



## TOYRO新春セミナー

# 2022年の経済展望

もんまかずお  
門間一夫

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
エグゼクティブ・エコノミスト

## 世界経済の見通し

国際通貨基金（IMF）の「世界経済見通し」（2021年10月時点）によると、22年の世界のGDP成長率見通しは4.9%となつて

いる（資料1）。私はこの数字は楽観的であり、今年1月の発表で下方修正されると考えている。理由

の一つは米国の成長率の見通しが5.2%と高いことだ。米国経済はインフレで、これを抑え込む必要がある。私の感覚では、3%台まで落とさないとインフレからは逃れられないだろう。加えて、中国の成長率が、4.0%（21年第4四半期（10～12月）から22年中に5.6%まで加速する材料が見当たらない。むしろ悪くなる材料の方が多い。

このように昨年10月発表では、米国と中国という世界の二大大国の見通しが樂観的だったが、実際には、世界の成長見通しは4.0%でも不思議ではないと思つている。IMFは1月の発表では4.5%くらいまで下げるのではないか。

## 米国経済の現状と見通し

米国の個人消費は、コロナで一旦落ちたものの、いまや元の水準を上回り、年率2.4%という上昇トレンドに戻っている（資料2）。

一つは「不動産規制」だ。中国では、長引く不動産バブルに対して18年頃から規制が始まり、20年には不動産向けの融資規制を強化した。その結果、中国不動産大手の恒大集団などが事実上の破綻に追い込まれた。この流れは政策的に誘導された調整で、しばらく続くだろう。特に中国の不動産は地方政府の大きな収入源であるため、不動産バブルの崩壊は、地方政府の収入減や公務員の給料の引き下げにつながる。その結果、個人消費にも影響する。こうした状況が22年も続くと思われる。

最近、中国でよく使われる言葉に「共同富裕」がある。リーマン・ショック以降、世界的に「格差」が問題になつていて、中国も同様で、所得分配による「共同富裕」の実現を掲げている。これは確かに正しい理念だが、規制の対象がITや学習塾、ゲーム業界などの狙い撃ちとなつており、強引さに懸念が残る。

ただし、22年は共産党大会に加えて冬季オリンピックがあり、中国は経済の急激な減速を避けようとするはずだ。事実、昨年末頃からは金融緩和を進めている。このように中国経済は、不動産

外食や旅行などのサービスは弱いが、住宅をはじめPC、衣料品といった身の回り品など耐久財・非耐久財の消費が、コロナ前を上回つて伸びている。この需要の強さが米国のインフレにつながっている。

米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）が注目している「PCE（個人消費支出）」指数は、昨年11月で前年比約6%、また、消費者物価指数も7%上昇しており、FRBは金利の引き上げを迫られている。連邦公開市場委員会（FOMC）が昨年12月に発表した見通しでは、FF（フェデラル・ファンド）金利は昨年0.125%で、今年末は0.25%ずつ3回に分けて上げていくという想定だ。マーケットは最初の利上げを3月と見込んでおり、米国の株価は下落傾向にある。FRBはこれまで金融緩和でバランスシートを拡大してきたが、最近はそのペースを落とし始めている。夏頃にはバランスシートを縮小方向に向かわせ、現在9兆ドルの総資産を落としていくことになる。少なくとも7兆ドルまでは落ちとすだろう。

「景気動向指数」を見ると、コロナ直前の水準まで回復しているが、水準自体は低い（資料3）。景気動向指数は、18年秋をピークに下がり始め、消費税増税で急速に落ちた後、コロナ直前（20年1月）には、「ここからが回復」というところだつた。現在、ようやくその水準に戻ったということだ。

景気回復の障害となつているのは、一つがコロナ、もう一つはコロナに起因する部品の供給不足だ。半導体や東南アジアで生産している部品の一部が輸入できないため、伸びない。自動車産業は、徐々に改善しているものの正常化には時間が要する。

このような状況にあっても、企業は設備投資には総じて強気だ。企業、特に大企業の財務状況は総じて健全で、内外の景気の回復期待から設備投資への意欲が強くなっている。さらに「グリーン」「デジタル」といった中長期的なビジネスの変換という需要もあり、設備

いずれにしても、米国はインフレを抑えるために金融引き締め

が、インフレ率は高まつていて。ユーロ圏のマイナス金利政策は日本以上で、日本銀行の▲0.1%に対し、欧州中央銀行（ECB）は

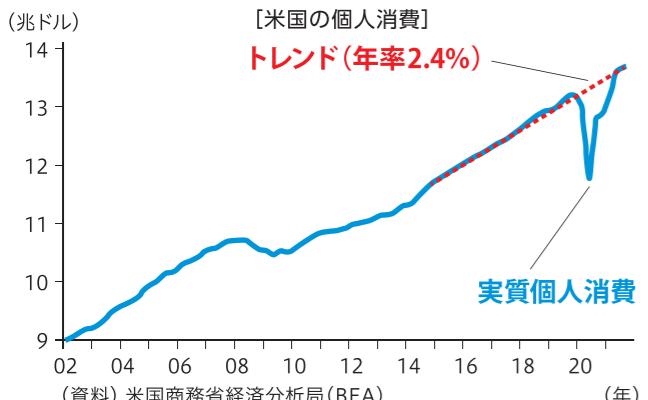
▲0.5%だ。これは、コロナ禍以前の物価が上昇に転じているが、その中身の多くはLNGの価格高騰である。インフレ率の上昇は一時的で、LNGの価格が下落に向かえれば、次第に落ち着くと考えられる。

しかし、ロシアがウクライナを攻して、米国などが経済制裁を課し、ロシアが原油やガスの欧州への供給を停止すると、それらの供給をロシアに頼つてゐる欧州の物価上昇が続く可能性もある。

**ヨーロッパ・中国経済の現状と見通し**

ヨーロッパの経済も比較的順調だ。その程度がどれほどで、株価がどの程度調整を迫られるかが、米国経済の最大のポイントだ。

（資料2）米国経済は順調に回復



（資料1）国際通貨基金（IMF）による世界経済の見通し

|        | [実質GDP成長率見通し(%)] |           |           |
|--------|------------------|-----------|-----------|
|        | 2021             | 2022      | 2023      |
| 世界     | 5.9              | 4.4 (4.9) | 3.8 (3.6) |
| 先進国    | 5.0              | 3.9 (4.5) | 2.6 (2.2) |
| 米国     | 5.6              | 4.0 (5.2) | 2.6 (2.2) |
| ユーロ圏   | 5.2              | 3.9 (4.3) | 2.5 (2.0) |
| 日本     | 1.6              | 3.3 (3.2) | 1.8 (1.4) |
| 新興・途上国 | 6.5              | 4.8 (5.1) | 4.7 (4.6) |
| 中国     | 8.1              | 4.8 (5.6) | 5.2 (5.3) |
| インド    | 9.0              | 9.0 (8.5) | 7.1 (6.6) |
| ブラジル   | 4.7              | 0.3 (1.5) | 1.6 (2.0) |

他の機関の見通し  
(世界の実質GDP成長率)  
OECD(2021年12月)  
2022年 4.5%、2023年 3.2%  
世界銀行(2022年1月)  
2022年 4.1%、2023年 3.2%

（注）2022年1月時点の見通し、カッコ内は2021年10月時点の見通し  
(資料) IMF「世界経済見通しアップデート」(2022年1月)

（資料3）景気動向指数はコロナ前の水準近くまで戻したあと、再びやや低下



投資は今後も期待できるだろう。

一方、個人消費は、コロナ前の上昇トレンドに戻らず、大幅に低下したまま、トレンドから6%も乖離している。米国とは異なり、財も戻っていない。しかし、個人消費はこれまで抑制されてきただけに、

今後の回復余力はある。1～3月のコロナ第6波さえ乗り越えれば、人出が増え、物も買われるようになるのではないか。外国人のコロナ感染拡大に対する「ゼロコロナ対策」とそのサポートによる影響であります。

中国の21年第4四半期の成長率は前年比4.0%であった。これまでから見ると減速している。要因の一つは、コロナ感染拡大による経済停滞する、それらの供給を停止する。米国などが経済制裁を課し、ロシアが原油やガスの欧州へ供給を停止すると、それらの供給をロシアに頼つてゐる欧州の物価上昇が続く可能性もある。

ヨーロッパの経済も比較的順調だ。その程度がどれほどで、株価がどの程度調整を迫られるかが、米国経済の最大のポイントだ。

## アベノミクスの最大の問題点

中長期的に見ると、日本の潜在成長率は0・5%程度で、今後上がることも考えにくい。20年代の日本

の実力はもう少し低いかもしれない。アベノミクスは、1%しかない潜在成長率を2%にすることが目標だったが、結果は半分の0・5%になった。ただ、これは人口、生産年齢人口が減少していることが主たる理由であって、それを除けばほかの先進国も似たり寄つたりだ。

アベノミクスの6年間、設備投資は増加した。株価も上昇し、多数の企業が最高益を更新した。ところが、個人消費の成長はわずかだった。その理由は明らかで、賃金の上昇がなかったことだ。企業は、その間、内部留保を増やし、借入金を返済し、財務基盤を強化した。資産の構成比率を見ると、最も増えていたのが「その他固定資産」、つまり子会社に対する支出や海外への直接投資だ。M&Aや海外生産などに多額の資産を投じ、グローバルにリスクを取ってきた。これがここ20年間の日本企業の姿だ。

国内の事業をできるだけ効率化し、拠点を海外に進出させたことで、国内の資金への還元は抑制された。企業の「稼ぐ力」と「株主還元」が、20年間の日本企業の姿だ。

「異次元緩和」などと言われるが、本当に異次元と言えるほど金利が大幅に引き下げられたのは90年代前半であり、95年以降、金利はほぼゼロの状態でほとんど追加的な緩和はない。こう考えると、現在の異次元緩和は新たな追加策というより、それまでの緩和の継続と言った方が良い。この状態で中央銀行ができる対策は、必要に応じ大混乱したときのように、中央銀行は十分な資金を供給し、企業金融の円滑化を図ることはできる。しかし経済成長率を高めたり、物価を上昇させたりすることは難しい。

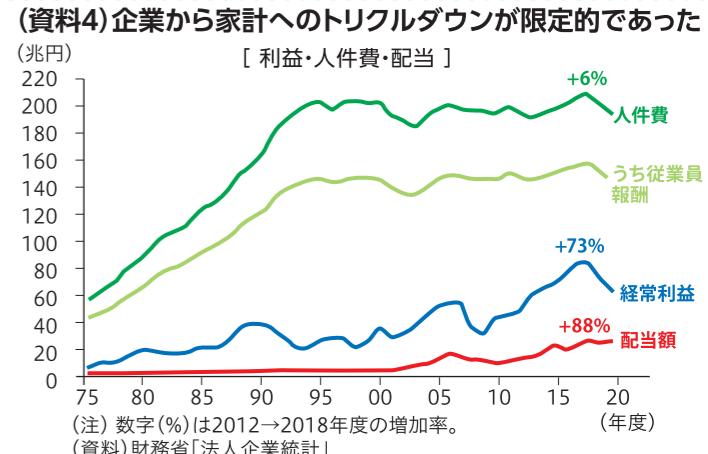
95年に金利がほぼゼロになり、金融緩和が概ね限界に達した時期から、国債の発行額が急速に増加し始めたのは偶然ではない。金利ゼロでは金融緩和はできないので、財政政策が景気対策の主役を担うことになった。その結果、日本国債の国債発行残高(GDP比)は一本調子で高まり、GDPに対する比率で見ると、財政危機に陥ったギリシャよりも高い。したがって、日本はこのままでは財政破綻に陥ってしまうと誰もいる。しかし、



(資料5)岸田政権の経済対策(2021年11月19日閣議決定)

|                                | (兆円) |
|--------------------------------|------|
| 新型コロナウイルス感染症の拡大防止              | 22.1 |
| 「ウイズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え | 9.2  |
| 未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動          | 19.8 |
| 防災・減災、国土強靭化の推進など安全・安心の確保       | 4.6  |
| 合計                             | 55.7 |

(資料)日本経済新聞社等から講師作成



(注)数字(%)は2012→2018年度の増加率。

(資料)財務省「法人企業統計」

元」は大きく改善したが、「人件費」にまでその恩恵が広く及ばなかつたという訳だ(資料4)。

## 岸田政権の成長と分配の好循環

岸田政権は、「新しい資本主義」「成長と分配の好循環」を提唱している。海外で事業展開するもの、国内の賃金を上げて家計が潤わないと、消費は一向に増えないという考えに基づいている。

誤解されやすいのは、日本は生産性が低く、これを改善すれば賃金が上がるという話だ。確かに、「労働生産性(実質GDP/総労働時間)」は米国を100とした場合、日本は65程度だ。しかし労働生産性の「水準」は国際的な比較が難しい。そこで、「生産性の上昇率」で見るが、英國やドイツなども同じように低い。先進国の生産性上昇率は、近年この程度のものだ。

マクロの生産性(実質GDP/労働投入量)を引き上げるには、労働投入量が一定だとすると、実質GDPを増やす必要がある。実質GDPは需要と供給の双方で決まるため、供給サイドの強化だけでなく、「総需要を増やす」という視点を持つ「成長と賃金の好循環」が重要になる。そして、この好循環が重要な要素だ。

私はそこまで心配する必要はないと思っている。その理由の第一は、ギリシャと日本の中央銀行の違いだ。ヨーロ圏の中央銀行は欧洲中央銀行(ECB)であり、19カ国で金融政策を決めている。利害の対立もある中で、ECBが「ギリシャの国債を買う」などという政策を、簡単に決めることはできない。一方、日本の場合、日銀は日本の中銀であり、国益に沿って行動すればよい。第二の理由は、「日本が金余り」であることだ。確かに、国債の発行残高は増えているが、民間の金融資産はそれ以上に増えている。現在の家計の金融資産残高は約2,000兆円で、国債の発行残高は約1,000兆円だ。銀行のバランスシートを見ると、預金と貸出金の差だけで、GDPの145%、約700兆円もある。本当はもっと国債で資金運用したいのに、日銀が買っててしまうので、それも十分にはできない状況だ。逆に言えば、たとえ日銀が国債を買わなくても、国内には国債を買いたいという大きな潜在需要がある。国債は「供給超過」ではなく「需要超過」であり、今の国債発行残高が高すぎるという理由で日本が破綻する心配はない。

(略歴)  
1957年10月生まれ。81年東京大学経済学部卒業。  
88年ペンシルバニア大学ウォートン校経営大学院MBA取得。  
81年日本銀行入行。調査統計局長、企画局長を経て、2012年5月理事。金融政策担当として、白川方明総裁の下で「2%物価安定目標」の採択に至る局面を担当。13年3月から国際担当として、G7やG20などの国際会議で黒田東彦総裁を補佐。16年5月退職。16年6月から現職。

【寄稿】  
「日本経済新聞」、「週刊ダイヤモンド」、「金融財政ビジネス」、「週刊エコノミスト」、「ロイター外国為替フォーラム」ほか多数

本稿は、2022年1月25日に行われた「TOYORO新春セミナー」の要旨を編集部でまとめたものです。

循環を強めるには、家計所得の継続的上昇が必要だ。このように岸田政権が賃金に目をつけたことは正しい。ところが、賃金を上げるための明確な解がない。岸田政権の経済対策を見ると、病床確保や事業者への支援金等の「コロナ対策」をはじめ、10兆円規模の大学ファンドや看護師・介護士らの賃上げ等の「新しい資本主義」の起動のための対策など一通りのメニューは揃っている(資料5)。

しかし、私は、先端科学の技術を開発や生産基盤の立て直しに予算を重点配分し、日本が科学技術立国を目指すというメッセージの金が上がるという話だ。確かに、「労働生産性(実質GDP/総労働時間)」は米国を100とした場合、日本は65程度だ。しかし労働生産性の「水準」は国際的な比較が難しい。そこで、「生産性の上昇率」で見るが、英國やドイツなども同じように低い。先進国の生産性上昇率は、近年この程度のものだ。

マクロの生産性(実質GDP/労働投入量)を引き上げるには、労働投入量が一定だとすると、実質GDPを増やす必要がある。実質GDPは需要と供給の双方で決まるため、供給サイドの強化だけでなく、「総需要を増やす」という視点を持つ「成長と賃金の好循環」が重要な要素だ。

財政再建よりも国土の強靭化を実現するためには、それが後回りもはるかに重要であり、財政黙認なサプライチェーン」を確立しておこことだ。財政がいくら健全でも、震災で東海道本線が使えないと、事態が1カ月も続けばそれだけで経済は破綻してしまう。国土をいかに強靭にするかの方がプライマリー・バランスの黒字化よりもはるかに重要であり、財政黙認を実現するためには、それが後回りされるようになるだろう。現在、財政を巡る議論には、そのような視点も必要である。