

**議 題** 「非伝統的金融政策」－評価と「正常化」

**開催日時** 2014年7月3日<11時10分～12時40分>

**出席者** 内田和人氏（三菱東京UFJ銀行 執行役員 融資企画部長）  
 須田美矢子氏（キャノングローバル戦略研究所 特別顧問）  
 福田慎一氏（東京大学大学院 経済学研究科 教授）  
 細野薫氏（学習院大学 経済学部 教授）  
 柳川範之氏（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<モデレーター>）

## 主要論点

1. 「非伝統的金融政策」の中長期的な効果
2. 「非伝統的金融政策」について現在対応すべきこと
3. 自由討議

## 出席者による発言要旨

### 1. 「非伝統的金融政策」の中長期的な効果

井上<モデレーター>:

・このパネルでは、日銀による「量的・質的金融緩和」も含む「非伝統的金融政策」について、これまでだけでなく今後に現れる効果や影響も含めて評価した上で、将来から backward にみた場合に現在何をしておくべきか検討したい。まず、内田さんに、日米欧の「非伝統的政策」の効果や影響についてご説明いただきたい。

内田氏:

・FRB による「非伝統的金融政策」は、いわゆる「QE1」から「QE3」である。「QE1」の際には、大きな金融危機の下で「escape of gravity」が生じた訳であり、中央銀行として量的にも質的にも積極的に関与したことが危機の抑制に効果を発揮した。これに対し「QE2」や「QE3」の場合は、金融政策として实体经济を刺激しようとした訳である。その結果、金融面ではクレジットスプレッドが縮小し、ボラティリティが低下し、市場参加者のリスク選好が高まる中で、株価が歴史的にも大きなトレンドとして上昇を続けている。一方、ECB が欧州債務危機の中で採用した政策は、中央銀行としてのコミットメントによるシングナリング効果を狙うものである。LTRO は実行したが、問題国の国債を买入れる OMT は、Draghi 総裁が宣言しただけで実行しないにも拘わらず、例えばスペイン国債の対ドイツ国債のスプレッドは 200bp も縮小した。結果として、米国と同じく市場参加者のリスク選好度が改善し、株価が上昇した訳である。

・日銀は、当初は白川総裁の下での「包括緩和」を通じて、資産買入れ額を漸進的に拡大したことで、長期金利を押し下げていった。その後、黒田総裁による「異次元緩和」によって、一歩踏み込んだ形での国債買入れによって長期金利を引下げ、さらに信用緩和も

進めたものと整理できる。日本の長期金利を、5年国債と10年国債のスプレッドを縦軸、2年国債と5年国債のスプレッドを横軸にとって長期的にプロットすると、縦軸で40bp、横軸で10bpを各々下回る状況になると長い目で見てリスクの高い状況になるように見える。現在の長期金利はこうした領域に入っており、その意味では「非伝統的金融政策」が効きすぎている局面にあるように思える。

・「非伝統的金融政策」には、予め指摘されるように市場流動性に対する中長期的な影響もある。日米欧の各短期金融市場では2008年以降に取引額がかなり低下している。また、日本国債の店頭売買高も、足許では過去20年にみられなかったほどに売買高が低下している。こうした点もきちんと議論しておくべきであろう。

井上<モデレーター>:

・福田さんには、「非伝統的金融政策」の波及経路について、特に為替や資本フローに焦点を当てながらコメントしていただきたい。

福田氏:

・「非伝統的金融政策」を考える上で、経済全体のグローバル化を念頭に置くことが重要だと思う。例えば、前のパネルで米国の「accord」に関する議論があったが、当時は強力な金融規制が残存しており、金融のグローバル化も現在とはかなり異なっていた。従って、当時の経験をもとに、そのまま現在の政策を考えることは難しいし、こうしたケースが今後も数多く生じてくるように思われる。

・「非伝統的金融政策」にとって、為替や資本フローの動きは非常に大きな影響を持つ。基本的に「非伝統的金融政策」を大規模に進めた国が通貨安になり、自国経済にプラスになる。ただ、そのルートは必ずしも単純でないことも事実である。例えば、日本の場合もタイミングが非常に大事であって、通貨安になる局面で政策を打て

るかどうかが重要であった。また、「Soros chart」のように相対的な通貨量で為替の動きが説明する時期もあったが、最近はずしも成り立っていない。実体経済面でも、「Mandel-Fleming model」によれば、通貨安になると輸出が増え経常収支が改善するとされるが、日本では通貨安になったが経常収支は改善していない。ただ、日本経済は少なくとも円高是正によって大きな恩恵を受けており、金融政策が少なからず影響していることは間違いない。

・中長期的にみると、対内外の資本フローは国内の貯蓄投資バランスで決まるはずであるし、かつては、金融政策が短期的に異なる方向で影響を与えても、長期的にはファンダメンタルズに整合的な方向へと調整された。しかし、これだけ金融緩和が長期化すると、貯蓄投資バランスと異なる方向での資本フローが世界にかなり蓄積される。この点は、特に新興国への影響という点で重要な問題である。先進国は、「非伝統的金融政策」に伴うバブルの懸念を「マクロブルーデンス」を押し進めることで制御している面がある。しかし、「非伝統的金融政策」が世界中に波及効果を持つのにに対し、「マクロブルーデンス」が必ずしも海外に波及効果を持つとは限らない。アンバランスな資本フローはこうして新興国に問題を引き起こす訳であり、昨年の FRB による「tapering」に関する議論による影響もその表れでもある。国内の視野だけで「非伝統的金融政策」の効果や影響を語るのでは既に不十分であるし、米国当局が国際的な影響に無関心過ぎることも気になる。

#### 井上<モデレーター>:

・細野さんには、「非伝統的金融政策」の効果や影響のうち、「マクロブルーデンス」との関連—福田さんが国際的な視点から多少触れられたが—に焦点を当ててコメントをいただきたい。

#### 細野氏:

・先進国が「非伝統的金融政策」を採用した理由は大きく2つある。第一に、経済学的に「流動性の罫」と呼ばれる状況に陥ったが、政策金利はゼロより下げられないためである。つまり、資金の需給を一致させる実質金利—経済学の自然利子率—が、資金需要が非常に弱いためにマイナスになった際、名目短期金利である政策金利はマイナスにできないため、非伝統的な政策を講じなければならなかった。そこで、中央銀行は次の2つのチャネルによって「流動性の罫」から脱出しようとした。まず、将来の政策に関してコミットすることであり、最近の言葉で言えば「forward guidance」である。次に、リスク性の資産あるいは長期の資産を買入れることで、民間の risk profile を変え、投資ポートフォリオの変化を促し、実体経済への波及効果を期待した。また、「非伝統的金融政策」が採用された第二の理由は、金融危機の中で、銀行あるいはシャドーバンキングも含めた金融仲介部門が機能不全に陥った際に、中央銀行自身が金融仲介の役割を民間にかわって果たすことである。

・私自身、日米英欧で「非伝統的金融政策」のアナウンスメントが金融市場に与えたインパクトについて、実証分析を行った。その結果は、既に指摘された内容と概ね整合的であり、要するに長期金利と

為替には多くのケースで効果が見出された。こうした結果は、長期金利や為替への効果を通じて住宅投資や設備投資、純輸出を刺激するという意味で、「流動性の罫」の下でも中央銀行が実体経済に影響を及ぼす可能性が拓かれたことを示す。一方、金融危機の際の中央銀行による金融仲介の代替についても、リーマンショック後のFRBによる「信用緩和」をみると、社債スプレッドはかなり縮小し、効果が確認される。また、「非伝統的金融政策」のアナウンスメントによる効果を、「forward guidance」のあるなしに分けると、日米とも「forward guidance」を伴った方がインパクトは強かった。

・前のパネルで「シャーマン化」という指摘もあったが、中央銀行が何か言っただけで民間の期待を動かすことは経済学的にはあまり考えられない。しかし、「forward guidance」を伴う政策の場合、通常は大量の資産買入れのような action が同時に行われた。これがなぜ効果を持ったか正確にはわからないが、有力な仮説として、池尾先生が講演で挙げられた「fiscal dominance」がある。もう一つの仮説は、中央銀行が国債を大量に買入れたことで、これらを長期に保有するという perception が生じたというものである。中央銀行が国債を大量に売却しようとするれば、長期金利の上昇を通じて自らのバランスシートを毀損させるだけでなく、市中の金融機関にも同様な影響を生じさせるからである。

・「非伝統的金融緩和」の潜在的な副作用は、信用リスクを膨張させることである。今のところ欧米の主要金融機関のレバレッジも高まっていないなど、全般的にはそれほど深刻でないが、不動産価格の動向やハイイールド債のように信用リスクの高いもののスプレッドの低下には、引続き注意が必要である。また、リスクの配分には注意すべき点もある。例えば、ECB による「非伝統的金融政策」によって、南欧諸国の国債利回りは低下したがドイツ国債の利回りは逆にむしろ上昇した。中央銀行自身がリスクの配分に事実上関与しているだけに、その帰結に注意すべきである。一方、より長期的にみた場合のリスクは財政面である。OECD によれば、一般政府ベースで日本の純負債はGDPの140%を超えており、今後も上昇すると見込まれる。先に述べた「forward guidance」の効果に関する第二の仮説との関係でみれば、中央銀行が買入れた国債を抱えるという perception により長期金利が抑制される一方で、政府による財政再建への意欲や危機感を後退させ、最終的に財政赤字を拡大させるリスクをむしろ増すことになりかねない。

#### 井上<モデレーター>:

・柳川さんには、「非伝統的金融政策」の効果や影響のうち—既に前のパネルから何度か取上げられているが—中央銀行によるコミュニケーションに焦点を当ててコメントをいただきたい。

#### 柳川氏:

・「非伝統的金融政策」は、細野さんが整理されたように苦肉の策として採用されたが、どこかで「伝統的金融政策」に戻るかと言えばそうではない。つまり、「非伝統的金融政策」の出口戦略に向かって緩和度合いは縮小するが、金融政策の守備範囲やツールは広



がったと理解すべきである。代表例が「forward guidance」のようなコミュニケーション戦略—市場の期待に働きかけ、短期的だけでなく中長期的にもコントロールしようというものである。ただ、具体的にどう運営すれば良いかは、理論的な面も含め十分にはわかっていない部分があり、ここが大きな課題である。

・「非伝統的金融政策」の出口戦略については、様々なシナリオを想定しつつプランを考える必要がある。日本の場合は米国と違って財政問題が大きいので、出口戦略もはるかに難しい。中央銀行が悪いシナリオを語ると市場に悪いインパクトが生ずるだけに、様々なシナリオとプランをそのまま明らかにする訳にはいかない。結局、黒田総裁も今は出口を考えていないと発言をせざるを得なくなっているのではないかと。実際に考えているシナリオやプランと対外的なメッセージにズレが生じており、これが日本銀行は出口戦略を全く考えていないと伝わると一難しい出口戦略をどの順番で進めるかが伝わらないと一市場にむしろ不安を呼ぶ。あるいは、楽観的なシナリオだけ明らかにすれば、市場はそんなに楽観的で良いのかと懐疑的になるし、逆に悪いシナリオだけを出せば、市場に悪影響を与えてしまうであろう。特に、市場が出口戦略に関してセンシティブになった局面で、日本銀行が出すべきメッセージは非常に難しい。

・政策のコミットメントについてのメッセージに関しても、難しい問題がある。日本銀行が 2%のインフレを実現できないという話が出た場合、無理に実現しないと市場の期待を裏切るのか、これは景気対策の中での目標なので、これ自体が実現しなくても景気回復は達成したとして市場の信認を得ることができるか、という点も、これからは戦略的に重要となる。つまり、以前言ったことを完全に実行しないとコミットメントが完遂しなかったと考えるか、以前と状況が変わったと説明しつつ信認を維持しようとするかは、きれいな数学モデルに従えば良いというだけでなく、心理学的な要因も強い。難しい課題であるが、「非伝統的金融政策」が通常のツールとなった現在、これを上手くこなすことが求められる。

#### 井上くモデレーター：

・須田さんには、「非伝統的金融政策」の採用が、中央銀行の独立性や財務の自律性に与える影響や、これらの面での政府との関係に焦点を当ててコメントをいただきたい。

#### 須田氏：

・日本銀行と政府や国会との関係を考えるため、新日銀法に戻ってみたい。新日銀法によって、金融政策は独立であるとされ、その目標設定も日本銀行に委ねられた。通常業務の範囲内では、政策手段の選択にも独立性があるとされた。一方、為替政策は政府の専管事項とされた。また、金融政策が独立だからこそ、政府の損失補填制度は廃止され、発行保証制度も日本銀行が適切な金融政策によって担保すれば良いという考え方で廃止された。他方、政府との意思疎通は重要とされ、国会に対する説明責任も明示された。また、自己資本充実のために剰余金の 5%を超えて準備金に積み増す場合は財務省の認可が必要とされた。それから、政策委員会

のメンバー全ては両議院の合意を経て、内閣任命されるという意味でも政府との関係がある。

・「非伝統的金融政策」は財政政策の領域に入り込んでいる。その結果、中央銀行が損失を被る可能性は大きくなり、ミクロの資源配分に介入する度合いも高まった。また、長期金利に働きかける政策は、ある意味で為替政策ないしは国債管理政策を代替ないし補完する面がある。「非伝統的金融政策」を運営する上では、平時と異なり、政府との協調が要求される。具体的には、日本銀行による J-REIT や ETF の買入は、日銀法の第 43 条第 1 項ただし書き等に基づいて、財務大臣および金融庁長官の認可を得て行っており、しかも、買入れ目標を増やす度に認可を取り直しているという意味で、通常想定された政策でないことが明らかである。また、既に議論されているように、限りなく財政ファイナンスに近い性格を帯びている。2013 年度には、一般政府債務が約 43 兆円増加したが、日本銀行は約 61 兆円の国債を買入れた。その差額に相当する部分は、民間の預金金融機関が国債保有を減らしている訳である。同時に、日本銀行は保有する国債の満期構成を長期化しているため、財政当局からは国債発行を長期化するという議論が出るという意味で、国債管理政策を補完している面もある。

・日本銀行の財務の健全性へのリスクに対しては、事前に政府保証を付したらどうかという議論もある。BOE や FRB は、一部の政策について事前に政府保証をもらっているが、政府が「金も出せば口も出す」というリスクがあり、政策の責任の所在がわからなくなるという意味で、日本銀行はこうした対応を取らなかった。資料に IMF による日米英の中央銀行が被る損失の試算を掲載したが、日本銀行の場合は、試算の前提である 2014 年末での資産買入れ停止が難しいだけに、この結果以上の損失を生ずるリスクがある。日本銀行は自己資本を充実しておく必要があるが、現在は十分でない。

・「量的・質的金融緩和」の今後を展望した場合、短期的には追加緩和の可能性に疑問がある。国債買入れを増やす場合、低金利で発行した国債を何とか民間金融機関の手に一旦通しても、民間金融機関が日本銀行に保有する当座預金は増加する。実際、預金取扱金融機関のベースで見ると、過去 1 年間に総資産は 35 兆円しか増えていないのに、日銀当座預金は 69 兆円も増えている。こうした状況を続けていけるのかが、今後のテーマの一つになる。

・市場は 2%のインフレが先の話と思っているが、為替レートや資源価格の要素もあるので、急に認識が変わるかもしれない。私自身は 2003 年の「VaR ショック」を思い起こすが、そうなれば日本銀行として出口戦略を議論せざるをえなくなる。出口戦略を議論するタイミングの難しさについて様々な指摘があったが、私は、最初から取り上げるべきであると思う。市場から「ノイズ」といった批判を受けるであろうが、ゼロ金利政策がいつまでも続くという期待の下でバブルを生むリスクがあること、政府が財政再建に本気にならないこと、民間金融機関にもリスクに対するモラルハザードが生じることが現在の問題であり、そうでないというメッセージを発するために、

政策委員会の各メンバーが出口について今から語るべきである。日本銀行の政策判断に関しては黒田総裁がクローズアップされ過ぎているが、政策委員会で決定していることを示すのが大事だと思う。各メンバーには、それに見合う信認を得る努力をしてほしい。

## 2. 「非伝統的金融政策」について現在対応すべきこと

### 井上くモデレーター:

・本パネルのもう一つのテーマである「今何をしておくべきか」という点に移りたい。まず、内田さんには市場機能に焦点を当てて、お話いただきたい。

### 内田氏:

・「異次元緩和」の「正常化」に向けたポイントを整理したい。第一に、日本の国際収支が構造的に変化していることとの関係である。2013 年には、経常黒字が大きく減少した一方、資本収支も 3.3 兆円の赤字になった。その中で、直接投資が 12.9 兆円の赤字(流出超)に対し、証券投資は 25.5 兆円の黒字(流入超)というアンバランスが大きい。直接投資は实体经济を反映し、製造業だけでなく非製造業も、多少円安になっても海外進出の動きに変化がない。一方、証券投資は「異次元緩和」に伴う流入が大きいだけに、「正常化」の際に株価上昇が止まれば、資金の流れが大きく変わる。

・第二に、ベースマネーのコントロールである。日本銀行は技術的検討を進めていると思うが、当座預金の付利金利を引上げて資金を吸収しようとするれば、それ自体コストを生ずるだけでなく、保有国債と逆ザヤを生ずるため、政府の税外収入に影響する。もちろん、FRB がテストしているリバースオペ等も活用することで、日本銀行は市場の量的コントロールはできる。しかし、資金を吸収しても日本銀行のバランスシート規模は変わらないし、経済が好転して短期金利が上昇すると、大規模なレバレッジの副作用が大きくなる。

・第三に、金利が急上昇するリスクである。今後の長期金利のパスをシナリオに分けて考えると、1998 年の「運用部ショック」や 2003 年の「VaR ショック」のように国債の需給が一方に崩れた場合、長期金利が上昇するだけでなく、オーバーシュートを伴う動きとなる。また、昨年の FRB による「tapering」の議論をきっかけにした長期金利上昇も短期間に進んだ。こうした経験を踏まえると、日本銀行には、長期国債を買い続けつつ短期国債を少しずつ償還させる「ツイストオペ」も含め、慎重な対応が求められる。金利が急上昇すれば財政面でも大きな影響が生ずる。例えば、2 年以内に 10 年国債の金利が 3%に達すると、2016 年度の国債発行残高はベースケースに比べて約 50 兆円も上振れする。

・これらも含め、「正常化」を進めると国債市場に様々な影響が生ずる。その意味で私は、関係当局に Policy Continuity Plan (PCP) – これは Business Continuity Plan (BCP) をもじった言葉である – を検討していただきたい。同時に、総需要の刺激策には限界があるので、今後は総供給側の政策もバランス良く進めていただきたい。また、須田さんが指摘された「モラルハザード」への対応も重要で

ある。何か問題が生じたら中央銀行が介入するという期待を払拭すると同時に、「accord」のような何らかの危機管理の仕組みを用意することも重要であろう。

### 井上くモデレーター:

・福田さんには、国際金融面での政策の波及や国際協調の可能性に焦点を当てて、コメントをいただきたい。

### 福田氏:

・日本の場合、「量的質的金融緩和」だけを取上げて議論するのは不十分であって、「アベノミクス」の中での位置づけが重要だと思う。「アベノミクス」が経済政策としての「レジーム・チェンジ」であり、バブル崩壊後の日本の政策に対する共通認識である「too little too late」を変え、日本の政策に対する期待が生じたことが非常に大きい。その結果、少なくとも外人投資家を中心に日本の市場環境が好転し、足元の景気回復の大きな柱になっている。従って、出口戦略に大きな課題があるとしても、「レジーム・チェンジ」に関する perception を変えてはいけない。外人投資家も、自分自身で日本市場が優れていると思って買っているというより、他の投資家が優れていると思っているらしいということを買っているという、「ケインズの美人投票」的な面もある。そういう意味では、日本銀行だけではなく政府と市場との対話も大事になってくる。

・デフレ脱却に向けては日本銀行と政府が共通の理解で政策を進めることができるが、インフレ率が 2%を超えて加速する兆しを見せるとか、資産価格が暴れ出すとか、国債価格が変な動きを始めるといった際に、日本銀行と政府が一体となって政策を推進できるかという問題がある。須田さんが指摘された中央銀行の独立性はこうした問題に関連しているが、そこで日本銀行と政府との意見が大きく異なることは非常にまずい。海外投資家や海外の政府当局に対してどう説明するかという難しい問題を抱えることになる。

・国際金融情勢は複雑である。例えば、FRB は「tapering」を進めているが、ドル相場も長期金利も予想されたほど上昇していない。また、対外不均衡や金融システム安定の面で様々なリスクが生じる中で、対応を話し合う場であるはずの G20 が機能しているとはいえない。現実には、G7 のような場で先進国が綿密な話し合いを行うことが重要になってくる。日本の出口戦略についても、日本銀行と政府が一体となって、こうした場で理解を得る努力が求められる。

### 井上くモデレーター:

・細野さんには、中央銀行による「マクロプルーデンス」の役割に焦点を当てながら、コメントをいただきたい。

### 細野氏:

・かつては、個別の金融機関の健全性を維持するように監督し、規制を整備すればつまり「ミクロプルーデンス」が十分であれば金融危機は防止できるとされた。しかし、今回の経験として、それではシステムリスクに対応できないとして、「マクロプルーデンス」が注目され、かつ中央銀行の役割が変わってきた。



・ただ、「マクロブルーデンス」には様々な課題がある。第一に、システミック・リスクの把握である。この点では、例えば CoVaR、MES といった指標やストレステストなどの手法が開発され、実際に応用されながら改善されつつある。ただ、現時点ではシステミック・リスクの蓄積を把握するための、中央銀行や監督当局によるリアルタイムでの情報収集に課題が残る。

・第二に、推進体制である。各国の金融監督の枠組みは、歴史的経緯を反映して様々であったが、最近、米英や EU で監督当局の再編が行われた。日本では、前回の金融危機の際に金融危機対応会議が導入され、危機対応という意味では枠組みが整備されたが、金融政策と「マクロブルーデンス」が整合的に動くための体制という意味では、若干不十分なところがある。

・第三に、システミック・リスクに対応する政策手段である。Basel III により、資本保全バッファーやレバレッジ比率規制、流動性比率規制などが決定され、段階的に実施されつつある。グローバルにシステミックな銀行に対しては、自己資本比率規制を追加的に賦課することとされる。ただ、Counter Cyclical Capital Buffer については、各国当局にかなりの裁量を与えられている中で、適切に実施されるかという課題がある。Counter Cyclical Capital Buffer は、従来の自己資本比率規制が pro-cyclical な効果を持つこと一景気が良いと金融機関の自己資本が潤沢になり、貸出を増やすことを緩和する点で、システミック・リスクの抑制に重要な意味を持つ。しかし、各国の政治的な圧力から独立に、タイミング良く実施しうるかどうかは、実際に必要な局面において課題になる。

・最も大きな課題として、金融政策と「マクロブルーデンス」との整合的な運営がある。「マクロブルーデンス」の政策手段が本当に整ったのであれば、理論的には、「物価と経済の安定」と「金融システムの安定」という 2 つの目的に、金融政策と「マクロブルーデンス」の政策を各々割り当て、上手くポリシー・ミックスすれば良い。しかし、現実はその単純ではない。例えば、日本の 1980 年代後半のバブルの際には、円高による景気低迷を恐れて金融緩和を長引かせたことが、資産価格の暴騰を招いてバブルを生み、金融危機に繋がった苦い経験がある。ただ、仮に当時に「マクロブルーデンス」政策が整備されていたとしても、それを活用して金融危機を回避できたかと言えば、実際は難しかったのではないかと。資産価格が上昇を続ける状況では、「マクロブルーデンス」政策の発動だけでなく、金融引締めも必要であり、政策の coordination が課題になる。

#### 井上<モデレーター>:

・柳川さんには、コメントのフォローアップも含め、市場や経済全体とのコミュニケーションに焦点を当てて、コメントをいただきたい。

#### 柳川氏:

・日本銀行による「量的・質的金融緩和」の今後の運営は、経済の動向如何であろうが、先に述べたように、そこで採用された政策手段は今後も使われ続ける。もちろん、中には大幅な緩和でなければ必要ないものもあるが、特にコミュニケーションに関しては、以前

と様々な意味で異なる政策がとられていくように感じる。

・経済学で議論されてきたように、金融政策や財政政策などのマクロの総需要管理策は、景気循環にある程度の効果を有するし、金融危機のようなショックから経済を引き上げるのに有効である。しかし、長期の潜在成長率には、インパクトを与えることができないだけでなく、多くの学者が指摘するように、場合によってはマイナスになる。その中には、須田さんが指摘された「モラルハザード」の副作用も含まれる。実際、短期的なマクロ政策を打ち出し続けてきたことが長期的にマイナスの効果を持つことは、日本だけでなく先進国に共通した問題である。例えば、Summers が「長期停滞論」を提示したことも一政治的な意図もあったと思うが一先進国が共通して潜在成長率が相当低下していることへの注意を喚起するものである。米国でも、景気が良くなれば円滑に「正常化」を進めることが可能と思われていたのに、思ったほど景気が回復しない。様々な理由が指摘されるが、結局のところ、米国の潜在成長率が最早そう高くないということかもしれない。

・日本も潜在成長率が低いならば、先に議論があったように、今後は総供給側の政策に重点を移さなくてはならない。そのためには、金融システムをより良く機能させることが大きなポイントになる。金融政策の本来の役割は、金融システムに働きかけることで質の良い投資にお金が回るようにすることで、成長率を高めながら景気を良くすることにあるはずである。そういう意味でも、より良い投資に資金が回るにはどうしたら良いかを良く考える必要がある。

・細野さんが取上げられた「マクロブルーデンス」に関しては、違った側面であるが、金融政策と「マクロブルーデンス」の整合性が気になる。ブルーデンス政策では、金融機関に手かせ足かせをはめることで金融システム安定を確保するスタンスなので、より良い投資に資金を回す点で適切かという不安が残る。強力な金融緩和でリスクテイクを勧める一方、「マクロブルーデンス」が金融機関行動を拘束するという組み合わせが良いかどうか考える必要がある。

#### 井上<モデレーター>:

・須田さんには、中央銀行の自律性ないし独立性に焦点を当ててコメントをいただきたい。

#### 須田氏:

・物価目標を達成して「正常化」した後の日本銀行は、少なくとも当面は過去とは異なるものになる。市場は、単にゼロ金利政策を解除することが「正常化」と理解しているが、それだけには止まらない。この点を考える上では FRB のアプローチが参考になる。大量に保有する国債を市場売却することは、市場や政府からの厳しい批判を考えると現実的でなく、超過準備の吸収は保有国債の償還を利用して無理なく進めることになろう。一方、金利については、超過準備への付利金利と補完貸付制度の利率を利用して、コントロールすることになろう。もっとも、潜在成長率が低下しているならば、景気が拡大するとすぐピークに到達するので、金融引締めと金融緩和を頻繁に行わなければならない。こうした政策の転換は、「量」

でなく、より政策効果が明確な「金利」で行うべきだと思う。FRB が様々な資金吸収手段をテストしているのもこうした考え方によるが、ただし、テストがいくら上手く行っても、当局が考えるほど市場金利をコントロールできるとは思えない。金融機関がオペに応じるかどうかのポイントになる可能性も含めて、実際は市場が利上げのペースを規定してしまう懸念も残る。

・日本銀行による当座預金への付利は、補完当座預金制度という臨時措置に基づく。導入以来半年ごとに延長された後、2009 年 10 月からは当面の間延長する扱いになっているが、恒久化の如何という課題がある。その際には、金融機関によって大きく異なる所要準備率の調整という課題も伴い、準備預金制度自体をどう考えるかという問題にも繋がる。もちろん、付利金利を引き上げてゆけば、納付金を通じた財政への影響も課題になる。日本銀行の財務の健全性の点では、先に述べたように、自己資本の充実に向けた引当金の積み増しについて、早めに議論を持ち出す必要がある。

・日本銀行は、国債買入れの残高だけでなく、保有国債の平均残存期間やマネタリーベースの残高もコミットしており、しかも、マネタリーベースの残高を予想インフレと結びつけて議論しているだけに、「出口」が非常に難しい。そうであるから、予想インフレが上昇し始めたというならば、長期金利の上昇も容認せざるをえなくなるし、追加緩和はできることなら回避して欲しい。また、先程議論があったように、保有国債をロールオーバーしながら徐々に残高を圧縮していくのであれば、日本銀行は、中長期的な保有国債の推移を示したうえで、保有国債の満期構成を工夫する努力が求められる。

・最近退任された BOE の Bean 副総裁は、金融緩和の「正常化」について、ベビーステップかつ早目にと主張している。BOE は FPC という別の会議体を設置して、「マクロプルーデンス」に対応するようにしたが、私は、「マクロプルーデンス」を金融政策と別の政策として運営し、別の政策目標を達成するという Yellen 議長の見解が正しいとは思わない。つまり、Bean 元副総裁の主張も、「マクロプルーデンス」だけでは金融システム安定に対応することが難しいだけに、金融緩和は少し早目に「出口」を探るべきという考え方ではないか。物価安定と金融システム安定にコンフリクトが生じるので、それを避けるため、2%インフレの達成を厳密に守るのではなく、金融システムの安定を念頭に置きつつ、より低いインフレ率でも「出口」という戦略を持っていたきたい。ここで、インフレ目標自体を下方に柔軟にすれば良いとの考えもあるが、シンメトリーの観点から上方の柔軟性も認めるべきという議論になりかねないので、2%のインフレ目標を堅持しつつ、金融システム安定のための「第 2 の柱」を考慮すると説明することで、実質的に下方に柔軟性を確保しつつ、上方の限度をしっかりと守るのが良い。

・財政ファイナンスについて多くの方がコメントされた点に付け加える必要はないが、いずれにせよ、日本銀行としては自らが考える財政ファイナンスとはどのようなものか明らかにしたうえで、それは絶対に回避することをしつこく言い続けていたきたい。政府との

関係では、為替政策も重要である。日本銀行の金融緩和によって市場金利も少しは低下したが、経済への効果の多くは、結局のところ通貨安から生じているようにみえる。しかし、日本の場合には為替政策は政府の専管事項である。その意味でも、私は、国際通貨制度を考え直す必要があると思うし、場合によって固定レートに戻ることまで考えるべきかもしれない。「マクロプルーデンス」を実施する上でも、政府との協働が必要となる。同時に、グローバル化の下ではお互いの政策効果が影響しあうだけに、中央銀行同士が対話をする必要も一層高まっている。これらの動きによって、日本銀行の独立性のあり方は随分変わっていくと思う。

### 3. 自由討議

#### 井上くモデレーター:

・これまでの議論では、第一に「非伝統的金融政策」の国際的な面に関する問題提起が多かった。金融政策は国民経済のための政策であるが、政策の波及経路として為替や資本フローを強調する指摘が多かったし、これらを自国のために使うことで国際的不均衡に繋がっているとの指摘もあった。時間的に遡ると、世界的な金融危機はクレジットサイクルの国際的な synchronization の結果でもあり、そこには「非伝統的金融政策」ではないとしても一先進国の金融政策が深く関与していた。また、こうした事態の再発防止を金融規制の強化で対応しようとするのは有効か、潜在成長率に繋がる資源配分面で適切かというポイントが提示された。第二に、先進国の金融危機後の潜在成長率の低下に対しては、最終的には生産性を向上させるとか、資源配分を効率化することが必要との指摘が多かった。これを金融面で具体化しようとするれば、クレジット市場の機能の活性化となる。一方、「非伝統的金融政策」の円滑な「正常化」には、内田さんが指摘された PCP のように金融活動にある種の制約をかけるが必要になる。このバランスをどのようにとっていくのかという課題も浮き彫りになった。

#### 細野氏:

・柳川さんが指摘されたように、金融政策や財政政策が長期の経済トレンドに影響を及ぼすことは難しく、逆にそうした政策課題に対しては、資源配分の効率性や生産性の改善を実現する必要がある。「非伝統的金融政策」が必要となった背景の一つは自然利子率がマイナスになったことであるが、生産性が上昇し自然利子率がプラスに転じれば、こうした政策はそもそも必要がなくなる。また、金融システムの健全性とマクロの金融政策は様々な面で関係している。例えば、日本銀行が 2006 年に「量的緩和」を解除した後の貸出動向をみると、健全性の低い金融機関ほど増加率が低下したという意味で大きな影響を受けたことが実証的に確認されている。

・市場との対話が、現在だけでなく「正常化」後も重要であること自体は同感である。ただ、市場との対話としては、中央銀行が今後の政策運営について市場の理解を求めることだけでなく、中央銀行による景気や物価の見通しを市場に伝えることも含まれる訳であり、その実行には意外に難しい面がある。つまり、中央銀行は様々な



金融資産の価格動向を観測することで市場の見方を推測しようとするが、中央銀行の見方を市場に浸透させてしまうと、結局は、中央銀行自身の見方を市場という鏡を通じて見ているだけになる。

・日本銀行が 2% のインフレ率を達成するというコミットメントを厳格に守るために政策を運営すべきかどうかという論点もある。仮に、1.5% 程度のインフレ率になったところで、そろそろ十分と考えて途中で止めると、次に forward guidance が必要になった場合に市場の信認が得られず、使えない手段になるリスクもある。この点のトレードオフも認識しておく必要がある。

#### 福田氏:

・私自身は、2% のインフレ目標の達成を最後まで追求すべきだと思う。forward guidance に関する議論の発端となった Krugman の "It's baack" という論文の趣旨は、当時の日本銀行のように「デフレ懸念が払拭されるまで金融緩和を続ける」のでは不十分で、デフレ懸念が払拭されても金融緩和をしばらく続けることをコミットすることで、インフレ期待を高めて経済を活性化することが重要というものであった。デフレ克服がある程度見通せたら止めるというのは、時間的に非整合的であるだけでなく、細野さんが指摘されたように将来の政策の有効性を奪う問題もあるだけに、日本銀行は当初の約束を守ることが重要だと思う。

・須田さんの指摘に若干違和感を覚えたのは、日本銀行は誰のためにあるかという点である。日本銀行は日本経済を望ましい方向に持っていくことが目的であり、その中で少しは物価安定にウエイトがあるということだと思う。その意味でも、日本銀行の政策は「アベノミクス」の中で考える必要があるし、それを逸脱することは決して望ましくない。

・長期的には、日本銀行の政策を金利を軸とするものに戻す必要があるし、低下した潜在成長率を改善する必要もある。ただ、日本の場合は、非常に長期に亘って総需要の成長が潜在成長率を下回ってきたこと—経済学では想定されなかった事象である—が大問題であり、これが「japanization」の本質である。従って、この問題が本格的に治癒されたらと相当な自信を持って確認されるまで、総需要の刺激策を続けるべきである。例えば、2000 年のゼロ金利解除が時期尚早であったことは、今ではかなり多くの人が認めている。また、2006 年の「量的緩和」の解除についても、少なくとも結果的には、その後もデフレが解消しなかった問題を指摘できる。「正常化」の過程で様々な問題があるのは指摘された通りであり、中央銀行の独立性が大事であるのもその通りだが、日本銀行の今後の政策を、経済政策が全体として何を指すかという問題意識から切り離して考えるという発想は、現在の日本経済の置かれた状況の中で如何なものかと感じる。

#### 須田氏:

・それが「モラルハザード」の源泉である。そうでなく、最後は独立した金融政策に戻ることを市場に意識させ、準備させることで、日本銀行は現在の政策からスムーズに exit できる。2013 年の日本銀

行と政府の「共同声明」に記されたように、日本銀行は 2% インフレの達成を目標として掲げた。それなのに、政府が財政再建の目標を達成できないからと言って、インフレ率が 2% を超えても日本銀行が政府を助けるようであると、財政ファイナンスに陥り、最終的にはインフレをコントロールできなくなる。しかも、その責任は日本銀行が負う。これは、日本銀行だけが良ければ良いという議論ではなく、日本経済が良くなるため、政府には財政再建に取り組んでもらわないと困るということである。財政赤字が大きいと民間の資源配分に大きな悪影響を及ぼすし、国民が経済成長の恩恵を受するためには国債発行の一層の増大は避けなければならない。なお、日本には人口問題のように長期的課題も多い中で、日本銀行が 2 年で 2% のインフレを実現するという短期的な議論をしていることも問題である。何とかして 2 年で目標を達成するのではなく、金融システムへの配慮も含めて、もっと時間をかけて良いと思う。

#### 柳川氏:

・日本銀行が現在の金融緩和をどこまで続けるべきかという論点は非常に重要であるが、議論に参戦すると止まらなくなるリスクがある。そこでコミットメントについて述べたい。細野さんが示唆されたように、政策のコミットメントを単純化しすぎると大きな問題を招きやすい。政策の contingency をかなり細かく述べないと、実際は状況が変わったのに自分の言ったことに縛られ、信認を失うのが怖い。無理して政策を実行する事態に陥りやすい。しかし、きめ細かな説明をするほど、政策のメッセージ性が低下することも事実である。2 年で 2% のインフレというシンプルなメッセージほど市場に伝わりやすい。コミットメントとしての信認を確保するかメッセージ性を重視するかというトレードオフは、中央銀行による将来のコミュニケーションを考える上でのポイントである。

#### 内田氏:

・現在の「非伝統的金融政策」にはブルーデンスの観点でどこまで許容されるかという議論が欠落しており、リスクは金融規制に対応という整理になっている。実際、Yellen 議長の最近の講演にもこうした話があった。その背景としては、「非伝統的金融政策」の実施に伴って、中央銀行自身が市場のメインプレーヤーになった結果、「マクロブルーデンス」の運営が厳しくなっていることが挙げられる。そこで、システムリスクの抑制を金融規制に委ねた場合、例えば、「非伝統的金融政策」によってクレジットスプレッドが圧縮されると、VaR で測ったリスク許容度は大きく高まる一方、局面が変わってストレステストを課した時には全ての市場にいわば「VaR ショック」のような状況が出現する。私は、このアンバランスに強い問題意識を持っている。

#### 井上<モデレーター>:

・午前の第 2 パネルはこれで終了するが、本日取上げられた主要な論点は、「金融市場パネル」の通常会合も含めて、今後も議論を続けたいと思う。パネリストの皆様には盛大な拍手をお願いしたい。

\*\*\*