

## パネルディスカッション

### 「2024 年、内外経済と金融政策」

- ・東京財団政策研究所 主席研究員 早川 英男氏
- ・東短リサーチ株式会社 代表取締役社長 加藤 出氏
- ・日本経済新聞社 専務執行役員・論説委員長 藤井 彰夫氏
- ・大和証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 岩下 真理氏

#### 日本経済及び日本の金融政策

**早川**: 最初に日本経済および日本の金融政策に関してですが、御三方に2つほど質問させていただいて、それぞれお答えを伺いたいと思っています。

1つ目は「最近の賃金や物価の動きをどうご覧になっているか」ということです。ご存知のように日本の賃金というのは、過去 25 年くらいほとんど上がってこなかったのですが、今年の春は定期昇給部分を抜いて 2 パーセント。定期昇給部分入れると 3 パーセント台後半という、25 年ぶりの高い賃上げになりました。

そして物価の方も一時期 4 パーセント台まで、前年比物価上昇。黒田総裁時代の異次元金融緩和と強烈な金融緩和のもとでも、なかなか上がらなかった日本の賃金、物価がどうして今、上がっているのかということについてが第 1 点目。

2 点目は日銀の植田総裁が就任されたのが 4 月の初めでしたので、それから半年ちょっと。今 7 カ月ぐらいになるわけですが、この間の「植田日銀の実績についてどう評価していらっしゃるか」ということです。

具体的に申し上げますと、ここ半年間で日銀は、先ほど加藤さんの話にもありましたように、7 月と 10 月にイールドカーブ・コントロール。要するに長期金利のコントロールについて若干の柔軟化を行なっているのですが、これをどう評価されているのか。実は結構難しく、曖昧になっていて、さっき加藤さんがまさに曖昧と仰ったわけですが。

海外マーケットで、日銀に対して「動いてないじゃないか」ということで、円安になったりすることもあれば。あるいはそうではなくて実際に 10 月にやった方も、もうほぼイールドカーブ・コントロールが形骸化してしまったのだという解釈もある。皆さん、いろいろな解釈があるかと思いますが、それぞれどうお考えか。

この 2 点について、2 点ともお答えいただいても結構ですし、どちらか 1 つ、自分はこっちだけ話したいというのを選んでいただいて。恐縮ですが、1 人 3 分程度の範囲内でお話いただければと思っています。もうお話しされたばかりで、ダブってしまっているかもしれませんが、加藤さんからまずいきたいと思います。

**加藤**: 最近の賃金の上昇は、ベースにあるのはやはり人手不足。これは人口動態から来る面が大きいと思います。団塊の世代の退職に伴い、若い人が少ないというような流れが、コロナ禍での人の移動と相まって。一度解雇してしまった、あるいは人員を縮小したところになかなか戻ってこないという流れの中で。その人口動態的な人手不足が相まってきているということかと思いますので。

あとそれを背景にしながら、企業経営者、特に大手企業の経営者がやや横並び的ではありますが賃上げせね

ばならぬと、ある種キャンペーンを張っている。ただその背景には、やはり現実として人をなかなか採用できない。あるいはすぐ、特に若い世代がどんどん転職してしまうということが起きているということかと思えます。

ただこの賃金の上昇というのは表面的には良いわけですが、労働力供給の制約から来ているわけですから。日本経済にとって本当にこれは良い賃金上昇なのかという。あるいは働き手が減っているということは、消費においてはマイナスの方向にも働くわけですし。必ずしも人口動態から来る人手不足の賃金上昇というのは、両手を挙げて歓迎できるというわけでもないということかなと思えます。

物価の方はコロナ以降のウクライナ戦争も相まって、急激な物価上昇のショック。それから円安による輸入物価上昇のショック。これらが相まって企業の判断が変わってきたということかと思えます。今のところは「ここまでの値上げであれば、消費者もついてこられているのかな」と探りながらやっているということかと思えます。それで「ライバル企業が値上げするならうちもやりやすい」という流れができてきたという点では、異次元緩和が円安を招いてきたという点では、その功績ということかと思えます。ただ世界全体見渡すと、どこの国もこの数年の物価上昇のショックで企業の価格設定の行動が変わって。特にヨーロッパあたり、値上げしづらいなという空気が「こういう状況ではもう値上げしてしまおう」というように、皆変わってきたということがありますので。程度の差はありますけれども、世界的に起きている現象とも言えるかと思えます。

それから植田さんのこの半年ですけれども、少しずつ政策変更してきているというのは事実で。しかも特に長期金利。国債の市場にショックを与えないように、曖昧にしながら進めるという非常に高度なテクニックを使っているのかもしれませんが、非常に日本的とも言えるので。海外の投資家からときどき「何をやっているかよくわからない」みたいに聞かれるのですが。いろいろ日銀の公式説明も伝えたりすると「よくわからないけど、要は正常化のペースが遅いということね」と。そうであるならば、円を売っておくかというような。そういう結論になりがちと。

これは非常にトレードオフでして、「国債の金利上昇を避けようとして慎重に進めていますよ」というやり方をアピールすると、それは為替市場の方では円安の方に力が働いてしまうという悩ましさの中でやってきたと。

個人的にはもうちょっと大胆に進めても良かったのではないかな？。特にどこの企業もそうですが、企業に例えるのもどうかという人もいるかもしれませんが。社長が変わった時というのは、思い切って変えにくかった部分を変えてしまう良いチャンスなわけですね。「これ前任の社長がやってしまったことなので」とか言いながら、変えれば良いわけですので。そういう点では、今年の前半にもうちょっと踏み込んでできたのではないかなというように思えます。

**藤井**: まずこの10年間異次元緩和をやって、なかなか物価上がらなかったのになぜ今回上がったのか？というお話ですが。日本というのは、結局これまで歴史を見ても明治維新の時も黒船が来て。それから戦後も敗戦したとかですね。あるいは最近で言えば石油ショックで1970年代。それからプラザ合意、そういういろいろな外的ショックには割と皆もう諦めて「これ新しいことやらなくてはいけない」ということで。明治維新も起こって。それから戦後の復興。それから石油ショックに対しては省エネとかいろいろな体質改善。それからプラザの後には海外にどんどん製造業が出ていくとか。そういう構造改革をやったわけですね。それで今回は、やはり先ほど加藤さんからもご説明ありましたが、コロナ禍ですね。それからウクライナ危機。そういった中で、海外からのインフレのショックが来たと。

そうするとさすがに皆受け入れて、今までなかなか価格転嫁もできなかったのが、「もうこれだけ大変なことが起きているのですみません」ということで、全部一気に動き出した結果、価格が急激に上がって。これまで賃上げ

もなかなかできませんと言っていたのが、やはりついに動いたと。その結果、よく言われるノルムが変わりつつあるのかどうかということですが。ですから今回、異次元緩和がもちろんあったのが基礎にはあったと思うのですが。そこに動いたきっかけというのは、やはり大きな外的ショックのせいかなと思っております。

それから日銀の評価ですが、加藤さんも言われたようにわかりにくい。全体では極めて慎重にもう出口に進んでいると。金融緩和、異次元緩和からの出口に進んでいるというのですが。ただ公式には日銀はまだ出口じゃないと言っているのですよね。出口というのは、「政策金利を今マイナスの……ゼロにして、そこから上げていくことが出口である」と言っているのですが。去年7月から10月で少しずつYCCを弾力化していくっていうのは、もう長期金利がどんどん市場で動くようにしていくということで。長い方から少しずつ上がって行って、最後短い方に行くという意味では、ゆっくりとそういう出口に向かっているというのが普通の考え方です。日銀も非公式には後から見ればこれは出口だったということになるかもしれないというようなことは言っています。

ただなぜこれだけ慎重なのかというと、もちろん市場がいろいろ過剰反応して、長期金利が大きく上がってしまうのを避けるとか。そういうこともあるのですが、もう1つは植田さんのトラウマというかですね。2000年のゼロ金利解除っていうのは、植田さんは反対したわけですが、速水さんがやったのですね。結果的にすぐ半年後に再緩和に追い込まれると。そういう経験をしていますので。今出口で、出口始めましたということになると、仮に来年大きなショックが、アメリカの景気がおかしくなるとかそういうことで結局また、引き締めができなくなって緩和に戻った時にまた責任を問われると。そういう事態は避けたいということもあって。あまり出口とはっきり言わずにステルスな出口をやっているのではないかというふうには私は見ております。

**岩下**: 私もお二人と多分同じということで。この物価は中から来たのではなくて、やはり外から来た外的ショックだと思います。加藤さんの講演の時にも仰ってましたけれども、実はアメリカの中央銀行のパウエル議長も2年前は「物価の上昇は一時的」と言っておりました。この言葉を半年くらい言っていて撤回したところから、アメリカの金利が非常に上昇していったというのは非常に鮮烈な記憶になるのですが。その当時アメリカ経済の論壇においても、とかく比較されやすかったのは1970年代のインフレです。でもその1970年代と今回のインフレは大きく違うと私は思っています。

私自身は、今回のインフレを複合インフレと名付けています。大きく3つ要因があります。1970年代にはなかったコロナ。コロナによって供給制約が起きたこと。さらには給付金を含めて、財政出動は誰も悪いとは言わずお金をいっぱい供給してしまったこと。それがまずコロナ禍ということで、第一。

2番目は、世の中の流れが気候変動の対応に向けて、化石燃料についてどう考えていくかということで。特にヨーロッパを中心に、グリーンフレーションというのがすでに基礎にありました。ですので、今回資源高の中でも、ロシア制裁の影響もあって、どうしてもマーケットは原油を見たり非鉄金属を見たりとかする方多いのですが。それ以外、特にウクライナ戦争も踏まえて、食料品を中心に上がったりもしておりましたけれども。気候変動の影響もかなりあったのではないかと。

そして3番目が、今ウクライナ戦争と言いましたが。戦争や紛争。これはやはり戦争をするということは、その国を支援しようと思うと支援金が要ります。さらには軍事費を拡大します。我が日本も同盟国ということで、防衛費を拡大するというので。これから近い将来増税をしなければいけないということに追い込まれておまして。この3つですね。

どれ一つまだ完全に終わっていません。今マーケットは、アメリカのインフレが前年比でかなり鈍化してきたことによって、非常に安心感と共に来年2024年のいちばんの論点はアメリカの利下げ時期というふうには言ってい

ますが。本当にアメリカのインフレ率は2パーセントまで下がるのでしょうか？ 私自身は「まだインフレの目が残っているのに、そっちに傾くというのはちょっと早いのではないか」というふうに思っています。そういった流れの中で、日本でも企業の価格設定。そして賃金設定が変わってきたと。

かつて日銀は「なぜ賃金が上がらないか？」という説明をする時に、「物価が低いから賃金が上がらない」と言っていました。これを「適合的期待」、そう説明してきました。私は去年の今頃ですね、物価が上がったのだから賃金上がるよね、適合的期待が働けばと。そう思っておりましたが、私が思った以上に春闘の結果はすごく強い数字となりました。

この「賃金が上がるといふ癖を続けられるのか」というのが、来年の春闘に向けて私は日本の正念場で。ここで賃金上がらなかったら、実質賃金がマイナスだという議論ばかりになってしまいますので。ここはもう本当に収益を上げた企業さんには、企業部門から家計部門にちゃんと労働分配率を上げて、添加していただきたいなというふうに思っています。

そして2番目の課題である、植田日銀なのですが。おっしゃる通りスロースタートだったと思います。私も学者出身の植田総裁には、経済、物価見通しが、相当精度を高めてくれるのではないかと。私も4月に期待し過ぎて、ちょっとがっかりしました。ただその3ヶ月後の7月に「インフレは過小評価した」とはっきり言ってくださいます。7月、10月と物価見通しかなり高くなりました。そういう意味では、精度の高い物価見通しの下、YCCを2回、3ヶ月ごとに修正してきたということで。私はこれ「YCCの骨抜き大作戦」と。骨抜きですので、形骸化という言葉もあります。YCCの長いものに関しては、もう骨抜かれていますので。次なるステップは、もうマイナス金利解除しかないのだと思います。

ただここにはいろいろなハードルがまだあると思いますし、時間が経過すれば、データは揃っていくと思います。いつでも判断できるように物価見通しも上げています。この物価見通しの確度が高まれば、本来できると思います。後は政治にご理解いただけるかどうかかなのかなと。そんなふうに思っています。

**早川**: 事実上金融政策の正常化は、ステルスであれ何であれ、始まっているという評価だったと思いますけれども。次の質問は、まさにこの金融政策の正常化の行方です。

多くの人たちは、「来年の春闘の動向がマイナス金利解除に向けての山場だ」と考えています。4月くらいには、マイナス金利解除という見方がいちばん多いと思いますが。皆さんは、それぞれどうお考えかということ。

それからマイナス金利が解除されて、金融政策正常化が始まるとどうなのでしょう？ これまでの円安ドル高というのは、トレンドは大きく変わるのでしょうか？ それともそれはそんなに大きな変化ではないということでしょうか。

**藤井**: 日銀はとにかく来年の春闘をすごく意識しているというのは確かです。もう1回きちんと上げてもらおうと。まあ、そうなのですが。春闘を判断する際に、もう4月の春闘の結果が出るのを、ギリギリ待つのかどうかということですね。

いくつかポイントとしては、1月に経団連で春闘の方針が出てきたり、ある程度大企業などを中心に、もう「7パーセントを賃上げする」とか言っている企業もありますから。4月にならない、なるまで待たなくても、ある程度の見通しは掴めるという話もあるので。4月を待たずにやる可能性もあるかなとは思いますが。そこは植田さんがやはりいろいろな情勢を見ながら、かなり慎重に判断するという気がしますね。

それともう1つは為替相場の状況です。円安があまり進みすぎるようだ、やはりもう少し牽制したいという

考え方もあるので。今度は YCC をもう少しいじるのか、あるいはゼロ金利までいくのか。そこはなかなか難しいところですね。特に YCC は今まで「これは正常化とは関係ありません」と言いながらやっていたわけですが。さすがにマイナス金利解除っていうのは、正常化への一歩ということに受け止められるので。

私の読みでは、やはり「4 月以降に春闘をちゃんと見極めてからやります」というのがメインシナリオかなと思いますが。マーケットの状況次第で少し早まる可能性もあります。

あともう 1 つはアメリカの状況ですね、アメリカ経済、それとアメリカの金融政策がどうなるかということも、非常に重要な要素として植田さんは見ているのではないかと思います。

それともう 1 つは、マイナス金利を解除するのと、その後の政策金利引き上げの距離をどれくらい置くかということですね。マイナス金利というのは、明らかに異常な政策なので、それをゼロに戻して。ただゼロ金利政策というのは、そもそも緩和政策ですからそれは続けると。だから多少微調整しながら、緩和的な環境を続けるというようなことで、そのまま連続的に政策金利を上げていくのではないというコミュニケーションを。どっちかというところをやるのではないかなと。それもその時のインフレ状況で。もっと急いで、段階的じゃなくてもっと急いでやった方が良いという判断があればそうですけど。私はどちらかというと、マイナス金利は解除した後しばらくゼロ金利を続けるというようなコミュニケーションをするのではないかなと。今のところ見えています。

**岩下**: 私も実は同じで。メインは来年 4 月にマイナス金利解除というふうに見ております。これは正常化もすでに 7 月、10 月と YCC を運用柔軟化したということも正常化を進めていると思いますが。これまでの政策に比べると若干ハードルは高いのかな？というふうに思っています。実際にマイナス金利に解除する時には、「2 パーセントの目標はある程度実現した」ということも言ってやるのではないかなというふうに考えているということになります。

為替に関する話ですけども、やはりこの 7 月は為替にも配慮して早めに動いたという印象を受けております。日銀の正則判断をするうえで為替も 1 つの大きな要因ということだと思っていますので。足元で少しマーケットの方が、アメリカの長期金利が下がったり、ドル円も 151 円台だったものが、140 円台まで落ちて。今日は 148 円台ということですが。私自身、この 148 円っていうのは「まだまだ円安だ」と思っていますので。私は日銀が少し正常化を進める。それも他国に比べてかなり遅れて正常化を進めるのですが、それでもしないよりは円安の加速は止められるというふうに考えています。

ただその一方で、大きな円安の流れは他にもありまして、それは多分金融政策では解決できないと思っています。日本の円が売られる大きな流れの中長期的な円安要因は 3 つあると思っています。

1 つは他国に比べて日本の潜在成長率はまだ低いです。労働力人口の問題、生産性の低さも含め潜在成長率が低いというのは、なかなか他国に簡単には追いつかないと思います。

それから 2 番目。何か困るとすぐに財政を出してばらまいてしまうという。毎年経済対策をやってしまうという。これが財政健全化を遅らせています。これも円売り要因となります。

そして今回、コロナ禍でやはり資源が上がってみると、なかなか貿易赤字から脱却できない体質となっています。経常黒字は稼いでいるのですけど、貿易赤字というところではなかなか脱却できない。

以上 3 点、潜在成長率の低さ、財政健全化の遅れ、貿易赤字の定着。これらいずれも金融政策ではなく、政府の戦長戦略で時間は掛かるけど、しっかりやっていかないということを噛み締めて対応していただきたいかと思うので。「大きな流れは変わりますか？」と聞かれてしまうと、変わりません。ただ金融政策でもできることはあるのではないかな？

**加藤**: 次のステップ、日銀マイナス金利解除だと思いますけれども。私も1月か4月、どっちかなと。3月というのがありますけど。3月、期末決算が近い時期の直前で金融市場があまり動くのも、ややギャンブルの面があるでしょうから。1月か、4月かなと思っておりますが。お二人が4月をメインにされているので。皆一緒でも何なので、1月の方。確率高めに見ているぐらいのイメージで。藤井さんが仰っていましたけど、1月になるとだんだん企業、大手企業の経営者の賃上げ方向のアナウンスが出てくると。日銀の調査統計局が企業にヒアリングをかければ、おおよその方向性は見えてくるのかなとも思いますので。

あとは、もうまさに藤井さんもおっしゃったように、アメリカの為替の状況、あるいはその背景にある海外経済の状況との綱引きになってくると思いますが。早ければ1月と。また一步引いてみると、マイナス金利解除というのは、長らく利上げしてないという点では大きなイベントなのですが。実際は金利が上がる幅、短期金利が上がる幅というのは、0.1パーセント程度でしょうから、大した利上げでは、実はないので。すごく象徴的な意味合いでは大きいのですが、そのこと自体が実質面で何か劇的変化があるかということでもないということは注意が必要かと思います。

あと日銀の問題設定。賃金と物価の好循環が起きるのを確認したいという問題設定自体が、本当に正しいのかなと。そもそも好循環は本当に起きるのかな？ということもありまして。おそらく今後だんだん日銀は、賃金上昇が物価上昇も起こしているとかですね。逆かな？どちらにしろ、ある程度その間に関係があると好循環と。ぐるぐる回っていくほどのものではなくても。ある程度、そういう動きが見えるということであれば、政策判断を変えていくのかなと思います。

あとマイナス金利解除したことで、円安ドル高のトレンドが変わるのかということ、マイナス金利解除した時に、「次のゼロ金利解除は当分先です」と。長期金利の急上昇を避けたくて、そういう言い方をおそらくするのでしょうね、最初は。そうすると、あまり円高方向にはいかないと。しかし暫くして、水準としては円安にある中で、国内の生活コストがじわじわと上がるということが続くようであれば、また少しずつ表現を変えて。結局は、マイナス金利解除から3ヶ月、遅くても、6ヶ月以内にゼロ金利解除と。ただし海外経済の急失速がなければということになります。

ですから少しずつ進めていくと。全体として見れば、海外より正常化ペースが遅いということだと。衝撃的に円高方向には行かず、むしろ今個人投資家の方々も「外貨預金、とても魅力的だな」と、皆さん思っているわけ。ある程度円高に来たら、ドルの買い場かなと思っている方も多いでしょうから。そういう力も働いて、それほど急激な円高転換にはなりにくいのだろうなと思います。

**早川**: 僕も何となく日銀の頭……刑事ドラマ的に言うと、日銀の頭の中では大体ストーリーは出来上がっているのだけれども、賃金も上がりそうなのだけれども。今のところ物証がない。上がるまではなかなか動けないというのは、多分そのような気持ちなのではないかと思っております。

## 海外経済

**早川**:

最初にアメリカ経済ですけれども、ご存知のようにかなり大幅な利上げをやりました。それにしても、アメ

リカ経済が思った以上に堅調ってというのが、皆の印象ではないかと思っています。なぜこれほどうまくいっているのかということ。

そしてその結果として、米国経済のソフトランディングってというのは、やはりあり得るのかというのがアメリカに関する質問であります。

岩 下: マーケットは少し弱気に。今月に入ってからアメリカの経済指標が少し要諦を出し始めているので。そういう方向に向き始めてはいるのですが、私自身は、ソフトランディングなローパスと言われながらも、ソフトランディングできるのではないかと思っています。少なくとも7月期まで見た時に、アメリカ経済は成長率を比べると独り勝ちです。

アメリカだけがプラス成長なのですが、ヨーロッパと日本はマイナス成長に転じるということで。このアメリカ経済の独り勝ちの状況の背景には、やはり財政があったと思います。コロナ禍での給付金。さらには戦争を踏まえて、軍事費を拡大したところの乗数効果も出ていたのではないかと思いますし。さらには株高騰による資産効果。そういったところが、消費が要諦を脱せず流れてきた大きな背景にあるのではないかと。

ですので、本当のアメリカの実力を見る上では、クリスマス商戦だと思っているのですが、少しは弱いかもしれないのですが、破壊的に悪くなるというイメージは現状を持っておりません。ただ一つだけ気になっているのは、このところ株高の資産効果も含めて、アメリカでは相当所得格差が起きているのではないかと。アメリカに住んでいる人やアメリカに出張した人達が、非常に治安が悪くなっているという話をしております。

ですので、そういう治安が悪くなるような格差拡大が起きているところに、来年2024年のビッグイベントはアメリカの大統領選挙です。そういったところを踏まえると、非常に来年のアメリカの政策対応というのは政治的になるんじゃない。そんな風に考えているので、経済理論だけではなく、そういったところも注意していかなければいけないのが2024年だと思いますし。当然アメリカの見方を間違えると、日本の見方も変わるということで。アメリカの利下げが思ったより早ければ、日銀がマイナス金利解除にいけなくなる可能性もじゅうぶんにあるので。我々はアメリカを見ていかなければいけない2024年になるのではないかと思っています。

**加藤**: アメリカの場合、確かに皆が不思議で。どうしてあれほど金利を上げているのに消費が悪化しないのだと。これは多分、植田さんも一緒に見間違っていて。植田さんが4月に日銀総裁になった時は、もっと早くアメリカが減速するのだろうと思っていたからこそ、あまり急いで政策変えない方が良く。急いで変えてしまうと、藤井さんが仰っていた、2000年の速水さんのマイナス金利解除の失敗みたいになってしまうと思っていたのですが。結構力強く今まで持ってきたと。

1つは岩下さんも仰っていた政府の給付金で貯蓄がどんと増えて、それをアメリカ人はどんどん使っていると。これがカナダ、ヨーロッパ、日本、他の地域は、ある程度足元で貯蓄が増えているのですけれども。使うとまた収入から貯蓄を継ぎ足して、あまり貯蓄が減ってないみたいなのですね。ところがアメリカ人の皆さんは、さすが樂觀的でもうバンバン使うということが今まで起きてきたので。

金利が上がると、クレジットカードによる消費などは普通打撃を受けるのですが、それを補って貯蓄からの支出が今までは消費を支えていた面がかなりあったようです。そこはさすがに、これから息切れしてくるでしょうから。だんだんとは落ちてくると。ただ、今起きているアメリカ経済の減速というのは、FRBとしてはむしろ歓迎するべき、歓迎できることで。このぐらいの減速が起きないと、もっと利上げしなくてはならなくて、かえってソフトランディングできなくなってしまうでしょうから。今ぐらいの減速はウェルカムということでFRBは見ているのではないかな

というように思います。

もう1つ。普通インフレが下がってくると、金利が高いままだと実質金利が高いから消費が制約されるはずなのですが。逆に賃上げ率がそこそこの状況でインフレが下がると、実質賃金がだんだんプラスになっちゃうので。そちの効果も意外と今あるのかなと。

あとアメリカで年金を……アメリカから年金を貰っている日本人に聞きましたら、今年の年金支給額は去年のインフレを反映して87パーセント増えているのだそうです。しかし足元のインフレは3パーセントですので、意外にアメリカの高齢者の方々は年金をエンジョイしている面が今あるようでして。そういうことも効いているのかなとは、思います。

**藤井**: 数年来アメリカ経済、物価見通しは、エコノミストも市場関係者も外しまくってきているわけですよね。Fedも外したわけですが。最近の好インフレも予測、誰もできなかつたし。去年の今頃は、今年のアメリカはリセッションあるいはスタグフレーションになると言っていたのが、今加藤さんや岩下さんがおっしゃったような理由で、それほどならなかつたわけですね。それで今度は来年も利下げだとマーケットの人は言っているわけですが。そうすると、私も「これもちょっと怪しいな」と。「皆来年利下げだって言っていることは多分間違っているのではないかな」というような気がしています。大体大統領選の年というのは、アメリカ経済は持って。大体次の年ぐらいにおかしくなるというのがパターンなので。来年いっぱい、意外に持ってしまわないかな？というのが1つ。

もう1つ。これは日銀にも関係するのですが。日銀で高田創さんという、元みずほ証券エコノミストの方が今政策委員会審議委員になってしまって。あまり言論の自由がなくなって、説明されないの。私が代わって話しますが、高田さんがずっと「5回のジンクス」というのを言っていたのですね。それはどういうものかということ、引き締め局面で大体アメリカが最初にやって、ヨーロッパが最初にやって。日銀が最後に引き締めるのだけど、その翌年は、大体景気後退とか金融危機が起きるといこと。今回6回目で、アメリカも上げて、ヨーロッパも上げて。日銀はまだ上げていないので、それがいよいよ来年やるかどうかですね。

先ほどもアメリカが先に下げちゃうとできなくなるわけですが。仮にやった場合、このジンクスでいくと、その次の年には危機が起きる。あるいは服用が起きるといことなので。あまりそうなってほしくないんですけど。高田さんの6回目のジンクスというのが成立してしまう可能性が、ひょっとしたらあるのかなというふうには思ったりしていますが。高田さんは今審議委員なので、あまりそういう発言はされないとと思うので。私が代わりにご説明しました。

**早川**: アメリカについては今おっしゃったように、比較的うまくいっているわけですがけれども。今心配なことはどこかということ、ヨーロッパも調子が悪いのですけれども。やはりリスクは地域的に言えば中国だと思えます。

今年の初めくらいは、中国経済の回復に対する期待が高かつたですけれども、そうはなっていません。特に問題になったのが、不動産市場の不振だとか、若年層の失業率上昇。こういったものが懸念材料とされていて。中には中国経済が日本化するということを仰っている方もいるわけですが。こういうリスクをどう評価するかということが1つ。

もう1つのリスクは、やはり地政学であって。ご存知のように、もともと米中がずっと対立している中であって。去年の頭にはロシアがウクライナで戦争を始めてしまった。最近パレスチナ情勢も不安定化してきて。こういったいわば規制学的リスクが、世界経済、金融市場にどう影響するか。

この2つが大きなリスクだと思いますけど。このリスクについて、どう評価されているかということですよ。

**加藤**:やはり中国は、相当不確実性という点では来年大きいとは思いますが。基本的には、いろいろ管理していく経済ですので。クラッシュは避ける方向でいくのだろうなと思いますけれども。しかし従来の中国経済成長の牽引力は、結局不動産市場をうまく活用して、特に地方政府は再開発してそこで上がった利益をいろいろな投資に使っていくという。循環させていたものが今ストップしちゃっていますので。その点では仮にクラッシュを避けられたとしても、なかなか力強い成長というものは難しいと。そもそも人口動態的にも、生産年齢人口が減っていくという流れに入っているわけですので。その点においては、日本化ということはあるのかと思いますが。

一方で、都市化できる部分。地方の農村部でより貧しい人たちが都市部に来るという部分もいくらはまだ残っているでしょうし。それから、なんだかんだいろいろイノベーションもあるという面はプラス材料かと思います。

しかし中長期的な懸念材料として、アダム・ポーゼンが少し前に書いていましたが、アメリカの学者ですけども。権威主義的な国家、民主主義じゃない権威主義的な国家で、当初は経済界に対して「どうぞ自由にやってくれ」と。「どんどん儲けてください」と。「それに対して政府は何も言いません」と言っていたのだけれども。途中でその経済界の方で一部力を付けてくると、政府から見ると脅威を感じる部分が出てくると、そこに介入が始まると。それは、政府としてはそのある特定のところに介入しただけで。「他の皆さんは、どうぞ同じように自由にやってください」と言っても、一度強烈な介入、制約、規制が入ったりすると。あるいは逮捕するみたいな話にはなると、みんなビビってしまって。特に海外の投資家は、「ちょっとあの国に投資したらまずいのではないか」とどんどん警戒していくと。

そこからだんだんその悪循環が始まっていくというケースは、トルコであるとかアルゼンチン、ベネズエラ、まあ、アルゼンチンはまだあれかな。ベネズエラとかもいろいろなところで起きていて。それで中国が今回その流れに入ってきているから。「やはりちょっと長期的には危ういのではないか」みたいな指摘をされていて。それは確かに、ちょっと言えるなと。やはりそこは中国政府があまり経済に介入しないという方向にしないと、特に海外からの投資はいかないでしょうから。

ただですね。もう1つ申し上げると、先週ドイツに行っていて、ドイツの財界の人たちがちょうど去年の今ぐらいはですね、中国はだいぶロシア寄りのスタンスを示していたこともありまして。ドイツ側も、もうドイツと中国とはデカップリング。縁を切らないとという。「これは相当苦しいけど、やらないといけない」というようなことを言っている企業経営者がいましたが。今年はすっかり変わっていて。やはり中国と縁を切ったら、もうやっていけないので。デリスキング、デカップリングじゃなくて。分離じゃなくて、リスクを抑えるという形で今後も中国と付き合いみたいなのが、今のドイツだけではなくてヨーロッパ全体の雰囲気ですので。

そういう意味では、完全に投資が止まってしまうということでもなく。しかし過度に経済に介入すると、さっきのような懸念が頭をもたげてくるということかなと思います。

**藤井**:まず中国ですが。先月、私日中のフォーラム、民間のフォーラムがあって、北京に行ってきたのですが。その時から感じていたのですが。中国が少し日本との関係を改善しようというふうに動き出しているようなサインはあったのですね。それがこの間、先月、先日ですね。サンフランシスコでやったAPECで割とはっきり出てくるわけですが。

米中首脳会談を1年ぶりにやって、一応対話を続けると。特に軍関係の危機管理とかですね。そういったものはやっていく。それから温暖化などで協力していくということで。一応対話を続けるサインを示しましたし。また来年もう1回やろうというようなこともやっているの。1回だけではなくて継続して首脳会談をやろうという話になっ

て。

岸田さんも習近平さんに会って、「戦略的互惠関係」という久しぶりにこのワーディングをもう1度確認して。これももう1度やろうという、首脳会談もやろうという議論も出ていますので。やはり中国も完全に対立が解けるわけじゃないです。いろいろなことを、全く変えるわけではないのですが。やはり対外関係は少し調整しようとしていると。

この大きな要因は、やはり中国の国内経済が厳しいから。アメリカやいろいろな周辺国とあまり事を構えるというのは良くないし。実際アメリカからの投資や日本との貿易もかなり落ちていますから。あまり経済にマイナスになるような対外関係はまずいということに習近平さんも気が付いたということだと思いますし。

またこれはもう1つ、やはり中国に詳しい同僚に聞くと、習近平さんの体制もあれだけ盤石なかなり権力は集中させたのだけれど。足元ではいろいろなことが起きていて。実際外務大臣や国防大臣が急に更迭されると。習近平に近い人ですよ。ということもあって、やはり対外関係では、冷戦時代でいう「デタント」ですかね。少し緊張緩和をさせようというふうに動いてきたのではないかとこのふうに見ています。

アメリカも大統領選がありますから。バイデンさんもそれについては、特に問題はないし。ただ今回アメリカは、全然何の譲歩もしてないし。中国もアメリカのいろいろな貿易関係の規制などの解除と関税などの解除というのは全然取れてないので。それほど得たものは大きくないですよ。ですから、これからデリスキングスローバリゼーションというのは前提として、いろいろなものを考えていかなければならないということですし。日本にとってもこれはチャンスでもあると思うのですよね。ですからこのデリスキング。サプライチェーンの見直しの結果、日本に投資が来ているという面もありますから。そういったものをうまく大きなリスク、地政学リスクで大きなリスクではあるのですが、その中でどううまく立ち回っていくかと。

それと、こういったグローバリゼーションがスローになって。デカップリングじゃないけど、デリスキングという少し曖昧な関係ですね。対立関係が長期化するという状況がしばらく続くので、そういった中でどうやってうまくやっていくかというのをそれぞれの国が考えなければいけない局面に来ているのかなと思います。

**岩下**: 中国については非常に政治的なところがあるということで、そこについて深く語れる知識はないのですけれども。私自身、日本経済を予想するうえで、やはり中国向けの輸出、それから日本の生産というのは非常に影響を受けるという意味では、中国を主体としたアジアのところで起きていました IT 関連の調整が少し峠を越えて終わりつつある。そのお陰で、少し日本にとっても輸出が持ち直していく過程に、今後移っていくということで。中国経済、今月出たデータも少し持ち直しの傾向が出ておりました。IMFも10月の経済見通しから、11月に新たに財政を出した中国の見通しの数字を上げましたので。その通りになってほしいなど。日本経済にとっては、そういう形がいちばん望ましい姿ではないかと思えます。

もう1つ、私自身が来年で非常に気になっているのは地政学リスクの方です。先程今回の複合インフレ、1970年代と違う複合インフレの中に、戦争というのを3番目に申し上げたのですが。やはりウクライナ戦争が終わってなくて、パレスチナ問題も終わってなくて、紛争は続いている。これらの地政学的リスクは、世界の分断に繋がると思えます。分断というのは、供給制約を再び招く事態も想定されるので、インフレ要因は残ると考えた方が良くないかと思っております。先程アメリカの経済は全体としてまだ悪くなってないけれども、所得格差が拡大して治安が悪くなっていると申し上げましたが。私は来年2024年の世界のテーマは、「格差拡大と分断」だと思っております。

それで先ほど藤井さんが「エコノミストもマーケットも間違っているじゃないか」と。「過去何度も間違っているじゃないか」と。おっしゃる通りなのです。ですから私は過去2年やはりインフレをちょっと甘く見ていた。かつどうして

も再建型金利を語る方というのは、中央銀行に依存体質があるので。低金利、低インフレの時代の感覚で、非常にそういうふうシナリオを考えやすいところから。本当に来年はどうか？という意味では、「二度ある事は三度ある」のか。「三度目の正直」の年になるのか。

そういう意味では、2024年の経済の見通し、相場の見通しは非常に注目したいし、私も「当てたい」とは言いませんが、外したくないというふうに思っています。

**早川**:やはり冒頭申し上げた通り、今年の初めぐらいと比べた場合、アメリカ経済というのは何か思ったよりうまくいってしまっている。その一方で、中国がなかなか苦しいのと。やはり地政学が一段と悪化したというのが、この1年間の変化だったのではないかと思っています。岩下さん、しきりに分断など強調されましたけれども、格差拡大強調されました。最近ピケティの新しい『資本とイデオロギー』とか。今アセモグルとジョンソンの『パワー・アンド・プログレス』という本が出ていて。そういったテーマについて、非常に面白い議論が行なわれているということをお話ししておきたいと思います。

## **金融環境の変化**

**早川**:来年は金融環境で非常に大きな変化のある年だというふうに思っています。何と言っても、そのナンバードワンは日本に金利がある時代が戻ってくるということでしょう。ですから、それが何を意味するか。例えば金利がある時代が戻ってくるとすると、家計に対しては……預貯金もそうだし、住宅ローンもそうだし。そうしたものがどういう影響を及ぼしていくかということ。

そしておそらくそれ以上に深刻なのは、金利がある時代に戻ることに財政に対する影響なのですが。なぜか日本の政治家は、その辺についてあまり意識していないように感じられるのが、大変気になるところであります。

**藤井**:まず金利のある世界ですね。確かに今まで金利がゼロあるいはマイナスが当たり前の世界で。いちばん大きな変化は、私は今新聞の世界にいます。思い出してみると、昔新聞にマネー欄というのがあって、まあ今もあるんですけど。そこに暮らしの金利表というのがあったのですね。だから昔ならワイドとかビッグとか、そういういろいろな定期預金などは、そういったものの金利の一覧表と。住宅ローンも変動金利と固定金利で「これがお得です」とか。そういう金利表、一覧表があったのですが。いつの間にか確か消えてしまって。日経新聞もCDとかそういうマーケット金利の表はあるんですけど、暮らしの金利表っていうのはなくなってしまったので。

今日も日経で、地銀が定期預金の金利を上げ始めた。10年物定期を上げ始めたという記事が出ていましたけど。新聞にそういうマネー、金利欄が復活するというのが、正常化への一歩かな。まだいつ復活するのかわかりませんが。日経もいつ復活するのかわかりませんが。それが1つですね。

それと財政ですね。財政は、私も潜在的なリスクはありますし。今度の岸田政権がやった減税策とかね。最近とにかく「財源は国債」という人が結構多いので。国債というのは、借金なので財源ではないんですけど。とりあえずこども国際とか、防衛国際とか、教育国際とか。そういうふう言う人が……これはMMTという極端な考え方の人が言いますが。そうではない人も割と簡単に、「5年ぐらいは借金して、5年後に考えよう」とかですね。割とそういう政治のあれが増えているので。それはちょっと心配だなと思うのですが。

ただ幸か不幸か、日本はイタリアのような周辺欧州周辺国とか、イギリスのようにすぐにマーケットにですね。

日銀が抑えているということもあるのですが。そうは言っても、これだけ貯蓄があるとかですね、そういうことで。急にクライシスにはなりそうもないので。そっちの方からディンプリンを働かせよう。「財政危機が来るぞ」と言っても、なかなか進まないの。やはりこれはちゃんと政治の世界、あるいは国民がきちんと財政の健全化について議論してやっていくべきで。あまり危機だということで、金融政策の正常化も潜在的にはそうなのだけど。今植田さんがやっているような程度で、本当にそういうことがすぐ起きるかという、どうも起きないので。財政健全化は、そういうあまり外圧に頼らずにきちんとやった方が良くかなと。

本当に財政危機が来るリスクというのは、台湾有事とか、東アジアでの安全保障危機とか。あるいは首都直下地震で東京が壊滅するとか。そういう時は少しリスクがあるかもしれませんがという感じです。

**岩下**: ちょっと先程言い忘れたのをついでにここで言わせていただきたいのですが。2パーセントの目標が実現した場合、マイナス金利の解除だけでは私も終わらないと思っております。お二人もゆっくりやるというようなことを言っていたらと思うのですが。まさしく私も同じなのですけれども。日本の過去の政策金利、無担保コールオーバーナイト金利。結構長く定着していたのが0.5パーセントぐらいの時代が長かったというふうに思うのですが。その時と今回、何がいちばん大きく違うかと言うと。私は日銀が国債を中心に買い量を増やして、日銀のバランスシートが相当大きくなってしまっているということ。後は日本の財政負担がめちゃくちゃ大きくなってしまっている。

そこを考えると、利上げを継続していくかという意味では、欧米のようにポンポンポン連続利上げはできなくて。ある程度期間を持ってゆっくりやっていく。

それで、先ほど、藤井さんが0.1って仰っていたかと思うのですけれども。ゼロの時間を長くて0.1ということで。私、ちょっと、0.25刻みもできないのではないかと考えているので。アメリカの利下げの開始がぼやぼやしていると来ちゃうと。そこまでにではどれだけ上げられるのかという時間が続くのかなというふうに思っています。そういう意味では、今マーケットも金利がある時代をあまり知らないディーラーが増えてきてしまっていて。もう私もすっかりベテランの域に入っています。金利上昇の過去の歴史を語ってしまうと、生きる化石のような扱いをされているのですが。

古くは資金運用部ショックであったり、エバーショックであったり、過去何回も私は金利上昇局面を知っている。「こういう金利上昇局面を知っているベテランのストラテジストやエコノミストの意見をもう少し皆聞いてほしいな」と、最近思っているところもあるのですが。

そういう意味では、マーケットが本当に何か動き出した時に急上昇しないように。これは多分日銀だけで、日銀の出口戦略が進められないと思っています。ですから私は国債を発行している財務省と日銀、そしてマーケットによく理解をしていただいてやっていくという……ある程度三者が一体になってやっていくことをしないと、結構大変なことが起きると思いますし。

その一方で、家計に及ぼす影響という意味では、多分預金金利が上がるのはそれ程大きな幅ではないことを考えると。皆さんが心配しているのは、先ほど加藤さんの資料にもあったように、住宅ローンの変動型の比率が日本は7割と非常に高いので。マイナス金利に解除しただけでは、それほど大きな影響があるとは思いませんが。0.1、0.25となる時のことまで考えて、早めに準備をしておく。そういうことをある程度念頭に置きながら、2024年を迎えていただくというのが良いかなと思います。

そして最後の金融政策の正常化の財政危機という意味では、やはり財政負担がいちばんの問題ですから、長期金利が今1パーセントで日銀は抑えているような形になっているのですけど。長期金利が1パーセントを超え

て大きく超えて上昇していくというのは、やはりいろいろな意味で影響が大きいということで。ゆっくり長期金利も上がっていくというイメージかなというふうに思っています。

**早川**: 加藤さんのところの親会社の東京短資みたいなところから考えると、金利のある時代が戻ってくるっていうのはまさに待望なのでしょうけれども、一方で財政等、いろいろ心配な点もあると思いますので。

**加藤**: 今言っていた、うちの親会社の状況はマイナス金利でも意外に何とかなってきたということもあるのですけれども。ただやはり金融市場でお金がスムーズに流れていくという世界が戻ってくるということは、広い目で見て日本経済にとっては資源配分が効率化してくということなのだろうと思います。金利のある世界に戻っていくということは、その裏側でインフレがあるという世界ですので。ある程度のインフレがあるという世界です。

そうしますと、これまでは預金金利が0パーセント、ほぼ0パーセントでもインフレはほとんどゼロあるいはマイナスかつ円高だったということで。預金、金利ゼロの預金をいっぱい持っても皆さん何の問題もなかったのが。インフレになると、じわじわと毎年目減りしていくと。もうすでに目減りが始まっているわけですが。しかも円安ということになると、外貨預金が非常に魅力的に見えてくるということになりますので。その点では、日銀が財政にも配慮して利上げをゆっくりと進めがちにはなると思うのですが。しかしそのインフレを差し引いた実質の預金金利がマイナスの状況が続くということになると、円高方向の力が働いてもまたそれを押し戻そうとする力も働くということかと思えます。

それでまたその基調的に円が弱いという力も、トレンドとして働いているわけですから。例えばリーマン危機の後からユーロ危機にかけての、2008年から2012年ぐらいにかけて一時期、ドル円80円割れぐらいもあったでしょう。あの時は海外の金利もゼロ金利に近づいたわけですが。

ところがコロナになった2020年。海外のFRBなどがゼロ金利になった時、同じように円高になったかというとならず。100円も割れないということで。どうも円高局面になった時の底がだんだん上がってきているということ。その傾向は今後も続くのだろうと思います。だとするとインフレというのは、輸入物価という観点からすると、ある程度これまでよりは高くなる。なりがちということなのかなというように思います。

あと金利が上がると、住宅ローンの家計にはじわじわと負担が増えてくると思いますが。日本の変動金利はすぐ利払い費増えないで。確か5年の猶予があるようですけども。ただ方向性として金利が上がっていくのならば、いずれは負担が増えるわけですが。一方で日本は、ざっと4割が年金受給者でしょうか、世帯的には。そうすると海外よりは、金利上昇の家計への影響が……住宅ローンを背負っている若い家計には負担でも、プラスの家計が海外より多いというプラス面もあるのかなとは思えます。

あと「政治家がいちばん金利のある時代の心構えがないのでは？」という早川さんのご指摘は、本当にそうだと思います。特に若い政治家の方々ほど、いくらでも国債発行できると。その後で怖いことになるという感覚はないようでして。やはりそこは恐ろしいところだなと思います。

先ほど、藤井さんが先行きのリスクとして、台湾海峡封鎖とかいろいろ仰っていましたが。イギリスの独立財政機関という、第三者的に中立に財政の先行きを予測する機関の少し前の予測ペーパーを見てみましたら、この先50年ぐらいの長期予想、財政の状況の長期予想を出しているのですが。いろいろなシナリオを出しているんですけど、その1つに今世紀型のリスク勃発型シナリオというのがあってですね。つまり今世紀に入ってから、リーマンショック、コロナ危機、ウクライナ戦争と3つも危機があって。その都度、政府の支出が増えていると。救

済策、支援金として。この頻度で今後も 50 年間この頻度で危機が起きていくと前提にやっていると、もうイギリスの財政は 2050 年にも間違いなく破綻しますということで。先行きを見据えて、その先行きのリスクも見据えて、財政計画をしていきましょうねというようなペーパーでしたが。これは日本にも言えて。日本の場合は、何か大地震、自然災害の問題で大規模な財政支出が必要にもなるでしょうし。台湾海峡の問題もあるでしょうし。そういったことを考えると、ある程度財政の余裕……健全化というのは無理でも、一足飛びにそこは目指すものでもないと思いますけれども。先行きも財政支出がどんと増えてしまうという確率はあるわけですので、それを見据えた財政運営ということが必要になると思います。

**早川**: 来年の金融環境の変化としては、もう 1 つ大きいのは実は 1 月から新 NISA が始まるということで。いわゆる従来と比べてかなり踏み込んだ新しい制度であります。ですから、これによって貯蓄から投資へというのが本格的に進むのか。

あるいは逆にですね。海外資金の話でありましたけど、むしろこういうのを使って資金流出のルートが広がってしまうという見方もありうると思いますので。それについて簡潔にコメントしていただければと思っています。

**岩下**: 来年の新 NISA ということで、資産倍増計画の中の一環としてスタートすると思います。これまで貯蓄だけに……投資というところにあまり興味のなかった方々に、投資とはどういうものかということを考えていただくきっかけになるということがまず第一点ということ。やはり非課税保有期間が無期限化しますので。これまで期限があった分、何となくその間、その後どうするのかということから。もうちょっと長期的な、なかなか短期的には儲からない商品等も含めて考えた場合に、長期的な投資が使いやすくなると。しやすくなるという意味では、私はそれなりのメリットはあると思っていますが。ただ他国との金利水準をいろいろ比べてしまうと、なかなか日本で魅力がなくなってしまう分、これが一つの円安要因になるという考え方もありますが。皆さんが相場であったり、世界経済の激しい動きであったり、そういったものを見ながら自分で判断をしていくというところの非常に大事なきっかけになるのではないかとこのように私は理解しています。

**加藤**: 基本的には個人投資家の方々が運用しやすくなる環境を作るという、政府の方針は良い方向だと思えます。ただやはりそれをうまく日本経済の成長に繋げていくには、日本、日本企業が魅力的であると。その投資資金がその日本株に向かうということが必要で。それがなくてお金の例えばアメリカの株式投資に流れてしまう。どうも今雰囲気的にその方が強そうな感じがしますが。やはり常にそういった緊張関係、緊張状態が必要ということかなと思います。

そうしていかないと、日銀が今まで買ってきた膨大な ETF、上場株式、投信も、多分植田さんの任期の前半では触ることができなくて。ある程度任期の後半で、少し金利面で整理がついたら、少し考えていこうかというくらい。ゆっくりとしたペースじゃないかなと思います。

基本的に日本経済の成長期待、あるいは日本株への成長期待と。高まらないと、日銀が買ってしまっただけを処分するということはなかなかしづらく。売ろうと思ったら、日経平均が暴落してしまうということになるわけですので。そういう意味では、成長戦略とパッケージでやっていくということが必要なのかなと思います。

**藤井**: ちょっと今日、暗い話が多かったの。最後に少し明るい話で。いろいろ暗い話題は多いのですが、やはり日本経済、マーケットは大きなチャンスにもあると思うのですよね。先日、日米の金融関係者が集まる会議

に行ってきたら、アメリカの投資家とかは、まあ割とまだ日本にかなり強気で。ウォーレン・バフェットさんが商社の株買ったとか。ブラックロックなどもかなりやって。一度ちょっと買って、すぐ売り抜けるかなと思ったら、意外にやはり地政学的にも今まで中国だったのが。サプライチェーン、いろいろなディリスキングの一環で、日本というのはもう一度見直しているということで。海外投資家は、かなりポジティブになっているというのは確かなのでよね。

それで今度 NISA の拡大というのは、大きなゲームチェンジャーになる可能性は秘めているというふうに思います。もちろんその個人が海外に逃げてしまうというのはあるのですが。

アメリカの、海外の投資家も入って。そして個人も入っていくと。それでやはり重要なのは「その成長ストーリーがどう描けるか」ということ。そのためには、もちろん賃上げと物価の好循環ですけど。賃上げと物価だけではなくて、やはり潜在成長率が上がっていかないと、継続的な賃上げも起きないので。成長率が上がるような投資を企業がして。政府もいろいろ半導体とかやっていますから。そういったものが継続するようなストーリーを海外投資家にも示せれば、そして日本の投資家もそれに乗っていけば。意外に日本のマーケットは強くなる可能性もあるのではないかなと。いろいろなリスクはあると思いますが。

**早川**: ご存じのように、政府は経済対策を打ち出して、来年の所得減税等も含めて国会審議が行なわれているわけですが、正直言って、内閣の支持を見れば明らかなように、この対策はピント外れだという意見が専門家の間では多いと思っています。そうだとすると、もしそれがピント外れだとすると、今求められているのは一体どういう経済政策なのかということについて。それぞれ皆さんのご意見を伺いたと思います。

**加藤**: 短期的には今の物価上昇で苦しんでいる家計をサポートすることは必要だと思います。ただここ 1、2 年 OECD とか IMF が世界中の国々に推奨しているのは、「インフレの時に、そういった物価対策をやる時は、基本的にはそれで苦しんでいる低所得層に限定してあまり広げないようにしないと、かえってインフレを煽ってしまう」と。

またそういう物価対策をやる時は、高額所得者に増税するとか。それはそれで厳しい問題ではありますが。そういうことでバランスを取って、財政赤字があまり過度に膨らまないようにすることが必要というのが一般的処方箋として言われている。

実際ヨーロッパだとか、多くの国はそれに従ってやっている感じですので。かなり今回の日本の対策は、そういう意味では異例。世界的には異例と言えるかとは思いますが。しかし内訳を見ると、いろいろ今回の経済対策には逆にインフレの時にこんなにいっぱいつぎ込んで良いのかな？というくらい、いろいろ入っているわけですが、潜在成長率をいかに上げていくかという観点では、必要な政府支出というのやはりあるわけですので。

それは先ほど私の講演でも申し上げた、教育の……例えば再教育のリスキングであるとか、将来の経済成長に繋がるような財政資金の使い方。早川さんも前からおっしゃられていたと思いますが、日本の財政支出のこれまでの拡大の中身は、やはり社会保障制度を支えるための支出が多くて。社会保障制度除いた、あと軍事費を除いた部分でしたか、そこは日本では全然増えていないと。海外は増えているのだけれどということで。将来に繋がるお金の使い方ができてこなかったということで。いろいろ財政に制約、高齢化の中で制約はありますけれども、前に繋がるお金の使い方をしていくということが大事だろうと思います。

**藤井**: 先ほど少し申し上げましたが、「日本経済が大きな転換点にある」と岸田さんも言っていますが、確かに

その通りで。この 20 年間か 25 年間、大きく言えば金利もゼロで、物価もゼロで、そして成長もゼロで。止まっているから、生活も世界から見れば貧しくなったけど、日本の中ではそう変わらない状況が続いていたのが。いよいよ金利もある世界になっていって、物価も上がっていく中でいつまでもそういったデフレ均衡ではない、もっと民間主導の経済にしていかなければいけないという意味では、いろいろな形で補助していた政府の補助輪というのは外していく必要があると思いますので。

もちろん非常に物価で困った、本当に困った人にある程度給付するというのは良いのですが。今度の減税のように、全員にばらまくような政策というのは、もうやめていくべきだと思いますし。やはりなるべく潜在成長率力強化に繋がるような。

岸田さんのもやっているところで、そういうところもあるのですよ。例えば GX とか DX とかですね。デジタル行財政改革というのは、今度また 立ち上げましたが。こういったものはどんどん進めていった方が良いと思います。特にマイナンバーの問題で、いろいろ議論になっていますが。むしろこれは説明が悪いのですが、マイナンバーを通じてやはりデジタル化というのを進めることによって、成長力とかいろいろなものが効率化されていくわけですから。いろいろな不手際で叩いた結果、また紙の世界に戻ってしまうと、ファックスとかの世界に戻ってしまうというのは、やはりそれはまずいなと思っています。そういった未来に向けた、投資に繋がるようなもの。

それから政府がやれることは、もう 1 つエネルギー問題ですね。原発再稼働については、いろいろな議論があるのですが。やはりエネルギーをきちんと確保していくと。そういったことを岸田政権は、そういうことやろうとしていたのですが。そういうところがあまりうまく出せずに、「増税メガネだ」「減税だ」とか、そういう話ばかりになっているのがちょっと残念です。

もう 1 つ、もっと長い話で言えば。やはり社会保障と財政の一体改革ですね。これは増税を避けられない話なのですが。そこをきちんとやらないと、将来不安というのがなかなか解消しないので。そういったことにしっかり取り組んでいただきたいなと思います。

**岩下**: 私もお二人と同じで、ばらまき反対ということで。賢い支出、ワイズスペンディングをしてほしいというふうに思っています。こう毎年のように経済対策をやっている、その度に「GDP の押し上げ効果がどれくらいあるのですか？」とすごく聞かれるのですが。何か結果的に、後から考えるとあまり出てないというのが実態です。

私自身が思うのは、成長戦略の部分。結構いろいろ項目があって。予算は付いていて、稼働している部分もあります。ただ予算という箱を作っているのですが、実際にそこまで使われず。稼働してない部分が非常に残っていて。予算の取り残しが次の経済対策のお金にまた流れていったりしているのです。

何が言いたいかというと、箱を作るのですけど法整備や規制緩和が進まないの、実際に活用されてないものが実は非常に多い。ですから箱だけではなく魂も入れろという。ちょっとわかりやすい言葉で言うと、「魂が入っていないので、毎年やるのではなくて魂入れてくれ」と。

それをしないと、なかなか日本の潜在成長率の引き上げというのが難しいと思います。最後に、私はコロナ禍を通じて日本の足りないものという中ではやはりエネルギーが……日本は資源輸入国ということで、自分たちで作れないので。やはりエネルギー対策をもっと真剣にやらなきゃいけないというふうにも実感しましたし。ウクライナ戦争が始まって「小麦が上がりました」という話をした時に、日本の物価は食料品からどんどん上がっていったのは、皆さんおわかりのように食料自給率が低いのも日本のウイークポイントだと思っているので。このコロナの経験を活かして、もう少し日本としてのエネルギー対策をどう考えるか。食料自給率を上げるにはどうしたら良いのか。そう考えないと、この後 10 年、20 年後の日本で大丈夫かな？と。今から取り組めれば遅くないのではない

か。とにかく「箱だけじゃなくて、魂入れてほしい」。そんな思いが強いです。

**早川**: 今、「魂を入れてほしい」という話がありましたけれども。実を言うとですね、毎年秋になると経済対策が出て。そうした時に「これによってどれくらい経済成長に寄与しますか」との調査機関に聞くそうですね。今回もそうですけど、「1パーセント弱ぐらい押し上げる」と答えるわけですよ。

ところが民間の予測機関は、毎月日経センターから聞かれています。ESPフォーキャスト調査と毎月来て。だから1パーセントぐらい押し上げるのだったら、例えば10月の見通しと12月の見通しで、1パーセントぐらい上がれば良いのですが。ほとんど上がらないというのが最近の経験則。要するに、ほとんど実は押し上げに寄与しない政策がずっと行なわれているということになると思っています。

そうこうしているうちに、ちょうど予定の時間になろうとしております。正直言って、今回は比較的常識的な見解をお持ちの方々を集めたので。あまり喧々諤々にはならなかったという感じがしますけれども。他方で、今どういう考え方がエコノミスト業界でコンセンサスかということについては、おわかりいただけたのではないかと考えております。