

議 題

米国における金融政策の「正常化」について

開催日時

2017年6月20日<18時00分~20時30分>

出席者

内田和人氏 (三菱東京UFJ銀行 常務執行役員 市場部門長)
 江川由紀雄氏 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト) <欠席>
 大島 周氏 (みずほ銀行 常務執行役員 グローバルマーケティング部門共同部門長)
 翁 百合氏 (日本総合研究所 副理事長)
 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)
 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)
 須田美矢子氏 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)
 高田 創氏 (みずほ総合研究所 専務執行役員 調査本部長) <欠席>
 徳島勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所 年金研究部長兼上席研究員)
 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)
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長) <モデレーター>
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 上級研究員) <事務局>

主要論点

1. 金融経済の動向と Dual mandate の達成
2. 労働市場と賃金の構造

1. 金融経済の動向と Dual mandate の達成

井上<モデレーター>:

・本日の会合では、Fed による金融政策の「正常化」をご議論いただいた上で、日本へのインプリケーションを示していただきたい。まず Fed の金融政策であるが、その前提となる金融経済動向について参考資料に沿ってみておきたい。

・米国の実質 GDP 成長率は昨年後半から徐々に減速しているようにも見える。もちろん、第1四半期については在庫の取り崩しによるマイナス寄与が大きく、これを除けば潜在成長率程度のペースであったし、個人消費の減速も天候や還付金の遅れといった一時的要因による面も指摘されている。また、設備投資によやく回復の兆しが現れたとか、海外経済の好転によって輸出が堅調だったといった点では、悪い話ばかりでもなかった。

・個人消費については、小売売上高をみると、昨年中盤まで高水準で推移していた自動車販売が減速しているが、それ以外の項目は堅調さを保っている。この間、電子商取引を中心とする non-store の成長が加速していることも目立つ。米国当局が個人消費に関して楽観的であるのは、その背後にある要因が安定しているからである。つまり、給与や自営業者の所得はマクロ的に安定して増加しているほか、株価と住宅価格の上昇により純資産も増加ペースを再び高め

3. 金融政策の正常化を巡る議論

ている。その下で、センチメントも、トランプ政権の成立直後からはやや軟化した。依然として良い状況にある。家計の負債も、残可処分所得対比の負債といった指標は低下を続けている。もっとも、負債の内容に関しては、後でみるようにやや心配な面も出てきている。また、金融危機直後には米国経済を下支えした住宅投資も、近年では寄与度が低下している。興味深いことに、モーゲージ金利に対するリファイナンスの感応度が次第に低下する一方、足許では新規購入の感応度が高まっており、長い目で見て金利局面が転換する兆しを意識されているのかもしれない。この間、中古住宅の業者在庫も極めて低水準になっており、需給も相応にタイトとみられる。

・企業活動を ISM 指数でみると、製造業は昨年後半から顕著に改善しており、非製造業も振れを伴いつつ拡大している。ISM は、これらの指標の水準が瞬間風速で3%を超える成長を示唆すると説明しているほか、このところ、製造業と非製造業の双方で減産を指摘する業種が減少していることも、企業活動の改善が広がりを伴っていることを示す。中小企業の生産活動を示す NFIB の指数も、トランプ政権の成立直後の水準からは反落したが、依然として歴史的にも高水準であり、雇用や設備投資などの内容別にも改善が続いている。米国当局が設備投資の改善に期待を寄せているのは、マクロ的には、企業収益がモメンタムは低下したが高水準であるほか、設備稼働率も長期平均を超えるところまで回復したことによる。加えて、一時は顕著に減少した鉱業部門の設備投資が、原油価格の回復とともに

回復し、第 1 四半期には久々にプラスに寄与したことが挙げられる。

・金融面では長期金利の軟化が目目される。トランプ政権による財政刺激への期待の剥落や、Fed の利上げペースに対する見方の変化、インフレの停滞など、様々な要因が指摘されており、自由討議の際に皆様のお考えを伺いたい。長期金利の低下とともに、低格付社債の国債に対するイールドスプレッドや CDS プレミアムも低下を続けており、金融環境は総じて緩和方向にある。マクロの負債残高も、昨年ほどのモメンタムはなくなったが、依然として増加を続けている。なかでも消費者ローンは、以前の焦点であった学生ローンに代り、自動車ローンの増加が目立つほか、カードローンも増勢を強めており、全体の残高も 2 兆ドルを超え金融危機前のピークを上回った。このうち、自動車ローンは、FRBNY の四半期調査によれば、①長い目で見てスコアリングの低い貸し手に対する実行が増加している、②30 日延滞率は他の種類の消費者ローンに比べて増加気味である、といった特徴が観察される。住宅価格は、マクロ的には前年比 5%程度で緩やかな上昇を続けている。ただ、地域別には金融危機前に上昇が顕著であったサンフランシスコやマイアミ、ラスベガスなどで再び上昇が加速しているほか、ニューヨークやワシントンといった東海岸の大都市でも高額物件の価格上昇が顕著になっているようだ。マクロの信用量に関しては、銀行貸出の伸びが昨年後半から減速する一方、社債の発行や証券化商品の発行は高水準で推移するという興味深い動きも観察される。米国では資本市場のウェイトが大きいので、銀行貸出の減速だけを取り出して景気の変調と捉えるのはミスリーディングであろう。この間、為替については、米ドルの名目実効レートの上昇は落ち着いたが、水準としては依然としてドル高でもある。なお、海外投資家による対米投資は、昨年は当局による米国債の売りと民間による社債や MBS の買いというパターンであったが、今年は双方ともに勢いを失っているようだ。

・Fed の政策運営に直接関わる dual mandate のうち、雇用に関しては、足許で非農業部門の雇用増が月平均 16 万人強まで減速したが、Yellen 議長は、これでも新規の労働供給を十分上回るの、雇用はタイト化を続けていると説明している。長期失業も様々な指標でみて金融危機前の水準まで改善したほか、賃金も小売業以外は緩やかに増勢を強めつつある。経済的要因によるパート労働の絶対数や比率も低下するなど、米国は概ね完全雇用の状況にあるとみられる。なお、いわゆる prime age の労働参加率の問題については、オバマ政権下での CEA が分析を行い、製造業かつ高校卒の労働者の寄与が大きかったことを明らかにした。つまり、グローバル化や技術革新に対応し得なかった層の問題であり、循環的なマクロ政策ではなく、労働市場の構造対策が必要となろう。物価は、Fed が注目する PCE コアのインフレ率が現在 1%中盤程度である。Yellen 議長は、足許でインフレ率が高まらないのは携帯電話の通信料と処方箋薬価格の下落といった一時的要因による面があると説明した。Fed にとって頭の痛いことは、ここへ来てインフレ期待に軟化の兆しがあることであろう。実際、市場ベースの指標だけでなく、家計や企業に対するサーベイペースの指標も不安定になっている。

・こうした金融経済情勢を踏まえて、6 月の FOMC では、第 1 四半期の経済活動が弱かったことを認めつつ、足許ではモメンタムが回復しているとして、年初に立てた経済見通しを概ね維持した。また、雇用が拡大する一方でインフレが加速しないため、長期失業率つまり NAIRU の推計値一をさらに下方修正せざるを得なかったが、こうした雇用拡大が継続すれば、いずれはインフレ目標の達成が可能になるとの見方を維持した。従って、FOMC メンバーによる利上げの予想パスも、3 月時点と比べて 2018 年の重心が若干上に移動したが、全体としてはそのまま維持された。これに対して市場は、今後の利上げに対して徐々に懐疑的になってきたようだ。Fed のコミュニケーション政策を振り返ると、3 月の FOMC の際には、市場が直前まで利上げに懐疑的であったのに対し、FOMC メンバーが集中的な発信を行うことで、最後はやや強引に市場を誘導した。6 月の FOMC の際には、市場は 6 月利上げを早々に織り込んだが、その先については疑心暗鬼になっており、Fed が今後どのように市場と対話するのかが注目される。Fed による金融政策の「正常化」には、保有資産の再投資も重要な柱だが、この点は後ほど説明したい。

内田氏:

・米国の経済に関する見方は区々である。設備投資が開始するなど循環的に拡大局面であるという見方がある一方、ソフトデータとハードデータとの乖離や、コモディティ価格のピークアウト感、自動車消費の息切れといった事象も明らかになっている。雇用は運行指数なので、完全雇用の下で設備投資が誘発されるという議論は適切でない。私自身は弱気になっている訳ではないし、中国が減速局面に入る中、世界経済をけん引するのは米経済だとは思いますが、2007～09 年の景気後退からの長期に亘る景気拡大が成熟し、先行きを注視すべき段階に入っているように見える。

・クレジットの状況をリーマンショック時と比べると、可処分所得対比でみた個人債務は必ずしも大きくない点と、金融商品が複雑化している点は共通している。一方、資産価格の相関が高まっている点は異なる。つまり、かつては株価と金利は逆相関していたので、金利上昇局面でクレジットや株価が影響を受けたが、今は先進国と新興国を問わず、クレジットや株あるいは為替も、全ての資産価格の相関が過去になく高まっている。つまり、世界中の経済と資産が、中央銀行の信用創造によって金融商品化しているということだろう。

・こうした状況の下で、金融市場ではイールドカーブがフラットニングしている。長期金利の低下には需給要因も寄与しているが、日欧で金融緩和が続く下では、米国の金融政策が「正常化」しても、国際間の裁定取引によって、米国ではさらにフラットニングが進むのではないかと。米国の経済には金融バブルの予兆も散見されるため、政策金利の正常化とバランスシート調整が、経済全体にどのような影響を与えるのか注視している。

井上<モデレーター>:

・金融政策の「正常化」を考える上では、金融システム安定の視点も重要になるという趣旨か。また、米国ではシャドーバンキングが再び

拡大しているが、政策当局はそのリスクを的確に把握できるのか。

内田氏:

・その通りである。Fed にとって重要なことは、非連続的な金利変動を起こさないことだが、この点に関してはフォワードガイダンスを入念に行うなど、上手にコミュニケーションしている。もっとも、シャドーバンキングの総資産が規制対象金融機関の総資産の 3/4 にも達したにも拘らず、シャドーバンキングに対する規制や監督は相対的に緩くなっているように感ずる。

加藤氏:

・Fed によるバランスシート縮小については、市場との間で円滑なコミュニケーションが取られている。もっとも、足許でインフレ率が減速しているのに、急いで「正常化」を進める必要については、市場との間で理解が共有されていない。Fed は、現在の雇用環境が続けばいずれインフレ率は上昇するので、今から粛々と利上げを進めるべきと説明しているが、利上げを遅らせることのコスト・ベネフィットについての説明が不足している。Fed としては、失業率が 17 年ぶりの低水準であるのに、実質長期金利がマイナスで自らのバランスシートも拡大したままという状況は気持ちが悪いのだろう。しかし、「正常化」を急ぐ背景が、こうした政策当事者固有の危機意識によるのか、それとも政治的な判断—トランプ大統領による次期議長の選出前に「正常化」の道筋をつけたい—によるのかが、市場にとって明らかでない。このため、市場には Fed の政策判断に対する不安が残り、それが長期金利を下げている面もあろう。

大島氏:

・実際に市場で資金を運用している立場から言えば、米国の長期金利が上昇するとは到底思えない。過去には、利上げの進行とともにイールドカーブのフラットニングが進めば、どこかの時点でリセッションの入口に差し掛かったと判断できた。しかし、今回は景気循環の転換点が見極め難い。

・名目長期金利を、「リスクプレミアム」、「期待インフレ率」、「自然利子率」に分解すると、まず、「リスクプレミアム」は史上最低に縮小しているが、これは運用難の中でパッシブ運用が増えマーケットが動かなくなったためであり、今後も継続するであろう。また、「期待インフレ率」は、生産性伸び率の低下やデジタルイノベーションの影響といった構造的な変化に加え、グローバルに賃金上昇率が抑制されているため、すぐには上昇しにくい。さらに、「自然利子率」つまり「潜在成長率」も、先進国では高齢化と量的緩和によって経済の新陳代謝が抑制されているため、先行き低下しやすい。こうした構造の下では、市場も米国債の長期ゾーンを安心して購入することになる。しかも、Fed によるバランスシート調整がもう少し「乱暴」であれば長期金利にも上昇圧力がかかる可能性があるが、皮肉なことにコミュニケーションはうまくいっている。その上に、トランプ大統領による大規模な財政刺激が実現しなければ、米国の長期金利を引き上げる要因は消えてしまう。こうした長期金利の抑制は、米国の社債市場での利回りにも影響を与えることとなる。

徳島氏:

・Fed が年内にあと 2 回利上げしても、市場では「正常化」の一言で片づけられ、長期金利には大きな影響を与えないであろう。そうなれば、金余りや運用難は益々深刻になりうる。

翁氏:

・米国でも、労働力人口はあまり伸びていないし、雇用の拡大が目立つヘルスケアやレジャーといった分野では労働生産性も上昇にくい。加えて、共和党政権に寄せられていた期待とは裏腹に、生産性向上に向けた政策も後回しにされるどころか、優秀な外国人を締め出す思想も見え隠れしている。このため、トランプ政権の経済政策が潜在成長率を大きく上昇させる見込みは乏しい。

須田氏:

・「足元の物価が弱いのに利上げを待てない」というスタンスは、将来のショックに備えて政策金利の「のりしろ」を確保したいという中央銀行の気持ちの現れとして理解できる。Fed は、2015~2016 年に結果として年 1 回しか利上げできなかっただけに、インフレ率の推移が予想よりやや弱いとしても、差し迫った阻害要素がないうちに利上げを進めたいと考えているのだろう。

・長期金利が上昇しないことには、グローバルにドル建て債務が減少したことも影響しているのではないかと。本来、新興国の実体経済にとっては通貨安の方が望ましいが、ドル建て債務を多く抱える場合には、為替や金融システムの安定を維持するため、米国の利上げに追随することに合理性がある。実際、かつては多くの新興国が米国の金融政策に追随したが、今回の Fed の利上げ後に利上げで追随した新興国はメキシコと香港ぐらいであった。このため、米国の利上げは新興国と米国との金利差を拡大し、米国への一層の資金流入と米国金利の一段の低下を引き起こしているのではないかと。

大島氏:

・中国では、2015 年の夏以降、ドル建て債務から人民元建て債務へのシフトが起きており、須田さんが指摘されるような面はあるかもしれない。一方、Fed の立場からみると、今年 3 月には中国の景気回復を受けて「慌てて」利上げした一方、その後は中国経済のモメンタムがやや低下したことを眺め、緩やかな利上げを維持するというように、新興国の実体経済からも影響を受けている面がある。

加藤氏:

・去る 6 月上旬に、Stiglitz ら 22 人の経済学者が連名で「インフレ目標の引き上げ」に関する書簡を Fed に送った。その趣旨は、中立金利が低下したため政策金利の引下げによる景気刺激が難しくなったため、平時のインフレと政策金利をより高い水準に止めることで、ネガティブなショックに対する利下げ余地を拡大すべきというものである。しかし、市場参加者からみれば、実際のインフレ率がなかなか加速しないのに、インフレ目標を引き上げるべきという主張は、有力な政策手段が欠如しているだけに説得力に欠ける。日本の市場で、「日銀はインフレ目標を下げたほうが良い」という意見がみられるのと対照的である。

福田氏:

・ただし、目標との乖離という観点から見れば、日本の場合は 2% 目標に対して現在はゼロ近傍であるのに対し、米国は予想より低い相応にインフレ率が高まる中での目標の引き上げなので、相応の現実味はある。Stiglitz は、基本的には分配面を重視する立場であり、集計データに基づく景気判断に反対する。例えば、ウォールストリートだけが栄え、他の経済領域が低迷している状態は景気回復と言えないと考えるだけに、より広範な景気拡大の観点から、インフレ目標の引上げが望ましいと主張しているのではないか。

須田氏:

・以前、Blanchard がインフレ目標を 4% にすべきと提案したが、ジャクソンホールで中央銀行は揃ってそれに反対した。しかし、6 月の FOMC 後の記者会見の際には、Yellen 議長は将来の課題と回答した。

大島氏:

・インフレ目標の変更は、近い将来に先進国で議論されるべき点であろう。米国だけがインフレ目標を引き上げる、あるいは日本だけが引き下げると、国際資本移動や為替変動が金融システムの安定を脅かすリスクがある。それだけに、本来はインフレ目標を各国同時に引下げ、その間に量的緩和の縮小や政策金利を進めればよいのではないかと。また、国内の金融システム安定に着目した場合、現在、先進国の政策当局が過度な投資を防止する手段であるマクロプラード政策には様々な制約もある。インフレ目標の調整は、政策金利を通じたバブル予防にも寄与する面がある。

福田氏:

・Blanchard による主張の背後には、Summers に代表される「長期停滞論」がある。すなわち、実際の経済成長率は潜在成長率を上回るようになったが、金融危機前の潜在成長率のトレンドからかなり下方に乖離しており、労働市場はタイトではあるが本来の成長経路に回帰していないと考える経済学者は少なからず存在する。こうした考えに沿えば、インフレ目標を引上げ、金融緩和を長期化すべきことになる。

須田氏:

・米国の景気回復が単に遅れているのか、それとも経済成長自体がレベルシフトしたのかという点について、Yellen 議長は当初は前者の立場を支持し、いずれは賃金のペントアップが生じるとしていた。しかし、時がたつにつれて、米国経済には構造変化が生じており、経済成長にはレベルシフトが生じたことを認めるようになってきた。

・日本の経験に照らすと、経済成長にとって実質金利も重要な要素だが、期待成長の影響も大きい。つまり、「実質金利さえ下げれば経済は成長する」という議論は、他の重要な要素を無視している。企業はそのような近視眼的な姿勢でなく、もっと長い時間的視野で戦略を考えているだけに、投資を刺激するには別な視点が必要であろう。

2. 労働市場と賃金の構造**内田氏:**

・本年 3 月にバーゼルでのエコノミスト会議に参加したが、テーマは①金融政策の限界と財政政策とのポリシーミックス、②デジタルイノベーションの経済に対する影響の二つであった。後者に関し、これまでは設備投資の増加や生産性の向上といったプラス面に関する議論が中心だったが、同時に、デジタル貧民を生み、設備に対し相対的に過大な労働力のリストラを伴うという負の面も無視し得ない。従って、グローバルには新興国を中心とするインフラ投資などを拡大することで需要全体を喚起することも必要との指摘がなされた。

神津氏:

・製造業による「ものづくり」の世界は 1990 年代から抜本的に変化した。平和の果実としてグローバルなロジスティクスが低コストかつ安定的になり、陸、海、空を問わず、モノが円滑かつオンタイムで動くようになった。この結果として、生産工程を分断してグローバルに効率的に配置することが可能になり、資金も自由に動かせるので直接投資にかかる回収の不確実性も相当低下した。

・こうした状況では、一旦確立された生産方法が世界中に拡散され、より賃金の低い地域で同品質のモノをつくれるようになる。こうして、モノの価格は低いところに収斂するので、イノベーションを自国で生み出し続けられない限りは利益率が挙がらない。これに対しサービスは輸出や輸入に制約があるので、一定の利益率を維持できるようにみえるが、限界コストがゼロであるデジタルサービスのウェイトが高まっているので、新しいサービスを次々に開発しない限り、創業者利益以外の利益がほぼゼロに近づいている。Amazon や Microsoft などのグローバル企業でさえ、ビジネススコープを次々とシフトさせることでようやく一定の利益率を維持している。このように、イノベーションがない限り、Secular Stagnation になる状況にある。

・こうした環境の下で、先進国では金銭価値で測った付加価値の成長率は構造的に下がらざるを得ない。ただし、それは付加価値が創出されないという意味ではなく、消費者にとってのユーティリティは上昇している。しかし、こうしたユーティリティの変化は品質調整をしたとしても現在の価格指数ではフォローしきれないので、結局、金銭価値で測る限りは経済成長率が傾向的に下がることになる。

内田氏:

・私も同意見である。デジタルイノベーションは新たな付加価値や質的な価値を生む一方、既存のビジネスに急激な変革を求める。実際、Amazon、Yahoo、Google 等のグローバル企業はビジネス変革によって収益を挙げている。先進的な銀行も、モバイルの普及を想定したビジネスモデルを構築しつつある。このような構造変化を経済統計が適切に捕捉しうるかという問題がある。例えば、物価統計を 5 年に 1 回改訂するのでは、経済活動の質的な変化を捕捉できないことで物価が下落しているかのような誤解を与えうる。

神津氏:

・一般に、労働生産性の改善は賃金上昇とインフレをもたらす。しか

し、労働側が雇用安定を重視して賃金上昇を求めなければ、労働生産性の改善は産出価格の低下に繋がる。現在のグローバル製造業では実際にそうした状況が出現しているだけに、インフレ目標を 4% に引き上げても、インフレ率の上昇に繋がるかどうか疑問が残る。

・現在の経済変動は微小になり、経済統計も「%」ではなく「ベース」で捉えるべき状況ではないか。例えば、5 年物の定期預金に対する利息が数ベースである下で、消費税を 2%(200 ベース)も引き上げれば、経済へのダメージは大きいだろう。政策金利の変更幅についても同様の議論が可能かもしれない。

福田氏:

・名目の世界については神津さんの指摘に同意する。しかし、実質の世界でみた場合、長期停滞の背後にあるのは自然利子率の低下であり、実質金利の低下も不十分ということだろう。一方、理論的には、動学的な非効率性などが無い通常の経済において実質金利は潜在成長率を上回るとされており、実質金利が潜在成長率を長期にわたり下回っている状況は、経済学的には異常である。

北村氏:

・先月の日銀のセミナーでは、地区連銀総裁による FOMC での投票行動に関する要因分析が提示された。その分析は、各々の地区連銀の所在地によって金融市場と労働市場のデータに乖離が生じる点に着目していた。つまり、金融市場については株価のように nationwide なデータを参照するため、NY 連銀の場合は金融市場と労働市場の各々のデータが示唆する経済状況は概ね一致するが、他の地域に位置する連銀ではこれらにずれが生じる。つまり、マクローの労働統計で有効求人倍率や失業率、就業者数を追うと、地域の視点が抜け落ちる訳である。

井上<モデレーター>:

・参考資料に示した地域別の住宅価格をみると、中西部のように典型的な製造業の集積地域では上昇率が低いといった点で、地域の景気のばらつきは既存の統計からも把握しうる。また、投票行動に関しては、Fed としては、いわゆる「FRB 改革」を巡る議論の中で、異なる金融経済を背後に持つ地区連銀総裁が voting に参加することが、金融政策運営にとって建設的な議論を生むと主張してきた。

北村氏:

・Fed にも Beige Book などは存在するが、実際の政策運営にどの程度反映されてきたのか。

神津氏:

・ユーロ圏の場合も、域内国の経済状況の差異は大きいですが、政策金利は 1 つだけである。

須田氏:

・ECB の場合は、ECB のボードメンバーが全体の政策を決め、各国中銀の総裁は自国の事情を説明するという役割分担があるように思う。Fed も同様であり、本来は Fed のボードメンバーが政策をリードすべきであろうが、最近ではボードメンバーの間でも意見が多様化し

ているようだ。しかも、現在は欠員が多くボードメンバーの人数自体が少ないため、外の意見による影響も強まり、結果的に多様な意見が政策決定に反映されているように思える。

大島氏:

・労働市場では、労働者が教育を受け、生産性を伸ばしやすい産業に移動し、新しいイノベーションを生み出す構造の中で賃金が上昇すべきだ。しかし、現在は雇用が固定化され保護される一方、トレーニングの機会も乏しいことが、資源の有効活用を妨げ、成長率を押し下げている。賃金や成長率を引き上げるのに必要な「働き方改革」や再教育が不足していることが、ひいては金利も適正水準に戻らない状況を作り出しているのではないかと。

翁氏:

・北欧諸国で労働生産性が長期に亘って上昇している背景には、IT 装備率の高さとともに、労働政策が貢献しているように思う。日本では失業なき雇用流動化ができていない点が問題である。

大島氏:

・銀行におけるモバイルバンキングやペイメントシステムも同様で、北欧諸国のようにシステムを構築し、キャッシュレスを進めるのは素晴らしいことである。しかし、日本でこれを導入しようとする、大量の失業に繋がりがかねないので難しい面がある。

神津氏:

・日本では、近い将来に本格的な労働者不足の時代に入ると。例えば製造業では、既に地方の工場ほど労働者が集まらないので、この状況が続けばどこかで賃金は上がるように思う。実際に、地方の非正規雇用のコストは平均的に上がっている。これは、例えば米国に関して、「景気拡大が続けばいずれは賃金が上がる」というメカニズムとは異なる。最近刊行された玄田さんの本には、様々な展望が示されているが、60 歳以上の世代が正規雇用から非正規雇用へシフトする動きと、女性の労働参加率の M 字の凹みを修正する動きが完了した後は、正規と非正規を問わず労働力の新規供給源が枯渇するため、賃金が上昇するプロセスに入るだろう。そうなれば、日本経済は 30 年間の停滞から切り返し、繁栄国になれるかもしれない。

北村氏:

・繁栄国になる必要があるのだろうか。

神津氏:

・金銭的な意味に留まらず、住んでいる人の幸せという意味である。

北村氏:

・例えば、スウェーデンでは、日本と同じ面積に神奈川県ぐらいの人口が分散しているため、電子マネー化も進みやすい。経済統計も、集計のコストを考えると、物価はレジスター情報で管理し、人口も出生届や死亡届で捕捉せざるを得ない。日本も、人口が減少した段階では、そういったイノベーションが必要になる

翁氏:

・日本でも、介護分野は既に人手不足が深刻になっている。ただ、賃金が規制されているため、市場原理は働き難い。

福田氏:

・介護分野は人手不足だが、賃金は労働需給でなく規制や財政によって規定される。建設業は人手不足から賃金が上昇しているが、東京オリンピックを過ぎてもトレンドが維持できるかどうか不透明な面もある。一方、事務職は OA 化の影響で人手が余っている。製造業でもロボット化が進んでおり、不足感はないのではないかと。

神津氏:

・恐らく、製造業全体ではなお人手が余っている。

須田氏:

・製造業でも一部のスキルを有する労働者は不足しているが、以前とは異なり企業内の専門家が相当な程度余剰化しており、再配置に苦心しているのが実情ではないか。また、製造業については、世界全体で賃金が上がれば日本でも上がるだろうが、日本だけ上がることは考えにくい。高い人件費を負担して国内に留まるよりも、生産性が高く、相対的に賃金の安い海外に進出するほうが現実的である。人手不足だから賃金が上がるというシナリオは現実的ではない。

3. 金融政策の正常化を巡る議論**井上<モデレーター>:**

・ここからは、Fed による金融政策の正常化について議論したい。最適なバランスシートの規模をどう考えるか、正常化後の政策手段をどう考えるかといった論点が考えられる。まず、6 月 FOMC で示された再投資政策の運営方針を基に、バランスシートの将来試算を行ったので、その内容を事務局より説明したい。

竹端<事務局>:

・Fed による再投資は、国債については 2015 年中の償還がごく僅かであったため、実質的には 2016 年から開始された。2016 年中の保有国債の償還は 2,040 億ドルであり、同額が国債に再投資された。MBS については、2015 年中に 3,380 億ドル、2016 年に 3,870 億ドルが償還され、同額が Agency MBS に再投資された。Fed による MBS の保有残高は約 1.7 兆ドルであるため、保有残高の約 2 割が再投資された計算となる。

・2017 年 5 月末時点における Fed の保有国債の残存年数(加重平均)は約 8 年だが、残存年数別の分布をみると 5 年未満のゾーンに集中している。この年限構成を基に 6 月の FOMC で発表された再投資政策の運営が開始されたと仮定した場合、3 年目以降は保有国債の月間償還額が 300 億ドルを下回るため、再投資が完全に停止されることになる。MBS については、期限前償還の予測が難しいため、極端な仮定として、①元金均等で元本が償還されるパターン、②前年末時点の保有残高に対する当年中の償還額の割合が 2016 年実績(約 22%)で一定で推移するパターンの 2 つの仮定を置いて試算を行った。①の場合は月間償還額が約 60 億ドルと 200 億ドル

を大幅に下回るため、再投資は殆ど発生しない。②のケースでは 4 年目まで再投資が発生するが、その規模は年々減少する。

・これらの償還スケジュールを前提として、総資産の将来見直しを行ったのが参考資料のグラフである(国債と MBS 以外の資産残高は一定と仮定)。2017 年 5 月末時点で 4.5 兆ドルの総資産が、パターン①では 5 年目に、パターン②では 3 年目に 3 兆ドルを下回る見込みとなる。この 2 つの試算に対し、a)当座預金は所要準備の水準を下限とする、b)銀行券需要は名目 GDP 成長率と同率の 4%で成長しそれに見合って保有証券(国債)も増加する、といった負債側の条件を加味して再度試算すると、パターン①では 2.8 兆ドル、パターン②では 2.7 兆ドルを底に総資産が反転する見込みとなる。

・因みに、ニューヨーク連銀は今年 4 月に公表した金融調節に関する年次報告の中で、バランスシートの将来試算を掲載している。つまり、2018 年半ばに再投資の縮小を開始し 19 年半ばに再投資を完全に停止する前提の下で、総資産は 21 年第 3 四半期に 2.8 兆ドルまで縮小して増加に転じる推計結果が示されている。

井上<モデレーター>:

・現時点で利用可能な情報を基にした試算は今の説明の通りだが、再投資の縮小を実際に開始するタイミングや、再投資の縮小を停止する条件、最終的なバランスシートの規模や構成は明らかになっていない。このうち 3 つ目の点に関して、ニューヨーク連銀による Primary Dealer Survey の結果をみると、次のような特徴が浮かび上がる。第一に、2019 年末時点のバランスシートの規模に関する質問への回答から、ゼロ金利に直面しない場合は 3.5~4 兆ドル、直面する場合は現状の 4.5 兆ドル以上と予想する参加者が多いことが分かる。第二に、2025 年末時点のバランスシートの構成と規模に関する質問への回答から、2025 年末時点の資産構成として Treasury が 76%、MBS が 20%、負債構成として当座預金が 50%、銀行券が 30%と予想する市場参加者が多いことがわかる。もっとも、銀行券の需要を 7~8 年といったスパンで展望する場合は、金利弾力性のような循環的要因だけでなく、Fintech の影響といった長めの要因も考慮に入れる必要があるほか、当座預金の需要についても付利の運営を含む政策手段の選択による影響を考慮する必要がある。

・さらに、Fed は量的緩和が長期金利を抑制させたことを政策効果であると説明してきた訳だが、今後、バランスシート縮小を進めていくことは symmetry に引締め効果を生まないのかといった点や、利上げと同時に進めることの影響をどう見るかといった点がポイントになると思われる。

内田氏:

・Fed のバランスシートの「正常化」は、日欧が予想より早く量的緩和の縮小を始めるといった事態がない限り、また、コミュニケーション政策を誤らない限り、市場への影響は殆どないと思う。この点には、米銀による Fed の当座預金や国債への需要が、金融規制の強化によって金融危機前と比べて増大していることも関連する。さらに、MMF も市場改革の影響によって国債への需要を高めている。事務

局資料には QE1 から QE3 による長期金利の低下に関する推計結果が示されているが、出口においてこれと対称的なインパクトで長期金利が上昇する可能性は低い。

井上くモデレーター>

・つまり、国債の需給環境を踏まえると、Fed による保有国債の再投資の停止による金利面への影響は限定的であるし、金融規制による影響を踏まえると銀行の Fed の当座預金に対する需要も金融危機前と比較すると高まっているので、最終的なバランスシートの規模もある程度の水準で反転するということが。

内田氏:

・その通りである。米国では流動性規制が極めて厳しくなっており、buffer asset を確保する観点から、Fed の当座預金や短期国債に対する需要が非常に強くなっている。

加藤氏:

・米国で政府預金残高はかつて 50 億ドル前後と小規模だったが、ゼロ金利政策が採用された後は国庫の資金繰りの緻密さは大きく低下した。同様に、NY 連銀のオペレーション担当者も、かつてのように準備預金の残高を日々コントロールしなくなったようだ。

井上くモデレーター>

・国庫の資金繰りの緻密さが低下した理由がゼロ金利政策だとすれば、市場金利がある程度プラスになれば、緻密なコントロールは復活するか。

加藤氏:

・従来は、政府預金の余剰分は、民間銀行の預金に預託されていた。ただ、金融危機後に流動性規制が厳しくなっている民間銀行にとっては、将来、こうした慣行が復活して巨額の金額が預金口座から流出したり流入したりすることを好ましくないと考えるようだ。なお、Fed にとっては、超過準備を維持しつつ短期金利をコントロールするために当座預金への付利が必要になるが、イールドカーブが立ってさえいけば、保有国債からの金利収入によって付利コストをカバーできると見られている。

内田氏:

・Fed の場合、QE1 や QE2 で買入れた国債は利回りが相当高かったし、MBS も対国債スプレッドが 70~80bps あったため、よほど付利金利を上げない限りは、フローの収益が赤字になるリスクは極めて小さい。この点は日本や欧州とは大きく異なる。

福田氏:

・以前に Fed が公表したペーパーも、コストの問題はそれほど深刻でないという論調だった。一方、深尾さんは、日本に関しては状況が異なると指摘していた。

加藤氏:

・福田さんが言われた Fed のペーパーでは、保有する債券の売却を想定していたが、Fed の現在の戦略では売却は想定していないので、

キャピタルロスを考慮する必要もなくなった。

大島氏:

・2013 年の段階では、Fed のバランスシートが急激に 1 兆ドルに向かって縮小するとか、その過程で保有債券が売却されるといった懸念があったが、今や Fed もバランスシートの無理な縮小はしない方針であり、銀行券需要の増加も加味すると 2.5 兆ドルから 3 兆ドルの範囲で着地すると展望される。このため、市場ではバランスシートの「正常化」が殆ど材料視されないくらいに「ゴール」に近い段階まで到達していると思われる。

須田氏:

・私は、QE1 は非常に有効だったが、QE2 以降の資産買入れは必要なかったと考える。Fed が巨額の資産を抱え、出口が非常に難しくなり、コストの方が大きいと思っていたからである。その意味では、Fed が混乱なく出口を迎えようとしている状況を見ると、複雑な気持ちになる。また、Fed は現在、巨大なバランスシートを抱えつつ、「コリドー」の形で FF レートを誘導しているが、景気が好転した時に、潤沢な流動性の存在が金融引き締めを阻害しないかという懸念は残る。

加藤氏:

・Fed はこれだけの規模で金融緩和を行ったが、景気は過熱感が出るほど好転しなかったのも、逆に円滑に出口を迎えられるのかもしれない。そうだとすると、QE2 以降の大規模な政策が成功したのかどうかは判然としなくなる。

神津氏:

・履歴効果によって実際の経済成長率が低下するのを防ぐために、極端なアクションによって停滞を避けたほうが、長期的にみて成長率が高くなるというのが、ゼロ金利制約に直面した後の中央銀行による政策対応の基本的考え方なのではないか。

福田氏:

・Blanchard らは、神津さんが指摘された趣旨の論文を書いている。例えば、ポルトガルは履歴効果によって潜在成長率が低下したので、政策当局は極端な対応をとる必要があるという主張である。

神津氏:

・量全体の変化は、価格の変化と異なり瞬時に観察できないため、理論的にはそれをみて経済主体は最適化行動がとれない。このため、マクロモデルで分析しようとする、量が効くという結論を最初に仮定するような前提を置かざるを得ず、効果を説得的に説明できなくなる。実際、Fed は中央銀行の負債側であるベースマネーの量を重視する説明はしておらず、タームスプレッドやクレジットスプレッドなどの金利体系を通じて経済が刺激されるという説明を一貫して行ってきた。日銀が量を重視し続けているのとは対照的に思える。

福田氏:

・量については、少なくともシグナリング効果として効いたというのが学界でのコンセンサスになりつつある。つまり、Fed も日銀も、量を

増やすことで本気度を示し、期待を誘導できたという意味での効果はあったという評価が多い。その一方で、量自体の直接的な効果については、米国も含めても否定的な意見のほうが多い。

神津氏:

・実証的には量がシグナリング効果をもつという結論になるかもしれないが、厳密に議論するためには、経済主体によって信頼されるための micro foundation が必要になるのではないかと。

細野氏:

・Fed や日銀のケースでは、少なくとも政策が導入された当初は、皆が出口は難しいと感じたことがコミットメント効果を生んだというのが一つの有力な根拠である。

福田氏:

・口先だけでコミットすることを「Cheap Talk」と呼ぶが、これでは人々から信頼されない。細野さんが言われたように、Fed 自身が自らを縛ってはじめて、人々に信頼されるコミットメントになる。

井上<モデレーター>:

・バランスシートを拡大させると調整に時間がかかるので、実質的なコミットメントになるという意味か。

細野氏:

・中央銀行が資産を大幅に増加させると、市場や金融システムへの影響の点から短期間で処分するのは難しくなる。人々がそう理解することで、結果的に金利も低く抑えられるメカニズムが想定できる。

神津氏:

・現在の資金運用難は、1980 年代以降に米国の経常赤字が続く中で、ドル供給が過剰になり過ぎていることの裏返しでもある。現在のように長期金利が上昇しにくいことも、経済規模に対して各国の中央銀行のバランスシートが巨大過ぎることを示唆しており、そのことに対して中銀関係者は漠然とした恐怖心を抱いているのではないかと。マクロブルーデンス政策の手段としての CCyB の調節は現実的には難しいと思うし、そうだとすると採れる選択肢は非常に限られている。その時のコストを抑えるためにも、市場を混乱させない範囲で可能な限りバランスシートの規模を抑制的にしておきたいという心理が中銀関係者に働いているように思える。

須田氏:

・Fed view と BIS view の軸でみると、Fischer は BIS、Yellen は Fed の view をそれぞれ支持していたが、最近では Yellen も BIS の考えに近くなってきているように思える。Yellen 議長は、マクロブルーデンスの政策手段が使いづらいことを認識されているようである。

翁氏:

・CCyB の運用は政治的にも難しい面がある。

加藤氏:

・現在、日、英、欧でもバランスシートが縮小されているとしたら、人々は Fed の情報発信にもっと注意深くなるであろう。

大島氏:

・金融資産の規模と実体経済の規模との乖離はむしろ拡大方向にあるため、市場参加者はあらゆる資産価格が正当でないと感じる一方、極端な re-pricing に恐怖心を抱いている。このため、中央銀行は市場に警告を与え続けないと、バランスシートの調整の時間が稼げない事情もあるように思える。但し、こうした対応は運用難を通じて金融機関を弱体化させる面もあり、時間との勝負である。この意味でも、日本は厳しい環境に置かれている。

神津氏:

・re-pricing によって全て調整できるとは中央銀行も考えていないのではないかと。ただ、何らかのショックが避けられないならば、ショックを少しでも小さくしておきたいと考えられていると思う。しかし、ここまで量を供給してしまった後で、ショックを和らげることは非常に難しい。

内田氏:

・現在、米国だけが「正常化」に向かっているが、多くの国でインフレ率が上昇し「正常化」を進める場合は、中央銀行の巨大なバランスシートと国債管理政策をどうコントロールするかが世界的に大きな問題になる。大きな混乱を避けるには、永久国債や非市場性国債の導入など、ドラステックな対応が必要になるかもしれない。実際、第二次世界大戦直後の FRB と連邦政府による「アコード」の時期は、金融政策と国債管理政策を独立させた後にインフレリスクが増大し、結果的に連邦政府が非市場性国債を用いてコントロールした経緯がある。

加藤氏:

・多くの市場関係者は、ファンダメンタルな条件としての「長期停滞」を意識しているということか。

大島氏:

・ご指摘の面はあると思う。

内田氏:

・しかし、「長期停滞」の中で米国の株価が上昇し続けているのは不思議である。

大島氏:

・株価は Debt Bubble に支えられている面もあるし、自社株買いなどで人工的に上昇している面もある。多くの市場関係者は、米国のクレジット市場の崩壊をリスクシナリオとして懸念しているのではないかと。

加藤氏:

・黒田総裁は、市場が混乱することを懸念して出口の議論を封印してきた。Fed は出口戦略を変遷させてきたが、2013 年の“taper tantrum”を除けば市場が大きく混乱した訳ではない。

翁氏:

・出口に関しては、コスト負担の問題や金融システムの安定性への

影響など、論点は多岐に亘る。その意味でも、オペレーションの方法論だけに関心が集まるのは良い傾向ではない。

福田氏:

・日本の場合、混乱のない出口を迎えるには、日銀だけの問題には留まらず、政府も財政再建の道筋と同時に、国債を大量に保有する金融機関は健全性を維持するためのリスク管理の問題を合わせて考える必要がある。

井上<モデレーター>:

・予想通り、日銀へのインプリケーションには辿りつかなかったが、せっかく興味深い論点を提示していただいたこともあり、次回会合をあまり間を空けないタイミングで開催し、続きを議論していただきたいと思う。本日も活発なご議論を頂きありがとうございました。
