

## 二〇一九年の世界経済は転換か 令和は日本になにをもたらすか

高田 創

はじめに

経ったところで、今日は中間テストを受けるような気分での場にやってきました。

皆さん、こんにちは。みずほ総合研究所の高田でございます。いつも大変お世話になりありがとうございます。

(半年間の振り返り)

半年前の討論会でどのようなことを申し上げたのか、改めて振り返りますと、正直なところそれほど外れていなかったように思います。

日本証券経済研究所では、三年前から、毎年一月に「新春討論会」を開催しております。私は、昨年と今年の二回、パネリストとしてこの討論会に参加しており、来年も参加する予定になっています。今年一月の討論会からちょうど半年が

私は、ここ数年間、世界経済についても、日本経済についても、また、株式市場についても、どちらかと言えば楽観的な見方をしてきました。しかし、今年はこれまでとは見方を変えて、一月の

討論会では、二〇一九年は厳しい年になるだろうと申し上げました。その背景として念頭にあったのは、米国の金融政策の転換です。米国が金融政策を転換し、金融緩和に向かいますと、円高が進むことは避けられません。株価も上がりにくい状況になってきます。このため、アベノミクスによる円安・株高の好循環が節目を迎えることになる可能性があると考えたわけです。

私は、一月の討論会で、米国の金融政策が転換する可能性に言及しましたが、来週（七月二九日に始まる週）には、米国は間違いなく利下げに踏み切るでしょう。なお、正直なところ、一月の段階では、米国が利下げに踏み切るところまでは予想しておらず、また、米国の長期金利がここまで低下するとは考えていませんでした。

為替レートに関しては、年初の一〇〇円から足元の一〇七〜一〇八円までやや円高が進んでおり

ますが、一月の段階ではもつと円高になると感じていました。円ドルレートは意外と粘り腰だと感じています。このような中、株価は伸び悩んでおり、この点も、一月の予想は外れていなかったと思います。しかし、株価に関しては、米国の株価が市場最高値を更新することは想定しておらず、日本の株価も思いの他、よくもっているように感じます。

これらを総合して、一月の討論会の成績表をつけるとすれば、まあよいところだったと言えるのではないかと思っています。

（講演のポイント）

私は、年初来、今が転換点にあるのではないかという問題意識を持っており、今日は、そうした観点からお話したいと思います。

まず、前半で、二〇一九年における日本経済な

り、米国経済なりのシクリカルな転換について、そして後半では、米中の覇権争いなど、構造的な面での転換についてお話しします。合わせて、平成から令和への転換をどう捉えるかということにも触れたいと考えています。その後、それらを踏まえて、私からのメッセージとして、改めて投資について真剣に考えていく必要があるということをお話し上げたいと思っています。

ここで、今日の講演のキーワードをまとめて挙げておきます。具体的には、①二〇一九年の転換リスク、②トウキディエスの罫と構造的転換、③フロンティア拡大、④金利低下局面、超低金利時代、⑤LED戦略、⑥平成の「雪の時代」から令和の「春の訪れ」へ、⑦貯蓄から投資へ、⑧企業も投資家的に、⑨日本の投資家的な戦略転換の九つです。

## 一、二〇一九年の世界は、日本は

### (1) 第一の転換―シクリカルな側面 (世界経済見通し)

まずは総合研究所の見通しに基づいて、世界経済全体の見通しをお話しします(図表1)。総括的に申しますと、世界経済は、二〇一五―一六年に底を打って、そこから、二〇一七年、一八年と回復傾向をたどってきました。その後、一八年から一九年にかけてピークをつけ、二〇年に向けて緩やかながら減速の方向に向かっていくのではないかと見ています。

これを地域別に見ますと、中国とヨーロッパで早目に減速に向かい、米国については、減速とまでは言えないもののそろそろピークをつけてきているように思います。その象徴が、来週にも米国

図表 1

## 第1の転換、2019年の世界経済は2020年にかけて減速

## ■ 米中摩擦の影響で下振れリスクも

## 世界経済見通し総括表

	(前年比、%)					(前年比、%)		(ポイント)	
	2016年 前年	2017年	2018年	2019年 2020年	2019年 2020年	2019年 (6月予測)	2020年 (6月予測)	2019年 (6月予測からの修正値)	2020年 (6月予測)
予測対象地域計	3.5	3.9	4.0	3.6	3.5	3.6	3.5	-	-
日本数	1.6	2.2	2.2	1.9	1.4	1.8	1.4	0.1	-
米連	1.6	2.2	2.9	2.8	1.7	2.8	1.7	-	-
ユーロ圏	1.9	2.4	1.9	1.2	1.4	1.2	1.4	-	-
英国	1.8	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	-	-
日本	0.6	1.9	0.8	0.8	0.4	0.7	0.4	0.1	-
アジア	6.4	6.2	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8	-	-
中国	6.7	6.8	6.6	6.2	6.1	6.2	6.1	-	-
NIEs	2.4	3.2	2.8	2.1	1.8	2.1	2.0	-	▲ 0.2
ASEANS	5.0	5.3	5.2	5.0	4.8	5.0	4.8	-	-
インド	8.7	6.9	7.4	6.9	7.2	7.2	7.2	▲ 0.3	-
オーストラリア	2.8	2.5	2.7	2.1	2.0	2.3	2.1	▲ 0.2	▲ 0.1
ブラジル	▲ 3.3	1.1	1.1	1.2	1.9	1.4	1.9	▲ 0.2	-
メキシコ	2.9	2.1	2.0	1.2	1.4	1.4	1.6	▲ 0.2	▲ 0.2
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.3	1.7	1.3	1.7	-	-
日本(年度)	0.9	1.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.1	-
原油価格:WTIS&ab0	43	51	65	58	58	60	58	▲ 2	-

(注) 予測対象地域統計はIMFによる2017年GDPシェア(PPP)により計算  
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

## MIZUHO

で利下げが行われようとしていることです。

日本は、中国・ヨーロッパと米国の中間にあると言つてよいでしょう。一月の討論会で、私は、日本の景気拡大は戦後最長を迎えるだろうと申しました。しかし、後で振り返つて、日本の景気は、二〇一八年後半がピークだったと判定されることになるのではないかと見ています。

## (米国と日本の景気循環)

戦後の米国の景気循環を振り返りますと、二〇一九年六月に景気拡張期間が一二〇ヶ月となり、一九九〇年から二〇〇〇年までのITバブル期と並んで戦後最長となりました。リーマンショック以降、一〇年にわたつて景気拡大が続いてきたこととなります。七月には、景気拡張期間が戦後最長を更新することになるでしょう。

細部に立ち入る余裕はありませんが、米国の雇

用情勢や消費動向は、現在のところ、まだかなりよい状況です。他方、企業業績はピークを打ったと見てもよいと思います。したがって、先ほども申し上げましたように、米国の景気は、さすがにそろそろピークを迎えているのではないかと見ています。

日本においては、二〇二二年一二月にアベノミクスが始まって以降、七四ヶ月にわたって拡大が続いていることとなります。しかし、先ほども申し上げましたが、日本の景気は、二〇一八年後半あたりでピークを打っていたと判定されることになるのではないかと見ています。

#### （世界経済の変調―中国）

先ほど、総括的に世界経済の動向に触れた際、世界経済は、二〇一五―一六年に底を打って、その後、回復傾向をたどってきたと申しました。そ

れでは、その際の回復の原動力は何だったのでしょうか。ここには三つの要因があったと思います。これらの要因が変化すれば、世界経済も変調を迎えざるをえないことになるでしょう。

一つ目の要因は中国です。何と申しましても、中国の、特に製造業セクターの影響の大きさは認めざるをえません。

中国の景気動向指数を基に、X軸に景気の方角感（循環成分の時系列変化（前月差））、Y軸に景気の水準感（トレンドからの上振れ・下振れ）をプロットしてみます。そうしますと、時間の経過とともに、逆時計回りに動くグラフが描けます。

私どもは、これを「チャイナクロック」（中国時計）と呼んでいます。これをご覧いただきますと、二〇一五年一月が最も下にあり、その後、二〇一六年一月にかけて、右上に回復傾向をたどり、さらに、二〇一七年一月にかけて、左上に拡

張傾向をたどりました。この間、中国経済が世界経済の回復を牽引したことになります。しかし、二〇一七年から一八年にかけて減速に転じ、二〇一八年後半以降、中国経済は停滞局面で推移しています。

景気は循環しますので、中国の景気も二〇一九年のどこかで底を打つことになると思われます。以前は、一―三月に底を打ったという見方もありましたが、春以降、もう少し停滞局面が長引くかもしれないと見られるようになっていきます。なお、中国の四―六月期のGDP成長率は六・二%にとどまり、中国で統計をとり出して以来最低になったと言われています。また、修正した李克強指数（中長期貸出残高、電力消費量、鉄道・道路・水路・空路を合わせた貨物輸送量総計を基に作成）の推移を見ましても、現状、依然として底を打ったようには見えません。

#### （世界経済の変調―半導体市場）

二つ目の要因はITサイクルです。

SC I（シリコンサイクルインデックス）を基に、X軸に前月と比べた変化の方向、Y軸にトレンドからの上振れ・下振れをプロットしてみます。そうしますと、時間の経過とともに、逆時計回りに動くグラフが描けます。これをご覧いただきますと、二〇一七年後半―一八年前半にかけて、回復から拡張傾向をたどり、ITサイクルが世界経済の回復を牽引していたことがわかります。しかし、ITサイクルは、二〇一八年後半以降、減速し、さらに停滞に転じています。

これも循環的なものですので、二〇一九年のどこかで底を打つことになるでしょう。以前は、一―三月にも底を打つのではないかと見られていましたが、今は、もう少し停滞が長引くのではないかという見方が出てきています。前回の回復期よ

り底が長く、U字型又はL字型の回復になる可能性があるように思います。

(世界経済の変調―まとめ)

そして、三つ目の要因は二〇一六年以降のトラップラリーです。

これらの三つの要因、すなわち、中国、IT、トラップラリーによって、世界経済は、二〇一五年～一六年に底を打った後、拡大が続いてきました。その後、今では、中国とITサイクルに調整が起こり、さらに、米国に関しても、企業業績を中心に変調を来してきています。これらを背景に、二〇一九年～二〇年には世界経済の転換が生じると見ています。

(日本経済の留意点)

一月の討論会では、こうした事情を背景に、米

国の金融政策が転換し、円ドルレートに大きな変化が生じるのではないかと見ていました。

二〇一二年以降の円ドルレートと想定為替レートの推移に着目します。私は、一月の討論会で、アベノミクスの六年間の好循環は、想定為替レートを超える円安が進んだことによって、企業業績が上方修正されたことによって生じたものであると申しました。

逆に申しますと、平成になってからの日本経済の問題点は、超円高の下で資産デフレが進んだことにあると考えています。私は、これを「雪の時代」と呼んでいます。資産デフレへの対応として、企業は、バランスシートに資産も負債も持たない経営を進めてきました。また、超円高への対応として、企業は、リストラを進め人件費やマージンを圧縮することにより、価格を上げない経営を進めてきました。つまり、一企業の行動とし

て、持たない経営とリストラが合理的な時代が、平成時代の四半世紀にわたって続いてきたことになりました。結果的に、デフレスパイラルが固定化することになったわけです。これこそ、「雪の時代」の実態であったと言えます。

この雪を溶かしたのが、アベノミクスの下での超金融緩和を背景とする、株価の上昇と、想定為替レートを超える円安の進行です。なお、この間、二〇一六年には、円ドルレートが想定為替レートより円高で推移したため、一時的に日本経済が変動を来すことになりました。一月の討論会では、今後の最大のリスクとして、二〇一六年と同様に、再び円高転換が生じる可能性を取り上げ問題提起をさせていただきました。

今月の日銀短観では、直近の想定為替レートはほぼ一〇九円となっています。今の円ドルレートは、これより若干円高になっておりますが、現

状、年初に懸念したほど円高が進んでいるわけはありません。

#### (米国の金融政策)

米国では、リーマンショック以降、金融緩和が進み、一時はFF目標金利がほとんどゼロに近いところまで引き下げられました。二〇一五年一月に、金融政策は引き締めに移り、久しぶりにFF目標金利が引き上げられました。しかし、その後は、市場の予想に反して、金利は、引き上げ後の水準で一年間据え置かれました。その結果、二〇一六年に米国の長期金利が下落し、円ドルレートの円高への転換をもたらしました。二〇一七年一月になって、FF目標金利の引き上げが再開され、二〇一八年一月までに合わせて九回の利上げが行われました。

二〇一八年末から一九九年にかけて、米国では利

上げが見送られてきました。そして、来週、利下げが見込まれる状況となっています。米国の長期金利は、二〇一八年一〇月に三・二%まで上昇した後、金融緩和への転換が予想される中、どんどん低下し始め、一時的に二%を割るところまで来ました。債券市場は、既にそこまで織り込むような状況になっています。

#### (戦後の円ドル推移)

そのような中で、円ドル相場はどのように推移することになるのでしょうか。この点に関連して、私はいつも、「達磨さんが転んだ」という言い方をしています。「達磨さんが転んだ」というのは子どもの遊びで、鬼が振り向くと方向が変わるといふものです。戦後七〇年間の円ドル相場の推移を振り返りますと、いつも米国が鬼役で、円ドル相場の長期トレンドは米国の通貨政策によっ

て決定されてきたと言えます。一ドル＝三六〇円の相場を決めたのは米国であり、それを覆したのも米国でした。特に、一九七一年八月のニクソン・ショック、一九八五年九月のプラザ合意など、米国が通商問題に関心を持ったときは、常に円高方向でアクセルがかかりました。

今回、米国において金融政策の転換が見込まれ、通商問題への米国の関心も高くなっています。これらを踏まえますと、円高方向に転換するリスクがあることは否定できず、このことを年初来申し上げてきたわけです。今後、米国では、年内に少なくとも二回、そして来年も複数回の利下げが行われると見られます。それにもかかわらず、今のところ、意外に円ドルレートが粘り腰でとどまっているのは、米国の景気がそれほど悪くないと見られているためではないかと思えます。

逆に、年後半に向けて、米国の景気があまり思

わしくないと見られるようになり、加えて、来年にかけて米国の利下げが続くようであれば、円高傾向が強まることは避けられません。この場合、一ドル＝一〇〇円を割るかどうかは別にして、一ドル＝一〇五円～一〇〇円台前半まで円高が進むリスクは十分にあるのではないかと見ています。

## (2) 第二の転換—構造的な側面

(トゥキデイドスの罫と中国)

第二の転換は、米国と中国の覇権争いです。昔から、新興国が発展し、覇権国に迫りついてきたとき、しばしば戦争によってしか解決されないような覇権争いが生じてきました。これは「トゥキデイドスの罫」と呼ばれ、今の米国と中国の関係は、まさにこのような状態にあると言われます。

今の米中の争いは、「第二の冷戦」と呼ばれることもあります。戦後、米国は、その時々々の仮想

敵国と対峙し、それを退けながら今の地位を保ってきました(図表2)。一九八〇年代のレーガン大統領の時代までは、ソ連が米国の仮想敵国でした。一九八九年のベルリンの壁崩壊によって、このような構図は大きく変化しました。

私は、一九八九年は大きな意味を持っていると思っています。この年は、日本にとっても昭和から平成への転換のタイミングに当たります。冷戦が終わった後、次の仮想敵国になったのは日本でした。当時、日本の株式の時価総額は世界の半分を超えていました。不動産でも、日本を売ると米国が何個分買えるとか、皇居を売るとカリフォルニア州が買えるなどと言われていました。今からは想像もできませんが、確かにそのような時代がありました。当時の日本は、今の中国が及ばないぐらいマネーパワーを奮っていました。

それまでの仮想敵国であったソ連がなくなった

二〇一九年の世界経済は転換か～令和は日本になにをもたらすか

図表 2

第2の転換、トゥキディデスの罫と中国、米国の中国封じ込めは最低10年か？

■ 戦後、米国は冷戦でソ連に勝利、日本を封じ込め、今日、中国と「新冷戦」に

米国の仮想敵国と日米関係

大統領名	政党	時期	米の仮想敵国	日本との関係
レーガン	共和	1981～1989	ソ連との冷戦、アフガニスタン侵攻以降の緊張高まり、ソ連が仮想敵国	「ロン・ヤス」の関係強化、プラザ合意
ブッシュ（父）	共和	1989～1993	ベルリンの壁崩壊、ソ連の弱体化 日本が仮想敵国化	日本異質論、日本脅威論、日米構造協議、
クリントン	民主	1993～2001	日本の仮想敵国化	日米自動車協議を中心に通商摩擦
ブッシュ（子）	共和	2001～2009	2001年、同時多発テロ 「悪の枢軸」が新たな仮想敵国	「ブッシュ・小泉」の緊密な関係
オバマ	民主	2009～2017	戦略的忍耐論 仮想敵国の喪失	日本の民主党政権下の日米関係の不安定化
トランプ	共和	2017～	米中通商摩擦、中国異質論 中国が仮想敵国化	「トランプ・安倍」の緊密な関係

(出所)みずほ総合研究所作成

MIZUHO

後、ブッシュ（父）大統領とクリントン大統領の時代には、明確に日本が米国の仮想敵国になりました。日本が米国から封じ込めに遭う、一九八九年以降の「雪の時代」です。その際、封じ込めの論拠になったのは日本異質論でした。例えば、系列関係、政官財の癒着、マクロ経済構造など、さまざまなものが日本異質論のターゲットとして取り上げられました。日本の封じ込めは一九九〇年代まで続きました。その結果、日本では、超資産デフレと超円高が生じるようになりました。

日本封じ込めによって、日本が力を失いますと、今度は、日本が誰からも見向きもされない、ジャパンバッシングの時代に入りました。二〇〇〇年代のブッシュ（子）大統領の時代には、米国の仮想敵国は、日本から「悪の枢軸」（イラン、イラク、北朝鮮）に移りました。次のオバマ大統領の時代は、どちらかと言えば無風で、トランプ

大統領の時代になって、明確に中国が仮想敵国とみなされるようになりました。

以上の点に関しよく言われるのが、六〇％ルールです。明確な基準があるわけではありませんが、追いかける国のGDP水準が、米国の六〇％ぐらいの規模になったとき、米国から仮想敵国とみなされて叩かれることになるというものです。

一九九〇年代の日本はまさにそうでした。今、中国が仮想敵国としてたたかれているのも、同様の事情があると言えるでしょう。

(世界的なフロンティア拡大の三〇年)

戦後の冷戦下において、世界は、東西南北に分かれていました。西は資本主義陣営、東は社会主義陣営です。そして、北は先進国、南は新興国です。当時は、西と北が重なる、先進資本主義国が世界経済そのものと言える地位を占めていまし

た。その代表が、日本、米国、カナダ、イギリス、フランス、西ドイツ、イタリアのいわゆるG7です。そのような中で、日本は世界の工場として、大量の工業製品を世界に輸出してきました。

一九八九年のベルリンの壁崩壊以降、社会主義国が市場化し、東西の壁が崩れました。結果的に、世界は、北の先進国と南の新興国の二つに区分されるようになりました。

さらに、新興国の台頭、中国のWTO加盟などを背景に、世界的なフロンティア拡大の潮流が生じました。この点に関し、当時、*The world is flat* (フラット化する世界) という言葉が話題になったことは記憶に新しいところです。このようなか、世界のサプライチェーンの中核を担う形で登場したのが中国に他なりません。

(米国の中国封じ込めがもたらす影響)

米国は、しばらく中国の台頭を許容しておりましたが、トランプ政権になってついに中国の封じ込めに動き出しました。今後、世界経済がアメリカ圏、中国圏に分かれて、新たな冷戦が始まることになるのか、この点がこれからの世界経済の一つのリスクになると言えましよう。

一九八九年以降の三〇年間は、日本にとって「雪の時代」でした。他方、世界経済にとってはこの期間は、フロンティアが大きく拡大する時代でした。中でも、中国がWTOに加盟して以降、世界の貿易量は大幅に拡大しました。今、そのような流れに変化が生じ、これが、世界経済のリスクとして意識されるようになってきています。

なお、より長い目で見た場合には、単に中国が封じ込まれるか否かにとどまらず、インドなどが

アジアの新興国やアフリカ諸国を含め、世界が多極化の時代を迎えることになる可能性もあります。長い将来においては、さまざまな可能性があるというのが今の状況ではないかと思えます。

## 二、世界的な超低金利とLED戦 略

### (1) 超低金利時代

(金融市場の五回のジンクス)

昨今の今頃、日本銀行の金融政策はそろそろ出口に向かうのではないかという話をしていました。実際にも、日本銀行は、昨年七月末、イールドカーブ・コントロールの幅を広げる形で、出口への第一歩を踏み出しました。うまく行けば、日本銀行は、昨年末か今年初めぐらいにはマイナス金利をゼロにするところまで戻したかったのでは

ないでしょうか。しかし、現実には、中国経済の停滞とITサイクルの調整局面の深刻化を背景に、今では、そのようなシナリオは止まってしまったように思います。

私は、日本の金融緩和からの出口に関して「五回のジンクス」ということを申し上げています。具体的には、変動相場制に移行し、日米欧の金融政策が連動して行われるようになった一九七〇年代以降、金融緩和からの出口は、米国が最初に動き、それにヨーロッパが続き、日本は最後に動いてきたということです。

五回目は二〇〇四年～〇六年で、今回は六回目に当たります。今回、FRBは二〇一五年一二月から利上げを始めました。日本銀行は、米国が利上げを進めているうちに、その流れに乗ってどこかで引き締めめに転換したいと考えていたはずですが。なぜなら、FRBが利上げを進めている間で

なければ、日本銀行は出口を出られないというゲームのルールがあるからです。来週、FRBが利下げを行いますと、その後日本銀行が利上げを行うようなことはできません。日本銀行が出口を模索する動きは止まったと考えてもよいように思います。

(世界は利下げのサイクルに)

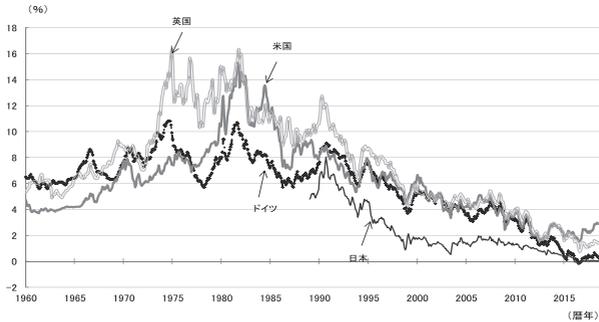
今回の金融引き締め局面で、FRBは九回の利上げを行いました。ECB(ヨーロッパ中央銀行)も、金融引き締めに出たいと考えておりましたが、結局、引き締めに踏み切れないままとなっています。九月に向けて、ECBは利下げに動くのではないかと見方も出てきています。日本の場合、どちらにも動きづらいのですが、FRBが利下げを行った場合は、日本銀行もさらに金融緩和を進めるのではないかと見方もなくはな

図表3

世界経済の長期停滞が長期金利の趨勢的な低下に

- 主要先進国の長期金利は、1970年代後半から80年代前半をピークに長期的な低下トレンド
- 長期金利は世界経済の緩やかな鈍化傾向を映じたもの。リーマン・ショック以降、長期金利の低下ペースが加速

主要国の長期金利の推移



(注) 10年国債利回り。  
(出所) OECDより、みずほ総合研究所作成

MIZUHO

い状況です。

その意味で、今や、世界は利下げのサイクルに入ったと言えます。今年から来年にかけて、FRBが利下げを進めますと、次にFRBが利上げに向かうようになるまで、日本銀行は出口を模索することができなくなりました。結果的に、今の超低金利に、少なくとも数年単位で付き合っていくざるを得ない状態に入ってしまったように思います。

(世界的な長期金利の低下)

今や、世界的に超低金利の時代に入ってしまったことになりました(図表3)。私は、一九八〇年前後から債券市場を見てきています。当時、金利は二桁前後の水準でした。その後、金利はどんどん下がり、一九九〇年代以降、金利は、日本が世界に先駆けて低下してきている状況です。私は、

二〇年近く前に『国債暴落』という本を書きました。その本の書き出しのところで、『金利の歴史』という本を取り上げ、それまでの世界の最低金利は、一七世紀のイタリヤ・ジェノバにおける一・一二五%であったとされていることに触れました。その後、その記録を一九九〇年代後半の日本が破ることになりました。当時は、日本固有の問題だとして「Japanization（日本化現象）」と言われ、ギネスブック入りだとも言われました。しかし、その後、金利は、ヨーロッパや日本でマイナスの状態になってしまいました。最近は、Eurofication（ヨーロッパ現象）などとも言われるようになっていきます。

#### （金融政策の枠組みの再考）

このような超低金利の背景には、経済の体温を表す、いわゆる中立金利が低下してきていること

があります。さらに、その背景には、少子高齢化、生産性上昇率の低下、安全資産需要の増加など、世界的な構造問題が控えているのではないかと考えられます。今後、中立金利の低下を踏まえた、新たな金融政策の枠組みが必要になるのではないかと考えています。

みずほ総合研究所では、超低金利状態が各経済主体にどのような影響を及ぼすかを試算しました。マイナス金利も含め、超低金利状態が続く中で、誰が勝ち組で、誰が負け組になるのかを見たものです。

これによりますと、最大の勝ち組は、最大の借り手である一般政府です。GDPの二倍以上の借り入れを抱えておりますので、超低金利から受けるメリットはそれだけ大きいわけです。それに続くのが、政府に次いで借り入れの多い非金融法人となります。他方、最大の負け組は、最大の貸し

手である預金取扱金融機関です。そして、それに続くのが、保険年金基金、その他金融仲介機関などです。家計と中央銀行は、資産と負債がほぼ見合っており、純損失は比較的小さいものにとどまっています。超低金利状態の中で、勝ち組と負け組が非常に明確になってきています。

## (2) LED戦略

(再び金利は水没に)

みずほ総合研究所では、ここ五年ほど、国を縦軸に置き、一年～四〇年までの償還年限ごとの金利水準を横軸に置いた表を作成しています。私は、これを「水没マップ」と呼んでいます。水没とは、マイナス金利のことです。

各国をマイナス金利が多い順に並べますと、これまで日本がトップ又は二番目にありました。しかし、驚いたことに、最近、日本は、スイス、

ドイツ、デンマークに次いで、四番目あたりの位置を占めるようになっていきます。ヨーロッパの方の国で、マイナス金利が広がってきていることを表しています。このようなマイナス金利の広がりは、人類の歴史が始まって以来の現象であると言えます。

(金利水没下での投資方針)

このような中、市場関係者は、どのようにして生き残ればよいのでしょうか。この点に関し、私は、「LED」というキーワードを挙げて説明しています(図表4)。

金利を上げようと思えば、運用期間を長くするしかありません。すなわち「L」(Long)です。

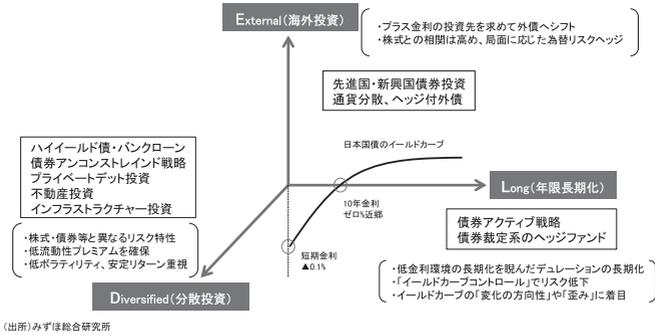
自国の債券市場が水没すれば、海外の市場を狙うしかありません。すなわち「E」(External)です。今の各国の金利水準を見ますと、海外で

図表4

金利水没下での投資方針—「LED戦略」

- 金利が「水没」した状況で資産運用を行うには、「LED戦略」の選択肢
  - 「①長期(Long)、②海外(External)、③金利以外の多様なリスク(Diversified)」
  - 「L」: まだ生体反応が残る長期、長期の分野にデュレーションを延長
  - 「E」: 当該国の債券市場が「水没」するなら、それよりも高い利回りが期待できる海外の市場を狙う
  - 「D」: 金利以外の多様なリスクを取りに行く

LED戦略の方向性



MIZUHO

は、まずは米国が投資先候補に上がるでしょう。今回、米国の長期金利がそれほど上がらなかったのは、運用難民 (investment refugee) がみんな米国に向かったからだと思います。

金利の世界で収益が上がらないとしますと、投資対象を多様化し、金利以外のものを狙うしかありません。すなわち「D」(Diversified)です。

金利が低下しても、株式の配当や不動産の賃料はマイナスにはなりません。超低金利状態の下では、意図してか意図せずしてかはわかりませんが、結果的に、株式と不動産に投資が集まるようになっていきます。金融当局は、株式と不動産のリスクに警鐘を鳴らしておりますが、今のような金融政策の下では、投資が株式と不動産に向かうことは避けられないように思います。

このような中で、超長期債の発行が増加してきています。日本のみならず、海外でも、財政当局

は、長目の国債を発行するようになっており、投資家の立場からも、超長期債発行市場への関心が高まってきています。日本国債では四〇年債が最長ですが、今後、五〇年以上の債券発行ニーズが出てくる可能性があるように思います。

#### （企業業績と投資家への還元）

「LED」のうち、「D」の世界に関連して、企業業績と投資家への収益還元の状況を見てみます。

法人企業統計を基に企業の当期純利益を見ますと、二〇一七年度の当期純利益は六二兆円に上っています。一九九〇年のバブル期は二〇兆円弱、二〇〇五年前後のミニバブル期は三〇兆弱の水準にとどまっていました。近年の企業の当期純利益は、その当時の二倍～三倍以上に伸びていることを示しています。

他方、企業の債務に目を向けますと、バブル期に四〇兆円近かった支払い利息は、今は約六兆円まで減少しました。これを見れば、昨今、金融機関、特に地域金融機関の経営問題が取りざたされるようになった理由がよく御理解いただけると思います。

これまでの円安・株高の好循環の中で、企業は、エクイティホルダーへの収益還元姿勢を強める一方、デットホルダーへは収益が回らない構造ができてきています。今後、米国が利下げに転換し円高が進む一方、低金利状態が続きますと、金融機関の収益にこれまで以上に厳しい影響が及ぶ可能性があることに留意する必要があります。

#### （金融機関は川上投資を拡大し、体質改善を）

これまで銀行は、川下で待っていれば、利払いの形で、企業収益の一部を受け取ることができま

した。しかし、今や、企業収益が大幅に拡大する一方、企業から銀行への収益の還元は減少が続いています。このため、今後、銀行は、企業収益のある川上まで出て行って、企業収益拡大の恩恵を受けられるよう、経営体質を変えていかなければなりません。具体的には、銀行は、有価証券運用も含め、海外化対応（E）と商社化対応（D）を進めていく必要があります。

#### （不動産投資）

「LED」の「D」に関しては、もう一つ不動産投資があります。金融当局は、不動産投資の副作用に警戒感を持っています。しかし、今のような状況の下では、不動産にお金が流れやすくなることは否定できません。日本だけでなく、ヨーロッパ、特に北欧においても同様のことが起きています。

### 三、令和への転換と日本の戦略転換

#### （構造転換の背景—高齢化の進展）

これだけ大きな構造問題の背景には、世界的な高齢化の進展があります。日本の場合、二〇〇八年が人口のピークで、その後、人口は減少に向かっています。

私は、戦後の日本社会を、「波平さんモデル」という言葉で表しています。波平さんとはサザエさんのお父さんで、定年間近の五四歳です。時代背景は終戦直後の一九四〇年代後半です。当時、男性の平均寿命は六〇歳に達していませんでした。「人生六〇年モデル」と言ってもよいかもしれません。退職後、寿命が五、六年しか残されておられませんので、ほぼ全員が現役世代と考えても

よいと思います。したがって、年金も老人医療もほとんど要らない社会です。日本の社会保障制度は、このような世界から出発しています。

高齢化の進展に伴い、このような前提は大きく変わりました。今や、男性でも平均寿命は八〇歳を超えています。当然のこととして、老後が非常に長くなりますので、年金も老人医療も充実させる必要があります。

企業セクターにおいても、旺盛な資金需要がある「波平さんモデル」の状況から、資金余剰の状況になっています。資金余剰について、当初は、バブル崩壊後の一時的なことだと思っていたのですが、その後、五年が経ち、一〇年が経ち、二〇年が経ち、四半世紀が経っても、資金余剰の状況は変わっていません。

#### （金融の変革）

これまで、銀行は、預金でお金を集め、それを企業に回すという役割を果たしてきました。銀行員自身も、多くの方々も、このような資金の流れが金融の大動脈であると考えてきたように思いますが、現役世代の中で完結した企業金融と呼ぶことができません。

しかし、今や、現役世代と高齢世代をつなぐことが金融の大動脈になっているのではないでしょう。具体的には、生涯を通じた資産運用、世代間資金移転、高齢者向け資金移転など、多面的な金融ニーズが生じています。このような中、金融のビジネスモデルは、従来の商業銀行モデルからアセットマネジメントのモデルに転換していかなくてはなりません。「波平さんモデル」から「人生一〇〇年時代モデル」への転換と言えます。

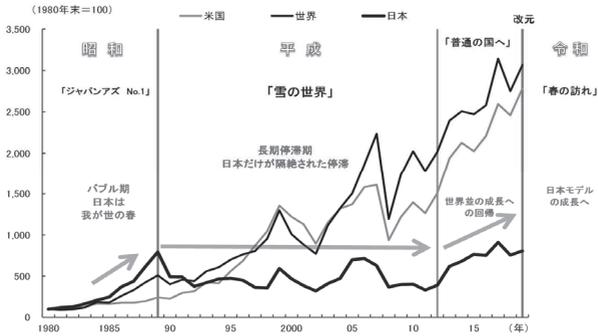
今、日本の個人金融資産は一八〇〇兆円と言わ

図表5

日本に「夜明け」は来るのか、「雪の世界」から「令和」で「春の訪れ」に

■ 1980年代「ジャパンアズNo.1」、90年代以降の「雪の世界」、令和で「春の訪れ」への転換

株式時価総額の推移



(注) 2019年は3月末時点の推計値。  
(出所) WFE、東京証券取引所、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

MIZUHO

れ、その半分以上は現預金から成っています。他方、現預金は、米国では一三%、ユーロ圏では三%にとどまっています。この点を捉えて、日本人には金融リテラシーが不足していると言われることがあります。私は、決してそうではないと考えています。次に、この点について御説明します。

（雪の世界から春の訪れへ）

米国、世界、日本の一九八〇年以降の株式時価総額の推移をみます（図表5）。一九八〇年を一〇〇としますと、一九八八年までの昭和時代においては日本が圧倒的に高くなっています。この時期、日本の株式の時価総額は、世界の半分以上を占めていました。ジャパン・アズ・ナンバーワンと呼ばれた時代です。平成時代に入った一九八九年以降、米国と世界が右肩上がりて推移する

中で、日本だけが雪の魔法にかかったかのように横ばいの状態が続いています。資産デフレと超円高を背景とするものです。ようやくこの魔法が解けたのが、二〇一二年一二月以降のアベノミクスの下での六年余りの時期です。八〇〇〇円台にとどまっていた株価は二万円を超え、七五円まで進んだ円ドルレートは一一〇円近いところまで戻して今に至っています。日本は、「雪の世界」を脱して「普通の国」になったと言えましょう。

それでは、なぜ日本人は資産の多くを現預金で持っているのでしょうか。それは、平成時代の三〇年間の「雪の世界」においては、現預金を持つことが最も合理的だったからです。この六年余りの間に超円高と資産デフレが終わり、日本が「普通の国」になったのであれば、そろそろ日本人のそうした意識が変わってもおかしくないように思います。

(令和の新たな日本像―平成ベシミズムの転換)

昭和から平成になった頃、日本は、リクルート問題など政治的な混乱の中にあり、米国から封じ込めに遭うとともに、バブルが崩壊に向かうなど、政治的にも、経済的にも、社会的にも不安定な状況にありました。他方、平成から令和に転換した現在、日本は、少なくとも封じ込めに遭うような状況ではなく、また、世界の中でも安定した存在となっているのではないかと思います。

日本の実質成長率の一〇年ごとの平均の推移を見ますと、平成の「雪の時代」にあたる、一九九〇年代は一・五%、二〇〇〇年代は〇・五%、二〇一〇年代は一・五%となっています。令和に入り、日本は、最悪の三〇年間を脱し、ようやく普通の状態になってきたと考えることができるように思います。

今日のお話の冒頭、私は、シクリカルな側面か

らも、構造的な側面からも、二〇一九年が転換点となる可能性があると申し上げました。このような中、日本は、封じ込めに遭った三〇年間で普通の国になり、世界の中でも安定した存在となつていきます。このことは、もう少し高く評価してもよいのではないかと考えています。

政治に目を向けますと、安倍政権は今年八月二十四日で戦後最長となり、今年一月二〇日で明治以降、歴代最長となります。主要国の首脳と比べても在任期間が長く、非常に安定度が高い政権であると言えます。

それでは、なぜ安倍総理は、これほど長く政権を維持できているのでしょうか。昭和時代においては、国民は、先行きについて右肩上がりの期待を持ち、概ねそれが実現していました。平成時代に入りバブルが崩壊しますと、国民の期待は右肩上がりである一方、現実はこの期待を下回る水準

で推移しました。期待と現実の乖離が生じ、それが社会の不満や政治不安をもたらすことになりました。安倍政権が安定しているのは、平成時代の三〇年間で国民の期待が下がる一方、現実がアベノミクスによって改善したためです。現実が期待を上回っていることが、政治の安定をもたらしたわけです。特に若者についてこのことが言えるように思います。

#### （企業、国に求められる投資家的対応）

今、日本の上場企業の六割近くは実質無借金の状態です。中堅・中小企業でも四割近くが実質無借金であると言われています。このような中、企業は、ある意味で投資家的な側面を持つようになってきています。一九八〇年代においても、企業の財テクがもてはやされましたが、当時は借金を投資に振り向けており、極めて不健全なもので

した。今、多くの企業が実質無借金で、多額の現金を保有するようになっておりますので、設備投資やM&Aだけでなく、戦略的に手持ち資金をどう投資していくかという発想が求められるようになっていると言えましょう。

これは、単に企業だけでなく、国全体についても同様のことが言えます。日本の経常収支に着目します。日本は、長く、製造業を中心とする輸出によって外貨を稼ぎ、貿易収支の黒字を中心として経常収支の黒字を確保してきました。しかし、今や、貿易収支は一時的にマイナスになることもあり、経常収支黒字のほとんどは所得収支黒字から成っています。所得収支は、これまで日本が行ってきた投資から得られる配当や利払いです。加えまして、これまで輸出が難しいと言われてきたサービスも、今や輸出できる時代になりました。それはインバウンドです。外国人訪日客が増

加していることを背景に、二〇一九年からサービス収支がプラスになるのではないかと見られています。

日本は、個人も、企業も、国も、より投資家的な対応を求められるようになっていきます。特に、超低金利状態の中で市場を活性化するためには、個人、企業、国のそれぞれのレベルで、先ほど申し上げた「LED」戦略に沿った投資を進めていくことが求められています。また、エコノミストの立場でも、情報面、理論面から、そうした投資を進めるためのサポートを行っていくことが重要になると考えています。

以上で私のお話を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

**増井理事長** 歴史的な視点から、大きな流れを踏まえたお話を頂戴しました。それでは、若干お時

間がございますので、御質問等があればお出しただければと思います。

**質問者** 一月の討論会のお話を振り返りますと、その当時おっしゃっていたことはほとんどが正しかったと思います。大変すばらしい展望を持っておられると感じました。

一つお伺いしたいのですが、先ほどのお話で、「超低金利」と「超円高」という言葉が使われました。超低金利はよくわかるのですが、超円高とは、どの時期のことを指しておられるのでしょうか。そもそも、円高は日本経済にとって悪なのでしょうか。今、かなりの企業は外国からの所得移転によって収益を得ています。その点を考慮しますと、日本企業の収益に円高が貢献している面もあるように思います。加えて、円安が続きますと、日本企業は構造転換、体質改善の努力を怠りがちになります。これらの点も踏まえ、円高が日

本経済に及ぼす影響について、どのようなことが言えるのでしょうか。

**高田** 私が超円高と申ししたのは、一九九〇年代のバブル崩壊後の時期を念頭に置いたものです。特に一九九五年には一ドル＝八〇円まで円高が進みました。

バブルが崩壊したのは日本だけではなく、例えば、北欧でも、不動産バブルが崩壊し、金融システムの混乱が生じました。その後、北欧の為替レートは大幅に下落し、同時に、ドイツの統合に伴って外需が伸びました。こうした事情が、北欧諸国がバブル崩壊の痛手から立ち直る上で大きな助けになりました。一九九〇年代後半のアジア通貨危機でも、アジア諸国の通貨は大幅に下落しました。米国も同様で、リーマンショック以降、ドルの下落が進みました。このように、バブル崩壊後、自国通貨が大幅に減価し、外需に依存して立

ち直るケースが多いのが実情です。

他方、日本の場合は、バブルの崩壊と円高が同時に進行しました。先ほども申し上げましたが、企業が円高の中で生き残ろうとしますと、B/SとP/Lの両面で緊縮を図るしかありませんでした。こうした状況が長く続いた結果、日本でデフレ均衡的な状態が定着することになりました。

御指摘のように、私も、常に円高が悪く円安がよいと考えているわけではありません。例えば、一九八〇年代には、円高によって日本の産業構造の転換が進んだ面は確かだと思います。しかし、一九九〇年代に、バブルがはじける中で生じた円高が、日本経済にとって非常に大きな打撃になったことは否めない事実であると考えています。アベノミクスの功績は、この六年余りの間にそのような悪循環を断ち切ったことにあると言えるでしょう。

繰り返しになりますが、常に円安がよいのかどうかという点に関しては、御指摘のとおり、いろいろな論点があるかと考えています。

**増井理事長** 私から一つだけ。現在のようないマイナス金利の状況は、このままで持続可能と言えるのでしょうか。何か破滅的なことは起こらないのでしょうか。金利を元の状態に戻すために、どのようなシナリオが考えられるのでしょうか。

**高田** 正直に申し上げて、なぜこれほど低金利になっているのかわかりません。

一九九〇年代までは、世界の長期金利の最低水準は一・一二五%だったと言われています。それが、この二〇年間でここまで下がってしまいました。この背景にある事情として、超高齢化の進展、潜在成長率の低下、G A F A による市場の独占、シェアリングの普及などを指摘することができると思います。

今後、人々の将来への期待が高まるようなことがあるれば、企業の借り入れが増え、物価が上昇し、金利が上昇に転じるようなことがあるかもしれません。しかし、このようなことが本当に実現するかどうかは、なかなか見えてこないというのが正直なところです。これは、まさに世界的な状況だと思えます。

**増井理事長** そろそろ時間でございますので、このあたりで今日の講演会を終わらせていただきます。と思います。

高田さん、今日は本当に興味深いお話をありがとうございました。ありがとうございました。(拍手)

(たかた はじめ・みずほ総合研究所副理事長、  
エグゼクティブエコノミスト)

(本稿は、令和元年七月二二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

高 田 創 氏

略 歴

現 職 みずほ総合研究所株式会社  
副理事長 エグゼクティブエコノミスト

学 歴 1982年 東京大学経済学部卒  
1986年 オックスフォード大学修士課程修了（開発経済学）

経 歴 1982年 日本興業銀行 入行  
1986-1992年 日本興業銀行 市場営業部  
1993-1997年 同 審査部  
1997年 興銀証券 市場営業グループ 投資戦略部  
チーフストラテジスト  
2000年-2011年6月  
みずほ証券 執行役員 チーフストラテジスト 等  
2011年7月 みずほ総合研究所 常務執行役員  
調査本部長 チーフエコノミスト  
2017年4月 専務執行役員 調査本部長 チーフエコノミスト  
2019年4月 現職

外部委員・役職他

日本証券アナリスト協会 証券アナリストジャーナル編集委員  
日本不動産金融工学学会評議員  
日本証券アナリスト協会検定会員（CMA）  
内閣府 税制調査会 委員  
財務省 国の債務管理の在り方に関する懇談会 メンバー  
財務省 財政制度等審議会 財政投融资分科会 委員  
金融庁 金融審議会 専門委員  
東京オリンピック・パラリンピック競技大会組織委員会  
「経済・テクノロジー」専門委員会 委員

著 書

- 「日本のプライベートエクイティ」日本経済新聞社（共著）  
「国債暴落」中央公論新社（共著）  
「金融不況脱出」日本経済新聞社（共著）  
「銀行の戦略転換」東洋経済新報社（共著）  
「金融市場の勝者」東洋経済新報社（共著）  
「金融社会主義」東洋経済新報社（共著）  
「世界国債暴落」東洋経済新報社（共著）  
「20XX年 世界大恐慌の足音」東洋経済新報社  
「国債暴落－日本は生き残れるのか」中央公論新社  
「これだけは知っておきたい国際金融」金融財政事情研究会  
「2020年 消える金融」日本経済新聞出版社（共著）  
「異次元緩和脱出」日本経済新聞出版社（共著）