

The logo for NOMURA, consisting of the word "NOMURA" in a bold, white, sans-serif font.

Connecting Markets East & West

世界の中の日本

眠りから覚めたインフレ下での経済展望

January 2023

世界の中の日本

眠りから覚めたインフレ下での経済展望

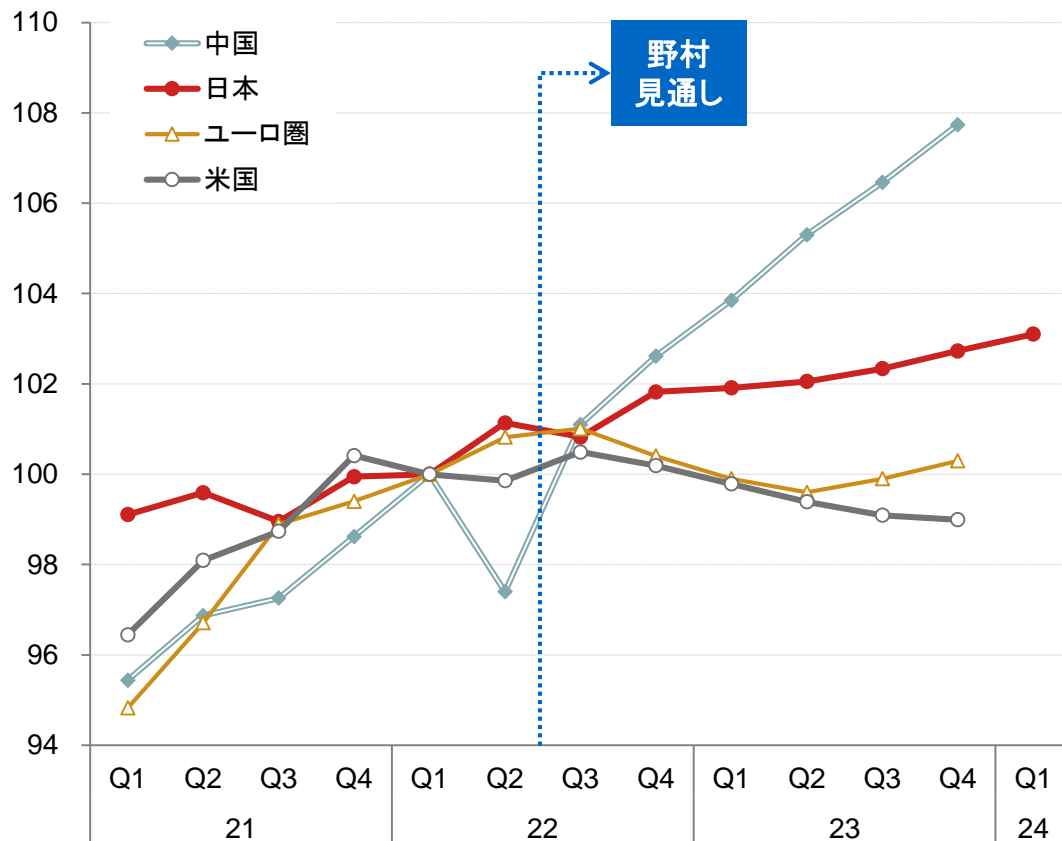
好位置に立つ日本の景気循環	1
無医村化(?)した世界政治の経済的意味合い	2
約半世紀を経て、日本の安全保障政策は大転換	3
眠りから覚めた世界的なインフレ	4
同時多発型の利上げ、例外は日本銀行	5
米国、ユーロ圏と異なる日本のインフレ	6
日本の景気サポート要因(1):インバウンド需要	7
日本の景気サポート要因(2):個人消費	8
ただし2%インフレは定着せず	9
2022年12月20日、突如、日銀はYCCの修正に	10
「YCCからの脱却」までの4つのステップ	11
米国の金融政策はいよいよ“pivot”(方向転換)へ	12
潜在成長率を押し上げるために	13
略歴	14

本資料は野村證券の著作物です。
巻末に記載されている野村證券からのお知らせをお読み下さい。

好位置に立つ日本の景気循環

主要国・地域の実質GDPの見通し

(2022年Q1=100)



昨年2022年において、多くの国は新型コロナウイルス感染症との共存を進める一方、(1)ロシア軍によるウクライナ侵攻に端を発する地政学的な緊張、(2)インフレの亢進、(3)多くの中央銀行による同時多発的な金融引き締め(利上げ)など、新たな課題に直面した。

本年2023年が明けた今、昨年来のインフレや利上げの効果が蓄積することで、世界経済の下振れリスクが意識されている。とりわけ米国やユーロ圏については、景気後退への警戒が強い。

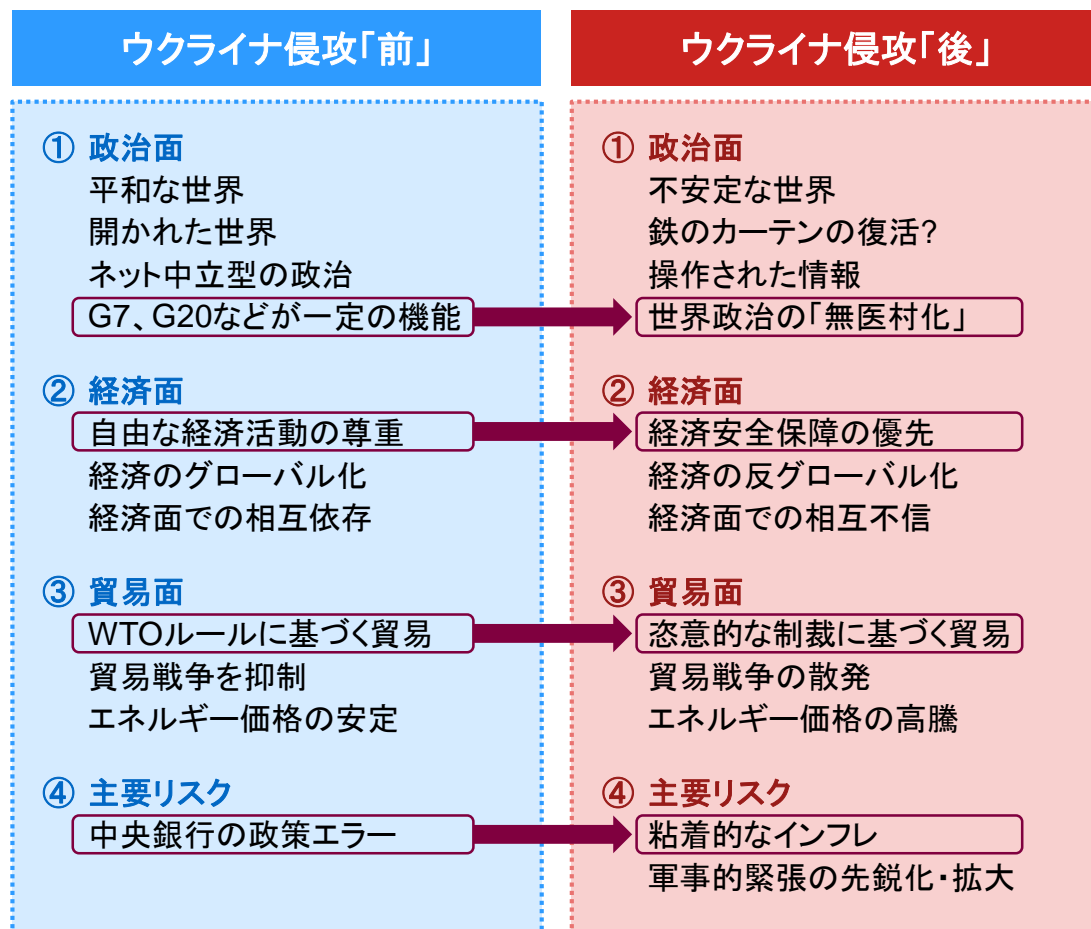
一方、日本の景気は底堅く推移する可能性が高いと、野村ではみている。しかしこのことは、日本が抱える課題が解消されていることを意味するものではない。景気循環上の好位置を奇貨として、2023年が日本において諸課題の発展的な解決の進む年になることを期待したい。

注：2022年1～3月期を100とする指数

出所：各国公式統計より野村作成

無医村化(?)した世界政治の経済的意味合い

地政学的緊張が変えたグローバル政治と経済の風景



2022年のロシアによるウクライナ侵攻は、局地的な地政学的緊張の高まりの域を超えて、世界レベルで政治の調停機能、合意形成機能を弱めることにもなった。G20にみる合意形成の難航はそれを象徴する。これは世界政治の「無医村化」ともいえる現象だ。

世界レベルで政治の調停役が不在となると、個々の国のレベルで安全保障の重要性が増すのは自然なこと。

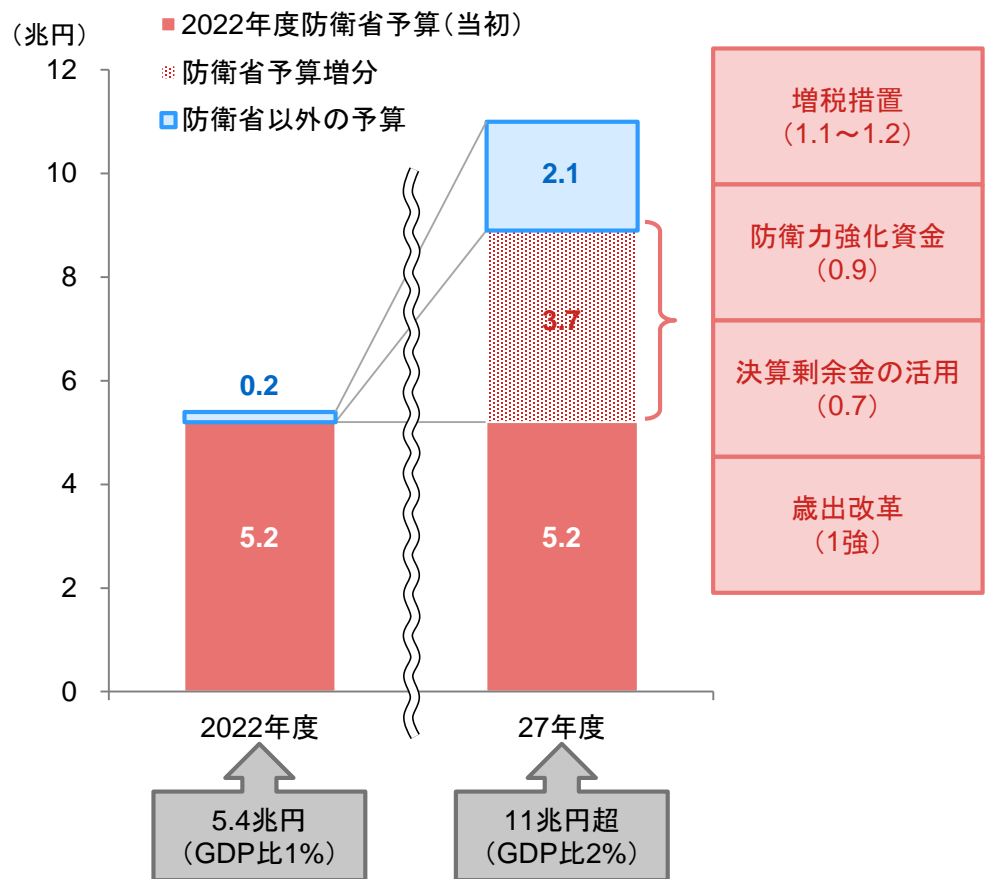
個別国における安全保障の重視は、世界経済のあり方も変えようとしている。すなわち(1)グローバルな舞台における生産活動の効率化から政治・外交面で親和性のある域内を舞台とする経済安全保障への移行、(2)戦後のWTO(世界貿易機関)を主役としたルールに基づく貿易調整から恣意的な制裁に基づく貿易調整への移行、などはその一例だ。

(1)の結果として経済活動の効率性が下がる恐れ、(2)の結果として経済活動の予見性が下がる恐れが警戒される。

約半世紀を経て、日本の安全保障政策は大転換

防衛費は2027年度にGDP比2%へ

新たな防衛費の枠組み



注: 『防衛力強化資金』は防衛向けの特別資金として税外収入などをためる枠組み。2023年度の一般会計に設ける
出所: 『防衛力整備計画』(2022年12月16日閣議決定)、日本経済新聞(2022年12月17日)より野村作成

2022年12月16日、岸田内閣は2027年度に防衛費をGDP比2%に増額する方針を含んだ安全保障関連3文書(国家安全保障戦略、国家防衛戦略、防衛力整備計画)を閣議決定した。

1976年に三木武夫内閣(当時)が防衛費はGNP(国民総生産)比1%を超えないと閣議決定して以降、防衛費は概ねGDP比1%程度に維持されてきた。それから約半世紀が経過する中、岸田政権の下、戦後の安全保障をめぐる予算体制が大きく転換しようとしている。

ところが、岸田首相が自らの政治資本(political capital)を費やした防衛費の増額は、皮肉にも、今後の岸田政権の不安定化の火種になりかねない。理由は防衛財源にある。防衛財源のうちの増税措置(1.1~1.2兆円)について、2023年度の与党税制改正大綱では増税時期などが明示されなかった。背景に、防衛費の財源を巡って政府と与党の姿勢がおよそ一枚岩とは言えなかったという事情がある。

この政治的さざ波が2023年以降、大きな波となって岸田政権の危機につながるのか。2023年4月に統一地方選挙、2024年9月に自民党総裁選挙を迎えたとき、22年の岸田首相の政治行動が大きな方向性を決めていたという振り返りがなされる可能性もある。

眠りから覚めた世界的なインフレ

急騰したコモディティ価格(世界経済の川上物価)



地政学的な緊張は今後も先鋭化、広域化、多極化、多発化する恐れがある。この地政学的な緊張が資源や食料の産地を巻き込むと、予見しがたいスピードでインフレが起こりうることを、2022年の世界経済は学んだ。これは、インフレが深い眠りから覚めたような感覚を我々に与える。

一旦、眠りから覚めたインフレは、企業や家計など経済主体の記憶ひいては予想形成に根付く恐れがある。しかも、インフレが経済主体の予想形成に深く根付いてしまうと、インフレ予想が実際のインフレを惹起するという自己実現プロセスに我々は陥りかねない。

だからこそ多くの中央銀行が経済主体のインフレ予想を抑えるべく、金融引き締めすなわち利上げに転じた。

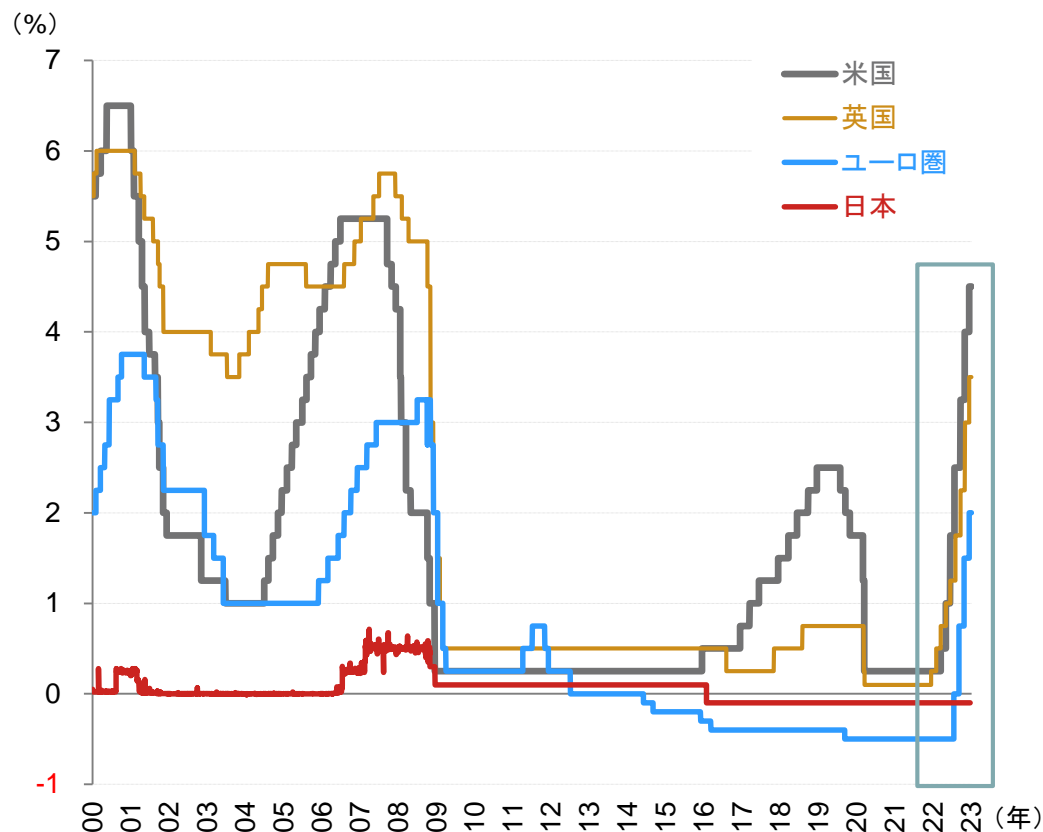
注: 1. CRB指数は正式には「ロイター・コアコモディティ・CRB指数(=Thomson Reuters/Core Commodity CRB Index)」と呼ばれ、米国と英国の各商品取引所の先物取引価格から算出される国際商品指数。

2. 原油価格はインターコンチネンタル取引所(ICE)におけるブレント先物。

出所: ブルームバーグより野村作成

同時多発型の利上げ、例外は日本銀行

主要国・地域の政策金利



世界経済における環境変化として、ここまで見てきた地政学的緊張、眠りから覚めたインフレに加えて、金融政策の変化も当然、挙げなくてはならない。事実、米国の連邦準備理事会 (FRB)、ユーロ圏の欧州中央銀行 (ECB)、英国のイングランド銀行 (BOE) はいずれも急速な利上げに転じた。その狙いは、経済主体 (企業、家計) のインフレ予想が高い水準で定着することを避ける点にある。

しばしば、資源・食料価格の高騰など供給側に根差すインフレに対して、中央銀行の利上げは効果を発揮できないとの声も聞かれる。しかし、中央銀行にとっては、インフレの原因が供給側であろうが、需要側であろうが、それが経済主体 (企業、家計) のインフレ予想を引き上げ、かつ固定化させてしまう恐れがある場合には、金融を引き締める必要がある。

こうした環境下、異色の存在となっているのが日本銀行 (BOJ)。日銀は今に至るまで、長短金利操作 (YCC) のフレームワークに基づいて長短金利を低く抑え込んでいる。

注: 1. 米国はFF金利の誘導レンジの上限

2. 日本は2016年2月15日までは無担保コールオーバーナイトレート、2016年2月16日以降は日銀当座預金の一部である政策金利残高の付利を図示 (ただし2013年4月~2016年1月までは政策金利は存在せず、日銀当座預金残高という量的指標のみで金融政策が行われていた)

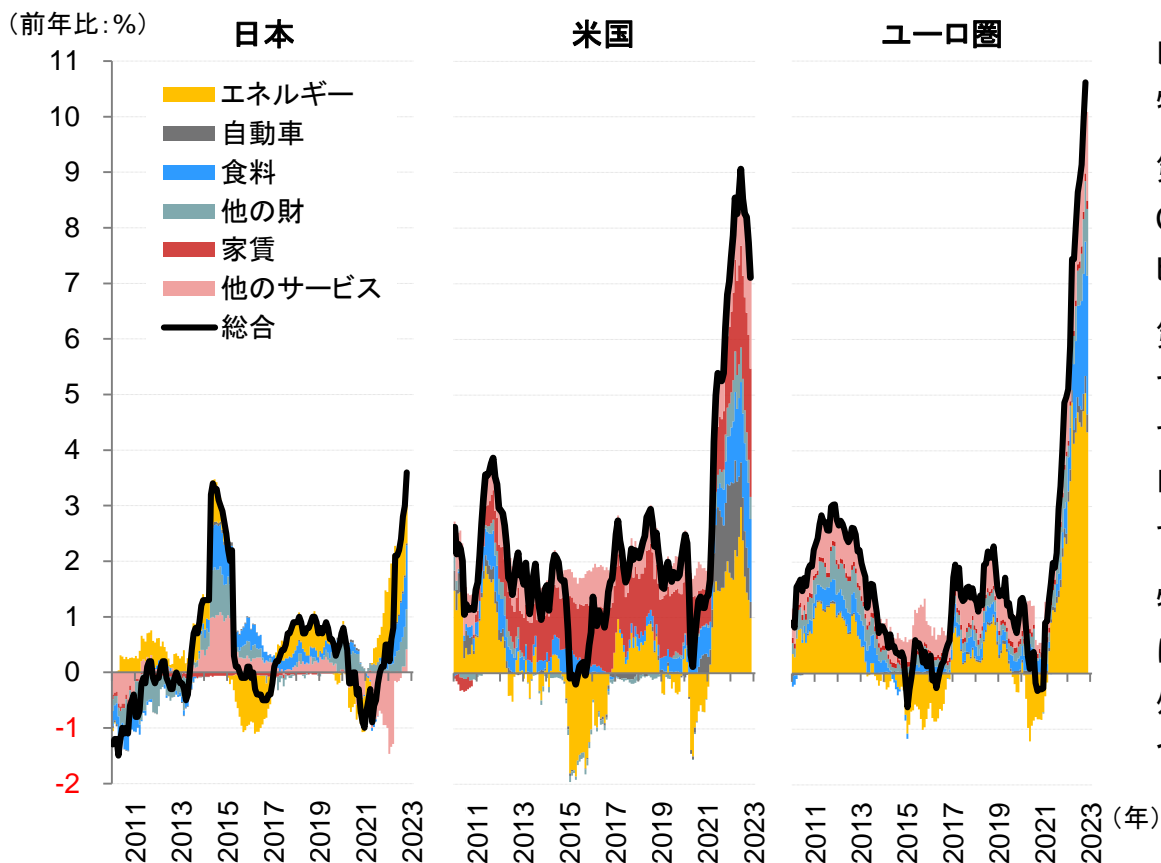
3. ユーロ圏は預金ファシリティ金利

4. 英国はバンクレート

出所: ブルームバーグより野村作成

米国、ユーロ圏と異なる日本のインフレ

日本、米国、ユーロ圏のインフレ比較



日本銀行がYCCを据え置いている背景として、日本のインフレが米国やユーロ圏のインフレとは異なることが挙げられる。特に、以下の2つの差異は重要だ。

第1に、日本のインフレは相対的にスピードが遅い。日本のCPIは、米国やユーロ圏の概ね半分から3分の1程度のスピードで上昇している。

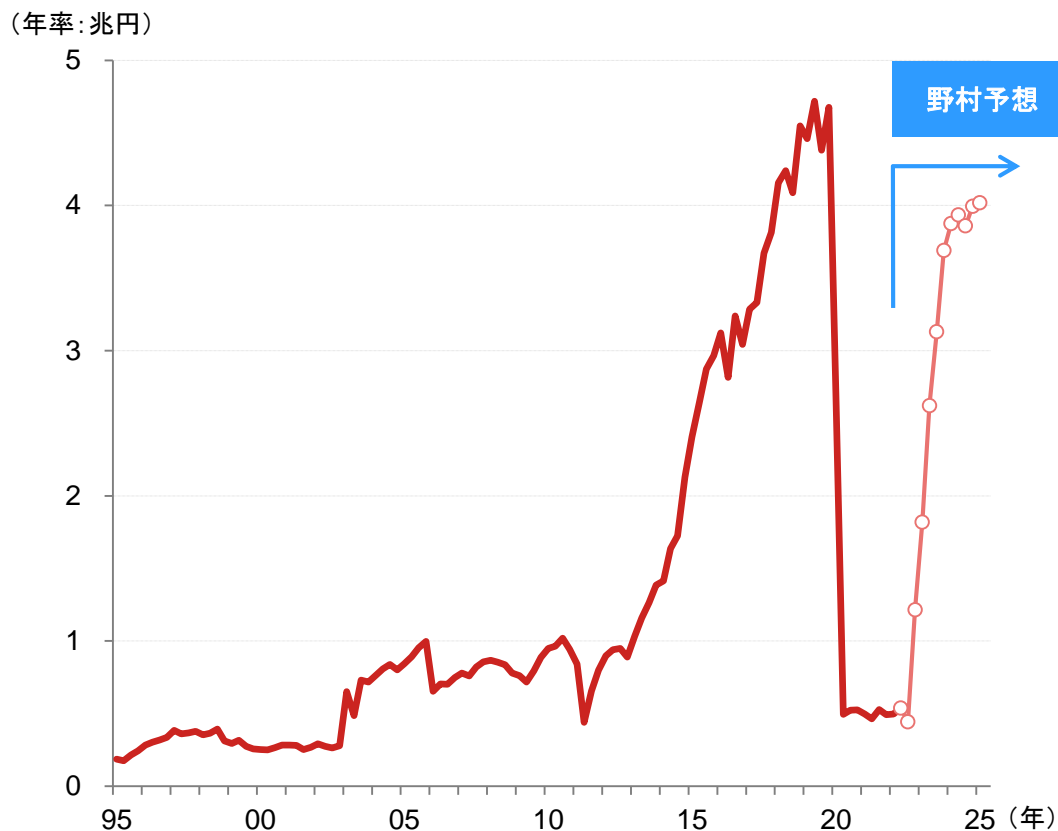
第2に、インフレのすそ野が相対的に狭い。米国やユーロ圏ではインフレ率を押し上げる方向に作用している一方、日本ではそのような動きがまだはっきりと見て取れない項目として「家賃」と「サービス価格」を挙げることができる。これら2項目で、日本のCPIの半分を占める。

特にサービス価格の上昇ペースが鈍い点で、日本のインフレは米国やユーロ圏とは異なる症状といえる。症状が異なれば、処方箋(政策)も異なる。これが日銀によるYCCの据え置きにつながっている。

注: 日本は生鮮食品を除く総合、米国とユーロ圏は総合を使用

出所: 総務省、米労働省労働統計局(BLS)、欧州連合統計局(Eurostat)、Haverより野村作成

インバウンド需要の実績と展望



2023年に日本の景気をサポートする要因として、(1)インバウンド需要の増加、(2)コロナ下での経済のリオープン(経済活動の再開)や貯蓄に支えられた個人消費の増加、(3)半導体などの供給制約の段階的緩和や、脱炭素、デジタル・トランスフォーメーションなどを動機とする設備投資の増加の3点を挙げることができる。

1点目のインバウンド需要は、コロナ前には年率4.5兆円程度(年間GDP比0.9%)にのぼったが、コロナの下、同0.5兆円まで蒸発した。しかし、2022年10月、入国者数の上限撤廃など水際対策が緩和されたことで、インバウンド需要は増加に転じつつある。

野村では、中国政府が2023年3月の全人代(全国人民代表大会、中国の国会に相当)以降、ゼロコロナ政策の緩和ペースを高めるとの想定の下、同年末ごろには、インバウンド需要は年率4兆円程度まで持ち直すともっている。

ただし、宿泊業における人手不足が課題であり、流動的な労働市場の創成が欠かせない。

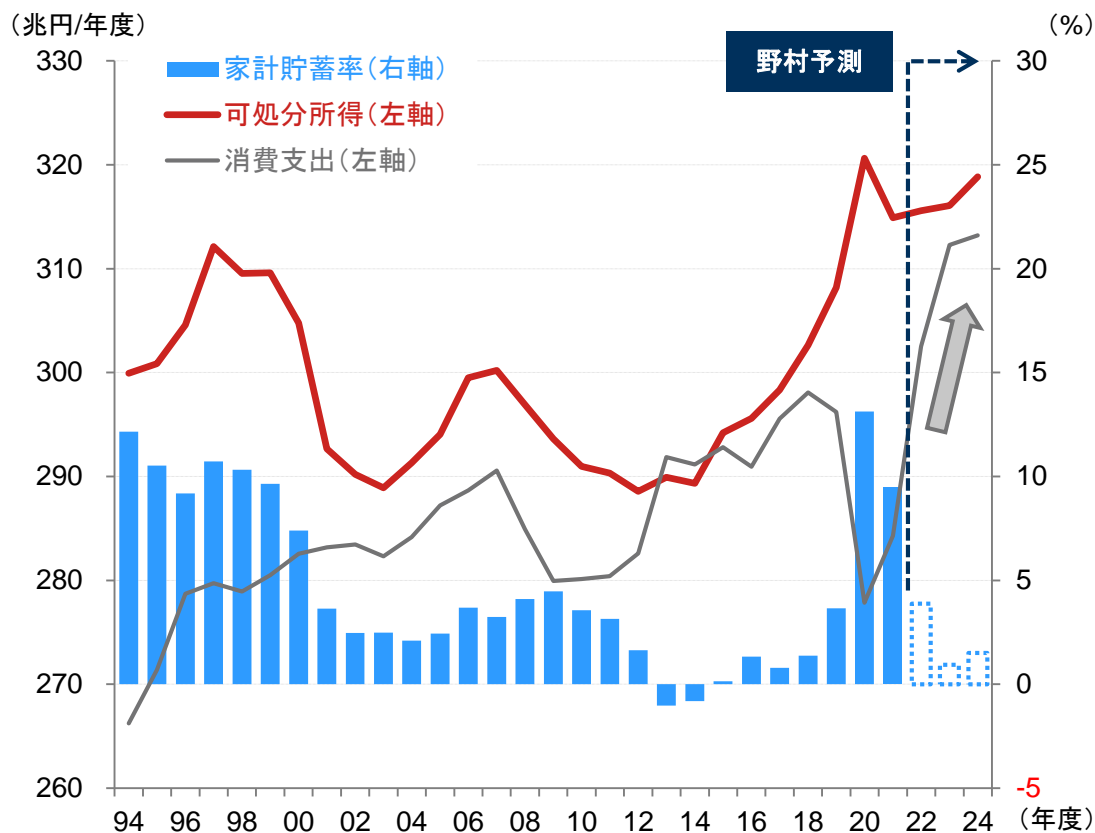
注: 1. ここでの「インバウンド需要」は非居住者家計による日本国内での直接購入と定義

2. 2022年4~6月期までは実績、その後は野村予想

出所: 実績は内閣府『国民経済計算』、予想は野村

日本の景気サポート要因(2):個人消費

コロナ下で増えた貯蓄は今後の消費をサポート



2023年の日本の景気をサポートする2つ目の要因は個人消費である。

米国やユーロ圏と比べて、日本のリオープンはタイミングが遅かった。その結果、コロナ下で半ば強制的に高まった貯蓄率が大きく下がることなく現在に至っている。したがって2023年の家計は、仮に賃金が伸び悩んだとしても、貯蓄を財源としながら消費をすることが可能となろう。

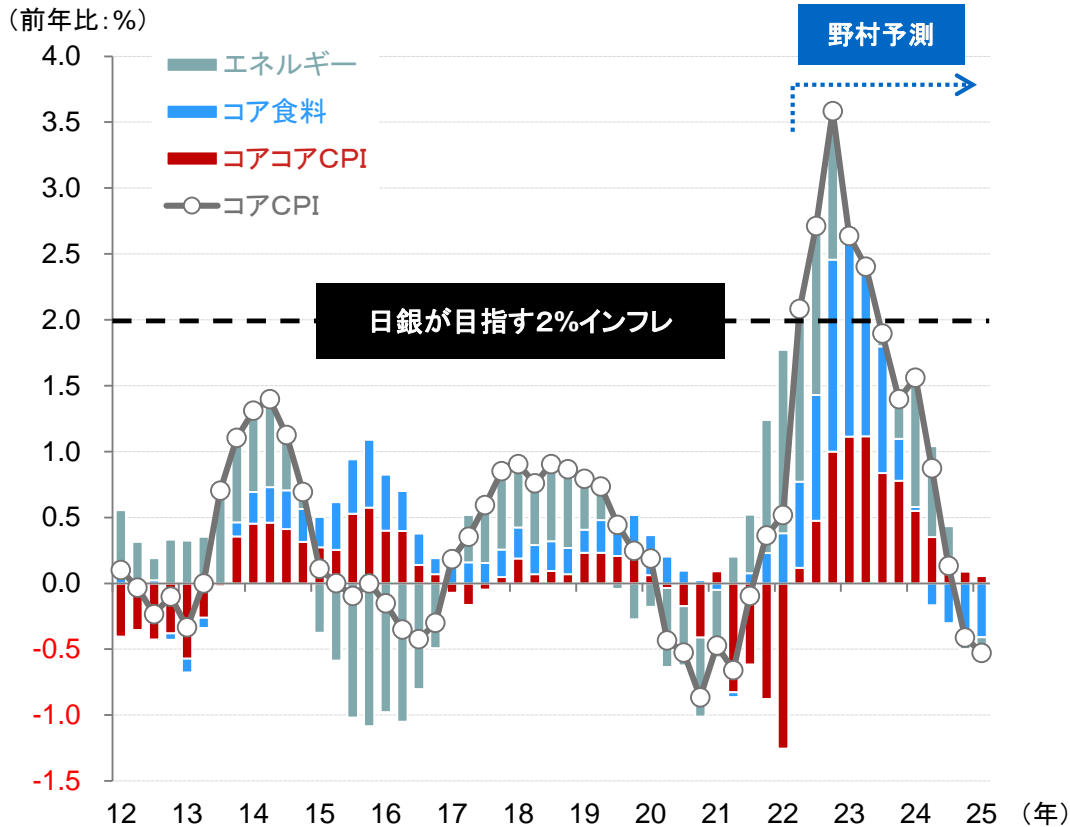
この観点からは、個人消費には上振れリスクがあることも注意しておきたい。すなわち、家計がフローとしての貯蓄のみでなく、ストックとして積み上がった貯蓄も取り崩す結果、家計の貯蓄率がマイナス(=可処分所得を上回る消費)になる局面も排除できない。あくまでこれはリスク・シナリオにとどまるが、GDPの55%を占める最大の需要項目である個人消費が景気サポート要因となる可能性があることは心強い。

注: 貯蓄率(%) = (1 - 消費支出 / 可処分所得) × 100

出所: 内閣府『国民経済計算』より野村作成

ただし2%インフレは定着せず

コアCPI(生鮮食品を除く)の実績と予測



野村では、コアCPI(生鮮食品を除く総合)で評価した日本のインフレ率は2023~24年に低下するとみている。

このようにみる背景として、(1)資源・食料価格によるインフレ押上効果は前年比で見ると、今後は剥落しやすい、(2)2022年に進んだドル高・円安が2023年には反転すると予想され、円安に起因する物価押し上げ効果も減衰が見込まれる、(3)2022年10月に岸田内閣が閣議決定した総合経済対策により、2023年1~9月のCPI前年比変化率がエネルギー価格を中心に平均1.2%ポイントほど抑制される、などを挙げることができる。

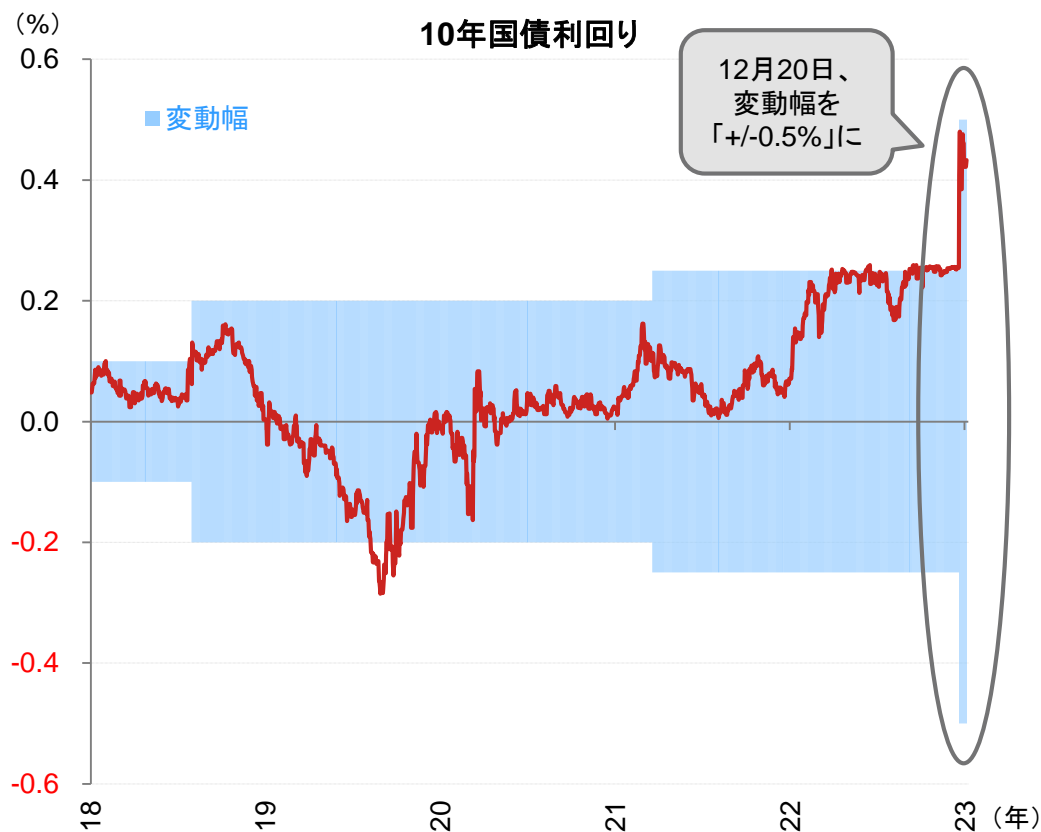
確かに日本では、より多くの個別品目で値上げが進んでいる。しかし、コスト上昇分の売値への転嫁は家計から企業への所得移転にほかならず、それで安定的なインフレが定着するわけではない。

むしろ、年率3%程度の安定的な賃金上昇を通じた企業から家計への所得移転こそが、2%インフレの定着には欠かせない。

注: コアCPIは生鮮食品を除く。コアコアCPIはエネルギーとコア食料(生鮮食品およびアルコールを除く食料)を除く
出所: 実績は総務省、予測は野村

2022年12月20日、突如、日銀はYCCの修正に

日銀は10年国債利回りの変動幅を拡大



2022年12月20日、日銀は金融緩和の持続性を高めるためとしたうえで、YCC(長短金利操作)の運用について以下の3つの変更を加えた。

- 1) 長期政策金利(10年国債利回り)の変動幅を、従来の「+/-0.25%」から「+/-0.5%」に拡大
- 2) 国債買入れ額を「月間7.3兆円」から「同9兆円」に大幅増
- 3) 国債の各年限における買入れ増額や指値オペを機動的に実施

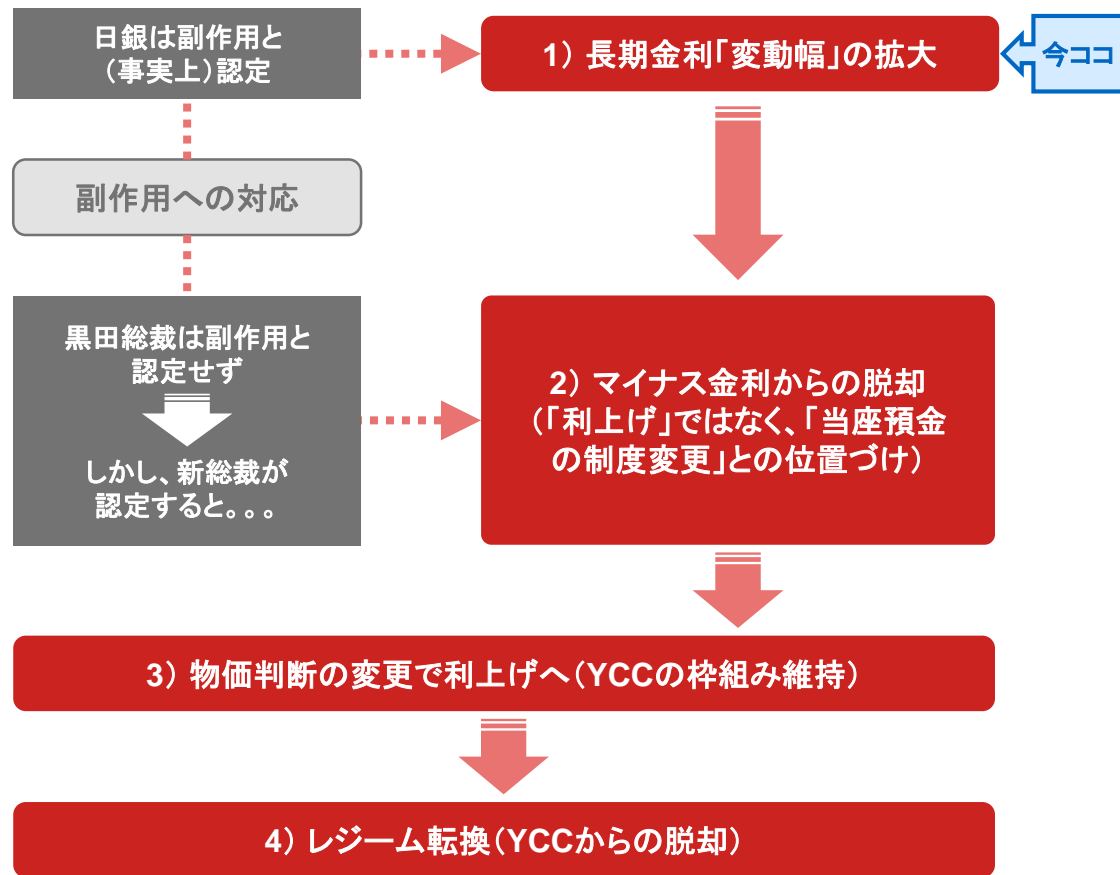
日銀は、これら3つの対応によって、YCCの副作用である「市場機能の低下」に働きかけ、それが金融緩和の持続性を高めると説明した。

一方、日銀は景気や物価などファンダメンタルズに対する評価を変えなかった。その結果、政策金利の誘導水準(政策金利残高への付利-0.1%、10年国債利回りゼロ%程度)やフォワードガイダンスは据え置いた。

今後、日銀の金融政策を展望するには、ファンダメンタルズと副作用の二分法(dichotomy)が求められる。

「YCCからの脱却」までの4つのステップ

レジーム転換(YCCからの脱却)に向けた4つのステップ



YCCからの脱却は、2016年9月から続いてきた金融政策のレジーム転換ともいえる。そこに向けたプロセスは以下の4つのステップで整理できる。

第1に、長期金利の変動幅の拡大。これは2022年12月の政策対応に該当する。動機は、副作用(市場機能の低下)への対応であった。

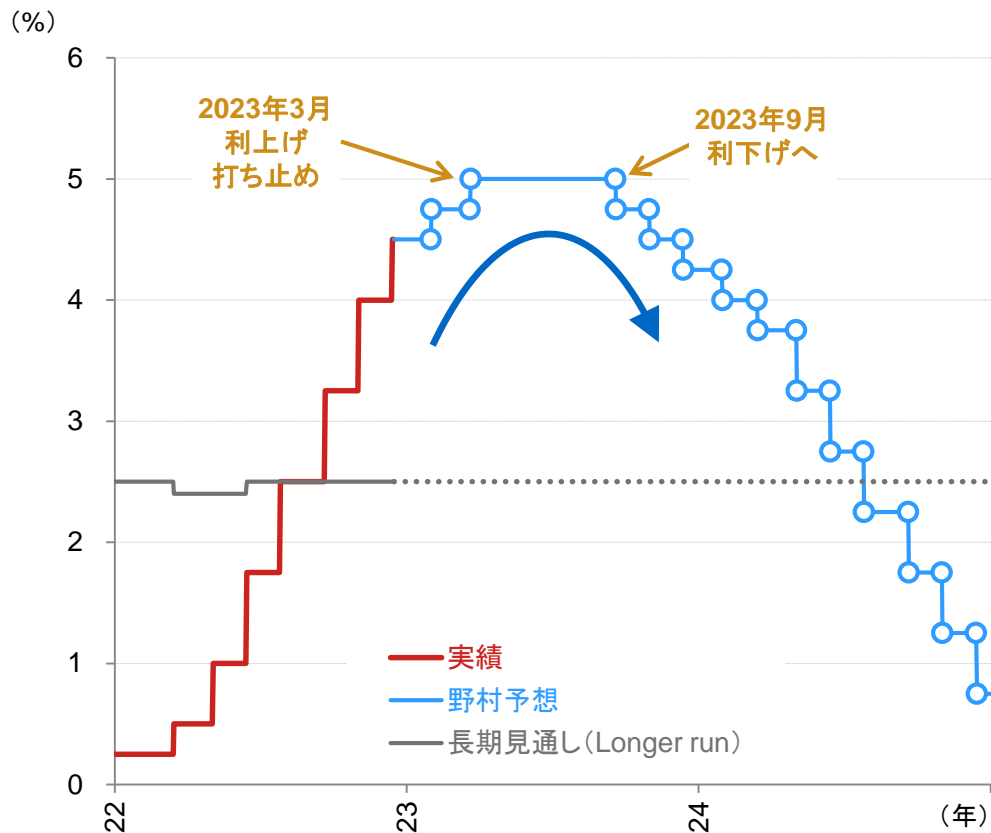
第2に、マイナス金利からの脱却。これも動機は副作用(金融機関の収益環境の悪化)への対応となろう。具体的には、日銀当座預金のうち、マイナス金利が適用される残高(政策金利残高)の廃止という形をとると見込む。したがって、日銀はこれを「利上げ」とは位置付けないであろう。なお、日銀はこれまで「金融機関の収益環境の悪化」をYCCの副作用と認めていない。したがって、マイナス金利からの脱却は、2023年4月に就任する新総裁の下でのテーマとなろう。

第3に、物価つまりファンダメンタルズの判断を変えたうえでの利上げ着手。これは2024年以降となろう。

最後の4段階目がYCCからの脱却。

米国の金融政策はいよいよ“pivot”（方向転換）へ

米国FF金利(誘導レンジの上限)の実績と予想



為替を通じて日本の物価にも影響しうるのが米国の金融政策である。野村では、米国FRBは2023年3月に政策金利であるFF金利を5.00%（誘導レンジの上限：レンジは4.75～5.00%）まで引き上げるとみている。さらに同年9月には、4年ぶりに利下げが始まると予想している。まさに“pivot”（方向転換）である。

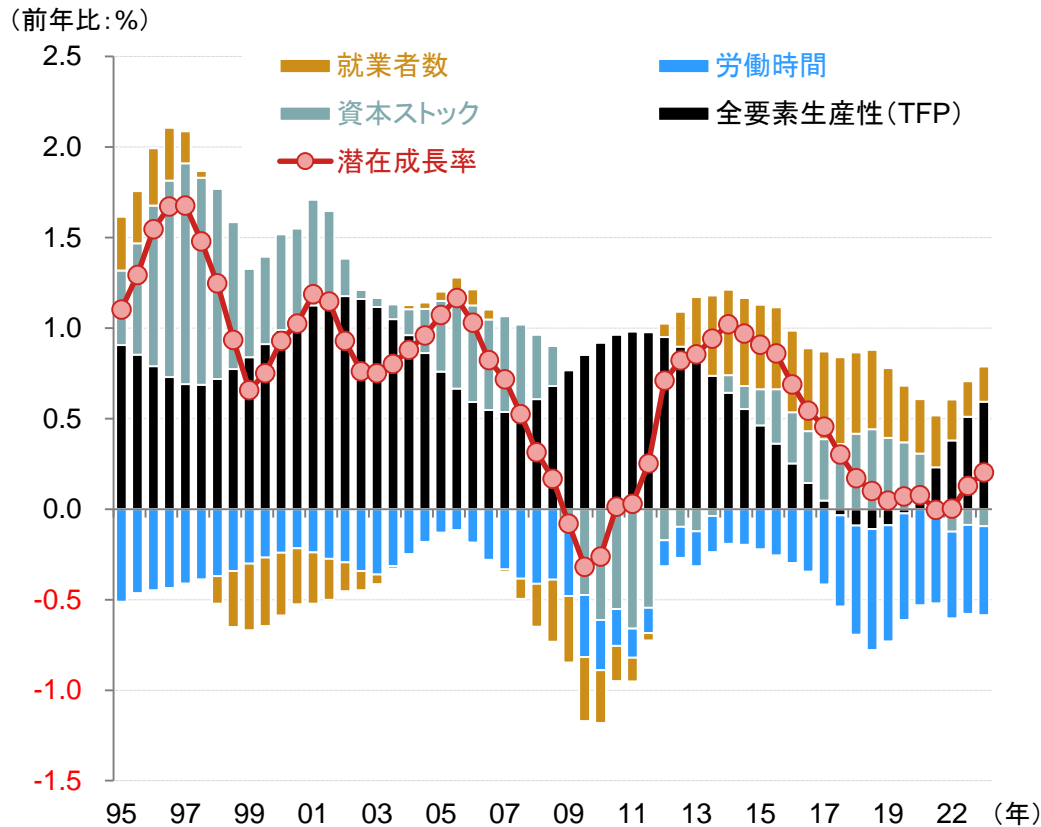
むろん、このシナリオが実現するには、しっかりと景気を抑制することで、物価に加えて賃金の伸びも抑える必要がある。だからこそFF金利を5.00%まで引き上げる必要があるとみている。

この場合、2022年に急速に拡大した日米金利差は2023年末に向けて縮小に転じる。その結果、ドル円は2023年末に向けて低下（ドル安、円高）すると見込まれる。

注：図中の「長期見通し」は、FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーによるFF金利の長期見通し(Longer run)の中央値
出所：実績はFRB、予想は野村

潜在成長率を押し上げるために

日本の潜在成長率(日本銀行推計)



日本銀行の推計によると、日本の潜在成長率はゼロ%台前半まで低下している。2010年代前半以降は、女性や高齢者の労働参加が進んだことで、就業者数が潜在成長率を押し上げる方向に作用してきたが、今後は就業者数が伸びる余地も限られる。いよいよ全要素生産性(TFP)の伸びが問われる。

生産性を高めるうえで、個々人のレベルでは(1)リカレント教育(社会人による学びなおし)、(2)リスキリング(技術革新などに対応するべく新しい知識やスキルを学ぶこと)が求められる。

加えて、成長が見込まれる産業への柔軟な労働力の移動を促す法制・制度を導入することで、マクロレベルで新陳代謝が起こる経済構造を作る必要がある。

この観点に立てば、雇用関連の政策においても、軸足を「失業者の抑制」(＝経済の新陳代謝が起きない)から「失業期間の短縮」(＝新陳代謝を伴う)に移すことが求められる。

注: 全要素生産性(TFP: Total Factor Productivity)は、経済成長(GDP成長)を生み出す要因のひとつで、資本や労働といった量的な生産要素の投入以外で説明される質的な成長要因のこと。技術進歩や生産の効率化などがTFPIに該当する。TFPIは直接計測することができないため、経済成長率からTFPI以外の要因の寄与度を差し引いた残差として計測される

出所: 日本銀行資料より野村作成



森田 京平
チーフエコノミスト

森田 京平は、野村證券のチーフエコノミストとして、国・地域を跨ぐマクロ経済の分析、アセットクラス横断的な金融市場分析をベースとしながら、日本経済の予測を行っています。特に金融政策の分析に強みを持ち、同分野で博士論文を執筆、2018年に九州大学より博士号(経済学)を授与されました。

1994年の野村総合研究所入社以来、一貫してマクロ経済の分析・予測を担当してきました。2001年～04年は野村総合研究所ヨーロッパ(英国)に赴任し、英国、大陸欧州、中東の日本株投資家に対して日本経済の分析・予測を提供。この間、年間500件前後の投資家を訪問する機会を得ました。その後、バークレイズ証券(2008～17年)およびクレディ・アグリコル証券(2017～22年)にて計14年、チーフエコノミストを務め、2022年、野村證券のチーフエコノミストに着任しました。

1994年、九州大学経済学部を卒業。1998～2000年には、米国のブラウン大学大学院経済学研究科に留学し、修士号(経済学)を取得しました。金融政策が非伝統的な世界に向かう中、同分野の理論的、歴史的理解を深めるべく、博士学位請求論文『低自然利子率下の金融政策に関する考察』を執筆、2018年、九州大学より博士号(経済学)を授与されました。

エコノミストとして、(1)緻密でありながらも分かりやすいデータ分析、(2)ローカルではなくグローバルなシナリオ作り、(3)丁寧なデータ分析に基づく中央銀行ウォッチングの3点を心がけています。幸い、機関投資家からも一定の評価を頂き、2022年の日経ヴェリタス・ランキングではエコノミスト部門で4位に入ることができました。

『人口減少時代の資産形成』東洋経済新報社(2005年)、『現代金融論 [新版]』有斐閣(2016年)、『現代証券論』ミネルヴァ書房(2023年発行予定)を分担執筆しました。テレビ東京『Newsモーニングサテライト』に出演、ダイヤモンド・オンライン『経済分析の哲人が斬る！市場トピックの深層』に定期的に寄稿しています。

野村証券からのお知らせ

この資料は、下記の作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、この資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料は、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142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、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料の作成日:2023年1月4日

当資料は、2023年1月に実施される野村証券新春講演会「世界の中の日本」の参考として作成されたものです。