

議 題

「非伝統的金融政策」－評価と「正常化」

開催日時

2016年3月14日<15時50分～17時30分>

出席者

内田和人氏（三菱東京UFJ銀行 執行役員 融資企画部長）
 徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 年金研究部長兼首席研究員）
 細野薫氏（学習院大学 経済学部 教授）
 柳川範之氏（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. リードコメント

2. アンケート結果と自由討議

1. リードコメント

井上<モデレーター>:

・本セッションでは、日銀の政策課題についてご議論頂きたい。パネリストの皆様には事前にかバーしていただきたい点をお伝えしているが、自由討議を含めて柔軟にご発言いただきたい。

内田氏:

・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の波及メカニズムのポイントは、実質金利の低下を通じて金融市場や実体経済に働きかける点にあるので、効果を評価したり課題を見つけたりする上で、実質金利が重要である。その構成要素のうち、名目金利は既にマイナス領域まで低下した一方、インフレ期待は輸入物価との連動を維持している。このため、最近の資源価格下落による輸入物価の低下に伴い、インフレ期待は名目金利を上回って低下し、実質金利が上昇している可能性もある。

・設備投資の拡大が「アベノミクス」の課題だが、実質設備投資の増加は緩やかなものに止まり、リーマン危機前の水準まで回復していない。設備投資は収益指標にも影響を受けるので、経常利益の変動要因を分解すると、直近は売上高でなく原油安による変動費の減少によって押し上げられている。従って、原油価格が落ち着けば、減収減益のトレンドが明確化するリスクがある。

・個人消費を雇用者報酬で割った消費性向は、消費税増税以降に一貫して低下している。これは、社会保障の持続可能性に対する不安や、足元で生活費が上昇している事実などが影響していると思われる。どちらの要素も金融政策では対応しにくいだけに、金融緩和の効果を阻害する可能性が高い。もっとも、フィリップス曲線の推計によれば、失業率が2%台になれば名目賃金の上昇が加速する可能性がある。また、収入DIは上昇し、物価DIが下落しているので実質賃金もプラスに転じる可能性がある。これらは、需給ギャップを縮小させることになろう。

・ドル円レートの購買力平価－生産者物価と消費者物価の平均によって計算したものと直物相場を比べると、足元ではプラザ合意直前の水準と同じ程度に円安方向に乖離しており、追加的な円安余地は小さいとみられる。これまで、金融緩和によって円安を実現しても、実質輸出は米国向けを除いて2012年1-3月以降は増加しなかった。外需の増加には円安だけでは不十分であり、アジアや新興国経済の需要自体が回復する必要がある。

・日本に先駆けてマイナス金利政策を導入したユーロ圏では、銀行貸出が増加したが、その殆どは個人向け貸出であり、非金融法人企業向け貸出は増加していない。デンマークに至っては、個人向け貸出も昨年からのマイナスに転じた。この間、ユーロ圏の家計金融資産をみると、マイナス金利導入後に現預金から投資信託へシフトが進むなど、ポートフォリオ・リバランスを促進する効果はあったように思われる。もっとも、ユーロ圏のインフレ期待は、日本と同じく資源価格下落によって低下している。

・長期に亘る量的緩和政策の影響としては、第一に資産価格の相関が急上昇している。信用リスクの観点でいえば、UL リスクー正規分布における裾一が上昇している訳だが、量的緩和政策がこれを助長した面は否定できない。第二にシャドーバンキングが急拡大した。この点は特に企業向けと信で顕著であり、リーマン危機前は10%を占める程度だったが、最近では25%に拡大した。

渡部氏:

・実質金利を規定する要因であるインフレ期待の抽出に、最近サーベイデータを使うことが多い。具体的には市場関係者・エコノミストを対象にしたものから、企業・個人を対象に調査したもののまで幅広く存在する。また、かつては平均値や中央値の変化に注目が集まったが、近年は分布の形状や経済主体間での違いに着目することが多くなっている。

・サーベイデータを用いた代表的な研究例としては、日銀による「生

活意識に関するアンケート調査」を使った研究、調査機関のデータを使った中園善行先生(横浜市立大学)による研究、一橋大学の経済社会リスク研究機構が行った研究がある。また、物価連動債やインフレスワップのデータでインフレ期待を推計している研究もある。これらから明らかになっている点として、第一にインフレ期待は粘着性が強く即座に動かしにくいこと、第二に経済主体によるばらつきが大きいだけでなく、度合いが変化しうることがある。

・インフレ期待の粘着性や多様性を説明する理論としては、まず、sticky information model があり、Mankiw や Carroll の論文が有名である。これらは、情報収集にコストがかかるため一部の主体だけが情報を収集し予想を改定する前提に立っている。経済主体の一部は前期の情報を引き継ぐため、全体の予想値には粘着性が生じうるとの考え方である。また、Noisy information model もあり、これは、買うものが違えば予想するインフレ率も異なるというように、人によって得る情報が違うため、予想値にバラつきが生じるものである。私の指導教官である Sims を始めとする研究者が主張し、サーベイ論文としては、Coibion の論文がよく纏まっている。

・インフレ期待の変動要因を分析した研究は多いが、インフレ期待は過去のインフレ率に大きく影響されるとの結論を得ている。また、米国データを用いた研究として、自身が経験したインフレによって期待が形成される点に着目し、若年層と年配を分けて分析した例がある。そこでは、若年層はインフレの経験が浅いため、直近のインフレに左右される一方、年配世代は経験が長いため、なかなかインフレ予想を改定しない結果が報告されている。日本データを用いて同様の分析を行った「日銀レビュー」によると、20 代のインフレ予想はデフレ側に偏る一方、シニア世代はインフレ方向も予想するという結果を得ている。

・金融政策がインフレ期待に与えた影響を分析した研究としては、日銀による「日銀レビュー」があり、「量的・質的金融緩和」によってインフレ期待が多少上昇したとしている。一方、別の研究では、2% のインフレ目標が信頼されていれば経済主体のインフレ予想は 2% に収束するはずだが、同時に分散が拡大したため、インフレ期待をアンカーさせるほどの効果はなかったと結論付けている。また、インフレ目標とインフレ期待の関係については、海外も含めた既往研究のサーベイがある。そこでは、高いインフレを沈静化するために目標を設定した国では、ほぼ例外なくインフレ期待の安定化に成功したが、デフレ克服のために目標を設定した日本では成功していない、と結論付けている。

柳川氏:

・インフレ期待がどう形成され、どう変化したか分析する作業は金融政策を議論するうえで重要だし、渡部さんが紹介されたように実証研究の蓄積も豊富である。ところが、どうすればインフレ期待を変えられるかについて、経済学は答えが出ていない。この意味で、日本を含む先進国が採用した量的緩和政策は、チャレンジングな課題に実験的に対応した面がある。ただ、「量的・質的金融緩和」

も、資産価格は大きく変化させたが、インフレ期待は思ったほど変化しなかった。この意味では、期待を大きく変化させ、それを突破口とする効果は残念ながら十分働かなかった。

・マイナス金利政策は、実質金利を下げるために名目金利をマイナスにする点で経済理論と整合的であり、分かりやすい政策でもある。短期的な影響は定かではないが、中長期的にはある程度プラスの効果も期待できる。その一方で課題もある。第一に、ゼロ金利で動かなかった消費や投資がマイナス幅が 5% や 10% であれば話は別だが一わずか 0.1% の金利低下によって本当に増えるか、という点である。第二に、システムがマイナス金利に対応できないなど、実務的、技術的な面での対応不足がある。第三に、国民にマイナス金利の意味や効果を十分納得させられなかったことである。普通の人や多くの企業経営者は、「何かわからない政策が必要なほど景気が悪いのか」と感じたのであろう。今後、国民に対して納得感ある説明をすることが、コミュニケーション戦略上重要なポイントになる。しかも、マイナス金利政策は量的緩和と親和性が高くないだけに、「量」「質」「マイナス金利」からなる「3 次元の効果」を日銀がどこまでうまく説明できるかが重要になろう。

・金融政策が实体经济を動かすことに限界があるのは、ある意味で当然である。結局、低金利に関わらず消費や投資が増えないことが大きな問題だが、金融政策だけでは全てを解決できない。経営者も消費者も明るい見通しを持ってない限り、投資や消費に踏み込むのは難しい。住宅ローンの金利は、顧客が銀行に殺到して家を建ててもおかしくない水準に下がったが、実際そうならないのも将来への不安によると思われる。この種の問題に対応するには、政策の総動員が求められ、成長戦略や規制緩和が必要である。また、銀行の目利き力の向上や、金融システムの効率性改善も重要である。実現可能性を措くとすれば、中央銀行が「自らやれることはやったので、残りは政府が対応してください」と宣言すれば、金融政策に対する信頼感を醸成されるかもしれない。私は消費や投資が伸びないことが大きな問題とは捉えておらず、むしろ、将来に大きなショックが生じた場合、どの施策によって日本経済を浮上させるかがより重要な課題ではないか。中央銀行は「伝家の宝刀」を残しておくべきところ、弾薬が尽きた状態にあるのが現状であろう。

細野氏:

・教科書的な金融政策の波及経路は、資本コストの低下や通貨安を通じて借入れや投資、輸出が増加するというものである。また、Bernanke 等の大恐慌研究が注目した「信用経路」も、最近では平時でも重要との認識が学者の間で共有されている。「信用経路」は借り手を介するものと貸し手を介するものに分けられる。前者は、金融緩和により企業や家計が保有する資産価値が上昇し、担保価値も向上するため借入れが円滑化するものである。後者は、貸し手である銀行も、保有する資産価格の上昇とバランスシートの改善を通じて貸出供給が増加し实体经济を刺激するものである。これらに関する実証研究は膨大な数にのぼる。私自身は、2000 年代前半の量的緩和が銀行のバランスシートを介したチャネルの面で効果

があったことを示した。

・2013年4月に「量的・質的金融緩和」が導入された際には、銀行業の株価は日経平均株価以上に上昇した。従って、この時点では銀行を通じた「信用経路」への期待が高かった可能性が高い。しかし、2016年1月にマイナス金利政策が導入されると、銀行業の株価は日経平均株価を大きく下回って推移している。この点は、マイナス金利政策が銀行の信用経路にネガティブに働く可能性が意識されていることを示す。つまり、以前は多様な経路で景気を支えていたため、どの経路が重要か考える意味は薄かったが、今回のマイナス金利を考える上では波及効果を詳細に考える必要がある。

・マイナス金利政策の下で、資本コストを経由する経路は景気刺激の方向に作用していると思われる。家計や企業のバランスシートを経由したチャネルは、地価や住宅価格が顕著に上昇している訳でないため、現状では多くを期待できない。最後の銀行の「信用経路」については、株価の展開から見て芳しくない可能性がある。もちろん、「量的・質的金融緩和」の下で量的緩和は継続し、銀行の流動性は十分にあるため、短期的には貸出への悪影響も考えにくい。ただし、利鞘の縮小がボディーブローのように銀行経営に影響を及ぼし、結果的に貸出を抑制する事態も考えられるし、実際の株価はこうした懸念を反映しているようにも見える。

・資本コストチャネルがプラスで、銀行の「信用経路」がマイナスだったとしても足してどうという単純な問題でなく、セクターによって異なる。つまり、住宅や不動産関連にはプラスに働くが、小規模な銀行や中小企業ほど、信用経路によるインパクトを受けやすい。このため、マイナス金利の悪影響は uneven な形で出現しうる。

徳島氏:

・長期の資産運用の観点からいくつかポイントを挙げたい。第一に、私は「マイナス金利付量的・質的金融緩和」に大きな違和感を覚える。波及経路で鍵となる実質金利を、短期的にはともかく、中長期的に日銀がコントロールできるとは思えない。実質金利は計算上は名目金利と物価上昇率の差だが、理論的にはお金に対する需要と供給の均衡として表現される。従って、マイナス金利政策の採用は、金利をマイナス化しなければならぬ程に経済実態が悪いことを意味する。現在の日本にとって、選択されている金融政策手段が不適切と思えてならない。

・経済成長を加速したいなら、人口政策や生産性向上といった根本的な対応を疎かにしつつ金融政策だけに頼り続けるのは不適切である。黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」の導入当時、「戦力の逐次投入はしない。デフレ脱却のため今やれることは出し切った」と宣言したが、結果は芳しくなかった。同様にマイナス金利もサプライズだけで終わることが懸念される。今回の政策で一番得をしたのは日本で一番お金を借りている日本政府である。ダメージを受けたのは銀行と保険、年金などの機関投資家である。マクロ的には、彼らが得るはずの利益が、国債利払費圧縮の目的の下で、政府に付替えられただけでも見える。

・第二に、国債市場での資金運用は大きな影響を受ける。昨年12月までは、20年債の利回りも1%程度あり、保険や年金などの長期投資家はその運用で相応の利回りを稼ぐことができた。ところが、12月の「補完」措置とさらには1月のマイナス金利の導入を経て、20年債の利回りは0.3%程度にまで低下しただけでなく、先週末には利回りが跳ねるなど、低金利の下でvolatilityが高まっている。保険や年金などの長期投資家は、銀行や証券会社などのように dealing として国債を買える訳でないし、マイナス利回りの債券は buy and hold で持てない。そこで、代替的な投資手段だが、財務省の統計によれば、足許で対外証券投資が増えている。確かに、年金基金は保険会社と異なりソルベンシー・マージン規制がかからないため、ある程度リスクがとれる面はある。しかし、一般的な債券指数のリターンがマイナスとなる中、年金基金の間でも、そもそも国内債券を持つ意味はあるか、銀行預金で運用したほうがマシではないかといった議論も出ている。運用収益を上げることが本当に難しくなれば、予定利率などのコストを下げることになる。現実には大変難しいが、中長期的に検討せざるを得ないテーマである。

・第三に、クレジット市場での運用にも影響が生ずる。クレジット市場は buy and hold 投資が多いこともあり、1月29日以降もマイナスの利回りは、一部の例外一日銀買入れ対象となっている銘柄や格付け・流動性の高い短い銘柄を除いて見られない。ただ、クーポンレートが0.001%まで落ちる中で、高格付銘柄や財投機関債のうち、3年から5年までのゾーンではプライシングが難しくなりつつある。発行体としては、投資家の需要が大きいために10年超の超長期債を発行するチャンスにあるが、そのような優良な発行体には銀行がいくらでも貸すはずである。その意味で、社債から銀行貸出へのシフトという「リバランス」が起きるかもしれない。

・第四に、企業財務にも影響が生ずる。マイナス金利の下で、企業は借入れをしやすくなった一方、銀行預金の利回りが期待できない中で、「遊休資産」の扱いが問題として浮上してきた。さらに深刻なのは、退職給付積立金の運用が難しくなるだけでなく、退職給付債務の評価額が上昇するため、その点で企業財務に負担が生ずる。ここでも中長期的には、予定運用利回りを引下げるか、企業が特別掛金の形で損失を補填せざるを得なくなるかもしれない。

2. アンケート結果と自由討議

井上くモデレーター:

・会場の皆様からアンケートを取りたい。第一問は、金融経済の downside が顕在化した場合、日銀はどのような政策手段を活用すべきかである。ご回答結果を集計すると、信用緩和の強化と「その他」がそれぞれ4割弱、次いでマイナス金利幅の拡大が15%、国債買入れの拡大が8%であった。第二問は、2%のインフレ目標をどう考えるべきかである。目標自体を見直すべきとする回答が6割弱と最も多く、中長期的な目標とすべきが4割弱、残りがあくまで早期に達成すべき、という結果であった。これらの回答も踏まえて、パネリストの皆様からご発言を頂きたい。

内田氏:

・中央銀行の役割は、金融システムの健全性を維持しつつ、経済に必要な資金を供給することに尽きる。その意味で、マイナス金利政策は未曾有の実験であり、かなりリスクの高い領域に入っている。加えて、これだけ資金が潤沢にある中で、日銀がさらに流動性を供給する意味は薄い。むしろ、現在の日本に必要なのは、メザニンやエクイティといったリスク性の資金である。日本は米国のように PE ファンドが充実している訳ではないが、こうした資金を銀行に求めることには限界がある。

・資金需要については、リバースモーゲージをはじめ高齢化に関する部分が圧倒的に大きい。ところが、日本は米国と異なり公的保険や住宅資産の評価機関がないため、民間金融機関がリバースモーゲージでリスクをとりにくい。ヘルスケアも資金需要は強いが、同時にリスクが高い業界でもあるので、公的なサポートを含めて信用供与を行う必要がある。

・世界的に高齢化進む中で、一定のデフインフレは許容せざるを得ない。2%のインフレ率は、財を除いた生活費に換算すると 4~5%に相当する。生活費が毎年 4~5%上昇する経済は、平均年齢が 30 歳前後でないと許容できないように思う。平均年齢が 50 歳を超えた日本にとっては、0~1%のデフインフレが経済の安定を保つ上で身の丈にあっているのではないかと。

渡部氏:

・アンケートの第一問に関して、マイナス金利の拡大には問題が多いと思う。通貨安競争が激化し、各国が際限なく金利を下げ続ける事態に陥りかねない。国債買入れの拡大も難しいとすると、消去法ではあるが、信用緩和の強化が有効ではないか。第二問については、2%のインフレ目標を変えるべきでない。インフレ期待には粘着性があるため、目標を変更しても即座に調整されるものではなく、資産価格が乱高下する可能性も高いだけに、目標の変更は望ましくない。一方で、2%インフレは短期に実現できるものではないので、その意味で中長期の目標とすべきであろうし、多くの人はそれを理解しているのではないかと。

・柳川さんが述べた、①金融政策だけで景気を浮揚させるのは難しい、②大きなショックに備えて何らかの手を残しておくべき、という点には賛成だが、景気を良くするために今何をすればいいかも、劣らず重要な問題である。財政政策は赤字問題もあり難しいし、構造改革で企業の生産性を上げるのにも時間がかかる。こういった中で、金融緩和以外に有効な手段はあるだろうか。

柳川氏:

・問題をどう設定して、何を目標とするかが問われるべきである。潜在成長率の底上げが容易に実現できない下で、需要を刺激すべきと考えることは正しいだろうか。実質賃金が上がり始め、一部の業種で人手不足が起こる中で、私は、これ以上無理して需要の拡大を追求すべきでないと思う。政治的な事情もあって景気を拡大させるとすれば、手段としては財政支出しかない。

・アンケートの第一問については、どの程度の down side を想定するかで回答は変わる。リーマン・ショック級の危機を想定するのであれば、国債買入れを含む資金供給を行う必要があり効果もある。ただ、想定されているのはそこまで大きなショックではないであろう。この場合、内田さんが言われた通り、高リスク分野への資金供給も含む信用緩和が必要であろう。世界的に金融システムの安定性や銀行の健全性が重視される中、民間金融機関による高リスク分野の投資が不十分なのは、リーマン・ショックの後遺症といえる。米国では、ヘッジファンド等を規制の外側からベンチャーなどの高リスク分野へ資金が供給されているが、日本も同様のルートを考えるべきではないか。これらは「シャドーバンキング」であり、金融緩和の恩恵で資金が流れているだけに、将来一気に収縮する可能性もゼロではない。それでも、著名な経済学者の言うように、「IT イノベーションはバブルのおかげである。バブルがなくて、皆がまっとうな判断をしていたら、高リスクの IT 企業に資金は集まらなかった」というのも真実の一面であろう。

・金融緩和に限界があることを中央銀行が認めるべきとしても、日銀だけがそれをするにはできない。世界中で金利競争が起こっている中、市場への影響を考慮すると、日銀だけがその「輪」から抜けられることは無理であろう。むしろ、G20 や G8 などの枠組みの中での方向転換を模索するのが良い。その意味で、アンケートの第二問に関して、インフレ目標自体を見直す選択肢は現実にはなかなか難しい。中央銀行が市場とどのようなコミュニケーションを行うべきかは、各国の中央銀行の課題であるだけでなく、学術的にも検討されるべきテーマである。

細野氏:

・マイナス金利幅の拡大は望ましくないと考える。銀行経営の影響に加えて、財政規律を弛緩させるリスクもある。この点は、最初に「量的緩和」が導入された際には議論もあったが、市場もこの状況に慣れ、「今更正論を言っても仕方がない」という空気になった。国債をほぼゼロ金利で発行できる環境で、財政再建に対する政治の意思が弱まるであろうし、マイナス金利が継続ないし拡大すれば、そうしたリスクは一層高まる。さらに、マイナス金利からの出口も難しくなる。黒田総裁は、金融緩和を通じて市場にサプライズを与えることに成功した。ただ、出口ではサプライズはむしろ問題であり、徐々に参加者に浸透させないと、市場を大きな混乱に陥れる。この点から見ても、マイナス金利幅の拡大は避けるべきである。一方、長い目で見ると、銀行中心の金融システムを維持強化することが、正しい方向の政策かどうかとも考える必要がある。内田さんが言われた通り、デットよりエクイティ性の資金をどう供給するかという視点から、金融システムの強化を考える必要がある。

・私はインフレ目標を中長期的にすべきと回答した。早期に達成しようとする、フィージビリティだけではなく、副作用の面でも問題がある。一方で、目標自体を見直すど資産価格への影響も心配であるし、インフレ期待のアンカーとしての役割を考えるとドラスティックな変更は問題だと考える。

徳島氏:

・日銀の金融政策は限界にあるので、第一問の政策手段については何を採っても大差ない。第二問のインフレ目標については、目標自体を見直すべきと回答した。企業経営においては、実現できない目標は、『目標』とは呼ばないのが鉄則である。最初に 2% 目標を設定した当時は、エネルギー価格がこれだけ下落するとは想像していなかったであろうし、環境がこれだけ変わった以上、目標を達成可能なレベルに落とすのが筋である。

・内田さんから、メザニンやエクイティの資金が必要との指摘があったが同感である。資金を供給すべき年金が、リスクをとることに余りに消極的なのも問題だが、抽象的に「リスクマネーが必要」と言っても、年金の運用者が躊躇している状況も理解できない。なお、今何をすべきかと問われれば財政政策だと思う。金融政策は限界に来ているし、成長戦略は即効性に乏しい。ただ、政府の財政赤字の深刻さを考えると、広い意味の PPP の発想で民間資金を活用しながら財政出動を進めていく必要がある。

井上

・フロアの皆様からご質問やご意見を頂きたい。

大久保氏 (Japan Macro Adviser):

・第一に、「量的・質的金融緩和」がうまくいっていない理由は、円安にも関わらず輸出が伸びず、結果的に設備投資も伸びなかった点がある。2000 年代前半はうまく回っていたサイクル(円安→輸出拡大→設備投資拡大)が、今回実現しなかった理由は何か。また、政策当局としてはどのような施策を採るべきだろうか。第二に、本日のパネルディスカッションでも、日銀が目標達成までの筋道を説明しても市場参加者が信じにくい状況にあると指摘されたが、信頼を回復するために日銀は何をすべきか。

内田氏:

・一つ目の点については、まず輸出構造が過去 10 年で大きく変わった。すなわち、日本を代表する自動車、科学、電機メーカーは、既に ASEAN 等の海外に生産や開発の拠点を移している。かつては現地に生産財や資本財を輸出していたが、現在は最終製品の輸出が中心になったため、結果として日本全体でみた輸出が伸びにくい構造になった。ただ、日本企業の収益力は低下していないし、日本全体の所得も落ちた訳ではなく、GNI や GNP でみれば投資収益として国内に還流している。このことは、日本企業がグローバル化している証左として評価すべきであろう。

柳川氏:

・二つ目の点に関しては、日銀が信認を失ったという場合、どういう意味で信認を失ったかを丁寧に考えるべきだと思う。おそらく、政策遂行能力が全く信認されなくなった訳ではなく、2% のインフレ目標が達成できないという意味であろう。そこで信頼を回復するには、情報開示を行うべきである。なぜ目標が達成できなくなったか、今後どう考えるべきかをきちんと開示することが、国民からの信認を高めていく鍵になるのではないかと。

・企業で業績が悪化したり、不祥事が明るみに出たりした場合、信頼回復に必要なのは抗弁ではなく、実態を正しく開示し、そこからどうするか伝えることである。例えば、サッカーの W 杯に向けて監督が「優勝を目指す」と言っていたのに、そのチームが予選で敗退したとしても、監督が嘘つきだとは責める人はいないだろう。それは、監督の意図がメンバーを鼓舞することにあることが理解されているからだ。実現可能性が難しかった場合、現実的な目標に言い直すのは決して間違っておらず、むしろ、周囲の納得感を得ることのできる態度だと思う。
