

経済金融研究会

「世界経済と金融政策の展望～内外政治変動を踏まえて～」

SMBC日興証券株式会社金融経済調査部チーフマーケットエコノミスト 丸山 義正氏

令和7年2月18日

【丸山】 皆様、丸山でございます。本日はよろしくお願いいたします。

本日のテーマは、先ほど御紹介いただきました「世界経済と金融政策の展望」で「政治変動を踏まえて」でございます。何よりトランプでございますかね。私の最近の朝の仕事は、トランプさんのSNSを見るという格好です。4年前に戻ってしまったところでございますね。

今回トランプ政権、ロケットスタートを切っております。相当準備をされてやってきて。前は、ゴールドマンサックス御出身のムニューシンさんという方がいろいろ仕切られてという部分がありましたけれども、今回はもうほぼトランプ御自身のプレーンがいらっちゃって、やっている格好でございますね。もちろん今日申し上げる重要な方はいらっしゃいますけれども、彼が何を言うのか、それがもう8割9割方決めていくという格好になってございます。今日の話の前段はそれを中心に政治の話、そして彼が大統領で進めておりますアメリカの経済の話でございます。

欧州などを含めまして、その後日本でございますけれども、日本の、今日もそうでございますが、目下のテーマは、日本銀行さんは一体どこまで金利を上げていくんだ、でございます。今日、10年国債利回りは1.4%を超えたところでございます。日本銀行の上げていく政策金利、ゴールが思っていたよりも高いんじゃないだろうか、そのリスクの織り込みというのは今進んできてございます。

ただ、当然ながら、経済は生き物でございますので、金利がどこまで、耐えられるという言い方はよくないかもしれないですね。どのぐらいの金利までであれば、経済というのはスムーズに成長していくんだと、これが当然見極めるポイントということになるかと思います。私の今日の話はその辺を中心に申し上げていきたいと思っております。

では、始めさせていただきます。今日の資料、ページ番号は右の下に振ってございます。画面にも当然でございますけれども、そちらを申し上げさせていただきますながら進めさせていただきます。と思っております。

まずは、今日申し上げていくサマリーをつけてございます。2ページ目でございます。2ページ目が世界のサマリー、3ページ目が日本のサマリー、4ページ目のマーケットのサマリーという格好になってございます。

まず、世界全体のサマリーでございますけれども、世界経済は幾分減速して、これから少し戻っていく、これが基本認識でございます。何でこんな動きを見ているのかと言いますと、金融政策でございます。日本は反対方向でございますが、世界中でインフレが高まりました。物価が上がりました。それを受けて中央銀行は少し抑えなきゃいけない。そうやって22年、利上げでございました。ただ23年ぐらい大体めどがついて、利上げが終わり、利下げに変わってきているところでございます。利下げに変わってきますと、今度は景気押し上げということになってきます。それが効いて少し戻っていく、これが基本的なベーシックなビューでございます。

ただ、赤の字で書いてございますけれども、リスク、政治、9割方トランプさんという格好になっているところでございます。このリスクでございますけれども、昨年までは、ほかに2つ挙げておりました。一つは2つ目に書いてございます中国でございますね。もう一つはアメリカのところでございます商業用不動産でございました。このリスクは消えたわけではございません。ただ、ティア1からティア2に落ちた。要はそのぐらいティア1にいるトランプさんの影響が今年は大きいという格好になってございます。

中国経済、後ほど少し御覧いただきますけれども、不動産の問題、高齢化の問題、変わってございません。ですが、政策対応を進めていくというスタンスが非常に明確でございますね。今年トランプ大統領がもう既に10%関税をかけておりますけれども、さらに上げていくと思います。ただ、そうしたことを前提として政策対応を進めていく、これが中国でございます。アップサイドはございませんけれども、いきなりクラッシュに落ちることもないんだと考えてございます。

アメリカでございます。何よりトランプでございます。ただトランプさんという方は、すいません、私はトランプさんはちょっと、なかなか性格的には受け入れ難いのがございますけれども、ただ一つ明確に認めておりますのは、多分よい星の下に生まれています。非常にアメリカ経済の実力が高まったときに彼はやってきた格好でございます。生産性上昇、それによってアメリカ経済の実力が高まっている、そうしたことでトランプさんがやってきますので、今年の成長率は、去年の2.8%よりは下がるとは思いますが、アメリカ経済は大きく傷むこともなしでございます。

市場に効いてきます金融政策でございますけれども、アメリカのチェックの3つ目にございますが、労働市場は非常に中央銀行にとりまして居心地がいいところでございます。そうしたものをキープするために、インフレが下がってくるのであれば、それに応じて少しずつ利下げをしましょうというところでございます。

リスク、ティア2に落とすと申し上げました商業用不動産でございますけれども、改善しているわけではございません。ただ、価格が少し底を打った状況になってございますので、昔のリーマンのときのような金融システムを揺るがすようなことは起きないだろうという見方をしてございます。

欧州でございます。経済はICUからは出ましたけれども、引き続き病院に通っているような、さえない状況でございます。こうしたさえない状況、構造的な部分が結構含まれてございますので、本来であれば、政治サイドが対応すべきものでございます。ただ、残念ながら今の政治は、欧州は期待できない状況になっております。ドイツは今週末選挙でございますけれども、与党の政党は多分入れ替わります。CDU/CSUに替わりますけれども、ただ、少数与党状態は変わらず、リーダーシップが発揮できないところでございますね。ドイツ国民が、ある政党にどんとお任せしますと、変えていってくださいと、こういう判断は恐らくしないだろうということでございます。

フランスは三すくみ状態でございます。政治がリーダーシップを発揮できない下で、中央銀行は可能な範囲で景気を下支えする、そのために利下げをしていくという格好になってございます。今の金融政策は中立金利というのがキーワードでございますけれども、欧州の中立金利は恐らく2%ぐらい、そこに向けて年央まで下げていくところでございます。

ただ、後ほどアメリカと投資の比較という格好で賃金に触れさせていただくんですが、まだ欧州は賃金が相当高い

です。上昇ペースが速くなってございますので、利下げに全クリスクがないわけでもないと考えてございます。

日本でございます。3ページ目でございます。日本の経済は、昨日ちょうどGDPが出てございましたけれども、23年後半、24年、序盤の低迷から持ち直して、24年半ば、そして終わりぐらいにプラスの成長を確保したところでございます。円安でのインフレ、あとは、自動車メーカーさんの認証不正の問題が24年序盤に下押ししたところでございました。

今後でございます。3つ挙げております。実質賃金が増えて、これがいずれ消費につながっていく。すぐとはなかなか言い難い、いずれ消費につながっていく。人手不足対応の投資は続けざるを得ない。3つ目として、インバウンドというところでございます。この3つの下で、日本経済は、私どもは力強いとまでは見ませんけれども、そこそ堅調な推移を続けるんじゃないかという見方をしているところでございます。後ほど数字などは御覧いただければと思います。

金融政策でございますけれども、3、2、1という3つの数字が書いているところでございます。日本銀行は、賃金の伸び3%、物価上昇率2%、その2つを達成できる、その確信を深めれば金利を上げていく。当面のゴールは1%というところでございます。

その利上げのサイクルでございますけれども、大体半年ぐらいでございます。半年といえますのは、こちらにもいろいろ関係者がいらっしゃる、金融機関の方がいらっしゃると思いますけれども、政策金利を上げて預金金利が上がり、貸出金利が上がり、それが实体经济に効いてくるのは、すぐには分かりません。その見極めに大体半年ぐらいというところでございます。企業の経営、そして家計、住宅ローンなどを含めて効いてくるにはそれぐらいの判断の時間が必要という見方をしているところでございます。

あと一番下に株の話を書いております、ETFでございます。昨年末、日本銀行は、多角的レビューという異次元緩和に関する包括的なまとめをいたしました。となりますと、異次元緩和の後始末が本格化してもおかしくないタイミングになってまいります。既に日本銀行は金利を上げてございます。また、相当大量に買ってございました国債の買入れは減らしてきております。残っておりますのは2つ、ETFと、あとはリートでございますね。この2つに関して保有をどうしていくんだ、この方針が出てきてもおかしくないところでございます。

方策2つでございます。一つは、日本銀行が保有しながらゆっくりゆっくり減らしていくパターンです。マーケットを揺るがさないように。もう一つは、政府に組織をつくっていただいて、どんと移す場合でございます。このほうが金融政策からは一気に切り離すことができます。ただ、勝手に組織をつくるわけにはいきませんので、法律が必要になってくる。財務省さんとネゴをして、議会の対応を待つ必要があるというところでございます。

これは材料があるわけではございませんが、私は最近の植田総裁の発言などを見ておりますと、後者のほう、何か組織をつくってどんと移すことをお考えになっているんじゃないかと見ているところでございます。

続いてマーケットのサマリー、4ページにつけてございます。昨年末から今年の初め、私に限らず、マーケット参加者が最も注目していたのは、トランプ大統領、御就任1月20日にされましたけれども、そのときに一体幾つからアメリ

力の債券市場金利は始まるんだ、でございました。年初4.8%まで上がって、そのとき日本の金利もするすると上に行ってしまいましたけれども、相当動揺が走ったところでございます。実際には、1月20日は4.5%から始まって、リズナブルという格好になってございます。

トランプさんの政策によって、今年、上行ったり、下行ったりあるとは思いますが、私どもは、ある程度中央銀行、アメリカですとFEDでございますね、彼らが利下げを続けることによって、年末の金利は4%ぐらいまで下がっていく。今4.4%ぐらい、4.4から4.5%ぐらいでございますね。これが4%ぐらいに下がっていくという見方をしているところでございます。

3つ目、日本を書いております。日本の金利、これは2つの要素の合わせ技でございます。一つは当然日本銀行でございます。イールドカーブの一番短いところを決める格好になります。もう一つはアメリカの金利でございます。先ほども年初、アメリカ4.88%まで上がったときに、日本の金利がするすると上に行って、あのときは1.25%ぐらいでございました。アメリカの金利にも左右されます。私どもは、日本銀行が1%まで上げていく、一方、アメリカの金利が年末4%ぐらいという前提の下に、日本の10年は1.6%前後ぐらい、年末の水準じゃなかろうかという見方をしているところでございます。今日が1.4%という格好になっています。

為替でございます。為替の相場、よく金利差と言われます。日本ですと、ドル円ですと、日本の金利とアメリカの金利の差でございます。ただ、両方が同じぐらい効くわけではございません。後ほど分析もお示いたしますけれども、アメリカの金利のほうが日本の金利の倍ぐらい効く格好でございます。ですので、アメリカの金利が下がっていくかどうか、これが円高になるかどうかの一番の分岐点ということになります。

原油でございます。就任演説でトランプさんは「dig、dig、dig」と言っていました。「掘れ」というところでございます。ただ実際掘るのは政府ではございません。民間でございます。民間のほうは当然プライスを見てです。もうからないと掘らない格好でございますので、それを考えますと、彼の言うとおりに、そんなにすぐに下がっていくわけでは原油価格は無いだろうという見方をしております。

一番下、株でございますね。昨年7月、4万2,000円をいきなりつけました。そこから、そこを起点に見られている方にとりまして、今の株価はさえないという評価だと思います。ただ、エコノミスト、これはバフェットさんが言ったルール、GDPに基づいて考えると、これが基本でございます。そこから計算いたしますと、昨年の7-9月期、4万2,000円いったときですけども、フェアバリューは3万7,000円でございます。昨年末は3万8,000から9,000、今日3万9,000円台だと思いますけれども、それは大体フェアに近いところでございます。どちらかという、方向性もたっているように見えますけれども、私どもは日本の株はフェアバリューで推移している、そういう見方をしているところでございます。

日本経済はデフレからインフレに抜けました、の下で、名目のGDPは増えていきますので、年末には4万3,000円ぐらいまでフェアバリューが高まっていくという見方をしているところでございます。

これが今日のサマリーでございます。順番は入り繰りいたしますけれども、中身のほうを申し上げていきたいと思

ます。

まずは為替でございます。6ページでございます。左の上に為替相場の推計、ドル円でございます。赤のアクチュアルが実績、青が推計値でございます。ここはぴったり当てにいくというよりは、理論どおり金利差でやってみましょうというものでございますけれども、右の上に少し英語で書いてございますが、3行目に書いてございますUSのSSR、その下に書いてございますJAPANのSSR、この2つだけで計算したものでございます。

US SSRといいますのはアメリカの金融政策でございます。正式にはショートターム・シャドー・レート、シャドー・レートというのは金融政策一本で示したものです。その下が日本の金融政策でございます。2つで推計いたしますと、その後書いてある数字が重要でございます、アメリカの金融政策が変動いたしますと、ドル円相場は6.8反応いたしますと、こういう計算でございます。

一方、日本のほうは、当然符合は逆です。ただ2.5しかございません。先ほど私、半分と申しあげましたけれども、半分以下でございます。ですので、アメリカ中心に金利は見ていく。もちろん植田総裁も効きます。ただ、どちらかというアメリカのほうが最終的にドル円を左右していく格好でございますね。

ちなみにその下にユーロが書いてございますけれども、アメリカと例えば名前で言えばパウエルさんと、ユーロは、ですからラガルドさん、これだったらイーブンでございます。0.05という格好で並んでいるところでございます。

次、株でございます。7ページでございます。左の下に株式時価総額のGDP比がございます。パフェット・インディケータと呼ばれてございます。パフェットさんは、GDPが増えるなら株を買えと言いました。それをグラフにしたものでございます。彼のイメージは横ばいでございました。ただ実際には、これはアメリカも日本も、このグラフは日本でございますけれども、右肩上がりになっております。理由は3つぐらいあります。1つは株主重視、2つ目として、企業がグローバルに資金を稼ぐ、国に縛られないことでございます。3つ目といたしまして、これは日本独特でございますが、アベノミクスもしくは黒田さん、2013年で屈曲しているところでございます。

いずれにしろ、GDPが増えるのであれば株を買うということになります。日本もインフレになりましたので、インフレヘッジのためには株を買うというのは、これは当たり前でございます。

緑の線を御覧いただきますと、昨年上がり過ぎたのがございます。これは4万2,000円でございます。そのときのトレンドは3万7,000円。昨年末は3万8,000から9,000円。今年、日本経済は、今日御説明するとおり、一定の成長を示すと考えられますので、その下であれば、今年の終わりには4万3,000円ぐらいがフェアになると、こういう認識でございます。

進ませてもらいたいと思います。資料でございますが、9ページ目でございます。政治の話は申し上げていくんですが、その前に政治の前提となるところ、今、世界経済はどこにいるんだという話を申し上げていきたいと思います。

9ページ左の上のグラフでございますけれども、世界経済の成長率、前の四半期から幾つという数字になってございます。前期比の年率換算でございます。2024年半ばまでが実績、その後は見通しになってございますが、幾分、昨年減速いたしまして、今年の後半にかけて戻る格好でございます。効きましたのは、冒頭申し上げたとおり金融政

策でございました。

右の上のグラフでございますけれども、赤で書いてございますのが、世界の中で利上げをした中央銀行の数でございます。一方、青の棒グラフで書いてございますのは、符号はちょっと下になってはいますが、利下げをした中央銀行の数でございます。22年、先進国に限れば23年の半ばぐらいまでがピークでございました。これが少し時間のラグを伴って24年にかけて成長を押し下げた。

一方、利下げのほう、新興国は23年の半ばぐらいから始まり、先進国は24年の3月から始まりました。これが今度ラグを伴って、また効いて、今度は景気を押し上げていく、これが基本認識でございます。ただ、左の下に暦年ベースの予想もございますけれども、青の字で書いてございますとおり、トランプさんが悪さをするという格好になっております。

トランプ大統領の政策は、アメリカにとっても、世界にとっても、私どもは少なくとも今年来年は下押しにかかる部分が大いだろうと思います。この予想している数字が下振れるリスク、どのぐらいあるんだと見極めていくというのが今年の私の一番の仕事ということになるかと思っております。

ちょっとグローバルに絡めて、少し中国の話を持ち上げたいと思っております。10ページでございます。中国の成長率は左の上でございます。緑の線が前年比でございます、こちらはよく新聞に出てくる。昨年は図ったように5%でございました。彼らの成長率目標どおりでございます。ただ、成長ペースを考える上では、棒グラフ、瞬間風速が大事でございます。前の四半期から幾つでございます。昨年は4-6月期がボトムでございまして、7-9、10-12で戻ってまいりました。今年に向けて、高めの下駄を履いている格好で、発射台が高いんですね。ですので今年成長率はあまり下がりません。昨年5%、今年は悪く見ても4の後半、4.5を下回ることはないだろうということでございます。

中国の統計、政府のものを出していきますと信用ならんという方もいらっしゃいますけれども、であればということで右の下に民間のデータが書いてございます。これはS&P Globalさんという格付会社さんが含まれる組織のつくっているデータでございますけれども、企業の景況感でございます。50が中立でございますけれども、強くはございませんが、安定してきている状況でございます。

中国経済に関しては、私どもは長い目で見ると下向きだと思っております。2030年には成長率は3%台に下がると思っています。ただ、今年来年にかけて、いきなりクラッシュが起きるのかといいますと、政策対応を進めていくことで、そういうことは起きないだろうということでございます。

進ませさせていただきます。政治でございます。12ページに進んでいただければと思っております。

まずは日本の話を申し上げます。先ほどもございましたけれども、欧州、日本、少数与党でございます。少数与党に関しまして、細かい話はもう今週、いろんな議論が与党・野党間で出されるんだと思っておりますので、そこは省かせていただきたいと思いますけれども、経済政策の大きな枠組みは2つ目のチェックでございます。一つは財政拡張、野党側からの要求をある程度受け入れないと議会運営はできないところでございます。

もう一つは金融緩和です。この緩和は利下げを意味しているわけではございません。中立水準よりも、中立を超え

ない金利というところがございますかね。国民民主党は高圧経済という言い方をしております。また、石破首相も昨年末補正予算を組みましたが、目的はデフレに戻らない格好です。今の状況はインフレと政府も決めていますけれども、デフレから脱却したのか、脱却という意味は戻らないという意味でございますので、戻らない環境のためにはまだ補正を組まなきゃいけない、これが政府の判断でございました。それと、整合的に動くのであれば、金融政策というのは引締め領域にはまだしばらく入れない。中立までという格好になります。

下のほうには基礎控除の話を書いております。また、いろいろ数字が新聞などでは出てきているところがございますけれども、エコノミストは、大枠といたしましては、人手不足の下でございますので、所得にインセンティブをつけることで働いていただくことに賛成をいたします。ただ、金利がある世界に戻ってございますので、財政規律もある程度守っていただかなきゃいけないところがございます。このバランスの下で、どういうスケジュールで上げていくんだというのをお考えいただく必要あるかと思っております。あまり野放図にやっちゃって、金利がはねて、財政を悪くして、私も生活に悪影響を与えるのは、それはそれで勘弁してくれ、でございますね。ここまでが日本でございます。

アメリカに行かせいただきます。今日のメインテーマの一つでございます。13ページでございます。まず、トランプ政権の顔ぶれが書いてございますけれども、冒頭も少し申し上げており、今回はトランプさん中心です、右向け右の政権でございます。何よりトランプでございます。ただ、その中でもお二人注目すべきところがございます。

一人は、財務長官ベッセントさんです。彼はマーケットフレンドリーな方向にかじを切っていると思っておりますので、今後のマーケットというのはベッセントさんの話に一喜一憂しながらやっていく部分がある程度あると思っております。ただ、注意すべきは、ベッセントさんは財政規律を重視しておりますけれども、最後に財政をどうやっていくかを決めるのはトランプさんです。ですので、彼が財政規律を守っていく、財政赤字を減らす方向に向かわない限りにおいては、アメリカの財政がどんどんよくなっていく、金利がどんどん下がることは起きないんだと思っております。

もう一つは、皆さんご案じのイーロン・マスクさんでございます。毎日、新聞にも出てくる格好でございますけれども、最たる注目は、実は彼が最後まで仲たがいせずトランプさんでやっていくかどうかでございますかね。もう一つは、今、彼がやっていることは、恐らくアメリカの官僚組織に相当な悪影響を及ぼすと思っております。その中でちゃんと国が回っていくことになるのか。そこを乗り越えた先に、政府の効率化ということがあるのかどうか、これを見ていく必要がございます。

下のほうには議席を書いておりますけれども、トリプルレッド、もしくはトライフェクタと呼ばれますが、共和党が全てを支配しております。ただ薄氷の支配でございます。真ん中に上院の議席を書いておりますが、共和党53議席、ただ、閣僚になって2人抜けます。51。また、下院のほうは219でございますが、こちらは3人抜けますので216でございます。過半数は維持されますけれども、本当にぎりぎりということになります。

既に、国防長官、ヘグセスという方でございますが、彼の承認は上院が権限を持ってございますけれども、51対50でした。最後の1票は上院議長、副大統領、彼が入れたところでございます。ということは、議会の対応が必要な政策はそんな簡単に進むわけではございません。

政策の中身、次の14ページでございます。重要な政策を6つ挙げております。まず、一つは、一丁目一番地、トランプ減税でございます。今年末まで続いている減税を来年どうしていくのかという話でございますけれども、私どもは年の後半に通過するんじゃないだろうか、前半に通過するのは恐らく無理だと思います。後半に通過するんじゃないだろうかと思っております。

これは景気を大きく押し上げるんだという期待の下に昨年株が上がりましたけれども、冷静に考えれば、今やっていることと何も変わりません。あくまでも継続でございますので、アメリカ経済がこれによって大きく押し上げられることはないと思います。目線としては、ハリスさんがやっていたよりは少し上になりますけれども、その辺を押し上げるわけではございません。

2つ目、目下一番の問題である関税でございます。何段階かに分ける必要がございます。まず、最初に出てきました対カナダ、メキシコ、中国のところに關しましては、対カナダ、対メキシコは、後ほどグラフも御覧いただくんですが、アメリカにとりましても影響が大き過ぎて、できないという認識でございます。ディールでありまして、麻薬対策とか、あと国境の対策、それをさせることによって、メリットを取って、発動を控えている。これは今後も続くんだと思います。

2つ目、中国でございます。もう10%かけておりますけれども、恐らくこれは60%になっていく。撤回しない。アメリカの政策にとって中国は敵だという解釈が続くんだろうと思います。

3つ目、日本も関係するところがございます。もともとトランプさんはグローバル関税と言っておりました。世界に一律に関税をかけていく。ただ、これは今、変質してきております。先週言い出しましたのは、相互関税でございます。相互にバランスしていく。正直に言うと、貿易赤字は全てフラットにするのは難しいと思いますけれども、その感覚でやっていくところがございます。

これの肝はディールです。グローバル関税というのはディールではございません。一方相互関税は個別交渉です。インドと既に交渉するという話になっています。英国も交渉いたします。オーストラリアも交渉です。日本も交渉いたします。その下でトランプさんがメリットが取れる格好でやっていく。そういうところがございます。ただ、言い方を変えますと、グローバル関税のような大きなものには恐らくならない。メリットを取る格好で関税発動を控えていくということになるんじゃないだろうかという見方をしております。

影響は当然規模に左右されますけれども、アメリカ経済、世界経済に対してはコストアップで下押しでございます。一方、インフレ率は関税分だけ1回だけ上がります。インフレ率が高まるわけではないという格好になります。

化石燃料、こちらはトランプさん、先ほど申し上げた「dig, dig, dig」でございますけれども、実際掘るかどうかは民間次第でございますので、どんどん下がっていくという見方はしてございません。

4つ目、移民でございます。こちら毎日、新聞に出てまいりますね。2段階でございます。まず入国制限は相当厳格化しております。バイデン大統領も、前大統領も、2024年は相当厳格化に動きましたけれども、さらに厳格化でございます。入国は基本ゼロに近づけていくこととなります。

一方、強制送還のほうは、私はパフォーマンスにすぎないと思っております。もう既に犯罪者の送り返しとかは動い



てございますけれども、先般もめたコロンビア、軍用機がどうかでもめましたけれども、あちらは150人を2回、300人ですね。一方、不法移民といいますのは、22年段階で1,100万人。23年にはもっと増えて1,300万、200万人増えたとも言われておりますけれども、レベルが全く違います。強制送還をあまり大規模にやりますと、人口が減りますので、アメリカ経済を下押しということになりますけれども、恐らくそこまでは至らないんじゃないか。犯罪者等を送り返すことによって、自分たちはよくやったということでもとめるんじゃないかならうかという見方をしております。

影響はスタグフレーションでございます。要は、今申し上げたように人が減ります。簡単に言うと、飯を食う方が減るわけです。そうなりますと景気を下押しします。一方、移民の方々といいますのは、働き手です。労働参加率が高い方々です。アメリカは今、高齢化、白人は高齢化しておりますので、その方々が抜けるわけではなくて働き手が抜ける格好になりますので、これは賃金、インフレを押し上げていくところでございます。ただ、そんなに大規模にはできないんじゃないかならうかと考えてございます。

規制緩和、歳出カット、これは先ほどのイーロン・マスクさんでございます。短期的には歳出カットは景気を押し下げます。景気対策を考えれば分かりやすいですね。一方、長期的にはプラスになるのかもしれませんが、これは今後の見極めでございます。

一番下、外交・防衛でございます。念頭はウクライナでございます。こちらは、領土問題はそう簡単には片づきません。ウクライナの方々にとりまして、ロシアから領土を切り取られるなんていう話は受け入れ難いところでございます。また、欧州の方にとりましても、ロシアが地上戦で来るんじゃないかならうかと恐れてやっているわけでございますので、その下で、その第一歩になるようなロシアによるウクライナ領土の切り取りなんか起きた日には受けられませんので、ここはアメリカの描く絵でこのままうまくいくとは全く思っていないところでございます。

幾つかこの政治に絡めて御覧いただくんですが、次の15ページに行ってください。左の上でございますけれども、輸出依存度と書いてございます。左側がアメリカでございますが、中国、カナダ、メキシコ、3か国を合わせますと、アメリカは4割を依存しております。輸出の4割を依存してございます。カナダ、メキシコに関しましては、アメリカ向けに8割です。大げんかした日にはとても経済、国がもたない格好でございますので、ここはディールで収まっていくという認識でございます。

中国1か国に関しましては、以前に比べると大分依存度が下がりました。左側が輸出、右が輸入でございます。下で、ここは今回のトランプ政権、対中強硬派ばかりでございますので、中国に関税をかけていく、この流れは止まらないだろうと思えます。

続いて16ページでございますけれども、上のほうに、関税における私どもの影響の試算というのがございます。

左側半分はモデルどおり、ただ、今、関税を彼が言っている数字でどんとかける。それが1年間ずっと続いていく、そういう試算をしたものでございますね。例えばGDPに関しましては3.3%下がる。アメリカは深刻なりセッションになります。ただ実際はここまでいかない。真ん中ぐらいに調整係数とございますけれども、全部やるわけではないでしょう。アジャストをしているところでございます。

例えばグローバル関税に関しましては規模が2割と書いてあります。先ほど相互関税の交渉の下で、そんなに全部かけるわけじゃないでしょうということでございます。それで計算いたしますと、右側、インフレ率を0.3ぐらい、成長率を0.5ぐらい動かす、成長は押し下げ、インフレは押し上げでございますけれども、そういう見方をしているところでございます。

日本というのは潜在成長が0.6でございますので、0.5も下げられるとえらいことになりますけど、アメリカは昨年2.8%成長いたしました。トランプさん、いいときにやってきました。実力も高まっておりますので、今年0.5ぐらい下がろうが、2%ぐらいの成長は少なくとも確保できるという見方をしているところでございます。

17ページでございます。相互関税の話は何回か申し上げてきておりますけれども、これはアメリカにとりまして交渉しやすい、グローバル関税より交渉しやすいところでございますね。相互関税といいますと、通常は関税率を合わせることになります。17ページの上のほうにある関税率、日本は実は低いです。食料などを除くと日本の関税は非常に低い状況でございますので、アメリカから文句は言われたいと言えるのかもしれませんが、普通ターゲットは新興国でございます。

ただ同時に、今回のディール、相互関税というのは、貿易のバランスという要素も含んでおります。右の下には貿易赤字を書いておりますけれども、対中ですとか、対メキシコに比べれば、日本は少ないことになりますけれども、バランス、今はしていないでしょうと。そこに向けて何のメリットをくれるんですかという交渉がなされていくということになるだろうと思います。既に、石破首相が記者会見などでおっしゃったところはもう織り込み済みというところがございますかね。

ここまでが政治でございます。続いて経済の話を上上げていきます。

まず、アメリカでございます。資料19ページでございます。トランプさんはよい星の下に生まれていると申し上げました。その話を申し上げていきたいと思っております。

一昨年でございますが、アメリカの経済は非常に強い状況でございました。これはコロナのときの効果です。コロナのときには金利を非常に低くし、その金利でお金を借りた方々は低金利でいけた。あとは現金をばらまきました。超過貯蓄を生み出した。あとはCHIPS+法、これは半導体の工場をつくれという法律でございます。工場建設が建設ブームをもたらして建設業の労働者をえらく増やした格好でございました。

24年、こういうのが剥落してまいりました。ただ、何よりも重要な生産性上昇、後ほどグラフで御覧いただきますが、これが起きて、アメリカ経済を支えているところでございます。加えて2つ、移民の増加ですね。あとは資産効果、アメリカの株は非常に昨年は強かったところでございます。株が上がって資産が増えた方々が消費をどんどんしていく流れでございました。

今年でございますけれども、先ほど申し上げたようにトランプさんの下で移民要因は剥落してまいります。景気の下押しに作用いたします。また、資産効果の要因も上回ってきました。株の上昇というのは、今は相当緩やかになってございます。ただ、生産性上昇が残るところでございますので、アメリカ経済は、昨年ほど強いということは考えられ

ませんけれども、一定の堅調さを維持するという格好になります。

金融政策は、さっき申し上げたように中立に、労働市場が戻ってございますので、インフレの沈静化で下げていく。私どもは、75ベシス、25ベシス掛ける3回の利下げを見ているところでございます。少し遅れるリスクが今高まっておりますけれども、トータルで3回ぐらい、遅れれば26年にちょっと入り込みますけれども、やっていくという見方をしているところでございますね。

この利下げのゴールでございますが、通常中立金利、英語でいうとRスターという格好になってございます。私どもは今3.25%ぐらいと考えているところでございます。本来そこまで下げるべきです。今の政策金利は4%台前半でございます。4.25から4.5%のレンジでございますけれども、これはあと100ベシス下げてくる。これが基本でございますが、トランプさんの政策は、先ほど申し上げたように、関税などはちょっとインフレを押し上げるのがございますので、今回は3.25%までは下げられず、3.75%ぐらい、それをゴール、ターミナルレート、ターミナル、駅の終着点でございまして、そこに持っていくという格好になるところでございまして。

この話の下でグラフで御紹介させていただきます。20ページでございます。アメリカ経済の実力は高まっております。ただ、今モメンタムは大分落ちてきました。左の上、延滞と書いてございますが、青の細い線がクレジットカードの延滞です。実はアメリカの今のクレジットカードの延滞は、コロナ前どころではなくて、リーマンに大分近いところまで増えてきました。低所得者は今の高金利にあえいでいる状況でございます。そうしたことも、昨年末の商戦は、安いときに買ひましょう、ですね。あとはトランプさん就任での高揚感の下で堅調だったんですが、年明けて、そうした要因が反転しつつございます。

何より大きいのは関税でございます。左の下、青の細い線でございますけれども、アメリカの家計の1年後のインフレに対する期待が跳ね上がりました。関税がかけられたらコストが上がっていく、ものの値段が上がる、そうしたら私たちの生活は厳しくなっていくというところでございます。

それを反映する格好で右の上でございますけれども、マインドが悪化してきております。昨年末は結構よくなって、高揚感があったんですが、年が明けて現実を見ているところでございます。ちょっと成長のモメンタムが落ちていくところでございます。

先週、後ほど申し上げますけど、アメリカのインフレ率は強い数字が出まして、利下げできないんじゃないかという話も結構広まりましたけれども、実際にはこのモメンタムの鈍化を見っておりますと、私どもは、インフレ率がある程度下がってくるのであれば、パウエルさんというのは低所得者のことをちゃんと見ていらっしゃると思いますので、利下げはしていくんじゃないかと考えているところでございます。

次のページです。21ページでございますけれども、移民の話でございます。左の上、アメリカでの働き手の人口を書いてございます。ここでは前年差ということで前年から幾ら伸びたかでございますけれども、青の細い線、24年は相当増加をいたしました。中身を見っておりますと、網かけになっております外国生まれの方、多くは移民でございます。この方々が増えた格好でございます。これがアメリカ経済を押し上げてきました。ただ、今年はこれが消える格好にな

ります。

その下でございますけれども、国境における検挙数と書いてございます。メキシコとアメリカの国境を抜けようとして捕まっている方々です。捕まっている方々はこれで帰るわけではございません。難民だという話をいたしまして、バイデンさんの時代は、アメリカ側に留め置かれる格好になりました。この方々がいずれ認められて移民になっていく、こういうプロセスでございます。

24年は選挙の年ということもございましたので、バイデンさんも抑制を図っているところでございます。さらに、25年はこれがゼロになっていくところでございます。24年まではフローは抑制されたんですけども、そこまでは累積的な効果がございましたので、左上に示すとおり増えていったところでございます。これが今年消えていく、これは成長を押し下げていくということでございますね。モメンタムは下がってきている。移民効果も剥落していく。ただ残るのが、後ほど御覧いただく生産性という格好になってございます。

今度は金融政策です。22ページでございます。今アメリカの労働市場でございますけれども、右の上のグラフがスタンダードに使われるものです。労働需給を示してございます。失業者1人に対しまして何人求人があるかでございます。22年ぐらい、このときには2人の求人まで増えまして、非常にマーケットはタイトでございました。その下に賃金の絵も描いてございますが、賃金がえらく上がったところでございます。

足元は、失業者1人当たりの求人がコロナ前の1.2を下回り、ただ理論値、理論値といいますのは失業者1人に求人1人だと一番安定いたします。そこに近いところで横ばいに変わったところでございます。これが中央銀行にとりまして居心地がいいところになっております。

もう一回、右の下、賃金を御覧いただくと、これがちょうど収まってきたところでございます。賃金が収まってくると、基本はインフレ率も落ち着いていくという流れでございます。

23ページでございますけれども、左の上にインフレ率が書いてございます。緑の線でございます。22年は5%という非常に高い伸びでございました。これが昨年、大分下がってきまして、2.8%です。目指している2%までちょっと距離がございますけれども、今年は関税の押し上げというのももちろんございますけれども、先ほどの賃金の伸びなどを見ておきますと、これがゆっくりですが、下がって行って、2.5%を下回ってくるということになれば、中央銀行はもう一回利下げする。そこから私どもは25ベシス掛ける3回ぐらい見ているというところでございますね。

アメリカにお詳しい方は、アメリカはずっと家賃が上がっていったと思われるかもしれませんが、右の上は家賃の伸びを書いてございます。ここは前月比でございますけれども、コロナ前にきれいに戻りました。もう家賃はインフレの源泉ではないです。労働市場も源泉ではございません。

今年は、繰返しになりますけれども、トランプさんの政策というのは押し上げに行く可能性がございますけれども、方向としてはインフレが収まって行って、それに伴ってアメリカの中央銀行が利下げしていく、ゆっくりでございますけれども、その下でアメリカの長期金利にも下がっていくということであれば、日本の長期金利に対しましては、一定の抑制が働いていくという流れになるかと思えます。

アメリカ、最後でございますが、24ページでございます。金融政策、中立金利という話を申し上げました。ここで御覧いただきたいのは4番のところでございます、アメリカ、トランプさんはいい星の下に生まれていると申し上げましたけれども、実力が高まることによって、今の中立金利が3%台前半、3.25%ぐらいまで上がってきているんだと思います。実は2023年ぐらいは、2.5%ぐらいという認識でございますので、大分上がってきました。本来そこまで利下げするべきでございます。

ただ、一番下、トランプさん、書いてございますけれども、彼の政策によって、御説明したインフレの押し上げがございますので、3.75%ぐらいがゴールという格好になります。今のところから75ベイスでございます。

25ページでございます。何度も出てきている生産性でございます。右の上、生産性上昇率と書いてございます。もともとは網かけの認識でございました。アメリカというのは毎年1.6%ぐらい生産性が上がるんですよ、でございました。それが今は、23年までのデータに基づきましても、1.9%ぐらいに変わっております。一番下は足元2年間でございますが、2.2%でございます。2.2%がずっと続くというまでの仮定はなかなか置けません。ただ1.9と2.2の間ぐらい、2%ぐらいでございますかね、このぐらいが続いていくという見方はできるところでございます。

今、先ほどグラフで示しましたように、賃金上昇率は4%ぐらいです。これは日本にも使えるロジックでございますが、妥当な賃金上昇率は、インフレ目標2%に生産性上昇率を足したものになります。アメリカですと2と2を足して4でございます。これはちょうど賃金の伸びになっております。日本の場合には、もう一度申し上げますけれども、2と1を足して3という格好になってまいります。

その日本に行かせていただく前に欧州でございます。資料でございますが、28ページでございます。欧州経済は、ICUから出ましたけれども、まだ病院通いという格好で冒頭申し上げました。左の上に成長率のグラフがございます。欧州の成長率はもともとのベースが低いので見にくいですが、23年までほぼゼロでございました。22年の終わりから23年がほぼゼロでございます。その後24年に入りまして、若干プラスになったんですが、最後10-12月期はまた失速して終わっているところでございます。

欧州経済の特徴は今幾つかございますけれども、一つは右の上、企業の景況感が書いてございますが、中の製造業が弱いところがございますね。これと表裏一体なのが左の下、国別にGDPが書いてございます。これは水準でございますけれども、黒の点線、ドイツが弱い、表裏一体、製造業が強いドイツが弱い格好になってございます。

もう一つ、私が重要と考えてございますのは、右の下でございます。青の企業収益は伸びゼロになりました。一方、赤とか緑で書いてございます雇用者報酬、家計のもうけでございますけれども、こちらは伸びている状況です。ちょっとアンバランスですね。このアンバランスを最も体现化しているのがドイツでございます。

次の29ページでございます。ドイツ経済は低迷していると言われて長い状況でございますけれども、低迷は構造的かつ複合的でございます。幾つか理由を申し上げていきたいと思っております。一つは為替です。左の上、ドル建てのGDPを書いてございますけれども、23年ベースで日本を抜き去りました。ただ抜いた理由というのは、ドイツが好調だからではなくて、結局ユーロ高、円安でございました。このユーロ高はドイツの製造業を圧迫しております。

2つ目、右の上でございますけれども、エネルギー価格、脱原発もございまして、ドイツはすさまじく高いところでございます。これも製造業を圧迫いたします。

3つ目、左の下でございますけれども、輸出。紫が中国でございます。これはクリティカルではございませんが、中国経済が以前ほど伸びないというのは幾分マイナス材料でございます。

4つ目、これが構造的でございます。右の下のグラフでございますけれども、赤の実線で書いてございますのがドイツの雇用者数でございます。こちらはコロナ前の数字を抜きました。一方、点線で書いてございますのは総労働時間でございます。総労働時間といいますのは、雇用者数掛ける1人当たり労働時間になります。一見してお分りのとおり、ドイツ人は働く時間がどんどん減っております。労働投入が減っているところです。

こうした下でも、もちろん、生産性さえ上げていただければ、企業としては文句はございませんが、実際どうかといいますと、30ページの右の上でございます。ドイツの生産性上昇率は、よく言ってゼロ、悪く言えばマイナスという領域にあるところでございます。こうした生産性が上がらない状況で労働時間が減っていく。しかも、右の下にございまして、インフレのせいではございますけれども、賃金が、ボーナスも込みで言うと9%も上がっている。家計はいいですね。働かなくて金がもらえる、言うことない。ただ、企業のほうとしては、正直もちません。フォルクスワーゲンが出ていきたいというのはもう有名な話でございますけれども、それはこの2ページぐらいを御覧いただければ当然という話になってくるところでございます。

ドイツが極端でございますけど、ユーロ圏全体、この色彩がございまして。左の下のグラフでございまして。赤の線でユーロ圏の失業率が書いてございますけれども、過去最低です。何かおかしいですね。ユーロ圏経済は、ICUは出ましたけれども病人と申し上げているのに失業率が過去最低。要は、家計のほうに今、分配が偏り過ぎているというところでございましてかね。これはサステナブルではございません。ですので、政治がリーダーシップを取って、変えていくべきでございまして。お互いウィン・ウィンになるように変えるべきでございましてけれども、そうはなかなか進んでいない。どうするんだ。中央銀行さんがしばらく頑張つてよという話になります。

31ページでございまして。景気の低迷を前提といたしますれば、中央銀行はさらに利下げを続けて、中立金利を、欧州の中立金利は2%でございまして、下げていくということだと思います。そこに私どもも全く異論はございません。ただインフレ、賃金のところでは不安があるところではございます。左の上にユーロ圏のインフレ率が書いてございます。緑の線、目盛りが10%までであると見にくいですが、今はアメリカとほぼ一緒の2.8%ぐらいでございまして。これが順調に下がっていくかどうか。下がる前提で中央銀行はやるわけですが、不安はあります。

右の下でございまして、賃金が書いてございます。先ほどドイツの賃金を御覧いただきまして、これユーロ圏全体でございまして。先ほどアメリカの賃金も御覧いただきました。あれも山から下っているところでございました。一方、ユーロ圏の賃金は、まだ山のてっぺんにあります。もちろん、中央銀行は、青の細い線で示しますとおり、先行き下がっていくという予想をしております。ここで書いてあるECBのWage Trackerといいますのは、賃金交渉に妥結した組合だけを集めてつくつたらどうなっているとかです。ただ、カバレッジは3割ぐらいしかございません。本当にこうなっ

ていくのかははっきりしないところでございます。

こうなっていけばもちろん問題はないですけれども、ちょっと上振れていくようであれば、2%までの利下げ、ここまでは必ずやると思いますけれども、それ自体も問題になっていくリスクがあるというところだと考えてございます。

日本でございます。資料34ページでございます。日本の経済の話させていただく際に、私どもは、最近は最初にイントロダクションといたしまして、このページ、人口減少、人手不足、賃上げから始めさせていただいております。昨年3月に日本銀行は正常化を開始いたしましたけれども、その起点は賃金でございました。今日、日本の金利は1.4%まで、10年国債利回りは上がったと申し上げましたけれども、その先を考える上でも、この賃金が重要になってまいります。そのためにイントロダクションでございます。

左上に人口推計を書いてございます。これは2050年まででございますが、もう言うまでもなく減っていきます。その下で右の上でございますけれども、赤の線、雇用人員判断DIと書いてございますが、過去最大の人手不足でございます。人手不足の下で企業も賃金に対する認識が大きく変わりました。右の下のグラフでございますけれども、横棒の一番上、何で賃上げしているんですかという質問に対しまして、労働者の確保とお答えになる企業が7割を占めているところでございます。

注目される春闘でございますけれども、昨年、賃上げ率全体は5.1%でございました。定期昇給を除きましたベースアップ率は3.6%でございました。今年、もう来月結果が見えますけれども、私どもは賃上げ率全体を4.8%、ベースアップ率を3.3%と考えているところでございます。インフレが少し収まりましたので、その分下がります。ただ、3%台はキープしていくところでございますね。

冒頭のサマリーのところで、日本の金融政策に関しまして、3、2、1という数字を申し上げました。この最初の3、賃金を3%確保できている環境が整いつつある、これがイントロダクションでございます。中身を申し上げていきたいと思っております。

次、35ページでございます。成長でございます。昨日、2024年の最終四半期の数字が出ましたけれども、その数字は入ってございませんが、方向性は見ていたとおりでございます。左の上のグラフは成長率でございますが、23年の後半、24年の初めは弱い状況でございましたが、それが戻ってきたところでございます。順々に戻ってまいりました。効いたのは2つでございます。一つは右の上のインフレでございます。皆様御案内のとおり、23年にかけてえらく上がりまして、それが昨年は少し収まったところです。これが成長押し下げから、押し上げではなく抑制が少し緩んだ格好で作用してございます。もちろん、足元、また米、キャベツなど上がっているところでございます。その影響は後ほど申し上げていきたいと思っております。

もう一つ、右の下でございます。車の販売台数が書いてございます。レベルでございます。24年1-3月期にどんと減ってございますけれども、これは軽自動車のメーカーさんで大きな認証不正がございまして、工場が全部止まりました。日本中の工場が止まりました。そのメーカーさんの。それによって作れない、出荷できない、売れないとなりました。認証不正は昨年夏も幾つかございましたけれども、1メーカーさん1車種にとどまりましたので、それはあまり大き

な影響は出ない格好でございました。いずれにしろ、昨年1-3月期に落ちたもののリカバリーでございます。

2つの要因が消えて、戻ってきたら分かったと。今後どうなるんだ。それは次の36ページでございます。3つ書いてございます。1つは実質所得、これが増えて、いずれ消費につながっていく。2つ目が人手不足を補完するための投資は続いていく。3つ目はインバウンドでございますね。肝は1つ目です。

残りの2つを最初に御説明しますと、一つ、設備投資。左の下の赤の線でございますが、日本銀行がやっている調査、短観というのがございますけれども、その設備投資計画を持ってきておりますが、24年度は強気でございました。これが25年度も続いていくんだと思います。設備投資は、人手不足対応という、かっこよくロボットとか、AIがあるかもしれませんが、もっと身近ですよ。皆様は今、飲食店に行かれますと、チェーンのレストランではロボットで持ってくるのは当たり前です。多分3年ぐらい前までは当たり前ではなかった気がいたしますけど、今は当たり前です。

あとレジに行きますと、人が打っていることはめったにないですね。下手すると誰もいなくて、自分で伝票をピッとやって、あとは電子マネーでもカードでもいいから払って帰ってくれとなっているところ。そういう人を使わない格好でのオペレーションのために投資をしていくことになります。

インバウンド、右の下のグラフでございますけれども、赤の線、今は昨年12月、年率換算で4,400万人です。年間で4,400万人のお客様がいらっしゃるペースで動いてございます。コロナ前は3,200万人でございましたので、1,200万人も増えました。原動力は為替です。コロナ前の為替は108円、今は150円台半ばでございます。海外の方にとりましては、日本のもの、そしてホテルなどのサービスはバーゲン状態になっているところです。

東京などにおりますと、オーバーツーリズムという声をよくいただきますけれども、いろんなところを私も出張でお邪魔いたしますけれども、まだまだ戻っていないところは幾らでもございます。直行便もコロナ前の分まで回復していないところ、地域は幾らでもございますので、そう考えると、今後まだインバウンドは伸び続けるという見方をしているところでございます。

一番の肝は所得でございます。左の上のグラフでございます。点線で書いてございますのが名目の所得です。実線のほうがインフレ率を引きました実質の所得でございます。青の線が、基本給に残業代とボーナスも合わせた総額になってございます。赤の線のほうが基本給でございます。名目ベースを最初に御覧いただくと、最後12月分、ボーナスが今年は強くて、総額はえらく増えたところでございます。基本給はそこまでの動きはしてございませんが、3%で安定しつつあるというところでございます。

問題は実質でございます。ボーナスの高い伸びも寄与いたしまして、最後、青の細い線、プラス圏を維持してございます。これが年末、耐久財なんか売れたところにつながったんですけども、一方、赤の線、基本給でございますが、名目ベースは3%で安定しているんですけども、先ほど触れた、キャベツが上がった、米が上がった、それが効きまして、マイナスでございます。

これがいずれ、私どもは年の後半になればプラスになってくるだろうとは考えております。インフレ率が、今のキャベツ騒動なんかも落ち着いていく。お米の価格も、価格水準が下がることはないでしょうけれども、伸び自体は、昨年の



秋の上昇から一巡して少し止まっていく格好になりますので、赤の線が安定的プラスになっていくところでございます。ただあくまでも今年後半です。そこから取得増加、消費増加の拡大サイクルが回っていくところでございます。年の前半は、さすがにまだ伸びないですね。キャベツは高いままであったりするということだと考えてございます。

金利は、冒頭で1.4%いったと申し上げましたけれども、そこまで本当に、するすると日本銀行は早く上げていけるのかといいますと、この消費が伸びない状況を考えますと、私どもは、この春にいきなりまた利上げするのは難しい気はするところでございます。ただ、長い目で見れば、もしくは3、2、1、そろっていきますので、すぐあとも1%まで日本銀行は上げていくというところでございます。

いずれにしろ、この3つの要因がそろって景気は、ならせば回復と考えてございます。次の37ページでございませぬけれども、昨日のデータ、過去にわたっての修正がございましたので、少し見通し数字がずれているのがございませぬけれども、変わらない部分で御説明させていただきます。真ん中が年度です。FY、Fiscal Yearでございませぬけれども、来年度25年度、6年度、7年度といいますのは、日本の潜在成長0.6%を若干超える成長という格好になってございませぬ。力強きはございませぬけれども、順調な成長でございませぬ。

一方、インフレ率でございませぬけれども、一番下にコアコアというのがございませぬ。これは除く生鮮食品とエネルギーでございませぬ。私どもの生活を考える上では、生鮮食品やエネルギーを除いてはいけません。もちろんです。ただ、インフレ率の基調を考える上では、中央銀行といたしましては、入れるとよく分からなくなっちゃいます。特にエネルギー政策は最近、補助金などで、あっち行ったり、こっち行ったりしてございませぬので、除いて考えましょうということでございます。

24年度以降、インフレ率は大体2%という見方をしているところでございませぬ。賃金3%、インフレ2%とそろってききましたよね。であれば金利1%でございませぬが、その金融政策、38ページでございませぬ。

赤の字で書いてございませぬとおり、賃金3%、インフレ2%であれば、少なくとも政策金利は1%まで上げていく。貸出金利が上がって、それが経済にどう効いているかを見極めるためには、大体半年に1回という格好で見ているところでございませぬ。私どもは、26年1-3月期、来年度の末でございませぬ。そこに1%まで少なくとも上げていくという見方をしているところでございませぬ。

ここまでの金融政策の基本的な見方ですけども、少しだけ追加で、資料でございませぬが、39ページでございませぬ。エコノミスト、私のような商売は、今、日本銀行さん金利を上げてきますよと盛んに申し上げます。ただお客様は、私もいろいろお邪魔して話をさせていただくんで、その機にいただく御質問3つございませぬ。

1つ目、人手不足で賃上げが続く。ロジックは分かる。ただ、ないものは払えない。中小企業さんも含めて、ちゃんと賃上げできるんですか。これが1つ目です。

2つ目、今は食料が上がっている。また、円安でものが上がっている。それでインフレ率が高いのは分かる。ただ、いずれ収まるんですよね。そのときに本当に2%目標を日本銀行は達成できるんですかと、サービス価格は本当にちゃんと上がるんですかと、これが2つ目でございませぬ。

3つ目は消費でございます。それに対する私どもの答えが次の40ページでございます。

左上に新卒の採用計画が書いてございます。網かけが中小企業でございます。23年度、4年度は完全に採り負けました。これでは仕事が続けられないので、25年度は相当に強気な計画を出されております。ただ、掛け声で人は採れません。賃金でございます。右の上でございますけれども、赤の線で書いてございますのが労働分配率です。さらに、実は中小企業の労働分配率は、23年度に過去最低でございました。ということは部門全体で考えれば、払う金があります。

もちろん個別企業さんは異なります。払える方、払えない方がいらっしゃいますけれども、過去と違いまして、今は人手不足という制約条件がついてございますので、私どもは、払える方のほうに人は移っていく。そちらのほうに仕事も移っていく。このプロセスの下で賃上げは続くんだろうと思っております。ただ、もちろん時間ゼロで動くわけではございませんので、当然一定の時間は必要でございます。これが利上げのサイクルという観点でも重要になってまいります。

左の下でございます。サービス価格と書いてございます。赤の線が企業間のサービス価格、BtoBです。緑のほう为消费者向けのサービス価格でございます。消費者向けのサービス価格はまだあまり上がってございません。1%をちょっと超えたぐらいでございます。ただ、コストアップは企業間も一緒でございますので、企業は企業間のサービス価格を先に上げてきました。いずれ緑の線が赤に追いついていく格好でサービス価格が上がっていく。これによって、円安によるインフレ、食料価格によるインフレが収まっても、日本銀行は2%目標を達成していこうという見方をしているところでございます。

41ページでございます。もう何度も申し上げて、もういいよと言われそうですけれども、賃金3%、中小企業含めて3%、サービス価格が上がってインフレ2%であれば、金利1%でございます。ただ一つ、意図的に抜かしたのがございます。消費でございます。消費に関しましては、昨日出た10-12月期のGDPもあまりさえたものではございませんでした。所得が増えれば消費が増えるというメカニズムは、経済を考える上で一番基本でございます。それが効かない限り何をしても無駄です。

ただ、今は賃上げの恩恵を受けない経済主体が増えてきているのも事実でございます。年金生活者などがございます。マクロ経済スライドなどもございますので。その方々にとって、賃金が増えて、インフレ2%でいいでしょうと、消費も増えますよねというのはなかなか難しいところでございます。

加えて、先ほど申し上げた中小企業の問題、そして、デフレは30年やりましたので、その間サラリーマンをやっていると、資産形成は難しいというのはありますので、そう考えますと、日本銀行が目指している1%という政策金利、これは高過ぎる可能性もあります。植田総裁は、もっと高い1.5%を目指していると発言から読み取れますけれども、高過ぎる可能性がございます。

手前には、例えば1%まで金利を上げた後に、日本銀行が0.75に下げていく可能性もあると。私どもは、1より上の可能性、1より下で終わる可能性、1%に上げたのに下げる可能性、そのバランスは同じぐらいじゃなかろうかと

いう見方をしているところでございます。

最後に44ページ、今日の申し上げてきた話を集約する格好で相場のところを御覧いただいて、終わりにさせていただきたいと思います。

まず1番上、日本の政策金利を書いております。1月に0.5%に上げました。半年に1回、7-9月期に0.75%、来年1-3月期に1%という見方でございます。これがメインシナリオです。この上に行くリスク、今日マーケットは織り込んで1.4%まで上がりましたが、一方、下に行くリスクもあると申し上げましたので、リスクバランスは上も下も同じぐらいでございます。

10年の金利でございますけれども、ちょっと上昇が早いとは思いますが、私ども年末は1.6%という見方でございます。

そして、アメリカの金利でございます。水色が3つついているところでございますが、今が4.2%から4.5%でございますが、3回ぐらい下げていくでしょうと。ちょっと1四半期、後にずれる可能性はございますけれども、そのぐらいの見方をしてございます。

アメリカの10年は、足元4.4%から4.5%ぐらいでございますが、年末4%ぐらいまで下がっていくだろうという見方です。

ユーロ圏、政策金利、預金ファシリティ金利というやつです。これが中立と今まで下がっている格好になります。

為替でございます。下から9行目にドル円相場が書いてございます。今151円、2円、3円ぐらいでフローしてございますけれども、アメリカの金利が4%まで下がっていく下で、私どもは年末のドル円を145円と考えているところでございます。

株でございます。下から5つ目でございますが、日経平均は大体想定どおりきておりますかね。今日が4万円弱ぐらいでございますけれども、1-3月期、3万9,500円で、年末は、GDPがちゃんと増えれば4万3,000円でございます。証券会社の人間が言うと、「株、高いほうに言うんでしょう」とありますけれども、ここの見方はそういう見方ではなくて、GDPが増えるのであればそれに沿ってというところでございます。

今日、トランプさんの政策から始めさせていただいて、その上で、アメリカの経済、欧州経済、そして日本の経済、金融政策に関して御説明をまいりました。御清聴ありがとうございました。

— 了 —