

**議 題** 国内金融市場と日銀の政策対応

**開催日時**

2011 年 12 月 16 日 <15 時 00 分～17 時 10 分>

**出席者**

内田和人 (三菱東京 UFJ 銀行 執行役員円貨資金証券部長)  
 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 理事)  
 加藤 出 (東短リサーチ取締役 チーフエコノミスト)  
 北村行伸 (一橋大学経済研究所教授) <欠席>  
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員チーフエコノミスト)  
 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) <欠席>  
 柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科教授)  
 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 IT イノベーション研究部長<オーガナイザー>)

## 主要論点

### 1. 金融市場の状況について

#### 出席者による発言要旨

##### 1. 金融市場の状況について

###### 井上<オーガナイザー>:

・前回会合でも指摘のあった欧州の短期金融市場のストレスは、Euribor-OIS スプレッドが 2008 年末頃のレベルに拡大するなど、一段と高まっている。対照的に、国内の短期金融市場は安定を維持しているほか、クレジット市場でも、特殊要因を除けばストレスの兆しはみられない。銀行貸出は、大震災後の予備的な資金需要が落ち着いた後に一旦は弱含みとなったが、地公体向けと個人向けに支えられる形で再びフローの増加がみられ、全銀ベースで前年比プラスに転じた。もっとも、昨日公表された短観をみても、企業の資金需要には変化はみられない。

・この間、国債市場では、ドイツ国債の利回り上昇を契機に、先月下旬にかけて市況が弱含む局面もあったが、短期的な動きに止まったようだ。また、銀行部門の預金の増加傾向には変化が見られないので、預貸ギャップの面から見た国債の中長期的な消化余力は維持されている。なお、欧州問題国の国債の動きについては、①ポルトガルに対する市場の見方が厳しくなっていること、②スペインとイタリアについては、今月の EU Summit を経て、市場も一旦は様子見の状況にあること、といった点が特徴である。一方で、ハンガリーが IMF に支援を要請したことに象徴されるように、クロスボーダーの資金引き上げなどを通じて、ユーロ圏のストレスが地理的に拡大する兆しを見せている点も懸念される。

### 2. 日銀の政策対応について

#### (1) 国際金融市場の動向について

##### 加藤氏:

・11 月末に主要な中央銀行によるドル資金オペの金利引下げが実施されたが、市場の不安心理が完全に後退した訳ではない。特に Euribor-OIS スプレッドは 2008 年春のベアー・スターズ破綻の頃より高く、インターバンク市場での資金の流れは不十分である。

・この間、FRB は「オペレーション・ツイスト」を淡々と実行し、資産も負債も総額も横ばいで推移している。より長い視点で QE2 以降に FRB が供給した資金の行方をみると、結果として外国銀行に流れている。外国銀行は供給された資金を FF やレポを通じて 0.1%ないしそれ以下のコストで調達し、FRB に預入れることで 0.25% の利息を得たのであろう。こうした事実は、「QE2 で供給した資金が新興国やコモディティー市場に流れた」という解釈と整合的でない。市場では、QE2 に比べて「オペレーション・ツイスト」の効果が乏しいという思い込みが強いが、米国でも中央銀行が供給した資金が経済に回る状況ではない。FRB のその他預金一主として GSE による預け金である一にも、2008 年以降はしばしば残高が残るようになった。半年程前までは、市場金利が低下した際に GSE が運用を見送ることが主因であったが、夏からは GSE が欧州系銀行への与信を絞る一方、代替的な与信先である米銀も預金保険料の負担等もあって受入れに消極的であるためではないかと推察される。

・ FRB によるディスカウント・ウインドウ(プライマリークレジット)の

先週の利用残高は 3.93 億ドルと前週比で急増した。リーマン・ショック直後に比べてかなり少額ではあるが、欧州系銀行によるドル資金調達にはまだ不安定さが残る。同様にドル資金供給オペの残高も、先週は 543 億ドルに増加し、過去 1 年で最大となった。欧州でも、ECB による MLF(ロンバード貸出)の利用残高も増えている。ただ、先日の政策理事会で 3 年物の LTRO の導入や担保基準の大幅に緩和を決定したので、市場のストレスが和らぐ部分もある。ECB による預金ファシリティーの利用残高も、7 月頃から変動しつつ増加しており、金融機関は資金を市場で運用せず ECB に預ける動きを強めている。このため、先に述べた 3 年物の LTRO についても、こうした傾向を一層助長するとみられる。

・結果として、主要な中央銀行の資産規模は大きく拡大した。しかし、欧米では、金融不安の中で实体经济を刺激するところまでゆかないし、日本も、資金需要が弱い中で「流動性の罫」の状況にある。

**内田氏:**

・欧州危機を背景にグローバルに予備的なドル資金需要が高まっている。これに対し、主要な中央銀行が FRB とのスワップ協定に基づくドル資金供給オペを実施しているが、実際には、米国議会による情報開示圧力や海外銀行への支援に対する批判などもあって、「スティグマ」が発生している。このため、FRB の政策対応によってもドル資金の流動性が容易に改善する訳ではないという見方が、金融機関による保守的な資金繰りに繋がっていると思う。いずれにせよ、欧州情勢が落ち着かない限りは、ドル資金の逼迫と FRB への大量の資金滞留という状況に変化は生じないのではないかと。

**井上<オーガナイザー>:**

・「スティグマ」が残存しているにも関わらず、足許ではドル資金オペの利用が増加しているということは、市場のストレスがそれだけ高まったということか。また、QE2 が結果としては金融機関の資金繰りを助けたのであれば、危機対策としての意味あいも含めて再度活用する可能性はあるのか。

**内田氏:**

・ポイントは、米国がグローバルな意味でも中央銀行としての役割を果たすのか、米国の国益に基づく金融政策を行うのかということだと思ふ。米国内には、QE2 が外国銀行を助けたとして、各国中央銀行によるドル資金オペの相手先まで開示すべきという議論もある。FRB としては、グローバルな金融市場のストレスも米国経済に影響を及ぼすという認識にあるが、米国内にこのような批判がある限り、QE3 は米国経済がよほど変調しない限り難しいように思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・米国の政治情勢を描くとすれば、FRB が国際金融システムを支える役割を担うことは、米ドルが国際通貨であることと本来は一体であるように思う。海外から見れば、「突然に、米国の国益を持ち出されても困る」ということではないか。

**加藤氏:**

・FRB は、リーマン・ショック後に TAF を導入したが、結果的に欧州

勢も多く利用したことが、のちに議会で批判された。また、ドッド・フランク法によって、FRB による緊急的で例外的な資金供給を定めた連邦準備法第 13 条の(3)がかなり制約を受けることになったので、2008 年のようなショックが起きても機動的に動けない面もある。その意味では、QE2 という形を採りながら結果的に欧州系銀行の流動性対策になったのは、まさに結果オーライだったということではないか。また、外国銀行が FRB に資金を預け入れことで 0.25% の利息を得ていることも、米国内では、「なぜ、納税者の負担で欧州系銀行に利息を払うのか」ということになりやすい。

**井上<オーガナイザー>:**

・逆に言えば、FRB が QE2 を終了したことが、結果的には市場のストレスに拍車をかけた面があったかもしれないということか。

**内田氏:**

・ただ、因果関係としては、あくまでも欧州の金融危機によって米ドルの流動性危機が起きているのであって、欧州が健全であれば、そもそもこうした事態には陥らなかった。

**翁氏:**

・米国の QE2 や英国の量的緩和については、流動性供給による景気刺激効果を強調する分析もあるが、結果として中央銀行の準備預金が増えただけであれば、長期金利や銀行貸出といった伝統的な波及経路ではなく、金融政策に関するシグナリングや信認といった微妙なメカニズムに依存しているようにも見える。その意味でも、FRB の次の一手がどのようになるかは大変興味深い。

**井上<オーガナイザー>:**

・QE2 についても、实体经济への効果は判然としないが、金融システムの安定には確かに寄与するという点で、日本の量的緩和に対する多くの方の評価と似てきたような印象も受ける。

**内田氏:**

・ただ、資金の流れが途絶えると経済活動に深刻な打撃が生じるという意味では、QE2 も实体经济に対する意味あいも大きいように思う。また、グローバルな視点では、確かに FRB の役割は重大であるが、ECB など海外の中央銀行とより密接に連携しつつ、金融危機をある程度 pro-active に検知しながら政策対応を進めざるを得ない。しかし、どうしても政治的な要素が入り込みやすく、結果として、各々の国益を優先しがちになる。

**加藤氏:**

・米国の大統領選では、共和党の候補者がバーナンキ議長を激しく批判している。保守系の人たちも、ウォール街救済に大量の資金を投入して、FRB も「大きな政府」の一翼を担っているとの批判を展開しており、2014 年のバーナンキ議長の再任は難しいという見方も多いようだ。FRB が、QE3 でなく「オペレーション・ツイスト」を選択したのも、こうした政治環境に配慮した面があったと思う。従って、さらに流動性供給が必要になった場合にも、「家計の住宅ローンの負担を軽減する」という大義名分の下で、MBS 買入れの方を行うのではないかと。

**根本氏:**

・米国の銀行の流動性はかなり改善しているので、流動性が制約になって貸出が伸びないのではなく、借り手の質の問題や金融規制の方がより重要な制約になっている。来年に向けても状況は悪化するとみており、G-Sifi に指定された米国の大手銀行は一時的な余裕はあるが-24~30兆円の自己資本積み増しが必要であり、資産削減で達成しようとするれば資産の1/3も落とす必要が出てくる。さらに、米国内では、総資産500億ドル以上の金融機関には自己資本の追加的なバッファが求められることになる。なお、欧州危機の影響に関しては、確かに米国銀行の欧州系銀行に対する直接のエクスポージャーは少ないが、欧州系銀行が資産売却に走れば、米国銀行にも間接的に保有資産の評価損をもたらす。

**柳川氏:**

・Pre-emptiveな危機対策として流動性のクッションを設けておけば、大きなストレスに対応しうるし、現時点ではそれが大切であることも理解できる。しかし、こうした対応にはデメリットも恐らくある。例えば、流動性のバッファがあるために、金融システムに生じた問題が正しく認識されず、政策対応が遅れる可能性がある。本質的な問題を伴わないショックに対してだけクッションが働くのであれば良いが、本質的な問題によるショックにもクッションが働くと、世の中が適切に方向転換できなくなる。この点を欧州に即して言えば、とにかく流動性を供給しておけば、金融システムとして大きなショックを吸収しうる。ただ、最終的には欧州の金融経済を何らかの形で着地させなければならないと考えると、コストを抑制しながら欧州を変えていく必要がある際に、流動性を潤沢に供給するのが良いことか、どの程度に止めるのが良いのかは重要なポイントであるように思える。私自身としては、欧州で流動性を供給し続けることが、欧州危機を真の意味で救う手立てにはならないという気もするし、どこかで大きな問題をあぶり出さないと変わらないように思える。

**内田氏:**

・米国は「清算主義」の考え方の下で一気に損失を切り出し、結果的にはコストが低かったと思う。これに対し欧州は、リーマン・ショックの際には会計基準を変更し、「バッドバンク」と「グッドバンク」を分けて、10年程度の期間にコストを均霑することで対応しようという考え方だったのである。しかし、ソブリンリスクの高まりという大きなうねりの中で、こうした戦略が崩れたということではないか。

・現時点で、市場が念頭に置いているのは欧州を如何にソフトランディングさせるかであり、例えば、イタリア国債の利回りを5%以下に抑制するためには最低でも1兆ユーロが必要であり、これをいかに市場の信認を得ながら調達できるか、あるいは、欧州以外の国々やIMFがどこまで資金供給で貢献しうるかが焦点となっている。その背後では、今や、クッションが失われると巨大なコストが生じるような段階まで来ているように思う。

**(2) 国内市場の動向について****加藤氏:**

・国内の金融市場の状況は、欧米とは大きく異なっている。確かに、

日銀による固定金利での共通担保オペも、一時は、金融機関の応札意欲が弱まり、資金供給が維持しうるかという話もあったが、最近では応札がしっかり入っている。欧州情勢が不安定化する中で、金融機関には長めの資金を調達する意識があるのであろうが、日銀は予備的な資金需要以上に資金を供給しているので、無担コールやレポの金利も落ち着いている。CPの金利も、今年3月に上昇した後は日銀のオペによって抑制されており、銘柄間格差も平時より小さい。日銀による資産買入れは、来年末までに目標額を達成することになっている。長期国債の買入れは、度々引上げられたので現時点の達成率は低いが、順当に上昇するであろう。CPも既に90%台に乗り、これまでのペースを維持するであろう。社債は最近札割れが生じているが、投資家の側に優良銘柄を残したいという意向が強いのであろう。資産買入れの趣旨はリスクプレミアムの圧縮にあったが、それ自体があまりみられない。今後資産買入れ基金を増額する場合には、長期国債が中心になるであろう。固定金利の共通担保オペも、市場が落ち着き超過準備への需要が低下すると、残高の維持が難しくなる。

**内田氏:**

・日銀による資産買入れのうち、CPや社債は限界に近く、社債と国債やCPとTBの利回りが逆転するといった状況にまで陥っている。足許では、当座預金残高が足許で30兆円を下回ったことで、資金取引がなんとか正常化してきた。日本は世界から隔離された状態にある一方で、日本銀行が過剰な資金供給を続けていることで、市場が欧米とは逆の意味で歪んでいるということではないか。

**加藤氏:**

・財政に関する日本国内の議論は大きく割れている。高齢者で金融資産を多く蓄積された方の中には、財政赤字を大変心配される方がおられる。一方で、最近では、デフレである限りは財政赤字を膨らませれば良く、国債は日銀が国債を買い続ければ良いという声もますます強まっている印象も受ける。長期金利が安定しているからこそ、こうした議論が力を得る面もあるので、適切な警告が必要かもしれないが、いったん動き出すと止まらなくなる難しさがある。

**根本氏:**

・日本の銀行貸出の残高前年比がようやく水面上に現れたが、リーマン・ショック後の回復が剥落し、その剥落分による影響が減衰してきたのが実情であり、前向きに増えている印象は受けない。資金需要が旺盛なのは海外、特にアジア市場である。この間、預金については、リスク回避の強まりとともに堅調に増加しているようだ。

・REIT市場の関係者によれば、大震災後には日銀の買入れが心理的な下支えになったが、最近では買入れペースが落ちており、日銀が買入れ資産の質を重視する姿勢が伺われるだけに、市場として反応しにくくなっているし、買入れ対象がAA格以上なので、こうした格付の発行だけがサポートされており、もっと格付の低い物も買入れて欲しいという声が聞かれる。

**江川氏:**

・包括緩和を導入する際には、リスクプレミアムの抑制が主眼であ

るとの説明がなされたが、社債や CP については、リスクプレミアムはもともと存在しなかった。一方で、株式や REIT には相応のリスクプレミアムがあったし、REIT の配当利回りは今でも 5%もあるのでも割安と言える。

### (3) ソブリンリスクと格付について

江川氏:

- ・今年 8 月に、S&P が米国の大手格付会社として初めて AAA 格から格下げした。日本国債も、今年 8 月に Moody's が Aa3 へ 1 ノッチ格下げしたほか、R&I が日本の格付会社として初めて AAA から格下げ方向でレーティングモニターに置いた。欧州に関しては、12 月に入り、S&P がユーロ圏 15 カ国の国債と EFSF 債を格下げ方向でクレジットウオッチに置き、Moody's も EU27 カ国の国債を格下げ方向で見直すを発表している。さらに、この間には、Moody's、S&P、Fitch が各々銀行の格付を散発的であるが多数格下げしてきた。

- ・ソブリン格付を行っている会社は、これら以外にも日本の JCR、中国の大公(ダゴン)、カナダの DBRS、ドイツの Feri EuroRating などがある。ただ、各々の格付会社のアクションが市場に与える影響は大きく異なる。例えば、先に述べた米系格付会社による欧州国債の格下げは大きなニュースになるが、日系格付会社による欧州国債の格付据え置きはインパクトを持たなかった。

- ・日本は、かつて金融危機の際に国債の格下げを経験済である。つまり、Moody's が 98 年 11 月に Aa1 に格下げした際には大変な議論になったし、2002 年に Moody's が当時の Aa3 を格下げ方向で見直した時も、黒田財務官(当時)財務官が公開質問状を送り、Moody's の関係者が国会に参考人招致される事態となった。結果的に、日本国債は A2 まで格下げされ、ポツワナ国債を下回る水準になった。もともと、国債市場に目立ったインパクトが生じた訳でなかった。その理由としては、第一に、日本国債は国内の社債や地方債にとってベンチマークではあるが、国債の格付けの変更がスプレッドの形で国債の利回りに影響することはないという点である。第二に、より重要な理由として、金融機関が与信枠を管理する際にも、国に対する枠は特例扱いして、いわば青天井にすることが一般的という点である。また、パーゼル II でも、自国政府向け与信は標準的手法の下でリスクウエイトはゼロであるし、保険会社のソルベンシー規制でも、OECD 加盟国の中央政府向けは信用リスクの係数はゼロである。第三には、日本国債は、ユーロ圏の国債とは異なり、密接な代替資産が存在しないという点である。なお、国内では、多くの債券投資家が「NOMURA-BPI」をベンチマークとして使っているが、このインデックスの銘柄採用基準の一つとして、最良の格付が A 以上というのがある。従って、ある債券が投資家に保有されるか否かは、A が一つの節目になり得る。

- ・ただし、政府関係機関や地方公共団体、銀行の格付けが国債の格付に連動して下がる傾向がある点には注意すべきである。このうち銀行は、政府による特別な支援を加味して格付けが付されているので、国債の格下げは銀行の格下げを招きやすい。銀行の格

付が一定の水準を下回ると、他の銀行による与信枠の絞り込みを誘発することで、結果的にインターバンク取引や通貨スワップに支障が出るのが考えられる。例えば、邦銀の場合は、ドル建て CP を米国の MMF に買ってもらうことで外貨を調達しているケースが多い。しかし、こうした MMF は、短期格付で A-1 ないし Prime-1 以上でない資金を出さないという行動様式を採っているため、短期格付けがこれ以上下がると、外貨の調達に支障が生じかねない。

高田氏:

- ・2002 年に日本国債が A に格下げされた際の影響が小さかったのも、その殆どを国内投資家が保有している点が大きかったように思う。ただ、財政規律に対する信認が本当に問われるといった状況になっても影響がないと言い切れるかという部分はある。

- ・世界の国債に対する評価を私は「ソブリン・ワールドカップ」と称しているが、その 1 次予選は経常収支の黒字国か赤字国かで決まる。日本国債は前者として予選を通過し、「PIIGS」の国債は後者として売られる。その意味で、赤字国の国債は格下げの影響が結構効きやすい。ただ、2 次予選として財政規律が全く無視されている訳ではなく、その不安が少し現れたのが、11 月 23 日のドイツ国債の札割れ以降の金利上昇ではなかったか。ドイツの件はテクニカルな要因の影響も大きかったように思うが、その後ベルギー国債の対ドイツ国債スプレッドも拡大したことを考えると、EMU 全体のガバナンスに対する不安といった影響が現れているのだと思う。

- ・このように、1 次予選を通過すれば完全に無風とまでは言い切れない面も残っており、黒字国であるドイツがどのような評価を受けるかは非常に興味深い。仮にドイツが格下げされても、黒字国としてこれまでの日本と同様にあまり影響を受けにくいことで済むのか、EMU 全体の負担を背負うので相応の影響が出るのかということは、今後の試金石になりうる。ただ、フランスが格下げされた場合は、EMU 全体の信認を揺るがす事態につながることもあり得る。

- ・その意味で、日本についても財政規律への注目が高まるということであろう。ここ数週間、海外のヘッジファンドが日本国債の CDS を使って金利上昇にベットする動きがみられるなかで、日本の社会保障の一体改革や消費税を巡る動きに注目している面がある。従って、日本でも、年末にかけて財政規律への不信が生じ、同時に格下げが実施されると、利回りの変動リスクが多少は上昇する面もあるかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

- ・海外投資家は、3 次補正への財源手当をどう評価しているか。

高田氏:

- ・そこまでプラスに捉えている訳でもないように思う。既にこれだけの財政赤字を抱える上に財政拡張を行う割には、国内市場が落ち着いていたこと自体は、海外から見るとプラスと映ったかもしれない。ただ、先に述べたドイツ国債の札割れ以降は、海外勢の間にも金利上昇を仕掛ける局面になったという見方もあるし、ここで社会保障改革や消費税を巡る財政規律の不信が加わると、もう少し力付く面もあるかもしれない。

**根本氏:**

・先進国の国債格下げが目立つことには、金融危機後に財政赤字が増えたり、EMU 自体の枠組みが予想以上に揺らいだりしたことによる影響が大きい。加えて、格付会社に対する規制が強化され、格付基準を細かく開示することが求められ、かつ、それに厳格に沿った格付を行わなければならないことの影響もあるように思う。同時に、格付会社に対する投資家の信認が重要になり、かつ、その時間軸が短くなっているように感じる。

**高田氏:**

・最近では、BCBS による自己資本規制の中で、自国通貨の国債にもリスクウェイトを設定すべきといった議論もある。現在の枠組みでは、自国通貨建て国債の扱いは自国政府が判断することになっているので、私はそれを貫けばよいと思う。ただ、レバレッジ比率等から一律に規制を強化することになれば、債券の種類を問わないだけに、国債への影響が出かねない点が懸念される。

**加藤氏:**

・自国通貨建ての国債もリスクウェイトがゼロでなかったとすれば、ギリシャの銀行ももっと早く自国国債を売らなければならなかったであろうし、欧州の危機はより早く顕在化したかもしれない一方で、金融市場を通じた警告もより早く現れていたであろう。

**高田氏:**

・私は、日本の国益を考えると、自国通貨建ての国債に対するリスクウェイトは絶対に導入すべきでないと思っている。ただ、国際的な議論の中でこうした考え方が台頭する可能性を懸念している。

**柳川氏:**

・以前は緩い格付に様々な規制が連動したために、金融機関が様々なことを行い、大きな問題を引き起こした。今度は格付の透明性を高めて運用しようとする、融通が利かなくなり、自動的な格下げが生ずる結果、連動する規制を通じて金融機関の行動を縛っているように見える。このように、この問題には双方の側面があって、どちらを採るのかなか難しい。より本質的には、不十分な情報である格付を基準として規制が適用されることが問題なのであろうが、格付以外に活用しうる情報があるかと言われると、それも難しい。

**翁氏:**

・規制を設計する際に、市場規律を活用する必要があるという観点から格付を取り込んだ訳であるし、平時には規律付けとして上手く機能する可能性もある。しかし、危機の際にはそれを助長する可能性も高く、やはり、規制は平時と危機時で分けて設計していかないと難しいということではないか。

**高田氏:**

・ソブリン格付は、企業格付に比べると、基準をどう考えるべきかが定まりにくい面がある。ソブリンの場合、自国通貨建て債務と外貨建て債務の違いも含めてキャッシュフローの概念やストックとしての債務の概念をどう捉えるのが難しい。

**江川氏:**

・格付会社は、金融機関や事業会社にも格付を付けているが、これがソブリン格付と整合的であるかどうかというポイントもある。G20 諸国の中でも、戦後にデフォルトに陥ったのはアルゼンチンとロシアぐらいしかないの、先進国のソブリン格付については、統計的な格付の遷移やデフォルト実績に基づいて妥当性を主張することが難しい。

**根本氏:**

・格付会社が基準を策定する際は、外部から多くのコメントをいただき、学者の研究成果も活用しており、ソブリン格付に関しても、なるべく実態に即して、事業法人とは異なる基準を用いている。ソブリンの場合は、過去のデフォルト確率が事業法人に比べて低いが、ソブリンの信用力がグローバルな資本市場の影響を受けやすくなる中で、過去の状況が続くのかはわからない点に難しさがある。

・日本の銀行格付けは政府の支援を織り込んでおり、国債の格付けが下がれば、銀行も多くの場合に連動して下がる。ただし、現在 A-1 の格付けが下がっても、資金調達が即座に困難になるとは思えない。銀行危機の際には、短期格付けが A-3 まで低下した大手行でも、国内での円資金調達には問題がなかった。海外市場での調達は、銀行の経営状態が著しく悪化したり、不透明な資産を多く抱えたりするといった状況が重なれば問題となろう。かつては日本政府が銀行システムを救済することもできたが、これだけ政府の財政が悪化すると限界があり、また、IMF のような国際機関にも日本の財政債務は規模的に手に負えないように思える。

**江川氏:**

・邦銀はリテール預金だけで円資金を十分に調達できている。そのコストも格付に関わらず、預金金利と事務コストと預金保険料の合計である。外貨についても、為替スワップで円を元手にドルを調達することができる。ただ、先に述べたように、大手行が米国の MMF から調達している部分は、格付が低下すると難しくなるのではないかと思う。欧州系銀行の場合には、こうした状況が部分的には既に生じているのだと思う。

**井上くオーガナイザー:**

・こうした状況が生じるかどうかは、日本の国際収支や、家計や企業のマネーフローといった構造要因に最終的には依存するのであろうか。また、邦銀の外貨調達を、中央銀行同士での為替スワップによる外貨の融通によってバックアップすることが考えられる。

**内田氏:**

・日銀がタイとの間で導入した現地通貨供給の仕組みには、2 つのポイントがある。第一に、邦銀大手行は、日本企業による海外シフトをサポートすることで、ビジネスを海外にシフトしていくはずであり、これに伴う外貨調達を考えなければならない。すなわち、アジアを中心とした地場通貨の調達ニーズはベースとして存在する。第二に、金融機関が保有する国債の有効活用という点もある。もちろん、このような仕組みをつくっても、日本国債がある程度以上に格下げとなれば、ヘアカットやマージンコールのリスクが出てくる。た

だ、今後を展望すると、政府が税制や社会保障の改革を進めていったとしても、今後の高齢化と家計の貯蓄投資バランスの悪化を想定すると、ハードランディングを避けつつ海外投資家に国債を保有してもらう必要があり、その際の有力先は海外の外貨準備である。こうした考え方の下で、日本企業が進出しているアジアのエマージング諸国との間で資金供給ファシリティーを設けることで、日本国債を担保資産として持ってもらうことが重要である。

#### 柳川氏:

・日本国債の殆どが国内で保有されていることを考えると、国内投資家が危機感を抱いて国債を売り始める可能性はあるが、それは当面は考えにくい。むしろ、高田さんが指摘されたように海外投資家がアタックすることの方があり得るが、こうした限界的な動きがどれだけ大きなショックに結びつくるのかポイントであろう。

#### 高田氏:

・海外投資家は日本国債の現物を大量に保有する訳ではないので、デリバティブを使うことになろうし、従って、どこかで買い戻すことになる。要は、こうしたアタックに対して、国内投資家が「これはまずい」と思って、バンドワゴンのような行動に走るかどうかのポイントである。金利が相応に動けば、投資家のリスク管理面から、VaR ショックの時のようなプロシクリカル性も生ずるかもしれない。

・過去に、海外投資家のこうした動きがある程度大きなものとなった局面では、日本の財政規律への懸念というよりも、海外金利が上昇したとか日本の景気が好転したといった理由で、そもそも国内金利に上昇懸念があった場合が多い。これに対し、日本国債の格下げの場合は、2000 年代前半にもあったが、海外投資家の売り仕掛けは必ずしもうまくいかなかった。今回も、ドイツの金利が上昇していくのに合わせた動きがあれば相応のインパクトが生じたかもしれないが、ドイツの金利も日本の金利も下がり始めているので旗色が悪い。もちろん、日本では、年末にかけて財政に関する様々な議論が行われるので、その中で財政規律に対する不信感が高まれば、長期金利が少し上昇する可能性も無いわけではない。

#### 翁氏:

・日本では、高齢者が預金を通じて国債を抱えていることが、長期金利を安定させる背景にあるとの印象を受ける。また、年金の運用のスタンスもリスク回避的であり、株式のポジションを落として国債等に移行しているという話を聞く。その意味でも、欧州情勢が益々厳しくなると、相対的に日本国債が買われ続ける印象が強い。

#### 内田氏:

・同感である。日本がデフレに入った 15 年間で唯一「勝ち続けている」金融資産は日本国債である。年金基金も、理論的なリスクリターン観点から株式投資を行った先は大きな損失を被ったので、運用資産の見直しの方向は国債指向である。さらに、銀行に対するパーゼル規制や保険に対する新ソルベンシーマージン規制も国債保有にインセンティブを有しているし、マクロの資金循環も国債保有を支えている。

#### 高田氏:

・年金基金の方とお話していても、債券運用に関して「キャリア」という表現を使うようになるなど、国債保有に関する見方が基本的に変わってきている。

## 2. 日銀の政策対応について

### (1) 日本の経済成長を支援する視点

#### 柳川氏:

・やや誇張して言えば、貯蓄が全て国債に回り、世の中の投資が全て財政支出になり、しかも成長性のある分野への投資には回らず、長期的な社会保障商品のほうに回るようになることで、結果的に経済成長率が落ちていくという構図ではないか。

#### 根本氏:

・日銀による成長基盤オペは必ずしも評判が芳しくなく、残高は既に上限に達して借り換えのみが行われている状況にある。しかし、私は、上限を引き上げることを含めて、何らかの「梃子入れ」を行うべきであるように思う。今や、銀行は基本的に受け身になっており、資金需要がないので貸出は伸びないという説明をされるが、資金需要を敢えて掘り起こすような姿勢があっても良いように思うし、当局が何か言うということにはそれなりのインパクトがある。もちろん、市場を歪めるという副作用もあるだろうが、既に貸出金利は極めて低位であるので、そこで貸出を増やすことに伴う追加的な影響も少ないのではないかと。

#### 井上<オーガナイザー>:

・5 月の公開版会合の際には、大震災後を受けて日本の貸出市場の状況も変わるかもしれないという指摘があったように思うが、結果として大きく変わることがなかった理由は何であろうか。

#### 内田氏:

・第 3 次補正予算による支出が来年中頃から支出されることにみられるように、本格的な震災復興が遅れた点は大きい。ただ、地方公共団体の復興需要は既に現れており、この点が地方銀行の貸出の伸びに寄与している。より長い目でみると、リーマン危機後に企業の予備的な資金需要が高まり、結果として企業の手元流動性が非常に高水準になったことで、その後は貸出需要が一段と低下するという状態が続いてきた。加えて、力のある企業が海外進出を積極化させていることも、国内の資金需要を抑制している。

・従って、邦銀による金融面でのビジネスも、財務省による外貨準備を活用した政策も、いずれも本邦企業の海外進出をサポートする方向に向かっている。日本の経済成長率を海外での投資所得で支えるということである。もちろん、国内でも法人税引下げや特区設定等といった構造改革を通じて対内投資を呼び込む政策を行うようになれば、また違った展開も考えられる。

#### 高田氏:

・同感である。現在、日米欧で同時に、企業部門と家計部門の双方が資金余剰となっているが、これは戦後初めての事象である。つまり、少なくとも旧先進国と呼ばれる日米欧がそこまで信用収縮の状

況になっているので、国内の貸出需要は多くはない。ただし、海外なかでもアジアには資金需要があり、しかも欧米系の金融機関の余力がなくなるのであれば、日本の金融機関はそれらを代替するのに偶々良い環境になっているし、日本政府も企業の海外進出を政策的にサポートできる状況にある。

**加藤氏:**

・私も、日本の成長期待を高めることと、日本企業の海外でのビジネスをどうサポートすることの2つが大事だと思う。最近、中国へ行った際に、日本メーカーの輸出競争力の優位性が急速に縮まっている点を痛感した。中国の経済雑誌による様々な商品に関するブランドイメージの調査結果にも、日本メーカーの地位低下が現れている。高田さんの資料の中で、「日本の投資家が抱く暗黙の信認」の一つとして、「日本はいずれ成長軌道に戻る」という点が挙げられている。つまり、日本経済は何らかの原因でつまづいているだけなので、何かのきっかけがあれば元の成長軌道に戻るという見方であるが、これは日本企業の競争力がアジアのメーカーに次々に追い抜かれる事実を目をつぶる議論である。

・日本企業が中国などの新興国で苦戦する中で、ドイツを中心とする欧州勢はしっかり稼いでおり、この点が、例えば、ドイツのIFO指数と日銀短観の景況感指数とのリーマン・ショック後からの回復の差として現れている。日本の税収を支える意味でも、日本企業のアジアでのビジネスを邦銀がサポートし、金融当局もこれを支援することが非常に大事だと思う。

**翁氏:**

・同感である。また、日本企業の競争力が低下している背景として、ユーロ安やウォン安に対して円高という対照的な動きも重要である。その意味では、円高圧力に日銀がどう対応すべきかが、引き続き重要な政策課題である。実際、日銀は円高が進むごとに何らかの措置を取らざるを得ないという状況になっている。同時に、国内で新しい産業をどう育成するかも考えておかないと、経済の空洞化がさらに深刻になる。

**井上<オーガナイザー>:**

・日本の経済政策にとっては、長期的に對外競争力を維持することが大きな課題となっている。日銀のこのところの金融緩和も、財務省による為替介入と少なくともタイミングの点では一体で行われた。今後円高圧力が高まった場合の資産買入れの強化を考えると、クレジット物の増額は既に難しい状況にあるとすれば、残された手段として国債が浮上することになる。一方で、海外投資家による財政規律への見方に配慮すれば、国債買入れの増加にも慎重にならざるを得ない。もっとも、市場からは、日本にはこうした問題が少ないので、日銀は国債をもっと多く買うべきという意見が聞かれる。

**高田氏:**

・先進諸国の経済は企業部門だけが頼りという状況を共有している。財政支出の余力はないし、国内の政治はポピュリズムに左右され続けている。こうした中で、政策面では中央銀行への依存が強まっており、米国も本音ではこうした指向があろうし、ECB はこうした圧

力にまさしく直面している。中央銀行がこれにどう対応すべきかについては、まずは ECB のような本丸で議論されるべきであろう。日銀に関しては、円高対策として一あるいはその名目で一例えば、外国債の買入れといったオプションをどう考えるかという議論が、そう簡単に実現することでないとしても出やすいように思う。

**(2) 中央銀行のコミュニケーションポリシー****加藤氏:**

・FRB はコミュニケーション戦略の練り直しを行っており、市場の期待への働きかけ方について、次回の FOMC で結論を出すと思われる。Fed ウォッチャーの間で蓋然性が高いといわれるのは、政策金利の先行きの予想パスを示すことである。FRB は、既に実体経済に関する FOMC メンバーの予想をレンジで表し、四半期ごとに対外公表しているが、それに政策金利の予想パスも併記することである。反対意見もあったために FOMC の 12 月会合では決められなかったであろうが、実際に採用される場合は、時間軸効果の強化も狙う観点から、予想の対象期間も 2013 年後半ないし 2014 年まで延ばすとの見方が多い。

・ただ、中央銀行が政策金利の予想を示すことにはリスクもあり、例えば、途中で予想が変わった場合は、市場のボラティリティも大きく上昇する。北欧やニュージーランドの中央銀行は既に導入しているが、米国ほど大きな経済と金融市場を抱える国では未経験の政策であり、果たして良い政策と言えるのか。また、FRB が成功した場合、次は日銀という話になるのだろうか。

**翁氏:**

・政策金利の予想パスの開示は、最初にスウェーデンのリクスバンクが導入した。当初はうまくいったが、次第に市場の見方とリクスバンクの示したパスとが大きく乖離するようになった。同国の市場規模が大きいこともあって大きな混乱を招いたわけではないが、試行錯誤の面が強かった印象がある。もちろん、こうした取り組み自体は金融政策の透明性を高めるとともに、中央銀行が市場の見方を吸収しながら政策対応を進める上でのコミュニケーションとして良いことであると思う。ただ、金融経済面で予期せざる事態が生ずる可能性が高い中で、中央銀行がどのように柔軟に対応するのかといった点を整理しておかないと、混乱を招く可能性も高い。

**柳川氏:**

・中央銀行が政策金利の予想パスを示すことの意味としては、第一に情報伝達の効果であり、第二に、市場の予想に影響を与えるというコミットメントの効果である。このうち後者は、結果として政策金利を予想通り運営できないのであれば、コミットメントとしての意味をなさないという問題がある。つまり、状況変化に柔軟に対応できないとか、信頼を失うという難しさを伴っている。このため、普通は、コミットメントに幅を持たせたり、条件を付けたりするといった対応を伴うのであろう。政策金利の予想も、現実的には、厳格なコミットメントではなく、柔軟な対応の余地を残す形で示すのであろうが、上手く行くためには、市場も情報伝達のあり方を良く理解していなければならない。中央銀行としては、市場と理解を共有する上で、緩

やかな線から積み上げる形で行くのか、ハードな線から徐々に緩やかにしていくのかという戦術を考えることになるのではないかと。

**加藤氏:**

・FOMC の 11 月会合の議事要旨には、市場が不安定な局面でコミュニケーション戦略を急に変わると、市場が混乱するとの指摘があるので、「まあまあ慎重にいきましょう」ということで議論が続いているように見える。強力なコミットメントには副作用がある一方で、様々な条件を付して幅を持たせると、コミットメントは力を失う。

**内田氏:**

・政策目標としての物価や雇用を達成する上でコミュニケーションを強化する方針は理解できるが、コミットメントを強めようとする、投機的な動きが生じやすい点がデメリットである。加えて、先行きの景気予想ですら実際には難しいことを考えると、政策金利の予想は外れる可能性が高いと考えざるを得ないので、市場に政策金利の予想パスを植え付けることは危険ではないか。予想が外れた場合に、中央銀行が市場に対してどのように理由を説明し、また、どう軌道修正するのかという難しい問題を抱えることになる。

・中央銀行は、安定的で持続的な経済成長に即した目標を示した上で、そのためにどのようなアプローチを採るのかについて市場と理解を共有した上で、市場が様々な要素によって動くこと自体はある程度黙認するのが一番望ましいように思える。

**井上くオーガナイザー:**

・既に多くの方が指摘されたように、中央銀行は危機対策などを通じて市場機能を毀損してきた面もあるので、市場からすれば「今更何を言っているのか」ということかもしれないが、中央銀行としては、市場に読み込まれた情報を政策運営に活かすことがやはり大切なのだと思う。これに対して、政策金利の予想パスを市場に植え付けるというのは、こうしたルートを閉ざしてしまう恐れが高い。

**内田氏:**

・EMU の例をみても、政策当局が「コンバージェンスが起きるのは当然である」と言ってしまうと、市場では、各国の経済格差とか競争力格差は全く無視され、「コンバージェンスすることが正しい」という信念が定着してしまう。中央銀行としては、やはり、政策の目的や政策運営の目標を示すまでに止めないと、ある種の投機的な動きを是認するような政策に陥りかねない。

**加藤氏:**

・FRB が 2004 年以降の声明文において、「緩やかなペースでの利上げ」という表現を繰り返し使用したことが、不動産投資が勢いづかせた面が間違いなくあるように思う。

**内田氏:**

・同感である。グリーンズパン議長によるコミュニケーションが、結果的にグレートモデレーションに繋がった面は否定できないので、市場に政策金利の予想を直接植え付けることは避けた方がよい。

**高田氏:**

・その意味でも、日銀のように経済状況に条件付けた「時間軸政策」は理解できるが、今回の FRB のように年限に明確に条件付ける形での「時間軸政策」にはリスクがある。年限を延長していくことは比較的簡単かもしれないが、逆に短縮しようとする際のコミュニケーションは難しいのではないかと。誤った方向に変更したりすれば、長期金利を大きく不安定化しかねず、FRB がこの点をどう考えているのか興味深い。

**根本氏:**

・日銀からは、資産買い入れの中で非伝統的資産の割合が上昇していることを重視しているという指摘が聞かれるが、この点は市場に適切に伝わっているのであろうか。日銀は、市場からのフィードバックを見ながら、市場の期待への働きかけについて常にいろいろ模索されているのであろうか。

**加藤氏:**

・市場には、日銀の政策対応がいつも出遅れるという固定観念が浸透している。しかし、実際には、日銀はかなりのことをやってきたと思う。日銀の資産規模は GDP 対比でみて FRB や ECB より大きいし、ETF や REIT も買入れ、しかも実際に損失を計上するなど、中央銀行として限界のところまで来ている。それでも、「日銀は、なぜ、もっと思い切った政策を打たないのか」という批判が多く聞かれるということは、コミュニケーション戦略ないし広報戦略がポイントであるのかもしれない。

**内田氏:**

・少なくとも、BIS は、日銀が米欧の中央銀行とは違って、社債、ETF や REIT を買入れていることを評価している。

**加藤氏:**

・一般に、中央銀行は赤字になると政府内での発言力が低下するので収益を気にする面がある。政治家の間では、日銀にもっと大胆な政策運営を求める意見がある一方で、日銀の赤字決算は怪しからんという意見もある。

**3. おわりに**

**井上くオーガナイザー:**

・本日は予定の時間が到来したのでこれで終了したい。特に後半の議論は、来年 2 月に開催するコンファレンスにおいて 2012 年の中央銀行のあり方を考える際の論点の面で有意義なヒントをいただいたように思う。

「金融市場パネル」の 2011 年の会合は今回が最後である。本年も、いつもご多忙の中をご参加いただいたことに、改めて厚く御礼申し上げます。皆様、良いお年をお迎え下さい。

\*\*\*