

2025 年 3 月会合後半 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<15 時 35 分～17 時 10 分>（テレビ会議形式で開催）

発言者

（ご所属は会合開催時点）

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）<講師>

加藤 出 氏 （東短リサーチ 取締役社長 チーフエコノミスト）<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）

河合祐子 氏 （高知銀行 代表取締役副頭取）

神津多可思 氏 （日本証券アナリスト協会 専務理事）

木下信行 氏 （前東京金融取引所 取締役社長）

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 （キヤ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）

福田慎一 氏 （東京大学 大学院経済学研究科教授）

根本直子 氏 （早稲田大学ビジネススクール 教授）

山岡浩巳 氏 （フューチャー経済・金融研究所長）

<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. 銀行や機関投資家の投資行動の変化
3. コミュニケーション政策による金融市場への影響

1. 事務局説明

井上<モデレーター>:

・前半と同じく、各テーマについて講師のご講話をいただいた後、参加者による自由討議を行う形で進めていきたい。

2. 銀行や機関投資家の投資行動の変化

1) 講演

徳島氏:

・私からは、年金基金や生命保険の視点から投資行動の変化を説明する。日銀の「多角的レビュー」が対象とした期間には、日銀は国債を大きく買い増した。主要な投資家が国債保有残高をどう変化させたかを資金循環統計によってみると、日銀が「異次元緩和」を導入した 2013 年とマイナス金利政策を導入した 2016 年がターニングポイントになった。その後 2020 年のコロナショックと 2024 年の日銀によるマイナス金利政策の解除でも、それぞれ状況が変化している。

・銀行、生命保険、年金基金について、国債保有の変化を毎期のフローでみると、銀行は「異次元緩和」の導入から 2016 年頃まで国債保有を減らしたことが目立つ。その後、コロナショックの際には若干の買増しがみられた。生命保険は、日銀がマイナス金利政策を導入した 2016 年に、超長期国債の利回りが急低下した際とイールドカーブコントロールの導入で減少と増加の双方がみられたが、それ以外

の期間には目立った動きを示していない。年金基金は、2014 年に国債保有を大きく減らしたが、この点には GPIF による基本ポートフォリオの変更による影響が窺われる。過去 1～2 年には国債保有を増やす動きもみられたが、これは株価の大幅な上昇と円安に伴って海外株式が大幅なオーバーウエイトに転じたことに対し、アンダーウエイトとなった国内債券を買い増さざるを得なかったこと、つまり、ポートフォリオ・リバランスによるとみられる。多くの年金基金が参照しているインデックスでは国債のウエイトが 8 割を超えるので、国内債券を買い増す際には国債が中心となる。

・生命保険の保有資産の推移をみると、国内債券の保有規模はあまり変わっていない。生命保険は、「異次元緩和」の下でも「国内債券を売って他の資産に乗り換える」意味でのポートフォリオ・リバランスは生じなかったと理解できる。一方で、国内株式や外国債券は相応に増えているが、株高と円安の効果が大きく、必ずしもリスク性資産への投資が顕著に進んだとはみえない。

・公的年金の保有資産の推移においては、GPIF の基本ポートフォリオの変更による影響が大きい。かつて、国内債券は GPIF の基本ポートフォリオの中で 60～70%と高い比率に設定されていたが、2014 年に 35%へ引下げられ、さらに 2020 年には 25%へ引下げられた。しかし、これらに伴う国債保有の削減を日銀の言うポートフォリオ・リバランス効果と呼ぶには違和感がある。当時の運用関係者によれ

ば、国債保有の削減は将来の金利上昇の際に損失を被るリスクを抑制するための対応であったようだ。また、国債保有の削減と合わせて、国内株式や外国債券の保有を増やしたことで、結果として運用利回りの上昇が実現したことも事実である。

・確定給付型年金について、企業年金連合会が把握している部分について資産構成比の推移をみると、国内債券は 2024 年 3 月末にかけて緩やかに低下したほか、国内株式も、株価上昇に関わらずリバランスの影響もあって大きく変化していない。買い増したとみられるのは外国債券で、外国株式もあまり変化していない。この間、顕著に増加したのは「その他」であり、いわゆるオルタナティブ資産、具体的には不動産、インフラ投資、バンクローン、プライベートエクイティやプライベートデットなどである。これは意図したポートフォリオ・リバランスに近いものと理解できる。

・これらの事実を踏まえると、日銀が意図したポートフォリオ・リバランスに関しては、銀行は国債保有を減らしたほか、地域金融機関では不動産 REIT への投資も散見されたが、リスク性資産への大規模な資産シフトは生じなかった。生命保険は国債保有を概ね維持し、年金基金は緩やかなポートフォリオ・リバランスを行ってきた。

・生命保険や年金基金は、予定利率の変更に時間的なラグがある点に注意すべきである。例えば、生命保険の「標準利率」は過去の一定の期間における国債利回りをベースに設定するので、一時払い商品など一部では利回りが既に上方へ改定されているが、取扱商品全体の利回り上昇には時間がかかる。従って、国債利回りが上昇しても、直ちに国債保有を増やすことは考えにくい。

・生命保険や年金基金は過去 10 年に対外証券投資を大きく拡大してきたが、外債投資については、為替オープンによる国内資産の代替と考えるか、ヘッジ付きで国内資産との代替と考えるかといった点で各社のスタンスは区々である。ただし、過去 3 年ほどはヘッジコストの高騰を受けて、ヘッジ付き外債投資の見直しが進んでいる。今後、米国での金利低下と日本での金利上昇が進めば、為替ヘッジ付きの外債投資の再評価が行われる可能性がある。

・生命保険や年金基金によるオルタナティブ投資の拡大は、金利環境の変化に関わらず続くとみている。複数のアセットオーナーからは、ビンテージを分散しつつ、淡々と投資を進めるとの計画が示されている。オルタナティブ資産の多くが海外資産であるだけに、この点も対外証券投資を下支えする。なお、この間に国内株式も価格が上昇したにも関わらず、機関投資家の間で国内株式の保有を増やす動きが明確でなかった点も付言しておきたい。

・金融政策の波及効果については、「異次元緩和」以前とその導入初期も大きな問題はなかったと考える。これに対し、日銀が 2016 年にマイナス金利政策を導入し、その後にイールドカーブがフラット化した局面では、生命保険や年金基金からの反発が強くみられた。金融政策の運営に際しては、影響のおよぼす投資家とのきめ細かなコミュニケーションが必要である。現在では、日銀がゼロ金利政策を解除し、日銀当座預金への付利を復活している。こうした下での銀行の

行動変化に注目しており、銀行が国債保有を回復させるようであれば国債の安定消化に資する。しかし、超長期ゾーンに関しては、生命保険や年金基金による国債保有の増加は見込みにくい。特に年金は債券インデックスに即した国債買入れを行うからである。なお、生命保険に関しては経済価値ベースのソルベンシーマージン規制の影響が注目されているが、金利上昇局面では短めのデュレーションを維持するはずであり、金利上昇が一服するまでは国債の買い増しに転じにくい。

2) 自由討議

須田氏:

・私は日銀による保有国債の削減ペースが遅すぎると思う。しかし、徳島さんの説明からは、日銀が市場の不安定化を避けながら保有国債の削減を加速させることは難しいとの印象を受けた。日銀は本年 6 月に国債買入れの見直しを行う予定だが、減額ペースの変更は困難なのか。

徳島氏:

・国債の残存年限によって状況は異なる。日銀の保有国債では残存 10 年以内が圧倒的に大きいだけに、このゾーンの国債を銀行が買い増すことに期待することになる。これに対し、超長期ゾーンでは、30 年債利回りが 2%を超え、金利上昇に一服感が生じるようであれば、生命保険は買入れに動くことができると考える。

須田氏:

・銀行による買入れに「期待する」ことは可能か。

徳島氏:

・銀行は「異次元緩和」の導入後に国債保有を減らしたので、これを回復すると期待するという意味である。しかし、銀行でも預金が流出したり、「貯蓄から投資」への影響を受けたりするなど、マネーフローの変化が生じていることも事実なので、銀行による国債保有の積み増しは慎重に見ておくべきではないか。

井上くモデレーター:

・大手金融機関でポートフォリオ運用に携わっておられた内田さんは、銀行による国債保有のスタンスをどうみているか。

内田氏:

・生命保険は、長期負債の利回りを踏まえて、国債投資においても利回りの絶対水準に関する目途を持っている。これに対し、銀行は原則として「トレンドフォロワー」、あるいは「順張り型」としての投資スタンスにあり、金利上昇リスクがある局面では、リスク管理の制約上、利回りの絶対水準に関わらず国債を買入れることはできない。金融政策との関係でいえば、金融緩和への転換を慎重に見計らって、いわば「2 番目のバス」に乗る形で大きく買いを入れる。かつての「資金運用部ショック」の際には、公的当局による国債買入れが消滅したことで国債利回りが急騰した。日銀が国債買入れを削減する際にも先行きの不透明性が高まれば、銀行も国債保有を増やしにくい。

徳島氏:

・機関投資家も金利上昇の一服感がないと国債買入れに動きにくい。

現在の運用担当者の多くは、リーマンショックや IT バブル崩壊の経験をレビューしているが、金利上昇局面を経験していないだけに「資金運用部ショック」の経験もレビューするよう勧めている。

根本氏：

・私も、銀行を全体としてみた場合に国債保有を直ちに増やすとは思っていない。大手銀行は、金利上昇を意識して国内債券ではデュレーションを短めに維持しているが、外国債券の含み損が残存しているだけに、金利リスクに関して慎重であるように見える。収益的には、日銀当座預金への付利もあって一服感が生じ、金利動向を見ながら国債投資を再検討するスタンスとみられる。これに対し地方銀行では、イールドカーブがフラット化した局面でも超長期国債を買入れたため、含み損を抱えているケースも散見される。

・最近では預金の減少を訴える銀行が増えている点も気になる。法人預金が納税額の増加によって減少している面もあるようだが、国内預金の安定に変化が生じれば、各銀行は ALM 戦略の見直しを迫られる。こうした状況では、資産側で長期国債を積み増すことにはより慎重になる可能性がある。

・年金基金は、総じてみれば高い運用利回りを要求されているのではない。このため、国内資産の利回りが多少上昇しても、海外資産からシフトさせることは難しいように見える。ただし、足元では期間収益も増えているので、その分を国内資産に振り向ける可能性はあるように思う。

徳島氏：

・確定給付型年金については、予定運用利回りがどの程度引き上げられるかが注目される。GPIF は、今回の財政検証を踏まえて相応の運用利回りを確保する必要が生じたが、企業年金の予定運用利回りは 2024 年 3 月末時点では 2%程度であったので、国内資産によって必要な利回りを賄うことの可能な状況に近づいている。もっとも、加入者側からは、金利上昇を踏まえて予定運用利回りを引上げるべきとの声も出始めており、そうした要求が実現すれば、年金基金の投資行動が変化する可能性がある。

河合氏：

・主要投資家別の国債保有残高を踏まえると、銀行が国債保有を多少増やしても、全体としてみれば「焼け石に水」ではないか。日銀に代わる国債保有主体の主役は別に探索する必要がある。銀行は、一般的に金利上昇局面では国債保有を増やしていくだけでなく、金融庁が金利リスクの管理についてどのようなスタンスを示すかによっても影響を受ける

山岡氏：

・私の経験でも、国債市場参加者の金利の見方は常に揃っていたわけではなかったと感じる。例えば、2013 年の QQE の導入直後には、国債利回りはいったん急上昇した後で低下に転じた。市場参加者の間では、インフレ率の上昇による金利上昇予想と、国債需給の引締めまりによる金利低下予想とに見方が分かれた。銀行も、日銀の国債買入に積極的に応じリバランスを進めた先とそうでない先とに分

かれていた。

・同様に現在も、金利の先行きに対する見方にはばらつきもみられる。今月海外投資家と話す機会があったが、海外投資家は総じて、日本の国債市場参加者の金利上昇に対する見方が我々に比べ一貫して慎重との見方であった。すなわち、日銀は財政負担を気にして政策金利をあまり上げられないとの見方を日本の投資家からよく聞くとのことであった。さらに、日銀が「中立金利」や「自然利子率」といったさまざまな概念を持ち出しながら、その水準はわからないとも言っているため、政策金利や市場金利の落ち着き所が見通しにくいとの指摘も受けた。

・また、日本の市場参加者から「日銀は国債買入れ減額後も、月 3 兆円前後の買入れを続けざるを得ない」との見方も聞くとのことであり、海外投資家からすれば、「QQE からエグジットシインフレ率も 2%を上回らる中で、いかなるロジックで国債買入れを続けられるのだろうか」との疑問も聞かれた。これに対する見解があれば伺いたい。

徳島氏：

・日銀が突然に国債買入れを停止することは、金融市場からみて不可能だと思う。過去に銀行は高水準の国債を保有していたが、その後の国債発行残高の大幅な増加を考えると、銀行が国債保有をそこまで戻しても、日銀による保有国債の減額を埋めることはできない。国債発行残高を減らすことが容易でない以上、日銀は制御された形で徐々に国債買入れを減らしていく一方、銀行や機関投資家が金利観に沿って国債を徐々に買い増すのを待つしかない。現状の 10 年国債利回りを考えると、物価上昇の 2%を超えたあたりで金利に天井感が生じる必要がある。この点では中立金利だけでなくセンチメントにも左右されるので、長らく金利上昇を経験していないことによる怖さもある。

内田氏：

・日銀が国債消化の大きな役割を担っているだけに、国債保有の変更を伴う政策決定に際しては、財務省も含めて、国内の市場参加者との対話が極めて重要である。国債市場の安定性は短期金融市場にも影響を与えるだけに、対話には幅広い主体を含める必要がある。

井上くモデレーター：

・国債管理政策には「金融市場パネル」でも議論してきたが、本日の議論からは、金融政策の運営において「所与」とみなすのではなく、最適化の範疇に取り込んで議論することの重要性が示されたと思う。また、現時点では日本国債のイールドカーブが欧米に比べて顕著にスティープ化していることの意味合いや、超長期ゾーンの金利形成メカニズムについても、今後も議論を続けたいと思う。

2. コミュニケーション政策による金融市場への影響

1) 講演

加藤氏：

・私からは中央銀行による市場との対話について論点を整理したい。日本でも「国会の解散と公定歩合の変更についてはうそをついても

構わない」と言われたように、市場との対話は不要とされた。米国でもボルカーFRB 議長が「量的引締め」を開始した際も公表せず、資金需給の動きをみた FED ウォッチャーが政策変更を推測した。

・その後金融市場の規模が拡大した結果、中央銀行も金融市場を誘導しないと政策効果を波及できなくなった。米国ではグリーンズパン FRB 議長がコミュニケーションを変革したが、過度に透明性を高めると金融市場が中央銀行の「鏡」になるだけに、相応の曖昧さを残した。しかし、バーナンキ FRB 議長の時代には、「ドットチャート」の導入を含めて、透明性を一層向上した。

・政策金利のゼロ制約に直面した中央銀行は、コミュニケーションに一層注力した。日銀は、1999 年にゼロ金利政策を開始した後、「時間軸政策」を導入した。欧米の中央銀行も 2008 年の世界金融危機以降に政策金利のゼロ制約に直面したので、フォワードガイダンスを活用した。非伝統的金融政策の出口でも、金融市場に説明すべき内容が増加した。2018 年までの FOMC 声明文の単語数をみると、量的緩和の出口であった 2013~14 年に明確に増加した。

・金融危機時の声明も変化してきた。1987 年のブラックマンデーの翌日に FRB が公表したのは、「米国の中央銀行としての責任の一環として流動性の供給源としての役割を果たし、経済・金融システムを支える用意があることを本日確認した」という声明文だが FRB の法務部が訴訟リスクをもとに難色を示したのに対し、グリーンズパン議長の判断でこうしたシンプルな声明を公表した。その後、2014 年にドラギ ECB 総裁が「できることは何でも行う」と語ったように、中央銀行によるリップサービスは増加傾向にある。ただし、金融市場にいわゆる「中央銀行プット」が蔓延するなど、モラルハザードを生じている点是否定できない。日本でも、市場参加者には、金利上昇が生じて日銀が何とかしてくれるとの見方があるようだ。

・非伝統的金融政策からの出口におけるコミュニケーションは非常に難しい。日銀は長期金利の安定に強く配慮しており、政策金利の引上げが緩やかであったことも、大義名分は 2%インフレを定着させることだが、国債市場の安定維持も暗黙の目的として大きい。この結果、主要国と比べても、今や日本のインフレ率が最も高いにも関わらず、政策金利は極めて低位なので、実質の政策金利も大幅なマイナスという状態となっている。植田総裁は、基調的なインフレ率が 1~2%の間にあるとの理解を示し、サービス価格の上昇も強くなく、ビハインド・ザ・カーブに陥るリスクは少ないとして、現状の政策金利は適切と主張している。しかし、政策金利に連動している預金金利も実質で大幅なマイナスになっているだけに、家計の預金は実質で目減りしている。そのペースは 1970 年代の高インフレ期以来の大きさに達しており、この点も円安圧力に繋がっている。

・日本では量的な面でも強力な緩和状態が続いている。対名目 GDP で見た日銀の資産規模を主要国と比べると引続き突出している。他の中央銀行は、ピーク水準が日銀より低かっただけでなく、減少ペースも相対的に早い。保有資産の減少ペースをみても主要国の中で最も遅い。これに対し、カナダ銀行やリクスバンクは、コロナ

禍対策として購入した国債の約半分を減らした。これが可能であったのは、両国とも政府がコロナ禍対策を早々に終了し、国債発行額が減少したからである。両国とも対名目 GDP で見た国債発行残高は小さく、信用格付も AAA であるだけに、中央銀行による国債保有も金融市場に影響を与えにくい。日本では、来年度も 20 兆円台の新規国債を発行する予定であり、補正予算等を考慮すれば、金融市場に多くの国債が供給され続ける。財務省も国債需給の先行きを心配しているだけに、日銀も、今年 6 月の MPM での国債買入れの運営方針の見直しに際しては、現状維持を決定すると見込まれる。

・日銀が保有国債の削減を進める上で誰が国債を保有すべきかはもっと早く議論すべきだった。黒田前総裁の下で巨額の国債買入れを行ったので、政府も国債増発を繰り返すことが可能であり、これまで問題が表面化しなかった。現在は長期金利の水準は低く、金融市場もビハインド・ザ・カーブのリスクを意識していない。しかし、その結果、金融市場の調整メカニズムが為替市場での円安圧力となっている。主要国の中で円の名目実効レートは突出して低い。日銀の経験を見ると中央銀行は長期金利を制御できるかもしれないが、その無理が出口になって顕在化している。近年の円安には、経常収支の赤字化や海外投資の利益の海外での滞留といった構造的な要因も作用しているが、非伝統的金融政策の副作用が円安をより加速させているものと理解できる。

・日銀は利上げを進める点でもコミュニケーション上の課題を抱えている。昨年 7 月の利上げはサプライズであったことに加え、その後の米国雇用統計が悪化したため、日米金利差縮小の思惑が生じ、8 月初に株価が暴落した。これを受けて、内田副総裁は資産価格が不安定な間は利上げをしないと説明する事態になり、日銀はこの教訓もあって利上げを丁寧に説明する方針に転じた。実際、11 月には金融市場で 12 月利上げを織込む動きがあったのに対し、植田総裁は否定的なメッセージを込めたインタビューを行った。それでも、金融市場には 12 月利上げもありうるとの解釈がみられたため、植田総裁は 12 月利上げを見送った理由として、米国経済を中心とする不確実性の高さを強調しすぎる事態になった。このように、日銀のコミュニケーションにはぎくしゃくした面が感じられる。

・日銀に限らず主要国の中央銀行にとって、政策決定以前にメディアを使って金融市場に織り込ませることが主流になっている。米国でも、政策変更直前まで金融市場が織り込んでいない場合には、ブラックアウト期間の直前に特定のメディアを使って政策変更の内容を伝えることがある。しかし、その時点で金融市場が調整するのであれば、政策変更の当日に金融市場が調整するのと何が違うかという問題は残る。それでも、各中央銀行には政策変更当日に金融市場のサプライズを招きたくない意向が強く、日銀も次の利上げの際にはメディアを使って事前に織り込みを図るであろう。ただし、国会ではこうした方法が不透明との批判もあり、コミュニケーションについては政治的な難しさもあるように思う。

・RBA は非伝統的金融政策の出口において慎重さを欠いたとの批判を受けている。RBA のイーールド・ターゲットは 3 年国債の利回りを

対象としていたが、2021 年の秋以降に景気とインフレの先行き期待が改善した結果、実際の利回りが上昇し始めた。これに対し、RBA は本来必要な国債買入れの増額を見送り、実際の利回りが目標である 1%に達した後に、イールド・ターゲットの終了を宣言した。政策金利に関しても、2024 年まで引上げないとのフォワードガイダンスを 2021 年秋まで維持していたが、実際には 2022 年から利上げを開始した。この点には、2024 年まで利上げがないとの前提で住宅借入を行った家計から強い批判が示された結果、2022 年の国会でローRBA 総裁が謝罪する事態に至った。金融市場や家計は強い不満を持ったが、RBA は結果としては経済情勢の変化に応じて柔軟に政策を変更できた面もあり、豪ドルレートも安定を維持した。

・金融市場では、ターミナルレートに関係するとの理解から中立金利への関心が高い。内田副総裁は、ベースとなる自然利子率の推計に大きな幅があるので、政策運営には使えないとの考えを示した。植田総裁も、中立金利の推計値は十分絞り切れていないと説明している。日銀は昨年以來、中立金利を徐々に持ち出すようになった。当初はターミナルレートが高くはないことを示唆する点に意図があったが、徐々に利上げが進みターミナルレートへの注目が高まってくると、中立金利は不透明との説明に転じた。金融市場は中立金利に対して神経質であり、1~2 月頃には日銀内で中立金利をより高めにしているとの思惑が長期金利の上昇に拍車をかけた。中立金利の議論は長期金利の安定に資する面もある一方、不安定化を招くリスクもある。FRB でも、パウエル議長は中立金利が観測不能であるとしつつ、政策金利が徐々に中立水準に近付いているとも説明し、しかし中立金利の推計は難しいとも説明している。FRB も中立金利がコミュニケーション手段として重要と考えているが、FOMC が想定する中立金利(政策金利の長期的水準)は変化してきたし、メンバーの見方にばらつきがある点で、利用度には限界がある。ECB やリクスバンクも、実際の政策金利が中立水準に近付いているが、中立金利の正確な水準は不明との説明を行っている。

・円の OIS レートを基に日銀の利上げ確率に対する金融市場の見方を確認しておく、5 月会合での利上げ確率は 2 割強、6 月会合は 5 割強、7 月会合では 8 割に達する。次の利上げがいつなのかは实体经济に大きな影響を及ぼすものではない。ただし 5 月会合での利上げとなると、金融市場では次の利上げ予想が前倒しされ、ターミナルレートのイメージが上がりとみられる。長期金利がある程度上昇しても構わないのであれば、日銀は徐々に利上げを進めるべきであろうが、資金需要の強くない地方銀行にはターミナルレートの切上がりに警戒感を示す先もある。こうした金融機関は、長らく続いた低金利環境の下でリスク性資産への投資によって収益を確保してきただけに、金利環境の変化による影響は無視しえない可能性がある。

2) 自由討議

清水氏:

・私も、過度な円安は金融緩和の副作用として重要視すべきであると思う。昨年春に、海外からの資金還流が乏しい点が円安の原因ではないかとの問題意識の下で、アジア所在の日本企業にヒアリング

調査を行った。その際の印象は、円に金利がついているか、円高の見通しがあるかという点が、日本企業のみならず海外企業も含めて円資産を持つかどうかの重要な判断材料になっていることである。また、日本企業にとっては、現地で投資した方が期待リターンが高いとの評価だった。日本では、為替レートは市場で決まるので仕方がないとの議論が多いし、財務省には大企業の収益が増加して税収が増えることを歓迎する意見もあるが、これは誤りではないか。日本企業や海外企業が決済に円を使用し、そのために準備資産として円資産を保有する状況を創出しなければ円高にはならない。今回の円安は、円の対外的な魅力を顕著に低下させたと言える。

・かつてはスイスフランと日本円がともに安全資産とされていたのに、スイスフランの名目実効レートが安定している一方で、日本円はその後に大きく減価した理由の一つは、日本では金利が上がらないことではないか。日本円が資産選択の候補となるように、日銀は政策金利を引上げていくべきである。日銀は、当初はインフレ目標にフォワードルッキングな位置づけを与えていたのに、ここへきて中立金利が不透明であるとか、先行きの不透明要因を見極めなければならないと説明しているのは整合的でない。

加藤氏:

・SNB は 2021 年にインフレ率の上昇に対して利上げを開始した。インフレ率のピークは 3%程度に止まり、スイスフラン相場の増価もあって、インフレ率は足元で 0.3%まで減速している。同時に政策金利も引き下げたので、実質金利は大きく低下していない。こうした機動的な対応によって通貨の信認や安全資産としての地位が維持された。低インフレが継続することについて、SNB は、開放小国かつ安全資産の国として低インフレを受け入れるしかなく、生産性の上昇率が高ければ経済は発展するとしている。また、総裁であったジョーダン総裁氏の講演は、財政との関係を念頭にし、政府によって政策運営がゆがむ(mis-guided)リスクだけでなく、政府との対立を避けるために政策運営がゆがむ(mis-used)リスクにも注意すべきと主張した。最近の日銀は、政府との対立を避けるために基調的インフレ率がまだ低いとか、「ノルム」の影響が大きいといった主張をしているように見える。

福田氏:

・日銀が政策金利を引上げたと言っても 0.5%の水準はリーマンショック前と同じであり、過去 25 年間で初めてではない。リーマンショック後は、主要国の中央銀行が大幅な利下げを行った一方で、日本では利下げ余地が少なかったために円相場が急上昇した。この結果、日本では金融ストレスが相対的に少なかったのに、実質 GDP の落ち込みが相対的に大きく、その回復も遅延した。現在の日銀は、世界的なショックが再来しないことを前提に、緩やかなペースで金融政策の正常化を進めている。しかし、ショックが再来した場合に、日本だけが十分な金融緩和を講じることができず、円相場が現在と逆方向のひずみを生じ、实体经济に影響を及ぼすことも懸念される。

加藤氏:

・日銀は、将来の政策金利の下げ余地を作るために政策金利を引き上げる考え方に否定的な反応を示す。しかし、実質金利が大幅にマイナスであっても利上げを急がないと、次のショックに見舞われた場合に欧米の中央銀行に比べて利下げ余地が乏しくなる。QT によって資産規模を削減した欧米の中央銀行は量的緩和の再開も可能だが、日銀が国債を買増すと、その後の正常化はより困難となる。危機のたびに財政と日銀の資産規模がともに増加するシナリオが金融市場で意識されると、円安圧力が長く続くのではないか。

・日銀は、政策金利を上げることができる局面では、少しでも上げておくことが重要だ。しかし、その際の財政との緊張関係や変動金利型住宅ローンの借り手からの不満に直面する覚悟が、現在の日銀には感じられない。

木下氏:

・日銀だけで全ての政策課題を解決しようとすると、これまでのような議論になることは避けがたい。そうでなく、外国の投資家等が言うように、アベノミクスの第三の矢の効果なども含めて、政府の政策運営も視野に取り込んだ議論が必要ではないか。

山岡氏:

・コミュニケーション上の問題として、政策金利のゼロ金利制約の先に緩和効果を作り出す手段としての「フォワードガイダンス」と、一般的な「政策反応関数の透明化」についての議論が混同されてきた感がある。日銀は最近の対外講演で、中銀が目指すべきは「どのような経済情勢でどのような政策を採るか」という政策反応関数の透明化であり、政策金利そのものを予告することではないと説明している。しかし実際には、日銀が特定の通信社を使って政策決定の予告のようなことを行っていると、多くの市場参加者に思われている。今後、正統的な金融政策に回帰し、先行きの政策変更を予告しないスタイルに変更した場合、金融市場では何が起こるのか。あるいは、日銀がそうした方向転換をできない理由は何だと考えるか。

加藤氏:

・日本では国債発行残高が極めて大きく、日銀がその半分強を保有しているだけに、日銀が政策反応関数を示して、市場参加者に金利形成を委ねる「王道」を採用することに怖さがあるのではないか。また、国債市場の参加者には、何かあれば日銀が買支えてくれるとの前提で国債を保有している主体もみられる。先般、ドイツが大規模な財政拡張を打ち出した際も、海外で一番反応が大きかったのは日本であった。これに対し、米国では、FRB が QT を進める中で長期金利が 5% に達する局面はあったが、ホワイトハウスも財務省も懸念を示さなかった。日本では、市場機能の発揮を貫徹できないほどに、財政ファイナンスの状態にあるのだと思う。

神津氏:

・日本企業は 2000 年代後半に回復の兆しがあった中でリーマンショックに直面した。その後始末が終了した 2010 年代の初頭には今後どのように生き残るかが重要な課題となっていた。その段階で大規

模な金融政策を実施しても、日本企業が投資を積極化させ、潜在成長率が上昇するというシナリオの実現は困難であった。その意味では、金融政策がどうすれば効果を発揮できたかを検証するには、「多角的レビュー」のように過去 25 年を振り返るだけでは不十分であり、より過去に遡って分析を加えるべきではないか。

・企業は優れた製品やサービスを開発できるとしても、それに高い価格を付けられないのであればインセンティブが生じない。従って、相対価格が動かない世界では、イノベーションを進めるリスクを取らないことになる。この点はプロセスイノベーションでも同様である。相対価格が柔軟に変動することは企業にとって極めて重要だ。

・日本の経験則に基づけば、1% 程度のインフレ率を持続できても、10 年に 1 回程度生じる大きな需要ショックによって、マイルドなデフレに戻る可能性が高い。企業は、マイルドな短期間であってもデフレが生じる恐れがある下では、中期経営計画などにも売上が伸びない可能性を織り込む。こうした環境で、金融政策がどのような効果を持つかを議論することも必要ではないか。

左三川氏:

・日銀のバランスシートの着地点は多様な要素を踏まえて考える必要がある。資産側は銀行による国債の買入れ余地に依存している。銀行が金利リスク量を IRRBB による規制の範囲内に抑えるためには、約 100 兆円程度しか買入れ余力がないと推計される。一方、負債側は短期金利が不安定化しない範囲で超過準備をどこまで減らせるかに依存する。時変 VAR という計量モデルによれば、現在の半分程度までは削減できると推計される。ただし、足元では預金金利も上昇し、預金取扱期間の負債側でデレギュレーションが短期化しているため、国債の買入れ余地に抑制方向に作用する。一方、市中に流通している銀行券が金利上昇とともに還流すれば、日銀の超過準備は増加する。超過準備は日銀にとって有利子負債である。

・中立金利の推計については、モデルによって大きなばらつきが生ずる。ただし、2016 年の「総括的検証」以降、日銀の自然利子率の推計値の下限は -1% 程度で安定している。これに 2% の期待インフレ率を加えると、名目金利の推計値の下限は 1% となる。従って、実際の政策金利が 1% に近づくと、金融市場の反応も現在とは異なる可能性がある。

・財政政策が拡張的である一方、金融政策が引締めを急ぐと、金融市場でショックが生ずるリスクがある。財政債務の持続可能性を何とか維持しながら、物価上昇に即して金融引締めが行われればベストだが、それを許さない政治環境にあるように見える。

高橋氏:

・私は日銀の利上げは正しい判断と考えているが、一方で経済の好循環が国民に実感されていない中で、日銀が利上げを進めていくメリットを国民に伝えるにはさらに工夫が必要とも感じている。2% の目標達成といっても国民にはピンとこないし、そもそも物価高に苦しむなかで、なおインフレが必要というのにも一般の国民にはさらなる説明が必要だ。一方、メディアに出演する評論家のなかには、いま

だに利上げによって日本経済に深刻な影響が及ぶとコメントする人も多い。日銀のみでなく、今日の会合に参加しているような専門家も含めて、説明の仕方を工夫していくことが必要ではないか。

加藤氏：

・SNS などには、景気も良くないし物価も高いので生活が苦しいのに、金利まで上げることへの怒りもみられる。また、物価上昇の一定部分は円安によるので利上げが必要なはずだが、この因果は結び付いていない。地域金融機関の現場でも、取引先に貸出金利の引上げを提示すると、円安で経営が苦しいと反論され、対応に苦慮するという話もある。日銀は、インフレ率が普通になった以上、金利水準も普通にする必要はある点をきちんと説明すべきである

・国民には 2% のインフレ目標の達成によるメリットが見えてこない点も大きな問題だ。第一部でも議論があったが、賃金上昇率とインフレ率がともに 2% であれば、国民は何もメリットがないと思うのではないか。この点については、生産性や実質賃金をどのように改善していくかという話とセットで説明する必要がある。

・日本では、長らく金利が上昇しなかったので金利上昇をイメージしにくく、利上げによって変動金利型の住宅ローン金利も上昇することすら十分理解されていない可能性がある。かつて BIS のホワイト氏は、金融緩和が長期化すると企業や家計の負債も肥大化する結果、金融引締めへの転換において中央銀行は大きな軋轢に直面する「債務の罠」を示唆したが、日本でもこうした現象が生じているとみられる。

井上<モデレーター>：

・コミュニケーション政策は、日銀の「多角的レビュー」では明示的には取上げられていなかったが、様々な領域に関連する重要な論点と考えると、「金融市場パネル」ではテーマとして取り上げた。議論の中でも指摘があったが、双方向の対話が重要である以上、金融市場や企業と家計の側にも、低金利環境が続くという「ノルム」の正常化も含めて、様々な課題が存在するように思う。

・日銀の「多角的レビュー」が取り上げた論点は多方面に及ぶだけに、第一部の冒頭で述べたように、今後も「金融市場パネル」の場だけでなく、様々な機会を活用しながら、多角的な議論を行いたい。本日は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講師、参加者の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。
