

議題 米欧の中央銀行の政策課題と対応

開催日時 2018年3月19日<13時05分~14時25分>

出席者 内田和人氏（三菱東京UFJ銀行 取締役常務執行役員 市場部門長）
大島周氏（みずほ銀行 常務執行役員 グローバルマーケット部門 共同部門長）
加藤出氏（東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト）
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. 金融危機後の政策課題
2. 中央銀行の機能や役割の拡大
3. 中央銀行の変化に伴う効果と副作用

出席者による発言要旨

1. 金融危機後の政策課題

井上<モデレーター>:

・登壇者の皆様には想定論点を事前にお伝えしている。第一の論点は米欧の中央銀行が金融危機後に直面した政策課題である。日本については後ほどのパネルで改めて議論するが、日本へのインプリケーションも重複を厭わず提示していただきたい。

大島氏<リードコメント>:

・リーマン・ショックからまもなく10年となるが、この間、先進国の中央銀行は、政策金利を大幅に引き下げただけでなく、バランスシートを顕著に拡大させた。これらの意図は、大規模な流動性供給を通じて金融システムの安定を図ると同時に、資産価格を回復させることにあった。結果として、金融市場ではリスクプレミアムが抑制され、ボラティリティが低下するなど、所期の効果は相応に発揮したといえる。その後も、自然利率が低下する下でも需給ギャップはプラスに転じており、総需要管理政策の意味でも日本を含めた先進国の金融政策は機能したと評価できる。

・一方で、企業部門の貯蓄余剰が定着する下で、通貨の流通速度や預貸率の低下にみられるように、実体経済と金融市場のギャップはむしろ拡大した。日本、ドイツ、フランスでは生産性の伸び率が趨勢的に低下しており、本来は整理されるべき不採算な分野や企業に資金が滞留している可能性がある。米国においては、生産性伸び率は回復基調にあるものの、持続可能な軌道に乗せられるかどうかは課題である。マクロの雇用者数は増加しているが、低賃金な職種に従事する人のシェアが上昇しており、食料商品券の受給者数も高止まっている。このため、マクロ経済の成長は維持されている一方で、資源配分の面では課題が多い。

・金融危機が収束した後も、Financial Condition の面では緩和的な状況が続いている。これを如何にして適正な状況に収束させていくかが先進国の中央銀行に共通した課題といえよう。

内田氏:

・リーマン危機後に欧米の中央銀行がまず直面した課題は、自国のシステミックリスクのリスク抑制と国際的な危機の連鎖の回避にあり、短期間で大規模な金融緩和策が採用された。その後、危機が収束する中で、中央銀行の課題は、デフレ対策やディレバレッジの推進といった点に変化した。大島さんが言われた通り、これらの課題に対して、各国の金融政策は総じて有効に機能したと評価できる。

・もっとも、難しい課題も残されている。米国では経済がインフレ基調に戻りつつある中で、大幅減税の実施や貿易摩擦問題など、様々な不確定要因が発生している。こうした環境の下では、中央銀行と市場との間での認識ギャップが拡大しやすくなるため、金融政策を運営する上でのコミュニケーションが困難になろう。日本では、日銀が株式やクレジット市場まで直接に踏み込んでいることに加え、イールドカーブコントロールを採用しているだけに、円滑な出口戦略は一層困難なものになるだろう。

加藤氏:

・金融危機以降の先進国の金融政策は、信用緩和策による混乱の抑制と、その後の総需要刺激策のための非伝統的金融政策とに整理できる。このうち後者については、中立金利そのものが趨勢的に低下しているとみられる中で、各国の中銀は長期金利を大胆に抑制することで対応してきた。しかし、元BISのホホワイト氏が指摘するように、中立金利が低下する中で金融緩和を継続すると、生産性の低いゾンビ企業が生き残るためにさらなる金融緩和が必要になるとい

た悪循環に陥るリスクがある。米国のように、移民によって労働力人口の増加が下支えされたり、イノベーションが起こりやすかったりする国では期待成長率が相対的に高いため、長期金利の引下げには相応の刺激効果があった。しかし、日本では、人手不足にもかかわらず賃金上昇率が弱いことからわかるように、低金利による負のスパイラルが生じている可能性が懸念される。米国は今後、減税策の効果も含めて過熱していく景気に対して金融政策がどう対応するかという点に議論の軸足が移ると見られるが、日本における金融政策のあり方を巡る議論は足踏みを強いられることになる。

2. 中央銀行の機能や役割の拡大

井上<モデレーター>:

・第二の論点は中央銀行の機能や役割の拡大である。世界金融危機後、各国では財政余力が低下したこともあり、欧米の中央銀行が経済政策の中で担う役割は相応に拡大した。この点について、日本との共通点や相違点といった視点も含めてご議論いただきたい。

加藤氏<リードコメント>:

・今年の 4 月に施行から 20 年を迎える日本銀行法には、日銀に対するマンドートの一つとして、金融システムの安定が盛り込まれている。これは当時としては先進的な対応であり、日本が各国に先駆けてバブルの破裂を経験したことが背景にあったと思われる。

・これに対し米国では、連邦準備法に金融システムの安定が責務として明記されておらず、FED は物価安定と雇用最大化のみを担うとの認識の下で政策が運営されてきた。しかし、サブプライム・バブルの背後で蓄積されていた金融システムのリスクを FED が適切に捕捉できていなかった点が問題視され、ラジャン氏などは連邦準備法を改正し、FED のマンドートに金融システム安定を加えるべきとの主張を展開した。もっとも、世論の支持を欠くなどこうした議論はその後下火になり、現行法の下で金融政策を金融システム安定に割り当てないが、FED が監督当局としての役割を強めることで両者のバランスをとるとのスタンスに落ち着いた。

・BOE は、従来の体制への反省として総裁をカナダから招聘したほか、FSA の解体後、金融政策を決定する MPC とは別に金融システム安定を担う FPC を設立し、物価安定に加え金融システム安定も BOE が担う方向へとアプローチを変更した。しかし、欧州全体として金融規制の動向をみれば行き過ぎの感も否めず、今年から施行された MiFID II はその最たる例である。今後、適切な水準の金融規制が論点の一つになると思う。

・FED、ECB、BOE の場合、主たる政策目的が総需要の刺激に移った後もバランスシートは拡大を続けたが、危機対応という当初の目的が意識されていることもあり、経済の回復に伴い金融政策の正常化を目指す流れが自然に起きている。特に米国の場合、中央銀行の極端な市場介入は信用の分配を歪め、却って経済を非効率にするとの哲学があったことも、正常化を進める動因になっている。これに対して日本では、金融政策の主眼がインフレ期待を 2% に定着させ

ることにあるため、経済が最悪期を脱しても正常化の議論が進まない。ECB がインフレ予想を 1.4%まで下方修正しつつも正常化を進める姿勢を示すことと対照的である。ECB は、景気が回復方向にある間に正常化を進めなければ、機会を逸すると危機感を市場と共有しているようだ。

・中央銀行による金融政策の正常化には、政治との関係も影響する。米国では共和党を中心に、中央銀行の過度な金融緩和に対する批判が根強く存在する。例えば、パウエル新議長の議会証言でも、資産圧縮について時期を明示したくない FRB と、確実に圧縮させたい議員との攻防がみられた。FRB は短期金利を見ながら準備預金をどの程度減らすか決定したいとの意向にあるが、一部議員からの強力な圧力により、夏頃までに圧縮スケジュールを明らかにせざるを得ない状況にある。ECB に対してもドイツを中心に正常化の圧力がかかっている。日本の場合は政治サイドからの正常化圧力が無く、与野党が揃って緩和スタンスを支持しているため、正常化には一層の困難が伴う。

大島氏:

・FED の場合、足元の名目成長率を前提とすれば 3 兆ドル程度の準備預金が必要になる可能性もあり、資産規模の着地は現実的な線に収まるよう運営されてきた。一方、日銀はバランスシートの規模が過大であることに加え、低金利が企業活動のサポートだけでなく、雇用維持をはじめとする社会政策的な役割も担っているため、出口に向けての政策運営には慎重にならざるを得ない。ECB も統一欧州維持の圧力や移民問題等の特殊事情を抱えており、大きな下方リスクを伴う政策は採れないため、量的緩和の縮小に慎重にならざるを得ない。このように、日本と欧州では、政治的な優先順位の問題から時間軸が米国とは異なっている。

内田氏:

・中央銀行の機能と役割について、"role and responsibility"と"safety and soundness"という 2 つの軸から検討してみたい。前者については、かつての中央銀行は「最後の貸し手」の役割に留まっていたが、金融危機以降は market maker として市場に介入するようになった。欧米や日本の中央銀行はこうした役割を通じて responsibility を果たそうとし、実際に相応の効果があった。

・後者の"safety and soundness"については、透明性と効率性の双方から評価する必要がある。透明性の面では、多くの中央銀行は、金融危機後には政策の意図や手段について市場の理解を得られるようコミュニケーションポリシーを改善してきた。ただ、本来ならば流動性の十分さや市場の機能度によって評価すべきところ、ボラティリティやリスクプレミアムの低下が安全さや健全さを示すとの理解が市場に浸透した点で、ミス・コミュニケーションが生じたように思える。また、危機対応としてのドラスティックな政策には効果がみられたものの、時間が経つにつれて限界的な効果が低下する一方で、副作用や課題のほう相対的に大きくなってきており、効率性の観点からみても現在の政策には課題が多い。今後、出口政策を進めていく

際は、その反動について注視していく必要がある。

3. 中央銀行の変化に伴う効果と副作用

井上くモデレーター>

・第三の論点は中央銀行の変化に伴う効果と副作用である。既にご議論いただいている部分もあるが、特に米欧の中央銀行が金融危機後に経済や金融システムの安定の上で役割や機能を拡大したことは、将来に向かってどのようなメリットやデメリットをもたらさうか、ご議論頂きたい。

内田氏<リードコメント>

・金融危機の直後に、欧米の中央銀行がシステミックリスクの顕現化を避けるべく、急進的な金融緩和策を導入したのに対し、日本は金融危機の直接的な発生源でなかったこともあり、漸進的な政策対応に留まった点は大きな違いであった。その後、欧米での政策の焦点は不良債権処理やデフレ対策に移行し、量的緩和の長期化をコミットするシグナリング効果、実質金利の引下げを通じたポートフォリオリバランス効果、資産価格を回復させ企業や家計による投資と消費を喚起させるといった、「金融リフレ」的な効果を狙う対応が中心となった。結果的に、先進国経済では資産価格上昇が実体経済を牽引する“Asset Driven Economy”ともいべき色彩が強まった。

・こうした政策の効果は既に議論したので、副作用を中心に指摘したい。第一に所得分配が非効率化した。AI や IoT の活用が経営戦略の主要テーマになる中で、企業では人件費抑制の流れが加速した。蓄積された内部留保は主として自社株買いや配当増に活用されるなど資本分配が労働分配を上回り、社会全体で貧富の格差を拡大させている。第二に“Fiscal dominance (財政従属)と Financial repression (金融抑圧)”が進展した。すなわち、金融危機以降の超低金利環境が、財政のファイナンス・コスト抑制につながり、政府債務比率の上昇を後押ししてしまっている。第三に先進国から新興国、特に中国に向かってマネーシフトが起こった。M2 が急激に拡大している中国では、民間債務の規模が問題視されているが、先進各国の超金融緩和政策が遠因となっている可能性は否定できない。

・第四にアセットマネージャーがシャドーバンキングの形で金融仲介機能を担うようになった。危機前も PE ファンドや M&A ファンドといった形態の金融仲介は存在したが、金融仲介の主役は銀行であったため、市場価格が多少変動しても金融仲介機能に直ちに影響することはなかった。ところが、危機後はアセットマネージャーが大きな役割を担うようになったため、市場の状況次第で金融仲介が大きく振れる可能性が高まった。第五に危機が起これば中央銀行が対応する“中央銀行プット”が市場に織り込まれた結果、出口政策に向かうこと自体がシステミックリスクの原因となるという矛盾が露呈しつつある。第六に出口政策の困難性である。理想的には、金融緩和の解除に着手しても Financial Condition の緩和状態がある程度継続することが望ましい。しかし米国や欧州で実際に起きているのは、金融緩和の解除に着手した途端に、フラッシュ・クラッシュなどによって Financial Condition がタイト化する状況である。これらは、市場から

量の吸収を進めることが如何に困難かを示している。

・中央銀行によるコミュニケーションの強化は、フォワードガイダンスの導入やスタッフの経済見通し公表、総裁(議長)の議会証言等を通じ、コンセンサスの醸成に寄与した。一方で、米国では市場の見方と FED がドットチャートで示す見方の乖離が大きくなっているだけでなく、市場の見通しが政策決定の直前に大幅に修正され、市場のボラティリティを急激に高めている。ECB に関しても、量的緩和の縮小に関する議論が市場に混乱を招いている点は、コミュニケーション政策の副作用ないし課題である。日銀も、量的緩和、マイナス金利、YCC、ETF 買入れなど政策手段を“総動員”しているだけに、将来に出口を検討する際は非常に丁寧なコミュニケーションが求められる。

加藤氏:

・日銀の場合に出口のコミュニケーションが難しくなる要因の一つとして、オープンエンドのオペレーションを乱発している点も指摘できる。ECB や BOE はこうしたスタイルを採用していないし、オープンエンド式「元祖」である FED も、QE3 を決定した 5 か月後には当時のバーナンキ議長が議会でテーパリングに言及するなど、早めに出口を市場に織り込ませた。

・中央銀行に非伝統的政策を担わせる際の独立性も重要な観点である。中央銀行の独立性の議論が高まった 1990 年代は、伝統的な金融政策で対処可能な金融経済情勢だったため、外部の意見は弊害になるとの認識が支配的だったようだ。しかし、現在のように経済が原因不明の病に冒されている状況では、より広範な分野の専門家の意見に耳を傾け、対処方法を探る必要がある。この意味では、米国の議会が FED のバランスシート拡大を批判することは健全である。日本ではこうした意見が力を持たず、政府も緩和政策を歓迎しているため、この 5 年間は政策対応の良し悪しが実質的に議論されることがなかった。日本銀行法は日銀に物価の安定を求めているが、最終的な目標は国民経済の健全な発展に資することである。今の政策が長期的に日本国民にとって本当に望ましいか、今一度議論を尽くすべきではないか。残念ながらそうした雰囲気が見られない点が、欧米との比較において大きな相違点である。

大島氏:

・FED は、ドットチャートによって政策金利の予想パスを一応示しているが、望ましい水準に関しては市場との間で相当乖離がある。このため FED としては、人口動態や労働生産性の伸び、あるいはイノベーションなどの条件を総合的に加味した場合、均衡金利がどのレベルにあるかについて、市場とのコミュニケーションが改めて必要になっているのではないかと懸念されている。金融緩和によって圧縮されたリスクプレミアムや信用スプレッドに関しても、長期的に望ましい水準はどこにあり、どの程度の時間軸をかけてそこに向かうべきかについて、ドグマティックに決め打ちすることは望ましくない。

井上くモデレーター>

・私からパネリストの方に質問したい。第一に中央銀行の独立性という場合に「政治からの独立性」という意味合いが強かったように思

えるが、市場との距離についてはどう考えるべきか。第二に政策課題が危機直後とその後で変化する中で、危機対応としての金融政策を続けたことについて効率性の面でどう評価すべきか。

大島氏:

・一点目については、金融政策の運営が市場の期待によって影響を受けるケースはあろう。ただ、例えば本年 2 月の市場のショックを FRB が看過したように、基本的には中銀は市場の反応に対して過度に右往左往せず、本当に必要な政策対応を見極める審美眼が必要だと思う。二点目については、日本では本来なら構造改革や社会保障改革といった金融以外の分野で対応が採られるべきだったが、日銀が時間稼ぎをしている間にそれらがあまり進捗しなかったことで、出口に向けた動きをとりにくくなってしまった。経済が安定しているうちにこうした議論を進めないと、次の危機の際には金融政策のより強力な対応が必要となり、金融面の不均衡や金融システム不安を助長しかねない。

加藤氏:

・信用緩和策として市場に介入する際には、欧米の中央銀行は無理なく出口を迎えられるよう設計し、市場が過度に「中央銀行依存」に陥るリスクを抑制した。対照的に日銀の場合は、ETF の買入れなどのように、インフレ期待にどう作用するのか判然としないままに政策を継続するケースがみられる。

内田氏:

・政策の効率性の観点では、システミックリスクの防止や不良債権処理を進める中でデフレの抑制という段階では、日米欧ともに金融政策が効果を発揮したと評価できる。しかし、その後の平時における政策の持続性についてはよく検証する必要がある。特に日本の場合は、多様な政策手段について目的や出口へ向かう選択肢を市場と議論することが極めて重要である。2006~07 年の正常化に向かう局面では、当時の福井総裁がリーダーシップをとり、当局と金融市場参加者が一体となって短期市場の活性化に向けた準備を行った。今回も市場との適切な協力を図るために、出口の議論は早めに着手する必要がある。

井上<モデレーター>:

・フロアの方からご質問やコメントをいただきたい。

質問者:

・金融政策と自国通貨安の関係はどう理解すれば良いか。中央銀行は金融政策の目的としてデフレからの脱却や雇用水準の適正化だけを述べるが、実際は ECB をはじめとして自国通貨安を意識した政策運営がみられる。

大島氏:

・金融市場からみると、政治の意図としての通貨安を感じられる局面は多々ある。金融政策が出口に向かう際は自国通貨高の圧力が生じやすいが、現実問題としては経済成長にマイナスに作用する要因はなるべく排除しようとする力学が働くだろう。日本でも、円安が企

業収益の改善や株価の上昇をもたらす、結果的に企業マインドが顕著に改善した事実を踏まえれば、金融政策が為替を通じた波及チャネルの一端を担っていた点は否定できないと思う。

内田氏:

・自国通貨安といっても、悪い円安と許容される円安に分類できるように思う。現状の程度の円安であれば経済にとってプラスだが、例えば経常赤字が恒常的に続く、あるいは日本の国債格付けが悪化するような状況では、円安を促すような政策は望ましくない。

加藤氏:

・金融緩和が結果的に自国通貨安をもたらすことは以前から指摘されているが、特に 2010 年に QE2 によるドル安が相当激しかったために、その後は通貨安の対抗合戦になってしまった面がある。日本銀行法では通貨の対外価値は政府の責任であるとして金融政策からは分離しているが、実際には 2010 年以降は金融政策が為替政策に従属する傾向が一段と強まったように思える。

井上<モデレーター>:

・それではパネルの議論をこれで終了したい。ご登壇者の皆様に盛大な拍手をお願いしたい。
