

議 題

「物価安定の目途」の下での日銀の政策対応

開催日時

2012年05月01日<18時00分~20時00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)
 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) <欠席>
 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. 「物価安定の目途」の特徴と初期の政策運営
2. 4月27日の追加緩和

3. Policy mix の考え方

出席者による発言要旨

井上<オーガナイザー>:

・日銀が「物価安定の目途」を導入してから2ヶ月半を振り返る上では、3月までと4月27日の決定に分けることが有用である。

・2月14日に導入された「物価安定の目途」は、構成要素や考え方の面で「物価安定の理解」を踏襲している面も多い。その上で、当面はインフレ率1%を目指すとしたことと、国債買入れを10兆円増額したことは市場に対する強いメッセージとなった。こうした環境下で、3月13日の金融政策決定会合で、いわゆる成長基盤資金オペの拡充が図られたことは日銀にとっては経済成長を加速してデフレを解消する考え方にロジカルな選択であろうが一市場関係者を含む外部から見ると、2月と対比して金融政策の戦略が分かり難くなった面があった。

・4月27日に向けては、デフレの解消に向けた処方箋の考え方とそのための時間的枠組みの2点が焦点となった。今回の決定内容をみると、前者に関しては、国債買入れを増額する一方、残存年限の延長を通じて「長めの金利に働きかける」意図を示すなど、「量」と「質」の双方の要素が取り込まれている。後者に関しては、展望レポートで2013年度にはインフレ率が「目途」に近づくとした上で、白川総裁が2014年度における「目途」達成を示唆したことで、市場は明確なイメージをもつことになった。同時に、時間的枠組みの示

した方はFRBによる政策運営と似てきた面がある。

・成長基盤資金オペについては、以前も議論があったように、銀行が貸出戦略を前向きに見直す契機になっているとの評価がある。一方、企業の資金需要が弱い中で、貸出金利が低下を続け、利鞘の確保自体が難しくなってきた環境も踏まえて、そのあり方を問う向きもみられる。この点は本日の会合でもご意見をうかがいたい。

・この間を通じた市場の反応で印象的なのは、第一に、国債のイーールドカーブの下方シフトと短期部分のフラット化である。後者は、「時間軸政策」的な要素の効果として当然に予想されるが、前者について、現在のイーールドカーブが金融危機以降で最下方の領域にあることは興味深い。第二に、2月には大きく円安方向で反応した円相場が、4月の反応は限定的であった点である。もちろん、この点には海外要因も大きいとされており、先に米国で面談した市場関係者からも2月はrisk-onという「幸運」があったとの指摘があった(これらの点を中心に、参考資料を参照しつつ説明)。

1. 「物価安定の目途」の特徴と初期の政策運営

高田氏:

・今から振り返ると、2月14日の政策変更が強い効果を持ったように見えた点が問題であった。本年2月から3月初にかけては、米国の金融経済の点で外部環境に恵まれた点があった。経済指標

にポジティブ・サプライズが続く中で、株高、金利高、ドル高が進行していた訳である。こうした状況の下で、日本銀行の政策変更も予想を上回るものとなったので、為替レートや株式相場が大きく反応した。実際、海外からは、「日銀は本当に変わったのか」という質問が多く寄せられた。

・もともと、米国では、暖冬の影響も含めて経済指標の季節調整が歪んでいる可能性も指摘されている。また、金融市場の動きも過去数年のパターンを繰り返している面もある。しかし、2月に市場の大きな反応をもたらしただけに、市場関係者や政治家の間ではより強力な政策対応が必要という見方が強まった。3月以降に、金融市場で効果が剥落したように見えるのも、もともとの日銀による政策の効果に対する過大評価が修正された結果とみることができる。

福田氏:

・3月以降に市場が反転したのも、日銀の政策に対する失望だけでなく、中国経済の減速懸念による面も大きいように思うし、欧州に関して、ECBによる巨額の資金供給—いわゆる”Draghi Magic”—の効果が剥落しつつあることの影響も大きいように見える。

・2月の政策対応が市場に大きな効果を持ったこと自体は事実であるが、こうした政策対応も、その直前のFRBによる政策対応に促された面も大きかった点を思い起こす必要がある。つまり、予めから指摘されていた金融政策の枠組み上の課題に対して、結果的には米国に促される形でしか対処できなかった点は、日銀の課題として残ったように思うし、自発的に対処しておけばより高い評価を得ることができたのではないかと。

・4月に任期が満了した審議委員については、後任が決まらず欠員の状況が続いている。来年春の総裁の任期満了を展望した「前哨戦」との見方もあるが、日銀は政治的に一層難しい局面に入っているし、そうした問題に配慮しつつ政策対応を考えなければならず、情報発信のどこまでが本音でどこまでか建前か分かり難くなってしまうのも、金融政策の運営の点で望ましいことではない。

柳川氏:

・2月14日の政策変更に関しては、金融市場の反応も大きかったし、「日銀はようやく目覚めたのではないか」という評価もあった。しかし、3月から4月にかけては、日銀本来の考え—経済成長の基盤を強化しないと、デフレは本質的に解決しないという考え—に戻ってきた過程と理解できる。日銀としては、政策意図に対する誤解に基づく市場の反応に慌てた面もあるのかもしれない。

・ただ、冷静に考えた場合、日銀として誤解を修正することは果たして良かったのだろうか。学者であれば正論を主張し続けることは当然であろうが、政策当局としては、誤解はそのままにしておいて、一方で正当と考える政策対応を粛々と続けるという選択肢もあったように思う。これは、外部の人々をだまし続ける点で危険な賭けではあるが、コミュニケーション・ポリシーとして、日銀はやや生真面目になりすぎた面もあるように感じる。

翁氏:

・「物価安定の目途」がいったん設定されると、それが未達である限り、国債買入れの拡大を求める声が自動的に生ずることは避けがたい。さらに、CPIインフレ率1%という「目途」についても、政府が公言している2%以下に照らして低すぎるのではないかという議論があり、「目途」の引き上げを求める声が生じやすいと思う。

北村氏:

・正式なインフレーション・ターゲティングを採用している英国の現状をどう理解すれば良いであろうか。実際のインフレ率は目標レンジを大きく超えたまま推移しており、BOEのKing総裁はOsborn蔵相宛の書簡を送り続けている。スウェーデンの場合も、インフレ率が目標値から乖離する状況が続いている。日銀も、本当に律儀に1%のインフレ達成を目指すよりも、政策対応で努力しているのだから理解して欲しいというスタンスは取れないのか。

翁氏:

・リクスバンクの総裁も、2007年の段階で既にインフレ目標に過度に縛られることなく、柔軟に対応すべきであると明言している。

福田氏:

・こうした対応が国民に支持されるとすれば、インフレ目標を今無理に達成しない方が实体经济のためにむしろ望ましいという理解が共有されているからではないか。これに対して日本の場合、インフレ率1%の「目途」の下で仮に0%になってしまった場合、その方が良かったという理解が共有されるであろうか。

井上<オーガナイザー>:

・インフレーション・ターゲティングのポジティブな面としては、北村さんが指摘されたように、目標を達成しなかった場合に、それほどのような理由によるのか、今後どのような形で目標を達成していくのか、といった点に関して、中央銀行と政府が意見を交える公開の機会が設けられている点ではないか。

北村氏:

・日本企業はコスト削減に邁進し続けていて、昨日は100円で売っていたものを今日は98円で売ろうと努力している。この結果、深刻なデフレにはならないとしても、小幅な物価下落が継続することになる。そうした状況で、日銀が1%のインフレを目指すと言うことは、企業に全く別なルールへの対応を求めることになる。このことの意味合いは理解されているだろうか。

柳川氏:

・中央銀行によるコミュニケーション戦略は重要であり、どのような情報を発信するかということだけでなく、情報の受け手がどのように理解するかにも大きく依存する。日銀の「目途」が外形的にはBOEと似たステートメントであったとしても、本当にどの程度実現するのかという受け止められ方如何によって、日銀とBOEの置かれた立場は大きく違ってくるように思う。

加藤氏:

・BOEによる4月のMPC議事要旨の中に、インフレ率が先行き低下するとの想定の下で2月に追加緩和に踏み切った点について、インフレ率の予測が誤っていた可能性を認める意見がみられる。また、インフレ率の低下が後ずれする理由の一つとして、非金融非石油企業の収益が過去25年間で最低である一方、資金調達の制約のために設備投資にも踏み切れないため、マージン拡大のため値上げに踏み切るとの見通しが挙げられている。日本と対照的であるが、BOEのMPCメンバーが指摘するように、BOEがインフレ率の高止まりを容認してきたからこそ、企業が値上げしやすい環境になっているのであろう。逆に、日本のようにデフレマインドが染みついた状況を金融政策だけで変えることができるのであろうか。

内田氏:

・日本では、企業が値上げしても、その結果として需要が大きく落ち込むことが懸念されるので、コスト削減に行き着くのだと思う。英国の場合も、想定外にdouble-dip recessionに入ってきているので、早晚、日本と同様な状況になるかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

・日本の潜在成長率が、日銀の推計するように0.5%程度なのであれば、2%というのは相対的にかなりの経済成長である。その一方で、ゼロ金利政策が当面維持され、かつインフレ率も次第にプラスになって実質金利を押し下げるといことは、FCIのような考え方に立つと相当に緩和的な金融環境とみることもできる。

内田氏:

・今回の記者会見でも、白川総裁は、インフレ率の上昇による実質金利の低下による効果に言及した。また、今回の展望レポートでは、コアCPIベースでのフィリップスカーブを用いて構造的なシフトに焦点を当てるのではなく、CPIベースでのフィリップスカーブの推計をもとに、潜在成長率を上回る経済成長によるGDPギャップの縮小とインフレ率との関係を議論している。

・ただ、これまでも度々こうした議論があったにも拘わらずデフレの脱却が実現しなかった理由は、円相場の上昇にあるのではないかと。今回も、米欧経済が今後2~3年で本格的に回復すれば、日銀が想定するような展開になるであろうが、実際にそうなるであろうか。

渡部氏:

・日銀による「物価安定の目途」に関しては、CPIのバイアスに対する配慮も重要であろう。日銀のエコノミストによる分析によれば、0.5%程度の上方バイアスがあるとの推計もあり、そうであれば今回の「目途」も実質的には0.5%のインフレ率を目指すものになってしまう。また、コア指数でなく総合指数を採用しているので、例えば原油価格が大きく上昇した場合、むしろ容易に「目途」を達成してしまう可能性もある。さらに言えば、「目途」の達成に関するコミットメントについても時期を含めて曖昧な面がある。これらの点から見て、「物価安定の目途」には中途半端な点があることは否めない。

2. 4月27日の追加緩和**江川氏:**

・日銀による政策変更の影響について、2月14日と4月27日を比較した場合、株式市場や為替市場の反応は対照的であった。ただ、参考資料に示されたとおり、イールドカーブについては短期部分を中心にともみ下落方向の反応を示した。本日時点では、例えば3年物国債の利回りはわずか12bpである。この間、民間金融機関が保有する国債の平均的な残存期間は、大手行で2年程度、地域金融機関は4年程度とみられ、昨年中に含み益のある国債を売却してroll-down効果を楽しんだとされていることを考えると、ここからは国債を中心とする債券運用を収益源にすることは難しい状況となっている。

柳川氏:

・国債のイールドカーブがつぶれていくことの効果は、前回のコンファレンスでも議論になった。長期的にみて金融仲介機関の衰退に繋がると同時に、金融仲介を通じた金融政策が効かなくなり、残された政策手段は“helicopter money”だけになりかねない。その一方で、金融緩和はまだ足りないという声も強まっており、悩ましい状況にある。

福田氏:

・国債の安定消化にとって日銀の役割が重要であることは事実であるとしても、参考資料の中にあるように、民間銀行も生命保険も年金も引き続き相応に国債を買い続けている。つまり、民間部門の国債に対する需要は引き続き旺盛であるように見える。

翁氏:

・日銀による金融緩和自体が、民間部門による国債への需要を促進している面もあるのではないかと。つまり、長期に亘って金融緩和を維持していることで、投資家は金利上昇のリスクをあまり考慮することなく国債投資を続けることができる。日銀はデフレ解消のために金融緩和を続けているのに、金融機関に国債投資を増やし続けるよう促してしまうことで、却って、实体经济における資本蓄積を阻害し、経済成長の加速に繋がらないという側面が生じているのではないかと。

高田氏:

・参考資料にあるように、新規の貸出約定平均金利は3月時点で1.05%まで低下した。これは、2003年に10年国債の金利が0.3%付近まで低下した際よりも低く、おそらく、統計開始以来の最低水準であろう。これが財政による一種のクレンジング・アウトなのかどうかを判断することは難しいが、少なくとも、实体经济の面で貸出需要は極めて弱いことを示している。

江川氏:

・高田さんが指摘されたように、銀行の貸出金利は2003年頃の「国債バブル」の頃に比べても低い。日銀の金融システムレポートも住宅ローンを取り上げていたが、大手行は「短プラ+1%」を店頭金利として提示しており、全期間に亘る優遇措置を考慮すると1%

台で資金を借り入れることができる。つまり、金融機関が貸出から収益を挙げることが難しくなっているため、金融緩和が却って金融仲介機能の一層の毀損に繋がっているように思える。なお、4月27日にはETFの買入れ予定額の引上げも併せて決定されたが、買入れ実施期間を半年間延長したので、それ自体がETFの市場に大きな影響を与えることにはならないように思う。

内田氏:

・マクロの資金需給が示唆するように、国内への投資需要は乏しく、企業部門の資金余剰が続いている。また、ここ数年、超低金利環境が継続する結果、新規借入れの場合も、民間企業の約7割は変動金利を選択するというのが実情である。実際、長期の固定金利での借入れを行うのは、長期事業のための資金を必要とする地方公共団体が多く、その他の事業体は変動金利での借入れが主体となっている。こうした要因のために、新規の貸出約定平均金利は大きく下がっている。

・ALMの観点からいえば、全国銀行ベースで見た金利リスク量はここ数年減少している。なぜなら、中長期の固定金利貸出が減少する一方、増えているのは変動金利貸出だからである。また、コア預金の扱いに関する規制対応を変更する動きもある。つまり、これまでコア預金のdurationは5年を中心とするラダーとされてきたが、内部管理モデルが認められると、5年を超える期間を含めてdurationを分布させることも可能となる。これに伴い、ALM上、資産側では金利リスクをさらに増やすことになる。規制の関係では、新たな流動性リスク規制—UKUSAによるものもBasel IIIによるもの—AA格以上の国債だけがリスクウエイト0とされる方向にあり、こうした条件を満たす国債のうち、市場流動性と安定性を満たすのは、米国債と日本国債くらいしかない。特殊な条件ではあるが、内外の投資家が日本国債を買う理由は数多く存在する。

・今回の追加緩和によって日銀の国債買入れは顕著に増加するので、国債の需給をむしろタイトにすることが考えられるし、金融機関における資産のリバランス効果が出現する可能性もある。一方で、日銀が3年までの国債を買うといっても、金融機関が10年以上の国債に投資先を大規模にシフトすることは金利リスクの面から考えにくい。また、レボ金利も日銀当座預金への付利金利とほぼ同じであり、事務コストを考えると見合わない。こうして、金融機関は日銀に国債を売って得た資金を日銀当座預金に預け入れたままにする可能性が出てくる。日銀当座預金は、信用リスクの面では期末にはリスクウエイトがかかるという問題はあるが、流動性リスクの面では問題が無い。こうなると、日銀が国債買入れを増やしても、その資金が日銀当座預金に積み上がるだけという現象を招きかねない。従って、今回の日銀の政策対応は、マネーフローの面でどのような経路を辿って効果を発現するか検証する必要がある。

柳川氏:

・内田さんが最後に指摘された点は、金融緩和をしても実体経済からの資金需要が生じない限り、供給された資金がむしろ悪い形で

積み上がるという事実に尽きるように思う。

福田氏:

・被災地における復興需要は、銀行貸出への需要に繋がらないのか。実体経済から見ると、本年度の実質GDP成長率の見通しが2%以上になっていることには、復興需要の効果が織り込まれている。銀行貸出が構造的に増えない理由は皆さんが指摘された通りであると思うが、景気拡大による循環的な効果はどう考えれば良いのか。

内田氏:

・参考資料にあったように、銀行貸出残高はようやく底を打って、緩やかに回復しつつある。ただ、デフレである以上は実質金利が高い預金への資金流入も増え続けるので、預貸ギャップは一層拡大している。また、民間企業のキャッシュフローや金融資産も潤沢なので、思った程には貸出需要に繋がらない面がある。

高田氏:

・4月27日の白川総裁による記者会見の中で、企業向けの貸出の平均期間が3年であるとの言及があったが、これは銀行による国債の保有年限と勘違いされたのではないのか。

内田氏:

・銀行による固定金利貸出の平均的な年限は確かに3年程度である。ただ、先に議論したような要因もあり、銀行の貸出全体の平均年限は1年強である。

加藤氏:

・米国では、McKinnon教授が、FRBによる長期金利の抑制策を批判し、適正な金利を取れない金融機関が中小企業向け貸出に消極的になるので望ましくないと主張している。もっとも、米国の場合は、長期金利が低下すれば(企業の)"animal spirit"が発揮され、新技術を使った投資などが出てくる。日本の場合、新規の資金需要に結びつかないのであれば悪循環に陥るであろうし、長期金利の抑制がデフレ脱却に向けた正しい道筋なのか考え直していく必要がある。長期金利の低下が為替レートの減価を導けばよいが。

井上<オーガナイザー>:

・米国の場合は、長期金利を下げるのが懸案である住宅問題の緩和に繋がるという考え方もあろう。もっとも、米国内でも、長期金利が低下しても、住宅価格が反転しないという問題も指摘される。

高田氏

・今後、米国で経済指標の軟化が進み、10年金利の2%割れが続くと、外部環境面では2月頃の状況に戻ってしまうリスクがある。また、主要国の金融政策についても、FRBが2014年後半まで現状維持との考えを打ち出し、ECBも2回の3年物LTROによって総額1兆ユーロもの資金を供給する下で、日銀の金融緩和の相対的な強さ—適切さは別としても—といった視点も興味深いように思う。

・米欧経済も様々な意味で「日本化」している—あるいは、最近欧米で話題になるような、規制や制度も伴った金利引き下げ圧力とし

での“financial repression”の状況にある。マクロの資金需給の面で、家計だけでなく企業も含めて民間部門が資金余剰に転じ、資金不足は政府と海外という状況が出現している。従って、金融政策も従来のように民間部門への与信を通じたルートではなく、国債の利回りか為替レートを通じたルートを活用することになる。同時に、金融機関は、民間資金需要の低迷によって預貸のギャップが拡大する中で、国債保有のキャリー益を重視する方向へ転換していく。併せて、金融規制の国際的な強化は、国債保有に対するインセンティブを与える。

福田氏:

・実体経済の点では為替レートの問題がある。他の主要国が為替相場の実質的な引き下げ競争に入っている中で一決して良い均衡ではないが、日銀が何もしなければ円高圧力に晒されるのも事実である。日本の輸出企業にとっては、ドル/円相場が 80 円台の中盤であればともかく、現在の水準ではかなり厳しい。日銀の政策判断をこうした尺度から評価することも大切であるし、主要国間で為替レートに関してどのような協調ができるかが課題であろう。

翁氏:

・白川総裁が以前発言されたように、日本企業の海外進出は不可逆的な面もある。円安のメリットにより企業マインドも好転する点も大切であろう。それらの意味で、日銀に対して為替対策としての金融政策に期待する声は相当に強くなっている。

高田氏:

・先に述べたように、日本のみならず米欧でも自国通貨安に頼らざるを得なくなっている。こうなれば、福田さんが指摘されたように、善悪は別として、日本も通貨安競争に参入せざるを得ない。

北村氏:

・その通りであるとしても、各国とも永遠に金融緩和を強化し続けることができるわけではなく、どこかで限界に達する。その時点で、関係国が国際協調を目指すということではないか。

福田氏:

・こうした協調が成立するとすれば、それは 2013 年のことではないか。今年は、米国やフランスなどで選挙を迎えることを考えると国際協調は難しいように思うし、それらが一段落したところで、実体経済を改めて考え直すという流れになって欲しい。

柳川氏:

・それまでの間を考えると、もちろん欧州が一番厳しいかもしれないが、米国には緩和余地があるように見える一方、日本はこうした余地が少ない点で苦しいように思う。また、日米を比べた場合、政策対応に伴うコストの相違と政策対応を求める圧力が対照的になっていることも興味深い。

福田氏:

・金融緩和の余地に関する違いだけでなく、国債買入れの意味合いの違いも重要である。つまり、日本と米国では財政赤字の深刻さ

がかなり異なるので、その下での国債買入れが財政規律に与える懸念も違うのではないか。

井上くモデレーター:

・平時であれば、過度な金融緩和が行われた場合、例えば資産価格のインフレが発生するといった副作用が観察されることで、政策対応に歯止めが掛かるはずであろう。

高田氏:

・そうであれば望ましいが、現在の先進諸国では資産価格インフレは起きにくくなっている。実際、米国でも株価は上昇しても不動産価格は上がらないし、欧州の資産価格は全体として低迷している。

井上くモデレーター:

・今回、6 ヶ月物の共通担保オペ(固定金利方式)を減額したことは、日銀として、このオペを積み上げていくことが技術的に難しくなったという判断であろうか。

加藤氏:

・日銀は、既に金利入札方式の共通担保オペを殆ど止めることで、固定金利方式オペに対する需要を何とか維持していたのが実態である。しかも、国債買入れを増やすと、日銀当座預金の残高が積み上がるので、資金供給オペに対する需要は当然に低下すると予想される。ただ、戦略的に見た場合、今回のように正直に減額してしまうのではなく、結果的に実行できなかった形にした方が、為替を含む市場へのアピールの面では良かったのかもしれない。

福田氏:

・かつては、日銀がオペで札割れに直面することは恥ずかしいという感覚もあったが、今では普通に起こりうることと受け止められているのではないか。

内田氏:

・むしろ札割れを起こし続けるくらいでないか、日銀は資金供給に対する努力が足りないと批判されるようになっている。

3. Policy mix の考え方**加藤氏:**

・4 月 27 日の追加緩和を受けて、本日(5 月 1 日)から、資産買入基金による国債買入れが増額された。毎月 2.1 兆円のペースとすれば、年間で 25.4 兆円に相当する。いわゆる「輪番オペ」は毎月 1.8 兆円、つまり年間で 21.6 兆円なので、両者を合計すると 47 兆円となる。これは、本年度の国債の新規発行予定額である約 44 兆円を上回る。白川総裁は財政ファイナンスでないと強調しているが、歳入不足を中央銀行信用で補うという意味で、それに近い状況であることは否定できない。

・日銀は、既に 2 月と 4 月の 2 回に亘って国債買入れを増額したし、今後も、FRB が 6 月の FOMC で追加緩和に踏み切れば、さらに国債買入れの増額を余儀なくされるのではないか。増額幅を圧縮しようとする説明ができれば良いが、再び 10 兆円となれば、財政ファイナ

ス的な印象を強める可能性がある。この点に関しては、2 月以降の日銀による政策対応が必ずしも pro-active ではなく、外部の意見や市場の圧力などによる「受け身」の対応に回っているように見えるだけに心配になる面がある。

北村氏:

・日本の財政支出の内容をみると、社会保障費と国債費が大半となり、裁量的な対応の余地が少ないように見える。つまり、経常的に必要な費用を外部からの調達で賄う状態である。従って、財政政策による景気刺激は期待できない状況にあり、国債費を賄うために国債を発行し、それを日銀に買ってもらっている状況である。マクロ経済政策の 2 つの主役が同じ問題に巻き込まれているのでは、民間セクターに効果を及ぼすことは期待できない。

内田氏:

・例えば、英国のインフレ率が高止まっている理由の一つは財政再建のための間接税引き上げである。日本でも財政再建が本格化して間接税の引き上げによって物価が上昇すると、名目長期金利が上昇するので、財政のデット・サービス・レシオが上昇していくであろう。その際に日銀がどう対応するかは難しい問題である。インフレ率が上昇して「目途」が達成したのに、国債管理政策をサポートする意味で国債買入れの継続を余儀なくされることも考えられる。

井上<オーガナイザー>:

・内田さんが説明された形でインフレ率が上昇した場合は、「物価安定の目途」も歯止めにはならず、意味を失うということか。

翁氏:

・インフレ率が上昇すれば、本来は国債買入れを平時の姿に戻して行かなくてはならないのに、その時点で財政健全化への道筋ができていなければ、金融システムの安定維持の観点から国債買入れを続けなければならないということである。

内田氏:

・その意味でも、財政健全化が先に進む必要がある。また、日銀としても、国債をどれだけ買っているとか、ベースマネーをいくら供給しているという尺度で金融緩和の度合いを説明し続けると、際限なく国債買入れの拡大を求められるリスクがある。例えば、先に井上さんが説明されたように、FCI や MCI のような尺度によって、金融環境の緩和度合いを説明した方が望ましいのではないか。

高田氏:

・ECB は、信認を失った国々の国債を買入れるだけでなく、100 兆円もの資金を金融機関に供給し、金融機関が買入れた問題国の国債を担保として受け入れている点で、中央銀行として常軌を逸した状況にある。さらに言えば、スペインの場合には、金融機関に国債を買わせた上で、国債の利回りが 1% 以上も上昇しているので、金融機関は大きな損失を抱え、金融システムが一層不安定化している。日銀が、将来こうした事態に陥らないようにするにはどうしたらよいか、難しい立場にあるように見える。

加藤氏:

・先進諸国の中央銀行は、「常軌を逸する」ことの競争をしているように見える。

内田氏:

・ECB は LTRO によって流動性危機は抑制したが、国債の CDS プレミアムを抑制することはできなかった。通常の金融危機では、中央銀行の潤沢な資金供給によって流動性危機が回避されれば、クレジツスプレッドも徐々に低下していく。しかし、今回のようにソブリンリスクが問題である場合は、その国の国際収支バランスへの見方や政治的リスクなども影響するので、国債の CDS プレミアムは縮小しない。ECB による「時間を買う」政策も限界に来ているように見える。

高田氏:

・通常の金融危機であれば、財政資金の投入によって止まるのであるが、今回の欧州危機の場合は財政のところで止まらず、中央銀行信用にまで問題が及んでいる。日本も、今後の展開次第で同じような状況に陥るリスクがある。

加藤氏:

・先に柳川さんが指摘されたように、日銀も程々の政策対応に止めておくのが一つの選択肢である。一方、白川総裁は、特に海外での講演では生真面目に中央銀行の信認の重要性を指摘することが多く、そこまで強調しなくても良いように感じる面もある。

柳川氏:

・白川総裁のアプローチは正攻法であって、日銀としてぎりぎりできることをやりつつ、正論を述べるものである。しかし、市場が、むしろ正論の方に過剰反応して、失望してしまうリスクがある。従って、逆に全力を尽くしていると説明しながら、実際には相応の政策対応に止める方が良いかもしれない。

加藤氏:

・この点では、先に渡部さんが指摘したように、インフレ率の目標を 2% と言った方が良いかもしれない。ただ、日銀としては、そのことが長期金利に与える影響に配慮している面があるのではないか。

井上<モデレーター>:

・先進国に関しては、中央銀行が国債買入れを行うこと自体の是非を論じる段階ではなく、もはや、これを前提とした上で、国債市場の安定をどう維持していくのかを考える段階にあるということか。

高田氏:

・先進国の金融経済では、適切な処方箋が見いだせない中で、様々な「民間療法」のような政策提案がなされている。政策当局は、こうした政策の効果に疑問を感じても、はねつけることに角が立つだけに、大きな害がないのであれば、あるいは外国も採用しているのであれば、処方して置けばよいと考えている面がある。

・ただ、ECB のように資産内容を毀損するリスクが高い状況になれ

ば話は別であるので、そこまで至らないようにする一線をどこで引くかが重要である。幸い、日本国債への信認は維持されているので、日本の場合は直ちに深刻な問題ではないが、財政健全化に向けた姿勢だけは示しておくべきである。

北村氏:

・ただ、財政健全化に向けた道筋がなかなか明確にならないことも考えると、日銀総裁や審議委員がきちんと正論を述べておくことにも意味があるように思える。

加藤氏:

・2001～2006 年の「量的緩和」は、基本的には短期の資金供給オペによって達成した。これを小宮先生は「微益、微害」と評価されたが、為替市場はベースマネーの量を意識することを考えれば、見栄えがあった面もあるように思う。これに対し、現在の「包括緩和」は、「量的緩和」が効かなかったという評価から出発しているので、国債買入れを通じた財政ファイナンスという微妙さも内包している。

井上<モデレーター>:

・現在と比べると、「量的緩和」当時の方が財政赤字に対する意識は相対的に低かったはずである。それでも、国債買入れよりも短期オペを多用する判断が下されたことは、今から振り返ると興味深い面がある。

翁氏:

・欧州も日本も中央銀行が「時間を買う」政策を採用している間に、意味ある政策対応が進められることが望まれるのに、上手く進んでいないということだろうか。ただ、日本では、例えば、金融円滑化法が最終年を迎える。その後は与信が一時的に収縮するかもしれないし、その後の調整に多少の時間を要するかもしれないが、生産性の高い分野へと経済資源の移動が進むといった効果が生じていけば、デフレの一つの背景である潜在成長率の低迷に歯止めをかけることも期待される。規制改革も含めて、経済成長を押し上げていくことは財政の健全化にとっても重要である。

柳川氏:

・経済政策全体の policy mix を考えると、翁さんが指摘されたように、ある種のショック療法を先に行った上で、金融緩和によってショックを和らげながら成長路線に乗せるのが正しい選択かもしれない。しかし、実際は、先に金融緩和をして、後から成長路線に乗せる議論をするので、必要な変革が生じない状況になっている。さらに、金融緩和によってインフレを生じさせれば、自動的に成長路線に乗るという議論もあるので対応が難しい。

内田氏:

・日本国内の余剰資金を、為替リスクを限定しつつ海外へ流す動きを政策的にサポートすることも重要ではないか。日本企業は、国内需要の中長期的な減少見通しの中で、海外進出の姿勢を強めているだけに、円滑に進んで収益が高まるようであれば、日本経済に対する見方も大きく変わる。首相や経済相と日銀総裁が協力してこ

うしたプロセスを描けば、日銀の金融政策の効果も強まる。

高田氏:

・その点では、日銀の成長基盤資金オペの中に外貨建て貸付が追加されたことも、一定の評価ができるのか。国内向けの貸付の場合は、先にパネルで議論があったように、金融機関が既存案件を振り替えているに過ぎない面もあるが、外貨貸付の部分は新規案件の創出に繋がる面もあろう。もちろん、内田さんが指摘されたように、政府の政策とのパッケージであればより望ましい。

柳川氏:

・このオペは多分にメッセージ性の強いものであるもので、日銀も、もっと積極的にアピールしても良い。追加緩和策の一部として導入されたので政策意図が十分に伝わっていないように思う。

福田氏:

・ただ、これだけの資金量で十分な効果を発揮しうるかという問題があるし、日銀が自ら保有する外貨を原資としている点に関連している。大規模にやるのであれば外貨準備の活用が望ましいし、その場合は政府系金融機関を活用するのが筋であろう。

加藤氏:

・為替介入は財務省の主管事項なので、日銀としても踏み込むべきでないという考え方で、だからこそ、自ら保有する外貨資金の範囲に止めるという判断であったのだろう。

内田氏:

・実務的にはその通りであると思うが、日銀が単体でこうした政策を実施しても限界がある。こうした政策に反対する向きは見られないと思うので、日銀は政府と連携し、政策パッケージの一部として実施すべきである。

柳川氏:

・日銀自身の判断に基づいて、政府の政策パッケージの一翼を担うことにしたとすれば、何の問題もないように思う。

翁氏:

・日銀と政府の役割分担をどう考え得るかという問題に帰着し、成長基盤資金オペが抱えていたもとの問題に戻るように思う。

高田氏:

・日銀にとっては、外貨貸付を自らの政策目標の中でどう位置づけるのかという課題もある。先に説明したように、今や、日銀が活用しうる政策の波及経路の一つは対海外部門であって、この政策はその点で適切である。ただ、対海外一すなわち為替相場一は日銀の政策目標には含まれていない。もちろん、国全体の経済政策の目標には含まれているので、そこをどう上手く説明するかである。

井上<オーガナイザー>:

・外貨貸付のようなポジティブな対応であっても、国債市場の安定維持のような課題への対応であっても、既に中央銀行だけでは何かを決めることが難しい段階に入っているということであろう。また、

中央銀行だけでなく、政府も政策の発動余地が少なくなっているの
で、意味のある政策を打ち出すには従来以上に連携が求められる
面もある。これらを考えると、柳川さんが示唆されたように、中央銀
行の政策形成過程自体が実質的に変化していくことが考えられる
し、そのことがどのような意味を持つのか興味深い面がある。

4. 終わりに

井上<オーガナイザー>:

・残念ながら、今回はやや暗い話が多かったが、本日取り上げら
れた点も含めて、日本の金融政策運営に関する様々な課題を今後
も議論してゆきたい。

いつものように長時間にわたってご議論いただき、大変ありがとう
ございました。
