

# 2024年9月会合 金融市場パネル議事概要

September 25, 2024

## 議題

経済・物価・金融市場の動向と金融政策の正常化

## 開催日時

2024年9月10日<18時00分~20時45分> (テレビ会議形式で開催)

<50音順>

## 参加者

大島 周 氏 (海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長)  
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)  
唐鎌大輔 氏 (みずほ銀行 チーフマーケットエコノミスト)  
亀田制作 氏 (SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブエコノミスト)  
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 金融研究室長兼首席研究員)  
清水順子 氏 (学習院大学 経済学部教授)  
須田美矢子 氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)  
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)  
徳勝礼子 氏 (BNP パリバ証券 チーフ APAC 金利ストラテジスト)  
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 シニアチーフリサーチャー) <モデレーター>

## 主要論点

1. 経済・物価・金融市場の動向
2. 金融政策の正常化

### 1. 経済・物価・金融市場の動向

#### 1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・私の病気療養の間に、日銀がゼロ金利政策とイールドカーブ・コントロールを解除し、2回に亘って政策金利を引き上げるなど、金融政策の正常化に向けた歩みを進めた。そこで、1年振りの開催となる今回の「金融市場パネル」では、その背景となった経済や物価、金融市場の動向を確認しつつ、今後の政策運営を展望していただきたい。また、より多角的な視点からの議論を行うため、従来からのメンバーに加えて4人の専門家に加わっていただいた。

・事務局資料の前半を簡単に説明したい。まず、物価については、CPI総合インフレ率が2%台中盤にあり、コアコアベースでは減速感も出ている。財では非耐久財の寄与が増した一方、サービスではその他サービスの寄与が支配的となった。輸入物価は底打ちしつつ、円安の影響が残存しているが、国際商品価格は原油を含めて軟化方向にある。実効為替レートは歴史的な低水準にあり、円の「全面安」の状況にある。CGPIインフレ率は総じて減速しているが、エネルギー関連は足元で底打ちした。CSPIインフレ率は3%を挟む動きとなっている。中長期インフレの期待は、家計やエコノミストでは緩やかな上昇を続けている一方、企業は概ね横ばいとなっている。この間、賃金は所定内給与の回復に加えて、特別給与(賞与等)の寄与が拡大した。短観でみた人手不足は業種別に広がりを持っているが、足

元で一層深刻化したとは言えない。日銀は「さくらレポート」(別冊)で賃上げの中小企業への拡大と持続可能性を主張したが、商工会議所の調査等をみると中小企業の賃上げには業種間でばらつきも大きい。失業率の低位安定は、非労働力人口の増加と生産年齢人口の減少によって維持されている。

・消費は耐久財の振れが大きいですが、総じて横這いとなっている。関連業種の業況判断も足元で横ばいとなった。雇用者報酬は堅調に増加し、一人当たり報酬の寄与が相対的に大きい。可処分所得も緩やかに増加し、家計金融資産も現預金の減速が底打ちするなど、モメンタムが回復した。企業の設備投資計画は高めの発射台となったが、関連指標は建築着工を除いて横這いで推移している。輸出は地域別には米国、品目別には自動車関連が回復した一方、地域別には中国やそのほかアジア、品目別には中間財やIT関連財が停滞している。売上高経常利益率は引続き高水準で、非製造業の改善が続いている。短観でみた業況感も、全体としては高水準で横ばいとなっている。日銀だけでなく国際機関も、2025年には1%程度の経済成長が可能とみており、GDPギャップもプラスに転じる。フィリップスカーブは、この数年に上方シフトしたが、足元では逆に動いている。

・短観でみると、企業の想定レートは実際より保守的に調整された。いわゆる「円キャリー取引」に関して、国内銀行の国内店での非居住者預金や海外店での貸付金には増勢がみられた。対外証券投資は概ね流出方向だったがばらつきも大きく、足元では対内証券投資の流出も相応に大きい。対外証券投資の主体別には、この1年では銀

行の寄与が増している。今回の円安と2011年の円高での介入を比較すると、規模に大きな違いはないが、今回は為替レートの変動圧力が持続的かつ大幅だった。国債利回りは2013年5月頃の水準に近い。実質利回りは昨年春をボトムに上昇してきたが、なお明確にマイナスであり、「量的・質的金融緩和」の導入時より低い。市場参加者は国債市場の機能を概ね横ばいと評価している。国債の売買高は増加を辿り、中期債の取引が活発化している。日銀のSLFも利用額は減少しつつある。日銀による国債買入れは、国債発行が横ばいとなる下で顕著に減少しているが、ストックの保有比率に大きな変化はない。なお、財務省の「国の債務管理に関する研究会」は、中短期ゾーンの買い手として銀行への期待を表明した。

## 2) 自由討議

### 福田氏:

・今回の利上げの妥当性を考える上では、「量的・質的金融緩和」の当時の経済状況との比較がポイントになる。例えば、インフレ期待に関しては、「量的・質的金融緩和」の開始当初には相応に改善したが、その後に腰折れした。これに対し、内田副総裁は、両者の最大の違いとして、現在は人手不足で賃上げが進み、賃金と物価の好循環が期待できる点を強調してきたが、足元ではやや自信がなくなってきたように感じる。実際、全ての部門が人手不足という訳ではなく、建設、運輸、サービスなどでは人手不足だが、事務職では有効求人倍率で見ても人手が余っている。つまり、労働力の配分が上手く行っていないだけとも言える。加えて、建設や製造ではコロナ禍の終息後に外国人労働力の流入も回復しつつあるほか、留学生の実質的な労働力化も続いている。このように、人手不足は一般的に言われているほど深刻ではなく、マクロ的に強い賃金上昇圧力が続くとは考えにくい。

### 須田氏:

・労働市場は二極化しており、例えばIT企業では人材確保のために賃金上昇圧力が強い一方、介護の現場では準公的セクターとして賃上げが柔軟でないため、人手不足は解消しにくい。また、新卒者は給与の高い企業への就職を指向するが、それができなかった場合は大学院に進学するなど労働市場から退出する。このように労働市場で需給のミスマッチが生じている以上、賃上げの広がりには限界があるのではないかと。

・期待インフレ率は足元で上昇しているが、いったん下がりはじめると2%にアンカーされる保証はない。海外主要国では、2%近傍のインフレが長期に亘って実現したので、経験則に基づく定常状態として認識されているが、日本の場合、家計はインフレ目標を認識しておらず、短観(全業種・全規模)でも4割の企業が5年後のインフレ率を不明と回答しており、2%と回答した企業は13%に過ぎない。

### 井上<モデレーター>:

・日本では、長らくゼロないし小幅マイナスのインフレ率を経験してきただけに、インフレ期待が2%にアンカーされるまでには何回かの景気循環を経験する必要があるだろうし、その間はそれを前提とした政策を運営する必要があるということか。

### 福田氏:

・2%のインフレ率が定着することは、企業が今年1000円のモノの価格を1020円にした後、来年も再来年も値上げを続けることを意味する。長らく価格を1000円に据え置いてきたものを1020円にするのは可能だったとしても、継続的な値上げのハードルは高い。

### 亀田氏:

・内田副総裁の講演等を通じて日銀が展開しているロジックは、これまでの人手不足は高齢者や女性の労働参加の上昇で対応されてきたが、いまや両者の労働参加率の更なる上昇は見込みがたいため、今度こそ賃金上昇圧力が高まるというもの。そうした考え方は、私が日銀に在籍していた頃からあった。むしろ私は、「量的・質的金融緩和」の当時の経済状況と今の最も大きな違いは、グローバルなインフレ圧力の高まりにあると思う。その波及効果によって、物価も賃金も一旦は大きく上昇したが、海外インフレが沈静化した後も国内で自律的に物価上昇が続くかどうかは依然不透明だ。

・日本が名目賃金や物価の継続的な低下に戻る可能性は低い。しかし、0.5~1%程度のインフレ率が維持されるとしても、2%近傍で安定するのに十分な材料がそろっているかどうか、私はまだ懐疑的だ。日銀は、短観結果に示された企業のインフレ期待の高止まりや「さくらレポート」に示された中小企業での賃上げの広がりを心強く思っているようだが、日銀自身の展望レポートでの分析でも、サービス価格の基調的な上昇率は足もと0.5%~1%に過ぎない。

### 大島氏:

・人材確保の競争が厳しい業種では防衛的に賃金を上げざるを得なかった。しかし、ホワイトカラーを多く抱える業種では人手が余剰であり、解雇規制がある下で全体の人件費を抑制する必要があるため、選択的な賃上げに止まらざるを得ない。また、中小企業では賃上げを余儀なくされた面が強く、賃上げの恩恵に浴びることができなかった人々も少なくない。今後についても、収益へのインパクトも考えると、持続性には慎重にならざるを得ない。

### 加藤氏:

・求人数を事業所規模別にみると、大企業は相対的には堅調だが、従業員1000人未満の中堅中小企業になると前年比マイナスが頻発している。つまり、人手不足に対して賃上げが必要としても、生産性が低い企業では既存の就業者に対して賃上げを行うと、新規雇用ができなくなる状況にあり、賃上げの広がりは期待しにくい。

・日本と英国の賃金水準について為替レートを考慮した上で比較すると、非熟練労働の職種(飲食や製造)では両者に大きな違いはないが、マネジメントや弁護士、会計士といった専門的な職種では英国の方が日本より2~3倍高い。日本でも、金融緩和を続ければ名目賃金が一様に上がり続けるという訳ではなく、個々の生産性に応じて賃金上昇が決まる世界になるのではないかと。

### 井上<モデレーター>:

・生産性と賃金との関係は、「金融市場パネル」の過去の会合でも取り上げられたし、足元ではECBの政策運営でも焦点になっている。

ただし、マクロの生産性が変化するには時間を要するとみられるだけに、金融政策の波及効果とは異なる時間的視野を有している。

**神津氏：**

・これまでの議論に共通する論点は異質性(heterogeneity)だと思う。企業は、これまでは仕入れ価格や販売価格を変えずに売買契約の更新を繰り返してきた結果、相対価格も変化せず、本来は高生産性で高い価格を付けられる領域でのイノベーションが阻害されてきた。しかし、今回の局面では、価格を引き上げることができた事例が生じたことが企業にとってサプライズであり、そうした領域への設備投資を通じて生産性の改善が進む可能性がある。同時に、持続性の乏しい企業は、後継者不足や借入れコストの上昇、金融機関による選別的対応などによって退出が進むことになる。

・また、標準的な家計の人員構成はこの10~20年で大きく変化しており、今や高齢者の一人暮らしが相当に増加している。従って、消費の成長ペースについては、マクロ的には停滞感が強いといっても、こうした人口動態を考慮した上で評価する必要がある。

**井上くモデレーター：**

・異質性や新陳代謝はどんな経済局面でも存在するように思うが、表面化しにくかったために対応が進まなかったということか。

**神津氏：**

・これまでも明らかだったが、政策当局が看過してきたということではないか。30年前に比べて経済の構造は変わり、時価評価トップ10企業の顔ぶれも大きく変わっているのに、マクロ経済を見る視点が変わらず、いわば過去の影をみていることが問題だ。

**福田氏：**

・新陳代謝が進むかどうかは非常に重要だが、日本で今後に進捗するかどうかは不透明だと思う。日銀は利上げを開始したが、実質金利が極めて低いにも関わらず、設備投資を通じたイノベーションの進展には疑問も残る。また、為替レートが実効レートで見ても円安になったことで、円安メリットによって生き残っている企業も少なくないのではないか。今後の為替レート次第では、企業収益の余裕もなくなり得る。

**亀田氏：**

・金融政策の正常化を展望する上では、日本経済が正常化することが前提になるが、現状、大きく伸長したのは名目GDPであって、実質GDPの水準はようやくコロナ前に戻った程度に過ぎない。その下で、企業収益は相当な高水準にある。これは、足もとの法人企業統計の売上高総利益率(マージン率)が一段と上昇していることから分かるように、多くの企業はコストの上昇以上に値上げを行うことができていることを意味する。

・こうした企業部門の好調さは、価格引き上げを通じて家計部門の負担増という形でしわ寄せされており、日本経済全体が成長を持続するには企業から家計へのトリクルダウンが必要だ。日銀もこうした現状を十分理解しているはずだが、景気が大きく改善していなくても、

大きく悪化しているわけでもないことから、その間にインフレ率と賃金上昇率を高めることを優先し、また低すぎる政策金利水準の調整も進めておきたい、という考えなのだろう。その背後で中長期の生産性上昇の必要性に関する議論は後回しになっている印象がある。

**清水氏：**

・部門別の労働需給の違いについては、私も同感である。マネジメントやITに関する人材は不足しており、日本ではAIの活用も進んでおらず、人材の再配分を通じた生産性の向上につながっていない。同時に優秀な人材に対する賃金水準も低い。私は文科省の科学技術イノベーション基本会議に参加したが、「箱もの」の整備が優先され、優秀な大学院生や研究者の不足が認識されていない。社会科学だけでなく自然科学でも、優秀な日本人は海外に流出し、海外の優秀な人材も採用できない。長い目で見れば、初等教育の現場でも給料が安すぎて人材が集まらない。日本の科学技術が米国や中国との競争でいかに勝っていくかを真剣に考える必要がある。

・為替レートに関しては、米ドル/円相場が160円まで上昇したことが大きな問題だった。米国のように基軸通貨国であれば為替政策と金融政策を分離することに合理性があるが、日本のように為替レートの経済への影響が大きい国が変動相場制を採用し、かつ為替政策と金融政策とを分離している点に基本的な問題がある。その上で、植田総裁が、4月の記者会見で為替変動による基調的物価への影響はないと発言したことを、海外勢が恣意的に切り取り英訳したことで市場のインパクトが大きくなった。この点に関しては、きちんとした批判と反省があるべきだ。現在の米ドル/円相場は140円台前半であり、年末にかけて日米金利差が縮小する下で135円くらいまで下落するかもしれない。

**須田氏：**

・為替政策と金融政策の分離に関しては、日銀法改正で独立性の強化がポイントになった際に、金融政策が為替相場に引きずられる事態を避けるべきという議論に基づき、為替政策は政府の役割と整理された。以前は、記者会見などで総裁は為替の話は避けていたし、やむなく語るのであれば、一般論か、為替相場の経済や物価への間接的な影響に限っていた。そうしておかないと、金融政策の独立性は守れないように思う。

**唐鎌氏：**

・円安によって大企業は収益を増やしているが、海外で獲得した収益はそのまま海外に留保され、国内に還流されていないとの指摘が多い。この点は商社が典型例であり、マクロ的には所得収支に影響を与えている。ただし、一部の好調な業種からは、これからは人手不足に対応するために海外利益を国内で活用するとの声もあり、来年以降の動向が注目される。

・日本の家計は、保険や年金を通じて円を売って外貨資産に変える動きを強めているのではないかと。資金循環統計によれば、2000年3月には家計資産に占める外貨資産のシェアは0.9%だったのが、足元では4%程度になっているとみられる。こうした変化は、「貯蓄から

投資」への緩やかな動きと表裏一体で進んでいる。因みに、資金循環統計の保険準備金はこれまで円建てとみなされたが、近年では外貨建て保険の販売が好調で、保険会社が海外への再保険の支払いを増やしている点を考慮すると、少なくとも近年の増加分の結構な部分が外貨建てである可能性がある。いずれにせよ、家計の外貨資産の動向をきちんと把握しうる統計が必要だ。

#### 井上くモデレーター：

・米ドル/円相場が 150 円から 160 円に上昇する局面では、円安構造論つまり円安を日本経済の弱体化と関連付ける議論も目立った。企業の海外での利益留保や家計を含む投資家行動もきちんと分析する必要があるということか。

#### 唐鎌氏：

・円安傾向が終わらない訳ではない。一方で、8 月初の円高方向への反転に際して、巨額の円キャリー取引の巻き戻しが生じたと言われている点にも違和感がある。円キャリー取引という言葉が最初に注目されたのは世界金融危機前の 2005~2007 年だ。今回は、為替相場が大きく反転した後になって、全世界で円キャリー取引が 600 兆円もあって、それが 50%ないし 70%巻き戻されたという話になった。そんな数字は初めて聞いたし、定義も曖昧でやや乱暴な議論であるように感じる。

#### 神津氏：

・円キャリー取引の如何とは別として、家計が新 NISA を通じて外貨化資産を購入していることは事実だと思う。日証協の統計によれば投信委託会社による海外投資ファンド持ち分は昨年後半から概ね取得超だ。これは、家計による外貨建て投信の購入増を反映したものと思われる。

#### 福田氏：

・日銀は、少なくとも当初は為替の物価への影響は小さいと考え、パススルー効果をさほど重視しなくてよいと考えていたようだ、それ自体は正しいと思う。このため、執行部も記者会見に向けてこの点に関する想定問答を十分に準備せず、4 月の記者会見では植田総裁もその場で意見を表明する形になったのではないかと。為替は物価だけでなく多様なルートを通じて経済全体に影響を与えることも事実である。現在では執行部も記者会見に向けて十分準備しているように見えるので、対話の問題は生じないように思う。

#### 神津氏：

・植田総裁の発言は想定問答として用意された内容でない部分で、記者とのやり取りが切り取られ、かつ市場誘導的な翻訳がなされたことで、ヘッジファンドの取引等に影響したと思われる。

#### 亀田氏：

・日銀は、大幅な円安を望んでいたわけではないが、円安の力も借りて物価と賃金を押し上げようとしていた点で、いわば「消極的な円安容認」姿勢であったと考えられる。植田総裁の為替に関する説明が最近では丁寧になったのも、政策決定上の為替の影響をより重視し始めたからというより、4 月の発言があまりに為替軽視と受け止め

られてしまったため、その訂正をしていたに過ぎないのではないかと。トーンが変化したのは直近の 7 月会合になってからであって、それまでは物価と賃金を引き上げるため低金利を維持するとの考えに変わりはないように思う。

・なお、日銀は、為替が物価に与える影響は以前より大きくなっているとの分析結果を 2022 年 1 月の展望レポートの BOX で既に公表していたことは、当時の関係者として指摘しておきたい。ただ、福田氏が指摘するとおり、為替が物価や消費以外の様々な経路で影響するとの認識は低かったかもしれない。

#### 須田氏：

・私も、日銀による為替へのスタンスには変更がなく、対話の修正に過ぎないように思う。実際、4 月の記者会見でも、足元までは影響が小さいと説明した一方、今後は影響しうると指摘していたのに、前者ばかりが目立ってしまった。それまでは黒田総裁のスタンスを継承して物価の実績をベースに政策を運営してきたことがその背後にある。7 月の利上げの時に、為替相場が物価を押し上げるリスクがあるから利上げを行うというフォワードルッキングな運営に政策のスタンスが変更され、それに伴い為替の影響についての説明も変わった。

・円相場を PPP との関係で評価することがあるが、実際には絶対評価はできず、ある基準時に対する相対評価しかできないという問題がある。また構造変化が無視されている。IMF は、現在の日本の実質実効為替レートが、貯蓄投資ギャップと経常収支を一致させる水準の近傍にあって、ファンダメンタルズにほぼ見合っていると評価している。つまり、日本の輸出競争力の低下が円安の原因と分析している訳であり、この分析からは、PPPを用いて評価するほど過大な円安とはいえない。

#### 加藤氏：

・日銀が消極的に円安を容認してきた面もあろうが、黒田総裁時代の国債の巨額の買い入れによって、国債利回りが低位に抑制されてきたことも影響している。植田総裁になっても、コロナ対策としての政府による国債発行の増加に対して、国債利回りを低位に維持しながら金融政策の正常化を進める考え方にあり、実際、保有国債の削減ペースも米欧に比べて緩やかになっている。2 月に内田副総裁が講演した際にも、今後の利上げペースは極めて緩やかである点を印象付け、このことが海外投資家の円売りポジションを拡大させた。

・日銀が 2 回利上げしても、実質政策金利は 70 年代後半のオイルショック以来の低水準にあり、かつ日銀の保有資産残高が対 GDP 比でみて欧米よりも突出した水準にある以上、海外のヘッジファンドには円売りの誘因が強い。国内金利の低位安定のしわ寄せが円安に向かっていたのに対し、7 月の利上げはそれを多少修正しようとしたものであったが、8 月初の金融市場の不安定化に対する内田副総裁のメッセージは過剰な部分があり望ましいものではなかった。

#### 大島氏：

・職務との関係で PE ファンドに接する機会が多いが、最近 5~6 年

の間にこうしたファンドに関わる若者が増えた印象がある。同様に、スタートアップ企業に関わる若者も増えており、金融業界の出身者だけでなく医学や技術系の PhD 保有者も目立つ。20~30 歳代では大企業からの転職も一般化し、それに伴って高い給料を手にするのも一般的になるなど、日本の労働市場にも変化の兆しがある。他方で、「フラガール」のケースのように、外資が日本企業を買収する動きもみられており、こうした傾向が続けば外⇒内の資金フローも出て来る可能性も有り、一方的な円安にはならないのではないかと。

・日銀が国債市場から退却していく際に、銀行が国債買入れを増やすかどうかには不透明な面も残る。確かに、銀行がバランスシートの再構築を行う際には、まず円債から買うことになろうし、日銀による資産圧縮が緩やかだとわかっていても、金融規制の影響や金利上昇リスクを考慮すると、市場運用部門にとっては悩ましい状況だ。また、銀行や機関投資家が世界金融危機後のように外債投資でキャリー収益を追求する環境でもない。銀行にとっては国内の貸出需要に対応する必要があるし、機関投資家も株式市場への投資意欲を強めている。このように、民間部門も保有してきた巨額の日銀当座預金をこれから単純に国債にシフトするという話ではない。これは、緩和的な財政政策を受けて、債務が世界的に増加している中で日本に限った問題でなく、そうした下で中央銀行が長期金利の安定を維持するのはなかなか大変ではないかと。

#### 左三川氏:

・日銀が保有国債を削減していく際に、代わりに銀行に国債を買ってもらうことが第一の選択肢だと思うが、IRRBB の影響を考えるとその実現には不透明性が残る。私も、銀行の財務諸表をもとに個別行の国債買入れ余力を検討しているが、国債金利の安定を維持することが最も重要な課題であると実感した。加えて、国債管理政策の観点では、銀行による買入れを促進するために短期ゾーンの発行増が有用だが、これまでのところはそうっていない。政府は短期ゾーンの発行増の方針を早めにアナウンスすることが望ましい。

・また、銀行への影響を考える上では負債面の動きも重要だ。まず、120 兆円を超える残高を有する銀行券が、金利上昇に対してどの程度還流するかという問題がある。「タンス預金」などは、まず銀行に預金として預けられるからだ。過去には、コールレートが 0.5%を超えると銀行預金に預け替えられると言われていたが、高齢化の進展や銀行店舗の減少等を考えると、従来よりも還流しにくいという見方もある。また、預け替え先としては定期預金が選好されるであろうが、結果として普通預金よりも定期預金が増えると、銀行にとって金利リスク規制上でのデュレーションがむしろ短くなるという問題も生じる。

#### 徳島氏:

・国債市場の機能は多少改善したが、90 年代後半の水準には戻らず、回復ペースも緩やかである。生命保険会社には、経済価値ベースのソルベンシーマージン規制に対応するため、基本的には超長期債の購入意欲がある。もっとも、規制の導入に約 20 年を要しただけに、主要各社では既に対応済という面もある。一方で、国内金利の上昇に伴う保有債券の含み損の拡大に対応するため、米国の長期

金利が低下する中で米国債を売って利益を得た上で、国内の超長期国債に乗り換える可能性はあるし、リスク管理上のメリットは大きい。そうなれば、国内の超長期の金利も、一時的に跳ね上がることはあるとしても、恒常的に上昇することは考えにくいと思う。本年初には、30 年債利回りが 2%というのが目途との話があったが、いずれにしても、これが 3~4%にまで上昇するかどうかは様子を見た方が良さそう。

・公的年金の財政検証が行われたが、結果として GPIF の基本ポートフォリオがどう変わるのかも、国債市場の動向にとって重要だ。現在、GPIF は 200 兆円を超える運用資産の 1/4 を国内債で運用しているが、かつて国内債の運用比率を大幅かつ継続的に引き下げた際には、日銀が国債を大量に買入れていたので市場へのインパクトは少なかった。基本ポートフォリオの変更に関する検討は進んでおらず、結論が表に出るのは来年初頃と言われているが、内容次第で国債市場に影響が生ずる可能性がある。

## 2. 金融政策の正常化

### 1) 事務局説明

#### 井上<モデレーター>:

・事務局資料の後半を簡単に説明したい。全体としてみれば、日銀の政策運営が正常化というバックワードな視点に基づくのか、経済見通しに基づいたフォワードな視点に基づくのかという論点がある。この点は、「第一の力」と「第二の力」との相対的なウエイトの置き方や、実質政策金利を参照しつつ金融緩和の度合いを調整するという説明に関わる。政策委員による経済成長率の見通しは収斂していたが、CPIインフレ率の見通しには短期的な上方リスクが示唆されていた。日銀のワーキングペーパーは、自然利子率の推計値がモデルによって-1%から+0.5%に分布することを示し、金融市場は、中長期インフレ率(目標インフレ率)を加えた+1%から+2.5%を中立金利として意識している。7 月利上げ後には、株価と為替レートが不安定化したため、日銀による市場との対話を巡る議論が活発になった。

・国債買入れの減額は、市場参加者の意見を概ね取り入れ、四半期で 4000 億円ずつ、かつ中短期から長期ゾーンを中心に実施することになった。この削減ペースは FRB や ECB の例よりも緩やかであり、日銀の国債保有は、超長期債のウエイトが相対的に高まる点も含めて、相当な期間に亘って「ストック効果」を発揮し続ける可能性がある。日銀の別なワーキングペーパーは、長期の実質均衡金利が足元で-0.5%程度との推計を示しているが、今後のイールドカーブにとっては、主要な投資家の投資スタンスや国債管理政策の運営なども重要な要素となる。

### 2) 自由討議

#### 北村氏:

・植田総裁は、就任から 1 年後の本年 3 月によく金融政策の正常化を宣言した。しかし、7 月の追加利上げ後には金融市場が不安定化したし、国債市場の機能の回復も遅い点を踏まえると、正常化のタイミングやペースはこれで良いのかという疑問も生じる。こうし

た現状は、病気で自宅療養していた子供を1日2時間くらい学校に行かせているような超過保護な状況であり、だったら、もう少し元気になってから、学校にフルに行かせた方が良かったのではないかとも思う。

・長期に亘って金融緩和を続けてきたので、どこに戻れば正常化なのかもわからなくなっている。経済学では、為替レートや長期金利、インフレ率に関して定常状態での水準を想定するが、日本では私が経済学に関わった過去50年間に亘って、定常状態が実現したことはなかった。石油ショック、バブル、量的緩和のような異例の事態が次々に生じた訳であり、それらの意味合いを整理することが必要な状況ではないか。

#### 福田氏:

・7月の追加利上げは、日銀にとっても想定外の面が多かったのではないか。春闘における賃上げの効果を見極めるには、夏季賞与のデータが入手する9月の金融政策決定会合での追加利上げが合理的だったはずだ。しかし、日銀は公式には認めていないが、現実には9月の政治日程を考慮せざるを得なくなった。加えて、25bpという小幅な利上げにも関わらず、直後に株価と為替レートが大きく不安定化し、国会の閉会中審査まで行われた。私は、利上げを進める上では、フォワードガイダンスに沿って丁寧な説明を行い、金融市場で金利の中長期的な予想パスの円滑な形成を促すことが王道だと思う。これに対し、現在の日銀は金融市場に振り回されて、適切な説明ができない不幸な状況にあると思う。

#### 須田氏:

・当初、植田総裁は、金融政策の正常化が遅すぎるコストと早すぎるコストを比較した場合、前者の方が小さいと主張して黒田前総裁の考えを継承したほか、米国での平均インフレ目標のような考え方を示唆した。しかし、7月の利上げに際しては急に考えを変えた。私も、少なくともフォワードルッキングな運営方針をきちんと説明してから追加利上げに踏み切るべきだったと思う。

#### 亀田氏:

・日銀が3月のマイナス金利・YCC解除の時点で、欧米の中銀と同じ普通の金融政策になったと「正常化」を宣言したことには、私も違和感があった。なぜなら、その時点では短期政策金利はまだ実質ゼロであり、また、欧米のような保有国債の減額、「量的引き締め」も開始していなかったため、その意味で非伝統的な政策は続いていたからだ。しかし、今になって考えると、3月の時点で短期政策金利の調整を主たる手段とし、長期政策金利や国債保有額の調整を副次的な手段に格下げしたことは、その後6月から7月にかけて「量的引き締め」を機械的に行うと決定したことの伏線だったと思う。日銀の国債保有は巨額であり、これを毎回の金融政策決定会合の度にどの程度減額していくのかを決める運営にしてしまうと、その時々の政治情勢や財務省の国債管理政策に左右されるとか、左右されないまでもそうした市場の憶測を高めるリスクが高くなる。その点では、機械的な減額という日銀のアプローチは大変上手いやり方であったと思う。

・ただし、そのデメリットも挙げられる。まず、日銀が巨額の国債を保有し続ける以上、日銀が「これは金融政策ではない」と主張しても、現実には「ストック効果」による長期金利の押し下げ圧力は生じ続ける。このため、財務省の国債管理政策の変化の効果も含めて、量的引き締め自体の影響が政策金利決定にどう影響するのか、分りにくいフレームワークになっている。また、普通の金融政策であることを強調したいがために、先行きの政策運営指針も一旦ほとんどなくなってしまった。そうかと思えば、7月の追加利上げ時のように、低すぎる実質金利を調整するというフォワードガイダンスを突然持ち出したりしている。本当の正常化に向けた過程で、フォワードガイダンスのあり方を再度検討する必要があると思う。

#### 細野氏:

・中央銀行による金融市場との対話の難しさを改めて認識した。フォワードガイダンスの活用に関する議論があったが、メッセージを明確化する観点で、例えば、審議委員による政策金利のパスの見通しを公表することは考えられないのか。

#### 左三川氏:

・日銀が、金融政策の多角的レビューの一環として行った中立金利の推計に関して、バックデータも公表したことを歓迎したい。その上で、6種類の異なるモデルの推計結果が世界金融危機の期間を除いては大きく乖離していることは興味深い一方、いずれの結果をみても現在の金融環境は極めて緩和的である以上、経済や資産価格への影響も併せて分析することが望まれる。

・日銀が巨額の国債を保有していることの「ストック効果」については、私も、今後日銀が保有国債を削減していくことに伴うタームプレミアムへの影響を試算し始めている。その際には、米国の利下げに伴う米国債利回りの低下の効果も考慮する必要がある。

#### 井上<モデレーター>:

・米国の金融政策を議論する際には、以前からNY連銀が公表している中立金利の推計とバックデータの公表が有用だった。また、日銀による「ストック効果」の推計に関しては、2016年の「総括的検証」の際には、日銀による国債保有比率をパラメーターとする分析を全面に押し出していたが、今回はむしろ金利リスク量ないしその変化をパラメーターとする分析に焦点を当てたことが興味深かった。

#### 亀田氏:

・中立金利の水準に関しては、自然利子率(実質)の推計に幅があることだけでなく、中長期のインフレ率をどう見るかも重要なポイントとなる。日銀はインフレ目標との関係で中長期のインフレ率を当然2%と想定しているが、先に述べたように本当はもう少し低いかもしれず、従って中立金利もその分低いかもしれない。

・現在の金利水準が中立金利よりも低いことは日銀だけでなくほとんどのエコノミストが同意するだろうが、利上げを進めるにつれて、その点はどんどん不明瞭になっていく。日銀が中立金利の推計精度を今以上に高めることはおそらく困難なので、「低すぎる実質金利を調整する」という現在のフォワードガイダンスは長く維持できず、追加

利上げを2回ほど行った後は別の内容に改訂せざるを得ないのではないか。

**井上<モデレーター>:**

・中立金利が日銀の現在の推計範囲よりも低いとすれば、今回の利上げサイクルの下での利上げ余地も極めて小さくなる。この点が金融市場と適切に共有できれば、少なくとも今回局面では、日銀はさほど精緻なフォワードガイダンスを活用しなくても、金融市場の期待は相応に安定しうるのではないか。

**亀田氏:**

・そうなるためには、日銀自身が、2%インフレを厳格に達成するのではなく、中長期の目標には掲げておく一方で、実際にはやや低めのインフレ率で満足するように変わらないといけないうらう。

**加藤氏:**

・中立金利という概念を意識しながら政策を運営することはあると思うが、中立金利を明示しながら利上げを進めることは、現実的には難しいではないか。FRB や ECB も、当初は中立金利への回帰を目指すと言っていたのに、結果的には強力な引き締めに到達した。中立金利との距離感は、実際に利上げを進めながら見極めることになると思う。また、実質金利がマイナスの状態が続くと、家計の外貨建て資産の保有が増えることで円安圧力が維持され、輸入インフレによる実質金利の低下との間で悪循環を生みうる。その意味で、日銀も1%くらいまでは政策金利を引き上げ、その後どこまで上げられるか様子を見るのではないか。

**神津氏:**

・自然利子率がマイナスの領域にあるという議論は、やはり腑に落ちない。IS パランスがマイナス金利で均衡すると言われても、企業が実質マイナスの収益率を持つ投資機会に積極的に投資することは考えられないし、投資家にも受け入れられない。一方で、平均余命に長期化のリスクが残る下で、家計は金利が下がってもどこからか先は貯蓄を減らすとは思えない。つまり、自然利子率がマイナスの領域まで低下したのであれば、金融緩和はそれ以上強化しても意味がないということではないか。

**加藤氏:**

・大手行の経営層と話をすると、利上げに伴う中小企業への影響は乗り越えるべき課題であり、そのために利上げを止めるべきでないとの指摘が聞かれる。地域金融機関の大手先の経営層からもある程度同様の問題意識が聞こえてくるが、中小先の経営層からは政策金利が1%まで上がるようであれば、苦しくなる融資先が増加しそうだ、との指摘を受ける。一方、家計の多くが変動金利型の住宅ローンを利用しているが、緩やかな利上げならすぐに広範囲に深刻な影響は顕在化しないだろう。ただ、IT 企業などの共働き世帯が限度額一杯のローンでタワーマンションを購入しているケースもあり、そうした世帯では利上げで問題が生じれば政府が救済策を講ずるはずといったモラルハザードも散見される。低金利環境が長く続いただけに、利上げは政治的な影響も含めて様々な効果を生じうる。

**細野氏:**

・コロナ後に「ゼロゼロ融資」を利用した中小企業の中には、今後はその返済に加えて人手不足で苦境に陥る先が生ずることは避けがたいと思う。秋以降の新政権が中小企業対策をどのように進めるかが注目されるが、この問題が日銀の政策運営にとって足かせとならないことを期待したい。

**井上<モデレーター>:**

・以前の「金融市場パネル」でも議論になったが、高額のタワーマンションの居住者の中には、短期的な転売でなくても、ライフステージの変化等に応じて転居することを前提にローンを利用している方がいるようだ。その場合、マンションの転売価格如何がローンの返済能力を左右するだけに、利上げが不動産価格に与える影響にも着目する必要がある。

**左三川氏:**

・銀行券需要の金利弾力性については、仮に全て国内で保有されているとして、還流の程度を探るために、銀行や信金信組、JA バンクなど共同組織金融機関を含む預金取扱金融機関の全店舗数とコンビニエンスストアの ATM を合わせた(65 歳以上人口当たりの)キャッシュポイントの分布と、世帯主が65歳以上の世帯の預金金額とを調べて、都道府県別にそれらを対照した。その結果、キャッシュポイントと高齢世帯の預貯金額の多い岐阜県や滋賀県で、銀行券還流のインパクトが相対的に大きい可能性があるとの推論を得た。

**加藤氏:**

・日本でも、120兆円を超える銀行券の保有目的には課税の回避のようなグレーなものもあるとみられるので、銀行券需要の金利弾力性を考える上ではこの点を考慮する必要がある。なお、スウェーデンでは、銀行券残高の対 GDP 比が1%を割り込んでいるが、キャッシュレス支払が浸透している事実だけでなく、中央銀行が銀行券の改札の一定期間後に、旧札の通用を停止していることの影響も大きい。日本でも、偽造防止が改札の目的である以上、旧札の通用をいつまでも認めることは筋が通らない。

**須田氏:**

・日銀の最終的な資産規模を考える上では、負債側からのアプローチも重要だ。FRBNY は、今回の「量的引き締め」でも、超過準備の適切な水準を対 GDP 比で想定し、そこに向けたシミュレーションを行っている。これに対し日銀は、先行きの不確実性が高いとの理由で、最終的な資産規模に関する推計を公表していない。超過準備がどの程度あれば良いかは、金融機関へのヒアリング等で探ることも可能ではないか。

**井上<モデレーター>:**

・FRB もコロナ前の「量的引き締め」の際には、超過準備の適切な水準を見誤った。当時の FRB 幹部は当初は1~1.2兆ドル程度が岩盤とみていたが、実際はそこまで減少する前に短期金利が顕著に不安定化した。今回はそうした経験も踏まえて慎重に対応している印象を受ける。なお、日銀は2025年6月の金融政策決定会合で国

債買い入れの中間評価を行い、2026年以降の方針を示すと説明しているため、その時点で長い目で見た資産規模のイメージが示される可能性はある。

**神津氏：**

・中央銀行当座預金による決済需要の水準を見極めることは、日本の場合特に難しい。なぜなら、この20年に亘って資産規模を劇的に増やしてきたので、回帰すべきベンチマークが明確でないからだ。日銀が超過準備を実質的にゼロに維持していた時代にまで戻すとしても、短期金融市場の人材は失われたし、新たな市場インフラも導入された。資金の出し手と取り手の構成も大きく変わった。かつての超過準備ゼロへの回帰は現実的とは思えない。インターバンク参加者に幅広く意見を聞くことは有用だが、彼らからみても適切な超過準備の水準はわからないというのが実感ではないか。

・また、日銀が保有国債を削減していくペースと超過準備の需要が減少していくペースとが一致する保証はない。日銀は国債保有が金融政策の主たる手段ではないと主張しているが、「ストック効果」を通じてイールドカーブの形状に影響するはずであり、それにリスクプレミアムを加えた金利がISバランスに影響するはずである。一方、日銀は、金融政策の波及を確保するため、超過準備に付利をしている。これはインターバンク市場の資金需給からすれば、資金の吸収になる。その手段として、別途、売出手形があるが、これは「ホールセール銀行券」的な否定的な意見も強い。しかし、政策金利に連動させて固定金利を付けている超過準備の一部を、入札による売出手形に振り替えることで、インターバンク市場の超過準備に対する需要の強さを探ることができるのではないだろうか。

**加藤氏：**

・日銀が超過準備を現在の500兆円強からどこまで減らせるかは難しい問題だが、100兆円くらいまでは円滑に削減できるのではないかと。その先は、金融市場の反応を見ながら進めることになると思う。米国では金融規制の影響が議論されたが、民間銀行にとっては中央銀行当座預金を持つと包括的レバレッジレシオが悪化する一方、HQLAにカウントされ流動性比率が上昇するなど内容は複雑だ。日本でも、超過準備の水準が岩盤に近付いたら、金融規制の影響を考慮する必要がある。

・日銀が長期的な保有資産のイメージを示しながらない理由としては、単に保守的であるだけでなく、巨額の保有国債を削減することが米欧以上に難しいだけに、その難しさを改めて強調することは避けたいとの思いもあるのではないかと。

**井上<モデレーター>：**

・米国でのコロナ前の「量的引き締め」に際しては、現地では金融規制の影響が活発に議論された。加藤さんが説明された要素に加えて、例えば、自己勘定でのトレーディングの制約によって投資銀行のマーケットメイク機能が低下したとか、GSEなどによる当座預金取引の相手方に制約があるといった点である。日本では市場構造が異なる面も多いが、金融規制の影響はポイントになると思う。

**徳勝氏：**

・日銀が、「量的引き締め」に際して決済目的での超過準備の水準を十分議論しない理由としては、超過準備の調節を通じた金融市場の資産価格への影響を重視していることが考えられる。日銀は公式には資産価格を政策目的にしているが、実際には、7月利上げ後の金融市場の不安定化に対して、日銀を批判する声が多かった。一方、米国のコロナ前の「量的引き締め」の際には、確かにレボ金利が6%にまで急騰するなど金融市場は不安定化したが、事後的には短期間で終息した。にも拘わらず、FRBがこの点をトラウマ化していることには違和感があり、FRBも本当は超過準備の水準が資産価格に与える影響を重視しているのではないかと。

・円相場であっても金融政策であっても、どちらかの方向に動けば損する人と得する人が必ず出てしまうので、マクロの視点から「ベキ論」を展開することは難しいと改めて感じた。

**井上<モデレーター>：**

・金融政策が資産価格に影響することは、そもそも「量的緩和」の最大の波及メカニズムであったし、今回は新NISAによって株式市場に新規参入した個人投資家も多かったとみられるので、資産価格の変動に対する世論の反応が従来よりも大きかった印象を受ける。

・なお、金融政策の正常化という本日のテーマに関しては、利上げが経済全体にどう波及していくかも重要な論点である。しかし、利上げ開始から日が浅く、かつ利上げ幅はまだ小さいので、預金や貸出の金利やその影響などに関するデータが十分でない。この点は次回会合の宿題にしたい。

・本日も期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。また、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。

\*\*\*