

2023年3月会合 金融市場パネル議事概要

April 24, 2023

議題

日本の経済・物価動向と日銀による金融政策の展望

開催日時

2023年3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) <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)

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>

主要論点

1. 日本の経済・物価動向
2. 日銀による金融政策の展望

1. 日本の経済・物価動向

1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・2009年の春に「金融市場パネル」を開始した後、その存在や意義を幅広く知ってもらうため、NRIのホームページに特設コーナーを開設した。その際に、東京大学教授であった植田和男氏に「金融市場パネルへの期待」を寄稿していただいた。その中では、「政策担当者がはっとするような斬新な政策提言が生まれることを期待する」との一節が印象的だった。本日もそうした意識を持ちながら、植田新総裁の下での政策課題についてご議論いただきたい。

・会合の前半では、政策運営の前提となる物価や景気の動向と先行きについて確認しておきたい。このうち、物価については、日銀は2023年度の中盤にかけてインフレ率が2%を割り込むまで減速するとの見通しを維持しているが、その妥当性ないしリスクをどう考えるかが焦点である。

・CPI 総合インフレ率は、既往の国際商品市況の下落や政府によるエネルギー価格抑制策などを主因に、2月に3%強まで減速したが、コアコア(除く生鮮、エネルギー)のインフレ率はむしろ加速した。基調的インフレも、日銀による推計を含む多様な指標は高止まりしている。CPI インフレ率の寄与度をもて、非耐久財の低下が目立つ

一方、耐久財は底堅く、サービスの中では食品価格や賃金の上昇を映じて外食費の上昇が目立つ。一方、実効為替レート of 反転が明確になったほか、輸入物価インフレ率もエネルギーだけでなく、幅広い商品で程度の違いはあれ減速が明確になった。ただし、企業関連の物価上昇率をCGPIで見ると、素材関連で減速感が明確であるが、機械関連は総じて横ばい圏内、食品は高止まりの状況にあり、総合インフレ率は依然として8%台にある。この間、企業の中長期インフレ期待は、短観の結果などからみる限り上昇しているほか、家計のインフレ期待も、消費動向調査や生活意識に関するアンケート調査の結果によれば、長らく見られなかった顕著な上昇を示している。

・これに対し、名目賃金の上昇率も毎月勤労統計調査の結果によれば、緩やかに加速している。依然として特別給与(賞与等)の寄与は大きい。所定内給与も明確な増加を示している。雇用者報酬の増加も、現金給与総額の寄与が大きい点でこれまでとは特徴が異なる。しかし、こうした好ましい動きに関わらず、インフレ率が加速したため実質賃金および実質の雇用者報酬の上昇率はともにマイナス圏で推移した。この間、短観の結果によれば、企業における人手不足感は一層強まっており、業種の面ではコロナの影響が大きかった個人向けサービス、規模の面では中小企業において顕著である。

・昨年第4四半期の実質GDP成長率はほぼゼロとなり、マイナスのGDPギャップもやや拡大したとみられる。純輸出の寄与がやや

くプラスに転じたほか、個人消費の増加もプラスに寄与したが、企業による在庫の取崩しによって相殺された。内需のモメンタムが強まらないだけでなく、海外経済の減速見通しも踏まえて、金融市場では、日銀による2023年度の実質GDP成長率が強すぎるとの指摘が強まっている。因みに、前回(2017~18年)の景気拡大局面をもとに実質GDPの成長トレンドを推計し、実際の実質GDPと比較すると、その乖離率は足元で3%を大きく超える水準まで拡大している。

・主要な需要項目の動きをみると、消費は、消費活動指数や商業動態統計を見る限り、緩やかな増加を続けている。コロナ後に最初に回復した財消費、なかでも耐久財消費は調整局面にある一方、感染抑制策の緩和による回復が期待されたサービス消費も、これまでの回復は顕著でなかった。この間、人手不足感の強まりを映じて雇用は着実に増加し、失業率もコロナ前のボトムに近付いた。ただし、失業率の低下には生産年齢人口の減少も寄与している。名目雇用者報酬の増加と整合的に可処分所得も緩やかに増加している。もっとも、資金循環統計によれば、コロナ期に大きく増加したフローの貯蓄は以前のトレンドに回帰している。

・国際商品市況の軟化を映じて貿易収支の悪化には歯止めがかかりつつある。もっとも、輸出の増加にもモメンタムが乏しく、輸送機械に持ち直しがみられる一方、IT関連や電子部品等の輸出は高水準ながら頭打ちとなっている。工業生産も総じてみれば停滞感が窺われる。供給制約の緩和を映じて、在庫の積極的な積み増しが落ち着いた一方、生産は輸出と同じく業種間でばらつきが大きい。

・これに対し、短観の結果を見る限り、2022年度の企業の設備投資計画は製造業、非製造業ともに近年の平均を大きく上回る伸びを示しており、最終的な実績が注目される。実際、資本財の国内出荷や建設出来高は緩やかな改善傾向にあり、機械受注残高も一段と増加したが、今後の海外経済動向によって企業の方針も変わりうる。また、法人統計季報をもとに企業収益をみると、昨年第4四半期には減速感が強まったが、売上高経常利益率のような指標は特に製造業で高水準を維持した。なお、輸出入物価をもとに交易条件をみると、輸入物価の減速を主因に改善が明確になりつつあるほか、SNAベースでみた海外との所得移転も、海外からのネットの所得が一層拡大した結果、全体でも横ばいに転じつつある。

2) 自由討議

須田氏:

・現在の物価上昇圧力がどの程度継続するかは、様々な見方が示されている。日銀の前回(1月)の展望レポートは2023年のCPIインフレ率が減速するととの中心見通しとともに、上振れするリスクも指摘していた。植田氏も、国会の公聴会で2%を下回るとの見方を示した。一方で、2024年のCPIインフレ率については、IMFの前回(1月)のWEOは2%、日銀の展望レポート(1月)は1.8%としたが、国内の民間のエコノミストの見通しは相対的に慎重で、総じて1%程度との見方を示している。

・品目別の物価上昇率をみると、これまでは0%近傍に集中していた

が、足元では財だけでなくサービスを含めても5割以上の品目が2%以上となった点が注目される。このため、私は2023年のCPIインフレ率が上振れると見ている。また、現在の物価上昇の主因は需要要因でなくコストプッシュ要因であるが、海外の需要が堅調である間は輸入物価の下支えされる可能性がある。この間、国内では、女性や高齢者の参加拡大が労働供給の制約を緩和してきた一方、想定以上の少子高齢化が需要の減少をもたらしたことでデフレ圧力が残っていたが、今後は、高齢者層の増大による消費性向の上昇や拡張的な財政政策といった要因を考慮すると、物価上昇圧力が高まる可能性が高いと思われる。

根本氏:

・企業行動の変化も継続的な物価上昇要因になりうる。例えば、東京証券取引所は、1月末に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」と題する資料を公表し、株価純資産倍率(PBR)が継続的に1倍未満である企業に対し、改善に向けた計画を示すよう要請する考えを示した。こうした対応は、企業に対する情報開示要請の強まりと相まって企業行動を大きく変化させており、具体的には賃金の十分な引上げ、男女別の賃金格差解消、労働者の満足度向上、現預金の取り崩しによる設備投資の活性化などに繋がっている。金融業界でも、メガバンクの一角が大卒新入社員の初任給を5万円引上げるとを決定したが、こうした動きは他の金融機関に広がるとみている。

加藤氏:

・企業物価指数と消費者物価指数とのインフレ率のギャップは、為替レートが依然として円安水準にあることや、企業が既往のコスト上昇を依然として販売価格に転嫁し切れていないことによる面が大きく、私は企業によるコスト上昇の転嫁が今後も物価上昇要因になりうるかとみている。また、長期的にみれば、海外主要国と日本との間での平均的なインフレ率は平行に動く傾向もあるので、海外主要国のインフレ率が高止まれば、日本のインフレ率も高止まる可能性がある。

内田氏:

・国内の民間エコノミストによるCPIインフレ率の見通しが慎重である点には構造的な背景が存在する。第一に日本ではマイナスのGDPギャップが残存し、将来に向けても顕著な改善が期待できないとの見方であり、第二に経済的余力がある企業は一斉に賃上げに動いているが、日本のように解雇への規制が厳しい社会では、労働集約的な産業で頻繁な賃上げは困難との理解である。第三に政府による価格への関与が強く、公共料金等でコスト転嫁がなされるべき局面でも価格抑制策が導入されやすい事実である。

大島氏:

・コストの上昇を価格に転嫁しにくい構造は残存しているが、足元ではエネルギーや食料品の価格は意外に下がらないという新しい世界に変わりつつある。賃金にも下がりにくい要因が生じている。例えば、20歳代から30歳代前半の給与水準は明らかに高くなった。専門知識を持つ若年労働者の離職率が上昇したため、企業は雇用確保のために賃金を引き上げている。それでも、長い目でみて日本の

給与水準は相対的に低いので、アジアを含む海外からみて魅力的な労働市場ではなくなった。安全保障の観点から採用が困難になった影響も含めて、国内の労働力は総じて不足している。企業は、賃金を引き上げなければ人的資源を維持できないため、賃金カーブをフラット化しながら、新たな事業で収益を確保する必要がある。

武邑氏:

・若年層の転職率が高いことには、現在働いている会社に処遇改善を求めるより、転職した方が効率的ないし効果的に給与水準が改善する事実が影響しており、結果として企業におけるベースアップに繋がっている。ただし、こうした動きは製造業が中心であり、労働集約的な産業では新規採用や賃金上昇が厳しい点で二極化が進行している。持続的な賃金上昇に繋げるには、労働集約的な産業でも賃金を引き上げられる収益構造の確保が必要になる。

左三川氏:

・若年層の離職増加には、高賃金を提示して企業の魅力をアピールする必要があるが、年功序列的な賃金体系が急激に崩れることによる生産性への影響も注視している。仮に、能力給の年齢カーブが年功序列型給与と逆のパターンになってしまうと、現在の若年労働者もいずれは賃金の低下に直面することになり、就労に対する負のモチベーションが働く可能性や格差の拡大につながる恐れはないか。

井上<モデレーター>:

・私自身への影響を捨象すれば、生産性の若い若年層の給与水準が相対的に上昇し、生産性の低い高齢な労働者の給与水準が相対的に低下することは、マクロ的には効率的な資源配分に寄与するともいえる。

北村氏:

・長い目で見れば、産業革命的な変化によって労働需要が増加し、より魅力的な条件を提示する雇用機会に向けて人的資源が移動することは望ましい。しかし、労働供給がそうした長期的な需要変化とマッチしているか見定める必要もある。いずれにせよ、物価上昇圧力を展望する上では短期要因と長期要因を分けて議論すべきだ。

井上<モデレーター>:

・「日中金融円卓会合」の国内準備会合では、中国でも人口動態の変化が需要面からデフレ圧力につながるリスクが指摘された。日本で物価の動きに変化が生じつつあるのに、中国からの物価面の影響がサプライチェーンを通じて日本に伝播するリスクも考えられる。

・事務局資料を作成した印象として、景気回復が依然として力強さを欠くことも事実であり、GDPギャップの顕著な改善という見直しには不透明性も残る。一方で、企業の価格や賃金の設定行動が変化しているのであれば、物価上昇圧力は一時的に止まるとの見方にもリスクが残る。ただし、物価上昇の要因がいずれにせよ供給側にあるとすれば、金融政策で対応すべき問題かという指摘もあろう。

加藤氏:

・海外投資家は、欧米主要国で高インフレが生じた中で、日本のインフレだけが一時的に止まることはあり得るのかと懐疑的な見方を有

している。また、輸入物価の上昇によるインフレの場合は、実質購買力の低下に金融政策がどう対応すべきかが重要となる。引締めに運営して円安に誘導することには意味があるが、消費を中心に景気が弱い段階で金融緩和を修正することにも難しさがある。スイスは、日本と同じ問題に直面したが、ユーロ圏の金融政策に合わせて利上げを進め、為替レートを通じて物価安定を目指す対応をとった。

大島氏:

・供給要因によるインフレが一時的であれば、金融政策でなく財政政策で対応するのが正しい判断となりうる。しかし、それが持続的な現状になった場合は財政支出の持続も難しくなるため、マクロ的に見た実質所得への影響も二分化することになりうる。

須田氏:

・一般的に供給側の要因は一時的であるとされるが、今回の局面で問題になっているのは供給ショックの持続性である。

2. 日銀による金融政策の展望**1) 事務局説明****井上<モデレーター>**

・日銀によるYCCの運営は、12月の金融政策決定会合での変更後も、総じてみれば難しい状況が続いている。まず、指値オペによる国債の買入れは2月にかけて顕著に増加したほか、3月も金融政策決定会合に向けて増加する局面があった。競争入札による国債買入れも、1月には事前に示した目途を大きく上回ったほか、買入れの増額が幅広い年限に拡散した。この間、日銀が提供するSLFの利用も10年債が100兆円を超える急増を示したほか、規模は小さいものの超長期債の利用も増加を示した。なお、前回の「金融市場パネル」でも取り上げられたCTD銘柄の買入れは依然として抑制されている一方、SLFの大量の利用が流動性を支えているとみられる。

・イールドカーブの形状は、12月の金融政策決定会合の以前よりはスムーズになったが、依然として残存8~10年に歪みが残存している。また、日銀が実施している債券市場サーベイの結果をみても、直近(2月)の調査は市場機能が悪化したことを示唆する。もともと、米欧で一部の金融機関に経営問題が生じた後は、米欧での長期金利の低下もあって、10年国債がYCCによるレンジの上限に張り付く状況は解消した。実際、10年国債利回りの日米間での相関係数が急上昇する中で、財務省が計量モデルによって推計している10年国債利回りの理論値も0.3%台へ急低下した。

・金融市場では、日銀による見直し通りに2%の物価目標が安定的に実現しえず、金融緩和を当面は継続する場合も、より副作用の少ない手法に転換するかどうかが目まぐるしく注目されている。以前には、YCCによる10年国債の誘導目標を放棄しても、利回りが相応に上昇すれば国内投資家による実需での国債買入れが増えることで、利回りの顕著な上昇は生じないとの見方があった。例えば、10年国債の利回りは、一時的には不安定化するとしても、時間の経過とともに1%程度に収束するとの見方もあり、自然利子率の推計や日銀による国債保有のストック効果等を考慮すれば、一定の合理性も窺われる。

しかし、足元での国際金融市場の不安定後も該当するかどうかという問題がある。また、日銀がYCCの技術的な修正を意図した措置を講じても、金融市場は金融政策の正常化の第一歩と受け止める可能性があり、その意味で市場との対話にも難しさがある。植田氏も国会の公聴会では明言を避けており、多様な要素をもとに慎重な判断が必要な点と思われる。

・YCCの修正に止めるか、金融政策の正常化まで進むかに関わらず、家計や企業、金融機関には長期に亘る低金利環境に適応した経済行動が根付いている以上、急激な政策の変化は望ましくない。漸進的な政策変更には、国債買入れの維持、中長期の共通担保オペの実施、フォワードガイダンスの活用といった手段の活用ないし組み合わせが有効となりうる。このうち、1月の金融政策決定会合によって強化された中長期の共通担保オペ（いずれも5年物）は、これまでに4回実施された。これらは指値でなく競争入札で実施されたが、その平均利回りはオペの実施前後の5年国債利回りを大きく下回った。もっとも、その規模は各々1兆円前後と国債買入れより顕著に小さく、試行的な位置づけが窺われる。

・国債買入れの運営に関しては、需給への影響の面で、金融市場は国債発行計画との関係も注視するであろう。財務省によれば、2023年度の発行額は2年度連続で減少する計画だが、その大半はコロナ期に増加したTB発行の減少にあり、年度末の平均残存期間は8年超へとやや長期化する。これに対し、2月末時点での日銀による保有国債を残存期間別にみると、この間の10年国債の大規模な指値オペによって、5年以下のシェアが約52%とコロナ期直前に比べて約3%ポイント低下した。残高をみると、5~10年のレンジが増加した一方、超長期ゾーンの継続的な減少が部分的に相殺している。因みに、日証協のデータによれば、超長期債国債の累計買い越し額は、地方銀行では頭打ち感がみられるが、信用金庫は高水準で横ばいとなっている。

2) 自由討議

内田氏:

・植田新総裁は市場機能に目を配りつつバランスの取れた政策を運営すると期待するが、日銀を取り巻く現実には厳しい。第一にマクロ的な賃上げ要請の強さが政策運営を制約することが考えられる。第二に地方金融機関の財務面への影響に配慮する必要がある。一部の先では保有有価証券の含み益が枯渇している。YCCの修正等によって長期金利が上昇すれば状況は悪化しうるだけに、「ゼロゼロ融資」の返済進捗に伴う信用コストの上昇に対応しうるかという問題がある。第三に政府の予算規模が拡大を続ける中で、国債消化における日銀による国債買入れへの依存を修正するという難しい問題に直面しうる。第四にYCCの修正等によって国債市場が不安定化した場合、日本国債の格下げリスクの上昇に対処する必要もある。これらの課題を考えると、YCCの解除を含む金融政策の正常化には時間をかけた調整が必要となる。

須田氏:

・黒田総裁は政府と同じ方向の政策を運営してきたが、金融政策と

財政政策の方向が異なる局面が生じれば、植田総裁と氷見野、内田両副総裁の下でしっかりと政治力を発揮できるかどうか的重要性になりうる。

井上くモデレーター:

・地域金融機関の財務は、フローの収益だけでなく、保有有価証券の含み益のようなストックの面でも余力が低下しているのか。

内田氏:

・十分な含み益のある先もある一方、厳しい状況にある先も存在する。地域金融機関が金融政策の変更に伴うストレスに耐えうる十分な体力を有しているかどうか、金融システム安定の観点から注視する必要がある。なお、破綻した米国の地域金融機関のビジネスモデルは日本と大きく異なる。こうした先は大口預金で資金を調達し、富裕な起業家等向けに大手金融機関対比で有利な金利で大口融資を提供する手法を採用していた。日本では、大口預金の調達や富裕層向けビジネスは主として外資系金融機関やメガバンクが担い、地域金融機関の資金調達源はマス・リテール預金であるため、今回の米国のような急速な預金流出は生じにくい。

根本氏:

・金融機関のビジネスモデルには日米間で違いがあるが、直接的な取引関係がない金融機関にもストレスが波及した点では、日本でも注意すべき要素を含んでいる。

須田氏:

・YCCの解除に伴う国内長期金利のボラティリティ上昇や、海外での市場金利の上昇が、保有する国債や外債の実現損を通じて地域金融機関の財務に影響し、金融システムの不安定化を招くことは実際にありうるのか。

内田氏:

・地域金融機関が保有する外債、主として米国債、欧州主要国債、MBSなどからは大きな損失が生じておらず、かつ足元で損失の処理が進んでいる。2019年の金利上昇局面を経て、地域金融機関には、金融庁の指導により、複雑なリスクを有する市場性資産は頭取が直接関与する形でリスク管理を行うことが求められている。実際、外債保有によって地域金融機関の抱える金利リスク量も、円金利のリスク量の20分の1~30分の1程度である。ただし、市場性貸出、例えばレバレッジドローンや市場連動型ローンは時価評価されており、地域金融機関によるリスクテイクには不透明な面も残る。

大島氏:

・今回の金融市場の混乱以前は、日銀がYCCを解除しても、ポートフォリオに余力がある銀行は保有資産を日銀当座預金から国債へシフトさせるほか、生命保険や年金基金も国債保有を回復させることで、ショックを吸収できるとみていた。YCC解除の前提条件は勿論ショックを与えないことであるので、米国や欧州での金融機関の破綻の影響が払拭しきれない現状では金融市場の流動性なども以前とは異なるだけに、慎重な対応が必要と考えている。例えば、YCCの解除に際しては、短期の政策金利を低位に維持する考えを示す

など、金融緩和の姿勢は変わらないことを強調しつつ、政治ともしっかりと連携することが求められる。日本の金融機関は粘着性の高い預金による資金調達为中心であるため、YCCの解除が金融機関の収益に対して長期的にはプラスになる面を強調することも有効だ。金融機関には、新しいビジネスモデルの下でのリスクテイクを促す流れを作る必要もある。

内田氏:

・私もYCCを解除しても、国債の安定消化は生命保険によって支えられると考えていたが、国債の格下げ懸念がそうした動きを阻害する恐れがある。こうした状況が想定されると、超長期債の利回りが上昇した場合、金融機関は、金利リスクの抑制の観点からとりあえず売却する対応を取らざるを得ず、結果として市場で相応の混乱が生じうる。日銀がこうした事態を全て予見した上でYCCの解除を進めることは現実的でないので、かつてFRBが財務省とのアコードを解除した際のように、何らかの強制的な仕組みにより人為的にコントロールされた出口を用意する必要があるのではないか。

根本氏:

・私は日本の金融システムはYCCの解除に耐えうるように思う。国内基準行の場合は、保有国債に含み損が生じて、それらを保有し続ける限りは自己資本の低下は生じない。むしろ、イールドカーブがスティープ化すれば中長期的には収益環境の改善が期待される。昨年の12月に日銀がYCCを修正した際に銀行株が上昇した事実は、こうした期待を反映したものであろう。もちろん、国債市場の流動性が低下しているとすれば、YCCの解除に伴う混乱は極力抑制する必要がある。

細野氏:

・地域金融機関が買入れた国債は、一般的に満期まで保有されるだけに、会計上の含み損が生じて自己資本には影響しないということか。

根本氏:

・地域金融機関は、保有する国債を「その他有価証券」に分類している。ただし、国際金融危機が生じた2008年11月に、金融庁は金融機能の低下を防止するため、国内基準行については有価証券の評価損を自己資本の基本的項目(ティア1)から控除しない扱いを導入し、現在までこうした扱いを維持している。

内田氏:

・地域金融機関が保有する国債を「その他有価証券」に分類しているのは、一般的に預貸率の預金超過幅がメガバンクほど大きくないため、流動性のある国債をリスク管理に用いるという考え方に基づく。実際、日本では「満期保有有価証券」の定義が厳しく、ここに分類した有価証券の売却は容易ではない。これに対し、米国では保有有価証券の「HTM」と「AFS」との振替が相対的に容易である。今回破綻した2つの金融機関は、「HTM」で保有していた国債を「AFS」に振替えた上で、実現損を伴いつつ売却したことで、格付機関を含む外部からの信託を喪失した。

・日本でも地域金融機関が保有する債券のデューレーションは一般的に長いだけに、現在の規制上の扱いはともかく、金融機関の内部管理の観点では保有国債の評価損を自己資本と関連付けて評価することには一定の意味がある。

大島氏:

・地域金融機関も、この10年間でリスク管理を厳格化する方向に動いてきた。保有有価証券の含み損も開示されるだけに、市場金利が急激に上昇すれば保有額を減らす圧力は生じうる。この点も踏まえて、地域金融機関は国債を「その他有価証券」に分類しているものと理解できる。

徳島氏:

・YCCを解除する場合には、目に見えるものであれ、そうでないものであれ、何らかの制御手段を備えた上で時間をかけて実施しないと、債券市場は耐えられない。時間という意味では、日本国債の年限は最長でも40年なので、金融機関は含み損が生じて40年保有し続けければ額面での償還が受けられる。ただし、地域金融機関が超長期国債を相対的に多めに保有している点や「ゼロゼロ融資」の返済開始による信用コストの上昇については注視している。昨年、国債の60年償還ルールの見直しを求める意見が示されたが、金融政策には、こうした財政政策の変化にも目を配りつつ、1998年や2003年のように長期金利が不安定化した経験も踏まえて、慎重に少しずつ動くことを求めたい。

北村氏:

・日本の財政は、プライマリーバランスが黒字化しない限り、既存の国債を借り換え続ける必要がある。その下でも、国債の満期構成や保有主体の変化等を通じて、金融政策の正常化に伴うストレスを抑制しうる可能性はあるが、決して容易ではない。この点では黒田総裁の就任時と比べてはるかに状況は厳しく、少なくともこの1~2年は有効なアイデアが出てこない恐れがある。

加藤氏:

・YCCが導入された2016年9月の以前には、日銀が大量に国債を買入れていた一方で、金利は市場が決めていた。最早、金利も日銀が決定する状況にあるだけに、YCCを解除する際にはショックを抑えながら進める必要がある。2020年までは、地域金融機関の間でもYCCの解除を求める声が大きかったが、その後の資金運用難の下で円金利リスクや外債リスクを増やす方向で対応してきた先からは、金融緩和の出口に向かうことに難色を示す意見も出ている。超低金利の期間が長く続くほど、金融機関はその前提でポートフォリオを構築し運営するため、金融緩和の正常化に伴う影響はそれだけ大きくなる。

・インフレ期待があまり上昇していない状況であれば、YCCを解除しても長期金利がそれほど上がらない可能性もある。また、数十兆円単位での国債買入れを継続するという緩やかなQEに戻れば、国債の需給にも大きなショックは生じないと思われる。国際金融市場での金利上昇圧力や金融安定のショックが小さいタイミングをとらえて

金融政策を調整していくことも、正常化を円滑に進めることに繋がる。

細野氏:

・日本の現在のインフレ率や失業率からみたマクロ経済環境は、YCC の解除のタイミングとしては、欧米の高インフレや過去の日本のデフレと比べてもさほど悪くないように見える。その上で考慮すべき要因は財政と金融システムの状況である。財政運営は日銀にとって所与であり、財政赤字が日銀の国債買入れによってファイナンスされている面は否定できないとしても、YCC を続ける根拠を財政政策の支持に求めるのは本末転倒ではないか。一方で、金融システムの安定維持の面では、日銀は金融政策の正常化を慎重かつ厚く配慮して進める必要がある。

左三川氏:

・YCC の解除に伴う実体経済への影響を推計した結果、長期金利が1%上がると、企業の設備投資は▲6~9%、家計の新規の住宅投資が▲4~5%減少するとの結果を得た。また、短期金利が1%上がる場合については、慶応大学のパネルデータを用いた推計によれば、変動金利の上昇を通じて繰り上げ返済の確率が25%高まり、家計の購買力に影響が生ずる。一方、金融機関の金利リスクへの影響に関しては、特に地域金融機関で保有資産の満期構成の長期化が進んでいるので、長期金利の上昇の影響が相対的に大きい。

・QQE 開始から足元までの10年間に、政府債務残高が増加し、国債残高のデュレーションも長期化する中、民間保有国債の満期構成も長期化した。こうした下で、イールドカーブの形状や位置が結果としてあまり変わらなかった事実は、日銀による国債買入れの効果とともに検証すべきポイントであろう。

武邑氏:

・YCC の解除は漸進的に行う必要があるほか、10年金利だけを固定しようとするに伴うストレスを解消する必要があり、例えば5年金利と10年金利のコントロールを併用することで、市場の攻撃を受けにくい状況にすることも一案だ。日銀自身も10年より短い金利の緩和が設備投資等の経済活動に効果を及ぼすことを認めている。YCC の解除が実体経済に与える影響も含めて、その持続の必要性について検証する必要がある。

・植田氏が審議委員時代に、一定の期間に亘って金融緩和を続けると宣言することで、市場の期待を通じて当該期間のイールドカーブが低下するという「時間軸効果」を説明された際には説得力があった。こうしたストーリーとの整合性を重視しながら少しずつ政策を調整していくことが重要だ。例えば、長期金利の上昇は、資産運用利回りの改善を通じて家計の資産形成を支援するといった点を国民に説明しつつ、説得力をもつ政策を運営していくことが必要ではないか。

福田氏:

・YCC の目標年限を短くする考えは理論的に有用だと思うが、5年金利のコントロールは10年金利より技術的に難しいとの指摘も聞く。

加藤氏:

・私も実務家から5年物の金利誘導は難しいとの声を聞く。他方で、

10年物を対象とする現在 YCC では、海外ファインドからの攻撃等によってイールドカーブの歪みが悪化しやすい。

内田氏:

・YCC における目標金利を5年に短期化するアイデアは、概念的には理解しやすいが実務的な難しさがある。10年金利は10年の新発国債の利回りがベースであり、調整対象とすべき銘柄の数も指標銘柄を中心に限定的である。これに対し、5年金利を適切にコントロールするには、5年の新発国債の利回りに加え、より流通量の大きい既発長期債の残存5年物の利回りも調整する必要があり、市場流動性への対応が複雑化する。さらに、後者は相対的にクーポンが高いため、前者の利回りだけを低位に抑制しようとするれば、後者を用いたレポ金利がマイナス圏内に陥るといった問題も生じうる。

徳島氏:

・5年の新発債の利回りと既発の10年債の残存5年物の利回りはそれほど大きく乖離していない。10年債には債券先物のような流動性の高いデリバティブ・マーケットが存在するのにに対し、5年債はそうではない点が技術的な難しさにつながる。マイナス金利を導入した直後には超長期金利が0%近傍まで低下したことを踏まえても、しっかりコントロールできる市場を対象にすることは重要だ。

須田氏:

・執行部のある幹部は、かつて、「政策委員会が下した決定は執行部として何でも実現する」と発言された。それだけに、新体制の下で政策委員会がどのようなスタンスで政策を決定するかに注目している。FRBのように実績を積み重ねながら出口を模索していくスタンスなのか、フォワードルッキング考えを示して政策を実践していくのが大きなポイントだ。

井上<モデレーター>:

・本日も年度末の大変ご多忙な折に、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ますとともに、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。

・本日の会合をもって「金融市場パネル」の2022年度の活動を終了するが、日本を含む主要国の金融政策はむしろこれから重要な局面を迎えるだけに、CARF とご相談しながら、来年度は物理的な開催も含めて活動を継続していきたいと考えている。
