

『2018年度 第2回 みずほ総研コンファレンス』（1月24日開催）

2019年1月24日に開催した2018年度第2回みずほ総研コンファレンス「日銀金融緩和の課題と展望」を実施。

【テーマ】	「日銀金融緩和の課題と展望」
【基調報告】	野口 雄裕 （みずほ総合研究所 市場調査部上席主任エコノミスト）
【パネリスト】	植田 和男 氏 （共立女子大学新学部設置準備室長）
	渡辺 努 氏 （東京大学大学院経済学研究科教授）
	門間 一夫 （みずほ総合研究所 エグゼクティブエコノミスト）
	高田 創 （みずほ総合研究所 専務執行役員チーフエコノミスト）
【モデレーター】	武内 浩二 （みずほ総合研究所 市場調査部長）
【日時】	2019年1月24日（木）14：30～16：30
【会場】	大手町フィナンシャルシティ サウスタワー3階 カンファレンスセンター ホール1・2

コンファレンスの概要

《基調報告》

【野口】『日銀金融緩和の課題と展望～超低金利長期化を巡る論点』

＜政策長期化が展望される中、日銀は持続性を高める取り組み＞

- ・ 年末年始に市場が大きく変動した要因は世界経済の先行きの下振れと欧米金融政策転換への懸念
- ・ 日本銀行の目標である物価目標2%は展望できていない。物価は今後エネルギーを中心に下振れていく見込みで、携帯料金の引き下げがあればをマイナスになる可能性も指摘されている。
- ・ 物価目標の達成が見通せず、今の緩和策が長期化する状況で、政策の持続性を高めるために行われたのが昨年7月の政策修正である。日本銀行は政策持続性を高める取り組みを進めてきたが、一方で緩和長期化によるさまざまな副作用への懸念をこれまでより高めている。

＜金融政策運営を巡る論点＞

- ・ ①物価目標2%の位置づけ、②景気が下振れした場合の対応策、③低金利長期化による副作用、④今後の政策展望

《パネリストによる基調講演》

【植田氏】『日銀金融緩和の評価と展望』

＜金融緩和と政策の評価＞

- ・ 日本の金融政策の現状評価については、物価目標2%は程遠い状況であり、手段も尽きつつある。その中で金融仲介・市場機能の低下等の副作用が増大している。ただし、金融緩和の効果が始まる段階ではこれまでもこうした影響が見られている。
- ・ 米国と日本の長短金利差の推移を比較すると、米国は大きく上下に振れる一方、日本は低下トレ

ンドで推移している。日本の国債市場は景気や金融政策による変動メカニズムが失われている。

<副作用への対応>

- ・金融緩和がインフレギャップに与える影響が徐々に弱まる一方、副作用が強まる現状において、短期的なインフレ目標達成は一旦あきらめて副作用を抑えるという姿勢に重心をシフトし、外的な要因が好転したときにインフレ目標達成をねらう機会主義的アプローチが理論的には望ましい。最近の日銀の政策はこうした方向にシフトしているとみられる。これはリバーサルレートの議論に近い。リバーサルレートは金利低下によるマイナスの効果がプラスの効果よりも大きくなる水準であり、その水準に近づいているのではないと思われる。

<米金融政策が日本化する懸念>

- ・FRBは物価水準の安定化を目標とし成功してきた。しかしながら、最近の米国の金融政策と株価の動きを見ると、金融政策が株式市場の動きに影響される中、政策金利の水準は徐々に低下している。今後政策金利がゼロに近づくことで、日本化することが懸念される。

【渡辺氏】『超低金利の長期化：その原因と含意』

<金融緩和の効果>

- ・物価と為替の連動性が弱まっている。その背景には企業の価格据え置き慣行があると思われる。

<低金利の要因と政策対応>

- ・名目金利低下の要因として、サマーズの長期停滞論など実質金利の低下が指摘されるが、インフレ期待低下の影響も大きいと思われる。インフレ期待下振れの要因として、技術革新の影響が大きいと考えられる。CPIは技術革新等を踏まえたTrue inflationをうまく計測できていない可能性がある。デジタル化の影響も物価低下の要因と考えられる。Wikipediaが普及する中、ブリタニカの価格は低下している。
- ・産業革命の時期に名目金利はあまり上がっておらず、石油ショックなどの時期にインフレ期待が上がることで名目金利が大きく上がっている。名目金利上昇のドライバーとなるのは自然利子率ではなく、インフレ期待だということを歴史的事例は示している。
- ・長期停滞の考え方によると、フォワードガイダンスや量的緩和、マイナス金利が政策手段となる。一方、インフレ期待の低下に対しては、インフレ目標引き上げが対応策になる。ただし、技術革新によるインフレ期待低下に対しては対応策は不要である。悪い物価下落ではないので放置して問題ない。True priceを測ってこれをターゲットにすればいい。政策を考える際に、長期停滞による自然利子率の低下と技術革新によるインフレ低下を半分ずつくらい考慮する必要がある。

【門間】『日銀金融政策を巡る論点』

<低金利の要因と政策対応>

- ・日本の物価上昇率は食料価格の高騰や、大幅な円安進行などがなければ、1%にすらならない。フィリップス曲線を見るとアベノミクス前と全く変わっていない。

<5つの仮説>

- ・物価がなぜ2%にならないのかという点について、主な仮説は5つ。日銀が異次元緩和を始める前は、「マネーが不足しているから、日銀の金融緩和が足りないから」という主張があったが、今これを言う人はあまりいない。異次元緩和の最大の功績はこの仮説を消したことである。

仮説1：日銀の公式見解。「デフレマインドが根強く時間がかかっているだけであり、粘り強く金融緩和をしていけばいずれ2%になる」との考え方。

仮説2：白川前日銀総裁の時代のものであり、「日銀だけでは2%は無理であり、構造改革・成長戦略が不可欠」という考え方。

仮説3：岩田前日銀副総裁の説であり、「異次元緩和はうまくいっていたが、消費税率引き上げがあったために2%にできなかった」という考え方。リフレ派といわれる人々は皆、今はこの仮説。当然、今年の消費税率引き上げにも反対の立場。

仮説4：門間説であり、「ゼロインフレの強い慣性という以外に理由はなく、したがって処方箋もないが、そもそも日本経済は十分健康体であり、2%にする必要はない」という意見。

仮説5：ニューケインジアンセオリーからくる仮説。「デフレトラップに入ったら抜けられない。処方箋がないのだから、日本ようになってはいけない」というもので、世界の中央銀

行の考えはこれが基本。学者は概ね仮説3と仮説5に分かれる。

<物価目標を2%とする理由>

- ・2%インフレを目指す理由について、日銀は3つ挙げているが、「のりしろの必要性」がまさにニュー・ケインジアンセオリーの肝。これが国際世論である限り日銀も2%インフレの旗は下ろせない。
- ・ただし、国際世論と違う考え方もある。B I Sは緩やかなデフレがあったとしても成長率に悪い影響はないという実証分析をしている。実際、「失われた20年」と呼ばれた期間の日本経済も、物価は米国より弱かったが、人口要因を調整した実質成長率は米国に負けていなかった。

<金融政策の枠組みを巡る議論>

- ・今年は国際的にも、金融政策を巡る枠組みの議論が活発になる。一つの方向性は物価の安定と金融の安定性のどちらを重視するか。もう一つは中立金利が低下し「のりしろ」が縮小していることへの対応。
- ・前者の観点は、日銀が副作用に配慮した政策修正を行う上で援軍になる。しかし、後者の観点からは、インフレ目標へのコミットをむしろ強化するという空気にもなりかねず、日銀にとっては苦しい議論。

<日銀金融政策の展望>

- ・日銀は、追加緩和の実弾がないので、景気悪化や円高が起こらないことを祈るのみ。いずれにせよ、極端な緩和を修正する方向での議論は、当面の苦しい状況をのりこえた後。
- ・今後、より活性化しなければいけないのは、2%の目標を続けるべきか、のりしろが必要かという議論。また、低金利長期化のインプリケーションについて、金融機関の収益が圧迫されること以外にもっと広く悪影響を議論すべき。

【高田】『日銀金融政策の課題と展望～日銀の恐れる不都合な真実』

<困難さを増す日銀の政策運営>

- ・量的・質的金融緩和は黒田緩和の第一期（最初の5年間）は成果がそれなりにあったと考える。ただしそれは円安・株高の効果、海外環境の順風な元でなされた成果である。第2期（黒田2.0）は結構厳しいとみている。円安・株高の好循環が続かない中で副作用が目立つ。副作用に絶えなければならぬ辛い局面をこれから数年先、覚悟しなければいけないのではないか。

<7月会合で出口の第一歩を踏み出した日銀>

- ・日本経済の需給ギャップは改善しており、有事から平時へと移行してきた。これまでは有事に対応するためアグレッシブな（劇薬に近い）対応をし、短期戦を進めてきた。これを時間的に長い、持続性をもった政策に転換していこうと日銀はしており、その第一歩となったのが昨年7月。

<超金融緩和の効果と副作用>

- ・副作用は大きく3つあり、金融機関収支・家計の問題・不動産市場のインバランスである。金融機関収支については、地銀の実質業務純益が2015年度対比で半減する時期が、昨年7月のイールドカーブ・コントロール柔軟化を受けても、2023年度が2025年度に変わる程度であまり効果はないということが分かる。マイナス金利を解除すれば、2030年度になるということなのでそれなりに効果はあるということが分かるが、マイナス金利を解除するのは難しい。
- ・マイナス金利政策の勝者は政府と企業、敗者は金融機関と家計であり、圧倒的な負け組は金融機関である。従来金利を下げるのが企業金融に効いていたが、高齢化に伴いその効きが悪くなり、企業は余剰。超低金利が家計の財産所得を抑制したり将来不安の高まりとなったりする副作用も出てきやすい。こうした変化に金融政策がついていけないのではないか。

<ジレンマケース・「永遠のゼロ」不安への回帰>

- ・日銀は出口サイクルを逸した可能性があるのではないか。日本銀行の出口に向けた対応はいつも日欧米の連動の中の最後。アメリカが利上げを止めてしまったら日銀は出口が封印されてしまう。

<今後の政策対応余地はあるのか>

- ・政策対応について、劇薬3点セット（マイナス金利、ETF、YCC）をもう一度すればいいんじゃないかということになるが、副作用の問題が出てくる。特に金融システムや家計への影響が強く、マイナス金利は難しい。強いて言うならETFや財政くらいになる。
- ・有事から平時になった状況の中で物価目標にこだわる必要があるのか。「日本版OKルール（ここまで来たのだから物価だけでなく、総合的に見ていけばいいと周りから働きかける）」のもと、

物価目標の位置づけを柔軟化すればいいと考える。また円高を気にしすぎるべきではなく、それと同時に副作用をしっかりとモニタリングすべき。

《パネルディスカッション》

＜物価目標2%をどう見るか＞

【渡辺氏】

- ・ 門間さんの考え（のりしろを考慮しなければ物価上昇率はゼロでいい）とは逆で、のりしろを考慮しなくても、物価上昇率はゼロではいけないと考える。物価上昇率ゼロになるには2つのケースがある。1つめは、ある企業は+5%、ある企業は▲5%で、商品間や企業間で違いはあるも、平均的にはゼロであるケース。2つめはどの商品や企業を見ても物価上昇率がゼロであり、価格が動いてないケースである。通常、経済学者が考えるのは前者だが、日本では後者だと思う。理想的な物価安定とは言えず、むしろ非常にまずい状態である。
- ・ 企業がショックに対して価格を調整する術を失っているということである。通常何かショックが起きた時の企業の対応として経済学者が考えるのは価格を動かすことである。それが日本で起きていないのは、ショックに対する対応として、価格を戦略変数として使えないことを意味する。例えば、日本のコカ・コーラが最近27年ぶりに価格を引き上げた。では日本のコカ・コーラに27年間ショックがなかったかということとは違い、コストを削減することで吸収してきたと思う。つまり価格は戦略変数ではなく、コスト調整によって対応してきたと考えられる。日本企業はプライシングパワーを失い、前向きな経営をするインセンティブを奪われているという点で、デフレにもインフレ同様、コストがあると考える。企業が価格を動かさない意味でのゼロという現状は変えるべきだと考える。つまり、0%を5%にするべきといっているのではなく、0%でもいいから個々の企業が価格を動かせるような環境を整えるべきである。

【門間】

- ・ 2%インフレが簡単に実現できるのなら、それに越したことはない。ただ、現実がそうでない以上、あとはコスト・ベネフィットの議論。企業が価格を動かさないことの社会的・経済的コストが本当に大きいなら、効果のない金融政策に任せず、法律で強制すればよい（価格を上げなかった企業からは罰金を取る等）。しかし、そこまでしなければならぬほど、価格を動かさないコストが本当に大きいのだろうか。
- ・ コストという場合、価格を動かさないことで、長期的な経済の実質成長率のパフォーマンスが損なわれているかどうかポイント。この点、既述のBISの分析にもあるように、少なくとも日本のトラックレコードからすれば、人口要因調整後のパフォーマンスは悪くないので、ゼロインフレのコストは小さいということになる。

【植田氏】

- ・ のりしろ的にプラスのインフレ率を実現しておいた方がいいというのは昔からある議論。例えば、賃金を上げられる状態にしておいて、下げたい人は上げなければいいというのが昔からある議論である。ただ渡辺さんの話を聞くと現状は逆で、企業は価格を上げる方が難しく、下げる方がしやすいと非対称的だと思った。もしもそうだとすると、最適インフレ率はプラスではなく、マイナスということになるので、議論が変な方に行くような気がする。今までの議論は別として、中央銀行の責務として景気循環をならすとか下がったインフレ率をもとに戻すとかが入るならばのりしろはあった方がいいと考える。ただしそれを短期的に実現するのは難しい状況なので、長期的にということである。

＜副作用＞

【高田氏】

- ・ 副作用の悪影響を受けているのは金融機関と家計である。金融機関については利払いがなくなり、金利も低下することで、リスクリターンの関係が合わなくなる。ただし一方で効果もある。円安が進み、クレジットスプレッドが小さくなったことで、あぶり出されるように、配当のある株や不動産にお金が出る等である。つまり副作用と効果は表裏一体であり、その評価は立場によって違ってくる。
- ・ また、企業金融への効果が低下する中、高齢化等に伴う家計のアセットマネジメントのことを考

えると金利は高い方がいいということになり、従来の当たり前とされていた金融の理論が変わってくる。そうした新しい枠組みの中で、金融システムや金融構造の在り方を考えていくべきである。ただ10年、20年前と比べ、今日の銀行の問題は資本の問題ではなく、しかも金繰りはいくらでもあるので危機にならない。

【門間】

- ・効果と副作用は表裏一体というのは大事な論点である。概念的には、中長期的な資源配分を正しい方向に持っていくリスクテイクが効果、間違った方向に持っていくのが副作用である。要は、持続可能な経済成長を後押ししているリスクテイクなのか、あとで振り返ればバブルだったということになるのか、そこが効果と副作用を区別するポイントである。ただ2つを事前に見分けるのは難しく、過去にも多くの中央銀行が失敗してきた。
- ・2つを見分ける努力は必要だが、それが難しい以上、リスクマネジメントとしての政策哲学が重要である。将来まずいことが起きないようにコンサバティブに対応するのか、多少まずいことが起こっても構わないからプラス方向にかけてみようとするのか、である。日銀は当初は「かけてみよう」という考えが圧倒的に強かったが、少しずつ変わってきているように見える。ただこの変わり方が十分なのかどうかはわからない。物価の2%目標が呪縛になり、今後も変わりきれないと予想する。

【高田】

- ・2%目標が副作用を強めるというリスクがあると思う。黒田第1期の時は効果の方が大きかったかもしれないが、第2期は環境的に難しいだろう。

【植田氏】

- ・イールドハンティングや金融機関のミドルリスクをとった貸出は良い面と悪い面がある。高度経済成長から1990年代にかけて、金融緩和をすると最初に効果が感じられるのは、中小・非製造業の不動産まわりの設備投資の活性化であった。その後長らくこのようなことは起こっていなかったが、最近また起こり始めている。昔は潜在成長率が高かったので多少無駄なところに投資しても、問題とならなかったが、今は不良債権になるリスクが大きいところに貸すと大きなダメージとなって返ってくるというリスクはある。一方で、金融機関収益への副作用を中銀が気にしすぎる必要はないのでは。一部の中小・地方銀行が長期的に苦しいのは分かっているものの、日銀がそこを気にしすぎるのは健全でない。プルーデンス政策を手早く打つ（合併を進める等）べきである。

<追加緩和>

【門間】

- ・追加緩和をやったふりはいろいろできるし、するだろう。例えばETF買入れの目標を明示的に年間10兆とかに増やすことは難しいが、昨年7月に決めた柔軟化をフルに活用することはできる。実際に昨年7～9月のETFの買入れ額は年率3.4兆円だったが、10～12月は同8.7兆円に増えている。いわゆる日銀ブットの有効活用である。こうした点で今の緩和の枠組みが強力であるということはPRできるし、実際、黒田総裁も昨日の記者会見で、年末のETF購入増がリスクプレミアム抑制に意義があったと述べておられる。フォワードガイダンスも柔軟な作りになっており、金融緩和の強力さをマーケットフレンドリーに発信することは十分できる。

【渡辺氏】

- ・財政を使うことや資産買入れは理屈上、正攻法ではない。マイナス金利が正攻法である。この場合のマイナス金利政策は日銀のリザーブをマイナスにするという意味ではなく、負債である銀行券もマイナスにする考え方である。現金の金利がマイナスになっているので、銀行の預金金利もマイナスになる。そうすると銀行の調達金利と運用金利が両方マイナスになるので、今のよう収益のマイナスは起きない。数年以内にこれができるとは思わないが、準備をすべきだと思う。
- ・高齢者や低所得者等、現金の金利がマイナスになると大きなダメージを受けることになる人への手当をどうするかという問題もあるだろう。しかしこれができるれば本当のマイナス金利ができ、ここ20年くらい経済・金融政策を難しくしてきた、ゼロ金利制約がなくなり、それに伴う派生的

な問題がなくなるだろう。今すぐに対応できないにしても、ゼロ金利制約のない経済を作るのだというアナウンスだけでもするべきだと思う。今は政策的な手詰まり感があるが、本当のマイナス金利ができれば人々の期待が変わっていく可能性がある。

【高田】

- ・金融機関は収支上救われることになるが、家計に課税したことになるのか。従来はそれでも企業がもうかれれば家計もよくなるという構図だったが、それが崩れており、家計だけが苦しい状態になると思うが、その効果はどう考えるか。

【渡辺氏】

- ・イメージしているのは、リーマン・ショックのような大きなショックが起きた時にカンフル剤のようにマイナス金利をするということである。例えば、▲5%や▲10%を1年もやるのではなく、1四半期程度である。これは所得分配に期待しているのではなく、預金するくらいなら実物資産に持っていた方がいいということで投資が増えたり、耐久消費財が増えたりするということを期待している。実際にモデル上では、▲5%を1四半期するだけでかなり大きくショックを吸収できるとの結果。

《Q & A》

＜日銀のBS（バランスシート）は今後もう縮まらないのではないかと＞

【門間】

- ・確かにBS縮小は難しい。物価2%目標はおそらく達成できないので、それでも金融緩和は進めなくてよい、という整理がなされるまでは無理だ。ただ、そもそもインフレも金利も上がらないのだから、BSが大きいままでも特に問題はない。もちろん、日銀のBSや政府債務は膨大で、今まで人類が体験したことのないことが起きているので、そういう未知の状態が長く続くことへの漠たる不安感はある。

＜非連続的に物価が上昇することはありえるのか＞

【植田氏】

- ・理屈上はある。インフレ期待が急速に上がった時である。日本政府や政府債務への信頼が失墜して円預金をドル預金に変え、円安になり物価が上がるということがその例である。

【渡辺氏】

- ・あり得ると思う。今、企業が価格を動かさない理由はライバル企業が動かさないからであり、ある種、真似をしているということになる。つまり相手が動かせば自分も動かすということになれば、インフレとして現れるだろう。

（文責：みずほ総研コンファレンス事務局）

●当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。