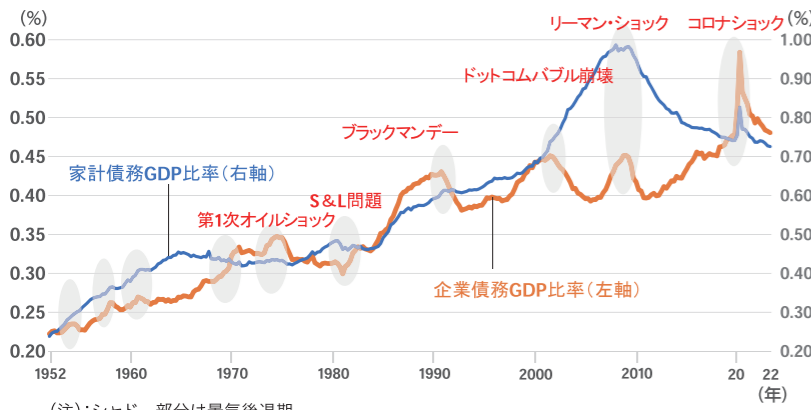
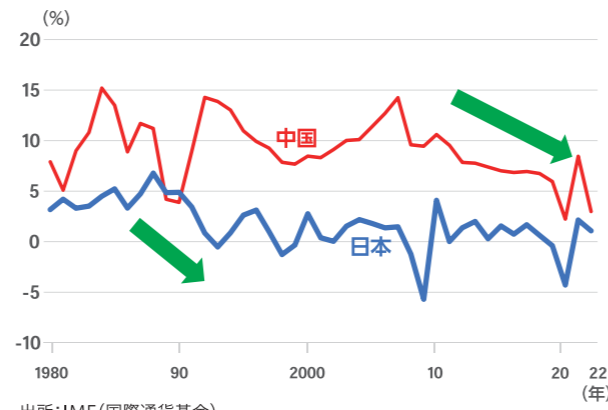


(図3)米国企業・家計債務サイクルと経済・金融情勢



(注)：シャドー部分は景気後退期
出所：FRB(米連邦準備制度理事会)、米商務省より野村総合研究所作成

(図2)日本と中国の実質GDP成長率



出所：IMF(国際通貨基金)

TOYRO新春セミナー講演録

2024年 内外経済・金融情勢と日銀金融政策の展望

株式会社野村総合研究所
エグゼクティブ・エコノミスト

きうち たかひで
木内 登英



はじめに

今年「令和6年能登半島地震」の発生という悲しい出来事から始まった。

一方、金融市場では年初から株高が進み、楽観ムードが漂っている。しかし、今後の米国経済の減速、日本銀行の大幅な政策変更などを考えると、このペースが続くとは考えにくい。また、今年、米国大統領選挙の年でもある。これらについて触れながら、内外経済・金融情勢と日銀金融政策の展望についてお話しする。

世界の物価高騰は山を越える

日本、米国、ユーロ圏の消費者物価の上昇率(図1)を見ると、米国では2022年頃から低下傾向にあり、欧州も落ち着きつつある。また、日本も40年ぶりに高い水準となったが、ピークを迎えつつある。

物価が高騰した一因に、コロナ禍の巣ごもり消費がある。一時的にステイホームを充実させるために、食料品や家電の消費が増加した。欧米ではこうした「財」の消費が減少しているが、日本では、依然として「財」の消費を増やし、外食や旅行などの「サービス」消費に向かっている。

景気後退開始前後の物価上昇

いる。また、失業率も高い。多くの国が物価高騰に苦しむ中、中国だけがデフレリスクを抱えている。

日本がこういう状況になれば、減税や給付金などで消費を刺激する政策を取るが、中国は半導体やEVの生産に拍車をかけている。その結果、さらに供給過剰になり、余剰製品を海外に輸出し、世界にデフレを広げている。

また、住宅価格も2022年4月〜6月期をピークに下がりはじめ、物価と不動産の下落が重なる「ダブル・デフレ」の様相となっている。

不動産価格の下落は、2020年頃のデベロッパへの規制強化が発端で、不動産開発大手の恒大集団の経営危機や社債のデフォルトをはじめ、ほかのデベロッパにも問題が広がっているが、中国政府は対策を講じていない。

「ダブル・デフレ」は、1980年〜90年にかけて成長率が下落し、不動産価格が下がった日本のバブル崩壊時に似ている(図2)。

類似点の1つ目は、人口潜在成長率が急激な下方屈折に直面している、それが物価、資産価格の下落をもたらしている点だ。中国の成長率は2010年あたりをピークに、年率10%から4%台にまでに下落

率を見ると、1970年〜84年では、加速前の水準に戻るまでに概ね3年を要している。1985年〜2019年を見ても同様だ。米国の物価上昇率のピークを2022年の春頃とすると、加速前の水準に戻るのには2025年あたり、欧州でも2025〜26年に戻るのではないかと予想できる。日本ではもう少し時間はかかるが、同様の状況になるだろう。

注意が必要なのは、元の水準に戻った物価上昇率は、しばらく下振れる傾向にあることだ。各国の中央銀行が金融引き締めを進めるため、金利が上昇し、景気の悪化もたらされるからだ。米国は2026年〜27年にかけて、加速前の水準の2%よりも下振れるかもしれない。日本は加速前の水準が0%程度なのでマイナスになる可能性さえある。

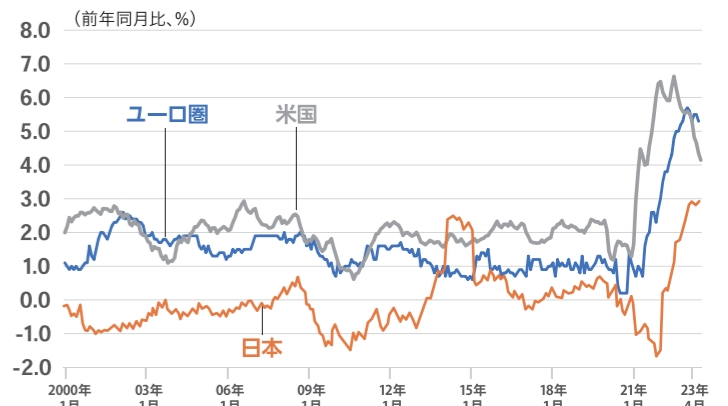
インフレへの期待を安定させることは中央銀行の重要な役割の1つだ。欧米では今回の物価高を受け大幅な金融引き締めを実施し、米国の実質政策金利はリーマン・ショック時を超える高い数字となった。FRB(連邦準備制度理事会)が、昨年7月を最後に、利上げを停止しており、私は今年6月頃だと思っているが、今後、金融緩和

している。中国は、WTO(世界貿易機関)加盟以降、先進国市場へのアクセスを拡大した。沿岸部に外資を導入し、内陸部の余剰労働力を沿岸部の製造業で受け入れ、生産性を高め、「世界の工場」と呼ばれた。しかし、人口増加率の低下から余剰人員が枯渇した結果、人件費の高騰を招き、従来の成長モデルが崩れた。こう見ると中国の成長率の下振れは一時的なものではなく、今後も続くと考えられる。

類似点の2つ目は、当局が不動産市場の調整を正常化の過程と捉え、一定程度容認する姿勢をとっている点だ。「共同富裕」の理念の下、日本のバブル期と同じように不動産業者の過剰な銀行借入を規制し、不動産価格の適正化を目指したが、これが下落の大きな要因となった。

類似点の3つ目は、米国との貿易摩擦が影響している点だ。中国は、米国との貿易面での激しい対立が続く、先端分野を中心に経済への打撃となっている。また、民間企業への統制強化が経済活動を委縮させてしまった面もあるので、今後、中国経済の成長率は、数年か

(図1)日・米・ユーロ圏の消費者物価(除く食料、エネルギー)上昇率



出所：OECD(経済協力開発機構)

に転じるだろう。しかし、それで金融引き締め効果がなくなる訳ではない。米国の物価上昇率が予想以上のペースで下振れているため、現在、米国経済は安定しているが、金融引き締めの効果はこれから現れ、景気にブレーキが踏み込まれるのではないだろうか。

中国の「ダブル・デフレ」と「日本化」のリスク

中国の消費者物価指数は、昨年12月まで3カ月連続で前年同月比マイナスとなった。鉄鋼や半導体の供給過剰で、価格が下がって

けて先進国と同じような2〜3%までに下がっていくだろう。中国は、中長期の停滞に入ったと考えている。

予想外の安定を維持する米国経済と金融リスク

米国経済は、金融引き締めが進められる中でも、予想外に好調だ。(図3)は「米国の企業と家計債務のGDP比率」を表している。2008年のリーマン・ショックまでは、家計が借入を増やした。借入して住宅を購入し、住宅価格の上昇で増えた資産と借入の余力を担保にして新たに借入する、「ホームエクイティローン」が盛んになった。このような借入ができるのは、住宅価格の上昇が続くことが前提であったので、リーマン・ショックによって住宅価格が下がり始めると、この動きが途端に止まり、住宅を手放す動きに変わった。この経験から米国の家計は債務抑制が進み、金利の上昇に対する抵抗力が強くなった。

一方、IT関連を含めた新興企業や中小企業、不動産関連企業が借入を増やしている。リーマン・ショック後、大幅な金融緩和が行われ、また、コロナショックを受けて、FRBは政策金利をゼロまで下げたからだ。現在、米国の借入は企業に多い。

米国経済は急激に悪化することはないが、企業の借入が多いために設備投資が弱くなり、低迷を始めるのではなからうか。このように見ると、FRBは市場が考えているよりも金融緩和を行う必要性を強く感じていた可能性もある。為替はドル安に動くかもしれない。

日本に物価・賃金の好循環は起るか

「物価・賃金の好循環」とは、物価が上昇する中、「実質賃金」が安定的に増えていくことである。ここでいう「実質賃金」とは、労働者が実際に受け取った賃金（名目賃金）から物価変動の影響を差し引いて算出した賃金のことだ。好循環の達成には、賃金が物価上昇率以上にどれだけ上がるかが重要になる。

一方、賃金の上昇は、企業の労働分配率を引き上げ、企業の収益を圧迫する。すると企業は、雇用、賃金の抑制に動き、一度高まった実質賃金上昇率を再び引き下げるようになる。分配に変化がないとすれば、実質賃金を上昇させるには労働生産性を高める必要がある。

労働生産性を高める方法の一つが設備投資だ。企業が設備投資をするのは、「日本の市場が将来にわたって有望だ」と期待するからだ。つ

まり、成長期待を高めることが、企業の設備投資を促し、労働生産性を高め、実質賃金を引上げ、結果として「物価・賃金の好循環」につながる。金融政策で物価を上げたり、政府が企業に賃金の上積み促すといったことだけでは難しい。

日本の物価上昇率は、ここにきて下振れ傾向にある。昨年1月の消費者物価指数は4.2%だったが、今年1月は1.8%程度まで低下するとみられる(図4)。

これは良い側面もあるが、賃上げには逆風になる。昨年、日本では30年ぶりの高い賃金上昇率になったが、その最大の要因は物価高だった。しかし、物価上昇率が下がれば、企業は賃金を上げる理由がなくなる。世間の要請や政府の方針に従うことはあっても、今年の賃上げは昨年並みではないだろうか。このように見ると、物価・賃金の好循環が加速していく場面は考えにくい。

実質賃金がプラスに転じ、我々の生活が良くなるためには、賃金の上昇と共に、物価上昇率が落ち着くことも重要だ。実質賃金がプラスに転じるのは来年の後半くらいではないだろうか。

賃金の上昇率は、日本銀行の金融政策にも影響を与える。日本銀行が物価目標2%の達成を判断する材

料として、3月中旬の春闘集中回答に注目しているからだ。春闘の結果から金融政策を変更するとすると、4月の金融政策決定会合で決定されるだろう。植田総裁は昨年並みか、それ以上の結果に期待しているといった曖昧な言い方をしている。しかし、その程度では、日本銀行が目標に掲げる「将来にわたって2%の物価上昇率」を達成することは難しい。なぜなら、現在、物価上昇率は2%を超えているものの、原油価格の上昇や円安など、輸入インフレの側面が強い。このような一時的な上振れでは2%は維持できない。もっと労働生産性が上がり、賃金が上がり、消費が強くなり、良い形で物価が上昇することが必要だ。

では、どれくらい賃上げになれば、目標2%達成といえるだろうか。参考になるのは、物価上昇率が安定的に達成されていた1990年代の終わりの状況だ。この時期の労働生産性上昇率は3%半ばで、毎年、実質賃金が3.5%程度改善していた。物価上昇率は2%だったので、賃金上昇率のトレンドの理論値は5%台半ばとなる。しかし、当時と現在とでは、賃金上昇率や物価上昇率を決める、労働生産性や潜在成長率といった経済の潜在力に大きな差がある。現

在の潜在成長率、労働生産性上昇率はともに0%〜0.5%程度だ。このように大幅に低下してしまった現下の経済の実力で物価上昇率2%を安定的に達成することは難しいだろう。(図5)は「潜在成長率のトレンド」を示している。青色折れ線グラフがそれで、赤色棒グラフは、「TFP(Total Factor Productivity) 全要素生産性」である。TFPは労働や機械設備、原材料投入など全ての要素を考慮した生産性指標で、日本はこれが大きく減少している。私は、成長率低下の原因は技術力や働く人の質ではなく、企業の設備投資の弱さにあると考えている。働く人にいくら能力があっても、設備投資が抑えられると、その能力を發揮できない。

この改善は、簡単ではないが、例えば、国の少子化対策によって、企業が人口減少に歯止めがかかると考えれば、投資を増やすようになるだろう。また、インバウンド政策によって、大都市部から地方への人の移動が起これば、地方の遊休地や人材を活用でき、日本全体としての生産性を向上させることができるだろう。

「日本銀行は、昨年7月と10月の2回にわたってイールドカーブ・コ

ントロール(YCC)を柔軟化した。しかし、「これは政策修正とは異なる」と言っている。マイナス金利政策の解除から始まる本格的な政策修正は、2%の物価目標を達成することが前提だからだ。

2%の物価目標達成と政策修正については、いくつかの道がある。第1の道は2%の目標が達成できる経済状況になって、政策修正する道だ。金融政策は中立、引締めに向かい、YCCを廃止、国債残高を迅速に縮小していくことになる。

第2の道は、2%の目標はすぐには達成できないが、金融緩和を続けながら微修正して、積み上がる負債など副作用を取り除くという道である。マイナス金利を解除し、YCCを廃止、国債の残高を緩やかに縮小していく。この道は2%の目標の達成後に政策修正するという約束を違えることになる。そのため明確な説明が必要になる。日本銀行は春闘の結果を見て、4月に第2の道を選ぶ場合、政策修正は、今年後半になるだろう。

第3の道もある。2%の物価目標を安定的に達成できる状況ではないことを認識しつつも、「2%を超える物価上昇が3年程度続く見通しである」として、「2%の物価目標達

成」を宣言し、正常化を進めるといふ道である。しかし、この道が選ばれ、2%の物価目標達成を前提に政策修正を始めると、金融市場は短期金利が早期に2%を超えるとの観測を強めることになる。その際、10年国債利回りは2%を大幅に上回ってしまう。しかし、日本の潜在成長率はまだ顕著に高まっておらず、インフレ期待も安定的に高まっていないため、金利の大幅上昇は経済に大きな打撃を与えるだろう。私がいちばん望ましいと思うのは第2の道だ。

最後に

「もしトラ(もしもトランプが再選されたら)」「トランプリスク」について触れておく。トランプが再選されると、ウクライナ支援を取りやめ、欧州の安全保障上のリスクが高まるだろう。また、イスラエル寄りの姿勢を強め、アラブ諸国の反発が強まり中東情勢が緊迫化することも必至だ。気候変動対策、エネルギー対策を転換し、パリ協定から再離脱するかもしれない。ほかにも、移民受け入れ規制を強化するという大統領令を発令するかもしれない。

経済政策では、ドル安政策や財政拡張政策をとり、その結果、米国金融市場はドル安、株安、債券安の「トリ

在の潜在成長率、労働生産性上昇率はともに0%〜0.5%程度だ。このように大幅に低下してしまった現下の経済の実力で物価上昇率2%を安定的に達成することは難しいだろう。(図5)は「潜在成長率のトレンド」を示している。青色折れ線グラフがそれで、赤色棒グラフは、「TFP(Total Factor Productivity) 全要素生産性」である。TFPは労働や機械設備、原材料投入など全ての要素を考慮した生産性指標で、日本はこれが大きく減少している。私は、成長率低下の原因は技術力や働く人の質ではなく、企業の設備投資の弱さにあると考えている。働く人にいくら能力があっても、設備投資が抑えられると、その能力を發揮できない。

この改善は、簡単ではないが、例えば、国の少子化対策によって、企業が人口減少に歯止めがかかると考えれば、投資を増やすようになるだろう。また、インバウンド政策によって、大都市部から地方への人の移動が起これば、地方の遊休地や人材を活用でき、日本全体としての生産性を向上させることができるだろう。

政策修正に向かう日本銀行

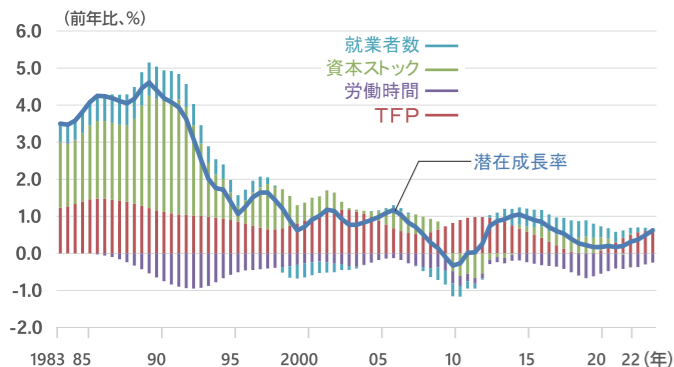
「日本銀行は、昨年7月と10月の2回にわたってイールドカーブ・コ

プル安」の反応となる可能性もある。輸入品全体に10%の追加関税を導入することも考えられる。対中貿易・投資規制を強化し、中国の最恵国待遇を撤回するだろう。FRBの金融政策への介入を強めるだろう。

トランプが再選されると、これほどのリスクがある。現在の再選確率は50% + α 程度だが、それを考えると、円高リスクに警戒を高めたほうが良いかもしれない。

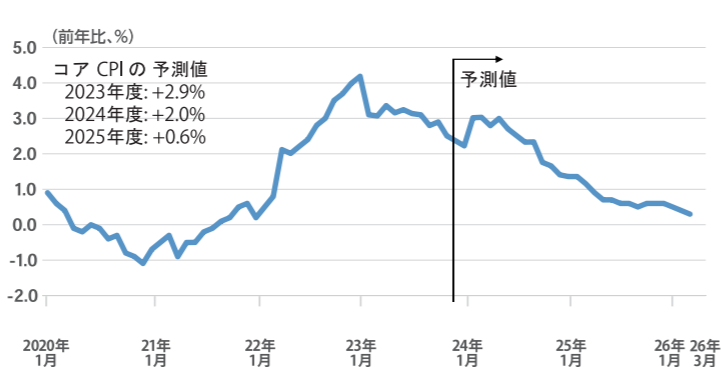
ご静聴ありがとうございました。

(図5)日本の潜在成長率のトレンド



出所:日本銀行より野村総合研究所作成

(図4)日本の消費者物価上昇率の見通し



(注):2023年12月以降は野村総合研究所の予測値
出所:総務省、野村総合研究所作成

(略歴)

1987年、野村総合研究所に入社。経済研究部・日本経済調査室に配属以降、エコノミストとして職歴を重ねる。90年、野村総合研究所ドイツ、96年には野村総合研究所アメリカで欧米の経済分析を担当。04年野村証券に転籍し、07年に経済調査部長兼チーフエコノミストとして、グローバルリサーチ体制下で日本経済予測を担当。12年には内閣の任命により、日本銀行の最高意思決定機関である政策委員会の審議委員に就任し、金融政策及びその他の業務を5年間担った。17年7月より現職。20年からは、千葉銀行社外取締役としても活躍中。

【著書他】

『金融政策の全論点:日銀審議委員5年間の記録』(東洋経済新報社、2018年)
『銀行デジタル革命:現金消滅で金融はどう変わるか:決定版』(東洋経済新報社、2018年)

本稿は、2024年1月29日に行われた「TOYRO新春セミナー」の要旨を編集部でまとめたものです。