

## 新春討論会―二〇二四年の経済展望

木内 登英 上野 泰也  
神田 慶司 中空 麻奈

○森本理事長 日本証券経済研究所主催の「新春討論会―二〇二四年の経済展望」を始めさせていただきます。

この新春討論会は恒例となっております、今回で八回目です。今年一年の日本と世界経済、金融・証券市場の展望について、証券界を代表するエコノミストの皆様にお集まりいただき、議論していただく会でございます。

近年は、新型コロナウイルスやウクライナ侵攻など、予想できないことが数多く起こっております。前回  
の会以降もイスラエル・ガザ紛争が起こりまし

た。今年は、日米の金融政策がどうなるのかという  
うこともありますし、アメリカ大統領選挙も行わ  
れます。そのほかにも中国経済など、どのように  
考えたらいいのかという点が多々ありますので、  
本日は証券界を代表するエキスパートの方々に討  
論していただき、参加者の皆様が今年の見通しを  
お考えいただく際の参考になればと思っております。

登壇者の方々を御紹介いたします。野村総合研  
究所エグゼクティブ・エコノミストの木内登英  
様、みずほ証券金融市場調査部チーフマーケット

エコノミストの上野泰也様、大和総研シニアエコノミストの神田慶司様、BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長の中空麻奈様です。本日はこの四人の方々に討論していただきませう。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、以降の進行は司会の木内様をお願いしたいと思います。

○木内 昨年に引き続き、同じメンバーでお話させていただきます。よろしくお願いいたします。

全体の進め方としては、世界経済の展望、日本経済の展望、日米を中心とした金融政策の展望、金融市場の展望、大きくこの四つのパートに分けて議論したいと思います。上野さん、神田さん、中空さんの順にそれぞれお話しいただいた後、意見交換させていただくという形です。テーマが非常に膨大でありまして、一つのテーマを深く掘り

下げて議論するのは難しいですし、意見を集約することもしませんので、皆様には、多様な意見があるということをまず御理解いただき、今年の経済や金融市場を考える上での材料にしていればと思います。

最初に過去一年間の振り返りをするのが恒例です。私からごく簡単に一年間の動きをサマリーさせていただきます。

この一年間、内外の経済は比較的安定していったと思います。日本の株式市場も思いのほか堅調で、その流れは年明け後も続いています。しかしながら昨年は、中国経済がかなり減速し、不動産の問題、金融の問題などがあらわれてきていますし、ヨーロッパ経済は、利上げの影響もあって基本的にあまり成長していない状況です。その中でも世界経済が比較的安定していたのは、やはりアメリカ経済の下支えが大きかったのではないかと

と思います。また、日本経済は昨年前半を中心に比較的強かったわけですが、これはインバウンド需要の影響が大きかったと思います。

金融市場については、昨年春以降、そして今年年初に株価がかなり上がり、日本のひとり勝ちのような状況が生まれました。その底流には、円安、金融緩和のほか、東証のPBR改善要請を受けて日本企業が変わるという期待もあったように思います。

イベントを振り返ってみますと、昨年三月には、誰も予想していなかったアメリカの中小・中堅銀行の破綻、そして、ヨーロッパではUBSによるクレディ・スイスの買収が起こりました。

四月には日本銀行総裁が交代し、すぐに政策修正はなかったものの、七月と一〇月の二回にわたってイールドカーブ・コントロール（YCC）の柔軟化が行われました。そこから見ても、本格

修正、正常化に近いのではないかという感じですよ。

五月から六月にかけては、昨年もここで少し議論したアメリカの債務上限問題が噴き出しました。そして、一〇月にはイスラエル・ガザ紛争が始まり、ウクライナ問題に重なる形で大きな地政学リスクが生まれました。一月末以降は、国内では政治資金の問題が表面化し、今年一月一日には能登半島で地震が起こりました。

このあたりが過去一年間の重要なイベントですが、いずれも予想できたものではありませんので、経済や金融市場の予想といっても、基本的には予想できない部分が多いということを前提に考えなくてはいけないと思います。

ただ、昨年と共通していると思うのはアメリカ経済です。年明け後の日本の株高も、突き詰めれば、アメリカ経済がソフトランディングするとい

う期待が底流にあります。したがって、昨年と同様に今年も、なぜ大幅利上げのもとでもアメリカ経済は安定を維持できるのか、なぜ利上げに對してこんなに抵抗力があるのか、ここが経済や金融市場を見る上で大きなテーマだと思いますので、この点について深く議論したいと思っております。

イベントとしては、今年は選挙の年でもありません。一月の台湾総統選挙、三月のロシア大統領選挙のほか、一二月のアメリカ大統領選挙に関しては、「もしトラ」と言われているように、金融市場でもトランプリスクが徐々に高まっていくのではないかと思います。

また、目先で言いますと、日本では三月中旬の主要企業の春闘が、個人消費を見る上でも、日本銀行の金融政策を見る上でも、非常に重要になってきます。さらには、日本とアメリカが金融政策

で逆の方向を向くというかなり異例な年であり、それは金融市場にも予想できないような動きをもたらす可能性があるだろうということで、今年も注目イベントが盛りだくさんです。

以上が過去一年間の振り返りでありまして、これから本論に入りたいと思います。

## 一、世界経済の展望

トランプリスクについては金融市場のパートでお話したばかりにして、ここでは、アメリカ経済の強さの秘密や今後の成長の持続性といった点を中心にお話したいと思いますが、上野さんには地政学リスクについて、中空さんには欧米の金融機関についても少し触れていただければと思います。また、足元では、アメリカの商業用不動産市場の調整と絡んで地方銀行の経営の問

題がもう一度意識されてきていますので、そのあたりにについても、今後の見通しを含めてそれぞれお話ししたいと思います。

○上野 世界経済ではなく日本経済からになってしまいましたが、簡単に概略を御説明しますと、確かにインバウンドの動き等はあるものの、日本経済は基本的に低空飛行でありまして、潜在成長率のゼロ%台後半に沿う形で推移すると思っております（資料八ページ）。今朝、昨年の実質賃金はマイナス二・五%という数字が速報で出ていましたが、それでは個人消費はなかなか力強さが伴いません。景気全体についても、あまり強い回復は望めないところかと思えます。

世界経済については、OECDの見通しが昨日発表され、昨年が三・一%、今年は二・九%、来年は三・〇%と、三%前後の成長見通しで並びました。米国の想定以上の強さの一方、中国が意外

にもろいということでも濃淡はありますが、世界経済全体として見れば三%前後で安定的に成長を続けるという見通しです。

その上で、米国経済の底堅さの原因等についてはこの後議論されると思いますが、去年も申し上げたように、米国経済が利上げに対して抵抗力があるのは、基本、雇用の構造的な強さです。昨日、FRBのパウエル議長も言っていましたけれども、コロナ禍の後、労働力が戻ってこない分、雇用の需給が逼迫している、そして海外からも入ってこない、そこが一番大きかったと思います。もう一つは、家計のバランスシートの安定状況、すなわち利払い費の比率が上がっていないということかと思えます。

今後の日銀の金融政策については、遅くとも四月、早ければ三月にマイナス金利解除、これが既定路線ではないかと思えます（資料九ページ）。

ただし、ここからはマーケットあるいは日銀ウオッチャーの間でも見方が割れていますが、マイナス金利が解除され、短期金利がゼロから若干プラスになった後の追加利上げは困難だと考えておられます。

○**神田** ユーロ圏経済は低成長が続く見込みですので、鍵となるアメリカと中国について説明いたします（資料一六ページ）。

まずアメリカですが、二〇二四年の実質GDP成長率見通しは一・七%です（一月二三日時点の見通しで他国・地域も同様）。個人消費が底堅く推移する中で物価高が落ち着くという「ソフトウェアインデイング」がメインシナリオです。しかし、成長が続くからこそ、賃金上昇率やインフレ率が高止まりするリスクもあり、引き続き注意が必要です。

では、なぜ去年アメリカの個人消費は堅調だった

たのか。背景としては、主に二つの要因があったとみています。

一つ目は、労働市場でミスマッチの解消が進んだことです。失業率と欠員率からベバレッジ曲線（UV曲線）を描くと、コロナ禍以降、曲線は右上にシフトし、二〇二二年はおおむねその曲線上で推移していました。その後も曲線の位置が変わらなければ、欠員率が低下する過程で失業率が大幅に上昇するはずでしたが、二〇二三年に曲線が左下にシフトしました。これはミスマッチの緩和を意味します。移民も含めて労働供給が回復してきたことや、転職市場が活発化し、失業せずに転職する人が増えたことが理由として挙げられます。

アメリカの個人消費が堅調だった二つ目の理由は、家計のバランスシートです。クレジットカードの延滞率の上昇といった問題が見られますが、

家計の純資産の可処分所得比は依然として非常に高い水準にあります。リーマンショック前の二〇〇七年ごろは可処分所得比で六七〇%台だったものが、直近の去年九月末では七四〇%台です。これが物価高による消費への影響を緩和したとみられます。

今年もインフレの低下と消費の拡大がうまく両立する形で比較的高い成長が続くと見込んでいます。

中国については、五%の成長を見込んでいます。下振れリスクはありますが、メインシナリオとしては、財政・金融政策が下支える中で民間企業の経済活動が回復する見通しです。

去年を振り返りますと、年初は「ゼロコロナ政策」の撤廃で個人消費が大幅に回復すると見込んでいました。しかし、実際にはそうならず、若年層で失業率が上昇するなど雇用情勢が悪化したこ

となどが影響しました。また、不動産不況が深刻化しました。背景には、中国政府の「国進民退」（政策の恩恵が国営企業に集中し、民間企業は放っておかれるかマイナスの影響が出る状況）がありました。

今年、政府が民間企業を強力にサポートすることで五%台の成長を維持する見込みですが、そうならないリスクも小さくありません。不動産不況に対して中国政府は今様々な対策を打ち出しており、安定するとみていますが、これがうまくいかない場合は四%台前半まで減速する可能性があります。

○**中空** 私はクレジットを長くやっていまして、で、エコノミスト的な発想というよりは、どちらかというとリスク要素ばかり見てきてバランスが悪いですし、二〇二四年に入って一カ月たちましたけれども、悪い要素ばかり説明しています。で

すから、これだけ市場が強いと、申しわけなさど居心地の悪さがあるのですが、そこは気にせず、自分がリスクだと思っている点についてお話ししたいと思います。強気なマーケットを見たい方も大勢いらっしゃると思いますので、もし弱含むとしたらどこかというところで参考にさせていただければと思います。

こちらは「二極化する見方」ということで、強気派と弱気派が混在し、それぞれが見ているところを示しています（資料二三ページ）。今申し上げたように私は弱気派ですけれども、ではどこが弱いと思っているのか。アメリカ経済は強いと言われていますが、本当に強いのか、私はずっといぶかしく思っていました。その点について幾つかお話ししたいと思います（資料二四ページ）。

一点目は、なぜこれほど消費が強いのかという疑問です。二〇二二年はあれだけ金利が上がった

にもかかわらず、副作用が本当に少なく、先ほど木内さんから御紹介いただいたように、二〇二三年一月から三月にかけて金融機関が幾つか潰れただけです。それ以外に大きなことは何もありませんでした。私はそこを不可解に思っています。

米国家計の超過貯蓄は二〇二四年の第1四半期中にはなくなります。また、所得五分位階級別預金を見ると、コロナ前の預金をなくした階層も出てきています。さらに、所得五分位の純資産について見ると、不動産が値上がりしている人にとつては、消費に回るほどお金があると思うな、ということだと私は思っています。有価証券で大きな利益が出たような層はいいのですが、そうでない人たちは本当にお金があるのか、こういう考え方もしなければいけないだろうと思っています。

しかし、その後、金利が急激に上がらなくなり停滞モードに入ってきました。それを受けて、副

作用ではなく今度はいいい作用もある、つまり、作用が「行つて来い」になっているという見方もできますが、それでもやはり副作用の影響が少な過ぎたのではないかというのが私の一つ目の疑問です。

二つ目は、トランプ氏が勝つた場合のリスクも考えておかなければいけないこと。三つ目として、米国の債務上限問題は、トランプ氏であろうとバイデン氏であろうと、また別の第三者であろうと、一月に新しい大統領が就任した次の一月には法定債務上限ルールに当たりますから、これを上げなければいけないという話が必ず来ることになっています。したがって、新しい大統領は債務上限の問題をすぐに受けることになり、一〇月から一二月にかけて米国債のデフォルトリスクがまた出て来ることになるでしょう。

これらを勘案すると、本当にこんなに強気でないのか。アメリカもそんなに盤石ではないと見なければいけないのではないかと私は思っているわけです。

その一つが、ニューヨーク・コミュニティ・バンクコープなどに見られる商業用不動産やリスク資産の評価損で、この問題はまだ出ると思っています。先ほど申し上げたように、アメリカには四〇〇〇行以上の金融機関がある中で、金利上昇のときに破綻したのは三つか四つだけです。しかし、それ以外のところに本当に損は出なかつたのかと考えると、商業用不動産やリスク資産の評価損は出てきたはずで、それに耐えられる企業とそうでない企業は選別を受けるはずだと考えれば、地銀など体力のないところがあぶり出されてくる可能性はまだあるだろうと思います。

欧州については、アメリカに続いて悪いと思っていたのですが、アメリカを超して悪くなってい

ます。中でもドイツは製造業が弱くなっていますし、特に私が気にしているのは、欧州のクレジットを安定させている財政規律が非常に弛緩していることです。これは格付けが落ちてくる可能性を否定できない理由にもなっており、懸念しています。

中国については、相対的には圧倒的に悪いです。しかも、中国は経済対策をとれば割と機動的に動きますから、本来はもう少し景気回復していなければいけないのですが、思う以上に不動産が弱いことがわかっています。不動産、金融システム不安、さらには地方自治体、融資平台と幾つもの構造問題を抱えており、これが本当にうまく回るのかということもあります。

世界経済は金融政策や財政政策といった様々なサポート要素によって安定的に動いてきました。が、リスクに対して注意を本当に払っているの

か、こういうリスク要素が出ないかということもきちんと見ていく必要があると私は考えています。

○木内 世界経済は決して楽観できないものの、インフレ率が落ち着いてきたのは明るいニュースです。この数年間、世界経済にとって物価高騰は一番の逆風でしたが、そこはいい方向が出てきているのではないかと思います。ただ、過去のインフレ期を振り返ると、景気を犠牲にせず、物価の安定だけ回復できたことはあまりありません。そういう意味では、物価の高騰に対して中央銀行が大幅な金融引き締めを行い、何の問題も起こさずに経済がスムーズにソフトランディングできるのか、そこについては疑問に思っている部分があります。

お三方とも世界経済はそんなに強気という感じではなかったと思いますが、その中でも一番弱気

の見通しを出しているのが野村でありまして、アメリカ経済については、二〇二四年は実質GDP成長率一・四%です（資料二ページ）。昨年後半の成長率が非常に高くなり、いわゆる成長のゲタを履いている状況ですから、一・四%というのは実質的に相当弱い成長率です。さらに二〇二五年は〇・四%ですから、リセッションぎりぎりの状況を二年ぐらいたどっていく。ユーロ圏は今年はいやいな・三%で、中国はいよいよ四%、場合によっては四%割れも見えてきたと思っております。

昨年は中国の景気の悪化が非常に目立ちました（資料二ページ）。根底に供給過剰の問題があり、デフレ的になってきているわけです。日本もそうですが、需要が弱い場合、普通は需要を創出するような政策を打ち出します。しかし中国政府は、そういう政策よりもむしろ、アメリカとの対抗か

ら半導体やEVなどの供給を増やすような政策をとっています。その結果、よりデフレ的になり、そのデフレを世界に輸出しているという流れになってきています。ここから見ても、日本も含め世界のインフレ率は下がっていく方向だろうと思います。

また、中国の足元での不動産不況、あるいはデフレといった状況は、構造的な要素が非常に大きいと思います。人口減少や、従来の外資に依存した成長モデルがもう効かなくなったという意味では、一時的な悪化ではなく、成長率は下がり続けていく方向だと思えます。そして政策的にも、経済最優先ではない政策がとられています。例えば不動産市場の調整については、依然としてやや容認している部分がありますので、株価対策はやっているけれども不動産市場の対策にはあまり力を入れてやっていない、そういうもとは大きく状

況は変わらないだろうと思います。

右のグラフは、アメリカの企業債務と家計債務を示したものです。既にお話があったとおり、アメリカ経済が利上げの中で引き続き強さを維持してきた理由として、個人の債務がかなり下がったことがあります。従来のように、金利が上がると利払い負担が増え、住宅投資、自動車購入等を一気に抑えるというデイレバレッジの動きが出にくい部分があったように思います。

ただ、問題がないわけではありません。個人は、リーマンショックのときのような痛い目に二度と遭いたくないということで借金をあまり増やさなかったのですが、FRBの大幅な金融緩和の影響で企業の債務はかなり増えています。したがって、住宅や自動車のように急激に効いて景気が失速するという形ではなく、もう少し効き方は弱いかもしれませんが、企業部門には利上げの

影響が着実に効いてくる。現状で見ても、消費あるいは労働市場が比較的強いのに対し、製造業の活動はやや弱さが目立ちます。

また、企業部門においては、中空さんからもお話があったように、商業用不動産の問題は依然として大きなリスクだと思います。昨年三月に地銀の破綻が起こったときには、基本的には長期金利が大幅に上がったことが引き金になりましたが、そのリスクは下がってきています。ただ一方で、景気の悪化、商業用不動産の価格調整をきっかけに起こる企業の経営不振、あるいは金融問題、特に中小銀行の貸し出しの問題だけでなく、格付の低い企業に貸し出しているファンドなどの問題はこれから出てくる部分もあります。そういう意味では、昨年春に一旦出た金融問題は、景気が減速してくれば、あるいは商業用不動産の問題が表面化してくれば、もう一度出てくる可能性も十分あ

るのではないか。したがって、アメリカ、中国とも低迷が続き、世界経済全体としては、力強さはすぐには戻ってこないだろうと思っております。

それでは、少しテーマを絞ってディスカッションしたいと思います。最初に上野さんから、地政学リスクの話をお願いします。

○上野 資料には北朝鮮の話を書きましたが、これに限らず、ウクライナや中東（ハマス・イスラエル）の問題等も含めて考え方を申し述べたいと思います（資料一二ページ）。

ロシアとウクライナの戦争がロシアとNATOの戦争に拡大する、あるいは、イスラエルとハマスの戦争がイランを巻き込んで中東全域の戦争に拡大するなど、色々な地政学的リスクがあると思います。また、北朝鮮がロシアと関係を緊密にして、中国の抑えがあまり効かないまま限定的な軍

事行動に出るのではないか、こんな話もちらほら流れております。予想できないことが多いというのはそのとおりですが、今年もまた予想外の出来事が地政学の面で起きてマーケットが揺さぶられる可能性はあると思います。

ただ、やや希望的観測も込めて言えば、大惨事になるようなことはないのではないか。ロシアは戦術核兵器の使用を自制していますし、NATOと戦争するつもりもありません。黙って持久戦をやっていたらウクライナに勝てる、トランプ氏が大統領に当選すれば自国に有利な形で停戦になるだろうと思っていますから、暴発するということよりは、現状のまま持久戦で勝ちをとりに行くというのがロシアのスタンスだと思われれます。

中東についても、シーア派の武装勢力に対して米軍の空爆がここところ行われていますが、バイデン政権も、イランのライシ大統領も、直接戦

争するつもりはないというメッセージを發しています。アメリカはウクライナとハマスのことです。いっぱいですから、ここでイランと事を構えるつもりはないわけです。したがって、この問題も、危なっかしい話ではあるものの、中東全域の戦争に拡大するといったリスクシナリオにはならないだろうと思っております。

また、北朝鮮についても、「限定的軍事行動」と書きましたが、韓国に対して全面侵攻するようなことまではさすがに考えていないだろうというのが現状の見立てです。逆説的ではありますが、ロシアに武器を供給していることをもって、全面戦争に備えているわけではないということもある程度推測できます。いろんなことは起きるでしょうけれども、限定的な出来事にとどまるだろうというのが私の見立てです。

○木内 トランプ氏は「自分が大統領になった

ら、ウクライナ戦争は一日で終わらせてみせる」と言っていますけれども、今の勢力図では、基本的にはロシア側にやや有利なところで停戦ということですね。ただ、ウクライナは恐らくそれをのまないと思うのですが、その後のシナリオは何かありますか。

○上野 ウクライナ国内の世論の動向次第だと思います。現状、ドンバス地方、クリミア半島を含め、占領地の奪還までは停戦したくないという世論が圧倒的に多いようではありますが、一方で、ゼレンスキー大統領がザルジニー総司令官の解任を示唆するなど、両者の確執がこのところ問題になっています。内輪もめをする中でゼレンスキーの政治的な立場が弱まってきた、これはかなり確度の高い話だと思いますし、ゼレンスキーの政敵で、元プロボクサーという経歴を持つキーウ市長のクリチコ氏が人気を得ている状況もあります。

また、トランプ氏が大統領選に勝った場合、ウクライナは武器支援を止められるわけですから、嫌々ながらも、トランプ氏が仲介する形でロシアに有利な停戦条件をのまされるのではないかというのが私の予想です。

○木内 アメリカ側からすると、ウクライナに対する軍事支援は今どんどん減っていて、トランプ氏は自分が大統領になったらやめるとも言っています。その場合は、ロシア側の勢力が強まり、欧州の地政学リスクが高まることになると思います。欧州系の企業に勤める中空さんにお聞きしたいのですが、経済や金融市場も含めて、欧州の地政学リスクに対する注目度は高まってきているのでしょうか。

○中空 ロシア・ウクライナの問題が出たときに、欧州が地政学リスクの影響を一番大きく受け、それに伴って景気も非常にトーンダウンする

だろうと言われていました。ところが、二〇二三年中、欧州が意外と健闘したのは、暖冬という「神風」が吹いたからです。欧州勢としては、景況感がそれほど落ちなかったという安心感があつたと思います。

しかし今後は、暖かい・寒いという問題もさることながら、エネルギーをどこまで保有しなければいけないのか、また、アメリカがロシア寄りの態度を取ることを勘案すると、どこまでお金を用意できるのかといったことが問題になります。つい先般も多額の資金を出すという話が出ていたと思いますが、先ほど申し上げたように、各国の景況感、特にドイツの景況感が上がらないために財政が弛緩を始めています。にもかかわらずウクライナに向けてお金を出そうとしていることを考えると、欧州は大きな矛盾を抱えてしまっているわけです。

したがって、ロシア・ウクライナの問題が混乱し、アメリカがロシアについたように見えれば見えるほど、欧州は取りこぼされて落ちていくと思いますので、リスクファクターは大きくなっているとは見えています。

○上野 ウクライナの次はどこかという話になったとき、すぐに思い浮かぶのはバルト三国だと思います。先日、エストニアで現地取材したルポ記事がありましたけれども、それによると、次は自分たちの国だと思って彼らは行動しているようですし、ロシアとの国境の検問所を封鎖する予行演習的なこともやったりしています。

もちろんロシアも、長引く戦争に疲弊していますし、武器が足りなくて北朝鮮などから供給してもらっている状況ですから、すぐにもということはないと思いますが、事実上ウクライナが戦争に負けることになれば、ある意味、民主主義の敗北

です。そういう中で、専制主義陣営の次の標的はどこかという話になったときには、旧ソ連圏の国・地域は地政学的リスクを意識する度合いが高まるだろうと思います。

○木内 地政学リスクに関連して神田さんにお聞きしたいのですが、台湾有事が起こったときのアジア経済や日本経済への影響、あるいは金融市場への影響について何か分析されていますか。

○神田 現時点では台湾リスクは低いというのが弊社の中国経済担当者の考えです。二〇二二年にウクライナに侵攻したロシアに対して西側諸国は厳しい金融制裁を課しました。もしもこれを中国に対して行った場合、中国で金利が急上昇し、過剰債務問題が顕在化する恐れがあるためです。そうなると経済や金融システムの混乱は避けられないため、台湾有事は当面ないだろうとみております。

仮に発生した場合、日本経済は甚大な打撃を受けるのは言うまでもありません。日本は米中との経済的な結びつきが強く、半導体分野などでは台湾との結びつきも強いのです。また、常にこうしたリスクがくすぶると、企業は経済安全保障面からサプライチェーンの見直しや、中国事業の縮小などを迫られます。そのコストが結果的にモノの価格を上げたり、経済活動を停滞させたりする可能性があります。

○木内 台湾有事の場合は、アジア経済、そして日本経済にも非常に大きな打撃が及ぶことは必至だと思います。日本経済がどれぐらい影響を受けるか、私もざっと考えたことがあります。神田さんがおっしゃったサプライチェーンの問題、特に台湾からの先端半導体の輸入が途絶えることによって日本の生産活動は大きなダメージを受けますし、台湾向けの輸出も落ちますので、仮に台湾

有事が一年間続いた場合、日本のGDPは一・四%減少します。そしてアジア地域全体との貿易は、輸出だけで計算すると、一年間で半分ぐらい落ちてしまった場合、日本のGDPは六%程度減少します。あくまで仮の計算ですけれども、これほど甚大な影響があるわけです。台湾有事は確率的には高くないかもしれませんが、アメリカが受ける経済的な打撃に比べると、日本が受ける打撃のほうが圧倒的に大きいので、経済的に考えれば、避けられるものであれば避けたほうが良いということに当然なろうかと思えます。

最後にもう一つ、アメリカ経済の予想外の強さの背景として、自然利子率が上がっているという議論が以前からあります。これだけ金利を上げていってもあまり引き締めにならないのは、中立的な実質金利が上がっているからだということですね。

今、アメリカの政策金利は五・二五〜五・五%で、期待インフレ率が二%だとすると、実質金利は三%を大きく超えています。しかし従来、FRBが出している見通しでは、中立的な金利は名目で二・五%程度、そして実質は、インフレ率が二%ですからせいぜい〇・五%、高めに言う人も一%程度です。そこから考えても、自然利率の上昇だけで今の金利上昇に対するアメリカ経済の抵抗力は説明できないと思います。通常であれば、実際に自然利率が上がるような変化、例えば潜在成長率が上がったたり、金融面で何らかの変化があったりするわけですけれども、経済に中立的な自然利率がアメリカで本当に上がっているかどうか、この点について何かお考えのある方がいらつしゃれば、ぜひお願いします。

○上野 その話は去年の秋以降マーケットで随分話題になり、短期的には中立金利（自然利率＋

インフレ目標）は上がっているものの、長期で見れば変わらないという議論に広がっていきました。そのうち、短期と長期に分けるのであれば中立金利を議論する意味はないのではないか、こんな話も出てきたりしてうやむやになっていたのですが、一二月にFRBがスタンスを変え、ほぼ沙汰やみになっていく状況です。

そもそも、学術的に一つの数字に全てを集約して安定的にそれが続く、つまりマジックナンバーみたいなものを想定すること自体、かなり無理があると私は思っていますので、こういう議論はなかなか収斂しませんし、FRBも現状のまま走っているのは、それなりに一つのありようではないかと思っています。

○木内 パウエル議長も「わからない」と言っていますよね。

○上野 まさにそのとおりです。不可知なもの

だということでもよろしいかと思えます。

## 二、日本経済の展望

○上野 先ほど申し上げたように昨年の実質賃金は前年比マイナス二・五%ですが、それは水準で見たらどうなのかという議論をする必要があると思えます。

このグラフは、二〇二〇年の平均を一〇〇とすると季節調整済みの現金給与総額（名目賃金）と実質賃金の水準を示したものです（資料八ページ）。御覧のとおり名目賃金は三%以上、上がっています。確かに春闘の賃上げや非正規の待遇向上などにより、官製春闘的なものの影響は出ています。しかし実質賃金は、それを上回る物価高が起きています。二〇二〇年平均に対して四%以上目減りした状態で走っています。この状況では、個人

消費に元氣が出るのはなかなか難しいですし、そう簡単に景氣回復に力強さは出てこないだろうと思えます。岸田政権は今、実質賃金プラス化の旗を振って一生懸命やっていますが、来年あたり前年比が何とかプラスになるとしても、前年同月と比較したときの数字がそうなるだけで絶対水準の問題は解消されないのです、これは尾を引く話だと思います。

翻って、内需の二本柱のうち、設備投資については、日銀短観で年度の設備投資計画を見ると強いですが、しかし、GDPで見ると二・四半期連続で前期比マイナスになっており、出ぐあいが悪いです。

では、なぜ出ぐあいが悪いのか。その理由として、不確実性が強いからということがよく言われます。これはそのとおりだと思います。米中対立や地政学的リスクからくる問題、また、最近是人

手不足でソフトウェア投資が進まないなど様々な問題があり、設備投資はよくはあるけれども出ぐあいは不十分、したがって景気全体に対する寄与もなかなか高まってこない、こういう議論になるのだと思います。

物価については、野村証券さんの見通しでも弱い数字になっていたと思いますがCPIコア（生鮮食品を除く総合消費者物価指数）は、二%をキープする実力はないというのが私の見方です（資料九ページ）。

そもそも論として、二%の目標は高過ぎます。潜在成長率が一・八%と見込まれるアメリカに対して日本はゼロ%台後半ですから、一%以上低いわけです。しかも、トラックレコードもないのに同じ二%の物価をキープしていくのは非常に難しいタスクだと思います。政策の話は後ほどまた議論があると思いますが、CPIコアについては足

元は政府の対策の反動などもあって、二%を割ったのが次の二月分からは二%を超えてみたりとジグザグはありながらも、基本的には、先行きガラガラとプラス幅が縮まっていく方向ではないかと考えております。

○神田 二〇二四年の日本経済の実質GDP成長率見通しは、「成長のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質GDP成長率）の影響を除くと〇・九%です（資料一七ページ）。実勢としては一%弱の緩やかな成長を見込んでいます。

二〇二三年は、発射台が非常に低かったところから、(1)「経済正常化」に示したとおり、自動車の挽回生産、インバウンド、個人消費が経済を大きく押し上げました。発射台が低く、伸びしろがあったということで二%程度の成長が実現できたのです。

この三つの伸びしろは、今年もまだ残っていると思います。自動車の挽回生産については、半導体不足は解消したものの認証不正問題などがあり、生産が完全に正常化したわけではありませんが、昨年末の時点で家計向けの乗用車だけでも一兆円近い規模で受注残があります。これ以外にも企業向け、輸出向けがありますので、今年前半にかけて挽回生産が景気を下支えするとみています。

インバウンドも、中国人訪日客を中心に回復余地が大きいですし、個人消費も、サービスを中心に回復余地があると思います。ただ、個人消費については、実質賃金の影響を特に受けやすい消費が伸び悩んでおり、ここが去年は思ったほど伸びなかった要因の一つですけれども、実質賃金上昇基調に転換すれば、この部分も期待できます。

今年はどうかというところ、(2)「経済の下支え・押

し上げ」の要因として四つ挙げています。

一つ目は春闘での賃上げです。大方の予想と同じく、我々も賃上げ率が去年の水準を上回るという見通しです。去年の三・五八%（連合の最終集計）に対して今年は一・八%を見込んでいますが、足元の状況を踏まえると、これを超える可能性もあります。

理由としては、去年、一時金で対応したところや、中小企業の中には躊躇して賃上げに踏み切れなかったところもありますので、そこが今年は一歩を實施するとみられること。また、去年の物価上昇率や労働需給、企業業績を考えると三・八%というのは穏当な数字であるということ。さらに、日本国内の転職市場は、ハローワークの求人倍率である有効求人倍率で見るとかなり活況ですので、人材確保のための「防衛的な賃上げ」が広がりやすいことが挙げられます。以前は、中

小企業は体力がないから賃上げできないという見方が一般的でしたが、今は賃上げしないと人を確保できません。企業業績が厳しくても賃上げを優先するという状況に変わっています。したがって、価格転嫁がセットで行われることが前提ではありますが、大幅な賃上げが幅広い企業で実施されるのではないかと考えています。

二つ目は財政・金融政策です。総合経済対策に盛り込まれたエネルギー高対策や所得減税などにより、家計に対する物価高の影響は随分緩和されます。また、日銀の政策転換を二〇二四年四月に見込んでいますが、その後も緩和的な金融環境は続くと考えています。

三つ目は家計貯蓄です。アメリカ経済のところでも申し上げましたが、日本も同じで、慎重な消費というの、裏を返せば、貯蓄が相当たまっていくことを意味します。フローベースの家計貯蓄

において、コロナ禍前のトレンドを超えた部分を「過剰貯蓄」とみなすと、コロナ禍以降に発生した過剰貯蓄は二〇二三年九月末で約三五兆円です。これは推計の仕方によって変わりますが、ストックベースの家計貯蓄で見てもコロナ禍以降に大幅に増加しています。二〇一九年末から二〇二三年九月末の間に、現預金だけでも一〇五兆円増えました（金融資産全体では二三・六兆円増加）。マクロで見れば、家計はお金を使えないのではなく、使えるけれども慎重という状況であり、家計貯蓄が消費の増加基調を維持する原資になるかと思えます。

四つ目はシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）です。今年は何復局面に入り、関連財の国内生産を押し上げるとみられます。

こうしたことから、日本経済は緩やかな回復基調が続く中で物価の持続性が高まっていくと見込

んでいます。

次に、実質賃金についてです（資料一九ページ）。資料で示した一人当たりの実質賃金は、毎月勤労統計調査ベースではなくGDPベースのもので、今年六月から所得減税が行われますので、その効果を加味すれば七月九月期から前年比でプラス基調に転じる見通しです。

実質賃金は二〇二二年、二〇二三年と前年比マイナス圏で推移しましたが、時期によってその背景は大きく異なります。二〇二二年は、輸入物価高によって交易条件が悪化し、家計の購買力が失われました。しかし二〇二三年は、交易条件要因は解消した一方で、労働分配率要因が押し下げました。労働分配率の水準を見ると、二〇二二年の七月九月期の時点で、二〇二〇年の四月六月期を除けば過去四〇年超で最高でした。その後、価格転嫁が進んだことで労働分配率の調整が進んだ、

これが二〇二三年の実質賃金を大きく下押ししたと捉えています。

では、二〇二四年はどうか。労働分配率は長期的な平均値にかなり近づいていますので、実質賃金への影響は緩和していくでしょうし、交易条件も今は安定しています。したがって、実質賃金の前年比のマイナス幅は縮小していくとみられます。こうした動きも勘案すると、今年秋ぐらいからプラスになるのではないかと見込んでいます。

最後に、インフレの見通しです。今はかなり高い水準ですが、今後は徐々に鈍化していくと思います。ただ、どこまで下がっていくのかという点については見方が分かれておりまして、大和総研では二%前後の見込みです。中小企業の賃上げと価格転嫁がしつかり広がっていくことが前提ですが、後ほど申し上げますように、価格転嫁の環境は変わってきていますし、人手不足は深刻

化しています。この基調が続き、二%前後のところで踏みとどまって推移していくのではないかと思っております。

○中空 皆様のようにきちんと分析していなくて申しわけないのですが、日本経済については、相対的にはボラティリティが低く、かつ、神田さんがおっしゃったように発射台がもともと低かったこともあり、相対感としてよく見えてしまうと思います(資料二五ページ)。

先ほど来申し上げているように、私はほかの国はいろいろ問題点があると思っておりますが、それに比べると日本は問題が少ない。そして、これからのタイミングで見ると、いいところも出てきます。春闘の賃上げの話は必ず出てきますし、それを受けて株高が押されてくるでしょうし、投資のマインドも出てくると思います。二月一四日と二七日に初めて日本からGX経済移行債(トランジ

ションボンド)が出ますけれども、これを取っかかりにGX投資を後押ししましょうということですから、GX投資に関して、ネガティブなことばかりではなく、前向きな投資に動くのではないかと思います。

日本経済は決して力強いわけではなく、現状を維持することによって相対的によく見えている状態です。消去法的に日本にお金が集まりやすい状況が続くだろうと思います。また、日本の現在地としては、発射台が低かった分、今は戻ってきているだけです。それを裏づけて後押しするには、春闘の賃上げモードが継続してほしいです。GX投資を中心とした設備投資が進んでほしいと思っております。

もう一つ、サポートできることがあるとすると、プライマリーバランスの黒字化です。もちろんこれは補正が打たれるまでのわずかな期間しか

ありませんが、一応、プライマリーバランスの黒字化が果たせるといふこともプラス材料として見ていいのではないかと考えています。

○木内 昨年の日本の成長率は非常に高く、暦年で見ると約二％でした（資料二ページ）。それが二〇二四年は〇・二％の見通しです。個人的にはここまで弱くなくてもいいように思うのですが、昨年と比べると半分以下になる可能性が高いと思います。昨年の成長率の上振れは主に前半に偏り、後半にかけては息切れ感が出てきました。それによって発射台が低くなり、成長率も低めになるところがあります。それをつくっていた大きな要因として、海外からの旅行者受け入れの規制緩和、コロナの五類への転換といったあたりが消費と輸出を押し上げましたが、その影響が剝落してきていますので、今年は勢いが少し弱い。もちろんここもアメリカ経済次第ですけれども、アメリ

カ経済は比較的弱気に見えますので、輸出に支えられるという要素も小さいだろうと思います。

逆風としては、やはり実質賃金の下落です。何をベースにするかにもよりますが、多くの人が見ている厚生労働省の統計をベースに見る限り、実質賃金が年内にプラスになるのは難しいと思います。

また、先ほど日本経済のパフォーマンスは春闘次第という話がありましたが、逆に、春闘で失望感が出る可能性もあるのではないかと思っています。実質賃金の下落がこれだけ続く中、消費は強いとは言えないものの、失速はしていません。一つには、賃金の上昇が物価上昇に早晚追いつくという期待があるのかもしれない。そう考えると、今年の春闘は、高めに振れたとしても、個人にとってはやや失望という可能性があるように思います。私も昨年の春闘の賃上げ率よりやや高め

になると思っておりまして、ベアで二%半ば、定期昇給込みでは三・九%ぐらいと見ていますが、個人が期待している賃上げはもっと高いものではないかと思えます。

このあたりは、企業の中期的なインフレ期待と個人のインフレ期待でかなり差がある可能性があります。企業の方は短観などで見ると二・一%ですが、個人についてはあまりいい指標がなく、日本銀行のサーベイなどでは、五年先で中央値が五%という数字も見られます。したがって、個人については、それをカバーするぐらい猛烈な賃上げを期待して何とか消費をつないでいる、その糸が切れてしまう可能性もあるので、昨年並み、あるいは昨年以上の高い賃上げ率になったからといって、日本経済は安泰ということでもないだろうと思っております。

また、ここで言う賃上げは主にベアに対応する

ものですが、インフレ率が高い間は、企業がインフレ率を超える賃上げを実施するのはなかなか難しいと思います。長い間、物価もマイナスだった時期が続きましたが、物価がマイナスになってもベアは切り下げられないので、実質賃金はプラスでした。実質賃金がプラスということは、労働分配率が変わらなければ企業の収益は圧迫されやすいということですから、そういうリスクを考えると、どんどん物価上昇率を上回る賃上げはできないように思います。

逆に、実質賃金がプラスに転じてくるのはインフレ率ももっと下がってからで、インフレ率が上振れているときには実質賃金はなかなかプラスになりにくいと思います。そういう意味では、今は政策的にも物価上昇を上回る賃上げをということに働きかけてはいますが、どちらかというと、インフレ率を下げることによって実質賃金がプラス

になるほうが近道なのではないかと思っております。

ということ、日本のインフレ率は二〇二五年にかけて下がっていくという見通しですが、私の見通しも資料四ページの左のグラフでお示ししています。コアCPIは、年初が一・八か一・九%、二月は前年比効果でまた上がるものの、年後半にかけて二%割れが定着し、環境次第ではあります。さらにそこからズルズル落ちていく。そういう意味では、賃金と物価の好循環というよりも、来年以降は賃金と物価の上昇率がともにやや下がっていく。ただ、輸入物価によって日本経済が大きな打撃を受けたことを踏まえると、むしろ安定を取り戻していく方向ではないかと思えます。

もちろん実質賃金は上がったほうがいいわけですが、労働生産性上昇率が上がらない中で無理や

り実質賃金を上げて、それは結局、企業の収益を悪化させ、企業の設備投資や雇用を抑えることにつながる。持続的ではありません。実質賃金が従来よりも持続的に高まっていく、やはりこれは国民生活にとってもプラスです。そのためには、右のグラフのとおり、歴史的に見てかなり低迷してしまった労働生産性上昇率を高めていくことが重要です。そう考えると、企業に賃上げを促すというよりは、生産性向上を促していく政策のほうが必要で、岸田政権が言っている構造的賃上げ、つまり、賃金が自然と上がるような経済環境をつくっていくというのが正しい道だろうと思います。現状で十分できているかどうかわかりませんが、例えば労働市場改革はそういったことに貢献するのではないかと思っております。

それでは、ディスカッションに移ります。まず神田さんに、インバウンドの影響をどのように考

えているか、また、先行きの見通しについてお聞きしたいと思います。そしてもう一つ、今年の日本経済は世界経済の影響をどう受けるのか。基本的に皆さん、実質賃金が重要だということではあります。海外の経済の状況、主に輸出環境、為替、このあたりが日本経済に与える影響についてもお聞かせください。

○神田 始めに、インバウンドについてです。月次ベースの訪日外客数を季節調整値で見ると、二〇二三年一月時点で二〇一九年の月平均の水準に達し、一二月は明確に超えました。このまま前月比で横ばいで推移しても、二〇二四年は二〇二三年の水準を上回るでしょう。さらに、中国人訪日客に限って見ると、二〇二三年一二月時点では二〇一九年比でまだ五割にも満たないので、ここが中心になって今後も増えていく。そして、中国を含む海外景気の拡大がメインシナリオとして想

定しておりますので、それに伴って海外の家計所得は増えていくでしょう。こうしたことを踏まえ、今年の訪日外客数は過去最高を更新する約三六〇〇万人と見込んでおります。

「中国人訪日客は本当に戻って来るのか」という質問を受けることがあります。コロナ禍の下で中国人観光客はどこに向かっていたのかを中国の統計で確認すると、マカオや香港など中国国内の旅行が活発化しました。さらに、中国からの旅行客数が減った国を見てみると、日本は減少幅が相対的に大きい、つまり旅行先としてあまり選ばれなくなりました。そのため、コロナ前の水準をなかなか回復しない可能性はあります。一方で、今は定期便の運休といった供給制約がまだありますので、このあたりが改善すれば予想どおり増えていくという見方もできるだろうと思っています。

次に、日本経済と海外の話です。メインシナリ

オで言うと、アメリカや中国の景気拡大の下、日本の財輸出は緩やかに増加しますし、シリコンサイクルの回復によって半導体関連の輸出も回復すると見込んでいます。しかし、中空さんから御指摘があったとおり海外経済には様々なリスクがあります。例えば、アメリカや中国の経済が失速するようなことになれば、円高圧力も強まって製造業を中心に経済活動が急速に悪化する。そうなること、これまでの価格転嫁や賃上げの流れが止まってしまうこともあり得ます。メインシナリオでは、国内の景気が緩やかに回復し、インフレが持続し、それを上回る賃上げも進むという比較的明るい話をしていますが、海外の状況が大きく変わってしまうと、そのシナリオも大きく変わりますので、ここは注視しております。

○木内 神田さんの資料一七ページに、デフレ脱却宣言の時期の見通しも書かれています。これは

実質賃金の上昇を受けてということですから、これも、このデフレ脱却宣言のタイミングなど、皆さんにお聞きしたいと思います。

後でも議論しますが、近い将来、日本銀行は二%の物価目標達成を宣言する可能性があるだろうと思います。ただ、日本銀行の二%の物価目標達成と、政府が言っているデフレ脱却、あるいはデフレ完全脱却はどう関係しているのか、そこは全く曖昧なまま、この一〇年間来たわけです。そして、恐らく多くの人が、日本銀行の二%の物価目標達成のほうがデフレ脱却よりもハードルが高いと思っていたら、二%の物価目標達成のほうがどうも先に来てしまいそうな、非常に予想外の展開になろうとしています。

仮にこの春にも日本銀行が二%の物価目標達成を宣言したら、政府のデフレ脱却宣言は出るのかどうか、ここが一つ注目されています。ただ、政

府のデフレ脱却宣言はかなり政治色の強いものだと私は思います。実質賃金がマイナスで生活が大変な中、物価が上がったということだけで政府がデフレ脱却宣言をしたら、恐らく相当な批判を浴びるはずですので、物価だけでなく実質賃金もプラスになったということが前提になるのではないかと思います。

さらには、「デフレ」という言葉自体の定義もあまり明確ではありませんし、デフレと闘っている姿を見せるところに過去一〇年間の政府のデフレ脱却政策はあったように思います。その意味で言うと、デフレ脱却宣言はなかなか出せないのではないかと私は思っているのですが、このあたりは色々な考え方があると思いますので、デフレやデフレ脱却の定義、あるいは、政府はデフレ脱却宣言を出せるのかどうか、もし出すとしたらどのタイミングかといったことについて、お三方それ

ぞれにお聞きしたいと思います。

○上野 デフレ脱却宣言について、これまで政府（内閣府）は「デフレに後戻りしない」ということをしつこく言ってきました。今朝もロイターの記事に林伴子さん（内閣府政策統括官）のインタビューが出ていましたが、やはり同じことをおっしゃっていました。つまり、四つの指標（コアCPI、GDPデフレーター、ユニット・レバー・コスト、GDPギャップ）をクライテリアにして、四つ全てが一過性ではなく持続的にプラスになるというハードルをクリアし、デフレに後戻りしないという自信があつて初めてデフレ脱却宣言ができるということです。これは内閣府の官僚サイドとしては相当度胸の要る話ですから、私も木内さんと同じく、デフレ脱却宣言はなかなか出てこないと思います。

ただ、政治の観点からすると、九月に自民党総

裁選挙を控えている岸田総理は妙にこの問題にこだわっています。無理やり所得減税まで持ち出し、完全にデフレから脱却するのだと、そこに最後の勝負をかけている感があります。したがって、官僚が嫌がっても、後戻りするリスクがあると思っても、政治的な思惑から九月より前に、総裁選に向けた自分の武器としてデフレ脱却宣言を強引に出すリスクはあるかもしれない、そのように思っています。

○**神田** 内閣府が二〇〇六年の参議院予算委員会に提出した資料を見ると、先ほど上野さんがご指摘された四指標を参考にしつつ、「物価の基調や背景を総合的に考慮する」と書いてあります。したがって、四指標を参照することも重要ですが、恐らく今回はプラスアルファで、実質賃金の動きも注視するのではないかとみています。我々の分析どおり今年の秋以降に実質賃金が前年比でプラ

スになることを前提にして申し上げると、政府としては、賃金が物価の伸びを安定的に上回る状況になれば、デフレに後戻りしないと判断をする可能性はあると思います。

後戻りするリスクについては、今から二〇年ほど前にIMFが「デフレリスク指数」というものを作成して定量的に評価しています。この指数はゼロから一までの値をとり、〇・五を超えたりスクが高いと判断されました。これを我々が再現してみると、日本は直近で〇・二〜〇・三、主要国は〇・三〜〇・四、中国でも二〇二二年で〇・四台ですので、日本の直近のデフレリスクは低いと言えます。また、より丁寧に日本の状況を見ると、賃金面を除けば、物価の基調がデフレに戻りリスクは低いだろうと我々は判断しています。したがって、大幅な賃上げが継続して実質賃金と名目賃金がいずれも安定的にプラスになれ

ば、デフレ脱却宣言は可能だと思っています。

そのような経済状況を実現した場合、あとは、政府が宣言するかどうかです。宣言した際の政治的リスクの一つは、財政出動への影響です。一昨年までは、需給ギャップを埋める、要は需要不足で経済状況が厳しいから大規模な財政支出が必要だという議論がありました。しかし、デフレ脱却を宣言すると、景気がある程度よければ財政出動を行いにくくなります。日本の厳しい財政状況を踏まえれば望ましいことですが、そのあたりは、岸田政権が総合的に判断するのではないかと思います。

○中空 あらかた意見が出ましたが、私は、デフレ脱却宣言はもうわざわざしないのではないかと思います。なぜなら、タイミンングを逸したからです。政治的にデフレ脱却宣言を使うのであれば、もっと早くに行くべきだったと思いますが、減税

だ、増税だという話が出たことで、減税してデフレと完全に決別しよう、そんなふうにやってしまったわけです。

また、植田総裁が就任するときにアコードの見直しという話があったはずですが、見直しもしない、アコードが終わったか終わっていないかもわからないということで、結局今もずっと引きずっている形になっているのは、なし崩し的に「デフレ脱却ができていましたよね」と持っていくためではないかとも思えます。もし政府がわざわざデフレ脱却を宣言するとしたら、政治的に使えるからということ以外に、もう宣言する理由はないと思います。

しかも、朝のニュースや情報番組などでは物価高で苦しいという話しかしていないわけですから、「デフレ脱却です」と言って国民が素直に喜ぶとは思えません。そうすると、政治的には使う

理由がありません。デフレ脱却できるタイミングはいずれ来ると思いますが、宣言するかどうかと言われたら、私はしないのではないかと考えています。

○木内 意見が少し分かれた形になりました。日本銀行の二%の物価目標達成の宣言は政治的な迷惑のないものだと思いますが、政府のデフレ脱却宣言は政治色が非常に強く、上野さんがおっしゃったように、自民党総裁選に向けて、岸田総理が自らの経済政策の成果として打ち出したいということもあるかもしれません。しかし一方で、今の状況で打ち出すと、実質賃金は全然上がっていないんじゃないかということと逆に批判の火種になってしまう面もあり、いずれにしても簡単ではないように思います。

### 三、日米金融政策の展望

○木内 金融政策の展望では、日米を中心に、FRBとECBの見通し、特に利下げに転じるタイミングや年内の利下げ幅などについて、おおよそのめどを示していただければと思います。特に上野さんには、海外の利下げの動きによって日本銀行の政策はどんな影響を受けるのか、為替市場の動きと絡めてお聞きしたいと思います。さらには、「べき論」で言うと、日本銀行の政策修正は妥当なのかどうか、それと一緒に出されるかもしれない二%の物価目標達成は妥当なのかどうかということもあわせてお話しいただければと思います。

○上野 まず、日本についてです。アメリカの利下げが始まると為替が円高に行きやすいので、日

銀の利上げの間口は狭まっていくという認識です（資料九ページ）。そして、物価と賃金の好循環はナローパスといいますが、なかなか続かないだろうと思います。特に中小企業の置かれた収益環境は、確かに賃上げしなければ人が採れないけれども、賃上げすると、原材料高、金利高に加えて賃金高で三重苦です。毎年ベアを三%以上行うことはまさにフィクションの世界でありまして、難しいだろうと思います。

私は、異次元緩和の最初のときから二%の物価目標を批判的に議論してきた人間です。「デフレマインド」という言い方で、気持ちが変われば何とかなるというムードが跋扈する中、「まだそんなことを言っているのか」とバカにされたものですけれども、結局、インフレ期待を持ち上げれば何とかなるというのは無理でした。今回も、「ノルム」という言い方を使って、物価や賃金は上が

らないという思い込みを壊すとしていますが、これはまさに心理作戦です。心理さえ変えれば、日本の低い潜在成長率も何とか乗り越えられる、中小企業の業況の厳しさも何とか乗り越えられると、相当無理のあるストーリーを組んでいる印象があります。

したがって、マイナス金利解除は既定路線だとしても、追加利上げは困難というのが結論でありまして、その理由は次の三点です。

- (1) CPIコア前年同月比は先行き二%を下回ると見られる（物価の「実力不足」）。
  - (2) FRBなど米欧の中銀が二〇二四年は利下げに動き、為替は円高方向とみられる。
  - (3) 中小企業の業績への悪影響が大きくなる
- と、与党から反発が出やすい。

もう流れをつくったので、マイナス金利解除までは何とかうまくやるのでしようけれども、その

先はハードルが非常に高い。それがわかったときに、円金利、国債イールドカーブはブルフラット化し、金利ははつきり下がっていくだろうと思います。

続いて、アメリカです（資料一〇ページ）。アメリカの利下げの時期については、去年の早い段階から過去の経験則をずっと申し上げております。中ほどに「過去四回の局面における平均インターバルも考慮しつつ」とありますが、これは八カ月半です。去年七月の利上げが最後だと確定していますから、FOMCの日程に当てはめると、第三回の開催日である四月三〇日・五月一日にピタリと当たり、ここで利下げ開始というのが標準形です。ただし、これはパウエル議長が否定しているのではないとは思いますが、仮にインフレ率の落ち着きが想定よりも早いようであれば三月の可能性も排除できませんし、逆に、

インフレ率が下げ渋り、過去の標準形に比べて利下げの開始ペースが少し遅いのであれば六月スタートということもあり得ます。

基本的にこの利下げは、物価水準にらみの調整利下げです。景気の腰折れや金融危機を目の当たりにして毎回必死に〇・五〇%、〇・七五%と下げるような利下げではありません。しかも景気はしっかりとありますから、インフレ率の鈍化ぐあいをにらみながら毎四半期一回ぐらいのペースでゆっくり下げていく、そういうパターンが想定されると思います。したがって、二〇二四年中は三回とみています。

ただし、今日はあまり話が盛り上がっていませんが、来年一月二〇日にトランプ政権二期目が発足すると、その後はFRB叩きが始まります。「利下げしろ、利下げしろ」と言われて、利下げしたくてもやりにくくなりますから、トランプ氏

が勝利した場合には大統領選挙後の一二月のFOMCでも利下げするという事で、年内四回になるだろうと思います。

ECBについては、四月一日に理事会がありますが、交渉賃金と言われる公式統計が出てくるのが五月ですので、その時点では賃金に関する公式統計が入手できていません。したがって、六月の理事会で賃金の伸びの鈍化を確認してから利下げするというのが標準形です。

しかし、どうも最近、タカ派のシユナーベル専務理事に続いてドイツ連邦銀行のナーゲル総裁も大分軟化しています、「インフレという獣は手懐けた」なんてことを平気で言っています。この間まであれだけ「獣が暴れている」と言っていた人が「手懐けた」と言っているわけですから、タカ派の人たちも物価の落ち着きに対してかなり自信を持ってきたのではないかと思います。これは

アメリカ、パウエル議長も同じです。アメリカでも、FRBのタカ派のウォラー理事が「物価の低下で利下げが視野に入ってきた」と言ったことでガラッとムードが変わり、パウエル議長のピボットの前触れになりましたけれども、あれと同じようなことがECBで起きています。

したがって、私は六月利下げが最有力とみていますが、四月の可能性も三〇四割出てきたのではないか、利下げスタートはFRBよりもECBのほうが早い可能性が出てきたのではないか、このようにも思っています。

○**神田** アメリカの金融政策について、我々のメインシナリオでは、FRBは今年の春まで現在の政策金利の水準を据え置き、四―六月期から四半期に一度、〇・二五%の利下げを実施。ユーロ圏も、やはり四―六月期から同じようなペースで利下げをすることを考えております（資料一六ページ）。

ただ、アメリカはまだ賃金上昇率やインフレ率が高止まりするリスクがあると思っています。ここが想定どおり下がっていくのであれば、物価よりも景気や雇用を重視することで利下げを実施していき、インフレの鈍化と景気の拡大を両立させていくのではないかと見ております。

しかしこれは、先ほど上野さんもおっしゃったように、あくまで実質金利の調整のようなものであって、景気後退局面での利下げではありません。米国の景気拡大が続く中でドル円レートがそこまで大きく動くようなことがなければ、FRBが利下げを行っても、その後の日銀の政策にあまり影響は出ないだろうと思います。

日銀の金融政策については、マーケットの大方の見通しと同様、今年四月にYCC撤廃とマイナス金利解除を実施すると想定しております（資料二〇ページ）。どちらも実体経済への影響は非常

に小さいと考えます。今春闘で高い賃上げ率となることが前提になりますが、二%インフレ目標への道筋がある程度見えてくることで、日銀は異例の緩和策をやめるとみています。

また、政策転換後も実質短期金利はマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されますから、これによって景気が悪くなるということではなく、日銀がアクセルの踏み方を弱めるということですが、その先は非常に不確実性が大きいわけですが、インフレが定着したのに大規模な金融緩和を続けると、いずれインフレが過熱するリスクが生じます。そのため、日銀は経済・物価情勢に目配りしながら緩和の度合いを調整していくと見込んでおりまして、今年の一〇—一二月期に〇・二五%の利上げを想定しています。

先ほど上野さんは二%インフレ目標を達成するのはナローパスだと言われましたが、我々にとつ

てはメインシナリオです。この見方の大きな違いは、価格転嫁をどう見るかだと思います。

こちらの図表は四半期の名目GDP成長率を需要側ではなく産業側から見たものです（資料一八ページ）。産業連関表や各種物価指数などをもとに、我々が月次ベースで作成したもので、内閣府の「生産QNA」（参考系列）の動きをおおむね捉えています。数量とマージンに要因を分けて見ると、「製造業・加工業種」は二〇二二年にマージンが拡大しています。要は、価格転嫁が非常に進んだことでマージンが回復したということです。しかし、「運輸・郵便業、対個人サービス」と「その他の非製造業」の二つに分けて非製造業を見てみると、二〇二二年のマージンは悪化したままです。それが二〇二三年になると拡大し、非製造業でもようやく価格転嫁が進み始めています。

日銀短観で見ても価格転嫁は以前よりも積極化していますので、こうした状況がしっかり維持できる中で賃上げ圧力が高まれば、企業としては、人件費の増加分を自社で吸収するのではなく、販売価格に転嫁することで、賃上げを持続させることができます。例えば、給料と生活費が同じ額だけ上昇すれば、実質賃金は同じですから、労働生産性の高低にかかわらず名目賃金と物価が持続的に上昇することは可能です。

インフレ率が二%で定着するかどうかは不確実性が大きいですが、例えばイタリアのように、日本よりも実質経済成長率が低い、あるいはTFP（全要素生産性）の伸びが低い国でも、インフレ率は二%を優に超えました。つまり、賃金と物価が循環的に上昇する経済であれば、経済成長率に関係なく、ある程度の水準でインフレ率を維持することは可能です。日本のCPIの採用品目は六

〇〇近くありますが、そのうちの二割近くは前年比ゼロ%以下ですので、これらが賃金と一緒に上がり、サービス物価が安定的に上昇するようになれば、日銀は金融政策の正常化を進められるのではないかと思っております。

○中空 金融政策については、基本的にはもう機は熟しており、特に日銀に関しては、皆さんが説明されたように、金利を上げても大丈夫、金融の正常化を目指しても大丈夫という状況になっていると思います。あとは時期です（資料二六ページ）。私も含め多くの人たちが、一月の金融政策決定会合で変化があるのではと予想していたと思いますが、能登半島で地震が起こったこともあって一回飛んでしまいましたので、順番でいけば、次は三月か四月という話になると思います。

選挙も大きな課題になってきます。選挙のことは気にしていないと言っていますけれども、日本

の大きなトレンドをつくる選挙を全く気にしていないとも思えません。そう考えると、九月の自民党総裁選の前に解散があるのかなのか、ここが一つのポイントでした。しかし今となつては、これだけ支持率が低いと自民党総裁選のほうが先ではないかという話も出てきています。したがって、選挙のことはもう全く気にせずにやるとしたら、実力どおり三月か四月という話になると思いますが、三月は決算期で通常は避けると思いますので、メインシナリオは四月、そして六月になるよりは三月の可能性が高いと思います。

なぜ六月になるよりは三月なのかというと、アメリカや欧州の金融政策の変更が視野に入ってくるからです。我々も上野さんと同じく、アメリカの利下げは五月、欧州は六月と思っております。金融政策が緩和モードになってくると、「向こうが下がっているので、こっちは上げる」とい

うのは少しやりにくい。したがって、多くの人の予想どおり、やはり三月か四月というところに落ち着いてくると考えざるを得ません。また、日銀が動いたところで、金利がドラスタックに上がるとは誰も思っていないので、どういう格好でマーケットを納得させるか、そういう話にすぎないのではないかと思っています。

資料では「(金融政策) フィージビリティを鑑みつつの経済統計待ち」とタイトルをつけましたが、世界中がそうだと思います。欧州もアメリカも、いつ金利を下げてでもいいのでしょうけれども、インフレ統計よりも経済統計のほうに視点が移ってきているように思います。これまでは、物価がこんなに上がるはずがないと思われていたところ、今は物価が意外と小じっかりしていて、経済統計が強く見えてしまうので、金融政策をなかなか緩和モードに持っていくに、こういうジ

レンマが生じています。したがって、世界中が経済統計待ちで、ある程度出てきたら実行に移していくということだと思います。

○木内 海外の金融政策については、ECBの利下げが四月、FRBは五月か六月と見ておりまして、景気情勢が厳しいECBのほうがタイミングとしては早く、幅も大きくなる可能性があると思います。FOMCの見通しですと、今年の利下げは三回ということですが、これは既にお話があったとおり、本格的な利下げというよりは、インフレ率が下がっていく中で実質金利が上がり、景気に対してブレイキを踏んでしまうことを防ぐための小幅な予防的利下げです。したがって、景気が下振れればもう少し回数が増え、場合によっては四回、五回という可能性もあろうかと思っています。

日本銀行の金融政策については、マイナス金利解除は近づいていると思いますが、もっと早くや

るべきだったと考えます。物価があれだけ上げられ、企業や個人のインフレ期待も上振れる中で、日本銀行は長期のインフレ期待の上昇を容認してきました。それは円安を加速させた面もあったわけですが、それは円安を加速させた面もあったわけですが、適切ではなかったように思います。私は依然として二%の物価目標は達成できません。私は依然として二%の物価目標にこだわらぬと思っておりますが、二%の物価目標にこだわらずに、物価の上振れ、インフレ期待の上振れに対応した小幅な政策修正はもっと早いタイミングで行うべきだったのではないかと。中長期的なインフレ期待の安定は中央銀行の重要な責務・役割の一つですので、それを果たしてこなかったという問題があると思えます。

ただ、ここに来て少し難しい面があると思うのは、二%の物価目標をどうするのかということですが。現状ですと、最短で三月あるいは四月に、二%の物価目標の達成を宣言した上でマイナス金

利解除に踏み切ることになると思います。今までも政策の修正は二%の物価目標達成が前提という説明をしてきましたので、その説明どおりに行動するのであればそういうことになると思います。先行きの日銀の金融政策には「四つの道」があると思っております（資料六ページ）。

① 日本銀行が二%の物価目標を確実に達成できると本気で考えると、金融政策は本格的な正常化に向かう。

② 春闘を見ても二%の物価目標は短期的にはなかなか達成できないとなると、政策修正は行えない。

③ 二%の物価目標が達成できる確度は高くないけれども政策修正に着手する。物価も賃金も上がっている今のこのタイミングを逃したら、政策修正のきっかけはもうなくなってしまうかもしれないという思いがあるので、植

田総裁も事務方も修正したくて仕方がない、  
こういう前提があると思います。したがって、  
二％の物価目標達成は依然として難しい  
と考えているとしても、三月あるいは四月に  
マイナス金利解除を行う。

④ 二％の物価目標達成は難しいので、物価目  
標をもう少し柔軟化する。もともと二％とい  
う数字には根拠がなかったと私は思いますの  
で、そこは、目標を下げるというよりは中長  
期の目標、つまりソフトな目標する。ただ、  
金融政策には様々な副作用があるので、引き  
締め（場合によっては正常化）というよりは  
副作用を取り除くような調整によって金融緩  
和を継続する。これは昨年のYCCの柔軟化  
と同じような説明だと思えますが、従来の説  
明とは少し違ってきますので、物価目標の位  
置づけなども変え、声明文も少し修正すると

なると、四月というわけにはいきません。し  
たがって④は、一〇月、あるいはそれ以降と  
いうことになるかと思えます。

個人的には④の道がいいのではないかと思っ  
ておりますが、実際のところは③の道が選択される  
可能性が高いというのが現状だろうと思います。

物価目標の柔軟化をせずに、目標達成を宣言し  
てマイナス金利解除に踏み切ると、大きく三つの  
リスクがあるのではないかと思います。

まず一つ目です。植田総裁は「政策修正しても  
金利は大きく上がらない」と言って、既に市場に  
ガイダンスを出しています。ただ、そうはいつ  
も、二％の物価目標達成ということとは、先行き、  
インフレ率あるいは期待インフレ率が二％で安定  
するということです。その場合、マイナス金利の  
〇・一％を解除しても、例えばゼロとかプラス  
〇・一とかわずかしか上げないとすると、実質マ

イナス二％という超緩和状態が続くことになるわけで、これはかなり不自然だと思います。あるいは、そういう政策を比較的長く続けることによって初めて二％の物価目標が達成できるという解釈であれば、それは二％の物価目標が達成できていないということだと思います。

もしも金融市場が、二％の物価目標達成を日本銀行が宣言して金利を中立に戻していくと思えば、比較的短期間で金利は二％を超えていくと考えるのが理論的だと思います。しかし、今そういうことが起こったら長期金利は大幅に上がりまう。日本銀行は抑えにかかるとはしようけれども、コントロールできない部分もありますので、かなりの混乱に見舞われる可能性があります。二％の物価目標は達成できないけれども日本銀行は政策修正に乗り出す、でも金利はすぐに上げない、これが金融市場のコンセンサスだとしたら、二％の

物価目標達成を信じていないというのが金融市場の姿ではないか。そのあたりは日本銀行とある意味ツーカーで、意思の疎通ができてくるようにも思いますが、もしも市場の一部が、二％の物価目標達成であれば、短期金利は二％を超えるところまで比較的スムーズに上がっていくと思ったら、その瞬間、金融市場はかなり混乱する可能性があると思います。また、債券市場を抑え込んでも、海外の人はそういった日本銀行の裏の真意みたいなところをつかむのは難しいので、円高がかなり進んでしまいます。

つまり、金融市場を混乱させるリスクがあるという点で、二％の物価目標達成を宣言してマイナス金利解除に踏み切るのはリスクがあるのではないかと思います。

二つ目のリスクは、実際にインフレ率が下がっていったときに、日本銀行の二％物価目標達成の

宣言は拙速だったという批判を浴びる可能性があるということです。

今、日本銀行は、輸入物価の上昇による一時的な財の価格上昇がおさまった後、賃金の上昇がサービス価格に転嫁されていく、いわゆる「第一の力」から「第二の力」へ、こういう説明をしています。では、「第二の力」は本当に起こったことがあるのか。過去においては、ほぼ全ての場合、輸入物価の上昇の影響が財に及び、少し遅れて賃金やサービス価格が上がるものの、ほどなくして下がっています。足元でもサービス価格の上昇には既にピーク感が出てきていますので、日本銀行の「第一の力」「第二の力」という説明はかなり無理があります。そう考えると、しばらくしたら、日本銀行は拙速な修正を行ったという批判に変わる可能性があります。

三つ目のリスクは、今の話と関係しますけれど

も、日本銀行はこれからもずっと二％の物価目標に縛られるということです。上野さんも言われたように、一旦、政策修正できても、その後でなくなってしまう。例えば政権交代のタイミングで緩和圧力を受けてしまうこともあり得ますので、「べき論」で言うと、政策修正をする前に二％の物価目標の柔軟化をすべきではないかと私は思っております。

#### 四、金融市場の展望

○木内 まず上野さんにお聞きしたいのは、債券市場についてです。日本銀行のマイナス金利解除や、するかどうかわかりませんがYCCの撤廃などを含め、長期金利はどう動く可能性があるのか。また、先ほどお話があったように、アメリカでは反ESGの機運が高まる中、日本ではむしろ

トランジションファイナンスが注目され、足元で動きが出てきていますので、中空さんには、そのあたりも踏まえた上で金融市場の展望についてお話しいただければと思います。

○上野 債券市場で投資家の皆さんとお話ししていると、「金利はあまり上がらないよね」と言われる方が結構多いです。それに対して日銀OBの方などは、「日本の中立金利は一・八〜二・〇%だ。一〇年債利回りは今の二倍以上になる」、こういうインタビュもマスコミを通じて報道されていまして、見方は二つに割れています。では、どうみるべきか。「今年は年間で低下か？」と書いたように、長期金利はあまり上がらない、一〇年債利回りで言えば、一%を超えるところは滞空時間が短いだろうというのが私の見方です（資料一ページ）。

運命の分かれ道は、追加利上げの有無だと思

ます。マイナス金利解除までであれば、もう十二分に織り込んでいますから、現段階で一〇年債利回りが〇・七%台でフラフラしているのは、やはり一%というのは滞空時間が短い、一%を超えたら絶好の買い場だと思っている人がたくさんいるからだと思います。

しかし一方で、私の見通しが大外れして利上げを一回、二回、三回と追加していくとなると、同時並行的にYCCあるいはオーバーシュート型コミットメントも撤廃になり、日銀の国債買い入れもどんどん落としていくこととなります。日銀は今、ストック効果で利付国債の五十数%を持っていますが、この比率も趨勢的に落ちていくと見れば、需給からくる金利の押し下げ効果が今後減衰するという読みになってきます。そのため、利上げが続くという意味での金利先高観と、日銀のストック効果による金利押し下げ効果が先行き弱ま

るだろうという警戒感が相まって長期金利が上がってしまう、そういうリスクシナリオも描けません。ただ、既に申し上げたように、やはり追加利上げは非常に難しいと思いますので、恐らく年末にゼロ%台後半で着地するだろうと思います。

一〇年債利回りは、B B（業者間取引）の最終出合いを年ベースでプロットすると、既に四年連続で上昇しています。これは、福井総裁のときの利上げ局面にかけての時期（二〇〇三〜二〇〇六年）と並ぶ最長記録でありまして、暦年ベースで見ると、意外にも金利はずっと上がり続けているわけです。前回は、利上げが止まった二〇〇七年に、金利は前年比で低下に転じました。今回も同じパターンになるだろうと思います。昨年末が〇・六二〇%ですので、「低いところからさらに下がるのか」とよく揶揄されるのですが、債券については〇・五%台で着地する可能性も十分あ

る、このように強気で見ております。

○神田 私からは、為替について申し上げたいと思います。具体的な数字は載せていませんが、「円高のリスクも高まる」と書きました（資料一七ページ）。この二年ほどは日米金利差によってドル円レートが変動する傾向がかなり強かったわけですが、FRBの利下げの確度が高まっていけば、金利差でドル円レートが動くという状況も随分緩和されるのではないかと思います。

実際、ドル円レートと名目長期金利差の相関係数や弾性値（金利差が為替に与える影響度）について、推計期間をずらしながら計測すると、FRBが利上げを始めた頃から相関係数も弾性値も急速に高まります。しかし、その局面が終盤に向かうにつれて低下していくという傾向が過去の利上げ局面では見られました。直近では相関係数も弾性値も依然として高水準にあります。現在は利下

げのタイミングについての不確実性が大きい  
ため、FRB高官のタカ派的な発言などがあると  
急に円安になるといった動きは当面続くと  
思いますが。

ただ、利下げの道筋がはっきりすれば、金利差  
以外の要因でドル円レートが動きやすくなると思  
います。この場合、方向性としては日米金利差縮  
小なので円高圧力がかかりますが、その影響がな  
くなったときに、市場関係者の関心が向かう可能  
性のあるファンダメンタルズ指標の一つとして、  
購買力平価が挙げられます。購買力平価は算出方  
法によって異なりますし、市場レートがすぐ購買  
力平価に収斂するとは限りません。とはいえ、多  
くの市場関係者が注目する指標なのであえて申し  
上げますと、例えば一九七三年基準の相対的購買  
力平価をCPI、企業物価、単位労働コストでそ  
れぞれ算出すると、一ドル九〇〜一二〇円程度で

す。人によってはOECDの絶対的購買力平価を  
見る方もいますが、その場合は一〇〇円程度で、  
さきほどのレンジに入っています。

金利差に注目する状況が変わっていく過程では  
まだ円高圧力がかかりますが、それがなくなると  
購買力平価に関心が集まると、やはりこれも円高  
に向かう要因になるので、そのあたりは注意が必  
要です。

一方、今年からNISAが拡大されました。個  
人では海外に投資する方が多く、それが今、円安  
圧力になって円高圧力を緩和しているということ  
も指摘されています。したがって、思ったよりも  
円高が進まず、一五〇円、あるいは一四〇円台で  
安定することもあり得るだろうと思っております。

○中空　さんざんリスクについて申し上げました  
が、最後は「それでも堅調が続く」と書きました

(資料二七ページ)。金融市場そのものはお金が入ってくるかと安定する、このことを二〇二三年は見せられました。アメリカの投資適格債のスプレッドを見ていただくと、ずっとタイトニングしてきたことがわかります。では、この後どうなるのか。シナリオは幾つかしか考えられません。基本的には、金融政策と財政政策が下支えするマーケットが再燃する。これを私たちは「ゴルディロックス相場」と呼んできました。これから先、アメリカや欧州は緩和モードとなり、株式市場は緩和と聞くと株価が上がる、こういうことが続くと思います。先ほど財政が弛緩して問題だという話をしましたけれども、安定的な相場というのは、やはり金融の緩和と財政です。二〇二四年は選挙イヤーですから、世界中で財政が使われていくとすると、マーケット的には悪くなるわけがない。このことから、堅調なマーケットが続くと予

見しているのではないかと思つてるところです。

ただ、RTY/NDXレシオのグラフ(小型株と大型株の割合を示したもの)を見ると、小型株がとりわけ悪いのか、大型株がとりわけいいのか、両方の傾向が顕著なのか、どれかわかりませんが、値はどんどん下がっています。つまり何が言いたいのかというと、今私たちが堅調だと思つているマーケットも、もしかしたら格差によつて説明できてしまうかもしれない、このことを頭の片隅に置いておくべきだということです。市場がとにかく強いというバブル期のような印象を持つてはいけないことはこのあたりにも表れていると思いますので、慎重にいきましょうということですね。一方で、安定して見えるので、ネガティブ一辺倒でもいけない。したがって、私は今日、リスク要素を説明しましたので、御自分の投

資がうまくいかないときに、どんなリスクがあったかなと思いついていただけると、ちょうどいいのではないかと思います。

サステナブルファイナンスについては、二〇二一年に非常に伸び、二〇二二年は落ちました。その理由として、金利が上昇局面だったこと、コロナが収束してコロナ債が出なくなったこと、もう一つは、ロシアによるウクライナ侵攻があり、再生エネルギーよりエネルギーが欲しいと思った人が多かったことが挙げられます。そして、二〇二三年は二〇二一年にかなり肉薄し、二〇二四年はまだ一カ月しかたっていないですが、マーケットは堅調に伸びてきています。

もしも反ESGのトランプ氏が大統領になったら、アメリカでは反ESGの流れが強まると思います。しかしアメリカの強いところは、自分はそのれでも投資するという投資家が結構いて、市場と

しての後戻りは恐らくない。したがって、反ESGが中心になってこのマーケットが終わってしまうことはないだろうと考えています。

トランジションボンドについては、二月一四日に一〇年債、二七日に五年債がそれぞれ出ます。入札方式ですので、うまくいけば日本政府にとってお得なグリーンアムが少しとれるかもしれませんが、注目しなければいけない一つのポイントは、人気があるかどうかではなく、外国人がどれだけ買ったかだと思います。日本人がこのトランジションボンドを買うのは当然ですけれども、そこに外国人がどれだけ入札してきたか。ここが、これから日本政府がGX投資をうまくやれるか、そして、日本がトランジションボンド市場を牽引し、アジアのリーダーとなれるかどうかの試金石になると思っています。

○木内 二〇二四年、日本株の見通しとして日経

平均は年末三万八〇〇〇円としています（資料五ページ）。しかし、これは少し古い時点での数字だと思っていて、担当者に聞いたわけではありませんが、今はもう少し強気の見通しだと思います。いずれにしても、方向としては上昇が一年間続くだろうということです。

鍵を握るのは、やはりアメリカ経済だと思います。アメリカ経済がソフトランディングすれば、円高のリスクもそれほど高まらず、一方で、経済がよくて金利は下がっていくということですから、株式市場にとってはいわゆるスイートポイントのような非常にいい状況になり、その恩恵は日本株にも及んでくると思います。しかし、アメリカ経済に様々な問題が出てくれば米株も下がります。日本株は米株とドル円で決まる部分が大きいですから、米株が下がって円高になれば、日本株にとつては逆風となります。

ドル円については円高方向で見ておりまして、年末で一三五円です。これも少し前の見通しですので、今はもう少し修正されている可能性があります。ですが、私も日米の金利差が重要な要素としてあると思っております。実質実効レートで見ると、一九八〇年代以降は円安になっています。このあたりは、日本の成長力の低下、あるいは技術力の低下といった円安の要因が入り、部分的に円安のトレンドがあることは確かだと思います。しかし一方で、内外のインフレ格差は大きいわけでありまして、購買力平価で見た場合はそちらの影響のほうが若干勝りますから、基本的に名目のドル円のトレンドはずっと円高方向にあるのではないかと思います。

この一〇年間はかなり円安に振れたわけですが、その要因として、日本銀行の異例の金融緩和に加え、二〇二二年以降はアメリカの大幅な金融

引き締めの影響が重なったことがあります。それが今年、アメリカは利下げ、日本は金融政策を修正していく方向であれば、日米の金利差縮小で流れは円高方向、そう素直に見たいと思っております。したがって、中期的には一一〇〜一一五円ぐらいに戻っていく。もちろんそれは何年か先の話ですが、日本銀行の政策の正常化が着実に進んでいく中では、そういった形で行き過ぎた円安が修正されていくのではないかと思います。

長期金利については、上野さんと同じく、今の一〇年金利は均衡水準には近いと思っております。日本銀行がマイナス金利を解除する瞬間は様々な混乱が起こる可能性もありますが、日本銀行はそれを抑え込んでいくと思います。最大で一%強ぐらいまで許容するかもしれませんが、そのあたりがピークだろうと思いますし、日本の金融機関も、一%まで上がっていく過程では買う方

向に傾いていくのではないかと思います。短期的な混乱はありつつも長期金利はそれほど上がらないということですから、日本銀行の政策修正が経済に非常に大きな打撃を与えることはないのではないかと思います。

トランプリスクについては、やはり大きなリスクだと思っています。アメリカの市場で言うと、トリプル安です。今回は、前回のように法人税を大幅に下げるといふ企業にとって有利な政策はあまりテーマになりそうもなく、もしもトランプ氏が二期目の政権を担う場合には、最初から貿易競争が始まるといった悪いニュースしかないように思います。現時点では、輸入品全体に対して一〇%の関税をかけると言っていますがこれだけで国内の物価が一%以上、上がってしまいインフレ率の低下にとって逆風になりますし、中国からの輸入品に対しては六〇%超の追加関税を課すとい

うことも言っていますので、そのあたりは大きな混乱が起こると思います。また、アメリカがそういった政策をとることによって、相手国からいわゆる報復的な政策が打たれると保護主義的な傾向が強まり、世界経済にとっては逆風、日本としては円高と株安、これがトランプリスクの一番大きな部分になるのではないかと思っております。

討論は以上です。参加者の方からの御質問をお受けしたいと思います。

○森本理事長 大変盛りだくさんの内容についてしっかりと御説明いただき、ありがとうございます。

御質問はいかがでしたでしょうか。——時間も参っておりますので、本年の新春討論会は以上とさせていただきます。

木内様、上野様、神田様、中空様、大変ありがとうございました。(拍手)

(きうち たかひで・野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト)

(うえの やすなり・みずほ証券 金融市場調査部  
チーフマーケットエコノミスト)

(かんだ けいじ・大和総研 シニアエコノミスト)

(なかぞら まな・BNPパリバ証券  
グローバルマーケット統括本部副会長)

(本稿は、令和六年二月六日に開催した「新春討論会」の討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある)

木内登英氏

御 略 歴

野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミスト

1987年野村総合研究所入社。経済研究部を経て、1990年野村総合研究所ドイツ（フランクフルト）、1996年野村総合研究所アメリカ（ニューヨーク）勤務。2004年野村證券に転籍。2007年経済調査部長兼チーフエコノミスト。2012年日本銀行政策委員会審議委員に就任。2017年7月より現職。

上野泰也氏

御 略 歴

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケットエコノミスト

1986年会計検査院入庁。1988年富士銀行（現みずほ銀行）入行。資金為替部にて為替ディーラーを経て、1990年より為替、資金、債券の各セクションでマーケットエコノミスト。1994年富士証券チーフマーケットエコノミスト。2000年10月より現職。財務省主計局・税制問題研究会メンバー、内閣官房・市場動向研究会メンバー、参議院事務局・客員調査員等を歴任。

神田慶司氏

御 略 歴

大和総研シニアエコノミスト

2004年大和総研入社。日本経済（短期予測）を担当後、2008年内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）へ出向。2010年に大和総研に復帰後、日本の経済・社会構造分析、中期予測を担当。2013年より日本経済、財政・社会保障を担当。2019年より現職（経済調査部日本経済調査課長）。参議院企画調整室客員調査員を歴任。

中空麻奈氏

御 略 歴

BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長

野村総合研究所入所。郵政省郵政研究所出向。1997年野村アセットマネジメント、2000年モルガン・スタンレー証券を経て、2004年JPモルガン証券クレジット調査部長。2008年BNPパリバ証券クレジット調査部長。2011年市場調査本部長。2018年7月よりチーフESGアナリストを兼務。2020年2月より現職。経済財政諮問会議民間議員、財政制度等審議会財政制度分科会起草委員、税制調査会委員、国税審議会委員、環境省グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会委員などを歴任。日本EU学会会員。