

議題

米欧の中央銀行による当面の政策課題

開催日時

2015年3月2日<18時00分~20時45分>

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)
 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) <欠席>
 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) <欠席>
 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. FRBによる当面の政策課題
2. ECBによる当面の政策課題

出席者による発言要旨

1. FRBによる当面の政策課題

井上<オーガナイザー>:

・米国に関する論点としては、第一に景気指標は概ね堅調であるがリスクはないかということである。实体经济に隠れた問題がないかという点に加え、世界から米国に流入する資金が金融システムに何らかの問題を生じないかという点が重要である。第二に利上げ開始は適切かどうかである。つまり、総合インフレ率が原油価格の下落やドル高によって低下している状況での利上げをどう考えるかという点である。第三には、FRBはコミュニケーションをどう運営すべきかという点である。ここには、その後の政策金利の運営に関するコミュニケーションも含まれる。市場にとっては、今後のイーールドカーブの形状に影響を与えるだけに重要である。

・第4四半期のGDP成長率は、下方修正を繰り返した結果、現在では年率2.2%と潜在成長率近辺となった。消費は堅調だが、設備投資が力強さを欠き、純輸出が大きめのマイナスになった。ただ、2015年全体では、①原油安による家計の購買力増加、②雇用や家計負債などの調整の終了、③財政面からのマイナス寄与の減退、などを理由に3%程度の成長は可能との見方が維持されていた。

・所得対比で見た家計負債は2003年頃の水準まで低下し、増加する消費者ローンの中身もStudent loanからAuto loanへ主役が交代しつつある。小売売上も、価格が急落したガソリンの影響を除くと堅調である。非農業部門の雇用者数は、毎月20万人後半の増加幅を維持し、Yellen議長が問題視してきた長期失業者や経済的理由によるパート労働者も、危機前より高水準だが顕著に改善した。企業部門でも、NFIBの指数などによれば生産拡大が中小企業にも波及し、マクロの設備投資が企業のキャッシュ・フローを明確に上回るようになったことは、日欧に見られない動きである。

・米国は世界の1/10を供給する産油国でもある。もちろん、原油価格の下落はYellen議長が述べたように米国経済にとって”on net positive”であろうが、影響のタイムラグの違いや、米国内の産油地域の偏りも含め注視すべきとの指摘もある。石油やガスの掘削を含む鉱業の付加価値や設備投資、産油地域の雇用などは2割程度のウエイトを持つことに注意する必要がある。なお、昨年の晩秋にはシェールの掘削業者の多くがハイ・イーールド債での資金調達に依存することが注目を集めたが、CDSプレミアムの上昇も総じて一時的に止まった。同様に注意すべき領域として住宅がある。長期

金利の低下に拘わらず住宅市場の回復がモメンタムを失ったことが問題視されているが、現地では、マクロ政策による効果が出尽くした一方、世帯形成の鈍化や借家指向の高まりなど構造変化による影響に着目する向きもみられる。

・FRB が強調しているのは、「アプリアリな正常化」でなく“data dependent”な判断である。その上で、FOMC の議事要旨からは積極論と慎重論の併存が窺われる。前者によれば、基調的には米国経済が潜在成長率を上回るペースで拡大している以上、利上げの着手も当然となる。インフレ率も、原油価格の下落が“transitory”ならば、利上げの支障にはならない。後者によれば、足許の成長率鈍化も気になるし、原油価格の下落も、海外を含む需要の低迷による面もあるだけに、“transitory”と片づけてよいかということになる。また、市場の慎重論としては、FRB が金融危機後を通じて経済見通しを上方に外すことが多いとの指摘や、経済モデルに拘り、金融的な要素を十分とりにこんでいないとの懸念も聞かれる。

・米国でもインフレ期待の評価が焦点である。利上げ積極論に立てば、サーベイベースのインフレ期待は安定しているので問題なく、市場の BEI は“flight to quality”などが作用しているため深読みすべきでないことになる。一方、慎重論によれば、市場の反応もインフレ期待として重視すべきであるし、いかなる理由であれ実際のインフレ率が低下すると、サーベイベースのインフレ期待にも低下のリスクが生ずる。実際、BEI は顕著に低下したが、足許で反発の兆しもある。FRBNY による消費者サーベイによれば家計のインフレ期待は安定しているが、ISM 指数をみると、企業のインフレ期待は足許の価格動向に影響される面がある。同様に、賃金上昇率も議論になっている。労働需給が引き締まっても、生産性の改善が進まなければ、企業は賃金の引上げを受け入れることが難しい。問題は、むしろ、生産性の改善が停滞している理由であろう。さらに、1 月 FOMC の議事要旨によれば、賃金率とインフレ率との歴史的な相関の強さ自体を疑う意見も提示されているようだ。

・FRB のコミュニケーションのうち、利上げ時期に関しては“patient”という語に注目が集まった。3 月 FOMC の声明文でこの語がなくなれば、「couple of meetings は利上げを行わない」という緩やかな forward guidance が解除されることになる。もともと、先日の議事証言で Yellen 議長が説明したように、だからといって、自動的に今後 2 回の FOMC で利上げが開始されるというメッセージではなく、あくまでも“data dependent”での判断と理解すべきであろう。

・政策金利のパスに関するコミュニケーションについては、第一に“dot chart”の扱いがある。“dot chart”が示唆する政策金利のパスと、市場が予想する政策金利のパスに乖離があるが、①FOMC における議論の「重心」を必ずしも正確に表現していない可能性、②“dot chart”が各 FOMC メンバーの考える確率分布を表現できない技術的制約、などを考えると、FOMC と市場が実際はそれほど乖離していないことも考えられる。

・第二には、利上げを進める際の forward guidance の運営である。

FOMC による中立金利の推計は、少なくとも昨年 12 月までは、今回の利上げサイクルにおける到達点と同じかどうか明らかではなかった。次回以降の FOMC における政策金利の方向をどう伝えるかという問題も重要である。この点に関しては、利上げが進むと、dual mandate だけでなく金融システム安定など幅広い要素を判断材料として取り込む必要がある以上、全ての条件を織り込んだ guidance は技術的に無理なので、FOMC は短い声明文や“bias”だけを示し、あとは市場に「考えてもらう」ことが必要との議論がある。一方、久しぶりの利上げであり、市場や経済の反応に不確実性が残る以上、FRB には極めて丁寧な guidance を行ってほしいとの意見も市場では根強い。正常化初期に市場との対話に失敗すると、その後の政策運営に支障をきたす—ここには 2013 年前半の経験も関係している—だけに、FOMC が慎重になる理由も十分に理解できる。

福田氏

・米国の金融政策に関して重要と思われる点を挙げると、第一に、景気が回復しても「流動性の罨」が続くかどうかである。不景気で企業に過剰債務が蓄積されている下で「流動性の罨」に陥りやすいことには異論がない。しかし、現在の米国のように景気が相応に回復しているにも拘らず、金融政策の効果が必ずしも明確でない状況をどう理解すればよいか。この点に関して共通の理解が存在しないことが、米国の金融政策を巡る議論を分かりにくくする要因の一つのように思える。第二に、ポリシーミックスの観点からみて、金融政策に過度に依存している現状をどう評価すべきかである。米国は日本ほどに財政赤字が深刻でなく、Summers や Krugman らが主張しているように財政政策とのバランスも考えるべきという見方もある。第三に、FRB が利上げを行った場合、他国にどのような影響が生ずるかである。米国は実体経済面では“Closed-economy”であるが、金融面では最も“Open”であるため、利上げによる影響も国内に留まらない。新興国に生ずる影響も重要な点である。

井上くオーガナイザー：

・現在の米国が「流動性の罨」に陥っているかどうかは、どのようにして判断すればよいか。

福田氏：

・ゼロ金利政策が維持されているかどうかで判断する場合もあれば、貨幣乗数を見て判断する場合もあるが、定義も含めて難しいと思う。ただ、いずれにしても、現在の米国では、ゼロ金利政策の下でもインフレが発生せず、貨幣乗数も低いままであるという意味では、ある種の「流動性の罨」の状態が残っていると言える。

根本氏：

・日米の銀行を比較すると、米国の銀行の方が貸出意欲は強いように感じる。加えて、米国内では、負債が多く格付の低い企業の間でも低金利を活かしてハイ・イールド債を発行する動きが目立つなど、企業側の資金調達姿勢も積極化している。

・2012 年以降、米国の銀行は国債とモーゲージ債の保有を大幅に増加させた。このため、利上げによって長期金利が上昇した場合、

どの程度の含み損が発生するが重要なポイントになる。米国では、先進的手法を採用する銀行は、保有する有価証券を Mark-to-Market で評価しているため、含み損は規制資本に反映されている。しかし、それ以外の銀行では、含み損は会計上の資本に反映されるのみである。地域金融機関は個別に事情が異なるものの、日本と同様に利回りを求めてデュレーションを長期化させている先も多い。長期金利が 2% 上昇すると、金融システム全体を揺るがす程のインパクトはないとしても、自己資本比率は平均で 1% 程度低下するという試算もある。この間、金利が上昇すれば貸出金利も上がるので、期間収益にプラス方向で寄与する面もあるが、与信コストの上昇は収益にはマイナスとなる。レバレッジローンや、商業用不動産、建設向けなどが金利上昇に影響を受けやすいほかホームエクイティローンで、金融危機前に実行された分が今年以降、元本の返済期限を迎えるため貸倒れが増える可能性がある。また金利が上昇すれば預金から MMF や債券への流出も生ずるため、資金繰りへの影響も想定される。それでも、全体としてみれば、金融システムは健全な状態であり、多少の金利上昇による影響には十分耐えうるとみている。

大島氏:

・2013 年 6 月の“Bernanke-shock”は、米国の銀行にとってバーゼルⅢに移行した直後だったため、タイミングが悪く対応が混乱した面もあろう。しかし、当時と比較すると地方銀行も含めて自己資本の厚みは増しているし、バランスシートの規模を縮小する方向に規制が強化されてきただけに、利上げによる銀行への影響は抑制されるのではないかと。その意味では、銀行監督当局の狙い通りにマクロブルーデンスが浸透していると言えるかもしれない。

・市場関係者もある時期まで“dot chart”を見ながらプライシングを行ったが、今は信認を置いていない。このため、今のまま金融政策の正常化を進めるべきか、“dot chart”を放棄した状態を市場が経験した上で、金融政策の正常化に着手すべきかは議論が分かれる。先日の日本における 20 年債の入札時の混乱を踏まえると市場機能の回復は重要であるが、米国の場合、ゼロ金利政策の出口を円滑に進めることとの間でどう両立させるかがカギになる。なお、日欧のように、国債市場の流動性が低下しても、銀行や年金基金は一定量の国債を「良質な資産」として購入せざるを得ない面がある。このため、中央銀行の政策意図に反して、経済成長率とは必ずしも整合的でない水準に国債金利が着地する可能性もある。

内田氏:

・私は現在の米国の銀行部門は“Best-mix”に近い状況にあると思う。資金調達コストが極めて低く抑えられ、クレジットコストも殆ど存在せず、イールドカーブも適度な傾きを有している。規制環境の面でも、FRB が実施している厳格なストレステスト(CCAR)にも概ね習熟してきた。今後、訴訟コストが一巡すれば、米国の銀行による経営戦略は攻めの方向にギアチェンジするであろう。資金需要を見ても、企業収益が過去最高益を更新する中で、設備投資に動意がみられる。これらを勘案すれば、FRB が金融政策を転換する条件

は整っている。問題はその影響をどうコントロールするかである。例えば、本年中に利上げを行う場合、その影響と原油価格の反転に伴う影響が重なる可能性もある。

・世界の多くの中央銀行が金融緩和方向に動く中、米国だけが利上げに転じる場合、世界中の投資家が米国だけに bet する結果、資本フローが単線化することによるリスクはあるかもしれない。しかし、利上げが 2016 年まで遅れると、他国での金融政策の正常化と重なり、イールドカーブが一層 steep になる可能性がある。そうなると、米国だけではなく、新興国経済にも悪影響が生ずる。その意味で、FRB が金融政策の正常化に早期に着手し、グローバルな金融市場の正常化へ向けた第一歩を踏み出してほしいと思う。

福田氏:

・米国の銀行の貸出利鞘は回復傾向にあるのか。

内田氏:

・金利の長短スプレッドには変化がない。ただし、米国の銀行収益、訴訟コストの負担は続いているものの、それを大幅に上回る与信コストの戻りがあるため、過去最高益を更新している訳である。

福田氏:

・日本の銀行の場合は国内貸出の利益が極めて薄い、米国の銀行ではどうか。

内田氏:

・銀行収益を、スプレッド(R)とボリューム(V)に分けると、R に変化がなくても、V が増えることで収益が増加する見込みである。

福田氏:

・しかし、スプレッドが拡大しないのは、貸出の需要が弱いからであると理解すべきではないか。

根本氏:

・世界的に長短金利のスプレッドが縮小傾向にある中で、何故か米国と中国の銀行だけは他国に比べると良好な利鞘を確保している。

大島氏:

・FRB が利上げに踏み切っても、今回はモーゲージが金利上昇を加速する要因にはなりにくいように思う。つまり、銀行による与信審査が厳しいため、金利上昇観測による借入れ需要の増加が生じて、組成段階で抑制されることが期待される。ただ、これを反対からみれば、金利低下による需要の創出効果が小さいことも意味しており、いずれにしても経済成長のドライバーとしては住宅にあまり期待できないことになる。

徳島氏:

・米国経済は、指標は良好でも、現地では景気回復は本物なのかという疑問も残る。3週間ほど前に米国の大手機関投資家を訪問したが、彼らも景気を「一進一退」とみており、海外要因によるダウンサイドリスクを懸念していた。このため、米国外からの評価とは対

照的に、利上げが近いとの認識を持っておらず、債券のデュレーションも長いまま維持している。私自身も、2015 年の米国景気は一進一退とならざるを得ないのではないかと思う。

細野氏:

・海外要因としてどのようなリスクを意識しているのか。

徳島氏:

・私が訪問した先は、欧州向け投資のウエイトが高いこともあり、ウクライナ問題を注視していたほか、中国の景気にも注意を払っていた。なお、年金基金のような長期投資家が新興国投資を拡大させる場合、欧州の投資家はアフリカ、イギリスの投資家はインド、というように馴染みのある地域のウエイトを高くする傾向がある。米国の年金基金の場合はラテン・アメリカということになるが、ベネズエラを除けば、ラテン・アメリカ全体はそれほど悪い状況にはない。

神津氏:

・FRB Philadelphia がマーケットエコノミストを対象としてインフレ予想のサーベイ調査を行っているが、2015 年の第 4 四半期から 2016 年第 1 四半期にかけての PCE 総合インフレ率の予想は 1.8% だった。また、投資家が予想する 2015 年の GDP 成長率は 3% 台半ばである。これに原油価格下落の影響が織り込まれているかどうかは定かでないが、Blanchard が言うように原油価格下落による成長率の押し上げ効果が 0.3~0.4% だとすると、これを除いても 3% 台の成長率が予想されていることになる。だとすれば、1 年後には 3% の経済成長と 2% の物価上昇が見通せる下で、最適な政策金利の水準は少なくともゼロではないであろうという共通理解が存在するように思える。もっとも、長期的なインフレ率や経済成長率には不確実性が残るため、現段階では政策金利の最終的到達点を見通すことも難しい。このため、毎回の FOMC で政策金利を裁量的に判断するスタンスにならざるを得ないが、これで市場が安心できるかどうかは別問題である。FRB として、ゼロ金利を解除してもその先は市場を見ながら考えるスタンスなのか、ゼロ金利の解除と同時に 1 年後あるいは 2 年後の政策金利の見通しを合わせて示すスタンスなのかは、今のところ判断が難しい。ただ、いずれにしても 3% の経済成長率と 2% のインフレ率であれば、最適な政策金利はゼロではないし、福田さんが言われた「流動性の罨」の状態ではなくなるというメッセージにはなる。

福田氏:

・日銀が 2006 年にゼロ金利政策を解除した時は、強力な金融緩和が維持されていたにも拘わらず、メッセージとして大きな意味を持った。当時の経験を踏まえれば、中央銀行がゼロ金利政策を解除するという判断そのものがメッセージとして大きな意味を持ち得ることを、我々は認識しておくべきではないか。

須田氏:

・当時の経験を踏まえると、ゼロ金利政策を解除するタイミングを金融経済情勢に基づいて柔軟に決断することは、現実には難しいように思う。ゼロ金利政策を解除する方針だけが市場に織り込まれ

てしまうと、市場は毎回の決定会合に際して解除を bet してしまう。むしろ、FRB としては、例えば 6 月 FOMC での解除というイメージを持たせながら市場とコミュニケーションをとるほうが、市場に対する影響を最小限に抑えることができる。日銀がゼロ金利政策を解除した際には、「どの位のペースで何回利上げするのか」と問われることが多かったが、「ゼロ金利政策を解除するだけで精一杯で、先のことなど考えられない」というのが本音だった。しかし、市場は納得せず、四半期に 1 回なのか半年に 1 回なのかをクリアにするよう求めた。こういった点を曖昧にしつつ、FOMC の度に判断していくことは、FRB の利上げによる世界の金融経済への影響が大きいだけに現実的ではないように思える。

神津氏:

・利上げのペースについて、“measured pace”のような確定的な表現をすることは今回は難しいように思うが、具体的にはどのようなメッセージを出すのだろうか。

須田氏:

・当時の FRB も、毎回 25bps の利上げを行うことを当初から予定していた訳ではないように思う。ただし、最終的には機械的な利上げを市場に織り込ませたほうが楽だと判断され、“measured pace”になってしまったのではないか。なお、井上さんから米国の金融システムにおけるストレスを利上げの理由として挙げるのが難しくなっているとの説明があったが、これはどのような趣旨か。

井上<オーガナイザー>:

・現地の議論としては、金融システムにおける不均衡を指摘しようとしても、バブル期のように shadow banking の領域などで説得的なエビデンスを示すことが難しくなっているように感じた。ただ、shadow banking を通じた与信量が拡大していないとしても、先に皆様から指摘されたように、実は銀行貸出が意外と増加していることも事実である。この点をどう考えるかという点は残されている。

内田氏:

・現在は金融政策の転換点であり、この先 2 年から 3 年かけて市場金利が上昇していくと考える必要がある。そうした前提の下で、米国の金融環境が転換点にあるのかどうか重要なポイントである。

大島氏:

・FRB によるコミュニケーションとしては、利上げの開始自体よりも、保有債券の償還金による再投資の停止の時期や、資産売却の有無に関する言及の方が市場へのショックは大きい。FRB はこれらの点に敢えて言及していないが、利上げ開始後は、どこかでこれらの点を比較的クリアにしておく方が、市場に与えるショックが結果的に小さく済むように思う。

内田氏:

・先日の Yellen 議長の議会証言では、共和党からの追求が大変厳しかった。仮に政治からの厳しい対応が続くと、FRB の独立性にも影響が出てくるように思われる。

井上<オーガナイザー>:

・ご覧のように共和党の一部は金融政策に対する監査の導入を主張しているが、仮に金融政策に対する影響力を強化できたとしても「実益」が大きいかどうか不透明な面が残る。むしろ、共和党にとって意味ある譲歩を引き出しうるのは金融規制や監督に関する領域ではないか。しかし、米国内の世論が依然として金融規制の強化を支持する方向にあるとすれば、正面からこの点を取上げることも適切でないだけに、いわば金融政策を駆け引きの材料として使っている面があるようにも感じる。

翁氏:

・金利リスクに対する規制の強化や、デリバティブの証拠金規制の強化、トレーディング勘定に対する規制の見直しなど、バーゼル規制の内容には強化の方向が予想される。これらは、米国の銀行による国債保有にどのような影響を及ぼすことになるのか。

内田氏:

・銀行勘定の金利リスク(IRBB)に対する規制については、自己資本比率規制の Pillar II に組み込まれた場合、米国の銀行に限らず世界中の銀行に相当大きな影響を及ぼすことは間違いない。その趨勢を注視している。なお、リスクアセットの“ばらつき問題”に関しては、バーゼル I の標準的手法を採用する米国の銀行にとっては、バーゼル III 準拠に切り替えるために管理のための追加的なコストが生ずる。ただ、FRB の Tarullo 理事が説明したように、米国の銀行は十分に対応可能と認識しているようであり、移行に伴うリスクは小さいと言える。また、米国内固有の課題として、Volker rule や Dod=Frank への対応もあるが、銀行は既に対応済である。最も対応が難しいとされたのが、FRB の CCAR 結果に基づく賞与や配当金などの社外流出の制限であったが、これまでの実績を通じて銀行と FRB の双方が習熟してきたし、訴訟リスクも大物は一巡した。2%程度の貸出利鞘を確保できる環境にあるだけに、米国の銀行も貸出におけるボリューム指向を明確にしていくのではないかと。

・なお、米国の地方銀行については、大島さんが指摘されたように、AOCI の導入と“Bernanke shock”が重なったり、CLO 市場のスプレッドが急拡大したりしたことで、これらの対応に際して若干の混乱が見られたが、現在は幾分落ち着いたように思える。加えて、米国の地方銀行の特性として、債券の保有目的を、時価評価の対象となるトレーディング目的と簿価評価で済む満期保有目的の間で比較的柔軟に切り替えることが認められているので、市場金利が上昇した場合の影響についてもリスクは小さいと思う。

須田氏:

・Bernanke 元議長は FRB の金融政策による新興国経済への影響を認めようとしなかったが、Yellen 議長や FRBNY の Dudley 総裁は FRB がゼロ金利政策の「出口」に向かう過程で新興国経済が若干は混乱する可能性を認めているように思える。

福田氏:

・新興国向けに貸出を行う米国の金融機関にも最終的には影響が

生ずる以上、FRB としても一定の関心を持たざるを得ない。

神津氏:

・どの国の中央銀行も「自分の家」を綺麗にするのが大事と言うことになるが、FRB も例外ではない。米国による金融政策の正常化の過程で、米国外の経済に影響が出たとしても、それは基本的にその経済が何らかの不均衡であるからであり、「ダメージ」のように見えることが実は必要な調整であると主張する可能性もある。この主張が正しいとすれば、これまで先進国の中央銀行が強烈に流動性を供給してきたこと自体が維持不可能な状態であって、金融政策の正常化とは持続可能な状態へ回帰するプロセスだという論理も成立しうる。

福田氏:

・今が異常な状態というのはその通りであり、ゼロ金利政策以前の状態まで時計の針を戻せれば簡単だが、それができない中で正常化の副作用をどのように最小化するかが問われている。

神津氏:

・そう考えるとモラルハザードの問題が発生するのかもしれない。また、原油を中心にコモディティ価格が下がる中で金融面のショックが加わると、新興国の経済にとっては大きなダメージとなりうる。

井上<オーガナイザー>:

・危機前に米国は住宅バブルの原因は新興国の過剰貯蓄が原因だと主張したが、神津さんが指摘されたロジックにはこれと共通するテイストが感じられる。

神津氏:

・自国民に責任を負う中央銀行が、単に海外経済にマイナスの影響が出るからという理由で、国内の経済的均衡を犠牲にする意思決定を下すことはあり得ない。従って、FRB の場合も、新興国への影響が単独で政策判断の重要な材料になるとは考えにくい。

福田氏:

・普通の中央銀行であれば神津さんの指摘通りであるが、国際通貨を供給する FRB が同じ立場を採ると、世界経済全体にとっては厳しい。国際通貨を発行する責任を FRB がどう考えるべきかは難しいが、普通の中央銀行とは違うことだけは認識すべきでないか。

神津氏:

・しかし、ブレトン・ウッズ体制が崩壊して以降、米国は国際通貨を発行する国としての責任を明確に自覚していると、公の場で表明したことは一度もないように思える。

大島氏:

・リーマンショック前と比較すると、シェールガスの普及もあり、米国の経常収支不均衡が是正の方向にあり、欧州や新興国でむしろ不均衡が拡大している。ただ、新興国には米ドル・ペッグを採用している先が多いため、米国としてもこうした国々への影響をある程度は慎重にコントロールするのではないかと。

神津氏:

・確かに、最近の FOMC 声明文には外的要因を注視するという文言が含まれている。

細野氏:

・国際通貨であるドルの通貨価値を守る意味ではドル高の方が良い訳であり、その意味では利上げ自体が悪いことではない。

福田氏:

・新興国からみても、急速に自国通貨安が進んでキャピタル・フライトが起こらない限り、自国通貨安はむしろ歓迎される。逆に、Bernanke 元議長が”QE3 の tapering”を表明した時のような混乱が生ずるようであれば、混乱要因になると思う。

根本氏:

・米国での金融政策の正常化に伴い資本流出や自国の金利上昇でアジア諸国の景気が後退すると、70%以上の輸出がアジア向けである日本にも影響が及ぶ。香港やシンガポールなどは、米国に連動して金融政策を運営しているほか、インドネシアやインドは経常赤字国で資本移動の影響を受けやすい。一方で、中国の経済成長率は減速しており、成長率が 2014 年の 7.4%から仮に 6%台に落ち込むようでは、アジア諸国や日本でも何らかの政策対応が必要になるかもしれない。かつては、米国が利上げをする局面では米国内の景気が強いはずなので、新興国の対米輸出は増加して利上げのマイナスの影響を緩和できた。しかし、アジアでは中国を含む域内の貿易依存度が高まっただけに、米国の利上げによるマイナス面を本当にオフセットできるかという課題が残る。

福田氏:

・FRBによる”QE3の Tapering”の際も、全ての新興国が悪影響を受けた訳ではなく、“Fragile 5”と呼ばれたような特定国で問題が生じた訳である。従って、米国の利上げも、ファンダメンタルが比較的脆弱な特定国に問題を発生させることで、混乱が拡大していくシナリオを意識すべきかもしれない。

2.ECBによる当面の政策課題**井上<オーガナイザー>:**

・ユーロ圏に関する論点としては、まず、域内の景気と物価の動向がある。その上で、1月の政策理事会で決定した「量的緩和」が重要である。金融システムの特徴を映じた制度設計のあり方とともに、期待される効果を日米の先例と比較しながら考えたい。この間、欧州の一部では政策金利をマイナスまで引下げる政策が導入されている。そもそも政策金利の名目ゼロ制約のために、先進諸国は「非伝統的政策」を実施してきたが、マイナス金利が上手く行くなれば、「非伝統的金融政策」に代替するかどうかという論点も浮上する。

・ユーロ圏景気は、GDP 成長率で見ても緩やかな改善を示しつつあり、企業や家計のセンチメントも、国や産業によるばらつきは残るが、総じて改善方向にある。現地では、①原油価格の下落による家計の購買力や企業の収益力の改善、②金利低下やユーロ安に

よる企業や家計の支出行動のサポート、③財政緊縮ペースの減速に伴う負担軽減、といった理由を挙げる向きが多い。それでも、2015年のユーロ圏 GDP 成長率は潜在成長率近辺に止まるとみられ、需給ギャップを明確に縮小することは難しい。財政に関しても、循環的にはプラスとしても、GDP 比でみた主要国の公的債務残高は横ばいで推移するとされるなど、中長期的には問題が残る。

・インフレ率は、原油価格の下落を主因として足許で顕著に減速した。しかし、Draghi 総裁が問題視したのは、財やサービスの内容、あるいは地域を問わず全体としてインフレ率が減速してきたことであり、こうした特徴に変化はみられない。インフレ期待についても、ECB が注目してきたフォワード・レート(5年 vs5年や3年 vs5年)が顕著に低下しただけでなく、例えば、欧州委員会による消費者センチメント調査の結果をみると、サーベイ・ベースの家計のインフレ期待も、足許のインフレ率低下に大きく左右されている。もっとも、インフレ率の低下には問題だけが存在する訳ではなく、例えばスペインでは、2012年の金融危機前後から ULC が大きく減速したことが対外競争力の回復に繋がり、相対的に良好な景気回復を実現しているとの指摘も多い。

・ユーロ圏の金融システムも、銀行貸出の推移で見ると、緩やかに状況が改善している。Draghi 総裁が強調するように、銀行貸出残高の前年比はユーロ圏全体で見ても概ねゼロまで回復し、主要国でもばらつきはあるが同様の特徴が確認できる。同時に、主要国では金融緩和もあって貸出金利が漸く低下を始め、銀行貸出の低迷の理由が貸し手から借り手へシフトしつつあることが窺われる。借入需要についても、ECB のサーベイ結果によれば、スペインやイタリアで改善の兆しがみられる。もっとも、ユーロ圏の銀行の資産や負債の大きさは横ばい圏内で推移しており、米国の家計におけるバランスシート調整と対照的な印象を受ける。主要国の中では、国先に金融危機が顕在化したスペインだけに調整が窺われる。

・ECB の政策対応のうち、銀行貸出の支援策は①TLTRO の実施と②クレジット資産の買入れ(カバードボンドや証券化商品)から成る。このうち①は、9月と12月の2回分合計で約2100億ユーロの資金を供給したが、やや期待外れとの評価が聞かれた。一方、②のうちカバードボンドの買入れは毎週約30億ユーロであり、過去(CBPP2)に比べて早いペースである。もっとも、証券化商品の買入れは少なくともこれまででは少額に止まっている。これらの実績や先行き見通しは、「量的緩和」の規模を考える上で重要な要素になったと思われる。

・ECBによる「量的緩和」は、金融システムの特徴を反映して日米とは異なる。まず、政府機関や国際機関の発行する債券も買入れ対象である。また、買入れる債券の残存年限は「2年~30年」という大枠だけが示され、詳細は非公開の「internal guideline」に沿うこととされた。そして、買入れた国債から生じる損失を域内国が全て分担するのではなく、総額の80%相当部分は各国の中央銀行が自らの損失負担の下で国債を買入れることとされた。なお、各国の中央銀

行に対する買入れは、各国の ECB への出資比率に基づいて割り当てられる。Draghi 総裁は、「量的緩和」の効果として、①アナウンスメント効果、②金利やユーロ相場の低下の効果、③portfolio rebalance 効果の3つを挙げた。「量的緩和」を巡る思惑は昨年中から生じたので、長期金利やユーロ相場は既に相当下落しており、政策効果を先取りした面もある。ただ、ユーロ相場は「量的緩和」の決定後に下落を加速し、その意味で効果が出続けている。portfolio rebalance も、昨年は海外投資家がユーロ圏株式に投資する動きが目立った。ユーロ相場の高止まりの原因にされた一のに対し、昨年秋以降はユーロ圏投資家の対外証券投資の増勢が目立つ。

・ユーロ圏の「量的緩和」については、各国の国債市場の規模が相対的に小さいことへの対応もポイントとなる。ECB としてコミットした 2016 年 9 月まで買入れを実行すると、例えば、ドイツでは国債発行残高の 20% 近くを ESCB が保有することになる。因みに日本は、大規模な追加緩和を行った上で、本年 1 月末時点で 25% 強である。ユーロ圏での対応としては、①政府機関や国際機関の債券の買入れの活用、②各国の中央銀行に対する買入れ額の追加的配分、などが考えられる。また、残存年限もポイントとなる。長期金利は相当低位になっている以上、金利引下げ効果を発揮する上では長期債買入れが重要になる。これに対し、主要国の国債の残存年限は期近債にウエイトのかかった分布となっている。しかも ECB は、市場流動性に配慮し、市場中立的な買入れを行う方針を示している。これは市場機能との関係では有意義である一方、長期金利の抑制やアナウンスメント効果との関係で制約となることも考えられる。なお、ユーロ圏では、非居住者が保有する国債の比率が総じて高いため、ECB による国債買入れへの参加のインセンティブにも不透明性が残る。ただ、各国の資金循環統計からは非居住者がユーロ圏内かどうか判別できないので、より細かな分析が必要となる。

・マイナス金利政策を導入したスイス、デンマーク、スウェーデンの 3 カ国は、為替レートへの影響を目的とした点で共通する。ECB も、為替を明示的に目標とした訳ではないが、マイナス金利の導入に踏み切った昨年は、ユーロ高による景気や物価への下押し圧力が意識されていた。導入以降の期間が短いだけに軽々に評価すべきでないが、為替レート安定に関しては、アナウンスメント効果を中心に一定の効果を持ったとの評価が聞かれる。これらの諸国の場合、金融システム面の制約もあり、資産買入れというオプションを採用しにくかった面もあろう。その上で、マイナス金利政策が「非伝統的政策」に代替する可能性には否定的な見方が多い。それは、大幅なマイナス金利の下では、コストが相対的に大きいからである。銀行は顧客の預金金利に十分に転嫁し得ないため、銀行収益が圧迫され、結果として与信能力に悪影響を与える。さらに、企業や家計が銀行券を退蔵するだけでなく、銀行も中央銀行の当座預金の圧縮のため銀行券を引き出し始める。そうなると短期金融市場はむしろタイト化し、金融緩和という政策意図に反することになる。

北村氏:

・マイナス金利を採用した国々の場合、「量的緩和」を実施しようと

しても十分な量の国内資産がないという事情や、もともと”small open economy”として為替レートの調整を金融政策の手段として活用してきた経緯がある。こうした政策の評価は難しいが、通常では起こり得ない様々な事態を伴うことを考えると、私自身は必ずしも sustainable な政策とは考えていない。

細野氏:

・ECB が「量的緩和」を導入する際に、マイナスの政策金利を維持することで支障は生じないのか。

井上<オーガナイザー>:

・欧州でも見解が分かれていると感じた。一方で、金融機関が ESCB に国債を売却し、代わりに入手する当座預金にマイナスの金利が課されると、金融機関が資産買入れに応ずるインセンティブを阻害するという見方がある。こうした考えによれば、「量的緩和」の導入に際し、ECB は預金ファシリティーの付利金利をゼロに戻すべきことになる。他方、国債のイールドカーブが positive な傾きを維持する限り、金融機関は長期国債を購入して roll down で収益を挙げられるので、最後に被るコストを勘案しても、資産買入れに応ずるインセンティブは必ずしも喪失しないという見方もある。

大島氏:

・確かに、イールドカーブの一部がマイナスの領域にあっても、順イールドであれば、投資家は roll down による収益を獲得できる。従って、マイナス利回りでも、良質資産としての国債に投資する行動が残る可能性は十分にある。それでも、ECB が「量的緩和」とマイナス金利政策をともに導入するところまで踏み込んだことは、改めてショッキングなことである。

・マイナス金利政策の下で、銀行は、インターバンク取引や法人の大口預金にマイナス金利を適用したり、大口顧客向けに預金の受入れ量に上限を設けたりすることは可能であろう。しかし、リテール預金にマイナス金利を課すことは現実には難しく、口座維持や送金に係る手数料等の形でコストを吸収することにも限界があり、マイナスの政策金利に伴うコストを完全に転嫁することは難しい。経済全体の視点では、マイナスの政策金利を深くしていくと、どこかでキャッシュの退蔵が生じて通貨の流通速度が低下し、金融政策の効果が減退する可能性がある。為替レートに対する所期の効果が発揮されたとしても、コストと便益のバランスの見極めがポイントであろうし、こうしたバランスは経済規模によって異なりうる。その意味でも、ECB がマイナスの政策金利を現在以上に拡大すべきかどうかは、大きな影響を伴う判断になる。

根本氏:

・先頃、ロンドンで専門家と面談した際には、マイナスの政策金利は市場のコンフィデンスにとってプラスという見方が聞かれた一方で、前例がないだけに恐怖感を抱いている方も少なくなかった。銀行は預金金利に転嫁できれば収益面への影響を回避できるが、リテール預金へのマイナス金利の適用は難しい。ただし、欧州では収益への影響を抑制するために法人預金にマイナス金利を適用す

る先は珍しくない。この点は、同様に利鞘の縮小に悩む日本と対照的であり、日本では預金を確保するために高いコストをかけている銀行も散見される。この間、銀行による貸出金利の運営に関しては、ドイツやフランスのように既に低位の地域では変更の余地が乏しいが、相対的に高い南欧の場合には多少の柔軟性の余地があるという指摘もあった。

・多くの国債の利回りがマイナスになったことで、市場流動性への影響を懸念する声が多かった。ただし、金融規制との関係では、G-SIBs は TLAC と呼ばれる contingent な capital を発行することが要求されており、世界で合計 5,000 億ドルにも達するとみられる。これらは、金融機関が破綻した際に損失を吸収する機能が期待されるだけに、相対的に高いプレミアムを要求されるが、市場金利が全体として顕著に低下していることでコスト面での恩恵が生じている。

内田氏:

・国債の利回りがマイナスになったことによって、第一に、社債の発行には相当な影響が生じているほか、中央銀行以外に国債の大きな買い手がなくなる結果として、市場流動性にも相当な影響が生じる。第二に、中短期の社債発行が難しくなった結果、中長期の銀行貸出に対する需要が増加する。実際、日欧ではこうした兆候が生じつつある。第三に、デリバティブ取引に係るリスク管理を困難にする。なぜなら、デリバティブはテールリスクの推計に基づいてリスク管理を行うが、リスクフリーレートがゼロになると、リスクの推計値が無限大に発散するからである。

・これらの点を踏まえると、中央銀行が作り上げたマイナスの国債利回りは、マクロプルーデンスからみても sustainable ではない。足許では、ユーロ圏の経済もユーロ安の恩恵を受け、銀行貸出が予想より早く回復しており、当面はデフレが継続するとみられていたのが、やや強気な見方に変化した。しかし、長い目で見た場合には副作用の影響が台頭してくることになるのではないかと。

・米国では、金融監督当局の指導によって銀行による国債投資に歯止めがかかる可能性がある。しかし、ユーロ圏の場合は、EBA によるストレステストで sovereign risk が考慮されるといっても、中央銀行が大規模な国債買入れを行っている以上、こうした指導を行いにくい面もある。先頃、スイスの中央銀行(SNB)が為替ペッグを放棄した際には、世界の金融市場のボラティリティーが大きく上昇した。市場流動性が低下している下では、このような外的ショックによって、市場が大きく不安定化する可能性は排除できない。その意味でも、マイナスの国債利回りは sustainable でないように思う。

須田氏:

・かつて、日本で無担保コール市場などで金利がマイナスになった際には、為替スワップ市場に歪みが生じ円転コストが相応にマイナスとなったので、代わり金の運用先であるコール市場の金利がマイナスでも利鞘を確保できるということだった。このような市場の歪みがない状況で中央銀行が当座預金にマイナスの金利を課した場合、そのコストは誰にどう転嫁すべきかという話になる。ECB として

は、マイナスの政策金利を導入することで、周辺国に対するものも含めて資金の流れが活性化して欲しいと期待しているのが、銀行はいわば税金を課されているのと同様であり、金融システム全体としてコストを負担することになる。

江川氏:

・マイナス金利については、中央銀行による当座預金への付利金利の問題と、国債などの市場金利の問題とを分けて考える必要がある。日本では後者の弊害が生じており、中期社債の発行が困難になった。なぜなら、社債の発行利回りは同年限の国債利回りにスプレッドを乗せる形で決定されるだけに、ベースとなる利回りがゼロ近傍まで低下すると、多少のスプレッドを乗せても投資家に受け入れられない。他方で、発行体としても投資家が満足するスプレッドを乗せることはプライドが許さないので、利回りで折り合いがつかないからである。

・欧州では、ECB による預金ファシリティーの金利がマイナスになったことの副作用が顕現化している。ただ、ドイツを含む国の国債利回りがマイナスになったといっても、資本市場にはプラスの利回りが残っており、ECB もカバードボンドや証券化商品の買入れではプラスの利回りの債券を買入れている。ここでは、結果として利回りが多少低下しても、大きな副作用が生ずる訳ではない。むしろ、カバードボンドの場合は、発行体である銀行の実効上の資金調達コストを抑制する効果を持つ。

須田氏:

・マイナスの利回りを持つ国債を中央銀行が買入れることには問題が多い。確かに、中央銀行が額面に対していくらかでも高い価格で買入れるのであれば、市場利回りがマイナスであるかどうかにかかわらず中央銀行は「量的緩和」を遂行できる。しかし、結果として中央銀行に生ずるキャピタルロスはどう処理するかを考えたすと、SNB による為替介入と同じく sustainable ではないことになる。

福田氏:

・一口に「ユーロ圏」といっても、ドイツなどは経済が好調であり、かつ財政も健全であるだけに「量的緩和」を望んでいないのに、域内で最も大きな額の国債買入れが割り当てられている。逆に、本当に問題を抱えた周辺国の中には、国債の市場規模が相対的に小さいために「量的緩和」による資金供給が十分に行えないケースもある。つまり、ユーロ圏のように heterogeneous な経済にマクロ的な政策手段で対処しようとするには無理があり、銀行貸出の支援策のようなミクロの対策の方が効果を発揮するのではないかと。

須田氏:

・ユーロ圏の経済構造には大きなばらつきがあると理解しており、実際、失業率などは広く分布しているが、足許でインフレ率が収斂してきたことをどう理解すれば良いか。

福田氏:

・ユーロ圏の内部で経済資源が円滑に移動できるようになり、非貿

易財のウエイトが小さくなれば、全体として「一物一価」が成立しやすくなるだけに、インフレ率も収斂する方向になる。この点は、同一の経済圏の中にある国同士に固有の特徴である。

須田氏:

・ただ、欧州債務危機後にはいわゆる問題国ほどインフレ率が減速した面もあったように思う。

福田氏:

・そのような面はあったが、足許では他の国が収斂している。

内田氏:

・ULC に着目すると、ドイツが優等生であることに変わりはないが、他の国も構造改革に努力した結果、全体として収斂している。

翁氏:

・スペインがこれだけ ULC を引き下げたことは相当な変化である。それでも、域内主要国の間で ULC の格差は相応に残存しているので、マクロの金融政策だけで対応しようとすると無理がある。

神津氏:

・ULC の前年比には収束方向の動きがみられるとしても、絶対水準としての格差は相応に残っているように思う。

福田氏:

・絶対水準としての格差は残っているであろうが、スペインをドイツと比較した場合の上昇率には大きな違いがあり、収斂方向に動いたことは事実ではないか。

神津氏:

・それでも、足許でのインフレ率の収斂にとっては、原油価格の下落の影響も大きいように感じる。

福田氏:

・ユーロ圏の金融システムには、セーフティネットを含む制度がかなり整っただけに、短期的に危機が生ずるリスクは低下した。また、私自身が現地を訪問した際にも、デフレないし低インフレに強い懸念を持っている印象も受けなかった。一方、主要国の中には失業率の高い国もあるが、その原因は特定のセグメントに集中していることも事実であり、その意味では社会問題として深刻に捉えられている面があるように思う。

大島氏:

・福田さんが指摘されたように、現在の欧州にとって経済状況以上に深刻な問題は、若者がテロ活動に参加してしまうことである。その深刻さを考えれば、金融経済面では多少の歪みを伴うとしても、雇用の拡大をもたらす政策を採用すべきという考え方があるように思う。その上で、域内経済のバランスを修正するには、ドイツのように財政余力のある国が財政刺激を多少は拡大すべきである。

神津氏:

・ECB が「量的緩和」のような大胆な政策に踏み切った背景には、

低インフレの継続であっても様々なコストが生ずるとの理解があったのだろう。特にインフレ期待は、インフレ率の実際の減速に影響されていることが窺われるし、域内の多くの国が構造調整を進める必要がある以上、デフレになるとその負担が一層大きくなることも事実であろう。特にバランスシート調整の遅延している国では debt-deflation のリスクも無視し得ない。そう考えると、ECB が「デフレ回避のためには何でもする」ことには合理性があるが、「量的緩和」が具体的に実体経済にどの程度の効果を持つかという点では、日米でも依然として議論が残る。経済主体の期待を「鉛細工」のように調整できるかどうか定かでないが、ECB が「量的緩和」に賭ける決断をしたこと自体、ユーロ圏経済の深刻さを象徴している。

福田氏:

・ある国の首脳が ECB による公表前に漏らしてしまったことが象徴するように、域内には「量的緩和」に強く期待する向きがある。

神津氏:

・米国のインフレ期待は 3%前後でアンカーされている印象がある。日本では、企業に関しては短観によると 1%程度、家計については 2~5%程度が分布の中で一番多くなっている。日本のインフレ期待は「アベノミクス」の下で上方修正されており、これを元に戻さないようにする政策は正当化される。これに対し、ユーロ圏のインフレ期待が各種のサーベイが示唆するように本当に低下しているのであれば、金融政策でサポートすることの重要性は理解できる。

福田氏:

・欧州の場合、雇用に占める公的セクターの割合が高いので、公務員の給与を下げない限りは、国全体の賃金率を引下げるという構造調整が進みにくい面があった。この点では、債務危機後の数年で相応の前進があった印象を受ける。

須田氏:

・実際、北欧を訪問した際には、公務員給与は中央銀行によるインフレ目標と整合的な形で決めるので、結果として物価目標を達成することも難くないと言う話があった。

福田氏:

・ただ、欧州でもそう上手くゆかない国も多いように思う。

内田氏:

・今回の SNB による政策転換は、為替介入の継続が限界に達したところでなされた。その結果、世界の金融市場が大きな影響を受けた理由を一言で言えば、それは VaR ショックである。例えば、円のマイナス金利は、須田さんが説明されたように為替スワップを起点としている。この取引が、SNB の突然の政策変更によって機能なくなると、日本国債のように円金利を取引しているプレーヤーも、リスク管理の観点から大きく反応せざるを得ないことになる。日本はこうした「VaR ショック」を幾度も経験してきたが、欧州はあまり経験がないからこそ、域内各国の政策当局が相互に異なる政策を実行した場合のインパクトも尚更に大きい。しかも、ユーロ圏では長期

金利が日本ではありえないペースで急低下してきただけに、金利を反転させる方向のショックが生じた場合の影響は相当に大きくなりうる。金融機関は、いったんボラティリティーが急上昇したら、リスク量を機械的かつ急激に圧縮することを求められているだけに、これに伴う市場へのインパクトが懸念される。

翁氏:

・SNB による為替ペッグの放棄は、日本にとって示唆的である。債務危機後の資本流入に伴うスイス・フランの上昇圧力に「無制限介入」によって対抗してきた結果、SNB の資産規模は GDP との対比で既に 80% を超え、日本銀行よりも相対的に大きい。SNB はこうした対応が sustainable でないとの判断に至り、為替ペッグ政策を放棄したが、結果として金融市場のボラティリティーを大きく上昇させた。日本も「官製相場」によって金利の安定を維持しているが、円滑に「出口」を通過することはコミュニケーションを含めて極めて難しい課題である。

大島氏:

・SNB による為替ペッグの放棄の際には、為替取引の電子プラットフォームの一部が機能を停止した結果、為替レートが非連続的に変化した。このため、ポジションを持っていたプレーヤーの多くが、いわば自動的に loss cut を余儀なくされたことが、為替レートの振幅を一層大きくした。今や、為替市場の取引の 7~8 割は電子プラットフォームで取引されているだけに、コミュニケーションのミスや予想外の政策変更といったショックの影響が拡大しやすい脆弱な市場構造になっている。

須田氏:

・SNB による為替ペッグは sustainable ではないと言う理解は市場に共有されていたのではないかと。しかも、為替政策の変更について事前に guidance をすることは非現実的であるはずなのに、それでもあれだけボラティリティーが上昇したことは印象的であった。

大島氏:

・かつてのようにトレーダーがプライスをクオートしていたころに比べて市場流動性が低下しているので、政策当局が予想した以上に市場インパクトを与える。もちろん、こうした動きはある程度の時間を経過すれば元に戻る場合も多い。

内田氏:

・それでも、市場は日々の取引の中で中央銀行が発する政策的なメッセージを織り込んでいくだけに、どうしてもギャップは避けられない。例えば、2013 年のいわゆる“Bernanke shock”の場合も、市場はどこかで「出口」に関する発言があることを十分に織り込んでいたのに、実際は発言を機にボラティリティーが上昇した。こうしたインパクトの度合いは、その中央銀行が実施している政策の「異次元さ」によって決まるのではないかと。

翁氏:

・スイスと日本で金融経済構造は大きく異なるが、中央銀行が市場

の均衡から離れた水準に特定の資産価格をペッグしようとする政策がどのような帰結をもたらすか、という点では共通した問題を含んでおり、日本として学ぶべき点が多い。

根本氏:

・スイス・フラン相場の急上昇については、オーストリアの銀行の健全性への影響も意識されている。これらの銀行はロシア経済の影響がある上、スイス・フラン建ての国内の貸出が結構大きいからである。また、スイスだけでなくドイツや北欧諸国でも、貸出金利が顕著に低下する中で、不動産関連融資を伸ばす先が散見される。このような金融システム面の影響や資産価格の動向にも注視する必要がある。

大島氏:

・SNB のケースは、中央銀行がボラティリティーを完全に抑制しようとする、却って反動が怖いことを示唆している。政策の変更を予定している場合は、市場のボラティリティーを少しずつ作る方向でコミュニケーションすることも重要である。市場にある種の備えができる結果、ショックに対する吸収力が高まる訳であり、この点では長期金利が多少変動することは決して悪くない。

神津氏:

・日本国債に関しては、日銀の保有シェアが既に 1/4 に達し、本年末には 1/3 になろうという状況で、既に市場流動性が大きく低下していることを考えると、金利を柔軟に変化させること自体が既に難しくなっているのではないかと。敢えてボラティリティーを増やすようなアクションを採ると、制御できないボラティリティーが出現するリスクもある。こうした状況では、当局はむしろ国債金利を徹底的に管理する方向に進むのではないかと。

福田氏:

・しかも、生じたボラティリティーが市場参加者に有益な情報をもたらすとは限らない。市場流動性が低下した余り、「市場の警鐘」が正しい警鐘かどうかはわからなくなる。

神津氏:

・日本国債のように単一の市場であればともかく、ユーロ圏のように細かく細分化された国債市場では一段とショックに対して脆弱であるように感じる。

大島氏:

・国債を買う必要のあるプレーヤーは少なくないので、結果的に term premium が圧縮される。しかも、何らかのショックが生ずると、これらのプレーヤーは一斉に出口に向かって殺到することになる。

内田氏:

・銀行における市場リスク管理では、過去 3~5 年の期間において日次ベースのボラティリティーが急騰したケースを最上位からカウントし、それ以上のボラティリティー急騰が生じたら、自動的にリスクを落とさなければならない。従って、国内発であれスイスのような海外発であれショックが 3~4 回生じた時点で、全てのプレーヤー

は同方向でリスクを予防的に抑制せざるを得ない。その意味で、いわゆる「VaR ショック」の発生は不可避である。確かに、ある程度大きなボラティリティーが、毎年1回程度の頻度で生じていれば、我々にもリスク耐性が備わるかもしれないが、現実的とは言えない。市場のプライスは最終的にはファンダメンタルの水準に収斂するので、そこまで深刻に考える必要はないが、金融システムへの影響や予防的対応に関する議論は必要である。

神津氏:

・BCBS は sovereign のリスクを同一に扱うことはおかしいとの問題意識を示唆している。

翁氏:

・BCBS は、予めこの点に関する強い問題意識を持っている。

福田氏:

・少なくとも、欧州の債務危機が顕在化した時点でこの問題は明らかになっていたはずである。

神津氏:

・BCBS も当然認識していたが、金融危機を通じて浮上した他の政策課題への対応に追われたため、事実上先送りされた。また、欧州債務危機の以前には、域内国の銀行間で国債を相互に保有するケースも多かったが、危機後は各国で国内投資家のウエイトが上昇していることも事実である。現実問題として、OECD 加盟国であっても、国債のデフォルトが生じたことが議論の背後にある。

大島氏:

・sovereign リスクに対する自己資本比率規制の強化は、実は日本より米国の方が深刻な影響を受けるのではないかと。金融危機からの調整を終えて、金融政策の正常化がある程度進捗した後に、この規制を導入して欲しいと考えるであろう。日本の場合は、日本国債の保有自体よりも、資金調達の担保としての評価に対してより大きな影響を及ぼすことになる。

江川氏:

・BCBS の言うように国によってリスク・ウエイトに差をつけるとしたら、何を基準にすればよいのか。現行の枠組みでは、OECD 加盟国による国債か否かで線を引いている。

内田氏:

・例えば、各国の銀行にとって、自国政府の発行する国債はリスク・ウエイトをゼロにすることが考えられる。国際金融市場には通用しにくい面があるが、国内の金融システムは最小限保護される。

福田氏:

・考え方は理解できるが、銀行のビジネスも今やグローバル化している。例えば、ドイツの銀行とかフランスの銀行といっても、これらは自国だけで営業している訳でない。

内田氏:

・しかし、Lehman ショックの際には、国債の評価に関して国内基準

行には「激変緩和」が適用され、今日もそれは継続されている。

福田氏:

・地域金融機関といった先に限定的に特例を設けると言うのであれば、理解を得られるかもしれない。

内田氏:

・仮に sovereign リスクに対する国際規制が導入される場合は、メガバンクには強制適用となる一方、国内基準行に「激変緩和的な措置」が適用されることになるのではないかと。

神津氏:

・そうなったとしても、国内でメガバンクの取引をみて、「国際基準に照らして sovereign リスクを多く抱える金融機関と取引して大丈夫か」という懸念を抱かれるかもしれない。

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間となったので、この辺で会合を終了したい。長時間に亘る議論にご参加いただいたことに御礼を申し上げます。
