

## 議題

日本銀行の政策課題と対応

## 開催日時

2018年3月19日&lt;15時40分~17時00分&gt;

## 出席者

神津多可思氏（リコー経済社会研究所 所長）  
 左三川郁子氏（日本経済研究センター 研究本部 金融研究室長 兼 主任研究員）  
 高田創氏（みずほ総合研究所 専務執行役員 調査本部長）  
 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. 過去 20 年に直面した政策課題
2. 過去 20 年間の政策手段
3. 現在の日本経済と政策効果

## 出席者による発言要旨

## 1. 過去 20 年に直面した政策課題

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・登壇者の皆様には想定論点を事前にお伝えしている。第一の論点として、日本銀行が過去 20 年間に直面した政策課題をレビューして頂きたい。

## 高田氏&lt;リードコメント&gt;:

・日本経済が 1990 年代のバブル崩壊後に直面した構造問題を 5 つ取り上げ、その帰結を示したい。具体的には、「日本のバランスシート調整」「欧米のバランスシート調整」「超円高」「ゼロバウンド」「適合的期待」である。

・1990 年代には世界経済が拡大する中で、日本だけがバブル崩壊後の資産デフレに陥った。その対応としての「バランスシート調整」は、企業の過剰債務が金融機関に肩代わりされ、さらに政府部門に転嫁された裏側で国債が増発されたプロセスと整理できる。それに伴い民間債務の対名目 GDP 比率は緩やかに低下したが、リーマンショックを境に欧米もバランスシート調整に入った。加えて日本では、バブル崩壊後に通常とは異なって超円高が進行したため、経済成長のけん引役として輸出に依存できなかつた。資産デフレと超円高に直面した企業は、資産を持たない経営を指向して負債を圧縮したし、超円高の下で激化する価格競争に対応するため賃金やマージンを圧縮するリストラ経営を選択した。これらが数年程度続いたのであれば構造問題にはならないが、四半世紀近く続いたため、企業も個人も社会全体が“肉食系”から“草食系”へ進化した。しかも、金融政策は名目ゼロ制約に直面するなど、日本では様々な要因が重なりかつ固定化してしまった。

・インフレの抑制においては中央銀行の「独立性」が維持されること

が重要だが、こうした人類初の状況下でマインドが固定化された場合は、その打破のために政府と中央銀行が一体となり、政策を総動員して取り組むことが必要となる。日本銀行法改正によって日銀に独立性が付与された途端に、経済政策における政府との一体化が必要な状況に陥ったことは皮肉である。

・日銀は過去に 5 回利上げの局面を経験したが、いずれも為替に影響されていた面が強い。すなわち、日銀は、円高を避けるために先進国の中で常に最後に利上げに着手したため、利上げが十分進まないうちに株価の世界的な暴落が発生することの繰り返しであった。経済成長率の“天井”が低くなっていることを踏まえると、今の日銀にとって 2% のインフレ目標は非常に高いハードルである。このため、日銀がいつまでも利上げ局面に入れず、ゼロ金利政策を続けざるを得ない可能性も否定できない。そうすると、危機対応として打った「麻酔」が「モルヒネ」と化し、市場機能や金融システムに悪影響を及ぼす副作用が懸念される。

## 神津氏:

・日本経済の構造問題を理解するには、需給ギャップにも着目する必要がある。経済学では需要と供給が乖離すると両者を一致させるように価格が速やかに調整されるという前提が議論の出発点になっている。しかし、日本では、20 年超に亘って小幅な供給過剰方向の需給ギャップが繰り返し訪れ、価格メカニズムが円滑には機能しなかつたように見える。この状況を理解するには、中国経済の拡大に典型的な外需の変化が価格調整を上回る速度で進んだという説明が考えられる。

・また、人口動態の影響も重要である。経済学では少子高齢化は供給＝労働力の減少を議論の起点とするが、日本の場合は需要構造の変化が与えた影響も大きい。高齢者が生み出している新しい需要

の多くは、規制の下にあって価格メカニズムが働いていない領域である。こうした状況が日本でマイルドなデフレが長期化した背景の一つであろう。

#### 左三川氏:

・過去 20 年間の政策課題は、デフレとの闘いから名目金利の実効下限(Effective Lower Bound、ELB)との闘いに変化したと総括できる。かつてはゼロ下限(Zero Lower Bound、ZLB)が金融政策の限界であったが、各国の中央銀行が採用したマイナス金利政策によってZLBは突破された。とはいえ、銀行券の存在などが理由で無制限にマイナス金利を深掘りできるわけでないため、足もとでは ELB との闘い変わった訳である。

・この間に先進諸国では完全雇用の下で貯蓄と投資が均衡する実質金利を意味する「自然利子率」の低下が生じたが、日本では生産年齢人口の更なる減少が予想されているため、自然利子率の上昇は今後も見込みにくい。ELBに直面し名目金利に低下余地が残されない状況で、期待インフレ率の引き上げが難航すれば、実質金利の低下余地に限られる。自然利子率がさらに低下すれば、金融は自動的に引き締めの環境になり、デフレ的な環境が作り出される。自然利子率の引き上げは成長戦略に委ねられるべきだが、市場の実質金利を自然利子率より低い水準に誘導するのは金融政策の役割である。ELB 制約の下でいかに緩和的状況を作り出せるかがこれからの課題だろう。

## 2. 過去 20 年間の政策手段

### 井上<モデレーター>:

・第二の論点は過去 20 年間の政策手段である。日銀は、非伝統的金融政策に関しては先駆者であったがゆえに、市場や海外当局とのコミュニケーションの面で尚更に困難に直面した面がある。また、資源配分の効率性への影響や、低金利環境における金融機関の収益悪化を通じた金融仲介への影響などにも触れていただきたい。

### 神津氏<リードコメント>:

・日銀はゼロ金利の採用後に非伝統的金融政策を導入した。第一の目的は危機対応であり、無制限に流動性を供給することで金融仲介をサポートし、市場の不安感を払拭するという目的に照らして一定の効果があつたとの見方が主流だ。ただ、第二の目的である実質成長率やインフレ率の引き上げに関して有効であったかどうか、評価は分かれる。反対の立場の主な主張は、金融政策や財政政策は景気の振幅を均す効果しかなく、景気循環を均した成長率を引き上げる効果はないというものだ。一方で、ショックの履歴効果—経済成長率が一旦低下すると、悲観的な期待や設備投資の抑圧を招き、次の循環における平均的な成長率を引き下げる効果—を重視する立場に基づき、非伝統的金融政策によって足もとの成長率の低下を少しでも抑えることができれば、その後の悪影響を軽減できるとの見方もある。

・1999 年以降の日銀による非伝統的金融政策を振り返ると、2005

年頃までは、前者の危機対応としての色彩が濃く、相応の効果をもたらした上で、2006 年には量的緩和の解除を迎えた。そして、いよいよ通常の金融政策に戻る局面でリーマンショックを迎えた。当初、日銀は伝統的金融政策の範疇で対応を進めたが、インフレ率と経済成長率の引き上げが強く意識される下で、2010 年以降は再び非伝統的金融政策を採用した。

・非伝統的金融政策の手段は量的緩和のほか、大きく 4 つに分類できる。フォワードガイダンスは将来の政策行動をコミットすることで長期の金利に影響を及ぼすものである。質的緩和は従来ならば中央銀行が買わないような資産を買い入れることでクレジットスプレッドに影響を与え、信用度の低い主体の資金調達コストに影響を与えようとするものである。マイナス金利やイールドカーブコントロールは、手段はともかく政策の波及経路としては、伝統的金融政策と同様に金利に働きかける政策である。これらは金利平価を通じて為替レートにも影響を及ぼすほか、資産価格にも影響を与える。その経路が認識されることで、人々の期待にも働きかけたとみられる。要するに非伝統的金融政策といっても、伝統的金融政策と同じように何らかの金利を通じる効果を期待した政策とすることが可能であり、それは一定の効果をあげたといえる。

・バブル崩壊の後始末が終わった後の日本では、金融システムの安定よりも物価の安定が重視されてきた。積極的な金融緩和の結果、イールドカーブのフラット化とクレジットスプレッドの圧縮がもたらされたが、銀行は短期調達と長期運用を通じて収益を上げる仕組みであるので、今のような状況が続けば金融仲介のあり方に影響を及び、改めて金融システムの安定が問題になる可能性はあろう。

### 高田氏:

・日銀は過去 20 年の間に、ゼロ金利、量的緩和、質的緩和を各々導入するなど、まさに世界のフロンティアとして政策運営を行ってきたが、危機対応を除けば、為替対策の側面が大きかったと理解できる。これまでは相応の効果があつたが、米国の金融政策との相対的な関係も影響するため、今後も同様の効果を持続できるかどうかは不明である。加えて、この間に長短金利差やスプレッドが縮小した結果、金融機関の収益性への影響も懸念される。2016 年度の地域金融機関の業務純益を 100 とすると、2023 年には 50 以下になるというシミュレーション結果もあり、私はこれを 2023 年問題と呼んでいる。日本銀行の政策運営はこうした副作用とのバランスが重要である。

### 左三川氏:

・インフレ率も自然利子率も低い状況で次の景気後退が訪れた場合、日銀には政策の発動余地や手段は残されているかという点も重要ではないか。日銀による国債の買い入れペースは既に急速に低下しているが、今後追加緩和が必要になった場合、国債買入れの年間増加額を再び増やそうとしても、早晩、限界に達してしまうリスクが高い。また、国債以外の資産を買おうとしても、市場規模を踏まえると適切な資産は見当たらない。

・しかも、日銀が何らかの政策手段を用意できたとしても、緩和の出

口にかかるコストに関する議論は残る。たとえば現在、日銀の保有長期国債の運用利回りは 17 年度上期で 0.326%だが、日銀当座預金の基礎残高には 0.1%を支払っているため利鞘は相当小さい。私たちの分析によれば、2023 年度以降、段階的に 2%まで利上げする場合には累計で 19 兆円程度の損失が発生するとみられる。日銀の自己資本は 8 兆円しかないのでカバーするには不十分であるし、法定準備率の引き上げも事実上の銀行課税になるため現実的ではない。会計評価の変更によって日銀の財務諸表から外見上の損失をなくすこともできるが、この損失が国民負担となる事実を変えられない。

### 3. 現在の日本経済と政策効果

#### 井上<モデレーター>:

・第三の論点は「現在の日本経済と政策効果」である。足許の景気拡大は堅調である一方、物価は依然として抑制されている。景気刺激のためには金利弾力的な需要に着目することが重要となるが、日銀の政策運営はこうしたファンダメンタルズにどう関わっているのだろうか。物価が労働市場の構造変化や低位なインフレ期待によって抑制されているとすれば、日銀にとってインフレは貨幣的現象として量的緩和を貫くべきか、需給ギャップのプラス維持までが責務と考えるか、といったオプションも重要になる。また、日本では、強力な金融緩和を実施してもインフレの加速や資産価格の高騰といった副作用のリスクが不明確である一方、財政規律への影響といった長期的かつ可視化の難しい懸念は残る。

#### 左三川氏:

・日本の 2017 年 10~12 月期の実質 GDP は前期比年率+1.6%と、8 四半期連続のプラス成長となった。今回の景気回復はアベノミクスが打ち出された 2012 年 12 月からすでに 5 年を経過し、1960 年代のいざなぎ景気を超え戦後 2 番目の長さとなった。企業収益も既往最高水準にあり、金融保険業を除く全産業の経常利益は 2016 年度に 75 兆円に達した。設備投資も 2016 年度は 43 兆円程度とリーマンショック前の水準に近づいた。好調な企業業績を反映し株価も基調的には上昇傾向であるほか、失業率、有効求人倍率、日銀短観の雇用人員判断 DI などからは、労働市場も完全雇用の状況であることが示唆され、人手不足の顕在化が指摘される。需給ギャップも 3 四半期連続でプラスになっている。

・もっとも、1 月の消費者物価は、コア CPI が 0.9%、生鮮食品とエネルギーを除く日銀版コアは 0.4%と、いずれも 2%のインフレ目標に遠い。この点には、団塊の世代の退出による労働力の減少という構造要因が関係している。有効求人倍率の上昇も、保安、建設、介護といった特定の職種に限られる。パート労働者の増加が賃金抑制の主因だとしても、そこまで金融政策の守備範囲と捉えるかどうかは議論が必要だろう。実際、自然利子率を高めることができるのは金融政策ではなく構造改革や成長戦略である。今後、金融緩和の出口を迎えるにあたっては、経済成長力を高める観点での議論が重要になる。

・日銀はイールドカーブコントロールを決定した 2016 年 9 月にオーバーシュート型コミットメントを導入し、消費者物価上昇率の実績値が安定的に 2%の目標を超えるまでマネタリーベース拡大の方針を継続するとした。この結果、日銀の資産規模は 2017 年度上期で 513 兆円と日本の GDP に並ぶ規模に拡大し、保有国債は残高ベースで 427 兆円、発行残高との対比で 43.2%まで高まった。日銀の国債保有割合を種類別にみると、5 年利付国債では発行残高の 7 割近く、2 年国債や 10 年国債も 5 割近くに達している。特に新発国債については、発行されて 2 か月のうちに 7 割が日銀によって買入れられるなど、流通市場から瞬間蒸発する状況も生じており、事実上の財政ファイナンスに当たるとの批判につながっている。また、日銀は QQE を導入した 2013 年 4 月に銀行券ルールと国債購入ルールという二つの自主的なルールを棚上げしており、この点も財政規律の弛緩につながっていると指摘がある。

#### 高田氏:

・非伝統的金融政策の最大のリスクは、出口を迎えられず金融機関の収益性が毀損される状況であって、利上げ局面に日銀ないし財政が損失を被ることは許容範囲と考えている。また、ETF 買入れについては、企業のガバナンスの観点からの議論はあるが、資産デフレと円高の阻止という観点からはむしろ評価できる。

#### 神津氏:

・日本銀行の新たな副総裁である両宮氏が国会で発言したように、政策には必ず作用と副作用があるので、政府にせよ日銀にせよ財政政策や金融政策のスタンスを変更する際には、今後 10 年に生じらるであろう作用と副作用を比較し、ネットで作用が大きければ遂行するという判断をするしかない。政策転換を検討する際には、その前後で日本全体の経済厚生がどう変化するかを比較するほうが、個々の政策手段についてリスクを指摘するよりはるかに重要ではないか。

・日本経済は構造的な調整圧力を受けつつも循環を繰り返している。我々は循環的にみて既にピークにいるかもしれないので、その状況においてマクロ経済安定化政策のバランスが最適なかどうか考えておくべきであろう。出口を出ると全く違う世界が広がっているのではなく、高田さんが指摘されたように、我々は景気循環の山谷が非常に均された新たな世界に直面している可能性もある。だとすれば、こうした新しい世界に対応した金融政策や財政政策のあり方を考え直す必要もある。

#### 井上<モデレーター>:

・これまでの議論を踏まえ、フロアからご質問をいただきたい。

#### 質問者:

・金融政策の出口のタイミングを決定する際には、政策のコストを真剣に考察する必要があるのではないかと。黒田総裁が掲げるように 2%のインフレ目標を達成できるまで量的緩和を続ければ、いつかは目標を達成できても、その際に日銀や民間が保有している国債から被る損失は膨大になる。インフレ目標達成する前に、ゼロ金利政策を継続しつつ量的緩和は縮小し始めるなど、徐々に出口に向かっ

た方が、全体のコストや市場への衝撃も小さくて済むのではないか。

**高田氏:**

・私も、コストとベネフィットを比較しながら、場合によっては 2%のインフレ目標を柔軟に解釈する必要があると考える。米国でも 2%の物価目標に達しない中で、既に 5 回利上げしている。ECB も同様の状況だが来年頃の利上げを見据えて、出口の対話を始めている。つまり、ゴルフと同じように日銀にも「OK ルール」があっても良いのではないか。すなわち、目標の 2%インフレに厳密に届かなくても、ゴルフでいえばボールがカップインしなくても、許容範囲に届いていれば「OK(=次のホールに進んでよい)」とするものである。重要なのは、実際のゴルフと同じく自分から OK と言い出すことはできず、周りから言ってもらわなければならない点だ。この意味で、どういうタイミングで OK と言うかも含め、日銀以外の主体が物価や為替の状況を見ながら雰囲気醸成していくことが有益だと思われる。

**左三川氏:**

・国債保有に係るコストについて私どもで計算したところ、インフレ 2%に達した場合の損失が 19 兆円であったのに対し、1%に達したところで出口を迎える場合は 14 兆円程度に抑えられるという結果が得られた。

**神津氏:**

・政策を転換する際には、先ほど指摘したように、コミュニケーションが非常に重要だ。コスト・ベネフィットを比較して国民の厚生が増大するという計算をきちんと示すことができるのであれば、ご指摘の通り転換することが望ましいだろう。

**井上<モデレーター>:**

・それではパネルディスカッション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。

\*\*\*