

# 2024 年 12 月会合 金融市場パネル議事概要

December 16, 2024

## 議 題

物価や経済、金融市場の動向と日銀による金融政策の運営

## 開催日時

2024 年 12 月 5 日<16 時 00 分～18 時 20 分>（テレビ会議形式で開催）

## 参加者

<50 音順>

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）  
大島 周 氏（海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長）  
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）  
須田美矢子 氏（キヤ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）  
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）  
石川純子 氏（野村総合研究所 エキスパートリサーチャー）  
<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. 物価や経済の動向
2. 金融市場の動向と日銀による金融政策の運営

### 1. 物価や経済の動向

#### 1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・今回は海外、特に米国の動向も議論したかったが、前回(9 月)の会合以降の国内の物価や経済の動向、金融市場と金融政策との相互作用などを確認した上で、日銀による政策対応に引き続き焦点を当てることにした。また、今回からは日銀の政策対応に関する解説などを行っている私の同僚にも参加してもらう。

・事務局資料の前半を簡単に説明したい。物価の主たる論点は、輸入物価から賃金要因へのシフト如何である。CPI 総合インフレ率は減速したが、コアコアベースでは 2%近傍にある。このうち、財価格は農産物価格の上昇もあって非耐久財の寄与が大きく、サービス価格はその他サービスの寄与が安定している。日銀が引用した外部機関の調査によれば、多くの業種で本年中に価格転嫁率が上昇し、中でも運輸倉庫の上昇が目立つ。企業関連の物価では、輸入物価と CGPI の上昇率がともに顕著に減速したが、SPPI インフレ率は業種によるばらつきはあるが緩やかに上昇している。

・実質賃金の前年比上昇率はようやく水面上に達したが、CPI インフレ率のうち基礎的品目の価格上昇率は総合に比べて約 1%ポイント高いだけに、家計が実質購買力の改善を実感できていない可能性もある。植田総裁が講演で言及したように、労働者不足への対応に「賃金の改善」を挙げる企業の割合は明確に高まり、厚労省の年次

調査でも賃金改定の最も重要な理由として、雇用の維持や労働力の定着を挙げる先が増えている。ただし、中小企業では、「防衛的な賃上げ」というイメージも強く、生産性の向上がないと持続的とは言えない。この間、失業率は緩やかに低下したが、コロナ前の水準には戻っていないほか、パートの有効求人倍率が低下している。日銀短観(10 月)によれば、企業の雇用判断は規模や業種を通じて概ね横ばいとなった。日銀の 10 月の展望レポートで示された分析は、CPI インフレ率に対する賃金ショックの寄与の拡大を指摘しているが、インフレ予想ショックの拡大も興味深い。基調的なインフレ指標は減速を続けて現在は 1.5%付近にある一方、日銀が各種のサーベイをもとに作成する合成予想物価上昇率は上昇を続けて同じく 1.5%付近にある。

・経済の主たる論点は、消費回復の持続性如何にある。日銀の消費活動指数は足元で緩やかに改善しているが、商業動態統計をみると多くの業態で売上高の前年比が減速し、財の販売には停滞感もある。法人企業統計(第 2 四半期)で資本金 1 億円未満の企業の売上高をみても、サービス関連業種の伸びが相対的に高い。家計の雇用者所得(四半期ベース)は、夏季賞与だけでなく所定内給与の寄与も大きく、前年比 3%近い増加となった。家計のマインドは緩やかに改善し、なかでも所得に関する改善が続いている。SNA ベースの

可処分所得(第 2 四半期)も足元で雇用者報酬の寄与が明確になり、家計の資産(第 2 四半期)では株式の寄与が拡大している。ただし、家計調査の年間所得階層別の結果をみると、最も低い階層では他の階層に比べて、消費が停滞し、可処分所得は増加し、平均貯蓄率の上昇が目立ち、防衛的な消費行動が示唆される。

・企業の設備投資は、SNA ベースでは緩やかに回復しているが、資本財の国内出荷は減速を続けている。先行指標としての建設着工は高水準で推移しているが、フローの機械受注は横ばいとなっている。日銀短観(10 月)によれば、企業の設備投資計画は、2022~23 年ほどではないが高水準にある。本年度は、非製造業はやや慎重化した一方、製造業はやや積極化した。企業のマインドは横ばい圏内で推移している。法人企業統計(第 2 四半期)によれば、売上高経常利益率は上昇を続け、コロナ前より明確に高い。もっとも、資本金 1 億円未満の企業は、水準がかなり低いだけでなく、製造業は低下傾向にある。この間、貿易赤字は横ばい圏内にある。このうち輸出は、地域別には、米国向けは堅調だが、中国向けの低迷が目立つほか、EU 向けも減速した。品目別には、自動車および部品が頭打ちとなったが、その他は概ね横ばい圏内にある。

## 2) 自由討議

須田氏:

・物価に関しては、主たる上昇要因が輸入物価から国内の賃金等にシフトしていると理解している。ただし、前回(10 月)の展望レポートをみると、中心シナリオはエネルギー価格が先物カーブに即して推移することを前提に議論しているが、実際は、政策委員の間で当面のインフレ率に関する見方が分かれており、その主因はエネルギー価格の先行きについての見方の相違にある。

亀田氏:

・私の理解では、「展望レポート」を作成する際には、執行部からの説明を受けて各政策委員が、原油相場や為替レート等について独自の前提を置くことができる。従って、エネルギー価格についても、各委員によって、原油相場を先物カーブに沿って考えるケースもあれば、海外経済の強さなどを踏まえてそれとは異なるパスを前提とするケースもあるのではないかと。また、今回の局面では、政府によるエネルギー補助金がどの程度継続するとみるかも、エネルギー価格の見通しに影響する。

須田氏:

・今回の「展望レポート」に際しては、執行部が審議委員に対してエネルギー価格の上振れ・下振れリスクに関して様々な見方を示したことが、各審議委員による見方のばらつきに反映されたのではないかと。

大島氏:

・海外主要国では政治情勢が不透明化しているほか、欧州や中国の経済の停滞感は強い。このためエネルギー需要は弱い一方、米国のシェールオイルについては、政治的な増産要請に関わらず、コスト面で増産のインセンティブは弱い。また、米国経済が相対的に強

い中で、米ドル/円レートの落ち着きどころもはっきりしない。このように前提条件に不確実性が高い下では、エネルギー価格の先行きに対する見方にばらつきが生ずるのは自然ではないかと。

井上くモデレーター:

・中央銀行は、リーマンショックやコロナ、ウクライナ開戦の際のように先行きの不透明性が特に高い際には、中心シナリオに加えて、複数のリスクシナリオを示しつつ、政策対応を議論した経緯がある。

神津氏:

・トランプ氏による政策対応が全く不透明であるだけでなく、複数のシナリオを考えると、分岐点が多すぎて、現実的には難しいように思う。より長い目で見れば、2000 年代初頭のように経済のグローバル化が急速に進展して、新興国の経済発展もあって需給双方が飛躍的に増加する局面は、米国と中国や欧州とロシアとの対立で既に終了している。日本の CPI インフレ率も、加速局面と減速局面で非対称的なパターンである一方、基調的指標でみると対称的にみえるだけに、どちらが真の構造を反映しているか判断を要する。私は、グローバルなサプライチェーンの分断の下で、どちらかと言えばインフレ率は低下しにくく、長い目で見てインフレ圧力が高まる方向にあるように感じる。

亀田氏:

・賃金は概ね日銀の想定通りに上昇している。今年の春闘でのベースアップ率は 3%台半ばだったが、毎月勤労統計の一般労働者の所定内給与の前年比上昇率は足元で 2.7%まで高まっている、中小企業の賃金上昇率がベースアップほどには高まらないことを踏まえると、日銀にとって今の賃金上昇は 80~90 点と評価しうる内容である。さらに、来年の春闘も、この流れで行けば相応の高い賃上げが見込める状況であり、その意味では、日銀は賃上げの持続性についてはあまり心配していないのではないかと。

・一方で、10 月の全国や 11 月の東京都区部の CPI インフレ率をみると、賃金上昇からサービス価格への波及は必ずしも強くない。日銀は波及の兆しがみられる点を強調しており、それ自体は事実だとしても、CPI インフレ率の 2%目標の達成に十分なほど強い動きとは思われない。その意味で、来年の春闘で相応の高い賃上げが実現すれば、来年 4 月以降のサービス価格の動向が重要になる。

須田氏:

・私も、賃金からサービス価格への波及が足元で弱いとみている。長い目で見て CPI インフレ率の 2%目標を達成するには、海外主要国の例をみてもサービス価格の上昇が必要であるだけに、賃金の波及が弱いとすれば、その他の要因がよほど強くないと、目標の達成は難しい。逆に言えば、2%目標を達成するには輸入インフレの寄与が必要であるが、海外のインフレ率がこれから鎮静化するのであれば、こうしたメカニズムの発揮も期待したい。

福田氏:

・サービス価格の中で顕著な上昇を示しているのは宿泊費であり、その背景は主としてインバウンド旅行者の増加にあるので、賃金上

昇が波及したわけではない。流通についても、デパートはインバウンド消費に支えられて比較的好調だが、スーパーはそうではないというように違いも大きく、物価や経済を評価する上ではインバウンド旅行者の影響を考慮することが重要ではないか。

**北村氏:**

・中小企業が、人材の確保や流出の防止のために「防衛的な賃上げ」を行っている一方、賃金上昇のコストをサービス価格に十分に転嫁できていないのであれば、今後はどのような対応を取りうるのかという問題が残る。

**大島氏:**

・事務局説明では、運輸倉庫業で賃金上昇率が相対的に高いとの説明があった。このうち物流側は、いわゆる 2024 年問題への対応で労働条件の見直しが進行しているが、倉庫側は厳しい労働環境もあって人手不足が深刻である。このように、労働市場改革に伴うインパクトには業種によって違いがあり、賃上げへの影響も細かく見ていく必要がある。また、「防衛的賃上げ」という考え方は、若年層から中年層については離職の穴埋めをしようとする必然的に賃金コストが上昇するだけに、大企業にとっても重要となっている。

**須田氏:**

・日銀による消費の見方はやや強すぎるのではないか。一方で、事務局資料の中の所得階層別にみた消費活動については、最上層の消費は所得の短期的な動きに影響されず安定しているはずなので、結果が意外だった。

**井上<モデレーター>:**

・ご指摘の資料は、家計調査の年間所得 5 階層別のデータを用いて作成した。ただし、家計調査は、サンプルの問題(数の少なさやバイアスの可能性)を考えると、解釈は慎重であるべきかもしれない。

**神津氏:**

・団塊の世代が後期高齢者の年齢層に達しているだけに、代表的家計の属性は急速に変化している。従って、マクロの指標で個人消費が緩やかに回復しているように見えても、その持続性には疑問が残る。高齢者の単身世帯が増える中で、消費の一段の増加を期待すること自体が難しく、現状は巡航速度に即した動きと解釈するべきではないか。

**北村氏:**

・家計調査については、世帯の高齢化に加え、そうした世帯でも貯蓄や所得の格差が極めて大きくなっているほか、かつてのように一斉に耐久消費財を購入するといった消費行動が見られなくなった点も含めてサンプルの異質性(heterogeneity)は拡大している。その意味で、集計したり、その平均をとったりすることの意義は低下している可能性があるほか、単身世帯ではデータの収集自体が難しくなっているという問題もある。

**石川氏:**

・高齢者の消費バスケットでは、食費や光熱費など為替レートないし輸入物価の影響を受けやすい品目や、医療・介護費のように制度面

で価格が決まっている品目のウエイトが高い。これらと比較して幾分は伸縮的になりうる交際費のウエイトも高めではあるものの、高齢化の進展に伴う消費バスケットの変化を踏まえると、長期的にはCPIに占める金融政策によって影響しうる価格の領域が小さくなっていくのではないか。

・持続的な賃金上昇には生産性の上昇が必要であるが、入手可能なデータを見る限り、近年でも状況は改善していないようにみえる。また、構造的な人手不足はあるとしても、マクロの需給ギャップがマイナスである下で、循環的な要因で労働需要が増え続けることがあるのか、こうした下でも企業が賃上げを継続することは可能であるのか、といった点について疑問が残る。

**亀田氏:**

・私は、賃金と物価の好循環自体は始まっていると思う。実際に 3 年連続で相応の高い賃上げが実現することは、様々な働きかけはあったにせよ、好循環が生じていることの証左だと思う。ただし、定量的に評価すると、コストプッシュインフレが鎮静化した後にも、CPI インフレ率が 2%目標に達するほど十分にサービス価格へ波及している訳ではないとみている。

・生産性の上昇率はゼロでないとしても低位なので、実質賃金が持続的に力強く上昇するのは困難である。それでも、物価と名目賃金が 1%とか、2%に届かなくても相応の上昇を続けることは可能とみており、実質賃金の目立った改善を伴わない点で望ましい姿でないとしても、名目賃金が上がらないという状況からは脱することになる

**神津氏:**

・金融政策の本来の趣旨はマクロ経済の安定にあり、景気循環に伴う変動を均すことが目的であるが、この点が忘れ去られているのではないか。従って、金融政策によって直接的な影響を及ぼしうる領域が変化しても、それ自体で金融政策の効果に関する評価を変える必要はないと思う。

**細野氏:**

・長い目で見た実質賃金の動きを考える上では、業種に特有な制度要因も重要であるが、マクロ的な労働供給をどうみるかという視点も重要ではないか。近年では、女性や高齢者の労働参加の上昇によって労働供給の減少が抑制されてきたが、このような動きは持続可能とみてよいのか。

**福田氏:**

・日銀は、賃金が上昇に転じていく上での最大の要因として、既に生じている生産年齢人口の減少に加えて、女性と高齢者の労働参加が頭打ちになるとの見方を強く主張している。私もこうした考え方にある程度同意するが、人手不足については、有効求人倍率から明らかに、業種別ないし職種別にばらつきが大きい。例えば、供給過剰となっている事務職などでは、持続的な賃上げが生ずるかどうか疑問が残る。

・それでもマクロ的に賃金が増えている理由は、人手不足に加えて企業収益が好調だからである。その背景には円安があるので、仮

に円高に転じた場合も賃上げが持続しうかどうかは不透明である。生産性の上昇率が改善しないと持続性には問題が生じる。

**武邑氏:**

・金融業界でみても、働き方改革、特に育休制度や短時間勤務の導入などによって、女性の労働参加ないし定着が着実に高まってきた。また、50 歳代でも非正規雇用から正規雇用への転換もみられる。企業は将来の人手不足を意識した対応を進めており、その点では、女性の労働参加にはなお上昇余地が残っているように感じる。

**亀田氏:**

・マクロの視点から女性の M 字カーブ、年齢別の労働参加率を見た場合、既にフランスに近い水準に到達しており、これ以上上昇するなら北欧諸国並みを目指すことになる。それは近い将来に容易ではないという判断が、日銀が女性の労働参加率が頭打ちになると考えている根拠になっている。一方、L 字カーブ、年齢別の女性の正社員比率を見たときに、20 歳代や 30 歳代でかなりの上昇はみられている。こうした動きが継続し、女性が中高年層になっても正規雇用に止まり続けられれば、それは労働参加率ではなく労働生産性を押し上げるという径路で、成長に貢献することになる。

**左三川氏:**

・私は女性と高齢者の労働参加が頭打ちになるとの見方に賛成する。足元で生じているのは、コロナ禍の下で労働市場から退出した人々の回帰が中心である。また、業種による人手不足の違いには労働条件の違いも影響しており、例えば、現金の運搬や倉庫での作業などは若年男性でないと職務の遂行が難しい面もある。また、地域によって若年男性の分布が異なることも考え合わせると、賃金上昇圧力が、業種や職種によっては大都市部でなく地方から生ずることもありうる。

**須田氏:**

・高齢者の労働参加については、65 歳以上を一括して捉えるのではなく、年齢層をより細分化して考える必要がある。現在は、健康年齢が長期化する下で、年金だけでは所得が不十分であるため、低賃金かつ短時間でも働き続けたいと考える 70 歳代の人もかなり多く存在する。この点は、平均賃金と労働参加率の双方に影響しうる。

**神津氏:**

・日銀の金融研究所ワーキングペーパーによれば、マンデル・トービン効果と再分配効果の 2 点から高齢化社会におけるデフレの影響を分析した結果、低インフレ自体が生産性の上昇に制約を課すとの結論を得ている。日本の低インフレ期には、インフレ率だけでなく相対価格も変動しなくなり、そうした下で企業によるイノベーションのインセンティブは低下し、結果として生産性の上昇率も低迷した。この点を踏まえると、デフレ的な経済よりもインフレ的な経済の方が、リスクテイクも含む経済活動が活性化しうるという考え方も可能である。

**須田氏:**

・日銀の植田総裁も、先日のインタビューの中で、相応のインフレがあった方がイノベーションは進むかもしれないという見方を示唆した。

しかし私は、ある程度大きなイノベーションは、潜在的な需要といった実体経済 (real) の要因によってむしろ推進されるように思う。

**福田氏:**

・私も基本的には須田さんの意見に賛成である。また、日銀はインフレの下でイノベーションが進むと主張する論文を参照しているようだが、こうした見方には必ずしも強い論拠があるように見えない。

**細野氏:**

・日銀が参照している論文は、固定的なメニューコストの存在を仮定すると、インフレ率でなく名目成長率が上昇した場合にイノベティブな企業のシェアが高まり、結果として実質成長率も高まるという結論を導いている。

**井上<モデレーター>:**

・少なくともこれまでの日本では、イノベーションの多くが既存の企業内での R&D を通じて実現したことを考えると、企業経営者は、相対価格の変化も含めて、相応に名目価格が上昇することが見通せない下では、R&D やその成果としての設備投資には慎重になるのではないか。

**大島氏:**

・企業経営者は、売上げの増加見通しが乏しい下では、コスト削減によって収益の確保を図り、R&D や設備投資には選択的に対応する。海外でも事業を展開する大企業の場合は、現地経済のダイナミズムの下で設備投資などを積極的に展開しうる。日本でも、様々な形で価格のボラティリティが高まってくれば、コスト削減だけでなく、一定の時間的視野の中での成長を目指した設備投資は生じやすくなり、結果としてイノベーションに繋がりがやすくなるのではないか。

**北村氏:**

・日本でイノベーションを活性化するためには、大学を中心としたスタートアップの促進が重要な課題となっている。海外でも、現在成功している巨大企業はいずれもスタートアップ出身のユニコーンである。スタートアップの成功には、インフレ如何ではなく、優れたアイデアや技術と、ベンチャーキャピタリストによる適切な評価が不可欠である。日本ではユニコーンの数が極めて少ないことがむしろ問題であり、イノベーションを考える上で大企業を念頭に置くことは不適切であるように思う。

**神津氏:**

・北村さんが挙げたイノベーションの例は、優れたアイデアや技術といった供給側の要因によって実現する。ただ、日本の従来のイノベーションは、大企業における生産や販売におけるプロセスの改革が中心である。その際、企業経営者は名目利益が増えるかどうかを基準にこうしたイノベーションの採否を決めている。こうした中でも、企業が animal spirit を発揮してイノベーションに取り組むためには、今後の経済がよりダイナミックに変動するという見通しが必要である。

## 2. 金融市場の動向と日銀による金融政策の運営

### 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。円の実効レートは極めて低水準だが、米ドル/円レートと NEER ともに前年比の変化率はゼロ近傍にある。米ドル/円レートは、日米金利差(国債利回り)と多くの期間で相関しているように見えるが、米国の株価指数と相関しているように見える期間も多く、投資家のリスク選好度が関係している可能性もある。この間、対内外証券投資は方向感を失い、短期的に大きく振れている。SNA ベースでみると、円安による海外純所得の増加が純交易利益のマイナスを上回る状況は維持されているが、便益とコストの配分効果を考慮する必要がある。

・国債利回りで見た名目長期金利は、QQE の導入時より高く、CPI インフレ率でみた実質長期金利は 10 年物で-1%近傍にある。日銀のワーキングペーパーは 2023 年第 1 四半期時点で、長期実質均衡金利が-0.5%程度と推計しているが、多くのモデルで推計値が上昇傾向を示していた。この間、日銀の債券市場サーベイによれば、多くの項目で市場機能の改善が示され、日証協の統計によれば、金融政策への感応度が高い中期債の売買が増加を続けている。

・銀行貸出の伸びは前年比4%弱で横ばいだが、地銀の貸出に回復の兆しがある。業種別には、コロナ期の中心であった製造業向けや対面型サービスに代わり、不動産(プロジェクトを含む)向けの寄与が高まっている。日銀の FSR(10 月)によれば、住宅ローン残高の前年比は 4%近くに高まり、地銀に加えて、新業態銀行を含む「その他行」の寄与が目立つ。日銀の銀行貸出サーベイ(第3 四半期)によれば、企業からの資金需要に若干の動意はみられるが、総じて横ばい圏内にある。銀行による貸出運営スタンスも概ね中立的である。

・最後に日銀による政策運営については、賃金と物価の好循環の如何を踏まえた物価目標の達成の確度と、その下での政策金利の調整速度が論点となる。展望レポートによれば、政策委員は来年度中に CPI コアインフレ率が2%目標近傍になると予想しているが、上方リスクも意識されている。一方、内閣府によれば GDP ギャップは第3 四半期でもマイナス圏にある。植田総裁は、様々な機会を通じて、物価や経済が見通し通りに推移する確度が高まる限り、金融緩和の度合いを緩やかに調整することを基本方針として示している。もっとも、金融市場では、①実体経済はそれほど強くない、②輸入物価の上昇圧力は低下した、③経済的弱者への配慮が必要、④米国の政策等に不透明性が高い、といった理由で、利上げの継続に対する懐疑論も根強い。

・「金融市場パネル」の資料としては 10 年以上振りだが、短期金利の推移をみると、OIS レートは実際の利上げペースのちょうど中間程度を織り込みつつ推移してきたが、TB レートは投資家の需要を反映して政策金利を下回っている。11 月時点の各種サーベイでは、12 月利上げの予想がやや半数を超えていたが、政策金利の最高到達点は 1%に達しないとの見方が大勢とみられる。日銀は、金融緩和の度合いとして実質政策金利に言及することが多いが、先にみた日

銀の合成指数をベースにしても現在は-1.25%程度となる。因みに、日銀のワーキングペーパーは、自然利子率の推計値が 2023 年時点で概ね-0.5%~+1%の範囲に分布するとしている。

・日銀の FSR(10 月)によれば、前回(2006 年)の利上げ時に比べて、今回は、短期プライムレートの水準は概ね同じだが、その他の主要金利は 50~100bp 程度低い。個人預金比率や小口預金比率の低下は預金金利の上昇圧力、市場集中度の上昇は預金金利の低下圧力と整理する一方、新業態銀行の台頭やモバイルバンキングの拡大が預金金利への波及に影響する可能性を指摘している。家計は 1800 兆円を超える純金融資産を保有し、マクロ的には金利上昇の恩恵を受けうる。ただし、日銀の FSR(10 月)によれば若年層の DSR は住宅ローン負債の影響もあって相対的に高いほか、家計調査によって負債あり世帯の負債額をみると、グロスとネットともに足元では 29 歳以下や 30 歳代で拡大ペースを速めている。同じく日銀の FSR(10 月)は、中小企業の財務が手元流動性や収益の面で悪化傾向をたどっている姿を示しているが、その要因は、金利上昇よりもコロナ前からの構造的な問題にあるとの考えを示している。

・日銀が公表した今期(10~12 月)の国債買入れ予定では、減額分の 4000 億円は、前期と同様に残存 1~3 年(1000 億円)、残存 3~5 年(2000 億円)、残存 5~10 年(1000 億円)に振り向けられた。日銀保有国債の前年比増加額は急速に縮小し、10 兆円を割り込んだが、市場発行残高に対する日銀保有分のシェアの低下は小幅に止まり、依然として 50%を超えている。この間、日銀保有国債の満期構成(11 月末時点)をみると、今後 5 年以内に半分強(約 300 兆円)が満期を迎える。なお、国債発行計画(含む補正予算案)によれば、今年度の国債発行額(グロス)は約 187 兆円となる。当初予算に比べ約 6 兆円増加したが、これらは、TB(6 か月)に 2.4 兆円、非競争入札に 2.5 兆円、個人向け国債に 0.9 兆円の形で振り向けられる。

### 2) 自由討議

#### 内田氏:

・トランプ氏は、前回に大統領であった 2018~19 年に関税を引上げ、世界の製造業が影響を受けた。日本でも、実体経済だけでなく株価の PER が低下するなど、金融市場面での影響も大きかった。市場参加者は、コロナ後の資産価格上昇に慣れているだけに、「トランプ 2.0」の影響について注意する必要がある。この間、米国の対中輸入依存度は、2018~19 年には 22~23%だったが、現在は 13%にまで低下したので、中国からの輸入に関税を引上げても、国内経済への影響はすぐには生じにくいとの判断の下で、政権移行後は早期に 20~30%程度の幅で関税引上げを実施に移すとみられる。一方、「トランプ 2.0」では、米国内のエネルギー産業への巨額の支援と大規模な減税を公約通り実施することになる。FRB は、足元の景気が堅調である上に、来年以降は「高圧経済」が実現する可能性を考慮して、追加利下げに対して慎重な見方を示唆している。これらも含めて、世界の金融市場が「トランプ 2.0」をどう織り込むか、それが日銀の政策にどう影響するかは重要なポイントである。

・今回の IMF や FRB、ECB による FSR は、政策の不確実性を金融

安定に対するリスク要因として挙げている。今年は主要国の多くで国政レベルの選挙が実施され、しかも、ポピュリズムの台頭もあって政権の不安定性が高まった下で、一様に拡張的な財政政策が指向されている。一方で、主要国の中央銀行は既に「量的引締め」の局面にあり、2022 年には合計で 28 兆ドルの国債を保有していたが、足元で 21.5 兆ドルまで減少している。日銀も 8 月から国債保有の削減を始めたが、まだ、発行残高の 50%以上を保有している。しかし、ECB はピークの 42%から 35%へ、英国は 40%から 25%、米国でも 22%から 15%へと、国債保有のシェアが各々低下している。このような環境下で、日銀にとっては「量的引締め」をどのように運営するかも、不確実性が高まっているように思う。足元では、フランス国債利回りの対ドイツ国債利回りのスプレッドが、ギリシャ国債並みに上昇したことが注目されている。その背景は、フランスでは議会下院で与党が少数となり、政局の不安定化が財政規律の低下や国債の格下げに繋がるなどの懸念が生じていることにある。こうした動きも、拡張的財政と「量的引締め」との関係を考える上で示唆的なケースと言える。

・日本国内では 3 年連続で相応の賃上げが実現し、個人消費にも回復の兆しが見られる点を踏まえて、日銀も国内経済については前向きな評価を行っているが、植田総裁は海外経済にリスクが残るとの見方を繰り返している。私は、その具体的内容としては、「トランプ 2.0」の影響や内容と、拡張的な財政運営と「量的引締め」とのバランスの 2 点に注目すべきであると思う。

#### 福田氏:

・先行きの不透明性が高い下では、金融政策の正常化を慎重に行うべきか、それとも将来のショックに対する政策の発動余地を確保するため、正常化を迅速に進めるべきか(いわゆる「のりしろ論」)という議論があり、日銀内でも意見は分かれているのではないかと。私は、いかなる局面であっても不確実性は残りうるように思う。

#### 須田氏:

・植田総裁は、7 月以前には、不透明性が高い下では利上げが早すぎるコストの方が利上げが遅すぎるコストより大きいとの考えを示していた。しかし、7 月 MPM の時点で評価を逆転させており、現在もそう考えているのであれば、物価や経済がシナリオ通りであれば利上げを進めたいというのが基本方針であるように見える。

・植田総裁は、迅速な利上げに伴う実体経済への影響も含めて広範な要素を考慮しているはずだが、足元では金融市場の反応を特に意識しているように見える。つまり、利上げに伴う為替レートや株価の反応が不透明である以上、当面の政策運営の方針について、できるだけ自由度を確保したいと考えているのではないかと。このため、金融市場に対して、正常化の方針を相応に織り込んでほしいと思いつつ、完全に織り込まれるのを避けるような対話のあり方になっている。

#### 亀田氏:

・世界経済や金融市場が不透明な下で、日銀が金融政策の正常化

をどう進めるかは大きな課題であるが、日銀による市場との対話にも課題が残る。このところ市場やエコノミストの間では 12 月利上げを予想する向きが強まっていたが、昨日今日になって一部メディアからは、日銀は 12 月利上げに慎重であるとの「観測報道」が流れている。これも、両者の対話が依然として混乱していることの表れではないか。

・7 月の利上げ後に金融市場が不安定化した結果、日銀は追加利上げに対して「時間的余裕がある」との表現を使って金融市場の安定化を図ったが、この表現が日銀の意図を超えて buzz word 化してしまい、金融市場では、日銀がこの表現を使い続ける限りは追加利上げはない、と受け止めるようになった。このため、10 月 MPM 後の記者会見で植田総裁は「時間的余裕がある」という表現を今後は使用しないと明言したが、今度はそれが次回利上げを示唆するように受け止められた。もともと日銀は、日本は米国のようにインフレ率がオーバーシュートするリスクは小さいので、性急な利上げを行う必要はないという本来の意味で、利上げには「時間的余裕がある」という考えを持っているはずだが、夏場以降の金融市場の安定化のためにもこの表現を使ったので、市場が混乱し、今もその後始末に苦労している感がある。

#### 左三川氏:

・日銀による自然利子率の推計値は、足元で -1%~+0.5%のレンジにある。仮に、今回の追加利上げで名目政策金利が 0.5%に達すると、期待インフレ率が 1.5%程度とすれば、実質の政策金利は自然利子率の推計値の下限に達する。これまで日銀は金融緩和の度合いを調整すると説明してきたが、今後は利上げの意味合いをどう説明するかという課題に直面する。

#### 神津氏:

・マクロ経済安定の手段としての金融政策の役割を重視すれば、経済状況を遅滞なく観察できる限り、政策金利は景気循環のピーク時に最高となるよう、ボトム時に最低となるように運営すべきである。中立金利はそれらの中間にあるはずだが、BIS の Borio 氏は中立金利を正確に把握することは、天使の性別を判定することと同じように困難であると述べている。中立金利の水準を前提に政策運営を進めると、どこかで困難に直面するのではないかと。

#### 内田氏:

・金融市場では、来年初以降の米国での拡張財政やトランプ政権のドル高指向などを踏まえて、FRB は概ね 2 回に 1 回の FOMC で利下げを行い、来年末には FOMC 自身が示す「長期」の政策金利である 2.9%付近に達するとの見方が多い。一方、日銀の政策金利については、12 月に追加利上げを行うかどうかの見方は分かれているが、来年末には最大で 0.75%に達するとの見方が多い。

#### 徳島氏:

・日銀の政策金利については、一部には 1%程度まで上昇するとの見方もあるが、金融市場のコンセンサスは内田さんが説明されたとおりであり、私も来年末に 1%に達するのは難しいように感じる。来

年前半にかけては、トランプ政権の政策運営がどうなるかが最大の不透明要因であり、今回は連邦議会の両院ともに共和党が多数を占めているが、トランプ氏が選挙公約をどの程度実施できるかには不確実性も残る。

・日銀の政策運営にとっては、国内景気が本当に強いのかどうかも重要なポイントではないか。現在の国会では、来年度以降の所得税や社会保険料の扱いを巡って様々な方向での議論が行われているだけに、最終的な結論次第では消費に無視しえない影響を及ぼすことも考えられる。この点からみても、日銀が迅速な利上げを進めることのできる環境ではない。一方で、政策金利に関する「のりしろ論」にも合理性はあるので、日銀が機会を見て政策金利の引上げを進めたい気持ちも理解できる。

#### 福田氏:

・日銀内では、インフレとデフレを比較した場合、インフレの抑制の方が容易であり、デフレへの対応は厳しいとの考えが強いようだ。その意味では、「のりしろ論」に沿って政策金利を迅速に上げるべきことになるが、2000 年の利上げ後に景気が後退したことのトラウマも小さくないようだ。これは日銀のせいだけではなかったが、世間からは厳しい批判を受け、2006 年の利上げについても、その後リーマンショックに見舞われた際にリフレ派からの批判が高まった。

#### 須田氏:

・「量的引締め」の運営は、内田さんが指摘したように重要な問題であるが、だからこそ中央銀行は機械的に進めることが望ましい。日本で国債の買入れ額を政策手段にすると、外部からの影響を受けやすくなる。金融市場の状況が悪化した場合に、「量的引締め」の運営を柔軟化する必要はあるが、基本的には保有国債の減額を淡々と進め、結果として相応の時間を要することは許容するというのが望ましい考え方である。

#### 左三川氏:

・今回改訂された国債発行計画では個人向け国債の増額が盛り込まれた一方、都市銀行では定期性預金の保有も増加傾向にあり、今後は家計がどちらを選択するかが注目される。その意味では、「量的引締め」の運営に際して国債供給の構造変化も考慮に入れるべきではないか。同時に、銀行による預金調達スタンスの変化やその背景にも注目する必要がある。

・日銀が保有する ETF をどうするか、徐々に議論が高まっていくのではないかと。銀行は政策保有株を年間 3000 億円のペースで削減しているが、これが一段落すれば、日銀が同程度のペースで ETF の保有額を削減することは可能との指摘もみられる。しかし、日銀が、このペースで ETF を売却しても、過去 20 年の株価変動を前提とすれば、保有残高の減少は限定的となる。逆に、ETF の保有残高を本格的に削減するには、年間 4 兆円といったペースでの売却が必要となり、それが現実的かという疑問も残る。

#### 細野氏:

・私も、日銀は「量的引締め」を機械的に進めるべきだと思うが、問題

は実行可能性である。世界経済に大きな下方ショックが生じた場合には、現状のような緩慢なペースでよいとしても、インフレに大きな上昇ショックが生じた場合は、巨額の国債保有に伴うストック効果による長期金利の押し下げ効果も考えると、現在のペースでよいのかという議論は生じる。

#### 内田氏:

・日銀による「量的引締め」を考える上では、日本と米欧との政策環境の違いも考慮すべきではないか。米国では、Bernanke 議長時代に 3 次に亘って「量的緩和」を実施したが、物価安定のための基本的な政策手段は政策金利の調整という考え方が確立している。「量的緩和」は付加的な手段であるので、金融市場がそれほど注目しない形で「量的引締め」を進めることができる。これに対して日本では、「輪番オペ」を含めると国債買入れを四半世紀以上も継続しており、一種の「財政抑圧 (fiscal dominance)」が常態化する下で金融政策が運営されてきた。従って、何らかの外的なショックが生じた場合には「量的引締め」も柔軟な運営が必要になるのではないかと。

#### 徳島氏:

・FRB の実績を踏まえると、日銀も「量的引締め」を淡々と進めるべきとの考え方は理解できるが、日銀の政策運営が実際に淡々と進められた事例はあまり存在しない。植田総裁が審議委員時代に経験した 2000 年利上げのトラウマも考慮すると、実際には淡々とした運営は難しいのではないかと。

#### 須田氏:

・実際には、日銀が国債買入れの額をわずかでも変更しようとすれば、極めて大きな圧力に直面する。危機的な状況になれば国債買入れを柔軟に運営することは当然だが、平時においては「量的引締め」を可能な限り淡々と進め、来年 6 月の見直しの際にも状況を見てペースを若干早めるといった対応が望まれる。

#### 武邑氏:

・「量的引締め」を考える上では、金融市場の機能をどう評価するかも重要である。日銀の債券市場サーベイは足元で国債市場の機能の改善の兆しを示唆しているほか、10 年国債先物に対する CTD 銘柄の品薄感も、日銀が 10 月に買入れの見直しを行った効果が生じているように感じる。他方で、TB レートが政策金利を下回って推移している点は、外国勢が担保目的も含めて需要を強めていることの影響が大きいように思う。

#### 井上くモデレーター:

・国債市場の回復が想定よりも遅いとすれば、来年 6 月の見直しの際に「量的引締め」の内容をどう調整するかも論点になるように思う。

#### 神津氏:

・日銀が 2% のインフレ目標を達成するまで緩和的な金融環境を維持するとコミットしてしまうと、企業にとっては金融環境の変化が見込めない状況になるので、前半でも議論したようにイノベーションのインセンティブが低下するのではないかと。Schumpeter の創造的破壊の議論が示唆するように、景気後退によって企業の退出が生ずるこ

とがイノベーションを促進する面もあるとすれば、常態的な金融緩和によって企業の新陳代謝を抑止するとことは、かえってイノベーションの停滞につながる。

**江川氏:**

・私は日銀の利上げに伴う家計への影響に注目している。日本では住宅ローンの大半を大手行や地域金融機関、新業態銀行が供与しているが、その 7 割が変動金利型、1 割が全期間固定金利型で、残りが固定期間選択型である。こうした分布は過去 20 年に亘って大きな変化がないが、市場構造の面では 2010 年頃と 2016 年に大きな変化があった。2010 年代には、それまでは借入者の年齢層の中心が 30 歳代であったのが、20 歳代の借入れが大きく増加したほか、住宅ローンの LTV がそれまでは 80~90%であったものが、100%のものが圧倒的に多くなった。日本では 30 年以上のローンが一般的であり、繰上げ返済にペナルティが課されないのに、2016 年以降に借りた人々は繰上げ返済を行わないようになっていく。

・変動金利型のローンでは、大手銀行や地域金融機関は、短期プライムレートを基準に金利を設定している。既存の借手に対する貸出金利の見直しは 4 月と 10 月に行われ、その結果が 7 月と 1 月以降の各々半年間のベースとなる。今年は 15 年振りに短期プライムレートが 15bp 引上げられたので、来年 1 月から既存の変動金利型のローン金利が上昇する。過去に比べて LTV が高い点や若年層の借入れが大きいために、住宅ローン金利の上昇が継続した場合の影響を注視する必要がある。ただし、現時点では変動金利型ローンの金利は、実効レベルでは、新規で 0.3%台、既往の分でも 0.5~0.7%程度とみられるだけに、借り手の金利コストは依然として小さい。

**細野氏:**

・若年層での純負債の大きさが今後大きな問題になるかどうかは、住宅価格の先行きに大きく依存している。

**井上<モデレーター>:**

・金融安定の問題ではあるが、利上げの進展に伴って預金がどうシフトするかも注目される。もともと、大都市への人口流入に伴って、遺産相続等を通じて地方の預金が大都市部へシフトする傾向がみられたが、それが利上げでどのような影響を受けるだろうか。あるいは、モバイルバンキングの普及に伴って、銀行が戦略的な金利設定を機動的に行うことが容易になっていることや、銀行が利鞘の好転を受けて預金調達スタンスを強化していることが、預金のシフトにどう影響するかといった点は論点となりうる。さらに、小口預金者の金利感応度は想定以上に高いとの見方も示されている。

**須田氏:**

・銀行は久しぶりに預金調達に前向きなスタンスを示しつつあり、外貨預金と抱き合わせで特別金利を設定したり、証券会社も個人向け国債の購入にプレミアムを付与したりしている。家計は、こうした金銭的なメリットがあれば、資産をシフトさせることになる。

**武邑氏:**

・中小金融機関にとっても、今後は IT 等の投資を進めていく必要があるだけに資金調達の重要性が高まるはずである。市場金利が徐々に高まる中で、安定的な資金調達源として預金を重視することは合理的である。

**井上<モデレーター>:**

・神津さんが chat に入力されたように、いわゆる「ゼロゼロ融資」の効果が減衰していくことで、経営の持続可能性の点から中小企業の選別が進むとすれば、結果として、地域金融機関の選別につながる可能性も考えられる。

・本日も年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たい。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たい。

\*\*\*