

# 新春討論会 二〇二〇年の経済展望

海津 政 信 熊 谷 亮 丸  
嶋 中 雄 二 高 田 創

## はじめに

○増井理事長 皆様、あけましておめでとうござ  
います。本年もどうぞよろしくお願いいたしま  
す。

私ども日本証券経済研究所が主催する毎年恒例  
の新春討論会も、今年で四回目になります。早速  
ですが、始めさせていただきたいと思えます。

御登壇の皆様を御紹介させていただきます。向  
かって左から、野村證券金融経済研究所シニア・

リサーチ・フェロー兼アドバイザーの海津政信  
様、大和総研常務取締役チーフエコノミストの熊  
谷亮丸様、三菱UFJモルガン・スタンレー証券  
参与で景気循環研究所長の嶋中雄二様、岡三証券  
グローバル・リサーチ・センター理事長でエグゼ  
クティブエコノミストの高田創様です。

例年のとおり、この後の進行役は海津さんにお  
願ひしております。海津さん、どうぞよろしくお  
願ひいたします。

○海津 皆様、お忙しいところ、たくさんお集ま  
りいただきまして、まことにありがとうございます

す。

最初に、私からまとめて昨年の振り返りをした上で、今年から来年にかけての展望に移りたいと思います。

昨年一月の段階では、FRBはやや利上げモードでしたが、その後利上げを停止し、七月、九月、一〇月と三回にわたる予防的な利下げを行いました。それを受けて米国株が上昇し、アメリカの景気がこれだけしっかりしていることを昨年一月の段階での確に予測するのは、タイミング的にはやや難しい面があったのではないかと思います。どちらかというと、景気減速を前提とした慎重な議論が多かったように思いますが、一年後の株価の見通しは、嶋中さんは二万四〇〇〇円ぐらい、私や高田さんはもう少し弱気でした。討論会が二月に開かれておれば、FRBは利上げしないとはつきり言い始めていましたので、もう少し的

確な予測ができたと思いますが、昨年の新春討論会は反省のほうやや多かったように思います。

そのようなことを踏まえた上で、世界経済、日本経済、特に日本経済の場合は、東京オリンピック・パラリンピック（以下「東京オリンピック」）の後に不況が来るのではないかという伝統的な懸念を持たれる方もいますので、そのあたりも含めて議論をしたいと思います。最後に、皆さま御関心の株価、為替等々についてお伺いしたいと考えています。

## 一、世界経済の展望

○海津 それでは、世界経済の展望について、熊谷さんから順に御披露いただければと思います。

○熊谷 大和総研の熊谷です。よろしくお願いたします。

世界経済については、皆様ご存じの通り、二〇二〇年は、アメリカでは大統領選があります。また、中国は、第一三次五カ年計画・GDP倍増の最終年であり、二〇二一年は共産党結党一〇〇周年のお祝いの年に当たります。このため、自然体では余りよくないものの、政治的ビジネスサイクル等に支えられて、一月のアメリカ大統領選くらいまでは、景気は極端に悪くはない状況が続いていくと思います。ただ、大統領選の後は、誰が大統領になるかによっても大分変わってきますが、若干波乱含みと考えています。

まず、世界、日本、米国、欧州、中国のそれぞれについて、二、三年の在庫循環と一〇年から二〇年の中長期のストック循環（設備、自動車、住宅）の状況をみていきます。基本的には、フローの伸びとストックの状況で判断します。お手元の表では、極めて良好な状況を○、以下、△、▲と

し、極めて悪化した状況を×で表しています。結論としては、総じて少し厳しい状況です。在庫循環は▲や×が多く、設備のストック循環は、今までは伸びてきたものの、ならして見れば大体△の状況で、ピークは過ぎた可能性があります。自動車のストック循環は、二大大国であるアメリカと中国が×で、構造不況的な色彩を放っていて厳しいです。また住宅のストック循環は、日米しかデータがとれませんが、ストックが積み上がっており、自然体で見れば少し厳しい状況だと思えます。

次に米中摩擦ですが、これは二層構造になっています。表面は貿易赤字の問題ですが、これはそれほど大した話ではありません。底流にあるのは、資本主義と共産主義の体制間の覇権争いです。中国は、貿易黒字という「お金」の話であればある程度は譲れても、体制にかかわる部分につ

いては譲らないのが基本スタンスです。合意の中でも、例えば強制的な技術移転や知財については一部触れられていますが、これらは、法律をつくただけで、運用次第で幾らでもごまかすことは可能であり、検証もなかなか難しいです。「二年間で二〇〇億ドルの輸入増」というのも、中国の景気が悪い中では眉唾物です。一方、産業補助金、国有企業のサポートなどはまさに共産主義の根幹にかかわる部分です。したがって、この戦いは恐らく底流のところで一〇〜二〇年程度の時間軸で続いていくと思います。

他方で、トランプ大統領が目指しているのは、とにかく再選です。ですから、大統領選までは、いろいろ拳は振り上げても、弾効でよほど追い込まれて支持率が下がったりしない限り、本気で事を構えることはしないはずですが、したがって、総じて見れば、大統領選までは景気はまずまずしつ

かりした状態で推移し、その後については、誰が大統領に選ばれるかによってシナリオが大きく変わってくるのではないかと考えています。

○嶋中 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の嶋中です。よろしくお願いいたします。

いくつかの指数から景気の状態を見ていきたいと思えます。

まず、世界の製造業景況指数（PMI）です。新興国が少し先に動いていて、先進国が遅いことがわかります。常識的には、アメリカ経済から新興国のほうに影響が及ぶと考えられますので、ちよつと違和感がありますが、これは、新興国は原材料に近い段階の生産を担っていることと関係があるのではないかと思っています。

新興国のPMIは、二〇一九年六月の段階で四九・九です。これが大底で、その後上昇して、九月から一二月まで四カ月連続で五一・〇となり五

〇を上回っています。先進国のPMIが一番低かったのは二〇一九年七月の四八・七で、新興国より一カ月遅れで上昇しています。Markit社がまとめている世界全体のPMIでは、二〇一九年七月の四九・三が大底です。私は、雑誌『月刊資本市場』（二〇一九年九月号）で「七月が底」と宣言しましたが、賛同される方は余りいませんでした。しかし、改めて振り返りますと、世界経済の大底はやはり七月だったと思います。その後、一二月にかけて五〇を上回る状況で、世界経済は順調に回復しています。

次は、アメリカのNAHB（全米住宅建設業協会）の住宅市場指数です。これは、住宅業者を対象に一戸建て住宅の販売状況をアンケート調査したもので、五〇を上回ると景況感がいいという判断です。一二月は七六、一月は七五で、約二〇年ぶりの高い水準です。リーマンショック前の二〇

〇五年六月の七二をも上回っています。要因は、FRBによる三回の予防的利下げと金融緩和を背景として、長期金利が大きく下落したことだと思います。

また、コンファレンス・ボードという民間調査機関が出しているアメリカの景気先行指数は、二〇一九年七月がピークで、一〇月まで三カ月連続で下がった後、一月は上がっています。過去の経験から、景気先行指数のピークから一三カ月ぐらいのタイムラグで景気の山を迎えてしまいます。計算上は今年の八月、大統領選の直前あたりが景気の山になります。住宅需要が突出して上がっているのです、夏前に長期金利の急騰が起こった場合は、かなりの波乱になる可能性もあると思います。

私はどちらかという楽観論者と言われていますが、節目節目では波乱を予測することもあります。

す。例えば、一九九一年のイザナギ超え論争のときは「景気後退だ」と言いましたし、二〇〇〇年のITバブルのときも「日銀はゼロ金利を解除してはだめだ」と言いました。今回は、二〇一八年一〇月のように、長期金利が急速に上がれば、アメリカの大統領選の頃、住宅需要が落ち込み、景気後退を招く可能性があるかとみています。また、最初に海津さんが言われた東京オリリンピック後の「伝統的な懸念」を持っています。

○高田 世界経済については、正直言って、よくここまで回復したなと感じています。景気見通し自体はそれほど外れていなかったと思いますが、アメリカの利下げが三回もあったのは少し意外でした。また、日本経済について、アメリカで三回利下げがあった割に円が強くならなかったのは、今もやや誤算があったと感じていますが、これはアメリカの景気が結構持続していることが要因だ

と感じています。

今年については、世界経済は確かに底入れはしたものの、回復感それほど強くないと思います。昨年の今ごろは景気下降の途上にあったものが、年後半以降持ち直して世界的にも安心感が出てきたと思いますが、V字回復というわけではなく、L字形あるいはU字形の回復ではないかと思っています。ですから、IMFが昨年後半に、「Synchronized Slowdown and Precarious outlook」、つまり、世界同時にやや減速して、回復するとはいってもおぼつかない、と言っていることには余り違和感がありません。

ただ、そのような中でも株と不動産は意外に強いと見ており、これが、今回の特徴的な状況の一つの側面ではないかと思えます。また昨年、為替の変動が非常に小さかったことも資産価格の一つの支えになっていると思えます。日本経済は、回

復環境ではありませんが、外部環境はそう悪くないということです。

IMFの世界経済見通しは、昨年と余り変わらない感じですが、私の見通しも同じです。日本やアメリカは、昨年よりも今年のほうが若干悪いと見ており、回復感は余り強くないと思います。

二〇一五年、二〇一六年ぐらいからの回復がピークを迎えて、昨年の今ごろはかなり減速感が出ていました。それには三つの要因があったと思います。中国の減速と半導体サイクルの下落、そして、アメリカも、製造業を中心として従来に比べると元気がなくなってきたことです。これらの三つの中では、中国の回復感は強くない一方で、半導体は結構回復感が出てきています。また、アメリカも意外と粘り腰の状況で対応しています。ただ、二〇一六年ころの状態にもう一回戻るかというところ、中国にそこまでの力はないし、半導体

も四年前のような急回復はありません。アメリカも、一二〇カ月を超える戦後最長の回復の状況で、足下も比較的強いことに変わりはないですが、先ほど嶋中さんが言われたように、場合によっては、どこかでピークアウトするリスクもあると思っています。したがって、新興国は比較的戻ってきている状況ですが、回復感については、強いものではないというのが世界経済の全般的な見通しです。

○海津 それでは、私の見立ても少し御紹介させていただきます。

皆さんと多少違うかもしれませんが、二〇二一年ぐらいにかけて少し持ち直しを強めていく可能性もあると思っています。三つ理由があります。根本は、ゴルディロックスといいますが、リーマン後のニューノーマルといいますが、米国経済が一〇年を超える長期の好況が続いている中で、イ

インフレ率が上がってこないことです。これには、リーマン後の不況の谷が極めて大きかったことや、最近のEC（電子商取引）化等の動きなど、いろいろな理由があると思いますが、やはりリーマンの後遺症で、人々は賃上げより、職の確保を優先している感じがします。

二つ目の理由は、昨年、金融政策、財政政策面でもかなりてこ入れ策が行われたことです。FRBは、三回にわたって予防的な利下げを行いました。FRBは、日銀やヨーロッパ中央銀行と違って、物価の安定だけではなく、最大雇用についても責任を負っているので、インフレに問題がなければ、景気拡大を長期化するために利下げも辞さないところがあるので、それがかなり寄与している感じがします。

また、ヨーロッパ中央銀行も、マイナス金利の若干の深掘りとQE政策の再開を昨年の九月に決

めています。日本も、昨年の一二月に真水で七兆円ほどの経済対策を打ち出していますので、これらが一年遅れて今年から来年にかけて世界経済の持ち直しにつながっていくと考えています。

三つ目の理由は、アメリカが世界最大の産油国になったことです。米国以外の世界の産油国は、サウジアラビアやロシアですが、産油量は、サウジで日量一〇〇〇万から一一〇〇万バレル、ロシアもほぼ同じです。

その中で、米国の原油生産見通しでは、二〇二一年末に日量一四〇〇万バレル超です。中東で多少の紛争があっても、アメリカが増産でそれを吸収できますし、よほどサウジとロシアが協調して減産体制を維持していかないと、原油価格はむしろ下がりやすくなると思います。

このような中で、世界経済は持ち直していくと考えています。



ここでトランプ大統領の行動について少し引いて考えると、再選に向けて、割とよくいろいろなことを組み立てている感じがします。

昨年の一〇月以降、中国との通商交渉も、かなり弾力的に考えて協議をしてきました。アメリカの消費者にとって極めて重大なスマホやパソコンなどの輸入一六〇〇億ドルには結局関税をかけたままです。九月一日から中国からの輸入一四〇〇億ドルにかけていた一五%の関税は、二月中旬には七・五%に下げることになっています。

また、対イランについては、日本のメディアがワシントンの真相を十分伝えていないこともあって、極めて危なっかしいことをしていたかのよう報道されていますが、私は計算ずくでやっていたと思っています。

私が聞いている話を少し具体的に御紹介します。昨年一二月二九日、フロリダにあるトランプ

氏の別荘に、ポンペオ国務長官、エスパー国防長官等、六人の主要閣僚及び補佐官が集まりました。その中で、ポンペオ氏がA、B、C、Dと四つの案を示して、「大統領閣下、ここでイランに對してきちんと対応策をとらないと、あのオバマのように弱腰だと批判されます」と、あえてオバマの名前を出して挑発し、トランプは「では、一番強硬なD案でいこう」と決めて、一月三日にソレイマニ司令官を殺害したということです。

ただ一方で、イランと接触したかどうかはわかりませんが、ポンペオはその直後からあらゆる外交チャネルを通じて、一旦はやるけれども、そこからさらにエスカレートはしないということの水面下で発信していたということです。その後、その後の自制も、始めたときから決めていたと理解できます。

もともとイランに対して本格的に戦争を起こす

ことはトランプ自身も考えておらず、それなりに計算し、コントロールしながらやっていると思たほうがいいのではないかと思います。

今年は大統領選挙年ですが、実はニューヨーク株には大変なアノマリーがあります。四年に一度の大統領選挙のサイクルの中で最も株価が上昇するのは選挙の前年です。一九四五年から二〇一七年まで、前年は、一七勝一敗で、平均上昇率は一五・〇七%です。昨年、米国株は二二・三%上昇しています。また、選挙年は、一三勝五敗、平均上昇率は四・八六%です。ですから、トランプは、米国の景気を維持し、株高も味方につけて再選をめざすと思います。個人的には、五〇〜六〇%ぐらいは再選の可能性があると思っっています。

さて、ここまで余り議論にならなかったヨーロッパですが、イギリスのEU離脱問題も落ちつ

きそうな感じになってきています。アメリカと中国だけに集中して議論するのは少しバランスを欠きますので、ヨーロッパをどう見たらいいのか、お聞きしたいと思います。

○高田 ヨーロッパの景気は、昨年下がったものの、年後半ぐらいから回復の動きにはなっています。この背景には、減速していたドイツが少し戻ってきたことや、ECBもそれに伴ってアコモダイティブな対応をとったことがあげられます。一時ヨーロッパがかなり先んじて落ちていた状況からすると、昨年後半からの回復は意外とペースが速いと思っています。今年も、その流れはある程度続くと思いますので、世界全体の中でいえば、景気の足を引っ張るわけでもないし、かといって世界を牽引していく力があるわけではない、比較的ニュートラルな状況ではないかと思えます。

また、昨年までは、ブレグジットで波乱があるという見方もありましたが、不確定要素はとりあえず低下した感がありますので、比較的低位のところで安定するというのが私の見方です。

○嶋中 ブレグジットの問題は、ジョンソン首相率いる保守党が予想外に大勝したことで状況は一気に好転しましたが、全て終わったわけではありません。EUとの通商協定を巡る交渉が残っていて、今年の年末までに合意に至る必要があります。詰めのところで何か起こる可能性があり、そのリスクも考えておかなければなりません。基本的には大丈夫だと思います。

景気は、相当悪い状態に落ち込みましたが、金融機関などに対するアンケート調査をもとに算出したZEW景気期待指数が昨年一二月に急速に改善しており、これが今後ユーロ圏のPMIを押し上げる力になっていくのではないかと思っています

す。

欧州の景気先行指数と製造業景況指数を見ると、現在はまだ五〇という景況感の分水嶺を大きく下回っていて、お世辞にも景気がいいとは言えない状態ですが、上向き兆しは出ています。OECD景気先行指数のユーロ圏版を瞬間風速（前月比率）でユーロ圏のPMIに対するタイムラグの分の五カ月間だけ先行させてPMIの動向を予想すると、今年の夏場ぐらいまでは大いに期待できるのではないかと思っています。

先ほど中国のことに余り触れなかったので、少しお話しします。

国営企業を中心に国家統計局がまとめた景況指数は、現在上がり始めています。また、OECD景気先行指数の中国版をPMIに対して一二月先行させたものも割と好調です。

中国の実質GDPは、今日、年間で六・一％と

発表されました。注目は鉱工業生産です。一〇一  
 一月に五・五%であったのが、一〇一二月期  
 には五・九%とかなり高くなっています。そもそ  
 も論として、輸出額が、前年比マイナスから一〇  
 一二月期には一・九%とプラスになっていま  
 す。これを見ると、中国景気の上昇がうかがえま  
 すし、粗鋼生産量も一二月は大きく増産となつて  
 います。固定資産投資も上がっていますので、中  
 国の景気は足下でいよいよ回復し始めていると言  
 えるのではないかと思えます。ただ、問題は持続  
 性だと思えます。

○熊谷 ヨーロッパについては一言だけ触れて、  
 冒頭の発言を少し補足したいと思えます。

ヨーロッパで、これから非常に大きな議論に  
 なってくるのが、イギリスとEUのEPAです。  
 この中にはどうしても投資分野を入れざるを得ま  
 せん。ただし、投資に関しての合意には、普通に

考えて五年、一〇年かかりますので、場合によつ  
 ては、まず関税だけで見切り発車をして、その間  
 をどのようにつなぐかが議論になるかと思いま  
 す。

また、景気を大局的に見たときに、今まで皆さ  
 んが言われたように、ITのサイクルは明確に底  
 入れの方向ですが、他方で、自動車のサイクル  
 は、世界的に見てストックが非常に積み上がって  
 います。また、そもそも、今まで自動車産業は、  
 内燃機関を中心としたモノをつくる産業でした  
 が、ヒトを安全・快適に移動させるトランスポー  
 テーション産業に変わってきています。まさに一  
 〇〇年に一度の変革の中にありますので、環境分  
 野での規制が強まるなか、構造的に自動車の生産  
 は低迷しているわけです。それでは、「強いIT  
 T」と「弱い自動車」でどちらの力が強いかとい  
 えば、産業連関表などで見てもITの波及効果は

限定的なので、弱い自動車に引っ張られて、世界経済は底入れこそするものの、回復力が弱い状態が続くと思います。

さらに、メインのシナリオとしては、ゴールドクスの動きが続くと考えていますが、ワイルドカードとして中東の問題が非常に深刻です。お互いに本気で事を構えないことは、アメリカもイランもわかってはいますが、第一次世界大戦、日中戦争などの先例をみても、戦争というのは突発的なところから起きるわけです。今イラン政府は弱体化していて、GDPは昨年の見通しでマイナス九・五%、CPIはプラス三六%の中、コントロールできない形で不測の事態が起こり、もしアメリカ人の血が流れるようなことが起こりますと、そのときは非常に大きなリスクが生じます。例えば、ドローンで油田が攻撃されたとき、日量五七〇万バレルの生産能力が消失しましたが、

ホルムズ海峡が閉鎖されると日量二〇〇万バレルの消失で、陸上経由で輸送できる原油の供給量を差し引いたとしても、ドローンによる攻撃のときと比べて三倍以上の影響があります。原油が一〇ドル上がると、日本のGDPは大体〇・一%下がります。それに加えて一〇円高・ドル安になると、日本のGDPは〇・四%程度低下します。従って、万が一、ホルムズ海峡が封鎖されて、原油価格が一〇〇ドルを超え、大幅な円高が進行する場合には、わが国のGDPは一%近く下がるリスクがあります。

今、新興国企業や各国政府が借金を積み上げているにもかかわらず、なぜ世界の経済がもつているかという点、インフレが抑制されて金利が低いからです。その根本が崩れることが、グローバル経済にとっての最大のテールリスクであると考えます。

○海津 ヨーロッパと、中国について少しつけ加えたいと思います。ヨーロッパの景気は下げ止まって、多少持ち直してくると思います。ただ、CO2の規制がかなり強化されていて、ヨーロッパが一番きついわけです。ドイツの基幹産業は言うまでもなく自動車ですから、この分野の需要、生産の弱さは、ヨーロッパを見る上で少し留意する必要があると思います。

中国は、循環的に少し持ち直してくると思いますが、長期的にはいろいろな問題を抱え始めていると思います。最大の問題は債務の過多だだと思います。「メイド・イン・チャイナ二〇二五」計画については、米国を中心に先進国はこれを阻止する方向です。中進国からまだ完璧に抜け出せていない中、習近平氏が二〇一七年初の共産党大会で、米国と並ぶ経済・軍事強国宣言をしたのは大きなミスだったと思わざるを得ません。長期的に

は、中進国のわなにはまる可能性もないとは言えないと思っています。

## 二、日本経済について

○海津 次に、日本経済の景気見通しについて、嶋中さんから順にお願いします。

○嶋中 まず、日本経済が中期的にどのような位置にあるのかをお話しします。

一つは、設備投資の中期循環です。もう亡くなられましたが、文化勲章を受章され、景気循環論の大家の篠原三代平先生が、一九六〇年代に中期循環の下降局面に入ったと言われました。一九六〇年代といえば、六四年に東京オリンピック、翌六五年に昭和四〇年不況、その後、立ち直って設備投資循環の上昇局面に入り、イザナギ景気という五七カ月続いた景気拡大がありました。そし

て、一九七〇年に大阪万博です。何やら今と似ているわけです。

設備投資のGDPに対する比率をみると、現在好調に推移しており、既に名目値で一六%台に入っています。ただし、投資採算という、利払い前利益率から有利子負債利率を引いた数値を見ると、ピークアウト感が出てきているのが少し気になります。

また、今年の東京オリンピックにかかわる建設投資については、既にピークアウトしている可能性があります。このことは、二〇一五年に日本銀行が、二〇〇〇年のシドニーオリンピックを例に計算した建設投資の増加要因で示されています。都市の再開発は非常に強いですが、東京オリンピックのための競技場やインフラ整備は大体終わっています。

次に、これは私独特の概念ですが、一九五一年

のサンフランシスコ講和条約で日本が再び独立国になって以来、一度も例外なく続いている現象があります。それは、景気の拡張期間が長いときと短いときが四・七五年交代で繰り返されており、九・五年周期で続いていることです。これは、内閣府の景気基準日付上の谷から山までの拡張期間の全体に占める比率を、四半期ベースで四・七五年ごとに計測してみるとわかります。私が景気循環論を強調するのは、この規則性がまだ残っているからです。今後とも予測に使えるかもしれないと思っています。この循環論からすると、二〇一八年から二〇二一年ぐらいまでは、二〇一三年から一七年までのように、景気後退が全くない、あるいは設備投資がずっと伸びるといったことが少し難しい時期に当たっています。確かに、情報通信関連投資は、GAF Aの台頭に伴って伸びています。また、人手不足を補わなければいけない

ど、合理化投資も非常に目立っています。ただし、中期的にはエンジンブレーキのようなものが利き始めて、調整局面が二〇二一年ぐらいまで発生するのではないかというのが、日本経済についての基本観です。

○熊谷 嶋中さんが言われたように、設備のストック循環はもう徐々に陰りが見えてきており、全体としては決して明るい状況ではないと思います。

私は、経済同友会の経済情勢調査会で委員長をやらせていただいています。直近のアンケートでは二八%の経営者が、また、ESPフォーキャスト調査では三四人中九人、つまり二六%のエコノミストが景気は後退しているという捉え方をしています。

一月月の景気動向指数は八月から四カ月連続で悪化しています。ただし、このデータは後方三カ

月移動平均ですから、二か月後の一月の指数は一月から一月の平均で、これを八月から一〇月の平均と比較することになります。一〇月は増税と台風の影響で極端にデータが悪いので、恐らく景気動向指数は一―三月のどこかで底入れをして、日本経済は、〇・五%ぐらいの緩やかな成長を何とか続けるのではないかと考えています。

日本経済を下支えする要因は大きく五つあります。

一点目は、冒頭申し上げたグローバルな政治的ビジネスサイクルです。今年は、アメリカの大統領選があり、中国の第一三次五カ年計画の最終年に当たることです。

二点目は、国内の雇用や所得は決して悪いわけではなく、緩やかな拡大を続けていることです。深刻な人手不足が続くなかで、もし今景気が悪くなったとしても、極端なリストラが行われ、所得



が急減することは、考えにくいと思います。

三点目は、二兆円の消費増税に対して二・三兆円の万全の経済対策が打たれていることです。非常にきめ細かい需要の平準化策が講じられたことなどが奏功して、個人消費の駆け込みも、前回の増税のときは概ね一・二兆円と見ていましたが、今回は約半分の〇・六兆円程度にとどまったのではないかと考えています。

四点目は、ある程度底堅い設備投資が続くのではないかということです。現状、輸出環境が悪化するなか製造業は厳しいですが、非製造業においては、例えば、通信業の5G関連の投資、小売業の人手不足に対応した合理化・省力化投資、また、東京オリンピックの開催を控えた転落防止用のホームドアへの投資などもあり、設備投資需要は底堅く推移することが見込まれます。

五点目は、グローバルなITサイクルが底入れ

してきたことです。

以上のポジティブな材料が日本経済を下支えすると考えています。

他方で、テールリスクもあります。トランプ政権の迷走、新型肺炎の流行などを受けた中国経済の減速、ブレグジット、中東情勢の四つです。それぞれについて、シミュレーションを行ったところ、最悪の場合、日本のGDPはマイナス二・七%押し下げられます。

結論としては、メインのシナリオは、幾つか下支え要因があるので、〇・五%ぐらいの緩やかな成長です。地雷はやはり海外に埋まっています、海外のリスク次第では、すぐにもマイナス成長に陥っていくような非常に脆弱で緩やかな景気の回復、下振れリスクを抱えた展開を想定しています。

○高田 まず先ほどから議論になっている東京オ

リンピック後の不況については、一九六四年のオリンピックのときのインフラの整備とは桁が違う状況なので、すぐに起きるとは思っていません。ただ、足下の景気は余りパツとしないと思つています。

世界経済の回復感が鈍いので、外需は強い状況にはなりません。また、内需もいろいろな対策は行われてはいますが、消費増税前の基調も余り強くなかったので、それほど駆け込みも起きていません。

その観点から言うと、先ほど他の方からも出ていたように、場合によっては後退局面の認定もあるかと思えます。今年の景気の見通し、もしくはGDP予想も、昨年よりも低いですし、どちらかというところ、潜在成長力を若干下回るくらいが今年の見通しではないかと思えます。

ただ、先ほど熊谷さんから御指摘がありました

ように、製造業は弱いけれども非製造業は比較的強いし、底堅いと思えます。というのは、「雇用と資産価格の底上げ」が大きく寄与すると思つてゐるからです。雇用はまだ人手不足という状況です。一方、資産価格も、株は足下が結構強い状況で、不動産もそろそろと言われながらも結構底堅い状況です。

また、東京オリンピック後の状況については、私もいろいろヒアリングしていますが、建設需要も、これまで人手不足でできなかった更新需要も結構根強いです。インバウンドも、過去のオリンピックの事例を見ると、開催の年は皆警戒して、意外と来ないのですが、その後はトレンドとして比較的底上げされやすい傾向があります。

今回は、一三兆円、真水で七兆円の経済対策の効果もありますし、各地でのインフラ投資、災害復旧事業もあります。

二〇二〇年代を展望した日本経済は、平成期にバランスシート調整などで縮こまっていた状況から、ある程度ニューノーマルに入ってきた状況ではないかと思えます。潜在成長力自体は、少子高齢化の中で、一％を大きく上回るような状況ではなく、せいぜい〇％台の後半ぐらいが今の実力です。その中で、従来の生産中心から非製造業での新たな投資を中心として、低成長にある程度なれながら進んでいく、その幕あけが二〇二〇年の日本経済ではないかと思っています。

○**海津** 野村証券の見解も紹介したいと思えます。年度ベースの実質GDP成長率ですが、二〇一九年度がプラス〇・八％、二〇二〇年度がプラス〇・三％、二〇二一年度がプラス〇・四％で、コンセンサスよりもやや弱目にみえています。ちなみにコンセンサスは二〇一九年度がプラス〇・九％、二〇二〇年度がプラス〇・五％、二〇二一

年度がプラス〇・六％です。

このような違いが生じたのは、コンセンサスより外需についてやや慎重に見ているためです。一方で、内需、すなわち個人消費と設備投資については、実はそれほど弱く見ているわけではありません。非製造業を中心に人手不足、情報化等々で、設備投資についてはコンセンサスよりむしろ強く見ていて、専ら外需から来る慎重見通しが反映されています。

ここから先は私個人の意見ですが、野村証券の見解は、外需をやや慎重に見過ぎていると思えます。中国も一旦は少し持ち直して、アメリカは比較的強い経済が続くと見えていますので、少なくともコンセンサス並みの〇・五％ないし〇・六％、経済対策の効果が若干プラスされれば、それより上目もあるかもしれないと思っています。

中身の議論としては、半導体サイクルに底打ち

後の回復傾向がみられます。電子部品・デバイス工業の出荷の前年比と在庫の前年比を差し引いた指数を見ると、一昨年の秋に底をつけて少しずつ改善してきています。昨年の一〇月と一二月については若干踊り場的になっていますが、三、四年に一度のサイクルなので、二〇二〇年後半から二〇二一年ぐらいにかけて半導体サイクルが底打ちし回復していくことはほぼはつきりしていると思います。エレクトロニクス株も、その後を追うようにして上昇してきており、マーケットもこのサイクルに沿った回復の動きを基本的には評価している格好にもなっています。これが一旦よくなる、と、半年、一年で終わるとい話ではないので、二〇二〇年の後半から二〇二一年ぐらいにかけて、産業景気が引く張ってくれると思いますので、ここは少し強目の議論として見ていただいていると思います。

半導体サイクルの裏側にあるのは5Gです。昨年一〇月の台湾セミコンダクターの決算からかなりはつきりしてきました。日本は若干遅れて今年から5Gの基地局投資が始まりますが、中国や韓国は、既に昨年、先んじて基地局への投資をしており、これが通信関連の半導体の回復につながっています。また、G A F A のデータセンターの投資も、二〇一七年から二〇一八年にかけて少し過剰だった反動でやや弱くなっていました。ここに来て、かなり持ち直してきていることも関係している感じがします。半導体の中というところ、ロジックが先に回復して、メモリーが後からついていくことになりましたが、N A N D も在庫調整がほぼ終了しましたし、一番懸念されていたD R A M についても、ほぼ在庫調整のめどがつきつつあるので、電子部品、製造装置も含めてそれなりに強くなると思っています。

もう一つの論点は、東京オリンピック後をどう見るかです。建設と不動産担当のアナリストが協働してつくった二〇二五年までの「東京都心五区のおフィスの供給量」をみると、二〇二一年、二〇二二年に供給量が細まっているのが若干気になります。しかし、二〇二三年から二〇二五年にかけて再びかなり力強い供給が見込まれています。

大手町界限はすでに再開発がかなり進んできていますが、日本橋は、東京オリンピック後にかなり大型の再開発計画があります。渋谷も相当大規模な開発が行われていますが、まだ半分にも満たない状況だと聞いています。新宿や池袋なども、恐らく何らかの計画が出てくると思われるので、東京オリンピックの直接の需要はピークアウトしても、それに取ってかわるものはかなりある感じがします。

加えて二〇二五年は大阪万博ですから、多少循

環的に弱い場面があったとしても、それが構造的に続いて、ゼロ絡みの成長になるほど弱くはないと思います。人口は減り始めているので、年率一％を大きく超えるような成長は見込みにくいと思いますが、〇・五％から一％ぐらいの実質成長率は確保していくのではないかと考えています。

### 三、アベノミクスの評価

○海津 まだ少し時間がありますので、アベノミクスについて議論したいと思います。アベノミクスが二〇一二年末から始まって既に七年が経過しています。この間、雇用者は五〇〇万人ほどふえて、日経平均株価は、民主党政権時代の八〇〇〇円から二万四〇〇〇円と三倍近くまで上昇しています。一方で、「桜を見る会」など、やや長期政権の緩みが出ているとも言われていますが、安倍

内閣の支持率も下がりそうで下がりません。若い人たちを中心に安倍政権の支持率を底支えしている感じがします。

そこで、アベノミクスを皆さんはどのように評価されているのか。一方で課題もあると思いますので、今後どのようなことに入っていくべきなのかについて、議論をしていただければと思います。では、熊谷さんからお願います。

○熊谷 アベノミクスについては、基本的な方向性は正しいのですが、一本目、二本目の矢に頼り過ぎていて、一番大事な三本目の矢が十分に飛んでいないのが問題ではないかと思えます。企業の内部留保に関しては、期待成長率が先に動いて、三四半期程度遅れて設備投資が追従するという傾向があります。しかし政権の一部で、設備投資が原因で、経済が結果であり、設備投資を上げれば経済が上がるという考え方をする向きもありま

す。そうではなく、まずは岩盤規制の緩和等々、三本目の矢で期待成長率を上げるのが原因であって、結果として設備投資が伸びてくるということこそをまずしっかりと整理しないといけないと思います。

もう一つは、物価が上がらないという問題です。その裏側にあるのは生産性の低迷で、そこには幾つかの構造的な問題があります。

一点目として、日本は世界最高品質のサービスを提供しているにもかかわらず、適正な価格を取っていない、いわゆるマークアップ率等々の問題です。日本のような文化レベルの国で、一泊二食つきで一万円程度で泊まれるような国はありません。適正な値付けができない背景には供給過剰の問題があります。ですから、自民党が避けてきたスクラップ・アンド・ビルドなどを行うことによつて、供給過剰の問題を解決し、適正な値付け

を実現することが必要です。

二点目は、労働市場の流動性の不足です。パートの賃金は過去最高の上がり方をしている一方、正社員の賃金は低迷しています。これは、労働市場の流動化が不十分で、足下の景気がいいからといって正社員の賃金を上げてしまうと、いずれそれを引き下げることや、リストラを行うことができなくなってしまうからです。その意味では、いわば「攻めのリストラ」を行い、景気がいいときに社会的に伸びている分野に円滑に人を移して、生産性を上げる一方で、こうした労働移動を社会保障のセーフティネットで円滑に支える仕組みを構築することが必要だと思います。

三点目として、国を開いていないことです。イノベーションは、ダイバーシティや多様性があるところから起きるわけですが、日本の場合、非常に同質的な組織なので、なかなか画期的なイノ

ベーションが起きにくくなっています。

四点目として、特に農業、医療、介護、労働等の分野で岩盤規制などと言われる規制の問題があります。

五点目として、今企業にとって無形資産のほうはるかに重要になっていくわけですから、例えばブランド力であったり、社員に対する教育、さらにはリカレント教育なども含めて、無形資産の形成に力を入れていくことが必要です。

総じて言えば、カンフル剤で景気はよくなりましたが、三本目の矢、とりわけ国民にとって耳の痛い労働市場の流動化やスクラップ・アンド・ビルドなどを通じた「新陳代謝」が十分に行われていないので、労働生産性も物価もなかなか上がらないわけです。そこにこれからアベノミクスが踏み込めるかどうか最大の鍵ではないかと考えます。

○高田 一番の大きな成果は円安・株高の好循環だったと思います。平成期におけるバブル崩壊後の一番の問題点は、資産デフレと超円高でした。

それに伴って、例えば資産デフレの状況であれば、企業は当然バランスシートを圧縮しますから、持たない経営になるわけですし、超円高であれば、その中で国際競争力を保とうと思えば、価格は上げません。持たない経営とリストラが何十年にもわたってしみついたわけです。

そのような状況の中で、円安、株高を実現し、普通の状態になってきたというのは大変な成果だと思えます。

その背景には、マイナス金利も含めた金融の超緩和があります。

「企業業績と投資家への収益還元」状況を見ると、二〇一八年度の当期純利益は約六二兆円で、史上最高益を更新中です。今年度はそろそろピー

クアウトしてくると思いますが、一九九〇年のバブルの頃でも二〇兆円もなかったわけですから、その三倍以上ですし、ミニバブル期の倍以上になっています。一方、支払い利息を見ると、一九九〇年のバブルのピーク時に四〇兆円近かったのが、六兆円台です。利払いがほとんどなくなり、その大半が企業の当期純利益の押し上げにつながっています。マイナス金利政策とは、実は課税に等しいわけです。借りている人が一番得しますので、まず財政がよくなり、次に企業がよくなります。

一番の負け組が、貸している側の金融機関と、金融機関に貸している家計、預金者です。金融機関と一般の家計では、補助金を出したり、税金を取られたりしている状況なので、消費が伸びにくいのです。

そうなると、たくさんたまっている企業収益を



経済全体にどう還元していくのかを考える必要が出てきます。従来であれば投資をして還元したり、トリクルダウンによって賃金に還元したり、利払いを通じて家計に還元する動きがありました。が、持たない経営が浸透する中で、どのような形で投資をして家計に分配していくのが課題です。また、人手不足によって、非正規社員にはある程度還元したとしても、正規社員にどう還元するのかも含めた分配策の検討も課題です。

その観点では、これまでの成果の持続性にやや難点も出てきていて、その辺を、今の政権も気がつきながら、最近の政策が打たれていると考えることもできると思います。

○嶋中 アベノミクスの三本の矢は、第一の矢が大胆な金融緩和、第二の矢が機動的な財政出動、第三の矢が成長戦略ですが、第一の矢が非常に大きく効いたと思っています。私は、黒田さんの大

胆な金融緩和が行われるのに先立って、物価ではなくて、名目GDPの成長率を二年後に三%に持ってくるには、マネタリーベースをどれだけふやせばいいかを計算しました。その結果は、二五九兆円でした。後に岩田規久先生の本などでも紹介されましたが、黒田さんの二七〇兆円のマネタリーベースにつながっていったという話も聞いています。その意味では、私自身がこの金融政策の戦犯の一人かもしれません。私は、マイナス金利について提案したことはありません。あくまでも量をふやすことによって名目GDPを三%ぐらいに持つていくための計算でしたが、実際に名目GDPは大きく上昇しましたし、二年後に三%になっています。

物価が二%にならなかった理由は、原油価格の下落にあると思っています。原油価格は二〇一四年の六月にWTIで一〇七ドルでしたが、二〇一

六年の初めには二〇ドル台、現在は六〇ドルです。これでは二%のインフレ目標は達成できないわけです。

しかし、原油価格が値下がりしたことによって日本経済にプラスになった面があります。価格が上がらないから数量景気が続くという形で、七三カ月続いた戦後最長のイザナギ景気を超えたわけです。一月現在まで続いているとすると、八六カ月になるのですが、大変長い景気の拡大を続けることができています。特に公共投資を補正予算によって行ったり、時に応じて機動的な財政政策を行ったことも大きかったのではないかと思っております。

さらに第三の矢では、安倍政権は意外に大きなことをやったと思います。一つは、東京オリピックと大阪万博を決めたことです。かなり長い期間になりますから、成長戦略という意味で、

これも大きな効果を持ったと思います。

また、何といてもインバウンドです。安倍政権が発足する前はインバウンドという言葉すら余り聞かれなかったわけです。訪日外国人が日本でお金を使ってくれる現象は、大胆な金融緩和によって為替を円高から円安に持っていたことの結果です。これによって、日本の物価が安いと思わせたことに加え、ビザの緩和、多くの免税店の設置、LCCの導入など、規制緩和による成長戦略が功を奏したと思います。そのほか、これは余り評価されませんが、初期において、都市部の不動産の容積率を緩和して多くの再開発を引き起こしたことも、大きかったと思います。

内部留保や格差の課題は残っていますが、総じてアベノミクスは成功していると思いますので、ぜひこの路線を続けていっていただきたいと思っております。

ただ、今はマネタリーベースの伸びが少し弱いので、これをふやしたいのですが、ふやすと、長期金利が下がり過ぎて、金融機関に逆ざやを引き起こしてしまいます。その結果、収益が悪化し、金融機関を構造物に陥らせてしまいます。それは結局、回り回って日本経済にマイナスに影響します。

そこで、ある程度国債を発行して、マネーを多く出せるような状況をつくりながら、経済成長を遂げて、欧州と日本のマイナス金利を世界全体でできるだけ一緒のタイミングで終わらせるようなことを考えたかどうかと思っています。

○海津 今の議論の中で余り出なかつたことで、一つだけつけ加えさせていた দিয়ে、先へ進みたいと思いますが、私はアベノミクスの中で重要なのは、コーポレートガバナンス改革で、これは日本企業、日本の株式市場をかなり変えつつあると

思っています。

一つは、社外取締役の導入です。私もある会社の社外取締役を引き受けさせていた দিয়েいますが、社内取締役だけに任せていると、十分な経営の新陳代謝はできません。

また、少なくとも8%ぐらいのROEはきちんと確保しようという二〇一四年八月の伊藤レポートがありました。自己資本が積み上がり過ぎると、ROEが下がるので、増配や自社株買いをするといった形でビヘービアの変化にもつながっています。特に自社株買いは、今年度八兆円から九兆円に達するだろうと思われまし、長期的には一四〜一五兆円ぐらいまでいく見込みです。仮に日本銀行がETFの買い取りをやめても、日本株の需給が緩んで困るようなことはないぐらい自社株買いがふえてきており、コーポレートガバナンス改革もアベノミクスの成果の一つとしてきちん

と位置づけるべきだと思っています。

#### 四、株価と為替の見通し

○海津 さて、以上の議論を踏まえた上で、残りの時間で、今年の株価と為替の見通しを皆様にご披露いただきたいと思います。

○高田 私の展望は、先ほどの通り、景気は世界的にも思ったほど回復感はない割に、資産価格が底堅いことがベースです。

昨年は日本だけがマイナス金利の状況だったのですが、今年は世界的にもマイナス金利がふえ、特にヨーロッパに広がっています。

金利がマイナスの中で、投資家が何か得ようと思えば、結局、不動産株に投資をする選択肢になります。つまり、マイナス金利政策というのは、日本でいえば円安を起こし、株と不動産を上

げるための政策で、アベノミクスは、まさしくこれで成功したと考えることができると思います。

ここまでマイナス金利が広がったのは、アメリカが金利低下競争に参入したからです。そして、今年には特に大統領選があるので、どちらかという、まだ下げる可能性を残しているのではないかと思います。

その中で、日本もヨーロッパも、為替を考えると、緩和政策を変えることはなかなかできないので、今の状況が続くと考えたほうがいいのではないかと思います。

また、債券はインカムで、株式はキャピタルと言われていた状態から、マイナス金利ゾーンでの価格変動により債券がキャピタル商品になっていきます。インカム商品が、着実に配当がある株や着実にインカムがある不動産商品、これはREITでもいいのですが、これが今の資産市場を支える

状況になっていいると思います。

よほど景気が悪くなれば別ですが、少なくとも今の二万四〇〇〇円台を底堅めしながら、意外としっかりした展望が続くのではないかという見方をしていきます。また、アメリカも、ゴルディロックス的な状況でいけば、史上最高値を更新するよくな状況が続きやすいのではないかと思えます。

為替は、アメリカの金利が緩和されれば、若干のドル安の議論も起こりやすいと思つていきます。ただ、今のアメリカの景況感が比較的しっかりした状態にあることを考えると、なかなか動きにくいと思えます。

実は昨年の為替市場は一九七〇年代の変動相場移行後、最も変化が少ない年でした。八円ぐらいです。前年の二〇一八年も一〇円動きませんでした。今年は何干円高の方向で、もっと動かなくなると思つていきます。

マイナス金利は日本とヨーロッパだけではやめにくいと思えます。結局これはゲーム理論で言う囚人のジレンマみたいなものですから、自分だけがやめることはできない。要は協調解をもたらしことをしないとだめなのです。超低金利からの脱却は、副作用はあるものの少なくとも二〇二〇年というタームでは難しいと見ています。

○嶋中 私は先ほどの通り、今年の七一九月期が、景気の山の候補の一つではないかと考えています。日本では、オリンピック後の伝統的な景気後退、アメリカでは大統領選挙後に、特に目標がなくなってきた、少し景気に対する下支えの意欲がなくなってくることもあると思えます。したがって、秋以降、日米同時に、勢いがなくなっていくと考えています。もちろん、ピンポイントで一〇一二月期からリセッションとは言えませんが。来年の一―三月期ぐらいになるかもしれません。

せん。

仮に七―九月期を景気の山と考えると、株価はむしろ四―六月期ぐらいにかけて急速に上がってくる可能性があります。ニューヨークダウで三万二〇〇〇ドル、日経平均で二万七〇〇〇円といった非常に高い相場が実現してもおかしくないと思っっています。逆に、年末には二万四〇〇〇円程度になって、二〇二二年が少し心配です。

為替は、一ドル一〇円台が四―六月期まで続くとしても、年後半はやや円高に向かうだろうと思います。不動産屋さんのトランプ大統領にとっては、金利は低ければ低いほうがいいですから、日本やヨーロッパがマイナス金利なのに、何でアメリカはマイナス金利ではないのかと、パウエル議長に文句を言ったりするわけです。また、金利が低いほど、ドルは下がりやすく、ドルが下がれば貿易赤字の解消にもつながるので一石二鳥なので

す。そのようなトランプ大統領が率いるアメリカがあるからこそ、マイナス金利もなかなかやめられないというのは、高田さんの言われるとおりだと思いますし、すぐにやめられるとは思っていません。

少し心配なのは、今年の四―六月期あたりにかけて、アメリカ景気がさらに上がって、例えばISMが五〇を大きく上回ったり、原油価格、賃金も上がり、雇用もよくなってくると、FRBの次の一手は利上げかもしれないと言う人がマーケットで多くなる可能性もあるということです。実際に利上げまではいかないと思いますが、長期金利が一〇年債利回りで一時的に三%を超えるようなことが起こってもおかしくないと思います。日本でも、一〇年債の利回りが、マイナス〇・二%から黒田さんの枠組みの上限の〇・二%になった場合は、株式市場にマイナスに影響する可能性が

あると思っています。

ただし、今は弱気なことを言っています。二〇二五年にかけて、中長期循環の上昇局面がきて、非常によくなると思っています。海津さんが、都市の再開発は二〇二二年ぐらいに少し供給が細って心配だと言われた、まさにそれを言っているだけで、その後またよくなっていくと考えています。

○熊谷 結論としては、株価は、年末で日経平均が二万七〇〇〇円程度、為替は、日銀がほとんど動けないということもありますし、地政学的なリスク等もあるわけですから、今よりは少し円高気味ではないかと考えています。

日本の株(TOPIX)は、過去六〇年余り、名目GDPの動きと密接な関係を持っています。名目GDPの二か月分の金額の推移を示した折れ線と八か月分の金額の推移を示した折れ線の間で

動いてきています。売られ過ぎたのは、一九七四年のオイルショック、二〇〇三年の日本の金融危機、二〇〇九年のリーマンショックから旧民主党政権の三年間ですが、今ようやくアベノミクスというまともな経済政策がとられることによって、株価が正常化の方向に向かっています。二〇二〇年度は、企業収益が六%ふえると予想していますし、PERで見ても、今、日本は一四倍台、世界平均は一六倍台ですから、その意味でも、日本株は上値を試す可能性があると思います。

他方で、アメリカの株は、ロバート・シラー教授が作成しているシラーPERで見ると、かなり割高感があるので警戒しないといけないかもしれません。過去一〇〇年余りで一番割高だったのがITバブルのときで、二番目と三番目を争っているのは、一九二九年の世界大恐慌の前夜と現在です。もちろん政治的ビジネスサイクルによる下支

え等もあって、当面はアメリカの株価は大きく崩れないと思いますが、五年後、一〇年後に振り返ってみたとき、現在の株価がやや高過ぎたと評価される可能性があることを、頭の片隅に置くことが必要ではないかと思えます。

最後に日本も捨てたものではないということをお話したいと思えます。日本には、社会の決定的な分断が起きておらず極めて安定的な社会であること、一〇〇年企業が二万六〇〇〇社もあるサステナビリティの強みなどがあり、これらをしつかりと意識していく年にしないとけないと思えます。

「資本主義」は、極めて単純化して言えば、お金が大事なのか、それとも人が大事なのかという軸の中で、過去数百年間にわたって揺れ動いてきました。とりわけ二〇〇〇年以降は、株主の近視眼的な利益だけが過度に重視される非常にバラン

スの悪いグローバル資本主義が主流になってしまったのですが、これからは、もう少し人の重要性が見直されていくような方向での資本主義の大きな変革があると考えています。

もともと日本の資本主義は人が大事だという軸のほうに位置していたわけですから、日本が労働市場改革などをしっかりと行って、資本主義の先端モデルをつくることができれば、もう一度日本が資本主義のフロントランナーに躍り出ることができます。例えばSDGsを日本の歴史、文化、伝統などに照らすと、その内容はまさに日本のお家芸ですから、これからSDGs 大国であることを日本が宣言し、資本主義の新たなモデルを労働市場改革などを通じてつくっていくという意味で、今年是非常に重要な年になるのではないかと考えます。

○海津 まず結論的には、ほかの方々と同じです



が、ニューヨーク株も日本株も高くなると思っ  
ています。恐らくニューヨークダウで三万二〇〇〇  
ドル台、日本株も、かなり固めに見て二万五五〇  
〇円、上振れた場合は二万七〇〇〇円近くまでい  
く可能性もあると考えています。

為替については、米国の景気の腰は強いと思っ  
ていますので、もう少し円安が続くと思っていま  
す。一二円ぐらいまでいくと、トヨタやスバル  
など、アメリカに利益の源泉を置いている企業も  
買われてくる可能性も十分あると思います。

ニューヨーク株については、やや割高な感じは  
しますが、一〇年国債の利回りが、一・八%から  
二・一%ぐらいであればもってしまうのではない  
かと思っています。ニューヨーク株が急落した二〇一  
八年二月、二〇一八年一〇月は、アメリカの一〇  
年債の利回りが二・五%から三%を少し超えるぐ  
らいでした。一〇年債の利回りがそこまでいけ

ば、かなりの暴落に見舞われる可能性は高いです  
が、それには、FRBが次の一手は利上げだとい  
う話にならないと難しいので、利上げが必要にな  
るとしても来年以降のテーマかなと思っていま  
す。

また、衆議院の解散総選挙があつて、安倍政権  
がさらに続くかどうか、来年以降を考えると重  
要なテーマです。いろいろなシナリオがあるので  
すが、予算案が通ったから即解散総選挙というわ  
けにはいかないので、解散はやはり東京オリ  
ピック後だと思えます。秋に解散総選挙をやっ  
て、そこで勝てば安倍四選という話が出てくる  
と思います。

アベノミクスでかなりの成果は出しています  
が、安倍さんの一丁目一番地は憲法改正です。憲  
法改正といつても、九条に自衛隊を明記するとい  
う程度で、戦争放棄と軍隊の不保持については、

公明党がついていけませんから、そこは変えないと思います。アベノミクスは延長戦もあるのかなと思っています。

○海津 では、残りの時間、御質問のある方は挙手をお願いしたいと思います。いかがでしょうか。

○質問者 ありがとうございます。毎年楽しみにさせていただいています。

先生方のお話の中では余りなかったのですが、でも、国内の個人消費について一言ずつお願いしたいと思います。

○海津 消費のV字回復というのは、なかなか描きにくいと思います。私が考えているのは、日本株はいいよ長期投資にたえられるようになってきたので、四五歳から五〇歳ぐらいの方々の資産形成を税制優遇措置も大幅にふやして後押しすれ

ば、恐らく回り回って消費の活性化につながっていくのではないかと考えています。日本株が正常化したことをベースにして、もう少しいろいろな政策を企画し、提案していく必要があるのかなと思います。

○熊谷 個人消費が低迷した理由を調べてみると、明確に足を引っ張ってきたものがあります。第一に携帯電話通話料金の高さ、第二に教育費の負担の重さ、第三に遺産目的の貯蓄の増加です。ただし、これらの三つの下押し要因は、教育無償化、携帯電話通話料金値下げ圧力の高まり、贈与税非課税枠の拡大等を背景に最悪の状態を脱しつつあります

最終的には社会保障制度の改革が消費活性化に向けた最大のカギです。国民への内閣府のアンケート調査によると、大きく三つの不安があります。雇用状況の悪化、子育て・教育に対する負担

の増加、国や地方の財政状況の悪化です。最初の二つに対しては、働き方改革と人づくり革命が行われています。三つ目の財政不安をきちんと解消できるような持続可能性のある社会保障制度をつくることができるかどうか最大の課題だと思います。

ただ、いずれにしても、国民の懐に入るお金の総額である、一人当たりの賃金に雇用者数を掛けた値は、非常に緩やかですが実質ベースで拡大を続けていますから、その意味では、消費も腰折れはしないと予想しています。消費増税の影響も、前回と比べれば駆け込みは半分ぐらいですし、足下のデータで見れば、一部で回復が見られますので、その意味では、緩やかだけれども消費は腰折れをせずに拡大を続けるのではないかと考えております。

○嶋中 私は今キャッシュレス決済のポイント還

元がかなりプラスに効いていると思います。コンビニは消費税があっても前回と違って売り上げが伸びているという状態です。問題なのは、ポイント還元が六月までだということです。金額を三〇〇億円ほどふやして、七〇〇億円規模にはしますが、それでも六月で終わってしまいます。東京オリンピックの期間中は消費がふえても、その後落ちる可能性があります。

そこで期待を担って出てきたのが、マイナンバーカードによるキャッシュレス決済で、最大五〇〇〇円分のポイント還元です。これも四〇〇万人ぐらいがもらえるような計算になっているらしいのですが、それでも当初の金額ですと、二五〇〇億円ぐらいです。

ですから、今クレジットカードも含めたキャッシュレス決済で消費を促している状況に比べると、消費が落ちてしまうのが心配で、政府はマイ

ナンバーカードに加えて、何らかのキャッシュレス決済によるポイント還元の持続措置のようなことを当面講じたほうがいいと思っています。消費税で個人消費が少し減少していますし、東京オリンピックの後、消費が落ちたりすると、二〇二〇年度には個人消費がマイナスになる可能性もあるかと思っています。

○高田 個人消費がなかなか伸びないのは、一つは消費増税があったのと、金利がないということ。ほとんど税金に等しいわけです。それと、社会保障関係の負担がふえています。

一方で、これだけ資産価格が上がっている状況ですと、資産を保有している人たちの層の消費は根強いのではないかと思っています。ですから、一九八〇年代半ばのバブルの初期と同じように消費が二極化して、高額品が買われる一方で、一般消費が伸びにくい状況ではないかと思っています

す。

○海津 時間になりましたので、今年の新春討論会は以上にさせていただきたいと思えます。ありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 海津さん、熊谷さん、嶋中さん、高田さん、大変ありがとうございました。

この討論会のいいところは、来年答えが出ていくということですが、また来年も楽しみにしたいと思います。実は半年後にこの中のどなたかお一方にお越しただいて、景気の状態についてまたお話しただこうと思っています。

本日は、最後まで本当にエキサイティングで、大変楽しい議論を聞かせていただきました、ありがとうございます。(拍手)

(かいつ まさのぶ・野村證券金融経済研究所  
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー)

(くまがい みつまる・大和総研常務取締役  
チーフエコノミスト)

(しまなか ゆうじ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与  
景気循環研究所長)

(たかた はじめ・岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事  
エグゼクティブエコノミスト)

(本稿は、令和二年一月一七日に開催した「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)

海津政信氏

略歴

1975年野村総合研究所入社。同社企業調査部次長、投資調査部長などを経て、1997年野村証券金融研究所投資調査部長。2000年同社金融研究所副所長兼企業調査部長。2002年同社経営役金融研究所長。2004年同社経営役金融経済研究所長。2007年同社経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー。2012年より現職。

熊谷亮丸氏

略歴

1989年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行調査部などを経て、2005年メリリンチ日本証券チーフ債券ストラテジスト。2007年大和総研シニアエコノミスト。2010年同社チーフエコノミスト。2014年同社執行役員チーフエコノミスト。2017年同社常務執行役員チーフエコノミスト。2018年より現職。

嶋中雄二氏

略歴

1978年三和銀行（現三菱UFJ銀行）入行。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱UFJリサーチ&コンサルティング主席研究員 投資調査部長。2007年三菱UFJ証券参与 景気循環研究所長、2010年より現職。

高田創氏

略歴

1982年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行市場営業部、審査部などを経て、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年みずほ証券執行役員チーフストラテジスト。2011年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月同所専務執行役員調査本部長チーフエコノミスト。2019年4月同所副理事長エグゼクティブエコノミスト。2020年より現職。