

■ グローバルインフレは供給ショックだけでなく、大規模な財政支出が本格的なインフレを引き起こすことも大きく影響。米国で意図せざるMMTの大実験が行われ世界的コロナバブルを醸成。その帰結はグローバルインフレだけでなく、世界的なクレジットサイクルの振幅拡大。「債券安、株安、ドル高」傾向が続くが、リスクはコロナバブルの修正だけで終わらないこと。
 ■ 継続的な米利上げの影響もあり、製造業のグローバルサイクルは下降へ。欧州は10-12月からマイナス成長、米国は来年4-6月にはマイナス成長へ。

前1 全米GDP実質増速率(2020年2月25日〜10月) 前2 全米GDP実質増速率(MMT手前増速率)

ぶぎん地域経済研究所 30周年記念ぶぎん経済講演会 講演録

2023年のグローバル金融経済の行方

BNP PARIBAS

The bank for a changing

講師 BNP パリバ証券株式会社 チーフエコノミスト
河野 龍太郎 氏

1. 2023年はグローバル不況が避けられないのか？

2023年は、米国の景気後退が避けられないと思う。グローバルインフレは、米国で前年比8%、欧州で同10%に達している(図1)。その要因は、コロナ、ウクライナによる供給ショックの影響だけではない。バイデン大統領の大規模財政支出と、増発された国債のFRBによる引き受け(「意図せざるMMTの大実験」という需要ショックも大きく影響している。

22年入り後、この政策が見直されたことで、「コロナバブル」が崩壊し、欧州では既にゼロ成長、米国でも23年1-3月期はゼロ成長、4-6月期以降マイナス成長になると見込まれる。

心配されるのは、スタグフレーションである。インフレが3%程度まで低下しないと利下げはしないとみられるため、高めのインフレと景気低迷が共存する可能性がある。さらに、今回のインフレは財政当局への信認の低下が一因との仮説があるが(「財

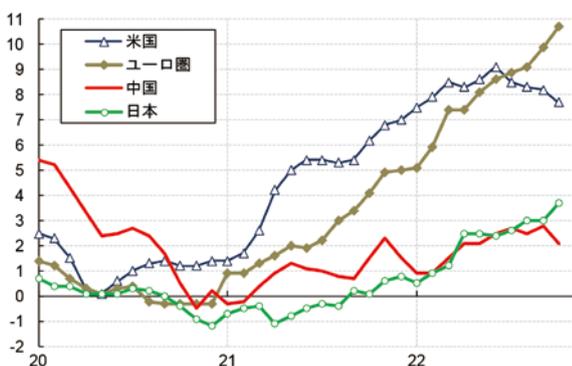
政インフレ)、仮にそうだとすると、財政スタンスが変わらない限り、金利を引き上げてもインフレは鎮静化せず、スタグフレーションが長引くというリスクもある。

2. グローバル環境の変化

長期的な視点からグローバル環境を眺めてみよう。18世紀後半の産業革命により大量生産・大量輸送が可能となり、モノ(生産と消費)のグローバル化が進んだ。これにより、欧米および明治維新後の日本で工業化が進展し、世界の先進国となった。1995年以降のITデジタル革命以降は、それまで簡単には国境を越えられなかった情報(生産・経営ノウハウ)のグローバル化が進んだ。これにより、新興国の安価な労働力を組み込んだ効率的なサプライチェーンの構築と、先進国内での賃金格差の拡大が生じた(図2)。

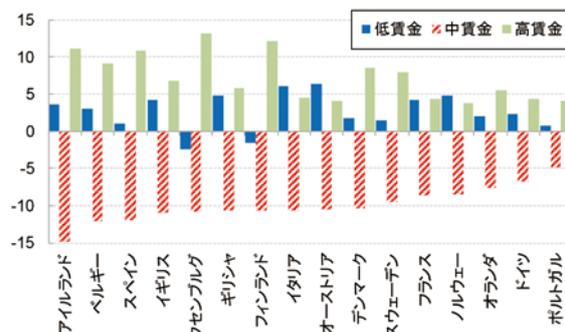
そして、近未来に起こりそうなことは、ヒト(コ

図1：主要国のインフレ率(前年比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2：EU16カ国における低・中・高賃金の職業別に見た雇用のシェアの変化(1993-2010年、%)



(出所)Goos, Maarten, Alan Manning and Anna Salomons (2014)より、BNPパリバ証券作成

ストの高い本社業務)のグローバル化である。コロナ禍で進んだリモート技術により、新興国の英語のできる優秀な人材が、リモートで本社業務の担い手となる可能性がある。

こうした流れは、米欧の政治の分断を一層加速させる。これに対する望ましい政策は、富裕層への課税を行い、社会保障を通じて低中所得者に所得移転を行うことであるが、コロナ禍でさえ実現できなかったことを考えると、政治的には難しい政策だと言える。

3. 日本の長期停滞

1995年以降、日本経済は、「低成長、低インフレ、ゼロ金利、膨張する公的債務」に特徴づけられる長期停滞の状況にある。コロナ禍からの戻り(「ペントアップ需要」)が一巡した後は、再び長期停滞を強く意識させる展開になるであろう。

これまでの失われた30年の背景としては、次の3点が挙げられる。

① **BAD LUCK**…バブル崩壊後の債務等の過剰問題は2000年代半ばには解決していたにも拘らず、日本企業はコストカットに邁進した。繰り返す金融危機やコロナ禍の下で、こうした「儲かってもため込む企業」が誤った成功体験を持ってしまった。

② **BAD MANAGEMENT**…日本の大企業経営者は、利益拡大と同時に、正規雇用の維持の責任を負わされている。このため、i.旧事業と新規事業の共食いをもたらずイノベーションに消極的、ii.正規雇用を守るために、十分なセーフティネットを持たない非正規雇用を増やす、iii.正規雇用に対しても人的資本の蓄積を疎かにする(図3)、といった経営に陥った。

③ **BAD POLICY**…i.資本市場との関係を重視したコーポレートガバナンス改革が、短期思考の株主からのプレッシャーを高め、長期的経営視点を劣後させた。ii.2000年代半ばの社会保障制度改革では、被用者の社会保険料の引き上げで対処したため、正規雇用の人件費が高まり、非正規雇用者の増大を招いた。iii.アベノミクスは長期にわたる景気回復と完全雇用を達成したが、その後も景気刺激的な財政・

図3：企業の能力開発費の対GDP比国際比較(%)

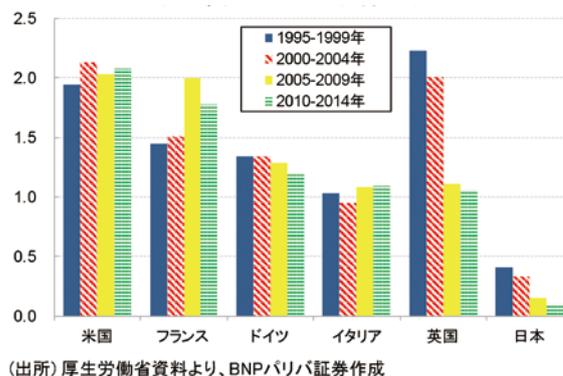
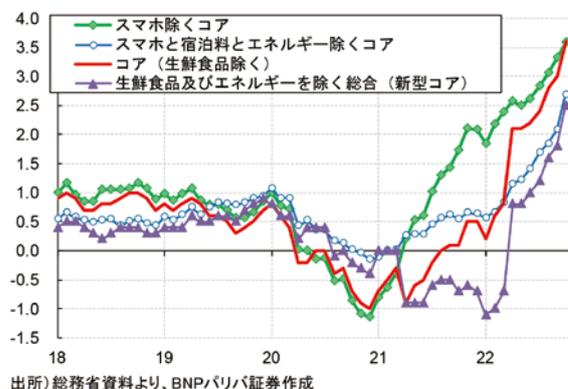


図4：購入頻度の高い品目のCPI(前年比、%)



金融政策を継続した結果、資源配分を歪め、潜在成長力や実質賃金の回復を損なった。iv.金融政策面でも、グローバル景気回復に伴い海外が金利引き上げに動く中、時間軸効果による景気刺激とインフレ醸成を狙って金利を据え置いたが、これによりグローバル景気減速局面での利下げ余地を失った。また、長期金利を操作目標とするイールドカーブコントロールは、為替レートの振幅を大きくするマクロ「不」安定化政策であった。

4. 日本経済の現状について

コロナ禍入り後、先進各国の景気が自動化・デジタル化の加速などで急回復する中で、日本だけが回復が鈍い。これには、コスト高を輸出価格に転嫁できず、交易利得の悪化によって実質所得が低迷していることも一因となっている。

日本の物価上昇は、欧米各国に比べると緩やかである。もっとも、購入頻度の高い品目での上昇が大きく(図4)、日銀調査によると人々の物価上昇の



講師プロフィール

愛媛県宇和島市出身。1987年 横浜国立大学経済学部卒業、住友銀行(現三井住友銀行) 入行 89年 大和投資顧問(現三井住友 DS アセットマネジメント株式会社) 入社エコノミストとして日米経済、金利・為替予測を担当 94年 米国駐在エコノミストとして、米国経済、金融・通貨政策の分析を担当 96年 帰国し、グローバルポンドファンド等の運用を担当 97年 第一生命経済研究所 入社主任研究員、上席主任研究員としてマクロ経済・金融の分析を担当 2000年 11月より現職

■日経ヴェリタス「債券・為替アナリスト エコノミスト人気調査」
エコノミスト部門 第1位に9回選出

■日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」
総合成績優秀フォーキャスター(予測的中率の高かった5名)に5回選出

主な著書

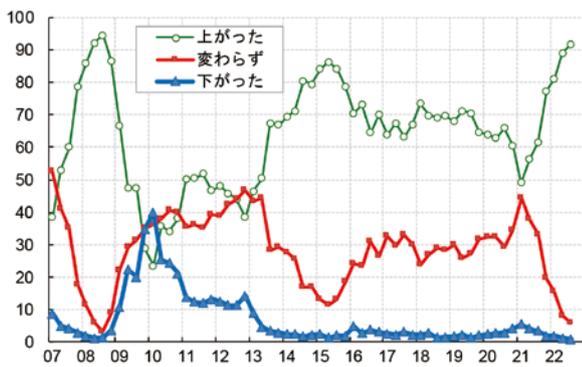
成長の臨界「飽和資本主義」はどこへ向かうのか(慶応義塾大学出版会)

金融緩和の罠(集英社) 深谷 浩介氏、小野 善康氏 菅野 稔人氏との共著

円安再生(東洋経済新報社) ほかも多数

体感は10%に達している。その中で、欧米との最大の違いは、賃金の伸びが低いことである。春闘で大幅賃上げが実現するかが注目点であるが、その可否は世界経済の動向次第と言わざるを得ない。

図5: 「物価」は1年前と比べてどう変わりましたか (%)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

5. 金融政策について

米国FRBのグリーンズパン元議長は、物価安定の定義として、「日々の生活で物価に煩わされない状況」という名言を残している。「物価」を「健康」と言い換えてみれば、納得の行く言葉だと感じる人が多いと思う。

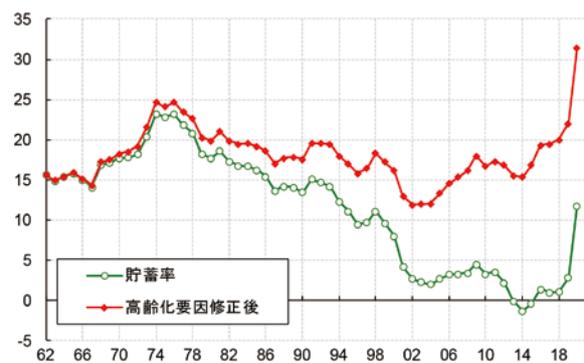
ところが日本の現状は、値上げや金融政策の話題ばかりである(図5)。果たして日銀の2%インフレ目標は妥当なのだろうか? 無理に達成しようと超金融緩和を固定化するので、資源配分や所得分配を歪め、経済厚生を悪化させているのではないだろうか。今回の円安インフレ騒動は、日本にとって2%インフレが物価安定とは整合的ではないことを示唆している。2%に安定的に達していなくても、経済の稼働状況に応じて金利を動かすフレームワークに移行すべきだと考える。

また、金融政策は、既に公的債務管理に組み込まれているのではないだろうか。長期金利が急騰すれば、財政の持続可能性が失われる。加えて、金融市場の動揺でマクロ経済や物価の安定も損なわれるため、長期金利の安定は、事実上のマンデートとなってしまったが、少しでも長期金利を動かす仕組みの導入が必要である。

6. 財政健全化をどう進めるか

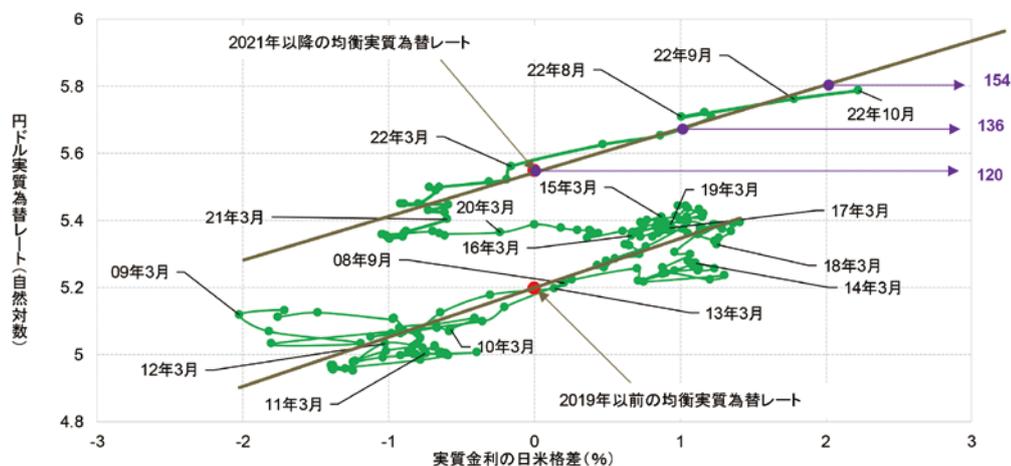
金融政策の異次元緩和の最大の弊害は、財政規律の弛緩である。2000年代初頭以降、高齢化の影響を取り除いた家計貯蓄率は上昇傾向にある(図6)。

図6: 高齢化要因を調整した家計貯蓄率の推移(暦年、%)



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図7：実質金利の日米格差と円ドル実質為替レート



(出所) 総務省、米労働統計局、Bloombergより、BNPパリバ証券作成

公的債務の膨張に伴い、社会保障制度の持続可能性への疑念が生じ、予備的動機で貯蓄が増えているのではないかと考えられる。

財政健全化の方策として、小刻みかつ間隔を置いた増税を提言したい。潜在成長率が0.5%の下では、2%、3%の消費増税は景気へのダメージが大き過ぎる。また、0.5%でも毎年の実施では所得の増加が相殺されてしまう。そこで、2-3年に一度、0.5%の増税であれば、長期間を要するものの、不況を回避しつつ信頼に足る財政健全化策と市場は受け止めるのではないだろうか。

また、今後の消費増税に当たっては、逆進性を取り除くための対策も求められる。具体的には、低所得の被用者の社会保険料の引き下げをセットで行うことで、困窮する現役世代から豊かな高齢者への所得移転を抑えることができる。

7. 円安は続くのか？

やや専門的な説明になるが、「日米の実質長期金利差（10年）」と「円ドル実質為替レート（対数）」の関係を見ると、基本的には、日米金利差の変動が実質為替レートの動きを規定していることが分かる（図7）。ところが、注目すべきは、19年から21年初頭の間均衡レートが円安方向にジャンプしたことである。このため、昨今の円安は、従来に係式以上に大幅に進行したと考えられる。

それでは、なぜジャンプが生じたのか？その背景としては、まず、米中対立の激化に伴う地政学リスクの高まりや、ロシアによるウクライナ侵攻もあってエネルギー価格上昇の影響が貿易収支赤字となって表面化したことが挙げられる。また、コロナ禍の巣ごもりもあって、若い世代を中心にネット証券を通じた外国株式投資や外貨建て生命保険が普及した（「ホームバイアス」の変化）ことも一因と考えられる。

次に、過去50年間の実質為替レートをみると、1970年代から1990年代半ばまでは、実質円高のトレンドを描いていた。これは、製造業の相対的な生産性上昇率の高さが主因である。ところが、1990年代半ば以降は、実質円安のトレンドに転じている。製造業の生産性の低迷によって、非製造業も含めて実質賃金が上がらない。他国から見ると日本は物価の安い国になってしまったということである。

※文責：ぶぎん地域経済研究所

日時：2022年11月29日（火）
15:00～17:00
会場：武蔵野銀行本店4階大会議室