

## 議 題

金融危機後の金融政策の波及について

## 開催日時

2012 年 10 月 12 日 &lt;13 時 45 分～15 時 20 分&gt;

## パネリスト

内田和人 (三菱東京 UFJ 銀行 執行役員 円貨資金証券部長)  
 加藤 出 (東短リサーチ 取締役 チーフエコノミスト)  
 福田慎一 (東京大学大学院経済学研究科 教授)  
 細野薫 (学習院大学経済学部 教授)  
 柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科 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 <モデレーター>)

## 主要論点

1. 先進諸国における金融政策の波及チャネルの現状について
2. 資産価格を通じた波及チャネルと副作用について
3. 信用緩和の効果と副作用について

## 出席者による発言要旨

1. 先進諸国における金融政策の波及チャネルの現状について  
井上<オーガナイザー>:

・パネリストの方々には事前に主な論点をお伝えしている。第一に先進諸国における金融政策の波及チャネルの現状をどう評価するか、第二に資産価格を通じた波及効果や副作用をどう評価するか、第三に信用緩和の効果・副作用をどう評価するか、ということである。早速、第一の点から具体的な議論に入りたい。

## 加藤氏:

・本年9月にFEDがいわゆる「QE3」を開始した。この後、日銀も追従して資産買入等基金を増額した。FEDの総資産の対GDP比は、2007年には6%だったが、今では18%まで膨張している。日銀の場合は、1987年までは9%程度で推移していたが、ゼロ金利政策が開始された1999年は20%になり、今では33%にまで増加している。FEDの方が長期資産を多く保有しているとは言え、日銀も相当規模の金融緩和を行っている。当初は、FEDの緩和策はパニック対策との色彩が強かったが、その後、「QE2」が実施された頃からは、財政の制約がある中で総需要刺激策としての金融緩和の性格を強めることになった。

・FED自身は、市場でよく言われる「準備預金やマネタリーベースの増加を通じた政策の波及」は期待していない。なぜなら、現代の銀行の投融资行動は、準備預金の多寡でなく自己資本の多寡による制約を受けるためである。実際、家計や企業は、先行きに対する不確実性が高い中で積極的な投資を行わず、従って銀行に対する資金需要は小さいため、FEDの口座に多額の準備預金が滞留している。FEDにとってみれば、国債買入れに関しては outright であ

ろうが、いわゆる「ツイスト・オペ」であろうが、効果の面では余り変わらないと考えているのであろう。市場には資金量の効果を信じる向きもあるだけに、FEDもそれを利用している面はあるが、こうした効果の持続性は期待できない。

・実際、FEDが意図しているのは資産購入を通じてイールドカーブを押し下げ、ポートフォリオのリバランスを促すことである。それを支える意味で、Forward Guidance—日本でいう「時間軸政策」—を活用している。FEDの場合は、超低金利政策を継続する期間の見通しを明らかにしているが、かつての日銀による「時間軸政策」のように、特定の経済指標が一定の値を満たすまで超低金利政策を継続するというコミットメントに変えるかどうかを議論することになるのであろう。一方、日銀が実施する「包括緩和」は、2～3年の長期金利を下げるとともに、リスクプレミアムに働きかけることを意図して、国債、CP、社債、ETF、J-REITを購入するものである。しかし、国債金利が既に相当下がっているにも拘わらず資金需要は出て来ないし、リスクプレミアムの面で日銀が介入すべき市場もあまりないのが実情である。また、ETFのような資産の買入れを増加させていくと、徐々に財政政策の領域に入ってくる。その一方で、過去2～3年の日銀の政策は為替レートを相当程度意識している。ただ、為替レートを特定の水準に誘導するというより、FEDの緩和策に伴う円高の進行を抑える必要があるという意識が政策判断のベースにある印象を受ける。

・FEDと日銀に共通するのは、「時間を買う政策」を行っている点である。Bernanke議長も「金融政策は万能薬でない」と度々発言している。「時間を買う政策」の副作用としては、長期金利を抑制するこ

とで政治の危機感が低下し、財政再建が進展しない恐れが挙げられる。先進国の緩和競争が新興国に歪みや予期せぬコストを発生させる可能性も副作用として認識する必要がある。また、Turner 氏の基調講演でも指摘されたように、正常化をどうするかという問題も深刻になってくる。さらに、金融危機以降、規制当局は金融機関に過度なリスクテイクをさせない、ないしはリスクマネジメントを強化させる方向にある一方、中央銀行はポートフォリオのリバランスを通じてリスクテイクを促そうとしている点は、全体として整合がとれていないようにみえる。

#### 福田氏:

・「量的緩和」を長期に亘って実施している日本の経験を振り返ると、当初は、「量的緩和」によって銀行貸出も増加し、物価も上昇していくと期待されたが、実際はそうはならなかった。そもそも、金融政策には、引締の場合は効果を発揮するが、緩和の場合は一特に流動性の罠に陥った状況では一効果が薄いという非対称性がある。ただ、これは「量的緩和」の効果がゼロであることを意味する訳ではない。市場で流動性危機が懸念される状況になった場合は、中央銀行には、資金供給主体として危機発生を防止するという重要な役割がある。ただし、日本のように長期間デフレが続いている下で、どのような役割を果たしうかは難しい問題である。

・この問題に対する日本銀行の取組みについて、シグナリング効果とポートフォリオ・リバランス効果の 2 つに分けて議論したい。ここで、シグナリング効果とは、日銀が将来の政策にコミットすることで、現在の金利だけでなく将来の金利が低下することである。既に短期金利が低位にある現状を踏まえると、中長期の金利を下げる点で効果があると評価できる。一方、ポートフォリオ・リバランス効果とは、日銀が資産買入を進めると銀行のポートフォリオは安全資産に偏るため、銀行が安全資産からリスク資産へと資産構成を変えさせることを期待するものである。ただ、日本の経験から申し上げますと、後者の効果は十分といえない。実際、銀行貸出に関しては、日本に限らず「量的緩和」を行った全ての国で横ばいないし減少している。日銀短観によれば、日銀による巨額の資金供給によって銀行の貸出態度が厳格化するのを防止しているようにも見えるが、抜本的な解決に至っていない。また、長期金利が下がっても、投資は活発にはなっていない。つまり、非伝統的金融政策は、部分的には効果があるとしても、マクロ的なインパクトは限定的であると言わざるを得ない。

・これらには副作用もある。第一に、金融市場でマーケットメカニズムが失われ、これによってモラルハザードが発生している恐れである。ここでのモラルハザードとは、本来であれば退出すべき金融機関が退出しないことを意味する。日本の 1990 年代の危機においては、破たん寸前の金融機関でも流動性が増えるといった現象がみられ、淘汰のメカニズムが働きにくかった。また、公的な資金を利用する必要のない金融機関が、実際にはそうした資金を利用して利益を上げるという意味でのモラルハザードもある。第二の副作用としては、国債金利が異例の低水準まで低下した結果、金融機

関は潜在的な金利上昇に伴うリスクをため込んでいることである。もちろん、現実問題としては、市場がなかなか安定しない中で、中央銀行は現在の緩和政策を続けざるを得ないと思われる。ただし、中央銀行による「時間を買う金融政策」だけでなく、他のプレーヤーが構造改革も進めていかないと抜本的な問題解決にはつながらないのではないかと。

#### 柳川氏:

・これまでのコメントに対して 2 点ほど補足したい。第一に、加藤さんが指摘された通り、金融政策に対する期待は危機対応から景気刺激策へ移り、FED も日銀も「金融政策は時間を買う政策」と言っている。ここで明らかのように、金融政策に対する市場の期待と、FED や日銀による説明との間にはギャップがある。つまり、「時間を買う政策」と言ってしまうと、それは時間稼ぎであって本質的な景気浮揚策ではないという含意を持つが、市場は「これで景気が良くなる」と期待してしまう。従って、FED も日銀も「時間を買う政策」の真意を正確に伝える努力をすべきではないか。

・第二に、金融政策の波及チャネルに関する点である。従来、金融政策は銀行貸出の増加を通じて企業投資を刺激することが期待されていたが、銀行と企業の双方が教科書通りの行動をとらない点をどう考えるかが重要である。銀行は、金融規制や監督が強化される中でリスクマネーを供給しにくくなっている。企業は、マクロの資金需給の意味で資金余剰であり、外部から資金調達してまで投資をするか疑問である。すなわち、金融サイドでいくら工夫しても、マクロ的な経済成長へのインパクトには限界がある。ここまで来ると、そもそも中央銀行の問題なのかどうかという議論にもなる。いずれにしても、全体的なスコープを持って考える必要がある。

#### 細野氏:

・金融政策の効果を推計しようとする、資産価格への効果に比べて実体経済への効果は測りにくい。これは、「金融政策が発動されなかった場合を仮想的に想定し、これと発動された後の状態との差分」を評価する必要があることによる。つまり、銀行貸出や設備投資が伸びないということだけをもって、金融政策に効果がないとは言い切れないところに難しさがある。

・銀行貸出や設備投資の不振の背景には、バランスシートの問題がある。1990 年代の日本やリーマン・ショックの後の米国では、家計、企業、銀行のバランスシートが大きく棄損していた。この点も金融政策が効かないように見える要因の一つなのだと思う。その上で、私は非金融部門と金融部門とを分けて考えるべきであると思う。つまり、金融政策は非金融部門のバランスシート問題に対して比較的有効であるように思う。つまり、金融政策は、資産価格の上昇を通じてバランスシート調整や支出行動の底上げを助ける効果がある可能性が高い。これに対し、金融機関のバランスシートは、規制やリスク管理と深く関わり、自己資本の制約も受ける。従って、日本の経験を踏まえても、金融政策だけで動かすことには限界があり、資本注入など財政政策の発動を含めた対応が必要になる。

**内田氏:**

・金融機関の実務に携わる立場からみると、特に米国では、いわゆる「QE1」から「QE3」にかけて金融政策の効果が次第に細っていくように感じる。一方で、非伝統的な政策については、金融政策の枠を大きく逸脱し、超法規的な段階に達している印象も受ける。特に欧州などでは、規制当局の要請の下で金融機関において de-leverage が進む中で、leverage を取ることを促す政策がどの程度効果をもつのか、格付が悪化している中で誰がクレジット・リスクをとるのかといった種々の根本的な問題がある。こうした、いわゆる合成の誤謬が生じている中で、中央銀行が過剰な政策を採っているという印象を受ける。

**2. 資産価格を通じた波及チャネルと副作用について****内田氏:**

・リーマン・ショック直後の主要国の金融政策は流動性危機を緩和することに主眼が置かれたのに対し、2009 年以降は資産購入を通じたリフレ的な政策が採られてきたと整理できる。また、リーマン・ショック以降は、日米欧の長期金利が収斂傾向を辿ってきている。特に過去 1 年には、ECB による LTRO や FED の「ツイスト・オペ」や「QE3」といった政策とともに大量の流動性が供給された一方、米欧でもオーバーナイトやターム物の取引量は減少した。また、資産価格の中で、最も明示的な影響を受けたのは商品市況であり、新興国との関係で取り上げられることが多かったが、足許で調整局面に入っていることを考えると、世界的な過剰流動性の効果は剥落してきたと考えられる。

・FED のバランスシートをみると、リーマン・ショック直後は金融機関向けの与信が中心であったが、2010 年以降は国債やモーゲージに大きくシフトした。資産購入の効果に関しては、いわゆる「QE1」から「QE3」を通じて株価を押し上げたという意味で、ポートフォリオ・リバランスの効果は認められる。しかし、信用スプレッドに関しては、いわゆる「QE1」によって顕著にタイト化したが、いわゆる「QE2」や「QE3」に際してはあまり影響を受けていない。この点は、先進国の信用スプレッドがハイイールド債も含めて既に相当タイト化した下で、これ以上縮小させるには限界があることを示唆している。一方、インフレ期待に与える効果をイールドカーブの傾きから推測すると、いわゆる「QE1」や「QE2」の際には、短期的にステープル化が認められるが、いわゆる「QE3」に際しては今のところ同じ効果は確認できず、政策の影響が減衰していることが示唆される。なお、今回の「QE3」が outright の買入れを MBS に絞っていることもあり、モーゲージ債と国債のスプレッドは相当にタイト化しており、今後、住宅価格に効く可能性があるともみている。

・ECB のバランスシートをみると、南欧諸国の国債の割合が増えている点が注目される。今後、こうした国債に対して債務元本の削減といった救済策が採られると、ECB の資産内容が大きく毀損するリスクがある。また、LIBOR-OIS のスプレッドが圧縮されたことは LTRO の効果を示唆する一方、スペイン国債とドイツ国債の利回り

格差の縮小は、OMT の導入を宣言した効果を示唆している。このように、LTRO や OMT は流動性リスクやソブリンリスクの顕著な削減に繋がった。

・日銀は、「包括緩和」の枠組みの下で、概ね 3 ヶ月に 1 回といったペースで資産買入れ基金を増額してきたが、その度にイールドカーブがフラット化したことを考えれば、一定の効果があったと解釈できる。日銀が 1 年間に買入れている国債の規模は、いわゆる「輪番オペ」と資産買入れ基金によるものを合わせると 40 兆円台に達し、新規財源債の規模とほぼ同じであるだけに、国債の需給関係に大きな影響を与えている。こうした政策対応によって、2 年物国債や 5 年物国債においてリターンもボラティリティも低下したほか、10 年物国債の利回りも邦銀の経費率を割り込む水準へ低下した。つまり、銀行貸出に係るマージンの悪化は限界に来ている。

・非伝統的な金融政策の効果と副作用を、資産買入れ、準備預金の付利金利引下げ、いわゆる「時間軸政策」、銀行に対する貸出促進策の 4 つに整理しながら検討すると、まず、資産買入れに関しては、流動性の創出を通じて資産価格の上昇や通貨安、イールドカーブのフラット化をもたらすことが期待される一方、商品価格の上昇一特に新興国に対する悪影響一や新たなクレジット・バブルの創出、出口戦略の困難化といった副作用が考えられる。また、準備預金の付利金利引下げは、イールドカーブを下方シフトさせ、ポートフォリオ・リバランス効果を限界的に発揮した一方、短期金融市場の機能を損なうという副作用がある。マイナス金利の出現といった状況は、資金の偏在を示唆しており、システミックリスクの顕在化に繋がる可能性がある。これに対し、いわゆる「時間軸政策」の効果については、イールドカーブのフラット化、ボラティリティの低下、信用リスクプレミアムの低下などが挙げられる。副作用としては、金利機能の喪失や、市場参加者による過大なりスクテイクの恐れが挙げられる。加えて、資産買入れと同様に、出口戦略をどのようにコントロールするのかという問題も伴っている。最後に、銀行に対する貸出促進策は、企業金融への支援、銀行貸出へのインセンティブ付与、信用リスクプレミアムの抑制などの効果がある。そもそも資金需要が停滞している中で効果に限界があるという問題や、企業の新陳代謝を阻害する恐れ、信用スプレッドを過度にタイト化することで信用バブルを発生させるリスクといった副作用がある。

・これらを総じて見ると、先進諸国で非伝統的な金融政策の効果は薄れてきた一方、副作用が目立ち始めたように思われる。その意味で、今後は、副作用の方をより注視する必要がある。

**細野氏:**

・内田さんから資産価格を通じた金融政策の波及について包括的な整理が示されたので、私は為替に焦点を絞って説明する。経済学の教科書によれば、金融政策と為替レートの間には金利を通じた効果が想定されている。つまり、金融緩和を行うと金利が低下し、資本が国外に流出するため為替レートが減価するということである。しかし、非伝統的な金融政策は既に金利が極めて低い下で採られるだけに、どのような経路を通じて為替レートに影響を及ぼすかは必

ずしも自明でない。理論的には、政策のコミットメントが長期金利を通じて為替レートに影響するチャンネルと、民間金融機関によるポートフォリオ・リバランスに伴って外貨建資産への需要が増加し、結果として為替レートに影響を与える 2 つの経路が想定されている。

・その上で、実際に効果があったか否かは優れて実証的な問題であるし、最近よく言われる「通貨戦争」のような議論が適切なのかどうか必ずしも自明ではない。そこで、日銀、FED、ECB、BOE による非伝統的金融政策と為替レートの関係に関する実証分析を行った。結果を要約すると、自国通貨だけを減価させたケースもあるが、そのような効果が検出されなかったケースもあった。統計的に有意であったのは、日銀による 2006 年までのいわゆる「量的緩和」と 2008 年以降の「包括緩和」である。FED については、2009 年以降の「量的緩和」に効果がみられた。これらの場合、政策の実施日から 3 日間で自国通貨を 0.3~0.8% 減価させる効果が認められたが、これは伝統的な金融政策よりも若干大きめである。これに対して、FED による「信用緩和」や ECB と BOE による非伝統的政策による為替レートへの影響は有意でなかった。

・分析結果を踏まえて 2 つの点を指摘したい。第一に、統計的に有意な効果があったとしても、それは果たして持続的かという点である。例えば、日銀による 2007 年以降の非伝統的な金融緩和の場合、アナウンス当日と翌日は円安になったが、2 日目以降は反転する傾向が認められるため、持続性が小さい可能性もある。ただし、為替市場には日々新しいニュースが流れるため、金融政策による効果のみを抽出することは困難であることに留意する必要がある。

・第二に、統計的に有意な効果が認められない場合、いかなる理由によるかという点である。そもそも非伝統的な金融緩和は効果がなかったか、効果はあったが為替レートには影響しなかった、の 2 つの仮説を想定できる。後者の場合は、国内資産に対するリスクプレミアムを圧縮した結果、投資が外貨建資産に向かわず国内資産に向かったことで、為替レートに影響を与えなかったことが考えられる。実際、日銀と FED の緩和政策による TOPIX と S&P500 への影響を推計すると、日銀のいわゆる「量的緩和」(2001-06 年)と FED の「信用緩和」(2007-08 年)は、株価に対して有意にプラスの影響を与えたことが推計された。すなわち、金融システムが不安定な状況の下で非伝統的な金融緩和を行っても、為替レートに対して中立的となった可能性が示唆される。

### 3. 信用緩和の効果と副作用について

柳川氏:

・これまでの論点との関係も踏まえながらコメントしたい。細野さんが指摘された金融政策の効果を実証分析することの困難さについては、実体経済に対する効果と市場の予測に基づく資産価格の変動が乖離することがある面が大きい。つまり、政策が実体経済に効果を与えることができなくても、市場が有効であると予測することによって資産価格が反応したり、逆に、実体経済に効果を及ぼす政策であるにもかかわらず、市場が効果はないと予測することに

よって資産価格が反応しなかったりする、という事象は頻繁に生ずる。内田さんから、米国でいわゆる「QE1」、「QE2」、「QE3」と徐々に影響が小さくなっているという指摘があったが、これも、市場で「効果がない」という予測によって悪循環が生じたことが考えられる。

・金融政策の波及チャンネルについて、福田さんはシグナリング効果とリバランス効果に整理されたが、これに加えて、中央銀行が金融機関をスキップして企業に直接的に働き掛けるチャンネルも理論的にはあり得る。金融機関が波及チャンネルとして機能していないのであれば有効かもしれないが、他方で問題点もある。第一に、その結果として金融機関や金融市場、金融システムはどうなるかという点であり、第二に、そもそも企業に投資意欲がない場合にこうした働きかけはどこまで有効かという点である。私は、特に第二の点が深刻であるように思う。現在、外部から資金調達をしてリスク投資をする企業は少なく、自己資金の範囲内で投資をするか、あるいはリスクをとらないようになっている。このような状況では、中央銀行による直接的な働きかけには限界があり、企業の投資意欲を刺激する方策は中央銀行による政策の範疇を超えるように思う。成長期待があれば良いが、それは循環論法に陥る面もある。むしろ、企業がリスクテイクをしない理由が、経営破たんに伴うコストを過大評価していることにあるならば、事業や企業の再生を小さなコストで進められるよう、破たん処理等のメカニズムを考え直す必要があるのではないか。

・家計に対しても、中央銀行が直接働きかけることで投資意欲を刺激することも考えられる。ただし、家計のバランスシートが棄損している米国であれば効果があるのかもしれないが、日本においてどういう形で家計の投資意欲を刺激できるか、あるいは、そもそも家計部門に対する直接的な働きかけは必要なのかといった点が、これからの課題になるように思う。

・また、内田さんも指摘されたように、長期金利が低下してきた中で銀行がどのように収益を生み出していくのかという問題がある。先進諸国で超低金利政策が定着する下で、金融産業や金融市場はどのように生き残るのかということも、今後の重要な論点となる。

加藤氏:

・家計部門に関しては、賃金の上昇期待を伴わないインフレは、逆に消費を縮小させてしまう可能性が高い点を認識すべきであろう。例えば、ブラジルでは、政府が最低賃金の引き上げに積極的であり、今年も経済成長率が 2% 台であったにも拘わらず 14% 引き上げられた。これに合わせて民間企業の労使交渉も行われるため、ブラジルでは、先進国では想像できない形で賃金が上昇している。経済全体としては必ずしも好調でないのに、消費が堅調な理由はこうした理由による。私は、このような賃金の上昇期待を金融政策だけで作りだすことは難しいように思う。インフレ期待を創出するには、経済政策のパッケージが必要になる。

・現在、米国の市場関係者の間では、FED の保有資産を市場インパクトを抑制しながら流動化するのに 3~5 年を要するとの見方が

強い。仮に、FEDが仮に今のペースでMBSを買い入れ、来年以降も長期国債を毎月450億ドル買い続けた場合、2013年末時点の総資産は4兆ドルを超えることになり、しかも長期債の比率が大きいことを考えると、バランスシートの正常化に要する期間も倍近くに延びるとの見方もある。加えて、アメリカの景気循環を考えると、6年以上も好景気が続くことは考えにくいので、仮に正常化に着手しても、その過程で景気が後退して再び金融緩和を求められる可能性もある。もちろん、市場がこうしたリスクを織り込みはじめれば、長期債の金利が上昇するはずであるが、実際はそうなっていないが、FEDは正常化について真面目に考えているのだろうかという声も聞かれる。

#### 福田氏:

・資産価格は、大きく分けてファンダメンタルズとバブルから構成される。「中央銀行は資産価格を上げる必要がある」と屢々指摘されるが、それは、「バブルを起こせ」と言っているのではなく、ファンダメンタルズの改善を通じて資産価格を上昇させ、そのことがファンダメンタルズをさらに改善することを期待している。経済学では、これをfinancial accelerator modelと呼んでおり、資産価格の上昇が企業の追加的な借入や投資を促し、ファンダメンタルズが改善することで、資産価格がさらに上昇するメカニズムである。

・こうした理論をもとに、バランスシートが悪化している状況では金融政策が重要という議論がなされることが多いが、私は、日本の経験に照らすとその効果に懐疑的である。つまり、日本では、2000年代の初頭に、「銀行の不良債権問題を解決すれば、日本経済はデフレから脱却して成長期待が戻る」と言われていたし、実際にそれを目指して、金融機関も企業も血のにじむようなリストラを行った。結果としてレバレッジは大きく低下したが、デフレはむしろ悪化し、GDPデフレーターでみると1990年代よりも2000年代初頭の方が深刻になった。日本企業がコスト削減に終始しinnovativeな投資まで抑制した結果、国際競争力は向上せず、結果的に値下げ競争に巻き込まれてデフレが続いている点は重要な教訓である。コスト削減だけでなく効率的な投資を生み出す構造改革が実行されない限り、デフレがむしろ悪化してしまう点を認識すべきである。

・為替レートに関して重要なのは、全ての国が同時に通貨安にはできない点である。2000年代初頭の日本のように一部の国だけが不況であれば、通貨安政策は一定の効果を持ちうるが、現在のように世界全体が不況に陥っている状況で通貨安政策を採ることには問題がある。また、日本の為替レートを議論する際には、米ドルやユーロに加え、韓国ウォンや人民元との対比も重要である。

#### 4. 質疑応答

##### Turner氏(BIS金融経済局次長):

・パネルの議論を踏まえて、2点だけコメントしたい。第一に、金融政策も構造問題を全て解決することは難しい。この点に関しては、特に最近5年間について、経済成長の制約が需要不足によるのか、構造的な問題によるかを明確に判断することが難しくなっているこ

とも指摘したい。現在の欧州諸国では真の潜在成長率を測定することが困難であるが、日本も同様な問題を抱えていると認識している。第二に、多くの国が同時に金融緩和を行っても、自国の為替レートに大きな効果を与えることができないのは当然である。その一方で、巨額の外貨準備を保有する中央銀行やSovereign Wealth Fundが、特定の通貨に係る取引を行うことも含めて、各国の金融政策は為替レートを通じて他国の金融政策にもインパクトを持ちうることに注意すべきである。

##### 井上くオーガナイザー:

・Turner氏の基調講演で示されたように、先進諸国の中央銀行による資産買い入れが拡大していくにつれて、特定の資産においては、既に中央銀行が市場でdominantな存在になっている。こうした状況の下では、いわゆる「正常化」論のように中央銀行自体のリスクマネジメントという領域を超えて、中央銀行と民間とのリスクのアロケーションをどうするかというように、金融システム全体のリスク管理をどうするかという領域に達するように思われるが、この点はどう考えたらよいか。

##### 内田氏:

・先進諸国では、財政制約が厳しくなる中で金融政策に対する期待が大きくなっているが、それは、財政政策と金融政策の望ましいポリシーミックスと位置づけられる。その上で、現在は中央銀行が大きく負担しているソブリンリスクを、最終的に誰が負うべきかという問題が残る。また、中央銀行のプレゼンスがこのまま増加し続けると、短期金融市場における取引自体が消滅するような事態に至る可能性もゼロではない。そうなった場合、誰が金融インフラを守るのかという論点も出てくるのではないだろうか。現在は、金融政策の効果という面に注目が集まりがちであるが、このような議論も進めていくべきではないか。

##### 福田氏:

・中央銀行がどこまで財政の領域に踏み込むかという議論は、国によって異なるのではないか。欧州では、国債のリスクプレミアムが大きいため、まずこれを抑える必要があるという意味で、ある程度は積極的な対応が必要となる。一方、世界で最も深刻な財政赤字を抱える日本では、赤字拡大のインセンティブを政府側にこれ以上与えて良いかという観点、つまり財政規律の問題が重視されるべきではないか。

##### 細野氏:

・為替レートに関しては、私自身も、通貨安政策を活用すべきという趣旨でコメントした訳ではなく、むしろ、各国の政策が為替レートを通じて他国に影響を与える側面に注意を向けるべきであると考えている。また、Turner氏が指摘されたFiscal Dominanceに関する懸念は印象的であり、先進国共通の課題でもある。ECBが9月に国債買取りのプログラムを発表した際に一定の条件を設けたように、将来的には、中央銀行の独立性を守るあるいはFiscal Dominanceの懸念が顕在化しない知恵を出すことも必要になって

くるかもしれない。

**柳川氏:**

・公的セクターがリスクを引き受けても、社会からリスクが消えるわけでない点を認識すべきである。これに対し、民間企業の再生において公的資金が投入される場合には実際にリスクが減少する効果を得られることが多いが、中央銀行の国債買入れもこれと同じような効果を生み出せるかどうか重要だと思われる。

・金融危機の経験で各国が学習したことは、マクロ的な金融政策のインパクトや影響は金融システムのミクロ的な構造に左右されるという点である。つまり、インフラとしての金融システムをどう維持するか、どう改善するかを考慮しないと、マクロ的な金融政策の効果は上がってこない。この点を踏まえると、マクロの金融政策、インフラとしての金融システムの維持、構造改革の政策の 3 つをうまく連携させないと、先進諸国は今の状態から抜け出せない。

**加藤氏:**

・日銀による政策には、最近では「時間を買う」色彩が強かったように思う。ただ、景気の踊り場からリセッションに入ろうとしていく中で、「時間を買う政策」では済まない政治的な期待がかかる可能性が高く、この先は議論が難しくなってくるように思われる。日銀法改正が必要という議論もあるが、政府債務が莫大な中で独立性を下げるには相当なリスクがある。金融政策でやれることをさらに模索する必要はあるが、实体经济の面でも構造改革を進めていく必要があるということ意識する必要がある。

**井上<オーガナイザー>:**

・折角の機会なのでフロアーからのご質問を受けたい。

**Faulkner-McDonough (Ziff Brothers):**

・全体の議論を通じて、金融政策の効果に懐疑的な意見をお持ちの方が多く見受けられた。ただ、中央銀行には政策効果をより効果的にするインセンティブが働くはずである。そこで、2 点だけ質問したい。第一に、金融政策の評価軸を銀行貸出ではなく、インフレ期待に置くことをどう評価するか。第二に、そのような評価軸を設けた場合、インフレ期待の上昇を通じて実質金利を低下させるために、日本銀行にはどのような政策対応が必要になるか。

**福田氏:**

・日本でデフレがなぜこのように長期に亘って継続するかについて、我々は明確な理由を持っているわけではない。実際、日本の期待インフレ率が非常に低いまま推移するなかで、1%のインフレに達するのに四苦八苦しており、他国の中央銀行が 2%程度を目安としていることに照らせば、日本の場合は非常に低い目標である。

・これに対して、インフレ期待を醸成するための方法については、大きく 2 通りの議論がある。第一に、日銀がより積極的な行動を採り、例えば望ましいインフレ率を 1%から徐々に引き上げていけば良いという議論である。私は、その効果に懐疑的であるが、一つのオプションとしてはあり得る。第二の議論は、より構造的な面に焦

点を当てている。つまり、デフレが長期化する原因を、需要不足よりも、むしろ日本企業の競争力が低下しているに求める考え方である。実際、円高にも拘わらず輸入物価はそれほど下落していないことは、日本企業が価格を上げることに四苦八苦しているのと対照的に海外企業は価格競争に巻き込まれていないことを示唆する。私は、日本銀行も採りうる政策を実行すべきである一方、このような構造的な問題に焦点を当てることも重要と考えている。

**井上<オーガナイザー>:**

・議論は尽きませんが、予定の時間になったのでこのセッションは終了したい。パネリストの皆様には、活発なご議論をどうもありがとうございました。

\*\*\*