

第12回 ESRI-経済政策フォーラム
「インフレ目標政策を巡って」
議 事 録

経済社会総合研究所

第12回 ESRI - 経済政策フォーラム議事次第

日時：平成15年2月20日（木） 14時～17時

場所：内閣府本府地下講堂

- 1．開 会
- 2．基調講演 1 伊藤 隆敏 東京大学教授
- 3．基調講演 2 加藤 出 東短リサーチ取締役・チーフエコノミスト
- 4．パネルディスカッション
 （パネリスト） 伊藤 隆敏 東京大学教授
 岡田 靖 CSFB 証券東京支店経済調査部長
 加藤 出 東短リサーチ取締役・チーフエコノミスト
 浜 矩子 同志社大学教授
 （モデレータ） 牛嶋 俊一郎 経済社会総合研究所次長
- 5．フリーディスカッション
- 6．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。

【牛嶋】 それでは、時間がまいりましたので、第12回ESRI経済政策フォーラムを開催させていただきます。

本日のテーマは「インフレ目標政策を巡って」でございます。会場の方々、それから後ほどご紹介いたしますパネリストの方々、本日はお忙しい中、またお天気が優れない中、時間を割いてお集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

私は、本日モデレータ役を務めさせていただきます、経済社会総合研究所次長の牛嶋でございます。よろしくお願いいたします。

最初に、配布資料の確認をしていただきたいと思います。伊藤先生と加藤先生、岡田さんの資料、それから事務局の方で各国でどういうインフレ目標政策が導入されているかというのを一覧にしたものをご参考までに配布してございますので、適宜ごらんいただきたいと思います。

さて、日本のデフレは不良債権問題とともに、世界的にも注目を集めております。私自身仕事柄、時々経済政策関係の国際会議に出席することがございますけれども、そのたびに必ずこの問題について、多くのしかも手厳しい質問あるいは意見を出されます。国の内外でデフレの克服は日本経済の再生にとって、最重要課題の1つであると認識されていると考えています。

そのデフレの克服のための方策として、このところインフレ目標政策の導入をめぐって賛否両論が戦わされております。このESRI経済政策フォーラムにおきましても、平成13年3月に開催しました第1回のフォーラムを含めまして、これまでもデフレへの対応と金融政策のあり方について議論を行ってまいりました。しかしながら、その後の金融の量的緩和にもかかわらず、依然としてデフレが進行いたしております。そこで今回は新しい金融政策の形としてのインフレ目標政策を取り上げて、デフレ克服のためにインフレ目標政策を導入すべきか否か、その効果と問題点はどのようなものかといったことについて、この分野でご活躍の専門家の皆様にお集まりいただいて、幅広い角度から議論をしていただくことといたしました。

ここで本日のパネリストの方々をご紹介いたします。

伊藤隆敏東京大学教授でございます。岡田靖クレディ・スイス・ファースト・ボストン証券東京支店経済調査部長でございます。加藤出東短リサーチ取締役・チーフエコノミストでございます。最後に、浜矩子同志社大学教授でございます。

それでは、まず、本日の議題の進め方をご説明いたします。最初に伊藤先生と加藤先生からそれぞれ25分程度ずつ基調講演をお願いいたします。その次に岡田さん、浜先生の順でそれぞれ10分ないし15分程度のお話をお願いできればと思います。ご自分の意見とあわせまして、前の発言者への質問あるいはコメントも含めていただいて結構でございます。その後4人の方々の間で主要な論点について15時50分くらいまでパネルディスカッションを行っていただきます。その後15分程度の休憩をとりまして、17時までの間、フロアとの間でフリーディスカッションの時間を設けたいと思います。

それでは、まず伊藤先生、よろしくお願ひいたします。

【伊藤】 東京大学の伊藤隆敏です。

本日は、「インフレ目標政策を巡って」ということで、私はそのインフレ目標政策を導入すべしという立場からお話をさせていただきます。

このところインフレ目標政策は話題になることが非常に多く、最近の取り上げ方が少しいろいろ論議を呼ぶような形で取り上げられておりまして、私としては若干不本意な取り上げられ方をされたこともありまして、本日は少し球の投げ方を変えたいと思います。これまではインフレ目標政策が必要であり、そのためにはどうすればいいかというような形で、お話をさせていただくことが多かったのですが、きょうは少し順序を変えまして、今、日本にとって何が必要かという現状認識、そして、そのための政策パッケージという順に話をさせていただいて、その中でインフレ目標政策がどういう位置づけになるのかというような形で、論理構成をしたいと思います。

現状認識については、デフレは悪化しつつあり、いわゆるデフレ・スパイラルが既に発生していると思います。金利を操作する、あるいはマネタリーベースを動かすという伝統的な金融政策が最大限使われているということで、そういう意味では伝統的な金融政策というのは限界にきている。

しかし、財政についても、財政赤字が毎年GDP比で6%、あるいは7%の大きさに達していて、かつその累積した債務のGDP比率は140%という、G7の中でも群を抜いて最悪の水準になっているために、これ以上財政を大幅に支出するといった、財政赤字を大きくする形での財政刺激で、景気回復をするということも危険な状況になっている。したがって、伝統的な財政政策も既に限界に達していると思います。

不良債権問題、これも非常に大きな問題でありまして、この処理が終わらない限り、銀行の財務体質は改善しないわけですから、銀行を通じたチャンネルがそこで詰まっているということも事実だと思ひます。

では、先ほど私が言ったデフレ・スパイラルというのは、実際にはどういうことかということですが、ここでは多少広い意味にとらえまして、次のようなデフレの輪を考えています。

1つはデフレ、実際にこれは消費者物価が下がっていくという現象ですが、これ

がさらなるデフレ期待というものを生み出して、それによって消費を控えるあるいは投資を控えるという行動が出てきます。これによって消費あるいは投資が低くなることで総需要が低くなり、供給過剰になって、さらに物価が下がる。そしてデフレが起きるという1つ完結するデフレの輪であります。

もう1つは、デフレが実際に既にある債務の返済を難しくするというチャンネルであります。これは債務、住宅ローンとか、企業が銀行から借りている設備資金の残高とか、そういう債務は名目で契約されていますから、実際に物価が下がっていくということは、返済する実際の負担がふえていくということになります。したがって、実際にデフレが生じることによって実質債務が増大する。そうしますとさらに債務者、つまり住宅ローンを支払っている家計を圧迫しますから、当然消費に回す部分が小さくなる。企業にとっても同じようなことが起きるということで消費や投資が下がり、総需要が不足してデフレになっていくというチャンネルがあります。

それから、さらに物価が下がっていくということで、いわゆる実質金利、名目金利マイナスインフレ率であります。これが高どまりしてしまう。名目金利はゼロ以下にはなりませんから、実質金利というのは現在プラス1～2%あると思いますが、これを下げることはできない。したがって、お金を借りて投資をしよう、あるいは住宅投資をしようということが起きてこない。そうしますと耐久消費財、住宅設備需要が低くなって総需要が下がり、さらに資産価格の下落につながっていくということでもあります。

さらに、これが今言った同じプロセスの中で不良債権化していく。ある債務者は払いきれなくなって倒産する。あるいは支払いができなくなるということによって不良債権化し、銀行の財務が脆弱化して、不良債権問題が大きくなっていく。つまりデフレが続く限り、現在の不良債権問題というのは永久に解決できない。今までの不良債権を処理しても、新しい不良債権が生じてくるということが起きています。

したがって、このようなデフレサイクル、デフレ・スパイラルを放置する限り、デフレはさらに進行していくということになり、不良債権問題も解決しない。さらに先ほど言った実質債務が増加していきますから、これは政府にとっても同じことで、財政破綻の可能性を高くしていく。しかもデフレの状態ではいつまでたっても、伝統的な金融政策の力を回復することはできないということでもあります。

したがって、現状をこのまま続けていくということは非常に危険であり、今までの5年間のようなことを繰り返しては、これからの5年はさらにデフレが加速していき、不良債権が大きくなり、財政破綻の危険が大きくなり、破綻的な状況が、それは銀行から来るか、生保から来るか、国家財政から来るのかわかりませんが、発生するだろうと考えています。

したがって、何かを変えなくてはいけないというときに、私が提案するのは以下に述べる政策パッケージであります。

2ページ目の真ん中あたりですが、伝統的な金融政策が既に限界に来ているわけですから、非伝統的な金融政策に踏み出さざるを得ない。国債の購入の増額であるとかCB・CPの購入というのは、これは既に議論されて実行もされてきたことでありますが、これをもう少しやってみるということも重要ですが、これからは上場株式投資(ETF)の購入、あるいは不動産投資信託(REIT)の購入に、金融政策が踏み出すことが重要になってくると考えています。

さらに、インフレ目標政策を導入することによって、金融政策の効果を早める、あるいは副作用を抑えるということが重要になってくると思います。これは詳しくはもう少し後でお話します。

財政については、財政赤字の総額をふやすということは既に限界に来ていると思いますので、中身を変える、歳出構造を変える、あるいは税制の中身を変えるということが重要です。つまり乗数効果の低い政策、公共事業から乗数効果の高いものに中身を変えていく、あるいは減税と増税の組み合わせで景気刺激を図っていくということが重要になってくると思います。したがって、投資や消費を刺激するような減税を行う一方で、余り消費や投資には影響を与えないような形の増税というものを組み合わせないと、減税だけ行っていったのでは、国家財政はますます不足してしまうのではないかと考えています。

既存の不良債権処理は非常に重要だと思いますが、新たな不良債権が出てこないような形にしないと、現在あるものを処理するだけでは不良債権の問題というのは解決しない。したがって、私は今言ったような非伝統的な金融政策、非伝統的な財政政策、それから不良債権の迅速な処理に加え、インフレ目標政策をトータルなパッケージとして、ぜひ、今、行わなくてはいけないと考えています。

パッケージの中におけるインフレ目標政策の役割はどのようなものかと言えば、ま

ずインフレ目標として2年後にインフレ率を1～3%にすような金融政策を行うという宣言を日本銀行が行い、これは3ページ目にありますが、これに対して政府もコミットメントを与えるということが必要になってくると思います。

なぜインフレ目標が先ほど言ったパッケージの中で重要な役割を果たすかということですが、1つは期待に働きかけていくということです。したがって、これからは金融政策や財政政策を変え物価も下げないようにするために、最大限の努力はしますということを政府、日銀が言うことによって、私は期待に働きかける効果はあると思います。

もう1つは、インフレ目標政策あるいは非伝統的な金融政策を行うことに関して、これはインフレに歯止が効かなくなる。つまり一たんインフレになると、すぐにハイパーインフレーションになってしまうという批判をよく聞きますが、私や多くの人が提案してどのようなインフレ目標というのは1～3%といった上限がついていますから、要するに上限を設けることによって、ハイパーインフレにはしない、あるいはさせませんということを明言しているわけです。

今現在の日銀の政策というのは、消費者物価指数で見たインフレ率が、ゼロよりも安定的に上にくるまでは、現在の政策、つまりゼロ金利あるいは流動性の供給を継続しますということですが、これは下限を切っているだけで上限を切っていない。むしろ私は日銀が進んでインフレ目標を導入することが、先ほど言ったハイパーインフレを懸念する人たちに対して、重要な抑止力になると考えていますので、インフレ目標というのはむしろハイパーインフレを抑えるものだという点が重要だと思います。

次に政府と合意して行わなくてはならない。先ほど言ったETFの購入というのは、日銀法によって財務大臣の許可が要る金融政策の手段になると思いますので、当然財務大臣との協調、協議というのが必要になります。そういったときに日銀の独立性の範囲がどこなのかということが必ず問題になると思います。そのときにインフレ目標というのは、この目標を守る限りは日本銀行は手段について独立性を持つということで、日銀と政府が適切な距離あるいは日銀の独立性の範囲というものを、きちんと決めるということができると思います。したがって、日銀がこの2年間でインフレ率を1～3%にしますということを提案することによって、あるいは政府とそれを合意することによって、むしろ私は日銀の一部の人が懸念するような

独立性を侵されるとか、圧力をかけられるという懸念はむしろなくなると考えています。

さらに、日本銀行の説明責任、つまり物価安定がマンデートであるという説明責任が確認されることによって、マーケットとのコミュニケーションというものが非常にとりやすくなると思います。したがって、常にインフレの将来予測をもとに現在の金融政策について語っていくことができるようになりますので、日銀の説明責任の中で非常に有効な役割を示すことができると考えています。

4 ページ目は円安誘導の話です。これは日銀が外債購入をしたらどうかという提案があったり、あるいはこれはスペンソンという人が言っていますが、むしろ円ドルレートで目標を定めて、ここにいくまで無制限に介入しますという政策はどうかというような提案をしている人もいます。どちらも外国為替市場に直接介入して、これは日銀が外債を買うのも金融政策で行うという話もありますが、これは海外から見れば当然介入であると思います。外国為替市場に介入するという事で円安を誘導する、あるいは円のレベルをある一定のところを目標に誘導していくことが可能か、望ましいかということですが、私は先ほど言ったトータルなパッケージを行えば、円は安くなる傾向を示すだろうと考えています。これはいろいろな理論的なバックグラウンドから考えて、また単純に考えても貨幣を出していけば円安の方向に動くと思います。

したがって、私は無理をして外国為替市場に介入してまで、円安誘導ということ宣言する、あるいは実行する必要はないと思います。少なくとも最初のうちは今言った正しい政策を行うことによって円安は起こるだろう。それを放置するという事で十分政策的な目的は達するのではないかと考えています。したがって、円安は無理して起こすことはない。ただ、自然に起きるだろうからそれを放置しろというのが私の提案です。

あとは住宅投資が重要であるということはありませんが、これはインフレ目標から外れますので詳しくはお話しません。

インフレ目標に対する回避論が、加藤さんの方から出されると思いますが、今言ったパッケージの中でのインフレ目標といった議論にしていきたい。したがって、インフレ目標だけを取り上げて議論するというのは余りしたくないと思います。そういう意味では先ほど言った非伝統的な金融政策というものに反対であるというの

であれば、それはそれで議論をしたいと思います。さらに、最初に申し上げたように、私は現状のまま何もしないというのは非常に危険だと思っていますので、そのインフレ目標あるいは非伝統的な金融政策に反対するというフロアからの質問もあるかと思いますが、それに対しては、その対案をお聞きしたいと思っています。したがって、もちろんこれで 100% うまくいくということは確約できませんが、少なくともほかの案よりは成功する確率が高い、ダメージが少ないという形でデフレから脱却できると私は信じて、この政策パッケージを提案したいと思っています。

【牛嶋】 どうもありがとうございました。 続きまして、加藤さん、どうぞよろしくお願ひいたします。

【加藤】 東短リサーチの加藤でございます。 よろしくお願ひします。

恐らく私がきょうここに呼んでいただいたのは、金融市場の立場からインフレ目標の操作可能性という点を、言ってほしいということではないかと思っていますので、主にそちらの方を重点にご説明したいと思っています。

今、伊藤先生がおっしゃっていましたが全体のパッケージという点は、まさに同感でございます。金融政策だけで解決できるものではないですし、税制あるいはさまざまな規制緩和とか、全体の構造を変えていかなければ対応できないということだろうと思いますので、唯一、非伝統的政策及びインフレ目標を掲げるコストとメリット・デメリットの比較考量だと思うんですが、私としては特に非伝統的政策という部分には反対という立場です。

お手元の資料でざっとご説明させていただきますが、まずマイルドなインフレが起こせるかどうかという操作性の点ですが、今のところ短期金融市場は、ゼロ金利のもとでの流動性のわなということで、非常に深刻な機能不全を起こしております。新聞等でご存じかとは思いますが、短期金融市場におけるお金の目詰まりというのが日々深刻化しています。2001年の秋に短期マーケットのことを書いた本を出したのですが、そのころに比べても今の方がより悪化しています。ゼロ金利であることがいかに流動性を低下させていくかということの恐ろしさを、我々現場にいる者にとっても、こんなにすごいことだったかと今実感しているような状況です。

1 ページ目のグラフですが、4兆円のところに細い線が引っ張ってありますが、これが準備預金の法定所要額、法律上求められる準備預金の額です。これが量的緩和開始で当初日銀当座預金が5兆円ということで、それから夏に6兆円になりまし

たが、この5、6兆円のところで金融市場のじゃぶじゃぶ感というのはものすごいものがありました。余剰資金の行き場のない銀行や投資家の方々が、特に我々ブローカーのところに何とかならないかと殺到するような感じでしたが、現在当座預金は20兆円あるのですが、そのような光景はほとんど見られなくなってきております。

2001年のころはじゃぶじゃぶという形容詞をよくマーケットの人は使っていましたが、最近余り言わなくなりました。じゃぶじゃぶしてないんですね。本当は必要なお金が4兆円で、当座預金は20兆円ありますので16兆円余っているはずなんですが、そんなにお金があるのかと、とても実感できないような状況です。つまり大半のお金がヘド口のように、日銀当座預金に滞留しているという状況でして、こういう状況を見てますと、マネタリーベースをふやしていくことでのインフレ醸成ということの難しさを痛感いたします。

次のページですが、そうやってきたことの原因ですが、まず市場参加者の超過準備に対する心理的抵抗感がなくなった。極めて気分の問題ですが、かつては超過準備を持っていると、それは資金繰りの失敗という認識もありましたし、あるいは日本銀行の方から持たないようという指導が暗にあったようにも思われます。したがって、できるだけ持たないようということで、量的緩和が始まった当初はいかに余分な分をさばくかということで、あるいは短期国債を買ったりとかいろいろしていたわけです。しかし、現在ではあきらめ感がもう出ていますので、例えば本来準備預金として必要な額が十数億円程度の銀行が、平気で2,000億円くらい積んでいたりとか、そういうような形で、しかしそのお金は何も使われずにただ当座預金に置いてあるということです。

2番目は、金利がゼロになりますと超過準備を保有するコストもゼロになりますので、合理的に考えればむだ積みしておいて問題はないと思います。しかも本来でしたら日銀当座預金にはリスクがないわけですから、なおさら日銀当座が先行されるわけです。

それから、3番目が金融システム不安。やはり銀行の財務内容に対して疑義がありますと、特にこれほど金利が低いとなおさらお金が流れないということになります。その適正なリスク・プレミアムがつかなければ、特に無担保で運用しようという動機は起きませんので、なおさらお金が動かなくなってしまう。本来であれば調達金利を引き上げていけば、眠っているお金が出てくるはずですが、ゼロ金利が当

然という状況において、ひとりだけ調達金利を引き上げていきますと、あそこの銀行は何か問題があるんじゃないかと思われてしまうので、ビットアップもできないということで、非常にすくみのような状況にもなりやすいです。

したがいまして、徐々にこれがゆっくりと悪循環を起こしています。市場にあらわれてくる余剰資金が少ないために、万が一自分の資金繰りがたまたま不足方向にぶれたときに、マーケットからお金が借りられないかもしれないという不安感は常にあります。今も当座預金が20兆円もあるのに市場に流動性が薄いという不安感が漠然と市場参加者にあります。日本銀行は大量に資金供給しておりますので、そちらのルートからは借りられるのですが、これは適格担保というものが必要ですから、金融市場から無担保で調達しようと思いますと、そこで流動性不安が起き得ます。そうしますと、できるだけ予備的に超過準備を保有して、自己防衛しようとするから、ますます余剰資金を出さなくなってくる。これが悪循環でして、徐々に市場全体が動かなくなってくるという状況が現状です。

短期市場間のお金の流れというものも非常に悪化しております。例えば短期国債買切りオペで供給したお金が、コール市場の方に円滑に流れてこないというような局面も多々見られます。本来でしたら、どのようなオペレーションでお金を出しても、市場間で調整が行われ資金が流れるはずですが、そのような動きが見えにくくなっています。したがいまして、国債買切りオペやあるいはETFのオペレーションが仮に大規模に行われときに、手形買入れオペ、現在銀行の資金繰りにとっては一番主流となっている調達手段ですが、の残高が少し減ってきたりすると、国債買切りオペなどで日銀が供給したお金が自分たちの方へ回ってこないんじゃないかという不安感があったりして、ちょっと奇妙な感じがあります。このように当座預金をふやしていくということでの緩和効果ということが今非常に問題になっておりますので、ここで長期国債やETFを買っても、このルートからはインフレ期待は起きにくいだろうと思います。

このページの一番下のグラフですが、これは太い方の線がマネタリーベースで、細い方が消費者物価です。1974年あたりのオイルショックのころはマネタリーベースとCPIの前年比には関連性があるわけですが、その後特に90年代に入ってからこの関係が非常に希薄というか、ほとんどなくなってきていると思われま。特に去年の春のように、マネタリーベースが一時36%まで伸びたわけですが、CPI

には影響が出ない。当座預金は先ほど言った状況ですし、現金の方はたんす預金あるいはATMのコストを嫌って財布に多めに入れておくことでの伸びですので、これは実態経済には関係ないということです。

また、去年の3月、4月のマネタリーベースの大きな伸びは、例えば流動性不安、ペイオフの不安であったりとか、あるいは4月の大手行の合併の問題であるとか、もろもろの不安の結果伸びた数字ですので、マネタリーベースが伸びるということ自体を重視すると見誤るのではないかなと思います。

続いて4ページ目になります。量的緩和策導入当初に期待されていたポートフォリオバランス効果、日銀当座預金増加によって資産配分が変化し他のリスク資産に資金が流れていくのではいかということですが、この効果は非常に見えにくい。一時家計の外貨預金ということであらわれた面も多少ありますが、今また為替は戻ってきてしまった。国債買切りオペをふやしていくことでのポートフォリオバランスというのは非常に起きにくいといっているのだと思います。特に現状ほど長期金利が低下しておりますと、長短スプレッドが縮小してきて、このような状況がもっと進んでいくということになると、なおさら銀行は業務純益が稼げないということになりますので、かえってリスクがとれなくなってくるという悪循環が起きます。

したがって、こういうような状況でリバランスさせるというのは、個々の金融機関にとっては一種ギャンブルの側面が強くなっていく。清水の舞台から飛び下りるような感覚で、何かリスク資産に行かざるを得なくなるということがあるのかもしれない。しかし、そういう形で政策を促していくということが本来正しいのかというと、かなりリスクではないかと思います。一方で金融庁の方は特別検査等で銀行の財務内容を厳しく見ているわけですから、板挟みに遭っている金融機関は非常に多いわけですし、政策の全体の整合性というのをとっていかないと、ポートフォリオバランスというのでも起きにくいのだと思います。

続いて、3番目の国債買切りオペの上限の撤廃についてです。本来は金融調節上のロジックでいいますと、日銀券の伸びというのは、金融市場にとっては長期的な資金不足という認識ができます。よって、これを長めの資金供給である国債買切りオペで供給するということには、金融調節上は合理性があったんだろうと思います。したがって、日銀保有国債は日銀券発行残高以内ということにも合理性があっ

た。しかし、現状は超低金利によって現金の動きがかつてのトレンドから全く乖離してしまっているわけですので、必ずしも長期的な資金不足が生じているかどうかはわからないということですので、今の国債買切りオペの上限というものに必ずしも合理性があるというわけではないと思います。

ただ、一方でアメリカのフェッドですが、あちらは国債買切りオペ、クーポンパスとありますが、これに上限というようなものは特にないわけです。これは大もとにおいて1951年のアコードという存在があり、国債管理政策と金融政策を分けていますので、あえて1つのオペレーションに中央銀行が内規として上限をつけるということの必要性がないのだらうと思います。去年アメリカに行っていたときに、この話を聞いてみましたら、特にフェッドの人は、その内規は一体そもそも何だということになって、財政規律というのは何も中央銀行が考えなくても、本来は議会の仕事のはずで、あえてそういう内規が必要なのかという問いかけもありました。

なおさら一般のマーケットの人は、日本銀行がそういう国債買切りオペのリミテーションを持っていることは余り知りません。しかし、いざそれを取り払うということになると、当然ながらどれどれということ、それは何だということ、調べますので、そのときのプレゼンテーションとありますが、説明の仕方が非常に重要になるかと思えます。上限を取り払った後に、公共事業のバラまきのような非常に安易なマネタリーゼーションのイメージが広がってしまいますと、そういう点では非常に批判的な見方が強まるのではないのでしょうか。ですからこれはもし上限を撤廃するときは、その全体のパッケージでいかに説明するかということが問題になるかと思えます。

日銀のETFの問題ですが、日銀資産のインフレヘッジという点では、JGBを買うだけよりはましなのかなとも思えます。しかし、その観点だけでETFを買い始めるのは問題があるかと思えます。1つにはETFを買うことでマネタリーベースを増やそうとしても、先ほど言いましたインターバンクからの経路というのは今機能しておりませんので、そこは期待できないと思います。あるいはそうではなくて、ちょっと飛びますが、資産デフレをとめるという観点で行うということであれば、もともと企業収益を反映していない株価というものをどれだけ維持できるのか。まだETFは規模が小さいですから、その技術的な問題もありますが、現物株にどのくらい影響を与えられるかということ、日銀が購入する規模が大事になってくると

思います。これは一度始めてしまうと恐らく期末ごとに株価対策としてETF購入要求というのが政治サイドから出るのではないのでしょうか。

結局のところ中央銀行が株を買うということは、それによってマーケットの人あるいは個人投資家が利益を得られるのであれば、その部分というのは一種ヘリコプターマネーといいますか、中央銀行がシニョリッジ、通貨発行権を使って支えたということになるだと思えます。そういうやり方というのは、本来であれば財政資金の国の勘定の方で行うほうが正しいんだらうと思えます。国会の議決を経て、国民の信任のもとに行うべき話で、いきなり中央銀行がということはちょっと制度上問題が出てくるのではないかと思います。国の信任という意味で、もともとぐらついている面もありますので、こういう点はきっちりしていく方がいいのではないかと思います。

ETFは信託の期限が無期限です。国債でしたら保有していれば10年たてば償還が来ますが、ETFの場合は売却しなければずっと日本銀行のバランスシートに存在することになりますので、その点でもいろいろ問題が出てくるのではないかと思います。

一方で、株式市場の方で懸念されています、年金の代行返上の売り圧力というような、制度上発生する本来の相場感とは異なる売り圧力というのが今存在します。それに対しては何らかの対策が必要だと思えますが、日本銀行のバランスシートでそれを受けとめるということはリスクがあるのではないのでしょうか。また、コール市場で話題になったマイナス金利取引ですが、この背景には日本銀行に対する外国銀行の信用枠の縮小ということがあります。なかなか日本国内からはそういう問題というのは見えにくいですが、特に政府債務がこれだけ巨大なだけに、こういう点には慎重にいくべきだらうと思えます。

5ページ目の外債オペですが、これもマネタリーベースをふやすという経路での緩和効果が今弱いですから、円資金を供給して金融緩和をするという建前で、実際やる時は本音では円安誘導を意図してということだと思えます。まず問題なのは、実務上、スキーム上本当にうまくできるかなということが、マーケットの参加者と話をしてもよく出てくるテーマです。期間の長い米債を、例えば日本銀行が今国内で買入れ手形オペをやっているような感じで、大規模に買っていくということは多分難しいのではないかなと思えます。現状、ニューヨーク連銀があちらでやっ

ている買切りオペというのも、1つの銘柄を購入し過ぎてマーケットでスクイズなどが起きないように、銘柄の選び方も慎重にやっています。そういうときに日本銀行がわきから出てきてどこどこ買っていくということは、これは相当事前に調整が必要だろうと思います。したがって、実際のオペ対象はTB、短期国債になるのではないかなと思います。しかしながら、マネタリーベース、円を供給しても緩和効果がないのに日本銀行がやるとなると、明らかに不自然なオペレーションという感じで、国内金融市場から見透かされると思いますので、余り筋のいいオペレーションでは本来はないだろうと思います。円安誘導を意図するならばストレートに円売り介入の方が本来はいいだろうと思います。

続いて、マネタリーな効果という点で戦間期の高橋是清の日銀国債引受政策を見てみたいと思います。昭和6年までデフレが激しかったわけですが、昭和7年から日銀国債引受を始めています。5ページ目の表の右手の方に卸売物価、消費者物価とありますが、昭和6年は2けたのマイナスでしたが、翌年からプラスに転換しています。

次のページを見ますと、この政策がもろもろのパッケージだったことが分かります。日銀に引き受けさせた国債を原資に、財政支出を大規模にしたという効果。それからこの表の一番右にあります、金本位制を離脱して為替レートを大幅に減価させたという効果や、あるいは金利引き下げ余地があったというようなことです。この表を見ますと真ん中あたりに日銀当座預金というのがありますが、昭和7年から昭和10年、高橋是清は昭和11年に暗殺されていますので、この間が高橋財政ですが、日銀当座預金というのはほぼ横ばいでほとんど増えておりません。これは日本銀行は国債を引き受けていますが、それを日銀は売りオペで次々と市中に売却して、余剰資金を吸い上げていきました。このため日銀当座預金は当時ほとんど増えていなかったということになります。マネタリーベースの増加も今と比べればはるかに少ないもので、しかもコールレートもゼロではなく、3%あるいは2%台だったわけです。したがって、手法としては今やろうとしていることが全く当時は逆だったわけですし、逆にこのときにマネタリーベースだけふやしていけば解決したかということ、そういうものではなかったのだろうと思います。

このときは長期金利の上昇のショックをいかに抑えるかということで、国債標準価格制度という一種時価会計を停止するかのような、国債を持っていても絶対損を

しませんということを、当局が超法規的に認めていたわけですので、そういうような何らかの安全網というのがないと、本格的なインフレ政策というのは実際には難しいのではないかと思います。

もう1つ忘れてならないのが、この当時というのは、単にマクロ政策だけではなくて、実態経済において大きな産業構造の転換が進んでいて、それと非常にタイミングが合ったということだろうと思います。軽工業から重工業に次々とシフトがありましたし、あるいは地方から東京にいろいろな人が出てくるとか、世の中全体がダイナミックにこのとき動いていました。単に金融財政政策あるいは為替、それだけで刺激したというものではなく、その呼び水としては高橋財政の前の井上財政でいろいろ強制的にといいますか、構造転換を行った結果、当時はそれで激しいデフレになりましたが、それが後の高橋財政に効いたということだろうと思います。

7ページ目ですが、ここはちょっとさらりとお説明しますが、アメリカの方の消費者物価ですが、現状はコアCPIがプラス2%前後ということで、とりあえず理想的な数字に見えるわけですが、実際モノ(財)の値段の方を見ると完全にデフレという状況に入ってきていて、アメリカの製造業の経営者にとってはデフレの真ただ中という状況のようです。経営のテキストでも、最近のテーマは売上が落ちていく中でいかに利益を出すか、デフレとは明示してありませんが、デフレ下にいかに適用するビジネスモデルをつくるかというような論文が出ていたりもしていますし、製造業にとってはもうデフレに入ってきていると言えるのだと思います。ただ、アメリカの場合はサービス、特に医療費や教育費が非常に高いので、全体としてプラス2%ということになっているわけですが、製造業によってはサービス価格の高騰が圧迫要因となって収益が低下してきているというようなケースが7ページの下のところにあります。ですからCPIが2%であることはいいのですが、そこで実現されている状況というのが、必ずしも国民にとってハッピーではないこともあり得るというケースだと思えます。

このような状況は今の日本にも言える。次の8ページ目ですが、現状、財あるいは特に耐久消費財価格の下げは非常に激しいわけですが、サービス価格がプラス・マイナスゼロ近辺ですので、全体として若干のマイナス。マイナス1%弱というところまで。

この状況でインフレ目標でどういう経路でインフレを起こすかですが、円安が起

こせればもっとスムーズだと思いますが、そうでない場合、モノの値段というのは海外からの低下圧力がありますので、なかなか持ち上がってこない。上がっても少々のものではないかと思います。しかも、これからF T A自由貿易協定にも日本はかかわっていかざるを得ませんし、なおさらモノの値段というのは上がりにくい環境がしばらく続いてしまうのではないかなと思います。

C P Iの中の公共料金については、今も政府は基本的な方針としては引き下げたいという意向があります。下げることは非常に結構で、進めるべきだと思いますが、本来だったら公共料金が下がった分だけほかの方に消費が回るはずですが、今の日本の状況ですとそれが起きない可能性も非常に強い。単にC P Iだけで見れば、それが下がってしまう可能性もあるわけです。

したがって、C P I全体を持ち上げようとするすると、結局その他のサービス価格をいかに引っ張り上げるかということになります。しかし、これはこれまで進められてきた国内の高コスト体質をいかに調整するかという議論を否定することになりますので、小泉改革に反する可能性も出てくるのではないかなというようなことが懸念されます。

続いて9ページ目は、後で目を通していただければと思いますが、ビジネスウィーク誌に載っていましたが、低賃金の労働だけではなくて、高度な知識産業においてもグローバル化によって物価低下圧力、賃金の低下圧力あるいは雇用調整の圧力が今後高まるであろうというようなことが載っていました。

また、個人的にある米系のインベストバンクの方に聞きましたが、ニューヨークのクレジットデリバティブのディーリングルームは最近ロシア人が多いそうです。ロシアからロケット工学の人をスカウトしてくると、N A S Aから引っ張ってくるよりも人件費が10分の1で済む。しかも、非常によく働くのでどんどん連れて来るうちに、ディーリングルームの公用語がほとんどロシア語になってしまったそうです。その結果、ほかの債券のトレーダーなどアメリカ人の賃金にも低下圧力がかかってきたというようなことがあちらこちらであるようです。こういう話をお客さんと話すと、私はこういう話を知っていると、よくグローバルデフレ話題というのは今尽きないわけです。

そういう中でまとめですが、10ページ目ですが、今のデフレというときに、要因が幾つか絡まっていると思います。海外からの物価低下圧力、あるいは高コスト体

質を規制緩和で意図的に引き下げてきた部分、雇用、年金などの将来不安から生じる消費の萎縮、不良債権問題による金融仲介機能の低下、あるいは人口減少など、もろもろあると思います。よって、全体として見れば、デフレなので買い控えをしているという比率は、実はさほど多くはないのではないかと思います。したがって、インフレ目標というのをここで掲げても、消費者がどの程度ついてくるかというのは非常に疑問なのではないかと思います。インフレ目標が期待にうまく働きかける局面というのはあると思いますが、現状は違う。景気回復に伴った物価上昇というイメージを醸し出せればよいですが、単に物価に上がっていくというイメージだけでは、少々物価が上がっても賃金が上がるというイメージは今の我々にはありませんし、多分実質賃金は低下していくのだろうと思ってしまう。

先週出ていました日経新聞の世論調査でも、デフレを克服できるかという問いに64%の人は「できない」、「できる」が21%。あるいはテレビ朝日ニュースステーションの先月の調査でも、インフレ誘導に「賛成する」が30%で、「反対」が57%。日銀が株や土地を買うことに対して「賛成する」が27%で、「反対」が51%でした。インフレ目標自体は本来は海外でもやっているわけですし、悪いものではないと思いますが、今の状況でこれ掲げても、うまく機能しないのではないかと思います。

仮に非伝統的金融政策で消費者物価を一時的に浮上させることができても、大もとの問題あるいはデフレギャップの部分を解消しないと、刺激を続けられない限り、またもとに戻ってしまうでしょうから、いつまで続けなければならないのだろうかという問題が出てくるだろうと思います。あるいはインフレ率を抑制するという意味でのインフレターゲットですが、実際に適切なタイミングで引き締めるということを政治的にどういうふうに保証するかということが、日本の場合は結構問題ではないかと思います。恐らくアメリカの場合ですと政治の規律が比較的働きやすいでしょうから、一度非伝統的政策に入ってしまったら、中央銀行の判断で戻すということがやりやすいのではないかと思います。日本の場合はそういう規律が、残念ながら歴史的経緯を見ると働きにくい。そこをどうしていくか。単に制度を決めたということだけでできるのかということがあるかと思います。あるいはヘリコプターマネー的なことを中央銀行がやり始めた場合の、国民の経済におけるモラルがどうなるかという問題があるかと思います。例えば、戦間期の高橋是清が国債引受をやってい

たときの大蔵官僚（後の事務次官）の回顧録ですが、「日銀国債引受を初め非常に心配して、こんなことをしてえらいことになるのではないかと相当議論的になっていたのが、これは簡単にできるよい制度だという空気に変わった。世間はそれになれてしまって、引き受け制度は当たり前、本来かくあるべきものと考えた」と言っている。また、去年ある通信社が書いていましたが、「一度ヘリコプターマネーが降り出すと、人々は空を見上げてしまって余り働かなくなるのではないか」という記事がありましたが、まさにそういう点は我々のメンタリティーとしては続いているのではないかと思います。

ということで、非伝統的政策はデメリットをどう抑えていくかということが非常に難しいので、現時点では私は反対です。一方で財政政策ですが、これは本当に伊藤先生もおっしゃるように、総額をこれ以上ふやしていくということは実際危険だと思います。高橋是清が日銀に国債引受をやらせて財政のばらまきをしたときも、実際はG N P比で見た場合の政府債務というのは今よりはるかに少ない数字で、現状の長期の政府債務の状況というのは、太平洋戦争の真ただ中の時期のレベルという状況ですから、今ここからやるのかということになると、極めて危険な面があると思います。したがって、総額をふやすという議論は危険だと思いますが、中身をいかに見直すかということで、国際競争力のある産業をどうやって育てるか。特に今後環境など大きなビジネスになると思いますから、そういうところに集中的に投下して行って、日本経済全体を牽引するような産業をつくっていくという地道な作業になりますが、そういうようなことで対処するべきではないでしょうか。均衡ある国土の発展ということでの橋や道路の建設も現状では難しいでしょうから、集中的に一部分に使っていくということの方がかえって景気回復の近道かと思われま

す。

最後ですが、非伝統的政策を行っていく場合に、1つ注意していただきたい点ですが、デフレ対策ということで当局が市場に介入して行って、市場を管理相場化していくということのデメリットも意識しながら議論していただきたいと思います。特にアジアの金融センターとしての東京の地位ということは、今や空前の灯火になっていますが、それをさらに決定的に失わせる可能性が高いわけです。これは単に業界のエゴという意味ではないのですが、日本にとっての金融という産業の位置づけをどうするかというときに、例えばロンドンのシティのように、イギリスの主要

産業としていかに育成するかという観点が必要ではないかと思います。今はデフレからいかに脱却するか。景気をいかに回復させるかということなので、一時的に市場に介入することを否定するものではないのですが、グランドデザインがない状況で漫然と弥縫策のように資産を買っていくというようなことをしていきますと、例えば円の国際化とかあるいはビッグバンというように理念は一体何だったのかということにもなります。あるいは仮に中国の元がフロート制に移行するなんてことが将来あれば、金融センターは一挙に上海になるでしょうし、そういう観点もある程度意識した上で、非伝統的政策について議論していただきたいと思います。

ちょっと長くなってすみませんでした、以上です。

【牛嶋】 どうもありがとうございました。かなりマイルドな形でいろいろなことを表現されたように思いますが、インフレ目標に関しては、その達成の手段が簡単に言えば現状では見当たらないのではないかと。仮にあるとしてもヘリコプターマネー等、加藤さんの理解ではかなり問題のある手段しか残されていない。そういう状況の中でインフレ目標の導入には賛成できないというようにお話になったと思います。それから非伝統的な金融政策についても、ベースマネーを通ずる効果というのは限られているという認識を出されたと思いますし、資産価格の維持という点では、仮に一時的な効果があっても、それは持続しないのではないかとということで、非伝統的な手段もなかなか効かないというふうに言われたと思います。それではデフレをどういう形で克服していったらいいのかというところで、後ほどもう少しお話を伺えればと思いました。

それでは、引き続きまして、岡田さんの方から 10 分ぐらいでプレゼンテーションをお願いいたします。

【岡田】 ファーストボストン証券の岡田でございます。

今、伊藤先生のお話でしたが、私も基本的には現在のマイルドとは言え、既に長期にわたるデフレーション、これが今後も続くようだと、日本経済は破局的な事態に陥るということは間違いないだろうと思います。例えばことしのGDP統計、直近の数字を見ていただきたいのですが、季節調整済の去年の10~12月期のGDPの数字ですが、お手元に資料はないですが、名目値で500.9兆円、約501兆円でございます。これに対して95年、ちょうどデフレが始まった時期ですが、95年価格で表示した、つまり95年以来デフレが起こっていなかったという前提で計

算される実質GDPは543.8兆円ございます。つまりこの間、GDPデフレーターベースでは8年以上デフレが続いているわけですが、このデフレの結果、名目値はもしゼロインフレであれば足元実績よりも約43兆円多かった。逆にこの間の平均デフレ率約1%が、プラス2%という80年代までのノーマルな水準であるとすれば、さらに約90兆円これよりも増加することになります。すなわち現実の名目GDPに対して約2%から3%のインフレが95年以降足もとまで平均的に続いていたならば、名目GDPは120兆円以上実績よりも多かった。これに対して支出額が、政府の支出はもちろんインフレに連動してふえる部分もございますが、もう一方でデフレ対策のために支出をふやした分あるいは減税政策を行ってきた分もございませぬので、これらを見捨てて純粋に限界税率、これを例えば20%とかなり低めに見積もりまして、120兆円の20%だとすると、それだけで24兆円ということになります。現在の財政赤字の規模が30兆円から35兆円程度でございますから、3分の2以上の財政赤字はデフレだけの寄与であるというふうに極論することも可能な数字が出ております。1%程度のデフレであっても、それが長期にわたって続くことが、どれほど国民経済に対して破壊的な効果を持っているか。財政面からはもう既に明らかであると思われませぬ。

第2に、年金制度にしましても、4~5%程度の利回りの維持がすべての前提となっております。これが実現できないような状況、現在の状況で金利を上げれば、当然経済は破局的な状況に陥るわけですが、現在の低金利を続けて、そこそこのぬるま湯のような均衡状態をこれから長期にわたって続ければ、これは同時に年金制度、保険制度の破滅を意味することはもはや疑い得ないところであります。これは既に保険の逆ざや問題として皆さんご承知のとおりであります。

このようにマイルドデフレーションであっても、それが長期にわたって続くことが、どれほど危険かということは明白なわけですが、残念ながらこれを阻止するという政策に対して、必ずしも広いコンセンサスは得られていない。先ほど加藤さんがおっしゃったように、デフレ阻止という政策は多くの場合反対に遭っているというのが事実であろうと思われませぬ。

その原因は、結局名目賃金は低下のスピードが比較的遅いということ。さらに高額所得層に対して集中的にこの間減税が行われてきたということ。このため特に発言力の強い高所得層を中心に実質賃金の大幅な上昇が起こっているということが観

測されます。私自身でGDP統計から直接計算してみましたところ、パートタイマーであろうと、何億円年俸を稼いでいる株や債権のディーラーであろうと、すべての雇用者数で割った一人当たり雇用者所得、GDP統計から計算できますが、これで見ますと普通の意味での賃金よりはかなり高いんですが、97~98年に約525万円の年俸を得ていた日本の勤労者が、これが名目値では510万円を割り込むところまで落ちてきております。ところが97~98年以降、本格的に例えば消費支出デフレベースでのデフレが進行した結果、当時やはり実質値は約520円台だったわけですが、足元では545万円ぐらいございます。驚くべきことに、このデフレ不況のさなか、雇用が保障されて減税の恩恵を受けた高所得層を中心に、実質所得の大幅な増加が起こってきたということが確認できます。つまり、デフレ化でその恩恵を受けている人々がいる。その人々にとっては、今日の状況は極めて好ましい状況である。失業率は公表ベースで既に5.5%に到達している。

さらに、若年層を中心として、公表ベースでも10%以上の失業が起こっている。こういった非常に危険な経済の状況が一方であるわけですが、これに対して目をそむけるといいますか、自分の状況がよければ構わないという認識が、社会一般では広いということは事実だろうと思います。極論すれば失業率が51%になるまではデフレ不況で実質賃金の状況は好ましいと思われる方が多いということは理解できないわけではないという極端な結論も導けます。

第3に、そもそもこのような議論を今日に至って続けることの理由が私にとって非常に不可解であります。お手元にごございます資料、昭和恐慌当時と現在の経済論争のテーマ別比較という1ページの紙がございます。こちらをごらんいただきますと、過剰生産が原因である。物価が世界的に均一化し、賃金が均一化する。中国がデフレの原因である。不況がなければ経済構造改革はできない。規制緩和が最重要問題である。さらに不良債権処理のための産業再生機構のようなものを国家がつくるべきである。また我々が言うような金融政策の波及経路が不明確である。また、デフレに対して金融政策は有効ではない。構造調整を阻害する政策である。さらに、結果的にハイパーインフレを起こす。これら今日インフレターゲットつき量的緩和政策、私は伊藤先生と若干ニュアンスが違うところございますが、こういった政策に対して突きつけられている批判のすべてが、70年前に同じように高橋是清を中心としたリフレ政策に対して突きつけられ、そしてすべて間違っていることは証明さ

れているわけでありませう。また、このことは最近出版された竹森先生のアメリカ経済における同様の研究「経済論争は甦る」という本にございませうが、あれを讀んでいただければ、米国でも全く同じことが起こっていたということがおわかりいただけると思ひませう。

その意味では、本来は既に行動を起こすべき段階で、いまだでこうした議論を続けなければいけないということに關して、私は非常に残念に思っております。

【牛嶋】 どうもありがとうございます。それでは、最後になりますか、浜先生よろしくお願ひいたします。本日のテーマについてお二方の賛成とお二方の反対ということで構成をしておりますが、できれば少し強い形で、なぜ反対かという点を明確に出していただければと思ひませう。それから代替案としてどうやってデフレを克服していくかということも、あわせてお示しいただければと思ひませう。

【浜】 何となく過激派の役割はいつも私に回ってくるという感じにございませうが、實際問題といたしまして、きょうはインフレ目標政策の悪口を言うために来たのだからと、張り切ってきたのでありますが、冒頭の方で伊藤さんから、そうではなくもっと建設的な議論をしましょうというご提案がありまして、さて、どうしようかなと思ひていたんですが、今モデレータの方から過激な形で出すようにというお言葉もありましたし、それはともかくとして、もちろんこれは建設的に議論をしていかなければいけないわけですが、批判的な観点からする議論というのは割合に建設的にいくのではないかとと思ひませう。そういう含みも込めて私なりにこの問題について考えているところを申し上げてみたいと思ひませう。

まず、冒頭で伊藤さんの方から、今何もしなければどうなるのかということについて、非常にビビットな的確で怖い状況についてのご説明がありました。これは全くそのとおりだと思ひませう。今岡田さんの方から、ぬるま湯の均衡というお話がありましたか、実を言えば今の状況というのはぬるま湯というよりは、言ってみれば恐怖の均衡であり、何が起こってもおかしくない、どこから物事が大きく崩れていってもおかしくないという状態の中で、何とか壊れたお皿を、粉々にならないようにと、みんなであっちから支え、こっちから支えとしている状況であると思ひませう。

伊藤さんからは非伝統的な政策を導入するという指摘がございませう。とりわけ金融政策において非伝統的な政策をとるべきタイミングだということであったわけですが、私はむしろ本当に恐怖の均衡を、まともな健全な均衡の方に持っていくた

めにやるべきことは、伝統的な政策に回帰するというものではないかと考えます。そもそも金融政策に関して言うのであれば、いわゆるゼロ金利政策というのを導入したときから、既に極めて非伝統的な、非オーソドックスで異様な状態に入っているわけでごさいます。この状態が余りにも長く続きすぎてきているという状況の中で、今のような問題は起きているということがあるのではないかと思います。

加藤さんのプレゼンテーションの中に「市場を殺してはいけない。市場を殺す恐れがある」という言葉がありました。これは非常に的確で重要な指摘だと思います。日本の経済政策というのは、この90年代後半、デフレ・スパイラルか、そうではないかという議論をしていた段階から、だんだん非伝統的、非オーソドックスで、そして市場を殺す方向に向かってきたと思います。これをまた加藤さんの言葉を借りれば、市場は実態経済のかがみであるということですが、非常に的確な言い方です。同じような観点から市場は、そしてそれこそ株価は典型的に市場的なものでありますが、市場は要するに経済にとっては体温計でありますから、経済がインフルエンザにかかって高い熱が出ていけば、それを示してもらわなければいけないわけでありまして、体調が崩れて生命力が低下して仮死状態のようになっているときには、体温が異常低温になっているということを示してくれなければ困るわけでありまして。株式市場に介入していくというようなことが一般化する、金融市場がゼロ金利政策のもとできちんと市場として機能しないという中では、市場という体温計がどんなに経済が異常を来していても、常に平熱を示す壊れた体温計と化してきた。

そういう意味で非伝統的なやり方は、そろそろやめた方がいいのではないかと考えるわけでごさいます。そういう観点からインフレターゲット論についてもいろいろ言いたいことがあって、それは後半の方で申し上げていきますが、まず、人の悪口ばかり言っていないで、何をすべきか言えということに対応することと言えば、やはりそれこそ伝統的なオーソドックスな観点から考えれば、今のような状況で仕事をすべきであるのは、どうしても財政ということになってしまうと思います。それこそ他の条件が一定であれば、財政出動ということによって、欠落している需要をつくっていくということ。これが一番まともな対策ということになるだろうと思います。ただし、皆さんご指摘のとおり、それを今やることは非常に大きなリスクを伴いますので、それを十分に踏まえた上で、きちんと期間を限定し、透明な形でやっていかないと、これはすごく危険な政策になると思いますので、非常に慎重を

要しますが、オーソドックスにまともに考えるのであれば、回答はそこにあるということになるのではないのでしょうか。

そもそも今まで余りにも金融政策に過大な負担をかけすぎてきたというところに1つの問題があるわけでございます。これも加藤さんが既におっしゃっていますが、本当にヘリコプターマネーをばらまくというようなことをするのであれば、その政策責任というのは財政、政府が担うべきものであって、中央銀行が担う役割では決まてないと思います。伊藤さんはインフレーターゲットとのかかわりで中央銀行の説明責任ということをご指摘されました。それはもちろん非常に重要なことではありますが、説明責任ということをおっしゃるのであれば、どちらかと言え、そこはきちんと厳しく問われるべきは政府であり、財政であるということが、これは今の国民国家の形成のされ方、民主主義というものは何かというようなこととのかかわりから言え、どちらかと言えそちらの方に強く突きつけられるべき課題であろうと考えるわけでございます。

本当に今までのやり方というのは、金融政策に大きな負担をかけてきたわけですが、これからさらにいろいろなオーソドックスではないやり方をしていく。そして新たな金融資産をオペレーションの金融政策の対象にしていくということになると、ますますその負担は大きくなるわけでございます。いろいろなリスク資産を金融政策が対象として買っていき、というような方向に踏み出していくということをおっしゃるのか。日銀は日銀券の担保たる日銀の資産が非常にリスクのおおきなものに傾いていくということをお簡単に容認していいものかどうか。そういう方向に向かっていく前に、今やることがあるのではないかと気がいたします。

それでは実際にインフレ目標政策についてどう考えるのかということですが、まず、これも加藤さんが指摘されておりますが、インフレ期待、あるいはインフレ率をどうやって目標のところまで操作していくのか。インフレ期待というものをどうやってつくっていくのかについて、きちんとした説得力のある説明がないように思われます。

いみじくも伊藤さんはハイパーインフレというのは起こらない。むしろインフレ目標値を数値として上限を設定するということによって、ハイパーインフレは回避されるのだとおっしゃいましたが、そういう言い方というのは市場は生き物だということを、市場は生き物ではないと言っているのと同じように聞こえます。デフレ

回避ということが言われる中で、それではデフレにならなかったかと言えば、やはりデフレになっているわけでもありますし、そして市場は生き物である限り、中央銀行が上限は何%と言ったからといって、それに従うとなぜ言えるのか。むしろ絶対にそうだとするということは、やはり市場には体温計効果がない。あるいは体温計効果を持たせないということを行っているのと同じであるような気がいたします。市場が健全に生き物として機能している限り、早々おとなしく政府あるいは中央銀行というものが設定した数値目標の中に、物事がおさまるとはなかなか考えにくいと思います。むしろそういう数値目標の中にすんなりと物事がおさまっているように見えたときというのは、きっとどこかが何か間違っていると思います。だれかがどこかで粉飾決算をやっているのか。どこかで操作が行われているのか、あるいは市場が完全にそういう、計画経済とは言いませんが、計画的、介入的な性格の強い政策の中で生命力を失っているのではないかという気がいたします。それが第1点であります。

仮に百歩譲って、実際にインフレ目標政策がインフレ期待、インフレ懸念と言ってもよろしいかもしれませんが、そういうものを挑戦することに成功し、物価が上がる方向に行った場合、その中で果たして需要は喚起されるのか。このところがそもそも一番のポイントであるわけございまして、インフレ、今世の中一般の物価上昇率が、政府なり日銀なりが提示するインフレ目標数値になるかならないかということが本質的な問題ではないわけでありまして、このデフレ状態から日本経済が脱却できるかどうかというところに、一番大きな焦点があるわけでありまして、そういう観点から考えたときに、あしたものの値段が今より2%高くなるとだれもが一様に信じたとして、今の日本経済の状況の中で人々をきょう買い急ぎへと駆り立てることが果たしてあるのか。あしたの収益が確実に2%上がる、売上も2%上がるということが、今の日本の企業を多くなる設備投資ブームへと駆り立てるかという、私にはそうは考えられません。構造問題というものが、そして失業率も上がっていくという状況があり、そしていろいろな意味で先行きどうなるかわからない。金融政策も極めてオーソドックスではない領域に踏み込んでしまった。名目金利もマイナスになる。伊藤さんは名目金利はマイナスにならないとおっしゃいました。原理論的に言えばそのとおりであります。これもご承知のとおりで、加藤さんもさっきおっしゃいましたが、実際にコール市場では名目金利がマイナスにな

っていると言ってもいいような状況もあるわけですが、そういう中で、そのことは決して需要が戻ってくるということにはつながっていないわけですが。

それにさらに加えて言えば、日本経済が今到達している状況はデフレでみじめなものでありますが、蓄えられた資産ということでは非常にリッチな国であるわけですが。債権大国であり、そして非常に成熟度の高い経済ですから、そういう発展段階的な問題というのはあると思います。加藤さんから、かつては本当に大きな構造変化の時代、そこから大きく日本経済が変わっていきこうとしている状態だったということが、それこそ当時の政策パッケージをうまく生かした、1つの大きな要因ではないかと指摘がありましたが、そういう面は多分にあるのだろうと思います。ですから、どういう環境条件の中で行われるかということも考えてみなければいけないわけですが。ここにお集まりの皆さんの中にもきっとたくさんのラックトップコンピュータを持っていたりとか、デジカメも山のように持っているという方が多分たくさんおいでではないかと思います。そういう方たちが、きょうよりはあしたの方が物価が2%高くなるということで、また新たにものを買増すかという、その辺は甚だ疑問があると言わざるを得ないと思います。そういうようなことがこのインフレターゲット政策自体については言えるのではないかと思います。

そのことを申し上げた上で、今冒頭で今こそ伝統的な政策をと申し上げたのですが、別の言い方で言えば、今こそこの金融政策を非伝統的な領域から救い出してやべきときなのではないかと思います。長らく続いてきた非常に緊急対応型であるがゆえに、短期に終わるべきゼロ金利に始まって、異常な状態を長く強いられた。そういう環境から金融政策を救い出すことこそ、政策の健全性、そして政策の効果を今取り戻すために必要なことなのではないかと思います。

そもそも中央銀行というものは、政府に対して、財政政策に対してチェック機能を持つ。チェック・アンド・バランスは両者の中で働くという形で最適解に到達するというのが、マクロ的な金融財政政策の組み合わせ、ポリシー・ミックスというものの妙味といえますか、醍醐味であるはずなのでありますが、これが総動員体制になるというのは、やはり市場から生命力を奪うことであると思います。ですから財政と金融それぞれが伝統的な役割を果たす中で、このチェック・アンド・ balan

スが効き、そういう中で市場もきちんと働く。そのプロセスの中でデフレから脱却するということを考えていきませんか、何もかもだめになってしまう恐れがあると思います。ですから一生懸命説明責任を果たしながら、厳しい状態だが、透明性を高く財政政策を展開する政府が一方においてあり、それをもちろん側面から支援はしながらも、金融政策というのは、きちんとチェック機能を働かせる。その両者の間にあって、市場は市場できちんとした独自の本来の生命力を発揮するという形を早く作り直していくというのが、今求められていることではなからうかと考えます。

【牛嶋】 ありがとうございます。かなり明確にお考えを提示していただいて、議論のいろいろな切り口が少し明らかになったかと思います。

これからパネリストの方々にご議論いただきますが、少しだけ整理をさせていただきたいと思います。

まず、インフレ目標政策でインフレ目標といった場合に、伊藤先生は明確にまず時期を定めて、具体的な数字、1～3%といった数字を掲げて、それをインフレ目標にして、パッケージで達成していくという提示をされました。岡田さんは具体的なインフレ目標についてはどういう形でお考えなのか。そのときに、それを達成するための手段としてどういうことをお考えなのか、少しお聞かせいただければと思います。

【岡田】 私はCPIのいわゆるボスキンバイアスが1%はございますので、少なくともそれではいけないと。つまり個人的には2～4%程度のインフレのレンジを考えるべきだと思います。つまり3%プラス・マイナス1%ぐらいだと思います。ただ、4%といいますと非常に人気が悪いという一部からの批判がありまして、3%と言えという友人の示唆がございますが、私個人は2～4%がよろしいと思います。

それから、実現する政策手段でございますが、これは基本的にはここは伊藤先生と意見を異にするところですが、私は600兆円の民間に直接影響しない金融資産である国債が市場にある以上、国債をとにかく無制限に買い続ける。インフレ目標を設定して、まず当面は新発国債のネットの発行額が月に3兆円ぐらいでございますから、市場における国債の残高をネットで減少させるためには、5兆円ぐらいの買いオペ、今1兆2,000億円でございますが、この4倍ぐらいの規模の買いオペを毎月

インフレ率が目標に到達するまで、無制限に持続することを中央銀行が宣言するということが、最もマーケットに対して、資源配分、非攪乱的な手段であろうというふうに思います。

【牛嶋】 ありがとうございます。それでは、パネリストの方々に幾つかの論点を絞ってご議論をいただきたいと思います。

まず、一番大きなインフレ目標あるいはデフレからの脱却という点で、政策的な大きな論点の1つは、今回そのために財政政策の出動を考えるのかという点。あるいは財政については伊藤先生のパッケージ論の中、あるいは加藤さんも大体同じようなことだろうと思いますが、財政赤字をふやすということではなくて、むしろ効率的な使用をするということ、それから構造改革で経済の効率性を高めていくということ、そういう実際の財政拡大以外のパッケージで考えていくという2つの考えがあると思います。そこで、浜さんの財政拡大の考え方について、伊藤先生あるいは加藤さんからもコメントをいただければと思います。

【伊藤】 財政については既に140%の債務GDP比率がありまして、毎年7%ぐらいの赤字をためていますから、このまま行けば5年間で180%ぐらいに達してしまふ。何%までいったら破綻かという計算は難しいですが、もちろん金利リスクに対する脆弱性というのは高まっていくわけで、少し金利が上がればすぐに破綻というような状況にどんどん近づいていく。一般的な概算で200%になったらこれは財政破綻ということも多くの方が言っており、そこに限りなく近づいてしまうという意味で、私は今の赤字をこれ以上ふやすことは、破綻のがけっぷちに行くスピードを上げようということ、これはいずれブレーキをかけなければいけない。そのブレーキが本当に急ブレーキになってしまうという可能性を高めるだけで非常に危険である。しかもこれまで過去5年間いろいろな政策パッケージを、私の言うパッケージではなくて、いわゆる公共事業のパッケージとして、いろいろなことをやってきたわけですが、非常に乗数効果の低いものしかできなかったわけです。今また公共事業をふやす財政出動といたしますと、同じようなトンネルを掘ったり橋をかけたということが復活するということで、これをやっても結局構造は変わらない。むしろ構造改革をしようということは、ここにいる4人は一致しているわけで、そういう意味で、ここで財政出動するということは、むしろその構造改革をおくらせるという副作用までついてくるので、私は全く反対です。

【牛嶋】 加藤さん、意見がございますか。

【加藤】 先ほど説明が足りなかったのですが、財政支出の方は、現状はかなり危機的であるということで、基本的には総額を抑えるべきですが、ただ、例えば不良債権処理ですとか、用途を絞った形でそこに対して集中的に資金を投入するという事は、それによって一時的に財政支出が膨らんだとしても、それは市場からも許容されるのだらうと思います。今の環境であれば、その分の財政資金は市場から調達できると思いますが、それによって上昇圧力がかかるということであれば、一時的に日本銀行がファイナンスをつけるということもあっていいのだらうとは思いますが、ただ、そこはやっぱり用途をきっちり絞り込んで、期間限定ということしていくべきだらうと思います。あと問題なのは、現状何もやらないで座して死を待つだけかという議論がよく出るわけですが、実際には、高橋財政のように一遍にレジームチェンジというイメージは掲げてないわけですが、かなり拡張的なことをやっているわけで、金融の緩和という点も、例えば高橋財政の国債引受のとき、直接引受を日銀にやらせているわけですが、実際の発行金利は4～5%ぐらいで、現状は長期金利1%割れているというわけですから、あのころよりも実際は低い。

あるいは大恐慌の時期にFRBが技術的に制御できなくて、一時お金をじゃぶじゃぶにして超過準備が膨大に膨らんだ時期が1940年前後にありました。当時の超過準備の額というのが法定所要額の倍ぐらいですから、今の日本の状況に換算すると、日銀当座預金が8兆円ぐらいのイメージです。現状は20兆円やっていますので、そのころよりもはるかにすごいことをやっていますし、あるいは財政の方も先ほど申しましたが、現在は高橋財政のときよりもはるかに国債への依存比率が高いという状況にも係わらず、デフレが続いてしまうということに問題の根の深さがあるのだらうと思います。

【牛嶋】 浜さんの方から財政の市場についてご意見がございますか。

【浜】 この点は私も繰り返しになりますが、今の日本の財政の状況がこれほど健全でないということを重々理解した上で言っているのだから、そういう意味では忸怩たる面もありますが、あくまでもオーソドックスというか、まともにこの状況を考えれば、それしかないだらうということ言っています。したがって、財政資金をたくさん使えばいいと言っているわけではありませんし、先ほども申し上げましたように、期間限定であり、何にどう使っていくのが重要であります。財政面での構

造改革というのであれば、透明性を非常に高める。そして説明責任の度合いを厳しくするという形で、幾ら金を出してもどこにいったのかわからないというような状況ではいけない。そういう形で財政資金を使うというやり方に、いわばシフトする1つのでこととして、ここでの財政の役割を大きくするということをあえてやってもいいのではないかと思います。ですから、本当に幾ら出しても効かない。全然だれも通らないような道に金を使うということではなくて、同じ道に使うのであっても、確実にその需要効果があるということきちんと示しながら、まさに説明責任をきちんと果たしながらやっていくということであれば、この議論をやや悲壮な言い方になりますが、ヘリコプターから金をばらまくことで需要をつけるのか、穴を掘って需要をつけるのかということ言えば、穴を掘る方がある意味では効率的ではないのかと考えています。

【牛嶋】 どうもありがとうございます。加藤さんと浜さんからは、金融政策については非伝統的な金融政策についてかなり懐疑的な、あるいは浜さんからは本来の伝統的な政策に戻るべきであるという明確な主張があったと思います。一方で、伊藤先生は非伝統的な金融政策の効果について提案され、その有効性については確信があるというように考えられますが、さらにその効果について、発言していないというようなことがあれば、例えばバーナンキが言っておりますし、先ほどからいろいろ出てきておりますヘリコプターマネーのところまで進むことが適当なのかどうか。これには金融のみではなく財政も含まれているということになりますが、そこまで手段として含まれるのかどうかということ、あわせてお聞かせいただければと思います。

【伊藤】 実は加藤さんの資料をいただいて、きのう読んでいて半分ぐらいは同じ考えではないか、共通点も随分多いということで安心しましたが、違うところは確かに違うと思います。現状認識については同じだと思いますが、それに対する処方箋について、効くか効かないかというところで判断が違うということで、これはやってみなければわからないというところの違いがある。これはどうしようもなく、違いが残るところは仕方がないと思いました。ただ、幾つかの点でインフレ目標について誤解されているのではないかとこのところがありますので、全体から見ると私は相違点というのは心配していたほど多くなかったという認識ですが、際立って違う点が若干ありますので、それについて少しお話をさせていただきます。

最初のところで、短期金融市場の活性化のためにはゼロ金利からの脱却が必要だということを主張されてますが、私の質問は、それでは金利を今上げればいいのか。2000年8月のような形ですぐにでもゼロ金利から脱却した方がいいというお考えなのかどうかという点と、もしそうではなく景気回復を待つというのであれば、むしろインフレ目標を掲げた方が景気回復は早くなり、しかもインフレが早く来ればいずれ名目金利が上がる時期も早いでしょうから、どうしてインフレ目標に賛成していただけないのかというところです。

それから、私が言っている非伝統的政策、特にETF購入に関しての問題点ということで、4ページに掲げられているところですが、私は資産デフレをとめることを直接の目的には考えていません。したがって、後半の資産デフレをとめることが目的という場合、私はそういう場合ではないと考えます。結果として上がるかもしれませんが、その資産価格の操作ということを目的にしているわけではありません。したがって、ETFも物価が上がってきた時点で、CPIが上がりすぎるという状況になればこれを売却する。これはマーケットで売却するということは当然だと思っていますので、「売却は現実問題として困難」という書き方は、私は当たらないと思います。

ETFを買ってマネタリーベースを出すということでも、加藤さんは金融緩和効果が期待できないと書かれていますが、私は国債の場合と違って、ETFをマーケットから買うということは、それまで持っていた人にキャッシュが渡るわけですから、その人が新たにもらったキャッシュをどう使うかという問題にかかってくると思います。今までは銀行を通しての方法ですが、銀行のチャンネルは先ほど私が言ったとおり、不良債権の問題もあって非常に詰まっている。

したがって、銀行が行動を変えていくということは余り期待できないというのは、多分加藤さんも同じ認識だと思うのですが、私がなぜETF購入をいうかという、ETFを通じてのオペレーションというのは、今まで株を持っていた人たちにキャッシュが渡った場合、彼らの行動というのは恐らく銀行の行動とかなり違うと思うのです。また株を買うかもしれないし、外債を買うかもしれないし、消費をするかもしれない。中小企業であれば投資をするかもしれない。そういった新たなチャンネルを期待しているわけだから、マネタリーベースの増加による金融緩和効果は、今までのチャンネルとは違って、何か新しいものが出てくる可能性があるのではな

いかと思っています。

したがって、単にCPIに働きかけるということではない。単に直接資産インフレを期待しているわけでもない。これはあくまでもマネタリーベースを、今まで持っていなかった人に渡すことによって、民間の行動が変わる。あるいはポートフォリオバランスという言葉を使ってもいいと思いますが、そういうことが起きて、景気や物価に働きかけていくというチャンネルを期待しているということです。したがって、トランスマッション・メカニズムのところで説明が足りなかったかもしれせん。

それから、1つ戻って(3)の国債買切りオペの上限撤廃のところで、プレゼンテーションの仕方が大切だと書いてあるので、そのとおりだと思います。だから私はインフレ目標が大切だ、インフレ目標というものを出して、これがマンドートなんですということを言えば、上限撤廃をしてもマーケットに対して誤ったメッセージが伝わるということはないと思います。

それから、私は高橋財政のようなことをしろとは言っていない。それから外債オペをしろとも言っていない。したがって、そこはほぼ同じ考えであります。

加藤さんのまとめのところの、非伝統的な金融政策で対応しても、問題の本質に向かわなければ一時的な刺激に終わってしまうというところですが、問題の本質というのはどこかわかりませんが、私の考えでは、消費、投資、総需要というところに働きかける効果があると思っているので、私は問題の本質に向かっていると思っています。

それから、期待に働きかける効果が本当にあるのかということで、ないのではないかと人の方が多いいということですが、これは直ちには効果が出ないかもしれませんが、非伝統的な政策を組み合わせることによって、少しでも景気が回復してきた場合には、期待の変わり方がインフレ目標を入れてない場合よりも早いと思います。そういう意味で効果を促進することはあっても、何ら悪いことはない。そういう意味で副作用はないということを私は言いたい。したがって、インフレ目標を宣言すれば、それですべてが変わるということを行っているわけではありません。

それから、ヘリコプターマネーのところですが、私はヘルコプターマネーというものをどう定義するかは難しいと思いますが、中央銀行には株価買い支えは結局ヘリコプターマネーという記述がありますが、株価買い支えではなく、マネタリーベー

スを出すこと。しかも、これは実物資産を買っているオペレーションであって、ヘリコプターマネーではないと思います。したがって、ヘリコプターマネーは国民の経済モラルを低下させるというが、そもそもヘリコプターマネーではありませんからこの批判は当たらない。

もう1つ重要なところは、まとめの3つ目ですが、インフレターゲットリングを制度化しても、適切なタイミングでの引き締めをどう担保するかが問題ということですが、まさにその担保がインフレターゲットリングですね。上限を決めているということで、それを守るために引き締めができるのです。これは1998年の新日銀法で変わったところで、日銀は独立です。したがって、日銀のマンデートはこれですということさえわかっているならば、日銀は幾らでも引き締めをして、ハイパーインフレにしないということができるわけです。もちろんマーケットは生き物です。生き物であっても、これは中央銀行があるいは財政というものが、その生き物に対していろいろな柵を設けて、これ以上この柵を越えていかないようにするということは当然できるわけです。したがって、私はハイパーインフレになるという批判は全くよくわからない。

それから、市場を管理化するということは提案には入っていない。これは一次的にはもちろん介入することはあっても、政府というのは常に政府活動そのものが介入なわけですから、それがそのマーケットを阻害しないようにすることは重要ですが、マーケット自体の機能がいろいろな問題、デフレや不良債権によって機能していないわけですから、そのマーケットを悪い均衡から救い出すために一時的に手を貸すというのは、それはむしろ政府の役割であって、それをしないということ自体が政府の役割を果たしていないということになると私は思います。

【牛嶋】 ありがとうございます。岡田さん、いろいろお聞きになって、大分言いたいことがおありかと思いますが、いかがでしょうか。

【岡田】 私の場合は国債の買切りオペだけですが、それが波及する経路が存在しないのではないかというご指摘があります。確かに伝統的な意味でのインターバンクでの短期資産の購入から銀行貸出というルートが作用しないことは間違いないわけですが、これは1930年代のデータを調べればよくわかるのですが、大恐慌の後、日本においてもアメリカにおいても、銀行貸出は全く増加していない。逆に減少を続けてきた。その中で急激な景気の回復とデフレの約6カ月程度での終了という劇

的な変化が観測されております。つまり流動性のわなにはまって、キャッシュポジションが極めて高くなった公衆のいる経済、例えば去年の年末日本で保有されていた現金残高は70兆円という史上最高額でございます。こういう状況でダブダブにキャッシュあるいは元本が政府によって保証されるような金融資産が大量に保有されている状況、これはデフレ予想が粘着的に定着しているために、その状態が最も適切のところになっているだけでありまして、一たんデフレ期待が払拭される、つまりクレディブルな政策の裏づけのもとで将来、長い将来であっても現在のデフレはもはや持続可能ではないということが確信されれば、資産保有者にとっては低リスクで、低い名目収益率の金融資産を保有するインセンティブは全く失われて、大規模なバランスシートの調整過程が開始されるということが、過去においても我々は観測した事実であります。

つまり個人金融資産は1,400兆円ございますが、そのうち40%、560兆円、これが日本の資産分布は実は非常に不平等でして、トップ10%、もし人数割でよろしければ1,200万人が600兆円弱を保有している。つまり1人5,000万円弱、赤ん坊も老人も5,000万円ずつ金融資産持っている。一家4人だったら2億円弱持っている。この2億円を2%レベルのもとですと実質価値が毎年400万円ずつ上昇する状況を今主観的には見ている。これがもし長い先の将来であっても、3%のインフレが起こる。これは全部キャッシュであれば600万円の損失が起こるわけですから、約1,000万円の出入りのキャピタルゲインロスが発生するということになれば、当然ながら今決定的にリスクフリー資産に向かってシフトしているバランスシートの大規模な調整が、極めて短期において実現する可能性はあります。これが株あるいは外債あるいは外貨及び耐久消費財ないし住宅投資、こういったものに振り向けられることによって、極めて短い期間でデフレを脱出する可能性は十分あるのだろうと考えています。

第2に、現状を脱出するのに財政政策が妥当な政策という浜さんのご意見があったわけですが、これは財政によってデフレ脱却するためにどの程度まで景気を持ち上げればいいのかという推計に大きく依存します。私自身の推計では失業率が3%程度まで下がらないと、需要面からデフレ、つまり労働市場の受給逼迫から賃金上昇、そして物価上昇という経路は作用しません。もしそれが正しければ、現状5.5%程度の失業率を3%まで2.5%動かさなければいけないわけですが、GDPとそれか

ら失業率の間の関係を日本に関して推定すると、GDPが1ポイント動いても失業率は0.2から0.1ポイント、つまりGDPを失業率の約5倍から10倍動かさなくてはならないということがわかります。そうしますと2.5%の失業率の変化に必要なGDPの変化は12.5%から25%、金額にしますと50兆円から100兆円ということになります。これだけの財政赤字を何年かにわたって継続的に出し続けて、失業率を3%程度にペッグできるほどの財政政策を打つことができるのであれば、確かに金融政策は“つま”として使ってデフレ脱却はできますが、これを3年やったら先ほどの話ではないですが、その時点で日本財政は完全に破綻してしまう。漫画のように一部の自民党の方が言っている50兆円というものの倍の規模を何年にもわたって続けなくてはならないわけですから、私は実行不可能であろうと思います。

【牛嶋】 ありがとうございます。加藤さん、今までの議論について何かご意見がありますか。

【加藤】 伊藤先生のご指摘に対してですが、まず短期市場の金利はどうすべきかということですが、本来ここまで量をふやしていくということで、かえって緩和効果を阻害している面があると思います。よって本来は当座預金減らしていくのがいい。あるいはオーバーナイトが0.10%程度など少しでも金利がついてお金が流れているという状況が本来は望ましい。ただ、現状で直にそれをやると、量的緩和策に慣れてしまった金融機関が多いため、問題が出てくるだろうと思います。したがって、そこまで持っていくためには、事前にかなり不良債権問題なり財務内容を、相当改善していかないと現実にはできない。これからはせめて、当座預金を一方的にふやしていくのではなく、逆に普段の季節性があらわれるようにする方がよい。先週の金融政策決定会合で期末超えの金利上昇を抑えていくというディレクティブが出ていましたが、逆にある程度の季節性は許容する方がいいと思います。状況を見てできることであれば、当然目標を減らしていく方がいいと思うのですが、その前提としては金融システムをより健全化した後でない残念ながらできないと思います。

ETFに関してですが、伊藤先生がおっしゃられたような銀行セクターを経由しない形でのマネタリーベースの供給が、ヘリコプターマネー的ではなく、かつ、積極的に現物株を押し上げていこうという働きかけでないとすれば、実際にはさほど効果は出ないのではないかと思います。資産デフレを止めるという効果もないわけ

ですから。そうしますとそこまで踏み込む割にいろいろなリスクが生じる。あるいは、制度上は日本銀行は独立していますが、マーケットは現状の日銀の独立度は決して強くないと認識している。それと同様に、たとえインフレターゲットという制度があっても、物価上昇が目標値を上回った時にその制度が歯どめとして機能するのか。コストとメリット比較すると、ETFに踏み込む必要性というのは感じられないということになると思います。

それから、財政ですが、例えば先日、財務省の方から出ていました「平成15年度予算の後年度歳入歳出への影響試算」という今後の見通しの試算が出ていましたが、この中で試算が2つあって、試算1というのは非常に楽観的な試算で、名目成長率が16年度が0.5%、17年度が1.5%、18年度2.5%ということで、18年度はインフレ率も1%になっているという状況の試算ですが、この場合の18年度の税収が44.8兆円となっています。

一方、消費者物価はマイナス0.5%が18年度まで続くという試算でのもとでの税収は42.6兆円ということで大差ないということになっています。もちろんデフレ予想が長期に続くということでのデメリットというのは当然あるのですが、若干プラスのインフレに持っていっても、税収でこのくらいしか変わらない。そういう意味で緩やかなインフレを達成できた後も、決してそこにバラ色の世界があるわけではなくて、財政の問題を真剣に考えなければならないわけです。したがって、インフレターゲットといってもグローバルな問題もあるし、あるいはデフレで実質賃金が上がっていながら消費をふやさない人がいるということは、基本的には将来不安ということでしょうから、むしろそちらの不安を解消していくという方向性でいかないと、決して近道にはならないのではないかと思います。ですから、デフレ問題を金融政策だけで対処するということは当然問題が出てくるのだらうと思います。

【牛嶋】 ありがとうございます。それでは、浜さん、最後にコメントをお願いいたします。

【浜】 まず、岡田さんからご指摘があった点ですが、私自身は超積極的な財政拡張論者ではありませんので、余りこの辺をそういう意味で突っ張るつもりはありませんが、今までの繰り返しで言えば、ここでオーソドックスに働くべきはということがあります。それはそれとして失業率を大きく下げなくてはいけない。そのためにお金がかかりすぎるというご指摘がありますが、これは試算の仕方によってもい

ろいろあるのですが、確かに従来のように低失業率状態であった経済構造を前提として試算すれば、ちょっと失業率を動かすためには非常に大きなてこが必要になるという結果になるのは当然考えられるところだと思いますが、今の状況というのは、そういうものではないわけでありますので、そこまで巨大なてこ入れを必要とするかどうか。これは試算のやり方いかんでありますのでちょっとわかりませんが、そういう側面は若干あるのではないかと思います。

こういう推計というのは、失業率というような1つの指標を動かすというところに代表させた形で、所要の資金なり効果を試算すればこうなるということでありますから、そこは今のそういう形で代表させた指標による試算だけで、これは実行不可能だというのは、そこにはちょっと疑問があると思います。

伊藤さんがおっしゃられたところで耳にとまりましたのが、ETFを買うということです。ETFを買った相手、日銀に対して、ETFを売った相手にその流動性が、現金が供給されるから、これは金融システムの中で金にとまっているのとは違うという指摘がありましたが、それが現金としてわたっていくという限りにおいては、もともとETFを持っていた人が現金を持つということが景気に直接的に効くといいますが、働きかけるチャンネルとして、そういうトランスミッション・メカニズムとしてすぐ働き出すようになるというのは疑問があります。たとえば、その現金がそのまま入ったらどうなるのかという側面があります。

それと同じようなことでありますが、確かに人々がものを買出す、お金を使い出す、投資をし出すということが、繰り返しになりますが最大の目標であるわけですが、そこは我々みんな一致していると思いますが、そのとき、物価というものを目標にすること、物価が上昇を始めるといことは、そういうところにつながっていくのかそうか。これは岡田さんのご指摘のバランスシートの再調整に向かって最も有効なインフレ目標策ということでありましたが、外債を買う、あるいは株がどういう買い方かというのがありますが、そういうところで金融資産に回っていくというのは、必ずしも景気あるいはデフレを脱却していくこと、この経済が収縮していくという状態を脱却することにはすぐにつながっていく話ではないであろうと思いますので、物価というところに目標意識が、しかも数値目標に収れんしていくというところは、正攻法でないだけに、状況をよりゆがめていく懸念があるのではないかと思います。

【牛嶋】 ありがとうございます。私の不手際もあって大分予定の時間を超過しております。本来、ここで休憩をとってフロアオープンにするという予定でしたが、もし皆様がよければ、このままフロアオープンということで続けたいと思いますが、パネリストの方々も、それでよろしいでしょうか。それでは、これからフロアオープンにして会場の方々からご質問を受けたいと思います。手を挙げていただいて、それからご発言の前にお名前と所属を言っていただいて、だれへの質問かということもあわせてはっきりさせていただければと思います。

【A】 民間の会社を営んでいる者ですが、先ほどからお話をお伺いしていて、インフレターゲットの部分がきちんとできれば、それは望ましいと思っていますけれど、その方法論について、例えば国債を買い増しすることで、具体的にその物価を目標のところに誘導していけるということについて、疑問が残る部分があります。

例えば消費者の消費を先に向かって喚起していくために、インフレターゲットをやったときに、産業ごとによりばらつきが出る可能性があるのかどうか、ということがちょっと気になります。例えばある産業ではかなり上がっても、ほかでは全くそのままデフレの状態が続いてしまうような産業ができてしまうのではないかと。逆にそれが必要な産業ではなくて、本当に必要な産業と、そうではないこれからの産業という意味でのそうではないものが逆になってしまうのではないかとこの懸念、かなりばらつきが出てしまうのではないかとこの懸念を1つ持っています。

もう1つだけ、例えば消費税みたいなものを10年ぐらいかけて2年ごとに1%ずつ上げていくというようなやり方であれば、インフレターゲットではないんですが、産業間のばらつきも少ないし、政府の税収にもなるし、消費の喚起にもなるのではないかと考えたのですが、そういうやり方よりもインフレターゲットの方が優れているという根拠があれば教えていただきたい。

【牛嶋】 少し質問を集めてからまとめて答えていただきたいと思います。

【B】 為替レートについて3点ほどお伺いしたいんですが、特にデフレ派の人にお答えいただきたい。

まずユニットレーバコストですとか、最近ですと失業の大半というのは製造部門から出ているということで、例えばアランモルツァーですとかサックスなんか、日本の実質為替レートは高過ぎるので、下がらないといけないといっております。ただ名目為替レートが十分下がっていないというのが、デフレ圧力になっているのでは

ないかと言っていますが、これについてはどうお考えかというのが1点です。

それから、第2点で伊藤さんのまとめにあるのですが、介入だけで円安を起こそうとしても無理である可能性が高いと言っておりますが、スペンソンのタイトルに言うように、絶対確実ではないかという気もしますが、問題があるとすればどこら辺とお考えなのかというのが2点目です。

それから、3番目にインフレーターゲット、これは当然必要だと思っておりますが、要するに有効かつクレディブルな手段が何かということが問題なのではないか。例えばスペンソンですとか、あるいはパーナキングですね。そういった外国人は割と為替レートを下げることが最も有効なツールであると言っている。例えば大恐慌の教訓というのはそうだと思いますが、日本人は為替レートを下げることにより積極的でない。もうこの後に及んでいるわけですから、消極的な理由がわからないんです。よく自然に円安になるだろうという意見もありますが、現実にはそうならないということがありますし、そもそもポートフォリオリバランス効果はかなり不確実性が大きいわけですから、今のような状態というのは、そういうものに期待するというのは希望的な観測に過ぎず、危険が大きいのではないかと思います。

もう1つよく言われるのは、外国が反発するから余りやらない方がいいということがあるわけですが、有効な政策を外国が反発するからやらない方がいいというのは、私が知る限りほかの国にはないと思いますので、なぜそういうことが理由になるのか。もしあるとしたら教えていただきたいと思います。

以上、3点お願いいたします。

【牛嶋】 あまり質問を集めますと答えの対応がつきませんので、ここで一応2つのご質問に対する回答を、伊藤先生と岡田さんをお願いします。

【伊藤】 1番目の質問ですが、方法については私はETF等でいろいろチャンネルの説明をしましたし、私はあると思っていて、それはないという人がいれば、これは意見が違うということになると思います。

2番目に、インフレーターゲットを行って、産業間のばらつきがあるかということですが、これは当然あります。上がるものもあれば、下がるものもある。ただ相対価格の変動というのは、当然経済の構造として出てくるわけですから、ただ平均の価格上昇が2%になればいいということを行っているわけで、ばらつきは当然出てきます。ただ、好ましくないばらつきの出方になるのではないのかということにつ

いては、インフレ目標というのはそういうことにはならないと思います。

消費税を毎年1%ずつ上げていくという方法は、1つの有効な政策で、これはインフレ目標と組み合わせで導入することは可能だと思います。

それから、2番目の質問で実質レートが高過ぎるといふのは、そうかもしれません。これはもちろんいわゆる空洞化で投資が外に出ていくといふのは、その1つの現象だと思っています。

介入だけで円安にするのは難しいか、可能か不可能か、不可能だとしたらどういふ理由かということですが、1つは岡田さんが少し触れた点ですが、例えばスペンソンが言っているような160円を目指して大量に介入したという場合に、もちろん資産を買っていくわけですから、アメリカの国債を買うかトレジャビルを買っていくわけで、それは数に限りがあるし、相手の市場を攪乱するということがもし万が一起きれば、これはもちろん反発するどころか問題だと思います。したがって、量がどれくらいで済む話なのかということは1つあると思います。ただレートが下がったことに対し、例えば中国が文句を言うということについてはそれほど心配してはいない。それは介入しないこと理由として私は挙げていません。

自然に円安になることには限界があるのではないかという見解があると思います。ただ、これは円安だけで景気回復をしよう。黒字をどんどん出して景気回復をしようということは、私は必ずしも正しい政策ではなくて、すべていろいろなことをやった上で、為替も多少円安になって、これも多少景気回復にプラスに働いて、物価上昇にプラスに働く。だからワン・オブ・ゼムで自然な円安というのを私は言いたいと思っています。

【牛嶋】 岡田さん、何か補足があればお願いします。

【岡田】 私の場合は国債の買切りだけでインフレにする効果があると主張しているわけですが、この原因は極めて単純でして、長期国債を日本銀行が買いますと、金利は日本銀行に支払われまして、日本銀行の必要経費を除いた分は自動的に政府に返されるわけです。つまり政府の金利負担はなくなってしまいます。また元本に関しても借り換えでつないでいけば、市場から消滅したことと同じになりますので、中央銀行による国債の買切りオペは事実上の長期国債の消却と同じ扱いと考えることができます。その意味で財政による将来負担、それによる将来不安が原因で消費が減退しているという意見がございますが、その可否はともかく、将来にわたる

実質可処分所得の持続的な上昇を引き起こすことは間違いないわけでありますから、これを通じて今日における需要が動く必然性がございます。もしこれが需要の増加を引き起こし、物価の上昇を招かないのであれば、極論すれば 600 兆円の国債をすべて日本銀行が購入して（事実上）消却してしまえば、日本の財政赤字問題はなくなるわけでありまして、物価が上がらないというのは、我々がケインズのいうところの「寡婦の壺」という幾らでもその中から食べ物を取り出すことのできる魔法のつぼを持っているのと同じ状況でありますから、そういった状況はあり得ない。中央銀行による通貨の増発は絶対に物価上昇を引き起こすことができるということでもあります。

第 2 に、ご質問の中で今伊藤先生からご説明がございましたが、相対価格に対する影響いかんというお話がございましたが、1 つだけつけ加えさせていただければ、現在のような低インフレ状況は、相対価格の調整を抑制するところに最大のサプライサイドにおける問題がございます。例えば本来は IT の生産物の価格はもうちょっと高くなっていくべきだったろうと私は思います。それがほかのものに引きずられて下がってしまう。要するに平均値が低いためにもっと下がってしまうというようなタイプで、本来好ましい相対価格の調整をおくらせることによって、経済構造の市場メカニズムを通じた転換を抑圧するのがデフレの最大の問題であります。先ほど加藤さんのお話の中で、日本経済は 1930 年代ダイナミックな転換過程にあったから高橋財政は効いたというお話がございましたが、私が知る限りにおいては、全く事情は逆でありまして、デフレ期においては先ほどごらんいただいた表にありますように、わが国は在華紡問題という日本の伝統産業である紡績業が上海に流出して、日本の国際競争力が低下するという悪夢にさいなまれていたわけですが、これが為替レートの結果的な調整を引き起こすような金融政策の大転換の結果、為替レートも妥当な水準に戻ったこともございまして、我が国の本邦紡績業の ROE は在華紡を大幅に上回る。こういった伝統産業が復活しただけではなくて、後日これは不幸なことでありますが、戦艦大和や零戦をつくれるだけの重化学工業への大規模な構造転換がそれから起こっているわけであります。もちろん、これは軍事費の支出による後押しというのがありますから、決して今日そういった方向での構造転換を好ましいと思っているわけではありませんが、当時語られていたのは、今日、日本経済の構造転換がおくれているというのと全く同じ意味で、構造転換がおくれ

ていると言われたが、マクロ経済政策の成功の結果、構造転換が生じたというのが私の解釈であり、このプロセスを後押しするのはばらつきのある価格の変化、相対価格の調整であると考えています。

【牛嶋】 それでは、引き続きフロアから質問を集めたいと思います。

【C】 インフレーターゲットがインフレ期待にどう影響をするか。またその経路はどうかという議論があるわけですが、日銀が今非常に多くの国債を買って金融緩和を進めていますが、これは物価を上げるためにやっているわけではなく、むしろ当分はマイナスが続くだろうから、マイナスゼロになるまで続けようということ、むしろ逆の期待を植えつけている。だから物価が上がらないというようにも考えられるわけで、その点を推進派の伊藤先生と、先ほど経路がはっきりしないと言われた浜先生にコメントをお願いします。

【伊藤】 日銀の今の政策を批判するのは控えていましたが、確かにご質問にあったような点はあると思います。デフレについて、一時はよいデフレもあるというような発言もされていましたが、それからゼロ%を超えるまではということは、超えたらすぐ引き締めるのかというような期待も生んでいるかもしれませんが、そもそもこういうことは国債の買い増しをやっても効果がないかもしれませんが、石が飛んできたから少し額を上げようかというような形でのコミュニケーションでは、それは効果があったとしても、それはなくしてしまうという意味で、そういう意味を込めてマーケットとのコミュニケーションというのは非常に大切ですよということと言ったつもりですが、ご質問の趣旨は全くそのとおりだと思います。

【浜】 そうですね、今のご指摘、おもしろいと思いますが、経路の問題を申し上げる前に、目標をゼロにしているからまずいいのではないかという部分について言えば、オーソドックスな正攻法の立場としては、一般物価が下がり続けているという状況を、何とか是正するというところに第1次設定目標を設定するとすれば、まずはゼロという方向でものを言うというのは、そんなに不自然なことではないだろうと思います。ですからそこは認識の問題もあると思いますが、とにかく物価を上げなければいけないと認識するのであれば、これはまずゼロをターゲットにするというのは、そういう意味では言っていることとやっていることが矛盾しているということになると思いますが、そういうことではなくて、デフレの結果として物価が継続的に下がっていくという状況を是正しますというのであれば、ゼロに戻るまでと

というのは、あながちそれ程外れてはいないと思います。

経路の問題ということでは既に申し上げたとおりでありまして、私は物価の計算のできる指標ではかる物価が上がるのが、デフレ状態の脱却につながるということは大きな疑問があります。そういうところで議論をしていると話がわからなくなるのであって、そもそも物価が下がるということが、すなわちデフレだということではなくて、デフレだから物価が下がるわけですから、下がっている物価を上げればデフレが直るというのは、その経過の経路の理解にそもそも私は飛躍といえますか、短絡があると思うわけでございます。物価の上下はあくまでも結果であり、そこが諸悪の根源だというわけではありませんから、経済のメカニズムというものをどのように考えるかということで、この辺は大きく分かれるのではないかと思います。

【加藤】 時間軸の問題ですが、CPIがゼロを上回るまでこの政策を続けるという枠組みですが、現状では効果よりもデメリットの方が多いだろうと思います。長期金利が安定しているということが、投資活動を刺激する局面であれば、それは有効だと思うのですが、現状はそうではない。かえって多様な見方を押しつぶしてしまっていると思います。去年秋にフェッドがFOMCで利下げをしたときに、リスクバランスを中立にしました。あのときに新聞の書き方は、金融緩和はこれで終わりというものが多かったですが、一般の世の中の人たちの反応を見ていると、それを素直に信じている人も結構いました。単にイールドカーブを押し下げたければ、先行きも緩和方向をにじませる方がイールドカーブは寝たはずです。あれは計算ではなかったかもしれませんが、リスクバランスを中立にしておくことで、結果的に国民に住宅投資を急がせ、今のうちにモーゲージでリファイナンスをしておこうという効果が起きていました。そういう意味では多様な見方が出てくるような政策の方が、今はいいのだろうと思います。

【牛嶋】 引き続きご質問をどうぞ。

【D】 私は歴史をやっておりまして、主に高橋財政の時期について、加藤さんと伊藤先生へのご質問になると思いますが、加藤さんのレジメの6ページで意図がわからないんですが、文章の中で「短期金利はゼロ%ではなく、コール・オーバーナイト金利は当時は2～3%台で推移していた」と書かれていますが、例えばこの表もデフレだった時期が昭和6年しかないのではっきりしませんが、この年はコール

レートが 6.64%、公定歩合が 6.57%だったのが、昭和 7 年の高橋財政期において、実際には財政というよりも高橋金融政策の転換ですが、そのときにデフレ政策が成功したことによって、コールレートが下がっていくきます。これだけ見ると確かに今よりは高いのですが、いわゆる高橋財政が何をやったかという、加藤さんも先ほど言われましたが、レジーム転換を行ったわけで、いわゆるデフレ期待をインフレ期待に反転させたわけです。

コールレートや公定歩合を名目利子率の代理変数みたいに単純に置きかえて、これだけ見ても全然意味はわからないわけで、むしろ実質利子率と見なければいけません。昭和 6 年はコールレートが 6 %で、当時の物価水準はマイナスなので、実質金利は 15%から 20%ぐらいあるわけです。昭和 7 年にデフレ政策が成功していますので、当然インフレ期待が蔓延していますので 3.1%とか 3.2%といいながら、そこからインフレ率を引くわけで、ゼロからひよっとしたらマイナスになっているわけですね。そういうところを見て評価されないと、ただ単にコール・オーバーナイト金利が 2 ~ 3 %台で今のゼロ%よりも高めで推移していたことだけを見て、インフレターゲットの効果を批判するような政策は、何かちょっとそぐわない気がします。

伊藤先生も先ほど、高橋財政は今回のデフレ政策と全く違うと言われましたが、インフレターゲット政策というのは期待のもてる政策なので、まさに高橋財政期がやったのは、このデフレ期待からインフレ期待への転換であって、それが加藤さんの表からも明らかに見られることでもありますので、ぜひそこら辺の理解をしていただき、経済学は実験できませんので、歴史を説得の材料にさせていただいた方が、インフレターゲット派の方にはよりいいのではないかと思います。ちなみに、私はインフレターゲットに賛成です。

【牛嶋】 引き続き、ご質問を集めたいと思います。

【E】 伊藤先生にご質問です。

今日銀総裁をだれにするのかという話が盛り上がっていますが、伊藤先生がもしなられた場合、最初にどういったところから手を打っていかれるのでしょうか。たしか著書を読ませていただくと、国債買切りを大幅にふやすということが書かれていたと思いますが、先ほどのお話だと E T F 購入の方が効果があるようなお話をされていたので、どこから手をつけられるのか教えてください。

【牛嶋】 引き続きどうぞ、手を挙げてください。

【F】 少し前に岡田さんが、期待インフレ率を向上させるのは、ある意味でモデルによらない形でできるのだというお話をされたと思いますが、それは日銀が宣言した政策を継続できるという、そういったコミットメントの力がある場合に限られるのではないかと思います。先ほどどなたかがご指摘されていたように、現在の日本銀行が継続的なインフレを喜んで許容するという状況にはないため、ただ宣言を出しただけでは、その宣言が守られるかどうかは非常に不確実ではないかと思えます。そういう際に日銀の行動に対してコミットメントをつけるような、コミットメント力を高めるような方策としてどのようなものを考えていらっしゃるのかということをお聞きします。

もう1つは、先ほど岡田さんがデフレ期待による家計の資産保有とかポートフォリオのバランスについて言及されましたが、インフレ期待が高まった場合に、企業の投資行動というのがどのように変化されると思われるのか。これは岡田さんにお聞きします。

【牛嶋】 引き続きご質問を集めますので、どうぞ手を挙げてください。

【G】 私は政策には関与をしていない立場にいますので一個人として。きょうの伊藤先生のお話はパーケッジが大切であって、デフレを克服するために、金融、財政、銀行政策その他の構造政策が一体になって頑張りましょうということが本質的な問題だと、きちんと明確にされたという意味で、建設的な政策議論の第一歩になっていい話だったと思います。きょうのフォーラムもそうですが、デフレの問題についてはインフレーション・ターゲティングが本質的な問題で、そういうフィルターで議論しようというのは、デフレ対策の本質をゆがめている現況だと私は思っていますので、声の大きい伊藤先生にぜひそういう話をもっと明確にさせていただきたいと思えます。

それについて幾つか質問ですが、インフレーション・ターゲティングですが、伊藤先生も明確に書かれているように、これは何でもありの政策をするときの副作用を抑える、ある意味で補完と書いてありますが、まさに補完でおまけですね。そういう意味でこういうものをやるときは、伊藤先生がいつも強調されているような、平時における金融政策の有効性を高めるという意味でのインフレーション・ターゲティングとは全く異なる役割になるわけです。したがって、もしこういうパッ

ケージの中でインフレーション・ターゲティングという話をされるのであれば、そういう位置づけで、何でこれが必要なのか。本当にインフレーション・ターゲティングがベストなものなのかということは、もうちょっと議論の余地があるのではないかと思います。

それから、2つ目ですが、パッケージと言ったときに、幾つか問題があって、1つは前も何回かお話したことがあります。このパッケージのシーケンシングをどうするのかというのは大事だと思います。その点についてもう少しお話を伺いたいと思います。経済政策というのは摩擦のない世界で運営されるわけではなくて、実際にはたくさんの調整コストの中で実行されますから、できるものからやれというような政策のやり方だと、必要な政策に最後までたどり着かない可能性が大きいわけですね。実際現状というのはそういう状況だと思いますので、パッケージを強調される場合に、それを実際に完成するためにはどうしたらいいのかということについて、もう少しお話を伺いたいと思います。

その際に、幾つかポイントになるのは、こういうことをして、デフレを克服して、何か長期的に望ましい状況にたどり着くということは、長期的な利益になるわけですが、現在の状況というのは加藤さんのお話にもよく出ていたように、デフレと低金利、ほぼゼロ金利の状況に金融市場は完全にアジャストしていますから、こうしたデフレ状況から脱却して、長期金利は当然上がっていくわけですが、そういう状況になったとき金融市場は混乱する。金利が上昇していけば、それなりに不採算企業は撤退を余儀なくされる。短期的にはコストがたくさんつくと思います。そういう意味ではこのところに対する手だてをどう考えるのかということが最初の問題になると思います。

それから、もう1つは繰り返し何回か論点としては出てきては出てきていたのですが、このイグジットストラテジーをどうするのかということのことです。これがないパッケージというのはいつ終わるのかよくわからないという意味で、伊藤先生が強調されるような期待に働きかける役割という意味でも有効性は低くなると思いますから、パッケージ全体として出口をどこに見いだしていくのかということについて、もうちょっとお話を伺いたいと思います。

【牛嶋】 大分質問が集まりましたのでお答えしていただきたいと思いますが、伊藤先生、それから加藤さん、順番にお願いします。

【伊藤】 今のGさんの質問から答えていきますが、私は平時のインフレ目標も今回のパッケージの中のインフレ目標も基本的には同じことだと思います。それは物価目標をマンドートとして置くということと、それを中央銀行のフレーマックとして採用すること。ただ、初期条件が違いますから、そこに向かっていく手段として、当面提案する手段が平時とは違うだろうということでもあります。非常時でありますから非伝統的な手段が必要になるということです。

シーケンシングはできれば同時に行うのが好ましいということですが、これに余りこだわると、日銀は財務省と金融庁がこれこれをやらないとうちは動きません、金融庁の方は日銀がこれをやると言ってくれないと思切ったことはできないというように、3すくみの形になりますので、私は同時にやるしかないと思います。

それから、デフレ克服ということでは、いずれ長期金利が上がって混乱するのではないかということについては、確かにいずれ金利はゼロからプラスになるだろうと思います。ただ、私はそれがおくれればおくれるほど、物価が上がったときの混乱が大きくなる。2年前にインフレ目標をやっておけば、もっと軽微に済んだかもしれないかもしれませんが、今もちろんすごくアジャストしてしまったと皆さんがおっしゃるのでそれは大変かもしれませんが、このまま放置しておいて、もし3年後にデフレ脱却を図ったとしたら、そのときのコストというのは非常に大きくなるだろう。ですから早くやるに越したことはない。多少の混乱はあるかもしれないが、混乱があるというのを恐れて、おくらせればおくらせるほど、最後には破局的な選択しかありえないということです。だから対案を出してください。おくらせろというならそういう対案、それで本当に大丈夫なのかということを示していただかないと、私としては混乱があるからおくらせるという選択はとりたくない。

エグゼットストラテジーはこれはインフレ目標です。インフレ目標が達成されたときには、日銀は平時のオペレーションに戻る。これがエグゼットでありまして、これは明確だと思います。

それから、宣言を出しただけではもちろん期待はわからないでしょうから、コミットメントを高めるというのはもちろん、説明責任を厳しいものにするということで、これがインフレ目標の一部に当然入ってくると思います。

高橋財政との違いというのは、高橋財政の非常に大きな効果というのは、1つはやはり為替の切り下げから出てきたと思います。為替の切り下げの効果というのを

当時は享受できた。今回は日本が世界第2位の大国ということもありますし、余り期待することはできない。多少の効果はあるかもしれませんが、余りそこは期待できないのではないかと。それから財政赤字ですが、これは資料にありましたように、財政赤字の程度が違いますから、財政出動を思い切ってやって、脱却するというのは非常に難しいかもしれないと思います。

それから、人事については全くコメントはできません。仮定の質問にも答えられません。ただ、一般的に私は日銀や政府はこうすべきだということをあちこちで書いていますし、過去2時間それをしゃべってきたわけですから、その中でどういうことが適切かということをおは一般論として提言しているつもりです。

【加藤】 6ページの資料にそう書いた意図というのは、まず高橋財政は皆さんおっしゃっていますように、財政出動、通貨の下落及び名目金利の引き下げ余地があったということでの刺激を行ったということだと思います。ひるがえって、現状は既に短期金利がゼロバウンドにいるということで、マネタリーベースをふやしていく、あるいはインフレ目標を掲げていくということで、実質金利を下げていくということが出来るのかということ、私は現状では難しいだろうとっておりますので、高橋財政のときに比べると、いかに刺激することが難しいかという意味合いでここに載せてみました。

【岡田】 今の加藤さんのお話ですが、確かにコールレートはプラスですが、当時の長期金利、銀行の証書貸付金利は1932年の政策転換から2・26事件の間、約4年かけまして1%も低下しておりません。ですから金利低下で急激な景気回復が起こったということは全くないということは、貸出のレベルから言っても事実であります。その意味で全く加藤さんのご意見には同意できない。

第2に、ゼロ金利でない。コールがゼロでない状態だから効果があったというお話ですが、同じ時期にアメリカの世界大恐慌の最中ですが、コールはプラス、なぜかという銀行は破綻リスクがプラスになっているわけですが、無リスクのTBレートを見ますと3カ月、6カ月ものでもほとんどゼロであります。オーバーナイトのFF市場がなかったのでそれは直接データとれませんが、今日の日本にあててみると、無リスクのオーバーナイト市場はゼロ金利状態が極めて長期に続いていく中で、政策転換が、しかもマネタリーベースの大幅増加を引き起こしてから、1年後に起こっています。マネタリーベースの増加がデフレに影響を与えなかった理由は大統

領も連銀の総裁も大恐慌を起こした本人たちが居座っていたからでありまして、これがいなくなればたちまた政策効果が出たことははっきりしています。

そこで先ほどご質問にありましたが、コミットメントに対する担保というのは極めて重要なことであって、政策当局がやっても多分効かないだろうが、一応やってみるとか、先ほどお話にあったように、2000年の夏のように、ナスダック市場が既に5月に崩壊して、IMF、OECD、ワールドバンク、ありとあらゆる世界中の中央銀行あるいは経済政策に関する機関、もちろん国内もそうですが、反対する中で利上げをやってしまう。こういう不必要な自由度があるということは、極めて望ましくない逆方向のコミットメント、デフレを持続するコミットメントだということで、この点に関しては現在の制度的枠組みは極めて好ましからざる副作用を持っていると思います。それを是正するためにも法律的にインフレーションターゲットを導入して、政策を縛るという必要があると思います。

【牛嶋】 引き続き、フロアからご質問を受けたいと思います。

【H】 伊藤先生に質問させていただきたいのですが、きょうご用意いただいた資料の5ページの上のチャートは、コアCPIの前年度比を示されていると思いますが、80年代のバブルの後、しばらくしたピークがやっと3%ぐらい。当時土地とか株とかの資産インフレはすさまじいものだったわけですが、あれでやっと3%ぐらいだったということなのですが、こういった事実もあって、1~3%CPIで縛るといのが個人的にはちょっと疑問に思いますが、その辺何かコメントいただければと思います。

【牛嶋】 引き続きどうぞ。手を挙げてください。

【I】 伊藤先生にお伺いしたいのですが、日本銀行がETFを購入するのがよいということをおっしゃっておられますが、日本政府を統合して考えてみると、例えばETFの購入が仮に効果があるとすれば、ETFを政府が買って、そのときにかかる費用を国債調達し、その国債を日本銀行は買い入れるというのも、1つの同様の効果を出し得るオプションとして考えられて、なおかつ政府がETFを買う方が民主的なチェックが働き得ると思いますが、なぜ政府ではなくて日本銀行がETFを買うのがよいのかということについて、説明していただければと思います。

【牛嶋】 引き続き手を挙げていただきたいと思います。

【J】 パネリストの先生方のデフレ期待に対するばらつきを一応確認しておきた

いのですが、私個人的には財政改革ですとか実態経済の構造調整、不良債権等も含まれると思うのですが、この辺についてはゆっくりだが、それなりに進展しているという評価をしております。仮に金融政策が現状のまま維持された場合、ほかの財政改革とか実体経済の構造調整が進むと仮定した場合に、デフレ解消までに要する年数を具体的に何年とお考えになっているのかを確認させていただければと思います。

【牛嶋】 ご質問はどなたに。

【J】 各先生に数字で何年ということで確認したいのでお願いします。

【牛嶋】 それでは、もう一方どなたか。

【K】 まずインフレターゲットの導入の方法についての方法論についてお尋ねしたいのですが、ETFやREITを保有主体がもし売らなかった場合というのはどうなるかということです。

それから、同様に国債の買切りオペの場合ですが、日銀が当然金融機関から買うわけですが、金融機関が資産として国債を選択して売らないという場合にはどうなるかということについて、方法論についてお尋ねします。

今のデフレ脱却の期間とちょっと重なるのですが、金融市場の変化というのは比較的早いと考えると、そういう場合に物価が上がるだろうという期待が生じた場合、先に名目金利だけ上がり、実質金利が下がらないということが起き得ると思うのですが、それはデフレ脱却のために実際に要する物価が上昇するまでの期間というのは、どのようにお考えなのか教えていただきたいと思います。

【牛嶋】 今までのご質問に対してお答えいただければと思います。伊藤先生に対する質問がかなり多かったと思いますのでお願いします。

【伊藤】 最初の質問で、CPIで3%というのは、バブルの最中によく達成しているので難しいのではないかとありますが、プラザ合意の後のいわゆる円高不況、輸入物価がどんどん下がって行って、不況になった86年、87年の状況を除くと、1~3%という幅で見れば大体93年ぐらいまでは達成できていたのです。したがって、この幅であれば私は十分達成可能と考えています。

それから、ETFは日銀ではなく政府が買って、その資金を国債で出して、それを日銀が引き受ければいいのではないかとするのは、オペレーションとしては確かにそのとおりですが、それは物価目標を日銀から政府に移してしまうということ。つま

り政府が責任を持って物価目標をやるのだということになります。政府の言うなりになって、国債を日銀がどんどん引き受けていくということですから、それが果たしていいのかということが問題になる。逆に聞きたいのは、なぜ日銀がそういう資産を買っていくということに問題があるのか。そちらの方が、要するに貨幣を刷れるのは日銀しかないわけですから、それを使って資産を買っていくのがマネタリーオペレーションなわけですから、買う資産が長期国債でなくてETFであって、何がいいなのかということをおはむしろ聞きたい。なぜそういうオペレーションをわざわざ政府に渡してしまうということをお日銀が提案するというのは、おは理解できない。

それから、デフレ解消までに何年かというのは、数字で言えと言われても困ってしまうのですが、財政、不良債権の処理はそんなに進展しているとは思いません。現状のペースで財政を行い、不良債権処理が現状のペースで続いて、あるいはもっと加速するかもしれませんが、不良債権の加速それ自体はデフレ圧力をむしろ高めるとおは思っていますので、そこを現状あるいは現状より加速した不良債権処理を金融が維持していれば、おはデフレからの脱却というのはめどが立たないとおは思います。外的な要因というのはいろいろありますから神風が吹けば別ですが、諸々の外的な予測できない要因を除けば、現状のメカニズムとして脱却のめどは立たないとおは思います。

それから、ETF、REITを売ってくれないきはどうするのかということですが、これはマーケットで例えばお日銀がトピックスと連動するようなものを組み立ててお日銀が買ってもいいし、そういうもので組み立てたいといったら、喜んで組み立てる証券会社は幾らでもいるとおは思います。マーケットで買えば十分買っていいとおは思います。国債もマーケットで買えば幾らでも売ってくれる人はいるから、売ってくれない場合はどうするということをお心配する必要はないとおは思います。

それから、名目金利だけ上がって、期待が変わったときに名目金利が先に変わってしまって、実質金利に影響しないということは、おは現在のような弱い経済の場合にはそういうことは起きない。実質金利がゼロに向かっていく可能性の方が高いとおは思っています。実際に景気がよくなってくれば、当然名目金利も上がってくるとおは思いますが、前半の質問というのはインフレ期待は変わらないということであったとおは思いますが、もしインフレ期待が変わった場合には、おは実質金利を低下させる

ことは十分できると思っています。

【牛嶋】 ありがとうございます。伊藤先生のお話で、不良債権処理が進められている間にはデフレ圧力が強くて、なかなかデフレからの脱却のめどはたたないと今おっしゃったんですが、その点は提出されたペーパーの中で、例えば2年後にインフレを1～3%になるようにターゲットを設定すると書かれていることと、どのように関係するのでしょうか。政府は現在不良債権問題を2年後に正常化させるということで取り組んでいるわけですが。

【伊藤】 何もしないで、財政、金融をこれまでのままで不良債権だけを加速して消却していけば、デフレはむしろ悪化するだろうと思います。ただ金融と財政のうまいミックスを考えていけば、それを不良債権の加速処理と十分整合的になって、デフレ脱却は可能だと思います。

【牛嶋】 わかりました。今どのくらい時間がかかるかというのは、皆さんに問われておりますので、一応、岡田さんから、どの程度で脱却可能かということお答えください。

【岡田】 私は先ほど申し上げたように、今の名目金利が名目成長率を上回っている状態のもとでは、財政は破綻が決定しているわけで、この状態があと5年から10年続けば、確実に財政破綻によるハイパーインフレーションという、古典的なデフレ脱出が実現するだろうと思います。

【牛嶋】 それを避けるためにインフレ目標が必要であると。

【岡田】 当然です。そんなことになったら、それこそ元も子もないですから。

【牛嶋】 加藤さんお願いします。

【加藤】 私は財政破綻が起きないように、我々がまじめに取り組んでいるというのが前提ですが、一方で人口減少が間もなく本格的に始まるわけですし、ただ、一方で国内産業もいろいろ統合・合併も進んでおりますので、多少整理が進んだ業界においては価格支配力が多少は出てくると思うのですが、一方で今後アメリカやヨーロッパがデフレに入ってくる可能性も十分ありますので、イメージとしては成長率が一時的に高まったときには、ゼロに近い水準に近づいていくこともあるかもしれませんが、そういう海外の状況にまた引きずられてマイナス幅が大きくなるということで、10年間ぐらいはデフレから本格的に脱却ということは難しいのではないのでしょうか。したがって、過剰債務のセクターというのは非常に厳しい話になるので

すが、逆に新しいビジネスモデルをいかに組んでいくかということで、ある程度覚悟していかなければならないのではないかと思います。

【牛嶋】 最後に、浜さんお願いします。

【浜】 私も実を言えば常日ごろから10年という期間を念頭においてこの問題を考えています。世界的に見ても非常に大きな構造問題を抱えている経済が、そこから脱却してそれなりにそれこそ痛みを伴う調整のプロセスを経て、その向こう側の一定の成長力と安定のある状況に到達するというのは、大体これは10年の仕事ということがいろいろな形で見受けられます。端的に言えば、イギリスのサッチャー改革による元気な経済に、今またちょっとおかしくなっていますが、なっていくプロセスは10年ということでありましたし、アメリカが双子の赤字のアメリカからニューエコノミーのアメリカ、ニューエコノミーのアメリカにも非常に大きなゆがみがあったわけですが、差し当たり成長力を回復していくというところに到達するまでに10年。そしてまた日本で一時いろいろ言われて注目をされたオランダの経済構造改革、オランダの奇跡と言われるものも、やっぱりその成果が出てくるまでにはおよそ10年かかっているというような事例がございます。そういうようなところから考えれば、それらのいずれの国よりももっと大きな構造問題を、もっと長くたくさん抱えてきた日本でありますから、これから先失われた10年の後は、構造的な調整の10年というような展開になっても全然おかしくはないだろうと思いますし、その問題の深さを考えれば、10年でいければ上出来という感じがしております。日本が10年という期間できちんと今の状況から脱却していくためには、市場機能の回復ということが重要になってくると思います。ですから政策が数値目標的な方向にいろいろな意味で今傾いていると思いますが、その方向ですっとやっていくということになると、これは10年でも構造病からの脱却は難しいかもしれないという意味で、10年、15年というようにところがおよそのめどになるのではないかと考えております。

【牛嶋】 どうもありがとうございました。大分時間も過ぎましたので、この辺できょうの「インフレ目標政策を巡って」について終わらせていただきます。インフレ目標導入に積極的なお二方と、それからどちらかといえば反対の立場をとられているお二方からお話を伺いました。これまでの話を聞いて、インフレ目標の導入に積極的なお二方は、やはり現在の危機的な状況はそのまま放っておけない。でき得

る政策をすべて動員してやっていく必要がある。そのときにインフレ目標は大きな役割を果たせるという理由、認識でございます。また、それを達成するための手段も十分あるという認識のように受けとめました。

また、消極的なお二方は、最後にデフレ脱却まで 10 年ということも出ましたが、お話を聞いている限り、当面はデフレが続かざるを得ないだろう、政策的にデフレを解消するというのは当面難しいと考えておられる。そういう中でインフレ目標の設定というのは、例えば金融政策のクレイディビリティを失うといったようなことになるのではないかと。むしろ構造的な調整を続けて、10 年頑張っただけで構造的なリアルの方の調整が進まなければ、基本的に回復はしていかないのではないかとという認識であると受けとめました。それでよろしいでしょうか。

そういうことで、本日の議論を終わりたいと思います。本日はインフレ目標についていろいろな角度でご議論いただいて、それぞれが主張されている背景がどういうものか。どういう認識でそれぞれのお考えが主張されているかということについて非常によく理解できたと思います。また、会場の皆様方からもさまざまなご質問をいただきまして、考え方の整理、論点の整理におおいに貢献していただきました。

本日は休みも入れずに長時間ディスカッション続けましたが、本当に皆様、参加していただきましてありがとうございました。

パネリストの先生方もきょうはご苦労さまでした。ありがとうございました。

(拍

手)