

議 題 中央銀行による市場との対話

開催日時 2019年3月22日<14時40分~16時20分>

出席者 江川由紀雄氏（新生証券 調査部長 チーフストラテジスト）
 武邑淳史氏（三井生命保険 取締役 執行役員）
 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）
 井上哲也（野村総合研究所 金融イノベーション研究部 首席研究員）<モデレーター>

主要論点

1. 中央銀行による市場との対話
2. 自由討議

1. 中央銀行による市場と対話

井上<モデレーター>:

・第 2 セッションでは中央銀行による市場との対話を取り上げる。非伝統的金融政策を念頭に置いているが、それに限らず幅広い視点からご議論いただきたい。

江川氏(リードコメント):

・日銀による資産買入は「量的・質的金融緩和(QQE)」と結びつけられがちだが、白川前総裁の時期から本格化していた。つまり、2010年10月に資産買入基金が設置され、これを通じて国債だけでなく社債やCP、ETF、J-REITを買入れることが決定された。その後、黒田現総裁が就任すると、2013年4月にこうした基金は廃止されたが、資産の買入れ規模は大きく拡大された。当時は「リスクプレミアムに働きかける観点」から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、各々年間約1兆円および年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととされた。

・その後6年の間に日銀はETFの買入れペースを度々引上げ、現在は保有残高が年間約6兆円のペースで増えるよう買入れを行っている。直近(本年2月末)の保有残高(簿価)は約24.4兆円に達し、東証一部の時価総額(606兆円)と比べると4%を上回った。日銀によるETFの買入れは、金融政策の一環として、事実上、無差別に上場株式を買入れていることを意味する。この間の株価の推移を振り返ると、2010年12月に日経平均はほぼ10000円であったが、昨年10月末には24000円を超え、その後大きな調整と回復を経て、足元では21000円程度である。日銀によるETF買入れの間に株価が倍になった一方で、現在の株価に割高感があるとは思えない。直近のPBR(株価純資産倍率)は1.14倍、PER(株価収益率)は12.6倍、配当利回りは2.17%である。

・REITには投資口を上場しているものとそうでないもの(私募REIT)があるが、日銀が買入れるのは前者である。J-REITは投資信託の

一形態として制度設計されているが、不動産だけに投資する会社と考えたほうがわかりやすい。J-REITはそうした会社の株式に相当するが、法人税を課税されないよう、利益の全額を株主に相当するJ-REIT投資口の保有者に配当(分配金)として支払う。従って、J-REITの配当利回りはオフィスビルや商業施設の投資収益をストレートに反映する。現在、62銘柄のJ-REITが上場され、時価総額は約13.7兆円である。これに対して日銀によるJ-REITの保有残高は5,000億円を上回り、概ね4%に達している。日銀が買入れを始めた2010年はリーマンショックの影響も残存し、国内の不動産市場が非常に厳しい状況にある下で、J-REITの時価総額も約3.7兆円に過ぎなかった。一方、配当利回りは、QQEの開始当時は3%台であったが、足元では4%台に上昇している。長期金利がゼロないし若干のマイナスにある中で4%台の利回りを提供し、しかも株式のPBRに相当するNet Asset Value倍率は1.0倍台であるだけに、J-REITについては過熱感どころか割安感が意識される。

・日銀は国債以外の資産買入れを「質的緩和」と呼び、FRBやBOEなど海外中央銀行の一部は「信用緩和」と呼んだ。これらの政策はリスクプレミアムへの働きかけを主眼とするが、ETFやJ-REITの買入れは日銀のみの政策だ。リスクプレミアムの低下は、家計や企業の資金調達コストを抑制し、経済活動を刺激することが想定されているが、ここには疑問も残る。長期金利はゼロないしマイナスまで低下しているのに、ETFやJ-REITの利回りは依然として高く、日銀の買入れがリスクプレミアムを十分抑制したとは言にくい。また、株価やREITの投資口の価格が上がると、企業や家計の資金調達コストが低下するメカニズムも明確ではない。

・QQEの開始までは、預金取扱金融機関は余裕資金を主として国債で運用していたが、利回りの低下などもあり、国債を大量に保有する銀行が批判の対象になった。しかし、最近は大きく様変わりしており、預金取扱金融機関も国債保有を大幅に減らし、外債や投資信託への運用を増やしている。後者は投資信託経由で株式の先物やJ-REITに資金を振り向けているが、この場合のJ-REITは上場され

ているものだけでなく、私募 REIT も少なくない。地域金融機関がこうしたリスク資産に抵抗なく投資している最大の理由は、国債利回りの顕著な低下であるが、金融機関に対する規制の影響も少なくないようだ。つまり、金利リスクは、国際統一基準行では昨年 3 月末から、国内基準行でも今年の 3 月末から適用される IRRBB (Interest Rate Risk in the Banking Book) と呼ばれる計測手法の下で、従来と比べて大きな値として認識される。従って、長期国債の保有は不利になる一方、毎日換金できる投資信託は金利リスクのない資産として扱われ、規制上の負担が相対的に少ない形で投資しうる。株式の先物で運用するマルチアセット型の投信など、自己資本比率規制上の負担が軽微な商品への投資も拡大している。

徳島氏(リードコメント):

・このセッションのテーマは金融市場との対話なので、私の専門である国債市場の視点でこの問題を議論したい。「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の導入から約 1 年後に、私は日銀の国債買入れが市場の価格発見機能を阻害しているというレポートを寄稿したのに対し、日銀の審議委員がある講演会で反論を示した。こうした見解の相違は定義の違いに起因しており、私は需給のマッチングが民間の市場関係者によって行われるという意味での価格発見機能が阻害されていると主張した。これに対し、その審議委員は、日銀という 1 プレーヤーが国債を買っており、価格が市場で決まっているので価格発見機能は維持されていると主張した。私の定義に照らせば、国債発行残高の約 4 割を持つ巨大なプレーヤーが支配する市場は、価格発見機能を有する普通の市場ではない。この点も中央銀行と市場とのコミュニケーションに関わる問題である。

・2013 年に開始された「量的・質的金融緩和(QQE)」の下では、国債買入れが柱の一つであり、保有残高が年間 80 兆円のペースで増加するよう買入れることになっているが、実際はいわゆる「ステルス・テーパリング」によって徐々に購入額は減少し、足元では年間 40 兆円程度のペースになっている。ペースがグロスなのかネットなのかという点に関する誤解の払拭を含めて、買入れペースに関する日銀の説明には課題が残る。私は「市場メカニズム万能主義者」ではないし、日銀の政策対応には市場の行き過ぎを抑える意味合いもあったように思う。その意味で QQE が不適切とは思わないが、シンプルなキャッチフレーズで「期待に働きかける」ことには違和感があった。また、日銀の政策が市場の過剰反応を招いたこともあった。例えば、マイナス金利政策は 2016 年 2 月の積み期間から適用されたが、その後 Brexit に関する英国国民投票の結果を受けて国債市場ではリスクオフが一気に進み、20 年債の利回りがほぼ 0%、30 年債や 40 年債も各々 0.4%と 0.6%まで落ち込んだ。イールドカーブが超長期ゾーンまでフラットになったことで、長期の機関投資家から強い不満が示された結果、日銀も 9 月にはマイナス金利政策を修正し、YCC を導入した訳である。

・日銀は YCC を導入する際に、短期金利(O/N)は-0.1%、10 年国債の利回りは 0%を各々誘導目標にすると説明した。文字通り理解すれば、これはイールドカーブのコントロールでなく、2 点の金利の

水準を統制するものである。市場の動きに委ねるといつてきた長期金利を直接コントロールすることはコペルニクス的な転回と言える。実際、日銀は最初の約 2 年間は 0%の上下 0.1%ポイントの範囲内、その後は上下 0.2%ポイントの範囲内で 10 年国債利回りを見事にコントロールしている。私には、これを価格発見機能と呼ぶことには違和感があり、価格統制の機能が発揮されているように見える。また、中央銀行が長期金利をコントロールしうること、コントロールすべきことは区別すべきである。国債市場の参加者は、既に QQE の開始当時からこの市場が普通の意味での市場ではなくなったと感じている。利回りの変動が日銀によって抑えられる中で、国債のディーリングで利益を挙げることは不可能ではないが、難しく手間のかかることになった。欧州系や米系の一部の投資銀行が東京の国債市場から撤退したのも、明らかにその結果である。

・国債以前に短期金利を長期に亘ってゼロに維持したことで短期金融市場が機能しなくなったことも含め、市場参加者の数を減少させることが、市場との対話にどういう意味を持つか、改めて考えるべきであろう。なぜならこうした課題は、金融緩和の出口において重要になるからである。ETF や J-REIT には償還期限が無いので、出口の際は市場の受け皿が重要な意味を持つ。一方、国債に関してはいずれ償還が到来するので、償還に沿って自然に残高を落とす方針に私も賛同するが、日銀は 40 年債まで保有しているだけに、そこまで待ち続けるべきかどうかは判断としない。金利上昇局面で評価損が膨らむリスクも考えれば、国債に関しても何らかの出口を真剣に検討する必要がある。10 年以上の超長期ゾーンについては年金や保険といった投資家のニーズも強いが、中期ゾーンでは銀行が金利リスクをそこまで取れるかという不透明性が残る。

・私も QQE や YCC をすぐに止めることができるとは全く思わない。昨年の秋には、米国の長期金利が上昇する中で、日銀も YCC の目標金利の引上げを行うという思惑も生じたが、日本経済のファンダメンタルズからは正当化されなかった。昨年 7 月に YCC の下で 10 年国債利回りの許容変動幅を拡大したことも、日銀は金融緩和の持続力強化と説明したのに対し、国債市場には上方の柔軟化に着目して「正常化」の第一歩との理解もみられた。しかし私自身は下方の柔軟化に着目し、国債利回りが低下しても、金融政策は現状維持と説明しうるメリットがあると理解した。なお、昨年 7 月の見直しに際しては、日本語の声明文とその英訳の与える印象が異なり、国内の市場関係者には、10 年国債利回りの許容変動幅拡大が一時的な措置との誤解も生じた。こうした許容変動幅の拡大は、現行の枠組みで幅広い市場環境に対応するという意味で、QQE の柔軟性を向上させただけでなく、必要であれば、総裁が記者会見で言及するだけでさらにレンジを拡大しうる意味でも、QQE の柔軟性強化に繋がる。この点は、追加緩和の手段に限られる日銀に大きな意味を持っており、実際に金融緩和に関する第一次的な対応として活用されることになろう。これに対し、マイナス金利政策の深彫りは金融機関収益を一層圧迫するし、企業や個人に対する預金金利の改定に波及するリスクもあるため、その発動は容易ではない。

・全体としてみれば、日銀による市場との対話は完全ではないが、極めて多くの問題があるわけでもない。非伝統的金融政策の下では、中央銀行も金融市場もお互いにある種の学習過程にある。ただし、第一部でも議論になったが、中央銀行が国家機関の一角を占める以上、金融市場も忖度しすぎることなく、問題や課題を率直に指摘していく方が、中央銀行と金融市場との対話が深まると思う。

武邑氏(コメント):

・江川さんと徳島さんはともに金融市場の歪みを取り上げた。私も日銀の QQE が資産価格の過大評価を招くリスクを意識したが、これまでのところ、その影響度合いは深刻な問題には至っていないようだ。ただ、資本市場は将来を担う企業に資源を効率的に配分する機能を担うとすれば、日銀の資産買入れは結果的に企業に一律に資金を供給してしまう点で、長い目で見て市場機能を阻害する恐れがある。また、金融機関が日銀に背中を押される形で様々な資産に投資しているとの議論もあったが、余計なリスクは取りたくない一方で、負債側で一定の利回りを保証している保険会社にとっては、投資利回りの追求も不可欠であり、その点が葛藤になっている点も否定できない。なお、国債市場での価格発見機能に関しては、日銀としては流通市場で国債を買入れていると主張するであろうが、民間のプレイヤーから見ると、やはり中央銀行は何らかの情報を持っているように見えるだけに、買入れ自体が一定のシグナルの意味を有する面もある。

武邑氏(リードコメント):

・私は保険会社の国債運用担当として、QQE が開始された際には日銀から様々なメッセージを受けた立場でもあるので、そうした経験を踏まえつつ、中央銀行によるコミュニケーションが市場にどのような影響を与えるのかについて考えを述べたい。

・中央銀行が市場との対話を意識したのは、金融政策の独立性が確立される中で、透明性や説明責任に対する注目が高まったことによる。ブラインダー教授は 2000 年代初頭に『中央銀行の「静かなる革命」』と題する著書を出版し、委員会による意思決定制度の重要性とそれに伴う透明性や市場との対話の必要性を強調した。つまり、市場との対話を充実させることで、政策効果の有効性を高め、影響を受ける市場や経済の不安定性を抑制することが期待されている。そのための手段としては、政策決定の内容や背景に関する分かりやすい説明や、金融政策の戦略に対する理解を共有するためのインフレ目標や政策ルールの採用などがある。近年重視されているのは「フォワード・ガイダンス」であり、これは将来に向けて政策に一定程度コミットし、経済主体の見通しに政策を織り込ませることで、政策目的の実現を図るものである。

・「フォワード・ガイダンス」は、当初は経済ショックのような状況もしくはデフレ圧力が払拭できない時の対応策として導入され、一定の効果を発揮したことで、非伝統的金融政策の手段として認識された。日銀は 2001 年に量的緩和の導入に踏み切ったが、その際に消費者物価インフレ率が前年比で安定的にゼロ以上になるまで継続すると

いう「フォワード・ガイダンス」を付与した。その結果、イールドカーブは先行きの政策運営に関する予想を織り込む形で中期ゾーンまで下方にシフトした。FRB は、世界金融危機に伴う信用不安からスプレッドが拡大したモーゲージ金利を抑制すべく、資産の大量買入れ等によって長期金利の押し下げを図ったが、その際に雇用安定が見通せるまで資産買入れを継続する見通しを示すことで、資産価格の安定化に貢献した。欧州中央銀行(ECB)は、欧州債務危機の際に一部の国債価格が低下し、それを保有する銀行と金融システムにストレスがかかる状況に際して、一定の条件を満たす国債を ECB が買入れる制度(OMT: Outright Monetary Transactions)を導入するとともに、ドラギ総裁がユーロ防衛には何でもすると発言したことで、南欧諸国の国債価格が安定化に向かった。このように「フォワード・ガイダンス」は中央銀行による資産の大量買入れといった政策との相乗効果を発揮したケースが多く、資産価格や金利を安定させ、経済活動に一定の刺激を与える点で危機対応には有効性があつた。

・中央銀行による市場との対話の焦点は、その後は長期停滞説に代表されるデフレ的な経済情勢への対応にシフトしている。人口の減少や高齢化、資本財価格の低下といった構造問題のために、貯蓄が投資に対して相対的に過剰になる結果、IS 曲線が左にシフトする形で完全雇用に見合う GDP 水準を達成する投資と貯蓄がバランスする際の金利－自然利子率－が低下していることが先進国共通の課題となっている。自然利子率が仮にゼロであった場合、市場金利がプラスでは実体経済に対してデフレ圧力を生ずる。

・日銀はこうした状況に対応すべく、QQE の導入とともに幅広い年限の国債買入れを実施することで、イールドカーブを下方にシフトさせ、マネタリーベースを拡大した。加えて、2 年で 2% のインフレを達成するというメッセージを送ることで期待インフレを引上げ、実質金利を引き下げることでデフレ圧力を抑制しようとした。実際に、国債利回りが大きく低下するとともに、他の中央銀行を凌駕するバランスシートの拡大も、為替相場の円安化や資産価格の上昇を想起させた点で市場の期待に相応の影響を与えた。しかし、肝心のインフレ期待に関しては、改善する局面もあつたが、結果的には所期の効果が発揮できなかった。この点は「フォワード・ガイダンス・パズル」と呼ばれることもあるが、日銀は適切なインフレ期待の影響が強いと説明している。

・これらを総括すると、「期待への働きかけ」は効果が大きい場合もある一方で副作用も大きい。「フォワード・ガイダンス」については、将来の状況変化に対しても政策を変えないという強いコミットを示す「オデッセイ型」と、今後の政策運営についてあくまで現時点の見通しを述べる「デルファイ型」に整理できる。金融危機を乗り越える際には「オデッセイ型」が有効だが、金融環境の緩和はバブルを招来するなど出口での混乱を大きくし得るだけに、「副作用の大きい薬」の服用は短めにすべきという教訓に結びつく。これに対して「デルファイ型」は効き目も温和で、適切に使えば副作用も限られる。ただし、中央銀行が「デルファイ型」で発信しても、市場は「オデッセイ型」と受け止める傾向もみられる。このため、中央銀行が状況変化に応じ

て一貫性なく柔軟に政策運営を見直していくと、市場のボラティリティはむしろ高まりやすい。昨年末の米国市場の不安定化はその一例と理解できる。金融市場の動向が実体経済にも大きな影響力を持つようになっただけに、中央銀行が「フォワード・ガイダンス」に過度に固執するのは得策ではなく、マクロブルーデンスにも配慮した「デルファイ型」が望ましい。もちろん、政策運営を完全にデータ依存にしまうと、市場の信認を得られない恐れもあるので、中央銀行は政策反応関数に関する理解を市場と共有するなど一定の規律を備える必要もある。また、資産価格の変動によって実体経済に及ぼしうる効果は時限的なので、政策の波及効果に関する納得感のある説明を行うことも重要であるし、達成の難しいインフレ目標のあり方自体を問い直すことや、過度のレバレッジ、金融仲介への負担、財政規律の弛緩といった副作用への対処を政策運営に織り込ませることも重要である。

井上(リードコメント):

・先進国の中央銀行では、政策決定の前提として金融環境を評価することが一般的であり、議事要旨や幹部の講演などから確認できる。このこと自体は以前と変わらないが、かつてに比べて相対的な重要度は増している。それは、世界金融危機の教訓として、狭義の実体経済だけをフォローしたのでは政策判断を誤るリスクが理解されたことや、非伝統的金融政策が市場を通じて波及する面が強いため、政策の発動環境や波及効果をチェックする上での重要性が高まったことによるのであろう。その意味では、同じ金融環境を評価するとしても、時を追って焦点やウエイトが変化している。

・金融環境は概念としてはクリアだが、実際の評価は簡単ではない。かつては、FCI (Financial Conditions Index) や MCI (Monetary Conditions Index) を構築して、これらの値によって金融環境を把握しようとする動きもあったし、現在もこうした指標を参照する中央銀行はあると思われるが、単一の指標だけで金融環境を評価することは難しいという理解が共有されている。このため、各中央銀行の政策決定プロセスで使われる資料では、クレジットスプレッドや株価の valuation、為替相場、銀行貸出といった複数の指標が併記されることが多いが、それらを総合する際には主観的要素を逃れにくい。例えば、武邑さんが取り上げた昨年末にかけての米国の金融環境は、社債のスプレッドや株価上昇率、米ドル相場といった複数の指標が同じパターンの動きを示すなど、比較的分かりやすかった。しかし、例えば 2016 年初と比べてどちらがよりタイトであったかを客観的に示すことは容易ではない。

・しかも、これらの個別指標に関しても絶対評価を下すことは難しい。第 1 セッションでも議論があったが、実際には何らかのベンチマークや時系列的なトレンドからの乖離、他の指標との関係といった相対関係の中で評価せざるを得ない。こうした指標の中では唯一、為替相場、特に実効相場については絶対的な評価の余地もあるが、第 1 セッションで神津さんが指摘されたように、財価格との関係でみるのか、金利との関係で見るかで、評価自体が大きな影響を受ける。

・金融環境の把握を巡るこうした問題にも対応策はある。つまり、金融環境そのものでなく、企業や家計の金融行動を通じて実体経済に与える影響さえわかれば良いのであれば、金融環境に関する複数の指標を含む計量モデルによる分析を行えば良く、そのこと自体は一般的に行われている。また、構造方程式の形で推計すれば、金融環境に関する主な指標が、実体経済に対してどのようなメカニズムで影響を与えるかについても、大まかな理解を得ることはできる。ただし、そうしたメカニズムが時間的に安定している保証はなく、推計も常に更新される必要がある。加えて、先に徳島さんが提起されたように、中央銀行による政策の発動自体が、金融環境だけでなく、金融環境から実体経済への波及メカニズムまで変化させてしまう可能性も念頭に置く必要がある。

・本セッションのテーマである市場との対話に関連付けると、把握が難しく不安定な金融環境を前提に中央銀行が政策判断を下しても、その必要性や合理性について、中央銀行と金融市場とが理解を共有することが難しい局面は当然想定できる。しかも、武邑さんや徳島さんの議論によれば、金融市場は局面によって政策効果を過大評価したり過小評価したりする可能性も小さくない。直近の事例として昨年 12 月と本年 1 月の FOMC によるコミュニケーションと金融市場の受け止め方をみると、FOMC が両会合の間に海外経済を含めて様々な変化を認識し、従って政策スタンスを変更したと説明しても、金融市場は金融環境のタイト化に反応したと受け止め、「パウエル・ブット」のような議論になってしまった。

・政策判断との関連で金融環境の評価に係る課題を整理すると、まず、観察されるストレスが市場機能の低下によるのか、ファンダメンタルズの変化によるのかを識別することの難しさがある。この点は、第二の課題である政策の時間的視野にも関係する。つまり、発動しようとする政策が緊急対応なのか、経済主体の行動に時間をかけて働きかける性質であるかによって、異なる軸やウエイトによって金融環境を評価する必要がある。最後に、徳島さんが指摘されたように、緊急対応であれば尚更に適切な停止条件が必要であるとすれば、金融環境を評価する上でもモラルハザードの防止という観点を加えるべきケースがある。

・少なくとも平時には金融環境の変化だけを理由とした政策や、金融環境の改善だけを目標とした政策を発動することは現実的とは思われない。それでも、中央銀行にとっては、金融環境を把握することで少なからぬメリットを得ることができる。まず、既存の政策の強度や波及効果が所期の通りに実現しているかどうか判断する上で、金融環境に関連する指標の動きは有用な材料となる。これは、先進国の中央銀行において「第二の柱」のような形で実践されている面もある。もう一つは、金融環境に関連する指標から金融システムの安定性に関するヒントを得ることである。第 1 セッションでも議論されたように、非伝統的金融政策の多用が、金融システムの安定性に対する脅威にもなりうると思えば、金融環境をもとにそれを早期に把握できることの意味は小さくない。実際、FOMC の議事要旨によれば、SEP の見直しを行わない方の会合には執行部が金融システムに関する報

告を行っていることが推察されるし、日銀についても「主な意見」や議事要旨に金融システムレポートの分析による影響が散見されるようになってきている。

江川氏(コメント):

・日銀による現在のコミュニケーションは、「オデッセイ型」と「デルファイ型」のどちらと理解すれば良いか。また、市場との間で武邑さんが指摘されたような問題は実際に生じているか。

武邑氏:

・現在の日銀は、大量の資産を買入れるという意味で後戻りできない政策を運営しているので、「フォワード・ガイダンス」も「オデッセイ型」の性格が強いように思う。ただし、「オデッセイ型」でも、あまりに長い期間に亘ってコミットメントを続けると、結局は市場の信頼を失うことになりかねない。その意味でも、日銀は現在の政策の出口をきちんと示すことが必要であるが、第 1 セッションでも議論されたようにその際のコストがあまりにも大きいためか、それができていない。良い解のない難しい問題ではあるが、現在の「フォワード・ガイダンス」を修正した場合に、例えば為替相場にどのような影響が生ずるかといった点について市場と理解を共有しながら、少しずつ政策を修正して行くといった対応が求められる。

徳島氏(コメント):

・武邑さんが整理した「オデッセイ型」の「フォワード・ガイダンス」や、井上さんが指摘した金融政策に対する過大評価の背後には、経済成長の構造的減速に伴って、金融資産への投資から得られるリターンが縮小していることがある。その意味でも日銀の金融政策は基本的には柔軟であるべきところ、実際はロバストを通り越してスタボーンな領域にあるように見える。先ほどは「逐次的な戦力投入」に対して批判的にコメントしたが、政策を必要に応じてファインチューニングすることは常に悪いわけではない。ただし、2013 年に QQE を導入した際には、考える最大限の対応を採ったはずなのに、結果としてはそれで足りず、マイナス金利や YCC を導入するに至った点についてはきちんと問題を認めるべきであるし、その意味で市場との対話が不十分だと思う。また、黒田総裁は、物価上昇を信じれば実際の物価は上昇するはずという考えを「ピーター・パン効果」と称して説明した。しかし、私を含めて多くの市場関係者には、日銀が本当に 2% の物価上昇を実現できているのかどうか確信できない。日銀は金融市場に対して極めて強い影響力を持っているが、市場との対話の面では改善の余地が大きい。

2. 自由討議

村越一夫氏(英国大使館 上席経済アドバイザー):

・このセッションの議論の焦点は日銀による市場との対話であったと思うが、メッセージを受け止める市場参加者の意識にはこの間にどのような変化があったのか。日銀が長期に亘って金融緩和を維持する間に、日本の金融システムはバブルの後始末であるバランスシート調整を終え、新たな局面に入ったわけである。

江川氏:

・クレジット市場の視点からみると、例えば日銀による社債の買入れは償還見合い程度に限定され、絶対額も相対的に小さいのだが、市場関係者は日銀の行動を気にしながら起債などの活動をするのが常態化している。また、社債を含むリスク資産の買入れについて、日銀はリスクプレミアムの抑制が目的であると説明しているが、そもそも QQE を開始した時点で社債に関しては本当にリスクプレミアムが大きかったのかどうか、市場では疑問視する向きも少なくなかった。しかも、これだけ長期に亘って買入れが継続されたことで収益機会が失われ、多くの市場参加者が退出して行った。このことが将来に亘ってどのような意味を持つのかについて、私自身としても漠然とした不安がある。

徳島氏:

・この間の市場側の変化としては、やはりプレーヤー数の減少が顕著であった。銀行業界をみても、バブル期には大手銀行が 20 以上もあった訳である。もちろん、こうした構造変化を促したのは、金融緩和だけでなく、金融行政による面も大きいことは事実である。また、市場参加者のスタンスに関しては、江川さんが指摘されたように、日銀のオペを待ってから行動する習慣が定着した。このため、現在の BOJ ウォッチャーにとっては、金融政策の動向を展望するよりも、オペをどのタイミングでどのような内容で実行するか予想することの方が重要な仕事になったようだ。

・日銀の社債オペは、当初は残存 1 年以内を買入れ対象にしていたが、残存 3 年以内に変更した途端に、市場では 3 年債の発行が顕著に増加した。日銀はあくまで流通市場から社債を買入れるのだが、3 年債であれば発行翌日から買入れ対象になる訳である。最近、社債発行残高が増えていることについても、超長期債の寄与が大きいと理解されているようだが、3 年以内の短期債のウエイトも小さくない。これも、日銀の政策に伴う、市場行動のある種の歪みと言って良いと思う。

武邑氏:

・保険会社は長期の負債を抱えているので、資産側で超長期国債を保有することが重要であった。しかし、全般的な金利低下に伴って、保険契約者に約束している利回りの確保が困難になったため、業界では、資産の一部を国内貸出や海外への投資に振り向ける動きがみられる。

下田知行氏(一橋大学 特任教授):

・私は、日銀の政策手段は非伝統的であるとしても、想定する波及経路は極めて伝統的だと思う。すなわち、実質金利の低下によって均衡金利との差を大きく広げ、できるだけ緩和的な金融環境を作り出すことで、物価上昇圧力が高まるのを待つものである。従って、政策効果を論じるのであれば、このアプローチを受け入れるのか、そもそも有効な別のアプローチがあるのか旗幟を鮮明にする必要がある。仮に、このアプローチを受け入れるならば、必要な金利低下を実現できる国債買入をすればよい訳で、いわゆる「ステルス・テーパ

リング」という批判は、「ためにする議論」であり、本質的な批判と思えない。また、ETF の買入れについて、江川さんはそもそも株価の形成に影響がなかったと評価しているのか、それとも株価上昇に寄与したと考えているのか。

江川氏:

・ETF の買入れは、リスクプレミアムの低下を通じて企業や家計の資金調達のコストを一段と引き下げる目的で開始された。先に述べたように、8 年以上継続される間に株価は倍以上になったが、日銀の買入れがなければ株価はここまで上昇しなかったとか、株価の上昇が家計や企業の資金調達を円滑にしたという評価には個人的に違和感がある。例えば、ETF の対象となる東証一部の上場企業は 2000 社程度だが、日本に株式会社は 200 万社もある。つまり、ETF の対象となる会社はマクロ的にはごく一部であり、そうした企業ですら、株価が上昇しても増資の際にメリットが生ずる程度である。また、J-REIT は実質的には不動産だけに投資している会社の株式であるだけに、それを日銀が買入れても、誰の資金調達に寄与しているのか不透明である。さらに社債の発行企業も全体で 200 社くらいしかないので、ETF と同じ意味で政策効果には不透明性が残る。

・ETF と J-REIT は償還期限がないので、そのままでは日銀のバランスシートに残り続けるという意味で出口での問題は大きい。いずれ日銀は市場に放出せざるを得ないが、小額の取引でもそれが時価になってしまうだけにインパクトは大きい。日銀も安易に市場売却することはできないという意味で、難しい課題となる。

徳島氏:

・私が強調したかったのは、QQE を導入する際にベースマネーを 2 倍にすれば物価上昇率が 2%に達すると主張したことについて、どのようなメカニズムを想定していたかが示されず、その上、結果的に上手く行かなかった点を認めないことの問題である。その意味では 80 兆円云々は枝葉末節の話である。私は、むしろ金利を上げたほうが幸福になる人が多いかもしれないと思うが、最も大きな借入れを行っている政府の存在を考えると、非現実的な処方箋であることも十分承知している。そうした構造の下で日銀が苦労しているのは理解できるが、現在採用している政策が伝統的な経済理論に基づくものではないし、実効性があるとも思えない。

木下信行氏(東京金融取引所 社長):

・日銀による ETF 買入れについては、企業に対するガバナンスの観点からみると、ボートینگ・パワーや投資先の範囲等の面で問題があるという議論があるが、コメントをお願いしたい。

江川氏:

・日銀が ETF 買入れを開始した当初は特定の銘柄だけに投資する ETF が中心であったが、現在は TOPIX 連動型の買入れが主体なので、東証一部の株式だけをみれば投資が広く薄く分散する状況にはある。ただ、結果として業績に関係なく株式が買われることによるモラルハザードの問題は残る。一方、ボートینگ・パワーについては、日銀ではなく受託者である信託銀行や運用を指図する会社が行

使しており、日銀が直接に行使する訳ではないという意味で、日銀による民間企業の支配という懸念は当たらないように思う。

木下信行氏(東京金融取引所 社長):

・議論の内容は、もう少しきめ細かい論点を巡るものである。つまり、ボートینگ・パワーに関しては、もともと、特定の株を買って経営に参画しようという投資家と、パッシブにインデックス連動で投資しようという投資家の間で行使のパターンが異なるため、企業経営に対する影響も顕著な差を生じる。この点、日銀の ETF 買入れは、Topix 連動のウエイトを高める結果、株式市場全体として後者の性格を強めるのではないかという論点である。また、投資先の選択に関しては、日銀が ETF を通じて上場株のみを買入れることは、新規企業との対比で既存企業に不当に利益を与えていることにならないかという論点である。

江川氏:

・双方ともにその通りだと思う。前者に関しては、日銀の買入れによって、民間投資家によるパッシブ運用指向を一段と強めている面もあり、銘柄選択をするアクティブ投資家の市場に対する影響力を低下させる懸念がある。後者に関しても、多くの非上場企業がある中で、特定の上場企業に偏った恩恵を与えている面は否定できない。

徳島氏:

・GPIF も株式市場ではパッシブ運用も行っており、投資先企業に対してはユニバーサルオーナーかつ超長期投資家であるというコンセプトの下で、議決権の行使を含むエンゲージメントに取り組んでいる。これに対し日銀の場合は、TOPIX 連動の ETF を買入れることでユニバーサルオーナーになっているが、超長期投資家というコンセプトはなく、結果的に株式を持ち続けることになり、ガバナンスに関する視点が欠落している。実際、議決権行使は、ETF を組成した運用会社の判断に従っているが、日銀による株式の実質的な保有比率が 1 割を超えるケースも生じている中で、現状のままでよいのかという疑問がある。特定の ETF 設定会社だけが利益を得ているといった批判も含めて、日銀による ETF 買入れに対しては、もう少し活発な議論があっても良い。

井上くモデレーター:

・本日は「市場との対話」に焦点を当てたので取り上げることができなかったが、米英の中央銀行の間では、企業や家計に対して金融政策を理解してもらうための議論や対応も目立つようになっている。目的や対象の違いを踏まえて、伝えるべき内容や手法は「市場との対話」と異なるものとなろうが、適切な理解を共有することで政策効果を高めることができる点は共通している。「金融市場パネル」の場合はなくなってしまいが、このテーマも中央銀行によるコミュニケーションの一環として個人的には今後も考えてゆきたい。それでは時間になったので第 2 セッションを終了したい。
