



第一生命経済研究所首席エコノミスト

## 永濱利廣氏に聞く

株価最高値で日本の景気はどうなる？

個人消費の拡大と

国内供給量の増加が課題

日経平均株価が史上最高値を更新する一方、マイナス金利解除、ゼロゼロ融資の返済本格化、物価上昇に伴う賃上げ圧力など、中小企業にのしかかる問題は数多くある。国内外の経済動向をエコノミストの永濱利廣氏に尋ねた。

——日経平均株価は2月22日に、1989年12月29日の史上最高値を34年振りに更新し、3月には4万円を超えました。バブル期以来の株高の要因は何でしょうか。

最大の要因は、世界的な生成AIブームです。米大手半導体メーカーのエヌビディアが株価を牽引し、半導体の製造装置や部素材関連の日本株も値上がりしています。

もう1つの要因は、米国におけるインフレです。米国でのインフレが円安を後押しし、グローバル企業の業績が改善されたため、株価を押し上げています。

加えて、中国の不動産バブルの崩壊や、米国を中心としたサプライチェーンからの中国排除などにより、行き場を失った投資資金が日本に流入していることも、株高の要因となっています。

——この株高は、いつまで続くでしょうか。

四半期ごとに発表されるエヌビディアの決算が仮に予想を下回れば、株価下落のきつかけになります。

とはいえ、日本の現在の予想PER（株価収益率。15倍が適正値の目安とされる）は、日経平均株価で16倍台なので、それほど日本株は割高とはいえません。

これまでもそうでしたが、国内景気が不況でも自動車メーカーを筆頭に、日系グローバル企業の業績は上がり続けています。平均株価4万円は通過点に過ぎず、基本は上昇トレンドといえます。

——この上昇トレンドは、中小企業に何の影響するでしょうか。

強いていえば、大企業は株高の時には賃上げしやすいので、中小企業も追従して賃

上げしなければ人材確保が難しくなります。株高を受けて、大企業が取引価格の値上げに寛容になるかもしれません。

日本の消費マインドと株価はかなり連動しているので、内需の影響が大きい中小企業では、業績が少したけ下支えされます。

ロストジェネレーションの賃上げ・消費マインドの向上を

——日本全体の景況感については、いかがでしょうか。

全体的に底堅いと思います。理由の1つは、設備投資が非常に底堅いからです。

ただし、景気改善により設備投資が増えているというよりも、ウクライナ侵攻や中東情勢不安など、世界的な経済社会構造の変化に対応するために投資せざるを得ないという状況です。経済安全保障やGX、DXといった分野への投資が支えています。

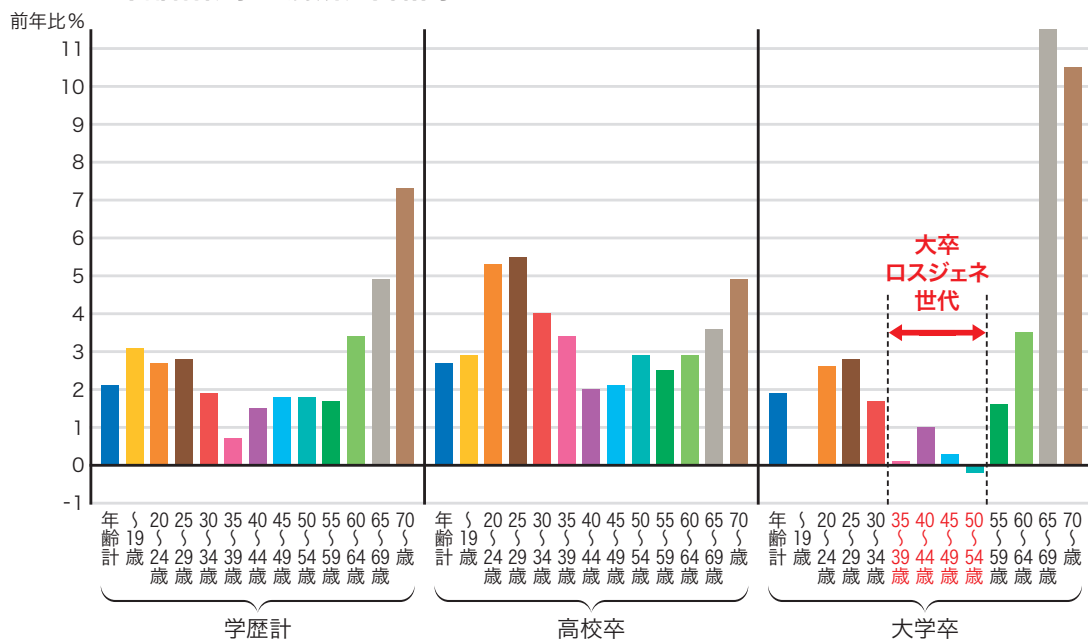
海外景気は悪くないので、輸出は引き続き底堅く、インバウンド需要も良好です。

一方、個人消費は厳しいといえます。

全体では、33年振りの水準となる5%超の賃上げが実現しました（5・28%＝連合1次集計）。中小企業については、4・42%（＝同）の賃上げを達成しています。賃上げが個人消費を支えて、景気の足を引っ張らない程度にはなると思います。

しかし、力強さはそれほどありません。子育て支援金の負担増加等も見込まれ、家

## ■年齢階級学歴別所定内給与



令和5年賃金構造基本統計調査(厚生労働省)より筆者作成

計は節約志向です。  
消費者は、1000円の負担増に対して1000円以上節約するようように、負担増加分以上の節約を行なう消費行動をするからです。

——実質賃金プラスの実現もあり得ると思いますが、物価と賃金の好循環を維持するには不十分ということでしょうか。

私は、いわゆる物価と賃金の好循環は、「物価と賃金と消費の好循環」と捉えるべきだと考えています。

2024年度は実質賃金がプラスになる可能性は十分にあると思います。しかし、仮に実質賃金がプラスになっても、日本の消費者にはデフレマインドが定着しており、それほど消費が盛り上がることはないと考えています。

去年は30年振りとなる水準の賃上げが実現し、一般労働者の所定内給与も19年振りの水準となりました。

しかし、企業は値上げほどには賃上げに意欲的ではありません。労働分配率(人件費÷(人件費+営業利益))が中堅・中小企業で30年振り、大企業で50年振りの低水準となっていることにも表われています。

所定内給与が上がったのは人材の流動性が高い30代前半までの若い人と、定年延長で賃上げが抑制されたシニア世代が中心です。1番のボリュームゾーンである30代後半から50代前半、いわゆるロスジェネレーションの賃金はさほど上がっていません(上図)。

最も購買力があって、子育て等もあり消費が活発であるべき世代が、賃金的にはついてこれず、消費マインドは低調です。各世代の価値観は、その世代が社会に出

る時期、8歳から24歳までの景気状況に一生左右されるといわれています。

ロスジェネレーションは、就職氷河期の間に社会に出た人たちです。この世代の人たちは、どんなに景気がよくなっても財布の紐は緩みません。

——どうすれば消費マインドを改善できるでしょうか。

定額減税では、消費マインドは向上しません。

1番よいのは、お金を使った人が得をする政策を行なうことです。たとえばキャッシュレス決済で支払った額に応じて所得控除を行なうなど、支出を促進する政策を行なっていくべきです。

中小企業でも、交際費の損金算入基準額がことし4月から1万円に増額されましたが、さらに増やして消費の活発化につなげていくべきです。

——日本の経済成長はどうでしょうか。

2024年の経済成長率は1%前後でしょう。物価と賃金が上昇し、海外生産拠点が国内に回帰するというシナリオになれば、人口減少のなかでも、1%程度の成長を維持できると思います。

労働生産性の向上が求められます。生成AIなどの新技術を有効に取り込んで、1人当たりの付加価値を高めることと、自国の供給量を増やすことが必要です。

かつ、外国人労働者も排除するのではなく、日本に貢献してくれる人材を積極的に

採用していくスタンスを取るべきです。

——マイナス金利解除については、いかがでしょうか。

短期プライムレートが上がらない限りは、マイナス金利解除は許容できます。短期プライムレートが上がるのであれば、同レートに連動する運転資金を借り入れている中小企業や、変動金利型の住宅ローンに借りている人は、利払いが増えてしまい影響が大きいので、まだマイナス金利解除は拙速だと思います。

追加の利上げがあるとすれば、上げ幅は0・25%程度になると思いますが、それはもつてのほかです。

欧米が年後半には利下げに転じると見込まれるので、利下げサイクルのなか日銀だけ追加利上げをすれば、為替に多大な影響が及び、企業経営にも支障が生じます。

——金利上昇で、景気や株価にはどのような影響が及ぶでしょうか。

円高圧力がかかり、株価は下がります。日銀としては、ここまで業績・株価の水準が上がっているから、利上げしても問題ないという判断なのでしょうが、企業収益にも少なからず影響があると思います。

## 世界経済の動向と 日本への影響

——国際的な景況感はいかがでしょう。

米国を中心に減速、ソフトランディング

というかたちになるでしょう。

1番底堅そうなのは米国です。米国は昨年2%台半ばの経済成長でしたが、こころは1%台後半に減速すると思います。

インフレ抑制のための利上げで経済が少し冷えるのと、昨年10月に学生ローンの返済猶予が終了したことが要因です。

——ヨーロッパや中国の景気はいかがでしょうか。

相対的に厳しそうなのがヨーロッパと中国です。ユーロ圏に関しては、昨年の経済成長率は0%台半ばでしたが、ことしもその程度と見込まれます。

最大の理由は、ロシアのウクライナ侵攻の影響です。ロシアから自由に天然ガスを調達できず、ウクライナ侵攻は終わる兆しがないので、ヨーロッパの景気は引き続き厳しいでしょう。かろうじてプラス成長を維持できるくらいだと思います。

中国は、日本に30年遅れた長期停滞に入る可能性があります。

不動産バブルが崩壊したいま、迅速に金融緩和をしなければデフレに陥ります。すでに中国はデフレの瀬戸際にありますが、金融緩和を思ったようにできていません。

いわゆる米中対立の影響で、米国が経済安全保障の観点から、中国を排除したサプライチェーンの再構築に動き始めているからです。中国への投資が難しく、資本が流出するなかで利下げを行えば、資本流出に拍車がかかることになります。

日本はバブル崩壊後、不良債権問題が深刻化し、若年雇用が悪化して少子化に拍車がかかり、長期停滞に入りました。中国も似たようなルートを辿るでしょう。

——米国の利下げはいつごろになるでしょうか。

いまのコンセンサスだと、最短で6月、2〜3回の利下げが見込まれています。非常に緩やかな利下げなので、それほど円高圧力はいから緩やかにはシフトし、最高で1ドル130円程度と予想されます。

——日本の為替や景気にはどのような影響が出るでしょうか。

日本への影響は限定的でしょう。輸出競争力が少し下がりますが、1ドル130円台を維持できれば問題ありません。円高で経常利益は減りますが、輸入中心の企業には追い風です。

急激な円高が進み、産業が空洞化してしまつては大変ですが、構造的に1ドル100円割れの円高にはならないと思います。

アベノミクス以前は、円に対するドルの供給量は1番多いときで2・5倍ほどありました。それゆえ東日本大震災のときには70円台まで円高が進んだのですが、いまは円がドルに対して1・2倍ほど多いので、円高が進みにくい構造になっています。

アベノミクスまでの為替レンジは1ドル80円から130円ほどでしたが、いまは100円から150円くらいです。円高にな





ながはま としひろ氏 ● 第一生命経済研究所首席エコノミスト。1995年第一生命保険入社。2005年東京大学大学院経済学研究科修士課程修了、2016年より現職。専門は経済統計、マクロ経済分析。著作に『給料が上がらないのは、円安のせいですか?』（PHP 研究所）等。

りにくいということを念頭に、経営を考える必要があります。

——日本は生産拠点が海外に多く、円安の恩恵を受けにくい構造と耳にしますが。

実は、製造業の海外生産比率は、アベノミクス以降低下傾向です。

為替と海外生産比率のデータを時系列で分析すると、だいたいが替に3年遅れて海外生産比率も変動します。その関係がいまも続いているのであれば、円安になったのが2年前からなので、来年ぐらいから海外生産比率も下がる可能性があります。それにより国内の供給量が増えれば、円安の恩恵を受けやすくなります。

生産拠点が日本に戻ってきて、貿易黒字に近づけば、よい意味で円の需要が増え、円高圧力がかかります。

本質的に景気をよくするためには、やはり円安を有効活用して、立地競争力を高めて国内の供給量を増やし、輸出量を増加させることを目指すべきです。

輸出が増えて貿易黒字になるというのは、実力の伴ったよい円高です。

## これからの中小企業の課題とは

——ゼロゼロ融資の返済が本格化し、質上げ圧力も高まるなか、中小企業の経営戦略として求められることは何でしょうか。

トレンドとしては、DXによる業務の効率化や、副業人材の活用、多能工化によるバックアップ体制の整備、働きやすい環境、具体的にいえば休みたいときに休める職場づくりに努めて、離職率の低下・人材リソースの確保に努めるべきです。

——中小企業の人手不足はどうなっていくでしょうか。

長い目で見れば、生成AIが産業革命と並ぶほどの変革をもたらす可能性があると考えています。

いままでのようなホワイトカラーの仕事は減少していくので、その分野ではそれほど人手不足にはならないかもしれません。

一方、生成AIにはできない技能労働や肉体労働系の人材確保は、厳しくなることが予想されます。

日本ではそれらの職種の待遇があまりよくないので、改善が求められます。

——大企業と中小企業の人材確保面での格差は、今後も拡大していくでしょうか。

実はいまでも、人材に余力はあると考え

ています。日本は6000万人の労働者のうち2000万人以上が非正規労働者です。なかでも不本意非正規と呼ばれる人たちが、210万人くらいいます。

ポリウムゾーンは60代男性で、大企業を定年退職した後に、非正規で再雇用されて、低賃金で働いている人が多数です。

そういった人たちを、中小企業が融通を利かせて、高齢者でも正社員で採用するといった方策があります。

働きたいときに働けるから非正規雇用を選ぶ女性も多いです。一部の企業で導入され始めているように、週休4日制の正社員として採用するという方法もあります。

育成就業制度の新設によって、外国人労働者もおそらく増えてくるでしょう。

国立社会保障・人口問題研究所のデータでは、2070年時点で人口の10人に1人が外国人になると予測されています。

中国はこれから長期停滞に入るので、国外への人材流出が始まります。第一生命経済研究所の経済見通しでも、2040年の中国の経済成長率は1%を切ると予測されています。中国の若年失業率は昨年6月には20%を超えていました。日本の大学を卒業し、日本で職を得る中国人人材が増加することも考えられます。

つまり、いままでアプローチしてこなかった層から人材確保に努めるということが大切になります。

（2024年3月18日談）●