

# 第1回 ESRI-経済政策フォーラム 「金融政策の課題-更なる金融緩和を巡って」 議事録

経済社会総合研究所

---

## 第1回ESRI - 経済政策フォーラム議事次第

日時：平成13年3月1日(木) 14時～17時

場所：第4号合同庁舎2階 共用220会議室

1. 開会

2. 大臣挨拶

麻生 太郎 経済財政政策担当大臣

3. パネルディスカッション

パネリスト：岩田規久男 学習院大学教授（基調講演）

賀来 景英 大和総研副理事長

香西 泰 日本経済研究センター会長

浜田 宏一 経済社会総合研究所 所長

司会：加藤 裕己 経済社会総合研究所 総括政策研究官

4. フリーディスカッション

5. 閉会

本議事録は、フォーラム事務局の責任において作成したものであり、ありうべき誤りはフォーラム出席者に属するものではない。

---

1. 開 会

進行 本日は、皆さん大変お忙しいところをお集まりいただきましてありがとうございます。ただいまから「ESRI-経済政策フォーラム」第1回を開始させていただきます。本日のテーマは「金融政策の課題-更なる金融緩和を巡って」でございます。

会議に先立ちまして、麻生経済財政政策担当大臣から御挨拶を申し上げます。

## 2. 大臣あいさつ

麻生大臣 それでは、第1回目ということもございまして、会議に先立ちまして一言御挨拶をさせていただきたいと存じます。

御存じのように、省庁再編が1月6日になされておりますが、この省庁再編の最大の目玉は何と言っても内閣機能の強化であろうと思っております。総理大臣に発議権を与える等々、今までの制度とは随分違ったことになってきておりますのは余り気が付いていない方も多いようではございますけれども、これが機能強化の最大の眼目だと思いますが、その内閣府の中にあつて今回の中央省庁再編の最大の眼目の一つは何と言っても経済財政諮問会議と思っております。

経済社会総合研究所は、この内閣府の中にあつて政策と理論の橋渡しとなります研究活動を行う機関として、経済企画庁にありました経済研究所の機能を強化して新たに設置したものであります。経済政策フォーラムはこうした政策研究機能強化の一環として経済社会総合研究所が行います新たな取り組みであります。

本フォーラムにおきましては、時々々の経済政策上の重要な問題につきまして外部の経済学者の方々や有識者の方々と私どもの研究所の専門家が経済学的な知識と理論を活用して議論を行つて論点を明確化することにより、政策形成の一助とするとともに、国民の皆様の方々の広範な議論を喚起することを目指してまいりたいと存じます。このため、このフォーラムは、専門家の方だけでなく、一般の方々にも公開させていただき、その結果を当研究所のホームページ等を通じて広く公表してまいりたいと考えておる次第です。

本日は、第1回のフォーラムということでして「金融政策の課題」をテーマにパネリストの方々を始め、この金融政策という課題に関心をお持ちの方々に多数お集まりいただきまして誠にありがたく思っております。日銀が2回続けて公定歩合を引き下げ、金融市場の調節方針を変更するなど、いろいろ今の問題に対応していただいておりますが、景気回復に軸足を置きました経済運営を行っております政府としては、誠に適切な処置であつたと思っております。

本日は、こうした最近の金融経済情勢や金融政策、景気動向の展望などを踏まえて、今後の金融施策の在り方につきましてパネリストの方々だけではなくて会場にお集まりの方々の活発な意見交換をしていただき、このフォーラムが実り豊かなものになりますようお願い申し上げます。政府といたしましても今、消費者物価の下落ということになっておりますし、今の先進諸国の中で消費者物価がマイ

ナスという国は日本だけという状況の中にあって、経済運営をやっておりますので、なかなかその対応が従来の経済運営とは違ったものになるのは当然のことです。そういう中であって、私どもとしてはその対応にいろいろな試みを、もしくは過去の経験則ではなかったようなものをやらざるを得ないなど、私どもに取りましては大きな勇気を有するところでもありますので、是非皆様方の積極的な御理解と、またお力添えを願ひましてあいさつに代えさせていただきます。どうぞよろしくお願い申し上げます。ありがとうございました。

### 3. パネルディスカッション

進行 それでは、本日の会議のモデレーターであります内閣府経済社会総合研究所加藤総括政策研究官にマイクをお渡しします。

司会（加藤） 経済社会総合研究所の加藤でございます。これから、第1回目の経済社会総合研究所のフォーラムを開始したいと思います。

本日は、「金融政策の課題-更なる金融緩和を巡って」という議題の下で御議論をいただくことになっております。大臣が申しましたように昨日、日本銀行政策決定会合で公定歩合が0.1%引き下げられておりますけれども、依然として量的緩和の是非とか、インフレ・ターゲットの是非についての議論の余地は残ったままと思います。できましたら、本日御発言いただきます先生方に最初に昨日の日本銀行の政策変更に対しまして簡単な御評価をいただきまして、その上でさまざまな点について忌憚のない御意見を伺わせていただき、御議論をいただければと思っております。

では、最初に本日御出席いただいております先生方の御紹介をしたいと思います。

向かって右から、学習院大学教授岩田先生でございます。

続きまして、大和総研副理事長の賀来先生でございます。

それから、日本経済研究センター会長の香西先生です。

続きまして、当研究所所長の浜田でございます。

御出席いただいた先生のうち、まず岩田先生に基調報告を賜り、その後賀来先生から基調報告に対する御意見を賜りたいと思っております。岩田先生には最大で30分程度の御報告をお願いしたいと思っております。また、賀来先生には御報告の後、その反論などを20分程度でお願いしたいと思っております。その後、香西先生、浜田所長に約10分程度議論していただいた上で、また順次議論を進めてまいりたいと思っております。約1時間程度議論が進みましたところで、4時ごろでございます

けれども15分ぐらい休憩を挟みまして、その後フロアからの意見をいただいて5時ごろには終了したいと思っております。

では、岩田先生御報告をお願いいたします。

岩田 学習院大学の岩田ですが、最初に基調報告をさせていただきます。お手元に一応レジュメというよりも少し論文めいたものがありますので、その図に添ってお話ししたいと思います。

題名は「インフレ目標付長期国債買い切りオペの提案」ですが、後の方でも一つの金融政策のオプションについても、最近そちらでも有効ではないかと思っておりますので、それにも触れたいと思います。

こういう金融政策を考える場合には、日本経済に、構造的なデフレ圧力が2つ働いているという点の認識が必要ではないかと思えます。第1がグローバルな競争ということで構造改革圧力が働いているということ、第2番目は資産デフレがずっと続いていて不良債権等が増えているということ、そして、それが先送りということもあって長期化しているということでもあります。

その中で、物価というフローの価格も低下して、フローとストックのデフレに悪循環が起こっているのではないかということです。お手元の図は消費税が97年4月に3%から5%まで引き上げられましたが、それはすべて後方に転嫁されたと前提いたしまして、消費税の調整後の国内卸売物価と消費者物価の対前年度比を見たものです。これでわかりますが、卸売物価はゼロのところを見ていただくとわかりますが、マイナスが比較的続いていたのが、2000年になって少しプラスに転じたわけですが、また最近弱含みになっているということで、91年1月に比べると卸売物価は大体10.5%ぐらい低い水準にあります。消費者物価の方は比較的安定していたわけですが、これも2000年の後半ぐらいからマイナスが続いているという状況であります。

これをGDPデフレーターを見ていただくと、これの方が下落は少し消費者物価などに比べると大きく出ておりまして、2000年の第3・四半期は93年第1・四半期よりも9.6%ぐらい低い水準にあるということになります。こうした1%弱ぐらいから2%ぐらいのデフレであれば大したことはないじゃないかという思いがおありになるかと思えますので、その累積効果というのを考えてみますと、例えばGDPデフレーターは80年ぐらいから91年ぐらいまでの平均で大体年1.7%上昇してまいりました。そこで、仮に93年3月から同じように1.7%の年率でGDPデフレーターが

上昇したとしますと、2000年の第3・四半期では実際よりも大体20%高い水準に物価がくることとなります。ということは、実質の債務負担で見ますと、例えば93年にあった実質債務負担は約17.4%減っていたということとなります。逆に言えば、それだけ実質債務負担は累積的なデフレによって実際は増えているということで、やはり長期的にデフレが続くということは1、2%であっても、特に債務者にとっては大きな効果が出てくるということでもあります。

これがフローで見たものですが、次に株価は御承知のとおりで、昨日はまた安値を更新したりしているわけです。1月までの月中平均がありますのでそれで出しますと、株価も一時ちょっと上昇してもすぐ下降してしまうということで2001年1月の日経平均の月中平均はバブルのピークの89年12月の34%の水準という状況であります。

次に、地価はもっと激しくて、これはお手元にある図の4です。6大都市市街地地価指数というのがありますが、これは住宅地で見るとピークの42%の水準であるし、商業地に至っては2割を切って18%という非常に低い水準ということでもあります。

これは国際証券が推計して日経新聞の1月の末に載っていたものですが、99年度の企業の土地保有額の含み損を見ると非製造業の含み損がいかに激しいか、簿価の約半分は実は含み損であるというような状況であります。そういう状況で、いかに非製造業が大変かということです。これはお手元にありませんが、純債務残高というのはいろいろな債務から相手に対して売上債権などを持っている分を引いたものであります。これで見ますと製造業の大企業は債務残高もどんどん減っています。純債務比率というのはキャッシュフローに対する債務の比率ですが、全体で見ますと何と言っても純債務残高が高止まりになっていて、純債務比率もこの辺で下げ止まりになってまだ非常に高い水準だった。この線が80年代から85年くらいまでの平均なんです。平均よりもかなり非製造業、中堅中小企業が大きな債務を持っていて、キャッシュフローに対する債務の比率が高く、製造業、特に大企業などに比べると大きく債務を抱えているという状況がわかります。このことが、大企業などは設備投資が回復しているんですが、なかなか非製造業で元気が出てこない一つの原因になっているのではないかと思います。

そういう中で不良債権の処理も、ちょっとデータは出していませんが、銀行が業務利益のほとんど全部を毎年の不良債権処理に充てなければならないという状況が出ている。こういう中でストックとフローとの資産デフレが絡み合っているいろいろな経

済に悪影響を与えて、言わば「わな」にはまっているというような感じがしてくるわけでありませう。これは、最近のバーナンキとかガートラーという人がフィナンシャル・アクセラレーターということで盛んに述べていることであります。これは昔、大恐慌のころアービング・フィッシャーがデット・デフレーション、負債のデフレということでその加速度的な不況への効果を述べたことがあるわけですが、その現代版で、バランスシートの両側、デッドではなくてアセットの方も含めたデフレがどんどん累積的に悪化していくというメカニズムでありまして、まず地価や株価がバブル崩壊で低下すると土地担保価値が低下する。エージェンシー・コストというのは簡単に言って理解していただければ金融の仲介機能のコストが非常に大きくなると考えていただいてもいいと思います。それから、株価が低下すると金融機関の不良債権が増加するとともに自己資本比率が低下する。それが貸出しの減少によって中小企業等の投資の減少、そしてGDPの減少、そうしたものが人々の期待成長率を低下させ、企業の収益率を低下させるということから土地需要や株式需要も減少させる。

他方では物価というフローの物価も下落させて、それが先ほど言ったように実質の債務負担を増加させる。実質債務負担の増加はまたエージェンシー・コストを上昇させて貸出しの減少につながるし、土地や株式の需要の減少は地価の低下、株価の低下と、一番最初に戻ってまたこのメカニズムが働く。こういうフィナンシャル・アクセラレーターといえますか、そういうものが悪い方向に悪い方向に働いていて、それが90年代には景気の下押し圧力としてあり、言ってみれば超大型の寒気団みたいなものが90年代を覆っているという状況で、そのために日本経済はちょっとしたショックでもってすぐ下方向に景気が展開してしまうという状況にあるのではないかということです。

そこで、そういう中で金融政策はどういう効果があるだろうか。金融政策はいろいろ効果がありますが、一つは金融緩和によって期待実質利子率が低下するという通常の経路であります。それからもう一つ、2番目が資産効果の経路で、これは消費を増加させるということによって景気刺激効果を持つという従来型の考え方です。それに対して、先ほど言ったフィナンシャル・アクセラレーターというのは、金融緩和すると金利負担が低下することによって借り手のキャッシュフローがよくなる、そのことが借り手の流動性を増すことによって耐久的な消費財や投資の増加に結び付く、あるいはエージェンシー・コストが低下して貸出しが増加し、

それが投資を増加させるというメカニズムでございます。

それからもう一つは、名目利率が低下すれば、株価が上昇していきます。あるいは、地価が安定するとか低下の速度が落ちることによって、土地を担保にして銀行が貸すときのエージェンシー・コストが低下し、そのことによって貸出しが増加し、投資が増加するというメカニズムであります。

以上、2つが借り手のバランスシート効果なんですけど、貸し手側のバランスシート効果というのは、名目利率が低下することによってキャッシュフローが改善し、それで株価や地価が上昇すれば、貸し手のバランスシートも改善する、このことによって貸出しに積極的になるという効果であります。

それから最後が為替レートの経路でありまして、金利が低下することによって円安ドル高になれば純輸出が増加していく。もう一つは、ドル建て資産の価値が増加しますのでそれを円に直したときの借り手のバランスシートも改善するし、銀行のバランスシートも改善するということから、貸出しが積極的になるだろうという効果があるということでもあります。

こういう効果をねらって、これから金融政策の幾つかのオプションを考えてみたいと思うのですが、以下お話しするオプションはすべてインフレ目標付きであります。なぜそれではインフレ目標を付けるのかということですが、その前にいわゆる「よい物価の下落」論とはどういうものかという点です。経済学の入門書の最初に出てくるような生産可能性曲線というのがここに書いてあるわけですが、これはAという財とBという財で、これはAはむしろ非輸出財で、Bが普通の輸出財、製造業とかですが、最初は $E_0$ というところで生産が行われていたとします。最初、価格がB財の方が $b_0$ でA財の方が $a_0$ だった。ところが、これが例えば旧社会主義国がどんどん市場に参入してきたのでA財の価格が下がるとします。これは日本にとっては経済厚生が上がるのでよい物価の下落だというふうに普通言われているわけですが、これは物価の下落というふうに考えるよりも相対価格が変化してこの傾きが変わり $E_1$ に移動すると考えるべきである。

それで、価格メカニズムがうまく働きますとこの相対価格のまま $E_2$ に移る。そうすると、確かに経済厚生は高まるということは証明できるんですが、実際の経済では貨幣賃金率に下方硬直性があり、あるいは名目金利は制約があってゼロ以下には下がらない。ゼロまで追い込まれた経済というのは、それ以上に金利を下げる方法はなくなる。あるいは、先ほど言ったバランスシートが非常に悪化していてデッ

トデフレーションその他フィナンシャル・アクセラレーターが悪い方向に働いて経済全体がうまくいかないためにこういうところ（ $E_1$ ）で均衡が止まる可能性がある。つまり、この $A_0$ 、 $B_0$ という生産フロンティアのところへ行くことはできず、途中でとどまっています、実は日本経済はこういうところなんだというのが私の認識であります。

それで、これは前よりも実は効用が下がっている状況です。そこで、この相対価格が安くなったところで、両方の財の価格を同じ倍率で上げてやるのがインフレ政策といいますか、インフレ目標を持った金融政策であります。それによって、これを $E_2$ へ持っていきこうということです。価格機構その他がうまく働かない、あるいは情報の非対称性があって貸し手と借り手がうまくマッチングしないという経済では、そういうインフレによって、例えば名目賃金率は変わらないけれども物価が上がることによって実質賃金率が低下して雇用が増大するとか、あるいは名目金利はもうゼロまでいって下らないけれども、物価が上がることによって実質金利が下がるということを組み合わせて $E_1$ から $E_2$ へ持って行くべきではないかということです。

そこで、今日は金融政策にはどういうものがあるかというオプションを3つお話ししたいと思います。

全部インフレ目標付きです。インフレ目標は諸外国は1から3%でありますけれども、イングランド銀行はこの間、日経新聞で副総裁がインタビューを受けていて、イギリスの場合は大体2.5%だと言っていました。バーナンキというフィナンシャル・アクセラレーターを非常に強調する経済学者は、日本は非常に累積的な先ほど言ったデフレ効果がある、それから、資産デフレも激しかったということにかんがみると、この1から3%ぐらいじゃ足りなくて3、4%ぐらいが必要じゃないかと言っています。

1つめのオプションは、いずれにしてもそういうターゲットを設けてゼロ金利政策をもう一回復活させる。つまり、インフレ目標付きで復活させることによってゼロ金利政策の解除の時期を透明にする、はっきりさせる。そして、どこまでゼロ金利でいくのかをはっきりさせることによる期待形成への働きかけを通じて名目長期金利を低下させるというのが、一つのオプションであります。

それからもう一つ、インフレ目標付きの長期国債買い切りオペの増額であります。これに対してはお手元のところに翁さんを始めとする日銀エコノミストが『金融研

究』という雑誌やあるいはいろいろな本で書いている反対論がありました。これは翁・白塚・藤木さんという3人の方が書いていて、この3人の方は、マイルドな長期国債買い切りオペは効かない、アグレッシブな長期国債買い切りオペであれば相乗刺激効果があってそれなりの効果を出す可能性があるが、いろいろリスクがあるんだという主張であります。そのアグレッシブな長期国債買い切りオペというのは（レジュメの）5ページの上の方の5、6行目の辺りですが、現在のM2プラスCDの約1割に相当する60兆円の買いオペ、現在60兆円ぐらいがマネタリーベースですから、マネタリーベースを実に100%増加させるということでありまして。これは試算の根拠はいろいろあるわけですが、私はここまでやらないと効かないというのは、ちょっと極端過ぎると思っております。それほどやらなくても私は先ほど言った経路の幾つかで効いてくると思っております。3人の方の主張は、こういうアグレッシブな長期国債買い切りオペをやると、今度は金融を引き締めるとき、つまり売りオペをしなければいけないときに、国債の価格下落に直面して、日銀は8兆円から12兆円程度のキャピタルロスに被るリスクがあるということでありまして。

彼らは、これほど大きな買いオペをすると、財政規律の喪失と受け止められてむしろ、信用リスクから国債の金利は上がる、あるいは、インフレ見通しに対して不確実性が増すために、名目の長期金利が上がってしまって、名目金利から期待インフレ率を引いた期待実質率がかえって上がってしまい逆効果になる、そういうリスクが大きいんだということを言っております。しかし、これはインフレ目標を設けてインフレ率に上限を設定をしておけば、インフレ見通しに対しては、むしろ不確実性が低下するのではないかと私は考えております。

それから財政規律の問題ですが、確かに日銀が長期国債買い切りオペをすると政府が安心してどんどん財政を膨張させて国債を今よりももっと発行して景気対策をどんどんやるということであれば、これは一種の政府のモラルハザードです。それが本当に無視できないリスクなのであれば、やはり買い切りオペの増額にあって、日本銀行は、政府と財政規律について何らかの合意を形成しておいてから長期国債買い切りオペの大きな増額に踏み切るべきだと思います。

ただ、私は政府がモラルハザードを起こすリスクはそれほどなくて、逆に金融政策面からの景気の下支えがあるということであれば、政府は財政政策の一種の負担から解放されて財政構造改革を進めやすくなるのではないかと思います。

それからもう一つのキャピタルロスが国債について生じるということでありまして

が、これは実際は政府の方はマイルドなインフレが起これば税収も上がって国債償還は楽になるということで、こちらは利益を得るわけで、政府と日銀を統合したバランスシートで見れば両者の損得は相殺されるということでもあります。これはバーナンキなども主張していることでもあります。

それに対して翁・白塚・藤木さんたちは、そういうことをきちんと合意して日銀が被るキャピタルロスに政府が増加した税収でもって補填するという約束がないとだめなんだと言っているわけですが、私は、そういう合意がなくて日銀がキャピタルロスを被っても、実は日銀の日銀券に対する信用というのは毀損されるのではないだと思います。日銀券に対する信認が毀損されるのは相当猛烈なハイパーインフレが起こるときであって、こういうことで日銀券の信認が毀損されることはないから本来は心配する必要はないと思います。それから、将来金利が上昇すれば日本銀行はむしろ通貨発行差益が増大するとか、それ以外の資産運用利回りも拡大するというわけで損失をカバーできると思います。このことは翁・白塚氏等も認めており、ただ、損失をカバーするには少なくとも5年かかるからと言っています。5年が長過ぎるというのでしょうか。いずれにしても5年かかってキャピタルロスが消えるのならば、やはり何ら心配ないということで、私は余り心配する必要はないと思います。

それでもどうしても心配であるならば、準備率を引き上げるという方法もあります。ただ、準備率を引き上げると銀行に対する一種の課税になるので銀行経営を圧迫し過ぎるというのであれば準備率の引上げと売りオペとを将来は組み合わせた引締め政策も考えられます。

それから、量的緩和をするとむしろ金融システムは安定化します。量的緩和をするとマイルドな、2%前後ぐらいのインフレが起こり、名目金利はこの期待インフレを反映して上昇してきます。経済が完全雇用に行き着くまでは名目金利の上昇は期待インフレ率の上昇ほどではありませんから、期待実質利子率は下がって投資等を誘発するという効果は残っているわけですが、いずれにしても名目金利の上昇というのは生保の逆ざやの解消に資する。それから、銀行の名目業務準利益も増加しますので、不良債権処理のスピードアップが進む。現在、銀行の名目業務純利益は全部不良債権のために使われている状況ですが、それがある程度増加するということでもあります。

このように名目で売上高が伸びるということは、名目で固定した債務を負ってい

る人や企業にとっては非常に負担が軽くなるということで大事なことなわけであり  
ます。そういう意味で、名目国内総生産があまり増大しない経済はいろいろな難し  
い問題を生じているということでもあります。

それから、国債価格の下落リスクが増大してまいりますので、今のように銀行が  
国債だけを持っていれば安心だというので国債だけを持つということから、国債か  
らむしろ変動金利型の貸出しであるとか、短期の貸出しとか、そういったものにシ  
フトすることも期待できるのではないかと。

それから、デフレが収束し景気が回復するというのであれば、株価が上昇し、  
地価も安定することによって不良債権の処理もスピードアップするのではないかと  
いうことで、金融システムの安定化にも資するのではないかとということでもあります。

第3のオプションは、実は今日提案するというところでは提案しなかったのです  
が、このオプションも結構考慮に値するのではないかと最近はつくづく思うようにな  
りました。これはインフレ目標付きの一時的固定相場制の採用であります。これは  
先ほど言ったバーナンキという経済学者も言っておりますが、一番精緻な理論を  
展開しているのはスペンソンというスウェーデンの経済学者であります。

日本銀行の去年のシンポジウムで論文を提出しておりますが、これは要するに円  
ドルレートに目標を定めて円売りドル買い介入をする方法で円安をある程度固定し  
て維持するということです。これで純輸出が増加します。また、純輸出の増加と、  
特に輸入インフレとを通じてインフレ期待が発生し、実質金利が低下するというこ  
とです。金融の量的緩和というのは、一時的に名目金利が下がるわけですが、しか  
しそれをどんどん続けていくことによって将来はインフレ期待が生じて名目金利が  
上昇に転ずるというところが実はポイントであります。つまり、この政策をやると  
名目金利は上がってしまうのでだめなんだじゃなくて、名目金利はある程度のスパ  
ンをとってみると上昇してくる。つまり、ある程度のインフレ経済でないといふ  
現在のデフレ経済の下では、特にまた資産デフレも伴った経済では非常に長期の停滞から  
脱却できないという考えが私に基本的にあるわけであります。

そういう中で、先ほど言ったよい物価の下落のような、ああいう議論をしていま  
すと、経済の資源が完全に利用できないような状況のままにいつまでも塩漬けにさ  
れてしまっているということが起こる。このことは歴史的にも、つまりデフレ経済  
の中で果たして経済がうまく成長した例があるのかどうかということをもう少し調  
べる必要がむしろあると思います。先ほど冒頭にお話がありましたが、日本では数

量景気というのが一回戦後にあって、これは物価の下落と成長が結び付いて1年ぐらいいったようではありますが、その後はないということ。イギリスの場合、全部は調べていないんですが、19世紀ぐらいに物価が下がりながら成長した例があるというわけですが、今日の経済というのは貨幣賃金が硬直的であるとか、既に日本経済はゼロ金利政策で名目金利ゼロまで追い込まれても浮揚できないような状況にある。それから現在はクレジットですね、銀行の借入れが非常に大きい。昔に比べると皆さんが信用を得ているいろいろな信用活動をしているというような経済で規模も違うというような場合には、やはりデフレの中で問題を解決するのは非常に難しいのではないかという点であります。その意味で、すべての今日のオプションはインフレ目標付きだというのはそういう意味であります。

時間が延びてしまったかもしれませんが、以上で早足でしたが私の基調講演を終わりたいと思います。

司会 金融政策のいろいろなオプションを明確にお示しいただいてどうもありがとうございました。

続きまして賀来先生に、これに対する反論を含めて御意見を伺いたいと思います。20分程度でお願いします。

賀来 賀来でございます。私のアサイメントは、岩田先生のお話への反論という風に言われましたけれども、先生へのコメントを含めて少し自分の考え方も述べてみたいと思います。

お手元にお持ちでありましょう、私のメモ書きは昨日の日銀の公定歩合等の引下げ決定前に書いたものでありますが、私は日銀のやったことはこのメモ書きの枠内に収まっていると思っておりますのであえて書き直しはいたしませんでした。先ほどそれについてもコメントするという話がありましたが、それはお話の中でさせていただきたいと思います。

最初に結論めいたことを少し申し上げたいのですが、これは昨日の前に書いたわけですがけれども、要するに金融政策は今後、ノーアクションというふうには必ずしも考えておりません。景気が更に悪くなる、しかも、ショック的に悪くなるという可能性も否定できないと思っておりますので、そういうときに全く動かない、動く余地がゼロという風には思っておりません。ただ、後に申し上げますが、動く余地は余り大きくないし、それから一番大事だと私が思うことは、金融政策を取ることによって日本経済がドラマティックによくなって救いの神になるということはおよ

そ期待し得ないのではないか。問題はもう少しいわゆる構造問題と人が言うようなところ、この中身は後ほど申し上げますけれども、そこにあるのであって、金融政策はそのときの補助材みたいな役割だと。

ついでに、このところでもう一つだけ申し上げますと、今までの金融緩和はモラルハザードを生んでいたのではないかという意見がしばしばあると思います。みんな必要な金利負担が小さくなれば在庫を持つのも楽になるわけですし、過剰設備の処理も遅らせる。つまり、必要な調整を遅らせるという意味でモラルハザードを生んでいるという意見と、いやそうではない、これはむしろそういう painful な調整自体を楽にする役割を金融政策が果たすのだという意見があります。言ってみれば金融政策と、構造調整というのは、言わば補完財的な関係にあるのか、代替財的な関係にあるのかという問題があると思います。

私は両方ともあり得ると思うのですが、日本にとって一番大きい問題は政治的に見て金融緩和がやはり代替財になってしまっている。つまり、金融緩和によって必要な調整をさぼる。こういう政治的なサブスティテュート（代替財）になっている。これは金融緩和に限らず、90年代に累次にわたって取られた財政面の刺激政策も同様であったと思いますが、そこが日本の一番大きい問題ではないだろうか。そのところをきちんとした上で、必要な構造調整をきちんとした上で、それに伴い短期的にはデフレ効果の方が出ざるを得ないわけですから、そこを緩和する役割として非常に限られた範囲での金融緩和があり得るという風な位置付けで考えたいと思っております。

次に、経済の現状認識について簡単に申し上げたいと思います。今、景気は失速とはっきり断言するまでには至っていないけれども、そのリスクはだんだん大きくなってきていると認識せざるを得ないと思います。これは後講釈的に聞かえると具合が悪いんですけども、意外なことではないのではないかと。つまり、99年春から始まった景気回復について常にその脆弱性が認識され、果たしてこれは自律回復の軌道に乗ったのか、あるいは今後乗るのかということが問われ続けていたのではないだろうか。ただ、昨年中のプロセスを見ますと、夏ぐらいまではだんだん持続性の確からしさが高まってきていて、事実日本の国内のみならずOECDなどにおいても日本の見通しは見直しが行われる度に上方修正されるプロセスが秋口ぐらいまでは続いてきていたと思います。その後アメリカの急減速が、それから日本の株の問題、株はそれ自体説明を要することで外生変数ではありませんが、現象的には株

の問題等があって雰囲気は変わり、そして実際に出てくる経済変数も悪くなる。明らかに悪化してきておりますが、その悪化というのは非常に意外なことではなくてもともと危惧されていたものがやはり実現してきた。そこに更にアメリカの急減速が、一部の人は予想しておりましたが、一般には予想を超えたものでありましたが、それが加わった。こういうふうな整理であろうと思うわけでありませう。

それで、もともと危惧された要因というのは何かと言え、いわゆる構造要因であって、構造という言葉は無規定に使うべきではないと思いますが、1つはバブル崩壊後の資産価格の下落であり、この資産価格の下落は単にバブルの反動であるのか。先ほどの岩田先生の御理解は多分それだけではなく、更に経済のその後の内部的なダイナミクスによって加速されているという御理解を岩田先生はとっていらっしやるとは思いますけれども、資産価格下落の問題が1つ。

それからもう少し枠の広い、まさにこれが構造的と言われている中長期的な問題、これは人によってそのとらえ方がさまざまだと思いますが、私がメモに書いておいたようなことはおよその公約数的な認識ではないだろうか。この辺のデフレ圧力が作用し続けているという点では岩田先生と認識を共有しているつもりでおりますが、ただ、いわゆるデフレのわな、あるいはデフレスパイラルに陥っていると言えるのかどうか。これはなかなか判断が難しいところであるまいかと思っております。企業収益はだんだん下方修正されてきておりますが、今のところなお今年度は2年度連続の増益が一応予想されている。私どもの調査はもちろん大企業に偏しているのですが、たまたま今日2000年度と2001年度の収益予想を、これは企業からのアンケート調査であります、発表しておるはずですが、2000年度下期についても上期に比べては相当増益率が落ちますし、前回の予想よりは下方修正になりますが、なお前年同期比1割ちょっとの増益が予想され、2001年度についても今のところはなお上期、下期とも一応前年同期比増益が予想されております。

それから個人所得、消費は少々伸びないわけではあります、その根本には雇用者所得がはかばかしくないということがあります。雇用者所得が一応2000年度につきましてはどうやら下げ止まった。目立って増えるところまでは行っておりませんが、下げ止まりまではきているというわけで、デットデフレーションあるいはデフレスパイラルの道を走っているとは言い切れないのではないだろうか。また、物価の動き自体、先ほど岩田先生の最初にお示しになった図にありましたように、90年代を通じて下落一方であったのではなくて、やはりそこにはサイクルもある。こ

これは実体景気にもサイクルがあったということと見合うものではないかと考えております。

それから、いわゆるよい物価、悪い物価という話であります。先進国の中で消費者物価が下落しているのは日本のみである。これがすべて好ましいサプライサイドの要因によるものとは考えられない。日本が世界の中で一番技術革新のスピードが早いとはとても考えられないわけでありまして。もちろん日本が一番強く働いているであろう現象、要因として規制緩和とか輸入増大ということがありますが、それを除いてもやはり需要面の要因を無視することはできない。残念ながら、それぞれの要因の分解というのはできていないように思いますけれども、両方の要因が働いていることは間違いないのであらうと思います。

そして更に大事なことは、これは岩田先生御指摘のとおりでありまして、結果として一般物価が下落するということはその要因のいかんを問わず、債務実質価値を増やすという問題でありますから、やはり好ましいことではない。したがって、部分的によい物価下落と称するものがあったとしても、全体としてよい物価下落というのは特にこういうデット（負債）の重荷が多い経済ではないのだと考えるべきだと思います。問題は、それをどこまで重く見るのか。そして、その要因をどこまでみるのか。これについては後にまた言及させていただきたいと思っております。

次に、現在の政策オプションに入ります前に、今まで金融政策の働きはどうだったのかということをごく簡単に申し上げたいと思っております。申し上げたいことは、金融政策は金利がこれ以上ほとんど下げられないということで非常に手詰まり感が強まって流動性のわなということを言及する人が今多いわけでありまして、実は金融政策は今回90年代の初めから、ご存じのように思い起こすと91年の7月に初めて公定歩合を引き下げて以来、緩和期に入っている。もっとも、中には日本は引き締めをやっている、日本はデフレ政策を取っているという方もおられるので、緩和と言われると反論があるかもしれませんが、一応公定歩合の変更をもって金融政策の転換とするというコンベンショナルな定義に従って申し上げれば、91年の7月からずっと緩和過程にあるわけですが、その中で金利の引下げは非常に大幅であったわけです。

もちろん実質的にはどうかという議論もあらうかと思っておりますけれども、名目金利で見れば相当大幅にゼロに至るまで前人未到のところまで引下げをしております。しかし、その間、それがどうもマネーサプライあるいは銀行の貸出しに反映してい

ない。それから一番大事なことは最終目標である民間の経済主体の支出、特に設備投資がどうも反応していない。こういうふうな金融政策の波及効果にどうも問題があったということは、実は90年代を通じての問題であったのではないだろうか。今ゼロの壁にぶち当たって初めて金融政策が機能不全に陥ったという問題ではないのではないか。その背後には先ほど岩田先生はそれをどのようにして解決するかという文脈でおっしゃったわけですが、借り手、貸し手ともに共通するバランスシート問題があり、そしてやはり投資の金利弾力性が結果として非常に低い。これはバランスシート問題とともにやはりさまざまな要因によって企業家のコンフィデンスが萎縮してしまっている。こういうところに背景があると考えるほかはないように思うわけでございます。

さて、そのようなことを前提にして今後の金融政策のオプションについて申し上げたいと思います。まず、枠組みとして考えたいのは、今後どういう金融政策があり得るか、私は一応3つに整理してみたいわけでございます。

1つは政策金利の引下げ、これは昨日実行したわけでございます。これは申し上げるまでもないのですが、0.1%の引下げが何か実体経済に意味のある効果を及ぼすと考える人はだれもいないと思います。意味があるとすれば、日本銀行が政策を転換した。その背後には景気認識の相当大幅な転換がある。前回の引き下げのときは、まだ日本銀行が今政策金利の中軸に据えているはずのオーバーナイトコールレートの誘導目標水準、これは手をつけておりませんでしたから、むしろあのときの目玉はロンバート貸付の創設というどちらかと言えば信用不安対策的なもので、マクロ経済政策としては非常に中途半端なものであった。公定歩合は今、ロンバート貸付金利としての位置付けを与えられていますが、公定歩合そのものとしてはもはやお飾りでありますから、そういう意味では政策意図ははっきり伝わらなかったと思いますが、昨日のアクションはアクション自体の効果は語るに足りないと思いますが、日本銀行の判断の転換を明瞭に示した、そこにのみ意味がある。したがって、効果は期待できませんからこの後、何ができるか、何があり得るかということに問題が移ってきていると考えております。

それで、元に戻りますと1つのオプションは金利の引下げ、わずかではあるが引下げ幅がないわけではない。それから2番目にマネタリーベースと代替性の低い資産を対象とした買いオペ。ちょっと面倒なことを書きましたが簡単なことございまして、今ゼロ金利政策はやめておりますけれども、金利はニアリー（ほとんど）

ゼロですから、そうしますと通常日本銀行の金融政策の遂行手段としての買いオペの対象となるもの、短期の金融資産、TBとかFBとか、そういうものは要するに金利がニアリーゼロでありますからマネーとほとんど変わらない。同じようなものを入れ替えても効果はない。そういう意味で、そのようなインスツルメントはもう余り使えなくなっているのです、もし買いオペというもの、買いオペによるマネタリーベースの増加を大規模にやろうとすればほかのものを使わなければいけない。日本銀行法の中で許されている方法としては、先ほどお話に出ました長期国債、それから外貨資産、株などは禁じられておりますけれども、そういうものが候補に挙がってくるであろう。そういうものを使った大規模な買いオペ、いわゆる量的緩和というものが第2のオプションとしてある。

第3のオプションとして、何らかの形で人々の期待に働き掛ける。先ほどのお話の中では、インフレ目標設定というものを私はこれに属するものと理解しております。そういう3つしか論理的に考えられないのではないだろうか。

それでは、それぞれについてどのように考えるか。まず政策金利につきましてはその引下げ幅自体は既にほとんどないわけでありますから、昨日のものが効果が期待できないように、今後更に引き下げようとも効果はあり得ない。ここのところは結論だけ申し上げますと、私の理解ではゼロ金利政策への回帰というものはその引下げ幅にほとんど意味はない。ゼロという水準に意味があるかもしれない。意味があるとすれば、それはいわゆる量的緩和、無制限の、あるいは大量の買いオペと結び付いたときにのみ論理的に意味がある。そういうものなのではないだろうか。したがって、政策金利のゼロ水準への引下げに意味があるとすると、それは量的緩和と結び付いたときのみである。

では、量的緩和というものをどう考えるか。これが先ほどの先生のお話の長国の買いオペでございます。これにつきまして、私はやや懐疑的に考えております。この効果が全くないとか、それからマイナスばかりだと申すつもりはないのですが、簡単に申し上げれば、効果は相当不確実ではないだろうか。先ほどいろいろな経路をおっしゃいましたけれども、確かにそうなのですが、どのぐらいの効果があるか。これはなかなかわからないことだろうと思います。そしてまた、この政策はやはり規模が示されないという意味では提言としてはよくわからないものでありまして、日本銀行は毎月4,000億円の長国の買入れをやっているわけです。ですからこれは大体年に5兆円ですけれども、60兆円というのはツーマッチだとおっしゃったが一

体どのぐらいなのか。それによって随分効果も違うし、コストも違ってくるのだらうと思います。

ただ、ここは難しいところもあって、これは後にも申し上げる期待とも関連いたしますけれども、恐らくはこういうものは最初から幾らと言ってしまうと効果が非常に薄れるのだらうと思います。その辺が非常に難しい。結局その難しさは効果がだれにもよくわからない、やってみないとわからないというところだと思います。

他方、マイナスの方の効果も実はある種の水掛け論のようなところがあると思います。先ほどの先生の話を一々繰り返して再反論するつもりはないのですが、先ほど先生が日銀の諸説に対する批判という形で取り上げられた2つの点、日銀のバランスシートの悪化、あるいは財政規律への疑いに基づく長期金利上昇の可能性といったことにつまきましているいろいろな言い方はできるわけで、例えば日銀のバランスシートの問題にしてもこれは割り切れれば普通の企業と日銀のバランスシートとは同日の談ではない。そんなに気にすることは無いという言い方もできると思いますし、他方では外国の格付機関が既に日本の国債についてのレーティングも引き下げているようなとき、中央銀行のバランスシートに著しく悪化の可能性があるとこのときに、日本の信認はどうなるか。こういうとらえ方も私はできると思います。これはなかなか難しいところである。

それから、財政規律も同様でありまして、一般に中央銀行が長期国債の買入れについて非常にリラクタントであるのは、それがやがてはどんどん歯止めがなくなってきた、そして、財政規律も緩んできて、最後には新発国債の引き受けにまで至るのではないかという悪夢、そういうものは第一歩から避けておきたいという一種のファンダメンタリズムがあると思います。これは幾つかのステップがあるわけで、必ずそこまでいくとは限りません。しかし、そうならないとも限らない。

特にこのとき私が思い起こすのは、財政の問題でありまして、いわゆる何でもあり財政の下で、持続的効果もないままに、国債の残高だけは大きく残ってしまうという記憶を我々は直前に持っているわけでありまして、この長期国債の買入れに基づく大量買いオペをむげに否定はできないわけですが、やはり考えるべきことは効果が非常に不確定なことです。マイナスも不確定です。不確定ですが、後に残るマイナスがあり得ると。そういうかなり冒険的な政策であるという気がするわけでございまして、したがって、これについてはむげに否定はできないけれども、相当慎重でなければいけない。

最後に、ここでは期待への働き掛けという中で分類しましたインフレ目標の設定について、これは私は相当懐疑的に考えております。メモに書いておきましたけれども、インフレ目標の設定というのは2つに分けて考えてみたい。

1つは、一般的な、ここで平時という表現をいたしました。一般的な金融政策の大きな枠組みとしてのインフレ目標の設定という取り組み。これは例えばイギリス、カナダ、ニュージーランド等々の国で、最近ファッションになっているわけですが、これは十分考えていいのではないかと。

ただ、ここで思い出しますのは、70年代におけるマネタリー・ターゲティングというものでありまして、これはその頃一世を風靡したわけでありまして。このときは中間目標と位置づけをされたわけですが、今やほとんど捨て去られているか、あるいはECBに形骸化して残っているという状態になっている。別に今のインフレ・ターゲティングが同じ道をたどると言っているわけではないんですけれども、まだまだインフレ・ターゲティングに対してさまざまな問題があって、十分なテストを経ていない。試験飛行中なのかなと思います。別に試験飛行中だから日本も試験していけないと申すつもりは全くありません。ただ、一応そういう認識は持っていた方がいいのではないかと。

そういうような留保付きで、一般的な導入論、私の言葉で平時の導入に反対するものではありませんが、今の有事にはどうか。有事というのはどういう意味かと言えば、つまり金融政策の自由度がない。利下げの余地がほとんどない。こういうときである。したがって、目標の達成の保障がないという意味であります。

かつ、この主張をする方々は、デフレからの脱却、マイルドなインフレの達成を目標に掲げているわけでありまして、そういう意味で単なる中立的な枠組みをつくるということではない。それによって短期に特定の目的を達成しようとしている、そのようなものに対していかがかと。

理由はここに書いてありますが、両方とも要するにフィージビリティの問題であります。達成する政策の手段があるか。さっき申し上げたように、買いオペの効果も否定するものではないけれども、アンサータン（不確実）であります。特に一番気になるのは、先ほどのお話の中でマイルドなインフレの達成が可能であれば反対するものではありませんが、その保証がどうもないのではないかと。

もう一つは、目標値の設定そのものによって、期待に働き掛けることができると前提されている。これはなぜか、普段評判の悪い日本銀行が人々に非常に信任され

ているという不思議なことが仮定されているようにも見えるわけでございます。

そのような意味で、この時点でのインフレ目標値の導入、デフレからの脱却策の決め手としての導入には、その効果について懐疑的にならざるを得ない。

ここでもう一つ付け加えておきますと、私はゼロ金利政策というものの真髄は、実はゼロに金利に設定したことではない。というのは、日本銀行はそれに伴う無制限の、あるいは大規模な量的介入を避けましたから、結局、あの真髄はデフレ懸念が払拭されるまでこの政策を続けるという将来のコミットメントにあったのではないか。これが期待を安定させた。これはある意味でソフトな形のインフレ・ターゲットみたいなものであったのだと思います。これはまたやり方によって使ってはいいのではないか。このようなコミットメントは別にゼロでなくてもいいので、何%であっても別にいい。ゼロの方が非常に強い印象を与える。こういう政策は強い印象を与えることが重要でありますから、その意味でゼロであった方がベターかもしれませんが、必然的にゼロでなければいけないということはないので、期待への働き掛けの一手段として、今後も考えられるのではないかと考えております。

司会 どうもありがとうございました。ただいまのお二人の御意見に基づきまして、香西先生、浜田先生からの御意見を大体10分くらいでいただきたいと思えます。

香西 私は、金融問題は実は素人ですから、余り詳しいことはよくわからない。かなりアバウトな話をさせていただくことになるかもしれませんが、特に岩田先生の御提言が非常にすっきりしていましたので、これについてコメントをさせていただきます。

まず第一に、構造問題が非常に大きな影響があるとおっしゃいました。この点は私は全く賛成です。つまり、現在はかなり大きな構造問題を抱えている。だから非常に難しいと私は考えています。

第2点として、地価・株価が大きく下がって、それで非常に日本経済が苦しい立場にある。これは非常に説得的な議論でした。しかし、私はそれに対して言いたいのは、地価や株価はなぜ下がっているか。それは均衡回復をしているんじゃないかということですね。つまり、地価や株価は下がるべくして下がっているのであって、ただ、むやみやたらに下がっているわけではない。例えば地価は収益還元価格に比べてまだ高い、それは事実ですから、こういう均衡に回復しつつあるものを、それが行き過ぎがあるかどうかわかりませんが、現時点でもそれはまだ高いんですから、

そういうものを止められるのかという問題ですね。

あるいは、株価は収益率と言うとお笑いになりますけれども、株価収益率がバブルのときよりもはるかに高いレベルが続いているわけです。10年続いているわけです。一時、90年代初期はやや下がってございましたけれども、それは20倍という歴史的基準から言えば、一番下がった90年代でも30倍、40倍あったわけです。最近やっと予想収益に対して30倍まで近づいてきたわけですが、ひどいときには、100倍だったわけですから、それはもたないということが私はあると思います。

そういうことを言いますと、株価収益率が上がったのは不況で利益が減ったからだという反論が必ずありますけれども、それは私は当たらないと思います。

ということは、もし、不況で利益が下がったから株価収益率が高いなら、不況が直って利益が増えても株価は上がらないと言わなければいけないんです。そんな株をだれが買いますか。日本経済よくなっても上がらないようなところまで高い株価を買う人はいない。もし、不況が回復しないとわかったら、暴落するのは当然のことではないか。

つまり、こういう構造問題があるとおっしゃったからには、そういう大きな不均衡を直していくという面を併せて考える必要があるのではないか。これが第2点であります。ほかにもいろいろあるんですけども、結局、どうすればいいかということ、私は結局は銀行が株を持っている状態が間違っていると思います。

つまり、政府に保証されて人の金を預かっている銀行が、株に頼っているということ自体を改善しない限りこの問題は直らないということだと思います。

次はインフレ期待及び実質金利の問題であります。やや極論的なことになるかもしれませんが、岩田さんがどの程度のことを考えているのか、ちょっとわからない点があるんですが、やや極論的なケースについて今日は考えてみます。

まず、インフレ・ターゲットでインフレ期待を起こして、それで景気を刺激することができるかという問題です。私はインフレ期待で実質金利が下がるのは、その前提は、インフレ期待は財の市場で効く、しかし、金融市場では効かないということだと思います。つまり、ISカーブは実質金利で決まっていて、LMカーブは名目金利で決まっています。これは実はマンデルがそういうことを書いた論文があるのですけれども、簡単にわかりやすく言いますと、インフレ期待、つまり物価が上がる。そうすると物を買いに來る。だから景気がよくなる。これはケインズの考え方だとマンデルはその論文で言っています。

そうじゃなくて、買いに行こうにも金がない。金を借りに行く。そうすると金利が上がる。フィッシャー効果なのです。フィッシャーの考え方。

マンデルは、実物資産、つまりISカーブはインフレ期待、実質金利で動く。名目金利で貨幣市場は動いているから、部分的に実質金利が下がるんだという結論を出しているのですが、それを逆転すれば、資本市場でも金融市場でも実質金利で貨幣需要が動くという仮定を置くと、それは完全にフィッシャー効果が支配するわけです。

では一体財の市場と金融市場とどっちが反応が早いかというと、私は今の資産市場というのは、人によってはエフィシエントだ、効率的だと言っているのですから、一般大衆がインフレだから物を買に行き、あるいは投資家が投資をするくらいなら、資産家は当然金利引き上げを要求すると思います。特にマイルドのインフレでは。

戦後の日本のように3年間で100倍にするようなインフレでは間に合わないかもしれないけれども、毎年少しずつインフレにするというんだったら、資産家が黙って低金利で貸すはずがないと私は思います。

したがって、財の市場と金融市場とで、金融市場の期待が遅れるということをお話にならない限り、それは成立しない議論ではないかという印象を持っています、その点に疑問を持っています。

それから、極端な場合の話ですが、これが極論なんですけれども、労働市場の均衡、つまり失業を出さないためには、マイナスの金利が必要になる。岩田さんはよく名目金利はマイナスになれないからと言うのですが、実質金利でもマイナスにしなければならぬときがある。そうしない限り労働市場は均衡しないという議論は、そういうケースがあり得ると思います。

しかし、私は金融市場で、今の市場経済の金融市場でそれを解決することは事実上不可能だと思います。

つまり、実質金利を非常に低くする投資、それに見合う投資を呼び込むということは、結局ピラミッドをつくれと言っているのと同じことなんです。そんなに投資収益率の低いものを投資しろというのは、これは企業だって幾ら金利が下がったってしないと思います。それをしろというのは、結局、ピラミッドをつくる、あるいは穴を掘って埋める、つまり将来収益のないものに投資せよということに等しい。ピラミッドは5,000年後には観光客を集めて収益が出てきたんですけども、それ

を金融システムで行うということは不可能であると思います。これはやや極論の場合であります。

岩田さんはどちらかというと、財政は一時的だとおっしゃいますけれども、私は金融だって一時的だと思います。5,000年後にピラミッドは収益が上がるから金を貸すということとはできないということをお願いしたい。

例えば、日本より2倍の失業率を持っているドイツは実質金利はマイナスにしていけないわけです。実質金利は日本より高いわけです。では、失業問題は何で解決しているかということ、社会保障で解決しているわけです。つまり、福祉国家で解決しているわけです。10%の失業があっても、金利は日本よりも高い金利を維持している。

つまり、一体どこまでを金融政策でやるのかが問題です。全部の均衡を金融政策だけで取ろうとしたら、非常に低い金利を要求することになりますけれども、それでは限界がある。財政は一時的だと言うのなら、金融も一時的であって、余りにも金融に負担を掛け過ぎるということには私は問題があると考えています。

つまり、金利は主観的割引率や投資収益率とバランスすべきものです。そのバランスがとれないほど低くなる（マイナスになる）としても、金利が収益率がプラスでなければ企業は投資しないと思います。そこまでいったら、私は金融政策の限界があるということをはっきり認めて対策を考えた方がいいのではないかという考え方を持っております。

勿論、これは現在、不況だから収益が期待できない。将来収益が期待できる。だから、今、金利は下げて将来上げてもいいという議論はありますが、しかし、それは要するに金融市場は非常に短期的、マイオピア、近視眼的だということを前提とします。

それから、もし今、収益率の高い需要はあるんだ。ところが、銀行がそれを貸さないから投資が出てこないという議論であつたら、金利を上げなければいけないのです。つまり、需要があつて供給を押さえているなら金利を上げるということしかない。均衡水準より下に金利があるから需要が大きくて供給が少ないという状況が起きるわけですから、それなら逆張りしなきゃいけないということになってしまうと思います。

そういう点で私はインフレ期待で実質金利を操作するという考え方には、非常に懐疑的であります。

それから、非常に面白かったのは、図の12でありますけれども、確かにこれは非常にわかりやすい、よい物価下落論の図で、一番最後のページに出ております。私は岩田さんの御説明に非常に納得するんですけども、ただ、1つ2つ、このことも忘れてほしくないということを申します。

1つは、現在、価格調整がもう終わって、あとは比例的に増やせばいいと言いますけれども、そうでもない。まだまだ価格は変動します。相対価格の変動はまだ続きます。日本だけが消費者物価が下落しているとおっしゃいましたけれども、別に不思議なことではない。日本の内外価格差が極端に大きかったわけです。それが修正されている。だから、ユニクロが入ってきているわけです。ユニクロでやればどんどん消費物価は下がるわけですし、例えば今、野菜がどんどん日本に輸入されてきております。そうしたことは次々と起こってくるだろうと私は思っております。それが1つです。

もう一つは、 $E_0$ から $E_2$ に行くということを岩田さんは当然のこととされたわけです。 $E_2$ から $E_0$ に、 $E_0$ から $E_2$ に移る。それで失業を出さないかのように説明された。しかし、 $E_0$ から $E_2$ に移るということは、A財産業は猛烈な減産をするということです。雇用を減らすということです。

つまり、Bを増やしてAを減らすために産業構造の転換が起きるということですから、そして岩田さんがさっき言われたように貨幣賃金の硬直性があり、そういう市場の硬直性があるなら、それは必ずフリクショナルなアンエンプロイメントを起こすだろうと私は思います。 $E_0$ から $E_2$ へ行くときの摩擦失業はどんなにインフレをやっても起こる。私はインフレをやらない方がいい、むしろ起こらないと思っているくらいなんですけれども、とにかく摩擦失業は必ず起こるわけであって、それを金融政策で解決しようというののもかなり難しい。少なくとも産業転換に伴う失業、その産業転換が硬直的な市場で行われざるを得ないことに伴う失業まで、金融政策の負担にするということは私はできないのではないかと思っております。

そういうふうに考えますと、最初に戻りまして、私も構造問題が日本経済に非常に大きな陰を投じていると思います。しかし、構造問題は構造問題として解決すべきです。それをインフレで解決するとおっしゃったわけではないことはわかっていますけれども、何かインフレ期待をつくれれば、構造問題も非常にスムーズに解決できると言うような印象を与えてはいけないと思うのです。この場合、A産業は大幅に雇用転換をせざるを得ない。その際の過渡的失業というのは覚悟しなければいけ

ないということを是非念頭に置くべきではないかと思っております。

最後に政策オプションであります。これは賀来さんもおっしゃいましたけれども、今後の情勢如何によっては、その都度金融政策というのはいろんな手を使っていかざるを得ないだろうと思います。ただし、私は金融政策だけで問題を解決することはできない場合がありますので、ポリシー・ミックスというものを考えた中で議論をすべきだと思えます。それが第1点です。

第2点は、金融については、特に金融が非常に景気に大きな影響があるのは、やはり金融システムが弱体化しているからなのです。不良債権問題の解決、そういったことを徹底的にやらない限り、これはいつまで経ってもだめだという感じがいたします。これはG7の声明が言ったとおり、金融部門の強化が必要です。ただ、実際問題として金融部門を強化しようとしたら、不良債権を回収しようとしたら、これはデフレ効果を持たざるを得ないです。それをどうやってやっていくかということがあるので、構造問題下の金融解決というのは難しいのではないかと考えているわけであります。

そんなことできないとばかり言わないでどうするのだ、せざるを得ないときが来たらどうするのだということですが、私はインフレ・ターゲットということを除けば、どの案でもいいというのが率直なところでありまして、国債買切りということもあり得ると思っております。

金利を固定化して、将来の約束をするよりは、そのときそのときに、むしろショッキングな出動をして人々に影響を与える方が私はいいと思います。

例えば3%まで物価上昇してもいいという考えがあります。しかし、仮に過去においてそういう政策を取っていたらどうか。例えばバブルのときに一番物価が上がったのは2.5%です。消費税が掛けられたときに2.5%になった。つまり、3%という上限をつくっておれば、バブルの時には絶対に金融引き締めをできなかったわけです。あのときは、2.5%になった2か月後には日本銀行は公定歩合を上げたわけです。そういうこともあって、私は金融政策の目標を非常に固定的に考えるのは反対で、むしろそのときどきの事態になるべく先手を打って、やっていくしかない。国債を買うというのも、場合によってはいいんじゃないか。

為替レート。この点について、なかなかそう効果は出ないのではないかということを考えます。また悲観論を申し上げて恐縮なんですけれども、例えば私も為替レートが変わってくれたら随分楽だと思います。大体普通はそうなのです。経済が

悪くなれば為替は下落するんです。さっきユニクロと言いましたけれども、ユニクロというのは私たちの年齢では、ワン・ダラー・ブラウス事件の裏返しです。あのときは日本が1ドルのブラウスをアメリカに大量に輸出して、向こうでは大問題になったわけです。その裏返しだと思います。 どうやって解決したか、1つは為替レートが360円が100円になって解決しています。将来、近隣の工業化した国が力を付けて為替が上がってきて、日本の為替が安くなったらユニクロ問題は解決するでしょう。しかし、それは相当時間が掛かる。

もう一つ言いますと、私は日本の経常収支がまだ黒字であることも、為替を高止まりさせる一因だと思います。アメリカでもイギリスでも韓国でも、経済が悪くなれば経常収支は皆赤字になっているのです。それでポンドは下がり、ドルは下がり、ウォンは下がり解決しているのです。ところが日本はいまだに黒字です。この黒字であるというのは、いかに内外価格差というか、輸出財と輸入財の格差が大きいかということの結果なのです。それを改善せざるを得ないわけです。この点で似ているケースがあるとすれば、第一次大戦後の日本に似ていると思います。

つまり、第一次大戦で猛烈たくさん集めた外貨がある間は第一次大戦後ずっと実質円高です。貿易収支が赤字になっても実質円高が続いて、非常に苦労した。よく高橋財政で金利が下がって、為替が下がったとおっしゃるんですけども、私は高橋さんは偉いと思いますが、彼だけの功績ではないと思います。金利が下がったのは、昭和2年の金融恐慌で、台湾銀行を整理して、コールを取りに来なくなったからです。コールレート無条件ものは、昭和元年12月に6.42%でしたが、昭和2年12月には3.91%まで下がっています。その後また金解禁をやって金利は上がりましたが、低金利は、不良債権の処理、震災手形の処理で確実に上がった。

次に高橋財政で為替が下がった。確かに高橋さんはうまく為替を使いましたけれども、それまではどうしても実質為替が下がらなかった。それは金解禁をやって、皮肉にも外貨を全くはき出したわけです。キャピタル・フライトでなくなってしまった。それで日本は裸の貿易収支で対抗するということになって、初めて為替が下落の余地ができた。日本は現在、1兆ドルの過去の黒字累積からくる投資収益を持っていますから、経常収支はなかなか赤字にならない。そういう非常に厳しい条件があります。

もう一つ、本当は金融緩和してマネーサプライを増やしたい。しかし、私は均衡を超えてマーシャルのkが上がっているという可能性が十分あると思います。バブ

ルのときに増えたマーシャルのkはいまだに下がらないどころか、ますます上がっているわけです。先進国の大体2倍あるわけです。

今や銀行自身が通貨預金を欲していない。銀行自身が投資信託買ってください、預金を下ろしてくださいと言っている。あるいは預金から手数料を取ろうとしている。

というのは、預金をそのままにして、資産を償却したり、債権を放棄したら自己資本が減りますから、結局預金を減らさざるを得ないわけです。日本の実質自己資本に比べて預金量は過大ですから、マネーサプライを増やすということも実はこの構造問題があってそう簡単ではない。そういう中でやっていかなきゃいけない。

だから私はこうやればすべていいとか、そういう解決はないけれども、しかし、景気が悪くなってきたらそれなりのことはしなければいけない。なるべく先手を打ってしていく。しかし、いろんな制約があるということを理解した上で金融政策だけではなくて、構造改革政策をもっと全面に押し立ててやっていくのが正しい解決ではないかと考えています。

司会 いろいろと興味深い論点をどうもありがとうございました。

続きまして、浜田所長お願いしたいと思います。

浜田 本来なら私は、研究所からということで、司会の役などを果たすべきところなんですけれども、私の意見は非常に偏っておりますので、今日はパネリストにならせていただきました。

まず、非常に気になるのは、曖昧な言葉がたくさん使われていることです。物価が下落しているときには英語ではデフレーション以外の言葉はないのです。ですけれども、デフレ懸念とか言って、曖昧にする。私は懸念という言葉は嫌いです。日本でデフレと言うときには、物価下落と不況が一緒になったときを言うので、物価下落をデフレと言っただけではいけないと原稿を書きますと、周りの人が直してくれる状態になっています。物価下落でもいいんですけれども、物価下落というのはデフレーションであって、デフレーションとほかの失業とが組み合わさっているというのは、また別の状態である。現在はまさに両者が組み合わさっています。後で述べますフィリップス・カーブというのがまた幽霊のように復活してきて、平たい形のものがちゃんと今見えるわけなんですけれども、それでやはり物価が1%下がると、失業が影響を受ける。

日本で失業が1%が増える時には、国民所得は、黒坂さんの推計によりますと

10%、最近の推計によっても7、8%下がる。ですから、ロスが生ずる。これは同僚の研究所の大守さんもよく強調されるところです。そういう状態が起こっている。

それから、「スパイラル」と言ったときには、多分加速が起こっているということと思うのですが、デフレ・スパイラルがないからデフレはいいという理論は何もない。デフレがあるということがいろんな弊害を生む。ですから、今の景気は強くなっているのだから、物価が下がっていてもどんどんそのままにしておけという政策提言は非常に危険であると思います。

賀来さんは、抽象的な言い方ばかり多くてと言われますが、マクロ経済学の初歩を教えて、物価を決めるのに一番重要なのは何ですかと言ったら、やはり貨幣です。中央銀行の金融政策ですと、そういうふうに数十年間教えてまいりました。それは公理ではなくて、定理というか、一応検証すべきものである。しかし、一応考え方のわかりやすい出発点です。

そういう点で経済学のABCに一応準拠したような議論をまずやって、しかし、それは実際完全には成り立たないかもしれない。今は使えないかもしれない。だから、新しい議論を少し使おうというならわかります。中央銀行では自分が過去にやったことを正当化するために特別の理論をつくって、これが新しい理論なのだ。随分無理しているところが見られるのは残念に思います。

もう一つ例を挙げますと、例えばテーラールールというのがあるわけです。今度財務次官に内定というジョン・テラーは、金利政策の望ましいやり方、あるいは各国で今まで行われてきたかを示す政策金利の簡単な公式をつくるわけです。それを日本に当てはめてみますと、日本の金利はマイナス0.5%か1%にしなければなりません。そういうことは金利をマイナスに出来ないの、現在出来ないようになったところに、金融政策がすぐに効かないような状態に日本の経済が陥ってしまった。恐らく日本銀行の責任ですが、ここで犯人探しをしても仕方が無い。金利政策が窮屈になったところに、我々の難しさがあるわけです。現在の状態から脱却するには、猫の手も借りてこなくてははいけない。現在、日本経済が体験しているのは、市場まれなるデフレの大実験なわけですから、いろんな手を使っていいではないか。医者も始めから効く薬の量はこれだけだと必ずしもわかっているわけではありませんし、残念ながら経済学はそんなに進歩していないわけです。いろんな政策を組み合わせる必要があると思います。ただデフレの薬はともかく金融政策だというのが今のマクロの常識です。

現在、どうして緩和的な金融政策を取るべきかの理由についていくつか申し上げたいと思います。

1つは、構造改革の問題です。構造改革を促進するには2つありまして、ネガティブとポジティブとあるわけです。まず、ネガティブにだめなところを切り去る。これにはデフレにしておいた方が確かに進むかもしれません。しかし、そこで余ってきた労働力がいいセクターに回っていくのかというと、いろんな硬直性のあるところではすぐに回っていかない。だから、全体とすれば、ポジティブにいい会社を伸ばすことが必要です。しかも、資金留保が潤沢な大企業、優良企業を伸ばすだけでなく、破産するか、本当に立ち上がれるかわからないような限界的な企業が立ち上ってちゃんと資金も借り入れて投資を出来ることが重要なのです。

岩田さんが既にお話になりましたように、資金仲介の過程を丁寧に考えるという理論、実証研究が今増えています。日本の経済学者ですと、ロンドン大学にいる清滝さんという人が、その専門家の一人です。エージェンシー・コストと岩田さんのおっしゃったことを教科書風に言いますと、我々は貸すときには相手を信用することができない。いつかは貸し倒れになるかもしれない。そのためには何かカタを取っておかなきゃいけない。このようにして、金利にコストがかかることを言います。そのために、審査や抵当が要る。特に抵当価値がどんどん資産デフレで下がってきますと、エージェンシー・コストを高める。

私は決して構造改革のペースを緩めようと言っているわけではありません。むしろ速めつつ、しかし、その苦しみをやわらげるために金融緩和も使ったらいいいではないか。だから、金融も財政その他の多くの手段とともに、改革のマクロ的環境を作るために、積極的に使うべきだと思うのです。金融だけですべてができるということではなくて、実体経済の構造を直すには、構造改革が必要だと思います。

話は変わりますけれども、ヨハン・シュトラウスの人気歌劇に「こうもり」というのがあります。こうもりの中でひとつ印象的な歌に、「もはや変えられないことを忘れることのできる人は幸せ」というのがあるのです。ふられたことなど忘れましょうということでしょうが、ともかく投資を失敗した結果の資産がある場合に、それが現在、これから前向きに生産的に行われる投資と混っては困る。そういう意味で直接償却とか時価主義とかというのは当然なのです。これらは今までやってこなくてはいけなかったことです。そういう措置の強い苦しみのようなものを、金融緩和は和らげることができると思います。

それから、複数均衡という考え方がある。強い均衡と弱い均衡とある。みんなが強気になって使えばうまくいくところを、みんなが弱気なのでうまくいかない。全体が萎縮していく。そういう意味で中央銀行の首脳とか政府の要人とかは、人々の期待を強気に持っていき、経済主体を強気にしなくてはならない。日本人は対外資産を持っているのだから、もっと使おうという気持ちになると、GDPも回復するし、更に財政もかなり潤ってくるように思います。

フィリップス・カーブも現存しているようで、随分現在デフレのために資源の無駄が起こっているというのは否めない。

タクシーがホテルとか駅の前にたくさん並んでいますね。あれはどうしたって無駄ですね。確かに運転手は選択して、現在の価格の下ではあそこで待っているのが一番いいから待っているに違いないですけども、そういった状態の日本に久しぶりに帰ってきました。華やかなところもありますから、跛行性というか、景気のいいところも悪いところもありますが、この状態は直すことができないのでしょうか。そのためには、岩田先生のお話になった3つのルートをそれぞれ試してみる価値はあるでしょう。それぞれ副作用は少しずつある。しかし、例えば外貨市場に介入すると、異国やアジア諸国が困る。またデフレ解消で金利が上がると、中央銀行のバランスシートが後で困ると言うのですが、中央銀行のバランスシートは、政府のそれと一緒に合わせて考えると、大体キャンセルできるので、国民の懐にはそんなに影響のない話です。いろんな副作用は確かにあるし、どれだけ緩和すればどれだけ効くかどうかもわからない。だけれども、どうして試さないのでしょうか。こんなに長い間世界に例の無い物価下落を続けておいて、そっちの大胆な実験だけちゃんとやっけていいのかというのが私の疑問です。

司会 どうもありがとうございました。

今、お三方から御意見をいただいたわけですけども、岩田先生、特に賀来先生、香西先生への反論がございましたら、お願いしたいと思います。

岩田 反論と言うか、ある意味では誤解があるんじゃないかと思って、説明不足かなと思って、その点を申し上げます。

賀来さんのお話になったことは、理解という点では相違はそんなになくて、いろんなものの、実際に今、浜田先生がおっしゃったような、ある程度不確実性のあるときに、やるのかやらないかという点が随分違うんじゃないかと思います。

やらないというときに、昨日の日銀総裁の会見でもありましたし、賀来さんのコ

メントの1ページにもあるのですが、デフレの罟の悪循環に今入っているのかどうか。いないならやらなくていいんじゃないかという論理。

あるいは、デフレ・スパイラルにまで行ってないからやらなくていいんだと。現状維持でいいんだという点に関しては、私が申し上げているのは、デフレ・スパイラルと言いますか、フローと資産とのデフレが共鳴し合っているといますか、デフレ・スパイラルというリスクをいつでも抱えているのが90年代日本で、それをときどき財政によって助けたり、ゼロ金利政策がある程度作用して助けたりという、いつでも浮揚する効果を待っているから、そのために少しずつ浮くわけです。浮くけれども背後にはデフレ・スパイラルによるいつもリスクを抱えているものだから、ちょっとしたショックで日本経済はすぐまたデフレ・スパイラルの危機にいつも陥るといふ状況にあるんで、そういう状況のときに、今デフレ・スパイラルじゃないからいいんだと。デフレ・スパイラルが始まってからやるんだでは実は遅いんだと申し上げて、実は91年くらいから、もう10年間も同じことを基本的に言っているわけです。

要するに、日銀の金融政策委員会の多数派もそうですが、いま、足元がそこまで悪くないじゃないか。そういう議論をずっと10年間続けてきて、こういう状況で、私はそこから抜け出て、日本経済が成長軌道にうまく乗せられないで、あと5年いったら、もう日本銀行の金融政策というのは本当の落第点だと思います。

新しく日銀法ができて、今もう3年になります。そして、あと2年しか残っていない。この2年のうちに同じことをやっていたら、本当に皆さんで落第点を付けようじゃないかというのが私の率直な感想であります。

つまり、まだそこまで行ってない、まだそこまで行ってないからやらない。それから効くかもわからないからやらないという態度、これに一番問題があって、外国でマクロ経済学をやっている非常に一流の経済学者というのはみんなそのことを心配して日銀に言っているわけですが、そういうことが基本の政策スタンスに違いが出てくるんじゃないかなと思っております。

それから、「幾らぐらいやればいいのか」ということを賀来さんは3ページ目に書いていらっしゃるんですが、これも確かに計量モデルが何かやればある程度出るのかもわかりませんが、日本経済は90年代より、さっき言った構造的な2つの問題を抱えていて、かなりいろいろ構造変化していますので、過去のデータでもって延長した推計は非常に難しいところへ来ていると思います。

それから、幾らだというきちとした数字がないからお前はだめだというのも、一種の脅かしみたいなもので、必ずそういうことを言うのです。ですから、そういうのはよくなくて、これがまさに金融政策当局が実は考えることなんでありますが、ただ、あえて申し上げるならば、いま、長期国債の買い切りオペが一月で大体4,000億円ですから、(年間で)4.8兆円出ています。60兆円のハイパワード・マネーの15%くらい、たしか中原審議員が政策委員の中で10%ちょっと言っていると思うのですが、それですと大体6兆円くらいですけども、それよりも多目の9兆円くらいから少し始める。それが常識的な線かなとは思いますが、それでも余り効かなければ、もう少しやるとか、効き過ぎればストップするというので、ルールを決めて何%でなければいけないと硬直的には考えていません。

それから(賀来副理事長は)、4ページ目で、「岩田教授の提案には含まれていないが、ゼロ金利政策におけるコミットメントの期待の働きが大事だ」とおっしゃっていますが、私はまさにこのことをペーパーで申し上げているのです。ゼロ金利政策というのはデフレ懸念を払拭する(まで続ける)という条件があったので、そこに期待の働き掛けがあった。ですから、逆にゼロ金利政策を解除したというので、これは大したことはない。0.02%が0.25%くらいになるので、超緩和には変わりがないので、大したことはないんだというメッセージが随分エコノミストの間で回ったと思います。また、日銀でも、ある政策委員等はそういうことを言ったと思うんですけども、ゼロ金利政策というのは、同時にデフレ懸念の払拭を解除したのだというコミットメントもある。そこが大事なんだということをペーパーに書いてありますので、ご覧いただきたいと思います。

結局、ここで言っている日銀のコミットメントは何かというのは、インフレ目標を設定するという、そこまでやるんだというのが1つの長期的なコミットメントの部分になっているわけです。

もう一つ、香西先生のコメント、いろいろありがとうございました。香西先生の方はむしろ誤解が随分あるんじゃないかなというのが私の感想で、1つは、例えば地価とか株価というのは、今まともな価格に入ってきているという点。

まず、地価に関してですが、土地というのは生産要素でありますから、生産要素の価格がまともな価格になっているから、その生産要素の価格の還元価格である地価が下がっているのは当然だということだと思っております。これは私が今日図の12で言った相対価格と、物価という絶対価格というものを区別しなきゃならないという

議論に関係します。

つまり、地価が下がるというのは、地代が下がるということですが、地代が国際的な地代価格に収斂しているという議論がよくありますが、これは地代のそのほかの財サービスに対する相対価格が低下しているということです。

そういう相対価格の低下というのは、地代が下がるという形でインフレの中でも起こり得るのだということを言っているわけです。

ですから、絶対価格と生産要素である土地の国際的な相対価格の区別をしなきゃいけない。

ところが、香西先生はどうも土地の地代だけ見ていて、その絶対価格を問題にされている。絶対価格は議論としては実は意味のないことなんだということであります。

同じことは、私の図で  $E_0$  から  $E_1$  へ行く。  $E_1$  から  $E_2$  に行くのは失業が生ずると。その過程で生ずるのは当然でありまして、A から B でも勿論そうなって、現在では A から B に行くときに、  $E_2$  に行かないで、  $E_1$  という全部が中途半端な資源の移動のところにとどまってしまって、B の生産が増えないのだと。簡単に言ってみれば、流通業が少し収束してIT産業がもっと拡大するというふうにはいかないのだと言っているわけです。

先ほど出たユニクロの例がそうなんだとおっしゃったけれども、これはユニクロが言わばA財なのです。A財が縮小しているのは、A財というのはユニクロがつくっているというくらい、衣料品の国内総生産が減るということです。これは輸入がB点で、ユニクロはほとんどは中国でつくっているわけですから、輸入が実は増えているのです。

B財に対してA財の相対価格が下がっていることが大事であります。ユニクロが下がっていると、必然的に物価が下落しなきゃいけないわけじゃありません。ユニクロは下がっていても、ユニクロが下がって、インフレが起こって、Bもインフレが起こって、その相対価格は変わらず、国際的な相対価格が衣料品が安くなるという点が大事でありまして、国際的な相対価格は衣料品が安くなるから  $E_2$  に移って、Aという日本での衣料産業は減少するわけで、その過程で摩擦的失業が生じるのはやむを得ないことでもあります。

しかし、その失業が現在の  $E_1$  の場合には、構造的な失業としてとどまってしまいうわけですが、あるインフレの中では、それが最終的には  $E_1$  という、摩擦に必要

があるけれども、そちらの産業で働くようになるんだということを申し上げているわけで、恐らく絶対価格と相対価格を私は誤解されているんじゃないかというふう  
にちょっと感じました。

それから、フィッシャー効果であります、よくフィッシャー効果が働くから、インフレ期待が上がると名目金利は同じ比率で上がるのだと。これをフィッシャー効果だというのは、これも誤解であります。マクロ経済学の教科書にはそのことは1つも書いてありません。

インフレ期待が上がったときに、それと同じ名目金利が上がって、実質金利が変わらなくなるのは、完全雇用の状況だと。自然失業率に国内総生産が一致したときに初めてそうなるであって、そうでない仮定の下では、不完全雇用、自然失業率以上の失業があるという場合、あるいは資源が稼働していないという場合には、インフレ期待ほどには名目金利が上がらないことによって、期待実質賃金は下がり、国内総生産が増大して、自然失業率が成立するところへ国内総生産が移動するわけであり、その点も何かフィッシャー効果があるから、インフレ期待があるとすぐ名目金利が上がって、実質金利は変わらないのだとなってしまうと、その世界は金融政策が言ってみれば要らなくなる世界であり、日本経済はそういう状況にはないのだということ。

それから、構造問題というがあるということで、構造問題がある場合には、構造改革しかないのだという議論が多いわけです。しかし、そうではなくて、デフレ経済の中では、先ほど言ったデット・デフレーションであるとか、浜田先生がおっしゃった貸手と借手との間の情報のやり取りがうまくいかないという、いわゆる情報の非対称性の問題、そういうようなもの、市場の不完全性のある場合には、むしろデットを軽減してやるとか、インフレによって軽減してやることによって、むしろ構造改革が進むのだという考え方があります。

それを何か構造改革一本やりでやって、金融政策は何もやらないでやるとどうなるかという、すごい痛みが生じる。痛みが生じると、それは放っておけないから、どうしても財政で手当をしなければいけないということになるわけです。

そういう意味で、構造改革をやりにくくしているのは金融政策としてデフレを放置している政策なんだということを申し上げているわけです。

以上です。

司会 どうもありがとうございました。

今の反論でかなり香西先生に対する誤解ということで、随分いろいろポイントがあったと思うのですが、香西先生から何か。

賀来 その前にごく簡単に一言。今、岩田先生のお話の中で、日本銀行は間もなく落第点だというお話があったんですが、これまで十分に、いわゆるフォワード・ルッキングな判断をし、政策形成をしていたかということをお話になれば、これはかつてそこで仕事をしたものとして、残念ながら全面的にノーとは言えない。

やはり常に将来について予定調和的な指向をしがちであるということは認めざるを得ないところがあると思います。ただ、私は日本銀行がもし最大の落第点を付けられるとすれば、それは構造問題についての発言が少な過ぎることではあるまいかと思っておりまして、グリーンспанが中国のMFN問題についてまで証言するほどでなくてもいいんですけれども、やはり越境発言が、越境と言っても金融に非常に関連するわけありますから、それが少な過ぎるところは、日銀は強く批判されても仕方がない。これは自分がいたころのことを含めて考えます。

もう一点、ちょっと実質的な点で申し上げたかったことは、これは浜田先生がおっしゃったこととも共通するんですが、デフレ・スパイラルの有無が問題ではなくて、デフレそのものが問題であるということをお二人とも強調されたように思います。

これは実はさっき申し上げようと思って時間がなかったのですが、実は私自身かねて気がかりなところがあります。つまり、どうもお話を伺っていると、一般的な需給悪化に基づいて、景気が悪い、需給の悪化という意味で景気が悪い。デフレ・ギャップがあるというので景気が悪い。これは望ましくないということとは別個にデフレというものがある。これが非常に問題であるという印象を非常に強く持つ。

したがって、これはマネタリーなものであるから、金融政策を何かせい、こういうふうな脈絡を感じて、これは私はいかがかと。何かデフレというものが独立の現象としてあるような印象をかねて強く持っているのをございます。

もう一つ申し上げれば、さっき私は日本銀行が構造問題についての発言が少な過ぎるということを申しましたが、これは実は世の中全体が実はそうでありまして、やはり金融問題については非常に注文が多い。ちょっと嫌味を申し上げれば、この大研究所のフォーラムの第1回が金融政策である。私は日本経済が現在直面する最大の課題は、金融政策であるとは考えないものでありますので、むしろ金融システム問題が最大の課題の1つであります。マネタリー・ポリシーは補助的な話であ

ると考えております。皮肉を申し上げれば、このフォーラムの第1回で金融政策がテーマに採り上げられたことは、日本で現在、金融政策が重視されている、重視というのは悪い意味の重視であります、そのことを象徴しているような気がいたします。

司会 どうもありがとうございました。

香西 岩田さんからいろいろ御批判いただきまして、ありがとうございました。

例えば土地価格ということについて私が言いましたのは、収益還元価格に戻らざるを得ないのではないかといいましたが、収益還元価格の分子ですか、土地収益、これは物価です。賃貸料は物価です。したがって、物価を全く無視して、絶対価格で議論しているわけではありません。収益還元価格というのは、地価と土地の収益、つまり賃貸料の比例で、片方は物価に入っているわけですから、明らかに相対価格の問題として考えております。

例えば、先ほどのよい物価下落論のところで行った形ですけれども、例えばインフレをやろうがやるまいが  $E_0$  から  $E_2$  に移る過程では、 $A_0$  は必ず減るわけで、それで失業が出るということはお認めになったわけですね。

それでは、 $E_1$  にいることによって、特に失業が大きくなっているのかどうかということなのです。

岩田  $E_2$  には失業ありません。

香西 過渡的失業があり得るのではないか。

岩田 移るときにはそうです。ずっとそこにいるから、ずっと構造的に失業があるんです。

香西 それはわかりますが、途中では必ず失業が起きるわけです。移動の過程では必ず失業が起こるわけですね。

岩田 摩擦的失業です。

香西 摩擦的失業と言いますけれども、これだけ大きな構造改革をやったときの摩擦的失業はかなり大きいわけです。その傷を果たしてマイルド・インフレーションが償うことができるかということ、私はそれはかなり疑問に思います。

例えばマイルド・インフレーションをやったら株価も上がるとかいろいろ書いてありますけれども、1970年代のアメリカのマイルド・インフレーションの過程で株価は大幅に下落しております。実質株価は3割か何か、もっと下だったかな、下落しているわけです。財政は赤字が拡大しております。

つまり、財政というのは非常にインフレ・センシティブな支出に依存しているわけです。メディ・ケアのコストなどは随分上がります。他方、税収は下落します。つまり闇経済が発達しますから、このマイルド・インフレーションを長く続けることは、決してプラスではないと私は、70年代の経験から考えてそう思っています。

相対価格のことに絶対価格が混乱しているということも多少言われたのは、恐らく私の頭の中で為替レートは、先ほど言った理由でそう簡単に変わらない。変わることが望ましいと思っているんですけども、変わらないから、国際価格イコール、日本の価格にだんだんなっていくだろうと考えている。その点は為替レートを入れて考えなければいけないのですが、暗黙の仮定として、私の場合は為替レートは十分には変わらないということです。

それから、期待が不完全雇用のときにはフィッシャー効果はないというお話がありましたけれども、もし、不完全雇用ということをとことん言えば、フィリップス・カーブによる傾斜はありますけれども、失業がある間は物価は上がらない。ケインズ的な極端なケースで言えばですね。そういうときにはインフレ期待が起きないわけです。そういうことを前提としますと、物の市場においてすらインフレ期待は起きないはずなのです。

問題は不完全雇用があるうとなかろうと、金融市場と財市場のどちらが早くインフレ期待に気がついて対応するかということが私は問題であって、フィッシャー効果、つまり物価期待と金利とが1対1に対応するからということを行っているのではなくて、財の市場のインフレ期待と金融市場のインフレ期待とどっちが早く一般化するかということで金利の上がり方が違ってくるということを申し上げているわけです。

それから、構造問題で、解決するのは構造問題しかない。インフレは非常に楽になるというお話がありましたけれども、私は先ほど言いましたように、マイルド・インフレーションの弊害というのはいやというほど感じたものですから、そう思わないということも1つありますけれども、例えば本当に投資収益率が非常に低くなってしまって、ピラミッドでもつくった方がいいというほどの非常時であったら、私は投資を刺激するということが自体が無意味だと思います。それは消費を刺激しなければいけないと思います。それはまた違った話になって、そうなると、金利政策に過度にウェイトを掛けたことというよりは、もっと違うような、例えば社会保障制度とか、そういったところへ話に移っていく。やはりポリシー・ミックスの中で

考えるべきで、金融政策は投資がある程度出てくるときに一番効果があるわけですから、ゼロ金利になってマイナス金利でなきゃ均衡しないような経済状態がかなり長く続くような状況においては、金融政策は極端な話、効果がなくなるとあきらめた方がいいのではないかと。別の手段を考えた方がいい。勿論、金融政策も協力してやるんですけども、そういうふうに思います。そういう意味で賀来さんの言われたように、私は金融システム問題の方が、今の金融については断然ウェートが高いと考えております。

司会 どうもありがとうございました。

浜田 越境という話が出ましたけれども、確かに日本銀行はバブル当時は大蔵省の圧力その他に、恐らく証拠は余り残っていないようですが、内外の圧力に屈してインフレ、資産インフレを放置してしまった。日本銀行自身も現在、資産デフレを軽視するのと同じように、その当時資産インフレが深刻な意味を持つことを十分にわかっていたかどうかはわからないし、学者もそういう点で黙っていましたので、だれの責任ということではありません。ともかく日本銀行は歴史的に、バブルを放置したことを後悔していると思う。これは本間さんもおっしゃっていますが、せっかく獲得した中央銀行の自主性を十分に尊重しなければならないと我々は考えるわけです。ただ、余りにも金融政策が経済論理の常識から外れた時に、外野は黙っていて良いのか。短期金利、政策金利だけを低くしているのだから、金融を緩めているという議論、それをかなりの新聞が信頼しまして、その金融政策は手詰まりと書く。それが長々と続いた反動が、現在、金融政策ばかり反対の声が大きいのかという賀来さんご批判の対象となる事態に決着していると解釈しております。

細かいことですがけれども、デフレと需給悪化を関係づけていないかというのはとんでもなくて、価格の形成メカニズムを考えていますので、デフレ存在することと需給が悪化していることとは裏腹です。現在はフィリップス・カーブを見れば一目瞭然のように需給が非常に悪化している。だからデフレを我々は心配するのです。デフレ自身も問題なのだということだと思えます。

フィッシャー効果というの、常に働いているわけです。しかし、完全雇用と失業があるところでは働き方が違うという点では、香西先生の言われることと同じです。ただ、消費者に効かないというのは全くの間違いだと思ひまして、消費者だってテレビが来年10%安くなるとしたら、なるべく買うのを控えようとする。ですから、消費にも実質利子率は勿論効くはずで。それがどのくらい強いかが問題です。

ですから、消費者の消費行動だって一種の実物投資の行動とも言えますので、その点が投資と消費と違うというのは、不正確と思います。

司会 どうもありがとうございました。

大分時間が押してまいりましたので、多分、いろんな御意見があたりだと思っておりますが、ここで一旦休憩を取りまして、15分から再開したいと思っております。再開後はフロアーから御意見をいただきまして、議論を進めてまいりたいと思っております。

( 休 憩 )

## 5 . フリーディスカッション

司会 それでは、残りのセッションを始めたいと思っております。先ほど、賀来さんから、なぜ第1回に金融政策を選んだかという御指摘があったわけですけれども、あまたいろいろな問題があるんですけれども、最近の金融政策決定会合で、まさに金融問題が大事だということを浜田所長が非常に熱心な御関心をお持ちだということからこういうことになっておりまして、御了解いただきたいと思っております。

フロアから御意見をいただいて議論を進めていきたいと思っておりますけれども、御意見をいただくに当たりましては、挙手をお願いしたいと思います。時間もかなり迫っておりますので、それほど多くの方には御指名できないかも知れませんが、御指名した方は、できますれば、お名前と所属機関の名前を言った上で御意見をいただきたいと思っております。 幾つか分けて議論をしてみたいと思っておりますけれども、第1回目は、先ほどから議論になっております金融政策の効果、金利低下によって投資が増えるのか、資産価格の上昇によってデフレ構造問題が解決できるのか、円安がどうかというような問題を中心に、最初議論をいただきたいと思っております。

どなたでも結構ですから、挙手をお願いしたいと思います。どなたか、御意見のありの方はいらっしゃいませんか。

A ) 2点ほどあるんですけれども、1つは、金融政策が効くかどうかという話と、香西先生の方からおっしゃられた株価とか地価というのは、あるいは為替レートもそうなんですけれども、どこかに均衡値があって、それは政策では余り決められるものではないというメッセージが非常に印象的なのですが、私のコメントは、そういう資産価格というのも、実は複数均衡と言いますか、例えば、今の日本のように、金融仲介機能が不全であるという下でのある種の均衡値というのはある

と思うのです。

それから、今度は逆ですけれども、バブルみたいな、ちょうど80年代の後半のようなときの均衡値というのもあり得て、つまり、経済の均衡値というのは、本当に何がファンダメンタル・プライスかというのは、実は何かわかっているようなのですが、我々は本当は知らない、ちょうど昔ビクセルが自然利子率と市場の利子率の乖離というのがインフレとかデフレをつくり出すんだということを論じたわけですけれども、本当には自然利子率というのがどこにあるのかというのは、実は、はっきりわかるわけではなくて、観察しているのはマーケットでわかる実質金利しかわからないというところがあるんだと思います。ですから、私の1つ目のコメントは、地価が今も下げ止まらないのですが、それは、金融機能が、もう少し仲介機能が戻れば今の地価も実はファンダメンタル・プライスなのかと、あるいは株価もそうなのですが、そこが直ったときの株価はどうなっているのか。地価について言えば、やはり金融仲介がうまくいっていないために、十分その資金が流れない、途絶しているために、単に地価が下落し続けているのではないかという、これは証拠を出せと言われるとなかなか困るんですが、そういうふうに思っております。

それから、もう一つ為替レートについても、政策では変えられるものではないというお話なんですけど、90年代の円レートを現実に見ますと、90円から148円か150円ぐらいの間をかなり動いております、これは日本だけではなくて、ユーロも130円から90円ぐらいというので、4割ぐらい動くもので、レートは確かにネットのフォーリン・アセットがあると下がりにくいという要因はあるとは思いますが、それでは90年代、150円ぐらいになったこともあるわけですし、そういうときにも、ネット・フォーリン・アセットがあったわけなので、かなりの幅で動き得るものではないかというのが2点目です。その両方とも、言ってみますと金融政策はやり方次第では両方もう少し動くのではないかというのがコメントです。

以上です。

司会 どうもありがとうございました。ほかに何か御意見のおありの方はいらっしゃいませんか。

B) 2つほどお聞きしたいんですが、先ほど、金融セクターの構造改革のことを皆さんがおっしゃっていたんですけども、日本の場合、ハイパワード・マネーが8%か9%で現在伸びていますが、マネーサプライ、M2ですと3%か4%で、こんなに乖離したというのは戦後ほとんどなかったと思うんです。それがしか

も97年からクレジット・クランチ以来随分続いているわけですが、そうしますと、現在、これからハイパワード・マネーを更に増やしたときにどうなるか。銀行がきちんと機能しなければ、韓国がそうなんですけれども、金融セクターの改革が行われなかったために何も起こらなかった、結局経済が停滞したままなわけです。

そういたしますと、岩田先生がおっしゃるように、ハイパワード・マネーを増やしたときに、一体銀行セクターが本当にうまく活性化するのか、むしろ彼らは、彼らと言っては失礼ですが、国債を随分買われていまして、そういう意味では、せっかく出したハイパワード・マネーが国債に回り、それがぐるぐる悪循環に回ってしまうのではないかと思ひまして、そういう意味で、金融セクターの改革も含めた意味で、ハイパワード・マネーを増やすことがうまく働くメカニズムをどうお考えかというのが第1番目です。

それから、2番目は、岩田先生の図の11で、金利が下がったときに為替が円安になり、そして輸出が増えるという良いスパイラルという、香西先生もおっしゃいましたお話があったんですけれども、その場合には、アジアが今度は自分たちがせっかく景気回復をしようとしているときに、日本が出てくるとは何事だと。それから、恐らくアメリカの景気が少し悪くなりますと、またこれが貿易摩擦問題になるような気がするのですが、日本の立場と、それから、彼らに対するこれから出てくるかもしれない批判に対して、日本の金融政策当局はどう考えるべきかと、その点をお聞きしたいと思います。

司会 ほかにはございませんでしょうか。

C) 浜田所長の下で働いている研究官です。

特定のインフレーション率を目標にするという政策、とても魅力的に伺いまして、内閣府にある研究所ですから、今後、これを具体的な政策のツールにするとすると、もう少しオペレーショナルな面で詰めて研究しなければならないかなという危惧がありまして、質問いたします。

仮に1%とか2%のターゲットを設定して、それと整合的な中央銀行、日銀のオペレーションということはある程度縛っていくという仕組みだと思うのですが、その目標が達成されたときは、その日銀のオペレーションはある意味では正常といたしますか元に戻るという仕組みだと思うのですが、まず、そういう認識でよろしいですね。

仮にその場合に、ターゲットのインフレーション率は実現したけれども、世の中

の雰囲気としてまだもやもやしているというときは、次はやはりターゲットの数字を少しずつ上げていくのかなと想像するのですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

その場合、最終的な上限というのは何になるのでしょうかと、10%なのでしょうか、20%なのでしょうかということであります。

そういう事態を考えると、恐らくその目標インフレ率というのは中間目標ですから、可能であれば、最終的な政策の目標は何なのかということも併せて打ち出した方がいいのか、あるいはそれは今議論してもわからないから、歩きながら考えようというやり方なのか。最終的な目標というのは、抽象的に言えばウェルフェアだと思のですが、そのウェルフェアの定量化という難しい問題を今までずっとやってきたわけで、ケインズ的な考え方で、例えば財政を出せばよくなるという、それで景気がよくなれば税収が増えて赤字が戻ってくるというのはごらんのとおりの今の結末になっているわけですから、最終的にどこで歯止めがあるかということを出して、目標、ターゲット・インフレーション政策を打ち出した方が、みんなは安心するのではないかと、少なくとも、香西先生のお話はそのように聞こえましたし、恐らく、日銀出身の賀来副理事長もそういう気持ちがあるのではなかろうかと、以上が質問であります。もし、お答えがあれば教えてください。

タクシーの列が消えるとか、上野公園のホームレスの青いテントがなくなるというのが、まさか定量的なターゲットではないと思うのでありますが、お願いいたします。

以上です。

司会 どうもありがとうございました。

D) 私は銀行に入ってまだ間がないんですけれども、そういった最近の銀行の様子とか、あるいはその昔、役所にいて、いろいろ財政だとか金融を見ていたときの感じの違いみたいなところを少し申し上げて、果たして皆さんこうして議論していること自体、それは非常に意味のあることですが、本当にこれでうまく行くのかいねという、そこの移り変わりというか、まさに理論と政策のつなぎ目みたいなところが、日本はパタンと切れちゃっているんですね。

たまたま私はアメリカにいたり、ヨーロッパにいたりしたときには、もう少し議論と実践とが近いところにあるという感じがするんです。浜田先生などは特によくそういったことを感じておられるのではないかと思います。まさに金融行政として

は不良債権を減らせ減らせと言っているのですけれども、不良債権の先には当然貸し付けた相手の業界あるいは産業があるわけです。そちら側の不良債権なり不良資産がきれいに消えないことには、銀行の不良債権は、やはりすばんと消すわけにはいかない。

片や中小企業には貸せと、中小企業は悪い債権になってしまうとまでは言いませんけれども、概してそうなりがちであることは間違いないので、結局、行き付くところは国債なんですね。それは、恐らくここにいらっしゃる方々みんな御存じのことだと思います。

先ほど賀来さんおっしゃったように、あるいは財政規律とか、金融の規律とか、規律という話からしますと、岩田先生おっしゃるように、もうちょっと、例えば、買い切りオペをやって、どんどんマネー供給すればいいじゃないかと言ったけれども、それは金融機関までは行くかもしれませんが、そこから先は行かないんです。結局何になるかと言ったら国債になる。あるいはもっと言えば、昔は金融機関は日銀だとか大蔵省の言うことを聞いたわけですよ。だけれども、このごろはそれぞれの金融機関もみんな背に腹はかえられませんから、そうそう無理を言われても、全部が全部言うことは聞けませんよと言ったら、極端に言えば、オペするから売っておいでと日銀が言っても、私は売りたいくないという銀行だって当然出てくるわけです。

というようなことから考えると、勿論ケインズ経済学にも限界があることは事実ですけれども、やはり香西さん言われたように、いろいろなものを取りまぜている政策をやるのだということも当然だと思うのですけれども、とにかく、金融というのは下の方に関しては、緩めるということに関しては、何も無いとは言いませんけれども、ほぼ何も無いに近いところに来ていることは間違いないわけです。それにもかかわらず、何と申しますか、裏口から国債を新規に発行するかのごとくに、もっと行けばそれは行き着けば当然そう行っちゃうわけですね。

そういったような小手先の器用さ、一番我が国の得意なものだったんですけれども、やるのではなくて、やはり政策に本当に責任を持つ政府が、かっちりと国債を出して、それできちんとした需要をつくって、景気を浮揚させるべきだと思っています。ただし、まさにここ何年間かやってきた何でもありの財政ですね、あれだっていくら何でもひどいじゃないかと。

ということからすると、一体、こうやって議論を深めていくこと自体、それはそ

れで意味のあることだと思えますけれども、もう一つ効果的にやるにはどうしたらいいか、効果を出すにはということ、そこをもうちょっと考えてくださいますかね、というのが一番のお願いなんです。

全然議論になっていない話で申し訳ありませんけれども、どうも長い間済みませんでした。

司会 どうもありがとうございました。

では、ここで、先生方に御意見を伺いたいと思います。

まず最初に香西先生からお願いしたいと思います。

香西 困りましたね、というのが私の答えですが、つまり、複数均衡ということを考えていくのと、不均衡というのをどういうふうに区別するかという問題が基本的にあると思います。例えば、バブルというのも複数均衡のひとつだったという考え方もあります。しかし、これは複数均衡のかなりのもので、そうだと思うのですが、不安定均衡の可能性もかなり高いわけです。それと例えば不均衡というのをどういうふうに区別していくかというのが、かなり面倒な議論になって、言葉の争いにもなってくると思います。

現実の問題として、例えば、土地価格や株価は金融がしっかりしていたらもっと高いだろうという議論があります。しかし、現実の地価はまだ均衡値に達していないと私は思う。確かに金融が再建されれば、均衡値は上がると思います。つまり、金融システムがしっかりしないときの均衡値と、しっかりしたときの均衡値は違うと思います。それと現実の不均衡な地価を比べた場合は、私はまだ下がるというふうに考えます。複数均衡で、2つ均衡があるとしても、今はそのどちらよりも高いところにおいて、そこまで行っていないというふうに考えるべきではないか。もしバブルも均衡だと言われれば、それは不安定均衡であって、現在別の均衡に移行している過程である、こういうふうに私は理解しています。将来の成長率見通しが変われば当然予想地価は違ってきますけれども、現在の地価よりもそれが高いということは必ずしも言えないのではないかと、こういうふうに私は考えております。

率直に言えば私は地価は、少なくとも東京中心部においてはほぼ別の均衡、バブルでない均衡に達しつつあると思います。しかし、バブル前だって地方の地価の方が理論値よりはるかに高かったんですね。それから、現在、国際比較しても都心の地価よりもむしろ工業用地がものすごく開きがあります。それから農業用地ですね。こういったものの開きの方が大きいわけですので、そういう点ではまだ均衡してい

ない。東京の地価が安定してきますと、近郊では地価が暴落しています。東京が安くなったら中心部の方にみんな人が来るわけで、周辺部は暴落する、そういったような形がまだ続いているわけです。平均の話としては、新しい均衡に近づきつつあるけれども、そして、確かに今よりも金融がしっかりすれば均衡値は高くなるかもしれないけれども、現在の不均衡値はその上にある。不均衡値があって金融経路の弱い均衡値があって、それから金融経路が強い均衡値がある。この3つがありますから、その3つの大小関係から言えば、まだ地価はそれほど強くは見られないという感じで見ております。

なお、もし本当に金融経路をしっかりさせるなら、果たして金利は上げるべきか下げるべきかわからなくなるわけで、つまり、供給力がないから需要を下回っているというのであれば、均衡に達するためには利子率を上げなければいけないわけです。

司会 もう一点、さっきのネット・フォーリン・アセットと為替の関係というのは。

香西 為替については、いろいろ問題があって、なかなか動かん、動いてくれればいいけれども、なかなか難しいなという感じを持っているわけです。90年代、確かに変動しておりますけれども、やはり過度に政策介入で上げた後は反動が結構大きかったという印象も持っておりますので、そういう点は問題だと思います。

私は、基本的には対ドルでは余り変わらない、しかし、アジアについては、むしろアジアが工業化して、日本が工業化に成功して上がってきたように為替が上がってくれば、かなり楽になるところ読んでいるのですが、そうなると思った途端にアジア通貨危機が起きまして恥をかきましたので、為替の話はなるべくしたくないという現状です。

司会 どうもありがとうございました。

続きまして、岩田先生、お願いできますか。最初の点でハイパワード・マネーとマネーサプライの関係、香西先生からマーシャルのkの話もございましたので、合わせてコメントいただければと思います。

岩田 長期国債買い切りオペでもそうですし、あるいはもう一つのオプションの為替の円安誘導といたしますか、あるターゲットを設けてやるということも同じですが、そういうことをやっていたときに、おっしゃっているのは、銀行のところにとどまって、ハイパワード・マネーが留まって、そこからマネーは増えないということ

でしょうか。

それは、先ほど言っていた幾つかのルートを通じて、どのようにやればいいのかというのはちょっと答えられないのですが、私は、銀行がいつまでもただ国債を買って、国債を買っては中央銀行に売っているということを永遠に続けているということは基本的にあり得ないのではないかというふうに思っております。バランスシート効果とかいろいろなもの働いてきて、やがて国債だけでなく、一般の民間債からまず買うとか、CPを買うとか、それからやがては貸し出しへと、そういうふうに移っていくのではないかと。

そのうちにだんだん国債を売っているうちに国債の利率が下がれば、逆に国債の価格は下落するリスクも出てくるので、金利変動に供えた変動金利貸出しの方が有利になるとか、そういうことが進んでくるというふうに思う。

ただ、それがどのぐらいの規模でやればいいのかとか、どのぐらいのターゲットで時間軸で考えたらいいかというのは、そこまできちんとした計算というのはちょっと、経済学というのはそこまでは無理だということがありますけれども、どんなに今言ったようなルートでハイパワード・マネーを供給しても、ちょうどゼロ金利のときのように、短期国債と同じになってしまうから、ただ、銀行の部門のところにとまるだけだというふうにはならないと、長期国債とか違う資産を買う、あるいは外国資産という違う資産を買う場合には、銀行のポートフォリオは必ず変わってくるはずだというふうに思っております。

ただ、日銀の荻野さんなども計算していて、これぐらいでは大して変わらないというので、彼の場合は60兆円という、100%ぐらいまで国債を買って、ポートフォリオ・バランスを変えてやれば、彼も、銀行の貸出しは少し増えてくるんだというふうに言っていますが、そこまでしなくても私はできるのではないかとはいっています。いずれにしても、そこまでしなければだめならばそこまでするということになると思います。

あとは、円の問題ですか。

司会 そうです。

岩田 私は、今日は長期国債の方で提案したんですが、為替市場のオプションはあるというふうに思っております。これは、日本銀行法では基本的には外国為替というのは、国の事務の取扱いで行うという、外国為替の場合は40条というのがあります。それから、他の国の中央銀行と連携して協力を図るためにやるんだというよ

うな、これは他の中央銀行の協力というのは一度プラザ合意のときに協調介入をしたことがあります、そういうことだと思います。それ以外の場合には、基本的には国の代理としてやるということなので、法律上は、先ほど賀来さんは、外貨を買うこともできるとおっしゃったので、金融政策として、為替レートをある一定を目指して日銀ができるというのは、法改正が要るのではないかという気はちょっとしているのです。だとすれば、今、政府が量的緩和しろと盛んに日銀に言っているならば、政府が、外国為替介入をしてやればいいのではないかというのが最近の考え方です。

つまり、日銀に頼らなくてもいいんだと、金融政策は為替介入を通じて、政府が実は代行でできるんだという、これはかなり外国の有力なマクロ経済学者が言っている方法でもあります。こういうことを言うと、私の先生は百鬼夜行でまた百鬼みたいなことを言っているぞということになるかもしれないんですけども、決して私が言っているというよりも、私よりはるかに能力の高い方が言っているわけなんです。そういう手はあるのではないかというので、長期国際の買いオペもいいし、円売り、ドル買い介入もいいのではないかというふうに、その両方をミックスするのもいいのではないかというのが最近の感じですか。それによってアジアが非常に困るということですが、日本経済がよくなってアジアからの輸入が増えるというルートを取らざるを得ないのではないかというふうに思います。

司会 浜田先生はいかがでしょう。

浜田 最後の点は、価格効果、つまり為替レートを通ずる効果だとアジアに迷惑を掛ける政策になりますが、それで日本経済が本当にブームになればその見返りは戻っていくと思います。スペンソンというスウェーデンの先生は、為替のターゲットをどう設定して、国内物価をにらみながら外国市場に介入し、ある時点にうまくやめると、そうすると、インフレ率が5%、10%と上がらないで3%でほぼぴったりに止まるというようなことを考えているわけですが、本当にそのように動くかどうかは勿論わかりません。

為替レートについても、複数均衡の可能性はありますし、それから、均衡の実質為替レートは、どこかで自然利子率のように決まってくるのかもしれませんが、名目為替レートは貨幣政策、金融政策に依存するわけです。そこで、普通に経済メカニズムが働くとこうなるはずだということを申し上げているわけです。経済学の多くの命題と同様に例外もあるし、実際にはうまくそのとおりいかないこともあるの

ももちろんで、現在の経済学の知識からは最善の処方箋を金融政策の常識として欲しいと言っているのです。

最後に一言だけ言いたいのは、今、伝統的な経済政策の問題とすると、こんなにマクロ政策がやりやすい時期はないんですね、経済政策にとって。失業は減らしたい。成長率も増やしたい。だから景気を振興しましょうというのが普通の課題です。金融でふかしましょうとすると、普通は物価が上がる、国際収支は悪化するというジレンマもトリレンマも起こる。ところが、今の日本は物価は少し上がるかもしれぬけれども困るほどではないし、景気はよくなる。そこにはジレンマもトリレンマもないわけです。国際収支だって日本は経常収支黒字です。今の状態で、経済を本当にふかすことができれば税収も上がるし、すべてうまく行く。それを何も心配することはない、行き過ぎないようにすればいいということです。消費者の財布のひもを緩めさせれば良いのです。

これは何人かの人に笑われましたけれども、日本経済研究センターのグループの方と一緒にスキーの手ほどきをしてもらったとき、私は八方尾根の平らなところに立ちまして、滑れないんです。そこで何を言ったかということ、ずっと遠いところに崖が見える、あそこまで行ったらどうなるんだろうかと、恐がって滑り出せない。今の日本銀行もそういうような感じではないかと。

司会 どうもありがとうございました。

インフレ・ターゲットの歯止めに関するコメントに関して、岩田先生、何かコメントございますか。

岩田 それはもっと実務的な話で、このフォーラムの先の話ではないかと思いません。

それは、インフレ・ターゲットを設けているというのは、そういうような経済であれば、恐らく潜在成長率軌道に乗るだろうという、そのときには、構造改革も進んだ上での潜在成長に乗っている。だから、構造改革が日本で本当に本格化したときに、潜在成長率はどのくらいあるのかという、そこを推定する作業が必要だと思っただけです。それによってインフレ・ターゲットはどこが一番いいのか、ちょっと違って来る可能性はあると思うんですけれども。今は、その構造改革もまだ進んでいなくて、私は先ほど言ったように、インフレが起きるくらいで構造改革が進むんだという立場なんですけれども。ですから、その数値は、本当にあるのであれば、それこそ内閣府でいろいろ推定でも出していただきたいといふふうに思っております。

それから、ハイパワード・マネーはやったけれども、マネーに結び付くのかとか、それからどれほど効くのかと、今、金融政策やっても何もきかないんだということなんですが、私は、そういうふうに決めつけてはまずいんだという立場です。要するに、ある程度効く可能性もあるんですが、ある程度効く可能性があるというのと、効く可能性なんか全然ないんだという議論と、効き過ぎで超インフレでハイパー・インフレになったらどうするんだとか、こういう極端な議論が非常にあるんですね。ハイホップはきかないと言って、きかないと言っている人が違う脈絡では効き過ぎて超インフレになっちゃって、政府はやたらに国債を発行して、日銀がどんどん引き受けて同じことをする。こういう両極端なんですね。両極端の議論というのが私は不毛なんだというふうに考えています。

結局、効くか効かないかですが、やってみないと実はわからないことです。これは昨日の金融政策だってあれはやってみなければ何もわからないので、では、やらない方がいいかという、みんなそうになってしまうんです。ゼロ金利でさえも、あれはどれだけ効いたかわからない、だから、やらなくてもいいのではないかと、みんなそうになってしまうんですね。

ですから、ある程度理論的に考えて、こういう道筋があるんだというのでやることが必要です。

それで、やったときに、余りにも副作用が大きくてかえって経済が悪くなるならやめるべきだと。しかし、経済が悪くなる経路が何ですかと聞くと、賀来さんはおっしゃっているんだけど、私はそれを全部否定しているわけなんですね。となると、悪いことはないではないかと。悪いことがないのになぜ効かないからと言って初めから決めつけてやらないのか、ここがよくわからないところなんですね。この差が4人の差で、私と浜田先生と真ん中のお二人との差ではないかというふうに思います。

司会 どうもありがとうございました。

A) 金融政策どこまで有効かということなのですが、日本の経済を見ますと、金融政策はゼロ金利を取ったりしてある意味で緩和政策を取ったことは間違いのないわけですね。そのときに、製造業の設備投資は戻ってきたわけなのです。今も設備投資、製造業はある程度好調で、7、8%は伸びていると私は思いますけれども、それに対して非製造業が全く動かないというのが問題で、つまり、ある意味では製造業の設備投資は金融政策がある種プラスに働いたというふうにもみえます。勿論、

もう一つの重要な要因は技術革新で、IT革命がどの分野に一番強く浸透したのかという問題と、金融緩和が置かれたときに、つまり、製造業と非製造業というのは明暗を非常に分けていて、製造業はもしかするとよい均衡の方に製造部門は向かいつつあった。だけど、非製造部門は悪い均衡のところずっと停滞しているという、そういう二極化が今起こっていて、今日の岩田先生の12図というのは非常に面白いと思うんですけども、必要なのは、非貿易財の方にリソースがシフトすることですね。労働力がシフトするだけでなく、資本がシフトしなければいけないわけですね。そのためには、製造業の投資が増えるのではなくて、非製造業の投資が製造業の投資の何倍か出ないところの方に資源が移動しないわけですから、そこが変わらないということになるわけですね。不幸なことに、しかし現実には起こっていることは、製造業の投資だけが回復して、非製造業は動かないということなんですね。

もう一つの印象的な図は、今日の御報告で図の5ですけども、土地の含み損が非製造業に集中している、64兆円あります。製造業は5兆円しかありません。つまり、製造業はある意味では清滝さんのようなクレジット・サイクルで言う、つまりいい均衡の方に行きやすい条件が初期条件としてあって、非製造業の方は悪い均衡の方にずっととどまるような条件に置かれている。ですから、金融政策は、ある程度、これまで取ってきた緩和政策は、製造業についてはやはり有効だったのではないかというふうに思うんですね。

それで非製造業でそれが同じように有効でなかったのは、ここのバランスシートの調整といいますか、含み損の問題があって、それはまさにノン・パフォーミング・ローンだと思うのですが、それが除かれてないので、同じ金融状態に置かれても、そちらにはお金が流れず、結局は停滞したままで、今の日本経済が非常に不幸なのは、製造業が頑張ったんだけど、そろそろエンジンが切れかかってきたのですが、非製造業は足を引っぱったままなので、このまま放っておくとリセッションということになっていることなんだと思うんですね。

そのときに何をなすべきかというのが問われているので、私はやはりこのノン・パフォーミング・ローンを、ここで損切をはっきりさせて、それから銀行のバランスシートから除いて、それからつまり貸し手と借り手がきちんと責任を取って、どうしても足りなければ私は公的資金使うのも仕方がない。この際これを決着をつける。そのときに出てくるデフレ圧力ですとか、雇用調整については、これは仕方がないですね。財政資金もそれから日本銀行にたくさん出してもらおう。

今日の賀来さんのお話でやはり思いましたことは、日本銀行はもっと銀行が持っている不良債権を（処理して）、もっと健全な銀行になりなさいということをもっと言うべきだったというふうに思います。

以上です。

司会 どうもありがとうございました。

時間も大分押してまいりましたので、最後に、岩田先生から、スタンスが違うと言われました賀来さんと香西先生から、何か御意見があれば、一言ずつ、お願いしたいと思います。

賀来 そのスタンスの問題は、先ほど大体申し上げたと思うので、繰り返しません。

先ほどのハイパワード・マネーの問題について一言だけ申し上げると、買いオペを大規模にやることによってハイパワード・マネーを増やしても、それが銀行部門に滞積しているのみに終わる。アイドルのままに終わるという可能性は強い。そう思うのが先ほど申し上げたような効果が不確実で、かつそう大きくはないだろうと申し上げたのと同じことでもあります。それがまさにスタンスの違いの1つの理由になります。

もう一つは、今申し上げたいことは、ねらいが、日本の金融産業、金融セクターの将来と整合的であろうか。つまり、先ほど香西さんもおっしゃったように、日本のマネーサプライは、あるいは銀行貸出し、銀行資産は非常に大きい。それでよくオーバーバンキングと言われるわけですが、オーバーバンキングというのも何も4つの銀行が1つになれば解消するという銀行の経営体の数、インステューションの数の問題ではなくて、全部集計した、バランスシートが大き過ぎるという、貸し出しが大き過ぎるという問題でありましょうから、長期展望としては、今の貸し渋りと言われている程度ではなくて、相当大幅な圧縮が起こらないと多分プロフィットブルな産業にならないということなんだろうと思いますが、そのことと当面の景気対策とは整合的であろうかと、そこまで視野に十分入っていないという気がします。

私は十分な答えは持っているわけではありませんが、そのところは、まだ整合的に考えられていないという気がします。

それからついでに、先ほどスキーのお話について一言申し上げると、つまり、浜田先生はやはり90年代に入って日本銀行の現在に至るまで、緩和が不十分である、緩和に対して臆病であるということを強く念頭に置いていらして、遠い崖、遠いイ

インフレの懸念を強調しているというふうにお考えたと思いますが、私は、日本銀行が今まで犯した大きな失敗というのはむしろ逆であって、過剰インフレ、過剰流動性のとき、それからバブル期、つまり、緩め過ぎ、ないし引き締めの遅れにあったのではないのでしょうか。つねに引き締めたいのが日本銀行の悪いバイアスだということをおしかりを受けたようでありませけれども、逆の方がやはり歴史的失敗だったのではないか。

ですから、スキーヤーで言うと、やはりかなり目が悪くて、近い崖が見えなかったのがむしろ問題だったのかなと、そういう気がしております。

司会 どうもありがとうございました。香西先生。

香西 私が今まで聞いていた議論で1つ漏れたというか、言い損なったことは、岩田先生が言われた歴史的経験ですね。私はこれに非常に興味を持っておりまして、16世紀、17世紀、18世紀、19世紀と調べてみますと、ものすごい物価変動があるということですね。先ほどちょっとおっしゃいましたけれども、19世紀のビクトリア朝時代、あの繁栄した英国においては物価は大幅に下がっている。卸売物価は1873年の130から97年の77へ、生計量は74年の122から99年の86へという具合です。それでよく資本主義をやれたなというぐらいの感じがいたします。

それから、これは冗談ですが、実は昭和5年、金解禁の真っ最中に日本の実質成長率はプラスだったんです。名目成長率が暴落する中で。私は篠原先生に、「あれは物価指数が悪い、きっと景気変動、感応的なものしか当時は物価指数に入らなかったんでしょ」と申し上げたら、「いや、そんなことはない、自分は詳しく調べて、何品目かで、消費者物価も計算した」としかられたんです。こういう過去のことは、もう一度考えてみる必要がある。理論的なことと同時に過去の経験も調べてみたいと私も思っております。

それと関連して、これはインフレになったら構造改革が進むと言われたことについて、私はやはりどうも実感がないのでして、むしろ今までの拡張政策は先送りを加速したわけです。これはある種の相対価格のイリュージョンがあると思うんですね。自分の価格が本当に下落しないで横這うとか、多少上がったなら整理しないでやっていける、先延ばしできるんだとイリュージョンを与えているところがあるのではないか。例えばドッジラインとか、1兆円予算の時は先送りをしないことをはっきりさせる、あの1兆円予算だったときは、10%物価を下げると大蔵大臣がたしか言っているのですが、そういうことも全く日本の健全な発展にとって無意味

だったのかどうかという問題がある。

我々は恐慌待望論ではないわけですが、かつては恐慌が処理した問題を恐慌でない形で処理していかなければいけない。その場合に、インフレという手段が一番いいのかといえ、私の歴史に対する知見から言えば、かなり疑わしい。むしろインフレは構造改革を先延ばしする傾向があるのではないかという懸念を持っております。ただ、理論化しておりませんので、これはもっとどこかでお調べいただきたいと思っております。

司会 どうもありがとうございました。

浜田先生、最後にどうですか。

浜田 最後にこういうことを言うのはアン・フェアかもしれないんですが、デフレの下で本当にきちっと不良債権を整理しなさいというのは、かなり重い荷物を付けさせて旅人を歩かせるような感じがします。不良債権をきちっと直すことには全力を尽くさなければならぬけれども、インフレにせよと私は言っていないのです。デフレを続けたままでやるのがいいのかについては、依然として疑問を感じます。

司会 どうもありがとうございました。

時間もまいりましたので、そろそろ終りにしたいと思います。本日の議論を通じまして、論点がはっきりして、どちらが正しいかは皆様の御判断をお待ちしたいと思います。それで、今回は金融政策をテーマにしましたけれども、さっき賀来さんから、なぜ金融政策かとあったように、これから先、2か月に1回程度こういう会議を続けてまいりたいと思っております。テーマは構造改革であったり財政であったり、今の日本経済に抱えるさまざまな問題をこのような形態で続けて、皆さんの御賛同をいただいて、議論を続けてまいりたいと思っておりますので、今後とも是非御参加をよろしくお願いしたいと思います。

今日は、どうもありがとうございました。（拍手）