



ぶぎん経済講演会 講演録

# 2022年の世界はどうか、日本はどうか

## —コロナは新たな世界をもたらすか

講師 岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト  
高田 創 氏

### 1 2022年はどんな年か — 汽水域の年、「黄金の20年代」期待も

2022年は、どんな年になるでしょうか？ 注目すべき論点を4つ挙げます。

一つ目は、二極化のなかの回復、「汽水域（海水と淡水が交じり合う場所）の年」ということです。コロナ自体は段々と出口に向かうとしても、痛手を受けた宿泊、飲食、娯楽、生活関連サービスなどの業種では、厳しい状況が続くと考えられます。

二つ目は、「黄金の20年代」が再来する可能性です。1920年代は、スペイン風邪が終息し、狂乱と言われるほどの活況を呈しました。2020年代についても、デジタル化や脱炭素を梃子に、急成長を遂げる期待があります。

三つ目は、「グローバル政治イヤー」です。米国中間選挙、中国党大会、日本の参院選、仏大統領選などが予定されており、VUCA（不確実性）とポピュリズムが高まることも予想されます。

四つ目は、「高圧経済」（景気が過熱気味でも積極的な金融財政政策を継続すること）が続くと考えられることです。ただし、この点については、米国の物価上昇が国民の反発を買い、バイデン大統領がインフレ抑制に傾かないか注視する必要があります。

世界経済を見渡すと、中国の景気は2021年前半に減速しましたが、これには政府によるバブル抑制策の側面もあり、22年には再び回復に転じると見込まれます。米中新冷戦は根の深い問題ですが、経済面の相互依存の現状を勘案すると、まだ当分の間、デカップリング（米中経済の分離・断絶）は起き得

図1. コロナショックとバブル崩壊の違い

	バブル崩壊	コロナショック
バランスシート問題	資産価格の消失 株・不動産中心の資産デフレ	売上消失で資本減
業種	資産デフレの直撃 「バブル3業種」 不動産・建設・卸小売 (3業種中心の大手企業) 比較的大手金融機関	経済活動停止の直撃 「コロナ7業種」 小売・飲食・宿泊等 中小企業中心 比較的小中金融機関
責任論	生じやすい (バブル責任論)	生じにくい (自然災害のようなもの)

(作成) 岡三証券

ないと考えられます。

米国の景気についても、2021年ほどの勢いとは行きませんが、株式相場が史上最高値圏にあることなどから、22年も底堅く推移すると見込まれます。

こうした中で、日本に求められることは、企業が主導して蓄えた富が、いかにして国民に分配されるかということです。と同時に、分配の元手となる企業の富を増やすために、成長戦略をどう描き、実行していくかが重要な課題となります。

今年の日本株は、世界の活況に置き去りにされた感がありました。これには、政治の不安定化やワクチン接種の遅れといった要因がありました。そうした影響が解消される今後は、そろそろ日本株が見直されてもよいのではないのでしょうか。

## 2 コロナショックがもたらすもの - 資本の好循環と国内 M & A の時代に

コロナショックの本質は、売上の消失に伴う「資本の毀損」の問題と考えられます。バブル崩壊が不動産関連の「資産デフレ」であったことは出発点が変わります（図1）。

サービス業については、一旦失った売上を取り戻すことができません。なかでも深刻なのが、「コロナ7業種」（医療・福祉、小売、陸運、飲食、生活関連、娯楽、宿泊）です。これら業種が日本全体に占める割合は、雇用では4割を占める一方、売上は2割、利益は1割にとどまります。つまり、生産性が低く、低賃金構造という意味で、もともと経済弱者が多い業種です。

一方で、かつて世論から「悪者」とされてきた不動産ですが、コロナショックでは一転して、不動産に優しい状況にあります。これは、金融緩和が支えとなって、イールドギャップ（投資リスクに対するプレミアム）がミニバブル期（2005～08年）より高いこと、資金繰りに不安がないこと、などによるものです。

また、長期金利についても、主要先進国では1970年代後半から80年代前半をピークに40年近い低下トレンドにありましたが、ここにきて財政重視の潮流やデジタル・脱炭素等の投資ブームを背景



### 講師 プロフィール

1958年生まれ。82年 東京大学経済学部卒、日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。86年 オックスフォード大学修士課程修了（開発経済学）。99年 興銀証券（現みずほ証券）市場営業グループ投資戦略部長。11年4月 みずほ証券執行役員グローバル・リサーチ本部副本部長。同年7月 みずほ総合研究所常務執行役員。19年4月 同副理事長。20年1月より現職。

#### 主な著書

「地銀 構造不況からの脱出—「脱銀行」への道筋」（金融財政事情研究会、21年）、「異次元緩和と脱出」（日本経済新聞出版社、17年）、「2020年消える金融」（日本経済新聞出版社、17年）、「これだけは知っておきたい国際金融」（金融財政事情研究会、15年）、など多数。

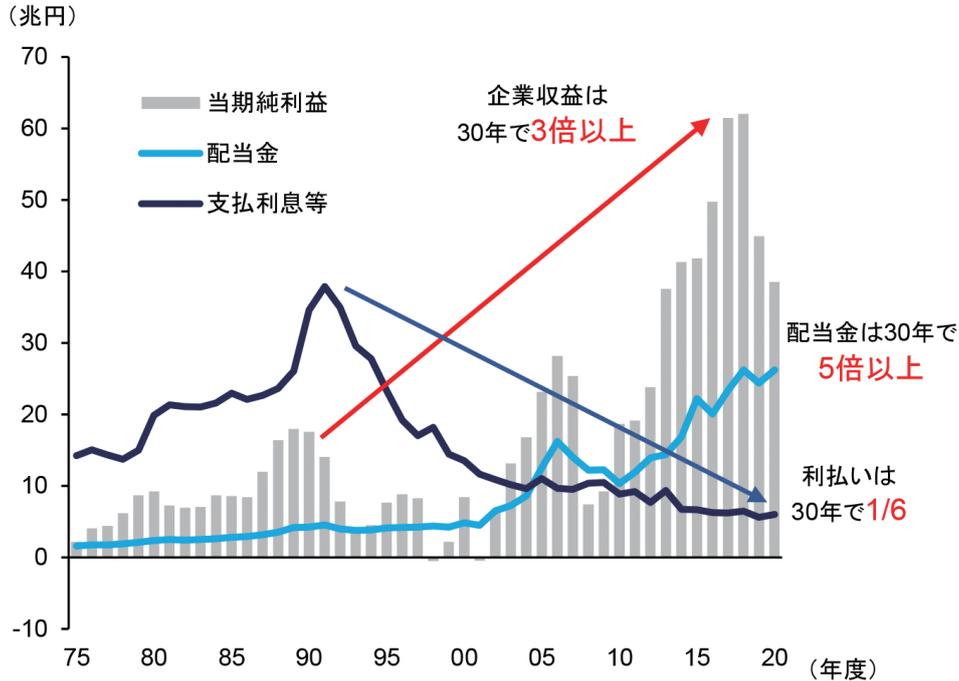
に、低水準ながらも底入れの気配がみられます。米国の政策金利（短期金利）は、2022年中の利上げを視野に入れていますが、政策金利の天井は長期的に低下しており、今回はせいぜい2%程度までにとどまると考えられます。この間、米国の長期金利も、高圧経済の下での経済回復から上昇していますが、2022年中のピークは2%台半ばが限度でしょう。

為替相場をみると、米国は長年にわたって、対日貿易赤字を背景にドル安円高圧力をかけてきましたが、地政学的な転換もあり、長期的な円高トレンドが底入れするかもしれません。日米の金利差拡大、米国のインフレ懸念といった下で、バイデン政権はドル高を容認するのか、為替政策に注目です。

そうした中で、コロナ対応の核心は、大企業やファンドの過剰資本を、いかにして深刻な資本不足にある「コロナ7業種」に循環させるかということです。従来の「貸出」ではなく、「出資」をすることで事業構造改革を促すことがポイントです。

また、グローバル化と格差拡大の中で生じる、

図 2. 企業業績と投資家への収益還元



出所：財務総合政策研究所「法人企業統計」直近は2020年度 (作成) 岡三証券

ポピュリズムと社会の変動にも目を配る必要があります。コロナショックが弱者を直撃した一方、その対応としての追加金融緩和と政策がコロナバブルを発生させました。格差是正論が、ポピュリズムの観点から生じやすい側面があることは留意しておきましょう。

### 3 コロナショックと水没難民の生き残り戦略 -金利水没とLED戦略

コロナショックによる消費・投資の抑制と財政支出の結果、家計・企業ともに現預金が大幅に増加し

ています。2022年の課題の一つは、この現預金をいかにして投資に繋げていくかということです。

まずお伝えしたいことは、企業は、趨勢的にみて、結構儲かっているということです。この30年間で、企業収益は2倍以上になり、配当は5倍になりました。この間、支払利息は6分の1に低下しました(図2)。

フランスの経済学者・ピケティは、「21世紀の資本論」の中で、資本の収益率が、経済成長ないし賃金・所得の伸びを上回っていることを明らかにしました。そして、これが世界的な格差拡大の主因であ

図 3. 世代におけるギャップ状況

世代名 (運用開始年)	主な 年齢層	特徴	長期運用 利回り(%)	トラウマ状況
トラウマ世代 (1983-1992)	50代	バブル崩壊のトラウマを背負う	1.6-2.3	2/3程度の期間がトラウマ
氷河期世代 (1993-2002)	40代	就職氷河期+バブル崩壊	2.4-3.9	半分程度の期間がトラウマ
<b>運用トラウマの崖</b>				
雪解け世代 (2003-2012)	30代	ポストバブル崩壊~雪解け	4.1-5.9	トラウマは限定 NISA、iDeCoなどの制度サポート
アベノミクス世代 (2013-2020)	20代	アベノミクスでトラウマ無し	5.1-22.0	ほぼトラウマなき世代 各種制度サポート

(作成) 岡三証券

ること、低金利政策がこれを助長していること、を指摘しました。このことは、マイナス金利政策が、政府と企業を勝ち組に、家計（預金者）と金融機関を負け組にしたことを意味しています。

世界中の金利がマイナスないしほぼゼロに水没する中で、近年の資産運用の基本は、長期（Long）、海外（External）、多様なリスク（Diversified）という「LED戦略」でした。

#### 4 令和は資産運用の時代に - 家計・企業・金融機関、国を挙げた 資産運用カルチャー転換に

バブル崩壊後は、日本だけが、世界から断絶された「雪の時代」でした。資産デフレと円高で、資産運用には不向きでした。この日本人のトラウマは、世代によって大きく異なります（図3）。

50歳代、40歳代は、かなりの投資期間で損を経験したのに対し、30歳代、20歳代は、長期運用利回りの高さにも反映されている通り、資産運用で得をした経験をしています。こうした若者が主導して、貯蓄から投資へという改革が進むかもしれません。

アベノミクスの下で、日本は漸く普通の資産形成ができる時代になりました。そして、令和の時代は、投資家的側面も有した日本モデルの成長で「春の訪れ」が期待されます。

日本モデルのキーワードは、「日本の総合商社化」

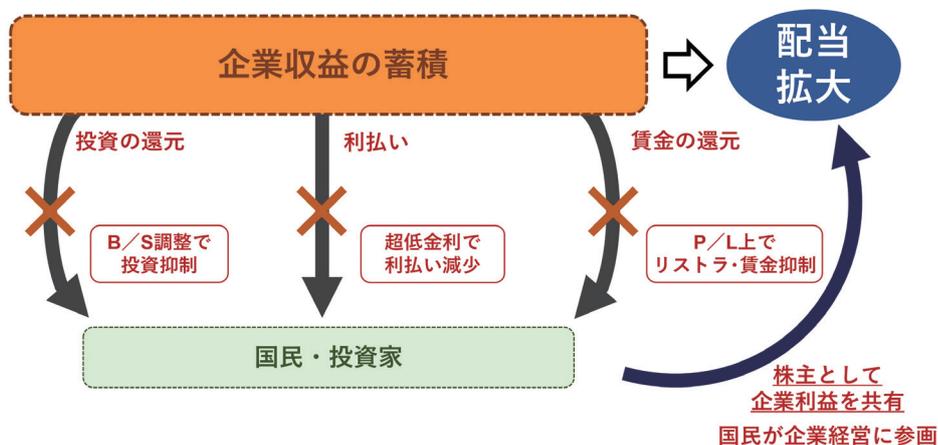


です。日本の経常収支をみると、かつての貿易黒字はほとんど消え、これに代わって、海外投資のリターンである第一次所得収支が黒字の大半を占めるようになりました。日本は資産運用立国になった訳です。そして、国民がその果実を獲得するためには、利払いや賃金という形以上に、株式配当の形で受け取るという経路がいちばん有効だと考えられます。つまり、国民一億総株主という発想が必要になったということなのです（図4）。

※文責：ぶぎん地域経済研究所

日時：2021年12月3日（金）  
15:00~16:30  
会場：パレスホテル大宮 4F「ローズルーム」

図4. 企業収益の還元はどうしてないのか



(作成) 岡三証券