

# 2022年12月会合 金融市場パネル議事概要

January 10, 2023

## 議題

日銀による金融緩和の修正と今後の展望

## 開催日時

2022年12月28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 代表取締役会長)

江川由紀雄氏 (流動化・証券化協議会 顧問) <欠席>

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)

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)

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)

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)

<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>

石川純子 (野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部 シニアアソシエイト)

## 主要論点

1. 日銀による金融緩和の修正
2. 実体経済を踏まえた今後の政策運営

### 1. 日銀による金融緩和の修正

#### 1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・今回の会合は、日本でも物価が上昇してきたので、日銀は今後に対応すべきか考えることを趣旨に開催を企画した。そこで、予想外の政策対応もあったので、まずはその意味合いについてご議論いただきたい。

・日銀は、12月の金融政策決定会合でYCCにおける長期金利の誘導レンジを±0.5%へ拡大することを決定した。その趣旨は金融緩和の効果を円滑に波及させることにありと説明し、長短の政策金利は不変に維持した。市場関係者からは、前回の誘導レンジの±0.25%への拡大の際に、長期金利のこの範囲の変動であれば実体経済への影響は小さいとの推計を示したことや、今回の政策決定の直前まで、誘導レンジの拡大は実質的な金融引締めを意味すると説明していたことへの批判がみられる。

・黒田総裁は、昨日(12/27日)の講演で、各年限間の金利の相対関係、先物と現物の裁定等の面で国債の市場機能の低下が深刻であったとの理解を示し、企業の起債等の金融環境に悪影響が及ぶとの懸念を示した。実際、2022年の春以降の殆どの期間で10年国債の利回りは誘導レンジの上限(0.25%)の近傍で推移する下で、イー

ルドカーブも8~10年ゾーンの歪みは明確であったほか、財務省が推計するイーロードカーブによれば、9月以降は10年国債の利回りが0.25%を明確に上回っていた。国債の売買高を種類別にみても、2022年の春以降は10年国債を含む長期債が超長期債をしばしば下回る事態が生じたほか、日銀による債券市場サーベ이의直近分(11月)でも、市場参加者による市場機能の評価は顕著に悪化していた。さらに、日銀が提供するSLFの実績を種類別にみても、月間利用額が20兆円近くに達する月がみられたほか、本来は最も流動性が高いはずの10年国債が大きなウエイトを占める異例の状況が生じていた。その一方で、日米での10年国債の利回りの相関は足元にかけて急低下していたので、海外市場の影響という観点では、誘導レンジの拡大には良いタイミングであったともいえる。

・日銀は、今回の政策変更と同時に、国債買入れのうち価格競争入札分の実施金額に幅を持たせることで、実質的に強化する方針を示した。声明文は7.3兆円/月から9兆円/月に上げると説明しているが、全ての種類について最大額を購入すると10.7兆円に達する。指値オペについても毎営業日のオファーを継続する方針を示したほか、12/20日には、初めて、1~3年、3~5年、10~25年の各残存年限の国債についても指値オペをオファーした。2022年春以降を通してみれば、指値オペは7~8月には応札なしが続いたが、9月から復活し、12月も政策決定直前までに約3.6兆円と高水準の応札がみ

られていた。また、6月以降はCTD銘柄を対象とする指値オペも実施しているが、応札は6月中の約0.8兆円に止まっている。日銀はCTD銘柄についてはSLFの利用条件を緩和するといった対応も講じている。この間、価格競争入札についても、3月以降は強化する方向で柔軟な運営がなされており、今回の政策決定前までを全体としてみれば、買入れの増加額は5~10年だけでなく1~3年や10~25年といった残存期間も相対的に大きかった。

・さらに長い視点からみれば、YCCの下で国債のイールドカーブは狭い範囲を推移し、10年国債の利回りが誘導レンジの上限近傍にあったのは2017年と2022年のみであったほか、興味深いことにQQEの導入直後と本年12月初のイールドカーブの位置や形状には大きな違いがない。QQEの期間を通じた主体別の国債保有の増減をみると、銀行とゆうちょ銀行が相対的に大きく減少したほか、年金基金も相応に減っている。もっとも、YCCの導入前後で分けると、後者がより長い期間であるにも関わらず、減少額は相対的に小さい。QQEの導入時に標榜された「ポートフォリオ・リバランス」は初期の3年間に集中して生じたことになる。また、国債の種類別売買高を2013年初からの累計でみると、超長期債については、負債の構造やALMの要請を反映して、当然ながら保険会社のネットの増加が目立つ。これに対し、銀行は業態全体としての増加は抑制的だが、その中では信用金庫や地方銀行の増加が相対的に大きだけでなく、そうした増加が2020年以降に目立つ点が注目される。

## 2) 自由討議

### 内田氏:

・海外投資家の間では、本年春にFRBが利上げを開始した頃から、日銀も黒田総裁の交代時にはYCCを変更するとの思惑が生じ、長期金利先物の売りポジションを構築しつつ、先物の限月を徐々に短縮する形で調整していた。その意味では、今回の政策決定も大きなサプライズではなかったともいえる。その上で、今回の日銀の説明は、これまで殆ど触れなかった企業金融への影響に言及したほか、長期金利の上昇を容認するのに金融緩和を補強すると説明しただけに、海外投資家は日銀がYCC付きのQQEの維持に固執していると理解した可能性がある。

・本年度入り後に指値オペが常態化する中で、10年物のカレント債が発行後数か月で日銀に吸収される事態が生じていたことは、強力な緩和効果を発揮した一方で、今回の政策決定の背景となった市場機能の悪化を招来していた。より長い目で見れば、財務省が国債の発行年限を徐々に長期化する下で、日銀の買入れによって20年債の多くを日銀が保有する事態になり、日銀が実質的に国債管理政策に関与する状態も生じている。

・本年の米欧では、過去20年間の金融経済構造を支えた「低インフレ、資本コスト低下、レバレッジの拡大、グローバリゼーション」といった要素が大きく変化するとともに、中央銀行の金融政策はbehind the curveに陥った。日本の金融経済はこうしたトレンドから相応に隔離されているために日銀の金融政策には大きな波乱がなかったが、米欧の中央銀行が迅速な利上げやQTを進める中で、日銀はそ

のままでよいのかという問題意識を持っている。

### 井上<モデレーター>:

・海外投資家は、YCCの修正を予想していたのか、それとも金融緩和の「正常化」の開始を予想していたのか。

### 内田氏:

・海外投資家の間では、米欧では金利が上昇しているのに、日銀がYCCに固執すると、どこかで歪みが生ずるという理解が強かった。具体的には、国債市場は日銀がコントロールし、株式市場では海外投資家の取引が縮小していただけに、そうした歪みは為替市場に生ずるとして、円安が進めば日銀はYCCを修正するだろうと見ていた。

### 福田氏:

・市場の予想は重要な要素だ。市場でYCCの修正に関する予想が広まれば、長期金利には前倒しで強い上昇圧力が生じてしまう。従って、日銀がYCCを維持するには常にサプライズ的な手法を採用せざるを得ない。しかし、日銀がこれ以上の修正は考えていないと説明しても、市場は今回の経験をもとに疑心暗鬼になりうる。このため、YCCを解除する必要が生じた場合にもサプライズ的な対応が必要となった点で、政策運営は難しくなったように思う。

### 加藤氏:

・黒田総裁がこれまで政策変更にも強く否定的であった背景には、物価目標の達成に対するコミットメントに加えて、YCCの調整が技術的に難しいとの理解があったのではないかと。それでも、今回の政策決定に至ったのは、来年の物価上昇の減速見通しに自信が持てなくなったことや政治的な要請があったからではないか。

・これまでは長期金利の上昇圧力は主として海外投資家によるものであり、年明け後に海外投資家が本格的に市場に戻ってきた際には、日銀にとって長期金利の新たな上限を防衛するのに厳しい局面を迎えることが考えられる。一方、国内投資家、特に地方銀行の大半では、当面は政策変更はないとの期待が支配的で、超長期国債への投資も継続していた。しかし、今回の政策決定を受けて、国債投資の運営を変える動きもみられる。実際、イールドカーブの形状は12月初と同程度に歪んでおり、来年春に就任する次期総裁は最初から難問を抱え込むことになる。

### 徳島氏:

・債券市場の参加者には、日銀の今回の政策決定が、「長期金利の変動許容幅の拡大は実質的な利上げを意味する」という従来の説明と整合的でない点に不満がある。その上で、今後はサプライズ的な変更しかあり得ないとか、次の変更は3月かとか、共同宣言の修正に関する思惑も生ずる中で、金融政策の正常化の道筋はどうなるのかという点で疑心暗鬼になっている。

・今回の政策決定には1998年の資金運用部ショックを彷彿させる面があり、現在も6月以降に顕著になった7~8年国債の利回りの歪みは修正されていない。しかも、政策決定の当日から大規模な国債買入れを実施しており、市場をコントロールしようという意図が強く示唆されている。このため、市場からみれば、今回の決定は市場機能

の回復を図る面よりも、金融政策の「正常化」に向けた動きの地ならしの面が強いと理解せざるを得ない。

**井上<モデレーター>:**

・以前の会合で、国債市場の機能が低下した結果、社債利回りの評価も国債利回りへのスプレッドでなく、絶対利回りに移行しているとの指摘があったが、現在はどうなっているか。

**徳島氏:**

・今年の秋頃までは長期金利が低位に張り付く下で、10年社債では国債利回りのスプレッドで評価することができた。その後は全般に金利水準が上昇した結果、現在では5年社債でもそうした評価が可能となり始めている

**大島氏:**

・内田さんが指摘されたように、2022年には米欧で金融政策の枠組みが大きく変化しただけに、日銀に関しても今回の政策決定で打ち止めとなる保証はない。現在もイールドカーブの形状には歪みがあり、そこが投機の対象となりやすい。日銀は指値オペの対象を實質的に幅広い年限に拡大しているが、結果として円滑なイールドカーブを形成しうる保証はなく、市場機能の改善もどのように着地するのかが読みにくい。日本と米欧との金融環境には大きなギャップが残るだけに、日銀の政策運営には今後も波瀾が予想される。

**須田氏:**

・12月初の国債入札の直後に、日銀が新発債の大半を買い入れたことは、市場機能の面だけでなく、財政規律の面でも大きな問題である。また、今回の政策決定後も超長期国債の利回りは市場に委ねるのであればイールドカーブの歪みは残り、結局は海外投資家の圧力もあってコントロールが難しくなるのではないかと。

・黒田総裁が金融緩和の修正に否定的だったのは、元財務官として為替変動を理由に金融政策を変更すべきでないとの考えが強かったからではないか。しかし、政府は日銀に対し、円安修正のためにより柔軟な政策運営を求めているようだ。このため、黒田総裁も、次期総裁の下での政策運営を円滑化するために、現在のうちに問題点を少しでも解決しようとしたのではないかと。

**神津氏:**

・世界経済では、モノを中心とする供給構造が大きく変化し、デレバレッジも進行する下で、株価も大きく調整している。均衡金利が上昇した可能性も踏まえると、日本も金融政策の運営を変えるべき局面に至ったのではないかと。日銀は市場が求めるイールドカーブの形成を促したいはずだが、同時に指値オペを行っているために意図が分かりにくいところもあるし、そもそも市場が求めるイールドカーブの姿も現時点では明らかでない。

・日銀は市場の期待に働きかける政策手段を多用してきたが、そうであっても今後の政策変更を予告することは不可能だ。政策課題をフラットに明らかにした上で、それらに対する対応の選択肢を予め示すことしかできないのではないかと。債券市場の参加者には、議事要旨や幹部の発言に今回の運用の変更を示唆する内容が乏しかった点

に不満があるが、結果としては、今後の政策変更のタイミングについては不確実性が高い点が改めて意識されたのではないかと。

**左三川氏:**

・今回の政策決定に至る外部環境には、2016年のマイナス金利導入に類似した面がある。具体的には、①国債買入れが大規模になってしまうことへの懸念、②英国の例と同様に金融政策と財政政策が非整合的となるリスク、③RBAによるYCCの解除が、物価上昇リスクの想定が不十分で「出口」の条件も不透明であったために、市場の混乱を招いた経験などが指摘される。なお、日銀の声明文に企業金融への配慮が突然含まれたこと背景には、政府が企業に投資、賃上げ、税負担などの期待をかけるなかで、また、防衛力強化の財源として法人税増税を模索しているなかでも、企業収益への配慮があったのではないかと。

**根本氏:**

・大手銀行は日銀による政策変更を視野に入れていたが、地方銀行ではそうした意識が低い印象があったし、日銀自身も例えばFSRで海外金利上昇と債券価格への影響を強調していたが、国内金利の変動についてはほとんど言及がないなど、コミュニケーションに問題もあった。現時点でも、地方銀行には今後の方向性を把握しきれない先が残るようだ。債券の評価損が膨らみ、いわゆる「ゼロゼロ融資」の返済も本格化する下で、金融不安にまでは至らなくても、金融システムのストレスを心配している。

・年金基金による国債保有は、市場流動性が低く投資しにくい環境が続く下で若干減少している。しかも、これからデフレからインフレに転ずる下でリターンを上げなくては行けないので、国債投資が活性化することは考えにくい。

**井上<モデレーター>:**

・多くの地方銀行にとっては、取引先や地方経済が疲弊しているだけに、ビジネスの面からデフレ感が根強いのかもしれない。

**武邑氏:**

・YCCにおいて、日銀が10年国債利回りをターゲットにしたのは、保険や年金といった機関投資家にとって超長期国債の利回り低下は経営に支障を生ずるため、その部分は市場に委ねるとの判断があったように理解している。実際、マイナス金利政策の導入後は、超長期国債の利回りも0%近傍に張り付いていた。

・足元のようにイールドカーブがスティープ化していく下では、日銀の役割は市場機能のある程度回復させることで、10年物利回りの歪みを解消することではないかと。その意味でも、誘導目標の上限が0.5%で止まる保証はないし、既に指摘があったように、今後のYCCの修正は難しく、いずれは解除へと向かうことだろう。

**徳島氏:**

・生命保険会社の間では、超長期債の利回りが上昇していくとの見方が大勢である一方、相応の上昇でも買入れは可能と考えているのではないかと。前回会合では、20年国債の利変わりが2%程度に達することが必要と指摘したが、ヘッジ外債への投資が機能しにくい

こともあり、現在のハードルは低下している印象がある。これらの点からみて、超長期国債の利回りが顕著に上昇することは考えにくい。また、負債の年限の短い地方銀行が超長期国債の保有を増やすことにはリスクがあるほか、物価連動の給付を行う年金基金にとっても、超長期国債を市場インデックススペースで買入れるのではなく、年限を分散したラダー型の国債投資へのシフトが生じている。

**細野氏:**

・日銀が今回はサプライズ的な政策決定に踏み切ったことはやむを得なかったとしても、政策金利を引き上げながら金融緩和の持続可能性の強化であるとする黒田総裁の説明は、経済を専攻する学生にとっても理解が難しい。その意味で、この説明には誰に向けたどんなメッセージなのかという問題がある。その上で、福田さんが指摘したように、最早 YCC の維持は困難になっているように感じる。その場合の解除の仕方については、政府も日銀も市場の混乱を抑制して円滑に進めるべきとの意識が強いようだが、市場に大きなショックが生じて一時的に止まると考えられるだけに、日銀が市場を強く管理しすぎることにも適切であるように思う。

**須田氏:**

・YCC の厳格な運営を前提とすれば、出口では大量の国債買入れが必要となる。財政規律に弛緩のリスクがある中で、日銀が大量の国債を買入れることが想定されることの意味合いを考える必要がある。今回の政策決定後の当初は日銀も大量の国債買入れを行うとしても、いずれは持続不可能として諦め、金利コントロールを少し柔軟にし始めるのではないかと。

**井上<モデレーター>:**

・長い目で見れば、特に 2018 年から 2020 年のコロナショックまでは、日銀も買入れ額を抑え、買入れ年限を短期化する方針を明確に実施してきた。

**神津氏:**

・これらは日銀側のロジックだが、市場参加者の立場から見れば、日銀がこれだけインテンシブな介入を行ってきた後に、どの程度のスピードで手を離すことが可能なのかという点で、市場のキャパシティが問われている。市場の実力や自信を確認することが重要だ。

**内田氏:**

・日本国債の 9 割以上を国内投資家が保有しているだけに、国内要因に起因する事態では、資金運用部ショックや VaR ショックのように金利が一方に動きやすい。国債は最終的には様々な投資家に保有されるが、銀行の場合には、金利上昇によって含み損が生じた場合、リスクマネジメントの観点から徐々に国債の買い余力は低下していくことになる。

・Moody's によれば、日本政府の債務残高が GDP 比で見て破綻国並みに高水準であるのに、国債が投資適格を維持している理由は、日銀の YCC もあって需給構造が安定している点にあるとされる。もしも、YCC の解除が国債の格下げを招けば、日本の金融機関は保有国債のロスカットを余儀なくされ、海外投資家は金利スワップで長

期のポジションを構築することになり、先の英国の事例のように投機対象となる恐れがある。

**井上<モデレーター>:**

・大手銀行は、米欧の金利上昇によって保有外債の価格下落への対応も余儀なくされているのではないかと。その結果として、国内での金利リスクへの対応力は低下していると考えられるべきか。

**内田氏:**

・日本国債は、途中で評価損が生じて、ハイパーインフレによって減損を余儀なくされる事態が生じない限りは収益に影響しない。また、有価証券全体で見れば、ネットで評価益が存在する。これに対し、地方銀行の約 1/3 は直近決算の時点で有価証券全体の評価益がほぼゼロであり、国内金利が上昇した場合、経営面のリスクが生ずる。その意味でも YCC の解除は困難だ。

**大島氏:**

・YCC を直ちに解除して、長期金利の動きを市場に委ねることは難しい。海外金利が上昇し、保有外債に含み損が生じる中で、大手銀行には株式や金利スワップによるヘッジ益もあるが、保有資産の価値が全般的に下落方向にある地方銀行の状況は厳しい。一時的であっても国内金利がジャンプすると、金融システム面での影響が生ずる可能性があるほか、長い目で見れば地方銀行の再編を加速することも考えられる。銀行にとっては、日銀が相応の国債買入れを継続することを前提に、金利リスクをコントロールしていくことが現実的な選択肢となる。

**根本氏:**

・S&P も、日銀が YCC によって長期金利を抑制していることや日銀の金融政策が独立性を有しているとの評価に基づいて、日本国債を現状の格付に維持している。もともと、同社が 7 月に公表したレポートでは、日本が金利上昇に最も脆弱な国と評価されていた。

**須田氏:**

・YCC を解除できない理由は日銀がうまく解除できないからか。多少の問題が生じて、解除すべきとの議論にはならないのか。

**福田氏:**

・私も、どんな副作用があっても日銀は YCC に固執すべきかどうか考えてみる必要があるように思う。また、IMF がかつて提唱したように、金利調節のターゲットを 10 年物から 5 年程度に短縮すれば、コントロールは容易になるのではないかと。それとも、銀行は 10 年物の金利をターゲットとすることを望んでいるのか。

**井上<モデレーター>:**

・10 年物金利よりも、3~5 年物金利の方が実体経済との関係が強いという主張は、もともと日銀が QQE の最初の評価を実施した際に主張した議論だった。

**内田氏:**

・世界の金融経済は過去 20 年間の構造一サプライチェーンによるグローバル化、財やサービスの生産の集約化、ディスインフ

レ、セキュアスタグレーション、フィンテック的な金融政策一から脱却しつつある。その意味で、日本だけが YCC に固執すべきなのかという議論が台頭している一方で、実際には直ちに YCC を解除できない状況に陥っている。

**大島氏:**

・Var ショックのあった 2003 年当時と現在を比較しても、国債の国内中心の消化構造や企業と家計の資金余剰、経常収支の黒字といったファンダメンタルズに大きな変化がない。また、政府や日銀と主要な市場参加者との密接な関係も維持されているだけに、YCC を解除した場合の長期金利の変動は最終的には抑制しようように思う。一方で、ターゲット金利を 10 年から 5 年に短縮することは実務的には容易ではなく、日銀もイールドカーブ全体にわたる国債買入れを併用しつつ、長期金利の安定を図るのではないかと。

**内田氏:**

・かつて、日本国債は銀行を含むシンジケート団によって引き受けられていたし、競争入札が導入された後もプライマリーディーラーに銀行が加わるという特殊性を有している。ここに日銀が国債買入れで関与する三位一体の構造であったが、QQE やマイナス金利の導入によって構造が変化してきた中で、何らかのショックが生じた場合にも銀行だけで安定を維持できるかどうかには不確実な面も残る。

**徳島氏:**

・平時の国債消化では、生命保険が超長期国債の需給のバックストップを果たす面もある。しかし、長期金利が大きく不安定化する局面では、生命保険が機動的に対応することは難しく、市場が一定の安定を回復するまでは動きにくい。その意味でも、YCC を解除して長期金利の動きを市場に完全に委ねることは難しく、日銀が買入れを継続し、緩やかな金利上昇へ誘導する必要があるだろう。2016 年初に日銀がマイナス金利政策を導入した際には、20 年債が 0% 近傍まで低下するなど、国債金利は顕著に不安定化した。日本の債券市場の参加者の多くは国債利回りの大きな変動を経験していないし、日銀も国債金利のこうしたオーバーシュートは望ましくないと考えているのではないかと。

**須田氏:**

・2003 年の VaR ショックの際には、米国経済が予想以上に回復し、日本でもデフレ脱却に対する期待が高まったことが金利上昇のきっかけとなった。その際の経験も踏まえて、銀行は金利リスクの管理を強化してきたのではないかと。監督当局によるストレステストも毎年行われているにも関わらず、日本の銀行には依然として金利上昇への備えができていないということか。

**内田氏:**

・そうではなく、VaR ショックのような事態が再び生じて、少なくとも大手銀行の自己資本が大きく毀損することはない。ただし、保有資産や負債の利回りの変動を通じて収益面での影響は相応に生じうる。

**須田氏:**

・金利水準が全体的に上昇すれば、銀行の保有資産の利回りも上

昇するのではないかと。その意味では、金利上昇による収益面への影響は、金利の上昇スピードによって異なるということか。

**内田氏:**

・ストレステストの結果が示すように、地方銀行であっても 200bp 程度の金利上昇ショックに直面しても十分な自己資本を保有している。それでも、自己資本が大手銀行ほど厚くないため、金利上昇が生ずる場合、保有資産の構成を変更するための時間的猶予が欲しいと主張している。

**大島氏:**

・銀行は、保有資産の含み損を抱えながら業務を運営することになるが、市場金利が上昇しても時間的猶予が確保できれば、自己資本によって損失を吸収できる。こうした観点からも、日銀には市場にとって予見性のある政策運営を期待したい。

**2. 实体经济を踏まえた今後の政策運営****1) 事務局説明****井上くモデレーター>**

・次に、今回の会合の本来の趣旨であるが、日銀による今後の政策運営について实体经济の動きを踏まえつつご議論いただきたい。

・消費者物価の上昇率が足元にかけて上昇する中で、川上である輸入物価の上昇率には減速感が明確になっている。品目別には、耐久財価格が長年の低迷を脱しつつあることも注目されるが、総じてみれば食品を含む必需品価格の上昇が相対的に大きく、このため、総務省のデータによれば消費者物価の上昇率は相対的な低所得層にとってより高い。インフレ期待も総じて上昇し、日銀も認識するように中長期のインフレ期待にも上昇の兆しがみられる。この間、名目賃金の上昇率は徐々に加速し、しかも所定内給与の寄与が拡大している点が注目されるが、消費者物価上昇率がそれ以上に加速した結果、実質賃金の伸びはマイナスになっている。

・日銀の前回(10月)の展望レポートは、2023年の中盤以降に消費者物価の上昇率が減速するとの見通しを維持した。もっとも、リスクバランスチャートによれば、政策委員も上方リスクを相応に意識していたことが窺われる。また、日銀の推計による GDP ギャップを前提とすれば、2022年度中にプラスに転ずることも想定しう一方、2020年以降の景気回復のモメンタムは総じて弱かったことも事実である。内需の中では、企業の設備投資スタンスが堅調である点が注目される。様々な業界動向を踏まえても、研究開発や気候変動対応、デジタル化といった自律的な要因による動きがみられ、マクロ的には高水準の企業収益がこれを支える姿が推察される。

・日銀が金融政策の「正常化」に進むかどうかは物価上昇が持続的かどうか依存しており、黒田総裁の昨日(12/27日)の講演はこの点に関する二つのポイントを挙げている。第一に企業の価格設定行動に変化が生ずるかどうかであり、各種のサーベイ調査は食品を中心に価格転嫁の動きが想定以上に継続することを示唆している。なお、日銀の展望レポート(10月)のBOXも、企業による価格設定戦

略の変化の兆しを指摘し、他社が価格を引き上げる下では自社も価格を引き上げやすくなるというゲーム論的な状況を示唆した。第二に賃金上昇に変化が生ずるかどうかであり、黒田総裁は、非正規雇用は、対面型サービスを中心に労働需要が増加する一方、女性や高齢者による労働供給の余力が低下している可能性を示唆した。この間、正規労働は、大企業を中心に物価上昇を勘案した賃金設定の動きがみられるほか、自発的な離職者の増加も企業による人材係留のニーズを映じた正規雇用の増加につながっている可能性を示した。マクロ的な視点からも、足元でフィリップスカーブには上昇の兆しがあるだけに、そこから需給ギャップの改善が進めば、物価目標の達成も可能となりうる。もちろん、海外経済は米欧中のいずれについても当面は明るい展望が持ちにくいという点で、外部環境は必ずしもサポータティブではない。

・日銀による現在の金融緩和には、①コロナ対策としての政策金利の低位維持、②物価目標の達成に向けたYCC付きQQEの枠組みの維持、③物価目標の達成に向けたマネタリーベースの増加という3つのフォワードガイダンスが付与されている。しかも、これらの条件が見通しでよいのか、実績が必要なのかで相互に異なる点にも注意する必要がある。黒田総裁の昨日(12/27日)の講演は、今回の政策変更は金融緩和の維持のためとの考えを強調した一方で、先に述べたように価格や賃金の設定に関する変化の兆しを詳細に議論している。その意味でも、前半の議論にあったように、日銀の政策運営に関するコミュニケーションも、今後の様々な可能性を考慮に入れたものへと変化しつつあるように感じる。これに対し、少なくとも現時点では、今回の政策対応がYCCの持続のための修正なのか、金融政策の「正常化」の第一歩なのかという点に関して、市場関係者の理解は分かれている。

・なお、日銀による12月の金融政策決定会合の直前には、2013年に政府と日銀が合意し公表した共同声明について、岸田政権には改訂の意向があるとの観測報道があった。こうした報道は物価目標の扱いが焦点との見方を示していたが、現在の共同声明には、政府の政策対応によって構造インフレ率が上昇することを前提に、日銀が2%の物価目標の達成を目指すといった、現時点でも合理性を有する議論が含まれる。一方で、物価目標のできるだけ早い達成を目指すという点は、米欧の中央銀行による実際の政策対応に照らしても、政策運営をどの程度バインドするのかという論点はある。また、共同声明の改訂を機に、政府と日銀の各々にとって直接的に影響を行使しにくい要素を目標に加えることも望ましくないようにも思える。いずれにしても、改訂をせずに解釈を変えようといった選択肢も含めて、様々な視点からの議論が望まれる。

## 2) 自由討議

### 福田氏:

・賃金が足元で上昇傾向にあるのは事実だが、水準の面では2020年に諸外国に比べても大幅に下落した後の反動である点にも留意する必要がある。また、日本では企業も労働者も賃金上昇より雇用の確保を優先する傾向があった一方、欧米ではそうした考えが希薄

であるだけ賃上げ圧力が強いのではない。今回、日本では雇用を守りながらどこまで賃上げできるかが注目される。この点は、政府と日銀による共同宣言の改訂にも影響する可能性がある。なお、設備投資についても計画が大きく上振れしたことが過去にもしばしばあったが、実績では大きく下振れるケースも少なくなく、今後の動向を注視する必要がある

### 井上<モデレーター>:

・設備投資については、計画だけでなく一致指標も総じて改善しているほか、本年度計画の長期平均に対する上振れ幅も大きい。もっとも、設備投資で大きなウエイトを有する不動産の取得の動きは依然として強くない。

### 北村氏:

・今年入り後の消費者物価上昇率は、前月比で見て総じて加速傾向にある。財を中心とするコストの価格転嫁は来年の春に一巡するとみられていたが、実際には予想以上に継続する可能性がある。来年春以降にはインフレ率が相応に減速するとみているが、企業は、値上げする品目とそうでない品目を峻別し、前者については数年をかけて実現を図るスタンスなのかもしれない。

・政治的な要請もあり、来年春には相応の賃上げが実現するであろうが、持続性には不透明な面が残る。長期的に好循環が生ずるためには、賃金と物価だけでなく成長も加わる必要がある。企業の大半を占める中小企業には収益面で苦しい先も多しだけに、毎年のように賃上げを行い、物価もそれに連動して上がるというシナリオは想像しにくい。1970年代のように経済成長率が10%を超える状況の下でこそ、インフレ率を超える賃金上昇率が実現するのではないのか。

### 井上<モデレーター>:

・確かに、日銀が期待する賃金と物価の好循環の背景には、循環的要因と構造的要因が混在している。また、今回の米欧での賃金上昇率の加速の一因として、転職者の増加による面が指摘されている。日本でも労働の流動化が急速に進めば賃金上昇圧力も強まるだろうが、今回の局面での進捗度合いには不透明性も残る。

### 須田氏:

・日銀の審議委員も物価の上昇リスクを意識しており、OECDは日本でも2年連続で2%ないしそれを超えるインフレが実現すると予想している。その意味で日銀は物価目標を達成する可能性がかなりあるとみているが、その後は物価が再び下振れするリスクがある。

・労働時間当たりの賃金は上昇しているが、労働時間が減少しているため、ベースアップが実現しても雇用者報酬が増加しにくい点に問題がある。しかも、企業では社会保障の負担が増大しており、その面で賃金引上げの余力が阻害されている。日銀は連合に対して賃金引上げを強く働きかけているようだが、来年以降に物価上昇率が減速する可能性もある中で、企業による賃金引上げは一時的な物価上昇に対する一時的な対応に止まる可能性がある。

・政府と日銀による現在の共同声明は、深い議論に基づいて構築されたものである。その上で、デフレから脱却すれば本来は終了すべ

き内容だが、現政権は改訂を視野に入れつつ残存させようとしているようだ。現実的な対応として、共同声明は改訂せず、現在の記述に対する解釈を柔軟化することが望ましい。

**神津氏:**

・賃金上昇率を考える場合、それはインフレ率や労働生産性の変化率と整合的であればならないはずである。インフレ率を消費者物価指数で計測する場合、それと整合的に労働生産性の変化率を計測するのは実は難しい問題だ。通常は実質GDPベースの付加価値で考えるのだろうが、消費者物価指数は標準的家計の消費バスケットを5年間固定して算出しているのに対し、それと整合的な実質付加価値生産額の指標は存在しない。また、職種や労働時間によって異なる1人当たりの賃金に何らかの調整を加えて、同じ仕事についての1時間当たりの賃金を経済全体で加重平均して指数を作れば、その変化率はインフレ率と整合的になるはずだが、そうした賃金上昇率も推計されていない。現在のように、正規雇用と非正規雇用が迅速に入れ替わり、人口動態やジェンダー構成も賃金に影響を与えている中では、構造変化を調整した賃金上昇率の指標が必要なはずだ。これらの整合性が担保されない限り、インフレ率と賃金上昇率の関係を厳密に評価することは難しい。

**須田氏:**

・GDPデフレーターと消費者物価指数の比、つまり交易条件を加味すれば、インフレ率と労働生産性の上昇率の整合性を改善することができる。つまり、交易条件が大きく低下していれば、賃金上昇は期待できないことになる。

**神津氏:**

・しかし、その交易条件もマクロ指標であり、なお職種や労働時間の違いを調整した上で労働生産性の変化をみていることにはならない。

**北村氏:**

・実質賃金を推計する際には、毎月勤労統計による賃金指数と消費者物価指数とを対比することが多い。しかし、前者は調査対象の事業所が支払った給与の総額を総労働時間で割って算出しているのでパネルデータではない。つまり、各事業所では労働者が入れ替わっているはずであるが、その点は考慮されておらず概算的な労働生産性の指標に過ぎない。本来、給与は個々人と紐づいているはずであり、それらを全てフォローすればより正確な指標となりうる。

**内田氏:**

・米国では、FRBがインフレ抑制のために景気を意図的に減速させているだけに、失業率の上昇が見込まれている。足元では実際にインフレ率が減速の兆しを見せたほか、住宅価格もピークアウトしたが、サービス価格は減速せず、その背後では労働供給の回復が遅延し、むしろ人手不足が残存している。IT企業は大規模な人員削減を進めているが、総じてみれば労働市場の構造変化をFRBが読み切れていない可能性がある。

・こうした構造変化の下で、日本で政府と日銀が共同宣言を維持しようとするのは、前世代的な試みとしてサステナブルでないように思

う。労働市場での正規雇用と非正規雇用の構造変化、ESG投資や人的資本投資の活性化を踏まえた「ナラティブ・アプローチ」の下でマクロ政策を運営することが望ましい。

**福田氏:**

・現在の物価には政策の効果による影響も大きい。今年のサービス価格の回復には、昨年春の携帯電話料金の引下げの影響の剥落による面が大きいほか、今後はGoToトラベルによる引下げ効果を受ける一方、GoToイートは事業者に対する補助のため消費者物価には反映しない。さらに、来年2月から政府の経済対策によって、電気・ガス料金が抑制される。物価見通しの面でこれらの効果をどう評価すべきかは簡単ではない。ファンダメンタルズに着目すれば、輸入物価指数は既にピークアウトしており、企業総合物価指数はまだ上昇しているため、消費者物価指数への波及に関しては企業総合物価指数の動向が注目される。

**大島氏:**

・若年層の転職が増加している印象があり、こうした転職者はより高い給与を稼得すること多い点で賃金上昇の恩恵を享受している。また、サービス業の職種を中心に、コロナ前のような外国人労働者による労働供給のバッファーが見込みがたい点も、賃金上昇にどのような影響を及ぼすか注目すべきである。このように、マクロの賃金上昇が抑制的でも、一部の領域には明らかに上昇要因が存在する。

**武邑氏:**

・若年層による雇用の流動化は、コロナの影響による就労形態の柔軟化もあって急速に進行している。ただし、この動きが全体的な賃金上昇に繋がっているかは不透明である。優秀な人材を確保するために企業は高額な賃金を提示する必要があるとしても、その人材を活用できるかどうかは企業の成長戦略に依存する。

・日銀が賃金上昇を政策目標として掲げることには違和感もある。円安によって経済が成長するシナリオに不確実性が生ずる中で、金融緩和によってデフレから脱却するロジックにも疑問が生じている。経済成長や生産性上昇に資する人材への人的投資を促進するにはどうしたらよいかという発想が必要となる。

**神津氏:**

・内田さんが指摘した「ナラティブ・アプローチ」を実践する上では、デフレ均衡からインフレ均衡へどのようなステップを踏むのかを明確に示すことが必要となる。そうでなければ金融市場はついてこない。

**井上<モデレーター>:**

・本日は、日銀による想定外の政策対応があったので、これに関する議論から出発したが、来春には次期総裁の下での政策運営が注目されるので、今年度中にもう1回会合を開催して、財政政策や共同声明の意味合いも加味しつつ、金融政策の「正常化」の展望や課題を議論したい。本日も長時間にわたって活発にご議論を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。

\*\*\*