

2022年9月会合 金融市場パネル議事概要

October 17, 2022

議 題

米欧日の物価上昇と金融政策の運営

開催日時

2022年9月29日<18時00分~20時30分> (テレビ会議形式で開催)

出席者

<定例メンバー>

内田和人 氏 (エムエスティ保険サービス 代表取締役社長)
江川由紀雄 氏 (流動化・証券化協議会 顧問)
大島 周 氏 (海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長)
翁 百合 氏 (日本総合研究所 理事長) <欠席>
加藤 出 氏 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト) <欠席>
北村行伸 氏 (立正大学 データサイエンス学部 教授)
神津多可思 氏 (日本証券アナリスト協会 専務理事) <欠席>
左三川郁子 氏 (日本経済研究センター 金融研究室長兼主任研究員)
須田美矢子 氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)
武邑淳史 氏 (日本マスタートラスト信託銀行 取締役証券取引執行部長)
徳島勝幸 氏 (ニッセイ基礎研究所 取締役金融研究部研究理事 兼 年金総合リサーチセンター長 兼 ESG 推進室長)
根本直子 氏 (早稲田大学ビジネススクール 教授) <欠席>
福田慎一 氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
細野 薫 氏 (学習院大学 経済学部 教授) <欠席>
<事務局>
井上 哲也 (野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部 シニア研究員) <モデレーター>

主要論点

1. 米欧日の物価と経済の状況
2. 米欧日の金融政策の運営

1. 米欧日の物価と経済の状況

1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・今回は、米欧日における物価や経済の動向を整理した上で、各中央銀行による金融政策の対応についてご議論いただきたい。まず、事務局より参考資料をもとに米欧日の物価と経済の状況を概観する。

・今回の物価上昇の特徴をみる上では、主な財やサービスの価格動向のほか、総需要と総供給のバランス、物価と賃金の二次的効果やインフレ期待の動きに着目することが有用だ。最初の点に関しては、米国では耐久財価格は落ち着いてきたが、食品やサービスの価格上昇が目立つ一方、ユーロ圏では価格上昇圧力が拡大するほか、インフレ率も米国を上回る。日本でも財価格は相応に上昇しているが、サービス価格の上昇率はゼロ近傍だ。この間、輸入物価の上昇率は、米国ではドル建て輸入が大きいこともあって10%程度だが、日本やユーロ圏は通貨安とエネルギーの対外依存度の高さのためにはるかに高い。また、米国では賃金上昇率が加速し、ユーロ圏でも堅調だが、日本はコロナの反動の顕著な業種を除けば低い伸びに止まる。

・より詳しくみると、まず米国の CPI 上昇率は足元で横ばいに転じ、エネルギーや供給制約の影響を受けた中古車等の寄与は低下した

が、食品価格の上昇率が10%を超えたほか、家賃の上昇も目立つ。FRB が注目する PCE 上昇率も変動パターンは同様であり、インフレ圧力の財からサービスへのシフトを示す。賃金は、業種別にも職種別にも広範な上昇を示し、背後には、サービス系の業種を中心として離職率が引き続き高く、労働参加率の回復も緩やかに止まったといった労働供給の問題が存在する。

・ユーロ圏では HICP インフレ率と総合とコアの乖離が大きく、原油価格の頭打ちに関わらず、ガスや電力等の価格上昇の寄与が大きい。足元では食品と工業製品の価格上昇も目立つほか、経済活動の再開でサービス価格にも上昇圧力が波及している点は、域内の4大国で概ね共通している。輸入物価では天然ガス価格の高騰が目立つ一方、生産者物価は消費財と生産財とともに広範な上昇がみられる。この間、賃金はドイツの上昇率が相対的に大きいほか、業種別にはコロナの影響が深刻だった飲食、宿泊等の顕著な反動が目立つ。

・日本も、CPI 総合インフレ率が3%に達したほか、日銀が公表する基調的インフレの指標も明確に上昇している。価格上昇率を購入頻度別にみても、当初は頻度の高い品目が先行したが、頻度の低い財に広がっている。一方で、携帯電話料金の押し下げ寄与が減衰した後も、サービス価格の上昇は総じて弱い。CGPI では、ユーロ圏と同じく電力等の上昇が目立つ一方、CSPI の上昇は総じて緩やかに

止まる。この間、為替レートは、名目実効ベースでも直近のボトムである2015年の水準を下回ったが、輸入物価上昇率のモメンタムは足元で低下した。賃金上昇は、米欧に比べて弱い。所定内賃金を中心に堅調に推移し、夏季賞与の貢献も見込まれる。マクロの雇用者所得も、雇用者より賃金の寄与が大きい点が注目されるが、インフレ率の上昇に伴って実質ベースでは減速している。

・これらの背後にある経済状況のうち、米国では金融引締めが進む中で住宅投資がまず減速し、消費も巡航速度に戻る中で設備投資が停滞している。ユーロ圏では消費の減速が先行したが、GDPの寄与度でみると財政の下支えが目立つ。日本は、コロナ後の需要の反動増が米欧ほど明確でなかったが、来年にかけて堅調な成長が見込まれている。コロナ前の成長率トレンドとの乖離率も、今や米欧日で収斂しつつある。

・このうち米国では、雇用者数の増加ペースは減速したが高く、失業率も低いなど、労働市場の強さが目立つほか、雇用者報酬の伸びはコロナ前を上回る。貯蓄率は低下し、株価の調整で純資産の伸びも減速したが、家計の資産は健全である。消費も、自動車等の耐久財購入は減速したが、サービス支出の拡大にシフトしつつ底堅さを維持しているほか、一旦減速した非店舗販売(ECサイトなど)のモメンタムも回復した。この間、ISMの業況判断指数は製造業と非製造業ともに2019年頃の水準まで鈍化し、鉱工業生産も鉱業を除いて停滞感がみられる。製造業の受注も鈍化している一方、在庫等からみて供給制約には緩和の兆しがみられる。

・ユーロ圏では、政策対応によってコロナ期にも失業が抑制された後、足元で主要4か国とも失業率が低下し、ユーロ圏全体の失業率も既往ボトム圏にある下で余剰労働力も減少している。所得も、第1四半期までは雇用者報酬を中心に増加し、株価の調整に関わらず住宅価格の上昇によって純資産も拡大した。もともと、消費は昨年央をピークに減速し、ドイツの相対的な弱さが目立つほか、家計のセンチメントは金融環境悪化への懸念が強い。一方で、生産活動は米国より底堅く、特に消費財の堅調さが目立つ。企業のセンチメントも製造業は慎重化した一方、非製造業は横ばい圏内を維持している。国別にはドイツの慎重化が相対的に目立つ。

・日本でも失業率が低下し、中小企業を中心に人手不足が再現している。所得の伸びは米欧より弱い。純資産の増加は減速しつつも高水準を維持している。この間、消費は、供給制約や価格上昇の影響もあって耐久財の停滞が目立つ一方、サービスには回復の兆しがみられる。生産は、輸送機械の回復が遅れている一方、電子部品等は伸びを維持し、製造業のセンチメントが慎重化する一方、非製造業は緩やかな改善を示している。また、マクロの企業収益が高水準を維持する下で、今年度の設備投資計画の増加率は長い目で見ても高く、景気の下支えとなるのが期待されている。

2) 自由討議

内田氏:

・FRBのパウエル議長がジャクソンホールでの講演で、政策金利を明確に実質プラスの水準まで引き上げる意図を表明したことを機に、

世界の金融市場の様相が大きく変化した。その後も、Fedexが世界貿易の顕著な縮小を示唆したほか、ノルドストリーム1の爆発事故によって欧州の天然ガス供給の不安定性が一層高まるなど、数多くのショックが市場に影響を与えている。

・より長い目で見れば、パンデミックによって始まった供給ショックが、主要国の財政出動によるペントアップ需要の拡大とロシア危機や中国のゼロコロナ政策によって、第二次大戦後に経験したことのないような深刻さに達している。この間、需要側からみるとデフレギャップがなお残存しているように見えるが、今回の供給ショックはエネルギーに限らず、インフレ圧力も広範な財やサービスに拡大している。このため、FRBの政策金利は、市場では2023年末には5%、つまり3%のインフレ率に実質2%を上乗せした水準になるとみている。

・主要国で必要な政策対応は異なる。例えば英国では、経常収支赤字が大きい下で財政支出の大幅な拡大を公表し、同時にBOEが保有国債の売却を開始したことが金融市場の大きな混乱を招いた。経常収支の安定と物価安定を目指す金融政策、為替レートの安定の3つを同時に達成することはできず、優先度の明確化が必要だ。実際、BOEは保有国債の売却を停止し、臨時的な措置として国債買入れの実施に踏み切った。ユーロ圏では、イタリアで新政権の発足後も国債利回りの上昇が続いており、ECBによる従前の量的緩和が経済の問題を覆い隠していたことが明らかになった。米国でも、NYダウは年初から25%程度下落し、来年には失業率が5%台中盤まで上昇との見方が広がるなど、リセッションを織り込む動きとなっている。一方、日本はコロナ対策としての実質的な鎖国を維持する下で、金融緩和を続けているために、金融市場の反応も米欧に比べて相対的に鈍いが、米欧の市場が景気の急失速を示唆している点に注意すべきだ。

須田氏:

・主要国経済の先行きを見通す上では、コロナ前までの低インフレ構造が変わったのかどうかを見極める必要がある。この点については、例えば、ECBのラガルド総裁は低インフレには回帰しないと主張している一方、FRBのパウエル議長は現時点ではわからないと説明するなど、依然として意見が分かれている。確かに、米国の今回のインフレは6割程度が需要側の要因によるとみられるが、コロナの感染者が後遺症に苦しむ結果、保険会社に対する医療費の請求が増加しているといった事実を踏まえると、労働供給の回復にどの程度の時間を要するのかが依然として不透明だ。その意味では、サマーズ氏の主張するレジームチェンジのような仮説にも説得力がある。また、供給側の回復を考えるには、世界のサプライチェーンで重要な位置を占める中国の動向も注視する必要がある。

大島氏:

・地政学的な環境が大きく変化したことは事実だが、サプライチェーンが完全に途絶した訳ではなく、今後も維持されるものと途絶するものとの識別することが重要だ。例えば、中国との間のサプライチェーンが途絶する訳ではないが、半導体の取引には制約がかかるほか、西側諸国において対中国の新規投資は難しくなる。また、世界的に

みても、エネルギーや食品のサプライチェーンは大きく毀損するので、供給側の問題は持続的と考えるべきではないか。

・加えて、移民労働力の供給が円滑でない下では賃金に上昇圧力が生ずるとみられるほか、主要国での高齢化の進行は生産性の低下を招く恐れがある。従って、長い目で見てインフレの均衡点は以前と比べて上昇し、金融緩和の維持も難しくなるように思われる。その場合、主要国の中央銀行にとっては、量的緩和を通じて既に供給した資金をどのように回収するかという課題がある。

福田氏:

・今年には主要国で大きな選挙が行われている点にも注目する必要があり、欧州ではイタリアを含めて右派の台頭が市場の不安を増幅した。中国の全人代については、ゼロコロナ政策の修正も含めて経済政策の方針に不透明性が高いが、ロシアのように一方的に国際社会から離脱する方向に向かうとも思えない。インドのスタンスも含めて、ウクライナ戦争を踏まえた国際社会の方向性が明確になるには、まだ時間が必要ではないか。

・日本の消費者物価は、除く生鮮食品、エネルギーでみると足元で前年比 1.6%まで上昇したが、除く食品、エネルギーでみると前年比 1%に達していない。米欧では GDP デフレーターの上昇率もプラスだが、日本ではまだマイナス圏だ。日銀も来年には消費者物価の上昇率が前年比で 2%を割り込むと見ているように、物価上昇は相対的に力強さを欠いている。

武邑氏:

・コロナ前の低インフレについては、慢性的な投資不足や人口減少などが要因として挙げられていた。しかし、皮肉なことに、今回のインフレ圧力は供給側の投資が不十分であったために、需要ショックやエネルギーショックに対応できなかったことを示している。また、供給制約は、単にサプライチェーンが毀損しただけでなく、電力価格の高騰によってアルミのようなエネルギー多消費型の産業で生産に支障が生ずるといった連鎖を生じた点も特徴的である。

・その意味では、今回は総需要が総供給を上回るという意味での典型的なインフレとは異なるし、持続的ではないと考えることもできる。企業は、効率性やコストだけでなく、政治やエネルギーの安定性、デジタル情報の集積度合いなど多様な要素を考慮しつつ投資戦略を見直しているが、グローバルなサプライチェーンの再構築が進む下で、いずれは投資不足による供給制約は解消に向かうとみている。

福田氏:

・供給制約も多様であり、半導体は緩和しているほか、自動車などの部品不足による仕掛品在庫も解消に向かう一方、エネルギーの供給不足は深刻であり、特に欧州では長期化する。その意味でも、ウクライナ戦争の最大の問題は供給制約の長期化にある。

北村氏:

・インフレの持続性を考える上では、企業の価格設定行動が重要となる。投入コストが上昇したから価格に転嫁するというのは、中小企

業にとって困難な面も多い。例えば、大学経営を考えた場合、光熱費等のコストは上昇しているが、学生数の減少や他の大学との競争を考えると、学費を引き上げることは容易ではない。結果として大学のマージンは減少し、よりリスクの高いビジネスを想定せざるを得なくなる。特にサービス業にこうした状況が生じているとすれば、物価の持続的な上昇は難しいのではないか。

徳島氏:

・学会などで比較的高齢の先生方と議論していると、今後は 10 年国債の利回りが 2~3%を越えて上昇するといった見方を聞くことが多い。つまり、先行きのインフレをどう考えるかは、過去の経験値に依存する面があるように思う。私自身は、主要国では潜在成長率が高まらない下で、以前のような高インフレ環境に簡単に戻ることはないように予想する。

井上<モデレーター>:

・日本でも、所得階層だけでなく、年齢層によってインフレ期待が異なることを示唆するデータもみられる。

2. 米欧日の金融政策の運営

1) 事務局説明

井上<モデレーター>

・日米欧の金融環境を国債利回りからみると、2 年国債は政策金利の予想パスに即して推移し、10 年国債はユーロ圏内での乖離が徐々に拡大した。FRB はインフレ率の目標への収斂に確信が持てるまで金融引締めを維持すると表明する一方、ECB も総需要とインフレ期待の抑制のために今後数回の利上げを示唆している。これに対し日銀は、市場の思惑に関わらず、政策運営に対して不動のスタンスを維持している。

・このうち FRB は、本年を通じて政策金利の予想パスの上方修正を繰り返した。パウエル議長は景気や雇用に影響が生じて物価安定の回復を優先する姿勢を明確にし、その方が長期的な最大雇用の維持に寄与すると主張している。興味深いことに、ジャクソンホール講演で強調した三つの点(物価安定は中央銀行の責務、インフレ期待の安定が重要、目標達成まで政策を維持)は、日銀の政策運営と方向は逆だが本質は同じだ。FRB は中長期のインフレ期待が安定していると主張しているが、家計やエコノミストのサーベイ結果には上方シフトの兆しもある。この間、保有資産の削減は 9 月から最大速度に上昇したが、コロナ前の水準に戻すだけでも相当な期間を要する。

・ECB は、PEPP による資産買入れを 3 月末で終了した後、APP による資産買入れも当初予定を前倒して、7 月初で終了した。その後の利上げも、7 月は 25bp、9 月は 50bp と各々予告したにも関わらず、インフレ圧力の高まりと広がりを受けて、利上げ幅は各々 50bp と 75bp に拡大された。エコノミストは、政策金利が来年初に 2%をやや上回る水準でピークとなり、その後は横ばいと予想しているが、市場は来年秋の政策金利が 3%に達すると予想している。家計のインフレ期待はドイツでの上昇が目立つ一方、ECB の SPF でも中期

のインフレ期待に若干の上昇がみられる。なお、ラガルド総裁は次回(10月)の理事会でAPPによる保有資産の削減を検討するとしたが、英国やイタリアの状況を考えて、TPIの実際の発動も含めて不透明な面は残る。

・日銀は、9月の金融政策決定会合でコロナオペの延長に加えて、より幅広い資金需要に対応するため、共通担保オペの強化を決定した。この間、コロナオペの残高は、既往の条件変更に伴って残高が急速に減少した。一方、国債買入れは、長期金利の上昇圧力に対してYCCの誘導利回りを維持するため顕著に増加し、残高の年間増加ペースは30兆円台に回復した。4月の金融政策決定会合までは、指値オペは機動的に運営され、月間ベースで4月の2.3兆円が最大だったが、その後は指値オペが常態化され、6月の実行額は7.8兆円に達した。しかも、3月までの国債買入れ方針に比べて入札オペも増強されており、絶対額は小さいが比率の面では超長期債の買入れ強化も目立つ。この間、中長期のインフレ期待は、内閣府の調査や短観等のサーベイ結果で見ると、家計も企業も明確な上昇がみられる。

・米欧日の金融政策運営に関しては、今回のインフレ圧力に総供給の要因が強い下で、インフレ期待のインフレ目標への収斂を維持しうるかどうかが共通の課題となる。一方で、長い目で見て供給要因が構造的である場合、潜在成長率が低下する下で、構造インフレ率はどうか変化し、金融政策はどうか対応するかも課題となりうる。

2) 自由討議

福田氏:

・金融引締めの影響は米国では景気減速に止まるとしても、欧州、特にイタリアなどでは経済危機を招来するリスクがあり、ECBも高インフレだから利上げ継続という単純な政策運営は困難ではないか。一方、日本もインフレ期待は相応に上昇したが、GDPデフレーターや賃金上昇率の面で、米欧とは状況が顕著に異なる。

須田氏:

・金融政策の運営を考える上では財政政策との関係が重要だ。主要国はコロナ対策としての財政出動が一段落した後、物価高騰対策として財政支出を続けている。そうした下で、インフレ抑制のために中央銀行が金融引締めを適切に実施できるかという問題がある。パウエル議長はジャクソンホール講演では「グレート・インフレーション」の教訓をもとに物価安定の重要性を説いた。しかし、足元は堅調さを維持している雇用が景気減速とともに悪化していった場合、サマーズ氏は5%を上回る失業率を示唆している。一にも、かつてのポルカー議長のように物価安定が最優先との立場を維持できるのか。中央銀行の独立性が揺らぐ中では懸念が残る。

内田氏:

・米国市場でも、1か月くらい前までは、景気減速によって失業率が5%に上昇すれば、FRBもそれ以上の利上げは困難との見方が大勢だった。しかし、この2週間でそうした楽観論は修正され、FRBは物価安定のためには景気後退もやむを得ないとのスタンスにあるとの理解が広がった。それでも、米国経済は回復力が強いので、9か

月程度の期間があれば景気回復に向かうとみられている。

武邑氏:

・米国では、財政支出による総需要の拡大によって、生産性上昇を上回る賃金上昇が生じたことが想定外であった。しかも、家計に対する財政移転の結果、人々は働かなくても何とか生活できることを経験したため、賃金が上昇しないと労働供給が回復しない事態となった。それでも、バイデン政権は、学生ローンの一部返済免除のようなインフレ的な政策を続けている。財政政策と金融政策の方向は非整合的になっている。

井上<モデレーター>:

・中央銀行は、低インフレへの対応では苦労したが、高インフレに対しては、際限なく利上げして総需要を抑制すれば対応しうる可能性が高いともいえる。その意味で、タカ派なスタンスのアピールは、「クレディブルな脅し」としてインフレ期待を有効に抑えることに繋がり、結果的には過度な利上げを回避することも可能でないか。

内田氏:

・金融市場にはそうした見方もあるが、これだけ大幅な利上げを行っても長期金利が反応しにくい状況にあるだけに、やはり実際には相応の利上げが必要ではないか。より長い目でみれば、リーマンショック以降は世界の中央銀行で量的緩和の評価が高まり、日銀はさらにYCCまで導入した。量的緩和の本質は市場との対話にあり、いわゆる「中央銀行プット」の特性を有する。これに対し、今回のような供給ショックによるインフレは、金融引締めによる需要の抑制だけでは対応できないため、インフレ期待の抑制が米欧で新たな課題となっている。日本も、経済構造や人口動態が違うからといって、こうした課題に対応しなくてよいのかどうか考えるべきであろう。

左三川氏:

・中央銀行には金融緩和方向の圧力がかなりやすいため、金融政策運営の独立性が必要というのが独立性の議論であったはずが、今回は政府が円買い介入を実施し、日銀の方が金融緩和姿勢を維持した。

・日銀による金融緩和の維持にはいくつか気になる点がある。第一に、イールドカーブ・コントロール(YCC)と為替介入の整合性である。1990年代のドル売り介入の際には、外貨準備の1割に相当する介入が警戒水準と見られていた。現在の外貨準備の1割は約19兆円で、すぐに使える資金もこのくらいと聞いている。9月22日の介入で約3兆円を使用したとすれば、同規模の介入はあと5回程度しか行えない。YCCの下で円安圧力が続けば、市場で為替介入の限界、アラート水準が意識される可能性がある。第二に、日銀による国債買入れの規模は6月に最大に達したが、その間に購入したCTD銘柄(356回債)を7月入り売却していた。市場機能の維持のためとみられるが、「ステルスQT」との皮肉めいた声もあった。第三に、8月にはマネタリーベースの残高が減少したが、これは「オーバーシュート型コミットメント」と整合的でない。

内田氏:

・第一の点については、外貨準備のうち約 1300 億ドルが預金、300 億ドルが TB なので、市場では、合計 1600 億ドル、つまり外貨準備全体の 17~18%が限度ではないかと理解されている。また、第二の点については、いまや新発債の 9 割が日銀に保有される状況になっているため、市場機能の維持のために、市場関係者が日銀に対してリバースレポの実施を要請したのが実態である。

・英国では、BOE は金融市場の機能を重視し、物価安定に向けた金融引き締めを行ったが、財政規律への懸念によってポンド相場の急落を招いた。一方、日銀は金融市場を強力に制御しながら、財政支出の拡大を実質的にファイナンスする下で、円安圧力が生じている。円安によるコストプッシュインフレが加速し、経常収支の悪化が続くと、為替介入による対応にもいずれは限界が来る。

大島氏:

・円安対策については、ドル売り介入で外貨準備を取り崩すよりも、日銀が政策金利を調整した方が政策コストは明確に安いのではないか。円安の下で、コロナ対策の転換によるインバウンド旅行者の増加は期待できるが、海外からの技能研修生は日本の賃金が割安となるため増加が見込めず、従って、労働供給源として期待できない。日本の資産を不当に安売りしていることの影響も含めて、どこかで市場機能の回復に向けた議論をすべきだ。また、グローバルにみれば、欧州や日本から米国に向かって一方的に資金が流れている状態は望ましくない。

・日銀の国債買入れについては、CTD 銘柄を市場から吸収したことによって、トレーディングや起債のヘッジの機会を毀損したことの影響が大きい。先物のショートポジションの構築が難しくなっただけでなく、価格形成にも問題が生じた。市場機能をここまで毀損しても YCC の維持に拘る理由が判然としないうち、正常に機能しない東京市場は国際的にみて魅力的でない。

徳島氏:

・日本国債については、超長期債の市場に構造変化の兆しがみられる。生命保険は低金利環境の下で予定利率を下げたので、超長期債への需要も以前ほど大きくない。年金については、金利水準が上昇する下で、従来のように主要なインデックスに即した投資でよいのかという議論がみられる。このように、超長期債を購入する投資家の動きが変化しつつある中で、日銀が超長期債の買入れを増やしている点は評価できる。

武邑氏:

・生命保険は、長年に亘って資産と負債のデュレーションギャップを埋めることに注力してきたが、概ねめどがついたという意味で超長期債の需要は変化している。

左三川氏:

・生命保険による超長期債の買入れが減少している一方で、地域金融機関の保有国債の平均残存年限は、この 3 年の間で 3 年程度長期化している。この間に大手銀行は保有国債の平均年数を短期化し

ているとみられ、国債の金利リスクが地域金融機関へシフトしている可能性がある。

・豪州では国債利回りの逆イールドが生じ、オーストラリア準備銀行 (RBA) は昨年 11 月、急遽 YCC に相当するイールド・ターゲットを停止した。その RBA が先日、保有国債の評価損によって債務超過に陥ったことを公表した。債務超過の発生が直ちに政策運営に影響するものではないとしても、将来の日銀の状況を考える上で注視すべき事態である。日銀は国債を時価評価していないが、当座預金金利を引き上げると付利支払いが膨らみ、債務超過のリスクが高まる。

江川氏:

・2013 年に日銀が「量的・質的金融緩和」を導入した際には、マネタリーベースの残高を 2 倍にすることで、2 年間で 2%の物価上昇を目指すと説明した。しかし、今年の 8 月にはマネタリーベースの残高は、国債買入れよりもコロナオペの減少が大きかったために減少した。さらに、先般のドル売り介入によっても、市場から円資金が吸収されたが、こうしたマネタリーベースの減少が物価に対して影響を持つようには思えない。なぜならば、企業や家計が財やサービスを購入する購買力として経済活動に投入される資金は銀行貸出等によって創り出されるマネーストックであって、日銀当座預金の残高ではないからだ。預金準備制度における準備預金の数十倍の金額が日銀当座預金の残高として積みあがっている状況では、マネタリーベースの増減は意味を持たない。

福田氏:

・「量的・質的金融緩和」によるマネタリーベースの増加は、銀行貸出等の増加にはあまり寄与しなかった。一方で、マネタリーベースを単純には減せない状況を作ることで、日銀による物価目標の達成に対するコミットメントへの信認を高めるといった効果はあった。こうしたアナウンスメント効果が金利全般を引き下げたことは事実だ。

須田氏:

・「量的・質的金融緩和」の導入時には、マネタリーベースを増やせば物価が上昇するという意見の持ち主が政策委員会のメンバーに加わった。しかし、その後の政策評価の中では成果は取り上げられていない。また、実績として物価が上昇するまで金融緩和を続けるというコミットメントはわかりやすいが、実効性は乏しかったというのがグローバルな評価ではないか。その上で、日銀はいずれの方向に政策を調整してもマイナスの効果が生ずるという難しい状態に陥ったのではないかと懸念される。

徳島氏:

・本年入り後に社債発行額が減少しているが、市場では、金利環境が不安定化していることに加えて、日銀の気候変動オペによって、企業が金融機関から低利で長期の資金調達しうることが影響しているとの見方がある。

大島氏:

・産業界では、若者が大企業に就職せず、起業を目指す動きが一層活発になっている。また、産学連携の効果も顕在化しつつある。そう

した意味で投資の芽は出つつあり、構造変化の兆しもみられるので、政府はセーフティネットを準備しつつも、既存の企業の退出を促し、資金が本当に必要な場所に流れるようにすることが求められる。

・一方で、新興企業が一定段階まで成長しても、次のステージに向かうための資金が不足することを懸念している。現在の金融規制の下で、銀行のリスクテイク機能が低下し、金融安定には貢献しているが、新たな産業の育成には十分貢献していないのではないかと。

北村氏:

・新興企業を育成することは重要だが、リスクマネーの供給も不足し、投資家も育たない。政府が先回りして強力な規制を導入する結果、企業がチャレンジしうる領域が小さくなっているのではないかと。

福田氏:

・日本では起業の少なさとともに退出の少なさも問題である。コロナの下では、財政・金融政策が企業の退出を抑制する方向の政策を行ったが、今後は参入と退出の双方を促進することが必要だと。

井上<モデレーター>:

・本日は予定の時間を超過したので、これで会合を終了したい。本年の冬にかけては、日本の金融政策の今後の方向性に関する議論も活発になりそうなので、やや頻度を上げて会合を開催したい。長時間にわたって多様な論点をご議論いただいた皆様に御礼を申し上げるとともに、会合の開催をご支援いただいた「東京大学金融教育研究センター(CARF)」に厚く御礼を申し上げます。
