

議 題

英国の金融経済情勢と BOE の政策対応

開催日時

2017年12月12日<18時30分~21時00分>

出席者

内田和人氏 (三菱東京UFJ銀行 取締役常務執行役員 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)
 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) <欠席>
 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) <欠席>
 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>
 武邑淳史氏 (日本生命保険 財務審査部 部長)
 徳島勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所 年金研究部長)
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)
 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>
 石川純子 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員) <事務局>

主要論点

1. 英国の金融経済の動向
2. BOE の金融政策対応

1. 英国の金融経済の動向

井上<モデレーター>:

・今回は、先月の MPC で利上げを決定したイングランド銀行(BOE)の政策対応を議論したい。まず、政策判断の前提としての英国の金融経済環境について、事務局より説明する。

石川<事務局>:

・英国の GDP は本年 3Q には前期比年率+1.6%と幾分加速したものの、小売売上数量や新車登録台数、消費者コンフィデンスの動きから推測する限り、4Q は個人消費を中心に減速する見込みである。設備投資が減速しているほか、住宅投資の先行指標である住宅ローン承認件数は借り換えによる増加にとどまり、新規住宅購入も軟調となっている。11月22日に発表された政府の予算案では、住宅支援策として初回の住宅購入時の印紙税廃止(30万ポンド以下)が盛り込まれたが、その効果は明らかでない。この間、住宅価格の上昇率も減速している。

・国際収支をみると、輸出の増加に伴って経常赤字の幅が縮小した。金融収支では、英国向け直接投資の株式資本撤退額

(disinvestment)が統計開始以来最大となり、Brexitの影響が示唆される。英国は EU を中心とする海外からの資金流入により経済を拡大させてきた面も強いいため、先行きを注視する必要がある。なお、EU 離脱交渉は、12月8日によろやく第1段階の基本合意に達し、同月14-15日に予定される EU 首脳会議において第2段階、すなわち移行期間や将来の通商関係についての交渉へ進むことが発表される見通しとなった。

・物価については、CPI インフレ率が前年比で3%に達し、同コアインフレ率やサービス価格の前年比上昇率も2%を超えて推移している。一時的要因としては、ポンド安やエネルギー価格の上昇を受けた輸入物価の上昇の寄与が大きいが、輸入物価の上昇率はこのところ鈍化している。

・循環的な国内のインフレ圧力について、フィリップス・カーブが示唆する関係を前提に失業率や労働市場のスラックを示す指標を確認すると、失業率は4.3%と BOE や議会予算局(OBR)の推計による自然失業率(4.5%)を下回って低下を続けている。非労働力から就業者への流入を伴う就業者数の増加が続くと同時に、失業期間の短縮も進んでいることから、労働市場のスラックの縮小が示唆される。

転職率や開業率も金融危機以降に上昇を続けており、労働市場の新陳代謝も活性化している。こうした下で、稼働率が徐々に上昇し、多くの産業で空職率が高まっているため、企業の雇用インセンティブも強まっている。

・そうした状況にも拘らず、賃金上昇率は鈍化している。この理由として、BOE は生産性の低迷などを指摘しているが、背後にある「移民」や「高齢者」の増加といった人口動態の構造的変化を理解することが重要である。英国では 2000 年以降、生産年齢(15-64 歳)を中心に人口の増加が加速している。これは、好調な経済環境を背景に出生率が改善したことに加え、移民流入の増加が大きく寄与している。こうした下で、他の欧州先進国に比べれば緩やかであるものの、高齢化も徐々に進行している。

・「就職・求職」を理由とする EU 新興国からの移民は、Brexit の国民投票後に純流入ペースが幾分鈍化しているものの、近年急増してきた。EU 新興国の出身者の特徴は、25-39 歳までの比較的若い労働力が中心で、低学歴者が多く、平均時給が低い。就業先としては、建設、流通、製造業など、生産性の伸び率がよく賃金上昇率も相対的に高いセクターが中心であることも特徴的である。彼らが英国の労働市場や物価に与えた影響に関する BOE の評価は、興味深いことに時間と共に変化している。つまり、EU 拡大の局面では、英国への労働供給を通じて賃金上昇圧力の低下に貢献したという意見がみられた一方、近年では、労働者としてのプレゼンスの高まりを背景に賃金交渉力が増しているほか、需要者としても一部の財やサービスにおいてインフレ圧力になっているとの指摘がある。移民については Brexit の一因にもなったとして批判的な評価もあるが、産業別に移民比率の高さと生産性伸び率の高さとの因果関係を示した先行研究もみられるなど、労働市場における貢献が徐々に明らかになっている。

・本来、人口の高齢化は労働供給の減少を通じて失業率を引き下げるため、フィリップス・カーブが示唆する関係を前提とすればインフレ圧力になる。しかし、英国では、65-69 歳の非労働力人口の増加ペースがここ数年に鈍化し、16 年にはむしろ減少に転じた。逆に 65 歳以上の労働参加率は上昇トレンドにあり、他の欧州先進国と比べても高い水準にある。高齢者の労働参加が進んでいる背景の一つは、老後の収入にあると考えられる。つまり、公的年金は最低生活費保証の意味合いが強いことに加え、投資所得や確定拠出年金は景気に連動しやすく、年によって減少するなど、退職者の収入は総じて不安定である。一方、被雇用者の賃金水準を年齢別にみると、60 歳以上でもかつてほど減少しないようになっているため、収入面からのインセンティブが高齢者を労働市場に留めていると考えられる。相対的に賃金水準が高い高齢者が就業者に占める割合が高まれば、高齢化は賃金水準を全体的に押し上げることになる。従って、賃金支払の源泉である企業収益を一定とすれば、賃金上昇率には下押し圧力になり得る。また、自営業者が多い点も英国の特徴であり、65 歳以上では約 4 割が自営業者である。なお、被雇用者・自営業者を含めて高齢者が多く就業しているセクターは、農林水産業、不動

産、運輸・倉庫、専門サービス等であり、相対的に生産性が低く、賃金上昇率が低い産業が多く見られる。

・人口の減少と生産性伸び率の低下は、潜在成長率を一段と押し下げる。実際、OBR による最新の見通しでは、英国の潜在成長率は大きく下方修正された(2022 年 2.0%→1.5%)。その背後では、金融危機後の労働生産性の低下を一時的な事象から構造的な変化に修正したことが寄与したようだ。同時に、自然失業率については、賃金上昇率の弱さに鑑み 4.5%まで下方修正した。

・以上を総合すると、今後 EU 離脱による移民の減少と高齢労働者の増加が同時に進行すれば、高生産性セクターでの労働力不足と低生産性セクターでの人余りがともに生じ、賃金格差が拡大することになる。従って、政策当局にとってはどの領域をターゲットにマクロ政策を運営すべきかという課題が生ずる。また、低賃金労働者の減少と高賃金労働者の増加は、企業収益を悪化させ、賃金上昇率を一段と抑制するリスクもあるほか、生産性伸び率の低下がコストの商品価格への転嫁を通じてインフレ圧力を高める方向に働く可能性もある。当局としては、循環要因のみならず、これらの構造要因が与える影響を見極めつつ、政策を運営するという難しい課題に直面することになる。

細野氏:

・他の先進主要国と比べると、英国の物価上昇率は前年比で 2% を大きく超えていることが目立つ。主たる要因は何であるか。

石川<事務局>:

・これまではエネルギー価格を含めた輸入物価の上昇が主因とされてきたが、最近では、コアインフレ率やサービス価格の上昇を踏まえ、国内発のインフレ圧力が強まっているとの見方が主流になりつつある。

須田氏:

・潜在成長率の低下や労働生産性の伸び率の減速、自然失業率の低下が、構造的なのか循環的なのかという問題は米国とも共通している。Fed は米国についていずれ改善するとしながらも、構造要因が影響している可能性も探っているようにみえるが、英国では何を根拠に構造要因であると理解するのか。

石川<事務局>:

・自然失業率に関しては、BOE が中期の失業率に注目している一方、OBR は長期の失業率を念頭においているため両者の枠組みにはズレがあるが、長期の自然失業率の推計に際して重視する長期の失業者数の水準が相応に低下しているため、足もとでは両者の結論が一致している。今回、OBR は生産性伸び率の見通しを過去数年に亘って下方修正してきた点を振り返りつつ、Summers 氏や Gordon 氏の論文を引用し、生産性の低下は構造的変化であると結論づけている。

福田氏:

・潜在成長率や自然失業率は、従来どおりの方法を用いて推計され

ている一方、Summers 氏が指摘するように、これまでの推計方法から導かれる潜在生産量は、実際の潜在生産量よりも低いのではないかという問題意識は各国で共有されているように見える。したがって、英国でこれらの見通しが大きく修正された背景としては、推計方法を変えた可能性もある。

北村氏:

・Brexit の交渉をめぐる不確実性は今月 14-15 日の EU 首脳会議を含め多々指摘されるが、シティにおいてはこうした離脱交渉に関わらず、金融機関の対応が進み始めたとも聞く。直接投資等の形で海外から金融を中心とするサービス業に流入していた資金が、フランクフルトやパリなどに分散していく可能性もあるのか。

石川<事務局>:

・民間機関の中には、金融関連での就業者数は3万人、資産は全体の 15%が各々流出するとの推計もある。先ほどみたように、株式資本撤退額 (disinvestment) が過去最大になったのもその一つの顕れであろうが、分析として完結するには、その資金がどこに向かったかを明らかにする必要がある。

内田氏:

・金融機関の中には、現段階では移転先を確定しておらず、実際の人の移動や新たな決済センターの創設等も検討段階という先もあるので、マクロ的なインパクトには不透明な面が残る。また、英国の EU からの離脱が、いわゆるハード Brexit かソフト Brexit かによって金融センターとしてのシティの位置づけは変わるし、製造業にとっても、現在は持ち株会社形態で置かれている欧州本社を移転すべきか否かを定める必要が生ずる。仮にハード Brexit となった場合、英国経済はかなりの確率でリセッションに入ると見られている。

須田氏:

・英国人に話を聞くと、先行きが不透明だからこそのうちに淡々と必要な投資を進めているとの話も多く、従ってマクロの投資にもそれほど影響は出ていないのではないかと。

石川<事務局>:

・設備投資は、2016 年前半に大きく減少したあと、小幅な増加を続けている。ただし、製造業の設備投資は本年の 1Q まで 6 四半期連続で減少を続けた。また、足もとでサービス業の投資額も減速しているが、内需の減速に加えて先行きの不透明感も影響しているようだ。もっとも、企業の投資意欲自体は、国民投票後に一旦大きく後退した後に幾分持ち直しているため、先行きの不透明感が低下すれば設備投資が加速する可能性もある。

内田氏:

・私が国民投票後にポンドが大きく下落した局面で渡英した際には、英国経済は極めて好調で、建設業や住宅投資の堅調さを感じられた。ポンド安により英国資産が相対的に安価になったことで、投資需要が一時的に加速した面もあるし、輸出が増加すると同時に欧州大陸からの観光客数も増加した。もっとも、足もとではポンド安によるこ

れらのポジティブな影響が一巡し、物価上昇による実質購買力の抑制に伴って消費が減速している。また、ハード Brexit になった場合は、各国との通商関係について再交渉が必要になるため、ビジネスが一時的にせよ停滞し、設備投資が大幅に減少する可能性も大きい。このように、英国の金融経済を展望する上では、シナリオシミュレーションが重要だ。May 首相は、負担金を含む主要課題に関して EU 側に相当歩み寄ったが、北アイルランドの国境問題や与党内での求心力の低下などを考えると、ハード Brexit が実現するリスクは高まっている。

須田氏:

・これまでのところ、英国における Brexit の影響は、国民投票直後に想定していたよりも小さかったようにみえる。

内田氏:

・ただし、先行きのリスクは大きい。例えば、BOE は利上げ局面に入ったが、実質金利は依然としてマイナスである。このため、仮にインフレ率が今後加速した場合、ビハインド・ザ・カーブに陥った BOE は相当に大幅な利上げを余儀なくされる可能性がある。

福田氏:

・1992 年のポンド危機の際にも、ポンド安によるネガティブな影響が当初は懸念されたが、結局、内田さんのご指摘のようにポンド安による輸出が経済をむしろ支えた結果、マクロのパフォーマンスは予想をはるかに上回った。同様のことが今回も起こったようにも感ずるが、英国経済の先行きについては幅広いシナリオを考へる。

大島氏:

・ロンドンには言語、会計・法律、IT システムの全てが揃っており、代替できる規模と水準を有する市場は他にない。また、Brexit に伴って変更が必要となる法律が多数残存している事実を踏まえると、民間企業も、新たな体制が発効するまでに相当時間があることを認識しつつある。このため各企業が、当座抱えているビジネスを現状維持で進めつつ、大きな決定事項を先延ばしにしていることで、足もとは大きな影響があるように見えないということではないか。

翁氏:

・高齢者に自営業者が多いとの指摘があったが、働き方の実態や政府のサポートを知ることは、日本へのインプリケーションに繋がる。

石川<事務局>:

・自営業者が多いセクターは、教育や文化・娯楽、運輸・倉庫および建設である。政府は退職年齢の引上げや年金改革等を通じて、高齢者の就労を促進している。企業も、自宅勤務の導入や、zero hour contracts と呼ばれる就労時間や期間を規定しない柔軟な就労形態での雇用も増やしている。なお、高齢者層では保有資産・貯蓄の増加もあり、必要に迫られて就労している世帯は多くないかもしれない。

須田氏:

・英国国民による移民の評価が Brexit に繋がったと思うが、移民流入がストップすると生産性が落ちてしまう可能性は理解されているのか。

石川<事務局>:

・企業経営者は移民労働力を失うことの損失を実感しつつあるが、労働者は自分たちの労働機会を奪われているという感覚が強いのではないか。移民労働力が創出していた付加価値を英国国民—例えば高齢者—で補おうとしても、人口減少の下では経済は縮小均衡を探らざるを得ない。その段階になれば、国民も幅広く状況を理解するのかもしれない。

福田氏:

・米国でも基本的には移民は生産性にプラスであるはずだが、移民による被害を被っている人が相応数存在し、選挙において強く反対意見を主張する構図になっている。英国も同様なのではないか。

大島氏:

・米国と同様に、英国でも移民が流入しているセクターは、建設、卸売・小売、運輸といった、教育格差が構造的に大きい中で相対的に低学歴労働者が多いセクターである。特にたたき上げで働いてきた40~50代の英国国民で、移民流入の影響を受けている労働者は多いとみられるだけに、彼らの政治的な主張も強いと想像される。

左三川氏:

・英国では、自然失業率が4.5%である中で実際の失業率が4.3%ということは完全雇用の状態にあると思う。しかし、物価上昇はポンド安の影響が大きい一方、賃金が伸び悩み、国内発のインフレ圧力がそれほど強くない点は、日本や米国などと共通の現象である。これは、グローバルに金融緩和が必要以上に長くなっていることを示唆する可能性もあろう。

石川<事務局>:

・BOEは、完全雇用が達成され、近い将来に賃金上昇率が加速するはずであるとの理解で利上げに動いた。他方、OBRは、自然失業率を下方修正するとともに、潜在成長率の内訳としての均衡就業時間も引き上げており、労働市場の Slack を BOE 対比でやや大きくみている可能性がある。このように、英国内でも労働市場の Slack に対する現状評価は定まっていない。

福田氏:

・日本の場合、マクロでみた有効求人倍率は極めてタイトであるが、仔細にみればセクター間の格差がある。例えば事務職におけるOA化の進行や、製造業でのロボット導入等の省力化投資による労働力の代替の結果、人余りが生じたセクターが出ている。こうした現象は世界共通ではないか。

須田氏:

・企業内にも余剰労働力が存在する一方、人手が不足している部門もある。柔軟な置換ができない背景には労働組合の強さがあろう。こうした状況で、企業は労働コスト全体の観点から賃金上昇率を決定するため、企業が余剰人員を多く抱えている限り、賃金上昇率は加速し難い。

内田氏:

・完全雇用に関わらず労働分配率が極めて低い状態が維持されることは世界共通だが、これは明らかに ICT の進歩の影響である。このため、雇用、賃金、物価のリンクが機能しなくなっている。

北村氏:

・英国では、人員削減により企業の生産性が高まる一方、失業者にかかる社会的コストが無視されるという問題も抱えている。

福田氏:

・この問題は、労働の平均生産性と限界生産性の乖離の強まりを映じたものと理解できる。すなわち産出量を労働者で割る平均生産性は、何らかの要因で産出量が増加したり、人員削減を行ったりすれば改善するが、その場合も限界生産性は必ずしも改善しない。賃金上昇率は限界生産性に依存するが、近年は企業収益が限界生産性の増加ではなく他のファクターによって増加しているため、企業業績が改善しても賃金上昇率は上がらないことになる。

江川氏:

・OECD が公表している「正規雇用者の解雇に関する保護」をみると、解雇しにくい国としてポルトガルやチェコが挙げられているが、本日の説明では英国に対する移民はこうした国の出身者が多いとのことだった。一方、英国自体は米国やカナダに次いで解雇しやすい国に分類されている。

石川<事務局>:

・英国での労働組合の加入率は、1980年頃のピーク時には5割を超えていたが、その後低下し、足もとでは2割程度となっている。大企業では引き続き労働組合の影響力が強いかもしれないが、若者の加入率が過去最低となる中で、雇用保護や賃金に関する交渉力はかつてに比べて低下している可能性がある。また、雇用形態の柔軟化が人々の労働参加を容易にした一方、賃金交渉力を低下させたとの指摘もあり、マクロでみて賃金上昇率を0.6%ポイント程度下押ししているという推計結果もある。

大島氏:

・そうした現象は先進国で大きな流れになっており、大多数の賃金労働者については、今後雇用形態が変化し、兼職を会社として認める形で時間を区切った就労が主流になることが予想される。加えて、イノベーションの速度を踏まえれば、企業経営者として労働分配率を増やそうすることは難しい。日本のように企業内再教育を経て必要部署に再配置できればよいが、海外ではそのような企業文化が乏しい。だとすると、フルタイム雇用を前提に就業者数の増加と賃上げを達成できる産業はITのように例外的であるため、マクロ的な賃金上昇の改善を目指して金融緩和を続けると、過度に緩和的な金融環境の下で資産価格の上昇が引き起こされる。そして、その恩恵は一部の富裕層だけにもたらされるというのが今の先進諸国の構図ではないか。

根本氏:

・日本では、女性の労働参加率も上昇し余剰労働力が少なくなる中で、移民や高齢者を活用することが潜在成長率を引き上げる上で重要であろう。英国では専門技術を有する移民が多い一方、実際は社会福祉のコスト増を伴う移民も存在するのである。こうした経験から、日本が移民を受け入れる際のインプリケーションを導けるように思う。また、日本では企業が高齢者を抱え込む構造になりがちであるが、英国の施策から自営業比率や開業率を高める方法を学ぶことも必要ではないか。

石川<事務局>:

・英国政府は、移民受入れの要件として学力や所得など細かい規定を定めている。その効果もあって、移民全体の財政に対する貢献度は英国民より高いという推計結果も出ている。日本でもこうした面で制度設計を工夫することで、マクロでみた移民の恩恵を享受することは可能であるが、そもそも高い付加価値を生み出す移民労働力を呼び込めるだけの魅力が日本企業・経済にあるかということが問われるのではないか。

翁氏:

・高齢者の就労は、医療費等の財政支出を削減することを通じてもプラスの影響を及ぼしているのではないか。高齢者の就労を促す英国政府の施策は注目に値する。

石川<事務局>:

・英国政府は、退職年齢の引き上げとともに年金の受給開始年齢を上げているので、高齢者がやむを得ず働いている側面もある。それでも OBR は、人口全体の高齢化に伴う医療、公的年金、介護支出の増加によって、2025 年度には財政赤字が GDP 比 1.8% まで拡大するという見通しを発表している。

徳島氏:

・日本では、賃金上昇率が低迷する背景として非正規雇用の増加を指摘する向きが強いが、高齢者の自営業者化も影響しているように思う。すなわち、年間数日だけ就労し収入がほぼ 0 である高齢者は失業率にはカウントされない。こうした現象がグローバルに確認できれば、失業率や完全雇用の概念を変える必要もあるかもしれない。

福田氏:

・自営業の形態は地方と都市部で異なるのではないか。地方で土地を保有している高齢者は、退職後も農林水産業を細々と続けることは可能だろうが、都市部で行える自営業には限りがある。

須田氏:

・節税対策として自営業という形を採るという人もいるだろう。

細野氏:

・韓国では、宅配業を個人で請け負う高齢者が多いとも聞く。

石川<事務局>:

・英国でも、小売売上数量に占めるインターネット販売が急激な増加

を続けているため、運輸・倉庫業での就労増加は物流需要の増加に呼応した動きにも見える。

2. BOE の金融政策対応**石川<事務局>:**

・金融機関の資金調達には企業預金を中心に増加し、中小企業向け融資の支援のための TFS (Term Funding Scheme) による寄与も拡大している。企業向けの融資スタンスは小幅な改善を続けてきたが、中小企業向けはスプレッドやローン手数料の改善が進んでいない。

・中小企業の数は増加を続け、就業者数の増加も中小企業が牽引してきた結果、直近では就業者の 3 割強が従業員 50 人未満の企業で働いている。売上高を企業規模別にみても、大企業は変動が大きい一方、中小企業は安定的に増加している。また、生産性は特に従業員 10 人未満の零細企業での改善が著しい点が興味深い。中小企業の資金調達は、オーバードラフトや各種のローンを含めて、銀行借入れが上位を占めるほか、資金調達時の相談先としても、50% 以上がメインバンクを挙げている。資金使途は 5 割強が運転資金で、3 割が固定資産の購入、1 割弱が業務拡大となっている。中小企業向けの銀行貸出は 2015 年以降に純増に転じた。この間、マクロの倒産率は 2009 年以降に緩やかに低下しているが、特に従業員 20 人未満の企業で金融危機前の水準に低下した。金融機関が資金繰りを支援することで、中小企業の生存率を高めたことが示唆される。

・家計の収入に対する債務残高の比率 (Debt to Income Ratio) は、金融危機後に低下を続けてきたが、このところ無担保ローンを中心に反発し、直近で 140% に近付いている。無担保ローン残高の伸びも、カードローンで前年比 5% 超、消費者ローンを含むその他ローンで同 7% 程度と名目 GDP の伸び (同 3% 強) と比べて高い。消費者ローン金利が既往最低まで低下する中、金融機関はカードローンの借り換えにゼロ金利で対応する期間を延長するなど、金利以外のサービスで顧客を獲得しようとする動きが目立つ。もっとも、無担保ローンへの金融機関の融資スタンスは引き締め方向に変化しており、貸倒率の高まりに加え、FPC (Financial Policy Committee) によるマクロプルーフ政策の効果 (アナウンスメント効果) が寄与している可能性がある。なお、FPC と PRC (Prudential Regulation Committee) は、最新のストレステストで「低成長・低金利環境が長期にわたり継続し、かつフィンテック等の台頭によって競争環境が激化するシナリオ下での対策」を新たに適用した。結果として、金融機関の経営陣によるリスク認識が十分といえないとの指摘を行ったことは、金融システム安定に対する新たな課題として注目に値する。

・BOE による政策は、「CPI を抑制し、個人消費の安定的成長を維持するための政策金利の引上げ」、「中小企業を下支えし生産性の伸びを高めるための量的緩和の維持」、「家計の無担保ローンにブレーキをかけ、システミックリスクを抑制するためのマクロプルーフ政策の正常化」を組み合わせることで、Brexit や高齢化といった大きなリスクに対し、可能な限り金融経済の安定をサポートしようとしていると理解できる。なお、BOE の Inflation Report により、11 月時

点の見通しをみると、市場予想に沿って 2020 年 3Q に政策金利が 1%に達するパスの下で、CPI インフレ率の前年比は 2017 年については前回見直しから上方修正され 3%に達するとされる一方、2018 年を下方修正し、緩やかな減速を続けた結果 2019 年に 2%程度に収斂するとされている。一方、失業率は前回見直しに比べてさらに下方修正され、2019 年中まで 4.2%で推移するとされた。

・BOE は 11 月に 10 年ぶりの利上げを行い、政策金利は 0.5%となった。一方で、量的緩和については、国債購入 (Asset Purchase Facility, APF) 4,350 億ポンド、社債購入 100 億ポンド共に据え置き、今年の春以降は再投資により残高を維持している。なお、TFS は実需に即した金額とされ、当初は 1,000 億ポンドの枠が設定されたが、11 月にはこれを 1,400 億ポンドに拡大することで財務省と合意した。MPC メンバーの多くは需給ギャップの縮小に伴ってインフレ圧力が強まりつつあると判断する一方、11 月会合で据え置きを主張した Jon Cunliffe 委員と Dave Ramsden 委員は、現時点のデータに基づき国内のインフレ圧力は弱いと主張し、フィリップスカーブの説明力に対する疑義も示している。また、MPC 全体としては、利上げによる家計への影響は借入れコストの上昇と預金リターンが増加で相殺されると見ている。しかし、金融機関が低収益に悩む中で、預金金利を引き上げることは不確実性も残る一方、住宅ローンの約 75%は変動金利であるため利上げの影響が懸念される。ただし、サーベイ調査によれば、インフレ率が高騰すれば債務を多く抱える家計や貯蓄が少ない家計で消費を減らすとみられるだけに、利上げによるインフレの抑制は家計の実質購買力を保護する意味を有する。

・APF による保有国債の平均残存年数は長期化しており、直近では 12 年超となった。国債全体でみると、残高 (物価連動債を含む) の約 25%ずつを BOE、年金・保険、海外が各々保有し、平均償還年限は約 18 年 (普通国債のみでは 15 年) と他の先進国に比べて長い。財政赤字は改善しているが、財政の健全化は金融システム安定の観点からも重要である。例えば、FPC 外部委員の Richard Sharp 氏は、政府が fiscal space を確保することは、危機時のマクロブルーデンス政策を有効に機能させ、ポリシーミックスの効果を最大化させると指摘している。

・BOE による金融システムのリスクに関するサーベイ結果によれば、2016 年下半年以降、政治リスクを中心にリスクイベントの可能性が上昇したとの見方が急激に増えた。もっとも、先行き 3 年間の金融システムの安定性には自信があるという回答が増加しており、一連のマクロブルーデンス政策やストレステストの結果などが寄与している可能性がある。前者に関して、FPC はカウンターシクリカル資本バッファ (CCyB) を今年 6 月に 0%から 0.5%へ、11 月には 1%への引き上げをアナウンスした。後者に関して、PRA は 11 月下旬にストレステストの結果を公表し、2014 年の開始以来、初めて全対象行 (7 行) について自己資本積み増しを不要とするなど、銀行システムは国内外の同時発生的な深い景気後退にも頑健性を発揮するとの評価を示した。もちろん、そのシナリオには Brexit の影響として想定しうるリスクが含まれている。

福田氏:

・BOE において MPC と FPC が各々独立性を付与されていることは、マクロ経済と金融システムのリスクを同時に議論することを困難にしている面はないのか。

井上<モデレーター>:

・MPC が物価安定、FPC は金融システムの安定を各々第一義的に担うわけであるが、執行部は両方の会議のメンバーであるほか、双方の会議のメンバーやそれを支える執行部のラインの間でも、情報や意見の共有がなされているように感じる。

須田氏:

・MPC と FPC が補完し合う関係は理想的だが、逆に両者の意見が調整できず、政策運営がうまくいかなくなるリスクもある。この点に関して、Fed は FOMC で金融政策を決定する際には金融システムの問題にも言及するが、BOE の場合はどうか。

井上<モデレーター>:

・金融システムの安定に懸念が生じた場合でも、突き詰めていけば個別の領域の問題に帰着することも少なくないだけに、金融システム安定のためにマクロブルーデンスの手段、あるいは政策金利を使用すべきかどうかは、結局のところケースバイケースという理解なのではないか。また、金融政策の場合はインフレ率のようなシンプルな政策目標が存在するが、マクロブルーデンスはシステミックリスクの顕在化を防ぐことが目標なので、政策目標の達成如何を判断すること自体が難しいという課題を抱えている。

石川<事務局>:

・Brexit の国民投票後の金融緩和と CCyB の引き下げは、MPC と FPC が連携して相乗効果の発揮を狙った一例と言える。ただし、BOE でも FPC による政策運営の方向性に関する議論は続いている。

須田氏:

・市場との対話やアカウンタビリティがポイントであろう。

内田氏:

・マクロブルーデンス政策については、量的緩和など中央銀行自身の行動が金融システムの安定に相当な影響を与える点に注目している。加えて、金融危機以降の様々な規制の全てがフォワードルッキングな対応を指向する結果、景気後退局面において金融セクターがプロシクリカルに萎縮するリスクにも注意している。英国のようにマクロブルーデンス政策が発動されているケースと、日本のようにプロシクリカルティが高いケースでは、今後の政策も異なる必要であろう。合成の誤謬にならないよう、様々な規制は金融システムの実態を踏まえたものにするのが望まれる。

根本氏:

・英国では Peer to Peer Lending (P2P) に対して特別法を作って推進していることもあり、残高は小さいが伸び率が高い。中小企業の資金調達を多様化させ、開業率も高めるといった効果を発揮してい

る可能性がある一方、ショックに対する脆弱性がリスクであろう。

福田氏:

・金融システム安定の観点から政策当局が P2P などの新たな形態に関与する際には、そうした新興勢力がどの程度のシステミックリスクを抱えているか見極めることが重要である。

大島氏:

・BOE に関しては、MPC、FPC、PRC の連携だけでなく、それぞれによる政策手段の運営に関する説明が不足しているように感じる。

石川<事務局>:

・MPC が金利と量、FPC が CCyB や Loan to Income Ratio をはじめとするマクロプルーデンス手段を用いること自体の説明は十分なされている。ただ、利上げしつつ量的緩和を維持することの合理性を示す必要はあろう。また、マクロプルーデンス政策についても、住宅ローン問題に対する手段については整理されつつあるが、無担保ローン問題への対応は模索中と見えるし、それらの政策効果に関する定量的な分析も、まだ十分に蓄積されていない。

細野氏:

・CCyB は、金融機関の行動を実際にどの程度制約するのか。例えば金融機関が高いバッファに即して自己資本をいったん積み増してしまうと、バッファを引下げても緩和効果は得られないのではないか。

大島氏:

・バッファが上がれば自己資本のターゲットが変わるため、配当にも影響があるし、リスク許容度を通じて金融機関の行動にも影響を及ぼす。また、金融機関は実際には CCyB の上げ幅を予想して自己資本を予め積み増すことになるため、中期的にみてもビジネスへの影響度は大きい。

福田氏:

・CCyB は、頻繁に上げ下げすることを念頭に置いてつくった制度ではないはずである。政策金利のような頻度で変更すれば、細野さんが指摘されたように効果の表れ方も変わってくる。

内田氏:

・CCyB は、国際金融危機以前からスペイン中銀が導入していたが、実際はあまり効果を発揮しなかった。このため、金融危機後に先進国では様々な形で金融機関の自己資本を充実させ、システミックリスクを何重にも予防する取り組みをしてきた訳である。

根本氏:

・格付会社は、CCyB の導入によって金融機関の自己資本が頑健になった点を評価している。CCyB を含めての自己資本比率基準を満たさないと銀行の格付けは大幅に低下するが、状況に応じて基準を調整することで格付けや事業の安定性につながりうるとみている。

須田氏:

・そもそも、現状の規制は金融機関にとって過大なのか、それとも適

切なのか。

大島氏:

・外部環境を含む様々な要素によって異なる。ただ、一連の施策によって、以前に比べれば自己資本の質が上がり、レバレッジが低下したのは事実だ。

福田氏:

・適切か過大かは、事後にならなければわからない性質のものかもしれない。スペイン中銀の例も同様である。

細野氏:

・繰り返しになるが、CCyB の有効性には非対称性があるということか。つまり、バッファが上がれば金融機関は自己資本を積みリスク許容度を下げるが、バッファが下がったからといって、リスク許容度を上げる金融機関はないのではないか。

江川氏:

・英国の大手銀行の自己資本比率は 13~14%に達し、経営者は規制上求められる最低水準に比べてはるかに高い水準を目指している。Common Equity Tier1 比率の引上げにも時間がかかるため、CCyB を多少下げても、金融機関がリスクを取って貸出をするとは考えにくい。

井上<モデレーター>:

・CCyB の上げ下げによるシグナリング効果はどう考えればよいか。例えば、当局はバッファを引き上げることで、監督や検査も厳格化するとメッセージを金融機関に対して送ることもできる。

須田氏:

・日本銀行のようにマクロプルーデンス的な視点によるコミュニケーションを通じて警戒信号を出す方が、金融機関に影響を及ぼすような手段を実際に発動することでメッセージを出すより良いのではないか。

武邑氏:

・BOE による今回の利上げには、消費や投資を抑制して国内のインフレ圧力を押さえ込む意図だけでなく、ポンド安の修正を通じて輸入インフレを抑制する意図はなかったのか。また、結果としてポンドがあまり上昇しなかった点について、コミュニケーションの観点から問題とはならないのか。

石川<事務局>:

・今回の利上げについては、国内インフレの抑制という伝統的な意図が強いように感じる。実際、多くの MPC メンバーは、利上げの理由としてインフレのボラティリティが今後に高まるリスクへの懸念を挙げ、フォワードルッキングな政策対応の必要性を強調している。もともと、MPC 内にもフォワードルッキングな政策対応の効果に疑問を示す向きもある。なお、BOE は「Bank Underground」というブログを開設しており、コミュニケーションの観点でも今後の活用が注目される。

須田氏:

・BOE は利上げをより早く決断することも可能であった。インフレ圧力の中心であったポンド安は外部要因と整理されているが、金融政策の影響を受ける内生変数でもある。

翁氏:

・APF は残高が大きいことに加えて長期債も多いので、「出口」の際には売却を余儀なくされる可能性があるが、そのコストは財務省が負担することになっている。そうした売却損に関する情報開示の面でも、BOE の意識は高いように見える。

石川<事務局>:

・そもそも、APF を設立した背景には、長期債の買入れが多くなるだけに、「出口」での売却損が懸念された点があるようだ。

井上<モデレーター>:

・説明責任という点では、BOE は四半期に1度 APF に関するレポートを公表しかなりの情報を提供している。Fed も資産買入れに関する同様のレポートを出しており、日本も学ぶべきところがある。

武邑氏:

・BOE が量的緩和を維持していることには、海外投資家による国債保有比率が高いことも影響しているのではないかと。海外投資家をつなぎとめるには、政策金利を引き上げる中でも長期金利を安定させることが重要であり、そのことも念頭に置いて量の判断をしている可能性があるのではないかと。

左三川氏:

・英国では、国債の満期構成がリーマン・ショック以降に長期化が進んでいると同時に、APF による保有国債の残存期間も量的拡大と共に長期化している。国債管理政策と金融政策の関係性も興味深い。

翁氏:

・英国でも、流動性規制等の影響で短期国債の需要が増えており、足もとで国債管理庁が短期国債の発行を増やしている面もあろう。

須田氏:

・英国では物価目標のために財政も貢献をしなくてはならないと法律で決められているため、両者の協調があってもおかしくない。

江川氏:

・英国では、期間 15 年以上の国債が圧倒的に多く、50 年債も発行されている。

武邑氏:

・超長期債やインフレ連動債については年金の需要が非常に強いことが背景にあるとされている。

内田氏:

・インフレ率が安定している限り、長期債発行の増額は国債管理政策に照らして正当化されるが、裏を返せば、物価安定目標は厳密な運営が求められる。

井上<オーガナイザー>:

・時間がきたのでここで終了させていただく。予定していたユーロ圏に関する議論は、機会を改めて行うこととしたい。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、多くのご示唆をいただいた。大変ありがとうございました。
