

新春討論会―二〇二三年の経済展望

木内 登英 上野 泰也
神田 慶司 中空 麻奈

○増井理事長 これより、日本証券経済研究所主催の「新春討論会―二〇二三年の経済展望」を始めさせていただきます。

この討論会は、今年一年間の日本と世界の経済、金融、証券市場の展望について、証券界を代表するエコノミストの皆様にお集まりいただき、議論していただく会でありまして、今回で七回目となります。

今年は新しいメンバーの皆様にご登壇いただいておりますので、御紹介いたします。野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミストの木内登英様

です。木内様には、この討論会の司会進行役もお願いしております。次に、みずほ証券金融市場調査部チーフマーケットエコノミストの上野泰也様、大和総研シニアエコノミストの神田慶司様、BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長の中空麻奈様です。

去年の討論会のときは、ロシアとウクライナの戦争が起こるとは夢にも思っていませんでしたが、この一年でいろんなことがありましたので、今年もまた何か起こるかもしれません。しかし、現段階での展望について、大変興味深い御議論を

展開していただけると思っております。

それでは、司会の木内様にマイクをお預けいたしますので、どうぞよろしくお願い申し上げます。

○木内 木内でございます。それでは、討論会を始めさせていただきます。

昨年からメンバーが全てかわっていますが、形式自体は従来の形を踏襲して行いたいと思います。議論するテーマとしては、世界經濟、日本經濟、日米の金融政策、金融市場の四つに分け、それぞれのパネリストの意見をお聞きした後、ディスカッションさせていただきます。最後の質疑応答では、会場及びウェブで参加の皆様の御意見、御質問をお伺いしたいと思っております。

増井理事長が言われたとおり、予見できないことは常に起こりますので、一年間を見通すのは非常に難しい感じがいたします。昨年で言えば、二

月下旬にウクライナ侵攻という予想外の出来事があり、地政学リスクだけでなく、物価高が加速。

それを受けて、アメリカをはじめ主要国は大幅な利上げを行いました。昨年年初の時点では、比較マイルドな、ゆっくりとした利上げが予想されていたわけですが、それに反して米国では四〇年ぶりの急激なペースでの利上げとなり、さらにそれを受けて、これもまた予想外ですが、急激なドル高、円安が進んだということで、金融市場の動きはまさに予見できないものでした。

その一方、物価高が非常に進む中でも經濟の減速はそれほど急激ではなかったということで、經濟の動き自体は全く予見できないようなものではなかったというのが昨年までの総括だと思えます。

ただ、これだけの歴史的な物価高と急激な金融引き締め、そして為替市場の大きな動きを受け

て、世界経済、日本経済は果たして順調にランディングしていくのか。そこはまだまだ意見の分かれるところであり、今日のパネリストの見方もかなりばらつきがあると思いますので、主に昨年の金融市場の動きを捉えた今年の経済の動き、さらに、その経済の動きを捉えた今年の新しい金融市場の流れといったところを軸に議論していきたいと思います。四人それぞれ得意分野も見方も違いますので、意見を集約するというのではなく、それぞれの意見を皆さんに聞いていただき、今年一年の参考にしていただければと思っています。

それでは早速、議論を始めたいと思います。

最初のパートとして、アメリカ、ヨーロッパ、中国を中心とする世界経済の見方についてお話しいただきたいと思います。

これ以降は、上野さん、神田さん、中空さんの

順でお話しいただき、最後に私の見方を申し上げます、こういう段取りでいきたいと思っています。

一、世界経済の展望

○上野 みずほ証券の上野でございます。

まず世界経済の見通しということで、資料を参考にしながらお話し申し上げます（資料P9）。

景気については、いろんな国際機関や調査会社が出しているように、今年は昨年に比べるとある程度悪くなる、成長率は落ちるとというのが共通項だと思っています。ところが、この一―二カ月で見ると、アメリカやユーロ圏を中心に経済指標が意外に底堅い。ユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）が五〇を超え、リセッションは回避できるのではないかとECBの理事会メンバーが言い出してみたい、アメリカにおいても、政治的な狙いも

あるとは思いますが、バイデン大統領やイエレン財務長官が割と強気の景気見通しを言い始め、異例のペースで利上げが急速に進みました。その効果がこれから出てくることを考えると、定義はともあれ、教科書的にはリセッションが今年か来年あたりに起きるだろうと思います。ただ、深くはならず、浅いリセッションではないかというのが私の現在の見方の柱です。

過去を振り返ると、コロナショックやリーマンショックなど、大きなショックが加わって鋭角的に景気が悪くなり、深いリセッションに陥るということが何度ありました。しかし今回は、リーマンショックのような金融ショックが一応回避され、コロナについても、重症化リスクが従来よりも小さいオミクロン株に変異が進んだ段階でリスク認識は大分薄れています。したがって、深いリセッションに陥る見込みは今のところないように

思います。

個別の地域ごとに申し上げると、米国は、雇用ひいては個人消費の底堅さが、現在の景気の底堅さに結びついている一つの大きな理由かと思っています。早期退職するシニア層の増加や、トランプ前政権以降、移民の流入の制約もあつて労働供給が絞られている分、リストラがあつても勤め口が見出しやすい状況ではないかと思っています。つまり構造的な要因です。

ヨーロッパについては、記録的な暖冬を受け、天然ガスの価格がウクライナ侵攻前の水準まで急落していることから、このところの経済指標は思ったより悪くない数字が出ています。

中国については、突然ゼロコロナ政策を放棄したことによって、当面は感染者の急増や医療システムの逼迫といった混乱は続くものの、経済成長率は昨年の三%台よりも上の五%台を維持できる

だろうということ、このあたりの見方は、大枠としては一致しているところかと思います。

こういったことを考えると、世界経済全体は以前の想定に比べるとやや明るいほうに、すなわち落ち込みが浅くなる方向に動いており、これは、先般IMFが世界経済見通しを久しぶりに上方修正したとと整合的な話ではないかと思っています。

一方、物価については、資源価格、アメリカにおいては家賃、さらには賃金への波及、そこからのサービス価格の上昇など、各国固有の要因を交えながら物価上昇率が高まったわけですが、これが今後どうなるのかというと、先日パウエル議長がおっしゃったように、ピークは超えてデイスインフレのステージに入ってきたのだろうと思います。紆余曲折あるにせよ、プラス幅が縮まる方向に向かうということは、欧米の中央銀行が重視する実質金利（名目の政策金利から物価上昇率（期

待インフレ率）を差し引いた部分）が黙っていても徐々に上がってくる、実質金利ベースでは引き締め効果が強まるステージに入ってくるわけですから、これを調整する意味で恐らく秋から年末ぐらいに一回、FRBは利下げをするのではないかと思います。

ユーロ圏については、タカ派の意向が非常に強いのでなかなかわかりませんが、アメリカと同様、いずれ利下げに転じる。これは世界経済にとって一つの安心材料になるかと思っています。

最大のリスクファクターはウクライナです。ウクライナ戦争で米欧が主力戦車の供与を発表し、現状では一三〇両程度ですが、さらに増える見込みもあります。ウクライナ軍に対する支援を強化する中で、仮にロシアがウクライナ領土から駆逐されるような状況になれば、プーチン大統領が、あるいはプーチン大統領を覆してでもロシア内の

保守強硬派が核兵器の限定使用に踏み切る、そういうリスクは厳然としてあるかと思っています。その場合にはNATOとロシアの全面戦争ということも十分考えられ、これは世界経済にとってはとてもないリスクシナリオですから、浅いどころか、深く急激なりセッションが起きるのではないかと思います。

○神田 大和総研の神田でございます。

こちらは大和総研（二〇二三年一月時点）、IMF（同）、OECD（二〇二二年一月時点）の見通しを比較したものです（P17）。

ポイントとしては、欧米は、金融引き締め等の影響で低成長、あるいはマイナス成長に陥る可能性が高いのに対し、日本は、経済正常化の余地が大きいことなどを背景に、今年は二%程度の成長も可能ではないかと現時点では見ております。

中国については、もともと四・五%の成長を見

込んでおりました。昨年末の時点では、ゼロコロナ政策がどうなるのかまだはつきりしないところもあり、場合によっては、また厳しいロックダウンが行われることで二〇二三年の成長率が三%台まで落ちるリスクもありました。しかし、中国政府の大きな方針転換によってそのリスクは極めて小さくなったと見ております。結果として、直近の見通しは五・六%に引き上げました。

昨年末の中国政府の会議でも経済をかなり重視していること、また、コロナの感染者数がピークアウトしていることを考えると、今後感染が拡大したからといって、中国政府がまたゼロコロナに戻すことはないだろうと思います。したがって、当面は難しいところもあるかもしれませんが、経済再開で三年分のペントアップ需要が牽引する形で、結果的に五・六%へと加速するとみています。

米欧については、先ほど申し上げたとおり低成長ですが、大きな下振れリスクは依然としてあるだろうと思います。特にアメリカは、我々の見込みは〇・九%ですが、IMFは直近で一・四%という数字を出しています。これを見たとき、私は少し驚きました。インフレ率が思ったように下がっていき、利上げもあと数回で終わり、物価と景気が両立するような形でソフトランディングできれば、この数字も可能かもしれませんが、まだまだ予断を許さないと思っています。

リスクについては、日本を含め、グローバル経済のリスク要因として七つ挙げました（P19）。

これ以外にも自然災害など様々あると思います。蓋然性の大きさや顕在化した場合の経済への打撃の大きさを踏まえると、やはり①の米国の深刻な景気後退入りを特に警戒する必要があります。景気後退は十分あり得るものの、問題は深さ

と思います。その点で言うと、直近の雇用統計では強い数字が出ていまして、これ自体は消費にとってプラスです。しかし、予想以上に利上げが長引いたり、利上げのターミナルレートが上がったりすると、失業率の大幅な上昇を伴うマイナス成長もあり得ます。以前に比べるとそのリスクは小さくなったとはいえ、場合によっては失業率一〇%ということもまだ否定できないと思います。

②はウクライナ情勢の緊迫化です。ロシアとウクライナの関係が緊迫化すると、エネルギー供給が厳しくなり、再び資源価格が高騰することも考えられます。

③は中国の不動産市場の大幅調整です。昨年一一月に商業銀行が四兆元の貸出枠を設定したところなどもあり、当面、不動産市場が大幅に調整されるリスクは小さくなったのではないかとIMFも指摘していますが、去年の例を考えると、これ

もまだ否定できないと思います。

そこで、やや極端な想定ですが、下の表では、①、②、③のリスクが発現した場合の各国・地域の実質GDP成長率への影響を示しております。

矢印の先に書いてあるのが具体的な想定です。あくまでテールリスクで、実際に起きる可能性はかなり低いと思いますが、仮にこれが起こった場合、世界経済全体では約七ポイントのマイナスになります。日本を見ても、アメリカの失業率が一〇％に上がるだけでマイナス二・八％ポイントです。二％成長が二・八％ポイント引き下げられるわけですから、これだけでも日本経済はマイナス成長になり得るということです。

メインシナリオとしては、世界経済成長率は去年よりも減速しますが、腰折れするようなことはないと思います。ここに示したようなテールリスクが起されば状況は一変します。今年、来年

にかけては、そういうリスクがまだまだ残る状況が続くのではないかと見ております。

○中空 BNPパリバ証券の中空です。

今お二方から世界経済の展望について詳しいお話があったので、追加することはあまりないのですが、一言で言うと、今年の世界経済は全体としてさえないのではないかと考えています。しかし、言い方をかえると、もっと悪くなるはずだったのに小じつかりとも言える、そんな雰囲気だろうと思います。

まずはアメリカに関する見方ですが、クレジットや金融市場にかかわることとして、二〇二二年は、物価がどこまで上がるのか、それに応じて金融政策はどこまで変わっていくのか、金利はどこまで上がるのか、ここが最大のポイントでした。それに対して今年、米国を中心に景気停滞がどこで起きてくるのか、景気停滞ではな

く景気の悪化が起きるのか、起きるとしたらどんなタイミングで、どれほどのスピードで起きてくるのか、このあたりが鍵になると思います。

私も、米国の景気停滞、そして、もうこれ以上金利が上がらなくなるのはこの四、五月ではないかと見ています。そういう意味では、その後ずっと同じぐらいの金利水準でいきますが、年末あたりに景気は悪化するだろうという見通しです。ただ、上野さんもおっしゃったように割と浅い景気停滞で、それほど激烈なことにはならないと思っています。

その中で、バイデン政権は財政を使ってきました。御案内のように、インフレ抑制法自体は大変褒められていて、中身を見ると、半分ぐらいが気候変動対策に使われることになっています。アメリカは気候変動対策に尻込みしているのではないかと言われていましたが、意外とうまくお金を積

んできているようです。したがって、米国の財政政策が発動されると、それなりの効果が期待できます。

しかし、その裏腹で、債務上限問題が気になるところです。議会がねじれていますから、債務上限をしっかりと引き上げられるかどうかわかりません。実際にそのリスクが起これば、どこかで債務上限にひっかかってテクニカルデフォルトが起きる可能性も出てきますので、アメリカについてはこのあたりも注意しておく必要があると思います。

中国に関しては、私は意外と強気です。統計的には、去年対比で見たらほとんどのものが戻ってくることに加えて、ゼロコロナ政策の撤廃。そしてもう一つ、産業規制も撤廃し、ITや不動産にテコ入れしようという動きが急速に出てくると、中国の景況感、そして実際の数字は改善してくる

と考えられます。ぜひ注目していただきたいのは、この三月に行われる全人代です。全人代の見通しは、今年一年、中国がどういう景況感をもたらしたいと思っているかということの意思表示でもありますので、彼らが経済成長率目標5%以上と言ってくるかどうか、そこは要注目です。

欧州に関しては、本当にラッキーが続いています。ロシア・ウクライナ問題の実害が大きく、景気はかなり落ち込むだろうとほとんどの人が思っていました。そう悪くはなりません。神風が吹きまくっているからです。上野さんもおっしゃったように暖冬であったこと、トルコを通じてロシアからエネルギーが入ってきたこと、イギリスやドイツの風力発電、フランスの原子力発電が安定したエネルギーを供給していること、また、二〇二二年は中国の景気回復が緩やかだったためにエネルギーの購入が少なく、その分を欧州

が購入できたなど、さまざまなラッキーが重なってエネルギーは安定的な状態になったわけです。

しかし、神風が吹き続けるかどうか。我々も言っていますが、二〇二三年は厳しいかもしれないという見方が早くも出ていますので、その辺は注意して見ていく必要があると思います。

最後にリスクです（P28）。

左側が想定される、可能性が大きいリスクです。①物価高と金利上昇はこれからどうなっていくのか。②ロシアによるウクライナ侵攻が続けば、物価高・エネルギー問題・サプライチェーン問題も続く。③金利が上がっているのに債務が膨張したら、利払い費だけでも大変。④新興国リスクは継続する。⑤「見えざる在庫」が企業業績の足かせになる。

加えて、右側は一一のテールリスクです。テールリスクですから、実際に起きる確率は低いかも

しませんが、起きたときの衝撃が大きいものとして、地政学的リスクの顕在化やシャドーバンクの動向などを挙げております。

○木内 野村総合研究所では、以前は経済や金融市場の見通しを出していたのですが、今はそういった予測調査の機能はありませんので、今日はNomura Global Market Researchや野村證券の数字を紹介しながら、私の意見も踏まえてお話しさせていただきます。

世界経済については、アメリカは今年、来年ともにはゼロ%、ユーロ圏は今年マイナス〇・四%ということで、欧米は明確な景気後退という見通しです（P3）。この四人の中では野村の見通しが一番慎重だと思いますが、私自身も欧米については少し慎重に見たいという思いがあります。最大の要因はやはり物価高騰と大幅な金利上昇で、その帰結として景気後退が起きてくるので

はないかと思っております。

各バネリストからお話があったように、昨年末はやや悲観論に傾いていたわけですが、年明けになって急に楽観論が盛り返し、金融市場でもそういう動きが出てきております。きっかけになった要因が幾つかありまして、一つは、アメリカのインフレ率がここ数カ月でかなり下がってきたこと。二つ目は、中国がゼロコロナ政策を撤廃したこと。もちろん撤廃による混乱はあるものの、長い目で見ると経済には追い風になるだろうと思います。三つ目は、上野さん、中空さんも言われた予想外の欧州の暖冬です。主にこの三つが重なって見方がかなり楽観的になってきているわけですが、それだけでなく、例えば先週末のアメリカの雇用統計など、実際の経済指標も少し強めの数字が出てきています。

こういったところを踏まえて経済の先行きをど

う見るかということですが、それでもなお、欧米、つまり金利をかなり上げている地域を中心に減速感が出るのではないかと思っています。

昨年は、多くの国がアメリカに追随し、国内の経済状況を半ば無視する形で大幅な利上げを断行しました。その理由は「国際金融のトリレンマ」です（P4）。

物価高が進む中、自国の通貨が安くなるとさらに物価高が加速するため、各国は何とか為替の安定を維持したいと考えるわけですが、トリレンマですから、「資本移動の自由」「為替の安定」「金融政策の独立」は三つ同時に成り立たない。そこで、「資本移動の自由」か「金融政策の独立」のどちらかを諦めなくてはなりません。「金融政策の独立」というのは、自国の政治からの独立ではなく、海外、特にアメリカの金融政策から離れた政策をとるということです。その「金融政策の

独立」を犠牲にして各国が無理にアメリカに追随していった結果、急激な世界同時利上げになったというのが昨年までの動きです。日本だけが別の道を歩んだわけですが、その点については省略します。

こういう形で利上げ競争のような状況になったことが、特に欧米先進国の経済の逆風になっているのだろーと思います。

注目したいのは、アメリカの予想物価上昇率（期待インフレ率）がかなり安定していることです（P5）。物価上昇率自体は四〇年ぶりの高水準ではありましたが、企業や家計、金融市場は、そこまで物価上昇が長引くわけではないと思っています。F R Bは、中長期の予想物価上昇率の上昇が実際の物価上昇率を高めてしまうことを警戒し、大幅な利上げを行ったわけですが、実際のところ期待インフレ率は比較的落ち着

いています。左のグラフのとおり、米国一〇年債市場に織り込まれている期待インフレ率は現状二・二％で、過去平均の二％とそれほど変わらないう。つまり、物価の高騰は定着しないというのが金融市場の見方です。

しかし、物価警戒感が非常に強いFRBは、右のグラフのように急激な金利引き上げを行い、三月末には実質政策金利は三％ぐらいに達する見通しです。大分速いペースでリーマンショック前の水準まで引き上げられたことになります。

こういった形で実質金利がかなり上がっても、経済はそれほどダメージを受けない可能性もあるとは思いますが、この数年のコロナの状況やウクライナの問題を受けて、成長する力が高まり、それに見合って実質金利の水準、いわゆる自然利子率が平均的に上がっていくという構造変化が起こったのかという、それはないように思いま

す。

その中でFRBはさらに金利を上げ、ここから景気が減速して市場のインフレ期待が下がる中でも、すぐには緩和しない。年内の小幅な緩和を予想されている方も多いと思いますが、期待インフレ率が下がるほどのペースでは下げないと思います。したがって、皆さんもおっしゃったとおり、デイスインフレの中で実質金利がもう少し上がり、そこでさらに景気にブレーキがかかってくる、こういうメカニズムのもとでは、むしろ景気の減速感が出てきたときによりブレーキがかかりやすくなる。そう考えると、金融引き締めのアメリカと、それに数カ月遅れて続きやすいヨーロッパ、この二つの地域が世界経済の足を引っ張る形になりやすいのではないかと思います。

経済指標全体としては、今のところ比較的安定しているものの、製造業に注目すると、昨春秋以

降、景況感は多くの地域では基本的に景気の判断の分かれ目を下回っています。製造業と非製造業の乖離は、日本も含めてどこの国でも起こっているわけですが、製造業に減速感が出てきている中で経済が浮上するのはなかなか難しい。では、昨年来減速してきた景気は何をきっかけに浮上するのかといったら、将来的にはやはり金融緩和だと思っています。しかし、そこに至るまではかなり遠いことを考えると、景気はまだまだ下向きにあると思いますし、深い景気後退かどうかわかりませんが、普通の景気後退が世界で起こり、日本も巻き込まれていく可能性があるのではないかと思います。

では、ここから少しパネルディスカッションをしたいと思います。お聞きしたいのは物価についてです。なぜここまで物価が上がったのか。これは定着するのか、来年、再来年にかけてもとの姿

に戻っていくのか。また、構造的な変化なのか、一時的な要因によるものなのか。物価高の背景や今後の見通しについて、お三方にお話しいただきたいと思っています。

○上野 供給ショックがこの歴史的な物価高騰の主因である、これがベースの認識です。アメリカの例で申し上げれば、原油等の資源価格が上がり、供給面では、先ほど少し触れたように、シニア層の早期退職、移民の先細り等で労働力の供給が絞られ、これが賃金の上昇率加速に結びついた。そういう意味では、需要が強まるというよりは、供給面のショックがいろんな角度から加わったわけです。一時、中古車価格がCPI（消費者物価指数）を持ち上げたことが随分話題になりましたが、半導体不足で新車が供給されないことで中古車に需要が回り、中古車価格が上がってコアの物価指標が持ち上がった。これもある意味、供

給ショックの一つだと思っています。

では、これからどうなるのかという質問に対しては、供給ショックがほぐれて徐々に物価は鈍化していくだろうと思います。ただ、もとの姿に戻るかどうかについては、まだ判然としないと言わざるを得ません。各国中央銀行は賃金の動向をつぶさに見ておりますが、物価の上昇率の高まりに時間差を置いて賃金の伸び率が恒常的に高くなるようにシフトすると、サービス分野を中心に、これまでよりも高い物価の経路に結びついてしまいます。したがって、欧米については、賃金の動向と、そこからの波及の様子をもう少し見る必要があります。ただ、日本については、ゼロインフレ程度のところまで鈍化するだろうと思っています。

○神田 私も、基本的には供給ショックの面が非常に大きかったのではないかと思います。二〇二

二年は記録的な高インフレとなりましたが、もとをたどれば二〇二一年の時点で、コロナからの正常化の過程で供給が必要に追いつかず、労働供給の面では人件費が上がったほか、輸送費やコモディティ価格も上昇したところにウクライナの問題が起き、インフレをさらに加速させたわけです。

今後については、我々のメインシナリオでは、二〇二四年末ぐらいには米国のインフレ率は二%台前半まで低下する可能性はあるだろうと見ております。しかしながら、賃金上昇率がどれぐらいのペースで落ちていくのか。そこはまさにFRBの金融政策にもかかわりますが、このあたりの不透明感はまだまだ強いと思っています。

日本については、コストプッシュの側面が大きく、足元では約四〇年ぶりの高インフレが起きています。我々のメインシナリオでは、コストプッ

シュによる押し上げ要因が剥落していくにつれてインフレ率も下がっていくとみています。もともと、今回のインフレは一時的なものであろうと去年の夏ぐらいまでは思っていました。最近はやや意図的にインフレ率を抑制しているようにも思いますが、外と長く続くのではないかと考えております。

の価格改定行動にはこのところ変化が見られるからです。したがって、春闘の動向によつては、ゼロインフレに戻るといふよりも、むしろインフレ率がやや高止まりする。すぐに二%で安定するとは思いませんが、一%を明確に超えるようなインフレ率に達することもあり得るのではないかと思つております。

○中空　そもそも物価は上がったらいけないのか、この点を考えておかねばいけないと思っ
ています。物価が上がるのはいいことだったはず
で、実際、日本はデフレを脱却しようと頑張つて

きたわけですね。本来、物価が上がる時は景気がいいということを考えると、そんなに物価高を恐れてはいけなと思うのですが、去年に関してはいささか上がり過ぎてしまった。そして、コストプッシュが強過ぎた、デイマンドブルがなかったというのは、お二方がおっしゃったとおりだと思います。

構造的な変化なのか、それとも循環要因なのかということについては、構造的な部分は残っていると思います。それは気候変動対策です。これは必ずやらなければいけないもので、数年間、明らかに物価を上げていく要因となると思います。とはいえ、循環要因は相当程度戻ってきますので、相殺されてどれぐらいのところに着地するか、そういう話ではないかと考えています。

○木内 全体としては、コストプッシュ、サプライサイドの影響が大きいという判断で、物価高騰

は長くは続かずにおさまっていく方向ですが、賃金への転嫁などの余波は残ってしまう。あるいは、環境問題によるコストアップの要因が残るのでもとには戻らない、こういうお話だったと思います。投資の観点からいっても、物価高騰が持続的なのか、一時的なのかというのは非常に大きな判断になると思います。私もインフレはおさまっていく方向だと考えていますが、もとに戻るかどうかはわからないということだと思います。

ちなみに、アメリカの今のインフレ率を見ますと、コア財の価格がかなり下がってきています。物価高はサプライサイドが原因というお話ですが、アメリカについては、需給逼迫の要因も部分的にあった可能性があります。そのため、製造業が調整していくと財の価格も下がり、全体としては物価高騰がおさまってきているわけですが、ほかの地域はもしかしたら少し遅れてしまうかもしれません。

景気が減速していても、サプライサイドの影響が残れば物価自体は高止まりしてしまう、これは世界経済の一つのリスクでもあるように思います。

もう一点、これは金融市場のテーマでもあるのですが、中空さんが言われたとおり、アメリカの債務上限問題は結構大きなイベントリスクではないかと私も思っています。債務上限については、妥結するまで引く張るものの、実際にテクニカルデフォルトにはならないというのが最も起こりやすい着地点です。しかし十数年前には、米国債の格下げにつながったことがありました。国債の管理の弱さといえますが、民主党と共和党が協調して債務上限問題に対応することができなかったというところでS & Pが格下げしたわけです。

この債務上限問題に関して、金融市場はテクニカルデフォルトを心配する一方で、国債の格下げ

も心配しているのではないかと思います。もしそうなれば、世界全体の金融市場にとって非常に大きなショックになりますので、そこは一応リスクファクターとして押さえておきたいと思っているのですが、中空さん、もし追加することがあればお願いします。

○中空 今のお話で十分なのですが、テクニカルデフォルトや格下げの確率は低いと思います。ただ、皆さんも覚えていらっしゃると思いますが、アメリカに行っても自由の女神に入れないとか、図書館や動物園が閉まっているとか、公共セクターのサービス停止については、今年は結構可能性が高いと思って見えています。

○木内 夏場には債務上限引き上げにも注目したいと思います。

二、日本経済の展望

○木内 それでは、日本経済のパートに移りたいと思います。当然、世界経済の話とつながってくるわけですが、日本経済の展望について、上野さんからお願いします。

○上野 基本的に、日本経済は低空飛行が続きます（P10）。もともと潜在成長率もゼロ%台と低く、高い成長率を望むべくもないわけですが、一応飛んでいますから、地面に激突してしまうような大幅な悪化は回避できそうな一方で、だんだん高度が下がってくるようなイメージも描けるのではないかと思います。OECDの景気先行指数（CLI）なども、日本経済については成長率の鈍化を示唆しているところです。

目先の話題としては、やはり賃上げです。今年

の春闘の賃上げ率は、フォーキャスト調査の平均では二・八五%ですが、私は二・六%台と見ておられます。三%という一つの節目には届かず、定期昇給一・八%を差し引いたときに、ベアもそんなに大きな数字はつかないだろうということです。

しかも、これは大企業・主要企業の話で、中小企業では、「賃上げ自体が無理」「最低賃金の引き上げもやめてくれ」という声も多々出ているようです。したがって、物価の上昇率を乗り越え、誰もが懐具合が豊かになったと感じて消費が伸びるような賃上げは期待できそうにないというのがまず一点です。

二点目は、為替が円高に反転していることをどう見るかです。為替動向と輸出動向の連動であるJカーブ効果がもうあまり感知でなくなつた中で、輸出の数量については、ドル／円の円高方向への揺り戻りで何か大きな変化があるわけではあ

りません。米欧、中国向けの輸出がどのぐらい伸びるかは半導体などの供給制約の解消度合い如何ということで、輸出面では為替の動きによる直接的な影響はないだろうと思います。

むしろ問題は、値上がりがどうなるかです。資源高・円安で昨年から値上げラッシュが続いており、これが反転すれば、マインド面も含め、個人消費にとってはよかつたということになります。

しかし、メーカーにとっては、一度値上げしたものを下げるのはなかなか難しいですし、これまで我慢してきたコスト高の価格転嫁を今なら同業他社と一緒にできる雰囲気があるわけです。そんな中で、やっと値上げしたものを、為替が円高になった、資源価格が反落したということで急に値下げするかといえば、これはやはり抵抗感があると思いますので、この程度の円高では値下げラッシュはまず起きない。一部のスーパーでは円高還

元セールをやっているとありますが、その程度であって、個人消費に対しても円高への揺り戻しが大きな影響を及ぼすとは思えません。

その上で、物価についてですが、日本が米欧と決定的に違うのはサービスインフレの弱さで、そのベースにあるのは需給の緩さだと思います。需面では、財・サービスともに、人口減・少子高齢化で中長期的に先細りの見通ししか立たない。

それに合わせて供給も絞り込めればいいのですが、幸か不幸か、歴代政権は中小企業金融を潤沢にすることで過剰供給構造を温存してきました。もちろん、今ぎりぎりで行っている企業を潰せないと言うつもりは毛頭ありませんが、客観情勢として過剰供給構造が温存されているわけです。

その結果、このグラフに示したように、日銀短観の製商品・サービス需給判断D I（回答比率「需要超過」―「供給超過」）を見ると、小売につ

いては、供給制約があるため足元の需給は引き締まった状態にあるものの、対個人サービスや宿泊・飲食サービスといった消費者物価に直接関係するサービス関連業種は大幅なマイナスで、「供給超過」超の状況は何も変わっていません。度合いはコロナショックで少し変動しましたが、基本的にはマイナスです。

この対個人サービスと宿泊・飲食サービスのD Iがプラス圏で安定的に推移するようにならないければ、日本はデフレを脱却したとは言えないというのが私の年来の主張です。現状は実現していませんから、欧米とは異なり、供給ショックが一巡すれば、物価上昇率はまたゼロに引きつけられて戻ってくるだろうと思っています。

これがいかに悪いかについては、それぞれの立場があります。先ほど中空さんが触れたように、経済が円滑に回る上で物価は小幅なプラスがベス

トというのは一般的な見方です。したがって、日本は物価上昇率が低過ぎるところを走っているから持ち上げるべきだという考え方は、これから当然生きていると思いますが、では何%が適切なものかというのは、次の日銀の体制と岸田政権の話し合いの中で決まってくるものだと思います。

○神田 日本経済は内需が長期的に停滞しており、海外経済が動く輸出を中心に景気が振幅し、設備投資もそれに連動するような形で国内の景気も決まる、つまり、海外経済が動けば日本経済も動くという状態が続いたわけですが、今年は外需と内需のデカップリングがあるのではないかと思います。

例えば、OECD諸国の中から経済規模の大きな一五カ国を取り上げて二〇二二年と二〇一九年のGDPの水準を比べると、日本は最下位に近い状況にあります。しかし逆に言うと、需要の回復

余地は大きいと言えます。そのドライバーとなる主なものを三つ挙げております（P18）。

一つ目は、国内のサービス消費です。こちらは可処分所得ベースで見えたものですが、かなり低水準ですから、ここが戻ってくるだけでも一〇兆円程度の回復余地があります。もちろん財消費がその分下がったりしますので、消費全体としてこれだけ戻るかどうかは別ですが、それでもやはりサービス消費の回復余地は大きいとおります。

二つ目は、インバウンド消費です。二〇二二年は〇・七兆円とにかく実績が低かったわけですが、二〇二三年のメインシナリオは三・七兆円、人数で言うと約二五〇〇万人を想定しています。去年は四〇〇万人を下回ったので、二〇〇〇万人以上回復することです。極端な話に聞こえるかもしれませんが、中国以外の訪日客は一二月

までの時点で既に相当回復しており、特に韓国からの訪日客は、日韓関係が悪化した二〇一九年対比で見ると約一・八倍です。ここに中国からの団体客の本格回復も加われば、これぐらいの数字は可能性があると思います。

今年は円高や世界経済の下振れのリスクが小さいかと思えますので、円高のケースと、円高＋世界経済下振れのケースも試算しました。いずれのケースにおいても、二〇二三年は前年の水準を兆円単位で上回る可能性が大きいと思っております。

三つ目は、国内乗用車のペントアップ需要です。ようやく新車販売台数が回復してきました。先日発表された一月の数字は、我々の季節調整値で見ると前月比で五%増加し、二〇二一年四月以来の高水準です。グラフの破線は本来あるべき水準を推計したのですが、そこに近づいてきまし

た。二〇二二年一二月末で約六五万台のペントアップ需要が二〇二三年中に発現すれば、さらに一・六兆円ほど上乗せされるのではないかと思います。

物価高は続くと思いますが、過剰貯蓄がまだまだあることを考えると、「物価高だから消費を減らす」というパスはある程度抑えられるだろうと思います。このように、欧米主要国に比べると日本は明るい要素が比較的多いと考えております。

次は物価動向についてです（P 20）。

コアCPIの見通しは、二〇二二年の実績二・五%に対して、二〇二三年は一・七%程度の上昇を見込んでいます。各種指標から見るとコストプッシュの側面は依然として大きいものの、変化も出てきております。

例えば価格上昇率分布です。CPIを構成する約六〇〇品目の価格上昇率の分布を作成すると

し、二〇二一年一月と二〇二二年一月を比べると、二〇二二年一月の山は、サービスの部分はまだまだですが、第二次オイルショック期になり近づいています。

また、東京大学大学院の渡辺努教授は、日本、アメリカ、イギリス、ドイツ、カナダの消費者に対して毎年アンケート調査を行っている中で、二〇二二年五月の調査では、それまでずっと続いていた日本の家計の「値上げ嫌い」の特徴が見られなくなったと指摘しておられます。

さらに、アメリカのアトランタ連銀は、CPIを粘着価格、伸縮価格という形で分けて見ています。粘着価格は、期待インフレ率と密接な関係があります。粘着価格CPIの上昇率は約三〇年ぶりの高水準にあります。

こういったことを考えると、まだインフレの定

着を断言できる段階にはありませんが、定着する可能性はかなり高まってきているように思います。過去二〇年以上を振り返って、デフレ脱却の期待が高まった時期、あるいは日銀が利上げした時期と比べても、ここに好材料として挙げた①⑤のような要素があるので、今回はインフレ定着の可能性が比較的高いと言えます。

こうした中で、春闘での賃上げがどうなるのが当面のポイントだと思います。我々の推計式で機械的にはじくと三%を超えるぐらいの数字ですが、今年については、世界経済の下振れリスクが大きいことから、三%に乗るかどうかという見通しです。

ただ、仮に三%になったとすると、二〇二三年のCPIの伸びは、所定内給与が上がることにより、メインシナリオの一・七%からさらに上がって二%前後になる可能性があります。その場合、

今年と同様に「物価高に負けない賃上げ」が課題となつて二〇二四年の賃上げ率も高止まりする可能性があります。そうなれば、物価と賃金の循環的な上昇が加速すると思つております。

そして、デフレ脱却後は成長力強化などが一段と課題になるわけですが、企業の価格支配力が徐々に回復し、企業努力が「コストカット」から「高付加価値化」に変わる。これ自体は成長力の強化につながるので、評価すべきところだと思ひます。しかし、一方で懸念される課題は、物価と国債市場の二つの安定です。まさにここは、これまで先送りしてきた財政健全化や潜在成長率の引き上げといった問題が関係してきます。日本経済はそれにどう立ち向かい、取り組んでいくのか、そういう難しい局面に移るのだろうと思ひます。

○中空 二〇二三年の日本経済は、ほかの国に比べて相対的にいい数字になっています（P25）。

世界銀行やIMF、そして上野さん、神田さんもおつしやつているので、それは正しいのではないかと思ひます。ただ、相対的にいいからといって、日本経済がいいということではありません。例えば、ほかの国々がコロナからグッと回復する中、日本は回復度が低かつたわけですが、反面、悪くなるときもそんなに悪くはなりません。した。これはよく言えば、非常にボラティリティの低い経済運営ができていふことになるのでしようか。基本的にはそんな感じを持っています。

賃上げに関しては、岸田政権の一丁目一番地ですから必死に上げてくると思ひますが、賃金というのは、要請を受けて企業が上げるものです。したがつて、企業がどこまで上げ切れるか。一回だけ三%上げたとしても、その後が続かなければ好循環にはならない。一番重要なのは、本当に経済

成長できるかどうかだと思います。

加えて、大企業しか賃上げできなかったと批判されないためには、中小企業がどれくらい上げられるのが重要になってきます。そこが、雰囲気といいますが、賃上げができたというモメンタムになるかどうかの大きな分かれ目になるのではないかと思います。危惧しているところです。

また、岸田政権の政策評価については、新しい資本主義ということで、資産所得倍増計画等さまざまなことをやっています。ラインナップとしてはいいものが出ていると思いますが、重要なのは、何にプライオリティを置くのか、そして、それを確実に実行できるのかということです。もうそういう段階に来ていると思います。

私は、GX（グリーン・トランスフォーメーション）を推進し、これを確実に伸ばしていくことで、日本が経常黒字をもう一度達成できるまで頑

張れないかと思っていまして、それを履行できるように、私自身もいろんなことを言っていきたいと思っています。ただ、GXでどこまで日本の経済成長に資することができるのか。そして、GXが進むことによって、安定的な賃上げと物価上昇の好循環という最高のシナリオを実現できるかどうか。

もしできないとしたら、問題になるのは財政です。当然のことですが、財政政策をやるうと思つたら財政は膨張します。今年に関しては、防衛費、子ども、GX、どれをとっても、日本人として使うことを認めざるを得ないような項目が並んでいます。さはさりながら、どの項目で使おうと財政は財政であつて、膨張していけば借金は増えるばかりです。そうなれば、対GDP比で債務が増え過ぎているという話になり、経済成長できなければ、この債務をどうするかという話になり

ます。そして、先ほどアメリカの話がありました
が、同じように格下げの問題も出てきます。そう
でなくても日本はもともと格付が低いのに、そこ
からさらに下がりがかねないわけです。

したがって、財政を使っていくのであれば、政
権としては財源の話をしなければいけないと思
います。そのためにはまず成功が必要で、その成功
とは経済成長だと思っています。二〇二三年はほかの
国に比べたら相対的にいい状態ですので、そこに
慢心することなく、どこまで経済成長の足がかり
を築けるか、ここがポイントだろうと思います。

○木内 野村の見通しでは、欧米の経済をかなり
厳しく見ている一方、日本については一・九%と
非常に強いです（P3）。しかし、私自身はもう少し
弱いだろうと思っています。

これは海外の経済をどう見るかにもよります
が、国内だけで見ると、賃金も上がり、恐らく年

後半からインフレ率も緩やかに下っていくだろう
と思います。また、コロナ問題を乗り越えて持ち
直し分が出てくるでしょうし、神田さんが言われ
たようにインバウンド需要もかなり出てくる。し
たがって、日本国内の経済は消費を中心に追い風
になりやすいと思います。

しかし、最大のリスクは、やはり海外の景気で
す。欧米の経済がこれほど減速する形だと日本経
済の二%近い成長はかなり難しく、場合によつて
は一%割れもあり得るのではないかと感じており
ます。いずれにしても海外次第という感じですよ。
特に昨年末は輸出がかなり下振れた面もあります
し、製造業の生産活動も少し下振れてきていま
す。内需は比較的しっかりしていますが、外需に
ついては少し不安が出てきているように思いま
す。

物価・賃金については、今年の賃上げは二%台

後半、ベアで言うところの1%台前半ということ、一九九七年以来の高水準になると思います。ただ、昨年来の物価高の影響が一時的にあらわれるという側面が強いと思います。インフレ率は足元4%を超え、これを転嫁する形で賃上げが進んでいるわけですが、来年の今ごろは1%台前半の可能性もあると思います。そういう意味では、高い賃上げ率は一時的であって、物価と賃金が相乗的に上がってくることはなかなかイメージできないところがあります。

当然のことながら、物価と名目賃金が上がっても実質賃金が上がらなければ実質経済は変わりません。持続的に賃金が上がって物価・賃金の好循環が起るためには、労働生産性の上昇率が高まる必要があるわけですが、それがこの数十年来ずっと下がりが続け、日本銀行の計算をベースにすると今はゼロ%台半ばでしかありませんから、実

質賃金はゼロ%台半ばぐらいがベースになるだろうと思います。したがって、物価・賃金の好循環を軸に実質賃金も上がり消費も強くなることを期待するのは、難しいのではないかと思います。

政策面については、岸田政権が所得再分配から成長戦略にやや軸足を移しているのは非常にいいことだと思います。特に構造的賃上げです。去年までは単なる賃上げでしたが、賃金上がるような経済構造をつくるということで、労働生産性を上げるリスクリングによる能力向上支援、日本型の職務給の確立、成長分野への円滑な労働移動の推進という三位一体の労働市場改革を掲げており、理念的には正しいと思います。すぐに効果はあらわれないかもしれませんが、こういうことを続けていって本当に効果が出てくれば物価・賃金も上がっていくと思います。したがって、一時的なコストアップの物価上昇を起点に物価・賃金が

どんどん上がっていくということは、やはり起きにくいと思います。

消費者物価については、今年が二・三%、来年はゼロ%という見通しです。個人的にはゼロ%まで下がるかどうか疑問ですが、少なくとも1%は割れてくるということ、もとの物価の姿にかなり戻っていくのではないかと思います。

それでは、ここから少しディスカッションをさせていただきます。

一つ目は、コロナからの回復力がどれぐらい残っているのか。これは、強制貯蓄（コロナ禍による制限で消費に回せなかったお金）が使われるかどうかという議論でもあります。実際の消費の水準で言うと、コロナの直前と比べてかなり戻っているような感じもします。ただ、日本ではコロナの直前に消費増税があつて数字が攪乱されているので、どこがもとの水準なのか少しわかりにく

いところはありますが、それも含めて、コロナの感染リスクが下がることによる回復力はどの程度あるのか。

二つ目は、次の金融政策のパートとも関連しますが、金融環境の変化による影響です。日本は長らく金利が上がらなかつたわけですが、今後、長期金利、場合によっては短期金利も上がっていく可能性があります。これは日本経済にどんな影響を及ぼすのか。

以上二点、上野さんから順にお聞きしたいと思います。

○上野 まず、コロナ禍からの景気の回復力についてですが、欧米では、ガソリンが高騰していても久しぶりに車で遠出をしたり、旅行に行く人も多いので、航空便の運用がパンパンになってパイロット不足で欠航したりと、昨年夏以降、ペントアップ需要が相当出てきていると思います。

それに対して日本はというと、確かに街の人は増えたものの、爆発的に何かが伸びている印象はあまりありません。あえて言えば、全国旅行支援によって宿泊を伴う国内旅行が伸び、家計調査などを見てもそれなりに数字がついているので、サポートにはなっていると思います。しかし日本人は、いわゆる長生きリスク、将来不安が非常に根強く、強制貯蓄をみんな使ってしまう、宵越しの金は残さない、そういう使い方はなかなかありません。

また、悲しい話ですが、やはり時間がないと思います。労働のほうに傾斜している分、長期休暇が取りにくい。私もそうですが、二年以上、海外旅行を我慢したから、今年は三年分旅行するかとというと、残念ながらそんなに休みは取れません。こういった物理的な制約もあるので、コロナからの回復はかばかしくなく、欧米のような爆発的

な出方は期待しにくいと思います。

二点目の金融環境の変化については、日銀の長期金利の許容変動幅の拡大で長期金利が上がっており、固定型の住宅ローン金利も、銀行によっては窓口の提示金利を持ち上げています。また、コロナ対応のゼロゼロ融資がよいよ区切りを迎え、中小企業の返済負担はこれから重くなるステージに入ってくることから、金融環境の引き締めまりがジワッと日本経済を圧迫することは否めなと思います。

しかし一方で、利用者の六〇七割を占める変動型の住宅ローン金利については、基本的に短期プライムレートと連動していますが、マイナス金利が解除されたとしても短ブラは恐らく据え置きでしょうから、大きな影響はないだろうと思います。実際、このところの市場金利上昇を受けても特段の影響は出ていません。

また、中小企業金融については、先ほど少し触れたように、過剰供給構造を温存するような政治的な動きは何も変わらないと思います。ゼロゼロ融資が終わった後も、それなりにまたサポートのスキームを用意するという報道も一部出ていますので、急に中小企業の倒産が増えるようなことはないだろうと思います。

結論としては、ジワッと悪くなる部分はあるものの、大きな悪影響はないというのが私の見方です。

○神田 上野さんからいろいろ御指摘がありましたので、重複しないところで何点か申し上げたいと思います。

コロナからの回復力については先ほどの資料でお示ししたとおりですが、少しつけ加えると、去年の感染第七波の消費動向には幾つか特徴がありました。例えば夏休みの旅行など、イベント的な

ものは一年前に比べるとしつかり盛り上がったのですが、友人と何気なく行く会食といったところまで含めてサービス消費が盛り上がったかというところ、そうではない。非常にめりはりがあって、全体としてはあまり盛り上がりませんでした。第八波の消費動向もまさに同じです。年末の消費は一部よかったものの、全体で見るとそれほど大きく盛り上がっていません。

これについては、感染状況が落ち着くことに加え、「五類」への移行が鍵だと思っています。年齢別に見ると、若者は去年の時点でコロナ前のような消費活動をしています。高年齢層、あるいはお子さんがいらっしゃる中堅層の方々は、感染に対するリスク、家族や仕事への影響など制約がいろいろありますので、本格回復してくるのは五類に移行してからではないかと見ております。

長期金利は昨年一二月に〇・五％程度へと上昇

しましたが、これによる経済全体への影響はまだまだ小さいと思います。金融引き締めの効果としては、長期と短期で同じように金利を上げた場合、長期よりも短期のほうが影響が大きいわけですが、今はまだ短期が据え置きなので、日銀が大きな変更をしない限り、日本経済への影響はそれほど大きくないのではないかと思います。

○中空 コロナからの回復力については、先ほど申し上げたとおり日本はボラティリティが低いので、大きく下がらなかった分、戻りも弱いわけですね。ただ、ミクロ的に言くと、期待できる動きは方々で見え始めていると思います。例えば観光セクターにいる友人たちが言うには、最近、温泉は高いところから予約が埋まるそうです。こういったことから、少しずつ回復モードに入ってきたのではないかと思います。

コロナに関しては、景気とは関係ないのです

が、一言だけ申し上げたいことがあります。それはコロナ予算についてです。五月から五類になると言われていますが、コロナ予算はこの三年間で約一一四兆円も立っていて、これは一年の国家予算にはほぼ等しい額です。我々日本人としては、これらが本当にうまく使われてきたのか、この金額は五類になったら減るのかなど、よく精査すべきだと思います。景気について考えるだけでなく、予算に関して日本の硬直的なところを見ておく必要があると思います。

金利上昇については、クレジットの定石で言えば、金利が上昇すると本業が回復するものとして銀行や不動産があります。コアの事業が金利で動くからです。さはさりながら、冒頭に木内さんがおっしゃっていたように、金利が急騰したことによって債券価格がグッと下がってしまったわけですね。ですから、持っている資産がやられているこ

ととの見合いでどういう影響があるか、そのあたりも見なければいけないと思います。

○木内 岸田政権の経済政策について、先ほど中空さんからGXのお話がありましたので、上野さんと神田さんから、GX、DX、あるいは構造的賃上げについて簡単に御意見をいただきまして、その後引き続き、三番目のパートである日米の金融政策の展望について、お三方にお伺いしたいと思います。

○上野 GXは中空さんが非常に詳しいので、私からは特に申し上げませんが、DXについては、ベースの知識というのでしょうか、世代ごとにリテラシーが全く違います。こういう話は世代が変わっていくに従って進んでいくのだと思います。日本のお会社組織は、上に立つ方がお年を召した方でいらっしゃるケースがまだまだ多く、過去の慣例がネックになってなかなか進まない部分が

あります。ですから、予算をつけたからといって、何でもすぐにデジタル化し、生産性が上がる方向に進むとは思えない。どうしても時間がかかる話ではないかと思っています。

また、私の持論である人口対策について一言だけ申し上げると、「異次元」と言ってまで少子化対策を前面に出されたのは大きな一歩だと思っています。ただ、めぐり合わせが悪いことに、防衛増税の話が先に出て、その後に少子化対策が出たわけです。防衛費増額のための増税は嫌だけれども、仕方がないから我慢するか、そう思ったところでまた負担が増えるとなると、今、六〇七割の人が防衛増税に反対していますが、さらに世論の抵抗感は強くなります。私は、少子化対策強化＋海外からの人の受け入れ積極化、これを持論として一〇年、二〇年やってきた人間なので、人口対策に目をつけてくれたことは非常に高く評価している

のですが、現実の壁は厚いというのが率直な感想です。

○神田 このグラフは日米独の時間当たり実質賃金の伸びを見たもので、二〇〇〇年一―三月期からの累積変化を寄与度分解しています（P21）。ここから日本の課題が見えてきます。

まず、労働分配率です。これはSNA（国民経済計算）のデータから作成したのですが、GDP対比の労働分配率は決して下がっており、長期的に見た平均値からしても日本は少し高めです。

問題は労働生産性で、ここはアメリカに比べると見劣りします。また、ドイツと似たような伸び方をしているものの、日本はGDPデフレーターが下落して労働時間が他国よりも減少するなど、効率性を高めることで達成した部分が大きい。つまり、ドイツに比べて「高付加価値化」よりも

「コストカット」の要素が大きいということですが。日本は有形固定資産投資だけでなく、人的資本などの無形資産投資もまだまだ足りません。

そして、大きく悪化しているのが交易条件要因です。資源高は最近少し落ち着いていますが、資源価格の水準自体はこの二〇年ほどで相当高まりました。資源輸入国である日本は、せっかく国内で付加価値を生んでも所得が海外に流出してしまう構造があります。

それに加えて、日本は社会保険の負担がどんどん増えています。実質賃金と労働生産性は長い目で見れば連動するというのが経済学の標準的な見方ですが、実質賃金を可処分所得ベースで見ると、日本ではこの二〇年、ほとんど伸びていません。

岸田政権が推進している人への投資の強化や全世代型社会保障改革、資産所得倍增プラン、G

X、DXなどは今述べたような問題への対応策になりますので、政策の方向性そのものには賛成です。

例えば、安全性を確保した原発の利活用によって交易条件の悪化を抑えていく。少子化対策やGX、DXをしつかり推進していくことで、企業が投資しやすい環境を整備する。また、日本の家計は諸外国と比べて勤労所得に依存しており、資産所得倍増プランによって勤労所得と両輪で所得環境を改善させる。問題は、岸田政権がどれだけ成果を上げられるかです。今後は、その実行力に注目しております。

三、日米金融政策の展望

○上野 それでは、三つ目のテーマである日米の金融政策の展望について、私からお話し申し上げます。

ます。

まずはFRBです（P11）。

アメリカについては、先般発表された一月の雇用統計が強い内容を含んでいたことから、利上げの停止時期について、マーケットの見方はやや後ずれしつつある状況です。しかしながら、一月の時間当たり賃金（前年同月比）は四・四％と比較的順調に鈍化してきており、サービス価格のうち家賃を除く部分については、パウエル議長も言及しているとおり、さらに落ち着いてくる可能性が高まっています。

結論から言えば、利上げの停止は年前半には起きるだろうと思います。ただ、三月なのか、五月なのか、それとも二月が最後だったのか、それはわかりません。現状はデータ次第ということで、FRBは次回三月のFOMCまで、雇用統計をあと一回、CPIをあと二回見極めるというスタン

スですが、いずれにしても利上げの停止は近い、ここはまず堅いだろうと思います。

その後、利下げまでの時間差は八カ月半というのが過去四回の平均値ですので、一月ないし二月あたりに一回、利下げがあるのではないかと思います。これは、物価上昇率が鈍化する中、実質ベースで見た政策金利の水準が高くなってしまうのを警戒して、つまり、時間差を置いた累積的な引き締め効果の波及を警戒して、足元金利を調整してくるだろうと見ているからです。

続いて日銀です（P12）。

近々、新しい総裁と副総裁の人事案を国会に提示するというスケジューリングになっているようですが、どこまで政策が変わるのかという点について、マーケットの見方は非常にばらついていきます。

昨年一二月二〇日、日銀は突然、長期金利の変

動許容幅の拡大、すなわち、一〇年債利回りの上限を〇・二五％から〇・五％にシフトしました。

その背景には、日本国債売りを仕掛けてきた海外投資家との攻防が短期決戦では終わらず、想定外に長期化してしまったこと、それによって地方債や社債の起債にさえ影響するような債券市場の機能低下が累積し、中央銀行として放置できない状況になってきたことがあります。そして、一〇月一〇日の会談で岸田総理から金融政策柔軟化の要請があり、黒田総裁がその宿題の答えを出したのが一二月二〇日だったわけですが、皮肉なことに、その間に為替のトレンドが円高方向に変わってしまったため、長期金利の許容変動幅の拡大は少し場違いな面があり、市場機能の回復という意味でも効果が限られてしまいました。

今後については、新体制の顔ぶれがわからないと確定的なことは申し上げにくいのですが、今の

YCC（イールドカーブ・コントロール）をこのまま続けていくのは難しいと思います。共通担保資金供給オペの基本要領を変えて、一〇年物まで入札方式でやれるようになりました。二年物に続き、五年物でたしか二回ほど打っておりますが、五年というやや長めの資金供給は、金融政策の運営上、かなり無理のある措置だと思います。二年物であれば、日銀の展望レポートの予測期間における物価見通しから出てくる政策金利の経路とあわせ、市場の金利観を見ながら資金供給するのは整合的ですが、五年はやはり無理があると思います。

また、日銀に差し入れている共通担保も、コロナオペの事実上の終了に伴い、このところ五〇兆円ほど減っています。共通担保を当てにした資金供給を累積的に続けていくことには、いずれ物理的な限界が生じるだろうと思います。

こういったことを考えると、長期金利のコントロールをもうやめてしまうのか。私はそれよりも、長期金利ターゲットの年限を一〇年ではなく二年に短縮化するほうが、消去法的にはアドバンテージがあると思いますが、そういう形をとるのか。はたまた、なかなか難しいと思います。が、このまま踏ん張って政策変更なしで引つ張っていくのか。いろんな選択肢がありますが、いずれにしてもYCCについては何らかの手直しが避けられないと思います。

一方で、マイナス金利解除については、まさに正面からの利上げですから、利上げではないという強弁は成り立ちません。短期の政策金利そのものですから、それを持ち上げるということは、二%の物価目標に一定の達成めどがある、あるいは、物価目標二%が完全に棚上げされ、こんなものはもう見なくていいという状況になっている必

要があります。ただ、今の政治状況なども踏まえて考えると、どちらもなかなか難しいと思います。したがって、私は、たとえ共同声明の修正がある場合でもマイナス金利解除のハードルは高いままではないか、こういう見方をしております。

最後に、円高になると政策正常化どころではなく、むしろ円高が行き過ぎるリスクがあります。財界の方は一〇〇―一二〇円のレンジをカンファブルだとおっしゃいますが、一〇〇円を突破して円高が進むようなリスクが出たときに、日銀が金利の上がる方向の行動をとれるかというと、私はとれないと思いますので、これがワイルドカードだということを申し上げておきたいと思います。

○神田 アメリカについては、あと二回利上げをし、そこで打ち止めというのが当社のメインシナリオです。一月の雇用統計が強かったことを考え

ると、三月で終わりというよりは、五月まで利上げをする可能性が高まったのではないかと思います。

その後は賃金・物価動向によって変わりますが、現時点での予想としては、二〇二四年に入ってから利下げをすると思っています。メインシナリオに沿って動けば、賃金も物価も一年かけて鈍化し、物価の基調としては、以前のように高インフレで高止まりするリスクは随分小さくなりますので、FRBは物価の安定よりも景気への配慮のほうに金融政策の重心を移すだろうと思います。

日本については、四月以降の日銀新執行部の顔ぶれによって変わってくるわけですが、一月の展望レポート並びに金融政策決定会合の内容を見ると、世界経済に対する不確実性に警戒しているようで、九人中六人の政策委員が二〇二三年度の実質GDP見通しについては下振れリスクが大きい

と評価しています。やはりアメリカの景気の底入れ、ここがまず一つ大きなポイントになるだろうと思います。

また、先ほど来申し上げましたように、春闘での賃上げがどうなるのか。去年に比べれば随分上がるというのが我々を含めたコンセンサスです。しかし、例えばロシアのウクライナ侵攻がさらに激化するなど、交渉の過程で外部環境が急速に悪化した場合、賃上げ率は一気に収縮する可能性があります。

したがって、メインシナリオとして、二〇二三年中は現状維持ですが、アメリカの景気の底入れや春闘での賃上げがしっかり見えてきたら、「点検」などを実施し、その結果を踏まえて、早ければ七月にも日銀がYCCの見直しをする可能性は否定できないと思っています。

しかしこれは、金融緩和をやめるという意味で

は全くありません。異次元の緩和を普通の次元に戻していくことです。具体的には、長期金利の許容変動幅を広げる、ターゲットを少し上げる、そして、ターゲットそのものをなくすのがYCC撤廃ということだと思いますが、これらを点検などの結果を踏まえて段階的に行っていく、最終的には、ほかの国がやっているように、短期金利をターゲットとする従来の金融緩和策に移行するのではないかと思います。

ただ、これだけでは国債市場に対するインパクトが非常に大きいと思いますので、国債の買い入れやフォワードガイダンスも維持していくと見ております。短期金利から上げるという見方もありますので、新執行部の考え方によってその順序は変わり得ると思いますが、現時点では、長期金利のほうからターゲットを外していくという流れだと思っています。今年はしなくても、賃上げ率が高水

準であれば来年という形で、ここ数年の範囲で言えば、恐らくこういったところまで視野に入れて現在の大規模緩和策の見直しを行っていくだろうと見ております。

○中空 お二方の御意見とあまり変わらないので、ほとんど割愛させていただきますが、アメリカに関しては、先ほど申し上げたように、景気見通しが落ちてくることとリンクしてどれぐらい利上げ幅を下げていくのか、どこでゼロにするのか、そして、これから景気が悪くなったときにどこで金利を落としていくのか、この転換点を見つけていくことになると思います。その時期は私たちの中でもいささか違うようですが、景気が本当に悪くなるのであれば、金利の低下は今年一二月に起こってもおかしくありません。ただ、パウエル議長は何度か、「二〇二三年中は利下げを行わない」と発言しています。彼がマーケットと対話

していることが絶対だとすると、そこは死守してやるかもしれません。

日本に関しては、皆さんがおっしゃったとおりですが、私は、アコードの見直しもさることながら、そもそもアコードは必要なのかということも議論していいのではないかと思っています。アコードはどうしても日銀の行動を狭めてしまうところがありますので、その意味では、アコードは本当に必要なのか、もし必要だということであれば、どういう文言が最適なのかということを考える必要があると思います。

○木内 アメリカの利上げについては、あと一回ないし二回でピークに到達すると思っております。利上げ幅自体、ある意味、景気にかんがりの急ブレーキを踏んできているわけですから、最終局面に近づいている可能性は高いだろうと思います。

また、金融政策と景気との関係で言うところ、パウエル議長は従来から、「イーールドカーブは、多くの人が見ている二年、一〇年ではなく、もっと短いところを見るべきだ」と発言しています。昨年は、「短期金利と一八カ月の国債金利が逆転すれば、金融引き締めが行き過ぎ、景気後退に陥るリスクが高まる」と言っていました。一般の利上げを受けて短期金利と一八カ月の国債金利はほぼフラットになってきていますので、もう相当なところまで来たということではないかと思っています。

足元では雇用の数字が強く出ていますが、利上げ打ち止めの判断材料はやはり物価だと思っています。特にFRBが注目しているPCE（個人消費）デフレーターは六カ月前比年率は現状まだ三・七%ですが、三カ月前比では二・二%と下がってきており、あと二カ月ないし三カ月で目標値まで落ちていく可能性があることからすると、

延びたとしても五月までではないかと見ております。

日本銀行の政策については、やはり総裁交代のタイミングで政策も変わるだろうと思います。さらに言えば、黒田総裁の一〇年間においても、事実上の正常化とも言える副作用対策は事務方主導で進められており、その事務方の顔ぶれは変わらないので、そういう意味では、総裁交代で「事実上の正常化」が「より明確な正常化」に変わっていく、これが基本的な流れではないかと思っています。

一方で、日本銀行は、政策を変更・修正する際には金融市場の安定に非常に配慮するという伝統があり、その伝統が一〇年ぶりに復活するだろうと思いますので、例えば四月になったら突然短期金利を上げるといったことは恐らくないと思います。意外と早く変更される可能性があるのは二%

の物価目標の位置づけの修正といったソフトなもので、マイナス金利の解除やイールドカーブ・コントロールの廃止など、ハードな修正はもっと後にずれ込んでいくだろうと思います。

ここからは、最初にお話しした世界経済、そして次に議論する金融市場の見方にもかかわってくるのですが、内外の経済が減速してFRBの利下げ観測が出ているとき、日本銀行が短期金利を上げると円高を加速させる面もあることから、これはやはり避けるだろうと思います。したがって年内は、二%の物価目標に強くこだわらない形での金融政策の柔軟化、イールドカーブ・コントロールの変動幅の再拡大や撤廃などにはあり得るものの、マイナス金利解除やイールドカーブ・コントロールの廃止は来年半ば以降にずれ込んでいく。少なくともアメリカの利下げが終わるような感じでない、そこまで踏み切れないのではないかと

思っております。

最後にもう一点、目先の問題はやはりイールドカーブ・コントロールです。二〇一六年九月にイールドカーブ・コントロールを導入したときの一つの狙いは、国債の買い入れを減らしていくことだったと思います。しかし皮肉なことに、イールドカーブ・コントロールを守るために国債を大量に買い入れ、市場を歪めてしまっているのが現状ですから、総裁がかわればそのスタンスも相当変わるのではないかと思います。

中空さんがおっしゃった政府と日銀の共同声明ですが、日本銀行法では、日銀は金融政策を行う上で政府と十分な意思疎通を図らなければならなと書かれていますので、意思疎通は行います。しかし、二〇一三年一月の共同声明は、ある意味、政府から日銀に対する非常に強いプレッシャーになっていますので、日本銀行の独立の観

点からそれ自体が適切でないもの、したがって修正する必要もまたないだろうと私は思っています。政府からの影響力が強まり過ぎないようにするという点から言えば、物価目標にせよ何にせよ、金融政策はあくまで日銀の判断で決めていくべきだろうと思います。

ただ、実際に政府から要請があれば、日銀としては政府との協議を通じた共同声明の見直しを受け入れていくだろうと思いますので、結論からすると、物価目標を含む共同声明の修正は最短で四月以降にされていく可能性はあると思います。とはいえ、繰り返しになりますが、日銀の金融市場や金融機関に配慮した慎重なスタンスが一〇年ぶりに戻ってくるだろうと私自身は思っていますので、実際の金利の引き上げはかなり時間をかけて慎重にやるのではないかと思います。

四、金融市場の展望

○木内 それでは、最後のテーマである金融市場の展望に移ります。

○上野 二〇二三年のマーケットにおける主な注目を三つに絞ると、やはり最大の注目点は、FRBによる金融政策の舵取りです（P13）。利上げ局面終了と利下げ転換のタイミングが年内ぎりぎりになるのか、来年にずれ込むのか、これによってマーケットの思惑的な売買が左右されるのではないかと思います。

二点目は、日銀の新体制です。四月に何をするのか、年内に何をするのかしないのか、このあたりがポイントです。あわせて、岸田内閣の支持率が低迷する中、場合によっては年内解散に踏み切るのではないかという話も出ていますので、国内

の政治動向も注視する必要があります。

三点目は、ウクライナ戦争、米中対立、北朝鮮、中国経済など、グローバルなリスクファクターです。

下の表では、YCCの撤廃や短期化のシナリオを織り込まない段階での国内債の金利、株式、為替、米国債の予想レンジを並べています。時間もないので細かい説明は省きますが、円金利については上昇余地限定。株価については、米株のほうは上昇余地あり。為替については、ドル／円は円高、ユーロは、ECBのタカ派によってFRBよりも利上げが少し長引く分、若干の上昇余地あり。米国長期債利回りは低下余地あり。このような形で見ております。

○神田 まず株価については、二〇二三年一〇―一二月期で日経平均三万〓三万三〇〇〇円というのが大和証券の見通しです。その前提には、メイ

ンシナリオのように大崩れしないというファンダメンタルズがあります。加えて、日本株の割安感や配当取りの活発化などもあり、全体的には今の水準よりも上がっていくようなシナリオを描いております。

一方、金利ですが、これは金融政策と密接にかかわります。我々のメインシナリオでは日銀の金融政策は現状維持ですから、長期金利は今の水準を維持していくだろうと思います。

為替については、若干の円高リスクがあると見ております。去年はアメリカの金融政策が大きく影響する形で推移してきましたが、ようやくその動きも一服するだろうと思います。そうすると、金利以外の指標に市場関係者の目が行く可能性が出てきます。例えば購買力平価です。計算方法によって異なりますが、大まかに言うると一二〇円前後、場合によっては一一〇円ということで、現在

の水準が二三〇円程度であることを考えると、一〇円程度の円高も十分あり得るだろうと思います。

上野さんもグローバルなリスクファクターを示されましたが、ウクライナ戦争の激化、あるいはアメリカを中心とした深いリセッションといったことが起きると、日本はどうしてもリスク回避通貨として急速に円高が進みやすい。したがって、海外経済の悪化とともに、緩やかな円高ではなく急速に円高が進み、場合によっては一〇〇円を割るような事態もあるのではないかと考えております。

○**中空** 株、債券、為替についてはお二方からいろいろ出たので、私はクレジットの話を少しさせていただきます。

二〇二二年の激動を乗り越えて二〇二三年はどうなるのか、三つのシナリオを書いています（P

24）。

①ズルズル悪化シナリオ。弱気のクレジットスプレッドで推移し、懸念先行。

②ゴルディロックスシナリオ。現状、かなりここに近づいているのですが、思う以上の景気低迷がある場合、金融政策と財政政策で下支え相場となる。つまり、思う以上に金融市場は強い状態になる。

③テールリスクシナリオ。思いもよらないリスクが急に顕在化する。リーマンショックのように根こそぎ変えていくようなことは起きないにせよ、何かしら起きるとスプレッドが急激に広がる。

このような見通しですが、クレジットスプレッドを考えると、一つ目に金利水準、二つ目にファンダメンタルズが出てきます（P 26）。世界的な景気低迷というほどではないものの、決して

よくない状況ならば、今年の企業業績は、昨年、一昨年対比で少し落ち込んでくる可能性があり、そうするとファンダメンタルズは徐々に悪化していきます。そして、ここまでの頑張りが行き過ぎたのか、格下げが始まっていますので、ここからファンダメンタルズが悪化してくると、比較的多くのセグメントにおいて格下げが起きるのではないかと思います。したがって、クレジット的には、二〇二三年は無風とはいかず、金利水準とファンダメンタルズの要素で少しずつ悪化していくことを考えておかなければいけません。

ただし、需給や流動性がマーケットを支えしてくれると思います。その意味では、リーマンショックのような大きなクライシスではなく、少しずつワイド化していくというシナリオでいいだろうと思います。株はこの逆パターンになるので、株価は徐々に下がっていく可能性があります

が、大きく下がるという話ではないと思います。

○木内 金融市場は潜在的に不安定だと思っています。景気が減速したり金融市場が揺らいだりしても今回はFRBが救ってくれない、つまり、物価高に対する警戒心が強いFRBがコロナショックやリーマンショックのときのように一気に金利を大幅に下げない、それが経済や金融市場の潜在的なリスクになっているのではないかと思います。

金利上昇によって、昨年はアメリカを中心にグロース株や暗号資産の調整が起きました。金利上昇の影響は既に金融市場にあらわれているわけですが、問題は、金利上昇の影響が経済の減速にどれだけつながっていくのかということです。景気の減速が見えてくると、企業にとっては信用リスクが高まる形となり、ハイイールド債やCLO（証券化商品）といった企業性の負債のうち、リスクが高い証券の価格が下落しやすくなります。

これによって大きな影響を受けるのは、アメリカで言うところ、銀行よりもファンドではないかと思ひます。

為替については、基本的には円高方向で見ています（P6）。野村證券の見通しでは、年末が一・二五円、来年六月が一・二〇円です。どのタイミングかわかりませんが、日本銀行は金融政策を正常化する方向ですし、FRBは年後半にも小幅な利下げを行う可能性があると思ひます。長い目で見ると、日本の国力の低下は實質実効円レートの低下につながっていると思ひますが、昨年来の急激な円安ドル高の主因は日米の金利差だと思ひます。したがって、日米ともに金融政策の姿勢が變わってくるというの、やはり円高要因になりやすいのではないかと思ひます。

ただ、私は、この見通しよりもやや急速な円高になると見ています（P7）。

實質実効円レートの一〇年後方移動平均で見ると一・一〇円ぐらいですので、そこが均衡水準の一つのめどではないかと思ひます。年内にそこまで行くとは思ひませんが、年末で一・二〇円程度、来年から再来年にかけて一・一〇円程度を目指していくということだと思ひます。一〇年前に始まった異例の金融緩和政策によって円の割安状態がずっと続いているわけですが、金融政策を正常化し、そこが解消されてくる中では、それなりに急速な円高になつてもおかしくないと思ひますし、それ自身が日本經濟にとってのリスクではないかと思ひます。

最後に日本株ですが、年末三万円というのが野村證券の見通しです（P6）。ほかの国は景氣が悪くても日本經濟は強い、日本銀行が非常に慎重に金融緩和を修正する、そして急速な円高にならないということであれば、株式市場にとっては追

い風でこうした見通しになるのだと思いますが、私が思う世界経済、日本経済はもう少し厳しく、円高もやや急速に進むと思います。また、長期金利は上昇リスクがあるということからすると、もしかしたら、円高の分だけ海外の株式市場よりむしろ環境が厳しくなる可能性もあるのではないかなと思っています。

ここで一旦、議論を終わらせていただきたいと思います。

○増井理事 時間が若干押しておりますが、御質問を受け付けたいと思います。いかがでしょうか。

○質問者 皆さんに一つだけ御質問したいのは、経済安保の問題です。WTOのルールでは、半導体に補助金を出すというのはあり得ないことでした。しかし、米国と中国、あるいはG7と中国の対立と言ってもいいかもしれませんが、サプライ

チェーンを抜本的に変えるということで、半導体への積極的な投資が経済安保のもとで行われるようになってきています。これについて、私はあまり過小評価しないほうがいいのではないかなと思っているのですが、皆さんはどのように判断されているのか、参考にお聞きしたいと思います。

○上野 半導体への投資効果というのでしょうか、投資金額と、それによるリターンがどの程度期待できるのか、あるいは将来にわたって安定的に続くのか、専門家ではないのでわかりません。ただ、経済よりも安全保障政策のほうが国のあり方として優位だという点からすれば、経済メリットなり経済への波及効果云々とは別の次元でサプライチェーンを組みたいと言っているわけですから、これはもうそういうものとして受け止めるべきであって、効果のあるなしは、ある意味、二の次の問題ではないかというのが私の認識です。

○神田 経済安保で言えば、もう一つ、IPEF（インド太平洋経済枠組み）があります。重要品目の中国への依存度を下げることが狙いで、これから議論が開始されるわけですが、議論の対象になっている中身を見ると、私どもの分析では日本の国際競争力の高い品目が多いです。したがって、仮にIPEFを通じて加盟国が脱中国を行った場合、日本がその仕向け先として代替需要を受け取る可能性がある分、決してマイナスばかりではないという側面はあると思います。

一方で、アメリカが主導する形で、日本も中国向けの半導体関連製品の輸出を規制することが検討されています。これはIPEFのケースとは異なり、代替需要の発生しないものですので、経済的な面で打撃は決して小さくないと思います。これをコストと見るべきか、あるいは、それを踏まえて国内の産業構造を見直すのか。いずれにせ

よ、プラスアルファのアクションをしないと、直接的にはマイナスの面が目立つのではないかと見えています。

○中空 「過小評価しないほうがいい」というのがどちらの方向でのことなのか、いま一つわからなくて、もしかしたら意見の方向が違っているかもしれませんが、半導体が特定重要物資に指定されること自体は理解できることだと思います。しかし、経済安全保障のカテゴリーで半導体を確保しようという意思があるのであれば、金額が低過ぎる。ほかの国と競争して勝っていく気があるのであれば、もっとやらなければいけないのではないかと思います。

経済安全保障の話で一番驚いたのは、インドネシアの態度です。インドネシアはこの二年間、レアメタル・レアアースを一切輸出していません。そういうことをやり始めている国があることを考

えると、日本も、何が日本の強みなのか、経済安全を保障するために何を確保しなければいけないのかといったことをもう少しドラスチックに描くことに加えて、必要なものについての措置がとれているのか、きちんと見直す必要があるのではないかと思います。

○木内 経済安保については、あまり急速に、広範囲に進めていくのは経済的にダメージがあるのではないかと思います。経済安全保障推進法の成立を受けて、主要な品目については特定国への依存度を下げる、重要なインフラ投資については政府が事前にチェックするなど、日本がほかの国よりも遅れていた部分が今進められていると思います。しかし結局は、企業のコスト、ひいては消費者に転嫁される面もあり、行き過ぎると経済を損ねてしまう部分もあるので、自制をもって進めていく必要があると思います。

アメリカは、究極的には中国とのデカップリングを目指していると思いますが、日本はそれを目指していませんし、そもそも不可能です。特定の品目については、アメリカとともに中国に対して輸出規制を強化しても、今の時点で一気に中国離れするのは日本経済へのダメージが非常に大きい。したがって、アメリカと足並みをそろえつつも同じ道を行くわけではない。同床異夢ということだと思います。

半導体については、今のような形で世界が分断化されていき、中国など権威主義的な国と先進国が別々につくるとなると、これまでのシリコンサイクルがかなり変わってしまい、供給過剰といったリスクが出てくるのではないかと思います。まだ数年先のこともかもしれませんが、今後そういう形で経済安全保障強化のデメリットが出てくる可能性もあるので、日本としては、経済的なメリッ

トもある程度考えながら、時にはアメリカと少し距離も置きつつ進めていったほうがいいのではないかと思います。

○増井理事長 まだ御質問があるかもしれませんが、時間になりましたので、このあたりで今年の新春討論会を終わらせていただきたいと思います。

メンバーを一新した中で、大変聞きどころの多い御議論であったと思います。なお、いつものことですが、半年後にこの中のお一人をお招きし、今日の御議論の検証をしていただこうと思っておりますので、それもまた今から楽しみです。

本日は、お忙しい中いらしていただきました木内様、上野様、神田様、中空様、本当にありがとうございます。(拍手)

(きうち たかひで・野村総合研究所エグゼクティブ・

エコノミスト)

(うえの やすなり・みずほ証券金融市場調査部

チーフマーケットエコノミスト)

(かんだ けいじ・大和総研シニアエコノミスト)

(なかぞら まな・BNPパリバ証券

グローバルマーケット統括本部副会長)

(本稿は、令和五年二月七日に開催した「新春討論会」の討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある)

木内登英氏

略歴

1987年野村総合研究所入社。経済研究部を経て、1990年野村総合研究所ドイツ（フランクフルト）、1996年野村総合研究所アメリカ（ニューヨーク）勤務。2004年野村證券に転籍。2007年経済調査部長兼チーフエコノミスト。2012年日本銀行政策委員会審議委員に就任。2017年7月より現職。

上野泰也氏

略歴

1986年会計検査院入庁。1988年富士銀行（現みずほ銀行）入行。資金為替部にて為替ディーラーを経て、1990年より為替、資金、債券の各セクションでマーケットエコノミスト。1994年富士証券チーフマーケットエコノミスト。2000年10月より現職。財務省主計局・税制問題研究会メンバー、内閣官房・市場動向研究会メンバー、参議院事務局・客員調査員等を歴任。

神田慶司氏

略歴

2004年大和総研入社。日本経済（短期予測）を担当後、2008年内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）へ出向。2010年に大和総研に復帰後、日本の経済・社会構造分析、中期予測を担当。2013年より日本経済、財政・社会保障を担当。2019年より現職。参議院企画調整室客員調査員を歴任。

中空麻奈氏

略歴

野村総合研究所入所。郵政省郵政研究所出向。1997年野村アセットマネジメント、2000年モルガン・スタンレー証券を経て、2004年JPモルガン証券クレジット調査部長。2008年BNPパリバ証券クレジット調査部長。2011年市場調査本部長。2018年7月よりチーフESGアナリストを兼務。2020年2月より現職。経済財政諮問会議民間議員、財政制度等審議会財政制度分科会起草委員、税制調査会委員、国税審議会委員、経済産業省サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会委員、環境省グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会委員、経済産業省産業構造審議会臨時委員、日本EU学会会員。



「新春討論会—2023年の経済展望」

令和5年2月7日

1

木内登英氏資料

野村総合研究所金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト



2023年世界経済は欧米中心に減速：日本経済は外需の影響強く

世界経済見通し

	実質GDP（前年比、%）			消費者物価指数（前年比、%）			政策金利（期末、%）		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
全世界	3.2	1.8	2.8	8.0	5.1	3.1			
先進国	2.6	0.0	0.5	7.5	4.0	1.4			
新興国	3.7	3.2	4.6	8.4	6.0	4.3			
米国	2.0	0.0	0.1	8.0	2.7	1.1	4.25-4.50	4.00-4.25	0.50-0.75
日本	1.3	1.9	0.9	2.5	2.3	0.0	-0.10	-0.10	0.00
ユーロ圏	3.3	-0.4	0.7	8.4	5.6	1.8	2.00	3.50	2.50
フランス	2.5	-0.3	0.8	5.9	4.7	1.7			
ドイツ	1.9	-0.8	0.3	8.6	6.3	2.0			
英国	4.1	-0.7	0.7	9.1	6.8	2.6	3.50	4.25	3.50
中国	3.0	4.8	5.5	2.0	2.5	2.2	2.00	2.00	2.00
インド	6.7	4.5	6.7	6.7	5.0	5.1			
ロシア	-3.0	-2.9	1.6	13.8	5.8	4.4			

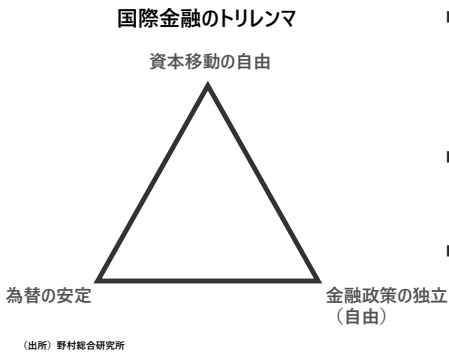
（出所）Nomura Global Market Research

（注）見通しは2023年1月20時点

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

3

国際金融のトリレンマのもと世界は通貨高・利上げ競争に

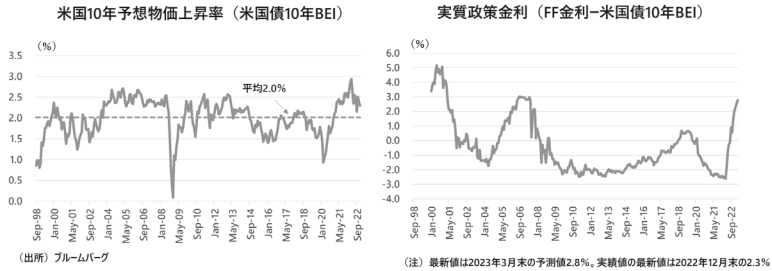


- 物価高を助長する通貨安を回避したい各国は、経済を犠牲にしても米国の利上げに追随。通貨高を通じてインフレ圧力を他国に押し付けあう構図に
- 国際金融のトリレンマのもと、各国は「金融政策の独立」を放棄して「為替の安定」を選択
- 日本は為替介入で「資本移動の自由」を一定程度制限する一方「金融政策の独立」を維持するボリシーミックスだったが、日銀は為替安定に配慮した政策に修正

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

4

実質金利の急速な上昇が米国を本格的な景気後退に陥れる可能性



- 米国の実質政策金利は、3月末でリーマンショック前に並ぶ。その後景気が減速し予想物価上昇率が低下する中でも、インフレ警戒を解除しないFRBが利下げに慎重な姿勢を続ければ、実質政策金利はさらに上昇。これが、米国経済に大きな打撃を与え、本格的な景気後退に陥れる可能性

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

5

2023年はドル高の修正局面に

為替見通し（対ドルレート）

	2023年3月	6月	9月	12月	2024年3月	6月	9月	12月
日本円	130.0	130.0	127.5	125.0	122.5	120.0	120.0	120.0
ユーロ	1.11	1.13	1.14	1.16	1.17	1.18	1.19	1.2
英ポンド	1.25	1.26	1.28	1.32	1.34	1.37	1.4	1.43

（注）2023年1月26日時点の予測値
（出所）野村

日本株見通し

	2023年3月	6月	9月	12月	2024年3月
日経平均（円、期末値）	26,500	28,000	29,000	30,000	30,000
（円、期中レンジ）	25,500 ~ 29,000	26,000 ~ 29,500	26,500 ~ 30,000	27,000 ~ 31,000	27,000 ~ 31,000

（注）2023年1月13日時点の予測値
（出所）野村

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

6

歴史的なドル高円安進行後に巻き戻しは起こるか



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

7

上野泰也氏資料

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケット
エコノミスト



JSRI 8

世界経済の見通し ～ 減速するものの「意外に底堅い」推移か

◆FRB、ECBなどが急速に利上げを進める中で、教科書的に「リセッション入り」が予測されるものの…

何らかの金融ショックが加わっているわけではないこと

米国の雇用情勢が構造的に底堅いこと(シニア層の早期引退志向、移民の流入に制約)

記録的な暖冬をうけて天然ガス価格が急落し、欧州の景気を間接的にサポートしたこと

中国が「ゼロコロナ」を突然放棄。当面は混乱が続くものの、経済成長に希望が持てるようになったこと

などから、米国やユーロ圏の景気後退は「浅い」ものにとどまる可能性が高いとみる。

◆物価指標の前年同月比プラス幅が順調に縮小してくる場合、FRBやECBが不要な実質金利上昇を回避すべく、柔軟に利下げを行うかどうか、世界経済の行方に影響してくる。

◆最大のリスクシナリオは、ウクライナ戦争が第3次世界大戦に拡大すること(ロシアの核兵器使用問題)。

MIZUHO

9

日本経済の見通し ～ 「低空飛行」を継続へ

◆23年の日本経済の見通しを、人口動態を軸にした中長期の視点と、景気動向指数やOECDのCLIなど短期スパンの動向を示す指標の双方から考察すると、出てくる結論は、「低空飛行」継続。米欧のような大きな振れがない、安定した飛行ではあるものの、高度は低いままで、海外経済減速の影響が大きいと下がる。

◆物価面では、消費者物価指数が目標である+2%を超えて推移する時間帯が多くなっているものの、主因は「供給ショック」。物価高の見合いで春闘の賃上げ率が23年に高まって、その持続性には疑問符が付く。人口減・少子高齢化と、過剰供給の温存。この2つが組み合わさった「デフレ構造」は足元でも不変とみる。

■図表1: 日銀短観 国内での製商品・サービス需給判断DI(回答比率「需要超過」)―「供給超過」 個人消費関連3業種 全規模合計



注: 直近は22年12月調査における先行き(23年3月予測)
出所: 日銀

MIZUHO

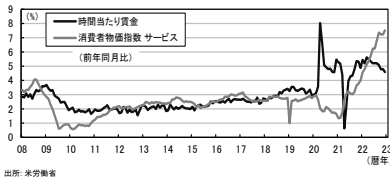
10

日米金融政策①～FRBは利上げ停止、秋以降に(数は少ないが)利下げへ

米FOMCは昨年11月2日の声明文で、利上げの累積の効果とラグの問題を明記した。累積的な引き締め効果やラグが、文章の構成上、「データ次第」を意味するとみられる「経済・金融情勢」よりも前に置かれた点が画期的。

「将来の誘導レンジ引き上げベースを決める際、金融政策の累積的な引き締め、金融政策が経済活動やインフレに影響するまでのラグ(時間差)、そして経済・金融情勢をFOMCは考慮する(In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.)」

■図表2: 米雇用統計 時間当たり賃金(民間部門)、米消費者物価指数サービス



MIZUHO

11

日米金融政策②～新体制に移行する日銀の「ピボット(方向転換)」を市場は警戒

◆昨年12月に緩和策修正を日銀が突然決めた背景:

(1) YCCを巡る海外投資家との攻防が「短期決戦」では終わらず、想定外に長期化してしまう中で、(2) 債券市場の機能低下による弊害が累積して地方債や社債などの発行市場にも及び、中央銀行として看過しにくい状況になってきたこと、そして(3) 円安ドル高急進行への対応で苦慮する首相官邸からは度重なる金融政策「柔軟化」の要請があった。※11月10日の岸田・黒田会談の次の決定会合は、12月19、20日開催。

◆産経新聞記事(1/22)には、「今回の人事は市場だけでなく、政治との関係も考えないといけない」と政府関係者が打ち明けたエピソードも紹介されていた。次期日銀総裁・副総裁人事は、「経済・金融市場・党内情勢」という各方面への影響を熟慮した上での、「人事の岸田」による決断となる。

◆日銀によるマイナス金利解除は、総裁・副総裁が交代して新体制が発足してから、ハードルが引き続き高いとみる。「物価安定の目標」2%が「持続的・安定的に」達成されるメドが立っていないからである。目標である2%という数字を柔軟化する(レンジ化したり、長期目標に切り替えて事実上棚上げする)ためには、政府・日銀による13年1月の共同声明(いわゆる日本版アコード)の書き換えが必要。それは政府と日銀の合意が前提である。

◆日銀の金融政策正常化に関する市場の見方には「落とし穴」もある。日米中銀の金融政策のベクトルが正反対になったと市場がみなし、為替の円高ドル安が急進行する場合には、日銀金融政策の正常化論議どころではなくなる可能性もある点に留意。

MIZUHO

12

金融市場(株式・債券・為替)の見通し

◆2023年のマーケットにおける主な注目点:

- (1) 米FRBによる金融政策の舵取り(利上げ局面終了と利下げ転換のタイミング)
- (2) 総裁・副総裁交代後の日銀新体制(岸田政権の行方など国内政治の動向も注視)
- (3) ウクライナ戦争・台湾問題・北朝鮮などの地政学リスクや、中国経済の動向

■図表3: 2023年(暦年)の各市場 筆者予想レンジ(23年1月4日時点) ※日銀新体制によるYCC撤廃や短期化のシナリオは織り込んでいない。

		23年の予想(23年1月4日時点)
国内債・金利	5年物国債利回り	0.10～0.35%
	10年物国債利回り	0.25～0.60%
	20年物国債利回り	1.00～1.50%
	30年物国債利回り	1.35～1.75%
株式	日経平均株価	2万3,000～3万円
	ダウ工業株30種平均	2万9,000～3万9,000ドル
為替	ドル円	110～140円
	ユーロドル	1.00～1.30ドル
	ユーロ円	130～150円
米債	米10年物国債利回り	2.40～4.10%

出所: みずほ証券金融市場調査部



【開示事項】

Mizuho Securities USA LLC (MSUSA)はみずほ証券とグループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリストか「レτζ」の選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有していません。本レポートはMSUSA、またはその関連会社の「proprietary interests」と無関係ではない場合がこあります。MSUSA、またはその関連会社は自己勘定、および特定顧客のための一任勘定取引において本レポートで記載している証券の売買を行っております。これら取引は本レポートで推奨している取引と相反する可能性がこあります。

【アナリスト確認事項】

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がこに確認するものです。

【留意事項】

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供の旨を目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは中立的な見解を提供するものではありません。

本資料はみずほ証券がすべてに公平な可能な情報に基づき作成したものです。本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて、いかなる保証もなされません。また、本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて提供するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。また、使用した結果についてもなんら責任を負いません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し不当な結果を生ずる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前通知なしに変更されることもあります。

本資料は投資、法務、あるいは投資家への助言を提供するものではありません。本資料は投資家や投資目的と金融商品とを結びつけて作成されたものではありません。本資料に記載されている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するものではありません。特定の投資家や投資機会に関しては各客の自身で事前に検討する必要があります。本資料において記載された証券に関する投資や取引を行う前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負います。

みずほ証券およびその関係会社は本資料への信頼または使用の結果（直接的、間接的）は結果として生じた損失、利益の喪失、損害を含むこれらに限定されないがどのようなものであっても、いかなる賠償責任を負うものではなく、本資料を信頼または間接的に支拂うる投資家に対しては法的責任を負うものではありません。最終的な投資決定は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身が負う必要があります。

過去の業績は将来のパフォーマンスを確保しないとは約束するものではありません。特に断りがない限り掲げるパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づき推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる保証もありません。また、使用した結果についてもなんら責任を負いません。

本資料で言及されたみずほファイナンシャルグループ（「MHFG」）、あるいはその関係会社に関する内容は、すべて公に入手可能な情報に基づいたものであり、本資料の作成者はMHFGならびに本資料で言及された会社の一切の内部情報を使用が妨けられています。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについての投資判断を管理していることとなります。

みずほ証券およびその関係会社、または他のMHFGの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する有価証券・有価証券の関連商品等を自己または委託して取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形で取引を行うことがあります。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式については会社法第135条に従い、自己売買を行うことを禁じられています。

英国（ロンドン）/欧州地域、米国では、MHFGグループの一員であるMizuho International plc（「MHFI」）、30 Old Bailey, London EC4M 7AU が本資料を配布します。MHFIはブルー・デンス規制機構（the Prudential Regulation Authority）の認可を受け、金融行為監督機構（the Financial Conduct Authority、「FCA」）およびブルー・デンス規制機構の規制の下にあり、ロンドン証券取引所の会員です。ドイツでの本資料の配布はMizuho Securities Europe GmbH（「MHEU」）、Taunusanst. 1, 60310 Frankfurt, Germanyが行います。MHEUはドイツ連邦金融監督（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht、「BaFin」）の認可を受け、その規制の下にあります。本資料は欧州経済領域その他の加盟国の監督にMHFI、MHEUが配布することがあります。なお、本資料はCA、BaFinの規制により登録された個人投資家向けではありません。利害相反の防止および開示に関する詳細、経営管理の詳細についてはウェブサイトwww.mizuho-group.com/verneah-who-we-are/governanceをご覧ください。

米国：本資料の米国内での配布または配布の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社でFINRA会員であるMizuho Securities USA LLC、1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, USA、連絡先+1-212-209-0300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する報道機関や発表、市場環境、公されたその他の情報に基づき、会社および企業の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が投資を行う引換はすべてMizuho Securities USA LLC（「MSUSA」）を通してのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々には、MSUSAの営業担当者までご連絡下さい。

香港：本資料の香港での配布はMizuho Securities Asia Limited（「MHSAL」）、14 - 15/F, K11 Atelier, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。MHSALはMHFGグループの一員で、香港証券交易委員会により免許を与えられ、その規制を受けます。本資料は香港証券先物条例の定義に基づく（プロ投資家）向けに作成されたものです。本資料はMHSALが定める利益相反管理規則に基づいて作成されています。利害相反防止・回避に関する管理体制の詳細をご希望の場合はMHSALにご連絡ください。

オーストラリア：本資料はオーストラリアの2020年1月1日現在の会社法（「CA法」）700条に基づきプロ投資家向けに作成された投資家、またはCA法7610条に基づき「ホール・セール」顧客へのみ配布されるものです。オーストラリア国内における前述の投資家層以外に譲ることは直接的であれ間接的であれ想定していません。認められません。各々の法域の免許を保有するMizuho Securities Asia Limited（ABN 603425912）およびMizuho Securities (Singapore) Pte. (ABN 132105545)は、オーストラリアにおいて外国企業として登録されており、CA法に基づきオーストラリア金融サービス免許の取得義務をそれらオーストラリア証券投資委員会の会社法（準拠および引換）に関する規則2016/396に免除されています。

シンガポール：本資料はシンガポールでの配布はMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd.（「MHSS」）が行います。MHSSはシンガポール金融管理局の規制により、資本市場サービス免許を保有するとともに、免許取得を免除されたファイナンシャルアドバイザーです。金融アドバイザー規制（「FAR」）の32C1に基づき、MHSSはその関連会社その他の外国の関連会社によって作成された分析やレポートを配布することがあります。本資料はFARで定義される「機関投資家」、適格投資家、12ヶ月の「ハード投資家」向けのみ配布されるものです。本資料に起因した関連する事項についてのお問い合わせは、MHSS、12 Marina View, #8-02 Asia Square Tower 2, Singapore 018961までお問い合わせください。

日本：本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社 100-0004 東京都千代田区大手町1丁目1番1号大手町ファーストスクエアが行います。日本における連絡機関投資家以外への配布については日本の国内法に従ってみずほ証券株式会社が行います。本資料は日本を除外、連絡機関投資家以外への配布は行いません。

みずほ証券において債券を購入する場合は、購入価格のみを提示いただくことになります。その他の取引においては、各取引の建数に応じて、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。国内市場の売買取引には、約定代金に対して最大1.55%（税込）、最低2,750円（税込）（ただし、売却時に限り、約定代金が2,750円未満の場合は、約定代金の99.0%（税込）を乗じた金額）の委託手数料を負担していただきます。手数料率に関する税率は10%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

本資料の著作権はみずほ証券が保有し、第三者による無断の複製は禁止されています。一部複製、複製、再配布、第三者に転送することはできません。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94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、一般社団法人金融失効取引引当協会、一般社団法人第二種金融商品取引引当協会

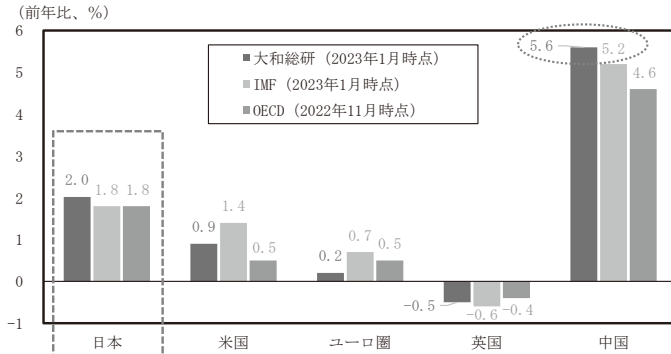
神田慶司氏資料

大和総研経済調査部 日本経済調査課長
シニアエコノミスト



2023年の日本経済は欧米を上回るプラス成長か

主要国・地域における2023年の実質GDP成長率見通し



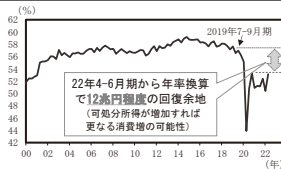
(注) 大和総研の見通しは、日本は2023年1月31日時点でそれ以外の国・地域は1月20日時点。
(出所) IMF、OECD資料より大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiva Institute of Research Ltd. All rights reserved.

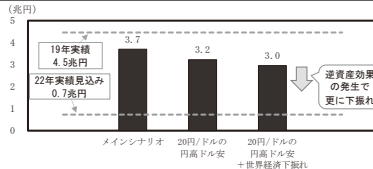
17

2023年における日本経済の主な下支え・押上げ要因

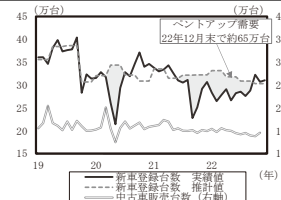
可処分所得対比のサービス消費(インバウンド分を除く)



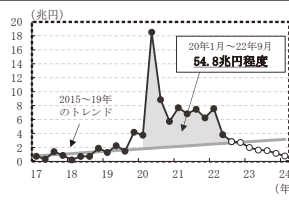
シナリオ別に見た2023年の実質インバウンド消費額の見通し



国内乗用車のペントアップ(継続)需要



家計の「過剰貯蓄」(フローベース)の推移



(注1) サービス消費に含まれるインバウンド消費分は、SNAの非居住者家計の国内での直接購入に観光客「訪日外国人消費動向調査」より算出したサービス消費の割合を乗じて試算。
(注2) インバウンドのインシナリオは2023年の急激な回復をシミュレーションした。観光客の回復は、訪日外国人消費動向調査、観光庁の「訪日外国人消費動向調査」に基づいて試算。
(注3) 新車登録台数の増減は、国土交通省の「新車登録台数」(改訂版)「(2022年12月8日)」の「リセッション」(中国のロックダウンを除く)に基づいて試算。
(注4) 家計貯蓄＝可処分所得－家計最終消費支出。2015～2019年のトレンドは、消費増税や自然災害の影響を除く2019年10-12月期を除く。自放社の貯蓄見通しは大和総研による。
(出所) 日本銀行、総務省、経済産業省、内閣府、観光庁、日本政府観光局、日本自動車販売協会連合会、全自動車販売協会連合会、FOM、IMF、各国統計、Haver Analytics、Bloombergより大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiva Institute of Research Ltd. All rights reserved.

18

グローバル経済のリスク要因

- ① 米国の深刻な景気後退入り(⇒失業率の大幅な上昇を伴うマイナス成長)
- ② ウクライナ情勢の緊迫化(⇒欧州を中心とした景気の悪化、資源価格の高騰)
- ③ 中国で不動産市場が大幅調整
- ④ 日銀がイールドカーブ・コントロール(YCC)を撤廃
- ⑤ 一部の新興国で債務リスクが顕在化
- ⑥ 台湾有事の発生
- ⑦ 重症化リスクを大幅に高める新たな変異株の流行

米欧中でテールリスクが発現した場合の各国・地域の実質GDP成長率への影響(当社マクロモデルによる試算)

	世界経済	(%pt)				
		日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
米国リスク ⇒失業率が10%程度に上昇	▲ 3.7	▲ 2.8	▲ 4.6	▲ 2.2	▲ 3.3	▲ 4.2
欧州リスク ⇒ユーロ圏の金融機関のレバレッジが15%縮小(10年代 前半の欧州債務危機時の約1.5倍)	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 4.2	▲ 2.0
中国リスク ⇒不動産市場が大幅に縮小(08年の世界金融危機時の2倍)	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 1.7

(注) 試算方法の詳細については「第21回日本経済予測(改訂版)」(2022年12月8日)を参照。
(出所) IMF、IHS Markit、EYより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

19

物価動向と金融政策の先行き

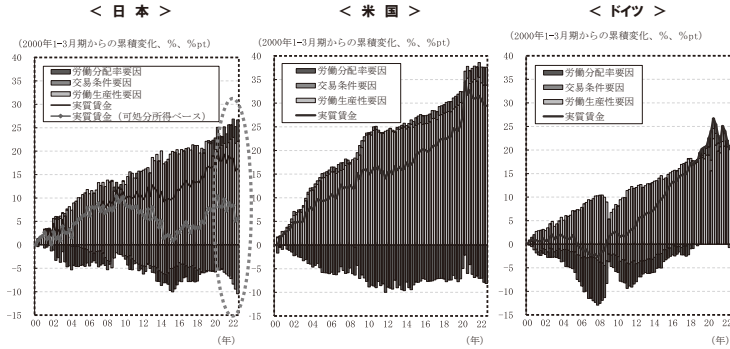
- 「ディマンドプル・インフレ」への転換は進むか
 - ✓ 各種指標から見ると「コストプッシュ・インフレ」の側面が依然として大きい
 - ✓ 価格上昇率分布の「山」はプラス方向にシフト。家計の「値上げ嫌い」にも変化
 - ✓ 今回は「デフレ脱却」(インフレの定着)の可能性が最も高い?
 - 【好材料】①約40年ぶりの高インフレ、②資産バブル期に迫る労働需給の逼迫、③経済活動の正常化、④コロナ禍以降に大幅に積み上がった家計貯蓄、⑤過去最高水準付近にある企業収益 など
 - 【懸念材料】①世界景気の悪化、②春闘での賃上げの伸び悩み、③労働市場の硬直性、④価格転嫁率の低さ など
- 日銀は2023年7月にもYCC見直しの可能性
 - ✓ 米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、日銀は大規模緩和策を維持か(直近のメインシナリオでは少なくとも23年中は現状維持)
 - ✓ ただし共同声明の見直しや「点検」などを踏まえ、日銀が早期(7月?)にYCCの見直し(段階的に短期金利操作に移行)に着手する可能性も
 - ⇒国債買い入れの継続や低金利の維持など金融緩和そのものは当面継続
- デフレ脱却後は成長力強化などが一段と課題に
 - ✓ 企業の価格支配力の回復 ⇒ 企業努力は「コストカット」から「高付加価値化」へ
 - ✓ 物価と国債市場の2つの安定が課題 ⇒ 成長力強化などでの成果が一層必要に

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

20

日本の実質賃金の伸び悩みは生産性と交易条件などに起因

日米独における時間あたり実質賃金の要因分解



(注1) 実質賃金は1人1時間あたり実質雇用者報酬（ただし日本については雇用者報酬に混合所得を加えて就業者数ベースの総労働時間で除したものの）。「交易条件要因」は家計最終消費支出デフレーターとGDPデフレーター比率の変化。
 (注2) 日本の「実質賃金（可処分所得ベース）」は実質賃金に税・社会保障料の負担割合を控除することで算出。
 (出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、財務省、Naver Analytics より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

21

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・転送等のご遠慮ください。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

22

中空麻奈氏資料

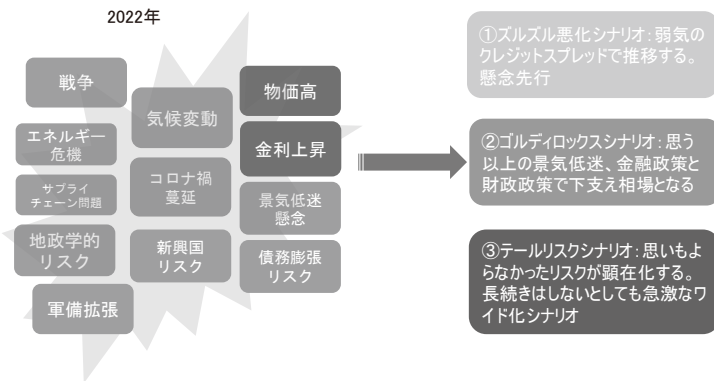
BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部
副会長



23

激動の2022年を経た2023年のポイント

宿題はほとんど残したまま⇒①ズルズル悪化、②ゴルディロックス相場、③テールリスクシナリオ、か？



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：BNPパリバ

2023年の景気・物価見通し

見通しの修正：谷深く、山低し・・・

図 経済成長見通し(BNPパリバ 2023年1月5日現在)

先進国	年成長率 (%Y/Y)			四半期成長率 (% Q/Q)			
	2022	2023	2024	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
米国	1.9	0	-0.2	0	-0.4	-0.4	-0.3
欧州	3.2	-0.5	1.3	-0.5	-0.2	0.2	0.3
ドイツ	1.8	-1	1.1	-0.7	-0.3	0.2	0.3
フランス	2.5	0	1	-0.4	0.2	0.2	0.1
イタリア	3.8	-0.4	1.1	-0.6	-0.1	0.2	0.3
スペイン	4.6	0	1.3	-0.4	0	0.2	0.2
中国	3.2	4.5	4.8	0.8	1	1.2	1
日本	1.2	0.9	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.1
英国	4.4	-0.9	0.8	-0.6	-0.2	0.2	0.2

図 物価見通し(BNPパリバ 2023年1月5日現在)

先進国	年成長率 (%Y/Y)			四半期成長率 (% Q/Q)			
	2022	2023	2024	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
米国	8.1	4.2	2.4	6.1	4.3	3.6	3.1
欧州	8.4	4.8	2.3	7.5	5.5	3.8	2.4
ドイツ	8.6	4.8	2.1	7.9	5.6	4	1.8
フランス	5.9	6.3	2.8	7.8	6.8	6	4.6
イタリア	8.7	6.8	2.1	9.8	8.5	6.5	2.4
スペイン	8.3	2	1.5	3.6	2	0.3	2.1
中国	2.1	2.7	2.5	3.1	2.2	2.7	2.7
日本	2.5	2	1.3	2.6	2.7	1.8	1
英国	9	6.8	2.1	10.1	7.5	5.9	3.8



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: National Statistics Agencies, BNPパリバ

25

クレジットスプレッドを形成する要因：ファンダメンタルズ、需給

クレジットスプレッドは徐々にワイド化へ

図 クレジットサイクルは鈍盤

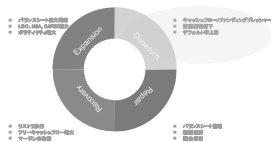


図 欧州格下げ動向



図 ファンドフロー：米国

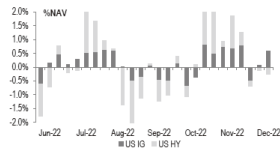
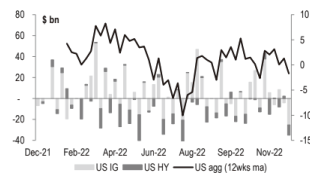


図 ネット発行量：米国



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: Capital IQ, フルームバーグ、Dealogic, BNPパリバ

26

シナリオ別クレジットスプレッドの見通し

これからのクレジットスプレッドシナリオ

⑧ US IG スプレッド見通し



	米国			欧州		
	IG	HY	LL	IG	HY	LL
現在スプレッド	135	450	540	192	531	622
BNPPスプレッド予想	200	825	850	275	1090	1070
変化	65	375	310	83	559	448
期間	7.4	4.5	4.6	4.8	3.4	4.4
超過リターン年度予想	-3.50%	-12.40%	-13.70%	-2.10%	-13.70%	-19.50%
デフォルト/輸出下げ率	1.30%	5.50%	6.50%	1.00%	5.00%	6.00%
回収率	86%	30%	50%	90%	30%	50%
損失率	0.20%	3.90%	3.30%	0.10%	3.50%	3.00%
損失調整後超過リターン年度予想	-3.70%	-16.30%	-17.00%	-2.20%	-17.20%	-22.50%

- クレジットスプレッドは徐々にワイド化の様相
- 中央銀行による利上げが減速する可能性が出てきている。ファンダメンタルズは悪化方向へ。これは低格付け・循環セクター・低流動性のクレジットは回避すべきであることを示す（高格付け等のクレジットは投資可能）
- 中央銀行の大転換点をいつと読むか、ということになる。欧州はファンダメンタルズのより一層の悪化と、ECBの金融政策（QTリスク）が見られる可能性が高い。米国のスタグレーションリスクの顕在化で、しばらくゴルドロックとなるものの、その後はファンダメンタルズの悪化が効いて、2023年後半にはクレジットスプレッドがワイド化していく
- クレジットスプレッドのワイド化が始まった年後半（2024年？）にはファンダメンタルズ悪化によって起こるため、銘柄選びが重要



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：ブルームバーグ、Markit、BNPパリバ

27

リスク整理

どのリスクに警戒するべきか？

想定されるリスク

①物価高と金利上昇

②ロシアによるウクライナ侵襲の継続⇒物価高・エネルギー問題・サプライチェーン問題

③債務膨張リスク

④新興国リスク

⑤「見えざる在庫」と業績下押し

11のテールリスク

①ブラザ合意2.0によるドル安

②グローバル不動産市場の瓦解

③中国不動産市場の急激な調整

④ユーロ圏の財政危機

⑤外国人投資家による米国売り(国債・IG)

⑥サイバー攻撃

⑦新興国危機の顕在化

⑧欧州銀行：AT1資本のクーポンスキップ

⑨CLO：AAA格付の喪失

⑩地政学的リスクの顕在化(台湾有事?)

⑪シャドーバンクの動向



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：BNPパリバ

28

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与する格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならぬこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務を管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表、説明義務の公表義務等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求、立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス格付グループの呼称：
ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号（格付）第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称：

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

フィッチ・レーティング格付会社の呼称：

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報への入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社ウェブサイト
（<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明開示」の欄に掲載されております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ
（<http://www.spglobal.co.jp/registered/>）の「7/7 別：規制関連」の「無登録格付付与情報」（<http://www.spglobal.co.jp/ratings/>）に掲載されております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ
（<http://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の信頼性、登録及び開示について

ムーディーズ・ムーディーズの信用格付は、事実性、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事実性の妥当性、財務上の信頼性を前提に行っている信用リスク及びデフォルト率の相対的な評価に基づいて、相対的に低リスクと見做すものと見做すものとを区別しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて考慮するものではありません。また、信用格付は、登録又は開示に関する信頼性を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は債券を保有するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付が若くはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、独立性及び特定の目的への適合性について、保証、説明責任を負う、いかなる保証も行っていない。ムーディーズは、信用格付に関する信用格付業者、発行体から得られる情報、公開情報を確認して行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な信頼性を有し、またその信頼性がムーディーズによって信頼できると考えられるものであることを確保するものではなく、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは認定を行わずに、格付の過程で受けた情報の正確性及び有効性について一時的な保証を行うことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務の信用力に関する将来の信用力を示し、信用力ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または債券を保有するものではなく、証券の市場流動性及び流通市場での価格を示すものではありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、実行可能性などのパフォーマンスやコンプライアンスの信頼力など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付に連関することであるだけの十分な品質および量の情報が提供されていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、フェア・ディリスティングまたは他の保証を行っておりません。また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、信頼可能な入力データが限定的であることと起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を要するものではなく、正確又は正確であると見做し、保証され、信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性及び市場流動性について意見を述べません。格付はリスクの相対的評価であつたため、同一カテゴリの格付付与をなしたとしても、リスクの顕著な差異は必ずしも十分に反映されない場合があります。信用格付はデフォルトする意図的な相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付付与・格付において、発行体や債権に関する信頼する情報から入手する信頼性のある情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該情報について当該当該法において利用可能な事実は独立した情報源による検証を、全体的な範囲で行っています。格付に基いた信頼する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。ある情報が信頼又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の総括にのみあつて、格付付与と経緯に必要とされない将来の事実や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、定義及び境界の明確化に関する説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する説明」をご参照ください。

この情報は、当社が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・完全性が当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world