

経済金融研究会

「主要国・地域の経済展望：屈折点が迫る景気、インフレ、金融政策」

野村證券株式会社 マネージングディレクター・チーフエコノミスト 森田 京平氏

令和5年10月6日

皆さん、こんにちは。ただいま御紹介にあずかりました野村證券の森田でございます。

本日は、3年8か月ぶりというお話を伺いましたけれども、そういった大変貴重な場にお招きいただきましたこと、改めてかんぽ財団の皆様には御礼申し上げます。

また、本日御参加いただいている皆様方の中には、個人的にお世話になった方のお顔も拝見できますし、業務においても、弊社野村證券、かつ私個人も大変お世話になっているところでございます。高いところからではありませんけれども、御礼申し上げます。

今日は、景気、インフレ、金融政策という観点から、「主要国・地域」、結果的には日本・米国が中心になってくるだろうと思っておりますが、この景気、インフレ、金融政策の観点から、今考えていること、悩んでいるところというのを皆様方と共有できればと思っております。

中身に入る前に、ちょっと私自身が、ふだんエコノミストという商売をする中で経済を見ていくときに、ちょっと気をつけていることとか、意識していることとかを先に皆様方と共有しておきたいと思っておりますが、それは何かといいますと、例えば、ある経済の課題があるというときに、自分なりの見方とかそういったものを最初は極力排除するということを意識しております。何か課題があった。例えば金融政策の変更であるとか、あるいはインフレ率が高くなった、下がったとか、何か局面変化があるときに、これが理由なはずだとか、これが背景にあるはずだという先入観は極力排除して見るように努めております。

じゃあ、何を最初に見るのだという。データです。とにかくデータを見るということです。とにかくデータにいろいろたくさん語ってもらう。データというのは、うまく見ると、相当多弁なのですよね。相当データというのは、いろいろなことをしゃべってくれます。時々、雑音も出します。くせ球も投げってきます。

したがって、データの発している数字、声をそのまま受け入れるということはないわけですが、ただ、自分の声を出す前に極力データに先にしゃべってもらう。見るデータを全て見た上で、これ以上データから声が聞こえないとなった段階で、初めて自分なりの考えを加えていこうと思っております。

例えば料理人をイメージしますと、例えば素材の味を引き出して、引き出して、もうこれ以上素材の味を引き出せないとなったときに塩をちょっとかけると。その塩をちょっとかけるという部分が自分なりの考えになって、該当する部分かなと思っております。

まずは極力データにしゃべってもらう。その上で、ちょっと自分の考えを加えていけたらなと今日は考えてい

るところでございます。

それで、今日は、おおむね私からは5時15分ぐらいですね。1時間ちょっとになりますけれども、いろいろ申し上げたいなと思っております。

まず1点目なのですが、今日一つ重要なテーマになるのが、インフレ、物価動向になります。

インフレを見る際に、私自身は必ず3つ見るように努めております。その3つというのが、まず、1つ目がスピード。スピードというのは、例えばコアCPIインフレ率が2%だ、3%だ、4%だというものを、あれがインフレのスピードで、それが1点目。

2点目が、インフレの持続性ないしは粘着性です。インフレのスピードとインフレの持続性というのは、あまり関係ありません。スピードが下がっているときでも持続性が高いということもあります。逆に日本のインフレのように、スピードは上がっているけれども持続性はあまり上がっていないということもあります。ということで、スピードと持続性とは基本的には別物です。

もう一つ、3つ目が品目の分布です。どういった品目がインフレを牽引しているのか、あるいは一様に幅広い財、サービスがインフレを牽引しているのか。平均をとると2%であったとしても、特定の財が牽引しているインフレと幅広い財が一様に上がっているインフレというのは、インフレとしては、これは基本的には別の現象です。

ということで、スピードと持続性、品目ごとの分布といったところを今日は意識しながら、後ほどインフレを見ていこうと思っております。世の中の議論は、あまりにもスピードに偏っているなど、ちょっと個人的には思っております。

2点目です。Fedについては7月をもって利上げは終了したと思っております。足元の長い金利の上昇スピードがあまりにも速いので、これは事実上追加利上げしたようなものですが、ただ、FFの操作という意味では、追加利上げはもう終わっていると私どもでは考えております。来年3月に利下げスタート。これはコンセンサスよりちょっと早いわけなのですが、理由は、今年の10-12月期。したがって、今ですよ。今の四半期でもって景気後退がマイルドな景気後退になる可能性があるのではないのかなと思っております。

インフレとか景気後退と、私の感覚でいうと、朝起きたらなっていたということって結構あるのですよね。インフレがずっと起きてない。でも、次の日、朝起きたらインフレになっていたとか、なかなか景気後退って起きなさそうだなと思いながらも、次の日になってみたら、それなりに景気後退の雰囲気になっていると。朝起きたらというのは、ちょっと比喩的な表現ですが、結構景気の局面とかインフレの局面というのは、変わるときはするするっと変わるということですね。あまり都合よく滑らかにいつも変わってくれるわけではないということです。

この観点から、今日後ほど触れてみるのが、企業の貯蓄です。そこをちょっと触れることになります。ECBについては、先月9月をもって利上げ終了、来年10月の利下げスタート。

中国。今日はあまり時間をかけませんが、中国については、不動産市場と労働市場、この2つの市場が震源地であると思っております。

もうちょっと全体像的な議論をさせてください。今度は国内です。1点目、景気なのですが、景気回復は続くか見ていますが、足元から来年の1-3月期の景気は結構鈍化する可能性があるのかなど。日銀のシナリオより下に行く可能性があるのかなど。今朝方出た8月分の賃金も、結構鈍いなと思ったところですが、景気については、当面アップサイドよりダウンサイドのリスクが高いと思っております。この間、賃金と物価の好循環の確認は難しいと思っております。

したがって、YCCの撤廃、マイナス付利の撤廃は、かなり私どものマーケットのコンセンサスより後にずれております。かなり後にずれておまして、後ほど触れますけれども、YCCは来年の10-12月期、マイナス付利の撤廃は25年以降と見ております。コンセンサスよりかなり遅いという自覚は当然あります。あつた上でこのように考えているというところではあります。2点目。物価・賃金の見通しですが、インフレのスピードは低下してくる可能性が高いと思っております。理由は後ほど触れてみたいと思っております。

おおむねこのようなところを大きく掘り下げていけたらと思っております。ちょっと予測の数字は、時間があれば最後のほうで触れるということにしましょう。

その上で、今日、早速個別のテーマに行きたいと思っております。まずはインフレから見ていこうと思っております。日本、米国、ユーロ圏、それぞれの消費者物価指数で評価したインフレ率ということになります。前年比で見たインフレ率と。例えば、食料、エネルギー等も含まれるという総合での見方になっております。

インフレを見る際には3つのものを見なければいけないと申し上げましたが、覚えていただいているでしょうか。一つがスピード、もう一つが持続性、もう一つが品目の分布ですね。この3つを見て、初めてインフレを考えたということになるのではないのかなどと思っておりますが、日本と米国を見てみましょう。

まず、スピードから行きましょう。前年比で見た物価水準の変化率。米国と日本を比べると、若干日本のほうが高いと。したがって、インフレのスピードは、米国よりも日本のほうが、小幅ですが、今は高いということですね。でも、これだけでは別にインフレを見たことにはならないわけです。

持続性という観点で見たら何が見えるだろうかということで、例えば、内訳に行きましょう。日本のインフレの特徴の一つは、日本のインフレのプラス幅というのは、今でも半分が食料です。確かにサービスもちょっとずつ上がってきております。でも、寄与度でいえば、まだ1%も行っていないわけですから、一方でインフレというのは、もうプラス幅のほぼ半分を食料によって説明されているということで、まずインフレのプラス幅の半分が食料だと。

それに対して、今度、米国はどうでしょうかということですが、米国なのですから、前年比で見た上で、プラス幅の半分は、米国の場合は家賃です。したがって、あえて無理やり日本のインフレと米国のインフレに名前をつけるとすれば、日本のインフレは食料インフレ、米国のインフレは家賃インフレ。あえてちょっと大げさな名前のつけ方をしておりますけれども、食料インフレと家賃インフレというのが、それぞれ日本かつ米国のインフレの姿かなどと思っております。品目の分布を見ると、日本と米国のインフレというのは、似ているところよりも違うところのほうが非常に多いと考えております。

あえて日本を、日本のインフレを仮に食料インフレと、サービスも上がってきています。サービスも上がってきていますけれども、まだインフレの主役と呼ぶには程遠いという状況の中で、あえて日本のインフレを食料インフレ、米国のインフレを家賃インフレと呼んだときに、通常は家賃のほうが持続性は高いですよ。家賃の特徴というのは、単価が高い。あと、嫌でも払わなければいけないと。皆さんが毎月毎月支出している中で、嫌でも払っているものというのはそう多くないはず。嫌でも払っているものの代表というのは家賃ですね。そうすると、家賃がインフレの主役になってくると、インフレというのは、一定程度、粘着性、持続性を持ちやすいと。

片や日本のインフレは食料だとすると、当然グローバルな食料価格の動きというものを日本のインフレを予測するときには見ておかななくてははいけません。米国は必要ないですよ。米国のインフレを予測するときには、グローバルな食料価格を真っ先に見ましようという作業は必要ないわけですが、日本のインフレを予測するときには、グローバルな食料価格を展望するという作業は、私自身は必須であろうと思っております。

ということで、ちょっとグローバルな食料価格の動きを見ておこうと思います。日本の食料価格指数ではなくて、グローバルな食料価格指数になります。今、前年比で結構深くマイナスになってきております。代表例は小麦ですけれども、大豆もほとんど前年比で見るとプラス幅はありませんし、最近ですと、日本の政府の小麦の売渡価格というのを0%ちょっと下げたりしていると。

このグローバルな食料価格の動きはどういった要因で左右されるのだろうかを考えると、いろいろあるのですが、一つは、やはり気象環境の影響を受けるわけです。ということで、気象環境のデータの一つとして、「南方振動指数」というのがあります。南方振動指数というのは、「南太平洋における東の気圧－西の気圧」です。具体的には、東にあるタヒチの気圧引く西にあるダーウィン。ダーウィンというのは、オーストラリアです。ダーウィンの気圧。「タヒチの気圧－ダーウィンの気圧」というのを、ちょろちょろっといろいろ統計的な処理をした上で示しています。

すなわち、この南方進捗指数というのは、グローバルな食料価格を予測する際に、少なくとも私どもではこれは必ず見ているものです。オーストラリアの一都市であるダーウィンよりも東にあるタヒチの気圧が高いときというのは、グローバル食料価格というのが上がりやすいわけです。

食料価格だけに関して言うと、実はエルニーニョのときの食料価格は下がっていることのほうが比較的多いわけですね。日本のインフレ率は下がる可能性があるのではないかと見ているところです。何せ食料インフレですから、今でも日本のCPIインフレのプラス幅の半分は食料ですので、それこそが米国のインフレとの違いなのですよ。米国のインフレのプラス幅の半分以上は家賃から来ているのですけれども、日本のインフレのプラス幅の半分は食料から来ているので、品目の分布で見ると、日本のインフレと米国のインフレというのは基本的にはほぼ違う現象であろうと思っております。

さて、米国に行きたいと思っておるのですが、取りあえず今日の夜、米国で雇用統計が出ます。ちょっとそれとの関連において、2つほど触れてみたいと思っております。

どのような失業率の水準が出たらびっくりするべきなのか、及びどのような時間当たり賃金の伸びが出てきたらびっくりするべきなのかというのを、ちょっと私なりに一応心構えにしているところがありまして、失業率については、3.9%という数字が出たら取りあえずびっくりしようかなと思っています。時間当たり賃金については、4%を割ってくるような数字が出てきたら結構びっくりしようかなと思っています。

なぜ失業率3.9%はびっくりしなければいけないのかと。米国の失業率というのは既に3.8%まで来ていますよね。それがちょっと上がって3.9%になると、なぜちょっとびっくりしようかなと思っているかと言いますと、最近、結構日本でもようやく知られるようになってきたのですけれども、この「サーム・ルール(Sahm Rule)」というものが一つ参考になると。

サーム・ルールの「サーム」というのは、元FRBのエコノミストの名前です。もう独立されております。彼女が、米国の過去60年間における全ての景気後退期に全て共通する現象の一つを見つけたわけです。過去60年間の全ての米国の景気後退期の初期に起きるある現象というのを彼女が見つけて、それを論文にして、「サーム・ルール」と呼ばれるようになったわけなのですけれども、それが失業率なわけです。

ただ、恐らくここにいらっしゃる方は、みんな米国の失業率なんていうのは、「そんなこと、あんたに言われなくても見えていますよ」ということだと思うわけです。でも、なぜそんな失業率が重要ですよという極めて当たり前のものが論文になったのかというと、このサームさんという人は、それ以前に誰もやったことがない失業率の見方というのをしたから。しかも、それが物すごく単純だったわけです。

彼女が提唱した作業は、たった2つです。たった2つ。一つは、失業率は、単月で見るとノイズが入るので、3か月平均で見ましょうということをやったわけです。3か月平均で見ましょうと。毎月毎月の統計には、どうしてもノイズが出てくる可能性があるから、3か月平均で見ましょうと。これが、彼女が提唱した作業その1。

作業その2は、過去12か月の失業率の一番低いところを探しましょうと。過去12か月の失業率の一番低いところを探しましょうと。今回の局面でいうと、3.4%ということになります。3.4%。これが、彼女の提唱した作業その2です。単純ですよ。3か月の失業率の平均を見ましょう。過去12か月の失業率が一番低いところを探しましょう。これだけです。

その次が、彼女の論文の価値があったところで、両者の乖離が0.5%以上になったら、米国では過去60年間、必ず景気後退の初期になっているということを見つけたわけです。3か月平均の失業率が、過去1年間の一番低い失業率から0.5%以上上振れたら、過去60年間の米国の景気後退の初期段階で、それが必ず起きると。

もっと重要なことは、それ以外で米国の景気後退が起きたことがないということも重要です。イールドカーブって、時々うそをついたことがあるわけです。米金利の長短のスプレッドが逆転すると、半年か7か月後には景気後退になるということは、ならなかったことって結構あるわけです。代表的なのは今回ですよ。

サーム・ルールというのは、これ自体が単なる経験則です。理論も何もあったものじゃないわけですが、

ただ、少なくともこの60年間、一度もうそをついたことがない経験則ではあるわけです。この1年の一番低いところが3.4%なわけですから、0.5足して3.9%が出たら、今日の雇用統計でちょっとびっくりしようかなと思っ
ているところですよ。

ただ、あくまで3か月平均です。本当は単月の数字が0.5上振れるというのは正しい見方ではないわけです。あくまで3か月平均が0.5上振れるということが重要ですので、ちょっと私自身はその辺りを意識しながら、今日の夜見てみようかなと思っております。

当然、そういった失業率の在り方というのは、景気の在り方を通じて物価に影響するわけですね。ということで、本当にしつこくて申し訳ないのですけども、またインフレを考えてみようと思います。またやることは、日本と米国の比較です。先ほど日本・米国と比べたのは、日本の日米のインフレのスピードと品目の分布であったわけですよ。日本は食料インフレ、米国は家賃インフレという色合いが濃いと。次にやることは、インフレのスピードと持続性、粘着性の比較ということをちょっとやってみようと思っております。

食料、エネルギーを除く、米国で言うところのコアです。日本においても、生鮮及びエネルギーを除くというベースです。日本では「コアコア」とか呼んだりすることがあるようです。

もう一つが加重中央値と。「加重」という言葉は、取りあえず今日はこだわっていただく必要はないとしまして、中央値ということになります。中央値というのは何ぞやということですが、CPIの構成目。例えば日本であれば、582品目が調査されておりますけれども、このCPIの構成目を、値段の変化率が低いものから値段の変化率が高いものにひたすら並べるわけですよ。ひたすら並べる。並べて真ん中に来るものの品目の値動きを見たものが中央値ということになります。コアというのは、これは平均値ですよ。

一方は、中央値。「メディアン」と書いたりするのですがね、中央値ということになります。この中央値というのは、この価格の上昇率が低いものから高いものに並べたときに真ん中にくるものですよ。イメージで言いますと、インフレの背骨と思っていただければ結構です。中央値というのは、インフレの背骨に当たる部分だと。余計なこの肋骨——肋骨は余計じゃないんですけど、いろいろなものを取り除いて最後に残った背骨の部分、ちょうど真ん中に来る部分が中央値であると。

CPI、この食料エネルギー除くというのは、インフレの平均値を見ていると。それぞれ役割は何でしょうかということですが、コアのCPIの役割は、インフレのスピードを示すということが役割ですよ。

では今度、中央値、先ほどインフレの背骨と申し上げましたけれども、この中央値は何の役割を担っているのでしょうか。これはインフレの持続性ですよ。ないしは粘着性ですよ。

日米のインフレが結構違いますよということですよ。米国のインフレというのは、スピードは下がっているけれども持続性は十分まだ下がっていないと。したがって、まだ利下げはできない。

一方、日本のインフレというのは、スピードは上がってきたけれども持続性はまだ十分上がっていないので、YCC継続であると。植田さんは、持続的で安定的な2%インフレということを言っているわけですね。持続的、安

定的ということは、中央値が上がってこないと駄目ですよと言っているわけです。中央値は、まだ2に行っておりません。いいところまで来ました。1.8まで来ました。でも、中央値は2に行っていないわけです。日本の場合、中央値が2に行っていないということは、日本のCPIの構成目品の過半が2に行っていないということですよね。中央値が2に行っていないということは、日本のCPIというのは、今でも構成目品の過半が2%に届いておりませんということで、安定的と言える状態ではないと私どもでは考えております。

ちょっとここまで、雇用統計が出てくることに敬意を表して、失業率の水準感という議論をしたと。次に、インフレを見た。それで、今度は景気をちょっと考えてみよう。

米国について、もう広く言われてきていることは、取りあえずこれだけ利上げをしてきたのに、何か米国の景気が生きています。なかなか後退しないということですね。何でだろうと。FFが5%を超えてきている。実質ベースで見ても、FFはもうプラスになっている。米国の成長率は、今のところ回復を続けてきている。

ちょっと皆さんに想像していただきたいのですけれども、利上げが利きやすい経済と利上げが利きにくい経済というのは何が違うのでしょうかということです。経済がどういう状況のときに、利上げというのは利きにくいのでしょうか。経済がどういう状況のときに利上げというのは利きやすいのでしょうか。これは、当然米国経済を考えると必ず考えなければいけないことです。真面目に考えるといろいろあって、議論が散らばってしまいますので、ちょっと1点だけ触れておきたいと思います。がっかりするぐらい単純だと思っております。

お金を借りる人がいる経済というのは、利上げは利きます。お金を借りる人が少ない経済というのは、利上げは利きません。ないしは利きにくい。そこで重要になるのが、企業の貯蓄なわけです。これは米国についてですけれども、企業の貯蓄、家計の貯蓄となります。残高ではなくて、フロー。四半期ごとの年率換算した季節調整値というのですが、毎四半期ごとのフローベースで見た貯蓄という点はちょっと申し上げておきたいと思えます。これは残高ではありません。

2020年、2021年は、コロナ初期ですね。2020年、2021年というのは、ぼんと跳ね上がったわけです。ちょっと今さらの話で申し訳ないのですけれども、家計の貯蓄がぼんと膨れ上がった。このお金って、どこから来たのでしょうか。2020年に、家計の貯蓄がぼんと膨れ上がった。あのお金というのは誰から来たのかといいますと、大概は政府から来ているわけです。例えば失業保険の特別給付であるとか、各種のコロナのいろいろな補助金であるとか、そういったものを政府が出したお金という形で家計に届いた。つまり、実体経済に届いたということです。何を言いたいかというと、まず、このお金というのは、Fedとは関係ないお金だということです。Fedが出したお金ではないということ。政府が出したお金なのだということです。

その後、米国の家計が消費を始めると。当時、リオープンと言われましたけれども、家計が消費を始めると。当然、家計の貯蓄というのは、その分抑えられていく。ただし、忘れてはいけないのは、貯蓄が消えるなんていうことはありません。よく家計が消費をしたことによって家計の貯蓄が抑制されてきたという議論がされますけれども、貯蓄が消えるなんていうことはありません。家計の貯蓄が減っているということは、これは誰

かの貯蓄になっているということです。今回の米国の場合ですと、誰の貯蓄になったかという、一部は企業の貯蓄になったと。単純です。家計が消費の代金を払ったからです。消費をするときに、普通は代金を払うわけです。そうすると、企業の貯蓄として形成されて過去最高になったと。

つまり、今この企業の貯蓄として形成されているお金というのは、元をたどると、政府から来ているお金なのです。政府から家計、家計から企業に流れてきたと。Fedにしてみれば、自分の出した、全く見覚えがないお金を企業が大量に持っているわけです。その結果、企業があまりお金を借りてくれない。お金を借りない人を利上げで抑え込むというのは非常に難しい。先に自分のバランスシートに貯蓄が乗っかっているという人を利上げで抑えるというのは非常に難しいわけです。普通そういうときに利くというのは、むしろ増税のほうです。財政の緊縮というのは比較的利きやすい。けれども、財政の緊縮はしていませんので、こういった企業の貯蓄が膨らみ、企業の雇用吸収力も膨らみ、失業率も低くなり、非農業部門、NFPも高いペースで増えてきたと。

ということで、企業と家計の持っているお金が、2020年の初期段階からそもそもFedが出したお金ではないし、銀行が出したお金でもないという状況が、Fedの利上げも利きにくい、銀行が貸し渋りしても景気は普通に続いていくし、今年の3月に銀行が破綻しても、景気は普通に続いていくと。

ところが——ところがという事象が最近起きてきたわけですね。それは何かというと、家計が少しずつ貯蓄還元モードに戻ってきていると。過剰貯蓄がまだ残っているという議論がありますけれども、実質化したら過剰貯蓄というのは、この間の物価の上昇で、恐らくもう残っていませんので、実質貯蓄というのは、将来の購買力という意味です。家庭の将来の購買力のことを実質貯蓄と言ったりするわけですが、そうすると、今、家計は、これまで自分自身の将来の購買力の目減りに直面してきたと。それを還元させようという動きが起きています。

企業の貯蓄が増えにくくなってしまいます。なぜかという、家計から企業へのキャッシュの移転が起きなくなっちゃうから。家計が貯蓄のほうに軸足を移しちゃうと、消費じゃなくて貯蓄のほうに軸足を移しちゃうと、企業の貯蓄の形成スピードというのは、少なくとも鈍化はしやすい。

これを踏まえて、私どもでは、今後はじわじわと利上げの効果は利いてくだろうと考えております。派手に外すリスクはまだありますけれども、少なくともこれまでのように企業がどんどん貯蓄を形成する中で利上げが利かないという状況とは違う状況がちょっとずつ始まっていると思っております。ということで、10-12月期、今四半期をもってマイルドな景気後退に陥る可能性があるのではないのかと現状を考えております。多少遅れるかもしれませんが。遅れる可能性はあるかもしれませんが、利上げがいつまでたっても利かないという議論は、私自身はそろそろやめているところでございます。

ここから、ちょっとユーロ圏は飛ばしましょうと思ったのですが、後ほど日本経済を考えると少しユーロ圏で使いたい材料がありますので、ちょっとだけ立ち寄ります。

私自身は、あまり自分がべらべらしゃべる前にデータにしゃべってもらうという姿勢でふだん経済を見ておりま

すが、ユーロ圏20か国です。昨年、ユーロ圏にクロアチアが加盟したがゆえに、ユーロ圏は19か国から20か国、今使っていると。ラガルドさんって、金融政策で今20か国も相手にしているのですよね。考えてみたら、大変なことですね。20か国。1国でもきつと大変だと思うのですけれども、20か国を相手にして金融政策をするというのは大変なことだろうと思います。ユーロ圏の1人当たり賃金。名目です。実質ではありません。ユーロ圏というのは、1人当たり賃金が前年比で見ると6%ぐらいです。あくまで名目です。名目ですけれども、前年比で見ると、プラス6%ぐらいであると。

恐らく、今ラガルドさんが、これをちょっと苦労しているのではないのかなと想像します。ドイツとそれ以外でインフレの方向感が違う状態になってきちゃったのですね。例えば、H1CP、消費者物価指数です。付加価値税が上がると、当然消費者物価が上がっちゃいます。

ドイツは、まだ物価上昇傾向が強い。それ以外は、物価上昇率はむしろ下がっていると。これは、やっぱり中央銀行のトップとしては、本当に悩むところだろうなと。みんな下がってくればいいのですけれども、よりによって、最大の経済国であるドイツのインフレが上がっちゃっているところというのは非常に難しい金融対策の運営になるかと思っておりますけれども、先月をもって、恐らくECBは、もう利上げは終了したと思っております。

これから日本に行くのですけれども、今の段階で、一つだけちょっと御記憶——御記憶といいますか、しばらく頭の片隅に置いておいていただきたいのは、ユーロ圏の1人当たり賃金の伸びが大体6%ぐらいだということをししばらく頭の片隅に置いておいていただければなと思っておりますが、日本に行きましょう。

賃金から行きましょう。『毎月勤労統計』というものに基づいて、各月の前年比で見た日本の1人当たりの賃金ですが、ちょっと皆さん、頭の中で日本の1人当たり賃金って1年前と比べて何%上がっているだろうかというのをちょっと想像していただきたいわけです。これだけ植田さんが「データディペンデント、データディペンデント」って言っているということは、日銀を考える人は、基本的なデータというのは頭に入れてなければいけないということになりますので、何となくいいので、今、日本の1人当たり賃金というのは、1年前と比べるとどれぐらい上がっているのだろうかと。いわゆるフルタイム、パートタイムの方も含めて、全体としてどれぐらい上がっているのだろうかと。

結構同じような質問しますと、高い数字を言われる方はいるのですよね。例えば3%ぐらいじゃないのかとか、せめて2%ぐらいは行っているでしょうという数字をお聞きすることがあるのですが、1%ちょっとなわけです。

今朝方、8月分の『毎月勤労統計』というのが出てまいりまして、それが1.1%なわけです。ちょっと低いですね。ユーロ圏は幾つだったでしょう。6%。ユーロ圏6%。6%というのは、このチャートの縦軸から突き抜けちゃうという状況ですね。春闘の妥結状況が見えてきた中で、今年は賃金がいけるのじゃないのかという期待も私自身も持ちましたし、まさか1%台みたいな数字を見るときは思っていなかったわけです。

7月分及び8月分は、いずれも今年の春闘の結果は、もう基本的には反映済みの数字です。遅い企業ですと、8月分の給料で春闘を反映させるという企業が一部ありますけれども、基本的には、もう今朝出た8月分の『毎

『月勤労統計』という統計においては、春闘の結果は、基本的には全て反映されたという数字です。それがやっぱり、ちょっとまだ低いなという気はしております。やはり春闘の対象になっていない企業の賃金であるとか、そういうところの伸びが鈍い可能性があるかと。

12月の頭に出ます10月分の『毎月勤労統計』を次に期待するしかないですね。なぜか。最低賃金が反映されます。最低賃金というのは、10月分の統計から反映が始まります。今日本で働いている人で、最低賃金が上がると、実際に自分の賃金上がる人というのは何%ぐらいだと皆さん思われますか。6,000万人ちょっといますけれども、今日本で働いている人の中で、今年、最低賃金が上がったわけですね。この最低賃金が上がると、実際に自分の給料が上がりますという人というのはどれぐらいいるのだろうか。大体13%程度です。逆に言うと、87%の人にとってみれば、最低賃金の引上げというのは影響ないわけです。

したがって、新しい最低賃金の適用が始まる10月分の賃金をもって、データがぼんと跳ね上がるというほどのことはきっと起きない。ただ、少しでも賃金の上昇という姿が見えたらいいなと思っておりますが、いずれにしろ、この賃金の上昇ペースでは、賃金と物価の好循環ですね。9月9日の読売のインタビューで、植田さんが自律的に起きなければいけないものとして触れた賃金と物価の好循環に至っているという判断は、ないしは確信は持てないと、私どもでは考えております。

さて、そこで賃金と物価の好循環というのは何でしょう。賃金と物価の好循環というのは、言葉としては、皆さんもいろいろところで耳にされることが多いのですが、何がどうなったら賃金と物価の好循環なのでしょう。

よくある間違いは、賃金上がる、物価上がるという状態になることですね。これは部分点にとどまっちゃいます。なぜかという、賃金と物価の好循環というのは、賃金も上がるし物価も上がるという現象面を触れた表現ではありません。賃金と物価の好循環というのは、賃金・物価の上がり方のメカニズムを指しているわけです。賃金・物価が上がっているという現象を指す表現ではなくて、賃金・物価の上がり方、メカニズムを指す表現が賃金・物価の好循環です。したがって、賃金と物価が両方上がれば好循環だというのは正しくないわけです。

4つのことが起きたら、賃金と物価は好循環に入ったと考えております。ただ、これはあくまで私どもの勝手な考えであって、日銀がこう考えているというわけではありません。日銀がどう考えているのか、私は分からないわけですが、私どもなりに賃金・物価の好循環というのは、4つが起きることが好循環に該当すると思っております。

まず、これは何をみているかといいますと、賃金と物価が相互に働きかけることによって、両者の間で自律的な運動が始まると。したがって、景気が悪くなっても物価は下がらないし、賃金もあまり下がらないという状況にならなければいけないわけなのですけれども、先に賃金から物価へのフィードバックから見てみよう。まずは賃金から物価です。

直接には金融政策とは何の関係もない現象ですけれども、現に日本は人手不足というのが起きているわけですよ。景気の強弱に関係なく、人出不足が起きている。この人手不足のもとで、例えば、企業が賃金を上げ

るとしましょう。その賃金が上がったときに、それを一定程度売値に転嫁できる状況というのがまず起きなければいけない。これが1つ目です。言われると当たり前と思われるかもしれませんが、取りあえずそれが1つ目の、まずは賃金から物価への循環です。

この一定の費用の増分に対する売値の設定のことを、しばしば「マークアップ」と言ったりします。この言葉を覚えていただく必要は全くありませんけれども、マークアップというのは、今、日銀も内閣府も盛んに使っている表現ですので、金融政策等に関心のある方は、マークアップという言葉はぜひ御記憶いただいてもいいかなと思っております。

今年の内閣府の経済財政白書が、マークアップをどんと扱っているわけです。タイトルが、「動き始めた物価と賃金」でしたか、何か結構耳目を引くような表現になっていたのですけれども、そこでマークアップという表現がいっぱい出てきますけれども、マークアップというのは、何らかのコストを何らかの経済環境の下で賃金を上げるという状況が起きたときに、それでもって売値をちゃんと上げられるという環境をつくりましょうと。

次、2つ目が支出ないしは需要です。賃金が増えて、家計の購買力が高まって、個人消費が伸びて、個人消費が伸びているから企業は売値を上げることもできるというのが、この2番目が需要の経路です。1点目のマークアップというのは、企業にとってみれば、費用としての経路。費用としての賃金上がるから、売値にその分反映させましょうと。2つ目は、需要、財源としての賃金です。家計の消費の財源としての賃金が増えるのであれば、消費が増えて、消費が強ければ企業は売値も上げることができるだろうと。この2つの賃金から物価へのフィードバック経路というのがまず確立される必要があると。今、日本で非常に怪しいのが2つ目ですね。何せ実質賃金が深々とマイナスなので、今、日本で賃金・物価の好循環という議論をするときに、今2番目が怪しいわけですよ。

次が、今度は下から上です。物価から賃金へのフィードバックです。この3点目に、労働分配としております。例えば企業の物価が上がった、企業の売値が上がった。企業がもうかったと。それを、株主だけではなくて、働いている皆さんにも配分しましょうという動きが出てくるかどうかという意味で、労働分配。この労働分配というのは、今度は物価から賃金へのフィードバック経路のほうです。

最後、「賃金のマークダウン」です。マークダウンというのは、マークアップの逆の表現で、あまりよくは使われない表現ですね。でも、今年の前半に日銀が論文で使っております。賃金のマークダウンというのは、すなわち、日銀はこういったところも見ているわけですが、賃金のマークダウンというのはどういうことかといいますと、例えば企業でコストが増えたとしましょうと。何らかのコストが増えた。

例えば、輸入物価が上がった、エネルギーの値段が上がった、原材料の値段が上がったというときに、これまでは、その分賃金を抑制しやすかったのですよね。それを賃金のマークダウンといいます。他のコストが上がったときに、その賃金を抑制する。そうすることによって利益を確保するという行為のことを賃金のマークダウンと言ったりしますが、これをもうやめましょうと。輸入物価でコストが上がったら、賃金の抑制ではなくて、売

値を上げましょうと。

そうすると、その分賃金もちゃんと確保しましょうと。売値を上げることで、最終的に賃金も確保しましょう、賃金のマークダウンをもうこれ以上やめましょうよと、ここからはやめましょうということです。

この4つが同時に働くと、賃金から物価の2つの力学と物価から賃金への2つの力学が同時に働くと、それがすなわち好循環だと。今、日本で起きそうだなと思っているのが、まず、1番目ですね。2番目は結構厳しいと思っております。3番目は、今年の春闘が第一歩ですね。来年の春闘、再来年の春闘でもちゃんと上がっていくかどうかというのを見ていくわけなのですが、道半ば。4番目も、まだちょっと道半ばかなということで、私どもでは賃金・物価の好循環の確信を持つ段階ではないと考えております。

さて、この辺りから徐々に物価に行こうと思います。またもう一度申し上げて恐縮なのですが、物価を考えるときには3つ見なければいけないものがあると。最低3つ見なければいけないものがあると申し上げましたけれども、一つがスピード、もう一つが持続性、もう一つが品目間の分布ですね。それぞれがインフレの特徴です。スピードが似ていても、例えば日米のインフレ率というのは、今スピードが似ているわけです。でも、スピードが似ているから、日米同じようなインフレの現象だというのは間違いです。インフレというのは、スピードと持続性と、品目ごとの価格変動の分布度合いを見て、3つ似ていたら、初めてそのインフレは似たような現状だと言えるわけです。スピードだけ取り出して、日米のインフレ似ているという議論は、私自身はしません。

それで、日銀なのですが、私どもがコンセンサスから全くずれちゃっているところで、私自身、物すごく不安なところです。何でこんなにずれるのだろうかというぐらい見事にずれておまして、でも、なぜかあまり変えたいなという気も起きないのですよね。

ということなのですが、3つシナリオがあります。メイン・シナリオ、リスク・シナリオA、リスク・シナリオBと。リスク・シナリオ自体は挙げたら切りがないぐらい挙げようと思えば挙げられるのですが、取りあえず重要なものの3つとして、メイン・シナリオ、リスク・シナリオA、リスク・シナリオB。私どもの主観的な確率の分布は、60%、20%、20%としております。

ちなみにリスク・シナリオAというのは、予想よりも早く日銀が、持続的、安定的な2%インフレに確信を持つと。賃金・物価が好循環に至ったと。したがって、インフレというのは、景気が悪くなくてもあんまり落ちないだろうと。

若干テクニカルな表現をしますと、フィリップス曲線の切片が2%になったということになるわけですが、そういう状態に年内にもなるという可能性が、可能性として、このリスク・シナリオA、私どもは20%程度の確率を当てはめております。ちなみに植田さんは、9月9日の読売のインタビューで、こここのところを可能性はゼロではないと言ったわけです。私どももゼロではないと思っております。

一応メイン・シナリオは、私どもは、日本のインフレは一旦ピークを打ってくる可能性が高いと。なぜかという、日本のインフレのプラス幅は、今でも半分が食料であり、その食料は、例えば今日は南方振動指数というのを御覧いただきましたけれども、今の気象環境を考えると、食料価格というのは下がりやすいということも含めて、

日本のインフレは一旦下がってくるのではないのかということで、YCCの撤廃は、2024年10-12月期と、今から1年ぐらい後と見ているわけです。まずこれが、そもそもコンセンサスから大分遅いわけですし、マイナス付利の撤廃に至っては、2025年以降としております。言うまでもなく、これもコンセンサスより相当遅いわけです。

何を待っているのだと。こんなにYCCの撤廃やらマイナス付利の撤廃やら、もっときつさとやればいいんじゃないのかと思われまして、かつ、実際に言われます。言われますけれども、私どもが待っているのは何かといいますと、賃金と物価の好循環です。ひたすらそれを待っています。もし日銀が、いやいや賃金と物価の好循環なんてどうでもいいと、円安さえ止まればいいという政策判断をしたら、当然我々の見通しは外れます。

ただし、今のところ賃金物価の好循環を日銀は重視するだろうという前提のもとで、今朝方出た8月分の『毎月勤労統計』を見ても、あれでもって賃金・物価の好循環なんて議論はとてできないわけです。まだ時間はかかる。少なくとも来年の春闘は見る必要があると思っております。来年の春闘と、かつ来年の最低賃金の引き上げ、来年の10月ですね。その辺りを見ていくことによって、景気が悪くなくても日本では賃金・物価は下がらないのだと。すなわち、私どもでは自律的な循環が形成されたということを見たいと思っております。ですから、もうちょっと後ですね。

でも、これ以上円安は耐えられないということになってきたら、何や知らんけど、賃金と物価はもう循環しちゃったと。取りあえずいいのだということで、リスク・シナリオAとかに行っちゃう可能性もあるのかなと思っておりますけれども、メイン・シナリオにはしていないところでございます。

その円安なのですけれども、去年も同じような水準になったわけですよ。ドル円は。似たような水準になったわけです。去年の、例えばざっくりドル円150円と今年のドル円150円、どちらが日本経済にとって優しいでしょうかということさらっと見ておこうと思います。私どもなりの結論は、日本経済にとって今年のほうが優しい。なぜかというのを見ていきたいと思えます。

日本では、1991年4月以降の介入というのは、全て金額、どういう通貨に対して行ったのかというのは全て公表をされておりますので、あと、日にちも公表されておりますので、このデータというのは誰でもつくることのできるデータです。大して付加価値はありません。ということで、去年はこんなところで、140円台半ばとか150円あたりで介入をしたと、円買いをしたということです。今年はまだしていないらしいと。日銀の当座預金の動きを見ると、どうやらしていないらしいということなのですが、去年の円安、今年の円安、何が違うのか、見ていきます。

取りあえず、まずインバウンドから見ておこうと。訪日外客数と、日本に来てくれた人の数ということなのですが、今年2023年というのは、例えば韓国から来る人が最も増えており、次に台湾です。3番手が、今の日本経済の特徴です。3番手。3番手とは誰かということ、米国です。これがコロナ前と違うところです。コロナ前というのは、日本って基本的には米国とか欧州からあまり来てくれなかったわけです。時差が大きいし、来たら来たで蒸し暑いということで、あまり来なかった。

でも、さすがに今年はドル高。かつ、水際対策がないということで、今、米国から来る人が3番手になっている。昨年は、インバウンド需要というのはほとんどなかった。今年はインバウンド需要が出ている。その背景にドル高があるとすれば、まずインバウンドの観点から見ると、昨年の円安より今年の円安のほうが日本経済にとってはプラスであろう思っております。インバウンドが1つ目。

2つ目に行きます。輸入物価です。ちょっと御想像いただきたいのですが、今年の輸入物価と去年の輸入物価は、皆さん、どちらが高いと思いますか。円建てで考えたとき。円建てで考えたときに、今年の輸入物価の水準と去年の輸入物価の水準、どちらが高いのかと。これは去年なのですよね。今年は、もう去年に対して15%ぐらい輸入物価というのは下がっております。

円建ての輸入物価、日本の輸入物価です。去年は、前年比で見ますと、大体50%程度のスピードで上がっていたのが、今大体15%下がっております。去年の輸入物価に対して、今年はまだ15%下がっております。

特にドル建ての原油以外の値段が結構下がりましたね。例えば天然ガスであるとか、あとは小麦なども結構下がっております。大豆も横ばいになってきましたし。ということで、輸入物価は1年前より15%下がっております。したがって、去年の円安ほど今年の円安は悪さをしていないと思っております。これが2つ目です。輸入物価。

3つ目に行きます。経常収支です。経常収支の中には、物の取引である貿易収支とかサービスのやり取りとか、あとは配当とか分配のやり取りとか、第一次所得収支とか書いたりすることもありますけれども、そのようなものがごちゃごちゃ入っております。居住者と非居住者の間でふだん行われているお金のやり取りのことを経常収支といいます。それが貿易なら貿易収支、サービスのやり取りであればサービス収支、賃金とか配当とか利子であれば、所得収支ということになります。

いずれにしても、経常収支というのは、居住者と非居住者が日常的にお金の受渡しをしているもののことを経常収支といいます。今、日本の経常収支は過去最大の黒字です。過去最大の黒字になっております。去年が、去年、一時期赤字になっちゃったわけです。輸入物価が上がりましたので、去年赤字になっちゃったのですけれども、今年の経常収支は過去最大の黒字になっていると。

関心のある方は再投資収益というのはちょっと注目しておきたいのですが、これは何かというと、経常収支に含まれているもののうち、実際には居住者・非居住者の間でお金のやり取りが生じてない分です。つまり為替に影響がない分ということです。経常収支というのは、居住者・非居住者のお金のやり取りですので、通常は為替に影響がありますが、そのうちこの再投資収益だけは実際のキャッシュフローがないので、ここは為替への影響はありません。

ちなみに再投資収益というのは、海外現地法人の内部留保です。海外現地法人の内部留保のことですけれども、これを除いてもプラス幅が拡大になってきているということで、去年と比べたら今年の円安はあまり悪さをしていないと。見方によっては、結構いいこともしてくれているじゃないのかなと。であれば、ボラティリティーは

別としても、水準自体こだわって、そんなに介入を急がなくてもいいじゃないのかなという気はしているところでございます。

ということで、今日はいろいろ申し上げました。最もお伝えしたかったことは、まず1点目は、インフレは必ず3つの側面で見ていきたいと思います。スピードと持続性と品目の分布。これら3つが似たときが、初めてインフレが似ているというときです。スピードだけを捉えて似ているというのは正しくないということです。

もう一つは、なぜ米国で利上げが利きにくかったのかということです。それは、企業が貯蓄を持っていたからと。ところが、その貯蓄が伸びなくなってきたということは、今後は利上げが利いてくる可能性がありますよということです。

日本で申し上げたかったことは、日本のインフレの品目の分布を見ると、プラスのほうに寄ってきたのは、今のところ、まだ食料だということです。これも米国のインフレとは違うところ。

もう一つは、賃金の伸びが低い。ユーロ圏は前年比プラス6%、日本は前年比プラス1%ちょっと。これは低過ぎると。ということで、賃金・物価の好循環にはまだ至ってないということで、日銀の政策変更の見方は大幅にコンセンサスより遅いというところでございます。

ということで、すみません。ちょっと長くなってしまいましたが、本日は、私からは以上とさせていただきます。思っております。長い時間、御清聴ありがとうございました。(拍手)

— 了 —