



年金総合研究所 ニュースレター

No.	Issopm - Press - A0006
発行日	2013年8月12日
編集	年金総合研究所 広報

TOPIC

第4回 年金積立金運用フォーラムを開催

2013年7月19日(金)、第4回となる年金積立金運用フォーラムを開催致しました。

フォーラムの講師としてお招きしたのは、BNPパリバ証券株式会社チーフエコノミストの河野龍太郎様と、同社経済調査本部シニアエコノミストの渡邊 誠 様です。

フォーラムにおいては、“世界経済の見通し～アベノミクスの帰結は？”と題して、主に主要中央銀行による金融緩和の行き着くところとしての「金融抑圧」の可能性をテーマに、まず河野様にご解説をいただきました。

次いで、渡邊様に、各国の年金積立金に関連して実際に見られた金融抑圧の事例について、整理していただきました。



■ **河野龍太郎 様**
-チーフエコノミスト
-BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部長



■ **渡邊 誠 様**
-シニアエコノミスト
-BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部

今回のフォーラムでは、日本銀行の「異次元」の金融政策が国債管理政策に組み込まれるために、異次元緩和からの出口が見つからないまま、結局は「金融抑圧」に至らざるを得ないこととなるリスクに焦点が当たりました。

議論は、構造改革によって我が国のトレンド成長率が高まるという最も望ましい状況を実現できない場合には、アベノミクスの第一の矢である金融緩和は、中央銀行による公的債務のマネタイゼーションになってしまうのではないかと、そしてそれが何をもたらすのか、という問題意識の下で進みました。

今回のフォーラムの中であげられた論点について

論点 1

日本銀行による「異次元」緩和は、ゼロ金利によって金融政策の伝統的な波及メカニズムが機能しない状況下では、人々の「期待」（先行きの物価等に関する予想）の変化に依存せざるを得ない。しかし、「期待」の変化が直接の影響を及ぼすのは、株価や為替相場などの資産価格であって、財・サービスの価格（物価）や賃金ではない。

論点 2

構造改革によって、我が国経済のトレンド成長率が上昇すれば明るい展望が開ける。しかし、そのための「痛み」の克服が政治的に困難であるならば、結局、2%のインフレ目標達成は、公的債務のマネタイゼーションによらざるを得ないのではないか。

論点 3

インフレ率が2%になれば、我が国の均衡実質金利は1%であるので、長期金利は3%ないしそれ以上となろう。長期金利上昇が大幅なものとなれば、利払いのための財政負担は極めて大きい。また、地域金融機関の一部では保有国債の値下がりが経営を揺るがすこととなり、金融システムの安定確保への配慮（及び財政負担）が必要となる。

論点 4

財政破綻を回避して国債の信認を維持するには、政策手段を総動員して国債市場への公的関与を強め、マイナスの実質金利を実現して公的債務のGDP比率を低下させる必要がある。これは、マイナスの実質金利を通じた、預金者、保険契約者、年金加入者等の犠牲（金融抑圧）を伴うものである。

論点 5

預金者や年金加入者にマイナスの実質金利の負担を負わせることは、一種のインフレ税である。このような「金融抑圧」課税は、現実の政治の枠組みの中では、選択されてしまう可能性がある。時価会計の停止等によって金融機関等の国債保有を人為的に促す政策の可能性も、排除されない。

論点 6

第二次大戦中の米国では、戦費の低利調達のため、長期金利に事実上の上限を画する金融政策が行われた。

こうした政策は、内外資本移動が自由で低いリターンを嫌う資金が国外に出てしまうのであれば、ワークしない。しかし、主要国がそろって超低金利であり、新興国への資金流入にも限界があるから、資本の逃げ場がない。このため、多くの機関投資家が、「囚われの国内機関投資家」（domestic captive audience）となってしまう。すなわち、自由な資本移動のために金融抑圧にフィージビリティがないとは言えない。

論点 7

最近の海外のエコノミストとの意見交換の中では、現在の主要国の公的債務の増加と中央銀行のバランスシート拡大を伴う金融政策が、最終的には「金融抑圧」政策をもたらすという見方が増えていると感ずることが多い。

もとより、「金融抑圧」が望ましいという積極的な主張ではなく、公的債務のデフォルトを避けようとする現行の金融政策からの出口は困難となり、結果として「金融抑圧」は排除し難い、という消極的なものであるケースが多い。

論点 8

各国の年金積立金を見ると、公的債務の軽減等のために、民間の年金資産を公的部門に吸収してしまうような事例がいくつもある。年金と財政のかかわりのやや極端な姿としてではあるが、我が国の年金関係者も知識と意識を持つべきだ。

講演後のディスカッションについて

議論 1

「金融抑圧政策」という政策が、今のわが国や先進国で主体的に追求されるということなのだろうか。それとも、誰もそのような政策を推進するという意識も責任もないまま、なし崩し的に「金融抑圧効果」が生じてしまうのだろうか。

我が国にせよ米国にせよ、現行の金融政策が中長期的に何をもたらすのか、理論的にきちんと解明されているわけではない。である以上は、懸命な努力にもかかわらず実際の政策は手探りとなり、結局、なし崩しの金融抑圧となる可能性が高いのではないか。

議論 2

金融抑圧は、それ自体としては明らかに望ましくないものだろう。しかし、増税やトレンド成長率引上げのための政治決断が困難とすれば、現実的な方策として浮上する可能性はある。

更に加え、中央銀行による公的債務のマネタイゼーションが人々の国債や通貨に対する信認を損なう形で行われて高インフレを引き起こすよりも、秩序だった金融抑圧の方がましかもしれない。

議論 3

現在の金融政策の効果として、実質長期金利引き下げという経路にどの程度期待し得るのか、という論点も重要だ。今の日本で何が不足かといえば、在来型の産業の水平的拡大ではない。必要なこと、すべきこととは、プロダクトイノベーションを伴う投資を、金融面から最大限アコモデートあるいはファシリテートすることではないか。



当ニュースレターで今後取上げて欲しいテーマやご要望・ご意見などございましたら、年金総合研究所HPのお問い合わせフォームからお知らせください。

お問い合わせ先：<http://www.issopm.or.jp/contact/>

© 一般社団法人年金総合研究所 無断複製転載を禁じます。