

議 題

財政健全化の下での中央銀行の政策

開催日時

2013 年 10 月 24 日 <15 時 55 分～17 時 30 分>

出席者

高田 創（みずほ総合研究所 常務執行役員）
 翁 百合（日本総合研究所 理事）
 北村行伸（一橋大学経済研究所 教授）
 徳島勝幸（ニッセイ基礎研究所 上席研究員）
 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）
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究所 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<モデレーター>）

主要論点

1. 金融面からみた「量的・質的金融緩和」の評価
2. 財政健全化の下での「量的・質的金融緩和」の運営

3. 自由討議

出席者による発言要旨

1. 金融面からみた「量的・質的金融緩和」の評価

井上<モデレーター>:

・このセッションでは、浅川さんによる基調講演のメッセージを踏まえながら、財政政策と金融政策の関係について考えたい。その際には、伝統的なポリシーミックスの議論だけではなく、中央銀行が国債を主たる資金供給手段として用いていることの意味合いや、金融システムの安定の維持の関係といった新たな視点も含めながら、日本の実態に即した議論をしたい。

高田氏:

・中央銀行がベースマネーを増加させると信用乗数を通じて貸出が増加する、というのが金融政策の波及経路に関する伝統的な理解であった。しかし、1990 年代以降の我が国では、企業がバランスシート調整を進めたため、日銀がベースマネーを増加させても貸出が増加しなくなった訳である。伝統的な波及経路に代わって日銀が供給した資金が向かったのは、第一に為替市場に流れて自国通貨安をもたらすルートであり、第二に金融機関による国債投資に向かうルートである。

・本年 4 月に導入された「量的・質的金融緩和」は、ベースマネーを 2 倍にすることを目指しており、貸出も 2 倍に増加すれば望ましいのであるが、現実にはそうになっておらず、金融機関の方々もここ半年で貸出が顕著に増加したという実感は持っておられない。結局、供給された資金は先に述べた自国通貨安と国債投資という 2 つのルートに向かった訳であり、これらが残された波及経路である以上、金融政策は為替政策や財政政策と一体化化したと言えることでもできる。もちろん、これらは禁じ手とされてきただけに、仮に実態がそう

であったとしても、中央銀行は公式には為替政策や財政ファイナンスではないと説明せざるを得ない。

・かつての金融政策は短期金利を操作することで長期ゾーンも含め多様な金利に影響を与えようとするものであったが、現在は中期の金利に直接働きかけるものに変質している。これは、金融市場のボラティリティを低く抑えようとするものであると同時に、中央銀行による市場への関与を非常に強めていることでもある。同じような状況は、1940 年代のアメリカのペッキング政策でも見られたが、バランスシート調整の最終段階においてはある種不可避なことであり、日本は既にその段階に入っていると言えるのかもしれない。それは今日的には“Financial Repression(金融抑圧)”として説明されることも多い。現在は、資産価格が上昇する中でも国債金利が安定する、いわば“Goldilocks”と呼べる状況になっているが、これを安定的に維持しながら現在の金融緩和から exit できるかどうか、今後の課題となる。

徳島氏:

・生命保険会社に関しては、6 月末時点の決算情報から判断する限り、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果は確認できないというのが実態である。国債については、「量的・質的金融緩和」の導入直後の 1 ヶ月は超長期債の購入ペースが鈍っているが、その後は基本的に買い進めているとみられる。一方、株式は、大手 4 社では時価ベースの保有残高は増加しているが、TOPIX の上昇率ほど増えておらず、ネットで売却したことが窺われる。海外投資も為替ヘッジ付が中心で、積極的にリスクを取る動きは見られない。そもそも、保険会社の投資スタンスはリスク回避的であるし、今後も強化方向にあるソルベンシー・マージン規制も課されているだけに、

ポートフォリオ・リバランスを期待するのは、右から「リスクを取れ」と言いながら、左から「リスクを取るな」と言うようなもので、相当な無理がある印象を受ける。

・保険会社では、殆どの国債を「満期保有債券」か「責任準備金対応債券」という区分で保有しているため、時価評価による影響が貸借対照表と損益計算書のどちらにも表れない点も、国債投資を愛好する要因になっている。それでも、10年物金利が0.6%台に入り、20年物金利も負債のコストに見合わない水準まで低下する中では、保険会社も、何に投資すべきかという問題に直面するはずである。そうした状況になってきた下期は、外債投資を真剣に検討するなど、ポートフォリオ・リバランス効果が徐々に出てくるのではないかと。

・昨年度後半からの株高円安の恩恵を受けて、今年度上期の年金運用のパフォーマンスは極めて良好である。ただ、基本ポートフォリオを策定して各資産クラスの配分比率を定め、時価の変化に合わせてリバランスさせるのが一般的であるため、株価が上昇する中で株式を売却する方向に向かう。一方、GPIFについては、6月中旬に基本ポートフォリオを見直したが、上昇する株価に追従してリバランスのための売却を抑制した面が強く、積極的に株式を買い増す訳ではないと理解している。

・ただ、成長戦略に盛り込まれている通り、GPIFを含む公的・準公的年金等については、来年度にかけてポートフォリオの全面的な見直しが行われるため、その中でインフラ投資やプライベート・エクイティも含むリスクを取る動きに傾くことが考えられる。被用者年金一元化の要請の中で、国家公務員共済や地方公務員共済等の積立金運用もGPIFと相似形にするよう求められているだけに、GPIFの運用方針が見直された場合のインパクトは大きい。リーマン・ショック以降、年金基金はダウンサイドリスクを抑える方向に傾いていたが、銀行や生命保険のように自己資本やリスクテイクに関する規制が顕著に強化されている訳ではないだけに、金融市場の流れを踏まえて積極的にリスクを取る基金が出てくる可能性もあろう。

根本氏:

・「量的・質的金融緩和」が民間銀行に与えた影響は、第一に貸出姿勢が若干ではあるが積極化したこと、第二に国債保有に抑制的になったこと、第三に預貸金利鞘や有価証券利回りが低下して収益環境が非常に厳しくなったこと、と整理できる。この間、借り手である企業は、3月時点と比較して多くの業種で業績が改善した。しかし、国内市場の成熟化や少子高齢化が進む中、国内で設備投資を積極化するというより、海外で投資を行っている先が多い。また、東日本大震災以降、企業は損益分析点を下げる努力を継続していたこともあり、業績改善を踏まえると賃上げができない訳ではないが、現時点では所定内給与を上げるには至っていない。

・銀行貸出の残高は前年比で2%程度増加している。昨年度も貸出が増加したが、その際は社債市場が縮小する中での代替手段としての側面が強かった。しかし、今年度は社債発行残高も増加しており、資金需要が全体として回復基調にあることが示唆される。も

ろろん、業種によるバラツキはあるし、M&A資金等の特殊要因が押し上げている点に注意が必要であるが、これまでマイナスであった小売や輸送機械向けの貸出が増えるなど、前向きな動きには裾野が広がっていることも事実である。なお、日銀の成長基盤オペに関わる貸出も、規模は大きくなく、全体をけん引するものではないが徐々に増えており、海外進出支援や医療福祉など、ある程度は成長分野に貢献している面がある。この間、中小企業向けの貸出が伸び悩んでいることには、資金需要自体が少ないという事情だけでなく、銀行の営業体制が十分でないことも影響しているかもしれない。銀行は過去に合理化を進めた結果、適切なリソース配分が出来ていない可能性があるほか、コンプライアンスに係る手続きも相当の負担になっているようだ。実際、支店の現場は大変忙しく、新規開拓には手が回らないという話を聞く。

・第1四半期中にメガバンクの国債保有残高が20兆円以上減少するなど、銀行の国債保有には大きな動きがあった。ただ、この減少ペースが今後も維持される可能性は低く、これから発表される9月末時点の保有残高は6月末とそれほど大きくは変わらないと見ている。特に、地域金融機関については、貸出需要が引続き弱いだけに、国債を中心とした運用スタンスに大きな変化はないのではないかと。

・銀行の預貸金利鞘は、短期金利が上昇した2006~7年も含めて一貫して低下しており、今年に入っても変わっていない。大手行の中には、2012年度の国内の総資金利鞘がゼロだった先もみられるが、これは国内の運用業務が利益を生まず、手数料収入や海外業務で補っていたことを意味する。大手行は海外業務等で補うことが可能だが、資金利益に依存する地域金融機関にとって現在の金利環境は相当厳しい。

・先のパネルで、米国では低金利が常態化するとハイイールド債に資金が流入してバブルを起こすとの議論もあったが、日本ではそうしたリスクは考えられない。日本ではダブルB格の企業が国内社債を発行することは稀である。これは、バブルを防止している一方、多様な企業による資金調達を閉ざしている問題もあるように思う。また、低金利の常態化による副作用としては、経済の非効率化を招くという問題もある。日本でも、クレジット市場にある程度当てはまる面があるほか、利益の上がらない企業が退出しないという問題にも繋がっている。地方には随分古い企業で過大な負債を抱えながら新規事業も退出もしない先がみられるが、そうした存在が新たな事業を制約している面もあるように思う。

・日本でも一部の銀行はファンドを通じたエクイティ投資を行っており、政府も後押しするための巨額のファンドを組成するなど、リスクマネーの供給手段を多様化させる動きが見られる。しかし、元本保証が要求される預金をあずかる銀行にとってエクイティ投資には限界があり、ミドルリスクの分野で銀行本来の役割であるデット性の資金供給をどう増やすかが重要である。また、銀行に更なる貸出増加を迫る向きもあるが、高度成長期とは異なり資金需要自体が

強いわけではないため、闇雲に量だけを追求することは好ましくない。

2. 財政健全化の下での「量的・質的金融緩和」の運営

北村氏:

・伝統的な経済政策論によれば、独立した政策目的とその数に見合った政策手段が与えられた場合、最適な政策手段の組合せによって政策目的は達成されるとされている。ところが、先に井上さんが問題提起したように、最近の金融政策と財政政策の関係はこの理論とかけ離れており、財政当局が国債を大量に発行し、間接的ではあるが中央銀行がそれらを購入し、かつ長期金利を低く抑えることで調達コストを低く抑えるという、いわば“Financial Repression”の側面が強くなっている。つまり、金利を低く抑えることで経済を活性化させ、結果としてある程度のインフレが起これば望ましいという考え方で政策を運営している。

・今年の 1 月に発表された政府と日銀の「共同声明」をみて、私は両者の距離があまりにも近くなったと感じており、サッカーでいえば、ペナルティエリアの中でパス回しをしているような印象を受ける。中央銀行と財政当局が各々規律を保ちながら政策を進めるのが理想であるが、両者の距離が近すぎると、例えば、財政当局は「中央銀行が国債を買い支えてくれる」と期待する結果、財政規律が緩むリスクが生ずる。もちろん、実際には日銀と財務省との緊張関係は維持されているし、財政状況についても増税余地があることを考えれば絶望的という訳ではないだけに、私自身はこの問題に対してそこまで悲観的ではない。ただ、消費税率を確実に 10%まで引上げた上で、社会保障費の増加分だけは税収で埋め合わせられるよう財政規律を保っていくことが必要である一方、その過程で財政規律が緩むリスクはゼロでないことも事実であろう。

・ウォルター・バジョット氏はその著書である『ロンバート街』の中で、金融危機に対する中央銀行のアクションとして、①健全だが流動性が足りなくなった金融機関をサポートすべき、②その際はペナルティとして懲罰的な金利を徴収すべき、③なるべく早く平時の状態に戻すべき、としている。しかし、今回の金融危機以降の政策論を見ていると、「危機が発生したら財政と金融を総動員すべき」というものが多く、バジョット氏の主張のうち②と③が忘れられているように思える。また、危機対応としての経済政策の目的は、そもそも経済を平時の状態に戻すことにあり、その際にはいわゆる出口の議論が欠かせないはずである。しかし、日銀の金融政策を巡る議論では、出口に関する部分が意図的に曖昧にされたまま進んでいる感があり、私はこの点を危惧している。

翁氏:

・リーマン・ショック直後には、「マクロプルーデンス」の目的としては、実体経済と乖離した信用の膨張やそれに起因する資産バブルの生成を如何に防止するかに主眼が置かれていた。しかし、まさにこのパネルの問題設定として指摘されたように、今後は、金融機関と中央銀行が大量の国債を保有する中で金融システムの安定を

どのように維持するかという観点が重要になってくるであろう。

・特に、日本の場合は銀行が国債を大量に保有しているため、長期金利が上昇した場合の影響に注視する必要がある。高田さんの著書である『国債暴落』の中では、2013 年 7 月時点のデータに基づき、国債の金利が 1%程度上昇した場合の損失を約 5 兆円と推計しているが、業務純益が 5 兆円程度見込めるほか、資本勘定も約 42 兆円あるので、これらで十分に吸収可能としている。ただし、地域銀行や信用金庫の場合は、資金需要の低下を映じて預貸率が低いだけでなく、収益構造を反映して保有国債の平均残存期間が長くなる傾向がある。金利上昇による収益への影響も、イールド・カーブの形状にも依存するが、因みに、本年春に公表された日銀の『金融システムレポート』では、国債の金利が平行に 1% 上昇した場合の金利リスク量について、地域銀行全体では Tier I 資本の約 40%、信用金庫では 30%強と推計している。この程度の金利上昇ではそう大きな影響にならないということかもしれないが、さらに大きな金利上昇が生じた場合の影響には注意が必要となる。

・長期金利にとっては、短期金利の予想パスとリスクプレミアムがどう変化するかが鍵となる。日銀は、2%のインフレ目標が達成された際には、それを安定的に維持するように政策を運営すると説明している。そこで、標準的なテーラー・ルールを考え方をうけると、インフレ目標が達成される場合は、短期金利の予想パスが 2% 以上に上昇することになる。一方、リスクプレミアムは国債市場の需給要因と長期金利のボラティリティに依存するが、日銀が国債購入を縮小し、出口に向かう中で不確実性を惹起し、ボラティリティが高まるリスクもある。「マクロプルーデンス」の観点からも、こうしたボラティリティの抑制が非常に重要になる。

・異次元の金融緩和政策の出口で、物価の安定と金融システムの安定をどう確保するかは非常に難しい問題である。インフレを抑制し物価安定を追求するのであれば、当然に金融政策を引き締める必要があるが、日銀が国債を即座に売却することは難しい。現実には国債購入の規模を抑制することから始めることとなろうが、それも長期金利の動向を注視しながら進めていかなければならない。政策金利の引き上げも、長期金利への影響を考えると非常に難しいかじ取りを迫られることになる。こう考えると、物価安定と金融システム安定の双方の観点から、財政健全化に対する信認が極めて重要になるし、それが得られれば、中央銀行も金融システム安定の必要性を説得しながらそのための政策を実践する道が開けてくるのではないか。

柳川氏:

・このセッションの問題意識は、財政政策と金融政策のポリシーミックスをどう考えるかにある。ただ、財政政策と金融政策が事実上一体化し、両者を切り離して議論することができなくなった以上、問題の所在は財政と金融で「どう役割分担するか」ではなく、「如何にして財政と金融の整合性をとるか」に移ったように思える。同時に、

「アベノミクス」では経済成長率を上げるということ至上命題であり、浅川さんが説明されたように財政健全化の大前提であるが、先程来の議論のように貸出の伸びが芳しくない中で本当に成長が回復できるのかという点がある。つまり、「アベノミクス」全体としては今のところ非常にうまく回っているが、当初の予想と異なり、消費と為替を起点として動いてきたことをどう考えるかという点である。

・これらを踏まえて次の点を指摘しておきたい。第一に、現在は期待という風船を思い切り膨らませつつ、いわば時間を買っている状況にあるだけに、「伸びしろ」がないことが懸念される。つまり、このまま出口を迎えられるようになれば良いが、その前に大きなショックがあった場合はどこまで対応できるかという問題である。海外経済からショックが生ずるリスクは、以前より小さいとしても残っている。そうした事態になった場合も、現在の延長でペースマネーを例えば「10 倍」にするとと言っても、期待を再び大きく持ち上げることは難しいのではないか。

・第二に、経済成長を高めることが課題である以上、実体経済にどう働きかけるかが重要である。浅川さんが最後に指摘された「悪い物価上昇にならないようにする」、あるいは「悪い金利上昇にならないようにする」ためには、財政健全化と実体経済の体質強化が必要となる。しかし、金融政策が後者の面で貢献しうる点、つまり貸出を通じた設備投資の増加が難しいのであれば、資本市場など貸出以外のルートも考えていく必要がある。あるいは、金融政策を狭い意味で考えるのではなく、金融システムの改善を通じて貸出を増やす方法も考えていくべきであろう。この点に関しては、既に議論があったように企業の参入と退出を活性化させることが大切であり、「アベノミクス」の中でも強調されているが、実際には金融緩和は退出を促す目的に対して逆効果となりやすい。これは銀行の貸出構造に起因する面もあるが、この点をもう少し考えないと本格的な貸出増加は期待できないのではないか。

・第三に、このセッションの基本的な問題意識でもあるが、期待をどうコントロールしていくかという課題である。この点に関する重要なポイントは、金融政策や財政政策の出口戦略をうまく見せながら、そこまで期待を維持していくことであろう。財政ファイナンスへの懸念や出口戦略の必要性は本日も既に議論されているし、学者も当然に重要であると指摘する。しかし、極端な立場に立てば、「財政ファイナンスはなぜ悪いのか」、「出口戦略は本当に必要か」という議論もあり得るし、市場も実はそう思っているかもしれない。実際、米国でも量的緩和の見直しが先送りされている訳である。市場との対話という観点からすると、中央銀行は、財政ファイナンスが出口戦略を考える上でどういう点が重要か、あるいはどういう条件では発動する必要があるかを、中長期的なものも含めて丁寧に説明しつつ、同時にコミットメントを上手く使いながら政策を運営していくことだと思う。

・金融政策で「期待のコントロール」や「コミュニケーション戦略」という場合、相手としては定義により市場参加者が想定されることが多

い。ただ、今回の「アベノミクス」が消費者の期待を動かしたことが起点になっていることを考えても、今後は市場関係者だけではなく消費者に対するコミュニケーションや期待のコントロールも求められる。もちろん、経験や知見を有する市場関係者とのコミュニケーションに比べて、未知の領域であるだけ難しい問題ではある。

3. 自由討議

井上くモデレーター:

・浅川さんも指摘されたが、企業は余剰資金をバランスシートに積み上げており、高田さんはこれを日本に限らずグローバルな現象であると指摘された。一方、根本さんからは貸出が増加に転じた、あるいは外債発行が増えているという指摘もあり、ミクロの動きとマクロの状況が乖離しているようにも思える。この点はどのように理解すべきだろうか。

高田氏:

・かつての金融危機の際には日本の銀行も資本制約に直面したが、今はそういう状況ではない。したがって、ペースマネーを倍にしても貸出が増加しない理由としては、企業側の制約が大きいと考えるべきである。企業はこの 20 年間一貫して de-leverage を進めてきた上に、リーマン・ショック以降は現預金を積み上げてきた。その背景には、成長期待が低かったとか資産デフレや円高が続きマインドが悪化したといった事情があった。そうであれば、企業の行動パターンを転換させることが鍵になるが、「自国通貨安」や「国債投資」を波及チャネルとする金融政策にも一定の効果がある。円高の修正によって企業マインドは好転し、ポートフォリオ・リバランスによってクレジット資産や株、不動産に資金が向かえば資産価格の上昇を通じて期待の好転に繋がるからである。過去 20 年で委縮した企業行動を「湿った薪」に例えると、現在の金融政策には「薪」を乾かす効果があり、ある閾値を超えた段階で「火が付く」すなわち、資金が貸出に回るのではないか。もっとも、「薪」を乾かすにも時間がかかるだろうし、金融政策だけでは限界がある。この点は、法人税率の引下げや投資に対するインセンティブの付与といった政策で後押しする必要がある。

徳島氏:

・企業が内部留保を取り崩し、銀行からの借入を必要とするほど設備投資に積極的になった場合には、マクロの資金循環や国債の消化構造にどのような影響を与えるかという問題も考えておきたい。現在、日本の資金余剰セクターは家計部門と非金融法人部門であるが、仮に非金融法人の余剰資金が設備投資などに向かう場合、銀行預金は大きく減少することになるのではないか。政府債務が引続き拡大する中で企業が預金の多くを取り崩した場合、それを原資の一部とする銀行が安定的に国債を消化する構造を維持できるかどうかという問題もある。

根本氏:

・米国の Debt Ceiling を巡る混乱は、確かに実体経済面ではマイナスも多いが、野党による規律が働いているという意味ではプラス

の評価をできる面もあるかもしれない。そうすると、欧州でも政府債務に関する上限が設けられている中で、日本だけに明示的なキャップがなく、かつ、国内投資家中心の国債の保有構造の下で、市場からの規律付けが働きにくい状況にある。そうした下で日銀が国債保有を増加させ、財政健全化も進まないというのであれば、大きなリスクを抱えているように思う。

・日本国債の格付は「AA-」であり、仮に、ここから 2~3 段階下がっても市場へのインパクトは大きくないとされる。ただし、国債の格付が下がることで、日本企業の格付も下がり、グローバル化している企業や銀行の資金調達コストを上昇させるだけに、国債市場自体へのインパクトが少ないとしても、民間セクターを含む実体経済への影響を考慮しつつ、どこまで財政規律を働かせられるかという視点も重要となろう。

北村氏:

・出口戦略は、金融政策だけではなく財政政策にとっても重要である。出口とは経済が正常な状態に戻ることでとすると、それに向かって財政政策と金融政策が協調していく必要がある。アコードやラドクリフ報告など、ソフトランディングを実現した歴史の実例もあるので、今回も、これらの経験を活かしつつ適切な方策を模索すべきである。ただ、FRB 幹部が出口政策に言及した途端に市場が大騒ぎする様を見ると、市場が政策当局にある種の脅しをかけている印象も受ける。多くの人が出口に向かうことが必要だと認識している一方、潤沢な資金が市場に流れることを期待している人もいる中で、中央銀行と財政当局は、出口政策をどのタイミングで決断すべきなのかも含め、しっかり議論する必要があるだろう。

・歴史を振り返ると、巨額の財政赤字はほぼ決まって戦争によって生じてきたが、現在の財政赤字は平時の経済活動から積上げられ、それが世界経済に大きな負荷を与えるという特徴を持っている。そうであるにも拘わらず、なぜ財政赤字が積み上がったのか、その責任はどこにあるのか、金融システムに不具合が発生するとどの程度の損失を生むのか、といった点についてほとんど議論がされていないことに違和感を禁じえない。

翁氏:

・徳島さんが、生命保険会社のソルベンシー・マージン比率規制がポートフォリオ・リバランスを促す金融政策と整合していないと指摘されたが、銀行のバーゼル規制も同様な意味合いを持っている。金融政策が出口に向かうには、金融機関がリスクを取って景気回復を後押しするというプロセスが不可欠だが、そこに規制強化が反対方向の効果を持っているのが現状である。「マクロプルーデンス」と金融政策の双方の機能が中央銀行に集中する方向にある中で、この 2 つをどう両立させていくかは難しい問題になってくるだろう。

柳川氏:

・中央銀行の政策を議論する「金融市場パネル」であるにも拘わらず、本日議論されている内容の大部分が財政健全化や企業行動の問題であるということ自体が、現在の金融政策の難しさがある意

味で象徴しているように思える。

・北村さんが言われたように、市場と中央銀行の関係は、日本に限らず世界的に見ても市場が「主」で中央銀行が「従」という状況になりかねない。この中で、中央銀行がある程度主導権を取ろうとすると、かなり早い段階で将来に関するメッセージを発し、市場に浸透させていくことが求められる。しかし、そのためには将来の実体経済に対する確たる予想が必要になる一方、実体経済が予想と異なる動きをみせると、結果的に自らのコミットを破棄せざるを得なくなるというジレンマに直面する可能性もあり、非常に悩ましい。実際、FRB は出口戦略について早い段階から考え方を発信したが、これまでのところ上手くいっていない背景には、こうした問題点が大きく影響していたと思われる。

・金融と財政の距離が縮まった状況では、金融政策も財政状況に依存したコミットメントを採用する必要があるはずである。ところが、金融政策は財政政策と直接にはリンクしない表明している以上、明示的にこれを採用できない。つまり、財政政策と金融政策が現実的には密接不可分であるにもかかわらず、建前として独立であるように振る舞わざるを得ないという点に難しさがあると思う。財政の問題が深刻化した場合は、政府全体の経済政策として対応していく必要があるだろう。

井上<モデレーター>:

・時間になったので、このセッションはこれで終了したい。もともとの趣旨は、金融政策と財政政策の新たなポリシーミックスであったが、金融システム安定策との関係や、最初のセッションでも議論された金融政策の市場からの「独立」、経済政策全体に対するガバナンスといった幅広い論点について、それぞれに重要なポイントを指摘していただいた。これらの点は、最後の鼎談でも再び取り上げることとしたい。

パネリストの皆様盛大な拍手をいただきたい。
