

# 「金利がある世界」への復帰と課題 日銀金融緩和修正の行方

加藤 出

御紹介いただきました東短リサーチの加藤です。本日はどうぞよろしく願います。

一〇月下旬に日本では衆議院選挙があり、今週はアメリカで大統領選挙が行われまして、今後の金融政策の見通しは非常に流動的ではありませんが、ポイントを整理していきたいと思えます。

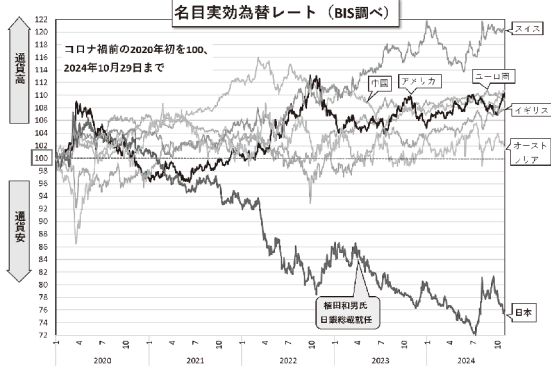
## 一、日本経済の立ち位置

近年、日本では賃金を増やすことが非常に大きなテーマになっています。最低賃金（時給）を円

換算して国際比較すると、日本の全国平均は一〇五五円、東京は一六三円です。一方、スイス・ジュネーブ州は四二八九円と大変な額で、これは中小企業にも適用されています。スイス・フランスが高いとはいえ、中小企業も時給四三〇円であるのは、経済全体の生産性が高いからです。ちなみに、二〇二三年のスイスの平均年収を今日の為替レートで円換算すると、約一六六〇万円です。また、スイスほどではないものの、アメリカの最低賃金も二四〇〇〜三〇〇〇円と非常に高いです。

図表 1

慎重過ぎる日銀の緩和修正姿勢と構造的な問題が相まって歴史的な円安に



◀東京 vs 米国 価格比較> 1ドル=154円のと看

- 野球場・生ビール 東京ドーム 900円 vs LADジャースタジアム 3,077円
  - 散髪「QBハウス」 東京 1,350円 vs NY店 5,544円(チップ込み)
  - ミュージカル「ライオンキング」12月最高値席 東京 13,000円 vs NY 61,908円
  - 「大戸屋ごはん処」しまほっけ焼き定食 東京 1,050円 vs NYタイムズスクエア店 6,747円(チップ込み)
- Totan Research

これらの背景には、為替の問題と生産性の問題があると思われます。

まずは為替の問題です。このグラフは、コロナ前の二〇二〇年一月を一〇〇とし、現在に至るまでの名目実効為替レートです(図表1)。ドル円だけでなく、貿易を行っている主な国々の通貨全体に対して円が上がっているか、下がっているかを見てみると、この五年ほど、円が一人負けとなっていることが顕著に表れています。慎重過ぎる日銀の金融緩和修正姿勢と中長期的な構造的な問題が相まって、歴史的な円安になっているということです。

アネクドタルな例で東京とアメリカの価格を比較すると、一ドル＝一五四円のと看、野球場の生ビールは、東京ドームが九〇〇円、ロサンゼルスのだジャースタジアムが三〇七七円で相当な差があります。また、一〇月下旬のアメリカ出張の

際、タイムズスクエアにある和食店に行ったところ、しまほっけ焼き定食はチップと税金込みで六七七七円にもなるので、外から覗くだけで帰ってきました。以前は日本人駐在員やその家族などにぎわっていましたが、今は日本人の姿は全く見られません。では、店が流行っていないのかというとそんなことはなく、地元の人たちでにぎわっています。

現地の駐在員の方と話をすると、「買い物をするとき、円換算はしないと心に決めている」と皆さん共通しておっしゃいます。円換算するたびにガツクリくるので、なるべく考えないようにし、一ドル＝一〇〇円ぐらいの気分で買い物するというわけです。そうは言っても、後日、銀行口座から冷酷に引き落とされ、何の解決にもならないのですが、それぐらい円が弱いと言えます。

ある日本企業の方は、日本の給与水準とのバラ

ンスを考えると、円安だからと言って、現地の給与を円換算でどんどん上げるわけにもいかなないが、そうすると、ライバルのアメリカ企業に比べて二割ほど賃金が安くなるので、今後アメリカにおける日本企業の競争力は深刻に低下していくのではないかと懸念していました。良い人材を確保できないという問題が起きつつあります。

また、メキシコの企業と組んでビジネスをしている方に聞いた話では、メキシコサイドでも、製造業の現場にいる人の賃金は依然として低いものの、マネジャークラスになると日系企業とほとんど変わらないそうです。このあたりにも円安の影響が出ています。「以前はメキシコ人のパートナーから『日本はすごいね』と仰ぎ見られていたのに、円レートが下がるにつれてだんだん目線が並んできて、最近は上から見おろされている気がする」と話していました。

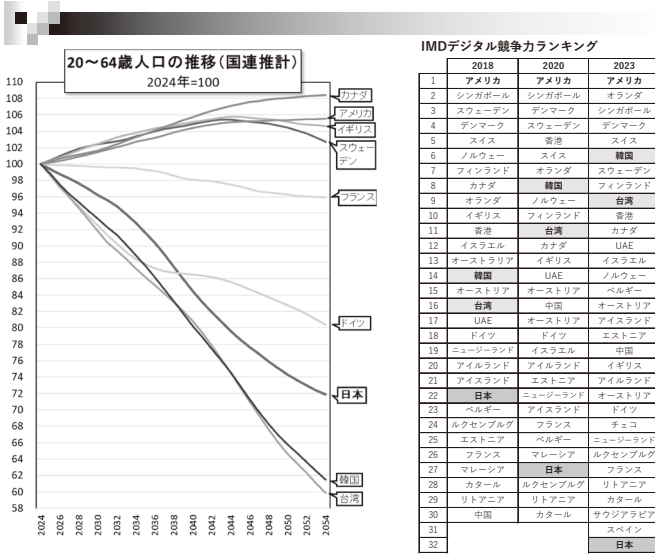
海外に行く、為替レートはその国の力を表す面があります。円安になると日経平均が上昇するのでポジティブ、そんな雰囲気がありますが、それは非常に国内的な発想で、国際的なプレゼンスは深刻に低下しています。形式上、日本銀行は為替レートに直接的な責任はないものの、今の金融政策はかなり不自然なところがあり、金融緩和は相当な円安を招いていますので、日本銀行はこの点をもっと意識すべきです。今は為替の問題を考えないようにし、逃げています感じがしますが、実際のところ、日本銀行の責任は相応にあると思います。

次に、生産性の問題です。国際機関は日本経済の成長力をどのくらいと見積もっているのか。IMFの「世界経済見通し」（二〇二四年四月時点）をもとに、コロナ前の二〇一九年から一〇年後の二〇二九年までの累積・実質経済成長率を人

口一〇〇万人以上の国と比較すると、相対的にまだ貧しく、伸びしろのある国々が上位を占めており、先進国の中では台湾が三三・一％で七〇位と、かなり高いところにいます。日本は一四五位で五・六％、しかも日本より下には、プエルトリコ、スーダン、ミャンマー、ウクライナ、ハイチ、赤道ギニアと、様々な問題に直面している国々しかいません。韓国は二二・六％で九七位です。日本とは大きく差がついています。

日本の潜在成長率が低く見積もられている要因の一つは、人口減少です。図表2の左のグラフは、今年から二〇五四年にかけての二〇〜六四歳人口の推移です。生産年齢人口は一般的に一五〜六四歳とされていますが、今は高学歴化していることもあり、二〇〜六四歳を対象としています。グラフからは、カナダ、アメリカ、イギリス、スウェーデンなど、移民を受け入れている国は人口

図表2



が増えていくのに対し、日本はどんどん減っていく予想であることが分かります。

しかし、日本以上に人口が減っていく韓国と台湾が日本より成長すると見られているのは、近年の成長がそのまま評価されているからであり、その背景にあるのがデジタル系、半導体系の強さです。図表2の右の表は、スイスのIMD（国際経営開発研究所）が発表しているデジタル競争力ランキングです。二〇一八年、二〇二〇年、二〇二三年を見比べると、日本は徐々に下がり、二〇二三年は三二位まで落ちていきます。逆に韓国と台湾は上がっていて、成長力の差が表れています。こうなってくると、金融緩和でどうこうという次元ではありません。韓国も台湾も、中央銀行が金利をマイナスまで下げたり、国債を日銀のように大量に買ったりにしていません。つまり、金融緩和以外の民間の力をいかに引き出すか、この点が本質

的に重要なのだと思います。

## 二、日本銀行の金融政策

日銀は植田新体制のもと、前体制の異次元緩和が残した「負の遺産」に苦しみながら金融政策を行っていますが、そもそも異次元緩和とは何だったのか、少し振り返ってみたいと思います。

二〇一三年四月、日銀は「二年でインフレを二％に引き上げる」と宣言しました。その背景にあったアベノミクスの考え方は、①日本経済低迷の主因はデフレ（物価の持続的下落）にある、②日銀が国債大規模購入などで金融機関に空前の資金供給を行えば、インフレは二％になり、日本経済は復活するというものです。それをサポートするために、第二の矢としての財政拡張、第三の矢である成長戦略・構造改革がありました。専ら

第一の矢である金融政策が重視されていたと言えます。

しかし、思ったような効果は現れず、日銀は何度も追加緩和に追い込まれます。インフレが二％にならない状況が続く一方で、世界では二〇二一年からインフレが急上昇し、海外の中央銀行は慌てて利上げを開始し、二〇二二年前半を中心に主要な海外中銀はインフレを抑えようと金利をどんどん上げました。

日本においても、遅ればせながら二〇二二年春からインフレが目標の二％を超えるようになりましたが、それまでの金融緩和の影響が出たかと言われると、微妙なところです。実際は、輸入を経路として海外のインフレが伝わった、日銀が金利を上げなかったことで円安が進み輸入物価が一層上がりやすくなった、人口動態的な面もあり人手不足も物価上昇に寄与した、こういった面があっ

図表3

現在の日銀金融政策はまだまだ超緩和状態



物価は過去3年で1割弱上昇、預金金利はほぼゼロ% → 預金の実質価値は1割弱目減り

Totan Research

たかと思えます。

そのような中、二〇二三年四月に植田氏が新総裁に就任しました。しかし、金融緩和修正には非常に慎重です。その理由は、①せっかくながら上がったインフレを二%で定着させたい、②国債金利の暴騰を避けたい、というものです。つまり、国債を大量に買い、それに合わせて政府も国債を一層増発してきたため、急に日銀が手を引くと国債の金利が暴れ出すおそれがあるということです。今年には二回、金利を引き上げていますが、海外に比べるとまだまだ低い状況です。

したがって、日銀の金融政策は依然として超緩和状態と言えます。図表3の左のグラフは、主な先進国の中銀実質政策金利です。御覧のとおり、日本だけ圧倒的に低い状況です。一般的な傾向として、実質金利が高いほうにお金は流れやすくなりますから、表向きはそうでなくても、事実上、

円安誘導している状態にあると言えます。

図表3の右のグラフは、名目と実質それぞれのコール翌日物金利です。日銀の政策金利に連動する、あるいは政策金利そのものでもある名目のコール翌日物金利は、一九九五年一〇月に〇・五%以下がって以降、現在まで約三〇年間、〇・五%以下です。それゆえマーケットでは、見えないう天井があるのではないかという解釈もあります。一方で、名目のコール翌日物金利からインフレ率を引いた実質のコール翌日物金利は、一九七七年、すなわち半世紀以来の深いマイナスに位置しています。実質金利から考えれば、名目金利の〇・五%の上限は特に意味はなく、日銀が〇・五%まで上げてもまだまだ超緩和的です。仮に1%まで上げてもインフレは急には下がらず、実質金利はまだマイナスでしょうから、少々利上げしてもかなり緩和的な状況は続くと思います。

日本の物価は、食品などを見るともつと上がっているように思われるかもしれませんが、全体を過去三年で考えると平均で一割弱の上昇です。しかし、コールのレートに大まかに連動する預金金利はほぼゼロの状況がまだ続いているため、預金の実質価値はこの三年で一割弱目減りしていることとなります。このような状況が続くと、資産運用に慎重な方々であっても、銀行に預金しておく目減りしてしまうという危機感が徐々に強くなっていきますので、これは基本的に円安要因になると思います。キャピタルフライトというほど激しいものではないにしても、円安圧力が底流でじわじわ高まるというのが今の実質金利マイナスが意味するところ です。

これはオイルショックのときの一九七七年以来なかった状況ですから、あまり甘くみないほうがいいと思います。利上げに後ろ向きな声もありま



すが、金利を無理やり抑え込むと、その帰結として必ず為替のほうで調整が起きてしまいます。つまり、日銀に「金利を上げるな」と言い続けることは、預金の目減りやマイナスの実質金利を我慢しろということですから、事実上、円安を促すことになります。その意味でも、あまり不自然なことを金融市場に求めないほうが良いのです。どのあたりまで利上げできるのかということについては、また後ほど考えてみたいと思います。

金利だけでなく、日銀のバランスシートも依然として超緩和状態です。中央銀行資産の名目GDP比を見ると、日銀の資産が二〇一三年から急激に肥大化しており、これは国債を市場から大規模に買い取ってきたからです。一方、海外中銀は日銀ほど資産を膨らませていません。しかも、ここ数年は正常化に向かって縮んできているのに対し、日銀の資産の縮まり方は非常にゆっくりで

す。さらに、中央銀行が保有している証券の減額ペースに関しては、コロナ禍において、いずれの中銀も市場から国債などを買い入れる、いわゆる量的緩和を行いました。海外中銀はそこから正常化に向かっていきます。日銀はというと、今年七月に国債の保有量を今後減らしていくことを発表しましたが、その予定に沿った試算と海外中銀の実績を比べると、日銀のほうが保有規模が大きいかかわらず、減らすスピードはゆっくりです。なぜなら、国債市場が暴れ始めないよう非常に気を使っているからです。

九月上旬にイギリスへ行ったとき、現地のマーケットでは、今年七月に誕生した労働党政権は、二年前、トラス政権（保守党）が減税を発表するとともに国債が暴落し、ポンドも暴落した、あのトラス・ショックの再来を恐れているという話が聞こえてきました。保守党政権で財政赤字が膨ら

んでしまった部分がある程度補わないと危なく  
仕方がないということで、二年前のショックを相  
当気にしているようです。しかし、日本は今、か  
なり異常な状態にありながらもショックが起きて  
いないので、一般の方々には危機感がなかなか伝  
わらないということかと思えます。

### 三、超金融緩和と長期化による

#### 副作用

次に、超金融緩和策を長く続けてきたことの副  
作用を整理します。

一つ目は、先ほど来申し上げている超円安で  
す。以前にも一ドル＝一五〇円台となることはあ  
りましたので、超円安というのは大げさだと思わ  
れるかもしれませんが、実質的な円の価値を見る  
と相当弱いと言えます。

図表4の左のグラフは、ドル円レートと購買力  
平価を比較したものです。購買力平価は前提の置  
き方によって変わってくるため、代表例としてO  
ECDの推計を載せています。購買力平価より実  
際のドル円レートが上にある場合、円が割安の状  
態です。

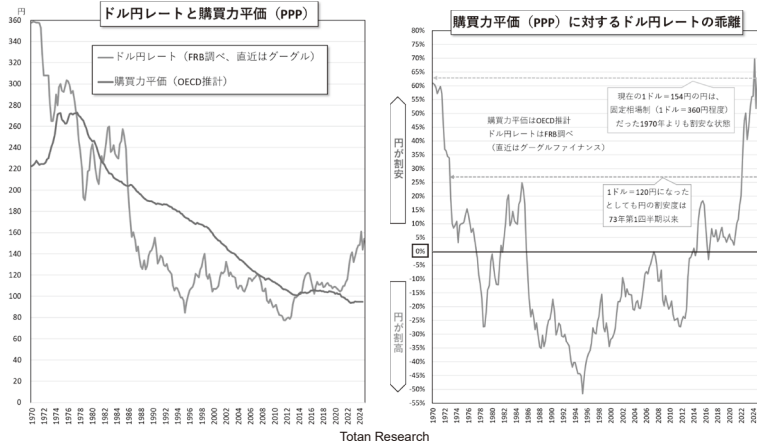
図表4の右のグラフは、購買力平価に対するド  
ル円レートの乖離をパーセントで表したもので  
す。上に行くほど購買力平価に対して円が割安、  
下に行くほど円が割高となります。一ドル＝一五  
四円の場合、六〇%以上の割安度で、一ドル＝三  
六〇円の固定相場制だった一九七〇年よりも割安  
な状態です。当分なさそうですが、仮に今一ド  
ル＝一二〇円になったとしても割安度は二六%程  
度で、一九七三年以来、半世紀見たことがない円  
安水準です。ですので、今、この一五〇円台の円  
がいかに弱いかをよく表していると言えるでしょ

図表4

<3> 超金融緩和と長期化による副作用

① 超円安

購買力平価と比較すると今の円は1970年(1ドル=360円固定相場制時代)よりも弱い



う。

今年六月に日本商工会議所が「自社にとって望ましい為替レート(ドル円)」についてアンケート調査した結果によると、一四〇円未満が九三%、一三〇円未満が七七%です。日本の雇用者数の七割は中小企業勤務ですので、事実上、中小企業が対象です。中小企業の多くは自社で輸出をしていません。そのため、円安になると資材の仕入れ価格は上がるのに販売先に転嫁しづらいケースが多く、円高方向であってほしいということになります。「一五〇円以上」と回答したのはわずか一・八%ですから、今の円安は中小企業にとって大きな収益圧迫要因と言えます。

日経平均は大企業が中心です。したがって、円安になると、日経平均は上昇しやすくなるものの、逆相関で中小企業の景況感は悪化している状態です。事実上、中小企業から大企業、特に輸出

企業への所得移転が起きていますが、日本の雇用者数の七割が中小企業勤務ということからすると、日本全体で賃金と物価の好循環は起きづらい、この点が悩ましいところです。

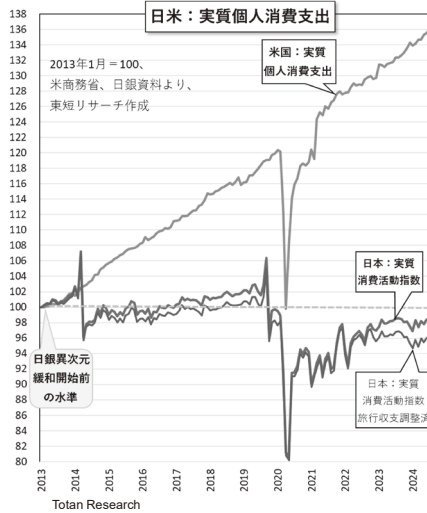
円安が家計部門に与える影響を原油相場から見ると、パンデミック前の二〇二〇年初から最近にかけての原油価格は、円建てでは五六%も上昇しているのに対し、ほかの通貨ではそれほどではなく、スイス・フラン建てではむしろ若干下がっています。日本のエネルギー自給率はわずか一三%ですから、円安による原油価格上昇は日本経済にとって非常に重しとなります。また、食料自給率も三八%と先進国の中では低いため、円安になると家計部門は打撃を受けます。大企業・輸出企業では相対的に給料が増えるとはいえ、これだけ円安が進むと、中小企業と家計部門から大企業・輸出企業へ強い所得移転が起き、それゆえ日経平均

は上昇するものの、日本経済全体は決してよくなっていない、こういった構図です。

では、そのような中、消費の状況はどうなっているのか。こちらは、インフレを差し引いた実質個人消費支出です（図表5）。二〇一三年一月を一〇〇とし、日米で比較しています。アメリカは、二〇二〇年にコロナの影響で急激に落ち込みましたが、その後はトレンドラインに戻っています。一方で日本は、消費全体、そしてインバウンド消費を除いた国内の消費、いずれもコロナ前よりまだ低く、さらには、日銀の異次元緩和が始まった二〇一三年春の水準よりも依然として低い状況です。日本のGDPは消費が六割弱を占めているため、消費が強くなるとGDPは伸びません。したがって、この十数年、これほどの緩和策が行われてきたにもかかわらず消費が盛り上がらないのは、金融緩和の限界を表していると言え

図表5

大規模金融緩和を2013年春から実施しているのに低調な日本の消費（消費はGDPの5割強を占める）。



るでしょう。

その理由の一つとして、金利を下げても、高齢化社会では効果が出づらいという現実があります。アメリカの場合、これほどまでに実質金利が低ければ、カードローンでの消費や、自動車の買い替えも進むと思われませんが、超高齢化社会の日本では、金利が低くてもそのような消費拡大は期待できません。つまり、経済に対する刺激効果が弱いということです。

もう一つは、先ほど申し上げたように、円安で家計部門が圧迫されてしまうからです。世の中では今、「一〇三万円の壁」を調整して実質減税すべきということが話題に上っていますが、その背景には、円安によるインフレで生活が苦しい人が多いということがあります。

先日のアメリカ大統領選挙でハリス副大統領があれほどあっさり負けてしまったのは、やはりイ

インフレの影響が大きいと思います。インフレとい

うのは、当局にとってかなりの打撃です。しかし、岸田政権も石破政権もそこがずれており、国民はインフレで困っているにもかかわらず、デフレ脱却を成し遂げるというスローガンを掲げています。一方で、安倍政権が長期化できたのは、皮肉な話ですが、インフレ2%を目指したけれども物価が上がらなかったのが国民の不満が高まらなかった、こういうことだろうと思います。また、緩和状態を維持して需要をより盛り上げ、そこから良い流れを作ろうという高圧経済を目指すべきとの声もありますが、黒田前総裁の緩和策から始まったこの十数年は、事実上、高圧経済を目指していたのだと思います。しかし現実には、円安で家計が打撃を受けたために消費が今一つ伸びず、高圧経済とはなりませんでした。ここからそれをもう一度目指すとしても、おそらく家計は苦しむだ

けでしょう。

一九九〇年代、アメリカのルービン財務長官は、新聞記者にドル相場について聞かれると、「強いドルはアメリカの国益」と呪文のように言い続けていました。その理由は次のとおりです。

一つ目は、「強い通貨を維持すれば、アメリカの消費者と企業は輸入品や輸入サービスをより安く享受でき、一般的にインフレは抑制され、金利は低く抑えられる。」つまり、無理やり低金利を維持するのではなく、インフレに合わせて結果的に低金利になるということです。

続いて、「アメリカの工場にとっても、生産性と競争力向上の追い風となる。」この点は普通逆の考えで、ドル安のほうが輸出しやすい、あるいは海外からの輸入品との競争力が高まるのですが、ルービン財務長官が語ったのは短期的な話ではありません。物価が上がらず金利も低ければ、

アメリカの製造業も開発投資がしやすくなり、長い目で見ると生産性と競争力向上につながるという事です。

三点目は、「ドルに対する信用が一層高まり、外国資本の流入が加速し、新たな雇用が生まれる。」つまり、無理やりドル高にするのではなく、緩やかなドル高の中で順回転を起こしていくということを行っているのだと思います。

最後に、「ドル安はこれと反対の現象を引き起こす。ドル安は競争力の低下を招くおそれがある。」今の日本は、徐々にこの状況へと陥っているのではないかと思われます。

なぜ今アメリカ経済は好調なのか、その原因を現地のエコノミストに聞いてみたところ、ある人は「やはりドル高だ」と言っていました。ドル高の中で、外国から良い資本が入り、良い仕事が増えるという好循環が起きている、そんな話も聞こ

えました。

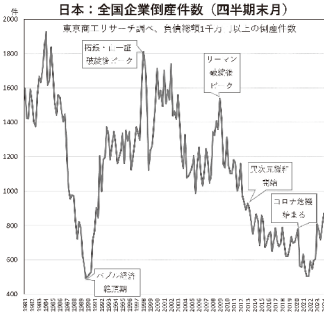
この十数年、日本はデフレ脱却を目指してきましたが、そもそもデフレは本当に悪なのか、この点をもう一度考えてはどうかと思います。物価の下落が続く状況が良いとは全く思っていません。しかし、デフレ自体が日本経済低迷の原因なのでしょうか。因果関係はそうではなく、結果として、景気が弱いから物価が上がりにくいということなのだろうと思います。

デフレと不況の関係を調べたミネアポリス連銀のエコノミストの論文によれば、この一〇〇年以上を振り返ってみると、「デフレかつ不況だった」は八例しかなかったのに対し、「デフレだが不況ではなかった」は六五例ということだ、デフレと不況の間に関連性はほとんどないというのが結論です。BIS（国際決済銀行）のエコノミストによって行われたより広い分析でも、同様の結

図表6

②低収益企業存続

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



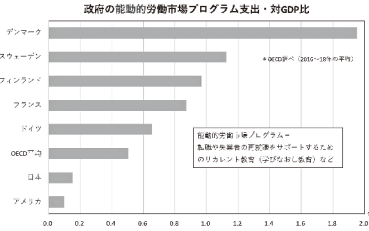
清滝信宏プリンストン大学教授：2023年5月  
「1%以下の金利でなければ採算が採れないような投資をいくらしても経済は成長しない」

◀セイフティネットの張り方が異なる北欧▶

国民の将来不安を高めずに新陳代謝を促す  
北欧型“フレキシキュリティ”（柔軟性＋保障）

- ①柔軟な労使関係
- ②労働者に手厚いセイフティ・ネット  
・生活水準を維持できる失業保険  
・再就職・転職を支援するリカレント教育  
（能動的労働市場プログラム）
- ③雇用拡大のための起業支援策

ご参考：「デジタル化する世界と金融」  
（中曾宏、加藤出ほか、きんざい）



Totan Research

論が出ています。逆に言うと、無理やり物価を上げて景気がよくなるわけではないということだと思います。

低金利を長く続けてきた弊害の二つ目は、低収益企業が存続しやすい、いわゆる新陳代謝が起きにくいということです。

図表6の左のグラフは、全国企業倒産件数です。コロナ禍の二〇二一年、二〇二二年は、バブル経済絶頂期並みに倒産件数が少ない状況でした。ただし、バブル期は好景気で倒産しなかったのに対し、近年は低金利と政府の資金繰り支援策で支えてきた点が異なります。コロナが明けてゼロ融資も終了した中、倒産は増えてきていますが、歴史的に見ればまだまだ低水準と言えます。

日本では労働者に対するセイフティネットを、事実上、企業を潰さないことで張ってきました。



企業が潰れないということは失業率が低いということですから、本来は良い面もあるのですが、経済の新陳代謝が低調になりやすいという代償もあります。また、政策によって淘汰を免れてきた低収益企業は、基本的に薄利多売の商売で生き残ろうとします。したがって、同じそのような企業がいると、利益率の高い同業他社がそれに巻き込まれて利益率が低下し、ひいては経済全体として利益率が低下するという問題が起きやすくなってしまう。プリンストン大学の清滝信宏教授は、「2%以下の金利でなければ採算がとれないような投資をいくらしても経済は成長しない」とコメントしています。非常に厳しい言い方ですが、そのとおりだと思います。

ある大学院に呼ばれて今の話をしたとき、日本と北欧ではセーフティネットの張り方が異なるというところに、北欧出身の学生がとても興味を示し

ていました。企業ではなく、労働者に対してセーフティネットを張るのが北欧の制度です。北欧では、法律上、企業にリストラの権限を比較的強く認めています。特にDXでビジネスモデルが変わるときなどは、大手銀行が「従業員四割カット」と突然発表したりします。実際はそこまでできなかったようですが、二割、三割カットは銀行業界でよく行われていることです。

では、リストラされてしまった人たちはどうするのかというと、手厚いセーフティネットがあります。具体的には、今までの生活水準を維持できるだけの失業保険が長く支給される。その間に、再就職・転職を支援するリカレント教育、すなわち、大学や専門学校などに通って稼げる業種にキャリアアップを促すことを促す。こういったことが北欧ではもう三〇年ほど行われています。スウェーデンはユニコーン企業が欧州で一番多いこ

とで知られています。セーフティネットがあるから失業しても怖くないということで、若い人たちがスタートアップにチャレンジするという流れが全体としてできているようです。

日本の場合、早期退職制度があっても、定年までの収入を計算し、応募したらかえって損になるので退職しないという人も多いと思います。結果として、金銭的にはそれが正しいケースもあり得ますが、思い切ってリカレント教育を利用して転職し、稼げる状況に身を移していくほうが、サラリーマン個人の人生としても、ハッピーなのではないでしょうか。そっくりそのまま北欧の真似はできないかもしれませんが、そういうやり方も考えていくべきです。もちろん、それだけ社会人が勉強しなければならないという大変さはあります。しかし、経済全体の活力、あるいは、冒頭で紹介した最低賃金にあれほど差が生まれている

のは、このあたりにかなり原因があるように思われます。

低金利を長く続けてきた弊害の三つ目は、金利上昇への警戒が極端に低下し、変動型の住宅ローンが非常に増えてしまったことです。これは、日銀が金利を上げていくとトラブルが起きやすいということを意味します。

今、アメリカでは、ほとんどの人が三〇年固定金利で住宅ローンを組んでいます。それは、二〇〇七年のサブプライム・ショックの反省から、一般の人は簡単には変動金利で借りられないからです。それゆえ、FRBが二〇二二年から一年あまりで短期金利をゼロ近辺から五%台に引き上げたときにも、ローンが返済できずに家を手放すというトラブルはあまり起きませんでした。

逆に、日本よりもさらに固定金利の比率が低いオーストラリアは、インフレ対応のため、二〇二

二年から一年と少しで短期金利をゼロ近辺から四%台まで引き上げたことで阿鼻叫喚の状況になり、中央銀行総裁が国会に呼ばれることもありました。しかし、インフレを制御し、マクロ経済を安定させるためには仕方がないということで、政府・与党が中央銀行に金利を上げるなど圧力をかけた雰囲気はありません。変動金利で借りてしまった人たちは気の毒でしたが、マクロ経済の安定が重視されました。

その結果、オーストラリア・ドルは安定していません。オーストラリア中銀は、いろいろトラブルが起きたことで、二〇一一年まで行っていた三年国債金利をゼロ近辺に抑えるという政策を止めました。経済情勢に合わせて金利上昇を認めると、それによって不利益を被る人もいますが、結果的に為替レートは安定して推移します。しかし日本は、国債の発行量も膨大であり、金利が上がるの

をとにかく避けようと政策を行っているために為替がとめどもなく下落しています。

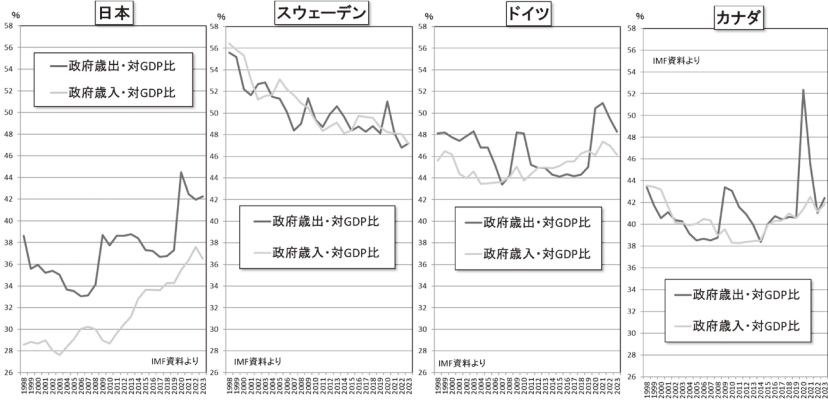
低金利を長く続けてきた弊害の四つ目は、財政赤字が増えやすいことです。少し前までは一〇年国債金利もゼロ%、あるいはマイナス金利でしたので、国債発行コストが政治家や国民に意識されず、財政赤字が常態化してしまっています。

これは日本と長期債務格付トリプルAの国々（スウェーデン、ドイツ、カナダ）との財政収支の比較です（図表7）。日本は常に歳入が歳入を上回っているため、毎年、国債を発行してその財政の穴を埋めなければならない状況です。一方、スウェーデン、ドイツ、カナダは、必ずしも歳入が歳入を上回っていることはなく、財政赤字が常態化しないようにしていることが分かります。

スウェーデンでは、経済ショックで景気後退に陥ったときは別として、対GDP比一%の財政黒

図表7

④財政：超低金利長期化で、国債発行コストが政治家や国民に意識されず、財政赤字恒常化下のグラフは日本と長期債務格付けトリプルAの国々との財政収支の比較。



Totan Research

字を維持すべきということが法律で決まっています。それゆえ、財政赤字になっても、経済が落ち着いたらまた黒字に戻そうと努めている様子が見とれます。

ドイツでは、債務ブレイキというものが憲法で定められており、年間、対GDP比〇・三五%までしか国債を発行できません。これを日本に当てはめると、新規発行は二兆円しか認められないということになります。毎年三〇〇四〇兆円の国債を新規発行している日本とは全く違う世界です。ドイツは今、ロシア産の安いエネルギーを使って高付加価値の工業製品を生産し、中国などに大量に販売するというビジネスモデルが崩れつつあり、景気が非常に悪いのですが、そのような状況にあっても、憲法を改正して債務ブレイキを撤廃するという議論は具体化していません。

スウェーデンは、不動産バブルがはじけて銀行

の倒産が相次いだ一九九〇年代、税金から銀行システムに資金を大量に注入したことで財政状況が悪化し、さらにその後、国債の金利も上がって非常に苦しみました。その経験から、財政の健全性を維持すべきという考えが染みついています。ドイツも、過去のハイパーインフレの経験から、財政赤字をいまだに恐れ続けている面があります。しかし日本は、そういった経験がないため危機感が乏しく、財政赤字が常態化してしまっています。

アメリカは、トランプ政権になり、かつ上院・下院とも押さえると財政拡張しやすくなりますので、当面はアクセルを踏むだろうと思います。ただ、アメリカにも債務上限があります。立てつけとして正しいのか、やや疑問はありますが、無節操に国債を増やしてはいけないという仕組みが議会に存在しますので、そこを調整しながらの財政

拡張ということになるでしょう。スイスも、先ほどのドイツと同じく、国債の発行上限が憲法で定められています。

また、デンマークも財政規律の厳しい国です。今、ヨーロッパ諸国は、NATOの軍事費をもっと負担するよう求められています。トランプ氏が次期大統領となったことでNATOへのコミットは低下するでしょうから、自分たちでさらに軍事費を背負わなければなりません。昨年、デンマークでは、国民の祝日を一日減らして労働時間を延ばすことで税収を増やし、それによって軍事費を賄うという決定をして大騒ぎになりました。しかし、原則として財源なき財政支出拡大は認めない、ここは国民の間で合意されており、苦しくなっている地方の社会保障の財源をどうするのかという議論が行われた際にも、財源を増やす代わりに地方公務員を削減することでバランスをとる

としています。日本のように、何も考えずに財政赤字を増やすということはありません。

日本に次いで債務残高が多いのがアメリカですが、何と言ってもドルは世界の基軸通貨です。人口も増加し、世界で最もイノベーションが起きている国ですから、税収は将来増えていくでしょう。それでもやはり危うさはある、FRBのパウエル議長はずっと「アメリカは持続不可能な財政の道を歩んでいる」と言っています。しかし、それ以上に持続不可能なのが日本です。パウエル議長がああいう言い方をするぐらいですから、日銀ももつと発信するべきだと思います。

#### 四、日本の構造的な問題

こうして見てきますと、金融緩和だけでは対処できない構造的な問題があることが分かります。

円安の背景には、国際収支の様相が変化し、実需の円買いが強まらないことがあります。貿易収支は以前のように黒字にはなりません。また、外国からの旅行者がお金をたくさん落としているのにサービス収支が黒字にならないのは、デジタル赤字がそれを上回っているからです。我々が使っているスマホやパソコン、クラウドの多くはアメリカのもので、赤字になりやすいです。さらに、第一次所得収支は巨額の黒字ですが、国内にはあまり投資先がないということで、海外で得た利益を海外に再投資するケースが多く、国内への還流は限られています。表面的には日本の国際収支は黒字でも、為替市場で実需として円を買う力が弱くなっており、その中で内外金利差が大きくなると円安になる、これが今起こっていることです。

また、別の構造要因として、外国からの直接投

資が非常に少ないことも挙げられます。人口八〇〇万人以上の国々の外国からの直接投資残高を見ると、日本は最下位ですが、今年二月に台湾の半導体メーカーTSMCの工場が熊本にできたことで、現地では今、雇用拡大と給与上昇で活況になりつつあります。一方、一〇三位のオランダ、スイス、ベルギーでは、そういつたことが国中で日常茶飯事に起きています。

熊本のTSMCは日本政府が巨額の補助金を払って誘致したのに対し、例えばスイスは、法人税が低いという便宜を与えて招いています。しかし、スイスに拠点を設けたいとグローバル企業に思わせる要因はほかにもあります。それは何と云っても人材です。世界人材競争力ランキングを見ますと、スイスは一位、日本は四三位です。要は、英語力や海外経験など、グローバル企業で働ける人材が豊富にいるかどうかです。そういう人

は給料が高く、労働コストはかかりますが、それでも「ここに拠点を置こう」と思わせることが重要です。これができると、冒頭で御紹介した最低賃金（時給）四三〇〇円という世界が実現します。

こういう話は、金融緩和や単なる財政のばらまきでは実現しません。構造的に対処していく必要があり、中長期的に見て、その時代の産業構造の変化に合わせた人材育成・教育が非常に大事になります。

『教育と技術の競争』（クラウディア・ゴールディン、ローレンス・F・カツツ）という本では、「二〇世紀初期にアメリカが世界の経済覇権をとることができた主因は教育」、「広範囲かつ無料の普通教育制度を、欧州より半世紀以上も早く導入したことで、工業化社会に合う人的資本を厚くすることに早期に成功した」と述べられています。

す。具体的には、農村部で機械化が進み、若い人が余り始めていた時代に、彼らが中学・高校へ行くのを補助し、読み書きや計算能力を身につけさせることにより、都市部の製造業・サービス業にシフトしていくという流れがスムーズにできた、これがアメリカの経済成長の大きな要因だったと指摘しています。現代においては、IT人材の厚さにつながっていることかと思えます。

また、『「経済成長」の起源』（マーク・コヤマ、ジャレド・ルービン）という本では、日本について、「明治維新以前の段階でさえ、日本の人的資本のレベルは工業化以前の社会としては高かった。識字率や計算能力も西ヨーロッパの水準に匹敵していたようだ」と述べられています。これが明治以降の日本の成長に大きく寄与したようです。さらに、東アジアにおいて日本の教育水準が突出していたことが、第二次世界大戦後の「奇

跡の成長」につながったのだと思えます。しかし、今はかなり追いつかれ、差が無くなっていきます。

今の時代はデジタルやバイオなどの高度人材が求められているため、より専門的な勉強をしておく必要があります。勤務先以外での学習・自己啓発として、大学・大学院・専門学校へ通っている割合に関する国際比較では、日本は会社が忙し過ぎて勉強する余裕がない面もあると思いますが、2%以下と非常に低い状況です。北欧では、政府の補助を得ていることもあり、社会人が夕方から大学に行くのは当たり前で、勉強してよりよい仕事に転職するということが日常の中に組み込まれています。そういうものがある経済と、会社が忙しくて大学に通えない経済では、数十年経ったときに時代への適応力が大きく異なるでしょう。



図表8

＜5＞米国経済の状況

インディード社：全米求人人数



FOMCドットチャートのLonger Run  
(中立金利推計値)

	中央値	全員のレンジ	
		下限	上限
2013年12月時点	4.000	3.50	- 4.25
2014年12月時点	3.750	3.25	- 4.25
2015年12月時点	3.500	3.00	- 4.00
2016年12月時点	3.000	2.50	- 3.75
2017年12月時点	2.750	2.25	- 3.00
2018年12月時点	2.750	2.50	- 3.50
2019年12月時点	2.500	2.00	- 3.25
2020年12月時点	2.500	2.00	- 3.00
2021年12月時点	2.500	2.00	- 3.00
2022年3月時点	2.375	2.00	- 3.00
2022年6月時点	2.375	2.00	- 3.00
2022年9月時点	2.500	2.25	- 3.00
2022年12月時点	2.500	2.25	- 3.25
2023年3月時点	2.500	2.25	- 3.63
2023年6月時点	2.500	2.38	- 3.63
2023年9月時点	2.500	2.38	- 3.75
2023年12月時点	2.500	2.38	- 3.75
2024年3月時点	2.563	2.38	- 3.75
2024年6月時点	2.750	2.38	- 3.75
2024年9月時点	2.875	2.38	- 3.75

五、米国経済の状況と日銀の  
政策見通し

先日発表された一〇月の雇用統計は悪い数字でしたが、インディード社が毎日発表している全米求人人数というビッグデータを見てみると（図表8）、確かに一〇月はハリケーンの影響等で一旦落ち込んだものの、今は底打ちしてまた戻ってきていますので、真逆さまに悪化している状況ではありません。パウエル議長が昨日の記者会見で、「アメリカ経済の状況は「feeling good」と言っていたことから、今のところはソフトランディングの確率が高いと思います。

ただ、トランプ政権になり、かつ上院も下院も押さえると財政拡張的になります。アメリカの企業経営者はそれに不安を感じているようです。先

週発表されたISM（米サプライマネジメント協会）の製造業景況指数のレポートに、企業の今後の見通しに関するコメントを集計している部分があるのですが、それによると財政拡張が実現された場合、インフレ圧力が再度高まりFRBの利下げが途中で止まってビジネスがやりにくくなる

のではないかとという心配があるようです。したがって、そのバランスが重要になってきますが、当面、アメリカ経済は強めだと思います。トランプ氏が主張するように関税をどんどん引き上げると、アメリカ経済が徐々に冷やされていくということは二〇一九年にもありましたので、先行きはやや不安があるものの、当面は過熱ぎみの方向に向かうだろうと思います。

FRBの利下げは、来月もう一度〇・二五%引き下げ、そして、来年どこでスキップ（見送り）があるか、という感じですが、今のところは来年

四回引き下げを行い、三%台前半まで下げるのではないかと思っております。

では、アメリカの経済を中立的にする金利はどのあたりなのでしょう。図表8の右の表は、FOMCドットチャートのLonger Run（中立金利推計値）です。中央値を見ますと、二〇一三年二月は四%だったものが、二〇二二年三月には二・三七五%まで下がり、直近の二〇二四年九月は二・八七五%まで上がってきています。これくらい中立金利の推計値は幅があり、よく分からない中でFRBは政策を行っていますが、この調子ですと来年の推計値は三%台に乗ってくると思います。したがって、FRBの利下げは三%台前半で止まる、これをオードソックスな見方としていいのではないかと思います。しかし、債務上限を引き上げながら本格的に財政拡張ということになると、インフレが途中から下がりにくくなり、

三％台後半で利下げが止まることも十分あり得ますので、財政がどのぐらい拡張していくのかという点が注目されます。

また、長期的に見ると、アメリカ全体が世界の民主主義陣営を支え、拡大していくことがアメリカの利益につながるというのが第二次世界大戦後のアメリカのスタンスでしたが、それが今、戦前の姿に戻りつつあります。トランプの主張するアメリカ・ファーストが、「普通」の国々にとっての伝統的な国益、つまり、自国の領土、人口、富、影響力を守るといことだとすると、ロシア・ウクライナ戦争が長期化し、また日本でも台湾有事が懸念される中、世界の秩序に大きな影響が出ます。経済の状況も、コロナ前のように、グローバル化が安定的に拡大していく世界とは随分違ってくるおそれがあります。ある国際政治学者は、「アメリカが第一次世界大戦後に欧州から撤

退し、その後、欧州の秩序が崩壊して再関与が必要だと判断するまでに一世代という時間を要した」と述べています。かなり悲観的ではありませんが、単に目先の株価が上がるかどうかという議論ではなく、もっと深刻に考えなくてはいけません。アメリカがアメリカ・ファーストをどこまで追求するのか、しっかりと見ていく必要があります。

以上のことを踏まえて、今後の日銀の政策について見てみたいと思います。

現在、〇・二二二％程度の名目のコール翌日物金利を日銀はどこまで上げるかについて、実質金利はまだまだマイナスで、アメリカ経済は当面堅調ということを前提にするならば、来年にかけてコールレートが一％近辺まで行っても不思議ではありません。それでも実質金利はマイナスで、十分緩和的と言えます。

ただ、政治サイドから反発が出ることもあるかもしれません。日銀は、今年八月五日の株価暴落がかなりトラウマになっている面がありますので、政治サイドから「あまり金利を上げるな」という声があることも相まって、日銀自らリーダーシップを発揮して金利を上げていくというよりは、マーケットに織り込ませるような流れを作る、要は、今のこの歴史的円安で苦しんでいる状況を利用すると言いますか、それに背中を押されるような感じを上手く演出しながら対応するのではないかと思えます。

今のところ、次の利上げは来年一月が最も有力だと思えます。一月に展望レポートが公表されますので、それとセットで日銀が「経済の見通しは順調である」と説明し、そういう展望が今後も続くことマーケットが思えば、マーケットは自然と利上げを織り込むという流れに乗ろうとするでしょう

う。ただ、トランプ政権の政策によって一旦さらに円安方向に進むということが一月中旬にあり、かつ、マーケットが一二月利上げでいいという織り込みを見せるなら、一二月の可能性も出てくるかもしれません。いずれにしても、日銀が自ら一二月の利上げに向けてアグレッシブに進めるのではなく、流れができれば一二月利上げもあり得る、そのような見通しかと思います。

そして、来年二回の利上げを行うと、年末あるいは再来年一月ぐらいに金利は1%程度まで行くと考えられます。ただ、アメリカの利下げが止まると、そこからまた円安が激しくなる可能性もあります。国内の様々な摩擦も考えると、当面は1%あたりではないかと思えます。

最後に、一〇月下旬、出張に行ったときのアメリカの様子を御紹介したいと思います。

非常にリベラルで民主党支持者が多いニュー

ヨークですら、土産物屋には、トランプ氏が狙撃されたときのTシャツやタオルが売っていました。中西部に行けば、もっと多くのトランプグッズがあるのだと思います。また、トランプタワーのレストランには、「イヴァンカ・サラダ」と「Make America Great Again バーガー」がありました。なぜそういう名称なのか、食べても分かりませんが、Make America Great Again 帽子をかぶったトランプファンの人たちは、とても嬉しそうに食べていました。

サンフランシスコでは、私が泊まったヒルトンホテルの前で、従業員たちが賃上げを要求するデモを行っていました。ドラム缶や鍋を叩いて宿泊客を不快にさせることで、経営者を交渉の場に引き出すという戦術です。朝七時から一一時まで、かつ、組合が横連携し、大手五つのホテルで一斉にデモが行われていました。これはインフレで生

活が苦しくなっていることの表れで、今回、大統領選挙で民主党が敗北した理由の一つだと思えます。

そして、デモの参加者が配っていたビラには、「ヒルトンのCEOが部屋清掃人の四二九年分の収入を得ているのはけしからん」ということが書いてありました。ヒルトンのCEOの収入を四二九で割ると六万二〇〇〇ドル、円換算で約九五〇万円です。さらにチップをもらっているはずなので、サンフランシスコの部屋清掃人の年収は約一〇〇〇万円ということになります。それでも生活が苦しいのはなぜなのか。サンフランシスコ在住の日本人に聞いてみたところ、一〇〇〇万円あれば、生活が苦しいということはないはずだけれども、住居コストが高く、何と言っても教育費が高いので余裕はない。なおかつ、子どもを良い大学に進学させようと思ったら、一〇〇〇万円では全

く足りないとのことでした。

例えばスタンフォード大学の場合、学費と生活費を合わせて年間九万数千ドルかかります。円換算すると一四〇〇〇〜一五〇〇〇万円ですので、確かに年収一〇〇〇万円では全く足りません。公式ウェブサイトによると、家族の年収が一五万ドル以下の場合、奨学金を申請すればほぼ一〇〇%認められます。つまり、年収二二〇〇〜二三〇〇万円でも、スタンフォードでは低収入と見られてしまふということ。その背景には、物価の高さはもちろんのこと、経済全体の生産性の高さがあるのだと思います。

また、イノベーションが活発に起きていることを実感した事例として、ウェイモが運行している自動運転タクシーがあります。今、サンフランシスコでは、スマホのアプリで自動運転タクシーを呼ぶことができ、日常的に利用されています。知

人の車に乗せてもらって走っていたら、隣にウェイモの自動運転タクシーが来ました。運転席には誰も乗っていないくて、ちょっと怖いな思っていたら、器用に車線変更しながら左折していきました。

こういった無人タクシーが走り始めているということは、AIの技術が相当進んでいるということ。今後、AIのスタンダードが次々に確立されると、米国の格差がどんどん広がり、我々は何周も遅れて「デジタル小作人」的にずっと貢いでいかなければなりません。その意味でも日本は、いかに経済全体の生産性を上げていくか、もつと議論する必要があります。海外の状況も考えながら、取り残されないようしっかり議論していくことが重要だと思います。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

○森本理事長 日本とアメリカの対比、また、日銀の金融政策の見通しについて明確に述べてくださり、大変ありがとうございます。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。御意見、御質問等、いかがでしょうか。

○質問者 A 住宅価格や株価が過去最高水準を維持しているにもかかわらず、FRBは利下げを急ぎました。一説には、倒産率の急上昇に対応したと言われているのですが、どのようにお考えでしょうか。

また、巨額の貿易赤字を解消し、米国内の製造業従事者を潤そうとすると、関税引き上げだけでは無理で、ドルの切り下げ、つまりプラザ合意2.0が考えられます。数年内に可能性はあるでしょうか。

○加藤 まず二点目の御質問からお答えしますと、一九八五年のプラザ合意のときは、アメリカ

が世界に対して強いリーダーシップを発揮していたので、ほかの国々もドル安誘導に乗ろうということと合意しました。しかし、トランプ政権のもとで同じように合意できるかというと、それは難しいだろうと思います。トランプ氏が「ドル高はけしからん」と主張すると一旦は円高方向に行くかもしれませんが、日銀が金利を上げて行かないと実体が伴わないので、円高を持続させることはできません。一方、国内の要因で日銀がなかなか金利を上げられない場合は、円高方向の動きは限られるのではないかと思います。

また、関税引き上げによって中西部などの製造業を助けることは、アメリカ全体の物価上昇にもつながるため、必ずしも経済成長には寄与しません。しかしそこは、経済政策というよりも、信念でやってやってしまうリスクはあります。二〇一八年にトランプ政権が中国に対して関税を引き上

げたときは、二〇一九年に入ると徐々にアメリカの景気が悪くなりました。したがって、相手も報復的に関税を引き上げると世界経済にとっては減速要因になり得ますが、まだ時間的距離があるように思います。

一点目の、利下げの背景に倒産率の急上昇があるのではないかという御質問については、そういった面もあると思います。特に商業用不動産です。サンフランシスコに行つて改めて感じたのは、ユニオンスクエアといった中心部のゴーストタウン化です。一番にぎやかであるはずのところからワンブロック行っただけでお店が撤退し、「FOR RENT」だらけになっていました。ユニオンスクエアに面しているメイシーズという大きなデパートも、もうじき閉店してしまうそうです。今はリモートワークも増えていきますので、商業ビルはテナントもないし買い手もつかない。程度

の差はありつつも、そういうことがあちこちで起きています。一方、同じサンフランシスコでも、ゴールデンゲートブリッジを渡った先にある高級住宅街は非常ににぎわっています。要は、場所がずれてきているということだと思います。

加えて、アメリカは二〇二二年から利上げを開始し、二〇二三年には五%台になりましたが、銀行からの借り入れも、二〜三年経って借り換えのタイミングが来ると、今度は高い金利になり、借り換えせずに投資をやめてしまうところも出てきます。それもあって、借り換え時の金利が高いという感覚を和らげるために利下げを急いだ面があると思います。商業用不動産がリスク要因であるのは確かですが、基本的には、当分まだ利下げが続きますし、富裕層が中心ではあるものの、消費もそこそこ好調ですので、目先はソフトランディング。ただ、商業用不動産のリスクが顕在化しな



いよう、うまく着地させていくことが求められているということかと思えます。

○質問者B アメリカではトランプ政権が誕生しました。移民や格差対策など、経済政策として総体的には適切だと思われるものがアメリカ国民に受け入れられなかったのかもしれませんが。日本に關しては、加藤さんは本当に適切な指摘をされていると思うのですが、必ずしも受け入れられない背景には何があると思われませんか。

○加藤 一つには、低金利下で国債を大量に発行してきたけれども、とりあえず問題が起きていないように見えるということがあります。実際は、機敏に金利を上げられないことで円安になつてしまうという問題が既に出ているものの、そのあたりの因果関係に気づくのは金融リテラシーがかなり高い方でしょうから、一般的な理解は進んでいません。二年前のイギリスのトラス・

ショックのようなことが起きたら、「これはまずいんじゃないか」という話になるのかもしれませんが、ショックがないと、「財源は国債でいいじゃないか」という話になりやすいのでしょうか。

また、以前、テレビ番組で「将来世代のことも考えて財政運営しなければいけませんね」と言ったら、会社に抗議の電話がかかってきて、「『将来世代』とか言うな。今の暮らしが大事だろう」と怒られました。海外では、「将来世代が困るからサステナブルな政策をいしましょう」というのは殺し文句で、それを言えば「以上、終了」という感じですが、日本はなぜそうならないのか。とりあえず問題が起きていないので、この先問題が起ころうということになかなか想像が及ばないのかもしれない。適度なショックがあると一番いいでしょうけれども、世の中に適度なショックというものはなく、ショックが起これると血まみれにな

る人も出てしまう。そこまで行かないうちにうまくバランスがとればいいのですが、当面は良い方向の議論は出づらいうように思います。

○森本理事長 時間となりましたので、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきます。

加藤様、明快なお話をありがとうございました。（拍手）

（かとう いずる・東短リサーチ(株)代表取締役社長  
チーフエコノミスト）

（本稿は、令和六年一月八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。）

加藤 出 氏

御 略 歴

1965年山形県生まれ。1988年横浜国立大学経済学部卒、同年東京短資入社。  
短期金融市場での取引仲介業務と東短リサーチ研究員を兼務後、2002年より東短リサーチ取締役、2013年より現職。2024年より東京短資取締役兼務。  
海外駐在は2002年米国ニューヨーク、2010年英国ロンドン、2011年中国上海。

テレビ東京「モーニング・サテライト」、BS・TBS「Biz スクエア」などに出演のほか、日経ヴェリタス、ニッキン、ダイヤモンド・オンラインなどにコラムを連載。2007～08年度東京理科大学経営学部、2009年度中央大学商学部、2020～21年度成蹊大学経済学部にて非常勤講師。

主な著書

- 「日銀『出口』なし！」(朝日新書2014年)
- 「東京マネーマーケット」(共著有斐閣選書2019年)
- 「デジタル化する世界と金融」(共著金融財政事情研究会2020年)