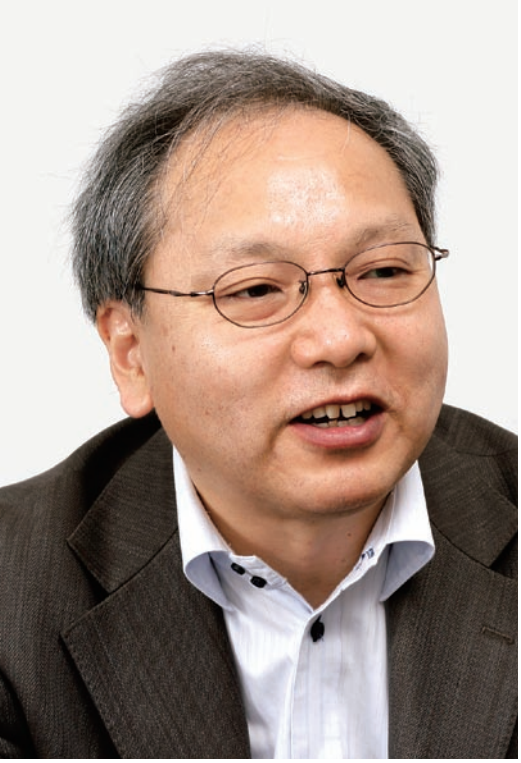

東京大学大学院経済学研究科　教授

福田 慎一氏

語

Shin-ichi Fukuda

金融

Equity trading at asset management firms has undergone dramatic change during the last processes, but they all have one goal: best execution.Determining how m trade

Profile

ふくだ しんいち

1989年8月エール大学大学院経済学部博士課程修了。Ph.D.（エール大学）。横浜国立大学経済学部助教授、一橋大学経済研究所助教授を経て、96年東京大学大学院経済学研究科助教授。2001年同教授 現在に至る。2008年日本金融学会 常任理事。2013年1月より金融審議会委員。著書に「金融論―市場と経済政策の有効性―」（有斐閣）他多数。

日銀は黒田新体制の発足後すばやく大胆な金融緩和を決定し、マーケットでは好感を持って受け止められた。一方で今回の「異次元緩和」については、政策の有効性や副作用を懸念する声も聞

Financial Information Technology Focus

注目すべきは時間軸政策

井上　福田先生には、当方が主宰する「金融市場パネル」に、2009年の初回からご参加いただき、日米欧の金融政策を中心とするテーマで議論いただいています。本日は、日銀の黒田新体制が4月に打ち出した金融緩和についてお話をうかがいたいと思います。

まず、この「異次元緩和」と呼ばれる政策にどのような印象をお持ちになりましたか。

福田　「異次元緩和」の最大の貢献は、「レジームチェンジ」によって人々の期待を大きく変えたことだと思います。期待通りに実現できるか不透明な面もありますが、とにかく「できるのではないか」という方向に期待は変わりました。

最初に反応したのは金融市場でした。特に海外の市場では「日本は変わったのではないか」と関心が非常に高まっています。

こうした反応は個人レベルにも浸透していて、特に消費支出にはポジティブな影響が出ています。ただ、企業に関しては、円安や株価上昇による影響は大きいのですが、設備投資や雇用、賃金の面ではまだ慎重な姿勢が維持されているように感じます。

井上　外国人の関心が高いのは、今回の政策が普通の経済学の枠組みに照らして理解しやすいことによる面もあるのでしょうか。

福田　ナイーブな発想に立てばわかりやすく見えるかもしれませんが、実はそれほど簡単ではないように思います。

「金融緩和をとことんやれば経済は回復する」というメッセージが高い訴求力を持つのは事実です。しかし現実には、金融政策と実体経済のリンクは絶たれているので、理論的に可能性があるのは、クルーグマンなどが指摘したように期待を動かして経済を活性化する効果ぐらいです。しかもその効果は必ずしも検証されておらず、不確実性が高いという面を持っています。

井上　ただ、これまでは、日本の状況を説明するのに「特殊な経済状況には特殊な処方箋が必要」というロジックが強調されていた面があるように思います。それと比べると今回の政策は分かりやすい面もあるのではないでしょうか。

福田　確かに、欧米ではかなり大規模な金融緩和政策が実施されましたから、それに比べて、かつリーマン・ショック後に限れば、日本は若干出遅れていた印象はありました。

現状ではどの国も同じようにほぼゼロ金利で、普通の金融政策がこれ以上利かない「流動性の罠」にあります。しかし私は、「流動性の罠」の深刻さでは日本が一番だと思っているので、他の国ほどスムーズに景気回復に向かわないことも考えられます。

井上　今回の「異次元緩和」には、金融調節の操作目標を量に変えたり、大規模な資産買入れを行ったり、時間軸政策を組み入れたりと、いくつか大きな柱があります。福田先生は

©2013 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

株式会社野村総合研究所　金融ITイノベーション研究部長

らう 井上 哲也

IT対談

Tetsuya Inoue

かれる。日銀の新しい金融政策の特徴をどのように理解すべきか、はたしてインフレ目標は達成できるのか、当社「金融市場パネル」のメンバーでもある福田慎一教授に語っていただいた。

Profile

いのうえ てつや

1985年日本銀行入行。92年エール大学経済学部に留学し、経済学修士課程修了。94年福井俊彦副総裁（当時）の秘書官。2000年植田和男審議委員のスタッフ。03年金融市場局 企画役として、資本市場の活性化に関与。06年金融市場局の参事役。BISマーケッツ委員会等の国際会議の運営に参画。08年12月野村総合研究所 主席研究員。2011年10月より現職。著書に「異次元緩和」（日本経済新聞社）他。

どの辺に注目されていますか。

福田　最も注目しているのは時間軸政策です。これまでの日銀の金融政策で不完全だったのは、緩和政策の出口を意識するあまり、少しでも景気回復の兆しが見えるとすぐに「出口論」に転じたことです。期待に働きかけるクルーグマン的な政策が有効であるには、「流動性の罠」から脱却した後もしばらく金融緩和を続けることが求められます。その意味では、日銀がゼロ金利を解除できる状況になっても、しばらく緩和政策を続けることを明確にコミットすることが必要だったと思いますし、今回は実際にそうした訳です。長めの資産を買入れることも、そうしたコミットメントを強める面があります。

それから、リスク資産の買い入れもそれなりに効果をあげていると思います。現在起こっているのは一般物価の上昇期待というより、不動産価格などの上昇期待を背景とした株価の上昇だと思います。実際、特に建設や不動産に関する株が上がっています。

井上　「異次元緩和」といっても、個々の政策手段をみると、量的な規模を除けば、考え方が大きく変わったわけではないということですね。

福田　そうです。ですからポートフォリオ・リバランス的な効果はなかなか働きにくいように思います。

日本のマクロの資金フローはあまり変わっていません。本来、資金余剰の家計セクターから資金不足の企業セクターへ資金が流れるのが経済成長への道筋だと思います。けれども相変わらず、家計と企業はともに資金余剰で、政府が唯一最大の資金不足の状態にあります。そのため、大規模な金融緩和で資金を供給しても、財政ファイナンス的な要素が働きやすい一方、銀行貸出がすぐに増える効果は期待しにくい構図にあります。

井上　福田先生のおっしゃるポートフォリオ・リバランスは起きにくいとしても、日銀がこれだけ大規模に国債を買うと、金融機関にポートフォリオ・リバランスをいわば強制することにはならないでしょうか。

福田　確かに、「国債はこれ以上持ちにくい」という声を聞くこともあります。日銀の銀行貸出動向アンケートを見ると、直近では「現状維持」の回答が相変わらず8～9割ありましたが、今までと若干違うのは、残りの1割ぐらいが「増やしたい」と回答している点です。

とはいえ、貸出先として事業法人を挙げる向きは相対的に少数で、個人向け貸出を増やす方向に流れています。しかも、個人向け貸出には、消費税増税をにらんだ住宅ローンの駆け込み需要も含まれるように思われるので、構造的に個人向け貸出が増え続けるかどうかは慎重に判断すべきでしょう。また、企業向け貸出を増やす場合も、必ずしも研究開発のような活動を支えるものとなっていないようにみえます。

Financial Information Technology Focus

インフレ目標達成の可能性は

井上　「異次元緩和」では、インフ

レ期待を醸成する上で、マネーを増やすことを主要な手段であると説明しています。福田先生は、このアプローチをどう思われますか。

福田　日銀は、円安に伴う輸入インフレにも期待しているようです。

ただ、「2%のインフレ」を達成しようとすると、公共料金のように日々の消費の中で大きなシェアを占めるものの価格が上がる必要があります。また、牛丼チェーンでみられるような値下げ競争が終わって、多くのセクターで「値上げしてもいいかな」という素地が出てくる必要もあります。

これらが揃わないことには、インフレ期待を本格的に醸成することは難しいように思います。

井上　賃金が上がらないことが足かせになるという指摘も少なからず聞かれます。

福田　私はより広い意味でGDPデフレーターが上がることが大事だと思っています。

先ほども触れたように、円安で輸入物価が上がれば消費者物価はそれなりに上がると思います。しかし、これまでは、輸入物価が上がっても企業がマージンを減らして国内価格の上昇を抑えていたところがあった訳です。つまり、賃金だけでなく、企業のマージンも抑えられていたわけです。

一口に「失われた20年」と言われますが、私は最初の10年と後の10年では、いわば日本経済の症状が全然違うと思っています。

最初の10年間はバブルの崩壊と不良債権問題が影響していましたが、残りの10年間はそういう問題が解決したのにイノベーションが生まれず、コストカット競争で日本企業が追い込まれたと考えています。GDPデフレーターは2000年代になってから急速に下がりました。

井上　企業が投入価格の上昇を産出価格に転嫁できなかったのはなぜでしょうか。

福田　日本経済の期待成長率が下がったことも影響しているでしょうが、国内市場が過当競争気味になっていることも大きいと思います。経済の構造変化に対応できない企業がそのまま残ると、どうしても過当競争が起きやすくなります。日本では開業も廃業も少なく新陳代謝が起こりにくいと言われますが、そうした状況も足かせになっているように感じます。

Financial Information Technology **Focus**

実体経済への影響

井上　「異次元緩和」によって、実体経済にどのような効果が表れるとお考えですか。エコノミストの多くが懐疑的な見方をしているように感じます。

福田　黒田総裁は資産効果のポジティブな影響を強調していますが、私は、効果がないわけではないけれども限定的だと考えています。

個人消費に関しては、株などの金融資産を持っている人にはポジティブな効果があります。ただ、日本の平均的な家計では資産に占める預貯金の割合が大きいので、平均的な家計への恩恵はアメリカやドイツ、フランスより小さくなります。

他方、企業サイドについては、借り入れが大きければ、資産価格や地価の上昇が担保価値の上昇につながって借り入れ制約から解放される効果が働きます。これは、バーナンキ議長が学者であった頃に研究していたメカニズムです。ところが先にみたように日本の企業セクターは資金余剰になっているので、こうした効果が働きにくい構造になっています。

このように資産価格が上昇すれば経済にプラスの効果をもたらすことは間違いないですが、日本では、それによって経済活動が顕著に拡大するような構造にはなっていないように思います。

そうなると、やはり「第三の矢」としての成長戦略がうまく働いて、経済構造が改善していくことが大事になります。日本経済の大きな問題の一つは、国際競争力が落ちているように見えることです。少子高齢化で国内市場が縮小していくのはほぼ確実ですので、なおさらに海外で競争できる企業

©2013 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

が増えていくことが求められます。

Financial Information Technology Focus

副作用に備えるには

井上　「異次元緩和」については副作用を懸念する向きもみられます。どんな副作用を想定し、どんな対策を考えておくべきでしょうか。

福田　インフレ期待に関しては、金融市場の真意を測りかねるところがあります。確かに物価連動債の利回りによるブレークイーブン・インフレ率はそれなりに上がっています。

しかし、本当に数%のインフレ期待が生じているとすると、現在の長期金利の水準はかなりマイナスの実質金利を暗黙のうちに前提にしていることになります。

また、金融市場のインフレ期待には消費税引上げに伴う効果も含まれているはずなので、本当の意味でのインフレ期待は小さいと理解することもできます。

これらを考えると、国債の利回りが強力な金融緩和によって人為的に押し下げられている面が強いように見えます。こうした状況では、ひとたび危機が生じても国債市場の価格メカニズムがわれわれに警告を発することができなくなります。私はこれが「異次元緩和」の最大の副作用だと思います。

井上　確かに、欧州債務危機の場合も、最後は市場メカニズムが財政再建を促した面がありました。価格メカニズムがうまく機能しないと、事態が本当に深刻になるまで、危機をきちんと認識し、対応することができなくなるわけですね。

福田　経済学には、「なぜ危機は突然訪れるのか」に関する研究があります。初期の論点として、「原油の埋蔵量は有限で数十年、数百年後には必ず枯渇してしまうはずなのに、なぜ価格は暴騰しないのか」というのがありました。この点を扱った理論によると、価格はあるところまではゆっくりとしか上がらないけれども、ある閾値を超えると急に上がり始めることになります。この考え方を通貨危機の分析などに応用したのがクルーグマンでした。

この理論によれば、日本の財政は抜本的な対応がなされなければ将来のどこかで破綻すると予想されたとしても、危機はすぐには発生せず、ある日突然起こることになります。そういう意味でも、財政再建に本気で取り組まないと、将来の混乱の火種になると思います。

井上　「異次元緩和」の導入に際して再び活発になった構造改革的な考え方とリフレ的な考え方との論争についてはどう見ていますか。

福田　まず思うのは、現在行われている経済政策を評価するときに、目先の効果に偏った議論に終始するのは好ましくないということです。「今うまくいっているのに、何を文句を言うんだ」という指摘も聞かれますが、将来にわたってどういう問題を生み出し得るかも含めて議論すべきです。例えば、1980年代後半のバブル期の経済政策を、その後のバブル崩壊後の状況を無視して評価しても意味はないわけです。

それから、日本でも所得分配の歪みが少しずつ顕在化してくるように思いますので、所得格差をどうするかも考えていくべきです。

井上　最後になりますが、福田先生は「金融市場パネル」の活動をどうみておられるでしょうか。課題があればお聞かせ下さい。

福田　全体として有意義な議論ができていると感じます。私は大学にいるので、普段接することの少ない市場関係者のご意見を直接聞かせていただけるのは参考になります。こうした場は少ないので貴重です。

課題という意味では、「異次元緩和」も含めてリフレ的な発想が政策に反映されるようになりましたので、こうした考え方をきちんと扱うことも必要かと思います。

井上　ご指摘いただいた点は大切な課題であると思います。本日はどうもありがとうございました。

（文中敬称略）