



Broad
Perspective 多角的レビューシリーズ
Review

「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ 第 1 回「非伝統的金融政策の効果と副作用」の様様

日本銀行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行企画局まで
ご相談ください。
転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ 第1回「非伝統的金融政策の効果と副作用」の様相*

■要 旨■

2023年12月4日、「金融政策の多角的レビュー」に関する第1回ワークショップ「非伝統的金融政策の効果と副作用」が、日本銀行本店にて開催された。金融市場、金融システム、日本銀行のバランスシート、非伝統的金融政策の4つのテーマを中心に、過去25年間の金融政策がもたらした効果と副作用について、経済学者や金融・経済分野の専門家らと交えて、活発な議論が行われた。

第1セッションでは、過去25年間の国内金融市場の概観や、金融政策が市場機能度に及ぼした影響が報告され、分析対象を拡充するなどして、より幅広い観点で検証していくことが可能か、といった点が議論となった。第2セッションでは、低金利環境が金融機関のリスクテイク行動に及ぼした影響が報告され、資金需要の動向や資金配分の問題などが議論となった。第3セッションでは、中央銀行の財務を巡る議論が報告され、対外コミュニケーションのあり方などが議論となった。第4セッションでは、非伝統的金融政策が経済・物価等に及ぼした影響が報告され、インフレ予想の形成メカニズムや賃金・物価の相互連関など、今回の分析で考慮していない要素を含め議論が展開された。

第5セッションのパネルディスカッションでは、金融政策の効果・副作用の分析手法や物価の変動メカニズムなどについて議論があった。議論のなかで、複数の個別政策が併存する非伝統的金融政策の効果・副作用を包括的に評価するのは難しく、今回のように、様々なバックグラウンドを持つ有識者を集めて多様な論点を議論することが重要との認識が示された。また、金融政策の効果を検証する際には、インフレ予想の形成メカニズムに加えて、企業行動の特徴や、それがわが国の経済動向や賃金・物価形成に与えた影響について、分析を深めていく必要があるとの見解が示された。

* 本稿で示されたワークショップ内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも発言者の所属する組織の見解を示すものではない。

[目 次]

1. はじめに	3
2. 開会挨拶	3
3. 第1セッション：金融市場 「過去25年間の本邦金融市場の振り返り」	4
4. 第2セッション：金融システム 「低金利環境下における金融機関のリスクテイク行動」	8
5. 第3セッション：日本銀行のバランスシート 「中央銀行の財務と金融政策運営」	12
6. 第4セッション：非伝統的金融政策 「非伝統的金融政策の効果と副作用」	16
7. 第5セッション：パネルディスカッション	21
8. 閉会挨拶	28
(別添1) プログラム	29
(別添2) 発言者等の氏名および所属	31

1. はじめに

本稿は、2023年12月4日に日本銀行本店で開催された「金融政策の多角的レビュー」に関する第1回ワークショップ「非伝統的金融政策の効果と副作用」の様相を要約している。日本銀行副総裁の内田眞一による開会挨拶から始まり、第1～4セッションでは、金融市場、金融システム、日本銀行のバランスシート、非伝統的金融政策という4つのテーマのもと、日本銀行金融市場局・金融機構局・企画局スタッフによる報告と、指定討論者および参加者との議論が行われた。第5セッションでパネルディスカッションが行われたあと、日本銀行理事の清水誠一による閉会挨拶で幕を閉じた（プログラムは、別添1を参照）。

以下では、開会挨拶、4つの報告セッション、パネルディスカッション、および閉会挨拶の概要を紹介する。なお、下記における各発言者の所属等は、今回のワークショップ開催時点のものであり、文中では敬称を省略している（発言者の所属・氏名は、別添2を参照）。全体の司会進行は、日本銀行企画局政策企画課長の長野哲平により執り行われた。

2. 開会挨拶

内田は、今回のワークショップにおいて、過去25年間の金融政策の効果と副作用を議論するうえで、2つの論点を指摘したいと述べた。

第1に、過去25年間、金融緩和の手段が限られる中で、内外の情勢にどのように対応すべきだったのか、という点を挙げた。そのうえで、日本経済がデフレに陥り、短期金利のゼロ制約に直面した中で、日本銀行はどのような手段を採り得たのか、リーマンショック後に、海外主要国で非伝統的金融政策が導入される中で、他の諸国がこうした政策に追随しないことが可能であったのか、といった問いを提起した。こうした情勢の変化に対して、全く緩和を行わないという選択肢がなかったとすれば、残るのは手段の適切性の問題になるとし、その効果と副作用のバランスについて、多角的レビューの中で虚心坦懐に評価していきたいと述べた。

第2に、「デフレ」という現象をどのように位置付けるか、という点を挙げた。デフレと経済低迷の関係について多様な意見があることを指摘したうえで、少なくとも、低インフレの継続が、金融緩和余地をなくし、長期にわたって需要不足が継続する状況を作り出した面はある、との考えを示した。ただし、これに加えて、物価は変わらないという「ノルム」が、経済にどのような経路で影響を及ぼしたのかは、必ずしも自明ではないとも指摘した。そして、「緩やかでしつこいデフレ」という日本の経験は既存の経済理論で説明可能なのか、こうしたノル

ムを変えることが何を意味しているのか、といった点を明らかにする必要があるとの考えを示した。

最後に、多角的レビューのプロセスは、できる限り客観的に、納得性のある形で進めたいと述べたうえで、今回のワークショップで幅広い議論が行われることへの期待を示し、開会挨拶を締めくくった。

3. 第1セッション：金融市場「過去25年間の本邦金融市場の振り返り」

(1) 報告者による発表

報告者の前橋は、過去25年間のわが国の債券・為替・株式市場における価格推移を概観するとともに、日本銀行の金融政策が金融市場、特に短期金融市場と国債市場の市場機能度に及ぼした影響について論じた。

まず、債券・為替・株式市場における価格推移を取り上げ、日本銀行が市場金利への働きかけを段階的に強めていくにつれて、債券市場での日本銀行のプレゼンスが高まっていったほか、国債利回りの低下や、国内金利の海外金利との連動性低下、イールドカーブのフラット化も生じたと指摘した。また、為替・株式市場では、量的・質的金融緩和（QQE）導入前までは、世界金融危機などのショック時に円高・株安が大きく進行する場面もみられたが、QQE導入以降は、内外金利差が拡大するもとで、円安・株高基調で推移したと報告した。

次に、短期金融市場における取引インセンティブの変化について論じた。補完当座預金制度の導入により超過準備への0.1%の付利が始まると、付利先には、非付利先から0.1%を下回るレートで資金を調達し、それを当座預金に積んで運用するインセンティブが生まれたと述べた。また、マイナス金利政策の三層構造により、金融機関の間には、0.1%の付利がなされる基礎残高、0%のマクロ加算残高、-0.1%の金利が課される政策金利残高の3つの階層の残高水準次第で、相互に取引を行うインセンティブが生まれ、それが短期金融市場での取引を促し、取引残高の増加に繋がったと説明した。

続いて、国債市場の機能度について、定量的なデータやサーベイ調査の結果を基に、日本銀行の金融政策が及ぼした影響を振り返った。まず、債券市場参加者が取引する際に注目する価格変動要因が1990年代後半から2000年代前半にかけては「債券需給」や「景気」であった一方、QQE導入以降は「金融政策」へと変化し、金融政策に対する注目度が高まったことを指摘した。また、2016年のイールドカーブ・コントロール（YCC）導入以降暫くの間は、市場の金利目線が概ねYCCの変動幅の中で推移してきたが、2022年頃からは、海外金利の上昇や国内インフレ予想の高まりから、市場の金利目線がYCCの変動幅を上回って

推移するようになり、債券市場はやや歪な状況に陥ったと論じた。実際、債券市場の取引高は、QQE 導入以降、振れを伴いながら減少し、ビッド・アスク・スプレッドは、YCC 導入以降暫くの間は、市場の金利目線が概ね YCC の変動幅の中で推移するもとで改善したが、2022 年以降は大きく悪化したことを示した。加えて、現物国債市場では、金利の相対関係の面で市場機能度が低下したほか、現物と先物の裁定関係の揺らぎや、レポ市場における特定銘柄の希少性の高まりも観察されたと報告した。さらに、債券市場サーベイ・特別調査の結果を用いて、QQE 導入以降、債券市場の機能度が大きく低下した状態が続いているとの市場参加者の見方を紹介したうえで、最近の動向に関して、同サーベイ・定例調査の結果は、機能度が足もとではひと頃に比べて改善していることを示していると付言した。

最後に、日本銀行の金融政策が国債市場の機能度に与えた影響を捉えるために、国債の銘柄別のパネルデータを用いて行った、回帰分析の結果を報告した。まず、取引高を被説明変数とした分析結果によると、日本銀行の国債買入れの増加は取引高を増加させる一方、日本銀行の国債保有比率の上昇や指値オペの実施は取引高を減少させると述べた。ただし、国債買入れの増加についても、国債保有比率が一定の閾値を上回る状況下で実施されれば、取引高を減少させる可能性が高いと指摘した。次に、ビッド・アスク・スプレッドを被説明変数とした分析結果によると、日本銀行の国債買入れの増加はスプレッドを縮小させる一方、日本銀行の国債保有比率の上昇はスプレッドを非線形的に拡大させると述べた。最後に、イールドカーブの歪みを被説明変数とした分析結果を紹介し、日本銀行の国債保有比率の上昇や連続指値オペの実施が、イールドカーブに歪みを生じさせた可能性を指摘した。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の岩壺は、本報告の分析が丁寧に行われていることを評価したうえで、金融政策を評価することの難しさについて論じた。具体的には、費用便益分析では、便益と費用を列挙したうえで重要度を比較する必要があるが、金融政策については、それがもたらす便益と費用の相対的な重要度をどのように評価するかは非常に困難であると述べた。また、便益と費用の測定に際しては、仮に金融政策が行われなかった場合に実現するであろう反実仮想的な経済や、最適金融政策のもとで実現するであろう経済との比較が必要となり、その計算に必要なモデルの前提や、何を最適な金融政策とするかという価値観次第で、測定結果は大きく異なり得ると指摘した。そのうえで、結局のところは、金融政策の便益と費用を一つ一つ丹念に検証して、それらを総合的に判断するとともに、日本経済にとって何が最適な金融政策なのかを考えることが重要であると主張した。

次に、本報告のイールドカーブの歪みに関する回帰分析の結果は、イールドカーブの歪みが顕著にみられた2022年以降のサンプルの影響を強く受けている可能性がある」と指摘した。そのうえで、イールドカーブの歪みが国債保有比率の上昇と海外金利の上昇のいずれの要因により生じたかを識別するために、2022年以降のサンプルを除いた推計を行うことを提案した。また、本分析で用いているイールドカーブの歪み指標について、プラスへの乖離が望ましいものであるかのように解釈されないよう、歪み指標に絶対値をとってはどうかと述べた。

続いて、金融緩和により国債利回りが低く抑えられた結果、様々な市場の価格発見機能が損なわれている可能性についても、問題提起した。国債利回りは、無リスク利回りとして様々な資産の基準金利となっているため、例えば、社債市場における企業の信用格付けと社債スプレッドの関係性や、株式市場における企業の資本コストなどにも影響が及んでいる可能性がある」と指摘した。さらに、金融緩和が一因となって金融機関のドル調達コストが高まっており、国内のみならず、海外債券投資でも運用収益が減少している現状を報告した。

最後に、日本銀行が国債市場の流動性改善のために行っている国債補完供給の減額措置（国債を調達したオペ先が日本銀行へ返却する国債を一定の条件のもとで減らす措置）により、日本銀行の決算上に損失が計上された事例を紹介しつつ、こうした減額措置は、実質的に国債の売却に相当すると指摘した。そのうえで、先行きも同様の事象は生じ得ると述べた。

指定討論者の加藤は、まず、今回のワークショップが市場参加者から非常に注目されていると述べたうえで、本報告のパネルデータ分析は自然体で真摯なものであり、分析結果も市場参加者の実感に合ったものになっていると評価した。

また、現在の短期金融市場は、当座預金制度の三層構造のもとで階層間の資金移動が行われているため、2001年から2006年の量的緩和期と比較して、金融機関の資金繰り体制などが維持されており、円滑に出口局面へ移行しやすい状況が確保されていると指摘した。もっとも、事業法人のCP発行レートが0%程度と、信用リスクプレミアムが圧縮されていると指摘し、マイナス金利政策が長期に及んだ弊害が将来的に表面化しないか懸念していると述べた。また、マイナス金利政策の出口局面に向けては、スイス国立銀行におけるマイナス金利解除後の当座預金システムの事例が参考になると主張した。

さらに、債券市場の機能度について、国債補完供給や、2023年7月と10月のYCCの運用柔軟化は、市場機能度の改善に貢献したと評価した。そのうえで、国債補完供給の利用条件厳格化で、国債の空売りコスト上昇を嫌気した海外投資家が投資対象を国債市場から為替市場にシフトして円売りを行うようになり、

長期金利の安定と円安のトレードオフが生じるようになったとの見方もあると述べた。このほか、大規模な金融緩和の継続が、市場の価格発見機能を低下させ、資源配分を歪め、財政規律の弛緩、過度な円安、家計の金利上昇警戒感の低下を生んだ可能性についても指摘した。

最後に、米国連邦準備制度理事会（FRB）において YCC の導入が検討されたものの最終的には見送られた経緯を振り返りつつ、YCC には、①無理な長期金利ターゲットを設定することが経済を歪めてしまう懸念、②長期金利ターゲットの維持を優先することで中央銀行のバランスシートの規模や構成が制御できなくなる懸念、③出口局面で政府の国債管理政策と対立が生じ中央銀行の独立性が損なわれる懸念が指摘されていると述べた。そのうえで、こうした海外中央銀行における議論も、日本銀行の金融政策を評価するうえで参考になると指摘した。

（3）質疑応答

報告者の前橋は、イールドカーブの歪みに関する回帰分析の結果は 2022 年以降のサンプルの影響を強く受けている可能性がある、との指定討論者の岩壺のコメントに対し、その可能性に同意したうえで、2021 年までをサンプル期間とした回帰分析においても、日本銀行の保有比率の係数は有意に負の値となることから、本報告で示した分析結果は相応に頑健であると述べた。また、海外金利上昇の影響は、回帰分析の枠組みでは固定効果として捉えられるため、イールドカーブの歪みにも影響を及ぼしていることが推察されると主張した。あわせて、イールドカーブの歪みについて絶対値をとることが望ましいのではないかと、との岩壺のコメントに対し、本報告は規範的分析ではなく、事実解明的分析である点に留意すべきであると付言したうえで、イールドカーブの歪みを絶対値にしなかった理由について、国債買入れがイールドカーブの形状に及ぼす影響をその方向を含めて適切に評価するためであると述べた。

また、報告者の北村は、国債市場の機能度低下が国債以外の市場にも波及した可能性を指摘した岩壺のコメントに対し、論点としてはあり得るものの、本報告では金融政策の国債市場の機能度に対する影響に焦点を絞ったため、分析の対象外になっていると述べた。そのうえで、金融政策の評価に際しては、政策の効果と副作用の両方を比較衡量することが重要であると指摘した。また、QQE や YCC による信用リスクプレミアムの圧縮の悪影響が将来的に表面化する可能性を懸念した指定討論者の加藤のコメントに対して、金融システムレポートでの分析に触れながら、現時点では金融面で大きな不均衡は観察されていないと述べたうえで、今後も引き続き注意深くモニタリングしていく必要があると論じた。

フロアからは、植田（健）は、ETFの買入れが株式市場に与えた影響をどのように評価するかと質問した。小林は、国債利回りの低下が財政規律に与えた影響や、日本銀行と政府の協調関係について、何らかの形でレビューすることができないかと指摘した。渡辺は、①本報告で示された金融市場の機能度低下は経済厚生にどのようなルートで、定量的にどの程度の影響を及ぼしたのか、②大規模な金融緩和を行わなかった場合に日本経済に何が起き、それはどのような意味で人々の経済厚生を悪化させたと考えているのか、③仮にゼロ金利制約自体を消し去ることができたとすれば、本報告や多角的レビュー全体の議論はどのように変わってくるのか、という3点を質問した。また、河野は、金融政策の評価に際しては、将来発生する費用がどれほどのものかを分析する視点があってもよいのではないかと論じた。熊谷は、今後、金融政策の副作用を検証する場合には、射程をより一層広げる必要があると述べた。金融市場の副作用を検証する観点からは、社債市場、株式市場、為替市場などへの影響も重要であると指摘した。また、金融市場からは離れるが、金融政策を評価するうえで、財政規律の弛緩や経済の新陳代謝の遅れ等による潜在成長力の低迷といったトピックも含め、便益と費用を極力、同一の尺度で比較衡量する観点も重要であると付言した。服部は、マイナス金利政策の三層構造が短期金融市場の流動性に与えた影響についても、定量的な分析を行えないか、と述べた。

北村は、フロアからの多岐にわたるコメントに対して謝意を示したうえで、本報告は金融市場に関するセッションであるため、必ずしも全ての論点をカバーしているわけではないと述べた。また、本報告で示された金融市場の機能度低下と社会厚生の関係についての渡辺のコメントに対して、私見であると断りつつ、本報告で示した市場機能度の低下が社会厚生に及ぼしたマイナスの影響は、これまでのところは、金融緩和がマクロ経済に及ぼしたプラスの効果よりも小さかったのではないかとの見方を示した。

4. 第2セッション：金融システム「低金利環境下における金融機関のリスクテイク行動」

（1）報告者による発表

報告者の稲場は、過去25年の低金利環境が、ポートフォリオリバランス・チャンネルを通じて、金融機関に様々なリスクテイクを促してきたと指摘した。そのうえで、本報告では、銀行のリスクプロファイルの変化について点検することで、低金利環境が金融システムに及ぼした影響について考察すると述べた。

はじめに、過去25年を概観し、一時期を除くと、総じて緩和的な金融環境が醸成されてきたことを指摘した。企業からみた貸出態度が「厳しい」超となって

いたのは、1990年代後半からのバランスシート調整・不良債権処理の局面と、2000年代後半の世界金融危機の局面であり、日本銀行が潤沢な流動性供給を行った時期とも重なると付言した。そのうえで、ヒートマップや金融ギャップから金融循環を確認すると、過去25年間、バブル期のような金融不均衡の蓄積は認められないと総括した。ただし、金融ギャップでみた金融循環の拡張局面はすでに10年に及んでいると述べた。

次に、低金利環境が続いたもとで、金融機関のリスクテイク行動にあらわれた特徴的な変化の一つとして、ミドルリスク貸出の増加を取り上げた。バブル崩壊後、成長期待の低下を背景に、企業部門が貯蓄超過主体に転換したほか、企業数が減少傾向を辿ったことから、借入需要が減少したと指摘した。経済の構造変化は、自然利子率の低下を通じて、銀行の貸出金利の低下にも寄与したと付言した。そのうえで、銀行は、低採算でも貸出ボリュームが見込めるミドルリスク貸出に、次善の策として傾倒し、銀行間の貸出競争も強まったと論じた。こうした動きは、企業にとっては低金利の資金調達が容易になる面があった一方、銀行にとっては貸出採算が歴史的に低下し、不動産業など特定業種への貸出集中を招いた面があったと述べた。

さらに、金融機関のリスクテイク行動にあらわれた、もう一つの特徴的な変化として、金利リスクテイクの拡大を取り上げた。まず、企業・家計向けの貸出期間が長期化したこと、金融機関が保有する債券の残存期間が長期化したことを指摘した。銀行バランスシートを業態別にみると、地域銀行と信用金庫では、貸出・運用期間に趨勢的な変化が確認できると指摘した。そのうえで、貸出や有価証券運用にかかる金利リスク量は、既往ピーク圏まで上昇していると付言した。こうした資産サイドの金利リスク増加は、コア預金によって相殺されているものの、預金の粘着性には不確実性があると述べた。預金の粘着性には、オンラインバンキングの普及、預金市場の競争環境、預金者の信認といった要因が、預金の粘着性に影響を与え得ると論じた。

最後に、過去25年間の銀行の収益力や損失吸収力を点検した。銀行全体の資金利益が、過去25年間で3分の2に減少したことを取り上げ、その主因は低金利環境下における利鞘縮小にあると指摘した。そのうえで、利鞘縮小の背景には、金融政策の影響に加えて、自然利子率の低下や銀行間の貸出競争といった構造要因も影響したと評価した。ただし、低金利によって借入需要が喚起されたことは、資金利益の減少を一定程度下支えしたと述べた。また、損失吸収力については、銀行は金融仲介機能を発揮し得る資本基盤を有しているものの、ストレステスト実施後の自己資本比率は低下傾向にあると指摘した。そのうえで、銀行部門は、低収益を踏まえると、大きなストレスに耐えられたとしても、一旦毀損した

自己資本を復元することは容易ではなくなっていると述べた。

以上を踏まえ、低金利環境下における銀行のリスクテイク行動の変化の背景には、金融政策の影響、経済・金融の構造変化など、様々な要因が寄与していると評価した。今後も、金融システムの停滞・過熱両方向のリスクについて、丁寧にモニタリングしていくと述べた。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の植田(健)は、まず、金融システムの安定に対する中央銀行の役割の観点から、論点を提示した。金融政策の主目的は物価の安定にある一方、健全な銀行が流動性危機に陥る場合には、中央銀行は「最後の貸し手」としての機能を発揮することが求められると指摘した。わが国では、バブル崩壊、震災、コロナ禍、地政学リスクなどその時々で様々なショックが到来してきたと述べたうえで、危機時における「火消し」「回復」「予防」のフェーズを見極め、政策を行っていくことが重要であり、「火消し」の期間が長くなると様々な副作用が発生し得ると論じた。また、自身の研究も引用しつつ、低金利が銀行による企業選別を非線形に歪める可能性を指摘した。

指定討論者の家森は、本報告に対して違和感はないと述べたうえで、地域金融や中小企業金融において貸出利鞘が縮小し、貸出競争が強まった点を強調した。そのうえで、アンケートの結果を参照しながら、地域金融機関は、貸出量の増加、非資金利益の増加、経費削減、リレーションシップバンキングの強化を通じて、収益確保に努めてきたと指摘した。また、バブル崩壊後の貸し渋りの影響から、企業が借入を控えるようになっていること、高齢化の中で経営者の積極性が失われているといった構造的な資金需要の停滞についても指摘した。さらに、金融機関の収益基盤は、金融システムの安定性を維持するためにも重要であると述べた。そのうえで、企業の資金需要を十分に生み出すことができなかつたとしても、地域金融機関が企業成長にどのように貢献していけるかが重要であると論じた。

(3) 質疑応答

報告者の稲場は、指定討論者の2人に共通するコメントとして、低金利環境下における資金配分の歪みについて指摘があったことを取り上げ、その背景として、低金利環境の影響に加え、企業の資金需要の変化といった構造要因も影響したという指摘は本報告と共通する点であると述べた。また、指定討論者の植田(健)からの、金融システムの安定と中央銀行の役割に関する指摘に対して、稲場は、メカニズムやインセンティブを正しく理解していくことが必要であり、今後も理解を深めていくと述べた。また、指定討論者の家森からの、金融機関の収

益基盤は金融システムの観点からも重要であるという指摘に対し、稲場は、低収益が長期化すると、金融仲介が停滞にも過熱にも向かうリスクがあると述べた。

フロアから、青木は、低金利環境における銀行の行動変化は本報告のとおりと述べたうえで、第1セッションで報告があった金融市場の機能度低下が、金融機関の貸出行動などに変化をもたらした面はあるかと問うた。また、戸村は、低金利の金融システム全体への影響は、今後の金利上昇局面における影響を確認しないとトータルでは評価し難いと指摘したほか、金融緩和の効果が不動産関連貸出の増加だけだったのならば、国全体の需要低迷に金融政策ができることは少ないのではないかと述べた。小林は、小規模・零細企業の資金繰り判断は現状ネガティブな状況が続いているため、社会的・政治的な影響という観点からも小規模・零細企業の分析を深める余地はあるかと問うた。加藤は、金融政策で金利を押し下げてきたが、必ずしも将来の生産性向上に繋がる貸出需要を喚起できたわけではないと述べたうえで、いわゆるリバーサルレートに到達しているのではないかと指摘した。

宮川は、低金利・低収益の中で銀行の連携・合併がみられてきたと指摘し、銀行産業の構造変化も重要なテーマであると述べた。河野は、貸出の資金配分について、不動産関連貸出に集中したことが長期的に好ましいことだったのか、無形資産による付加価値創造を促すような貸出を促進すべきだったのではないかと問うた。また、日本銀行の目的である、物価の安定と金融システムの安定は両方とも大事であり、経済・物価情勢に応じて、都度対応していくことが必要と指摘した。熊谷は、財政政策と金融政策の境界線がどこにあるか、金融政策が民間の資源配分に関与することを許容すべきか、といったことも論点であると述べた。また、上野は、ヒートマップについて、海外資金の流入など新しい形で不均衡が蓄積する可能性もあるため、採用指標を改定していくことも重要ではないかという問題意識を示した。森田は、企業部門が貯蓄超過となるもとでは、金融政策が有効ではなくなり財政政策や成長戦略の重要性が増すと指摘した。

これらの質問に対し、報告者の平形は、幾つかの質問は低金利環境下における資金配分の問題に関するものと整理したうえで、本報告でもミドルリスク貸出の増加という現象を取り上げたが、今後も理論的な分析や実証的な分析を深めていくことが必要と述べた。さらに、ヒートマップの色だけで金融不均衡を評価しているわけではなく、背後にあるメカニズムや金融仲介の機能度を多面的にモニタリングしていると説明した。

オンライン参加の塩路からの、現在の長期金利が上昇する局面で銀行行動に変化がみられるのかという問いに対して、平形は、銀行間で対応にばらつきは

みられるものの、評価損リスクの軽減のためにポートフォリオをリバランスする動きがみられていると述べた。

5. 第3セッション：日本銀行のバランスシート「中央銀行の財務と金融政策運営」

(1) 報告者による発表

報告者の吉村は、日本銀行は1990年代後半以降、主要な海外中央銀行は世界金融危機の発生以降、量・質の両面から非伝統的金融政策を実施してきたことを概観したうえで、こうした大規模なバランスシートの拡大を伴う非伝統的金融政策は、その引締め局面で、中央銀行の収益に影響をもたらし得るとして、そのことと金融政策運営能力、ひいては通貨の信認を関連付けた議論がみられるとの認識を示した。こうした問題意識を踏まえ、本報告では、中央銀行のバランスシートと収益構造、中央銀行のバランスシートの拡大と縮小が収益等に与えるメカニズム、中央銀行の財務を巡る議論、海外中央銀行の最近の状況についてレビューしたうえで、中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方の整理を行った。

まず、「中央銀行のバランスシートと収益構造」について、買い入れた国債等から利息収入を得る一方、負債である当座預金（所要準備）と銀行券については金利が付されないため、通常、安定的に収益（通貨発行益）をあげることができる構造にあることを説明した。

そのうえで、「中央銀行のバランスシートの拡大と縮小が収益等に与えるメカニズム」について整理した。バランスシート拡大局面では、保有国債等の増加に応じて利息収入等も増え、全体の収益が増加することを、日本銀行の財務状況も参照しながら説明した。他方、金融政策が引締め方向に向かい、バランスシートが縮小していく局面で付利金利を引き上げると、支払利息が増加し、収益を下押しするが、その後は、超過準備の減少に伴う支払利息の減少と、利回りの高い国債への入れ替わりによる受取利息の増加により、通常、いずれは収益が回復していくといったメカニズムを示した。この間、市場金利が上昇すれば、保有国債の時価は下落するが、日本銀行は償却原価法を採用しており、売却しない限り期間損益に直接影響を与えない点を述べたうえで、評価損益と期間損益は異なるものとして捉える必要があることを指摘した。また、バランスシート縮小局面において収益が変動する程度は、バランスシートの規模、保有国債の満期償還時に再投資する規模、短期金利・長期金利の推移、銀行券発行残高の動向等によって大きく異なってくることを示した。そのうえで、有識者が発表している日本銀行の財務シミュレーションの例をみると、シナリオの設定の仕方に応じて、大きく幅

のある結果となっていることを紹介し、シミュレーションをみる際には、どのような前提が置かれているのかにも留意する必要があることを指摘した。

次に、「中央銀行の財務を巡る議論」を概観した。中央銀行の収益や資本の減少については、管理通貨制度のもとでは、「金融政策運営にどのような影響を与えるのか」という視点から検討することが重要であるが、金融政策運営に「悪影響を及ぼす」という見方と、「悪影響を及ぼさない」という見方があり、その理論的背景についても、様々な立場が存在することを示した。中央銀行が政府から財務的に独立している点を踏まえた中央銀行の健全性に関する考察や、計量経済学的手法に基づく実証研究も進められているが、やはり結論を得るには至っていないことを付言した。

また、ケーススタディとして、「海外中央銀行の最近の状況」をレビューした。すなわち、主要海外中央銀行では、最近のインフレ対応から、急速かつ大幅な金融引締めを進めており、収益や資本の減少が発生しているが、いずれの中央銀行も、対外的な説明において、一時的に赤字や債務超過となっても政策運営能力に支障は生じない点を強調していることを説明した。また、現在は収益が減少しているが、これまでのバランスシート拡大局面では収益は増加していたという事実にも言及しつつ、大規模緩和の政策評価にあたっては、経済全体へのプラス効果に焦点を当ててなされるべきであるといった考え方を示している点を指摘した。同時に、これらの中央銀行では、政策運営能力への疑念や中央銀行の信認低下などの悪影響を回避する観点から、引き続き、資本の重要性を踏まえ、時間をかけて自己資本の回復を図っていく方針にあることも確認した。こうしたもとの、各国・地域ともに、適切な金融政策運営を通じて通貨の信認を確保するという点で、特段の支障は生じていないとの認識を示した。

最後に、以上を踏まえ、「中央銀行の財務と金融政策運営との関係」について、次のような整理を示した。

「管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により『物価の安定』を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、いくら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下に繋がるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。」

そのうえで、中央銀行の財務は、民間の金融機関や事業法人の財務とは異なる面があり、専門家でなければ馴染み難いものであるが、その一方で、通貨や中央銀行の信認にも関わる極めて重要なテーマであるため、丁寧な説明に努めていくことが適当であると付言した。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の左三川は、非伝統的金融政策の出口局面で中央銀行の収益が下押しされる点はグローバルに共通しているとの見方を示した。そのうえで、日本銀行の財務を見る際は、わが国の厳しい財政事情や、ETF等を保有しているといった固有の事情にも留意する必要があると述べた。

また、日本銀行の財務に関して、「対外コミュニケーション」が重要であり、出口では収益が下押しされることを説明したうえで、海外中央銀行の例からも、赤字や債務超過により政策運営能力を損なわないことについて、広く国民に説明していくことが大切であるとの認識を示した。また、こうした観点から、日本銀行の財務シミュレーションを出口局面の前に示すことには有益な面があると指摘しつつ、同時に、その難しさについても付言した。具体的には、前提条件によって結果が大きく変わること、日本銀行がシミュレーションを公表すると自らの政策運営を縛ることにもなりかねないことなどを指摘した。さらに、この間のバランスシート拡大を経て、中央銀行の最適なバランスシートの規模を把握することが難しくなったほか、金融のデジタル化、人口の高齢化、長寿化といった社会構造の変化に伴い、銀行券需要の金利感応度が捉えにくくなっていることから、アカデミアによる理論研究の進展にも期待したいと述べた。

加えて、将来の「中央銀行に損失が生じた場合の処理」に関して、日本銀行の国庫納付金等がこれまで大きく増加してきたことを踏まえて検討することも一案ではないかとの論点提起を行った。保有ETFについても、価格変動リスクの大きさや分配金収入の規模等を踏まえ、日本銀行の財務の健全性に向けて活用する余地があるのではないかと述べた。いずれにせよ、金融政策の目的が中央銀行の健全な財務運営ではない中で、物価の安定を目指した結果として発生した損失については、実体経済に生じた様々な効果も含めた包括的な視点で評価することが適当であるとの認識を示した。

続いて、指定討論者の戸村は、出口局面で生じ得る「中央銀行の会計上の損失の社会的費用」と「信認」の意義を考察した。

まず、「中央銀行の会計上の損失の社会的費用」を考察するにあたり、中央銀行の会計上の損失を資金循環的に捉え、市中への純キャッシュフローとして整理した。そのうえで、生産量を所与とする場合、財政赤字と同様に統合政府から

の純キャッシュフローであるため、通貨価値の減少に繋がり得ると論じた。そうした考えから、中央銀行の会計上の損失は、中央銀行の信認の問題とは別に、社会的費用が存在しているとの見方を示した。

もともと、ここで考察した社会的費用は、生産量を所与とした部分均衡的なものであり、非伝統的金融政策を評価する際は、費用と便益をトータルで比較衡量しなければならないことを指摘した。そのうえで、社会的便益が、民間の企業のように中央銀行へのキャッシュフローという形を取らないため比較衡量が難しいことを踏まえると、まずは政策目標を決め、手段を選択する際に会計上の期待損失の最小化を検討するというアプローチが適当であるとの考えを示した。また、中央銀行の会計上の損失は過去の政策の結果であり、財務が中央銀行の業務遂行能力を制約しない以上、これを埋め合わせるために政策対応することは不適切であるとの認識を示した。

次に、通貨の「信認」に関して、具体的な法制度が通貨の利便性を支えていることの重要性を指摘した。すなわち、日本銀行法第46条第2項が、日本銀行の財務状態の如何に関わらず、日本銀行券の支払いによる金銭債務履行の法的有効性、いわゆる強制通用力を担保しており、日本銀行はこうした金銭債務履行手段を弾力的に供給できることを説明した。そのうえで、こうした中央銀行制度の特徴が社会的に広く共有されると、日本銀行の収益が下押しされた場合であっても、金融市場の混乱を招くリスク等が抑制されるのではないかと述べた。

(3) 質疑応答

報告者の吉村は、政策の評価において、複数のディメンジョンがあることを指摘した。すなわち、指定討論者の左三川が指摘した、バランスシート拡大局面と縮小局面を通じた「トータルの中央銀行財務」への影響、指定討論者の戸村が指摘した「統合政府」でみた影響、さらにそれらを越えて、「経済・物価」に対する影響の3つがあると述べたうえで、それぞれのディメンジョンを認識しながら、丁寧に分析・評価し、対話していくことが大切であると付言した。

次に、「中央銀行財務の健全性」について、左三川、戸村が述べた基本的な考え方に賛同した。また、戸村が指摘した中央銀行制度の特徴に同意したうえで、政策当局としてはリスクを認識しつつ適切に対応していくことが適当であると述べた。日本銀行は、2015年に債券取引損失引当金の拡充という形で一定の対応を講じていること、海外中央銀行では様々な対応がみられることにも言及しつつ、引き続き、わが国の情勢を踏まえながら、適切に、かつ現実的に対応していくことが重要であると付言した。

また、中央銀行財務に関する「対外コミュニケーションの重要性」について賛

同した。日本銀行の財務シミュレーションの公表に関しても、左三川が指摘したメリット・デメリットについて認識を共有したうえで、海外中央銀行においても、対外的な説明の内容や方法は様々である点を指摘した。

最後に、左三川が論点提起した「最適な中央銀行のバランスシート」や「銀行券の動向」について、海外中央銀行がバランスシートの縮小（QT）を進める中で、問題意識が高まっている分野であると指摘した。今後、検討を深めていく必要があるテーマだが、過去の例の単純な当てはめができないこともあり、アカデミアからの示唆は非常に重要であると述べた。

フロアからは、統合政府としての信用力や財政規律の在り様が通貨の信認に及ぼす影響や金融政策の自主性、中央銀行の収益の考え方を巡って、加藤、河野、森田、植田（健）が問題意識を示した。その際、河野は、中央銀行の損益について、金融緩和・縮小局面を超えた通期で処理するといったアイデアを示した。これに対して、報告者の土川は、財政の信認は、通貨の信認あるいは適切な金融政策運営の前提であり、そのもとで中央銀行は、物価の安定の実現を図るために金融政策を行うものであるとの考えを示した。このほか、陣内は、中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用な混乱が生じないようにするためにも、中央銀行の財務について丁寧な説明を行っていくことの重要性を指摘した。

オンライン参加の塩路からは、中央銀行の財務について、政治経済学的なリスクも踏まえると、金融政策運営が中央銀行財務から中立でいられる枠組みが必要ではないかとの意見が出された。また、オンライン参加の白塚や中村からは、保有国債の売却可能性のほか、将来の銀行券ルールや保有ETF等の在り方について質問がなされた。これに対して、土川は、将来の金融政策運営については、その時々々の経済・物価・金融情勢やその見通しに依存するものであると回答した。

6. 第4セッション：非伝統的金融政策「非伝統的金融政策の効果と副作用」

（1）報告者による発表

報告者の山本は、これまで蓄積されてきた国内外の非伝統的金融政策に関する学術的な知見を踏まえて、わが国における1990年代後半以降の非伝統的金融政策が長期金利や経済・物価等に及ぼした影響について報告を行った。

まず、経済・物価に対して引締めの的にも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準である自然利子率を取り上げ、①海外各国で低下傾向にあること、②その背景として人口動態やグローバル化など様々な構造的な要因が考えられること、③推計手法によって違いが大きく幅をもって評価する必要があることを指

摘した。そのうえで、複数の手法を用いて推計した、わが国の自然利子率をみると、長期的にみて低下傾向にあることが確認できると述べた。この結果から、わが国では、自然利子率が低下するなか、金融政策の緩和余地が小さくなるもとの、1990年代後半より、非伝統的金融政策が導入されてきたとの見方を示した。

続いて、非伝統的金融政策の主要な政策手段である国債買入れによる長期金利の押下げ効果には、タームプレミアムを通じた経路と予想金利（予想される将来の短期金利）を通じた経路があり、そのどちらが大きいかは、政策の内容や市場の構造によって異なると述べた。そのうえで、金利の期間構造モデルを用いて、わが国の長期金利をタームプレミアムと予想金利に分解し、政策変更前後における長期金利の変動要因をみると、2010年の「包括的な金融緩和政策」や2013年のQQEの導入時点ではタームプレミアムの低下を主因に低下していた一方、マイナス金利導入時点では、予想金利を主因に大きく低下していたことが確認できると指摘した。このことから、日本銀行が導入してきた各種の非伝統的金融政策は、局面ごとにその波及経路が異なるものの、長期金利を効果的に低下させてきたとの見方を示した。

次に、非伝統的金融政策が経済・物価に与えた影響に関する海外の先行研究をみると、米国、英国、欧州、いずれを対象とした分析においても、緩和効果があると指摘する文献が多くみられると述べた。わが国を対象とした分析では、QQE導入以前を分析期間とする先行研究では、緩和効果があるとする分析と並んで、効果は限定的または不確実性が大きいとする分析も相応にみられると指摘した。これに対して、QQE期を分析期間に含む先行研究では、その多くが経済・物価に対して一定の緩和効果があることを指摘していると述べた。

先行研究を踏まえ、わが国の非伝統的金融政策が経済・物価等に与えた影響を分析するために、金利の期間構造モデルを用いてイールドカーブ全体の情報を集約した「潜在金利」を政策代理変数とする分析結果を報告した。具体的には、多数の経済変数と金融政策の関係を分析することができる時系列モデル——FAVAR (Factor-Augmented Vector Autoregression) ——を用いて、非伝統的金融政策が実施されなかった場合の仮想的な経済変数と実績値の差をみることで、政策効果を試算する反実仮想分析を行ったと説明した。分析結果から、2000年代前半や世界金融危機後に実施された非伝統的金融政策により、消費者物価指数の前年比がそれぞれ年平均0.3%ポイント程度押し上げられていたこと、また、QQE導入以降では、追加的に0.7%ポイント程度押し上げられていたことが示唆されると述べた。

また、非伝統的金融政策が経済・物価・金融システム等に対して意図せざる負の影響をもたらし、それが金融政策の有効性を阻害する可能性についてモニタ

リングする必要があるという先行研究を紹介したうえで、上述の反実仮想分析を用いて、金融機関収益、潜在成長率、分配面への影響について以下のような考察を提示した。第1に、金融機関収益への影響をみると、非伝統的金融政策により、貸出残高が大きく押し上げられている一方、貸出利鞘が継続的に下押しされており、金融機関収益を圧縮している面があるとの見方を示した。第2に、潜在成長率への影響については、非伝統的金融政策により資本ストックや雇用者数が押し上げられ、潜在成長率が下支えされていた可能性があるのではないかと指摘した。第3に、分配面に関しては、非伝統的金融政策により雇用・所得環境の改善が明確に進んでいることが示唆されており、失業率の減少を通じて所得のばらつきを縮小させた面があった可能性を指摘した。また、先行研究では、金融政策が所得や消費のばらつきに与える影響に関して、強固な関係性がないと指摘されていることも付言した。

最後に、先行研究や本分析結果を踏まえ、わが国において、非伝統的金融政策は、経済・物価の押し上げに対して一定の寄与があったと評価できること、とりわけQQE導入以降、デフレではない状況を作り出すことに寄与したことが示唆されると論じた。また、この間、資本ストックの蓄積や、労働市場の改善は明確に進んでいる一方、貸出金利の低下が、金融機関収益の圧縮要因となっている点も指摘した。そのうえで、本分析では明示的に考慮していなかった、中長期インフレ予想の変化や賃金・物価のダイナミクスなどについて、理解を深め、総合的に分析していく必要があると述べた。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の小枝は、様々な個別政策が併存している非伝統的金融政策を評価するには、複数の指標を組み合わせてみることを有用であると指摘した。金融政策の緩和度合いをみるうえでの基準となる自然利子率、国債買入れの直接的な効果をみることができるタームプレミアム、イールドカーブ全体の情報を包括的に捉えることができる潜在金利は、それぞれ非伝統的金融政策の異なる側面を捉えており、いずれも有用な指標であると述べた。もっとも、これらの指標は直接観測できないため、本報告で行われたように、複数のモデルを用いて推計し、幅をもって評価することが重要であると指摘した。そのうえで、自然利子率が1990年代に低下した後、低水準で推移するという傾向は多くの推計値に共通してみられる一方、局面によっては動きが異なっており、モデルの性質も踏まえて注意深くみていく必要がある点を強調した。また、タームプレミアムが国債買入れに伴って低下しているのは、特定期間選好仮説などの理論と整合的であり、その観点から国債の需給要因や満期構成にも注意を払うべきであると指摘した。

加えて、潜在金利は非伝統的金融政策を包括的に評価するうえで有用な指標

の一つであると指摘したうえで、これを政策代理変数として経済・物価等への政策効果を分析している本報告のアプローチは適切なものの一つであると言及した。そのうえで、報告されている非伝統的金融政策によるインフレ率の押し上げ効果に関しては、先行研究や自らの研究でも正の効果が確認されており、その妥当性を認めた。また、政策効果の持続性や、コスト対比での評価など、議論を深めるべき余地があるとも付言した。

最後に、非伝統的金融政策の波及経路は、本分析で提示されたもの以外にも存在し、為替を通じた影響や資産効果など、他の経路についても政策効果の検証が必要ではないかと述べた。また、中長期のインフレ予想の変化や賃金ダイナミクスなどを考慮した分析の必要性も指摘した。非伝統的金融政策は、裁量の余地が大きい政策であり、時間的非整合性の問題を伴いやすい面がある点についても、議論を深めていく必要があると述べた。また、最近の潜在金利の水準とゼロ金利の継続期間の関係についても触れた。

続いて、指定討論者の小林は、わが国において非伝統的金融政策の導入が必要となった背景として、経済成長率の長期的な低下トレンドという構造要因に加えて、1990年代の銀行危機により自然利子率が押し下げられていた可能性を指摘した。そのうえで、いずれにしても、自然利子率が低位にあることを所与とすると、金融政策当局の視点からは、非伝統的金融政策による対応以外の余地はなかったと述べた。一方で、マクロ経済政策全体の視点で見れば、構造改革や財政政策の活用によって自然利子率の下押し要因を取り除くという選択肢もあったのではないかとの見解を示した。

次に、非伝統的金融政策の波及経路に関連して、2000年代前半の文献ではインフレ予想への働きかけが想定される波及経路の一つであったと指摘した。本報告では、非伝統的金融政策の波及経路として、主に予想金利とタームプレミアムの変化が想定されているが、インフレ予想を通じた経路がどのように機能してきたか、という点も評価すべきではないかと問題提起を行った。

最後に、非伝統的金融政策の副作用に関して、一時的な名目金利引下げは景気刺激効果を持つ一方、低金利が長期化すると、生産性上昇率の押し下げ等を通じて経済成長率をかえって低下させる可能性があるとする研究があることを紹介した。

(3) 質疑応答

報告者の山本は、指定討論者の小林から指摘のあった、自然利子率が金融危機などの要因によって低下する可能性は、先行研究でも言及されており、わが国でも、そうした要因が自然利子率の低下に寄与していた可能性はあると述べた。次

に、インフレ予想を通じた経路に関して、本分析では明示的に扱っていないが、多くの変数を含んでいる FAVAR を用いた分析では、間接的にそうした影響を捉えていると考えることも可能ではないかと応じた。また、指定討論者の小枝が指摘した政策効果を経路別に推計することの重要性を認めつつも、複数の政策が同時に展開されているもとの個別政策の効果を識別することは難しいとの見解を示した。さらに、小林から提示された、金融緩和が生産性上昇率を押し下げる可能性があるとの論点に関して、今回示した生産要素や生産への緩和的な影響をみる限り、金融政策は経済成長率の下支えに寄与した可能性が高いのではないかと答えた。加えて、小枝が指摘した、政策のコストも勘案した金融政策評価に関しては、難しいテーマではあるが理解を深める必要があると述べた。

フロアから、植田 (和) は、非伝統的金融政策がインフレ予想に及ぼした影響について、小枝と小林に対して見解を問うた。小枝は、非伝統的金融政策の分析におけるインフレ予想の重要性を認めつつ、インフレ予想は直接観測のできない変数であるため、様々な指標を確認する必要があると応答した。また、小林は、世界金融危機や東日本大震災などの負のショックが相次いで生じたことで、非伝統的金融政策の力だけでは、経済理論から期待されるようにはインフレ予想を上昇させることができなかつたのではないかと、との見解を示した。

次に、加藤から政策の効果とコストを如何に総合的に評価するかと問われ、報告者の開発は、日本銀行も欧州中央銀行 (ECB) などの海外中央銀行も同様の問題意識を持っているが、効果と副作用を包括的に比較衡量できる枠組みの構築はできておらず、容易に解決できる問題ではないと応じた。続いて、植田 (健) は非伝統的金融政策の評価に当たっては、1990 年代の日本における銀行危機や 2000 年代後半の世界金融危機など、この間の経済を襲ったショックの性質も考慮すべきではないかと問うた。これに対して開発は、その時々を経済情勢を勘案して評価する必要があるのは指摘のとおりであると応答した。

このほか、田村からは、貸出金利が低下しても企業の資金需要が鈍かったという民間銀行在籍時の自身の経験を踏まえると、今回示された QQE の効果は実感と比べてかなり大きいとの印象を受けるが、統合的な理解は可能かと問うた。加えて、今後の金融政策に活かすためには、マイナス金利などの個別政策の効果を分析することが重要だとの見解を述べた。これに対して開発は、理解を深めるためには、金融緩和により借入を増加させた企業や業種の特徴についてみていくことが有用かもしれないと答えた。また、マイナス金利など個別政策の効果に関しては、分析を深める余地があると述べた。最後に、渡辺は、2000 年頃の Michael Woodford らによる非伝統的金融政策を巡る議論では、その波及経路として名目長期金利の低下よりも、インフレ予想を介する経路が重要との認識があったと

指摘した。そのうえで、渡辺は、非伝統的政策の波及経路としてインフレ予想を通じた経路に言及していない点に違和感があると述べた。これに対して開発は、非伝統的金融政策の波及経路のうちどこに重点を置くかが、時の変遷とともに変わってきており、最近の研究では、国債買入れが長期金利のタームプレミアムの押下げを介して緩和効果を生む点についても注目されていると答えた。

7. 第5セッション：パネルディスカッション

モデレーター：青木 浩介（東京大学）

パネリスト：新谷 元嗣（東京大学）

仲田 泰祐（東京大学）

林 伴子（内閣府）

清水 誠一（日本銀行）

7-1. パネリストによるプレゼンテーション

冒頭、モデレーターの青木は、本日の非伝統的金融政策に関する議論を踏まえ、新しい知見が得られた点や重要性を再認識した点は何か、という問いを提起し、各パネリストからそれぞれ見解が示された。

(1) 新谷 元嗣（東京大学）

パネリストの新谷は、マクロ経済データの実証研究に携わる研究者として、マクロデータ分析の観点から見解を披露した。マクロ経済のように、実験が難しい観察研究の場合には、反実仮想の考え方をを用いて政策評価を行うことが重要である点を指摘し、第4セッションで行った分析は、統計分析の観点からは正しい評価手法であると述べた。また、政策評価において、短期的にみた影響と長期的にみた影響を適切に認識することが重要であると強調し、そういった分析には、同セッションで用いられたインパルス応答関数の手法が有効であると述べた。さらに、政策評価をする際は、政策変更による影響と他の外生的な要因による影響を区別する必要があると述べた。そのうえで、非伝統的金融政策が生産にも物価にも効果があったとする第4セッションの報告について、高頻度データを用いて金融政策ショックの識別を試みた自身の研究においても、過去25～30年の金融緩和は生産・物価に有意に効果があったことを確認していると報告した。

また、第4セッションの報告で示された分析は、構造的な経済モデルに基づいたものではないため、波及経路が識別できていないと述べたうえで、フォワードガイダンス、量的緩和、マイナス金利政策といった個別の非伝統的金融政策を評価するためには、一般均衡モデルなどの構造型モデルを用いた分析が必要である点に言及した。ただし、特定のモデルに依拠した分析は、そのモデルに誤りが

あった場合に、間違った政策評価をしてしまうリスクがある点に留意する必要があると付言した。

(2) 仲田 泰祐 (東京大学)

パネリストの仲田は、金融政策は様々な事象に影響を及ぼしており、今後の政策を考えるうえでは、金融政策の効果と副作用という視点だけでなく、目的関数(政策目的の優先順位)や社会厚生を意識して議論することが重要であると改めて認識したと述べた。また、効果と副作用を検証する際には、特定の計測しやすい事象のみに注目することを避ける必要があるとの認識を示した。そのうえで金融政策の効果や副作用の識別が難しい点を踏まえると、政策の影響についての不確実性がどの程度あるかを示すことも、今後の政策を考えるうえでは有効なアプローチになり得ると述べた。

加えて、政策の効果・副作用を、どのような尺度で相対的に評価していくかという点の難しさを、今回の議論を通じて再認識したとも述べた。海外当局では、構造型モデルを用いて最適な非伝統的金融政策を分析する事例がみられるが、現時点では、政策立案に直接適用できるレベルには至っておらず、最終的にはジャッジメンタルに評価するのが実情であるとの認識を示した。そのうえで、現在のように数多くの非伝統的金融政策が同時に採用されている状況では、モデル分析のみで効果・副作用を評価するべきではなく、今回のワークショップのように、様々なバックグラウンドを持つ有識者が、多様な論点を示し、議論していくことが必要不可欠ではないか、と述べた。

(3) 林 伴子 (内閣府)

パネリストの林は、個人的な見解であることを断ったうえで、政府の経済政策運営に関わってきた立場から、金融政策についての見解を披露した。非伝統的金融政策の影響を考えるうえでは、バランスシートの規模の違いにあらわれているように、2013年のQQE期以前と以後では金融政策運営が異なっていることも踏まえたうえで分析する必要があると述べた。この関連で、2013年以降は、2%の物価安定目標を設定し、物価をその目標に近づけていくといった枠組みを取っていることも重要であるとの認識を示した。さらに、たびたび議論となった金融政策と財政規律の関係について、財政規律は政府・国会が対応すべき事項であり、財政の持続性を確保するうえでは、中長期的な経済財政の見通しが肝要であるが、その際、物価の見通しも前提として必要であり、その観点からも2%の物価安定目標の存在は重要との認識を示した。このほか、資金需要が低迷し金融政策の効果が不十分であったという議論に言及し、政府の成長戦略も重要である点を改めて認識したと述べた。

また、日本では長期間にわたって名目賃金と物価の上昇率がゼロ近傍であったのに対して、諸外国では均してみれば名目賃金の伸びが物価の伸びを上回っていたという状況を示したうえで、賃金・物価動向について労働市場と関連づけて理解を深めることが重要であると指摘した。この点、今回の物価上昇局面において、中小企業の価格転嫁を後押しする環境づくりや経済界への賃上げ要請といった政府による一連の取り組みが重要な役割を果たしており、物価に影響を及ぼしているとの見解を示した。

(4) 清水 誠一（日本銀行）

パネリストの清水は、これまでの議論を踏まえて重要性を再確認した論点を2つ挙げた。まず、第1の論点として、非伝統的金融政策の効果や副作用を考えるうえでは、各時点での経済・物価情勢との相互関係の中で理解することが重要であることを指摘した。そうした相互作用の例として、金融仲介機能が低下し、経済成長の下押し圧力となっていた2000年代初頭において、大量の流動性供給が金融仲介機能を下支えし、銀行貸出の下げ止まりに寄与した側面がある点を挙げた。また、世界金融危機後の負の需要ショックに対しては、金融政策が実体経済を下支えすることによって、潜在成長率を押し下げる「履歴効果」を低減する効果があったのではないかという点を挙げた。

続いて、第2の論点として、金融政策のコミュニケーションに関連して、各中央銀行が非伝統的金融政策を導入し、金融政策の市場への影響度合いが高まるもとで、市場が中央銀行の行動に注目する傾向が強まっている点を指摘した。そのうえで、こうした変化には、フォワードガイダンスの有効性をより高め得るという正の側面がある一方、中央銀行の情報発信により、金融市場に予期せぬ価格変動を生むリスクを高めるという負の側面がある可能性もあると述べた。

次に、今後検討を深めていくべき点や残された論点を3つ挙げた。第1に、構造的なショックや想定外の供給ショックを含む様々なマクロ経済ショックに対して、金融政策はどうあるべきか、あるいは非伝統的金融政策がどの程度有効なのかを議論する重要性を挙げた。第2に、インフレ予想の形成メカニズムについての理解を深めるとともに、如何にしてその動向を捕捉していくかも重要な論点であると述べた。最後に、第3の論点として、中央銀行の財務の問題に対して、国民への説明も含めてどう取り組んでいくべきかという論点を提示した。

7-2. ディスカッション

パネリストによるプレゼンテーションを受け、フロア参加者も含めて議論が行われた。

(物価の変動メカニズム等について)

植田 (和) は、物価が上がりにくい環境が続いてきた背景の一つとして、物価の変動メカニズムにおいて、多くの人が物価は上がりにくいと考えているので、自分も物価は上がりにくいことを前提として行動するといった、ある種の「coordination failure (協調の失敗)」が起きていた可能性を指摘する議論を紹介した。こうした見方に基づけば、足もとでは、①輸入物価の大幅な上昇、②パネリストの林が指摘した、政府の賃上げ要請や中小企業の価格転嫁を後押しする取り組みにより、状況に変化が生じているようにも見受けられると指摘したうえで、参加者の見解を問うた。

これに対して、フロアから、渡辺は、物価動向や金融政策の波及経路を考えるうえで、こうした期待形成の議論は重要であり、特にそれが経済主体間で同期することで大きな効果が生まれると述べたうえで、そうした同期の事例として、2014年の消費税増税時に増税幅を超過した値上げが行われたことを挙げた。関根は、こうした何らかのイベント等を契機とした家計や企業の行動変化を考える際には、その時々々の労働市場の状況や人口動態の動向に目を配ることも重要だと指摘した。

パネリストの新谷は、こうした金融政策が期待や人々の行動様式を変えることを介した物価への影響を識別するためには、インフレ率の上昇に寄与している輸入物価上昇や政府の施策などの「外的ショック」の影響を取り除くことが重要だと述べた。

続いて、植田 (和) は、賃金・物価が緩やかに上がる状況が、上がりにくい状況より望ましい点は何か、という論点を提示した。この点について、金融政策の「のりしろ」を確保できるといった従来からの指摘のほかに、最近では、経済の新陳代謝やミクロの資源配分の面でプラスの影響があるとする主張があることを指摘し、参加者の見解について質問した。

パネリストの清水は、賃金・物価が緩やかに上がる状況では、企業の価格設定に柔軟性が生まれることなどを背景に、企業行動に前向きな変化が生じる可能性があることを指摘した。この点、現在、多角的レビューの一環として実施している大規模な企業アンケートにおいて、何らかの示唆を得ることができるのではないかと期待を述べた。

パネリストの林は、賃金・物価が上がりにくい状況では、企業はコストカットへの誘因を強め、結果として企業のイノベーションを阻害していたのではないかと述べた。一方、これらが緩やかに上がる状況では、賃金・価格の設定に柔軟性を持たせることが可能となるため、ミクロの資源配分の改善に繋がり得ると

主張した。

パネリストの仲田は、賃金・物価が緩やかに上がる状況の方が、経済の新陳代謝やミクロの資源配分の面でプラスの影響があり得るとする主張は、わが国の労働市場や社会規範を前提とした議論であり、海外では同様の議論はなされていないとの印象を述べた。そのうえで、賃金・物価が緩やかに上昇することの効果について知見を深めていくためには、価格変動分布の変化など、シンプルな分析でも学びが多いのではないかと述べ、関連研究を蓄積していく重要性を指摘した。

フロアから、渡辺は、日本経済がデフレに陥ったことによって経済厚生がどのような意味で損なわれたのか、それとも損なわれなかったのか、そうした意味での「デフレのコスト」についての理解を深めていくことが重要であると主張した。植田(健)は、バブル崩壊後の経験を踏まえると、デフレのコストを考える際は、インフレ率の動向を予想からの乖離という視点から分析することも必要だと述べた。小林は、インフレ率がある程度高い方が、企業と労働者のマッチングが効率的になるという研究があることを紹介した。

(今後多角的レビューにおいて取り上げていくべき論点)

河野と中園は、金融政策が為替に及ぼす影響について、分析を深める必要があると指摘した。また、中園は、非伝統的金融政策がインフレ予想の形成に与える影響について、インフレ目標との関連も含め、さらなる分析が必要だと指摘した。

これに対し、パネリストの清水は、為替政策は政府あるいは財務省の所管であると前置きしたうえで、金融政策の波及経路としての「為替チャネル」の重要性は十分認識しているが、金融政策を運営していく際には、為替水準に目標を置くのではなく、為替の変動が実体経済・物価全体にどのような影響を及ぼしていくかという観点から情勢を判断していくことになるとの見解を示した。

次に、一上は、市場からどれだけリスク量を吸収したかという観点でみると、ETF 買入れの影響は国債買入れに匹敵する可能性があるとは指摘したうえで、ETF 買入れの効果や副作用についても、分析していく必要があると述べた。熊谷も、同様に、長期金利、短期金利、量、質というそれぞれの面での金融緩和政策の効果や、ETF 買入れの影響などについて理解を深めることの重要性を指摘した。

これに対し、清水は、リスク性資産の買入れ効果は、実証的に分析が難しい面もあると思われるが、可能な限り分析を深めていきたいと述べた。

このほか、熊谷は、①長期金利、短期金利、量、質というそれぞれの面での金融緩和政策の効果を測定し、ベストミックスの金融政策を目指すべきではない

か、②日本経済の新陳代謝の低さに緩和的な金融緩和も影響している可能性はないか、③日本銀行のバランスシートについて、より具体的に情報を発信できないか、④日本銀行は、過去の経緯もあって多くの非伝統的な政策手段を採用しているが、分かりやすさの観点から再整理することも有用ではないか、と指摘した。これに対し、清水は、レビューで具体的に個々の論点をどこまで扱えるかは難しい部分もあるが、こうした問題意識も踏まえたいうえで、作業を前に進めていきたいと応答した。

（金融政策の効果・副作用の分析手法）

渡辺は、日銀が過去に犯した政策の失敗を振り返ると、何かをやってそれが失敗したというよりも、やるべきことをやらなかったという、不作為の過失の方が問題だったのではないかと指摘した。そのうえで、過去の金融政策運営を評価するためには、実際に講じてきた金融政策の効果・副作用の検証だけでなく、「やらなかったこと」が経済・物価に及ぼしたであろう影響——例えば、仮にインフレ目標がもっと早期に導入されていればその後の困難がどれほど緩和されていたか——を検証することが有用であるとの見解を示した。パネリストの新谷は、渡辺の提案について、そのような検証を実施することは構造型モデルを用いた反実仮想分析により技術的には可能だとしつつも、モデルの選択により結果が大きく左右される可能性については十分に留意する必要があると述べた。パネリストの清水は、渡辺が示した視点は重要であると述べる一方、多角的レビューは、現在から振り返ってその時々の政策判断の是非を評価するよりも、将来に備えて、これまで採用してきた非伝統的金融政策の効果・副作用を評価するという姿勢で進めていきたいとの認識を示した。

オンライン参加の齊藤は、財政・金融政策を評価する際に、一般均衡モデルやマクロ経済モデルから離れた議論が中心となる傾向に触れて、パネリストの新谷、仲田に対して、学者としてどう考えるべきか見解を求めた。これに対し、新谷は、様々な政策が組み合わさった非伝統的金融政策の効果を評価するうえでは、時系列モデルなどの誘導型モデルを用いた分析の方が、頑健な結果が得られるという強みがあるとの見解を示した。仲田は、構造型モデルと誘導型モデルは、補完的な関係にあり、両者を併せて使用することが、不確実性に対処し、フェアな政策分析を行ううえで望ましいとの見解を述べた。

このほか、加藤は、経済の不確実性が高まっている状況においては、経済モデルを用いた分析に加え、企業からのミクロ情報の活用等、多様な考え方を取り入れることの重要性を指摘した。これに対し、仲田は、不確実性が高い状況における分析としては、一つのテーマに対して、複数の分析アプローチを併用することや、様々なシナリオを想定したうえで柔軟に議論を行うことが肝要だと述べた。

また、仲田は、リサーチのリソースに限りがある中で、金融政策についての理解を深めていくためには、中央銀行・学界・民間シンクタンクが各々の強みを生かした形で協力体制を構築し、様々な視点で分析を実施することが望ましいのではないかとの見解を示した。

(日本銀行と政府の関係等)

植田(健)は、わが国では、政府が物価高対策に力を入れていることや、従来から公共料金が低く抑えられていることに言及した。そのうえで、マクロの物価安定は日本銀行の責務であるほか、個別価格の価格調整については、より市場に委ねるという考え方もあり得るのではないかと問題提起した。パネリストの林は、現政権の物価高対策は、あくまでもエネルギー価格高騰等に対する激変緩和措置であるとの認識を示した。パネリストの仲田は、財政政策と金融政策の役割分担については、過去、様々に変遷を辿っており、現状が必ずしも最適とは言えないとの見解を示した。また、現政権の物価高対策に関しては、政府の所得再分配機能の一環として整理できる、と指摘した。

小林は、政府・日本銀行の共同声明では、政府は、競争力や成長力を高めるべく経済構造の変革等に取り組むと述べている点に言及し、政府と日本銀行の連携が現実にはどの程度取れていたのか、また、より望ましい形は考えられるか、見解を求めた。パネリストの清水は、政府・日本銀行は、現状、様々なレベルで相当密に議論を交わす関係性を築いているとの印象を述べた。林は、清水に同意し、引き続き連携をしっかりと取っていくことが重要との見解を述べた。

加藤は、林に、政府が掲げる「デフレ脱却」の定義の基準は、インフレ高進をもたらすことがないか、と問うた。林は、政府は、デフレ脱却を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義しているが、その実現のためには、賃金が安定的に上昇する状況が確認され、賃金・物価の好循環を作り出していくことが重要であると述べた。

7-3. パネリストによる総括

最後に、パネリストによる総括が行われた。

清水は、物価と一言で言っても、一般物価、相対価格、あるいは公的価格など様々なものがあり、中央銀行、政府、民間経済主体など、それぞれに関わる主体と役割分担があると述べたうえで、物価を巡る諸問題には、様々なステークホルダーが存在するという点を再認識したと述べた。

林は、金融政策については、どういった枠組みで運営をしていくかが重要であると述べたうえで、今後、金融政策を変更していく場合にも、2%の物価安定目

標という枠組みの中で明快なコミュニケーションを行うことが重要だと述べた。

仲田は、先進国で低成長が課題となる中、コストパフォーマンスのよい政策を検討する必要性は世界的に高まっていると指摘し、こうした試みから得られる教訓は、他の政策当局者にとっても有益であるとの見解を示した。

新谷は、非伝統的金融政策の効果と副作用は、マクロ経済理論で十分に整理されておらず、各ツールの効果や副作用を現段階で整理することは、将来の経済環境の変化に対処する有効な政策オプションを増やすという点で、重要であると述べた。

8. 閉会挨拶

閉会にあたり、清水は、今回のワークショップを振り返って、非伝統的金融政策の効果と副作用について非常に闊達な議論が展開された点について、参加者に感謝の意を表した。そのうえで、非伝統的金融政策はデフレではない状況を作り出すことに寄与したと考えられるものの、長期にわたる金融緩和のもとでは、その副作用についてもしっかりと目配りしていく必要があることを指摘した。これに加えて、パネルディスカッションでは、個々の非伝統的金融政策の位置付けを考えるうえで、それぞれの時点における経済・物価情勢との相互関係の中で理解することの重要性が議論された点や、効果と副作用のバランスを踏まえて金融政策を評価することの難しさが浮き彫りになった点を指摘した。

次に、日本銀行では、多角的レビューの一環として、1990年代半ば以降の企業の事業方針や賃金・価格設定方針、金融緩和に関する見解などについて、幅広い企業に対して大規模なアンケート調査を実施していることを紹介した。また、日本銀行の本支店を通じたヒアリング調査や、ボードメンバーによる金融経済懇談会といった形で、引き続き意見交換を行う機会を設けたいと述べた。

最後に、2024年5月頃に第2回ワークショップを開催し、本日取り上げなかった論点も含めて討議を行う方針であることを述べ、ワークショップを締めくくった。

以 上

「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ
第1回「非伝統的金融政策の効果と副作用」

開催日 2023年12月4日(月) 9:30-18:00

場所 日本銀行本店9階大会議室A

プログラム

9:30- 9:35 開会挨拶 内田 真一 日本銀行副総裁

第1セッション 金融市場

座長 植杉 威一郎 一橋大学教授

9:35-10:40 報告者 前橋 昂平 日本銀行金融市場局総務課企画役
北村 富行 日本銀行金融市場局総務課長
指定討論者 岩壺 健太郎 神戸大学教授
加藤 出 東短リサーチ社長

10:40-10:55 休憩

第2セッション 金融システム

座長 植杉 威一郎 一橋大学教授

10:55-12:00 報告者 稲場 広記 日本銀行金融機構局金融システム調査課企画役
平形 尚久 日本銀行金融機構局金融システム調査課長
指定討論者 植田 健一 東京大学教授
家森 信善 神戸大学教授

12:00-13:30 昼食休憩

第3セッション 日本銀行のバランスシート

座長 青木 浩介 東京大学教授

13:30-14:35 報告者 吉村 玄 日本銀行企画局企画調整課企画役
土川 顕 日本銀行企画局企画調整課長
指定討論者 左三川 郁子 日本経済研究センター金融研究室長
戸村 肇 早稲田大学教授

14:35-14:50 休憩

第4セッション 非伝統的金融政策

座長 青木 浩介 東京大学教授

14:50-15:55	報告者	山本 弘樹	日本銀行企画局政策調査課企画役
		開発 壮平	日本銀行企画局政策調査課長
	指定討論者	小枝 淳子	早稲田大学教授
		小林 慶一郎	慶應義塾大学教授

15:55-16:15 休憩

第5セッション パネルディスカッション

16:15-17:55	モデレーター	青木 浩介	東京大学教授
	パネリスト	新谷 元嗣	東京大学教授
		仲田 泰祐	東京大学准教授
		林 伴子	内閣府政策統括官
		清水 誠一	日本銀行理事
17:55-18:00		閉会挨拶	清水 誠一

発言者等の氏名および所属（所属は当時、敬称略、五十音順）

所属	氏名
東京大学	青木 浩介
慶應義塾大学	一上 響
日本銀行	稲場 広記
神戸大学	岩壺 健太郎
一橋大学	植杉 威一郎
日本銀行	植田 和男
東京大学	植田 健一
みずほ証券	上野 泰也
日本銀行	内田 眞一
日本銀行	開発 壮平
東短リサーチ	加藤 出
日本銀行	北村 富行
大和総研	熊谷 亮丸
BNP パリバ証券	河野 龍太郎
早稲田大学	小枝 淳子
慶應義塾大学	小林 慶一郎
名古屋大学	齊藤 誠
日本経済研究センター	左三川 郁子
一橋大学	塩路 悦朗
日本銀行	清水 誠一
慶應義塾大学	白塚 重典
東京大学	新谷 元嗣
一橋大学	陣内 了
一橋大学	関根 敏隆
日本銀行	田村 直樹
日本銀行	土川 顕
早稲田大学	戸村 肇
横浜市立大学	中園 善行
東京大学	仲田 泰祐
日本銀行	長野 哲平
アセットマネジメント One	中村 裕介
東京大学	服部 孝洋
内閣府	林 伴子
日本銀行	平形 尚久
日本銀行	前橋 昂平
早稲田大学	宮川 大介
野村証券	森田 京平
日本銀行	山本 弘樹
神戸大学	家森 信善
日本銀行	吉村 玄
東京大学	渡辺 努