

議題

日本銀行の「総括的検証」の意義

開催日時

2017年1月11日<15時40分~17時10分>

出席者

内田和人氏（三菱東京UFJ銀行 常務執行役員）
 神津多可思氏（リコー経済社会研究所 所長）
 福田慎一氏（東京大学 大学院経済学研究科 教授）
 渡部敏明氏（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）<モデレーター>

主要論点

1. 日本銀行による「総括的検証」について
2. 日本銀行の今後の政策課題

出席者による発言要旨

1. 日本銀行による「総括的検証」について

井上<モデレーター>:

・まず、「総括的検証」に関する分析の中で日銀が取り上げた点を中心に議論したい。渡部さんには、「量的・質的金融緩和」の下でもインフレ期待が安定的に上向かなかつた点に関して、わが国における期待形成の特徴や理論的な背景も踏まえてコメントを頂きたい。福田さんには、「量的・質的金融緩和」の一環として採用されたマイナス金利政策について、実際の波及メカニズムや効果と副作用を評価して頂いた上で、先行きの展望についてコメントを頂きたい。

渡部氏:

・実証分析によって明らかになっている特徴としては、まず、インフレ期待には粘着性と多様性がある点が挙げられる。粘着性はインフレ期待が時間を通じて変化しにくいことを指し、多様性は経済主体の間でインフレ期待が異なることを指す。これらを説明する仮説としては sticky information があり、情報収集にコストがかかる下で、経済主体は情報をなかなか update しないという考え方である。これをマクロ的に見ると、経済主体の一部は常に古い情報によって期待を形成することになるので、集計されたインフレ期待には粘着性が生じることになる。また、noisy information と呼ばれる仮説もあり、これは情報にノイズが含まれるため、経済主体は現在の情報だけでなく過去の情報も用いて期待形成を行うという考え方である。そのため、期待に粘着性が生じる。sticky information では情報を update した者としいない者との間で、noisy information では情報に含まれるノイズの内容が経済主体間で異なるため、期待形成にばらつきが出る。

・実証分析の例として、世代別のインフレ期待形成の違いを分析した論文が挙げられる。その結論の一つは、若い世代はより直近のインフレ率に、古い世代は過去に経験したインフレ率に各々依存してインフレ期待を形成していることである。この結論を日本に当てはめると、若年層はインフレを殆ど経験していないので、マクロ的に見て家

計が高いインフレを期待するのは難しいことになる。また、経済政策やそのアナウンスメントがインフレ期待に与える影響を分析した論文もある。一橋大学の阿部氏と上野氏は、民間調査会社の調査モニターに対するアンケート調査の結果を分析した。「1年後の物価水準は現在と比べて何%変化していると思うか」と質問した後に、「来年度の物価上昇率はプラス 1.4%と見込まれている」と伝えた上で同じ質問をした結果、2番目の質問の回答は、最初の質問への回答と 1.4%の間に修正された。つまり、「1.4%」という見通しがインプットされたために、調査モニターの予想が下方修正された訳である。また、早稲田大学の上田氏は、インフレ期待は実際のインフレ率より金融政策により迅速に反応するという結果を VAR モデルの分析から導いている。これらは、金融政策の変更や見通しの公表などが、インフレ期待に影響を及ぼしうることを示唆している。さらに、インフレ期待を直接推計する試みとしては、トレンド・インフレ率に関する日銀のワーキングペーパーがあり、レジームスイッチング・モデルを用いて、「量的・質的金融緩和」の導入後に日本のトレンド・インフレ率が明確に上昇したとの結論を導いている。オーストラリア国立大の沖本氏も、違う手法を用いて全く同じ結論を導いているだけに、「量的・質的金融緩和」の導入後にインフレ期待が上昇したこと自体は、ある程度 robust な事象と理解できる。

・インフレ期待の粘着性が強いとすれば、デフレ期が長かった日本において金融政策だけでインフレ期待を上昇させることは難しく、財政政策や成長戦略も併せて実施する必要がある。最近では FTPL が再び注目を集めていることもあり、財政政策に焦点が当たりがちだが、私は成長戦略を重視している。政府が、「将来に向かって生産性が改善し、日本経済が上向く」といったビジョンを示さない限り、インフレ期待は上昇しないと思う。

福田氏:

・「量的・質的金融緩和」の今後を展望する際には、追加緩和の必要

性とその際の手段の 2 つを考える必要がある。前者に関しては、GDP ギャップや自然利率の水準に関する判断と、インフレ期待の粘着性に関する理解が重要である。日銀は、日本の GDP ギャップがほぼゼロで完全雇用に近いとみているのに、インフレ期待が粘着的なので金融緩和の継続が必要と主張しているが、私自身は GDP ギャップがまだ残っていると思う。後者に関しては、①「量的・質的金融緩和」の拡大、②フォワードガイダンスの強化、③マイナス金利の深掘りといった選択肢が挙げられる。①について、日銀は国債買入れに限界はないと主張しているが、私は量的にも限界があると考ええる。残された手段のうち、②フォワードガイダンスは効果が不確実だが重要な政策であり、③のマイナス金利の深掘りも、「量的・質的金融緩和」自体に限界がある中で追加緩和が必要になった場合には、改めて検討すべきと認識している。

・もっとも、短期の政策金利をさらに下げるとしても、マイナス金利政策の導入時のような混乱を招かないよう、慎重なプロセスを踏むべきである。どの年限の金利までマイナスにするかも重要な判断である。例えば、設備投資を刺激する上では 5 年物金利の抑制が重要である一方、10 年超といった金利を下げても、金融機関の収益が圧迫されるといった副作用を強める。つまり、金融機関においては貸出金利が低下する一方、リテール預金の金利がゼロ制約に直面したため収益が圧迫された。日銀が 1 年前にマイナス金利政策の導入をアナウンスするなど、金融機関に十分な準備期間を与えれば、弊害は小さかったであろう。

・2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入と 2014 年 10 月のその追加緩和の際には各々急激に円安が進んだが、2016 年 1 月のマイナス金利導入時にはそうならなかった。また、最初の 2 回は日本市場がクローズし海外市場がオープンした後、さらに円安が進んだが、今回は海外市場が総じて反応しなかった。この理由はさらに研究を進める必要があるが、海外投資家による日銀の金融政策に対する見方が、国内投資家と大きく違っていた可能性はある。

井上<オーガナイザー>:

・リードコメントに対して、補足があればお願いしたい。

内田氏:

・「量的・質的金融緩和」の効果の波及では、イールドカーブのフラット化と実質金利の低下がポイントであった。しかし、実質金利の低下や株価の上昇がみられたにも関わらず、国内で設備投資が拡大していないことは重要であり、「総括的検証」でより深く検証されるべきであった。大企業は、時価総額の上昇を活かして海外 M&A を拡大させるなど、「トービンの q 理論」で予想される反応を見せている。しかし、企業数の 90% を占める中小企業では、このメカニズムはうまく機能していない。多くの中小企業では経営者の高齢化が進み、事業承継が課題となっており、これらが解決しないと、企業は内部留保を溜め込む一方で資金需要が増えない。高齢者層が抱える金融資産を活用し、医療、介護、農業、ロボットなどの成長産業に資金が流れるよう、規制緩和を進めることも必要である。成長戦略に関しては、

マクロの視点だけではなく、どの分野で消費や投資の拡大が見込めるかといったミクロの視点も重要であろう。

・日銀がマイナス金利政策を導入したにも関わらず、去年は 15% も円高が進んだことに関しては、①ドル円レートは米国の経済動向や金融政策の影響を受けやすい、②ドル円のベシススワップが大幅に拡大したため、海外勢の円に対する需要が強くなった、といった理由をあげることができる。

神津氏:

・インフレ期待は、ある種のメカニズムに沿って形成される側面と、行動経済学でいう「フレーミング効果」のように「気持ち」によって形成される側面がある。短期決戦では気持ちが瞬時に変わることもあるし、勝利が続けば皆が將軍についていく。しかし、戦線が硬直した場合は、絶対にこの戦いに勝てるというストーリーが明らかにされる必要がある。つまり、直面している課題を長期戦と捉えるか、短期決戦と捉えるかで正しい対応は異なる。政策は「政(まつりごと)」の「策」であって、政策当局者には対策をうまく使い分ける知恵が必要になる。

・本日の基調講演では、政策金利を下げるのが「伝統的金融政策」であり、政策金利がゼロ制約に直面した後に金融緩和を行うために編み出されたのが「非伝統的金融政策」であると整理された。伝統的金融政策による金融緩和は、民間銀行が日本銀行に準備預金を積む際のコストを、政策金利の引下げを通じて軽減するものである。その結果、民間銀行は預貸利鞘をある程度維持しながら貸出金利を下げるのが可能になり、借り手はより低コストで資金調達できるようになるので、新規の借入れ需要が喚起される。短期金利がゼロになっても、このメカニズム自体は生きており、長期金利を引下げることによって新規需要を喚起できる。しかし、マイナス金利は、民間銀行への影響を考えると、ネットの効果がプラスかマイナスか判然としない。マイナス金利政策の導入直後の市場の反応には、銀行による金融仲介が支配的な日本で、金融仲介を担う銀行が負担するコストを上げるような政策が、全体として資金需要の喚起に繋がるのかという不安も反映されている。

2. 日本銀行の今後の政策課題

井上<オーガナイザー>:

・日銀の今後の政策に関しては、第一に、長期金利コントロールの運営が課題である。最適な金利水準や国債買入れ、長期金利に上昇圧力が加かった場合の対応など、今後を展望する上で重要な点がいくつか想定される。第二に、コミュニケーション政策の運営も課題である。「総括的検証」を境に、「日銀はコミュニケーション戦略を変更した」とか、「政策反応関数が変化した」といった指摘を耳にすることは少なくない。また、前回(昨年 3 月)の「金融市場パネル」のコンファレンスでは、日銀がコミュニケーション政策を変更しても、市場がそれを円滑に受け入れるかどうかには懐疑的な見方もあったが、この点はその後の現実と異なる。

内田氏:

・ネルソン・シーゲルモデルを用いて推計したイールドカーブの理論値と実際のイールドカーブを比較すると、両者は相応に乖離しており、特に 10 年超のゾーンで乖離が大きい。したがって、日銀によるイールドカーブコントロールに関しては、イールドカーブ全体をコントロールする意図を持つ政策と捉えるか、10 年金利と短期金利をピンポイントにコントロールする政策と考えるかが一つのポイントである。併せて、10 年物金利に関する具体的な目標の設定も重要である。インフレ率、生産、短期金利、米国金利の各変数で説明するモデルで推計した長期金利の理論値と実際の長期金利を比較すると、過去 20 年間は概ね似通った動きをしていた。ところが、2013 年に日銀が「異次元緩和」を始めた後は乖離が拡大しており、直近では 0.6%ポイントに達している。日本で今年後半にインフレ率が 1%近辺まで上昇したり、米国の長期金利がさらに上昇したりした場合、乖離はさらに拡大する可能性がある。日銀としては、最適な長期金利の水準について考え方を整理する必要がある。

・マイナス金利政策を継続した場合の日銀の収支への影響も注目される。日銀はオーバーパーの水準で国債を買い入れているため、償還損が発生する。これと保有国債からの資金収益を合計することで収支が推計できるが、現在のように平均でマイナス 20bp の水準で国債買入れを進めた場合、2020 年度ないし 2021 年度には資金収益と償還損がほぼ同水準になるとみられる。日銀は引当金の取り崩しで対応するであろうが、実質的に国庫からの補填を受けることを意味するだけに、長期に続けるのは困難と思われる。

・イールドカーブコントロールは金融仲介にも影響を与える。日本のイールドカーブは 10 年ゾーンまでほぼフラット化している一方、ユーロ圏では順イールドの形状を維持している。こうした下では、ユーロ圏に比べて、日本の金融機関は長短金利差による資金収益を確保しにくい。しかも、日本では国内金融機関による国債の保有割合が大きいだけに、長期金利の低下による金融機関収益への影響が相対的に大きい。さらに、シャーププレシオを最大化する国債の残存年数を見ると、日本では 17 年であり、得られるリターンは 1.7%である。これに対し、米国では 1.7%のリターンを確保するには残存年数 2 年の国債を保有すればよい。つまり、日本では国債保有のデュレーションを長期化せざるを得ない一方、リターンの絶対水準が低いという問題がある。金融機関が保有する資産のうち、日銀によるイールドカーブコントロールとマイナス金利の影響を受ける項目は、「国債・地方債」「政府関係向け貸出」「中央銀行預け金」だが、これを EU や米国の銀行と比較すると、EU が 10%、米国が 20%である一方、日本の銀行では 30%に達する。

・イールドカーブコントロールの出口に関しては、第一に、先行きの金利上昇リスクをどうコントロールするかが、国債買入れの運営も含めて重要である。第二に、10 年物金利に関する誘導目標を変更する上では、日銀の考え方を事前に示すことが、市場の混乱を防ぐ上で大切である。第三に、国債管理政策との整合性も重要な課題である。米国では、第二次大戦後に FRB と財務省の間で「アコード」が成

立し、国債管理政策と金融政策が切り離されたが、日本でも出口の段階で同様の議論が必要になるかもしれない。第四に、巨大化した日銀のバランスシートをどう調整していくかも課題となる。

神津氏:

・「総括的検証」の際の日銀によるコミュニケーション戦略の転換が比較的円滑に市場に受け入れられたのは、私自身は、多くの人に「納得感があった」からであると思う。「量的・質的金融緩和政策」が導入された当初は、人々はそのロジックをある程度は信じ、したがって実際に一定の効果も発揮された。しかし、2%の物価目標の達成には時間がかかりそうだという見方が広がった中で、日銀が金融政策の戦略を転換した訳である。

・アベノミクスの初期には、法人企業の利益率の改善や、日銀短観の業況判断 DI の上昇に見られるように、マインドが好転したことは明らかである。それでも、2000 年代以降の長期的な低インフレを脱することはできなかった。内容別には、サービス価格のインフレ率が辛うじてプラスを維持する一方、財価格の下落が CPI 全体を押し下げている。こうした財価格の下落の背後には、世界的な需給ギャップの緩み—特に原油をはじめとする一次産品の需給の緩みがある。昨年 10 月に公表された IMF の中期経済見通しによれば、世界経済の成長率が過去の平均である 3.7%を回復するのは 2018 年と見込まれている。しかし、2013~15 年頃には 1 年以内にその程度の成長を取り戻すと予想されていた。つまり、世界経済が 4%程度の成長に速やかに回帰するとの前提の下で、原油や銅、鉄鉱石などの一次産品の供給過剰が生じた。その影響が、日本に波及することで財価格の下落をもたらしたとすれば、根源的要因の解決には時間を要する。

・国内のインフレ率は、長期的には国内の需給ギャップと安定的な関係を有する。従って、2%の物価目標を目指す上では、需給ギャップが徐々に縮むストーリーを説得的に展開できるかどうかが重要である。総需要と総供給を均衡させる自然利子率は、現在、マイナスの領域にあるとされるが、日本では、高齢化やグローバル化が進む中で、例えば結婚式場が葬儀場が変わったり、これまで国内で生産できたものができなくなったりするなど、総需要の中身が大きく変化していることにも注意すべきである。だとすると、持続可能ではない需要を政策的に押し上げることで供給に合わせようとするのではなく、今後増加する新たな需要に対応する供給を育てる方向の政策にシフトしないと、需給ギャップが縮小していくストーリーを説得的に示せない。

・インフレ率と長期金利の関係は、1990 年代と 2000 年代以降で全く異なり、1990 年代の関係を前提とすると、インフレ率が 2%に達した際の長期金利は 5%になる。こうした単純な関係が成立しないにしても、2%の物価目標の達成が視野に入ると、長期金利には一定の上昇圧力が加わる。そうなると、日銀による 10 年物金利の 0%への誘導を長期に亘って維持するのは難しく、何かの拍子で“フック”が外れて長期金利が急騰し、金融システムに深刻な影響を与えか

ねない。出口の議論を時期尚早として完全に封印することは、短期決戦であればまだしも、長期戦となった今は必ずしも適切な戦略とは思われず、今後は「金融市場パネル」の場などで、こうした事態を避ける道筋がどういふものであるのかを議論したい。

3. 自由討議

井上<オーガナイザー>:

・なぜ FTPL が注目を集めているのか、改めてお聞かせ頂きたい。

渡部氏:

・FTPL は、物価水準が政府の予算制約を通じて決定されるとする理論であり、昨年 8 月のジャクソンホールでプリンストン大学のシムズ教授が講演で取り上げたことで注目を集めた。先進国で金融政策の限界が意識されていたことも、財政政策で物価を高めることができる可能性への注目を促したのではないかと。

井上<オーガナイザー>:

・GDP ギャップがゼロの下でインフレ期待を上げるためだけに大規模な金融政策を用いるのが不適切である場合、より望ましい手段はどのようなものか。

福田氏:

・国内の FTPL への注目は一部に止まり、学界全体の動きとは言えない。また、FTPL はブラジルやメキシコといった財政が危機的状況にある国には妥当するが、先進国にはあてはまらない。FTPL を考える際は、こういった点も注意する必要がある。

・インフレ期待を引き上げる政策と、GDP ギャップを埋める政策に分けると、前者はショック療法と市場との対話を組み合わせる必要がある。期待のレジームを変えたい時にはショック療法が有効だが、一旦レジームが変われば、予めアナウンスした政策を粛々と進めるべきである。フォワードガイダンスの具体的なやり方には、time-based と data-based の 2 つがある。前者は「2 年で 2%」というように時間にコミットするのに対し、後者は「インフレ率が 2% に達するまで」というように条件にコミットする。理論的には後者のほうが望ましいと考えられているが、わかりやすさでは前者のほうが望ましい。

・日銀の「量的・質的金融緩和」の場合、最初に「2 年で 2%」と宣言したため苦しい状況に追い込まれた。展望レポートの期間中に 2% の物価目標を達成するスタンスは変わっていないが、最近では「2 年」という期間の意味合いは事実上なくなった。かつて、日銀の景気や物価の見通しに対する市場の信頼は厚く、市場の期待形成をリードしていたが、今では日銀と市場との見通しに明らかな乖離が生じている。インフレ期待を変える上では、こうしたギャップを極力埋め、コミュニケーション戦略を通じて日銀に対する信頼を取り戻すことが必要である。

井上<オーガナイザー>:

・ジャクソンホールのカンファレンスは、学者と実務家が議論を交えるユニークな場の一つであることに加え、過去に大きな政策変更が

公表された経緯もあり、市場関係者の注目度は高い。このことも、FTPL への注目を高めた理由の一つかもしれない。

・長期金利が上昇した場合、日銀のバランスシートは財務面で悪化するが、そのことが金融経済にどのような影響をもたらすのかについては市場でも意見が分かれている。

内田氏:

・日本銀行の総資産が名目 GDP 比で 100% に達しようとする中、金利水準が「正常化」する局面では激変緩和措置が必要になる。日銀が保有する国債を変動金利化するなどの案が専門家から示されているが、金利が上昇した際の日銀への信認の維持を考えると、国民全体にオープンな形で議論を進める必要がある。また、この問題は日本国債の格付や国内金融機関のビジネスへ直結するだけに、国債管理政策が新規財源債だけでなく現存するストックベースの国債も適切にカバーすることが求められる。

井上<オーガナイザー>:

・2% の物価目標が達成された場合の長期金利の水準をどう考えるべきか。1990 年代と 2000 年代の間では、財政のリスクプレミアムや潜在成長率といった条件が異なるほか、日銀が安定的な保有者として存在する面も異なる。

神津氏:

・少なくとも、長期国債の実質利回りがマイナスという状態は長期では続かず、むしろ、国債の利回りに財政プレミアムなどが上乗せされる中で、全体の金利水準をどこまで抑えられるかが鍵となる。フローの意味で日銀がどれだけ国債を買い入れても、市場でストックの意味での国債の売り浴びせが生じた場合、日銀もある点で買い応じることができなくなる。これは極端としても、2% のインフレ率が定着すると、長期金利に相応の上昇圧力がかかることは明らかである。こうした圧力を抑制するために、日銀は、日々の金融調節で裁量的に対応する以外に選択肢はない。

井上<オーガナイザー>:

・日本国債は、欧米と比較すると国内の特定の業態に集中的に保有されている。こうした下では、多くの国債を保有する主体が、市場の不安定化を招くような動きを自ら行うインセンティブは考え難いのではないか。

神津氏:

・日本の経常収支が黒字である間は、国債の市場は新発債も含めて基本的に居住者間のゲームであり、こうしたプレイヤーの信認を維持できればよい。しかし、日本の経常収支が恒常的に赤字になれば、国債の一定割合を非居住者に保有してもらわなければならない。こうした瞬間にこれまでのゲームのルールは通用しなくなるだけに、そうなるまでが財政健全化に許された時間である。

内田氏:

・これまでは、政府の債務残高が大きく拡大する中でも、国債の 9 割強を保有する国内投資家が岩盤のように市場を支え、国債市場

にショックが起こっても、日銀がバックストップになる期待があった。ところが、日銀自身が出口に向かうと、これまでとは前提が全く異なるし、実際に 2%のインフレ率が達成された場合、金融機関の預貸率も現状の約 70%から 100%近くまで上昇するはずである。この場合、日本国債を誰が消化するかが問題になり、欧米のように「国債の国際化」を進めて、例えば、アジアの中央銀行のような先に一定量を保有してもらうことになろう。ただし、そのためには国としての credibility が重要になる。国債市場が突然に不安定化することがないよう、日銀は出口を展望して国債市場の BCP を検討する必要がある。

渡部氏:

・先に述べた FTPL については、実証分析の蓄積が少ないだけでなく、モデルを変更する一長期債を導入したり、開放経済モデルに拡張したりすると物価水準の決め方が変わる。この点でも、政策論としては慎重な検討が求められる。また、私自身はインフレだけを目標にする政策には懐疑的である。景気を良くするには実質賃金が上昇する必要があり、今後も賃金動向に注目したい。なお、最近は日本の輸出に関する計量分析を行っているが、ドル円レートへの反応が以前より弱くなる一方、世界景気に対する感応度が明確に上昇している。もちろん、為替レートが資産価格を通じて景気に与える影響は残るが、円安に誘導しても輸出の増加を通じて景気を拡大することに繋がらなくなった可能性には注意すべきであろう。

福田氏:

・政府は 2020 年までにプライマリーバランスを均衡させるとの見通しを維持しているが、足許で財政赤字が拡大する中で、その実現可能性は低下している。その意味でも長期金利が上昇する素地が整いつつあるが、日本国債の保有構造が特殊であるため、なかなか金利が上昇しないということであろう。もっとも、こうした保有構造が「岩盤」のように強固かどうかには議論も残る。例えば、欧州債務危機の際のスペインは、財政赤字の規模自体は大きくなかったが、金融危機対策のために大規模な財政支援が必要との思惑が財政危機を誘発した。日本の財政状況についても、予断をもたず注意深く見ていくべきである。

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間となったので、これで終了したい。パネリストの皆様には活発なご議論をいただき、大変ありがとうございました。
