

議 題

米国の「QE3」見直しを巡る動きと日本の「量的・質的金融緩和」の評価（拡大版会合として開催）

開催日時

2013年7月25日<17時00分～20時20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）
 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）
 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）<欠席>
 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. 米国の「QE3」の見直しを巡る動きとインプリケーション
2. 日本の「量的・質的金融緩和」の評価とその課題

出席者による発言要旨

1. 米国の「QE3」の見直しを巡る動きとインプリケーション

井上<オーガナイザー>:

・FRB は、政策金利の予想パスの公表を開始したり、forward guidance を dual mandate と明確に紐付けたりしながら、金利を軸にした枠組みに戻していく布石を打っていた面があったが、一方で9月からMBSの買入れを再開し、12月にツイストオペに代えて国債買入れも再開することで、いわゆる「QE3」を展開してきた。

・「QE3」の見直しを巡る議論は、FOMC 議事概要に現れた”Exit Policy Principle”から明らかなように、ゼロ金利解除やFRBによる保有資産の圧縮を含む長いプロセスの一環として位置付けられており、Bernanke 議長によるメッセージにも準備が感じられる。その上で、見直しの妥当性に関しては、实体经济の回復度合い—特に労働市場—や金融システムのストレス—国内だけでなく海外も含む資産価格インフレーション—をどう評価するかがポイントとなろう。

・实体经济については、第1四半期のGDP成長率は2%を切ったが、fiscal drag の大きさを考えれば、民間需要—特に耐久消費財を中心とする個人消費—は底堅く、企業から家計へとバトンが円滑

に渡ったように見える。背景には家計が保有する資産価値の増加があり、その意味で政策効果が発揮されている。労働市場も、失業率だけでなく、就業者や長期失業などで改善は進んだ。ただ、労働参加率低下の影響は大きいし、雇用を創出する産業の偏りや中小企業の雇用改善の遅れなど、回復感は均霑しにくい。同時に、賃金増加率の低下傾向にも歯止めがかからない。住宅市場では、価格の反発が明確になり、銀行の不良資産処理も進捗し、新規着工にも明るい兆しが出るなど回復が進んだが、中西部等では状況が悪化したほか、今後はMBS金利の上昇に伴う影響が懸念される。

・金融システムに関しては、社債市場の一部などに局所的な資産インフレのリスクを指摘する向きもあるが、そこまで深刻に捉える議論になっていないように見える。おそらく、国内でクレジット総量が増えていない点と、危機前と違って新興国経済に自信が持てないためにグローバルな”search for yield”が過熱する環境にないということかと思う。この点も、むしろ、これから米国の長期金利が上昇していくことの影響に関心が高まっている。

・本日の議論では、「QE3」見直しの妥当性をどう考えるかだけでなく

く、現時点で評価した場合に「QE3」の効果や副作用をどう考えるかといった点も含めてご議論いただきたい。

1) 「QE3」の見直しと米国経済の状況

高田氏:

・米国は欧州とともに 2007 年以降、バランスシート調整に取り組んできたが、今回ようやく目途がついてきたという判断の下で、「QE3」の tapering に向かっている。これは、日本が過去 20 年の間に、何度か exit を試みながら上手く行かなかったことと対照的である。ただ、ここまで 6 年以上を要しており、日本に比べて短いといっても、戦後の経験からすれば非常に長い調整であった。

・また、日米欧が同時に調整過程から exit することも、少なくとも戦後には経験のないことである。それだけに、時間的な展開も含む全体の exit のあり方も、通常の景気循環の場合とは異なるものになると思う。実は、1970 年代以降に日米欧が同時に利上げをしている局面は 5 回あり、そのうち 4 回は米国が先手を取り、残りの 1 回は欧州が先手を取った。つまり、全てのケースで日銀の利上げが最後であり、日銀による利上げの翌年には全てのケースで世界同時不況になり、それらは金融市場の混乱もしくは新興国問題を伴っている。もちろん、今回はまだ利上げまでは時間があるが、金融市場が新興国を含めた不安を示し始めたことは興味深い。

・米国自身としても、バランスシート調整が進展したといっても、調整が残存している領域—例えば、住宅や金融機関経営など—にどう配慮するかという課題が残っている。また、これまでは、一旦「正常化」に着手したらペースは速いのが普通であったが、今回は従来とは違う戦略が必要になるかどうかという点も興味深い。本日の前半部分では、こうした点を議論すべきかと思う。

内田氏:

・今回の政策判断で難しい点は、米国経済が包括的に回復のサイクルに入っているかどうかである。この点を FRB が用いている経済モデルに即して言えば、今後 1 年位を展望してモデルの示す GDP ギャップが消滅していくことが展望されるかどうかである。過去の平均的なパターンによれば、年 8 回の FOMC で毎回 25bp ずつ利上げを進めるので、今回は 1 年後に政策金利が 2% まで上昇した時点で、GDP ギャップが消滅した状態になるかどうかという判断になる。その上で、FOMC メンバーによる政策金利の見直しに基づくと、その後 2 年位は利上げを続け、最終的に政策金利は 4% に達することになる。

・「QE3」の tapering を FRB が判断する条件に関しては、「Wall Street Journal」の Jon Hilsenrath 氏による記事が注目を集めた。その条件とは、第一に失業率が労働市場の改善を過大評価していないことを確認すること、第二に現状程度の経済成長率でも雇用改善が継続することを確認すること、第三にデスインフレのリスクが大きくないことを確認すること、そして最後が、今後数年に亘って継続する財政健全化が景気に深刻な影響を与えないことを確認することであった。前回の利上げの際にも、「Wall Street Journal」の

Greg Ip という記者のように FRB 議長に近いとされる人々が様々なアナウンスを行いながら市場との対話を進めたとされることを考えると、このような記事は興味深く思えるし、それだけ市場との対話が難しくなっていることの証左でもある。

大島氏:

・「QE3」を開始した去年 9 月というタイミングは、ECB の Draghi 総裁による「whatever it takes」のコメントとほぼ同じであることを考えると、欧州債務危機と米国の「fiscal cliff」という世界の金融システムに対する大きな懸念材料に対応するために、両者がアナウンスメント効果を最大限に使う中での話であったように思う。また、米国からみれば、「QE2」が必ずしもうまくいかず、資産バブルをつくりだすリスクも意識される中での話であり、いわば「半身」の動きという面もあったように思う。この点が早めの tapering という議論に繋がっているのであろうが、市場からみると、デスインフレの中で tapering を進めることに違和感も生じやすく、「Bernanke 議長が、これまでとは考え方を変えた」ように見えるのだと思う。

須田氏:

・FOMC メンバーの一部が、6 月の経済見通しの改定の際に、2014 年中に失業率が 6.5% まで低下するという予想を示したことで、市場が利上げのリスクを現実のものとして受け止めた面があるように思う。確かに、Bernanke 議長は、失業率が 6.5% に達したからといって直ちに利上げする訳ではないと強調しているが、「QE3」は失業率が 7% 付近で終了するとも言っている以上、市場は「正常化」全体のプロセスの失業率とのリンクを意識せざるを得ない。この点が金利の急騰に繋がった面があるように思う。

2) 「QE3」の見直しによるインパクトと FRB のコミュニケーション

加藤氏:

・FRB は open-end 方式で「QE3」を行ってきたことに伴い、国債やモーゲージ金利の若干の低下はみられたが、それほど劇的な効果ではなかった。その一方で、tapering の議論が開始したら、MBS やモーゲージ金利は急上昇し、昨年 9 月よりも高い水準になっている。例えば、「QE3」を open-end 方式でなく、「QE2」のような定額方式で—しかも、「QE2」の 6000 億ドルよりも多めの 1 兆ドルといった金額で一実施していれば、終了に際して金利高騰を生じなかったのではないかと。また、少なくとも当初は、「QE3」の tapering とゼロ金利解除を連続した過程と捉える向きが多かったことも、金利上昇を激しくした面がある。

井上<オーガナイザー>:

・open-end といった場合、金額無制限という要素と無期限という要素の双方が含まれると思うが、どちらの要素が重要であったか。

加藤氏:

・FRB が、仮に今年 9 月の FOMC で tapering を決定し、10 月から実際に減額を開始し、毎月の買入れを徐々に減らしながら来年 7 月に終了するとしても、昨年 9 月からの累計買入れ額は 1 兆 3,000 億ドル程度に達する。一方で、FOMC の中でタカ派のメンバーは、

「無制限」と言っても 1 兆ドル程度というイメージを当初から持っていたとみられる。だからこそ、6 月の議事要旨が示すように、年内に終了したいという意見が少なからず存在するのであろう。しかし、市場に対しては、「無制限」という表現が「かなり長く続く」という印象を与えただけに、そのことが過剰な期待の巻き戻しという問題を起している。期待に働きかけることを意図するが故に、手じまいの難しさがあるという点は、現在の日銀の政策にもインプリケーションを有している。

内田氏:

・米国の 2004 年以降の利上げサイクルの場合、その直前の 2003 年の 6 月の結果的に最後となった利下げについては、50bp とするか 25bp とするかで大議論になった。結果的には 25bp となり、これで緩和は終了という理解が広がったとたんに市場金利が急騰した。ここには、米国に特有の MBS のリスクヘッジが関わっている。つまり、少しでも金利水準が上昇すると、これまでの低利な MBS の duration が長期化してしまうので、MBS の保有者は convexity のリスクをヘッジしなければならない。このため、市場金利には強い上昇圧力がかかることになる。

大島氏:

・MBS の投資に関わる者として、この 2 カ月の金利上昇ショックは相当大きく、内田さんが説明された 2003 年のケースに比べても、より難しい環境で、かつ影響もより広範囲に及んでいたと認識している。今回の MBS の売り手には、モーゲージ REIT のような新たな主体も目立った。その意味では、FRB も、こうした主体がレバレッジを取りながら資産バブルを形成することを懸念し、いわば「ガス抜き」を狙ったように感じる。もちろん、その背後には、ある程度のショックを与えても、米銀ないし米国の金融システム全体への影響は限定的という判断があったのではないかと。Bernanke 議長がここへきてメッセージを軟化させているのも、市場に対する劇薬の効果が発揮されたことを踏まえたものであり、結果的にうまくいったと評価すべきかと思う。

須田氏:

・本当にそのように理解して良いのか。私は、「Bernanke 議長が、これまでとは考え方を変えた」ことがむしろ真実であり、雇用やデイスインフレーションに問題が残るとしても、自分が FRB 議長職を辞する前に「正常化」の道筋をつけたいという考えの表れではないかと思う。しかも、FRB としては、資産買入れの効果に関して“stock view”を取っている以上、「QE3」の tapering に着手しても買入れ自体は続くというのに、市場が金融引締めのような解釈を示すことに戸惑っているのではないかと思う。

・今回の金利上昇によって結果的にリスクの削減が進んだことは事実としても、FRB の意図通りに進んだというより、FRB も最初は市場の反応に驚き、メッセージを徐々に変えていったということではないか。実際に金融政策に携わっていた立場からみれば、open-end 方式での資産買入れがそもそも途方ないことであるこ

とは、FRB も十分理解していると思う。一旦初めてしまうと、縮小することがどれだけ大変かは当初から理解していたが、政策効果は stock に依存するので大丈夫と思っていた面もあるように思う。

・「QE3」の tapering の議論が急速に進んだことには、昨年 12 月に FRB スタッフが公表したバランスシートのコストに関する分析が大きな影響を与えているように感じる。この論文では、ブルーチップによる見通しに基づいて最初の利上げを 2015 年 3 月と仮定し、6 カ月前(2014 年 9 月)に MBS の償還金による再投資の停止、6 カ月後(2015 年 9 月)に資産売却を開始すると想定している。その上で、資産買入れを本年 6 月ないし 12 月に終了する場合には、FRB に生ずる損失を推計している。これはスタッフによる分析ではあるが、Board のスタッフによる論文である以上、少なくともシナリオに関してはある程度のコンセンサスを反映しているはずである。そこで、FOMC メンバーも、バランスシートが急速に拡大することのコストを具体的に意識し、「QE3」を早く止めるべきという議論へ傾いていったのではないかと。また、私は、FRB がバランスシートを拡大させたまま円滑に利上げを行えるとは思っていない。いかに当座預金の付利金利を上げていったとしても上手く行く保証はない。その点からみても、資産買入れを早く止めることは大切である。

大島氏:

・現場の印象として、6 月 FOMC 後の Bernanke 議長による記者会見の後に金利が大きく上昇した際には、発言のトーンがそれまでと違ってタカ派をイメージさせるものに変わり、市場の緊張感が一気に高まったように感じた。市場流動性が低下していた中で、この点が金利の修正を大きくしたように見える。実際、Bernanke 議長の発言自体が緊張感を伴っており、それだけ、FOMC メンバーの議論をまとめることが困難であったという印象も受けた。

翁氏:

・FRB は資産買入れの効果に関しては“stock view”を強調してきたのに、市場は買入れのフローの効果を評価している面があるのではないかと。米国のエコノミストにも、資産買入れ自体が資産価格を支えるという解釈を示す向きがある。FRB による“stock view”は市場にどの程度受け入れられているのか。

大島氏:

・米国では、投資家も多様であるし、先程述べたモーゲージ REIT も含めて様々なファンドの存在も大きいので、FRB にとっては“stock view”の考え方を貫徹させ、市場をコントロールすることは難しいように思う。この点には、FRB が MBS をかなり保有し、市場がいわば歪んでいることも関係している。後半の論点と関わるが、日本国債のように投資家の性質が均一な市場とは事情が異なる。

井上<オーガナイザー>:

・FRB が低クーポンの MBS を大量に抱えている以上、内田さんが示唆されたように、今回の「正常化」における金利調整のプロセスが従来と異なるのではないかと。FRB は MBS に関する convexity のリスクをヘッジする必要がない。

内田氏:

・民間投資家は金利上昇方向のリスクを意識すれば、MBS の保有というストック部分まで調整せざるを得ない。こうして、中央銀行が MBS の買入れをフローで行うことと、民間投資家によるストック調整との勝負という形になる。この点は、後半の論点であろうが、今回の日銀による国債買入れと市場の調整にもみられた点である。民間によるリスク削減がある程度一巡した後は、中央銀行による大量の資産保有がいわば淡々と効果を発揮するようになる。実際、FRBによる3回に亘る「QE」をみても、時間の経過とともに明らかに効果を発揮した。

・井上さんが指摘されたように、今回は、市場による MBS の convexity ヘッジも、FRB が低クーポンの MBS を大量に保有している分だけ減殺されるかもしれない。そうは言っても、MBS の市場は巨大であるし、住宅ローンが新規に組成される限りは MBS の新規発行も続く。しかも、それらは今後の金利上昇に伴って明らかに金利リスクの源泉になる。FRBが3回の「QE」を通じて、イールドカーブを 60bp 程度低下させたと推計している以上、資産買入れをやめれば少なくともそれだけ金利が上昇することになるが、私は、少なくとも途中経過では 100~150bp 程度の金利上昇もあると思っているし、市場はそれに備えるということであろう。

加藤氏:

・FRB の資産買入れの効果に関しては、ストックかフローかという点だけでなく、Bernanke 議長のプレゼンテーションが上手く行きすぎ、期待に働きかける効果が強かった面があるように思う。ある商社の方が、1 年ほど前にイリノイ州のトウモロコン農家を訪問した際に、「Bernanke 議長は QE3 をやるか」と聞かれたそうだ。そうであれば、トウモロコン価格が上がると期待できるので、トラクターを買い換えるというのである。同様な話は、私が中国浙江省のステンレス工場を訪問した際にも聞かれた。ニッケル価格が上がり、ステンレスの販売値段が期待できるというのである。おそらく、こうした話が世界中にあり、だからこそ止める際の反動への懸念が強くなるのではないかと。

・大島さんが指摘されたように、今回の金利上昇も、エージェンシー REIT 等で過剰にレバレッジを利かせたプレーヤーを振り落とした点では、結果的にみて良かった面もあろう。ただ、金利上昇が景気回復の腰を折らないかどうかは確認されていない。

福田氏:

・資産価格は、究極的にはストックによって決定されると思うが、価格が直ちに調整されることもないので、短期的にはフローが大事ということだと思ふ。また、中央銀行は、短期的なフローの問題だけを注視すれば良い訳ではないし、もう少し長期の問題を考えることが本来の姿であるが、実際はそうなり切れていないのが実情なのであろう。その意味では、資産買入れ額のようなフローを急に変えることの副作用もそれなりにあると理解している。

神津氏:

・Bernanke 議長のメッセージは、米国経済が上手く行けば金融政策の「正常化」を進める一方、上手くゆかなければ金融緩和を維持し、相当まづくなれば金融緩和を強化する、と言っただけのように感じる。従って、それ自体が米国の景気を腰折れさせることはあり得ないにも拘わらず、市場が相当な反応を示したということは、結局のところ、金融緩和の継続に対する complacency があったことを示唆している。同時に、Bernanke 議長は、ハイイールド債の市場などに LM と IS のアンバランスが見えてきただけに、「これから両方のバランスを見ながら調整する」というメッセージを送った訳であり、私も、その結果として生じた調整は良かったように思う。

・振り返ってみれば、G20 の財務相・中央銀行総裁会議に先立って、FRB 議長として一定の見解の修正を行うことができるチャンスは、6 月の FOMC が最後であった。もちろん、その後も議会証言などの発言機会はあったが、それらの場では FOMC の決定に沿った発言が求められる。それだけに、Bernanke 議長としては、あのチャンスで「石を投げてみる」しかなかったのだらうと思う。タイミングや内容、市場への影響を相対的に考慮しても、市場から「ミスリードであった」という批判が出てくるのは不思議に感じる。

北村氏:

・加藤さんの指摘とは逆の意味合いになるが、米国企業の多くは市場金利から切り離された形で活動している。実際、2000 年代に入って借金ゼロの企業が急増し、マクロ的には約 2 割、業種によっては 1/3 近くに達している。つまり、キャッシュフローを活用したり、株式市場で資金調達したりすることで、銀行と関係を切っている先が増えている。市場金利に一喜一憂する中小企業はもちろん存在するが、しっかりした財務ベースのある企業は関係なく活動できる。日本でも同様なことが生じているが、そのインプリケーションをどう見れば良いか。

根本氏:

・日本の無借金企業は、上場企業の半分以上といわれている。

福田氏:

・日本も今でこそ無借金企業が多いが、バブル崩壊後は、産業にもよるが企業部門は大きな負債を抱えていた。だからこそ、高田さんが言われたバランスシート調整が日本でも必要であった訳である。ただ、米国と比べるとその症状は大きく異なる。日本は企業部門の調整に時間を要した。つまり、まず金融部門の不良債権問題を片づけるのに 10 年を要し、その後に企業部門の問題について追い貸しを含めて調整した訳である。米国では一良し悪しは別として一金融部門が比較的早期に回復した。一方、日本では家計部門の問題はそう大きくなかったが、米国ではまだかなりの負債を抱えているので、引続き問題であると思う。

北村氏:

・企業部門の調整には税制や会計の手段を活用できるが、家計の調整は基本的にフローの所得に依存せざるを得ず、かなり時間が

かかる。

井上<オーガナイザー>:

・日本も米国も企業部門が変質したとすると、足許の米国でも実際にそうになっているが、政策金利に強く反応するのはむしろ家計という話になる。

須田氏:

・米国の住宅問題に関しては、基本的に non-recourse の借入れであるため、債務を放棄しやすかったことが調整プロセスに影響していると思う。つまり、日本の場合は Home Equity のような仕組みは一般的でないとしても、いずれにせよ negative equity の状態になっても、多くの借り手は必死に返済した。これに対し米国では、住宅価格が下落すれば、いわば「鍵と契約書を債権者に郵便で送り返し、家から出てゆけば良い」という世界であった。私は、個人消費の回復が進捗しているのも、こうした状況があったからこそではないかと思っている。こうして、問題は実質的には金融機関に移転されたということではないか。

福田氏:

・そうした面はあろうが、家計も住宅を取り上げられることの負担は大きい。

内田氏:

・米国でも、negative equity になれば、全ての借り手が鍵と契約書を貸し手に郵送して、家を放棄する訳ではない。中産階級は、金融取引面での今後のペナルティも考慮して、自力で返済しようとする傾向が強いし、マクロ的にも 1/4 の借り手は negative equity にも拘わらず返済を続けている。その意味でも家計のバランスシート調整は重要な問題であったし、FRB はこの点を十分理解していたからこそ、長期金利を抑制することで住宅貸出のリファイナンスを促す戦略を採用し、それが効果を発揮してきたのだと思う。

根本氏:

・米銀が進めてきた不良資産の償却は実際に巨額であったし、そのペースも欧州と比べて早かっただけに、この点からみれば、家計から移転されたリスクの処理も相応に進捗している。弊社としても、今後の金利上昇が家計に与える影響はあまり大きくないとみている。もちろん、家計といっても二極化は進行しており、貧しい層の問題は残っている。企業も、一部には投機的なレバレッジを増やす動きもあったが、全体としてみれば健全化が相当進んでいる。

・また、米国の銀行は Basel III を適用していないので、日本の銀行のように有価証券の評価損益が資本に直接的に影響する効果もない。監督当局も、自己資本規制に関するパブリックコメントに際して金利上昇の影響が緩やかになるよう配慮を見せている。また、銀行が預金を増やし市場調達のウェイトを減少させたことは、金利変動への耐久性を増やしたといえる。米国の金融システムにとってむしろ心配なのは財政の影響であり、例えば、年後半に debt ceiling に達した際に調整が上手くゆかないというように、長期的な財政健

全化の展望が見られない中で、短期的な対策だけが議論され、それによってストレスが増えるリスクを懸念している。

3) 米国の金融経済の「正常化」

福田氏:

・そもそも米国経済の健全な姿とはどういう状態なのかはわからない。つまり、リーマン・ショック前は果たして正常な状態であったのだろうか。住宅価格が以前の状況に戻らないことはわかるが、例えば株価は実際に戻っているだけに、リーマン・ショックは一時的な問題だったのか、構造的に大きな問題の表れだったのかという点に関しても意見が分かれる。この点は、FRB が米国経済をどこに戻そうとしているかにも関わっている。

井上<オーガナイザー>:

・冒頭の高田さんのコメントにあったように、日本の調整が十数年を要したのに比べれば、米国は異例に長いといっても 5~6 年という次元である。米国の専門家と話をしても、いずれは危機前の姿に戻るという感覚が根強く残っているように感じる。

内田氏:

・そのとおりだと思う。不動産の時価総額の調整をみても、日本は約 3.3 倍に達したのに対し、米国では約 1.7 倍に止まる。また、米国では、結果的には移民という new comer が流入し、経済成長の担い手がどんどん世代交代するので、日本と違って 5~6 年もたてば経済の循環も改まる。実際、Bernanke 議長が金融緩和に関するトーンを変えてきたのも、相当周到な予測と議論を通じて、2015 年頃にはバブルの調整を終え、経済は正常化するという自信に裏打ちされたものであろう。

・その一方で、1985 年頃から約 20 年間続いた金融の異常なレバレッジの世界は、今回は規制の強化によって相当程度抑えられることになる。その意味では、今後の金融システムは金融危機前とはかなり異なるものになるように思う。実際、米国では Basel III 以上に厳しいレバレッジ規制が導入されることもあり、借金をしてアセットを積む行動は抑制され、金融取引はある程度は健全化する。ただ、その時に先進国の中央銀行が実施している政策が資産価格を引き上げる量的緩和であるだけに、これらの政策を終了すると資産価格が調整するリスクが生じやすい。今回の「QE3」の tapering は、この問題をどう調整するかが問われているのだと思う。

大島氏:

・米国の銀行は、現時点で Basel I の下にあるが、Basel III に即した情報開示を既に行っている。今回の金利上昇を受けた 6 月末時点では、広く報道されているように、保有有価証券の評価損益はちょうどプラスからマイナスに転ずるといった段階であったようだ。それでも、少なくとも大手行の場合は、全体の収益は良好なので、そうでない場合に比べて自己資本比率が 20bp 程度低下するに過ぎないと推測される。結果論かもしれないが、これ以上の金利上昇は地域金融機関に大きな影響を与えることになったと考えたら、FRB はこうしたリスクやインパクトを勘案しながら、「QE3」の tapering に

関する発言のタイミングやトーンを調整したように見える。

神津氏:

・危機後の金融経済がどこに戻るかについて、世界の中央銀行はある意味不安になっていると思う。つまり、1990 年代以降の globalization とは、抽象的にいえば、IS と LM の関係が以前と違うものになり、LM が急速なスピードで拡大している上に乗っている経済であると理解できる。その行き過ぎが修正されたのがリーマン・ショックであったと考えれば、「どこまで戻れば良いか」は誰もわからない。この点に関しては、オフバランス取引の増大によって金融仲介における velocity が過度に上昇したのが問題であって、例えばフローとストックの比率が危機前に戻るといった議論もあるが、私自身は納得していない。いずれにせよ、世界の中央銀行は「LM の世界をうまく制御しておかないと、マクロ経済を制御できなくなる」という感覚を持つべきだと思う。

福田氏:

・中央銀行が考えるべきことは、究極的には IS の方であり、つまりサプライサイドも含むファンダメンタルズだと思う。米国の現状には基本的には良い材料が揃っているが、实体经济に関するデータには様々なノイズも含まれているだけに、その見極めには相応の時間を要するの事実である。これに対し、中央銀行には極めて高頻度で大量の金融市場データがもたらされる。そこには市場の様々な反応が含まれているだけに、中央銀行が何らかの対応をせざるを得なくなっているというのが、米国に限らず世界の現状なのだと思う。この点が、神津さんが指摘された velocity 上昇の影響であり、中央銀行は IS を見据えた政策に徹しきれていない。

神津氏:

・中央銀行が純粋に IS のみを見据えて金融政策を運営することは、恐らく無理なのではないか。つまり、LM はストック均衡で、IS はフロー均衡なので、IS の今後のパスが合理的に予見できたとしても、LM 側は今すぐに調整してしまう。その結果、LM と IS の間にいわば過剰なフィードバックが生じたとしても、中央銀行の対応には決定的な解がない。精々可能なことは、今回の Bernanke 議長のメッセージのように、市場には「本心は一体どっちなのか。心変わりして焦っているのではないか」という印象を与え続けながらも、LM の均衡を IS のそれからできるだけ乖離しないように誘導していくことではないか。

北村氏:

・しかし、さすがに米国内でも「グラス・スティーガル法の時代まで戻るべき」と主張する人は見かけない。また、危機後に導入しようとしているドッド・フランク法についても、様々な議論によって骨抜きにしようとする動きもある。つまり、ある程度の秩序は必要であるが、金融の自由度もある程度確保することが指向されているのではないか。

神津氏:

・ウォール・ストリートの参加者はそう考えているかもしれない。

北村氏:

・確かに、金融危機を経ても、適切に手綱を締められるような柔軟性を持った規制にはなっていない。しかし、だからと言って、かつてのような厳格な規制に戻るのも如何なものか。

神津氏:

・ただ、Basel III の策定に向けた議論の中では、銀行を utility industry にするという考え方がみられたように思う。実際、これから Basel III が徐々に実施され、つまり、レバレッジ規制や流動性規制が入り、定義の変更された自己資本比率規制がフルに導入された場合に、金融システム、少なくとも銀行にどの程度の負荷がかかるかまだわからないが、過度になるリスクはある。その結果、金融取引が shadow banking へと流れる可能性が高いだけに、FSB などはその部分に対する規制を強化しようとしているのではないか。

内田氏:

・私も、金融システムに対する新たな規制の影響は極めて大きいと思う。単にレバレッジとか自己資本に影響が生ずるだけでなく、金融取引そのもの—具体的にはレポ取引や国債の投資なども含む—の量を減らすことに繋がる。その点からみても、中央銀行が現在の金融緩和から exit することは極めて難しくなっている。つまり、皮肉なことに「QE3」や「量的・質的金融緩和」があるからこそ、金融規制がこれだけ強化されても市場流動性が維持されているという面があり、中央銀行が市場流動性を維持する役割を市場に引き継ぐとすると、これまででない大きな負担を課すリスクがある。

神津氏:

・そこで、先に須田さんが指摘された exit のコストが問題になる。京都大の翁先生も新たな著書で示唆されたように、中央銀行がバランスシートを縮小しないとすると、実質的に国民の税金を使って民間銀行に便益を与えることになる。つまり、日米の量的緩和はかなり政治的な判断の下で実施されてきただけに、exit に関してもかなり政治的な考慮が必要であり、それは我々が今考えているよりもはるかに難しいかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

・FRB の「正常化」が種々難しい課題に直面することを考えると、向かうべき姿はどう考えればよいか。

福田氏:

・金融政策による資産バブルへの対処について、FED ビューと BIS ビューという二つの異なる考え方があった。例えば Greenspan 議長は事後的に対応すれば良いという考え方があったと思うが、現在の FRB のスタンスはどう理解すれば良いか。例えば、内田さんが指摘されたように金融危機後に強化された金融規制が、BIS ビューにおける事前対応の役割を担うと考えれば、FED ビュー自体を変える必要はないということか。

須田氏:

・Bernanke 議長も、これまでの主張に沿って金融政策は事後的に

対応すれば良いというスタンスを維持してきたと思うし、そこから乖離することには依然として躊躇がある。一方で、リーマン・ショック後にこれだけの金融緩和を行っても効果が限定的であったことを経験しただけに、金融政策を事前に使用することが必要な局面もあると考えているかもしれない。ただ、事前の対策としては、金融引締めよりも規制強化の方が望ましいとも考えており、つまり、資産バブルのリスクに対しては、マクロ・プルーデンス、規制強化でできるだけ対応し、場合によっては金融引締めも使うという考えになったのではないかと。

翁氏:

・FRBも、金融危機後に SIFIs の監督当局と位置づけられ、マクロ・プルーデンスのツールを持つようになっただけに、FED ビューを変えていないように思う。その上で、FRB がマクロ・プルーデンスのツールを如何に上手に活用できるかが注目点だと思う。

神津氏:

・マクロ・プルーデンスのツールのうち、Basel III によって導入される counter cyclical buffer の運営は監督当局に委ねられる。FRB や BOE といった中央銀行は、自ら監督当局でもあるので、いわば自分の体の右手と左足でうまく調整することになる。

翁氏:

・中央銀行と監督当局が分かれている場合は、インゲルス・リクスバンク総裁が指摘するように、両者が協調しないケースは望ましい結果をもたらさないリスクもある。

神津氏:

・純粋な監督当局が、マクロ・プルーデンスを実践することはそう簡単ではないように思う。また、FRB のように中央銀行と監督当局を兼ねる場合も、Bernanke 議長のように双方の視野を持てる人と、「右脳の話は左脳は聞かない。左脳の話は右脳は聞かない」といった人もいるはずであり、その点でも難しい面がある。

翁氏:

・神津さんが指摘された前半の問題を考えると、金融市場の分析機能を持つ中央銀行が金融監督の機能も有した方が良いという議論になる。

神津氏:

・ただ、今回の金融危機直後に、Bernanke 議長が個別金融機関の救済を巡って議会で攻撃されたことを思うと、中央銀行が金融監督を行うことには如何なものかという面もある。むしろ、当時は、金融政策と金融監督が分離されている中央銀行は、むしろ「ああ良かった」と思ったのではないかと。これから蓄積されるかもしれない新たな金融不均衡に対して、中央銀行がどう対応しうかが新たな課題となる。

加藤氏:

・市場から見ると、監督当局は厳しく引き締めている一方、中央銀行はリスクテイクを勧めており、いったいどっちなのかということに

なる。例えば FRB についても、Stein 理事が本年 2 月にクレジットブームのリスクを指摘した後、Bernanke 議長などは、FRB にマクロ・プルーデンスのツールが備わっており、リスクをきちんとチェックするので大丈夫と言っていた。中央銀行が何を狙っているのかわからない故に、内田さんが指摘されたように、逆に金融緩和をなかなか止められないのかもしれない。

大島氏:

・Bernanke 議長の 6 月 FOMC 後のメッセージと、その後の金融市場の反応を踏まえると、FRB が永遠に金融緩和を続けるという幻想はもはや消滅したと思うし、それは長期的には良いことであろう。ただ、FRB が「正常化」を進めていく中で、金利リスクの観点あるいは規制強化に伴う資本コストの上昇によって、民間ポートフォリオの規模は小さくなっていく。その中では、銀行も長い時間をかけて、絶対額でバランスシートの規模を縮小していくであろう。これらのスピードと、それを中央銀行が自身のバランスシートで一旦吸収することのバランスが適切に維持されるのか、それとも先に議論があったように、政治的な考慮から中央銀行が exit を急ぐあまり、結果的に金融システムにショックを与えるのかという問題がある。この点には、次の FRB 議長にどのような指向の方が就任するかも大きな影響を持ちうる。今回の金利上昇を経験した市場は、これから難しい時期に入っていくという感覚を共有している。

2. 日本の「量的・質的金融緩和」の実績評価とその課題

井上<オーガナイザー>:

・「量的・質的金融緩和」は日銀のバランスシートを見る限り着実に遂行され、景気も回復経路を辿っているという意味で、殊更に日銀の金融政策を考える必要はないという考え方もあろう。ただ、政策が達成した効果に判然としない面があるし、マクロの需給ギャップであれ、インフレ期待であれ、どこまで達成するのが中央銀行の仕事かという論点—これは日本には限らない—は、今後の政策運営にとって重要であると感じる。

・「量的・質的金融緩和」の主眼であったインフレ期待の醸成に関しては、各種の指標が主体による区々な反応を示唆し、同様の傾向は金融市場の各セグメントにも当てはまる。同時に、物価上昇のポジティブな面とネガティブな面がそれぞれに意識されているように感じる。この間、政策効果の波及経路として意識されたポートフォリオ・リバランスについては、少なくともこれまでは、国内外とも心強い証拠を見出すことが難しい。その一方で、対外資本フローが活発化しなくても、これまでのように相応の円安が維持されたことが企業収益などを通じて国内経済を活性化していることは事実である。

・技術的には、急増する当座預金をどの主体が引き受けるかが興味深く、資料には当初の実績を示したが、今後もフォローしたい。資金供給手段としては、もちろん国債買入れが主力であるが、それ以外にどの手段が活用しうるかといった論点もあろう。絶対量としての貢献は少ないとしても、貸出支援基金が先にみたポートフォリオ・リバランスとの関係で、あるいは既に顕著な増加を示してい

る邦銀の海外貸付にどのような効果を持つのかも見てゆきたい。

・国債市場のボラティリティはかなり低下し、イールドカーブの上方シフトも一時に比べてペースがかなり下がっている。先にみたように、米欧の長期金利の上昇に照らすと、むしろこうした状況が生じているのはなぜなのかといった点もぜひご議論いただきたい。

竹端<事務局>:

・3 月末から 6 月末にかけての日銀保有国債の対市場シェアの変化を種類別にみると、5 年債及び 40 年債の増加が相対的に高く、各々 3.6%ポイントと 3.3%ポイント上昇した。残存年数別のシェアをみると、残存年数 4~5 年、5~6 年、9~10 年の増加が顕著で、各々 7.0%ポイント、6.3%ポイント、8.9%ポイント増加した。一方、残存年数 1~2 年、2~3 年のゾーンはそれぞれ 1.8%ポイントと、1.0%ポイント低下した。なお、日銀保有国債全体の対市場シェアは 6 月末時点で約 15%で、平均残存年数は約 4.5 年であった。

1) 長期金利に対する影響

細野氏:

・買入れ額が少ない残存年数 1 年以下ゾーンで日銀保有分のシェアが上昇している理由は何か。

竹端<事務局>:

・1 年以下でシェアが増加した理由としては、3 月末時点で残存年数 1~2 年だった国債の一部が、6 月末時点で残存 1 年以下のゾーンに移動したことが大きいのではないかと。

北村氏:

・物価連動債の市場規模は小さいため、日銀による買入れが価格に大きく影響するはずである。結果的に、日銀自身が BEI を事実上コントロールしている面もあるのではないかと。

内田氏:

・現在流通している物価連動債は、CPI 上昇率がマイナスになると元本が 100 円を割るタイプであり、投資家から敬遠されている。このため、財務省の買入消却と日銀の買いオペで市場が支えられている面がある。

江川氏:

・参考資料にあるように、「量的・質的金融緩和」導入直後には国債市場が荒れたが、最近では落ち着きを見せている。この流れをどう理解すればよいか。

内田氏:

・白川総裁の時代は、デフレが続く限りゼロ金利政策を継続するという「時間軸政策」を実施するだけでなく、残存年数 3 年以下の国債を大量に買入れていたため、中短期ゾーンの金利がフラット化する状態が続いていた。これに対し、黒田体制の発足直後には、長期ゾーンの買入れを増額する一方、中短期ゾーンの買入れを減少させるとの観測が広まった。こうした中で、金融機関が金利リスクの削減に動き、中短期ゾーンの国債を売却したことが大きなインパ

クトを持った。市場が日銀の国債買入れ規模や買入れ対象年限を重視すれば金利は低下するはずであったと理解している。

・6 月以降に長期金利が安定している理由は、第一に金融機関のリスク削減が一巡したこと、第二に、日銀が国債買入れ方針を変更し、中期ゾーンの買入れ増額を決定したこと、第三に、当初は「長期金利の上昇は自然」と発言していた黒田総裁が、長期金利の上昇を容認しないというスタンスを明確にし、金利上昇が見込まれる際には機動的に対応する方針を打ち出したこと、などが挙げられる。

・「量的・質的金融緩和」の効果に関しては、6 月の CPI 上昇率が上昇する見込みであることや株高と円安が進行したことを踏まえると、当初想定されていた 3 つの効果—長期金利の引下げ、ポートフォリオ・リバランス、インフレ期待の変化—のうち、ポートフォリオ・リバランス以外はある程度実現しているともいえる。一方、副作用も徐々に現れている。まず、国債市場の流動性は顕著に低下した。あくまで実感ベースだが、市場で価格インパクトを与えずに取引可能な金額はこれまでの 3 分の 1~5 分の 1 になったと感じる。加えて、市場が将来の金融政策運営に不透明性を感じている。つまり、日銀保有国債の規模は、2 年後には市場シェアで 25%、対 GDP 比率で 60%強になる。このような極端な政策が将来に亘って継続されるか、2%のインフレ目標が達成されなかった場合日銀が追加的なオペレーションを迫られるのではないかと、といった点である。

須田氏:

・国債市場の流動性が 3 分の 1 程度に低下したと言われたことは、具体的にはどういう状況を指しているのか。

内田氏:

・あくまでも実感であり、定量的な分析を行った訳ではないが、例えば、「量的・質的金融緩和」の導入前は、500 億円の取引でも通常の offer-bid に大きな影響を与えずに取引が成立したが、今はそうした状況を確保するためには、100~200 億円程度しか取引できないということだと理解して頂きたい。

加藤氏:

・都銀による昨年の長期国債の平均月間売買高は 30 兆円程度であったのに対し、今年の 6 月は 3.5 兆円まで減少したと聞いている。

井上<オーガナイザー>:

・今後、金利が不安定化する場合として、どのような原因を想定しておくべきだろうか。

内田氏:

・まず、CPI 上昇率が明確に加速し、市場参加者による予想以上に金融政策の「正常化」が早くなるケースが考えられる。この場合、FRB や ECB、BOE と異なり、日銀は金利に関する時間軸を明確にしていない分だけ、市場が不安定化する可能性は高い。同時に、日銀保有国債の規模を考えると、ある程度 fiscal dominance が進むであろう。そこから exit に向かう場合は、金融システムへの影響を考慮せざるを得ず、対応が後手に回る可能性もある。

井上くオーガナイザー:

・日米の長期金利の相関が高かった時期もあったが、最近では、米国の長期金利が上昇傾向にある中で、日本の長期金利は安定を保っている。この違いの背景をどう理解すべきだろうか。

大島氏:

・この点については、いくつかの要因を指摘できる。第一に、日本は市場参加者が限られているため、利回りをある程度コントロールできる。仮に、国内投資家のシェアが 40~50%程度であったら、状況は全く違ったと思う。第二に、日銀による市場との対話は FRB に比べてむしろ丁寧であり、それがうまく機能している。第三に、米国債は MBS の影響を強く受けるが、日本の場合はそれが無い。第四に、Bernanke 議長は発言の意図が不明瞭で市場参加者の疑心暗鬼を招く場合があるが、黒田総裁のメッセージはクリアであるように見える。

須田氏:

・いわゆる「レベル効果」等の技術的な要因もあって、CPI 上昇率は足許のゼロ近辺から 0.5%程度まで容易に達するであろう。その場合、これまで物価上昇に懐疑的であった債券市場の関係者やエコノミストの間でもインフレ期待が高まる可能性があり、これが結果として長期金利にどう影響するかが注目される。

大島氏:

・金融機関による大規模かつ急激なポジション調整は一巡したので、その面での影響は限定的だと思うが、イールドカーブ全体に対する影響は多少残るかもしれない。

加藤氏:

・しばしば「STP (Straight Through Processing) 化」と揶揄されるように、現在の国債市場では、新発債が短期間のうちに日銀に売却され、市場取引が激減している。一方で、インフレ期待もあまり高まっていない。つまり、長期金利の安定はこうした下で実現している均衡であり、インフレ期待が上昇した時も現在のレンジに収まるとは考えにくい。極端なケースとして、市場が急激に不安定化する可能性も否定できない。

内田氏:

・昨年は、白川総裁の下で中期ゾーンの利回りが極めて安定していたため、銀行はこのゾーンの国債をポートフォリオの軸として位置づけた。このことが同ゾーンの市場取引の活発化にも寄与した。

根本氏:

・地域金融機関の方々と金利見直しについて議論する機会があったが、インフレ期待が極めて低いという印象を受けた。実際、5 月以降も、郵貯や系統金融機関に加えて地域金融機関も超長期債をネットで買い超している。国債保有を減らさない背景には、ボラティリティが高まり VaR が上昇しても、国債保有に資本配賦を増やす余力がある点が挙げられる。もちろん、それが可能なのは貸出需要が少なく、ポートフォリオ・リバランスが進まないからである。マク

ロ的にみると貸出が若干伸びているように見えるが、住宅ローンの駆込や自治体の需資によるものであり、企業の資金需要が安定的に回復しているとは思えない。

2) 政策目的と達成度合い**北村氏:**

・「量的・質的金融緩和」をどう評価すべきかを改めて考えたい。私は、金融緩和自体を目的にすべきでなく、金融緩和によるコストを最小化しつつ経済を正常な状態に着地させることが究極の目的であると思う。このため、最終的にどの状態に着地するのか、今はその方向に向かっているかといった観点から「量的・質的金融緩和」を評価すべきであり、金融市場や貸出の短期的な動向に目を奪われるのは適切ではない。また、日銀は exit に関する議論を意図的に避けているように見えるが、これでは最終的な着地点がわからなくなるので、政策の評価ができない。

福田氏:

・北村さんの指摘は理解できるが、今の時点で exit の議論を明示的に始めると、円安と株高を牽引してきた外人投資家の失望を誘って株価と円相場が反転し、好転し始めていた人々のマインドを元に戻すリスクがあるのではないかと。

北村氏:

・景気が回復し、ある程度物価が上昇すれば十分という考え方もありうと思う。ただ、その場合は金融緩和を止めるタイミングを決められず、ずるずる続けてしまうことが懸念される。結果的には、米欧が exit に向かう中で、日本だけ取り残されることにならないか。

内田氏:

・日銀は、市場参加者との懇談会の場では、本日の参考資料にあるような図を用いて波及経路を説明している。おそらく今後は、展望レポートの見直しや中間評価の際に、実際の政策効果をこうした波及経路に即して評価し、必要に応じて追加の政策対応を行うことになるのではないかと。

須田氏:

・過去の展望レポートでも今年度中にデフレから脱却する見通しを示していたことを考えると、足許の物価上昇が過去の政策の効果によるのか、「量的・質的金融緩和」によるのかを、厳密に切り分けて評価することは難しい。また、現在の日銀は向こう 2 年間の政策だけを示しているため、時間が経つにつれ、市場はその先の対応を示すよう求めてくる。インフレ目標の達成期限まで残り 1 年半、あるいは 1 年となった時点で、目標の達成度合いやその先の政策を市場にどう伝えるかは非常に難しい問題である。

翁氏:

・「時間軸」が極端に短縮化され、かつ長期金利の今後のパスが見えにくくなっていることが、日銀による今後の政策対応をより難しくしているように感じる。その上で、円安と株高を牽引してきた外人投資家が、日本経済に対する見方をどう変化させ、どう行動するかが、

今後の大きな鍵となるように思う。

福田氏:

・私は、本日の参考資料に整理された波及メカニズムはまだ何も働いていないと考える。国内のインフレ期待が高まった結果として株高と円安が生じたのではなく、外人投資家の「これまで変わらなかった日本が、今度こそ変わるのではないか」という期待だけで生じたものであり、その影響で国内の状況が徐々に改善しているというのが現状であると理解している。

3) 財政健全化との関係

北村氏:

・ユーロ圏諸国や英国でも、財政健全化のために消費税を大幅に上げているが、「消費が減る」とか「景気に悪影響が出る」といった議論が力を持つことはなかったと思う。一方、国内では景気後退を懸念するあまり消費税増税を先延ばしすべきとの声が大きくなっている点を懸念している。仮に、先延ばしとなった場合、日本は財政再建ができない国であると理解され、外人投資家に見捨てられまいだろうか。

井上<オーガナイザー>:

・ユーロ圏諸国の場合は、長期金利が急騰し实体经济にもネガティブな影響が出るなど、少なくとも最終的には、政治が市場からのプレッシャーに押される形で増税を判断した面があるのではないかと。

北村氏:

・その通りだと思う。しかし、最終的には、同じことが日本でも起きる可能性はゼロではないだろう。

神津氏:

・安倍総理が最終的にどう決断するかわからないが、総理周辺で消費税増税の先送りを求める声が高まっていることは事実だと思う。一方、財政赤字は経済成長率に関係なく社会保障の分野で毎年ほぼ 1 兆円ずつ拡大しているため、本来であれば歳入・歳出構造を見直す必要があるはずであるのに、その作業は進んでいないように見える。ガバナンスが効かない中で消費税増税の延期が決定されると、海外投資家のみならず国内投資家も財政への信認を維持し続けられるだろうか。

内田氏:

・消費税増税の先送りは国債市場にとって最大の売り要因に近いというのが市場参加者の共通認識だと思う。ただ、今回に限って言えば、日銀が相当量の国債を買入れているだけに、具体的な悪影響がどの程度なのかは不透明な面もある。

神津氏:

・2%のインフレが実現しない場合、政治家は、内田さんが言われた「市場の声」を、日銀に国債買入れの追加を迫る口実として使う可能性が高い。しかし、これは国債市場のある種のバブルを膨張させるだけで、どこかで維持できなくなると思う。

内田氏:

・財政再建を国際公約とする以上、景気が後退すると金融政策に頼らざるを得なくなり、日銀は追加対応を余儀なくされる。さらに、国債買入れだけでは効果が薄いと判断され、ETFの買入れに軸足が移るリスクもゼロではない。また、今の政治状況から判断する限り、exit は財政再建が先で、金融政策は後になるため、fiscal dominance が相当進むであろう。市場は、これが格付会社の判断や日本国債への信認にどう影響するかを懸念している。

須田氏:

・国債市場の流動性が低下する中で、仮に消費税増税を止めると、国内投資家にも国債の売却に動く向きが出るのではないかと。その場合、日銀が新規発行国債の7割を買入れるといっても、それだけで金利の上昇を抑えることができるだろうか。

内田氏:

・この点に関しては、日本の特殊事情を考慮する必要がある。第一に、銀行は仮に国債を売却しても、代替りの投資先を見つけにくい。第二に、欧州の問題国と異なり日本は経常黒字国であり、海外の資金に頼る必要がない。第三に、発行残高の9割を国内投資家が占めており、財務省・日銀との対話を通じて市場安定化に向けた市場参加者の意識が高い。これらを踏まえると、信認のよほど大きな悪化と投機的な動きが重ならない限り、銀行がストックの意味で売却に動く事態は考えにくい。

福田氏:

・確かに、貸出が伸びず預金が増加している状況では、海外向けの貸出を伸ばさせる大手行を別として、多くの銀行にとって国債以外の資産を買入れるという選択肢は難しいのではないかと。

須田氏:

・しかし、4月に黒田総裁が就任した直後には、大手行の中にも国債を売却した先があったと言われている。

根本氏:

・投資家が預金をリスク資産に振り向けるよう促したり、内需を生み出すための成長戦略や大胆な規制緩和を進めたりすると同時に、金融機関自身にリスクテイクを促すことを考える必要がある。例えば、国内ではメザンローンの貸し手がいないため、海外で調達している企業がある。こうした例を聞かずに、多少リスクが高くても適切なリスクプレミアムを課して貸す習慣が根付く必要があるように感じる。

4) インフレ目標の展望

細野氏:

・市場が、「2%のインフレ率」と「2年以内での目標達成」のどちらを重視しているかが重要ではないかと。2年後に2%のインフレ目標を達成できないことが見えてきた場合、「2年間」が終了したので exit に向かうと予想するのか、それとも、2%を達成するまで「量的・質的金融緩和」が続くと予想するのか。どちらに立つかによって、「量

的・質的金融緩和」の評価も変わってくる。

福田氏:

・中央銀行の公約は重いものであり、2年で2%のインフレ率が実際に達成できなければ、日本は変われると期待して買っていた外人投資家が大きく失望し、市場は厳しい状況に陥ると思う。

加藤氏:

・2年で2%のインフレを実現するにはマクロの需給ギャップを縮めるだけでは不十分であり、人々の期待を抜本的に変えることが不可欠である。この点を日銀がよく認識しているからこそ、インフレ目標の達成に強くコミットする姿勢を維持しているのだろう。

北村氏:

・政治家がデフレ脱却を重視しているとしても、どこまで厳密に2%という数値に拘るのだろうか。例えば、1%や1.5%のインフレ率で許容される可能性もあるのではないかな。

須田氏:

・北村さんが言われた議論は、あくまでも日銀の外側でなされるべきであり、インフレ目標を掲げた日銀自身が2%以下を許容する姿勢を早々に示すことはあってはならないと思う。

神津氏:

・一言で「政治家」と言っても、官邸、与党、国会のいずれを指しているかによって全く見方は異なる。日銀が「量的・質的金融緩和」を導入した経緯に、官邸が少なからず影響したとみられることを踏まえると、この問題も官邸がどう考えるかが重要ではないか。来年度のGDP成長率予想の作業が行われる今年の終わり頃には、2015年3月時点のCPI上昇率についても、今よりはある程度正確に見通すことができるようになる。その時点で、もしインフレ目標の達成が難しいことが見えた場合、日銀の追加対応を迫る声が出てくるのは明らかだと思う。日銀からみても、インフレ目標を自ら掲げただけに、追加対応を採ることが唯一の選択肢となろう。

北村氏:

・FRBがexitに向かうと日本が取り残されるが、こうした文脈で、日銀に対する政治的要請が弱まるとは考えられないか。

神津氏:

・財政再建による下押しがあっても2%成長する実力を持った米国と、財政のサポートがなければ1%も成長できず、デフレからも脱却できない日本を同列に議論することにはならないのではないかな。一方、私は、インフレ目標が厳密に達成されなくても、為替や株式への影響がそれほど深刻になるとは考えていない。円高修正は、日銀が「量的・質的金融緩和」を導入する前の昨年11月から始まり、背景として日本の恒常的な貿易赤字や米国の「シェールガス革命」といったファンダメンタルズがあった。また、現在の為替レートを年度末まで維持できれば、今後の企業収益増加が現在の株価をendorseできる。

福田氏:

・外人投資家の日本に対する見方が180度変わったことは事実だと思うが、期待は移ろいやすい。このことの重要さをどう評価するかで為替や株式への影響に対する見方が変わってくると思う。

神津氏:

・福田さんが言われたように、外人投資家の見方を重視するのであれば、より重要なのは「第3の矢」ではないか。

福田氏:

・全く同感である。2%のインフレ目標を達成する上では「第3の矢」が不可欠であり、それが不十分に終わった場合のインパクトも大きい。

加藤氏:

・インフレ率が1~2%まで上昇すれば、政治家は、追加緩和を求めいかもしれないが、国債買入れを減らすといったexitへ向かうことは容認しないのではないかな。

翁氏:

・2%のインフレ目標を達成できないことも大きなリスクであるが、達成しても長期金利がそれ以上に上昇するリスクもあり、政策の成功は非常にnarrow pathである。

井上<オーガナイザー>:

・内田さんが指摘されたように財政再建が優先され、金融政策の正常化は後になる可能性が高いのだろうか。

内田氏:

・米国と日本に共通して言えることだが、市場への影響を考慮する場合、財政再建が進んで新規財源債が減少した後でないと、巨額の量的緩和からのexitは現実的に困難だと思う。

細野氏:

・そうであれば、財政状況の悪い日本はより厳しい。

内田氏:

・その通りである。以前も申し上げたかもしれないが、日本は国債金利を事実上ペッグする政策を採る以外ないと思う。

須田氏:

・米国の"accord"に先立つ局面では、大統領と財務省はFRBによる国債金利ペッグを中止することに抵抗した。財政再建が進まない限りexitが不可能であることは正しいが、この例からわかるように、財政再建が進んでもexitが難しい可能性もある。

神津氏:

・2%のインフレ目標が達成されず金融政策に対する信認が損なわれそうになった場合、参考資料にある波及経路のどこをどう変えれば、2%のインフレが実現できるだろうか。

福田氏:

・私は2%のインフレ率を達成するだけでは不十分で、「リフレ派」

が主張するように日本経済がさらに良くなる限り、金融政策への信認は回復しないと見ている。この意味でよりハードルは高い。

北村氏:

・そこまで日本経済が良くなると信じて日本に投資をする者は本当にいるだろうか。日本株を買っている投資家の大半は、短期的な利益を狙っているのではないか。

大島氏:

・海外のヘッジファンドは昨年 10 月頃から日本株を買入れ、既に今年の 4 月頃には利益を確定させていたように思う。現在は、参議院選挙が終わり、先進国で最も安定的な政権ができた日本が次に何を打ち出すか見定めているのではないか。

翁氏:

・FED が「QE3」の tapering を進める中で、市場参加者のマインドが「risk off」に切り替わることも、日本にとってリスク要因である。

大島氏:

・その通りであり、現在の最も大きなリスク要因は中国だろう。逆に、このリスクがある程度克服されれば、極端な円高へ振れるリスクも減退し、株式市場にも新たな資金が入りやすくなる。

福田氏:

・これ以上株価が上がるとか円安になる必要はないとしても、それらがアベノミクス以前の水準に戻った場合は、政策が失敗したと評価されるであろう。市場の現状を維持しつつ、いかに景気回復と物価上昇を実現できるかどうかの評価の分かれ目である。

渡部氏:

・物価上昇に応じて賃金も上昇するかどうか難しい問題である。賃金は一般に「下方硬直性」が強いとされるが、知人の分析によれば、日本の場合は「上方硬直性」が強いとのことである。

根本氏:

・ある経営者は、法人税の負担よりも「企業内失業」が多いことを懸念していた。

翁氏:

・雇用の規制改革が重要であることは間違いない。雇用の流動化を進めない限り、賃金上昇も見込みにくいのではないか。

神津氏:

・製造業の場合、これまでと同じ仕事を国内で維持することは不可能だと感じている。グローバル化が進み、バリューチェーンの中で国内にとどまりうる部分が相当変化した結果、非常に大きな影響が労働市場に及んだ。企業でトレーニングを積み、Job-specific なスペシャリストになった人々を、今の経営環境に合わせてシフト替えることは難しいといったケースも多いと思われる。

須田氏:

・日本で賃金が上昇しにくいのは、雇用をより大切にする考えが強

いためであろう。加えて、日本企業の海外進出が進んだことで、多くの国内労働者が海外の低賃金労働者との競争に晒されるようになったことも大きい。

神津氏:

・大学時代に「要素価格均等化」を学んだ当時は、机上の理論という印象を受けたが、労働資源において本当にそれが実現する時代になったことは改めて驚きである。

福田氏:

・仮に、リーマン・ショック後に賃金が下がらなかったとすれば、雇用調整助成金があっても、失業率は一層上昇したであろう。従って、賃金下落の全てが悪いとはいえないように思う。

須田氏:

・その通りである。国民が暗黙のうちに賃金より雇用を選んでいるという見方もできる。

渡部氏:

・足元での雇用には、非正規雇用の増加による影響が大きい。

福田氏:

・有効求人倍率が上昇しているが、これも非正規雇用における動きである。

神津氏:

・非正規雇用は言葉のイメージが良くないかもしれないが、フレキシブルな労働力であり、現在のように急速にサプライサイドを変える必要がある時には、企業にとってのメリットは無視できない。

北村氏:

・年金等の負担が不要という理由で、企業が非正規雇用を選択している面もある。本来、企業側には被用者の人生をサポートする責任があるのではないか。

神津氏:

・企業に全負担を押し付けると、経営自体が成立しなくなる。したがって、社会保障制度をどう改善するかという点と、雇用の面で企業に何を負わせるかという点は分けて議論する必要がある。

北村氏:

・多くの非正規労働者が国民年金の保険料すら払えないことを考えると、少なくとも雇用している間は、企業は厚生年金等の一定の社会保障負担を負うべきではないか。

神津氏:

・その点は同感である。

福田氏:

・日本の社会保障費の大部分は高齢者のために使われる。一方、若者の社会保障は企業が事実上担っていた訳であるが、こうした分担は維持可能ではない。

神津氏:

・真の意味での労働市場改革とは、単に非正規雇用を正規雇用に変えることではなく、非正規雇用でも維持可能になる雇用システムを目指すことではないだろうか。

3. 終わりに**井上<オーガナイザー>:**

・本日は、「量的・質的金融緩和」を巡る内外の政策環境について、長時間に亘り、また多様な論点を取上げていただいたことに感謝申し上げます。秋には久しぶりに「公開版」の会合も企画したいと考えているので、ご協力をお願いしたい。
