

内外情勢と金融政策

門 間 一 夫

御紹介ありがとうございました。それでは三年ぶりにお話しさせていただきたいと思います。

一、世界の経済情勢

(1) 迫りつつあるグローバル・リセッション

まず最初に、世界経済全体の状況です。

先月一〇月に出されたIMFによる世界経済見通しでは、年初の見通しと比較して、二〇二二年は四・四%から三・二%、二〇二三年は三・八%から二・七%と、それぞれ大幅に下方修正されて

います。内訳を見ても、米国、ユーロ圏、中国等、全て下方修正されています。そういう中で日本はというと、二〇二二年は確かに下方修正ではあるものの、二〇二三年はその幅が比較的小さく、底堅い見通しです。これは先般の岸田政権の総合経済対策が発表される前の数字で、そこに今回の対策が加わってきますので、二〇二三年については、先進国の中では恐らく日本が一番景気がよい国になると思います。

少し皮肉なことではありますが、日本経済はこれまで回復が遅れていたもので、まだ回復の余地が

あるというのが一番大きな理由です。アメリカやユーロ圏は早めに回復し過ぎたことでインフレが問題になってしまい、これ以上は成長できない。そういうもとの状況があるため相対的によく見えるだけで、決して日本経済が素晴らしいわけではないということを申し上げておきたいと思います。

非製造業PMI（購買担当者景気指数）は比較的安定していますが、製造業PMIについては、過去一年半ほど下降トレンドで、二〇二一年の夏前をピークに、そこからほぼ一本調子に低下してきています。現在は、ユーロ圏と中国が五〇のラインを割っており、アメリカも割り始めている。つまり、グローバル・リセクションが迫りつつある状態です。

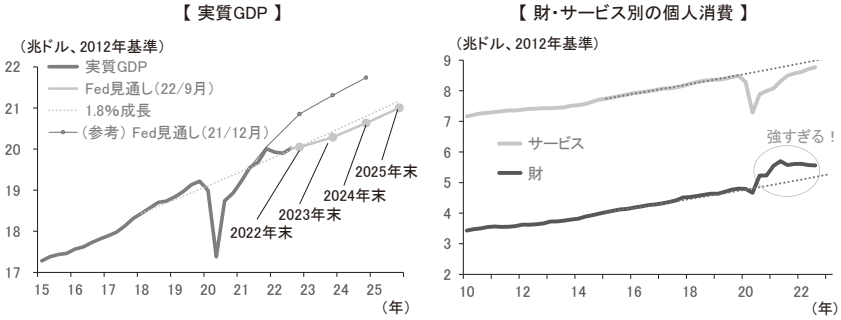
では、なゼリセクションに入るのか。もちろんロシア・ウクライナ情勢の影響はありますが、そ

れだけではありません。コロナ禍によってさまざまな供給制約が強まっている中、需要が急速に回復したことが大きい。要は、利上げによって需要を抑えなければならぬほどインフレが高まってきたというのが、これからリセクションが起る最大の要因です。

(2) アメリカの経済情勢

アメリカのCPI（消費者物価指数）はピークを打ったのではないかと言われていますが、それ自体は何の慰めにもなりません。足元はピークの九・一％より低いとはいえ、まだ八・二％ですし、中央値は依然加速を続けているため、まだまだインフレはおさまりません。日本と同じくエネルギー価格の上昇もありますが、アメリカではコロナの直後、需要が急速に回復し過ぎたというのが一番大きな理由です。

図表 1



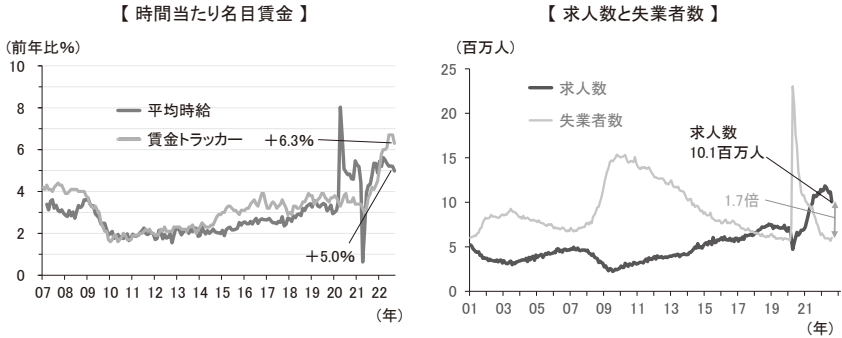
(注) 「Fed 見通し」は各年末の中央値見通しを線形補完
(資料) BEA
(資料) BEA、FRB

それがよくわかるのが左のグラフです（図表 1）。GDP については、每期ごとの変化率で見ている方がほとんどなので、こういうグラフはあまり御覧になったことがないかもしれませんが、ここでは GDP のレベルを示しています。

点線は、コロナ前のトレンドを一・八%で伸ばしたラインです。この一・八%というのは、Fed が言っているアメリカの潜在成長率ですが、実 GDP がコロナの直後にガクッと下がった後、一気に回復し、もともとのトレンドラインを上回るところまで行っていました。その後、若干のマイナス成長に戻ってきているものの、Fed は、大体このトレンドラインで行けるのではないかという見通しを示しています。

しかし、これは全く甘いと思います。なぜなら、エネルギー価格の上昇に加えて、コロナ前の

図表2



(資料) BLS、アトランタ連銀

(資料) BLS

労働者は全部戻ってきていませんし、これからも戻らないだろうと言われているからです。また、さまざまな供給制約も世界中で起きています。したがって、トレンドラインを相当下回らないとインフレはおさまらないということになります。

「財」の消費は、過去のトレンドラインを一旦大きく上回り、足元で少し弱くなってきましたが、まだトレンドラインよりも高いです。アメリカは住宅もバブルになりましたし、家具や家電製品、パソコン、ゲームなど、いわゆる巣ごもり需要でいろんなものが爆発的に売れ、そういう需要がまだまだ残っています。これでは、とにかくもっと景気を悪くしないとインフレはおさまらない状況です。

景気の過熱感が一番はつきりわかるのが労働需給です(図表2)。右のグラフは求人数と失業者数ですが、二〇一七年以前を見るとわかるとお

り、失業者数のほうが圧倒的に多いのが平時の状態です。ところが、今は完全に逆転し、求人数が失業者数を一・七倍も上回っています。ひところは二倍まで行っていたので、それに比べると少しは減ってきたものの、まだまだ高過ぎます。

ちなみに、コロナ前の二〇一九年、私が前回ここでお話ししたところも求人数が失業者を上回っていました。つまり労働市場は逼迫状態で、これ以上は人を雇えないと言われていたわけです。そのときの倍率は一・二倍でしたが、今は一・七倍ですから、とても人が足りないということです。こんな状況なので、左のグラフのように、足元の賃金上昇率は五%、指標によつては六・三%も上がっているわけです。

後で詳しく申し上げますが、日本の場合と同様にアメリカでも、二%のインフレと整合的な賃金上昇率は三%程度です。実際に二〇一九年以前の

平均時給を見ると、三%に行くことはむしろ珍しく、二%強あたりで推移していました。ですから、アメリカのインフレ率も二%以下におさまっていたわけです。ところが、今は五%です。これをせめて三%ぐらいに抑えていかないと、インフレ率二%までは戻らないというのがアメリカの状況です。賃金を抑えるためには求人数を減らさなければいけない。つまり、企業から見てもう人が要らなくなるぐらい景気を悪くしないと、インフレはおさまらないということになります。

今週一二月二日に開かれるFOMC（連邦公開市場委員会）では、〇・七五%の利上げがほぼ確実視されています。かつ、一二月にもさらに〇・五%上げて、年末までに合計一・二五%上げるというのが今のFedの見通しです。しかし、一二月は〇・五%でおさまるかどうかわかりませんが、二〇二三年以降もう少し上げなければい

けないかもしれません。

今年九月のFOMCの見通しでは二〇二三年末の四・六二五%がピークになっていますが、実際には五%を超えていくのではないかとという観測が強まっており、私もその可能性が高いと思います。それほど足元のインフレは激しく、かつアメリカ経済はしぶといので、このしぶといアメリカ経済を叩かない限り、インフレはおさまらない状況です。

Fedはバランスシートの縮小も行っています。しかし、これよりも利上げのほうがはるかに大きな影響があります。バランスシートの縮小はマーケットでも時々取り上げられ、何となく目立ちますが、それほど大きな論点ではないと私は考えています。

今まで行ってきた利上げの影響は、既にアメリカ経済に一部浸透してきています。一番激しく出

ているのが住宅です。住宅着工は戸建てを中心に落ちていますし、販売件数も落ち込みが鮮明です。GDPベースで見ても、住宅投資は過去6四半期連続でマイナスです。したがって、住宅に関しては、アメリカはもう完全にリセッションに入っていると言えます。

製造業については、まだ緩やかに回復途上ではありますが、足元をよく見るとベースは鈍ってきています。また、景況指数、すなわちマインドも、急速に悪化してマイナス圏に入ってきていますので、住宅に続き製造業も調整が明確になってきています。

ただし、住宅や製造業の指標が悪くなっても、労働需要が全体として非常に強い以上、この程度の減速では全然足りません。繰り返しになりますが、誰もが「景気が悪い」と言うほどアメリカ経済の景気後退が起これないと、インフレはとまり

ませんし、そうなるまでFedは利上げを続ける
と思います。

(3) ユーロ圏の経済情勢

ユーロ圏は、アメリカほどGDPが回復してお
らず、コロナ前のトレンドまで戻らないという見
通しです。アメリカ以上にインフレが激しいた
め、先月一〇月に出されたIMFの経済見通しで
は、二〇二三年は、ドイツやイタリアはマイナス
成長、ユーロ圏全体でも〇・五%しか成長しない
だろうと言われています。ただ、これでも甘いの
ではないかという見方が多く、来年前半はかなり
の景気後退が生じる可能性が相応にあります。

労働市場の状況を見ますと、アメリカと違うの
は、賃金があまり上がっていないということで
す。先ほどアメリカは五%上がっていると申し上
げましたが、ユーロ圏は二・一%ですから、ここ

だけ見るとそれほどインフレ的ではありません。
しかし、失業率は六・六%と、ユーロ圏としては
史上最低の水準にまで下がってきています。

そのためECB（欧州中央銀行）は、既に相当
なインフレであることに加え、今はまだ賃金はあ
まり上がっていないものの、労働者が賃上げを要
求してくることでこれから賃上げが進み、インフ
レがとまらなくなるのではないかとということを心
配しているわけです。

では、実際のインフレ率はどれぐらいなのか。
HICP（ユーロ圏消費者物価指数）は直近で
九・九%と資料に書いていますが、昨日出た新し
い数字では一〇・七%ということで、二桁に行き
ました。しかも、より基調的な指数であるHIC
Pコアも、四・八%だったものが直近では五・
〇%になっています。全体で見ても、コアで見ても、
足元ではまだまだインフレが加速している状

態です。

したがって、ECBもほとんど政策金利を引き上げています。先月一〇月にも〇・七五%引き上げ、今、預金ファシリティ金利は一・五%まで上がってきていますが、恐らく来月一二月も〇・五ないし〇・七五%引き上がるということで、二%を超えることも視野に入ってきました。

ちなみに、この預金ファシリティ金利は七月までマイナスでした。つまりECBは、二〇一四年から続けてきたマイナス金利をそこでやめたわけです。その後すぐにデンマークやスイスの中央銀行もマイナス金利をやめていますので、今、世界中でマイナス金利は日本だけということになっています。

(4) 中国の経済情勢

中国経済はゼロコロナ政策の影響によりなかなか

か回復せず、世界経済の足を引っ張っています。春の上海ロックダウンが解除された後も、散発的にあちらこちらでロックダウンが行われ、昨日も上海デイズニールランドがまた閉園になったというニュースがありました。

不動産関連指標を見ると、二〇二〇年ぐらいから、政策的にバブルを潰すということで不動産の調整を始めていますが、足元では、政策が意図している以上に大きな調整になってきています。ゼロコロナ政策によって景気が悪化し、消費者マインドが低下して不動産を買わなくなる。そして、不動産価格が下がって物件を売らなくなる。こういう悪循環で不動産の調整が今かなりシビアになっている状況です。ただ、思い切ってここを持ち上げようとするとまたバブルになってしまうため、中国政府にとってもさじ加減が非常に難しいということ、来年という形でやっていくのか

注目されるところです。

もう一つ重要なポイントは、原油価格です。ウクライナ戦争が始まったところは一二〇ドルを超えていましたが、今は八〇ドル台に下がっています。これはある種、中国経済が減速している面も大きいわけです。中国が元氣を取り戻すと来年また原油が上がり、世界中でインフレがとまらなくなるというジレンマもあるため、来年そのあたりは世界経済にとって大きな課題になると思います。

二、日本の経済情勢

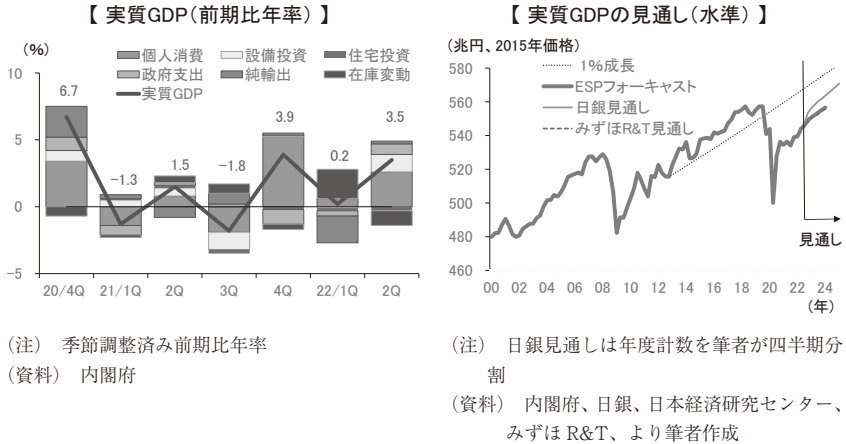
ここからは、日本経済を見ていきたいと思います。

実質GDP（前期比年率）が減速・加速を繰り返しているのは、約半年ごとにコロナ感染の波が

来ていたことと関係しています（図表3）。第2四半期（四―六月）は感染が落ち着いていたため三・五%とよかったのですが、第3四半期（七―九月）は、オミクロン株による第七波の影響でまた少し数字が下がると思います。そして、第4四半期（一〇―十二月）は、人出も相当増え、三年ぶりに忘年会をやるという人も多いと思います。し、インバウンドの回復もあって再びよくなる。このように一進一退が続いていくだろうと思います。

ただ、そういった動きをならして中期的に見てみると、右のグラフのように、日本経済はコロナ前のトレンドには行きそうにありません。この中で最も楽観的なのは日銀ですが、その日銀ですら、もとのトレンドまでは戻らないという見通しです。しかも、日銀はその後、下方修正していますので、中期的に見て日本経済はそう強くないと

図表3



いう話にますますなるわけです。

中長期的な日本経済についてはまた後ほどお話しするとして、足元のところだけ申し上げておくと、製造業は輸出も生産も、コロナ後の落ち込みからは一応回復したものの、頭打ち状態です。今年の夏ぐらいまで、その頭打ちの最大の要因は供給制約でした。半導体不足等によってなかなか車がつくれず、自動車工業は大きく落ち込む時期がありました。

しかし足元においては、そういった供給の問題だけでなく、これから世界全体がリセッションに入っていくということで、欧米では企業や家計の購買意欲が徐々に低下してきている状況です。したがって、ここから先は、需要面からも輸出や生産が伸びにくい局面が来ると思います。

それが真つ先にあらわれているのが電子部品・デバイスです。先ほど、アメリカでパソコンや

ゲームが非常に売れたという話をしましたが、売れ過ぎてしまったことで、パソコンもスマホも世界全体で需要が低迷しています。そのため、自動車向けの半導体が相変わらず不足しているのに対し、パソコンやスマホ向けのものは余っている状態で、既に在庫調整に入っています。

そういう中で、期待できそうなのは設備投資です。今年九月時点における日銀短観による二〇二二年度の設備投資計画は、プラス一四・九%と非常に高い数字になっています。もちろん計画どおり実現するわけではありませんが、計画値は過去に比べても高いので、実現値も相応に高くなるだろうと思います。

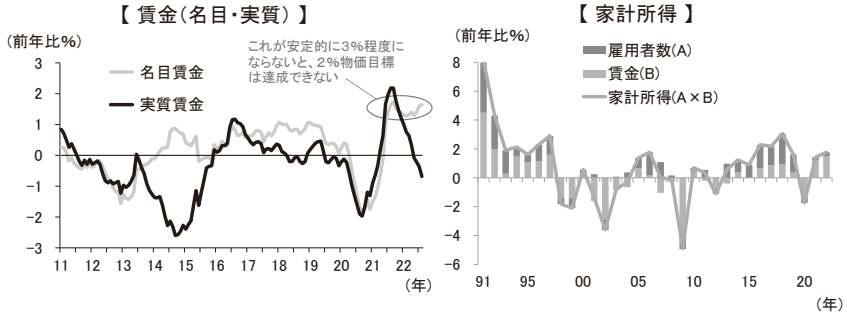
その要因としては、過去二年間、コロナの影響もあって設備投資を控えていたことの反動もありますし、前向きな要素としては、総じて企業業績が回復していること、また、中長期的な戦略を考

えても、安全保障を含めサプライチェーンの強化や、政府も音頭をとっているデジタル化、脱炭素化といった構造的な投資も出てきていますので、設備投資は比較的底堅く推移する可能性が高いと考えています。

個人消費については、七月から八月あたりまでは、コロナ第七波の影響で回復が一服しています。しかし、昨日はハロウィンで渋谷は相当な人出でしたが、「三年ぶり」というムードがそこかしこにある状況ですから、一〇―一二月の個人消費はもう少し明確に回復してくるだろうと思います。

ただし、個人消費の足を引っ張る要因があります。それは足元の物価高です。物価高を克服するには賃金上がるかどうかが重要なわけですが、左のグラフのとおり、足元において名目賃金は一・五%近辺で推移しています（図表4）。「賃金

図表4



(注1) 賃金の17年以降は共通事業所ベース
 (注2) 実質賃金は名目賃金とCPI（総合、含む消費税）から機械的に計算
 (注3) 6か月移動平均
 (資料) 厚生労働省、総務省、一部筆者推計

(注1) 2017年以降の賃金は「共通事業所」ベース
 (注2) 2022年は1-8月
 (資料) 総務省、厚生労働省、一部筆者推計

を上げろ」とさんざん言ったアベノミクスの中でも、せいぜい一％程度しか上がりませんでしたから、それに比べると結構強い。しかし、それ以上に物価が上がっているため、実質賃金で見るとむしろマイナスで、物価の上昇に賃金が全く追いついていません。

後ほど詳しく申し上げますが、物価そのものは三％上昇しています。にもかかわらず、なぜ日銀は「二％物価目標は全く達成できていない」と言うのか。賃金が安定的に上昇しないと二％のインフレは持続しないというのが日銀の考え方で、確かにそのとおりだと思います。

では、どのぐらい賃金が上がれば二％のインフレが持続するのか。日銀の言い分としては、三％です。生産性上昇率が一％ぐらいあるとすると、それにインフレ二％を加えた三％、これがあるべき賃金上昇率だというのが日銀の見立てです。つ

まり、今一・五％程度の名目賃金がこのグラフの一番上の三％のところに張りつくぐらいにならないと、日銀から見て二％物価目標は達成できたことにならない。そう考えると、日銀が「二％物価目標は全然達成できていない」と言うのも、黒田総裁が「当面、金利を上げるつもりは全くない」と言うのも、そのとおりということになるわけです。

では、賃金が三％上がるなんてことがあるのか。右のグラフを見ると、それが最後に実現したのは三年前の一九九一年、バブルの余波があったころです。一九九一年というのは「ジュリアナ東京」がオープンした年で、まさに「これから踊るぞ」という感じのときでした。そんな雰囲気、賃金上がる状態がこれから毎年続くようになつたら日銀は金利を上げることです。すか、改めて厳しい条件だと思わざるを得ません。

三、日銀の異次元緩和と 二％物価目標

日銀の話になつたので、少し過去も振り返りながら金融政策について見てみたいと思います。

まず、異次元緩和とは何だったのかということですが、

今から約一〇年前の二〇一三年、私がまだ日銀にいたところに異次元緩和は始まりました。普通、金融政策というのは金利で見えるわけですが、異次元緩和が始まったとき、金利はほとんど変わっていません。つまり、日銀が行っていた緩和というのは、実は異次元でも何でもなく、そもそも緩和と言うべきかどうかすら、よくわからないものだったということです。正直に言うと、本当の意味での金融緩和というよりは、ある種のイメージ

戦略です。とにかく「日銀は変わったぞ」というイメージを醸し出すことによって、市場の心理、世の中の雰囲気を変えようとした。これが異次元緩和の実像です。

では、どのようにして雰囲気を変えようとしたのか。いわゆるバランスシートの急拡大です。確かにバランスシートで見ると、二〇一三年以前も日銀は量的緩和をかなりしていました、それがほとんどしていなかったかのように見えるほど、二〇一三年から急速に日銀のバランスシートは拡大しました。マネタリーベースを増やし、どんな国債を買うことによって世の中を変える、これが日銀のストーリーで、その大胆な金融緩和がまさに異次元緩和のイメージ戦略の中心にあったわけですから。

それに何か意味があったのか。評価はいろいろあり得るでしょうが、現実を見ると、二〇一三年

あたりを境に株価がどんどん上がりました。安倍首相の在任期間、すなわちアベノミクスの際に、八〇〇〇円ぐらいだった株価が三万円近くまで、三倍、四倍も上がったわけです。これはとてもない異次元の変化でした。

ただ、このころは、世界景気もよくなり、日本企業は稼ぐ力をつけてきていましたし、コーポレートガバナンス改革もあり、株主を重視する方向に企業の姿勢は明確に変化していましたから、日銀の異次元緩和のおかげかどうかはわかりません。しかし、いずれにせよ事実として、株価は明らかに二〇一三年を境に変わりました。今でもよく「失われた三〇年」という言い方をしますが、株価に関しては、「失われた二〇年」から劇的な転換を果たしたわけです。

もう一つ、為替も大きく変わりました。足元の円安は「悪い円安」と言われ、誰からも愛されて

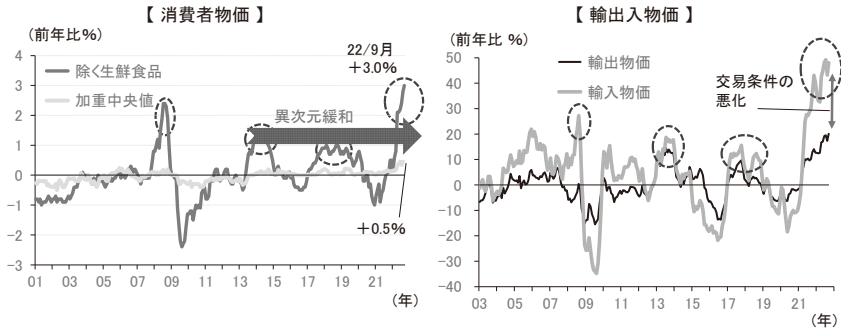
いませんが、同じぐらいの円安が二〇一三―一五年にかけて起こりました。ここは確かに、異次元緩和による一定の効果があつたと思います。金融緩和というストーリーは為替に一定の影響を及ぼすため、それまでの行き過ぎた円高を是正するところと異次元緩和のメッセージが届いた面はあると思います。実際、当時の円安は、世の中から非常に重宝され、そのこともある種、株高の要因になっていました。つまり、日銀の政策の「効果」としてポジティブに評価されていたわけです。それに対して、今の円安は日銀の政策の「副作用」と言われていますので、非常に隔世の感があります。

とはいえ、二%物価目標は全く達成できませんでした。当初日銀は、二年で二%物価目標を達成し、そこで異次元緩和をやめる予定でしたが、それが達成できなかったことで、やめるにやめられ

ない状況になったわけです。しかし、国債を買い続けるというのも無理なので、二〇一六年からは、国債をどんどん買うのではなく、国債の金利を上限〇・二五%（当初は〇・一%）とし、とにかくゼロに近いところに抑える、イールドカーブ・コントロールという新しい手法に切りかえました。言ってみれば、それがいいと思ってやり始めたというよりも、今までの異次元緩和がもう続けられなくなったので、苦肉の策として二%物価目標を達成するまでやる。そういう意味でイールドカーブ・コントロールにシフトしたわけです。

しかしこれも、長くやり続けていることでさまざまな問題点が徐々に明らかになってきています。したがって日銀は、そういう問題点に配慮し、どこかのタイミングでイールドカーブ・コントロールをやめると思いますが、そのタイミングがなかなか難しい。この点については後ほど申し

図表5



(注) 2014年の消費税率引き上げを調整
(資料) 総務省、日銀

(資料) 日銀

上げます。

その前に、なかなか二%物価目標を達成できない状況について御説明したいと思います。

左のグラフは日本の消費者物価です(図表5)。九月が三%で、一〇月は恐らく三・五%を超えると思いますが、二〇〇一年以降、今回を含めて四回、消費者物価が上がった時期があります。点線で丸をつけた部分ですが、その四回は例外なく、右のグラフに示したとおり、輸入物価が非常に大きく上がったときだけです。つまり、過去二〇年間、国内の実力で物価が上がったことは一度もない。海外で物価が上がる、あるいは円安で物価が上がると、その分が消費者物価にも反映してくる、こういうことが起きているわけです。

特に足元は、輸入物価が四〇%超と大きく上がっているがゆえに、消費者物価も三%ぐらいまで上がっている。要は、上流の物価の上がり方が

あまりにも大きいために、それが下流にも少しずつ流れてきているということです。したがって、それ以外の物価上昇、すなわち日本国内の体温が温まることによる本当の物価上昇は、足元では起きていません。だからこそ、黒田総裁は「二%物価目標は達成できていない」と言っていて、それは恐らく正しいわけです。

もう一つ問題なのは、輸入物価と輸出物価の上がり方に大きな差があることです。円安だけであれば同じように上がるはずですが、足元においては、円安に加え、原油価格や穀物価格など、ドルベースで見た国際商品市況そのものの上昇が輸入物価をさらに押し上げています。その部分が輸入物価と輸出物価の差になってあらわれているのがいわゆる交易条件の悪化で、日本から海外への所得の流出ということになります。

したがって、足元の物価高は、景気がいいから

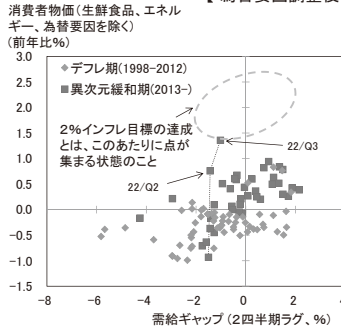
起きているのではなく、むしろ日本の景気を悪くする可能性があります。先ほど、インバウンドや総合経済対策でこれから日本の景気がよくなると言いましたが、本当はもつとよくなるはずの部分が、交易条件の悪化や物価の上昇によって大分薄められてしまっているというのが今の状況です。

日本の物価がなかなか上がらない状況は、この図を見れば一目瞭然です（図表6）。三年前にも御紹介した「フィリップス曲線」です。

横軸が需給ギャップ、縦軸が消費者物価で、右に行くほど景気がいいということです。この四角い点の散らばり方を見ると、幾ら右に行っても二%まで物価は上がらない。要は、この点の集団自体を上方にシフトさせていかないと、二%目標はなかなか達成できないということです。日銀はそれをやろうとしたわけですが、うまくいきませんでした。御覧のとおり、デフレ期（一九九八―

図表6

【為替要因調整後のフィリップス曲線】



(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$\text{CPI} = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$

(5.5) (8.4)

$$R^2 (\text{自由度調整済み}) = 0.65$$

ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、

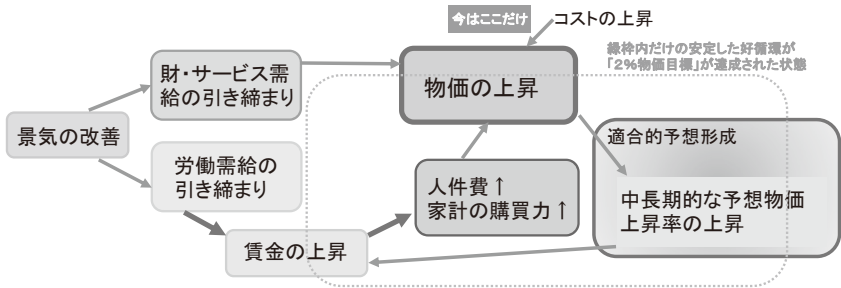
為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

(資料) 総務省、日銀、BISのデータから筆者算出

二〇一二年)と異次元緩和期(二〇一三年)でそれほど変わりません。異次元緩和によって株価が上がり、円安は起こったものの、物価にはほとんど影響がありませんでした。

ところが、二〇二二年の第2四半期、第3四半期は、点が上のほうにグイッと上がってきています。といっても、これは恐らく異次元緩和の効果ではなく、先ほど申し上げたように輸入物価が四割も五割も上がっているからです。これが上の丸い枠に入り、そこに点がたくさんたまるようになるれば、日銀の2%物価目標達成ということになるわけですが、今回は、一個か二個入ったとしても、その後また下がり、四角い点の集団のところに戻っていくというパターンになる可能性が高い。したがって、日銀としては、丸い枠の中に入るかどうかをしっかりと見極められない限り、金融緩和の手を緩めることはできない状況です。

図表 7



(資料) 上記文章は日銀展望レポート(2022/10月)から抜粋(赤字は筆者)

消費者物価の中身を詳しく見てみると、エネルギーが一七%、食料が五%近く上がっている一方で、サービスは一%程度しか上がっていません。サービスは賃金と関係しているため、賃金が上がれば、サービスの価格が上がるようにならないと二%物価目標は達成できないわけですが、その辺は日銀もわかっているようで、先週出たばかりの日銀の展望レポートでは、二〇二二年度は二・九%まで物価の見通しを上方修正しています。しかし、二〇二三年度、二〇二四年度は一%台に戻るといいう見通しですから、日銀の見方は変わっていないということになります。

今まで申し上げたことのまとめとして、日銀が想定している物価上昇のメカニズムを改めておさらいしておきたいと思います。

日銀の展望レポートをもとに、わかりやすくするために私のほうで図にしてみました(図表7)。

当然ながら、日銀も政府も、狙っているのは景気の改善です。景気が改善すると、財・サービス需給だけでなく労働需給が引き締まり、人手不足になる。それよって賃金上昇すれば、人件費も上がり、家計にとってはモノが買いやすくなるという事で物価が上昇していく。こういう流れを日銀は想定しているわけです。

ところが、アベノミクス下の二〇一七―一八年においては、有効求人倍率がバブル期を超えるほど労働需給が引き締まったにもかかわらず、賃金の上昇には結びつきませんでした。なぜなら、企業が努力したからです。人手不足なら、人がいなくてもできるオペレーションに切りかえていくという事で、機械を入れたり、AIを導入したりして生産性の上昇を図った。

もう一つは、営業時間の短縮など、経済活動を諦めてしまったからです。そこで諦めず、どんど

ん人を雇うためにさらに賃金を上げるということをしていたら賃金は上がったかもしれませんが、それでは収益が圧迫されてしまうので、企業は結果的に、人がいないのであれば商売をやめるという道を選んだわけです。これによって、賃金の上昇にはあまり波及しませんでした。

したがって、これから来るべき労働需給の引き締まりが賃金の上昇を実現できるのかどうか、ここがまさに今回のポイントになります。

先ほど交易条件の悪化について申し上げましたが、それはGDPデータで見ると鮮明にわかります。

GDPデフレーターは、政府がデフレ脱却宣言をするかしないかというときに見ている大事なデータですが、6四半期連続でマイナス圏のままです。なぜなら、GDPデフレーターは、交易条件の悪化も加味した物価指標だからです。実際に

交易条件が悪化すれば、その分だけ企業も家計も苦しくなりますから、そこはマイナス面として勘案するのが適当だろうということです。そう考えると、日本で起きていることはむしろデフレと言ったほうがよいというのが今の状況です。

さらに、GDIというデータがあります。GDPはGross Domestic Product（国内総生産）ですが、GDIはGross Domestic Income（国内総所得）です。生産しても海外にその分が流れてしまつと、国内の所得は増えません。その増えない所得も全て勘案したのがGDIです。足元のように、輸入物価がどんどん上がつて輸出物価があまり上がらない状況では、輸入でいろいろなものを高く買うため、国内から海外に所得が流れ、その分だけ国内の所得が喪失する。その結果、GDPはプラスなのにGDIはマイナスになるということが起きているわけです。

GDPが回復していると言われても何となくその実感がないのは、このようにGDIで見るとはつきりします。足元の物価は、さまざまな角度から見て、今の日本の経済にとって逆風になっているということです。

これはつまり、物価が上がったからといって、企業は単純に「その分、賃上げしましょう」とは言えないことを意味します。今、多くの企業が増益になっていますが、もしここで賃金を三%上げたとしたら多分減益になります。すなわち、GDIはマイナスですから、日本全体で見ると、特に中小企業や国内向けの企業は、仕入れ値の上昇分を価格に転嫁できず、むしろマージンがスクイーズされて減益になっているところが相当あると思います。

こういう状況では、幾ら政府や日銀が「賃上げしてほしい」と言っても、「したいのはやまやま

だけれども、その原資がない」という企業がかなり多いはずですから、来年の春闘で本当に賃金上がるかどうか、その辺は微妙なところです。しかも、日銀が言っている賃金上昇率3%というのは、春闘賃上げ率に換算すると5%です。つまり、春闘で5%の賃上げが実現しないと、マクロの3%は実現できないわけです。今、連合が言っている5%の賃上げ要請が本当に実現すればいいのですが、過去の数字では2%ぐらいしか上がっていません。それが来年、突然5%上がるということは非常に考えにくいので、この点からしても、日銀が望むような賃金上昇は難しいだろうと思います。

私が三年前にお話しした段階では、世界全体が日本のようにどんどんデフレになっていくのではないかという議論が多かったのですが、コロナ禍の後のインフレにより、これから中長期的に世界

はインフレになるという議論が増えてきています。それが正しいかどうかわかりませんし、インフレになるとしても、さすがに一九七〇年代、八〇年代前半のようなところまで戻ると言う人はあまりいません。戻るとしても、九〇年代、あるいは二〇〇〇年代のイメージで語っている人が多いです。

ただ、そうなると世界は多少インフレになりますが、日本の場合には八〇年代まで戻らないとインフレになりません。そういう視点から見ても、世界は多少物価が上がっても、日本はなかなか上がりにくい状況が続く可能性は相応にあるということだと思います。

世界全体がインフレになるという議論について、詳しく説明する時間はありませんが、いろいろな理由が言われています。ただ、これも一つ一つ考えていくと、本当に世界全体が中長期的にイ

インフレになっていくかどうか、まだよくわかりません。まさに今、コロナ禍の後で急速に需要が回復したため、どこの国もインフレになっていますが、来年リセッションになって、そこでどのぐらい物価が落ち着き、その後どうなるか。ここから二、三年ぐらいのタイムで見えていかないと、二〇二〇年代の世界のインフレ率はなかなか見えてこないと思いますので、そこはまだ大きな不確定要因です。

四、今後の日銀金融政策の展望

日銀のイールドカーブ・コントロールは、二％物価目標が達成できると確信できるまで続けるという事になっています。

そして、もう一つ大事なことは、政策金利に関するフォワードガイダンスです。日銀は、今の金

利水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているため、今、日銀のテーパーにあるのは現状維持と利下げです。つまり、もし世界がこれからリセッションになって、その悪影響が日本に及んできたら利下げしようというのが日銀のスタンスで、利上げしようとは全く考えていません。ここはマーケットと認識が非常に違っていますので、申し上げておきたいと思います。

では、もう少し長い目で見た場合に、日銀はこれからどうすべきなのか。

二％物価目標はやはり現実的ではないので、私はやめるべきだと思っています。ただ、やめるには難しさがあります。二％物価目標はグローバルスタンダードですし、アベノミクスとして始まっているので、やめるとなると政治的な意味合いを持つてしまうわけです。

したがって、日銀はやめないと思いますが、そ

の場合、これから多少長い目で見てやってくることは何かというと、先ほど申し上げたように、イールドカーブ・コントロールの副作用を抑えていくということになると思います。その副作用とは、①金融システムへの負荷、②金融市場（国債市場）の機能毀損、③為替変動の増幅です。日銀はこういった副作用に配慮していかざるを得なくなり、来年以降どこかのタイミングで、イールドカーブ・コントロールの修正ないし撤廃を考えてくるだろうと思います。

ただ、経済の下方リスクが大きいつているときには金利を上げる方向の修正はできないため、来春までは無理です。また、来春に総裁がかわっても、そのときアメリカやヨーロッパがまさにリセッションの真ただ中であれば、すぐにはできず、経済情勢が落ち着いたタイミングを見計らってということになります。いずれにして

も、来年以降、新しい総裁のもと、どのタイミングでイールドカーブ・コントロールの修正ないし撤廃を図っていくのか、これが大きなテーマになっていくと思います。

五、日本の中長期の展望

残りの時間で、日本の中長期の話をしておきたいと思います。

金融政策で変えられる話ではないのですが、日本の大きな問題は、潜在成長率がどんどん低下してきていることです。その一番大きな要因は人口動態です。そもその問題として労働人口が減少しているため、日本の潜在成長率が上がるのは難しいわけです。

アベノミクス景気では、設備投資はまずまずだった一方で、個人消費は、過去の景気と比べて

も非常に弱く、年平均〇・三％しか増えなかったというのが実態です。

企業が内部留保を抱えているから経済がなかなかうまくいかない、こういう議論がよくあります。それは半面正しいと思いますが、基本的なところはそうではありません。実際に企業は内部留保をちゃんと使っています。

では、何に使っているのか。企業の資産を見てみると、二〇年ほど前から「その他固定資産」がものすごい勢いで増えています。その中にはM&Aや海外直接投資が含まれており、内部留保はこれらの原資として使われています。まさに、自己資本を強化し、財務基盤を整え、リスクがある投資をしていたということです。企業が現金だけをため込んで何もしていないというのは全くの事実誤認であって、相当程度、海外を中心にリスクをとってきたというのが実態です。

問題は、国内での投資や人件費を節約してきたということです。アベノミクスの六年間だけで見ても、経常利益は七三％も増えました。また、株主に対するリターンを増やそうという意識の高まりもあり、配当額は八八％増と二倍近くになりました。しかし、人件費は六年間でわずか六％（年一％）しか増えていません。その結果、労働分配率はどんどん低下しました。つまり、企業がそれなりに「稼ぐ力」をつけた背後には、人件費を切ってきた部分があるということです。アベノミクスによって、企業は成長し、株価も上がりましたが、国内の好循環は生まれなかった。このことを岸田政権は正しく反省し、「分配と成長の好循環」を目指したわけです。

その中で岸田政権は人への投資を重視していますが、その視点は非常に正しいです。キシダノミクスだけでなく世界的にも、コーポレートガバナ

ンスやESGの一環として、投資家も企業に対して人への投資を求めるようになってきています。

まさに「人的資本経営」ということが最近はやまっています。マーケットから言われており、来年ぐらいからでしょう。か、企業の人的資本に関する情報開示も強化されるようになります。

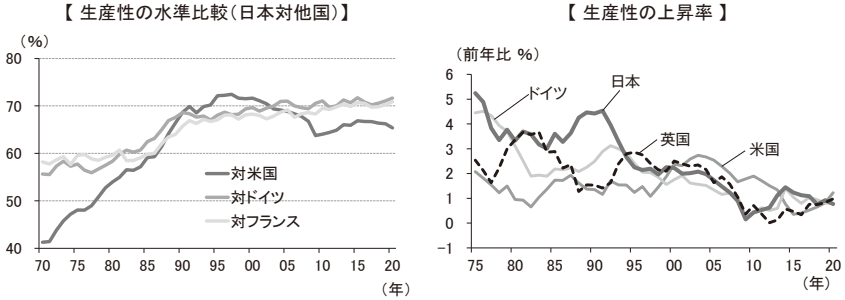
ただし、ミクロの視点、つまり企業の視点における人的資本経営は、最終的には株主価値の向上につながることにポイントです。そこをちゃんと見せることが情報開示の肝であって、無駄な投資をしないというのが株主に対する姿勢ですから、企業が株主を意識して行う人的投資は、必ずしも賃金の上昇につながるかどうかわかりません。したがって、企業の力だけで賃金を継続的に上げるのはなかなか難しいと言えます。

そこで岸田政権は、政府も「新しい資本主義」で人への投資と分配をサポートしようということ

で、スキルアップを通じた労働移動の円滑化を目玉にしています。当初、成長分野への円滑な労働移動のために三年間で四〇〇〇億円規模の施策パッケージを提供するとしていたものを、今回の総合経済対策では五年間で一兆円まで拡充しました。この方向性は非常にいいと思いますが、一筋縄ではいかないと思います。

経済財政白書二〇二二年度版の転職による賃金変動（男性）を見てみると、例えば男性の五〇代では、転職して賃金が上がった人が二六％、下がった人が四二％ということで、動けば動くほど賃金下がっているのが現実です。二〇代、三〇代はまだ伸び盛りで、転職すれば賃金上がるチャンスは多いかもしれませんが、本当に労働移動によって賃金を上げるのであれば、四〇代、五〇代の部分をどうしていくのかということに当たっていただかなければいけません。五年間で一

図表 8



(注1) 労働生産性 = 実質 GDP / 総労働時間
(注2) 相手国を100とした時の日本の水準
(資料) OECD

(注1) 労働生産性 = 実質 GDP / 総労働時間
(注2) 後方5年移動平均
(資料) OECD

兆円という施策はいいのですが、かなり大胆にやっていない限り、そう簡単には変わらないと思います。

もう一つ、よく誤解されていることに、日本は生産性の水準が低いから簡単に高められる、こういう議論があります。確かに日本は生産性の水準が欧米に比べて三割以上低いですが、実は生産性の「水準」は国際的にきちんと比較できません(図表8)。

きちんと比較できるのは、生産性の「上昇率」です。これで見ると、日本は特別低いわけではなく、ほかの国と大体同じです。確かにアメリカは、GAF Aもあり、イノベーションも活発で、人もどんどん移動していますが、生産性上昇率で見ると、日本もアメリカもそれほど変わらないのが現実です。

先進国はどれも徐々に低下している傾向にある

ため、その中で日本だけが生産性上昇率を大きく上げていくのはそう簡単なことではありません。しかも、日本は人口が減少していきますから、相当思い切ったことをやらないと、潜在成長率も上がりませんし、賃金も上がりにくい状況だと思います。

生産性というと、合理化をすればいい、あるいは新しい技術を使えばいいと思いますが、それは生産性の一面でしかありません。マクロの生産性を単純に式で書くと、分子が実質GDP、分母が労働投入量ですから、分子の実質GDPを上げない限り、マクロの生産性は上がっていきません。ところが、実質GDPは、単純に技術を上げればいいという話ではなく、需要がなければいけないため、その需要をどうやってつけていくかというところが大きなポイントになるわけです。

私は、最終的にはやはり国内市場の成長ストー

リーがないと、持続的に日本の需要が増えていくことにはならないと思います。先ほど申し上げたように、なぜ企業が海外に投資をして海外でおカネを稼ぐようになったかという、例えば日本で培った技術がアジアではまだまだ使えるなど、東南アジアでも、中国でも、アメリカでも、海外にはたくさん成長ストーリーがあるからです。

また、「日本はこれから高齢化が進み、マーケットが縮小していくのに、そんなところでさらに投資をしてもしょうがない」と株主からも言われるので、株主対策としても、「日本で無駄なおカネなんか使っていませんよ。むしろ、成長戦略として海外でリスクをとって投資していますよ」というのが企業の成長戦略になっていたわけです。これを逆に、「なぜもつと日本で投資をしないのか。日本にはこんなにたくさん成長機会があるのに、なぜそれをとりに行かないのか」、こ

う株主から言われるような国にしていけない限り、企業の合理的な行動として、人への投資も含め、日本での投資が増えることはありません。

ただ、国内市場の成長ストーリーをどうつくっていくか、これは非常に難しいテーマです。企業だけではできないので、政府も絡まなければいけないと思いますが、政府にもできるかどうかかわかりません。それでも、脱炭素化や、高齢化に対応した社会づくり、インフラの再整備など、とにかく何らかの成長ストーリーをつくり、日本にはまだまだポテンシャルがあるということを示していかなければ、日本への投資は増えていきません。

こういうことを言うと、政府にはもうおカネを使う余地はないということになるわけですが、表面上はそれとおります。

日本の国債発行残高はGDPの二五〇%まで増えており、よく問題になっているギリシヤやイタ

リアよりも大きい状況です。また、先日、国債が売られまくって、緊急的にイングランド銀行が買わなければいけなかったイギリスも、国債発行残高は日本よりはるかに低い。そういう国ですら国債が暴落しているわけですから、二五〇%という債務残高を抱え、政府がこれ以上おカネを出して民間に発破をかけることなんてできるのか、こういう議論があるのは当然です。政府がどこまでできるのか、なかなか難しいですが、ここは冷静に、かつ諦めず、バランスのある議論をしていく必要があると私は思っています。

というのは、見方によっては今の話が逆に思えてくる部分もあるからです。日本は政府債務残高が大きいですが、それ以上に民間の金融資産は膨大です。金融業界の方は肌で感じられていると思いますが、預金取扱機関のバランスシートで見ると、預金と貸出の差はGDPの一四五%もありま

す。つまり、GDPの約一・五倍もおカネが余っているわけです。本当なら金融機関は国債をもつと買ってもよいと思っているのに、日銀が買ってしまったって、仕方なく日銀預け金に預けている。それぐらい日本は超カネ余り状態ですので、それとの対比で見ると、今の日本の政府債務残高も、海外から借り入れをしているイギリスとは全く状況が違います。

また、政府がおカネを使い過ぎて一番困るのはインフレになってしまうことですが、そのインフレについても、日銀と政府は、賃金をもっと上げたい、要は日本経済をもっと強くしたい、そのために需要も強くしていきたいと思っているので、イギリスやユーロ圏のように需要を抑えなければならぬ国とは状況が全く違います。

したがって、財政については、カネ余りで、賃金や物価がまだ上がっていない日本のマクロの経

済状態を踏まえながら、バランスよく議論していかねばならないと思っています。ただ、これは非常に難しい話なので、そう簡単にはいきません。政府債務残高が非常に大きい中で、先ほど申し上げたような大きなストーリーを財政でサポートするところまで行けるかどうかわかりませんが、何がしかの努力がないと、日本経済は突破口を突破していくことはできないのではないかと懸念しています。

六、結びに代えて

ここまで申し上げたことをあえてまとめますと、循環的には、今一番心配なのは世界経済のリセッションです。これは大インフレから来ている仕方のない帰結です。日本については、交易条件の悪化がマイナス要因である一方、インバウンド

を含むサービス業の改善に期待が持てるというところで、世界全体の中では、二〇二三年は日本にとっていい年になると思います。

ただ、中長期的には、アメリカも中国もコロナ後の成長力が問われますが、何といても日本はどうやって競争力を強化していくのか、これは非常に大きな問題です。

金利については、アメリカはさらに上がりますし、ヨーロッパも上げざるを得ない。日本は、何度も申し上げたように、まだまだ上げられる状態にはないということで、金利の差が開いていく状況はしばらく続くと思います。その一方で、私は「二〇二三年体制」と言っていますが、新しい総裁の任期五年の中で、日銀もさすがに副作用対策をしていくだろうと考えています。ただ、それはすぐに来る話ではないということです。

岸田政権の「新しい資本主義」には期待したい

ところですが、マクロで大きな突破口を突破できる可能性はあまり大きくないと思っています。とはいえ、人への投資やグリーンなど、個々の分野では期待できるテーマが多々盛り込まれていますので、そういうところに成長機会を見出しているのではないかと考えています。

初めに増井理事長から御紹介があったように、九月に本を出しました。今日の講演の内容も含め、わかりやすい文章で書いたつもりです。もし御関心があれば、ぜひお手にとっていただけると幸いです。

御清聴、どうもありがとうございます。（拍手）

○増井理事長 相変わらず明快な語り口で、経済政策、金融政策などを論じていただきました。

若干時間を残していただいたので、御意見、御

質問を受け付けたいと思います。いかがでしょうか。

すぐには出ないようですので、私から。

いろんな論点をほぼ語り尽くしていただいたのですが、よくわからなかった部分が一つだけあります。御説明の中で生産性の水準を比較するのはあまり意味がないとおっしゃったのは、どういう理由からでしょうか。

○門間 これはなかなか難しい問題で、経済学者もさんざん議論しています。

生産性というのは、言ってみれば、金額ベースで出てきたGDPを労働投入量で割ったものです。ただ、そのGDPは、円やドルやユーロなど、国ごとに単位が違います。それをある種「ैया」で、購買力平価みたいな一定の基準で調整して比べているのですが、その調整の仕方が完璧ではありません。一番難しいのは、財やサービス

の「質」をどう定義すべきかということです。単純に言うとか、あるモノを買うときに、日本で一〇〇円払い、アメリカで一ドル払ったすると、その払った金額で同じクオリティだと判断するわけです。

しかし、本当に同じクオリティのものを買っているのか、よくわかりません。テレビや車だったら大体わかりますが、先進国は大半がサービス業です。当然ながら、日本におけるサービス業とアメリカのサービス業は同じものではありません。例えば温泉旅館を考えてみてください。単に「泊まる」というサービスだけであればホテルでいいのですが、温泉旅館に求めているものは雰囲気やおもてなしや料理などであって、そういうものを全部含めて「価値」なわけです。それと全く同じものをアメリカで探そうと思ってもありませんから、そもそも何と比べたらいいかという問題が

あります。

小売業についても同様です。海外に行かれたことがある方は御存じかもしれませんが、特にアメリカでは、ウォルマートやターゲットといった非常に大きなスーパーに二〇キロ、三〇キロ先から車でたくさんの方が来て、いっぱい買い物を買います。そうすると当然、そのスーパーの従業員一人当たりの売り上げは非常に高くなる。ところが日本は、コンビニや中小スーパーがそこかしこにあつて、歩いてすぐに行けるところがまさに価値の源泉なわけです。したがって、生産性といって、価値が全く違うものは比べられない、そういう難しさがあります。

ただ、アメリカのスーパーと日本のコンビニが違ふといつても、それぞれが年にどのくらい成長しているか、その成長のスピードは比較できるので、生産性の上昇率は比べられます。しかし、生

産性の水準は定義次第なので、なかなか比べようがないということです。

○増井理事長 もう一点、岸田内閣の成長戦略について、ぜひやるべきだけれども、根本的なところの改善はあまり期待できないというお話がありました。今の生産性のお話を伺っていて、もしかしたら、日本の国民の意識とか、今の生活パターンとか、そういうところを変えないと根本的なところはなかなか変えられないのではないかと感じるのですが、その点はいかがでしょうか。

○門間 根本的な価値観まで変わるかというと、それはなかなか変わらないと思います。例えば、温泉旅館に行くのをやめろ、そんな話にはなりません。やはりそこに価値を感じる人がいるからです。

また、よく言われているのは、価値観というよ

りも、働き方や労働市場の改革が必要だということとです。例えば、終身雇用ではなく、常にスキルアップし、新しい会社にとんどん移る、いわゆるジョブ型で働くほうがいいという議論があります。しかし、図表8にある労働生産性の上昇率のグラフにある国は、日本以外、全部ジョブ型です。ジョブ型をやったからといって、生産性上昇率が高まる保証はないということは明確です。

このグラフをあえてお見せしたのは、日本は何をやれば生産性上昇率が高まるか、その手がかりはほかの国にもないということを示すためです。確かにアメリカはいい部分がたくさんありますが、ジョブ型をやっていることによって若者の失業率が高いわけです。ジョブ型というのは、まず会社が求めるスキルを提示し、そのスキルを持っている人が応募してきて、本当にそのスキルを満たしているかどうか面接を行った上で採用しま

す。しかし新卒の人は、学校で勉強はしたけれども働いた経験が全くないので、スキルがあるかどうか証明されていない。履歴書には、学校でどういう勉強をしたかということとクラブ活動ぐらいしか書けない。これではジョブ型での採用は無理です。

その結果、アメリカでもヨーロッパでも、若者が働けないという問題が起こり、若年失業者が増え、その分はトータルの需要を抑える方向に作ります。そうなるとマクロ全体では生産性は上がりにくいので、ジョブ型の国でも日本とだいたい同じような生産性上昇率になっているわけです。現実には、一つ何かを変えようと、それに伴って全部がうまくいく、そういう方策はなかなかないということです。

これは非常に難しい問題ですが、私は、やはり日本の成長ストーリー、そこを何とかするのが最

大のポイントだろうと思っています。例えばデジタル化がよく言われますが、デジタル化は手段です。むしろ、それで何をやるのかという成長ストーリーが大事で、その意味ではデジタル化よりもグリーンのほうがはるかに筋がいい。なぜなら、グリーンは世界全体でどうしても取り組まなければいけない課題であり、潜在的な市場が大きいのは確実だからです。

ただ、今の日本は、ヨーロッパがやっているから自分たちもやろうと、後からついていっているような感じです。そうではなく、もっと日本が主導し、日本には新しい技術を生み出せる場がある、急速に伸びる市場もあるということで、むしろ海外の企業が日本に参入してくるぐらいの勢いで日本のグリーンのマーケットを拡大していく。そうすれば、日本の企業もどんどん国内で投資をするし、そこで人を育てることにもなるわけです

から、そういうストーリーが欲しいと思います。

○質問者 今までは常識的に、金融政策で金利を上げれば簡単にインフレを抑えられると言ってきたわけですが、今や中央銀行に大変な準備資産が積み上がり、民間金融機関はジャブジャブに流動性を持っています。最近、リチャード・クーさんが、そういう中で金利を上げてもあまり効かないのではないかということを書いていらつしゃって、実際、アメリカも相当金利を上げているのになかなかインフレがおさまっていません。それについてはどうお考えでしょうか。

○門間 流動性とはあまり関係しないと私は思っています。今アメリカやヨーロッパで起きていることは、単純に、あまりにも物価上昇圧力が強いので、金利だけではそれを抑え込めないということです。金利を上げてインフレを抑えるというのは需要を抑え込むということですから、需要が強

過ぎる場合には、そこを抑えれば簡単にインフレはおさまります。しかし今起きているのは、エネルギーや食料が足りないという供給サイドの問題です。そういう中では、エネルギーや食料といった生活必需品の需要を激しく落とし、人々の生活を相当困窮させないとインフレはおさまらないわけです。

つまり、中央銀行が金利を上げる効果が薄いということではなく、今起きているインフレに対して本当に効果があるぐらい金利を上げようと思うと、ものすごい生活の困窮が起きてしまう。今そのバランスをとっているのが、急にはインフレをおさめないということをむしろ選択している、こういうことだと思っています。

リチャード・クーさんのおっしゃることもわかんなくはないのですが、今のような強烈な供給サイドのインフレについては、二〜三年ぐらいかけ

てゆっくりとおさまっていけば御の字であって、逆に、半年や一年で急に抑えようとするこのほうが弊害が大きいと私は思います。それを理解しているからこそ、FRBもECBも、これ以上の無理な利上げをどんどんやるうとは考えていないということだと思っています。

○増井理事長 時間も過ぎておりますので、このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

門間様には大変鋭い分析をいただき、どうもありがとうございます。（拍手）

（もんま かずお・みずほリサーチ&テクノロジーズ
エグゼクティブエコノミスト）

（本稿は、令和四年一月一日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

門 間 一 夫 氏

略 歴

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

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『日本経済の见えない真実』（日経BP、2022年9月）