

## 議 題

日銀による追加緩和

## 開催日時

2014年11月7日&lt;18時00分~20時45分&gt;

## 出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 執行役員 融資企画部長)  
 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 常務執行役員 市場ユニット副担当) <欠席>  
 翁 百合 (日本総合研究所 副理事長)  
 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 (リコー経済社会研究所 主席研究員)  
 須田美矢子 (キヤ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)  
 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&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. 追加緩和の背景と狙い
2. 「量的・質的金融緩和」の効果:再検討
3. 市場機能面での影響

## 4. 金融政策に対するガバナンス

## 出席者による発言要旨

## 1. 追加緩和の背景と狙い

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・ちょうど一週間前に、日銀が予想外の追加緩和に踏み切ったため、今回の会合ではその評価も含めて、「量的・質的金融緩和」についてご議論いただきたい。

・参考資料では4つの論点を提示した。第一に追加緩和の概要であり、国債買入れの見直しといった現時点での変更点だけでなく、今後に展望される資金供給規模や国際比較といった視点を加えている。第二に追加緩和の背景であり、景気と物価の停滞感といった経済の動きと日銀の見通しとの関係に加え、コミュニケーション・ポリシーについても、今後の期待形成も含めて触れている。同時に、企業活動に関する前向きの動きにも注目し、背景や持続性に関する論点を取上げている。第三に追加緩和を含む「量的・質的金融緩和」の効果であり、円安の中で輸出が伸びないことや、企業収益が改善する下で賃金の伸びが抑制的であるといった実体経済面でのconundrumを取上げている。一方で、市場ではポートフォリオ・リバランスの遅延的な反応や銀行貸出の増加といった前向きの動き

にも注目した。第四に「量的・質的金融緩和」の長期戦略を取上げた。黒田総裁は、「出口戦略」を語るのは時期尚早という立場を維持し、それはこれまでのコミュニケーション戦略と整合的である。ただ、追加緩和もあって「2年で2%」が実現するならば、「次のこと」を考える時期も意外に近づいているかもしれない。ただし、それ以前に、何をもちて目標の達成を確認するかという「停止条件」も、その後の景気や物価の展開が異なるだけに重要であると感じる。もちろん、本日の会合では、これら以外にも様々な論点を提示していただきたい。

・参考資料を作って印象深かったのは、日銀による政策判断は「追加緩和」という語で表現すべきレベルではなく、もう一度大規模な金融緩和を実施したと言うべきインパクトを持つことである。この点が象徴的に現れるのは、日銀の資産規模や国債保有のプレゼンスの今後の展望である。初秋に欧州へ出張した際、ECBが為替をimplicitなターゲットとして「量的緩和」に踏み切った場合に想定される資金供給規模に関する議論を耳にしたので、それを主要国の国債市場の規模と比較した結果、ECBによる国債保有シェアが相

当な高水準に達することが分かった。これは本当に現実的なのだろうかと考えていたが、日銀についても、今後数年に亘って追加緩和の規模で国債を買い続けると、さほど遠くない水準に達することを改めて思い知った。因みに、Draghi 総裁が語ったように、ECB が 2012 年のピーク時まで資産規模を戻したとしても、対 GDP 比でみて、ECB の資産規模は日銀の半分にも満たないことになる。

#### 高田氏:

・今回の追加緩和は、従来の常識に照らせば常軌を逸したものとなるが、昨年からは金融政策のレジームが完全に変わったのだとすれば、長期の視点から評価すべきかもしれない。日銀は、物価安定目標にコミットすることでインフレマインドを醸成したいということであろう。中央銀行に独立性が付与されている限り、インフレへの対応は比較的容易であるが、政策金利に非負制約がある以上、マインドを元に戻すのは相当大変という意味でデフレへの対応には難しさがある。金利が低位なのに企業セクターが資金を調達しないのはマインドが失われたからであり、企業セクターをインフレマインドに転換させない限り、デフレ均衡からの脱却は難しい。為替のチャネルと portfolio rebalance によって円安・株高を維持している間に、企業セクターがレバレッジを使えば、おのずと金利は上がるはずであるが、日銀はそこまでは何でもやるという意味を示したのである。

・足許にかけて物価上昇率が 1% を割るリスクが高まったことは、日銀が追加緩和を判断する上で良い「口実」になった。原油価格が低下したと言っても国内物価の中でそう大きな話ではないが、日銀は、インフレマインドを邪魔しかねないリスクが生じた場合には、それが仮に小さくても徹底的に対応する姿勢を示した。もちろん、今回の追加緩和が成功するか否かは、民間企業がどこまで反応するかにかかっている。

・日銀が実際には財政ファイナンスを続けていることに加え、経常黒字がここまで縮小したことを踏まえると、昨年 1 月の日銀と政府との「共同声明」を踏まえて、政府に財政規律の維持を促すことも大切である。これを怠れば、将来的には国債市場が大きく変動するリスクも出てくる。日銀にとっては、財政規律の担保に向けた政府とのコミュニケーションも大きな課題となる。

#### 江川氏:

・国債の市中発行額は年間 155 兆円前後だが、純増分は 40 兆円程度である。日銀による年間の買入れ規模は、追加緩和前から既にこの分を超えていたが、今後は大幅に超えることになる。事実上の「財政ファイナンス」に一段と踏み込んだが、先週から今週にかけては 20 年債や 30 年債の金利がむしろ低下し、財務省にとって国債の発行コストを抑制しう一方、生命保険など国債を中心に運用する投資家は運用利回りの一層の低下に直面した。いわゆる financial repression (金融抑圧) は、民間に帰属すべきだった利益を国に移転することを意味する。

#### 須田氏:

・追加緩和を検討するならば、これまでの「量的・質的金融緩和」の効果を評価すべきである。しかし、「アベノミクス」の「3本の矢」が同時に展開されたため、金融政策の効果を見極めることが難しい。昨年 4 月に「量的・質的金融緩和」が導入された際にはメディアの扱いも大きかったが、追加緩和の扱いはこれまでのところ小さい。これは、量的緩和は株価には効かもしれないが、实体经济には効かないという実感—多くの実証分析で支持されている見方でもある—が広く共有されている結果ではないか。

・金融政策のレジームが変わったと思っているのは黒田総裁だけかもしれないし、追加緩和に際してコミュニケーションギャップを生じたように思える。つまり、追加緩和以前の黒田総裁の講演には、「2年」という言葉がなく、「目途」や「意図」という言葉が使われていた訳であり、執行部として追加緩和を示唆する文言を避けようとしたのではないかと。今回の「展望レポート」をみても、「背景説明」ではインフレ期待が安定していると述べる一方、「基本的見解」では「量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮している。しかし、物価の下振れリスクは大きく、その背景としてインフレ期待が下振れる可能性がある」という記述があるなど整合性がとれない。さらに、黒田総裁は、記者会見でこの点を質された際に、「政策委員の間でも様々な見方がある」と答えるなど、政策委員会の議長と言うより総裁個人としての見解を述べている印象を受けた。

・追加緩和に関する記者会見では、「量的・質的金融緩和」の導入前の見通しに比べ、今回の見通しが低いことを踏まえて、「量的・質的金融緩和」には効果がなかったとの厳しい指摘もあった。これに対し、黒田総裁が過去の見通しが甘かったとの認識を示したこと—政策委員のうち 6 名はそのまま残っているにも拘わらず—もかなりの驚きであった。結局のところ、日銀にとっては、インフレ率が 1% を割るリスクが高まったことより、経済・物価の見通しを作成する中で、「2015 年度中の 2% インフレ」の達成が難しくなったと認識したことが、追加緩和に動いた最大の理由ではないか。

#### 内田氏:

・追加緩和について評価する前に、「量的・質的金融緩和」の効果をどう整理するかが重要であろう。つまり、円安が実現した割には輸出が伸びず、国内景気も想定以上に上向いていない理由を整理した上で、次の段階に入るのが普通であろう。先日の黒田総裁の記者会見では、これまで日銀が主張していた波及メカニズムに関する検証がない中で、インフレ期待が 2% にアンカーされればデフレ脱却に向かうという説明が目立った。実質賃金が下がる中で、日銀は、エコノミストだけではなく一般国民に対しても、インフレ期待の醸成がデフレ脱却と日本経済の活性化に必要であることの根拠を丁寧に説明すべきであろう。

・「量的・質的金融緩和」は、2% の物価上昇率を持続的に達成するという意味では、事務局資料にある「長期戦略」という表現が妥当である一方、市場参加者にとって追加緩和は「超短期戦略」に見え

る。第一に、今回の追加緩和措置に伴い、日銀は国債市場全体からデレーションを吸収することになる。これは、完全な financial repression であり、短期的には可能でも、長期的に sustainable とは思わない。究極的には、財政ファイナンスという次元を超えて、市場メカニズムそのものを棄損させるリスクもある。

・第二に、今回の追加緩和を通じて、日銀と市場とのコミュニケーションが顕著に変化した。国会答弁を含めて、黒田総裁は直前まで強気な発言を続けてきたのに、一度の経済統計の悪化が追加緩和に繋がったと説明した。これは、ポジティブな発言を続けることで期待に働きかける verbal 戦略の結果であろう。しかし、市場では、日銀が表面的には強気を維持しつつも、突然にサプライズの政策を出すパターンが定着したとの理解が広がっただけに、今後の政策は投機を助長しかねない。

・第三に、日銀のバランスシートは、対 GDP 比でみて FRB や ECB と比較して非常に大きい。「量的・質的金融緩和」を進める上で、日銀は国債を購入して当座預金を積み増せばよい。これに対し銀行は、貸出の回復には時間を要するだけに、日銀当預の保有額が極めて大きくなる。間接金融を担う銀行のバランスシートは一超過準備に対する 0.1% の付利によって財務上の影響が減殺されるとしても一歪んだ構造になっていく。これらを踏まえると、「量的・質的金融緩和」は、長く続けるものでないと理解すべきであろう。今後は、日銀にとって、政策効果を定期的に確認しつつ、市場との対話を進めることが一層重要になる。

#### 井上くオーガナイザー：

・日銀は、昨年夏頃からは、マクロの需給ギャップが縮小するに連れてインフレ率が徐々に高まっていくとともに、実際のインフレ率をもとに adaptive にインフレ期待が形成されていくメカニズムを強調していた。ところが、実際には総需要の成長自体がスローダウンしたため、この説明が成立しなくなったということであろうか。

#### 内田氏：

・その通りであろう。日本に限らず米国でも、失業率が相当に低下したのに名目賃金の上昇が緩やかに止まるなど、世界的にみても物価を巡る構造が変化している。背景には、人口の高齢化や新興国を含めたバリューチェーンの変化など、構造的な要因がある。単にマクロの需給ギャップが縮小したり、円安でインフレ期待が上がったりすることで好循環が始まるというロジックは、再考すべきタイミングにあるのではないかと。

#### 加藤氏：

・金融市場の参加者は、インフレ率を望ましい形で上げていく上で、日銀のアプローチが本当に正しいかどうか不安を感じている。「早期に 2% を達成するため、できることは何でもやる」という強い決意を示すことで期待を変える手法には一定の合理性はある。しかし、実際にインフレ率が上昇しないと、資金供給の規模は限りなく膨張する。日銀は「量的・質的金融緩和」が非常にうまくいっていると評価してきた。また、インフレ期待が安定しない段階で資源価

格が下落すると、目標の達成に支障が出るため追加緩和を決定したと説明している。これはやや無理があるが、内田さんが言われたように verbal 戦略で期待を引き上げようとしているだけに、このような説明にせざるを得ないのであろう。

・日銀が、「量的・質的金融緩和」は成功していると説明しつつ、何らかの threshold を超えると突然に追加緩和に踏み切るパターンが続くようだと、市場参加者は先行きの政策を展望しづらくなる。日銀としては、「量的・質的金融緩和」が為替や株価を通じたメカニズムに依存していることを公式には認めにくい。加えて、これらのメカニズムが市場でのサプライズ如何である面も否定できない。こうした点を踏まえると、日銀にとっては「正直な」説明を行うことが一層難しくなるように思う。追加緩和に関しては、政策委員の間で票が分かれただけでなく、執行部の中でも意見が統一されていない可能性がある。こうした中で、『何でもやる』という姿勢を示すことがインフレ目標の達成に向けて重要、という考えだけで突き進むことには大きな不安を感じる。

#### 福田氏：

・皆様のご懸念はごもっともだと思うが、だからといって日銀が物価安定目標を撤回する選択肢は、少なくとも現段階ではありえない。つまり、物価安定目標を掲げる以前であればともかく、既に掲げている現在は状況が全く異なる訳である。

・ただ、今回の日銀のコミュニケーション戦略は、中央銀行論が想定する「市場との対話」とはかなり異なるものだった。かつては、日銀総裁がそれまでの説明を翻して突然に公定歩合を変更することもあったが、現代の中央銀行論において望ましいとされるのは、将来の政策について事前にアナウンスし、ある種のパスに沿って政策を運営することである。「現状維持」を決定する場合も、次回の変更に向けた方向性を示唆することが望ましいとされる。ところが、黒田総裁のコミュニケーションは、かなり昔に逆戻りした印象を受ける。

・「量的・質的金融緩和」の以前は、日銀が外部の圧力に押され金融緩和を進めている面もあった。金融緩和には「効果がない」という日銀によるかつての主張には一定の説得力があったが、日銀のレピュテーションに必ずしもプラスではなかったように思う。それに照らせば、追加緩和も結果的に功を奏したというのが私の印象である。日銀は、景気や物価が鈍化する中で実は後手に回っていたが、大規模な追加緩和によって先手を打ったような「印象」を与えたことが、非常に不思議に思える。このやり方も、繰返して効果を発揮することはないと思うが、今回はなぜかうまくいった訳である。

・追加緩和を決定する数日前、岩田副総裁は、説明責任を果たせなければ辞任するという趣旨の国会答弁を行った。ここでは、物価安定目標だけでなく、説明責任の達成にもポイントが置かれていることが重要である。だとすると、追加緩和を実施せず物価安定目標を達成できなかったら、説明責任を果たせないことになろうし、追加緩和をもって物価安定目標が達成できなかったとしても、説明責

任をある程度果たしたと言える。中央銀行が「2 年で 2%」という物価安定目標を設定すること自体の適切さについては皆さんのご指摘通りという面もあるが、日銀は既にこうした重い約束をしている以上、追加緩和もその下での意思決定と受け止めるべきである。

## 2. 「量的・質的金融緩和」の効果:再検討

翁氏:

・昨年 1 月の日銀と政府の共同声明は、日銀が 2%の物価安定を実現し、その下で政府が経済を再生していくという政策連携を約束したものである。この約束は現在でも有効であるはずなのに、黒田総裁の下では「2 年で 2%」に非常に拘った政策が採られている印象を受ける。

・円安にも拘わらず輸出が伸びなかったことは、事前には想定されていなかったように見える。また、マクロの需給ギャップについては、一部の業種—建設業や小売業などで人手不足が顕在化しているが、賃金全体の上昇という好循環に結びついていない点が問題である。もっとも、賃金上昇は生産性の改善があつて初めて持続可能であり、そのための政策対応が十分でない。政府は、財政健全化の推進だけでなく、生産性の改善を通じた賃金上昇のサポートでも、共同宣言に示したコミットメントを十分に実現していない。

須田氏:

・ポリシーミックスに関しては、IMF 等の公的機関も金融政策への過度な依存は望ましくないと指摘している。Mundel-Fleming Model によれば、金融緩和の下で財政を引き締めると、二重の意味で円安方向に圧力がかかる。さらに、金融政策による為替レートのオーバーシュートまで考えると、極端な円安になる可能性もある。このようなメカニズムを活用して一国だけが景気回復を実現するのは、必ずしも良いシナリオと言えない。最近の国際会議では、財政支出の効果をより活用しようという動きがみられるが、日本では金融政策に過度に依存し、最も重要な成長戦略が殆ど進んでいないという問題を抱える。

福田氏:

・しかし、日本の輸出は実際には増えていないだけに、円安が他国にどの程度の不利益をもたらしているか判然としない。

須田氏:

・欧州がデフレ懸念に直面し、米国も景気情勢ほどには物価が上昇しないことを考えると、為替レートを通じた国内物価への影響は大きいのではないかと。

福田氏:

・米欧で日本からの輸入が大きいならば、ご指摘の通りだと思うが、例えば米国で日本からの輸入品が値下がりしていることが物価に大きな影響を与えたようには思われない。新興国でも、例えば韓国は、「量的・質的金融緩和」に伴う円安が始まった際は強く反発したが、最近では落ち着いている—追加緩和への反応はまだ明確でないが、これは「近隣窮乏化」のメカニズムが働いた訳ではないことの

表れであろうし、円安によって韓国の対日貿易赤字が拡大した訳ではない。中国についても、「量的・質的金融緩和」以降、日本の対中貿易赤字がむしろ拡大している。だからといって、追加緩和のコストがゼロと主張する訳ではなく、須田さんが指摘されたように様々な副作用が顕在化していることは事実であるが、標準的な経済理論による「近隣窮乏化」は意外に当てはまらない。

高田氏:

・円安と貿易収支との関係には、日本企業による輸出品の価格政策が変わったことも影響している。今や日本企業は、本当は安く売れる製品も、マージンを重視して価格を下げていないので、輸出数量が増えなくても、企業収益を確保しうる。従って、円安の効果は—現地生産を考慮すると単純ではないが—輸出数量の増加でなく、企業収益を通じて内需に還元されるルートで実現する。

神津氏:

・海外へ生産をシフトした企業が、多少円安になったからといって生産を国内に回帰させるとは思えない。ただ、円安は、海外での外貨建て収益の円評価額を増やすことを通じて、グローバル企業の経営環境の改善に繋がる。しかし、利益計上の確認後にさらにどう使うかを決めるので、こうした影響が国内に波及するには四半期から 1 年のラグが出てくる。ベアなどはその典型であり、経営者は冬の賞与はある程度引上げるとしても、定常的な労働コストにまで手をつけるには、今年度全体の収益を確認したいと思うはずである。

・2003 年以降の円安の際に生産能力の国内増強を行った企業は、リーマンショック後の円高によって大変に苦しんだ。こうした状況を目の当たりにした企業—特に製造業—は、ドル円レートが 120 円まで戻したとしても、国内の生産能力を積極的に増強する決断はしにくい。

高田氏:

・神津さんが言われたように、現在の投資や賃金は長期にわたる円高の下で設定されてきただけに、元に戻すにはかなりの時間がかかる。その間は企業の「期待」に働きかけておく必要があるというのが日銀の考えであろうし、私もそれは正しいと思う。

北村氏:

・過去の教訓に影響されて国内の生産能力増強が見込めないとか、海外収益が国内の経済活動に活用されるまでには時間がかかるというのであれば、成長戦略の効果に大きな期待が持てなくなる。

神津氏:

・ご指摘の点が否定できないからこそ、「2 年で 2%」という期限の設定が適切であったのかという論点も浮上するのであろう。

北村氏:

・社会主義の計画経済において「ポリシーミックス」という場合、5 年計画とか 10 年計画という形で、金融・財政政策と企業の経営戦略との整合性が採られている。これに対し、現在の日本は、「三本の

矢」の下で経済政策に整合性があるように見えるが、実は政策パッケージとしてのコーディネーションが存在していないことになる。

**神津氏:**

・日銀が「量的・質的金融緩和」において掲げた「70 兆円」という量や「2 年」という期間が、实体经济の構造変化と整合的だったかどうかを検証すべきであろうが、どの程度の量の資金を供給すれば、どの程度の効果があるかは結局わからず、事前に確実にわかるのは、効果はネガティブではなかろうという程度である。そこで、「何かできる可能性がある時に、何もやらなくていいのか」という問いに対する答えが分かれる。実際、日銀による追加緩和に対しても Wall Street Journal と Financial Times の間で、「量的緩和の効果が減衰するとしても、採れる策が残されている以上、中央銀行は行動すべきだ」という主張と、「効果が殆ど見込めない中で、副作用のリスクを無視して行動すべきではない」という主張が併存した。

**根本氏:**

・最近、事業会社の決算説明会では、国内回帰に関する質問が目立つ。銀行貸出との関係も含めて、量的なインパクトの大きい製造業の設備投資に注目が集まっている訳である。本格的な国内回帰が実現するためには、神津さんが指摘されたように時間も必要であろうが、国内の税制や雇用制度、エネルギー問題などが同時にクリアになることも必要である。また、米国やドイツの海外直接投資の残高が GDP の 6 割に達するのに対し、日本は 4 割に止まることを考えると、中長期的には、逆に現地生産にシフトする余地が大きい。これらを考慮すると、国内でも労働力不足に対応する省エネ投資や IT 投資がみられる可能性はあるが、マクロ的に国内回帰が大きな流れになるとは考えにくい。

**神津氏:**

・最近、国内の工場で事故が増えているように感じるが、それは設備が老朽化する中で維持管理投資が必ずしも十分でなかったことによる面も大きいのではないかと。そこで、企業のキャッシュフローが改善していけば、維持管理目的の投資は増えていくように思う。しかし、国内で積極的に生産能力を増強するための投資を行う段階に到達することは難しいのではないかと。

**内田氏:**

・為替レートの水準は企業の粗利益に影響するが、企業はそれだけで設備投資を判断する訳ではない。一般的に見て、電力コストが非常に高く、法人税率も突出して高い日本に回帰する可能性は低いように思うし、こうした面での構造的な取り組みが遅れている。円安だけが進むと、交易条件が悪化してマクロの実質購買力が低下する一方、一部のグローバル企業に内部留保が蓄積されるだけに終わる可能性が高い。

**福田氏:**

・实体经济面で改善が進んでいないことは事実であるが、全く変わっていない訳ではない。例えば、賃金も実質ベースでは減少しているが名目では上昇しており、しかも、当初は特別給与や所定外給

与の増加であったものが、所定内給与も増加し始めている。あるいは、リーマンショック前の好況期にはコアコア CPI インフレ率は上昇しなかったのに、現在はコアコア CPI インフレ率がプラスになり、長らく低下していた GDP デフレーターもプラスに転じた。しかし、「量的・質的金融緩和」だけでこれらを持続的にすることは難しく、「第三の矢」である成長戦略が重要であることは当然である。

**高田氏:**

・多少円安になっても海外の工場を国内に回帰させることは期待しにくいとしても、企業収益が改善する中で、物流施設や自社ビルといった投資は国内でもみられる。動きとしては遅いが確実に変わっている面もあり、それを如何に持続的にするかが重要であろう。

**北村氏:**

・マクロデータからみると、物流量あるいは物流総額は過去 20 数年間一貫して減少している。効率化の影響もあろうが、人口の減少や製造拠点の海外移転が大きく影響しているように見える。設備投資に関しては、個別企業の対応も大切であるが、日本全体がどういう方向にあるかという視点が重要である。また、实体经济面の変化が散見されるとしても、「量的・質的金融緩和」が民間企業の活動を本当に活性化させていると言えるか。むしろ、どこかで政策の方向を大きく転換しない限り、そこそこの成長率は達成しても、多くの金融市場が機能を失う状況になりかねない。

**根本氏:**

・北村さんの考え方には同感である。ただ、事業会社の格付には、昨年から少しずつポジティブな動きが反映されるようになってきている。収益の改善や株高が進む中で、企業マインドが幾分は積極化し、これまででなかった企業構造の改革や新規事業への投資に着手するモメンタムが出てきている。確かに、国内での大規模投資より海外での直接投資や M&A が多いが、研究開発や経営企画の分野では国内人員を増強する動きが期待できるかもしれない。

・コーポレートガバナンスの改革のように、企業経営者の意識に働きかける取組みも始まった。日銀は JPX 日経 400 に連動する ETF を買入れ対象に加えたが、ROE の高い銘柄によって構成されているだけに、市場には、日銀の買入れによって企業経営者のマインドにも何らかのインパクトがあるという見方もある。

**翁氏:**

・スチュワードシップ・コードが策定されたことで、企業の ROE に対する認識が徐々に変わってきているという見方もある。「日本再興戦略」には、「稼ぐ企業」を増やすための施策が並んでいる。政府がそこまで介入することの是非は議論があるところかもしれないが、企業の意識に変化が出てきたことは事実であろう。

**須田氏:**

・ただ、ROE が重視されると、自己資本や賃金に対しては抑制要因になる。経営者からは、賞与はともかく、所定内賃金まで上げることは難しいとの声も多い。

**井上<オーガナイザー>:**

・円安の副作用に焦点を置いた議論が活発化の中で、「量的・質的金融緩和」が元凶であるという誤解も生まれつつある。

**神津氏:**

・経済成長率は高まらず、しかしインフレ率は上昇するという状況に感情的な反発があるのだろう。「3つの矢」が揃って発動すれば、デフレから脱却しながら成長率も高まることも期待されたのに、インフレが先行し、消費税増税が重なった。今年前半をみても、名目賃金は上昇したが、結果的に消費がかなり抑制された。もっとも、福田さんが言われたように、日銀が物価目安定目標を巻き戻すことも現実的ではない。

**須田氏:**

・しかし、「量的・質的金融緩和」には説明責任の面で改善の余地はある。柔軟なコミットにすれば様々な副作用のリスクに言及しやすいはずなのに、物価安定目標にあまり rigid にコミットしたために、説明ぶりも rigid な物言いにならざるを得なくなった

**福田氏:**

・そうだとすると、前の日銀総裁は、リスクも含めた説明責任を果たそうとして、外部の理解を得ることができなかったのではないかと。実際、私自身は前の日銀総裁が説明されていた内容に全く同感であったが、こうした主張は人々の理解を得られなかった。その意味では、今回、デフレから脱却しても経済成長率が上がる訳ではないことの理解が深まるだけでも価値がある。

**井上<オーガナイザー>:**

・デフレと経済成長率を巡る世論は、以前の会合で福田さんが指摘されたように、1990年代の日本での不良債権さえ解決すれば日本は健全な成長に復帰しようという議論との類似性がある。

・我が国の経済構造が実は変化していたというご指摘が多いが、日銀は追加緩和に際してそれを認識していなかったのか、それとも、十分に認識してはいたが、少しでも効果の期待できる措置であれば実施すべきという判断であったのか。

**神津氏:**

・様々な角度から検証する必要があるが、総じて見れば、経済構造が変化したことで政策効果の出方に予想外の面があったことは否定できないように思う。もちろん、これは結果論に過ぎない面もあるが。

**根本氏:**

・中国が7%成長まで減速するなど、海外経済の動向も影響したように思う。

**須田氏:**

・為替レートとの関係では、Jカーブ効果の影響で輸出の増加に繋がらないという議論が多かったが、長期的にも Marshall-Lerner 条件を満たさない状況であることは、実証的に分かっていた。輸出が

増えなかったことをサプライズと思う方がむしろ奇妙に思える。

**加藤氏:**

・電機産業に象徴されるように、海外の消費者にとって魅力的な商品が少なくなり、値下げしても輸出量が伸びる展望が乏しくなったということかもしれない。

**福田氏:**

・輸出が増えていないだけでなく、円安にも拘わらずエネルギー以外の輸入も増えている点にも注目する必要がある。

**須田氏:**

・それは、生産活動の多くが海外にシフトしたからではないか。また、輸出が上手くゆかない場合にも、国内市場が縮小したために国内に振り向ける余地が少なくなった面もある。この点では、国内の成長期待の低さも関連している。企業のそうした努力が上手くゆかないために、在庫が増加しがちになる。

**北村氏:**

・国内の勤労者世帯の平均年齢は既に50歳近くに達している。これが例えば30歳程度であれば、子どももおり、家電も家も買う必要があるということになるが、今やそうではない人たちに新たに耐久消費財を買うように求めることは難しい。

**福田氏:**

・製品輸入が増えていることも考えると、国内市場の縮小だけでなく、国産品が外国製品に代替されている面も大きい。

**北村氏:**

・確かにそうした面もある。実際、電機産業の競争力指数は過去2年の間に顕著に低下した。

**内田氏:**

・過去数十年の産業界をグローバルな視点からみた場合、最も顕著なトレンドはコングロマリット化であり、個々の業界でトップ3に入っていないと、自然に淘汰されていく仕組みになっている。こうした流れの中で、日本の国際競争力は様々な理由によって低下した。第一に生産コストが上昇してきた。第二に製品の価格や製品の魅力を支えるイノベーションが不足していた。第三にコンピューター技術を重視しなかった。また、2004~06年の小泉政権の際に、企業収益が過去最高に達したにも拘わらず、研究開発や生産効率の面での構造改革を怠ったことで、その後の世界経済のグローバルと急激な円高によって、一気に競争力を失った。

・アベノミクスの下で、ヘルスケア、メディカル、新エネルギーといった新たな産業が立ち上がれば、日本の輸出競争力も回復していく。一方、自動車や通信といった産業は、グローバルなコングロマリット化の中で生き残るために、日本を飛び出す必要がある。グローバルな産業構造が変化している中では、為替政策とか「期待に働きかける」だけでは効果に限界がある。例えば、国際税制面での対応やエネルギー面からみた生産コスト、規制緩和などを複合

的かつ戦略的に考えていくべき状況にある。

**井上<オーガナイザー>:**

・これまでの議論で構造改革の重要性さにはコンセンサスがあるが、欧州の状況を見ても、構造改革に合意が形成され、実施に移されて効果が発現するにはかなりの時間を要する。そのような時間的視野と、「量的・質的金融緩和」における「2年で2%」との整合性をどう考えればよいか。

**神津氏:**

・だからと言って、日銀が「3年」とか「4年」で2%インフレを達成すると言っても、目標としてピンとこなくなる。

**須田氏:**

・だからこそ、「できるだけ早く、物価安定を達成する」という目標で良かったのだと思う。

**神津氏:**

・毎年0.5%ポイントずつ、最終的に2%というメッセージの出し方一つ一つのやり方として考えられなくはないが。

**北村氏:**

・翁さんや白川さんは、demographic な要因も低インフレに影響しているのではないかと考えていたが、「リフレ派」の人たちは、とにかく money さえコントロールすれば、物価も動かせると主張してきた。このように、構造的な問題をどう捉えるかで根本的にスタンスが異なるので、処方箋も違いが生ずる。

**神津氏:**

・しかし、「リフレ派」の考えに沿った政策を採用した以上は、それで行くしかないということになる。

**北村氏:**

・行くしかないと言っても、構造問題の影響が実際にどの程度あるのか、事実として検証すべきではないか。

**福田氏:**

・日銀の以前の政策は致し方のないレジームということか。

**北村氏:**

・そうではないが、金融政策が全ての問題を上手くコントロールできる訳ではない。

**須田氏:**

・この問題は、結局のところ、ゼロ金利制約に達した後に金融政策がどれだけ有効なのかという点に尽きる。

**福田氏:**

・ご指摘の点は理解できる。ただ、私は、日銀の以前の政策レジームを今の後知恵で見た場合、やはりそう高く評価できる訳ではないように思う。

**北村氏:**

・必ずしも高く評価している訳ではないが、全て金融政策の失敗のせいであるとは考えていない。

**須田氏:**

・それでは、現在の政策レジームの方が良いと言えるのか。

**北村氏:**

・現在のレジームについても考えるべき点は残る。

**福田氏:**

・現在のレジームは以前よりも良いと思う。

**須田氏:**

・現在のレジームについては、exit をきちんと迎えることができ初めて優劣を評価しうるが、これまでのところ、この点を十分考慮していないように思う。

**翁氏:**

・金融政策は、どの程度の時間的視野で評価するかという点で難しい面を持っている。現時点では、現在の政策レジームがある程度の効果を発揮しているとの指摘が見られるが、5~6年という枠組みで考えた場合には、おそらく異なる視点が出てくるであろう。短期だけでなく、長期の視点に基づく評価も必要である。

**福田氏:**

・ご指摘の通りだと思うが、以前の政策レジームは相当に長期にわたって維持されていた。

**須田氏:**

・以前のレジームは exit のコストも考慮して運営していたが、現在のレジームはそうは思えない。

**福田氏:**

・だからこそ、現在のレジームに対して現時点で最終的な評価を下すことはできない訳であるが。

**加藤氏:**

・仮に、以前の政策レジームが維持されていたとしても、FRB が「QE3」の tapering から利上げを展望する状況になれば、ドル円レートで100円台に乗る程度の円安は期待できた。

**須田氏:**

・少なくともリーマンショックがなかったら、需給ギャップもプラスになり、物価も少しずつ上がったという好循環のパターンになっていたし、政府も「デフレ脱却」を宣言したのではないか。

**福田氏:**

・リーマンショック前を好循環と呼ぶか失敗と呼ぶかは微妙なように思う。先程議論のあった製造業の一部では、国内の生産能力を拡張するなど、誤った方向での対応を進めていた。

**須田氏:**

・しかし、当時は円安が進行する中でもあり、選択は難しかった。

**福田氏:**

・しかし、それが失敗した理由は、その後の円高だけでなく先に議論された様々な構造問題にあった訳である。だとすれば、リーマンショック前が好循環であったとは言えない。

**須田氏:**

・好循環というのは、生産、所得、支出の好ましい連関という意味である。2007 年当時は、政府もデフレ脱却宣言を検討しており、再びデフレになる可能性がないことを確認したいという状況であった。

**福田氏:**

・当時、インフレ率自体はプラスであったが、コアコアのインフレ率はそうではなかったし、賃金もほぼ横ばいであったので実質賃金は下がっていた。

**須田氏:**

・賃金は上昇していた。

**福田氏:**

・しかし、物価も 2%程度上昇していたので、実質賃金は減少していた。

**井上<オーガナイザー>:**

・金融市場への影響に比べて極めて緩やかではあるが、既に指摘されたように、足許では実体経済面でもプラスの動きも見られる。その理由をどう理解すれば良いか。これは、現在の政策が少しずつではあるが効果を発揮しているということか。

**加藤氏:**

・7月のコンファレンスの際に池尾先生が指摘したように、金融緩和だけでなく財政支出とのポリシーミックスによる面が大きいのではないか。

**高田氏:**

・これに加えて、円安の影響もあって企業収益が相当に増加していることの効果が大きい。企業にとって実質自己資本が増えるので、投資に関するリスク許容度が高くなり、国内に設備を増やすまでに行かなくても、自社ビルぐらいは持とうということになる。賃金に関しても、ベアまではゆかなくても、FRINGE・ベネフィットは増やしていこうという動きになる。ただ、どうしても緩やかな動きであるし、企業も収益の増加が続かないリスクを意識すれば、踏み込んだ対応は取りにくい。過去 20 年以上に亘って円高が続き、7 年前に 1 回「だまされた」ことを考えると尚更にそうであろう。それでも、企業収益の好転によって実体経済に「滲みだしている」効果があることは事実であり、これらを無視すると、逆な意味で政策を誤るリスクも考えられる。

**須田氏:**

・現在の政策には全く効果がないということではなく、どこに出ている

るかをきちんと分析することは重要であろう。

**北村氏:**

・企業は増加した収益を寝かせている訳ではなく、何らかの運用に振り向けているのではないか。

**神津氏:**

・大まかにいえば、キャッシュのまま保有しているという感じだ。

**高田氏:**

・企業の資産においては、中小企業を中心として現預金の比率が非常に高い。ここには、リーマンショック後の経験もあって、流動性を積み上げないと不安であるという心理も働いている。

**内田氏:**

・中小企業の業績は必ずしも良いとは言えないし、信用リスクの外部評価も改善していない。同時に、円安や株高のメリットを受けている先と、そうでない先の二極化が進行している。

**細野氏:**

・ただ、企業倒産件数は低位で推移している。円安倒産もあるが、現時点ではその数は少ない。円滑化法はなくなったが効果が残っているとか、信用保証や低金利の効果もあろう。その意味では、今後何かの理由で金利が上昇したら、こうした面でも影響が出てくるように思う。

**翁氏:**

・中小企業と大企業との間で円安に対する受け止め方が大きく異なってきた。前者には輸入に関わる業種も多く、後者には輸出企業が多いことが反映していると思う。その意味でも、円安がかなり進んだ現在、今後の為替レートの推移は、日本経済にマイナスの側面も含めて様々な影響を与えるだろう。

**須田氏:**

・グローバル企業の場合は、為替レートといってもドル円だけでなくユーロの影響も大きい。

**根本氏:**

・家計への影響については、黒田総裁はインフレになると消費が活性化すると指摘している。また、資産運用の面でも、デフレの下では預金保有が有利であったが、インフレになるとリスク資産へのリバランスが進むとの期待がある。実際、資産運用業界では一任勘定の残高が増えるといった効果が現れている。

**福田氏:**

・家計への影響に関しては、物価自体よりも資産効果が大きいように思う。株価が上昇したことで、高価格商品の売り上げなどには効果が出ている。

**内田氏:**

・「量的・質的金融緩和」が開始されて以降の 1 年間に、個人の金融資産は約 90 兆円増加しているの、その恩恵を受ける株式投



資家やシニア層の消費に好影響が生ずる反面、株式を持っていない人にはそれが及ばない。

**細野氏:**

・マンションや土地の価格も相応に上昇してきた。これらが家計の消費に直接影響することはないとして、担保価値の上昇を通じて企業活動を支えるといった効果は期待できる。

**須田氏:**

・日本の場合、米国などに比べて未実現の資産効果を実現するための手段が乏しいように思うが、資産効果に関する実証分析はどのようになっているか。

**細野氏:**

・家計の消費に対する資産効果は、ポジティブだが定量的に小さいという分析結果が多いように思う。その上で、不動産よりは株の方が効果は大きいということではないか。

**須田氏:**

・高額品の売上げが伸びているという話を聞くが、マクロ的に見ても、自分の持っている資産価値が上がっただけで消費を増やすという効果が生ずるのかは疑問である。少なくとも、自分自身はこうした行動にはならない。

**高田氏:**

・株式の時価総額は、「量的・質的金融緩和」の開始後に 300 兆円台後半から 400 兆円台後半にまで増加してきた。SNA によれば不動産の価値は約 1,000 兆円あり、この間の正確な増加額は不明であるが、ストックが大きいだけ株式よりも大きな評価益を生み出している可能性がある。もちろん、株式の場合は、外国人投資家が半分近くを保有していることは事実であるが、株価の上昇が企業の実質自己資本を増加させることによるリスク許容度の上昇と言った効果もある。国民経済全体として、資産価値の上昇による効果は相当に大きいと考えるべきではないか。

**北村氏:**

・企業についてはその通りかもしれないが、家計の場合は資産の分配が高齢者に傾斜していることを考えると、マクロの消費性向が大きく高まるとは思えない。

**高田氏:**

・デパートで高価格商品が売れる一方、スーパーの売上げが必ずしも芳しくないのは、そうした特徴を反映したものであろう。

**渡部氏:**

・これらの点は、所得階層別の実証分析すると明確に出てくる。やはり、株式や自家を保有していない層には効果が検出できない。また、日本の場合にはマクロ全体の資産効果もそう大きくない。

**福田氏:**

・今後も消費が増加していくかどうかは不透明になっている。ただ、「量的・質的金融緩和」の開始当初は、消費はマクロ的にもかなり

増加した。その時点では賃金が上がった訳ではなかっただけに、資産効果的な要素がそれなりにあったように思う。

**須田氏:**

・黒田総裁だけでなく、安倍首相も含めて、家計のマインドを変えたことは事実であり、それが消費に効いているのだと思う。

**福田氏:**

・こうしたパフォーマンスの効果がどこまで持続するかは、極めて興味深いポイントである。

**加藤氏:**

・日銀の生活意識調査の結果をみると、今後 1 年の支出を減らすという回答が、ここ 1 年ほどはむしろ増えており、直近では 5 割を超える状況になった。

**福田氏:**

・その点に関しては、消費税率の引き上げによるマインドの悪化が大きいように思う。

**須田氏:**

・年金受給者にとっては、物価が上昇する中で名目の受給額が減っているだけに、支出を相当に絞り込むことになる。

**福田氏:**

・その通りかもしれないが、若い人からみれば、年金を受け取れるだけでもうらやましい限りである。

**加藤氏:**

・年金受給者が増えていく中で、名目支給額がインフレ率よりも 1% 低いようであると、マクロ的にもインフレ率の押し上げに繋がりにくい可能性がある。

**徳島氏:**

・従業員に占める非正規雇用の比率が顕著に上昇していることにも注目する必要がある。このため、かつてのように企業収益の増加が従業員に還元され、消費に繋がるメカニズムに大きな変化が生じているのではないか。そうであると、須田さんが年金受給者について指摘されたのと同様な構図が、非正規雇用の方々にも当てはまるように思う。

### 3. 市場機能面での影響

**須田氏:**

・以前から、日銀による TB 買入れでマイナス金利が散見されるなど、短期のオペが限界に近付いた印象を持っていた。その意味で、追加緩和は、30 兆円の増加分を実質的に全て長期国債の買入れに割り当てただけに、当面は資金供給が円滑化すると考えられる。

**加藤氏:**

・須田さんが指摘した通り、短期のオペによる資金供給が限界に達していたことも追加緩和の理由の一つであろう。しかし、長期国債を残高ベースで年間 80 兆円ずつ増やし続けることにも限界があり、

その意味でも「量的・質的金融緩和」は短期決戦であろう。

**福田氏:**

・国債の新規発行額が増えれば、日銀による買入れのフィージビリティも増すが、国が財政赤字を拡大させることを意味するだけに、別の意味で大きな問題である。

**内田氏:**

・追加緩和後は、長期国債のグロスの発行の殆どを日銀が吸収することになる。既に指摘されているように、この政策を何年も続けることには様々な見方がある。銀行の視点からみても、国際的な金融規制などによって行動が制約される中で、日銀が大量の国債買入れと資金供給を続けると、銀行はレバレッジ規制への抵触のリスクも含めて、バランスシートのコントロールが一層困難になる。そうした意味でも、「量的・質的金融緩和」は、例えば 1 年毎に効果を点検し、フィージビリティを確認しながら、場合によって柔軟に軌道修正を図る必要も出てくるのではないかと。

**翁氏:**

・金融機関による国債投資のパフォーマンスは、金融政策の動向に大きく依存している。加えて、国債市場は、レバレッジ比率規制等に加えて、今後も金利リスク規制の強化など金融規制の動向から大きな影響を受けると予想される。規制当局は、金融機関に短期の国債の保有を促している一方、財政当局は発行する国債の年限を長期化し、中央銀行がそれに合わせて長期の国債を買入れる構図になっている。

**高田氏:**

・来年度の国債発行計画を考える上では、政府による発行額自体や日銀や GPIF といった大口投資家の動向に加え、翁さんが指摘された金融規制の影響も重要であろう。国債市場では financial repression が生じているだけでなく、いわば官製市場の色彩も濃くなっている。ゼロ金利政策が導入された際には短資会社のビジネスが大きな影響を受けたが、今や日銀による大量の国債買入れによって証券会社が類似の事態に直面しつつある。こうした市場機能面での副作用に拘わらず、日銀としては、国民経済的な観点からデフレ脱却を優先させる判断を下した訳であるが、市場流動性が低下している以上、大きなショックが加わると非連続的に市場が動くリスクは否定できない。こうしたリスクを抑制する上では、財政規律の維持に対するコミットメントを維持することが重要であるし、市場の安定を何とか維持している間に実体経済の改善が進むことが求められる。

**須田氏:**

・このこと自体は、ずっと以前から広く理解されてきたにも拘わらず、アクションが伴わなかったのが実情ではないかと。

**細野氏:**

・BOE の QE の影響に関する実証分析には、英国債市場の流動性を高めることで、市場の効率性を高めたと、実感に照らして意

外的結果を示しているものもある。そう考えると、中央銀行の市場でのプレゼンスについては、マイクロストラクチャーなどに基づくある種の最適な水準が存在し、そうした「大きなプレーヤー」がいることで流動性が確保される面もあるかもしれない。しかし、中央銀行のプレゼンスがそれを超えると、今度は市場流動性を低下させるのかもしれない。このように、中央銀行のプレゼンスによる影響については、オペレーション当日のインパクトだけではなく、中長期的に市場の健全性を維持するという視点も重要である。

**神津氏:**

・金融危機を含む時期について分析したのであれば、その時期には BOE がバランスシートを拡大することで「取引のハブ」として機能していたので、細野さんが説明されたような結論が得られると思う。

**江川氏:**

・中央銀行がバランスシートを膨らませることの直接的な弊害は市場流動性の低下である。日本でも、既に短期国債の利回りがマイナスになっている。これは、金融機関にとっては担保ニーズの面で国債への需要が常に存在するのに、日銀が多くの部分を買ひ上げてしまうため、玉不足に陥っていることによる。加えて、金融機関は、資金を日銀に預ければ 10bp の利回りが得られるが、機関投資家にとっては、国債ぐらいしか安全な運用手段がないという事情も映じている。クレジット商品についても、安全資産の金利にクレジットスプレッドを加えた利回りとなるものについては、国債の利回り低下に伴って、絶対利回りが低下し、投資家の運用ニーズに対応できなくなっている。

・一方で、株価が上昇していることで、関連する市場関係者は恩恵を受けている。私の所属する証券業界では、株価が上昇し売買高が増加するに伴い、委託手数料を中心に収益が上がっている。同時に、REIT、特に私募 REIT については、相対的に高い利回りが投資家の関心を引き付けている。証券会社も民間企業である以上、株式や REIT のような部門に経営資源を集中し、国債やクレジット商品には消極的になる。国債について言えば、一定の在庫を抱えつつ、リスク管理しながら常に顧客との取引に応じられるようにするビジネスは影響を受けており、最終的には年金などの機関投資家の資金運用に影響を与えるのではないかとと思う。

**根本氏:**

・事務局資料のなかにある日銀当座預金の動向をみると、これまでのところ「都市銀行」による増加が顕著であったことが明らかであり、これは日銀による国債買入れに相対的に大きく応じたことの結果と理解できる。しかし、日銀が追加緩和の下でより大きな額の国債を買入れる必要が生じただけに、日銀当座預金との関係も含めて、こうしたことが sustainable なのかどうかという疑問も湧く。

・つまり、「都市銀行」は、海外部門や国内手数料の収益が大きく成長し、国内の資金利益は全体の 3 割程度のシェアしかないので、保有国債をさらに日銀に売却し、10bp の利益しかない日銀当座預

金を増やすことも可能かもしれない。しかし、担保ニーズや規制対応を考えると、「都市銀行」といっても国債保有を顕著に圧縮することは難しい。さらに、地域金融機関にとっては、国内での貸出が伸び悩み、海外での貸出を伸ばすことは難しく、かつ代替的な資金運用手段も限られる以上、対応は一段と難しい。たまたま、鹿児島銀行と肥後銀行の合併に関する報道がなされているが、これまでに多かった強者が弱者を吸収するケースとは異なり、比較的強者である金融機関同士が経費削減のためにこうした判断に至った点で象徴的である。

#### 須田氏:

・市場機能への影響に関しては、シグナリング効果との関連にも注目すべきである。財政の健全化やインフレに対しては、長期金利が警告を発することが重要であるが、これらが失われるようであれば市場構造上の深刻な問題である。

#### 内田氏:

・国債市場においては、財務省が国債を発行する一方で、日銀が duration を吸収している。具体的には、事務局資料にあるように、大手行を中心とする銀行部門が大量の国債を日銀に売却しつつ、duration を減少してきた。もともと、根本さんが指摘されたように、担保ニーズや金融規制への対応のために、銀行部門も国債保有をこれ以上減らせない点が近付いている。追加緩和の下で国債買入れを一層増やす必要がある日銀にとって他の候補を探すと、足許でも国債保有を増やしてきたのは生命保険であり、平均残存年限の長期化とも整合性がある。つまり、日銀にとって、生命保険からの超長期債買入れがポイントになると思われるし、その結果として生命保険は次第に外債投資に向かうという構造になるのではないか。

#### 須田氏:

・生命保険にとっても、国内債運用だけでは予定利率を確保できなくなっている。

#### 内田氏:

・もちろんそうした面も大きいであろう。

#### 徳島氏:

・現時点では 20 年債の利回りが 1%を超えているが、今後、2003 年のように 1%を割り込むようであると、生命保険としても、超長期債を買い続けることができなくなるかもしれない。ただ、個人的には年金運用の方が心配である。例えば、GPIF も国内債の運用比率を下げるものの 35%も残すとしている。従って、民間の企業年金がそれに倣った場合、35%ものウェイトを持つ資産のリターンが殆どゼロということになると、残りの株や外債でリターンを稼いだとしても、数年もすると年金利回りに深刻な影響が生ずることになる。

## 4. 金融政策に対するガバナンス

#### 加藤氏:

・黒田総裁は、物価安定目標の達成のためにはアグレッシブに市

場へ介入するスタンスを明確にした。一方、先鞭をつけた FRB の政策に対しては過剰な介入について批判が強まっており、この点も共和党支持の理由になったように感ずる。例えば、共和党の次期大統領候補として最も人気のある一人として、元ティーパーティー派の Rand Paul 氏がいる。父親の Ron Paul 元下院議員は FRB の廃止論で有名であったが、Rand Paul 氏は廃止までは主張していないものの、FRB によるバランスシート拡大は「大きな政府」であり中止すべきとして、会計検査院による監査を強化することで、FRB の独立性を低下させる法案を提出している。

#### 福田氏:

・米国の中間選挙で民主党が負けた理由については、オバマ大統領を支持していた人々が共和党候補に投票したからではなく、そもそも投票に行かなかったことによるようだ。彼らはオバマ大統領に期待したにも拘わらず、政策面での成果を得ることができなかったが、共和党とは正反対の意見であるので共和党候補の支持に回る訳でもない。こうした情勢の中で、FRB の政策が大きな論点になったとは思えない。

#### 加藤氏:

・そこまで主張したい訳ではないが、米国内では、経済がある程度上向きになったこともあって、FRB の金融政策運営に関する議論が相当に活発になっている。2 週間ほど前には、Wall Street Journal 紙に元財務省高官が寄稿し、FRB がクレジットスプレッドを顕著に抑制していることで、資金の効率的な配分を妨げていることが、結果として成長の回復の遅れに繋がっていること、経済成長を促すことは FRB の仕事ではないので、適当な段階で金融緩和を停止すべきことを主張した。これらは、ある種のイデオロギーも絡んでいると思うが、中央銀行による積極的な市場介入も、ある phase を超えると反動も出てくるということかと思う。日本の場合も、株価が上昇すればとりあえず OK ということで良いのかと思う。

#### 北村氏:

・米国では、中央銀行による市場への積極的な介入をポジティブに評価する向きもある一方、加藤さんが説明されたように、財政ファイナンスに近いことは避けるべきであり、そのために民主主義的な議会の力を高めて、中央銀行の独立性を抑えた方が良いという議論もある。日本でも、中央銀行が政治と直結したような政策を取り始めると、金融政策を政策委員会だけで決めて良いのか、といった微妙な議論が出てくるように思う。

#### 内田氏:

・加藤さんが提起された政策に対する check and balance の重要性に関しては、先般、オーストリアの政府当局を訪問した際にも先方との質疑の中で指摘された。つまり、ユーロ圏の場合は、条約によって財政規律の維持が求められているが、それ以上に国内において check and balance が機能していることを理解した。このような政策や政治に対する信頼は、北部欧州諸国の特徴かもしれないが、現在の「アベノミクス」にとっても重要な視点であるように思う。

例えば、「量的・質的金融政策」が様々な効果を挙げている一方で、国民あるいは納税者として、この政策をどこまで許容するのかというの、国内ではなかなか意識されないポイントである。

**井上<オーガナイザー>:**

・中央銀行の意思決定については、合議によるのがベストであるという考え方がこれまでは支配的であったが、現在でもそうであると言えるのか。

**福田氏:**

・追加緩和に関しては、4名の審議委員が反対した理由を知りたい。各々異なる理由で反対されたように思う。

**根本氏:**

・審議委員への説明と議論が十分なされなかった場合、政策変更につながるリスクはないのか。

**福田氏:**

・今回は、審議委員全員が反対すれば追加緩和は通らなかった。賛成された2名がいずれも学者出身であったことも注目される。

**須田氏:**

・先日タクシーに乗ったら、「アベノミクス」とは「安倍のみ、クス」のことで、安倍首相だけが喜んでいるという話が流行っているとの話があった。いずれにせよ、政策の効果が国民レベルまで伝わらないと、政策に対する信認が生まれにくい。タクシーも、客待ちで並ぶ時間が増えているということであった。「量的・質的金融緩和」については、マネーを供給して期待に働きかけるという部分がどうしても理解されにくいように思う。

**翁氏:**

・現在の金融政策は財政政策の領域に入っているが、いずれにせよ国民の理解は十分とは言えない。これまでのところは円安を通じて株価が上がる効果が中心で、大きな痛みやデメリットは目立たないが、最終的に日本経済にどのようなコストを与えうるかを理解することはなかなか難しく、かつ現在は表からは見えない。

**須田氏:**

・追加緩和自体については、テレビなどの一般メディアの扱いはさほど大きくなく、むしろ円安で物価が上昇していることへの注目が高かったように思う。

**翁氏:**

・国民の視点も、大規模な金融緩和政策に少し懐疑的になりつつあるようにも見える。

**神津氏:**

・これまで、日銀がある合理性に基いて政策を企画し実行しても、目に見える効果が得られないために、政治的に厳しい状況になることが多々あった。これに対し、今回は政権が自らの政策思想を実行してくれる人を総裁に据えた訳であるが、ここへきて、国民からはなぜ言いなりになっているのかというような批判も出ている。こ

のように、中央銀行のガバナンスは、政治との関係でも国民との関係でも、どちらに行き過ぎても難しいように感じる。最終的に国民の中央銀行であることは間違いないが、議会制民主主義の下で間接的なガバナンスというメカニズムになっている。そういう状況において、中央銀行は、国民の代表である立法府にどう説明をすべきか、あるいは直接に国民にどう説明をすべきか。全ての関係者を満足させるバランスを取ることは極めて難しい。起こりうるのは、国民が無言で支持しているが、政権は非常に不満に思っているか、政権は強く支持しているが、国民が無言で怒っているといった状態であろうし、いずれも中央銀行としては居心地が悪い。その意味でも、内田さんが指摘された政策への信認を確立することは本当に難しい。

**井上<オーガナイザー>:**

・中央銀行のガバナンスを巡るこれまでの議論は、通貨価値の安定だけを地道に達成することが中央銀行に対する delegation であった時代を反映しているように思える。現在の中央銀行は多くの mandate を抱えているだけに、それに即した議論の変化が必要なのではないか。

**神津氏:**

・さらに日本で、米国の共和党と民主党のように、異なる政治思想に基づく主張が混在している訳でもない。

**福田氏:**

・加えて、社会科学の場合は実験ができないことも大きい。経済政策の場合も、大規模にやってみなくては適切かどうか分からないことが余りにも多いので、突拍子もない提案もアブリアリに否定することができず、それなりに影響力を持ってしまふ面も否定できない。これはある種の宿命的な問題であるだけに、政策当局者が、この点を国民にどう説明し理解してもらうかが重要である。

**須田氏:**

・政治の難しさは、選挙が近づいたために円安のデメリットに急に焦点が当たること象徴されている。政治家も、国家レベルでは円安の効果をプラスに見ているのであろうが、選挙区のことを考えると大変な害悪と考えるのであろう。その意味で、追加緩和が政治からどのような評価を受けているかも想像に難くない。

**加藤氏:**

・中央銀行が、物価安定だけでなく経済成長にも責任を負うようになっただけに、尚更に民主主義のコントロールが難しくなっている。

・黒田総裁は、インフレ期待が安定するまで出口戦略を語るべきでないというスタンスを維持しているが、本当にそうだろうか。例えば、FRB が 2011 年に出口戦略を表明したことは一結果的に違う内容になったが必ず出口があることを強調することで、過剰なリスクテイクを防ぐとともに議会に対する責任を果たそうとするものであった。日本では、出口戦略を語らず市場を不安にすることでインフレ期待を上昇させる意図かもしれないが、それで良いのだろうか。

**須田氏:**

・政策への信認のためには、出口戦略をしっかりと議論すべきだと思う。しかも、実際の出口が近付いてから議論すると市場が不安定化するのでは、もっと遠い時点から、原則論も含めて関係者が冷静に議論できる時に議論をスタートすべきである。私は、FRB が 2011 年に正常化を議論したのはそうした考えによると思うし、今回の追加緩和と同様な発想で、正常化も機動的に行うのは非常に恐ろしい。

**福田氏:**

・FRB は既に出口に差し掛かっているのでは、その議論を追うことで、日本に関してもある程度の想像はつく。日銀としても、当然に内部では議論していると思うし、対外公表しないことの問題も残るが、外部の人間に全く想像がつかない訳ではないように思う。つまり、日銀の出口戦略も、超過準備を吸収しつつ、資産買入れを tapering を経て停止し、保有資産を維持しながら少しずつ利上げすることになる。従って、最終的にバランスシートの規模が縮小に向かうまでには相当の時間を要する。これは、米国でも同様である。

**北村氏:**

・「量的・質的金融緩和」を応援する訳ではないが、財政健全化の道筋が見えてない時に、日銀だけに出口戦略を語れというのは難しいように思う。

**須田氏:**

・逆に中央銀行が出口戦略を語ることで、財政規律の維持を促す面はないのか。

**翁氏:**

・経済財政諮問会議で財政健全化を取り上げる際にも、議事録からみれば限り、黒田総裁は金利シナリオなどについて発言されないようだ。

**北村氏:**

・その意味でも、2013 年 1 月の日銀と政府との共同宣言は活かされていない。一般論としても、日銀は、注意深く財政にあまり発言しないように思う。

**福田氏:**

・一般的に中央銀行が財政に口出しすることはあり得ないし、それは仕方がない。

**井上<オーガナイザー>:**

・新たな mandate を負った中央銀行に対する政治や国民のガバナンスはもう一度しっかりと議論したい。一方、日銀の政策の正常化に関しては、本日の議論からも明らかのように、そもそも何を達成すれば正常化に転じて良いかという点も含めてご意見に大きな違いがあるが、いずれにしても議論をスタートすべき時が近づいているように感じた。本日も長時間に亘りありがとうございました。

\*\*\*