

議 題 総括

開催日時 2012年02月06日<17時50分~18時15分>

出席者 植田和男（東京大学大学院経済学研究科 教授）

総括

・本日の議論の総括として、まず全体の印象を述べた上で、いくつが具体的なポイントに振れたいと思う。

・日本銀行にとっては20年近く、欧米主要国の中央銀行にとってはこの4~5年の間は、非常に苦しい時期であったと言える。1990年代半ば頃までは学界や中央銀行界にあった金融政策運営のモデルは、やはり、インフレーション・ターゲティングを目指すということであったかと思う。ところが、1990年代以降の非常に深刻な金融危機が大きく風景を変えてしまった。つまり、中央銀行は金融の不安定性に強く配慮しなければならなくなったし、こうした不安定性に由来する負のショックが大き過ぎ、場合によっては政策金利をゼロにしても拭い去ることができないという中で、金融政策にとってこれまで考えたことがなかったゼロ金利という問題が実現してしまった。

・例えば、FEDは、ITバブル崩壊後の2003年後半にインフレ率が1%前後にまで低下したことに肝をつぶして、強力な金融緩和政策を採って政策金利を1%まで下げ、非常に弱い形ではあったが「時間軸政策」も実施した。その後、リーマン・ショック前後の金融不安では、非常に強力な金融緩和政策を採用してゼロ金利を実現し、その他のさまざまな「非伝統的」な金融緩和政策も採用することになった。現在、インフレ率は2%前後まで戻っているが、それでも、先頃のFOMCによって、弱い種類の「時間軸政策」をもう一段強化するという政策を導入した。イングランド銀行も、2000年代後半以降は似たような姿を辿った。ECBは、こうした側面はやや弱かったが、その「ツケ」もあって、ここに来て金融不安への対応を非常に強く迫られつつあるということかと思う。ただ、昨年12月に実施した3年物のlonger-term refinancing operationとそれに併せて実施した担保基準の一部緩和がマーケットに非常に強力な影響を發揮している。

・これらについても、コミュニケーション戦略としては、インフレーション・ターゲティングが基本モデルになっている。ただ、金融不安あるいはそれによって発生したバランスシートの調整圧力とデフレ圧力を抑え込むこと、そして、その中で生じたゼロ金利制約をどう考えるかということ、さらには、そのゼロ金利制約が将来再発しないようにすること、といった点が金融政策の当事者の考え方に非常に強い影響力を与えてきたと思われる。

・金融の不安定性の結果として生じている現象の一部に金融政策で対応するだけであれば、まだ理解しやすい。しかし、中央銀行による政策目標は物価の安定であったり金融システムの安定であったりするし、物価の安定を目指した金融緩和が次の金融の不安定性を引き起こすという悪循環も生じている。例えば、80年代後半の日本や、1990年代後半あるいは2001~2003年のアメリカはこうした例であるように見える。金融政策を緩和したり引締めたりする際には、金融の安定性に対する配慮を欠くことができないという形になってきている。この点を理論的に考えると、金融システムの安定を図る政策と金融政策との間にある種の協調が必要というモデルになるが、経済学はその全体像を十分解いていないのだと思う。個人的には、金融システムの安定はマクロブルーデンスを含むブルーデンシャル・ポリシーで対応し、物価安定のための金融政策はインフレーション・ターゲティングに特化するという二分法では済まないものとする。いずれにせよ、経済理論の面で確固としたよりどころがない中で、手探りの金融政策運営が続くとみている。

・そうはいつても、経済データを見ると、欧米は物価安定の維持にある程度成功している。欧州は明白であるし、米国もコアインフレ率が1%を切る時期から回復してきて、先に述べたように2%前後のインフレ率になっている。従って、異例の低金利政策からそろそろexitしても良いと見えるくらいの状況であるが、FEDは、ある意味で「時間軸政策」を強化するような声明を前回のFOMC後に発表した。この点は、先ほどの「金融市場パネル」でも議論があった点なので、もう少し詳しく触れてみたい。

・つまり、FEDは完全な「時間軸政策」を行っている訳ではないというコメントがあった。その理由は、今回公表された政策金利の予想はあくまでも予想であって、コミットメントでないということかと思う。ただ、こうした予想の中には、インフレ率や成長率の見通しに対するFEDとしてのreaction functionについての考え方も織り込まれているので、完全にコミットメントではないという解釈もやや強すぎるように見える。2014年終わりまで異例の低金利が続くという声明文には、バーナンキ議長の非常に強い考え方も含まれているという面がある。

・FEDのやり方は「時間軸政策」の精神に忠実であるという言い方もできるかもしれない。つまり、「時間軸政策」というのは、これも「金融市場パネル」で指摘があったように、経済のマイナスの圧力

が大きいためにマイナスの金利にしたい局面があっても、それができないのでゼロ金利にするが、ゼロ金利の維持が本来は不必要な局面になってもゼロ金利を維持する約束をすることで、現時点で少し強い緩和効果を出そうというものである。このように、ゼロ金利の維持が不必要になっても継続する部分が含まれるというのが、「時間軸政策」の理論的な解釈である。現在の FED によるインフレ率の目標が 2% であるとする、実際に 2% となっている現状でゼロ金利政策を維持することはやり過ぎのように見える。しかし、このような「時間軸政策」の解釈を踏まえれば、ある種の「駄目押し」的な効果を狙ってゼロ金利を脱却しないし、あるいはもう少し長い目で見た場合、ゼロ金利を脱却した後に再びゼロ金利に戻るリスクを減らそうという政策運営であるという解釈が可能かと思う。その意味では、コミュニケーションの明確化を狙ってインフレ目標を示したり、政策金利の予想パスを公表したりすることはやや矛盾しており、政策意図の「不透明化」になっている面もあるが、私自身は、むしろ FED の強い意志を若干は評価したい気がする。これに対し日本銀行の政策運営はどうかという議論も先程来あった。FED に比べてより強力な「時間軸政策」を発動したが、それを停止するタイミングが先に述べたような考え方に照らして適切であったかどうかという議論は残るように思う。

・このように先進諸国がほぼ全てゼロ金利という状態は ECB には多少の金利下げ余地もあるが、今後の下方ショックに対して脆弱である点は間違いないし、どんな政策対応が可能かという問題は依然として残っている。私は、残された政策の効果は限定的である可能性が強いので、ある程度以上の大きさの下方ショックが来た場合には非常に困ったことになると思う。ただ、この点も先にコメントがあったように、例えば、無限大まで資金供給を増やしていった場合に、無限大の負のショックを打ち消すことができるかどうかという問題に対するインテレクチュアルにソリッドな答えはまだ出ていない。

・この問題を考える上で重要な指摘が最後の対談で示されたように思う。つまり、最近のさまざまなマーケットを見ると、リスクプレミアムやスプレッドが非常に薄いところに来ており、ある種の政策の限界を示唆しているのではないのかということである。私も、この点にはある程度は賛成したい。「信用緩和」政策は、マーケットの機能が低下して、リスクプレミアムが異常に高くなったときにそれを是正するために実施する政策である。しかし、きちんと判断することは難しいが、マーケットが正常なところへ戻ればやめざるを得ない政策でもある。そうでなく、まずまず正常に機能しているマーケットでスプレッドやリスクプレミアムをさらに抑制するために特定の資産を買入れる政策を考えることもできる。これは、リスクプレミアムあるいは金利の抑制を通じて支出行動を刺激することに狙いがあるが、金融仲介能力あるいは金融仲介セクターにマイナスの影響を及ぼす。

・もちろん、こうした問題がマネーマーケットに限定されているのであれば、先にコメントがあったように速やかに機能が回復すること

も期待できる。しかし、より広いマーケットで生じた場合に、民間の金融仲介主体が機能を減退していくと、金融仲介を行うのは中央銀行ということになる。日本は、かなり以前から中央銀行による金融仲介に伴う様々な非効率性を考えなければならないところまで来ているし、アメリカもぎりぎりのところに来ているように思う。

・先進諸国がこのように極端な政策を採っている、日本以外の地域で自明のリスクとして将来のインフレを考えなければならず、今後はこの点が重要なポイントになると思う。加えて、こうした中で財政赤字との関わりという非常に悩ましい問題もある。さらに、最後の対談で議論されたように、日本の場合、高いインフレ率が実現しなくても国債管理政策が限界に達して金利が大幅に反転上昇するリスクを、市場関係者の多くが意識するようになっている。この点に中央銀行はどう対処するのかも非常に大きな課題かと思う。

・「金融市場パネル」は、過去数年の日本および世界の中央銀行あるいはマーケットが直面した問題を的確に捉え、バランスの取れた議論をしてきたと思う。ただ、これまで述べてきた例を含めて、中央銀行にとってはこれから重要になる問題が存在する。これらの問題について、実際に中央銀行が政策対応をする前の段階から真剣に議論し、その成果を発信するような役割をもう少し強めていけば、一段と多くの関心と呼ぶことになると思う。

・本日のコンファレンスに出演された皆様および来場された皆様、興味深い議論をありがとうございました。
