

# 2025年3月会合前半 金融市場パネル議事概要

April 23, 2025

## 議題

日本銀行の「金融政策の多角的レビュー」の主な論点

## 開催日時

2025年3月24日<14時00分~15時30分> (テレビ会議形式で開催)

## 発言者

(ご所属は会合開催時点)

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) <講師>

内田和人氏 (エムエスティ保険サービス 代表取締役会長) <講師>

河合祐子氏 (高知銀行 代表取締役副頭取)

須田美矢子氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)

高橋 亘氏 (大阪経済大学 経済学部教授)

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)

福田慎一氏 (東京大学 大学院経済学研究科教授)

<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. 事務局説明
2. 価格と賃金に関する企業や家計の行動変化
3. 海外発のショックに対する政策対応・レジリエンスの違い

### 1. 事務局説明

井上<モデレーター>:

・本年度の最終回となる「金融市場パネル」では、昨年12月に日本銀行が公表した「金融政策の多角的レビュー」を取り上げ、その成果をどう理解すべきなのかという点とともに、今後の政策運営にどのような意味を持つのかという視点から参加者の皆様にご議論いただきたい。「多角的レビュー」は日銀の視点に基づく分析や認識であり、既に行われているように学界や実務家の視点からの議論と、それに基づく相互の対話が重要であると考えます。

・「多角的レビュー」はまさに多角的視点からの検討結果であるだけに、主要な論点に絞ったとしても、今回の「金融市場パネル」だけでそれらをカバーすることは難しい。このため、いわば「レビューのレビュー」の第一弾として、これまでの「金融市場パネル」での議論の焦点であった4つのテーマを取り上げることにした。今回の会合は、その各々について講師にご講話をいただき、その後自由討議を行う形で進めていく。

### 2. 価格と賃金に関する企業や家計の行動変化

#### 1) 講演

亀田氏:

・事務局からいただいた「価格と賃金に関する企業や家計の行動変化」というテーマに関して問題提起を行いたい。第一にいわゆる「ノルム」は不可逆的に解消されたのかという点である。日銀の「多角的レビュー」は「ノルム」と言わず、「賃金や物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方」という表現を使用している。この表現は、「多角的レビュー」の中で、合計35回も使用されている。36回の「非伝統的な金融政策」に次ぐ出現頻度であり、日銀が如何にこの点を重

視したかがわかる。

・日銀は、「異次元緩和」を含めて長期に亘る非伝統的政策を実施したにも関わらず、2%の物価目標を達成できなかった大きな原因の一つがこの「ノルム」であるとしている。因みにもう一つの要因としては、女性や高齢者の労働供給余地が想定以上に存在したことを挙げ、人手不足が賃金上昇に波及しなかったとしている。一方で、「多角的レビュー」は、2020年代以降には輸入物価の大幅な上昇もあって状況に変化が生じているとの見方を示し、つまり、「ノルム」が解消に向かっていることを示唆している。こうした動きを踏まえて、価格と賃金に関する企業や家計の行動変化が本当に元に戻らないかどうか、議論の大きなポイントとなる。

・第二に問題提起したいのは、賃金と物価の同時ないし同率の上昇が、マクロ経済にとってプラスの効果があるかどうかという点である。名目賃金の上昇率とインフレ率がともに0%という状況と、両者がともに2%という状況は、実質賃金の上昇率が0%である点で同じだが、後者が望ましいというのが、2%目標の論拠の一つになっている。「多角的レビュー」も、長期に亘るデフレ期には、価格や所定内給与が動かなくなることが資源配分のゆがみや前向きな投資の抑制に繋がった可能性を指摘しており、賃金と物価が上昇することでこうした問題が解消に向かうと示唆している。その補強材料として、家計や企業へのアンケートの結果をもとに、名目賃金と物価がともに変動しないより両者が緩やかに上昇する方が望ましいとの回答が多かった点を引用している。

・それでは、この二つの問題をデータ面から確認していく。まず、実質GDPと名目GDPの推移をみると、前者は足元でも2019年のコ

コロナ前から1%程度しか増加していない一方、後者は9%程度も増えている。つまり、一番乱暴に述べてしまえば、名目賃金と物価は上昇したが、マクロ的には実質ベースの経済活動は殆ど変わらなかったという結論になる。ただし、企業部門と家計部門に分けると、事はさすがにそう単純ではない。前者では企業利益が好調に拡大し、設備投資も相応に増加したのに対し、後者はコロナからの回復期こそ消費は増加したが、その後は横ばいとなり、足元では若干下向きの兆しもみられる。このように、デフレからインフレに転換する過程で、企業部門では相当に景気が好転した一方、家計部門は目立った増加を見せていないという、対照的な動きとなっている。

・なぜ、コストも価格も上昇するインフレ局面で、企業部門が好調になったのかを説明する。企業部門について、売上総利益率(マージン率)、営業利益率、経常利益率の3つを比較すると、製造業では経常利益率の上昇が突出している。これは円安の効果であり、輸出の為替差益や海外子会社からの受取配当の円建て金額が増加しているためである。一方、私が特に注目しているのは、非製造業で売上総利益率がこの数年で顕著に改善している点である。輸入物価の上昇等によるコスト上昇局面では本来悪化するのが自然なマージンが、逆に増加する状況を示している。背景としては数量効果も考えられるが、前述したとおり消費には停滞感が強いので、企業がコスト上昇分を価格に転嫁する、あるいはコスト上昇以上に価格を引き上げたことが大きいと考えられる。このように、企業部門の好調さの背後ではコスト上昇以上の価格転嫁が進んでいる一方、家計部門は価格上昇の負担を受け入れているので消費が弱めになっている、というメカニズムが働いている。

・今後は、その企業部門の好調さが家計部門にどう波及するかがポイントになるが、今年の春闘でも高い賃上げが実現する見込みとなった。連合の加盟組合のベースアップ率は昨年が3.5%、今年は現時点で3.8%なので、毎月勤労統計でみた中小企業を含む全体の一般労働者の所定内給与の伸び率は、昨年は3%弱のところ、おそらく今年は3%代前半になるとみられる。一方、コアCPIが2%台後半から鈍化していけば、限界的な実質賃金は多少改善する。もっとも、実質賃金の改善幅を2019年からの累積で見ると、先に物価上昇が先行していたことから、今回のベースアップでようやく過去のインフレを超え、所定内給与ではなお若干のマイナスが残ると見込まれる。したがって、実質賃金の消費押し上げ効果は、あっても小さいとみられる。

・次に、短観で企業の中長期の期待インフレ率をみると、大企業、中小企業ともに、当初は現実のインフレ率に合わせて上昇してきたが、インフレが多少鈍化した後も、期待インフレ率が低下していない点が注目される。中長期のインフレ期待が高めの水準でアンカーされつつある点で、日銀にとって好適な状況と言える。また、同じく日銀の「生活意識に関するアンケート調査」で家計の中長期のインフレ期待をみても、いったん大きく上昇した後、低下する兆しは見られない。ただし、CPI全体は多少鈍化傾向にあるとは言え、財、なかでも食品の価格上昇率はむしろ加速しているだけに、こうしたモノのインフ

レが収まった後もインフレ期待が高め水準で安定すると判断することはまだできない。

・次に、これも同じく生活意識アンケートの特別調査が元になっているが、「多角的レビュー」が取り上げている図表として、家計は物価と収入の関係について質問したところ、両者がともに緩やかに上昇するのが良いとする回答が最も多かったという結果がある。しかし、私はこうした理解はやや楽観的と考えており、実際、同アンケート結果をみると、物価と収入がどちらも変動しない方が良いとの回答や、いずれでも変わらない、わからないとする回答を合計すれば、むしろそちらの方が多い。また、設問の仕方が回答結果に影響した可能性もある。例えば、選択肢をもっと具体的に、「実質賃金の上昇率はどちらも変わらないが」、「賃金上昇率と物価上昇率がともに2%」と「両者ともに0%」のどちらが良いかと家計に聞けば、「どちらも変わらない」との回答がもっと増えたのではないかと。

・以上の観察を踏まえ、最初の問題提起に戻る。第一の「ノルム」については確かに変化しているが、契機となった財価格の上昇が落ち着かないと、不可逆的な変化かどうか検証できない。そもそも財価格の上昇が落ち着くかどうか不明になってきている。私自身は、定性的な変化は既に不可逆的に生じていると考えており、緩やかなインフレや賃金インフレを前提とする企業や家計の行動は定着するとみている。ただし、もし企業や家計の行動が本当に不可逆的に変化したのであれば、もともと「ノルム」と呼ぶべき強固な社会的観念があったのか、という疑問も生じる。「ノルム」がそんなに短期間で変わるものであるならば、単に環境依存的な行動様式であったとも考えられる。そうだとすれば、日銀が金融緩和効果を阻害した純粋な外生要因のように位置付けることが適当かどうか、という議論も生じる。

・第二の問題提起である、賃金と物価の同時上昇がマクロ経済にとって本当にプラスの効果があるのかという点に関して、私自身はプラスかマイナスかの二択であればプラスであると考えているが、本質的な問いは、「どの程度大きなプラスと言えるのか」という点にある。マクロ経済にプラスであるという考え方は、東大の渡辺努教授の著書に詳しく紹介されており、日銀の見解もそれに依拠している面が大きい。私も日銀在職時の企業ヒアリング調査などを通じて、デフレ下では企業のイノベティブな行動がみられないとか、それらのスケールが小さくなるといった印象を強く持っている。しかし、デフレからインフレに転換することで得られるプラス効果(マイナス効果の払拭)が、日銀が2%目標を厳密に達成しようとしている過程で発生する将来の副作用や過去数年間の高インフレによる家計等へのコストに見合うほど大きいのかという、定量面の評価が重要である。この点について、私はプラス効果が非常に大きいとは考えない。現在の企業利益の好転はデフレ期に値上げできなかった分も含めて今の価格に転嫁しようとしている面があり、一過性の可能性がある。また、前述したとおり、家計が本当に賃金と物価の同時上昇を望んでいるかどうかはわからない。

## 2) 自由討議

### 福田氏:

・全体として亀田さんの説明に同意する。その上で、非製造業の売上総利益率の上昇にはインバウンド旅行者の増加も相応に寄与しているのではないかと。最近新設されている高級ホテルでは、インバウンド旅行者を念頭に宿泊費を高水準に設定している。また、最後に亀田さんが取り上げた問題点に関しては、私は物価上昇が日本経済の回復の必要条件ではあるが、十分条件ではないと理解している。物価が上がりさえすれば経済が回復するという考え方は、1990年代の金融危機の際に不良債権さえ処理すれば経済が回復すると期待したのと同様に正しくない。不良債権処理の遅れが経済回復の遅れにつながったのは事実としても、不良債権処理の終了後も経済成長率は回復しなかった。

### 亀田氏:

・最初の点のご指摘の通りで、一部にはインバウンド効果もある。特に小売りや宿泊ではインバウンド旅行者向けの高価格設定の効果が大きかったと考えている。ただし、非製造業のなかでも人件費比率が高くマージン率が重要でない業種もあったりするので細かく業種別動向も確認したのだが、小売・宿泊以外でも売上総利益率の上昇が利益貢献している業種はいくつもみられたので、インバウンドだけが改善要因ではない。二番目の点は大変興味深いご指摘だ。

### 高橋氏:

・「ノルム」は抽象的な性格が強いが、黒田前総裁はノルムが打開される具体例として家計による価格引上げへの受忍性が高まってきた可能性を講演で指摘し、世間から批判を浴び撤回した。私は、日本に限らずどこの国の家計でも、できるだけ安いモノを探して購入しようとするのは当然であり、これを日本特有のノルムとするのは違うように思う。現に、黒田前総裁が講演の原典とした研究で日本とは対照的に値上げに寛容な国として採り上げた英国でも、最近では food inflation の下で値上げを嫌い節約志向が強まっていることが報道されている。それを踏まえたうえで、現時点で、日本の家計による価格引上げへの受忍性という議論をどうみているか。また実際には2%を少し超えるインフレ率でも生活苦を訴える声が起きていることは無視できず、日銀の内田副総裁も最近の講演ではこうした問題に配慮する姿勢を示している。インフレによる分配効果や資産価格への影響も、直接的に金融政策の目標ではないが、政策運営面で配慮する必要があるのではないかと。

### 亀田氏:

・企業の値上げが着実に進行してきたことは、家計が消費を大崩れさせない形で値上げを受け入れてきたことを意味する。その背景は、コロナからの回復期におけるペントアップ需要と値上げの時期が一致したことにより、いわば「追い風参考記録」の面が大きかった。

・加えて、今回のインフレ圧力の主因がグローバルな価格上昇であったので、企業に値上げの「大義名分」があった面も、家計の値上げ受容性を高めたであろう。政府が価格抑制策を講じていることから分かるように、全ての家計が値上げに納得したわけではないだろう

が、家計も政策の失敗などでなく外的圧力によるものと理解し、相応の値上げは仕方ないと考えたのではないかと。なお、日本の家計にみられる値上げへの抵抗姿勢は、国際的にみて特殊なことではないというご意見には同感である。ただ、欧米ではコロナがオミクロン株として軽症化した後は早くから消費を活性化させたのに対し、日本では高齢者が多いためかそれでも消費の回復が遅れたという事例もあったので、日本の消費者の特殊性にも注目すべきとは考えている。

・金融政策運営の枠外の話になるが、私もインフレによる分配効果や資産価格を通じた社会への影響にはもっと配慮すべきと思っている。最近では、米国の大統領選挙で民主党のハリス候補への支持票が、都市部でさえ伸びなかった理由に高インフレがあり、バイデン政権の政策失敗(バイデンフレーション)によるとの理解があったからだとされている。この例からも分かるように、高インフレは社会的分断や社会不安を生みやすい。それと、金融政策はインフレ率がベースに運営されるが、家計や政治にとって重要なのは物価の上昇率ではなく水準である。

### 須田氏:

・私も亀田さんの説明に多くの点で同意する。2006年には景気も物価も相応に回復基調にあっただけに、日銀は量的緩和を脱却したが、その後のリーマンショックや東日本大震災といった大きな外的ショックによって賃金や物価が停滞した。それにも関わらず「ノルム」を強調してしまうと、政策対応から逃げている印象を受ける。デフレの問題点としてかどうかを判断する上では価格の柔軟性の欠如が取り上げられているかが重要であるが、日本のデフレ期にも個々の価格は相応に変動していた。従って、物価が上がれば問題が解消するよという議論も、過去との比較における程度問題という面がある。さらに、中長期のインフレ期待については、企業も家計もわからないという回答が多く、少数の回答を集約して期待インフレ率がこの程度であると結論付けることは適切と言えるのか。最後に、この間の実質経済成長が停滞した中で、家計の不振が目立つ点に関しては、日銀には家計の経済厚生を最大化という視点が不十分なのではないか。日本では高齢者ないし年金生活者が多いだけに、物価上昇は大きな負担ではないか。

### 亀田氏:

・日銀も、「ノルム」が2%目標未達成の原因ではなく、原因と結果を混同しているとの批判があることは承知している。実際、昨年5月の国際コンファレンスでの内田副総裁の講演も、その可能性に言及している。「多角的レビュー」で「ノルム」という表現を使わなかったことも、様々な議論があることを意識したのではないかと。「多角的レビュー」では屈折需要曲線なども援用しながら、「ノルム」が固定化し、それが政策効果浸透の障害になっていく過程を丁寧に描写しているが、因果関係を証明することには成功していないと感じた。また、「多角的レビュー」の巻末に付されていた有識者のコメントのうち、慶應大の鶴光太郎教授は、「ノルム」をゲーム論における一種の均衡と捉える考えを示されていて興味深かった。いずれにしても決定的な見

解は存在せず、今後も議論していくべき点だと思う。

・デフレ下での個別価格の変動は、程度問題とさえいえばそうではあるが、渡辺努教授の分析などを参照する限り、やはり抑制的であったと理解している。その上で、デフレ状態からインフレ状態へ移行することによるプラス効果がどの程度大きいのか、という点が私の問題提起である。その裏側には、非伝統的金融政策の副作用がどの程度大きいのかという議論がある。また、2%のインフレ目標を掲げ続けること自体には私は賛成だが、だとしても、その達成に固執せず、中長期的な目標と位置付けて、もう少し柔軟な政策運営を行う選択肢はあると思う。

・中長期の期待インフレ率について、「わからない」との回答が多い点は日銀も認識している。もともと、普通の企業や家計はエコノミストが考えるような中長期の期待インフレ率を具体的に意識して行動するわけではない。重要なことは、企業や家計の物価観が変化すれば、それが実際に経済行動の変化として現れるはずであり、アンケート結果だけにこだわらず、こうした行動変化を的確に捉えることも重要である。

・私の日銀勤務時の経験から考えても、日銀は、世間で批判されているほどに家計の経済厚生を軽視している訳ではない。ただし、現在の日銀にとっては2%目標を達成することが至上命題であり、将来の経済に相応の負のショックがあっても再びデフレに陥るとか、ゼロ金利制約に直面することのない状況を作ることを優先しているので、結果的には高インフレという家計のコスト負担を顧みない政策運営になってしまっているのだと思う。

### 3. 海外発のショックに対する政策対応・レジリエンスの違い

#### 1) 講演

内田氏:

・海外発のショックに対する政策対応やレジリエンスは、「多角的レビュー」で直接的に取り上げられたテーマではないが、大きな外的ショックが低インフレ環境の定着に影響したことは否めない。その意味で、この場で議論する意義のあるテーマだと考えている。

・外的ショックに対する政策対応の考え方は、リーマンショックを機に大きく変化した。リーマンショック以前の政策対応は各国の経済状況に合わせた形で行われ、かつ伝統的なマクロ経済政策の範疇で行われていた。このうち金融政策は、米国ではいわゆる「テイルルール」という実質実効金利目標の下で運営され、日本ではゼロ金利プラス当座預金調整による量的緩和によって行われた。財政政策では一定の財政規律の維持が指向されており、米国では年金制度改革、日本では郵政民営化、EUではマーストリヒト条約による財政健全化ルールが実施された。

・しかし、リーマンショックによって未曾有の世界同時金融危機とその連鎖に直面する中で、日米欧の金融・財政面での政策対応は大きく変化した。非伝統的金融政策と巨額の財政出動が次々と実施され、とりわけ欧米では、流動性危機を封じ込めるべく、急進的な量的緩和政策が敢行された。その後も主要国でのバランスシート調整や

少子高齢化、労働生産性の低下を背景に、バーナンキ FRB 議長を含む海外の中央銀行や研究者が「長期的不況論＝セキュラースタグネーション(secular stagnation)」を主張する下で、主要国の中央銀行は非伝統的金融政策を拡大させた。

・米国では、リーマン危機時に実施した大規模な資産買い入れ(LSAP)の規模を拡大しつつ、QE I, QE II, QE IIIと呼ばれる3回にわたる大規模な量的緩和を約5年間にわたって実施した。その効果は、①実質金利のマイナス化とマネタリーベースの拡大、②将来の金融緩和期待の醸成(シグナリング効果)、③リスク性資産価格の上昇(ポートフォリオ・リバランス効果)などの複合的であった。実際、QE3は相対的に長期に亘って継続され、クレジットスプレッドのタイト化と株価の上昇をもたらした。欧州では、ソブリン危機への対応もあり、国債買い入れと無制限の資金供給オペ(3年物LTRO、OMT)を実施、その後もマイナス金利政策を導入したほか、ABSや社債購入などポートフォリオ・リバランス効果を狙う政策を展開した。この結果、欧州でも実質長期金利はマイナスに転じた。

・これに対して、日本では既に非伝統的金融政策を実施していたこともあり、当初は量的緩和政策の漸進的な拡大によって、低ボラティリティ環境を創出することによる投資家のSearch-for-yieldsの促進に止まり、実質の長期金利も高止まっていた。しかし、黒田総裁が金融政策の「漸進主義」から「超急進主義」へのレジームチェンジを敢行し、ンセンサスブレイクを狙う日本型リフレ政策に変貌した。もともとその後は、非伝統的金融政策が長期化するなかで、米欧で金融政策の限界論も出始め、財政政策の重要性を唱える「物価水準の財政理論(Fiscal Theory of the Price Level)」が広がる一方、金融市場では、Fiscal dominance(財政従属)とFinancial repression(金融抑圧)がより強まる状況になった。日米欧ともに景気回復が進む下でも政府債務は増大傾向を辿った。

・こうした中で起きた新型コロナウイルス危機では、過去の教訓に基づく非伝統的金融政策と大規模な財政支出が即座に実行された点が特徴である。特に非伝統的金融政策には、新たに信用緩和(直接的なリスク性資産買い入れ)が加わり、強力な中央銀行プットを伴う包括的な金融緩和の下で、金融、特にリスク性資産のレジリエンスは過去にないV字回復を示現した。財政政策についても、対GDPでみて過去には見られない規模の支出増加が実現した。政策当局にとっては、この時の成功体験が、現在に至るまでいわゆる「高圧経済政策」(金融・財政両面からの強力な需要刺激)に傾斜しやすい環境を作り出したと考えられる。

・また、欧州、中東、アジアでの地政学リスク発生を背景に、「権威主義国の増加VS民主主義の衰退(ポピュリズム化)」の趨勢が定着しつつある。また、ポピュリズムの台頭には、既に議論があったように先進諸国が共通して高インフレに直面したことも大きな影響を与えている。結果として右派・左派ともに財政ポピュリズムが広がりやすい状況が生まれていることと、金融政策の正常化(利上げや量的緩和の縮小)とのアンバランスが、将来に向けて外的ショックを引き起こす潜在的なリスクと思われる。

・別の観点から、リーマンショック後の構造変化を捉えれば、銀行等を通じた伝統的な金融仲介の影響力が低下する一方、NBFIによる金融仲介が拡大する傾向がみられる。FSBによると、金融機関全体（銀行、NBFI、中央銀行等）は2022年末時点で約500兆ドル弱に達し、そのうち約50%をNBFIが占めており、リーマンショック当時から10%ポイントも急上昇した。IMFもNBFI発の金融リスクを指摘しており、なかでも金融環境の悪化時におけるリスク資産の換金売りやロスカットに伴う市場流動性の低下と、負債側での資金流出に伴うレバレッジの逆噴射によって、NBFIが加速的に縮小均衡に陥る恐れを示している。

・このように、外的ショックへの政策対応については、リーマンショックの教訓が生かされる形で、金融市場での流動性危機の封じ込めや包括的な金融緩和による金融抑圧、機動的で大規模な財政支出などの経験値は高まった。一方で、巨大に積み上がった公的債務や中央銀行の保有資産の規模、NBFIによる金融仲介での影響力拡大を踏まえると、過去の経験値による政策対応では、効果が限界に達するとか、事態が制御不能となる可能性も否定できない。

・当面注視すべきことは、トランプ政権の権威主義的な経済政策一関税政策や金融政策一が金融市場の不確実性を高め、NBFIの行動変容をもたらすかどうかである。なお、トランプ政権の第一期には、最初にドル相場が下落したのに対して、海外からの投資拡大や財政ファイナンスの円滑化の観点からドル高政策を打ち出した。しかし今回は、貿易不均衡の是正を目指す関税政策との整合性や、FRBへの利下げ圧力、日本に対する低金利は正といった観点から異なる政策を指向する可能性も否定できない。

## 2) 自由討議

河合氏:

・NBFIによる金融仲介機能の拡大については様々な議論がなされてきたが、政策の波及効果がどのように変化するのかという点に関して、現時点で検討が不十分ではないか。リーマンショック当時に比べると、国内でもNBFIのプレゼンスは高まっている。そうした環境下での政策の波及効果について、内田さんの見解を伺いたい。

内田氏:

・NBFIの最大の脆弱性は、負債が銀行のコア預金のような安定性を有しておらず、大きなショックの下では投資家から調達していた資金が一気に流出する点にある。資産についても、年金基金や生命保険以外のNBFIでは、ミドルローンやエクイティ、PEファンドの持ち分といった大きなショックの際に市場流動性を喪失しやすいものを保有している。実際、トランプ政権の第一期にはストラクチャード・ファイナンスを裏付資産とするCBOの市場流動性が急低下した局面もあった。こうした資産は、信用リスクの観点ではストレステストをクリアしても、大きなショックの際に売却できないという問題に直面した。

・現在は、インフレ率が高止まっているという点でエクイティやオルタナティブといったリスク資産の魅力が高まりやすく、それでも金融政策が引き締めの点でそうした傾向が強まりやすい。結果と

しての株価や不動産価格の割高さが極限まで行った際に何らかのショックが生じると、NBFIは対応しにくいという問題が生ずる。なお、日本におけるNBFIの中心は生命保険や年金基金などであり、ヘッジファンドやPEファンドのプレゼンスは大きくない。このため、近年に米国で生じたように、大手ヘッジファンドの破綻が大手金融機関の収益を毀損するといった事態は生じにくい。ただし、日本の大手金融機関もグローバルビジネスの中で欧米のNBFIとの取引を有するだけに、リスクの適切な管理が重要である。

河合氏:

・近年では国内の地域金融機関にも、海外のリスク資産への投資提案がなされることが多い。一方、足元では預金の減少も目立つ。その移動先は主としてネットバンクとみられるため、結果として、ネットバンクにおける負債の安定性にも影響している可能性がある。

井上くモデレーター:

・「多角的レビュー」の対象となった25年間をみた場合、日本は世界的なショックに直面した際に、欧米に比べて影響が相対的に深刻であるとか、回復に長い時間を要するといった傾向があった。その理由の中で、経済政策の発動余地が少なかったことはどの程度重要であったか。それとも、日本経済に構造的な弱さがあったことがより重要な理由なのか。

内田氏:

・日本の過去25年間は、人口動態などの要因もあって労働生産性が長く停滞し、デフレ経済になりやすい環境の下であった。それだけに、仮に2000年に非伝統的金融政策を導入した際に、欧米がリーマンショック後に採用したような強力な手段、例えば、実質長期金利のマイナス化やマイナス金利政策を実施しても、状況を大きく好転させることはできなかったように思う。また、日本経済は構造的な負債を負っていたので急進的な政策に向かいにくかった面もある。

・その後、黒田前総裁が政策運営のレジームチェンジを実現しても、労働生産性の目立った改善はみられないし、物価や賃金は上昇しているが、実質ベースでの経済成長は実現してない。円安進行もあって、世界経済に占める日本のシェアも大きく低下した。こうした環境の下で、日銀は緩和的な金融政策を維持しつつ、財政支出を実質的に下支えする財政抑圧の状況になっている。

井上くモデレーター:

・仮に賃金上昇率が過去数年と同じ3%程度に定着し、インフレ率も2%目標に収束するとすれば、この状態で均衡するには、労働生産性が1%上昇する必要があり、持続可能性には疑問がわいてくる。

武邑氏:

・金融危機への対応としては非伝統的金融政策が効果を発揮したと理解している。ただし、劇薬であったため一定の副作用があったことは否定できない。なかでも、非伝統的金融政策が長く継続されたことで新たな問題が生じた可能性がある。その意味では「出口」が重要な意味を持つ訳であり、実際、日銀が金融政策の正常化を進める上では、昨年夏に金融市場が不安定化する局面もあった。私は、基本

的には、非伝統的金融政策はできるだけ早く脱却すべきであると考え、**「多角的レビュー」**が示唆するように政策を一定の期間に亘って継続することによる**「履歴効果」**も無視できない。これらを踏まえて、内田さんが日銀の**「出口」**戦略をどう評価しているかを伺いたい。

・また、非伝統的金融政策では、結果として中央銀行が財務面でのコストを負担する可能性が前提となっている。日銀についても、今後の財務面での負担について様々な議論があるが、財政当局とのコスト分担のあり方についても、内田さんの意見を伺いたい。

#### 内田氏:

・原則論として言えば、中央銀行は、政策金利の引上げという伝統的な政策手段の調整よりも、非伝統的政策手段の解除を先行させるべきである。しかし、欧米で実際に生じているのは、政策金利の引上げが先行する一方、保有資産の削減(QT)のペースは極めて緩やかということである。つまり、中央銀行による国債保有とその裏側にある財政債務の調整が進まない中で、政策金利が上昇している訳であり、実質で見た政策金利や長期金利はさほど上昇していない。また、このように量的な意味での正常化が進んでいないことも、インフレ率の高止まりの背景になっている可能性がある。

・日本については、財政政策と金融政策が密接にリンクしていると考えざるを得ない。従って、日銀は政策金利の面では正常化を進めることができるとしても、量的な面では財政運営に左右されざるを得ないのではないかと。仮に、人口動態が安定するなどの理由で労働生産性が改善に向かうといった事態が生じれば、財政の健全化とともに日銀による量的な面での正常化の展望が開ける可能性はある。

・日銀の財務コストは悩ましい問題である。財務省は、国債の発行利回りがマイナスの時期にも利回り1%程度の想定で国債費を予算計上していた。現在は、実際の国債利回りがこうした想定に近づいている段階であるが、今後、10年国債利回りが2%といった水準に達すると、国債費は顕著に増加することになる。一方で、日銀は大量の国債保有によって10年国債利回りを1%ポイント程度押し下げている訳であり、インフレ率が明確にプラスになった現在、この乖離を誰が負担するのかという問題が生じている。最善のシナリオは、財政健全化が実現し、日銀の量的な面での正常化が進むことで、コストが減少していくことであるが、そうでなければ、人為的な長期金利の抑制とインフレとが悪循環を生じ、結果として日銀の財務コストも増大するリスクも排除できない。こうしたコストの議論は、今後の**「金融市場/パネル」**の場でも議論してはどうか。

#### 武邑氏:

・日銀が長期金利の抑制に成功したとしても、金融市場の圧力が為替レートの押し下げに向かうことで、結果としては日本経済へのコストになると思う。

#### 井上<モデレーター>:

・内田さんから大事な宿題をいただいたところで、概ね予定の時間になったので、第1セッションをこれで終了したい。講師の皆様とご発言者の皆様には活発なご議論をいただいたことに、深く御礼を申し

上げたい。また、この会合を主催していただいた東京大学金融教育研究センターにも改めて謝意を表したい。

\*\*\*