

課題克服しよりよい経済へ

1月30日に都内で開催した2024年度第3回一橋大学政策フォーラム（一橋大学創立150周年記念事業）は「金利のある世界」をテーマに掲げた。日本銀行が異例の金融政策を終了し、金利は徐々に上昇していくとみられる。フォーラムには日本銀行のキーパソンをはじめ、経済・財政に詳しい専門家が登壇。最新の研究成果を踏まえて、プラスの金利が日本経済にもたらし得る困難や、より良い経済実現への道筋について論じた。

開会挨拶



一橋大学理事・副学長／
社会科学高等研究院長

大月 康弘氏

学際的研究の 成果に期待

今回のフォーラムを主催するグローバル経済研究センター（GLECS）は2018年、一橋大学社会科学高等研究院（HIAS）に設置された。様々な分野の研究者が集まり、経済システムの理論的・実証的な分析など学際的な研究プロジェクトを進めている。その中核を担うのが、研究プロジェクト「グローバル化によるリスクの高まりとマクロ経済政策」だ。マクロ経済の研究は本学が得意とする領域でもある。先端研究の成果が示されることを期待したい。

趣旨説明

一橋大学大学院経済学研究科教授／
国際・公共政策大学院 教授

関根 敏隆氏

変わる世界 見通し探る

慢性的なデフレのもとで、短期も長期も金利ゼロの世界が長く続いてきた。2024年、日本銀行が政策を変更し、金利のある世界へ戻った。

今後、再び金利ゼロの世界になることはないのか。金利はどこまで上昇が見込まれるのか。物価・賃金はどうか。日本銀行や一部の金融機関は国債の評価損に耐えられるのか。様々な問いに明確な答えを出すのは難しいが、本フォーラムが何らかのヒントを与えられるはずだ。

特別講演

日本銀行 副総裁

氷見野 良三氏

適切な政策運営に力尽くす



「金利のある世界」を論じる際の視点として3つの問題意識を提示したい。

1つ目は、どのような金利のある世界を目指すのか。成長と分配の好循環が生まれ、緩やかな物価上昇が定着していく中で金利のある世界に入っていくのが理想的な姿だろう。こうしたポジティブで前向きな世界にたどり着くためにも、今後の経済・物価の情勢を見極めながら適切な政策運営に力を尽くしたい。

2つ目は、名目金利のある世界には向かっていると見て、実質金利のある世界にも向かっていると考えて良いか。経済をショックが襲っている状態や、デフレ要因が強い

に残る状態では、マイナスの実質金利は不常ではないだろう。しかし、ショックやデフレ的な諸要因が解消された状態で、実質金利がはっきりとマイナスの状態がずっと続くのは、普通の姿とはいえないのではないか。

3つ目は、企業と家計のバランスシートが大きく変化していることの影響だ。日本に先行して利上げした米国の状況について国際通貨基金（IMF）は、企業と家計の「負債の長期固定金利化」と「保有短期金融資産の増加」というバランスシートの変化が進んだ結果、これまでのところ家計消費や設備投資に対する利上げの影響は抑制されていると指摘している。

日本でも企業と家計のバランスシートは大きく変化している。かつての名目金利があった世界とは異なる動きを見せるのではないのか。

基調講演

第1報告

賃金・物価上昇のメカニズムに関して

日本銀行調査統計局 参事役

武藤 一郎氏



長期的に見ると名目金利と賃金・物価の上昇率はプラスの相関関係にある。賃金・物価の上昇メカニズムについて考えたい。

中央銀行がインフレ動向を分析・予測する際、標準的に用いるツールがフィリップス曲線だ。経済学の最新研究では、企業の欠員率が失業率を上回る人手不足の状態（ヘバレッジ比率が1以上）になると、この曲線の傾きは急になる。インフレ率が非線形的に上昇するこの指摘がある。

現在の日本の状況はヘバレッジ比率が1を超え、フィリップス曲線の傾きが急になる領域にあるとみられる。人手不足を背景として、労働需給の面から賃金・物価上昇率が高まりやすい状況にあると

人手不足が上昇圧力に

いささか。ただし、曲線の傾きが急であることは、労働需給の変化や供給ショック（供給制約の強まり）に対する変動が大きくなりやすいことも意味する。そのため賃金・物価上昇率の具体的な水準については不確実性が高い状況にあるとも考えられる。

改善に向けた対策急務

日本の財政は危ないのではないかと、持続可能ではないのではないかとという懸念の声をよく聞く。

IMFなどが財政の持続可能性を分析する際に用いるフレームワークで考えると、2%のインフレ率が長期的に続く想定した場合、債務比率は2030年代半ばまでは減少するものの、その後、上昇に転じて上り続けることとみられる。より低インフレのシナリオでは、債務比率減少の期間が短くなり、長期的な上昇がより顕著になる。つまり日本の財政は長期的には持続可能とは言えず、破綻を避けるため改善に向けた対策が急務だ。

日本の財政持続可能性と財政政策効果

一橋大学経済研究所 非常勤研究員

宮本 弘曉氏



日本の財政は危ないのではないかと、持続可能ではないのではないかとという懸念の声をよく聞く。

IMFなどが財政の持続可能性を分析する際に用いるフレームワークで考えると、2%のインフレ率が長期的に続く想定した場合、債務比率は2030年代半ばまでは減少するものの、その後、上昇に転じて上り続けることとみられる。より低インフレのシナリオでは、債務比率減少の期間が短くなり、長期的な上昇がより顕著になる。つまり日本の財政は長期的には持続可能とは言えず、破綻を避けるため改善に向けた対策が急務だ。

パネル討論



東京大学大学院経済学研究科教授

福田 慎一氏



日本経済研究センター
研究本部 金融研究室長
兼首席研究員

左三川 郁子氏



一橋大学大学院経済学研究科 教授／
国際・公共政策大学院 教授

関根 敏隆氏

座長 長短金利はどきどき上がるのか。財政の持続可能性は大丈夫か。日銀の財務状況の問題にすべきかなどの点について考えを聞きたい。

福田 長期金利が上がるような経済構造を実現すべきだ。民間セクターに資金が流れるようにし、成長を後押ししなければならぬ。2050年には現役世代がさらに減少する。財政を支えられるように対策を進める必要がある。

中央銀行は「信託」が重要だ。日本の場合、日銀による事実上の財政ファイナンスで、民間銀行の市場リスクを軽減する構図になっていた。

左三川 自然利子率から導き出される緩和でも引き締めでもない中立金利は1-3%。日銀は国債の過剰保有しているが、今後減らすという預金取り扱い金融機関などの程度、国債を保有できるか試算すると、100兆円ほどだ。日銀の財務状況については

危機への備え常に忘れず

上場投資信託（ETF）などのリスク資産の出口戦略が不明だ。損失が出ないか注視したい。

関根 22年以降、日本はデフレ均衡から脱却した。今後日銀の見込み通りに推移すれば金利を引き上げていくだろう。それにより財政の持続可能性が急速に損なわれることはないが、長期的にはその健全性が心配だ。

福田 日本では企業の新陳代謝、特に退出、が不十分であることが大きな問題だ。

左三川 金利が上がることで困る企業や個人への対応は、きめ細かく状況を見て議論する必要がある。

関根 インフレ率も金利もゼロの世界は、市場での価格調整メカニズムが働かない。それは効率的な資源配分ができなくなってしまう。これは大きな損失だ。金利のある世界を前向きに捉えたい。

福田 賃金が上がれば経済

開会挨拶

進むべき道へ確かな一歩



一橋大学社会科学高等研究院 特任教授

塩路 悦朗氏

ポジティブで前向きな金利のある世界に向けて日本はどのように進んでいくべきか。講演とパネル討論を通じて貴重なヒントやアイデアを得られたのではないかと。