

議題 総括

開催日時 2014年7月3日<17時15分~17時30分>

出席者 植田和男氏（東京大学大学院 経済学研究科 教授）

総括

1. 「量的・質的金融緩和」と金融市場

・「金融市場パネル」をこれまで5年間に亘り30回の会合を開催されたことに関し、関係者の方に敬意を表したい。私からは、「量的・質的金融緩和」が金融市場に与える影響と、金融政策と「マクロ・ブルーデンス」との関係という二つのテーマについてお話ししたい。

・先進諸国で実施されてきた「非伝統的金融政策」は、日本で「時間軸政策」と呼ばれてきたコミュニケーションポリシーと、中央銀行のバランスシートを活用する政策の二つに大きく分けることができる。後者はさらに分類することが可能であり、第一に、オペレーションで買入れる資産の種類を重視せず、バランスシートの規模が拡大すること自体、あるいは流動性供給量が増えること自体を重視するものがある。これを「QE0」と呼ぶこととする。第二に、特定の資産の買入れ、あるいはその買入れ額を重視する考え方がある。これはさらに細分化され、金融危機下の市場で資産を買入れることがストレスを和らげ、金融資本市場や経済に良い効果をもたらすという考え方によるものがある。これを「QE1」と呼ぶこととする。一方、金融危機が去って金融資本市場は正常化した、その下でポートフォリオ・リバランス効果を狙い、例えば長期国債を大量に買入れるものもある。これを「QE2」と呼ぶこととする。

・これらを経済理論によって整理すると、まず、「QE1」は金融危機の際には効果を発揮するが、金融危機が去れば効果を失う。「QE2」は、摩擦のない経済の下では効かないが、現実には様々な摩擦があるので効果を発揮しうる。もっとも、効き方には不確実性がある。これに対し、「QE0」はゼロ金利の下では正当化が難しい。そこで、日本銀行による「量的・質的金融緩和」は、ペースマネーにターゲットを設けて増やしていくとともに、長期国債を大量に買入れる政策であるので、「QE0」と「QE2」の双方の要素を有する訳である。従って、理論的整理に照らしてみると、「QE0」的な部分は余り効果がなく、「QE2」的な部分に効果が期待できるが不確実性は残るといった結論が導かれる。

・「量的・質的金融緩和」の「QE2」的な部分では、ご承知のように残存期間の長い国債を買入れており、この点でそれ以前の政策とは大きく異なる。ただ、この政策を導入した時点で、10年国債の金利は既に1%を切る水準まで低下していた訳であり、そこから大量の

長期国債を買入れても、効果には疑問の余地があった。むしろ、外国為替市場と株式市場に大きな影響を与え、それが实体经济にもある程度の効果を及ぼしているのが実情である。

・この点に関する一つの理解は、池尾先生が講演で述べられたように「日本銀行自体もある程度言っていることであるが」市場の期待への働きかけに成功したということである。同時に、ある種の「時間軸政策」が効果を発揮したと理解することもできる。例えば、1998年のKrugmanの論文に立ち返ると、先に述べた意味での「QE0」には意味がないと主張した一方、長期的なインフレ目標を非常に高い水準—例えば5%あるいは10%—に設定し、それが達成されるまで金融緩和を続けると約束することでインフレ期待に影響を与えれば、これを梃子に経済に良い影響を及ぶと主張した。しかも、Krugmanは、インフレ期待がそう簡単に改善しないことを認めた上で、金融政策だけでなく、財政政策を含む政府の政策も協調すべきであると明確に指摘していた。日本銀行による「量的・質的金融緩和」は、Krugmanのこうした提案に近い面がある。例えば、インフレ目標を従来の1%から2%に引き上げることでコミットメントを強めるとともに、長期の国債も大量に買入れることにした。同時に、政府は財政政策だけでなく、賃金引上げを企業に促す moral suasion も含めて、景気刺激の面で様々に協力した。これらの結果としてKrugmanの言うようにインフレ期待が変わり始めた面があるのかもしれない。別の面からみれば、これも池尾先生が述べられたように、「量的・質的金融緩和」は広い意味で「ヘリコプターマネー」に似た面がある。つまり、「第一の矢」としての強力な金融緩和策と、「第二の矢」として拡張的な財政政策による policy mix である。これは、規模や時間の長さによってはインフレを引き起こす可能性を十分に有している。

・ところが、現実が生じたことを詳しく見ると、劇的に変化したのは、株価が上昇するあるいは円は減価するという期待であり、しかもそれは、むしろ海外のヘッジファンド等によるものであった。一方、債券市場では期待が余り動かず、金利が低迷したままである。この間、インフレ期待には劇的に火がついた訳でなく、現実に対してゆっくりと後追いで上がっていく動きに見える。このように、インフレ期待が顕著には動かず、ポートフォリオ・リバランスもいま一つ勢いが出ないので、政府は資産価格が上昇し続けるという期待の維持

に苦慮しており、経済政策全体として正念場に差しかりつつあるということだと思う。

2. 金融政策と「マクロ・プルーデンス」

・金融政策と「マクロ・プルーデンス」の関係については、通常は、金融政策を景気や物価の安定に割り当て、「マクロ・プルーデンス」を金融システムの安定に割り当てるべきという、いわゆる比較優位のような考え方が主流となっている。昨日、FRB の Yellen 議長もこうした趣旨の発言をされた。

・しかし、金融や市場の専門家の中には、議論はそれほど単純ではないと指摘される方も少なくない。経済理論との関係では、経済になぜ通貨が存在するのか、金融政策はどのような役割を果たすのか、金融はなぜ不安定化するのかといった疑問に対し、残念ながら満足ゆく説明ができていないということであろう。その上で、金融政策と「マクロ・プルーデンス」が実はかなり繋がっており、しかもその繋がりが良く解明できないとすれば、簡単な分業論で片付けて良いのかということになる。単純な例で言うと、米国の金融システムでは、リスクテイクが shadow banking の方に徐々にシフトしているが、「マクロ・プルーデンス」は shadow banking にはなかなか効かない、ないし効果のある政策手段を発動し難い。これに対し、政策金利を調節する金融政策は、伝統的な banking だけでなく、shadow banking にもある程度の効果を発揮しうる。この点からみても、金融政策と「マクロ・プルーデンス」の分業のあり方はそう単純でないと考えられる。

・さらに、先進諸国の現状をみると、金融政策と「マクロ・プルーデンス」が逆方向に動いているケースが少なくない。つまり、金融政策を強かに緩和し、市場にリスクテイクを促している一方、「マクロ・プルーデンス」は明らかに逆方向のインセンティブを生じている。もちろん、これらは必ずしも矛盾している訳ではなく、政策当局として、リスクテイクを推奨しつつも、それが健全であることを求めていると理解することができる。ただ、そのことが、先に述べた米国のケースのように、リスクテイクを shadow banking へシフトさせることに繋がっている面もある。さらに結果として、政策当局にとって、金融経済に蓄積する不均衡を適切に把握することを一層難しくしている可能性もある。

・仮に、金融政策と「マクロ・プルーデンス」が完全には分離できないとすると、中央銀行も一金融政策によって金融システム安定まで全て対応するという結論にならないとしても一少なくとも、自らの金融政策がプルーデンスの面でどのような影響を持つのか細心の注意を払いつつ、金融政策を運営していくことが求められる。この点でも、米国のような shadow banking の拡大は、金融政策の運営を一層は難しくしている。もちろん、日本の場合は shadow banking の規模が小さい、ないしは十分成長していないが、この点が米国とは異なる課題を突き付けている面もある。例えば、1990 年代以降に日本銀行の金融緩和が必ずしも十分な効果を発揮して来なかったことには、健全な shadow banking が育っていなかったことが関

係しているように思うし、さらに、現在の「量的・質的金融緩和」の下でポートフォリオ・リバランスが十分現れないことにも関係していることが考えられる。

・先進国の中央銀行にとっての当面の問題は、金融システムに大きく蓄積された金利リスクを、「非伝統的金融政策」の「正常化」に際してどうコントロールするかである。日本銀行にとっては、FRB が上手く出口戦略を実施できるかどうかが参考になり、例えば、FRB が成功しないと日本銀行も上手くいかないと思像できる。一方で、日本における財政の sustainability の問題は深刻なので、この点では米国の経験が参考にならない。加えて、日本の場合は、欧米と違ってインフレとインフレ期待を大きく引き上げることを目指す政策を実施しているだけに、政策が成功して出口に近付いた際の金利リスク、あるいは潜在的なボラティリティは、欧米に比べてむしろ大きなものになることも懸念される。

・本日述べてきた点も含めて、中央銀行の政策を巡ってはまだまだ対応の仕方が分からない問題も数多く存在しており、「金融市場パネル」による今後の議論に期待したい。

ご清聴ありがとうございました。
