

議 題

「量的・質的金融緩和」の実績と展望

開催日時

2015年6月16日<9時30分~12時00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)
 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) <欠席>
 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. 実体経済に与えた効果とそのメカニズム
2. 国債を中心とする金融市場の機能への影響
3. 日銀のバランスシート運営とそのインプリケーション

出席者による発言要旨

1. 実体経済に与えた効果とそのメカニズム

井上<オーガナイザー>:

・「量的・質的金融緩和」の導入から約2年が経過したことに加え、日銀が波及メカニズムや効果に関する分析を公開したことを踏まえて、今回はメンバーの皆様にも「量的・質的金融緩和」の実績や展望をご議論いただきたい。事務局からは、想定される論点として、①実体経済に対する効果とメカニズム、②国債を中心とする市場機能への影響、③日銀のバランスシート運営とインプリケーションの三つを挙げたが、他に重要と思われる論点があればご提示いただきたい。また、今回は、予めお願いしたメンバーの方にリードコメントをいただき、その後に自由討議を行う形で議事を進める。席上には事務局による参考資料を配布したが、当方から説明を行う予定はなく、必要に応じてご活用いただければ幸いである。

・早速、最初の論点である実体経済に関する効果とメカニズムに関する討議に入りたい。福田さんと渡部さんにリードコメントをお願いしたい。

福田氏:

・「量的・質的金融緩和」の効果の波及に関する日銀の理解は、「日銀レビュー」の【図表1】に示されている。つまり、期待物価上昇率の引上げを通じて実質金利を押し下げ、GDPギャップを減らすというものであり、日銀はこれを一貫して主張している。実際は、予想物価上昇率が相応に上昇し、実質金利が相応に低下したが、それによって経済が顕著に活性化されたとは言えない。

・「日銀レビュー」の【図表6】には、日銀のモデルによる政策効果の推計結果が示されている。このうち「試算1」は、実質金利が0.8%ポイント低下したことによる効果を示しており、実績に比べて株価や為替レートの面で過小評価になっている。つまり、実際は、この推計結果以上に資産価格が変化した訳である。「試算2」は、私の理解する限り、株価と為替レートを実績に合うように外生的ショックを加えた場合の推計結果を示している。興味深いことに、実質GDP成長率が過大予測となった一方、企業収益は過小予測になっている。いずれにせよ、日銀が想定した【図表1】のメカニズム以上に、株価や為替レートを通じた波及メカニズムが作用したことが

推測されるが、それがなぜ生じたかはブラックボックスとされ、必ずしも明らかになっていない。

・現在の株価や為替レートの水準が適切かどうかには議論が分かれており、日銀が別途発行する「金融システムレポート」は現在の株価水準が適切との見方を示唆したが、この点に関する理解によって将来のシナリオも大きく変わる。例えば、現状の為替レートを前提とすれば、企業収益も相応に正当化でき、それに基づく株価水準も適切といえる。しかし、現状の為替レート水準が適切かどうかという問題は残る。本来、金融政策は名目為替レートに影響を与え、実質為替レートには少なくとも長期的には大きな影響を与えないはずである。しかし、実際は、名目で円安となったことに加えて物価はさほど上昇していないため、実質為替レートも大幅に減価し、実効レートで見ると歴史的な低水準になった訳である。

・このように、「量的・質的金融緩和」が相応の効果を持ったことは事実であるが、必ずしも日銀が想定するメカニズムが働いた訳ではなかった。それをリスクとみるか結果オーライと受け止めるのかは難しいし、逆に何もやらなければ良かったかという、それも微妙である。なお、黒田総裁がピーター・パンに言及したことが話題になっているが、これは現体制での日銀の政策の特徴を示していると思う。以前も様々な形で金融緩和を行っていたが、その効果に関する疑いも存在した。これに対し現体制では、政策効果には疑問がないという姿勢を常に示すことで、市場に強いメッセージを送っている。飛び続けている限りはこのストーリーで問題ないが、飛べなくなった時に大きな問題を生むリスクは残る。

渡部氏:

・この「日銀レビュー」は、「量的・質的金融緩和」を実施してきたことによる効果の検証結果を纏めたものである。普通の「日銀レビュー」のように、著者が特定部署の個人でなく「企画局」であるだけに、日銀の執行部を挙げてまとめたレポートと受け止めるべきであろう。内容面で印象的なのは、「マネタリーベース」の語が一切出てこないことである。これまでも日銀はマネタリーベースの増加が直接に経済を刺激するとは言っておらず、実質金利の低下を通じて民間需要を刺激するとか、予想インフレ率の引上げによってデフレ均衡からの脱却を図るとか、ポートフォリオ・リバランスに伴う貸出の回復が経済を支えるといった説明を行ってきた。その意味では、マネタリーベースへの言及がないのも当然とも言える。また、技術的には、検証で使用された「Quarterly-Japanese Economic Model (Q-JEM)」では政策変数が政策金利なので、マネタリーベースを外生的に動かしたことによる影響を推計することが難しい点も関係しているのであろう。

・検証作業の第一段階は、実質金利の低下幅の推計である。このうち、名目金利の低下幅は、実際に 10 年物国債の金利がどの程度下がったかという観点から、2 年間で 0.3%ポイントとしている。これに対し技術的に難しい予想インフレ率の推計については様々な方法を試しており、この点は評価に値すると思う。つまり、「ESP フ

ォーキャスト」や日経 QUICK の調査などのサーベイ調査の結果によれば、予想インフレ率が 0.4~0.5%ポイント上昇したとの判断を示している。定量的には、日銀の「ワーキングペーパー」に詳細な説明があるように、均衡金利やトレンドインフレ率、あるいはイールド・カーブ全体などのモデルを活用し、0.5%ポイント程度の上昇という推計を得ている。こうして、長期の実質金利でみて約 0.8%ポイント程度低下したとの推計を得た。

・続いて、実質金利の低下が経済に与えた影響の推計である。具体的には「Q-JEM」に実質長期金利の 0.8%ポイントの低下を与えて、結果をみている。「日銀レビュー」の【図表 6】には、福田さんが説明されたように「試算 1」と「試算 2」の両方が示されている。「試算 1」は、実質長期金利だけが 0.8%ポイント低下した結果を推計しており、株価は(TOPIX)は 18%の上昇、為替レート(円/ドル)は 8%の円安という結果を得ている。しかし、実際は株価が 40%上昇し、為替レート(円/ドル)は 24%減価した訳であり、かなりの過小評価となった。このように推計が上手く行かなかったこともあり、実質長期金利の低下に加えて、株価と為替レートを実際と同じ程度動かした結果が「試算 2」である。

・実体経済への影響をみると、GDP ギャップは「試算 1」の場合は 1.1%ポイントの減少、「試算 2」の場合は 3.0%ポイントの減少という結果を得たが、実績は 2%ポイントと両者の中間にある。CPI インフレ率は、「試算 1」の場合は 0.6%、「試算 2」の場合は 1%であるが、実際はもっと上昇する局面もあった。このほか、雇用者報酬や企業収益は、モデルに基づく推計はともに過大評価になっている。

・推計結果に問題が生じた点について、「日銀レビュー」は詳しく説明していないが、三つの原因が考えられる。第一に、波及メカニズムとして実質金利の低下だけに着目したことである。この点は Q-JEM の性質とも関わっており、金利以外の波及メカニズムを取り込めるモデルも必要かもしれない。第二に、株価上昇や為替レート減価以外の要素が考慮されていないことである。「日銀レビュー」でも言及されているように、大規模な公共投資や消費税率の引上げ、原油価格の下落などによる影響は考慮されていない。第三に、Q-JEM というモデルに何らかの問題がある可能性である。例えば、期待形成などにアドホックな仮定が残されているほか、モデルの推計に 1980 年代のデータも使用しているだけに、パラメーターの安定性にも検討の余地がある。因みに、アカデミックの世界では、マクロの経済政策の効果を推計する際に DSGE モデル(Dynamic stochastic general equilibrium models)によるシミュレーションを行うことも多い。ただ、モデルの規模をあまり大きくできないという技術的制約は存在する。

・このように「日銀レビュー」は定量的な推計では必ずしも成功していないが、「量的・質的金融緩和」の狙いが大量の国債買入れによる名目金利の引下げとコミットメントによる予想インフレ率の引上げにあることを確認させる意味合いを持っている。今後追加緩和を行うか否かも、名目金利と予想インフレ率の動向がポイントとなる。

須田氏:

・日銀は、もともと、「展望レポート」などに示されたように景気回復を見込んでいたはずである。それを無視して、2 年間の実績とモデルによる推計結果とを比較することの意味がわかりにくい。また、「量的・質的金融緩和」の波及メカニズムとしては、多くの学者もそう考えているように、為替レートの減価がメインであったように思う。だからこそ、黒田総裁が「これ以上の円安は起きない」と発言と報道されただけで、市場は「追加緩和はない」と受け止めるのであろう。「日銀レビュー」が実質金利の低下による波及メカニズムだけを取り出していることは、現実とのギャップが大きい。

福田氏:

・為替レートの減価が結果として最大の効果を持ったことはご指摘の通りだが、日銀は、最初からそれを目指して「量的・質的金融緩和」を実施した訳ではないということであろう。それでも、「日銀レビュー」のような検証の場で、為替レートの減価による効果を明示的に取り上げない理由はわからない。なお、株価や為替レートは常に均衡にある訳ではない。いずれの方向にせよオーバーシュートした後に均衡に戻った場合、实体经济に対する効果は、最初から均衡に止まっていた場合と同じとは限らない。この点も、資産価格が实体经济に与える影響を適切に推計する上で難しい課題である。その意味で、「量的・質的金融緩和」は、Q-JEM では再現し得ない資産価格の動きを所与とし、それらが戻らないという仮定で行われていることに注意すべきである。

神津氏:

・Q-JEM は、経済が定常状態に向かって調整する短期のプロセスを把握するという考え方であり、その場合の定常状態にはアドホックな意味合いもある。「日銀レビュー」の【図表 6】に示された推計結果も、定常状態の実質金利やインフレ率を新たなものに変えた場合に、経済がそこに向かって収束するパスがどう変わり、それに伴って内生的な経済指標の動きがどう変わるかを見ているはずだ。

・しかし、既に指摘されたように、実質金利と物価上昇率の定常状態を変えただけでは、現実を十分に説明できる「小宇宙」を作ることではできなかった。逆に、この小宇宙において株価と為替レートが実績のように変わったとしてしまうと、実質 GDP や企業収益に関する説明力は低下する訳であり、全てが満点になるシミュレーションはできなかったということだろう。また、Q-JEM は家計や企業による最適化を仮定しているので、経済行動が変わるには実質金利が変化しなければならず、したがって「マネタリーベース」のような量が入ってこない。より一般的にも、価格と量の双方を動かさうモデルはなく、価格を入れれば量はそれに伴って決まることになる。

北村氏:

・Q-JEM が定常状態への収束をみるモデルであることはわかるが、「日銀レビュー」の推計にはなお違和感が残る。例えば、市場の実質金利と实体经济の実質金利とは本来異なるが、両社のギャップをきちんと扱わないまま分析を行い、結果としてギャップが埋まら

ないことを正直に書いているようにも見える。また、実質金利と生産性とのリンクが適切でないことが、実質 GDP に関する推計と実績との乖離に繋がっているように感ずる。

加藤氏:

・Q-JEM に「マネタリーベース」が入らないのはモデルの技術的制約として理解できる。しかし、毎回の政策決定会合でマネタリーベースの目標を掲げながら、「量的・質的金融緩和」による効果の検証でそれが明示的に扱われないのでは、目標の数字が一体どこから出てきたのかということになる。それでも「信じれば飛べる」のであれば、それは根拠が曖昧なまま何とか期待に働きかけるアプローチとなる。

・この「日銀レビュー」が為替レートの効果をブラックボックスにしてあることには、「企画局」の作成によるペーパーであることも関係しているかもしれない。金融政策が結果的にも為替レートの減価に働きかけた点を強調しすぎると、国際的には難しいことになりかねない。この点を含めて、この「日銀レビュー」は全体としてすっきりしないし、今後の政策の方向にもわかりにくさが残る。

福田氏:

・日銀が当初期待したポートフォリオ・リバランスがそう大きくなかったことはコンセンサスになっているが、「マネタリーベース」の大幅な増加に対するコミットメントには相応の意味もある。つまり、後者は実質的にはフォワード・ガイダンスであるが、最近の研究では、チープトークにならないよう行動を伴うことが重要である点が開明かになりつつある訳である。「量的・質的金融緩和」も、重要なのはフォワード・ガイダンスであり、資金供給は信認を強める仕組みであると理解すれば、そんなに分かり難くないように思う。

神津氏:

・「日銀レビュー」に関しては、技術的には「均衡イールド・カーブ」の推計が注目される。普通は政策金利だけを入れるが、ここではイールド・カーブ全体の動きによる効果を取り込もうとしている。

井上くオーガナイザー:

・全てが「量的・質的金融緩和」の効果かどうかは措くとしても、長期実質金利が 0.8%ポイント低下したこと自体は、経済活動に少なからぬ意味を持つのではないかと。

神津氏:

・「日銀レビュー」における長期の実質金利の推計に関しては、先に渡部さんが説明されたように様々な手法を採用し、いずれであっても 0.8%程度の低下という結果になっている。だから、これを後段のシミュレーションに用いるという論理構成をとっているのだろう。

翁氏:

・「日銀レビュー」については、先程から指摘があったように、為替レートの減価による波及メカニズムについて十分語らず、かつ分析していないことが気になる。加藤さんが指摘された政治的な制約があるとしても、為替レートの減価が企業収益や株価に大きな影響を

与えていることに疑いはない。また、この間の円相場を振り返ると、安倍政権の発足直後の円安などは政権への期待や欧州情勢の落ち着きによる面が大きかっただけに、「量的・質的金融緩和」自体が為替レートに与えた影響を十分に分析すべきでないか。

須田氏:

・実際、為替レートが大きく減価したのは、むしろ 2013 年の 3 月までの間である。その意味でも、「包括緩和」と「量的・質的金融緩和」とで政策効果がどの程度異なるかも明らかにしてもらいたい。なお、金融政策と為替レートとの関係に微妙な点があることは事実である。だからこそ、黒田総裁が為替相場に言及しただけで、金融政策に対する強い思惑を招くことになる。いずれにせよ、コミュニケーションを通じて趣旨が適切に伝わるようにして欲しい。

神津氏:

・Q-JEM には、為替レートを通じる波及メカニズムは組み込まれており、【図表 6】の結果からも確認できる。ただし、それが十分ではないことも指摘の通りであり、技術的には説明力の高い為替レートの決定式はなかなか得られないということであろう。この点は、逆に言えば、為替レートの実際の動きが実体経済との関係からほうまく説明できないものであることを示唆する。中央銀行としては、こうした技術的な制約を十分に踏まえた上で、政策的な意思決定を行うことが求められる。

内田氏:

・かつて為替レートの決定モデルに関わったが、現在の為替レートは経常取引だけでは説明できない。しかも、資本取引は本国ないし相手国に関する期待に左右される面が強く、不確実性が極めて高い。それにも関わらず、日銀が実質長期金利を 0.8% 押下げたことで為替レートを実際に円安にできたことは偶然の産物かもしれない。世界には、欧州の財政問題国のように、実質金利が高くなっても為替レートが減価するケースも存在する訳である。

・日銀に限らず先進国の中央銀行は実質金利の引下げを実現したが、それが実体経済にどのような影響を与えるのか。確かに、資産価格の上昇もあって設備投資に回復も窺われるが、グローバルには設備稼働率も必ずしも高くない。雇用や家計によるレバレッジも含めて、必ずしも大きな効果を生んでいるように見えないが、政策の波及メカニズムに関して我々は見落としている点があるのか。

須田氏:

・先進国で設備投資が思ったほど伸びない背景には、成長期待の低さがある。強力な金融緩和によって資金面での制約は大きく緩和されたが、主観的にみた投資機会の不足が大きいので、実質金利が下がったからといって、直ちに設備投資が増えるとは考えにくい。逆に、実質金利をグローバルなスタンダードよりも引下げると、中長期的に非効率な設備投資を促すリスクもある。政策当局が、「マネタリーな要素は、最終的には実体経済に影響を及ぼさないから大丈夫」と考えているのであれば、そうした考え方自体も見直す必要がある。

福田氏:

・日銀としては、まだ GDP ギャップが残っているという認識の下で、需要不足を埋めることが必要と考えている。実際、供給制約に陥っている産業領域もあるが、過剰能力を抱えている分野も少なくなく、中長期的にも相応のリスクが残る。その一方で、企業部門はマクロ的に余剰資金を抱えている。過去 20 年を振り返ると、最初の約 15 年には外部負債の圧縮が進められ、コスト効率の面で合理的な行動であった。しかし、最近は外部負債を返済し終わった企業が多く、キャッシュを収益性の低い現預金で持つケースが目立つ。使う予定がないのにキャッシュを保持するのは、「いつでも使えるようにしたいが、実際に使用する意思決定には至らない」状況が続いていることを示唆する。須田さんが指摘されたように、金利の高低より企業や経済の成長に対する展望が重要であろうし、だからこそ「アベノミクス」の第 3 の矢には依然として注目が集まる。現在回復している設備投資も更新投資が多く、長期的な視野に立つ戦略的なものは多くないように見える。Q-JEM に即していえば、モデルでは所与とされる潜在成長率自体に対する不確実性のために、実際の設備投資がモデルの推計値を大きく下回ることになる。

井上<オーガナイザー>:

・実質金利を引下げること自体は、「量的・質的金融緩和」のような非伝統的な政策に限らず、一般的に金融政策が活用しようとする波及経路である。そこで、この経路を通じた波及に制約があるとしても、中央銀行は実質金利を引き下げるところまでが自らの仕事であり、その先は他の政策当局が対処すべきと考えべきか。それとも、中央銀行が別な波及経路の活用を模索すべきか。

内田氏:

・「量的・質的金融緩和」にとって実質金利の引下げが大きな目標であったはずであり、それは確かに実現した。その上で、実質金利の引下げが経済にとって本当にプラスの効果を持つかどうかを考えることも必要であろう。既に指摘されたように、日本だけでなく先進国の企業は多くのキャッシュを抱えている。最近では、こうした資金を使って持分適用の海外企業に出資し、収益を獲得するという純投資も目立つ。このことは、企業の資本収益率を改善している面がある一方、実質金利を引き下げても経済成長率はなかなか上昇しないので、資本収益率が経済成長率を上回る状況が維持される。また、実質金利がマイナスであると、預金者にはコストが生ずるし、生命保険のような機関投資家の収益を毀損する。中央銀行は実質金利の引下げに伴うコストと便益、それらの社会的な配分を的確に理解したうえで、政策対応のあり方を考えるべきであろうし、実際にも様々な知見を集約しているプロセスにある。

大島氏:

・市場からみると、「量的・質的金融緩和」が実施されてきた 2 年の間、金利や為替レートの方向に関する予見可能性が高かったことには大きな意味があった。国債買入れを通じてタームプレミアムを圧縮しながら長期金利を押下げ、低位な長期金利が維持される環境を作った上で、結果としての円安進行が相当な確度で予見しうる

状況を作ったことで、企業は前向きな活動を行いうようになった。為替レートの増価に伴う減損を毎年余儀なくされていた状況に比べ、海外経済の回復もあって、海外での事業展開もはるかに動きやすくなった。企業による手許資金の活用は十分でないかもしれないが、2年前に比べると国内でも前向きな投資が増えた。過去半年には貸出の増加も明確になり、中小企業にも拡大しつつある。

・投資家は、超低金利環境で運用利回りを確保する観点から、分散投資への指向を強めており、株式も含むリスク資産に資金が流れたことも事実だと思う。同時に、市場を通じた資金の流れには、金融規制の強化に伴う影響も現れ始めている。ただし、これらは「日銀レビュー」による分析には十分反映されていないのであろう。

高田氏:

・実質金利が低下しても企業や家計が動かなかつたのであれば、まさに、黒田総裁の言う「前向きな姿勢と確信」が足りなかったことになる。それを中央銀行がいかに変えるかは難しい問題であり、モデルで定量的に分析することも困難だが、だからこそ黒田総裁はこのような言葉を使って説明されたと思う。

根本氏:

・私も、マクロ的には企業が余剰資金を保有しているだけに、資金面の制約は少ないと思う。一方、大企業の場合はコーポレート・ガバナンス・コードの導入が課題であり、高い ROE 目標の設定や持ち株の処分が目立つ。こうした下で、余剰資金にも少しずつではあるが分散投資に向けた動きがみられる。企業は国内の投資機会が限定的という理解の下で海外進出を積極化しており、対外 M&A は年初来で昨年比倍増のペースとなっている。ここには、超低金利政策による資金コストの低下も貢献している。

徳島氏:

・コーポレート・ガバナンス・コードの導入は、企業行動に大きな影響を与えている。企業は、これまで、留保利益を余剰資金として抱える指向が強かったため、生命保険業界は「株主利益還元調査」などを通じて還元の増加を要求してきた。それが、今回は首相官邸によるリーダーシップの下で、証券取引所を含めてコーポレート・ガバナンス・コードの導入を促す動きが広がつつある。企業は、ROE の改善を求められる中で、余剰資金を抱え込む慣行を変化させることが期待される。なお、市場のサイクルとしてみた場合、円安が進行してから海外企業を買収することには難しい面もある。生命保険業界でも、少し前まで「円高を活かして海外の買収物件を探すべき」との議論が強く、現在は「必ずしもタイミングが良好でない」との声を聞くようになったが、ようやく前のめりになっている。

高田氏:

・コーポレート・ガバナンス・コードの浸透には、良くも悪くも日本企業の横並比的行動が影響する可能性が高まっている。同時に、海外の投資家は、コーポレート・ガバナンスの導入の影響を我々以上に意識している。つまり「成長戦略が進まない日本の株式は避ける」と言っていた海外投資家が、今や「コーポレート・ガバナンス」を

材料に日本株への関心を復活させている。

須田氏:

・コーポレート・ガバナンスについて気になる点として、長期的な視点でなく、短期の ROE を過度に気にする余り、むしろ企業行動に歪みを生ずるリスクがある。本来は、ステークホルダーを拡大した上で長期的な視点によるガバナンスを導入することが趣旨であろうが、時代遅れのガバナンスになると賃金への影響も心配になる。

翁氏:

・日本の投資家も、長期的な視野で ESG などにも目を向けつつあり、多くの上場企業もこれらの視点を意識しながら、ガバナンスの体制等を整備し始めているところである。短期的な株主還元だけでなく、長期的な企業価値の向上を実現していくには、企業と投資家の双方にまだ課題が残されているように思う。

2. 国債を中心とする市場機能への影響と評価

井上<オーガナイザー>:

・本日の第二の論点である市場機能に移りたい。まず、江川さんと大島さんにリードコメントをお願いしたい。

江川氏:

・ユーロ圏の国債利回りはこのところ大きく変動している。米国債の市場も昨年 10 月には大きく不安定化したし、日本国債(JGB)も「量的・質的金融緩和」が導入された直後の 2013 年 5 月に利回りが大きく変動した。私自身は、これらの現象が各国固有の事情に基づくという印象を受けている。例えば、IMF による 4 月の「Global Financial Stability Report(GFSR)」は市場流動性の低下を取り上げた。そこでは、ビッド・オファーの幅や、セカンダリー市場の取引量、ディーラーの在庫といった指標に着目して、市場流動性の低下に警鐘を鳴らしたが、私自身はこれらが最もよく該当するのはドル建債であるとの印象を受けた。欧米でディーラーが在庫を圧縮している理由は、ボルカー・ルールやリングフェンシングではなく LCR 規制だと思う。すなわち、LCR 規制の下で、銀行は短期資金の市場調達を抑制しなければならず、結果として債券保有を抑制しているのではないかと。

・日本については市場参加者の属性に注目することも有用である。すなわち、国内金融機関が日本国債の大半を保有し、外国人投資家や信託基金による保有は比較的少なかった。また、国債の入札でも銀行が多くを落札するが、かなりの部分は短期間のうちに日銀に売却しているようである。このため、事務局参考資料が示すように、国債の発行残高自体は増えているが、日銀以外の市場参加者による国債保有額はむしろ徐々に減少している。

・日本の流通市場では証券会社が大きな役割を担っている。証券会社の国債保有額は極めて少ない。ただ、流通市場における債券の売買は、銀行や銀行持株会社が介在する欧米とは異なり、日本では一般的に証券会社を買取り、一時的にせよ自ら在庫として保有することで成立しているという性質があり、在庫の保有は市場流

動性に大きな意味を持つ。私の認識する限り、証券会社には総じて自己資本の余裕があり、在庫の積増しも可能である。その意味では、欧米の大手金融機関において LCR 規制のために在庫保有に限界が生じているのとは状況が異なる。もっとも、国内の証券会社は、銀行に比べると、大幅に規模が小さいため、在庫を積み増せる余力があるといっても、それには限界がある。

・日本では、「量的・質的金融緩和」によって国債の利回りが低下すると同時にイーールド・カーブがフラット化した。このため、投資家はロールダウンによる収益を獲得することが難しくなった。この点は、金利が上昇した場合の評価損に対するバッファを減らすことを通じて、長い目で見ると、金融機関や機関投資家による日本国債への投資を慎重化することが考えられる。また、日本国債の市場の特徴は、活発な取引を行う参加者の数が少ないうえ、そのほとんどが東京に集中していることである。しかも、これらの参加者は財務省や日銀による会合などを通じて頻りに顔を合わせている。国債市場の流動性を維持する上では、こうしたコミュニティによる秩序の維持に依存する面も大きい。

・日本の円建て債券市場では、国債の残高が圧倒的に大きく、しかも地方債や財投機関債、社債、証券化商品といった他の債券の利回りは国債に強く連動する。こうした各種の円債の中で、一般的には国債が最も市場流動性が高い。従って、市場流動性の問題が生ずるとすれば、最初に国債以外の債券で顕在化し、国債に及ぶのは最後になる。また、「量的・質的金融緩和」に伴ってクレジット・スプレッドが圧縮され、クレジット投資による収益の獲得が難しくなった結果として、機関投資家や金融機関で配置転換や人員削減が進み、クレジットの専担者が減少している。このため、将来、企業が社債や証券化商品に新たなニーズを示したとしても、それを受け止める市場が存在するかという課題もある。

大島氏:

・先進国の国債の市場流動性に関して三点を指摘したい。第一に金融政策の影響である。具体的には、日銀だけでなく ECB も含めた「量的緩和」によって市場の国債が減少することの影響である。この点は、これらの中央銀行が「出口」に向かう際に、一時的ではあるが相当な混乱をもたらすリスクが存在する。

・第二に金融規制強化の影響である。米国では「ボルカー・ルール」が 7 月 21 日に導入されるほか、Basel III に関してレバレッジ比率規制などがグローバルに順次実施される。国債市場の仲介者にとつてのバランスシート制約が厳しくなっていく中で、市場機能が維持されるか、特に 6 月末や 12 月末はどうかポイントとなる。ある調査によれば、2010 年から現在までに証券会社のバランスシートの規模は、レポや債券を中心に 3 割強も縮小した。今後、こうしたプレーヤーがレバレッジ比率を引き上げるには、バランスシートの規模をさらに 5~10% 縮小する必要があるとされる。一方で、国債の発行残高は増加し、資産運用業界の預かり資産残高も過去 5 年で 6~7 割も増えている。国債市場の両側が拡大すると同時に、仲

介者が縮小していることは懸念すべき事実である。

・第三に市場参加者の構造変化の影響である。安定的な運用を行うプレーヤーに比べ、ハイフリークエンシー・トレードを行う主体のプレゼンスが高まっている。この点はグローバルな市場で頻りに大きなショックが生じたことと関係があろう。直近ではドイツ国債の利回りが急騰したが、年初には SNB による為替市場のショックも各国債の利回りに打撃を与えた。さらに、昨年 10 月や一昨年の 5 月にも同様の事態が生じたことを思うと、ショックの発生はある種のトレンドと見る必要がある。ドイツ国債の件も、結果としてはイーールド・カーブの適切な修正となるかもしれないが、この間にボラティリティーは相当上昇した。

・日銀が公表した「債券市場サーベイ」の結果は、取引の厚みやビッド・アスク・スプレッドなどからみて、日本国債の市場機能は、過去 3 ヶ月には悪化した訳ではないが改善もしていないという認識を示している。より長い目で見ると、少なくとも先物市場の量的指標には市場流動性の低下傾向が現れている。例えば、1 件当たりの取引金額は傾向的に減少し、ビッド・アスク・スプレッドも、「量的・質的金融緩和」の導入当初に比べて良い状況ではない。板の厚みも悪化してはいないが増えず、10 枚以下になる時間帯も改善の兆しは明確でない。売買高も趨勢的に下落傾向にある。

・海外の投資家の間で今一番ホットな話題は流動性リスクであり、次に金融危機が生ずるとすれば市場流動性に端を発するものになるとの見方もある。その意味でも、中央銀行が国債買入れの量やそのコミットメントをどう運営するかは大きな課題である。

内田氏:

・最近のドイツ国債の利回りの急上昇や昨年 10 月の米国債の利回りの不安定化が取り上げられているが、市場である以上、常に一定程度のボラティリティーがあること自体は避けがたい。その上で、中長期的にみて重要な問題が二つ存在する。

・第一に、市場機能が回復力を維持しているかどうかである。ここで、市場機能とは、参加者が必要なヘッジを実行できるとか、取引の透明性や参加者の規律が維持されるといった点である。第二に、中央銀行や財政当局と市場との適切なコミュニケーションが維持されるかどうかである。この点は、市場がある均衡から次の均衡へ移る際のボラティリティーを左右する。例えば、米国の 10 年国債利回りが FRB の「正常化」に伴って最終的に 4% まで上昇するとしても、3% とか 6% といった水準を行き来しながら到達するか、それとも最初に不安定化しても、その後は徐々に安定しながら到達するかは、市場にとって大きな違いがある。

・これらの観点から日本国債をみると、第一の点については、イーールド・カーブの短期ゾーンがフラット化し、超長期ゾーンのヘッジについても課題が指摘されるなど、状況は変化しつつある。第二の点については、日本固有の特徴を有している。つまり、国債市場のステークホルダーによるコミュニケーションの枠組み自体は海外に

も存在するが、日本の場合はこうした場に海外勢がなかなか入ってこない。国債市場のグローバル化の観点からは海外勢もステークホルダーとして参加し、透明性と規律性の高いコミュニケーションを行うことが重要だと思う。

根本氏:

・国債保有者の構造は中長期的にどう変化するか。また、日銀による国債買入れの運営はそれにどのような影響を与えるか。前者に関しては、主たる保有者の一角を占めてきたゆうちょ銀行や年金基金による運用戦略の変化が注目されている。

・また、BCBS が公表した銀行勘定の金利規制 (IRRBB) による国債市場への影響をどう考えればよいか。まだ素案の段階であるし、自己資本賦課以外のオプションも残されているので、結果として限定的な影響にとまる可能性がある一方、国内基準行にもそれなりに適用される事態になれば、相応の影響を考える必要がある。

大島氏:

・事務局による参考資料が示すように、海外投資家のプレゼンスが徐々に高まっている印象を受ける。これらの投資家には、スワップ取引を活用して、実質的に相応の利回りを獲得している先もある。国債の市場流動性が低下している下では、こうしたプレーヤーの取引によるインパクトも無視し得ない。

・IRRBB に伴う影響は潜在的に大きい。現在は、利回りの大きな上昇があれば評価損が生じ、その他包括利益 AOCI が変動するが、評価損の変動を適切にマネージできれば、その後イールド・カーブがスティープ化してより高利回りの運用機会が生じれば、その後の数年間の利回りが改善することにより、一時的な評価損を吸収することができるとも言える。しかし、IRRBB が BIS 規制の第一の柱として導入された場合には、さらに自己資本を積まなくてはならず、結果として、銀行のポートは運用規模の修正を余儀なくされ、より短期ゾーンへの運用を高めるなど、長期ゾーンへの投資に影響がでる可能性がある。あるいは、ROA を引き上げるために、国債よりもハイイールド債のようなクレジット物に資金を振り向けるかもしれない。国債市場とクレジット市場の双方に市場流動性の面でストレスをかけるリスクがある。IRRBB の決着には数年を要すると思うが、その間に主要国の中央銀行が「出口」を迎えることで市場がどの程度不安定化するか、あるいは世界の主要な金融機関の健全性がどう推移するかといった点も、規制のフレームワークに影響を与えるであろう。それだけに、金融機関の行動は一段と慎重になると思う。

須田氏:

・日銀は、現在のペースで国債をいつまで買い続けることが可能なのか。

大島氏:

・来年の桜が咲く頃には、日銀による買入れに応ずるインセンティブを現状のまま維持することが難しくなるように思う。

徳島氏:

・生命保険会社は国債を淡々と買い続けてきた。足元では外債への動意もみられるが、2003 年の VaR ショック直前とは異なり、20 年以上の金利水準が 1% を超えているので、無理はしないが国債を買い続けると思う。ただし、全般的に国債の運用・調査に携わるスタッフの数は、以前より減少している。市場が大きく動いた場合の対応と言う点では課題が残るように感じる。

・GPIF は、3 月末の時点で、ポートフォリオの構成比を許容乖離幅の中心に近いところまで調整したとされる。その意味では、今後 GPIF によるリバランスが原因で国債市場が大きな影響を受けることは考えにくい。ただし長期的に見ると、景気回復や日銀の「出口」などによって長期金利が相応の水準に達した場合、国債のウエイトを見直すかどうかといったポイントは残っている。

・今後は、公務員共済などが GPIF のポートフォリオに沿ったリバランスを行うことが展望される。つまり、60% を超えている債券の比率を GPIF 並みの 35% に合わせることであり、影響を受ける共済全体の規模からすると、国債に対して数兆円の売り圧力が生ずる計算になる。もちろん、市場インパクトを抑えるような様々な工夫の下でリバランスを行うのであろうし、当面は日銀による大きな買入れによって売り圧力が吸収される。また、国家公務員共済は財投債の引受も行っており、この点では簡単に売れない事情もある。

加藤氏:

・FRB は本年中の利上げを示唆している一方、前回のようにオート・パイロットのような利上げは実施しないと説明している。その理由は、経済の先行きに不確実性が残るため、毎回の FOMC で議論しつつ利上げを判断するのが適切という考え方である。しかし、金融市場の流動性が低下し、一度動き出すとなかなか止まらない下で、市場参加者が毎回の FOMC に「はらはらしながら」臨むことを放置するのも、FRB として相当な覚悟が要るように思う。さらに、FRB がいずれは国債と MBS の再投資を減らし始めるとすれば、そのためのコミュニケーションは非常に難しい。

大島氏:

・基本的に、米国勢はボラティリティーがない世界より、それがあつた世界を好むのではないか。その意味でも、長期金利がどこかで上昇するという思惑が常に維持されると思う。FRB が巨額の MBS を抱えることで、市場からネガティブ・コンベンシティーを吸収していたことは、タームプレミアムの抑制と長期金利の押下げの双方の面で意味があつたが、永久に維持できるわけではない。出口論の初期には、再投資の減少と停止を利上げに先立って実施すべきとの議論もあつたが、そうなれば市場には大きなインパクトが生じたであろう。逆に言えば、再投資が維持される限り、MBS や国債の需給に深刻な影響が生じるリスクは少ないように見える。

・米国債の需給に関しては、FRB による量的緩和と並んで金融機関による規制対応に伴う積み増しも大きな要因であつた。流動性規制や担保需要の増加による HQLA (高格付高流動性資産) への需

要増加が見られていた(米銀などでは、AOCI フィルターの導入によるその他包括利益の変動を緩和するため、高格付高流動性資産を購入し、AFS ではなく満期保有債券としてブックする動きも見られた)。しかし、これらの効果も収束しつつあり、国債需給に対する貢献も弱まっている。その一方で、財政収支が顕著に改善しているので、需給面からはプラスの効果を発揮している。このほか、ECB の政策や日本国債の安定性といった外部要因に影響を受けることもあろうが、FRB は米国債市場のストレスを吸収し得ると思っっているのではないかと。

翁氏:

・欧州や米国では、流動性比率規制やデリバティブ取引の担保ニーズが意識されており、特に欧州系銀行による短期国債の需要に繋がっている。一方で、金利リスク面での対応のため、銀行の長期国債への需要は小さくなる方向である。全体として、様々な規制は、銀行に対し、短期国債を購入し、長期国債を手放す方向に作用すると考えられる。この点は、先に大島さんが指摘された国債の残存年限によって金融規制の影響度が異なるということと整合的である。また、こうした規制の影響や、中央銀行がどういうゾーンの国債を買うか、ということによって、国債市場は影響を受けており、国債管理政策の運営も影響を受けざるを得ない状況となっている。

大島氏:

・長期金利が上昇するといっても、中期ゾーンであれば一しかも、短期ゾーンの上昇が抑制的であれば一銀行も含む投資家の需要はむしろ高まる。一方で長期ゾーンは、金融政策の「正常化」を通じて、中央銀行がイールド・カーブを再構築することが望まれる。こうした視点から見れば、ドイツ国債の利回り急上昇も ECB にとって成功となるのかもしれない。結果として資金運用難もある程度緩和されたし、何よりも ECB にとって金融政策運営の柔軟性が高まる。

江川氏:

・米欧と日本の債券市場の連動性をどうみれば良いか。

大島氏:

・連動性は確かに存在し、ドイツ国債の利回り上昇に対して日本国債の 10 年物利回りも上昇したことが最近の例である。理由のひとつは銀行によるリスク管理である。銀行はバリュー・アット・リスクや金利リスク量を総合的に管理するだけに、外国債券のエクスポージャーを増やそうとすれば、当然に日本債券のエクスポージャーを調整する。それが長期ゾーンで行われるだけに、長期金利の連動性が目立ちやすい。これに比べて短期ゾーンの金利連動性は余り目立たない。中期ゾーンでは、日銀のコントロールがコミュニケーションを含めて利いており、市場参加者の対応も安定的である。

福田氏:

・市場参加者は財政赤字を管理可能と考え、財政破綻リスクを意に介していないということか。

内田氏:

・全く違う。既に、銀行は必要最低限の額まで保有国債額を削減したし、残りの殆どは残存年数の非常に短いものとしている。

福田氏:

・大手行が保有する国債の残存年限は短いであろう。しかし、日銀の「金融システムレポート」が示唆したように、他の金融機関には長期国債を多く保有する先もあるのではないかと。

内田氏:

・それはそうだが、マクロ的には日本銀行が一番多くの国債を保有している。その他の投資家は財政や金融システムのストレスシナリオを意識しながら、それぞれ最適な保有額を考えて行動している。

北村氏:

・収益を挙げた企業が増配したり自社株の買入れ消却を行ったりした結果、株価が上昇すると、株式市場に資金が流入しやすくなる。同時にクレジットの好転に伴い、社債も従来に比べて低コストで発行しうようになる。そうなると、金融のディスインターミディエーションが進展し、金融政策の波及メカニズムが低下するのではないかと。また、中央銀行が政策効果を強化しようとして国債を買い増すと金融市場と実態経済との乖離が一層深刻になるのではないかと。

渡部氏:

・ディスインターミディエーションは、近年に始まったわけではなく、より長期的な現象であると思う。

大島氏:

・しかも不可逆的であるように思う。

北村氏:

・そうすると、金融政策の波及メカニズムはどうなるのか。直接金融も機能しうるのか。

大島氏:

・その通りである。株式や社債による資金調達コストを巡る変化には、北村さんが指摘された面もある。その意味で、米国のように金融政策の主たる波及メカニズムが資本市場を介するものとなる可能性もある。

高田氏:

・企業がレバレッジを高めようとするれば、マクロ的には社債だけでは不足するので、貸出も増加するであろう。両者の選択には借入期間も関係するし、大規模な資金調達の場合、いったん貸出で受けておいて、中長期の資金調達手段を別途活用するやり方もある。両者が適切なバランスを取って成長して行くようであれば健全であるが、先程議論になったコーポレート・ガバナンスも含め、資本市場の整備にはまだ課題が残る。

3. 日銀のバランスシート運営とインプリケーション

井上くオーガナイザー>:

・第三の論点については、神津さんと須田さんにリードコメントをお願いしたい。

神津氏:

・量的緩和の「出口」には、基本的に三つの選択肢しかないと思う。つまり、超過準備に付利するか、バランスシートの規模を実際に縮小するか、準備預金率を上げるかである。このうち、最後のオプションは銀行の負担が大きいので選択肢から除くと、「出口」に向かう際にバランスシートの規模を維持するか、減らし始めるかという選択に絞られる。前者では、中央銀行は短期金利の上昇によるインカムロスを蒙る一方、後者では相応のキャピタルロスを蒙る。

・この損失を本質的に把握することは必ずしも簡単でない。現在の日銀の制度では、シニョレッジは国庫に納付するのが原則だが、実際の納付金は、普通は数千億円規模であるものの、1兆円近いこともある一方でゼロということもあるというように振れている。つまり、国庫に納付すべき中立的なシニョレッジのレベルは、ロジックも含めて必ずしも明らかでないし、時々市場動向や日銀自身の資金ニーズなどによって異なりうる。それでも、少なくとも概念的には、何らかの条件を仮定した下で中立的な納付金額を推計することは可能であり、日銀がそれも払えない状況に陥れば、何らかの損失が日銀に生じていると考えるべきであろう。

・「量的・質的金融緩和」もいずれは「正常化」となるはずだが、その際、最初からバランスシートを縮小することは現実的でないだけに、超過準備への付利を想定すると、その分のコストによって納付金が減ることになる。そこで、一般的に金融政策は将来の経済成長を前借りするものと理解すれば、現在の経済成長を支えるために将来のシニョレッジを現在費消することも、理論的には正当化される。さらにいえば、日本という国家が破綻しない限り、日銀が債務超過に陥ったとしてもそれが一時的であると説明するのであれば、問題ではないことになる。

・将来のシニョレッジを現在費消することは、将来の税収を当てに現在国債を発行して歳出するのと変わらないだけに、日銀は事実上財政政策に携わることになる。本来、「中央銀行が財政政策の分野に踏み込んでよいのか」という民主主義の手續きに関する議論が提起されてもおかしくない。しかし、「量的・質的金融緩和」の継続を前提に、衆議院選挙において政権が維持されたことを考えれば、国民は事実上の了承を与えたと主張することも可能である。

・日銀が債務超過になった場合に市場がどう反応するかを予測することは難しい。一方、本当に債務超過になるかどうかについては様々な推計がある。日経センターによる推計があるが、それはキャピタルロスを考慮せず、超過準備に対する付利コストが短期金利の上昇とともに増えることで納付金が減少したり、経常利益がマイナスになったりする効果を対象としている。詳細な数字は承知しないが、図表を見る限り、最大1兆円の経常赤字が5年程度続くとの

結果になっているようだ。日銀が既に3兆円程度の準備金を抱えていることを考えれば、この程度のロスは累積ベースでも吸収しうる。この推計結果が公表された日本金融学会等でも「この程度であろう」というリアクションが多かったことを考えると、日銀は債務超過にまでは陥らないという見方が一定の理解を得ているのかもしれない。

・これに対し、深尾光洋さんがキャピタルロスを含めた推量をしているが、翁邦雄さんが日銀による追加緩和の後に再推量したものもある。それによると40兆円近いロスが出ることになっている。この点に関しては、「日本政府が破綻することはないし、中央銀行は最後まで国債を持ち続けるので、キャピタルロスは関係がなく時価会計もする必要はない」と主張することもできるだろう。

・中央銀行のバランスシートの健全性は、要するにマネタリーベースとそれに見合う資産がきちんとバランスしているかどうかだと思う。歴史を振り返ると、金本位制の下で、中央銀行のマネタリーベースの見合いが金というところからスタートしている訳である。中央銀行が債務超過になった場合、民間経済主体がマネタリーベースを持ちたくないと思い始めるようだと深刻な事態に陥る。それだけに、経済主体がこうした不安に陥る程度まで中央銀行のバランスシートを毀損させることはペイしないし、だからこそ中央銀行もそれを避けるのだと思う。

・日銀が銀行券の平均残高に対する「自己資本比率」の維持をバランスシート運営の目処としたのは、かつて、マネタリーベースの殆どが銀行券であった時代の名残だと思う。現在のようにマネタリーベースの殆どが日銀当座預金である下では、マネタリーベース全体に対して見返りとなる資産を保護するため、何らかのバッファーを持つのが理論的には正しい考え方ではないか。その上で、何年かに1回といった大きいショックに見舞われた場合は、ぎりぎりまでバッファーを使うことも許されるべきである。

・日銀にとって、マネタリーベースの反対側にある資産の大半は国債—中央政府の負債—である。因みに、日本の近代の歴史を振り返っても、過去150年の間に中央政権の債務が2回踏み倒されている。リーマン・ショックが100年に1回と言われることと比べると、75年に1回というリスクが理論的に無視しうるほど低いリスクとも思われぬ。

・日銀は、2%のインフレ目標を達成しても、長期金利が上昇するのを避けたい政府から国債を買い続けるよう求められる可能性も小さくない。その際、2%のインフレが安定的に維持されても、「長期金利が上昇すると将来デフレに戻るリスクが高いので、国債買入れを続ける」という説明も可能であろう。他方、日銀が「インフレ目標を既に達成したので国債を買い続ける合理性はないし、高インフレを招くリスクがあるので日銀法に照らしても承諾できない」と言った場合、日本の民主主義がそれをサポートするかどうか。

・日本に限らず先進国には、将来の景気循環の下で、再びゼロ金

利政策を開始したり、量的緩和を再開したりする可能性は相応にある。それでも、現在 FRB はそう考えているようにみえるが、狭いレンジの中での政策金利運営を余儀なくされても、景気循環に沿って政策金利を動かした方が長い目で見た経済成長は高くなるのではないか。日銀による前回のゼロ金利解除については、むしろタイミングが遅過ぎたのではないかと今更ながらに思う。ゼロ金利を解除したら二度とゼロ金利には戻らないというのでなく、「景気が良くなればゼロ金利を解除し、また景気が悪くなれば必要に応じてゼロ金利に戻る」という風に考えた方が良いのではないか。そうでないと、ダイナミズムの失われた経済に陥ってしまう。

須田氏:

・日銀は、「量的・質的金融緩和」の当初からバランスシートを拡大することに意味があると主張し、昨年 10 月には、思ったようにインフレ期待が改善しないという理由でバランスシートを再び拡大させる決断を下した。しかもその際には、漸進主義は望ましくないので、コストや自己資本の制約などを勘案した上で最大限のものを実施すると説明している。

・現在の日銀法の下で、日銀は自己資本の範囲内に自らリスクを抑えるように求められている。そもそも、現在の日銀法が旧日銀法にあった政府による損失補てん条項を廃止したのも、日銀に対して赤字ないし債務超過に陥らないよう適切な金融政策を運営するよう求める趣旨であった。従って、今後「量的・質的金融緩和」の規模拡大の適否を議論する場合にも、こうした観点に引続きることが大切である。なお、日銀の自己資本は現在約 7 兆円であり、この 2 年で約 1 兆円増加している。日銀が自己資本を増やすには、財務省との厳しい調整が必要である。その意味では、日銀は金融政策の範囲に自ら制約を課していることになる。

・自己資本の制約のために国債買入れの継続が困難になった場合、実際にどのような対応がとられるのか興味深い。前回の「量的緩和」の際にはオペの札割れが多発したが、「札割れが多少生じても、大規模な資金供給による強力な金融緩和を実施しているので大丈夫」というロジックは市場には通じなかった。一方で、「量的・質的金融緩和」には、上下双方向のリスクを勘案し、いざとなったら調整するという趣旨の但し書きが最初から付いているので、これを利用することも不可能ではない。例えば、市場機能が著しく低下したり、資産価格や為替レートに行過ぎが感じられれば、「量的・質的金融緩和」の規模を減らすことは考えられる。前回の「量的緩和」の際には、コミットした規模の実施を強く求められただけに、オペの回数をむしろ少なくしたり、即日オペを活用したりしながら規模の達成に腐心した。その一方で、2006 年の 5 月には、景気が少し好転したことを受けて、「量的緩和」の規模を調整することができた。これに対し、現在の「量的・質的金融緩和」については、少なくとも当面の課題は、金融機関や投資家が国債保有を増やす結果、日銀が現在のペースで買い続けることが難しくなった場合の対応である。

・そもそも、中央銀行のバランスシートの規模が大きいこと自体が

外部からの圧力として金融政策を阻害することも考えられる。例えば、バランスシートが大きいほど「出口」を難しくするという意味で、現在の金融政策に制約を課すことになる。そもそも、FRB もかつての日銀も当座預金を増やすこと自体に意味はないと主張し、バランスシートの資産側に何を載せるか、つまり何を買入れるかが重要と主張した。だからこそ、ゼロ金利政策も買入れた資産も取りあえず維持するという説明の下で、「量的緩和」から exit することができた。

・日銀も「量的・質的金融緩和」からの exit においては、厳しい財政状況との関係を考慮せざるを得ない。つまり、ゼロ金利解除を FRB のように超過準備に対する付利金利の引上げから始めるとすれば、直ちに納付金に影響する。財政健全化の中で、2018 年度についてプライマリーバランスをマイナス 1% ぐらいまで改善しようと努力している中で、税外収入の相当部分を占める日銀納付金がゼロと言うことになれば、財務省だけでなく、そのしわ寄せを受ける世間の反発も大きくなることが予想される。

・しかも、「量的・質的金融緩和」ではリスク資産も相応に買入れており、株式市場のように市況が低下すると日銀が ETF を買ってくれるというモラルハザードが定着したことを踏まえると、日銀による exit に対する反発も、前回の「量的緩和」とは比べ物にならないほど強いものとなる。そうなると、日銀は、当分の間は巨額のバランスシートを維持したままで緩和的な金融政策運営を余儀なくされる。この点はバランスシートの内容自体よりもむしろ重要である。

・安定的な物価上昇が実現し、その下の金利上昇によって日銀が財務上のロスを蒙っても、ニュートラルなシニョレッジを推計することは難しいので、これとの対比によってシニョレッジの「過剰な前借り」があったかどうかを判断できる。日銀の損失については、日銀納付金が減少するとか、日銀が債務超過に陥るといった問題も重要であるがそれには問題ないとの反論も聞かれるので、それよりも、財政負担を将来に移転することで世代間の不公平に繋がる点をここでは指摘しておきたい。

福田氏:

・日本の場合、最終的には金融政策よりも財政状況の方が重要である。財政の視点からは、日銀が新規発行以上に国債を買っていることが市場の安定に寄与しているのは事実であろうし、「出口」になってテーパリングを実施しても国債保有を続ける以上、民間の参加者は新発国債を十分消化しようと思っているのであろう。

大島氏:

・日銀だけでなく金融庁も、大手金融機関に対する細かなモニタリングを行っている。そうした下で、日銀は、緩やかなテーパリングであれば「やってみるしかない」という判断も可能であろう。つまり、バランスシートの増加ペースが低下することに伴う影響を抑制しつつ、政策金利の運営に円滑に移行しうるかどうかも確かめつつ進むわけである。

内田氏:

・シナリオを単純化して、低成長・低インフレの下でのテーパリングと、インフレ目標を達成した後のテーパリングを比較すると、前者は金融市場の国債への需要が強いただけにかなりの確度で成功するであろう。しかし、後者は厄介であり、かつて FRB が採用した金利ペッグ政策の実施も考慮する必要がある。

・日銀は国債を流通市場から買入れている。これに対して、保有国債を償還に任せて減らしていくと、政府当座預金はその分減少する。そこで、金融機関は新規の国債引受けを通じて、政府当座預金の残高を支えることが求められる。このため、国債の発行市場の状況が重要なポイントとなる。ここには、日銀が国債保有を減らすことに伴い、他の投資家を実質的にこれを肩代わりするかという問題だけでなく、財政リスクに対する見方や金融市場の動向によって、民間金融機関による国債へのアピタイトが変化するという問題もある。こうして、日銀による「出口」においては、財政健全化に対するコミットメントとともに、日銀による国債市場の安定維持に向けたコミットメントによって、「日銀がバランスシートを自然に減少させながら、民間金融機関が国債を消化していく」ストーリーが信認を得ることが重要である。また、格付会社によるオースライズも望まれる。

須田氏:

・中央銀行が大きなバランスシートを維持したまま金利をコントロールすることには不確実性が残る。中央銀行にとっては、市場で資金需要が高まった場合にオペを柔軟に実行するかどうか、市場参加者との駆け引きの中で売出手形を実行するタイミングはどう考えるか、といった課題がある。短期金利を上手く抑制できなければ、他の金融市場に波及し、まだ力の弱い景気回復を妨げる。逆に、過度な低金利が維持されると、金融市場の過熱を招き、結果的により大幅な利上げを余儀なくされることで、市場のボラティリティに大きな影響を与える。

・市場金利を強力にコントロールしようとするあまり、市場のボラティリティを抑制しすぎると、景気回復とともに重要性を増していく市場機能が発揮されるかという課題が生ずる。前回の「量的緩和」からの exit の際には、短期金融市場の機能は急速に回復したが、今回もそうなる保証はないし、市場機能が十分回復しないまま利上げに移行することには懸念がある。

加藤氏:

・「量的・質的金融緩和」の「出口」において、財政健全化に向けたコミットメントがないと、日銀は相当厳しいことになる。第二次大戦後の 1951 年に FRB が国債利回りのペッグ政策から脱却できたのも、戦争の終結に伴ってプライマリーバランスが劇的に改善し、国債の新規発行額が減少していた下で、既存の国債をどうするかという議論の流れがあったからである。今回の場合、インフレ目標を達成できても、財政健全化が展望できないとすれば「出口」に向かうことへの抵抗が極めて強くなる。特に、日銀による大量の国債買入れに伴って、政府の財政健全化にモラルハザードが生ずるようであれば、

そうしたリスクは大きくなる。

北村氏:

・日本の過去 2 回の財政危機とは、明治維新と第二次世界大戦の時に生じた。これらは明らかに国家の大事態であって、政府の形態自体が変わる状況であった。これらに比べると、現在の問題は深刻さのかなり異なる問題である。その原因は政治や政府、中央銀行によるオーバーリアクションにあり、そこまでの規模の財政支出が必要であったかどうか不明確でない。しかも、蓄積された財政赤字をたいした問題でないと宣伝し対応の先送りを図った結果としてモラルハザードに陥った。もちろん、現在の財政赤字は、健全な水準から乖離したので、実務的には、そこへ徐々に戻るための手順や時間をどう確保するか議論しなくてはならないが、

翁氏:

・インフレ目標を達成できても、財政再建のコミットメントがきちんできていないと、「量的・質的金融緩和」からの「正常化」は成功しない。しかし、様々な公的会議での議論をみても、例えば、高齢化が進む中で、社会保障改革といった重要なテーマへの踏み込んだ議論がまだ足りないように思う。日銀が大量の国債を買入れていることで、財政健全化に対する市場の圧力がかけにくいことにも矛盾を感じる。

徳島氏

・「量的・質的金融緩和」の「出口」では財政健全化が非常に大事になる。年金はマクロ経済スライドが組み込まれており肥大化に歯止めがかかるが、高齢化に伴って医療や介護の費用は増大してゆく。国債関係費用、特に利払費をどう抑制するかも重要であろう。日銀と財務省とのアコードのようなものを導入しないと、金利上昇と財政赤字の拡大が悪循環を起すリスクもある。

根本氏:

・日本国債の格付けは現在 AA- であるが、世界に類のない特性を有している。つまり、ギリシャ並みの債務を持っている点で先進国において唯一の存在である一方、これだけ低金利で市場が安定している国もみられない。このため、格付会社としても、どう対処すべきか苦慮している。

・「量的・質的金融緩和」が出口を迎えたとすれば、インフレ率は上昇しているはずであり、結果として GDP 対比での債務残高も減少するので、その点は日本国債の格付けにとって良い材料である。一方で、金利上昇に伴って国債費の負担は上昇するであろうし、国債の発行環境にも何らかの変化が生じているかもしれない。もちろん、財政健全化に向けた動きがどの程度明確になっているかも重要な要素である。

江川氏:

・先進国の市場参加者は、本当に中央政府の信用リスクを意識するのだろうか。

大島氏:

・BCBS は、IRRBB とは別に、国債のリスクウエイトの見直しも開始している。仮に欧州主導で早いペースで議論が進むと、日銀による「出口」に際しても、日本国債の格付を通じる影響も含めてインパクトを持つ可能性がある。また、デリバティブ規制への対応や外貨資金の調達において日本国債を担保として使用することの有効性が低下すれば、日本の投資家だけでなく海外投資家による日本国債の需要にも影響が生ずる。そうした意味では、日本国債に対する信認にも節目が来ることも考えられる。

神津氏:

・先進国の監督当局の間では、ソプリンのクレジットリスクが次のイシューとして意識されており、特にドイツがその検討に積極的とされている。もちろん、このテーマ以前に IRRBB についても日米と欧州との間で大きく意見が分かれるだけに、ソプリンのクレジットリスクにまで短時間で議論は進むとは考えにくい。

・財政健全化に向けた国内の議論において長期的な合理性が担保されているとはなかなか思えない。それを前提にした場合、中央銀行としてはマクロ経済をさらに均衡から遠ざける政策は採用すべきでないし、財政当局とのコミュニケーションもそれだけに重要になる。

・一方、民主主義の手続きは非常に重要である。「アベノミクス」は有権者の多数派の支持を得たものであり、日銀の政策委員会メンバーも選挙の結果選ばれた人々によって任命されている。そうした下での政策を「非合理」と批判したところで如何ともしがたい面がある。逆に言えば、民主主義の手続きを踏んで、今とは異なる意見が多数を占めない限り、金融政策も財政政策も大きく変わることはあまり期待できないということだろう。それでも、中央銀行には独立性が認められている分、少し距離を置いて、長期的にみた合理性を持つと努力してきたものと思う。その合理性と民主主義にサポートされた政治意思との間で、中央銀行がどう振る舞うべきかというのが、現在の金融政策にとって重要なテーマなのだと思う。

北村氏:

・この点は、民主主義をマジョリティーが支配するシステムと見るか、多様性を認めるシステムとみるかで、議論が異なるように思う。

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間が経過したので、今回の会合はこれで終わりにしたい。長時間に亘り活発な議論をありがとうございました。
