

議 題

日本銀行による「量的・質的金融緩和」の「総括的検証」

開催日時

2016年9月12日<14時30分~17時00分>

出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 常務執行役員 市場部門副部門長)
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト) <欠席>
 大島 周 (みずほ銀行 常務執行役員 グローバルマーケティング部門共同部門長)
 翁 百合 (日本総合研究所 副理事長)
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所 所長)
 神津多可思 (リコー経済社会研究所 所長)
 須田美矢子 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト)
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席研究員) <欠席>
 根本直子 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)
 福田慎一 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
 細野 薫 (学習院大学 経済学部 教授) <欠席>
 柳川範之 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
 渡部敏明 (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>
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員) <事務局>

主要論点

1. 政策効果とインフレ目標の達成
2. 政策手段の評価と展望

1. 政策効果とインフレ目標の達成

井上<モデレーター>:

・今回の会合は、今年の Jackson Hole のテーマも踏まえて、先進国における非伝統的金融政策の resiliency を取り上げること考えていた。しかし、日銀が7月末のMPMで「量的・質的金融緩和」の「総括的検証」の実施を宣言したため、本テーマの具体例としての意味も込めて、これに焦点を当てることにする。会合の前半で枠組み、後半で政策手段を各々議論することを想定しているが、両者は密接に関連しているので柔軟に議論していただきたい。

・事務局が用意した参考資料のうち、前半に関する部分を簡単にレビューすると、まず、日銀が想定する「検証」の内容について、9/5日の黒田総裁の講演テキストが掲げたポイントをもとに整理している。なお、日銀は「2%のインフレ目標の出来るだけ早期の達成」は維持する方針を強調するが、この場ではその適否自体も取り上げていただいて構わない。

・政策の波及メカニズムに関しては、「量的・質的金融緩和」の初期に注目された金融市場を通ずる効果が、その後どう変化し、それはなぜかというポイントがあろう。これに関しては、諸般の事情により「総括的検証」に取り上げられる可能性は低いが、この研究会では為替レートの変動や貿易、対外証券投資への影響を明示的に取

り上げたい。コミュニケーションに関しては一日銀はその意図を認めないが初期には結果的にサプライズを起こしたことの意味合いやそうした戦略の resiliency も関連する。実際、2015年後半以降は、展望レポートでインフレ見通しを下方修正しながら、追加緩和を見送るパターンが繰り返された。なお、先週中に黒田総裁と中曾副総裁が相次いで講演し、「総括的検証」の大きな方向性を示唆したことも、戦略の変化の兆しとして興味深い面がある。

・日銀は「量的・質的金融緩和」が実際に達成できたものとして、企業収益と雇用・所得の顕著な改善を挙げ、それらは経済指標からも明確だが、企業や家計の支出行動に十分に反映されなかったことも事実である。波及メカニズムの機能不全が金融政策に関連する要素によるのかどうかは、「検証」でも扱われるだろうか、この研究会でもぜひ取り上げていただきたい。

・インフレ率も、当初は改善の兆しもあったし、2015年以降も日銀は「基調的インフレ率」は改善が続いていると説明したが、足許にかけて、実際のインフレ率と日銀が公表する基調的インフレの指標とも減速している。背後には需給ギャップがあり、内閣府の推計では依然としてGDPの約1%相当の幅で残存する。また、日銀はここへきて「適格的」なインフレ期待の形成を強調しているが、インフレ期待の捕捉の課題や「適格的」インフレ期待が政策運営に与える意味合い—先に述べたサプライズとの関係や「量」に対するコミット

メントの効果も含む一なども重要なポイントになるように思う。

渡部氏:

・インフレ期待に関する実証研究をみると、日本だけでなく欧米でも「適格的」な形成を示唆する結果が多い。ただ、日本の場合は低インフレが長く続いたので、尚更そうした傾向が強い面はあろう。

須田氏:

・ニュー・ケインジアン の計量モデルの場合、過去のインフレ率を変数として入れることが普通である。その上で、日本の場合はインフレ期待形成における過去のインフレ率の影響が強いことは既に広く知られており、そのインプリケーションの一つは、インフレ目標に比べて物価水準目標の達成は難しいことである。ただ、日本のこうした特徴が、長期に亘る低インフレによるのかどうかは必ずしも明らかでない。

福田氏:

・インフレ期待の形成メカニズムについては、平時と流動性の罍の場合とに分けて考える必要がある。平時については、インフレ期待の形成が「適格的」とする実証結果は外国も含めて多い。ただ、流動性の罍で自然利子率もマイナスである「デフレ均衡」において、インフレ期待がどう形成されるかアプリアリには明らかでなく、平時のメカニズムを当てはめるのは適切でない。現在の日本でインフレ期待が上昇しない理由はいろいろあろうが、経済が「デフレ均衡」から抜け出せないと理解すべきではないか。

須田氏:

・日本経済が「デフレ均衡」に陥ったとの見方は支持しない。黒田総裁も以前は「デフレ期待が存在する」と指摘したが、最近では「インフレ期待が 2% にアンカーされていない」という説明に変えている。また、Yellen 議長も IMF も、日本のインフレ期待がマイナスに落ち込んだ訳でなくプラスに維持されたと理解している。

福田氏:

・私の言う「デフレ均衡」は、流動性の罍、つまり貨幣数量説が成立しない状況を指す。貨幣数量説が成立するのにインフレ期待がなかなか上昇しないのが、平時における「適格的」な期待形成である。これに対し、現在の日本では中央銀行がこれだけ流動性を供給しても、流通速度が低下するばかりである。

神津氏:

・期待インフレ率の議論には、どの主体の期待かという視点も重要である。事務局参考資料で、日銀の生活意識アンケートによる家計の長期期待インフレ率をみると、「適格的」でも「forward looking」でもなく、極めて sticky である。一方、消費動向調査の結果から期待インフレ率が推計されているが、実際はレンジで回答する仕組みになるので、真の期待がどうなっているか良く分からないところもある。企業の期待インフレ率は、短観の結果のように緩やかな変化を示すが、市場ベースの期待インフレ率はまた全く異なる。マクロモデルで経済を考える際には、企業が投資を行い、家計が消費を行

う上でどのような期待を持つかが重要なはずだが、金融市場の期待インフレ率を代表的と捉える傾向がある。

・先週の講演で、黒田総裁は、もはやデフレでないが 2% のインフレでもない述べたほか、労働市場はほぼ完全雇用の状態にあるとした。そうであれば、今後は貨幣数量説が働き始めることになる。それでも実際のインフレ率が緩やかにしか上昇しないことを説明する上では、価格や賃金の調整が sticky という仮説が合理的になる。そういう stickiness があるのに価格や賃金の調整プロセスを加速させることが本当に national welfare の改善に繋がるのかということも論点であろう。

内田氏:

・家計と企業とエコノミストの各々のインフレ期待を、QQE1(追加緩和まで)、QQE2(追加緩和後)とマイナス金利導入後の 3 期間に分けて推計した。このうち家計とエコノミストの期待インフレは QQE2 まで上昇した。企業のインフレ期待は短観の価格判断 DI をもとに推計したが、QQE1 で横這いとなった後、足許にかけて下落した。仕入価格 DI は円安効果で上昇したが、産出価格 DI はゼロに達するのがやっつであり、両者による価格転嫁指数はマイナスのままである。家計のインフレ期待は足許にかけて低下しているが、要因としては株価ひいては為替の影響が大きいことが明らかになった。

渡部氏:

・サーベイベースのインフレ期待を推計する場合、具体的にどの調査を使うかで結果は大きく異なる。また、回答者は自身の過去の経験に基づいて期待を形成しがちなので、日本では、インフレを経験したことがない若年層のインフレ期待は下方バイアスを持つ。

加藤氏:

・期待インフレ率の推計が難しい場合、「量的・質的金融緩和」が 2% でのインフレ期待のアンカーに成功したかどうかを認識することも難しくなる。にも関わらず、先週の講演で黒田総裁は、インフレ目標の達成へのコミットメントを維持することで、forward looking なインフレ期待の形成を促すとしている。これらの関係をどう理解すべきか。

柳川氏:

・経済理論の観点では、インフレ期待が合理的期待から乖離することを容認したうえで、各主体に異質な期待を仮定して、理論モデルを構築することは技術的に難しい。また、インフレ期待の推計をアンケート結果に基づいて行うのと、実際の行動に基づいて行うのは意味合いが違う。アンケートは実質的な負担が伴わないので、企業が「気楽に」回答している可能性がある。推計結果の credibility には留意が必要である。金融政策の運営にとってインフレ期待のより正確な推計が必要ならば、手法についてより精緻な議論が必要であろう。

・日本のインフレ期待の形成が「適格的」であることは、実証的にはかなり前から知られており、最近まで知らなかったと説明するので

あれば、それはフェアでない。実際、日銀もある程度 credible なコミットメントをすることによってその期待を変えようと思っていたのであろう。これ自体は reasonable な想定だが、コミットメントの対象が reality を持たなかったために期待が変わらなかったと理解することもでき、その場合、期待形成はむしろ合理的だったとも解釈できる。日銀は、2%インフレという目標設定には無理があったのであれば、どの程度の目標のアナウンスメントであれば期待を変えようかを検討し明らかにする必要がある。

井上くモデレーター：

・日銀は「270 兆円のマネタリーベースの供給」というように、少なくとも operational には credible なコミットメントを行った。

柳川氏：

・270 兆円の資金供給がインフレ率をどの程度押し上げるのかという説明が credible でなかった。結果論ではあるが、「1%程度はインフレ率が上昇する」と説明していれば期待が変化し、しかも期待が実現したかもしれない。つまり、政策目標が 2%のインフレであることと、reasonable に変化させよう期待の間にズレがあった可能性があるが、これまで日銀はこの点を十分に説明していない。

須田氏：

・「リフレ派」は、これだけマネタリーベースを増やせば、これだけインフレ率が上昇するという議論を行っていた。実際、日銀はこうした議論の想定以上にベースマネーを増やした。

柳川氏：

・「リフレ派」の主張に比べて、日銀による 2%のインフレ目標はかなり modest であった。それでも、人々の期待は緩やかにしか変化しなかった。

須田氏：

・インフレ期待が想定したほど高まらない現実に直面し、「リフレ派」の説明も、実際のインフレ率が上がれば、それを追ってインフレ期待が上昇すると変わった。実際、その後インフレ率が減速し、インフレ期待も後退したので、その意味で整合的な説明となった。

大島氏：

・日銀は、「量的・質的金融緩和」に際して 2%のインフレ目標の達成を掲げたが、市場では当初から十分な信認を得られなかった。むしろ市場は、日銀が目的達成に向かってどのような手段をどの程度発動するのかに関心を集中した。日銀は金融市場に働き掛けるアクションを相応に講じたことで、「量的・質的金融緩和」の初期には為替レートを通じた効果も生じた。もともと、銀行貸出がなかなか伸びないことに象徴されるように、構造的課題を抱える国内経済にとっては、2%インフレの実現という目標には無理があった。日銀は当面何をどこまで達成するのか再検討すべき段階に来ており、現実的な内容に修正しなければ、不透明性の増加を通じて、むしろ期待の後退を招きかねない。

福田氏：

・GDP ギャップにも注目すべきである。日銀は GDP ギャップが概ね消滅していると考えるので、インフレがいつ生じてもおかしくなく、そうならないのはインフレ期待が「適格的」だからと主張する。一方で内閣府は GDP ギャップが残存している。労働市場は完全雇用に近い状態にあるが、日銀の推計する GDP ギャップは楽観的過ぎるとの理解がある。その結果、GDP ギャップが残る以上は物価が上がらないという期待が生じているのではないか。

須田氏：

・リーマンショック前には、日銀は GDP ギャップが+2%を超えていると推計していた。2013 年以降の GDP ギャップは、日銀の推計でもゼロ近傍で推移し、「量的・質的金融緩和」に関わらず GDP ギャップが好転していないことを示唆する。日銀はその理由を説明すべきであろう。

神津氏：

・労働に関しては完全雇用だが、資本にはなお過剰が残っている。しかし、現在の資本がフル稼働するような需要は sustainable ではなく、そういう需要が一時的に創出されると、結局将来、企業が過剰資本の負担に苦しむことになりかねない。マクロ的に過剰資本も含めて推計すると、需給ギャップを過大評価することになるのではないか。

北村氏：

・なぜ、企業は過剰設備を廃棄したり、更新投資を中止したりしないのか。フル稼働する見込みがないならば、対応を講ずることが当然ではないか。

須田氏：

・会計や税金といった制度上の制約によるのか。

神津氏：

・一般論としては、個々の企業にとって、過剰設備を廃棄することは、過去の経営判断に対する疑義に結びつきやすいという問題もあるだろう。

北村氏：

・経営者は「適格的」に考えるのではなく、将来を展望して合理的な決断を下すべきではないか。

内田氏：

・全企業が過剰設備を抱える訳でもない。中小企業にも、コアとノンコアの事業を峻別し構造転換を進める動きも見られる。その上で、大量のベースマネーを供給しても設備投資の活発化に繋がらないことは、先進国に共通する問題である。この点の仮説として、製品の開発頻度の上昇がある。かつては製品のライフサイクルが数年に及んだので、部品メーカーも能力増強投資を行った。しかし、IT の影響もあってライフサイクルが短期化した結果、部品メーカーは既存の生産ラインの効率活用を迫り、大規模な投資を控える。銀行から見ても、リーマンショック以降も資金需要があるのは、IT、不

動産、エネルギーといった産業に限定され、公益や化学といった業種が大規模な投資を行っていた時代とは様相が異なる。

福田氏:

・資本だけでなく現金も過剰であり、だから当然に借入れ需要も低い。GDP ギャップがゼロなのに現金を抱える理由は何か。

神津氏:

・一般に企業経営者は、抱える現金をどう使うべきかなお躊躇していると言われる。日本の製造業には国際競争力を失いつつある分野があるが、だからこそ短期的にはビジネス・ポートフォリオを入れ替えるリスクをとりにくくなっており、その結果、流動性の高い資産を抱え込んでいるという側面もあるのではないか。

須田氏:

・マイナス金利政策の導入後は、企業にとって余剰な現預金を抱えるコストは高まっている。それでも、企業経営者は「今後何が起きるか分からない」という漠然とした不安の下で現預金を抱え込む。

福田氏:

・企業の現預金保有といっても、某 IT 企業のように大規模な M&A に活用する先もあれば、用途が不明確なまま抱えている先もあろう。後者は日本経済の停滞の象徴である。

内田氏:

・この点は日本の産業構造にも関連している。つまり、日本の製造業は、主として世界に部品を供給する役割を担っており、Tier1 から Tier3 の各段階に世界シェアが 50~60%といった企業が多数存在する。他方で、世界の製造業大企業はコーディネーターと化し、多様な部品メーカーを使いこなしてビジネスを展開する。大企業の側は複数の選択肢を持っているが、部品メーカーはどの大企業と組むかに関して、相当な経営判断を求められる。

・日本と米欧の企業でもう一つ大きく異なるのはコーポレートガバナンスである。米欧ではエクイティファイナンスのウエイトが高いだけに、キャッシュに余裕が生じれば自社株買いや配当に充てるよう圧力が掛かる。これに対し、日本の場合はオーナー企業も多く間接金融が主体なので、安定経営に対する指向が強い。

柳川氏:

・需給ギャップが消滅するまで物価が上がらない一方、需給ギャップを消滅させるには企業の構造改革やガバナンス強化が必要ならば、金融政策で物価を持ち上げるには限界がある。企業に対して需給ギャップの消滅に繋がる行動を促す金融政策は何かという問題設定が必要であろう。

根本氏:

・本当に完全雇用と考えてよいか。有効求人倍率も産業別に乖離が大きく、人員の不足が深刻でない産業では賃金は上昇しにくい。また、各企業の内部でも、人員の余剰な部門から不足する部門への配置転換が引続き課題である。

北村氏:

・Fintech を例にとっても、米欧の金融機関は兆円単位の投資を行うのに対し、日本の金融機関による投資規模は多くて数百億円単位である。こうした違いは人材の資質や将来のビジネスの展望にも大きな影響を与える。その原因は何であると理解すべきか。

福田氏:

・グローバルスタンダードからみれば金額は小さいが、日本の金融機関としては思い切った投資を行っている感覚である。違いは主たる担い手の特性に起因する。米国では Fintech 投資の担い手はシリコンバレーの IT 企業であり、リスクテイク姿勢が格段に強い。

翁氏:

・オープン・イノベーションに対する取組みは、日本でも最近増えてはきたが米国に比べて遅れている。ベンチャーに対する投資スタンスが変わらないと、その差はなかなか埋まらない。

大島氏:

・金融機関としても、リテール決済や AI で投資アドバイスを行う領域では IT 投資を積極的に行っている。銀行は一等地に支店を設置し、決済システムを装備してビジネスを行ってきた。しかし、モバイル端末で対応しうる世界も成長する中で、両者のバランスを取る必要があるほか、地方支店の機能をどうするかという課題もある。その上で、IT 投資額は、米欧の銀行との比較だけでなく、アジアや中国の銀行との比較でも相対的に小さいという認識は持っている。

神津氏:

・海外の場合は、Fintech の参入がより容易な「unbanked」の人々のマーケットがあり、そこで新たにビジネスを拡大しているが、「unbanked」の人々が少ない日本では、Fintech は既存のチャネルの代替となる側面が大きく、だから米国のような急拡大を図るにはハードルが高い。日本の製造業にも似たような面があり、大きくジャンプすれば別の望ましい均衡にシフトできる可能性があるが、現在はある種の別の緩い均衡にあるので、すぐにジャンプするインセンティブが大きくない可能性がある。

福田氏:

・日本は国内市場が大きかったため、そこで上手くビジネスができれば成長が可能であった。しかし、国内市場の縮小が十分予見しうる状況にも関わらず、企業は国内市場で上手くやっていることに満足している面がある。国内でのビジネスのやり方は海外市場では通用しない可能性が高い。Fintech の場合も海外市場を見据えた戦略が必要である。

須田氏:

・経済活動の主役は民間企業であるのに、民間企業が政府に過度に依存していることも問題である。成長戦略についても政府が対策を講じれば民間が動くという議論が目立つ。また、民間企業は何か新たなビジネスを行う場合に、事前に政府にお伺いを立てる指向も目立つ。日本の企業には entrepreneurship が不足している印象を

受ける。

神津氏:

・その通りだと思う。その上で変化の可能性があるとするれば、企業の CEO が自らの在任中に自社が破綻するリスクを相応に意識した場合ではないか。危機感が生じれば、リスクをテイクして新たな均衡へのジャンプを目指すこともあるだろう。海外から経営の専門家を招聘すればよいとの意見もあるが、日本のグローバル企業でも、英語で全ての意思決定を行う体制にするのはなおかなり難しいところが多いのではないかと。

翁氏:

・日本企業でグローバルな執行体制まで確立できている先は本当に少ない。しかし、そこまでゆかないと国際競争力を強化することはできない訳であり、そのためにガバナンスの強化を含めて、CEO の意識改革が重要である。

井上<モデレーター>:

・日本経済の構造的特徴を念頭に置いた場合、金融政策の波及メカニズムはどう考えればよいか。大島さんからは「量的・質的金融緩和」の初期に為替レートや株価といった市場を通じた効果が実現したという指摘があった。あるいは、実質金利を下げれば有効需要を生み出すことができるのか。

福田氏:

・実質金利は既に十分に低下しているが、有効需要が実現しない理由が経済構造にあるというのが標準的な理解であろうし、実質金利を更に引き下げても状況は大きく変わらない。

井上<モデレーター>:

・理論的には、構造問題の結果として自然利子率が大きく低下しているため、実質金利はそれを更に下回るところまで下げないと、政策効果は生まれえないという議論も可能ではないかと。

福田氏:

・確かに現在は、実質金利が自然利子率に比べて相対的に高止まっている可能性は存在するので、実質金利をそこまで下げること自体は望ましい政策である。

高田氏:

・「適格的」な期待形成は、物価だけでなく経済成長にも相当に当てはまる。目先の景気が良くなっても設備投資が伸びないのも、企業経営者が過去の低成長をもとに将来を展望することによる面が大きいのではないかと。しかも、実際の成長率がどの程度改善すれば、企業の期待成長率が改善するのか判然としない。

加藤氏:

・先週の黒田総裁と中曾副総裁の講演はともに、日銀として実質金利の引下げに注力すると述べると同時に、政府に対して自然利子率の引上げを促す政策の実施を求めた。これまで、日銀幹部は後者のような問題提起を明示的に行うことは少なかったため新鮮に

感じられた。因みに、ECB も同様な問題提起を行っている。つまり、ECB は、インフレ目標の達成を目指す medium term について、4 月の議事要旨で、インフレは貨幣的現象であるとしつつも、域内国の政府による構造改革の取組み如何によって、具体的な期間が変化すると理解を示している。

・中央銀行が発言することで政府が動くかという問題はあるにせよ、日銀はこうした考え方を明示的に主張すべきであろう。日銀も「量的・質的金融緩和」の当初は、アナウンスメントによって期待を動かしようと考えていたのであろうが、実際はそうならない状況の下で、「総括的検証」を機に、政策の波及メカニズムに関する発信をきちんと行うべきである。

須田氏:

・日銀と政府は 2013 年の「共同声明」に戻るべきである。つまり、政府による構造改革が責任を以って行われる下で、日銀は 2% のインフレ目標を追求することにした訳である。それがなく下で、日銀だけが努力しても 2% のインフレ目標の達成は難しい。

翁氏:

・その通りで、本来はこの「共同声明」が日銀と政府によって遵守される下での 2% のインフレ目標であったはずである。政府のコミットメントは、財政の健全化も含めて十分に果たされていない。

高田氏:

・「量的・質的金融緩和」の下で、日銀は物価が日銀の専管事項であるという考え方を維持してきたが、今後は政府と一体で成長戦略を追求する線にシフトする、あるいは民間の対応も含めて 2% インフレへの筋道を示すといった対応が必要ではないかと。

内田氏:

・日銀にとって異なる二つの選択肢がある。第一に、政府が構造改革や財政再建を行う一方、これに伴う痛みを金融政策によって緩和するものである。最終的には 2% のインフレと健全な経済成長が実現するが、途中段階で相当なデフレを覚悟する必要もある。第二に、政府が大幅な財政支出を行う一方、これを金融緩和でサポートするものである。こうした統合政府的なアプローチはインフレ指向である。日銀がいずれを選択するかは、「共同声明」を含め、必ずしも明確になっていない。

井上<モデレーター>:

・欧米の関係者と議論しても、日本でこれだけ強力な政権が維持されているのに、内田さんが説明された第一の選択肢を採用し得なかったことに落胆を示されることが多い。

根本氏:

・金融政策を構造改革と協調して進める考え方には賛成だが、構造改革が進まない場合に中央銀行はどう対処すべきか。例えば、Jackson Hole での ECB 幹部の講演テキストによれば、ECB は構造改革などの政策効果が発揮されるまでの短期決戦として金融緩和を行っていると言明した一方、そうした政策が実現しない場合は

金融緩和を一段と強化せざるを得ないと指摘した。

福田氏：

・日銀内にも二つの考え方が存在する。一つは、日本経済は本源的には強い面もあるが、ある種の coordination failure のために「デフレ均衡」に陥っているという理解である。この場合、必要な政策は期待を変化させることである。もう一つは、日本経済には構造的な問題があるために、自然利子率が低下し「デフレ均衡」に陥っているという理解である。この場合は構造改革を進めることが必要になる。「総括的検証」は、本来、こうした点に関する整理も含めて行わないと、不適切な政策対応を導きかねない。

北村氏：

・現在の日銀法で、日銀は政府から独立して意思決定を行うことが想定されていたが、政府の意向に沿った人物が総裁や副総裁、審議委員として任命されるのであれば実現は難しい。この点も、日銀内では議論が難しいので、外部の専門家が議論する必要がある。

福田氏：

・逆に日銀内で議論できるはずなのに、適切に議論していないことは、インフレ目標の達成に時間がかかる場合、「量的・質的金融緩和」をどこまで継続しうるかである。日銀は、国債買入れを残高で年間 80 兆円増やし続けることを含め、継続性に自信を示している。この点に関して適切な説明を行わないまま、単に自信を示すだけでよいのか。

井上<モデレーター>：

・「量的・質的金融緩和」の継続性を巡る懸念は、今回の「総括的検証」の背景の一つと推察される。もっとも、この点に関して福田さんの言う明確な形の説明が行われるかどうかは不透明である。例えば相応の持続性を持つ新たな政策手段の導入をもって、事実上の回答とする可能性もある

内田氏：

・日銀が「量的・質的金融緩和」を無制限に継続できると主張する際には、損失が生じても seigniorage を活用して処理できる、買入れた国債もいずれは償還を通じて縮小させることができる、という二つの仮定に依存している。しかし、今後ゼロ金利ないしマイナス金利の期間があるとすれば、その分の seigniorage の流れはゼロないしマイナスになる。また、ETF や REIT のように償還期間がない資産は、残高を圧縮するには市場売却が必要となり、実効性に懸念も残る。そうなると、自己資本を銀行券残高と留保利益との対比で定義することの不適切さも含め、政策の持続性に関する理解も大きな影響を受ける。

須田氏：

・旧法には、日銀に損失が生じた場合に政府がそれを補填しうるとする条項があったが、新法では廃止され、自己資本の範囲内で自律的に政策を運営することになった。しかし、「量的・質的金融緩和」は一近年における引当金の積み増しを勧奨しても一既に自己資本

の範囲内という考え方を逸脱し、時価会計を適用すれば債務超過に陥る可能性があるほか、最終的には政府に対する納付金を長期に亘って停止する事態も考えられる。

神津氏：

・時価評価をした場合、seigniorage の NPV が中央銀行の資産に入ってくるので、それを勘案すれば、中央銀行が将来に亘って債務超過にならない可能性は高まる。現時点では、日銀がこうした意味で債務超過に陥っているとは考えられず、須田さんが指摘されたほど悲観的な状況ではないと個人的には思う。もちろん、今後のマイナス金利政策の期間や深さ如何だが、いずれはマイナス金利政策からも脱却するはずである。いずれにしても、日本政府と日本銀行は国家が破綻しない限り存続しうると考えれば、seigniorage の NPV、ひいては損を出しながらの資産買入れの余地はある程度あるはずだ。

内田氏：

・よりシンプルには、seigniorage は分子が名目金利で分母が実質金利と考えることができる。最終的には名目金利がプラスなので資産買入れを続けることができるというのが日銀の説明であるが、その過程では、かなりの期間に亘って名目金利がゼロないしマイナスになる可能性は存在する。

神津氏：

・そうした要因によって、日銀が短期的に債務超過に陥っても、最終的には解消されるはずである。従って、市場参加者が合理的に理解すれば、日銀が破綻することはない。

須田氏：

・日銀が無限に存続するとか、どこかで保有資産の「正常化」が可能であると想定すれば、将来に生じうる損失も seigniorage でカバーできる。しかし、その過程で政府に対する納付金を停止せざるを得ない場合、国民からは「選挙で選ばれていない日銀が税金を浪費した」との厳しい批判が予想され、金融政策の信認に深刻な影響を与える懸念がある。FRB も、こうした点を懸念しているから保有資産の「正常化」を真剣に検討している。このように、中央銀行の資産買入れについては、最終的な姿だけでなく途中のパスについてもきちんと思えるべきではないか。

福田氏：

・日銀が seigniorage を使うといっても、代って恩恵を受けるのは政府部門であるので、両者を統合すればマクロ的に seigniorage が減った訳ではなく、国民が不満をもつかどうかはわからない。

2. 政策手段の評価と展望

井上<オーガナイザー>：

・既に政策手段に関する論点に進んでいるので、事務局参考資料の後半部分をレビューしておく、国債買入れに関しては、日銀保有国債の年別別のパターンはフローとストックと双方の意味で決して一様ではない。また、3月の「公開版コンファレンス」で岩田さんも

推計結果を示されたが、投資家種類別の国債保有ニーズをもとに、日銀による国債の「買い余力」と「限界」到達時期を考えることが広く行われるようになっていく。

・マイナス金利政策については、その波及効果を考える上で、日銀当座預金の業態別の分布の変化や、短期金融市場での金利形成に着目することが重要であろう。この点は後ほど、加藤さんにフォローアップをお願いしたい。この間、金融機関の預貸金利鞘はその後も縮小を続けており、特に低利率の貸出が占めるシェアが顕著な上昇を続けている点が注目される。

・市場では、マイナス金利政策の決定後に国債のイールドカーブがフラット化し、足許で若干の調整はあったが依然としてそうした特徴が残存する点が議論の焦点である。「金融市場パネル」もスイスがマイナス金利政策を導入した直後から着目してきたが、今回のフラット化の背景について、市場では、①search for yield の強まり、②（ユーロ圏との比較でみた）国債管理政策の特徴、③長期の低位な成長期待とインフレ期待を映じたマイナス金利政策の「通常化」懸念、等の仮説が示されている。

福田氏:

・日銀が国債の 6 割とか 7 割を保有するようになって、国債買入れを継続することは可能か。

高田氏:

・現在、民間投資家の売却余力は 230 兆円程度と試算されるので、日銀が現在と同じく 80 兆円ずつ残高を増やそうとすれば、単純に言ってあと 3 年しか続けられない。その上、金融機関が担保などの目的でも国債を保有していることを考えれば、あと 1~2 年といった段階から国債買入れに札割れのような制約が生ずる。もちろん、日銀が買入れ価格に拘らず買い進むのであれば、ある程度の買入れ額を確保することはできるが、現在の水準を維持することは難しい。他の資産を買入れ対象に加えても、国債ほどの市場規模を持つものは存在せず、いずれにしても限界的な対応に止まる。

大島氏:

・日銀が現在の規模で国債買入れを支障なく進めることができるのはあと 1 年程度ではないか。現在、金融機関が保有している国債の 1/3 から 1/2 は担保等に必要である。今後は、デリバティブ取引やクロスボーダーのレポなど、金融機能を維持するためにニーズが高まる。

内田氏:

・日本の金融機関の預貸利鞘は事務局参考資料の通りであるが、欧州は 200bp 程度、米国は 300bp 程度とはるかに厚い。同じマイナス金利政策の下にあるユーロ圏でも、インターバンクでは深いマイナス金利での取引もあるが、多くはユーロ圏に対する通貨ペッグ国の銀行との取引で生じ、ペッグが解消されるリスクに対するプレミアムの意味合いを持つ。これに対し、住宅貸付や一般企業向け貸出の金利は相応に高いプラス水準を維持している。この間、日

本の住宅ローン金利は保証料を除くとほぼゼロまで低下した。金融機関は、金利の観点では、全体のリスク量、VaR 値、NII の三つの要素からバランスシートを管理するが、マイナス金利政策が継続するとNIIの面からバランスシートの運営に影響を与える。そうなると、黒田総裁や中曽副総裁が指摘したように、金融機関のリスクテイクを抑制することにも繋がる。日銀が、「総括的検証」の中でマイナス金利政策のコストとベネフィットを検討する際は、海外との金融構造の違いや将来の資金収益を通じた銀行のバランスシート運営への影響といった点も考慮して欲しい。

根本氏:

・ユーロ圏の銀行における貸出金利は日本より高く、利鞘も厚いが、足許で個人向けも法人向けもかなり低下し、貸出も増加している。デンマークやスウェーデンでは、住宅市場の過熱に対して監督当局が自己資本賦課を増やしていることもあり、住宅ローン金利は上昇している。両国の場合は為替レートの安定を目的にマイナス金利政策を導入しただけに、銀行に対する貸出金利引下げの圧力も強くないように見える。

・マイナス金利政策が影響を与えていることは事実としても、日本の銀行の収益が厳しいことには、為替スワップを通じたドル資金調達レートの高止まっているとか、投信や保険の販売が市場環境の要因もあって低調になっているといった要因も複合的に効いている。市場機能への影響としては、マイナスレートで取引可能なデリバティブとそうでない現物との裁定が困難化したり、マイナスレートを想定しないリスク管理モデルが使えなくなったりする問題も指摘されている。

大島氏:

・マイナス金利政策の導入が決定された直後には、短期金利を参照する一部のデリバティブのプライシングが困難になった。その後、金融機関の努力によって多くの問題は解消したが、なお一部の取引に支障がある。日銀がマイナス金利政策を一段と強化した場合、変動金利貸出の相応の部分がマイナス領域に入り、銀行収益に大きな影響が生ずるだけでなく、銀行と顧客との関係にも混乱が生じうる。為替レートを含む政策効果とのバランスを考えても、マイナス金利政策の強化は厳しいように思う。

加藤氏:

・マイナス金利政策の導入とともに急減したコール市場の参加者もある程度回復したが、ここ数ヶ月は頭打ちで、マイナス金利では取引しないプレーヤーも存在する。3階層式のマイナス金利政策の下では、金融機関が政策金利残高の最小化を目指して緻密な資金繰りを復活させ、日銀による資金需給予想に対する関心も復活した。CP 市場では発行レートは低下したが発行量は低調である。企業の間では、長期金利が低位なうちに社債発行等によって長期の資金を確保するインセンティブが高い。銀行は貸出金利への影響を懸念してマイナスのCPレートを容認せず、一部の仲介業者や金融機関はオペを通じて日銀に売却できる限りはマイナスレートでも引

き受けているが、マイナス利回りでも保有しようとする民間投資家は殆どいないだけに、こうした動きも限界的である。

・同じマイナス金利政策の下にありながら、日本とユーロ圏ではイールドカーブの形状や対顧客貸出金利の利鞘の幅が異なる。日銀はマイナス金利の水準を ECB のようにより深くすることが可能と主張するが、その場合、金融機関が受ける打撃は欧州よりも厳しいだろう。なお、スウェーデンの住宅ローン金利は、現在、10 年固定で 3%程度である。それでも需要が強く、監督当局が LTV 規制などを強化している背景としては、出生率が高いほか人口流入も大きい住宅需給の見通しがタイトであることに加え、社会保障が手厚いため老後への不安が少ないといった要因が指摘されている。こうした状況では住宅ローン需要の金利弾力性が高い訳である。

井上くオーガナイザー：

・前回の会合で福田さんが提起されたように、日銀が超長期の金利を抑制してきたとしても、実体経済に効果を及ぼしうのかという論点がある。加藤さんの指摘されたスウェーデンの例だけでなく、FRB も米国における金融政策の波及メカニズムにおいて住宅投資が大きい位置を占めるという説明を行うことが多い。

福田氏：

・企業の設備投資を刺激する上で超長期の金利はあまり関係がなく、5 年のような中期金利の引下げが重要である。一方、住宅投資に対しては超長期の金利低下が効果を持つが、実需如何という問題もある。日本でも住宅投資が相応に活発化しているが、投資や節税を主眼とする賃貸目的のものも少なくない。なお、日本の場合は銀行預金が増え続けているので、銀行にとって貸出金利を引き上げるとは尚更に難しいのであろう。

須田氏：

・「量的・質的金融緩和」は持続的な枠組みに変えて欲しいし、マイナス金利政策を現時点で強化することも望ましいと思わない。その上で、日本経済が将来ショックに見舞われ、日銀が何もしないことは許されない事態になった場合に、相対的にコストが小さい政策手段は何か。

内田氏：

・ECB と同じように、日銀も持続性を高める方向を目指すのであろう。その上で日本経済のストレスが高まった場合は、いわばピンポイントで対応することになろう。為替レートが極端に円高になれば、マイナス金利政策を強化することになろう。円資産の保有に対してインターバンクでペナルティを課すことが、円高に対して最も効果的である。GDP 成長率が顕著に低下すれば、補正予算によって財政支出を増やすとともに日銀が金融緩和でこれを支えるであろう。

根本氏：

・マイナス金利政策を強化する場合、副作用を抑制する手段はあるのか。

内田氏：

・イールドカーブがもう少しスティープにならないと、「適格的」な期待形成の下で前向きの期待は生まれにくいし、保険や年金の運用収益も確保できず、社会問題に発展しかねない。その意味で日銀はイールドカーブをスティープする対応を指向するのではないかと。

加藤氏：

・日銀は、「量的・質的金融緩和」の下で国債のイールドカーブがフラット化し過ぎているとみているが、理由については、日銀が超長期の国債を大量に買い入れているためだけでなく、日銀による forward guidance—安定的に 2%のインフレを達成するまで「量的・質的金融緩和」を維持する—が強力に効いているため、あるいは実質金利が十分に下がらず、将来のインフレ期待が上がらないためと理解することもできる。

大島氏：

・Brexit 後の長期金利上昇は相当なインパクトがあった。今後も様々なイベントで長期金利の volatility が高まる事態が予想されるだけに、適切なリスクプレミアムのあり方を含むイールドカーブの形状が重要である。Jackson Hole でも議論があったかもしれないが、中央銀行が大量の国債買入れによって長期金利を無理に押し下げるより、一定の範囲にコントロールしつつ、適切な形状のイールドカーブに戻っていった方が、健全な経済活動や金融システムの安定にとって望ましいという意見が強まってきたのではないかと。一方で、長期金利の水準自体は、別なアプローチで考えるべきであろう。年金や保険は深刻な運用難に陥っており、このままではマイナス金利政策の効果を減衰させる。

神津氏：

・「量的・質的金融緩和」の当初はベースマネーに意図的にアクセントを置いた説明だったが、それを今回の「総括的検証」では、程度はともかくベースマネーの意味合いを低下させることとなる。結果として、政策効果の主たる波及メカニズムは、FRB の Large Scale Asset Purchase と同様、バランスシートの規模拡大という説明になるのではないだろうか。国債買入れの限界論に関しても、バランスシートさえ拡大すれば緩和効果があると説明できれば、「量」でも「質」でも「金利」でもない金のような代替的な資産の買入れも含め柔軟性が高まる。

高田氏：

・バランスシートの拡大は適切であると思うし、金や不動産、銀行貸出債権といった選択肢も理論的には存在するが、現実に日本で兆円単位で買入れることのできる資産は国債しか存在しない。逆に、他の資産という議論をすると、バランスシートの拡大がかなり小さなスケールになる。日銀は国債を含めていくらかでも資産買入れが可能と主張するが、こうした理論と実務との折り合いをつけることも今後数年間の課題である。

翁氏：

・日本経済がショックに見舞われた場合の日銀の対応については、

内田さんの整理に同感である。マイナス金利政策を導入した際には、日銀もイールドカーブがここまでフラット化するとは予想しなかったであろうが、金融機関の収益に相当な影響を及ぼし、保険や年金にとって意味のある投資機会は海外に限定されるようになった。こうした状況が続けば、家計の老後に対する不安も強まる。このため、イールドカーブは相応にスティープになった方が良いと思うが、その場合、日銀がインフレ期待をどう考えるかという問題に戻るし、大規模な資産買入れとの関係も課題として浮上する。

神津氏:

・日銀は、昨年、「均衡イールドカーブ」の概念を示した。イールドカーブが相応にスティープでないとなれば様々な問題が生ずることを考えると、日銀として、「均衡イールドカーブ」と実際のイールドカーブを対比しつつ国債買入れを調整すると表明する可能性はある。そうなると日銀が資産のツイストを目指すことになり、それと一体でマイナス金利政策の強化を図ることも考えられる。

・日銀が、労働市場は完全雇用にあると判断しているのであれば、賃金等の stickiness の影響が次第に解消するに連れてインフレ率が徐々に高まると考えることは可能である。その上で、このプロセスが頓挫しそうな場合には、期待を下支えするためにも追加緩和が必要になる。その場合に、日銀はバランスシートの拡大とイールドカーブの形状の調整という手段を使うのではないだろうか。「アヒルの水かき」的な努力は続けていく必要がある。

加藤氏:

・イールドカーブをスティープ化すること自体は望ましいが、例えば、「均衡イールドカーブ」を参照しつつ調整する場合、中長期金利のターゲティングまで進むと、具体的にどのような水準に設定するか、国債の買入れ量との関係をどうするかといった問題が生ずる。さらに、イールドカーブを顕著にスティープ化させると円高圧力が増すリスクも日銀は警戒すると思う。

大島氏:

・今回は、FRB が利上げに踏み切れるかどうかという問題はあるにせよ、海外環境は安定しており、円高のリスクも大きくないという意味でも「総括的検証」には良い環境が用意されている。

福田氏:

・マクロ経済政策は経済全体の政策効果を念頭に実施されるべきであり、様々な経済主体に異なる影響を生ずること自体は避けがたい。円相場も金利水準も、高いほうが望ましい主体もいれば、そうでない主体もいるが、その時々で反対者を説得しながら全体としてプラスの効果の大きい政策を運営しなければならない。

北村氏:

・金融機関が operation 上必要とする国債まで中央銀行が買い上げるのは、極端な領域に入っている印象を受ける。つまり、監督当局が国債の保有を要求しながら、他方で中央銀行がそれを買うのは、コスト・ベネフィットとは違う次元の話である。イールドカーブの

形状も、市場が決める姿に戻るのが大前提であり、中央銀行が市場の全ての領域に介入し続けるのは健全とは思えない。中央銀行は、政策目的を再確認し、それに即した手段の再構成が必要だ。

内田氏:

・技術的には、日本銀行が買入れた国債をマイナス利回りのレポで金融機関に供給すれば、担保や規制に対応するための国債不足という問題に対応しうる柔軟性は残っている。

井上<オーガナイザー>:

・一般的に言えば、BOE が8月の追加緩和で実施したように、金融政策とマクロブルードレンス政策とのポリシーミックスを考える余地はあるのか。

内田氏:

・ただし、それが望ましいかどうかは必ずしも明らかではない。

井上<オーガナイザー>:

・最終的にはどちらの政策目標を優先すべきなのかという選択の問題となる。

福田氏:

・BOE の場合は、トップは共通だが、独立の組織で二つの政策を議論している。これに対して日銀は、やはり金融政策が優先するよう思うし、例えば、「金融システムレポート」も金融政策と対立する議論を行うことには限界があるように見える。

須田氏:

・国債買入れの「量」に関する目標を維持したままで、イールドカーブのスティープ化を図ることは可能か。買いやすいゾーン为国債を買ったと、結果的には長期ゾーンの国債買入れが増えがちになる。

高田氏:

・「量」の面ではいずれ限界に直面するので、何らかの形で「金利」に近い世界に持ってゆかないと持続的な枠組みにはならない。日銀は、ある程度ファジーな形であるにしても「金利」を軸にした枠組みにするのかという選択を遠からず迫られる。

加藤氏:

・スウェーデンでは、日銀よりも深いマイナス金利政策を採用しているのに、10年国債の利回りがプラス10bp程度と日本よりかなり高い。その背景には、リクスバンクが国債をさほど買入れていないことに加え、政策金利の予想パスをファンチャートで示していることが指摘される。現在、ファンチャートはリクスバンクが2018年に政策金利をプラスにすることを示唆しており、市場もマイナス金利政策を一時的と理解することになる。

・これに対して、日銀の forward guidance の下で、市場は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」がいつまで続くかわからないという印象を持ち、結果としてイールドカーブはつぶれやすくなる。そうだとすると、仮に日銀が国債買入れの「量」を減らしても、イールドカーブの形状にどの程度影響を与えうるか不透明である。この点も、

結局は2%のインフレ目標達成に対する信認の問題に戻ってくる。

福田氏:

・信認に関していえば、forward guidance 自体もさることながら、そもそも実際のインフレ率が改善せず、インフレ見通しが過大評価を続けていることがより深刻である。

高田氏:

・スウェーデンも、今後のインフレ率のパフォーマンスによっては、日銀と同じ状況に陥るかもしれない。特にスウェーデンの場合は対ユーロの為替レートをターゲットにしているので、ユーロ圏の経済や金融政策の如何によって実際のインフレ率が左右される。

井上<オーガナイザー>:

・市場でも、「総括的検証」に際して「金利」と「量」のウエイトが変更されるとの見方が強いし、イールドカーブのステープ化に関しては「均衡イールドカーブ」が参照されるとの指摘を聞くことも多い。一方で、財政事情が厳しい下で、日銀が国債価格をコントロールしようというメッセージを発することに懸念はないのか。

大島氏:

・表立って価格コントロールに言及するのは望ましくないが、日銀が、過去にも実施したように利回りの急騰したゾーンの国債の買入れを増やすことも含めて、買入れ方式の変化を市場に上手く織り込ませる余地は存在する。

須田氏:

・私の記憶では「均衡イールドカーブ」自体が相当にフラットであったように思うが。

神津氏:

・それはそうだが、10年金利の均衡値がマイナスになるだろうか。

翁氏:

・国債の円滑消化やイールドカーブの形状に対する働きかけについては、流動性入札の運営なども含めて、本来は財務省の領域であるように思う。

福田氏:

・それは日銀が短期の国債だけを買っていた頃の話である。ここまで長期の国債を買入れながら、国債市場の機能に日銀が責任を負わないことは可能であろうか。

翁氏:

・その通りであり、今や、日銀はレポ等の運営を含めて、国債市場の機能維持にも配慮すべきである。

高田氏:

・日銀の金融政策は財務省の国債管理政策と事実上一体化した。

根本氏:

・日銀は「金融システムレポート」で国債市場の機能低下を指摘しているが、他のFSRに比べて分析が具体的でない印象も受ける。

大島氏:

・金融市場局が定期的にサーベイ結果を公表しているが、市場流動性が厳しい状況にあることが示唆されている。

高田氏:

・日銀による国債保有のシェアがさらに高まると、もはや市場流動性といった次元の議論ではなくなる。

翁氏:

・それが十分予見しうる以上、日銀がどのような考えで望むのか明らかにしないと、市場は困るのではないかと。

内田氏:

・日銀は様々な市場で市場流動性を吸収しているが、これに対して市場流動性を供給する担い手に着目することも重要である。現在の状況では、短期のインターバンクや国債だけでなく、CP や社債も含めて多くの市場で収益性が低下している結果、担い手が減少しつつある。これを復活することは民間の責任となろうが、実際にはかなりの混乱が生ずる懸念がある。

須田氏:

・規模や手段が異なるので一概には言えないが、日銀が最初の量的緩和を解除した際には、プラスの金利が付いて収益機会が生まれると、民間主体の機能はかなり早期に回復した印象を持つ。

内田氏:

・2006年の際には、日銀が福井総裁をヘッドに短期金融市場の活性化のためのプロジェクトを立ち上げ、主要な市場参加者とともに半年程度かけて丁寧な取引の回復を進めた。当時は超過準備も30兆円程度しかなく、プラスの金利での取引の経験も参加者で共有されていた。その意味でも、自然と市場参加者が増えたり、自然と取引が回復したりする訳ではない。

翁氏:

・その通りであり、だからこそ、日銀には exit に関する議論を明示的に行って欲しいと思う。当時は exit に関する議論を行っていたからこそ、日銀も市場関係者もこうした対応ができたのではないかと。

須田氏:

・日銀は、既に3年以上経過したので、インフレ目標を2年で達成しようとしたことを今更議論しても仕方ないというスタンスだが、短期決戦であったために「量的・質的金融緩和」が可能であった点を再確認することの意味は依然として大きい。

福田氏:

・その通りで、本来はこの点自体を総括すべきなのであろう。

神津氏:

・日銀は、「総括的検証」に際して、2%のインフレ目標がコミットした通りに達成できなかった点について、日銀としてコントロールできない要因によるものと整理するのではないかと。

北村氏:

・「量的・質的金融緩和」の導入時点で、日銀がコントロールできない要因も考慮した上で、インフレ率をどこまで引き上げることが可能か説明すべきであった。そうせずに、神津さんが言われたような説明をするのは責任ある態度と言えるか。

神津氏:

・インフレ期待が「適格的」としたり、コントロールし得ない要因のため目標が達成できなかったと述べたりすることには批判もあろう。しかし、いくつかの要因の影響がなくなれば、2%のインフレ目標が達成されていくとの説明は成立する。それを確認する手段は基調的インフレ率の捕捉であり、日銀は様々な手法で海外要因等による影響を除去しようとしているが、技術的には容易ではない。GDP デフレーターが home-made のインフレ・デフレ圧力を正確に反映しているのであれば、これも参考にすべきだろう。もっとも、実は過去 GDP デフレーターによるインフレ率は CPI インフレ率よりも低い時期が長かった。だとすれば、かつての本当の GDP ギャップは日銀の推計より大きいということになり、CPI インフレ率をもとに「マイルドなデフレ」としていた解釈にも修正を迫られる。今回の「総括的検証」では、そこまで遡って議論することはなく、CPI で 2%インフレ目標の達成までの時間距離はむしろ遠くなるので、それまでの間の「量」の目標を柔軟化するという線に止まるのではないだろうか。

北村氏:

・政策効果を推計する際には、市場の反応も含めて行うのが当然ではないか。また、「量的・質的金融緩和」の初期の効果には、前体制の下で実施された政策の効果も含まれるはずである。

福田氏:

・「量的・質的金融緩和」の初期には市場を通じた効果も政策効果であると説明しつつ、市場が against になると外生的要因として扱うのも腑におちない面もある。

翁氏:

・日本銀行による金融政策の最終的な目的は、国民の welfare の増進であるのに、2%インフレの達成だけを追及することは適切であろうか。

福田氏:

・ただ、日本銀行法によれば物価の安定を通じた国民経済の発展が目的なので、日銀にはあくまでも物価の安定を通じて貢献することが求められる。

翁氏:

・例えば、原油価格が下落することは、インフレ目標の達成にとっては問題であるが、マクロ的には国民経済の発展に資するはずである。

加藤氏:

・「総括的検証」が日銀の都合に合わせたロジックとなる可能性は高いが、市場から見ると、当初の説明を修正せずに無理なオペレ

ーションを続けるのも受け入れ難い。前者のようなトーンでも、市場が「暖かく受け止める」ことは、日銀に「正常化」に向けた適切な歩みを促す意味でも重要ではないか。

神津氏:

・日銀は「総括的検証」に際して緩和度合いを緩めることはないと言明している。ただ、様々な副作用を従来より丁寧に取り上げた上で、関係者にとってより comfortable な金融緩和の強化ができるかどうかを目指すのであろう。

北村氏:

・日銀はもう少し率直なメッセージを出すべきではないか。

須田氏:

・黒田総裁の先週の講演テキストをみても、日銀の説明は少しずつ変化してきた。「総括的検証」を通じて相応に持続可能な枠組みが提示されるなら、「暖かく受け入れる」のが良いように思う。

根本氏:

・ただ、マイナス金利政策に関しては、海外投資家は依然として厳しい姿勢にあるし、IMF も以前ほど supportive ではない。

井上くオーガナイザー:

・議論は尽きないが、時間が迫ってきたのでこの辺りで終了したい。パネリストの皆様には本日も活発なご議論を頂きありがとうございました。
