

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

パネルディスカッション

・パネリスト

小林 真一郎氏（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）
田中 隆之氏（専修大学経済学部 教授）
河村 小百合氏（株式会社日本総合研究所 調査部 主席研究員）

・コーディネーター

早川 英男氏（東京財団政策研究所 主席研究員）

早川: それでは、これからパネルの時間に入っていきたいと思います。その前に、パネリストの皆さんについて少しだけ最新情報を伝えておきたいと思います。小林真一郎さんは先ほど基調講演なさいましたのでよくご存知だと思いますけれども、最近の日本のエコノミスト、経済予測をする人たちの中で、日経センターが毎年比較的予想のよく当たる人というのを選んで、優秀フォーキャスターというんですけれども、こちらの資料にもありますけれども、小林さん、毎年のように結構優秀フォーキャスターになっておられまして、23 年、一番最近の方もまた優秀を獲得しておられるということでもあります。

田中先生はですね、実はここ 2 年ぐらい立て続けに、近年の中央銀行のいわゆる非伝統的と言われる金融政策についてのご本を出されていらっしゃいます。僕は、比較のごく最近のアメリカの連邦準備制度の金融政策に関する大変面白い本だというふうに思っております。

最後に、河村小百合さんは、おそらく現在、日本の経済学者、エコノミストの中で、いわゆる日本のですね、異次元緩和と呼ばれた金融政策について最も鋭い批判を展開されている方ではないかと思っています。確か、去年出されました『日本銀行 我が国に迫る危機』、これは講談社現代新書だと思いますけれども、ごく最近、【石橋湛山賞】を御受賞になったということを申し上げておきたいと思います。

これだけ御紹介した上でパネルに入ってまいります。4 時半ないし、ほんの少し 4 時半を超えるかもしれませんが、パネルを展開してまいりたいと思います。一応、私の方で 4 つほど論点を設定していただいて、その 4 つについて皆さんの御議論をしていただくということを考えております。

金融政策正常化の評価と展望

まず最初に考えている論点としましては、いわゆる金融政策正常化の評価と展望ということでもあります。植田和男さんが日銀総裁になられて1年半と少し、この間に、去年の 7 月に YCC と呼ばれている長短金利操作の弾力化、それから今年の 3 月にはマイナス金利解除、イールドカーブコントロールの廃止、それから 7 月にはゼロ金利解除、それから国債購入の減額方針の決定といったことをなさってきたということでもあります。

まず最初に皆さんにお尋ねしたいのは、こうした金融政策の正常化をどう評価されているかということでもあります。一方で、市場とのコミュニケーションについては色々ご議論もありますので、そのコミュニケーションについて適切だったかどうか。それからさらに、今後の利上げというのはどんなふうに進められていくのであろうかという論点があります。

今現在、マーケットが一番注目しているのは、次の利上げはいつだろうか、来月なんだろうか、来年1月なんだろうか

というのがマーケットの注目点だと思いますけど、それについてどうかということ。それから、ちょっと専門的になりますけど、もう少し長いタイムスパンでその金利のパスを考えていく上では、いわゆる中立金利と言われる、物価を刺激もしないから逆に抑制もしない、ちょうど中間的な金利水準ってどれぐらいなのかっていうのは実は結構重要なコンセプトになってきますので、まずはこうした点についてパネリストの皆さんと御見解をお聞きしたいと思います。

ここはですね、小林さん、さっきお話をされたばかりなので、田中さんからまずお答え願いますでしょうか。

田中: はい、どうもありがとうございます。正常化の評価ですね。これは利上げをするということもさることながら、先ほど基調講演の中にもありました量の問題、つまり、国債を日銀がたくさん買ったわけですが、これを止めて残高を減らしていくこと、この2つが正常化の内容だと思います。特に後者の方が私は重要だと思っておりまして、その点に着目しますと、3月にほぼ国債の残高というのが増えなくなった。これが今減りつつあって、ピークが大体590兆円という莫大な額だったんですが、ここから現在縮小中です。

にもかかわらず長期金利が跳ね上がらない、1%程度で止まっているので、これはその点でかなりよくやっていると考えるのではないかと思います。日銀が大量の国債を保有して1%にとどまっていますが、長期金利が上昇すると国債の利払いが増えるので財政破綻に近づいていく。で、それに配慮して日銀がその国債保有残高をなかなか減らせないという状況になってしまう、そういう状況をフィスカル・ドミナンスと言います。日本語では財政優越—財政が金融に優越する状態—と翻訳することがありますけれども、これに陥ると、日銀は、国債の残高を減らせない。そうすると、インフレが来たときに、金融引き締めで立ち向かえなくなってしまう。

そうすると、この中央銀行はインフレを抑制できないなというふうに市場が思い、これはもうインフレ期待、インフレ予想がわっと出てくるので、そうならないことが重要であります。今回、国債保有残高を減らしているんですが、直近で金利が跳ね上がってない。つまり国債が暴落していないということはですね、まだ財政優越の状態に入っていなかったということ、これが確認できたわけで、これは大変に偉大なことだと私は思っております。

ここから先、肅々とこの国債の保有残高を減らしていく必要があると思います。現在、先ほど基調講演の中にもありましたけれども、減らしていくそのスピードは、米欧の中央銀行よりも緩やかです。日銀は今国債を実は毎月買っているわけなんですけど、持っている国債が国から償還されてくる額よりも少ない額を買っていますので、残高が減っている状況にあります。

四半期ごとに国債を買う量を4000億円ずつ減らしていき、最終的に26年の1~3月期に月額3兆円まで減らすことになっている。元々6兆円ぐらい買ってたんですが、そうすると大体今年の7月から26年の3月末までで保有している国債の7パーセントぐらい減ることになります。

このスピードはですね、FRB、アメリカの中央銀行が22年の6月から、つまり日銀よりも2年間くらい早くから減らし始めてるんです。これが2年で24%減らしているのに比べると緩やかです。ただ、減らしているということで評価できると思います。

ちょっと細かい話になりますけれども、日銀はですね、まだその国債を「買っている」ということを非常にアピールしています。実は米欧の中央銀行とやっけることは同じで、残高は減らしているんですね。ですが、米欧の中央銀行は新規には国債買いません。で、償還で返ってくる額の再投資はするが、その額も減らしていきますという言い方をして、「買わない」側面を強調してるんです。日銀が「買っている」側面を強く打ち出しているのはなぜかという、長期金利の跳ね上がりを抑えるためであり、それはそれで評価できる政策かなというふうに思います。米欧の中銀に比べるとちょっと違和感がありますけれども。

利上げの方はですね、これは是々非々でやればいい。私は国債の残高さえ減らしていけばですね、利上げの方は、物価と景気見ながら、あるいは海外情勢見ながら、是々非々で、上げていけばいいというふうに考えてます。

そのときに、先ほどお尋ねのあった中立金利ですね。景気刺激的でも緩和的でもないという金利、どのくらいかということなんですが、ざっくり、日本の潜在成長率が大体 0 から 0.5%ぐらいで、インフレ率が 1.5%と見ると、1.5 から 2.0% くらい。これが長期金利の水準で、そこから 0.5%リスクプレミアム引いて、政策金利は無担保コール翌日物の金利ベースで 1.0 から 1.5%くらいというふうに見ています。そうしますと、じゃあどこまでこの後どんなスピードで上がっていくかということですが、今年度末、つまり 25 年 3 月、さらに来年度末、26 年 3 月末にかけて 2 段階、つまり今 0.25% である政策金利を 0.75%程度まで 2 回上げてくという、そういう緩やかな利上げではないかと思えます。

長期金利は 1.5 から 1.8%ぐらいに上がってくるというふうに見ており、そんなに上がらない、逆に言うと、抑えが利くんじゃないか。その抑えが利くように、日銀は先ほどコミュニケーションというお話もありましたけども、コミュニケーションを取っていく必要があると思えます。急激な利上げはしないというような言い方をずっとしていくと思えます。長くなりましたが、以上であります。

早川：ありがとうございます。今、田中先生の方から、いろいろ問題もあるけれど今のところうまくやっているんじゃないかという評価だったと思えますけれども、河村さんの方はもうちょっと厳しい評価かもしれません。いかがお考えでしょうか。

河村：日本総研の河村と申します。本日はこういう機会いただきましてありがとうございます。日銀、ここまでね、いろいろやってきて。先ほど小林さんがいろいろね、綺麗に整理して御説明くださって。資料の 16 ページとか 17 ページのあたりだと思うんですけども、結構総裁変わられて、植田総裁になられて、立て続けにいろいろとやって来てらっしゃるなというふうには。それは事実ではあると思うんですけども。ただ、今の段階で日銀が抱え込んでいるリスクの大きさ、それが国債をこれだけ買い込んでるっていうことを通じて、もう国の財政運営ともものすごく密接に繋がって。で、それがもう本当に正直申し上げて、抜き差しならぬところぐらいまでも来てるといふふうに思いますので。私は財政の方も見ている人間ですので、やはりその辺はもうちょっとシビアかなんかと思っているんですけども。

じゃあ、コロナ禍ももう終わって、物価情勢も大きく変わりつつあって賃金の動向とかも変わってきていると。先ほど小林さんが本当にわかりやすくご説明くださったと思うんですけど。そういう状況で、これから先、何に備えて何やっていかなきゃいけないのかということと考えると、ちょっと今のままでいいのかなんかという感じは正直申し上げていたします。

まず、その植田総裁になって何になさってきたかってことなんです。今年の 3 月にマイナス金利政策解除しましたよね。あのとき、円安一気に行きましたよね、海外はびっくりしたんですよ。こうやってマイナス金利政策を解除するか、すごく長い間超低金利政策やった政策を、あのちょっとにしろ上げる、要するにすごい転換ですよ。するときに、ほかの中央銀行、ほかの主要な中央銀行がやってきた政策運営とはあまりにも違うことがはっきりしたから。どういうことか、国債買い入れをやめなかったんですよ。

「え！ イールドカーブコントロールやめたんじゃないの？」って思われる方いらっしゃるんじゃないですか。でもね、よく見てください。日銀の公表文書にはそうは一言も書いてない。いや、書けなかったと思えますよ、国債買い入れ続けているのに。だから、いくら抑えるとか、変動幅をどれぐらいにするとかっていうのはやめたと思うけれどもね。そこまで言えなかった。

じゃ、他の国の中央銀行が普通何してるかっていうと、この非伝統的金融政策の手段っていうお話ありましたけれども、ずっと前までは、リーマンショックの前までぐらいは普通に政策金利を、短期の政策金利を上げ下げするだけだったのが、もうゼロまで下げても、それでも危機ね、止まらない。そこまでしちゃって大変だったことで、大量の国債の買い入れとか始めたんですよ。他の国の中央銀行もやるようになって。それが、そのあともう 1 回コロナ危機が来て、たくさんまた国債とか買って。でも、じゃあこういう手段、非伝統的っていうけど、これから先も使うことがあるのかとか、使うんだったらどういう局面で使うのかとか、そういう整理をほかの中央銀行みんなやっているんですよ。みんなやっ

てますよ。Fed もやってる。イングランド銀行もやってる。ECB もやってる。みんなやってますよ。

表現はそれぞれ違いますけど、共通の理解はやっぱり非伝統的な手段だ。普通に政策金利を上げたり下げたりできるようになったときには使わないって言ってます。だけど将来的にまた危機が来るかもしれない。危機が来たら政策金利またほとんどゼロまで下げて、使えなくなったときにはまた国債の買い入れとかするかもしれないという。そういう整理してるんですよ。日銀、それやってないんですよ。やってない。他の整理している中央銀行はどうするかというと、マイナス金利をやめるとか、それからプラスの金利を少し上げるとか。要するに金利を上げる局面に転じたときにもう普通の政策に戻ったわけですよ、国債の買い入れやめますよ。

それが普通で、さっき田中先生からもお話あったんですけども、これだけたくさん国債買い入れてきちゃったからこれまで買い入れてきた残高は維持しないと急に離したら大変だからってことで。残高維持することと新たに買い入れることを、オペレーションを分けて説明するのが普通です。今申し上げたような主要国、オーストラリアとかも含めて普通です。そこを日銀は何の検討も恐縮だけどしないんですよ。植田総裁になってもしないで、3月にマイナス金利解除したときにも、国債の買い入れやめないんですよ。やめてない。

それで、もうその後、円安に追い立てられるような形です。なんかね、国債の買い入れの減額を7月ぐらいに打ち出さなきゃいけないなくなっちゃって。それも2026年まででしょ。そこから先のことは全然やってないし。なんか、市場に急変動があれば調整もするっていう。いっぱいヘッジもかけてるっていうか。国の財政が心配だから、金融政策が財政破綻の引き金引いちゃいけないからっていう思いがもちろんおありなんだろうと思いますけども。でもそれもねえ、結局そんな感じで、きちんとした正常化の計画も立ててないし。正常化って言葉、多分ね、日銀の公式文書では使ってないと思いますよ。使えないと思います。他の国だったら、正常化っていうポリシーノーマライゼーションの計画をちゃんと立てるんです。どこまでやるかってのはまた難しいんですけども、立てる。それもやってない。

押されて、市場に押されてやってるだけだから。その辺で、私は正直申し上げて、ちょっと問題があるんじゃないのかなっていうふうに思っています。

何に備えなきゃいけないかっていうと、もちろんこれだけ政府がね、後のテーマで申し上げますけど、財政が危ない、すごく悪くなってるようなときに引き金簡単に引けないってのは、もちろんそこは重々配慮しなきゃいけないけれども。一方で、他の国で、私なんか、今年のね、春もちょっとアメリカ行って出張する機会もあったんですが。色々聞くと、アメリカだってやっぱりみんな財政健全化なんてしなきゃいけないかなんてなかなか理解されなくて。もう国民が本当に、市民が本当に認識するのはやっぱり金利が上がったときなんですって。

お尻に火がつかなきゃわかんないのはどこの国でも一緒。それをぎゅーっと押さえたままにして、まだこの国の財政運営、調子乗ってますよね。なんですか、最近の動き、あれね。そういうのを見てると、このままでいいかどうか、それに対応できるような政策運営ができてるかどうかって、非常にやっぱりちょっと難しいんじゃないかな。特にこの国ね、自然災害がある国ですよ。最近だって色々あるしね。南海トラフだって、今年ちょっとひやっしましたけど。あれだって、経済的な損害が200何兆円とか言われてますよね。首都直下地震だって来たらね、90何兆円とかって言われていて。そういうのが突然来たときに、財政出動して、日銀、これから先、じゃあそこでまた買い増しできるか。

買い増しできるぐらいに戻しといってもらわなきゃいけないんだけどっていう検討がね、今総裁変わられて1年半ぐらいの中でできてらっしゃるかっていうと、正直申し上げてちょっとどうかなっていうふうに私は思っています。ですから、非常に大きな混乱を起さないと意味では本当に配慮、十分すぎるぐらい配慮してやってらっしゃると思うけれども、先行きのこの国が抱えている深刻な課題にきちんと対応するような金融政策運営できてるかという、私は正直言って疑問だと思います。

今後の利上げについてもね、もう正直言ってマーケット次第なんじゃないですか。為替相場で、円安で追い立てられ

ればやるけど、そうじゃなかったらなるべくやりたくないっていうので。結局物価ほっぼらかしにされてああいう結果になってるってところもあるんじゃないのかなっていうのが、すいません、私の意見です。

早川: はい、ありがとうございました。じゃ、最後に、先ほどもお話をされていますけれども、小林さん、いかがお考えでしょうか。

小林: 今お2方からですね、すごく明快な評価ですね。金融政策については評価がありますので、私の方から特にこれに対しては付け加えることはございません。予測の部分についてだけ述べさせていただきたいというふうに思いますが、今、日本銀行としては金融の正常化を進めていこうとしている、こういう状況です。

なかなかやはりそのタイミングですね、これを図るのは難しい。といいますのは、アメリカです。今月の11月も利下げをやっています。おそらく12月にもやるだろうというふうに思われます。利下げをやっているまさにその瞬間、日本で逆に利上げをできるかっていうとですね、やはりマーケットの動き等をですね、気にしないとですね。そこのところはなかなか難しいということになるかと思えます。どうしてもそのアメリカの金融政策との間をこう図りながら言うんでしょうかね、ということになってくんだと思えます。

その意味では、今為替がすごく円安に向かっています。1ドル155円台まで来ています。ですから、そのアメリカが利下げをやったところで日本が利上げをしても、多少為替は円高の方向に行くかもしれませんが。水準としてはですね、もう随分今円安のところにありますので。やりやすいといえますか、日本銀行としてはすごくタイミングとしてはいいという状況なのではないかなというふうに思えます。ですから、五分五分だとは思いますが、12月の利上げの可能性も十分にあるかなというふうに思っています。

ここで利上げしなかったとしてもですね。おそらく年明けのタイミングですね。で、これ、1月になるか、次3月になるか、これもまた微妙なところだと思えますが。こちらですね、アメリカの金融政策の方針次第ということになるかと思えます。恐らく、年明け以降、アメリカは一旦利下げのペースが下がってくるのではないかとということに言われています。

毎回のFOMCではなくてですね、2回に1回程度のペースで下げていくんじゃないかということが言われています。アメリカの利下げのペースっていうのが年明け以降緩やかであるというのは確認をされたあたりで、日本銀行としても今度は利上げに踏み切るといえるんじゃないでしょうか。もしくは次の利上げ、日本銀行を行うにしても、一つのやはり、何て言うんでしょう？理由付けというのが必要になってくると思います。その理由の一つが、やはり2025年の春闘の行方ということになるんじゃないかと思えます。来年のその春闘でも、ある程度高い賃上げ率が達成をできる、金利が上がったとしても世の中の景気というのはそんなに心配することはないんだ。そういう確証が得られるというような何かあればですね、そのタイミングで利上げに転じるんじゃないかなというふうに思えます。12月ないしは遅くとも年明けのタイミングで1回、それから将来的には、中立金利が幾らかという問題がありますけれども、来年の夏ぐらいにもう1回ぐらいですかね、0.25ぐらいやる。それで今回のサイクルでは打ち止めになるんじゃないかなというふうに現時点では考えています。はい。以上です。

早川: はい、ありがとうございました。これは、この金融政策の正常化が、議論すると毎回かなり違った評価が出てくるわけですが、根っこにあるのは、要するに先ほど小林さんから説明があったように、ある意味で日本の場合には巨額の国債の一時半分以上を日銀が買い占めてしまったという事実から出発している。そもそもそこで非常に大きなリスクを抱え込んでいて、だからこそ慎重にやっていかなきゃ危ないと思えるのか。しかし、それはゆっくりやっているといつまでも問題を残してしまうので急ぐ必要があると思えるのか、その辺の評価の差が大きいというふうに思っています。

それから、どこまで利上げが行われるのかについては、そもそも、いわゆる先ほど言った中立金利についての見方

自体がかなり大きな違いがあるので、現実には、利上げを進める中でどの辺が中立なのかを探していく、そういうプロセスになる可能性が高いんだらうと思っております。

金利のある世界の展望とリスク

早川: 本当はもうちょっと議論しなきゃいけないんですが、時間の関係で。すみません、次の論点に移りたいと思います。次の論点は、金利のある世界の展望とリスクということであります。ここ最近思い出してみると、過去四半世紀、日本にはインフレもなかったし、賃上げもなかったし、金利も基本的にはなかった。言わばそういう時代がもう 25 年ぐらい続いてきて、言ってみれば、そうですね、一昨年ぐらいからインフレが始まって、去年ぐらいから賃上げが、今年になってようやく金利のある世界に戻ろうとしている。そういう大きな変化、これも先ほどの小林さんの報告の冒頭で整理があったと思います。

この後、金利のある世界というのは日本経済にどんな影響を及ぼしていくのか。これは企業とか家計とか財政、それぞれの問題がありますし、特に日本銀行の財務とか財政への影響をどの程度心配する必要があるのかという議論があるだらうと思います。一方で、金利が復活するとゾンビ企業の淘汰が進むのではないかとか、あるいは貯蓄から投資への資金の流れが変化していくのではないかと、その結果として日本経済の活性化に寄与するのではないかと、こういった議論があるかと思えます。これらの点について皆さんどのようにお考えであるかということで、特に、そうですね、日銀の財務とか財政を強く心配しておられる河村さんから話をスタートしたいと思います。よろしくをお願いします。

河村: はい。金利のある世界でどういうリスクがあるかということなんですが。それはもうそれぞれ企業なり家計なり政府なりということで影響がいろいろあると思えます。マイナスだけじゃなくてプラスの影響ももちろんあると思えます。ただ、やっぱりこれ、この国の場合、最大の影響を受けるのは政府ですよ。もう世界に冠たる最悪の財政事情というかね、最悪の借金残高抱えていて。しかもこれまでが超低金利っていうか、ほとんど金利払わないで短期国債なんか出してきてましたからね。そこからの転換というのはやっぱり正直言って、大変なことにならざるを得ないんじゃないのかなっていうふうに思えます。

どうことが起こるかということなんですけれども、先ほど小林さんが御説明くださった資料で、21 ページのところ、利払い費、内閣府の数字を代表的にお使いになっているので御説明くださっているんですけど、21 ページにグラフがあったと思います。利払い費が、足元は 9・何兆円だけれども、2033 年度には、これは内閣府のベースだと 16・5 兆円になると書いてありますよ。これは内閣府。その通りなんです。実は、この国の政府と、もう一つ、財務省がいつも予算編成のときに国債の整理基金の仮定計算というのをを出していて、そっちの財務省ベースの利払い費の計算も出していますね。財務省が利払費の試算計算で、今年の2月に2033年度で出しているかという、24兆8000億。「えっ」って思いませんか？ 内閣府、16.5兆。「うーん、なんで？」。財務省、24.8兆。「え、何っ？」と思われるでしょ。

これね、金利の前提が違うんですよ。違えばこれぐらい違っちゃうということなんです。内閣府、こういう見通しを出していて、先ほど小林さん御説明くださったように、まあ今ね、ちょっと補正のとか経済対策の議論で危なっかしいんですけど、一応7月に内閣府が見通しを出した段階では来年度には数千億レベルだけれどもプラスにPBがなるんで、プライマリーバランスが黒字化になんとかかなりそうだったという見通しを出してました。その後も、21ページのグラフでお書きくださっているように、なんとか黒字基調でいけそうなんじゃないか的な見通しが示されて。このグラフにはないですけど政府債務残高なんて内閣府のホームページ見るとグラフ出ますけどぐっと下がる、バラ色に下がるみたいなグラフも出ますよ。特段の増税の話とかないし、それなのになんでこういう、ある意味ちょっと楽観的な感じされませんか。

なぜこんな見通しが出てくるのかといたら、実はその前提条件にあるんです。どういうことかっていうと、さっき中立金利云々って話もあったんですけども、それ以前の問題。皆さん、他人にお金貸すときに、インフレが進んでる中で、例えば 10 万円誰かにお金出して 1 年後に返してもらったときにインフレがね、今 2%ぐらいか、でももっと、5%でもいいんですけど、進んでる中で、1 年経って 10 万円返してもらってどう思います。「ちょっとふざけんよ」って思いませんか？ やっぱり物価上昇分ぐらいは最低乗せてもらいたいですよねって。金利ってそういうもんじゃありません。物価より金利の方が上って当然なんじゃないの。

だけど、そう言っていないですよ。これね、内閣府の試算、びっくりしますよ。これ、前提条件、だから、短期金利が物価より上行かなきゃいけないんですよ。いけないのに、短期どころか長期金利もいかないの。3つのケースで示してるんだけど、長期金利が物価を上回るのが一番成長控えめのケースでも 2027 年からで、もっと楽観的なケースだと 2029 年とか 30 年まで長期金利が物価よりも下ですって。

よく成長と金利のね、どっちが上か下かって昔あったと思いますよ。なんかね、上下関係とか色々あったと思うんですけど。それよりもっと物価よりも下って、その前提を置いてこの数字ですからね。「あれ？」って感じですよ。だから、正直言って、ちょっとこれだから大丈夫というふうにはならないというふうに思います。このトピックのところは、やはり一番大きな影響を受けるのは、やはり本当にね、利払い費経由で財政なんですよ。財務省の方はもう少し前提が違うんだけど。この財務省の試算でもばっちりとは決して私は思わないんですけどね。やれ 16 兆なり 24 兆なりの利払い費になったときに、今の予算の構造でどうしますか。一般会計の予算 110 兆円で、うち新規国債 35 兆円ぐらい出して。税収 70 兆円そこそこしかないですよ。そういう国で、利払い費の歳出が 120 兆の中で利払い費が 9. 何兆ですんでるからいいけど、その中で利払い費が 16 兆とか 24 兆とかなったら、どこからお金出すんですか。

そんなのね、自民党の先生方、あんなにいっぱい国債出して日銀に買わせとけばいいじゃんって言うけど。そこで初めて日銀の財務が問題になる。今までのようにほとんどゼロ金利で発行の国債を日銀に買わせとけばいいって言うんだけど。日銀がこれから利上げを進めていくと話が違って来ます。

今日はちょっとご説明がきつと時間の関係でなかったと思いますけど。今日いらして下さってる方がご存知かどうか分かりませんが。これだけ国債たくさん買うようになって、かつて中央銀行が利上げするから中央銀行が赤字になるなんて話、決してなかったんですよ。だけど、今違うんです。これだけたくさん国債買い入れちゃうと。他の中央銀行もみんな一緒なんですけど、国債を買えた対価のお金を世の中に渡すから、民間銀行みんな余ったお金、中央銀行に預けるんですよ。そこに中央銀行の当座預金なんか利息付けないのが普通だったのに、かつては。そこに利息付けて上げないと、中央銀行が利息付けてやないと金利上がらないですよ。市場金利引き上げ誘導できなくなるっていうの、利上げをしなきゃいけない。すると、要するに中央銀行が赤字になるっていう。そういう大きな問題を抱え込むようになったっていう違いがあります。ですから、これは財政問題と繋げて考えると、財政だめならいいじゃん、日銀にまた今みたいなゼロの国債をいっぱい出して日銀に買わせとけばいいじゃんって言うけど。今だってほとんどゼロパーセントに近い国債しか持ってないのに。それがどんどん増えていくと、日銀の財務、ますます逆ザヤで悪化することになって。じゃあそれをね、国際金融市場がこんな円の信認に関わるわってことで、もっと円安になったらもっと金利上げなきゃいけないってなったら、そこでもうゲームセットになっちゃうのかな、それを非常に心配します。

ですから、金利上げなきゃね、別に日銀赤字にならないし。だからこそこれだけ金利上げるの渋ってんじゃないかなってふうに私にはね、ちょっと見えちゃうっていうか。うがった見方かもしれませんが、やっぱりそこにやっぱり大きな問題がある。で、今まで金利がない世界でできましたけれども、それは単にさっきの前提がおかしいとかそういう話だけじゃなくて、やっぱり日本経済に対して無理を強いてきたと思うんですよ。金利って低ければ低いほどいいってものじゃなくて、やっぱりあればあったなりに淘汰も起こるし、辛いことでもあるけれども、でもやっぱり長い目で見た経済成長

にとってはいいこともあるわけですよ。でも、それを潰してきたんですよ、わざと。そういうことの影響もやっぱりあったということなのでね。ですから、金利のある世界にだんだん戻っていくということが決して悪いことばかりではないんだけど、やっぱり財政の影響のこととか日銀の財務のこととかも考えていかないと、いや、大変なことになってしまいかねないという風に思います。すいません。

早川: それでは、今度小林さん、いかがでしょう。

小林: はい。私の方からは、金利のある世界になったときに、特に企業がどういうふうな影響を受けるのかについてお話をしておきたいと思います。先ほどの資料の実は 29 ページのところにもちょっとあってですね。時間がなくてお話しできなかったんですが、足元で倒産件数がやはり増えてきているというような状況になってます。長らく低金利が続いていたこと、それからコロナ禍のいわゆる制度融資、ゼロゼロ融資というふうに言われましたけれども、こうしたものによって企業倒産件数というのが急減、抑制されていたということなんです。ここに来てゼロゼロ融資の返済期限がきているというところもあって今の倒産件数が増えているというような状況です。

この長らくやはり低金利が続いたということの弊害ということで、いわゆるお金を安易に調達できる。それでなんとかそのキャッシュを回すことができ倒産を防ぐことができるというような状況というのがしばらく続いていた可能性があるんですが、今後、金利がどんどんどんどん上がっていくと、いわゆるその企業の生き残りのためのハードル、条件というのがやはり上がってくるということになるかと思えます。

同時にですね、金利が上がるだけであればまだしも、当然同じように物価が上がっていく。当然人件費も上がっていくということになります。既にその賃金、人件費のコストというのも随分上がってきてますけれども、これだけ人が足りない中できっちり賃金を上げることができる～企業がしっかり労働力を確保することができ業務をこなしていくことができる～営業活動を継続することができるという、そういう世界にですね、金利の上昇とともにとなってくんだろうなというふうに思われます。

そうなりますと、いわゆる企業の倒産が一段と増えるということなんです。これは別の観点から見ると、やはり企業の新陳代謝が進むということになるかと思えます。新陳代謝が進むと、短期的には景気にとってマイナスという側面がより大きく出ると思いますが。もうちょっと長い目で見ると、その生産性がやはり向上していくですとか、もしくは労働力ですね、これが流動化するということになりますので。不足している、余っているところから不足をしているところに向く労働力が流れるということが期待されるということになるかと思えます。ある程度の新陳代謝が進むことによって痛みを伴う改革ということになるかもしれませんけれども、もうちょっと中長期的な目で見ると、むしろ日本の景気、経済にとってはプラスの要素もあるのかなということでございます。やはりその金利のある世界が復活することによって、こうした動きっていうんでしょうかね。これが活性化することによって一段と景気がこう将来的に良くなるということも期待できるんじゃないかなという風に考えています。はい、以上です。

早川: ありがとうございます。田中先生、いかがでしょう。

田中: はい、ありがとうございます。先ほど河村さんから政府の債務残高、赤字の話が出て、私も非常に憂慮しているところです。

私は、日銀の財務のことについてももう少し補足させていただきたいと思います。まず、金利が上がると日銀の財務が非常に悪くなるという議論です。これは、一つには日銀がたくさん国債を抱えていて、その国債の評価損が出るという話があります。ただ、国債は、日銀のような中央銀行の場合、償却原価法というのを取っておりまして、これは中途売却しないで最後まで持ち切るのであれば取得原価で評価することになるので、会計上の損失は発生しません。まずそれが1つ。

それから、河村さんおっしゃいましたけども、コール金利、政策金利を今上げつつあり、今 0.25%まで上げたという

きに、準備預金というもの、市中銀行が中央銀行に預けている準備預金に同じだけの付利をしなさいといけません。付利というのは金利を払うということですが、それをしなさいと金利が上がっていかないので、今、日銀はその政策金利と同じだけの金利を市中銀行に払ってる。こういうことなんです。これが、上がっていくと逆ザヤになるというふうにおっしゃったのは、つまり日銀は、国債をたくさん持っていますので、国債からの利払いを受け取って、そして市中銀行からの準備預金に金利を支払う、こういう構造になってるわけです。そこで、どっちが高いか低いかが問題になりますが、準備預金への付利水準の方が高ければ逆ザヤになり損出が出るということなんです。

その水準がどうかということをちょっと簡単に計算するとですね。今、政策金利 0.25%なんですけど、日銀が持っている国債の利回りの加重平均、これが大体 0.3%強なんです。ですので、1 回上げたところ、つまり 0.5%まで上げたところで逆ザヤになります。で、日銀に損失が発生してくるということになりますね。それがどのくらいの量かですが、1.0%まで仮に上げたとしましょう。そうすると、4 兆円規模の損失が日銀に発生します。日銀は今、資本勘定、つまり準備引当金とか準備金とかいう、いわゆる普通の企業だと資本金に当たるところ、これが大体 13.8 兆あるので、1.0%まで上げて 2~3 年経つとですね、日銀は債務超過の状況になります。

ただ、ここがまた中央銀行の会計の面白いところで、仮にそうなっても、繰り延べ資産というのを計上しますので、会計上は資産超過であり、つまり債務超過になりません。ですが、実質債務超過の状況で、これは日銀の会計に表れないけど実質債務超過であることはみんなわかるわけですね。で、そうなったときに市場がどう反応するかというのが大きな問題であります。

FRB、アメリカの中央銀行、これは既に 22 年の 7 月から損失が発生して、これはもう実質債務超過に陥っています。FRB の場合には政策金利 5.25~5.5%のレンジまで上げましたけども、大体 FRB の持っている国債の加重平均が 2%ぐらいですから、3~3.5%ぐらいの逆ザヤになってました。なので、もう完全な債務超過になってるんです、実質は。だけど、もちろん繰延資産計上して、表面上は資産超過です。で、市場がどう反応したかといえば、何にも反応してない。アメリカの場合には基軸通貨国であるということなどがありますが、で、それに対して日本はどうか。経常収支は黒字ですけども、貿易収支がだんだん赤字になってきてるとか、いろんな条件がある。それから、そもそも政府の借金が大きいというのに政府と日銀は繋がっているわけですから。そこも市場がどう評価するかというところで、日本売りのようなことが起きて、円安、それから債券安、つまり長期金利が上がって、さらに株安とかですね、そういう状況が起きることを心配しなければいけないと思います。

政府の財政の方は、さっき河村さんがおっしゃいましたけれども、日銀の方はさっきの私の計算で言うと、2027 年から 28 年ぐらいになると、実質債務超過を心配しなきゃいけないところに行くんじゃないかという気がしています。

それから、低金利の長期化。金利が復活して日本経済が良くなるかどうかという点です。これは、さっき小林さんが言ったように、確かに企業が淘汰されて新陳代謝が進んで生産性が上がるという効果があると思います。が、これは小林さんもそういう想定だと思うけども、かなり時間が経たないとこの効果は出てこないと思います。ですから、金利を上げたからといってそこで景気が良くなるというような話ではないと思います。

低金利の長期化の弊害は、むしろ財政規律を失わせたことだとよく言われますけれど、そのことと、それからずっと申し上げている日銀の国債の保有残高、これをむやみに増やしちゃったこと、これが最大の弊害だと思っています。金利が上がりますね、正常化するというのはいいいことなんですけど、それで急に景気が良くなるかっていうと、そういう話ではないと思います。以上です。

政局の流動化と望まれる金融経済政策

早川: ありがとうございます。若干私の方から質問したいことがあるんですが、どうも予定がビハインドになっている

ので次へ行きたいと思います。次は、政局の流動化と望まれる金融経済政策という論点であります。石破政権成立直後の衆議院選挙で、皆さん御承知の通り、与党は過半数を失いました。さらに来年の夏には参院選挙を控えているということで、政局の流動化が懸念されているわけであります。

そうした中での経済政策のあり方ですけれども、人手不足が深刻化して金利が復活してくるというような環境のもとで、本来はどのような経済政策が望まれるとお考えなのか。一方で、政局流動化の結果として実際の経済政策とはどのような方向に向かいそうなのか。今問題になっている103万円の壁も含めてその点についてどうお考えかということですね。

さらに、こうした政局の流動化って金融政策の正常化にも影響するんでしょうか。政府が一方で低金利志向を強める可能性が高いわけですけれども、他方で、低金利を続けると円安が加速してしまう。こういった問題もあります。こうした点につきまして、今度は基調講演していただいた小林さんのところからお答えをお願いいたします。

小林: はい。じゃあ、私の方からお答えをしたいと思います。まずですね、その当面の政策ということで、もう明後日ぐらいですかね。政府の方から補正予算を含めた経済対策の方が出てくるかと思いますが、世の中の注目点ということでは、まずこの103万円の壁といったところかと思えます。どうしてもですね、減税になる。で、その予算はどっからどうやりくりするんだってというようなところでその注目しているのが集まっておりますけど。本来減税という形でのその対策、政策というよりもですね。いかにその労働力の不足部分ですよね、労働投入量を増やしていけるのか。そういう観点で本来考えるべき政策だろうなというふうに思っていますので、多分、議論についてはですね。今後本格化するということで決着をするんじゃないかなとは思いますが、いずれにしてもですね、財政に対しては中立、むしろいかにして労働投入量を増やしていくのか。労働意欲のある人にその環境をきちりその整理する、整備することができるのか。そういう観点でですね、この政策というのを進めていくべきなんだろうなというふうに考えています。

それから、目先はやはりこの物価高対策というところがまた延長されるということになるんだと思えます。低所得者に対してのその給付金等も含めてですね、政策って実施されるんだと思えますけれども。ただですね、この物価高対策も随分長い期間やっています。本来であればですね、物価が上がってくる、それによって需要が抑制される。ないしは、エネルギーの場合はですね、省エネ化が進む。省エネ化が進むことによって需要が下がる。それでその本来高い物価っていうのが自然と下がってくる。こういったようなですね、効果というのがあるはずなんですけれども、それを政策的に補っているということで、そもそもコストっていうのは全く下がってこないという状態も招いているんじゃないかというふうに思われます。いずれにしても、この物価高対策というのはそんなにもう長期間やるべきものではないんだらうな、もう今回の補正予算の対策の中で最後にすべきなのじゃないかなっていうふうに考えています。

それからですね、じゃあどういった政策っていうのが望ましいのかということなんですけれども。やはり国内への投資ですね。設備投資、これを増やしていくような政策をとっていくということが必要なんじゃないか。具体的に今その半導体の生産っていうの、国内で進めていこうっていうのは、政策っていうの捉えてますけれども。そういったようなですね、新産業の育成だとか、もしくはそのベンチャーの育成、こういったようなところに重点を置くような政策っていうのがやはり捉えていく。それが将来の日本の経済の活性化に繋がっていくんだらうなというふうに考えています。

さらにですね、その政局の不安定化についてなんですけれども。やはりその少数与党ということになってきますと、もうその都度ですね、今回のようにですね、ある程度野党の顔色を伺いながらも、もしくはその相談をしながら進めていくということになってきますので。どうしてもですね、なかなか進まない。ないしは、いわゆる人気のある目先の政策にこの偏ってしまうという問題点というのがあるのかなというふうに思えます。特にこの次、夏ですね。参院選控えていますので、そこに向けてですね、またそういったいわゆるその人気取りの政策というのが打ち出される可能性がある、こう

したことを少しちょっと心配しているところでございます。

早川: はい。じゃあ、田中さん、いかがでしょう。

田中: はい、ありがとうございます。金利復活、人手不足深刻化のもとでの経済政策ということなんですが、これはひと言で言うと、潜在成長率を上げる政策ということだろうと思います。潜在成長率というのは供給力の方ですね。これを重視するということ、景気刺激ということよりも、こっちが重要であるということです。

その上で重要なのはですね。やはりその将来不安を除去するという意味で、財政再建。それから社会保障の財源確保。これをやはりきちんとやるということ。これが1番目。2番目に、格差是正だと思います。格差是正することで消費がまんべんなく出てくる形になります。それから3つ目は、少しだぶりますけれども、働き手を増やすということだろうと思います。

金利復活のもとでという問題意識を加えるとすると、ある程度の金利の上昇に備えて、やっぱりその意味で財政再建きちんとやんなきゃいけない。それと金融政策なんですが、今度景気ももう一度循環的に悪くなったときの金融政策、これをきちんと準備することですね。どういう政策で金融緩和するのかを、きちんと備えておく必要があるだろうというふう考えてます。

平時には、先ほどから申し上げてるように、日銀の国債保有残高をできるだけ減らしておくということと、景気悪化したときは、安易に国債購入に戻らないというのが重要だろうと思います。じゃあ国債買わなければどうするかということですが、究極の場合にはやはり国債買わなきゃいけないことも出て来るかもしれません。が、まだマイナス金利政策の方が、筋がいいかもしれないという議論もできるのではないかとこの辺に思います。この辺は議論のあるところだと思いますが。

それから、日銀がですね、ずっと貸出支援資金供給というのを実はやってまして。これは一応非伝統的金融政策の範疇なんですが、つまり貸し出しを増やした銀行に優遇的に資金供給をする。少し長めの資金を供給するとか、あるいは低い金利で資金供給するとか、こういう手段がありまして、この成果があまり分析されてないんですね。今、日銀が多角的レビューというのをやっているのをご存知の方もいらっしゃるかと思います。これまでの金融政策を多角的にレビューして将来の金融政策に備えるという趣旨なんですが、そこでもあまりされて来なかった気がいたします。日銀は2021年に貸出促進付利制度というのを作って、その辺の政策を整理してますので、おそらく次に景気が悪くなったときに備えて、日銀はその辺の準備をやってるんだらうなというのが私の解釈なんです。

それから103万円の壁の件です。これは国民民主党が問題提起してですね。103万円は、ご存知のように税金の壁なんですが。その話が106万、130万という社会保障の壁に広がったのは、非常に良かったんだと思います。で、やっぱりその壁をなんとかして、社会保険としての年金の加入者も増やしていく。そして年金の不安もそれで和らげていくというようなことが重要なんだらうなと思います。

ただ103万円の壁の議論では、手取りを増やすんだという観点、手取りを増やして成長を促進するんだというよりは、やはり働き手を増やすっていう観点ですね。ここを理念としては重視するべきだろうと思っています。

それから、政局流動化ですね。今の石破政権と金融政策の関係で言いますと、安倍政権や菅政権のときは、かなり日銀に対して金融緩和を迫るような色彩が強かったです。岸田政権以降はそれが非常に和らいできていて、石破政権もおそらく同じようなスタンスであらうというふうに思っています。その意味で、日銀が利上げをするときの足枷にそれほどならないだらうというふうに思います。

それから、円レートの関係です。これはこれ以上円安になっても困るし、あまり大きく円高に戻ってもこれも困るというところで、非常にどちらも困るんですね。ですので、そういった中で、先ほど小林さんもおっしゃったけども、日銀はややその円安の傾向がここで出ているので利上げしやすいかないというのはあるかと思いますが。そういった中でうまくやっ

ていく必要がある。むしろ政権からの縛りがないので、日銀の判断って言いますか、責任が重要、重大になってくるんじゃないかという捉え方をしております。以上です。

早川: ありがとうございます。最後に、河村さん、いろいろ質問していますけれども、全部お答えいただく必要はありませんので。

河村: はい。政局の影響なんですけど、少数与党の中でね、石破総理も今までおっしゃってこられたり書いてこられたりしたこととね、実際に少数与党の立場で政権預かられて。やっぱり色々ご苦労が本当におありになるんだらうなって気もしますよね。内閣、いろんな先生いらして、村上先生っているじゃないですか。村上先生、今まで何言ったり書いたりしてきたんだって言うと、でもそれすぐに国会でね、野田さんに質問されちゃったりしたみたいですけど、色々お立場大変なのかなってことは、そこはちょっとね、わからなくもないなっていうところはあります。

ただやっぱり本来求められてることを考えると、先ほどからお話ししてきたように、日銀もそんなに簡単に動けないと。中央銀行として独立性発揮して、もっと物価の中長期的な安定を、そこを本当に一意専心で追求していけば、ちょっと金融政策の展開違うんじゃないかと思うんですけど。そういうわけにも多分きつと現実いかなからってところがおありになって。結局、でもそれって誰も、政府の方も日銀の方も、お互いに誰も責任取らないというか。誰も言い出さないというか。お互いにこう、なんか触りたくないものには触れないでごまかしてるようなところがあつて。でも結局、それじゃ、この国抱えてる問題解決しないんじゃないかなっていうふうに思います。

ですから、本当であれば、もちろん金融政策は日銀が独立してやっていくべきものではありますけれども。日銀が安心してその独立性発揮して、本当に一意専心、中長期的な物価の安定目指して金融政策やっていけるようにする上では、財政再建路線しっかりしなきゃとてもじゃないけど危なっかしくてやっていけないってのも、もちろん事実だと思いますので。そこは本当であれば政権の側がきちんと腹括って、そういうことを情報発信するなり、あの経済財政諮問会議でいいと思うんですけど。そういうことこそ諮問会議で議論すべきだと私は思うんですけど、しないんですよ。そういうところをきっちりやっていただくのが大事なんじゃないかなっていうふうに思います。

やっぱり財政再建きちんとやっていかないと、本当にもう危ないですね。何が危ないかって、債務残高 1,000 兆円超えるとかそういうところよりも、目先(の問題)は国債の発行額ですよ。今出してるのは新規国債。年度あたり補正なければ 35 兆ぐらいなんですけど、それだけじゃないですよ。山のような借換債を合わせて今年度 170 兆円ですよ。それ、ちゃんと予定どおりにはけなかったらデフォルトですよ。やっぱそこがすごく大事。その国債発行額、なんとかして減らしていかなきゃいけないっていうこと考えると、プライマリーバランスが均衡とか黒字化じゃ足りないですよ。これからどんどん金利も上がっていくんだし。

だって、利払い費幾ら増えたって、プライマリーバランスが均衡するかもしれませんよね。意味ないでしょ、それじゃ全然だめですよ。やっぱりちゃんと財政収支にターゲットを据えるってことを打ち出して、それをね、すぐ来年度なんて無理だろうから、いつからってことで、いつから達成するってことで計画立ててやっていくのか。で、その日銀の金融政策の正常化と一緒に財政再建どういうふうにしていくのかってことをきちんと、本当であれば、政権が責任持ってやってかなきゃいけない。それが一番求められてると思いますけど。でも今の政治情勢じゃなかなか本当にね、苦しいというかね。少数与党で、野党の方がああいう 103 万円の壁みたいな、財源全然考えないでああいうこと平気でやってきてね。財源は与党で考えてくださいって、もう無責任極まりないですよ。そういうことを言って、またなびいちゃったりね、選挙でなびいちゃうようなところもあつたりして、非常にちょっと危ないところなんじゃないかなというふうにすごく心配しています。

政局の流動化の影響なんですけど。口先介入するとかね、しないとか、そういう話だけじゃなくて、国会の審議ちょっと変わってくると思いますよ。そこだけはちょっと期待しています。だから今年の夏にも閉会中審査とかあつたんですけ

ど、ああいうときにも色々ね、植田総裁呼ばれて話してますけど。会議録ご覧なったら分かりますけど、結構ね、立憲とかが鋭い質問するんですよ。「なんで自分たちの財務の見直し出さないの?」とか。「アメリカは出してるのに」とか言ったら、「いや、不測の影響を与えたらいけないと思うから、出せません出せません」って繰り返してるんですけど。結構突っ込んだ質問とかもしてるので。今度予算委員会とかもね、委員長、立憲が取りましたよね。多数は取ってないと思いますけども、多分国会の審議がいろんな意味でやっぱりちょっと変わってくるというか。本来やっぱりあるべき政策運営どうなのかっていうのが、例の総裁記者会見がほとんどね、更問いができなくて形骸化していると言われてる中で。国会の質疑はもうやりまくりで、ガンガンね、聞かれるみたいですから。そういった意味でね、いろんな国民の思いとか、心配する思いがうまく伝わってね、やっていけば、もしかしたら少しそういう意味での金融政策・運営にも影響が出てくるかなっていう気もします。

世界経済の展望とリスク

早川: はい。どうもずるずる遅れてしまって申しわけないんですけど、ちょっと4時半に終わることは難しいなと今思っています。最後は、世界経済の展望とリスクということなんですけれども、そこで一つだけ申し上げておくと、これまで議論されている論点との絡みで言うと、明らかに今世界中で選挙やると基本的に与党が負けるんです。そういう状態がずっと続いていて、そうした中であって、ご承知のように、かつてはどっちかという日本だ、日本の財政が非常に悪いという感じだったんですけども。最近はどうも追いつかれていて、アメリカもヨーロッパも大変財政状況悪くなっているんですけども、今申し上げたような、与党が常に負けるような状況になっているので、なかなか財政再建の方向には行きそうにないというのが今の世界の状況ではないかと思っています。

したがって、ついこの間までは、日本だけじゃなくて世界的にその低成長、低インフレ、低金利という。当時ジャパニフィケーションと言われた状態が続いたんですけども、ここから先はどうもそうではないということを前提に考えていく必要があるのかなというふうに思っています。

さて、世界経済の展望とリスクですけども、現在世界の金融市場はアメリカのソフトランディングを前提に動いているようです。例えばドル高にしても株高にしてもそうだということですけども、アメリカのソフトランディングが本当に実現するのかどうかということです。もしそうだとすれば、その理由はどんなことがお考えであるかということです。

それから、皆さん御承知の通り、アメリカの大統領選挙が行われて、予想以上にトランプが、トランプないし共和党が圧勝したということです。その元でどんな経済政策が実施されそうなのか、金融市場はそれにどう反応するのかといった点。最後にアメリカの大統領選挙以外に、世界経済に大きな影響を与えそうなリスクとしてどんなものが考えられるか。地政学的リスクとか中国リスク、いろいろあると思いますけれども、こういった点についてであります。

これは、実は田中先生は金融政策だけじゃなくてアメリカ経済についてもお詳しいので、田中先生から聞きたいと思えます。

田中: はい、ありがとうございます。ソフトランディングするかということですね。アメリカ経済は今までのところ、FRBが出していた見直し通りにほぼ動いていると言っているのではないかなと思うんです。つまり、利上げをずっとやってきた、その中でインフレ率が低下してきて、成長率もそれなりに維持されている。ソフトランディングに向かっています。

2022年の真ん中あたりは、さっきの基調講演のときのグラフにもありましたけども、8%くらいのインフレ率ありまして。で、それが2年後には2%になると。こう見直しを出して、そんなに下がるのかと思ったけども、その通りになってきてる。だから、この後もそうなるとは限らないわけですけども、足元で、アメリカも消費が比較的堅調で、景気腰折れの感じっていうのはないと思います。

それから中国経済も、これは景気低迷ということではありますけども、これも深刻な兆候ということまでいってないと思

います。ですので、トランプの経済政策の不確実性、これを除けば、まあほぼソフトランディングがじゅうぶん見込めると見るのが妥当ではないかと思っています。

じゃあトランプの経済政策どうかということなんですが、もしそのトランプが何か狂わせるとすると、大きく2つあり、1つはインフレ圧力が強まる可能性があるということ。もう1つは財政赤字が増えるということかと思っています。

最初のインフレ圧力の方ですけど、ご存知のように関税をかけると言っていて、一律対世界の関税を10%から20%にするとやっている。それから、対中国は60%にするとやっている。選挙中に言ったということで、これだけの規模でやるというのはには信じられないわけですけども、これは確実にインフレ圧力になると思います。

それから、減税ということを強く言っていますね。所得税減税、トランプ減税というのを1期目にトランプがやったのですが、これが25年末で切れるんですけど、これは延長すると言って。それから新たに法人税も下げるなんて言うてる。そういったことで、これも景気上振れ、インフレリスクかなと思います。

それと、バイデンがインフレ抑制法というのをやりました。その中に電気自動車とか風力発電への支援を打ち出してるんですが、これをやめると。トランプはご存知のようにアンチ気候変動対策でもあるので、これやめると言うてる。もしそうなると、エネルギー価格が上昇することになります。ただ、トランプは化石燃料を拡大すると言って、石油とか石炭、天然ガスとか言うてるから、それが現実になれば、これはエネルギー価格が低下するとは思いますが、

それから、不法移民の強制送還なんていうことも言うてるわけですね。これはやっぱり賃金が上昇してインフレ拡大ではないかというふうに思います。そんなことで、トランプは、バイデンが今のインフレを起こしたということを強く非難して選挙に勝ち抜いてきたんですが、どうも、言うてることを総合すると、反対な感じでインフレ圧力が強まるかなという感じですよ。

それと、先ほどの大型減税もあるし、そのほかにも住宅購入時の頭金の補助をやるなんて言うてみたりとかですね。とにかく財政出動をするということであり、財政赤字の方は増えるということが懸念されると思います。社会保障改革もあんまり表に出てないので、これもそういった方向かなという風に思います。

それと、ご存知のようにトリプルレッドと言って、議会もみんな共和党が取っちゃったので、毎年議会で債務上限の引き上げっていうのを年中行事のようにやってるんですけど、その引き上げ承認の可能性も非常に高まっているということで、財政赤字拡大懸念があるかなと思います。

そんなことでインフレ圧力が強まって、これコストプッシュ型ですので、景気は悪化する可能性があって、財政出動が、景気を下支えするかもしれませんが。そうなったときに、FRBに金利引き下げ圧力が、ただでさえ多分トランプから頻繁に出てくると思いますが、金融政策の方にもそういう圧力がかかってくるのかなという気がいたします。以上です。

早川: ありがとうございます。じゃ、河村さん、いかがでしょう。

河村: はい。もうほとんどもう田中先生と一緒にです。やっぱりアメリカの不確実性要因、トランプ政権になりますよね。それが一番大きい。それが世界経済、日本経済に与える影響は大きいんじゃないかなっていうことを非常に心配しています。

アメリカもあれだけ短期金利上げて、よく平気だなんていうくらい凄いですよね、5%まで上げて。それでもあれだけ成長が続くわけですよ。大した国だなんていうふうに思いますけれども。そこがね、やっぱりちょっとやや怪しくなりつつある。で、トランプ政権になることが固まって。彼が言うてること、やっぱりすごくインフレ押し上げ的にいきそうな面が多いってことは、本当に田中先生からお話があった通りだと思いますので、そこが非常に心配ですね。

日本に来る影響っていうのは、そうなればアメリカの長期金利上がるだろうし。財政の面でも、トランプそれだけパンパン出して、歳入の方が無い。どこで増えるかって彼が言うてるかっていうと関税ですよ。そこだけでも結構大きいんですけどね。あれだけ関税上げればすごい歳入上がるからってのもあるんですけど。それでもやっぱり赤字幅増える

だろうってことになれば、なおのこと長期金利ね。アメリカの長期金利は上がって来るでしょうし、そうするとまた為替が心配ですよ。それに日本の政策運営、日銀の金融政策運営、ついていけるかなってところの心配がすごくあるんじゃないかなって思います。

あとトランプ政権やろうとしてることで、ちょっと心配なこと。田中先生おっしゃらなかったことが1個だけあって、政府機関を改革するって言ってんですよね。マスクさんにやらせるとかって言うでしょ。あともう1人、ラマスワミさんって言って、一時期共和党の大統領候補に出て、割と早い時期で撤退した実業家の方ですね。その人と2人でやらせるって言って。そのラマスワミさんが大統領選挙にまだ出たときに、キャンペーンに出たとき、何言ってたかって言うと、Fedの独立性制限するようなこと言うてるんですよ。トランプさんが言うてることと重なりますよ。ラマスワミ氏あたりがちょっとねえ、まさかだと思いますけど、どういう火種みたいなことになってるの来るのかってところもややちょっと心配ではあると思います。

トランプ政権になって、ウクライナの方、それからイスラエルの方、随分やること変えてきそうですよね。それがどういう影響を及ぼすか。ヨーロッパにもすごい影響が出るかもしれないし、そのあたりも地政学的な面でも非常に心配じゃないかなと思っています。

早川: 最後に、小林さん。

小林: はい。このテーマにつきましては、先ほど田中先生の方がうまくまとめていただきましたので、特に付け加えることはありませんし、河村さんの御意見にも全くその通りだと思いますので。ちょっと1点だけですね、付け加えさせていただきますいんですけれども。やはりアメリカと中国の貿易戦争の問題というのも非常に心配だなというのがございます。

といいますのは、前回トランプの第1期のときになるんですけれども、やはり同じように米中の貿易摩擦。お互いに関税の引き上げ合戦をやる。結果的に第4弾まで関税が引き上げられたわけなんですけれども、このとき世界経済がどうなるかという、やはり相当減速をしたということになったんです。で、日本経済の影響ということなんです。実は、このときですね、日本は景気が後退局面に入ってるんです。

前回、日本の景気後退局面は、この2018年の10月がピークで、11月から景気後退局面に入って。で、消費増税があったのは2019年10月ですから、実は景気後退局面下での増税だった。景気が後退している中で、さらにコロナショックが発生しましたので、一段と景気が悪化してしまったということだったんですね。そもそも日本が景気後退局面に前回入った理由は何かという、米中貿易摩擦によって世界経済が減速し、それをきっかけで日本の輸出が減る、生産が落ちる、これがきっかけになったわけです。そういうことから考えますと、今、2024年の日本経済、国内の要因というのは非常に良好な状態にあります。我々も、世の中も、それから日本銀行も。来年の日本経済というのは1%そこそこ、割と堅調な推移が続くでしょう。なぜならば賃金上がるから。それで消費というのはある程度持つからということなんですけれども。海外経済がこういう形で悪化してしまうと途端にその景気が後退局面に入るリスクもあるということですので、やはりその海外の動向というのはもう来年も非常に大きな、日本にとっても大きなテーマになってくるんじゃないかなというふうに思います。

早川: ありがとうございます。今お話がありましたように、来年はアメリカ要因がメインではあるんですけれども、少し世界的にインフレーションな環境になりそうだという感じがしています。逆に言うと、その前、要するに日銀が異次元緩和というのをやっていた時期というのは、あれだけ金融緩和をしたにもかかわらず物価が上がらなかった。逆に財政赤字がずっと続いて金利は上がらなかったわけですが。それは実を言うと、世界全体がある種かなりデフレーション状況にあったという影響が大きくて、そういう意味では、環境が例えば10年前と大きく変わってきて、その結果、要するに日本を取り巻く環境は実はかなり難しくなっているということを最後に申し上げておきたいと思います。

すみません、4時半の予定だったんですが、4時半を若干超えてしまいました。本当はもう少し議論も深めたかったんですけども、時間の関係で、ほとんど一巡で全部終わってしまいました。私の不手際のせいでございます。申しわけございません。ひょっとすると、来年あたりはトランプ 2.0 がテーマかもしれないなと思っておりますが。ここで今日のフォーラムを終わらせていただきたいと思います。皆さん、御清聴ありがとうございました。