

## 議 題

金融政策の波及効果：為替相場と長期金利（拡大版会合として開催）

## 開催日時

2013 年 2 月 27 日<9 時 00 分～12 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）  
 大島 周（みずほコーポレート銀行 執行役員 国際資金証券部長）  
 翁 百合（日本総合研究所 理事）  
 加藤 出（東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト）<欠席>  
 北村行伸（一橋大学経済研究所 教授）  
 神津多可思（リコー経済研究所 主席研究員）  
 須田美矢子（キャノングローバル戦略研究所 特別顧問）  
 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）  
 徳島勝幸（ニッセイ基礎研究所 上席主任研究員）  
 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）  
 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）  
 渡部敏明（一橋大学経済研究所 教授）<欠席>  
 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>）  
 竹端克利（野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 副主任研究員）

## 主要論点

1. 為替を通じた波及効果
2. 長期金利を通じた波及効果

## 出席者による発言要旨

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・「金融市場パネル」は、前回に続いて日銀の政策を取り上げることにした。物価目標の枠組みの下で新体制による政策運営が開始されるが、当面の金融経済環境の下での選択肢を考えることが重要である。これを効率的に議論するために、波及経路の点から、為替レートと長期金利に着目してセッションを構成した。もちろん、両者は相互に影響しあう面があるので、柔軟にご討議いただきたい。

## 1. 為替を通じた波及効果

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・円安は衆議院選挙以降はペースを速めたが、直近の国際会議での議論もあり一服感も出ている。円安が实体经济に及ぼす効果としては、従来、輸出企業の収益の支えが意識されてきた。実際、企業による努力の結果、現在の円相場は内閣府調査などが示唆する採算レートを上回る状況になっている。その上で、今回は輸入を通じた国内物価への影響が従来と異なるかどうか、あるいは GDP と GNI との乖離はどのようになるかといった点も注目される。

・一連の国際会議の際には日本の「円安誘導」への懸念も聞かれ

たが、日本側からみれば現在は金融危機に伴う大幅な円高の修正であり、実際、ユーロ円相場の実効レートに対する寄与度が目立つ。一方、実質実効レートを分解すると、内外のインフレ率格差は安定的に 2%程度あり、その分だけ名目での円高圧力になってきたこともわかる。なお、金融危機の下で大幅な円高が進んだ際にも、日米欧の 2 年国債でみた金利差は為替レートとの相関を意外に良く維持していたが、足許ではこうした関係は失われている（これらの点も含めて、参考資料に沿って説明）。

## 1) 金融緩和の為替に与える影響

## 細野氏:

・日銀、FRB、BOE、ECB の各々が「非伝統的政策」をアナウンスした日に為替レートがどれだけの方向に変化したかを前日比で見ると、自国通貨が下落しているケースもあるが、常にそうになっている訳でもないし、変化率にもばらつきが大きい。

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・今回分析の対象とされた「非伝統的政策」の具体的な内容として

は、資金供給量を増やすことに主眼があるものだけでなく、危機対策的な位置づけのものも含まれているのであれば、後者のようなケースでは当該市場に対する信認を回復させ、資本流入を通じて為替に増価圧力を生じることも考えられる。

**高田氏:**

・今回の会合では、為替と長期金利の各々を通じた金融政策の波及を考えることになっている。先進諸国では企業や家計がバランスシート調整を続けており、そこからの資金需要が期待できないことを考えると、金融政策は資金需要のある残りのセクターとしての海外部門と政府部門に対して、為替と長期金利(国債利回り)を通じて働きかけざるを得ないのだと理解できる。こうして、先進諸国では、金融政策が為替政策や財政政策と事実上一体化する状況が出現している。もちろん、これらは通常であれば避けるべき事態なので、各中央銀行も明示的には言及しないようにはしているが、これが現実であり、ジャーナリスト的に「為替戦争」といった言葉で表現される状況と言える。

・どうすれば為替レートに影響を及ぼすのかという点については、為替レートの決定理論について長らくコンセンサスが存在しないだけに、私自身にもよくわからない。市場では、内外金利差や金融政策の先行きに対する期待に注目している向きもあるので、緩和政策のアグレッシブさが影響する面もあろう。

**柳川氏:**

・為替レートを変化させる政策手段は何かという視点に立つと様々な難しい面が出てくるだけに、政策手段によって為替レートにどのような影響が生ずるかという切り口から議論することが望ましいように思う。その上で、ゼロ金利の下でベースマネーを増やすことが、どのようなルートで為替レートに影響するのかといった点は改めて考え直す必要があるように思う。

**細野氏:**

・ゼロ金利の下で、非伝統的金融政策が為替レートに影響を与える経路としては、一つは、将来の金融緩和に対するコミットメントを通じて長期金利を引き下げることによる部分があるように思う。また、中央銀行が多様な資産を買入れることで、民間投資家にいわゆるポートフォリオバランスが生じて、その効果の一部が外貨建資産に向かうことによる面もあろう。これらは実証的にも推計されている。さらに、両者の効果を分けて推計しようという試みもあるが、結果はまちまちのようだ。ただ、井上さんも指摘されたように、非伝統的政策といっても国内の金融システム安定を図る政策もあり、この場合は、国内資産のリスクプレミアム低下を通じて為替レートを増価させることもありうる。

**井上<オーガナイザー>:**

・柳川さんが取り上げた点については、理論的に正しいかどうかはともかく、米国では、FRB による資金供給量が増加するほど、将来の金融緩和に対するコミットメントが強化されたと解釈されるケースが多い。だとすれば、ベースマネーの供給増加を伴う「非伝統的金融

政策」が、政策金利の予想パスに影響することを通じて、結果として為替レートに影響を与えると考えることもできるのではないかと。

**細野氏:**

・日銀による金融緩和がこれだけ進んでいる中で、いわゆる円キャリートレードはどうなっているのか。あるいは、その巻き戻しのリスクをどうみればよいか。

**大島氏:**

・昨年秋頃から、日本経済の改善や政策の方向性の変化を確認した海外のヘッジファンドが、短期的なトレード目的で相当な規模の円売りポジションを構築した。しかし、ターゲットを 90~95 円/米ドル付近に置いていたとみられるだけに、足元で利食いのフローが出ている。この間、海外投資家は日本株に資金を向けているが、米金利等の上昇リスクヘッジのために日本株を買っている面がある。しかし、リーマンショック以前とは金融規制を巡る状況も異なるだけに、かつてのように大規模で持続性のある円キャリートレードはみられないし、現実には生じにくいように思う。

**福田氏:**

・かつて、円キャリートレードが活発だった際には、外銀がインターバンク市場で円資金を調達する動きがデータ面からも確認できた。しかし、今回は市場機能が失われていることによるのかもしれないが、こうした状況もみられない。

**大島氏:**

・事務局の配布資料にあるように、円の名目実効レートは金融危機を通じて大きく増価した訳であり、危機が落ち着いてきたところで新たな均衡点へ向かって円安方向で調整されている面があるように思う。しかし、それ以上に円相場を押し下げための要因があるかといえば、それは難しい印象がある。

**福田氏:**

・為替レートは「相手のある話」であり、今回の局面も、海外の実体経済環境が大きいように思う。米国に関しては、「財政の壁」の問題がそれなりに対応されたし、欧州に関しても、足元ではイタリアの問題が浮上しているが、危機対応は進んできた。中国経済も、とりあえずは減速に歯止めがかかっている。市場はこうした要因を評価する一方で、日本に関しては貿易収支の赤字に注目しているのであろう。つまり、日銀による金融緩和の強化も、これらの円安要因が存在していた中での対応であり、常に為替レートに効くという訳ではないように思う。なお、経済学では為替レートを説明できないというのは、確かに短期においては事実であるが、長期ではそれなりに説明力のある理論も存在する。

**須田氏:**

・為替レートの動きは、近年、投資家の「リスクオン」と「リスクオフ」で説明されることが多い。かつては、経済が好調であれば通貨は増価するとされていたのに、投資家の「リスクオン」によって通貨安が生ずるパターンが観察される訳である。為替市場は、特に短期

的にはその時々テーマによって動く面があるが、最近のようにイタリアの政治情勢が悪化すると、「リスクオフ」で円相場が大きく巻き戻ることをみても、本当に付き合いにくい市場であると感じる。

・細野さんの質問に関しては、円キャリートレードをどのように捉えるかという点も重要である。例えば、日銀による銀行貸出の活性化策の目的の一つも、円資金を供給して外貨貸出を促進することであり、これも円キャリートレードの一つである。また、かつて円キャリートレードへの注目が集まった際には、外国銀行の本支店勘定の動きなどにも表れていたが、結局は、海外でも円建貸出が増えているといった anecdote な話に左右される面も大きく、実態がなかなか掴めなかった印象がある。

**高田氏：**

・私は、最近の国際金融市場が「金融緩和オリンピック」を強く注目している状況であると理解している。その中で、日銀が金融緩和姿勢を強める一方、ECB は LTRO の回収などもあって一部の短期金利が強含むなど、いわば「stealth tightening」の状況にあった。米国でも、どちらかといえば、市場が exit の方向を意識するようになっている。市場は、こうした各国間での政策スタンスの違いを意識するようになっている。ただし、円キャリートレードに関しては、総じて「リスクオン」の状況にはあるが、他方でグローバルな金融機関の金融仲介能力が低下していることを考えると、かつてのような規模では生じにくいように思う。

**井上<オーガナイザー>：**

・須田さんが指摘されたように円キャリートレード全体としては雲を掴むような難しさがあるが、相応に関連するデータとして、内外投資家の証券投資の状況は参考資料に収めてある。日本株に対しては外人投資家の買いが目立っており、その点ではむしろ円高要因とも言えるし、国内投資家の対外証券投資は 1 月になってようやく活発化したようにみえる。なお、東京金融取引所における外為証拠金取引も、売買高こそ増加しているようであるが、総建玉自体は円安が本格化して以降にむしろ縮小しており、短期的には逆張りの動きであったことも考えられる。

**徳島氏：**

・株価の上昇によってバッファが増えていることが、機関投資家による対外証券投資の積極化につながる可能性はあるが、これまでのところは、総じてそうした動きはみられない。その背景としては、金融機関全般に対する自己資本比率規制のような動きもあるが、細野さんの指摘にもあったように、為替レートのボラティリティの高さが強く意識されているということだと思う。このため、機関投資家が外債に投資する場合にも、為替オープンというケースは少なく、何らかのリスクヘッジを行うのが普通である。

**江川氏：**

・外為証拠金取引は、かつて内外金利差が大きかった際には、円ショートポジションを維持することでスワップポイントを安定的に獲得することを目的に使われていた面がある。現在のように、内外金

利差がなくなってしまうと、こうした取引は難しくなっている。

**大島氏：**

・かつて外為証拠金取引の活況を支えていたのは、個人投資家によるいわば「小遣い稼ぎ」目的での取引であったように思う。こうした取引には移り気な面があり、今回の局面では国内株の市場にシフトしているのではないかと。日本と海外との間にある程度の金利差が生じるようにならないと、外為証拠金に多くの取引が戻ることは難しいように思う。

**井上<オーガナイザー>：**

・細野さんが指摘されたように、非伝統的金融政策のうち資産買入れに期待される効果として、ポートフォリオリバランスがある。これを、為替レートのアセットアプローチと組み合わせると、リバランス先として海外資産が含まれることで、為替レートにも影響を与えることになる。しかし、実際は、須田さんや徳島さんが指摘されたように、国内投資家のリスクテイク能力に依存する面が強く、金融危機後でホームバイアスが強いために効果が出にくかったのか。

**内田氏：**

・日本が経常黒字国である以上、結果的にはマクロ的にみて対外資産を取得することになる。実際、日本の銀行も、着実に対外資産を積み上げている。

・第 2 セッションの議論と関連するが、米欧は金融政策を通じて実質金利を低位に抑えようとしている。日本も、政策金利を低位に維持することに加えて、物価上昇率を引き上げることで同様な方向に向かうことになる。これが上手くいっている間は良いが、仮に実質金利が反転した時に、国債の格下げや中央銀行に対する信認の低下などセンチメントの急激な変化を伴う場合、大幅な円安が同時に進行することが考えられる。海外のファンドの中には、今回の円安が日本の債務問題の引き金になるといった極端な見方もある。こうしたパラダイムシフトが生じないかどうか、この点は、今後の「金融市場パネル」でも良く見てゆくべきである。

**井上<オーガナイザー>：**

・日本の銀行が増やしている外貨資産は、アジアなどで貸出を増やしておられることによると理解してよいか。

**内田氏：**

・その通りである。

## 2) 為替レートが实体经济に与える影響

**高田氏：**

・日本の場合、円高がデフレ傾向の大きな要因になっていたことは確かであるように思う。つまり、円高期待が強い下では、企業はマージンを引き下げることで対応しようとしがちであり、特に 1990 年代中盤以降は、こうした特徴が我々の考えている以上に強く定着している可能性がある。従って、円高傾向を止めることで、縮小均衡の悪循環を止めることには大きな意味があるように思う。



**柳川氏:**

・自国通貨安によって実体経済に生ずる効果については、高田さんも指摘されたように、輸出企業の収益増加が重要ということが再確認されたと思う。ただ、効果をより適切に考える上では、変化と水準とを分ける必要もあるように思う。例えば、為替が円安方向に変化することに効果があるのであれば、円安方向に変化させ続けないと効果が持続しないことになる。そうでなく、ある程度の水準の円安の下で相応の企業収益が獲得できるのであれば、政策の処方箋は異なるはずである。

・長期的には、高田さんが指摘されたように円高期待が企業行動に大きな影響を与えていたのであろう。ただ、いわゆる Great Moderation の時期のように、円安局面を経ても日本がデフレ体質から脱却できなかった点にも注意する必要もある。

**細野氏:**

・確かに、為替レートの影響を考える上では、水準と変化を分けることが重要だと思うが、さらにボラティリティに着目することも必要ではないか。例えば、企業行動を考える際には、為替レートの安定性に対する期待が重要な要素となる。

**根本氏:**

・円安が様々なプラスの効果をもつことは否定できないが、仮に輸出企業の収益が増加しても、国内の設備投資増加につながる効果はかつてより弱まっているように感じる。円高局面を通じて、日本企業の対外直接投資に増加傾向が定着しているし、企業に対して調査を行っても、為替動向もさることながら、進出先の現地市場の需要の方を注視している傾向が浮かび上がる。また、輸入物価が上昇することについても、日本のエネルギー需要が大きく変わり、代替性の低い LNG への依存が高まっているだけに、電力料金の上昇も含めて、国内経済への効き方が過去とは大きく違うようにみえる。これらの変化は、円相場の適切な水準を考える上で考慮すべきだと思う。

**須田氏:**

・通貨安の影響と通貨高の影響は必ずしも対称的ではない。例えば、現在の日本で円安になったから輸出が増えるかといえば、国内の生産設備には廃棄されたり老朽化したりしたものがあるだけに、そう単純ではない。Jカーブ効果が出尽くせば輸出は増えるという議論はあるが、日本にそのような生産余力があるのか、また、その製品に国際競争力があるのかを良く考える必要がある。また、金融危機前の円安局面では、製造業の間で「国内回帰」が過度に進んだというトラウマもあることを考えれば、今回の円安を受けて、国内での積極的な設備投資に繋がることには疑問もある。円安が価格を通じてもたらす効果は明確になってきたが、実体経済の数量を通じてもたらす効果ははっきりしない。相当な円安が続かない限り、それだけでは景気の本格的な浮揚にはつながらないのではないか。

**井上<オーガナイザー>:**

・今回の円安局面では、いわゆる「アベノミクス」の効果として歓迎する声強い一方で、根本さんや須田さんが指摘されたように、コストの面を指摘する意見も見られるようになった点は、我が国の経済構造の変化を反映している可能性もあって興味深い。この点に関しては、資料にもCGPIの需要段階別の推移を示したが、国内での企業の価格転嫁力がどうかということも論点となる。

**翁氏:**

・今回の局面では、円安による輸入物価の上昇が個人消費に結構響いてくるのではないかと。その影響を抑える上でも、特に円安でメリットを受ける輸出企業が賃金を引き上げていくことが求められるようになるのではないかと。私も、具体的な為替水準如何で、日本経済全体にどのような影響があるのか慎重にみていかなければならないと思う。

**北村氏:**

・Bernanke 議長にしても、日銀の副総裁候補となっている岩田教授にしても、参照しているのは 1930 年代の為替政策である。当時は金本位から離脱して変動相場制に移行しつつあったという意味で、本源的な regime change であったが、現在は、明らかにそうした時期ではなく、各通貨が相対的に減価するかどうかという議論である。変動相場の下で、本来、各通貨はファンダメンタルな parity から乖離しているかどうかで評価すべきである。確かに、先程来指摘されているように、parity がどこにあるか推計するのは容易ではないが、こうした軸がないと相対的な価値を巡る際限ない議論となってしまう。

・また、1930 年代の日本での高橋財政の下では、大量の資金が満州に投資された訳である。こうした対外進出も含む財政支出によって、内需が増加し失業率が低下したにも関わらず、いわゆるリフレ派の人々はこうした構造に余り注意を払わず、単に為替を切り下げたことで景気が良くなり、世界恐慌から最初に脱却したという主張を展開しがちである。現在議論されている政策には、平和的な方法で実体経済をきちんと引き上げる内容が見出しにくいことに問題があるように思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・白川総裁が繰り返し主張された線に戻ってしまうが、為替の円高化を止めることは、ある種の「時間を買う」政策であって、ダウンサイドのテールリスクを除くことで企業行動全般に良い影響を及ぼすとともに、その間に企業には輸出競争力を復活するために取り組んでもらうということであろうか。

**北村氏:**

・ただ、日本は 20 年間にわたって経済停滞に苦しんできたので、そう簡単な処方箋があるわけではない。

**福田氏:**

・「時間を買う」意味では、2005-2007 年も円安であった。しかし、須

田さんも言われたように、日本経済の構造はあまり変わらず、むしろ、その後の円高への対応に苦しむことになった。これを、日本企業の輸出価格についてみると、円高が生じた場合に円建ての輸出価格を下げることは、現地での競争力を維持する上で仕方ない面がある。しかし、日本企業はドル建ての価格も下げることが多く、これはドイツやアメリカの企業にはみられない現象である。韓国の企業などもドル建て価格を引き下げているだけに、日本企業が強烈な価格競争に巻き込まれているのであろうし、競争力が低下しているということでもあろう。

#### 神津氏:

・私自身 2010 年まで日銀に勤務した後、リコー経済社会研究所に転職した経験をもとにコメントしたい。為替レートは製造業にとって大きな意味を持っている。第一に、円安自体よりもそれに伴って株価が上昇することで、経営計画を策定する上での投資マインドには大きなポジティブの影響を与えるように感じる。それでは、円安になるとなぜ株価が上昇するかといえば、日本企業の多くは既に海外法人を有しており、それらに対する出資が円建てであるため、連結決算を円建てで行えば一リパトリの有無に拘わらず一差益が生ずるからである。事務局の資料にあるように、過去 3 年間で約 20 円/ドルものスピードで円高が進行したので、企業がいくらコスト削減や生産拠点の再配置を行っても、採算レートの調整は市場実勢に立ち遅れる。こうして、企業収益に対するダメージが蓄積された結果が、昨年来の一部業界の深刻な経営難に繋がっているように思う。これを図式的に言えば、マクロモデルでの LM 曲線の調整に IS 曲線の調整が追いつかないことである。中央銀行は、為替レートに影響を与えるかどうかという以前に、為替レートが市場で決まるので仕方ないというのではなく、企業に対する影響のメカニズムを十分理解すべきであるように思う。

・第二に、為替が円安になったといっても、日本企業が継続して収益を挙げていくことができるわけではない。21 世紀に入って、継続的に交易条件が悪化しているのは、G7 では日本だけである。因みに、韓国も交易条件が悪化し続けている。日本についての主たる要因は、福田さんが指摘されたように、日本企業が輸出価格を十分に引き上げていないことにもあると思う。つまり、産業別にみると、一般機械や輸送機械では交易条件は横ばいであり、電気機械では改善し、原材料関連では当然に大きく悪化している。その上で、マクロ的に交易条件が悪化しているということは、主な輸出産業での改善度合いが限定的であることを意味する。

・これらを踏まえ、中央銀行にできることを考えてみると、第 2 セッションの議論にも関わるが、国債のイールドカーブの各ポイントに対応した民間クレジットの条件に影響を与えるような手段もあろう。これらでなければ、企業行動に構造的な効果をもたらすことは難しいように思う。

#### 大島氏:

・銀行の視点から顧客である日本企業の動きをみても、東アジアを

中心とする海外進出を展開することを通じて、国内の要素価格を調整してきたというのが、過去 20 年のおおまかな整理である。その結果として、国内に生じたデフレ圧力が相当大きかったように感じる。同時に、東アジア諸国が事実上の米ドルペッグ政策を続けてきたことで、対米ドルでの円高が日本企業を著しく不利な状況に置いてきたし、逆にこれらの恩恵もあって、東アジア諸国は経済成長を達成した。ただ、近年は資産価格バブルのような副作用も目立っているし、中国に関して言えば、少なくとも沿岸部の労働者の収入は日本を上回るような状況にもなっている。このような日本とアジアとのファンダメンタルな関係の変化も、長年続いた円の増価トレンドを変化させる要因として、既に存在していたとみることもできる。

・従って、もしも、日銀と政府との連携や信頼がより高く、もっと早い段階で現在のような金融政策を打ち出すことができれば、より早期に円高を止めることもできたかもしれない。同時に、東アジア諸国のドルペッグ政策を前提にしたうえで、円の為替レートの評価や方向性を議論することが大切である。

#### 北村氏:

・日本企業が、グローバルな競争の中でなかなか価格を引き上げられない一方、コスト抑制のために賃金を引き下げても、結果としてデフレを通じて家計の実質購買力が安定するのであれば、企業にとっても家計にとっても、ある種の comfortable な均衡であるとも言える。企業は、果たしてこうした均衡を意図して実現してきたのか、それとも、厳しい競争環境の下でやむなく対応した結果として実現していると考えればよいか。

#### 神津氏:

・日本経済が「デフレ均衡」にあることは疑いないのであろう。ただ、日本企業にとっての問題は、国内のみならず海外でも価格を十分に引き上げることができない点にある。おそらくその理由は、国内の雇用を守ろうとしているからではないか。日本社会は雇用調整に対して極めて厳しい姿勢を示し、安定的な雇用を最優先してきただけに、企業にとって調整するのは賃金だけということになる。

#### 北村氏:

・賃金が低下傾向なのであれば、物価も低下しないと家計は困ることになる。そう考えると、政策で物価を押し上げていく考え方とは整合的でない。

#### 神津氏:

・いわば「囚人のジレンマ」において、非協力解から両者の payoff が高い協力解にジャンプできるかどうかという問題と理解できる。

#### 須田氏:

・リーマンショック以前の円安期に企業の方にお伺いした際でも、自動車産業であっても、国内では高付加価値の車種以外は利幅が極めて薄い一方、海外では相応の利幅が取れるということであった。そうであれば、企業が経営計画を立てる上で、いくらマインドが改善しているといっても、国内で賃金を引き上げるといった議論になる

のだろうか。

**神津氏:**

・足元のような状況が来年の春闘まで維持され、産出価格も要素価格も引上げ得る循環になれば、所定内給与の上昇といった効果を生むかもしれない。ただし、そのためには、Bernanke 議長のように政策手段はたくさんあると言い続けながら、様々な措置を繰り出すことで、先行きに対する期待を通じて資産価格を持ち上げ続けることも必要となるように思う。

**福田氏:**

・インフレ期待といっても様々なものが存在する。一つは市場関係者によるインフレ期待であり、これは通常、物価連動国債と普通国債の利回り格差である BEI によって推計される。これは、足元で相応に上昇しているように見える。消費者を対象に調査しても、最近では身近な財やサービスの価格が上昇しているだけに、期待は変化しているようだ。しかし、企業経営者によるインフレ期待は殆ど動いていない。期待を通じた政策効果を考えるのであれば、企業のインフレ期待を高めることを考える必要がある。もちろん、賃金だけを上げれば良いのではないし、企業が抱える余剰資金を労働者に分配すれば良いということでもない。言うまでもなく、企業が抱える資金は最終的には株主のものであるし、それを企業の価格競争力を高めるイノベーションに使ってもらうことが大切である。

**神津氏:**

・須田さんが先に指摘されたように、日本企業が利幅に拘わらず生産量を維持しようとする一つの理由は、ビジネスの幅を維持することが不可欠なほどに多くの固定資産を抱えているためであろう。もちろん、これらの固定資産は労働者と一体であるだけに、実質的には雇用を守ろうとする考え方と同じである。仮にこれらを転換できれば、事態は大きく変化するように見える。ただし、国内では特に雇用面での構造変化を許容しないのではないかと。逆にいえば、日本社会は、雇用の抜本的な調整を伴わない緩やかな変化を暗黙のうちに選択しているのではないかと。

**細野氏:**

・国民の選好はご指摘の通りかもしれないが、実際に可能かどうかは、雇用に対する safety net がどの程度整備されているかによる面もある。ところで、仮に足元の円安が定着した場合、日本企業による対外 M&A に対してどのような影響が生ずるか。

**内田氏:**

・企業の対外投資は円安によって採算面では影響を受けるが、内外の ROA を単純に比較すると、国内が約 3%であるのに対し、海外は 7%程度もある。また、国の経済政策として促進されており、政府系金融機関による様々な支援もある。さらに、国内では法人税が世界最高水準に上昇しようとしているし、交易条件の悪化も続いていく。経常黒字が 90 年代初頭との比較で倍増したことが示すように、企業は海外で利益を上げても、国内の有効な投資先が乏しい。こうした条件を考えると、事業法人のみならず金融機関も対外

投資を拡大していく流れに変化はないように思う。むしろこれから注目されるのは、外国人による対内投資ではないか。

**北村氏:**

・10 月の「金融市場パネル」の国際コンファレンスで、私自身、海外の金融機関による国内金融機関への投資が増えることも、国内の金融ビジネスを活性化する上で望ましいのではないかと指摘した。日本の企業や金融機関は対外進出こそ活発に行うが、国内市場は海外に対して閉鎖しようとする指向が強いように感じる。対内投資の活性化も、イノベーションの促進の上で重要ではないか。

**根本氏:**

・最近も、日本のあるノンバンクが欧州の大手民間銀行の資産運用部門を約 2400 億円で買収すると報じられている。以前から企画されていた案件と思われるが、これだけ円安になっても予定通り実施されることは、日本企業の対外投資の強さを示すように感じる。

・経産省の調査によれば、日本企業が生産部門を海外に移転すれば国内の雇用は当然に減少するが、日本企業が海外で他社の研究開発部門等を買収すると、業務の多様化に伴い国内の雇用はむしろ増えるとされている。つまり、日本企業がグローバル化すれば、それだけ国内にもメリットが生ずることであり、その促進には意味があるように思う。

**須田氏:**

・国内では少子高齢化などで市場規模が縮小していく以上、日本企業は海外の需要を獲得していく以外にはない。この点では、足元の為替動向は大きな影響を与えないように思う。

**高田氏:**

・円安に伴って株高が生ずるのであれば、日本企業にとって買収を行う上で valuation の面で有利になる。この点も対外投資も促進する面がある。

**柳川氏:**

・これまでに指摘されたように、金融政策は「時間を買う」ものなので、その間に企業の対外競争力や少子高齢化といった構造問題に対応しなければならないのはその通りである。

・その上でいくつかコメントしたい。第一に、「時間を買う」ことの趣旨が、適切に共有されているかどうかという問題がある。第二に、神津さんが指摘されたように、株価が上昇すると経営者のマインドが改善するとすれば、理論的に想定されている因果関係とは逆のように見える。仮に、これがイノベーションに繋がるのであれば、期待が現実を動かす経路の一つになりうるが、これだけに依存することも難しいように思う。第三に、ゼロ金利の下では、市場の期待をどれだけ動かせるかによって、為替レートへの影響が異なるように見える。そうであれば、あくまで「時間を買う」政策の範囲内ではあるが、中央銀行が「口先介入」も含めて市場にどのようなメッセージを送るかも重要なポイントであり、だからこそ、日銀が FRB に対抗せざるを得なくなっているということだと思ふ。



**翁氏:**

・日本の潜在成長率は 1%に満たないとされているし、労働人口も減っていくだけに、これからは生産性を高める努力をしなければならない。金融政策で「時間を買っている」うちに必要な改革を進めなければならないのは、柳川さんが指摘された通りである。

・また、ゼロ金利制約の下での「非伝統的金融政策」には、効果がなかなか出にくい面がある。こうした環境の下では、中央銀行には「政策手段の独立性」を付与すれば十分であるといった平時の議論は、必ずしも適切でないように思う。米国の TALF のケースのように、自己資本に制約のある中央銀行がリスク資産を買入れる場合、政府との明示的な連携の下で行うといった手法も、市場に対するメッセージになるのではないかと。

**須田氏:**

・中央銀行には財務の自主性が必要である。金融危機のピークであればともかくそうでない場合も、中央銀行に損失が出たら政府が補填することになれば、逆に、政府は中央銀行にどのような政策手段でも実行するよう求めることになりかねない。それは、本来、有権者によって選出された国会が行うべき財政政策を日銀が行うという意味で、一種の抜け道になるように思う。日銀にとっては、自己資本を多少積み上げるだけでも大変な努力が必要であるし、リスク資産の買入れを行う際には政府に理解を求めるのが現実的な対応であるように思う。

**2. 長期金利を通じた波及効果****井上<オーガナイザー>:**

・第二の論点である長期金利を波及効果に関する議論に移りたい。参考資料にも示しているが、いくつか論点を挙げるとすれば、今後の政策を念頭に置いた際に日銀による国債買入れをどう考えればよいか、日銀自身の財務の健全性についてどう考えればよいかといった点があげられる。また、そもそも長期金利を下げる余地はあるのか、实体经济に対する効果をどう見るかといった点についてもご議論頂きたい。パネリストの方々による議論に入る前に、日銀の国債保有に関するファクトについて事務局から説明を差し上げる。

**竹端<事務局>:**

・2013 年 1 月末時点の日銀の保有国債を発行残高全体(母集団)と比較してみると、種類別では、2 年債や 5 年債の母集団に対するシェアが比較的高く、残存年限別では 2 年以下のゾーンのシェアが高い。これは、近年の資産買入れ基金を通じた国債買入れの増加を反映している。

・2012 年中には国債発行残高は約 27 兆円増加したのに対し、日銀の保有残高は約 23 兆円増加しており、フローの観点からは日銀は発行市場においてドミナントな存在になっている。一方、ストックの観点からは、国債発行残高に対する日銀保有分のシェアは徐々に上昇しており、直近では 1 割強となっている(これらの点も含めて、参考資料に沿って説明)。

**1) 金融緩和の長期金利に対する影響****高田氏:**

・事務局の資料に含まれている通り、FED が 10 年以上の長期国債の 3 割以上を保有する状況は、昨年によく議論されたいわゆる Financial Repression そのものである。アメリカの場合はツイストオペで長期金利を下げようという意図があり、住宅を通じた波及効果という意味ではそれなりに影響はあったと理解している。

・今後の日銀の政策手段を考えると、リスク資産の買入れという選択肢は、市場規模の問題もあり難しいと思われる。量を拡大させようとすると、短期では札割れが生じているため、長めの国債をどうするかが今後の注目点になる。しかし、アメリカでは住宅を通じて实体经济に影響が及びやすかったが、日本では貸出金利も低い中でどこまで貸出増加を期待できるのかという難しさがある。

**大島氏:**

・実際に投資を行っている立場からみると、FED による国債買入れには金利のボラティリティを抑制する効果があったと思っている。足元で短期金利が低位安定しているので、投資家としてはデュレーションの調整に集中することができる。

・かつて、MBS 市場ではサービサーがリスクヘッジをせざるを得ないような状況であった。現在は、長期金利のボラティリティが安定しているので、安心感が醸成されつつ借換えが促進されるとか、プライベートの貸出も戻り始めるなど、少なからず良い兆しが見られる。これに対し日本の場合は、アメリカと同じ戦略を展望することが難しい上に、為替のボラティリティにも配慮する必要があるという難しさがある。

**内田氏:**

・いくつか論点を提示したい。第一に、日銀が本格的に量的緩和を進めていく中で、事務局からも説明があったように、実務的には難しいパスが待っている。銀行や証券会社がプライマリー市場で国債を消化して日銀に売却する、という流れもほぼ飽和状態にある。また、日銀は残存期間 3 年未満を買入れているため、必然的に需給のミスマッチが起きている。したがって、高田さんが指摘されたように、今後は日銀も長い年限のものを対象にしなければ、買入れ目標自体が達成できなくなると思う。

・第二に、金融機関が日銀に国債を売却した代金は日銀の当座預金に積まれるわけだが、結局は日銀のバランスシートだけが拡大するばかりで、金融政策のトランスマッションメカニズムとして有効に機能するかどうかという問題がある。

・第三に、金融機関が日銀に国債を売却した結果、銀行のバランスシート(資産)の大きな部分を日銀当座預金に占めることになるが、これを銀行経営でどう位置づけるかという問題もある。超過準備は「使われていないお金」であり、それが銀行の保有資産として一定以上のシェアを占めるようになれば、株主への説明責任も含め様々な観点での対応が求められよう。

**翁氏:**

・内田さんが、金融機関の株主に対する説明責任をどう果たすかという問題提起をされたが、その関連で私がスウェーデンの事例を調べた際には、90年代の金融危機後に財政赤字が拡大し公的債務残高が膨らんだ際、生命保険会社が「株主に説明ができないため、これ以上国債を購入できない」と宣言をしたエピソードがあった。スウェーデンでも、当時は政権交代があり財政再建が大きな課題になったという事情もあるが、「信頼できる財政再建計画を立てなければ、国債をこれ以上買うことができない」という金融市場のメッセージが財政再建を促す契機になったのも事実である。ただし、日本の場合は同様の手法で政府に財政再建を促すのは金融市場を混乱させることになるので難しい。

**内田氏:**

・このスウェーデンのケースは、94年に生命保険会社が代表して発したメッセージが財政構造改革の大きな転機となったというものである。ただ、金融機関は金融システムへの影響を同時に重視して考えなければならず、スウェーデンのようなドラスティックな対応をとることは難しいのであろう。同時に、金融機関は日銀の政策への対応に関しても、株主への説明責任を負っているが、こちらも次第に難しくなっている。

**福田氏:**

・日銀当座預金に対する0.1%の付利を撤廃すると、金融機関の行動は大きく変わると考えられるか。

**内田氏:**

・付利については、「下がる」「撤廃される」の2通りがある。仮に撤廃になった場合は、日銀当座預金を積む経済的インセンティブが大きく低下するので、むしろ、日銀の資金供給策が機能不全になる可能性が高いのではないかと。あるいは、国債に対する需要が極度に高まる結果、ドイツと同じく2年債などでマイナス金利が生ずる可能性も否定できない。つまり、市場機能を破壊したり、金融政策の効果を阻害したりするリスクがある。

**江川氏:**

・短期国債と日銀当座預金は相互に代替性がある資産かもしれないが、あくまでも日銀と取引のある金融機関の視点からみた場合である。市場参加者が金融機関だけであれば、付利と国債の利回りは同じになるであろうが、実際には4年のゾーンまでは国債の利回りは付利金利の半分以下である。これは、保険会社やファンド等、金融機関以外のプレーヤーの需要を満たすほど国債が出回っていないことを示唆しているように思う。

**大島氏:**

・福田さんの質問に関しては、「なかなか変わらない」という答えになると思う。金融機関にとっては、実需としての資金需要が少ないし、リスク資産の買入れにも自己資本規制をはじめとする制約がある。これらの条件から判断すると、金融機関はやはり国債を買い続けるかもしれないし、利回りが0%でも持ち続けるかもしれない。結

果的に、銀行経営には厳しい状況が続く中で、国債と日銀当座預金を振替えることを繰り返す可能性があると思う。

**須田氏:**

・日銀のバランスシート拡大を所与とすると、短期ゾーンで付利を撤廃してマイナス金利のような状況まで許容するか、長期ゾーンで残存年数の長い国債を買っていくか、の2通りしかないように思う。かつては日銀も金融機関の収益に配慮すると言っていたが、現在は、日銀がどちらの選択肢を選ぶにせよ、金融機関の経営に悪影響を与えることは避けたい。

**細野氏:**

・仮に現在の政策が奏功してインフレ期待が醸成されると、長期金利に上昇圧力がかかり、政府の利払い負担が増加する。このため、現実には、金融政策によって長期金利を低位に維持するという選択肢を探らざるを得ないのではないかと。つまり、どちらかといえば、長めの国債を買わざるを得なくなるのではないかと。

**須田氏:**

・ただ、それを安易に許容していくと、「財政ファイナンス」に近付いて行ってしまう。

**細野氏:**

・私自身もそれが良いことだとは決して思わない。申し上げたかったのは、現実問題として日銀に長めの国債の買入れを迫る圧力がかかるリスクがあり、その理由の一つに政府の利払い負担が増える可能性が高いことがあるという点である。

**高田氏:**

・日本の場合は資金需要が小さいため、民間金融機関が自ら低金利を定着させている面もある。アメリカの場合はFEDが長期金利を押し潰しているため、外れた時の影響は利上げ以上に大きいと感じている。この時、アメリカの金利動向が日本の長期金利にどのような影響を与えうるか、注目しておく必要があると思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・高田さんが指摘された「アメリカの長期金利を通じた日本への波及」とは、日米長期金利の相関を通じた影響と捉えるべきか。それとも、金融資産全般のプライシングに影響を与えたり、リスクオン・リスクオフといった状況変化に影響を与えたりする可能性と理解すべきか。

**高田氏:**

・日米の長期金利の相関が強い事実を踏まえると、第一義的には日米長期金利の相関を通じた影響を注視すべきであろう。その上で、金利の変化を通じてグローバルな資金の流れがどう変化するかを含めて、総合的な影響を注視すべきであろう。

**徳島氏:**

・昨年秋に韓国に出張する機会があったが、投資家は短期2.5%、長期2.6~7%という非常にフラットなイールドカーブに直面し、運用



に苦労しているように見受けられた。これに対し現在の日本のイーロードカーブは、10年前と比較して運用し易い形になっている。例えば、2003年には、10年債で0.5%付近、20年債で1%を割りかけた水準となっており、資金運用には苦労した。その意味でも、イーロードカーブの将来の形状は大きなポイントとなるだろう。

・先ほど、資金需要の回復に従って金利に上昇圧力がかかると、財政負担の軽減といった要請から、金利を抑制せざるを得ないという議論があった。しかし、金利が上がらない状態が続くと、生命保険や年金など固定の負債を抱えている業態にとっては、運用利回りの問題が深刻になってくる。最終的にはGPIFの運用利回りの問題にもなるように思う。公的年金の不足は結局は国の一般会計の負担になるだけに、これも財政負担である。

・来年度の国債発行計画では30年債の増発が予定されるなど、機関投資家による超長期債の消化余力はあると思われるようだ。しかし、例えば、生命保険の国債保有構造はかなり変化している。大手各社の国債保有全体に占める超長期債の占める割合をみると、10年前は10%未満だったが、現在は大手4社平均で80%である。生命保険の国債運用は、基本的には満期保有であることを考えると、超長期債の消化余力はさほどではないかもしれない。

## 2) 長期金利の実体経済に対する影響

**内田氏:**

・どういう場合に日銀の政策が効果を発揮するかを考え直すと、企業が投資を始め、マネーが回り始めるというトランスマッションメカニズムに期待する面が大きいであろう。しかし、金利だけが先行して上昇してしまう事態を懸念するのも事実である。金利上昇リスクに対応するため中央銀行の独立性に対する侵害という問題を措くとすれば一かつてのアメリカで採用されたベッキング政策(金利2.5%で国債を市中発行し、中央銀行が残額引受けを行う)に類する政策を想定する必要もあろうかと思うが、その功罪をどう評価すればよいか。

**須田氏:**

・当時と現在を比較すると、経済や金融システムのグローバル化の程度が大きく異なる。「長期金利を固定できるか」という問いは、「為替レートを一定に維持することはできるか」という問いと同じような意味合いの質問である。

**福田氏:**

・長期金利自体をコントロールできたとしても短期間であり、長期にわたる固定化は現実的とは思えない。

**柳川氏:**

・日本の政策が成功するかどうかは、結局、企業の資金需要がどの程度出てくるにかかっている。インフレ期待を通じて設備投資が増えれば政策効果が発揮されたことになる。逆に、設備投資が増えず、金利水準をさらに潰しただけでは、日本経済の状況は非常に厳しくなる。インフレ期待を通じた資金需要の拡大をどの程度

見込むかにより、今後のシナリオは相当変わる。正常化にも同じことが言える。資金需要の拡大を伴う景気回復が先に起これば、シナリオとしては楽になる。逆に景気がたいして拡大しない中でインフレ期待だけが高まるようでは相当厳しい。

**須田氏:**

・米国の「アコード」や日本の「高橋財政」に共通する問題として、実体経済が大きく改善し、金融機関が国債を保有したくない状況になることが挙げられる。そこまでは、銀行も進んで国債を買入れるので問題は起きないが、本来は望ましいはずの実体経済の拡大が起こった時にこそ国債の問題が顕在化する。その時に、中央銀行が毅然として独立性を保てるかどうかの問題である。金融政策の選択肢を巡る議論は、この問題を近くに迫った大問題と考えるか、遠い先の問題と捉えるかという違いに帰着するように思える。

**柳川氏:**

・景気が相当に改善すれば税収も増えるので、中央銀行の政策に頼る部分も小さくなり、ナローパスを上手く通っていけるはずである。しかし、須田さんが想定しておられるのは、景気が中途半端に良い状況で税収も増えないというシナリオか。

**須田氏:**

・米国のアコードの例をみても、第二次大戦が終了し戦費がなくなることによって財政が改善したにも関わらず、中央銀行に対する政府の圧力は消えなかった。私が懸念するのはこの点である。最終的にFEDに味方したのは、インフレを嫌う議会と国民であった。

**根本氏:**

・大手銀行はここ半年間で国債保有残高を若干減少させている。デュレーションも極力短期化させていることから、銀行の国債投資に対する姿勢は以前と比べやや慎重になっていると感じている。去年末の投資家説明会では、ある銀行経営者は、日本の財政再建の進捗や、経常赤字の方向感、海外経済と金融政策の転換などを注意深くみていると発言していたが、国債投資についてのリスク要因を明確に説明したことはやや驚きだった。

・地域金融機関では、依然として預金が増え、国債保有も増やし、しかも長い年限の国債を買入れている。日銀の国債買入れが長期の方向へ拡張していくと、民間銀行においては、貸出が伸びない中で国債依存がより強まるとか、銀行経営の健全性に問題が出てくるといったリスクがるように思う。

・日銀の新体制は政府からの期待も大きいだけに、日銀の独立性に対する信認がむしろ弱まる可能性もゼロではない。日銀が野放図に政府のファイナンスをすることはないという明確なルールやメッセージを出していく必要がある。

**福田氏:**

・須田さんが指摘された政治的な問題に加えて、根本さんが言われた金融機関の問題もある。大手行はリスクを適切に管理しているのであろうが、金利上昇によって危機の連鎖が起こると、公的な

資本注入が必要になり、財政と金融で危機の連鎖が起こる素地はある。これは、欧州で生じた問題そのものであり、例えば、財政赤字が小さいスペインであっても財政危機が起こるのも、金融システム安定のために巨額の公的資金の注入を余儀なくされるという懸念があるからである。この点は、アコードの時代にはなかった新たな問題と言える。

**江川氏:**

・根本さんから、大手行が保有国債のデュレーションを短くする一方、地域金融機関は長くしているとの説明があった。経費率の高い地域金融機関が高い利回りを求めてデュレーションを長期化させるのは理解できるが、大手行の動きは徹底したリスク管理の効果なのか、それとも含み益が出ている国債を売却して利益を確定させていることによるのか。

**根本氏:**

・大手行と地域金融機関で国債投資のスタンスが違う面がある。例えば、地方銀行は持ち切りが多いが、大手行は売買を繰り返しているし、その中で利益を確定させる意図もあろう。

・地域金融機関の場合、金融円滑化法に伴って、いわば潜在的な不良債権が蓄積され、かつ引当不足の先も多いとみられる。振り返ると、日本経済がマイナス成長を続けながらも、企業の倒産件数が低下したというのは奇妙な状況であった。日本の銀行危機の際は、不良債権が銀行貸出の伸びを妨げていると言われたが、今の地域金融機関には似たような状況の先もあるかもしれない。円滑化法の期限切れに伴う倒産を抑制するために様々な方策が検討されているようだが、単に企業に流動性を供給しているだけでは企業の新陳代謝を妨げ、日本経済に必要な構造改革に結びつかないように思う。政府の適切な施策が期待される。

**神津氏:**

・検討されている方策をみると、将来性のある企業を選択してハンズ・オンで健全化させるといった考え方がみられるが、それだけ上手い政策が存在するならば、これまで実施されなかったのはなぜかという疑問もわいてくる。

**翁氏:**

・引当不足の銀行とそうでない銀行との間で、事業再生に対するスタンスは相当違うように思う。前者の銀行の貸出資産は相当痛んでおり、かつ、そういう銀行こそ国債を多く保有している面があるため、今後は難しい状況となることが予想される。

**須田氏:**

・こうした問題が顕在化した際に、中央銀行はどこまで救済すべきなのかという問題がある。経済成長への貢献が乏しい先については、市場から退出してもらおうというスタンスの方が良いように思う。

**柳川氏:**

・本来、金融システムがきちんと機能して初めて、金融政策が効果を発揮する。そこが満たされない中で、いくら金融緩和を強化しよう

と努力しても、結局、経済に必要な設備投資が行われない結果に終わる。

**内田氏:**

・海外の中央銀行が正常化を展望したり、内外金利差に拡大の兆しが見られたりする中でも日本の長期金利が1%以下で推移してきた背景には、長期金利が実体経済からは大きく逸脱しないというメカニズムがあると思う。現政権が目標として掲げている実質経済成長率2%は、現在の潜在成長率が0.5%であることに比べてかなり高い。株価や円相場はそのような世界を織り込み始める一方、実体経済がなかなか追いつかないというギャップがしばらく続くのではないか。

**北村氏:**

・実体経済がそう簡単には達成できないようなことを、金融市場はなぜ織り込むのだろうか。

**内田氏:**

・債券市場の関係者には、この10数年間に成長期待を度々裏切られたことが影響しているように思う。先にも指摘があったように、物価目標が達成されれば長期金利は現在よりかなり高くなる可能性があるが、その一方で達観している面もある。これに対し、株式や為替の市場では、海外投資家がドミナントということも、違った反応の背景となっているように思う。

**北村氏:**

・物価連動債の発行残高に占める日銀保有分の割合は高いが、残りの大部分は外人投資家が保有し、国内金融機関は殆ど保有していない。つまり、現在の物価連動債については、外人投資家が保有する債券を日銀が購入するという歪んだ状況にある。また、米欧では、「期待インフレ率」の尺度として物価連動債から計算されるBEIが使用されることが多いが、日本の場合、物価連動債の利回りが日銀の買入れによって大きな影響を受けているため、BEIを計算しても、それが真の意味で「期待インフレ率」を表しているか否かは注意が必要である。

**神津氏:**

・英FSAのTurner長官が、先月の講演でECBによるOMTを振って、OMF(Overt Money Finance of fiscal deficits)という言葉を繰返し強調していた。そのベースは、McCulleyとPozsarの共著による「ヘリコプターマネー」という論文であるようだ。その趣旨は、金融危機後で民間も政府もde-leverageを進めているにも拘わらず、効果の出る金融緩和を続けようとするれば、monetization以外はあり得ない、という開き直った議論である。ただし、長期債市場の不安定化を防ぐ上では、「良く規律付けられた」monetizationが必要という点も強調されている。Turnerの講演は、中央銀行がゼロ金利の下で一層の金融緩和を進める必要がある場合、中央銀行と財政当局が協調行動としてmonetizationを進めることで、政府のde-leverageをコントロールしつつ、経済を回復させようという主張であると理解している。

・BOE の Carney 次期総裁は、量的緩和の効果が通貨の流通速度の低下で吸収される状態をどのように逃れるか(これを"escape velocity"と言っている)が、中央銀行の最大の課題と指摘している。そのための一つの考え方として名目 GDP 目標を提示した。先進諸国の中央銀行は、今やいずれも柔軟な物価目標を採用することになったが、それも守れない強力な金融緩和を実施する際に、どのようにして長期債市場の安定を維持するかが焦点になっていくように思う。高田さんが言われたように、主要国の中央銀行が金融緩和オリンピックをやっているとすれば、為替への影響を回避するためには、日本も付き合わざるを得ない。難しい問題ではあるが、おそらくは、FED や新体制の下での BOE を中心に、将来の正常化を睨みつつ、「良く管理された」monetization のような議論が展開されていくのではない。

#### 福田氏:

・この点については、正常化がどの程度差し迫った事態であるかということによるのではないかと。緩やかに進めればよいのであれば制御可能であるし、急激に進める必要があるとすれば、例えば、公表までに長期のラグを伴う経済指標に依存する名目 GDP ターゲットによるといった悠長なことは言っておられない。

### 3) 金融緩和の出口を巡って

#### 福田氏:

・「流動性の罨」がどのような形で終わるか判然としない面がある。インフレになる、あるいは実体経済が改善すれば終わると考えていたが、現在のアメリカをみると、インフレ率が相応の水準にあり、実体経済がそれなりに改善したにもかかわらず、信用乗数もマーシャルの  $k$  も低いままである。アメリカが、日本に先んじて金融政策の正常化を進めていくとすれば、その経験は我々にとって参考になる部分も多いのではないかと。

#### 大島氏:

・米国を日本と比べた場合に最も大きな違いは、中央銀行が MBS を買入れている点である。MBS については、当初購入した分のプリペイメントを促進させることで、いわば自動的にバランスシートを縮小させながら、必要に応じて追加購入してきたと理解できる。今後については、米国債の買入を縮小させつつ、最終的に MBS の部分で残高を調整する戦略を考えているのではないかと。

#### 高田氏:

・大島さんが指摘された通り、FED はこれまでは国債買入を増やす中でうまく管理できていた。ただ、国債買入を減らしていくことには FED も未経験である。増やしていくときに想像できなかったような課題が現れるのか、市場の期待をうまくコントロールできるかどうかといった点が大きな課題ではないかと。

#### 須田氏:

・FED については、解除の際のコストをシミュレーションしてみたところ、QE3 の実施を若干躊躇させるような内容であったと言われて

いる。私自身も FED がうまく正常化できるとは思っていない。

・日本のかつての量的緩和の場合は、短い年限の国債やオベグが中心であったため、資金量と金利をほぼ同時に正常化することができた。足元で QE3 の運営について議論が出始めているのも、「政策金利の引上げにはまだ着手しないが、資金量は徐々に減らしていかないとコントロールできなくなる」という危機感が背後にあるのだと思う。これはまさに、長めの国債を買った場合の正常化の難しさを示唆している。加えて、中央銀行が国債を買い支えているだけに、金融機関には安心して買えるといった一種のモラルハザードを起こしている可能性もある。長めの国債を買入れることのコストとベネフィットは慎重に吟味する必要がある。

#### 細野氏:

・事務局の参考資料では、日銀の自己資本比率を計算する際の分母は「銀行券の平均発行残高」となっているが、これにはどのような根拠があるのか。

#### 須田氏:

・かつて、理論的にどう根拠づけるかについて検討されたが、結局見つからなかったということであろう。むしろ、歴史的な経緯の中で尊重しようという流れになったと理解している。

#### 細野氏:

・超過準備が殆どなかった時代であれば、日銀券を分母とすることにも相応に意味があったと理解できるが、これだけ超過準備が増えている中で、負債の一項目である日銀券だけを分母とすることに問題はないのかという疑問を持った。

#### 神津氏:

・日銀の負債側の太宗を占め、歴史的にも減少したことがないもの、という条件から日銀券が強く意識された結果、負債との見合いで持つ国債(いわゆる輪番オペ部分の国債)の基準となったし、その国債から発生するロスを吸収するための自己資本にとっての基準にもなったというのが歴史的な流れだと理解している。

・日本銀行納付金は政府の税外収入の中でも大きな項目であるため、実際には、政府予算案においてある種のコミットを求められる面がある。その際、日銀側は自己資本比率 10%を達成した上での「余り」を納付するという計算を主張するが、こうした自己資本比率に外部から理解を得ることは容易ではない。

・日銀の資産側は VaR (Value at Risk) を計算できるので、特定のパーセンタイルに応じた所要自己資を算出することもできる。ただ、ボラティリティが変動すると所要自己資本も当然に大きく変動し、日銀納付金も大きく変動するという問題がある。こうして結果的には、理論的な根拠が希薄ではあっても、日銀券をベースとした自己資本比率が用いられてきたのであろう。

・旧日本銀行法の下では、日銀が損失を出した場合は政府が補填すると規定されていただけに、自己資本の意味合いは薄かった面



がある。新日本銀行法ではこの条項が削除されたため、日銀としては、自己資本の形で一定程度のバッファを維持しなければ、為替や金利の変動に対応できないという主張も可能はずである。いずれにせよ、細野さんが指摘されたとおり、カバーすべき負債の範囲は、日銀券よりも広いはずだという考え方に賛成である。

**大島氏:**

・須田さんから「正常化は簡単でない」とのご指摘があり、私もその通りだと思う。ただ、正常化のメカニズムを推測すること自体は化可能であろう。例えば、いわゆる QE3 のケースでは、FRB による発表直後には MBS 価格も割高になったが、その後は金融市場で調整が進んだ結果、米銀において、MBS を増やしたり国債を減らしたりする動きも見られた。FRB は時間を買いながら、金融市場の安定を維持しつつ、自らのポートフォリオを正常化してゆくであろうという認識が共有されることは重要だと思う。

・日本の銀行の場合、国債保有に伴う損失に対するパーゼルⅢの影響も考慮しなければならない。大手行については、包括利益を通じて自己資本に直接的な影響を与えるが、地方銀行については 2014 年 3 月 31 日までこうした扱いが免除されている。この種の会計的な手当も活用しつつ、金融機関にデュレーションを調整させる時間を与えることも、正常化の上で重要になると思う。

**須田氏:**

・ただ、日銀も FRB も今は国債買入れを増やしている段階である。まずは、それをいつ止めるかという論点があり、次にどれだけ時間が稼げるかという論点に移るのが適切な議論ではないだろうか。

**大島氏:**

・申し上げたかったことは、正常化を懸念するあまり思い切った政策がとれないというのであれば、正常化に伴うコストの一部を現時点で考慮することによって、政策運営の制約が多少なりとも緩和できないかという点である。

**神津氏:**

・一見奇妙だが、FED は「正常化は遠くになり、手前は金融緩和を続けていく。しかし、正常化はきちんと考えているので安心して欲しい」というメッセージを出そうとしている。しかし、米英は、手前の部分で目標を上回るインフレ率を許容しながら金融緩和を続けつつ、それがなし崩し的に理解されると長期債の市場が不安定化するので、金融市場を安心させるメッセージも出したいという課題に直面している。

**井上<オーガナイザー>:**

・神津さんの先のコメントにも関わるが、先進国の経済においては金融活動のウェイトが相当大きくなっている上に、金融市場と実体経済で調整スピードが大きく異なるということを前提に議論することが重要だと思う。例えば、強力な金融緩和の効果についても、実体経済が先に上向くのであれば良いが、国債市場が先に様々な要素を価格に織り込んでしまうというのが現実的であるように見える。

**大島氏:**

・ご指摘の通り、金融市場は思惑で動く側面が強い。例えば、米国では、株価や金利は FED が国債買入れを徐々に減らしていく可能性を先に織り込みながら調整していくのだと思う。金利の調整幅が 1 年に 20~30bps 程度であれば十分に対応可能だと思うが、FED が保有資産を大量に売却するといった話になると、金融市場が情報を円滑に消化することは非常に厳しいと思う。

**井上<オーガナイザー>:**

・物価目標を採用したことは、日銀にとってもある種のアンカーができたという意味で長い目で見ると望ましいことでもあるが、ストレスは物価目標の達成如何とは別の形で出現しうる。

**神津氏:**

・日本の場合は、まずデフレから脱却することを目指しているので、米国や英国とは事情の違う辛い面がある。

**須田氏:**

・グローバルにインフレになればともかく、アメリカやイギリスがインフレ率を 2%以内に抑え込んでしまうようだと、日本のインフレ率は上がりにくくなるという面もある。

**神津氏:**

・大島さんが言われた通り、年間に 20-30bps の調整であれば対応可能だと思う。しかし、仮に現在のインフレ目標の 200bsp 分を年間 20-30bps のペースで調整しようとするれば、これから 5 年以上を要することになる。逆に、今後 2 年間で物価目標を達成しようとするれば、相当なペースで長期金利が上がることになる。金融システム、特に地域金融機関へのダメージが心配される。

**北村氏:**

・外人投資家による国債保有が増加することの意味合いについても、もう少し深く考える必要がある。リーマンショックの際は、外人投資家が物価連動債を売却して換金する動きが殺到し、ボラティリティが急上昇した。市場規模が小さいため問題の焦点となることはなかったが、日銀が買い支えた訳である。現在、財務省は外人投資家による国債保有を推進しているが、そうした構造が進むと、市場にストレスが生じた際にボラティリティが急上昇するリスクもある点には注意が必要だと思う。

**3. 終わりに**

**井上<オーガナイザー>:**

・議論は尽きないが、予定の時間になったので、本日はこのあたりで終わりにしたい。新体制の日銀も、金融経済環境という意味では同じ条件の下で金融政策を運営していくことになるだけに、どのような波及効果を活用するのか、期待される効果やコストはどのようなものか、というテーマは、今後も引き続き重要であると思う。今後も、今回のように一層幅広い有識者に加わっていただく機会も含めて、議論を続けてゆくこととしたい。

\*\*\*