対策にまで話が繋がってしまう。政策措置の目的を明確にすべきではないか。また、クレジット資産の買入れ強化は、国債引受を避けるために日銀として最大限可能な線を出したものであると、個人的には理解している。ただ、中島さんが指摘されたように、「そこまでできたのだから、まだ先に進めるはず」と理解されるリスクもある。日銀としては、震災によって政治的にはますます難しい状況にあるのかもしれない。

・江川さんが説明されたように、日銀によるアナウンスメントによって資産価格が動いたのであれば、政策としては成功している一方、効果はだんだんと減衰していく面がある。例えば、ある種の裏切りの形でのアナウンスメント効果は1回しか使えない。そこまで極端でなくても、市場は政策措置を先取りして先に取引をしているが、結果的には期待したほどの政策措置が採られなかったとすれば、初回ほどのアナウンスメント効果は出てこない。従って、アナウンスメント効果の実効性や政策措置自体の持続性などを踏まえながら、中央銀行が将来どのような手段を活用していくかについて慎重に議論すべきである。なお、社債市場に関しては、日銀の買入れが安定化に結果的に寄与している面はあろうが、そもそも相当なプレゼンスを有する電力債の発行が難しくなった結果、社債に供給制約とも言える問題が生じている。こうした構造的な問題をどのように健全化していくのか真剣に考えないと、安定性の維持をいつまでも日銀に頼る訳にはいかないと思う。

加藤氏:

・震災直後の3月14日に開催された金融政策決定会合後の総裁記者会見で、出席していた記者が、資産買入基金の増額が5兆円では「しょぼいのではないか」という質問をされたことが印象に残っている。5兆円という規模は、FEDのよる”QE2”の規模が6,000億ドルであることと対比すれば「しょぼく」見えるかもしれないが、日銀による過去の金融調節と比べて「しょぼく」はない。また、日銀にかつてケチャップを買うことを助言したとされるFRBのBernanke議長も、4月のFOMCの議事要旨によれば、FEDのバランスシートからMBSをいかに外すかという議論を行ったようである。米国の金融市場が完全に安定化した訳ではないが、FEDとしては、市場がある程度落ち着いてくると、バランスシートに載せる資産を米国債だけにしたいというスタンスが意外と強いという印象を受けた。それに比べると、日銀がJ-REIT、ETF、社債、CPなどそれなりの

リスクを伴う資産を買っているのは、それなりに際立つ話だとは思いう。その上で、これが「頑張っている」という評価に繋がるのか、「もっとやれ」という声に繋がるのかを注意して見ていく必要がある。

江川氏:

・震災後の日銀による資金供給としては、被災地の金融機関を支援するためのオペも導入されている。これは、昨年開始された「成長基盤強化を支援するための資金供給」と基本的には同じスキームであって、金融機関が一定の要件を満たす貸出をするのであれば、0.1%で1年物の資金を供給するというものである。しかし、金融機関は資金調達に困っている訳ではない。金融機関が1年物の資金を市場調達すれば約0.3%のコストがかかるところ、このオペを利用すれば日銀から0.1%で借りられることを考えると、このオペは資金供給というより、少なくとも結果的には金融機関に補助金を与えるという政策金融に近い役割を担っているのではないかと。

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間となったので、これで第1部を終了する。
