

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ：2024年の内外経済展望

執筆者：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

要旨（以下の要旨は3分20秒でお読み頂けます。）

2024年年明けの株式相場は1月11日に1990年以来34年ぶりとなる日経平均3万5千円台を回復しました。今年は辰年、相場格言では来年の巳年と合わせ「辰巳天井」と言われますが、「竜頭蛇尾」に終わらぬよう日本経済が活気ある1年になることが期待されます。ただその一方で、世界情勢は中東紛争の緊迫化や米中対立の深まりなど、不確実性の高いものとなりそうです。

今回は2024年の内外経済の展望について、日本銀行理事を経てみずほリサーチ&テクノロジーズ エグゼクティブエコノミストとしてご活躍の門間一夫氏に解説して頂きます。

2024年の世界経済は、米国や中国を中心に幾分減速する見通しである。米国の減速は、インフレを抑えるために行われてきた大幅な利上げによるものである。既にインフレはかなり低下してきているので、減速はしても景気後退には至らない「軟着陸」に向けて視界が開けてきている。

他方、中国経済の減速は構造的な要因による面が大きい。不動産関連の立て直しには時間を要するほか、習近平体制のもとでの国内統治の厳格化や、米中対立の深刻化など、不確実性の大きいビジネス環境が続く。

2024年は米欧が利下げに転じる中で、金利の最終的な落ち着きどころ、いわゆる「中立金利」を巡る市場の関心も高まるだろう。人口の高齢化、地政学リスクの高まり、エネルギー転換などの構造要因を考えると、多くの先進国は2010年代のような低インフレには戻らないとの見方が有力だ。だとすれば金利も2010年代のような低水準には戻らない可能性が高い。

そうしたグローバルな背景もあり、日本でも2%物価目標の達成が現実味を帯びてきた。春の賃上げなど前半の情勢次第だが、日銀が4月ごろマイナス金利を解除する可能性が高まってきている。ただ、30年にわたり「物価は上がらない」ことが当たり前だった日本人の常識が、完全に変わるかどうか予断を許さない。他国並みの2~3%の「金利がある世界」へ移行していく可能性もあれば、「金利がある世界」はなお遠いことが改めて確認される可能性もある。日本の金利動向を巡る不確実性は大きい。

たとえ2%物価目標が実現しても、その基本原因が高齢化から来る人手不足なら、「デフレ下の低成長」が「インフレを伴うさらなる低成長」になるだけかもしれない。今起きているインフレは、人手不足を克服する構造改革の必要性を改めてわれわれに認識させるものだ、と危機感を持って受け止めたい。「デフレ脱却」と浮かれている場合ではない。

日本の潜在成長率は低下の一途をたどり、いままも反転上昇の動きが見えない。しかし、GDPと株価は別である。株価は「失われた20年」で完全に終わっており、過去10年あまりで4倍になった。代表的な日本企業の稼ぐ力は着実に改善している。2024年に限れば上昇一服の可能性もあるが、株価の中期的な上昇トレンドは維持されるとみられる。

テーマ：2024年の内外経済展望

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

1. 2024年の世界経済はやや減速

筆者の所属するみずほリサーチ&テクノロジーズは昨年末に「2024年 新春経済見通し」を公表した(図表1)。それによれば、世界経済の成長率は2023年が3.0%、2024年は2.8%となる見通しである。コロナ禍前、世界経済は平均的には3%台後半で成長してきた。そうした過去の基準から見れば2023年は低成長であり、2024年はさらにやや減速する見通しである。減速の理由は主に二つある。

第一に、米国経済の減速である。少しさかのぼって2022年3月、米国の中央銀行に当たる連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを開始した。経済がコロナ禍から急回復し、それにより高まったインフレを抑制するためである。政策金利であるフェデラルファンド・レート(FF金利)は、2023年7月までの1年半足らずで5%以上引き上げられ、現在も5.25~5.5%という高水準に据え置かれている。

こうした高金利の影響は既に出始めており、問題だったインフレはだいぶ低下してきた。FRBが注目している個人消費支出(PCE)デフレーターの前年比は、ひとところ5%を超えていたが最近では3%程度まで低下している(図表2)。それでも、FRBが目標とする2%まではまだ少し距離がある。2024年のFRBは、金融引き締めの影響が遅れて強まってくることも考慮しながら、今の金利水準をいつから下げ始めるべきか模索するとみられる。

実はここまで米国経済は、サプライズとも言うべき良好な展開だった。昨年の今ごろ、筆者を含め多くのエコノミストが、米国は2023年中に景気後退に陥ると予想していた。当時の高いインフレを抑えるには、そのぐらいのショックが必要であり、FRBの利上げがショックの役割を果たすとみていたからである。結果的にその予想は二重の意味ではずれた。利上げはそれほどショックにならなかったし、ショックにならなかったのにインフレは収まってきた。

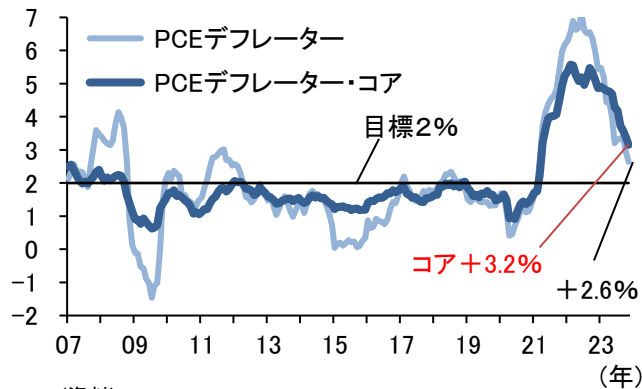
その理由にはなお不明の部分もあるが、労働供給が順調に回復したことは大きい。コロナ禍により労働参加率が大幅に低下した時、完全に元に戻ることはないという悲

(図表1)世界経済の成長率(%)

	2022年	2023年 (見通し)	2024年 (見通し)
世界	3.3	3.0	2.8
米国	1.9	2.4	1.2
ユーロ圏	3.4	0.4	0.4
日本	1.0	2.0	1.0
中国	3.0	5.2	4.6
インド	6.7	6.7	6.1
NIEs	2.2	1.4	2.1
ASEAN5	5.9	4.6	4.5

(資料)みずほリサーチ&テクノロジーズ

(図表2)米国の個人消費支出(PCE)デフレーター(前年比%)



(資料) BEA

観論が強まった。しかし実際には、テレワークなど柔軟な働き方の浸透もあって、女性を中心に労働参加率が思いのほか上昇した。移民の増加もあった。こうした労働供給の増加が、経済成長とインフレの鈍化を両立させることに役立った。

しかし、労働供給は無制限に増えるわけではない。ここから先、インフレが2%近辺までしっかり抑制されるためには、いよいよ経済の減速が必要になる。そしてその減速は、今の高い金利水準が維持されることで、今度こそ実現すると考えられる。ただ、既にインフレがだいぶ低下しているので、景気を大きく犠牲にしてまで高金利を維持する必要はない。2024年の米国経済は、減速はするがプラスの成長は保たれ、そのもとでインフレがさらに沈静化する、という理想的な「軟着陸」となる可能性が開けてきた。その情勢を見ながら、FRBは2024年半ばごろから徐々に金利を下げていくとみられる。

世界経済が減速するもうひとつの理由は中国である。米国経済の減速は、インフレを抑えるための利上げで人為的に誘導されるものであり、その意味で短期的な性格を持つ。しかし、中国の減速にはより構造的な背景がある。まず、不動産市場が大きな調整過程にあり、その正常化にはなお相当の時間がかかる。習近平政権のもとでの国内統治の厳格化、米中分断の深刻化などにより、不確実性の高いビジネス環境が半ば慢性的に続くかもしれない。海外からの投資も大幅に減少している。

もともと中国には、人口の高齢化が進む中で、投資主導から消費中心の経済にいかに移行するかという大きな政策テーマがあった。その道筋がはっきり見えないうちに、上述したいくつかの構造問題を抱えてしまった。不動産バブルの崩壊やデフレ気味の物価動向など、90年代の日本と類似の現象も目に付く。中国も日本と同様「失われた何十年」かになるのではないかと、という声が出るのもわかる。

もちろん、今の中国と30年前の日本を単純に比較することはできない。しかし、従来の経済成長モデルが崩れ、それに代わる新しい成長モデルを確立できていない、という広い意味において、確かに今の中国は30年前の日本に似ている。少し前まで7~8%成長が当たり前だった中国も、これからは4%台の成長なら御の字という国になっていきそうだ。

2. 低インフレ・低金利時代の終焉か

コロナ禍からの回復過程でインフレが高まり、今それが沈静化に向かっている、というパターンは米国に限らずグローバルに観察される現象である。思い返すと2010年代は、米国や欧州でも2%を下回る低インフレが続き、とくに欧州ではデフレのリスクも意識された。日本人にはうれしくない表現だったが、「日本化 (Japanification)」の懸念を巡る議論が盛んだった。

欧州中央銀行 (ECB) が2014年、日銀より1年半も前にマイナス金利政策を始め、最終的に-0.5%まで深掘りしていったのも、デフレのリスクへの危機感の現れであった。そのECBの政策金利は、今や4%まで引き上げられている。インフレが鈍化する度合いを見計らいながら、ECBもそう遠くない将来に利下げに転じる可能性が高い。

2024年は米欧がともに利下げ局面に入らないうち、「最終的にどこで金利が落ち着くのか」、言い換えれば「中立金利はどのくらいか」というテーマに金融市場は関心を寄せるだろう。今のところ、2010年代のような超低金利には戻らない可能性が高そうに思われる。インフレが2%を恒常的に下回る時代は終わった、との見方が有力だからである。その理由はいくつかある。

第一に、2010年代の低インフレは、結局のところ2008~09年の国際金融危機の影響が大きかったとも考えられる。企業や家計の支出マインドがなかなか回復せず、実

際 2010年代の景気回復は緩やかなものにとどまったからである。2010年代が特殊だったのであれば、再び同じような低インフレには戻らないと考える方が自然である。

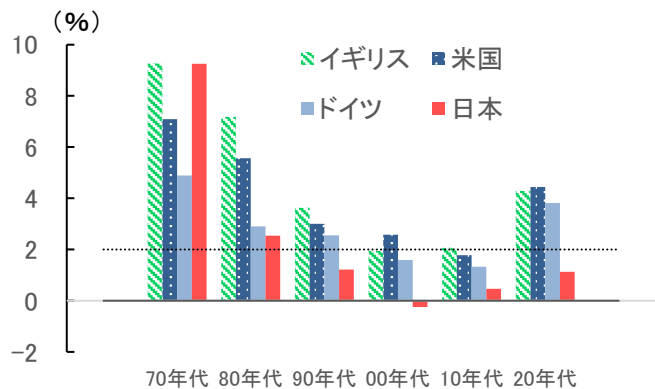
第二に、日本をはじめ多くの先進国で、人口の高齢化などを背景とした慢性的な人手不足が懸念されている。そうであるとすれば、賃金の上昇圧力はコロナ禍前よりも高止まる可能性が高く、それが物価にも一定の上昇圧力を与え続けることになる。

第三に、地政学リスクや気候変動により、グローバル・サプライチェーンが以前ほど頑健ではなくなっている。コロナ禍と同様のパンデミックは滅多に起きないとしても、エネルギー、食料、部品・資材などの生産・流通が滞る供給ショックは、従来よりも起きやすくなっているという見方が多い。

第四に、化石燃料からの脱却を目指すエネルギー転換は、地球温暖化の抑制には必要なことであるが、エネルギーの安定供給には負荷がかかる。

これらの要因の影響を正確に分析することは難しいが、世界的なインフレ圧力が2010年代よりは強まる、とみておくのが妥当であるように思われる(図表3)。だとすれば、政策金利の長期平均的な水準すなわち「中立金利」も、2010年代よりは高くなる可能性が高い。

(図表3) 主要国の消費者物価上昇率(10年平均)



(注) 20年代は2023年7月まで
(資料) OECD

3. 日本は異次元緩和からの出口を模索

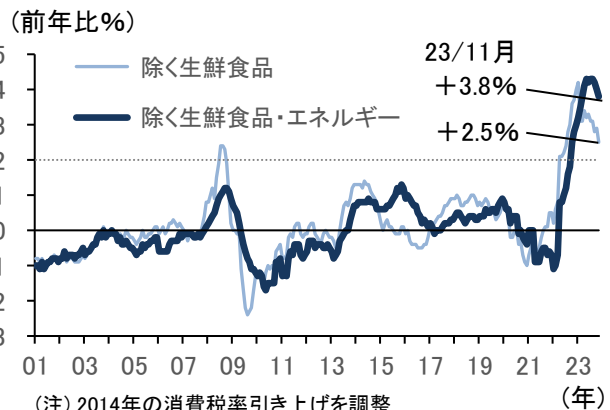
日本でも2022年以降、物価が上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は2023年11月まで27か月連続でプラスとなっており、日銀が目標とする2%も20か月連続で超えている(図表4)。

それでも日銀は、米欧の中央銀行とは異なり、いまだ利上げに踏み切っていない。マイナス金利や長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)といった極端な緩和手法も継続中である。輸入コストの価格転嫁が次第に弱まる一方、賃金と関連し合いながら物価が上昇を続ける状況にはなっていない、と日銀は判断しているのである。

確かに、輸入コストの影響を強く受ける「財」のインフレは既にピークアウトしている。しかし、「サービス」のインフレはなお上昇基調にある。これには国内固有の状況、とりわけ人手不足により賃金が上がり始めていることも影響しているとみられる。

確かに、輸入コストの影響を強く受ける「財」のインフレは既にピークアウトしている。しかし、「サービス」のインフレはなお上昇基調にある。これには国内固有の状況、とりわけ人手不足により賃金が上がり始めていることも影響しているとみられる。

(図表4) 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

賃上げについては、2023年の春季労使交渉の結果が、大方のエコノミストの予想を上回る前年比3.6%となり、これは30年ぶりの上げ幅であった(図表5)。同程度あるいはそれ以上の賃上げが2024年も継続するか、またそれと軌を一にしてサービス価格の上昇が定着するかどうかを、日銀は見極めていくことになる。それが十分な確度で見極められるとすれば、労使交渉の結果がある程度判明する3月以降であろう。

賃金・物価上昇の持続性が高まっていることや、内外経済に大きなリスクがないことを確認したうえで、日銀は4月末の会合で「2%物価目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況になった」と判断し、マイナス金利を解除するのではないかと。そのような経済・物価情勢のもとでは、政策金利(短期金利)はゼロ%程度とされた後、年内に2回程度の追加利上げがなされる可能性が相応にある。その通りなら、2024年末の政策金利の水準は0.5%程度となる。

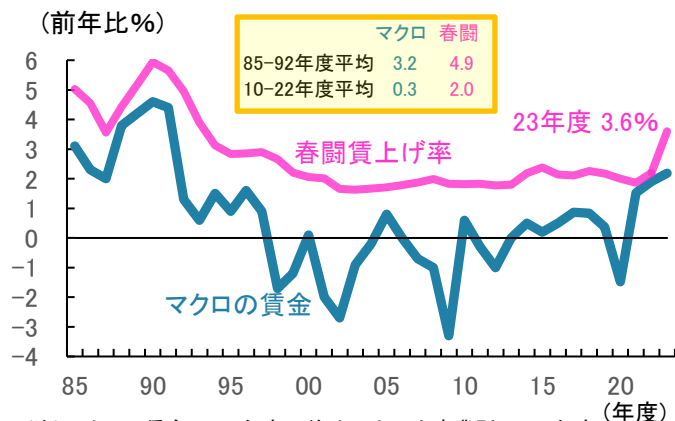
それにしても、なぜこのタイミングで2%物価目標が実現される可能性が高まったのであろうか。これは、前述した「他の先進国が2010年代の低インフレ・低金利に戻らない」という話と関係している。とくに日本の場合、構造的な人手不足が顕在化してきたことの影響が大きい。仮に日本でも2%インフレが定着した場合、本年中の利上げは前述の通り0.5%程度までにとどまるとしても、いずれ政策金利が2~3%程度まで引き上げられていく可能性は念頭に置いておく必要がある。

一方で、今年前半にマイナス金利を解除できない可能性も残っている。内外経済のリスクのうち、とくに注意したいのは米国である。米国経済は先述の通り軟着陸が見込まれており、その場合はFRBが利下げを開始しても日銀のマイナス金利解除の障害にはならない。しかし、FRBのこれまでの利上げは、いったん効き方が強まると想定以上に経済を下押しするリスクがある。仮に米国が景気後退ないしそれに近い状態になり、グローバル金融市場が全般的にリスクオフ、株価も大きく下げるといった事態になれば、日銀のマイナス金利解除は先送りとなるだろう。

また、そもそも賃金・物価の上昇が2%物価目標と整合的な強さを保てるか、という核心的論点になおかなりの不確実性がある。何といても日本人は約30年間、「物価がほとんど上昇しない世界」で生き、その環境に慣れ親しんでいる。「毎年2%程度の物価上昇は当たり前」というところまで、人々の意識が完全に変わるのは難しいのではないかと。昨年10月の日銀展望レポートにも、「長期にわたる低成長やデフレの経験などから賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきた」という記述がある。

仮に今年も2%物価目標の実現に目途が立たない場合、日銀の金融緩和はさらに長期化する。しかし、金融緩和のさらなる長期化については、その効果と副作用のバランスを日銀も改めて精査するだろう。それに関連して昨年春から日銀が進めているのが、過去25年間の金融政策を振り返る「多角的レビュー」である。そこでは既に、主

(図表5)一人当たり名目賃金



(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4-10月分。

(資料) 厚生労働省

として金融市場の機能に与える悪影響という観点から、マイナス金利やYCCの弊害が指摘されている。

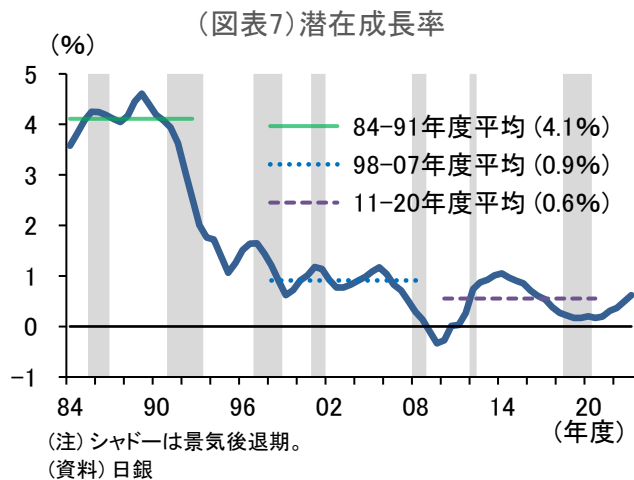
このレビューが最終的にまとまるのは今年の夏以降である。日銀はそれを踏まえ、2%物価目標の実現に目途が立たない場合であっても、おそらく秋以降、マイナス金利とYCCの解除だけは行うだろう。ただ、このケースではそれ以上の利上げはしばらく考えにくい。最近「金利のある世界」を巡る議論が盛んになってきているが、今年「金利のある世界」の遠さが改めて確認される年になる、という可能性も実はそれなりに残っている。

4. デフレより厄介な人手不足経済

2%物価目標が実現されれば、日本は長年のデフレから脱却したと言われることになる。ただ、それは日本経済が低成長を脱することを意味するわけではない。「デフレ脱却」と言えば聞こえはいいが、その内実は前述の通り、人口の減少・高齢化による構造的な人手不足による面が大きい。人の供給制約が賃金・物価の上昇を引き起こすのであって、総需要が強くなって物価が上がるようになるのではない。まして、異次元緩和が10年超のタイムラグを伴って効き始めたという話では全くない。

日銀の短観によると、人手不足はコロナ禍前よりも既に深刻化しつつある(図表6)。しかし、実質GDPの水準は、2019年の平均水準をようやく1%程度上回っただけである。つまり経済成長は4年間でわずか1%であり、その内訳である個人消費に至ってはマイナス成長である。これしか経済が成長していないのに人手不足が深刻化しているという現実は、高齢化などによって労働者の絶対数が不足し始め、成長の天井が低くなってきていることを表している。

どの国にもある程度決まった人的資源量があり、それを経済価値に変えるその国固有の力がある。それらで決まる持続可能な経済成長率のことを「潜在成長率」と言う。日本の潜在成長率は、戦後2番目に長かった2010年代のアベノミクス景気の局面でも低迷を続け、その後も明確な反転上昇には至っていない(図表7)。このままでは日本経済は、2%物価目標が実現されたとしても、「デフレ下の低成長」から「インフレを伴うさらなる低成長」になるだけである。



それを回避して高齢化と経済成長を両立させるには、①秩序ある形で外国人労働力の活用を進める、②一人ひとりの潜在力を引き出せる社会にする、③社会全体で労働力を効率的に使う、④介護・保育・運輸など慢性的に不足する公共サービス従事者の待遇を大幅に改善する、などそれぞれに困難な改革をすべて加速する必要がある。

リスキリング（新たに業務上必要な知識を習得すること）やデジタル化の支援など、政府は既に取り組みを進めているが、個々人のスキルアップや個々の企業の生産性を上げる、という次元の対応ではおのずと限界がある。中小企業を含めた企業再編や事業再構築などを通じて、経済全体でリソースの配分を最適化しやすくなるよう、制度やマインドセットを変えていかなければならない。

高齢化から来る人手不足が基本問題であるなら、それによって2%物価目標が実現されても「デフレ脱却」などと浮かれている場合ではない。数十年ぶりに起きた今のインフレは、日本経済の成長の限界を示すサインとして危機感を持って受け止めるべきである。

5. 株価は上昇トレンドの継続か

さて、日本経済の成長力が弱いという以上の話は、実は株価にはあまり関係がない。そのことは、単純に過去10年を振り返れば一目瞭然である。日本経済はよく「失われた30年」と言われるが、それはあくまでGDPに着目した場合の認識である。その意味での「失われた30年」は、前述した構造改革がうまくいかなければ、このまま「失われた40年」にも「失われた50年」にもなるだろう。

しかし、株価は明らかに「失われた20年」で終わっている

(図表8)。最近の株価は2012年の安値に比べて4倍になっており、今年は大バブル期の史上最高値を更新するとの声すらある。この10年間の株価の上昇トレンドは、先ほど見た潜在成長率の低迷とは対照的である。少なくとも近年の経済において、株価とGDPは別物なのである。

その理由も実は単純である。

株価は「その国全体の経済力」

ではなく、「その国を代表する企業の収益力」を反映する。日本に限らず多くの先進国において、その国を代表する企業の収益力は、その国全体の経済成長と乖離する傾向が強まっている。さらにその理由を日本企業に即して考えてみよう。

第一に、日本の優良企業の多くは近年、海外の活動拠点を拡充し、グローバル市場で稼ぐ力を強化してきた。成長する米国、アジアなどの市場を積極的に取り込み、そこで財やサービスの生産活動も拡充すれば、高齢化で縮小する国内経済に縛られることなく、企業としてはいくらかでも成長を続けることができる。

第二に、上記の点とも関連するが、株主リターンを重視する方向へ日本企業の経営が変容してきた。コーポレート・ガバナンスの重要性が多くの経営者に認識されるようになり、米国企業ほどではないにせよ日本企業の自己資本利益率(ROE)も改善している。M&Aや事業再構築など、株主目線で企業戦略を大胆に見直すことも珍しくな



くなり、挙げた成果についても配当や自社株買いで株主に還元されるようになった。

その反射効果として、成長性の乏しい国内市場向けの設備投資は抑制され、人件費を含めたコストが圧縮されてきたという面があった。その結果、中小企業や家計など、株主重視の企業行動から取り残される部分、あるいはかえってマイナスの影響を受ける部分が、近年の日本経済の成長を難しくしてきた。そうした中小企業や家計をいかに底上げするかは、GDPでその成果が問われる政府の成長戦略にとっては重要なテーマである。

しかし、繰り返しになるが、株価はGDPの成長力ではなく、代表的な日本企業の成長力で決まる。東京証券取引所の改善要請がなされたこともあり、株価純資産倍率（PBR）が1倍未満ではだめだ、という意識も上場企業の間では強まっている。企業価値を重視する経営者の姿勢は、今後さらに強まることはあっても弱まることはないだろう。

さらに言えば、前述した物価の上昇も、企業収益や株価など名目値で表される変数にはプラスになる。だから「デフレ脱却で株価が上がる」というのは、デフレ脱却が実質GDPの成長を伴わないものであったとしても、ある程度正しい。少額投資非課税制度（NISA）の拡充などにより、個人が「貯蓄から投資へ」の意識を強める環境もできつつある。

2024年に限れば、企業の価格転嫁が概ね一巡するうえ、米国金利の低下による円高も考えられ、企業の増益ペースは鈍る可能性が高い。去年は日本株が好調だったため、バリュエーション的に割安ではなくなったとの見方もある。そう考えると2024年の株価は、一気にバブル期のピークを目指すところまではいかない可能性が高い。しかし、その先まで中期のトレンドで考えれば、日本株の好調さは崩れないのではないだろうか。

以上

執筆者紹介

門間 一夫(もんま かずお) 1957年 北海道生まれ
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

<学歴・職歴>

1981年 東京大学経済学部卒業

1981年 日本銀行入行

1988年 ペンシルベニア大学ウォートン校経営大学院 MBA 取得

2007年 調査統計局長

2011年 企画局長

2012年 理事 (金融政策担当)

2013年 理事 (国際担当)

2016年 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