

## 議 題

新たな金融経済の下での中央銀行像

## 開催日時

2018年3月19日&lt;17時00分~18時00分&gt;

出席者  
(50音順)

池尾和人氏（慶應義塾大学 経済学部教授）  
 植田和男氏（共立女子大学 国際学部教授）  
 五味廣文氏（西村あさひ法律事務所 アドバイザー）  
 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. 実体経済と金融サービスの変化の方向性
2. 金融危機後の中央銀行の変質
3. 中央銀行の目的と政策手段の将来像

## 出席者による発言要旨

## 1. 実体経済と金融サービスの変化の方向性

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。第一の論点は「実体経済と金融サービスの変化の方向性」である。新たな中央銀行像を探る上では、政策環境を構成する実体経済と金融サービスの変化を展望することが前提となる。前者に関しては、足許でグローバルなサプライチェーンの拡大と深化、IT などにおけるネットワーク化や寡占化が進展している。後者に関しては、グローバルな資本フローの拡大とともに多様なクラスの資産価格の相関が上昇するとともに、金融規制と IT の変化の下でシャドーバンキングの継続的な拡大が目立つ。これらの背後では先進国間で金融政策の連動性も上昇している。

## 池尾氏:

・この鼎談のテーマは、金融経済の変化に伴って中央銀行のあり方を見直すべきかどうか、見直すとするかどうかである。議論の出発点となる現在の中央銀行像については、私は連邦準備理事会 (FRB) のグリーンズパン議長によって作られた面が大きいように思う。つまり、前任のボルカー議長までは古典的なインフレファイターとしてのイメージが強かったが、グリーンズパン議長は、巧みな金融政策運営によって「グレート・モデレーション」-1980年代後半から世界金融危機の直前までの約20年に亘る安定した経済パフォーマンスを実現したという印象を植え付けた。結果として、景気対策の中心は金融政策であるべきで、金融政策は強力な効果を持つ、財政政策は「リカードの等価定理」のために有効でないとの見方が定着した訳である。

・私自身は「グレート・モデレーション」に関するこうした見方に疑問を抱いている。既に当時から、IT技術の進歩による在庫管理の効率化

や経済活動におけるサービスのウエイト上昇によって在庫循環が消滅したことや、この期間にネガティブなショックがなかったという幸運などに原因を求める仮説も提示されていた。換言すると、金融政策の効果についても一殆ど運に依存するという極端な考え方は措くとしても一強力だと見えていただけかもしれない。結局、長期に亘る低ボラティリティと金融政策に対する過度な楽観は、その下での野放図なリスクテイクを招き、最終的に世界金融危機に至った。

・金融危機後の FRB は、バーナンキ議長の下でグリーンズパン路線を継承した政策運営を行ったが、実体経済に対する効果は限定的であった。この間、米国の経済学界でも財政政策を再評価する議論が台頭するなど、金融政策を景気対策の中心に置く考え方は修正を余儀なくされている。言葉を変えて言えば、ラジャン氏が指摘したように、グリーンズパン議長以降、中央銀行総裁は金融市場から「ロックスター」のように扱われる時代が到来したが、そうした時代は終わりにすべきというのが新たな時代の中央銀行像の方向性ではないか。しかも、この間の経済環境はグローバル化や IT 化の面では変化したが、「グレート・モデレーション」以降に何か本質的な変化が生じたかどうかは必ずしも明確でない。それでも中央銀行像は変わらざるを得ないというのが実態ではないか。

・事務局から金融政策の連動性の向上という指摘があった。本来、先進諸国が採用する変動相場制の下では、名目為替レートの調整によって名目的なショックは遮断しうるはずである。しかし、先のパネルディスカッションでも指摘されたように、日本を含む各国の中央銀行は名目為替レートに対する拘りが強く、その変動を嫌うために同じ政策を取らざるを得ないので、その帰結として金融政策の連動性が高まったと考えられる。

・「グレート・モデレーション」以降の先進国では、景気拡大の実感は

乏しいが、緩やかなペースでの経済成長が長期に亘って継続することも共通の特徴である。この点はファンダメンタルな経済環境の変化によるかもしれないが、いずれにせよマクロ裁量政策による景気平準化の意味合いも低下するはずである。こうした点からも、新たな中央銀行はできるだけ地味な存在に転換した上で、決済システムの維持のようにインフラを支える役割に注力してはどうかと思う。

#### 植田氏:

・経済学の教科書に沿って考えると、グローバル化や IT 化が進む下では国際資本移動が活発化するだけに、資本移動の金利感応度が上昇するという意味で、変動為替相場の下での金融政策の効果は高まる。一方、国際金融市場の一体化が進むと、そこで生じたショックが広範囲に拡散する点で攪乱要因になりうる。こうした同時的なショックに対しては、名目為替レートによる隔離効果は機能しない。この間、財や労働の国際間での一体化が進めば、一国の中で生じたショックを打ち消す形で財や労働の移動が生ずるので、金融政策の物価への影響力は明らかに低下する。しかし、現在の中央銀行が実際に直面している政策効果の低下にとっては、こうした教科書的な要素よりも、むしろ、世界金融危機の発生とその政策対応を通じて政策金利の名目ゼロ制約に直面したことが大きいように思う。

・池尾さんは、「グレート・モデレーション」を通じて中央銀行総裁のイメージが肥大化し、金融政策への過信が生じた指摘された。それらが幻想ではないとすれば、グリーンズパン議長がボルカー議長の遺産を活用して政策運営に当たることができた点は重要である。当時は、実際のインフレ率とインフレ期待が下方トレンドを辿る下で、インフレに対するリスクプレミアムも同時に低下した。同時に進行したグローバル化や IT 化もインフレ率を抑制するとともに実体経済にはプラスのサプライショックとして働いた。1980 年代にはある程度のインフレが残存していた下で、こうしたサプライショックが生じたことは幸運だった。もっとも、インフレ率が低下した後金融危機が生じ、その後も同じサプライショックが働き続ける下で、インフレ率を引き上げることの困難さが米国でも強く意識されている。

#### 五味氏:

・社会的に乏しい資本を銀行に集中し、経済活動に必要な貸出を行わせるのが日本のかつての金融システムであり、大きなレバレッジをとる銀行の財務の健全性を金融行政がしっかり監視する必要があった。しかし、マクロ的な資金余剰が定着し、金融自由化が進展する中で、金融行政も監視の焦点を変える必要が生じた。つまり、かつて不可欠であった「金融機関行政」に代り、金融が経済活動を支える機能を完全に果たしているかどうかを監視する「金融機能行政」が要請されており、実際に日本の監督当局はこうした方向を目指している。特に、グローバル化や情報技術の発達によって、金融資産が厚みを増す中で、実体経済を凌駕する規模の金融資産が実体経済と離れて動けるようになっただけに、担い手が伝統的金融機関であるかどうかにかかわらず、どういった規制体系で金融機能を把握し、その健全な動きをどのように確認すれば良いかが現在の課題である。

・金融行政である以上、規制に即して監視の方向を決めていくことが基本となる。しかし、リーマンショックを契機に、規制の空白領域でリスクが膨張した場合に誰がそれを把握しうかが新たな問題として浮上した。実際、当時の日米両国の監督当局は、気味の悪い事態に対して真剣な監視を行っていなかった。いわゆる「パリバ・ショック」の発生後も、日本の金融機関が保有する証券化商品は AAA 格なので問題ないという不適切な評価も行われた。ミクロ行政を行う監督当局に対して、規制の空白領域におけるリスクを適切に監視し、必要に応じて規制をかけることが求められる中で、他国の監督当局との連携強化だけでなく、中央銀行との適切な連携が必要との考え方が出てきた。つまり、行政当局から見れば、自ら対応することが難しい規制の空白領域におけるリスクの把握の役割を、その能力を有する中央銀行に果たして欲しいということである。

## 2. 金融危機後の中央銀行の変質

### 井上くモデレーター:

・第二の論点は「金融危機後の中央銀行の変質」である。先進国では、財政余力の低下もあって、中央銀行による金融政策(非伝統的金融政策を含む)がマクロ裁量政策の中心を占めるようになった。同時に、大量の資産買入れによって、資源配分への直接的な介入を主眼とする財政政策との境界が不明確になったり、危機対策の金融監督を含む金融システム安定策の拡充によって、金融監督当局との関係も不明確になったりしている。また、中央銀行のマンデートのこうした多様化は、政策運営を近視眼化したり、政策目標間でのコンフリクトを生じさせやすくしたりしている。

### 五味氏:

・日本の 1990 年代の金融危機では、実体経済のリスクを集中的に抱えている銀行において適切な経営判断が行われず、監督当局からの適切な指導も行われなかったために、バブルの崩壊に伴って生じた不良債権の問題が深刻化し、自力では回復し得ないシステムリスクを齎した。

・その後の危機と決定的に違うのは、リスクの所在が不良債権という信用リスクの問題として明確であった点である。しかも、この信用リスクは実体経済と 1 対 1 で対応し、リスクが顕在化する場所やその大きさ、それに伴う損失の大きさも、相対的に把握しやすかった。後から振り返ってみれば、バブルの成長当時に、金融行政によって個々の金融機関を監視する手法をそのまま適用すれば良かったが、実際には洞察力が不足し先手は打てなかったということであろう。また、中央銀行はバブルの成長当時には大いに懸念していたようだが、物価でなく資産価格の上昇なので、金融政策を発動することは難しいと判断した。これに対しバブルの崩壊後には、伝統的な手法に沿って流動性の潤沢な供給に注力し、金融緩和によって対応しようとした。さらに金融危機後には、ゼロ金利政策のような「非伝統的」な政策手段も活用したが、金融システム問題は長期化していった。

・これに対しリーマンショックは、監督当局からみるとリスクの所在が不明であり、リスクをとって資金を供給する金融機能が基本的に毀

損した。つまり、この間に金融技術の発達によってリスクの移転や分散を可能とする商品が急速に発達しただけでなく、こうした証券化商品を複合化した証券も増加し、实体经济をはるかに上回る規模の金融商品が出現した結果、ももとの参照資産である实体经济に変調が生じた場合に誰が損失を負担するか不透明な状況が出現していた。どの商品がリスクを抱えているか不透明になっただけに、投資家はこうした商品への投資を控えざるを得なかった。こうして市場の金利機能は停止した。これに対し監督当局は金融機関に対する資本注入のような古典的な対応を取ったが、金融危機から回復する過程で、中央銀行はマクロ・プルーデンスの観点も踏まえて量的緩和のような「非伝統的金融政策」を実行した。

・日本銀行による「量的・質的金融緩和」は、「非伝統的」な性格を有するだけでなく、大きな量的なインパクトを伴う政策であるだけに、他の経済政策との接点も大きくなりやすい。かつて旧大蔵省に籍を置いた私自身からみれば、マイナス金利を含む超低金利政策をこれだけ長期に継続することは、財政規律の弛緩を結果的にサポートすることが強く懸念される。財政当局からすれば、インフレ率がいつ2%に達するかわからないが、こうした金融緩和をいつまでも続けて欲しいということであろうし、実際に財政健全化に向けた対応は十分とは言えない。これらは将来に向かって様々な問題を生ずる。まず、中央銀行には市場金利の上昇に伴って保有資産に係る損失が生じ、結果として財政負担を増やす。民間金融機関も超低金利の下で収益力が低下するだけに、金融仲介を十全に果たすことができないリスクが生ずる。こうした状況では、中央銀行も、財政当局や監督当局がどのような立場に置かれ、金融政策が効果を発揮するためにどのような政策手段を行使してもらう必要があるかを、両当局との間で確り確認することが必要である。

・先のパネルディスカッションでも指摘があったが、日本経済の成長には、新たな需要の生じた場所に新たな担い手が商業ベースで参入し、効率性で優位にあるプレーヤーが既得権益を駆逐する好循環が必要である。これが機能しなくなった場合にも中央銀行にできることは限られており、金融緩和という「麻醉」を維持しているうちに、政府の構造改革のような根本的対応が講じられるべきである。金融行政当局も、こうした新たな経済環境の下で個別金融機関が経済活動にして付加価値を適切に付与しつつ、自らのサステナビリティを高めることができるよう、金融機関経営に対する適切な監督を行うことが求められる。中央銀行も最早インフレファイターではない訳であり、今後は財政当局や監督当局との間で良好なコミュニケーションを維持し、適切なバランスの下で一体的に政策対応を行うことが求められる。行政からのこうした連携がなければ、中央銀行の政策が突出し、政策課題に包囲されて動きがとれなくなるであろう。

#### 池尾氏:

・世界金融危機に先立つ時期には、金融政策を経済対策の中心に置く考え方が台頭したのと併せて、中央銀行の機能を金融政策に限定すべきという考え方も力を持った。その典型例はイングランド銀行であり、金融システム安定に関する機能を分離し、金融政策の判断

と実施を担う組織としての位置づけを明確化した。しかし、世界金融危機を経て、それは失敗だったとの考え方が広まったため、イングランド銀行は金融システム安定の役割を再び担うようになった。因みに、日本銀行法の改正に際しても、神戸大の三木谷先生は、日本銀行が金融政策のための組織に純化すべきと主張した。幸いにも日本銀行は金融システム安定の役割を継続して担い、少なくとも白川総裁の時代まではこうした面を重視した形で金融政策が運営されていた。一方、「量的・質的金融緩和」の下では、金融政策が金融システム安定に相反する面もみられた。つまり、政策金利が実効的下限(Effective Lower Bound)に達した後、日本銀行は「非伝統的金融政策」によってイールドカーブを引き下げたので、金融機関の収益にも大きな負担を課すことになった。

・金融政策と金融システム安定策とのバランスについては、冒頭のコメントで述べたように、前者をやや軽くし、むしろ後者に注力することが望ましいように思う。中央銀行はその原点である「銀行の銀行」の役割に立ち返って、金融システムのインフラの役割にもっと注力すべきである。五味さんの提示された中央銀行と財政当局や監督当局との適切なバランスという方向性は魅力的だが、実際の動きは必ずしもそうならない印象を受ける。

#### 植田氏:

・五味さんは、シャドーバンクのような領域で金融仲介が拡大した場合にはミクロ的な金融行政だけでは限界があるため、中央銀行による関与が望まれると指摘され、私も基本的には賛成である。ただし、中央銀行がシャドーバンクに関して行政当局よりも豊富な情報を持っているとは必ずしも言えないように思う。むしろ、中央銀行がこうした領域をカバーし、マクロ・プルーデンスに関与することの積極的な理由は他にも存在する。まず、政策金利を調整すれば、伝統的な銀行とシャドーバンクの双方に影響を与えることができるという強い論点がある。また、市場発の金融危機の場合は、流動性プレミアムが急上昇し市場流動性が枯渇するが、問題の生じた資産を一時的に市場から切り離す上で、バランスシートに柔軟性を持つ中央銀行はこうした資産の買入れに最も適した主体である。ただし、これは中央銀行でないとできない訳ではない。さらに中央銀行は行政当局に比べて政策遂行の機動性が高い。ただし、中央銀行にはこうした優位性がある一方、金融システム安定の役割を拡大することで、金融政策の独立性に関して微妙な問題を生じうる面もある。

### 3. 中央銀行の目的と政策手段の将来像

#### 井上くモデレーター:

・第三の論点は「中央銀行の目的と政策手段の将来像」である。伝統的な政策目標である物価の安定は、グローバル化の下では国内の需給調整だけでは達成し難い。資産価格変動が景気動向を大きく左右する事態もむしろ常態化している。また、中央銀行が伝統的に政策効果の波及メカニズムとして依存してきた銀行の金融仲介にも、規制や技術の変化の中で、そのあり方と担い手の双方の面から大きな変化が押し寄せている。この間、「非伝統的金融政策」の遂行を

通じて重要性が認識されたコミュニケーション・ポリシーについても、「正常化」での応用など依然として課題を抱えている。

#### 植田氏:

・この論点に関しては、抽象的に考えるよりも日本を念頭に具体的な議論をすることが有用であろう。他のセッションの議論から明らかのように、日本の金融政策はこの 20 年間に亘って経済理論の意味での羅針盤を失っている。普通の経済学者が拠り所にする理論的枠組みは「ニューケインジアン」であり、短期的には物価は動かないが、長期的には物価が柔軟に動く世界を想定する。その下でマネーサプライの調節として金融政策を定義すると、長期的には「マネーの中立性」を示す均衡の存在が導かれる。それが現実に応用できるとすれば、マネーを増やせば 5~10 年といった時間的枠組みの中では物価が上昇するはずである。このように、マネーの供給を強めればいずれは物価が上昇するというのが日本では「リフレ派」と呼ばれているが一正統な経済学の立場である。

・日本で現実にそうっていない一つの理由は、政策金利が名目ゼロ制約ないし実効制約に直面する一方、先に述べたサプライショックによってインフレが抑制されたことで、実質金利の低下が起らず、従って総需要が抑制された状態が長期化したことが大きいように思う。こうした現実の前に、マネーを増やせば物価が上昇するという命題は力を失い、中央銀行によるインフレ目標へのコミットメントによってインフレ期待を回復させるとの議論も、長期均衡の存在に疑念が生ずる中で力を失った。実際、インフレ期待はあまり上昇していない。

・現在の日本銀行は、短期金利と長期金利の双方をゼロ近傍に維持することで「良いこと」が起こるのを待っているが、将来を展望して二つのリスクを指摘したい。第一に、何らかの「良いこと」によって運よくインフレ目標を達成した場合は、財政との深刻なコンフリクトが生じうる。五味さんが示唆されたように、現在の財政当局は表面的には思考停止のような状況にあるが、それが許容されるのもインフレ率と名目金利がともに低いからである。インフレ目標に到達すれば、日本銀行も金融緩和を解除することになり、これら双方の条件は消滅する。財政当局が日銀に長期金利の抑制を求めても、少なくとも教科書的には不可能である。「金融市場パネル」ではそうした事態に備えて確り議論して欲しい。

・第二に、世界景気が後退して日本の物価にも下方圧力がかかった場合は、日本銀行により強力な金融緩和が求められる。この場合、マイナス金利の深堀りの余地はあまり小さくなく、国債買入れの増額も経済に大きな効果を持つと思えないので、株式や REIT の買入れを増額するオプションが想定される。その結果、金融資本市場の市場メカニズムは広範に損なわれる。別なオプションとして、財政支出を大幅に増やすとともに、日本銀行が増発された国債を買入れる「政策協調」もある。これも財市場に大きな攪乱をもたらすという意味では市場メカニズムの破壊を意味する。マイナス金利が地方銀行の収益を悪化させていることは、その兆候の一つかもしれない。

#### 五味氏:

・金融機能の担い手は日本に限らず世界中で革命的に変化している。つまり、金融規制の手続きを経ることなく、低価格で十全な金融機能を提供しうる主体が多数出現したり、インターネットの上で様々な主体が相対で行う取引が金融機能を実質的に代替するようになりつつある。行政当局は、銀行のような担い手だけを念頭に置くのでは金融仲介をコントロールできないし、マクロ的なリスクも適切に把握できない。そこで、中央銀行が金融政策の遂行のために収集している情報や金融規制の外にある主体も含めて金融機能の担い手に現れた変化に関する知見を、行政当局がどのように共有していくかは重要な課題である。また、こうした監視だけでは不十分である場合、行政当局にとっては新たな規制を導入することも課題である。

・ただし、中央銀行については、金融政策のように守備範囲が狭い場合に強い独立性が容認されるが、それが拡大していった場合には外部からそれを容喙できる仕組みも必要との議論になる。この点は、植田さんが指摘されたように難しいバランスである。つまり、金融政策の独立性を堅持する上で守備範囲の限定が必要である一方、金融機能の新たな担い手を適切にカバーするためには守備範囲の拡大が求められる訳である。

#### 池尾氏:

・物価とは貨幣と財・サービスの交換比率であるというのが標準的な理解である。しかし、管理通貨制度の下で外部貨幣であるマネタリーベースは統合政府の債務の一部であることを考えれば、統合政府が公的債務の償還に動員できる財・サービスの総量と公的債務の名目残高との比率が物価であると考えられる「物価水準の財政理論 (FTPL)」も適切な理解のように思えてくる。そこまで行かなくても、物価が金融政策のみによって決まるというのは、必ずしも現代経済学のコンセンサスではないように思う。むしろ、金融政策と財政政策のインタラクションによって物価が決まるというのがコンセンサスではないか。一方、資産価格はおおまかに言って金利によって決まる面がもちろんあるが、金融政策によって影響を与えようという考え方が強すぎるように思う。

#### 井上<モデレーター>:

・それでは鼎談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。

\*\*\*