

議 題 『「非伝統的金融政策」の実績と展望』

開催日時 2017年1月11日<17時15分~18時00分>

出席者 須田美矢子氏（キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問、元日銀審議委員）
宮尾龍蔵氏（東京大学 大学院経済学研究科 教授、前日銀審議委員）
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. 「非伝統的金融政策」の効果
2. 「非伝統的金融政策」の特性や理論との整合性
3. 「非伝統的金融政策」の展望

出席者による発言要旨

1. 「非伝統的金融政策」の効果

井上<モデレーター>:

・前のセッションと同じく、須田様と宮尾様には想定論点を事前にお伝えしている。第一の論点は「非伝統的金融政策」の効果である。先進諸国では、物価安定だけでなく、金融市場の機能の回復や金融市場の安定の維持といった多様な目的のために、様々な形で「非伝統的金融政策」を運営してきた。それらについては、各国の金融経済構造やそれを取り巻く国際金融情勢の違いを考慮に入れた上で評価することが重要である。時間的制約もあるので重要と思われるケースに焦点を当てる形でご議論いただきたい。

須田氏:

・「非伝統的金融政策」の最初のポイントは、世界的な金融危機への対応であった。しかも、様々な実証分析だけでなく、自らの政策委員会メンバーとしての経験に照らしても、「非伝統的金融政策」の中では、危機対策が最も効果的であったと評価する。具体的には、金融機関に対する資金繰り支援、とりわけ欧州の金融機関に対するドル資金の供給であり、かつCP等の市場が毀損した中で、中央銀行は最後のマーケットメーカー(MMLR)として市場流動性を支えた訳である。そして、最終的には、リスクプレミアムを平時の水準まで抑制した後、中央銀行は危機対策から円滑にexitした。

・その後、日米欧ともに政策金利がゼロになった下で、各中央銀行は実体経済やインフレの回復を目指して「量的緩和」を採用した。このうち日本は、金利の下げ余地が乏しかっただけに政策効果は最も小さかったが、米欧も金利全般が徐々に低下した後は日本と同じ状況に陥った。同時に政策の副作用も大きくなった。なかでも日本では、国債の市場流動性を低下させたり、国債市場の発するシグナルを消滅させたりしたことが挙げられる。加えて、低金利環境が維持される

中でも財政健全化や構造改革は進捗せず、むしろ財政赤字を後戻りできない水準まで膨張させたほか、いわゆるゾンビ企業を温存しマクロの生産性改善を阻害した。

・FRBによるQE2は、期待される効果が明確でない中で、規模が過剰であったと感ずる。結果として、日本を含む他国は相対的に意味のある規模の資産買入れを余儀なくされた。こうした競争の出発点としてFRBの責任は大きい。しかも、私自身の経験に照らすと、マネタリーベースや中央銀行のバランスシートの規模がインフレ期待に与える効果は必ずしも大きくない。しかし、市場がこうした要素を意識する以上、効果が乏しいと思いつつも規模の拡大を続けなければならない面があった。

・マイナス金利政策は、量的拡大の限界への対応と捉えることができる。日銀は、この政策によってイールドカーブを平行にシフトさせたかったが、実際はフラット化した。このため、日銀が当座預金の適用金利を三層構造にするといった工夫を加えても、金融機関の強い批判を招いた。加えて、家計も予想以上にマインドを悪化させた訳である。「総括的検証」後のイールドカーブ・コントロールの背景は、こうした文脈から理解する必要がある。

・イールドカーブ・コントロールの課題は、長期金利目標の調節にある。日銀は、毎回のMPMに際して最適なイールドカーブを推計し、それをもとに政策決定を下すとしている。そうだとすれば、目標の運営を柔軟に行って欲しい。しかも、この政策は金融緩和のexitに向けて持続性を有するだけに、目標の運営もexitを意識したものとすることが期待される。最適なイールドカーブの推計には、市場と日銀との間で隔たりが残るように見えるだけに、この点でもしっかりと対話と成果の共有が求められる。

宮尾氏:

・私は「金融市場パネル」の発足時のメンバーであり、40 回記念会合を喜ばしく思う。さて、日本銀行は世界の中で「非伝統的金融政策」を最も長く運営してきた中央銀行である。いわゆる「ゼロ金利政策」の開始は 1999 年であるが、政策金利は 1995 年には既に 0.5% にまで低下しており、現在に至るまで 20 年以上に亘って事実上のゼロ金利を継続していることになる。「非伝統的金融政策」の属性のうち、最も革新的なのは政策の持つ時間的な持続性、つまり、将来の政策行動を事前にアナウンスするフォワードガイダンスの側面である。具体的には政策目標に条件付けしつつ、オープンエンドでゼロ金利政策や資産買入れを通じた金融緩和を続けていくことを意味する。

・最初の「量的緩和」が行われた 2001 年から今日に至るまでのマネタリーベースの増加の効果について、実証分析の結果に即して説明したい。ここで示すのは、わが国のマネタリーベースの外生的増加が、為替レートや株価、長期金利といった金融市場の変数のみならず、GDP やインフレ率にどのような影響を及ぼすのかを分析したもので、一つの定型的な手法（構造ベクトル自己回帰モデル）に基づく結果である。分析結果は、「量的・質的金融緩和」の開始以前のデータのみを使ったもの、それ以降も含む全期間のデータを使ったものの二つを示している。

・これらを比較すると、マネタリーベースの外生的な 1% の変化が実質 GDP に与える影響は、「量的・質的金融緩和」の開始以降を含む全期間のデータによる推計値の方が大きいことがわかる。その理由はマネタリーベース・ショックに対する金融市場の反応に示されている。すなわち、全期間のデータによる推計結果の方が、長期金利をより大きく押し下げ、株価をより大きく押し上げ、名目為替レートをより大きくかつ持続的に減価させている。このように、「量的・質的金融緩和」の下では、マネタリーベースの増加による政策効果の波及メカニズムが、理論的に予想される形つまり、金融資産市場のポートフォリオ・リバランスとしてより明確に現れるようになっている。実際、「量的・質的金融緩和」を導入した際には、資産価格などへの影響は一時的に過ぎず日銀は追加緩和に早晚追い込まれるとの見方が強かったが、結果的には、2014 年 10 月まで追加緩和は実施されなかった。その意味でも持続的な効果があったと見える。

2. 「非伝統的金融政策」の特性や理論との整合性**井上くモデレーター:**

・「非伝統的金融政策」に共通する特徴は、時間的な持続性ととも、中央銀行のバランスシートというストックの活用もある。これらはコミットメントの強化に繋がる一方、いったん開始した政策を解除するには多くの時間を要することも意味する。この点を考慮に入れつつ、「非伝統的金融政策」のコストやリスクをどう考えるかが第二の論点である。また、関連する論点として、「非伝統的金融政策」の有効性やコストは、経済理論が予想していたものと実際に整合的であったかどうかについても、ご見解を伺いたい。

須田氏:

・中央銀行が「非伝統的金融政策」を調整する際に、時間を要することに伴うマイナス面は小さくない。特に、金利水準が非常に低位な下で、金利メカニズムを毀損することは、経済主体の行動におけるベンチマークをなくすことを意味する。この結果、経済資源の非効率な配分や資産バブルを生ずるリスクが高まる訳であり、自分自身としてその怖さを強く感じる。本日のパネルディスカッションでは、市場への影響を最小化しながら「量的・質的金融緩和」から exit する方策についての議論もあったが、日銀のバランスシートの規模は GDP 比でみて最早巨大であるだけに、それを少しでも変えようとした場合のインパクトは極めて不透明である。

・「非伝統的金融政策」は、政策決定の枠組みとの関係でも課題が多い。例えば、政策金利の上げ下げや国債買入れの規模の単純な拡大や縮小であれば、個々の政策委員も自ら判断しうる。しかし、「非伝統的金融政策」が現在のように複雑化すると、例えば、多様な資産の中で何をどこまで買うべきか考える場合、そのリスクや市場中立性などに関して、執行部のもつ情報や知見に大きく依存せざるを得ない。加えて、個々の政策委員が政策の方向に関して多用な意見を持ち寄りて議論するという合議制の長所も発揮されにくくなる。さらに、政策委員の任期は 5 年なので、自らの任期中に exit が生ずる可能性が低下したと考える政策委員が、exit を本気で考えながら金融政策を運営するかどうかには不透明な面も残る。

・私は、「非伝統的金融政策」の exit は、少しずつ慎重に (baby step で) 進めることが重要だと思う。しかし、日銀が「量的・質的金融緩和」から exit しようとする、金融システムへの影響も懸念され、財政の安定性との関係も考慮する必要があり、さらに日銀の財務の健全性維持も意識する必要があるというのでは、そもそも exit に着手するタイミングが遅延していく可能性が高い。そうなると、最終的には、日銀が金利上昇圧力を吸収するため巨額の国債買入れを余儀なくされ、結果として「調整インフレ」が生ずるといふ最悪のシナリオも頭に浮かんでくる。

宮尾氏:

・私は、「量的・質的金融緩和」が所期の効果を発揮したと考えており、その点は先に述べたように実証的にも確認できる。また、私自身が政策判断を下す際には、常にこうした効果と潜在的なコストを比較考量した。「量的・質的金融緩和」に指摘されるコストとしては、第一に長期的なインフレの高騰、第二に資産バブルの発生、第三に財政ファイナンスに伴う長期金利の高騰、第四に将来の財政コストがある。ただし、これらが実際にどの程度のインパクトを持つかは、exit の際の実体経済の状況に大きく依存するはずである。

・第一のインフレに関しては、日本だけでなく米欧でも再びデフレに戻るリスクが多少でも意識されるのであれば、インフレが高騰するリスクはある程度抑制される。第二の資産バブルも、「長期停滞」が意識されるような経済状況の下で、人々の期待が過度に強化することも考え難い。第三の財政ファイナンスに伴う長期金利の急騰も、日

本が世界一の対外債権国であり経常黒字が維持される限りは、対外的な信認が維持されるのではない。第四の財政コストも、実際の利上げペースによって大きく異なる。例えば、現在の米国では、既にインフレ率が 2%に近づき、新政権の拡張的な財政政策によって総需要の拡大が予想されても、10年国債の利回りは 2.5%に過ぎない。そもそも、金融危機後の世界経済の回復ペースは以前と比べて非常に緩慢であって、潜在成長力も全体的に低下している訳である。

3. 「非伝統的金融政策」の展望

井上くモデレーター:

・第三の論点は「非伝統的金融政策」の将来展望である。米国経済が新政権の下で劇的に変化すれば話は違うかもしれないが、米国内でも潜在成長率の低下トレンドといった構造問題にまで変化が生ずるとの期待は乏しいようだ。だとすると、先進国では、今後のショック如何によって、「非伝統的金融政策」への依存を再び強める可能性は排除できない。このように、「非伝統的金融政策」が長い目で見て常態化した場合、中央銀行はどのようなリスクやコストを意識すべきなのかというポイントがある。

須田氏:

・「量的・質的金融緩和」は、アベノミクスの「三本の矢」の中で他の政策と一体で進めることができれば、日本経済の生産性を改善させることもできた。しかし実際には、金融政策ばかりが過度に主役になってしまった。その背景には、政権のブレインとされる人々が、「デフレさえ克服すれば、企業も家計も前向きに行動し、経済成長率も高まり、財政再建も容易になる」との考えにあったことが挙げられる。従って、日銀に対して、「デフレ脱却は日銀の仕事なので、優先的に取り組んで欲しい」と要求した訳である。

・2015 年に至って、政府は、「デフレを克服したわけではないが、既にデフレではない」と言いはじめた。もっとも、その結果として人々の行動が前向きになった訳ではないし、賃金が上がらない一方で物価が上がったので、消費意欲が却って削がれている。こうした状況で、「金融政策だけでは物価の安定の達成は困難だ」と宗旨変える識者が現れる一方、海外でも金融政策と財政政策や構造改革とのポリシーミックスを巡る「三本の矢」のような議論がなされるなど、総じて金融政策の限界に関する指摘が増えた。日本では、政府の成長戦略に期待する向きも多いが、経営者に危機感が共有されるようになれば、民間企業は自ら適切に経済活動を拡大するはずであり、政府は過剰介入を避けるべきであろう。私はむしろ、財政赤字が長期化するリスクを懸念している。

・最近の黒田総裁の講演テキストには、日銀が極めて低い金利を維持することで、結果的に財政をサポートしているとの記述もみられた。しかし、先に述べたように、政府はそれを財政再建に活用している訳ではなく、強力な金融緩和は却って財政規律を弱める方向に作用している。「非伝統的金融政策」は、そもそも財政政策の性格を帯びているだけでなく、日本銀行の財務の健全性に大きな影響を与える点でも財政政策と深く関連している。現在の日銀法の下では、日銀

は金融政策を自律的に運営する一方、財務の健全性も自助努力によって維持することが求められる。それでも、市場が日銀の財務の健全性を意識するのは、日銀が「量的・質的金融緩和」から円滑に exit する可能性は低下したと考え始めたからではないか。また、統合政府で考えれば財政赤字は意味を持たなくなるといった状況では最早ないと受け止め始めたからではないか。

・そうすると、日本政府が財政の健全化をどう進めるかが非常に重要になる。財政健全化計画が信認を得れば、家計は社会保障として受け取る移転所得を正しく予測した上で、将来に対し安心して必要な支出を行うようになる。この間、日銀は、仮に 2%のインフレ目標を達成しても、先に見た様々な問題に取り囲まれている以上、利上げを遅らせるインセンティブは強い。もちろん、私自身は、日銀がこういう状態に陥らないよう期待しているし、政策運営においては金利メカニズムをもう少し柔軟に動かすことを期待したい。

宮尾氏:

・日銀の金融政策の柱はイーールドカーブ・コントロールであり、「総括的検証」を経て「量から金利」へと重心がシフトしたと理解されている。しかし、もう一つの柱としてオーバーシュート・コミットメントも掲げており、「量」の拡大ペースも従来どおり維持するとしている。つまり、「金利と量」の双方を政策手段として引続き活用する訳である。

・「非伝統的金融政策」では、人々が将来の景気回復を予想している下でも、政策金利をできるだけ長く低位に維持して金融緩和の効果を実感し、将来から前借りするのが、基本的に想定されているメカニズムである。足許では、米国経済に関して、従来に見通しに比べて上方リスクが意識されている。従って、米国経済の拡大への展望と米国長期金利の上昇圧力の下では、日銀が緩和的な金融政策を維持するだけでも、従来以上に大きな政策効果を発揮することが考えられる。一方で、量の拡大に向けたフォワードガイダンスにはシグナル効果が期待される。低金利のコミットメントにはいわゆる時間非整合性の問題があるが、量の拡大を将来にわたり続けると約束することで低金利のコミットメントを補強する、いわば「コミットメント・デバイス」としての役割を發揮できる。

須田氏:

・私は日銀の政策にも、日本経済にもそこまで楽観的になれない。つまり、単純に自然利子率よりも実質政策金利を下に持ってゆけば、金融緩和の効果が發揮される状況にはない。金利が低下すると将来所得への不安が高まる結果、むしろ消費支出を抑制するケースもある。また、多くの企業経営者にとって、実質金利の水準が設備投資の主たる制約要因ではない。むしろ、成長期待や競争力に対する自信の喪失が問題である。

・従って、日銀が「総括的検証」において、計量モデルを用いた政策効果に関する推計結果をいくら示しても、私は、人々の行動が様々な不確実性の下でマインドの状態に左右されるというのが現実ではないかと思ってしまう。また、「量的・質的金融緩和」が相応にインフレ期待を高めたとしても、この間のインフレ期待の改善にとっては、

むしろ円安進行による影響の方が大きかったように思う。実際、財の中で価格が上昇したのは、食料品や電気機械のように輸入依存度が高いないし上昇しているモノであった。

宮尾氏:

・「非伝統的金融政策」が効果を発揮するメカニズムについては、学界だけでなく、市場でも強い関心が寄せられてきた。例えば、ゼロ金利に関するコミットメントのメカニズムは、クルーグマンによる「流動性のわな」のモデルといったスタンダードな枠組みによって導出できる。加えて、長期金利までもゼロ近傍に低下しても、中央銀行が国債を買入れることでベースマネーと国債とが完全代替でない限りは—金融資産市場におけるポートフォリオ・リバランスは理論的に生じうる。実際、長期金利がマイナスに転じても、市場では様々な理由で国債が需要されている。「量的・質的金融緩和」の効果も単に気合いとか気持ちだけでなく、理論的なメカニズムにもよるといえるように思う。

井上<モデレーター>:

・本日のコンファレンスを通じて、「非伝統的金融政策」と財政政策など他の経済政策との関係に関しては、どちらかと言えばコンフリクトのようなネガティブな文脈での議論が多かった印象もあるが、相互依存ないし補完性というポジティブな視点からの議論も同じく重要であるように関する。今後の「金融市場パネル」においては、両者の視点のバランスを採りながら、経済政策全体の中での金融政策の新たな立ち位置を一つのテーマとして取り上げてゆきたい。
