

成城大学経済研究所
第 97 回講演会 シンポジウム

日本は金利引上げに
どこまで準備ができているのか？



シンポジウムの趣旨説明

座長

……………成城大学名誉教授 内 田 真 人

パネルセッション

パネリスト

……………名古屋商科大学ビジネススクール教授 元日本銀行政策委員会審議委員

原 田 泰

……………ニッセイ基礎研究所総合政策研究部専務理事 エグゼクティブ・フェロー

矢 嶋 康 次

……………東短リサーチ株式会社 代表取締役社長 チーフエコノミスト

加 藤 出

討 論

【司会】 それでは、定刻になりましたので、ただ今より成城大学経済研究所第 97 回講演会、「日本は金利引き上げにどこまで準備ができているのか？」を開催したいと思います。

本日は、当研究所の講演会にご参加くださり誠にありがとうございます。本日の司会を務めます、当研究所主事の上田と申します。よろしくお願いいたします。

それでは、まずご講演に先立ち、当研究所所長の相原より開催の挨拶がございます。相原先生、お願いいたします。

【相原】 ただいまご紹介いただきました、成城大学経済研究所所長を務めております相原といいます。

本日はお忙しいところ、本研究所の講演会にお越しくださいまして誠にありがとうございます。今回の講演会は少なくとも 2 つ、これまでとは違った大きな試みがなされております。1 つは、例年ですと少なくとも 2 人の先生をお招きして、一部・二部という形でそれぞれテーマについてお話をしていただき、その後質疑という形で講演会を締めくくるといったものですが、今回は非常に贅沢なシンポジウム形式といった形で講演会を開催することにしております。

シンポジウムというのは、皆さんがどのように捉えているのかというのはありますけれども、1 つのテーマについて、それぞれのお立場、お考えを持つ識者の方から、いろいろな考えを提供してもらうと。それに対していろいろな議論が交わされて、最終的には何となく丸く収まる、というのは私の好きな言葉なのですが、落ち着くところに話が着地するというものです。ただ、これは 1 つだけの

特徴であって、実は今回私自身がすごく驚いたのですが、座長を務めてくださる内田先生からのご提案で、フロアを巻き込んだシンポジウム形式というようなご提案がなされました。私はすごく感激しまして、ぜひともということです。ですので、その仕掛けの詳細については座長の内田先生からのご説明を持っていたくこととして、ぜひ皆様にはご参加いただければと考えております。

経済研究所はここ数年、特にコロナがあけてからなのですけれども、これまではアカデミックの先生方向けのお話みたいなことで進んできたわけですが、少し門戸を開いて市民の方々、あとは成城大学には大学院の院生・学部生というのでかなり経済事象について興味関心のある生徒が揃っているわけで、だったら是非とも参加してほしいということで門戸を広げていく方向に今動いております。それも今回のシンポジウムで少し実現できたのかなと思いますので、ぜひ参加してください。皆さまには、有意義に時間を過ごせたという形で、楽しんでいただければというように考えております。簡単ではありますが、私からの挨拶とさせていただきます。よろしくお願いいたします。ありがとうございます。

【司会】 相原先生、ありがとうございます。それでは講演会に移りたいと存じますが、本日の講演会はパネルディスカッション形式でございます。パネリストの皆様のご経歴などは、後ほど座長の内田先生から詳しいご紹介があるかと思いますが、私からは座長の内田先生のご紹介をさせていただき、その後マイクをお渡し

したいと存じます（後掲資料 4）。

座長の内田真人先生は、1978 年に東京大学教養学部をご卒業後、日本銀行に入行され、パリ政治学院大学院に留学、パリ主席駐在、那覇支店長、沖縄県事業認定審議会委員、金融市場局兼国際局参事役、調査統計局審議役をへて、2007 年に本学社会イノベーション学部教授として着任されました。

この間、フランスのリヨン高等師範学校客員教授、財務省独立行政法人 国立印刷局評価委員 副委員長、日本金融学会理事などを歴任され、2025 年から本学の名誉教授、そして成城学園常務理事

を務めていらっしゃいます。

ご専門は金融論で、金融政策、国際金融、金融イノベーションなどの分野で膨大な研究業績をお持ちであります。一般向けの著書としても日経文庫の『デフレとインフレ』などがあるように、わかりやすい解説で大変定評のある方でいらっしゃいます。本日、そうそうたるパネリストの先生方をお迎えするにあたり、内田先生は座長としてまさに適任でいらっしゃいます。それでは内田先生にマイクをお渡しいたします。よろしくお願いいたします。

シンポジウムの趣旨説明とパネリスト紹介

成城大学名誉教授 内 田 真 人 氏



内 田 真 人 氏

成城大学の内田でございます。本日は、本当に嬉しい気持ちでいっぱいです。この喜びを込めて、まずは趣旨の説明と、ゲストとしてご参加いただいているパネリストの皆様のご紹介で始めさせていただきます。

本日のテーマは、図表 1 に示しており

ます通り、「日本は金利引き上げにどこまで準備ができているのか」です。

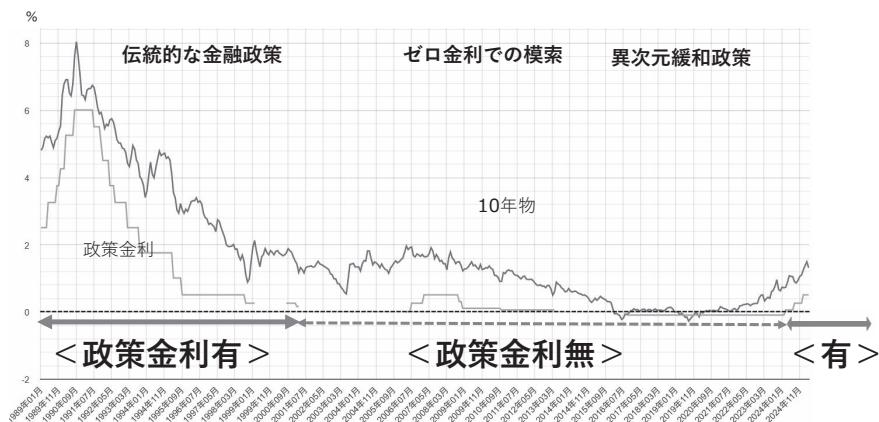
まず、図表 2 をご覧ください。過去 35 年間の日本の政策金利と長期金利の推移を示しています。図で階段状の線が政策金利を表しており、かつては公定歩合と呼ばれていました。そして、ギザギザの線は 10 年物の長期金利を示しています。ご覧いただければ明らかなように、2000 年から 2023 年までの間、政策金利はゼロ近傍が四半世紀にもわたって続きました。

学生の皆さんが生まれたのは 2000 年頃なので、いわゆる「金利のない世界」で成長してきた世代でしょう。そして大学に入ってから突然「金利がついたの？」と驚くような時代に直面しているのではないかと思います。一方で、私のような

【図表 1】 パネル趣旨と進め方

- ・ 昨年3月、植田日銀総裁は20年以上にわたり続けられてきた「ゼロ金利政策」に終止符を打ち、日本は金利のある世界へと足を踏み入れました。ただし、その金利引き上げのペースは、過去の日本や現在の欧米諸国と比べて緩やかであり、トランプ関税の影響も一因となっています。
- ・ 本日は、この1年3か月の間に日本経済で何が起きたのかを振り返り、金融政策、マーケットの反応、企業や家計の行動を踏まえながら、多面的な視点で日本が金利のある世界にどう適応してきたか、または適応しているのかを考察します。さらに、日本銀行と政府がこれから採るべき政策や、企業と国民がどのように対応すべきかについても議論を深めたいと考えています。
- ・ 本日の成城大学パネルディスカッションでは、日本銀行に在籍経験のある研究者、金融経済を多角的に分析する研究者、そして金融マーケット分析を専門とする研究者の3名をお招きしています。まず、それぞれの専門の視点から意見をお伺いし、休憩をはさんで後半では広い視野で活発な議論を展開していく予定です。

【図表 2】 日本の政策金利と長期金利 (1990~2025)



シニア世代では、「ワリコー」¹⁾ や郵便局で定額預金にお金を預けると10年間で100万円が倍になる、そんな時代を経験してきました。

では、この「金利がついた時代」において、果たして金利を引き上げても日本は本当に大丈夫なのか。金利はどこまで上がるのか。こうした疑問はよく質問を受ける項目です。そこで今回、このテーマを深掘りし、多角的に議論する場としてパネルディスカッションを企画しました。様々な視点を持つ方々にお集まり頂き、それぞれの観点から話を伺うことで、

現在の金融経済情勢についてより理解を深めることができると考えた次第です。

ゼロ金利解除から植田総裁のもとで金利がつき始めてから、1年半が経過しました。この間にどのような変化があり、私たちはその準備が十分できていたのか、さらにこれを踏まえた上で将来どのように進むべきか。本日は、その点についてパネリストの方々のお話をお聞きいただきたいと思います。

さて、本パネルの進め方ですが、前半ではお一人20分ずつ計約1時間お話をいただき、その後15~20分の休憩を挟

1) ワリコーは日本興業銀行（現みずほ銀行が継承）が発行していた「割引金融債券」の通称。2007年まで販売されていた。

み、後半はパネルディスカッション形式で議論を行い、テーマについて多角的に掘り下げたいと考えています。

次に質疑応答での質問の提出方法についてご案内します。ご質問は途中の休憩時間に配布資料の二次元コードを読み取って送ってください。また、スマホの充電が切れてしまった方、今デジタル機器をお持ちでない方等のために、前方にも質問用紙をご用意しております。そちらにご記入いただき、後半パネル開始前までに提出していただいても結構です。

実は、2月に本研究所ミニシンポジウムを開催した際、驚いたことがありました。中学生が大学の先生による「フランスのリーダーシップ」に関する講演を聞きに来ていたのです。「本当に内容がわかるのかな」と心配になり、講演終了後に彼に尋ねてみました。彼は「実は質問があったんですけど、大人が質問しているのを見て、自分はまだ大学生でもない中学生なので遠慮してしまった」と答えていました。この経験から、本日も学生の方が質問しづらいと感じることがあるかもしれないと思い、二次元コードで質問を受け付ける形にしました。ぜひ気軽に質問を送ってください。私の方でバランスよく質問を拾っていきたいと思います。

次に、パネリストをご紹介します。本日は、本当に素晴らしい方々にご登壇いただいております。というのも、私がパネリストを選定する際、「ぜひこのような方々に来ていただきたい」と思い描いていた第一希望の方々がおりました。今回第一希望の方々全員からご快諾を頂きました。私は何十回とパネルをプロデュ-

スしておりますが、このような幸運は数少なく、感激しております。本日は金融それぞれの分野におけるベストメンバーが揃い、素晴らしい機会になったと思います。

まず、お一人目は、日本銀行で5年に亘って実際に金融政策の判断の投票に携わられてきた原田泰さんです。原田さんの略歴は資料1に記載の通りですが、東京大学卒業後、経済企画庁に入庁され、財務省の研究所次長や大和総研のチーフエコノミストなどを歴任されました。また、博士号をお持ちで、日本銀行での審議委員の前は早稲田大学等で教鞭を執られ、現在は名古屋商科大学教授です。

原田さんは多数の著書を出版されております。なかでも岩田規久男氏、中澤正彦氏他との共著『昭和恐慌の研究』では日経・経済図書文化賞を受賞されています。また本日、特にお勧めしたいのが、最近出版された『検証 異次元緩和』です。本日は、日本銀行での経験を踏まえた貴重なお話をしていただけると期待しております。

次にご紹介するのは、金融経済を多角的に分析されている研究者、矢嶋康次さんです。矢嶋さんのご経歴は資料2に記載のとおりですが、現在、ニッセイ基礎研究所でエグゼクティブフェローを務めておられます。東京工業大学をご卒業され、理科系のセンスをお持ちの方でもあります。日本生命に入社後、基礎研究所に移り、チーフエコノミストとして活動され、2021年からは常務理事も兼任されています。また、大学では早稲田大学や上智大学で教壇に立たれ、参議院の客員調査員を務めるなど、幅広い分野でご

【資料1】

パネリスト 原田 泰 氏
名古屋商科大学ビジネススクール教授
元日本銀行政策委員会審議委員

学歴・職歴

- ・1974年東京大学農学部農業経済学科卒業、経済企画庁入庁。調査局海外調査課長、財務省財務総合政策研究所次長、大和総研専務理事チーフエコノミスト早稲田大学政治経済学術院教授
- ・1979年米国ハワイ大学経済学修士、2012年学習院大学経済学博士
- ・2015年～2020年日本銀行政策委員会審議委員

主な受賞・著作

- ・『昭和恐慌の研究』（岩田規久男氏、中澤正彦氏他との共著）日経・経済図書文化賞受賞、東洋経済新報社、2004年
- ・『日本国の原則』石橋湛山賞受賞、日本経済新聞出版社、2007年
- ・『デフレと闘う』中央公論新社、2021年、『検証異次元緩和』ちくま新書、2025年

【資料2】

パネリスト 矢嶋 康次 氏
ニッセイ基礎研究所 エグゼクティブ・フェロー

学歴・職歴

- ・1992年、東京工業大学無機材料工学科卒業、日本生命入社。1995年ニッセイ基礎研究所経済調査部研究員。2012年チーフエコノミスト。2021年常務理事兼務
- ・2004年度～2014年度、早稲田大学、上智大学で非常勤講師兼務
- ・2015年、参議院予算委員会調査室客員調査員。モーニングサテライト等でコメンテーター

主な受賞・著書

- ・『期待形成の異質性とマクロ経済政策』（共著）東洋経済新報社 2005年
- ・『非伝統的金融政策の経済分析：資産価格からみた効果の検証』（竹田陽介氏との共著、第54回エコノミスト賞受賞）日本経済新聞出版社2013年
- ・『記憶の居場所（ときのすみか）：エコノミストがみた日常』慶應義塾大学出版会、2021年

活躍されています。さらに「モーニングサテライト」ではコメンテーターとしてもおなじみです。

矢嶋さんも数多くの著書を出版されており、中でも経済分野の芥川賞とも称される「エコノミスト賞」を受賞された『非伝統的金融政策の経済分析』は、今日のテーマとも関連の深い重要な内容を扱っています。また、『記憶の居場所（ときのすみか）』というお人柄が感じられるソフトな内容の著作もあり、その幅広い執筆活動にも注目すべきです。本日の講

演がどのような内容になるのか、非常に楽しみにしております。

最後にご紹介するのは、加藤出さんです。加藤さんは東短リサーチの代表取締役社長、チーフエコノミストです。資料3に記載の通り、横浜国立大学経済学部をご卒業後、短資会社に入社され、早くから頭角を現されました。その後、チーフエコノミストとしての活躍を経て、2013年より代表取締役社長を務めていらっしゃいます。

加藤さんは多忙を極める中でも、東京

【資料3】

パネリスト 加藤 出 氏
東短リサーチ代表取締役社長 チーフエコノミスト

学歴・職歴

- ・ 1988年、横浜国立大学経済学部卒業、東京短資入社。短期市場のブローカーとエコノミストを2001年まで兼務。2002年チーフエコノミスト。2013年東短リサーチ代表取締役社長
- ・ 2007～2008年度、東京理科大学、2009年度中央大学、2020～2021年度成蹊大学で非常勤講師
- ・ テレビ東京「モーニングサテライト」、BS-TBS「Bizスクエア」「報道特集」等でコメンテーター

主な著作

- ・ 『東京マネーマーケット』（共著）2002年 2009年 2019年有斐閣
- ・ 『日銀は死んだのか？』日本経済新聞社 2001年
- ・ 『日銀、「出口」なし！ 異次元緩和の次に来る危機』朝日新書 2014年

【資料4】

座長 内田 真人
成城大学名誉教授・成城学園常務理事

学歴・職歴

- ・ 1978年、東京大学教養学部卒業、日本銀行入行、パリ政治学院大学院単位取得退学、パリ主席駐在、那覇支店長、沖縄県事業認定審議会委員、金融市場局兼国際局参事役(Member of Committee of Global Financial Stability in BIS)、調査統計局審議役
- ・ 2007年、成城大学社会イノベーション学部教授、フランス ENSL(École Normale Supérieure de Lyon)客員教授、財務省独立行政法人国立印刷局評価委員会委員（副委員長）、日本金融学会理事、2025年成城学園常務理事

主な著作

- ・ 『デフレとインフレ』日経文庫、2003年
- ・ “The Dynamics of Regional Innovation” (Lecler, Yveline等共著) World Scientific Publishing, 2010
- ・ 『グローバル化と地域金融』（福光寛等と共著）東信堂、2021年

理科大学、中央大学、成蹊大学で非常勤講師を務められるほか、テレビ東京やBS TBS でコメンテーターとしても活躍されています。つい最近、テレビで放送された金融市場をテーマにした1時間番組を拝聴しました。ディーリングルーム中継もあって大変興味深く、加藤さんの専門的な知見が存分に発揮された内容でした。

著書も多数出版されており、中でも『日銀は死んだのか：超金融緩和と政策の功罪』は、日経新聞社から刊行された話

題作です。また、『日銀、「出口」なし！ 異次元緩和の次に来る危機』では、10年前からこのテーマに問題意識を持ち、分析を続けてこられた内容が多数収録されています。

本日のパネリストの皆様はまさに講演会にふさわしい卓越した方々です。3名のお話をお聞きいただき、疑問点がございましたら、お気軽にご質問ください。

それでは、原田さんに最初の講演をお願いしたいと思います。

金利上昇と銀行、中央銀行、政府の財務

原 田 泰 氏

（名古屋商科大学ビジネススクール教授・元日本銀行政策委員会審議委員）



原 田 泰 氏

名古屋商科大学の原田と申します。

暑期中、皆さん本当にこんなに集まっていたかまして、ありがとうございます。本日は本講演会で過去最高の参加者が集まっていると伺い、大変光栄に思っております。私はこれまで成城大学に何度かお呼びいただいたことがあるのですが、その時に植草一秀さん、大体40～50歳以上の方は全部ご存知だと思ふのですけれども（笑）、が来た時よりも多いということなので、これは大変名誉と言っていいのかわかりませんが、名誉なことだと思っております。97回もやっている、非常に伝統ある場にお呼びいただきまして大変ありがとうございます。内田先生には本の紹介

までしていただきまして、本当にありがとうございます。

では、本題に入らせていただきます。はじめに、「異次元緩和と低金利の問題点」という議論なのですが（図表3）、長期の低金利は債務の拡大というマグマをためるという、だから問題だというのが問題の1つの意味だと思います。それからもう1つは、日本は金利上げにどこまで準備ができていくかという、そのような2つの問題意識だと思います。

債務の拡大というマグマをためるという議論ですけれども、普通に考えると、企業でも債務が増えることが必ず悪いとは限らないわけです。債務が増えて、債務以上にリターンがあればいいわけです。だから債務があるからいけない、それが必ずマグマをためる、ということは言えないと思います。

ただ、中国の債務の罨²⁾にはまってしまったとかいう話ありますから、それはもちろん貸すほうも悪いのですが、借りたほうもどうかしている。飛行場とか港湾とかたくさん作って、そこに飛行機や船が来なかったら返せない。返せないなら、その港湾や飛行場をよこせと言われて困ってしまうという話です。

2) 中国の「債務の罨」とは、「一帯一路」という広域経済圏構想を通じて発展途上国に多額の資金を貸し付け、返済が困難になる状況を利用し、その国での影響力を高めようとする戦略を指す。

【図表 3】異次元緩和と「低金利の問題点という議論」

・異次元緩和＝長期の低金利政策が問題という議論の2つの問題

①長期の低金利は「債務の拡大というマグマを溜めるという議論」。それは問題なのか、そのような問題が起きているのか

②「日本は金利上げにどこまで準備ができているのか」という発想に問題。金利上昇の時には名目 GDP も上昇。企業なら利益増加、政府なら税収増加

・参考文献

原田泰『デフレと闘う』中央公論新社、2021年。

原田泰『検証 異次元緩和』ちくま新書、2025年。

Hayashi, Naotsugu, "Recent Unorthodox Monetary Policies vs. Orthodox Theory of Monetary Policy: Comments and Views on Jordan," *International Journal of Economic Policy Studies*, 13(2), 2019.

Friedman, Milton, "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, May 1968.

だから、上手くいく投資と上手くいかない投資があるのは当たり前ですが、ただ債務があるからいけないということにはならないというのが、第1の問題に対する私の感想です。

2番目に、日本は金利引き上げにどこまで準備ができているかという発想ですが、普通、金利上昇のときには名目 GDP も上昇しているわけです。名目 GDP が上がっているというのは、日本全体で売り上げが伸びているということですから、平均的に言えば企業は利益が増加しているはず。政府であれば、名目 GDP が増えているのですから税収が増加する。要するに、賃金も利益も上がっているのですから、当然、税収は増加することなので、そんなに問題はないと思います。

問題が起きるとすれば、名目 GDP は上がらないのに金利を上げてしまうとか、物価が上がっていないのに金利を上げてしまうということなわけで、金利と物価と名目 GDP と実質 GDP がバラバラに動く、というか、バラバラに動くような経済政策を行えば、それは当然世の中混乱してしまう、そういうことだと思う。ですから、通常はそのようなことは起きな

い、起こるとしたら政策がおかしいと思います。

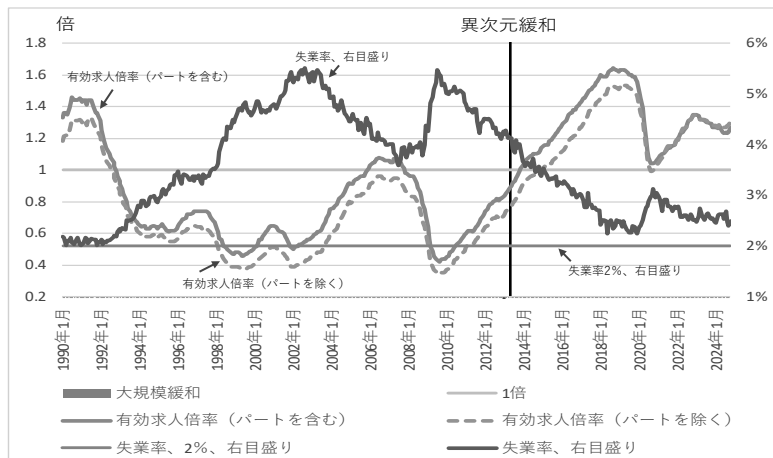
次に、異次元緩和の効果で、副作用があつて大変だという話に対する反論になりますが、図表4に書いてあるのは、失業率と有効求人倍率です。異次元緩和、つまり大胆な金融緩和でマネタリーベースを増やし、大金融緩和をやった。その大金融緩和のときから失業率はどんどん下がっていますし、求人倍率はどんどん上がっている。

皆様、学生の方がたくさんいらっしゃいますけれども、皆様の先輩方、どのくらいでしょうかね、リーマンショックの後ですから2010年くらいまで、就職氷河期で苦しんだ先輩方がいらっしゃるわけですが、今そういうことはない。ですから、非常に上手くいっていると思います。

1人当たりで実質と名目の GDP を見ますと、図表5に示すように異次元緩和前は停滞しているし、異次元緩和の後は成長しているということが明らかだということです。

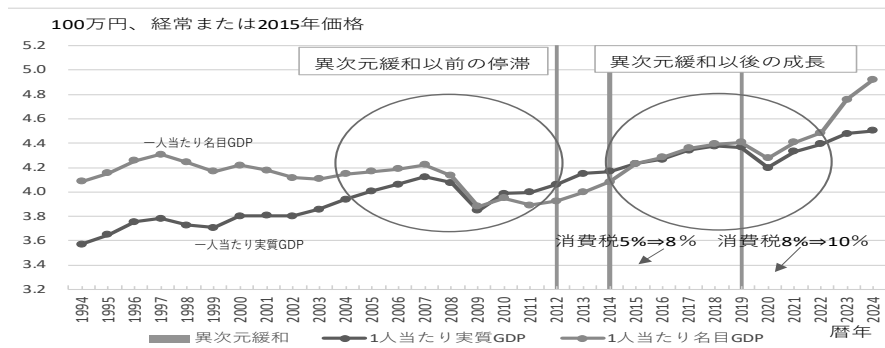
それから、せっかく生産性が上がっても、実質賃金は上がらないという議論があります。図表6の上段の折れ線グラフ

【図表 4】失業率と有効求人倍率の推移（季節調整値）



（出所） 総務省統計局「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

【図表 5】異次元緩和前後の一人当たり GDP



（出所） 内閣府「国民経済計算」、統計局「人口推計」

（注） 1 人当たり実質 GDP の 2001-12 年の年平均成長率は 0.5%、2012-23 年は 0.9%。1 人当たり名目 GDP の 2001-12 年の年平均成長率は -0.7%、2012-23 年は 1.3%。2012-23 年の総人口の年平均成長率は -0.2%、2001-12 年の成長率は 0.1%、生産年齢人口では -0.8%と -0.5%である。差分はどちらも 0.3 なので 1 人当たりになるとどちらも緩和後 11 年間の年平均伸び率が 0.3%高くなる（1 人当たり実質 GDP が 0.4%高くなるのは四捨五入のため）

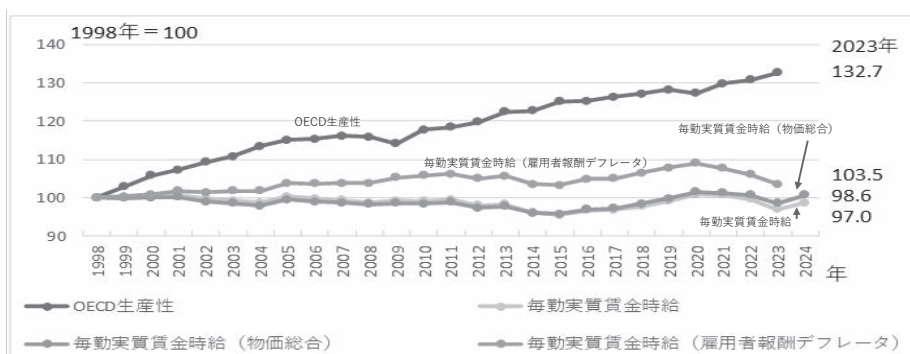
が生産性で、下の 3 本の線が実質賃金です。実質賃金もいろいろなデータがありますので、その全部のデータを描いたわけですが、そうすると確かに生産性が上がっても実質賃金は上がらないというように見えます。

なぜ実質賃金が上がらなかったかとい

うと、消費税を上げたからです。つまり実質賃金は名目賃金÷消費者物価です。消費者物価には消費税の分が入っているわけですから、当然その分だけ実質賃金が下がってしまいます。

それからもう 1 つは、社会保険料が上がっていることです。社会保険料の上昇

【図表6】日本の労働生産性と時間当たり賃金

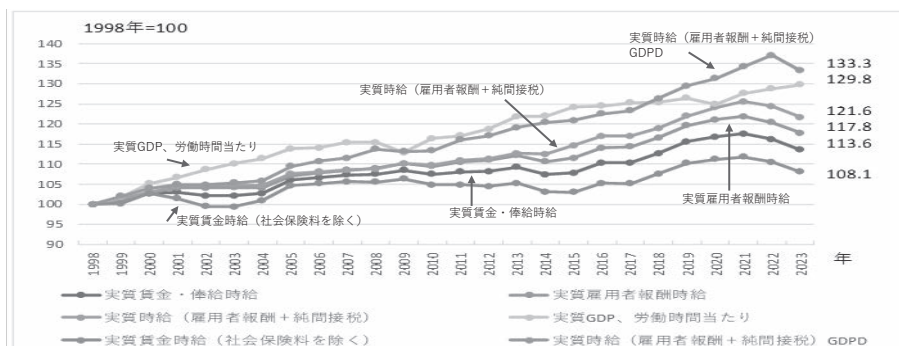


(出所) OECD Data Explorer, Prudctivity, 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

(注) OECDの生産性 (GDP per hour worked) は労働時間当たり実質購買力平価 GDP

毎勤実質賃金時給 = 実質賃金指数 (現金給与総額) ÷ 労総時間指数 (総実労働時間指数)

【図表7】労働時間当たり実質賃金などと実質 GDP の推移



(出所) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算」「国内総生産勘定, 国民所得・国民可処分所得の分配」
「V付表3. 経済活動別の就業者数・雇用者数, 労働時間数」

(注) 賃金・俸給, 雇用者報酬+純間接税の実質化は雇用者報酬デフレータによる。

雇用者報酬デフレータ = $100 \times \text{名目雇用者報酬} \div \text{実質雇用者報酬}$

純間接税 = 間接税 - 補助金。

実質 GDP, 労働時間当たり = 実質 GDP ÷ SNA 労働時間 (就業者 × 労働時間)

実質時給 = 実質雇用者報酬 ÷ SNA 労働時間 (雇用者 × 労働時間)

SNA 労働時間 (就業者 × 労働時間) = 産業ごとの就業者数 × 産業ごとの就業者の労働時間

SNA 労働時間 (雇用者 × 労働時間) = 産業ごとの雇用者数 × 産業ごとの雇用者の労働時間

就業者の労働時間は 2005 年からしかないので 2004 年以前は雇用者の労働時間

によって、手取りが減っている。だから、手取りを増やすと言って、国民民主党が票を取れたのは、手取りが減っていたからです (図表7)。

つまり、実質賃金が低下しているのは、別に資本家が労働者から取ったのではな

くて、政府が取ったということです。もちろん政府がそれを無駄遣いしているかどうかには議論があるわけで、これによって老後の安全を作ったとか、介護になっても仕事を辞めなくてすむようなことをきちっとやって、そのための必要な

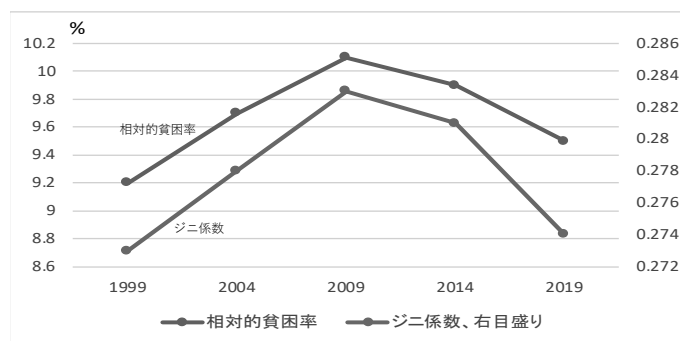
費用を取ったのだというのが政府の言い分です。

政府の言い分が正しいかどうかはわかりませんが、一応一理ある言い分であって、その結果実質賃金が下がったということなのです。あとは原油価格が上がって、実質賃金が下がったということがある。これを交易条件が低下したと言います。要するに政府が取ったか、産油国に取られたかどっちかです。別に日本の資本家とか企業が強欲で取ったわけではない、ということだけ言っておきたいと思います。

なお、付利の矛盾は少しテクニカルな話ですので省略いたします（資料5～7）。

次に、異次元緩和と銀行の財務ですが（図表8）、銀行というのは短期の預金を集めて長期の貸し出しをするわけです。ですから、短期の金利も長期の金利も低くなれば利ザヤが稼げない。つまり長短の金利差があるほど、長期金利が高くて短期金利があまり高くなければ、そのサヤで儲かるわけです。しかし、異次元緩和は全部の金利を引き下げましようというものですから、銀行が異次元緩和に大変文句を言っている。私が日本銀行にお

【資料5】 相対的貧困率とジニ係数の推移



（出所） 総務省統計局「2019年全国家計構造調査 年間収入・資産分布等に関する結果 結果の要約」令和3年8月31日（これが最新のデータ）

（注） いずれも等価可処分所得に関する値

【資料6】 付利の矛盾（1）

- ・ 量的緩和において、日本銀行は緩和策と矛盾する付利を行っている。付利とは日本銀行が民間銀行から預かっている当座預金に金利を付けること
- ・ 金融政策とは、基本的には、金利の付かないマネタリーベースで、金利の付いている国債を買うこと。民間銀行は、金利の付かないマネタリーベースで、利益の見込める運用先をなんとか見つける（ポートフォリオ・リバランス効果）。結果として金利は下がり経済は刺激
- ・ しかし、金利が低下していけば、マネタリーベースと国債の違いは小さくなっていく。0.1%でも金利が付けば、その分だけポートフォリオ・リバランス効果を阻害する。この阻害効果は、金利が低くなるほど大きくなる
- ・ 10年物長期金利がマイナスの時、0.1%の金利で、現金と同様の流動性を持つ当座預金は宝物。付利は当座預金拡大のポートフォリオ・リバランス効果を弱める。Hayashi(2019)は、「日本銀行は、0.1%の金利を支払うことで、超過準備を不胎化[無効化]してしまっている」と指摘

【資料 7】付利の矛盾 (2)

- さらに、日本銀行が民間銀行に金利を支払う訳だから、日本銀行の通貨発行益が減少、政府への納付金も減少
- 日銀の財務を心配している立場からすれば、とんでもないことだと思うが、彼らは日銀が銀行にプレゼントするのは構わないらしい
- 付利は、QQEを開始するに当って、ポートフォリオ・リバランス効果を阻害するという観点から廃止するべきだったが、そのような議論はなされなかった
- 当時、少なからぬ委員が、ポートフォリオ・リバランス効果の阻害と財務悪化という問題を認知せず、0.1%の付利は当座預金を積み上げるために必要と考えていたことから(原田(2021)「6月12日 付利について考える」参照)、付利をそのままに、国債の買入額を増やして当座預金を拡大するという提案への賛同を求めたのではないか
- もし、付利の廃止を同時に提案していたら、審議委員の全員一致でのQQEへの賛同は得られなかったらう。また、当時10年物国債利回りは0.7%以上、0.1%の付利のポートフォリオ・リバランスの阻害効果は小さいと考えられていたのかも

【図表 8】異次元緩和と銀行の財務

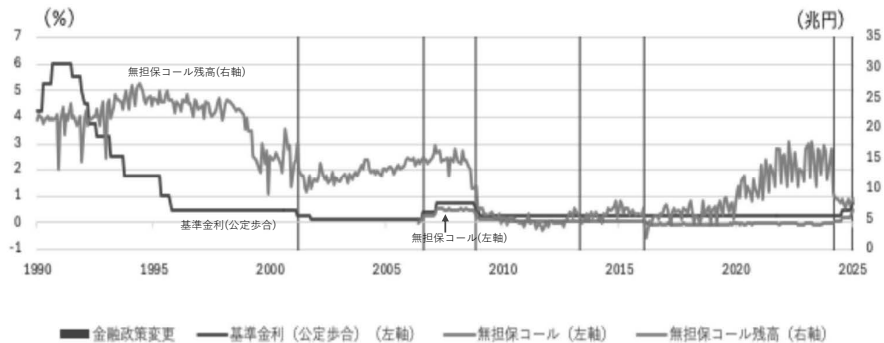
- 銀行とは短期の預金を集めて長期の貸出をするもの
- 短期の金利も長期の金利も低くなれば利ザヤが稼げない
- 銀行が異次元緩和に不平を言うのは当然
- しかし、銀行の利益は長短金利差のみに依るものではない
- 信用コスト(貸し倒れコスト)は重要
- 市場の流動性を阻害するという議論—それは事実か

りましたときも散々文句言われましたが、文句を言うのは当然です。当然ですが、銀行の利益は長短金利差のみによるものではないわけで、長期的に見れば、信用コスト、つまり貸し倒れコスト、お金を貸したのに返せなくなって潰れてしまうのがいちばん困る。長短金利差が大きくてそれでずっと儲かるとしても、あるときドカンと損するということが起きて、そのときの損がいちばん厳しい。いきなりドカンと不良債権で損するわけです。異次元緩和以降、倒産が減っていますから、信用コストの減少で結構儲かっている銀行もあるわけです。

次に、市場の流動性を阻害するという議論ですが、それはそもそも事実ではないと思います。市場の流動性と言われてもそういうマーケットで働いたことのあ

る方以外は何のことか分からないと思います。市場の取引残高が減少するということは市場の流動性の低下で、それはよくないこと、ということに一応なっているのですが、それと量的緩和と、金利と、付利との関係が見出せないというのが、図表9のグラフです。つまり、先ほど付利のところは省略してしまったのですが、付利というのは日本銀行が民間銀行に0.1%の金利をあげることです。なぜこの金利をあげたかということ、市場の流動性が大きく低下してしまうから付利をしたと日本銀行は説明しています。では、付利をあげたときに、取引残高が維持できたかということ、全然維持できていない。つまり、このギザギザのグラフが市場の流動性の指標なのですけれども、市場の流動性の指標は、かえって下がっている

【図表 9】 短期金融市場の推移

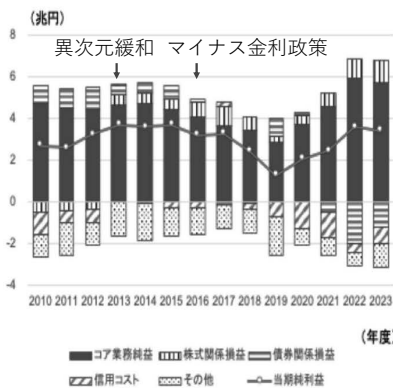


(出所) 日本銀行「無担保コール期間別市場残高」, 上田八木短資株式会社「無担保コール期間別市場残高」。
縦線部は, ①量的緩和政策の2001年3月, ②2006年8月, ③付利の2008年10月, ④異次元緩和
は2013年4月, ⑤2016年1月のマイナス金利政策の時点である。データは2025年1月まで。

【図表 10】 業態別の金融機関の収益の推移 (1)

(大手銀行・地域銀行・信用金庫の合計)

(大手銀行)



というのが現実です。それで2008年10月に付利をしたらまたこう下がってしまったということです。そのような関係は見いだせないと思います。

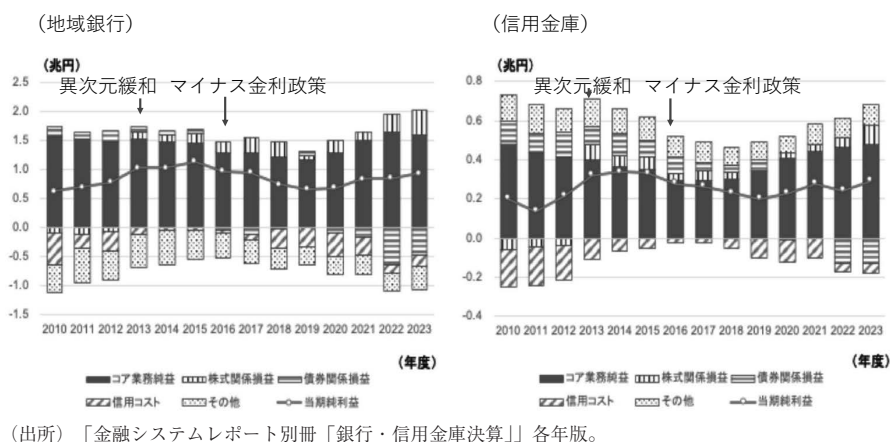
それから銀行の利益も、この異次元緩和後、むしろ増えている(図表10左)。なぜ増えているかというと、信用コストです。この信用コストがずっと下がっているわけです。この信用コストがなくなったことによって、前の2012年に比

べて2013年の銀行の利益は上がっているということです。

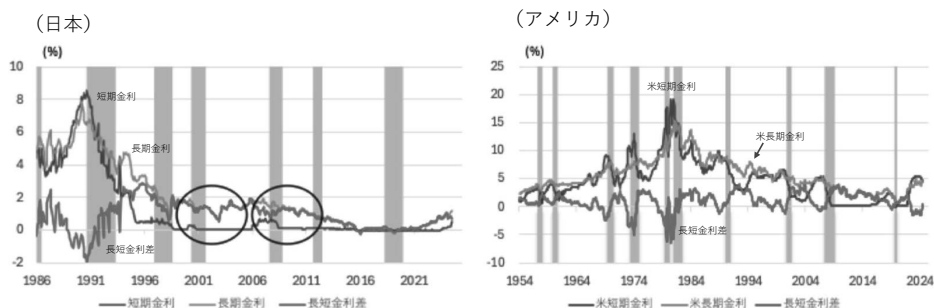
図表10左はすべての銀行を足したものです。あと、図表10右および図表11は業態ごと、業態ごとというのは、大手銀行、地域銀行、信用金庫ですが、すべてで同じような動きをしています。

それから長短金利差が拡大すれば、もちろん銀行は儲かるようになるのですが、短期金利を上げたときに長期金利が上が

【図表 11】業態別の金融機関の収益の推移 (2)



【図表 12】日本とアメリカの短期金利、長期金利、長短金利差の推移



るとは限りません。

図表 12 に短期金利を上げた例を示していますが、丸で囲った所は短期金利をゼロから少し上げた時期で、上段のギザギザ線が長期金利で、下段の平坦な線が短期金利です。

2000 年は長期金利が大きく下がってしまいました。長短の金利差で銀行は儲

かるようになるのですが、この差がcaえって小さくなってしまった。

2006 年の終わりもそうです。短期金利を上げたら、長期金利はもっと下がってしまって、長短金利差はもっと小さくなってしまった。ということで、政策金利を上げたからといって、銀行が儲かるようになるとは限らないということです。

それはなぜかという、物価と金利のダイナミズムがあるからです (図表 13)。銀行は金利を上げれば、長期金利も上がって銀行経営が楽になると思っているようですが、景気悪化に対して金利を下げれば、景気が好転、物価も上がって、金利もさらに上がる。物価上昇や景気過熱を抑えるために、金利を引き上げて、金利がさらに上がる。これをちょうどいい状況にしておけば、物価が 2% 上がって、金利も 2% 前後まで上がって、景気もいい、失業率も低いという状況を作れる。いつもそういう状況であるようにすることがいちばん大事なのですが、見境なく金利を上げたらかえって金利は下

がってしまうということです。

それからもう 1 つ、中央銀行が赤字になれば問題だという人がいます (図表 14)。しかし、中央銀行が赤字だから、もう日本のお札は持たないとか、海外の銀行にしか預金しないという人は、私はいないと思います。赤字だから、それがどういうメカニズムで、どういう悪い影響を与えるのかということについて、実は何の説明もないと思います。

例えば中央銀行の損益と為替レート、つまり中央銀行が赤字になると、為替レートが暴落するという説がありますけれども、まったくそんなことはないです (図表 15)。

【図表 13】物価と金利のダイナミズム

- ・ 銀行は金利を上げれば長期金利も上がり、銀行経営が楽になると思う
- ・ しかし、金利と物価のダイナミズムによってそうはならない。景気悪化に対して、金利を下げれば景気が好転、物価が上がり、金利も上がる。物価上昇や景気過熱を抑えるためにも金利を引き上げ、金利がさらに上がる
- ・ 金利の引き上げが低金利を生み、金利の引き下げが高金利を生む
- ・ 景気回復が十分でない時に金利を上げれば、却って不況をもたらす金利を下げる。すなわち、早すぎる金利の引上げが低金利をもたらす
- ・ これはノーベル経済学授賞、シカゴ大学の故ミルトン・フリードマン教授が明らかにしたこと (Friedman (1968))。
- ・ ただし、本書では、デフレが低金利をもたらすことを強調しているが、フリードマン教授は、インフレが高金利をもたらすことを強調
- ・ むしろ、中央銀行が、銀行経営に付度することで大規模緩和が遅れ、かえって低金利状況を作り出してしまったのかもしれない

【図表 14】中央銀行が赤字で何が問題なのか

- ・ 異次元緩和による中央銀行のバランスシート拡大が、最終的には日本銀行の財務悪化を招き、特に債務超過になると、市場の信頼を失墜、急激なインフレ、為替の暴落、金利の急騰などが起こるという議論。しかし、なぜそうなるのか
- ・ これに関しての「中銀債務超過大変論者」の説明は乏しいが、日本銀行企画局 (「中央銀行の財務と金融政策運営」2023 年 12 月 12 日) は、中銀財務の悪化を懸念して適切な利上げができず、物価上昇が加速、円が急落という説を紹介
- ・ これは、中央銀行の財務悪化が経済のメカニズムを通じて、インフレや為替下落をもたらすという議論ではない。「中銀大変論者」の主張は、中央銀行が赤字になると中央銀行が適切な政策運営ができなくなるから大変だというもの
- ・ ということは、中央銀行が赤字になっても、適切な政策運営をすれば良いだけ。
- ・ 現実には中央銀行の財務状況と為替、金利、インフレなどとの関係を見ると、「大変論者」の主張に根拠がないと分る

【図表 15】 中央銀行の損益と名目実効為替レート

(米国)



(英国)



(欧州)



(日本)



(注) 日本銀行の経営利益は2023年度までは年度、2024年度は同年度上半期を2倍にして表示している。
日本円の名目実効為替レートは2024年12月まで。

(出所) BIS "Effective exchange rates" 各国地域の中央銀行の損益は前掲の表の出所を参照。

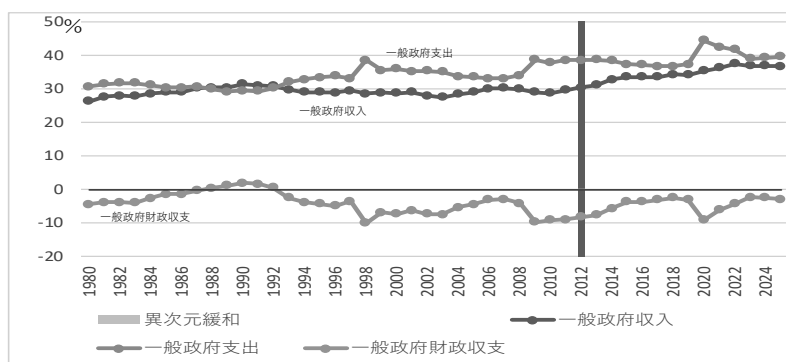
アメリカの中央銀行であるFRBは赤字で、今、債務超過の状況にある。でも、FRBが債務超過だからといって、アメリカ・ドルを持たないという人はいない。要するに、中央銀行が赤字になるとすごいドル安になるということは起きない、起きていないということです。

トランプさんは、ドル安にした方がいいと思っているらしいですが、FRBが赤字になっても、あるいは債務超過になっても、全然そのようなことは起きていない。日本の場合を見ると、今、日本銀行の利益はどんどん増えている。なぜかというと、ETFつまり株を買っていてその配当金がかかなりありますので、中央銀行の利益は史上空前なのですが、円安に大体推移しています。このところ円高

になったりしていますけれども、基本的には円安に推移しています。だから、中央銀行の損益と為替レートは関係がない。

異次元緩和と政府の財務ですが、異次元緩和と共に政府の収入が増加して、財政収支は改善しています(図表16)。上から2番目の折れ線グラフが一般政府の収入で、一番上の折れ線グラフが支出です。2020年がコロナで支出が増えてしまった分ですが、その後だんだん抑えてきて、ほとんどゼロ、かなり縮まっています。その結果、政府債務残高の対GDP比は安定、低下しています。金利が上がるときには名目GDPも増え、税収も増えているから大丈夫ということです(図表17)。ですから大胆な金融緩和によって、雇用が改善、生産性が上昇、

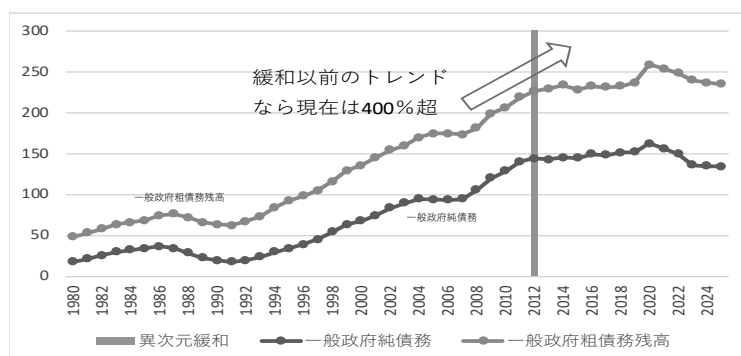
【図表 16】 異次元緩和と一般政府収入、支出、収支（対 GDP 比）



（出所） IMF, WEO database, April 2025.

（注） 2025 年は IMF の予想。

【図表 17】 異次元緩和と一般政府債務残高（対 GDP 比）



（出所） IMF, WEO database, April 2025.

（注） 2025 年は IMF の予想。

【図表 18】 結論（1）

- ・ 大胆な金融緩和の成果は、雇用の改善、生産性の上昇、実質と名目のGDPの増大（特に1人当たり）、所得分配の改善、財政状況の改善など
- ・ 特に大きいのは、失業率の2%台への低下。就職氷河期と言われるような若年層の雇用環境の悪化は生じていない。雇用者数は642万人、12.4%の増加
- ・ 銀行の財務は長期金利の上昇により改善。ただし、金利を上げれば必ず長短金利差が拡大する訳ではない
- ・ 中央銀行の財務状況は、物価を安定させるという金融政策の妨げにならない。また、長期的には必ず中央銀行は利益を生む
- ・ 政府債務はデフレの時にこそ悪化。名目GDPの増大は税収をもたらす。名目金利<名目GDP成長率なら政府債務状況は改善
- ・ 「異常な」低金利が生じたのは、金融緩和が不十分でデフレになり、名目GDPの上昇率が低下、マイナスにさえたから

実質と名目 GDP が増大しているという います（図表 18, 19）。
 ことで上手くいっている。副作用といわ 以上で私の話を終わらせていただきま
 れているものも実は存在しないと思って す。どうもありがとうございました。

【図表 19】 結論 (2)

- ・つまり、誤ったデフレ的金融政策によって名目 GDP の成長率が低下、それを反映して金利が低下。これは、金利と物価のダイナミズムとして説明したもの
- ・名目成長があつて金利が上昇。無理やり金利を引き上げてはデフレに戻るだけ
- ・「日本は金利上げにどこまで準備ができているのか」という発想に問題。金利上昇の時には名目 GDP も上昇。企業なら利益増加、政府なら税収増加
- ・大規模金融緩和が成功であることを示したのは、石破茂首相の豹変。石橋氏は党内野党時代に反安倍の言論の一環として、アベノミクスの異次元緩和にも反対。ところが石破氏が2024年9月27日自民党総裁選に勝利すると、日経平均は2000円近く下落。慌てて10月2日、「現在(利上げの)そのような環境にない」と発言すると株価は戻った
- ・石破氏は、安倍氏を批判したくて、反アベノミクスの批評家たちの言論を取り入れたが、いざ自分が首相になってみれば、その議論が誤りだと分かった
- ・誤った信念に取りつかれた政治家より、現実に対応して柔軟に意見を変えることのできる政治家の方がマシ

【資料 8】 債務は純債務（金融債務－金融資産）で考えるべき

- ・ 債務の金利が上がる時、金融資産の金利も上がるはず
- ・ 上がらないなら、政府はあまりにも愚かな投資をしていたことになる
- ・ こんな政府に増税させてはいけない
- ・ 政府粗債務は237兆円、政府純債務は134兆円(IMFベース)
- ・ 政府債務の状況は政府純債務で考えれば良い
- ・ 政府債務の対GDP比の変化はどう説明できるか

【資料 9】 政府債務残高比率，名目 GDP，金利，財政赤字 (1)

以下は、原田 泰(2024.5.14)による

予測の上で重要なのは、基礎的財政収支(プライマリーバランス)という概念。政府支出のうち金利払いと元本返済のための支出を除いたものをE、政府収入をRとするとE-Rが基礎的財政収支(PB)。さらに金利をr、名目GDPをY、t+1期の政府債務をDt+1、前期の政府債務Dtとすると

$$Dt+1 = E - R + rDt + Dt$$

この式の意味は、当たり前だが、今期の政府債務Dt+1は、基礎的財政収支E-Rと政府債務の利払い(金利×前期の政府債務)と前期の政府債務とを足したものである。また、政府債務の変化をΔDと書くと

$$\Delta D = Dt+1 - Dt = (E - R) + rDt$$

すなわち、政府債務の変化は、基礎的財政収支に利払を足したもの

政府債務の対GDP比D/Yの変化率をΔ(D/Y)、名目GDPの成長率をgと書くと

$$\Delta(D/Y) = (E - R)/Y + (r - g)D/Y$$

となる(なぜこうなるかは資料10の注を参照)

【資料10】 政府債務残高比率，名目GDP，金利，財政赤字（2）

D/Y が減少するためには、 $\Delta(D/Y) < 0$ でなければならないから

$$(E-R)/Y + (r-g)D/Y < 0$$

すなわち、基礎的財政収支 $E-R$ /名目GDP Y と（金利 r -名目成長率 g ） $\times$ （政府債務残高 D /名目GDP Y ）の和がマイナスであれば政府債務の対GDP比率は低下
このとき、 $r > g$ だとPB均衡でも政府債務の対GDP比は上昇。 $g > r$ だとPB赤字でも政府債務の対GDP比は低下（次のスライドのグラフ参照）

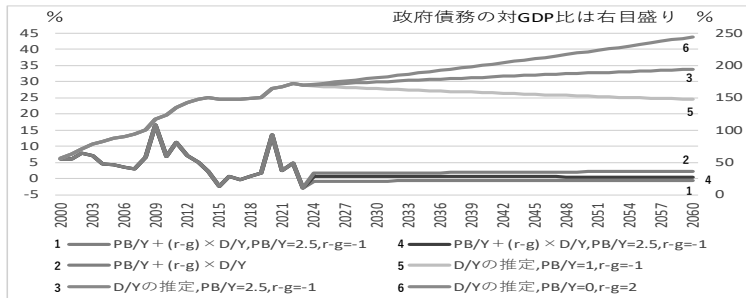
注） (D/Y) を時間によって微分すると $(\Delta D \cdot Y - D \Delta Y) / Y^2$

$$\Delta D = D_{t+1} - D_t = (E-R) + rD \text{ だから}$$

$$((E-R) + rD)Y - D \Delta Y / Y^2 = (E-R)/Y + rD/Y - D \Delta Y / Y^2$$

$$\Delta Y/Y = g \text{ だから } (E-R)/Y + (r-g)D/Y$$

【資料11】 政府債務残高のシミュレーション



（出所） IMF, WEO database, October 2023. 長期金利は Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis

（注） 上記データを用いて本文の式を作成したもの。PB/Y=1 などはPB/Y=1%の赤字であることを示す。

【資料12】 緩和と財政規律（1）

- ・異次元緩和で財政が改善。ところが、大規模緩和で政府が資金調達をしやすくなるので財政規律を低下させるという議論がある
- ・石破茂総理も、その著書で、「[この異次元の金融政策を続けた]結果、国家財政と日銀財務が悪化した」と書いている（石破茂『保守政治家』講談社、2024年、236頁）（日銀財務については後述）
- ・借りやすくなって政府が無駄遣いしやすくなるなら、増税して財政が楽になっても無駄遣い
- ・実際に東日本大震災で起きたこと。復興特別所得税で増税をしたが、政府は賢く使うどころか、驚くべき無駄遣い（原田泰『震災復興 欺瞞の構図』新潮新書、2012年、第2章、第3章。中里透「私見卓見 データに基づく政策論議を」日本経済新聞2022.12.05）。
- ・異次元緩和以来、財政状況が改善。緩和によって財政規律が強化されたと判断すべき
- ・コロナショックまで政府支出はほぼ横ばい（政府支出の対GDP比は低下）。政府支出が増えていないのだから、財政規律は守られていたと考えるべき

【資料13】緩和と財政規律 (2)

- ・コロナショックの対応の政府支出に無駄があったのは事実。国民が死なないようにするのが政府の役割だから、ある程度はやむを得ない。
- ・国民民主党の前原誠司氏(当時)は、衆議院財務金融委員会で、「黒田総裁の・・・十年間で200兆円以上も国債が増えている。[日銀の保有国債は、異次元緩和を]始めた頃はまさに93兆円だったものが今は532兆円、・・・。[数字が合わないが原文のママ]つまりは、この国の政府の財政節度を失わせるということは状況的に生まれてきてしまっている」と主張
- ・すなわち、日銀が金融政策のためと言いながら国債を購入するから、政府の財政規律が低下するという
- ・これに対して黒田総裁は、「財政政策は政府、国会がお決めになる権限と責任を持っておられることですので、それについて申し上げることはありませんが、これは金融政策として行っている」と回答(第210回国会 衆議院財務金融委員会 2022年11月18日)
- ・財政規律を守るのは国会議員であるあなたの仕事でしょ、お門違いの質問は止めて欲しい、と言う訳だ

日銀の金利正常化とトランプ政策

矢 嶋 康 次 氏

(ニッセイ基礎研究所総合政策研究部専務理事 エグゼクティブ・フェロー)



矢 嶋 康 次 氏

矢嶋です。よろしくお願いします。

私からは、先ほど内田先生から理科系でという話がありましたけれども、金利が上がったときに日本経済がどのようになるのかというのを、私どものところでシミュレーションをかけている結果をご報告したいと思います。

仕事柄、国内外の投資家さんに日本が

どうかというのをいつもプレゼンするのですけれども、要は海外から見たときに「日本に投資して大丈夫なのか？」と聞かれた結果をお示しします。結果からいうと、投資していいのではないのでしょうかと、どんどんしてくれと。ただし、その副作用というところの話なのですけれども、当然シミュレーションをかけるので前提条件があります。その前提条件が変わるようなことが起こったら、日本はどうするのですかということも合わせて、きょうお話しできればな、と思います。

後ろは学生さんですけれども、うちの娘が今22歳で、金利とかなんて全く知りゃしないですし、どこのご家庭もそうかもしれないけれども、娘とほぼ会話がなかったので(笑)、このように後ろに学生さんがいらっしゃるといってもない緊張感がありますが、前の方を見てできるだ

【図表 20】 本日のお話 (日本は金利引上げにどこまで準備ができていますのか?)

当社の中期予想

- ・ 中立金利への利上げは可能

リスク① 正常化路線 財政

- ・ 名目成長率 > 長期金利の間に何ができるか (成長戦略、財政規律維持など)
- ・ 市場機能の回復が必要
- ・ 信用される日銀を取り戻す

リスク② 何としても避けないといけないリスク

- ・ 例えば トランプ関税が日本経済を直撃した場合、、、
- ・ 非伝統的金融政策が「伝統」になる日

けお話したいと思います (笑)。

きょうお話したい点は3つあります (図表 20)。1つ目の話は、もう結論になりますけれども、金利の引き上げは可能だと思います。

2つ目は、ただその前提条件として2つ考えなければいけない。1つは正常化路線の中で全体が大きく変わるとすると、財政の話になります。ここはいくつか制御できない問題が発生する可能性が、私はあると思っています。それから、2つ目のリスクなのですけれども、ここがいちばん大問題ですが、きょういただいたテーマからすると申し訳ないですが、金利の引き上げの準備ができていますかという話はいいいのですが、もし景気が悪くなって緩和という状況になったときに、日本は全く手が無いということに対してどうするのですか、ということをご提示したいなと思います。

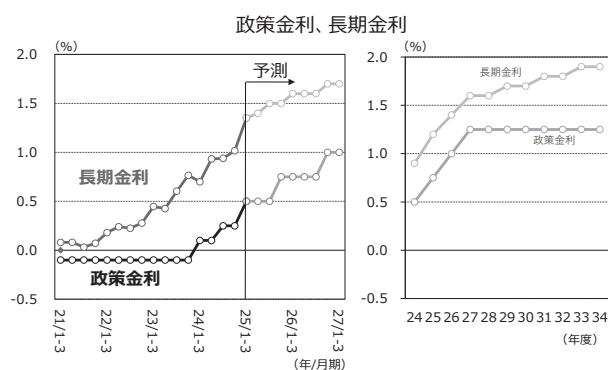
私どもの研究所の予想ですけれども、今、政策金利と短期金利をこのように置いています (図表 21)。政策金利というのは、原田さんがいらした日本銀行で、ある意味日本銀行が決められるので、決めの世界なのですけれども。です

から、私たち民間からすると、日本銀行がどうやって考えて決めるのかというのを予想するという話になります。

長期金利というのは、今だに日本銀行が買っているのもあるのですけれども、一応市場で決まっているので、民間の私たちが将来に対してどのように考えているのかというのを私が予想するというのがこの水準になります。見ていただきますと、右側のほうですけれども、長いところで見ていただくと、日本銀行の政策金利というのはだいたい1.25%くらいというように思っています。長期金利のほうは上がっても2%くらいではないかなというように少し思っていて、海外の投資家からはこんな楽観的でいいのかと、もっと日本の金利は上がるのではないかとかそういう質問を多々受けるのです。「人の国の心配すんな」というようにいつも思っています。

私どもの予想が他のところとどれだけ違うのかという話をさせていただきますが (図表 22)、上が政策金利でマーケットが考えている1年物のフォワード金利なので正確には政策金利ではないのですけれども、大体10年経って2%くらい

【図表 21】 当社の予測 政策金利 1.25%，長期金利 1.5-2.0％

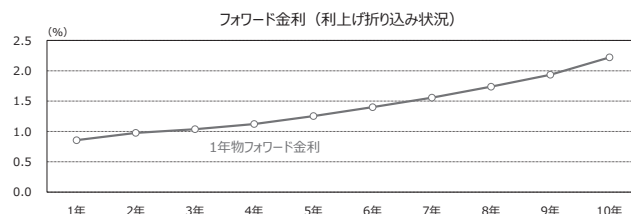


（注） 2024 年以降の政策金利は、無担保コール翌日物の誘導目標のレンジ上限値。長期金利は 10 年国債利回り。予測は、ニッセイ基礎研究所の「2025・2026 年度経済見通し」（2025 年 6 月 9 日時点）および「中期経済見通し」（2024 年 10 月 11 日）

（資料） ニッセイ基礎研究所，Bloomberg

【図表 22】 債券市場関係者の予想（アンケート調査）

政策金利（市場参加者の折り込み）



（資料） Bloomberg よりニッセイ基礎研究所作成

（注） 2025 年 6 月 13 日時点。

長期金利（大手機関投資家アンケート調査）

（新発10年債利回り）

＜回答先数：74先＞	2025/6月末	2025/9月末	2025/12月末	2026/3月末	2026年度末	2027年度末
平均値	1.32	1.38	1.46	1.53	1.63	1.70
第3四分位点（75パーセント点）	1.35	1.49	1.55	1.60	1.75	1.90
中央値	1.30	1.40	1.45	1.50	1.60	1.70
第1四分位点（25パーセント点）	1.30	1.30	1.38	1.45	1.50	1.50

（資料） 日本銀行「債券市場サーベイ」（2025 年 5 月調査）

の水準、私どもが1.25%なのでマーケットのほうが少し高めに見えているというのが今の現実です。

それから長期金利のほうなのですからけれども、平均で見ていただくと2027年度末、いちばん右のところですからけれども、

1.7%くらい、これはニッセイ基礎研究所の私の考えとほぼ似ているという感じになります。

では、この1.25%の短期金利の考え方なのですからけれども、ここは後で見ていただければいいのですけれども、日本銀

行がここ何年間で少し情報を出してきているのを民間はそれを受け入れてある意味予想しているのですが、何を大前提にしているかというと、少し経済的なワードになりますけれども自然利子率というのを日本銀行が図表で出していまして(図表 23)、いろいろな推計があるのですが、 $-1\sim 0.5\%$ 。私たちが実際見るものは、そこにインフレを足した名目の話になるので、目標インフレ $1.5\sim 2\%$ くらいにすると、大体 $0.5\sim 2\%$ くらいになります。繰り返しになりますが、私どもの 1.25% というのはそのような意味では、日本銀行さんとそんなに外れた数字ではないというのがシミュレーションのまず前提になります。それから、長期金利のほうですけれども、大まかな考え方で考えると、ここを後で見えていただければいいのですが、潜在 GDP と期待インフレを足したような形にすると、大体 $0.5\sim 2\%$ くらいで 2.5% くらいの数字になってい

ます(図表 24)。日本銀行が唯一情報提供しているのが、その量的緩和をやった時の長期金利を下げる効果を作ったというようになっていて、それが大体 1% くらいあると言われているので、 $2.5\sim$ マックスあった時には 1.5% くらい、それからそれが全くなると 2.5% という数字が出てくるので、私どもの置いている 2% くらいというのは、そんなに変な数字ではないというのが、ここでおわかりになっていただけるということです。

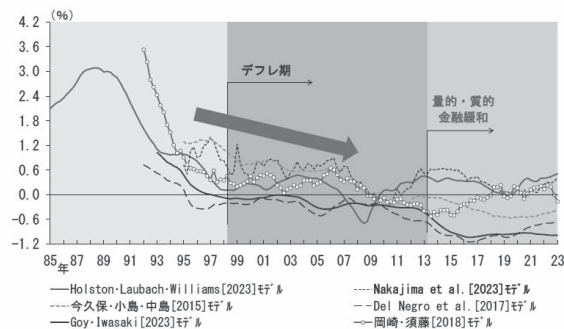
シミュレーションをかけた結果がこちらになります(図表 25)。当然金利を変えると、物価が変わったり、成長率が変わったり、債務残高が変わったり、いろいろなものが全部ガラガラポンで変わってくるので、それをいくつかのほかの前提も、例えば原田先生の先ほどの中ですと生産性みたいな話とかある程度おきにいったりとか、そういういろいろなものをおきにいきますけれども、シミュレ

【図表 23】中立金利の水準

内田副総裁が講演で使った自然利子率

- ・ 自然利子率 $-1.0\%\sim +0.5\%$?
- ・ 名目政策金利 (目標インフレ 1.5% とすると) **$0.5\%\sim 2.0\%$**

自然利子率



(注) 各モデルをベースに推計した試算値。

(出所) 日本銀行, 財務省, 厚生労働省, 内閣府, 総務省, Bloomberg, Consensus Economics 「コンセンサス・フォーキャスト」

ションとして出た結果というのはこちらになります。国内総生産のほうは、名目のほうが程度上回って、実質がやはり少し伸びが低い。ここはもっと日本としても頑張らなければいけないという結果

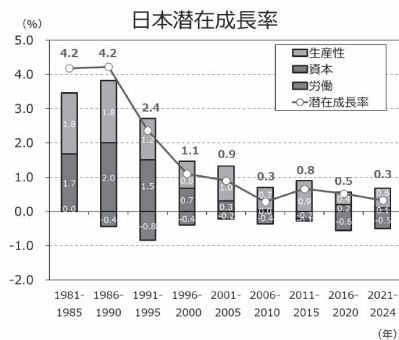
になります。物価のほうは、デフレという状況ではなくなりそうだというシミュレーション結果になります。

国及び地方の債務・財政状況ですけれども、後でご説明しますが、そんなに危

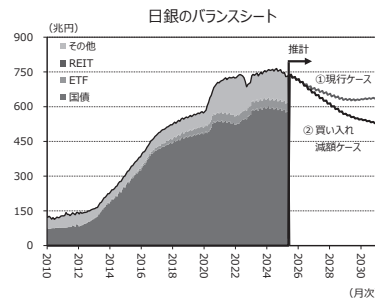
【図表 24】 長期金利の水準

基本的な考え

- ・ 潜在実質GDP＋期待インフレ＋(▲)バランスシート効果
- ・ $0.5\% + 2\% - 1\% = 1.5\%$ (量効果残存)
- 2.5% (量効果なし)



(資料) 内閣府

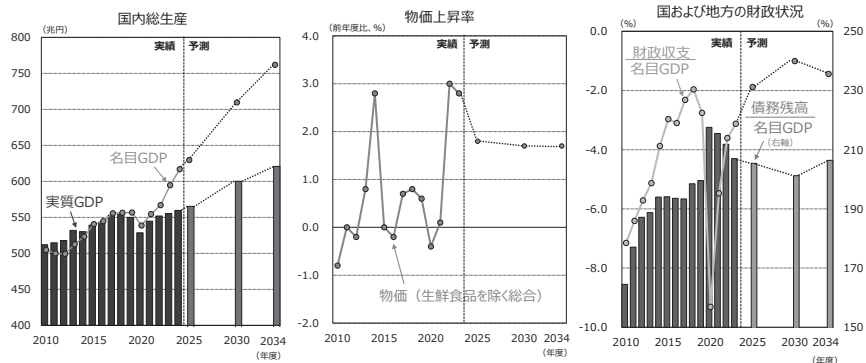


(注) 2026年3月までは日銀の買い入れ予定額。それ以降の買い入れ予定額は、①現行ケース 2.9兆円/月、買い入れ減額ケース 1.0兆円/月と想定。買い入れ年限は、いずれも10年とする。

(資料) 日本銀行よりニッセイ基礎研究所作成

【図表 25】 当社の中期見通し (～2034年度)

メインシナリオは、緩やかな成長、デフレ完全脱却



(資料) 内閣府、ニッセイ基礎研究所

機能的状況にはならないという結果になります。これが楽観的なのかどうかというところについてもご説明しますが、図表 26 の結果となります。ただし、他にもこのようなシミュレーションをやっているところがあって、国（内閣府）がやっているこのような数字を見ると、どのような結果になっているかというと、私どもと大体同じような結果になっていまして、物価を上げると成長率が下がる、まあそりゃそうですね、金利を上げるとことはブレーキがかかるので、経済を少しマイナスの状況に持っていくってのが見えてきます。ただ3年目で1%くらいなので、1%そこそこ成長していればなんとかなる数字だと私は思いますし、今0.5%のものを1.25%ではなく0.75%なので、これのちょうど3/4 掛けくらいになるので、ショックが吸収できるかなと思います。ですから問題は、引

き上げの幅が1.25%くらいだったらできるのだと思うのですけれども、スピード感の問題になるのだと思うのです。あまり短期にガーッと上げてしまうと、多分経済は持たないというのが今の日本の現状です。そのような意味では、30 年ぶりに良い状況に來ているのですけれども、スピード違反は注意というのが私どものシミュレーションの結果になります。

国全体で今見ましたけれども、部門で見えます。たとえば私たちがいる家計部門とか、みなさんが働いている企業部門等々で見ると、こちらになります（図表 27）。

家計は金利が引き上がると、当然預金が多いのでプラスの効果が出ます。ただし、これは多分政治家が非常によく使う話だと思うのですけれども、世代別で金融資産と負債の状況があまりに違うので、誰に聞くかによっても全然状況が違うと

【図表 26】金利引き上げ 時間をかければ1%引き上げは可能な範囲

標準ケースからの乖離率

- ① 経済を下押し（1年目→3年目：▲0.3%→▲1%程度）
- ② 物価を抑制（1年目→3年目：▲0.1%→▲0.4%程度）
- ③ 円安を抑制（1年目→3年目：▲0.6%→▲3%程度）

短期金利を1%引上げ

	実質GDP (%) ①	実質GDP 成長率 (%ポイント)	消費 (%)	設備投資 (%)	住宅投資 (%)	財・サービス 輸出 (%)	財・サービス 輸入 (%)	GDPGAP (%)
1年目	-0.33	-0.58	0.18	-2.05	-0.32	-0.01	0.17	-0.29
2年目	-1.01	-0.57	0.11	-5.65	-0.49	-0.11	0.08	-0.67
3年目	-1.20	-0.04	-0.09	-6.38	-0.76	-0.30	-0.22	-0.51
	名目GDP (%)	民間消費 デフレーター (%) ②	単位時間 あたり賃金 (%)	失業率 (%ポイント)	財政収支対 名目GDP比 (%ポイント)	長期金利 名目GDP比 (%ポイント)	経常収支対 名目GDP比 (%ポイント)	為替レート ③
1年目	-0.39	-0.07	-0.11	0.01	-0.13	0.46	-0.07	-0.62
2年目	-1.19	-0.17	-0.78	0.02	-0.55	0.46	-0.18	-1.71
3年目	-1.55	-0.36	-1.23	0.02	-0.95	0.54	-0.36	-2.84

(備考)

名目短期金利が標準ケースと比べて1%上昇し、その変化がシミュレーション期間中継続するものと想定した。

(注) GDP および需要項目、民間消費デフレーター、賃金、為替レートは標準ケースからの乖離率を、GDP 成長率、GDP ギャップ、失業率、財政収支対名目 GDP 比、長期金利、経常収支対名目 GDP 比は乖離幅を示している。
為替は名目対米ドルレートで、符号が負の場合は円の増価を意味する。

(資料) 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル (2022 年版) の構造と乗数分析」(2022 年 12 月)

【図表 27】金利上昇の影響 家計、企業、金融機関は大丈夫

家計 プラス

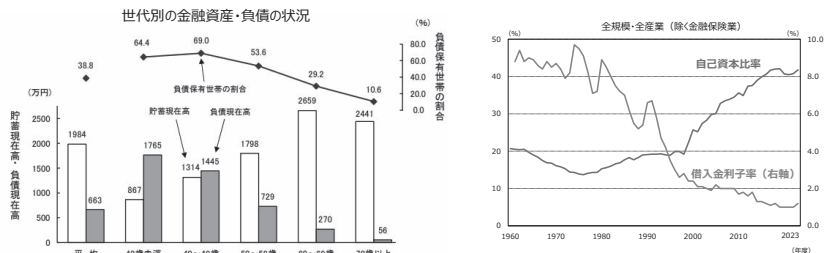
- ・ 預貯金
 - ・ 世代により異なる
- 高齢者は多額の金融資産、若年層は住宅ローン

企業 効果はマイナスだが、リスク発現は小さい

- ・ 利益率改善+自己資本比率は上昇
- ・ 資金過不足では98年以来、貯蓄超過主体
- ・ ミクロでは中長企業やコロナゼロゼロ融資企業に影響も

金融機関 収益改善に

- ・ 貸出金利が預金金利より上昇幅が大きく、利ざやが拡大(収益改善)
- ・ 中小金融機関は、貸出に回せず長期国債などの投資のリスクが顕在化することも



(資料) 総務省「家計調査報告(貯蓄・負債編)」
(2024年)

(注) 金融資産には、預金・保険・有価証券を含む。

(注) 借入利率=支払利息等/(短期・
長期借入金+社債+受取手形割引
残高)×100 (%)

(資料) 財務省「法人企業統計」

というのが日本の個別で見た時のお話です。資産をものすごくいっぱいお持ちの方と、そうではない方。お持ちの方がニコニコされているのだと思うのですが、多分金利を上げろ、上げろの話だと思うのですが、これが出ている。住宅ローンを抱えている若い世代の方だと、金利引き上げなんかたまったものじゃないという話になるのだと思います。

企業のほうは、普通は借金をしているはずなのですね。ところが、日本は1998年からフローベースで見た時に、借金をしない主体にどんどんなっているのです。しかも、金利の借入金利率もどんどん下がっているし、借入の額もどんどん、どんどん減ってきているので、今金利を引き上げても実は企業全体で考えた

時には、全然大きな問題にはならないというのがシミュレーションの結果になります。

ただ、ここも先ほどの家計の話と同じで、政治的にはたとえばコロナの時にゼロゼロ融資で借った企業はどうするのだ、みたいな話がものすごくクローズアップされますけれども、部門全体で見た時にはそんなに影響が出ないというのがシミュレーションの結果です。

金融機関のところは、先ほど原田先生からお話があったのですが、収益改善なのでプラスです。そのような意味では、別にそんな大きな問題が起こるところがないのですが、1箇所だけ問題になるのが財政です。

ここは先ほどの原田先生の話と同意見

のところで、私は少し違う意見のところがあります。シミュレーションをすると、先ほど名目経済がインフレで伸びていくという姿をお見せしたと思いますけれども、結果とすると名目経済が伸びるので、やはり税収はかなり増えて、財政部門で自動的に改善していくのです。

それで2つ問題があって。1つは、今から名目成長率と長期金利の関係を見ると、先ほどの長期金利2%くらいという数字と名目成長率というのを見ると、人口動態とかいろいろ見ると、やはり日本はだんだん下がってくるっていう結果にしかかなり得ないのですね。そうすると、今から5年後、7年後くらいになると、やはりクロスし始めるということが起こったときには、当然逆転の話になってくる。ここまでのボーナス部分を、どうやって財政の改善に本当に寄与させるのかというのが1つ目のポイント。だ

から、名目長期金利と名目成長率の関係を維持できるように、政策的に頑張りましょうという話が1つ。もう1つは、政治ですね。要は、税収が上がったらあの方たちは絶対に使うのです。私たちも要求するではないですか。だから、このシミュレーションの結果以上の財政の改善はたぶん起きないのだと思います。これをどうするのかというのがポイントというか、リスクの1番目かなと思います（図表 28）。

その名目と長期金利を考えた時に、名目はある程度いろいろなことをやるのだと思います、イノベーションとかいろいろなことをやるのだと思うのですが、市場でものすごく跳ねるといのが長期金利になるので、これをできるだけ上げないようにしたほうがいいのだと思うのですが、ポイントになるのが、おそらく3つぐらいあるかなと思います

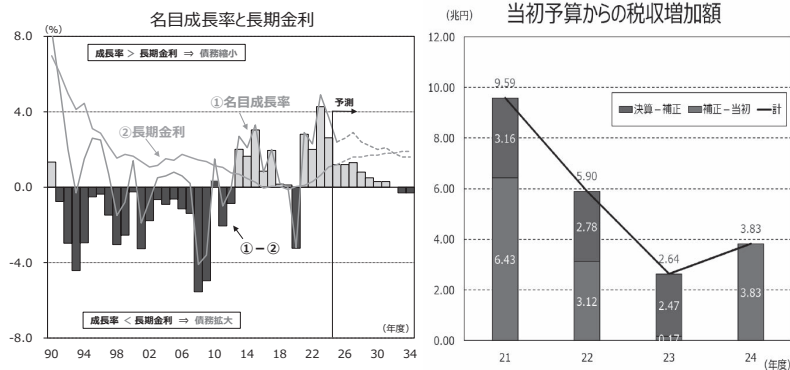
【図表 28】 リスク① 問題は財政部門

ここから数年は、名目成長率＞長期金利

- ・ 足もとで税収上振れが続く

数年は財政的の自由度はあり。この間に何ができるか？

- ・ 社会保障の改革などができないと、金利上昇リスクは増大



(注) 予測は、ニッセイ基礎研究所の中期見通し
(2024 年 10 月公表)

(資料) 内閣府, Bloomberg

(資料) 財務省 HP「毎年度の予算・決算」
をもとにニッセイ基礎研究所作成

【図表 29】 長期金利幅を余計に広げないために

財政への信頼

市場機能の回復

日銀への信頼

- ・ 日銀の先を見る力への不安
- ・ 理解できないロジック

【図表 30】 市場機能の回復度合い

市場機能の回復は途上 (福本 (2025))

- ・ 日銀が10年未満で6割、10年超で2割を保有
- ・ 市場の価格発見機能には濃淡あり (注) 国債は、普通国債 (固定利付国債)

長期国債の金利上昇は、需給要因が大きい

- ・ トランプ関税などがきっかけにはなったが、需給要因の影響大
銀行や保険は、規制上の理由から「含み損」を抱えられず
地銀等に「デデュレーション短期化ニーズ」(預金シフトに対応)
長期の買い手は、外国人投資家など少数

政府発行、市場参加者の購入希望、ゾーンが乖離

- ・ 市場機能の回復、政府側の発行で調整

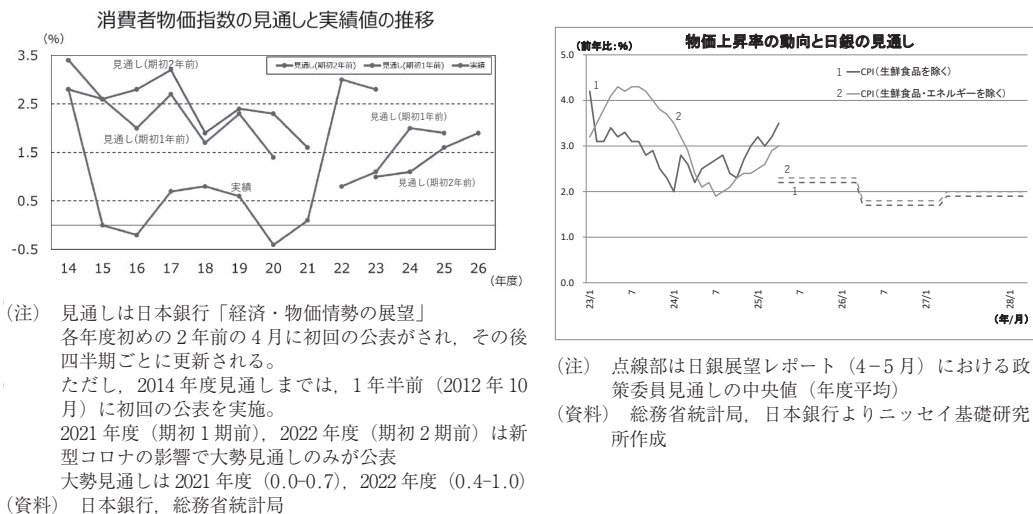
(資料) 福本勇樹「日本国債市場は市場機能を回復したかー金融正常化における価格発見機能の構造変化」, 基礎研レポート, 2025年4月21日

(図表 29)。今お話しした財政への信頼という意味で、これはもうはっきり言って政治の話になってくると思いますけれども、政治がどれだけ頑張れるかという話と、それからマーケットのいろいろなニュースや、いろいろなものを織り込ませるために、やはりこの異次元緩和の中で市場機能が低下したことは間違いないと思うので、市場機能を回復させるためにどうやってやるのか(図表 30)。ここで非常に難しいのは、市場機能を多分回復させると長期金利が上がってくると思うので、でも市場機能は回復したい。この矛盾をどうやって上手くやっていくのかというのは、日本銀行とその市場のコミュニ

ケーションみたいな話がポイントになるのかなと思います。

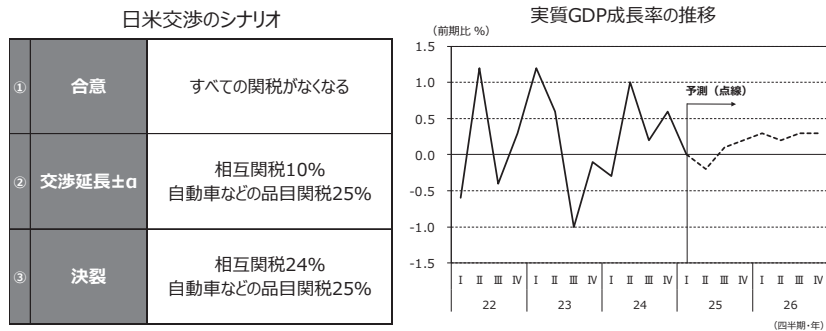
そのときに重要になるのは、日本銀行へのやはり信頼だと思うのです。ここは、この仕事をずっとやっていて、国内・海外の中銀とかいろいろ見ているのですけれども、明らかに私自身が日本銀行への関心がなくなっています(図表 31)。ここがやはりすごく問題で、もっとこういう研究会とか、いっぱいあったほうが良いと思うのですよね。日本銀行への関心が高くなれば、いろいろな信頼とか、「あの人の言っていること違うよ」とか、「あの人の言っていることは信用できるよ」みたいな話になって、どんどん、

【図表31】日銀の信頼 外れ続ける見通し+国民感覚とのギャップ



【図表32】リスク② 何としても避けないといけなリスク

**トランプ関税が日本を直撃した場合、正常化どころではなくなる
（⇒緩和を模索）**



どんどんいろいろなことが議論される。議論されると市場機能が回復して、長期金利の本来持ついろいろなメカニズムとか、危険察知能力とか、いろいろなものが多分出てくるということだと思います。日銀への信頼というか、日銀にもっと皆、

私も含めて、興味を持ちましょうっていうのが非常に重要なポイントになってくるのかなと私は思っています。

もう1つのリスクについてお話ししたいのですが、それがトランプです（図表32）。日本で説明するときに必ずお聞き

しているのですけれども、トランプを好きな人はいますか？なかなか手は挙がらないですが、アメリカだと2〜3割は好きという熱狂的な人がいるわけですね。だから、その感情を私は理解できないですけれども。トランプがやった話で、これから考えると相互関税とか税率は残ると思います。それで自動車の25%もなかなか下がらないという状況になった時に、きょうのニュースでトヨタがアメリカの車を値上げするという話が出ていますが、おそらく多くの車は値上げできないと思います。

そうすると、25%の関税がアップされるので、向こうの売値を変えないということは、その25%を自動車会社が被るか、サプライヤーが被るかという話になってくると思うのです。25%ですよ。そうすると、それって好循環の逆回りが始まる話にもなってくるので、これでシミュレーションをかけると、日本経済の2025年のところなのですから、こ

れは結構まだ甘い数字になっているのですが、1〜3月から4〜6月まではほぼマイナス成長だと思います。7〜9月以降も、今言われているのが半導体とか医薬品の関税とかかかり始めてくると、多分もっと下押しになってきますし、企業経営者の方が賃上げを来年はちょっと渋るぞみたいな話になってくると、また状況が変わってくるでしょう。

こうなってきたときに、日本として政策対応をどうするかという話です。財政で打つのか、金融で行くのかという話で、ぜひ私は後でここを原田さんにどうしたらいいですかとお聞きしたいのです。

シミュレーションやる時に何を困っているかという、日本銀行から効果と副作用の評価というのが去年出て、その報告をしたものがここにあるのですけれども（図表33）、効果があったという話があるのだけれども、私たち予想する者からすると、どんな手段をやったらいちばん効果があるのかというのをいちばん知

【図表 33】日銀レビュー 次の非伝統政策は何をする？

大規模な金融緩和の効果と副作用の評価	
・ 金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響	
<効果> ・ 大規模な金融緩和は経済・物価を押し上げ ・ ただし、期待への働きかけの難しさなどから、導入当初に想定していたほどの効果は発揮せず <副作用等> ・ 金融市場：国債市場の機能度にマイナスの影響 ・ 金融仲介機能：貸出等の利権は縮小も、金融仲介機能を阻害した程度はみられない ・ 経済の供給面：プラス（資本蓄積等）・マイナス（資源配分の歪み等）の両面で明確な結論が得られず	
・ ただし、今後、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは副作用が遅れて顕在化するなど、マイナスの影響が大きくなる可能性には留意	
先行きの金融政策運営への含意	
・ 非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合：ベネフィットとコストの比較衡量が重要 ✓ 現時点においては、将来の政策運営を考えるうえで特定の手段を除外するべきではないが、今後、各手段の採用を検討する際には、留意点等を勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度設計していく必要 ・ 引き続き、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、金融政策を運営していくことが適切 ✓ 非伝統的な金融政策手段は、短期金利操作の完全な代替手段にはなりえず、可能な限りゼロ金利制約に直面しないような政策運営が望ましい。景気悪化時に実質金利を引き下げることができるように、小幅のプラスの物価上昇率を安定して実現していくことが重要	

（資料） 令和6年第16回経済財政諮問会議「植田議員提出資料」（2024年12月26日）

【図表 34】 過去よりも制約を受ける非伝統的政策

黒田総裁による日銀の"異次元緩和"

			任期（2013年3月20日 - 2023年4月8日）			現在
			開始		終了	
			(2013年3月末)	(2023年3月末)	差分	
政策金利 （無担保コールレート）		%	0.058	-0.030	-0.088	0.476
量的緩和	国債	時価 (兆円)	127.9	581.6	+453.7	561.3 [※]
		保有率 (%)	13.1	47.3	+34.2	46.3 [※]
	ETF	時価 (兆円)	1.6	53.2	+51.6	70.0
		対国内 株式市場	0.4	7.2	+6.7	7.4
	REIT	時価 (億円)	1,240	7,350	+6,110	7,086
		対国内 JREIT市場	1.7	4.9	+3.2	4.9

(資料) 日本銀行, 日本取引所グループ, ARES J-REIT Databook

(注) 現在の国債保有比率は, 2024 年 12 月末時点。

りたいのですよ。

それを発動してくれたときに, 日本経済の先行きのパスをあげるってことができるのですけれども, 何となく金融緩和をやるという話だと, おそらくシミュレーションの結果はそんな変わらない。このペーパーを私自身すごく関心があった注目していたのですが現実やはり見てみると何も書いていないに等しい。日本銀行の方がいらしたら申し訳ないですが, そのような感じがするのです。

図表 34 はどこから来ているかというところの話なのですが, 繰り返しになりますけれども, シミュレーションをする時は何か予測の数字を入れるので, そうすると政策金利は今 0.5% 上げて, きょういただいたテーマからすると引き上げの準備はできているかって, 先々に上げる話をしていると思うのですけれども, たかだか 0.5% しかないの, 0.5% の金融引き締め効果なんて多分ほとんどな

いのです。

それで, いろいろ量を増やすというところの話も, やればいいではないかという話ではあると思うのですが, 最初の黒田総裁がスタートした時は, たとえば残高が非常に少なかったのですけれども, 国債も, ETF も, REIT もかなり買ってしまったので, ここから何かプラスの効果を出そうというように考えた時に, サプライズ効果もないですね。

「ええ, そんなびっくりすることやるの?」っていうサプライズの効果もないですし, 実際に量を買うといった時にも, 買えるものというのが, ゼロから現状までスタートしたものと, ここから百超えるということも基本的にできないのです。こちらのほうが, やはり日本にとって考えなければいけない話なのだと思うのですね。

そう考えると, リスクウェイトとか, べき論とかの話のときに, ここに陥らな

いように現状で伸ばしていくというような話のほうが非常に重要で。私はだからそのような意味では、オーバーシュート気味になったほうがまだましだと思っています。

あとで多分いろいろな議論になると思うのですが、インフレとか、いろいろなオーバーシュート気味になるリスクと、要は撃沈してどうにも手が出せない状態になるというリスクを考えた時には、オーバーシュートのほうが政策としてはとるべきだというように私は思っています。

ここがいちばん中長期のシミュレーションをかけるときに悩ましい、いちばんの問題です。これが本当にクリアできれば、状況としては非常にいいのだと思うのですが、なかなか今の現時点では、そこは難しいかなというのが、私どものシミュレーションの結果になっています。

繰り返しになりますが、前提条件が変わればこの結果は当然変わるので、1つの解としてこういう前提を置いたらこうなるというもののご紹介をさせていただきます。以上です。

“金利ある世界”への復帰を阻む 大規模緩和策のレガシー

加 藤 出 氏

(東短リサーチ株式会社 代表取締役社長 チーフエコノミスト)



加 藤 出 氏

ありがとうございます，東短リサーチの加藤と言います。どうぞよろしくお願いいたします。

私は短期金融市場で働いている者ですが、たとえば短期市場の取引、金

融機関の資金のやり取りであるコールとか、あるいは国債を使う取引のレポ、今これも非常に巨大な市場になっています。あるいは、グループ内では様々な金利のデリバティブ商品とか、あるいは為替など、いろいろな取引の仲介をやっていまして、その市場で売買をしている金融機関とか機関投資家向けに情報発信をしていくというのが私の役割です。そこで付加価値をつけることで、当社で取引してくださいね、というような仕事をしておりますので、金融機関の方とは常にコンタクトをとっていますので、いろいろな話が入ってきます。その金融市場参加者からのビューということで、お聞きいただければと思います。

最初に、内田先生のお話にもありましたが、まさに久しぶりに金利のある世界に戻ってきたことは戻ってきたのですが、ただまだ0.5%でして一歩引いて見ればほとんどゼロ金利という状態です。

図表 35 のグラフ線 2 本の内、上段の線の部分が、コールの翌日物金利、きょうから明日まで、期間 1 日で金融機関がお金を貸し借りしあっている市場の金利です。これが日本のいろいろな金利の起点になっています。

それで、この翌日物金利の線は 1990 年～1991 年ぐらいに 8% まで上がっていましたが、あのバブル経済のそろそろ弾け始めている時期と、それから湾岸戦争で原油が跳ね上がったたりしてここまで上がりました。8% まで上がりますと、コール取引でたとえば金融機関が地方金融機関でも、1 日に 300 億円くらいコール市場でお金を放出するというのはザラにあるのですけれども、仮に 300 億円を 8% の金利で、たとえば金曜日にある地

方銀行がお金を市場で貸したと、別の銀行が借りるということになりますけれども、金曜日ですと土・日で月曜日にお金が返ってきます。事実上 3 日間のお金の貸し出しになりますが、金利 8% だと 300 億円の元本に対して利息が 2,000 万円くらいつきます。ですので、金利 8% の時というのは、金融機関の資金証券部の人件費が数人分がすぐ稼げてしまうという時代であったわけです。

それが、たとえば 1999 年にゼロ金利で、また 2000 年に量的緩和となったときに、そのコールのレートがプラス金利ではいちばん低い 0.001% となったことがあるのですけれども、そこまで下がりますと、もう数千円くらいになってしまうということで、いかにその金利面で実際につく金利が違ってくるかということにはなります。

また、マイナス金利政策をやっていた頃は、お金を借りる人が利息をもらえる、お金を貸す人が利息を払うというような、非常に倒錯した時期もありました。ただ、

【図表 35】日銀金融政策：「金利のある世界」の入口に戻ったが、まだまだ超緩和状態



ウィリアム・ホワイト
元BISチーフエコノミスト（2024年2月）

中央銀行がインフレ目標を過度に重視して超緩和策を継続し、人々に借金を増大させることで消費や投資を促し続けた場合、出口の難易度が高まる「債務の罠」に中銀は陥る。

経済情勢の好転に即して中銀が金利正常化に動こうとすると、債務を膨張させてきた政府・企業・家計から悲鳴や反発の声が挙がってくるため。

全体として日銀はいろいろ頑張って工夫して金融緩和をやったけれども、やはり効果というのは限られていて、そもそも日本経済低迷の原因が何かということの議論をもっと慎重にすべきだったのだろうと思います。

金融緩和が足りなかったから日本経済が停滞したのかというなら、それをやればいいのですけれども、そうではなくて高齢化、人口減少、それからミクロの面でも企業の競争力低下、90年代のように稼げる企業が以前ほどはなくなってきているということの流れなど、リアルな面での問題というのが多々あるなかで、金融政策にやはり過剰に期待してしまったということから、なかなかその低金利から抜け出せていないということだと思います。

この翌日物金利の線が0.5%に下がったのが1995年の10月でして、間もなく30周年になるのです。そうしますと、30年というとサラリーマン一世代ですから、地方金融機関に昨年来、以前に増して呼ばれることがあるのですが、結構営業店の方も集めての数百人規模の勉強会とかよく頼まれるのです。そうしますと、要は銀行の支店長さんも、皆、0.5%以上の金利を知らないというのが今の状況でして、ほんの一部の役員しか知らないみたいな感じになっていますので、金利が上がっていくとどうになってしまうのでしょうみたいなことを、銀行員の人に聞かれるみたいな感じです。そのような意味では、金利のある世界に適用しようと皆さん一生懸命勉強はされているわけですが、いろいろ不安が非常にあるということだと思います。

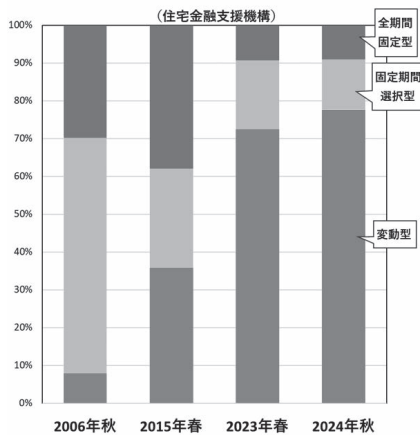
図の右側に、ウィリアム・ホワイトという元 BIS の人がたびたび警告していましたが、中央銀行がインフレ目標というのをあまり過度に重視してしまって超緩和策をやりすぎると、結果的にその超低金利が長く続きますから、人々に借金を促す、借金を促して消費や投資を拡大させるというのが基本的に金融緩和策ですので、それが長期化しますといろいろな経済主体が借金をいっぱい抱えていきますので、金利が上がっていく過程で悲鳴や反発が起きます。そうになると、本来経済情勢の好転に即して中央銀行が金利を上げなければいけない時に、あちこちから悲鳴が出てきて政治的に中央銀行が動きづらくなるという恐れがあるということを前からこの人は言っているのですが、今まさにそのような状況なのだろうと思います。

図表 36 の左ですけれども、こちら日本の住宅ローンの利用者の実態調査というアンケートですが、変動型がいつの間にか増えてきました。2006 年の秋だと変動型は8%くらいしかいなかったのが、今は8割弱というところまでできています。

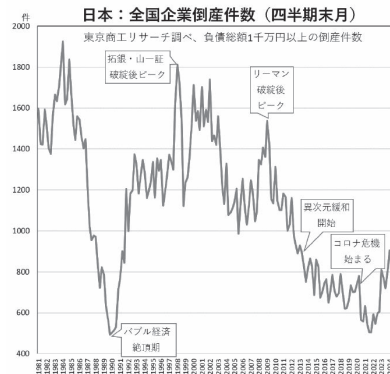
先ほどまさに矢嶋さんもおっしゃったように、家計部門全体としては貯蓄超過ですので、金利上昇は家計部門全体で見れば大打撃ではないはずなのですが、変動金利の住宅ローンを借りている家計にとっては日銀が政策金利を上げていくと問題が生じ、それが何か政治的な声としてなっていくと金融政策運営にとって厄介なおそれはあると思います。

それから右側は日本の企業倒産件数ですが、これも低金利および政府の企業を倒産させないという資金繰り支援策、こ

【図表 36】日本の住宅ローン利用者の実態調査



日銀大規模緩和、政府の資金繰り支援策により、企業が潰れにくい経済に
⇒ 失業率は低いが、新陳代謝も低調に



れらが相まって倒産の数がここ 10 数年減ってきたわけです。本来、倒産が減るというのは悪い話ではないはずで、失業率も下がるわけです。ただ本来であれば、その新陳代謝が起きるべきところが起きていないという問題があると、ここにきて金利を上げようとする、と、だんだん倒産が増えそうだなという現実があると思います。

特に地方金融機関の融資先ですと、低い金利で何とか永らえている中小企業がたくさんあります。しかし、そういった企業は賃金もなかなか引き上げられない。そうすると、セイフティ・ネットを張りながらも、ある程度の新陳代謝は避けられないと思うのです。

こういった問題を都市部の大手行や上位の地方銀行の役員の方々と議論すると、「非常に悩ましい問題だけれども、徐々に新陳代謝を高めていかないとやはり日本経済は良くならないよね」といった見方が帰ってくる人が多いです。一方で地方の中小規模の金融機関の方々との議

論になると、融資先企業が破綻することは収益上非常に厳しいという見解が聞えます。とても悩ましい状況といえます。

慎重に、慎重に、今のところ植田総裁はやっているわけですが、慎重ゆえのやはり問題が起きているということだと思います。かといって、急激に利上げしていくと、いろいろな問題が噴き出してしまうということで、その適度なバランスが大変難しいわけです。

図表 37 の左側は、主な先進国の総合インフレ率を表しています。日本が今先進国ではいつのまにかインフレがいちばん高くなっています。それに対して、中央銀行の政策金利は、スイスよりは少しだけ高いのですが、いまだに低いほうということになります。

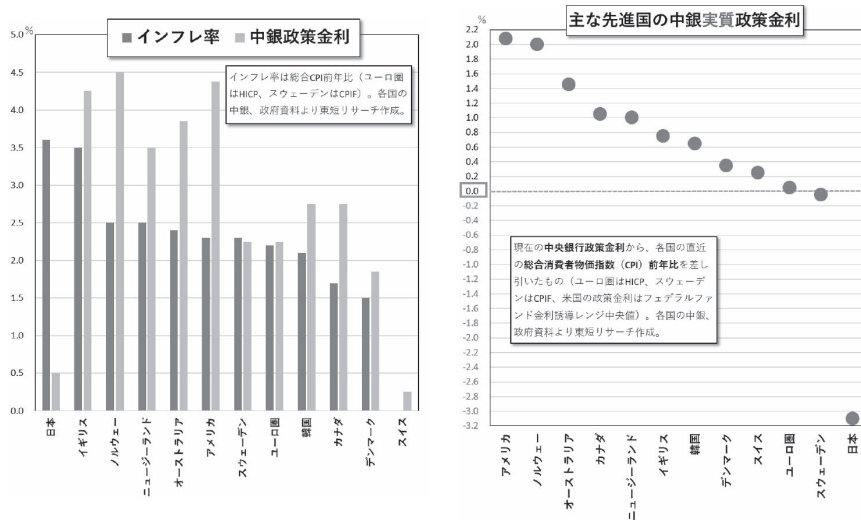
中央銀行の政策金利からインフレ率を差し引いて中銀実質金利というように見てみますと、右側ですが、日本が圧倒的に低いです。いちばん左のアメリカは、中央銀行政策金利の実質が+2%ですが、日本は-3%ですから、5%も開

きがある、これが円安の原因、あるいは円高になりにくい原因の大きな点だと思います。円安は日本のいろいろな構造の問題があって、ズルズルと円安にきているというのは基調としてあるのですけれ

ども、それにプラスαこの非常に大きな実質金利差も影響しているということだと思います。

それゆえ、図表 38 は為替レートですけれども、名目実効為替レートというド

【図表 37】日本のインフレ率は先進国最高、しかし政策金利は非常に低い⇒圧倒的に低い実質金利



【図表 38】名目実効為替レート（BIS 調べ）



ル／円だけではなくて、たとえば日本のグラフ線でいえば、日本が貿易をしているほとんどの国に対して、全体として円が強くなっているか弱くなっています。これはコロナの直前の 2020 年の最初を 100 としています。やはり圧倒的に円だけ弱くなっているという状況があります。

構造的に円が弱くなっているというのはあるのですが、この 5 年でこんなに急速に構造的に弱くなっているというわけではないので、日本は金融緩和の修正に慎重であったということがやはり為替に出てきてしまっています。つまり、いろいろ緩和を長く続けてきたので、急に金利を上げるとトラブルが起きるから、慎重に、慎重にやりましょうとやっているわけですが、そうするとそのつがが為替レートに出てくるということだと思います。単純に言えば、日本で預金しても今の預金の金利よりインフレが高いですから、預金の元本がもう結構目減りしているわけですね。過去 40 年以上経験してない預金の目減りが今起きています。ところが、海外はそうではないということにもなりますので、これは非常に難しいです。

オーストラリアの線ですが、オーストラリアはコロナの時に、2020 年春くらいから、少し日銀と似ているのですが、3 年国債金利をゼロ近辺に固定するという、イーロードカーブ・ターゲットというのをやっていました。ところが、2021 年の夏場くらいからオーストラリア経済はだんだん回復してきたので、中長期金利に市場で圧力が加わってきました。本来、中央銀行は政策を変更したと発表するまでは徹底抗戦して金利が上

らないようにすべきなのですが、オーストラリア中銀は何となく崩し的にやめてしまったものですから、債券市場、国債の市場が大変混乱しました。2022 年からは、インフレに対応してオーストラリア中銀は金利を引き上げていきまして、ほとんどゼロ金利だった政策金利を 1 年半で 4% 台まで急速に引き上げました。そうすると、住宅ローンの変動金利を借りている人たちからの凄惨な悲鳴で大騒ぎになったのですが、ただマクロ経済のバランスのためには仕方がないとやったわけです。そうしますと、オーストラリアの線なのですが、結局、その経済の実態に合わせて金利を運営していると、為替はそんなに変動せずおおよそ横ばいです。

日本の場合は、とにかく金利を押し下げながらずっと無理してやっていると為替が円安になります。そうすると輸入物価が上がってきますので、この図表 39 の左の表ですが、これは植田さんが総裁になってからのこの 2 年の累積の消費者物価指数 (CPI) の変化率を表していますが、総合で見ると日本が少しだけ欧米より高いですが、食料は突出して値上がりしています。これは米のせいというのがあるのですが、米だけではなくていろいろな品目が上がっています。あとエネルギー関係も、ガソリンが日本は 11.3% と出ていますが、欧米はこの 2 年下がっていて、要は円安で日本だけ上がっているといえます。

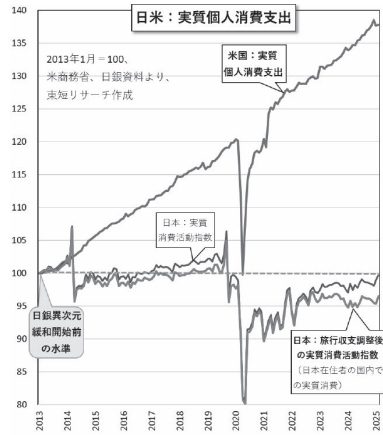
全体として金融緩和的な状況を維持している、一応いちばん低いところから上げてきたけれどもまだまだ緩和状態、実質金利は低いというのを維持していると

【図表 39】

消費者物価指数：過去2年の累積変化率
2023年4月～25年4月 %

	日本	アメリカ	ユーロ圏
総合	6.1	5.7	4.6
食料	11.1	5.0	5.0
穀類（米、パン等）	34.1	0.6	2.4
魚介	5.9	-1.4	3.1
肉	7.2	8.0	4.7
牛乳	9.1	2.6	0.1
野菜	14.9	0.8	3.1
果物	19.4	2.1	10.5
エネルギー	9.4	-1.2	-4.2
ガソリン	11.3	-10.7	-7.0
電気料金	12.3	8.9	-3.0
衣料・履物	5.0	0.6	1.6
耐久財	3.8	-3.5	-0.4
家事用電気製品	1.6	-9.2	-3.1
パソコン	5.0	-7.1	-15.9
携帯電話機	-5.1	-22.4	-18.9
家具	3.5	-3.7	0.4
自動車	5.7	-0.5	3.3
財（モノ）全般	8.8	0.1	2.0
サービス全般	3.0	9.2	7.8
家賃	0.5	9.6	5.9

* 各国政府資料より。日本はCPI、ユーロ圏はHICP



円安方向に行ってしまう、そうすると日本の食糧自給率とエネルギー自給率は低いですから、生活コストが上がりやすくなると、そういったものが家計部門を圧迫してしまいます。そうなりますと、右側が実質の個人消費の支出、個人消費のレベルです。日本銀行の異次元緩和が始まる直前の2013年を100としています、アメリカと比較しておりますけれども、アメリカは2020年のコロナの時は一時期落ち込みましたが、また順調に上がっています。一方、日本のほうはいまだにあの異次元緩和が始まる前の水準すら越せていないというのは、日本の場合は緩和策をやってもやはり高齢化しているということもあって、アメリカであれば日本のような緩和をやればカードローンとか自動車ローンで消費が増えるのだと思いますが、高齢化社会だとなかなかそうもならないです。

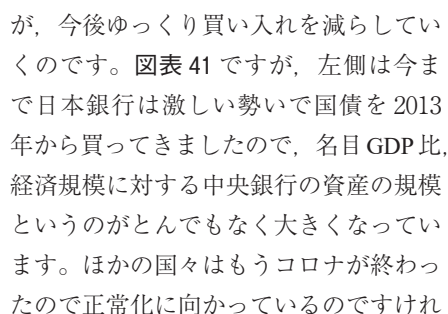
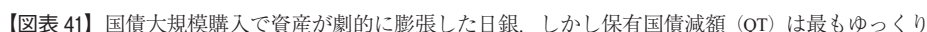
その一方で、緩和によって円安方向にいくと、生活コストが上昇して家計が打

撃を受けて、なかなか財布の紐が緩みません。それを上回る賃金上昇があればいいのだけれども、中小企業まで全体を見渡すと、そこまでの生産性の高い企業というのが必ずしも多くないということです。この右のグラフというのは、金融緩和策を一生懸命やったけれども、やはり限界が現れているということなのではないかと思います。

少し飛びまして、最後に、やはり長く緩和をやってきた問題というのは、いちばんは国債の発行がズルズル、ズルズルと増えてきてしまったと、これは国債をどれだけ発行するか、国債依存した財政運営をするかというのは、国会と政府の責任であって日本銀行が直接的に責任を負うべき話ではないのですが、ただ猛然と黒田総裁の下で国債を買ってくると、結局感覚麻痺が起きてしまったということだと思います。

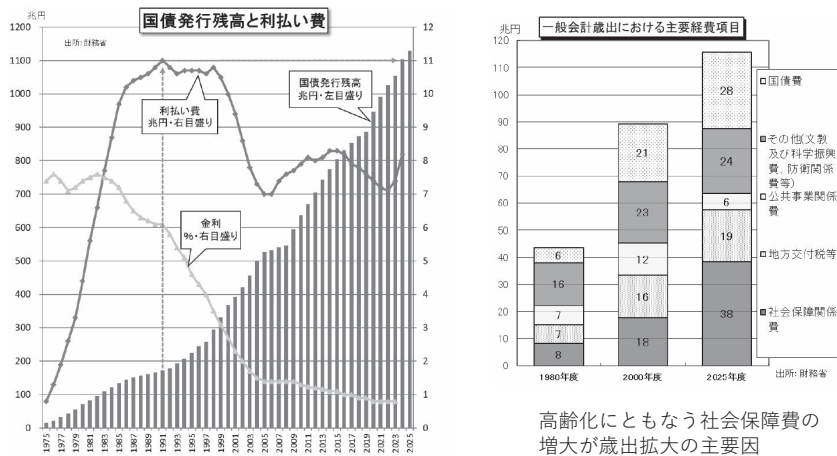
図表 40 は毎月の日本銀行の国債購入額で、一時期激しく買っていたわけです

日銀・月間長期国債購入額：実績と予定



数日前も日本銀行の国債減額の先行きのペース、買い入れの減額ペースは、だんだん買い入れは減らすのですけれども、

【図表 42】



高齢化にともなう社会保障費の増大が歳出拡大の要因

よりソフトにやっていきますという発表をしていました。それを見越して、右側が先行きの日本銀行保有国債がどのように減っていくかというグラフなのですが、他の中央銀行よりもいちばん慎重です。資産の膨張がいちばん激しいのに、修正もいちばん慎重という状態です。そのような中で、たとえば図表 42 の左ですけれども、こちらは政府の国債発行残高を表す縦棒です。みるみる増えてきたわけですが、1991 年に政府の国債への利息の支払いが過去いちばん多くて 11 兆円でした。当時、国債の発行残高は 170 兆円ぐらいです。今は 1,100 兆円を超えてきているのですが、利息の支払いはむしろ減っている。というのは、この間インフレも低かったので、一生懸命日本銀行が金融緩和をして金利が下がってきたのです。そうするといくら国債を発行しても痛みを感じる必要がないということで、今まではいくらでも国債発行できるじゃないか、その財源の議論がないと減税できないというのはおかしいのではないかと

みたいな声もやはり増えてしまうわけですね。ただ、現実問題として、国債発行残高が 1,100 兆円までできていて、先ほど申し上げたように今インフレは先進国で日本がいちばん高いですから、いつまでも低い金利ではおのずとられない。ということからすると、この先の利払い費というのは非常に心配になります。

最後ですけれども、図表 43 で左側が国債の金利にかけてのイールドカーブですが、右側は翌日物金利に対する 10 年、20 年、30 年国債の金利差で、今、金利差で見ると 30 年日本が先進国でイタリア、ギリシャを抜いていちばん上にきていて、それだけ期間のリスクというのが意識されてきています。それで財務省が今 30 年国債の発行を減らして、何とか 30 年の金利を下げようとしていますけれども、いろいろ無理がきているなという状態です。

全体として政治判断がきちんと中長期的に判断していけるなら、日本は破綻するということはないと思うのですが、少

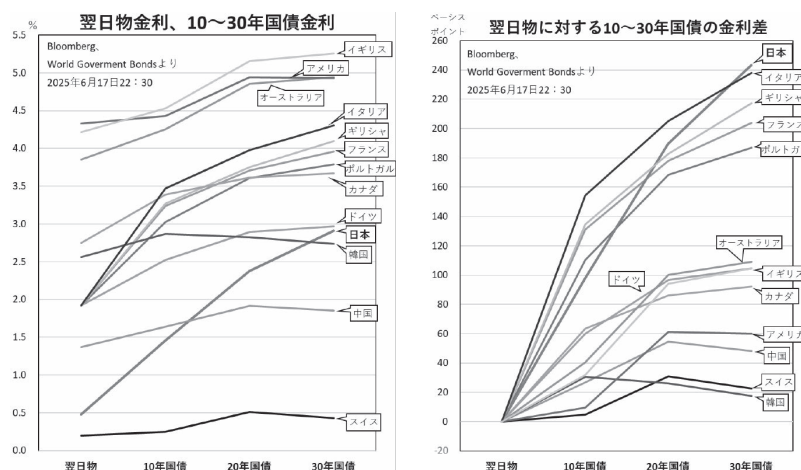
し目先の議論，もう選挙が近いから減税とか，選挙が近いから給付金とか，そのようなことばかりやっていると，果たして大丈夫かなというフェーズにきているということかと思います。

ここで区切らせていただきます。時間

の関係で触れることができなかった図表がいくつかありますが，ご興味がおありでしたらどうぞご覧になって下さい。ありがとうございます。

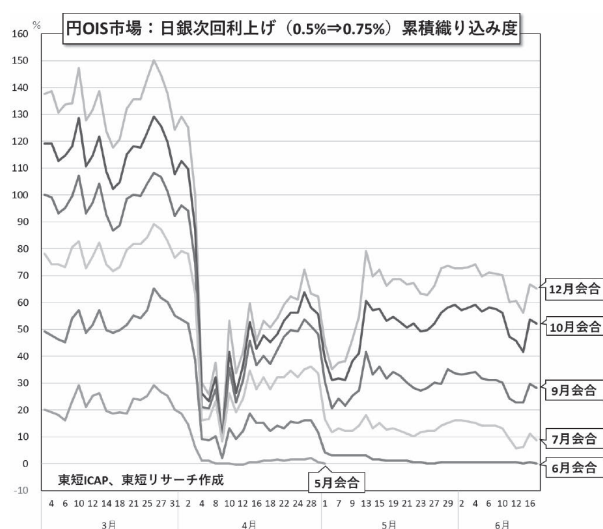
【内田】パネリストの皆様，ありがとうございました。ほぼ時間を守っていた

【図表 43】



金利曲線が最もスティーピングしているのは日本。期間のリスクが顕在化。

【資料 14】



きましたので、予定どおり進んでおります。

これから休憩時間に入ります。後半は3時40分から開始予定です。ご質問のある方は、会場前方の紙をご利用いただくか、二次元コードを読み取ってご送信ください。なお、3時40分までにいた

だいた質問を優先的に扱いますので、可能であればお早めにご提出ください。それ以降でも受け付けておりますが、時間の都合上すべてにお答えできない場合もございます。ご了承ください。

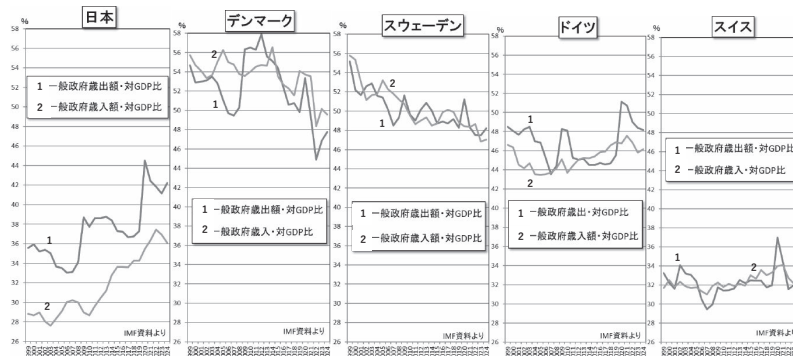
それでは、休憩とさせていただきます。

【資料 15】プリンストン大学・マーカスブルネルマイヤー教授（IMF「F&D」2023年3月号）

- QEによって中銀は、「最後の拠り所としてのマーケットメーカー」という新しい役割を担うことになった。
- 民間資産の大規模購入は、中銀の資産を膨張させた。この膨張は危機が終わってすぐにも巻き戻されなかった。なぜなら中銀は、急激な巻き戻しは経済にダメージをもたらすと心配したからである。
- 巨大なバランスシートを維持するという中銀の意思は、民間の負債をさらに増大させ、クレジット・スプレッドを圧縮し、価格シグナルを歪め、住宅価格を高騰させた。
- 民間セクターは、中銀が供給した流動性に依存し、低金利環境に慣れてしまった。
- 民間セクター、特に資本市場が中銀の流動性に依存すると、金融政策が金融の安定性への懸念によって制約を受ける「金融ドミナンス」が生じる。
- 中銀バランスシートの膨張は、中銀の将来の行動を拘束する。
- 中銀は「物価の安定」と「金融の安定」はトレードオフであることを認識すべきだ。
- 中銀が過剰に介入してきた市場で、価格シグナルを再構築することは重要である。
- 中銀は、あらゆる介入は一時的だと保証するべきである。

【資料 16】日本政府の S&P 長期債務（長期国債）格付けは A⁺（上から 27 番目）

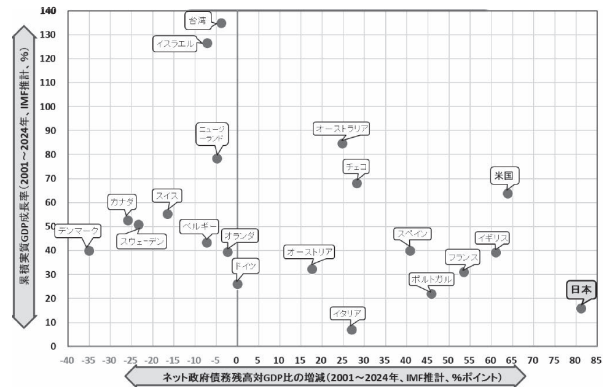
～歳出と歳入の財政規律に厳格なトリプルAの国々との比較（GDP比）～



日本政府の歳出は常に歳入を上回っており、ギャップ（財政赤字）を新規国債発行で賄い続けている。

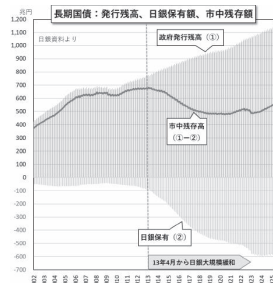
「金利がない世界」が長く続いたため、国債発行コストが政治家や国民に意識されて来なかった。一方、トリプルAの国々は歳出の線と歳入の線がクロスしており、財政赤字の常態化を避けている。もし日本国債が一段の格下げとなると、邦銀の外貨資金調達コストが急騰し、日本企業の海外展開が大打撃を受ける恐れが・・・

【資料 17】 政府の借金と経済成長の関係（人口 6 百万人以上の先進国，2001～24 年）



政府の借金が経済規模比で最も増えているのは日本。しかし日本の成長率は最低クラス。他方で、政府の借金が減っていないながら着実に成長している国々は、民間の力を上手く引き出している。

【資料 18】



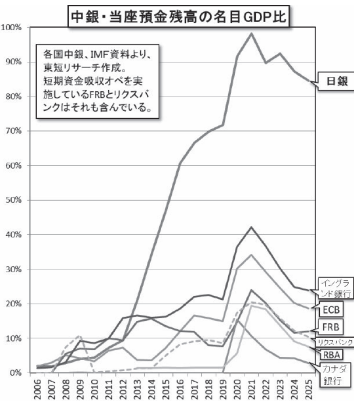
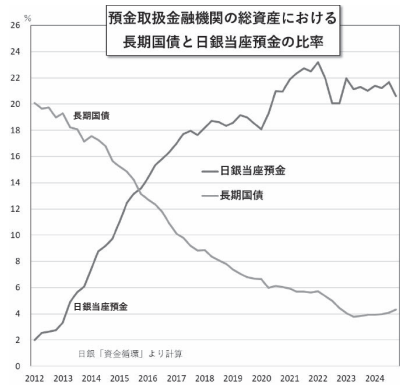
財務省「国債投資家懇談会」2024年3月

- ・金融緩和前（2010年代前半）と同程度まで日本国債の保有を増やすことは難しい。
- ・当社内の規制に加え、IRRBB等の外部の規制が厳しくなっており、金利リスクをどこまで取れるのかは日銀買入の動向等も含めた全体量の中で様子を見ながら進めていく。
- ・IRRBB等の規制があり、銀行が従来のように国債を購入することができなくなったため、日本銀行がある程度介入しないと、現在の国債残高は消化できないと考える。

主な長期国債保有額（日銀「資金循環勘定」より）

	国内銀行	中小企業金融機関等	農林水産金融機関	保険	証券投資信託	年金	公的年金	家計	海外	日銀
2013年3月	122	168	26	192	4	32	73	23	36	94
2024年12月	31	59	16	188	16	32	63	15	69	559
増減	-92	-109	-10	-4	13	0	-10	-8	33	465

【資料 19】



【資料 20】“魔法の杖”ではない金融政策

ラグラム・ラジャン元IMFチーフエコノミスト、元インド中銀総裁：2023年3月の論文

- ・効果が怪しい量的緩和は避けるべきだ。かえって信用、資産価値、流動性を歪める。
- ・むしろ低インフレとの共生を目指すべきである。
- ・その方が長期的には経済に良い結果をもたらす。日本の低成長の原因は低インフレではない。高齢化や労働力縮小が問題だ。

白川方明・元日銀総裁英貴族院公聴会：2021年4月20日

- ・金融緩和は一時的な経済ショックには利くが、急速な高齢化と人口減少、柔軟性に欠く労働慣行が招いた生産性低下といった**構造問題には効かない**。

デイビット・マルバス世界銀行総裁：2022年9月の講演

- ・中央銀行の大規模資産購入策（量的緩和策）は、**ゾンビ銀行やゾンビ企業を増やし、創造的破壊を起こさなくし、潜在成長率に打撃**をもたらす。

ウィリアム・ホワイト元BISチーフエコノミスト：2012年8月の論文

- ・中央銀行が超金融緩和策という“痛み止め策”で時間稼ぎを行っている間に、政府・議会がその効果に甘えて**構造改革を遅らせてしまったら、時間の浪費**となる。

20

討 論

パネル後半セッションの進め方

- ・ 座長からの論点についてディスカッション
- ・ パネリストから他のパネリストへ 1 つずつ質問&回答
- ・ フロアからの質問（有識者、社会人・シニア、学生から）
- ・ 最後にパネリストから一言ずつ
（経済研究所からご案内）

内田 お待たせしました。それでは後半のパネルを開始いたします。

配布はしておりませんがスライドを準備しましたので、画面でご確認ください。後半のパネルは 4 つのパートで進めます。最初に私が、パネリストの方々の報告を基に 3 つの論点を提示します。それについてパネリストの皆様にご回答いただきます。

次に、パネリストの皆様から他のパネ

リストへ 1 問ずつ質問をしていただきます。その後、すでに約 20 件の質問をいただいておりますので、時間の許す限りピックアップし、パネリストの皆様にお答えいただきます。

最後に、パネリストの皆様の数分で全体を振り返るお言葉をいただきます。

それでは早速、私から「3 つの論点」を提示いたします。

質問 1：日本は金利引上げにどこまで準備ができているのか？（全員）

2024 年

- ・ 植田総裁、大規模緩和から転換

2025 年

- ・ 市場の安定、物価情勢を見極めながら金利引き上げに慎重

国民・企業・マーケットは

- （できている）
- △（どちらともいえない）
- ×（できていない）

内田 まず1つ目ですが、きょうのタイトルでもある「日本は金利引き上げにどこまで準備ができていますのか？」についてです。前半のお話で問題ないとのご意見も一部で伺いましたが、「準備ができています」、「準備ができていない」、「どちらとも言えない」の3択で考えると、どのようにお考えでしょうか。

原田さんからよろしいでしょうか。

原田 これは3択だけ言って、理由とかは言わないのですね。

内田 いいえ、理由もお願いします。

原田 わかりました。回答は「○（できている）」ということです。

その理由ですが、金利の上昇は物価の上昇と連動するからです。物価が上がリすぎたために金利が引き上げられる場合もあれば、景気が好調なために金利が上がる場合もあります。いずれにしても、物価や名目 GDP が上昇している状況では、金利の上昇は、基本的には問題はありません。

だから、そういう金利と物価と実質 GDP と名目 GDP の関係を壊すような金融政策を行うからいけない。過去においてずっとそういうことをやってきたからデフレになってしまったのです。そのデフレから脱出するために多少無理やり金融緩和をしたわけですが、それがだんだん終わって、全部が上がるようになった。そういう状況であれば、別に問題はない。困る人や企業がいると言われればそのとおりですが、平均では何も困らないと思います。

矢嶋 私も「○（できている）」だと思います。理由は先ほどお示したように、短期金利で1.25%、景気も冷やさないで刺激もしない中立金利みたいなところまではいけるとは思います。

ただ、問題は、スピード感と、原田先生と同じですが、何かおかしいことを起こさないということであれば別に問題ない。

そういう意味で私たちが頑張らなければいけないのは、金利のある世界に対応することをそろそろ始めるということだと思います。以上です。

加藤 私は「×（できていない）」というか、金利が上がっていく状況に覚悟ができていない、という感じでしょうか。日本銀行もそうなのですが、もう少し上げてもいいはずなのですからその覚悟ができていないゆえに、インフレ目標2%をもう3年以上続けていて、実際のインフレが上回っているのに未だに政策金利が0.5%であるという状況です。

スイス中央銀行の総裁が2、3年前に講演で面白いことをおっしゃっていました。経済危機対応の異例の緩和策をやった後の中央銀行は、気をつけないと財政ドミナンス、財政に遠慮して金融政策が財政に支配されてしまうということが起きがちなのです。

それには2つのパターンがあって、一つは、明らかに財政ファイナンス、財政のために金融緩和を続けざるを得ないという、目に見えて明らかに財政ドミナンスというケース。それから、中央銀行が政府とぶつかりたくなくて、忖度している。表向きは「いや、まだまだ、緩和を

続けていかないと低インフレから脱却できない」とか「いや、ここで緩和を続けないと成長をしっかりと維持できない」と言うのだけれども、そのベースにあるのは、政府と衝突したくないという心理状態です。それで結果的に財政ドミナンスに陥っているのです。

彼は自戒を込めて言っていたのですが、「これは中央銀行幹部が陥りやすい罠なので、われわれも気を引き締めてやっていく」という話なのです。いまの日本銀行はとてもそういう感じがしますので、覚悟しながらやっていく必要があると思います。

ただ、別に無茶してガンガン上げていくというわけではないのですけれども、インフレとバランスを取った金利にしながら過度な目安は避けていくということが本来は必要ということだと思います。

内田 ありがとうございます。回答は 2 対 1 に分かれ、また人によって注目している点が違うということ、皆さんもお聞きいただけたかと思います。

準備ができていのかどうかの判定は難しいテーマですが、本来あるべき姿と現実の対応、さらにはスピード感の問題についても様々な意見があったかと思います。矢嶋さんの言われた金利の引き上げを進める速さについては、早いほうがいいのか、ゆっくり進めるべきか、判断が難しいところです。この点、加藤さんからは「覚悟を決め、もう少し踏み込むべきでは」とのご提案がありました。原田さん、矢嶋さんは、準備の状況についてどのようにお考えでしょうか？

原田 別に覚悟で金融政策をやるものではないのです。要するにイデオロギーでやってはいけないということです。つまり、すべてエビデンス・ベース、データベース、データを見ながら金融政策をするわけです。物価の 2% 目標がついていますので、これに従って行えばよいだけです。ただ、実際に消費者物価が 3% を超えているわけですから、もう引き上げるべきだと言われるかもしれませんが、一時的なエネルギー価格とか食料価格で上がってしまって、その後賃金が上がってその結果物価もまた上がるという状況にはなっていません。ですからそういう状況がしっかり見えた段階で少しずつ引き上げていけばいいと思います。

矢嶋 私は少し違う観点でお話しします。たしかにエビデンス・ベースの話は重要ですが、私はどちらかというとルールに基づいて淡々と金融政策をやればよいと思います。

一つ重要なのは、日本銀行が従来、昔は物価がものすごく低いときに、2 年後ぐらいには物価が上がるという見通しをずっと、永遠に出し続けていました。この物価の見通しに対し、みんな多くの人が何なんだと疑問を抱いたのです。みんなと言っちゃいけないけれども、思ったわけですよ。最近、私たちの感覚からすると、ものすごく物価が高いのに、何をしているのかと思うわけですよ。

だからもう一つのエビデンスの話の中に加えなければいけないのは、対話という意味で金融市場の話はよく出ると思うのですけれども、国民の感覚と日本銀行の感覚がこの十数年の間にこれだけ不一

致になった。何をするにも批判とか信用しないということが私たちの中に出てきてしまったということで、日本銀行自体もやり方を変える必要があるのではないかと常に思っています。それがあれば、たぶんいまの金利水準でどうこうという議論ももう少しみんなが納得する話になったはずではないかと、私は思っています。以上です。

内田 ありがとうございます。いまの発言に対して、加藤さん、何かコメントはありますでしょうか。

加藤 ありがとうございます。いろいろご意見を伺えて大変勉強になります。

いま、ガソリンや電気料金に補助金を政府が払ってインフレをようやく3.5%に抑えていますので、実際は4%近いインフレです。しかし日本銀行は、今のインフレは一時的でいずれ下がるとずっと3年間言い続けていますが、なかなか下がらない。

過去を見ると、1970年代の日本も、あるいはアメリカで1980年代初期に向かってインフレがものすごく跳ねていったときも、最初は政府のほうで「そんなに中央銀行が引き締めなくていい。景気があまり強くないから、政府のほうで補助金を出したりして抑えていくから」と。それをやっていくうちにだんだんインフレが止まらなくなってくるというのがありまして、どうもその道にいま入ってきているようにも思います。

また、これだけ国民が物価上昇で大変だと騒いでいて、それを受けて政府が国会で、選挙対策なのですけれども、減税

議論とか給付金とかの話で連日騒いでいるというときに、日本銀行の植田総裁はこの間の記者会見でも物価の基調がという説明ではあるのですけれども「まだインフレが足りない」という話をしているわけです。そうすると、日本銀行が責任を負っている物価の番人としての役割というのが日銀定義ですごく狭くなっていて、ちょうど矢嶋さんおっしゃった、国民との意識の乖離がとてもあるということだと思います。

ただ、だからといって早急に金利を上げていくとあちこちから問題が噴き出してしまうということもあって、いまの日本銀行の戦略は慎重にやっていると思いますが、それをやっていくと円安が進んでしまっ、結果的にわれわれの国力が衰えていくというところに行きがちです。そういう点では、ある程度インフレとバランスの取れる短期金利にしていくべきではないでしょうか。中長期金利のほうはマーケットに委ねながら、しかし国債の発行をしすぎなのであれば、そこは政府財務省が対応していくということでやっていくのが、中長期的にはいちばんバランスの取れたマクロ経済政策なのではないかと思っています。

内田 ありがとうございます。今のお話に関連して、政府も実はまだ「デフレ脱却」を明言していません。デフレ脱却宣言がされていないのです。

加藤さんがお話しされたように、物価は過去3～4年間、3%程度の高い水準で推移しています。しかし、政府が示しているデフレ脱却の条件には2つのポイントがあります。一つ目は、物価が持続的

に2%を超えていること。二つ目は、再びデフレに戻るリスクがなくなっていること。この2番目の条件については、まだ十分ではないと考えています。これは内閣府の毎月の経済報告書にも記されていますが、その内容が広く国民に伝えられていないため、日本銀行の植田総裁の発言にも実感とのズレがあるように感じ

てしまいます。日本銀行だけでなく政府も、どのような状況でデフレ脱却宣言が可能になるのか、国民にもっと明確に周知するべきだと私は思います。

この問題だけでさらに議論を過熱させるのは避けたいので、次のテーマに移りたいと思います。

**質問2：政策金利は中期的にどこまで上昇
（原田氏、加藤氏）**

**ニッセイ基礎研究所1.25%
（スライド3&7）**

- ・緩やかな経済成長
- ・デフレ完全脱却

植田総裁の発言

- ・中立金利というものがあつて、それが一定と決まっているなら、それに到達するまでは利上げを続ける
- ・基調的な物価上昇率が伸び悩む局面では無理に利上げしない（5月1日）

内田 質問2の内容は、政策金利が中期的にどの程度上昇するかについてです。加藤さんからは「金利引き上げが足りない」とのご意見がありました。一方で、先ほど矢嶋さんはニッセイ基礎研究所のシミュレーション結果として、現状の0.5%から中期的に1.25%まで上昇するとの予測をご紹介されました。

私自身、日本銀行に勤務していた経験で思うことは、バブル崩壊後の金利引き下げ局面、特に1992～1993年において、公定歩合（現在の政策金利）を過去最低水準に達するまでは引き下げても大きな抵抗がありませんでした。一方で過去最低水準を下回る水準への引き下げについては、日本銀行内部や外部から様々な懸念を指摘されることが増えて、最低記録

更新にはさらなる慎重な姿勢が求められました。現在の政策金利水準0.5%は2007～2008年以来の高水準で、加藤さんがおっしゃったように0.5%から0.75%への上昇には高いハードルがあると個人的には感じています。

一方で、矢嶋さんの見解によれば、1.25%という水準は中期的（2～5年程度）に達する可能性があるとのこと。この予測は、物価安定目標の2%を意識した上で、さまざまな条件を考慮したシミュレーションの結果であり、長期金利が2%弱に近づいている状況とも整合していると考えられます。

このように、中期的な政策金利の上昇予測について整理しましたが、この点について原田さんと加藤さんのご意見をお

聞かせいただければ幸いです。よろしく
お願いいたします。

原田 私はいまエコノミストではなく
て大学の先生をしているので、きちんと
データをフォローしていないのですが、
印象としてもっと高くなってもいいの
ではないかと思っています。

その理由は、名目 GDP が3%ぐら
いまで上がらないと、石破総理が言っ
ている 2040 年までに 1,000 兆円にな
らないからです。名目 GDP が3%で
すと、金利がもう少し上がらないと金
利が低すぎるという状況になるのでは
ないかと思います。けれども、矢嶋
さんがおっしゃるのは、そうすると
実質 GDP が増えないで名目 GDP
だけが上がるから、そんなに増えな
いという話ですね。そうなのかもし
れないけれども、それは随分寂しいな
、というのが私の感想です。

実質 GDP を増やすという話をすると、
いくらでも時間を取ってしまいますね。
ちょっと寂しい、というだけにして
おきます（笑）。

加藤 ありがとうございます。経済に
とっての中立的な金利という議論なの
ですけれども、経済を加速もさせない
し減速もさせない中立的な金利は日
本経済にとってどこかということです。
あとはインフレ期待がどこで落ち着
くのがポイントです。先行きのイン
フレを皆さんがどのように見ている
かで、金利水準は全然違ってしま
うのです。仮にそこを2%で収
束するとみるのであれば、まさに
矢嶋さんがおっしゃった1.25%
を含む、1.5%前後ぐらいかなとも
思います。し

かし、特に今のような環境ですと、
人々のインフレ期待がどこに収れん
しているのか分かりにくく、政策判
断に実際使えるような中立金利の推
計はリアルタイムでは非常に難し
いと思います。

例えばFRBも、毎四半期に1回、
長期フェデラルファンド金利という
政策金利の予想をFRBの19人の幹
部がアンケート調査で答えています。
longer run はアメリカの中立金利
を指しますが、19人の間で大きなバ
ラツキがあります。直近の水曜日に
発表されたデータでも、いちばん下
は2.5%、いちばん上は3.875%
で、要は向こうもよくわかりませ
んということをやっているわけなの
です。実務家的に金利を上げ下げし
ながら、中立金利的なものに近づい
ているのかな、あるいは超えちゃっ
たかなというのを手探りしながら
やっているというのが実際の中央銀
行なのです。

ただ、われわれ市場関係者は、そ
う言っても、日本銀行はどこまで金
利を上げるのだろうかということを
考えなくてはいけません。そうす
ると、まさに矢嶋さんたちのよう
な緻密な計算で、この辺かという
のを基準にしながらディスカッシ
ョンしていくということにはなる
わけです。

一方で、アメリカの場合、2022
年から利上げが始まりましたが、
2022年の春ごろは利上げをしま
しても3%ぐらいという議論で、
実際に中立金利はそんなに高くな
さそうだしと言っていたのが、5%
台まで上げていったわけです。そ
れはインフレ期待が上振れしてい
ったのを押し下げるために必要だ
ったということだと思います。

ですから日本の場合は、インフレ期待を動かし得る円安がどのぐらい進むかによります。円安を止めないとだめだということになると、中立金利はこの辺のただけでももっと金利を上げなければならないという事態は十分あり得ます。そういう点では、特に海外勢にいろいろ仕掛けられてしまうと厄介です。

いま、大きな方向性としては、FRBが利下げしていくのなら、あとトランプがいろいろ喚くなら、一旦は円高方向かというマーケットの見方は多いのです。ただ、もう少し中長期的に長い目で見ると、また円安方向に行くとインフレがなかなか下がらないという中で、景気はよくないのだけれども日本銀行が利上げしないと円安が止まらないという、いちばんよくないスタグフレーション的なことになり得る恐れもあるのかなという感じはします。

内田 加藤さん、ありがとうございます。加藤さんはよくアメリカにご出張にいらして、アメリカの事情にも詳しいということで、非常に広い視野で意見をいただきました。

ここで、今までのお話の中で、学生の方に馴染みのない中立金利という言葉が頻繁に出てきていますので、中立金利の定義を改めて確認しておきます。中立金利とは、加藤さんもお話ししていたように、超緩和でも引き締めでもない、ちょうど良いバランスの景気の状態を保つための金利のことを指します。

そしてみなさんのお話を伺っているうちに、アメリカは素晴らしい国だなと感じました。2%から3%という政策金利

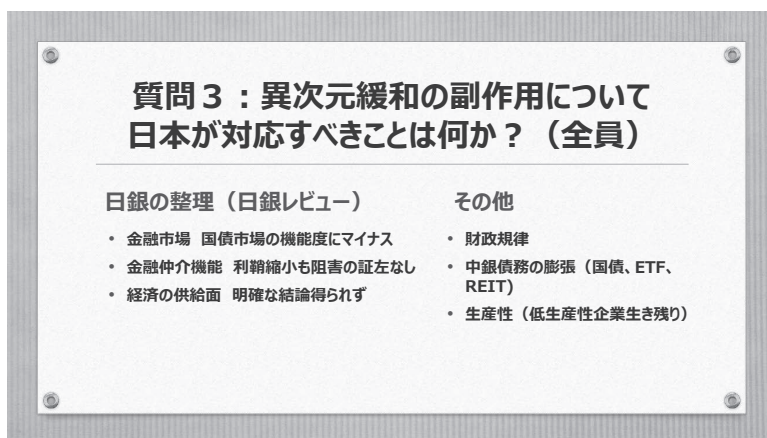
の下で資金需要が活発に出てくる状況は、まさに理想的で羨ましい限りです。この点では原田さんの意見に共感し、本来ならば、日本もこれだけ超低金利を続けてきたわけですから、企業が積極的にビジネスを展開し、若い世代が夢を持って消費行動を起こしていただくのが理想です。しかし、せっかく日本銀行が低金利政策を続けているにもかかわらず、その効果が十分に反映されず、結果として名目GDPが増加しない状態に留まっています。

本来であれば、積極的なビジネス活動を通じて、原田さんの言うように金利の上昇や名目GDPの成長、企業収益の向上にもっとつながるはずですが。そうした状況を目指すべきであり、アメリカのような成長率の高い経済が日本でも実現することを期待しています。

続いて3つ目の質問に移ります。もう一つ、パネリストの皆様にお伺いしたいのは、異次元緩和の副作用についてです(スライド参照)。日本銀行が昨年公表した『日銀レビュー』では、副作用について金融市場、金融仲介機能、経済の供給面の3つの側面から分析が行われました。

このうち、金融市場に関しては、国債市場の機能度にマイナスの影響があったとの結論が示されています。また、金融仲介機能については、先ほど原田さんからお話がありましたが、利ザヤの縮小が見られたものの、仲介を阻害したとする明確な証拠はないとの分析結果です。最後に、供給面については、様々な要因が検討されましたが、日本銀行としては明確な結論には至らなかったとのことでした。

加えて、本日のパネリストの皆さんの



資料・発言をもとに、副作用として指摘された点についてスライドの右側にキーワードを拾ってみました。

一つは、財政規律の緩みが懸念される点です。もう一つは、中央銀行の債務水準が問題視され、国債やETF、REITの増加がその背景にあるとのことでした。そして三つ目は、生産性の問題です。ゾンビ企業の話もありましたが、低生産性の企業が生き残ることで経済の新陳代謝が弱まっているとのご意見が出されました。

これらの副作用に対する皆さんのご見解を伺いたいと思います。日本は現状のままで良いのか、それとも何らかの対応が必要なのか。この点について、今度は加藤さんからご意見を伺うことでよろしいでしょうか。

加藤 経済危機のとき、特に金融市場が混乱しているようなとき、あるいは何か強いショックが発生して企業も家計もすごく恐れて縮こまってしまっているときに、金融政策で中央銀行が思い切って緩和して、人々を勇気づけるということ

はもちろんあっていいと思うのです。しかし日本の場合は、得てして金融政策だけではなくて財政もそうなのですが、危機が始まると危機対応するわけですが、その危機自体は終わったのに対応がずっと続くわけです。そうすると次の危機がくるのでまた上乗せになり、日本銀行のバランスシートもどんどん膨らみ、財政も累積債務がどんどん大きくなっていくのです。

こうならない国は世の中を見渡すと実はたくさんありまして、ヨーロッパの国々、特に国債の格付けがAAAの国々を見ると、経済危機のときに一旦財政赤字はいいのだけれども、作った赤字は例えば危機が終わったら5年で黒字にして解消するというルールがある国もあります。しかし、日本の場合はもう漫然と行ってしまう。構造的な低成長があると、危機が終わったかなというときでも低成長は続いているので、平時に戻れない。日本銀行の政策もそういう面があるように思います。

これは日本銀行のせいにしても気の毒ではあるのですが、漫然と緩和をやって

緩和だけに依存してしまうと、ということで、私の【資料 20】のところでいろいろな識者の人が緩和のしすぎの問題点というのを指摘していますけれども、個人的にかなり共感します。

あと、マーケット関係者と話していても、こういうのが言えるよねと。いつまでも痛み止めに依存しないで、日本経済のそもそもの低迷の理由は何なのかというリアルなところに踏み込んでいかないと、マネタリーな政策で対応できる部分は限られてしまい、むしろいろいろな歪みを作ってしまうのではないかと思います。

矢嶋 加藤さんともかなりだぶった意見になると思うのですが、行動として過去を振り返ると、日本銀行がやっている話というのはそれなりに理があったのだと思います。

ただ、結果として起こったことは、政府の財政と合わせて麻痺構造が恒常化したということです。例えば金利がない世界にも私たちは麻痺になっているし、財政で何が出て大丈夫みたいな麻痺構造になっているという話があります。ここから未来に対してどうするかというところが重要で、その副作用を減じるのをどうするかの話だと思うのです。

一つは危機を煽るというやり方だと思うのですが、これはあまりいいやり方ではないと思うので、ルールや規律をみんなが分かるような形にするというのがもう一度必要なのではないかと思います。

ます。これまで、日本では財確法³⁾とかいろいろなことをやって全部潰れていまして、なかなか法律、ルールがないという中でどうするかというのをもう一度考える必要があるのではないかと思います。1 点目です。

もう 1 点が、内田先生が書いてくださった質問の左側の下のところですが、マネーで供給面ではルートはあるかもしれないですけども明確な答えが出なかったというところの話で、先ほどのシミュレーションの中で原田先生の寂しい結果だという意見は僕も本当にそう思っていて、何とかしたいと思うのですが。

石破首相が 3% 成長と言っているわけですが、2030 年の半ば以降、人口の減少がもう半端なく起きるのです。だからいまの 3% でできている成長というのは、5 年後ぐらいからはほぼできないというのが普通に考えると常識になってきます。現実問題、設備投資をやろうにも、人がいなくて作れなくなってきています。介護も、これからたくさんの需要を受けるのですが、供給者がいないという問題が起きています。完全に成長の天井が見えてきているという中で、リアル部分を上げるという改革をしなければいけないのだと思います。

従来、金融と財政がこれだけふかすという話のフレームワークの大前提は、安倍さんがやったときに、構造改革も含めて民間の活力とかいろいろなことで成長率が上がるには時間がかかるから、それ

3) 正式名称を「財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置等に関する法律」と言い、主に赤字国債の発行を定めている。

までは刺激剤を打ちましょねというフレームワークだったと思うのです。けれども全く起こっていないのは、政府の改革が遅いというのも一つあると思うのですけれども、もう一個は、私たち民間の設備投資とか前向きな話が弱すぎる。弱すぎる。ここが最大の問題だなと思っているのです。

それが出来ない限りにおいては、内田先生の問題設定のように、日本銀行の副作用とか財政の副作用という同じことを、5年経っても、10年経っても、20年経っても言っているのではないかと、私は思っています。以上です。

原田 内田先生が書いてくださったことについて、簡明に答えられることについて、なるべく答えたいと思います。

まず、金融仲介機能で阻害の証左なしという話です。この間に貸し出しは増えているのです。けれども、同時に利鞘も下がってあまり儲かっていない。だから地銀が不満を持っているというのは当然です。

しかし、貸し出しが増えないより、増えたほうがいい。地銀は不満かもしれないけれども、借りている人は借りて何かやったはずですから、それはいいのではないか。だから、阻害の証左なしではなくて、いいことがあったという証拠があるということです。

それから、財政規律が緩んでいると言っているのですけれども、先ほどの私のパワーポイントでお見せしたように、財政はよくなっている。税収が上がって、支出は何とか横ばいになっている。だから支出を横ばいにして、景気がよくなって税収

が増えれば、財政状況がよくなっていくわけです。

だから、なぜ大規模な緩和で財政規律が緩んだと言うのか、私は全く理解できない。こういう理解できない理屈を言う人たちがなぜこんなに多いのか、それになるほどと聞いている人たちがなぜこんなに多いのか、私はわからない。

そうするとだんだん、どうせそう言われるのであれば出したほうがいいという話になってしまうのではないかと思うのです。財政赤字削減策として増税が好きですが、増税したって同じです。自然増収になったらみんな使っちゃうというのであれば、増税なんかやったらもっととんでもないことになります。増税なんかするなという話になると思うのですが、そうならないのです。

だからここで、石破首相が「日本の財政は危機です」と言って「でもこれからいっぱい配りますからね」と言っているわけです（笑）。だから訳がわからない。一応専門家だと言われている人たちも訳がわからないことを言っているから、石破さんも「俺だって訳がわからないこと言ったっていいだろう。政治家なんだし」と思っていらっしゃるのではないかと、私は勝手に思っているのです。

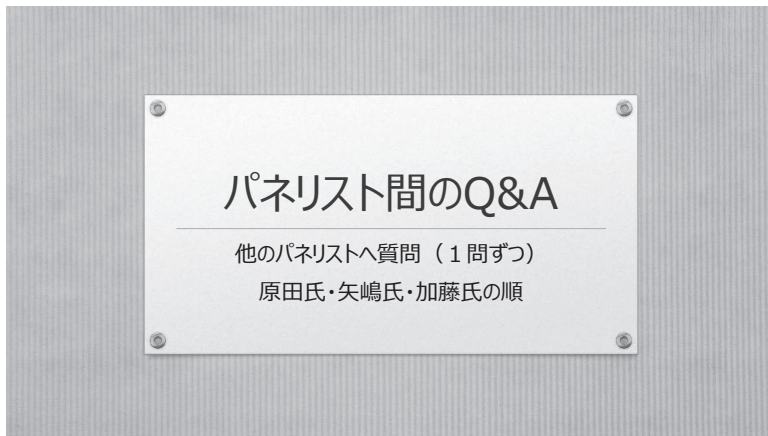
それからもう一つ、生産性ですけれども、金利を上げたら生産性が上がると言っている人たちが結構いる。つまり低金利で生きのびている企業はゾンビで、ゾンビ企業は生産性が低いから、金利を上げてゾンビをつぶせば日本の平均生産性は高まるというわけです。

けれども、ゾンビ企業の定義は何かと云ったら、利益に対して金利払いが多す

ぎる企業がゾンビなのです。だから景気がよくなると、ゾンビ企業が減るのです。ということは、景気が悪いからゾンビが増えて、景気がよくなってゾンビが減るのであれば、因果関係が逆だと思えます。なぜ因果関係を取り違えたことばかり言うのか不思議です。

ゾンビ企業論ほど因果関係が逆転した議論はないと思います。みんなが訳がわからないことを言っているのだから、政治家が訳がわからないことを言うのはしょうがないというのが私の感想です。

内田 ありがとうございました。



それでは、次にパネリスト間での質疑応答に移ります。まずは原田先生、矢嶋さんと加藤さんへのご質問をお願いいたします。

原田 矢嶋さんには金利の話を伺おうと思ったのですが、もうすでにすんでしまいました。そこで、もう一つの企業がやる気がないという話なのですが、それは昔、借りた後にすごく金利が上がって困ったから、もう二度とやりたくないということが大きいのではないかと思います。例えばアジア通貨危機の後とか、リーマンショックの後とか、あまり金融緩和をしなかったのが、ひどい目に遭った。だからやらなくなったという面が大きいと思うのですが、いかがでしょうかというのが矢嶋さんへの質問

です。

それから加藤さんへの質問は、加藤さんはいまの円安が悪いというのですが、長期的に見ると、ものすごい円高になって、そのときにみんなひどい目に遭って、それが少しずつ下がって円安になってきたということに過ぎないのではないかと思います。円安といっても、どうしようもなく円安になっているわけではなくて、だんだん落ち着いてきて、多少円高になっています。トランプ関税がありますのでこれからどうなるかは全くわかりませんが、落ち着いているから大したことはないと思います。

過去の超円高、アジア通貨危機のときも、リーマンショックのときもそうなのです。アジア通貨危機のときは、例えば韓国に対して日本は2倍ぐらい円高に

なっている。そこで日本の電機産業はすべて潰れてしまいました。

こういうことについてどう考えておられるかお聞きしたいと思います。

内田 それでは、まず矢嶋さんからお答えをお願いします。

矢嶋 企業が借りなくなったのはリーマンなどのショックによるのではないかという話は、まさにそのとおりだと思います。

私が企業の方に説明するときに、企業は生産性を上げないといけないとなったら、もう経営者は変わってくださいと。生産性は分子・分母が本来はあって、投入が分母に入って、得るリターンが分子と考えると、ちょうどこの失われた30年、40年の間というのはショックに対して分母を削る形でやっているの、借入れについても借りることに対してのリスクもあるし、利息の話もあるので、非常にそこが合致しています。だから何かショックがあったときにさらに減らそうという話がものすごいインセンティブとして働いたと思うのです。

けれども、コロナの後から急激に経営者の方が言うことが変わったのは、毎年3%ぐらいでコストカットしても、仕入れの値段が10%上がる。これはもうどうにもならない。だから付加価値を上げなければいけないと急に言い始めた経営者が、次にお会いすると、社内のペーパーを持って「人的投資を始めました」と言うのですよね。散々コストカットで賃金を切っていた経営者が人的投資って何なのですかと思います。いま、非常に

ここが変わってきたというのを感じます。

ただ、ショックという意味においては、きょうトランプの話を説明しましたけれども、いまの経営者は昔の経営をやっていた人が多いので、ショックがあるとまた同じマインドになるのではないかということをお自身は非常に恐れています。だからいま状況がよくなったことでもう完全転換したとは思っていないくて、そこがこれから日本を伸ばす非常に大きなポイントになるのではないかと思います。以上です。

加藤 円安についてですけれども、いまは円安が明らかに行き過ぎていると思います。例えばIMFやOECDが試算している購買力平価に対して、例えばドル円であれば日米の物価水準がおよそ同じになる為替レートと解釈すれば、いまの145円ぐらいというのは購買力平価から大幅に円安に乖離しているわけです。IMFもOECDも90円台後半ぐらいで購買力平価を見ているのです。購買力平価は計算方法によっていくらでも変わるのですけれども、過去の推移と比較すれば、どの推計で見ても一緒になると思うのです。いまの割安方向に乖離している状況というのは、1970年代初期の1ドル360円時代と同じぐらいなのです。

あるいはBISが出している実質実効為替レートを見ても、インフレで調整すると、いまの為替レートは1970年代初期並みの弱さに戻ってしまっています。ドル円は一時160円ぐらい行っていたのが今は145円近辺ですから、ある程度は戻ってきているわけですが、アンケートを見ると、中小企業の多くは130

円以下がいいというところが大半です。中小企業の皆さんは、資材を輸入して作って売るのは国内の大手メーカー等なので、円安だと板挟みにもなりますから、中小企業にとってはこの為替レートは結構きついと思います。

それから家計部門にとっては、カロリーベースで食料自給率が 38%、エネルギー自給率が 13%という国において、先ほど申し上げたような歴史的な円安になると、家計への負担は大変重くなる。それゆえに、消費が先ほどお見せしたように伸びない。日本の GDP の 5 割から 6 割は消費が占めていますから、それが伸びないから経済全体がよくなったように感じないということになってしまいます。

そういう点で、過度な円高の修正はもちろんすべきで、それはいいと思うのですけれども、いまは円安に行き過ぎていて打撃を受けている人が多い。裏返して言うと、円安ゆえに未だに大勢の観光客が海外からすさまじく来るというのは、いかにいまは円安かということの表れです。つまり、われわれは外国からのお客さんにめっちゃめっちゃサービスして、自分たちは生活コストが上がって悲鳴が出ているという状況です。

余談ですが、先日、イタリア人の長年の知り合いの夫婦が「円安のうちに来たい」と遊びに来たものですから、イタリア料理のサイゼリアに連れて行ったのです(笑)。「そんな日本のまずいイタリア料理なんか食べたくない」とすごく抵抗されたのですが、ものは試しにと強引に連れて行ったのですけれども、あまりの安さに夫婦仰天してしまいました。最初、

旦那はグルメで、いろいろうまいことを言っていたのです。「プロシュートのハムがちょっと塩っぱいな」とかいろいろ言っていたのですけれども、途中から奥さんが「いや、あんたはいろいろ言うけれども、この値段なら私は全然 OK だ。明日もサイゼリアに行く」と言うのです。結局、最後に旦那が「この値段はやはりおかしい。どう考えてもこれはおかしいだろう」と言うのですけれども、「いや、そのおかしい理由は円安なのですよ」ということで、「ああ、そうか。やはり来てよかったね」と向こうは言うのです。

そのぐらゐの過度な円安、もちろんすべてが日本銀行の金融政策のせいではなくて、その構造的な問題が背景にありますが、ただ、それを加速させてしまっているのは、慎重に国債の金利が暴落・暴騰しないようにやっている政策運営の一つの帰結でもあるということで、バランスを取る必要があるのではないかと思います。

内田 ありがとうございます。

続きまして、矢嶋さんからご質問をお願いします。

矢嶋 私は日本銀行と財政というか、マクロ経済政策全般についてご質問したいと思います。

財政収支は、原田さんがおっしゃったとおり、経済がインフレ気味になれば改善するので、それは非常にいい話だと思うのですけれども、税収が増えることによって、政治家が将来必要だと思っている改革を何もしなくなっているということが財政の主観的な問題だと私は思っ

います。それは私の問題意識です。

原田さんにお聞きしたいのは、日本銀行にいらっしゃったことありますが、私はもっと日本銀行が政府にガンガンいろいろものを言ってほしいのです。政府と日本銀行はどういう関係であったほうがいいか、言える範囲でぜひ教えていただければと思います。

加藤さんには財政の危機的な話をお伺いします。危機を煽るというのはあまりいい作戦ではないと思うのですけれども、でもその仕掛けとか何かないかなと思っても、私は全くノーアイデアで、何もなくていつも答えに窮しているので、ぜひ加藤さんのアイデアをパクらせていただきたいと思います。以上です。

原田 日本銀行と政府の関係ですが、日本銀行が独立しているということは、政府とは違うものですから、政府に対してどんどん意見を言うという枠組みにはなっていないわけです。日本銀行が政府にガンガン言えば政府も日本銀行にガンガン言うでしょう。それでは独立になりません。

日本銀行が金融緩和するから財政の規律が弱まるのだと、国会議員の方が言うのは困ったものです。国土交通相や外相や国家戦略担当相も務めた前原誠司議員もそう言って、黒田総裁にそう質問しています。

黒田総裁のお答えは、総裁は非常に婉曲話法の得意な方で偉いと思ったのですが、どのようにお答えしたか私は正確に覚えていません。が、要するに「財政規律とはあなたの仕事でしょう。お門違いの質問はやめてほしい」と言われまし

た。私の雑な頭だとそういう答えにしかないのですけれども、それを婉曲話法で言っていました。お互いに独立して、お互いに真面目にやればうまくいくと思うのです。

議会というのは王様が勝手にお金を使わないようにできたものなのですからね。だから「あなたがやらないでだれがやるのですか」と総裁は言ったわけです。

つまり、議会がちゃんとすれば財政赤字があまりにも膨らんで金利が高騰するということはなくなるわけで、物価が上がったから金利が上がる、所得が増えたから金利が上がるというメカニズムだけが純粹に発動するわけです。そうであれば別に問題ない。だからそれぞれに与えられたマンデートをすれば、それでうまくいく。そもそも法律的にそのようになっていると思うのです。そういうことです（笑）。

それから日本財政状況は【図表 16, 17】で示したように急速に改善しています。大変だという人たちは事実を見ていないのでしょうか。

加藤 ありがとうございます。その危機を煽るわけではないが、どうしようかということですね。

非常に個人的な経験になりますが、私は2010年ごろ、イギリスのロンドンに1年ぐらいいたのですが、会社の都合で数か月、いい歳をしてホームステイをしていました。

あのころはリーマンショックの経済危機の後、キャメロン政権、保守党政権に代わって、財政改革しなければという状況でした。ホームステイ先のおばさんと

一緒にご飯を食べながら BBC の夕方のニュースを見ていたら、いまのままだとイギリスの政府債務の GDP 比が 100% を超えてしまうというニュースが流れました。それを見たお婆さんが、たぶん 60 歳前後の方だったと思いますが、「大変だ！大変だ！」と言うわけです。「もう世も末だ！」と。

私はびっくりしました。決してその人は経済学の先生とかではないのですけれども、そういう反応が自分の親などを見たときにすぐに出てくるかなと思いました。

何なのかなということではいろいろ話を聞いていると、いまのまま政府の財政赤字が増えて政府債務が膨らむと、国債の金利が上がってしまっていて、彼女は小さい会社を持っているのですけれども、そちらがいろいろ苦労したり、あるいは住宅ローンも大変だったり、問題が出てくると言います。政府債務が増えたと問題が出てくるという実感があるので、そういう危機意識があるのです。

幸い、われわれ日本人は金利上昇の問題を経験しないで済んでいたもので、低インフレ、デフレだったのでいくらかでも国債発行できた。しかし、ここからはもう低インフレ、デフレは終わってしまっていて、先進国最高のインフレになっているわけですから、気をつけないとどこかで危機がくるということだと思うのです。

その点で、2022 年の秋のイギリスのトラス・ショック、これは最近マーケット関係者の教訓でよく話題になるのですが、保守党のトラス政権が、イギリス経済が停滞しているので思い切った減税策で経済を刺激すると発表したら、マー

ケットの激しい攻撃にあって、イギリスの長期金利が急上昇し始め、イギリスのポンドも暴落し始めました。それでイギリスの年金基金がかなりやばいぞという状況になってきまして、慌ててイングランド銀行が国債買い支えをしたのです。しかしそれはずっと続けられないということで、政府のほうはどうするんだと迫られてしまっていて、あつという間でしたが、ご記憶の方も多いと思いますが、トラスさんがすぐ減税策撤回と辞任ということで収めたのです。結局、その後、次の選挙で保守党は負けて労働党に代わっていますので、後遺症もいくらかありました。

また、現に、いまの労働党政権はトラス・ショックの再現をすごく心配しています。もともと労働党政権ですから、弱者に優しい給付金をいろいろやりたい政党なのですから、トラス・ショックがあるので抑えめにやっています。

あと、財政をチェックする独立財政機関がイギリスはあるのですが、公的機関で、政府・政党からは独立しているのです。これは日本以外のほとんどの先進国は持っているのですけれども、いまのイギリスの政権は、独立財政機関が指摘するところを重視するとはっきり宣言していて、その下で財政運営を慎重にやっています。といっても労働党政権なので、どうしても財政赤字が増えがちではあるのですけれども、そのような流れがあります。

そういう中でわれわれの場合は、何か危機があると、まさに矢嶋さんがおっしゃるように、このままではまずいかな、規律を正さねばという意識が出てきます。しかし、その中でどうやって経済成長を

目指すかというのはものすごく難しい話です。

私の【資料17】にあります。国の借金は減らしているのだけれども経済成長しているという国は結構ありまして、いかに民間の力をうまく引き出すかが重要です。ただ、そういう国々は日本のように人口は減っていませんけれども、しかし工夫していけばやっていける世界というのはあると思うのです。そのように発想を変えていくきっかけとして、トラス・ショックのようなことがあるとみんな目が覚めるかもしれないのですが、世の中一般にちょうどよい危機というのはなかなかないので、結構なショックになる恐れがあり、金融機関においてもいろいろ血を見ることになる恐れもあります。ですから危機が来る方がいいとは決して言えないのですが、一方で、健全な危機意識を持つことができるような、何か軽度なショックはあるほうが結果としてはいいのかもしれません。

これは原発の話も一緒です。東京電力は「大丈夫、大丈夫」ということでああいう甘いリスク管理だったわけですが、それでも、そこで大事なものはリアリティだと思います。

若干話がずれて恐縮ですが、東北電力の女川原発は少し高台に作ったので、本当にギリギリだったようですが、津波を避けられたわけですね。あれは東北電力において、当初は上に原発を上げるとコストがかかるからダメと言っていたらしいのですが、強く主張した幹部がいて、要は女川原発にもし何かあったら仙台に人が住めなくなると。やはり近いですからね。東京電力は福島だと距離が離れてい

て、そのリアリティがなかったのだと思います。

ですから、この財政の問題もどれだけリアリティを持っているかということなのかなと思います。

内田 ありがとうございます。

それでは、加藤さんからお二人に、時間が押して申し訳ないですが、簡潔にお願いします。

加藤 原田さんは国の信任というのはそれほど心配されていないようで、先ほどわれわれの説明が全く理解できないとおっしゃっていましたが、私は原田さんの話が全く理解できないものですから、どうしてそういう話になってしまうのかなというのが非常に不可解なのです。

しかし、国の信任というものが崩れると国債は暴落し得るわけです。また、ムーディーズとかS&Pなどの格付け機関というのが世の中にあって、彼らの評価がどれだけ正しいのかというのは疑問があるものの、ただ、現実、機関投資家や銀行はああいう格付けを見ながら、あれが上ったり下がったりすれば投資の判断を変えていくのです。それは、国といえども信任が崩れると、その国債を持っていたら危ないよねという判断で世界的に金融機関も機関投資家もやっているわけです。

その点で、日本の今後の格付けも大丈夫かなと私は思います。もちろん責任は一義的には政府・国会にあって、中央銀行ではないというのもよくわかるのですが、民主主義が残念ながらうまく働いていないわが国において、

その財政のリスクはないのかということもお聞きできればと思います。

矢嶋さんには、金融の話もいろいろ聞きたいのですが、リアルな面での改革で少しずつわれわれがやっていけそうなこととお伺いします。金融のアナリストたちと議論していると、そちらの世界にのめり込んでしまうのですが、矢嶋さんはその辺もすごくバランス感覚があって議論されていると思うので、リアルな面での日本の改革として、人口減少については移民はといってもなかなか大変という中で、少しずつ何ができそうなのか、そんな打ち出の小槌みたいなものはないと思いますが、お考えをお聞かせいただければと思います。

原田 質問をありがとうございます。

まず私は、国の信任なんかどうでもいいとは全く言っていない。私は、財政状況が改善していることと、これをもっと改善させるのは政府の役割だと言っているのです。だから政府が考えなければいけないというだけです。

実際に財政赤字の状況はよくなっているわけですから、格付機関が格付けを落としたら、いかに格付け機関はデタラメをやっているかを自ら明らかにすることになると思う。その辺りが全くわからない。

格付機関は、リーマンショックのことを考えれば、適当にやっていただけです。不動産証券で最高位の AAA だとかいっていても、それはどうしようもないクズ債券だった。だからどうしようもないのだけれども、どうしようもない人たちが力を持っているのも事実です。だからこ

の人たちとうまく折り合ってやらなければいけないというのは、そのとおりです。その程度のものなのです。

要するに、格付会社は何を見ているかというのは公表していないけれども、基本的には財政赤字、政府純および粗債務残高の対 GDP 比です。だから、とりあえずそれらが減るようにすればいいのではないのでしょうか。

格付会社は財政赤字が増えたから日本国債の格付を落としたのですから財政状況が改善しているのだから格付を上げないといけません (笑)。

矢嶋 毛色の違う質問で、リアルな部分で何ができるかという話なのですが、日本のマクロ統計は先々まで決まっていて、エコノミストは外れるのですけれども、絶対に当たるのは人口なのです。少子化とかあの辺の数字は当たらないですけれども、いまいる人口の 10 年後というのはほぼ当たります。

これから非常に厄介なのは、移民の問題とかいろいろ言っているのですけれども、10 年後の日本経済を引っ張るという話を考えたときに、AI などの話がありますが、いちばんネックになりそうなのが人を介さなければいけないサービスのオペレーションの話です。これが決定的に足りないのです。

先ほど介護の話をしましたけれども、需要と供給が完全にマッチしないときにロボット化などの話があるのですけれども、10 年経ってロボットが介護をやっているという姿はおそらくほぼ無理なので、どうしますか。

例えば、一つのアイデアで、いま元氣

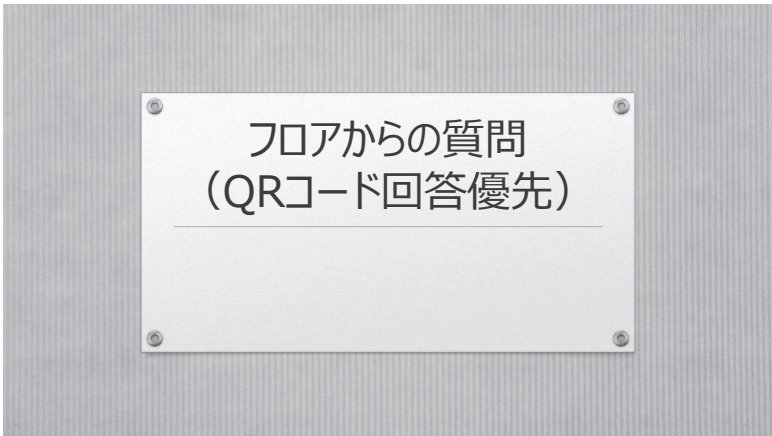
な高齢者の方が非常に多いじゃないですか。私もテニスをやっているのですけれども、去年の夏、熱中症で倒れたのです。そうしたら75歳の先輩がボカリを持ってきて「だめだな」と言われたのですよね（笑）。この人たちは介護がいらないのですよね。いつかは介護がいるかもしれないですけども、例えばいま介護のサポートをすることで、公共事業代、自治体からクーポンがもらえて、そのクーポンを自分の介護が必要なときに使える。そのような制度をやると、お金を介さないで、人の力で介護のいろいろなことを回すことができるはずなのです。

こういうのをいまやり始めている自治体があるのですけれども、みんなで助け合うことができるような仕組みを作らな

いと、何回も言いますけれども、たぶん寂しい実質 GDP の数字がもっと下がってしまうし、いまみんな元気なこのパワーをそういうところに使えるとなると、実質 GDP が上がる可能性があるのです。

だからこういうのも、改革の話が多くなって政治がもう完全にやらないのですごくムカつくのですけれども、何とかしないと、本当に10年後は人がいなくてどうにもならない世界になるので、ここがポイントかなと思っています。本当に元気な人たくさんいるじゃないですか。何とかしよう（笑）。以上です。

内田 ありがとうございます。



フロアからの質問 (QRコード回答優先)

残り時間が少なくなってきましたので、フロアの皆さんからのご質問に移りたいと思います。たくさんのご質問をいただきまして、本当にありがとうございます。すでに20件以上の質問をいただきましたが、時間の関係上、各パネリストに対して一つずつ、私の独断で選ばせていただきます。

まず、若い方から非常に活気あるご質問をいただきました。こちらは原田さんへの質問です。「現在、デフレ脱却を目指している中で、なぜ政策金利を引き上げるのでしょうか？政策金利を引き上げると景気が悪化するのではないかと思います」。この点について、学生にもわかりやすくご説明いただけますでしょう

か？ よろしくをお願いします。

原田 金利を上げるというのは、当然景気を悪くするわけです。では、いまの物価をどう考えるかということです。だからいま3%を超えている物価上昇率がこれからどうなるのが大事です。

私は、これからトランプ不況になって、物価上昇率も下がると思うのです。だってトヨタが儲からなくなって、トヨタが賃金を下げるとまでは行かないでしょうが、上げれないという状況になれば、日本全国に当然波及してしまいます。だから、これからデフレ脱却なんて言っている状況ではないとは思います。

それから、トランプ関税は1年前はだれもわからなかったことですから、これはしょうがない。だから再三言っているように、状況を見ながらゆっくりやればいい。一時的に焦って金利を上げようとしたけれども、いまはそれをやめているようです。なぜ焦って金利を上げようとしているかというと、マーケットの人が「金利を上げたら銀行が儲かる」と思っているからです。その期待感にある程度応えなければいけないから、金利を上げるという判断があるわけです。だから、市場の期待とマクロ経済の両方見ながらやっているのではないかという気がします。

それから、物価が上がっていると言うけれども、賃金も上がっているわけです。若い人にとっては両方上がるのだけれども、年金が上がるまでは時間がかかります。だから、年金受給者には、多少のリスクがあっても物価をある程度下げたいという人がいるかもしれません。

内田 ありがとうございました。

続いて矢嶋さんへのご質問です。言葉尻を捉えた感じもあるのですが、矢嶋さんが非常に衝撃的に「日本銀行への関心が薄れている」とおっしゃった点について、その具体的な理由が十分に語られていないように感じました。もし可能であれば、具体的な事例や背景について詳しくお話しいただけるとありがたいです。

矢嶋 最初に私の本のご紹介いただいたのですが、2000年代、2010年代、日本銀行のいろいろな研究をやっていたのです。けれども、なぜなのでしょうかね。1回ピークを打ったのですかね。自分の中でよくわからないのですが、でもその後に起こったことは、物価見通しとか、2年後に必ず2%になるとか、ずっとそれを四半期ごとに見せられるという状況でした。会見とかの話でも、このまま続ければ2%という話がですがずっと達成されないのです。こうした中で投資の世界では、この10年、20年ぐらいいの間、ほぼアメリカを見ていればどうにかなるという話になってしまったのだと思うのです。

でもこの10年で、日本の経済の話とか日本銀行の話はほぼ受けなくて、アメリカの金融政策、政治の話、個別の銘柄の話ばかりになってきて、だんだん自分自身もリサーチする対象がそちらになってきたというのが大きいかなとは、いまから振り返ると思います。

内田 ありがとうございました。

私は今でも日本銀行に年に数回訪問し

役員・幹部とお会いする機会がありますが、いまのお話については、ぜひ伝えておきます。

最後に加藤さんへのご質問ですが、専修大学の朝倉先生よりいただいています。「新陳代謝の重要性について、関西の地域経済では中小企業などが十分な準備ができていないとのご指摘があり、大変興味深く拝聴しました。金利上昇のストレスに耐えられない企業の規模感について、またどのような場合や産業で激変緩和策が必要とお考えでしょうか」とのことです。お願いします。

加藤　ありがとうございます。

大企業では0.5%の政策金利が1%になったから大変というところはそうはないと思うのですが、特に地方の中小企業だとそういうケースは少なくないようです。そういう企業に融資している地域金融機関の方に聞くと「あまり日本銀行に利上げしないほしい」と言うところも結構あります。

また日本銀行が大規模緩和をやっていたころ、経営が非常に圧迫されて苦しかった地域金融機関は、通常はあまり買わないのですが、利回りが当時相対的には良かった20年国債とか30年国債といった期間が長い国債を買っていたところもあります。そういうところの中には金利上昇で今苦しくなっている場合もあります。

一方で、大手行に行くほど逆に日本経済にとって新陳代謝は大事だという話は増えてきます。また海外企業のビジネスを見てきた邦銀の経営者からすると、日本国内の低生産性のビジネスモデルをと

国全体で支えてもしょうがないのでは？という思いもあるかと推測します。

そこで新陳代謝が起きるように促しながらも、人々が不安にならないようにする何がしかのセーフティーネットは必要になってくると考えられます。

この間、国内のある大学に呼ばれて大学院でしゃべっていたら、デンマークから来ていた留学生が私の【図表36】を見て、「このグラフはとても面白い。日本は面白いことをしますね」と言っていました、日本の企業倒産件数が政策対応によって近年大幅に減ったというグラフです。

北欧の場合、興味があって出張で時折行くのですが、政府、中央銀行が企業の倒産を防ぐという発想は基本的にない。倒産はもうしょうがないという発想だからです。ただ、個人、労働者にセーフティーネットを張って、手厚い失業保険、または失業したら大学や専門学校で学んだりカレント教育に政府がたっぷりお金を出す。そういったセーフティーネットを張りつつも新陳代謝を維持するというやり方が数十年行われ、実際上手くいつてきました。

企業を潰さないというセーフティーネットに事実上日本はいつの間になっていたので、こういう状況になり、金利の引き上げにいまいち覚悟ができないという流れなのでしょうから、社会不安が起きないようにしながら、いかにそこを調整していくかということが大事なのだらうと思います。

内田　ありがとうございました。



気が付けば、もうすぐ終わりの5時になりそうです。ここで、パネリストの皆様到最后の一言をお願いしたいと思います。今回のまとめや感想、または言い残したことなど、何でも結構ですので、各自2分程度でお願いいたします。まずは原田さんからお願いいたします

原田 金融政策とは関係ないのですけれども、実質 GDP を増やすというか、成長率を高めようという、何かやろうとするのですね。しかし、何もしなければ自然と成長率は高まると思います。

なぜなら、例えば農業を考えてみれば明らかで、要するに変なことをたくさんやっているからどうしようもなくなったわけです。だから、勝手に米を作って勝手に売ればいいじゃないか（笑）。農家を助けたいのであれば、加藤さんがおっしゃったように、人を助ければいいのであって、企業を助ける必要はないわけです。だから、お米は自由に売らせて、中山間地には自然保護代みたいなものを払えばいい。

要するに、銀行や金融業も含めて個々の企業とか個々の産業で何かやろうとす

るからいけない。それぞれの産業に関連した役所があって、団体があって、政治家がついている。そういうことをやめればいい。

例えば最初に江藤拓農水大臣がやっていたことは、備蓄米を買い戻し条件付きで売ることです。買い戻し条件付けたら供給量が全然増えるわけがないじゃないですか。全くナンセンスなことをやって、これが政策だと思っている。

だから、何もしなければいい。何もしなければ自然と生産性が上がるともって考えたらいいと思います。

矢嶋 きょうのパネルの中で、私はどちらかという結構マイルドな意見でしたけれども、いろいろな意見があるというのはたぶん皆さんもおわかりになったと思うので、すごく面白いではないですか。

この仕事をやっていて思うのは、日本はいまとんでもない体験をしているのです。世界にはないような体験をたくさんしているので、日本の中で常識だと思われることを海外対比でいろいろ研究すると全然違う話もありますし、全く逆

のこともあるので、ぜひそういうウイングを広げていただけるといいのかなと思います。

もう一つは、若い方とか研究者の方も、すごい体験をしているので、これを世界にぜひ発信していただきたいというのは常日ごろ思っています。自分もやれと言われてもやりませんが、だれか若い方がやっていただくのをすごく期待しております。

以上です。

加藤 ありがとうございます。きょうはいろいろなご意見を聞けて本当に面白かったです。

日本は、当たり前ですが、為替が変動相場制なので、金利を無理に低くしようとしていると円安が進んでしまうという現実があります。国内事情でいろいろしながらみがあるから、金利はこの辺に抑えておかないと、という発想だけでいると、ずるずる円安に行く恐れがあります。トランプの関係で円高にくるのかなという情報があるときは一旦円高にくるわけですが、その話が一旦静まると、いまのようにまた145円ぐらいに戻ってきてしまう。この金利の低さが結構効いているということもありますので、ある程度バランスの取れた金利運営、それによる為替レートもそこそこの状況に持っていくということが必要で、それに合わせて財政も運営せざるを得ないのではないかなと思います。

あと、若い方々も多いので、ぜひいろいろ勉強していったほしいと思うのですが、IMDというところがやっている世界人材競争力ランキングというのを見

ると、1位がスイスなのですが、日本は43位か44位で、イタリアといつもいい勝負を繰り返しているのです。

先ほどのイタリアの友人もいますが、彼らは本当に人生をエンジョイしていて、楽しそうに暮らしている。一方、われわれは一生懸命働いているのに豊かにならない。この理不尽さというのはいつも感じるのです。

それは置いておいて、スイスのようなケースは、国が小さいので、健全な危機意識があるのですよね。いまのデジタル時代に合った勉強をしないと生き残れないというような意識も非常に強いです。スイスは世界の工科大学トップ10に2つ大学が入ってしまっていて、そこから輩出されるIT人材を求めて世界中のIT企業は、特にアメリカですけれども、スイスに拠点を作りたがるのです。そうするといい給料を出す。どんどん給料を出す企業が世界から入ってくるから、人の奪い合いになって、ますます給料が上がる。だからいまのスイスの平均年収はいまの為替レートで計算すると1,600万円にもなるのです。日本は400万円台です。そのぐらい時代に合ったスキルを身につけていくというのが、学生さんだけではなくて、われわれ社会人も意識してやっていくということが大事です。

そういう中で金融政策がサポートをやっていくというのはいいと思うのですが、過度に金融政策に依存してしまうのがいちばん危ないことかなというように思います。

内田 どうもありがとうございます。
本日は、「金利引き上げにどこまで準

備ができているか」というシンプルなテーマでシンポジウムを開催しました。予想を超えて議論が広がり、私自身も想像しなかった展開となりました。それだけ、この問題が金利の有無にかかわらず、いま非常に重要なテーマであることを示していると思います。

また、本日の議論を通じて私が感じたのは、日本が元気を取り戻してほしいということが、皆さんの共通の認識であるという点です。しかし、民間が活力を取り戻すためには、単に金利を低く設定して「さあ、頑張ってください」と促すだけでは不十分です。民間と政府、そして私たち教育業界を含めたすべてのセクターが協力し、日本らしさを活かして取り組む道が必要ではないかと感じました。

特に若い皆さんにとって、このような議論に触れる機会は少ないかもしれませんが、きょうの議論をきっかけに、将来

の学びや考えの一助となれば幸いです。

最後に、私の進行が至らず、話の面白さに途中で止めることができなかったため、10分延長となり大変申し訳ございませんでした。それでは、これにてパネルディスカッションを終了させていただきます。最後に、パネリストの皆様に盛大な拍手をお願いいたします。

本当にありがとうございました。

【司会】皆様、ありがとうございました。

では、これをもちまして第97回講演会を閉会とさせていただきます。お帰りの際は忘れ物がないか、いま一度ご確認くださいませようをお願いいたします。

なお、アンケート用紙の提出にご協力ください。出入り口の回収箱に入れていただけますと幸いです。

それでは、本日は以上をもちして閉会です。皆さん、ありがとうございました。