

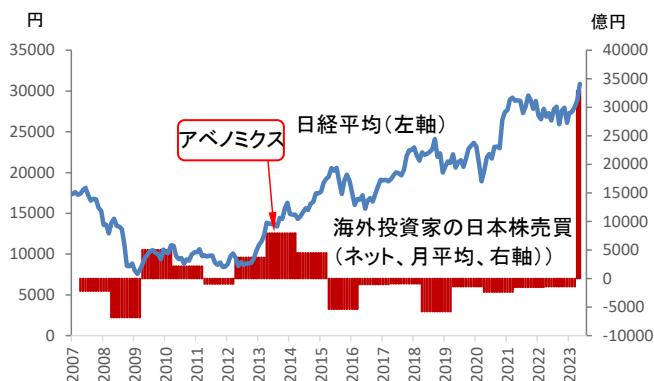
## Kanno Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
シニアフェロー、チーフエコノミスト  
菅野 雅明日本経済は 10 年・30 年に一度の転換点に  
— 追い風を受けて「賃金と物価の好循環」は実現するか —KEY  
POINT

- 2023 年は不良債権問題終結(2003 年)から 20 年、アベノミクス開始(2013 年)から 10 年の節目
- 米中新冷戦の始まり、欧州・アジアの地政学リスクの高まりで、1990 年以来約 30 年ぶりの歴史的転換点に
- 冷戦構造は日本経済にとってプラスだが、この追い風を活かせるかどうかは日本の対応次第
- 骨太の方針 2023 は、雇用改革、企業の新陳代謝、DX・GX など構造改革を伴う成長戦略を提示
- 雇用の流動性が高まり、適材適所の人的資源配分が実現されれば、労働生産性上昇を伴った賃上げが可能
- 「賃金と物価の好循環」はインフレ率が 2%を安定的・持続的に超えない下ではある程度実現可能
- インフレ率が 2%を安定的・持続的に上回ると、「賃金と物価の悪循環」が始まるリスクも
- 日本だけが「賃金と物価の好循環」を享受できる環境にあり、海外投資家の日本株買いもこうした面を反映か

日本株価(日経平均)は海外投資家による日本株買いから年初来で 25.6%と高い上昇率を示している(6 月 23 日時点)。これは、米国(S&P500)の 11.3%を大きく上回っている。海外投資家の日本株買いが特に強まったのは 4 月以降で、4-6 月の日本株買い越し額(6 月は第 4 週までの財務省データを基に当社推計)は 3.3 兆円(月平均)となっている。海外投資家の日本株取引は、2015 年度から 2022 年度の間は売り越しとなっていたので、このまま海外投資家の日本株買いが続いて 2023 年度全体でも買い越しになれば 9 年ぶりとなる(図表 1)。

(図表 1) 海外投資家の日本株売買額と日本株価



出所:財務省 注:海外投資家の日本株売買の2023年6月は財務省資料を基に当社推計

海外投資家による日本株買いが強まったのは、日本株の割安によるものとの指摘もあるが、日本株の割安は今に始まったことではなく、また、「[日米株式市場展望:日本株の賞味期限は?](#)」(当社 Special Report、6 月 7 日、渡辺浩志)にあるように日本株の割安感はずでに薄れ、割安感だけで今後の株高を期待することは困難となっている。今後海外投資家の日本株買いが 4 月以来のペースを維持できるかどうかは不透明だが、本稿では、一つの仮説として、日本経済が 10 年に一度、あるいは 30 年ぶりの大きな節目にあ

る点を確認したうえで、日本経済の好循環が続く可能性とそのためには何が必要か、という点についても考えてみたい。

## 1. 日本経済 10 年サイクル説

海外投資家が日本株を大量に買い越したのは、自民党総裁に安倍晋三氏が就任し「3 本の矢」からなるアベノミクスを打ち出した 2012 年度から、黒田東彦日銀総裁による「異次元の金融緩和策」が実行された 2014 年度にかけてであった。この時は、金融緩和策により円安が進むなか、成長戦略により日本経済の生産性が改善し、企業の収益力が向上するという期待が強まった。実際、コーポレートガバナンス改革が進展し、スチュワードシップ・コード(2014 年)、コーポレートガバナンス・コード(2015 年)が制定され、企業収益力の向上のみならず、収益の株主還元強化が図られた。2014 年には GPIF(年金積立管理運用独立行政法人)のポートフォリオにつき、リスク資産のウェイトを引き上げる方向での改革が行われた。日本の機関投資家および個人投資家のリスクテイク意欲の高まりが感じられた。

しかし、その後はアベノミクスの改革ペースは鈍化していったことから、海外投資家の日本株への投資熱は急速に冷める結果となった。安倍内閣がコーポレートガバナンス改革の次に実行しようとした労働市場改革が国民の支持を十分に得られないなか、金融緩和への依存度が高まった形となった。また、日本を取り巻く海外情勢の変化も日本経済にとってはマイナスとなった。2014~16 年には原油価格の急落と人民元の切り下げ(チャイナショック)で再びデフレ色が強まった。これに対し、安倍内閣は財政支出増大で対応したが、「国土強靱化基本計画(2014 年制定)」については、「公共投資のパラマキに依存する旧日本に逆戻りしたのではないか」という懸念が海外投資家の間に広まった。

なお、海外投資家の日本株買いが強まった 2013 年の 10 年前、すなわち 2003 年はりそな銀行に対する公的資金注入が行われた年だ。日本の不良債権問題は 1990 年代初の資産バブル崩壊後、公的資金の注入を決断するまでに時間を要したが、2003 年に最終的な決着を見た。日本経済は、不良債権問題の足枷から漸く自由になり、新しい時代に向けて歩みを進めることとなった。2003 年は郵政民営化を皮切りに公的企業の民営化路線を進めた小泉純一郎氏が政権を担っており、日本経済は 2008 年のリーマンショックまでは順調な回復を遂げた。正確に 10 年丁度という訳ではないが、1990 年代初の資産バブル崩壊後の不良債権問題深刻化、2003 年の不良債権問題の終結、2013 年のアベノミクスと、「失われた 30 年」の期間中も 10 年ごとに節目を迎えてきたことが分かる(図表 2)。

そして我々は今 2023 年にいる。アベノミクスが始動してから 10 年たったところだ。2023 年が過去に見られたように歴史的な大きな転換点になるかどうかは意見が分かれるかもしれないが、筆者は今般発表された「2023 年骨太の方針」の内容に注目している。具体的な議論は後記(4 ページ)に譲るが、アベノミクスで積み残した「雇用改革」に焦点を当てたことは注目に値する。このほか、スタートアップ企業の育成を通じた企業の新陳代謝の促進や、膨大な家計の銀行預金をリスクマネーに代えるための仕組み作りも時宜に叶った政策だ。これらの点は、アベノミクスでもある程度意識されていたが、いずれも不十分であった。岸田内閣の政策はアベノミクスの「第 3 の矢(成長戦略)」の総仕上げを企図しているように見える。

## 2. 30 年サイクル説:レジームチェンジ

ここで忘れてならないのは、国民の受け止め方だ。日本経済は「失われた 20 年」が「失われた 30 年」になり、国民の間には「このままでは『失われた 40 年』になるかもしれない」という危機意識が芽生えつつあるように見える。日本経済の過去 30 年間の実質成長率が先進国のなかではイタリアに次いで低く、賃金も上昇しなかったのは、人口問題に加え生産性の伸びが低かったからだ。これは金融緩和で円安政策をとったところで解決する問題ではない。過去 10 年間「異次元の金融緩和」を行ってもこの間日本経済の成長

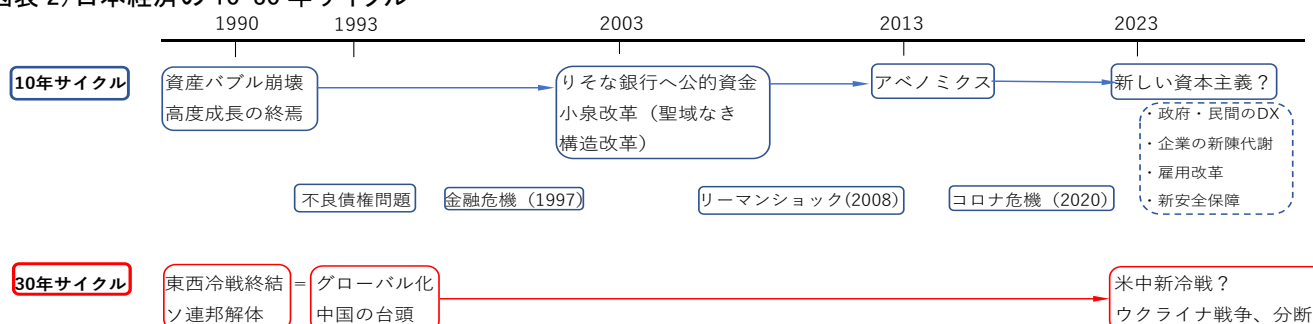
率に大きな変化は見られなかった。金融政策だけではサプライサイドの変化を促すことは出来なかった、という点を学んだことが重要なかもしれない。円安になると、輸入物価が上昇し、食料品やエネルギーの価格が上昇し、人々の生活は圧迫された。円安の下で、輸出数量が大幅に増加し、その結果、日本企業の収益と家計の所得が顕著に改善するのであれば、ある程度の物価上昇の下で経済の好循環が期待できたが、少なくともこれまでのところ、こうした好循環は見られていない。こうした状況下、日本企業、そして日本国民の間で漸く危機感が芽生え始めているように見える。DX や雇用改革を進める下地が出来つつある。雇用の流動化のために必要な転職市場の拡大など、以前であれば雇用に対する不安を高めると言って反対論が優勢になっていた可能性がある政策が、「骨太の方針 2023(後記参照)」のなかで正面から取り上げられているのは大きな変化だ。

日本国内での危機感が共有されるようになった背景としては、日本を取り巻く地政学リスクの変化がある。米中新冷戦構造は日本経済に対し様々な影響をもたらすが、筆者は「ネットではプラス」と考えている。従来であれば中国に向かっていであろう投資の一部が日本に向かうことは十分にありうるし、サプライチェーンの国内回帰に加え訪日外国人数も飛躍的な増加が見込める。円安傾向がこうした流れを一層加速させるであろう。これは、東西冷戦構造が終わり、グローバル化が始まった 1990 年以降 30 年間のトレンドの変化を示すものだ(図表 2)。

また、拙稿「2022 年は戦後 77 年」(Kanno Report、2022 年 1 月 28 日)に記したように、2022 年 8 月で太平洋戦後 77 年が経過したが、これは明治維新から太平洋戦争終結までの期間に相当する。仮に日本経済(あるいは世界経済)に 77 年サイクルがあるとすると、2023 年は日本の近代史上の第 3 サイクルの初年に当たる。

2022 年 2 月、ロシアがウクライナに軍事侵攻を開始した。国連安全保障理事会常任理事国による一方的な軍事侵攻は戦後の安全保障の枠組みを根本から揺るがすこととなった。当初ではロシアの軍事侵攻は短期間に終了するとの見方も一部にあったが、1 年以上を経過しても終戦の兆しは見えていない。今後の展開については、現時点で正確な

(図表 2) 日本経済の 10・30 年サイクル



出所: SFGI

予想をするのは困難だが、かなり長期化するのでは、との見方も出始めている。こうした下で、欧州経済の先行きには黄信号が灯っている。従来、欧州経済はロシアからの安価な天然ガスに依存してきたが、新たなエネルギー供給先を模索せざるを得ず、これは明らかにコストアップ要因だ。一方、欧州とくにドイツは対中国輸出に力を入れ、大幅な経常黒字を作り出して経済を成長させてきたが、中国経済が減速感を強めており、欧州のビジネスモデルは曲がり角にさしかかっている。ロシア・ウクライナ戦争の長期化は欧州経済にとって明らかに重石だ（一方、同戦争が短期間に終了すると、ウクライナ復興需要から欧州経済にとってはプラスになる面も）。

世界経済見渡すと、中国を除くアジア経済は相対的に堅調に推移している。足下ではハイテク産業がコロナ禍の下での巣籠需要の反動から停滞しているが、中長期的には AI 関連の新たな技術が次々に生まれるなか、IT 生産の拠点として経済成長に活かしているのがアジア経済だ。日本の立場から見ると、韓国に尹政権が誕生したことに伴い日韓の経済関係がさらに深まるとすれば朗報だ。また、日本は中国との一定の経済関係を維持しつつ、アジアの中で新たな役割を果たすことが求められている。これは日本にとって米中新冷戦下で複雑な方程式のなかに身を置くことを意味するが、今こそ日本の自主外交の成果が問われる時だ。ただ、この点については、先の広島 G7 サミットに見られるように日本に追い風が吹いているように見える。

### 3. 日本は追い風を活かすことができるか

#### (1)「賃金と物価の好循環」は実現できるか

日本を除く主要先進国では、高すぎるインフレ率を鎮静化すべく金融引き締め策を実施中だが、日本では日銀が金融緩和策を推進中だ。一時 4%を超えた日本のインフレ率（生鮮食品を除く CPI 前年比）は、植田総裁の記者会見での発言等から判断すると、日銀は、今後は再び 2%を下回る水準にまで低下すると見通している。この環境は、日本がサプライサイドの改革を進めるうえでは大きなサポート材料だ。

一方、政府では、6 月 16 日に閣議決定した「骨太の方針（経済財政運営の基本方針）2023」第 1 章「マクロ経済運営の基本的な考え方」、「2.環境変化に対応したマクロ経済運営」のなかで、「輸入物価上昇を起点とした外生的な物価上昇から、賃金上昇やコストの適切な価格転嫁を伴う『賃金と物価の好循環』を目指す」と明言している。

この文章だけではやや分かりづらい点もあるが、本年 4 月の第 4 回経済財政諮問会議に渡辺努東大教授が提出した「賃金と物価の好循環をいかにして実現するか」では、この

点にもう一步踏み込んで説明している。それによると、まず①企業は生産コストの上昇(2%)を転嫁して商品価格を引き上げる、次に②消費者の生計費は 2%上昇するので、③労働者は生計費上昇分 2%に労働生産性上昇分の 1%を上乗せして賃金上昇率 3%を獲得する、④企業は人件費（筆者注：単位労働コストを指すと思われる）の上昇分を毎年商品価格に転嫁する、というのが「賃金と物価の好循環」の具体的な姿のようだ。

渡辺教授の例では、労働生産性が 1%上昇するという点が重要だが、仮にそうでなくともインフレが实体经济にプラスに作用しうる場合がある。実際の日本の例で示してみよう。厚生労働省が発表する毎月勤労統計での所定内給与の 2004 年平均上昇率は 1.1%だった。この時に、労働者の賃金が 2%上昇し可処分所得も 2%増加するなか、企業も商品価格を 2%引き上げて、売上が 2%増加したとしよう（雇用者数、労働時間は変化なしの場合）。この時のインフレ率が 2%であれば、家計所得、企業収益が各 2%上昇するので、実質消費には変化がないはずだ。しかし、実際には、実質ベースでプラスの効果も期待できる。第 1 の経路は、企業が 2%以上値上げするケースだ。企業は千載一遇のチャンスと捉え、過去値上げできなかった分を一気に取り戻すべく 3%値上げするかもしれない。あるいは、先行きのコストアップを見込み、将来のコストアップを先取りする形で 2%以上値上げする企業も出て来よう。第 2 の経路は、企業の値上げと賃上げ実施の時期の差（タイムラグ）の問題もある。企業の値上げが先に起こり、その後に賃上げを実施するケースだ。これらのケースにおいては、企業の利益がまず増加する。実際、2023 年 1-3 月期の日本企業（法人企業統計ベース、金融・保険を除く全産業）の経常利益は前年比 4.3%の増益（前期比では 6.2%の増益）だった。企業収益の増加は、賃上げの原資となるだけでなく、さらなる設備投資を生み出す好循環の出発点ともなりうる。

しかし、話はこれで終わらない。インフレ率が 2%を超えてくると、労働者は翌年 2%を超える賃上げを要求してくるだろう。インフレ率を上回る賃金上昇は実質賃金の上昇となる。一方企業は賃金上昇を転嫁すべく商品の値上げ率を 3%超に設定する先も出て来よう。これは、期待インフレ率の上方シフトを物語っているが、この間は企業・労働者ともに先行きに対する明るい見方が広がり、消費・設備投資行動が大きく前向きに変化する可能性が高い。一種の貨幣錯覚（マネーイリュージョン）から消費・投資が増加する場合もありうる。ここまでは、企業と家計がウィン・ウィンのケースだ。

#### (重要な中央銀行の対応)

しかし、こうした好循環は長くは続かない。インフレ率が中央銀行の許容範囲を超えると、中央銀行は金融引き締め

では、こうした状況に陥っており、中央銀行では「賃金と物価の悪循環」をいかに断ち切るか、に懸念だ。この段階では、「賃金上昇と物価のスパイラル」は「好ましくない」と考えられているからだ。

ただし、足下の日本では、こうした過度なインフレが直ちに起こる可能性は低い。むしろ、賃金上昇率が 2%に届かない一方、企業の価格設定態度の変化も一時的で、物価上昇の持続性に対する懸念の方が依然強い状況だ。そうした状況下、日銀は、植田新総裁の初会合である 4 月の金融政策決定会合の声明文で「賃金上昇を伴う形で、2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現することを目指す」（下線部は筆者）と「賃金上昇」を金融政策正常化の条件とすることを初めて明言した。

なお、日銀の議事要旨を見ると、「複数の委員は、日本銀行が新たな政策目標を追加したという誤解を招くのではない」「誤解を招かないよう適切に对外コミュニケーションを行うことが必要である」とあり、「賃金上昇」の文言を加えることについては政策委員会のなかでも意見が割れたようだ。確かに、日本の場合、米国とは異なり、日銀法のなかでは「雇用」「賃金」についての日銀の役割は書かれていない。しかし、植田総裁は、記者会見で「物価だけでなく、企業収益、雇用、賃金が増加する中で、物価も上がっていくという状態であることが必要」と述べており、少なくとも、賃金上昇を伴わない物価上昇は日銀が目指すものではないことが分かる。「新たな政策目標かどうか」はさておき、今後、日銀の政策は賃金動向に制約を受けることになるのは確かなようだ。「賃金と物価の好循環」という点では政府と日銀の足並みは一致しているといえよう。賃金が持続的な高成長を遂げるかどうかを判断するには 2024 年だけでは不十分で 2025 年までは待つ必要がある。当社では、日銀がマイナス金利政策を見直すのは早くても 2025 年以降と予測する。

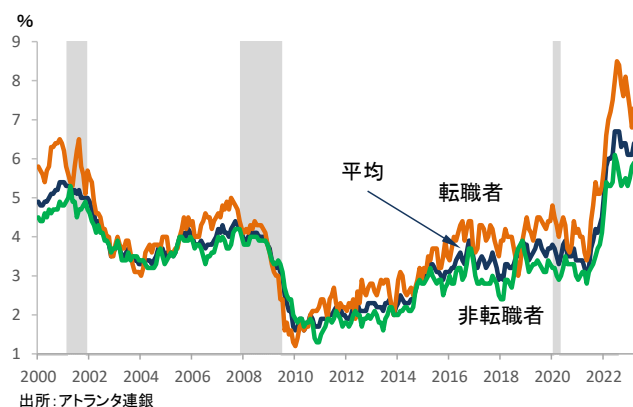
## (2) 持続的な賃金上昇は起きるか

賃金上昇の持続性は、今後の物価動向を見極めるうえで最も重要な課題と言っても過言ではない。この点については、当社でも「GDP デフレーター“2%”到達の意味とは？」(当社グローバル経済・金利ウォッチ、5 月 19 日、宮嶋貴之)にあるように、中小企業の賃上げ動向に焦点を当て、安定的・持続的な 2%インフレ目標達成のためのハードルはかなり高いことを示してきた。筆者は、さらにもう一歩進んで、日本の労働市場の構造改革が進展することが持続的な賃金上昇の鍵と考えている。

具体的には、ジョブ型雇用への移行を前提に労働市場での流動性が高まり(すなわち転職の市場が拡大し)、その際に各労働者の労働生産性に見合った賃金が示されるこ

とで賃金の上昇が容易にもたらされるようになる、と考えている。実際、米国における賃金上昇率は、転職者(job switcher)が非転職者(job stayer)を大きく上回っている(図表 3)。日本では、賃金上昇率を考える場合には「春闘のベア」が重要だが、「労働者一律の賃金上昇率」である必要はなく、労働の成果に見合った賃上げの仕組みを作ることが、労働生産性上昇分の労働者への還元になると考えられる。なお、アシスタント業務などパフォーマンスの測定が困難な業種も存在するので、それらまで職能給にする必要はない。

(図表 3) 米国：賃金動向



「骨太の方針 2023」は、労働市場改革に関し、従来の見方をさらに進めて「労働者が自らの意思でリ・スキリングを行い、職務を選択できる制度に移行していくことが重要であり…労働者が自らの選択によって労働移動できるようにすることが急務である」と述べている。具体的な改革の方向性としては「自己都合による離職の場合に…リ・スキリングに取り組んでいた場合などについて…退職所得課税制度の見直しを行う」とある。リ・スキリングを行って自己都合で退職する場合に退職金が減額されないようにすると趣旨でリ・スキリングを促すことにはなるが、この文言からは、現行の退職金制度にどこまで踏み込んで改革するのか、という点は見えてこない。日本の退職金制度は、長期間勤務するほど税制面の優遇が大きくなるが、これ自体が労働移動を妨げている側面があるからだ。退職金制度の具体的な改革内容は示されていないが、労働移動の促進という観点からは勤続年数に準拠する現行制度の見直しは再検討すべき議題の一つだ。

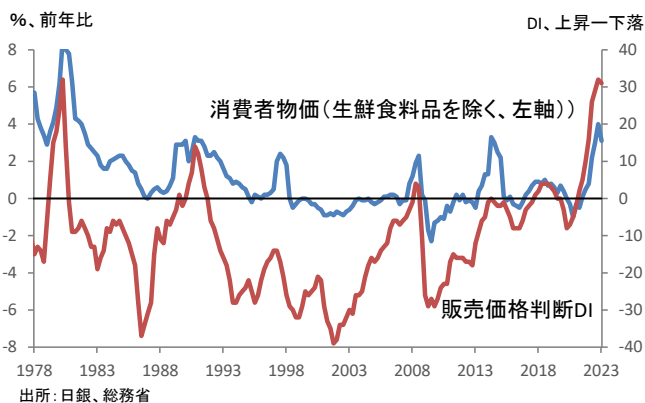
また、骨太の方針 2023 では「解雇の金銭的解決」には触れられていない。筆者は以前から「解雇の金銭的解決」をポジティブに評価してきた。「解雇が原則禁止」の下では、企業にとって正規雇用者を増やすことには慎重になり、賃上げにも消極的になり易いからだ。一定の条件の下での解雇に道筋をつけることが、非正規労働者の問題解決に寄与し、賃上げも容易にすると考えている。ただ、転職市場が十分に整備していない状況下では、解雇された場合の再就職コ

ストは高くつく。その意味で、まず、ジョブ型雇用への移行を加速させ、転職市場を拡大させることが「解雇の金銭的解決」に向けた第一歩となろう。労働移動が活性化された下での賃金上昇がみられる場合には、成長産業への最適な人材供給が図られるという意味で「生産性の上昇を伴った賃金上昇」がみられる可能性を示唆している。一朝一夕に実現できるとは思っていないが、その方向性が明確になるのであれば、日本経済にとっては大きな転換点となりうる。

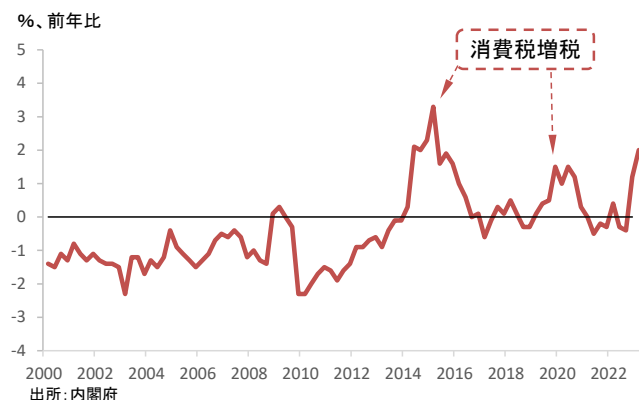
### (3) 企業の価格設定態度は変わるか

日銀 3 月短観の企業(全産業、全規模)の「販売価格判断 DI」は 31 と、1980 年 6 月以来の高さとなった 2022 年 12 月調査(32)並みの水準を維持した(図表 4)。また、日銀が「消費者物価の基調的な変動」を示す指標として発表している(CPI 前年比の)「刈込平均値」や「最頻値」、さらには「上昇・下落品目比率」をみても、価格上昇が、一部の品目ではなく、幅広い品目で見られていることを示している。加えて、日本の GDP デフレーター前年比も 2022 年 7-9 月期までは概ねゼロ近辺であったが、その後 10-12 月期には 1.2%、2023 年 1-3 月期には 2.0%と伸びを高めた。このことは、日本でも、消費者物価の上昇が単なる輸入物価上昇の転嫁だけでなく、賃金や企業利益の伸びを伴う「ホームメイド・インフレ」の状況に漸く移行しつつあることを示唆している(図表 5)。

(図表 4) 販売価格判断 DI とインフレ率



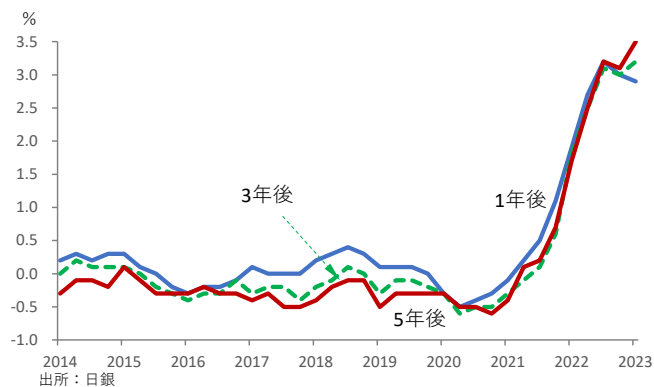
(図表 5) GDP デフレーター



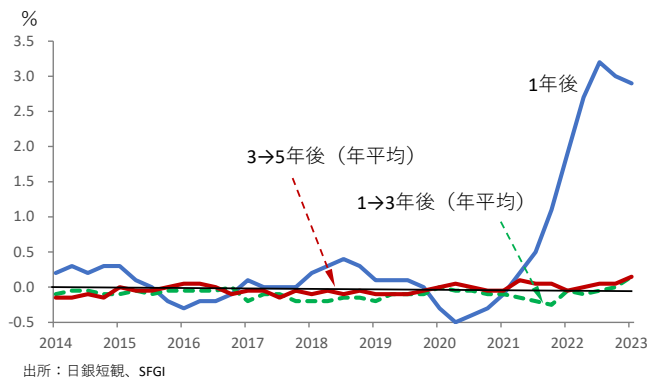
残された問題はインフレの「持続性」だ。足下で見られているインフレ率の上昇は、エネルギー・資源価格の高騰と円安を背景とした輸入物価の上昇だが、輸入物価前年比はすでにピークアウトし、5 月は-5.4%と 2 か月連続してマイナスを記録した。先行きについては、足下は円安が進行しているが、「米国経済は、今年末から来年前半にかけて累積的な利上げ効果から大きく減速し、景気後退に陥る可能性が高まる」「FRB(米連邦準備理事会)は、来年 4-6 月期から利下げに転じる」というのが当社の経済見通しのメインシナリオなので、この前提の下では、①世界景気の減速→景気後退入りから資源・エネルギー価格は下落する可能性が高く、②ドル円レートも内外金利差の縮小に伴い円高に振れる可能性が高い。こうした当社のメインシナリオを前提とすると、輸入物価に連動する財インフレ率は今後さらに低下しよう。サービス価格に大きな影響をもたらすのは賃金の動向だが、企業収益は足下堅調ながら、先行きの世界景気減速→景気後退入りの可能性を考えると、2024 年度の企業収益は減益となる公算が大きい。このように考えると、2024 年度以降に高い賃上げが行われるかどうかについてのハードルはかなり高いと思われる。

そこで重要なのは、企業とくに価格支配力のある大企業製造業が先行きの自社製品の販売価格をどのようにみているか、という点だ。日銀 3 月短観の大企業製造業の販売価格見通しは、1 年後が 2.9%、3 年後が 3.2%、5 年後が 3.5%となっている(図表 6)。このことは、今後 1 年間は 3%近い販売価格上昇が見込める一方、1→3 年間では年平均で 0.15%、3→5 年間も同 0.15%の上昇しか見込んでいない、ということを示唆している(図表 7、次ページ)。日本の大企業製造業では、販売価格の持続的な上昇には懐疑的な見方をしているといえよう。ただし、これは 3 月時点の調査なので、6 月短観(7 月 3 日公表予定)でこの点を改めてチェックしたい。

(図表 6) 販売価格見通し(大企業製造業): 現在水準との比較



(図表 7) 販売価格見通し(大企業製造業): 年平均



続くとしたら、繰り返しになるが、それは日本のインフレ率が2%に到達するまでの間だ。その間は前記の「10年・30年サイクル」の上昇局面が続くことになる。この見方は楽観的過ぎるとの批判があるかもしれないが、逆に、日銀の金融緩和が続く下で、日本の構造改革(パラダイムシフト)を伴う成長戦略が結実しない場合には、日本経済が再生する最後のチャンスを失うことにもなりかねない。その場合は、海外からの日本に対する期待は失望に変わるだろう。

(菅野雅明)

#### 4. 終わりに

「賃金と物価の好循環」は「骨太の方針 2023」のキーワードの一つだが、それが具体的に何を指すのかは必ずしも明らかでない。日銀は「2%を安定的・持続的に上回るインフレ率」を目指すとしているが、日本経済にとって最も好ましいのは、「インフレ率が安定的・持続的に 2%を上回るまで」の間だ。「インフレ率が安定的・持続的に 2%を上回る」と日銀が判断した時点で、日銀がこれまで続けてきた超金融緩和政策は終了し、正常化が始まることになる。日銀がこれまで実施してきた事実上無制限ともいえる国債買い入れを続けることは出来なくなる。イールドカーブコントロール(YCC)も当然停止されよう。果たしてその時点で長期金利はどこまで上昇するのか、現時点では見定め難い。勿論、そこで長期金利が暴騰する、ということを出したいのではない。その時の長期金利水準は、インフレ期待、海外の長期金利水準、日銀の政策見通しなどによって決まるからだ。ただ、一つ言えることは、日本の長期金利水準が上昇すると、これまで海外の債券購入に回っていた日本の機関投資家マネーが国内回帰を示し、それ自体が海外の長期金利を押し上げる方向に作用する、ということだ。この点が、海外の投資家・アナリストが日銀の金融政策を注視している一つの理由だ。言い換えれば、日銀の金融政策は世界の金融市場のアンカー役となっているので、日銀が金融政策を正常化するとアンカー役が失われるというリスクが表面化することになる。最悪の場合、日銀の政策正常化の結果、世界の金融市場が混乱する可能性も無視しえない。

話を日本に戻すと、筆者は、日本のインフレ率が安定的・持続的に 2%を上回るには、少なくとも数年は要する(あるいはそれ以上)とみているので、仮に筆者の見通しが正しい場合には、この間日本のインフレ率は 2%を下回る水準で安定的に推移する結果、日銀は金融政策の正常化には着手せず、日本の実質金利はマイナスのまま推移することになる。この間、骨太の方針 2023 で示された雇用の流動化やスタートアップ企業の育成などが順調に進めば、人口減少が進む下でも日本の潜在成長率の押上げが可能になり、海外からの投資も増えよう。「賃金と物価の好循環」が

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹 (おがわまき)**  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんのまさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



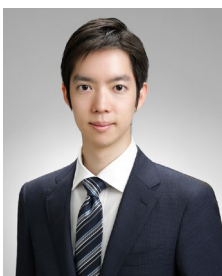
**石川 久美子 (いしかわくみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべひろし)**  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもとじゅんたろう)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじまたかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

## 本レポートについてのご注意

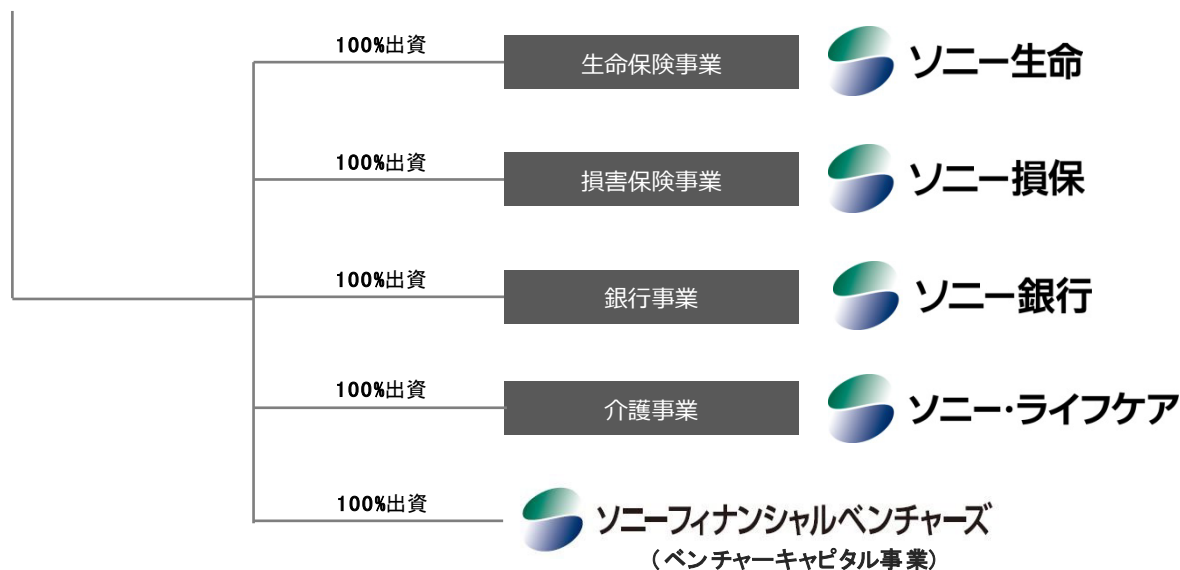
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



### ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>