

グローバルな視点で 金融経済のホット・イシューを展望する

講演1 グローバル経済の見通しと金融政策

講師 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
門間一夫氏（元日本銀行理事）

講演2 グローバルな視点で金融経済のホット・イシューを展望

講師 ロールシャツハ・アドバイザー(株) 代表取締役
ジョセフクラフト氏

日本金融監査協会ウェビナー 資料

グローバル経済の見通しと金融政策

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
門間一夫

kazuo.momma@mizuho-rt.co.jp

2024年1月26日

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO



国際通貨基金(IMF)による世界経済の見通し(実質GDP成長率%)

	2022	2023	2024
世界	3.5	3.0 (2.9)	2.9 (3.1)
先進国	2.6	1.5 (1.2)	1.4 (1.4)
米国	2.1	2.1 (1.4)	1.5 (1.0)
ユーロ圏	3.3	0.7 (0.7)	1.2 (1.6)
日本	1.0	2.0 (1.8)	1.0 (0.9)
新興国・途上国	4.1	4.0 (4.0)	4.0 (4.2)
中国	3.0	5.0 (5.2)	4.2 (4.5)
インド	7.2	6.3 (6.1)	6.3 (6.8)
ブラジル	2.9	3.1 (1.2)	1.5 (1.5)

(注) 2023年10月時点の見通し、カッコ内は2023年1月時点の見通し

(資料) IMF「世界経済見通し」(2023年10月)

(参考) OECDの見通し

-- 11月時点

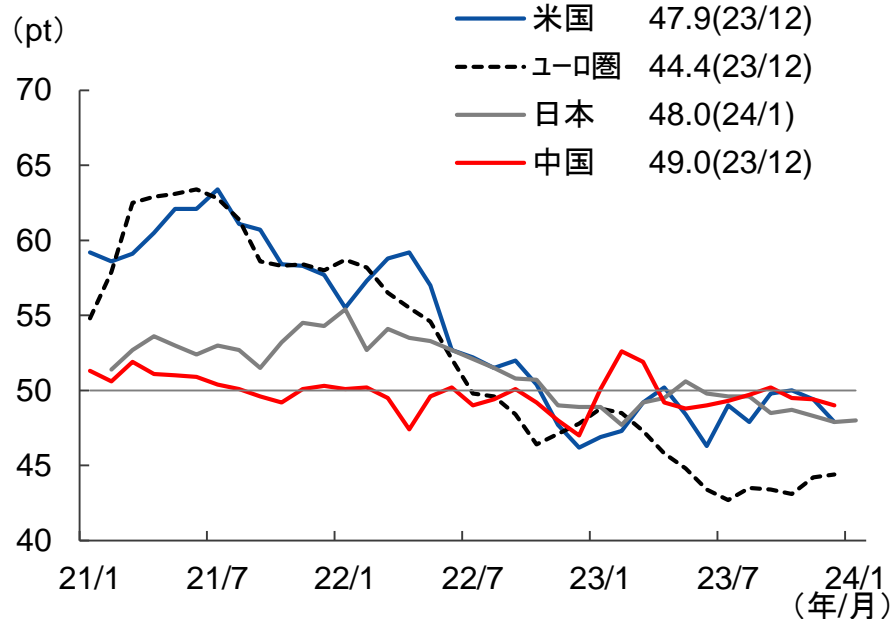
	2023	2024
世界	2.9	2.7
米国	2.4	1.5
ユーロ圏	0.6	0.9
日本	1.7	1.0
中国	5.2	4.7

(資料) OECD「経済見通し」(2023年11月)

世界経済は緩やかに成長を続けているが、製造業を中心に停滞感も強い

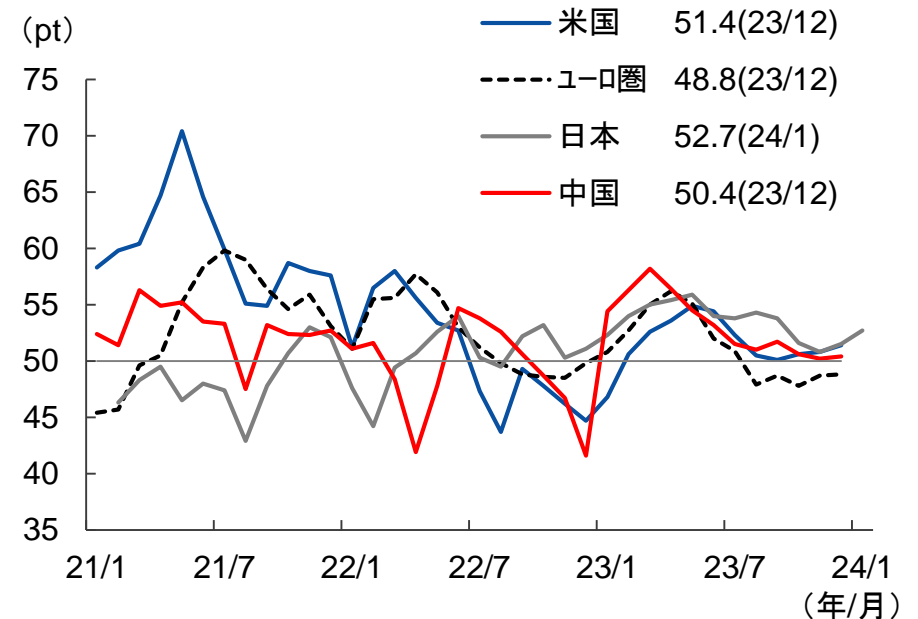
- 製造業は2021年半ばごろがピーク。最近では、世界的なインフレやそれに対する金融引き締めなどを背景に、停滞感の強い状況が続いている。
- 非製造業は、コロナ禍からの正常化や良好な雇用所得環境を反映して総じて底堅い。
- 全体としてユーロ圏が相対的に弱い。

【 製造業PMI 】



(注)PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の境目
 (資料)IHS Markit、中国国家統計局

【非製造業PMI】

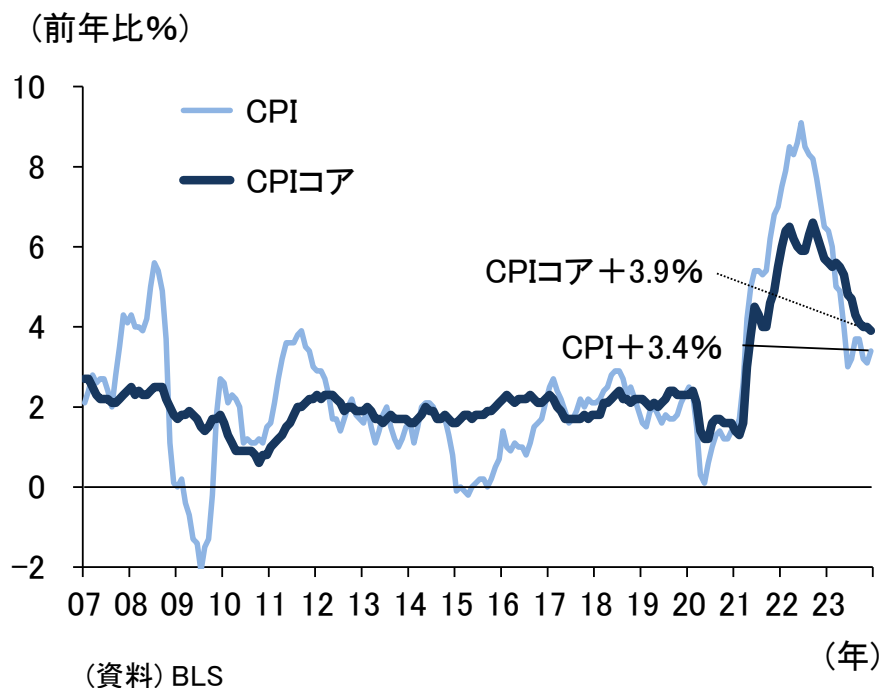


(注)PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の境目
 (出所)S&P Globalより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

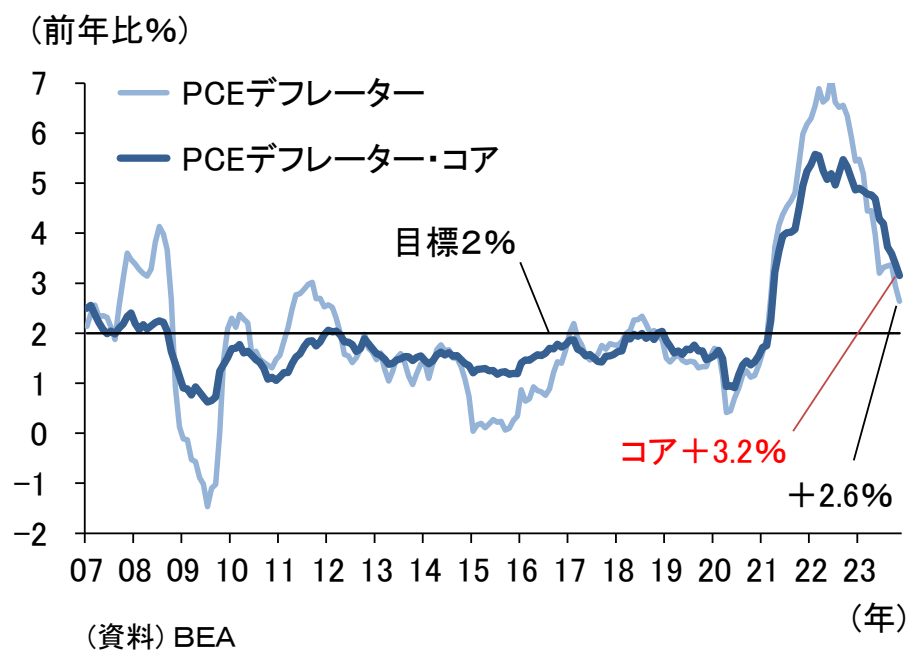
米国：インフレは概ね順調に低下しているが、目標の2%までもう少し距離がある。

- コロナ禍で始まったインフレは当初の予想を大きく超えた。①供給制約、②国際商品市況の高騰、③財政金融政策、④強い需要、⑤労働市場のひっ迫、など多くの要因。
- このところ「モノ」のインフレはほぼ沈静化したが、「サービス」のインフレはなお高め。インフレ全体として高止まりないし再燃のリスクは無視できない。

【消費者物価(CPI)】



【個人消費支出(PCE)デフレーター】

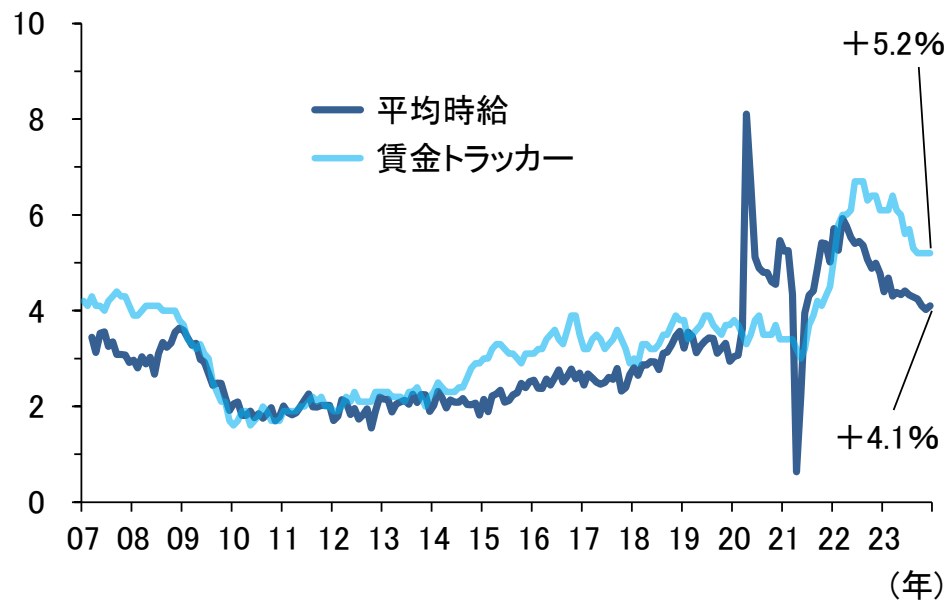


米国：基調的なインフレの行方は賃金の動向と密接に関連

- 賃金上昇率も鈍化してきているが、まだやや高い。賃金上昇率が3%台半ばぐらいまで低下しないと、「インフレ率が2%近辺で安定する」と確信しにくい。
- 賃金が落ち着くには、労働需要(求人数)が減少しなければならない。その調整もだいぶ進んできたが、なおしばらく経済活動の抑制が必要。

【 時間当たり名目賃金 】

(前年比%)



(資料) BLS、アトランタ連銀

【 求人数と失業者数 】

(百万人)



(資料) BLS

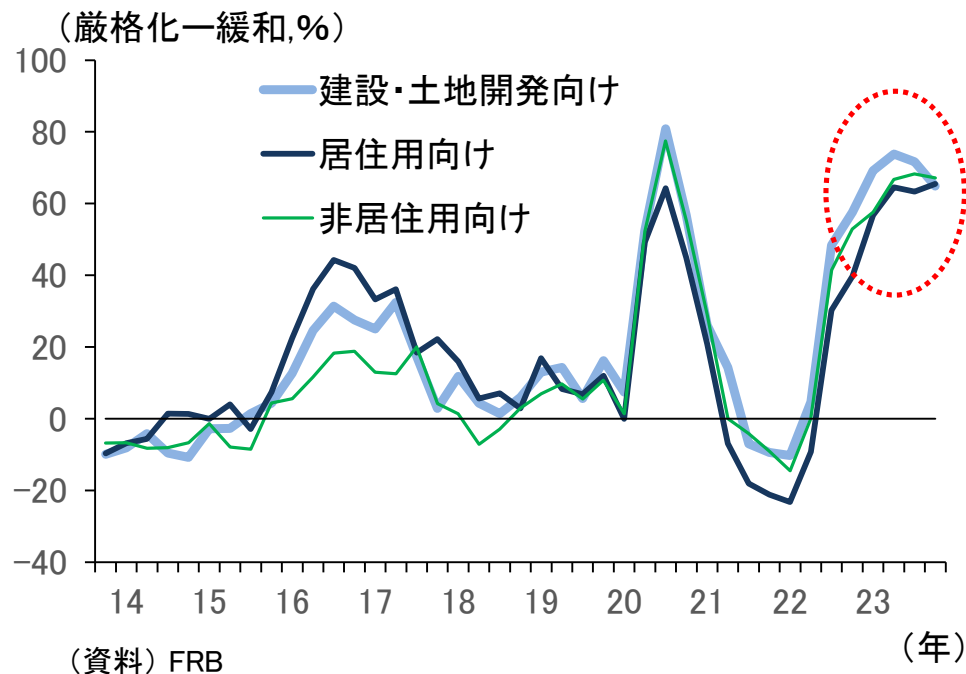
米国：銀行の貸出基準の動きから見る限り、景気後退の可能性はまだ排除できない

- 2022年春以降の急速な利上げを受けて、銀行の貸出基準は厳格化している。最近の「厳格化」水準と同程度の局面は、**過去は例外なく景気後退**を伴った。
- 今は低金利時の固定金利借入れがクッションとなっているが、いずれ借り換えが必要になる。金融面から経済活動を抑制する力は次第に強まっていく可能性がある。

【銀行の貸出基準（商工業ローン）】



【銀行の貸出基準（商業不動産ローン）】



FRBの利上げ局面は既に完了か： 今後はいつまで高金利を続けるかが焦点に

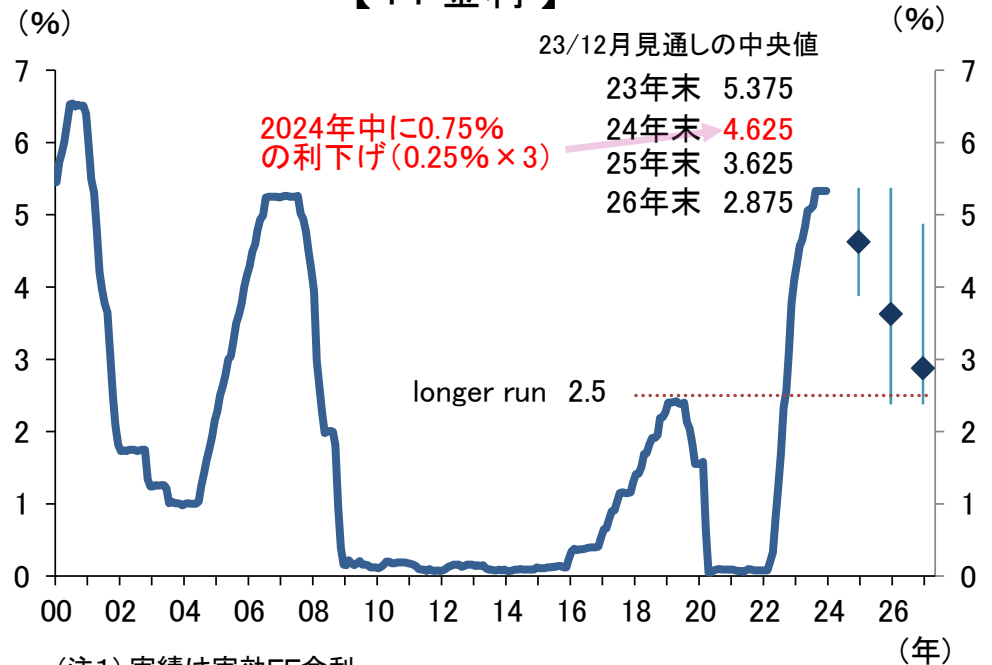
- FRBは2022年の3月から利上げを開始し、その後の1年半で累計5%以上の利上げ（現在の政策金利水準は**5.25~5.5%**）。
- 今は、①インフレが確実に2%に戻るか、②経済が強すぎも弱すぎもしいないか、③高金利の影響はどうか、などを見極めている段階。市場は2024年に1.5%程度の利下げを織り込み。

【 FOMCの見通し(23年12月) 】

	2023	2024	2025	2026	Longer run
実質GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE デフレーター	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
PCE デフレーター・コア	3.2	2.4	2.2	2.0	
FF金利	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5

(注) FOMCメンバーの中央値、各年10~12月
(資料) FRB

【 FF金利 】

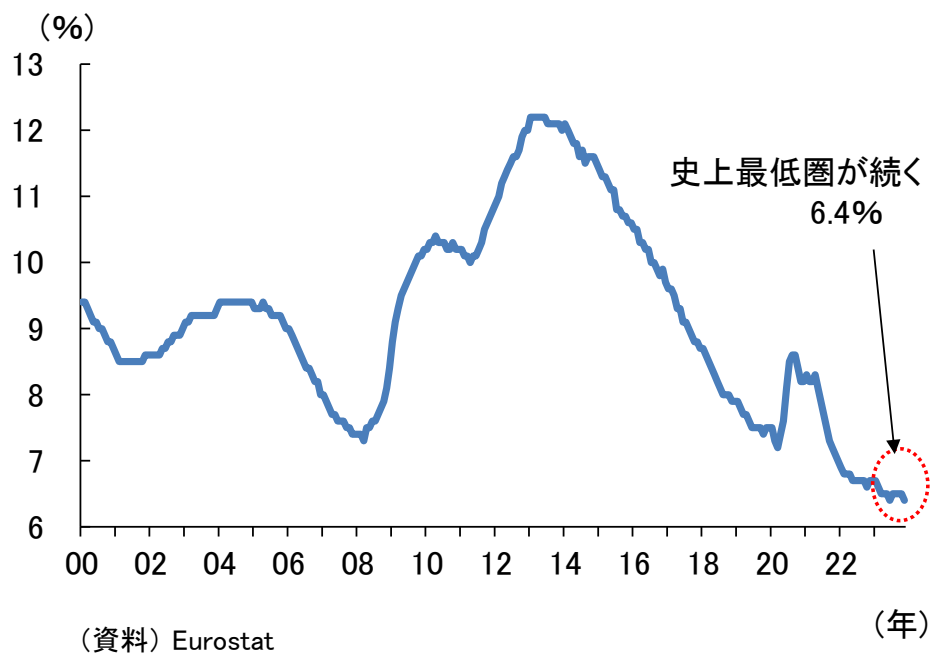


(注1) 実績は実効FF金利
(注2) 見通しは2023年12月FOMCにおける中央値とレンジ
(資料) FRB

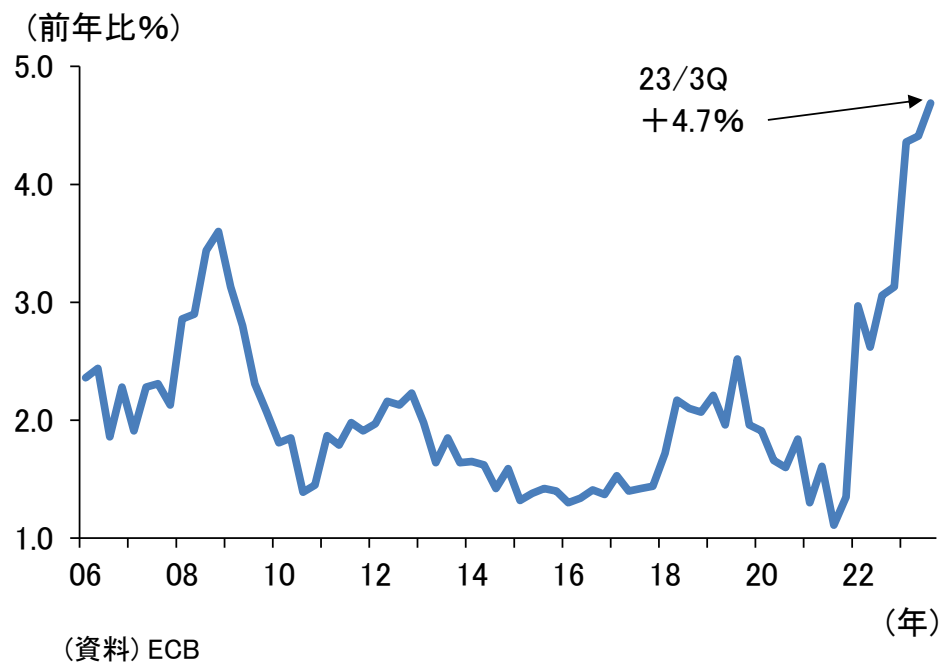
ユーロ圏の賃金上昇率はなお高まる方向の動き

- ユーロ圏の失業率は史上最低圏で推移しており、賃金上昇率も高まっている。
- 労働組合の力が強い欧州では、賃金上昇率はいったん高まると下がりにくい。これがサービスを中心に根強い物価上昇圧力になる可能性をECBは警戒。

【ユーロ圏失業率】



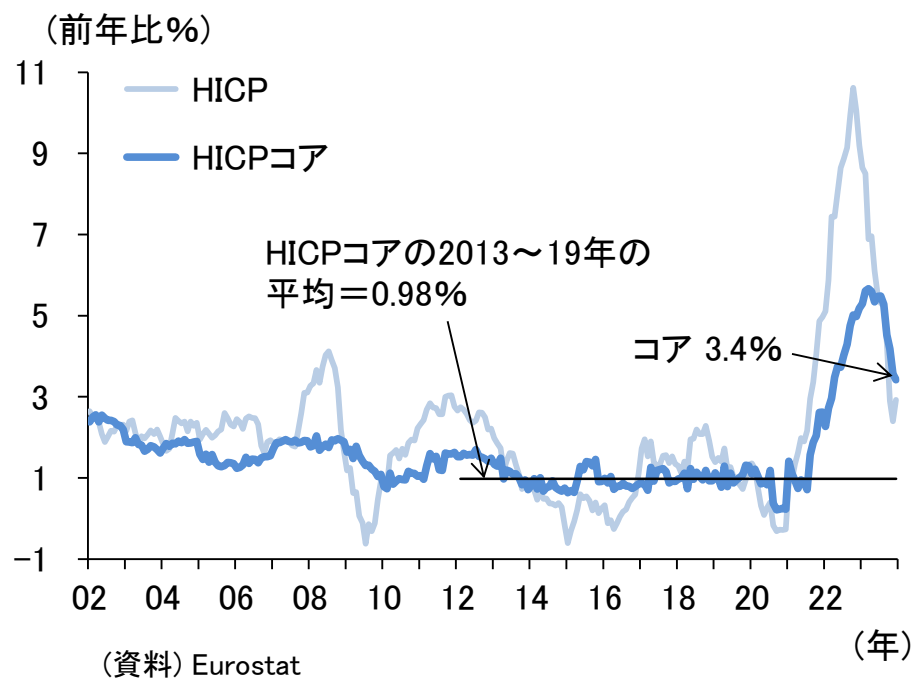
【ユーロ圏賃金(妥結賃金)】



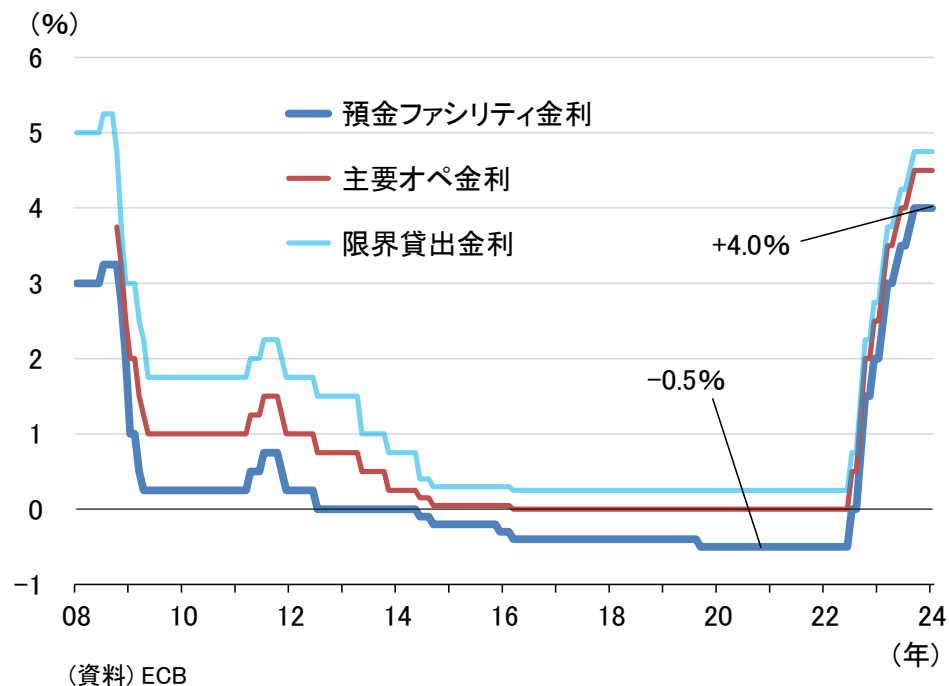
ユーロ圏の物価： インフレ率は低下してきているが、「ラストワンマイル」が問題

- 2010年代は低インフレで「日本化」が懸念されていたが、コロナ禍で状況は一変。足元のインフレはだいぶ収まってきたが、賃金上昇圧力などからみて**高止まりのリスク**あり。
- ECBは**マイナス金利**を2022年7月に**解除**し、そこから累計4.5%の利上げを実施。現在は4%の水準で横ばいだが、年央ごろから**利下げ**が模索される可能性。

【ユーロ圏インフレ率】



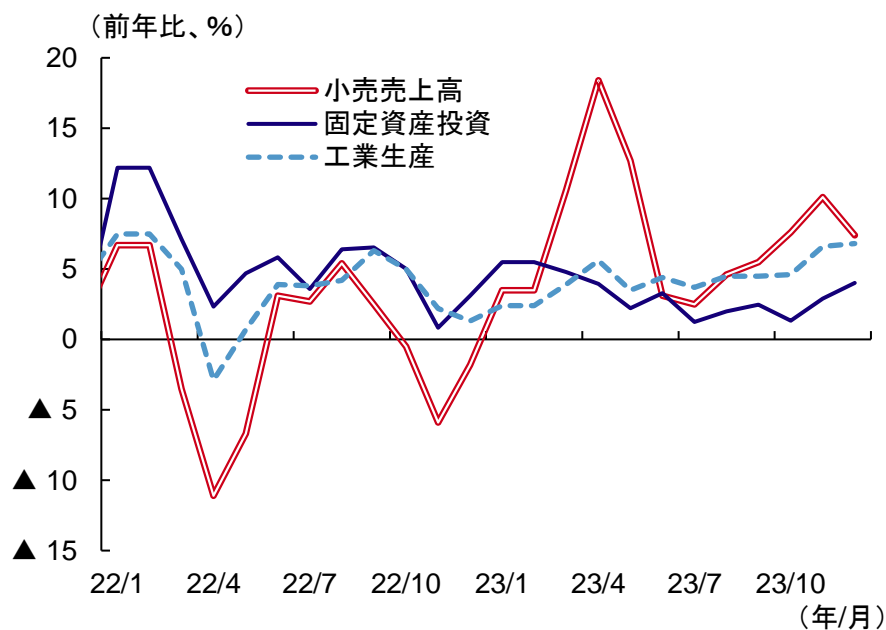
【ECBの政策金利】



中国経済：従来の成長モデルが失われる一方、新たな成長の形はまだ見えない

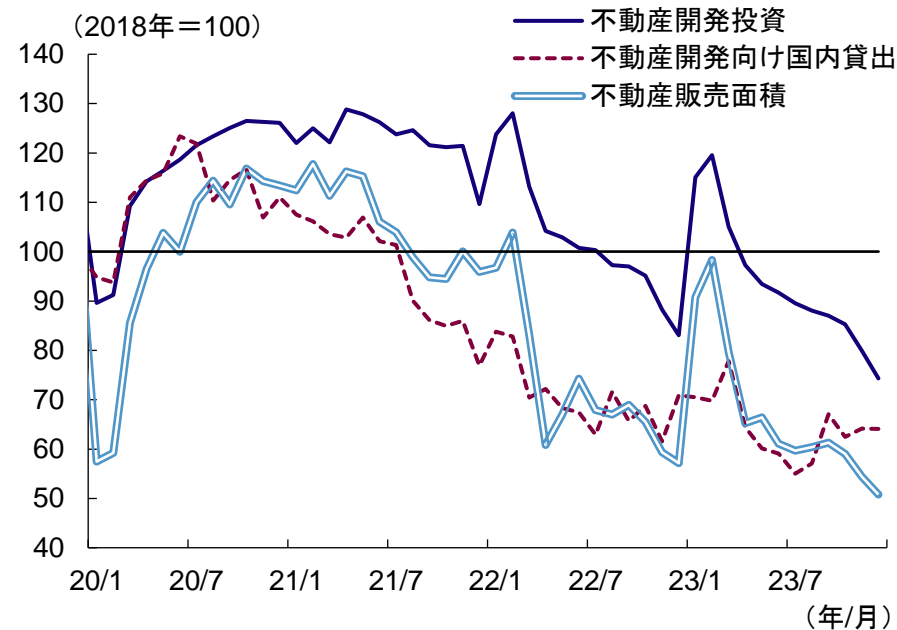
- 不動産セクターの調整が経済全体に重くのしかかる。家計のコンフィデンスが弱まっており、消費主導の経済成長は当面実現しそうもない。
- 2023年は政府の成長目標「5%前後」を何とか達成(5.2%)。しかし中長期的に高齢化、米中問題、政府の統制強化による民間活力の後退など、課題が多い。

【 月次経済指標(前年比) 】



(注)1・2月は2カ月の平均値
(資料)中国国家統計局、CEIC

【 不動産関連指標 】

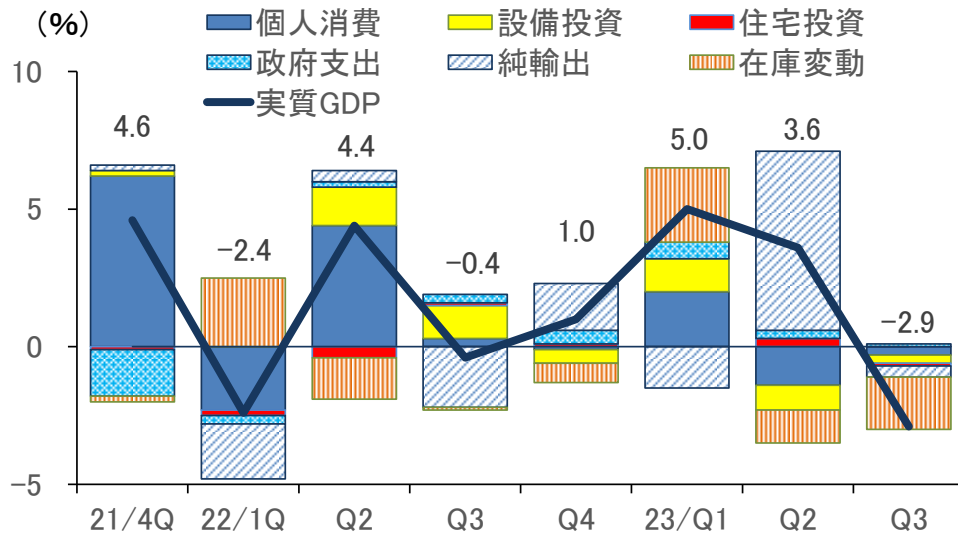


(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(資料)中国国家統計局、CEIC

日本経済は可もなく不可もなく、均せば緩やかな成長を続けている

- 2023年の前半は高成長になったが、2Qは輸入の減少による面が大きい。3Qはその反動もあって**-2.9%成長**となった。
- コロナ禍の影響がなくなったあとも、**個人消費**は物価高の影響で2四半期連続の**マイナス**。設備投資は人手のネックもあり盛り上がり欠ける。

【 実質GDP(前期比年率) 】



(注) 季節調整済み前期比年率
(資料) 内閣府

【 実質GDP(水準) 】

(兆円、2015年価格)



(資料) 内閣府

輸出や生産は、世界需要が今ひとつ強まらず横ばい圏内の動き

- 財に対するグローバル需要は、①コロナ特需の剥落、②サービスへの需要シフト、③米欧を中心とする金融引き締めの影響などから、停滞基調が続く。
- 電子部品・デバイスは在庫調整が終わりつつあり底入れの動き。
- 資本財の弱さには中国経済の減速も影響。

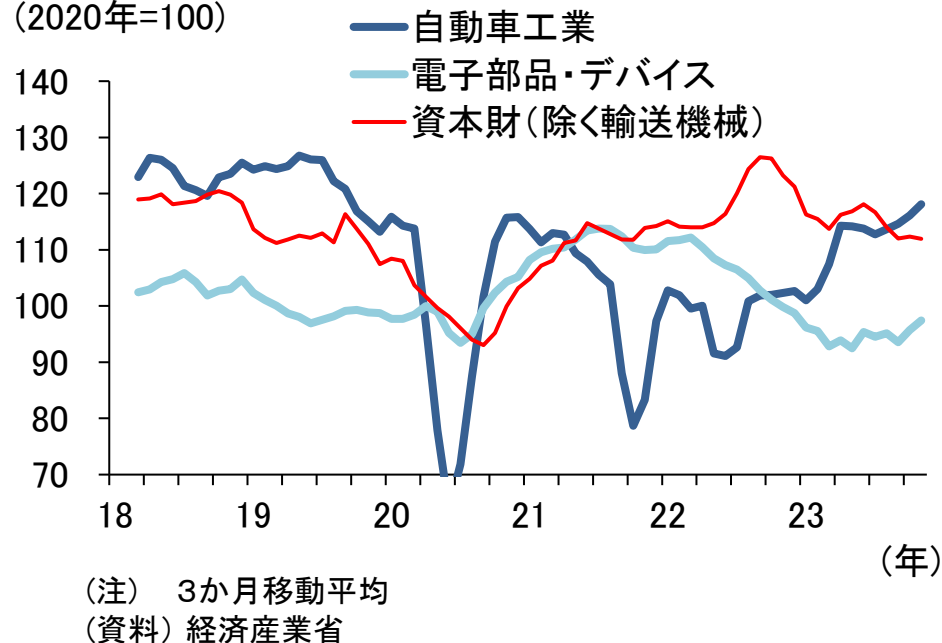
【 実質輸出入 】

(2020年=100)



【 鉱工業生産 】

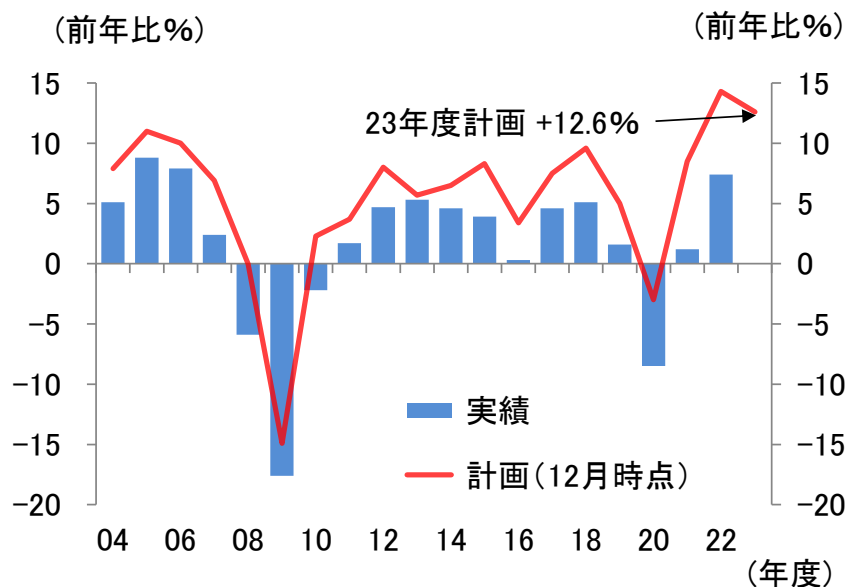
(2020年=100)



設備投資は緩やかに増加

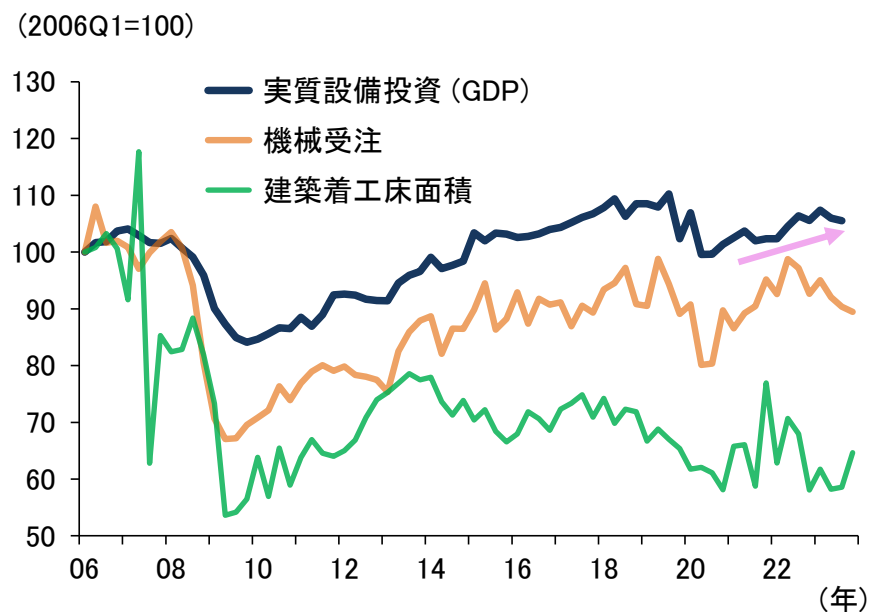
- 2023年度の設備投資計画（日銀短観、12月時点）は+12.6%と高い伸び。金額がインフレで膨らんでいる面はあるが、環境関連やデジタル化関連を中心に企業の投資意欲は堅調。
- ただし、月次および四半期データで実績をみると力強さに欠ける。世界経済を取り巻く不透明感や人手の制約などに注意が必要。

【 設備投資計画と実績（日銀短観） 】



(注1) 全産業・全規模
 (注2) 土地を除きソフトウェアを含む(2017年度以降は研究開発費も含む)
 (資料) 日銀

【 設備投資とその先行指標 】

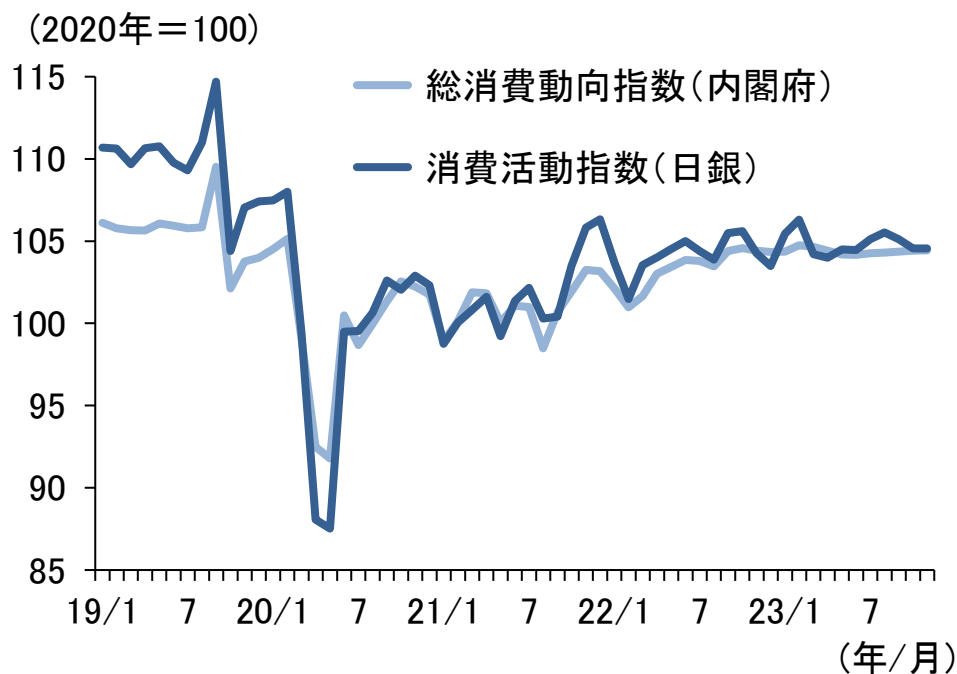


(注1) 機械受注は民間向け(船舶および電力向けを除く)
 (注2) 建築着工床面積は非住宅向け
 (資料) 内閣府、国土交通省

個人消費は一進一退の動き

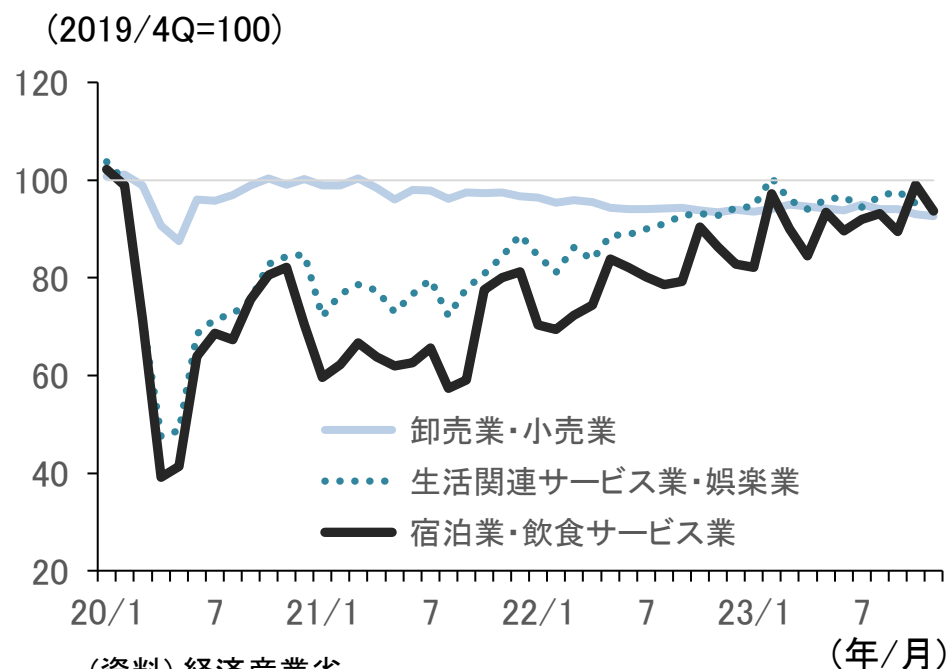
- コロナ禍の影響が薄れるにつれて、個人消費はサービスを中心に回復。
- ただし、回復の速度はきわめてゆっくり。賃金の上昇は一定の下支えになっているが、それ以上の**物価上昇が家計に影**を落とす。

【 個人消費の月次指数 】



(注) 実質、季節調整済み
(資料) 内閣府、日銀

【 第三次産業活動指数 】



(資料) 経済産業省

消費者物価の上昇率はエネルギー価格を除くといったん**4%**を超えた(42年ぶり)

- インフレの基本的な背景は、①エネルギー価格など海外インフレの影響、②高齢化による人手不足。①はピークアウトしているが、②は構造的な要因なので持続する可能性。
- 2023年の春には30年ぶりの賃上げが実現したが、「物価に負けない賃上げ」とまではいかず「**負け幅を小さくする賃上げ**」にとどまった。このため**実質賃金はマイナス**が継続。

【消費者物価】



(注) 2014年の消費税率引き上げを調整
(資料) 総務省、日銀

【賃金】

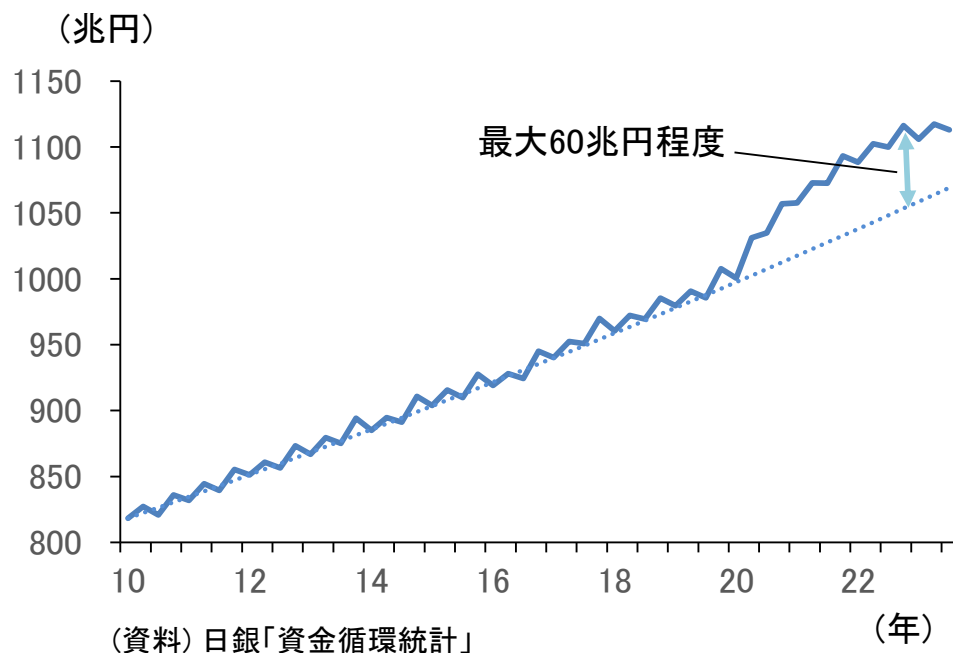


(注1) 賃金の17年以降は共通事業所ベース
(注2) 実質賃金は名目賃金とCPI(持家の帰属家賃を除く総合)から算出
(注3) 6か月移動平均
(資料) 厚生労働省、総務省、一部講演者推計

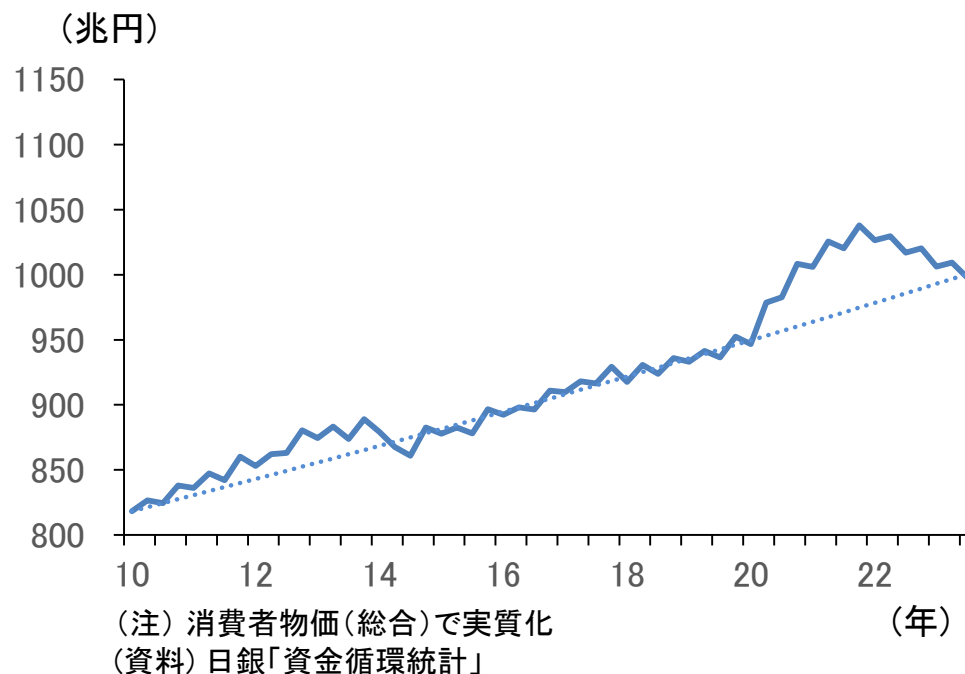
「コロナ貯蓄」も物価上昇により消滅

- 家計の現預金残高は、コロナ禍におけるサービス支出の抑制等により、最大で**60兆円程度**過去のトレンドを上回った。これをコロナ禍の「**超過貯蓄**」と呼ぶことができる。
- しかし、物価を調整した実質ベースで見ると、いったんトレンドから上方乖離した現預金残高は既にトレンドに回帰。貯蓄が**物価上昇で目減り**したことにより、**超過貯蓄は既くない**。

【家計の現預金残高(名目)】



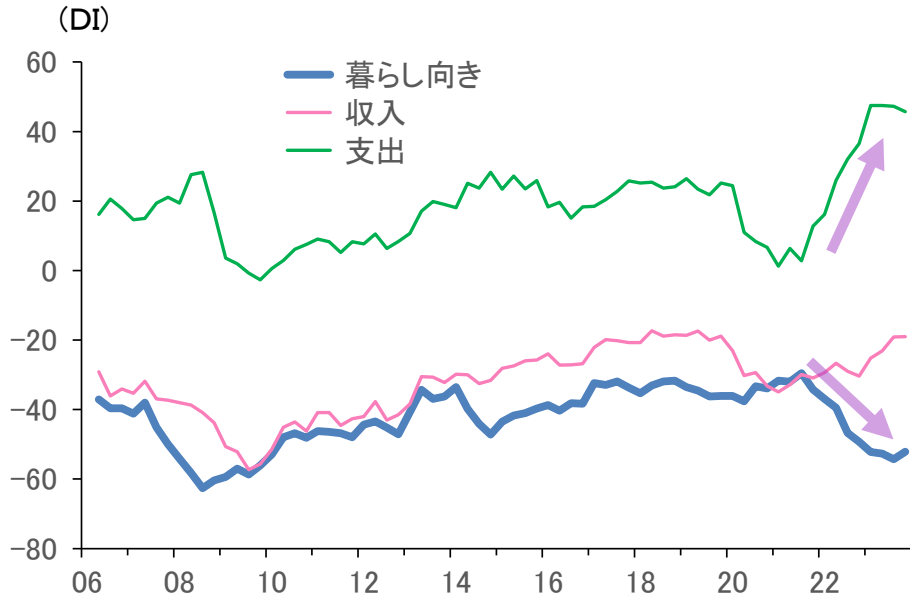
【家計の現預金残高(実質)】



物価上昇の影響で、家計は暮らし向きにゆとりがなくなっていると感じている。

- 家計の実感としては、この2年ほどの物価の上昇はリーマンショック並みの打撃。

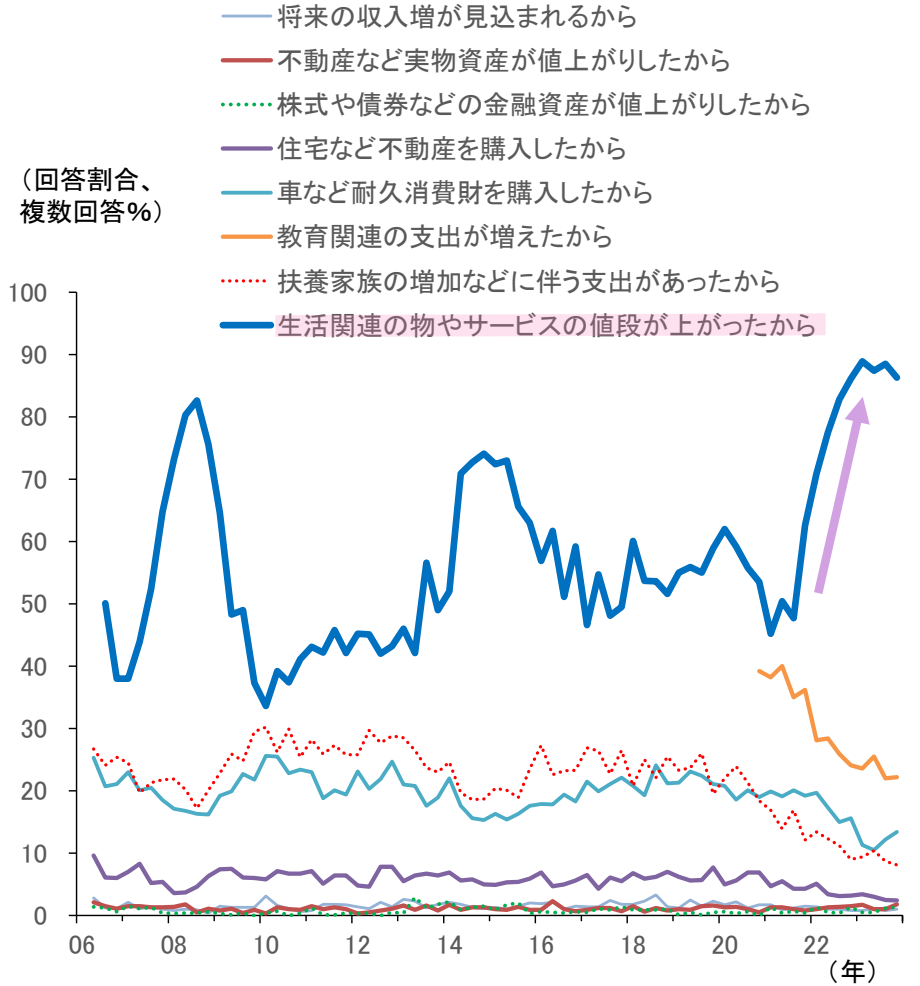
【家計の収入・支出と暮らし向き】



(注) 暮らし向きは1年前と比べて「ゆとりが出てきた」-「ゆとりがなくなってきた」。収入・支出は1年前に比べて「増えた」-「減った」。

(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」

【支出が1年前に比べて増えた理由】



(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」

日銀は2%物価目標の実現の**確度**は「少しずつ高まっている」としている。

【日銀による消費者物価見通し(前年比%)】

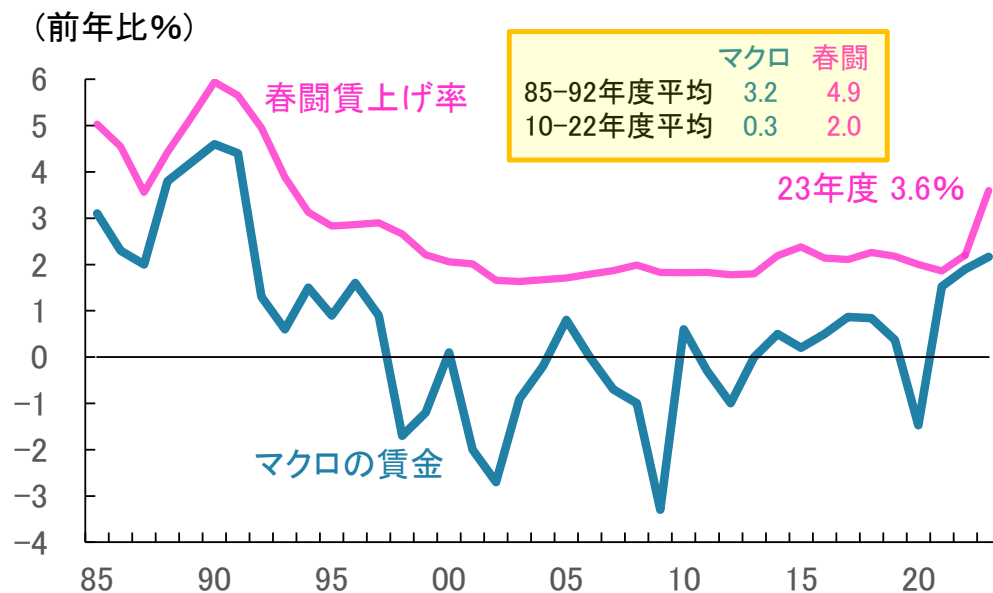
年度	除く生鮮食品	除く生鮮食品・エネルギー	リスクの方向性
2023	2.8	3.8	中立
2024	2.4	1.9	中立
2025	1.8	1.9	中立

(注) 政策委員見通しの中央値。

(資料) 日銀展望レポート(2024年1月)

- 今年の春闘賃上げ率が**30年ぶりの高さ**となったことは注目すべき変化であるが、賃金上昇の持続性を見極めるうえで、**2024年の春闘**がポイントになる。

【マクロの賃金と春闘賃上げ率】



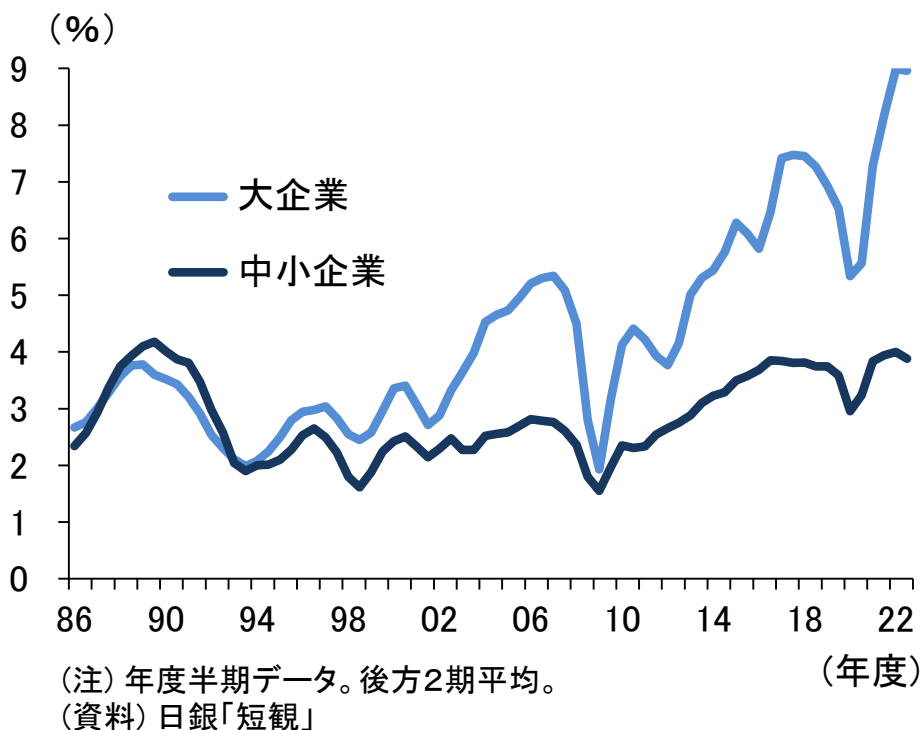
(注) マクロの賃金: 1990年度以前は30人以上事業所、2017年度以降は共通事業所ベース。2023年度は4-11月分。

(資料) 厚生労働省

大企業の企業収益は史上最高益を勢いよく更新

- 2000年代ごろから**大企業の「稼ぐ力」**は着実に高まっている。①**海外進出**、②**業界や事業の再編**、③**国内のコストカット**、が主な背景。ただし、企業規模間の**格差**は拡大。
- 2022～23年にかけての急速な業績伸長は、①**コロナ禍収束**、②**円安**、③**コストの価格転嫁**の進展、が大きい。

【 売上高経常利益率 】



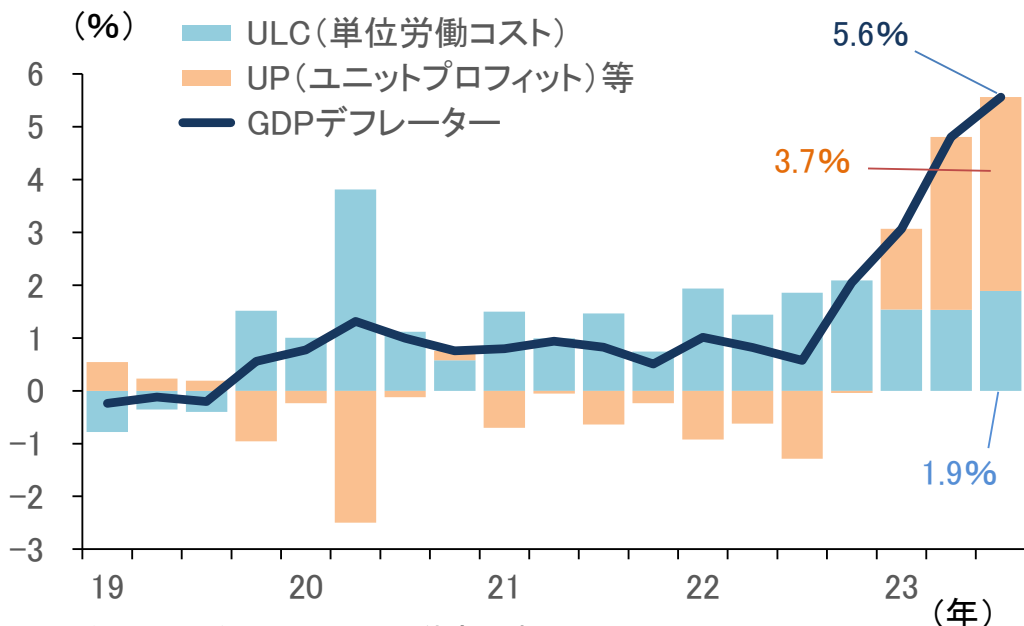
【 交易条件DI 】



マクロで見れば、2023年は賃上げの原資が企業にため込まれた年と言える

- 最近のGDPデフレーターの上昇分(=ホームメイド・インフレ)は、労働者に回らず**ほぼすべてが企業収益**に。
- 実質賃金低下の原因は、22年は**交易条件の悪化**だったが、23年は**労働分配率**の低下。

【 GDPデフレーター分解(累積) 】

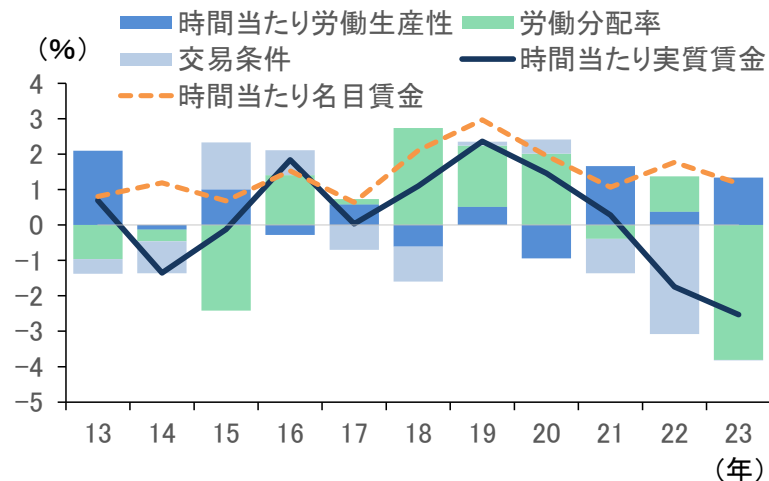


(注1) 2019年平均からの累積変化率。

(注2) ULC=名目雇用者報酬/実質GDP。UPは残差として求めた。

(資料) 内閣府

【 実質賃金の分解(前年比) 】



(注) 要因分解は以下の式による(消費デフレーターは持ち家の帰属家賃を除いたもの)。2023年は1~9月。

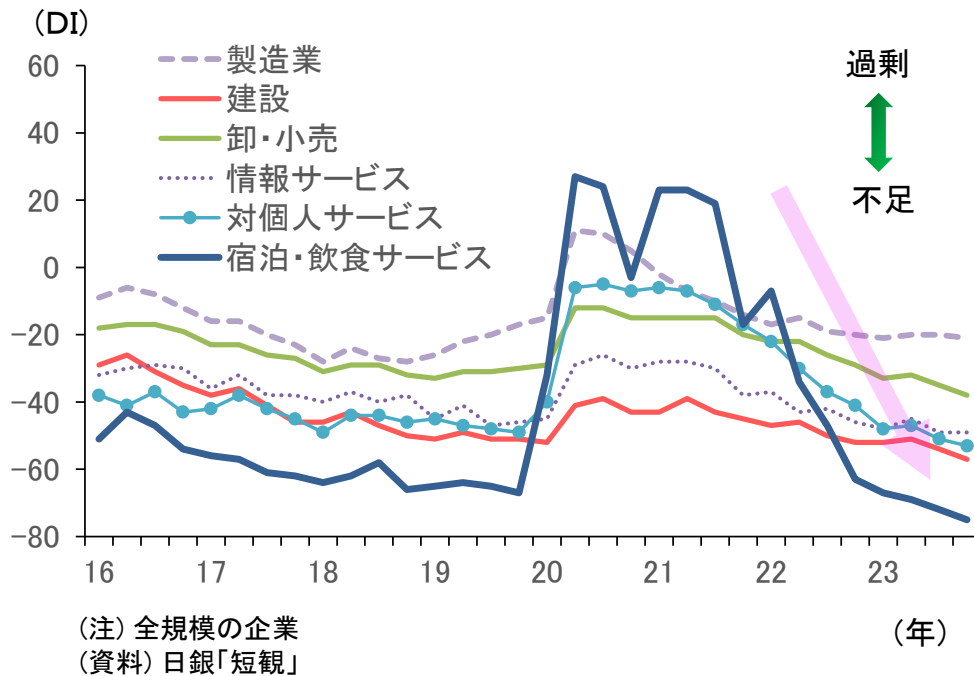
$$\begin{aligned}
 \text{時間あたり実質賃金} &= \frac{\text{時間あたり名目賃金}}{\text{消費デフレーター}} = \frac{\frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{雇用者数} \times \text{労働時間}}}{\text{消費デフレーター}} \\
 &= \frac{\frac{\text{名目GDP}}{\text{GDPデフレーター}}}{\text{雇用者数} \times \text{労働時間}} \times \frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{名目GDP}} \times \frac{\text{GDPデフレーター}}{\text{消費デフレーター}} \\
 &\quad \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\
 &\quad \text{時間あたり労働生産性} \qquad \text{労働分配率} \qquad \text{交易条件}
 \end{aligned}$$

(資料) 内閣府、総務省、厚生労働省

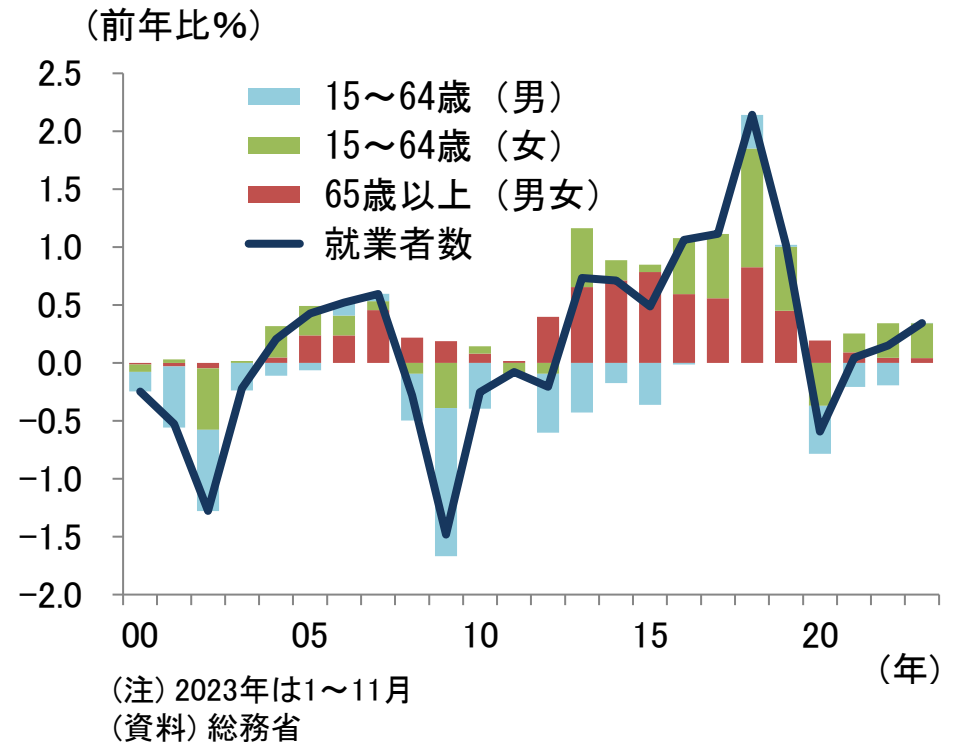
構造的な人手不足により、賃上げ圧力が持続する可能性

- コロナ禍からの正常化に伴い、対人サービスを中心に内需関連の**人手不足**が深刻化しつつある。
- 2010年代は女性や高齢層が労働供給の天井を引き上げたが、その後、①高齡化がさらに進み、②M字カーブも解消に近づいているため、**2020年代は労働供給の制約**が強まる。

【 業種別雇用判断DI 】



【 就業者数 】

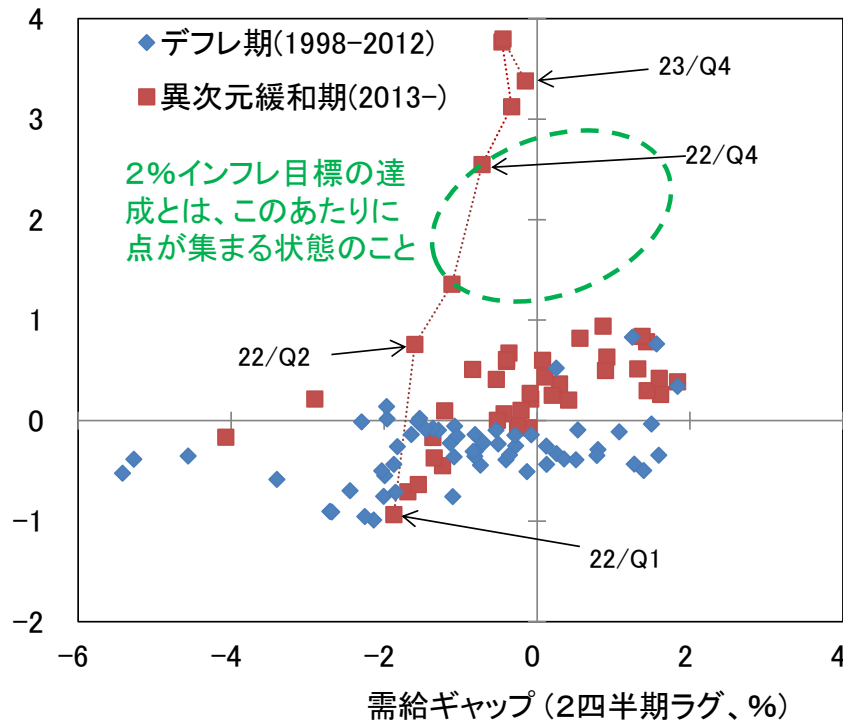


異次元緩和の下でも中長期的な予想物価上昇率は上昇しなかったが・・・

- フィリップス曲線とは、需給ギャップと物価の間に存在するとされる右上がりの関係。
- 異次元緩和はその上方シフトを目指したが10年近くそうならなかった。直近の上方への動きが**中長期的な予想物価上昇率**の上昇を意味しているのかが今後の注目点。

【 為替要因調整後のフィリップス曲線 】

消費者物価(生鮮食品・エネルギー・為替
要因を除く、前年比%)



(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$\text{CPI} = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$

(5.5) (8.4)

$$R^2(\text{自由度調整済み})=0.65$$

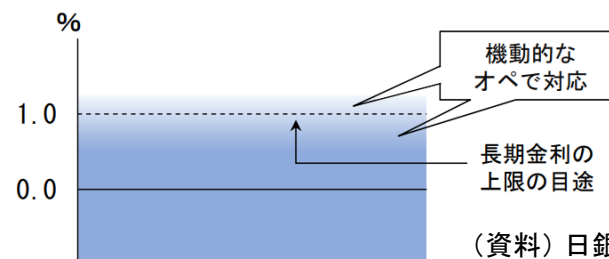
ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、
為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

(資料)総務省、日銀、BISのデータから講演者算出

イールドカーブ・コントロール(YCC)は段階的に柔軟化され、今はほぼ形骸化

- 日銀は2022年末から2023年初にかけて、YCC防御のため大量の国債買い入れを強いられた。
- その反省から2023年7月末にYCCを柔軟化。さらに10月末には**YCCの再柔軟化**。これによりYCCは「**名ばかりYCC**」となった。

＜さらなる柔軟化後の運用＞

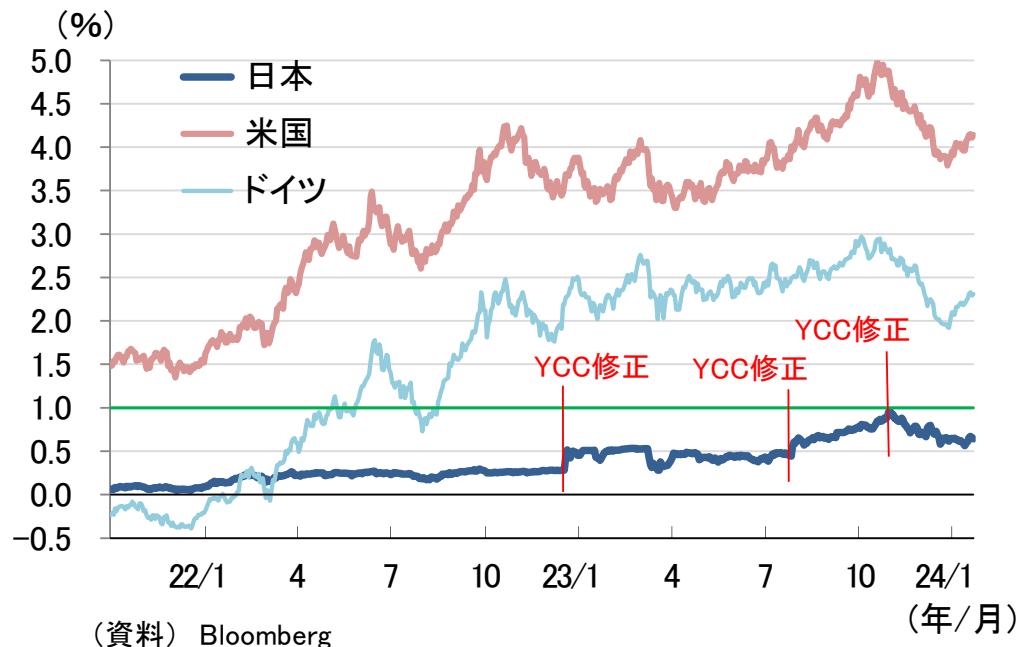


【日銀による長期国債のネット買い入れ額】

(年間換算額、兆円)



【長期金利(10年物国債)】



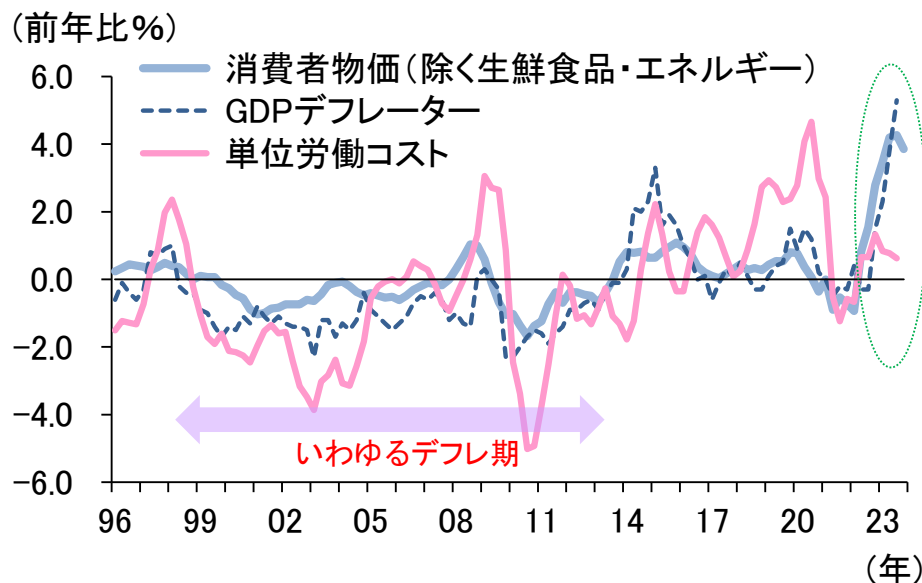
- 先行きの不確実性はなお高いものの、**2%物価目標**が実現する見通しの**確度**は、引き続き、**少しずつ高まっている**。
- **物価から賃金**への波及の面では、**春季労使交渉**に向けて労働組合側からは昨年を上回る賃上げを要求する方針が示されている。大企業を中心に、経営者から賃上げに前向きな発言もみられている。
- サービスを含む価格の緩やかな上昇傾向や、支店長会議での報告などを踏まえ、**賃金から販売価格**への波及も少しずつ広がっている。
- この先も、**春季労使交渉**の動向を含め、各種のデータ、情報を丹念に分析し、**賃金と物価の好循環**が強まっていくか確認していく。
- **中小企業**の賃金は、経済全体の平均賃金に与える影響を中心にみていく。
- **マイナス金利解除時**には、様々な金融緩和策の継続の是非を検討するが、具体的な内容は経済・物価・金融情勢次第。現時点での物価・経済・金融見通しを前提とすれば、大きな**不連続性**が発生するような政策運営は**避けられる**。
- マイナス金利の解除は、**その後の金利の経路**についても考慮したうえで行う。現在みえている経済の姿からすれば、(解除後も)**きわめて緩和的**な金融環境が当面続く。

政府のデフレ脱却宣言はどうか

- 「**デフレ脱却**」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」
- その実際の判断に当たっては、**消費者物価**や**GDPデフレーター**等の物価の基調や、その背景(例えば、**需給ギャップ**や**ユニット・レバー・コスト**)を総合的に考慮。
- (デフレ脱却は)内閣府が**関係省庁とも認識を共有**した上で、政府として判断する。

(資料) 内閣府参議院予算委員会提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」(2006年3月)より作成

【 消費者物価等 】

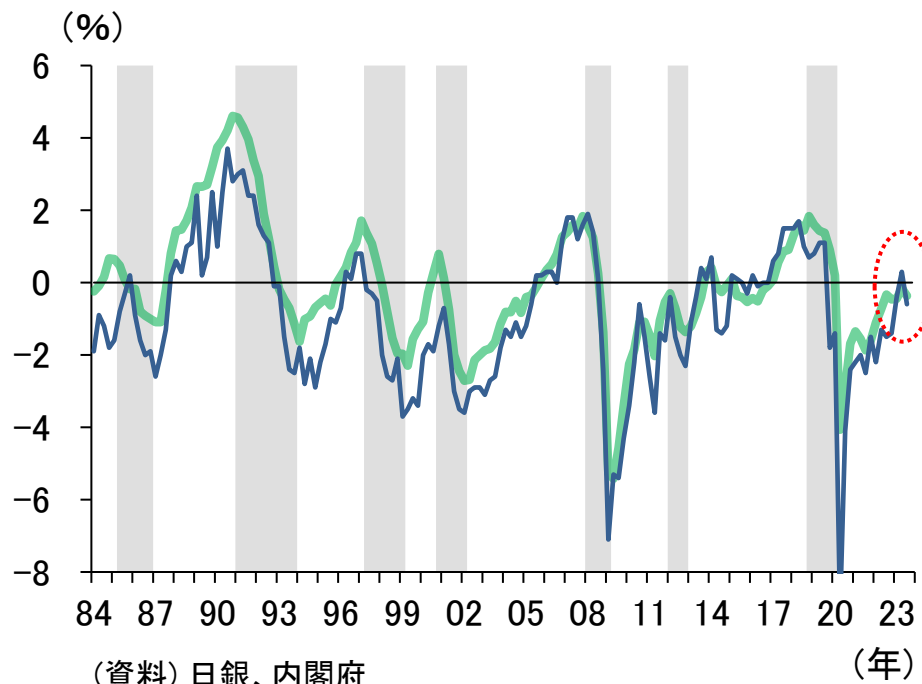


(注1) 消費者物価は1997年と2014年の消費税を調整。

(注2) 単位労働コストは4四半期平均。

(資料) 総務省、内閣府

【 需給ギャップ 】



日銀は「多角的レビュー」を実施中

- 日銀は、金融政策に関する多角的なレビューを実施中。過去25年の総括という位置づけ。作業期間は1年から1年半程度。2024年夏ごろに完了と見込まれる。
- 植田総裁は2023年6の記者会見で、レビューの主な内容が次の二つであることを説明。
 - ① 過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果と副作用。
 - ② (その背景として)グローバル化や少子高齢化など様々な環境変化が、企業・家計の行動や賃金・物価形成メカニズムに及ぼした影響、およびその金融政策への含意。

予想される重要論点とその含意

1. YCCとマイナス金利の問題点

⇒ 2%物価目標が達成できなかった場合でもこれらは**廃止**し、より**持続性**の高い金融緩和の枠組みへ移行(ゼロ金利+量的緩和+フォワードガイダンス)。

2. 低インフレ(デフレ)は純粹にマネタリーな現象ではなく構造的なものであるとの理解

⇒ 2%物価目標は維持するが、中長期的な視点から**柔軟に運用**する方針の明確化。
⇒ 日本経済の持続的成長のためには、適切な金融政策だけでなく強力な**構造改革・成長戦略**が重要であることを強調。

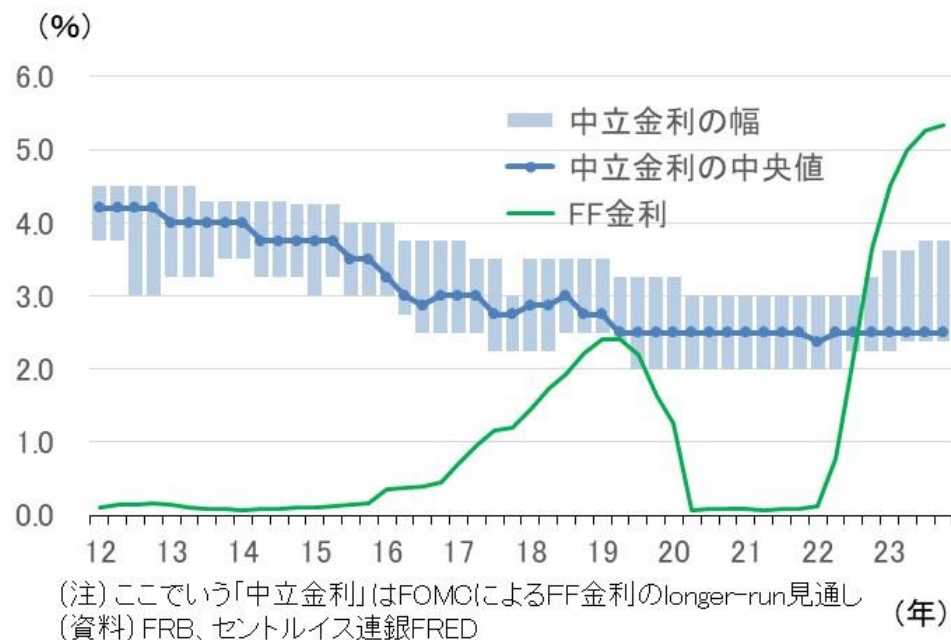
FRBの中立金利

- 中立金利 = 自然利子率 + トレンドインフレ率 (自然利子率は実物均衡で決まるとされる)。
- しかし、自然利子率はいくまで便宜上の概念であり、**2%物価目標の実現・維持に必要な金利水準**として中立金利・自然利子率が事後的に認識される、というのが実態に近い。
- FOMCが認識する中立金利(現在2.5%)は今後上昇していく可能性が高い。

【 自然利子率(R*)の推計値(ニューヨーク連銀) 】



【 FOMCメンバーが認識する中立金利 】



将来の金利水準を巡るSummersとBlanchardの論争

中立金利上昇を支持する議論

中立金利の低位安定を支持する議論

	Summers	Blanchard
現在の金利水準と需要の関係	大幅利上げにもかかわらず強い需要は、中立金利の上昇を示唆。	需要の強さは家計の過剰貯蓄、それを支えた財政政策、という特殊要因による面が大きい。
財政	CBOの長期見通しは最初から低金利を前提にするなど楽観的。	CBOの長期見通しでは政府債務はそれほど膨らまない。
人口動態の影響	寿命は延びず引退年齢は上昇。したがって貯蓄の必要性は低下。	長生きに備えて貯蓄を増やす傾向は今後も続く。
安全資産選好	株、ハイイールド、不動産などからみてリスクプレミアムは低下している。	金融規制の影響が大きいので今後も変わらない。
生産性上昇率		AIの活用で上昇。金利の上昇要因(ただし、 r, g がともに上がる)
投資	脱炭素化に加え、償却サイクルの短期化(ITなど)で投資増加。	リショアリング、軍事費の増加などで投資増加。脱炭素化の投資は様々な不確実性から今のところ低調。
今後の中長期的なインフレ	コロナ前よりも高くなる。	インフレ目標は3%が望ましい。
結論	r -star(従来0.5%)は2%程度まで上昇。短期金利4%、長期金利4~5%。	将来も $r < g$ の関係は保たれる。

(資料) ピーターソン国際経済研究所(PIIE)のイベント“Summers and Blanchard debate the future of interest rates” (2023年3月7日)より作成

ラガルドECB総裁のジャクソンホール講演

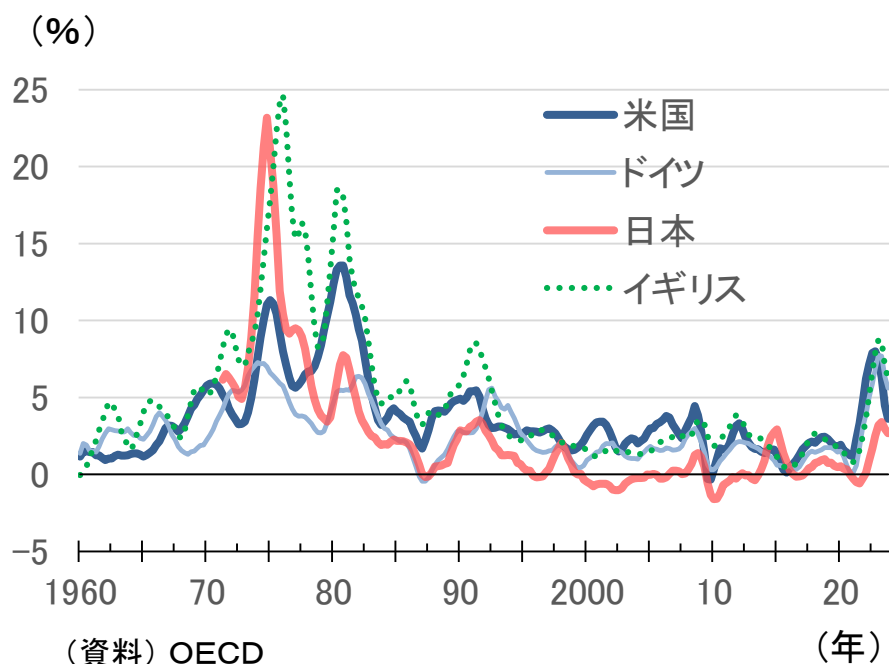
(Christine Lagarde “*Policymaking in an age of shifts and breaks*” 25 August 2023)

- ①**労働市場**の変容(労働市場から退出、働く時間の抑制、リモートワークの増加)、②**エネルギー転換**(化石燃料の生産・投資の抑制)、③**世界市場・サプライチェーンの地政学的な分断**、がコロナ後のインフレを加速。これらの影響が永続するかどうかはわからないが、思いのほか長引いているのは事実。
- コロナ前は需要サイドの変動を中心に経済の動きを理解すればよかったが、今後はおそらく**供給サイドのショック**が起こりやすくなる(気候変動の影響、既存エネルギー・新エネルギーのいずれにも供給制約)。一方、需要サイドでは公的セクターも含め、エネルギー転換・経済安全保障関係の投資が増加。デジタル関連、軍事関連も。
- 以上のような構造的な需給環境の変化は、相対価格の変動(例えばグリーン技術に必要な鉱物資源の価格の相対的な上昇)を引き起こしやすくなる。**相対価格の大きな変動**は、名目賃金の下方硬直性により、**インフレの上昇につながりやすい**。インフレ期待をしっかりとアンカーするための金融政策の役割が増大。
- 一方、労働市場でも**労働者のbargaining power**が増大。元は供給ショックによる物価の上昇でも、それが**賃金の上昇**につながりやすくなった。

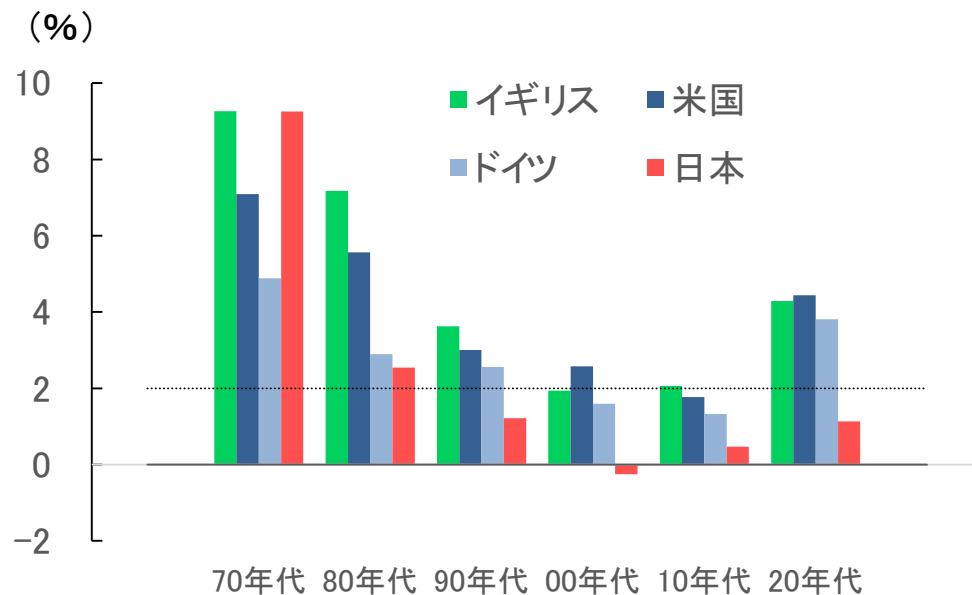
今後の世界経済は低インフレ時代(2010年代)には戻らない可能性が高い

- 構造的にインフレ圧力が高まる要因として、①脱炭素化、②地政学リスクの高まり、③経済安全保障によるサプライチェーンの分断、④財政支出の高止まり、などが指摘されている。
- 70～80年代の高インフレには戻らないとしても、90～00年代程度のインフレ圧力は継続する可能性が高い。日本もゼロインフレというより**1～2%程度がニューノーマル**になるか。

【 CPI前年比上昇率(4四半期平均) 】



【 10年ごとの平均 】

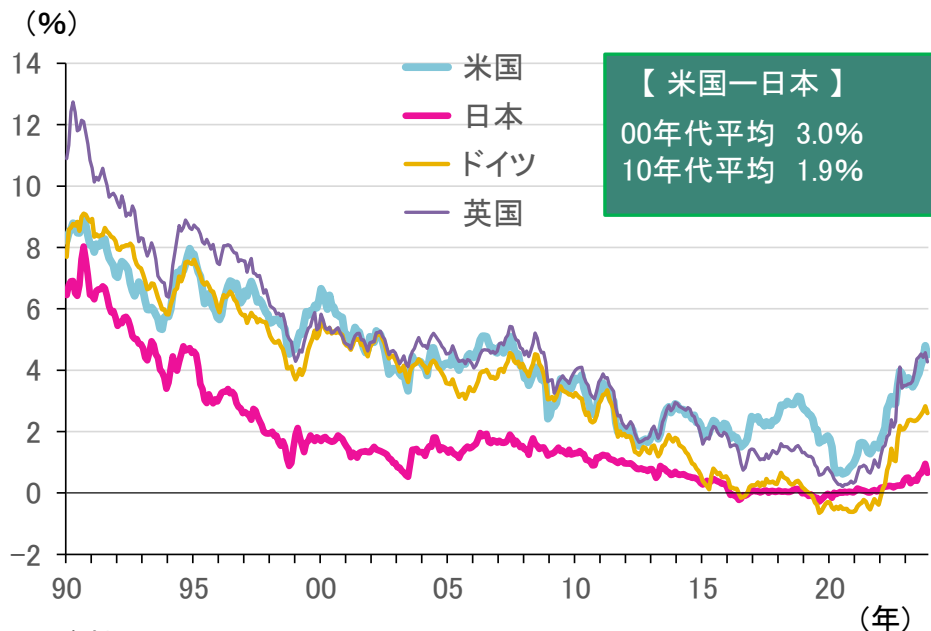


(注) 20年代は2023年は7月まで
(資料) OECD

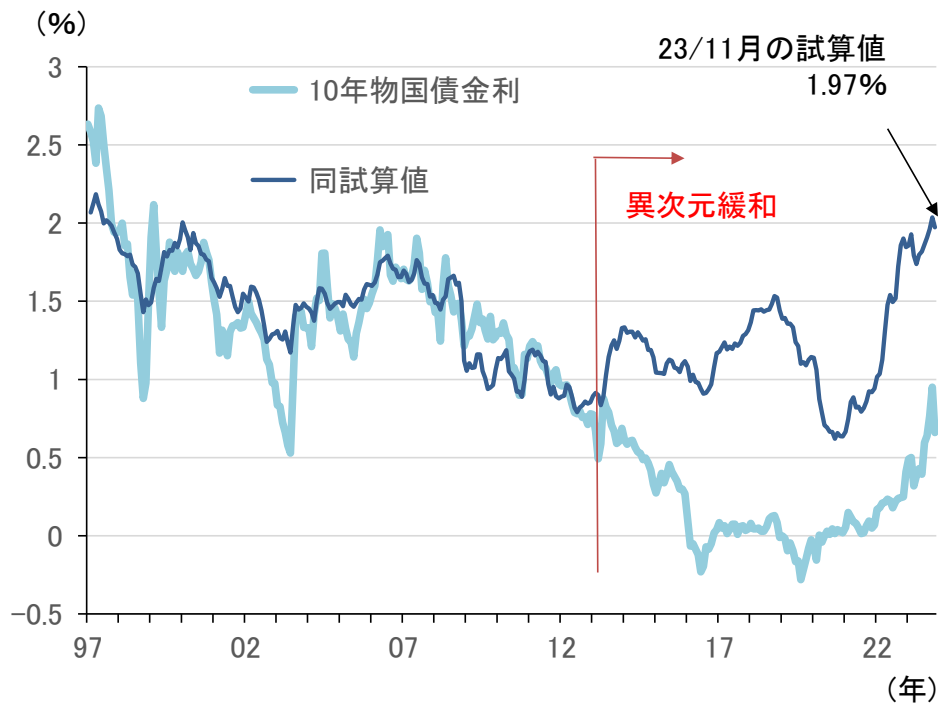
日本の長期金利はどこまで上昇するか

- 中期的に米国が4%なら日本は**2%程度**？
- 理論値では日銀がQQE(長期金利の押し下げ効果1%)をやめればやはり**2%程度**？

【米欧日の長期金利】



【日銀の手法に基づく長期金利試算】



(注) 推計値は日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」(2021年3月)の図表4-1と同様、下記の回帰式で求めた。ただし、消費者物価は1997年と2014年の消費税率引き上げのみを調整したものであり、さらに各種の調整を施した日銀使用のものとは異なる。

$$10\text{年物国債金利} = 0.22 + 0.26 \times \text{有効求人倍率} + 0.10 \times (\text{消費者物価前年比、除く生鮮食品}) + 0.25 \times \text{米国10年物国債金利}$$

(資料) 総務省、厚生労働省、OECD

日銀の金融政策の展望とリスク

賃金・物価のモメンタムを見守る局面

現在

- CPIは2年近くにわたり前年比2%を上回って推移。しかし日銀は、2%物価目標の持続的・安定的な実現を十分な確度を持って見通せる状況にはなっていないと判断。
- 賃金と物価の好循環が強まっていくかどうかを見極めていく最終段階？

賃上げ良好

2%物価目標の達成

春闘の初期状況を確認し
マイナス金利解除(4月?)

YCC撤廃(マイナス金利
解除とほぼ同時)

政府のデフレ脱却宣言と連動

リスク

賃上げ不十分
海外経済の減速
個人消費の弱さ

2%物価目標は未達

2024
年前半

2024
年後半
以降

インフレが1%台の場合

短期金利の引き上げは限定的
ゼロのままの可能性も

インフレが2%超で
持続する場合

短期金利を引き上げ(1~2%?)
行き過ぎたインフレが続く場合は2~3%?

レビューを経て政策枠組みの変更

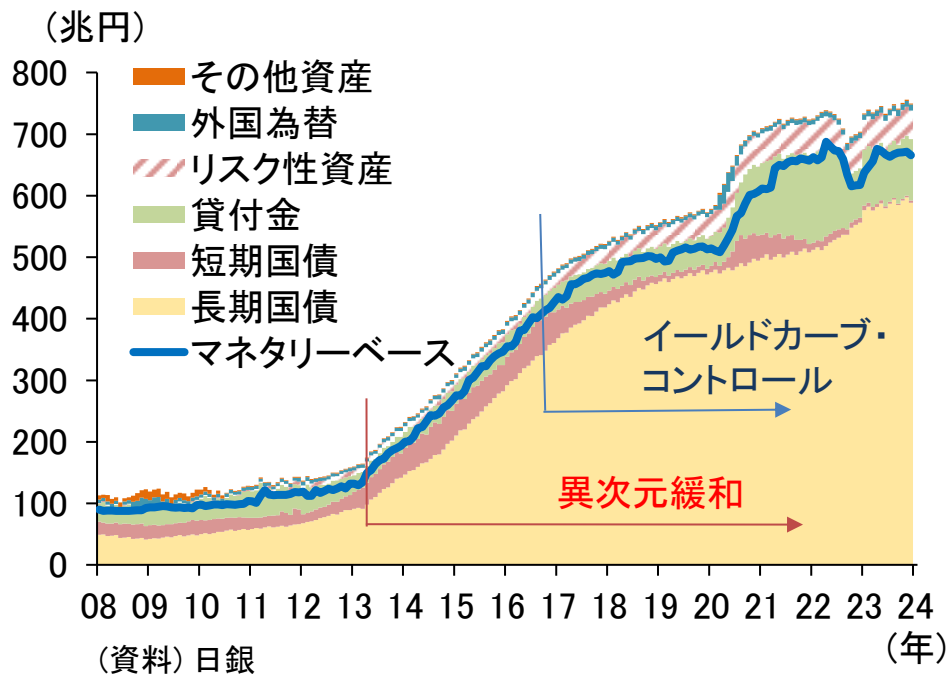
- 2%物価目標を中長期の目標へ。
- YCCを副作用防止の観点から撤廃。
- マイナス金利も、金融システムに対する長期的なリスクの観点から解除。
- 国債の買い入れ、概ねゼロ金利は続く。

機を見て日銀のバランスシート縮小にも着手

日銀のバランスシート拡大は既にほぼ止まっている

- 日銀のバランスシート拡大ペースは、2016年のYCC導入により大幅に鈍化（Fedのテーパリングに相当）。コロナ対応でいったん加速したが、その後はほぼ横ばい。
- オーバーシュート型コミットメント（2%超のインフレが持続するまでマネタリーベースを増やし続ける）も、YCCやマイナス金利を解除する際に同時解除となるのではないか。

【日銀のバランスシート】



【マネタリーベース前年比】



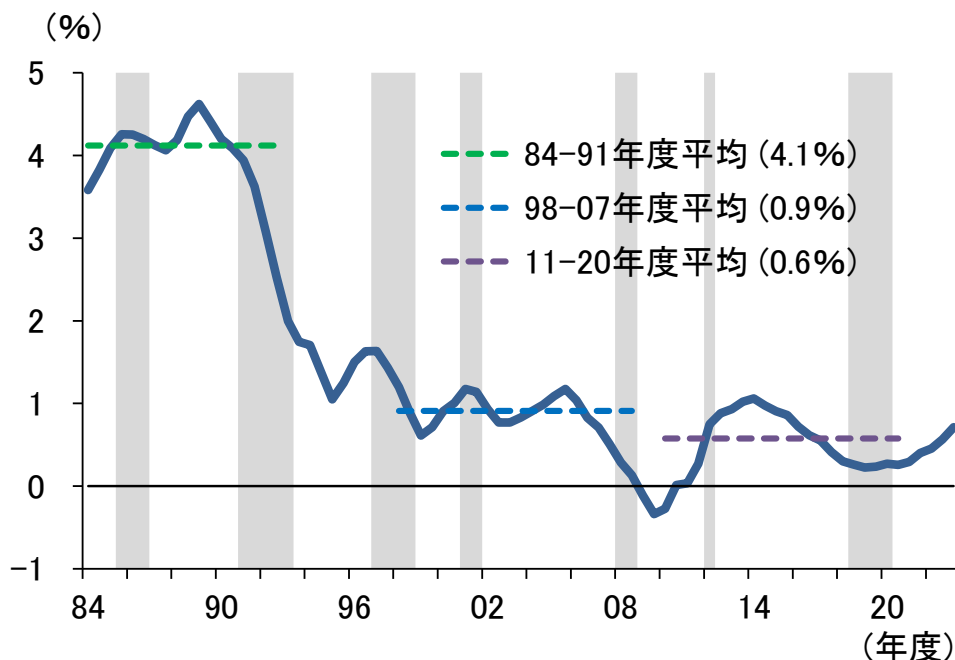
中銀B/Sに関する植田総裁講演(2023年9月30日)のポイント

- **通貨の信認**は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、**適切な金融政策運営**により「物価の安定」を図ることを通じて確保されるもの。
- 通常、(日銀収益をもとにした)国庫納付金は、バランスシートの拡大局面では増加する一方、出口局面では減少する。実際に(日銀の)逆ざやが起きるのか、起きる場合に日銀財務にどの程度の影響をもたらすのか、現時点で**正確に予測することはできない**。
- 中央銀行には、通貨発行益という収益面の特徴があり、やや長い目でみれば**収益が確保できる構造**。また、中央銀行は、自身で支払決済手段を提供することができる。このため、中央銀行は、適切な金融政策運営を行っているという前提のもとでは、一時的に**収益や資本が減少しても、政策運営能力が損なわれることはない**。
- ただし、いくら赤字や債務超過になってもよいということではない。中央銀行の**財務リスクが着目**されて金融政策を巡る**無用の混乱**が生じる場合、そのことが**信認の低下**につながる**リスク**がある。日本銀行は、こうした考え方のもとで、財務の健全性にも留意しつつ、適切な政策運営に努めていく。

日本経済の潜在成長率は長期的に低下傾向

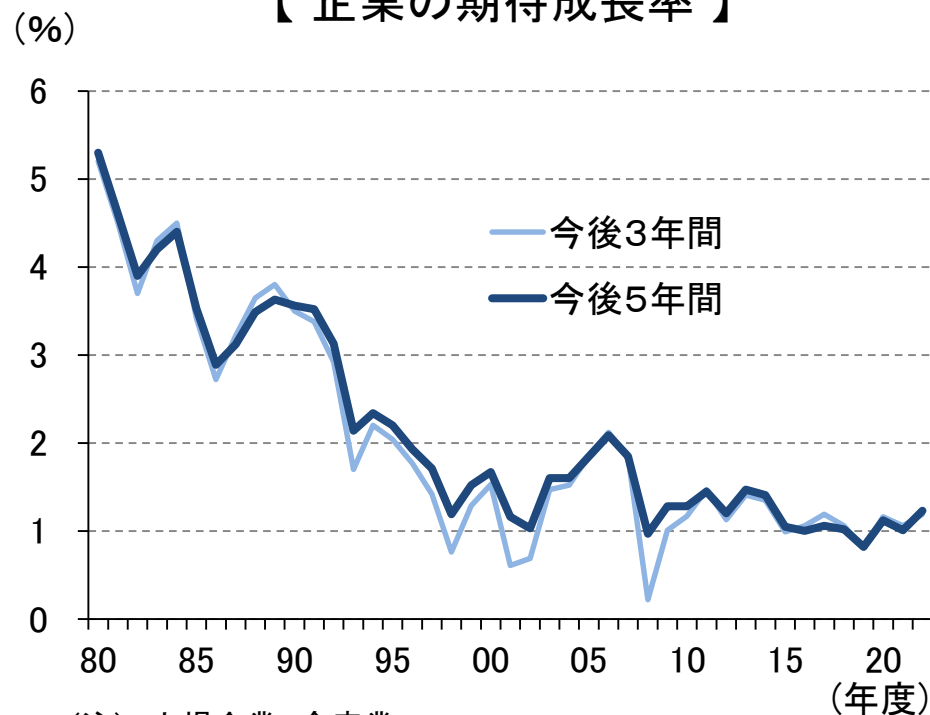
- アベノミクスは当初、潜在成長率を従来の1%程度から2倍の2%に引き上げることを目指したが、さらに**0%台半ばまで低下**してしまった。
- 企業の中長期的な期待成長率も1%程度で底這い。2010年代に株価や企業収益は大きく改善したが、それは**海外成長の取り込みや国内人件費の抑制**による面が大きい。

【 潜在成長率 】



(注) シャドローは景気後退期。
(資料) 日銀

【 企業の期待成長率 】



(注) 上場企業、全産業
(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

株価は「失われた30年」ではない、「失われた20年」でとっくに終わっている

- 株価は過去10年超で4倍に。実質GDPひいては潜在成長率と全く異なる動き。
- 上場企業は次第に株主重視の経営へ：①少子高齢化が進む国内より海外に成長源を求め、②国内はコストカット、が基本。③円安も株主リターンの向上に寄与。
- なお長期円安傾向は、上記①②による国内産業の空洞化に起因する面が大きい。

【 株価 】



【 為替相場 】




まとめ

1. 世界経済は緩やかな拡大基調にあるが、**不確実性**が大きい。
 - 世界的なインフレ圧力は減衰してきており、米欧は**年央から利下げ**局面か。ただし、インフレ圧力には根強い面もあり予断は許さない。景気後退を伴う可能性も排除できない。
 - 日本経済は**インバウンド**需要の回復が朗報だが、**物価高**で個人消費の足取りは重い。
2. 内外ともに、コロナ後の**中長期的な成長力**が問われる。
 - 欧州：最近**マイナス成長**と**高インフレ**が共存しており、供給サイドの弱さが鮮明。
 - 中国：不動産の調整だけでなく、**高齢化**、**米中問題**、**民間活力の低下**など難問山積。
 - 日本：「**賃金と成長の好循環**」には**人手不足**の克服と**国内市場の拡大ストーリー**が必要。
3. 先進国のインフレ率や金利水準は**コロナ前の低水準**には戻らない可能性が高い。
 - ①労働供給の伸び悩み、②脱炭素化、③地政学リスクなどを背景に、**コロナ前の低インフレ時代**には戻らない可能性が高い。米国の中立金利は2.5%から3~4%程度に上昇か。
 - 日本も**マイナス金利**や**YCCの撤廃**が視野に入ってきている。ただ、その後の金利水準は2%インフレの定着度合いにより、**0~3%程度の不確実性**がある。
4. 岸田政権の「**新しい資本主義**」は概ね正しい方向だが、潜在成長率が高まるかどうかは未知数。
 - 人への投資、グリーン、デジタルなどの**テーマは良い**。ただし、**上場企業の株主重視経営**と**中小企業や家計の豊かさ**が、両立する環境が作られていくかどうかは不明。

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。



日本金融監査委員会：新春特別ウェビナー

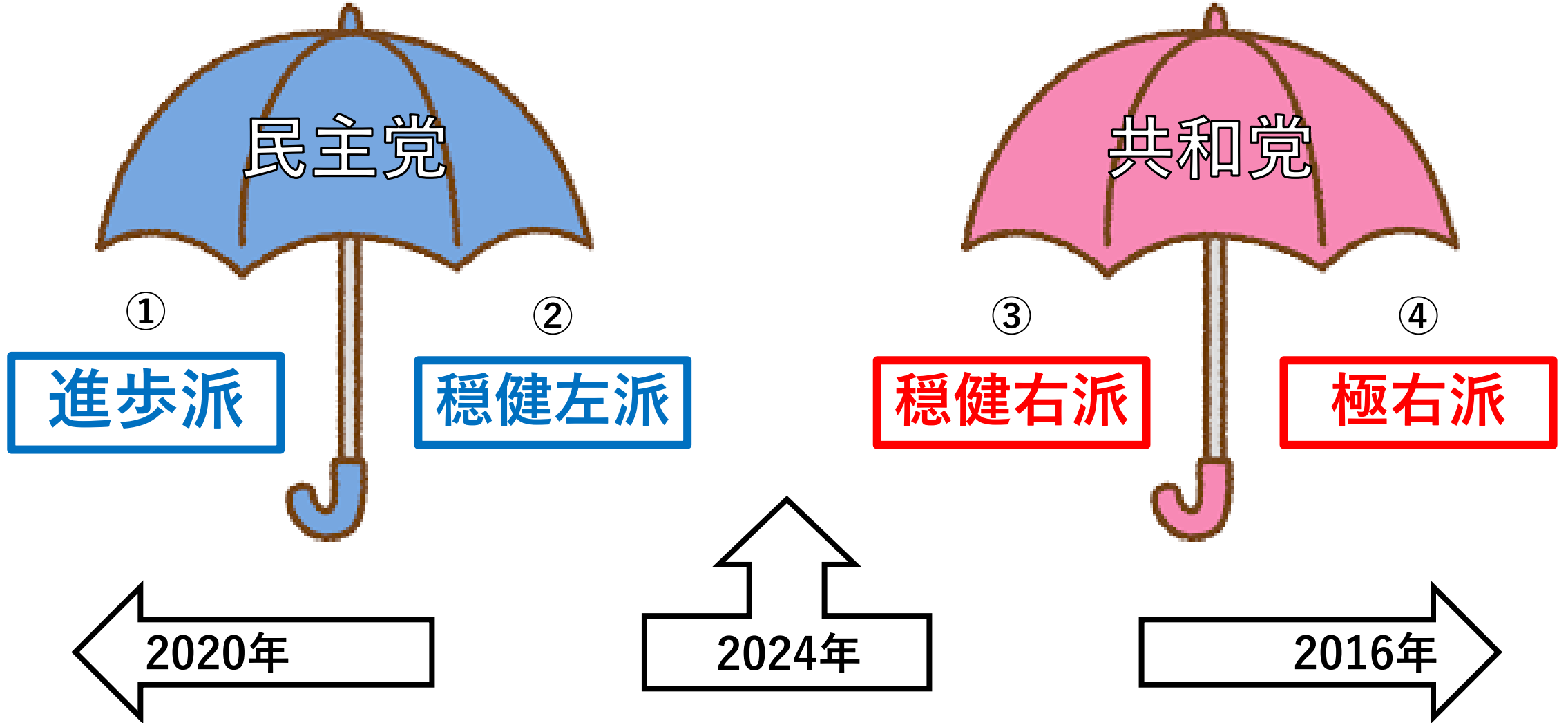
グローバルな視点で金融経済のホットイシューを展望

ロールシャッハ・アドバイザーズ株式会社
ジョセフ・クラフト
2024年1月26日



米大統領選

アメリカ政局図



ニューハンプシャー州共和党予備選結果

候補	得票数	得票率	代議員数
Donald Trump	173,414	54.3%	+12
Nikki Haley	138,527	43.4%	+9
		総議員数	+22

Wall Street Journal提携の出口調査： トランプ満足度と投票意向

共和党員/共和党支持者



無党派/中道派層



共和党予備選の選挙スケジュールと選挙人配分ルール

日程	選挙州	選挙人数	選挙人配分方
1月15日	アイオワ州	40	Proportional
1月23日	ニュー・ハンプシャー州	22	Minimum 10%
2月8日	ネバダ州	26	Proportional
2月24日	サウス・カロライナ州	50	Proportional
3月2日	アイダホ州、ミズーリ州	32、52	Minimum 20%、Hybrid
3月4日	ノース・ダコタ州	29	Proportional
3月5日 Super Tuesday	アラバマ州	50	Minimum 20%
	アラスカ州	29	Minimum 13%
	アーカンソー州	40	Minimum 15%
	カリフォルニア州	169	Hybrid
	コロラド州	37	Winner Takes All
	メイン州	20	Minimum 10%
	マサチューセッツ州	40	Minimum 10%
	ミネソタ州	39	Minimum 10%
	ノース・カロライナ州	79	Proportional
	オクラホマ州	43	Minimum 15%
	テネシー州	58	Minimum 20%
	テキサス州	162	Minimum 20%
	ユタ州	40	Minimum 20%
バーモント州	17	Hybrid	
バージニア州	48	Proportional	

ニューハンプシャー州民主党予備選結果

候補	得票数	得票率	代議員数
Joe Biden	72,319	66.4%	—
Dean Philips	21,455	19.7%	—
Marianne Williamson	4,366	4.0%	—
書き込み票	6,770	6.2%	—
予想開票率91%		総議員数	—

ニューハンプシャー州予備選史： 現職大統領の得票率

選挙年	候補	得票率
2012年	バラク・オバマ	81%
1996年	ビル・クリントン	84%
1980年	ジミー・カーター	48%

バイデン・トランプのアキレス腱

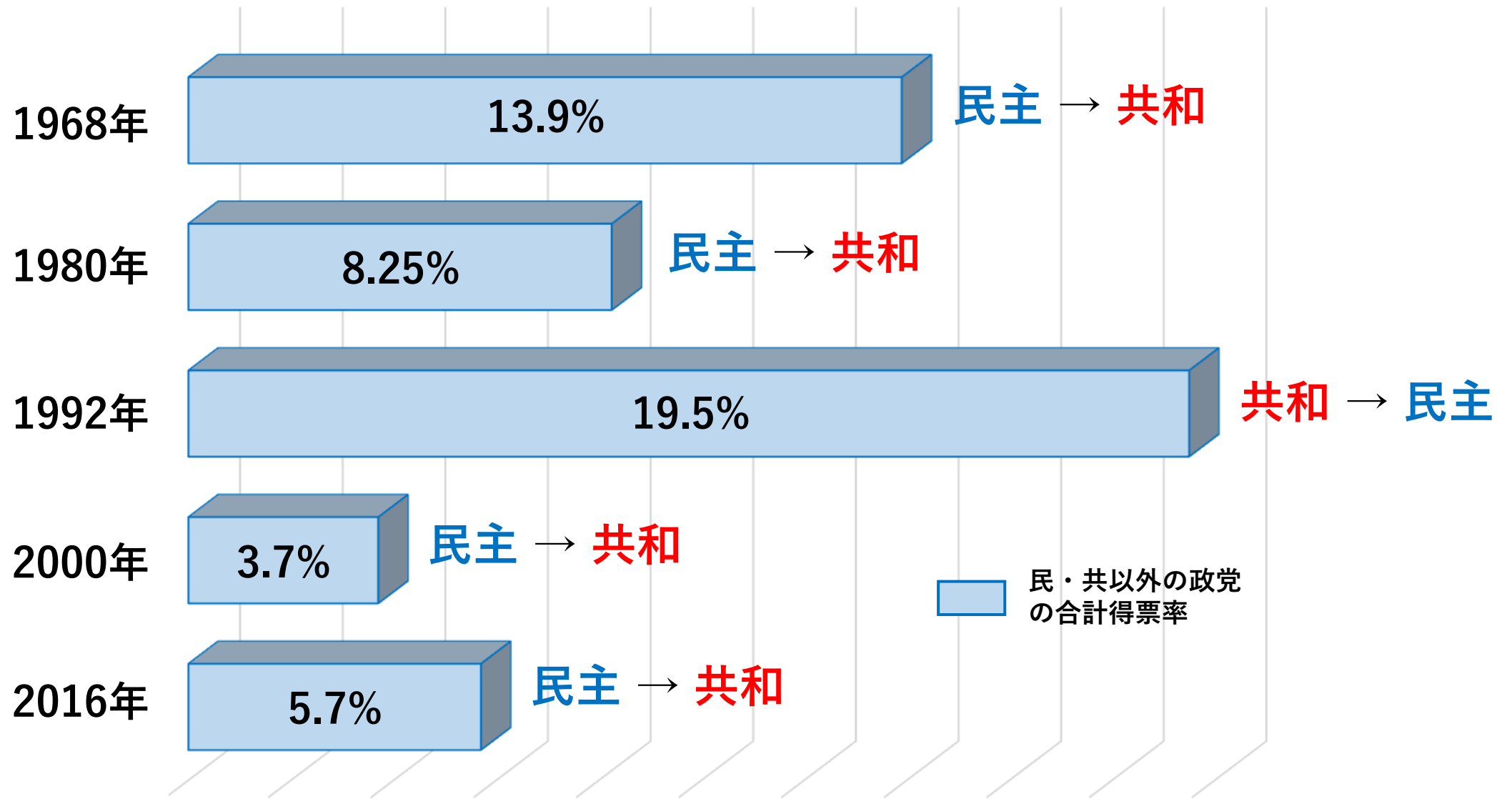
バイデン

- 第三政党
- 若年票
- ラテン票
- 健康（選挙活動）

トランプ

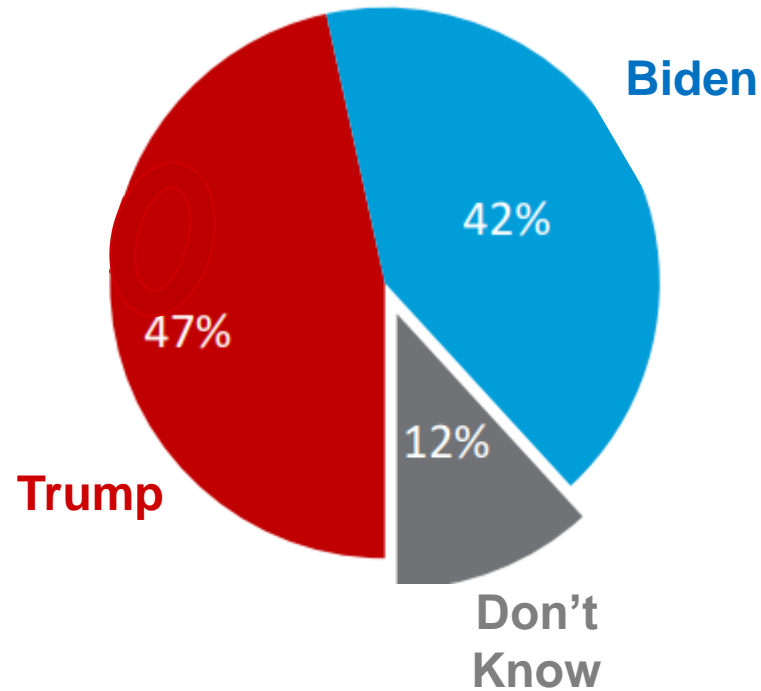
- 女性票
- マイノリティ票
- 裁判

第三政党等が3%以上の得票を獲得すると政権交代



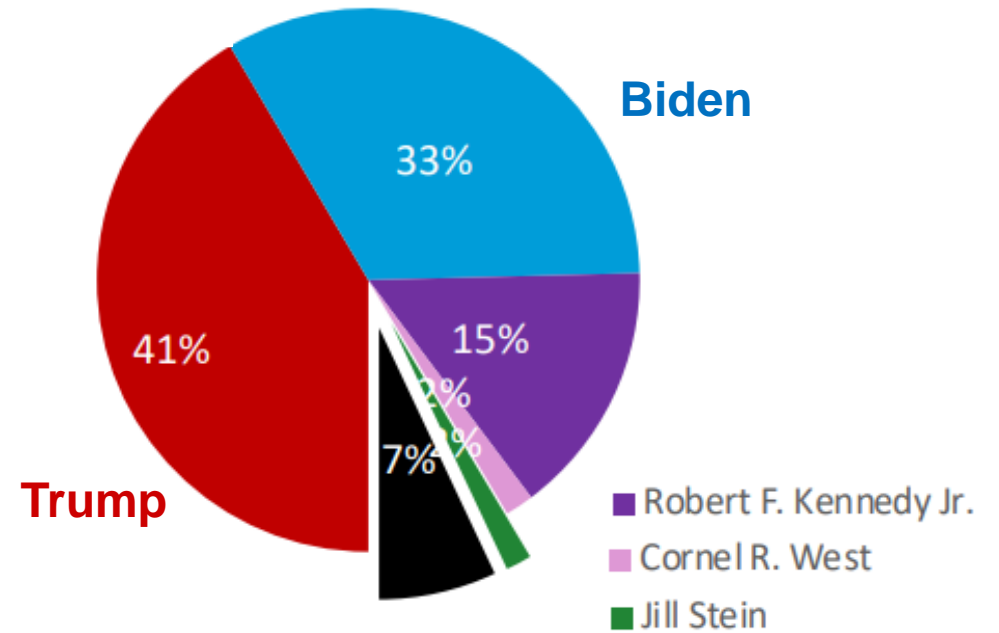
第三政党の影響

バイデン対トランプ一騎討ちの場合



Trump +5pts
(over Biden)

他政党参加の場合



Trump +8pts
(over Biden)

出所： Harvard/Harris調査

2020年にバイデンを支えた有権者が引いている

CNN出口調査

年齢別投票	18～29歳	30～44歳	45～64歳	65歳以上
バイデン	60%	52%	49%	47%
トランプ	36%	46%	50%	52%
NY Times調査 (2023年12月)	47%	53%	39%	52%

人種別投票	白人	黒人	ラテン系	アジア系
バイデン	41%	87%	65%	61%
トランプ	58%	12%	32%	34%
NY Times調査 (2023年12月)	42%	82%	47%	53%

トランプ氏の副大統領候補は誰に？



Kristie Noem
クリスティー・ノーム

- 52歳 S.D州出身
- サウスダコタ州知事
- 極右派思想
- 指名に積極的
- 答弁・討論力が高い



Elise Stefanik
エリーズ・ステファニック

- 39歳 NY州出身
- 下院議員(NY 21区)
- 共和党党大会議長
- トランプ熱烈支持者
- 若者票取り込み期待



Sarah H-Sanders
サラ・ハカビーサンダース

- 41歳 AR州出身
- アーカンソー州知事
- トランプ政権報道官
- トランプと関係良好
- 州知事支持率低迷



Tim Scott
ティム・スコット

- 58歳 S.C.州出身
- 上院議員(S.C.州)
- 共和党予備選候補
- 黒人票取り込み期待
- 献金集金力にたける



Mike Pompeo
マイク・ポンペオ

- 60歳 加州出身
- 元国務長官とCIA長官
- 政策通・国会対話
- トランプ短所補えない

トランプ第2期政権： 想定される政策

● 政局

- ライバルへの報復
- 官僚刷新（ディープステート）

● 移民問題

- 最大規模の国外追放
- 国境強化（州兵＋壁）

● 貿易

- 10%の関税適用（貿易報復法）
- 中国依存から脱却

● エネルギー・技術

- 化石燃料回帰への規制緩和
- IRAなど環境・技術政策巻き戻し

● 外交

- NATO負担要求（ウクライナ支援）
- 中東情勢の立て直し
- インド太平洋（台湾有事）

● 経済

- 金融規制緩和
- 減税・財政出動

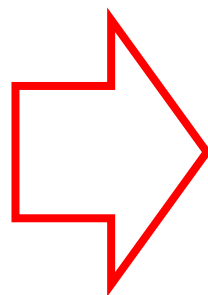
● 人権

- トランスジェンダー認めない法案

● 犯罪

- 州兵による治安統治
- 警察予算復活・取締強化

トランプと最も渡り合える（次期）総理は誰？



A photograph of Joe Biden and Benjamin Netanyahu in conversation. Biden is on the right, looking towards Netanyahu on the left. They are both wearing dark blue suits. In the background, there are American and Israeli flags. The text 'ハマス・イスラエル戦争' is overlaid in the center.

ハマス・イスラエル戦争

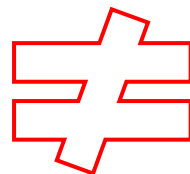
ネタニヤフ・バイデン関係

イスラエル

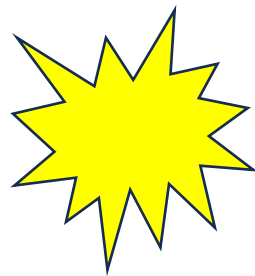
- ハマス殲滅
- 人質解放
- パレスチナ人権

アメリカ

- 人質解放
- パレスチナ人権
- ハマス殲滅

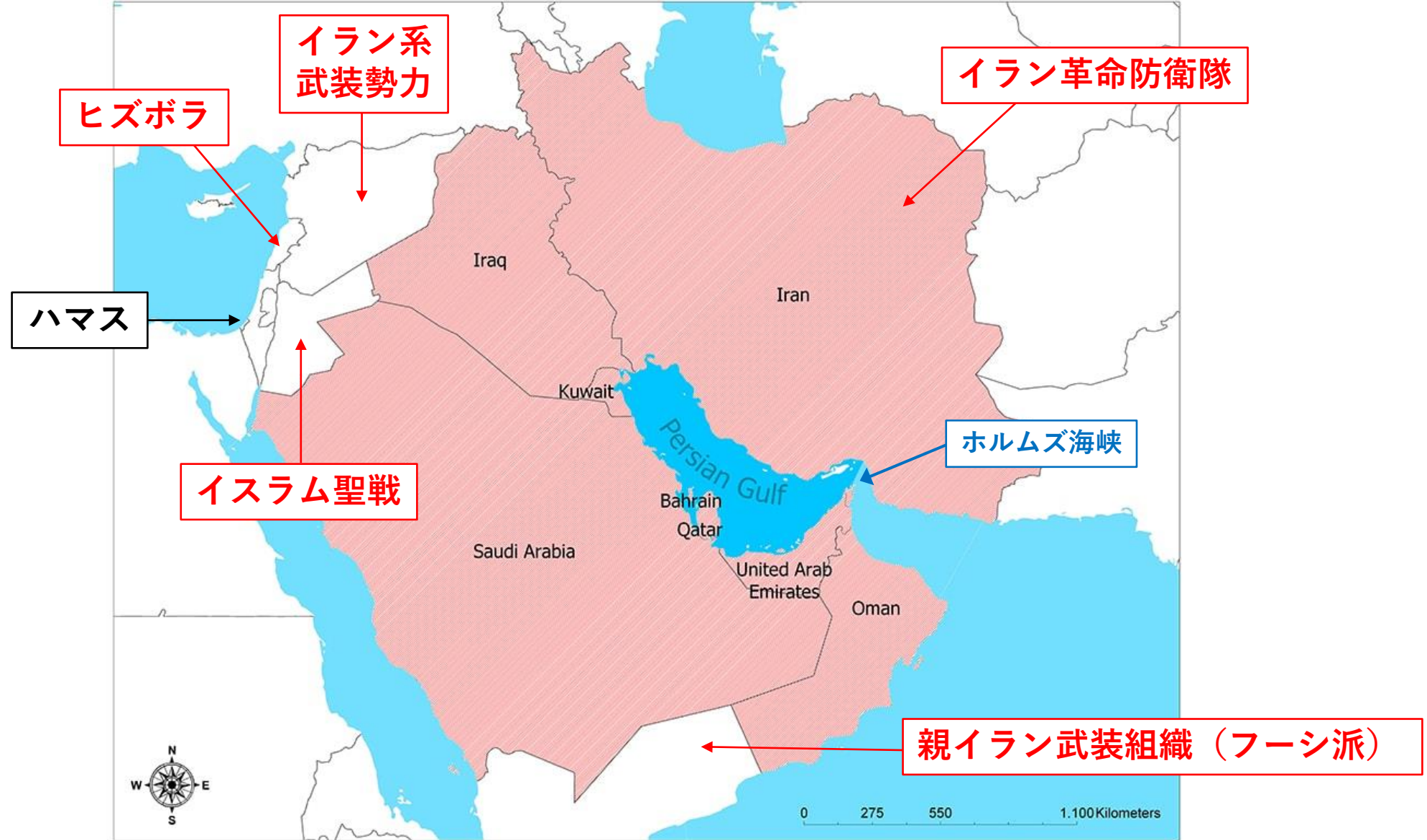


極右派

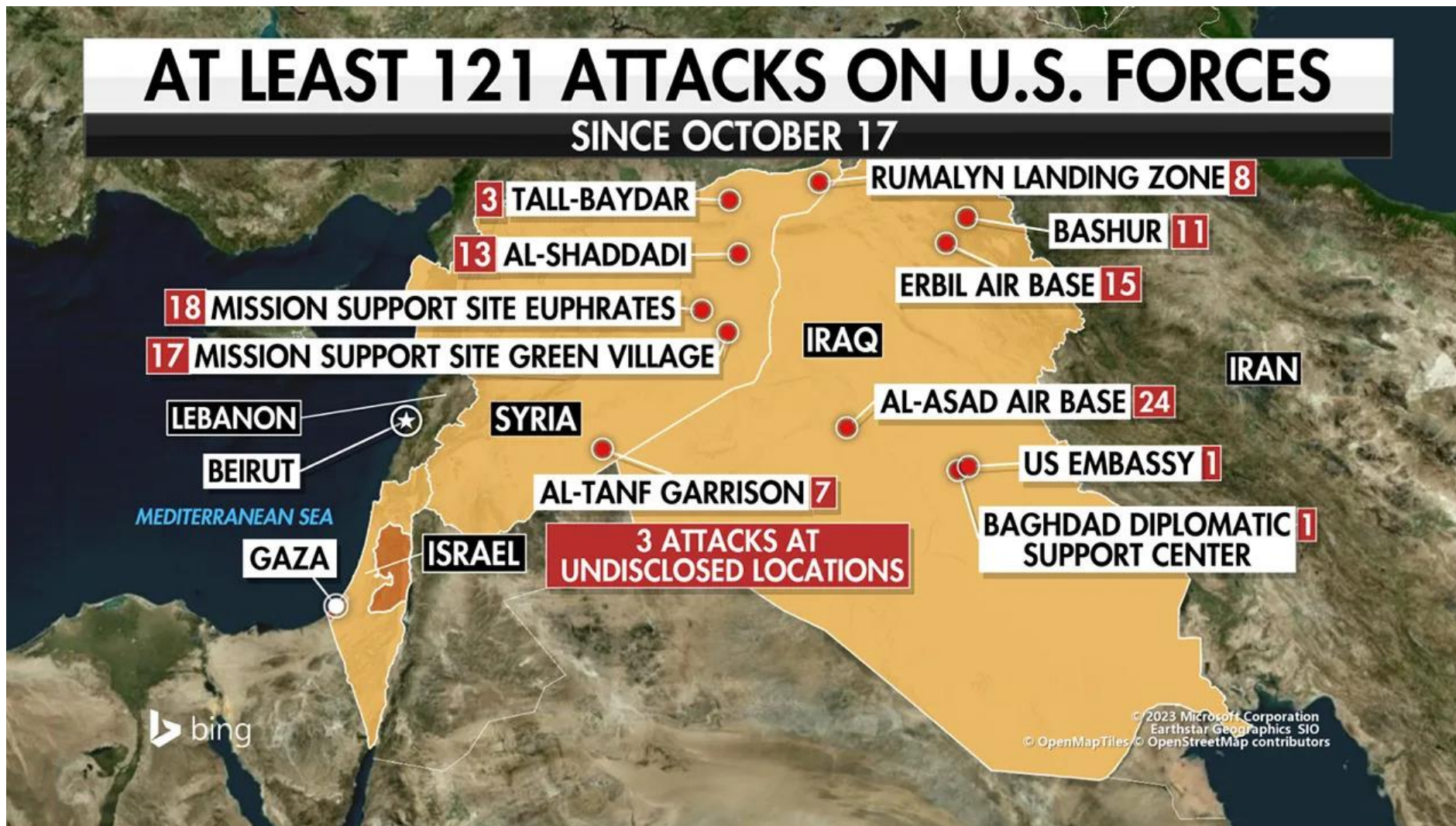


左派

中東戦争で原油輸送網が絶たれるリスク



アメリカが巻き込まれるリスク

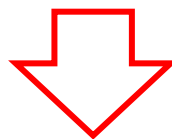


極めて異例： 空母打撃郡を二つ覇権

USS Gerard R. Ford

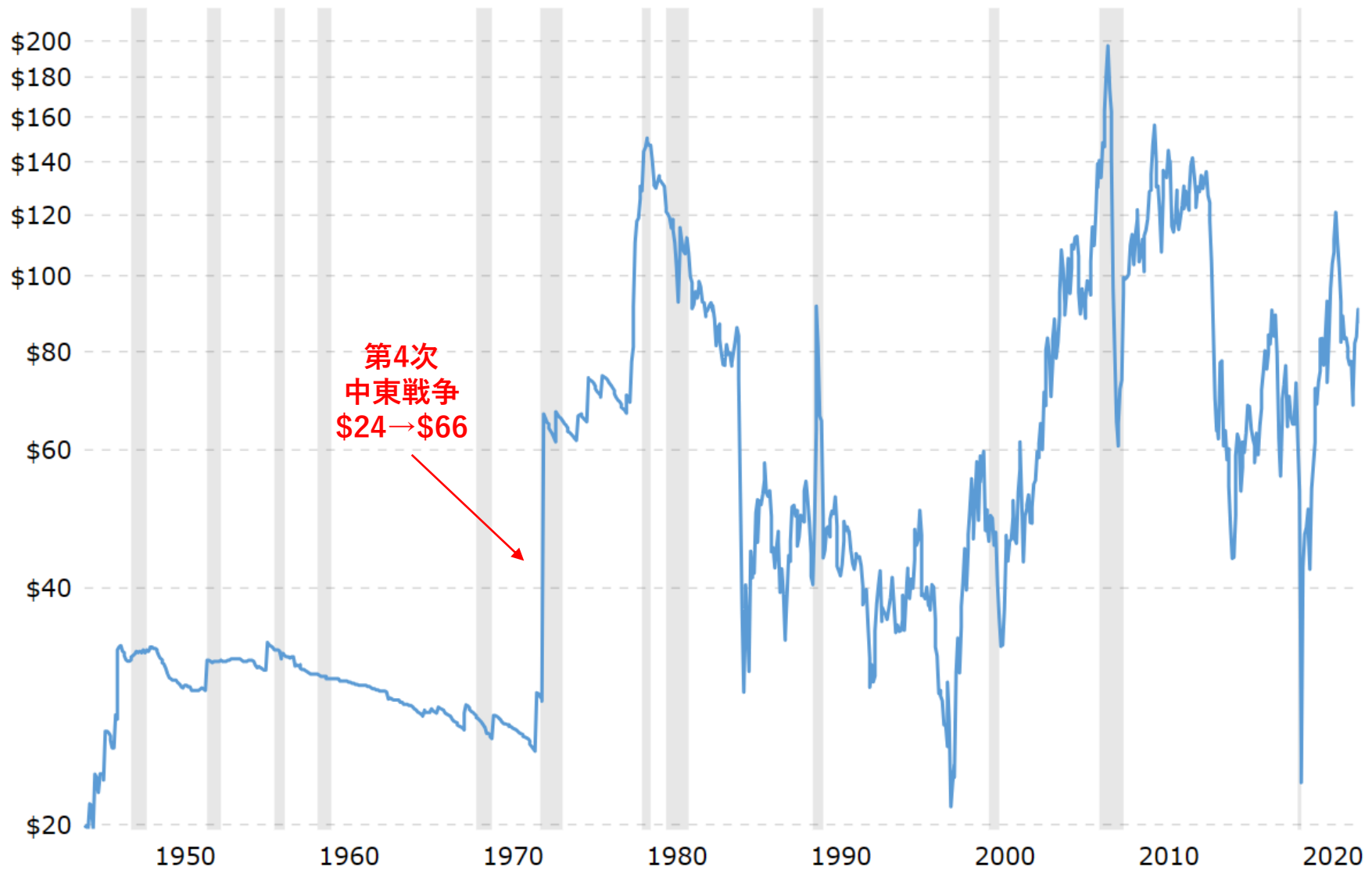


USS Dwight D. Eisenhower



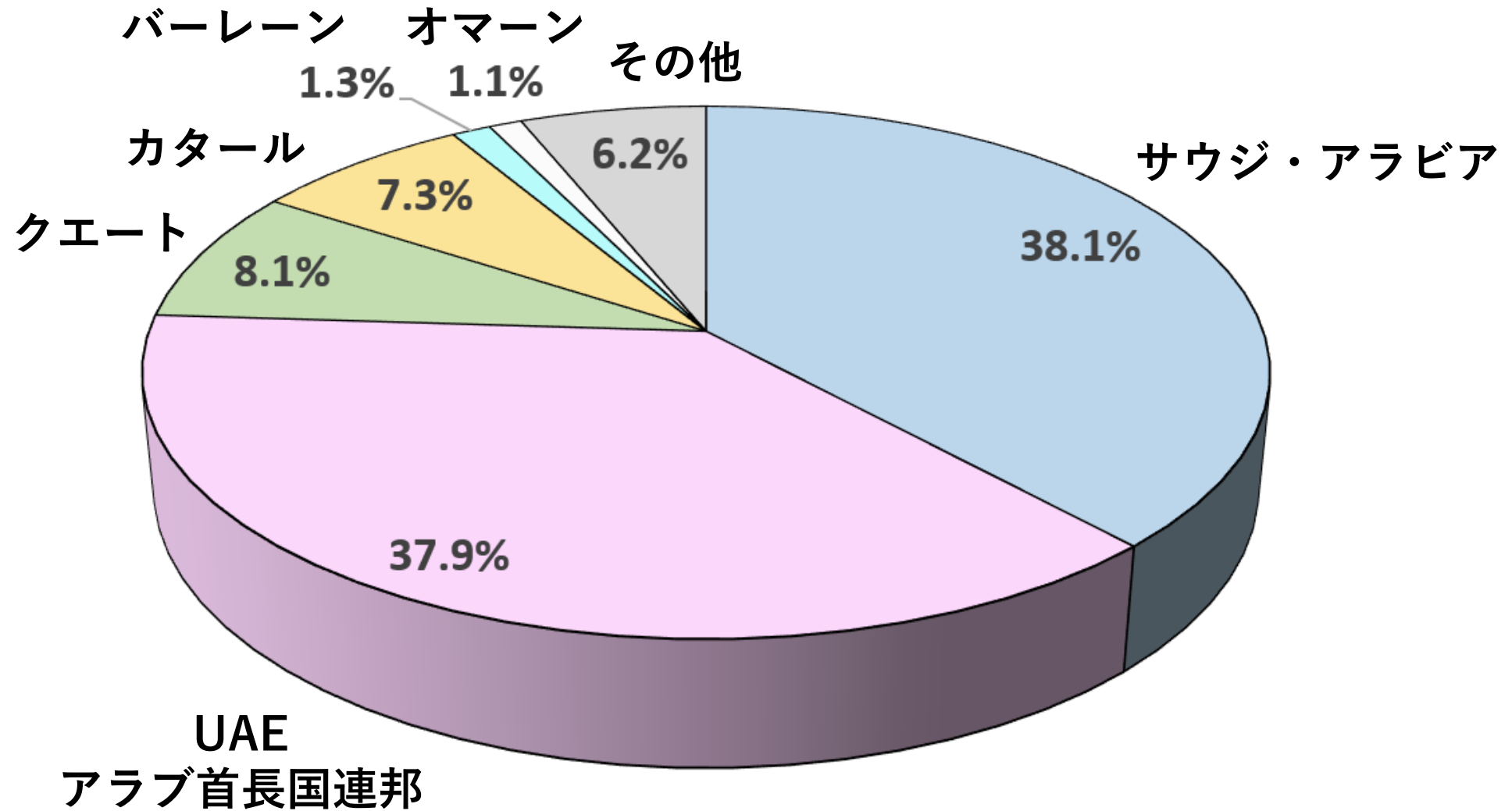
アジア防衛網が手薄に


原油 (WTI) 価格



出所：Macrotrends

日本の原油輸入先（2022年）



A group of people, mostly men, are gathered outdoors, wearing red shirts and holding Chinese national flags. They appear to be in a state of protest or demonstration. In the foreground, a hand holds a smartphone with a severely cracked and shattered screen. The background shows more people, some with their fists raised, and a banner with Chinese characters. The overall atmosphere is one of intense public expression.

米中貿易対立

議会で高まる対中強硬姿勢

12月10日



House Select Committee on Strategic Competition between the U.S. and the Chinese Communist Party

米国と中国共産党間の戦略的競争に関する下院特別委員会

- 2023年1月11日に下院で365対65の賛成多数で設立
- 委員会は共和党員9人、民主党員7人で構成される
- 委員長はマイク・ギャラガー共和党員(ウイスコンシン州8区)

中国対策150の提言

- ① 「Reset」 ～ 経済関係の見直し
- ② 「Prevent」 ～ 技術の流出阻止
- ③ 「Build」 ～ 経済強靱性の構築



PNTR見直し

12月12日



極めて憂慮すべきものであり…
可能な限り、**最強の措置**を講じる

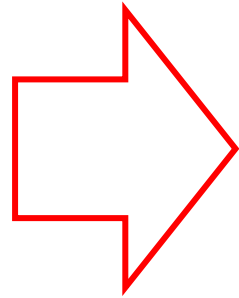


EV商品の関税引き上げ検討 (22日)

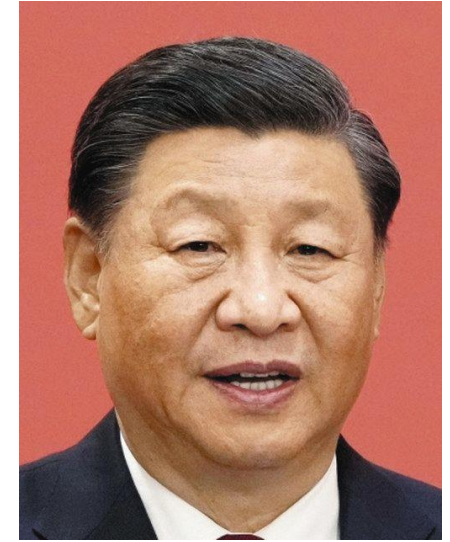
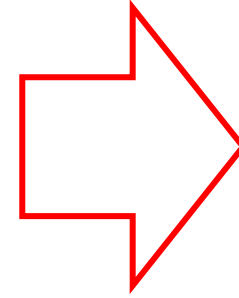
統治の正当性



建国
統制



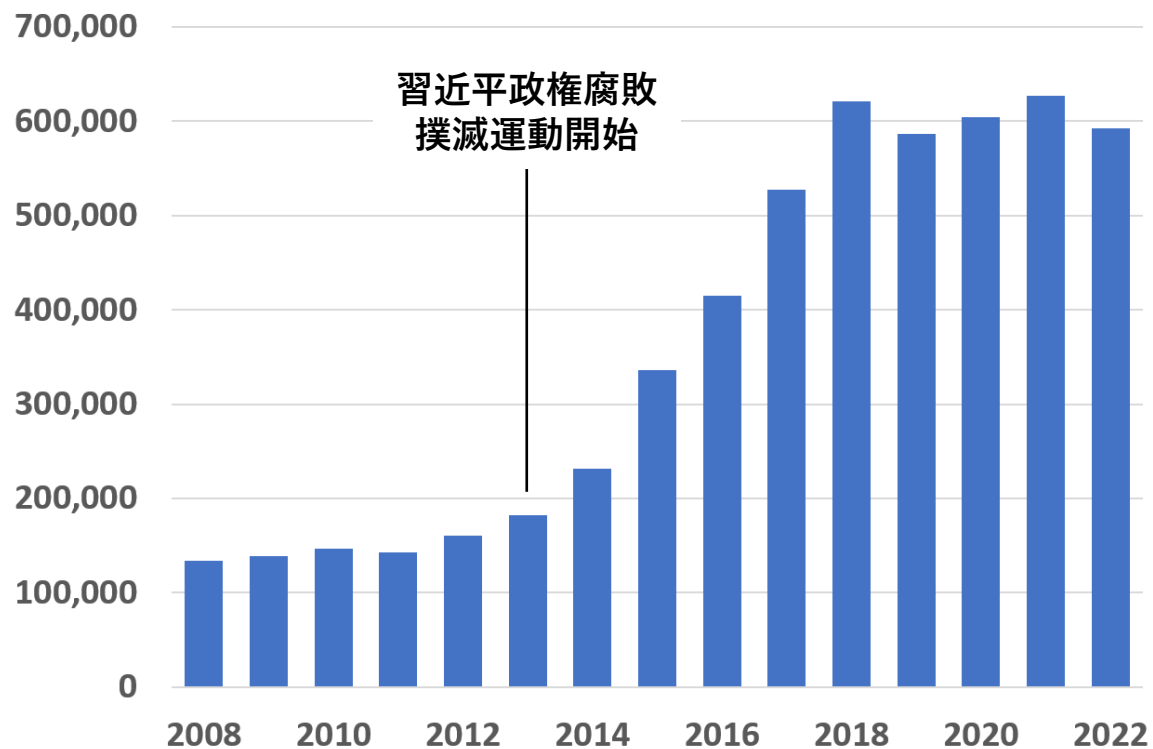
豊かさ
経済成長



強国
安全保障

21世紀の文化大革命形成か？

腐敗検挙件数

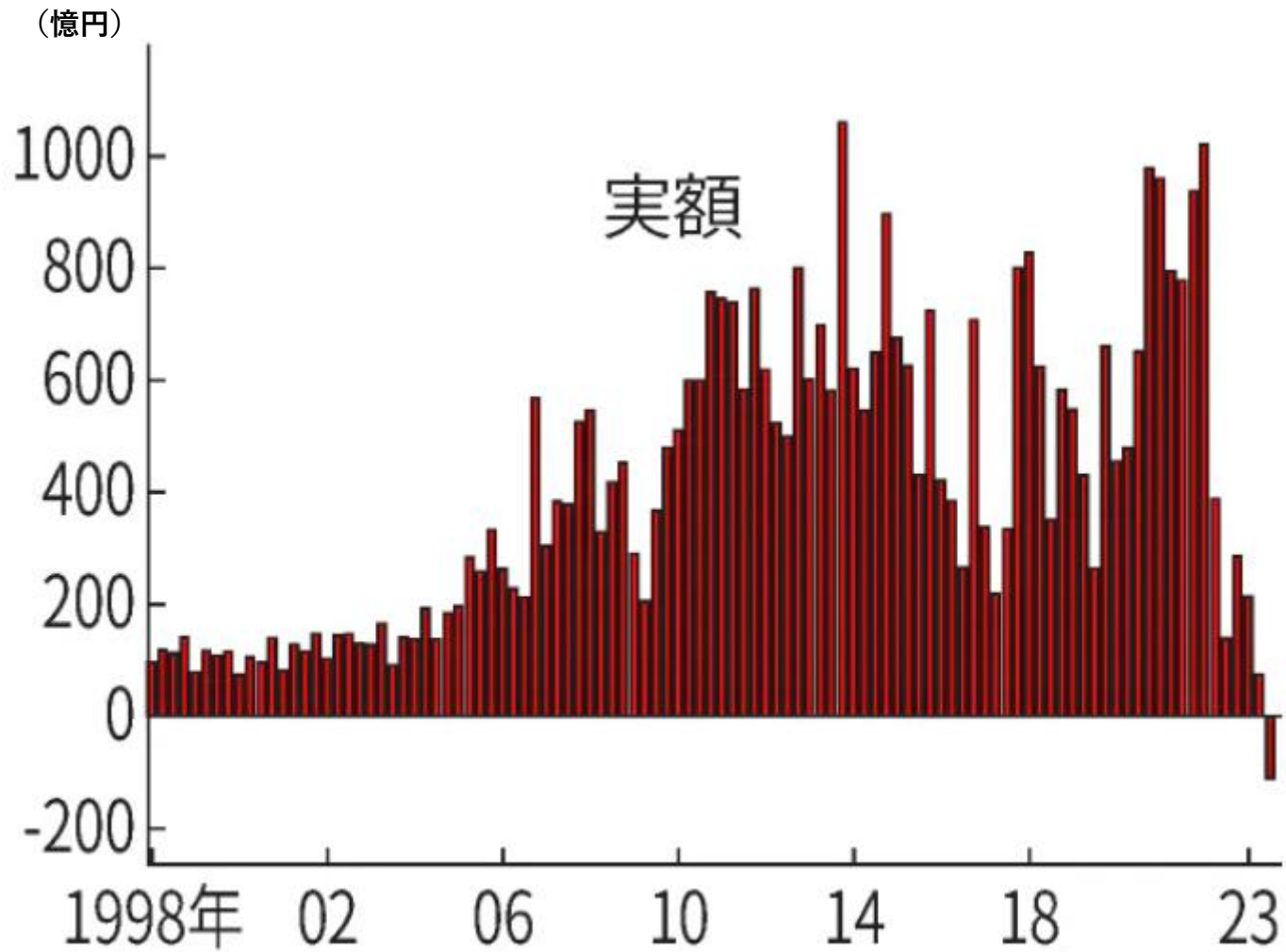


浙江省諸暨市での「新時代の楓橋経験」スローガン



楓橋(ふうきょう)経験: 毛沢東が称賛した人民同士の相互監視による治安維持手法で、1963年に浙江省(せっこうしょう)の農村が村民のみで反動分子を押さえ込んだ経験に由来する。

中国への直接投資



出所： 日経新聞

A man with short, light-colored hair, wearing dark sunglasses, a blue suit jacket, a light blue shirt, and a red tie with dark diagonal stripes. He is smiling and waving his right hand. The background is bright and out of focus, showing a white structure and an American flag.

ありがとうございました