

かんぽフォーラム 2022

「2023 年、激変の世界と日本を展望する」

2022 年 11 月 22 日

基調講演

2023 年の内外経済展望
東京財団政策研究所主席研究員、早川英男氏

経済の動き

アベノミクスが始まって 10 年。円安、株高の実現という意味では大きな成果があった。しかし日本株の上昇が目立ったのはアベノミクスの初期だけ。その後はあまり良くない。

コロナの影響で世界の株価は急落したが、その後大きく上昇。しかしながら 2022 年に入って、ウクライナ情勢とアメリカの利上げが重なって不安定になっている。

最近の為替

かなり急激な円安。エネルギーや食糧の価格などが上昇しているので、悪い円安だという懸念が広まっている。9 月以降は政府が断続的にドル売り介入を行なっている。

円安で内外金利者の拡大が大きな影響になっているが、それだけではなく日本の対外収支構造の変化も関わっている。かつての日本は貿易黒字大国だった。現在はトントン。現状のようにエネルギー価格が上がると、大幅な貿易赤字になる可能性がある。

経常収支で見ると、まだ大きな黒字だがそれを支えているのは所得収支。少し前までは金融機関が外債などに投資して、そこで発生する利子というのが中心だった。その利子が国内に送られていた。最近では企業が海外で運営している現地法人の利益が中心になっている。海外での利益は所得収支に乗るが、実際に日本に送金されているわけではない。そうすると貿易収支は赤字、所得収支は黒字ということになって、簡単にドル不足になって円安が進みやすい。

アベノミクス

デフレ脱却が狙いだった。日銀が目標とした 2% はなかなか達成されない。しかし今年になって消費者物価の前年比が急速に上昇しており、10 月は 3.6% と 40 年ぶりの物価上昇。

6 月の講演で日銀の黒田総裁が「消費者の値上げ許容が高まっている」と発言して強く批判された。実際のところ従来に比べて価格転嫁が進んでいる。ガソリン価格は頭打ちになったが、食品価格の上昇に円安が加わり、おそらく年末には前年比 4% 近くになると予想している。それでもインフレ率 10% 近くになった欧米に比べるとまだ低い。

賃金が上がっていないこともあり、日銀は安定した 2% 超は続かないと予測しているため、金融政策の転換には極めて慎重。

アベノミクスの景気は長く続いた。一時、政府は「アベノミクスの景気が戦後最長になった」と宣言したが、実際には景気のピークは 2018 年の 10 月だった。戦後最長ではなかったし、2018 年の 10 月がピークということは、この景気後退はコロナが原因ではない。消費増税で起こったわけでもない。一昨年

の5月がコロナ後の景気の谷だったが、そこから回復してきている。

アベノミクスの時期の GDP 成長率

平均しておよそ1%と民主党政権のころよりも低い成長率。そうして見ると、アベノミクスの第三の矢「成長戦略」は空振りだったことがわかる。

日本の GDP はピークだった 2019 年の 4-6 月を下回っている。成長率は 1-3 月、4-6 月とプラス。だから GDP はプラスなのだが、交易条件の悪化、エネルギー価格などが上昇して日本から所得が流出する形……その流出を計算に入れたものを GDI というが、それで見ると日本は三四半期連続でマイナスになっている。

低成長に加えて人口減少が大きく影響して、有効求人倍率は一時期バブル期よりも上回る 1.6 倍台にまでなった。失業率も 2% 台前半まで悪化。地方含めて深刻な人手不足となった。しかし人手不足であるにも関わらず、賃金が上がらなかったのが大きな特徴。正社員の賃金は平均して 1 年で大体 0.5% 上昇する状態が続いていた。0.5% の賃金上昇というのは、いちおうプラスではあるからデフレではなくなった。しかしその程度の上昇では 2% のインフレには届かない。

コロナの影響で雇用は大きく悪化した。しかしこれまでの人手不足と人口減少の影響により、悪化の程度はそこまで大きくなかった。失業率はピークで 3%、有効求人倍率が 1 を割ることもなかった。労働需給のタイト化を示す数字があるが、今後インバウンドが回復すると人手不足が深刻化するのではないかと懸念されている。

世界経済

2017 年がピーク。18 年くらいから米中対立によって減速を始めた。同じころ日本は景気後退に陥った。

2020 年初頭に新型コロナウイルスの蔓延により、世界全体で感染者数が 6 億人を数え、死亡者も 600 万人を超えた。昨年以降も変異株が次々に登場して、重症化はしないが感染は収まらないという状況。欧米で感染拡大がハッキリと判明したのが、2020 年の 3 月。この時期に世界の金融市場は大混乱となった。このときは FRB を中心に、世界の金融当局が素早く対応したので、混乱は比較的短期間で収束した。しかし混乱は収まったものの、多くの先進国でロックダウンが実施されたために、2020 年前半の経済は激しく落ち込んだ。後半に入ると徐々に「with コロナ」に転換していったことと、巨額の財政支援によって予想よりも早く景気が回復した。

このまま経済が回復していけばよかったが、2022 年 2 月にはロシアがウクライナに侵攻を開始したため、世界経済は新たな打撃を受けた。

IMF がおよそ 3 ヶ月に 1 回、世界経済の見通し (WEO) を出すのだが、最新のものによると今年の成長率が 3.2%、来年が 2.7% という見通しになっている。この数字はどんどん下方修正されている。これは大雑把に言うと、3.5% を下回ると世界的に不況の状態。今年は微妙なところだが、来年はある程度世界的なリセッション (景気後退期) となることが予想されている。

一方でインフレ率は調査を行なうごとに、どんどん上振れになっている。つまりスタグフレーションの状態になっていくということ。

コロナ以降の日本経済

コロナ初期に影響を大きく受けたのは、インバウンドを始めとする観光業関連や外食産業。個人の消

費で見ると、デパートや自動車の売り上げというのも大きく落ちた時期があった。

最初の非常事態宣言が解除された後、個人消費は全体としては持ち直す形になった。しかし食料品や耐久財のようなモノの消費とサービス消費の落差はかなり大きかった。特に外食や観光などの対人接触を伴うサービスは、感染者数が増えるたびに悪化を余儀なくされた。

現在主流となっているオミクロン株というのは、重症化するリスクはかなり低い日本では検査や隔離がじゅうぶんに行えていないために、感染が広がると政府が行動制限を出さなくても自粛する動きが起こってしまう。

そう考えると「with コロナ」が進んでいる欧米と比べると、日本の景気回復は鈍いということ。日本以外の GDP はコロナ前のピークを上回っているが、日本はまだコロナ前のピークに追いついていない。製造業などは欧米を中心とする海外景気の悪化によって、日本の輸出や生産も 2020 年の春は急激に落ちた。しかしそれは比較的早期に回復した。

今回の景気の落ち込みはリーマンショックのときと同じような感じ。しかしリーマンショック時の落ち方はすごかったが、リバウンドしてピークを回復するのに 10 年くらいかかっている。それに比べると今回は落ち幅も小さかったけれども、リバウンドがすごく早くてすぐにピークを回復したというのが大きな違い。

そういう背景もあって製造業、特に大企業の収益は予想以上に好調だった。20 年度は GDP の成長率が -4% を超えているのに税収が過去のピークを上回ったという報道を聞いたときに驚いたが、考えてみれば大企業製造業の利益が増えたから起こったことである。

ダメージが大きかった外食や観光というのは、もともと中小企業でありそれほど多くの税金を納めていなかったの、そこでのマイナスは税収への影響がそれほど大きくなかった。

いわゆる半導体不足や、感染拡大に伴うサプライチェーン障害があったので、製造業もその影響を受けている。特に 2021 年の夏から秋にかけては自動車を中心に輸出や生産が減少した。ここ最近では輸出、生産ともに回復してきているが、半導体不足が完全に解消したわけではない。

もうひとつ気をつけたいのは、輸出はしばらく弱いのではないかとということ。それというのもアメリカ経済成長の主役がモノではなくサービスに移ってきているから。それを考えると、アメリカに対する輸出は伸びない。

ヨーロッパはロシアとの関係悪化の影響がある。中国は不動産、ゼロコロナなどの問題を抱えていて、これらの国々もなかなか成長しない。これらの観点から大幅な円安ではあるが、輸出はそれほど伸びそうにない。

設備投資などは強いとよく言われるが、これはその前に大きく落ちた反動であって……。いまでも企業収益対比で見ると設備投資は決して強くないと私は考えている。

これまでは景気回復の遅れが目立って、いわゆる K 字型の経済から脱却できなかった日本だが、なんとか緩やかな景気回復軌道は維持できているという感じ。コロナの感染者はまだ多いものの軽症化が進み、政府が行動制限を求めない。そのため外食、観光への需要も徐々に戻ってきている。したがって徐々に K 字型が解消されつつある。それに半導体の供給不足もやや緩和されつつある。

GDP がプラスでも GDI（使えるお金）は減っている。それに加えて輸出も伸びないとなると、ふつうであれば景気後退になりやすい環境となっている。しかしひとつ違うのは、貯金が増えているということ。コロナの前半、所得は減少が給付金などによって補填されている。しかしサービスを使いたくても使えない。そのため過剰貯蓄がある状態になっている。

日本では 50 兆円という過剰貯蓄があると言われているが、それはアメリカやヨーロッパも同じで、コロナ初期の過剰貯蓄が現在の個人消費を支えているという構図。

サービス消費はこれから伸びる余地がある。さらに「全国旅行支援」の効果にも期待がかかる。

見通し

ESP フォーキャスト調査（11 月分）によると、日本の GDP 成長率は 19 年度-0.9%、20 年度-4.6%、21 年度+2.3%、22 年度+1.9%、23 年度+1.2%という予想になっている。これを計算すると、ちょうど 5 年間でゼロ成長ということになり、かなり厳しい数字である。特に今年に入ると、コロナ感染対策の遅れに加えてウクライナ危機の影響もあって、成長見通しの下方修正が続いているという状況。

昨年秋に事業規模 78.9 兆円といわれる超大型の経済対策が行なわれたが、この前後の経済成長見通しが上がっているかということ、ほとんど上がっていない。これは専門家たちが「経済対策は効果がない」と見ているということを示している。これから予算審議される経済対策というのは事業規模 70 兆円を超えるのだが、おそらくこのことで経済成長見通しが大きく上がるということはない。

その一方、10 月から水際対策が大幅に緩和されたので、インバウンド観光への期待は大きいと思われる。

消費者物価上昇率に関しては、21 年度+0.1%の後、22 年度は+2.7%という見通しになっている。この見通しは毎月のようにどんどん上方に修正されている。年末の CPI（消費者物価指数）の上昇率は 4% 近くまでいくと予想しているが、その後 1 月から政府の物価高対策というものが消費者物価を 1% くらい押し下げるので、目先のピークは今年の 12 月になるだろうと予想している。

海外の経済

アメリカ

アメリカは 20 年の 4～6 月に年率 30%を超えるマイナス成長となったが、20 年後半から大規模な財政刺激に加えて、行動制限の緩和やワクチン接種の進捗により景気は順調に回復している。実質 GDP の水準はコロナ前を大きく超えている。

雇用を見ると、20 年春はロックダウンの影響を受けて失業率が一時 10%以上上昇するということがあったが、それはすでに落ち着いて現在は 3%台。コロナ前の状況に戻っている。

それよりもいまアメリカで問題になっているのは、移民流入の減少やベビーブーマーの早期リタイアによって労働供給が制約されていること。そのため深刻な人手不足に陥っている。

アメリカは 22 年前半、四半期連続 GDP がマイナス成長だった。しかし GDI はプラスだった。なぜかというと、日本はエネルギーも食料も海外から輸入しているので、その価格が上がると所得が海外に流出していく。対してアメリカはエネルギーも食料も輸出国なので、価格が上がるとアメリカの所得は増える。だから 7～9 月は GDP もプラスになった。

こういうことがあるので、あれだけ金利を上げているわりにはアメリカの景気減速はそこまで酷い状況ではない。

22 年前半は低成長と雇用の堅調というコントラストが目立った。21 年のアメリカはデジタルと製造業が伸びた。22 年はデジタルの分野は減速ないしはマイナス成長。その代わりにサービスが伸びている。デジタルや製造業は生産性が高いので、GDP は伸びるが雇用がなかなか伸びないということが起こる。サービス業の場合、GDP は伸びないが意外と雇用は強いという特徴がある。

ヨーロッパ

20年の4～6月は日米を上回る落ち込みだったが、その後は感染の波に応じて緩やかな景気回復を続けた。全体で見るとGDPの水準はコロナ前まで回復している。

21年の春、欧州債務危機の再燃を心配していた。コロナでいちばんダメージを受けたのは、イタリアやスペイン。これらの国はそもそも財政基盤がとても弱く、10年前にも起こった欧州債務危機がまた起こるのではないかという懸念があった。しかし10年前には冷淡な対応だったドイツが今回は救いの手を差し伸べたので、深刻な事態を避けることができた。欧州の財政統合への第一歩が踏み出されたということだと思う。

現状インフレ率は急上昇している。ECBも7月に0.5%、9月と10月に0.75%と大幅な利上げを実施している。

ヨーロッパが苦しいのはアメリカのようなエネルギーや食糧の輸出国ではなく輸入国であり、天然ガスをロシアに依存しているということ。インフレだけを考えて金融引き締めをすればいいという状態ではないというのが厳しい。さらにはイギリスでは前首相のトラスが財政の失敗によって金融市場に大混乱をもたらしてしまった。ヨーロッパも中国も先行きは明るくない。

中国

コロナはもともと中国の武漢で始まった。20年の1～3月の成長率は大幅に落ち込んだが、4～6月以降は回復した。

20年全体で見ると、主要国で成長率がプラスだったのは中国だけ。ある意味中国が一強状態になった。

それが21年から様子が変わってきた。もちろん財政金融政策をやや引き締め気味にした影響もあるが、習近平の「共同富裕論」をバックにテック企業や教育、不動産の規制を強化したことが大きい。不動産市場の悪化に加えて電力不足の発生も生産活動に悪影響を及ぼした。

22年になってから上海のロックダウンが長期化。4～6月の成長率は前年比で0.4%まで落ち込んだ。その後もう少し戻るのではないかと見ていたが、回復傾向はとても鈍いというのが現状。当初の目標としていた22年の成長率5.5%の達成は絶望的である。

先日行なわれた党大会で習近平への権力集中が目立ったが、経済よりも政治を重視する政策が行なわれそうなので、経済的には良くない影響があるかもしれない。

アメリカと日本の金融政策

アメリカでは予想を超えたスピードで物価が上がっている。40年ぶりに前年比8～9%のCPI上昇率が続いている。特に目立つのは、食料とエネルギーを除外したコアの高止まり。

10月はCPIの上昇率が下がって「逆CPIショック」と言われたが、これが続くかどうかは不透明。21年の春に物価上昇が目立ち始めたとき、中古車などいかにも一時的な要因だと思われるものが中心だったけれども、その後幅広く物価上昇が起こった。

そのためFRBは3月、コロナ以来のゼロ金利政策に終止符を打ち、5月に0.5%、6、7、9、11月に0.75%という大幅な利上げを実施した。

市場では景気の減速やガソリン価格の下落などに伴い、インフレ率も頭打ちになってきたので、「23年前半にもFRBは利下げをするのではないか？」と予測する向きもあったが、22年8月終わりのジャクソ

ンホール会議で、パウエル議長が「そういう予定はない」と市場の思惑を明確に否定した。

アメリカの現状というのは、「Behind the curve」。要するにFRBが完全に後手に回っているという状況。「Behind the curve」になると、インフレ期待がどんどん上がらないよう金融引き締めを急速に行なう必要が出てくる。

なぜ「Behind the curve」になったかという、私の見立てでは3つの理由がある。1つは供給障害に伴うインフレ圧力を過小評価したのだろうということ。確かに21年春に以前財務長官を務めたサマーズがインフレリスクということを書いていたが、当時は財政政策の規模が大きすぎるということで、需要サイドを強調していた。しかし21年中盤くらいからずっと見ていくとFRBの経済予測に比べて、成長率の実績が上回った事実はない。だから需要サイドを強調するのは無理がある。供給要因として何があるかという、物流障害や半導体不足などがあるが、いちばん重要なのは人手不足。労働参加率が低下している。ベビーブーマーのリタイアや移民の減少、あるいは「Great resignation」と称される離職者の増加……これらのことで労働者が減少していて、その影響が相当大きい。

もう1つは20年の8月にアメリカは平均インフレ率目標というのを導入した。少し前にアメリカは2%のインフレ率を目標に掲げていたのだが、なかなか達成できなかった。その状態が続くと日本と同じような状態になるのではないか？という懸念があり、「これまでの実績が2%を下回ってきたのであれば、今後少々2%を超えてもOKということにしよう」ということを8月に決めた。平均で2%になればいいだろうと。これを決めた直後、21年の春くらいにインフレ率が上がってきた。そのときFRBは「このインフレは一時的なもの。対策は必要なし」とした。しかし後から見ると、それは一時的なものではなかったということ。タイミングが悪かった。金融政策を変えた後に困った状況になってしまった。これはアンラッキーだったと思う。

3つ目はアンラッキーではなくFRBの失敗だと思っている。21年の春に利上げが不要だと考えたのはおかしいことではない。しかしテーパリング（金融資産の買い入れペース）を落とすことすらやらなかったということが問題だと思う。21年の春時点で見ると、大型財政出動で景気回復は加速していたことに加えて、資産価格が大幅に上がっていた。この状況でブレーキをかけろとまでは言わないが、「アクセルを思い切り踏んでいるのはおかしいのではないか？」と私たちは思っていた。その結果、過度の量的緩和によって資産価格が上がりすぎてしまった。たとえば住宅価格が上がったということは、いま現在も家賃の上昇という形で物価上昇率を高めている。またグロース株中心ではあるが、株価のバリエーションが上がりすぎてしまったために、その反動による下落リスクも抱えてしまった。さらに言えば、通常であれば厳しい金融引き締めに対して政治がストップをかけるが、アメリカの場合はバイデン大統領の支持率低下の最大の理由がインフレだったので、インフレ抑制をFRBに求めたということもある。

FRBが金融政策を受けて行なう、いわゆるFOMCという会議で3ヶ月に1回経済見通しを出す。これを見るととても興味深いことがわかる。22年の前半までは極めて楽観的であった。あまり金利を上げず、成長率が高いし、失業率は低い、しかし物価は下がってくる。そういう見通しであった。以前よく日銀が変に都合がいい経済見通しを出して「願望レポート」と呼ばれていたことがあったが、それとまったく同じことだった。

最近はずがに反省したのか、金利を上げて、結果として景気は減速するし、失業率も上がる。その結果物価が落ち着いてくるという見通しになった。これはソフトランディングが無理であると宣言したのに等しい。かなり現実的な見通しになってきたとは思いますが、まだインフレ高止まりのリスクは相応に残っている。

日本の話

多くの先進国が利上げに舵を取るなかで、日本の消費者物価の上昇率は3%を超えた。円安を背景とした値上げは今後も続く。金融政策の大枠の転換は考えづらい。それはなぜかという、原材料価格高騰に伴う物価上昇というのは持続可能ではないから。他国との最大の違いは賃金。今年の春闘の賃上げ率は2.2%に留まった。そのうち1.8%が定期昇給部分、ベースアップは0.4%程度。日本の場合は賃金上昇に伴うインフレ加速よりも、実質賃金の低下に伴う景気の後退リスクのほうが心配される。

さらに新型コロナ変異株の登場やウクライナ危機の深刻化、アメリカの金融引き締めの影響など。景気のマイナス要因が少なくない。一方で日銀は金融緩和をいろいろとやってきて、一時期はその副作用というのがそうとう懸念されていたが、以前と比べると日銀が国債を買う金額が少額になり、ETFはほとんど買わなくなった。マイナス金利が適合される範囲も狭くなった。ここ2、3年の日銀は副作用の抑制を努力している。それによってあまり性急に政策転換をしないですむ状況になっている。

岸田政権で政策委員の選択は、安倍政権、菅政権のときとは変わってきているが、リフレ派と呼ばれる「まだ金融緩和を推進する」と主張している人の数がけっこう多い。このことを考えると、近い将来これまでの金融緩和政策が大きく転換されることは考えにくい。

内外金利者の拡大を背景に急激な円安が進んでいる。そのことで「悪い円安」を批判する声が強くなっている。22年に入ってからの円安は金利差が主要因。

そもそも為替というのは、相場によってメリット受ける人とデメリットを受ける人がいる。たとえば円安であれば、グローバル輸出企業にはメリットだが、内需型の中小企業や家計にはマイナスの影響がある。だから一概に良し悪しを判断はできない。マクロ軽量モデルでGDPへの影響を計算すると、いまでも多少円安はプラスだとする計算もあるのだが、私はこれにはあまり意味がないと思っている。それというのも15年、20年前は円安になると輸出が伸びて景気が良くなった。そうなると円安の悪影響を受ける内需型の中小企業や家計も最終的にはプラスということになる。だから円安はプラスだという議論に意味があった。しかし現在は輸出が伸びて景気が良くなるわけではない。だから内需型の中小企業や家計はマイナスのままということになる。

もちろん相場は円安も円高もあるのだが、考えてみるとアベノミクス以降はほぼ一貫して政府が円安政策を採っている。アベノミクスの時期には法人減税、社会保険料の引き上げが実施された。そういうことが繰り返されて家計への負担はすごく大きくなった。

過去10年間の日本の経済成長率と、アベノミクス前の10年間の成長率はほとんど同じ。しかしアベノミクス以降は家計消費がまったく伸びていない。そこでいまのような激しい円安というのは悪影響があると私は思う。

実質実効為替レートで見ると、50年ぶりの円安。1973年に変動相場制に移行したわけだが、それ以前の水準まで円安が進んだということ。一時期黒田総裁は「円安は日本経済にとってプラス」と繰り返し述べていたが、さすがに強引な印象が拭えなかった。ここ最近の円安はたんに日銀が短期金利を低くしているということではなく、長期金利の上昇を無理やり抑え込んでいることが大きく影響している。政府と日銀は為替市場への介入に踏み切ったが、単独介入は効果が薄いうえドル売りはドル買いと違って規模に制約がある。これだけで円安が改善できるかという疑問が残る。

長期金利をコントロールすることをYCCと呼ぶが、これは円安を加速させる。ふつうは海外の金利が上がった際にどうやってそのショックを吸収するかという、1つは国内の長期金利が上がるというや

り方。もう1つは円安になるということ。この2つのルートでショックを和らげるのだが、長期金利を一切動かさないとするとその分為替の変動は大きくなる。

現在の円安は一時的なもの。アメリカの金利が下がるなどすると、どこかで大きな揺り戻しが来て円高になる可能性がある。そう考えると、日銀にとっていちばん自然なやり方は金融緩和の大枠を崩さずにYCCの運用を弾力化することだと思う。しかし日銀は頑なにそれを受け入れておらず、少なくとも黒田総裁が任期中には実現しないと考える。弾力化ということ言えば、現状10年金利の変動幅を0.25%で運用しているがこれを拡大すると考えられがちだが、幅自体は0.25%でかまわないのでターゲットを10年から5年にするほうが良いと私は思っている。

パネルディスカッション

日米の金融政策の行方

早川

11月のFOMCの後に行なわれたパウエルの説明は懇切丁寧で非常に良い説明だったと個人的には思っている。彼が言っていたことは2つ。1つは0.75%というアメリカとしてはそうとう大幅な利上げを4回続けてやった。当然ではあるが、その間3%金利は上がっているが、そのことによってアメリカ経済にどのような影響があるかということはまだわかっていない。だからFRBとしては、これまでの政策によってどのような影響が出たかを見たいと考えている。そのためにもこれまでのような急激な利上げではなく、少し時間をかけて様子を見たいということが1つ。したがってこれまでの0.75%よりも当面は上げ幅が小さくなる。もう1つは、上げ幅が小さくなるとすぐストップして、次はすぐ利下げだとマーケットの人たちは思い込んでいる。8月もそうだったが、今回もそうではないということを一先懸命言っていて。景気減速の兆候は出ているが、物価が落ち着く兆候はあまり出ていない。だから様子を見ないといけない。0.75%が0.5%になるかもしれないが、これは意外と長続きして高い金利の水準がより長く続く可能性もあるということを言っていた。これはとても自然な話。誰だってそうするだろうと思う。しかし市場の人たちは、前と同じように「11月に0.5%になったら、あとは0.25%くらい上がってそれで終わりだろう」と思い込んでいる。少し過剰反応だと思う。もう少しデータの余裕を見て、FRBは時間を欲しがっているし、市場も彼らの狙いを理解してデータ分析の時間を与えてあげる必要があると思っている。

国際金融市場のなかの商品価格（原油、天然ガス）

石黒

グローバルマーケットに関しては、最悪な時期は過ぎたと感じる。利上げ幅縮小、これがすぐに利上げ停止につながるというわけではないが。一方で無限大まで利上げするという状況でもなくなってきている。そのためには何かトリガーが必要。インフレ率が先般の高値を抜けていくということになれば、ターミナルレートが6%、7%というのものもあるが、現在はそういう状況ではなくなっている。23年にかけても利上げはするのだが、なんとなく道筋が見えつつあるかな？というのが現況。目先はデータを見ながら政策をしていくということだと思う。いまの原油やエネルギーということでは、結論は見通し自体が弱いと見ている。エネルギー消費の中心である中国、今月の頭に10月の中国の貿易統計が出

たが、輸出が20年5月以来のマイナス。輸入もマイナス。このことが示しているのは、20年のコロナショック以来のマイナスになっていて、輸出がマイナスということは世界全体の需要が弱い。エネルギーを大量に使う中国国内の輸入が落ち込んでいることから考えると、原油に関しては需要がやや落ちる。来年のIMFの見通しは、22年よりも23年が経済成長率の伸びは鈍化すると。これはおそらくそうなっていくと思う。やはり22年より23年のほうが原油の需給は緩むような感じになる。原油価格に関しては現在の水準よりは、一段下がると予測している。一方でヨーロッパは原油だけではなく、天然ガスをロシアに依存してきた側面がある。ピークから見ると大分下がっているが、ロシアからの供給が途絶えるなかで、天然ガスの需給に関しては逼迫した状態が続くので高止まりするという状況。

金森

ソ連が崩壊したときに原油価格は下がった。崩壊直前にソ連はアフガニスタンから撤退した。その状況で財政が赤字になった。原油価格の下落と財政赤字でソ連は崩壊した。今回はそのような兆候に対して、アメリカも構えるはずだと私は考えている。皆さんに注目してほしいのは、中東、サウジアラビアの動き。これまでアメリカに逆らって、減産にシフトしていたのが昨夜から状況が変わった。原油とガスに関しては、国同士の駆け引きが裏側で激しく行なわれているので読みづらい。

アメリカの状況

馬淵

経済状況は、利上げが継続していて景気後退の懸念などもよく耳にするが、雇用の状況や景況感の数字を見ても、足元は底堅い数字が確認できているので景気が崩れるという兆候はないと思われる。もし23年に景気後退に入ったとしても、そこまで谷は深くない。リーマンショックのようなクラッシュが起きるかという、それは考えにくい。賃金も上がり、個人消費もしっかりしているので。ある程度ターミナルレート、アメリカの政策金利のゴールが見えてきた。だいたい5%くらいまで上がりそうだというゴールが、なんとなく見えてきた。為替はゴールが見えたら、その方向に向けて動き出してしまふ。もし政策金利が7%くらいまで上がるということになれば、一段と円安に進むことがあるかもしれないが、いまのところは5%という状況が織り込み済みという状態。だから円安が加速していくかという、それは考えづらい。さらにはアメリカのインフレが高止まりするかもしれないが、少しずつ鈍化してきている。こういった状況で円安が加速するというのは、ちょっと考えられないのかなというのがある。それから24年に大統領選を控えているなかで、23年はそれを見据えた動きになる。ドル高があまりにも加速する、長期化することはアメリカの国内企業にとっては望ましくない。直近の決算報告でマイクロソフトはドル高の影響で売り上げが4割減となっている。だからドル高を牽制する発言が23年以降は少しずつ出てくるだろうということを考えると、ある程度為替水準というのは水準までいったのかなと考えている。そこで日銀が……誰が総裁になるかにもよって変わるとは思うが、いずれにしろ大転換、大きな政策転換というのは難しいと思うので。利上げをいきなりやるのではなく、YCCをいったんやめるのか。10年債、いま0.25%でピン留めしているが、それを外すのか。あるいは5年に移行するのか。そういう日本の金融政策が変更されたときに、ある程度日本の金利が上がっていくなかで、日米の金利差が縮小するので少々過度な円高が修正される。そういうイメージで捉えている。

金 森

120 円台まで円高になるという見通しもあるが？

馬 淵

130 円台まではじゅうぶんにあると思う。たとえばアメリカがゴールは見えてきたとしても、利下げはしないと。そうだとすると議論自体は始まってしまう。23 年のマーケットが先走りして、「利下げはいつか？」という話を始めると、パウエルとしては待ってほしいと思ってもマーケットが動き出して、少し円高の方向になるだろうということ。それと日銀が何か動きを見せるという観測で円高になるということもあり得るので。130 円台は想定の範囲内。プラスして何かが起こって 120 円台というのもあり得ない話ではない。

目標インフレ率 2% という国が多いが、仮に 3% という動きが主流になった場合はどうなるか？

早 川

日本では 2% は高すぎるから下げたほうがいいという議論があるが、アメリカなども 2% を想定しているとそこまでいくのは大変だから 3% でいいだろうという話が出るのは間違いない。私見だが、FRB はこれにはかなり強く抵抗するに違いないと考えている。当たり前の話だが、2% まで下がらないから 3% でいいと言い出すと、そういうことを一回やってしまうとそもそもインフレ期待というのが、どこかのレベルで安定してほしい、アンカーをしっかりとかけたいときに、一回それをやるとアンカーが外れてしまう。それで何が怖いかというと、昔みたいに長期金利の水準が恐ろしく高くなってしまいう可能性が出てくる。ボルカーの引き締めるときに失業率が非常に高くなり、物価上昇率がかなり低かったにも関わらず、予想するインフレ期待がすごく高かったために長期金利が高い水準に長期間留まることになった。これがもう一度起こると、結果としておそらくいろいろな資産価格が絶望的に下がることになる。それは極めて危険なこと。こんなことは安易に認めたくないというのが FRB の本音だと思う。市場の人は FRB が厳しい政策を続けると、株価にしても何にしても苦しいから 3% くらいで良しとしてほしいと思っているのかもしれない。しかしそれでインフレ期待のアンカーが外れると株価はもっと下がると思ったほうがいい。

今後の投資に関してどう考えるか？

石 黒

まず長生きリスクというのを見ていく必要がある。最近大学で講義する機会があるのだが、学生だけでなくいろいろな人を含めて自分が何歳まで生きるかを答えられる人はあまりいない。私くらいの年齢で、男性だとだいたい 4 人に 1 人が 90 歳、女性の 2 人に 1 人が 90 歳を超えてくる。私には子供がいて、そういう子供たちは 2 人に 1 人が 107 歳くらいまで生きると。何歳まで生きるかから逆算して投資と向き合っていくというのが大事。投資には 2 つの意義がある。1 つは人々の資産形成を後押しするツールであるということ。もう 1 つは世界を応援するという。現在私たちは便利な世の中を享受できている。図書館まで行かなくても、すぐにスマートフォンで調べられたり、SNS でいろいろな人の意見が聞けたりする。こういう便利な生活というのは、世界の人々が投資してくれたから、いまこういうイノベーションが起きている。長期目線に立って投資で世界を応援していく。その果実を得ながら、将来に向けて資産形成をしていくというのが大事。特に若い世代に関しては、これからひとつの会社に就職してそのまま引退して老後を送るという。そういう時代ではない。転職するうえでも、ある程度資産があっ

たほうが思い切って次のステップに進むことができる。選択肢を増やす意味でも、資産形成というのは必要なことだと思う。

現在の政策に関する解釈は？

馬 淵

いま政府が議論している非課税枠、NISA の拡充という話がある。一般 NISA が 120 万円、積み立て NISA が 40 万円だが、これをミックスしてさらに投資できる枠を 300 万円にしようという話がある。これは素晴らしいこと。投資で出た利益に税金がかからないというのは、非常に魅力的な制度だと思う。しかし日本が参考にしてしているイギリスとは少し違いがある。イギリスの場合は、累計投資額に上限が設けられていない。日本では累計投資額が 2000 万円になったら、いったん打ち止めという形になっている。そのため富裕層の人たちがなかなか使いづらい。日本は富裕層に対して優遇措置だと感じられる制度をできるだけ排除する傾向がある。しかし制度は多くの人を使ってこそ意味があると思うので、この辺りをもう少し広げていってくれたらいいなと思う。この 20 年間で投資が上手くいった国、アメリカやイギリス……20 年間で家計の金融資産が 3.4 倍になったのがアメリカで、イギリスは 2.3 倍になっている。それに対して日本は 1.4 倍と少し差がある。だからこの辺の非課税枠の拡大というのはとても重要だと感じている。あとは社会人の金融教育も非常に重要。高校生の金融教育は始まったが、社会人への金融教育が抜けている状況になっている。これに関しては、まず国が仕組みを作って、それを民間が請け負うというのがいいのではないかと考えている。先日厚生労働大臣に会った際、ワクチン接種がこれだけ完璧にできたのだから金融教育もそれと同じレベルでやってほしいと伝えたら困惑していた。日本は政府が「これを実行する」と本気になれば隅々まで行き届くので、それくらい金融教育は重要なことなのだ。長期投資の凄みを感じてほしいと思って、私もいろいろなところで話している。しかしなかなか福利の感覚が腹落ちしない若い方が多いという印象を受ける。だから福利の話を経済から外れて、生き方や働き方の考えで……よく記事を書くのだが円安などのストレートニュースと、企業分析などをしたずっと読まれる記事の 2 つがあって、流れていく仕事と溜まっていくストックの仕事があって。福利というのは溜まっていく、自分の資産になっていくような仕事、生き方に近いと思っている。生き方、物の考え方、そういう話を軸に福利を話すと少し腹落ちしてもらえる。そうすると投資も長期視点で、利子が利子を生むようなそういう投資をしてみようかと考えてもらえる。自分の価値になる、資産になるような仕事をみんなでやらないか？ その延長線上に投資があるというような話をする。

日本の経済成長と総合経済対策は上手くやれるのか？

早 川

最近の経済対策は何の役にも立たないという印象。まず規模ありきでやっていて、使い残しがあまりにも大きい。20 年も 21 年も 20 数兆円、30 兆円というオーダーで使い残しをやっている。たとえば今回国費だと 29 兆円の予算を組むというのだが、使い残しが 30 兆円あるのでは話にならない。それ以外にも使ったことになっているが、基金を作ってそこに突っ込んでいるだけというようなものもたくさんある。「何兆円やった」と言いたいだけで、実際に中身がある対策は行なえていない。民間予測機関は困っている。こういう対策をやるがどれくらい効果があるか？と言われて、政府が出すとんでもない数字は無理にしても、それなりの効果があるという試算を出す。そうしておきながら経済見通しにはそれが反映されていない。内心「本当は効果がないだろうな」と考えている。昔のように公共事業を何兆

円やるというのは、その公共事業に本当に意味があるかどうかはさておき、何かができるのでそれだけGDPは増える。それに比べて以前、国民1人あたり10万円ずつ配布したやつなどが典型だけれども、あれはほんの一部しか使われていない。モデルに突っ込むと消費傾向がどれくらいでと計算するとそれなりの数字が出てくるけれども、実際のところはそういうものはほとんど効果がないということ。ああいう意味不明な基金に突っ込んで数字を膨らませるとか、そういうくだらない対策はやめたほうがいい。今回も岸田政権が人への投資ということを言い出して、これはとても大事なことだけれども。拡大したとって5年間で1兆円。それに対してガソリンの補助金だとか、電気代の補助金で1年間数兆円という単位。しかもガソリンの補助金はとっくに終わっているはずなのに、ずるずると続いている。電力も来年の9月で終わるという話だが、その時点で円高になっているとか原油価格がすごく下がっているとかであれば止められるだろうが、そうでなければ止められない。だからあまりにも馬鹿馬鹿しい経済対策だというのが本音。

優秀な中国の先端企業を潰そうという動きがアメリカにあるが、どう見ているか？

石 黒

中国が非常に伸びているから西側諸国が警戒を強めるのは当然のこと。世界全体で考えると、この先はアメリカと中国の2強になる。これからの世界はアメリカと中国というのがキーワード。世界のユニコーン企業、上場していない企業価値が10億ドル以上の会社はアメリカで約400社、中国で約150社、日本は数社。アメリカにはアップルやマイクロソフトという超巨大企業がいて、次にそれくらいの規模になる可能性が秘められた会社が400社くらいある。中国も同様。たとえば研究開発費を見てみると、アメリカと中国はデッドヒートを続けている。他にも研究論文の数も中国が世界一になっている。それだけ世界は変わっている。中国は世の中に出したものを改善していくというのを繰り返す。その結果として良いものが出来ていく。技術の蓄積が進んでいる。成長していくアメリカと中国を投資するうえで見ていかないといけない。私は西側の動きに関わらず、中国は伸びていくというイメージを持っている。

SDGs と ESG

馬 淵

SDGsは環境やジェンダー平等など、より効率化を求めていく。17の目標が国連で定められているのだが、これを地球全体で考えていこうということ。似たような話でESGは環境、社会、ガバナンスをきちんと考えている企業、そこに投資をしようということ。ESGのほうがより金融寄り。「私たちはこういう企業だ」ということを市場に開示してコミュニケーションを取っていく。このコミュニケーションに成功すると金融業界からお金が入ってくる。環境を良くしていこう、より良い社会にしていこう、持続可能な社会にしていこうなどというのは大きな課題になっていると思うが、こういうことは声を上げるだけではなかなか浸透していかない。だから金融業界からの後押しが必要になってくる。そういう企業に投資して、その企業が成長していく。特にこれはリーマンショックからの反省で、短期的な投資というよりは、中・長期の物事で持続可能な会社を応援していくという意味がある。ここ最近は資源価格がとても高騰しているので、プロの人たちもなかなかそういうことを言っていられずに二酸化炭素を多く排出するような企業にも投資せざるを得ないという状況がある。ではこれからどうするのか？という議論で、一步成熟した議論がある。これまでは環境に配慮しない企業には投資しないようにしようという

「北風と太陽」の北風の締め付けるような動きがメインだった。でも我々は原油も使うし、化石燃料に頼る生活はしばらく続く。環境への配慮が足りない企業にあえて投資する人が出てきている。それは目先の利益を追い求めているというわけではなく、資金を入れる代わりにコミュニケーションを取って「きちんと環境に配慮してください」と促す。そういう動きがいま出てきている。投資をする、そして環境への配慮ができるようになるまで寄り添うという太陽のスタンスで、2年くらい前には見られなかったやり方。より成熟した議論に入ってきているという印象を持っている。

欧州諸国のこれから

早 川

ヨーロッパは通貨については統合しているが、財政はそれぞれ独自。だから各々の国が出した自国の国債はその国が償還する責任を持っている。これが厄介なところ。なぜかというと、10年くらい前にギリシャ経済が問題になった。自国の通貨を持っていれば、ギリシャの中央銀行が自国の国債を買い支えるという手段もある。しかし自国独自の通貨ではないので、そういう手段が取れない。だから一度借金してしまうと大変なことになる。金融統合は行なわれているのに財政統合は行なわれていない。そこが根本的な矛盾となっている。それが2010年から12年にかけて起こった欧州債務危機という問題。そのときはドイツが非協力的だった。そのため解決にはそうとう苦労した。今回のコロナではドイツが協力的だった。それで行なわれたのが欧州復興債。これまではイタリアがイタリアの国債を発行して資金調達をしていたけれども、今回はユーロ圏全体で借金をする。そのなかにはドイツのような経済大国が含まれているので、利回りが低くて済む。そうやって集めたお金を使うのはイタリアやスペインのような経済基盤が弱い国。そういう形でドイツが協力してくれたので、今回は大きな混乱が生まれなかった。だからこれが欧州の財政統合の第一歩となる。しかし本当の意味で完全にすべての国が合意できているわけではなく、ドイツも「どこまでもいつまでも助ける」と言っているわけではない。裕福な北側の国（ドイツ、オランダなど）とそうではない南側の国（イタリア、スペインなど）には潜在的な対立が常にある。

イギリスの状況はどうか？

早 川

ブレグジットの投票は僅差ではあったが、離脱派が勝利を収めた。いま保守党の支持率がすごく下がっており、選挙になれば労働党が勝つ可能性はある。労働党が勝った場合、「元に戻そう」と言い出すかどうかは不透明だが、戻そうとするとまた大きな混乱を招く。だから労働党もブレグジットを止めるという選択には慎重にならざるを得ない。ただおそらく今回のいろいろな事態でブレグジットのコストとこのを払っているのだと思う。たとえばイギリスの物価上昇率は欧州のなかでも有数の高さ。なぜこうなっているかということ、ヨーロッパからきちんと輸入ができていないから。ブレグジットのせいで物流の制約が大きくなってしまった。しかも物流業界で働いていた人たち（もともとユーロ圏の人たち）が帰ってしまったので、イギリスの物流が混乱してそれがインフレ率につながっている。イギリスの本音として、金利は上げたくないのだが、インフレ率が高くなったから仕方がない。それがブレグジットのコストを払っているということ。

日本とアメリカの写真相場としての関係

石 黒

長期で見ると、まったく写真相場ではない。アメリカはこの30年で10倍くらいになっているが、日本は横ばい。短期で見ると、日本株が22年は主要先進国のなかでは下落率がそれほどではないパフォーマンスだった。そう言うときよく見えるのだが、日本の指数を長期的に見た場合に、アメリカと比べるとちょっと上がりづらいのかな？という印象がある。もちろん日本の株が全部悪いという話ではない。日本の指数は好調な企業も不調な企業もすべてが含まれているので、どうしても構成上上がりづらいという側面がある。アメリカは良い銘柄で組まれていて、入れ替えもかなりあるので。どこの企業もその指数に残りたくて日々研鑽を重ねている。当然選りすぐりの500社とか100社で組まれているので、そういった指数の構造上アメリカ株のほうが強いのかなと思う。世界の株式というのは、横軸に稼ぐ力、縦軸にバリエーション（PBR）をグラフにするとアメリカはいちばん右上にいる。稼ぐ力が高いから、株価の評価も高い。日本株はいちばん右下。稼ぐ力が低い、だから株価の評価も低い。日本株は出遅れだとか割安と言われるが、単純に稼ぐ力が低いだけのこと。でも裏を返せばチャンスがあるということにもなる。なぜならば日本が改善すべき点はすでにわかっているから。稼ぐ力を高めればいい。そういう意味では政府と二人三脚でガバナンス改革とか先端分野の発展などをやっていくといい。

風力発電で日本はチャンスがある？

馬 淵

洋上風力発電というのは非常に期待が寄せられている。先日1社が受注したという話があった。そういうふうに独占して落札してしまうと、海外の有望な企業が入りづらくなる。しかもその1社がかなり低い金額で落札すると「日本で洋上風力発電をやっても儲からないのではないか？」と参入企業が減ってしまうのではないかという心配がある。だから過度に入札価格を下げるのは良くない。1社独占というのも良くない。