

Market Flash

2023年の世界経済
～悲観？楽観？～

2023.02



日本アルプス電子 株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



～2023年の世界経済～

近年の世界情勢は不確定要素が多く、経済見通しについても楽観論、悲観論が短期間で交差する状況である。2022年初頭から始まった新型コロナウイルスによるパンデミック、2022年2月から始まったロシアによるウクライナ侵攻、そして、それらの背景となっている民主主義と権威主義の対立。さらに、世界各地で発生している気候変動による大災害の頻発。などなど大きなリスク要因が存在するのが現状の世界情勢である。そのような要因が経済動向にも大きな影響を与え予測が非常に難しくなっている。

1月に発表されたIMF（国際通貨基金）の世界経済見通しでは、昨年10月に発表されたものよりも上方修正された。その主な要因としては、中国のゼロコロナ政策の廃止、高インフレ下でも順調な米国経済などである。まずは、IMFの1月の世界経済見通しについてみていこう。

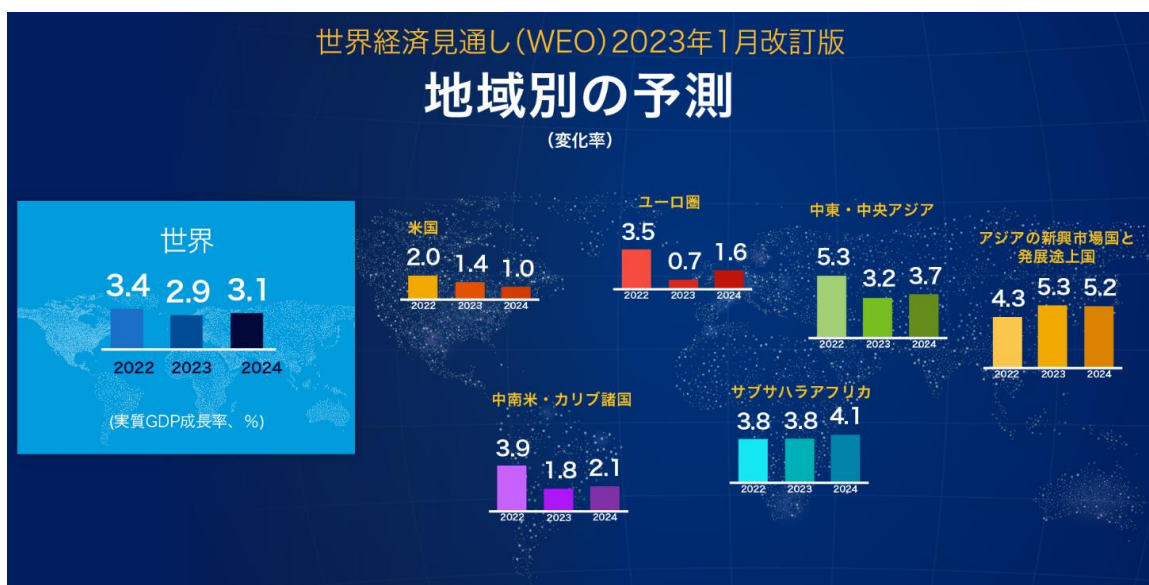
<IMFの経済見通し（楽観論）>

世界経済成長率は、2022年の3.4%（推定値）から、2023年に2.9%へ鈍化した後、2024年には3.1%へと加速する見込みだ。2023年の予測は、2022年10月の世界経済見通し時点から0.2%ポイント上方修正されたものの、歴史的（2000—2019年）な平均である3.8%を下回っている。

物価上昇に対処するための中央銀行による利上げと、ロシアのウクライナでの戦争が引き続き、経済活動の重しとなっている。中国では2022年に新型コロナウイルスの急速な感染拡大が成長の妨げとなったが、最近国境を再び開放したことで当初の予想よりも速い回復の道筋がついた。世界のインフレ率は、2022年の8.8%から、2023年に6.6%、2024年に4.3%と鈍化していく見込みだが、両年とも依然としてパンデミック前（2017—2019年）の水準である約3.5%は上回っている。

<楽観論> 各国で見られる繰延需要によって景気が押し上げられることや、インフレが予想よりも速く落ち着くことが挙げられる。

<悲観論> 中国で健康衛生の状況が深刻化し回復が抑制されたり、ロシアのウクライナでの戦争が激化したり、世界的な金融環境のタイト化により過剰債務が悪化したりすることがあり得る。また、悪材料となるようなインフレ関連のニュースに金融市場が反応し急激な価格調整が起きたり、地政学的分断が一段と進み経済成長を抑制したりすることもある。





～2023年の世界経済～

世界経済見通し(WEO)による 最新の成長率予測

(実質GDP、年間の変化率、%)	推計	予測	
	2022	2023	2024
世界GDP	3.4	2.9	3.1
先進国・地域	2.7	1.2	1.4
米国	2.0	1.4	1.0
ユーロ圏	3.5	0.7	1.6
ドイツ	1.9	0.1	1.4
フランス	2.6	0.7	1.6
イタリア	3.9	0.6	0.9
スペイン	5.2	1.1	2.4
日本	1.4	1.8	0.9
英国	4.1	-0.6	0.9
カナダ	3.5	1.5	1.5
その他の先進国・地域	2.8	2.0	2.4
新興市場国と発展途上国	3.9	4.0	4.2
アジアの新興市場国と発展途上国	4.3	5.3	5.2
中国	3.0	5.2	4.5
インド	6.8	6.1	6.8
欧州の新興市場国と発展途上国	0.7	1.5	2.6
ロシア	-2.2	0.3	2.1
中南米・カリブ諸国	3.9	1.8	2.1
ブラジル	3.1	1.2	1.5
メキシコ	3.1	1.7	1.6
中東・中央アジア	5.3	3.2	3.7
サウジアラビア	8.7	2.6	3.4
サブサハラアフリカ	3.8	3.8	4.1
ナイジェリア	3.0	3.2	2.9
南アフリカ	2.6	1.2	1.3
その他の情報			
新興市場国・中所得国	3.8	4.0	4.1
低所得発展途上国	4.9	4.9	5.6

出所：IMF、世界経済見通し2023年1月改訂版。

注：インドのデータと見通しは財政年度ベースで、FY2022/2023は(2022年4月から)は2022年の欄に表示、暦年ベースの成長率予測は2023年が5.4%、2024年が6.8%。



～2023年の世界経済～

<世界銀行による経済見通し（悲観論）>

世界銀行は1月10日、「世界経済見通し」を発表した。その中で、**2023年の世界の経済成長率（実質GDP伸び率）を1.7%と予測し、前回発表（2022年6月）の見通し（3.0%）から1.3ポイント下方修正した**。1.7%という成長率は過去30年間で、世界的な不況に見舞われた2009年（マイナス1.6%）と2020年（マイナス3.2%）に次ぎ、3番目に低い数値となる。2024年には2.7%成長すると予測される。成長率の急激な落ち込みは広範囲に及び、先進国の95%、新興市場国と発展途上国のほぼ70%で成長予測が下方修正された。

脆弱な経済状況の中、予想を上回るインフレ、それを抑えるための急激な金利上昇、COVID-19 パンデミックの再燃、地政学的緊張の高まりなど、新たに起きた有害な事象は世界経済を景気後退に追いやる危険性をはらんでいる。そうなれば、**80年余ぶりに10年間に2度の世界景気後退が起きたことになる**。

世界銀行グループのデイビッド・マルパス総裁は、「**世界の成長見通しが悪化するにつれ、開発が直面する危機は激化している**」とし、「非常に高水準の政府債務と金利の上昇に見舞われた先進国が世界の資本を吸収してしまっているため、**新興国と発展途上国は、多額の債務負担と投資の低迷**により、数年にわたる低成長に直面している」と指摘する。「成長と投資の低迷は、教育や健康の向上、貧困の撲滅、インフラ整備における壊滅的な後退と、気候変動に必要な対応をさらに増加させることになる」

さらに今回の見通しでは、新型コロナ禍において、**新興・途上国地域への投資金額の伸び率が大幅に低下**したことを明らかにした。2000年から2021年までの期間における同投資額の年平均伸び率が7.1%であるのに対し、2020年はマイナス1.5%、2021年は5.3%、2022年は2.5%となっている。また、今後の見通しとして、2023年は3.5%、2024年は4.6%と回復傾向にあるが、依然として2000年以降の年平均成長率を下回る。世界銀行は、ウクライナ情勢が、新興・途上国への投資への下振れリスクになりうると指摘する。

世界銀行は、世界的な景気後退と新興・途上国での債務危機のリスクを軽減するため、各国が緊急に対策を取る必要があると指摘する。**特に新興・途上国においては、投資を増やすために、国際社会からの新たな資金調達や非効率な農業・燃料補助金の改善などの必要性を指摘している**。

米国、EU、中国、日本を地域別にみていくと、アフターコロナの対策、高インフレに対する政策などでそれぞれ事情が異なり楽観論と悲観論が入り混じった予測となっている。

さらに大きな不確定要因としては、ロシアをはじめとする権威主義国家の動向である。米中の対立もさらに激化する中で、ロシアと中国の動きはこの経済動向に常に大きなリスクとしてのしかかっている。

これらの地域について個別に経済状況をまとめてみた



～2023年の世界経済～

2023年の経済成長率は、先進国・地域で1.7ポイント、新興・途上国地域では0.8ポイントの下方修正となった。先進国・地域別では、米国が0.5%（1.9ポイント下方修正）、中国が4.3%（0.9ポイント下方修正）、ユーロ圏が0.0%（1.9ポイント下方修正）となる。

表 世界および主要国・地域の経済成長率(実質GDP伸び率)

(単位: %、ポイント)

国・地域	2021年	2022年		2023年		2024年
	伸び率	伸び率	前回差	伸び率	前回差	伸び率
世界	5.9	2.9	0.0	1.7	△ 1.3	2.7
先進国・地域	5.3	2.5	△ 0.1	0.5	△ 1.7	1.6
米国	5.9	1.9	△ 0.6	0.5	△ 1.9	1.6
ユーロ圏	5.3	3.3	0.8	0.0	△ 1.9	1.6
日本	2.2	1.2	△ 0.5	1.0	△ 0.3	0.7
新興・途上国・地域	6.7	3.4	0.0	3.4	△ 0.8	4.1
東アジア・大洋州	7.2	3.2	△ 1.2	4.3	△ 0.9	4.9
中国	8.1	2.7	△ 1.6	4.3	△ 0.9	5.0
インドネシア	3.7	5.2	0.1	4.8	△ 0.5	4.9
タイ	1.5	3.4	0.5	3.6	△ 0.7	3.7
欧州・中央アジア	6.7	0.2	3.2	0.1	△ 1.4	2.8
ロシア	4.8	△ 3.5	5.4	△ 3.3	△ 1.3	1.6
トルコ	11.4	4.7	2.4	2.7	△ 0.5	4.0
ポーランド	6.8	4.4	0.5	0.7	△ 2.9	2.2
ラテンアメリカ・カリブ	6.8	3.6	1.1	1.3	△ 0.6	2.4
ブラジル	5.0	3.0	1.5	0.8	0.0	2.0
メキシコ	4.7	2.6	0.9	0.9	△ 1.0	2.3
アルゼンチン	10.4	5.2	0.7	2.0	△ 0.5	2.0
中東・北アフリカ	3.7	5.7	0.4	3.5	△ 0.1	2.7
サウジアラビア	3.2	8.3	1.3	3.7	△ 0.1	2.3
イラン	4.7	2.9	△ 0.8	2.2	△ 0.5	1.9
エジプト	3.3	6.6	0.5	4.5	△ 0.3	4.8
南アジア	7.9	6.1	△ 0.7	5.5	△ 0.3	5.8
インド	8.7	6.9	△ 0.6	6.6	△ 0.5	6.1
パキスタン	5.7	6.0	1.7	2.0	△ 2.0	3.2
バングラデシュ	6.9	7.2	0.8	5.2	△ 1.5	6.2
サブサハラ・アフリカ	4.3	3.4	△ 0.3	3.6	△ 0.2	3.9
ナイジェリア	3.6	3.1	△ 0.3	2.9	△ 0.3	2.9
南アフリカ共和国	4.9	1.9	△ 0.2	1.4	△ 0.1	1.8
アンゴラ	0.8	3.1	0.0	2.8	△ 0.5	2.9

(注1) 前回差は、2022年6月発表値との差。

(注2) イラン、エジプト、インド、パキスタン、バングラデシュは各会計年度。

(出所)「世界経済見通し(GEP)2023年1月版」(世界銀行)を基に作成



～2023年の米国経済～

楽観論(ソフトランディング)

- インフレ率の低下
- FRB利上げ減速
- 雇用環境の小幅悪化
- 小幅な景気減速

悲観論(ハードランディング)

- インフレ率の高まり
- FRB利上げの継続
- 人員削減拡大⇒失業率の急上昇
- 景気後退(スタグフレーション)

第3のシナリオ(ノーランディング)

- 高インフレ収束
- FRB利上げ停止、金融緩和へ
- 雇用環境改善、賃金上昇率低下
- 景気減速なく高成長継続

米国では高インフレが続いているもののFRBが利上げ幅を25bpに引き下げたことから年後半にはインフレも収まるとの見方が強くなっていた。しかし、ここ1-2か月の経済指標をみるとその予測がさらに難しいものとなっている。

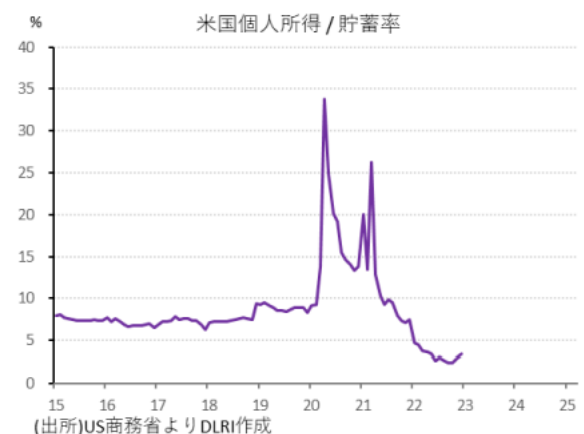
焦点はインフレと金利政策の行方と景気動向である。これまでは高インフレが続きさらなる金利引き上げの影響で景気後退する、いわゆるスタグフレーション入りをするというハードランディング論とインフレは徐々に収まりつつあり金利引き上げも年央には停止されるが、当初見込みよりも目標金利が引き上げられていることからある程度の景気後退はやむを得ないというソフトランディング論。この2つの方向性が経済指標が出るたびに交互にもてはやされてきた。

しかし、最近になって第3のシナリオ、つまり、高インフレは年央には収まりかつ景気後退にはならず現在の成長を維持するというノーランディング論(無着陸)がでてきているという。

インフレについてはロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の上昇が大きな要因(コロナの要因に加え)となっている。G7がロシア産原油へ上限価格を設定したことや欧州の冬が予想よりも暖冬だったことから、エネルギー価格が落ち着いている。

しかし、ゼロコロナ政策を解除した中国が一転して経済重視の政策に動き出したことから年後半には再びエネルギー需要増によるインフレが懸念されている。

米国経済については、これまでの景気を支えてきた個人消費が、コロナ対策によって数回にわたって支給された補助金が基になっているが、直近の個人の貯蓄率が急激に減少してきたことを考慮すると決して今後の景気が明るいとはいえないのではないだろうか。いずれにしても、インフレの動向とそれに伴うFRBの金融政策、景気動向を先読みするには雇用状況と製造業などの景気指数に注目する必要があるであろう。





～2023年の米国経済～

＜消費者物価指数＞

1月の消費者物価指数は前年同月比+6.4%と2022年6月の同+9.1%をピークに7か月連続で鈍化したものの、市場予測(6.2%)を上回った。前月比では+0.5%と2022年12月の同+0.1%から上昇。変動の大きいエネルギーと食品を除いたコアCPIは前年同月比+5.6%と2022年12月の同+5.7%から低下したものの、市場予想(同+5.5%)を上回る結果となった。住居費が前月比+0.7%(2022年12月:同+0.8%)と伸び率が落ち着いたものの、エネルギーが(同+2.0%)と再び上昇したことなどが、市場予想を上回るCPIの伸びとなったものとみられる。

消費者物価指数



＜雇用環境＞

1月の雇用統計では、**非農業部門雇用者数の伸びが前月差+51.7万人と市場予想を大幅に上回った**。また、失業率も3.4%と前月からさらに低下したことから、雇用環境の堅調さが継続していることを示す結果となった。新規失業保険申請件数からも、足下まで雇用環境に大幅な悪化の傾向は見られない。

他方で、注目の**賃金上昇率は前月比及び前年比で減速**。雇用環境が堅調でありながら賃金上昇率で測るインフレ上昇圧力が低下した点は、米国経済がソフトランディングへと向かうという期待以上に、景気後退に陥らずに経済状況は強いという第3のシナリオを生み出す結果となった。

＜景況感指数ISM＞

全米供給管理協会(ISM)が1日に発表した1月の製造業景況感指数は**47.4**(市場予想: 48.0)となった。好不況の節目となる**50を3か月連続で割り込み、2020年5月以来およそ2年8か月ぶりの低水準**。

一方、3日発表の1月の**非製造業景況感指数は55.2**(市場予想: 50.5)と、前月から大幅に上昇した。サプライチェーンの混乱は解消したものの、景気後退懸念から国内外で需要が低迷しており、新規受注が大幅に減少したことが、製造業の景況感の悪化につながったとみられる。一方、非製造業は、賃金上昇を背景に個人消費がモノから宿泊や飲食などのサービスに移行しつつあることや、新年に入り、新規顧客による受注が増加したことなどが、景況感の大幅改善の要因となったとみられる。

＜FRBの政策＞

金融政策運営に関して、1月31日・2月1日に開催されたFOMCで利上げ幅が0.25%ptに縮小された。パウエルFRB議長は、**家賃を除くコアサービス価格指数の低下が利上げ停止に向けて重要との認識を示しており、連動する賃金上昇率が低下したことは、利上げ停止に向けて一歩前進したといえよう**。

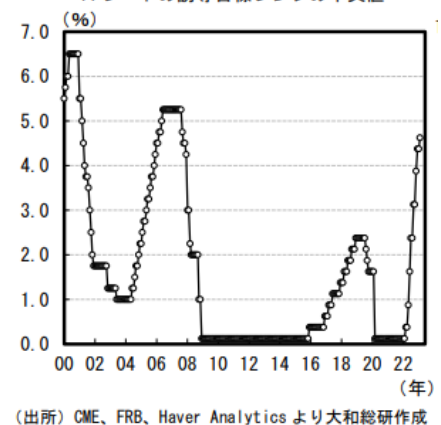
(前述の第3のシナリオが現れた要因)

一方、14日に発表されたCPIはFRBによる金融引き締め長期化観測から市場金利(2年物国債)を急上昇させた要因となった。

以上のように、まちまちの景気指標の発表により今後の見通しも定まらず、市場参加者を悩ませている。

ウクライナ情勢、米中対立、中国のアフターコロナなど大きな外部要因もありまだまだ目が離せない状況である。

FFレートの誘導目標レンジの中央値





～2023年のEU経済～

楽観論

- 暖冬によるエネルギー制約の減少
- インフレ率はピークから低下へ
- 景気後退は最小限にとどまる

悲観論

- エネルギー供給懸念
- インフレ高止まり
- 景気後退(スタグフレーション)

ロシアのエネルギー源に頼っていたEUでは、ロシアによるウクライナ侵攻は、NATOによるウクライナへの軍事的支援強化と引き換えにロシアへのエネルギー供給依存を断つというジレンマに悩まされてきた。エネルギーの供給制約と高インフレ、それに伴う利上げの影響により景気後退に陥っている。ロシアの化石燃料依存からの脱却を図るために、他の地域から高い化石燃料を調達しなければならず、今後もインフレは継続するものと思われ、楽観論よりも悲観論が優勢となっている。ただ、足元ではこの冬の暖冬により、エネルギー価格が落ち着いてきているというラッキーな面がそれほど大きな景気後退を起こさずに済みやや悲観論が後退しているのも事実である。

<楽観論>

欧州のこの冬は例年になく穏やかな気温が続いている。また、この1年各国がロシアからのエネルギー依存からの脱却を図った効果もあり、他地域からのLNGの輸入も途絶えることなく、ガス貯蓄率も予想を上回っている。例年であればガス貯蓄率は60%程度であるが、ドイツにおいても75%を超えている。過去のエネルギー価格と比較すると依然高い水準が続いているものの何とか耐え得る水準にまで低下してきている。このことが、EUの景気後退入りを何とか回避することができるのではないかと楽観論の根拠となっている。

<消費者物価指数>

ユーロ圏の1月の消費者物価(速報値)は前年比+8.5%と、3ヶ月連続で伸びが鈍化した。また先行指標である生産者物価(建設除く総合)も2022年11月時点で前年比+27.1%と、3ヶ月連続で上昇が減速した。うちエネルギー価格も同+55.7%と、3ヶ月連続で伸びが鈍化した。

<ECBの金融政策>

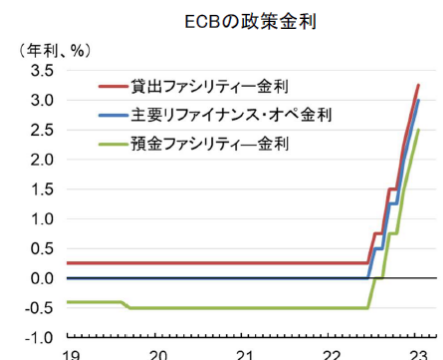
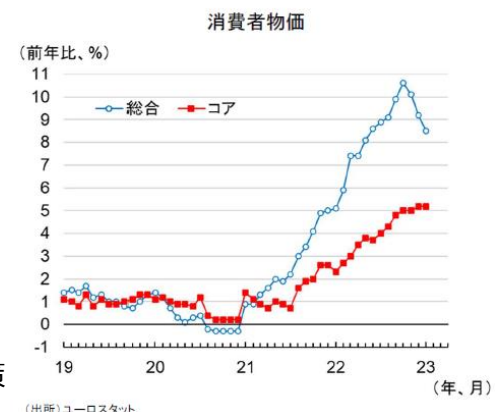
欧州中央銀行(ECB)は2月2日に定例の政策理事会を開催、3種類ある政策金利をそれぞれ0.5%引き上げた。ECBは声明文で、次回3月16日の理事会でも0.5%の追加利上げを行うと表明した。

<悲観論>

この冬は暖冬に助けられたが、まだまだエネルギーリスクはEUの経済成長の大きな足かせとなる。

ロシア・ウクライナ戦争の長期化、中国のゼロコロナ政策の大転換により年後半には再び世界のエネルギー供給不足に陥る可能性が高く、再び価格が高騰するリスクが大きい。

EUにとってはそれまでに高インフレを少しでも抑えきれなければさらなる景気後退の可能性もある。





～2023年の中国経済～

楽観論

- ゼロコロナ政策の大転換⇒政府による経済政策重視
- 個人消費の回復
- 不動産市場も順調に回復
- 5%以上の経済成長

悲観論

- ゼロコロナ政策の大転換⇒コロナウィルス再拡大、新種コロナの感染拡大
- 米中対立の激化
- 投資の抑制による不動産市場の停滞
- 経済成長は3%台

中国ではこれまで厳しいゼロコロナ政策により、国民生活を厳しく規制してきた。その国民の我慢も限界に達し昨年後半以降主要都市で大規模なデモが起こり、政府も無視できなくなり突然ゼロコロナ政策の解除を宣言した。すると手のひらを返したように行動制限を全面的に解除、瞬く間にコロナ感染が拡大した。それでも政府は堂々とコロナ対策の大勝利宣言を行った。

習近平は異例の3期目に突入してから何ら目新しい経済政策を出していなかったが、おそらく3月に行われる全人代で何らかの新しい経済目標を掲げてくるのではないだろうか。今年の中国は、経済成長をもとの軌道に戻すために躍起になるであろう。

中国経済を予測するうえで最も注目されるポイントは、**半導体を中心とする米中対立の激化**である。

米国は中国への半導体規制をさらに強化し、**2022年10月に製造工程の構造に着目し半導体製造装置や化学薬品といった部分にまで、包括的に対中国の輸出規制に含めた**。中国への輸出のみならず、中国で装置を整備するための米国人派遣によるエンジニアリング役務の提供も規制対象になった。これによって、中国では今後、新たに半導体工場を立ち上げることは難しくなった。重要な工程が多く抜け落ちることになるため、工場を造れないのだ。のみならず、既存の工場であっても、米国の製造装置や薬品に依存している場合、メンテナンスサービスや薬品供給を受けることもできなくなる。これは生産に支障をきたすことになるだろう。

米国は欧州や日本にも同様の輸出規制措置を採るように求めている。

これに対して習近平はどう対応し経済成長を成し遂げようとするのか、3月の全人代の発表内容には注目だ。

中国経済でもう一つの注目すべき市場が不動産市場だ。**コロナ禍の不動産市場は、住宅価格の下落に歯止めがかからず大きく落ち込んでいる**。政府も昨年末に、不動産開発会社に対する銀行融資の拡大や債券・株式の発行を容認する緩和策を打ち出した。中国では今後人口減少という構造的問題がクローズアップされてくる。政府はこうした社会構造の変化に対してもどのような政策をとってくるのかが注目されている。

しかし、この中国の不動産問題については、その不良債権の状況などは表面化することはなく、各地方政府が隠しているため実態としてどれだけ経済成長に影響を与えるかは不透明である。

昨年の方大会において、習主席の「党の核心」としての地位と、政治思想の指導的地位を固める党規約の改正案が採択された。習氏に党内における新たな権限が付与され、数十年続いた伝統を断ち切ることとなった。国家主席を3期務めるのは、中国建国の父・毛沢東氏以来。

3月の全人代により正式に3期目の習近平政府がスタートする。あの毛沢東のように中国を混乱の渦に巻き込むのか、国内外に大きな課題・問題を抱えている習近平の手腕に注目だ。



～2023年の日本経済～

楽観論

- ゼロ金利政策の維持orソフトランディング(急激な長期金利上昇回避)
- 米国経済のソフトランディングorノーランディング
- ドル円相場は130円程度で落ち着く
- インバウンド需要急拡大

悲観論

- ゼロ金利政策解除、YCC解除による金利急上昇
- 米国経済のハードランディング
- 中国経済停滞
- 景気後退

日本経済はかなり他力本願の面があるが、国内で最も注目されている点が**日銀総裁の交代による金融政策の変化である**。海外の市場からは新総裁になるとイールドカーブコントロールを解除するとみられている。そのやり方によってはソフトランディングにもハードランディングにもなりえる。それほど難しい政策の変更であろう。

日銀の新総裁に内定している植田氏の考え方については後述する。

＜足元の経済状況＞

本日(2/14日)に公表された22年10～12月の実質GDPは、前期比+0.2%・年率+0.6%と、小幅ながら2期ぶりのプラス成長となった。

個人消費が緩やかな回復を続け、輸出もインバウンド(サービス輸出に分類)の高い伸びから増加したことが主因。内需は小幅減となったが、在庫の取り崩しによる面が大きく、一時的なものとみられる。

エネルギーコスト高や世界経済減速の影響から鈍いものの、そうした大きなマイナス要因にも拘わらず、行動制限緩和の効果などから何とか緩やかな回復傾向を維持している。

先行きの景気見通しについては、**欧米・中国の経済動向に大きく影響されそうであるが、インバウンド需要は着実にコロナ前の水準に近づいていくものと思われる。**

昨年10月には水際対策が緩和され、インバウンド需要が

増加している。これは、10～12月期の名目GDPを前期比で924億円程度(+0.1%)押し上げた、と試算される持するとみられる。

海外旅行の入国者による**インバウンド需要の推計値は、2023年に2.1兆円(名目GDP比0.4%)、24年には4.3兆円、25年には6.6兆円と新型コロナウイルス問題前の19年の実績値4.8兆円を上回る計算だ。**

日本でも5月8日以降、コロナ2019は5類に分類される。コロナ前と同様に戻るのではなく、コロナを踏まえた行動様態の変化をとらえた新しい経済活動の拡大が望まれる。

(〈〉以外は季節調整・前期比、%)

	2022年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期<前年同期比>
日本	▲ 0.4	1.1	▲ 0.3	0.2<0.6>
米国	▲ 0.4	▲ 0.1	0.8	0.7<1.0>
ユーロ圏	0.6	0.9	0.3	0.1<1.9>
中国	1.3	▲ 2.4	3.9	0.0<2.9>

(注)〈〉内は、ユーロ圏(季節調整値)を除き、原計数の前年同期比。
(出所)内閣府、米国商務省、ユーロ圏統計局、中国国家統計局

(季節調整・前期比、%)

	2022年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
実質GDP	▲ 0.4	1.1	▲ 0.3	0.2
内需	0.1	1.0	0.4	▲ 0.2
個人消費	▲ 0.5	0.9	0.0	0.3
外需	▲ 0.5	0.1	▲ 0.6	0.3
輸出	0.2	0.3	0.5	0.3
輸入	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 1.1	0.1

(注)内訳は、全体に対する寄与度(影響度合)。
(出所)内閣府



～2023年の日本経済～

2月10日夕方、次期日銀総裁に元審議委員の植田和男氏を起用するというニュースが流れた。その直後から円高が進み一時130円を割る場面もあった。その後の植田氏の「金融緩和の継続は必要」とのコメントからまた133円台に戻った。この一時期の動きを見ても市場がいかに次期日銀総裁の政策に関心を寄せているかがわかる。日銀総裁としては初めての学者出身者である。政治とのかかわりは少ないが市場とのかかわりは多い。これが今後の非常に難しい日本の金融政策にどのように影響を及ぼすのか注目される。

植田氏のこれからの主要な課題としては

- 長期金利政策（YCC：イールド・カーブ・コントロール）の修正・撤廃
 - ゼロ金利政策の修正・撤廃
 - 物価目標2%の修正
- である。

日銀総裁になってしまうとおそらく慎重な発言をせざるを得ないであろう。そのため植田氏の本音を知るには過去の発言内容に注目が集まる。11日の日経新聞には、過去の植田氏の日経新聞への寄稿やインタビューから、この10年間の異次元緩和をどう修正するかを考察した記事を載せた。

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB110FX0R10C23A2000000/>

植田氏の過去の語録の中で最も注目されているのが、2022年7月6日に日経新聞の経済教室に投稿した「日本、拙速な引き締めは避けよ 物価上昇局面の金融政策」というレポートである。

テーマにあるように「拙速な引き締めは行わない」ということである。この記事の中で、「物価上昇率が目標の2%を超える中でも、政策金利を引き上げることは慎重にあるべきである」と主張している。そればかりか、日銀が本来問われるのは「今回の世界的なインフレ率上昇の波が続くうちに日銀が金利を引き上げるチャンスが訪れるだろうかという点だ」と述べ、日本のインフレは食料・エネルギーを除く基調的なインフレ率はまだまだ低い水準にあるとし（昨年の5月時点）、「インフレ率を持続的に実現するという目標には程遠い」と述べている。（右図参照）

また、物価目標2%については、「**そもそもなぜ持続的な2%のインフレ率を目指すのか**」と疑問を呈している。この目標を掲げてきたばかりに日銀の金融政策を過度に硬直化させてしまったのではないかという。このことから、植田氏はこの物価目標を修正することも考えられる。

最も難しい判断となるのが長期金利政策である。何度も債券市場で投機的な動きがあり、黒田現総裁は市場に押された形でYCCの目標を0.25%から0.5%へ突如変更した。

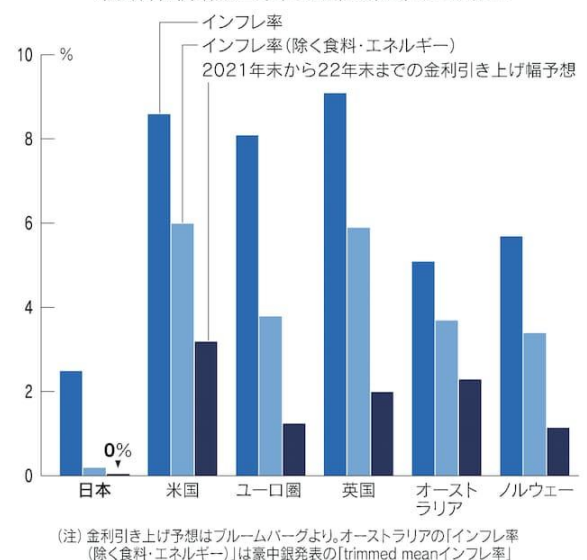
このような債券市場の動きに関して植田氏は、

「今後、持続的な2%インフレの可能性が一段と高まってくれば、今回のような投機はより大規模に何度も発生すると予想される。

難しいのは、**長期金利コントロールは微調整に向かない仕組みだ**

という点である。金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10年物金利コントロールを7年、5年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている」

消費者物価指数上昇率と政策金利引き上げ予想





～日銀総裁候補植田氏の考え方～

さらに、「日銀は出口に向けた戦略を立てておく必要がある。これまで1950年代に米連邦準備理事会（FRB）、21年にオーストラリア中銀が中長期金利コントロールから抜け出した例があるが、**いずれも一回限りの調整で済ませている。**」（ただし、オーストラリアでは市場が大混乱したのも事実である）とし、「いずれにしても、多くの人の予想を超えて**長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要だろう。**」と述べている。その時はまさかご自身がそれを実施するとは思ってなかっただろう。

そして最後に、「エコノミストなど専門家の予想するインフレ率は23年後半にかけてせいぜい1%程度だ。その理由は、現在の日本のインフレ率上昇が、世界的な食料・エネルギー価格の上昇という負の供給ショックに起因する部分が大きいからだろう。米国などにみられるような需要サイドの強い動きによるインフレは、日本では今のところ発生していない。」

「今後、コロナ禍からの経済活動再開に伴い、円安の需要刺激効果も強まることが期待される一方、世界的にはインフレ率の低下、経済の減速が予想される。日本における持続的な2%インフレ達成への道のりはまだ遠いとみておくべきだろう。」と締めくくっている。

植田氏の考え方は、やはり経済がしっかりと成長していく中でもインフレ率の上昇がないと今の金融緩和は解除できないというものであろう。この経済と金融の両面を見ながらの難しいかじ取りを強いられることになる。

その他の植田氏の記事等で気になった箇所をご紹介します。

2020年12月23日日経新聞の経済教室「債務借り換え継続、高リスク、コロナ危機と財政膨張」
財政と金融政策について以下のように述べている。

「コロナ対応の拡張的財政政策を主因に、各国財政は大きく悪化している。未曾有の規模に膨れ上がった財政赤字、政府債務を中長期的にどう減らしていくか大きな課題だ。」として、それを考えるポイントとして、「財政赤字の善悪や維持可能性の判断には**金利と成長率の相対関係が鍵**になる。金利の方が高ければ、過去の財政赤字の結果である現在の政府債務は将来の増税により賄われなければならない。また金利が高いということは生産性も高く、投資を増やして経済のパイを拡大することが善だ。逆に**金利が成長率を下回ると、資本は過大に蓄積されて生産性は低くなっている。投資ではなく、消費や財政支出を増やす余地がある。**

しかも例えば高齢者に移転支出をして発生する財政赤字を国債発行で賄い、その元利合計もまた国債発行で賄うといういわゆる「**ポンジゲーム（ねずみ講）**」の余地が生じる。国債残高は金利の率で増えるが、経済はそれ以上の率で拡大するので、国債GDP比は縮小していくからだ。

増税による財政再建はあきらめ、**日銀に長短金利抑制策を継続させ、債務借り換えを続けるというポンジゲーム的な選択は救世主となるのだろうか。**

この政策が成功する一つのケースは、**低いインフレ率・成長率が継続し、日銀も長短金利の抑制を継続可能なケースだ。**しかし**増税予想はやまず、潜在成長率には長期にわたり重大な負の影響が継続するかもしれない。**またこの選択は1990年代後半以降のように経済がデフレ色を強めた場合は解決にならない。金利がおおむねゼロ以下に下がらないとすれば、マイナスの成長率を大幅に上回り、債務GDP比は拡大を続けるからだ。」と述べており、日銀が長期にわたって長短金利を抑制しても経済成長率が伸びなければ債務は膨らみ続けてしまうとして否定的な見解を述べている。



～日銀総裁候補植田氏の考え方～

また、「いま一つの成功の可能性は、何らかの理由でインフレ率がゆっくりと2%程度に上昇し、さらに運よく金利と成長率も同程度上昇して、成長率が金利を上回り続ける場合だ。既存債務の実質価値が下落することでも財政にプラスとなる。

だがこの場合、日銀は長期国債買いオペを含めて金利抑制策からは撤退し、高水準の債務残高に着目した債務危機的な大幅な金利上昇も抑えられなくなる。日銀に買いオペ継続を強いることになれば、古今東西しばしば発生したハイパーインフレのリスクが生じる。

政府によるポンジゲームを分析したある研究者によれば、住宅の居住者が火災保険購入（財政再建努力）をやめて、火事が起きないことを祈る選択に近いという。かなりの確率で火事は起きず、保険料分だけその人は得をする。ただ無視できない確率で火事は発生し（金利は成長率を上回り）、この住宅居住者（日本経済）は大損害を被るリスクにさらされることになる。」

日銀はインフレ率以上に成長率が上昇しない限り何らかの軋みが生じてしまう。運に任せて適度なインフレ率とそれを上回る経済成長率が継続できれば財政債務がいくら膨らんでも構わないが、それは保険を掛けないのと同じだということであろう。これまた難しいかじ取りを連想させる植田氏の見解である。

<その他の記事>

『証券アナリストジャーナル』2016年10月号に寄稿した論文「マイナス金利政策の採用と功罪」では、日本銀行が国債買い入れを通じてマネーを供給する、いわゆる量的緩和策の効果について、否定的な見方を示している。マネーの供給を増やすことで、経済、物価に好影響を与えることができるとする、いわゆる「リフレ派」の主張を真っ向から否定しているのである。

植田氏は、日本銀行が国債を買い入れるとともに政府が財政出動を行う、いわゆる「ヘリコプターマネー政策」であれば効果を発揮しうるとしているが、それは、多くの問題を生む「財政ファイナンス」に他ならない。

また植田氏は『証券アナリストジャーナル』の論文で、「（マイナス金利政策が）長期間にわたった非伝統的金融緩和によってギリギリにまで落ち込んだ預貸利鞘に苦しんでいた金融機関には厳しい政策変更となった」として、金融機関の収益を悪化させるという副作用を指摘している。また、マイナス金利政策の下で国債の利回りが下がったことで、国債買い入れ策によって日本銀行に逆ザヤが生じ、日本銀行の自己資本を毀損するリスクにも言及している。

野村総研木内氏の見解として、「植田氏は、政策金利を大幅に引き上げることには慎重であろうが、マイナス金利政策が生み出すこのような副作用について、強い問題意識を持っているだろう。この点から、慎重に時期を選んで、マイナス金利政策を解除したうえで、短期の政策金利を0%あるいは0.1%などに変更することを検討するのではないか。それでも、政策金利はなおかなりの低位であり、金融緩和が維持されることには変わりはない。」と述べている。

4月以降の植田新総裁には非常に難しい問題が安倍元首相と黒田総裁の置き土産として残されている。どれから手を付けていくのか！？拙速な金融政策の変更はまずないであろうから、物価目標2%という考え方から市場の動向を探っていくような気がする。