

かんぽフォーラム 2024
「金利のある世界への回帰: 展望と課題」

令和 6 年 11 月 20 日

基調講演

三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社 調査・開発本部 調査部 主席研究員 小林 真一郎氏

皆様、初めまして。今紹介をいただきました三菱 UFJ リサーチアンドコンサルティング調査部に所属しております小林と申します。本日なんですけれども、『金利のある世界への回帰: 展望と課題』ということで、最初に基調講演ということで、私の方からですね。時間としては 50 分の予定でございます。まずはお話をさせていただこうかなというふうに考えています。後半、パネルディスカッションがございますので、そこでの進行、これをスムーズに進めるための、前半では事実の確認であったり、それから論点の整理といったところでお話をさせていただきたいなというふうに考えてございます。

それで最初にまず簡単に自己紹介をさせていただきたいんですけれども、我々 MUFG というグループでございます。三菱 UFJ フィナンシャルグループのシンクタンク部門でございます、その調査部ということでございます。世の中、いろんな経済市場データ、金融市場のデータというのが発表されておりますけれども。我々日々それを見て足元の金融経済の状況を分析し、そしてそれを活かして将来の予測を行うというのが主な業務ということになってございます。

間もなくまた年末が近づいてまいりますけれども、どうしてもその年末が近づいてくると、来年は一体どうなるんだということ、いろいろなところから話をしてくれというようなことが増えてくるわけなんですけれども。何と言いましても、今、世の中の関心事というのが、まず金利ですね。金利が少しずつ上がってきたけれども、来年以降金利はどうなっていくのかという点。それからもう一つは、アメリカの大統領選後の世界経済はどうなるのか、そのあたりの話を聞きたいというニーズが最近でもすごく増えているというような状況でございます。特に金利につきましては、久しぶりに金利のある世界になってきたということでございまして、関心というのは非常に高いのではないかなというふうに思います。

今日のテーマ、金利のある世界の回帰ということでございますけれども、ひょっとすると、そもそも金利のある時代を知らない人たちも世の中随分増えてきているんじゃないかなというふうに思いますし、ここにいらっしゃる皆さんも、本当に久しぶりに金利が上がってきたということですので、前回金利が上がったときに一体何が起きていたのかといったところもすっかり忘れていらっしゃるということもひょっとしたらあるかもしれません。そのあたりは、いろいろなその不安感と言うんでしょうかね。そういうのがあるんじゃないかなというふうに思いますけれども。今日我々のこの議論、話を聞いていただいてですね、そのあたり、少し不安が和らげばいいかなというふうに考えているところでございます。

はじめに

それでは、話の方、内容に移っていきたくと思いますけれども。まず最初にちょっと初めにということでお話をさせていただきたいと思っておりますけれども、なぜ今久しぶりに金利のある世界、これが復活しているのかという点でございますけれども。これはやはりですね、コロナですね。今回のこの時代がころっと変わったこの一番大きな要因というのは、コロナショックが発生した、これがやはり大きなインパクトと言いますか、ショックを及ぼしたのではないかなというふうに考えてございます。まさにですね、2020 年の入った直後、大体もう 5 年経とうとしておりますけれども。5 年前コロナが

急速に感染をしていった時期、これはパンデミックとすることができるかと思えますけれども。その後、ウィズコロナ時代ですね。コロナの感染拡大の防止、それから経済活動、これをいかにしてバランスを取っていくのか。そういう時代が長く続いたわけでございますけれども、ようやく 2023 年の 5 月ですか、コロナの分類が 5 類になって以降、本格的にアフターコロナ期に入ってきた、こういう流れがこれまでであったわけでございます。

今回のこのショックというのは非常に大きなショックでございましたので。こう歴史を遡ってみますと、やはり過去大きなショックがあった時っていうのは、大体日本の経済構造がその後大きく変わってくるというんでしょうか。そういうことがあったかと思えます。例えばオイルショックですとか。プラザ合意以降の急速な円高であったり、もしくはバブル、バブルの崩壊。それからリーマンショックだとか、東日本大震災。過去にこのように大きなショックがあったとき、大体その後経済構造が大きく変わってくるというのがこれまでの流れでございます。

恐らく今回もこれだけ大きなショックでありましたので、そもそも構造変化、何が起きたのか。このあたりをきっちり捉えた上で、やはり今後の経済の予測というのをしていく必要があるんじゃないかと。どうしても先行きを見誤ってしまうというんでしょうか、そういうことになるんじゃないかなというふうに考えています。ということで、当社、我々は、以下、こちら書いてありますように、3 つの大きな構造変化というのがこのコロナショックを境にして起きたのではないかなというふうに考えています。

まず第一点目、需要不足よりも供給制約が心配される時代に突入してきたといったところでございます。コロナ禍でとにかく物が不足している。何しろグローバルなサプライチェーンが寸断されてしまって、とにかく海外から物が入ってこない。ないしは、物がなくて物を運べないので、なかなかその物を調達することができない。そういったようなことを経験したということもあったかと思えます。それから、その人手不足についても同じようなことかもしれません。

以前から、コロナ前から人手不足の問題というのはわりと広がっていたんですけども。一瞬コロナの発生によって世の中の需要が落ち込みました。景気が落ち込みました。なので人手不足というのが、一瞬わからなくなってしまったというんでしょうか。そこで断絶したという流れがあったわけなんですけれども。改めてまたコロナが明けてきますと、やはり人が足りなかったんだということが改めて認識されてきたといったところかと思えます。

これを受けて、やはり我々の働き方ですね。これも大きく変わったということだと思います。この働き方の改革につきましては、やはりコロナ前から少しずつ進んではいました。いろいろなところで、オンライン化を進めていこうとか在宅勤務を進めていこうとか、そういう試みもあったんですけども。なかなか、セキュリティの問題はどうするんだろう。在宅で仕事をする、こういう人たちの人事の評価はどうするんだろうということで。やろうとしたんだけど浸透しなかったというのがあったかと思えます。しかし、コロナで出勤ができない、自宅で仕事をせざるを得ない状況になったときに、もう否応なく在宅勤務というのが広がっていた。やってみたら意外と何とかなるということで、それがコロナ明け後も定着してきているという、こういう大きな流れというのがあるのではないかなというふうに思います。

そして 3 点目でございます。普通に物価が上がる時代になってきたということです。景気がよければ、需要が強ければ物の値段は自然に上がるんだ。特に物不足、供給制約というのをコロナ禍で経験しただけに、物の値段が上がることにさほど不自然さを感じない。そういうふうに少しずつなってきたのではないかなというふうに考えてございます。景気がよければ、物価が上がるのであれば、当然それに合わせて金利も上がるということでございます。すなわちコロナ禍明け後、日本の経済構造が大きく変わる中で、金利についても、資金需要が強まれば、景気がよくなれば、物価が高まってくれば普通に金利が上がる、そういう時代に今明らかに切りかわってきたのではないかな、そういうふうに考えてるところでございます。

以上、ちょっと初めにということでございましたけれども、ここから具体的な中身に移っていきたいと思います。最初に、今日の内容について簡単に御説明をしておきたいと思いますが、資料の方はあえて多めに用意してございます。後半

のディスカッションやパネルディスカッションをやるときに、ひよっとするとお手元で、あ、こういうことなんだろうというのを見ていただければいいかなということで。資料の方はちょっと多めに用意してございますので、恐らく途中かなりポイント絞って話は飛ばすという形になってくるんじゃないかなというふうに思います。

I. 内外経済の現状

最初に、まず内外経済の現状についてお話をしておきたいと思います。そしてそれを受けて、世界各国の金融政策は今どうなっているのか。まずこの事実をきっちり抑えておきたいなというふうに思います。そして次に日本における低金利長期化の効果と問題点ということでお話をしたいと思いますが、ただちょっとこの点は後半のパネルディスカッションのまさに論点ということになるとと思いますので、恐らく私の話の中では問題点の整理という形になるんじゃないかなというふうに思います。

そして最後のところでございますけれども、どうしても今後の金融政策を考えていく上で、景気の前提条件ですね、景気がどうなっていくのか。これを考えていかないと金融政策の予測というのができないということでございますので、今後の内外経済の予測についても材料を整理していきたいなというふうに考えてございます。

それでまず日本の景気の動きについてなんですけれども、こちらが先週の金曜日になります。日本の GDP が、7-9 月期分が発表されたその内容ということでございます。新聞報道等でご覧になった方いらっしゃるかと思いますけれども、7-9 月期の実質 GDP の成長率、前期比でプラス 0.2% ということでございました。で、事前に 0.1% とか 0.2% ぐらいの小幅なプラスじゃないかということが言われておりましたので、そういった意味では、ほぼ市場の事前予想どおりの結果が出たといったところでございます。この結果を踏まえて改めて景気の状態というのを判断しますと、緩やかに回復している。緩やかに持ち直しているということが言えるかと思います。若干ですね、事前に予想されていたのと中身が違っておりまして、個人消費が思っていたよりも強かったといったような点。これはございますけれども、ただそれを含めて景気は緩やかに持ち直しているという判断できるという、そういう内容かと思えます。

で、次のページ、ちょっとごらんいただきたいと思えますけれども、こちらが実質の GDP の金額ですね、これをグラフにしたものでございます。実質の GDP というこの数字はですね、ざっくり需要というふうに考えていただきたいと思えます。家計の需要が個人消費です。企業の需要が設備投資になります。政府の需要が公共投資ですし、海外の需要というのが輸出になるということでございますので、この需要の積み重ね、すなわち GDP の合計額というのが景気の動向を示しているというふうに考えていただきたいと思えます。

この GDP の数字で、ちょっと過去にさかのぼって、改めて日本経済のここまでの歩みについて整理しておきたいと思えます。まず最初にこのあたりですね。2019 年のところ、ちょっと見ていただきたいんですけども。消費増税が 2019 年の 10 月に引き上げ、実施されております。その直前の四半期に駆け込み需要がありましたので、ここが GDP の割と高かったところなんです。ここでコロナ前のその最高額をつけたところ。消費増税が実施されましたので、駆け込み需要の反動減でぐんと落ちました。そして年明け、2020 年の 3 月に入りまして、最初は景気、持ち直しつつあったんですね。消費増税の反動減で落ちたところから、年明け以降持ち直しつつあった。ですが、結局持ち直し切れずに、その後ずどーんと落ちてしまった。なぜかという、コロナが発生をしたからといったところでございます。

2019 年の 10 月に消費増税、そして翌年 2020 年の 1 月の終わりからコロナが発生し始め、日本では本格的に感染し始めたのは 2 月の半ば以降ということでございました。そして、緊急事態宣言が発出されたのが 4 月の 1 日。これが全国的に解除されたのは 5 月の 31 日ということでしたので、需要が最も抑制された、最も厳しかったのがこの 2020 年の 4-6 月期といったところでございます。

そこから一旦緊急事態宣言が解除されました。コロナの感染も一応落ち着いたということで、やれやれということで需

要が持ち直してきたわけなんですけれども、その後また伸び悩んでいます。一進一退になったといったところでございます。で、ここでこぼしておりますけれども、ぽこんと落ちているということは、これ前期比で数字が減っているということは、すなわちマイナス成長だったということなんです。こちらにちょっと具体的な数字の方書いてございますけれども、このようにプラスとマイナスが交互に繰り返されるような動きになっています。なぜこのような繰り返しがあつたのかというと、これはまさに感染が拡大すれば需要を抑制するという政策が採られ、一旦収束するとまた需要を喚起する、この繰り返しが行われてきたからということなんです。

そして徐々に、ワクチンの接種が始まったですとか、うまくバランスをとることが世の中でできるようになってきたということもありまして、徐々にボトムを切り上げるような形で GDP(需要の金額)というのも増加していった。そして、2023年の5月、ゴールデンウィーク明けです。ここでコロナが5類に分類されるんですけども、このあたりが、需要が一番強かったタイミングということでございます。

それで、このまま順調に回復する。需要が引き続き増加をしていくということになればよかったです、実は昨年度、2023年度ですね。まさにアフターコロナ期に入ったその瞬間から見ていただくとわかるように GDP、目減りをしている。減少しているんです。なぜここで GDP が減つたのか。これは後ほどまた見ていきますけど、物価です。物価が上昇したということで、具体的には個人消費ですね、個人消費が落ち込みました。

ちょっと前のページに戻ります。これは具体的な数字が幾つか書いてございますけれども、こちらちょっと見えづらいかもしれませんが、個人消費という項目がございます。こちら見ていただきますと、2023年の4-6月期から個人消費。ここですね、マイナス0.7、マイナス0.4、マイナス0.3、マイナス0.6と、4四半期連続で実質個人消費が落ち込んでいます。これがですね、GDP全体のこの減少に繋がったということでございます。物価が上昇し、家計のその消費意欲が落ちていった結果として GDP 全体も減少してしまったといったところでございます。

このまま減少が続けばそれこそ景気は後退局面に入るといった状況だったんですけども、ここでまた何とか踏ん張ることができたということでございます。今年度に入りまして、先週末出た数字も含めまして、2四半期連続でのプラス成長ということでございます。水準も何とかまた、このコロナ前の最高額のところを今回再び上回ったといったところでございますので、何とか踏みとどまって緩やかな回復の基調が続いている、そういうのが足元の景気の状態ということでございます。

日本がこういう状況なんですけれども、じゃあ世界はどうなのか？ これを見たのが次のページでございます。こちらは、同じように主要国の実質の GDP ですね。これをコロナ前、2019年の12月を100として、その後、各国の GDP はどのように動いたのかというのを見てございます。まず、そのコロナの感染の震源地になりました中国につきましては、いち早くやはり GDP というのが落ち込んでいます。その後、回復基調に転じているということなんですけれども、中国の成長率の割には現在ちょっとこの増加のペースというのはやや鈍いということも言われております。

それから、アメリカにつきましては、割とその、順調にですね、GDP も伸びているという状況です。そして、ユーロ圏のところをちょっと見ていただきたいんですけども。ユーロ圏、落ち込みも大きかったんですけども、その後の回復の勢いというのはそれほど強くありませんし、特に2022年に入ったあたりからは一旦横ばい圏内に入ったというような状況なんです。なぜユーロ圏、欧州が景気回復力というのはこれだけ鈍いのかというと、これは2022年の2月になります。ロシアのウクライナ侵攻が発生したことにより、ガスを初めとしてエネルギー価格が急騰していった。そのマイナスの影響というのがやはり欧州の景気回復の抑制要因になったからということなんです。

それで見ていただきたいのは、その厳しい経済であった欧州、ユーロ圏と比べて、日本の景気、GDP の回復の水準というのがまだ欧州に届いていないという事実です。そして、そもそも2019年の12月期のところを100にしていますが、前のページを見ていただきますと、2019年の12月期というのは消費増税でガクンと落ち込んだところということな

んです。すなわち、日本のですね、この比較の対象の水準が低い、すなわち、ハードルが非常に低いにもかかわらず、それでも他国と比べて回復力が遅いという、こういう事実でございます。

なぜ日本の回復力は弱かったのか。幾つか理由というのはあったかと思えますけれども。例えばそのワクチンの接種の遅れであったりとかですね。それから自動車が途中で半導体不足によって生産ができないという問題が発生しました。これは世界各国同じように半導体不足というのは発生したんですけれども、特に日本の場合は自動車産業に対しての依存度が高かったが故にマイナスの影響というのが大きかったというふうに言われています。そして、感染防止のための行動制約重視の政策ですね、これを実ってきたからだ、慎重に慎重に感染の拡大対応をやってきたからだということも言われてございます。

はい。ということでございますが、このコロナの前後で、次のページちょっと見ていただきまして、少し世界経済がどうなったのか、もう少し細かいところで確認をしておきたいと思えますけれども。

まず左側のこちら失業、主要国の失業率を見たものでございます。やはりコロナショックが発生した直後、需要が抑制される、ないしは各国とも経済活動を停止するということが起きましたので、当然雇用環境は悪化をするということでございます。特にアメリカのような国は、失業者がぐんと増えた、失業率が急上昇したということがおわかりいただけるかと思えます。ただし、先ほどちょっと前のページで見ていただいたように、やがて各国とも徐々に需要が回復してくるということになります。そうなりますと、見ていただいてわかるように、失業率も一旦上昇したものの、2021年ぐらいからは低下に転じているというのがおわかりいただけるかと思えます。それから、資源価格も同じような動きをしてございます。コロナショックが発生したとき、恐らく世界的に資源の需要が落ちるだろうということで、価格ですね、これが暴落をしてございます。こちら、原油価格見たものなんですけれども、この2020年のコロナショックが発生したときには急落をしてございます。そして、やがて世界の景気が回復してきますと需要が拡大してきますので価格は戻っているんですけれども、見ていただいてわかるように、ものすごい勢いで価格は上昇しています。

これ、何が起きたのかなんですけれども、感染が拡大した、需要が落ちるということで生産を絞った、原油の生産を絞った。ところが需要が急回復してきたので、一気に需給のバランスが崩れてしまって、価格は急騰したということです。失業率についても実は同じようなことが起きています。一旦ですね、失業者が増える。雇用者を解雇するというような動きがあった中で、景気が良くなってきたので再び人を雇おうと思っても、感染を懸念した人たちが多くて職場になかなか復帰してくれないとかです。もしくは、この間、国際間の労働力の移動というのが基本的に禁止をされました。国境を超えることがなかなかできないということで、外国からのこういった出稼ぎの労働者、移民といった人たちが入ってこなくなったといったこと、これがありましたので、労働力につきましても、この需給のバランスが急速にタイト化したということがあります。

さらに、グローバルなサプライチェーンが寸断された典型的な例というのは恐らく上海のロックダウンだったと思えますけれども。あちらこちら、世界のあちらこちらで物が止まって、生産・流通が止まってしまうようなことが起きました。ここから物不足が慢性化したということが起きました。コロナが発生をし、需要が一旦冷え込んだ後、需要が回復してきたということも、急速に需要が回復したところもあって、このような問題というのがあちらこちらで起きたわけです。

こうなりますと何が起きるかという、次のページになりますけれども、当然価格に影響してくるということになります。2022年以降、インフレ圧力が各国とも急速に拡大するということになったわけでございます。2022年2月、特にロシアのウクライナ侵攻がありました。ユーロ圏ではエネルギー価格が暴騰しましたので、他地域と比べてもこの物価の上昇率というのが非常に高かったというのがおわかりいただけるかと思えます。

日本の物価の動きを見たのが次のページでございます。日本も同じように、やはり物価の上昇圧力、いわゆるコストプッシュ型と言われます物価の上昇圧力というのがかかりました。ただほかの国々とちょっと違ったところというのがあ

ったんです。これが何かといいますと、ちょっとこちらの右側のグラフを見ていただきたいんですが、日本の消費者物価指数の前年比、その内訳ですね。項目別で分解したものですけれども、各国の物価が上がり始めた 2021 年のとき、日本はまだ物価はマイナス圏内だったんです。なぜ日本だけこのように物価の上昇が遅れたのかと言いますと、こちらなんですけれども、携帯電話の通話料がこの時すごく下がったんですね。菅首相がですね、携帯電話の価格が高すぎるということで発言があって、それを受けてですね、通話料の見直しがこの時行われたということなんです。その影響もあって、全体の伸びが、これでいきますと 1%以上の携帯通話料の値下げによって押し下げられていたんです。ということなので、本当は物価が上がってるんですけども、統計上はですね、まあほとんど物価が上がってないように見えたということです。その効果が一巡してきたころ、2022 年度に入ったあたりから、いきなり物価がどんと上がり始めたということです。背景にありましたのはエネルギー価格ですね。

世界的に資源価格、原油価格が上がったという影響。さらに日本の場合は、円安という効果ですね。これが加わりましたので、すごい勢いでエネルギー価格の押し上げ効果が高まっていったわけです。若干タイミングが遅れましたけれども、食料品のところ。じわじわ、じわじわと食料品のところにも価格の上昇圧力がかかっています。これも同じようにコストプッシュ型の要因ということでございます。

そして、2023 年の 1 月、前年比でプラス 4.1%というのが日本の物価の直近のところのピークということございまして。そこからガクンと落ちていますが、これが政府によります物価高対策ですね。具体的には、電気代、ガス代の補助金が支給されて下がっているということです。これで一旦このようにエネルギー価格を中心に物価の上昇率、一旦下がったんですけども、この物価高対策が一旦途切れるとまたこのようにちょっと上がってくるというんでしょうか、そういう状況になっているということです。この後また、11 月までです、物価高対策が再導入されたこと。それから間もなく経済対策が発表されると思いますけれども、年明け以降のこの物価高対策、また再導入されるということになりますので、恐らく物価の上昇率についてはある程度止まってくるのではないかなというふうに思われます。その政策の影響というのがありますので、実際の物価の上昇率で一体どのくらいなのかって、なかなかちょっとわかりづらく、見えづらくなってるんですが、そのあたりを整理したのがこちら、左側のグラフということになります。

政策効果を除いた部分ということになるんですけども、この赤い色のところですね。こちら見ていただきますと、やはり 2023 年、世界各国と同じように日本も物価の上昇圧力が高まっています。4%台の物価上昇圧力が実際には続いていたということなんです。その後、政策効果が一旦は低下する。で、再導入されたんですけども、前年の政策効果の方が強かったということもありまして、むしろ実態としては今このあたりまで下がってきているということです。政策効果を除きますと、2%台前半ぐらいというのが実際の日本の物価の動きということに計算上になります。で、少し落ち着いてきているだろうということなんです。それでもこの 2%前後の物価の上昇率というのは日本にとって非常に高い水準ということなんです。

こちら、もう長期間で見たものです。日本の物価の上昇率なんですけれども、現在日本銀行のインフレターゲットが消費者物価指数 2%です。で、まさに今、大体実態も 2%ぐらいのところにあるわけなんですけれども、過去この 2%を上回っていた時代、どのくらいの期間あったのかというのを見ていきますと。特別な要因です、消費増税による影響ですとか、それから原油価格が世界的に高騰し、瞬間的に物価が上昇した 2008 年のあたり、こういうのを除きますと、もうずっとさかのぼって行って、実は 2%を恒常的に超えていたタイミングというのは、まさにこのバブル期ですね。バブル期までなかったということございまして、ちょっと前まで物価の上昇率が発表されたときには、40 年ぶりとか 41 年ぶりの物価上昇率ですというようなニュースが結構報道されていたかなというふうに思います。こういう状況ですので、もう明らかにデフレではない状況ということなんです。政府の方は、いや、デフレに戻る可能性は否定できないということで、現在でもデフレ脱却宣言は出していないということです。経済対策等についても、デフレから完全に脱却す

るために経済対策、追加で経済対策が必要なんだという、こういう主張をしているということでございます。ただ、実際の物価の上昇率については、このように明らかに流れとしてはデフレではないような状況にあるということでございます。

それで、改めてなぜ日本の物価がこんなに上がっているかということなんですけれども、ちょっと冒頭申し上げました、日本の経済構造が変わったから当たり前物価が上がるような時代になってきたんだというふうに申し上げましたけれども、次のページを見ていただきたいんですけれども、物価が上がっているということは、当然販売する側、企業の側も販売価格を上げているということでございます。こちらが日本銀行が調査しているアンケート調査なんです。企業に対して行っているアンケート調査になります。

1年後の販売価格の見通しを聞いたものでございます。一般には企業の期待インフレ率というふうに言われるんですけれども、アンケートで、「1年後販売価格をどのくらい上げていますか?」、こういう質問ということでございます。コロナ前までを見ていただきますと、製造業、非製造業というのは非常に低いところにあるというのがおわかりいただけるかと思います。ほとんどゼロですよ。価格をこの1年、今後1年間上げるなんてとんでもない。そういうようなアンケート回答というのがほとんどだったわけなんですけれども、明らかにコロナ、コロナショックをきっかけとして企業のこうした価格設定行動に変化が見られているというのがおわかりいただけるかと思います。コストが上がれば販売価格に転嫁をしていこうということですよ。さすがに少しピークアウトはしてきたんですけれども、それでもこれは直近のものは9月に行われた調査なんですけれども、この9月時点でも、「今後1年間で2%ぐらいは販売価格を引き上げていく計画です」というふうに企業の方は回答をしているということなんです。なぜこのように企業の価格設定行動がそもそも変わったのかということなんですけれども、要は消費者がある程度値上げを受け入れてくれた、ないしは受け入れざるを得なかったというのがその背景にあったということなのではないかなというふうに思います。

先ほどもちょっと申し上げましたけれども、このコロナ禍で物が不足しているような状況ということですよ。欲しくてもなかなか手に入らない、そういうようなものがあれば、やはり少々価格が高くて、人々がその高い値段でもものを買ってくれる。すなわち価格の上昇に対する許容度ですね、これが上がってきていたということなんだろうなというふうに思います。ある程度ですね、コロナ禍で使いたいけれども使えない、貯蓄、お金が貯まっている。なので、価格の上昇にもある程度対応できるですとか。それから、少しコロナ禍が収まってきてですね、外出できるようになってきたというような状況の時に、多少物の値段が上がってもですね、価格が高くてですね、せつかなので、久しぶりなので少したくさんお金を使ってもいいんじゃないか。そういうふうに消費者の消費行動がちょっと変わってきたというのがあったかと思えます。例えば、そのディズニーランドの価格というのが今どんどん、どんどん上がってますけど、それでももうほぼずっと満員状態って言うんでしょうかね。価格高くて、コロナ禍のとき行けなかったので行きましょうとか、大阪のユニバーサルスタジオもやはり一緒ですよ。値段がどんどん、どんどん上がっているんですけれども、行けなかった。せつかなのでこの機会に行きましょうということで、ある程度値上げを消費者が容認できるようになっていたから、それで企業の方もこのように価格を引き上げることができていたからということなんだろうなというふうに考えています。

ただし、少しずつその流れも今変わってきているというのが現状あります。あまりにもこの価格の上がり方というのが激しい。ないしは、こちら見ていただきますように2%ぐらいでずっと張り付いているということは、毎年2%ずつ物価、販売価格を上げていってるとのことなんです。一遍上げたらおしまいということではなくて、連続して毎年上げていっている、上げていこう。そういうような流れになってきますと、さすがに消費者の方もその節約志向が強まるということでありまして。先ほど見ていただいたように、昨年度2023年度は4四半期連続で個人消費が減少していたところがございます。まだそれでも本格的に消費が落ち込んでいないというのは、こちらありますように、同時に労働需給が逼迫しています。雇用情勢が非常にいい状態にあります。コロナ禍を経て、人手不足というのが一段と進んでい

るという状況です。

左側のグラフが失業率なんですけれども、直近の 9 月のものです。2.4%ということで、このコロナ禍明け後の水準としては一番低いところに今失業率下がっています。それから右側が就業者、これは実際に働いている方の数です。それからその内訳。雇業者、これはサラリーマンであったり公務員であったり、雇用されている人の数を見たものなんです。今年の 8 月、過去最高を更新しています。人口が減少しているだけかですね。そういった中で、働いている人はむしろここに来て過去最高を更新している、こういう状況。すなわち人がそれだけ足りないというような状況の中で雇用情勢がここまで良くなっているということなんです。

さらに、賃金が少ずつ上がっていますということもあって、価格の上昇をある程度これまでのところは容認することができたということなんです。この賃金なんですけれども、こちらなんです、左側が現金給与総額という数字になります。いわゆる月給ですね。9 月の数字まで出ておりますけれども、名目賃金で 2.8%といったところでございます。これは 9 月なんですけれども、その前の 6、7 月がすごく高い伸びとなっています。ですから、実質賃金、すなわち物価の上昇部分を割り引いた実質賃金、これずっとマイナスだということが報道等でも言われておりましたけれども、6 月、7 月については前年比でプラスに転じております。何があったかという、ボーナスです。

6、7 月、夏のボーナスが支給されて、これが結構増えていたということもありますので、名目賃金が上昇し、実質賃金もプラスになったということなんです。で、8 月、9 月はボーナスの支給というのがなくなりましたので、また伸び率ちょっと鈍化をして実質賃金もマイナスになっているんですが、9 月分で実質賃金マイナス 0.1%ということでございますので、ほぼトントンですよ。実質賃金で見てもこのように確実に改善をしている、こういう状況ということでございますので、この状況改善が続けば、恐らくある程度物価の上昇というのも可能になってくるということになるんだと思います。これがいわゆる好循環ですね。成長と分配ないしは賃金と物価の好循環と言われる姿でございますが、これが今後継続できるかどうかというのは、またちょっと後ほど見ていきたいというふうに思います。

II. 各国の金融政策

以上が景気の現状ということでお話をしてみましたけれども、これを受けて各国の金融政策がどのようになっていったのか、次に見ていきたいとします。物価が上がり始めましたので、当然それに合わせて各国とも金利を上げる金融政策、金融引き締めに移るということになりました。日本では、金利を上げると、今みたいに景気が悪いような状況の中で金利を上げると、もっと景気が悪くなるので、それはやるべきではないというような議論もあったわけなんですけれども、アメリカや欧州ではもう物価がどんどんどんどん上がっていている。この物価の上昇を抑制しないとんでもないことになる。すなわち、物価が上昇する中での景気後退、スタグフレーションの最悪の状況になってしまう。これを避けるために、多少景気を犠牲にしても、多少需要を抑制しても、まずは物価を抑制しよう、そういった考えから金融引き締めに移ったということでございます。最初に利上げを行ったのがアメリカでありまして、2022 年の 3 月ですね、ここで利上げが実施されました。

その後、なかなか物価が収まらないばかりか、どんどん上がっていくという形になりましたので、この引き締めもだんだん加速していった。一時は 0.75%、一回に上げるといったようなところまでありました。それに追随するような形で、ちょっとこちらは ECB とスイスを書いてございますけれども、各国ともですね、利上げを行うということをやっていたわけなんですけれども。ただし日本だけは、実は利上げに踏み切れなかったという、金融緩和策を継続したといったところでございます。

そして今、物価が落ち着いてきました。景気の減速懸念というのもちょっと出てきたといったような状況の中で、各国とも順次引き締めた金利を緩和解除するという形で金融緩和に踏み切っている、こういう状況でございます。そして日

本なんですけれども、まさに逆行するような動きということになります。2024 年の 3 月になりますけれども、ここで利上げですね、マイナス金利を解除する。そして、7 月に 0.25% の利上げを行うというような状況になってございます。

これは金利なんですけれども、次のページを見ていただきまして、現在各国とも引き締めへ転じているということでございます。一時は相当量的な面での緩和も行われていました。特にコロナショックが発生したところで、この量ぐんと増えています。非常事態が起きた時ってというのは、どうしても世の中でその資金・マネーが不足するということでございますので。このコロナショックに対応して流動性を供給してやるということが行われましたので、このように名目 GDP に対します中央銀行の総資産ですね、金額というのがこうどんと膨らむ、拡大するような形になってございます。ただし現在では、量の今度は引き締めへ転じているということでございます。日本についてもじわじわと引き締めの方向に来ているわけなんですけれども、ただし各国と比べても引き締めのペースというのは非常に鈍いというのがお分かりいただけるかというふうに思います。

日本の金融政策についてももう少し詳しく見てみたいんですが、次のページをごらんいただきまして、ちょっと見えづらいかもしれませんが、この赤っぽいところが金融緩和を行っている時期です。逆に、青っぽいところです。これが金融引き締めを行っている時期ということでございます。色分けでぱっと見ていただいてもわかるかと思えますけれども、もうこのところずっとですね、この金融緩和の状態というのが長期化しているというのがおわかりいただけるかと思えます。バブル崩壊以降の金融政策を見ますと、利上げが行われたのは 2 回だけでございます。2000 年 8 月のゼロ金利政策解除、0.25% の利上げのタイミング、これは IT ブームなんかが発生して世の中の景気が一時的にムードが良くなったタイミングでございました。それから 2 つ目が、2006 年の 3 月の量的緩和の解除、それから 7 月の 0.25% の利上げ、2007 年 2 月の 0.25% 利上げというところでございます。この 2 回だけの利上げということでございまして、大部分が金融緩和局面に当たるというのがおわかりいただけるかと思えます。いかに長い間低金利の状態に我々馴染んできたというか慣れてきたのかというのがおわかりいただけるかと思えます。

そして、これが直近のところになります。黒田総裁のもとで急速な金融緩和、異次元の緩和というふうに言われたけれども、急速な緩和が行われた時代。そして現在の植田総裁になってから出口戦略を進めている、そういうグラフでございます。特にですね、この植田総裁になってからなんですけれども、現在 2024 年の 3 月にマイナス金利を解除しまして、2024 年の 7 月に利上げをするといったところまで今進んでいるという状況でございます。ちょっとこのあたりにつきましては、また後ほどパネルディスカッションのときにもう少し詳しくお話をする機会があると思えますので、ちょっと今は事実のみの整理ということにしておきたいというふうに思います。

Ⅲ. 日本における低金利長期化の効果と問題点

そして、ここまで長い間、低金利政策、金融緩和の状態が維持されたということで、色々なところで問題点というものも発生してございます。これについても、ちょっと簡単に問題点だけ整理しておきたいと思えますけれども、幾つか問題点、課題というものも発生しました。まず、市場の機能が麻痺してしまったということでございます。

この金融緩和のもとで日銀が大量に国債を購入するといったことございまして、世の中にも国債が枯渇しているような状態ということになりましたので、金利が適正な水準を示すことができないという状況になっていた。ないしは取引は全く成立しないというような状況ですね、いわゆる機能不全の状態になってしまっていたというのが一つ大きな問題ということでございました。この結果としてですね、日本銀行が大量に国債を購入していく、それで金融緩和を実施していったということでございますので、ちょっと右側のグラフということでございますけれども、国債の保有額がどんどん膨らんでいったわけでございます。ピーク時には、発行した国債の半分以上日本銀行が保有している、こういう状態にまで上がっていったということです。これだけであれば、すぐに何か問題はということではないんですけれども、

結果的に、次のページになりますけれども、要は、財政のたがが緩んでしまった、財政の悪化を招いてしまったといったような問題というのでも発生をしてございます。

左側は公債残高の推移を見たものでございますけれども、建設国債、特例国債等々を含めると 1000 兆円を超えているというのが現在の状況ということでございます。こうした中で、日本政府、自民党政府としては、この財政の改善は続いていく、2025 年度に従来からの目標にしていたプライマリーバランスの黒字化は達成が可能だというふうに、現在のところ言っているところでございますけれども。ただその一方で、今後大型のまた補正予算が組まれるんじゃないとか、来年度の予算というのでも随分膨らむんじゃないか、いろいろなことが言われているところでございます。

そして問題点の 3 つ目ということになりますけれども、アメリカが利上げを始めたんだけど、日本は利上げをせずに踏ん張ったということでございますので、両国の間の金利差というのが急速に拡大していったということでございます。この金利差の拡大が何をもたらせたか、これが円安です。必ず、このように金融政策に方向性の違いが出てきたときにはどこかで歪みが発生をするということになりますけれども。その歪みが出たのが為替相場だったということで。急速に円安が進んでいったということでございまして、結果として、輸入物価ですね、これが相当な勢いで上がっていった。さらに、これが日本の消費者物価指数を押し上げる要因となったというのは、先ほどちょっとグラフを見ていたとおり、見ていただいた通りということでございます。長い目で見ても、今相当な、歴史的に見て円安の水準にあるということでございまして、何度か財務省の方は、円買い介入を行うことによって今の円安に歯止めをかけようというふうにはしていたということでございます。そして、その円安に歯止めをかけるという意味合いも恐らくあったんだと思います。

ちょっと想定外のタイミングで、7 月の 31 日に日本銀行は利上げを行ったということなんです。この利上げによって円安は止まりました。逆に、一気に 139 円台まで円高が進んだという状況でございます。今また、きょうは多分 155 円台まで戻っていると思いますけれども、このように為替相場が相当混乱する、荒れる一つの原因というのが、日米の金融政策の方向性の違いというんでしょうか、そういうところなのではないかなというふうに思われます。結果的に大幅に円安ということでございましたので、例えばよくビッグマック指数、価格指数なんていうのがございますけれども、日本でビッグマック、マクドナルド、ビックマックを食べると 480 円ただけけれども、これアメリカで食べるとですね、856 円かかってしまうと。アメリカの物価も上がってますし、それに為替レート、円安が進んでいるので 856 円かかるというような状況でございます。今またさらに円安になっていますので、ざっくり言いますと、日本人がアメリカに行って物を食べる、買うと日本国内の倍の値段でかかってしまうということなんで、これは逆に言うと、アメリカ人が日本に来て買い物すると、本国にいるときの半額で物が買えるということでございますので、これが今、インバウンド需要で物価を押し上げる要因になっているということでございます。

ただ、このように為替がもう明らかに円安に行き過ぎといったような状況ということもありまして、この間の為替相場が大きく変動したタイミングは当然株価にも影響というのが出ました。8 月の 5 日にかけて日経平均が大暴落をしたというのは皆さん御記憶に新しいかというふうに思いますけれども、このように金融市場が大混乱をしていくような一つのきっかけというのが、やはり日本銀行の金融政策と各国の金融政策の違い、これが一つの理由になっているんじゃないかなというふうに思われます。

そして、最後になりますけれども、やはり金利が下がっていくということでございますので、我々のような金融機関にとってみれば、利ザヤ、これが確保することができなくなってしまったということでございます。金融機関の収益というのが悪化します。金融機関の収益が悪化するということは、これはすなわち金融システムそのものが危険な状態といえますか、不安定な状態にもなりかねないということでございます。

以上の、低金利が長期化したときのマイナスの影響というのを見てまいりましたけれども、次に金利がある世界とは

一体何ぞやということでございます。5 つほどちょっと項目としてはまとめてございます。まず、債務者の負担が増加をするということになります。

お金を借りている人、企業であれ家計であれ政府であれ、借入金の負担が高まることになります。一方、債権者、お金を貸している側に見れば、金利の収入が増加することになります。物価上昇による資産価値の目減りがある程度緩和するというメリットがあるということでございます。ただ債務者の負担増と債権者の利益の増加というのは、いわゆる所得の移転ということになりますので、全体の流れからすると中立といいますか、ちゃらということになります。

ただし金利が上がると、次のところ、新規の例えば設備投資だとか新規の住宅の購入、これのハードルがちょっと高まるということになりますので、需要をトータルで見るとやはり抑制する効果も出てくるということでございます。

そして、こちら、リスクリターン正常化というふうに書いてありますけれども、要は低金利下においては誰でも簡単に容易に資金を調達することができるということでございます。従いまして信用リスクはなかなか顕在化しづらい、多少危ない会社であっても割と低い金利でお金を調達することができるというような問題。結果的にいわゆるゾンビ企業と言われる企業が増えてしまったといったような問題というものもあったかと思えます。

それから、金融機関の収益については、今後利ザヤというのが拡大してくるということが予想されるということになります。このあたりについては具体的に、例えば左側、金利がこのように下がってきました。右側がですね、各部門別のネットの利子受取額ですね。やはり金融機関だとか個人のところのネットの利子の受け取り、これが減っていますね。一方やはりメリットを得ることができたのは、一般企業であったり、それから政府ですよね。利払いのコストが減るという意味で、政府のところは割とメリットがあったということでございます。

IV. これからの内外経済の行方

ということで、すみません、そろそろ時間が参りましたので、ここでまとめに入りたいと思います。これからの内外経済の行方ということなんですけれども、いろいろな問題というのがあります。特に 2025 年については不確定要素が非常に多いという問題がございます。

例えば、トランプ大統領が何をやってくるのかなかなか予想がつかないといったような問題ですね。そういうのがあります。そもそも地政学リスク、中東の問題がどうなるんだ、ウクライナの情勢がどうなるんだ、そういうのもまだ先行きというのは不透明な部分というのがあります。

そして、日本の物価についても低下はしていくというふうには思うんですけれども、こちらですね、徐々に日本の物価も低下をしていくということになるかと思えますけど、ただし、マインド面では依然物価が高いという実感が非常に大きい、消費者は考えているということでございます。その節約志向が本当に今後収まっていくのかどうかまだまだ予断を許さない、こういった状況かと思えます。

こうした中で、最後のページというところになりますけれども、はい。具体的な GDP の成長率の予測、それから消費者物価指数の予測値、これを一覧表にしております。一番上が当社の数字でございますけれども、今年度の成長率は 0.3%、来年度 1.2%ぐらいです。世の中の平均的な見方が 0.5%、1.0%ということございまして、さらに、日本銀行が 10 月の展望レポートの中で発表された数字なんですけれども、0.6%、1.1%ということでございますので、世の中の見方とそれから日本銀行の景気の見方ないしは物価についても同じような数字でございますので、それほどずれているということではないということでございます。

現在、日本銀行の方は、見通しどおりに経済が動いていけば、金融の調整、すなわち利上げを行っていくということを表示しております、現時点では、このように、ほぼ日本銀行の予測のとおり経済というのは進んでいきそうだというふうな、平均的な見方というのになっています。ただし、先ほど申し上げたように、来年は不確定要素が非常に大き

い年ということですので、我々ないしは日本銀行が想定をしないような事態が起きてしまう、それによって景気が悪化してしまうかもしれないということも十分考えられる。そのあたりについては、また後ほどパネルディスカッションのときに時間があればもう少しお話をしていきたいなというふうに思います。

はい。それでは、時間が参りましたので、私の話は以上とさせていただきますというふうに思います。最後までどうも御清聴ありがとうございました。