

議 題

2012 年の日米欧の中央銀行における政策課題と政策運営

開催日時

2012 年 02 月 06 日 <15 時 00 分～16 時 40 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)
 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) <欠席>
 根本直子 (スタンダード・アンド・ブアーズ マネジング・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 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長<オーガナイザー>)

主要論点

1. 金融危機後の金融政策の波及メカニズムについて
2. 市場の期待に働きかける政策の評価について
3. 中央銀行による新たな領域の政策について

出席者による発言要旨

1. 金融危機後の金融政策の波及メカニズムについて

井上<オーガナイザー>:

・「金融市場パネル」は、通常は議事概要を公開することで成果を広く共有しているが、半年に 1 回程度の頻度でこうした公開版会合を開いている。本日のテーマは「2012 年の日米欧の中央銀行における政策課題と政策運営」であり、パネリストの方々には事前に大きな論点をお伝えしている。第一に金融危機後の金融経済の特徴を踏まえた政策の波及メカニズムをどう見るか、第二に市場の期待に働きかける政策をどう評価するか、そして第三に中央銀行が国内企業による新規事業開発や海外進出を支援するといった新たな領域での政策をどう考えるか、ということである。第一の点から具体的な議論に入りたい。

福田氏:

・「非伝統的」な金融政策は最初に日本が踏み込んだ領域であるが、今では主要国で一般的になり、「日本化」が世界の経済学でも金融政策でも重要な問題になった。もちろん、日本の金融政策は手ぬるいという批判も根強い。日本のベースマネーは「量的緩和」の時はかなり増えたが、リーマン・ショック後の増え方はさほどでもない。クルーグマン教授も日銀の政策対応は小出しであると批判的に見ている。一方、ベースマネーの対 GDP 比は、足許で前回の「量的緩和」期の水準を超え、国債買入れに関する「日銀券ルール」も現

在は事実上破られる形で資金供給がなされている。

・「非伝統的」な金融政策とは何かについて、2009 年の白川総裁の発言をもとに整理すると、第一にゼロ金利政策、第二に「量的緩和」、第三に現在の言葉で「コミュニケーション政策」つまり政策に関するコミットメントである。その上に「信用緩和」と呼ばれる政策がある。通常より長期の国債を売買するか、リスクのある資産を売買することである。

・日銀による「非伝統的」な金融政策は 3 つのフェーズに分けられる。最初は、前回の「量的緩和」であり、1990 年代末から 2000 年代の前半にかけて単独で実施した。その後、リーマン・ショック直後には、日本の市場も含め流動性が大きく枯渇したことへの緊急対応として多くの中央銀行とともに発動した。さらに、日本の市場が安定を取り戻す中で、デフレの継続に対して、いわゆる「包括緩和」を実施している。ゼロ金利政策と「コミュニケーション政策」に加え、資産買入れ基金を通じた「信用緩和」を積極的に行っている。同時に、デフレの原因は日銀の見解としては実体経済にあるという観点から成長基盤強化のための支援を行ってきた。ただ、これは金融機関に対する補助金的な性格を有する面もある。

・「量的緩和」の効果に関しては、他の政策と同時に実行されているので判断は難しい。もちろん、株価や為替レートにはある程度効

いているし、この点は米国やイギリスでも同様だと思う。ただ、為替市場では全ての国が同時に為替レートを減価させることはできないので、為替レートの引下げ競争になる面もある。また、米国では、株価を押し上げてそれを享受するのは富裕層ということで、所得分配の問題を通じてウォール・ストリートに対する不満を助長している面もある。

・現在の日銀による「信用緩和」は積極的である。期間の長い国債に加えて、CPや社債、ETFやJ-REITも購入している。「信用緩和」は金融の安定を図る上で一定の効果があると言えるが、金融市場の金利メカニズムを損なっていることは否定できない。また、二つの意味でモラルハザードが生じている。第一に、本来であれば市場から淘汰される金融機関が残ってしまう。第二に、本来は日銀から資金を借りる必要のない金融機関が制度を利用することで、効率的な金融機関に事実上の補助金を与えている。

・日銀によるリスク資産購入には時系列的に二つの山がある。最初の山がリーマン・ショック直後であり、市場の流動性が枯渇する中で相当額の CP を購入した。もう一つの山は昨年震災直後である。日本の社債市場で大きなシェアを占める銘柄をかなり購入したとされ、金融政策と呼んで良いか問題もある。また、リーマン・ショックは欧米発の問題であったが、東京市場でもドルが不足する事態となり、日銀も為替スワップを通じたドル資金供給を実施した。

・最近ではソブリンリスクが問題になっている。基調講演で論じられたように、従来は、中央銀行の役割は流動性危機に陥った金融機関を救済することであった。従って、流動性危機が収まれば、中央銀行は手を引き、買入れた資産も売却する。多くの場合は利益も得られるのが普通であった。日銀も 1990 年代の終わりには多くの LLR を発動したが、経営破綻した大手証券向けを除いて回収された。もちろん、その背後では政府が破綻金融機関の面倒を見ていた。しかし、ソブリン危機の場合は、国債を中央銀行が購入しても、問題国政府の面倒を見てくれる主体が明確でない。伝統的な LLR と異なる形で中央銀行が救済の手を差し伸べることをどこまで認めるかは難しい問題である。

・長い目で見ると、インフレーション・ターゲティングの扱いも問題である。最近では厳格なターゲティングを実施する国は少ない。ただ、日本も「物価安定に関する理解」を公表している点で、弱い意味でのインフレーション・ターゲティングであるとも言える。それでも、目標値はかなり異なり、主要国のほとんどが 2% であるのに対し、日本は 1% という低水準である。その理由やデフレファイターとしての日銀の役割をきちんと伝え切っているかどうかという問題は残る。

・コミュニケーションに関しては、日銀内の様々な意見を伝えることを充実していく余地があるように思う。白川総裁の話聞く機会も多く、ご自身の意見は良く伝わっているが、政策委員を含むそれ以外の方の意見が分かり難い。これに対し、例えば、10 年前の日銀の政策委員会では様々な意見が戦わされたことが次第に明らかになっている。

加藤氏:

・「量的緩和」の定義は各中央銀行によって微妙に違い、また、市場によっても異なる。FED と日銀は考え方の整理が進んでおり、負債—特に準備預金—に目標を置く政策を「量的緩和」とする一方、リスクプレミアムが大きい時に、金融資産を買うアプローチを「信用緩和」としている。FED は「量的緩和」という語を公式には使っていないし、バーナンキ議長も、準備預金の供給が経済を刺激するという考え方は採っていない。これに対し、イングランド銀行 (BOE) は説明が曖昧で、「国債買入れが量的緩和」という印象をマーケットに与えている。それ故、欧州の市場関係者と話をすると、マネタイゼーションの雰囲気醸し出すのが「量的緩和」と見る人が多い。

・FED は、2008 年 9 月以降に大量の資金供給を行い、2010 年の 11 月からは QE2 と呼ばれる大規模資産購入を実施した。リーマン・ショック前の準備預金は 100 億ドル前後であったが、現在は 1.6 兆ドル前後に膨らんだ。ただ、このこと自体による景気刺激効果は無かったといってよいと思う。アメリカの M2 も去夏は急激に伸びていたが、機関投資家が MMF を解約して決済性預金に資金をシフトさせたことによるもので、再び減速に転じている。

・QE2 で供給された 6,000 億ドルのうち、米国銀行に渡ったのは 1,000 億ドル前後である。この間、外国銀行の準備預金は 4,500 億～5,000 億ドルも増加した。理由の一つは利ざや稼ぎである。短期金融市場では FF 取引を通じて 0.1% 以下のコストで資金調達できるので、FED に預けて 0.25% の利息がつけば利鞘を入手しうる。欧州系銀行の場合には流動性のバッファとして資金を調達したいと思っているのかもしれない。因みに、FED の「その他預金」は主に GSE による預金とされる。利息がつかないので GSE は預金を圧縮するはずであるが、現在は 400～500 億ドルに達する。GSE が市場で運用しようとしても、クレジットラインの制約で欧州系銀行に貸し出すことができず、FED の預金口座に資金を放置している。このように、QE2 を通じて FED が供給した資金が、コモディティ市場やエマージング諸国に直接に流れたのではなく、政策のアナウンスメント効果による面が大きい。

・この辺りの評価が、日米欧とも市場によって異なる。銀行資金の流れを実感する短期金融市場の参加者は「金融システムに不安がある時、あるいはゼロ金利下で流動性のわなのような時には、マネタリーベースの増加はあまり効果がない」とみている。一方、株式市場や外為市場のプレーヤーは「マネタリーベースを増やせば効果がある」というストーリーを信じている。

・国内では依然として日銀批判が強い。ただ、日銀はそれほど政策対応を怠っている訳ではない。例えば、日銀の保有する国債と「包括緩和」で購入したリスク性資産を合わせると、対 GDP 比で約 21% である。一方、FED の国債と MBS の保有額は対 GDP 比で 17% 程度である。あるいは、対 GDP 比でみた総資産規模も、FED はなお 19% 程度であるのに対し、日銀は今や 30% を超えている。しかも、日銀は FED も買っていない株式や CP と社債、ETF や

REIT なども持っている。このように、両者の対応は大きく違わないのに、市場の印象が「日銀は後手に回って小出しである」となるのは、プレゼンテーションの巧拙によるのかもしれない。あるいは、急に長期金利が上がると怖いという、日本の財政債務の巨大さに配慮して、日銀はステレオタイプの見方をあえて覆さないようにしているのかもしれない。日本の金融市場は昨年末も安定し、企業の方々も年末越えの円資金には不安もなく、平時より信用力格差がないと指摘していた。むしろ、大企業は 0.11—0.12% で CP を発行するのに資金需要がみられない点があぶり出された。

江川氏:

・「包括緩和」による資産買入れが発表されてから 1 年 4 カ月が経過した。その趣旨は「長めの市場金利の低下と各種リスクプレミアムの縮小を促す」とされ、買入れ対象は、長期国債、短期国債、CP、社債、ETF、REIT の投資口、不動産投資法人の投資口である。

・この趣旨には少し違和感がある。当時の社債のクレジットスプレッドは、A 格、5 年物で 10 ベーシス程度であった。大震災後にはクレジットスプレッドが拡大する局面もあったが、現在、結果的には殆ど変わらない水準にある。従って、もとのスプレッドにもリスクプレミアムが含まれていたのかどうかという疑問がある。実際にリスクプレミアムが乗っていたのであれば、その資産を買取ること価格形成を正常化していく効果も期待できるが、そうでなければ市場機能を通じた資源配分を歪めるといった副作用が考えられる。

・一方、株価については、買入れ発表当時の日経平均は 9,600 円付近であり、一時は 1 万円を上回ったが、大震災後に反落して現在は 9,000 円付近にある。現在の日経平均に基づく PBR は 1 倍前後であり、配当利回りは 2% 台半ばとなる。これらは伝統的なバリュエーションの尺度から見て割安である。REIT の投資口も似たような状況にある。東証 REIT 指数は買入れ発表後に 900 程度から 1,100 程度まで上昇したが、足許では 900 を下回っている。配当利回りは 6% に達し、極めて割安な水準である。つまり、株価や REIT の投資口の価格にはリスクプレミアムが織り込まれている。

・中央銀行が株式や REIT の投資口を購入することは様々な議論を呼び起こすが、個人的には、中央銀行がミクロの資源配分に直接関わるとは必ずしも思わない。実際、日銀も特定の業種や企業を買い支えようとしている訳ではないし、多数の企業の株式を代表する ETF や多数の不動産を代表する J-REIT を購入することで、割安な水準にある資産の価格形成を是正しようとするものと理解しうる。先の座談会で中央銀行がバブルの発生を防止することができるかという議論があったが、逆な意味で価格形成の正常化を意図した行動を起こすことも肯定的に考えて良いように思う。

・株式も J-REIT の投資口も価格が下がってきたので、日銀が買入れた資産には損失が生じており、先に赤字を計上した点には批判もあった。しかし、私にとっては、こうした赤字決算によって買入れがむしろ腰砕けにならないかと懸念される。資産価格が上昇に転じれば含み損は消滅する訳であり、むしろ、日銀は株式や不動産と

いった資産価格の正常化にもっと腰を入れて取り組むという考え方もあるように思う。

井上<オーガナイザー>:

・本日は欠席された高田様から、この第一の論点についてコメントをいただいているので披露したい。高田様は、通常の金融政策は、IS バランス上あるいは資金循環上で資金不足主体である家計や企業に対する資金フローの調整弁という形で運営されてきたと整理されている。その上で、ご承知のように、日本の資金循環構造は今や大きく変化し、政府と海外が資金不足主体になった。従って、金融危機後の金融政策は、これらの新たな資金不足主体に働きかける金融政策として理解できるのではないかと指摘しておられる。すなわち、いわゆる「量的緩和」あるいは「時間軸政策」は、資金不足主体の一角である政府部門の国債の利回りに働きかける政策であるし、同様に資金不足主体である海外部門の為替に対する影響も念頭に置かれている。こうした政策の方向性は、日本だけでなく近年のアメリカにも見いだされると述べておられる。

2. 市場の期待に働きかける金融政策の評価について

井上<オーガナイザー>:

・金融危機後の中央銀行の政策のなかで「コミュニケーション政策」への注目が高まっているので、次はここに焦点を当てたい。渡部様に、わが国での「時間軸政策」に関してコメントをいただきたい。

渡部氏:

・私は、日銀による「時間軸政策」の効果について、過去の実証分析をサーベイしながら、どういう結論が導かれるかをお話したい。なお、以下の話は日銀の公式見解でなく、個人的な意見であることをお断りする。

・「時間軸政策」に関する実証研究の代表は、『Japanese Economic Review』に掲載された小田・植田論文であり、日銀の『金融研究』に掲載された白塚・藤木論文、翁・白塚論文、白塚・寺西・中島論文のように日銀関係者を中心に分析が行われてきた。本日は、主として白塚・寺西・中島論文を中心にお話したい。日銀による「時間軸政策」は、1999 年 4 月に当時の速水日銀総裁が「デフレ懸念が払拭されるまで」ゼロ金利を継続することを表明したことに始まる。その後、2001 年 3 月に「量的緩和」が始まるが、日銀は「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上となるまで」「量的緩和」政策を継続することを表明した。さらに、2003 年 10 月には、「量的緩和」の解除条件を明確化することで、コミットメントを強化した経緯がある。

・「時間軸政策」の導入前後でのイールドカーブの変化をみるため、白塚・寺西・中島論文(『金融研究』2010 年)に掲載された図表のデータをもとに、「ネルソン＝シーゲル・モデル」というマクロファイナンスのモデルを使って瞬間フォワードレートを推計した。速水総裁によるコミットメントの前後で比較すると、10 年物のような長期ゾーンではシフトは大きくないが、中短期ゾーンはイールドカーブ

がかなり下方にシフトしているので効果があったと理解できる。また、「量的緩和」の開始前後を比較すると、イールドカーブはさらに下方にシフトし、コミットメントが市場参加者の期待に影響を与えたと理解できる。

・白塚・寺西・中島論文には、もう一つ興味深い分析が含まれている。つまり、民間経済主体の期待に関する変数—例えば、内閣府が公表する暮らし向きと物価に関する見通しや、日銀短観の中の先行き業況判断指数—を使って、物価や GDP といったマクロ変数を加えた VAR モデルで分析している。VAR モデルは、複数の変数をベクトルとして過去の値で説明するモデルであるが、これを時変係数 VAR に拡張することによって、先程のコミットメントの前後でパラメーターがどう変化しているか、その結果としてインパルス応答関数がどう変化しているかをみている。その結果、日銀の「時間軸政策」は、市場参加者の期待のみならず、家計や企業の期待も変化させたという推計を得ている。ところが、マクロの実体経済に関わる変数にはそれほど影響を与えなかったという結論を得ている。

・「時間軸政策」はウッドフォード教授などが有効性を主張したことを受けて活用されるようになったが、理論的には効かないという分析もみられる。例えば、須合・寺西論文(『IMES DP』2008 年)は、DSGE というマクロモデルを使って、中央銀行が将来の金融政策の経路について適切なコメントを行っても、景気後退が非常に大幅で、ショックに持続性がある場合は経済活動を十分刺激できないという結果を導いている。現在の日本も、長期に亘って景気が低迷しているという点でこのモデルの状況に当てはまるかもしれない。

・以上から言えることは、日銀の「時間軸政策」は、金融市場、家計、企業の将来予想を変化させることに成功し、イールドカーブを下方にシフトさせたが、実体経済を押し上げるには力が弱かったということである。政策金利の将来パスをゼロに押し下げても、それ以外に経済を好転させる外部ショック—例えば、技術革新や構造改革、海外経済の牽引など—がない限り、景気を持ち上げるほどの効果は期待できないようだ。

柳川氏:

・「時間軸政策」は、金融政策として非常に重要な役割を持っている。つまり、市場は将来の様々なことを予想しつつ今の投資を決めているので、金融政策も、今のことだけ発表するのではなく、将来に亘る政策の時間的なプランをある程度表明することが、市場に対するコミュニケーションとして重要というのは当たり前である。将来に関してある程度コミットすることで、市場の期待や行動を変えながら金融政策の効果をもたらすことには大いにプラスの面がある。

・ただ、コミットメント政策の限界についても幾つか指摘すべきである。第一に、渡部さんが指摘されたように、コミットメントによる金融政策が機能したとしても、構造的な問題を解消できるほどの大きなインパクトがあるかという問題である。ただ、今日は、この点をこれ以上は議論しない。第二に、コミットメントをしたことで、将来の環境変化に対する柔軟性を失うという問題である。そもそも柔軟性を失

わせることがコミットメントの役割の一つではあるが、将来の変化にうまく対応できなくなる可能性がある点も重要である。

・私は、コミットメントがコミュニケーション戦略の全てではないし、一対一対応している訳ではないと思う。コミュニケーション戦略とは、幅広く市場と対話して情報を伝え、お互いにある意味の納得感をつくっていくものである。そこで、安易なコミットメント戦略は市場の期待を裏切り、コミュニケーションに失敗する可能性がある。従って、先に述べたように、コミットメントが将来の変化に対応できるのかどうかをきちんと考えておく必要がある。また、コミットメントのやり方には二つのポイントがある。一つは自分の戦略を見せることであり、もう一つは自分が持つ情報や予測をみせることである。つまり、ある種の情報を提供する部分と、自分の戦略を何らかの形で縛る部分との両方の機能があって、それぞれの戦略的な役割やメリットとデメリットをもう少し丁寧に検討していくことが、コミュニケーション戦略の高度化において重要であるように思う。

・こうした観点に立てば、より広い意味でのコミュニケーション戦略にとっては、市場にいかにも納得感を与えた上で政策を実行するかが中長期的には非常に重要になる。サプライズ的な政策も一時的には効果を持つかもしれないが、コミュニケーション戦略全体からすると短期的であって、中長期的には納得感を得ながら政策を遂行することに気をを使う必要がある。その意味でも、日米では市場に対する情報の出し方に随分違いがあるように見える。

・ただ、この納得感を出すことも難しい問題である。派手な打ち出し方で市場に「新展開」という印象を与えれば、大きなインパクトを与え得る。しかし、金融政策が、納得感を与えながら、どこまで市場を動かさうかという根本的な課題がある。今や飛ぶ鳥を落とす勢いの AKB48 をプロデュースしている秋元康さんは、自分の好きなようにやって、それが受けるのでとても幸せそうに見える。しかし、本人は、実は世間に動かされているという認識が強く、結局は、世の中に受け入れられることを最優先に考えた上での戦略やプランしか出せないと言っている。つまり、あたかも本人が自分の意思で動かしているように見えるが、実は、動かしているのは市場や世間の雰囲気であり、それに迎合するプランしか出せないというのである。金融政策も、コミュニケーション戦略を突き詰めると、ほぼ同じ問題に直面する。市場に寄り添うほど、実は金融政策や金融当局がどこまで市場を動かせるかという問題が出てくる。

・今回新たに導入されたアメリカの金融政策の枠組みを見ると、古くて新しい問題であるが、自分の持つ情報をどこまで市場に開示するのかという問題を感じる。もしかすると心理学的な要因も含む、もう少し詳細な検討が必要になるように思える。

翁氏:

・私は、コミットメントとコミュニケーションにおける齟齬の可能性について、政策金利の予想パスの経験からの示唆をお話したい。

・政策金利の予想パスの公表は既にニュージーランドやノルウェー、スウェーデンといった国々が実施している。こうした国々は金融政

策に関するイノベーションを積極的に実施する国である。このうち、スウェーデンは 2007 年から実施している。結論を一言で言うと、透明性は向上したが、市場とのコミュニケーションには試行錯誤が続いているということであろう。スウェーデンが政策金利の予想パスを公表することにしたのも、もともと金融政策の透明性向上が主眼である。当時は、2 年先のインフレーション・ターゲティングを実施していたが、その前提として政策金利一定というのは不適切であり、政策金利の予想パスを明らかにした上でターゲティングを設定することが重要という議論になった。こうして、中央銀行として、物価の安定と資源の効率的配分を実現するのに必要な政策金利の予想パスという位置づけで公表することになった。

・2007 年の発表当初は中央銀行の予想パスと市場の予想パスが一致し、それに沿った形でレポレートが推移した。しかし、実際のレポレートは徐々に中央銀行の予想パスを上回るようになった。この点について、リクスバンクのスペンソン副総裁は二点を指摘している。第一に、リクスバンクと市場を比べると、市場の方が経済に楽観的な見方をしていたことがわかったという意味で、市場の見方を知る良いコミュニケーション手段になったということ。第二に、その一方で、リクスバンクが出している予想パスがコミットメントなのか予想なのかという理解が変化し、これが問題を難しくしている面もあること。第二の点に関しては、リクスバンクが「レポレートは下限に近づいている」とコメントしたことに対し、市場が、「リクスバンクは政策金利の引き下げ余地がないと指摘した」と受け止め、利上げを予想した結果、両者の予想の乖離が埋まらなかったのが実態であったようだ。

・このように、リクスバンクの予想パスが市場にどう受け止められるかは、当局がどうコメントを出すかに依存するし、その時々市場の状況にも依存するので、必ずしもコミュニケーションがうまくいけばかりではない。スペンソン副総裁は、当時の経験を基に、リクスバンクも市場の期待形成について分析を深める必要があると言っている。また、スウェーデンの場合は、今回のアメリカとは異なり一つのパスだけを公表したので、オルタナティブなパスを出すことを考えた方が良くともコメントしている。2010 年にも再びこうした乖離が生じたこともあり、リクスバンクは試行錯誤を続けている印象を受ける。

・アメリカでも今回始めて政策金利の予想パスが示されたが、趣旨はスウェーデンと同様であって、FOMC メンバーの予想する政策金利を公表することが、コミュニケーションを改善し、金融政策の透明性を高めることである。FRB は長期的な物価上昇率のゴールも 2%として示したので、併せて、市場との対話を促進する試みであると評価される。公表されたパスには、各メンバーの予想が 2012 年、2013 年、2014 年という図にプロットされている。それらの位置が非常に低いので、2014 年の終わりまで低い金利が続くと受け止められている訳である。

・FOMC メンバーであるリッチモンド連銀のラッカー総裁は、こうし

た公表に反対した。その理由は、先程のコメントにも関連するが、政策金利の予想パスは本質的に見通しである一方、政策決定の発表媒体である statement に記載することで、あたかも政策運営に関するコミットメントであるような誤解を与える点が不適切というものである。ラッカー総裁は、もともと、今のペースで経済が回復すればインフレリスクが出るので、これに備えるために政策金利を引き上げることも必要という立場でもある。

・実際、市場では、政策金利の予想パスが四半期に 1 回発表される FOMC メンバーの経済見通しに追加される形で公表されるとの見方が強かった。しかし、政策決定の発表の statement にも記載され、かつ、少なくとも 2014 年末まで例外的に低い金利水準が正当化される可能性が高いことを示唆する記述であったので、QE3 も含む追加的な緩和政策がとられることを示唆すると受け止められた。FRB は意図的にそうしたのかもしれないが、政策金利の予想パスはコミットメントと受け止められ、「時間軸政策の強化」になったように感じる。このように、政策金利の予想の条件付き見通しの公表が政策決定のニュアンスを帯びたことは市場に混乱を与える可能性もあるし、より良いコミュニケーション手段として使おうとするのであれば、「見通し」や「予想」と「政策決定」とを明確に分けて市場に語りかける必要があると思う。

・金融政策の透明性を高めていく試みは良いと思うし、『FINANCIAL TIMES』などは、透明性が高まっていけば、FED ウォッチャーの仕事がなくなるほか、FRB 議長がリーダーシップを発揮する余地も限定的になるという興味深いコメントを掲載した。いずれにせよ、この試みが真にコミュニケーションを改善するかどうかを現段階で評価することは難しい。

井上くオーガナイザー：

・パネリストから何かコメントがあれば、お伺いしたい。

福田氏：

・コミットメントには二種類ある。一つは時間依存型のコミットメントであり、ある政策をいつまでどう運営するというもの。もう一つは状態依存型のコミットメントであり、経済状況がこうなったらこのような政策金利になるというものである。FRB によるコミットメントは、時間的な要素もあり状態依存的な要素もあって微妙である。日銀のコミットメントは状態依存型である。古くは速水総裁による「デフレ懸念の払拭するまで」であるし、現在は「消費者物価指数の上昇率が安定的にゼロ以上となるまで」ということである。

・私の理解では、状態依存型のコミットメントを最初に重要と主張したのはクルーグマン教授であると思う。クルーグマン教授は、流動性のわなから脱却するためのコミットメントの重要性を指摘した。これに対し、日銀の対応はクルーグマン教授の提案とは二つの意味で異なる。第一に、クルーグマン教授はインフレ率にコミットすべきと主張したが、日銀は実務的に難しいとして、政策金利に関するコミットメントを行ってきた。物価あるいはインフレ率に直接に影響を与えることは難しいので、このように政策金利に関するコミット

メントの方が実務上は優れている。その意味で、日本銀行の政策による一つの貢献は、世界の金融政策に大きな流れをつくったことにあると思う。

・第二に、クルーグマン教授は、このようなインフレ的な政策はデフレ懸念が払拭した後も続けるべきと言っていた。これも日銀のコミットメントとはかなり違う。日銀の枠組みでは、デフレが収まれば金融緩和はやめることになる。諸外国との大きな違いは、日銀による物価の安定に関する理解が平均 1%なので、例えば 3%のインフレになった時には日銀の言うことを素直に解釈すれば一引き締めに転ずることになる。諸外国では、3%ぐらいのインフレでは金融引き締めを行うコミットメントになっていない。つまり、日銀の場合はデフレファイターとしてのコミットメントには必ずしもなっていない。

3. 中央銀行による新たな領域での政策について

井上くオーガナイザー

・最後の論点として、金融危機後の中央銀行による政策運営のインベーションに移りたい。根本様から日銀の成長資金オペについてコメントをいただきたい。

根本氏:

・銀行の格付に携わる立場から、銀行機能の現状を踏まえながら成長資金貸付についてコメントしたい。

・本貸付は2010年に導入され、3兆円という上限に達した後はロールオーバーされている。市場から積極的に評価する声は少ないが、私は一定の評価ができると思う。評価できないという意見の背景には、この程度の規模では日本の成長力を上げるには不十分であるとか、これは中央銀行の役割ではなく産業政策で対応すべきであるとか、既存貸出が振り替わっているに過ぎないとか、貸出金利をさらに押し下げたのではないかと、といった認識がある。一方、評価できるという意見の背景には、銀行が新分野に対して積極的にリスクを取らない状況では、例えば、福祉や環境や農業といった分野に目を向ける契機になっているとか、そういうメッセージを政策当局が送ることは悪くないといった認識がある。

・実際は、ある銀行が貸出を伸ばしている分野には、他行も参入する形での競争もあったかもしれない。しかし、全体として見れば、以前から農業や環境といった新分野に取り組んできた銀行はこの制度に拘わらず取組みを続けている一方、この制度に伴って一時的に取り組んだ銀行は、その後こうした取組みを止めているという状況ではないか。

・ご承知のように銀行の貸出は低迷している。リーマン・ショック後には貸出が一時的に増えた後、その分は剥落したが、現在は底打ちという状況である。確かに、昨年 12 月には前年比がプラスに転じたが、貸出が増加しているのは、自治体向けと社債の発行が難しい電力向けであり、その他は横這いや減少である。震災後の復興需要についても、建設など一部には窺われるが、期待されたほど出ていない。また、医療や福祉の分野も全く増えず、中小企業

は趨勢的に減少している。一方で、預金は、円高を映じた個人投資家の預金回帰もあって過去 1 年で約 20 兆円も増加した。この間の貸出の増加は 5 兆円に過ぎず、銀行の保有国債は 17 兆円も増加しているので、銀行の持つ金利リスクは増え続けている。

・貸出が伸びない背景にはもちろん総需要の弱さもあるが、銀行の貸出姿勢が弱いように見える面もある。銀行の集約化もその理由の一つである。アレン教授が座談会に寄せたコメントにもあったが、銀行の統合や合理化が進むと空白地帯が生じ、特に大都市圏では中小企業の貸出ニーズが拾えなくなっている。また、経済成長の低迷が長く続いた結果、人材の育成も含めて、銀行の審査能力や案件組成能力が低下していることが懸念される。今、現場におられる方は金利上昇局面を経験したことがないとも聞く。

・もちろん、貸出の減少には構造的な問題も関係している。低金利環境が長引いた結果、リスクを取ることに代価として得られる金利差があまりに少ないので、安全な企業に貸していれば良いとか、国債を買っていれば良いというビヘイビアになりがちである。企業の新陳代謝も進まず、新たな産業への資源の移動が阻害されている面もある。その上に、政府系金融機関のシェアがここ数年増えていることもある。リーマン・ショックや震災のためにやむを得なかった面はあろうが、危機が沈静化しても歯止めなく拡大する状況になっていることが懸念される。

・日本の銀行は、欧米に比べるとデレバレッジという重い課題はないし、流動性にも大きな問題はないが、全体として元気がない状況にある。

北村氏:

・中央銀行が国際金融システムに関わらなければならなくなった最大の理由は国際的活動を行う銀行が増えていることであると思う。

・2010 年 5 月から、FED と日銀との間で米ドルと日本円の為替スワップ取引が開始された。これは、それぞれの国の流動性を支援する意味で、それぞれの国の準備通貨を融通し合うものであり、同様な取り決めがカナダ、イギリス、ユーロ、スイスとの間でも結ばれている。「lender of last resort」は通常は自国通貨の流動性供給であるが、為替スワップは、他国の準備通貨もお互いに貸し借りすることで供給できる体制をつくらうとするもので、高く評価できる。日本の場合には、中国や韓国との間でも為替スワップ取り決めを持っているが、これらは 1997 年のアジア通貨危機の経験が生きている。もちろん、本当の意味で十分な外貨準備を保有している国は多くないので、おそらくは、そうでない国々の中央銀行がアメリカや日本と取り決めを結んでおくという考え方であろう。

・その上で、国際的活動を行う銀行に対するモニタリングや規制を、もう少し広い意味で考えなければならない、というのが中央銀行に課せられた新たな政策課題である。1970 年代や 1980 年代には、実体経済を担う多国籍企業の行動が議論の対象となったが、今や銀行が多国籍企業化しているので、金融危機の予防のためにマクロプロードン政策をどのように適用するのかという議論をする必

要がある。現在、ユーロ危機で各国政府が苦心しているのは、ギリシャやイタリアの財政問題だけではなく、それらの国々への与信を持つフランスやドイツ、アメリカの銀行をどうするかという点である。

・こうした実情を踏まえてマクロプルーデンス政策を定義し直す必要があると思う。例えば、リスクウエイトを国債にも適用する場合、具体的にどのウエイトを課すかについては、単に格付会社が公表したものを使うのではなく、国際的な合意形成が必要になる。また、時価会計をより広く適用するとしても、金融危機の際の資産価格は適正ではないので、適用を柔軟に対応する取り決めも必要になる。さらに、エクイティーに比べて負債に税制上の優遇がある結果、過剰な借金体質になりやすいことをどう考えれば良いか。マクロプルーデンス政策に含まれる多くの課題に関する議論はまだこれからである。

・また、危機後の危機管理にも課題がある。例えば、国家が債務不履行に陥った場合の倒産法制を整備しておく必要があることも議論のうちに。同様に、国際的活動を行ってきた銀行の清算手続きにおいて、債権者にどのような負担を負わせるかという議論の中では、例えば、「CoCos」と呼ばれる転換社債を発行させて、状況に応じてそれぞれの債権者に負担を負ってもらうという考え方があるし、預金保険の国際的な枠組みも必要になろう。

井上<オーガナイザー>:

・これらの点は次回以降の「金融市場パネル」でも引き続き検討したい。さて、金融のグローバル化に関しては、もう少し前向きな面もある。例えば、日本企業のアジア進出、あるいは広い意味でわが国経済のグローバル化に対して、政策面でどう関与するかという議論がある。こうした点について、内田様から最近の「金融市場パネル」会合での議論も踏まえつつコメントをいただきたい。

内田氏:

・私の目から見ても、金融のグローバル化、すなわち日本企業のグローバル化が加速している。2000 年度には、海外に進出していた日本企業の現地法人数は約 1 万 3,000 社程度あり、そのうち親会社が中堅・中小企業である比率は約 14%であった。これに対し 2008 年度には、現地法人数が 1 万 8,000 社に大きく増加し、中堅・中小企業のウエイトも 25%近くまで上昇した。要すれば、2000 年度には概ね 8~9 社に 1 社の中堅・中小企業が海外展開されていたが、今やそれが 4 社に 1 社になっている。目的も、以前が大企業の進出に伴って部品メーカーが海外進出したケースが目立ったが、昨今は、第三国の市場を自ら開拓したり、第三国貿易を使ってビジネスチャンスを広げたりする動きが目立つ。加えて、新聞等が報道するように、大企業も円高に対する攻めの経営ということで、クロスボーダーM&Aのような海外投資の動きが広がってきている。

・これに対する金融面からのサポートとして、公的当局や金融機関の取り組みが始まっている。このうち公的当局については、1997 年 1 月に当時の橋本首相が展開された ASEAN10 カ国との「チェンマイ・イニシアティブ」がベースである。これは有事に日本がドル

資金の流動性を一方的に供給する仕組みであるが、2002 年に中国、2005 年に韓国と締結した為替スワップ協定は現地通貨と円との交換である。このように、アジアを中心に相互的な流動性スキームが少しずつ築き上げられている。そして、昨年 10 月には、日本国債を担保とするタイ・パーツ資金供給の取り決めが日本とタイとの間で締結された。これは、日本国債を担保としたクロスボーダーの資金取引という新たな仕組みである。金融機関としては、アジア全体での成長戦略を展望する中で、こうした取り組みが他の ASEAN 諸国に広がることを期待したい。日本としては、単にアジアの地の利を生かすだけでなく、フランチャイズとして金融・経済両面におけるインフラの面で貢献していくことが重要なのではないかと。

・もちろん、欧州危機の経験を踏まえて銀行のクロスボーダー与信に関する課題が新たに浮上している。日本の個々の金融機関、あるいは日本の監督当局や中央銀行においても、アジアのカントリーリスクや産業セクターのリスクに対する管理の枠組みを強化していかなければならない。その上で、日本経済はアジアの経済成長を取り込む必要があるだけに、日本政府や日銀がアジアとの間で締結している流動性供給の様々なスキームを、有事だけでなく平時にも汎用性の高いスキームとして活用しうるようすることを望む。

4. 質疑応答

井上<オーガナイザー>:

・本日の「金融市場パネル」は、通常とは異なり、皆様に公平な形でご発言の機会を持っていただくよう、事前をお願いしたコメントをご披露いただく形を取った。それでは、フロアの皆様からコメントやご質問を頂戴したい。

千田氏(資本市場研究会主任調査役):

・「非伝統的」な金融政策によって、イールドカーブや資産価格には効果があった一方、実体経済への効果は確認できないというご指摘が多かった。一つの解釈として、中央銀行が供給した流動性がブラックホールのように吸収される一方で、金融機関や企業の資本コストを引き上げる力が別に働いているのではないかと。例えば、バーゼル III のような規制がある。各国は適用を遅らせるのかもしれないが、金融機関には警戒感が強い。また、米国では、投資銀行のリスクテイクに対するコントロールが強化されている。さらに、先頃は日本の金融当局が米国の金融当局に日本国債を米国内の規制対象から除外するよう要請していたが、こうした規制によって日本国債の利回りが上がれば、日本国内の資本コストは当然に上昇する。このような状況をどう考えれば良いのか。

柳川氏:

・多くのポイントを含むご指摘なので全部にお答えすることは難しいが、取りあえずの整理として、「非伝統的」な金融政策が期待通りの効果を挙げているかという点と、そもそも金融政策でどこまで実態を変えられるのかという点と分けて考えたい。

・「非伝統的」な金融政策は効果はあったが、すぐあった訳ではな

かったのが実態である。これを「効果はなかった」と考えるか、それとも「ある程度は効果があった」と考えるかは、事前の期待値がどうであったかに帰する。私は、ある程度は効果があるし、コミュニケーション戦略を改善すればもう少しプラスの効果を出すことは考えられると思う。

・ただ、「非伝統的」な金融政策に限らず伝統的な金融政策も含めて、金融政策が「打ち出の小槌」でないことを認識する必要もある。金融政策によって、日本経済や世界経済が全て明るい方向に変わる訳にはいかない。金融政策にできることは当然に限られており、その中でどれだけ改善していく戦略を考えていかうことではないと認識している。

加藤氏:

・昨年6月に、『WALL STREET JOURNAL』がFEDのQE2の効果について、マーケットのエコノミストや経済学者を対象にアンケートを実施した。回答の中で一番的確だと思ったのはフロリダのある大学の先生によるものであり、QE2は資産価格に一時的に効果があったが、その後は消えたので、喉に塗る膏薬のようなものだと言及した。塗ると喉がすっきりするが、病氣自体を治すわけではないということであろう。QE2のような政策は、「それでも政策対応した方が良い」という考え方と、「政策対応すると新たな不均衡を生むので、やらないほうが良い」という考え方の間で評価が割れる。私自身は、どちらかと言えば、日銀はこうした膏薬を塗るような対応はしない方が良いように思う。

・イギリスでは、2010年の秋に、イングランド銀行のチャールズ・ビーン副総裁が、「量的緩和」に関して、「預金者一特に高齢者一は低金利への不満を言わずに、預金を取り崩して貯蓄率を下げつつ消費をすべき」と言ったことが猛反発を受け、謝罪に追い込まれた。この点は、バブル崩壊後の金融政策のあり方に関わり、再びバブルを起こして経済を元に戻せば良いのか、バブルを繰り返さないようにしながら、どのようにしてsustainableな経済成長に戻すかという議論である。バーナンキ議長による政策対応も、見る人によっては、単にもう一回バブルを起こそうとしているだけではないかということになり、その意味でも国内では批判が強い。

渡部氏:

・一般的に「非伝統的」な金融政策と言った場合には、提起された問題が当てはまる部分もある。しかし、「時間軸政策」の効果に関しては、先ほど申し上げた二種類の理論的なモデルが存在する。このうち、適切なコミットメントを行っても実体経済には効かないという立場に立った場合、経済状況が好転した後もかなり長い間ゼロ金利政策にコミットしなければならない。

井上<オーガナイザー>:

・それでは、浜田様にコメントをお願いしたい。

浜田氏(イェール大教授):

・お招きいただいたことにお礼を申し上げます。本日のように、10人中9人は違った見方をする方々の中に私1人で質問に行くこと

はかなり勇気が要ることである。15分の時間をいただいたので、コメントさせていただく。私にとっては「鏡の国のアリス」にいるような気分、私が思っている像と全く正反対のことが皆様には見えていられるらしい。もちろん、中には理解できる主張もあるし、私自身の政策論争での主張の中にも10パーセントぐらいは「本当にそうだろうか」という部分もないではない。いずれにしても本音を交換できる機会を与えてくださった井上さんに感謝したい。

・「量的緩和」については、本多佑三先生の実証研究などもあり、弱いフィットではあるが有効であることが分かっている。問題は、日本銀行も経済メカニズムの本質がある程度分かっているのにかかわらず、ガッツがなくて必要な政策をサボっているところにある。また、日銀による英語の解釈も詭弁的である。FRBが「goal」と言い「target」でないから「目標」でない、という理屈をこねる中央銀行を持った国民はかわいそうである。FRBも政治的な配慮もあって「target」を避けたのかもしれないが、いずれにしても、本当に日本銀行に英語や経済理論が理解できないためにそのような主張をするのであれば仕方がないが、ためにする理屈はそろそろ止めていいのではないかと。

・また、日本が「現金社会」であることを無視して、対GDPで見ると日本の方がマネーは多いと主張する論理も、日銀マンが毎日小切手で支払いしているものでなければ誤りである。あるいは、実質為替レートは10年前と同水準と言う議論も、実質為替レートの経済メカニズムを何も考えたことのない人がする誤りである。例えば、金融の過度の引き締め、あるいはリーマン危機以後の不作为によって名目為替レートが30%も上がって、輸出業者も輸入競合業者も悩んでいる。国民の血のにじむ努力で日本の物価が下がって、アメリカの物価が上がり、実質為替レートが貨幣的ショックの前に回帰することはむしろ当然なことである。その過程では、ソニーもパナソニックも苦しんでいるのである。今の為替レートは1995年の最も円高であった局面と同じだからかまわないという議論を有力経済学者もするようになったのは不可解である。

・10人近いパネリストがいたのに、今のデフレ状態で、日本経済がどれだけ苦しんでいるかを数字で示した人がほとんどいなかったのも不思議である。グラフを見せたのは、私の質問を除くと福田さんだけである。それも日本経済(患者)がどれだけ苦しんでいるかのデータでなく、日本銀行(医者)がどれだけ国債を買い入れたかという図が主であったが。

・日本の消費者物価の対前年比変化率や絶対水準を振り返ると、1990年代後半から2000年代初頭は深刻なデフレの状態にあった。日銀は総力を結集して政策対応を行ってきたと主張するが、これもあやしい。諸外国に比べて日銀のバランスシートの推移を見れば、金融緩和を怠っていたことは一目瞭然である。リーマン危機によって海外で金融面でのトラブルが起きた。それは実物面にも波及することとなったが、日本は自国では金融危機を起こさなかった。しかし、世界の金融市場は連関しているので、危機と、そしてそれ以

上に危機に対抗する金融政策の拡大が、「超円高」として大きく跳ね返ってきた。こうして、円は比較的安かった時と比べると 30%程度の円高になったので、企業は対外競争力を維持するために物価を下げなくてはならなくなる(この点は、ADB の黒田東彦氏の 1990 年代の仕事から明らかである)。その結果、実質為替レートが調整されるまで産業界は苦しむのである。震源地であるアメリカが「非伝統的」な金融政策で危機をうまく逃れたのに、日本は信用破壊が全くなかったにも拘わらず、流動性を十分供給しなかった中央銀行の無策から最も大きな痛手を被った。中央銀行は、自国で金融危機を起こさなかったのに、為替の円高という形で襲ってきた波及効果をむしろ拡大してしまったのである。

・FRB が基本的に貨幣あるいは流動性を供給しなかったらどのような事態を招いたであろうか。世界の理論経済学界でスターである清滝信宏教授の論文によれば、(この辺りについて教授は注意深い書き方をされているが、)おそらくはアメリカ経済は大恐慌の際と同じように沈んだとされている。

・日本経済には、デフレとか為替レートといった名目データに様々な問題が生じているので、貨幣的な対応が必要である。例えば、胃腸が悪いときに医者に行ったら、医局の都合で「この胃腸薬は使えません」と言われ、「だから風邪薬を使ってください」と言われたらどうだろうか。貨幣(水)不足な状態に、水を出せる日銀が自分の都合で躊躇しているのである。様々な反論はあるが、一番大きな筋をきちんと理解していただきたい。日銀が色々なことを理解して実行する善人であれば良いが、そういう性善説が通用しないとすれば、日銀によるさじ加減に金融政策を任せることには問題がある。したがって、インフレ目標が必要であり、日本銀行法を改正しなくてはならない。

・日本を見ていると、どうして金融政策をここまで間違えるのかと思う。当事者が無知無能で事態を理解していないからであろうか、市場の特殊権益に弱みからであろうか、それともアイデア自体を日銀が操作しようとしているのか。心理学で「認知不協和」と呼ばれるように、嫌なことは信じたくないのが人間の心理であろうか。私の考える貨幣を含んだ一般均衡理論は、マネタリズムも資産選択理論も含むものとして、今も大筋では失われていない。私もそういうものを教えてきたつもりであるが、日本の学者は理解してくれない可能性がある。そこで、私は、マンキュー教授、ジョルゲンソン教授、ノードハウス教授等にそのようなマクロ経済の見方を弁護してもらった上で、金融政策をなぜ間違えるのかを質問している。

・本日は、日銀の護送船団に突如乗り入れた感がある。例えば、相撲で 7 勝 7 敗の力士がたくさん勝てば八百長が疑われる(因果関係を証明することはできないが統計的推論はできる)。経済学者もその意味では人間的なのかもしれない。審議委員になりたいから、学説を買えたという人がいることを証明するわけには行かないが、金融緩和を主張する人が審議委員に選ばれない傾向があるのも統計的事実である。

・将来の国民の失業率が増え、自殺する人も増えるという事態を許すことも果たして人間的と言えるのかどうかを、私は若い友人に聞きたい。エズラ・ボーゲルの『Deng Xiaoping and the Transformation of China』(鄧小平と中国の変革)によれば、鄧小平氏も当初は文化大革命に反抗したが島流し同様にされ、雌伏の時代を続けた後に復活した。しかし、彼の偉いところは、その後に中国を近代化したことである。今日、不必要に日銀に寛容である方々も、ぜひ鄧小平のようになっていただきたいと思う。

・日銀の見解は、往々にして、脚気の原因は細菌だという説に近かった。このために、日露戦争では戦いではなく病気のために多くの人命を失った。私の主張に対して、そのように極端な考え方は適切でなく中間で行くべきいという指摘を受けることがあるが、脚気の場合例えば、細菌説とビタミン B 説の中間は一体何であろうか。日銀の考え方を信じている人々を改宗させることは無理であろうが、会場の皆様には、日銀が言っていることには結構間違いがあり、しかも「ためにする間違い」が多いという点を申し上げたかった。

井上<オーガナイザー>:

・「金融市場パネル」は、特定の結論を予め想定して議論するものではないし、様々な異なるご意見を受け入れる健全さを維持したい。その目的は、研究者と金融ビジネスの方々、そして政策当局によるコミュニケーションの一翼を担うことにある。その上で、「金融市場パネル」は、どのような立場であれ特定の個人を攻撃することは避けるべきであると思っている。

・本日議論された金融政策のあり方については、「金融市場パネル」で引続き考えなければならぬテーマであるので、今後も様々な形でご支援をいただければ幸いです。

パネリストの皆様にはどうもありがとうございました。
