

## 議 題

物価の変質と金融政策

## 開催日時

2019年3月22日&lt;13時00分~14時30分&gt;

## 出席者

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)  
 細野 薫 氏 (学習院大学 経済学部 教授)  
 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. 物価の変質と金融政策

## 1. 物価の変質と金融政策

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・「金融市場パネル」が 2009 年 3 月の開始以来、10 年間に亘って継続できたのも、定例メンバーの方々のご協力はもちろん、本日このようにご参集いただいた皆様のご支援の賜物であり、改めて厚く御礼申し上げます。私自身は、毎回の会合で大変活発な議論を重ねていただいたことが印象に残っているし、海外出張で有識者や政策当局と面談する際に、マーカーや付箋のついた議事概要を提示され、内容について照会を受けたことも良い思い出である。最終回なので、国内のみならず海外でも高い評価をいただいていた点をぜひお伝えしておきたい。「金融市場パネル」はプロジェクトとしては今回で終了するが、常任メンバーの皆様や諸先輩方からは中央銀行に関する調査自体を止めてはいけなくと激励をいただいているので、異なる枠組みの下で「忍耐強く」議論を続けてゆきたい。

・本日の 3 つのパネルディスカッションで取り上げるテーマは一見無関係のようだが、インフレ率がなかなか高まらず政策金利が ELB (Effective Lower Bound) に直面する結果、非伝統的金融政策を行う際には金融市場との対話が重要になり、同時に長期金利が低位安定し、金融構造が変わることでデジタル通貨の成長が促される面もあると考えれば、相互に関連する内容も有している。しかも、物価の変質や市場との対話は、FRB が開始した金融政策の見直しにおける三つの柱のうち二つに関わる。「金融市場パネル」の 20 回記念コンファレンスの際には日銀の政策が常に米欧の後塵を拝するとの批判もあったが、米欧の金融政策の「正常化」も想定どおりに行かないことが明らかになりつつある以上、日本の経験や知見を発信することは、むしろフロンティアとしての意味合いも有する。

## 神津氏(リードコメント):

・インフレやデフレについては貨幣的現象か実体的現象かという議論がなされてきたが、マクロ計量モデルの枠組みはいずれにせよ連立方程式体系であるだけに、どちらか一方ということにはならない。ただし、需給が非常にルーズな下で、金融政策だけで 2% の物価上昇を実現しようとするれば、極端な金融緩和が必要にはなる。しかし、

現在、日本経済が直面しているのは、需給がタイトで、かつ強力な金融緩和を行っているにもかかわらず、なかなか物価が上昇しないという現象である。

・この問題を考えるために、企業が供給する財やサービスの需給環境をどう感じているか確認したい。日銀が推計する需給ギャップと短観の需給判断 DI をみると、両者はほぼ同方向に動くが、仔細に見ると、同じ需給ギャップの水準に対して最近ほど需要超過の方向に判断がシフトしている。分布図で見ても、両者の関係は 1990 年代までと 2000 年代では異なる。

・次の問題は企業が需給の引締まりを認識しているのに、価格を引き上げられない理由である。以上で見たことはフィリップスカーブの下方シフトを意味するが、企業は国内でも海外でも価格を引き上げる自信がない状況に追い込まれているのではないかと。実際、2000 年代入り後は投入価格と算出価格の比率である交易条件は悪化し続けている。企業収益は、数量要因にも依存するが、不思議なことにバブルが崩壊し需要が大きく減退した 1990 年中盤以降でさえ、交易条件は現在より良好であった。産出価格の引上げが難しい理由としては、国内で急速に進行する高齢化と共に消費バスケットも変化しているにも関わらず、企業のビジネスラインの変化が追いついていないとか、人口減少による市場規模の縮小が進行する下では値上げが困難である点などがよく挙げられる。同時に海外での競争も新興国の追い上げなどにより激化する下で、日本企業にとっては海外市場でも価格引上げが難しくなっている。

・この結果、日本経済も、経済成長と物価上昇が並存する局面から、2000 年代以降の双方ともみられない局面へシフトした。つまり、単純に物価を上げて経済成長が高まる状況にないにも関わらず、日銀は非伝統的な金融政策によって 2% のインフレを実現するのに大変な苦勞をしている。緩和的な金融環境の下でインフレ圧力がより強くなることは否定できないし、デフレはマイナス成長を伴うことが多いだけに物価下落を放置して良いとは言えない。しかし、企業の価格設定が既に見たような状況に追い込まれているとすれば、それを金融緩和だけで変えようとするのもなかなか難しい。

・マクロ的な物価指数はその内容が変化し続けていることにも注意する必要がある。例えば、家計の消費支出に占めるサービスの割合は上昇を続け、それに合わせて物価指数におけるサービス価格のウエイトも高まっている。それだけに、物価動向に対しても、サービスの価格決定が次第に大きな影響を与えるようになっている可能性がある。直感的にはサービス価格は財価格よりも賃金の影響を受ける面が大きい。そうだとすれば、賃金と物価の関係に注目する必要がある。過去のデータで確認すると、1980年代や90年代には賃金が増えつつ物価上昇が抑制された局面もあったが、その際には円高による輸入価格の下落が影響した。その後、1998～99年、2004年、2009年には各々賃金が顕著に下がると同時に物価も下落しているが、それ以外の期間は両者の関係が必ずしも安定的ではない。

・毎勤統計に基づく1人当たり賃金の前年比上昇率と消費者物価の前年比上昇率との時差相関を取ると、両者の関係の強さは時間を追って低下している。しかも、1980年代には物価が先行し、これは前年のインフレ率を勘案してベアが決まっていた慣行を反映していたと思われるが、その後は賃金がむしろ先行するパターンに変化している。これを、財と財以外(サービスの代理変数)に分けると、2000年代入り後は、財以外の方が賃金と物価との相関は強く、しかも賃金が物価に先行する傾向がみられる。こうして、先に述べた推論は概ね正しいことが確認される。

・こうした変化の背後で、もちろん労働市場も変化している。特に非正規労働のウエイトは一貫して上昇してきたが、今後も「ギグエコノミー」の到来などを考えると、フレキシブルな働き方を指向する人は増えるであろう。さらに、イノベーションによって、正規社員の仕事を非正規社員が代替するようになっている面もあろう。例えば、表計算ソフトや文書作成ソフトによってそうした代替が容易になるし、銀行の窓口で長時間待って公共料金を支払っていたのが、コンビニエンスストアのカウンターで即座にできるようになった。ただし、正社員と正社員以外とは大きな賃金格差があるだけに、非正規労働のウエイトが増えるに連れて一人当たりの平均賃金には低下圧力が加わる可能性がある。このように、物価だけでなく賃金についてもその内容は変化し続けており、2013年以降に失業率が低い割に賃金が上がらないことには尤もな面もある。

・こうした構造変化の下でも、中央銀行が一定のインフレ目標を設定し、その達成のために政策を運営することの適否は、改めて問われることになる。実際、内閣府のサーベイ調査の結果をもとに幸福度と経済成長率の関係を見ると、少なくとも2010年代以降は両者の関係は必ずしも明確ではない。それでも、2%の実質経済成長率を目指し、そのためには2%のインフレ率が望ましいといえるのかどうか自体が問題となるように思う。

#### 細野氏(リードコメント):

・私の問題意識も、2013年に「量的・質的金融緩和(QQE)」が導入されて以降、労働市場がかなりタイト化したにも関わらず消費者物

価指数(CPI)の上昇率は比較的小幅に止まり、2%目標を達成しないのはなぜかという点にある。神津さんは経済構造の変化が影響を与えた可能性を指摘したが、私はQQEの主眼が「人々の期待に働きかける」点にあったことを踏まえて、期待を通じた効果が生じたかどうかにも注目する。また、日本の規制価格や家賃の動きは、例えば米国と比べて異なる面があるので、その点が物価に与えた影響にも触れたい。

・私のアプローチは「標準的」なマクロ経済学の理論に沿って、物価上昇の決定要因をQQE以前とQQE以後で比較するものである。もちろん、「経済学者が10人いれば、理論は11種類ある」と言われるだけに「標準的」の定義も簡単ではないが、ここでは期待インフレを含むフィリップスカーブを前提に推計を行い、両者の期間で構造変化が見られる場合は、CPIの動きからその要因を推察する。フィリップスカーブの左辺はインフレ率で、右辺の要因の一つが期待インフレ率である。インフレ期待が強ければ、企業が産出価格を上げても競争上不利にはなり難いし、労働者も賃上げを要求しやすい。右辺の次の要因が需給ギャップであり、GDPギャップないし失業率ギャップを使用する。右辺の最後の要因が供給ショックで原油価格の上昇などである。推計を行う上でインフレ期待は内閣府の消費動向調査における物価見通しの回答を加重平均した値を使用した。また、失業率ギャップはOECDの推計による均衡失業率と実際の失業率との差を用いた。これらを見ると、期待インフレ率は実際のインフレ率とほぼ平行に動いているが、両者の差が縮小したり拡大したりする時期もみられる。失業率ギャップは、均衡失業率が4%程度で安定している下で実際の失業率の低下に沿って低下してきたが、2013年以降は、ギャップの縮小とインフレ率の上昇との相関が弱くなっている。

・フィリップスカーブを推計すると、期間を2012年以前と2013年以降に分けた場合、期待インフレ率の係数は約0.5から約0.9に上昇したので、「期待を通じた効果」は相応にあったと言える。一方で、失業率ギャップは絶対値で言うと約0.7から約0.5に低下したので、失業率から物価への影響が弱まったことも確認できる。なお、供給要因としての輸入エネルギー価格の係数は若干上がっているが、そもそも非常に小さい値なので影響は小さい。両期間の最大の違いは定数項の低下であり、先に上げた三つ以外の要因による影響も大きいことを示唆しているが、具体的な要因は判然としない。

・改めて消費者物価の財とサービス別の動きを確認すると、財価格は景気動向に対して相対的に感応度が高く、サービス価格も公共サービスと民間サービスともに、財価格ほど大幅ではないし、景気にやや遅れるが相応に変動している。これに対して家賃は硬直的である。寄与度を見ても、交通、教育、医療、福祉等の規制価格を多く含む公共サービスも相応に上昇している。その他のサービスもQQEの実施以降はプラスの寄与度を示しているが、家賃の硬直性のためにサービス価格全体としてはマイナス寄与となる。家賃が抑制されてきた理由として、1999年以降に税制改正の影響もあって、貸家着工が増加したことが供給過剰を招いている可能性がある。そこで、

実際に貸家の着工数と(相対価格とするために)家賃の上昇率からCPIの上昇率を引いたものとの関係を見ると、負の相関が推察される。しかし、定量的に推計すると、貸家着工数の係数は極めて小さく、定量的な影響は大きくないことも確認された。家賃が上昇しない理由として他に指摘されるのは品質調整の問題であるが、日本の場合は不動産の賃貸が粘着的な契約の下で行われている点も影響している可能性がある。

#### 須田氏(コメント):

・物価がなかなか上昇しない要因を考える上ではグローバルな観点が必要だと思う。特に製造業の価格については、日本の需給ギャップよりもグローバルな需給ギャップが重要である。なかでも、新興国ではインフレ率が顕著に低下している。これはグローバルな需給ギャップがマイナスであったことに加え、多くの新興国で中央銀行がインフレーション・ターゲティングを採用したことも影響しているように思う。加えて、日本の対外競争力が相対的に低下する中で、企業が価格を上げられなくなった面もある。その背後では、1990年代のバブル崩壊以降、日本企業がなかなか前向きな投資に注力できなかった点も影響している。

・黒田総裁が就任して以降は、日銀も「期待に働きかける」政策を標榜したが、実際は期待インフレのコントロールが難しいことが明らかになっている。それに対して細野さんの分析はインフレ期待が実際のインフレに与える影響が強まっていることを示唆するものだが、これはバックワード・ルッキングな期待の影響がむしろ強まり、2%にアンカーするようなフォワード・ルッキングな期待が弱まっていることを示すものではないか。

#### 左三川氏(コメント):

・インフレ率の変化を需要側の要因と供給側の要因とに分けて検討する場合、需要側で気になるのは高齢化に伴う消費バスケットの顕著な変化である。「人生100年時代」と言われるように健康寿命が伸びるのに対し、企業の定年延長や年金の支給開始年齢の引上げが追いついていない結果、高齢者に将来不安が広がり、消費を抑制する行動に繋がっている可能性がある。この点も物価には下押し圧力となる。実際、私の所属する日本経済研究センターでは、消費実態調査に基づいて消費動向の世代別の変化を分析したが、今の若い世代は昔の若い世代に比べて貯蓄性向を高めているとの結果が得られた。この間、人口減少や高齢化で投資が抑制気味に推移するとすれば、貯蓄と投資をバランスさせる自然利子率が下方圧力が一層加わり、中央銀行が政策金利を引き下げても、緩和効果が十分得られない可能性がある。

・民営家賃がなかなか上昇しないのは、貸家の経年劣化の影響を適切に評価していないことによるのではないかと思う。つまり、仮に家賃を据え置いても、対象物件の経年劣化を考慮すれば実質的には家賃が上昇しているのに、こうした品質調整が適切に行われていない可能性がある。一方、数年前からは相続税対策としてアパートの建築が増加したことは事実であり、足元で着工数が落ち着いても

貸家ストックの面では過剰感が生じている可能性もあり、その面から家賃を下押ししていることも考えられる。

#### 細野氏:

・インフレに関してグローバルな視点が大事である点をご指摘の通りであり、新興国からの影響を含めて今後分析したい。また、私の分析では、「今後の物価がどうなるか」を単純に質問した結果を家計のインフレ期待として用いているので、そうした期待形成がフォワード・ルッキングなのかバックワード・ルッキングなのかはアプリアリには分からないほか、データをみると実際のインフレの動きと同期しているように見える。家賃に関する品質調整の問題は確かに存在し、日銀もしばしば強調しているが、その影響を正確に推計することは難しく、それだけで家賃の低位安定を説明することも難しいように感じる。ただし、貸家がストックとして過剰になっている可能性はあるし、今回の分析ではフローの面のみに直目したことは事実である。

#### 神津氏:

・グローバルな視点の重要性は私も同意する。これまでは財価格への影響が中心であったが、今後はサービス価格もグローバル化の影響を一層受ける。「ギグエコノミー」も単なるバズワーズではなく、企業がサービス関連の様々なジョブを海外に発注するようになる可能性は高い。「AI プラス 5G」の下で大量のデータ伝送が短時間で可能になると、これまで国内の専門家が対応してきたジョブも、世界中で最も価格が安く最も質が高い先に発注することが容易になる。

・年齢別の消費性向は、平均余命が現在も伸びつつけているだけに重要な問題である。つまり、定年年齢に達した多くの人たちは「まだ、そんなに生きなくてはいけないのか」という印象を強く覚えながら引退していくので、それがマクロの消費性向に一定の影響を及ぼした可能性は大いにあり得る。また、高齢化に伴う消費バスケットの变化については、需要が増加する分野の多くが、介護や医療に代表されるように規制価格の下にあることにも注意する必要がある。つまり、需給関係に対する価格の感応度が低いサービスのウエイトが高まるので、サービス価格の粘着性にこれまでとは違う形で寄与する可能性がある。

#### 須田氏(リードコメント):

・私自身が長らく研究してきた為替相場と金融政策との関係を議論したい。かつてのアジャスタブル・ペッグ制の下では、国際収支が金融政策運営の制約であったが、同時に「タガが外れない」ようにする役割も担っていた。その後に変動相場制へ移行したため、金融政策に対する新たな「タガ」としてインフレーション・ターゲティングが導入されたと理解できる。現在の金融政策の典型的な枠組みは、中央銀行にインフレーション・ターゲティングの下で独立性を付与し、説明責任を求めるものである。一方で、為替相場の変動は受け入れ、必要に応じて介入はするが、対外競争力を目的とした通貨の切り下げは行わないというのがG20での合意である。

・リーマンショックまではこうした枠組みは高く評価され、日本の物価が上昇しないのは、日銀がインフレーション・ターゲットを設定せず、

従って強力な金融緩和を行わないせいであるとの批判が多かった。しかし、世界金融危機を経て物価目標の偏重が問題視され、インフレーション・ターゲティングの評価もグローバルにみて低下した。日銀はこうした状況でインフレーション・ターゲティングを新たに採用した訳であるが、日本だけでなく欧米の中央銀行も非伝統的な政策手段を用いても物価安定目標を長期間に亘って達成できなかったため、金融政策は万能薬ではないというのが共通認識となった。

・一方、為替相場は短期的には予想によって動く面が強いいため、金融政策が市場の予想に働きかければ影響を与えようとの理解が広まった。加えて、中央銀行は長期金利に働きかける政策も活用するようになったので、内外金利差を通じて為替相場に影響を及ぼし得ることになった。日本では円高アレルギーが強く、デフレマインドを強めては困るので、「物価安定目標の達成」の名の下に金融緩和が長期化している。しかも、政策手段をほぼ使い切ってしまっただけに、物価の押し上げは自国通貨安に頼らざるを得ないところもあり、変動相場制でも金融政策は為替相場から解放されていない。

・経済と金融のグローバル化が進展する下で、為替相場の変動は国内外の経済や物価、企業活動に幅広く影響を及ぼすようになった。輸出量については、現地市場の状況に即した価格決定戦略 (Pricing To Market) が支配的になる中で、為替相場が変動しても現地価格を簡単には調整しなくなっただけに、少なくとも短期の為替感応度は低下している。その結果、為替相場の影響は主として収益を通じて企業に影響を及ぼすようになった。輸入に関しては、為替相場の変動が交易条件を通じて実質所得に影響を与える状況に変化は無い。為替相場は国内物価に対して輸入物価を通じて影響を及ぼすが、特にエネルギー価格はドル建てである上に為替の影響が加わるので寄与度が大きいほか、最近では耐久消費財の輸入も増加しており、その点でも為替相場の影響は強まっている。日銀の分析によると、名目実効相場の 10% の変化は、消費者物価に対して 1 年半後に 0.5% ポイントの影響を及ぼすとされる。

・為替相場は金融環境や企業収益を通じて株価に影響を与えるほか、外貨建ての資産負債の評価額にも変化をもたらす。国内での低金利や少子高齢化、あるいはグローバル化の進展に伴って、企業は海外の需要に依存せざるを得なくなり、従って資産負債の残高が大きく拡大しているだけに、為替相場の変化による差損益もこれまでに比べて非常に大きくなった。国際決済銀行 (BIS) の国際資金取引統計によると、本邦所在銀行の 2018 年末のグロスの対外債権残高は 3.7 兆ドル (円換算で 414 兆円) であった。また、国際収支統計によると 2018 年末の対外資産残高 (銀行だけでなく、公的当局や事業法人も含む) は 1,022 兆円に達し、対外負債残高も 678 兆円に達している。そして、統計の関係上 2017 年末時点にはなるが、外貨建ての短期債務残高も 124 兆円に上る。BIS も指摘するように、外貨の資金調達リスクはシステミックリスクを増幅する可能性もある。

・海外の金融政策と為替相場との影響に関しては、やはり FRB が重要であり、バーナンキ元議長の時代には政策運営に際して海外経

済や国際金融市場に対する配慮を欠くとの批判も強かった。しかし、イエレン前議長の就任以降は、金融政策を運営する上で海外の金融経済に対する影響や米国へのフィードバックも注視するようになっており、米国のような大国にとっては重要な点であるように思う。

・これらの様々な影響を総合した場合、日本全体としてみた場合に円安が本当に望ましいかどうかには疑問符も付く。日本は対外債権国であり、それらを最終的には円建てで評価することを考えると、円安のメリットは大きいし、物価目標の達成に対しても円安は望ましい。他方で、交易条件は円高の方がプラスに働き、世界全体がインフレになった時にも円高のほうが望ましい。金融面でも、先に見たように対外負債も大きいので円安によって負担が増える面があるほか、円安の反対側でドル高が進めば、資本移動や資産価格の変動を通じて国際金融システムにストレスをもたらす。このように円相場の総合評価は単純ではないが、G20 で確認されているように、為替相場の過度の変動や無秩序な動きは、市場のマインドを動揺させて経済活動を阻害しかねないし、金融システムの不安定性も高まりやすいので避ける必要があると思う。

・現在の中央銀行は、政策手段の発動余地が小さい中でインフレーション・ターゲットの達成に時間を要しており、低金利政策を長期に亘って続けざるを得ない。そうした下で、効果の大小を別とすれば、為替相場の誘導は物価への確かな効果が得られるが、自国の金融政策だけで為替相場を常に望ましい方向に変化させ得るわけではない。一方で、金融緩和の長期化に伴って国内で「ゾンビ企業」を存続させ、結果的に生産性の改善を阻害したり、民間金融の不均衡や政府債務の蓄積をもたらしたりするリスクが残る。最終的には、物価が抑制されたままで資産価格バブルが崩壊することも懸念される。「タガを嵌める」役割が期待されたインフレーション・ターゲティングが役目を果たさず、金融緩和にプレーキがかからない状況を作り出している。

・日本では為替政策は政府の専権事項である上に、日本側が円相場の急激な変動だと認識しても、他国の承認なしに為替政策を活用することは難しい。この点からも金融政策に対する過度な期待が生じやすいが、それが金融経済の安定に反する結果をもたらすことはバブル期に学んだとおりである。物価安定目標の達成が程遠い中、低金利政策の継続に伴うコストに配慮しながら金融政策を運営すれば良いが、難しいのであれば歴史を戻して、金融政策の目標を為替相場の安定とすることも一案ではないかと思う。資本や労働の移動性 (mobility) が高まる中で、最適通貨圏の範囲は増大しているし、為替相場の安定確保が重視されれば、欧米でのポピュリズムの台頭による財政節度の低下にも歯止めをかけうる。もちろん、為替相場の安定は不確実性を抑制し、生産や投資の決定を円滑にする点で企業に対するメリットが大きい。さらに、為替相場を安定させる際に経済パフォーマンスの良好な国を為替に連動させることができれば、自国に構造改革のインセンティブを与える。実際、ユーロ圏でもギリシャやイタリアのような例を考えるとうまくいっていないように見えるが、両国ですら様々な政策対応を通じてユーロ圏に留まっ

ていることは評価してよい。

・為替相場の安定を重視すれば、代替的な目標の達成は犠牲になりうるし、最終的に安定が維持できなくなった時の混乱も経験済みである。特に、主要国で金融政策の方向性や変化が同期していけば、国際金融市場も一樣に同じ方向に動くため、資産価格などが過大になるリスクもある。そうした副作用を重視し、既存の枠組みによる金融政策が望ましいとするのであれば、せめて、為替相場の動きを結果として受け入れる姿勢が求められる。為替相場の過大な変動を防ぐには、G20 や IMF で介入や資本移動規制のルールをしっかりと作ることが必要となる。また、実質実効為替レートは購買力平価から大きく乖離することはなく、円安や円高にはその時々でメリット、デメリットが存在するほか、企業は為替変動に対して相応の対応を続けてきていることも理解する必要がある。日本の場合は、円高になると副作用を省みずに追加緩和を求めるマインドセットを何とか変えていくことで、金融政策への負担を軽減し得る。

#### 左三川氏(リードコメント)：

・金融政策を運営する上で、物価と資産価格をどう位置付けるべきかを考えたい。結論を先取りすると、2%の物価安定目標の達成に強くこだわりすぎると、かえって経済の持続的な成長を損なうリスクがあると思われる。

・2月の消費者物価指数が今朝公表されたが、コアは前年比で+0.7%となり、26ヶ月連続での上昇となった。しかも、戦後最長とも言われる景気回復局面にも関わらず、2%の物価安定目標との間にはかなりのギャップが残る。この間、世界経済には下方リスクが高まっている。国際通貨基金(IMF)は、昨年の4月時点では2019年の世界経済の実質GDP成長率を+3.9%と予想していたが、今年1月には+3.5%まで下方修正した。一昨日のFOMCでは年内の利上げ見送りが示唆され、「量的引締め(QT)」も9月末で終了する方針を示した。欧州でもECBは年内の利上げを断念している。

・日銀は、先進国の中央銀行としては初めてETFの買入れを実施し、現在では時価で30兆円近い残高に達している。昨年9月末時点では時価が簿価を上回っていたが、徐々に簿価が切り上がっていることを考えると、今後は時価が簿価を割り込む可能性もある。そうなれば、日銀は引当金を積むといった対応が必要になるので、国庫納付金の減少を通じて財政コストに繋がる恐れがある。また、ETFの買入れは民間の資源配分に直接的な影響を与える政策であるだけに、もともと財政政策に近い性格を有している。一方、国債買入れに関しては、「量的・質的金融緩和(QQE)」を開始した際に、いわゆる「銀行券ルール」を棚上げした。このルールは、国債買入れが財政資金調達を支援する目的で行われている訳ではないことを示すために、長期国債の保有残高を銀行券の発行残高の範囲内とするよう運営するものであった。しかし、今や前者は後者の約4.3倍にも達し、最近では「銀行券ルール」という名前を耳にすることはなくなった。

・日銀が行っているJ-REITの買入れは、保有残高が年間900億円程度増加するよう運営されており、ETF買入れに比べて小規模な印

象を受ける。ただ、最近の地価の状況を考えると、今後は保有資産の評価損の面で難しい局面を迎える可能性もある。また、日銀によるこうした買入れが銀行の不動産向け融資の拡大につながっている可能性もある。国内銀行(銀行勘定)の貸出動向をみると、企業向け全体の伸びに比べて不動産向けの伸びが目立つ。また、地方銀行や第二地方銀行では、住宅ローン残高の増加が続いており、日銀が来月公表する「金融システムレポート」でこの点をどう評価するかが注目される。また、全体としてみれば不動産業向け貸出残高の前年比の伸びはそれほど高くはないが、地方銀行や第二地方銀行の間で不動産関連貸出への注力が相対的に目立つ。

・実は貸出残高全体に占める不動産業向けの貸出残高の比率は、多くの業態でバブル期を超える状況にある。そこで、バブル期の特徴を改めて振り返ると、まず、バブル期には地価だけでなく株値を含む資産価格全般が上昇し、その後に急落したことが確認できる。その一方で、消費者物価の上昇率は1989年度の消費増税の影響を除くと前年比0%程度で安定していたこともわかる。当時は、内需の拡大を通じた経常黒字の圧縮が重要な政策課題とされ、金融緩和が過度に長期化されたのに対し、現在はそうした政策課題はないが、金融緩和が長期化している点は共通している。バブル期には、銀行は業態を問わず不動産業向けの貸出を顕著に増加させ、なかでも都市銀行や信託銀行では前年比で50%を超える局面もあった。これに対し、1990年代初頭に当時の大蔵省が、不動産業向けの貸出伸び率を貸出全体の伸び率以下に抑えることを求めたことが契機となり、貸出の伸びは急落した。

・これに対し現在は、金融緩和がバブル期より長期に亘って継続されている。結果として生じたことの一つは預貸利鞘の縮小である。ゼロ金利政策が導入され、最初の量的緩和が導入された時期をピークに、利鞘は縮小を続けている。冒頭に述べたように、これから景気が徐々に減速することが予想されるだけに、現在の「異次元緩和」がさらに長期化し、結果として銀行の預貸利鞘の縮小傾向がさらに続く可能性が生じている。その場合、金融緩和の波及メカニズムにも影響が生ずる。つまり、日銀は6年前、QQEの実施に際して、銀行が安全資産の保有を減らし、リスク性資産の運用を増やすこと一歩フォリオ・リバランスの効果が期待を示した。特に実際に、銀行、とりわけ地方銀行や第二地方銀行はQQEの下で国債保有を大きく削減したほか、保有国債の期間も長期化させた。こうした傾向は、地方債や外債についても同様に観察される。

・これらの結果として、海外に営業拠点を持たない国内基準行では資産と負債の期間ミスマッチが拡大し、金利リスク量も増加している。日本経済研究センターの金融研究班では、2019年3月期から国内基準行でも公表することになっている金利リスク量、IRRBB(Interest Rate Risk in the Banking Book)を94行について計測した。金融庁が公表した三つのシナリオ(イールドカーブの上方シフト、下方シフトとスティープ化)のうち、最もリスク量が大きくなるイールドカーブ上方シフトの影響を試算した。その際、負債側で金利が上昇しても流出しないと考えられる「コア預金」を含む流動性預金の平均

残存期間について、3ヶ月、2.5年、3.5年という三つのケースを想定し、金利リスク量が自己資本のどの程度になるかをみた。総じてみれば、地方銀行のほうが第二地方銀行よりも規模が大きいため、金額ベースで見た金利リスク量は地方銀行のほうが大きい、上限とされる自己資本の20%をどのくらい上回っているかをみると、第二地方銀行のほうが高いとの結果を得た。さらに、銀行はこれまで期間の長い貸出を固定金利で実行してきただけに、景気が減速して企業の業績が悪化すると、信用リスクも顕在化する。このように、今回の金融緩和の長期化は、不動産バブルのような現象でなく、民間債務の積み上がりといった不均衡と、リスクの顕在化に伴う金融仲介機能の毀損といった問題に繋がりを注目する必要がある。

**・神津氏(コメント):**

・私はグローバル製造業のインハウスのシンクタンクに所属していることもあり、モノ造りの現場では為替相場が短期間で大きく変動することは大変に困る点を強調したい。何万人という社員が額に汗して努力しても、原価を1円切り下げることには大変な時間とコストを要するが、為替相場は一瞬で5円も動いてしまう。

・為替相場の決定モデルには大きく言って「購買力平価」と「金利平価」の2つがあり、前者は為替相場が物価で調整されるとの考えであり、後者では為替相場が金利で調整されると考える。つまり、一つの為替レートが物価と金利の双方を調整する役割を担うだけに、どちら側によっても反対側にしわ寄せが来る。しかも、為替相場は金融市場の論理に影響される結果、本当は一定の粘着性がある実体経済活動が、金融市場の論理に常に振り回されることになってしまう。日本企業はそのことに大きなコストを払ってきた。

・左三川さんの議論は正論であるが、それを政治に対してどのような言葉で伝え、内閣の意思決定にどう結びつけるかが大きな課題である。中央銀行も国家権力の一部である故に、金融政策を立法府の意向から完全に切り離された形で運営することはできない。中央銀行が金融市場や実体経済の近くにいる種の不可解さを感じたとしても、それが立法府の政治過程まで跳ね返り、そこから金融政策の実行までフィードバックされる過程が一層大事になると思う。

**細野氏(コメント):**

・須田さんは為替相場を安定させることの重要性を指摘されたが、極端な例として固定相場制に戻ってしまうと、投機の攻撃を受けたり、国内経済の資源配分を歪めたりする問題もある。また、外貨の債権債務をグロスで見ることの重要性に同意するが、日本でみられる期間のミスマッチがリスクに繋がるかどうかについては、どう理解すれば良いか。一方、左三川さんは長期に亘る金融緩和の副作用として、銀行の金利リスクと信用リスクを取り上げたが、後者に関しては、銀行が中小企業に対して経営改善計画の提出を条件に、かなり寛大な与信を行ってきたことに伴う問題をどのように考えればよいか。

**須田氏:**

・固定相場制に伴う副作用は十分認識しているが、本年初に円高が発生した途端に追加緩和を巡る議論が台頭した点が示すように、金

融政策が為替相場に振り回される事態を何とか変えなければならぬ。しかも、変動相場の下で金融政策の「タガ」となるはずだった物価安定目標にも到達できない以上、少し後戻りして為替相場の位置付けを考え直してはどうかということである。なお、外貨の期間ミスマッチについては、数年前にBISによって、金融システムに問題をもたらすリスクがあると指摘されている。邦銀も注意は払っているが、状況が顕著に改善しているわけでもない。

**左三川氏:**

・金融緩和の副作用を正しく認識してもらう上では、シンクタンクが定量的な分析の結果を公表していくことも一案であろうし、FRBと同じように日銀も、将来発生しうる損失に関するシミュレーションをスタッフペーパーのような形で公表することなども考えられる。細野さんがおっしゃる借り手としての中小企業の問題は、当研究所でも今後研究のテーマの一つとなっている。

**井上<モデレーター>:**

・予定の時間になったので、これで第一セッションを終了したい。

\*\*\*