

議 題

「量的・質的金融緩和」の意味合いについて

開催日時

2013 年 5 月 7 日 <17 時 00 分～19 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 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) <欠席>
 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)
 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>)
 竹端克利 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員)

主要論点

1. 「量的・質的金融緩和」の考え方
2. 意識されている波及効果

3. 今後の課題と対応策

出席者による発言要旨

1. 「量的・質的金融緩和」の考え方

井上<オーガナイザー>:

- ・「金融市場パネル」が今回をもって 5 年目に入ることは、皆様にご貴重なお時間を割いていただき、活発な議論を続けていただいたことの賜物である。改めて厚く御礼申し上げたい。「金融市場パネル」は、ア priori に特定の考え方に組みすることなく、政策当局と研究者や実務家との議論の橋渡しに貢献する目標を掲げてきた訳であり、今後もこれを維持したい。また、中央銀行の政策を考える際には、現実の制約の下で実際に何ができるかを意識することが大切である。従って、課題を指摘する場合も、常に現実的な代替案を示して建設的な議論とするように心がけたい。
- ・黒田総裁による政策の主眼はデフレ期待の払拭であり、それだけに大規模な資金供給を up-front にアナウンスしたのであろうが、家計のインフレ期待に動意がみられる一方、企業は総じて慎重である。この点は、経済モデルの構造に影響を与えるほどのインパクトを与えるという趣旨が浸透するかどうかということであろう。ただ、これらを除くと、期待している政策効果のメカニズム自体は、白川前総裁が目指していたものと大きく変わらないように見える。インフレ期待も、景気が改善するにつれて上方修正されるという普通の経路が想定されているようだ。その上で、長期金利に引下げ余地があるのか、クレジット市場に介入の余地があるのか、さらには前回会合でも議論になったが巨額の当座預金をどのような主体が持つのかといった点が、政策技術的には重要となる。

- ・株式や為替、不動産などの市場は新たな金融政策に反応している一方、対外証券投資や銀行貸出、資本市場での資金調達といった面では、時間をかけて効果を確認していくことになる。同時に、国債市場が不安定化していることが注目される。黒田総裁は長期金利の抑制を目指したはずであり、ポートフォリオ・リバランスを円滑に進める上でも volatility の上昇は好ましくない。ただ、現在の動きが市場流動性に対する不安に端を発したのか、ファンダメンタルな要因によるかで、対応は異なるはずである。
- ・新たな政策にとっては、効果をどう評価するかということ自体が課題である。日銀がインフレ目標を掲げる以上、実際のインフレ率は基本的な評価軸になるが、インフレ期待の動きをどうとらえていくかも重要であるように見える。国債に関しては、先に述べた短期的なポイントだけでなく、長い目で見て、財政ファイナンスや日銀のバランスシートといった課題がある。既に何度か議論した点ではあるが、参考資料にいくつか関連するデータを収めているので、メンバーの皆様のご意見を伺いたい。

内田氏:

- ・本日の議論は広範囲にわたると思うが、まずは政策をどう評価するかということかと思う。少し長い目で先進国の金融政策の考え方を整理すると、金融危機が起こった直後は「escape from gravity」と言われるように、大規模かつ大胆な量的緩和が必要とされ、実際に米、英、ユーロ圏で実施された。次に、危機がある

程度収まった後は、「escape from velocity」と言われるように、実体経済に資金をどのように回すかが焦点になった。

- ・ 日本もこうした状況にある中で、今回の政策には、デフレ期待からインフレ期待に変えることで、企業や家計が設備投資や消費を増やすであろうという考え方にに基づき、資産価格の上昇や実質金利の低下を通じて一気に状況を変えようという意図を感じる。また、政府による経済政策まで含めて考えれば、米欧では緊縮財政と金融緩和のポリシーミックスが採られる中、日本の場合は財政も同時に拡大させているため、この点でも劇的な政策だといえる。
- ・ 日銀のこれまでの政策や FRB による QE1 から QE3 の場合は状況を見定めながらファインチューニングを行っていた。これに対して今回の政策は、実体経済に資金を流すという目的に対し、期待に働きかけることによる効果を極めて強く意識しており、この点をどう理解すべきかを整理しないと、その評価は難しいように思う。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 現在の日本は「escape from velocity」の状況にあるにも拘らず、「escape from gravity」のための政策をとっているということか。

内田氏:

- ・ その通りである。世界の中央銀行は、通貨の流通速度の低下を防いで実体経済に資金を回すために、時間軸政策をはじめとして様々な政策を試行錯誤してきた訳である。これに対し、今回の日銀による政策は、期待の転換と資産効果によって問題を一気に解決しようという「異次元」の政策だと思う。

高田氏:

- ・ 今回の政策については、外部環境の中でどう評価するかという視点も重要だと思う。この点では、米国経済を中心とする外部環境が変わった点を重視している。つまり、金融危機以降に、米国ではバランスシート調整が進行し、為替市場では円高・ドル安の圧力ががかってきたが、昨年からは局面が変わり、日本での「escape from velocity」を後押しする状況が生じた。今回の政策はこうしたタイミングで出てきた面があり、通常であれば期待の転換や資金の供給だけでは経済の状況は変わらないとしても、外部環境がかなり変わったために効果を持つ可能性が生じていることを認識すべきだと思う。現時点では、資産価格のポジティブな反応に比べて実需につながる動きは少ないが、金融機関や投資家にリスクテイクの余力が出てくれば、アセットファイナンスや買収ファイナンス、不動産といった分野で資金需要が生まれる可能性もある。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 外部環境としては、主として為替の影響を意識しておられるのか。

高田氏:

- ・ 為替だけでなく、その背後の動きとして、欧州はともかく米国を中

心にバランスシート調整の進捗がみられる点を念頭に置いている。世界的なバランスシート問題が解決しつつある中で採られる金融政策の効果は従来とは異なるように思う。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 逆にいえば、仮に米国経済が何らかの理由で停滞し、FRB が資産買入れを強化するといった事態になると、日銀の政策も厳しい状況に置かれるということか。

高田氏:

- ・ その通りだと思うし、その点では不確実性がある。逆に、米国経済が堅調で、FRB が徐々に金融緩和政策の出口に向かっていくのであれば、日銀の金融政策の効果は発現しやすくなる。この点、白川前総裁の 5 年間は、いわば逆風の中での対応を強いられたために政策効果が出にくかった面がある。

内田氏:

- ・ 現在、世界の投資家の間では、「グローバルリバランス」がキーワードになっている。2003 年以降、経済成長のストーリーを背景に、世界の資金が新興国に流れていたが、近年では中国経済がソフトランディングする一方、シェールガス革命による米国の国際収支の改善が展望される中、資金が先進国に戻ってきている。これらが、昨年秋以降のドル高や金の急落、米国の株高の背後にある。もう一つのキーワードが「グレートローテーション」である。つまり、主要国の中央銀行がポートフォリオ・リバランス効果を企図して強力な金融緩和を行った結果、投資家の資金が債券から株式へとシフトしていることである。今回の「クロダノミクス」はこうした環境の下で導入された訳である。
- ・ こうした中で、世界の投資家にとって過去半年間で利益が出ているトレードは、円安を期待するポジションや日本株への投資など、日本絡みのものが殆どである。これは、相当量の投機資金が日本市場に流入していることを意味しており、4~5 月からは欧州系の長期資金も入ってきているように思う。一方、国内投資家は、少なくともこれまでは外債を売却して国内に資金を戻し、金利や為替が調整されるタイミングで「下値」での投資を狙っているように見える。今後は、日本国内でも「グレートローテーション」が生じていくと思うし、世界の投資家においては、これまでコモディティやクレジット、新興国やヨーロッパに投じていた資金を米国とともに日本に振り向ける動きが続くであろう。これは、世界の投資家のポジションがやや偏ったものになってきていることも意味しており、日銀としては、こうした期待を維持していくことも重要になっている。

井上<オーガナイザー>:

- ・ ご指摘頂いた前半の部分は、現在は 2004~7 年までの時期とは異なり、世界の投資家がポートフォリオをリバランスするときには、株式を中心とした米国や日本の資産が主として念頭に置かれるということか。

内田氏:

- ・ ご指摘の通りである。当時は、新興国向けの投資で4~5%の利回りを確保ができた。これに対し現在は、credit spread も yield spread も潰されている中で、投資対象となるのは株式かREITという状況である。加えて、この間に金融規制が強化されたことの効果も感じられる。つまり、金融機関にとってベースのポートフォリオの資産構成は金融規制による影響を受けるので、残りの資産でどのようなリターンを確保するかという問題になっている。もっとも、実体経済が回復して貸出が増加するようであれば、金融機関のバランスシートは全く異なったものになりうる。

福田氏:

- ・ 2004~7 年当時とのもう一つの大きな違いは、現在の方がグローバルな「金余り」の程度がはるかに大きいことであろう。当時は、「非伝統的金融政策」を採用していたのは日本だけだったが、現在は日本だけではなく米国や欧州も実施している。世界の投資家は、世界中で余っている資金どう投資するか悩んでいる。

柳川氏:

- ・ 例えば、米国の雇用統計が悪い結果だったとすれば、今日(5/7日)の日本の株価や為替は全く違った様相になったはずであり、その意味でも米国経済の動向は日本にとって重要なファクターである。米国経済は現在まで堅調だが、欧州はまだ不安定要因を抱えているだけに、日本が仮に大きなショックに見舞われた場合に、どのような政策対応ができるのかという点には若干の心配がある。

根本氏:

- ・ 日銀の政策には、専門家のような閉じたサークル内で理解されていた面があった。これに対し今回は、「わかりやすさ」という意味で大きな進展があり、多くの人が日銀の政策に注目するようになった。実際、私の身の回りでも、『「異次元緩和」によってインフレになるのか』、「インフレになっても賃金が上がらなかつたら生活は苦しくなるのか」といった会話が聞かれるようになった。また、金融機関の住宅ローンでも、今年になって変動から固定に移行するケースが急に増えたようだ。メディアで「アベノミクス」という語が広く流布されていることも、善し悪しは別にしても、幅広い人々にメッセージを伝えることに寄与している。
- ・ もっとも、インフレ率が上がるだけことで人々が「経済は良くなった」と感じるかどうかはわからない。雇用、賃金の動向が一般の人にとっては重要となる。黒田総裁は記者会見で「インフレ期待が上がるとフィリップス・カーブがシフトする」と発言されたが、どのようなメカニズムを日銀が想定しているのか、もう少し説明がほしい。日本は労働市場の調整が雇用でなく賃金によって行われ、企業が余剰人員を抱えるなど特殊な面があるという指摘もあるが、この点はどう織り込めばいいのか。

福田氏:

- ・ 金融政策によって「期待に働きかける」という場合、どの主体を

念頭に置いているのが重要だと思う。例えば、一言で「市場参加者」といっても、為替や株式の市場参加者はポジティブに反応している一方、債券や短期金融市場での反応には明確でない面もある。

- ・ この間、消費者についてはある種のサーベイがポジティブな反応を示唆していたし、1月から3月にかけての「家計調査」をみると、可処分所得が増えない中で消費が増え、消費性向が100%近くに高まった。こうした消費の増加を資産効果と見る向きもあるが、私は懐疑的である。金融資産を保有する世帯の消費が増加し、そうではない世帯の消費に変化がないのであれば資産効果と解釈できるが、今は多くの世帯が一律に消費を増加させているからである。消費税増税を睨んだ前倒しの可能性もあり、現時点では解釈が難しい面もあるが、足許で消費が増えていること自体は事実であり、この点に限れば政策効果とみることもできる。
- ・ これに対して、法人企業の反応は総じて弱い。もちろん、円安による収益や資産価格の上昇を映じてセンチメントが改善する動きもあるが、設備投資に波及するには時間がかかると見ている。

渡部氏:

- ・ 消費の拡大を資産効果とみることには、私も懐疑的である。日本の場合、個人の金融資産に占める株式の割合は7%程度であり、株価が上昇したとしても消費全体を押し上げる効果は限定的ではないだろうか。したがって、消費の増加がこの先も続くかどうかについては、賃金上昇がどの程度実現するかが重要であろう。

内田氏:

- ・ 「家計調査」をみると、55歳から60歳の方々が前年比100%近く自動車を購入していることから、少なくとも一部の消費者の期待は上向きになっていると思う。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 日銀が4月末に公表した「展望レポート」には、期待インフレ率に関する指標がいくつか掲載されており、それらはインフレ期待の上昇を示唆していたが、福田さんが指摘された通り、その背景を正しく理解することが重要であろう。
- ・ 多くの方が指摘されたように、今回の日銀の政策には、インフレ期待を動かすこと自体を政策手段として活用する考え方がみられる。従来、「期待のような不確実なものに頼って良いのか」という考え方が強かったことを思い出すと、今回はなぜそれが可能になったのだろうか。例えば、高田さんが指摘されたように外部環境が変化したので、期待に働きかけることのコストやリスクが変わったということか。

高田氏:

- ・ 私はやはり外部環境の変化が大きいと思う。逆風ではなく追い風が吹くようになった中で、仮に、資金供給自体が効果を持つかどうかはわからないとしても、日銀の新たな政策が経済主体にレジームを変えるという意識を定着させたことは大きい。もちろん、

福田さんが示唆したように、企業は実際に設備投資を増やすまでに様々な手続きもあり、また賃金を即座に上げることも難しいと思うが、意識を変えるという意味で効果があった。

柳川氏:

- ・「期待に働きかける」政策には、2つのリスクがあると思う。つまり、「本当に期待を変えられるか」という点と、「変えられなかった場合にダメージはないか」という点である。最初の点に関しては、少なくとも一部の期待が変わったとしても、日銀の政策だけで実現できた訳ではなく、「アベノミクス」という形で政権全体のコミットがある中で日銀が新たな政策を導入した点が大きかったと思う。これに対し白川前総裁の時期には、政策の副作用や効果の限界も含めて客観的に発信しており、これ自体は真摯な対応と言える一方、金融市場や国民にネガティブな印象を与える面もあった。「期待に働きかける」ことを目標とするなら、今回のほうが効果的だと思う。
- ・それでも、インフレ率が実際に上がらなかった場合に、国民が日銀の政策能力をどう判断するかという問題は残されている。期待は何によって形成され、どうなったら動くかという点は実証的には殆ど明らかになっていない。その意味では、相当に「不確実なもの」に頼っていること自体から逃れることはできない。その上で、白川前総裁は期待を支えきれないリスクを強く意識していたのに対し、黒田総裁は、そのリスクはあるかもしれないが、期待を強く押し上げることを選んだということだと思う。

2. 意識されている波及効果

(1) インフレ期待と成長期待

井上<オーガナイザー>:

- ・日銀の新たな政策がデフレ期待を払拭することに成功した場合、そこから先の波及経路をどう考えれば良いか。日銀自身は、景気が徐々に回復していくにつれ、インフレ期待がadaptiveに上昇していくと説明している。

翁氏:

- ・エネルギー価格の上昇によって物価がプラスに転じる可能性はあるが、本年秋頃には円安による物価の押し上げ効果が剥落し始める可能性もある。加えて、来年は消費税引き上げといった要因もあるため、そう単純には進まないのではないかと。日銀による新たな政策の導入後に行われたサーベイ調査をみても、「2%の物価上昇は難しい」というのが大勢だった。秋口以降にインフレ率の実勢と目標が乖離した場合、市場とどうコミュニケーションを進め、どのような政策を打つか、日銀は難しい判断を迫られるのではないかと。

福田氏:

- ・翁さんが指摘された通り、円安によって輸入物価はそれなりに上昇しているが、それがどこまで国内に波及するかが問題である。過去には国内物価への波及が限定的であったことを踏まえ

ると、国内物価に関しては1%程度の上昇が限界かとも思う。また消費税増税が物価にどの程度跳ね返るか不透明である。「展望レポート」では、消費税増税込みで3%のインフレが実現するといった見通しが示されていたが、本当にそれが実現するのか。

柳川氏:

- ・国民がそのような状況を本当に望むかという点も重要であろう。インフレが実現するか否かが判然としない中、国民も、実はインフレでなく景気の好転を期待しているという方が正しいかもしれない。そのような下で、仮に2%のインフレは実現できなかったが、景気は回復したとすると、日銀の新たな政策が成功したと判断すべきかどうかは微妙な問題である。その場合でも市場の信認を得るためには、相当注意深いコミュニケーション戦略が要求されるが、これが望ましいシナリオであるように思える。しかし、日銀は少なくとも現在は2%のインフレを目指すだけ言っているの、仮に景気が良くなっても、インフレ率が1%に終われば政策の失敗ということになる。いずれにせよ、日銀が政策の成否を説明する際には、非常に注意深い対応が必要になる。

高田氏:

- ・私も、国民が2%のインフレだけを目標と認識しているとは思っていない。それが実現しても、景気が悪ければ不満に思うだろうし、逆に実現しなくても、景気が回復して資産価格がある程度上昇すればそれなりに満足するのではないかと。2%のインフレという目標はメッセージとしては強いと思うが、国民の方々は一場合によっては日銀自身もインフレ目標をフレキシブルに見ている可能性がある。同時に、世界的にデフインフレ傾向にある中で、そもそも2%のインフレをそう簡単には実現できないことの理解も共有されるであろう。
- ・そうなれば、インフレ目標の実現が難しくなった場合に、日銀が「総合判断」に変われることもあり得る一方、目標に対する説明責任は残るので、コミュニケーション戦略が重要になる。いずれにせよ、物価上昇に対する筋道が見えた段階では、金融政策の多様な目標を考慮に入れたうえで、2%のインフレに敢えて固執しない可能性もあるように思う。

翁氏:

- ・私も、2%のインフレに固執し過ぎて市場機能を歪めるような追加緩和が行われるリスクを踏まえると、日銀はやはり柔軟に考えるべきだと思う。単にインフレを高めることが目標であれば、公共料金の大幅引上げ等を実施することも考えられるが、国民がそれを歓迎するとは思えないだけに、2年間で2%のインフレという目標に無理に拘る必要はない。ただ、皆さんが指摘されたように、そうした場合に日銀への信認を維持しながらコミュニケーションを取っていくことには難しい面もある。

福田氏:

- ・これまでの議論は、インフレ率とともに景気が回復することが暗黙の前提になっていたように見えるが、その前提にも高いハード

ルがある。政府は、消費税増税に踏み切る際の目安として、実質 2%、名目 3%の経済成長を置いているが、その実現も相当大変である。実際、日銀の「展望レポート」も、2013 年度の GDP については 2%超の成長を予想しているが、その後は 1%台に戻るとしている。この程度で、国民の成長期待を満足させることができるのか。日本の潜在成長力が落ちていることは事実であるが、1%台の経済成長では、景気回復を実感することは難しいのではないか。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 日本では余りにも長く 2%のインフレを体験していないために、実際に実現した場合には国民に違和感が生ずることだろうか。また、マクロモデルを用いて推計した場合、例えば 1%台の経済成長を数年続けた程度では、2%のインフレには到底届かないということになるであろう。その一方で、今や極めて低くなった潜在成長率に照らしてみると、1%台の経済成長が数年間続くだけでも上出来とは言えないのか。

柳川氏:

- ・ 誰の基準で GDP の善し悪しを判断するのかという問題に尽きるように思う。消費者の視点からは、例えば GDP が 1.5%成長すれば相当改善されたように映るであろうし、政権の支持率も高くなるであろう。その結果として、中央銀行に対する政治的な批判も抑制されるかもしれない。ただ、現在の財政構造を前提とすれば、その程度の景気回復では財政の sustainability に疑問が生ずる可能性もある。逆に言えば、抜本的な財政再建を進めない限り、より高い経済成長が求められるということである。

内田氏:

- ・ 少なくとも 2013 年度に関しては、「クロダノミクス」の評価が事後的に高まる可能性がある。例えば、「ESP フォーキャスト調査」によれば、1-3 月期の GDP 成長率予想は 3%を大きく超え、2013 年度でみても 3%後半から 4%と「展望レポート」より高い見通しになっている。消費者物価も、5 月に電力料金が改定されること踏まえると、「展望レポート」は慎重な見通しになっている可能性がある。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 内田さんの指摘は、黒田総裁による金融緩和が進められるとともに、経済主体の期待が改善していく可能性があることか。

内田氏:

- ・ その通りである。米国の GDP も 1-3 月期は悪かったし、ヨーロッパはマイナス成長となる中で、日本がアウトパフォームしている。5 月には確実に物価が上がるため、「クロダノミクス」にとって好材料が出やすい状況にある。ただ、来年度以降には不確実性もある。白川前総裁は先行きのリスクについて丁寧に説明することが多かったが、黒田総裁がどのようなメッセージを出すのか注目したい。

柳川氏:

- ・ 日本経済がトレンドとして上昇するか、一時的な好転の後に反動に見舞われるかは、これからどのような経済政策が実施されるかによるし、現時点ではどちらのシナリオもあり得るとしか言いようがない。日銀にとって理想的なシナリオは、成長戦略が効果を発揮し、追加緩和がなくても日本経済が成長軌道に乗る状況だと思う。しかし、仮にそうならなかった時には、日銀が日本経済を再び支えなければならないのかという問題が出てくる。経済主体の期待が高まったのであればなおさら、日銀として次にどのような政策が採れるかという課題がある。

福田氏:

- ・ 足許の GDP が高い成長を示している最大の要因は個人消費の拡大である。しかし、その理由をどう解釈するかは難しい。今回は消費税増税前の駆け込み需要は少ないとの見方もあったが、「駆け込み需要」の兆候はそれなりにみられる。今後は、「駆け込み需要」ではない本質的な消費がいかに表れてくるかが重要である。

井上<オーガナイザー>:

- ・ ただ、2%のインフレ目標には副作用もあるとしても、その目標を掲げないことには、デフレ期待の払しょくという所期の効果が発揮できない面もあるのではないかと。

高田氏:

- ・ ご指摘の通りだと思う。

根本氏:

- ・ ただ、インフレ目標は白川前総裁の任期中に設定された。

翁氏:

- ・ 白川前総裁の採用したインフレ目標は、できるだけ早期に実現することであった。黒田総裁は概ね 2 年間で達成と言っているのであり、その違いは非常に大きい。

根本氏:

- ・ 他国によるインフレ目標では、達成に対してある程度曖昧な面を設けており、日本もご指摘のあったように、経済動向を踏まえてある程度そうならないかとも思うが、黒田総裁としては現時点での期待形成のインパクトが弱くなることを懸念したのであろう。

福田氏:

- ・ 今の日銀は、2%以上のインフレ率はある程度許容する一方、2%以下は断固許容しないとやっている。つまり、上下で非対称なコミットメントとしており、この点はインフレ目標を採用する他国との大きな違いである。それが実現可能かどうかは別として、確かにメッセージ性は強くなっている。

(2) ポートフォリオ・リバランス

根本氏:

- ・ 参考資料にある資本市場の資金調達は、2013 年 1 月までのデ

一タのようだが、主要な証券会社の決算から判断する限り、直近では資本市場での資金調達により活発になっている印象を受ける。

福田氏:

- ・ 根本さんの指摘自体には同感だが、設備投資に回っている資金は少ないのではないだろうか。つまり、実体経済を上向きにさせる方向に資金調達が活性化しているイメージが乏しい。

根本氏:

- ・ ご指摘の通りである。将来の金利上昇を見越した資金調達の方が多く、また、多くは M&A や海外での投資資金などに回り、国内に投資されている資金は少ないかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 大都市を中心とする住宅価格の上昇を通じた資産効果が実現する可能性はどう考えたらよいか。

福田氏:

- ・ 不動産価格はデータの時間的ラグが最も大きいので、現時点で評価を下すことは難しいが、局所的には不動産価格の上昇がみられるのだと思う。ただ、2006~7 年にかけても都市部の不動産価格は上昇したが資産効果は大きくはなかったし、今回もそれを期待するのは難しいのではないかと。

翁氏:

- ・ 消費の増加を持続させるための所得環境の改善は、賃金の引き上げに依存すると思う。自動車関連や一部の小売業ではこうした動きもみられるし、税制改正で企業による給与支払の増加額の一定割合に税額控除が認められたことが活用されているとも聞いている。しかし、非製造業全体では労働分配率に変化が見られず、賃金上昇は産業全体に行き渡っていない。加えて、円安による実質購買力の低下も予想されるので、消費がどの程度持続的に伸びていくか注意深く見ていく必要があらう。

高田氏:

- ・ 日本の場合、個人の金融資産に占める株式の比率が低いため、株価上昇による資産効果があまり大きくはないという指摘はもっともだと思う。一方で、前回会合で神津さんが指摘されたように、株価の上昇が企業マインドを大きく改善している面が感じられる。例えば、企業にとって保有資産が含み損のケースと含み益が出ているケースで全く意識が異なるのは当然である。この点は銀行も同じであり、昨年末ころからは、含み損となっていた不動産の一部が損失なく売却できる状況になってきたとも聞いている。現在の不動産市場は 2007 年頃の状況に近付いている面もあり、我々が認識している以上に金融緩和の効果が生じている可能性がある。

福田氏:

- ・ 不動産市場で現在のような状況が続けば、日本経済にはプラスとなるであらう。しかし、現在の投資家の主体は外国人であって、

必ずしも盤石でない期待に支えられている以上、その期待が逆回転し始めた時の悪影響を心配しなくてよいのかという点が問われている。2006~7 年の「ミニバブル」の後には国内の業界も厳しい状況に直面した訳であり、やはり、実体経済を反映した資産価格が形成されているかという視点が大切であらう。

江川氏:

- ・ 東証 REIT 指数は、昨年秋頃に比べて約 8 割上昇し、最近では 1,600 を切る水準に達した。この水準に基づく利回り約 3% となり、従来の評価基準に照らすと買われすぎという気もする。PBR も、本年初には 1 以下であったが、現在は 1.4 程度まで上昇しており、中長期的に持続可能なのかという議論になっている。もちろん、今後も長期に亘って低金利が続くというのであれば、こうした水準もある程度正当化されるのかもしれないが、個人的には今後 valuation の調整が生ずることも考えられると思っている。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 内田さんが先に言われた「グレートローテーション」を前提にした場合にも、現在の水準を正当化するのは難しいということか。

江川氏:

- ・ そうした可能性まで考慮に入れて、2% の利回りでも構わないというのであれば、REIT の価格も上昇する余地があるとは思う。

内田氏:

- ・ 世界的な過剰流動性の中で他の資産の利回りが低下したため、日本の REIT に資金が向かっている面もある。日本の株式についても、PBR は 1 を超えつつあるし、PER は今年度の予想収益を含めて 17~18 倍である。欧米の PER が概ね 13 倍程度であることを踏まえると、日本の株価には 2 割程度の増益が織り込まれていることになるが、これに必要な経済成長率を逆算すると 2% 程度となる。金融政策だけで実現することは難しいだけに、6 月下旬に発表される成長戦略が経済構造を大きく変えるようなものになるか否かが鍵であり、株価には海外投資家のそうした期待が織り込まれているのだと思う。

福田氏:

- ・ 家賃が上昇すれば、帰属家賃のウエイトが高いことの効果も含めて消費者物価に対する大きな上昇圧力になる。しかし、地価自体の上昇だけでなく、家賃も上昇すると予想している専門家は少数派であるように見える。

柳川氏:

- ・ 確かに、REIT に投資資金が流入するだけでは家賃は上がらないであらう。借主の需要が増加するなど、実体経済面での活動が活発にならない限り、家賃への影響は出てこない。

高田氏:

- ・ 中古物件や地方の物件は別として、大都市部での新築のオフィス家賃は上がり始めているし、フリーレントも随分少なくなってきた。全般的な動きではなくても、賃料にも改善の兆しは出てきて

いると思う。一方、REIT のバリュエーションは過熱化し、3%という利回り自体は過去のトレンドからみて結構低い水準にあるが、国債との利回り格差を 2007 年と比較すると、逆に現在は当時ほど過熱しているわけではない。

翁氏:

- REIT が保有する物件は、約 4 分の 3 が東京および関東地域の物件であることも、景気回復期待が反映されやすい面もあるのだろう。

根本氏:

- 賃料が上がっていないとしても、REIT に関しては、投資口価格が上昇して公募増資が容易になり、物件の入れ替えを通じて良質な物件を取得しやすくなっている面はある。日銀の強力な金融緩和によって、金融機関がポートフォリオを多様化させる必要に迫られる中で、日銀自身も買入れている REIT を買いやすい面があるのではないかと。REIT 市場では、日銀による買入額も相対的に大きくないため、市場機能を棄損させるといった問題は生じていない。

3. 今後の課題と対応策

内田氏:

- 第一に、参考資料にもある通り、4/4 日に日銀が発表したバランスシートの推移をみると、資産側で国債を新たに 100 兆円以上買入れ、負債側で当座預金を 100 兆円以上積み増す計画になっている。これが実現するには、銀行が日銀に国債を売却して取得した日銀当座預金をそのまま銀行の資産に乘せなければならないが、今後 2 年間でこれが順調に実現するかという問題がある。つまり、デフレからインフレに変わった後も、金融機関が日銀当座預金を安定的に保有し続ける必要があるわけで、その意味でも市場とのコミュニケーションが重要になる。
- 第二に、機関投資家は日銀によるオペの直接の相手ではないため、ポートフォリオをリバランスする場合には、銀行や証券会社に対して国債を売ることになる。銀行や証券会社は、これに加えて発行市場でも国債を引き受ける訳であり、どこまでこの仕組みが持続できるかという問題も出てくるように思う。この点に関して、デフレ環境ではなく、インフレ環境に転じた場合の金融機関による国債投資スタンスに関わっている。そうなると、日銀による国債買入れと国債管理政策は、双方とも慎重に進めていく必要が出てくる。

翁氏:

- 日銀は、残存年限別の買入れ額を公表しているが、これから大規模な買入れを進めていく上で、市場流動性が低下し、ボラティリティを上昇させるといった問題は無いのか。

内田氏:

- 既にボラティリティが上昇する局面もあったので、日銀は、市場参加者と密接に対話しながらきめ細かいオペレーションを行って

いくであろうし、既に国債買入れ方針の見直しを公表している。

翁氏:

- 確かに、市場参加者に予見可能性を持たせることでボラティリティを抑えられる面はあると思う。一方、買入れ額が大きいために市場流動性が低下し、結果的にボラティリティが大きくなる懸念は残る。

内田氏:

- 予見可能性に関して言えば、日銀は従来から市場関係者と意見交換を行っているし、究極的には全ての国債買入れを事前に公表すれば良い。しかし、それでは市場に投機的な動きが発生した場合の対応が難しくなる。このため、国債買入れの一部を事前に公表しつつ、柔軟に対応しうる余地も残す形が求められる。

井上<オーガナイザー>:

- 国債市場で残存年限のゾーン毎に投資家の属性が異なるとすれば、日銀は各ゾーンの代表的な投資家とより細かな意見交換を進める必要もあるのではないかと。個人的には、FRB が QE2 を実施する際にどう対応したか興味がある。FRB は新規発行とほぼ同規模の国債を買入れたにも拘わらず、長期金利のボラティリティが急激に上昇するというといった状況は生じなかったように思う。

内田氏:

- 米国の場合、QE1 から QE3 へと進む中で、長期金利の振れ幅が徐々に小さくなっていったように思う。また、QE2 以降は、市場参加者との直接対話よりも、口先介入を相当丁寧に実施していた。つまり、Bernanke 議長、Yellen 副議長、Dudley ニューヨーク連銀総裁らが、講演や記者会見を通じて、金融緩和手段はいくらでもあるというメッセージを発信し続けたことで、市場参加者に金利上昇は起きないという予想を定着させた面があるように思う。加えて、米国の場合はイーールドカーブが相当に steep であったため、QE の正常化が展望されない限り長期金利が上昇しにくい環境にあった。

高田氏:

- 米国の場合、内田さんの言われた口先介入だけでなく、時間軸政策も合わせて、金利上昇予想を打ち消す強力なメッセージを発信していたように思う。
- 日本の場合、今後は国債発行計画と日銀の買入れ計画が事実上一体化していく結果、国債が管理相場のような状況に陥らないとも限らない。財政政策と金融政策までが一体化したと理解されないように、市場参加者の認識をコントロールしていくことが重要になる。ただ、米国の戦後の例からも明らかのように、マクロ経済の大きな調整の後には、財政政策と金融政策が一本化しやすい面があることも事実である。

井上<オーガナイザー>:

- 高田さんの指摘は、米国の国債市場では海外投資家のプレゼン

すが大きいだけに、市場参加者の認識を安定させることがその分だけ難しいということか。

高田氏:

- ・ その通りである。ただ、日本の場合も市場流動性の問題も無視できないかもしれないし、今後は海外投資家のプレゼンスも上昇し得るので、その中でどう対応していくかが問われる。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 財政政策まではいなくても、国債管理政策までであれば、日銀に限らず米欧の中央銀行でも金融政策と既に一体になっている面があるように感じられる。

高田氏:

- ・ 同感である。逆に、そうでないと中央銀行が国債買入れを円滑に進められない面があるように思う。

江川氏:

- ・ 今回の日銀による金融緩和が導入される直前には、中短期の国債の金利は10bpsを下回っていた。つまり、日銀による超過準備に対する付利金利よりも、4~5年までのゾーンの国債金利は低かったが、今は逆転している。この状況はどう理解すべきか。

内田氏:

- ・ こうした変化の最大の要因は付利の引下げ、ないし廃止という観測が崩れたことであろう。もちろん、1~5年ゾーンでは、それ以前は日銀の買入れ金額が新規発行額を上回っていたのに、それが逆転したという要因もあると思う。
- ・ イールドカーブを全体としてみると、3月と比較して10年ゾーンの金利は殆ど変化がなく、5年未満の金利は付利下げ観測が崩れた分6~7bpsほど上昇し、20年ゾーンが数bps上昇している。今回の緩和策で集中的に買入が増える5年~10年ゾーンの金利に低下圧力がかかる一方、短期ゾーンがややフラット化しながら強含み、超長期がややスティープ化したのだろう。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 内田さんが先に指摘された日銀当座預金の保有に関する課題も考えてみたい。前回の量的緩和の際と包括緩和以降とを比較すると、少なくとも言えるのは、前回局面では大手行と外国銀行が相応のシェアを占めていたことである。

福田氏:

- ・ 現在の局面で、金融機関が日銀当座預金を保有する上では、超過準備に対する0.1%の付利が大きいように思う。黒田総裁による新たな政策でこの付利が廃止されなかったことには、当座預金残高の安定的な積み上げという目的が関係しているのではないか。

江川氏:

- ・ 2000年代半ば以前の外国銀行は、円をマイナス金利で調達できたので、日銀当座預金に金利ゼロで運用しても利鞘を稼げた。

今はそのような状況はないし、0.1%の運用は決して有利でなくなっている。その中で、日銀が当座預金残高をどのように増やしていくのかは大きな課題になろう。

内田氏:

- ・ 日銀が国債を買入れて当座預金を増やすだけでは、日本経済にプラスになることはない。つまり、最終的には日銀当座預金が増加するとしても、景気の好転を背景とする資金需要に対応して貸出が伸び、その資金が経済を循環した上で銀行預金に還流し、結果的に日銀当座預金が増加することが最も望ましい。こうしたプロセスのあり方を日銀だけでなく民間金融機関も考える必要があるし、ここでも政府の成長戦略も重要である。
- ・ 国内での活用が難しい場合も、邦銀による海外への投融資を経由して、円資金を入手した外国銀行がその資金をどう使うかが重要である。米国ではFEDの当座預金の半分以上を米国外の銀行が保有しているが、同様に日銀当座預金を日本以外の金融機関が保有する動機があるかどうかは今後重要になってくる。そうした動機が乏しいようだと、日銀によるベースマネー拡大の目標が達成できないことも考えられる。

井上<オーガナイザー>:

- ・ FEDの当座預金を外国銀行が保有するのは金融危機以降に始まった訳ではなく、米ドルが基軸通貨であって米国外でも使用するニーズがあるからと考えてよいか。

内田氏:

- ・ その通りである。金融機関はFEDの当座預金をドル資産のバッファとして持つことで流動性を確保できるし、国際的な金融規制にも対応しやすいというメリットがある。

福田氏:

- ・ FEDの当座預金に占める外銀のシェアは、最近一段と高まっているという指摘もある。

内田氏:

- ・ 特に邦銀のシェアが相当高くなっているように思う。これは、邦銀が海外資産を増加させている中でドルの流動性が必要になっているためである。

福田氏:

- ・ そうすると、基軸通貨でない場合に中央銀行の当座預金の多くを外国銀行に保有してもらうことは基本的に難しいのではないか。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 内田さんが言われたように、望ましいのは国内貸出が伸びる結果として、民間金融機関が日銀当座預金を増やすことであろう。

根本氏:

- ・ 金融機関の対外証券投資は3月までは流入超になっているようだが、個人の金融資産の流れも重要である。証券会社の決算発

表を見る限り、個人投資家によるリスク資産へのネット資金流入はまだ少なく、益出しをして別の金融商品に買い替える動きが多かったようだ。また、マクロ的にも、個人の金融資産における預金重視の傾向に大きな変化は生じていないようだが、証券会社や銀行がテラーメイドの運用商品を工夫し、個人投資家の特性に応じたアドバイスをするなどして分散投資を促すといった取り組みが、日本経済の活性化にとっては重要ではないか。

- ・ 銀行貸出に関しては、設備資金に対する需要はエネルギー関連を除くとまだ本格化しておらず、特に地域金融機関では貸出の低迷が続いている。ただ、地方消費税増税の影響などもあって、個人の住宅ローンやカードローンには資金需要がみられる。邦銀は海外銀行に比べてリテールの貸出の比率が少ないが、個人のニーズにあった商品の工夫や、リスクの高い顧客にはやや高い金利を取って貸すといった仕組みをつくるなど、改善の余地がある。また、時間がかかるかもしれないが、空港や道路の民営化、PFI の活用などが進展すれば、インフラ投資やプロジェクト投資などの長期資金需要が出てくる可能性もある。一般的には、銀行は長期資金の投融資に限界があるが、自己資本の厚い地域金融機関にとっては一つの選択肢になり得るかもしれない。

内田氏:

- ・ 海外のインフラ投資については、JBIC や DBJ による支援制度が整備されている。つまり、邦銀はリスク管理の可能な期間 10 年までの融資を担い、より長期の部分は国がサポートするパッケージがあり、邦銀がこれを活用する形で海外のインフラプロジェクトに関わる余地が出ている。個人向け貸出に関しては、住宅ローンは史上最低の金利である。新規の資金需要はピークに近付いている感もあるが、消費税増税前の駆け込み需要が期待できるかもしれない。銀行が将来性を感じているのは、リバースモーゲージである。リバースモーゲージを活用することで、先に議論した資産効果も発現されやすくなるし、資金使途を教育資金等まで広げることができれば、高齢者だけでなく現役世帯による活用も期待される。「貯蓄から投資へ」という点では、日本版 ISA の導入が決まったことが挙げられ、5 年間で 30 兆円程度の資金が流入するという試算もあるなどインパクトは大きい。また、若い世代の貯蓄が投資に向かう資金フローを如何に作っていくかも重要になる。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 前回会合では、大島さんが個人投資家の資金が為替ではなく日本株に向かっていると指摘された。報道等によれば、投資信託に対しても個人投資家の資金が流入し始めたようだ。

福田氏:

- ・ 「貯蓄から投資へ」という流れの中で、過去も何回か投信のブームがあった。ただ、価格のボラティリティが大きい資産に個人が投資し続けるのは難しいので、投信の裾野が広がり安定した収益を確保できる市場になることが望ましい。

翁氏:

- ・ 日本版 ISA の期間は 10 年と決まったが、これをより長くする、あるいは IRA のような制度を作っていくことも必要だと思う。

内田氏:

- ・ 日本版 ISA が順調に拡大していった場合には、期間延長が議論されることも期待される。現行の制度では、資金の投入期間が 5 年、そこから運用期間 5 年で最長 10 年という仕組みになっている。先ほど述べたように、株式時価総額 400 兆円の 10% に近い約 30 兆円が流入すると見込まれており、規模はかなり大きい。

柳川氏:

- ・ 現時点では、米国経済が好転し日本の株価も上がっている。日本版 ISA に代表される個人投資家向けの制度が整備され、歯車がうまく回っている。しかし、この先は個人投資家を失望させないよう株価を持続的に上げていけるかどうか鍵となる。そのためには金融政策も重要だが、それだけでは難しい点を認識すべきである。

高田氏:

- ・ 金融規制を考慮すると、銀行や生命保険が株を大幅に買い増すことは難しいだけに、現実問題として個人投資家に対する期待が大きくなる。日本版 ISA のように個人投資家が参加しやすい仕組みを整備していないと、日本の中でリスクマネーの供給を増やすことは難しい。個人の金融資産の流れを見ると、これまでは投信でも外債ファンドが多かったが、直近では国内株にも資金が流入し始めているのは良いサインだと思う。ただ、福田さんや柳川さんが指摘されるように、持続可能かどうか試されることになる。

内田氏:

- ・ 海外投資家は、日本国内で産業構造改革を進めても、経済成長率を大きく押し上げるほど TFP が改善するとは期待していない。むしろ、パイを広げるためにどのような成長戦略をとるかに関心が高く、最も期待しているのは TPP の交渉である。加えて、企業の「六重苦」と呼ばれていた法人税や環境・労働規制の見直しが、6 月のサミットに向けてどう打ち出されるかに注目している。

福田氏:

- ・ TPP については日本として参加する方向に進んでいるが、最大の貿易相手国である中国との関係が悪化し、貿易量が直近で顕著に減っていることは気がかりである。TPP さえ進めれば国内市場はオープンになるかのような議論もあるが、国内市場の長期的な縮小が予想される中で、GDP 世界第 2 位の国との経済的に密接な関係を模索する必要があるのではないかと。

根本氏:

- ・ 大規模な金融緩和策とともに円安が顕著に進むと、アジアの多くの国々との関係にも悪影響を与える可能性がある。

福田氏:

- ・ 実際、韓国の首脳は日本に明確に遺憾の念を表明していた。

根本氏:

- ・ 他の国でも日本からの直接投資が急減するのではないかと懸念を持っている。アジアの国は一般に為替を管理しているので、為替相場の急激な変化には米欧以上に理解を得にくい面があるとみられる。日本としては、より密接な対話を行う必要がある。

柳川氏:

- ・ 大胆な成長戦略が打ち出されるかどうか注目されるとしても、仮にそうでなかった場合に金融政策に何ができるかが難しい課題である。

井上<オーガナイザー>:

- ・ 黒田総裁による今回の新たな政策はファインチューニング型ではないことや国債市場のキャパシティも無視できないことを考慮すると、さらに新たな内容が求められる可能性もある。

翁氏:

- ・ デフレ脱却後の物価安定においては財政の持続可能性が重要となるだけに、どのような形で財政健全化が示されるか注視したい。

高田氏:

- ・ 私も、財政の持続可能性は非常に重要だと思う。見方によっては、日銀は既に「財政ファイナンス」を行っていると解釈できなくもない。もちろん、それを肯定することは誰も言わないが、国債管理政策と金融政策が事実上一体化する中で、国債買入れの実行可能性の点だけではなく市場の信認という点からも、財政に対する規律を働かせているというメッセージを政府と一体となって強く出していく必要がある。

柳川氏:

- ・ ご指摘の通りではあるが、景気が回復していくと危機感はむしろ遠のいてしまう可能性もあり、そうならない規律を政治的なメカニズムとして働かせられるかどうか重要なポイントであろう。

高田氏:

- ・ 日銀にとっては、「日銀券ルール」がない中での自己規律が必要になるわけで、相当強い姿勢を示していく必要があると思う。また、先程の根本さんの指摘は、財政の問題と似た面がある。すなわち、今の日銀の政策は為替操作に近い面もあるが、それを肯定するわけにはいかない。その中で、外交も含めた高度なコミュニケーションが求められているのではないかと。

4. 今後の課題と対応策**井上<オーガナイザー>:**

- ・ 本日は、「量的・質的金融緩和」が実施に移されてから約1カ月というかなり早いタイミングであったが、政策の考え方や効果、課

題などについて様々な意見を出していただいたことに感謝申し上げます。この場で次にこのテーマを考えるのは、「成長戦略」や「財政健全化策」が公表された後になるはずであるので、本日ご指摘を受けた点も踏まえた、より幅広い視点からの議論ができるように思う。本日はありがとうございました。
