

第3回 KANSAI ECONOMIC POLICY FORUM

「円高・デフレ下の日本における、これからの金融政策を考える」

日時 平成23年4月15日（金） 午後3:00～5:00

場所 関西経済連合会会議室

1. 研究会報告： 地主 敏樹氏 神戸大学経済学部 教授
2. ゲスト講演： 渡辺 努氏 一橋大学経済研究所 教授
東京大学大学院経済学研究科 教授
3. パネルディスカッション：
コーディネータ 地主 敏樹氏 神戸大学経済学部 教授
パネリスト 渡辺 努氏 一橋大学経済研究所 教授
東京大学大学院経済学研究科 教授
高屋 定美氏 関西大学商学部 教授
田中 敦氏 関西学院大学経済学部 教授

※以降敬称略



会場風景

1. 開会

(島) ただ今より、第3回 KANSAI ECONOMIC POLICY FORUM を開催させていただきます。最初に、研究所代表理事の武田から一言ごあいさつを申し上げます。

(武田) 本日は当研究所の第3回 ECONOMIC POLICY FORUM にご出席を賜り、誠にありがとうございます。皆さま方には、このたびの大震災による被災への対応、あるいはサプライチェーンの再建、あるいは復興支援等々、日々大変ご苦勞をされていると存じます。そのご努力にあらためて敬意を表します。また、皆さま方には日ごろから当研究所に対し、ひとかたならぬご支援をいただき、この場をお借りして厚く御礼申し上げる次第です。

さて、ご承知のとおり、当研究所では先日の理事会において、新しい所長が選任されております。フォーラムの前にお時間をいただき、新しい所長である稲田義久先生からごあいさつをさせていただければと思います。

(稲田) 3月31日から新しく当研究所の所長を引き継ぐことになりました稲田でございます。よろしく願いいたします。

当研究所は、アカデミックサイドの強力なご協力を得ており、地主先生もそのお一人です。その意味では、これからいろいろな新機軸を打ち出していきたいと思っており、その一つとして、この POLICY FORUM もタイムリーな政策等を議論する場でありまして、先生方にやっけていただいている成果を均てんしたいと思っております。

今日は盛りだくさんです。一つは、皆さんご承知の方も多いと思うのですが、渡辺先生はマイクロデータを使った形で、物価ではなくて価格を分析されていて、面白いいろいろな知見を發表されていますので、非常に私も興味深く思っております。それから、後ほどパネルディスカッションもございます。地主先生にディスカッションを行ってまいります。理論、研究の成果とともに、例えば今日は地震の話も出てくると思います。マネタリー・オーソリティーがうまくマネージしていったわけですが、そういった震災への対応も含めてカレントなトピックも議論してまいります。皆さん方、いろいろな質問を出していただいて議論を深めていただければと思います。



稲田義久（関西社会経済研究所 所長）

（島） それでは、よろしくお願いします。

2. KISER「金融政策研究会」 研究会中間報告

地主 敏樹（神戸大学大学院経済学研究科教授）

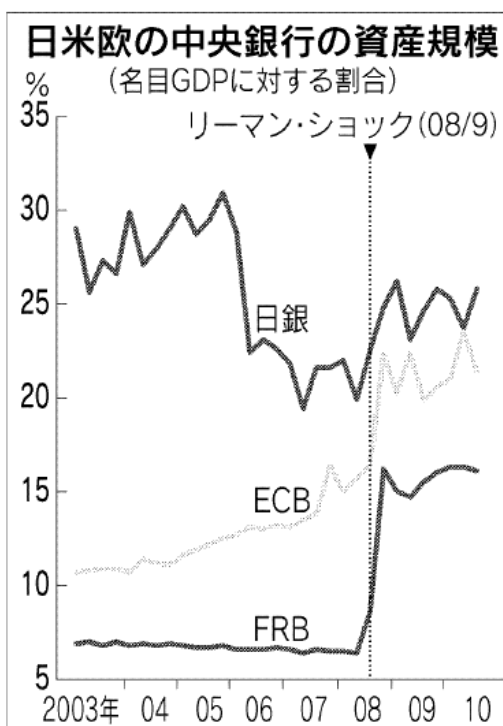


金融政策研究会の研究内容

この研究会は「金融政策研究会」という名前になっております。本間前所長から、KISERの中で財政の関係と経済の予測の方は頑張ってきてきたのですが、金融の方は今まではなかったということで、マクロの方の金融政策と関西の地域金融のことを研究するものを立ち上げてほしいということがあり、始まりました。私がまず金融政策の方を立ち上げるに当たって、それぞれ日本の金融政策とEUの金融政策をやっておられる関西学院大学の田中先生と関西大学の高屋先生のお二人に依頼して、快諾していただきました。本日は、その金融政策研究会の中間まとめを行いたいと思います。

内容としては、これまでアメリカが金融危機の後に行った信用緩和、あるいは昨年10月に始まったQE2と言われる追加緩和のこと、それからECBがどのようなことをしてきたのかということについて検討して、最後に、日本銀行が今回の危機以降だけではなくて日本自身の金融危機以降いろいろ行ってきたことについて検討してきました。本日のこのフォーラムの後、焦点としては、これから日本ではどうしていきべきなのかということを考えていきたいと思います。私から、3回のそれぞれの内容の簡単なまとめをさせていただき、渡辺先生のゲスト講演の後、パネルディスカッションでは、日米欧それぞれの金融政策についてどのように評価するのか、あるいは出口がどうなっていくのか、そして日本のこれからの金融政策の運営はどうあるべきかということについてディスカッションしたいと思っております。震災についても考えていきたいと思っております。

まず、次の図は金融危機後によく見られたグラフの一つです。中央銀行がそれぞれどれだけたくさんの資産を購入して持っているのかということです。日本で言うと量的緩和が実施されましたが、基本的に金融政策の中心的な政策手段が利子率なのですが、その利子率がゼロを切るころになってしまうと、もう利子率を下げることはできません。何かほかの政策を考えなければいけないわけですが、その一つとして日本銀行が生み出したのが量的緩和です。日本の場合は日本銀行が国債を大量に購入し、その代わりにお金を市中銀行に回しました。



出所：『日本経済新聞』、2010年11月19日（朝刊）

今回はアメリカもヨーロッパもほぼ同じ状況に入りましたので、2008年の9月、10月に、それぞれたくさん量的緩和を行いました。グラフの一番下がFRB、真ん中がECBで、縦軸はGDPに対する比率になっていますので、それぞれの経済規模に対してどれぐらいのものなのかということを見ていただけます。今回の金融危機後、一番増やしたのは当然アメリカで、ヨーロッパもかなり増やしています。それに比べると日本銀行の増やし方は少なかったのですが、日本銀行はもともとの出発点が非常に大きかったため、全体の水準としては日本銀行は今でも一番大きいという形になると思います。

金融危機後の対応だけを見ると、アメリカとヨーロッパがあれだけのことをやったのに、日本はあまりやっていないではないかという評価にもなったわけですが、他方で、全体としてどれだけ中央銀行が緩和しているかというレベルで見ると、日本はまだまだ高かったというのが基本的なところだと思います。

もう少し個別に、まずアメリカについては私の専門ですので少し多目に話をさせていただき、日本とヨーロッパに関しては簡単にお話しして、パネルディスカッションで高屋先生と田中先生にさらに敷衍していただきます。

アメリカの政策対応

まずアメリカについてです。今回の金融危機後、アメリカの対応は非常に高く評価されました。金融危機を起こしたところまでは氷河期なのですが、その後のバーナンキの対応はかなり高く評価されたと思っています。その中の一つのキーワードが、信用緩和（クレジット・イージング）です。日本は昔、量的緩和を行ったのですが、そうではなくて違うものを行っているのだということで打ち出されたわけです。

その内容を一番簡単に言ってしまうと、日本銀行が行ったのは国債をたくさん買うということですが、基本的に国債は、いろいろな金融資産の中ではほとんどリスクがない資産

です。それに比べると信用緩和は、民間の発行しているリスクのある資産を中央銀行が買っていくものであるとの一つの評価がされました。そうすると、日本銀行と違うことをアメリカがやったのだなという印象があるのですが、実はもう少しよく見ますと、確かにある程度踏み込んだ部分と、そうではなかった部分とはっきりと分かります。最初は、危機が始まってからリーマンがつぶれた後、証券会社、投資銀行が、短期の金融市場で資金が取れなくなってきました。それから、アメリカだとマネー・マーケット・ファンドという、預金の代わりに資金を入れているところがあるのですが、そこもほとんど銀行取り付けみたいなことが起きてしまいました。こういったものはシャドーバンキングと言われているのですが、そこを通じたお金の流れがほとんど止まってしまいました。

それを何とかしようということで、いろいろな政策が行われました。これは一見、非常に新しいものに見えるのですが、実際には、日本で言うと日本銀行が市中銀行に対して行う貸し出しとほとんど同じことを違う形態でやっていたというだけのことです。むしろ、シャドーバンクがすごく大きくなっていたのに対して、それに対応するような政策手段を持っていなかったことが良くなかった、それがなかったものを無理やり、かろうじてやったというのが現実のところだったと思います。ここに関しては、一応対応できたと言えるのですが、別に褒められたことではなかったのです。本当に踏み込んだのは、国債ではなく、住宅金融市場にお金を入れた部分です。ただ、それも何でも入れたわけではなくて、連邦政府がかかわっている、基本的に政府保証が付いているのに近いものをたくさん買ったわけです。

こういったことを行い、いろいろなところで資金が枯渇してしまって金融市場間の金利のスプレッドが非常に広がってしまうのを何とか和らげたというのが基本的な最初の状態でした。

その次に、昨年 10 月に QE 2 というものが始まりました。こちらは国債を大量に買うということで、内容としては日銀の量的緩和とほとんど同じです。ただし、もちろん幾つか違いがあります。一つは、国債をどれだけ買うかという目標額をはっきりと明示しました。財政赤字の 4~3 割というかなり大きな金額なのですが、この辺が、日本銀行が行った量的緩和よりもはるかに分かりやすかったと思います。日本銀行の場合は、民間の銀行が日本銀行に預けている当座預金残高をどれだけにするかという、最後は 30 兆円ということがありました。誰にとっても非常に分かりにくいものを目標にしたのですが、今回アメリカの場合はストレートでした。それは結局、本質的には国債を中央銀行が引き受けるという

ことにほとんど等しかった。ただ、全額ではなくて中央銀行サイドが額を決めて部分的に引き受けを行ったということだったと思います。

マクロ経済学の世界でも、金融の世界でも、政府の借金を中央銀行が引き受けてはいけないというのが大変大きな原則です。日本の戦争中がそうでしたが、財政が成り立たなくなってしまうと最後は中央銀行に国債を買わせるわけです。そうすると最後はハイパーインフレになってしまうので、絶対にやってはいけないことです。しかし今回アメリカは、それを部分的にやっていたわけです。そうすることで、金融政策あるいはドルへの信認をある程度下げることができます。下がり過ぎると困るのですが、ある程度下げることができれば、デフレを防ぐのに役立つということだったのかと思います。これがうまくいったかどうかについてはいろいろ評価があると思いますが、結果的にはそれなりにうまくいったと言えるだろうと考えています。

QE2に関しては、出口としては恐らく予定どおりに今年前半で終わって、その後、少しずつ資産は減っていくことになるだろうと考えています。アメリカ経済の底割れ懸念が大分下がったことと、インフレがだんだんと上がりつつあるという、その両方の理由から、予定どおりの出口になるのではないかと考えています。

ECB（欧州中央銀行）の政策対応

ECBに関しては高屋先生が研究されました。ECBはいろいろなことを行っていますが、一番大きかったのは、民間の銀行向けにたくさんお金を供給した、それも1年満期で固定金利で貸したことです。日本の量的緩和と違ったのは、30兆円とか15兆円と目標額を定めるのではなく、欲しいだけ貸した点です。これが一番メインの政策手段で、あとは民間の発行しているカバードボンドという住宅抵当証券などと似たようなものの購入を行いました。これはほとんどアリバイ作りというか、非常に少額です。

それから、PIIGSと言われるポルトガルやギリシャなどの諸国の危機が始まって以降は、それらの国の国債の購入も始めました。これはPIIGSの財政危機への対応として始まったものです。

暫定評価としては、高屋先生自身の実証研究なのですが、ECBによってたくさんお金が供給された結果、経済にどういう効果があったかを見てみると、なかなかはっきりしない。一つ比較的是っきりしていることとしては、株価には効いたのではないかとあります。

この研究会が始まったのが昨年 12 月ですが、昨年段階ではまだ出口ははっきりしていませんでした。ECB は出口に向かおうとしていたのが、PIIGS の危機で止まっていたわけですが、つい先日、利上げが始まりました。それについては高屋先生から後でまた説明があると思います。

日銀の政策対応

日本に関しては、日銀の政策として、日本の金融危機のときには量的緩和が行われました。それを田中先生は「フォアグラ作戦」と呼ばれました。要らないお金を無理やり食べさせるというか、持たせて金融機関を肥えさせるということです。そのフォアグラ作戦に対しての学会の評価は、基本的に金融システムの安定化には役立ったのですが、それ以外に経済を押し上げる、あるいはデフレを防ぐという効果は懐疑的で、それほど明確に顕著な効果があったとは認められないというのがほとんどの見方です。田中先生自身もそれに賛成しておられるわけですが、少数派意見としては、関西大学の本多先生などが、量的緩和を行ったことで株価を押し上げて、株価が上がったことで実体経済にプラスがあったのではないかという研究を報告されています。

今回の量的緩和に関しては、前回と違い、目標数値を決めて無理やり押し込むというフォアグラのやり方はやめて、その代わり、いろいろなメニューを提供しました。さらに昨年 10 月から包括緩和ということで、さらなる追加の緩和政策が取られました。その中では ETF の購入がマーケット規模に比べてかなり大きいのでインパクトがあるだろうということを田中先生も言っています。成長分野向け融資については、研究会を行っている段階では、まだどういう評価になるのかは未知数ということでした。

以上、研究会ではそれぞれ日本と ECB と FRB について、どんなことを行ったのかを見て、それによってどういう影響があったのか、どういう評価ができるのかを検討しました。

基本的には、アメリカについては、信用緩和に関してはそんなに高く評価できないのではないかと、むしろ QE2 の方がある程度効いたのではないかと私は思っています。ECB については、行った政策手段はむしろ古くからあるものなのですが、それがある程度簡単に効いたかもしれないということと、PIIGS 危機および出口の問題がありました。それから日本に対しては、量的緩和は実はそれほど効果がなかったのではないかという見方が強いということと、包括緩和に関しては評価がまだこれからだということで一応終わっています。

今日は、この後どのように見られるかということ議論していきたいと思っています。

どうもご清聴ありがとうございました。

(島) ありがとうございます。

引き続きまして、渡辺先生に「日本の物価ダイナミクス」ということでゲスト講演をしていただきます。渡辺先生は一橋大学教授、東京大学大学院教授をされております。

3. 講演

日本の物価ダイナミクス

渡辺 努（一橋大学経済研究所教授、東京大学大学院経済学研究科教授）



私の専門はマクロ経済学で、その中でも特に金融政策が専門です。金融政策ルールと言われている分野があるのですが、例えば金利がゼロより下がらないときにルールとしてどのような施策を取るのかがいいのかを理論とシミュレーションを使って計算するようなことを主として研究対象としてきました。その点も後ほどのディスカッションでお話したいと思いますが、今日は物価の話です。もちろん物価も金融政策にとっては非常に大事な指標、あるいはターゲットになりますので、10人ぐらいのチームを作って物価の研究を2006年

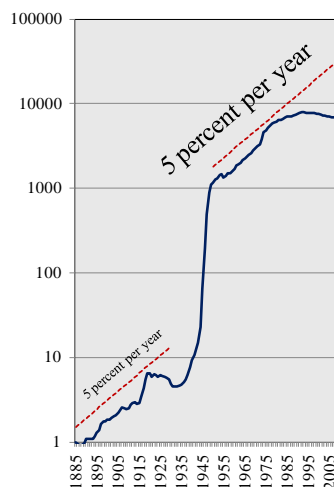
ぐらいからしております。そこからどんなことが分かったのかということについてお話ししてみたいと思います。

まず、最初に絵を幾つかご覧いただきます。

日本の GDP デフレーターの変遷

図表 1 は、日本の GDP デフレーターという物価の水準そのものを示しているものです。インフレではなく物価の水準という点にご注意ください。普通のグラフと少し違うのは、大変長い期間を見ているところです。1885 年ですから、日清戦争の前ぐらいの時期から最近までの 120 年間ぐらいの時期を見ているもので、私が物を考えるときによく見る好きなグラフのひとつです。図の真ん中あたりで線がぐっと上がっているのが分かると思います。これが第二次大戦後のハイパーインフレの時期です。ものすごい勢いでインフレになり、物価の水準もジャンプしました。この時期ももちろん面白い時期なのですが、今日はもう少し普通の時期についてお話しします。毎年 5%物価が上がるというのが赤い線です。戦前を見ると、その線と黒い線が大体平行になっているのが分かると思います。だから、戦前というのはいろいろなことがあって物価の変化があるのですが、平均的には毎年 5%ぐらいのインフレが起きていたわけです。戦後についても、1940 年代後半、50 年代、60 年代、あるいは 70 年代にはオイルショックがあったのですが、それでもおしなべて見ると大体 5%というラインで毎年上がっていたことがお分かりいただけるとと思います。

図表 1 Log of GDP deflator over the last 120 years



Source: Ito, A., T. Watanabe, and T. Yabu, "Fiscal Policy Switching: Evidence from Japan, US, and UK."

顕著な変化があるのが、1980年代ごろからになります。80年半ば以降、ほとんどフラットになっていることが分かります。よく見ると実は微妙に右下がりになっているわけですが、それがよく言われるデフレというものです。80年代半ばというのはバブルが始まった時期で、90年代初めにバブルが崩壊していますが、そのように資産価格が大きく変動する中で、物価はこのグラフで見る限りはほとんど動いておらず、ほぼフラットになっています。さらに90年代後半の金融危機の時代、あるいは2000年に入って以降もほとんどフラットで動いています。この25年、つまり四半世紀ぐらいの間にこういうことが起きているわけですが、これだけ長い間、物価が動いていない状況は、このグラフを見る限りは非常に珍しいということがお分かりいただけるとと思います。これは何なのかを知りたいと思ったというのがプロジェクトの出発点でした。

普通の発想ですと、例えばデフレがなぜ起こるかを知るとか、そういうことを研究するというのを考えたいわけですが、このグラフを見てしまいますと、激しいデフレというわけではないので、もう少し視点を変えて、物価が上がらない、あるいは下がらないのは何なのだろう、景気が悪いのなら悪いなりに下がってもおかしくないのに下がらないのは何なのだろう、この動かない状態をどうすれば説明できるのだろうということを知りたいと思ったわけです。

物価の安定、その背後では？

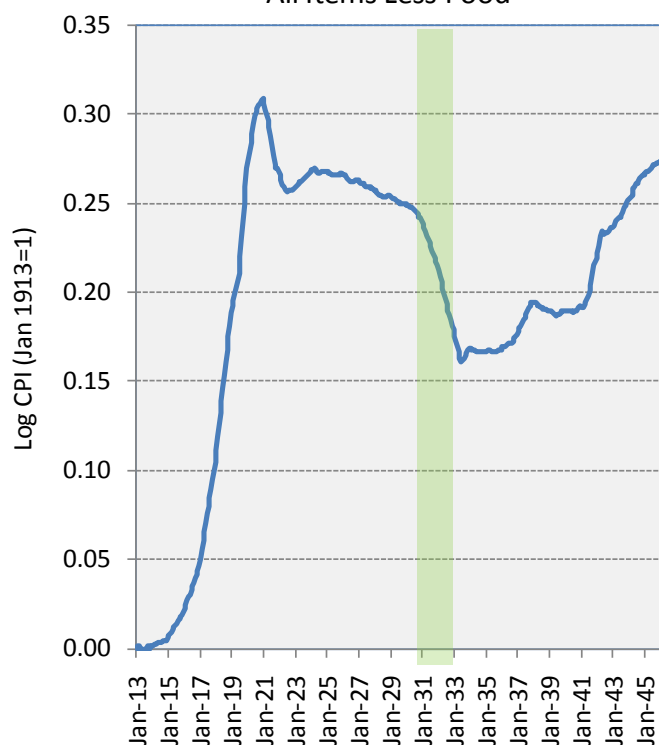
私の印象では、この動かない状態がほかの国でも大なり小なり起きているように思いますので、必ずしも日本に固有の現象ではなくて、ある程度の普遍性があるのだろうと考えました。それで、そういうことを研究すればほかの国でも何がしか役立つのではないかと考えたのです。

ちなみに、90年代後半以降の日本と大恐慌の差はよく比較されますので、物価についても比較することは可能なのですが、図表2は大恐慌の時期を見たものです。物価の水準が、0.25から0.15ぐらいと10%ぐらい落ちています。非常に短い間に激しいデフレが起きたことが分かります。日本ではこういうことが起きていません。先ほど述べたようにほとんど物価が動いていないわけで、大恐慌期の米国とは対照的です。

私は実は十数年前までは日銀にいたのですが、日銀は、90年代の初めぐらいのバブルが弾けた時期、それからもう少し後の時期もそうなのですが、物価が動かないという状況は比較的いいことなのではないかと考えていました。当時の三重野総裁の講演の記録を見て

も、バブルは崩壊しているので株や土地などはどんどん下落していますし、生産指数もどんどん悪くなっていっているのでおしなべて景気の指標は悪くなっていったわけですが、その中で物価はほとんど動いていなかったのので、物価はそれ以外の指標に比べると非常に優等生のパフォーマンスになっており、日銀としては上手にコントロールできているという認識を示していました。

図表2 U.S. Consumer Price Index, 1913-1945
All Items Less Food



ところがその後、90年代半ば、あるいは後半になってきて、動かないとは言いながらも若干CPI等が下落するということが起きる中で、それほど物価が優等生と言ってばかりもいられない、しかも景気が悪くなくてもあまり物価が反応しないというのはやはりおかしいと日銀も考え始め、90年代後半や2000年代に入ったころになると、物価だけを見て、物価が安定している、あるいは物価が動いていないからそれでいいと考えるのは間違いだという言い方をだんだんし始めるわけです。

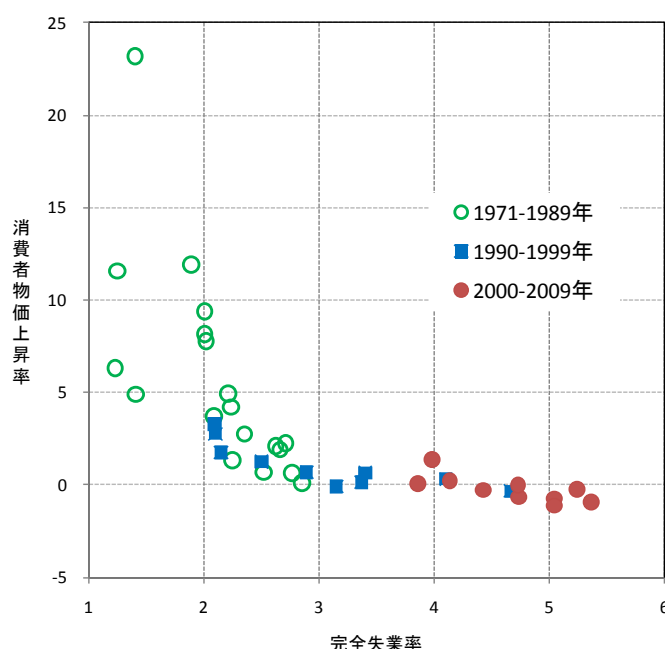
今日のような場で、物価が動かないという話を私がすると、「物価が動かない、そんないいことはないじゃないか。昔のように激しくインフレになったら、やはり生活している人は困るわけだから、それに比べるといいことなのではないか、それにケチを付けるのは何事か」と言われることが多いのですが、実はそうでもないということ、つまり物価が動か

ない背後ではもっと困ることが起きているということを少し話したいと思います。

フィリップス曲線 1971～2009年

図3はフィリップス曲線です。横軸に失業率、縦軸に消費者物価上昇率を取ったものです。このように景気が悪くなって失業率が上がっていくと物価の上昇率も下がるという関係ですが、71年～89年について見ると、右下がりになっているのがお分かりいただけると思います。だから景気が悪くなれば物価が下落するし、良くなれば物価が上昇するということが言えていたわけで、それがフィリップスが言ったことです。

図表3 フィリップス曲線：1971-2009年



ところが、90年～99年を見ると、フィリップス曲線の傾きがほとんどゼロになっていることが分かります。さらに2000年以降について見ると、失業率は動いていますが、物価上昇率はほとんど動いていないということが非常に顕著に見えてきて、フィリップス曲線がフラットになっていることがお分かりいただけると思います。

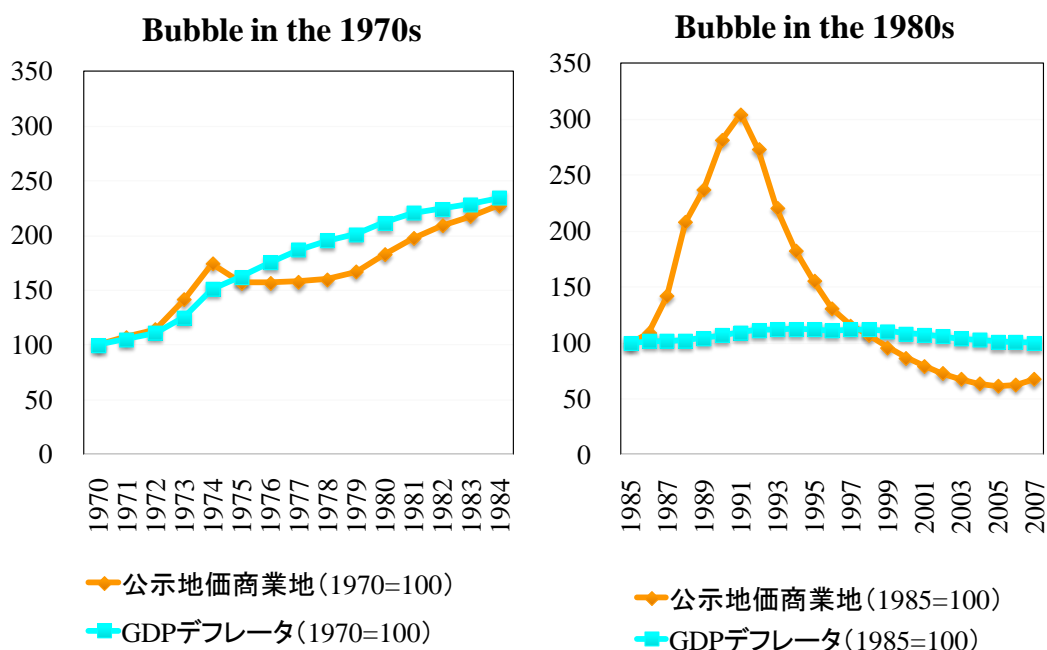
このことは何を表しているかという、例えばリーマンショックなどいろいろなショックが起きることに伴って失業率や生産などの数量が非常に激しく動きます。景気が悪くなれば数量が落ちるし、良くなれば数量が上がる。しかし価格は動かないわけです。大学の1～2年生に教えるのは、需要が変化すると価格が動いて、それによって数量の変化が少し緩和される、例えば需要が減ったとしても、その幾分かは価格の下落で吸収されるので、

需要の減少したものがすべて数量の減少になるわけではないということです。ところが実際には、需要の増減がほとんどすべて数量に反映してしまっていて、物価に反映しないということが起こったわけです。逆に言うと、例えばリーマンショック後に物価の下落幅がもう少し大きくなるようなことが起きたとすれば、数量の減少はもっと小さくて済んだわけですが、物価が動かない分、数量のところに大きな負担が掛かったということです。従って、価格が動かないのは決していいことばかりではないのです。失業が増えれば当然、家計にもいろいろな意味での影響が及ぶわけです。

日本の不動産バブル

もう一つ、物価が動かないことの悪いところを表しているのがこの図表4です。日本の不動産のバブルは、近年では70年代と80年代の2回存在したわけです。左側は70年代、右側は80年代のものです。赤い線が公示地価（土地価格）、青い線がGDPデフレーター（物価）を示しています。

図表4 Two housing bubbles in Japan: 1970s and 1980s



70年代は、当時、列島改造等いろいろなことがありましたので地価は上がり、70年を基準にしてみると、84年には2倍ぐらいまで上がってきたわけです。そのときに、地価が上がっていくわけですので当然、地価と物価との相対価格は開いていってしまうわけです。

が、開かないように GDP デフレーターも一緒になって上がっていくということが起きました。狂乱物価とかそういうことがありましたので、それを反映して上がっているのですが、結果として 70 年と 84 年を見ると、両方とも 100 から出発して 200 をちょっと超えたところで終わっています。つまり、地価と物価（GDP デフレーター）は一時的には乖離しましたが、結局のところ、物価が地価に追いつくようなかたちで、同幅だけ上昇したわけです。地価であれ物価であれすべての価格が同幅だけ上がることによって元の状態が回復できたといえます。

これに対して 80 年代のバブルでは、70 年代と同じように地価は上がっていったわけですが、先ほどから強調しているように、物価はほとんど動いていません。そうすると、赤い線（地価）と青い線（物価）の差はどんどん広がっていき、ここでは不均衡が発生しているわけです。では、どうやって不均衡を解消したらよいか。物価がテコでも動きたくないという状況を前提にしますと、あり得る解決策は、赤い線が落ちてくることしかありません。実際に赤い線が 90 年代には落ちてきて、最終的に青い線と赤い線が一致する、つまり相対価格が元に戻るということが起きたわけです。

相対価格が元に戻るという意味では、70 年代も 80 年代も同じことが起きたわけですが、その起こり方が違います。70 年代は物価が追いついていくことによって相対価格は元に戻り、80 年代は物価はテコでも動かずに地価の方が戻ってくることによって相対価格が戻るということが起きたのです。

今から考えれば、この地価の下落が実は非常に大きなマイナスインパクトを持ったわけで、金融機関はもとより、事業法人においても債務の過多が生じ、それがしかも長引くような形でのバブル後の処理を起こしてきたと考えられます。

そうすると、いいか悪いかはよく分かりませんが、70 年代は物価が上がることによってバブル後の処理が比較的やりやすかった、それに対して 80 年代は物価が一向に上がらなかったことによってバブル後の処理が非常に長くなったと整理できるだろうと思います。このことがまた、物価が動かないことがいいことばかりではないということの一つの証明だと思っています。

学術創成研究「物価変動ダイナミクスの解明：ミクロとマクロの統合アプローチ」

次に、物価のプロジェクトの話をしていただきたいと思います。一橋大学の中に物価研究センターを 2006 年に作り、「物価変動ダイナミクスの解明」ということで、一橋のマ

クロの研究者、東大や京大の先生方、あるいはマクロだけではなくて賃金の方も大事なので、賃金や労働市場の研究、そして産業組織も価格の変動する大変大事な分野ですので、ミクロの研究者も交えながら十数名のチームで分析をしてきました。そこでどういうことを考えてきたのかを少しお話ししたいと思います。

なぜミクロ価格が必要か

物価を勉強するというのは話としては非常に単純です。製造業であれ、流通であれ、いろいろな企業がいろいろな価格の設定をしています。そこから出発して、何らかの形で、全体としての物価のダイナミクス、インフレのダイナミクスを勉強していくことがゴールになるわけです。今までのアプローチは、いろいろな企業が価格設定をし、結果として出てくる個別の価格の平均値を作るわけです。CPI しかり、GDP デフレーターしかり、とにかくいろいろな価格の平均値を出すことによって物価の指数を定義しようということです。ラスパイレスなど指数の計算の仕方についてはまた難しい理屈がありますが、とにかく平均値を作って指数を定義する。そうすると、例えば日本の物価の指数の時系列が1本できます。先ほど120年の時系列をお見せしたが、あのようなものができるわけです。そうすると、その1本の時系列で、どのように物価が動くのかということ进行分析できます。アメリカでもまた1本できますので当然分析できます。各国でそういうことをしてきたわけです。

この方法は便利ですし、消費者物価指数のような統計を作るという手順をきちんと踏まえているという意味で非常に望ましいものだと思いますが、大きな問題点として、平均的な行動しか見えてこないということがあります。トヨタやキヤノンなどいろいろな企業があって、いろいろな製品を作っていてそこにはたくさんの価格があるわけですが、それを平均値にしてしまうので、すべての個別の性質が失われてしまうのです。

これはあまりにももったいない、あるいは、こういうことをきちんと処理しないと物価の変動は完全には理解できないだろうと私たちは考えました。私たちだけではなく、実はヨーロッパやアメリカなどの同じような分野の人たちも、そういう発想を持つに至ったわけでした。

では、どうするか。代替的な方法として、個別の価格をまず直接集めてみようと考えました。例えばキヤノンが作っているプリンターやシャープが作っている液晶テレビの価格等を集めて、一つの品目についてその個別の価格のダイナミクスを調べようというわけで

す。そういうことを 10 万繰り返すことによって、10 万個のダイナミクスが分かります。そこから共通の要素、あるいはそれぞれのダイナミクスがどのように相関しているのかを調べ、最終的に集計していこうと考えたのです。だから、順序として、まず平均値を作ってそれを調べるのではなく、私たちの場合は、個別の価格を調べて、そこから共通性を見出し、それで全体としての物価のダイナミクスを知るということを考えました。

これは、言うとは格好いいのですが、やるのは非常に大変です。通常の方法ですと、消費者物価指数のようなものを総務省などのサイトから持ってくれば、それでもうデータとしては完璧なわけです。あるいは幾つかの国でやるとしても、100 か 200 の国から集めればいいだけなのでそれほど手間ではありません。しかし、われわれの方法の場合には、一個一個の価格を集めることが必要となるので、それをどうやって集めるのかということがまず大変で、またそれだけ手間とお金が掛かるわけです。

物価プロジェクトで収集・利用してきたデータの例

具体的にどのようなことを行ったのかというと、日経の関連会社で日経デジタルメディアというマーケティングの会社が、全国の 400 ぐらいのスーパーマーケットやコンビニの店舗で扱われている商品、基本的には食品や雑貨なのですが、その価格を毎日、全商品について調べてくれています。しかも素晴らしいことに、過去 20 年間ぐらい日次で調べてくれていますので、バブルの時期も含めてそのデータが見られるようになっているのです。われわれはその日経デジタルメディアと共同研究の契約を結び、そこから 400 店舗で扱われているすべての商品の価格の 20 年分の日次のデータを頂いて、その分析をしました。

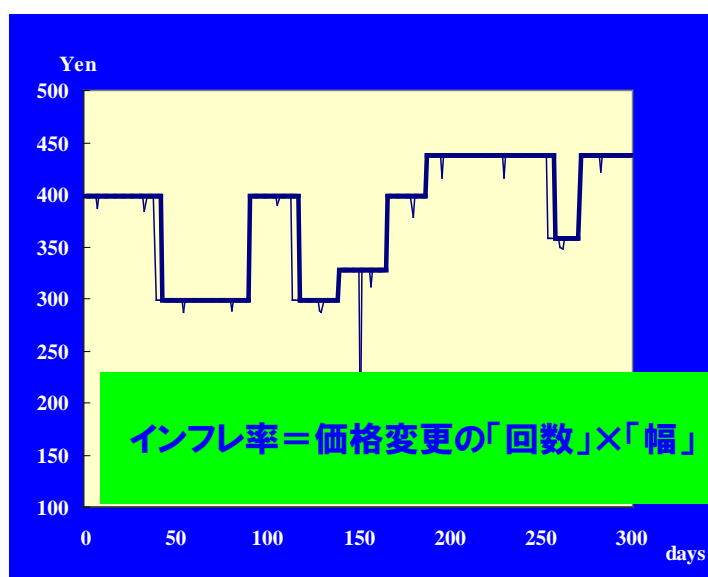
あるいは、「価格.com」というオンラインのサイトをご存じの方もおられるかもしれませんが。家電製品などを扱っているサイトですが、このサイトには電子商店が 1200~1300 店舗、出ています。オンラインですので主として家電製品に偏ってはいるのですが、それでも 30 万ぐらいの商品がリストアップされており、しかもその価格が非常に短い時間のスケールで変更されているわけです。それでわれわれは、「価格.com」とも共同のデータセットを作るという契約を結び、1300 ぐらいの店舗それぞれで扱われているすべての商品について、価格変更が何時何分何秒に起こったかということを全部記録してもらいました。価格変更が起きたときに利用者はそこでクリックし、それが購買行動になるわけですが、そのクリックもまた何時何分何秒に起きたのか記録していただいて、価格変化と利用者の反応の関係が見えるようにしました。

さらには、リクルートという会社が東京にあります。昔、「週刊住宅情報」という分厚い冊子があったのをご記憶の方があられるかもしれません。今はそれは全部オンラインになっていますが、家の賃貸や売買の物件ごとの情報をすべて掲載している週刊誌です。これも素晴らしいことに、バブルの時期からの毎週のデータが存在しています。われわれは主として首都圏のものを使っているのですが、首都圏で取り引きされている物件の属性や価格のデータを洗いざらいもらって、それを分析しています。

これらのものは一例です。とにかく細かいものを集めて、先ほど申し上げたようなアプローチで分析しています。

例えば、メーカーに勤めておられる方は当然ご承知だと思いますが、一個一個の商品にバーコードが存在しています。これは日本では JAN コードと言われており、ほかの国でも同じようなものが存在します。例えば日清のカップヌードルであれば、バーコードの中には日清によって作られたという銘柄のコードも入っていますし、もちろん商品コードも入っていますので、「日清のカップヌードルのしょうゆ味」という商品がユニークに識別できるわけです。カップヌードルにも最近はキムチ味などいろいろなものがありますが、それらは全部違うバーコードになっていますので、違う商品だと認識します。何でもかんでも同じだと言ってしまうと、われわれのアプローチの良さが出てきませんので、とにかくバーコード単位で一個一個の商品が違う商品だと定義することにして、商品をたくさん集めました。

図表5 ある商品のある店舗における価格の推移



具体的に、図表5は、ある商品のあるバーコードのある店舗の日経のデータですが、400店舗の中の一つの店舗において、その商品の価格がどのように推移したかを300日分ぐらい示しているものです。例えば、へこんでいるところでは特売がされていて、一時的に価格が安くなっています。しかしそういうことを除いて考えると、50日ぐらいの期間ずっと400円ぐらいで推移し、そこで価格が大きく下がって、またしばらく動かずにというように、不連続に動いているということが分かると思います。為替や株のように時々刻々、連続的に動いているというわけではありません。シャンプーならシャンプーの価格が400円ですって、しばらくすると動いて、またしばらくその価格で落ちついている、そういう動き方をしています。こういう特性を持っているものについて分析しようというわけです。

そのときに基本的に大事なことは、インフレ率を二つの要素に分解できるということです。一つは価格の変更、価格の更新が1カ月なら1カ月の間に起こる回数、それからもう一つが、一回一回の変更のときに動く幅です。ですから、この回数と幅を掛けたものがインフレ率で、CPIなどでは結局のところ、こういう個々の商品についての回数と幅から形成されるインフレ率があって、その平均値を見ていることになるわけです。従って、われわれは回数と幅に着目して、それを分析しました。

末端価格の改定頻度

まず回数の方についてです。いろいろな国について分析した例があり、われわれも日本について分析しました。例えば、アメリカでは1カ月に価格更新が起こる品目が大体全体の25%、4分の1ぐらいです。裏返せば、一つの品目は平均的に4カ月ぐらいは価格は動かないということです。それに対して、例えばイタリアではずっと低くて10です。つまり10カ月ぐらい動かないわけで、イタリアの方が価格の恒常性、粘着性が高いことが分かります。日本は大体アメリカと同じような数字ですので、アメリカと同じぐらいの伸縮性、粘着性があるということが分かります。

この価格変更の頻度あるいは価格更新の回数が、時間とともにどのように変化してきたのかを見てみようと考えました。つまり、先ほど述べたように価格が動かなくなっているのだとすると、価格の更新の回数が当然減ってきているのではないかと、更新の回数が減ってきているので価格変化が起きにくくなってきているのではないかと、まず考えたわけです。

図表6 末端価格の改定頻度

Probability per month, percent

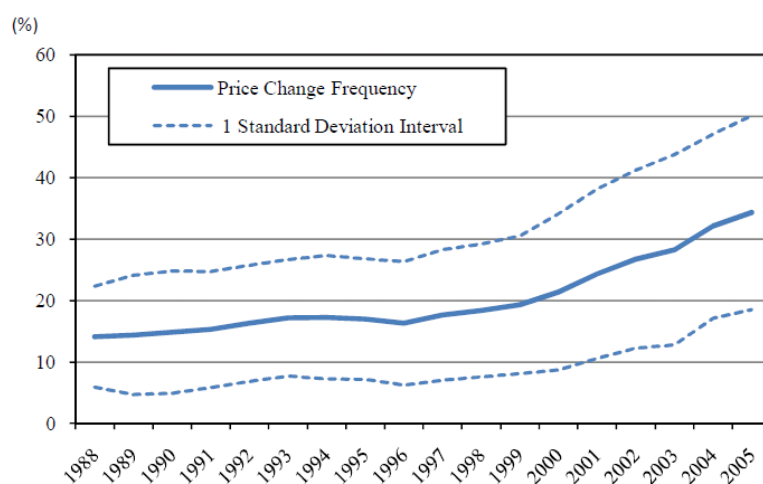
	CPI total	Processed food	Goods	Services
Japan	25	31	23	4
US	25	27	22	15
Germany	14	9	5	4
France	21	20	18	7
Italy	10	9	6	5

図表7がその結果で、青い線が更新の回数を示しています。88年からデータがありますので、ずっと回数を計算し続けています。そうすると、回数は95年ぐらいまでは大体同じ水準で来ているわけですが、その後、どちらかというと上がっていることが分かります。従って、価格の更新の回数で見ると、むしろ価格の硬直性、粘着性は薄まってきている、むしろ動きやすくなっているということです。これはわれわれが予想したこととは明らかに反対の傾向です。

回数が上がってきているのだとすると、あとは、あり得るのは幅です。幅が小さくなってきているので、回数は増えているのだけれども全体としては価格が動かなくなっているのではないかというのが次に疑われることなので、それを調べようと思いました。

図表7 Frequencies of Price Changes and Bargain sales

(a) Raw Price

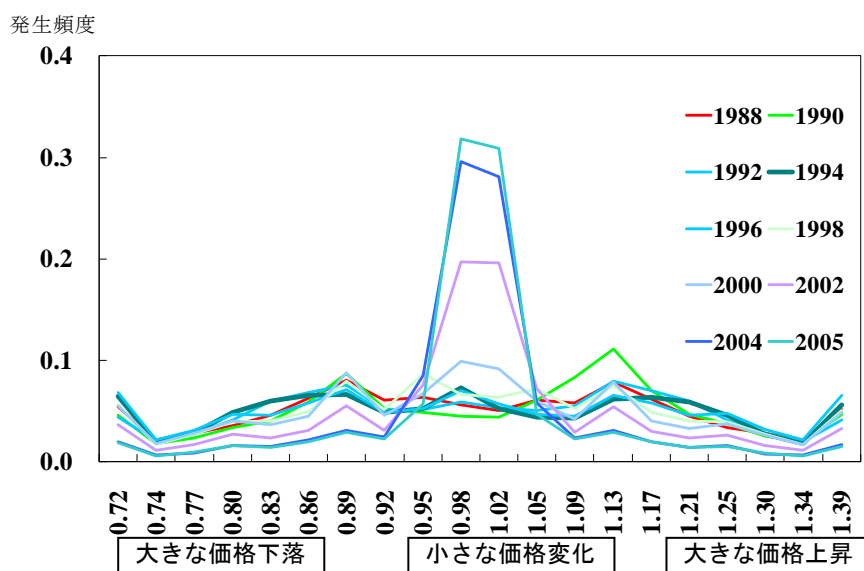


Notes: (1) Frequency of price changes is the daily average of the price change dummy that takes unity if the price is changed from the previous day, otherwise zero. The solid line denotes the year average of daily price change frequencies. (2) The dotted lines denote intervals of one standard deviation.

価格変化率の分布の変遷

図表8は日経のデータを使って、価格変化がどのぐらいの大きさに起きているかを見ているものです。赤い線は、1988年中に価格変化がどこでどんな規模のものがどのぐらい起きたのかを示したものです。例えば横軸に0.89とあるのは、11%ぐらい下落するという価格の変更幅のものが何回起きたのかということを示しています。同じように1.13のところでは、13%上がるというイベントがどのぐらい起きたのかを、その高さで示しています。のっぺりしているのが、小さなものも大きなものも、非常にいろいろなタイプの価格変化が起きたということが分かります。

図表8 価格変化率の分布の変遷 (1988-2005年)



これが時間とともにどのように変化してきたのかということを知りたいわけです。先ほど述べたように、われわれの仮説は、1回当たりの価格変化がだんだん小さくなってきているのではないかというものです。年を追って順々に見ていくと、真ん中の方がモコモコと上がってきているのが分かると思います。真ん中は価格変化が小さな領域ですから、そういう変化が最近増えてきているということです。反対に、下落にしろ上昇にしろ、大きな価格変化は相対的には減ってきています。つまり、価格改定の頻度は近年増えてきているのですが、その一個一個の価格更新としては実は非常に小幅なものが出てきており、それが全体としての価格の動き方を鈍くしている可能性があるということです。

こういう価格の動きが増えてきたのは一体なぜなのかを考えようとしたのが、次のステップです。簡単にアイデアをお話ししようと思いますが、こんなことを考えています。今、ある商品を例示的に取り上げたとして、この商品についてA、B、Cという三つの小売店が

あるとします。これが一つの商品について競合していると考えてください。マージナルコスト（限界費用）がかつては100だったとします。それがマイナス1期で100だったとして、ゼロ期で80になりました。原価が少し下がったわけです。そのときに、どのような競争が起きるかということを考えたのです。

原価が下がったゼロ期のところでは、誰も価格を動かしません。第1期になったところで、Aがおもむろに、原価が下がったのだから少し価格を下げようかと考えたとします。原価が100から80に下がったわけです。もともとの価格が100だったので、それを80に下げてもいいのですが、どのぐらい下げようかと考えたとします。BとCは、取りあえずこの1期には価格を変えないとします。ライバルは価格を据え置くだろう、自分だけが価格を下げると、それによって多分お客さんがちょっと余分に来るだろうと考えたとします。そのときに、80まで下げるかどうかはこの人の意思決定なわけですが、恐らく下げないだろうと理屈で考えられます。100のものを80に下げてもいいわけですが、BとCが動かないことを前提にすると、90までしか下げないだろう、下げられるけれども半分しか下げないということです。

次に第2期のところになると、今度はBが価格を改定する番です。この人も同じことを考えるわけですが、AとCは動かないだろうということを知っています。そうすると、Aのときと同じように、80には下げずに90までしか下げないでしょう。同じことがCについても起きます。そうすると、3期にかけてようやく価格の改定が一巡したわけですが、それでも本来あるべき80までは下がっていません。そこでもう1ラウンド、今度はAが80に下げる、そうするとBも80に下げるし、Cも80に下げるということで、2ラウンドに分けて価格の改定が起きているということが、ちょっと難しい理屈で考えられます。

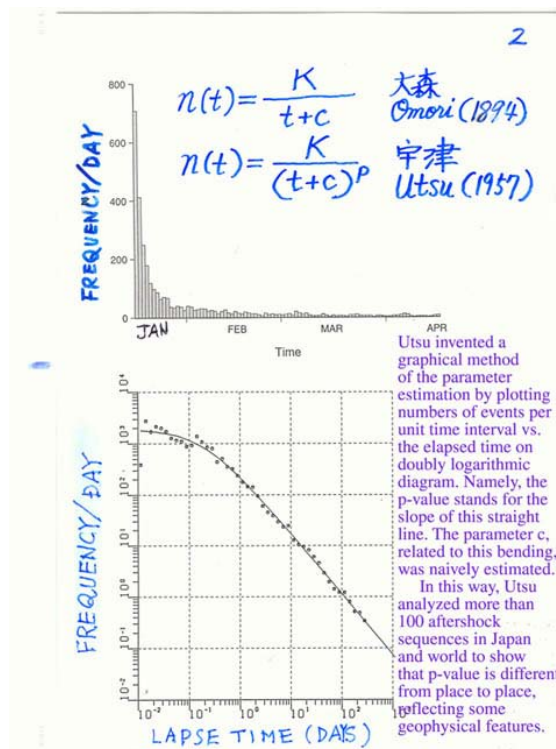
そうすると、どのようなことが起きるか。100から80というマージナルコストの減少分が20あるわけですが、一回一回の価格改定では10しか下がっていません。2回に分けて起きるので、6回起きる、つまり回数が多く起きるわけです。回数が多くて、しかも一回一回の幅は少ないということが、こうことを考えれば説明できます。A、B、Cが独立していて、商圈がそれぞれ干渉し合わないような状況だとすれば、マージナルコストが下がれば一気に80に下げるのでしょいうが、お互いに価格戦略が複雑に絡み合っているような場合は、このように価格変更が小刻みに起きるということが理屈で分かってきています。

われわれはそのデータから、実際そういう小刻みな価格変動が起きたのかどうかということを見たわけです。それについて最後にお話しして私の話を終わろうと思います。

価格変化と地震のデータの比較

小刻みな価格変化がどのように起きるのかを知るために使った手法が、地震の手法です。たまたま東北関東で大きな地震が起きたので、そういうこととどう関係しているのかということをお話ししようと思って統計数理研究所の尾形先生の HP からスライドを一枚お借りしてお見せします (図表 9)。

図表 9



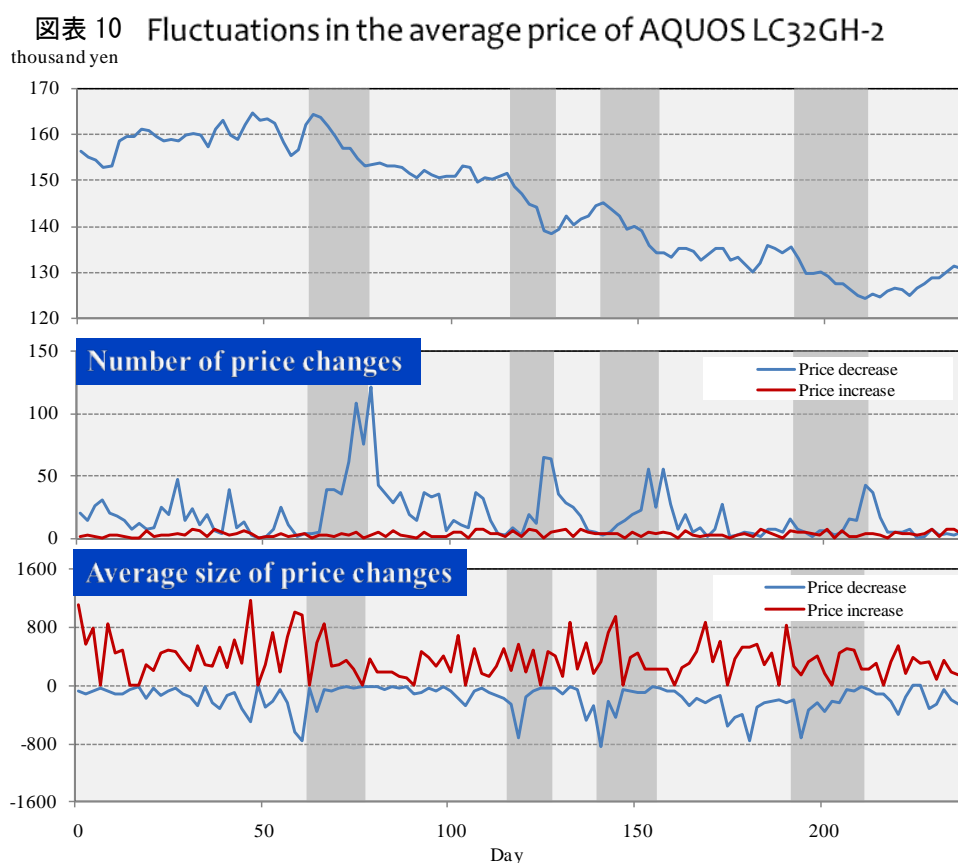
これは阪神の大震災のときのデータだと思いますが、私の研究ではなく、尾形先生のスライドをお借りしてきたものです。95年の1月に毎日何回ぐらい余震が起きたかを数えています、時間とともに回数が減っていています。聞いたところによると、今でも阪神大震災の余震は人間が感じない程度の規模のものが続いており、だんだん減衰はしていくけれども、ずっと長く続いていくものだそうです。今の東北の地震でももちろん同じような傾向が見えていて、最初に起きたものから、徐々にではありますが余震回数は時々刻々と減ってきています。

このことは何を言っているかという、余震というのは実は固まって起きる、一遍起き始めると、その余震が余震を誘発するような形で余震というイベントが連なって起きることです。本当は本震が一番先に来るわけですが、本震が来ると、それに連なる形で余震が来て、またその余震に連なる形でもう少し頻度は低いけれども余震が来て、しばら

くするとまた余震が来る。塊で起きることをクラスターとかクラスタリングと言いますが、そういう地震が連なってくる状況になります。

価格の変更というイベントが、実は地震というイベントとわれわれの場合は対応するわけですが、価格の更新というイベントがクラスターしているということ为先ほどの例から言っているわけです。それで、地震を分析するのと同じ手法が使えるのではないかと考えたのです。

実際に地震ではなくて価格のデータを見てみます。図表 10 は「価格.com」のデータなのですが、シャープのアクオスの型番 LC32GH-2 の 200 日ぐらいの平均価格の動きを示した表です。



デジタル家電ですので、基本的には時間が経つとだんだん下がっていきます。しかし一律に下がっていくわけではなく、シャドーをかけてある時期には下がり方がきつくなっているのがお分かりいただけると思います。われわれが注目したのは、下がり方が激しくなっているところで価格の更新の回数、特に下落方向の回数がどうなっているのか、地震のようにクラスターしているのかどうかということです。

真ん中に書いてあるのが、毎日の回数を数えたものです。先ほどの地震も毎日の数を数えていたのですが、これも同じことをしてみました。そうすると、このアクオスのテレビだと大体1日20~30回価格更新するのが平均的なパターンなのですが、50回を超えたり、多いところでは100回を超えるなど、ちょうどシャドーのところでは上がっていることが分かっていただけだと思います。つまり、価格の動きが継続的なところでは価格の更新はクラスターして起きていて、オンラインの店舗がお互いに牽制し合いながら「あいつが下げたら、おれも下げよう」ということを小刻みに繰り返すために、こういう現象が見えています。先ほどの例で示した話が実際に起きているということが分かったわけです。

そういうわけで、一応、価格が動きにくい理由はどういうことなのかについて当たりを付け、5年間かけて、それなりの金額をかけて研究を進めてきて、こういうことが分かったということです。ただ、分からないことはまだまだたくさんあります。例えば、なぜこんな長い間デフレが続いているのか。90年代半ばぐらいから既に15年ぐらいにわたって価格が下落しているわけですし、あるいは、一番最初にお見せした例で言えば、25年ぐらい価格が実はほとんど動いていません。こういう長い間の価格の変化については、今述べたようなことではなかなか説明が付かない部分が残っています。恐らく今後、政策の観点からも、このような長期のデフレのような現象がどういう仕組みで起きているのか、あるいは長期のデフレがどうすれば止まるのか、どんな点で長期のデフレが経済構成に悪い影響を与えているのかについて、われわれが見えなかったような理解の仕方を深めていくことが大事だろうと思います。

ちょっと駆け足で分かりにくかったと思いますが、また質問していただければと思います。ご清聴ありがとうございました。

(島) 渡辺先生、ありがとうございました。今の渡辺先生のお話に対してご質問があれば、お一人もしくはお二人程度でご質問をお受けしたいと思います。いかがでしょうか。

高屋先生、もしくは田中先生、いかがでしょうか。

(田中) 興味深いお話をありがとうございました。簡単な確認と、一つ質問をさせていただきます。このアクオスのデータを見ると、もしかしたらそう言われたのかもしれませんが、一番初めにボンと大きな価格変動があって、ほかのお店、企業がそれに追随する形でいろいろ微調整していくというように見えるのですが、そのように解釈していい

のか。一番下のグラフはシャドーの部分の一番初めが大きくて、あとはだんだん小さくなっていく、しかし真ん中のグラフではシャドー部分では初め少なくてだんだん大きくなっていく、つまり改定幅はだんだん小さくなって、改定頻度はだんだん大きくなっていくという解釈でいいのかどうかということです。

もう一つは、手元資料にはないスライドで説明されましたが、この背後には何か理論モデルがあるのかどうかということをお話したいと思っています。

(渡辺) ありがとうございます。まず「価格.com」の話ですが、われわれがデータを見ていてもなかなか分からないことがあるので、「価格.com」の本社に行って聞いたり、実際にこういうところに商品を売っている店舗に出掛けてヒアリングをしたりしました。実はこういうオンラインに出店している店は、東京で言うと秋葉原界隈などにあります。秋葉原のちょっと奥まったところで、マンションに1部屋借りて店舗をやっているようなものが典型的な店なのです。そういう店舗にお邪魔して、このようにデータを整理するとこうなるのだけれど、どういうことなのかとお話をうかがうと、例えばアクオスの場合で言うと、実は店舗は150ぐらいあるのですが、実際に最先端の一番安い価格を付けているところは10もないぐらいなのです。だから、安売りに命をかけていて、在庫を早く回転させることで商売を成り立たせるというタイプのビジネスモデルの店は、とにかく一番安い価格を付けることが非常に大事なわけです。

そういう中には、どうも商品ごとにプライスリーダーみたいな人がいるらしくて、例えばアクオスだと秋葉原の何とかさんのところで、確か関西方面でもそういう方が結構あると聞きましたが、洗濯機であればどこどこがプライスリーダーだというようなことが決まっているようです。そこにある種の合図みたいなものを掛けて、原価が下がると、最初の大きな価格変化を起こすようです。従って、先ほど言われたようなことは、恐らく最初に一つの店舗がリードしてというようなことがこういうデータの中では典型的には起きているのだと思います。それを数字で、あるいは論文になるような形で見るとなかなか難しいのですが、話を聞く限りはきっとそういうことなのだろうと思います。

それから、資料になかった話ですが、これは経済学者が言うモデルで言うと、ちょっと難しい言葉なのですが、お互いに店舗やメーカーが相手のまねをするような行動のことを戦略的補完性と言います。これはゲーム理論などで使われる概念ですが、そういうもので説明できるタイプのモデルです。

もうちょっと具体的に言うと、家電だと、オンラインではなくて今度はオフラインですが、ヤマダ電機などで、最低価格保証制度というものを経験された方もいらっしゃるかと思います。例えば、違う店舗はもっと安いということを教えてくれたら、その店舗の価格にしますよというようなことをうたっている店舗が最近増えてきています。例えば東京の新宿辺りに行くと、新宿駅前はずごく家電商戦が激しいのですが、それぞれの店舗が皆そういう約束をし合っています。どこへ行っても、自分のところが最低価格なので、その保証をしますよということを言っているわけです。

実は、その最低価格保証みたいなことをそれぞれの小売店がやった場合には、戦略的補完性が出てくるということです。つまり、相手が動いたら自分が動くということを言っているわけですので、一見したところ非常に活発な値下げ競争をしているように見えるのですが、反対に言うと、相手が動かなかつたら自分も動かないということです。動かないという状態が続くと、じっと動かないということが続くし、誰かが動き始めるとガガガッと動く。動くにしろ動かないにしろ連動性が生まれるという意味では、最低価格保証制度をモデル化したようなものは、戦略的補完性という概念で説明できるわけです。

もう少し経済学的に言うと、根岸隆先生がもう 30 年ぐらい前に提唱したアイデアで、屈折需要曲線という、需要曲線が真っすぐではなくて屈折しているときには、実は戦略的補完性に類するような現象が起きるということが理屈として分かっています。そういうものがもしかしたら実際の店舗やオンライン店舗等で起きていて、その結果としてこういう戦略的補完性が起きている可能性もあるだろうということです。実は私たちは需要曲線が折れているのかどうかということオンラインのデータを使って見ており、実際に折れているということが分かりました。実際に需要曲線が折れているかどうかを調べた人はほとんどいないと思いますが、われわれは価格を個別に見られるという状況を利用して折れていることを確認するという論文を書いています。

(田中) コメントありがとうございました。

(島) それでは、この辺りで本日のフォーラムの前半の部を終了させていただきます。

4. ディスカッション

(島) 後半の部を始めさせていただきます。パネルディスカッションの進行役は地主先生にお願いしたいと思います。

(地主) パネルに入りたいと思います。その前に、今日はいろいろな企業の方々も来ておられると思います。先ほどの渡辺さんの研究は基本的に個別の価格が命ですが、「価格.com」と日経とリクルートのものでカバーできている価格の領域はかなり、狭いと言うと怒られるかもしれませんが、もっと広いところで、こういったところでもこういう価格のデータが取れるのではないかという話があれば、ぜひよろしくお願いたします。

(渡辺) 実は個別の企業等にもヒアリングに行って、どうやって価格を決めているのかということも聞いています。今のところ東京近辺しか行けていないのですが、可能であればもう少し遠くまで足を運んで伺いたいと思っていますので、そういうことについてもぜひ情報の提供をよろしくお願いたします。

(地主) 日本はやはり最近のデフレの中では世界で一番長く経験しておりますので、日本でこういう研究をして、マイルドなデフレの下での価格の動向を考えるのは非常に大事なことだと思いますので、可能でしたらご協力をお願いしたいと思います。

それでは、パネルに移ります。パネルでは初めに、高屋先生にヨーロッパの中央銀行の金融政策について少し敷衍していただき、それに対して皆でディスカッションし、その次に田中先生に日本について敷衍していただいて皆でディスカッションをするという形で始めたいと思います。それでは、まず高屋先生、よろしくお願いたします。

(高屋) この研究会では、欧州中央銀行 (ECB) の金融政策についてというところを担当しております。私自身、この ECB の金融政策ならびに欧州統合について少し研究している関係で、最近の動きを今回の研究会で行っているのですが、少し時系列で ECB の危機対応策を見ていきたいと思っています。



高屋 定美（関西大学商学部 教授）

近年の ECB の危機対応策：概観

ご案内のようにヨーロッパは、当初はアメリカで起きたことで、被害者的な意識でもって対応していたのかもしれませんが、それが実はヨーロッパの金融機関自身、ヨーロッパのユーロ導入後の競争環境の変化等によって、ある意味、積極的に金融危機を生み出すような構造があったのではないかと考えています。そして 2007 年からの危機は BNP パリバ傘下のファンド危機から始まったのですが、実は 2007 年後半まで ECB は、流動性供給は行いましたが、金融政策全般を緩和的にするということはあまりせずに来ました。

それが一気に変わるのがやはりリーマン以降で、2008 年後半以降、協調的な流動性供給ならびに政策金利の引き下げという対応を取るようになってきました。それとともに、非標準的な金融政策、ECB の場合はあまり伝統はないので非伝統的という言葉は使わずにノンスタンダード、非標準的金融政策という言い方をしますが、その非標準的金融政策の導入を行いました。固定金利で長期のオペレーション、長期の金融機関への貸し出しを行う。そしてカバードボンドという不動産担保証券を購入する。これは金融機関から ECB が購入するのですが、それにより金融機関に資金供給をするということがありました。あるいは 2010 年にギリシャから始まる財政危機に対応して国債買い取りという、ある意味、非常な手段、ノンスタンダードというよりも、従来にない国債引き受けという形まで取らざるを得なくなったというのがこの数年の ECB の流れかと思います。

私自身、非標準的な金融政策の中でどれが効いたのかというはっきりした答えはまだ持ち合わせてはいませんが、長期のオペレーションが金融機関への潤沢な資金供給を可能にしたのではないかと考えています。それに伴い、金融機関の手元流動性がとりあえず確保され、それに続いて経営破綻をどう回避するかという金融システムの安定に貢献するということがあったのではないかと考えています。

ただ、それが景気安定にどれだけつながったかというのが、今後の私自身の関心ですし、多くの方の関心かもしれませんが、いわゆる実物の経済に対して量的緩和政策が果たして効果があるかどうか。暫定的ですが、私自身がやった結果では、株価の上昇に対しては何らかの、あるいは株価が下がることを食い止めるという株価対策としての意味合いは少しはあったのではないかと。ただし、その後のルートがまだよく分かりません。この後、少しデータが集まらなると難しい面もあるかもしれませんが、株価が下がらない、あるいは上がるということを通じて何らかの景気浮揚策につながっていくのかどうかということは今後考えてみたいと思っています。

そして、財政危機国の国債買い取りです。ある意味、非標準という異常なところに踏み込んだかなと思いますが、従来これは ECB だけではなく、EU という枠組みの中で特定の財政危機国を支援するという事は禁じられていたのですが、今回の財政危機はそれをさせるぐらい大きなマグニチュードになった事象だったと思います。現下でもギリシャもまだ政策対応ははっきりしていませんし、ポルトガルにしてもそうですし、アイルランドにいたってはほとんどの主要銀行が事実上、国有化されるという事象になっています。財政危機国の状況が今後の EU 全体の景気を左右する事象になりかねないと思う反面、実は今月頭に 0.25% の政策金利引き上げを ECB が行いました。実は 3 月の政策理事会の段階でそのようなことをほのめかしていたので、4 月に入ってから利上げをするだろうという観測はほとんどのエコノミストはしていたところですが、実際に行ったということです。

EU での金融政策の出口とは

では、金融政策の出口を EU がどのように考えるかということなのですが、例えば今回、出口をしてしまった大きな理由は、ユーロ圏では約 2.6% の物価上昇が見られたということです。これは原油高騰、金や穀物などの商品の値上がりを背景にしたものであるとの ECB 側の説明もあるのですが、確かにそれを背景にしてユーロ圏全体の平均物価指数は 2.6% 上昇しています。また、ECB 自体は 2% 近辺を一つの目標として考えています。ですから、

2.6%というのは少し高いので、今後のインフレ抑制のためには今のうちに金利上げをしようということでインフレ抑制にかじを切ったということです。

もちろん景気回復についても、ご案内のとおり、ドイツの成長率は東西ドイツ統合後で最高値になっているし、それが牽引してユーロ圏でも2%程度の成長率の回復が見通せるのではないかと景気回復の見通しになっています。フランスも景気回復の途上にあると言われていきますので、それらの大国がユーロ圏を引っ張り、そして物価上昇もあるということでECBは利上げに踏み切ったのだらうと考えられるのですが、先ほど述べたように財政リスクがありますので、この利上げがある意味、ドイツでは遅過ぎたのかもしれませんが。しかしポルトガルやギリシャ、あるいはアイルランドに関しては、この利上げの影響がどのように出てくるかが、今後見ていかないといけないポイントになるかと思います。

ただ、ギリシャの財務大臣は、今のギリシャは国債金利が上がっているのに、たかだか0.25%上げたところでそれほど大きな影響はないというコメントを出しています。現在のように高いドイツ国債とのスプレッド、すなわち国債金利の格差が広がると、多少の利上げではそれほど大きなインパクトにならないのかもしれませんが。ただ、じわじわと利上げ観測あるいは利上げの雰囲気が出てくるのがファンダメンタルに影響を与えないかどうか、やや心配されるころだと思います。

実は今回の4月のものが出る前に少し考えたこともあるのですが、ヨーロッパが出口を考えるタイミングとすると、1番目に金融市場の正常化、2番目にインフレ率の安定、そして本来ならば3番目が財政危機リスクの低下という順番で、3番のポイントがある程度のところまで落ちついた段階で出口をするのかなというのが昨年末辺りで考えていたことなのですが、1番、2番で恐らく判断し、財政危機に関してはむしろECBは少し距離を置いたというのが今回の印象です。

今後のECBの金融政策としては、商品価格によるHICPの上昇が続くと予想されますので、そうすると金融引き締めが行われる可能性もなきにしもあらずかと思います。ただ、アメリカの場合であればコアインフレという、動きやすい商品価格などは入れないインフレ率を使っているかと思いますが、ECBの場合は全体の指標を使っていますので、もしコアで取ると、それほど高いインフレ率ではないのではないかと考えています。

そして、財政危機国など経済で脆弱な国を抱えるEUで金利の利上げと、それに伴って出口政策をもし急ぐとすると、EU内での非対称構造を拡大していくであろう、それがまた新たな危機のリスクを生み出す要因にならないかということが、今年後半で考えなければ

ならない問題ではないかと思います。

東日本大震災への対応—EUからの教訓として—

そこで、やや飛躍した話になるのですが、東日本大震災への対応ということでEUから教訓を得られないかを考えてみました。今回EUの場合、危機対応に関しては、ECBも当初はしたのですが、できるだけ危機対応からは外れようという姿勢を見せていると思います。

金融政策に例えば今回のような震災への対応のストレスを掛けると、マクロの金融が混乱する可能性もあるかもしれません。もちろん危機対応には特別な対応も必要ですし、いろいろな策を考えていかざるを得ないのですが、ただし日銀の国債引き受けは、私は必ずしも原理主義者ではないのですが、あまり好ましくないのではないかと思います。これは後の処理が大変なのと、やはりそれが政治的なインセンティブを引き寄せてしまって、どんどん国債引き受けにつながるということに対する歯止めは作っておかないといけないだろうと思います。

今回の震災は、KISERのレポートにもありますように、ストックで17兆円以上の損失が出るというような推定をされているようですが、資金需要もそれに伴って非常に大きいものがありますので、そういう資金供給の枠組みも必要になるでしょう。例えば、ヨーロッパは欧州金融安定ファシリティ（EFSF）という枠組みを作りました。EFSFが特別目的会社（SPV）で債券を発行して、その債券に対してはEUならびに各国の政府が政府保証をするというものを作っています。そこから出てくる一つのアイデアとすると、資金調達のために震災債券を内外に発行して、その資金を民間に貸し出して、震災債券に政府保証を付けるという枠組みにして、いわゆる国債投資と一線を画す。これを日銀が買えば日銀引き受けと同等の効果を持つかもしれませんが、ただ、一つのクッションを置く形で資金供給できないかという一つのアイデアです。

それと、いろいろな方が今、議論されているようですが、例えば日経新聞でも柳川先生はPFIの創設、あるいは小幡先生は東日本復興開発銀行の創設ということを言われているようですが、今回この早期の段階で、しかも多額の資金が必要かと思いますので、できるだけ簡便な、単純な枠組みで資金供給ができるものが必要で、そのためにSPVみたいなものを早期に作って債券発行に踏み切るのがいいのではないかと考えます。その後、もちろんPFIによる事業創出につながっていけば、それが復興につながっていくものと考えますが、そのためのつなぎとしてこのようなSPVを作るのも一つのアイデアではないかなと考

えています。

(地主) どうもありがとうございました。

まずEUの方についてです。そのEUの金融政策に関して、株価には効いたかもしれないけれど、ほかのところではそれほど顕著な効果はなかったということと、今現在、出口に進みつつある、そしてPIIGSの国々の財政問題が解決するという見通しがそれほどはっきりしていない段階で利上げに進んだということかと思いますが、これについて何か高屋先生以外の方々からコメントがありますでしょうか。

(田中) 今の地主先生のまとめとは若干違うかもしれないのですが、震災対応のところでも非常に興味があるのが、国債の買い取りなのですね。一つの国が国債を発行していて、その一つの国に中央銀行があるというとは随分違う形なのであまり比較はできないのですが、こういう財政危機国に対する国債の買い取りに関して、その額やタイミングに関してどのような議論ないしルールがあったのかを教えていただければと思います。

(高屋) 国債買い取りにつきましては、これが行われるまでは原則しない、特に財政危機国から国債を買い取ることで支援を行うのは欧州の基本条約に違反するということになっていましたので、これをしないということをやっていました。だから、ルールという意味では基本的にはECBは、金融機関への貸し付けを主として、国債などの買い取りをしないという方針で来たのですが、今回の財政危機、特にギリシャの場合には、一つはギリシャの国債の償還が間近に控えていたという問題もあったということと、スプレッドが開いてきたという懸念がありましたので、どうしてもECBは買い取りをせざるを得なかったのだらうと思います。それが去年の5月です。その直前に欧州理事会で、EU自体がギリシャに対しての支援策をまとめるということがありました。ですから、水面下ではECBと欧州理事会、そして欧州委員会との間での調整があったのだらうと思われれます。その中でECBとしてできることということで、国債買い取りに踏み切ったのだらうと思います。ただ、僕自体は、それほど方法が悪いというわけではなかったと思います。

(田中) 最近の利上げについてですが、アメリカもそうですし、日本では前から言われていることで、金融政策でコミットメントを考えると、自動的にではないですが、出口が

見えてくるわけですが、ECB の場合にコミットメントはどうであったのかということとをちょっと教えていただきたいのです。

(高屋) これにつきましても先ほど少し述べたように、まず ECB は 2% 近辺の物価インフレ率を維持することを目標としています。参照という言葉を使いますが、事実上目標としています。従って、まず市場にとってみれば、2% を超えた段階でどうするのか、利上げをするのだろうか、あるいは何か出口の方に踏み出すのではないだろうかという観測が流れていたと思います。ただやはり、そうだと行って機械的に 2% を超したから上げるというわけではなくて、もう一つは中期的なインフレ予想を ECB は公表しており、それがどのように動くかということにも配慮し、もう一つは経済情勢も含めて金融政策を行うということをやっていきますので、ある意味、機械的にやっているわけではないということです。

その上で、今回は 2% を超してしばらくたっているということがありましたので、今年の 2 月、3 月の段階ではかなりはっきりと、利上げも一つの選択肢であるという旨の言葉をトリシェ総裁自身がプレス場で言っていますので、もうそろそろといいますか、この 4 月に利上げをするのではないかという予測は流れていました。

そういう意味では、コミットメントを一応はしていて、その上で、市場に利上げ予想をある程度与えながら、今回利上げに踏み切ったというようには考えられます。

(地主) ありがとうございます。日銀でやられたコミットメントとは違うわけですが、その 2% というインフレに関する目標をある程度キープしたということだと思います。

それでは、渡辺先生。

(渡辺) 地主さんのアメリカの説明、それから今の高屋先生のヨーロッパの話、両方とも大変興味深く伺いました。その上で私の感想と、若干の質問をさせていただきたいのですが、一つは、量的緩和というか非伝統的な、あるいは非標準的な政府間の政策に関してです。

実はアメリカはそういう政策をしてきて、その効果がどうだったかということ、この 4~5 カ月のところで急速に研究者が検証する作業を進めてきており、10 本を超える論文が QE や QE 2 に関して書かれるようになってきています。

実は地震のちょっと前に、あるところでそういう論文を全部集めて会議をして、日本の

QE とアメリカの QE などと比較するということを話すように言われてコメントした覚えがあります。そのときに、あらためて日本に関する経験、あるいはアメリカについての研究と、アメリカのやってきたこと、それについての研究を比較してみて分かったことの一つは、QE などが効果を持つルートとしては大きく分けて二つあると考えられてきているということです。一つは、今のお話にあったコミットというか、シグナリングと私たちは言いますが、中央銀行が将来の政策について何かのシグナルを送る。典型的には緩和を続けるというシグナルですが、それを送ることによって、足元の景気の状態を良くするというルートです。もう一つは、ポートフォリオバランスやポートフォリオ・リバランスと言いますが、実際に中央銀行が国債を買ったり住宅ファンドの債券を買ったりすることによって市場の需給を変え、それによって債券の価格を変えて、金利を変えていって、それが景気に影響するというルートです。その二つのチャンネルがあると考えられているわけです。

日本についての研究あるいは日本がやってきたことは、大まかに言うと、私の印象では、最初の方のチャンネルでシグナリングのチャンネルがやはり大事だと思ってきた節があるし、例えば時間軸効果などという言葉はその典型的な例なわけですが、そういうことを重視してきた傾向があると思います。実際にその効果を見た分析結果も、時間軸効果はそれなりに有効だった、しかしポートフォリオバランス効果についてはほとんどなかったというのが大勢だと私は理解しています。

ヨーロッパはよく分かりませんが、アメリカについては両方のチャンネル、アメリカも一応シグナリングのチャンネルのようなことを意識したステートメントを何段階にわたって発出してききましたので、そういう効果はあるでしょうし、ポートフォリオバランスも当然あり得るだろうと思っていたのですが、実はアメリカについては、その効果はシグナリングチャンネルはほとんどなかったと言われていて、あるいは研究すらもされていないというのが私の印象です。それに対して、ポートフォリオバランスの方法については非常に大きな効果があった。いろいろなハイ・フリークエンシーのデータを使って分析するとか、さまざまな人たち、ファイナンスの人なども入り込んでリサーチが進んでいるのですが、そこでのコンセンサスは非常に強いポートフォリオバランス効果があったというものであることが分かりました。これは QE でも QE2 でも同じくポートフォリオバランスを通じて効果があったということが分かったというわけです。若干そのときにヨーロッパの人もいたりして議論に乗っていたのですが、ヨーロッパはどちらかというとアメリカ的というか、シグナリングチャンネルよりもポートフォリオバランスチャンネルの方が効果があったというこ

とになっているようです。私はヨーロッパのことまで論文を読んだことがないので分からないのですが。

そのときの私の大きな疑問は、なぜ日米でこのように違うのか、あるいは米欧が一緒に日本だけが違うのか、同じようなことをやっているにもかかわらず効き方のチャネルが違うのは一体どうしてかということでした。もしそれについて何かお考えがあれば、お聞かせいただきたいというのが質問です。

一つあり得る私の解釈はこうであります。日銀は2001年以降、最近に至るまで、量的緩和をするときには、例えば国債について言うと非常に残存期間の短いものを買っていました。あまり強調されることはないのですが、残存期間を迎えそうなものを選んで買ってきて、それによって量を増やすということをしてきました。それは2003年からの量的緩和でもそうでしたし、あるいは最近の緩和でもそうです。あまり皆さん真剣に調べていないのですが、日銀が保有している国債の平均残存期間を見ると決して長くはなっていないくて、量はもちろん増えていますが、平均期間はむしろ短くなってきています。例えば2000年より前の、そういう一連の政策が始まる前と比べても短くなってきています。それは、短いものを狙って日銀が買っていたからそうやってきたわけですね。

私はアメリカも同じことをしているとすっかり思っていたのですが、今回アメリカの人たちとディスカッションをして、あるいはそういう論文を拝見して分かったことは、アメリカはそうではなくて、ステートメントの中で、とにかく長いものを買えということが最初に決まっていて、それがNY Fedに対する指示として出ていたようです。さすがに長いものといっても、ほとんど流動性のないものは買いませんので、そこはいろいろな工夫や例外措置はあるのだと思いますが、それでも原則は長いものを買うということで、例えばQE2のときでも、量を確保するというだけではなく、できるだけ長いものを買うということになっているようでした。アメリカは日本よりもずっと情報開示が進んでいますが、実際に買ったものを見ると、10年、20年という非常に長い残存期間のものです。ですから、アメリカは長いものを買ったので、ポートフォリオバランス効果が強く働いて、日本は短いものを買ったのでそれがなかったということがあるのかなと私なりに推測しています。

もう一つ、そういう買ったものの違いが持つインプリケーションについてははっきりしたことが分かっています。それは出口です。今回ではありませんが、2006年に量的緩和が終了したときのことを振り返ってもらえると、半年ぐらいで量的緩和の量は減ってっていきます。三十兆兆だったかのが本当に短い期間で10兆を切ることができました。それは

なぜかという、残存期間の短いものを買っていたから、待っていれば、買い替えをしない限りはどんどん日銀のところにキャッシュが入ってきて国債が落ちていくということが起きたからです。

アメリカの人たちにその話をしたら、NY Fedの人が言うには、アメリカではそれは絶対に起きないということでした。なぜかという、十何年のものを持っているので、じっと待っていたのでは十何年間も残ってしまうので、意図的にそれを売らなければいけない。しかし、さすがに今日で出口ですと言われたからといって、10年、20年のものを売れるかという、それはできない。なぜなら、買ったときにあれだけ効果があるものを買っていて、それでインパクトがあったことがデータから見えているから、いかに景気が良くなっているとはいっても、同じことをすればマーケットに対しては逆方向の効果が当然あるはずだということです。予想などとは一切かわりなく単に需給だけでポートフォリオバランス効果が起きたわけなので、その反対側の効果も景気予想と一切関係なく起こるはずである、そうすると10年、20年のものを、出口だからといってばんばん売るわけにいかないというのです。

結局NY Fedが考えていることは、恐らく5年ぐらい掛けてじわじわと皆に知られないように今まで買いためてきたものを売っていく、それによってじわじわと元のバランスシートに戻していく。5年で戻るかどうか本当に心配だとNY Fedのオペレーション担当者は言っていますので、もしかしたらアメリカの出口というのは、あるいは「出口が来ましたよ」というのでいろいろな政策の議論は変わっていくのかもしれませんが、オペレーション上は、実はFedの金庫の中には国債がまだまだいっぱい残っていて、それをじわじわ順番に売ることが長く続くかもしれないと思います。

そうすると、出口では、日本で2006年秋以降に起きたことと、これからアメリカやヨーロッパで起きることは随分違うのではないかと、そんなにきれいさっぱり出口にならないのではないかとというのが私の印象です。この点について、もし何か日本との比較でお考えがあればお聞かせいただきたいと思います。

(地主) アメリカに関して幾つか私なりの考えを述べたいと思います。

まず、シグナリングとポートフォリオ・リバランスのどちらかということで、アメリカの場合にそのリバランスは非常に効いたというのは、QEに関してはもう明らかです。だから、各マーケットが買い手がなくなってしまって、スプレッドが非常に飛び上がったと

ところで、そこに Fed が買いに入りましたので、ストレートに需給に影響を及ぼしました。各マーケット間の裁定がほとんど行われていないような状況で入っていますので、そのリバランスがすごく効いた。QE に関してはすごくストレートだったと思います。

QE2 の方に関しては、短期で見たらかなり効いたのですが、長期金利が下がるだろうと私も考えて日経新聞に書いたのですが、ただ、長期金利は長く見ると結局そんなに下がらなかったのですね。それよりも、確かにリバランスの一つだと思いますが、株価や為替レートなどの方には結構効いたのではないかとも言われていると思います。

国債に関しましては、渡辺さんが言われたように長期のものを確かに買って、Fed の場合はどの回りのものをどれぐらい買うかということはずごくスペシフィックに見せていますね。ある程度、満期の長いところまで買っているのですが、そのリバランスの影響がほかの資産に出ているかということをも私が見てみたいと思います。長期金利のところだけではあまり出なかったというのが一番の印象でした。だから、自分の書いたものが間違っていましたので、そこは非常に大きな印象として残っています。それで長期金利が下がらなかったということ等を含めて、やはりインフレの予想のところあまり落ちなかったのだろうと考えています。

それから日銀の量的緩和からの出口については、きっと渡辺先生が言われたとおりなのでしょう。あまりにも順調に出口が進んだなという印象がありまして、なぜあんなにうまくいったのだろうとはよく思っていました、非常に明快に教えていただきました。

Fed の方は、出口に対して、長期金利に影響が及ぶというところもあるのですが、たくさん買ったバランスシートをあまり下げていけないだろうと考えているのはおっしゃるとおりだろうと思います。バランスシートのサイズを大きくしたままで、金融を引き締めていくために準備預金にも利子率を付けることにしていますので、そちらの金利を上げていく形で短期のマーケットも締めていけるのだと考えているのだろうと思います。ただ、初めてのことなので、うまくいくかどうかはちょっと疑問が残るかもしれません。その辺が私の答えです。

(高屋) ヨーロッパの方なのですが、まずコミットメントとポートフォリオ・リバランスのどちらの効果が効いているのかということです。これもはっきりした研究はそれほどまだ蓄積がないように思います。多分これから数カ月でまさに出てくるだろうかなと思っているのですが、私自身はやはり長期のオペが効いているということ、ヒアリングない

しはいろいろな新聞報道などから判断しています。そうしますと、恐らくポートフォリオ・リバランスがそれなりに効いてきたのではないかと思います。一方でコミットメントもしてきましたので、どちらの方が効くかというのは今後識別を考えていけないかと思いました。ご指摘ありがとうございます。株価は私の実証研究でも少し出そうなのですが、この株価はコミットメントを通じたものなのか、それともリバランスなのか、少し識別を考えてみたいと思います。

それから出口ですが、ECB の場合、先ほど述べたように国債はそもそも保有はしてきませんでしたので、国債の満期ということよりも、むしろ長期のオペの方が重要になるかと思えます。1 年ものの長期オペについては既に終了しています。ただ、金融が一気に縮小しないように、1 カ月ものでそれを置き換えるという形でここ 1 年対応してきています。従って、やり出すと、恐らく ECB は Fed と違って早い引き際が取れば売れるかもしれません。しかし今月からというか、もう去年辺りから既に ECB のバランスシート自体がやや縮小気味に入っているのですが、象徴的な、それこそコミットメント効果が現われる利上げを行ったので、それが財政の困難な国々にどういう影響を与え、それが予想を通じてどのような効果としてはね返ってくるのかが今後の懸念点でもありますし、出口でもしかすると混乱を来す可能性はあり得るので、その点が Fed はやはり大きな違いが出そうだと考えています。

(地主) ありがとうございます。

それでは最後に田中先生に、日本の金融政策が一番大事なところですので、そこをお願いします。

(田中) 大分議論は出てきているのですが、私は今までの議論とは見方の違うところもありますし、皆さんからすると私は悲観的過ぎるという印象を多分持たれるだろうと思います。ぶっちゃけて言えば、金融政策は効かなという話が中心になります。金融政策の役割として景気安定化、今で言う景気浮揚の効果と、金融システムを安定化させることを分けて考えようということで今日のお話をさせていただきたいと思います。



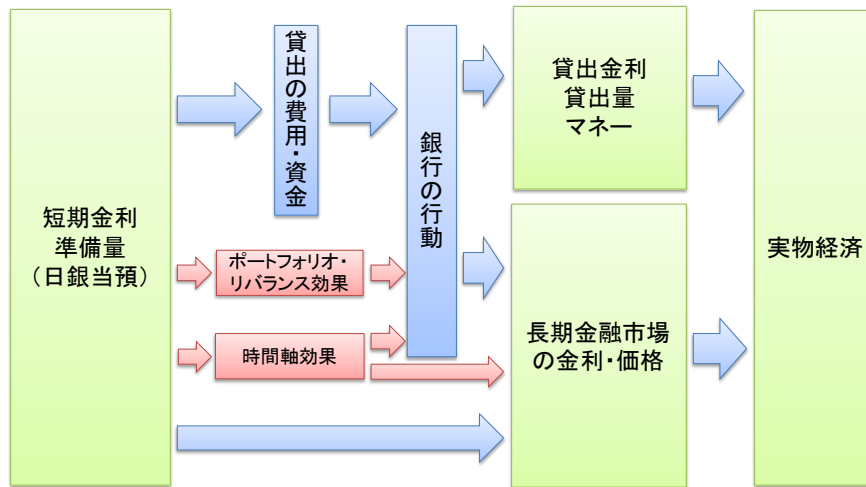
田中 敦（関西学院大学経済学部 教授）

金融政策による景気安定化

標準的かどうか知りませんが、非伝統的な金融政策ということで、経緯についてはお話しする必要はなくて、先ほどから出ているような議論があります。非伝統的な資金供給手段というところが、先ほどから出ているポートフォリオ・リバランスの話になると思うのですが、私はここでは信用緩和という言葉を使わせていただきたいと思います。

まず景気安定化、つまり景気浮揚についていろいろな議論があるのですが、今日お話しする、もしくはこの研究会でまとめてきたことは、私の研究を含めてどういう効果が実際にあったのかというデータ処理の研究の結果です。まとめておきたいのは、伝統的ないし通常の金融政策の波及経路はたくさんありますが、メインはやはり銀行の行動のところに行くでしょう。それ以外に、「ポートフォリオ・リバランス効果」と書いてあるのは、中央銀行のポートフォリオ・リバランスではなくて民間銀行のポートフォリオ・リバランス効果で、もう1つは時間軸効果の話です。そういう効果が非伝統的な金融政策の中であるのではないか。

効果波及経路



通常の効果波及経路に関して言うと、理論的に見てみると、ゼロ金利制約の下では無効、つまり金利を下げることはそれ以上できないということで省きます。時間軸と民間銀行のポートフォリオ・リバランスに関して言うと、いろいろな研究があり、特に日銀の3人の方がやられたものには今までのサーベイも含まれているのですが、金融市場には一定の効果はあったものの、実体経済では効果が確認されなかったということです。ポートフォリオ・リバランス効果についても、実体経済に対してはあまり効果は見られなかったということで、この辺の実証研究は金融政策効果に関して悲観的であるということです。

一方、効果波及経路うんぬんは置いておいて、とにかく日銀が何か動いたら実体経済はどうかということ进行分析する方法があります。私もやっているのですが、多くの研究では、明らかな効果は確認できないわけです。数少ない例外が本多先生たちが行っておられる研究で、それでは効果があったのだということです。ただし、銀行貸し出しを通じた効果はなく、あくまでも株価が上がって、それで物価が上がったり生産が上がったりするのだけれども、どうしてそうなるのかというのは分からないというわけですが、とにかく、若干ではあるものの効果があったということです。ただ、これは数少ない研究であって、一般的に実証研究に関して言うと、あまり効果はなかったと思われま。

金融政策による金融システム安定化

では、金融システム安定化についてはどうだったのかというと、まずわれわれ日本の

1990年代末以降の金融政策は、少なくとも銀行を安定化させ、金融システムの安定化に寄与したという評価は実業界でもありますし、学界でもそのように言われています。確かにあまり実証的な研究はないような気もするのですが、ほぼそういうことが認められています。

ただ、ここで大事なことは、当時は伝統的な手段で潤沢に資金を供給していたということです。非伝統的な資金供給は、あることはあったのですが、下の表は今年1月までのデータですので震災の対応のことは入っていないのですが、それで量的緩和のケースとリーマンショック後のケースで見て、あまり伝統的ではないと思うものを全部入れました。

非伝統的な手段による資金供給残高

	量的緩和	リーマンショック後
日銀資産総額	133.7兆円 (01年3月～06年2月平均)	119.6兆円 (08年9月～11年1月平均)
金融機関保有株式	2.0兆円 (04年9月)	1.5兆円 (10年5月)
資産担保証券	0.3兆円 (04年8月)	
企業金融支援特別オペ		7.5兆円 (09年5月)
CP買切り		1.6兆円 (09年3月)
社債		0.3兆円 (09年9月)
成長基盤強化支援資		1.5兆円 (10年12月)
資産買入等の基金		27.2兆円 (11年1月)
うちCP、社債、ETF、REIT		0.3兆円 (11年1月)
うち、固定金利オペ		25.6兆円 (11月1日)

注)日銀資産総額以外は、各期間中の最大値。
出所)日本銀行。

残高はいろいろ動きますので、基本的に一番大きい残高が一体幾らだったのか。日銀はバランスシートの全体が100兆を超えるという中で、非伝統的な資金供給はそれほどの残高ではなかった。にもかかわらず、例えば量的緩和やその前のゼロ金利の時代には、金融システムの安定化には寄与したと考えられるということです。

そこで信用緩和の議論なのですが、非伝統的な手段での資金供給という中で、リスク資産を購入する、リスク資産だけではないのですが、そういうことが経済に寄与するのではないかという議論があるわけです。信用緩和の議論には、景気回復に寄与するという意味と、金融システムの安定化に寄与するという意味の両方が多分含まれていると思うのですが、ここでは金融システムの安定化に焦点を当てて考えたいと思います。

一つは、中央銀行の役割と公的金融の役割ということで、例えば民間金融機関の代わり

に資金を供給する、民間銀行では現状ではそのリスクには手を出さないというところに中央銀行が出すということが果たしていいのかどうか、それは公的金融の役割ではないかということが論点としてあります。それから、中央銀行の信認の問題があります。中央銀行の信認、つまりは発行している貨幣の信認ということになるのですが、そういうものを毀損するリスクが一体どれくらいあるのかをちゃんと見ておかなければいけません。当時日銀におられた植田先生の論文などを見ると、諸外国の例では、に中央銀行が破綻することがあるわけです。そういうケースについて議論していて、信用緩和は、私は一定の評価はできると思いますが、第一に日本の金融システムの安定化では、どちらかという通常資金供給手段が量的に重要だったと思うということと、こういう信認の問題があるということから、多用するのは危険かなと思います。

このように景気安定化と金融システム安定化という両方の側面を見たときに、非伝統的なものは後者に関しては量的緩和の部分で有効だとは思いますが、信用緩和は多用すべきではないということです。また、前者に関してはちょっと疑問だということです。

これで私の話は終わりで、渡辺先生の話をしていただきたいのですが、日米の違いということで、なぜ中央銀行のポートフォリオ・リバランスが日本の場合にはあまり言われないのか。これは、私の印象では、一つは、今、私がお話したように、日本においてはポートフォリオ・リバランスは、金融システムの安定化として評価されているのではないだろうかということです。そういう意味では日本でも評価はされているのですが、ただ、日本の 90 年代末以降の経験とアメリカのリーマンショック以降の経験とはすごく大きく違います。リーマンショック以降のときには金融システムが大混乱したわけですが、企業の生産性などについての問題はあまりなかったわけです。従って、マーケットを動かしてやるということがとても大事でした。しかし、失われた 10 年、20 年の中で日本の場合には、金融市場、マーケットをうまく動かしてやったとしても、それが景気回復にはつながらないわけです。そこところが随分と違うのではないのでしょうか。もちろん当時、今もそうですが、日本はどちらかという間接金融、つまり銀行が中心ですので、マーケット、金融市場のいろいろな問題と銀行の不良債権問題についても違いがあるような気がするのです、その辺にヒントがあるのかもしれないと思っています。

(地主) どうもありがとうございました。日本の金融政策の評価のこともあるのですが、それも含めながら、デフレに対してどういう金融政策を取ればいいのかということについ

での考え方をお聞きしていきたいと思います。これについては渡辺先生は昔、随分とたくさん書かれていたかと思います。デフレを軽減するというか、日本のデフレを終息させるためにはどういった金融政策があり得るべきなのか、それから今の日本の田中先生の発表についても併せて、トップバッターでお願いいたします。

(渡辺) 冒頭にお話しさせていただいたような物価の理解の仕方を私はしています。つまり、日銀が引き締め過ぎているからデフレになっているとか、そういうことではないのだろうと強く思っています。中央銀行がどうこうしているというレベルを超えて物価についての物事が進んでいるというのが私の印象です。つまり、個々の店舗や個々のメーカーがどういうことを考えて価格を決めているのかという、その環境について、中央銀行が何かできるほどのことはないのではないかとというのが私の印象です。もちろん、もし誰かが企業経営者や店舗の経営者に対して、物の考え方をあらためさせてデフレが続かないようにすることができるのであれば、それは中央銀行だろうし、それが中央銀行の仕事だろうと思いますが、私の印象では、それは今、中央銀行に与えられているさまざまな能力や経験をはるかに越えているのではないかと思います。

従って私の結論は、デフレはしばらく続くのではないかというものです。私の言っているデフレは、非常にマイルドなのだけれども、しかし持続的に物価が下落する、それがしつこく続くというのですが、そういうものが、何かのショックがない限りは続くのではないかと思います。

そして、地震がそのショックかもしれないと最近は思っています。一つは、震災後、東京でもそうですが、需給が逼迫するような商品も出てきており、それらの商品については値付けの仕方が明らかに変わってきています。例えば東京だと、水がなかったりパンがなかったり、いろいろなものがないのですが、そういうときに価格は上がってきています。あるいは、値引きは少なくともしなくなってきています。また、リクルートなどに聞くと、家賃は東北地方の比較的ダメージが少なかったところについては上がり始めていると言われていますので、そういうところは恐らく被災地の方が移り住むような需要が起きてきているのだらうと思います。

それが一つの大きなショックになっていることは間違いないので、それが最初に私が述べたように人々の行動を大きく変えて、それがデフレから脱却するような方向、あるいはもしかしたら悪くいくと悪性のインフレになるような方向に行くことになるかもしれない

と思います。

(地主) どうもありがとうございました。それでは、高屋先生。

(高屋) デフレということなのですが、私も今の時代、一つの中央銀行が物価を自由に左右できるほどのものではないのではないかとというのが率直な印象で、その一つの背景がグローバル化かと考えています。渡辺先生とちょっと違う視点かもしれませんが、やはり先進国がおしなべてデysinフレの時代を経験してきました。その中でグローバル化が一つの共通項として浮かび上がってくるかと思います。

そこで、例えば一つの中央銀行がどんどん信用を緩和してマネーストックを増やしたとしても、それが国内で利用されるかどうかは分からない時代になってきました。また、新興国からは安い商品がやってきます。これに関しては論争点でもあるのですが、円高が一時期続いてきましたので、円安誘導という意味でマネーストックを増やすという選択肢はあったかと思います。ただそれは、そうだったとしても多分一時的なもので、それほど長続きするような緩和策ではないのではないかとということが一つと、そういう円安誘導策自体は、果たして経済大国の選択肢としていいかという、これは大きな疑問を持っています。これは1930年代の恐慌もそうなのですが、安易に円安誘導をするというのも政策論としてはいかがなものかというのが私の考え方です。そうしますと、デフレに対してどうしたらいいかという、なかなかうまく対処策が見つからないのではないかと思います。

EUに関して言うと、確かに2.6%物価が上がりましたが、これはドイツが輸出主導でどんどん景気を回復してきたという背景もありますので、国内でうまくインフレに持っていくかという、必ずしもそうではないのがユーロ圏です。従って、やはりデフレ、あるいはデysinフレの状態は今後も引き続き続くであろうし、それに対する特効薬はないのではないかと考えます。

(地主) ありがとうございます。田中先生。

(田中) 金融政策に悲観的であるということはもうお分かりだと思うのですが、ただ、金融政策のデフレにおける役割は、やはり回復の邪魔をしてはいけない、つまり必要な資金は流さなくてはならないということだと思います。

先ほど渡辺先生が、震災が一つきっかけ、ショックになるのではないかとおっしゃって、私もまさにそう思います。今後いろいろなものの値段が上がる可能性があるわけです。今日のお話だと、上がる前に別のものが動くかもしれないですが、若干下がり気味のところが、一部のものが上がり出すということになるわけです。ただ、これが供給減による価格上昇であるとするれば、スタグフレーションとは言いませんが、要するに価格は上がる、景気は悪くなるという方向に行ってしまうので、日銀としては政策運営が非常に難しいだろうとは思っています。

ただ、今後、震災復興で回復していくときには、資本の限界生産性は非常に高いわけです。つまり今まであったものがなくなってしまったわけですから、今までと同じものを作れば生産量がゼロから元へ戻るということです。新しいビジネスを探すのではなくて、今までのことをやっけていく、作り直すことで必ず生産が戻っていくわけですから、がくんと落ちたけれども、その後、成長するわけです。その成長を妨げないように十分な資金を供給すべきです。

そういう意味で、日銀が震災地域の金融機関に資金を供給する、ただしそれは先ほど述べたような信用緩和のような話ではなくて、来るべき震災復興の資金需要に現地の金融機関が応えられるように今から潤沢に資金を供給する。これは大事だと思います。それはデフレ対策ではないので、デフレに対しては何もできないかもしれませんが、少なくともこれから経済が成長しようというときに、それを妨げるのではなく、手助けをするという役割は大事ではないかなと思います。

(地主) 大体、学界の主流の考え方は分かって頂けたかと思います。私はちょっと違いまして、アメリカのQE2の評価のところでも触れたのですが、部分的な国債引き受けを行って日本銀行に対する信認を下げるということ、禁じ手ではあるのですが、行ってもいいのではないかと考えています。それはまた研究プロジェクトの中で議論させていただいて、最終報告のときにもう少し議論したいと思います。

最後にもう1点だけ、震災対策ということでリクエストが出ています。震災に対しては今、田中先生にも言っていただきましたし、高屋先生にもお話しいただいたので、渡辺先生から何かありましたらお願いします。

(渡辺) 一つだけ財源の話をしたと思います。今回の地震、津波は、1000年に位一度

とか、そういうことになっているわけです。多分それはそれで正しいのだと思いますが、もしそうだったとすれば、マクロの標準的な理解ではこのように対処すべきだと思います。

1000年に一度、何かの大きなショックが起こるとすると、それに対して残りの999年間はちゃんと蓄積をして1000年目の地震や津波に備える、つまり保険を掛けるべきです。毎年少しずつ津波や地震用に倉庫の中にお米をためておいて、いざ1000年目に地震が起きたらそれを吐き出して処理をするというのが望ましいはずで、それが正しいと思います。

しかし、1000年に一度しか起きないことに対して人間はそういうことは今の社会ではどうもできないようです。あるいは保険会社では1000年間なんて保険を掛けられないわけで、実際には事前の保険は不可能であり、事後で対応するしかありません。そうすると、あり得ることは、今回起きて、次に起きるまでの1000年間で今回の損失を賄う、つまり今回のショックを999年間引き延ばす形で負担して行って、長い時間をかけてその処理をしていくというのが次善の策なわけです。

もう一回言うと、本当は正しいのは地震が起きる前の1000年間でため込んでおいて、「やはり災害が起きたね、けどこんなにあるから大丈夫なんだよね」と言ってそれを消費してつないでいくことです。1000年前というと何時代でしょうか、その辺から負担していれば一番いいわけですが、それはしていないので、これからの1000年間の世代にそれを負担してもらおうというのが望ましいことだと思います。

それは結局、1000年間の国債を出せと言っているということだと思います。国債を発行するのは良くないので税金を上げる、さすがに被災地の人に税金を上げるという人はいないでしょうから、被災地ではない、例えば関西の方などに増税するという意見がよく聞かれます。つまり現世代で損失の処理を終えるという発想です。しかし、1000年に一度しか起きていないことに対してその処置の仕方は間違っているのだと思います。経済学が教える大事なことのひとつは、ショックを広く浅く分担するということです。それは、誰かが事故に遭ったときにそれ以外の人が支えるという意味で広く浅くだし、あるいは、今起きたときに、それを過去や未来の人たちに負担してもらおうということです。広く浅くすることによって一人一人の負担は減っていくわけです。それで大きなショックも乗り越えられるということです。

だとすれば、今の1000年に一度の被災に対しては、まずは国債だと私は思います。ただ、難しいのは、災害の直前の段階で既に膨大な量の国債が積み上がってしまっていて、ここ

でさらに、幾らか知りませんが必要な分の国債を発行するとなると、言葉は悪いですがミソもクソも皆一緒になってしまいます。新しい国債は私はクソだとは思ってなくて、意味があるミソだと思います。しかしクソの国債は残っているので、そこでミソもクソもごっちゃになるわけです。そうすると、震災対応の国債についても信用性を疑われてしまい、それが国債の危機を招くということはある得ると私も思います。それは多くの方が心配しているとお리だと思います。

それでも災害の前日に国債が存在してしまっただということにどうやってうまく対応するかというと、分けるしかないということです。つまり、震災用の国債で1000年分で負担するというものと、残りのものは過去の人たちがちゃんとまじめにやらなかったために残ってしまったもので、これは確かに申し訳ないものだということに分ける。その上で、もともと残っていた国債は良くも悪くも国内で消化されている、あるいはしばらくの間はそれが続けられるようですので、それはそのままにしておいて、追加の望ましい国債については海外で積極的に引き受けてもらう、例えばニューヨークやロンドンに持って行って正々堂々と売っていくことが望ましいと思います。

(地主) 上智大学の竹田先生がGDP連動のコンソル債発行というのを出していますね。今の渡辺先生の議論に結構乗るような話です。どうもありがとうございました。

5. 質疑

(地主) それでは、パネリストの議論はもうまとめませんので、今のようないろいろな考え方があったということで、せっかくですので最後にフロアの方からご質問を伺いたいと思います。どなたか、いかがですか。ぜひこれだけは聞いておきたいということ、何か無理なご質問でも結構ですので、どうでしょうか。

(Q1) 仲間内からの質問で申し訳ないのですが、渡辺先生にお伺いしたいと思います。

2002年以降、価格変化が小さくなっているという分析結果ですが、その背景にある理由は何なのでしょう。素人考えでは、一つには取引形態のIT化など、そういう部分がある。またあるときは期待収益率が下がったことによる厳しい価格競争がある。何が変わってそ

うなってきたのかということについては、どうお考えでしょうか。

(渡辺) データを使って研究をしていますので、分かっていることと分かっていないこととははっきりしないといけないと思っていますので、答えから申し上げると、そこはよく分かっていません。その上で、何が原因になり得るのかを私なりに推測で申し上げますと、一つは流通の話で、店舗間の競争の仕方が恐らくここ10年ぐらいで随分変わってきているのだらうと思います。先ほどどなたかにもちょっとお話をしましたが、店舗規制が変わったということもありました。大店法など規制がどんどん緩和される中で店舗の出店が自由にできるようになる、あるいは退出も自由にできるようになる。そうすると、そこでの競争の仕方はそれ以前とは違ってくるというか、私が述べたような戦略的補完性に近いような競争の仕方が展開されるようになったと考えてもおかしくないだらうと思います。それがまず一つです。

それから、我々のプロジェクトチームのメンバーが実際に調べた研究がありまして、大店法の規制下でも、例えば3店舗あった地域に4店舗目が出てきたりするわけですが、そのときに既存の3店舗がどのように価格の戦略を変えたのかを網羅的にリサーチしているものがあります。そうすると、やはり一つ新しい店舗が加わることによって、例えば価格の改定頻度が増えるといったことが起きているので、店舗の規制の状態と価格改定の頻度や幅については何かの関係があるだらうということが確認できると思います。

もう一つは、特にメディアの方などがよくおっしゃる、あるいは普通の消費者感覚として私も普通に生活している中で考えることは、やはり消費者の価格に対するセンシティブティ、より安いものという傾向が前よりも強まっているのだらうと思います。それは、不景気が長期化して所得が伸び悩む中で、やはり生活防衛しなければならず、皆安いものを目指すようになる。そうすると、そういう需要の変化、消費者側の行動の変化を受けて、売る側も価格付けや価格の更新についての姿勢を変えていくということは十分あり得ると思いますし、それが戦略的補完性になってつながっていくのかということも思っています。ここについては、本当に消費者がそうなったのかどうか、あるいは消費者がそうなったことが主因で価格の改定頻度が上がっているのか、あるいは小幅になっているのかという因果関係はよく分からないというのが正直なところですよ。

今ちょっと言われたIT化というのももちろん候補にはなり得ると思います。ただ、先ほど「価格.com」というオンラインのマーケットの話をしましたけど、オンラインのマーケッ

トとオフラインのマーケットを比べてみると、基本的には同じような性質が見えているのですね。言われるようなことであれば、オンラインのマーケットでは物価ががらがん動いて、オフラインではゆっくり動くということが起きてもおかしくない気がします。しかし、むしろオンラインのマーケットですら小刻みな価格変化が起きているということを見ますと、IT化は、普通にわれわれが考えているほど大きな要因にはなっていないのではないかと、もう少し、お互いに競争し合うような企業の経営姿勢みたいなものがより大事なのではないかと考えています。

(地主) それでは、この辺りで本日の第3回 KANSAI POLICY FORUM を終わらせていただきます。先生方、どうもありがとうございました。それから今日お越しいただきました皆さん、長時間本当にありがとうございました(拍手)。