新春討論会　二〇二二年の経済展望

海津政信　熊谷亮丸
嶋中雄二　高田　創

はじめに

○増井理事長　これより、日本証券経済研究所が主催いたします恒例の新春討論会を始めさせていただきます。

今年一年の日本や世界の経済・金融・証券市場の見通しについて、証券界を代表するエコノミストの皆様に御議論していただきます。

それでは、御登壇の方々を御紹介いたします。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、大和総研副理事長兼専務取締役リサーチ本部長の熊谷亮丸様、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。

昨年の新春討論会で、コロナがここまでまん延するとは思わなかったと申し上げたのですが、この一年で予測できなかったことは、恐らく岸田内閣の誕生ではないかと思います。ただ、それがどういう影響を与えたかは、皆様のいろいろなお考

えがあると思います。いずれにしても、この一年を占っていただくということで、今日の討論を大変楽しみにしております。

今年も海津様に司会をお願いしておりますので、どうぞよろしくお願いいたします。

○海津　海津でございます。

討論に入る前に、昨年この場でどのような議論をしていたのか、『証券レビュー』を改めて読んでみたのですが、それほど違っていなかったと思います。

振り返りますと、二〇二〇年はマクロ不況の中で上場企業の収益が底堅く、緩和マネーの後押しで株価は堅調でした。日経平均株価は二万五〇〇〇円～二万七〇〇〇円ぐらいという見通しを皆さん語っておられて、二〇二〇年末の株価は二万七四四四円でした。

二〇二一年は、経済対策とワクチン効果等でマクロ景気が回復し、企業収益もおおむね良好で、日経平均株価は三万円ないし、それを少し超えるぐらいまで上昇するという予測でしたが、これもおおむね実現したと思います。

ただ、残念なのは、昨年一一月下旬にオミクロン株という変異株が出現したことで、昨年末の株価は二万八七九一円で、三万円を少し欠けて終わりました。

一、世界経済の展望

○海津　今日は、まず、世界経済の展望について討論したいと思います。

昨年は、バイデン政権の経済政策などを結構議論しましたが、今年はＦＲＢの金融政策が一つの大きな焦点かと思います。

もう一つは、中国経済について私は比較的慎重

に見ており、いよいよ相当な減速過程に入り始めたと思っています。ほかの方々がどういう御判断をされているのかも、あわせてお聞きしたいと思います。

それでは、最初に熊谷さんから、世界経済の展望についてお願いします。

○熊谷　熊谷でございます。よろしくお願いいたします。

景気循環は嶋中さん、金融政策は高田さん、金融市場は海津さんがいらっしゃるので、私からは考察の大きな切り口を提供させていただきたいと思います。

今年のダボス会議でも言われていたのは、注意深い楽観論です。しかし、リスク要因が山積していますので、一定程度警戒しなくてはいけません（資料Ｐ９）。

まず一点目は、オミクロン株の拡大です。しかし、感染力は強いですが、致死率や重症化率はそれほど高くはありません。

二点目は金利上昇です。私どもの計算では、アメリカの金利が一％上がると、中国以外の新興国の成長率が〇・六％下がり、アメリカの長期金利が五％まで上がると、世界経済はマイナス成長に陥ります。そして、リーマンショックと同じぐらいの不良債権がアメリカで発生します。これはＩＴバブルのときの二倍です。特に打撃を受けるのが新興国、とりわけ南アフリカ、トルコ、アルゼンチン等々、中南米が厳しい。この中南米に貸し込んでいるのがスペインの銀行ですから、中南米からスペインに波及し、欧州で金融危機が起きる、このリスクを頭の片隅に置いておかなくてはいけません。

三点目は、中国の問題です。

四点目は、中東が混乱し、ホルムズ海峡が閉鎖

されれば、原油は一〇〇ドルを大幅に超える可能性が高い。

五点目として、台湾でのトラブル等、米中の対立、六点目が、ロシアを含めたウクライナの情勢です。

中国は、五年に一度の共産党大会が開かれる、西暦の下一桁が二と七の年に明確な政治的ビジネスサイクルがあって、その年はそれほど悪い経済状況にはなりません。

世界経済に約一年先行する中国のクレジットインパルスは、新規の与信のＧＤＰ比を前年比で見たものですが、これが今、底入れをしてきており、状況としては、徐々に景気の下支えに動いています。

また、恒大集団が破綻の危機に瀕していますが、彼らが銀行から借りているお金は概ね三兆円程度で、同じぐらいのものが五個から一〇個あると言われていますが、それでも不良債権は最大三〇兆円程度でしょう。

中国の商業銀行は約九〇兆円の引当金を積んでいますから、中国がすぐに危機に入るということは、恐らくないと考えています。

過去のバブルについて、企業部門と家計部門の借金のＧＤＰ比をとっています（Ｐ10）。中国の状況は、日本のバブル、アジアの通貨危機、アメリカのサブプライムローン問題、スペインの住宅バブルといった、過去の「バブルのオールスター」と比較しても、全く見劣りしません。過剰債務の問題は、ほとんどが国有企業の借金で、中国の実質的な公的な借金は、日本には及びませんが、ＧＤＰの二倍ぐらいあるので、それほど余力があるわけではない。

その中で、不動産が例えば三割、四割下がる事態に陥ったときに、今、中国の貸し出しは一九〇

兆元、三割が不動産向けですから、八〇〇兆円とか九〇〇兆円レベルの焦げつきのリスクがありますし、中国は外債を一・四兆ドル出しているので、今年は大丈夫だが、中長期的にはかなり警戒しなくてはいけないということです。

最後に、先日、ダボス会議の理事をされている竹中平蔵先生と私がご一緒する番組があり、竹中先生が非常に興味深い話をされました。

今年のダボス会議では幾つかキーワードがあって、一つは「グローバルトラスト・クライシス」。いろいろな国がお互いに信頼できなくて、そこから危機が生じつつあるということです。

また、世界の首脳たちが異口同音に言うのは「ワクチンイクオリティ」です。例えばアメリカはワクチン接種率が七〇％程度まで進んでいますが、アフリカは七％程度で、グローバルにワクチンが行き渡らない限りコロナの問題は終わらないということです。

もう一つのキーワードは「ソーシャル・コヒージョン」で、国際社会の団結が崩れ、なかなか協調ができない状態を解消していくことがポイントです。

最後は「ＳＤＧｓメトリックス」です。ＳＤＧｓは、かけ声だけの時代は終わり、これからは具体的な尺度をつくる実行の段階に入りました。

今、国際社会ではそういう言葉がキーワードになっていて、団結が崩れて国際的に不安定化しているということを、最後にお伝えしておきたいと思います。

○嶋中　嶋中でございます。まずオミクロンの話からしたいと思います。

南アフリカとイギリスの新規感染者数と、それに先立って動く実効再生産数の推移をみると、南アフリカの実効再生産数のピークは昨年の一二月

一日、新規感染者数は一二月一七日にピークをつけており、二つの間には一六日のタイムラグがあります（Ｐ19図１）。実は、新規感染者数が昨年の一一月二四日から急速に増え始め、そこからピークをつけるまでに二四日かかりました。

同じようにイギリスについては、実効再生産数のピークと新規感染者数のピークは一五日、感染者数が立ち上がってからピークをつけるまでが二二日です（Ｐ19図２）。

その平均的な姿で日本を占うと、一月二四日から二六日、まさに今、七日移動平均のピークが来てもおかしくないという楽観的な見方もできます（Ｐ19図３）。しかし、オミクロンの患者がたくさん出れば、中には重症化する人もいるため、医療逼迫が後で起こってくる可能性もあります。まん延防止等重点措置が基本的には二月一三日までありますが、二月いっぱいは気を抜けない。いずれにせよ、日本経済への影響は、少なくとも二月中旬ぐらいまではネガティブになってしまうということです。

「東京の新規感染者数と人出の推移」を見てみます（Ｐ19図４）。人出とは、小売店や娯楽施設へのヒトの移動です。そこから三〇日のラグをとって新規感染者数をみると、人出は年末年始にピークアウトしているので、そこがこれから新規感染者数に表れてくる。逆に言うと、消費の面では既に経済活動が落ちている可能性があるということです。

このようなことが、オミクロン株については統計的に言えると思います。

アメリカのＩＳＭのＰＭＩ、中国、ユーロ圏、日本の製造業と非製造業の景況指数を見てみます（Ｐ17図１・２）。非製造業、サービス業はコロナによる影響が極端に出やすいですが、製造業につ

いてはそれほどでもない状況がうかがえます。

中国の景況感は、若干先行する傾向があって、中国の製造業景況指数は、夏場に五〇を割り、今は少し戻しています。これを追うようにアメリカ、ヨーロッパ、日本が少し調整し、また底入れするという形で、年央にかけて少し弱い動きがあるかもしれません。

これから中国はどうなるか。バブル崩壊という議論もあるのですが、共産党大会もあり、そこまでいかない可能性が高い。中国経済は、今、春節を迎え、オリンピック開催もあってゼロコロナ政策を実施しているので、かなりネガティブな影響が足元に出ている可能性はありますが、それでも、去年の一〇－一二月期か今年の一－三月期あたりが景況の底で、そこから戻っていく。アメリカ経済もヨーロッパも含めて、年央ぐらいまで弱い動きが続き、その後、持ち直していくと思います。

アメリカのエネルギー・食品を除く個人消費デフレータのコアですが、インフレ率が大きく上がり、二％のインフレ目標を上回るだけではなく、倍以上になってしまいました（Ｐ17図3）。そこでパウエル氏は、最初は一時的と言っていたのに、途中から一時的ではないと考え方を変えて、引き締めのスタンスをあらわにしています。

ジョン・Ｂ・テイラー元財務次官がつくった公式（テイラー・ルール）によると、ＦＲＢのＦＦレートの理想的な水準は、インフレ率の実績、インフレ目標とインフレ率の乖離、ＧＤＰギャップ、さらには均衡実質金利をアプリオリに二％ぐらいと想定して計算すると、足元五・六％ぐらいが適正な金利になってしまいます（Ｐ17図4）。それぐらい急激に利上げをしなければならない事態に追い込まれているので、そこはリスクとして

考えておかなければいけないと思います。

○高田　全体的な論点を御紹介させていただきます（Ｐ25）。

ここに「二〇二二年のキーワード　五つの論点」を挙げました。

一つ目は「汽水域の年」で、いろいろな要因が入りまじる年ではないかというメッセージです。一つはコロナの問題です。長い目で見ると、コロナの状況は、今回のオミクロンもそうですが、弱毒化している大きな流れに入っているのではないか。非常に雑駁な議論ですが、一〇〇年前のスペイン風邪も、三年目に終息の方向に向かいました。ただ、簡単に終わるものでもありませんから、またこういう形でぶり返しています。

もう一つの大きな論点は、金融政策の入りまじりが非常に大きいのではないかと思います。コロナという状況で、金融・財政ともにある程度緩和的なサポートの流れがある一方で、供給制約によるインフレ懸念がある状況の中で、特に先頭を走るアメリカでは金融政策の引き締めという状況になっています。同時に、地政学的にも米中の問題があり、非常に不透明性が強い。

ですから、今年は、かなり前半と後半で明暗が分かれるのではないか。特に前半は、アメリカの引き締め、出口に象徴されるように、場合によっては市場の思惑がかなり先行して、引き締め感が強まるのではないかと思います。

一方で、後半になりますと、ＦＲＢの動き等も含めて、市場にある程度こなされてくる中で、「黄金の二〇年代」はやや言い過ぎにしても、二〇二〇年代は、デジタル化、脱炭素という大きな潮流に向かって流れていきやすい部分もあるのではないかと見ています。

四番目は「正常化不安」です。ここ一～二年、

異時間のトレードオフ（インターテンポラル・トレードオフ）について、特にＩＭＦなどでよく議論されることがあります。過度に正常化を急ぐことが、市場の不安定さを呼び起こしてしまう。特に年前半については、市場参加者としても、そこは気をつけなければいけないタイミングではないか。思わぬ市場の変動が起こり得ることに、多少覚悟が必要ではないかと見ています。

ＩＭＦの世界経済の見通しは、総じて二〇二一年から二〇二二年にかけて、やや減速ぎみです（Ｐ26）。また、アメリカの動きはこれよりもやや下方修正が生じ得るのではないかというのが、足元の状況につながっていると思います。

一方で日本の場合は、昨年以降、やや出遅れたところもありますから、逆に今年のほうが高いだろうと思います。そういう意味からすると、今年の回復力はどうなのか。特に中国においては、去年に比べて今年の数字は小さくなっています。ただ、中国の動きは、先ほど熊谷様の議論にもあって、私も見方は一致しております。中国の場合、特に不動産で過剰な債務を抱えていますから、中長期的にはかなり心配な部分はあると思います。それに加えて、中長期的な人口の制約も、日本から一〇年ぐらい遅れて出てきているわけです。中国に対しては、先行きについてある程度気にしなければいけない。

日本のメディア等では、足元で、すぐに中国のバブルがはじけてとんでもないことが起こるのではないかという論調がありますが、中国の方々は、日本のこれまでの対応を非常に勉強しています。

また、政治サイクルという御議論もありましたが、今年は五年に一度の党大会がある非常に重要な年で、昨年の年末ぐらいから、金融政策、財政

政策を全て総動員して、相当な勢いで経済の回復策をとっていますが、そもそも昨年の中国の減速自体が、今年の党大会に向けた意図的な減速であった。また、意図的にある程度格差是正に対応して、その部分をもとに戻すような状況になっていることを考えると、少なくとも今年、来年にかけて、短期的に中国が世界の足を引っ張るような状況ではない。逆に、この二年間のコロナサイクルを考えれば、常に先行した動きをとっているので、ある程度世界を引っ張り上げるような動きも、今年の後半に生じてくるのではないかと見ています。

今年の大きな論点は、アメリカのインフレではないかと思います（P27左）。これをどう見るかで、今年の経済・市場の動きの見方が決まるのではないか。アメリカを中心としたインフレ率は、先ほど嶋中様からも話があったように、テイラー・ルールにしたら、相当締めなければいけない状況になっているのも確かですし、足元で物価がこれだけ急速に上がっているわけですから、大変な状況になっている。三月に〇・五％、もう少しすると、もっと過激な見方が市場で囁かれてもおかしくないのかもしれません。それがかなりの市場変動をもたらすことになるのではないかと思います。

また、メディア等の動きをみても、こうしたインフレの動きは一九七〇年代の再来ではないか、スタグフレーションになるのではないかという見方も出てきています。

ただ、一九七〇年代、一九八〇年代の高インフレを体験してきた私の世代からすると、それは少し言い過ぎではないか。この半世紀にわたるグローバル化と、フロンティアが広がってきている状況の中で、しかもサプライチェーンがこれだけ

拡大し、大きな世界の舞台の中にいることを考えますと、確かにコロナで一時的な供給制約は起きていますが、半世紀前の制約感とはかなり違うのではないかと見ています。

そういう観点からすると、今のインフレ懸念は、数カ月でおさまるほど甘いものではありません。しかし、年後半ぐらいから、供給制約が緩んでくる可能性はあるのではないか。こうしたことを、ブレークイーブンというか、インフレ連動債あたりのところは、やや先取りしている部分があるのではないかと見ています（P27右）。

繰り返しになりますが、足元はシートベルトをしっかり締めなければいけないくらいのインフレ懸念があり、場合によっては、ここ数カ月でもっと深刻な見方が出てきてもおかしくないと思います。しかし、過去のインフレの状況とは違うという点も、いずれ年全体を通じて意識されてくる可能性が高いのではないかという見方をしています。

○海津　それでは、私から野村の見方を少し御紹介したいと思います。

二〇二一年の世界のＧＤＰの推定、二〇二二年予想、二〇二三年予想があります（Ｐ2右）。二〇二一年は、一年前にこの場で御紹介したのが五・九％という成長見通しでした。今、推定で六・〇％なので、ほぼ予測した数字で終わろうとしています。日本は、ややもたつきましたが、欧米が予想よりよかったので、全体でほぼ想定線の六・〇％ということです。

二〇二二年は、やや減速しますが、それでも四・〇％と見ています。三％を超えるか超えないかが好不況の分岐点だとしますと、マクロ景気的にはまずまずかなと思います。

理由は、オミクロン株の感染の抑制と経済の再

開は両立するということが一つ。二つ目に、ＦＲＢのインフレ抑制が失敗に終わることはない。この二つが重要だと思っています。

いろいろなリスクがありますが、グリーン革命が、石油価格の上昇にやや結びつき始めている。特にヨーロッパが急進的に化石燃料から自然エネルギーに変える動きを強めていますので、どうしても石油会社が投資を手控えてしまうことがあって、グリーン革命が目先の原油価格等の上げにつながらないかどうかという論点もあるのではないかと思っています。

米国の去年の成長率は五・六％で、一年前のこの場では四・三％と申し上げていたので、少し上振れて終わったという感じです（Ｐ３左）。二〇二二年については三・九％で、二〇二一年より若干下がります。米国の潜在成長率は年二％ぐらいですので、それよりはまだかなり高いという見通しで、二〇二三年に潜在成長率にほぼ見合う二・三％ぐらいの成長になる見通しです。

米国に絡めての今年の最重要テーマは、ＦＲＢの引き締め政策がどの程度までいくのかということだと思います。

「ＦＯＭＣ（米連邦公開市場委員会）参加者予想要約」をみると、物価見通しが過去一年間でいかに大きくブレたかがわかります（Ｐ３右）。上から三段目のコラムが、コアのＰＣＥデフレータです。

一年余り前の二〇二〇年一二月には、二〇二一年が一・八％、二〇二二年が一・九％、二〇二三年が二・〇％という物価見通しでした。

これが一年たって昨年の一二月は、二〇二一年が四・四％、二〇二二年が二・七％、二〇二三年が二・三％で、二〇二一年と二〇二二年の見通しが上方修正されています。はっきり言って、ＦＲ

Bは当初の物価見通しを間違えた。昨年の秋頃からそれに気づいて、かなり急速にタカ派的な対応をとってきたということです。

ここから先は私どもの予想ですが、三月から利上げに入って、三、六、九、一二月と、年四回、〇・二五％ずつの利上げをする。加えて、夏からQT（クォンティタティブ・タイトニング、量的引き締め）を行い、コアPCEデフレータが、今年の第4四半期で前年同期比二・八％ぐらいまで鈍化していくのかなと考えています。

この金融政策の動きが、米国株の下落をもたらすことで、現在の上昇は一旦落ちつくのでしょうが、この夏場から秋口にかけて、もう一段の長期金利の上昇があり得る、なかなか難しい年になると思います。

ユーロ圏については、景気も回復してきているように見えますし、インフレ率もエネルギーを中心に上昇傾向にありますので、ECBがどこかで利上げをするという話が今年の夏か秋口ぐらいに出てくると、アメリカの長期金利の上昇に拍車をかける可能性もあるので、そこも注意深く見ていきたいと思います。

中国については、今年の私どもの見通しは四・三％です。二〇二三年が四・七％で、来年までみても五％の成長は少し難しそうに見えるということで言うと、私が一番悲観的に見ているかもしれません。

二〇一七年の共産党大会前後から習近平氏が、米国をしのぐ経済軍事強国を目指すということをあからさまに言うようになり、米国の警戒感が非常に高まって、中国包囲網をかなり敷くという流れになっています。人口も減り始めていますし、そういった意味ではなかなか難しい状況に立ち至っていると思います。

結論を出すのは早いと思いますが、私自身は、米国をしのぐ経済強国になることは多分難しいと考えています。もちろん、そのことと、今年、来年の景気をどう見るのかは少し分けて考えたほうがいいかもしれませんが、大きな意味で言うと、なかなか難しい状況になってきている。日本企業は再度、米国、欧州、ＡＳＥＡＮ市場を重視すべきだと思います。中国の製造業はある程度は市場が拡大しますが、消費関連とか、不動産が消費にかなり悪影響を与えると思いますので、その辺りについては、少し別のマーケットを見に行ったほうがいいのではないかと申し上げております。

アメリカの金融政策について、私は、今年の年四回の利上げと、夏からのＱＴ開始と具体的に申し上げましたが、嶋中さんはどのように御覧になっていますか。

○嶋中　アメリカについては、この三月に政策金利の引き上げ、それと同時にテーパリングを終了する。そして、若干早いかもしれませんが、六月にバランスシートの縮小を行う。中間選挙が終わった後、一二月に政策金利の引き上げがあって、あとは半年に一回ぐらいやっていくというリズムになるのではないかと思っています。こういう議論は、こうなるだろうと言っていたとしても、実際にアクションを起こすことによってマーケットが動きますので、持続可能性があるかどうかはわかりません。その辺りが今年のＦＲＢの課題かと思います。

先ほど申し上げたとおり、テイラー・ルールで、均衡実質金利をアプリオリに二％と想定すると、二〇二一年第３四半期はＦＦレートが五・六％になってしまいます。現在はゼロですので、もし均衡実質金利を二％ではなくゼロにしても三・六％です。

ただし、アップ・アンド・ダウンが非常に激しいので、平準化して見なければいけない。しかし、平準化するにしても、金融引き締めをやらざるを得ない状況にあることは確かですので、特に年前半、調整色が市場に出てくる可能性があります。

海津さんの中国に対するやや悲観的な見方と、熊谷さんと高田さんと私の考え方には、若干の対立があるかと思います。

中国の自動車販売台数は、昨年一〇月から三カ月連続で前月比プラス、粗鋼生産量も年末にかけて持ち直しています（P18図1・表1）。春節が始まって、北京五輪もありますから、駆け込み的な動きが一部入っている可能性はあります。しかし、それでも、底は入ってきているのではないかと見ています。

中国は、恒大問題などで不動産を非常に心配していて、住宅価格指数（七〇都市）は一二月で二％台ですが、もうすぐ前年割れになろうとしています（P18図2）。しかし、二〇一五年のチャイナショックのような極端な落ちになるかというと、マネーサプライ（マネーストック）が、最近少し底入れをしてきています。

これはなぜかというと、今日もまた、リバースレポという短期の金利を引き下げていますが、中国はこのところ、主要行と中小行の預金準備率を連続的に下げています（P18図3）。金融緩和に財政政策も加わってくると、底入れが促されるのではないかと少し期待しています。底割れは、リスクとしてないとは言えませんが、今年については避けられる可能性が高いと見ています。

ユーロ圏のZEW期待指数は、一月にドイツで五一・七、ユーロ圏で四九・四と、コロナが先行き落ちつくのではないかという期待から急速に

戻ってきています（Ｐ18図４）。これがまた行き過ぎると、ドイツの一〇年債の利回りがゼロを少し上回ってくる（Ｐ18図７）。ドイツの住宅価格をみると、非常に高くなっています（Ｐ18図６）。不動産が高い上に、原油を含めた消費者物価はユーロ圏で五％になっています（Ｐ18図５）。

どの国も最近はそうなのですが、ヨーロッパにおいても、アメリカに追随して金融引き締めをしていく。中国は、純粋に金融緩和のアクセルを踏んで底入れを待っているということで、景気循環の位相が違います。中国は底入れに向かっていると判断しています。

○海津　私どもも、中国の成長率が最も低いのは、一－三月で前年比二・九％、七－九月、一〇－一二月ぐらいは前年比五％程度に戻ってきて、年間全体で四・三％という見通しです。緩和政策で少し後半持ち直してくると見ていますので、そこは違和感はないのですが、私が強調したかったのは、長期的にみて、中国経済のかなりの発展論が、少なくとも昨年前半ぐらいまでは多数説だったと思うのですが、大分状況が変わってきているのではないかということです。多少、好循環的に底入れしてくるという見立てに立っても、不思議なことではないと思います。

○嶋中　熊谷さんも高田さんも、中長期的には少し警戒を要するというお立場ですから、私も違和感はありません。

○熊谷　大きく二つ申し上げます。

一つ目は、アメリカの金融政策に関する見方は、海津さんの見方と全く同じです。失業率ギャップ、すなわち自然失業率との差が大きく縮まってくると、物価は一気に上がるのですが、失業率に換算してみるとその水準は二・五％程度です。

今、アメリカではお子さんのいる主婦や高齢者が、コロナを恐れて労働市場から退出しているのですが、新型コロナが徐々に収束に向かい、そうした方々がある程度戻ってくるという前提であれば、恐らく失業率は二・五％までいかないので、それほど極端なインフレにはならないだろうというのが基本的な考え方です。

もう一つは中国について、問題の立て方として、例えば日本のバブル崩壊後と同じような金融危機を招くのかどうか。日本とどこが同じで、どこが違うのか、これが大事なことだと思います。これは当時日本も満たしていた条件ですが、不良債権問題が国内にとどまっていて、国内の貯蓄率が高く、問題をある程度吸収できること、そして経常収支が黒字で、対外資産を有していて、海外からのショックに強い。これらの条件は、今の中国と日本はどちらも同じですが、決定的に違うのは政府のコントロール力の強さです。例えば中国は、今、銀行に対する窓口指導が行われ、利ざやが二％ぐらいありますので、銀行の自己資本や収益力については、政府のグリップが全く違っています。

また、国の発展段階がまだ若いという点も、当時の日本とは相当違います。加えて大きいのは、日本でなぜあれほどバブルがはじけたかといえば、マスコミに扇動された世論が「年収の五倍で家が買えないのはおかしい」という議論をして、平成の鬼平が出てきて、とにかく徹底的にバブルを潰した。それを世論は少なくとも短期的には支持をしたということです。

今の中国は不動産によって全て成り立っているわけですから、不動産のバブルがはじけて一番困るのは人民で、これは世論が絶対に後押しをしない。中国政府の目的は共産党政権の維持ですか

ら、それらの点を総合的に考えると、日本とは違って、当面、バブルが極端にはじける可能性は大きくないと見ています。

ただ、心配しなくてはいけないのは、不動産に全てを頼る経済になっていますから、それが逆流したときのリスクです。それから、人口動態は五年ぐらい前に生産年齢人口がピークを打っていますので、構造的なところは心配しなくてはいけません。

加えて、日本のバブル崩壊を彼らは徹底的に研究していますから、少なくとも当面は日本ほどひどいはじけ方はしないのではないかということです。

○高田　中国の不動産に問題があるにしても、日本の一九七〇年代に等しいのではないかと見ています。日本では列島改造の後、一時的に不動産が少し調整して、いろいろ問題があったのですが、まだ潜在成長力が高かったので、比較的戻りがよかったということです。中国はまだそのぐらいの余裕が残っているのではないかと思います。

日本の場合、バブル崩壊の一九九〇年以降、なぜあのような状況になってしまったのかを考えますと、資産デフレと自国通貨高が同時に押し寄せてしまったというスパイラルが非常に大きかったと思います。

私は一九九〇年代に不動産のアナリストをしていたので、実感としてわかるのですが、特に不動産価格が、東京都心では、一〇分の一になってしまったところがありました。株もそうでした。これが金融機関の資本にも強烈に影響を与える。そこに時価会計まで入れるという状況でした。しかも、デリバティブも含めて先物で売り仕掛けされるような状況を、ある面では市場の正義みたいな形で導入したものですから、それにプロシクリカ

ル性が加わり、バーゼル規制のようなものも一緒になって影響してしまうということもありました。

そういう点からすると、中国の場合、時価会計ですぐにという状況ではなく、先ほどの熊谷さんのお話にも共通するのですが、よくも悪くも不動産を下げてはいけないということが、一九九〇年代以降の世界的な共通意識になっているのではないかと思います。

もちろん、あまり上がるのは世界的に問題視しますが、本当に下げると、とんでもないことが起こる。そこは日本の教訓を学んでいることが非常に大きいのではないかと思います。

二、日本経済の展望

○海津　次に、日本経済に話を移したいと思います。嶋中さんからお話しください。

○嶋中　先ほどオミクロンの関連で少しお話ししましたが、日銀の消費活動指数と小売・娯楽施設へのヒトの移動をみると、人出と個人消費は正に一致していることがわかります（P20図1）。特にサービス消費については、ヒトが集まれば消費も増えるのは明らかです。

昨年一〇－一二月期は非常に好調で、人出のピークは年末でした。その後少し落ちてきたところにまん延防止等重点措置が入ってきたため、この一－三月期における消費の落ち込みには注意しなければいけないと思います。しかし、三〇以上の都道府県にまん延防止等重点措置が拡大されるとしても、二月中旬あたりで解除されていけば、徐々に消費活動が活発になり、四－六月期にかけて強い状況が生まれてくるだろうと思います。

ただ、日本は、原油を使ってモノを生産し輸出

する加工貿易国です。交易条件（輸出物価を輸入物価で割ったもの）がタイムラグを伴って経常利益に影響してくるということが過去起きています（Ｐ20図２）。したがって、二〇二二年度上期にかけて調整圧力がかかってしまうことが考えられます。

他方で、ＭＵＭＳＳ－ＬＩインフレ版というのは、私どもでつくっているインフレ先行指数ですが、商品市況などが上がるとこれが上がってきます。それをコア消費者物価指数が追いかけて上がっているという状況です（Ｐ20図３）。四－六月期には大分値上げが予定されていますので、月次としては、例えば四月ごろに二％に達するということがあるかもしれません。

しかし、日経商品指数（一七種、四二種）をみると、商品市況にもそろそろピークアウトの動きが出てきています（Ｐ20図７）。そうすると、国内企業物価も、消費者物価も高原状態からピークアウトすることになります。ただ、コア消費者物価指数が、二〇一八年一〇月をピークとする高原状態と同じようになるのか、それともシャープにピークアウトするのかにもよりますが、そういう意味では一時的という可能性もあり、あまり持続性のある物価上昇ではないような気がしています。

内閣府のＣＩ一致指数は、昨年九月ごろまで五カ月間程度落ち込み、個人的な見解ですが、場合によっては景気後退という判断が後で出てくる可能性もある局面でした（Ｐ20図４）。その後少し生産が盛り返す中で、半導体の調達がうまくいったと思ったら、またコロナで人手不足になり、自動車では工場停止ということも起きています。このような状況で、交易条件の悪化、世界経済の減速、アメリカの金融引き締めなどの影響が日本経

済にも出てくるのではないかと考えると、二〇二二年度上期にかけて調整局面があるかもしれませんが、成長率自身は、不安定ながらも意外に高くなります。

日本の実質ＧＤＰ（前期比年率）は、二〇二一年度の七－九月期がマイナス三・六％（実績）、一〇－一二月期は非常に高くて一〇・六％、一－三月期はほとんど成長せずに〇・九％、二〇二二年度の四－六月期はまん延防止等重点措置の解除もあって七％、七－九月期は〇・二％、一〇－一二月期は三・四％、一－三月期は三・八％ということで、私ども景気循環研究所では、二〇二二年度は三・七％と予測しています（Ｐ22表５）。二〇二二年度に対する発射台が高くなっていること、そして、上がったり下がったりの成長率のあやで数字上はかなり高くなりますが、上期にかけて若干の調整局面があり、本格的に上がり出すのは下期ではないかというのが私の見立てです。

〇熊谷　私ども、年度の見通しでは、暫定予想で三・九％、日本経済はギクシャクするものの、方向としては緩やかな回復基調という考え方です。

今話題になっている「新しい資本主義」を考えるときに、どれぐらいの時間軸で考えるか、これが大きなポイントになります。ここでは、「日本の失われた二〇～三〇年」「過去数百年間の世界の資本主義の歴史」「過去数万～数十万年に及ぶ人類の歴史」、この三つのディメンジョンでお話ししたいと思います。

まずは「日本の失われた二〇～三〇年」ですが、日本のマネーフローでどこが目詰まりしているかを見てみると、大きく五つの問題点があります（Ｐ11）。

一つ目は、成長の不足です。企業所得は二〇〇〇～二〇一九年度の一九年間で、アメリカは三

倍、日本はわずか一・五倍ですが、労働分配率は、法人企業統計ベースではあまり上がっていないものの、より正確なＳＮＡベースで見るとむしろ上昇しています。要するに、企業が横取りしているから所得が伸びないのではなく、圧倒的に企業の稼ぐ力が弱くて成長が足りないということがまず基本的な問題です。これに対しては、規制改革、産業の新陳代謝、失業なき労働移動、さらには、国を開いてダイバーシティを高めイノベーションを加速するといったことなどをやっていく必要があります。

二つ目は、エネルギー価格の上昇などを背景とする、交易条件悪化による海外への富の流出です。

三つ目は、社会保険料の増加です。二〇〇〇～二〇一九年度で見ると、企業が払った給料は一〇・四％増加していますが、社会保険料を除くと二・四％しか上がっていません。その意味では、社会保障改革にしっかりと取り組まなくてはいけません。

これと一体の問題が四つ目で、若年層を中心とする将来不安です。若年層が将来不安からおカネを使わなくなっている中、やはり分配政策の本丸は全世代型の社会保障であり、全世代型社会保障改革なくして成長と分配の好循環はないと言えます。

五つ目は、企業部門内での資金の滞留です。よく「配当し過ぎだ」という議論がありますが、これは違います。ＧＤＰ比で見ると日本の配当は極端に少なく、それが今ようやくアメリカ並みになりました。ただ、ヨーロッパはもっと多いですから、配当を行うこと自体が問題ではありません。実際は、配当が企業に行っていて個人に行っていないこと、また、企業が前向きの投資を行ってい

ないことなどが問題です。

これら五つの目詰まりをどう解消するかということを考えなければなりません。

次に「過去数百年間の世界の資本主義の歴史」です（P12）。左に行くほど資本家・株主主権（おカネが大事）、右に行くほど労働者・従業員主権（ヒトが大事）、下に行くほど今に近づいていることを示していますが、資本主義は右に行ったり左に行ったりしながら動いてきました。

資本主義3.0、つまりグローバル資本主義は、一気に資本家・株主主権へ行き、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資本主義になってしまったわけですが、これからもう一度、労働者・従業員主権に向けた揺り戻しがあると思います。ステークホルダー資本主義ということで、よく「六方よし」と言いますが、「売り手」「買い手」「世間」に加えて、「つくり手（サプライチェーン）」「地球（環境）」「未来（次世代）」、こういうものがバランスよく利益を得られるような資本主義の方向に向かっていきます。

最後の「過去数万～数十万年に及ぶ人類の歴史」については、五万年ぐらい前に「心のビッグバン」があり、そのときにラスコーの壁画が描かれました。要するに、装飾品や美術品が生まれ、リアルな世界だけでなく、内面の世界が広がったわけです。また、紀元前五世紀ごろには「精神革命」があり、仏教や儒教、老荘思想等々が同時多発的に出てきました。

この二つには共通点があります。「心のビッグバン」では狩猟採集社会が、「精神革命」では農耕社会が、それぞれ飽和状態になったところで新たな地平線が生じました。今の資本主義も、格差や環境の問題などでかなり煮詰まってきていま

す。

こうした人類の歴史に照らせば、工業化社会が大きな曲がり角を迎える中で、新たな倫理、思想、価値基準が生まれるのかも知れません。そこでのキーワードは、「サステナビリティ（持続可能性）」「インクルーシブネス（包摂性）」「ダイバーシティ（多様性）」などになるでしょう。また、世界的に注目度が高まっている「メタバース（コンピュータが作り出す三次元の仮想空間）」や、宇宙開発、人工知能、生命科学の進展なども、人類の歴史にとって決定的に重要な意味を持つ可能性があります。

このあたりを含めて、過去二〇～三〇年程度で考えるのか、数百年で考えるのか、数万～数十万年で考えるのか。恐らくその中で大きなものは、人的投資、無形資産投資への優遇策をどう深掘りするか、官と民の新たな役割分担をどう考えるかといったことですが、それらを軸にこれからいろいろ具体的な政策を詰めていくという状況です。

○高田　今年の日本経済の展望です。

バブル崩壊以降、円高と資産デフレが続いた「雪の時代」において、企業としては、バランスシートに持たない経営ということになります。またＰＬ上では、そのような中でも価格競争力を保つには、価格を上げないためにマージンや人件費を圧縮する、いわゆるリストラ経営ということになります。これは一企業として見れば極めて合理的ですが、みんなが合わされば合成の誤謬で、しかも、この状態が一〇年、二〇年と続き、完全に定着してしまいました。

しかし、二〇一〇年前後の陰の極において、為替では七五円、株では七〇〇〇～八〇〇〇円まで下がったものが、アベノミクス以降の約一〇年間で、為替では七〇円から一一〇円台、株も三万円

近いところまで行き、雪は解けたわけです（P32）。長期的にみても円高の不安はかなりなくなってきていますし、変動幅も徐々に小さくなってきています。そう考えると、少なくとも過去のような円高でリストラしなければいけないということはないはずです。また、資産デフレについても、以前ほど株・不動産が落ちるわけではないということからすると、バランスシートに抱えるところまでは行かないにしても、とにかくスリムにしなければいけないということもなくなってくると思います。

したがって、雪の時代のトラウマが強過ぎるというのが今の状況ではありますが、二〇二二年は、企業行動において、過去の円高と資産デフレに対する意識に若干の変化が出てきてもおかしくないと思っています。

アメリカにおいてはコアＣＰＩもＰＰＩも上がっていきます（P27左）。しかし日本は、企業物価は上がってもコアＣＰＩは上がらない（P28左）。要は、価格転嫁がなかなか起こってこないというところが大きな違いです。これはデフレ的な動き、すなわち先ほど申し上げた三〇年の雪の時代における企業の価格設定行動に非常にあらわれているのだろうと思いますが、ここにも微妙に変化が出てきてもおかしくありません。

ただ、そうは言っても、これだけ長く粘着的に、いわゆる適合的な期待行動が続いてきた中で、簡単に物価が上がるとは私も全く思っていません。しかし、従来のようなデフレ的な状況とは一線を画すような動きが企業行動に及べば、それは当然物価にも影響します。したがって、日本のブレークイーブンインフレ率もようやく底入れするような動きが出てきているのではないかと思っています（P28右）。

では、今年の展開ということですが、ＧＤＰでみても、日本は昨年パッとしませんでした。コロナでこれだけ断続的に消費行動等をとめてしまう状況では、政府が支出しても、おカネを配っても、貯蓄で退蔵されてしまう。したがって、年前半は従来の繰り返しという中でなかなか動きが出ないだろうと思います。

しかし、コロナが徐々に出口の方向に向かっていくと、強制貯蓄されたようなものが少しずつ顕現化してくることにもなりやすい。また、企業行動としても、価格に対してある程度転嫁し得ることになれば、企業収益にもあらわれてくる。しかも、企業収益はもとより高い水準にあり、財務体質が非常にいい。なぜなら、資産価格がサポートされている状況では実質自己資本比率が高くなるわけで、それは当然、リスク強度を上げやすいということにもつながります。

さらに、最初に申し上げた五つのキーワードの二番目「黄金の二〇年代」は、絵空事に聞こえるかもしれませんが、デジタル、脱炭素といった潮流が出てくると、年後半ぐらいから、今はなかなか顕現化しづらい生産力といいましょうか、もしくは日本の経済がもう少し顕現化しやすくなってくるのではないかと思います。

そういう中で、雪の時代における従来の企業行動の悪循環に一部微妙に変化があらわれ、それは価格設定にもつながる。また、バランスシート上では、投資、すなわち、もう少しモノを持ってもいいというような形にもつながりやすくなります。ただ、そうはいっても、過去のトラウマを引きずっている中では、すぐに顕現化するわけにはいきませんが、こうしたものが出やすくなってくる部分はあるのではないか。もとより、企業業績、そして実質上の自己資本比率が上がってきて

いますので、そういう点から、少し前向きに考えていってもいい局面になってきていると思います。

去年の日本のＧＤＰは、ほかの国々に比べて出遅れました。特にワクチンの遅れで、世界の投資家が日本の予想をする上でも非常に厳しい見方をされました。今もまだコロナで、しかも鎖国をしているような状況ですから、残念ながら今年前半は難しいところではありますが、後半は回復に向かうと思います。また、資産形成、投資行動という意味でも少し変化が出てくる。期待も込めてそのような意識を持っています。

○海津　それでは、日本経済についての野村の見方を御紹介します。

まず、実質ＧＤＰの成長率については、二〇二一年度が二・一％、二〇二二年度が四・五％、二〇二三年度が一・六％と予測しています（Ｐ４左）。一年前は、二〇二一年度を四・一％、二〇二二年度を二・六％と見ていたのが、今年はそれぞれ二・一％、四・五％ですので、一言で言うと、成長率のアップが後ずれしているということだと思います。昨年夏のデルタ株と現在のオミクロン株の感染拡大が成長を抑え込んでいるものの、そこから少し解放され、かつ経済対策が効いてくることで、四・五％まで行くかどうかわかりませんが、二〇二二年度はある程度の成長になるという見立てです。嶋中さんは三・七％、熊谷さんは三・九％という見通しですので、四・五％は少し高い感じがしますが、定性的には設備投資の伸びを八・一％と見ていることが、コンセンサスよりやや強い理由です。

これは、昨年一一月一九日に閣議決定された経済対策とそれを裏づける補正予算、そして、その中身が出てきた一一月二六日の閣議決定から作成

した岸田政権の経済対策の概要です（Ｐ４右）。恐らく真水では三〇兆円程度でしょうから、約五五〇兆円の経済の中では五～六％の押し上げ効果だと思いますが、単年度で言うと、昨年暮れの財務省等での説明では、二〇二二年度の押し上げは三・六％程度ということですので、四％弱。また、先週開かれた日本銀行の金融政策決定会合では三・八％という数字が披露されていますので、その辺りが穏当なのかもしれませんが、当社の予想はそれよりも少し高く、その理由は設備投資の強めの見立てにある、これがまず数字の説明です。

二つ目に、先ほど「新しい資本主義」という話が出ていましたが、これについては私も、従来のＲＯＥ偏重の新自由主義から、ＲＯＥとＥＳＧの両方を見ていくようなステークホルダー資本主義に変わっていくだろうと思います。実際、米国ではそういう反省も出てきています。

こういった中で、株主に対する還元政策をどう考えるのか。後ほど皆さんの御意見もお聞きしたいと思いますが、私は、まだまだ日本企業は株主に十二分に報いていると言えないので、もう少し強化すべきだと思っています。日本の総還元性向は、配当性向が三〇％、自社株買い等が二〇％、合わせて約五〇％です。それに対して、米国企業はほぼ一〇〇％、ヨーロッパ企業は七〇％、年間の利益を株主に戻していますので、日本はもっと上げていい。賃金引き上げはもちろん重要ですが、だからといって株主への分配を減らすというのは違います。そこはきちんと分けて議論すべきです。

また、岸田首相が昨年一二月の予算委員会で自社株買い規制について言及しましたが、それも違います。アベノミクスを通じて日本企業のガバナ

ンスがようやく改善し、不採算のものは閉じてきちんと利益を上げていくという企業行動がとられるようになってきています。それにより、株式市場で資産運用することが持続的に可能となってきた、また、資産運用において自信を持って日本株を買っていただける、こういったことを重視すべきであって、資本主義の新しい定義という中で、株主還元政策について抑圧的な考え方をとる必要はありませんし、とるべきでもないと思います。

ただ、その一方で、賃金の引き上げを抑制して何とか利益を上げようという部分がないこともないので、そこは修正したほうがいいと思います。それには日本の労働市場があまり柔軟でないことが関係していると思いますので、北欧のように、リスキリングといいますか、昨年一二月の岸田首相の所信表明演説でも「ヒトへの投資を積極化させる」と言っていましたが、人々のスキルを上げ、より賃金の高いところに移していくということも考える必要があります。実際、高齢者や母子家庭において、ＩＣＴのスキルがあるかないかで大きな賃金格差が生じるという研究もなされています。そういう点では、デジタル時代にふさわしい能力開発に政府はもっと力を入れるべきです。

こういったことを通じて資本主義の再定義をしていくことが大事で、安倍元首相は岸田首相に「あまり社会主義的なやり方はやらないほうがいい」と言ったそうですが、その辺は岸田首相もわきまえていて、最近はどちらかというと、成長により重点を置くような言い方をし始めているように思います。

三、株価と為替の見通し

○海津　日本経済について意見を聞いてまいりま

したが、言い足りなかったことがあれば補足していただき、かつ、マーケットについてどう見ているか、熊谷さんから順にお聞きしたいと思います。

○熊谷　日本株に関しては、期待も込めて、これから三万円の方向を再度目指すのではないかと思っています。企業の経常利益は、二〇二一年度がプラス三五％、二〇二二年度もプラス七％と引き続き伸びていくと見ています。その中で、ＰＥＲは今、世界平均が一七・二倍、アメリカは二〇倍ですが、日本は約一三倍ですから、かなり出遅れているといいますか、割安感があるのではないかという考え方です。

ただ、一つだけ心配な点を申し上げると、米国株式市場の割高感です（Ｐ13）。ノーベル賞学者のロバート・シラー教授が考案したシラーＰＥＲの長期推移から、過去約一〇〇年以上にわたる米国株の割高・割安を見てみますと、最も割高だったのはＩＴバブルのときで、二位はずっと一九二九年の世界大恐慌の前夜と現在が争ってきましたが、現在は頭一つ突き抜けて単独二位に躍り出ました。

五年、一〇年後に今を振り返ったとすると、「ちょっと高過ぎたね」という話になる可能性があります。グリーンスパン氏の「根拠なき熱狂」という言葉を書きましたが、割高だということは特定できても、それがいつはじけるかということは誰にも特定できません。実際、グリーンスパン氏の発言の後も株は上がり続け、数年後に割高だったということがわかり、グリーンスパン氏は慧眼だったということがそこで判明しました。したがって、私も個人的にはアメリカの株がすぐに崩れるとは全く思っていませんが、三年、五年といった少し長い時間軸で事後的に振り返ると、割

高だったということになる可能性があるのではないかと思います。

他方で、日本株については、過去、アメリカが利上げをしている時期に日本株はほぼ例外なく上がっています。なぜなら、アメリカが利上げをするときはアメリカの景気がいいので、アメリカ向けの輸出が増える。そして、日米の金利差が拡大して円安に行く中で日本の輸出が伸びていくのがその理由です。米国株が中長期的には割高でも、それがすぐには崩れない可能性が高いことを考えると、日本株は、現状売られ過ぎている分は戻す可能性が高いのではないかと思います。

為替に関しては、素直に考えれば、日米の金利差が開く中でドル高・円安の流れです。ただ、少し心配なのは、例えば購買力平価をＯＥＣＤなどで見ると、一〇一円二〇銭ぐらいがフェアバリューで、現状、円の実質実効レートは五〇年来の安値まで来ています。結論として、素直に考えればドル高・円安で、一二〇円まで行くかどうかは別にしても、一一五円は超えていくと思いますが、何年かの時間軸で見ると為替はフェアバリューに戻りますので、やはり中長期では少し円高圧力があることを意識しておいたほうがいいのではないかと思います。

○嶋中　日本の潜在成長率は、トレンド的に下がっている中、二〇二一年度上期は日銀推計で〇・一五％まで下がっています（Ｐ21図１）。「潜在成長率が循環する」と言うと、語義矛盾があるように聞こえるかもしれませんが、実際に循環する要素はあります。しかもそれは、循環しないのではないかと思われている全要素生産性です。これはもともと資本ストックと労働力と潜在成長率の間にある残差なので、その残差変動をみても仕方がないと思うかもしれませんが、日銀推計では

明確に上向いています（Ｐ21図２）。実は、全要素生産性の潜在成長率への寄与度が上がってくると、潜在成長率が遅れて上がってくる傾向があります。そういう意味では、潜在成長率が上がる兆しが今あらわれているのかもしれません。

そこに実体を与えるのがＤＸや脱炭素だと思います。名目設備投資のＧＤＰに対する比率に、九～一〇年周期の循環があるとおっしゃったのは故・篠原三代平先生ですが、景気拡張期間の比率をみると、一九五一年のサンフランシスコ講和条約締結から日本経済は一貫して、四・七五年の間、景気拡張期間が優勢になると、その後の四・七五年は景気拡張期間が劣勢になります（Ｐ21図３）。この周期は私が発見したことですが、つまり、九・五年周期の中期循環を日本経済は繰り返してきて、一度の例外もないということです。これは驚くべきことですが、未来永劫続くという保証はありません。

しかし、二〇〇二～二〇〇八年のイザナミ景気で一〇〇％拡張した景気は、リーマンショックで後退。その後、アベノミクス景気でまた一〇〇％拡張し、現在、コロナショックで弱い状態にあります。これは二〇二二年度の四－六月期あたりまで続くと思いますが、二〇二五年には大阪・関西万博があり、二〇二七年には東京―名古屋間のリニア開通が予定されています。そういったものに向かっての実物の設備投資も含め、七－九月期以降は中期的な循環の上昇期になるのではないかと思います。

これは独自の説ですが、短期、中期、長期、超長期の循環全てが上昇で重なることを私は「ゴールデン・サイクル」と呼んでいます（Ｐ21図４）。アベノミクス初期の二〇一三～二〇一四年に明治期以降五回目のゴールデン・サイクルに突入しま

したが、現在は空白期です。ただ、循環が同じだとすると、次の六回目は二〇二三～二〇二五年になると思われます。したがって、二〇二二年はゴールデン・サイクルへの助走の年（端境期）になるのではないかと見ています。

日経平均については、調整があれば、二万六〇〇〇円もあるかもしれませんが、今年末には三万一五〇〇円、さらに二〇二三年、二〇二四年と上昇していき、最終的には四万円台を付けてもおかしくはないと思います（Ｐ22表４）。

為替については、前年比の日米鉱工業生産比率、米国小売売上高、日米実質長期金利差など個別指標の推移に印を付けていますが、黒い三角が多いところは円安・ドル高方向です（Ｐ22表２）。私が一九九〇年に開発したＭＵＭＳＳ先行指数・為替（ドル・円レート）版の累積ＤＩとドル・円レートの推移をみても、先行指数と実勢レートは少し円安のほうを向いています（Ｐ22図１）。では本当に円安なのかというと、その辺りは総合判断になります。

次に、日本のマネタリーベースとアメリカのバランスシートの伸び率の推移を見てみます（Ｐ22図２）。アメリカのマネタリーベースが相対的に多ければドル安、相対的に少なければドル高になりますので、これで見るとドル安局面になるはずですが、今はドル高で、概ね一一三～一一四円台で推移しています。一－三月期全体では一一〇～一二〇円の間で推移し、二〇二二年の年間を通しては、四－六月期、七－九月期にアメリカ経済がやや減速する可能性を考えると、ややドル安方向への動きも出て、一〇八～一二〇円の間で推移するのではないかと思っています（Ｐ22表１）。

○高田　私からは、まず一番御関心が高いであろう株式市場についてお話しさせていただきます。

コロナ発生後の日米株式市場の比較推移をみますと、昨年三月あたりまでは、もちろん上下はあるものの、日米ともほぼ同じ動きをしていました。しかし、アメリカがその後も順調に上がっているのに対し、日本は全くの停滞状態で、ワニが口をあけたような形になっています（Ｐ30左）。

これには四つの要因があると思います。一つ目は、日銀のＥＴＦ買いが事実上とまったことです。二つ目は、ワクチンの遅れです。日本の市場は海外市場頼みという中で、日本はかなりアンダーウエートされました。三つ目は、二つ目とも関連しますが、日本の政治の不安定化です。首相の交代もあり、海外投資家の売り要因になりました。四つ目は、実体経済の悪化です。海外投資家からは、日本は中国の一部のように見られており、中国経済が非常に厳しいという話が出れば出るほど落ちてしまう状況になりました。

では、二〇二一年はどうなるのか。結論としては、希望的観測ではありますが、日本株は少し戻すのではないかと思っています。年前半はワニの上顎が落ち、アメリカの出口戦略等、不安定要素の中で下顎も一緒に落ちてしまう。場合によっては二万六〇〇〇円もあるかもしれませんが、年後半にかけては下顎が上がり始め、意外と三万円台まで戻すのではないかと見ています。日本のＰＥＲは低い一方でＥＰＳはかなり高いですから、ある程度戻ってもおかしくないというのが年後半の動きだと思います（Ｐ30右）。

ただ、年前半で非常に不安定なのは、アメリカの金利上昇です（Ｐ29）。場合によっては、一〇年金利二％乗せということも十分起こり得ると思います。しかし、アメリカの利上げサイクルが今年から始まるといっても、実際は、二〇二〇年に〇・五％だった一〇年金利が、上昇局面にあって

一％以上上がっているわけですから、ピークはせいぜい二％台半ばではないかとみています。

一方、日本の物価も従来に比べて少し影響が出てきて、四月ごろには二％に達するのではないかという御指摘が先ほどありました。そうなると、日本の長期金利も、例えば、一〇年金利で〇・二％台、二〇年債であれば〇・六％台と、債券市場が大きく動いてもおかしくはない。今年は債券市場への影響に注目すべきだと思います。

為替市場につきましては、円高の不安がかなり薄れてきている部分が大きいですし、日米の金融政策格差もあります。そうした状況の中で、円安の流れはまだ続くだろうと思います。しかし、一二〇円の壁はやはり大きいので、去年に比べると変動幅は限られ、実際問題として、アメリカが利上げを始めることはもう織り込まれているので、市場の動きは限られるのではないかと思います。

そういったことを含めて、資産運用という観点から言えば、バブル崩壊以降の雪の時代においては、円の現預金保有が一番よく、資産運用に向かない局面であったわけですが、ようやく時代が変わろうとしています。個人金融資産二〇〇〇兆円時代に入り、貯蓄から投資へということで、今年は高校の家庭科でも金融教育が始まります。こういう部分を市場参加者としていかに重視し、対応していくのか。二〇二二年はそこが問われる非常に重要な年であり、制度的な要因、サポート、税制も含めてしっかりウオッチしていかなければいけない局面だと思います。

○海津　それでは、私からマーケットの見立てを申し上げます。

株式市場はマクロ以上に企業業績が重要です。Russell/Nomura Large Cap、すなわち三〇〇社あまりの利益の推移をみると、リーマンショック

のときは八〇％も減益になり、株価も大きく下がりましたが、二〇一九年度は前年度比二〇％の減益にとどまりました（Ｐ５左）。二〇二〇年度は、営業利益ではさらに少し落ちましたが、通信・インターネットの利益が乗ったこともあってほぼ二〇一九年度並みになり、二〇二一年度は二〇一八年度のピーク利益を楽に更新していく。さらに、二〇二二年度はそこからさらに一〇％ほど伸びると見ています。

ＴＯＰＩＸ換算予想ＥＰＳは、二〇二一年度が一二五、二〇二二年度が一四〇、二〇二三年度が一四六です。基本的にはもう少し上昇していいと思っているのですが、やはり米国株の波を考えなければいけません。この一月の調整はそろそろ一巡し、四～五月にかけて再度上昇する。日経平均は三万一〇〇〇～三万二〇〇〇円ぐらいまで行く余地があると思う一方で、夏場から秋口にもう一回、米国株安に遭遇する可能性が高いと思っています。

一〇年債の利回りは、この一月の局面では恐らく一・八～一・九％ぐらいで止まると思いますが、夏場から秋口にＱＴを始めること、そしてヨーロッパの物価上昇を考えると、二〇二三年の一－三月か四－六月にＥＣＢが利上げをする可能性も出てくる。このＱＴとＥＣＢの利上げ観測が重なると、一〇年債で二・一～二・二％、三〇年債で二・三～二・五％ぐらいと予想されるので、アメリカのＳ＆Ｐ５００の予想ＰＥＲは一八倍台ぐらいまで下がらないとおさまらないと思います。したがって、米国株も日本株も夏場から秋口にもう一回調整する可能性があります。

そこから先、金利上昇も大分織り込まれ、再度戻っていき、年末の日経平均は三万円前後ではないかと思います。つまり、一月に二万七〇〇〇円

台まで下げ、一回、三万一〇〇〇円ぐらいまで上がり、また夏場から秋口に二万七〇〇〇～二万八〇〇〇円まで下げ、年末三万円というのが私の日本株の見立てです。

為替については、ドル・円レートは米日五年金利差でほぼ決まっています（Ｐ５右）。足元は、債券売り、株売りでリスクオフになっているため若干円高ですが、日米の金利差を考えると一一七～一一八円ぐらいまで行ってもおかしくない。夏場から秋口にかけて米国株が調整する場面もあるので、今年の年末は一一五円ぐらい、一旦弱いところで一一七～一一八円ぐらいという感じです。

では、どこが牽引役になるのか。企業業績をみるとやはり自動車とエレクトロニクスです（Ｐ６）。グローバルに財の需要が強い中で、自動車やエレクトロニクスのような輸出産業が利益を伸ばすことに加え、追加的な円安も見込めるということで、これらが四～五月にかけて戻り相場の中で牽引役になるのではないかと考えています。

留意点としては、参議院選挙、アメリカの中間選挙、そして予想外の原油価格高に見舞われないかどうか、このあたりを見ていきたいと思っています。

残りの時間は会場の皆さんから御質問をお受けしたいと思いますが、いかがでしょうか。――御質問がなければ、こちらで補足的な説明をさせていただきたいと思います。お三方のほうでつけ加えたいことがあればお願いします。

○嶋中　先ほど、企業収益について数字を言いませんでした。これはあくまでも三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券景気循環研究所の予想ですが、二〇二一年度の東証上場企業ベース連結では三八・四％と非常に高いものを見込んでいます。そして、二〇二二年度は一三・八％で少し落差が

あり、二〇二三年度は三一・一％です。そういう意味では、二〇二二年度は調整の年と考えていますが、本格的な調整ではないということです。

○高田　先ほど債券市場に留意と申し上げましたが、日本についても同様です。というのは、これまで全く動かなかったものが動き出す。では日本銀行が動き出すのかというと、私は日銀が動くとはあまり思っていません。ただ、アメリカでは、ＦＲＢはまだ動いていませんが、この一年半で一〇年金利は一％以上、下手をすると一・五％ぐらい動いています。つまり日本も、日銀が動く動かないにかかわらず、債券市場は結構動いてしまうわけです。したがって、その辺は少し留意しておかなければいけないだろうと思います。

また、過去四〇年間の日米欧の金利の連動を見ていますと、アメリカが動いたときには日本はそれほど動かないのですが、ＥＣＢが動くと日本も動きます。外堀が埋まってしまう、もしくは市場の期待がかなり変わってきますので、そこは要注意です。そういう意味で、今後ＥＣＢの動きは非常に重要な論点になってくると思います。

そして、金利の動きに伴って当然株のほうも変動しますが、実際そんなに警戒すべきなのかというのは、後になって冷静に見るところなのではないかと思います。

○海津　それでは、時間になりましたので、今年の「新春討論会」は以上とさせていただきたいと思います。最後までおつき合いいただきまして、誠にありがとうございました。皆様の御参考になれば幸いです。（拍手）

○増井理事長　皆様、いつものようにすばらしい御説明をありがとうございました。

毎年、皆様のうちお一人を半年後にお招きし、その後の情勢も踏まえて年後半の見通しなどをお

話しいただいています。夏ごろにお願いすることになると思いますので、そのときを楽しみにしております。

厳しいときもありますが、年末に向けて何とか持ち直すのではないかというお話もありました。それを期待しながら、この一年間過ごしていきたいと思います。

今日は長い時間御清聴くださり、ありがとうございました。（拍手）

（かいづ　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・大和総研副理事長兼専務取締役リサーチ本部長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・センター理事長エグゼクティブエコノミスト）

（本稿は、令和四年一月二四日に開催した「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年野村證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、2007年大和総研入社。2021年より現職。現在、内閣官房参与（経済・金融担当）、全世代型社会保障改革構築会議委員、政府税制調査会特別委員、財務省「財政制度等審議会」臨時委員、特定複合観光施設区域整備推進会議委員、総務省「情報通信審議会」委員、金融庁「ソーシャルボンド検討会議」委員など数々の公職を務める。

嶋　中　雄　二　氏

略　　歴

1978年三和銀行（現三菱UFJ銀行）入行。同行調査部（東京）などを経て、1984年日本経済研究センター研究員。1989年三和総合研究所主任研究員。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 投資調査部長兼主席研究員。2007年三菱UFJ証券参与 景気循環研究所長、2010年より現職。

内閣府経済社会総合研究所景気動向指数研究会委員。景気循環学会副会長。

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。

公益財団法人
日本証券経済研究所
JSRI Japan Securities Research Institute

「新春討論会―2022年の経済展望」

令和4年1月24日

海津政信氏資料

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

後掲のディスクレイマーをお読み下さい。

世界経済の回復続こう、新型コロナの感染抑制と経済再開を両立へ　NOMURA

ポストコロナの5つのメガトレンド

ポストコロナの5つのメガトレンド			
1	ROE偏重の新自由主義	➡	ROEとESG両立の新修正資本主義
2	金融政策中心の政策運営	➡	格差配慮の財政・税制・金融政策
3	トランプ主導の米中対立	➡	バイデン提唱のG7と中国の対立
4	デジタル革命	➡	デジタル＆グリーン革命
5	オフィスワーク主体	➡	オフィスワーク・テレワーク融合

（注）ROEは自己資本利益率。ESGは環境・社会・ガバナンス。
（出所）野村證券金融経済研究所

世界経済見通し（実質GDP＜国内総生産＞成長率）

（前年比、%）

		2021年（推）	2022年（予）	2023年（予）
世界		6.0	4.0	3.4
先進国		5.1	3.6	2.3
	米国	5.6	3.9	2.3
	ユーロ圏	5.2	3.1	1.9
	日本	1.4	3.5	2.7
新興国		6.7	4.4	4.2
	中国	7.8	4.3	4.7
	インド	8.2	7.4	5.1

（注）2022年1月14日時点の野村による予測値。
（出所）IMF（国際通貨基金）、ブルームバーグ、野村

米国経済回復、物価上昇は予想以上、FRB(米中銀)利上げ政策等強化へ　NOMURA

米国経済見通し

（%）	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年	2023年
	（季節調整済み前期比年率%）							（前年比%）
実質GDP	2.7	4.1	4.9	2.4	**−3.4**	5.6	3.9	2.3
個人消費	2.8	5.1	2.9	2.6	**−3.8**	8.0	4.0	2.4
非住宅固定投資	8.2	8.0	8.0	5.4	**−5.3**	7.6	6.8	4.2
政府支出	−2.4	−3.5	−4.9	−4.9	**2.5**	0.7	−2.0	−1.4
失業率	3.8	3.5	3.4	3.4	**8.1**	**5.4**	3.5	3.4
非農業部門雇用者数（千人）	233	350	210	173	**−785**	**537**	242	130
			（前年同期比%）					（前年比%）
消費者物価	7.3	6.0	4.9	3.4	**1.2**	**4.7**	5.4	2.0
コアPCEデフレータ	4.7	4.1	3.5	2.8	**1.4**	3.3	3.8	2.3
連邦財政収支（対GDP比%）					**−14.6**	**−12.5**	−4.7	−2.9
FRB証券ポートフォリオ保有高（兆ドル）	8.40	8.43	8.39	8.15	**6.73**	**8.20**	8.15	6.97
政策金利	0.375	0.625	0.875	1.125	**0.125**	**0.125**	1.125	1.625
2年物財務省証券利回り	0.85	1.05	1.30	1.45	**0.13**	**0.73**	1.45	1.85
10年物財務省証券利回り	1.65	1.75	1.95	2.00	**0.93**	**1.52**	2.00	2.10

（注）1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。
3. 財政収支は年度（前年10月～9月）。4. 金利は期末値。政策金利は、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標水準。5. 2022年1月14日現在。6.太字は実績。
（出所）米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会（FRB）、ブルームバーグ、野村

FOMC（米連邦公開市場委員会）参加者予想要約

	FOMC開催時期	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	長期均衡水準	平均
実質GDP成長率（前年比、%）	21年12月	-2.4	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	
	21年9月	-2.4	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	
	21年6月	-2.4	7.0	3.3	2.4		1.8	
	21年3月	-2.4	6.5	3.3	2.2		1.8	
	20年12月	-2.4	4.2	3.2	2.4		1.8	
失業率（%）	21年12月	6.8	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	
	21年9月	6.8	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	
	21年6月	6.8	4.5	3.8	3.5		4.0	
	21年3月	6.8	4.5	3.9	3.5		4.0	
	20年12月	6.8	5.0	4.2	3.7		4.1	
コア個人消費支出（PCE）デフレータ(%)	21年12月	1.4	4.4	2.7	2.3	2.1	2.0	2.58
	21年9月	1.4	3.7	2.3	2.2	2.1	2.0	2.34
	21年6月	1.4	3.0	2.1	2.1		2.0	2.15
	21年3月	1.4	2.2	2.0	2.1		2.0	1.93
	20年12月	1.4	1.8	1.9	2.0		2.0	1.78
FOMC参加者の政策金利見通し（ドット、中央値、%）	21年12月		0.125	0.875	1.625	2.125	2.500	利上げ長期開始、ペース加速へ
	21年9月		0.125	0.250	1.000	1.750	2.500	
	21年6月		0.125	0.125	0.625		2.500	
	21年3月		0.125	0.125	0.125		2.500	
	20年12月		0.125	0.125	0.125		2.500	

（注）FOMC参加者予想の中央値。実質GDP成長率および物価指標は各年10－12月期の前年同期比変化率。失業率の予想は民間部門の各年10－12月期平均の失業率。政策金利は年末値。緑字は上方修正、赤字は下方修正。コア（食料・エネルギー除く）インフレ率の平均は、20年から23年ないし24年までの予想の平均。
（出所）FRB、Bloomberg、野村

NOMURA

日本経済、ﾜｸﾁﾝの3回目接種、経口治療薬と経済対策で回復軌道へ

日本経済の予測要約表

［2022年1月11日時点］

		21年度（予）	22年度（予）	23年度（予）
国内総生産	実質国内総生産(GDP)	2.1	4.5	1.6
	民間最終消費支出	2.1	5.0	1.2
	民間企業設備投資	1.6	8.1	3.7
	公的固定資本形成	−5.5	−2.0	−1.9
	財貨・ｻｰﾋﾞｽ輸出	11.7	9.2	5.2
	財貨・ｻｰﾋﾞｽ輸入	6.6	5.4	3.5
	名目国内総生産(GDP)	1.4	5.1	2.1
	GDPデフレーター	−0.7	0.5	0.4
生産・物価	鉱工業生産	6.0	5.7	2.8
	消費者物価	0.1	1.2	0.7
	除く生鮮食品	0.1	1.2	0.7
	完全失業率（%）	2.7	2.3	2.2
対外収支	貿易・ｻｰﾋﾞｽ収支（兆円）	−2.7	0.4	1.1
	経常収支（兆円）	16.2	20.2	20.9

（注）断りがない限り、前年比、%。-0.0の場合も0.0と表示している。
（出所）内閣府、財務省、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村作成

岸田政権の経済対策の概要

（単位：兆円）

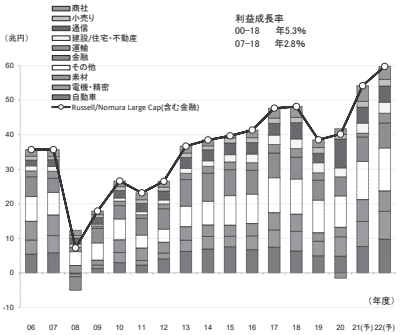
	財政支出	事業規模
新型コロナウイルス感染症の拡大防止	22.1	35.1
病床確保等の緊急包括支援交付金	2	
最大250万円の事業者向け支援金	2.8	
住民税非課税世帯への10万円給付金	1.4	
「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え	9.2	10.7
新たなGoToトラベル事業	1.3	
コロナ対応予備費(21年度残額、22年度当初合計)	6.8	
未来社会を切り開く「新しい資本主義」の起動	19.8	28.2
10兆円規模の大学ファンド	5.5	
マイナポイント第2弾	1.8	
先端半導体の国内生産拠点の確保	0.6	
看護師、介護士、保育士らの賃上げ	0.3	
18歳以下への10万円相当の給付金	1.9	
防災・減災、国土強靭化の推進等安全・安心の確保	4.6	5.0
合計	55.7	78.9

（注)経済対策は21年11月19日閣議決定、21年度補正予算は11月26日閣議決定
（出所)内閣府、財務省資料、日本経済新聞報道から野村作成

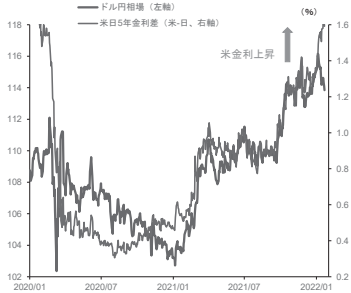
NOMURA

日本株は22年度収益増予想を背景に22年央まで上昇へ、円安もプラス

Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



米日5年金利差とドル円



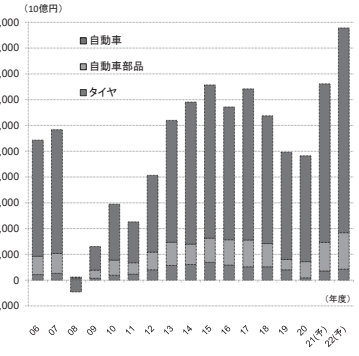
（注）Russell/Nomuraは日本株式市場全体を代表する銘柄で構成されている、Large Capは大型株。
予想は2022年1月20日時点、連結子会社は控除して集計している。
TOPIX換算予想EPSは、18年度114、19年度79、20年度90、21年度125、22年度140。
（出所）野村

（出所）Bloomberg、野村

米販売回復と円安がプラスの自動車、半導体投資増で潤うエレクトロニクス

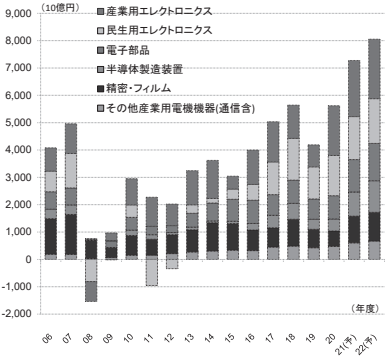
NOMURA

自動車セクターの経常利益予想



（注）対象はRussell/Nomura Large Cap 構成銘柄
予想は2022年1月20日時点。連結子会社は控除して集計している。
（出所）野村

エレクトロニクスセクターの経常利益予想



（注）対象はRussell/Nomura Large Cap 構成銘柄
予想は2022年1月20日時点。連結子会社は控除して集計している。
（出所）野村

NOMURA

ディスクレイマー
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもの で、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役職員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があり、また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようにお願いいたします。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は、2,860円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式（国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内インフラファンドを含む）の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込み））の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETF・ETNは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。
外国株式の売買取引には、売買金額（現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額）に対し最大1.045%（税込み）（売買代金が75万円以下の場合は最大7,810円（税込み））の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込み））、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上（オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上）で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで（オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで）のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

野村證券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)　第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
Copyright © 2022 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

熊谷亮丸氏資料

大和総研副理事長兼専務取締役リサーチ本部長
チーフエコノミスト

グローバル経済のリスク要因

Ⅰ．新型コロナ感染症の拡大（オミクロン株の流行等）

Ⅱ．世界的な金利上昇
→ワクチンの普及
→世界的な景気回復・インフレ懸念・金利上昇・商品高
→世界的な株安・新興国などでの過剰債務問題の深刻化

Ⅲ．中国の過剰債務問題や「不動産バブル」

Ⅳ．中東情勢の混乱→ホルムズ海峡封鎖→原油急騰

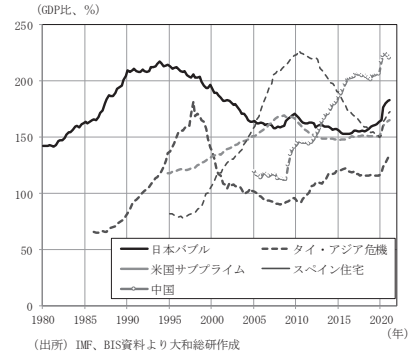
Ⅴ．米中対立の深刻化（台湾でのトラブル等）

Ⅵ．地政学的リスク（ウクライナ情勢等）

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

中国が抱える深刻な過剰債務問題

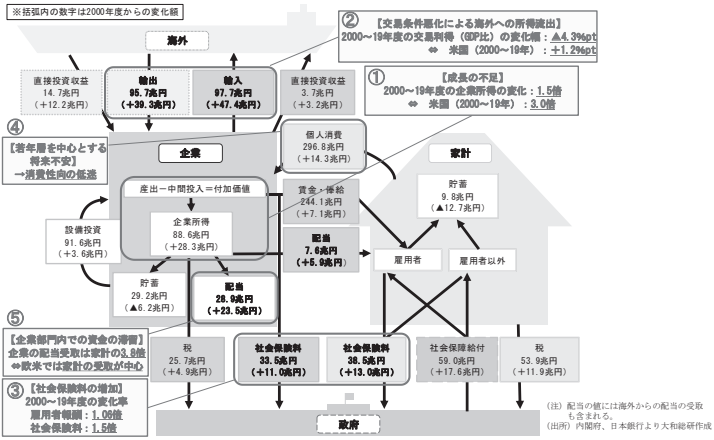
民間非金融の債務残高 ～ 過去の危機との比較



（出所）IMF、BIS資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd.　Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

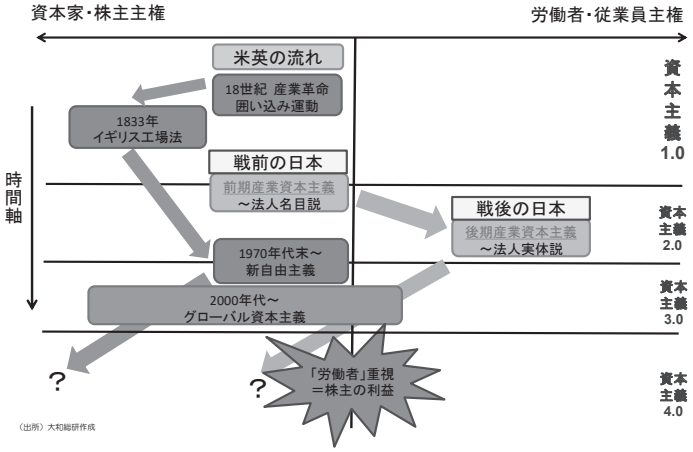
資金フロー（2019年度）から見た日本経済の問題点



（注）配当の値には海外からの配当の受取も含まれる。
（出所）内閣府、日本銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd.　Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

資本主義の歴史

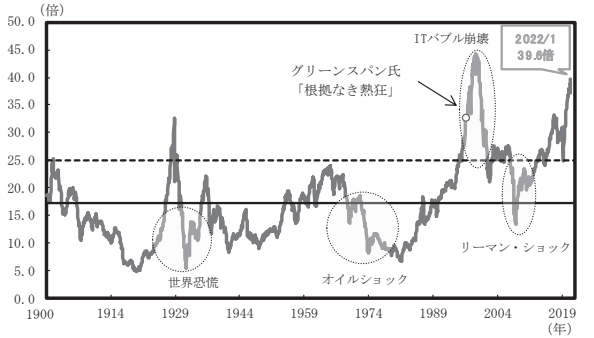


Daiwa Institute of Research Ltd.　Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

12

米国株式市場の割高感には要注意

シラーPER（S&P米国総合）の長期推移（1900年以降過去平均）



（注）黒の実線は1900年以降の過去平均、黒の点線は割高・割安の一つの目安とされる25倍。
（出所）Robert Shiller ウェブサイトより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd.　Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

13

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。
本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。
(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。
内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

 Copyright © 2022 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

【無登録格付に関する説明書】
本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html を必ずご確認ください。

大和証券㈱のお客様へ

【ご留意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等　：大和証券株式会社　/　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 108 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

嶋中雄二氏資料

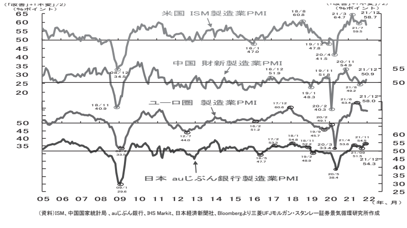
三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券参与
景気循環研究所長

16

JSRI

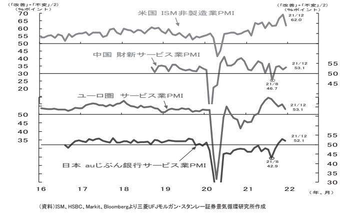
○主要国・地域の景況指数と米国のインフレとテイラー・ルール

図1. 米国・中国・ユーロ圏・日本の製造業景況指数の推移



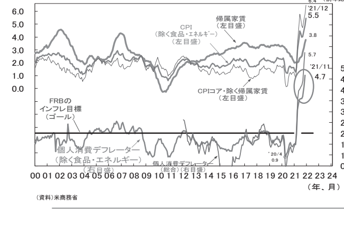
（資料）ISM、中国国家統計局 、auじぶん銀行、IHS Markit、日本経済新聞社、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 米国・中国・ユーロ圏・日本の非製造業景況指数の推移



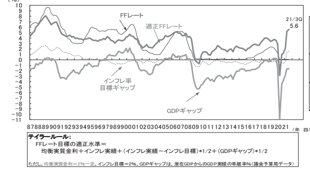
（資料）ISM、HSBC、Markit、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 米国の個人消費デフレーター・コアとＣＰＩコアの推移



（資料）米商務省

図4. 米国のテイラー・ルールに基づく適正FFレート



		適正FFレート	GDPギャップ	インフレ率目標ギャップ 実績−2%
20年	2Q	−2.9	−10.8	−1.0
	3Q	1.0	−4.4	−0.5
	4Q	1.2	−3.8	−0.6
21年	1Q	2.1	−2.8	−0.3
	2Q	5.2	−1.7	1.4
	3Q	5.6	−1.7	1.6

テイラールール：
FFレート目標の適正水準＝
均衡実質金利＋インフレ実績＋（インフレ実績－インフレ目標）*1/2＋（GDPギャップ）*1/2

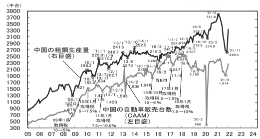
ただし、均衡実質金利＝2%一定、インフレ目標＝2%、GDPギャップは、潜在GDPからのGDP実績の乖離率%（議会予算局データ）

（注1）テイラールールによる適正FFレート＝コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀ上昇率+0.5*（GDPギャップ）+0.5（コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀ上昇率−目標PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀ上昇率）+均衡実質金利
（注2）潜在成長率は、議会予算局公表のデータ、コアPCEデフレータは前年同期比
（注3）実質均衡金利、目標物価上昇率は、Taylor(1993)にならい、ともに2.0とした。
（資料）米商務省『Gross Domestic Product』、議会予算局、FRB、三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

17

○中国・ユーロ圏の景気・金融指標

図1. 中国の粗鋼生産量と自動車販売台数



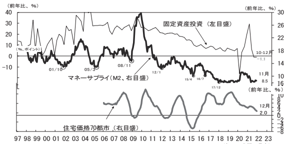
（注）粗鋼生産量、自動車販売台数は景気循環研究所の季節調整値。
（資料）世界鉄鋼協会資料、CAAMなどをもとに作成

表1. 中国粗鋼生産と自動車販売台数

	粗鋼 生産量 (05/1=100)	前月比 (%)	前年比 (%)	自動車 販売台数 (千台)	前月比 (%)	前年比 (%)
20/12	314.2	0.5	7.7	2345	1.3	5.4
21/1	322.9	2.8	12.8	2405	2.5	30.0
21/2	331.9	2.8	13.4	2357	−2.0	365.0
21/3	327.8	−1.2	19.1	2428	3.0	74.9
21/4	324.2	−1.1	13.4	2422	−0.2	8.6
21/5	311.8	−3.8	6.6	2277	−6.0	−3.0
21/6	301.9	−3.2	1.5	2020	−11.3	−16.3
21/7	280.0	−7.3	−8.4	2044	1.2	−11.9
21/8	269.5	−3.7	−13.2	1950	−4.6	−21.8
21/9	246.1	−8.7	−21.2	1914	−1.8	−19.6
21/10	244.6	−0.6	−23.3	2076	8.5	−9.4
21/11	240.3	−1.8	−22.0	2112	1.7	−9.1
21/12	295.6	23.0	−6.8	2264	7.2	−1.6

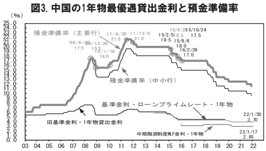
（注）粗鋼生産量,自動車販売台数は景気循環研究所の季節調整値。
（資料）中国国家統計局、世界鉄鋼協会、CAAM（China Association of Automobile Manufacturers/中国汽車工業協会）資料などをもとに作成

図2. 中国のマネーサプライと固定資産投資と住宅価格



（資料）中国国家統計局、中国人民銀行

図3. 中国の1年物最優遇貸出金利と預金準備率

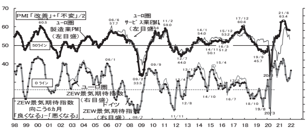


（資料）中国人民銀行

図4. ユーロ圏のＰＭＩとＺＥＷ景気期待指数（ドイツ・ユーロ圏）

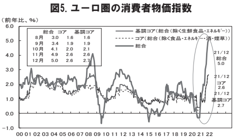
	ユーロ圏PMI		
	製造業	サービス	総合
9月	58.6	56.4	56.2
10月	58.3	54.6	54.2
11月	58.4	55.9	55.4
12月	58.0	53.3	53.4

	ZEW景気期待指数	
	ドイツ	ユーロ圏
10月	22.3	21.0
11月	31.7	25.9
12月	29.9	26.8
1月	51.7	49.4



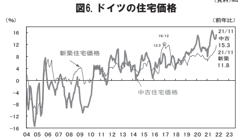
（資料）Markit、ZEW

図5. ユーロ圏の消費者物価指数



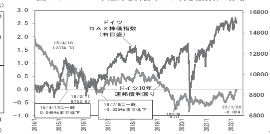
（資料）Eurostat

図6. ドイツの住宅価格



（資料）Hypoport『EPX住宅価格指数』, Bloomberg

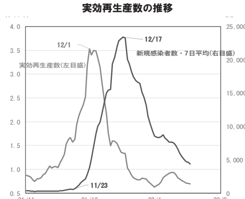
図7. ドイツ10年連邦債利回りと株価指数の推移



（資料）日本経済新聞社資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○南アフリカ・英国のオミクロン株感染のピーク・アウトと日本の感染状況

図1. 南アフリカの新規感染者数（7日移動平均値）、実効再生産数の推移

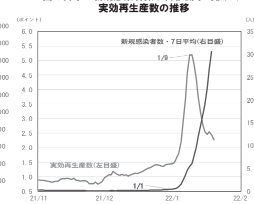


南アフリカ

図2. 英国の新規感染者数（7日移動平均値）、実効再生産数の推移

英国

図3. 日本の新規感染者数（7日移動平均値）、実効再生産数の推移



感染者数　11/24以降急増
→12/17にピークを付ける
24日後

再生産数のピーク
12/1
→感染者数のピーク
12/17　16日後

感染者数、12/16以降急増
→1/6にピークを付ける
22日後

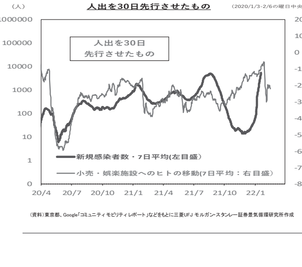
再生産数のピーク
12/22
→感染者数のピーク
1/6　15日後

日本

感染者数が1/2以降急増
22-24日後にピークを付けるとすると、
→1/24-26がピーク
となる可能性
再生産数のピーク　1/9
感染者数が15-16日後に
ピークを付けるとすると、
→1/24-25がピーク
となる可能性

（資料）図1-3：東洋経済オンライン「新型コロナウイルス国内感染の状況」、NHK、Our World in Data、WHO、米CDC、厚生労働省資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

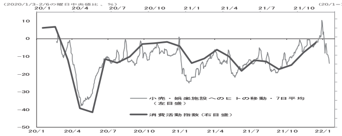
図4. 東京の新規感染者数と人出の推移



（資料）東京都、Google「コミュニティモビリティレポート」などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

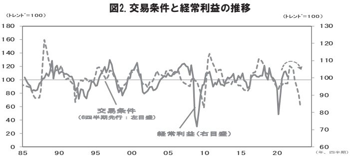
○日本の景気・物価動向

図1. 全国の人出と個人消費の推移



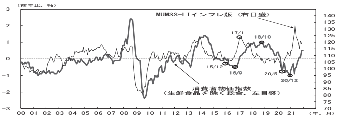
（資料）Google「コミュニティ モビリティ レポート」、日銀資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 交易条件と経常利益の推移



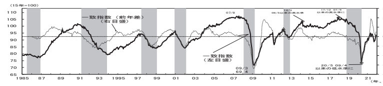
(注)トレンドはHPフィルターにより推計。交易条件の直近は21年10-12月、経常利益は7-9月期。
（資料）日本銀行、財務省資料などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. コアＣＰＩとＭＵＭＳＳ-ＬＩインフレ版



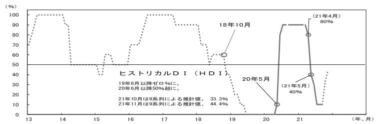
（注）消費者物価指数は消費税率引上げの直接的な影響を除いている。
(資料)総務省「消費者物価指数」などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4. ＣＩ一致指数の推移



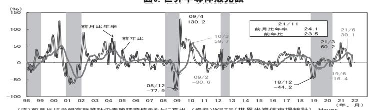
（注）シャドーは景気後退期(内閣府)。直近の山（18年10月）、谷（20年5月）は暫定。
（資料）内閣府『景気動向指数』

図5. 景気動向指数・一致指数のヒストリカルＤＩ（ＨＤＩ）の推移



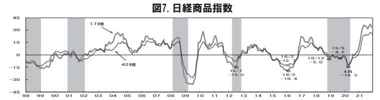
（注）採用系列は当初は10系列、中小企業出荷指数が公表休止となり、9系列に。18年12月に輸出数量の追加を決定、20年7月に20年6月速報値より、10系列による指数とすることを決定。現在は10系列。
（資料）内閣府資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図6. 世界半導体販売額



（注）前月比は当研究所推計の季節調整値をもとに算出 （資料）WSTS（世界半導体市場統計）、Haver

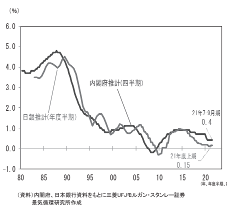
図7. 日経商品指数



（注）日経商品指数17種、42種とも月末値。（資料）日本経済新聞社

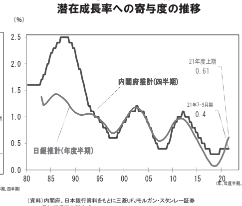
○中・長期循環から見た、今後の日本経済

図1. 潜在成長率の推移



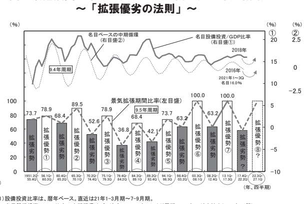
（資料）内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 全要素生産性の伸びの潜在成長率への寄与度の推移



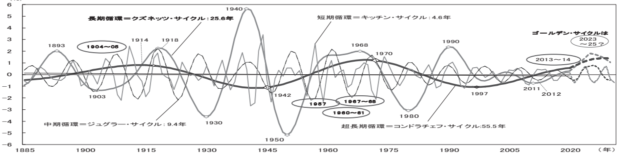
（資料）内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 設備投資比率と景気の拡張期間で見た中期循環　～「拡張優劣の法則」～



（注1）設備投資比率は、暦年ベース。直近は21年1-3月期～7-9月期。
名目設備投資／GDP比率の中期循環はバンドパス・フィルターにより周期8～12年の波を抽出(1885年以降)。
（注2）図中の棒グラフのシャドー部は、相対的に拡張期間の短い時期を示す。点線並びに最後の2つの棒グラフは、すべて嶋中の予測。
（注3）拡張期間比率は、全期間に占める景気拡張四半期数の割合（%）。51年度以降、4.75年（19四半期)ずつで「拡張優勢」期と「拡張劣勢」期が交互に繰り返しており、その周期は9.5年。
（資料）嶋中雄二『これから日本は4つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』東洋経済新報社、2013年。
内閣府『国民経済計算』、『景気動向指数』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4. 日本の名目設備投資/ＧＤＰ比率の複合循環～2013～14年に、明治期以降5回目のゴールデン・サイクルに突入したが、現在は空白期に。次の6回目は23～25年か？～



（注）暦年。直近は2021年1-3月期～7-9月期。短期：キッチン・サイクルの周期4.6年、中期：ジュグラー・サイクルの周期9.4年、長期：クズネッツ・サイクルの周期25.6年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期55.5年は、各々3～8年、8～12年、12～40年、40～70年の波からバンドパス・フィルターにより抽出。
（資料）嶋中雄二『これから日本は4つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』東洋経済新報社、2013年、同『第3の超景気』日本経済新聞出版社、2018年大川一司他『国民所得』（長期経済統計１）東洋経済新報社、1974年、内閣府『国民経済計算』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

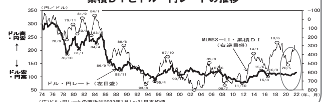
〇ドル・円レートの動向～1ドル＝110～120円（平均115円）の範囲で推移と想定。為替の先行指数は先行きのドル高・円安を依然示唆しており、米国のバランスシートも、今後は縮小へ。但し、22年4-6月期と7-9月期に米国景気減速の可能性も。～

表1. 為替レート予測総括表

	2021年		2022年				2023年				2024年
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
ドル円	108.7～112.1	110.8～115.5	110.0～120.0	109.0～119.0	108.0～119.0	109.0～120.0	109.0～120.0	110.0～120.0	110.0～121.0	111.0～121.0	111.0～122.0
（ ）内は平均値	(110.4)	(113.1)	(115.0)	(114.0)	(113.5)	(114.5)	(114.5)	(115.0)	(115.5)	(116.0)	(116.5)
ユーロドル	1.156～1.191	1.119～1.169	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180	1.080～1.180
（ ）内は平均値	(1.170)	(1.140)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)	(1.130)
(ご参考)ユーロ円	127.9～132.4	127.4～132.6	124.0～134.0	123.0～133.0	122.0～132.0	123.0～133.0	123.0～133.0	124.0～134.0	124.0～134.0	125.0～135.0	125.0～135.0
（ ）内は平均値	(130.2)	(130.0)	(129.0)	(128.0)	(127.0)	(128.0)	(128.0)	(129.0)	(129.0)	(130.0)	(130.0)

（注）カッコ内はレンジの平均。
（資料）日本経済新聞社資料などより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図1. ＭＵＭＳＳ先行指数・為替（ドル・円レート）版の累積ＤＩとドル・円レートの推移



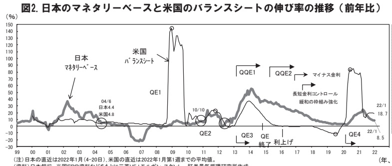
（注）ドル・円レートの直近は2022年1月1～21日平均値。
（資料）日本経済新聞、三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所『MUMSS先行指数』

表2. ＭＵＭＳＳ－ＬＩ　為替（ドル・円レート）版・個別指標の推移

	21/7	21/8	21/9	21/10	21/11	21/12
ＭＵＭＳＳ－ＬＩ　ＤＩ	43	43	29	14	*29*	
1 日米鉱工業生産比率 前年比（%）	○ 4.6	▲ 3.3	▲ -6.6	▲ -8.5	▲ 0.4	
2 米国小売売上高 前年比（%） 逆ｻｲｸﾙ	○ 15.3	○ 15.7	○ 14.2	▲ 16.2	▲ 18.2	▲ 16.9
3 日本経常収支 季調値（百万ドル）	▲ 10,273	▲ 7,209	▲ 4,944	▲ 8,918	○ 12,778	
4 日米実質長期金利差（日本－米国）（%）	○ -0.55	○ -0.54	○ -0.54	▲ -0.58	▲ -0.58	▲ -0.61
5 ロンドン金価格（月末値） 前年比（%）	▲ -7.1	▲ -7.3	▲ -7.6	○ -6.0	○ 2.4	○ -4.3
6 日経商品価格指数17種（月末値）（1970年＝100） 逆ｻｲｸﾙ	▲ 188.350	▲ 189.076	▲ 193.733	▲ 202.695	▲ 202.088	▲ 203.734
7 円レート加速度（%） 逆ｻｲｸﾙ	▲ 4.7	○ 3.6	▲ 5.8	▲ 8.4	▲ 13.4	▲ 14.6

（注）各ﾃﾞｰﾀ上段の表示について：○…3ヵ月前より上昇、＝…3ヵ月前と同じ、▲…3ヵ月前より低下。
　但し、逆ｻｲｸﾙの系列については逆。円レート加速度はドル・円レートの前年比変化率の前年差。
（資料）FRB、米商務省、経済産業省等、各種公表資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 日本のマネタリーベースと米国のバランスシートの伸び率の推移（前年比）



		日本 ＭＢ	米国 ＢＳ	日本－米国
		（前年比.%）		(%pt)
21	1	18.9	76.4	-57.5
	2	19.6	78.9	-59.3
	3	20.8	69.5	-48.7
	4	24.3	25.0	-0.8
	5	22.4	14.1	8.3
	6	19.1	12.4	6.7
	7	15.4	17.2	-1.8
	8	14.9	18.7	-3.8
	9	11.7	19.4	-7.7
	10	9.9	19.5	-9.7
	11	9.3	19.7	-10.4
	12	8.3	19.2	-10.9
22	1	8.5	18.7	

（注）日本の直近は2022年1月（4-20日）、米国の直近は2022年1月第1週までの平均値。
（資料）日本銀行、米国FRB資料などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表3. 10年国債利回りの予測

予　測（あくまでもご参考）→（22年1-3月以降）

	21年1-3月	21年4-6月	21年7-9月	21年10-12月	22年1-3月	22年4-6月	22年7-9月	22年10-12月	23年1-3月	23年4-6月
上　限	0.150 %	0.120 %	0.070 %	0.070 %	0.180 %	0.200 %	0.200 %	0.220 %	0.240 %	0.260 %
平　均	0.080 %	0.075 %	0.035 %	0.055 %	0.120 %	0.138 %	0.140 %	0.158 %	0.170 %	0.185 %
下　限	0.010 %	0.030 %	0.000 %	0.040 %	0.060 %	0.075 %	0.080 %	0.095 %	0.100 %	0.110 %

表4. 日経平均株価の予測

予　測→（22年1-3月以降）

	21年1-3月	21年4-6月	21年7-9月	21年10-12月	22年1-3月	22年4-6月	22年7-9月	22年10-12月	23年1-3月	23年4-6月
上　限	30,467 円	30,089 円	30,670 円	29,069 円	29,500 円	29,250 円	30,500 円	31,500 円	33,000 円	34,000 円
平　均	28,761 円	28,769 円	28,842 円	28,411 円	28,200 円	27,625 円	28,875 円	29,750 円	30,750 円	31,500 円
下　限	27,055 円	27,448 円	27,013 円	27,753 円	26,900 円	26,000 円	27,250 円	28,000 円	28,500 円	29,000 円

（注）表3-4：10年債利回り、日経平均株価とも終値ベースで作成。
（資料）表3-4：三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表5. 三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券景気循環研究所のＧＤＰ予測（日本・22年1月時点）

（%、%ﾎﾟｲﾝﾄ）

		2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2021年度				2022年度			
						4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
		（実績）	（予測）	（予測）	（予測）	（実績）	（実績）	（予測）	（予測）	（予測）	（予測）	（予測）	（予測）
実質GDP	（前期比）	-4.5	2.9	3.7	3.1	0.5	-0.9	2.5	0.2	1.7	0.0	0.8	0.9
	（前期比年率）					**2.0**	**-3.6**	**10.6**	**0.9**	**7.0**	**0.2**	**3.4**	**3.8**
個人消費	（前期比）	-5.5	2.8	5.4	4.3	0.6	-1.3	3.6	-0.1	2.9	0.1	1.3	1.4
住宅投資	（前期比）	-7.8	-0.8	0.1	3.3	1.0	-1.6	0.4	-1.4	-0.2	1.8	0.1	0.5
設備投資	（前期比）	-7.5	3.1	4.0	6.1	2.0	-2.3	3.3	1.1	1.1	0.6	0.5	1.3
民間在庫増	（前期比寄与度）	(-0.2)	(-0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(-0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
政府消費	（前期比）	2.5	2.2	0.1	-1.1	0.7	1.0	0.5	0.1	0.1	-0.4	-0.4	-0.6
公共投資	（前期比）	5.1	-3.8	2.3	-0.6	-2.6	-2.0	0.5	2.0	1.0	0.0	0.2	-0.1
純輸出	（前期比寄与度）	(-0.7)	(0.7)	(-0.2)	(-0.1)	(-0.2)	(0.0)	(-0.0)	(-0.1)	(-0.1)	(-0.1)	(0.1)	(0.1)
輸出	（前期比）	-10.5	12.7	6.1	8.7	2.5	-0.9	2.5	1.1	1.4	1.0	2.6	2.7
輸入	（前期比）	-6.6	8.1	7.3	9.5	3.9	-1.0	2.5	1.5	2.1	1.8	2.0	2.5
名目GDP	（前期比）	-3.9	1.8	4.4	4.3	0.1	-1.0	1.9	0.6	2.3	-0.2	1.2	1.6
GDPデフレーター	（前年比）	0.7	-1.1	0.7	1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-0.8	0.3	0.2	1.1	1.4

（注1）年度は前年度比、四半期は前期比（実質GDPについては上段が前期比、下段が前期比年率）。
（注2）カッコ内の数値は前期比（前年度比）寄与度。GDPデフレーターは前年比。
（資料）内閣府「四半期別GDP速報」などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

22

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェッブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
当社の役員（会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう）が、以下の会社の役員を兼任しております：三菱UFJフィナンシャル・グループ。
債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。
本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.
〒100-8127 東京都千代田区大手町1-9-2　大手町フィナンシャルシティグランキューブ　三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社　景気循環研究所
（商号）　三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2336号
（加入協会）　日本証券業協会・一般社団法人金融先物取引業協会・一般社団法人日本投資顧問業協会・一般社団法人第二種金融商品取引業協会
本資料は、英国において同国the　Prudential Regulation Authorityとthe Financial Conduct Authorityの監督下にあるMUFG　Securities EMEA plcが配布致します。また、米国においては、MUFG Securities Americas Inc.が配布致します。

23

高田創氏資料

岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト

2022年のキーワード　5つの論点

1.「汽水域の年」：二極化続く

・「コロナ7業種」も二極化
・コロナ危機は終息の兆しを見せるが、依然、感染の影響を引き摺る二極化
・ポストコロナを展望する局面

2.「黄金の20年代」再来も：DX期待

・スペイン風邪から100年、1920年代「黄金の20年代」再来も
・デジタル化、脱炭素等でのDX期待で底上げに

3.「グローバル政治イヤー」：VUCA (不確実性)とポピュリズム

・米中間選挙、中国党大会、日本参院選、仏大統領選、政治環境がもたらす不確実性
・選挙を前に各国でポピュリズム蔓延に
・VUCA（ブーカ）の時代、（Volatility , Uncertainty, Complexity ,Ambiguity)

4.「高圧経済」と資産効果でゴルディロックスと正常化不安

・コロナショック後の経済政策のサポートは出口に向かうも依然、高圧経済継続
・資産効果は生じるが、引き締めには至らぬゴルディロックス状況
・過熱とインフレ懸念から早急な正常化が「異時間のトレードオフ」を引き起こすことに留意

5. 寅年

・相場格言では「寅千里を走る」
・直近6回の寅年の日経平均は1勝5敗

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

2022年、世界経済は再び回復に向かうも「異時間のトレードオフ」に留意

- 2021年、世界経済は見通しが上方修正されてきたが、年後半以降、中国・米国の下方修正に
- 2022年、米国・中国回復基調に回帰、内外の高圧経済に伴う「資産効果」から回復感も
- 「異時間のトレードオフ」（目先回復も生じうる正常化で中長期的な調整リスクを内包）、なかでも米国の金融正常化に伴う変動に留意

IMF世界経済見通し総括表

	2019年	2020年	2021年（10月予測）	2022年（10月予測）	2021年（7月予測）	2022年（7月予測）	2021年（7月予測との比較）	2022年（7月予測との比較）
世界全体	2.8	▲ 3.1	5.9	4.9	6.0	4.9	▲ 0.1	0.0
先進国	1.7	▲ 4.5	5.2	4.5	5.6	4.4	▲ 0.4	0.1
米国	2.3	▲ 3.4	6.0	5.2	7.0	4.9	▲ 1.0	0.3
ユーロ圏	1.5	▲ 6.3	5.0	4.3	4.6	4.3	0.4	0.0
英国	1.4	▲ 9.8	6.8	5.0	7.0	4.8	▲ 0.2	0.2
日本	0.0	▲ 4.6	2.4	3.2	2.8	3.0	▲ 0.4	0.2
アジア・新興国	5.4	▲ 0.8	7.2	6.3	7.5	6.4	▲ 0.3	▲ 0.1
中国	6.0	2.3	8.0	5.6	8.1	5.7	▲ 0.1	▲ 0.1
インド	4.0	▲ 7.3	9.5	8.5	9.5	8.5	0.0	0.0
ASEAN5	4.9	▲ 3.4	2.9	5.8	4.3	6.3	▲ 1.4	▲ 0.5
ブラジル	1.4	▲ 4.1	5.2	1.5	5.3	1.9	▲ 0.1	▲ 0.4
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.3	6.2	4.0	6.3	4.2	▲ 0.1	▲ 0.2
ロシア	2.0	▲ 3.0	4.7	2.9	4.4	3.1	0.3	▲ 0.2
原油価格（WTI$/bbl）	$56.99	$39.17	$65.69	$62.37	—	—	—	—

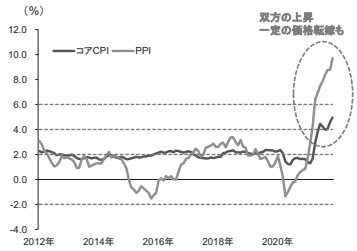
出所：IMF、EIA（米エネルギー情報局）、2021・2022年は予測値、原油価格は9月時点予測

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

米国のインフレは高止まりするも年後半に落ち着きに

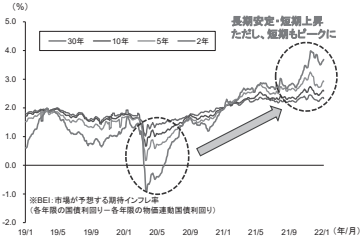
- コロナショック後の米物価動向、価格転嫁でインフレ懸念も
- 米国の物価上昇期待は先に行くほど安定も
- 70年代・80年代のデカップリング時と比べ、今日はサプライチェーン拡大、労働の流動性も加わり供給過剰状況での物価上昇圧力が限定
- 2022年、年後半にかけて物価上昇圧力緩和に

コロナショックと米の物価動向推移



出所：Refinitiv　作成：岡三証券
月次、直近は2021年11月、季節調整済み

米国の年限別BEIの推移



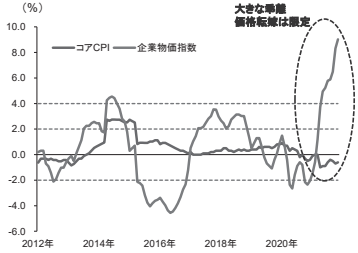
出所：Refinitiv　作成：岡三証券
日次、直近は2022年1月6日

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

日本の物価圧力は限定もデフレ状況は後退に

- 日本の物価環境、価格転嫁限定、ただし、デフレ懸念は後退に
- 日本では長年の物価上昇へのトラウマから価格転嫁は限定
- 原材料費上昇、円安環境も加わり、日本でも漸く消費者物価はプラスに転じる
- 物価下落へのトラウマ脱却には長期の高圧経済継続の必要も

コロナショックと日本の物価動向推移



出所：Refinitiv　作成：岡三証券
月次、直近は2021年11月、季節調整済み

日本のBEI（10年、週次）の推移

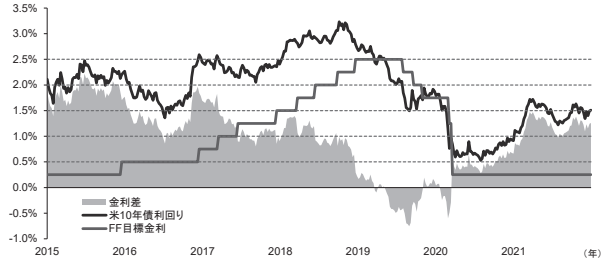
出所：Refinitiv　作成：岡三証券　直近は2021年12月第5週

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

金利引き上げで米国長期金利は上昇に向かうが2%程度に止まる

- 米国長期金利は金利引き上げ観測での上昇圧力と債券実需の綱引きでジグザク上昇
- 海外からの実需は、日欧中心、金利水没下の運用難民の米債ニーズ、米国国内は預貸ギャップの運用圧力
- FRBはテーパリング開始、2022年3回の利上げで長期金利2%視野になるもその後低下、ジグザグ上昇
- その後、2%を視野にしたFFレート引上げで長期金利は2%台に入るもピークは2%台半ばが限度

米10年国債利回りとFFレート



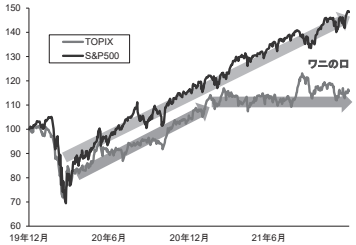
（出所）連邦準備銀行（FRB）等、週次、直近は12月第5週

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

日本株「ワニの口」修正、日本株は割安、2022年に再評価

- 2015以降の海外投資家の売りを吸収した日銀ETF買いの転換での需給不安が日本株停滞に
- 2021年、コロナ感染拡大、ワクチンの遅れ、日本の政治不安定化も海外投資家の売り要因に
- 一方、日本のマクロ環境改善、日本企業の企業業績上昇修正はプラス要因
- 2022年、株価評価上は割安に放置された状況で見直しの可能性、「ワニの口」が修正に
- 米国株式は利上げに伴い年前半は調整のリスクも内包

日米株式市場の比較推移



出所：Refinitiv　作成：岡三証券　日次、直近は2021年12月30日
2019年12月30日＝100、休場日の場合は前後営業日の数値間の線分。

日本株のPER、EPS推移

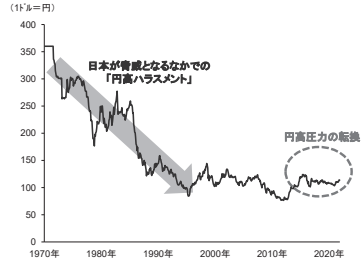
出所：Refinitiv　作成：岡三証券　参照指数：TOPIX
週次、直近は2021年12月第5週、来期予想値

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

「外貨投資」、ドル円相場はボックスながら円安基調

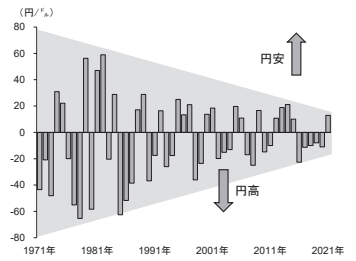
- ドル円相場の長期トレンドは、米国の通貨政策により決定されてきた歴史
  ドル安誘導の円高ハラスメントの潮流は地政学的に転換も（円高トレンド底入れも）
- バイデン政権の為替政策に注目（高圧経済のなかでインフレ抑制の観点からドル高容認の面も）
- 円高不安が後退し、外貨運用への転換

ドル円レートの長期推移



出所：Refinitiv　作成：岡三証券　1970年年初～2021年12月（月末ベース）

過去のドル円レートの変動幅



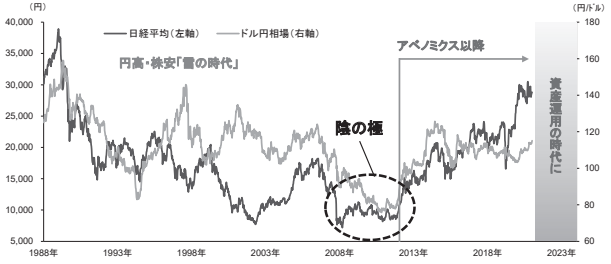
出所：Refinitiv　作成：岡三証券　年次ベース、高値と安値の差を始値＞終値の場合はマイナス（円高）、終値＞始値の場合はプラス（円安）で表示

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

「資産運用元年」、バブル崩壊後「雪の時代」資産デフレ・円高転換

- バブル崩壊後の「雪の時代」は資産デフレと超円高で資産運用に向かない局面
- 資産デフレと円高の長期継続で、円の現預金保有の運用スタイル定着に
- 資産デフレの「持たない経営」と円高の「リストラ経営」のなか、企業は縮小均衡・悪循環
- アベノミクス・黒田異次元緩和から10年、トラウマを超え円安・株高の好循環実現に
- 2022年は「資産運用元年」、高校家庭科で金融教育開始、18歳から証券口座の開設が可能に

日経平均とドル円相場



出所：Refinitiv　作成：岡三証券　週次、直近は12月第5週

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

重要な注意事項

免責事項

・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いします。
・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(https://www.okasan.co.jp/)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜有価証券や金銭のお預りについて＞

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円（税込み）の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円（税込み）の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円（税込み）を上限として口座振替手続料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜株式＞

・株式（株式・ETF・J-REITなど）の売買取引には、約定代金（単価×数量）に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%（税込み）の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%（税込み）の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭（仕切り）取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します（外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません）。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金が変動し、損失が生じるおそれがあります。

＜債券＞

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

＜個人向け国債＞
・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）。
・個人向け国債は、安全性の高い金融商品でありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

＜転換社債型新株予約権付社債（転換社債）＞
国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

＜投資信託＞
・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大3.85%（税込み））
保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%（税込み））
換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保金（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）
その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。
・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
・投資信託は、組入れた有価証券の発行者（或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社）の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

＜信用取引＞
信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第53号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【香港における本レポートの配布】
本レポートは、香港証券先物委員会（SFC）の監督下にある岡三国際（亜洲）有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家（PI）に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際（亜洲）有限公司にお願いします。

【米国内における本レポートの配布】
本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。
岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。
本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構（FINRA）規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】
本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。
地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

（2022年1月1日改定）