

議 題

「量的・質的金融緩和」の展望－「金融市場パネル」の課題

開催日時

2013年10月24日<17時35分～18時35分>

出席者

神津多可思（リコー経済社会研究所 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）
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科 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<司会>）

主要論点

1. 「量的・質的金融緩和」の評価
2. 金融規制や金融監督が金融政策の効果に与える影響
3. 中央銀行の目的や役割の変化

4. 自由討議

出席者による発言要旨

1. 「量的・質的金融緩和」の評価

井上<司会>:

・この鼎談は、「金融市場パネル」が今後どのようなテーマを取り上げるべきか、メンバーご自身と考えていただくことが主眼である。中央銀行が直面する課題が我々のテーマとなるだけに、ここでの議論は中央銀行が直面する課題を考えることでもある。まず、須田さんから、日銀の「量的・質的金融緩和」の下で生じた事象を踏まえながら、金融政策による物価安定の達成をどう考えれば良いかといった点を中心にコメントをいただきたい。

須田氏:

・「量的・質的金融緩和」の波及効果が従来と最も異なるのは、「期待に働きかける」面であり、その対象として資産価格や為替レートも意識されているが、ここではインフレ期待と実質金利に焦点を当てたい。今月初の講演で、黒田総裁もインフレ期待の上昇とそれに伴う実質金利の低下が「核」となるメカニズムであると説明した。

・私はこのメカニズムがそれほど強力とは思わない。「量的・質的金融緩和」の開始前から金融環境が非常に緩和的であったことを考えれば、企業の投資は、実質金利の高低より、意味のある投資機会があるか否かに依存するに思う。グローバルにみても、リスクプレミアム調整後の実質金利を海外より低くしようとすれば、実質為替レートの円高化を容認する必要がある。IMFも昨年までは日本円の実質為替レートを過度に円高と評価したが、今年は推計に幅があるものの円安気味と評価した。実際問題として実質為替レートを現状維持しようとすれば、日本の実質金利も米欧の動きに連動すると考えられる。もちろん、名目金利を低位に維持し続けること自体も難しい。最近では長期金利も安定的に推移しているが、市場流動性が低い下でのイベントリスクや、日銀による国債買入れが

財政ファイナンスと理解されるリスクも含め、潜在的な金利上昇懸念は払拭できない。

・インフレ期待に関しては、中曾副総裁が、10月初の講演の中で「金融政策によって予想インフレ率を引き上げるとは、未踏の領域における極めて野心的な取り組みであると認識している」と述べている。日銀は、「量的・質的金融緩和」の実施に伴いインフレ期待が上昇したと強調しているが、輸入物価の上昇が背景にあり、政策効果としての評価は難しい。また、日銀がインフレ率の見通しを引き上げているにも拘わらず、民間エコノミストの予想をESPフォーキャストで見ると変化しておらず、インフレ期待が抜本的に変わったとは言えない。加えて、インフレ期待の上昇と名目金利の低下は最終的には両立しないはずである。中曾副総裁も、先に述べた講演で、「量的・質的金融緩和」を「微妙なバランスを要する、難度の高い政策」と説明している。

・今後の課題として、第一にマネタリーベースを2年で2倍にすることは実際に難しい点が挙げられる。日銀が当座預金残高の大幅な増加を目指す場合、これに貢献するのは大手行であろうが、貸出が前年比で若干増える状況では、国債を圧縮することになる。国際的に金融規制が強化される中で、これらの先はバランスシートの拡大を容認しにくい。このままのペースでいけば、結果として、大手行の資産のうち国債保有残高と当座預金残高が逆転することになり、sustainabilityの点で疑問が湧く。日銀による金融調節の面でも、長期金利が低下する中で国債買入れに札割れが生ずる懸念があるほか、当座預金残高を増やすために高い価格で国債を購入することによる一種の補助金を銀行に供与することには、必要性も合理性も乏しい。つまり、「量的・質的金融緩和」のように政策を大きく転換しても、インフレ期待に与える効果は明確ではない。同時

にそのリスクは大きく、具体的には、市場に誤ったインセンティブを与える、中央銀行による国債引受論に道を拓く、財政規律を毀損する、将来のマネタリーベースの調整を困難にする、最適なマネタリーベースに関する感覚を麻痺させる、中央銀行への信認を毀損する、非効率的な企業を結果的に温存する、新興国の金融経済にネガティブな影響を与える、といったものが考えられる。

・第二に、2年程度の期間で2%のインフレを達成することも実際に難しい点である。ESPフォーキャストをみても、その実現を予想する回答は、調査対象であると民間エコノミスト41名のうち1名に過ぎない。私も、期待インフレ率が大きく上昇した訳でなく、政策の波及効果は強固でないと考えるので、物価安定目標が2年程度で達成されるとは思わない。

・むしろ問題なのは、2年程度で目標が達成されなかった場合の日銀の政策対応である。市場にサプライズとなる金融政策を再び採用する選択肢もあるが、効果よりコストが大きいと懸念されるだけに賛成できない。この点に関しては、日銀が政府との対話を通じて「量的・質的金融緩和」を導入した以上、安倍首相がどう考えるかが重要である。実際、4月の国会答弁で、安倍首相は「インフレ率が2%の上下1%に収まれば、目標達成である」という趣旨の説明を行い、「説明責任をきちんと果たせば、「ああそうですか」ということになる」とも述べている。私はこれが望ましい姿勢と理解しており、日銀は2年後には、あるいは今のスピードでの金融緩和の維持が難しくなったときには、マイルドな金融政策に転換すべきであると思う。

・日銀が目標達成主義に陥り、「第三の矢」が目立った効果を発揮できないと、日銀も結局は「ヘリコプター・マネー政策」の採用を余儀なくされる。そうなると、財政と金融の双方への信認低下を招き、悪いインフレ上昇が生ずるリスクもあり、マイルドなデフレの方が良かったということになりかねない。政府は成長戦略を充実させ、金融政策は正常な姿に戻り、財政は健全化を進めることが大切である。黒田総裁の下の日銀も、金融不均衡を的確に認識し対応すべきである。人々が望むのは持続的経済成長であり、それが金融政策の究極の目的である。政府は企業が活動しやすい環境を整備し、経済成長率を高めてショックに強い構造を作ることが求められる。

・日銀による「期待への働きかけ」は一段落した。だからこそ、柳川さんが指摘したように、市場より早く次を考え、それをもとに對話することが大切である。「量的緩和」解除に関する経験に基づく意見として、中央銀行が先手を打つことは市場や財政からの独立を保つ上で重要である。「量的・質的金融緩和」のような非伝統的金融政策は、その途上で達成したことだけでなく、適切な出口も含めて評価すべきである。

2. 金融規制や金融監督が金融政策に与える影響

井上<司会>:

・続いて、金融危機後に金融規制や金融監督のあり方が中央銀行

の政策にどのような影響を持つかについて、神津さんにコメントをいただきたい。

神津氏:

・私は2006～10年までパーゼル銀行監督委のメンバーであり、Basel IIIの枠組みを世界の同僚と議論しつつ作り上げた視点から「金融市場パネル」の議論に関与してきた。

・求められた点にコメントするための大前提として、まず非伝統的金融政策がどのような波及経路でマクロ経済に影響を与えているかを理解する必要がある。そこで、世界の中央銀行が行っていることを簡単に整理したが、金融政策が最終的に実体経済に関する目的の達成を目指す以上、まずは第1セッションで取り上げられた波及経路やその効果に関する議論が重要だ。

・世界の金融市場の最近の特徴は、長期金利の相関に変化がみられたことである。つまり、日米独の長期金利は長期的に高い相関を維持してきたが、2012年以降は米欧が相関を保ちつつ上昇したのに対し、日本だけが緩やかに低下した。もちろん、日本が金融政策によって長期金利の安定を維持する面はあろう。ただ、米国での長期金利の上昇も、FRBが「QE3」の tapering を示唆したからという面もあるが、IMFが10月に公表したWEOでも、米国の経済成長率は、2013年の1.6%に対して2014年に2.6%に改善すると見込まれているように、景気回復期待に裏打ちされた動きでもある。従って、少なくとも経験則によれば、おそらくどこかで日本の長期金利にも上昇圧力が加わることになろう。

・日銀の「金融システムレポート」は、長期金利が上昇した場合に金融システムにどのような影響が生ずるかに関する分析を行っている。直近のレポートは昨夕(10/23日)に公表されたばかりであるが、長期金利が100bp上昇しイールドカーブがスティープ化した場合のリスク量は、本年3月時点に比べて6月時点では低下したと報道されている。もっとも、業態別にみると、大手行のリスク量が減少した一方、地銀は横ばい、信金ではむしろ増加している。このように業態別といったミクロの領域に踏み込んで考えると、金融仲介の姿はそれぞれ異なるものとなること示唆される。非伝統的金融政策は、イールドカーブの左端に相当する政策金利の変化ではなく、長期金利や各々の金利に対するクレジット・スプレッドの分布を含む金利構造全体に影響を与えようとするものと理解できる。そのような理解の下で金融仲介の中身をブレークダウンした上で、それらが実体経済にもたらす効果を把握することが大切である。

・これを金融規制や金融監督との関連から考えると、2015年1月から導入される流動性比率規制(LCR)の影響が重要である。なぜなら、国債が流動性の高い資産と想定され、比率の算定上で国債のリスクがゼロとされているからである。その仮定がどこかで崩れるようだと、金融機関の行動に与える影響は当初の想定と大きく異なるものとなりうる。このように、非伝統的金融政策の波及経路や実体経済への効果を考える上では、金融システムにおけるリスクの分布やその下での金融機関の対応、さらに先のセッションで議

論された財政に対する信認の変化による金利変動といった要素にまで視野を広げて取り込むことが重要となる。

・大学の銀行論で学ぶ「銀行」は、準備預金の制約下で収益を最大化する主体として扱われることが多い。しかし、自己資本比率規制が導入されて以降、「銀行」にとって制約条件は一つ増えた訳であり、今後も様々な規制が導入されるに連れて増加することになる。このうち 2018 年から導入されるネット安定的調達比率(NSFR)に対する規制は、分子に自己資本を含むために自己資本比率やレバレッジ比率に対する規制と同様な効果を持つ可能性もある。そうすると、「銀行」は、どのような条件がいつ binding になるか、またそれらの下でどのようにダイナミックな収益最大化を図るのか、という非常に複雑な問題に直面することになる。この点について BIS の Checketti 局長は自己資本比率規制による影響が最も大きいと明言したが、私は、少なくとも短期的には流動性に関する規制の強化が大きな影響を持つように思う。いずれにせよ銀行行動をモデル化する上で大変興味深い論点である

3. 中央銀行の目的や役割の変化

井上<司会>:

・最後になったが、福田さんに、本日の全体の議論を踏まえながら、中央銀行の目的や役割の変化について総括していただきたい。

福田氏:

・最初に「量的・質的金融緩和」の現状を評価しておきたい。日銀は 3 つの波及経路による効果を強調しているが、全体として、私は殆ど機能していないのが現状だと思う。その一方で、日銀の強調する経路ではなく、必ずしも今後の持続は保証の限りではないものの、本年入り後は景気が着実に回復していることも事実である。しかも、日銀の「さくらレポート」が示すように、多くの地域で景気が回復している。

・景気回復の背景を日銀の政策に即して言えば、期待を変えするという波及経路が途中まで効果を発揮し、株式と為替の市場がそれに反応したことがきわめて重要だと思う。こうした期待の変化は「量的・質的金融緩和」の導入前、野田前首相が衆議院を解散すると宣言した 11 月 14 日から始まり、安倍氏が「大胆な金融緩和」を選挙公約としたことによって生じた。それ以降の市場の動きが、実体経済にプラスの影響を与えた訳である。柳川さんは消費者心理の好転を特徴として挙げたが、市場環境が好転したことの結果であり原因ではない。

・ただし、徳島さんが指摘されたように、国内投資家が期待を大きく変化させた訳ではなく、株式も売超しである。これに対し、外人投資家が株式を大きく買超したことが「アベノミクス」の大きな効果である。つまり、「アベノミクス」により、従来とは根本的に異なる政策を行うことへの期待が外人投資家を中心に生じたことがポイントである。その結果として生じた株高が資産効果を生み、消費税引き上げに対する駆け込み効果も相まって、国内消費の増加をもたらしたと

理解できる。その背後で注目されるのは、消費性向がほぼ 1 に近い一方、預金も増加している点である。つまり、国内投資家は思わぬ形で価格が上昇した株式などの資産を売って、一部を消費に充てるとともに預金にも預けていることを示唆している。

・私の現状評価は以上の通りであり、インフレ期待が顕著に改善している訳ではないし、仮にそれが実現しても、実質金利の低下が国内の設備投資を刺激したり、銀行貸出が増加したりすることは、現状では難しいように感じる。

・私は、須田さんが指摘されたことの多くに賛成する一方、結論は異なる。「アベノミクス」以前にどのような政策を採用すべきであったかという議論と、現時点でどのような政策を採用すべきなのかという議論は根本的に異なる。「アベノミクス」が最終的に成功を収めるかどうかは不確定であるが、時間を「アベノミクス」以前に戻すことはできず、市場も大きく動いてしまった以上、政策を元に戻すことは混乱を招くだけであり、望ましい対応とは言えない。私は、むしろ、期待主導で生じた景気回復を実体を伴うものへと変える努力をすることが大切であると思う。日銀には、2%のインフレが本当に実現しうるかとか、「出口」戦略をどうするかといった課題もあるが、それ以前に、期待を実現するための道筋をつけることに全力を挙げるべきではないか。

・ただし、神津さんが示唆されたように、「量的・質的金融緩和」には金融システムとの関連で様々な問題もあるように思う。私も、長期間債の動向に関心を持っており、今年の 4~6 月に生じたことは様々な示唆を有すると思う。例えば、長期金利が一時的に上昇し、メガバンクを中心とする金融機関の間で国債売却を進める動きがみられたが、その際の収益を比較すると金利リスクの管理による差異が大きく表れている。その意味でも、国債の価格が今後どう推移し、金融機関がリスクをどう管理していくかは重要なポイントであると思うし、神津さんが示唆されたように、地銀や信金についてはより難しい面があるように見える。その一方で、現在の日本や米国では、国債市場に関して「アクセルとブレーキを同時に踏んでいる」状況にある。後者は、神津さんが指摘されたように様々な銀行規制が強化される動きであり、前者は極めて緩和的な金融政策である。自動車の場合はアクセルとブレーキを同時に踏むと後者が優先する仕組みになっているが、金融の場合はそれが保証されておらず、今後何が起るかかわからない。規制対象外の部分でアクセルの効果が暴発するリスクがあり、その対応としてのマクロ・プルーデンスの重要性が増している。

・欧州債務危機の経験から明らかなように、金融危機と財政危機は連鎖しやすい。特にスペインでは、財政赤字は当初はそう大きくなかったが、資産価格バブルがまず崩壊して金融危機に陥り、公的資金の投入が必要となったが財政側にそこまでの余裕がなかったことが財政危機に繋がった。日本の場合、財政がそこまで逼迫している訳ではないが、何らかの理由で金融機関の財務の健全性が悪化すると、財政に問題が跳ね返るメカニズムは内包されている。

須田氏:

・福田さんのコメントには、「量的・質的金融緩和」を議論しているのか、「アベノミクス」全体を議論しているのかが、必ずしも明確でない面があった。後者については賛成しうる面も多いし、金融政策だけを取り出して議論すべきでないのかもしれないが、前者については意見が異なる面がある。つまり、日銀は、安倍首相が就任する以前から景気回復を予想していたし、1%程度のインフレも実現可能と見ていた。こうした見通しと現在の景気とを比較した場合、「量的・質的金融緩和」の効果がどの程度あるのか識別することは難しい。また、「アベノミクス」は「決められる政府」に変わった点で非常に大きな意義を有しており、それが国民のマインドを変えたことは事実である。一方、金融政策によってマインドを変えることについては、今回のように大規模な政策対応を一度に講じて、その後は何もしないという方法以外にも、福井総裁のように様々な対策を次々に実施する方法もある。私はその方が効果が持続的であるように思える。

・米国が「出口戦略」を先に実現するのであれば、日本はそれを参考にしうるが、それでも「出口」の困難さは否定できない。例えば、日銀は準備預金への付利を一時的措置と位置づけてきただけに、一定の期間に亘って活用し続けるのであれば、その考え方を再整理する必要がある。また、「量的緩和」の解除について既に 2003 年 10 月から議論を開始したように、実際の「出口」から遠い段階でも「正常化」に関する議論を開始すべきだと思う。そのような議論は、せっかく変わった期待を毀損するという批判もあるが、私は、安倍政権が成長戦略や財政健全化を的確に進めれば、そうはならないと思う。

・ある企業の役員の方は「アベノミクス」を「3 段ロケット」と表現された。つまり、第 1 段目の金融政策と第 2 段目の財政出動はそれぞれに役目を終え、あとは本体である成長戦略だけで飛んでいくというのである。第 1 段目と第 2 段目がいつまでも残るとするのは奇妙であり、経済に勢いがついた後は民間企業の出番であると述べていた。私はこうした考え方に賛成であり、金融政策がいつまでも役割を果たすのでなく、早く「正常化」すればよいと思う。

神津氏:

・私は企業のシンクタンクに所属しているので、企業からみた「アベノミクス」についてコメントしたい。日本企業が海外子会社を設立する場合、自己資本の部分は日本円を現地通貨に転換して投資するのが普通である。一方、親会社は日本で上場している以上、連結決算の際には、子会社への出資分を日本円で評価することが求められる。そこで、円高傾向が続けば、決算の度に過去の出資に関するキャピタルロスが生ずるが、今回のように円安に転じればその必要はなくなる。このように円安への転換は、日本のグローバル企業の負担を一時的に大きく減少させている。問題はこうしたメリットが配当や設備投資、賃金に繋がるかどうかであるが、その点は不確実である。企業に対して将来の成長分野にコミットする経営を促すため、どのようなガバナンスを発揮していくべきか、特に大規模

で長い伝統を持つ企業によるリスクテイクに対するガバナンスは、日本経済にとって重要な課題である。

・日銀による「出口」のプロセスに関しては、福田さんが指摘したように準備預金への付利が行われるのであろうが、その際のコストにも注目すべきである。つまり、日銀が金融機関に支払う金利コストは相当大きくなるだけに、日銀が期間収益を維持できるかどうか、きちんとシミュレーションしてみる必要がある。その際、政策金利が上昇すれば、日銀が準備預金制度の下にある金融機関に対する与信から得る金利収益も同時に増加する点も考える必要がある。ただ、いずれにしても、準備預金に対する付利を行う以上、そうでない場合に比べて国庫納付金は減少し、日銀に付託されたシノレレッジを費やすことになる。そのようにして民間金融機関に対して収益補填を行いつつ、国庫に納める資金が減少することが、民主主義のプロセスにおいて是認されるかどうかは問題となりうる。もっとも、そこで現在の金融緩和が将来の経済成長の「先食い」であることが国民のコンセンサスとなるのであれば、やむを得ないコストとして是認されるかもしれない。

4. 質疑応答**齋藤氏(千葉商科大学):**

・都市銀行は国債を売却しているとの指摘があったが、国債市場でウエイトの大きい生保や公的年金が国債投資にどのようなスタンスであるのかも、市場の安定を考える上で重要ではないか。一方、日銀による国債買入れが増加していくと、そもそも「出口戦略」は不可能になるのではないか。米国では「出口戦略」が検討されているとの話もあったが、日銀に関しては、将来になって国債を売却しようとしても、買い手がいるのかという問題があるように思う。中央銀行が倒産することはないとしても、必要な政策が採れなくなれば、中央銀行に対する信認が崩壊するのではないか。

福田氏:

・日銀の将来の「出口戦略」は、前回の「量的緩和」の解除とは順番の異なるものとなろう。つまり、「量的緩和」の解除の際には、最初に資金供給を止めて資産圧縮を進めたい一方で、次に政策金利を引き上げた。今回は、米国も同様であろうが、いきなり保有資産を売却して資産圧縮を進めることは現実的でなく、資産買入れを徐々に減速させ、停止した後に、政策金利を引き上げるのであろう。そこから資産圧縮を完了するまでは、市場の動向をみながら、準備預金への付利などが時間をかけて行われることになる。もちろん、中央銀行がこの間も市場金利を本当にコントロールしうるかはやってみないとわからないという問題はある。

千田氏(資本市場研究会):

・「量的・質的金融緩和」による資産価格への影響の中で、不動産価格はどうか考えればよいか。不動産向けの銀行貸出が増加していると聞くと、第 2 四半期の GDP に対する不動産関連業種の貢献は大きいとされる。不動産や建設の関連企業には、東京オリンピック開催の関係で業績の上方修正の動きもみられる。資産バブルのよ

うなリスクを意識する必要はないのか。

神津氏：

・ご指摘のように、不動産価格は REIT の市況も含めて大きく動いているが、日銀による金融政策の強力な波及効果という面がある。ただ、消費増税が決まったことを考えると、今年度の前半と後半では不動産価格の様相が変わる可能性もある。今後も不動産やマンションが好調に売れ続けるかどうかには不透明な面もあるだけに、バブルを真剣に懸念すべきかどうかは、駆け込み需要が剥落したところで判断すべきではないか。

5. 終わりに

井上<オーガナイザー>：

・既に時間を超過したので、これで鼎談は終了したい。「金融市場パネル」が取り組むべきテーマについて議論していただいたが、いくつか重要なヒントをいただいたと思う。簡単に総括すると、第一に、非伝統的金融政策は市場に働きかけることが主眼とされるが、その背後にある企業や家計についても、市場との見方の相違や政策へのフィードバックも含めて考えていくことが大切である。第二に、ポリシーミックスを考える上では、各々の政策当局に対して授權されている手段や目的を適切に認識することが前提になる。同時に、複数の政策当局が同質化している場合に、ポリシーミックスのあり方を政策当局同士の調整に委ねるべきか、あるいはより大きな枠組みでのガバナンスを考えるべきかという課題が浮上しつつあるようにも感じた。第三に、非伝統的金融政策の「正常化」については、中央銀行だけが元の姿に戻るというより、あくまでも金融経済とともに正常化するという視点が大切である。現実には極めて難しい課題であるが、本日の議論の中でも、金融経済が sustainable な姿になっているかどうか、あるいは efficient なものになっているかどうかといったキーワードが指摘されたように思う。

長時間に亘り議論をご清聴いただき、厚く御礼を申し上げたい。鼎談者の皆様には、盛大な拍手をいただければ幸いである。
