

**基調講演**

「2024 年、内外経済と金融政策～日銀大規模緩和正常化の行方～」

東短リサーチ株式会社代表取締役社長 加藤 出氏

〈1〉超金融緩和策長期化後の日本経済と金融市場

最初の資料、2 ページですけれども、こちらの主な中央銀行がコントロールしている、それぞれの銀行間オーバーナイト金利、翌日物金利の推移です。この金利が上下すると、一般の方々の預金金利とか、引いては住宅ローン金利。あるいは企業が銀行から借り入れる金利などに広く影響が及んでくると。非常に基準となる金利ですけれども。

日本の赤い線は 90 年代の後半からほとんどゼロになってですね。2016 年以降は若干のマイナス金利ですけれども。もう四半世紀以上ほとんどゼロという状態が続いています。

欧米の方は以前金利が高かったわけですが、2008 年の世界金融危機、リーマン・ブラザーズの破綻以降ゼロ近辺に落ちて。途中アメリカがちょっと上がったりはしていますが、基本はゼロ金利の期間が長かったわけですが。22 年ぐらいからインフレに対応して、急速に金利が上がってきているというのが見て取れます。

この金利がほとんどゼロに来てしまうと、中央銀行としてはやれることがあまりない。経済に働きかける力が弱くなっていく状況を「ゼロ金利制約」と呼びますけれども。2008 年以降は日本だけではなくて、多くの中央銀行がそういう状況になって。その中で量的緩和策など、いろいろな新しい政策が導入されてきたわけですが。それで日銀はまだ今も異例の対応策が続いていると。ここからどうやってその正常化していくべきか。あるいはこれまでこういった政策を長くやってきたことでの弊害というのも現れてきているというのを後半で見ていきたいと思えます。

こちら(3 ページ)は中央銀行の資産の規模の名目 GDP 費、経済規模費です。日銀がいかに黒田総裁就任の 2013 年以降、規模が大きくなっているかと。これは主に国債を大量に買い取ったと。ETF なども買っていますけれども、特に国債を大規模に買って、これだけ膨張しています。ECB、FRB はもう資産の縮小に入っていますので、正常化に向かっていますので、縮んでいるのが見て取れますけれども。日銀はまだイールドカーブ・コントロール政策というのを続けていますので、まだ正常化はほんの入口であるということが見て取れます。

これだけ資産が膨張している背景として、大規模な国債購入で日本政府の国債発行額というのは、すさまじいわけなのですが。その半分以上を日銀が保有している。ですので、ここからの正常化というのは他の中央銀行以上に難しいということになります。

4 ページですが、これだけの緩和策をやってきてどれだけ経済成長できたのかというのがこの表です。5 年ごと、2012 年までの 5 年間、アベノミクス、日銀異次元緩和が始まる前の 5 年間の累計の経済成長率を見てみますと。これは主な先進国……人口 100 万人以上の先進国における順位ですが。12 年までの 5 年間だと、日本は 20 位でマイナス 1.7 パーセントでした。非常に暗いムードが確かに当時あったわけです。

それでアベノミクス、異次元緩和が始まって。17 年までの 5 年間で見ると、日本は 6.4 パーセント成長とプラスに転じて。当時明るいムードになったのは、それはそれで良かったのですけれども。先進国における相対的順

位はむしろ下がっている。他の国はもっと成長していたということになります。

さらに去年までの5年間で見ますと、日本は最下位となっていて。そうしますと、あれだけの緩和策をやってきたのだけれども、必ずしも経済成長に結びついていいたわけではないという厳しさがあると言えます。

続いて5ページですけれども、インフレ率。先ほど冒頭で見ていただいた、リーマンショック以降海外の中央銀行も短期金利を0パーセント近辺に誘導していたという背景には、インフレ率がどちらも低かったということが背景にあります。インフレを適度な水準に持ち上げるために、ゼロ金利近辺にしていたわけなのですが。しかしその後やや上がってきて……例えば左のグラフ、こちらは消費者物価指数の総合です。2017、2018年に世界経済が上向いていたころは、イギリス、アメリカを中心に、そこそこインフレが上がっていたわけなのですが。コロナになってまた下がり。その後コロナ明けの需要の急増、あるいは供給サイドの目詰まり。さらにウクライナ戦争などが重なって、21年から22年にかけて急激にインフレが欧米では上がっていったのが見てとれます。日本は遅れてじわじわと上がってきているわけですが、ここにきて欧米では、随分とインフレが下がってきていることが左のグラフから見て取れます。

エネルギー価格が前年比で見ると下がっていると。水準が下がっているわけではないです。なので、今非常に楽観論が出てきていて。先週、ヨーロッパを回っていても「この調子であればECBの利下げは来年の半ばぐらいからじゃないか」とか、気が早い人は「来年春ぐらいからじゃないか」とか言い出す人も出始めている感じでした。

後半で触れたいと思いますけども、「意外にインフレの制御というのは最後の局面が難しい」というのが、歴史的にも教訓があるようでして。ラスト・マイルの難しさというのがあるのには注意が必要だろうと思います。

それというのも右側に食品とエネルギーを除く消費者物価というのを載せておりますが。こちらの下がり方はまだゆっくりなわけですね。その背景には、賃上げ率が上がってしまったものの下がり方がゆっくりなので。サービス価格などのインフレの下がり方が比較的ゆっくりだということがあると言えます。

日本のインフレは、ようやく2パーセントを超えて、3パーセントには行っていませんが。政府がガソリン価格とか電気料金、ガス料金を抑制するために財政資金を使っているんで、3パーセントぐらいですんでいます。それがなければ4パーセントに乗っているだろうと思いますので。実際は結構なインフレだと言えらると思います。

また生活実感は食品価格の動きに影響されます。食品価格ですと、もっと例えば8パーセントとか、ずっと上がっていますので。皆さんが感じられるインフレとしては「いやもっと進んでいるのではないか」ということもあると思います。

それで日本銀行がいま主張しているのは、「物価上昇と賃金上昇の好循環が確認できるようになったらマイナス金利を解除する」と。来年1月から4月の間にあるのだろうかと予想しておりますけれども。しかし本当にそれは好循環なのかと。物価は上がるけれども、なかなかインフレ率に追いつかないと。そうすると、むしろ実質賃金はマイナスの状態が続いてしまいますから、消費はさえなくてスタグフレーション的な状況になっていくリスクというものはらんでいるのではないかなと思います。

というのも、ここ数年のこの世界経済を見渡して、今回のインフレが賃金上昇とトータルで見て、好循環になっている国というのはまずないわけですね。あえて言えば、アメリカが比較的強いということになりますけれども。ヨーロッパ全般には、物価上昇に賃金上昇が追いつかないという形で国民はむしろ圧迫されているということが起きているわけですが、日本の場合もそういうリスクというものも十分にあってはならないかなと。

そうなることを避けるには、むしろ緩やかでもいいと思うのですが、適度に金利を調整して。過度な円安を修正していくということの方が、かえって経済にとってはプラスなのではないかなと個人的には思っております。日本銀行の方は、今のところその好循環を確認するまでマイナス金利を続けるという説明になっています。

足元の金利の状況をもうちょっと見てみますと、こちらは中央銀行の各国の政策金利で、21年ぐらいからだんだん引き上げるところが出てきて。その後ずいぶんと上がってきたわけですが、日本だけずっとマイナス金利が続いているというのが見て取れます。

それから7ページは総合のインフレ率。最近発表されているインフレ率と、先ほど見た政策金利を比較して。引き算をしまして実質の政策金利というのを見たものです。これで見ましても、日本は非常に低いと。また実質金利という考え方で見ると、日本は相対的に金利が低いという状態になっています。これも為替レートを円安方向に押し下げている影響の1つ、要因の1つと言えます。

8ページ、こちらは主な先進国の10年国債金利の推移、11月10日まで。22年の年初から11月10日までですが、いずれの国もずいぶん大幅に上がっていますけれども。日本もこの間、政策調整が何度か行なわれたのですが。上がったと言っても、海外に比べると限定的ですので。植田総裁が登場して以降、むしろ内外の長期金利の差は広がっているような状況になっています。こういったことが相まって……9ページですけれども、植田総裁登場以降の名目実行為替レート。ドル、円とか、1つの通貨だけじゃなくて。日本が貿易している国々のそれぞれの通貨を合算して、円が強くなっているのか弱くなっているのかと。上に行く通貨高、下に行く通貨安ですが、植田さん就任翌日の月曜日、4月10日以降ですけれども。ズルズル円だけ下がっているというのが見て取れます。

日銀の金融政策の修正が非常にゆっくりと……海外投資家から見るとベイベーステップ、赤ちゃんのよちよち歩きの、修正がゆっくりということもあって。内外金利差がなかなか縮まらない。むしろ拡大してしまうという流れの中で、こういう円安が起きているわけですが。より長い目で見ると、単に金利差だけではない日本経済に対する評価が低くなっているということの力も働いているとは思いますが。

それがこちら10ページの実質実効為替レートで見ますと、長期的に見た場合、インフレの差も勘案して、通貨の強弱を考える方がいいと思いますので。これはインフレも加味した実質実効為替レートですけれども、グラフの左の方1970年代初期は、1ドル360円時代だったわけですが。当時よりも今は円の力はむしろ弱くなっているというような状況ではあります。

同じことはですね、11ページ目はドル円に限ってみてもですね。例えば購買力平価というものと比較しても、非常に円は弱い状態で。左のグラフの赤い線はIMFが推計している購買力平価ですが、これは大雑把に言えば日本とアメリカで物価が大体同じになる為替レートの水準と。そうすると今年は90円ちょっとという推計になっていますが、IMFの場合ですね。それに対して148円近辺ということになりますと、この左のグラフの赤い線に対して青い線が63パーセントぐらい、割安方向に乖離しています。

右のグラフは、この左のグラフの赤い線と青い線の乖離をパーセントで表しております。一番円がこのグラフの範囲内で割高になっていたのが95年でしたが、そのころに比べると今は真逆の方に来ているわけです。

それでどれだけ割安かというと、例えばその1982年10月の1ドル277円ぐらいのとき。このときは表面的には今よりはるかに円安なわけですが、購買力平価との比較で言うと28パーセントぐらい割安でした。ところが、今63パーセントの割安ですから。例えばアメリカに行ったときに感じる物価の高さというものは、82年の277円のときよりはるかに厳しいということになります。ただ裏返しで言うと、海外から日本に来る人は、近年見たことがなかったほど日本の物価が安いと感ぜられるわけですので、これだけ大量に観光客が来ていると。

先週ヨーロッパへ行った際に、イギリス・ロンドンの街中にある屋台のホットドッグ屋さんでホットドッグが7ポンドだったのですが。何の変哲もないホットドッグでしたが、先週土曜日、日曜日ぐらいの為替レートで換算すると1300円ぐらいになってしまいますので。とても日本人には食べられない高額なホットドッグ。今ブレグジット

の悪影響で、イギリス経済は苦しんでいます。その通貨よりも弱いというのはなかなか悲しいものがあります。

12 ページ目は、余談ですが 1 ドル 150 円で換算してみますと、日米の最低賃金……東京で 1,100 円ぐらいですが、LA はロサンゼルスですけれども、ロサンゼルスで 2500 円ぐらいと。2.5 倍ぐらいという違いがありますので。これにプラスアルファ、所得層が比較的高い人たちが集まる場所の価格はより高くなっていくと。差がついていきます。

例えば野球場の生ビール。東京ドームですと 900 円ですけれども、ドジャースタジアムですと 3,000 円近くになってしまったりします。またこのミュージカルの最高価格もこんなに開きがあります。あるいは大戸屋さん、ニューヨークにもお店がありますが。ホッケ定食が東京は 1,050 円ですが、ニューヨークへ行くと今 6,200 円ぐらいするというような違いも出てきたりします。

結局これは円安が、国内においては生活コストの上昇にもつながってくるわけですが、しかし円安によって、今製造業中心に企業収益は好調、大変好調であると。それからインバウンドの外国からの観光客でにぎわっている部分も相当あるということで、当然円安のメリットというのも間違いなくあるわけですが。しかしやはり中長期的に見ると、通過価値がここまで下がるといういろいろな問題が出てくるだろうと思います。

この 13 ページ目はですね、かつてクリントン政権の時の財務長官だったロバート・E・ルービンがいつも「強いドルはアメリカの国益」と言い続けたのですが、彼のロジックというのは、「例えば強い通貨を維持すれば、アメリカの消費者と企業は輸入品や輸入サービスをより安く享受でき、インフレは抑制され、その結果として金利は低くなると。無理やり低く抑えるのではなくて自然と低くなる」と。「アメリカの工場にとっても、生産性と競争力向上の追い風となる」と。これは一見逆接的、普通ドル高だとアメリカの製造業は輸出しづらいように感じるのですが。長い目で見ると、アメリカの消費者の購買力が高まり、インフレが低くて金利も低いという状況の方が、企業は銀行の借入れもしやすく、研究開発投資、設備投資もやりやすいということで。長い目で見ると、製造業にもプラスなのだというのが彼の主張です。

それゆえドルに対する信用が一層高まると、外国資本の流入が加速するので新たに工場が増えたりしていくわけです。ところが「ドル安はこれと反対の現象を起こして、かえって、競争力の低下を招く」という言い方でしたが。これはやはり長期的には言える話だろうと思います。

日本の場合も 2000 年代半ばに円安局面がありましたけれども、そのとき一時的に楽になった企業も多かったわけなのですが。今振り返ると、あのときに例えばシャープさんとかも国内での生産をより拡大してということで。当時はそれが正しく見えたわけですが、後で振り返るとむしろあのときにもっと生産を海外に移したり、あるいはビジネスモデルをもっと大胆に変えるべきタイミングだったのに。円安によって……ちょっとそこに甘えてしまうと、かえって中長期的には戦略を誤るということが以前はありましたので。今回の場合もこの円安でにぎわっている企業の場合は、今後の戦略という点ではやはり相当注意していく必要があるのだろうと思います。

次は日本の経常収支ですが、赤い線が貿易収支。2011 年の東北の震災で原発が止まって以降、海外でエネルギー価格が上がると貿易収支は赤字になりがちですが、今だんだん赤字が小さくなってきているのは良いことではあるわけですが、しかしサービス収支も赤字です。唯一この緑色の第一次所得収支というのが大幅な黒字だから、全体の収支は黒字でいられるわけですが。

よく言われる話ではありますが、この第一次所得収支というのは企業の皆さんが海外に投資して、そこからの利息収入や配当収入などですので。海外で稼いだ利益なので、それがなかなか日本に現実には還流していないと。ここで黒字と計上されていますがこれは統計上のバーチャルなもので、別に実際に日本に戻っ

てきているわけではなく、やはり日本に投資する場所がないと、人口減少社会に投資するよりは海外で上がった利益はまた海外に投資するということが続いていますので。この緑の部分は大幅な黒字なのですけれども、円を買い力には現実には繋がっていないということで。構造的にどうもあまり円高になりにくい状況というのがあるということとは言えるかと思います。

今回ヨーロッパを周って……あのドイツのフランクフルトで大きな家電量販店があったので行ってみました。例えば冷蔵庫や洗濯機の白物家電のところへ行くと、もうほとんど日本メーカーのものはなく。これは5、6年前からもうすっかりそうなってはいましたけれども。一方で韓国のサムスンとかLGの白物家電はいっぱいあるのですね。これは為替の問題ではなくて、やはり競争力がある商品をうまく提供できなかったということで敗れていて。そもそも店頭で並ぶルートがもうなくなっているという状態です。今みたいに円安になったから輸出が増えるかという、そうではないということで。やはり新たなビジネスモデルの開拓が必要ということだろうとは思いますが。

## <2>2024年以降の世界経済・日本経済の課題

2024年以降の世界経済を考えていくということに入りたいと思います。15ページはIMF、国際通貨基金の世界経済見通しです。先月出たものです。これですと、世界経済全体としては2020年コロナで大きくマイナスになって、21年はコロナ明けの経済の動きで大きくプラス成長になり、22年もその要因が続いています。各国政府いろいろお金もばらまきましたので、その辺の効果もあったわけですが。

これが今年3パーセントに落ちて、来年2.9なので。それほど落ちないような見通しになっています。個別に見ると、アメリカが20年は大きく落ちましたが、21年は急激に回復して。だんだん落ちてくるわけなのですが、来年は1.5パーセントと見られています。コロナ禍で貯めた貯蓄も、だんだん底をついてくるだろうと。また金利上昇による消費や投資の減退もあるでしょうというようなことがイメージされているのだろうと思います。ユーロ圏の方は今年より来年はいくらか上向きになるのは、インフレが下がってくる中で消費が今年よりはましではないかという見方があるのだろうとは思いますが。

それで日本は、22年が1パーセント成長で、23年が2パーセント。24年がまた1パーセントに戻ると。コロナ明け後の勢いがだんだん落ちてきて。経済の実力……28年が0.4というのは、おそらく潜在成長率をIMFはこの辺で見ているということかかと思えますけれども。それにだんだん近づいていくという見方にはなっています。

全体のイメージとしては、現時点でおおよそこういうことかなと私も思いますけれども。リスク要因として考えると、来年思ったようにインフレが世界経済で下がらないということが起きうるリスク、これは後ほど触れたいと思います。

それから、あとは地政学的なリスクがより高まるというあたりがリスク。中国経済が、ここでは24年は4.2パーセント成長と今年より鈍化するけれども、クラッシュというほどではないと予想されていますが。基本的にはあの国は、政府が色々コントロールしますので、激しいクラッシュということはないのだろうと思いますけれども。しかし不動産の問題を中心に不確実性はかなりありますので。3つ目のリスクとしては中国ということかかと思えます。

先ほど述べた地政学的リスクですけれども、先週ヨーロッパを周ってもですね。やはり日本から見ると、はるかにはあちらにいとイスラエル、ガザ問題というのは距離的に近いなということを感じます。ロンドンでは、毎週末のように大規模なデモが行なわれていますし。私も飛行場からホテルへ行くときのタクシーがそれに巻き込まれてしまって、もう全然動かなくなってしまうというトラブルがあったりしましたが。そのぐらいいろいろ問題が起きています。

世界銀行が先月発表したレポート。今後の原油見通しというので、基本的には、基本シナリオは来年にかけて原油価格がだんだん弱くなっていくというのが、メインシナリオになっていました。ただしリスクシナリオとして注意を喚起されていたのが、イスラエル、ガザの問題がその中東全体に波及していったら、原油の供給に問題が生じてくると。それでまた原油価格が1バレル100ドルを超えて大幅に上がっていくという。もしそういうリスクシナリオが顕在化してしまうと、世界の中央銀行、21年から22年にかけて「今起きているインフレは一時的だから引き締めしない方がいい」と言って、ちょっと様子を見ていたわけですね。それが、「いや一時的じゃないぞ」ということで、その後、慌てて金利を上げ始めたわけなのですが。

その次、もし地政学的リスクで原油が跳ね上がると、同じ失敗をするわけにはいかないということになるでしょうから。また海外の中央銀行は慌てて金利を上げ始めると。それがまた世界経済を下押しするというリスクもありますので。確率は必ずしも高くないものの、やはり中東情勢には注意が必要ということだと思います。

16ページ目は先程ちょっと申し上げた、インフレの沈静化というのは最終局面が難しいのではないかとということ結構多くの人が言っています。一番上 ECB の副総裁も「ラスト・マイルが容易じゃない」と言っていますが。代表的な例として BIS というところが年次報告書に書いていましたが、ラスト・マイルが難しくなりうる理由として「今回のインフレ、ここ数年のインフレというのは、激しい物価高騰のショックで企業や家計の行動が変化してしまった」と。日本銀行はそれを今歓迎しているわけなのですが。「デフレ、ゼロインフレじゃない状況に、企業、家計のことが変わってきたのは良かった」と言っているわけなのですが。欧米の場合は、その変わってしまった行動をいかに元に戻すかということをやっているわけなのですが。これはちょっとやそつじゃ戻りませんよという話です。

2番目は政治からの圧力が今後出てくる可能性があり、インフレ抑制のために多くの中央銀行が高金利を維持していますが。だんだん続けていくと、インフレがある程度下がってくると景気も悪化しますので。「この辺でいいのではないかと政治サイドが言い出して、中央銀行にその金利を早く下げさせようとする。そうすると金利は下がるけど、インフレは高止まりという恐れもありうるわけです。

それから3つ目は、金融システム不安。今のところ、今年春のアメリカの中小銀行の破綻を除けば、目に見える金融危機というのは起きていませんけれども。世界的にこれだけ高金利に急に引き上げてきて、それがなかなか下がらないということになると、今後世界のあちこちで危機が、問題が噴出してくると。それに対して中央銀行が心配なので金利を下げるということをやると、やはり長い目で見てなかなかインフレが下がりにくいということもありうるということかと思えます。

それから17ページ目はもっと長期的な話ですけども。「そもそも物価を取り巻く環境がコロナ前と今では変わってしまったのではないかと」ということを言う識者も結構います。例えば、このウィリアム・ホワイトという人は「コロナ前までは世界は豊富の時代だったけれども、今は不足の時代になってしまっている」ということで、1から7までいろいろな要因を挙げて、「構造変化が起きているので、コロナ前のような低インフレを心配するという状況ではなく、むしろ2パーセント程度の適度なインフレというところになかなか戻らないのではないかと」という主張です。

下のケネス・ロゴフという、大変有名な経済学者も似たような趣旨を言っています。あとラガルド ECB 総裁もこういった話を今年8月のアメリカのジャクソンホール会議で言っていたりします。

18ページ目はですね。アメリカと日本のコア・インフレを並べています。コア・インフレ、ここでは食料とエネルギーを除いたインフレですけども。こうして見ますと70年代、特に70年代前半の第一次オイルショックのときは、日本の赤い線が非常に跳ね上がりましたけれども。第二次オイルショック以降は、日本はうまく抑え込み。

80年代以降で見ますと、赤い線と青い線、おおよそ平行に動いているというのが見て取れます。ですので、ここはやはりアメリカと日本の間のこのグローバリゼーションの中での関係ということだと思いますが。アメリカで今後インフレが、元の2パーセント近辺に戻らず、例えば3、4パーセントぐらいでうろろろするというようなことがあると、今までよりも1、2パーセント高いということになったりすると、日本の赤い線も1、2パーセントぐらい上に引っ張られることもありうるのではないかなと。そうなると、必ずしもインフレ2パーセントという日銀が目標としているところは必ずしも遠くないと。

ただこれは別に良いインフレというわけでは全然なくてですね。国民にとって良いインフレかということ、そういうわけではないのですが。グローバルにインフレの環境が変わるのであれば、そういうこともありうるということかと思えます。

こういった中で、今後の植田日銀の正常化はこうなっていくのかということ推測してみたいと思いますが、植田さんが就任したとき、スタート地点。マイナス金利プラス10年国債金利の上限を0.5パーセントというところから始まりました。

それでステップ1として7月に決定したのが、マイナス金利は続けながら10年国債金利の上限を1パーセントに引き上げながら、全体としてはこう曖昧化していったと。10月のステップ2は10年国債金利の上限1パーセントと言っていたのを「メド、厳格な上限じゃなくてメド」に変えて、より一層曖昧化してきています。ある種とても日本的なやり方で、ちょっとずつ曖昧化させながら出口に行こうとしているということがわかります。

ステップ3はここから先ですけれども。マイナス金利を解除して、10年国債金利の上限を一層形骸化、曖昧化させながら事実上10年金利の上昇を許容すると。今よりは許容するというフェーズかと思えます。

看板上は、これはイールドカーブ・コントロールという、今やっている「10年金利をコントロールするのですよ」という看板は下げない、当分続けるのだと思えますけれども。中身を見るとそれは形骸化されてきて、輪番オペという毎月日銀がやっている国債購入のスケジュール化されたオペレーションですけれども。これを中心とするQE的な政策、量的緩和的な政策に徐々にシフトしていくということだと思います。ちょっとテクニカルで恐縮ですけれども。要は10年金利のターゲットからだんだん量的緩和策の方に戻っていくというイメージかと思えます。あと細かい話ですが、マイナス金利解除後は日銀当座預金をおそらく付利0パーセントの階層と0.1パーセント階層の二階組織にするのではないかなと予想しています。

ステップ4はゼロ金利解除。マイナス金利解除から次のゼロ金利解除に進んで、QE的な政策をやっているものをだんだん縮小していくと。輪番オペというものをだんだん縮小していくと。

ステップ5は、政策金利の引き上げをさらに続けながらテーパリング完了。日銀保有国債残高が増えないように横ばいになると。

ステップ6は、政策金利引き上げを続けながら、日銀保有国債を今度は減額していく、量的引き締めとも言われますが。海外の中央銀行は、今ほとんどステップ6に来ています。

植田さんの任期5年でどこまでいけるかということになりますが。ステップ3、次が早ければ、1月かなと思っていますが。オーソドックスには春闘の影響を見ると。春闘の賃上げを見て、日銀はその賃上げの状況に自信を得るという点では4月なのでしょうけれども。為替レートの状況……あるいはあまり待っていると海外中央銀行が、だんだん利下げの議論が出てくると。今のところFRBの利下げというのは、今マーケットでは来年半ばにもという見方がだいぶ強まっていますけれども。秋ぐらいまでなんだかんだ、なかなかできないのではないかなと、今のところ思っておりますが。

そういう状況であれば、ステップ3が4月でも良いのかなと思えますが。しかしマーケットの見方がだいぶ前の

めりになってくると、1月あたりにやらないとだんだん厳しくなってくる可能性もじゅうぶんあり得るかと思います。

ステップ4は、ステップ3が早めであればステップ4までいけると思うのですが。ステップ3が遅いと、ステップ4に行く前に海外中銀が利下げに入ってきてしまって。そうなると多分正常化が止まってしまうという可能性があるかとは思いますが。今のところステップ4までは来年中に行くのではないかなと思います。ステップ5以降は海外中銀の動向次第であろうと思います。

もしそのステップ4で止まってしまうと、大した内外金利差縮まらないということになりますので。海外中銀が利下げしていく中で、いくら円高方向にはいくと思うのですが。しかしここから先行きを考えても、日銀の正常化というのは基本的に遅いなということになると。その次の世界経済、景気拡大局面を……気が早いですが、推測した時に海外中銀が金利上げていくときに、また日銀は遅いということまで予想されていくと。

結局おそらく大した円高にはいかず、また海外中銀が売上モードに入ってくれば。また大幅な円安になっていくという感じで。階段上に一旦円高方向に来て、また円安方向になってしまうということで。中長期的には、円安のトレンド。長期的には円安のトレンドというのが続きやすいのではないかなと思います。というのも、やはりその財政上の制約がありますので。なかなかそのハイペースの利上げというのが難しいということではないかなと思います。

20ページ目は日銀のインフレ予想。この間、10月に出たものまで織り込んでいますが。23年度の赤い線は2.8パーセントまで予想が上昇してしまっていて。来年度は緑の線、これも2.8パーセントまで上昇しています。2パーセントの目標はじゅうぶん超えていますので、あとは25年度が2パーセント近辺という予想を出せば、マイナス金利解除という理由にはなるということで。あくまで予想ですので、できないことではないのだろうと思います。

というのも、次の21ページ目ですけども。人手不足を背景に所定内給与、これは正社員の給与ですけども。じわじわと上昇してきていて、今2パーセント前後の伸び率にはなっているということで、以前にはなかった状況とは言えると思います。ただ家計のマインドはQQE開始以降……右側のグラフですけども最悪になっていますので。その意味でもやはりあまり円安状況を引っ張って生活コストが高まるということは、避けていく方がいいのだろうと思います。

少し飛ばしまして24ページの上のグラフ。日本の住宅ローンの状況ですと、赤い部分のこの変動型。住宅ローンの金利の変動型の比率が非常に高いと。これは今後日銀が金利引き上げていく。引き上げていくうえでは悩ましい問題になりうるのだろうと思います。というのがですね、1ページ戻っていただいて23ページなのですが。これはヨーロッパの状況なのですが。このグラフ、横軸が家計あたりの債務が大きい国が右側の方にありまして。縦軸はその債務が変動金利の比率が高いと上に行くのですけども。ノルウェーとかスウェーデンはその家計の借金が多くてかつ変動金利と。こういう中でスウェーデンの中央銀行のリクスバンクが、インフレになってしまったということで、出遅れたということで、金利を上げていったのですけども。金利を上げていくとですね、家計の利息支払いが如実に増えて、家の消費が悪化してくるというジレンマに陥りまして。

このためスウェーデンの中央銀行、去年金利を随分上げたのですけれども。今4パーセントぐらい、ゼロ金利から4パーセントぐらいまで上げているのですけれども。インフレの割には慎重な利上げなので。そうなるとですね、為替市場としては、この国はちゃんとした利上げができないなど判断されると、利上げしているのに通貨が売られていくと。利上げしていくのに円安。その円安の経路でまたインフレになっちゃうということに。一時期スウェーデン、随分苦しんでいました。最近ようやくちょっと落ち着いてきたのですけれども。こういった悪い流れにならないようにしていくことも注意が必要かと思っています。



おそらくマイナス金利をやめるときに、日銀は「次のゼロ金利解除は慎重にやりますよ」と。「まだ遠いですよ」と言いがちになるのだらうと思いますけれども。あまり慎重なスタンスを見せちゃうと、このスウェーデンのケースのように、金利は上げているのだけれども通貨安というリスクもありますので。その適度なバランス……非常に難しいと思いますが、それが必要になると思われま

す。それから長期的に考えた場合、我々が直面している構造問題、財政問題ということを考えますと、なかなか単に中央銀行が金利を低くして国債をいっぱい買ってあげれば良いというものでもないなということはあるかと思

います。日本の構造問題としては、何といてもこのページの人口動態的にいろいろ制約が来てしまうということがあると思

います。それから次の 26 ページ目で、やはりこのデジタル化の波に乗れない日本企業が残念ながら多いと。左側はフォーチュングローバル 500 企業における日本企業数という、95 年に比べるとすっかり減ってしまっていますが、新しいデジタル系の勢いのある企業が出てこないということがここに表れています。

また右側のデジタル競争力ランキングというの、随分と低くなってしまっていると。こういう中で、その財政資金は随分使われてきたわけですが、27 ページ目で。このグラフ、過去 20 年ほどの……横軸は政府債務の GDP 費の増加幅です。日本がこの先進国の中では一番政府債務が増えているのですけれども、決して緊縮財政じゃなくて、一番財政支出を拡大してきているのですけれども。しかし縦軸、この 20 年間の累積経済成長率で見ると、日本は最低ランクの方にいるということで。高齢化の中で、社会保障費のために財政資金随分使っていますので。なかなか経済成長のための資金、財政資金の使い方ができてない。あるいはせっかく使うときに、とりあえずのその目先の需要を刺激するためのばらまきに使われてしまっているということで。せっかくお金使っているのだけど、前向きの力になってないというのがここに現れています。

28 ページ目は、政府の歳入と歳出の GDP 費、経済規模費というのを見ても。日本とそれから右にある 4 つは AAA の国々ですが。格付けがですね、AAA の国々はこの赤い線と青い線、歳入と歳出の線が上下、こう交わりながらクロスしながら、推移しています。つまり財政赤字になったとなると、数年後には財政黒字に戻して。長い目で見ると均衡財政にしようという努力が見て取れるのですけれども。こういう AAA の国々と日本との違いというのは如実にあって。日本の方は常に財政赤字が大きいという状態ではあります。

この AAA の国々の政府当局者がどういうこと言っているかというのを 29 ページと 30 ページに載せていますので、ご興味があれば後で見ただければと思います。随分とその財政に対する認識が違うと。過去 20 年あるいは 25 年で見ても、こういう国々の方が日本より経済成長率は高いという現実がありまして。非常に財政の制約が強い中で、いかにその民間の力を引き出すかに注力しているかという違いだと思います。

今すぐどうこうではないのですけれども、昨年秋にイギリスのトラス政権が大規模減税策を発表したら、国債が暴落してポンドも暴落するということがありました。今の日本のこういう財政運営が、ズルズルと今後も進んでいくと、そういうイギリスで起きたようなことが必ずしも他人事ではないということはあるのではないかなと。その辺も適度なバランスを取っていくということが必要なのではないかなと思います。

31 ページ目は、こういう大規模緩和策を長く続けていますと……および政府の中小企業に対するその資金繰り支援策もあって。痛み止め策ということになりますと、企業倒産が一時期、日本は随分少なかったと。それゆえ失業率も低いと。右側の状況ですけども。失業率が低いというのは本来良いことなのですが、しかし経済の新陳代謝が、実は低下しているのではないかという観点からすると。ここもやはり過度な痛み止め策の問題ということはあるかと思

次の 32 ページ目は、いろいろな識者の人たちが「こういう金融緩和を長期化させていくと、かえって問題を起こしてしまう」という指摘をしています。こういったことも意識しながら、金融政策の正常化を進めていくべきだろうと思います。

最後第 5 章の部分は、ご興味があれば読んでいただければと思いますが。長い目で見ると、経済成長の最大の牽引力というのは、結局教育ではないかなと。特に資源がない日本の場合はその面が強いかなと思います。

33 ページ目の上にありますように、今アメリカで世界の経済覇権を取ることができた主因は教育制度にあったというような分析もありますし。この下の方でもやはり日本は江戸時代から教育に非常に熱心だったので。それが明治以降の発展に繋がったというような話ですけども。

しかし 34 ページ目で。現代においては IT やバイオなどの高度人材というものがやはり国の成長のかなり決定的な要因になると思うのですが。日本の場合、その高度教育する年齢数が短いということもありますし。

それから 35 ページ目ですが、社会人を再教育するという能動的労働市場プログラム、リカレント教育、最近日本ではリスキリングと言いますが。岸田政権もこれに力を入れようとしているのは大変良いことだと思いますが、従来はあまりこういうことにも日本はお金を使っていなかったと。

また、最後の方の 36 ページでも人材投資、企業の人材投資も、日本はあまり実はやっていないと。それから、右側の勤務先以外での学習、自己啓発、特に何も行なっていない人の割合は日本が圧倒的に高いと。これは「会社が忙しくて、そんな勉強なんかできないよ」ということなのだと思いますけども。

こういう状況がやはり何十年も続くと、一方で新しい技術をどんどん勉強していくという国の人たちと 20、30 年経つとどんどん差がついてくると。自然資源がない日本の場合、いかに成長するかというと結局人的資源ということでしょうから。こういうことも考えていかないと、金融緩和とか財政政策だけではうまくいかないと。

この最後のページに載せました、実質賃金がなかなか日本は伸びないというのも、根っこの部分はやはりそういうところに停滞の原因があるのではないかなというようにも思います。