

## 議題

日銀による政策対応

## 開催日時

2012年12月7日&lt;15時00分~17時00分&gt;

## 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 マネジング・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
2. 包括緩和の運営

## 出席者による発言要旨

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・今回は、「物価安定の目途」の下での日銀の政策対応をレビューし、今後の展望を考えたい。その際には、最近様々な形で提起されている政策課題も必要に応じて触れていただくことになると思う。

・この1年、日銀は経済見通しの見直しに合わせて累次の緩和強化策を実施してきたと理解できる。また、10月には、追加緩和と併せて、政府との共同声明という形式的には異例の対応もなされた。最近の議論については、11月の金融政策決定会合後の会見での白川総裁の説明が有用であろうし、今後を展望する上では、FRBに関する議論—経済指標を条件とする「時間軸」導入に関するpros/cons等—も参考になろう。

・日銀は、2010年秋以降の「包括緩和」に沿って多様な資産を買入れてきたが、累次のfine tuningにより、意図が分かり難くなった面もあるように見える。波及経路の面では、「国際コンファレンス」でも議論したように、為替が意識され、貿易収支を含む構造変化が市場のセンチメントに影響している。国債市場の安定には変化がなく、イールドカーブの低下も進んだ。銀行貸出の趨勢にも目立った動きはないが、緩やかな金利低下が続き、銀行資産に占める低金利貸出のシェアは上昇した。銀行貸出の新たな活性化策には、国内の資金需要の不足や金利競争の激化なども指摘されているが、どうすれば有効となるかといった視点からの議論をお願いしたい(これらの点も含めて、参考資料に沿って説明)。

3. 中央銀行の組織

## 1. 物価安定の目途

## 渡部氏:

・Woodford教授がFRBはGDPを目標に金融政策を運営すべきと言っているが、その点について米国ではどのような議論が行われているか。

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・ご指摘の点はWoodford教授による今年のカンサスシティ連銀のコンファレンスでの議論かと思う。今般米国に出張した際には、GDP目標の是非はともかく、FRBは経済指標が一定の条件を満たすまで超緩和的政策を維持する枠組みに移行すべきかどうかの一つの論点であった。この点では、FRBによるコミットメントが明確になり、市場の期待形成が円滑になる一方、FOMCメンバーの意見を単一の条件に集約するという難しい作業を伴うという見方が多かった。また、失業率を早く下げするため、インフレ率が一時的に目標をオーバーシュートすることを許容する政策運営を市場にうまく伝えることができるかという点に関して、Yellen副議長が“Balanced approach”と呼んだ考え方やEvans総裁によるいわゆる“3-7 approach”のような考え方も議論になっていた。

## 加藤氏:

・最近のあるFEDウォッチャーのペーパーによれば、FRBはBernanke議長も含めて、日銀のように経済指標と政策変更をリンクさせるのが良いと考えているが、実際に移行しない理由の一つ

は、失業率のような指標は景気回復と関係ない要因で動きうるためであるとしている。例えば、現在は失業保険の給付期間が緊急措置として延長されているが、これは新たな政治的合意が成立しない限り、来年初には停止されてしまう。そうなると、失業申請のメリットがなくなるので、むしろ労働市場から退出することが考えられる。影響を受けるのは 200 万人程度とも言われているので、労働参加率の低下は無視しえない規模になり、結果として失業率を 7% に近づけることになる。そうなれば、ゼロ金利政策の解除時期について、市場に様々な憶測を呼ぶことになろう。こうした中で、FRB は、失業率の低下はあくまでも重要な必要条件の一つであって、即座に利上げをトリガーするものではないことを市場に上手く伝えられるかという問題もある。このように、方向性としては日銀のように経済指標にリンクした政策運営に向かっていると、FOMC 内でコンセンサスを形成するには時間がかかるとの見方がある。

#### 井上<オーガナイザー>:

・現段階で「正常化」について議論することは早計かもしれないが、米国出張の際には、日銀のように経済指標にリンクした政策運営を行うこと、FRB のように政策金利の予想パスを公表することの意味合いの違いについての議論もあった。おそらく、後者の場合には、市場がその気になれば FOMC メンバーの集会的意思としての政策反応関数を読み取ることもできるので、「正常化」の過程に関する期待形成に違いが生じうると指摘もあった。いずれにせよ、景気見通し、政策金利の予想パス、政策運営に関するコミットメントという 3 つの要素は、現在の政策運営において重要であるが複雑な関係を有する要素である。

#### 加藤氏:

・米国で、失業率にゼロ金利解除をリンクさせるというのも、あくまで、インフレ率は目標である 2% 以内で当面推移することが前提にあっての話だと思う。それでも、仮に FRB が金融政策を失業率にリンクさせる枠組みを採用した場合、日銀も米国と同じように失業率をターゲットにすべきという声が出そうである。

#### 福田氏:

・日本の場合、失業率の水準がそれほど深刻に問題になっている訳ではない。歴史的にみても、かつては 2% 台で安定していたものが 90 年代以降に上昇した面があり、現在の水準が妥当かどうかは判断しにくい。こうした状況で、失業率に目標を設定することは難しいのではないかと。

#### 柳川氏:

・ここでの「目標」とは、ゼロ金利政策の解除の基準にするという意味合いなのか、それとも、実現するために中央銀行が総力をあげる対象という意味なのか。

・前者だと、日本で失業率を目標にするという話になると、日銀がそれを目指せというように、意図的なものも含めて誤解される可能性がある。FRB の場合は、失業率は中央銀行が直接にコントロールする変数ではないということが前提とされているのであろう

が、日本では中央銀行が直接に実現させうるものとなりかねない。

#### 翁氏:

・日銀としては、物価の安定と金融システムの安定とを通じて雇用を見ているというスタンスなのであろうが、そのことが分かりやすく伝わるようにしないと、雇用を見ていないという批判を招くおそれがある。また、FRB の mandate に雇用が含まれているのは、米国独自の歴史的事情を反映しており、そもそも雇用には構造的な要素も大きいので、金融政策の目標として位置付けるのは難しいのではないかと。

#### 井上<オーガナイザー>:

・金融政策の運営自体については考える余地が少ないとしても、日銀に関して、政策の枠組みや政策に関するメッセージの出し方といった点で考える余地はあるのか。

#### 柳川氏:

・メッセージの出し方には工夫の余地がある。現在のように、政府が攻めて、中央銀行がしぶしぶ行動を起こすのは、かなりネガティブな印象を与える。政策対応が同じでも、積極的に実施したと見えた場合は相当に印象が違われ、市場の期待に与える影響も違う。自主的で積極的にやったようにみえたほうがはるかに良い。

#### 加藤氏:

・政府が中央銀行に圧力をかける場合でも、市場に見えないように水面下でやったほうが良いという面はあるか。

#### 柳川氏:

・本来はそうだと思う。実際にはいろいろなやり取りがあった上で、表面的には、中央銀行として良く考えて政策を実施したと見える方がインパクトはあるように思う。

#### 北村氏:

・例えば、Bernanke 議長のように積極的かつポジティブにメッセージを発信することで市場に好印象を与えるのも一つのやり方ではあろう。しかし、余りにも何でもやるとか効果があるという cheap talk を繰り返すのも、中央銀行総裁のメッセージとして如何なものかという印象もある。本来、中央銀行は、外部から何を言われても頑固親父のように駄目なものは駄目と言うのが基本的なスタンスであったと思うが、今では表に出て語っていれば効果があるというレベルになってしまった。また、そうでないと市場に影響を与えることができないという考え方にも違和感がある。

#### 加藤氏:

・昨日、ECB は景気見通しを大幅に下方修正したが利下げしなかった。これは Bernanke 議長とは明らかに違うスタンスではないか。ECB 内部ではトランスマッションメカニズムをどのように働かせるかという議論があるとみられ、現在の金利水準は十分に緩和的であるといった指摘もある。また Bundesbank を中心に、現在のような超緩和政策の長期的な弊害を考えるべきであるという意見もある。その意味でも、必ずしも Bernanke 議長のやり方が標準ではない

が、世論はマスコミの印象に影響される面もあるので、日銀も効果やリスクを検証した上で、情報を発信していく方が良いのかもしれない。

**福田氏:**

・欧州経済には地域格差の問題があるため、集計量では議論できず、個別に対応せざるをえない事情がある。それだけに、必ずしも利下げが適切でないという判断があったのではないかと。これに対して日本や米国はマクロ経済の問題であるため、ECB の例も必ずしも参考にならない面もあるように思える。

**柳川氏:**

・ゼロ金利の下で中央銀行が達成できることに関して十分なコンセンサスがいないために、中央銀行総裁が表に出て語れば好印象の場合もあるし、そうでない場合もあるということではないか。

**福田氏:**

・中央銀行が誰にメッセージを発信すべきなのかも重要ではないか。おそらく、日銀としても、市場参加者とはコミュニケーションがとれており、多くの市場参加者は日銀の政策対応を理解しているのではないかと。それ以外の人から極端な議論が出ており、それが独り歩きして国論を動かしているのが現状ではないか。伝統的な市場との対話の枠組みからは逸脱しているが、このような場合に、中央銀行は幅広い人々に対してどのようなメッセージを発すべきかについて、もう少し本格的に考えていく必要があるかもしれない。

**井上<オーガナイザー>:**

・福田さんの指摘は、より幅広い人たちが政策対応を理解したほうが効果はよりよく発揮されるという趣旨か。

**福田氏:**

・それもあるが、極端な方向に世論が傾かないための安全弁という意味合いもあるように思う。今はそれがなくて、極端な議論に世論が惹かれて、実際に中央銀行に対する圧力となり、政策決定が事実上影響をうけるという問題が少なからずあるように思える。

**高田氏:**

・従来は、景気循環の中で、中央銀行の専門家集団が極めて技術的に金融政策を運営してきただけに、普通の言葉で対応していれば誰からも問われることはなかった。しかし、これだけ経済活動が委縮する中で、政策対応も従来の中央銀行の範囲を超える領域になってきた訳である。インフレへの対応が続いた状況と、output gap が大きい、あるいは dead money が拡大している現在の状況とでは、政策対応に関するメッセージの発し方が変わってきたのではないかと。さらに、金融と財政の枠組みが変わる下で、一般の方々へのメッセージをどう工夫していくのかという新しい次元の課題もあり、各国ともに手探りの状況ではないかと感じる。

**翁氏:**

・日本では円高のために企業が厳しい状況に置かれているが、最近の白川総裁の記者会見では、「金融緩和政策が円高の歯止め

効いているのではないかと思う」と発言が聞かれるようになっていく。かつては、為替相場の変動について明示的に金融政策の効果としてコメントすることは稀であったが、為替相場の企業への影響を考慮しながら金融政策を運営していることをアピールするスタンスに変わっているように見える。

**内田氏:**

・責任問題等があるためか、中央銀行は政策効果の検証を十分にやらないが、そろそろ必要であるようにも思う。「量的緩和」を続けても“dead money”が増えるだけで効果がないことどこかで歯止めをかけないと、話題になっているマイナス金利のように、流動性を低下させ、銀行のバランスシートをむしろ縮小させるような副作用を持つ政策も実現しかねない。中央銀行は、どこかで毅然として自らの政策を評価し、軌道修正していく必要があるのではないかと。

**井上<オーガナイザー>:**

・内田さんが指摘された点は日本社会に固有の面があるかもしれない。例えば、海外の方から前回の「量的緩和」に関する日銀の公式評価を知りたいと言われると、いくつか関連するものは思いつくが、回答に窮する面もある。FRB は、少なくとも危機対策については、四半期ごとにレビューを行っている。また、中央銀行自身の評価ということではないが、先に述べたカンサスシティ連銀のコンファレンスのような場で研究者と議論する枠組みもあり、実際に、いわゆる QE2 に対する批判的な検討が行われたりする。

**福田氏:**

・日銀も、過去 2 回に亘って大きな自己点検をしたことがある。一つは 70 年代前半の過剰流動性に関する点検であり、もう一つはバブル前後の低金利と急速な利上げに関するレビューである。しかし、その後のゼロ金利から量的緩和以降のレビューをしていないのは事実であり、そろそろ行ってもよいように思う。

**加藤氏:**

・専門家の間でも政策効果に対する認識が違いすぎる面がある。「金融市場パネル」で議論しているように、カネ余りだが資金需要がないという見方がある一方、マネタリーベースの供給不足が問題であるという議論を続けている人もいる。一般の方々には、普段は金融政策には興味がないだけに、マスコミの情報を通じて日銀は金融緩和に積極的でないという印象を受けてしまい、妙な方向に話が流れる。

**柳川氏:**

・ゼロ金利下で資金需給がないことの理解をもう少し共有する必要がある。多くの人がマクロ経済学の教科書に書いていないと困っている。プロの間では認識は共有されているが、コミュニケーションのレベルが広がっていることを考えると、マスコミのレベルでも現状に関する理解がもう少しわかりやすい形で共有されていないと、議論もなかなか建設的にはならない。

・政策対応の評価と責任は本来別の問題であり、むしろ、きちんと

評価することが責任を果たすことである。しかし、日本では自己評価の結果が悪いと、責任を取ることを求められがちであって、これは建設的なやり方ではない。

**高田氏:**

・日本の中央銀行に対し、ここまで批判が高まったことはなかったように思う。海外の中央銀行では、Bernanke 議長も Draghi 総裁も競い合うように performance を行っている。しかも、彼らの対応は日本の経験を見た後の「後出しじゃんけん」になっているにも関わらず、それに対する日本の対応が批判されがちである。私は日銀の対応が不十分であるとは決して思っていない。ただし、外部への発信の面では工夫の余地があったように見えた。本来、「金融市場パネル」は議論の catalyst を意識する部分があったように思うが、我々のような専門家集団が、本日のテーマのような問題にどのような役割を果たしていくかが問われていると思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・金融経済の状況認識が関係者で共有されないことが問題である場合に、それはどのような場で解決されるべきか。

**内田氏:**

・財政に関しては、海外で PDCA のようなプロセスがある。日銀が金融政策において政府と何らかの accord を結ぶのであれば、PDCA のような枠組みで年 1 回といったサイクルによって、日銀が財務省に報告を行う形で評価を行うことが考えられる。その際にも、課題の抽出やグローバルな枠組みの整備などを含めて行うべきであり、0 か 100 かといった判断を行う必要はない。

**井上<オーガナイザー>:**

・その場合は、中身はともかく、形式的な枠組みはインフレーション・ターゲットのそれに近いものになる

**内田氏:**

・日本において、現時点で高いインフレを目標にすることには問題がある。参考資料にあった国際収支の問題だけでなく、高齢化の問題も含めて、これからのインフレは実質購買力の点で大きな影響をもたらす。その意味では名目成長率ターゲットの方が良いかもしれないが、いずれにせよ、目標の達成に向けた効果の検証という枠組みを導入すれば、国民も何を目標として政策を運営しているかがわかりやすくなる。

**柳川氏:**

・中央銀行が目指すべき目標と責任を持って評価されるものとは、少しずつして考えるべきではないか。中央銀行が名目成長率を上げるように政策を運営して欲しいのはその通りだと思うが、しかし、その結果を評価する場合、名目成長率を決める要素は中央銀行が影響を發揮するものだけではないだけに、名目成長率目標が実現しなかったからといって、すべてを中央銀行の責任にすることには問題がある。評価するのであれば、むしろ、その手前の部分に着目し、どのような政策手段をどう行使したかを検証することが望

ましい。このように、成果をもとに中央銀行を評価するというのであれば、そのやり方は冷静に議論してゆかねばならない。

**福田氏:**

・展望レポートは、過去の見直しを振り返るという意味では一それが外部にどの程度伝わっているかは別として一ある程度の技術的評価を行っているように思う。もちろん、そもそもの政策の見直しといった大きな問題は別であろうが。

**加藤氏:**

・中央銀行が自らの政策を評価することは、問題提起の契機としては良いと思う。ただ、最近の FRB をみると、QE2 や operation twist を自画自賛する分析が内部のエコノミストから示されている。雇用改善の効果などについては本当かと思う面もある。それよりも、中央銀行は早いタイミングで情報を開示し、外部の研究者などが批判的な分析を行う方が良いように思う。

**翁氏:**

・各省庁が行っている政策評価も自画自賛になりがちであるだけに、外部の第三者委員会による意見を入れて評価として仕上っている。中央銀行に関してもそうした方向が考えられる。

**福田氏:**

・第三者の評価を加えることも大事であるが、日銀の場合は政策委員会の場で行うことも大事である。

**北村氏:**

・インフレの目標に関しては、専門家の判断に基づいて、例えば 2%にする性質のものであると理解している。これに対して、政治家は選挙民に選ばれた我々が決めると主張しているが、その場合の具体的な目標は国民投票で決まった訳ではないだけに、かなり恣意的なものになる。この点に関する議論が不足しているように見える。つまり、達成可能であるが努力が必要であるような目標水準を、いったい誰がどのようにして決めるべきなのか。例えば、政治家が 3%といった目標を掲げた場合にも、国民は 1%あるいは 0% を選好しているかもしれない状況で、中央銀行はどうすれば良いかが明らかになっていない。

**福田氏:**

・消費税の景気弾力条項については、名目 3%で実質 2%という経済成長の目標が置かれている。ただ、これに関しても、どのような根拠であるのかが明確ではない。

**翁氏:**

・一般的に、政府が決める目標は、成長戦略などを織り込んだ高めの水準になりがちである。現在の日本の潜在成長率が 1%弱であると考えれば、経済成長率の引き上げは必要であるが、インフレ主体で名目成長率嵩上げに偏ると長期金利上昇という副作用が出るので、インフレ目標もそうならないように合理的に考えていかなくてはならない。

**北村氏:**

・昔のマクロ的な金融と財政のゲームの枠組みで考えると、財政側が設定するインフレ率や失業率の目標と、中央銀行が設定するインフレ率や失業率の目標は多少ずれていて、それらの interaction でどこかに決まることになる。しかし、現在は政府が全ての最適水準を決めるので、中央銀行は適切な手段を活用して目標達成を目指せということであり、枠組みはむしろ単純になっている。

**井上<オーガナイザー>:**

・通常の景気循環では、金融政策は専門家に任せるのが最適であるという判断であったとしても、現在の局面では違うロジックが必要であると考えべきなのだろうか。

**北村氏:**

・政治の問題もあろう。Populist 的な議論が強まったり、他の政策課題についての議論が難しくなったりする中で金融政策に焦点が当たり、中央銀行がそれに巻き込まれている面があるように思う。

**加藤氏:**

・英国のインフレーション・ターゲットは政府が決めることになっているが、実際は財務省が BOE に相談した上で決めている。それは、BOE の方に多くの専門家が存在するからである。その意味では、枠組みはともかく専門家の意見を尊重している訳である。

**井上<オーガナイザー>:**

・しかし、法律の専門家に聞くと、民主主義社会である以上は、有権者ないし有権者の代表が経済政策の目標を設定すべきであるという議論になる。

**柳川氏:**

・北村さんが指摘された点は金融政策に限らない。直接的な民主主義であれば、大きな問題は全て国民投票にかけて決めるということになり、非常にわかりやすい。しかし、現在の民主主義では、実際は人を選んで、その人がどのような政策を採用するかは事実上の白紙委任に近いことになる。もちろん、そのこと自体が持っている問題点はあるし、金融政策にはこうした問題点が生じやすいだけに、専門家にある程度委ねるという議論になっていた。こうした考え方が今のような状況でも妥当するかどうかが問われているのだと思う。

**加藤氏:**

・先に述べた英国のインフレーション・ターゲットも、事実上は専門家が決めているが、政府が目標を設定することで民主主義の体裁もとっていると理解できる。

**北村氏:**

・しかし、英国では近年は目標を達成し得ない状況が続いていて、財務省向けの書簡において BOE は謝り続けている。なぜ、達成可能な目標を設定しないのかと思う一方で、政治的に受容可能な水準という観点もあるように思う。

**柳川氏:**

・結局は、誰もが経験したことのない領域に突っ込んでいるからであると思う。高田さんが言われたように、経験値で予測しうる範囲の状況であれば、関係者の話し合いの中で均衡が見いだされる。しかし、現在は予測や判断が誤りやすい状況にある。

**福田氏:**

・間違いましたで済まされる状況であればまだ良いが、主要な構造改革案件のように、一度対応した後に再び巻き戻す場合のコストは相当に大きい。

**内田氏:**

・金融政策だけでなく、ミクロの金融監督やマクロ・プルーデンスを含めて、関係者である中央銀行、財務当局、監督当局の 3 つを比べると、中央銀行は調査機能の面で突出している。それだけに、一般的には中央銀行へと実質的な権限がシフトしているのが実情である。先程の BOE もそうであるし、ECB も同様である。これに伴う利益相反の問題を防いだり、政策効果の評価や検証を行ったりするために、アカデミックな専門家を中心とする第三者委員会が、ガバナンスの意味で対抗する役割を担うのが健全であると思う。

**柳川氏:**

・中央銀行の組織内でのチェック機能を働かせるということと、組織外にどのようなメッセージを発していくかは、別なものとして考えるべきではないか。

**2. 包括緩和の運営****内田氏:**

・金融政策はある意味で限界まで来ており、問題はトランスミッションメカニズムが働かない点にある。また、マクロ経済の観点での問題は総需要が不足していることであって、財政出動や規制緩和、人口問題への対処などを通じて、どのように総需要を高めていくかという議論が欠けているように感じる。

・一方、ミクロの観点では、金融規制は、BCBS による自己資本や流動性に関する規制に続いて、各国当局による行為規制のような第 2 段階に入っている。例えば、英国でのいわゆる ring-fencing のようなものである。このような状況で、中央銀行が大量の資金を供給したとしても、インターバンク市場であれば中央銀行の当座勘定残高、一般企業であれば投資されない手元流動性として、いわば“dead money”が積み上がるだけである。このように、トランスミッションメカニズムと総需要の問題に整理がついていない状況で、金融政策の効果は限界にきているという認識を持つべきでないか。

**高田氏:**

・私も先週に米国を訪問したが、企業のバランスシート・マネジメントが資産と負債の両面において相当慎重化している印象を持った。我々日本人にとっては慣れ親しんだ状況であるが、米国では新鮮に映っているようである。また、長短金利差の縮小によって収益性が低下し、金融規制が強化されていることに加えて、オバマ大統領

が再選されたことで規制強化の流れが続きそうだという意識が強まる中で、銀行業界の閉塞感を非常に強く感じた。従来から申し上げてきたように、欧米経済の様々な局面に「日本化」が現れていると感ずる。

・従来の中央銀行は、景気循環の中でテクニカルなファインチューニングを行ってきた。しかし、これだけの規模のバランスシート調整に直面することは、中央銀行の歴史上もあまり例がないことである。そのような状況で、場合によって、アナウンスメント効果なども含めた従来とは違う役割が求められているのだと思う。加えて、各国が財政の健全化を指向する中で、中央銀行にはこれまで財政政策が果たしてきた役割も求められ、これまで培ってきた金融理論に基づく専門家集団としての力を発揮することが難しい状況でもある。

**翁氏:**

・金融機関の規制環境という意味では、日本は欧米とは異なる面もあるように思われる。邦銀にとっては、相対的に金融規制強化は喫緊の課題ではなく、欧米と比べると相対的に優位な環境にあるとはいえないか。

**内田氏:**

・邦銀は既に金融危機を 2 回経験していることもあり、例えば欧州で議論がなされている預金保険制度などは、既に日本では完成している。また、邦銀はリーマンショックの影響が軽微だったため、バランスシートや資本などの健全性においては優位性がある。しかし、現在、邦銀は海外ビジネスを強化しているだけに、海外の規制強化の影響を強く受けようになっている。米国では、外銀向け規制の問題が焦点になっているし、金融の共通のプラットフォームであるデリバティブや外貨流動性に関するリスク管理の面で、影響は小さくない。

**高田氏:**

・やや自虐的に言うと、現在欧米で進められている金融規制の強化は、日本の 1990 年代における不良債権処理以降の行政を後追いでいるようであるし、銀行に対して「日本の銀行のような存在になれ」と言っているように感ずる。従って、基本的には邦銀に全く新たな規制が課されるという訳ではないが、米国の外銀規制のように新たな規制が追加されれば負担になるし、各国で別々に規制を強化していることへの対応には負担がある。

**加藤氏:**

・規制当局は金融危機の反省に基づいて規制を強化する一方、中央銀行は「量的緩和」や「非伝統的政策」によってポートフォリオ・リバランスを求めると、政策が不整合な状況が生じている。

**井上<オーガナイザー>:**

・米国では、住宅市場には明確な改善の兆しがみられるものの、住宅金融に関するフラストレーションが溜まっているように感じた。FRBとしては、巨額の MBS 買入れによって MBS 金利を押し下げているのに、モーゲージ貸出の金利に十分波及していないという

思いを持っているようだ。両者のスプレッドは、金融危機前には 50-60bps まで下がっていたが、この数年は 120-130bps 付近からなかなか縮小しない。FRBを含む当局側は銀行の対応を問題視する一方、銀行は規制強化等を通じて当局が望んだことが実現しているだけという立場にある。このように、金融危機後にも米銀が貸出利鞘を維持していることをどのように考えればよいか。米国出張の際には、例えば、住宅金融が金融危機の震源地だっただけに、相当数のプレーヤーが退出した結果として寡占的構造が生じていることを理由に挙げる向きもあった。

**内田氏:**

・米銀の利鞘が維持できている点に関しては、米国には 2% のマージンがとれるプライムレートという貸出金利体系があることや、銀行の競争が激しくなると地域内で銀行買収の動きが起こることが挙げられる。例えば、日本では、1 つの企業は平均して 3 つの銀行と取引しているが、米国では通常 1 つの銀行である。こうした背景もあって、今回の四半期決算では、米銀の商業銀行部門の収益は邦銀を追い抜いた。なお、欧州は利鞘が縮小しているため、収益は米銀の 1/3 程度に止まり、邦銀より若干少ない。

**北村氏:**

・日本の政策に関しては、財政に出動余力がないことも問題である。政治的には国土強靱化のようなメッセージはあるが、財務省は建設国債の発行を長期的に安定させたいと思っているようだ。だとすると、どのようにして経済状況を改善するかという点が見えず、八方塞がりの状況で中央銀行に対する期待が高まってしまふ。

・ところで、参考資料で不動産株が上昇していることが示されているが、その理由は何か。

**内田氏:**

・REIT に海外資金が流入していることによる面が大きい。金利が低い一方である程度キャッシュフローが見込めることに加え、海外不動産に割高感が出てきたことから、相対的に日本の REIT に資金が向かっている。不動産市場への新規投資の多くは海外資金である。

**福田氏:**

・世界的に資金が余っているということであろう。REIT は数少ない投資先と位置付けられているに過ぎず、ファンダメンタルズに裏付けされたものかどうかは別問題という可能性もある。こうした現象は、他の金融資産に生じてもおかしくはない。

**高田氏:**

・日本向けの不動産投資にも実需もあるだろうが、かなりの部分は投資目的での買入れであろう。仮に行き過ぎると、2006-07 年のサブプライムの再来になる可能性もあるかもしれない。同様に、米国の貸家市場への需要の多くも投資目的が多いとされており、実需以上の要因で住宅市場が回復とされている。

**江川氏:**

・日本は、従来から米欧に比べて金利が低いにもかかわらず REIT やオフィスビルの利回りが高かった。従って、不動産価格が多少回復したからといっても、過熱状態とは言えないのではないかと。

**井上<オーガナイザー>:**

・グローバル投資家の視点に立てば、少なくとも短期的には新興国向け投資に慎重になっているだけに、余計に投資先に窮している面もあるのではないかと。

**高田氏:**

・最近では商品価格も下落している。昨年の中頃は、新興国と商品が過熱気味であったが、現在は明らかに状況が異なる。

**井上<オーガナイザー>:**

・原油や金の価格だけを見ていると惑わされてしまうが、いわゆる Industrial commodity の価格は明らかに違った動きになっている。

**翁氏**

・企業が、マクロ的に多くの貯蓄を抱える中で、設備投資を促していかなければ、10月30日に公表された「貸出増加を支援するための資金供給」も機能しない。その意味では、従来のように政府に規制緩和を働きかけることも必要であるが、企業に対して、「貸出支援策を創設するので、M&A なども含めて幅広い用途をぜひ考えてください」というメッセージをより強く発信することも必要である気がする。

**内田氏:**

・今回の貸出増加支援にしても、既存の成長基盤オペにしても、貸出供給側の政策は出尽くしている。前者に関しては、貸出需要がない中で金利0.1%、最長4年間という条件は貸出金利体系を大きく低下させる。貸出額が伸びればよいということで大口先の融資に対して強烈的な貸出競争が起きるといった可能性もある。本来は貸出を伸ばそうと思った政策が、かえって副作用をもたらしかねない。

・貸出需要に関する政策と結びつけないと、トランスミッションメカニズムが働かない。例えば、企業再生ファンドが地域ごとに点在しているが、これを国でまとめて、日銀も資金供給を行えば、企業再生の進展やベンチャー企業の誕生が見込めるため、貸出需要につながるのではないかと。かつての中央銀行はマクロの景気循環を金利で調整すれば良かったが、今は経済のメカニズムを考え、自らがカタリストの役割を果たすことが求められている。

**3. 中央銀行の組織****井上<オーガナイザー>:**

・このところ注目されている「金融政策の独立性」に関しては、2010年の Bernanke 議長の東京での講演でも示されたように、理論から演繹されるというよりも歴史の教訓に基づく「知恵」とされることが多いように思う。一方、金融監督に関する役割の拡大や、ゼロ金利下の国債買入れを通じた政府との関係の変化といった新たな環境

の下で、独立性のあり方も変わるとの見方もある。また、先程取り上げられた中央銀行のステークホルダーについては、従来よりも幅広く捉えて、国民全体にどのように政策を説明すべきであるかという議論もみられるように思う。

・多くの中央銀行は合議体によって政策を決定しているが、国際的な危機対策の協調や国内での説明責任の執行などを考えると、総裁個人の資質がむしろ重要になっているとの指摘もある。この点に関して、「あすにかける」の著者である Howard Davies 氏と David Green 氏は、現代の先進国の中央銀行総裁に求められる資質を整理しているが、あまりに多様な能力を要求されるので、現実には全てを満たす人物を見出すのは難しいと結論付けている(これらの点を含めて、参考資料に沿って説明)。

**北村氏:**

・仮に、来年の任期満了後に総裁と副総裁が新政権の意に沿った人に替わったとしても、日銀の全ての組織や人材をそうした人物の意向に沿った形に一気に変えることは現実には難しい。日本の組織の特徴かもしれないが、日銀も、組織の長が替わったからといって組織全体が替わるというガバナンスにはなっていない。例えば、霞ヶ関であれば、大臣や副大臣ではなく、事務次官以下が実際の実務を執行するわけであるが、日銀をそうした形にするということも考えられる。そうなれば、必要な情報は日銀の中で実務に携わっている人のところに集中し、総裁や副総裁には必要最小限の情報のみが伝わるだけになり、組織外でのメッセンジャーとしての役割だけを担ってもらうことになる。それは組織としては悲劇的であり望ましくない。本来はこのような組織としての力の発揮のさせ方まで考えた上で、総裁や副総裁を選任すべきであるが、実際にはそうならないように見える。

**内田氏:**

・実効性があるかどうかは別として、少なくとも仕組みとしてはガバナンスが備えられている。例えば、金融政策決定会合には財務大臣と経済財政担当大臣が出席することができるし、法的には財務大臣が日銀を監督する立場にある。さらに、参与会という会合もあり、全銀協会長も出席して意見を述べている。その上で、中央銀行にとっては、ガバナンスの問題だけではなく、金融政策として行っていることが、マクロ政策として経済にとって適切かどうかという観点からの評価も、権限が巨大化していく中で益々重要であるように思う。これは、民間金融機関において、ガバナンスだけでなく、預金の金利や市場取引の運営等に関するリスク量が適切に管理されているかどうかをチェックするのと同じである。

**加藤氏:**

・米国で、共和党が Bernanke 議長を追い詰めるために、GAO による金融政策に対する監査の必要性を訴えたが、FRB とホワイトハウスが必死に巻き返したことがあった。監査にはプラスの面もあるのかもしれないが、金融政策の独立性に大きなリスクが生ずることであった。このような面を考えると、政策の評価には事後的

であっても難しい面が残るように思う。

**柳川氏:**

・私は組織内のガバナンスに関しては、まだ改善の余地があるように見える。難しいのは、こうした内部の PDCA を全て外部に公表することが必ずしも望ましい結果を生まないことであろう。公開することが分かってしまうと、将来の政策運営に関わるような微妙な話は扱われなくなってしまう。

**翁氏:**

・政策委員会のレベルであれば、例えば、直近の政策運営がどのように効果を生んでいるかといったレビューが行われた上で、今後の政策運営に関する議論が行われているように思う。ただ、金融システム安定とは異なり、金融政策の場合は効果のラグは長くて不確実なことを考えると、もっと長いタームで評価しなくてはならない。こうした評価の仕組みは存在しておらず、在った方が良いように思う。

**江川氏:**

・日銀と政府との関係に関して、象徴的な話かもしれないが気になっている点がある。中央銀行は seigniorage を有しているの、通常であれば高い収益力を持っており、収益の大部分は国庫に納付される。しかし、日銀は今年の上半期に再び赤字になり、ほぼ時期を同じくして、日銀職員の給与水準が国家公務員よりも著しく高いとの指摘を受け、役職員の給与を引下げて「東日本大震災からの復興に協力する趣旨」で国庫納付を増やすという話になっている。また、1990 年代には日銀総裁の年収は 6 千万円以上あったと思うが、白川総裁は 3 千万円台だったところ、今年 3 月に 3 割の大幅な引下げが決まっているし、その他の幹部の報酬も大幅に引き下げられている。報酬だけが全てではないが、このような状況で中央銀行が有能な人材を維持できるのかという問題があるように思う。

**北村氏:**

・中央銀行は金融政策だけを行っていると思われるが、より多くの人々が幅広い中央銀行業に従事しており、総裁はこれら全体を監督する立場にある。そうしたことは一切視野に入らず、例えば、デフレからの脱却だけに関心のある人が総裁になると、組織内の多くのプレーヤーは仕事のインセンティブを失うのではないか。その上に給与水準まで問題にされるようでは「やってられない」ことになるのではないだろうか。

**福田氏:**

・基本的には、組織のトップは個別のことにまで口出ししない方が良いかもしれない。例えば、Steve Jobs 氏は有能な人材であることには疑いないが、かなり細かいことまで口出したことに批判的な見方もある。逆に、組織のトップが組織内の仕事を余りにも知らないというのも困る。バランスの問題だと思う。

**渡部氏:**

・金融政策には迅速な対応が求められる面がある。これに対し、金

融政策決定会合による合議での決定は、ある意味で意思決定を遅らせる面もある。経済が大きなショックを受けた場合には、トップダウンで対応することも必要ではないか。

**福田氏:**

・総裁に関してはそうした資質も重要であると思う。ただ、日銀の場合には、金融政策決定会合において多数決で意思決定すると言っても、日本的な状況が存在しており、執行部の提案を覆すようなことは起こりにくい。

**翁氏:**

・オペレーショナルな面に関しては、日銀は相当にきちんとやっているように感じる。BCP の面では指定公共機関としての役割を果たし、首都直下地震のようなケースでも首都中枢機能として業務継続をするという使命を負っている。しかし、北村さんが指摘されたように、現場の人々が日々適切に対応していることは見えにくい。

**柳川氏:**

・中央銀行のような組織の場合には、十分な能力のない人がトップになった場合には、その権力が事実上失われ、周囲の人間が能力を発揮できるようになり、逆に優秀な人がトップになった場合には、その人が事実上全ての事務を行い、周りの人が権力を失う、という仕組みが良いのではないか。その意味では、合議体を設置することには意味があるし、そのメンバー構成は大切である。

**北村氏:**

・かつての審議委員には意見の面でかなりのパリエーションがあった印象がある。

**福田氏:**

・確かに、かつての方が金融政策決定会合での意見の相違が目立ったように思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・合議体によって意思決定を行う趣旨は、異なる意見の人によって構成することで、多角的な視点から検討すべきということではなかったか。同時に、先程の北村さんの指摘に関わる点として、先進諸国の中央銀行において、合議体のメンバーの任期が相互に異なっていることは、全てのメンバーを一気に入れ替えることに対する事実上の歯止めとなっている面もあろう。

**北村氏:**

・同時に、金融政策が独立に運営されるべきという考え方には、政治と全く同じ意見で運営することによって共に誤るリスクを減らした方が良いという、歴史の知恵に基づく面があるように思う。一般にも、自分に近い意見の人で周りを固めることで良い結果が得られる訳ではなく、対立する意見の人と議論することによって、より優れた解決策が得られるはずである。その意味では審議委員についても、ある程度違う意見の人がいた方が良いように思うが、具体的な人選においてはこの点についての考え方も明確ではない。



**柳川氏:**

・逆説的な問いになるが、中央銀行の総裁は本当にそんなに大きな影響力があるのか。人々が大きな影響力があると思込んでいるから大きな影響力を持つようになっているだけであり、問題はこうした過大な期待の方ではないか。確かに、極端な政策を取れば、中央銀行は強力な影響力を行使するので、これに対する歯止めは必要であろうが。

**北村氏:**

・日本銀行本館の廊下に掛かっている歴代総裁の肖像画をみると、経済史には名を残していない方々もおられるが、しかし、その方々も中央銀行の職務を適切に果たしたという意味で実は名総裁かもしれない。本来、中央銀行には、きちんと経済が回っていくために誰にも意識されない形で仕事をすべきという価値観があるように思う。つまり、どこにいるかはわからないが、どっしり構えていることで物価も安定し金融危機も起こらないような状況を作り出す総裁の方が優れているとも言えるのであって、目立つかどうかではないように思う。

**高田氏:**

・日本の特殊事情かもしれないが、首相も財務大臣も頻繁に替わる中では、5年間の任期を全うする経済界のトップは日銀総裁くらいであって、影響力はともかく、少なくとも重要なポストであることは確かである。こうした視点も重要なのではないか。

**内田氏:**

・特に今回は、次の日銀総裁に対して海外から過大な期待が寄せられている。つまり、外部から人を入れることで、従来の日銀とは全く異なる考え方による政策を行うことを望んでいる。もしこれが実現すれば、日銀総裁は相応の影響力を持つことになる。しかし、日銀総裁の任命には両院の合意が必要であるだけに、実際の人選には様々な制約が掛かる点を海外の市場関係者に説明すると、かなり失望されてしまう。その上で、やはり、構造改革がきちんと進まない限り、デフレから脱却できないということを納得される。

**北村氏:**

・なぜ、海外の市場関係者は過大な期待を持つのか。

**内田氏:**

・小泉政権の印象もあって、特に海外の市場関係者は政治の Paradigm Shift というテーマを強く好む。

**北村氏:**

・日本社会では変化が起こりにくいことを理解していないのか。

**内田氏:**

・理解しているからこそ Japan passing の状況が続いたが、今回は、金融政策の枠組みの変更が政党の公約にもなり、全く違った人材が日銀総裁になるとコペルニクスのような展開があるのではないかと感じてしまうようだ。もちろん、個人的には、先程出ていたような中央銀行としての使命感や現場力などは、是非とも維持してほしいと

思っている。

**加藤氏:**

・日銀は、日銀法によって、物価の安定や金融システムの安定を通じて国民経済の発展に資するとされているだけに、国債市場を不安定化するような事態を招いてはまずい。この法律がある限りは、どのような人が総裁になっても、そこまで無茶なことはできないのではないかとの見方もできる。

**福田氏:**

・しかし、日銀法の改正という議論もある。

**柳川氏:**

・中央銀行総裁の影響力に関する私のコメントは、現在の日本の状況に言及したのではなく、参考資料の最後にあるように、現在の中央銀行総裁に求められる資質を全て満たす人を探すのは至難の業であるという点に関するものである。つまり、先進諸国では、中央銀行総裁にスーパーマンのような働きを要求するからこそ、こういう議論になっているのであって、実は影響力はそんなにないという前提で人選するようにしないと、中央銀行の役割自体もインフレ的になってしまう。中央銀行の役割について、もう少し等身大にした上で考え直すべきではないか。

**翁氏:**

・内田さんが言われたように、金融市場から直接的な情報収集を行って高度な分析をし、個別金融機関の資金繰りを把握して資金を供給し、かつ金融システム全体の健全性の状況もわかるというのは中央銀行だけであるので、金融政策だけでなく金融システムの安定に関しても、中央銀行に対する期待は今後も一層高まっていくのだと思う。これらを上手くやりながら、しかしガバナンスもしっかりやるというのが大きな課題である。

**加藤氏:**

・クリントン政権の時の財務長官である Robert Rubin 氏は、大統領やスタッフに対して、FRB に対しては何も言うべきではなく、最大限の独立性を与えることが米国のマクロ経済に対する信認を高めて、結果的に政権に対する信認になると言い続けたとされる。米国のように経常赤字国で、海外から資金を調達することが必要である場合には、中央銀行の独立性が経済的なメリットになるという面がある。日本の場合は、今のところは経常黒字で国債を国内で消化しただけに、日銀批判を明示的に行うことができちゃう面がある。

**北村氏:**

・例えば、英国のシティでは、かつては、国王であってもそこに入るのに許可が必要な程の独立性があった。そのような約束の下で、国際金融センターとして世界の資金が集まる面があった。日本でも、国際金融センターを標榜しているが、このような本当の意味での独立性を付与する準備はできていない。日本も、国債消化のために海外の投資家に本格的に依存しなければならないようになれば、中央銀行だけでなく、金融インフラ全体に対する独立性のようなも

のを、もう少し考えなければならぬのではないかと。

**福田氏:**

・ただ、シテイに関しては、今や Libor の問題にみられるように、独立性を与え過ぎたことの問題が意識されているように思う。また、中央銀行の独立性といった場合は、かなりシンプルな中央銀行を前提とした議論であるようにも思う。実際には、業務が一層多岐に亘るようになってきた中で、それらの全てに独立性を考えるのか、根幹の金融政策における独立性を考えるのかもポイントである。

**高田氏:**

・実質的に独立性が問題となったのは、インフレの下でのことではないか。政府は、インフレの下でも高めの成長を指向するからである。その意味では、デフレの下で独立性を問うというのは、極めて珍しい状況である。

#### 4. 終わりに

**井上<オーガナイザー>:**

・予定の時間になったので、このあたりで終わりにしたい。今回は、短期的な政策対応というよりも、長期的な視点での議論が多かったが、ご指摘があったように「金融市場パネル」にはこうした視点も重要である。また、様々なご議論はあったが、中央銀行総裁はやはり重要なポストではあるように思われるので、求められる資質などに関しては今後も幅広く議論されることを期待したい。

・本年はこれで最後の会合となる。メンバーの皆様には来年もぜひ活発なご議論をお願いしたい。

\*\*\*