

経済セミナー

10・11
2016

No.692

日本評論社
THE KEIZAI SEMINAR

特集

マイナス金利政策と 日本経済

マイナス金利のマクロ経済学 —なぜ金利をマイナスに下げるのか／福田慎一

マイナス金利付き量的・質的緩和の波及経路／細野薫

マイナス金利と財政 —金融緩和の財政コストとは／深尾光洋

量的・質的金融緩和と日本経済 —黒田緩和からの3年間をたどる／得田雅章

金融政策における国際協調では何が問題となるのか／加藤出

対談

マイナス金利付き量的・ 質的金融緩和を問いなおす

翁邦雄

Kunio Okina



北村行伸

Yukinobu Kitamura

トピックス

英国のEU離脱は国際経済にどのような影響をもたらすか

熊本方雄

マイナス金利政策と日本経済 9



対談 マイナス金利付き量的・質的金融緩和を問いなおす

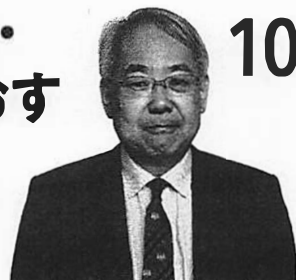
翁邦雄

Kunio Okina



北村行伸

Yukinobu Kitamura



10

マイナス金利のマクロ経済学
——なぜ金利をマイナスに下げるのか

福田慎一 25

マイナス金利付き量的・質的緩和の波及経路

細野薫 30

マイナス金利と財政
——金融緩和の財政コストとは

深尾光洋 35

量的・質的金融緩和と日本経済
——黒田緩和からの3年間をたどる

得田雅章 41

金融政策における国際協調では何が問題となるのか

加藤出 47

経済セミナー

10・11
2016

【特集対談雑記】

本誌が発売になる頃は、9月20～21日の金融政策決定会合の内容に関心が集まることでしょう。緩和政策の「総括的な検証」というのがお題目なので、金融政策の学習にとっては絶好の教材が揃います。対談・論文とあわせて、ご参照を。

特集

マイナス金利政策と 日本経済

金利がマイナスになるって、どういうことなのでしょうか。

金利はゼロ以下には下がらないで、

預貯金には必ず利子がつくものと思い込んでいました。

マイナス金利が日本経済にどのような影響をもたらすのか。

金融政策の方向は、ほんとうにこのままでよいのか。

いま金融政策で出来ることと出来ないことを考えてみましょう。

対談

マイナス金利付き量的・ 質的金融緩和を問いなおす

翁邦雄

Kunio Okina



北村行伸

Yukinobu Kitamura

対談

マイナス金利付き量的・質的金融緩和を問いなおす



翁邦雄

Kunio
Okina



北村行伸

Yukinobu
Kitamura

Discussion

日本銀行が今年1月29日の金融政策決定会合において、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を決めてから、半年以上が経過しました。今日は、量的・質的金融緩和(異次元緩和)の導入以降の日銀の金融政策のあり方や方向性、日本経済の中長期的な課題と金融政策とのかわりなど、金融政策のこれまでとこれからをめぐってご議論いただきます。

1 異次元緩和のこれまで

北村 マイナス金利が今年2月に導入されてからまだ半年ぐらしかたっていないので、その評価はまだ先になってからとなるのかもしれないですが、量的・質的異次元緩和が2013年4月の金融政策決定会合で決定されてから3年半がたっています。まず、翁さんのご意見を簡単にまとめていただけませんか。

翁 量的・質的緩和について、日本銀行の黒田総裁は、緩和決定当日の記者会見で「その時々々の状況を見て、必要があれば躊躇なく調整していくが、2年で2%の物価安定目標を達成するために、現時点で必要な措置は全て決定した」と述べ、必勝の自信を示していま

した。しかし、客観的にみると、短期決戦の枠組みで大胆な賭けに出た、というのが実情だと思います。もっとも、当初は円安・株高になり、一時的には足元のインフレ率と期待インフレ率もかなり上がって、とてもうまくいっているように見えました。だけれども、だんだんパツとしなくなってきた。期待インフレ率が上がることで、一気に好循環が起きる、という前提での短期決戦を想定していたのだけれども、だんだんと齟齬が目立ち始め、持久戦化することで不都合なことがでてきた。その後もいろいろ新しいことを試み、今年2月からはマイナス金利政策まで始めているのだけれども、短期決戦の量的緩和の枠組みを持久戦に向けて組み替えないうままマイナス金

利を継ぎ足してしまった結果として、非常に矛盾をはらんだ枠組みになってしまっている、ということだと思います。

しかし、好循環を起こすために期待に働きかける金融政策という枠組みの性格上、常に「うまくいっている」と言い続けなければいけない自縄自縛的なところがあって、なかなか態勢を立て直せない。次回9月20日からの金融政策決定会合で3年半の総括をしておりますので、そこでうまく持久戦型に態勢を立て直せるか、というところに、いまマーケットの非常に大きな関心が集まっている、という状況だと思います。

ちなみに、最初うまくいったように見えたのは、異次元緩和の前、2012年11月頃、総選挙の前から、当時野党の自民党・安倍晋三総裁が円安誘導に非常に明確にコミットされた効果が大きいと思います。そのタイミングは欧州中央銀行のドラギ総裁の「ユーロを守るためには何でもやるという発言」（同年7月）が効き始め、さらに東日本大震災後の国際収支の悪化なども加わって円安への下地ができていたところでした。だから、安倍総裁の円安誘導発言があってから円が一気に下がってゆく。異次元緩和が非常に効いたように受け取られがちですが、大きな円安はその発動前に実現しているので、円安による株高・物価上昇への異次元緩和の初期の貢献そのものについて相当大きく割り引いて受け取っておいたほうがいいのではないかと思います。

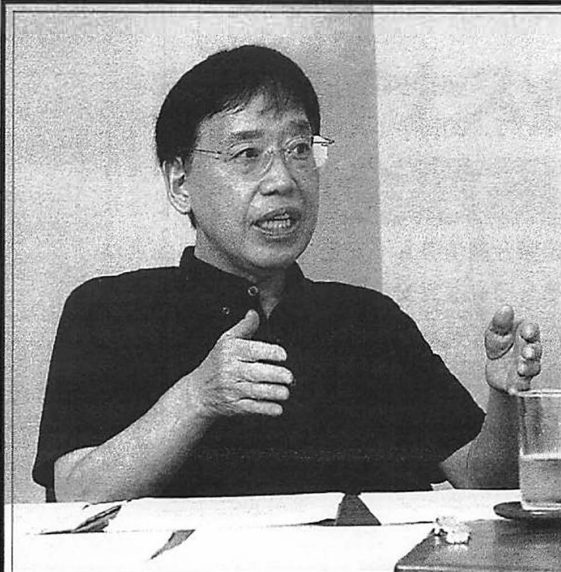
北村 もちろん、異次元緩和のネットの効果と、それ以前の白川前日銀総裁以来の量的緩和がどれぐらい効果を持ってきたかということの検証は、日銀も含めて、きちんと計量的にやる必要があります。異次元緩和への過大評価は議論の余地があるかと思います。

翁 為替レートは機械的に金融政策に反応するわけではないので、計量分析は非常に難しいですね。先ほど申し上げた円安の条件は、

マイナス金利を導入したときには全部逆転して、2016年1月のタイミングで安倍首相は野党の党首だったときのように円安発言はできない。国際収支も原油安で黒字になり、国際金融情勢も不安定だ。マイナス金利は、そもそも通貨安政策として欧州で取られてきたものですから、本来為替レートに効くはずなのだけれども、こうなると、それも効かない。このような2つのフェーズを照らし合わせると、異次元緩和の円安効果はやはり過大評価だと思います。

北村 黒田異次元緩和について、よくマーケットの人たちは戦争にたとえてパルハーバーとかインパール作戦と言うのですが、オリンピックの競技種目に例を変えると、短距離リレーで第1走者が走りはじめただけけれども、第2走者にバトンをなかなか渡せなくて、両方ともぐるぐるとトラックを走り続けている。しかも100メートル×4人のリレー競争だったはずなのが第1走者だけで3000メートル走ぐらいになり、走っている人はもうへろへろになっている。しかも、まだバトンは第2走者にちゃんと渡っていない。こういうイメージを私はもっています。短距離リレーであれば、どこがゴールで、こういう形で決着をつけますという話があったはずなのですが、それは見えなくなってきていて、最初とはずいぶん違う競争をしているような感じがあります。

こういう意味で評価をするのはなかなか難しいのですが、翁さんがお話しのように、外にいて学問的に政策を見る研究者からしても、確かに大成功と言うのは言い過ぎだと思います。マイナス金利は、民間の金融機関にかなりの負担をかけているわけだし、批判や不平がいろいろなところから聞こえてきます。7月の金融政策決定会合でマイナス金利をさらに下げたことをやらなかったことは、今後緩和の余地を残したということなのかもしれませ



翁 邦雄さん(おきな・くにお)

Profile

1951年生まれ。1974年東京大学経済学部卒業。日本銀行入行、筑波大学助教授、日本銀行調査統計局企画調査課長、企画室参事、金融研究所長等を経て、現在、京都大学公共政策大学院教授。シカゴ大学Ph.D.取得。専門は金融政策、国際金融論。著書：『期待と投機の経済分析』（東洋経済新報社、1985年、日経経済図書文化賞受賞）、『ポスト・マネタリズムの金融政策』（日本経済新聞出版社、2011年）、『金融政策のフロンティア——国際的潮流と非伝統的政策』（日本評論社、2013年）、『経済の大転換と日本銀行』（岩波書店、2015年、石橋湛山賞受賞）ほか。

んが、もしかしたらマイナス金利を深掘りする方向が間違っていることに気づき始めているのかもしれないという気はしています。

翁 北村さんのお話で、次の走者にバトンを渡せていないというのは非常に示唆的なコメントだと思います。アベノミクスの考え方でいくと、第1の矢（金融政策）、第2の矢（財政政策）から、総需要を刺激する戦略の先にあるものとして、潜在成長率を上げていく成長戦略にあたる第3の矢へとどういう具合につないでいくのか、という問題ですね。バトンを渡す相手がいるのか、リレーの次の走者が見えているのかということです。

金融政策に話を戻しますと、7月の決定会で、何をやり、何をやらなかったのかということは非常に重要だと思います。やったことは、さらに株を大量に買うという決定で

ETF（上場投資信託）を毎年6兆円買うことにした。やらなかったことは、金利の深掘りです。ここには2つのポイントがあります。一つは、アベノミクスの生命線と言われている株を日銀も非常に意識していることが表面化してしまった。ETFの買い増しだけでなく、マイナス金利の深掘りを避けたことも、この文脈でつながっています。つまり、もし、マイナス金利を深掘りすれば銀行収益への悪影響から銀行株は暴落すると見られていたけれども、実際には深掘りしなかったために銀行株は上がった。株を買い増してマイナス金利を深掘りしなかったのは、アベノミクスの生命線の株を守った、というようにみえます。

北村 でも、日銀の金融政策で、株をそれだけ問題にするのは異例です。普通の金融政策の枠組みでは考えられなかったですね。

翁 そのとおりですね。もう一つのポイントは、株価重視が全面に出てしまったために、建前はともかくとして、実態として金融政策がアベノミクスの中に完全に組み込まれているように見えることです。言い換えると、政治から中立的な中央銀行の本来の立ち位置を離れて、政権が非常に関心を持っていることに配慮した政策運営をしているようにみえてしまっている。これは日本銀行の制度的なあり方をどう考えるのかということにもつながって来ると思います。

北村 少し脱線しますが、アベノミクスの3本の矢というのは、官僚がたぶん草案を書いたのだと思うのですが、安倍首相は山口県出身だから毛利元就の3本の矢をもって来た。もともとはイソップ寓話に出てくる話でもあり、1本ずつだったら折れてしまうけれども3本重ねたら折れないというのがそもそもの話です。1本の政策では効かないけれども3本同時に放てば効果が出てデフレから脱却できる、あるいは景気が回復するという意図だ

ったのかと思いつつ見ていると、それなりに政策のスピードが違い、金融は足が速いから先に出て、それから財政が、最後は成長戦略という順番になる。時間差があると政策がそもそも効かなくなってくるのではないかと、リレーのようにうまく引き渡せればいいけれども、うまくいかなかったら、ただ単に先に放たれた矢が途中で落ちてしまって次の矢に届かないままという形もありえます。たとえとしても、今から考えると無理があった気がします。

翁 現実の政策面で起きたことは、第1の矢と第2の矢がほぼ同時に放たれ、最初はそれが円安と重なった。それで企業の収益はよくなったけれども、純輸出は伸びなかった。GDPの動きで見ると、純輸出の代わりに第2の矢の財政で持ち上げていった。しかし、そこが息切れしたらあとが続かなかった、という姿になっているわけです。結局、自律的な成長の姿が見えてこない。そこがいちばん大きな問題になってくることだと思います。

北村 政策のパッケージのつくり方というか、発動の仕方というか、順序立てにも問題があったのではないのでしょうか。もちろん、早く対応できるという意味では金融政策がいちばん早いだけでも、逆に効果がそんなにもたないというのであれば、その間に、次にうまく引き継がれていくような仕組みをつくっておく必要があります。政策パッケージというか政策ミックスのような方法を、政府がしばらくやってこなかったことにもよるのか、対応は非常にまずいような感じがします。

翁 好循環にすべて賭けるというシナリオだったわけで、最初に円安になる。物価が上がる。インフレ期待ができる。それが投資や消費を刺激するはずだ。需要項目では純輸出が円安効果で伸びていく。こういう好循環を考えていたところが、例えば円安になって、企業の利益は膨らんだけれども、輸出は伸びな

かった。膨らんだ利益は投資にも賃金にも向かわず、労働者の所得は伸びていかなかった。北村 企業の中には内部留保が残った。

翁 円安による物価上昇と賃金の停滞で消費は落ちてしまった。リフレ派の人はこういうリスクシナリオについての備えがなく、本気でやればうまくいく、という「気合による必勝シナリオ」しか描けていなかった。当てが外れたという感じが強いのではないですか。北村 そうですね。いまから考えると、どうも教科書的なシナリオが書かれていて、实体经济はどういうリアクションをするかという想定がほとんどなされていなかったように思います。

翁 好循環シナリオが想定する日本経済がかなり古かった、という面もありそうです。円安になったとしても、工場を建てるには、日本で建てるよりは海外でつくったほうがいい。国内ではもう需要が伸びないし、労働者も国内にはいない状況では、設備投資や実質輸出はなかなか伸びていきません。こういう経済の体質変化のようなことが十分織り込まれていなかった。後知恵の部分はあるのだけれども、そういうことが非常に鮮明に表れてきてしまいましたね。

2 異次元緩和の特徴： 期待への働きかけとサプライズ

北村 異次元緩和にはいくつかの特徴があって、期待への働きかけがいちばん広く言われていることだと思います。サプライズ緩和のようなことをやっているようにも見えるし、同時に、また普通の期待形成のような話をしているところもあって、どういう原理に基づいて理論を立てられているのかが見えてきません。この点を翁さんはどうお考えですか。翁 期待への働きかけは今日の金融政策理論の中核的な要素であるわけです。しかし、こ

の期待への働きかけは黒田総裁のスタイルと対極にあるものです。マイケル・ウッドフォード（米コロンビア大学教授）が中心になって理論化してきた今の金融政策理論の枠組みにおける「エクスペクテーション・マネジメント」は、中央銀行がこれからこういう政策運営をする、ということマーケットにすり込ませていくフォワード・ガイダンスの話だと思います。サプライズを連発する日銀の姿とは、ものすごく違うわけです。もう少し実務的な世界に下ろしていくと、マーケットフレンドリーというか、情報を共有して、だいたいこういう経済情勢が将来予想されるから、その場合はこういう政策展開になりそうだね、ということ中央銀行と市場参加者がすり合わせをして、なるべく考え方にギャップがないように努力し市場にサプライズを与えないようにする、という世界です。

北村 市場との対話が大事だとずっと言われてきたのですが、1月のマイナス金利導入の決定のときのように、市場との対話がゼロでやられると、市場は反発するというか、われわれと一緒にやる気があるのかという議論にもなりかねません。

翁 黒田総裁のマーケットへの対応は、財務官の経験に非常に影響されているように思います。ポンド危機でポンドを売り崩そうとしたジョージ・ソロスと対峙したBOE（イングランド銀行）のように、為替市場では通貨当局と市場参加者、とりわけ投機筋とは敵対することがあり得ます。黒田総裁は金融市場の参加者に対しても、為替市場の投機家に対するのと同じように接しているようにみえます。異次元緩和導入の際のキャッチフレーズの「衝撃と畏怖」のように、力を見せつけてねじ伏せ、平伏させる、という接し方ですね。サプライズも「敵を動揺させる」という感覚に近い。また、4月の記者会見では、金融政策は、金融機関のためにやっているものではない

く、緩和であろうと引き締めであろうと、金融機関が賛成するか反対するかで、金融政策を決めるということはない、という突き放した言い方をされていて、全般的に市場や金融機関に対する敬意や親しみが感じられません。こういう敵対的な中央銀行を想定していない短期金融市場や債券市場の参加者にとっては、違和感が非常に大きい政策運営になってきていると思います。

北村 期待に働きかけるといったときには、マーケットの人がもっともだと思うようなファンダメンタルズと整合的な話でないと、いくら2%のインフレにしますと言われても、雇用や物価、為替の状況を考えたときに、それはいいのではないかと感じてしまいます。ファンダメンタルズで合意が得られないことには期待が形成されないのではないかとということなのだと思います。

翁 そこが黒田総裁の発想と普通の「エクスペクテーション・マネジメント」の違うところだと思います。典型的なのは黒田総裁の講演でのピーターパンのたとえ話で、「飛べないと思った瞬間に飛べなくなるから前向きの確信をもて」と、言っていますね。ファンダメンタルズをみたら飛べない。しかし、飛ぶのだという意思だけで飛ぶ。それが気合の金融政策と言われているゆえんだと思います（笑）。

7月の金融政策決定会合後の記者会見では、コミュニケーション戦略を見直したほうがいいのではないかとコメントが出ていました。しかし黒田総裁は、コミュニケーションにはまったく問題がないと思っている、と言っています。もし本気でそう言っているのであれば、市場との大きな溝はなかなか埋まりそうにない。悲劇的だと思います。

北村 黒田総裁がどこまで本気であるのかよくわかりませんが、私の政策は適切です、いつもおっしゃいます。もう少し違う表現を

したほうがマーケットは納得できるのではないのでしょうか。

翁 そこは、黒田総裁の「ピーターパン理論」の苦しいところで、「確かに問題がありますね」と言った途端に墜落する、という理屈なので、問題を認められない、という構図があります。それで自縄自縛というか、常に飛べます、と言い続け、実態とかい離れたコメントが繰り返され、ますますマーケットはしらける展開になってしまふ。そういうところに自分を追い込んでいると思います。

北村 先ほどの短距離リレーの話で400メートルリレーをやっているつもりなのに、第1走者でもう3000メートルぐらゐを走っていて、まだまだ先はあるので頑張ってくださいと言っているようなことってどうなのかということです。もうゲームの体をなしていないところがあるのではないですか。

翁 それに対しては、これまでの黒田総裁なら、政策は当初想定通りの効果を発揮しているが、想定外のことが起こって、本来400メートル先がゴールのはずであったのが、原油価格が下がって、ゴールが先へ動いた。消費税を上げたら消費が落ちて、さらにまた100メートル先にゴールが動いた、といった組み立てになるのでしょうか。それだけに9月の決定会合での総括が、多少、柔軟な発想になるのか興味深いわけですが、これまでの発想だと、政策は効果を発揮しているが、ゴールが事故で次々に動いた、ということになるのだと思います。

3 もしフリードマンだったら、 どう考えているか

北村 期待に働きかける政策というのは、どのようにすればうまくいくのでしょうか。もしリフレ派の方々がミルトン・フリードマンの議論を信奉しているのであれば、实体经济

にアンカーされた（フリードマンで言えば自然失業率）政策を超える金融緩和は効果をもたないという議論になるはずですが、この点をどう考えますか。

翁 フリードマンはマネタリストの総帥なので、中央銀行万能論のように誤解する人もいるけれども、フリードマンは、中央銀行を非常に危険な存在とみなし、廃止したほうがいい、と言っていました。経済を安定化させる力を過信した中央銀行こそ経済の混乱の源泉になる存在だと思っていたからです。だから中央銀行の裁量で政策が動かないように、 k %ルールでマネーを機械的・安定的に伸ばすほうがいいと考えていました。

ところが、ときおり、マエストロと言われたアラン・グリーンスパン（1987年から2006



北村行伸さん(きたむら・ゆきのぶ)

Profile

1956年生まれ。1981年慶應義塾大学経済学部卒業。ペンシルバニア大学大学院修士課程修了。オックスフォード大学大学院博士課程修了。経済協力開発機構(OECD)エコノミスト、日本銀行金融研究所研究員、慶應義塾大学商学部客員助教授等を経て、現在、一橋大学経済研究所教授。ドクター・オブ・フィロソフィー(オックスフォード大学)。専門は応用計量経済学、マクロ経済学、金融・財政論、公共経済学。著書:『パネルデータ分析』(岩波書店、2005年)、『ミクロ計量経済学入門』(日本評論社、2009年)、『応用ミクロ計量経済学』I・II(編著、日本評論社、I 2010年、II 2014年)など。

年まで米連邦準備制度理事会（FRB）議長のように——金融危機後にカリスマ性は失墜しますが——裁量的な金融政策をうまくやるようにみえる人が出てくる。しかしフリードマン的に見れば、中央銀行が裁量的に行動して一時的にうまくやれるようにみえても、長い目でみれば裁量的な行動は非常に危険なわけです。まして、裁量に加えてサプライズということになると、今度はもっと積極的な揺さぶりをマーケットにかけてしまうことを政策の源泉にしようとしているわけですから、フリードマンの観点では、とんでもないことをやっている、ということになるのだと思います。

北村 フリードマンの1968年の自然失業率の論文などをみても、实体经济にアンカーされた自然失業率を超えるような金融緩和はほとんど効果を持たないか、あるいはインフレに結びつくだけということでした。翁さんがおっしゃったように、フリードマンの議論とはまったく異質なマネタリズムの政策が現在取られていると考えています。

翁 フリードマンの流れでいくと、むしろテイラー・ルールのようなルール重視の金融政策になるはずです。日銀の今の金融政策はマネタリズム系でフリードマンの末裔のように錯覚されるのだけれども、全然そうではなくて、むしろ、その対極にある政策運営だと思います。

北村 すごく裁量的（discretionary）ですね。ルールベースではないという意味では、すごくケインジアン的な感じがします。

翁 現在の主流理論であるニューケインジアンともまったく違います。非常に古いタイプのケインジアンだと思います。

4 マイナス金利の意義と評価

北村 日銀は2016年1月29日の政策委員会・

金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定し、「量」「質」「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする旨の発表を行いました。

マイナス金利の領域に入ることによって、何が開けて、どんな問題が新たに生じているのか。少しは政策の余地が広まったと考えるのか、金利による操作という意味では、もとの金利中心の金融政策に戻るといふ話なのか、それとも違うのでしょうか。

翁 いろいろな要素があるのですが、マイナス金利自体には必然性があったと思います。もともと短期決戦の量的・質的金融緩和には明らかに限界が来つつあります。2014年10月に追加の量的緩和までやってしまったから、2017年か18年には日銀の国債買い入れ額には限界が来るといふことがIMFや日経センターの推計でも出始め、マーケットもそれを意識し始めています。

そうすると、そちらの方向で追加緩和をやっても寿命を縮めるだけだから、やれるとしたら今度は金利に戻るしかない。マイナス金利であれば、ヨーロッパでも経験があるし、特に最初は0.1%程度の小さなマイナスにしておけば、それをさらに深掘りすることもできるし、量的・質的緩和と違って、マイナス0.1%を続けても、国債の購入を続けるのと同じような量的な限界には直面しない。そういう意味で、金利政策の方向へと政策転換を図るのは、自然だと思います。

ただし、マイナス金利を導入しながら、これまで通り量的・質的緩和も続ける、という枠組みにしているために、一方で銀行の当座預金保有残高を膨らませる政策を取りながら、他方でそれにペナルティを課するという非常に矛盾した枠組みになりました。金融機関への課金にあたっては、技術的に当座預金に階層

性を設けて、マイナス金利をかける額をつねに少なくする、という工夫をしています。

量的・質的緩和をマイナス金利に置き換えていけば、本来得られたはずの「量的・質的緩和の限界打破」につながないのも問題で、本当は、量的緩和から離れてピュアなマイナス金利政策に移るとするのが自然な選択だったと思います。

5 マイナス金利深掘りの意味

翁 ただ、追加緩和余地のあるマイナス金利政策を採用しても、どんどん深掘りして金融緩和を強化していくべきかどうかは別問題だと思います。これは金融政策の本質にもかかわっていて、今後の日本経済の展望をどうみるかで、さらに強力な金融政策を発動することが適切なのか、ということの判断が変わってくると思います。

もう一つの問題は、今の財政状況のもとでマイナス金利付き量的・質的緩和を続けることの危険性です。

マイナス金利政策で起きたことのいちばん大きなサプライズは、10年物の長期金利がいきなりマイナスに突っ込んだということです。なぜこうなるのか。日銀は量的・質的緩和を続けますと言いつつ、そのために国債が値上がりして大きなマイナス金利になっても国債を買い取る、ということにコミットしました。償還までもっていけば損をするからマイナス金利になるわけなので、日銀は損を引き受ける、といっているわけです。ある金融商品に本来の価値より高い値段がつく場合、もっと高く買ってくれる人がいるあてがある、というのが典型的なバブルのメカニズムです。最終的には日銀が国債を買ってくれる、という前提であれば、金融機関はとりあえずサヤ取りでマイナス金利の国債でも買う。それに弾みがつけばマイナス金利がどんどん深くなってゆ

く。市場参加者は、量的・質的緩和継続で日銀はもっと長期金利を下げなければいけないところに追い込まれると思っているから、こういうことになります。

北村 それと整合的な意味で、当座預金の金利の一部をマイナスにしているということでしょうか。日銀は国債を買い取っているわけで、損しても買っていて、買った分を日銀当座預金に入れるわけですよ。

翁 そうです。しかし1月に導入決定された日銀当座預金の階層システムでは、ゼロ金利の階層を次第に大きくして、マイナス金利部分は増えないように調整します。だから日銀に国債を売って日銀当座預金が増えても損がすぐ増えるわけではありません。

北村 そういう意味では、金融機関にはネットではロスを与えていない。日銀が大盤振る舞いをしてロスを出してでも買い取っているというので、そこでもうけているわけですね。

翁 国債市場については、マイナス金利になっても、銀行は日銀に転売すれば損は出ません。

北村 サヤ取りをしているわけですから。

翁 しかし、マイナス金利付き量的・質的緩和もいつか終わります。バブルというのは、壊れるときには売り損なった人が大損をする。そのときに誰がババをつかむのかという問題で金融システムは不安定化しかねない。この点は、出口を難しくしますね。

北村 それを日銀がつかむというストーリーになってしまっている。

翁 日銀はマイナス金利で買ったものを償還まで売らないでしょうから、確実にババをつかむ。しかし、まだ日銀に転売できると思って買った人たちも、政策の転換点で売れずに突然ババをつかむことになります。バブルとはそういうものだから。

北村 先ほどの翁さんの説明ですと、国債市場では当座預金でマイナス金利を日銀がつけ

たといっても、それは金融機関と日銀との間の取り決めということで、日銀相手のゲームしか金融機関はやっていません。日銀があまりにも大きい存在となってしまって、それをなんとか今のところ回しているという状況です。国債市場のオペレーションとか、日銀が従来やってきた金融政策は、マーケットの中の1プレーヤーとして機能すべきものであり、金融機関が主として日銀を相手に取引をしている話になるというのは、それこそ市場を壊してしまっている、あるいは歪めていることになると思います。この点はずっと翁さんが警鐘を鳴らしておられる点だと思います。

翁 短期市場では、政策金利でマイナス0.1%を課金される政策残高を抱えた銀行と、政策残高を抱えず金利ゼロで日銀当座預金が運用できる銀行が存在します。前者の銀行は、マイナス0.1%よりも小さいマイナス金利なら貸したいし、後者の銀行はマイナス金利で借りて日銀においておけば利ざやが稼げる。だから、金利裁定で短期金利が下がるように誘導する枠組みにはなっているので、そこでは、マーケットは機能しています。長期市場のほうは、いわばバブルを意図的に生み出すようなかたちで機能させているところに非常に大きな問題があるということでしょう。

北村 そこは重要なポイントだと思います。

6 金融政策決定会合の人事

北村 第2次安倍内閣の成立(2012年12月)後、日銀総裁が白川方明氏から黒田東彦氏に交代したのが2013年3月でした。その際の日銀総裁、副総裁の選出方法、任期が切れる日銀政策委員会審議委員の新任者の任命においても、国会の同意人事という制度の運営方法から大きく逸脱した任命が行われてきました。

これは、安倍政権が国会内で多数派を維持し、国民の支持もある程度安定的に維持して

いるということが大きいと思いますが、国会同意人事は合議制機関のみが対象というわけではなく、民主的な運営担保(党派学閥等による偏向防止)の観点から、特に国会が人事構成に関与すべきと考えられる重要な者をその対象としています。中央銀行である日銀もその対象となっています。

日銀の政策委員会内での活発な議論が、あるいは緊張関係が、よりよい金融政策決定に資すると考えるのが従来の考え方であったと思いますが、これを官邸の意向に沿う委員を推薦して、それを多数派とすることで、活発な議論というより、総裁・副総裁の意見に基本的に従う委員会に変貌させてしまったように思います。

この変化をどのように評価すればいいでしょうか。政策委員会で行われてきた議論が、現実の経済の動きを適切に把握せず、その処方箋を間違っ出すという可能性は考えられないのでしょうか。

翁 日銀法で日銀に独立性を与えるといったときに想定されていた世界は、中央銀行の独立性は政府ないし政治からの独立であり、政権交代があっても、金融政策はそれに大きな影響を受けず持続性が損なわれないようにする、ということだったと思います。言い換えると、ボード(委員会)のメンバーとしては、全体としては政治的には中立になるようにいろいろな人を集め、多様な見解の中でコンセンサスを形成していくのが本来の姿だと思います。しかし、安倍政権になっていま起きていることは、黒田総裁、岩田副総裁に限らず、審議委員も政府・与党と考えを共有できる人たちだけが選ばれてきているように見えます。

このことは、中央銀行の意思決定主体が政治的に中立でもないことを意味しています。中央銀行のボードが政府の別働隊になるような状況では、日銀に独立性を与えるのはまずい。なぜならば、与党と同じ考えで意思決定

をする人たちに独立性を与え、国会などで官庁のように厳しく責任を問われることなく、財政にも大きな影響を与える政策を実施させているからです。これは民主主義の観点からも非常に危険なことだと思います。この体制であれば日銀に独立性を与えるべきではありません。金融政策省にして政府として責任を持つ方がよいと考えます。

北村 日銀法をつくったときの独立性のイメージと、いま運用されているのはだいぶ違いますし、日銀法の枠の中でこういうことができるということに驚きはあります。日銀法の枠内で運用を都合よく変えてしまっているところに、熟慮が足りないとか、運用している人たちの制度への理解が足りないのではないかと思います。

7 長期停滞か、さらなる成長か

北村 金融政策と日本経済の中長期的な成長戦略との関連では、長期停滞論や人口減少・少子高齢化問題が議論しておきたい重要論点であると思います。日本経済の構造変化ということでは、翁さんのお考えはいかがでしょうか。

翁 わたしは人口構造の変化が非常に大きく影響していると思います。この問題は非常に重要だと思いますが、北村さんは、技術革新のあり方とかも含め、非常に幅広く捉えられていますね。歴史的に見ても、グローバルに見ても、いま日本が置かれている状況はどのようなのか。その上で、いまだどういふ金融政策を考えたほうがいいのか。今日は北村さんからぜひそういうお話を聞かせていただきたいと思っていました。まず長期停滞論からお話いただけますか。

北村 経済成長率の低下をどう考えるかについて、ロバート・ゴードンは著書 (Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American*

Growth: The U.S. Standard of Living Since The Civil War, 2016, Princeton University Press) の中で、アメリカの生産性は1970年以後低下しており、それは構造的なものであると論じています。経済が成熟し、資本が蓄積され、人口が高齢化していくような経済では、潜在成長率は低下していかざるを得ません。たとえIT革命が起こっているとしても、それが、19世紀や20世紀の産業革命時と同様の規模や範囲で起こることはないでしょう。

具体的には、第1次産業革命期に整備された、道路、港湾、鉄道、工場、下水道などのインフラの多くは、現代まで残っているし、第2次産業革命期に導入された、有線通信網、電力供給ネットワーク、飛行場、初等教育、大学などのインフラも現在まで使われています。20世紀末から進行中の第3次産業革命では、インターネットや各種の無線通信などのインフラは小型化、無線化しており、既存の景色を一変するようなインフラ投資はそれほど必要ではない。産業が高度化することによる、社会インフラへの経済的波及効果は次第に低下しており、これが、経済成長率が大きく伸びない理由になっているとも考えられます。

このように、物理的な意味での実体経済の成長は目に見えるほど急激な変化はもたらさないのですが、市場経済の範囲はグローバリゼーションのおかげで確実に拡大しており、財・サービスの取引や生産は順調に拡大しています。例えば、携帯電話、とりわけインターネットにつながるスマートフォンの普及は、国境を越えて世界的な規模で急速に進んでいます。この種の財の市場規模は巨大なものであり、その結果として、トマ・ピケティが指摘したように、世界の上位1%以内の人々が世界の富の相当な割合を保有するという資産格差を生じさせるようになりました。

翁 北村さんの指摘されている要因のうち、

技術進歩の状況や人口減少・高齢化、所得分配の不平等拡大などの要因は、概ね先進国に共通しています。所得分配の不平等が拡大し高所得者への分配が高まると、貯蓄率が高まるから需要は不足してしまいます。

長期停滞論にもいろいろな論者がいますが、たとえばアルビン・ハンセンの長期停滞論とローレンス・サマーズの長期停滞論はまったく同じなのか、ケインズの「人口減少の経済的帰結」の議論はどう位置づけられるのか、そのあたりはいかがお考えですか。

北村 サマーズの叔父さんに当たるポール・サミュエルソンが1988年に*Japan and the World Economy*の創刊号の巻頭に論文“The Keynes-Hansen-Samuelson Multiplier-Accelerator Model of Secular Stagnation”を書いています。そこでは、ケインズがガルトン講義(The Galton Lecture)で論じた人口減少が経済にもたらす影響について正面から取り上げています。ケインズは急激すぎる人口の減少は、明らかに多くの深刻な問題を必然的に内包しており、それを阻止するための手段を取るべきだと論じています。ハンセンは、ケインズの議論を受け、人口成長と経済成長、あるいは人口成長と設備投資の関係を論じています。そこでは1930年代に入り、海外植民地、人口成長、技術革新などで停滞が見られることから経済成長も低下しているのだという議論を展開しています。サミュエルソンは、それらの議論を受けて、乗数・加速度理論による長期停滞モデルを提示しています。そこでは、人口減少が起きているような場合には、より積極的な財政・金融政策によって完全雇用を達成するべきであるという議論になっています。

これらの一連の議論をうけて、サマーズは、自然利子率が大きく低下していることが現下の問題であり、それは基本的には需要サイドの問題であるとの立場から、財政政策による

解決策を提案しています。

翁 その際、サマーズが長期停滞を克服するうえで必要性を強調しているのは財政政策であり、金融政策ではない、ということは重要だと思います。金融政策は長期停滞の克服には向かないからで、これは金融政策の本質にもかかわっています。金融政策というのは、本来は景気安定化政策だから、景気がいいときには需要を先送りにし、景気が悪いときには需要を前倒しすることで景気をならそうとする政策です。だから長期停滞論のように、成長率が右肩下がりになるような世界で金融政策を発動して、需要を前倒しすると、将来どんどん苦しくなっていく状況をつくり出してしまう。自然利子率という言葉を用いると、金融政策は現在の需要をつくり出すために将来の需要を減らし、自然利子率をさらに押し下げる政策になるわけですね。

北村 私は、マイナス金利を実行した日銀に対して、今の自然利子率や、潜在成長率を一所懸命計算しているのかもしれないけれども、マイナス金利を正当化するような理論的枠組みを考えているのかどうかを聞いてみたいところではあります。

翁 黒田総裁が強調しているマイナス金利の成果の一つは、住宅投資が活発になっていることです。しかし、日本の人口減少を考慮に入れると、住宅需要は長い目で見たらどんどん減っていきます。今の予測では2030年頃には空き家率が30%ぐらいになります。そういう状況で、マイナス金利で住宅需要を前倒しすると、先へ行けば行くほど、加速度的に苦しくなっていくと思います。

インフレにするためにどんどんマイナス金利の深掘りをするのがいいのか。それは、日本経済が非常に大きな循環的な低下局面であるのか、それとも長期停滞的なトレンドが問題であるのか、にかかわってくるはずで。そういうことの判断なしにどんどん深掘りし

ていって、とにかく需要を前倒しすることがよいとは思えません。

北村 そうですね。安倍政権の政策の全体的なウェイトが財政にシフトしていることは、もしかしたらサマーズの議論などが影響しているのかもしれませんが、翁さんのお話のように、構造的に日本経済の自然成長率が低下しているときに、リニア新幹線の早期着工というものが本当に日本人の長期的な生活水準を上げるような財政政策なのか、あるいは景気が低下していく中での持続可能な財政のあり方と整合的であるかという点、そこはかなり疑問があるように思います。

長期停滞論についてももう一つのストーリーは、1873年から97年ぐらいにイギリスで大不況があり、それをどのように見るかということがあります。そのときイギリス経済はデフレで、不況が20年ぐらい続いたので大不況と言われました。これが長期停滞論の事例としてよく使われます。そのときのイギリス経済は、特に不況で失業者が街にあふれてという大恐慌の後のような姿ではなく、むしろアメリカやドイツが新興国として出てきて、そこに産業革命が起こり、良い製品が作られてきて、イギリスの製品が売れなくなった。その中で物価がどんどん下がっていき、不況感が広がっていきました。しかし実際にはそれなりに成長もしている中で、国債金利が2%、短期金利も1%ぐらいまで、かなり下がっていたというのが実態です。

翁 そのときのイギリスは日本と比べて、どこが似ていて、どこが違うのでしょうか。

北村 イギリスは、当時はパックス・ブリタニカで、植民地を持っていて、1870年代はイギリス没落という話はまだなくて、世界中を支配していました。それと今の日本とは国のオペレーションの仕方が違っています。イギリスは世界中の植民地からどのように資源を調達して資金を還流させていくかという視

点からマクロ経済を運営したと思いますが、そういう観点は日本にはないと思います。

翁 当時のイギリスは、今のUnited Kingdomではなく大英帝国だった、ということですね。むしろ、似ている話としては政府債務の問題があると思うのですが、政府債務についてはどのように考えたらいいのですか。

北村 政府債務は、ナポレオン戦争のときにイギリスは莫大な借金を抱え、1815年頃にGDP比で260%と、今の日本のレベルを超えるくらいにまでなったのですが、そこがピークで、それ以降、第二次世界大戦まで100年かけてずっと払い戻していきました。

翁 その間、インフレで帳消しにした部分はほとんどないのでしょうか。

北村 インフレで帳消しにしたことはあまりなく、植民地からの収益とかいろいろなことによって償還していったのです。ただ、その間の政治家たちの議論を見ていると、この借金を返さなくてはいけないということを意識しています。そのための減債基金をつくらせ、負債を整理・統合していきました。今、ヘリコプター・マネーで議論になっているような永久国債（コンソル）のようなものを考えたのもその当方で、それも1回ではうまく返還できないので、何回かに分けて一つのものに集約していくというプロセスを、たぶん40~50年かけてやっていきました。

翁 どうして当時のイギリスの政治家はそんなに政府債務にセンシティブだったのですか。

北村 これは中央銀行の独立性とも関係しているかもしれませんが、名誉革命以降にシティができ、そこが金融を握っていたわけです。そのときに政府に対し、うちは国債などを買うけれども、きちんとそれを返済するというか、税金で裏打ちされた国債でないといけませんよという非常に厳しいルールがあり、イギリス国王なり債務を出す人に対して、金融市場のお金の出し手は非常に厳しく対応して

いたということが大きいと思います。

翁 そのときのBank of Englandは、むしろシティの中、民間銀行のグループの側にいたわけですね。

北村 民間銀行の代表であり、政府のエージェントではありません。そこが違います。中央銀行とはそういうものだという形でイギリスではつくられているので、翁さんのお話のように、政府のエージェントとなってしまった中央銀行であると財政規律はかけられません。イギリスの政治家とはいえ、もしそういう緊張関係がなければ従わなかったと思いますが、そうでないとお金が調達できない、借り換えができないという状況を常にシティが要求していたところが強いと思います。これが真の意味での金融の独立性です。ここは日本とかなり違って、日本の財政学者も金融学者も忘れていた点だと思います。

8 金融の正常化に向けて

北村 歴史的にもものごとを見る人間からすると、黒田総裁が現在の金融政策を「これまでの中央銀行の歴史の中で、おそらく最も強力な枠組み」と位置づけていることに強い違和感を覚えます。おそらく金融政策の枠組みとしては最も強力なものなのでしょうが、2016年現在でそれを実施すべきであるという現状認識と政策手段の選択に大きなギャップを感じています。患者の病状に対する処方とのマッチングが臨床医療で重要なのに同様に、日本経済の現状に対して打たれている政策が適切なものであるかという判断は重要であり、不可欠だと思います。「2%のインフレ目標」を達成するためには、何でもやるというスタンスは、その初動としては評価されたかもしれませんが、翁さんが指摘されたように、この効果は短期間で剥落しています。むしろその結果、積み上がった公的債務と日銀の異常

なバランスシートだけが残されています。

ここでもう一度、必要な政策手段の選択とその結果もたらされる経済の帰結を冷静に考え直すべきであると思います。現状の日本経済の問題は需要不足の問題なのか、世界的な供給過剰の問題なのか、その判断によって処方箋は違ってくるでしょう。3年以上も異次元緩和をやって効果が出ないのであれば、政策の前提になっている現状認識から見直した方がいいのではないのでしょうか。先ほど言ったイギリスの1873~97年のときの大不況のようだとすると、そのときに取られたイギリスの金融政策は、別に大緩和をやったわけでもなければ、低金利ではあったけれども、マイナスになるほどのこともしていない。どのようにすれば処方箋としていいのかを、もう少し考え直す必要があるのではないかと思います。このあたりについては、翁さんも何かご議論がありましたらお話しください。

翁 先ほども触れたように、景気循環的な不況の場合と異なり、長期停滞論のような成長率が右肩下がりである状況では、どんどん金融緩和を強めてはまずい、と思います。9月の金融政策決定会合の検証で、どこまで金融政策の態勢を見直せるかはわからないけれども、少し頭を冷やしたほうがいい気はします。

北村 そうですね。そこで、スタンスを少し変えたほうがいいのか、これは効かなかったとか効いたとかいうのを、もう少し冷静に議論できれば態勢を立て直せると思います。

翁 態勢を立て直すといったときには、出口の用意も必要です。日銀はこれまで時期尚早として、撤収時の検討を封印した政策を展開してきていますが、金融政策が効かなくてもインフレになることはありうるので、いつまでも出口の議論を強引に封印せずに、この問題も念頭に置いた枠組みをつくらないといけないことだと思います。

北村 おそらく、金融政策の目標ではないけ

れども、金融政策で日本経済全体をノーマルな状態に戻すことが目的であり、別に0%のインフレでもいいわけです。日本の今の体力で、今の経済の状況で、ごく普通に金融財政が回っていくような仕組みに戻すにはどうしたらいいかということが、ベースになるのではないかと思います。

もう一つの極端な例としてヘリコプター・マネーがあると思います。ヘリコプター・マネーについて、翁さんはどう思いますか。

翁 ヘリコプター・マネーは、一方で、先ほど来の長期停滞論の系列の話からいくと、財政支出を増やしたいという話があり、他方で、日本の政府国債の残高はそれこそビクトリア期の英国に匹敵するぐらい高い。しかし、当時の英国のような国力は、今の日本にはない。そうした文脈で、もし日銀が政府国債を引き受ければ、そのことによって将来政府がお金を返す必要がなくなるのではないか、という話ですね。

しかし、実はヘリコプター・マネーを採用しても政府の利払いコストは変わりません。日銀が国債を引き受けたとしても、政府がそのお金を使えば最終的に日銀当座預金が増えてしまいますから。政府と日銀を足しあわせた統合政府でみると、日銀が国債を買っても、統合政府としては国債が日銀当座預金に置き換わっているだけで、ゼロ金利の間はコストはゼロ、もし日銀が金利を上げようとするれば日銀当座預金に付利しなければならなくなるのですぐ利払いが増えます。フリードマンの思考実験のように、文字通り銀行券をヘリコプターからばら撒いた場合でさえ、金利が上がれば家計は拾った銀行券を預金するため、銀行の日銀当座預金が増えて日銀の利払い額が膨らむ。政府から日銀に利払いを付け替えることにすぎず、節税メリットは幻想で、財政規律の喪失だけが残る可能性が高いですね。北村 私もそう思います。それから普通国債

と永久債の借り換えで、どちらかが得になるとか損になるとかいうことはあり得ないので、マーケットから見れば得にも損にもならないというか、無駄なことをやっているということだと思います。

9 金融政策の役割と日本銀行のあり方

北村 翁さんも私と同じ印象をもっていると思いますが、あまりにも金融政策が前に出過ぎていっているのは気になっています。中央銀行は政府よりもどちらかというと保守的な組織であり、マーケットに対して働きかけをしているのであって、実際に目に見えるような大立ち回りをして、こんなすごい政策を打ちました、と宣伝しなくてはいけないような存在とは少し違うのではないかという感じがします。

そういう意味で、もう少し中央銀行の立ち位置を考え直したほうがいいのではないか。もちろん、私の考え方のほうが間違っていて、中央銀行も進化していて、今のマクロ政策の中心は金融政策だから、金融政策の担当者がショーアップしてもいいのだという議論もあるかもしれませんが、この辺について翁さんのお考えをお話してください。

翁 基本的に北村さんが言っていることに違和感はないのですが、中央銀行が正面に出過ぎていっていることに関して、一つは、他が身動きの取れない状況の中で、とりえず機動的に動けるのは中央銀行だからということで——欧米ではonly game in townという決まり文句で表現されますが——中央銀行に何かやれというプレッシャーはどの先進国の中央銀行にもかかり続けています。

もう一つの点は、中央銀行が前に出過ぎてしまったということがあって、その後の始末をどうするかということも考えなければいけない。これは出口戦略の話になってきます。

そうすると、今の異次元緩和の非常に大きな問題は、先ほども触れたように出口戦略について3年半にわたって封印し続けていることです。9月の金融政策決定会合でどこまで出てくるかはわからないけれども、本来は出口を踏まえた上で、今どうするかということを考える必要があるはずだ、と思います。

出口では具体的にどこに注意が必要なのかというと、日銀は大量の国債を買っていますし、民間も国債をたくさん保有し、中央銀行当座預金もたくさん持っている。こうした状況の中で、出口で必要なことは3つあります。第1に、財政に過大なショックを与えない、ということ。第2には、中央銀行の自己資本を大きく毀損させて、政策の自由度を失わせない、ということ。第3には、金融システムの安定性を維持することで、この点は、民間銀行のバランスシートを毀損させない、ということにつながっていきます。そのためには、具体的にどうすればいいのか、ということを考えておく必要があります。

最近、話題になっている岩村充さん（早稲田大学大学院商学研究科）の提案（日経ナウキャストで公表された日銀保有国債の変動利付永久債化プラン）は、非常に複雑なパッケージだけれども、要は、こういうことをいっぺんに解決しようとしているわけです。岩村さんの提案の中核的な部分は、今の日銀が持っている長期国債を市場金利連動のコンソルに置き換えることで、日銀のバランスシートを金利変動リスクから遮断し、金融政策の自由度を回復させる。同時に、コンソルに置き

換えることで、政府は借り換えなくてすむという安定感をマーケットに与え財政の持続性にも寄与します。さらに、岩村提案が用意している2階層の預金システムは、これと連動する形で銀行が保有している日銀当座預金の資金運用上の不確実性を減らす、という金融システム上の配慮も織り込んでいます。

この岩村提案はいろいろな使い方ができます。本線は、金融システムの安定を損なわずに金利正常化について道をつける、というものの。しかし、ベン・バーナンキが2003年に日本金融学会で講演した提案との類似性からすれば、マネタイゼーションを可能にする、という側面もあります。こういう提案をどう考えるのか、どういう使い方を念頭において、どういう対案を用意するのか、日銀は岩村提案に対する見解を表明し、出口をどう考えているのかを明らかにすべきでしょう。

実質GDPは2年半ほとんど成長していないにもかかわらず、労働市場はどんどんタイトになっています。金融政策の効果がどうであれ、いずれは労働市場発でインフレ的になってもおかしくない状況はあるわけですから、インフレになっていったときにどうするかということ準備しておく必要があります。出口をどう準備するのかということについてのしっかりしたメッセージと合わせて金融政策スタンスを決めていくことが、これからの重要な課題になるのではないのでしょうか。

編集部 長時間にわたって、ありがとうございました。

【収録日：2016年8月2日】