

内外経済と金融政策

みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 エグゼクティブエコノミスト
もんま かずお
門間 一夫氏

2023年2月21日 オークスカナルパークホテル富山



講師プロフィール

1957年生まれ。
1981年東京大学経済学部を卒業し日本銀行に入行。1988年米国ウォートンスクール経営学修士。2007年6月から調査統計局長として、リーマンショックや東日本大震災など激震に見舞われた日本経済を分析。2011年4月から企画局長、2012年5月から金融政策担当理事を務め、2%物価安定目標の宣言に至る局面を担当。2013年3月から国際担当理事として、G7やG20などの国際会議に出席。2016年5月末に日本銀行を退職し、同6月から現職。
著書に『日本経済の見えない真実』（日経BP）

I 内外経済の現状

1. 世界経済の見方は1月で大きく変化

最初に、世界経済、日本経済が現状どうなっているのかというお話をさせていただきたいと思います。IMF（国際通貨基金）が2023年1月末に発表した世界経済見通しによると、2023年の世界の実質GDP成長率は2.9%と予測されています（表1）。1年前は3.8%と予測されていたので、比べるとかなり下がっています。一方、世界銀行が同月に発表した経済見通しでは2023年の成長率を1.7%と予測しています。IMFと世界銀行の数字はなぜこんなに違うのでしょうか。答えは簡単で、世界銀行が数字を出したのは1月の初め、IMFが数字を出したのは1月末なのです。実

表1 IMFによる世界経済見通し（実質GDP成長率）

	2022	2023	2024
世界	3.4 (4.4)	2.9 (3.8)	3.1
先進国	2.7 (3.9)	1.2 (2.6)	1.4
米国	2.0 (4.0)	1.4 (2.6)	1.0
ユーロ圏	3.5 (3.9)	0.7 (2.5)	1.6
日本	1.4 (3.3)	1.8 (1.8)	0.9
新興国・途上国	3.9 (4.8)	4.0 (4.7)	4.2
中国	3.0 (4.8)	5.2 (5.2)	4.5
インド	6.8 (9.0)	6.1 (7.1)	6.8
ブラジル	3.1 (0.3)	1.2 (1.6)	1.5

資料：IMF「世界経済見通し」（2023年1月）
（注）2023年1月時点の見通し、カッコ内は1年前の2022年1月時点の見通し

(参考)
世界銀行の見通し

	1月時点	
	2023	2024
世界	1.7	2.7
米国	0.5	1.6
ユーロ圏	0.0	1.6
日本	1.0	0.7
中国	4.3	5.0

は、今年の1月は初めと終わりで経済の見方が大きく変わってしまったのです。

変わってしまった理由は二つあります。一つは、今年の暮れから進んできた中国のゼロコロナ政策の終了です。中国に復活の兆しが見えたことで、年明けになって一気に雰囲気が変わりました。もう一つは欧州のガス価格の低下です。ロシアによるウクライナ侵攻の影響もあり、去年はガス価格が非常に高騰し、欧州ではガス不足による景気後退が心配されていました。しかし、欧州が記録的な暖冬となり、ガスがそこまで必要なくなったことや、ガスの使用量も相当努力をして節約したこともあって、この冬は乗り切れそうということが判明してきました。この2つが世界経済に大きなインパクトをもたらすという期待感が強まり、今年1月のわずか数週間のうちに見方が大きく変わったのです。

しかし、この数十年の間、世界全体で平均年3.5%ぐらいは成長してきましたから、この2.9%は平均的な成長には届かない数字です。しかも、IMFは2024年の成長率も過去の平均を下回る3.1%と厳しい予測をしています。私はこのIMFの見通しはまだ楽観的すぎると思っています。中国と欧州はたしかに好転しましたが、問題は米国です。

2. 米国経済の不均衡

米国は今世界で最もマクロ的な不均衡が溜まってい



るところです。不均衡とは、ずっとは持続できないという状態のことをいいます。つまり、今の米国経済はこのままでは持続不可能だと思わせるような要因があるということです。その症状として出ているのがインフレです。基本的にインフレとは人間で言えば体温のようなものです。身体が正常ではないからそのサインとして発熱があって体温計の目盛りが上がります。それと同じようなことが米国でも起こっているのです。日本でも現在インフレが起こっていますが、日本のインフレは日本経済が持続不可能な状態だから起こっているわけではなく、ほとんどが海外に由来するインフレであり、米国のインフレは米国経済自体に問題があるために起こっています。

個人消費支出（PCE）デフレーターという指標の直近の数字は+5.0%となっています（図1）。これが今の米国のインフレ率です。米国の中央銀行FRBはこの指標を2%にすることを目標にしています。この約5%のインフレ率を2%まで落とさなければ、米国経済が正常になったとは言えません。

では、このインフレはどこから来ているのでしょうか。米国経済は堅調だと言われていましたが、経済の良し悪しは、個人消費や投資などの需要面で判断されるのが一般的です。日本では過去20~30年、需要が足りないと言われて続けてきたため、需要が良ければ経済も良いと考える方が多いのですが、経済の良し悪しを最終的に決めるのは、その需要を満たすだけの供給力があるかどうかです。

私は、米国には需要は確かにあるけれど、それを満たすだけの供給能力、特に労働力が足りていないところに問題があると思っています。コロナで亡くなった方、後遺症がある方、そしてコロナを機に退職した方も大勢います。また、働き方もテレワークでなければダメだという人も増えていますから、企業は雇いたい人をすぐに見つけられません。

この図（図2）の点線はコロナ前のトレンド1.8%で米国経済が拡大した場合のGDPの推移です。米国の中央銀行が発表している経済見通しの数値もライン上にありますが、米国経済はこの1.8%成長を実現できないと私は思います。このような過去のトレンドに戻ろうとする強い需要がある限り、供給力が足りないという状況は解消されず、その結果としてインフレが継続するのではないかと考えています。

それをもっと端的に見たのがこの求人数と失業者数のグラフ（図3）です。米国では直近で1100万人分の求人があります。これは歴史的に見てもかなり大きい数です。この求人数は失業者数の1.9倍もあり、求人数と失業者数にはかなり大きな乖離があります。こ

図1 米国の個人消費支出(PCE)デフレーター

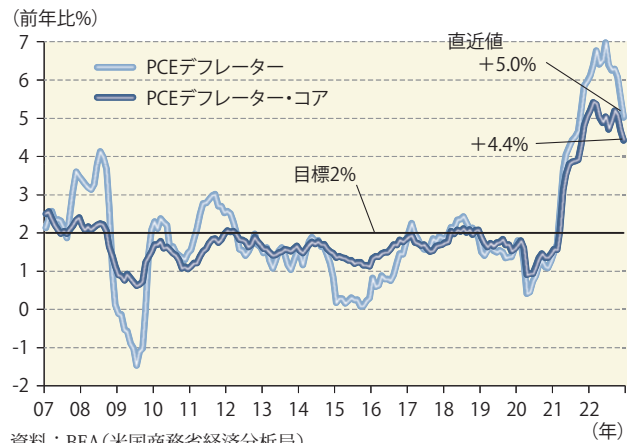


図2 米国の実質GDP

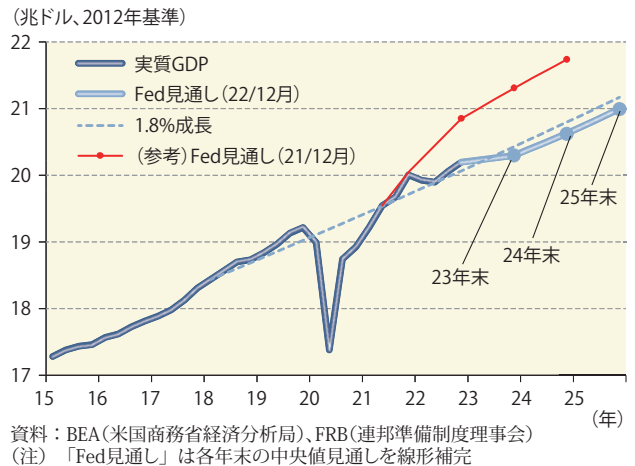
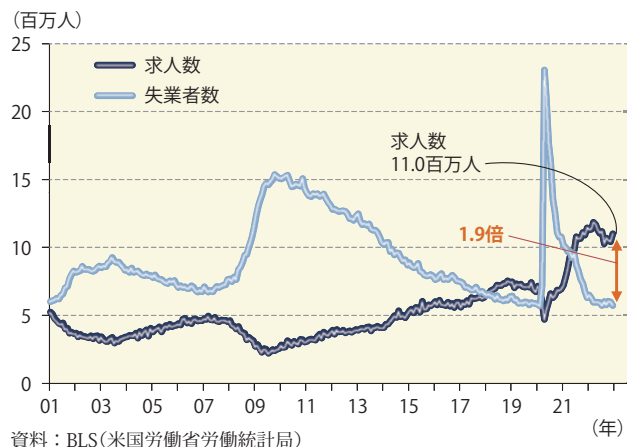


図3 米国の求人数と失業者数



れだけ乖離があったことは過去50年遡ってもありません。今の米国経済はそれだけ労働者への需要が強く、でも働ける人がいないという、大きな不均衡の真っ只中にあるということです。

人が足りないため、米国では名目賃金が直近で前年比+6%とかなり上がっています。6%も賃金が上がり続けるような国でインフレ率が2%に収まることは



考えられないので、インフレ率を2%程度にするためには賃金の上昇率を抑える必要があります。そのためには労働需給の不均衡を解消しなければなりません。供給の方はそう簡単に増えませんから、労働需要の方を減らす必要があります。そして、労働需要を減らすには、企業の経済活動を落とさなければなりません。端的に言うと、景気後退がなければ米国の不均衡は解消できないということです。景気後退は避けられないけれども、それほど大きな景気後退にならないようにしながらインフレを抑えるには金融政策をどう舵取りすれば良いか、FRBはそれを模索しています。

米国では2022年3月までは日本とほぼ同じゼロ金利政策をとっていましたが、インフレが進んだため急速に金利を上げ始め、去年は1回あたり0.75%の利上げを4回行い、さらに12月には0.5%、今年2月には0.25%の利上げを行いました。この後3月と5月に0.25%ずつ上げて最終的には金利が5%を超えるというのが今の見通しです。

これまでの金利の上昇によって、米国経済にはすでに一部で影響が出ています。顕著なのは住宅着工件数で、ここ1年で激しく減少しています。また、金融政策の影響ではありませんが、今は世界的に半導体が調整局面にあるため、米国も含めて世界全体で製造業が弱くなっています。米国では製造業や住宅関係は既に景気後退に突入していると言ってもいいくらいです。しかし、この景気後退が消費全般、サービス業全般などにも幅広く広がっていかねば、米国はおそらく不均衡を解消できないと思います。それがいつになるかはわかりませんが、今年、米国は要注意だと私は考えています。

3. インフレを警戒する欧州、上向き始めた中国経済

一方、欧州も米国ほどではありませんが、賃金が上がってきています。失業率も低下しており、欧州中央銀行（ECB）はインフレをかなり警戒しています。ECBも去年の夏から金利を上げ始め、政策金利は現在2.5%まで上がっています。ECBは次の3月の会合で3.0%まで上げることを明言しており、その後ももう少し上げる可能性が高いと思われます。

それから、中国はデータが見えている範囲では、去年の暮れまではどん底でしたが、今年に入って少しずつ上向き始めています。ゼロコロナ政策が撤廃されたのはグッドニュースです。今のところ日本は水際対策をやっていますから、中国人はまだそこまで入ってきていません。しかし、日本でも5月にコロナを5類相当に切り替えるという議論がされていますし、春節の

大移動を経て中国人に集団免疫ができたなら、中国人を入れるということになるでしょうから、今年の夏あたりには日本各地に中国人観光客が大勢訪れるという状況が戻ってくる可能性は高いでしょう。

中国経済が回復すると、世界的に調整局面にある製造業も今年後半には持ち直してくることが十分期待できます。一方、中国経済が元気になることで懸念されるのが、資源価格の上昇です。米国も欧州も資源価格が上昇するとインフレの抑制が余計に難しくなります。中国経済の回復は良いことですが、それが世界経済に全体としてどう影響するのかについては注意を見ていく必要があります。

4. 一進一退を続ける日本経済

さて、ここからは日本経済の話をしていきます。日本経済は一進一退を続けています。大きな不均衡はないけれど、元気もそれほどないということです。ただ、直近の2022年第4四半期はプラス成長に戻り、おそらく2023年第1四半期もプラス成長になるため、久しぶりの2四半期連続プラス成長になるでしょう。また、日本は国内由来のインフレはあまりありませんから、まだまだ金利を上げる状況にありません。したがって、今年、日本は欧州や米国に比べて成長できる可能性が高いと思われます。IMFの見通しによると、日本の成長率はG7の中で一番高くなっています。しかし、これは日本が力強いというわけではありません。日本はこれまでプラス・マイナスが繰り返され、コロナからの回復が遅れたので、その分今年には回復できるということです。

細かく見ていくと、製造業は世界的に調整局面のため輸出は頭打ちです。とくに半導体の調整が進行中であり、電子部品・デバイスの生産は減少しています。それから、設備投資は日銀短観によると2022年度は14.3%増やすという非常に高い計画でしたが、月次データ、GDP統計などを見る限り実際にはもっと緩やかな回復になっています。これには、資材高や人手不足などの供給面の問題で投資をしようと思ってもなかなかうまく進まないということや、世界経済の不透明感などが影響していると考えられます。

ただ、日本経済が緩やかではあるものの上昇傾向にあるのは非常に良いことです。個人消費も緩やかですが上がってきています。サービス業も、今後コロナは5類相当になり、これから活発になっていく状況です。ただし、コロナ前のレベルまではなかなか戻らないでしょう。そのあたりは日本人の消費行動に関する慎重な姿勢が表れているように思います。

II 現在の物価情勢と日銀の金融政策

1. 日本の現在の物価情勢

(1) 石油ショック以来の物価上昇

さて、ここから日銀の話に入って行きたいと思います。金融政策を語る際には、やはり現在の物価情勢を正確に理解する必要があります。直近の日本の消費者物価上昇率を見ると+4%と、41年ぶりの高水準となっています。日本では1973~74年の第1次石油ショックで原油価格が4倍になり、79~81年の第2次石油ショックでそれがさらに2倍になりました。その余波が続いていたのが41年前の1982年で、現在はその時以来の高いインフレ率になっているのです。今は原油価格だけではなく、穀物もそうですし、原材料も全般的に価格が上がっています。また、去年は円安が進行し、一時は1ドル150円までいきました。その影響もあって、海外から輸入するものすべてが値上がりしています。

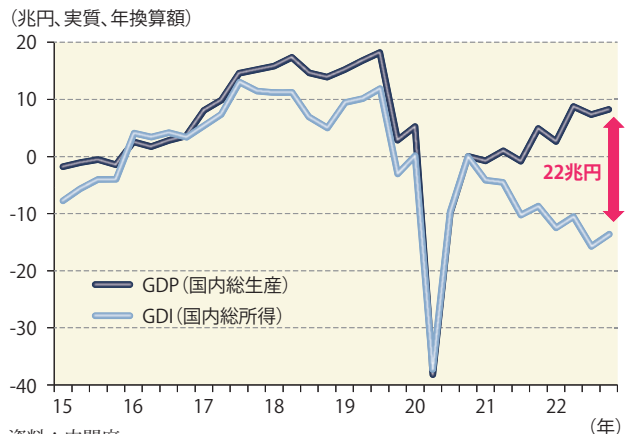
過去のデータを見てみると、日本で消費者物価が上がる時というのは必ず輸入物価が上がっています。何もないときに価格が上がることはなく、輸入物価が上がって仕方なく価格転嫁をすることで消費者物価が上がるというのが、日本の物価上昇のパターンです。今回の日本のインフレも同様です。日本経済の基本的な構造が変わったわけではなく、輸入物価があまりにも上がったため、消費者物価も上がっているということです。

(2) 物価上昇が引き起こす交易条件の悪化

そういう物価の上がり方の非常にまずいところは、交易条件の悪化を伴うということです。日本が海外から買うものの価格である輸入物価が上がっているのに対して、輸出物価も多少上がってはいますが、輸入物価と比べると上がり方が小さくなっています。そうすると、日本全体で見たときに、海外に売るものよりも買うものの値段の方が遥かに上がってしまっているのです。その差額が日本から海外への所得流出になってしまっているのです。

この交易条件の悪化が統計にどういう形で表れているかを見てみましょう(図4)。国内総生産(GDP)と国内総所得(GDI)という2つの指標があります。国内で生産したのがGDPで、国内に残る所得がGDIです。交易条件の悪化による海外への所得流出がその2つの差に表れていて、それが過去2年間で22兆円も累積しています。22兆円はGDPの約4%に相当します。ですから、GDPの4%分ぐらいは生産しても国内

図4 日本の国内総生産(GDP)と国内総所得(GDI)



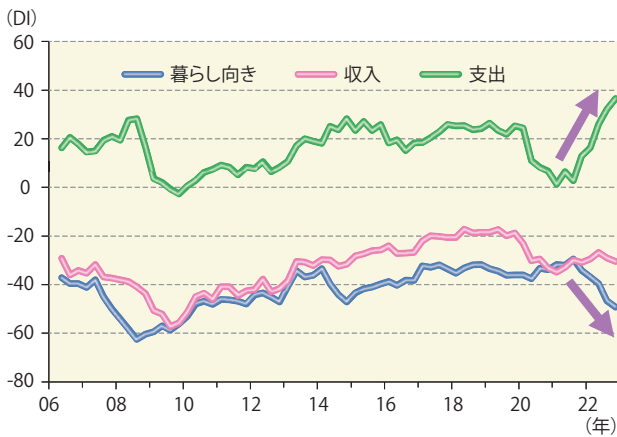
の所得になっておらず、海外に行ってしまうということなのです。

では、この流出した22兆円を誰が負担するのでしょうか。よく中小企業の方が賃上げをする余裕がないとおっしゃっています。ごく一部、円安で儲かっている企業はありますが、日本経済全体では海外へ所得が流出しているため、賃上げの原資はありませんから、それは当たり前です。むしろ賃下げしないと収益を維持できないという企業の方が多いはず。「物価高に負けない賃上げを」というスローガンがありますが、客観的に見ると、残念ながら日本全体ではそれができる状況ではありません。むしろ、輸入物価に由来する物価上昇の痛みを、みんなでどのように分かち合うのかということを考えなければいけないというのが今の状況です。今は政府がエネルギー価格の上昇を抑えるために補填をしてくれています。それはとても助かるのですが、その分余計に国債を発行する必要があります。どこかに必ずコストが発生するという状況になっています。海外に行ってしまった22兆円を取り戻せない限り、日本全体で痛みを分かち合う状況は厳然として存在するという事なのです。

ちなみに、家計の現在の状況について尋ねる「生活意識に関するアンケート調査」(図5)を日銀が実施しています。これによると、収入はあまり変わらないのに、「生活関連の物やサービスの値段が上がったから」という理由で支出が増えたため、暮らし向きが急速に悪化しています。リーマンショックのときは雇用の減少によって暮らし向きが急速に悪化しましたが、現在は物価上昇という当時と違う理由ではありますが、それに匹敵するぐらいの悪化の仕方であるということです。



図5 家計の収入・支出と暮らし向き



資料：日銀「生活意識に関するアンケート調査」
 (注) 暮らし向きは1年前と比べて「ゆとりが出てきた」-「ゆとりがなくなってきた」。収入・支出は1年前に比べて「増えた」-「減った」

(3) 名目賃金の上昇

今は賃金を上げることが日本経済の課題と言われています。名目賃金を見てみると、直近の数字が前年比+2%と、実は足元では結構上がってきています。名目賃金が2%上がるというのは過去20年ぐらいいなかったことです。これはおそらく、コロナからの急速な回復で人が急に足りなくなってきたことや、政府の賃上げキャンペーンもありますし、これだけ物価が上がっているのだから、経営はそれほど楽ではないけれど従業員の賃金を上げなければいけないという企業経営者の意識もあって、上がっているのだと思います。ただし、この賃金の上がり方には二つ問題があります。

①賃金上昇率はこれでもまだ足りない

一つは、日銀の物価目標を達成するには、これでは足りないということです。物価が2%上がった時、同時に賃金が2%しか上がらなければ、暮らし向きは良くなりません。暮らし向きを良くしながら物価が2%上昇するという状態にするためには、名目賃金は2%以上上がらなければなりません。

②この賃上げを継続できるか

そしてもう一つの問題は、この賃上げを来年、再来年と継続できるかということです。先ほど申し上げたように、交易条件が悪化して日本全体でこれだけ損をしている中で、今年は歯を食いしばってなんとか賃金を上げているという企業が多いと思います。今後は米国の景気後退が今年来るかもしれません。世界経済もそれほど成長しません。日本は、今年はコロナ明けで少し良くなりますが、今後持続的に良くなっていく環境かどうかはわかりません。そうすると、この賃金上昇は来年以降続けられない可能性があります。

今年の春闘で連合は5%程度の賃上げを要求してい

ます。春闘の数字とマクロの数字には少し違いがありますが、春闘の数字は定期昇給分およそ2%を含んでいるため、マクロで名目賃金が3%上昇するためには、春闘ベースで5%くらいの賃金上昇が必要になり、つまり、名目賃金が2%以上上がるためには、この春闘での連合の要求にほぼ全額回答しなければならないのです。春闘で5%、マクロで3%の上昇はかなりハードルが高く、大方のエコノミストは春闘ベースで3%程度の回答になると予測しています。しかも、今年はかなり頑張っただけでその水準なので、来年以降も持続できるかは今のところはわかりません。

(4) 2%物価目標達成の二つのキーポイント

そういう中で、日銀の2%物価目標は本当に達成できるのでしょうか。日銀は展望レポートの中で、このようなメカニズムでの実現を想定しています(図6)。ここでのキーポイントは二つあります。一つは労働需給が引き締まり、人手不足になることで賃金上がるということ。そしてもう一つは、物価が上がった時に、一度上がったのだから次も上がるだろうと人々が惰性的に考えること。これを経済学では適合的予想形成といいます。日銀はその両方が機能することで2%上昇を実現できると想定しています。

①人手不足による賃金上昇

労働需給が引き締まると賃金上がるというのは当たり前のように聞こえますが、日本では過去20年、人手不足なのに賃金が上がらないという状況が続いてきました。しかし、足元では宿泊業や飲食サービス業を中心に人手不足が強まっており、そのペースは今までにないくらい急速です。また、2010年代は、確かに人手不足ではありましたが女性や高齢者層の労働参加も進みました。現在はそれがほぼ一巡してきた感があり、2020年代は労働参加がどんどん増えることはないと言われてます。そのような要因もあって、今後は人手不足によって賃金上がるというメカニズムが働く可能性が出てきています。

②中長期的な予想物価上昇率の高まり

それからもう一つ、適合的予想形成によって中長期的な予想物価上昇率が本当に高まるかということです。中長期的な予想物価上昇率とは端的に言うと、「イ

図6 日銀が想定する2%物価目標達成のメカニズム

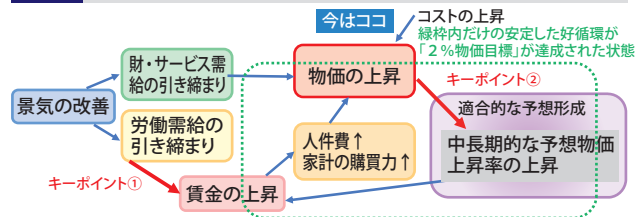
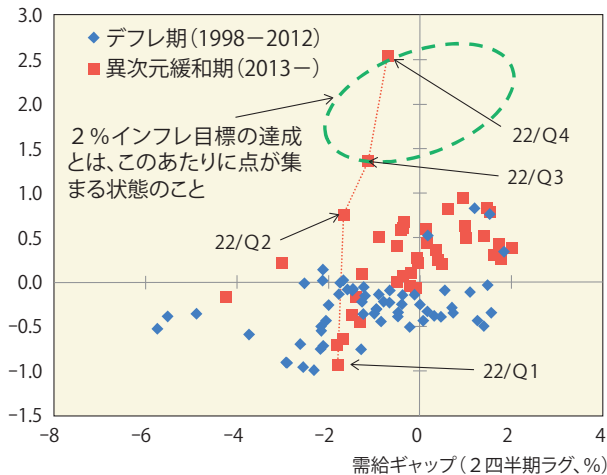


図7 為替要因調整後のフィリップス曲線

消費者物価(生鮮食品・エネルギー)
為替要因を除く、前年比%



資料：総務省、日銀、BISのデータから算出
(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$CPI = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$
(5.5) (8.4)
 $R^2(\text{自由度調整済み}) = 0.65$
 括弧内は t 値
 ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、
 為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

ンフレ率は大体こんなものだろう」という社会の慣性です。日本では物価は上がらないのが当たり前とずっと考えられてきたので、中長期的な予想物価上昇率はずっと0%でした。それが、2%が当たり前だというように世の中が変わるのかどうなのかというところがポイントになってくるわけです。

図7を見てください。左右の軸は需給ギャップで、右に行くと景気が良く、左に行くと景気が悪いということを表しています。景気が良い方が物価は上がりやすいので、右上がりの点の集団ができています。日銀がやりたいのは、単に景気が良くなって物価が上がるということではなくて、世の中での考え方として、物価が2%くらい上がるのが当たり前だという状況を作ることです。つまり、この図の緑の枠の中に点が集まる状態にしたいのです。これは異次元緩和を始めてからもなかなか実現できなかったのですが、昨年になって点が上の方に上がってきました。これは輸入物価の上昇によるものですが、一旦上がった以上、もしかしたらそこで高止まりしてくれるかもしれないという可能性が出てきたのです。

この二つのキーポイントは過去に働いたことはありませんが、今回はひょっとしたら働くかもしれないという可能性が出てきています。ただ、日銀もその可能性が高いとは思っていないようです。日銀が発表している物価の見通しによると、エネルギー価格を除いた物価上昇率を2022年は+2.1%、2023年度は+1.8%、2024年度は+1.6%と予測しています。このように日

銀は2%物価目標の達成は難しいと考えているので、今のところ金融緩和をやめるという選択肢はまったくないのです。

2. 日銀の金融政策

(1) 安倍政権の誕生、異次元緩和へ

さて、日銀の金融政策の話に移りましょう。私は10年前に「政府と日銀の共同声明」の発表に携わりました。普通、金融政策は中央銀行が単独で決めるもので、政府と相談をして共同声明を出して決めるものではありません。では、なぜこのようなことをしたのかというと、政府の強い意向があったからです。2012年12月に自民党が政権に返り咲き、安倍元総理が「3本の矢」を打ち出しました。その3本の矢の1本目が大胆な金融緩和で、それを日銀にやってもらいたいと政府は考えました。さらに、その政府の意向の背後には当時の財界や経済学者の論調がありました。日本の問題はデフレで、デフレを克服するためには金融緩和が必要だという論調が非常に強かったのです。私や当時の日銀の人間はそうは思っていなかったのですが、世の中でそのような論調が圧倒的である以上、何もしないわけにはいかず、共同声明を作り、その後の異次元緩和に向かっていくことになりました。

(2) 異次元緩和は本当に異次元だったのか

では、その異次元緩和は果たして本当に異次元だったのでしょうか。異次元緩和を開始した時点で短期金利は0.1%、長期金利は0.6%くらいと、どちらも下げる余地があまりありませんでした。金利を下げる余地がないのに緩和はできないというのが2012年までの日銀の考え方でした。ただ、政府の意向でそれをどうしてもやらなければいけません。そこで考えた結果、金利に関してできることはないので、日銀のバランスシートを膨らませるという選択をしました。日銀が長期国債をたくさん買い入れて資産を増やし、負債であるマネタリーベースもどんどん増やすことで、2%の物価目標を達成できる。当時の日銀はそのような考え方を示すことにしたわけです。

しかし、金融政策は金利を中心に効くものですから、今申し上げたメカニズムが本当に働くという理屈はありません。ただ、これだけ大胆にバランスシートを膨らませるのだから、その気持ちは伝わって欲しい、いわば世の中に向けてのメッセージだったわけです。その日銀の姿勢を見て世の中のムードが変わってくれることを期待していたというのが正直なところなのだと思います。実際にこの時は、全部が異次元緩和の効果だったかは別として、世の中のムードを明るくすると



いう点では貢献したのではないかと思います。

(3) イールドカーブ・コントロール (YCC)

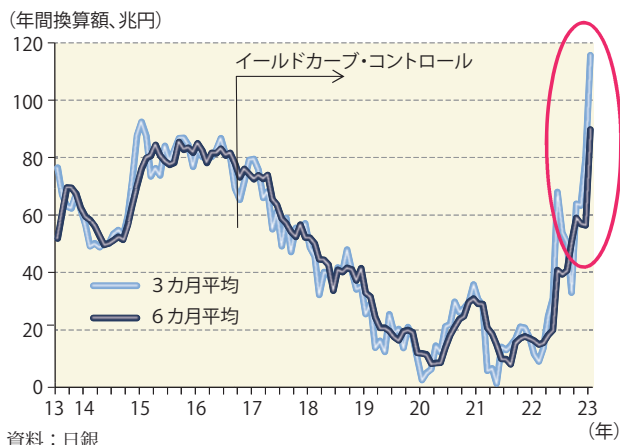
ただ、2%の物価目標はなかなか達成できず、その後も想定以上の期間にわたって異次元緩和を続けることとなります。すると今度は国債を買う余地が乏しくなってきました。そこで方向転換をして2016年にマイナス金利政策を始めますが、これはうまくいかず、そこでまた軌道修正をして始まったのが現在も続くイールドカーブ・コントロール (YCC) です。YCCとは短期金利だけではなく、長期金利も日銀がコントロールするというものです。長期金利が上がろうとした場合は、長期金利を0%程度にとどめるために日銀が国債を大量に買入れます。これによって長期金利は2016年9月以降ほとんど動かなくなりました。

(4) イールドカーブ・コントロールの副作用

しかし、昨年になっていくつかの問題が生じてきました。一つは、昨年の米国の金利の上がり方が急激であったということ、そしてもう一つは、1ドル150円まで円安が進み、日本でも4%までインフレが進んだということです。それだけ条件が揃うと、さすがに日銀も金利を上げなければならないのではないかと市場の予想が高まり、その結果、日銀が抑えている上限を突破しようという圧力が市場で非常に強まりました。

それを抑え込むためには、日銀はさらに国債を買うしかありません。異次元緩和を始めた当初、日銀の国債買入れ額は年間換算で50兆円でした。その後、黒田バズーカ2で80兆円まで増えましたが、最近はそのをはるかに上回るペースで買入れをしています(図8)。直近では3カ月平均で約120兆円、2023年1月単月で見ると年間換算240兆円のペースです。これだけ国債を買っていると、市場から国債がなくなってしまう、国債の売買ができなくなります。つまり、国債市

図8 日銀による長期国債のネット買入れ額



場の機能がほぼ崩壊するという状態になっているのです。これはマーケットとしては非常に大きな問題です。

それ以外にも、日銀の政策にはさまざまな弊害があると言われていています。例えば、エコノミストや有識者がよく批判しているのが、財政規律の低下です。日銀はゼロ金利を維持するために国債を大量に買入れます。政府は、結局日銀が買ってくれるのだからということで、どんどん国債を発行し、財政赤字が膨らみ、財政規律が低下してしまいます。また、ゼロ金利が続くことで、どんな企業でも生き延びることができてしまい、その結果潜在成長率が低下してしまうと指摘する人もいます。ただ、仮に財政規律の低下や潜在成長率の低下があったとしても、それは日銀のせいではありませんから、日銀も基本的にそのような批判は相手にしていません。日銀が一番気にしているのは、低金利を続けることで金融機関収益に影響があるのではないかとことです。これについては日銀もさまざまな分析をしており、問題がないことを確認しています。

そしてやはり、国債市場の機能低下は無視できない問題です。これは実際に国債市場が機能しなくなっているし、イールドカーブも歪んでいるということで、明らかに副作用が出ています。日銀もYCCには問題があると認識していて、12月に金利を少し上げました。YCCでは長期金利の水準を0%程度に誘導していますが、幅のある「0%程度」という表現の上限を0.25%から0.5%に上げたのです。これについて日銀は、「0%程度」という言い方は変えていないから利上げではないと言っています。黒田総裁も「これは出口戦略の一步ではない」「利上げではない」「YCCの見直しは当面考えられない」と言っていますから、これを全部信じればマーケットは大人しくなるはずですが、しかし、マーケットでは12月に0.25%を0.5%にしたことで、次は0.75%、1%になるのではないかと、という思惑が出てきています。つまり、日銀の言うことが信用されないから、長期金利の上昇圧力が止まらずに市場機能が回復しないのです。このように日銀のコミュニケーションが完全に崩壊してしまっているということは非常に大きな問題です。

次期総裁に代わる前の最後の決定会合が3月9～10日にあります。今の国債市場の機能低下は看過できないということで、この会合でYCCが撤廃されることもあるかもしれません。しかし、私は黒田総裁のもとではその可能性は低いのではないかと考えています。

(5) 植田和男新総裁の誕生

黒田総裁の次は植田和男さんが総裁となることが決まりました。日銀では総裁1名、副総裁2名、審議委



員6名からなる政策委員会で政策を決めます。植田さんはその審議委員を1998年から2005年までの7年間務められ、日銀のことをよくわかっておられる方です。また、マーケットへの関心も高く、こう発言したらマーケットはどう反応するだろうかということにも非常に気を配られます。学者としての視点だけではなく、現実をよく見た政策の考え方をされる方ですから、この局面で総裁として迎えるにはベストの人選だと私は思っています。

ただ、その植田さんでも政策修正は簡単ではありません。今後金利を上げて、もしその後で景気が後退でもすれば、批判は避けられません。また、今は2%物価目標の達成のチャンスが出てきています。目の前にチャンスがあるのに、それを生かせなかったということになれば評価は非常に下がります。

YCCは本当に問題が大きいので、黒田総裁がこの3月に撤廃しないのであれば、植田新総裁が4月の会合で撤廃の決断をされる可能性はあると思っています。その場合には、金利が急速に上がらないようさまざまな工夫を入れるとか、YCCは撤廃するけれども金融緩和を続けるということを誠心誠意説明するとか、メディア向け、政治家向けの根回しをするといったことができればベストです。私は、植田さんはそれができる方だと思っていますので、そういうシナリオに期待をしています。ただ、金利を少し上げることで、さまざまな問題も生じるでしょうから、非常に難しい判断になると思います。

III 日本経済の本当の課題

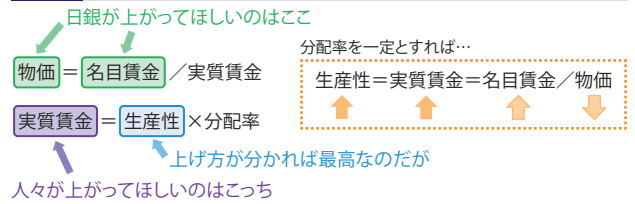
1. 2%物価目標は達成できなくてもいい

ここまで日銀についてお話してきましたが、実は日本経済の本当の課題は金融政策ではなく、もっと根っここのところにあります。

よく、物価目標を達成するために賃金上昇が必要だと言う方がいますが、それは違います。賃金は上がった方が良いですが、物価目標は達成できなくても良いのです。一番良いのは物価と賃金の好循環ではなく、物価が上がらなくても賃金上がる状態、すなわち実質賃金が上昇することです。そこには日本経済の強さが反映されますから、重要になるのは日銀の金融政策ではなく、政府の成長戦略や企業のバイタリティなどです。

図9を見てください。日銀が上げたいのは物価です。物価を上げたいから賃金が上がってほしいと言っているわけですが、この場合の賃金とは名目賃金です。実

図9 実質賃金の分解式



質賃金が上がらなくても名目賃金が上がれば、それが物価の押し上げになるということです。しかし、これが実現しても喜ぶのは日銀だけであって、一般の人々は嬉しくありません。賃金が上がった分だけ物価も上がるので、暮らし向きは良くも悪くもなりませんから。

2. 大事なのは実質賃金の上昇

暮らし向きが良くなるためには、実質賃金が上がらなければいけません。そして、これを上げるためには、生産性が分配率のどちらかが上がる必要があります。分配率とは労働者の取り分のことですから、分配率を上げ続けることはできません。したがって、継続的に実質賃金を上げるためには、生産性を高める以外にありません。

ただ、この生産性をどうやって上げたら良いかを、実は誰もよくわかっていません。経済学者もエコノミストも誰一人正解をもっていません。ここがよくわからないので実質賃金上がるという状態をなかなか作れないのです。生産性の上昇が実現できれば実質賃金を上げることができます。しかも、分配率を変えずに上げられるので、企業の収益も増えるし、労働者の賃金も増えるし、良い事だらけです。ただ、そうなったときに何が起きるかという、賃金を上げながら物価を下げることでできてしまいます。企業にとって人件費は上がるけれども、生産性はそれ以上に上がっているので、その分だけ販売価格を下げるができるのです。それは日銀にとってはありがたいことです。日銀は物価が上がってほしいわけですからね。一般の人々と日銀では望んでいる賃金の上がり方は違います。本当に大事なのは実質賃金上がることで、正直に言って2%物価目標の方は達成できなくてもまったく問題ないと思っています。

3. 賃金が上がらないのはなぜか

日本でなぜ賃金が上がらないのかという議論は以前からされています。2017年に出版された『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』（玄田有史編）という本の中で、約20人のエコノミスト・経済学者が仮説を挙げています。例えば、企業が直面する需要が弱いから、人がいないからと言って賃金を上げてしま



うと、そのコストではもう採算が取れないだとか、成果主義が流行ったことで、優秀な人は賃金上がるけれど、そうでない人は下がってしまうということ、コーポレートガバナンスが強まり、株主を重視するようになったことが、むしろ人件費を抑えることになってしまったという指摘もあります。

私と思うのは、企業が頭に置いている成長期待が非常に低いということです。成長期待がないから、どんどん人を雇って、高い賃金を払って、マーケットを拡大していただくだけのエネルギーが生まれてこないのです。それはアベノミクスを経てもまったく変わらないどころか、むしろ下がってしまいました。それまで1%くらいあった潜在成長率が0.5%に下がりました。また、企業の期待成長率も2005年頃は低いとは言っても、景気が良くなるといったんは上がる傾向にありましたが、最近は景気が良くなってもほとんど上がらないという状況になっています。これではマクロ的には賃金は上がりにくいと思います。

4. 国内の空洞化が招いた円安

アベノミクスでは株価が上昇しましたが、これは異次元緩和の効果というよりも、企業経営のやり方の変化による部分が大いのではないかと私は思います。国内は少子高齢化で儲からないため、2000年代から2010年代にかけて、多くの企業が海外進出を拡大しました。これによって企業価値を上げることができた企業の株価は上がりますが、国内での企業活動は停滞していきますから、日本経済の潜在成長率は低下し、国内市場の期待成長率も上がらないという状況になります。また、円安も必ずしも異次元緩和がもたらしたわけではなくて、企業が海外に出て行って国内が空洞化していったことで、国内で貿易黒字を稼ぐ力が衰えたことによるものではないかと私は思っています。

企業の内部留保はずいぶん増えています。内部留保が増えることをけしからんと言う方は多いのですが、内部留保自体には何も問題はありませぬ。問題はその使い方です。企業が内部留保を何に使っているかというと、その他固定資産にかなり投資されているのです(図10)。

その他固定資産には、海外子会社の株式や、いわゆる海外直接投資に分類されるようなものが含まれています。日本企業は内部留保を海外投資の原資として有効に合理的に使っていて、そのリターンによって株価が上がっているのです。企業の強い資本基盤を海外にではなく国内にもっと向けてもらわなければ、国内の経済や賃金は上向いていきませぬ。

企業の海外への投資が増えている一方で、人件費は

抑制されています。アベノミクスの6年間で賃金は6%しか増えていません。その間に経常利益は7割も増えていて、株式配当も9割増えています。企業は海外への投資によって収益を増やし、それを株主に還元していますが、国内の人件費の方には行かないという構造になっているわけです。

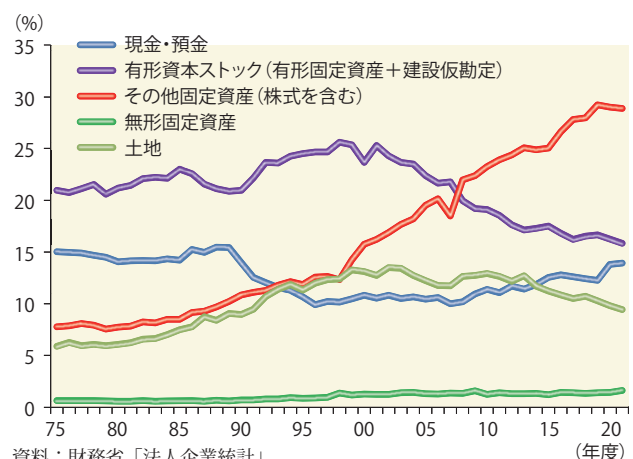
5. 生産性を上げるために必要なのは「国内市場の成長ストーリー」

先ほど、実質賃金を上げるためには生産性を上げる必要があるとお話しました。生産性を上げるためには、個々の企業ではさまざまなやり方があり得るわけですが、マクロで見た場合には次の式の分子にあたる実質GDP、すなわち日本全体での需要を増やさなければなりません。

$$\text{マクロの生産性} = \frac{\text{実質GDP}}{\text{労働投入量}}$$

そのためには、やはり国内市場の成長ストーリーが必要です。それがなければ日本経済が今後うまくいくことはないと思います。資本主義である以上、株主と労働者では株主の利益が優先されるのは当然です。その中で賃金上がるようにするためには、日本国内にはこれだけさまざまな成長ストーリーがあるのだから、そこにもっと投資をして、そこで賃金を上げて人を育てていくように、株主から企業に対して圧力がかかるような状態を作ることが重要です。それができなければ、日本で高い賃金は実現しないと思います。これが日本経済の最大の課題で、それに向けて政府がどのような成長戦略を打ち出していかかが今後のポイントになります。それと比べると2%物価目標は達成できてもできなくてもどちらでも良いというくらいの問題だと私は理解しています。

図10 企業の資産(構成比)



資料：財務省「法人企業統計」
(注) バランスシート全体に対する比率

質疑応答

Q1

先生は本の中で政府債務残高をゼロにすることは必ずしも目標ではないとおっしゃっていました。日本の政府債務残高について先生のご意見をお聞かせいただけないでしょうか。

A1

日本の国債残高は現在約1000兆円あります。これはGDP比でおよそ250%と、ほかの国に比べても圧倒的に高く、債務危機やそれに近いことが起きたギリシャやイタリアも上回っています。この250%という数字を持続可能ではないと考える人は多く、政府も政府債務のGDP比率を今後緩やかに下げていくと公式に言っています。多くの経済学者やエコノミストもこの数字を問題視しており、中には異次元緩和によってこの状況を招いた日銀も共犯だと言う人もいます。それが違うと証明するのは難しいのですが、正しいと証明するのも実は簡単ではありません。

政府の債務残高は高いのですが、日本には民間の金融資産もたくさんあります。債務が多いということは、その分必ず誰かが資産として持っているわけです。ですから、政府債務残高が大きすぎると言うためには、論理的には民間が持っている資産が大きすぎると言う必要もあります。政府債務残高を減らすには、資産を持っている人から税金を取って民間資産を減らす必要があります。政府債務残高も民間資産も両方減らすことが大事だという議論にならなければいけないのですが、その両方をきちんとと言う方はあまりいません。

政府債務の残高が高いこと自体が問題なのではありません。例えば、大盤振る舞いでお金を使いすぎてインフレになってしまうとか、民主主義の観点から見て不公平な使い方をしているならばそれは問題で、そこはしっかりと監視をしていく必要があります。しかし、債務残高自体が問題かどうかということはそう簡単には結論を出せません。

政府債務の問題を語る時に、よく「次世代への負担」という言い方がされます。しかし、その裏にある民間の金融資産も相続によって次世代に受け継がれます。ですから、あたかも負債だけが次の世代に継承されるかのように言うのはバランスが悪いと思います。

政府債務の問題は、その裏側にある民間の資産の問題であると同時に、資産の分布が非常に偏っていて、お金をたくさん持っている人がいる一方でお金がなく苦んでいる人がいる、つまり分配の問題という側面がむしろ大きいのです。政府債務に限らず、借金が

世の中に存在するのは、お金が余っているところと足りないところがあるからです。資金の偏在が大きいからこそ、資産と負債の両方が増えているのです。資金があるところとないところが偏っている状況は、日本の中で歪みが拡大していることの表れだと私は思います。

政府債務の問題を考えるときの切り口として普段このような話を聞かれることはあまりないと思います。そういう切り口も大事だということをどこかで心に留めておいていただければと思います。

Q2

ゼロコロナ政策の影響は甚大で、中国企業は相当疲弊しており、春節明けも市場の動きが非常に鈍いと感じています。IMFは今年の中国成長率を5.2%と予測していますが、それは甘いのではないのでしょうか。

A2

中国は中長期的に調整すべき課題をたくさん抱えています。特に不動産は今非常に停滞しています。不動産関連の業種は中国経済の2~3割を占めると言われていますから、そこが本格的に回復する、あるいはせめて下げ止まるまで行かなければ、中国全体の成長率は上がりません。ゼロコロナ政策は解除されましたが、感染が広がっている状態であり、経済活動はまだ本格的に再開していません。その意味で中国が疲弊しているという指摘は正しいと思います。

2022年の中国は3%しか成長していませんが、これは中国にとって非常に低い数字です。中国の潜在成長率は大体5%とされています。中国の実力を考えると、去年が3%の成長だったなら今年は7%成長してもおかしくありません。しかし、ゼロコロナ政策が今年の初めまであったことや、今の不動産の状況を考えてとさすがに7%は厳しく、せいぜい5%くらいだろうというのがIMFの見方なのです。5.2%は中国にとってはまだまだ低い数字だということを考えれば、この数字には現実性があると私は見えています。

したがって、5.2%という数字と、今のご質問者のような、中国にそれほど元気を感じないということは矛盾しません。本当は元気がよければ7%になるべきところ、いまいち元気がないから5%にしかならないということです。欧米の投資銀行の中には、今年は6%まで行くと予測しているところもありますから、5.2%は決して楽観的な方の数字ではないということを申し上げておきたいと思います。

(文責：北陸経済研究所)