

議 題

日本の金融経済情勢と日本銀行の政策

開催日時

2018年9月26日<18時00分~20時30分>

出席者

内田和人氏 (三菱UFJ銀行 取締役常務執行役員)
 江川由紀雄氏 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)
 大島 周氏 (みずほ第一フィナンシャルテクノロジー 代表取締役社長)
 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 (一橋大学 経済研究所 教授)
 神津多可思氏 (リコー経済社会研究所 所長)
 左三川郁子氏 (日本経済研究センター 研究本部 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)
 高田 創氏 (みずほ総合研究所 専務執行役員 調査本部長)
 武邑淳史氏 (三井生命保険株式会社 取締役 執行役員)
 徳島勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所 金融研究部 年金研究部長 兼 年金総合リサーチセンター長)
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト) <欠席>
 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)
 柳川範之氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授) <欠席>
 渡部敏明氏 (一橋大学 経済研究所 教授) <欠席>
 井上哲也 (野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主席研究員) <モデレーター>

主要論点

1. 政策決定の背景
2. 政策決定の内容と今後の政策運営

1. 政策決定の背景

井上<モデレーター>:

・今回は7月末に日銀が決定した金融政策運営の修正について、その背景や内容、今後への意味合いについてご議論いただきたい。日銀は政策判断の前提として、物価や賃金の形成メカニズムを再点検した。展望レポートに添付されたエッセンスを見る限り、論点の多くは既に日銀の内外で議論されてきた印象も受けるが、そこから導かれる政策判断の内容に関しては、「金融市場パネル」のメンバーの皆様にも様々な意見があろうかと思う。加えて、「量的・質的金融緩和」(QQE)の副作用や政策効果とのバランスについても、導入から5年以上が経過し、金融経済環境が変化する下で、新たな視点も含めた議論が望まれる状況になっているように感じる。同時に、現在は好調な世界経済も数年の内に減速局面を迎えたとすれば、日銀として政策対応力をどのように確保していくのが良いのかについても、ぜひ皆様のお考えを伺いたい。

・事務局が用意した参考資料を概観しておくと、最初のパートは政策判断に至る背景に関するデータや議論を整理したものである。日銀が想定する物価目標の達成メカニズムは、①需給ギャップがプラスを維持しても物価上昇が加速しない、②実際のインフレ率が高まらないのでインフレ期待の改善も続かない、という二つの意味で苦境

に陥った。先にみた再点検はその理由を探る作業であった訳である。

・インフレ率の明確な改善が見られない一方、実体経済はむしろ堅調に拡大している。企業の業況判断には頭打ち感も窺われるがDIの水準はなお高い。企業収益の伸び率にも減速感はあるが、売上高經常利益率の増加トレンドは維持されている。本年度の設備投資計画も、貿易摩擦のような不透明要因がある下でも、過去数年に比べて高い発射台からスタートした。この間、純輸出は輸入要因による振れが大きいのが、主要な地域別、品目別に輸出をみると、概ね上昇方向の動きとなるなど、企業活動には総じて安定感がみられる。

・企業に比べると、家計の活動を示す指標にはばらつきも感じられる。例えば内閣府の消費態度指数をみると、水準自体はなお高いが、本年入り後だけをみると停滞感も感じられる。それでも、家計を支える雇用や所得にはむしろ安定感がある。失業率は極めて低い水準まで低下し、有効求人倍率も引続き改善している。これを企業側から見ても雇用の不足感は強く、特に非製造業かつ中小企業で顕著である。賃金についても、所定内給与の伸びが引続き強くないとか、雇用量報酬における就業者数の寄与が引続き大きいといった特徴には変化がないものの、好調な夏季賞与の効果を含めると、マクロ的にみた給与の伸びは足許で結構高くなっている。皮肉なことに、インフレ率は安定しているので、実質給与や実質報酬もしっかり伸びている。

・この間、緩和的な金融環境は維持されている。国債利回りの上昇や不安定化はとりあえず短期間で収束したほか、海外に様々な不透明性がある下でも円安と堅調な株価が維持されている。こうした環境の下でも、国内でのエクイティファイナンスには目立った動向がみられず、むしろ QQE の導入当初の方が活気があった印象がある。これに対し、社債のグロスの発行額は比較的堅調であるが発行残高は漸減しており、資金需要の停滞によるものか銀行社債の発行残高は緩やかながら減少している。円の為替レートはドル円だけ見ると方向感が明確でないが、実効レートは弱含んでおり、特に実質実効レートは 2015 年頃の中長期的なボトムからそう遠くない水準にある。事業法人は足許の相場展開をみながら当面の想定レートを決めていると見られるだけに、短観の結果が示唆する想定レートと実際の為替レートとの間には大きな乖離は見られない。これに対し、内閣府のアンケートによれば、製造業大企業の採算レートは 100 円付近にあるとされ、実際の為替レートとは相応の距離が確保されている。

・肝心の物価は、エネルギーや食料品の価格上昇によって総合インフレ率は 1% 近くまで高まったが、両者を除くいわゆる「コアコア」でみると、0% 強と低迷しており、日銀自身が公表している基調的なインフレ指標の動きとも整合的である。財とサービスの別に主要な要素の寄与度をみると、財に関しては容易に予想されるように非耐久財の動きが支配的である一方、サービスに関しては公共サービスの伸びも引続き抑制され、力強い上昇要因を見出せない。企業物価を需要段階別に見ると、原燃料の価格が上昇する一方、製品価格は横ばいなので、短観の結果も同様に示唆するように、企業の交易条件はむしろ悪化している。一方、企業向けサービス価格にはやや動向も窺われ、構造的な人手不足の影響が推察される業種も散見される。なお、インフレ期待は企業と家計ともに、昨年ごろに底を打った後、概ね横ばいになっている。デフレに戻るリスクへの意識は薄れた一方で、インフレ期待の改善にまでは至っていない訳である。

・日銀は物価と賃金の形成メカニズムについて再検討を行い、両者がなかなか上がらない理由として、①低成長や低インフレが長期に継続したことによる影響、②労働者と企業の双方による雇用安定の優先、③賃金弾力性の高い女性や高齢者の労働参加の増加、④家計の物価上昇に対する慎重なスタンス、⑤企業間の競争激化や需要弾力性の低いサービス価格の存在、といった仮説を確認している。このうち⑤に関しては、前回の「金融市場パネル」でも議論したように、少なくともユーロ圏に比べて公共料金や公務員給与の動きには大きな相違があるように感じる。

・日銀が今回公表した展望レポートによれば、経済成長率に関する見通しは前回(4月)と基本的に変わっていない。これに対し、消費者物価のコア上昇率に関する見通しは、今後数年に亘って再び比較的大きく下方修正した。実質的には今回の景気拡大局面で 2% の目標を達成するのが難しいことを認めただけでなく、リスクバランスチャートによれば、こうした見通しにはさらに下方リスクがあることも示唆されている。日銀が意識する先行きのリスク要因には大きな変

化がなく、米国のマクロ政策運営や資源国・新興国の不安定性、ブレグジットを巡る不透明性が要因として挙げられている。

・今回の政策決定に先立つ時期の金融政策決定会合の議事要旨と主な意見、政策委員の講演などを見る限り、金融緩和の継続に理解を示しつつ副作用を意識する意見、金融緩和の継続の必要性を強調しつつ今後の政策対応の余地も意識する意見、当初の枠組みに忠実にできるだけ早期の物価目標達成を強調する意見が並存していたように窺われる。決定された政策の内容は、前者二つの立場と整合的になっている。

・副作用に関しては、黒田総裁は記者会見でも示唆したように、留意すべき問題ではあるが、現時点で深刻な状況にある訳ではないという立場であるようだ。実際、金融仲介機能に関しては銀行貸出の緩やかな拡大が続いている。また、やや古くなったが、日銀の 4 月の金融システムレポートも、特に地域金融機関の収益が低下している背景には、低金利環境だけでなく、経営資源の非効率な使用やビジネスモデルの陳腐化といった構造的要因も大きいことを示唆している。もちろん、地域金融機関も経営努力を続けており、物件費率などはかなり低下しているが、厳しい競争環境もあって利鞘の縮小がそれ以上の速度で進行している。一方、国債市場の機能に関しては、日銀が実施した債券市場サーベイの結果を見る限り、取引相手の数や取引ロットなどを中心に、市場機能の悪化という評価には一定の歯止めがかかったようにも見える。なお、国債の売買高や売買回転率には大きな変化がない。

・政策判断の前提に関するこれらの論点について、どこからでも良いので取り上げていただきたい。

徳島氏:

・債券市場の関係者と議論しても、7 月末の金融政策決定後も国債市場の機能に関する評価はあまり変わっていない。ご指摘のように 8 月の債券市場サーベイの結果は改善したが、回答期間が 8 月の 8 日から 16 日という閑散期に当たったほか、市場関係者が日銀の決定内容に一種の「お礼」を示した面もあるように思う。

武邑氏:

・国債市場の参加者には、これまでの間合いに慣れてきたのに、ここで局面が変化したことで、むしろポジションを作りにくくなった面もある。

江川氏:

・それは、7 月末の政策決定自体によるものか、それともその後の超長期債の買入れ減額の影響によるのか。

武邑氏:

・どちらかという後者である。

江川氏:

・日銀による国債買入れは、年間 80 兆円の増加を目指す目標はながら、実際の増加ペースは 50 兆円に満たない。これは、ネットの買

い入れが国債発行の純増額をそれほど上回らないようにすることで、市場に流通する国債の量が極端に減らないようにする意図によるものか。

井上<モデレーター>:

・その点の事実関係は参考資料の後半で確認するが、地域金融機関の状況はどうみているか。

江川氏:

・QQEを開始した時と比較しても、利鞘の縮小が著しい。

井上<モデレーター>:

・利鞘が縮小することはある程度予想されていた。

江川氏:

・地域金融機関の利鞘の縮小と金融政策の因果関係は必ずしも明確でない。私は、利鞘の縮小の主因は長年に亘る貸出金利の引下げ競争であると思う。

高田氏:

・我々が行ったシミュレーションによれば、地域金融機関の業務純益は、2016年3月末期を100とすると、現状のマイナス金利が続けば2023年には50を下回る。ちなみに、今回の政策変更を受けて、10年国債の利回りを0.2%に引き上げても、2025年には業務純益は50を下回る。預貸への依存度が高く、国内部門が大きい地域金融機関は、大手行と比較して利鞘の縮小が大きい。どこまでが金融政策のせいかという点には議論の余地もあるが、収益を毀損していること自体は間違いない。

・超低金利の下での最大の勝ち組は、低利での国債発行が可能となっている政府部門であり、次は収益を増やしている企業部門である。一方、預金金利を喪失している家計は負け組であり、最大の負け組が預金金融機関である。つまり、実質的には預金金融機関が過大な税金を課されている状況にあり、こうした所得移転をいつまで続けるのかについて、影響が深刻な地域金融機関の立場から考える必要がある。

北村氏:

・政府は資源の再分配機能を有しているだけであり、税収の増加や国債残高の圧縮といったベネフィットを得ている訳ではない。

高田氏:

・政府のメリットは調達コストの低下による面が大きいですが、同時にプライマリーバランスがマイナス圏内ながら改善を続けていることにも影響している可能性がある。もちろん、今日の財政状況が基本的に非常に厳しいことには変わりがない。

井上<モデレーター>:

・昨年の「リバーサル・レート」の議論でも指摘されたが、長期金利の低下によって、金融機関が長期債保有から得ることのできるキャピタルゲインについてはどう評価すべきか。

高田氏:

・2016年度決算までは、金融機関は利鞘の悪化をキャピタルゲイン、すなわち金利先物の売却益で相当カバーできていた。ただし、それ以降はキャピタルゲインも取れなくなったため、より厳しい状況に陥っている。本年3月の決算以降、金融機関の危機意識は非常に強い。

井上<モデレーター>:

・キャピタルゲインが取れなくなったのは、金利の低下余地が乏しくなったからなのか、それとも金融機関の長期債に対するエクスポージャーが減少したからなのか。

高田氏:

・金利の影響が大きい。長期金利は2016年7~8月をボトムに、それ以降は反発した。この間に海外主要国の金利も反発した訳である。

大島氏:

・具体的には、2016年の第2四半期まではキャピタルゲインがあったが、その後はイールドカーブ・コントロール(YCC)の導入に伴って、キャピタルゲインを得るチャンスが殆どなくなった。それでも、昨年度の決算は株価の上昇などにある程度救われたが、今年度は保有国債の償還金に有効な投資先が見出しにくいことに加え、監督当局との関係でも、投資戦略の合理性を示すことが従来以上に強く求められている。こうした中で貸出競争は必然的に激化し、地域金融機関の利鞘は低下する。債券保有による利息収入が保てない以上、株式やETFなどの投資で収益を稼がない限り決算は悪化する。

須田氏:

・日銀は、地域金融機関について、問題は認識しているが緊急のリスクではなく、様子を見るという言い方をする。しかし、副作用がいくつも顕在化することが自明なのであれば、政策対応も早めに行うべきではないか。例えば、長期金利を引き上げるとしても、その効果が発現するには時間を要する。副作用を抑制するのに有効な手段は何か。

高田氏:

・先に述べたシミュレーションによれば、マイナス金利をゼロに引き上げた場合に金融機関の収益はより大きく改善する。それによってイールドカーブがフラット化し、国債保有の利鞘にマイナスの影響を与えるとしても、圧倒的に大きな額の貸出を抱える商業銀行にとっては短中期ゾーンの金利が少しでも上昇し、TIBORが上がることのメリットが相対的に大きい。

須田氏:

・マイナス金利を引き上げる効果には即効性があるのか。

高田氏:

・あると考える。

福田氏:

・サンフランシスコ連銀のスピーゲル氏の最近の論文では、少なくとも欧州ではマイナス金利が金融機関の収益に与えた影響はほぼな

かったという結論を得ている。欧州の金融機関は口座維持手数料等のフィーを引き上げ、大口預金にはマイナス金利を徐々課すことでコストを転嫁しているとのことだ。日本の金融機関、特に地方金融機関には同様の対応がとれないのであれば、それは金融政策の問題だけでなく、日本の金融経済の構造問題が強く影響していると考えた方がよい。

左三川氏:

・地方銀行の財務データを見ると、自己資本比率が低い金融機関は、東北地方や関西地方に多く位置し、有価証券での運用比率が高いという共通点がある。今後金利が上昇した場合には、自己資本比率が低い銀行ほど金利面の損失を蒙ることが懸念される。一方、大手行では調達コストが若干上がっており、それに対応するためコスト削減を急いでいるように見える。特に外貨調達コストが上昇していると思われるだけに、海外ビジネスがリスクになるように思われる。

大島氏:

・大手行は外貨オペレーションの資金調達をドルベースで行うことが多いが、米国が利上げを継続しているだけでなく、監督当局が求める LCR (Liquidity Coverage Ratio) や NSFR (Net Stable Funding Ratio) をクリアしようとするれば、資金調達コストは趨勢的に上昇する。そのインパクトは、もちろん中長期の金利ギャップをどれだけ取っているかという点や、預金など低利な資金調達源がどれだけあるかという点にも左右される。大手行は、全体としてみれば、資金の安定調達を優先しており、必然的に利鞘は縮小している。

内田氏:

・特に米国では、金利水準が全般的に上昇すると、金融機関のバランスシート全体の NII (Net Interest Income) が増加することが一般的であり、金融機関の株価も上昇しやすい。一方、日本の大手行がコスト削減を進めているのは、異業種からの参入を含めて 5-10 年先に銀行のビジネスモデルが大きな転換を迎えることが予想されるため、レガシーアセットを圧縮し、基幹部分の効率化を進めておこうという問題意識によるものである。

・地域金融機関と大手行で、利鞘の縮小が与える影響は異なる。後者は証券、信託、リースといった様々な金融サービスを提供するビジネスモデルであり収益は分散している。具体的には、かつてのメガバンクは収益の 7 割が商業銀行業務によるものだったが、今はおよそ 4 割に低下し、残りの 6 割は他の金融サービスによる収益や海外投資先からの利益による。地域金融機関は、既に 2 年前から経費と資金収益が逆転し、本業の赤字を保有株式の売却益と与信コストの低下に伴う引当金の取り崩しでカバーしている。それでも、地方銀行の約 9 割は減益となっている。

加藤氏:

・黒田総裁は 2 年程度でインフレ率 2% を達成する見通しで強力な金融緩和を始めたが、賃金や物価の上昇が実現せず、超低金利政策と国債の大量買入れが長期にわたって維持された結果、地域金融機関の収益が深刻な状態に陥っている。福田さんが指摘されたよう

に、特に欧州のマイナス金利採用国のうち、スウェーデン、スイス、デンマークの金融機関はコストを実質的に顧客に転嫁している。例えば企業の預金口座の多くには深いマイナス金利を適用しており、住宅ローン金利も、基準となる国債の金利が低くても、それほど上げていない。一方で日本の地域金融機関が置かれた状況を見ると、それだけ競争が激しいということであろう。

・こうした副作用に対処する上では、本質的には金利水準を上げる必要があるが、インフレ率 2% 達成を掲げている下で政策金利を引き上げる訳にはいかず、本年 7 月にも部分的な対処策しかできなかった。劇薬を投じてひどい副作用が出ているのに、すこしばかりの膏薬を塗っている程度に過ぎない。須田さんが懸念されたように、日銀は本来は先を見て政策運営を行うべきだが、現在はインフレ率が上がらないから粘り強く緩和するしかないというロジックに拘泥している。地域金融機関の問題は、次の景気後退期に貸し倒れが増加し、赤字決算の銀行が続出する状況になって初めて危機感が広がるのだろうが、現時点で日銀も動くにも動けず、海外経済の成長が維持されることを祈って待つだけという印象を受ける。

内田氏:

・福田さんが指摘された欧州と日本の金融機関の構造の違いについては、まず、我々も欧州では企業預金にマイナス金利を適用していた。一方で住宅ローンの金利の水準も、日本では 10 年で 0.6~0.5% だが、ドイツでさえ 1.8% 程度ある。また、日欧の間では預貸率も大きく異なる。日本は全体で 65% 程度、大手行では 60% を下回っているが、欧州は 100% を超えている。従って、日本の銀行は総資産の約 4 割を超低金利で運用しなければならないが、欧州ではそうした負担がなく、プラス金利の領域でビジネスができる。ただし、日本の銀行は不良債権の処理を完了しているが、欧州、特にイタリアやギリシャの銀行は、不良債権を世界金融危機と欧州債務危機の二回分蓄積しており、クレジットコストは引続きかなり高い。従って、一部の銀行を除けば、収益状況は日本よりも厳しい。

高田氏:

・預貸率の違いによる影響は大きい。加えて欧州では、ドイツは低金利だが、南欧諸国では金利差にリスクプレミアムも加わり、金利の絶対水準が高い。欧州の中ではドイツの金融機関は、日本と同様に厳しい状況であるが、総じて見れば、日本はマイナス金利が金融機関に与えた影響が最も大きいのではないかと。

神津氏:

・日欧の間では、もともとの預貸利鞘の大きさがかなり異なる。

福田氏:

・こうした日本の金融構造は、短期的にはともかく、長期的には時代の変化と共に変えていかなければならない。大手行にはフィナンシャルグループとしての利潤の最大化という観点や、多様なビジネスチャンスがあるだろうが、地域金融機関の場合は基本的には統廃合をする以外には現状を打破する手段がないように思う。

武邑氏:

・日本がマイナス金利を採用した際には、既にマイナス金利政策を導入していた欧州各国でヒアリングを行ったが、商業銀行ビジネスの環境は厳しいので、資産運用方面への業務拡大など、ユニバーサルバンクの利点を活かす動きがあったように思う。

大島氏:

・現在の金融環境が当面継続しそうである程度予見される中で、金融機関によっては既に構造問題を真剣に分析して議論を進めており、店舗網の採算性にも厳しい議論が増えている。また、保有する国債の償還が進む中で、資金をリスク資産に振り向けることのできる管理体制が金融機関に整っているかどうかも問われている。あえて逆説的に言えば、今のような金融政策になったゆえに、金融機関は本業の収益を見つめ直し考察を深めざるを得ない状況に追い込まれていることも事実である。金融機関のバランスシート自体は幸いまだしっかりしているの、今のうちにこうした議論を進める必要がある。

須田氏:

・金融政策の副作用は社債市場にも現れている。規模は相対的に小さいが、企業はやや長めの社債を発行し、最終的に日銀に買い取ってもらうことが可能である中で、金利水準だけを意識している。この結果、銀行による企業向け貸出の金利水準にも影響が生じているのではないかと。加えて、金融機関が保有する国債の償還資金を社債に投資するようになれば、様々な低格付けの社債発行が増加する可能性があり、それ自体は良いことである。しかし、価格付けが歪んでいるとすれば、社債市場の育成の観点からみて望ましくない。

北村氏:

・日本では景気循環にも大きな変化が起きている。つまり、本来は4~5年での循環を繰り返すことで経済資源の配分にも調整が行われるが、足許では循環のない低成長を長期に亘って続けている。これがマクロ経済政策の結果によるのであれば、経済資源の調整はどのように行すべきか。また、マクロ経済政策は最終的に何を目標とすべきか。

江川氏:

・仕入れ価格が上がる一方で販売価格が上がらないため、企業の取引条件は悪化しているが、企業収益は非常に好調である。その背後で、企業が賃金や借入れコストの抑制によって収益を確保しているのであれば、そうしたビジネスの変化が物価の重石の要因の一つになっているのではないかと。

北村氏:

・一方で、有効求人倍率は上昇するものの、賃金が上がらないことを鑑みると、裏で何かメカニズムが動いているような気がする。

井上<モデレーター>:

・神津さんは今年3月の「金融市場パネル」公開カンファレンスの際に、低成長の継続の意味合いを取り上げた。

神津氏:

・低成長をめぐる謎は多いが、日本企業が需要の変化のスピードに対応できていない面はある。企業は実質的にマイナス金利で設備投資できる環境だが、実際は古い需要に対応した生産設備を増やしている面もある。これから直面する重要なマーケットは海外や国内の高齢者向けだが、日本企業の海外での価格競争力の改善の遅れや、国内の高齢者向け市場の多くが規制分野であることなどから、これら分野では価格が需給に反応しない状況に直面している。こうした下で、企業は収益が改善しても賃金や配当に回さず、内部留保に厚く積んでいる。

・江川さんが指摘された利益率の改善には、海外市場の拡大のスピードが速くなっている点も寄与している。世界経済は約4%で成長しており、仕入れコストすなわち原価の上昇をもたらす一方で、数量効果によって企業に収益をもたらす。また、北村さんのご指摘に関連しては、世界各地でミニバブルが作り出されているため、日本企業はそのバブルを渡り歩く形で、マイナスの自然利子率の下でもビジネスモデルを大きく転換することなくプラスの成長を維持できる面があるのではないかと。

須田氏:

・企業にとって先行きの不透明性は強く、中期経営目標を確実に実現できる先は少ないので、常にコスト削減を優先する意識がある。また、内部留保を設備投資に振り向けようとしても、デジタル化に際して技術者不足という問題もある。

北村氏:

・企業はそのために人材を育成したり、良い人材を雇うために高賃金を支払う準備をしたりすべきではないかと。

大島氏:

・海外の起業家と話をすると、イノベーションのスピードと機会の広がりを感じる。非常に簡単に資金を調達し、上場できる環境など、緩和的な金融環境が支えになっており、その果実がこれから生まれようとしている。こうしたモメンタムに金融機関を含め既存の企業が十分対応できていない面もあろう。

高田氏:

・江川さんの指摘に関してコメントすると、法人企業統計によれば、企業の金融機関への利払い負担は、1990年頃には40兆円程度あったのが足許では6.5兆円へ激減した。この間に企業収益は18兆円から60兆円へと大きく増加しており、利払い負担の減少が企業収益の増加に寄与している面はあろう。ただし、最近では利払い負担の低下幅を超えて企業収益が改善している。企業から見れば、労働分配率も金融機関分配率も高くない状況で、損益分岐点が低下し、収益性が増している。

福田氏:

・そもそも最終財を柱にビジネスを構築している製造業は減少し、中間財で収益を稼ぐようになっている。加えてグローバル・サプライズ

エーションの拡がりもあり、企業収益と消費者物価指数の連関は薄れている。非製造業でも、情報サービスを無料で提供しつつ利益を挙げるビジネスモデルに変化しつつある。すなわち、最終財の価格が上げられれば利益が増加するという構図ではなくなっている。

神津氏:

・内閣府のアンケート調査の対象先がそれほど多くないことにまず留意すべきだろう。また、採算レートという表現は、損益分岐の閾値のような印象を与えるが、アベノミクスの下で企業部門には円高への耐性がつき、それほど円安にならなくても採算が取れる体質になっているはずなのに、企業の採算レートの回答は円安方向に振れている。実際の為替レートにつられる部分も含め、採算レートの解釈には慎重になるべきだ。

井上<モデレーター>:

・政策に対するある種の願望が現れているということか。

神津氏:

・例えば、本当は 80 円で採算を確保できるとしても、採算レートを 80 円と回答する企業はないだろう。

2. 政策決定の内容と今後の政策運営

井上<モデレーター>:

・事務局が用意した参考資料の後半を簡単に説明すると、最初の部分は今回の決定内容に関する説明であり、詳細に繰り返す必要はないと思われるが、フォワードガイダンスの導入とそれ以外の内容との関係は論点となりうるように思う。因みに両宮副総裁は、8 月初の講演の中で、フォワードガイダンスはコミットメントの強化、それ以外のところはサステナビリティの強化、という仕分けをしている。

・前半の議論でも触れられた国債買入れの運営についても、いくつかデータを示しており、例えば、12 ヶ月累計の国債買入れ額は足許では 50 兆円を割り込む水準になっている。もともと、7 月は日銀の政策決定に関する思惑のために市場のボラティリティが上昇し、それに対して日銀も指値オペで対抗した。これを国債発行残高全体の増加分と比較してみると、かつては 80 兆円対 30 兆円といったバランスであったのが、現在は 50 兆円対 30 兆円になったわけであり、この点は市場機能の状況に影響している可能性もある。

・マイナス金利が適用されている当座預金の持ち手を業態別に見ると、信託銀行、外国銀行とその他の準備預金制度適用先の 3 業態のウェイトが依然として大きい。ただ、信託銀行はホールセルの顧客には相応にコストを転嫁している可能性があるほか、外国銀行はそもそも円資金の調達コストがそれ以上に低い可能性もある。もちろん、マイナス金利政策のコストは、こうした直接的なものよりも、前半の議論で取り上げられたように、短期の市場金利の低下を通じた貸出金利の抑制の方が規模としてはるかに大きいと考えられる。

・日銀が資産買入れの結果として保有している国債の特徴についても、いつものデータを更新して掲載している。また、今回の政策決定

では、ETF の買入れについても、コーポレート・ガバナンスに関する副作用の軽減の観点から、TOPIX 連動のウェイトをかなり高めることになったが、専門家からは、信託銀行が適切な権利行使を行えば副作用はかなり軽減するのではないかとの指摘も受ける。これらについても、皆様の知見を共有していただきたい。

・議論の最後の塊は、今回の政策決定が今後に対して持つ意味合いである。例えば、YCC の下での長短の目標金利は、原則として毎回の政策決定会合で調整しうる枠組みであったが、フォワードガイダンスの導入によってこうした柔軟性は抑制された。また、特に長期の目標金利の妥当性に関する説明も引続き難しい課題になっている。今後については、物価目標の達成が展望される状況になった場合の「正常化」の進め方だけでなく、景気や物価が後退した場合の対応のあり方という視点も必要になる。

・その先には、次の景気拡大局面ということかも知れないが、バランスシートの規模や内容をどう調整していくのかという課題も当然に存在する。昨年秋の「金融市場パネル」でも議論していただいたように、その際には国債管理政策や財政健全化といった外部の要素も極めて重要になる。この点に関しては、前半の議論でも指摘されたように、日本の財政のプライマリーバランスは過去数年に顕著に改善しており、GDP 比でみると世界金融危機の直前、あるいは 1990 年代中盤の水準を回復している。同時に、国債発行残高が増加を続けているのに国債費の増加が抑制されているのは、国債のクーポンレートが抑制されているからであり、同時に平均残存期間は 9 年を超えるまで長期化している。もちろん、日銀が金融政策の「正常化」とともにバランスシートの調整を進める場合には、収益面への影響も論点となりうる。資料には左三川さんによる分析を含めて、代表的な分析例を纏めている。

・どのような論点からでも良いので取り上げていただきたい。

内田氏:

・7月の政策決定の内容は「玉虫色」であったが、2点だけコメントしたい。第一に、政策決定の2週間ほど前から一部のメディアが観測報道を開始し、直前の指値オペの際には過去最大のショートポジションが組成された。実際に10年物国債利回りの誘導バンドが拡大した後には、日本国債の利回りは7bps 上昇したが、米国とドイツの国債利回りはその倍以上動いた。ひとたび日銀が金利を動かすと、世界中の金利変動を引き起こす可能性があることや、今回の指値オペに象徴されるように、それを制御するには新たなコストが必要であることを痛感するとともに、日銀の金融政策は極めて難しい局面に入っていると改めて感じた。

・第二に、日銀はETF 買入れを総合的な政策パッケージの一部として継続したことについて、リスクプレミアムを低下させるためと説明したが、むしろ副作用を増幅させるリスクがあるように思う。日本の銀行による不動産融資を対 GDP 比でみると、IT バブル当時は 12% に上昇したが、現在はそれを上回る 14% である。その背景には、金融政策が様々なリスクプレミアムを抑制したことで、株や不動産に対

する異常なほどの買い安心感が広がり、非常に投機しやすい状況が醸成されたことがある。従って、日銀はいつまでリスクプレミアムを抑え続けるのか、どのように exit するのかに難しさを抱えている。しかも、総合パッケージの一部と位置づけている以上、ETF 買入れだけを減額するのではなく、統一的なロジックの下で対応しなければならず、非常に難易度の高い課題となった。

井上くモデレーター:

・一点目の指摘は、海外投資家の影響力やプレゼンスが高まっていることと関係しているのか。

内田氏:

・日本国債の流動性は高く、格付けも A1 で最も金利が低いいため、裁定取引やキャリー取引の対象になりやすい。しかも、現在は YCC の下にあるので、海外投資家にとっては、日銀が政策対応を講じた場合に戦略トレードを仕掛けやすい市場である。

高田氏:

・内田さんのご指摘は、本質的には為替レートを固定相場制から自由相場制に移行する際に生じる投機と同じである。1971 年に日本が固定相場制を維持しようとした際に大変な損失を被ったことを思い返せば、YCC は金利版の固定相場制に近く、フロート化させる＝「出口」において投機を招きやすく、難しさを伴う。

・ある学会で欧米の方と議論した際、最近の超低金利環境の下では、企業の期待成長率も低下するため、一般貸出の金利感応度は抑制される一方、不動産向け貸出の金利感応度は極めて高いと指摘された。特に北欧など不動産投機が活発化しているところで該当するようだ。

内田氏:

・10 月に日銀が金融システムレポートを公表するが、ヒートマップで不動産にレッドマーク(過熱感)が付く可能性が高い。日銀が実施している J-REIT の買入れは、自縄自縛のような状態になりつつあるのではないか。

須田氏:

・「出口」政策の影響が金融市場の内部に閉じるのであればよいが、一般の人にも大きな影響を及ぼす可能性に留意すべきであろう。特に若い世代は金利がない世界しか知らず、40 歳以下の債務所得比率は急激に上昇しているようだ。住宅ローン金利が上昇する局面で、彼らがどのような反応を示すのかという点も勘案すると、「出口」は非常に難しい。

福田氏:

・ご指摘のような「出口」の難しさや様々な混乱は懸念されるが、だからといって、こっそり「出口」に向かうのではなく、対話を通じてきちんと市場に筋道を示すべきというのが経済学の常識である。現状で大きな副作用が出ているわけではないが、なぜ日銀は「ステルス」で「出口」に向かう方が望ましいと考えるのか。

須田氏:

・今の日銀は誠実さに欠ける。フォワードガイダンスは、それまでの緩和不足を補うために緩和の期間を延ばすなどコミットメントを強化するものと受け止められがちだが、日銀のフォワードガイダンスは、緩和を継続するスタンスの明確化でしかない。「リスク評価や経済見通しを踏まえれば先行きの程度までは現状が続くと考えている」という政策委員の想定を表明しただけで、緩和度合いを強める意図は伝わらない。また、前提条件が変化すれば必要な政策の調整を行うとしているが、新たに「金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検」を加えており、政策の調整は両方向でありうることを示唆している。黒田総裁は、記者の質問に対して、時間が経ったら欧米の中央銀行同様により具体的な戦略を示すと説明しているが、このようにコミュニケーションが必ずしも正直でないため、日銀はフォワードガイダンスをプレイアップしたもののそれほど真剣に考えていないのではないかという不信感につながり、上手く期待に働きかけられない恐れもある。

加藤氏:

・須田さんが指摘した通り、7月の声明文では、円高株安を避けるために金融緩和強化にみえるような表現が必要であっただけで、フォワードガイダンスは本質的でないように思う。

左三川氏:

・総裁はなぜ今回のタイミングでフォワードガイダンスという言葉を使ったのか。白井元審議委員も黒田総裁も、2013 年4月に開始した QQEこそがフォワードガイダンスだと説明していた。2年前のオーバーシュート型コミットメントについても、総裁は英文の講演原稿ではフォワードガイダンスと説明している。

福田氏:

・2%物価目標という点で QQE のコミットメントは成功したとは言いがたく、当時の金融政策スタイルを踏襲するというコミュニケーションは選択しにくい。日銀は、レジームチェンジというニュアンスを出したかったのではないか。

高田氏:

・円高を回避するために「出口」であることを隠して緩和継続というメッセージを出したい一方、実質的には一定の副作用対策を講じたいという意識がある中で、苦肉の策であったのだろう。この間の市場動向をみると、ある程度、思惑は成功したと評価できる。

須田氏:

・曖昧さを残すことで円高を避ける点は YCC と類似している。しかし、こうしたやり方はその場を上手く逃げるためにすぎず、結局は市場と本気で向かうことが出来なくなっている。今後の政策運営の困難さやコストの所在を明確に示し、それを緩和するための方法と程度、期待される効果をきちんと説明すべきだ。

加藤氏:

・日銀がそれほどまでして円高を回避した結果、メリットを最も享受し

ているのは輸出製造業だが、例えばトヨタ自動車が過去最高の 2.5 兆円の利益を計上した決算説明で、豊田章男社長は「我々の真骨頂はコスト削減であり、これからもコスト削減に邁進する」と話した。一番儲かっている企業からトリクルダウンが起きないと、何のための金融緩和かと無力感を感じると同時に「出口」も遠いと感じた。

・日銀は、インフレ目標については海外と同じ水準の目標を掲げないと、長い目で見て購買力平価で円高になるという説明を続けているが、実際に 2% が実現される姿は見えてこない。また、日銀の幹部に「なぜステルスのような不透明なことをするのか」と問うと、「ステルスではない」と反論され、議論がかみ合わない。外国為替でステルス介入という場合、介入したこと自体を公表しないが、国債の買入れは減額を隠しているわけではなく、ゆえにステルスとは言えないというロジックだ。

福田氏:

・フォワードガイダンスというフィロソフィーとは全く相容れない。

江川氏:

・国債の保有残高を 80 兆円増やすと言いながら、実際には 40 兆円台しか増やしていない現状をどう解釈したらよいか。

加藤氏:

・80 兆円は「めど」であり、現状はその範疇という説明がなされている。また、YCC の下では国債買入れ額は内生変数になったため、10 年物国債の利回りをゼロ近辺に誘導するように調整したら、結果的に国債買入れ額が減ったとも言っている。「ステルス」かどうかという議論は別としても、なぜ 80 兆円という数字を残しているのか分からない。7 月の金融政策決定会合の前日に、指値オペに対してディーラーが 1 兆 6000 億円もの国債を日銀に空売りした背景には、日銀の考えていること、副作用対策の微調整でどこまで日銀が踏み込むのか分からなくなり、金利が本格的に上昇すると考えるプレーヤーまで出現したからではないか。基本的なコミュニケーションが上手くとれないまま、「出口」、あるいはその手前の副作用対策により深く踏み込もうとすると、市場には混乱が起きやすい。

神津氏:

・政策委員の判断が色々であるしがらみの中で今のような見せ方になっている政策であることを勘案すれば、それを理路整然と説明することは難しく、また今後なかなか政策を変更できないだろう。一方で、海外には様々な不均衡が徐々に蓄積されており、企業セクターとしては、来年のどこかである種のターニングポイントが来ることもシナリオとして考えざるを得ない。景気の転換が見えているのに日銀がしがらみから解放されないならば、日本経済が後退局面に入る段階で、日銀は全力の金融緩和のまま突っ込むことになる。政治的には追加緩和の声が必ず出るが、日銀は何を根拠に何をするのが問題になる。例えば 40 兆円台まで減っている国債保有の増加額を 80 兆円に戻すことは可能だろうが、現状でも 80 兆円を「目途」としている以上、それを表立って追加緩和と呼ぶことはできない。

福田氏:

・中央銀行論で、フォワードガイダンスや市場との対話といった議論は、中央銀行の独立性を大前提としている。それが揺らいでいるとすれば、フォワードガイダンスをベースに新しい政策を打ち出そうとしても、周囲の理解は得られない。

須田氏:

・直近の記者会見で黒田総裁は、景気が大きく下振れた時に日銀はどのような政策を採りうるかという質問に対し、YCC によって長短金利を引き下げ、国債買入れを強化しマネタリーベースを増やすことしか示さなかった。この程度の対応で効果が現れるとは思えず、次の景気後退の際の政策手段が不安になる。

細野氏:

・「出口」の難しさの一因が日銀のコミュニケーションにあることには同意するが、政策目標の妥当性も再考すべきタイミングではないか。自然利子率は推計自体が難しく誤差も勘案すべきだが、日銀のワーキングペーパー等を参照すると、既に 1 年前にはプラスと推計され、この間の GDP の拡大を考慮すれば 1% に近い値になっていると思われる。これに対して名目金利はゼロないしマイナスで、物価がプラスなので、実質利子率は依然としてマイナスであり、かなりの金融緩和を続けている。現在の景気を踏まえれば、そこまで煽って 2% の物価を達成することが本当に正しいことかということも再考すべきである。その中で困難はあっても、日銀は「出口」ないし「正常化」に向かって障壁を乗り越えなければならない。

福田氏:

・日本の実体経済には実質金利をマイナスにしなくてもやっていける程度の体力はあろうが、「出口」となると、円高になるリスクとその影響は相当に不透明である。

細野氏:

・日銀もその点を最も恐れていると思うが、長期的に購買力平価等を見れば今の水準はやはり円安といえる。急激な円高はショックも大きいですが、長期の調整過程としてみれば不可欠ではないか。

福田氏:

・実体経済は少しずつ調整するので、マイナスの実質金利がプラスに転じても副作用は小さいが、資産価格、為替レート、株価は一気に調整、或いはオーバーシュートするのでコントロールが難しい。自然利子率の議論は細野さんが仰る通りだと思うが、実体経済の観点からだけで金利をコントロールする発想は、現在の日本では取りにくい。

左三川氏:

・自然利子率よりも市場の実質利子率が低いのに物価上昇につながらないのはなぜかという議論がある。物価統計がおかしいのか、自然利子率の推計を誤っているのか、或いは市場の実質利子率をもっと下げれば良いのか、今の状況を長い期間続けられれば良いのか。自然利子率を推計することの意義や、物価上昇はなぜ抑制されてい

るのかを議論する必要がある。

北村氏:

・一国だけが「出口」に入るのではなく、一斉に政策スタンスを変えればショックは和らぐかもしれない。前半の議論にも関連するが、世界中で大規模な金融緩和が継続され、一種の均衡を保ってはいるが、そんなことをやる意味があるのか議論し直すべきであろう。

福田氏:

・しかし、国際社会では自国第一主義が横行し、議論の場が失われている。

左三川氏:

・ニューヨーク連銀が公表している主要国の自然利子率の推計値もずっと低下傾向にあり、次のショックに対する政策対応は何になるのか懸念される。

内田氏:

・米国の「フィスカル・クリフ」が 2019 年後半に来ると予想されている。世界経済が拡大を続けているので、トルコやブラジルといった新興国の危機が隠されているが、米国景気が転換し始めた瞬間にリスクオフが始まる。米国は金融緩和への転換が可能だが、日銀や ECB はどのような手段を有しているのかが懸念される。

井上くモデレーター>:

・海外の専門家は、なぜ日銀が長期金利を 10bp 単位でコントロール出来るのか興味深く思っているようだ。国債買入れを抑えながらも長期金利をコントロール出来るならば、次の景気後退局面で活用しうるのではないかという発想であろうが、これは特殊な条件の下でのみ可能なのか。

内田氏:

・日本場合は極めて分かりやすい仕組みになっている。2年超25年以下の国債の月間発行量以上に日銀が買うという枠組みと、発行した翌日にオペを入れるルールの下では、実質的には日銀が国債引受けを行っているのと近く、従って国債利回りのコントロールは比較的容易である。ただし、日本では国債の9割以上が国内投資家に保有されるのに対し、ドイツ国債の場合は約7割を非居住者が保有している。こうした構造の違いも前提条件の一つかもしれない。

須田氏:

・日本でも国債の先物市場では海外投資家のプレゼンスが高いが、先物市場から影響を受けることはないのか。

内田氏:

・先物は 3 か月毎に限月交代がおきるため、ショートしているプレイヤーは買い戻すか、受渡し最割安銘柄(CTD)を受渡す。ところが、現在は日銀による大量の国債購入により、市場には CTD が出回らず、それを借りてショートを続ける取引は難しい。従って、ショートポジションを保持するプレイヤーはほとんど存在せず、ほぼ確実に金利が上がる局面で、指値オペにショートを当てるしか方法がない。

高田氏:

・そうでなければ勝てない。

加藤氏:

・日本の通貨に対する信認が壊れる状況であれば、話は別だが。

井上くモデレーター>:

・時間がきたので本日の議論はこれで終了したい。パネリストの皆様には、長時間に亘って活発に議論していただき、ありがとうございました。
