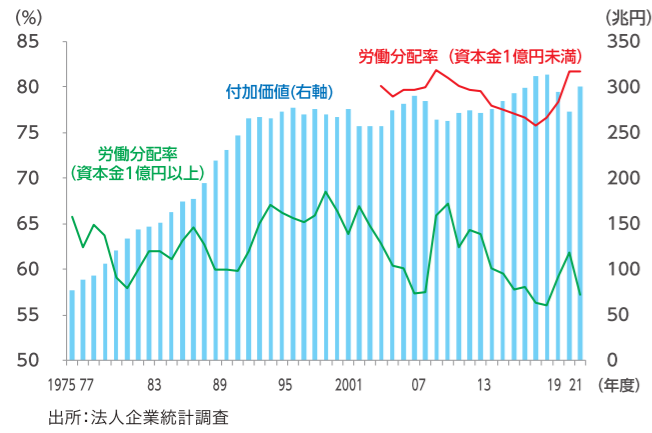
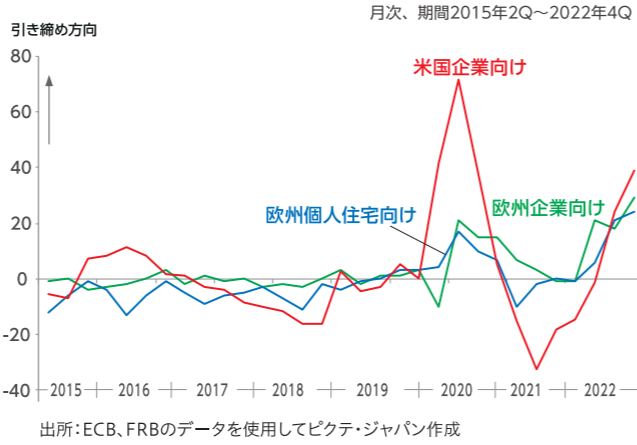


(図4) 付加価値と労働分配率



(図3) 欧米金融機関の貸出スタンス (厳格化-緩和)



### TOYRO新春セミナー講演録

# 2023年の日本と世界の金融・経済 ~金利の復活とインフレで日本はなるのか？



ピクテ・ジャパン株式会社 シニア・フェロー  
名古屋商科大学大学院 教授 **大槻 奈那**

本日は、2023年の日本と世界について、私が研究している金利・金融の面からお話しさせていただきます。最初は、「今年、シートベルトを締め、動くもの全てに目を配る」である。それには「鳶目(とびめ)遠くまでよく見える鳶のような目と、小さな音もよく聞こえる兎のような耳」を持つことが必要だ。20世紀を代表する経済学者、ジョン・ケネス・ガルブレイスは著書『バブルの物語』で「投機のエピソードは常にささやきではなく大音響によって終わる」と書いているが、21年、22年の株式ブームや米国の早期の利上げなどを考えると、23年はソフトランディングできない場合は、そのリスクの顕在化を注視することが必要だ。

### 2023年のマクロ経済シナリオ グローバル

私がシニア・フェローを務めるピクテ・ジャパン株式会社(以下、ピクテ)の経済予想では、23年の日本のGDP成長率は1.6%程度である。この数字は他国が低いこともあり、先進国ではトップだ。そのため世界からの注目度は高く、「日本への投資好機」とする見方も出ている。実際、ピクテの運用セクションが注目

が、集中することなく24年、25年、26年と分散している。この債券のデフォルト率が10%を超えると一般的に「ショック」となるが、試算に拠れば、23年は4%程度で、ショックは訪れないだろう。ただし、その後のデフォルト率は少しずつ悪化に向かうと見られ、利上げの可能性が明らかに高くなっているの

### 米国の金融政策とその影響

米国景気の底はそれほど深くないと考えている。その根拠は、先程の「債券の満期が集中していない」ことだ。銀行の貸出スタンスを見ると、中小企業状況がわかる(図3)。米国、欧州とも金融機関の貸出スタンスは引き締め傾向にあるが、過去と比較すると急速ではない。米国の金融機関の引当金が大きく積上がっているという情報もあるが、それはこれまでが少な過ぎたためであり、「凧の状態に戻った」という程度である。

個人の消費動向も米国の景気の底がそれほど深くないことを示している。米国は個人消費がGDPの6.7割を占める。米国の個人預金残高を見ると、個人消費には余裕がある。コロナ時の預金が取り崩され

している国はインドに次いで日本だ。インフレについては、ピクテもOECD(経済協力開発機構)も世界各国で急速に鎮静化すると考えている。ピクテは、23年の日本について年間平均2%台になると予想しており、OECDは瞬間的に2%に達するものの、それ以上にはならないと予測している。注目すべきは下がり方である。ピクテもOECDも、世界各国で低下するが、日本の低下の度合いは欧米に比べて緩やかだと見ている(図1)。(図2)は、世界の景気サイクルを時計に見立てたものである。右下の矢印は、景気が減速から悪化のサイクルに向かっていることを示しており、米国、ユーロ圏、英国、新興国、中国がこの辺りにある。これに対し日本は左上にあり、金融政策が今後引き締めの方向にある。先に利上げを進めた国、例えば米国の金利は、23年中は高止まりしたままで、ターミナルレート(利上げの到達点)は5%くらいで落ち着くのではないだろうか。

一方、日本の政策金利は、23年中はマイナス0.1%のままという見方が一般的だ。その根拠の一つが、世界の投機的格付け企業の債券の満期時期と満期予定額とデフォルト率だ。満期額は24年から増加する

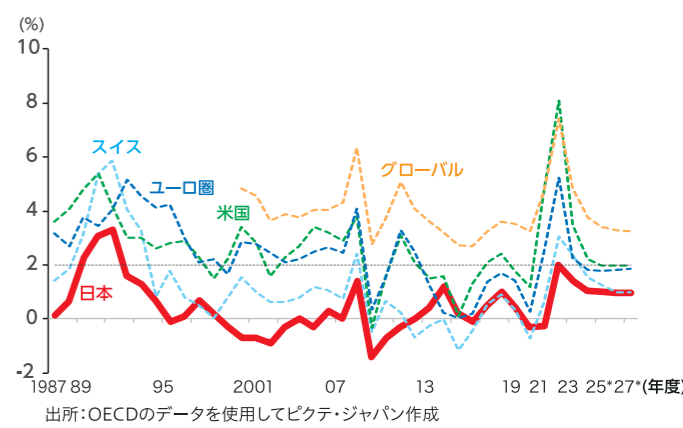
てはいるが、まだまだ余裕がある。一方、インフレは個人のマインドであり、過去のインフレの記憶が大きく影響する可能性が示唆されている。そのため、1970年代同様、安定には時間がかかり、インフレの記憶が定着して高止まりする可能性もある。米国の金利は第1四半期頃に止まるものの、利下げに転ずるまでには至らないのではないかと考えている。

### 日本の金融政策の動向

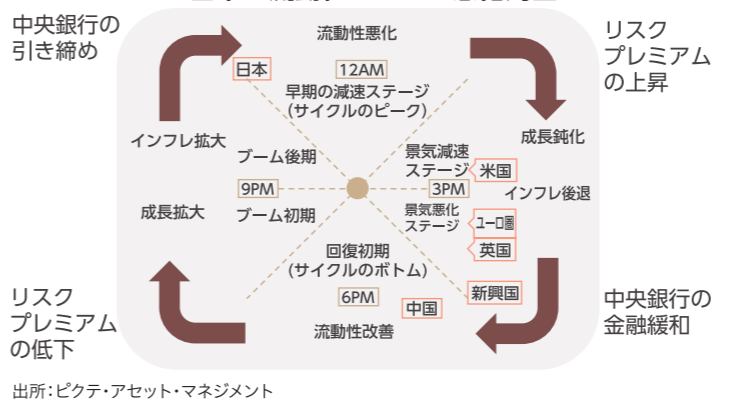
日本銀行の黒田東彦総裁は、今年3月に交代し、新体制が始まるだろう。総裁就任以降の10年間を振り返ると、日経平均株価は、当時に比べ一時期は約2.4倍まで上がり、回復してきた。インフレ率も結果的に2%を回復している。つまり、株式市場の安定とデフレからの脱却を叶え、異次元緩和の10年間は一定の成果を出したと言つてよいだろう。

しかし、最近の政策を見ると、当初の政策意図からかけ離れている。例えば、就任時には、「2%の目標を達成するためには、人々の期待に働きかける」と述べていたが、マイナス金利が始まった16年2月以降は、一般消費者へのメッセージ性が薄れており、日本銀行に対する信

(図1) 主要諸国のインフレ率: OECDの中期予想



(図2) 世界の景気サイクル  
日本は流動性サイクル悪化局面へ



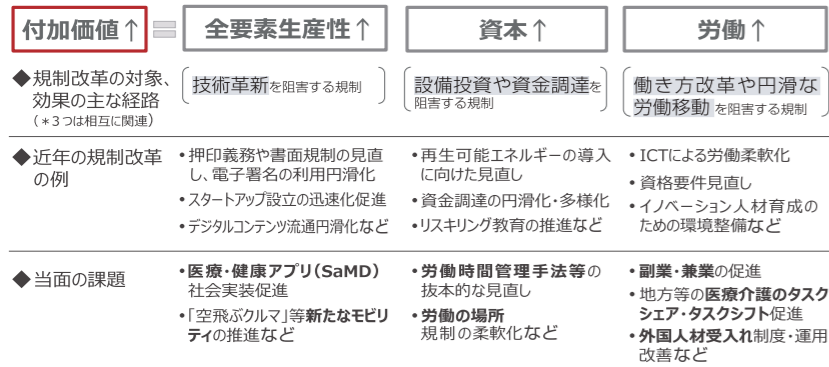
頼度は残念ながら相当下がっている。そこで人々の期待に働きかけるには、直感的にわかりやすく、自分たちの生活に近いものでなければならぬ。これを満たす金融政策は、やはり金利だろう。

金融政策を決めるポイントの一つは賃金上昇である。資本金1億円以上の大企業と資本金1億円未満の中堅・中小企業の労働分配率を見ると、中堅・中小企業は付加価値額の8割ほどを人件費に費やしている。そのため、賃金上昇はそう簡単には実現しない可能性がある(図4)。

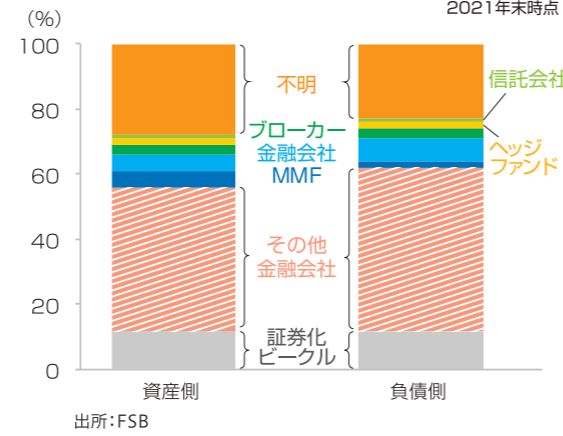
最近、賃金の国際比較がニュースでも取り上げられている。ペーシッターの募集広告を見ると、日本と米国での賃金の差は、条件の違いはあるものの5倍まで広がっている。そのため日本の国際競争力における賃金の低さは過去に比べて相当深刻になっている。この差を埋めるために、国は支援制度や補助金を出してでも賃金を徐々に上げるのではないかとと思われる。

先述の通り、日本の政策金利は23年中はマイナス0.1%のままという見方が一般的だが、ピクテのハウスビューとしては年内にマイナス金利解除もありうるという見方がある。ただ、日本の金融政策には

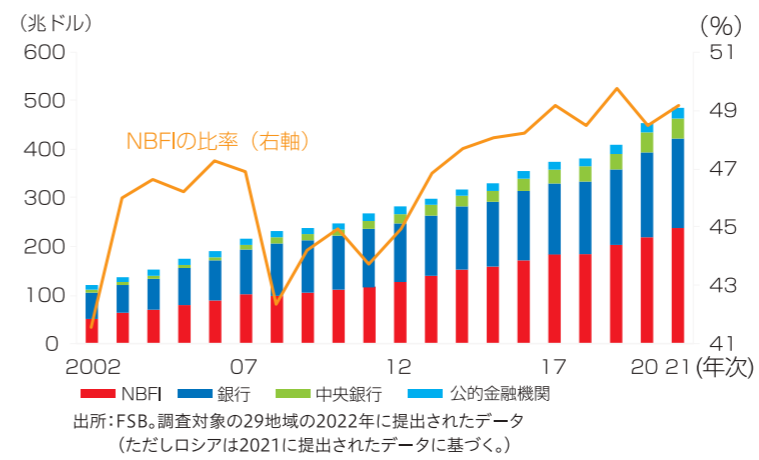
(図8)規制改革と経済成長の関係(イメージ)  
財政支出を前提としない成長基盤の拡充



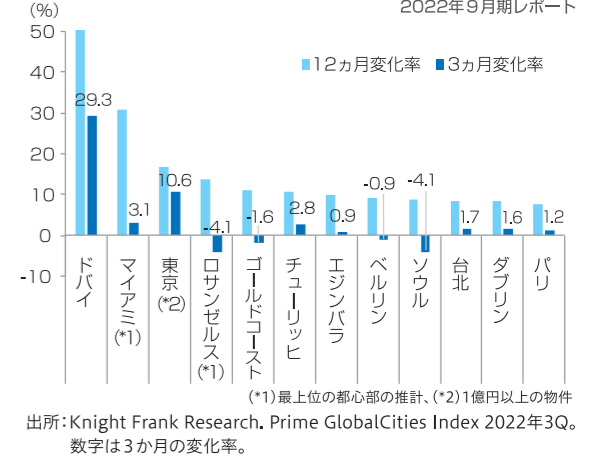
(図7)世界の「その他金融会社(OFI)」の資産負債



(図6)世界の金融資産の保有者別残高



(図5)主要都市最高級住宅の価格上昇率ランキング



いろいろな選択肢があり、まずは「イールドカーブ・コントロール(長短金利操作)」が撤廃され、次に、個人消費の期待に働きかける直截的な手段として、政策金利を引き上げるといふ可能性もあるだろう。米国の景気が大きくマイナスに振れた場合は別だが、春に新体制が成立し、初夏までに改めてこれまでの政策を検証し、何らかの抜本的な政策変更を行うというのは十分ありうるシナリオだ。但し、政治要因も絡むので、マイナス金利からの脱出は現実的にはなかなか難しいだろう。

### 金利正常化後の市場動向

将来の金利の正常化、「マイナス金利解除後の世界」を考えてみたい。株式は、世界金融危機以降、ベースマネーと株価には強い相関があり、中央銀行が資金供給を増やすと株価が上がる。逆も真である。

米国の株価はゆっくりとしたペースで下がっていくが、少し時間が経つと、次の復活のフェーズに入るのではないだろうか。日本でもベースマネーと株価に相関が見られる。そのため、仮にベースマネーの供給がタイトになれば、株価はもう少し下がるかもしれない。黒田総裁の就任以前、為替は日

米金利差と強く相関していた。マイナス金利が解除され、日本の金利が正常化(10年国債利回り11%程度)し、貿易サービス収支の赤字が縮小するならば、為替は120円台前半になるだろう。

明るい話題としては、不動産がある。住宅は案外強気で見てもよいのではない。日本の住宅価格上昇率は、先進国で最高レベルである。直近の高級住宅は、米国などが腰折れる中で強い伸びを示している(図5)。その背景には、インフレ率が低いこと、変動型の住宅ローン金利が今後上がってこないと言われていたこと、さらに外国人投資家の動向が強いことも挙げられる。

### 主なリスク要因

リスク要因として考えられるのが銀行以外の金融仲介機関、NBFII(non-bank financial intermediation)や、ヘッジファンドや生命保険などを含めた投資機関のことだ。NBFIIは銀行に比べて規制が緩く、資産内容の開示も少ない。さらに銀行には設けられていない預金保険制度などのセーフティネットもない。昔はシャドーバンキングと呼ばれ、影の存在だったが、今や表舞台で盛んに活動している。

語がある。「資産効果」とは、自分の資産の価値が上がると、消費が活発になることだ。逆もしかりで、これを「逆資産効果」という。米国の場合、個人資産に占める不動産の割合が比較的高いため、資産効果と逆資産効果が鮮明である。近年は、富が平均以下の人々の資産に占める不動産の割合が60%にまで達している。つまり不動産の価格が下落すると、消費が伸び悩む可能性がある。先程、米国の景気の底はそれほど深くないと話したが、少し気にしておきたいのは、不動産の逆資産効果である。

### 中長期的な課題と見通し

私は内閣府の規制改革推進会議議長も務めている。規制改革は、遅々として進まないというご批判をよく受けるが、さまざまな形で改善が続いている。

日本の潜在成長率は低迷しており、その主因は労働投入量の減少である。先進国と比べると、日本の労働投入量は徐々に低下し、労働生産性の上昇はわずかだ。特に他国と比べて深刻なのが労働投入量の減少であり、その要因は高齢化と人口減少で、短期的に解決できる問題ではないだろう。労働生産性の向上については、技

術革新を阻害する規制を見直すと同時に、技術革新を促す規制の改革を進めている(図8)。今回の規制改革のポイントの一つは、政府予算を使わないことだ。そして、答申の内容は原則として閣議決定される。例えばデジタル庁では、この1年半ぐらいで、行政手続きの1万条項の全てについてデジタル化を決めた。これももともとと言えば規制改革推進会議がデジタル化の推進を答申に取り上げたものだ。このように、規制改革推進会議で決定したことは、その後、法律改正などの実行時点には各省庁が発表するので、当初の規制改革は目立たなくなってしまう。

現在進行中の例として、プログラム医療機器(SaMD)の承認審査等の見直しがある。SaMDはプログラムを組んで医師の診断を補助する機材で、その保険適用までの期間を短くしたり、精度の向上とともに診療報酬を改定したりするといった制度を促している。

しかし、こうした規制緩和にはそれを阻む岩盤がある。例えば、大企業などの既得権益、前時代的な過保護規制や非効率プロセス、過度な「ゼロリスク」思考、よそ者を排除するような「壁」である。これらの排除や脱皮が必要になるだろう。

世界の金融資産の半分近くはNBFIIが保有している(図6)。NBFIIの資産・負債の本身は、当局も把握しきれない「その他金融会社(OFI)」からのものが多い(図7)。また、OFIは相互連関性が高く、1社の破綻が次々に波及する可能性がある。しかも預金保険制度の対象外なので換金が集中するだろう。即座に換金を試みても、欧州ヘッジファンドの場合で1日以内での換金は資産のわずか2%、1週間でも22%と、非常に流動性が低い。

そのため、何かイベントが勃発したときのリスクの波及は読みきれない。22年10月、英国の国債が暴落したが、これは同国の年金基金が自分たちのファンドの流動性の問題から、国債を売らざるを得なかったことが原因だ。12月には、ブラックストーンやスターウッドといった名だたるファンドの換金要求が急増し、出金制限が実施された。

「動くもの全てに目を配る」、視界の一部にとどめておいたほうがよいだろう。

もう一つ、不動産の間接影響に触れたい。日本の不動産は好調と申し上げたが、米国の状況が違う。「資産効果」と「逆資産効果」という経済用

私たちは子や孫が「親や祖父母の世代が規制を緩和してくれたから、自分たちは新しいことにチャレンジできる」と喜ぶように、これらの岩盤を崩すための一歩を踏み出す必要がある。

大阪では25年に大阪・関西万博が開催される。その場では、さまざまな新しい芽を育て、世界に発信してほしいと考えている。

#### (略歴)

茨城県生まれ。1988年東京大学文学部卒業。同年三井信託銀行(現三井住友信託)入行、97年ロンドン・ビジネス・スクールでMBAを取得。スタンダード&プアーズ、UBS証券、メリルリンチ日本証券などでリサーチ業務に従事。2015年名古屋商科大学大学院マネージメント研究科教授(現職)、21年マネックス証券株式会社専門役員チーフ・アナリスト、22年ピクテ・ジャパン シニア・フェロー(現職)。規制改革推進会議議長、財政制度等審議会委員などの要職も務める。

#### 【著書他】

「1000円からできるお金のふやし方 -超・初心者のための投資のキホン-」(18年ワニブックス)、「本当にわかる債券と金利」(17年 日本実業出版社)等、共著含め多数。他、「Newsモーニングサテライト」「報道ステーション」などメディアへの出演も多数。

本稿は、2023年1月25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。