

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ご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えます。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、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FRBの金融政策が一つの大きな焦点かと思えます。

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おります。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っております。

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つしゃるので、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っております。

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きますので、一定程度警戒しなくてははいけません(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1%上がると、中国以外の新興国の成長率が0・6%下がり、アメリカの長期金利が5%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なくてははいけません。

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的情勢です。

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つて、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比を前年比で見ただけですが、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。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ことには、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もので、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つて、一つは「グローバルラスト・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「ワクチンイコリティ」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。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つていて、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（P 19 図1）。実は、新規感染者数が昨年の一二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たからピークをつけるまでが二二日です（P 19 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（P 19 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、二月いっぱいには気を抜けない。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が。

「東京の新規感染者数と人出の推移」を見えます（P 19 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す、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えます（P 17 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つて、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、そこまではない可能性が高い。中国経済は、今、春節を迎え、オリンピック開催もあつ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―三下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く、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アリに二%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ぬ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（P 25）。

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と。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きます。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と。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（P.26）。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、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つて、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は正に対応して、その部分をもとに戻すような状況になっただけ、その部分をもとに戻すような状況になっただけ、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中で、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えます（P 27左）。これをどう見るか、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・ルールにしたなら、相当締めなければいけない状況になっていられるのも確かですし、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が。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っています。

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と。こうしたこと、ブレイ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（P 27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（P 2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です、全体ではほぼ想定線の六・〇%ということですが。

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つて、グリーン革命が目先の原油価格等の上げに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えます。

「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か、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、来年までも五%の成長は少し難しそうに見えるということとで言うと、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、米国をしのごう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ていると思いますので、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つて、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考えています。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の課題かと思えます。

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アリに二%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、特に前半、調整色が市場に出てくる可能性があまりす。

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えます。

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えています。

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るうとしています（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点、マネーサプライ（マネーストック）が、最近少し底入れをできています。

これはなぜかという点、今日もまた、リバースレポという短期の金利を引き下げっていますが、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えています。

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という期待から急速に

戻ってきています（P 18 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（P 18 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（P 18 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5%になっています（P 18 図 5）。

どの国も最近はそのなのですが、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、純粹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くと判断しています。

○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―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えますので、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、中国経済のかんりの発展論が、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。失業率はギャップ、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、新型コロナウイルス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%までいかないのでは、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ただけで、国内の貯蓄率が高く、問題が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「年収の五倍で家を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けないのは、不動産に全てを頼る経済になっていきますから、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ですということです。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。こ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（P 20 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も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（P 20 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—L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（P 20 図3）。四一六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（P 20 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C I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（P 20 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つたら、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ないませんが、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、二〇二一年度の七一・九月期がマイナス三・六%（実績）、一〇―一二月期は非常に高く一〇・六%、一―三ヶ月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%、七一九月期は〇・二%、一〇―一二月期は三・四%、一―三ヶ月は三・八%ということ、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。

○熊谷 私ども、年度の見通しでは、暫定予想で三・九%、日本経済はギクシヤクするものの、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」、この三つのデイメンジョンでお話したいと思います。

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、企業が前向きな投資を行っていない

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、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まれました。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（P 32）。長期的にみても円高の不安はかなりなくなってきたと思いますし、変動幅も徐々に小さくなってきたと思います。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、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（P 27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（P 28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らうと思いますが、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、いわゆる適格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ない。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、日本のブレイ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（P 28右）。

では、今年の展開ということですが、GDPでも、日本は昨年パツとしました。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ましようか、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、もう少しモノを持つ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、そうはいつでも、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い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（P 4

左）。一年前は、二〇二二年度を四・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
だと思えます。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、昨年十一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
中身が出てきた十一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、単年度で言うのと、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、それも違えます。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つてきた、また、資産運用において自信を持つ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つて、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が、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。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つ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かまえていて、最近はどこらかというところ、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、言い足りなかつ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ひます。

○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角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、日本は約二三倍ですから、かなり出遅れているといえますか、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、二位はずつと一九二九年の世界大恐慌の前夜と現在が争つてきました。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つたとすると、「ちよつと高過ぎたね」という話になる可能性があります。あります。グリーンズパン氏の「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には誰にも特定できません。実際、グリーンズ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、グリーンズ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。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（P 21 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いると、潜在成長率が遅れて上がってくる傾向があり、潜在成長率が遅れてくる傾向があり、潜在成長率が上がる兆しがある。そういう意味では、潜在成長率が上がる兆しがある。それが今あらわれているのかもしれませんが。

そこに実体を与えるのがDXや脱炭素だと思えます。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（P 21 図 3）。この周期は私が発見したことです。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いる実物の設備投資も含め、七～九下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「ゴールドデン・サイクル」と呼んでいます（P 21 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ドデン・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（P 22表4）。

為替については、前年比の日米鉱工業生産比率、米國小売売上高、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（P 22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（P 22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（P 22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。一一三ヶ月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、四一六月期、七一九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考えています（P 22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、もちろん上下はあまるものの、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（P 30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、二〇二二年はどうなるのか。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えています。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えます（P 30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（P 29）。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、上昇局面にあつて

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、という御指摘が先ほどありました。そうになると、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いすし、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、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%ほど伸びると見えています。

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ると思っ

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、一〇年債で一・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っています。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よ。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ない。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が動くとき日本も

動きます。外堀が埋まってしまふ、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ますと思います。最後までおつき合いました。皆様、誠にありがとうございます。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が、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す。
ございました。(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、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。