

激動の内外経済・金融市場を どうみるか

講師 みずほ証券チーフマーケットエコノミスト
上野 泰也 氏

はじめに

2025年には米国でトランプ新政権が始まり、非常に不安定な経済状況が予想されます。一方で、日本では人口減・少子高齢化など、そうした政治イベントに左右されない静かな危機が水面下で進んでおり、それが国内需要を規定する重みを持つということを、改めて意識する必要があります。そういう意味で、日本経済の構造的な弱さと、海外でのイベントに揺さぶられるリスクの両方を見ていく必要があります。以下では、日本経済、日銀の金融政策、米国のトランプ 2.0、そして中国経済の順でお話したいと思います。

1. 日本経済について

■日本経済の現状と見通し

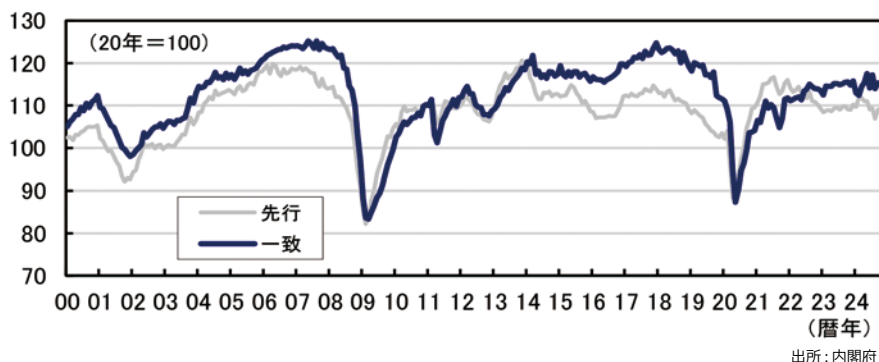
日本経済は、景気拡張局面にあるとみられます(図表 1)。景気動向指数は、コロナショックを経て持ち上がってきました。ただ、コロナ前のレベルに

比べると低いところのままだです。いわゆる長生きリスクや、人口減・少子高齢化という構造的な問題がありますので、たとえ実質賃金の前年比プラスが続く場合でも、個人消費の力強い回復は期待し難いとみています。現在、年収の壁の引き上げについて議論が進んでいますが、そうして手取りが増えたとしても、それで個人消費が力強くなりはしないと思います。

■消費者マインドの評価

消費者マインドを確認してみますと(図表 2)、消費者態度指数は回復してはいますが、水準はコロナ前より一段低いところで足踏みしています。それは収入の増え方が伸び悩んでいるためです(図表 3)。春闘の賃上げ率は高いものの、物価上昇に対して消費者が防衛しているということ、それから中小企業の賃上げの持続性への警戒感が強いということがあると思います。日本の平均寿命は長く、健康寿命も上がっていて、皆さん、公的年金だけでは足りないから、働き続けて生活費を稼がないとい

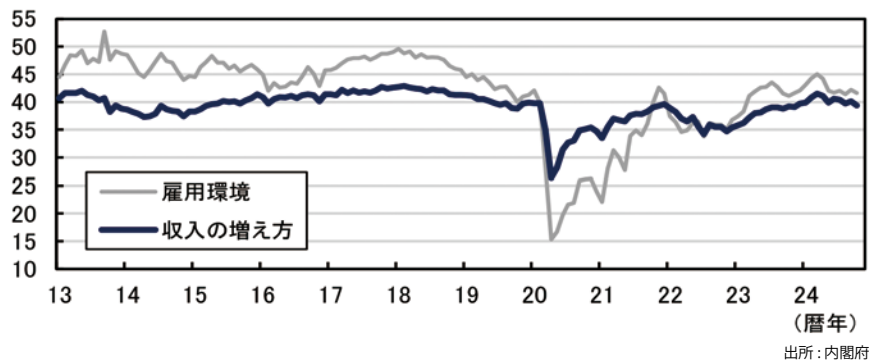
図表 1. 景気動向指数 CI 先行、一致



図表 2. 消費動向調査 消費者態度指数（二人以上の世帯・季節調整値）



図表 3. 消費動向調査 消費者意識指標（同上）「雇用環境」「収入の増え方」



けないという心理プレッシャーが非常に強いと思います。賃金・賞与が多少増えたといっても、将来不安が払拭されるはずもないのです。

■良い物価上昇？

個人消費の圧迫要因の一つである消費者物価指数（除く生鮮食品）の上昇については、2025 年前半ぐらいまでは前年比＋2%台をキープする見通しです。ただ、これは資源高と円安という外部ショックによるものです。インフレには、コスト・プッシュとディマンド・プルの2種類があり、コスト・プッシュは、原材料価格が上昇して嫌々ながら引っ張られるあまり望ましくない状況です。現在の＋2%はこれに該当します。コストは上がっているが、競争が激しいため、販売価格は上げられないという方もいらっしゃると思いますが、そういう意味でも望ましくない状況です。日銀は、コロナ禍以降、円安もあって物価が上がってきた状況を何とか活かさないかと考え、その中で出てきたのが「賃金と物価の好循環」というコンセプトだと思います。良い物価上昇になれば、それが賃上げに繋がって前向きなサイ

クルが生まれる、と。現に賃上げが起き、物価も表面的には上がっていますが、私はいずれこのシナリオは行き詰まると思っています。

■デフレ脱却の条件

さて、石破政権は、デフレからの完全脱却を目指しています。物価の動きだけみればインフレです。それは政府もわかっているのですが、デフレ脱却宣言は、デフレ状態に逆戻りしないという確信を持たせた時にアナウンスする建付けです。今のインフレは、ディマンド・プル型ですので、何かの理由で個人消費が腰折れしたらデフレに戻るリスクが潜在しているわけで





講師 プロフィール

東京都国立市出身
 1985年3月 上智大学卒（文学部史学科首席卒業＜西洋現代史専攻＞）
 85年4月 同 学士入学後、中退（法学部法律学科→公務員合格により中退申請）
 85年 夏 国家公務員1種試験行政職に、名簿順位第1位にて合格
 86年4月 会計検査院に入庁、旧建設省等の会計検査に従事
 88年4月 富士銀行に入行、為替ディーラーとして勤務
 90～94年 為替、資金、債券各セクションにてマーケットエコノミストを歴任
 94年11月 富士証券設立に伴い、チーフマーケットエコノミストに就任
 00年10月 みずほ証券設立に伴い、チーフマーケットエコノミストに就任
 現在に至る

主な著書 （筆者のみ掲載）

トップエコノミストの経済サキ読み術（日本経済新聞出版）
 「為替」の誤解（朝日新聞出版）
 国家破局カウントダウン（朝日新聞出版）
 日本経済「常識」の非常識（PHP研究所）
 「依存症」の日本経済（講談社）
 虚構のインフレ（東洋経済新報社）
 チーズの値段から未来が見える（祥伝社）

す。原油価格の暴落や急速な円高が重なれば、消費者物価指数のマイナス転化もあり得ます。

また、デフレ構造は今も存在しています。（図表4）で日銀短観の国内での製商品・サービス需給判断DI（回答比率「需要超過」－「供給超過」）をみると、個人消費関連業種は供給超過となっています。対個人サービスや宿泊・飲食サービスなど、訪日外国人

の恩恵を受けているといわれますが、全体では過剰供給を脱しておらず、潜在的には値崩れしやすい状況にあります。この背景には、まず人口減・少子高齢化という需要側の問題があり、供給側では整理が進んでいない問題もあります。体は縮まったのに、服を仕立て直していないためダブついている、と。これは非常に重要な論点です。というのも、そのような中で賃上げが続き、また資源高と円安のコスト・プッシュの中で物価が表面的に上昇したとして、それで本当の意味でデフレ脱却宣言できますかといったら、そうはならないと思うからです。

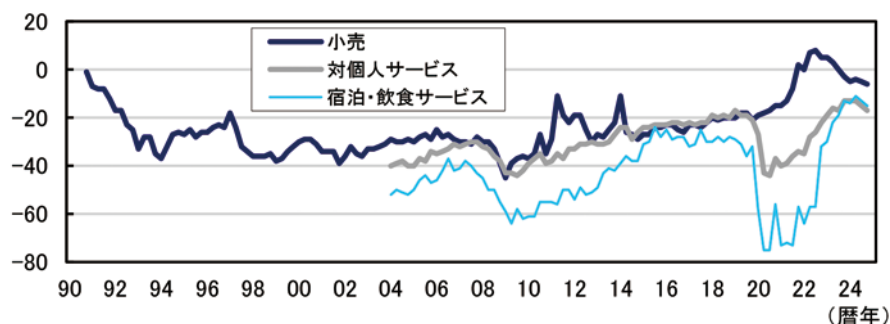
2. 日銀の金融政策

日銀は、マイナス金利政策をはじめとして、過去、非常にイレギュラーな政策を実施してきましたから、コロナ禍が過ぎて経済が持ち直す中で、金融政策の正常化を目指すのは妥当だと思います。但し、ではどんどん利上げして良いのかというと、それはどうでしょうか。

■金融政策のあり方

金融政策では、その効果が現れるまでに1年から1年半ぐらいのラグ、時間差があります。銀行借入を例にとれば、約定の期日が到来して、金融交渉して、新しい金利が適用されるというところまでは時間がかかります。ですから、先行きの物価上昇率が安定的に2%で推移することを目指して、そのために妥当な金利水準を先読みして政策を打つべきです。足元で物価が高いという理由で利上げをすれば、本来これは正しくありません。

図表 4. 日銀短観 国内での製商品・サービス需給判断DI（回答比率「需要超過」－「供給超過」）
個人消費関連 3 業種 全規模合計



注：直近は 24 年 9 月調査における先行き（12 月予測）

出所：日銀



今、トランプ氏が米国大統領に就任すると関税引上げで貿易戦争を仕掛けるのではないかとわれています。12月の日銀の金政策決定会合のタイミングでは、そうしたトランプリスクの見極めは不可能です。日銀が合理的な思考展開をするならば、トランプ大統領がどういう大統領令を出して何をやり出すか、新しい財務長官がどういう言動をするか、こうした点を確認してから決めないといけないはずです。

■利上げのタイミング

もっとも、早くしないと利上げするチャンスがなくなるから踏み切ろうという声が、日銀の中にはあると思います。というのも、仮にトランプ新大統領が貿易戦争をぶち上げると、米国に行くはずだった中国製品が他地域に振り向けられ、そこでの景気を下押しするかも知れませんが、日本の自動車メーカーは米国向け自動車をメキシコで生産していますから、ここに関税がかかると業績が悪くなるかも知れません。

これに加えて、春闘まで待つことのリスクがあります。このところ、自動車、鉄鋼の業績には雲がかかっています。組合側は前年を上回るベアを要求します。しかし、自動車は業績に黄色信号が灯っているため、前年を下回る水準となるのが合理的な結論だと思います。トランプ次期大統領が想定外の施策を打ち出し、また春闘をみたら前年を下回っていて、中小企業の賃上げも自信がないという風になったら、利上げはできなくなります。だから、早く上げようとするのではないかと、という見方があるわけです。

■先行きの利上げに対する制約

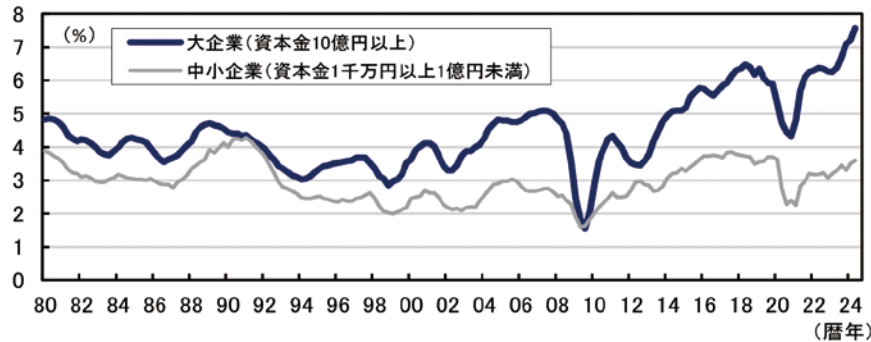
最近は日銀の総裁や審議委員が「オントラック」という表現を使っています。これは、経済・物価情勢は日銀の見通し通りである、想定した軌道に乗っているということです。オントラックかどうかを判断するのは日銀ですから、賃上げ率が前年より低くても、大体オントラックだということはできるでしょう。ただ、いずれにしても、時間の経過とともに追加利上げの間口は狭まっていきます。中小企業の賃金支払い能力の観点からも、特に2025年半ば以降、追加利上げは相当難しくなると思います。

この中小企業の賃金支払い能力について、(図表5)の売上高営業利益率のグラフを基に一つお話しします。大企業はコロナ前よりも稼ぐ力が増している一方、中小企業は、持ち直しているとはいえ、コロナ前のピークを超えられていない状況です。このように収益的に非常に苦しい中で、人材確保のためにどこまで賃上げできるかということですが、前年並みは難しいだろうという話も出ています。

3. トランプ 2.0

先般の大統領選を振り返りますと、民主党の支持率はハリス候補となった直後に上がったのですが、その後伸び悩みました。最大の理由は物価です。米国では、インフレに対する不満が非常に強く、「4年前はどうだったか」がトランプの決め台詞でした。物価上昇の背後にあるロシアのウクライナ侵攻にしろ、コロナ後の需給逼迫にしろ、別に民主党政権の

図表 5. 売上高営業利益率 大企業と中小企業（後方4四半期移動平均）



出所：財務省資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

せいではないのですが、ここを突いたのはトランプ陣営の作戦勝ちだったのではないかと思います。

■大きな不確実性

トランプ 2.0 は、基本的には大統領がやりたいこととやれるという状況です。中間選挙では大抵与党が議席を減らしますから、トリプルレッドは最初の2年間だけかも知れません。ですから当初2年の間で、中国との貿易戦争、ウクライナでの停戦、対北朝鮮

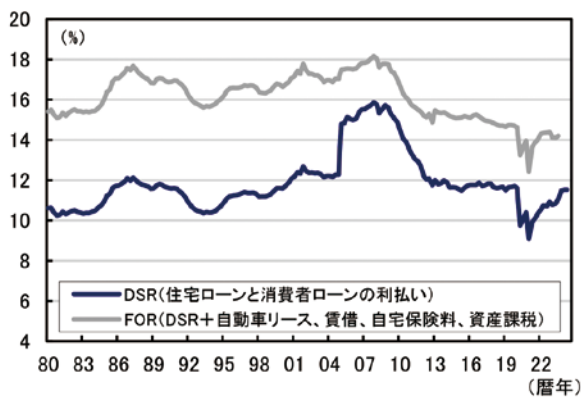
政策など、集中的に政策を打ち出す可能性が高いです。日本に対しては、在日米軍の駐留経費に関して、厳しく当たってくる可能性があります。いずれにしても、非常に不透明な状況になりました。

■FRBの利下げは続くか？

一番予想しにくいのが、FRBの利下げが続くかどうかです。2024年9月に0.5%、11月に0.25%の利下げがあって、12月も0.25%下がりそうだと市場参加者の7割が考えていますが、当局者は利下げ見送りの可能性も否定していません。それは、米国経済が強いからです。急ピッチで利上げしたにもかかわらず、個人消費が崩れていません。その理由は、まず人口増加であり、それから住宅ローンの7割が固定金利であるため、市場金利が上がっても利払いが増えないことがあります（図表6）。そして、資産の価値は増え続けています（図表7）。インフレと人口増のもと、資産価格は上がりやすく、総資産と総負債の差である含み益は増加しています。

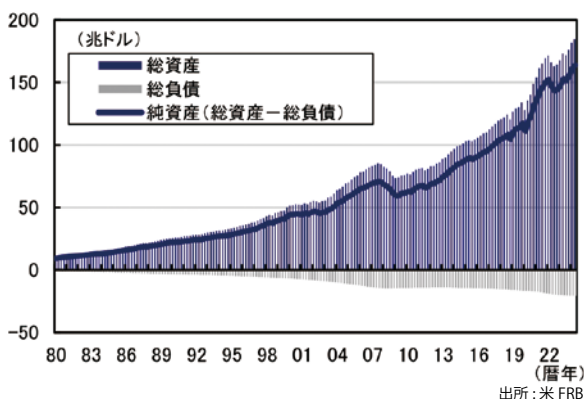
こうしたデータは、利下げを続ける必要はないということを示唆しているのではないかと、ということです。物価も想定していたほど下がりませんし、トランプリスクも出てきました。減税を拡充すれば、景気が刺激され、物価は上がりやすくなります。移民対策を厳しくすれば、人手不足となって賃金が上がるかも知れません。だとすれば、どうして利上げが必要なのかという議論になります。つまり、FRBの利下げを巡っては、米国のファンダメンタルズの部分とトランプリスクと両面から不透明感が出てきているといえます。

図表 6. 米家計可処分所得に占める利払費等の割合



出所：米FRB

図表 7. 米家計・非営利団体の資産・負債バランス（ストック）



出所：米FRB

図表 8. 中国 マネーサプライ (M2) と消費者物価指数



■ドル円相場への影響

これが日本経済にどう影響するか。為替にひきつけていうと、意外に円高になっていないということです。ドル円は、8月に140円前後まで円高になった後、150円台半ばまで円安になりました。現在は150円前後ですが、米国での利下げがスイスイ進むという前提で円高方向を見ていたところが、そうなっていません。FRBの利下げは年明けに一時停止するのではないかと、2025年の利下げ回数も予想されているより少ないのではないかと、など。そういった思惑が、為替変動を通して日本の企業業績等にも影響するということです。

4. 中国経済

■長引く不動産問題

中国におけるマネーサプライの推移をみると、リーマンショックのところで、20～30%増加しています(図表8)。中国当局が4兆円の財政金融出動で力を見せつけようとした時期です。しかしその政策は、バブルが膨らんで失敗してしまいました。不動産のバブルが崩壊し、最近のマネーサプライの伸びは過去最低というところまで減りました。中国では、日本を反面教師にしつつ、結果として中途半端な不動産対策をやってきました。日本の場合は、平成の鬼平と呼ばれた三重野日銀総裁の利上げと大蔵省の総量規制でバブルを徹底的に潰しました。そのバブル潰しはやり過ぎだったということを中国は学習していますから、中途半端なところで利上げ、利下げをしています。だから、バブルの崩壊が止

まったと思っていたらまだ続いていたという状態でして、長々と問題を引きずっているのです。

■人口動態という重石

中国でも人口減、急速な少子・高齢化は進行中です。人口が減れば、物を買う人の数が減りますから消費には下押し圧力がかかりますし、年をとると、食べる量が減り、服を買い替える頻度も減りますから、人口動態が中国経済の重石となっています。そういう意味で、中国は日本と似たような構造問題を抱えていますので、なまかなことでは経済の再活性化は難しいのではないかと思います。もしかしたら、下押し圧力は日本よりも厳しいかも知れません。統制国家ですから、表面的にはあまり悲観的な話は出ないかもしれませんが、場合によっては、これは長期停滞に陥りかねないかと考えています。

■米中摩擦にも注視

トランプ新政権がどういう形で中国に対峙するかも大きなポイントです。米中は太平洋を挟む宿命のライバル覇権国であり、中国側としては米国に対抗する勢力を作ろうとして南シナ海に出て行こうとするわけです。それが国際的なサプライチェーンにどう影響するのか。また、台湾海峡での軍事的な緊張がどこまで高まるのか。こうした点を含めて、トランプ2.0の対中国姿勢は非常に大きな不確定要因であり、経過を注視する必要があります。

日時：2024年12月4日(水) 15:00～16:30

会場：武蔵野銀行本店4階大会議室