

内外経済・金融情勢と日銀の金融政策展望

木内 登英

御紹介いただきました木内でございます。本日は、「内外経済・金融情勢と日銀の金融政策展望」というテーマでお話しいたします。

二月に行った新春討論会の続編ではありませんが、そのレビューという色彩もありますので、若干触れたいと思います。

新春討論会では、金融市場に大きな影響を与えるアメリカ経済の見方について、強気派と弱気派が分かれる形になりました。野村とBNPパリバ証券は、今年のアメリカの成長率はゼロ%と比較的弱気派で、年内にもFRBは金融緩和を行い、

それを受けてドル安がかなり進むのではないかという見通しでした。しかし実態は、これほど利上げを進める中でもアメリカ経済は崩れていません。これは個人的にも非常に意外でありまして、この見通しがずれた結果、為替の見通しもずれ、もつと円高に巻き戻されると思っていたのがフラフラしたままというのが現状です。

一方で、そのとき指摘したとおりになったのはアメリカの債務上限問題です。これは、五月から六月にかけて大きな問題になりました。

日本について意外だったのは、日本銀行があま

り動かなかったことです。この点は、思ったよりも円安方向に振れている背景の一つであり、五月から六月にかけて予想外に日本株が上振れた大きな要因の一つでもあるように思います。

予想できなかったのは、三月から始まったアメリカの中小・中堅金融機関の破綻です。現状、収まってきたいますが、この金融不安も今年前半の経済・金融市場を見る上で非常に大きなイベントだったと思います。

こういった今年前半に起こったイベントなどにも触れながら、今日は比較的幅広いテーマでお話します。

まずは「世界経済と物価高騰の行方」です。物価の高騰については、ピークが少し見えてきたのではないかと私は思っています。

二番目に、今申し上げた「米国銀行不安と米国経済」です。

三番目以降が日本の話で、「日本の物価・賃金と経済再生」です。例えば、今年の春闘での賃上げ率は年初に予想していなかったほど上振れましたが、日本の物価・賃金は従来のトレンドが変わって上振れていくのかどうかといった内容です。

最後に「異次元緩和一〇年の総括と金融政策の展望」ということで、この春に一〇年を迎えた日本銀行の異次元緩和の総括と、植田新体制のもとでの金融政策の展望です。

一、世界経済と物価高騰の行方

世界経済は減速傾向が続く中、日本はむしろ持ち直しの期待が高まっている、これは正しいのですが、日本経済は世界経済との連動が非常に強く、海外の景気が減速してくれば、いずれ足を

引つ張られることになります。したがって今期待されているように、コロナ問題の緩和、そしてインバウンド需要など、消費関連の需要に支えられて日本だけ強いということはあり得ません。現状、アメリカ経済はまだ安定していますが、中国経済は思ったよりも下振れてきていますし、欧州経済は景気後退に近い局面に入っている可能性があります。

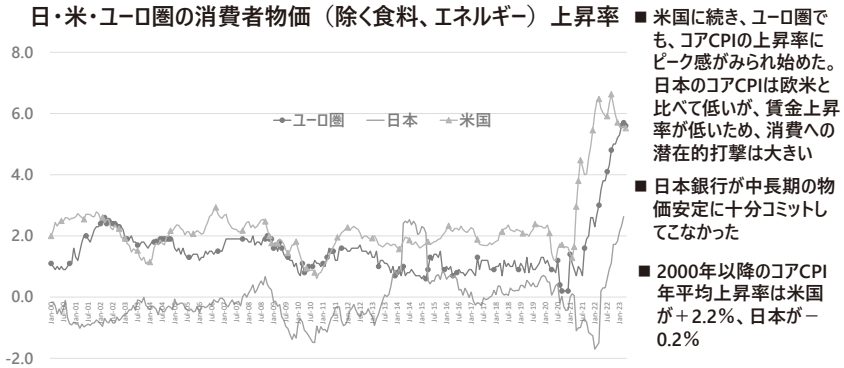
日本を含め主要国では、労働市場がタイトで個人消費が比較的安定していることから、サービス業は悪くない一方で製造業がかなり悪くなっています。製造業景況感について、七月の速報値ではアメリカとヨーロッパはもう一段下落しており、かなり下振れてきています。トータルでは世界経済はまだ大きく崩れるところまでは行っていないものの、貿易などを通じて製造業の部分はだんだん縮んできているというのが現在の姿です。

それとも関係しますが、インフレ率自体はピークが見えてきています（図表1）。このグラフではコアのインフレ率を示していて、食料やエネルギーなどを含めた最新の六月の数字は、アメリカは三%まで下がっています。つまり日本のほうが上になったということで、アメリカのインフレ率は着実に低下傾向にあると言えます。もちろん、まだ二%の物価目標よりも高く、これを受けて金融緩和というわけにはいきませんが、山は分越えたのではないかと思います。ユーロ圏とイギリスも、少し遅れてはいるものの、やはり頭打ち感が見られます。

日本についても、ピーク感が少し出てきています。生活の実感からすると、物価は依然として上がっている印象のほうが強いかもしれませんが、消費者物価指数などを見ると、食料品価格の値上げのペースは落ちてきています。ただし、日本銀

図表 1

日本の物価上昇率は欧米よりも低い消費への潜在的打撃は大きい



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

〔注〕 日本の数値は消費税率引き上げの影響（推定）を除く

〔出所〕 OECD（経済協力開発機構）

行が期待しているほどのペースではありません。物価高騰の原因になった原油価格・商品市況は、昨年夏の段階でもうピークアウトしてきています。もちろん足下では、原油価格が上振れる、あるいは黒海の問題で小麦価格が上振れるといったことはありつつも、昨年のピークと比べればかなり低い水準です。

また、中国のゼロコロナ政策の影響等でサプライチェーンが混乱し、自動車などの価格高騰につながりましたが、輸送コストで見ると、もう山を越えてかなり下がってきている面があります。

そしてもう一つ、物価を押し上げた要因として、コロナの感染リスクを避けるため、旅行やアミューズメントといった対人接触型のサービス消費を控える一方、家での生活を楽しむ巣ごもり消費が拡大したことが挙げられます。どの国でも消費に占める財の比率が高まりました。つまり、家

で消費するモノの需要が強まり、生産を増やすために様々な原材料や電力が投入され、それが原材料やエネルギー価格の高騰につながった面があるわけですが、日本以外の国ではそれもようやく落ち着いてきています。

物価が一旦上がると、賃金を通じたり、インフレ期待を高めたりということで二次的な効果が出てきますので、物価高騰の引き金になった部分の流れが逆方向に変わったからといって、すぐにインフレが収束するわけではありませんが、時間をかけて落ちていくだろうと思います。

物価が高止まりしてしまうかどうかというときに、インフレ期待が重要だと中央銀行は考えます。物価は様々な要因で決まりますが、期待で決まる部分もあります。例えば、インフレ率がずっと上がっていくと思えば、企業が値上げをしても消費は落ちない、こういう部分もあるとすると、

物価の安定を回復するためには長期的な物価の安定を確保することが重要だというのが中央銀行の考え方であり、欧米ではそのようなことも意識して急速な利上げをしてきました。

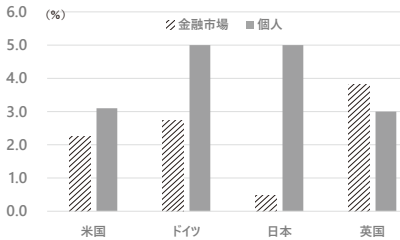
その結果、左のグラフのとおり、今年六月時点におけるアメリカの長期インフレ期待は、個人が三・一%、金融市場が二・三%で、右のグラフに示した二〇二〇年末から足元までの変化を見てもわかるように、ほとんど上がっていません（図表2）。つまりアメリカは、FRBの大幅な利上げの影響もあつて中長期のインフレ期待を抑え込めたからこそ、いち早くインフレ率がおさまっている面もあります。

それに対して日本は、二%の物価目標がまだ達成されていないので大幅な金融緩和で支えるという考えですから、日本銀行はインフレ期待の上昇を抑え込む政策をとっていません。その結果、個

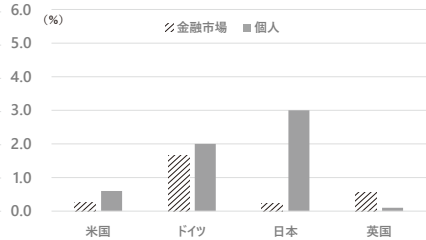
図表2

大幅金融引き締めで長期インフレ期待は安定維持

長期インフレ期待の各国比較



長期インフレ期待の変化



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

(注) 長期インフレ期待は10年。BIS (国際決済銀行) の推計

〔出所〕 BIS (国際決済銀行)

〔出所〕 BIS (国際決済銀行)

人のインフレ期待はこの数年間で年平均三%上昇しました。金融市場の期待も、このグラフではそれほど上がっていないように見えますが、例えばインフレ連動債は一・一〜一・二%とかなり上がってきており、実は日本は長期的なインフレ期待が上振れてしまっているという問題があります。世界的にはこれからインフレ率が落ち着いていく方向ですが、日本は遅れる可能性があるのではないかと考えます。

そして、インフレ率が高止まりしても賃金が上がっていくのであればいいと思っていたのが、賃金はそれほど上がらないとなると、この高いインフレ期待は結局、どこかで消費にマイナスに効いてくる可能性もあります。この点を考えても、日本銀行は二%の物価目標にこだわらずに、中期的な物価の安定にコミットするような形で政策を修正する、そういうメッセージを出したほうがいい

のではないかと考えています。

話をアメリカに戻しますが、なぜここまで利上げをしてもアメリカの景気は弱くならないのでしょうか。今申し上げたように、アメリカは長期的なインフレ期待が落ち着いていますので、短期金利を上げれば上げるほど、実質金利が上がっていくことになります。今年七月と九月に〇・二五%ずつ利上げが行われるとすれば、リーマンショック前の水準を超えるところまで実質金利が上がるということで、引き締め効果は相当あるのではないかと思います。

さらに、ここからアメリカの景気が減速してくると、インフレ期待自体が下振れます。FRBの利上げは、早ければ七月、遅くても九月に打ち止めという見方になってきていますが、インフレ期待が下振れると、景気に影響を与える実質金利が上振れてしまうということで、むしろFRBが利

上げを打ち止めた後、金融引き締めのブレーキがグッと踏まれる可能性もあります。FRBはインフレが定着しないよう非常に警戒的な金融政策を続けており、利上げを停止しても簡単には金融緩和しないととなると、その時点で実質金利がかなり上がって景気にブレーキがかかるということがこれから起こってくるかもしれません。

過去においては、景気後退を起点に考えると、インフレ率はその前の水準まで下落し、むしろそれよりも下振れます。足下のインフレ率が上振れたことで、世界がインフレ期に入ったという見方も結構ありますが、私はそうではないと捉えています。もちろん、一旦上がったものは熱を帯びているため、もとに戻るまでには時間がかかります。例えば、インフレ率が比較的高かった一九七〇年代、八〇年代前半は、もとの水準に戻るまで三年かかりました。しかし、時間はかかって、

またもとに戻っていくというのが通常だと思えます。

二、米国銀行不安と米国経済

今年三月、アメリカでは銀行不安が一時的に起こりました。これで終わったのかということについては見方が分かりますが、私は、まだ始まったばかりの可能性もあるのではないかと考えます。

先ほど、利上げを進める中でもアメリカの経済がなかなか崩れないのは不思議だと申しましたが、債務の状況が一つの鍵を握っているように思います。

リーマンショックの時には、家計債務GDP比率が急激に高まりました。こういう局面で金利が上がる、あるいは資産価格が下がると、家計の債務を減らす動きが急激に起こり、消費も弱まり、

住宅投資も弱まり、景気も弱くなります。一方で、不動産市況の下落、不動産関連の証券化商品などの価格下落が銀行に大きな問題をもたらし、銀行危機、金融危機に陥る、これがリーマンショックですけれども、リーマンショックの後、個人の債務は相当減りました。そのため、確かに金利は上がっていますが、債務は抑え込んでいるので、個人としては、さらに借金を抑えなければいけないということにはなっていません。典型的には、金利が上がると住宅や自動車が崩れ、そこからアメリカ経済全体が調整に入っていくのが普通ですが、個人が債務を抑えた結果、そうなっていません。このあたりが、アメリカ経済が意外と持ちこたえている背景ではないかと思えます。

一方で、企業の債務は歴史的に見ても非常に高い水準まで増えています。つまり、アメリカ経済・金融の弱点は企業に移っており、リーマン

ショックの時とは全く姿が違います。ただ、金利の感応度は家計よりも企業のほうが低く、金利を上げてても上げてもなかなか効かない状況ではあります。全く効かないわけではないので、いずれは効果が表れます。

その場合、金融に関しては、企業の債務問題が効きやすいことから、リーマンショックのように住宅市場に問題が生じるというよりは、商業用不動産の問題が出やすいでしょうし、それに関連して商業用不動産担保証券の問題も出やすいです。

また、信用力の低い企業が銀行以外のファンドなどから資金を調達する動きがリーマンショック後は強まっていますので、ファンドが貸し出しを抑えることで資金逼迫が起こりやすい。したがって、企業を起点とした経済・金融の不安定化はまだ起こるでしょうし、それはアメリカの景気が弱くなって初めて表面化するでしょう。

三月に起こった銀行不安は、金利が大幅に上がったことの影響等々によるもので、信用リスクがほとんど上がっていない中で起こりました。今は景気がまだ悪くなっていないので一旦収まってはいるものの、景気が悪くなって企業向けの信用の不安が出てくれば、もう一段の銀行不安につながりやすくなります。ただし、リーマンショックのように大手金融機関の問題にはならないので、金融危機に陥るということにはならないと思います。

三月以降、相次ぐ銀行破綻によって中小・中堅銀行から過去最大規模の預金流出が起こり、このときはやや危機的な状況でした。その背景にあるのは、アメリカの国債利回りがかつてないほど短期間で急激に上がったことにより含み損が広がったことです。FDIC（米連邦預金保険公社）の推計では、二〇二〇年末時点の米銀の証券含み損

は六二〇〇億ドル、このうち三四一〇億ドルが満期保有目的証券です。これは自己資本比率でいうと二％程度、一気に下がった計算になりますので、それなりのショックでした。もちろん、そのまま持っていれば損は出ませんが、経営不安から預金流出してしまった銀行は含み損を抱えた証券を売らざるを得ないということで、売った途端に含み損が実現損になり、一気に自己資本が減って破綻に至りました。

貸し出しの伸び率は、貸し渋りと資金需要の低下の両面から急激に下がっており、今はほぼゼロまで来ています。これはリーマンショック後と同程度の水準です。

また、企業向け融資の需要側と供給側、両方の指数を合成したものと、GDPの成長率を比較すると、ここ最近の落ち込みが見られ、過去の景気後退期とほぼ重なっていることからすると、意外

と粘り腰ではあるものの、この先のアメリカ経済はなかなか厳しいですし、景気が悪くなった途端に与信コストが上がる形で伝統的な不良債権問題が出てくる、そういう波がもう一つ待っているのではないかと思います。

今年三月の銀行問題は、金利が上がる中で銀行の債券投資に損失が生じ、さらに、昨年三月以降、FRBが短期金利を急激に上げる中で逆イールドになり、それが銀行の資金収益を損ねる、この二つのステージが進んだ段階で起こったわけですが、ここから景気が減速してくると、貸出資産の劣化という新たな逆風が吹いてくるでしょう。

先ほども申し上げましたが、銀行の問題といっても、大手銀行ではなく中小・中堅銀行の問題です。「金融危機はいつも違った顔であらわれる」と言われるように、決してリーマンショックの再来ではありません。むしろ、経済環境や企業の債

務問題があるという点で一九八〇年代のS & L危機に似ています。つまり、経済が比較的長く低迷を続ける中で住宅や商業用不動産が低迷し、中小の金融機関が破綻する、これに近いタイプになりやすいのではないかと思います。

また、リーマンショック後、いつでも解約できるオープン型投資ファンドの資産規模が急激に増えています。こうしたファンドはリスク性の高い商品を持っていますので、景気の悪化によってそういった商品の価格が下がったら、顧客が一斉に解約に動き、その解約に応じるために様々な金融商品を投げ売りしなくてはいけなくなる、このような問題が起こります。

したがって、これから金融不安的な状況が生じるとしたら、中小・中堅銀行の問題、ファンドなどノンバンクの問題、金融市場が不安定になりやすい、このような特徴があるのではないかと思います。

ます。

信用力の低い企業向け貸し出しという点というと、最近、非常に膨らんできたのがプライベートル・クレジット・ファンドです。銀行がお金を貸さないところにも貸すということで、いわゆる低格付の企業の助けになってはいるものの、本当に信用リスクが高まったらお金は引き揚げられてしまいます。規模としては、レバレッジドローン、ハイイールド債とほぼ同じで、低格付の企業を支えているというのが今のアメリカの状況で、今後このあたりに問題が出やすいと考えています。

三、日本の物価・賃金と経済再生

今週、木曜と金曜に日本銀行の金融政策決定会合が行われます。もし政策を変更するのであれば、日本銀行は何らかのメッセージを送ってくる

と思うのですが、今のところ全くないので、政策変更はない可能性が高いと思います。

そうした中で一つ注目されているのが物価見通しです。日本銀行では年に八回の金融政策決定会合があり、一回おきに「展望レポート」（経済・物価情勢の展望）を発表します。日本銀行は四月の「展望レポート」を受けて、「今年度半ばにかけてインフレ率はかなり下がり、消費者物価の前年比は二割を割る」としていました。その時点での見通しは確か一・八%で、今回それを二%半ばに上方修正する可能性が高まっています。下がってはいえるものの、簡単には下がらず、欧米と比べても低下ペースが思ったより後ずれしているという事です。

しかし、やはり下がる方向にあると考えます。先ほど申し上げたように、日本の場合は輸入物価の上昇による物価高、すなわちコストアップ型の

性格が強いですが、輸入物価は前年比一%程度のマイナスで、大もとの物価上昇は逆転してきていますので、この点からもインフレ率は落ち着く可能性が高いのです。さらに、食料品の値上げはまだ続いているものの、この二カ月ほど、物価統計では頭打ち感が見られ始めており、大きな山は越えつつあります。ただ、低下ペースは緩やかで、日本銀行が当初言っていた「年度半ばの二割れ」はかなり難しくなっているというのが今の状況です。

こちらは私の消費者物価上昇率の見通しです（図表3）。二%で安定するのはやはり難しく、その水準を下回るのは来年半ば以降ということ、想定よりも後ずれしています。では、最終的にどこで落ち着くのか。例えば過去三〇年間、日本の消費者物価指数は前年比マイナス〇・二%が平均です。そこまでは行かないかもしれませんが、少

図表3

日本の消費者物価上昇率は2023年年初をピークに低下傾向



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

（注） 2022年6月以降は野村総合研究所の予測値

〔出所〕 総務省、野村総合研究所

なくともゼロ%台には落ち、ゼロ%台前半が落ち着きどころでしょう。

これは賃金にも影響を与えます。四〇年ぶりの物価上昇、三〇年ぶりの賃金上昇ということで、何か変わってきたのではないかという見方を持つ方が増えていますが、私はやや懐疑的です。高い物価、高い賃金が定着するためには日本経済がもう少し強くないといけませんし、これが日本銀行の伝統的な考え方です。

しかし、実際は、日本が成長する力はほとんど変わっていない中で、外的な要因で物価が上がっており、いわゆるインフレ手当的に賃金が上がっているというのが現状です。急激には物価上昇がしばまないで、向こう数年間は高めの物価・賃金上昇率になるとしても、さすがに二%で物価が安定するのは難しいです。今年一現時点の物価上昇率は四・二%でしたが、年末にかけて低下し、

来年一月は二%強、そして、この数字を見て来年の春闘が行われるとすると、賃金上昇率はその半分ぐらいになりますので、今年より下がる可能性のほうが高いだろうと思います。

今年の春闘は、定期昇給を含めた平均賃上げ率が三・五八%、ベアが二・一%でした。かつて日本銀行が言っていたのは、二%の物価安定が定着するのに必要な賃金上昇率は三%程度、つまり、実質賃金上昇率は一%程度、労働生産性上昇率は自動的に一%程度ということになるわけですが、実際はもう少し高くなければいけません。来年の春闘でさらにベアが加速して三%になると、二%で物価が安定する目も少しは出てくるかもしれませんが、今の物価の姿からするとやはり難しい。私は、来年の春闘での賃金上昇率はベアで一%台と見ていますので、二%で物価が安定するのはかなり遠のくだろうと思っています。

賃金とは何で決まるのか。いろいろな考え方がありますが、物価と名目賃金が上がっても我々の生活はよくなりません。つまり、実質賃金が上がらなければいけないわけです。確かに企業は、物価が上振れているとき、インフレ手当的に賃金を上げます。しかし、物価が上振れているほどには上げません。なぜなら、物価が下がってもベア率はマイナスにできないので、物価が下振れたときに実質賃金が高くなってしまうという問題があるからです。したがって、賃上げ率は必ず物価上昇率よりも低くなり、今年のベアは、四%の物価上昇に対して半分の二・一%でした。仮に来年の物価上昇率が二%であれば、ベアはそれよりも低くなるでしょうから、物価が上振れても、実質賃金が上がって生活が豊かになるということは起きにくいわけです。

では、どういう条件になれば実質賃金が安定的

図表 4

賃金・物価の好循環は起きない

労働生産性、潜在成長率で決まる賃金



労働生産性上昇率



- 賃金上昇率には、持続的に潜在成長率を上回らない傾向が見られる。今年の春闘でベアは1%を超える見込みだが、昨年の物価高騰の影響を受けた一時的な現象

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

〔出所〕 日本銀行、厚生労働省資料より野村総合研究所作成

〔注〕 日本銀行が推計した潜在成長率と就業者及び労働時間の成長寄与度から算出

〔出所〕 日本銀行より野村総合研究所作成

に上がり、それを受けて価格転嫁も進みやすくなるのか。それは、労働生産性、潜在成長率が上がるといことだと思います。

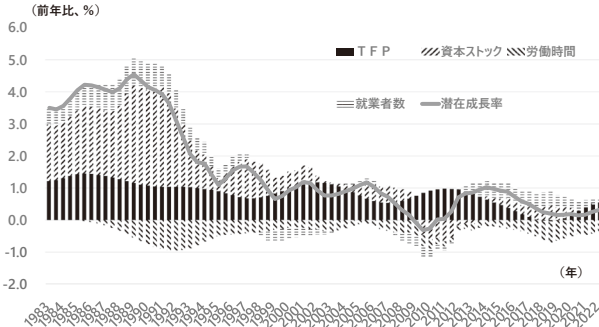
左のグラフを見ると、所定内賃金の上昇率はベアとはほぼ一致し、最新値では二%まで来ていますが、過去においては、一時的に潜在成長率を上回ってもすぐに下回っています(図表4)。潜在成長率が一種のキャップになっており、その潜在成長率はゼロ%台前半ですから、賃金上昇率が二%や三%で安定するのはやはり難しいです。

右のグラフは労働生産性上昇率です。現状は〇・〇・五%程度ですが、物価が二%で安定していた一九九〇年代初頭、労働生産性上昇率は三%を超えていました。ということは、実質賃金上昇率は三%、名目賃金上昇率は五%です。現状はそこからあまりにも遠く、決して二%で物価が安定するような環境ではありません。そういう世界が

図表5

異例の金融緩和は潜在成長率の低下に歯止めをかけられなかった

日本の潜在成長率のトレンド



- 異例の金融緩和、財政出動のもとでも、日本の潜在成長率は過去10年間低下基調が続いた
- 人口減少の影響よりもTFP（全要素生産性）上昇率低下の影響が顕著
- 金融政策よりも政府の成長戦略を通じた経済の潜在力向上が重要

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

〔出所〕 日本銀行より野村総合研究所作成

やってくるためには、労働生産性や潜在成長率が上がって将来の成長期待が高まる、企業は設備投資を増やして賃金を上げ、雇用も拡大する、そういう状況にならなくてはいけないのですが、現状、その条件は満たされていません。よって、物価・賃金の上昇はやはり一時的なものだと捉えています。

では、日本はどのぐらい実質成長できる能力があるのか。このグラフは日本銀行の推計から野村総研が作成したもので、折れ線が潜在成長率を示しています（図表5）。政府の推計ではもう少し高いのですが、現状は〇〇・五%、一〇年前は一%です。この間、アベノミクスがあり、日本銀行の異例の金融緩和がありました。が、トレンドとしては低下基調が続いています。こういう状況では、物価・賃金は上振れるどころか、むしろ下振れるリスクがあるだろうと思います。

内訳を見ると、人口減少がマイナスに効いている面があるものの、それ以上に、TFP（全要素生産性）、つまり、イノベーションや労働者の質の向上などに基づく生産性上昇が下振れてしまっていることが問題です。しかしこれは、日本の技術力や労働者の質が劣ってきているということではなく、企業の設備投資が控えられていることが原因ではないかと思えます。本来、アベノミクス第三の矢は、先行きの成長期待を高め、企業に設備投資を促すことを狙っていたものの、残念ながら今のところそれは起こっていませんし、金融政策で何とかできるかというできないものだろうと思えます。もし一〇年前に戻れたら、日本銀行に異例な金融緩和をさせることを優先するのではなく、どうすれば生産効率、成長期待を高めることができるのか、もう一度冷静に考え注力すべきでしょう。

四、異次元緩和一〇年の総括と 金融政策の展望

まず、異次元緩和一〇年の総括です。

私は日本銀行にいたときから異例の金融緩和に反対していた側ですので、決してよくは言わないのですが、そういう中でもあえてプラスの面を探すと、為替には効いたように思います。リーマンショック後の超円高を修正しましたし、為替を通じて株価にも多少プラスの影響があり、それは今でも続いている面があります。しかし、経済や物価に与える影響はあまりなく、先ほどお示ししたように、潜在成長率は基本的にずっと下がり続けてきました。異例の金融緩和を行ったから下がったのかどうかはわかりませんが、少なくとも、下がっていくものを押し返すほどの力はなかったと

いうことです。

その理由の一つとして、金融緩和の効果はどこからあらわれるのかということがあります。ここは見方が分かれると思いますが、伝統的な金融政策の考え方からすると、金利が下がって初めて企業や家計の将来の需要を現在に前倒しする、これが金融緩和の効果が出てくる基本的なメカニズムであって、マネーを増やすとか、インフレターゲットを導入してインフレ期待を高めるといふことが経済にプラスの影響を与えるかどうかについては、私は懐疑的です。非伝統的な金融政策はまさにそういう点を重視するわけですが、植田総裁のもと、これから一年半ほどかけて行われる「多角的レビュー」の中で、そういった非伝統的な政策の効果についても検証がなされるでしょう。

一〇年間非常に異例な緩和を行っても、短期金

利は〇・二%しか下がっていませんし、一〇年国債利回りは〇・八%程度から〇・四%台と〇・四ポイントほどしか下がっていません。アメリカでは一回の会合で〇・七五%も利上げしたりするわけですが、そういうダイナミックな金利の動きに比べると、長く続けたものの結局金利は下がっておらず、効果はあまり出ませんでした。

また、金融緩和に期待する向きが強かったために、本来の意味で必要な構造改革や成長戦略が十分に推進されなかったほか、財政の規律を緩めたことも弊害の一つではないかと考えています。政府債務が増えると、金融緩和の効果と同じように将来の需要を前借りするといえますが、奪ってしまふ部分があり、長期的な成長期待も下がっていった経済の力自体がそがれます。もしかしたら、金融緩和はそこに手を貸してしまった可能性もあるかもしれません。

さらには、市場機能の低下や金融機関の収益圧迫に加え、日銀の財務悪化のリスクも高めました。将来、金利を上げていく時、あるいは株価が下がった時、日本銀行が債務超過に陥る可能性があるわけですが、仮に政府が日本銀行に資本を注入するような事態になると、日本銀行にとっては政策の失敗を政府に助けてもらうことになりそうです。その場合、日本銀行法が改正され、日本銀行の独立が制限されるというようなこともあるかもしれません。このほかにも、まだ出ていない副作用が多数あるのではないかと思います。

そんな中、昨年一二月に異例のタイミングでイールドカーブ・コントロールの見直しが行われ、それを受けて、金利や銀行株が上昇したほか、円高が進行し年初には1ドル＝127円台を付けました。実は私は、新しい総裁になってからの政策を先取りしているのではないかと言ってい

たのですが、植田新総裁になっても意外と動かず、再び一四五円まで円安が巻き戻されているというのが現状です。

そのため、「日本銀行は植田新総裁になっても全く変わらない」という見方が出てきていますが、それは恐らく間違いです。そう世の中に誤解されているのは植田総裁が「金融緩和は継続が適当」と繰り返し発言していることが「黒田体制から受け継いだ政策は全く見直さない」と捉えられている面があるからだと思います。

「日銀文学」とは、日銀の表現がわかりにくいことを指して昔から言われている言葉です。

先行きについては、二つの道があります。第一は、2%の物価目標が達成されて引き締めに向かう道。第二は、2%の物価目標達成が短期的に見通せない場合、金融緩和は長期戦になるため、その長期戦に備えて必要な副作用対策をするという

道です。植田総裁の発言を聞いてみると、前者を「金融引き締め」「出口戦略」「正常化」、後者を「金融緩和の継続」「金融緩和の枠組み見直し」と呼んでいるように思われます。

つまり、「金融緩和の継続」は、金利を上げないという意味ではなく、「金融緩和状態を続ける」ということです。今、短期金利はマイナス〇・一％ですが、それをゼロ％に上げることを普通の人は「金融引き締め」と言うかもしれません。しかし日本銀行は、マイナス〇・一％をゼロ％に上げても、ゼロ％という水準自体が非常に低いことには変わりないということで「金融緩和の継続」と呼ぶでしょう。こういう形の修正が今後なされていく可能性が高く、それを「金融緩和の枠組み見直し」と呼んでいるように思います。今申し上げた二つの道はいずれも、結局は見直しをするということですが、どちらの道をたどつ

ても、マイナス金利は解除され、イールドカーブ・コントロールは廃止され、国債残高は減らされていくので、最終的な着地点はあまり違いません。

では、二つの道の違いは何かというと、修正のスピードと短期金利の水準です。第一の道の場合、短期金利の最終的な落ち着きどころは二％か三％、第二の道の場合は〇・〇・一％程度でしょう。しかし、すぐには動かず、植田総裁の五年の任期をかけ、ゆっくりと第二の道をたどっていく可能性が高いのではないかと思います。

ただ、それがいいかどうかはまた別の話で、私はもう少し早く修正してほしいと考えています。なぜなら、先ほど申し上げたとおり、日本は長期のインフレ期待が上振れてしまっているからです。これは結構なリスクであり、二％の物価目標は達成できないとしても、既に個人の物価に対す

る見方は揺らいできているわけですから、中央銀行の役割としては、二％にこだわらずに、政策を修正しながら中長期の物価安定にコミットするという姿勢を見せたほうが良いでしょう。

また、日本銀行は動かないという見方がある中、金融緩和に依存する形で国債発行をどんどん増やすという行動を続けるのであれば、政府・国會は、「日本銀行の政策は変わり得る」というメッセージを送ることにより、自ら責任を持つて財政運営を行っていくという姿勢を示したほうが良いです。

しかし、植田総裁はそこまでスムーズには動かないだろうと思います。その理由の一つは、金融市場への配慮です。金融市場を混乱させない、あるいは金融機関に損失をもたらさないよう非常に慎重に対応することは、日本銀行の伝統的なスタンスです。

もう一つは、政治への配慮です。岸田政権というよりは自民党の保守派ですけれども、「二％の物価目標も金融緩和もアベノミクスのレガシーであり、修正はすべきでない」という強い意見があります。そういったところにも配慮せざるを得ないということで、見直しはするものの、ゆっくりになってしまふということだと思います。

ただし、今、市場が関心を持っているイールドカーブ・コントロールについては、すぐにでも見直す可能性が高いです。なぜなら、イールドカーブ・コントロールを維持していくことの弊害が非常に大きいからです。

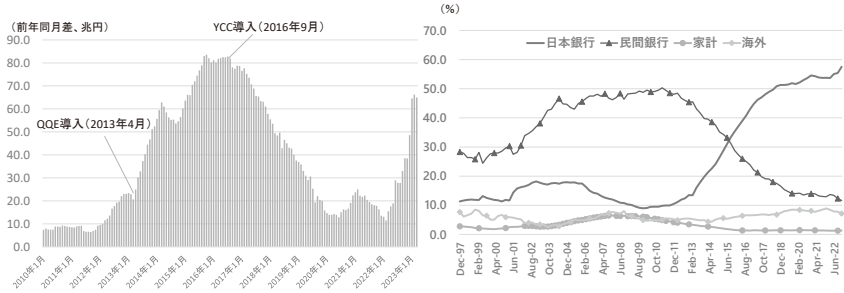
日本銀行は二〇一六年、国債の大量買い入れをやめることを目的の一つとしてイールドカーブ・コントロールを導入しました。目標を国債ではなく長期金利に移し、国債は現場のオペレーションで買入額を決めていく、そういう建前にしたこと

図表6

急増した日本銀行の国債買い入れ

日本銀行の長期国債保有残高変化

国債保有の構成変化



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

〔出所〕 日本銀行より野村総合研究所作成

〔注〕 国債は短期国債を含まず財投資を含む

〔出所〕 日本銀行より野村総合研究所作成

でこれだけ減らすことができたわけですが、昨年、アメリカも日本も長期金利が上がる中においても、イールドカーブ・コントロールの変動幅の上限を守るとというのが黒田前総裁の強い意向でした。そうすると、国債を大量に買わなければならなくなります。せっかく年間八〇兆円ペースで買っていたものを一〇兆円まで落としたのに、非常に短期間で六〇兆円まで増やしてしまいました（図表6）。

日本銀行は今ここを一番懸念しており、できればイールドカーブ・コントロールを見直して、国債を大量に買うことがないようにしたいという思いがあるはずです。したがって、二%の物価目標や物価の情勢とは関係なく、市場の環境、つまり、長期金利が上がってまた国債を買わなくてはいけない状況に追い込まれてイールドカーブ・コントロールの変動幅の再拡大や撤廃を決定せざる

を得なくなるようなことにならないように先手を打ってやる可能性があり、イールドカーブ・コントロールの見直し自体はいつ起こってもおかしくありません。あえて言うのと、遅くとも一〇月か二月の金融政策決定会合で動くのではないかと思います。

政策修正には金利上昇や円高といった障害があるとされており、日本銀行も当然その点には配慮しますが、私は、イールドカーブ・コントロールを大きく見直しても、金利が大幅に上がることはならないと考えます。例えば金利が低い状況は、日本銀行が無理やり作り出しているわけではなく、日本経済のファンダメンタルズに沿ったもので、それによる妥当な水準は、一〇年国債利回りなら〇・八％程度です。アメリカの景気が悪くなりアメリカの長期金利が下落すればその水準はもっと下がるわけですから、短期的にはともか

く、安定的に金利が大幅に上がってしまうようなことにはならないでしょう。

では、今後どういう形で修正していくのか（図表7）。今申し上げたように、イールドカーブ・コントロールについては、別物として早めに変動幅の拡大が修正を行うでしょう。変動幅の拡大は、昨年一二月に黒田総裁のもとでも実施しましたし、二〇一六年にイールドカーブ・コントロールを導入して以降、既に数段階にわたって実施していることです。したがって、日本銀行は「政策修正ではなく柔軟化措置」という説明で見直しを行うでしょうし、ハードルも比較的低いと思います。

次のステップは、二％の物価目標が短期的に達成できる目標なのか否かを判定することです。インフレ率が急速に下がれば、二％で安定しないと年内にも表明できるのですが、少し後ずれしてい

図表7

新体制下での日本銀行金融政策の修正プロセス

- ①YCC(イールドカーブ・コントロール)の変動幅拡大あるいは変動幅修正(柔軟化策)
- ②2%の物価目標の柔軟化(短期目標から中長期目標へ)
- ③マイナス金利政策の解除(−0.1% → 0.0%)
- ④YCCの撤廃
- ⑤オーバーシュート型コミットメント撤廃
- ⑥長期国債残高削減(QT)
- ⑦ETFのオフバランス化

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

るので年内は難しいでしょう。そうすると、タイミングとしては来年の春闘です。先ほども申しましたが、本当に物価が2%で安定するためには、ベアでいうと、少なくとも3%を超えて上がっていかなくてはけません。したがって、そうならないことが確認されたら、2%の物価目標の短期的な達成は難しいということの中で中長期の目標に変え、それを、来年四月の「展望レポート」の中で先行きの物価見通しを示しながら表明する可能性があります。以上が準備段階です。

そして、政策の修正として、先ほど申し上げた二つの道の二番目です。2%の物価目標が短期的に達成できないので、金融緩和の長期戦に備え、副作用を減らしていくという建付けで見直していくことです。ただ、これから世界経済が弱くなり、アメリカは景気後退から金融緩和になっていくかもしれない中で日本が動く円高に振れてし

まうリスクが高まり、政策修正としてはそぐわない局面になってしまうので、しばらくは動けません。したがって、本格的な見直しは最短で来年後半以降でしょう。

順番としては、マイナス金利の解除、イールドカーブ・コントロールの正式な撤廃、国債残高の削減、最後にETFを日本銀行のバランスシートから何とか外していく。国債については、売るという選択肢はおそらく無く、償還見合いで一〇年以上かけながらゆっくり減らしていくだろうと思います。ETFについては、オフバランス化しながら塩漬け状態にするということで、金融市場への影響に最大限配慮しながら正常化を進めていくのではないかと思います。

このように正常化を進めることは経済・物価にとって逆風になるのかというと、私はならないだろうと考えます。先ほど申し上げたように、短期

金利は上げるといってもせいぜいプラス〇・一％まで、一〇年国債利回りの均衡水準は〇・八％程度です。

実はこの〇・八％というのは、一〇年前に日本銀行が異例の金融緩和を導入したときの水準で、結局変わっていません。多くの人がおっしゃるように、その後、物価のトレンドは確かに少し上がりました。しかし一方で、金利を決定する重要な要素で、潜在成長率に近いとされる実質金利は、先ほど御覧いただいたように一％からゼロ％近くまで下がりました。つまり、インフレ率は円安の影響もあって少し上がったものの、実質金利はむしろ下がってしまったことで両方が相打ちになり、一〇年前と変わらない〇・八％程度が均衡水準だというわけです。現状は〇・四〇・五％ですから、大きく跳ね上がる余地はありません。

先ほど申しましたが、日本銀行が金利を抑え

込んでいるというのは間違いです。本来に抑え込んでもっと下げていけば、経済効果も出たはずですが。しかし、日本銀行が一〇年前に異例の金融緩和をスタートさせた時点で金利はもう十分低い水準にあり、さらに下げると長期金利のマイナスが広がり、金融機関へのダメージも出るためにできなかったというのがマイナス金利導入以降の経験です。結局、低金利は日本経済の弱さの反映だと思えますし、足下でインフレ率・賃金が一時的に上振れているといっても、それは基本的に変わりません。したがって、日本銀行が金融政策を正常化しても金利が上がる幅は小さく、景気に与える影響も小さいのではないかと思います。

ただ、為替には影響を与える可能性があります。日本銀行が一〇年前に異例の金融緩和を始めから、実質実効レートで見ると、トレンドよりも円安の水準がずっと続いていますので、金融緩

和は為替には効いています。特に足下はFRBの大幅な利上げの影響もあり円安が進んでいます。が、今後は、アメリカの景気が減速してFRBの金融緩和の期待が出てくればかなり円安が戻る部分がありますし、さらに向こう数年で見ると、日本銀行の政策が正常化してくれば、この行き過ぎた円安を穴埋めするような動きになってくるかと思えます。

一〇年移動平均が均衡水準だと考えると一ドル一一〇円ぐらいですが、これは日本銀行が本格的に政策の見直しに着手して初めて行くところです。年内にも、アメリカの景気の減速、FRBの利下げ、リスク回避の円高は起こるだろうと思いますので、現状一四〇〜一四二円のところが年末時点では一三〇円ぐらいと少し円高の方向に巻き戻され、そこから数年かけてこの均衡水準に戻っていくという流れでしょう。

日本銀行が正常化すると確かに円高が進む可能性があり、それが短期間で急速に進めば経済への影響も出てきます。しかし、金融市場・金融機関への影響を最大限抑える形で政策修正を行うというのが日本銀行の伝統的なスタンスです。で、円高のリスクが急速に高まるような形での政策修正は行わない。したがって、政策修正自体はかなりスローになり、植田総裁のもと、正常化に伴う経済・金融市場への影響を小さくする配慮がとられていくのではないかと思います。

私の話は以上です。(拍手)

○森本理事長 明晰な分析に基づいて注目点を示していただくことにより、今後の金融政策運営を理解する上で大変役に立つお話だったと思います。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。御

意見、御質問等いかがでございましょうか。

○質問者 植田新総裁になってからなかなか動かないということで幾つか御指摘もありましたが、何から始めていいかわからないというのが実情なのでしょう。イールドカーブ・コントロールの修正などいろいろあると思いますが、株式市場の点から見て、国債もさることながら、ETFを少し持ち過ぎているのではないか。今、株価が割に堅調ですし、ニューヨークダウも好調ですから、それに引つ張られてもう少し日本のほうも上がる とすれば、ETFを処分していくのに非常にいいタイミングではないかと思えますし、これが一番早いような感じがするのですが、いかがでしょうか。

○木内 植田総裁は、何から手をつけていいかわからないということではないでしょうが、依然として慎重です。今、物価・賃金が上がって世の中

の期待も高まっている中、政策を修正するとなるとそれに逆行してしまうので、もう少し事態が見えるまで待ちたい、そういうことではないかと思っています。ただ、イールドカーブ・コントロールについては、先ほど申し上げたとおり、マイナス金利解除といった本格的な政策の見直しとは別枠ですから、いつ見直しを実施してもおかしくありません。

次に株式に関してですが、五月から六月にかけて株価がかなり上がったことを受け、六月の金融政策決定会合後の記者会見で、「株価が上がっているのは日本銀行の金融政策の影響ではないか」という質問がありました。それに対して植田総裁は、「従来から政策が変わっていない中で株価が上がっているのは、日本銀行の政策の影響でないことを意味している。それは、先行きの経済や企業収益の回復期待を反映している」という回答で

した。

しかし、実際はそうではないと思います。植田総裁になって政策が変わると思っていたけれども実際は変わらないという期待の修正によって株価が上がっている、あるいは円安になって株価が上がっているという面もあるので、やはり政策を修正しないことが株価を押し上げている面はあるでしょう。

ETFについては、売るのはかなり難しいと考えます。日本銀行はかつて、銀行が抱えているリスクをとってあげるということで、ETFではなく、いわゆる生株を買っていた時期があり、実はそれを六〇七年前から売っています。ただ、株式市場に悪影響を及ぼさずに売ることができる額は、たしか年間三〇〇億円だったと記憶しています。それを参考にとすると、今ETFは簿価で五六兆円程度あり百何十年かからないと売り切れませ

るので、そういうことから一気に売るのは難しいです。株価が上がっているときに日本銀行が売ったら株価が下がるかわかりませんが、政治的なリスクも大きいです。何か別の理由で株価が下がったときにも「日銀がETFを売っているからだ」と言われてしまうリスクが高いがゆえに、やはり売ることはいけません。

では、どうするのかというと、どこかの時点でそのまま引き受けてもらう。例えば銀行等保有株式取得機構の仕組みと同じように、日本銀行が受け皿機関を作り、政府保証をつけ、そこにETFをそのまま持つてもらい、その機関が発行する政府保証債と交換するという形で外に出す。一方で、少なくとも損を出す形では売らないということ、環境が悪いときには売らない。損を出すと、受け皿機関が債務超過になって政府が穴埋めしなくてはいけないので、基本的には受け皿機関

に移して塩漬け状態にするのが現実的な対応ではないかと思っています。

もちろん、これについてはさまざまな見方があり、日本銀行が持っている株をそのまま受け皿機関に渡すのではなく、活用すべきだという意見もあります。しかし、企業に買ってもらうのか、個人に買ってもらうのか、どういう価格で売なのか、など、実際のスキームを考えるとかなり難しく、最終的には日本銀行だけで完結する話ではありません。さらに、ETF処分は政治的なリスクも高いので、私はやはり受け皿機関で事実上塩漬けという形が現実的だと思っていますが、できれば含み損が出ない間にオフバランス化する仕組みを植田総裁の任期中に考えていくのではないのでしょうか。

ただ、先ほどの正常化の順番でいうと、ETFのオフバランス化は最後です。なぜなら、流動性

の問題がありませんからです。国債は流動性の欠如によって市場が大きく混乱する可能性もありますが、ETFの場合は、株式市場全体の七％程度しか日本銀行は持っていないし、ほとんど組成されていくので玉不足にもならない。したがって、株価が大きく下がることはないというのが前提ですけれども、日本銀行のプライオリティからすると、ETFの処理は最後になると思います。

○森本理事長 私からも一つ質問させていただきます。

植田新体制で新たな動きがなかなか見られない理由として、市場への配慮と政治への配慮を挙げられました。植田新総裁は、今の金融緩和をもっと粘り強く続ければ本当に二％の物価目標の安定的な達成ができると思っているのでしょうか。

○木内 どのぐらいの確率で考えているかはわか

りませんが、正直言って半分もないでしょう。総裁に就任する前から、今の政策の副作用の問題についてかなり言及していましたし、二％の物価目標についても、無理せず中長期の目標にする明確に話していたので、今一時的に賃金・物価が上振れているからといって二％の物価目標を達成できるわけではない、というのが本音ではないでしょうか。とはいえ世の中でそういう期待が出ているときに、日本銀行が自ら「二％の物価目標は達成できません」と言って政策の修正を行えば、やはり批判を浴びますので、短期的に達成できないというエビデンスが出るまで待たざるを得ない、こういう状況かと推測します。

もしかしたら一〇〇％のうち幾ばくかの確率で、ここから物価・賃金が上振れて経済が強くなっていく可能性もあると見ているかもしれないんですが、それはメインシナリオではありません。

「二％の物価目標達成には距離がある」とか「簡単ではない」とあれだけ繰り返して発言しているのは、今、表面的には物価上昇率は三％台になっているからといって二％で安定するわけではないと考えているからだと思います。

最終的な姿としては、黒田前総裁のもとで加わってしまったいわゆる非伝統的な政策を「多角的レビュー」などを通じて検証しながら徐々に整理していく、最後に伝統的な短期金利の操作が残るという形になるでしょう。

経済が強くなって物価のトレンドが上がらない限り、非常に低い金利水準は変わらないため、非伝統的な政策を整理していても、金融緩和の効果が高まることは残念ながらありません。ただ、他力本願ではあるのですが、金融政策以外の要因、例えば、政府の成長戦略やリスキングによる個人の労働の質の向上、あるいはインバウンド

需要の拡大、海外からの労働力の受け入れなど、さまざまな政策によって潜在成長率が高まり物価・賃金も上がっていくようになると、伝統的な短期金利の操作が有効になり、金利の水準が高まれば政策金利も高まってくるので、何かあったときに緩和することもできる。このあたりを理想と考えているのではないかと思います。

伝統的な金利政策の効果の回復を金融政策で実現させようとしたのが過去一〇年間の対応ですが、それはできないということがわかったのだと思います。そういう意味では、重要なのは金融政策以外の政策だと思います。植田総裁としてはそれを待つということですが、本心に望ましいのは、政府とさまざまな議論をしていくことです。今までの日本銀行は、金融政策以外のことは政府と議論しないという姿勢でしたが、財政政策や、場合によっては少子化対策といったこと

についても議論していくことが重要ですし、そのあたりが学者である植田総裁に求められている資質であると思います。

○森本理事長 それでは、そろそろ時間ですので、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきますと思います。

木内様、どうもありがとうございました。（拍手）

（きうち たかひで・野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミスト）

（本稿は、令和五年七月二五日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

木 内 登 英 氏

御 略 歴

講師 きうち たかひで
木内 登英氏

(野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト)

1987年に野村総合研究所に入社後、経済研究部・日本経済調査室（東京）に配属され、それ以降、エコノミストとして職歴を重ねた。1990年に野村総合研究所ドイツ（フランクフルト）、1996年には野村総合研究所アメリカ（ニューヨーク）で欧米の経済分析を担当。2004年に野村証券に転籍し、2007年に経済調査部長兼チーフエコノミストとして、グローバルリサーチ体制下で日本経済予測を担当。2012年に内閣の任命により、日本銀行の最高意思決定機関である政策委員会の審議委員に就任し、金融政策及びその他の業務を5年間担った。2017年7月より現職。

1987年 野村総合研究所入社

1990年 野村総合研究所ドイツ

1996年 野村総合研究所アメリカ

2002年 野村総合研究所 経済研究部 日本経済研究室長

2004年 野村証券 金融経済研究所 経済調査部次長

2007年 野村証券 金融経済研究所 経済調査部長兼チーフエコノミスト

2012年 日本銀行政策委員会審議委員

2017年 野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

著書

2017年11月発行『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社

2018年2月発行『金融政策の全論点：日銀審議委員5年間の記録』東洋経済新報社

2018年8月発行『決定版 銀行デジタル革命』東洋経済新報社

2018年10月発行『トランプ貿易戦争』日本経済新聞出版社

2019年3月発行『世界経済、最後の審判 破綻にどう備えるか』毎日新聞出版

2019年5月発行『プラットフォーム経済圏 GAFA vs. 世界』日経BP

2019年12月発行『決定版 リブラ』東洋経済新報社

2021年8月発行『決定版 デジタル人民元』東洋経済新報社

2022年1月発行『日銀の出口戦略Q&A』銀行研修社