

ニッセイ基礎研 Report

Jan. 2024 Vol.322

- 02 中国の不動産バブル ● 三尾 幸吉郎
- 03 2024年度の年金額(見直し)は、将来世代のために実質目減り ● 中嶋 邦夫
- 04 少子化問題に影を落とす若年層の経済状況 ● 坂田 紘野
- 06 パフエット指標から国民所得と株価を考える ● 高山 武士
- 08 2023~2025年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 2024年総選挙に向かう英国 ● 伊藤 さゆり
- 11 逆回転を始めた円相場、今後の展開は? ● 上野 剛志



色のいろいろ [10]

新 橋 色

明治中期、それまでの日本の天然染料とは違った、鮮やかな発色の化学染料が輸入され、新しい色が生まれるようになった。ターコイズブルーのような明るい青色は、特に新しいものが好きなファッションリーダー、新橋の芸者達がいち早く着物に取り入れたため「新橋色」と呼ばれるように。ハイカラな色として、大正時代にかけて大流行したという。

●
庭の雪
上村松園 | 1948年 | 絹本・彩色
山種美術館所蔵

中国の不動産バブル

日本のバブル崩壊の経験だけで類推するのは危険



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
mio@nli-research.co.jp



みお こうきちろう
82年日本生命保険相互会社入社。
94年に米国パナゴラ投資顧問へ派遣、
00年ニッセイアセットマネジメント等を経て、
09年ニッセイ基礎研究所、13年より現職。

中国の不動産不況がなかなか底打ちしない。GDP統計を見ると、不動産業は2022年に前年比5.1%減と落ち込み、2023年もマイナス成長となりそうである。そして住宅販売は直近ピーク（2021年）の6割前後にとどまり、恒大集団（負債総額およそ48兆円）や碧桂園（負債総額およそ27兆円）といった巨大な不動産デベロッパーが相次ぎ経営危機に陥り、これを受けて新規着工は直近ピーク（2019年）の半分以下で低迷している。

こうした中国不動産市場の現状はバブル崩壊に見舞われた1990年代の日本と似ている面がある。第一に住宅が一般庶民の手に届かない水準まで高騰したことである。東京都発行の「東京の土地」によれば、東京都区部の住宅価格は1989年に年間所得の15.8倍と高騰していたが、上海市の住宅価格も中国国家統計局が発表したデータを元に筆者が推計したところ年間所得の17.2倍（2019年）に達している。第二に政府が住宅高騰を止めるべく「総量規制」を導入したことである。日本政府は1990年に、中国政府は2021年にそれぞれ発動した。第三に増加傾向にあった住宅需要が減少に転じたことである。住宅主要取得層を25～49歳とした場合、その人口は日本では1980年代前半に、中国では2010年代後半にそれぞれピークアウト、1990年代の日本がそうだったように、現在の中国も住宅需要が減少し始めている。そして不動産デベロッパーが経営危機に陥っていることも共通している。

他方、日本のバブル崩壊とは違う面も少なからずある。第一に住宅価格の値動きである。当時の日本では大都市でも周辺都市で

も一気に半値以下に急落したが、最近の中国で急落したのは地方都市で大都市（上海や北京など）の下落幅は小さい。その背景には中国政府による価格統制もあるが、当時の日本ほどレバレッジ投資をしていた一般法人・個人が多くないこともある。ちなみに当時の日本国債（10年）の金利は一時8%近くに達し、高金利で借りて不動産投資していた一般企業は本業が黒字なのに倒産、個人の自己破産も増えた。第二に株価の水準である。当時の日本では住宅価格に加えて株価もPER（株価収益率）で60倍を超える高値圏にあったが、中国の代表的株価指数である上海総合のPERは13倍前後と低迷、日本のように「ダブル崩壊」とはなりにくい。第三に銀行の不良債権処理状況である。当時の日本では「総量規制」を導入した直後に信用収縮が起き、それを契機に不良債権が増えていくこととなったが、中国では2020年以降3年連続で3兆元の不良債権を処理してきたため、銀行経営は苦しかったものの不良債権比率は1%台にとどまっている。第四に一人当たりGDPの水準の違いである。当時の日本は米国よりも一人当たりGDPが高い豊かな国だったが、現在の中国は米国の6分の1ほどと豊かになり切れていない。その半面、中国経済には国際的な価格競争力を伸ばす余地がまだ残っていると見ることもできる。

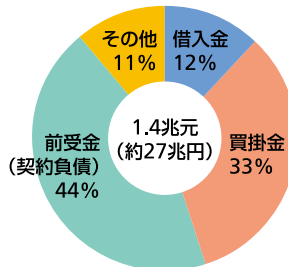
一方、中国には西側諸国と異なる商慣習があり、その特殊性に由来するリスクもある。不動産デベロッパーの負債構成を見ると、契約者から預かった前受金（購入代金）や、建設会社などに対する買掛金の多さが目立ち、借入金はそれほど多くないことが分かる。例えば、碧桂園のケースを見ると、借入金は1千5百億元余り（日本円換算で約3

兆円）と少なくないものの、負債総額に占めるシェアは12%に過ぎず、前受金（44%）と買掛金（33%）の多さが目立つ。恒大集団も似たような負債構成となっている。したがって、経営危機に陥った不動産デベロッパーを放置すると、前受金を支払ったのにいつまで待っても住宅が建たない一般庶民の不安はつづき、財・サービスを提供したのに買掛金が現金化できない建設会社の不安も払拭されず、経済活動を停滞させてしまう。中国政府は「保交楼（不動産の引き渡し保証）」と呼ばれる政策を推進して、社会不安の解消に尽力している。しかし、債務超過の不動産デベロッパーがそれを完遂できるかは予断を許さない。いずれ経営危機から抜け出せない不動産デベロッパーから資産（建設中の物件など）と負債（前受金や買掛金など）をセットで引き継ぐ「受け皿会社」を設けるなど、外科手術が必要となる時期が来るだろう。

このように中国における不動産不況には日本のバブル崩壊と似た面があるものの、違う面も少なからずあり、西側先進国と異なる商慣習に起因するリスクもあることから、日本のバブル崩壊の経験に基づいて類推するのは危険だ。SNS普及で自ら情報を収集する時代になっただけに、自らの思い込みを正当化する情報だけでなく、それに反する情報も吟味するよう心掛けたいと思う。

【図表】碧桂園の負債構成（2023年中間決算）

資料：碧桂園のディスクロージャー資料を基に筆者作成



2024年度の年金額(見通し)は、将来世代のために実質目減り

年金額改定の仕組み・意義・注目点



年金額総合リサーチセンター 公的年金調査室長・上席研究員 中嶋 邦夫

nakasima@nli-research.co.jp



なかしま くにお

95年 日本生命保険相互会社入社

02年 ニッセイ基礎研究所

07年 東洋大学大学院経済学研究科博士後期課程修了

2024年度の年金額が2024年1月19日に公表される。本稿では、正式発表を理解するための準備として、年金額改定の仕組みと意義を確認し、注目点を考察する。

1——年金額改定の仕組みと意義

(1)全体像:

実質価値の維持と健全化策で構成

現在の年金制度は、現役世代が負担する保険料(率)を据え置きつつ、将来の給付水準の低下を抑えるために年金財政を健全化している最中である。

このため、年金額の毎年度の見直し(改定)は、2つの要素から構成されている[図表1]。1つは、物価や賃金の変化に応じて年金額の価値を維持するという、年金額改定の本来的な意義の部分(本来の改定率)である。もう1つは、年金財政が健全化するまで加味される、少子化や長寿化の影響を吸収するための調整(マクロ経済スライド)である。

[図表1] 年金額改定の全体像

年金額の改定率 (全員が毎年度)	<本来の改定率>	<マクロ経済スライド>
	物価・賃金の伸び率 (実質価値の維持)	少子・長寿化の影響分 (年金財政の健全化)

(2)本来の改定率(実質価値の維持):

物価変動と現役賃金の変動を反映

本来の改定率は、物価の変動率と賃金の変動率の組合せで決まる[図表2]。

物価の変動を早く年金額に反映するため、物価変動率には前年(1~12月)平均の消費者物価指数(総合)の上昇率が使われる。賃金変動率には、直近の物価変動を反映しつつ急変を避けるため、2~4年度前の実質賃金変動率を平均した値と前年の物価上昇率の合計が使われる。

そして、賃金変動率が物価変動率を上回る場合は、67歳以下は賃金変動率、68歳以上は物価変動率が本来の改定率となる。これは、受給開始直前の64歳までの世間の賃金変動を年金額に反映しつつ、大半の受給者の年金額の伸びを抑えて年金財政を健全化するためである。

他方、賃金変動率が物価変動率を下回る場合は、いずれの年齢でも賃金変動率が本来の改定率となる。これは、現役の賃金の伸びが物価の伸びを下回る状況で、年金受給者も現役世代と同じ痛みを分かち合うためである。

[図表2] 本来の改定率の仕組み

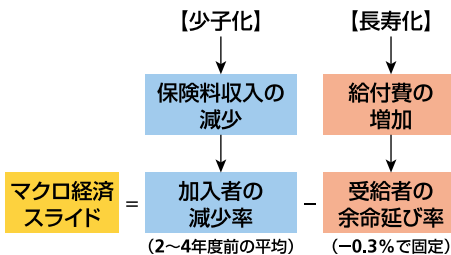
経済状況	67歳以下	68歳以上
賃金変動率 > 物価変動率	賃金変動率	物価変動率
賃金変動率 < 物価変動率	賃金変動率	賃金変動率

(3)マクロ経済スライド(健全化策):

少子化と長寿化の影響を吸収

マクロ経済スライドには、現役の加入者の減少率と受給者の余命の伸び率が反映される[図表3]。少子化に伴う年金財政の収入減や長寿化に伴う支出増の影響を吸収することで健全化が進み、将来世代の給付水準の低下を抑えられる。ただし、本来の改定率がマイナスや小幅のプラスの場合に

[図表3] マクロ経済スライドの仕組み



は、受給者の生活や財産権に配慮して、マクロ経済スライドによる調整が制限される。

2——2024年度の見通しと注目点

(1)見通し: 増額だが実質的には目減り

本稿執筆時点(2023年11月末)では、2024年度の年金額の改定率を+2.7%と見込んでいる。物価変動率が+3.2%となる一方で賃金変動率は+3.1%にとどまるため、本来の改定率は年齢を問わず+3.1%となる。マクロ経済スライドは、高齢就労の進展で加入者数に対する少子化の影響が緩和され、-0.4%となる。この結果、年金額は本来の改定率からマクロ経済スライドを差し引いた+2.7%で増額改定される。しかし、この改定率は物価や賃金の伸びに基づく本来の改定率(+3.1%)を下回るため、年金額の実質的な価値は前年度より目減りする。

(2)注目点: 世代間の相互理解を期待

インフレが続く中、現役世代の賃金の伸びは物価の伸びに追いついていない。他方で、年金額は賃金の伸びからマクロ経済スライドを差し引いた値で改定されるため、高齢世代の収入は現役世代より実質的な目減りが大きくなる。

現役世代は、高齢世代が物価や賃金の伸びを下回る年金の伸びを受け入れることで将来の給付水準の低下を抑えられることに、思いをはせる必要があるだろう。

一方で高齢世代は、これまでの物価や賃金の伸びが低い状況では年金財政の健全化に必要な調整が制限され、将来の給付水準のさらなる低下につながっていたことを理解する必要があるだろう。

両者の相互理解の進展を期待したい。

少子化問題に影を落とす若年層の経済状況



総合政策研究部 研究員 坂田 紘野
sakata@nli-research.co.jp



さかた・こうや
19年 日本生命保険相互会社入社
20年 ニッセイ基礎研究所

1—— 少子化の一因は若年層の抱える経済的不安

少子化問題を引き起こす要因は多岐に渡る。そのうちの1つとしてしばしば指摘されるのが、子育てに伴う経済的負担の重さに不安を抱き、理想の数の子どもを持たなかったり、子どもを持つこと自体をあきらめてしまったりする人がいるという問題だ。

実際、所得別に男性の未婚率を確認すると、年代を問わず、所得が低いほど未婚率が高い傾向が見られる。特に、年収300万円未満で男性の未婚率が高いという現状は、「300万円の壁」と認識され、課題となっている。

結婚した後、経済的なハードルの高さから理想の子ども数を持つことができない世帯も少なくない。国立社会保障・人口問題研究所が実施した「出生動向基本調査」によると、理想の数の子どもを持たない理由として最も大きいのは「子育てや教育にお金がかかりすぎるから」であった。

これらの状況からは、若者・子育て世帯の中に経済的理由から結婚や理想の子ども数を持つことをあきらめる人が存在しており、そのために少子化が一層進展してしまっている可能性が浮かび上がる。

2—— こども未来戦略方針の施策は子育て世帯への支援が中心

2023年6月に閣議決定された「こども未来戦略方針」において明らかにされた「こども・子育て支援加速化プラン」(「加速化プラン」)で実施される具体的な施策を確認すると、そのほとんどが既に子ども

を持つ世帯、あるいは間もなく子どもを持つ予定の世帯(妊娠期・出産)に関する取組となっている。「加速化プラン」は「こども・子育て政策の強化を早急に実現」するための計画であることから、子どもを持つ(あるいは間もなく子どもを持つ予定の)世帯を対象とした施策が中心となっているのは当然のことなのかもしれない。

しかし、未婚の若年層が増えていることも少子化を引き起こす一因だ。未婚率は年々上昇傾向にある。それにもかかわらず、「加速化プラン」には、未婚の若年層やまだ子どもを持っていない世帯の経済状況の改善に資するような具体的施策はほとんどみられない。

だが、少子化問題の改善を図るにあたっては、これから子どもを持つ人々への支援もまた、重要であると思われる。かかる状況下において、若年層はどれほど経済的に苦しい状況に置かれており、なぜ、将来の経済的な不安を抱えているのだろうか。

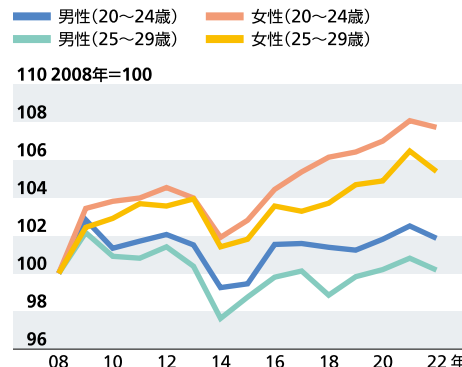
3—— 20代の実質賃金水準は増加傾向

社会全般にみて若年層がどれほど経済的に苦しい状況に置かれているか、を確認するにあたって、はじめに若年層の賃金水準の推移を明らかにする。昔と今の賃金水準の比較に際しては、物価水準の影響を除くため、所定内賃金額を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で割って算出した実質賃金を用いる。この実質賃金の水準の推移を確認すると、20代男女の賃金は、人手不足や女性の社会進出等を背景に、男女いずれの区分においても増加傾向を示している[図表1]。前項の記述

[図表1] 実質賃金水準(20代男女)

※所定内給与額/消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)を指数化

資料:厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省統計局「消費者物価指数」



に反して、若年層の実質賃金水準は以前よりも上昇している。

それにもかかわらずなぜ、少子化問題に関しては、若年層の経済的な不安が課題として取り上げられることが多いのだろうか。

4—— それでも経済的に苦しい理由

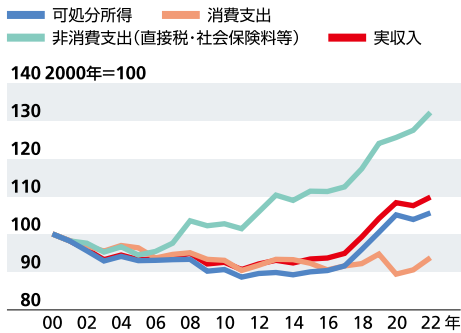
1 | 国民負担率の上昇

第一に挙げられるのが、実質賃金水準は上昇しているものの、それとともに、租税負担率と社会保障負担率を合計した義務的な公的負担である国民負担率も上昇している点だ。直接税や社会保険料等の非消費支出が実収入を上回る水準で増加しているため、可処分所得の伸びは実収入よりも低い水準に留まっており、消費支出の増加にはつながっていない[図表2]。この点が、若年層にも経済的な苦しさをもたらしていると考えられる。

言い換えると、租税と社会保障の負担増大が、少子化の観点からは悪影響を及ぼしている可能性がある。財務省によると、1970年度には24.3%であった国民負担率(対国民所得比)は、2023年度には

[図表2] 実収入・支出・可処分所得の推移

※二人以上の勤労者世帯 資料:総務省統計局「家計調査」

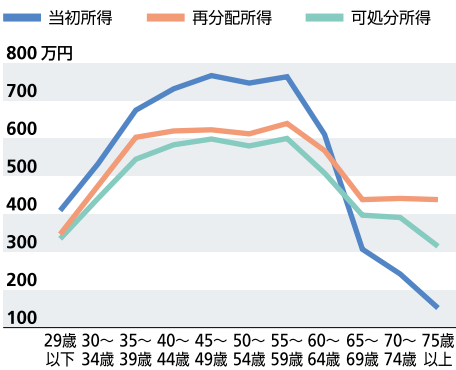


46.8%にまで増大する見通しだ。将来世代の潜在的な負担である財政赤字も加えると2023年度の見通しは53.9%に達する。

確かに、税金や社会保険料を負担するのは若年層に限られているわけではなく、また、税や社会保険料は、所得再分配を通して国民に還元されてもいる。しかし、社会保障給付は主に高齢者世帯に給付されているため、世帯主の年齢階級別に所得再分配状況を確認すると、65歳未満ではマイナス、65歳以上でプラスとなっている。若年層を含む現役世代の多くは、当初所得よりも再分配所得の方が少ない状況となっている[図表3]。

[図表3] 世帯主の年齢階級別所得再分配状況

資料:厚生労働省「所得再分配調査」(令和3年)



2 | 世代内格差の拡大

第二に、若年層、と一括りにできるほど、現在の若年層の経済状況は似通ってはいない点も指摘できるだろう。若い世代における経済状況の世代内格差は拡大傾向にある。そのため、貧しい若年層はかつてよりも経済的に厳しい状況に置かれていることが想定される。

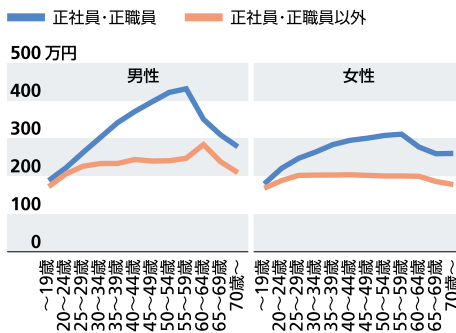
厚生労働省の調査を基に各世代内における所得(当初所得)のジニ係数(0から1

までの値をとる、分布などの均等度を示す指標)の推移を確認すると、中高年世代はジニ係数が小さくなる傾向がみられる世代が多いのに対し、30代が世帯主である世帯のジニ係数は大きくなる傾向にある。これは、30代における労働所得の格差が大きくなっている、すなわち世代内格差が広がっていることを意味している。

格差の拡大という点においては、非正規雇用労働者の賃金が低いことが、依然として大きな課題であり続けている。非正規雇用者に当たる正社員・正職員以外の労働者の賃金は、男女いずれの場合も正社員・正職員よりも低い水準に留まっている。それに加えて、非正規雇用労働者の賃金カーブはほぼ横ばいに推移していることから、労働者にとって、将来賃金が上昇するだろうとの期待感も乏しいと思われる[図表4]。結果として、労働者の抱く将来への経済的な不安は大きくなってしまふ。

[図表4] 正規・非正規雇用労働者の賃金カーブ

資料:厚生労働省「賃金構造基本統計調査」(令和4年)



もっとも、将来の賃金上昇期待が乏しく、将来の経済不安を抱えているのは非正規雇用労働者に限った話ではないかもしれ

ない。前述の図表1の通り、確かに20代においては男女ともに実質賃金水準は上昇傾向にある。しかし、他の年代を確認すると、女性については社会進出が進んだこともあり全年代で上昇傾向が見られるものの、男性の実質賃金水準は中高年世代のほとんどで低下しているのが現状だ[図表5]。

5 — おわりに

若年層の現在の経済的状況や将来の見通しは良好とはいえない。

少子化問題について検討する際、個人の結婚・出生の選択の自由は最大限に尊重しなければならない。しかし、個人、あるいは世帯の希望が経済的要因等によって歪められていないかは考慮する必要があるように思われる。

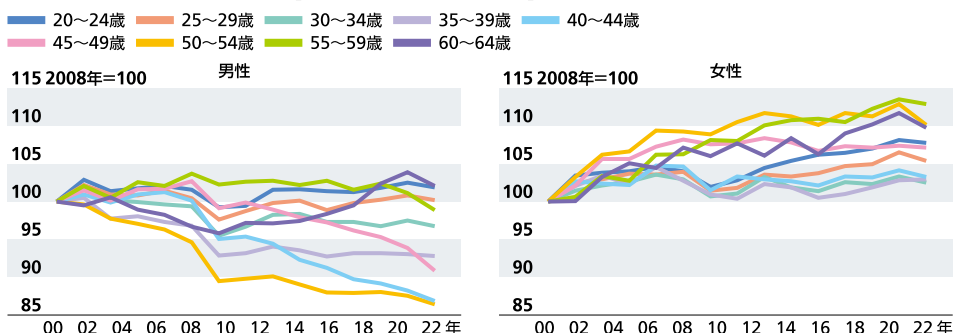
岸田政権が目指す構造的な賃上げ、あるいはその前提ともいえる三位一体の労働市場改革やそれに伴う経済成長の実現等は、少子化問題の改善という観点からも極めて重要であると言えるものの、残念ながら一朝一夕に達成することは難しいだろう。

一方で、少子化対策は日本の喫緊の課題となっている。そうであるならば、非正規雇用である等を含めた経済的な要因で、未婚であったり、子どもを持たなかったりしている若年層が結婚し、子どもをもつことができるよう、経済的に支援する施策を実施することも一考に値するのではないだろうか。

[図表5] 年齢階級別実質賃金水準の推移

※所定内給与額/消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)を指数化

資料:厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省統計局「消費者物価指数」



バフェット指標から国民所得と株価を考える



経済研究部 主任研究員 高山 武士
takayama@nli-research.co.jp



たかやま・たけし
06年 日本生命保険相互会社入社
09年 日本経済研究センターへ派遣
10年 米国カンファレンスボードへ派遣
11年 ニッセイ基礎研究所 14年 日本生命保険相互会社
20年 ニッセイ基礎研究所 23年より現職

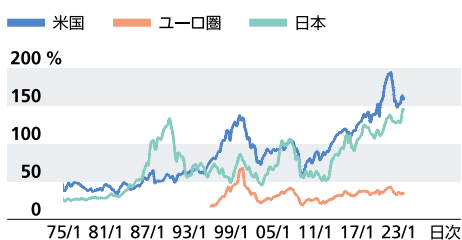
1——バフェット指標とは

先進国では、高インフレや高金利が経済の重しになっているが、株価は好調を維持している。本稿では、実体経済の代表指標であるGDPと株価の関係についてバフェット指標を手がかりに調べたい*。

バフェット指標は、米国の著名投資家のウォーレン・バフェットが参考にしているとされる株価の割高感を示す指数であり、株式時価総額を名目GDPで割った数値が良く利用される。具体的に米国、日本、ユーロ圏のバフェット指標を確認すると図表1のようになる。

[図表1]日米欧のバフェット指標

注：バフェット指標の時価総額として、米国はWILSHIRE 5000指数（日次）、日本は国内時価総額（月次、東証）、ユーロ圏はSTOXX時価総額（日次、96年～）を利用、日次データは後方65日移動平均、名目GDPは日次データに補充
資料：Datastream、東京証券取引所



各地域のバフェット指標の推移を見ると、金融危機前では、米国では00年前後のITバブル期、日本では80年代後半のバブル期に大きく上昇していることが分かる。また、世界金融危機後のバフェット指標は、米国や日本で上昇傾向にある。足もとでは、米国でITバブル期のピークを超え、日本もバブル期に匹敵する高さとなっている。なお、ユーロ圏のバフェット指標はITバブル期にやや上昇しているものの、危機前・危機後のいずれでも比較的変動は小さく安定している。

バフェット指標が高いと株価(時価総額)は割高だとされる。米国や日本の足もとの株価は割高なのだろうか。次節以降で考えたい。

2——バフェット指標と株価モデル

(割引配当モデル)

理論株価を算出する代表的なモデルに割引配当モデル(将来受け取る配当の現在価値で株価が決まるモデル)がある。具体的には株価をP、配当をD、配当成長率をg、期待収益率をr(>g)としたとき、

$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{(1+g)D}{(1+r)^2} + \dots = \frac{D}{r-g}$$

として株価を計算するモデルである。

このモデルは一般に個別企業の理論株価を算出するものであるが、本稿ではマクロの株価(時価総額)と国民所得の関係を確認する道具として利用する。具体的には、マクロの所得(≒名目GDP)をYとして、この所得のうち配当として分配される割合を α (配当分配率と呼ぶ)とすれば、マクロの配当金額Dは αY と書ける。したがって、マクロ所得の成長率(≒名目GDP成長率)をg、期待収益率をr(>g)とすれば、先ほどと同様に、株価の合計(時価総額)Pを

$$P = \frac{\alpha Y}{r-g}$$

と書くことができる。バフェット指標をBとすると、 $B = P / Y$ なので、

$$B = \frac{1}{r-g} \times \alpha$$

となる。したがって、この株価モデルによれば、バフェット指標は配当分配率(α)、所得成長率(g)、期待収益率(r)で決

まることになる。投資家の求める期待収益率が高ければ理論株価・バフェット指標は低下し、期待収益率が低ければ理論株価・バフェット指標が上昇する。また、バフェット指標は、期待収益率の高低だけでなく、配当分配率や所得成長率にも影響を受ける。配当分配率や経済成長率が増加すると投資家の期待収益率が変化しなくても、理論株価やバフェット指標が上昇する。

上式の $(1/(r-g))$ の部分は次のように解釈できる。 $(r-g)$ は、投資家がどれだけ経済成長率を上回る収益を株に対して期待しているのか、という指標である。投資家が成長率に対し高い収益率を期待すれば、 $(1/(r-g))$ は低下する。これは株価が低くないと株が買われない(株への需要が小さい)ことを意味する。逆に投資家が低い収益率でも良いと考えれば $(1/(r-g))$ は上昇し、株価は高くても買われる(株への需要が大きい)ことを意味する。つまり、 $(1/(r-g))$ は「株の割高感」を示す指標と言える。

一方、配当分配率(α)は「株を保有することで得られる収益(分配)」を示している。つまり、バフェット指標(B)は株の割高感を示す $(1/(r-g))$ と収益を示す配当分配率(α)の掛け算になっている。

そして、バフェット指標のうち、株の割高感である $(1/(r-g))$ は、バフェット指標(B)と配当分配率(α)が分かれば逆算できる。

(割引キャッシュフローモデル)

なお、株価モデルには割引配当モデルだけでなく、内部留保や負債も加味したモデルもある。例えばフリーキャッシュフロー

の割引現在価値で株価が決まるとするモデル(割引フリーキャッシュフローモデル)を用いると、詳細は省略するが、先ほどと同様の議論で

$$B = \frac{1}{r-g} \times \left(f \cdot \beta + \frac{g}{i} \cdot \beta \right)$$

と書ける。ここで β は利子分配率(マクロの利息支払額が βY となる)、負債価値をこの時点における利子率(i)による割引現在価値と見なしている。また f はフリーキャッシュフローの所得比である。割引配当モデルより複雑な式だが、このモデルでもバフェット指標を「株の割高感」である($1/(r-g)$)と「フリーキャッシュフローの度合い」(上式のカッコ内の部分、配当以外も含めた株主に還元される収益と考えられ、本稿では「修正分配率」と呼ぶことにする)に分解できる点は同じである。

3——日米株価は割高か

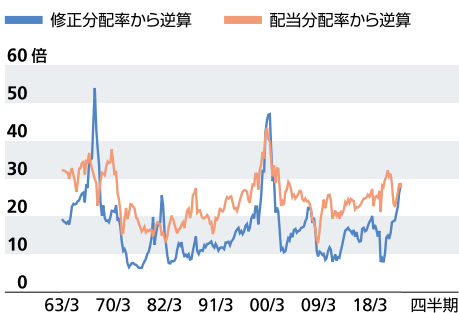
上記の議論を踏まえて、本節では実績値を用いて日米のバフェット指標の変動が株の割高感からもたらされているのかを評価したい。

(米株の割高感)

米国の実績データでバフェット指標の変動から株価の割高感($1/(r-g)$)を逆算すると次のようになる[図表2]。

[図表2] 米国の $1/(r-g)$ <株の割高感>

注: 足もとのデータは推計値
資料: FRB, BEA, Datastream



図表2によると、配当分配率の実績データから逆算した結果では足もとで若干の割高感が生じているものの、ITバブル期よ

りは、割高感を感じられない。一方、フリーキャッシュフローから逆算される足もとの株価の割高感(修正分配率から逆算した結果)は、世界金融危機後のピークに達しており、歴史的にも高めに位置している。ただし、70年や00年頃に記録した割高感と比較すれば低水準にとどまる。換言すれば、足もとの株価上昇は配当分配率や修正分配率の上昇を伴ったものであり、割高感相対的に抑制されていると評価できる。

米国では80年代初頭をピークに長期金利が低下基調にあり、借入による資金調達コストが低下していた。金利低下を受けて支払金利負担(利子分配率)が低下すれば、企業利益の押し上げ要因となる。これが、配当分配率や修正分配率の上昇に寄与してきた可能性がある。特に金融危機以降は、利子率が名目所得成長率を下回る状況が常態化しており、債権者への還元が抑制され、株主への還元(株価)が上昇しやすくなっていた可能性がある。

ただし、上述したように直近は特に修正分配率から逆算した株の割高感が上昇している。これは、利子率(i)の上昇を受けて修正分配率が再び低下したことが要因として指摘できる。

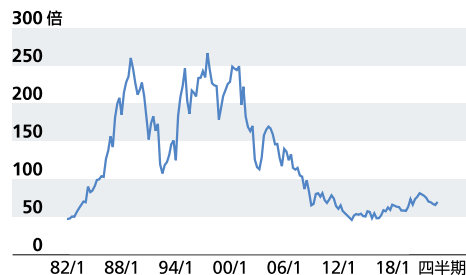
(日本株の割高感)

また、日本の株価(時価総額)の割高感($1/(r-g)$)を逆算すると図表3のようになる(なお、日本ではデータの制約で割引フリーキャッシュフローモデルから理論株価を試算することは難しいため、割引配当モデルによる数値のみを載せている)。

ここからは、株価(時価総額)の割高感($1/(r-g)$)はかつてのバブル期、ITバブル期よりも抑制されていることが分かる。日本でもアベノミクス前後で企業利益が増加しており、配当分配率も上昇してきた。それが株の割高感を抑制してきたと言える。

[図表3] 日本の $1/(r-g)$ <株の割高感>

注: 足もとのデータは推計値
資料: 内閣府、東京証券取引所、Datastream



4——おわりに

ここまで米国や日本ではバフェット指標は時系列で見て高水準だが、株の割高感としてはバフェット指標そのものが示すよりも抑制されていたことを確認した。つまり、株主に帰属するキャッシュフローや企業利益が増加し、消費者への分配経路として配当の割合が高まったことが株高を促した要因とも言える。

今後について考えると、コロナ禍を経て、マクロの経済環境は変化している。金融危機以降、名目利子率は低く抑制されてきたが、現在は高インフレと金融引き締めで金利が上昇している。企業の借入コストが増加することで配当など株主への還元が抑制されれば、今後、株価の重しとなる可能性がある。また、高インフレによる名目所得成長率の上昇は将来の配当増加などを通じて株価の押し上げ要因となるものの、インフレや金利上昇を受けて投資家がそれ以上に期待収益率を高めると株価は下落しやすくなる。それだけに、コロナ禍後の実体経済や株価の動向が引き続き注目される。

[*]本稿は高山武士(2023)「国民所得と株価ーバフェット指標から所得と株価を考える」[Weeklyエコノミスト・レター] 2023-11-17を加筆・修正したものであり、詳細な議論はもとのレポートを参照して頂きたい。

2023～2025年度経済見通し



経済研究部 経済調査部長 齋藤 太郎

tsaito@nli-research.co.jp



さいとう・たろう

92年 日本生命保険相互会社入社
96年 ニッセイ基礎研究所、19年より現職
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務
優秀フォークスターに9回選出

1——4四半期ぶりのマイナス成長

2023年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.7%（前期比年率▲2.9%）と4四半期ぶりのマイナス成長となった。

民間消費が、物価高の悪影響などから前期比▲0.2%と2四半期連続で減少したほか、設備投資(前期比▲0.4%)、住宅投資(同▲0.5%)も減少し、国内民間需要が揃って減少した。輸出は増加したが、輸入の伸びを下回ったため、外需寄与度が前期比▲0.1%と成長率を押し下げた。

マイナス成長は4-6月期の高成長(前期比年率3.6%)の反動もあり、そのこと自体を悲観する必要はない。懸念されるのは社会経済活動の正常化が進む中でも消費、設備などの国内民間需要が停滞していることである。

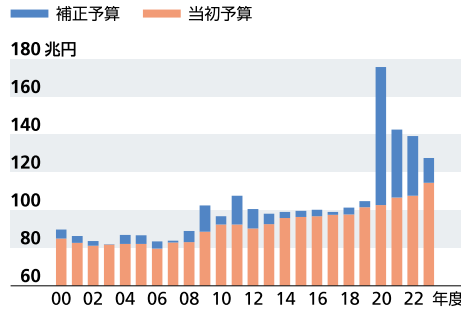
2——経済対策の効果

政府は、追加歳出13.1兆円の経済対策(デフレ完全脱却のための総合経済対策)を策定した。政府による試算では、実質GDPの押し上げ効果が年率1.2%程度(今後3年程度)となっている。しかし、前年度に比べた補正予算の規模は2021年度から縮小が続いていること[図表1]、補正予算が消化しきれない可能性が高いことを考慮すれば、この試算は過大と考えられる。実際、2022年度予算の未使用額は29.3兆円(うち翌年度繰越額が18.0兆円、不用額が11.3兆円)と非常に大きなものとなった。

一方、物価高に対する国民負担の緩和策として盛り込まれた所得・住民税減税、低所得者向け給付、電気、都市ガス、ガソリン、灯油等の激変緩和策は家計の実質可

[図表1] 歳出総額(一般会計)の推移

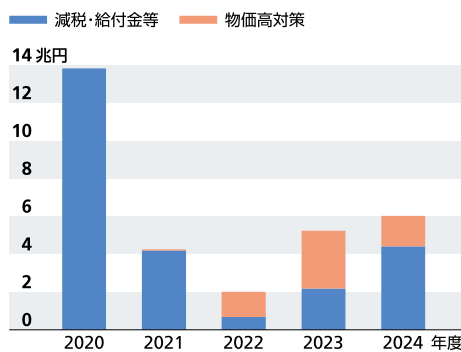
資料:財務省



処分所得の押し上げに寄与することが見込まれる。当研究所では、これらの家計支援策による実質可処分所得の押し上げ幅は2023年度が5.2兆円(うち、減税・給付金が2.2兆円、物価高対策が3.0兆円)、2024年度が6.0兆円(うち、減税・給付金が4.4兆円、物価高対策が1.6兆円)と試算している[図表2]。

[図表2] 政府の家計支援策による実質可処分所得の押し上げ効果

注:減税・給付金等は、定額減税、特別定額給付金、住民税非課税世帯・子育て世帯への給付金等
物価高対策は電気、都市ガス、ガソリン、灯油等の激変緩和策



ただし、賃上げのように恒常的と考えられる所得増と比べて、一時的な減税・給付金による消費押し上げ効果はそれほど大きくない。内閣府の検証では、過去の定額給付金や地域振興券による消費押し上げ効果は、給付額の20~30%程度とされている。今回の所得・住民税減税と低所得者向け給付を合わせると5兆円程度の規

模となるが、個人消費の押し上げ効果は0.4%程度、GDP比で0.2%程度にとどまるだろう。

3——春闘賃上げ率の見通し

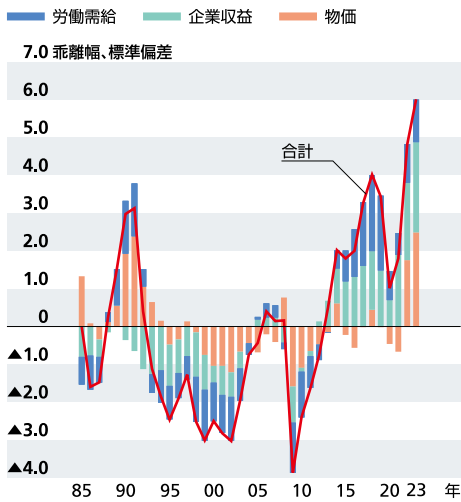
2023年の春闘賃上げ率は3.60%（厚生労働省の「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」と30年ぶりの高水準となった。2024年の春闘を取り巻く環境を確認すると、有効求人倍率は引き続き1倍を大きく上回る水準となっており、失業率が2%台半ばで推移するなど、労働需給は引き締まった状態が続いている。また、法人企業統計の経常利益(季節調整値)は過去最高水準にあり、消費者物価上昇率は高止まりしている。

賃上げの環境を過去と比較するため、労働需給(有効求人倍率)、企業収益(売上高経常利益率)、物価(消費者物価上昇率(除く生鮮食品))について、過去平均(1985年~)からの乖離幅を標準偏差で基準化してみると、3指標がいずれもプラスとなっており、その合計は過去最高となった2022年を若干上回る水準となっている[図表3]。賃上げの環境は引き続き良好と判断される。

連合は、2024年春闘の基本構想で、賃上げ要求水準を前年の5%程度から5%以上(定期昇給相当分を含む)へと若干引き上げた。また、自動車、電機などの産業別労働組合で構成される金属労協はベースアップの要求水準を2023年の「6,000円以上」から「10,000円以上」へと大きく引き上げた。こうした状況を踏まえ、今回の見通しでは、2024年の春闘賃上げ率を4.00%と前年から0.4ポイント改善し、1992年以

[図表3] 賃上げを巡る環境の推移

注：労働需給：有効求人倍率、企業収益：売上高経常利益率、
物価：消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)
乖離幅は過去平均(85年～)との差を指標毎の標準偏差を用いて
基準化 23年は23年7-9月期まで
資料：総務省統計局「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計」、
厚生労働省「一般職業紹介状況」



来の4%台となることを想定した。

実質賃金は消費者物価の上昇ペース加速を主因として2022年4月以降、前年比でマイナスが続いている。今後、名目賃金の伸びは高まるものの、消費者物価上昇率が高止まりするため、実質賃金の下落はしばらく続く可能性が高い。実質賃金上昇率がプラスに転じるのは、消費者物価上昇率が2%を割り込むことが見込まれる2024年度後半と予想する[図表4]。

4—— GDP成長率の見通し

2023年7-9月期は内外需ともに低迷したことから、4四半期ぶりのマイナス成長となった。2023年度後半はインバウンド

需要を中心にサービス輸出の増加が続くものの、海外経済の減速を背景に財輸出は低迷する可能性が高い。輸出が景気の牽引役となることは当面期待できないだろう。一方、民間消費は雇用所得環境の改善や社会経済活動の正常化を受けて、対面型サービスを中心に回復し、設備投資は高水準の企業収益を背景に増加が続くだろう。日本経済は内需中心の成長が続くことが予想される。

実質GDPは2023年10-12月期に前期比年率1.5%とプラス成長に復帰するが、2024年1-3月期は輸出の減少を主因として同0.8%とゼロ%台の低成長となるだろう。今回の経済対策に盛り込まれた減税は2024年6月に実施されることが予定されており、7-9月期の民間消費を押し上げる。2024年7-9月期は民間消費の高い伸びを主因として前期比年率2.8%の高成長となるが、減税の効果は一時的なものにとどまり、10-12月期以降は年率1%前後の成長が続くだろう。

実質GDP成長率は、2023年度が1.5%、2024年度が1.3%、2025年度が1.1%と予想する[図表5]。

5—— 消費者物価の見通し

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は3%台の伸びが続いていたが、2023年9月には前年比2.8%と13カ

月ぶりに3%を割り込んだ。しかし、コアCPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)は7か月連続で4%台の高い伸びとなっており、基調的な物価上昇圧力は高い状態が続いている。

物価高の主因となっていた輸入物価の上昇にはいったん歯止めがかかっており、財価格の上昇率は鈍化する可能性が高い。一方、賃金との連動性が高いサービス価格は2023年10月に前年比2.1%と、2023年のベースアップと同程度の伸びとなったが、長期にわたって価格が据え置かれてきたこともあり、上昇率がさらに高まることが予想される。

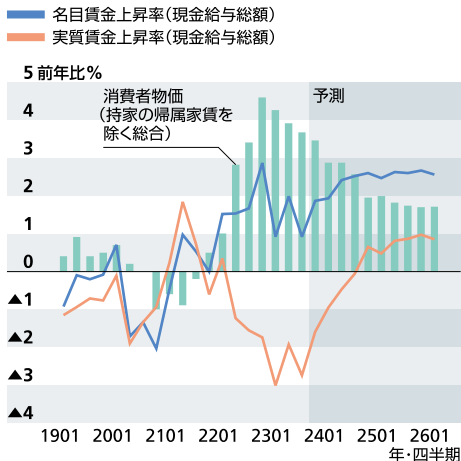
コアCPI上昇率は足もとの2%台後半から徐々に鈍化するが、日銀の物価目標である2%を割り込むのは2024年度後半と予想される。

財・サービス別には、2022年度は物価上昇のほとんどがエネルギー、食料を中心とした財の上昇によるものだったが、物価上昇の中心は財からサービスにシフトしつつある。2024年度以降は、消費者物価上昇率への寄与度はサービスが財を上回るだろう。

コアCPIは、2022年度の前年比3.0%の後、2023年度が同2.8%、2024年度が2.0%、2025年度が1.4%と予想する[図表6]。

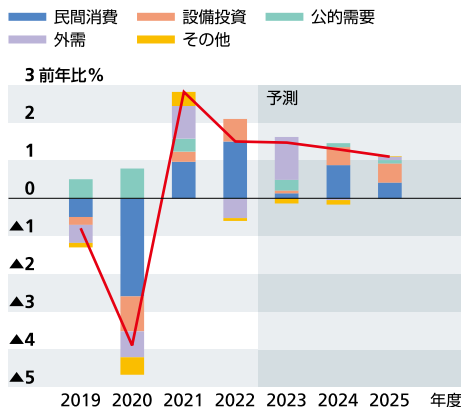
[図表4] 名目賃金と実質賃金

注：実質賃金=名目賃金÷消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)
資料：厚生労働省「毎月勤労統計」(事業所規模5人以上)



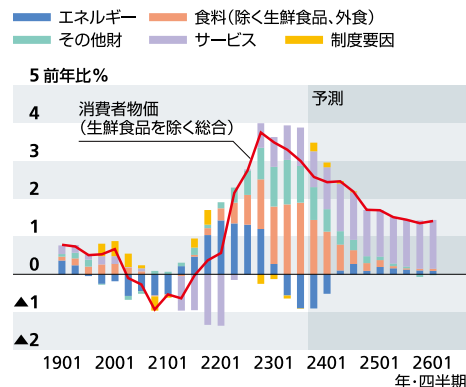
[図表5] 実質GDP成長率の推移

資料：内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



[図表6] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測

注：制度要因は、消費税、教育無償化、Go Toトラベル事業、
全国旅行支援
資料：総務省統計局「消費者物価指数」



2024年総選挙に向かう英国

減税で流れは変わるのか？

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり
ito@nli-research.co.jp



いとう・さゆり

早稲田大学大学院商学研究科修士課程修了。
87年日本興業銀行入行、調査部シニアエコノミストを経て
01年ニッセイ基礎研究所、23年7月より現職。
近著に「インド太平洋地経学と米中覇権競争(共著)」(彩流社)など。

2024年は1月の台湾の総統選挙に始まり、春にはロシア大統領選挙、インドの総選挙、6月には欧州連合(EU)の欧州議会選挙、そして11月の米国大統領選挙と主要国・地域の選挙が集中する年だ。

2025年10月末に衆議院の任期が満了する日本、2024年12月17日に下院の任期が満了し、2025年1月28日までに総選挙を行う必要がある英国でも、2024年中に前倒して総選挙が行われる可能性が高いと見られている。

減税を打ち出した日本と英国

2024年の総選挙が視野に入る日本と英国には共通点がある。日本では自由民主党がおよそ10年、英国では保守党が13年あまり政権を維持しており、長期政権が続いていること。足もとの政権支持率が低迷していること。総選挙が視野に入るタイミングで減税を打ち出したことだ。

減税の理由付けも似ている。日本の岸田政権は「税収増の還元」と銘打ったが、英国のハント財務相は11月22日の「秋期財政報告」で、今年3月の「春季財政報告」時点での「予想を上回る力強い成長による歳

入の増加(図表の23年3月予測と23年11月予測の乖離部分に相当)]で生まれた余地で「企業を支援し、労働に報いる」と説明した。

減税の内容は日英で異なる。日本の所得税・個人住民税の定額減税は1回限りの措置、英国は2本柱で減税、設備投資額の100%を課税控除とする企業向けの特別減税措置の恒久化と被雇用者負担の国民保険料率引き下げ(12%→10%)からなる。

支持回復につながらなかった減税

国民の受け止めは、英国の方が好意的だ。報道各社の調査によれば、日本の定額減税は「評価しない」が6割、「適切な説明をしていない」が8割を占める^{*1}。英国の場合は、ユーガブの調査^{*2}によれば、国民保険料率引き下げは61%が「よい案」と答えている。但し、設備投資減税恒久化は「よい案」の割合が43%で過半数以下、「優先順位が間違っている」を選んだ割合も34%に上る。「秋期財政報告」に盛り込まれた措置では、最低賃金の引き上げ、高インフレ、高賃金を反映した公的年金、社会保障給付額の引き上げ率の決定などが高い支持を得ている。英国のインフレは、ピークアウトしたものの、今も生活費危機が最大の関心事であることを反映した結果と言えよう^{*3}。

減税を含む財政方針が比較的好意的に受け止められた英国でも政権支持率は向上していない。保守党は、前回2019年12月の総選挙でEU離脱の実行を掲げて地滑りの勝利を収めたが、次期総選挙では労働党が単独過半数を確保する可能性が極めて高いと見られている^{*4}。

市場は冷静、専門家の評価は厳しい

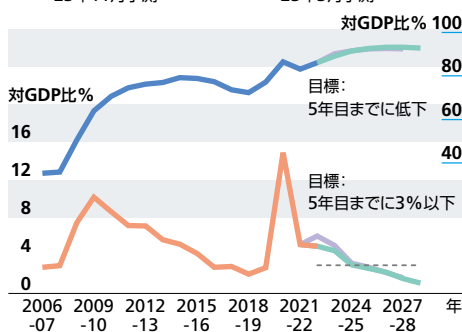
スナク政権の減税策は、トラス政権の減税策のように市場の激しい反応を引き起こすことはなかった。利上げ警戒が強かった当時とは金融市場の雰囲気も異なるが、今回の減税は、英国の独立財政機関・予算責任局(OBR)の財政目標と整合的な見通しを伴う[図表]。財政ガバナンスの枠組みを事実上無視したトラス政権期の減税策とは違う。

それでも問題はある。英シンクタンク財政研究所(IFS)^{*5}は、減税として還元された歳入増はインフレ見通しの上方修正によるものであり、財政目標達成の見通しには、インフレに応じて所得税と国民保険料率の閾値を見直さないことによる実質的な増税と歳出削減という痛みが織り込まれているという。債務の増加と金利上昇で利払い費がGDP比2%相当増大していることも、増税しても公共サービスの改善にはつながらない理由とし、基礎的財政収支の黒字化を目指すべきとする。

将来の負担増大につながる減税では支持回復にも経済の好転にもつながらない。金利のある世界へと戻りつつある日本の財政への警鐘とも受け止められよう。

[図表] 英国の公的部門純債務残高と純借入額の実績と見通し、財政目標

資料: OBR(予算責任局) November 2023 Economic and fiscal outlook
● 純債務残高(右目盛り) ● 純借入額(左目盛り)
■ 23年11月予測 ■ 23年3月予測



本コラムはWeeklyエコノミストレター2023-10-30「英国スナク政権発足から1年～視野に入る次期総選挙と政権交代」の続編として、その後の動きをまとめた

[*1]「減税「説明が不適切」 81% 自民党支持層も評価厳しく 日経世論調査」日経電子版2023年11月27日

[*2] 23年11月22～23日 実施のYouGov/Times Survey Resultsによる

[*3] More in Commonの調査によれば23年12月調査でも回答者の73%が生活費危機を主要な問題と答えている。

[*4] Electoral Calculus UK General Election Predictionによれば労働党単独過半数の確率は97%

[*5] Collection Autumn Statement 2023, Institute for Fiscal Studies

逆回転を始めた円相場、今後の展開は？

月 初1ドル147円台後半でスタートした今月のドル円は、上旬に植田日銀総裁が「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と発言したことでマイナス金利の早期解除観測が高まり円高に。さらに中旬のFOMCにおいて、パウエルFRB議長が利下げの議論を認めたことなどからドル売りが強まり、一時140円台を付けた。足元では、日銀が金融政策を維持したことを受けて143円台半ばに戻したが、月初比では大幅な円高だ。従来、「利上げを模索するFRBと緩和を継続する日銀」というコントラストが円安の原動力となってきたが、逆回転が始まった形だ。

今後も長い目で見た場合は、米利下げ（観測）をメインテーマとした円高ドル安基調が見込まれる。来春と目される日銀の金融政策正常化観測も円高をサポートする材料になる。ただし、金利先物市場が米利下げについて「3月に開始、来年中に6回(0.25%換算)実施」を織り込んでいるように、足元の市場は米利下げを前のめりに織り込んでいるため、遠からず、一旦揺り戻しのドル高局面を挟む可能性が高い。従って、3カ月後は現状比小幅な円高に留まり、142円前後と予想している。

1ユーロ161円台でスタートした今月のユーロ円も下落し、足元では156円台後半で推移している。ドル円同様、植田総裁発言が円高材料になったほか、ハト派的な高官発言などを受けてECBの利下げ観測が高まったことがユーロを下押しした。今後も長い目ではECBの利下げ（観測）を主因とした円高ユーロ安基調が見込まれる。ただし、足元では、ドル円同様、ECBの利下げが前のめりに織り込まれているとみられるため、一旦揺り戻しのユーロ高局面を挟むと見ている。3カ月後は現状比小幅安に留まり、155円前後と予想している。

月初0.7%台付近でスタートした長期金利は、米利下げ観測に伴う金利低下圧力と日銀の早期正常化観測に伴う金利上昇圧力が交錯して方向感を欠き、足元も0.6%台後半にある。今後も両材料を巡る思惑が交錯して方向感の出にくい展開が想定されるが、当面は米景気の減速感が抑制要因になる。一方、春が近づくにつれて日銀の正常化が秒読み段階となり、金利上昇圧力が一段高まることで、3カ月後の水準は現状比でやや上昇の0.8%台と予想している。



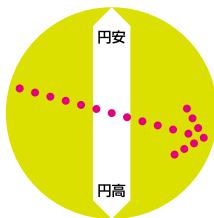
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、
2001年同財務審査部配属、
2007年日本経済研究センターへ派遣、
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
2009年ニッセイ基礎研究所。

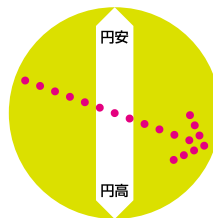


Market Karte

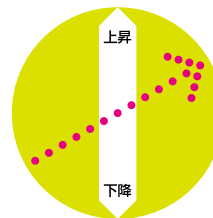
January 2024



ドル円・3カ月後の見通し

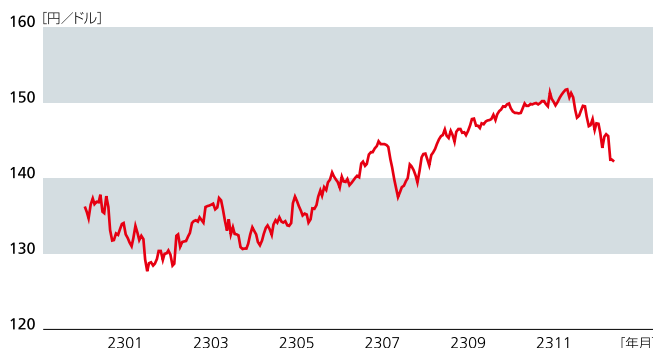


ユーロ円・3カ月後の見通し

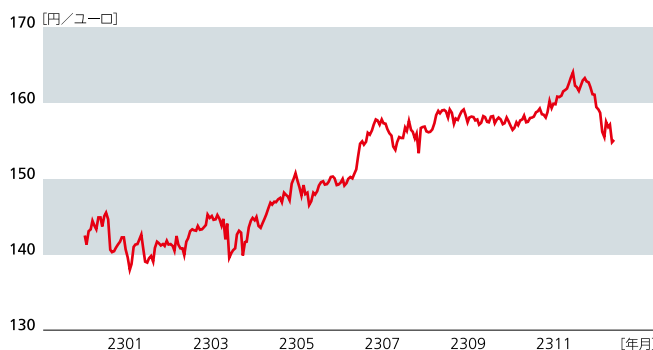


長期金利・3カ月後の見通し

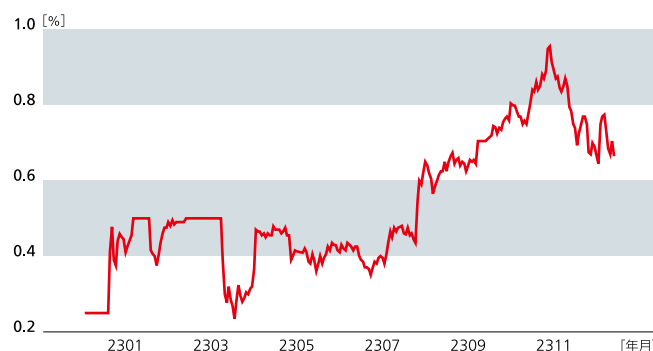
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

1 新NISA、「毎月投資」か「1月一括投資」か
～「オルカン vs S&P500論争」にも終止符を打つ～
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/12/11号]

2 2024年はどんな年？
金融市場のテーマと展望
上野 剛志 [エコノミストレター | 2023/12/1号]

3 日本の少子化の原因と
最近の財源に関する議論について
金 明中 [基礎研レポート | 2023/8/17号]

4 2023～2025年度経済見通し(23年11月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2023/11/16号]

5 中期経済見通し(2023～2033年度)
経済研究部 [エコノミストレター | 2023/10/12号]

コラムアクセスランキング

1 年末ジャンボ 今年の狙い目は？
—高額当せんを3つに分けて考えてみよう
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/11/20号]

2 『アレ』で伝わるコミュニケーション
—阪神タイガースの『アレ』が意味するもの—
島田 壮一郎 [研究員の眼 | 2023/9/21号]

3 個人タクシー運転手の上限年齢を
「80歳」に引き上げる政府方針の課題
坊 美生子 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2023/12/7号]

4 新NISAは日本株の追い風になるのか
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2023/11/21号]

5 インフレと消費
高山 武士 [研究員の眼 | 2023/12/5号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。《アクセス集計期間23/11/20-23/12/17》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

移住相談受付件数の推移 [1月10日はみんなの移住の日]

Source: 総務省「移住相談に関する調査結果」 Design: infogram©

