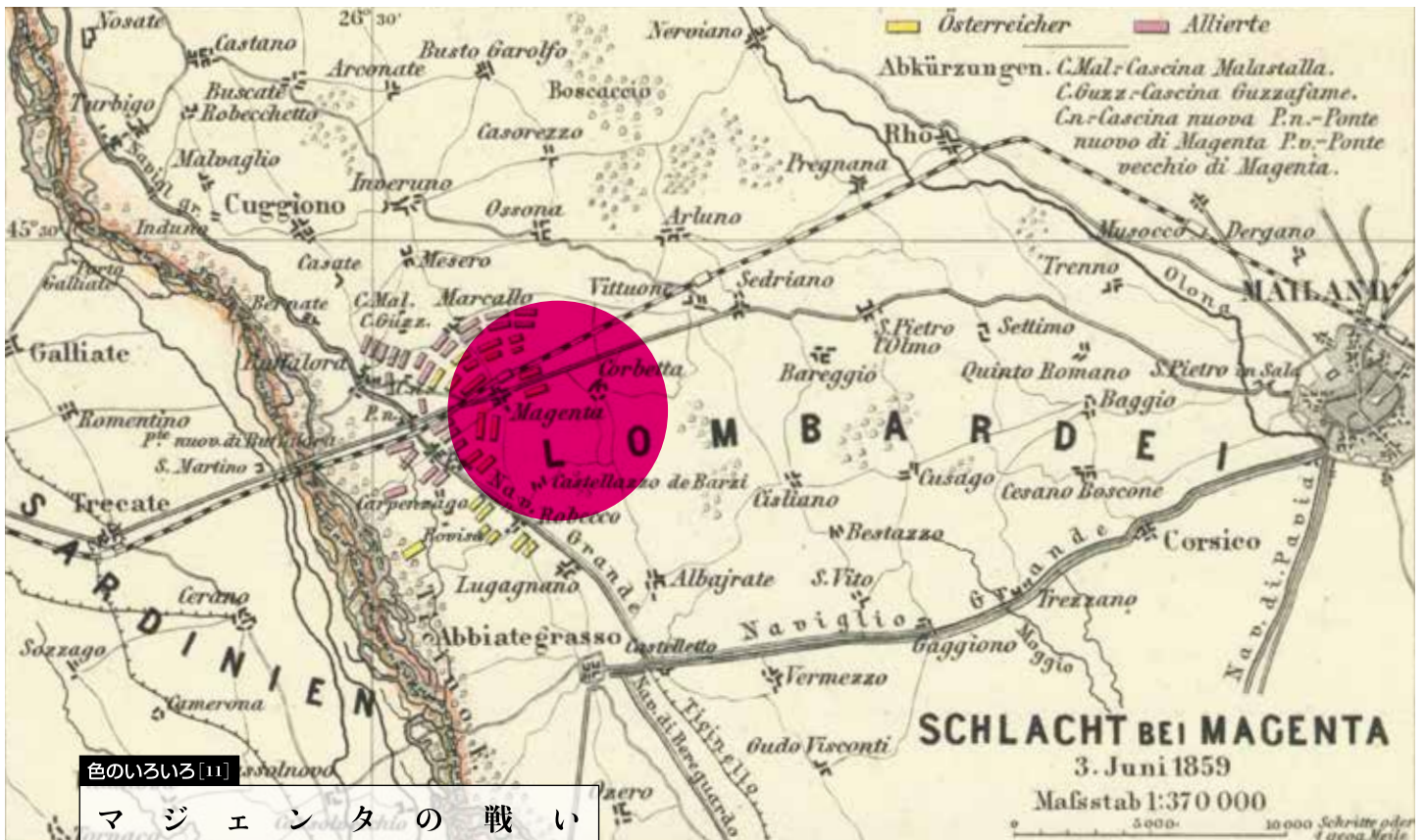


ニッセイ基礎研 Report

Feb. 2024 Vol.323

- 02 政策形成の「L」と「R」で考える少子化対策の問題点 ● 三原 岳
- 03 揚げもみじ×ナッジ ● 廣瀬 涼
- 04 新NISA、「毎月投資」か「1月一括投資」か ● 井出 真吾
- 06 2024年はどんな年？ 金融市場のテーマと展望 ● 上野 剛志
- 08 中国経済の見通し ● 三尾 幸吉郎 | 三浦 祐介
- 11 振り返る円安、一体いつまで続くのか？ ● 上野 剛志



色のいろいろ [11]

マジエンタの戦い

色の三原色のひとつで、プリンタインクでもおなじみの色「マゼンタ」。その名の由来は、日本が開国した19世紀半ばにさかのぼる。当時、オーストリア支配下にあったイタリアは、サルディニア王国軍・フランス連合軍として、オーストリア軍と激突。1859年、ミラノ西方の町マゼンタでの戦いに連合軍は勝利、イタリア統一の第一歩になったという。この時期に発明された、紫がかかった濃いピンクの染料は戦勝地にちなんで「マゼンタ」と名づけられたのだった。

マゼンタの戦いの地図

Karl Spruner von Merz, Heinrich Theodor Menke

中世と近代の歴史のためのハンドアトラス | 1880年

From Wikimedia Commons

政策形成の「L」と「R」で考える少子化対策の問題点

バランスを欠いた2つの「正しさ」を巡る議論



保険研究部 ヘルスケアリサーチセンター 上席研究員 三原 岳

mihara@nli-research.co.jp



みはら たかし

95年 時事通信社入社。

11年 東京財団研究員を経て、17年10月 ニッセイ基礎研究所(現職)。
『医療経済』に「現場が望む社会保障制度」を毎月連載中。
主な著書に「地域医療は再生するか〜コロナ禍における提供体制改革〜」、
『必携自治体職員ハンドブック』(共著)。

1——はじめに

それほど広く知られているわけではないが、政策形成過程では「L」「R」という言葉が使われる時がある。前者は正統性(Legitimacy)、後者は「正当性」(Rightness)を意味しており、いずれも日本語の読み方は「せいとうせい」、和訳は「正しさ」だが、2つの意味は異なる。今回は「LとR」「2つの正しさ」をキーワードに、「次元の異なる少子化対策」を素材にしつつ、政策形成の在り方を論じる。

2——「L」と「R」の違い

まず、「L」「R」を説明する^{*1}。前者の「L」は民主政治における選挙と統治機構の繋がりを想定しつつ、『正しい』手続きで政策が決まったかを専ら意味する。永田町や霞が関で使われる言葉で言うと、「首相の指示」「閣議決定された事項」など、政策が決まる過程の正しさを指す。

一方、「R」の「正当性」は「なぜ必要か?」といった専門性や合理性に基づいた「正しい政策」を意味する。ここで注意しなければならないのは、「R」の「正しさ」が多様な点である。例えば、少子化対策に関しては、「育児の負担軽減は必要」「負担増に反対」といった形で様々な議論が有り得るし、今回のイチオン施策である児童手当の拡充でも、「子育て世帯の経済的な負担軽減が必要」「所得制限を撤廃して高所得者も対象に加える意味があるのか」といった賛否両論が聞かれる。

つまり、「R」の「正しさ」は1つではない。このため、「R」の「正しさ」を追求する上では、審議会などの場で議論を重ね、できるだけ多くの人が納得できる形で、全体像を示すといった工夫が欠かせない。

3——少子化対策の「正しさ」は「L」だけ?

しかし、少子化対策を巡る議論は著しく「L」に傾いた。この関係では、岸田文雄首相が「次元の異なる対策」の必要性を提唱し、「関係予算を倍増」という自民党総裁選の発言が政権公約のように受け止められた結果、「規模ありき」の議論に終始した。

結局、2024年度政府予算案では、児童手当の所得制限撤廃などが盛り込まれたが、その過程では「どうして児童手当の拡充が必要なのか」「その他に選択肢はないのか」といった「R」の議論が展開されたように見えない。むしろ、「首相指示」という議論に終始していた印象を受ける。

約3.6兆円に及ぶ財源対策も問題含みである。政府は「既存予算の見直しや歳出抑制を通じて、実質的に追加負担を生じさせない」と説明しているが、見通しは立っていない。そもそも、給付抑制や負担増などの歳出抑制策にはサービス利用者や関係団体の反対などが寄せられるため、合意形成には時間が掛かる。

例えば、患者負担の引き上げについて、役所や専門家が「税や保険料の軽減に繋がる」と説明しても、医療を必要とする人にとっては死活問題であり、反対意見の全てを「抵抗勢力」と切って捨てることはできない。このため、歳出抑制は難航が予想され、「実質的な追加負担ゼロ」という政府の説明は捕らぬ狸の皮算用になる危険性を孕んでいる。

しかも、歳出改革の枠内で、医療保険料に上乗せする形で創設される「支援金」に至っては、負担と給付の関係が紐付く社会保険方式の原則論から考えると、異例の

対応である^{*2}。具体的には、保険料の支払いには本来、何らかの形で給付が紐付くのだが、児童手当に医療保険料を充当するのは無理筋に映る。

それにもかかわらず、決定過程では関係者を集めた「大臣懇話会」が2回開かれた程度であり、上記のような意見を考慮した形跡が見受けられない。支援金に繋がる構想を提案した識者は以前から「政策は力が作るのであって正しさが作るのではない」^{*3}と述べているのだが、「力」を「L」、「正しさ」を「R」と置き換えれば、「L」に偏重した今回の議論の問題点を説明できる。

なお、少子化対策と支援金の論点と問題点は稿を改めて論じたい。

4——おわりに

こうした「L」偏重の傾向は最近、様々な領域で見受けられる。その結果、官僚が「R」を語らなくなっており、政策立案能力の低下が懸念される。しかも、「L」や「力」だけで政策が決まることは多様な意見を反映できない点で、19世紀英国の思想家、ジョン・スチュワート・ミルが指摘した^{*4}通り、多数派が少数の意見を圧殺する「多数の専制」に近づく。多くの国民の理解を得る上では、「L」だけでなく、「R」の議論が欠かせない。

【*1】政策形成に関する「L」と「R」の議論は法哲学を中心に様々な議論が展開されているが、本稿は2019年3月公表のPHP総研報告書「統治機構改革1.5&2.0」を主に参照した。

【*2】支援金に対する批判として、田中秀明(2023)「異次元の少子化対策の財源を問う」『社会保険旬報』に加え、2023年5月24日拙稿「少子化対策の主な財源として社会保険料は是か非か」などを参照。

<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=74880>
【*3】2023年3月23日『m3.com』配信記事における権丈善一・慶大教授のコメント。

【*4】ジョン・スチュワート・ミル(1859)『自由論』。

揚げもみじ×ナッジ

消費の交差点



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp



ひろせ・りょう
19年 ニッセイ基礎研究所入社
21年7月より現職

1—— 食べ終わった後の竹串を奉納

昨年、出張で広島の大島神社に行った。初めての訪問だったこともあり、神社そのものに感動した一方で、とある土産物屋の取り組みが強く印象に残っている。宮島でもみじ饅頭・焼菓子の製造・販売を行う「紅葉堂 本店」は、宮島名物であるもみじ饅頭に衣をつけて油で揚げた「揚げもみじ」の発祥の地とされている。名物という事もあり連日観光客が押し寄せており、筆者も揚げたてに舌鼓を打った。食べ終わり、竹串を捨てようとする、揚げもみじが包まれていた包み紙に「食べ終わった後の竹串を奉納しよう」と書いてあった。

2—— ゴミの行方まで検討することも企業が果たすべき責任

宮島観光協会によれば、宮島には約500頭のニホンジカが生息しており、そのうち約200頭が街中に生息しているとのことだ。日本では、奈良県の春日大社や大阪府の枚岡神社など鹿にゆかりのある神社も多く、特に春日大社では、神の使い神鹿として大切にされてきた。宮島においても鹿は神聖な生き物として扱われている訳だが、紅葉堂には、竹串回収の守「平のあげもみ公」と呼ばれる公家を彷彿させるような平安の雅の装いをした鹿のキャラクターがあり、その神聖な鹿をモチーフとしたキャラクターが竹串回収箱の上に設置され、竹串回収の守が店頭前に置かれているわけである。

揚げもみじの包みには、「美こそは島の命だ」と大書されていた。宮島は観光地として知られており、食べ歩き楽しみも多いが、大島神社への道中では心無い観光

客によって様々な食べ残しの皿や割り箸、串などがポイ捨てされている光景が見受けられる。「紅葉堂」は、自社の商品から出るゴミの処理も、企業が負うべき責任の一環と捉え、本文で紹介した神聖な鹿をモチーフにした「平のあげもみ公」を掲げ、捨てる行為を奉納とすることで、能動的にゴミ箱に串を「奉納する」という工夫を施している。

3—— 捨てるという行為が祈祷に代わる

我々は、絵馬やおみくじ、神社仏閣での賽銭を伴う参拝や初穂料や玉串料を伴う祈祷など、支出が伴うものだけでなく、流れ星への願い事、七夕の短冊など、支出を伴わないものに対しても、案外ポジティブに評価している。本当にご利益があるかは不明だが、どうせ捨てるなら縁起がいいかもしれない方に捨てたくなる（奉納したくなる）だろうし、良いことがあるかもと言われるたら悪い気はしないだろう。このようにただ捨てるという行為では、消費者側には全くメリットが生まれませんが、「平のあげもみ公」の存在によって、「ご利益があるかも」というエンターテインメント性や期待感が生まれ、ゴミを捨てるというネガティブな行為（手間のかかる行為）がポジティブな経験に変化し、能動的に正しい場所にごみを捨てるという結果を生んでいるのだ。

4—— ナッジとは

このような、消費者が当人にとって、もしくは社会にとって望ましい行動をとれるよう後押しするアプローチを行動経済学ではナッジ (nudge) という。ナッジの例として良く知られているのが、男子用ト

イレの小便器の話である。オランダの空港で小便器に「ハ工」の絵を描いたところ、清掃費が80%も減ったという話がある。利用者がハ工に狙いを定めたため、トイレの床を汚す人が激減した訳だ。このように「トイレをきれいに使ってください」といった言葉や説明書きで人に行動させるのではなく、能動的に人が行いたくなる仕組みを導入して、「勝手に」思惑通りの行動に促す手法ともいえる。本コラムで紹介したケースで言えば、「ゴミを正しいところに捨てましょう」とアナウンスするよりも、ゴミ(串)を奉納物としての意味を持たせることで、ごみ箱(奉納箱)に捨てることにご利益に繋がるかもしれない、という気持ちのよい体験に繋げ、且つポイ捨てをすることが罰当たりな行為という根拠のない心理的な不安を生み、ポイ捨てもしにくくなるのである。

メリット(ご利益)だけではなく、デメリット(罰が当たるかもしれないという文脈)が無意識に頭によぎることが、消費者に正しくゴミを捨てさせるという行動を促しており、紅葉堂の目的である「美こそは島の命です」という使命の実現に繋がっているわけである。



新NISA、「毎月投資」か「1月一括投資」か



金融研究部 主席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
side@nli-research.co.jp



いで・しんご
93年日本生命保険相互会社入社。
99年ニッセイ基礎研究所、23年より現職。
日本ファイナンス学会理事、日本証券アナリスト協会認定アナリスト

1—— サマリー

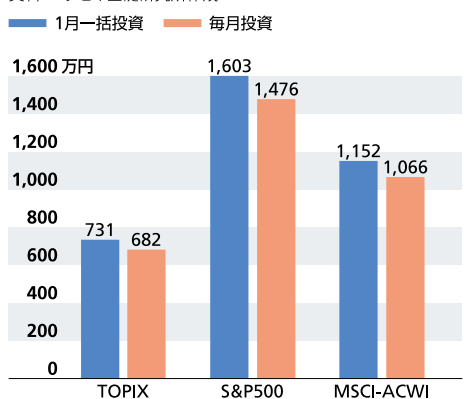
新NISA（少額投資非課税制度）がスタートした。非課税期間の無期限化、非課税投資限度額の大幅拡大で期待が高まる一方、ネット上などでは「毎月定額つみたて投資するのと、1月に一括投資するのではどちらが有利か」で意見が割れているようだ。全世界株式（オールカントリー、略して“オルカン”*）と米S&P500どちらを買うべきかも同様だ。“論争”に終止符を打つべく、検証した。

2—— 「1月一括投資」が有利だった

理屈は後回しにして、まずは検証結果から。図表1は2000年1月～2023年11月まで、年間投資額12万円を「1月に一括投資した場合」と「毎月1万円つみたて投資した場合」の23年11月末時点の資産額だ。投資対象はTOPIX、S&P500、MSCI-ACWI（オルカン）の配当込み指数とした。

[図表1]「1月一括投資」が有利だった

注：1月一括投資は毎年1月初に12万円、毎月投資は毎月初に1万円ずつ投資した場合（手数料考慮せず）。
資料：ニッセイ基礎研究所作成



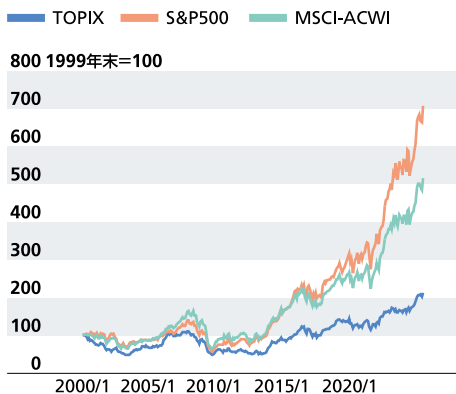
結果は「S&P500に1月一括投資」が最も有利で、投資元本287万円が1,603万円に増えた（年平均利回り7.5%）。一方、「S&P500毎月投資」は1,476万円だった（同7.1%）。オルカン（MSCI-ACWI）、TOPIXも結果は同様で、「1月一括投資」のほうが有利な結果となった。

「ドルコスト平均法を实践するつみたて投資は一括投資よりも有利」という解説も少なくないが、検証結果は真逆だ。この理由は株価指数の推移にある。図表2のとおり、これら株価指数は検証した24年間の多くで右肩上がりだったため、1月に一括投資したほうがその後の株価上昇の恩恵がより大きくなったわけだ。

特に上昇率が大きかったS&P500とオルカンでは「毎月投資」と「1月一括投資」の違いが最終的な資産額により大きく影響した。TOPIXはアベノミクス以前のもたつきもあって24年間の上昇率が相対的に小さかったため、投資タイミングの違いによる差はあまりなかったが、それでも一括投資が有利だった。

[図表2] 株価指数は長期上昇した

資料：Morningstar Directより筆者作成



3—— 8割以上の確率で

「1月一括投資」が有利

先ほどの検証は「2000年に投資を始めた場合」に過ぎない。そこで2001年以降の各年に投資し始めた場合についても検証しておこう。図表3は投資開始年ごとに直近(23年11月末時点)の資産額を計算し、「1月一括投資のほうが資産額が多かった年数」を示している。

投資を開始した全24年(2000年～2023年)のうちTOPIXは約8割、S&P500とオルカンは約9割で「1月一括投資」が「毎月投資」を上回った。「1月一括投資」の圧勝で、いつ投資を始めたとしても、長期的にはつみたて投資よりも一括投資が有利だったことを示している。

[図表3]「1月一括投資」の勝率は8割～9割以上

注：2000年～2023年について投資した年ごとに直近(23年11月末時点)の資産額を計算し、「1月一括投資」のほうが多かった年数
資料：Morningstar Directより筆者作成

1月一括投資が良かったケース

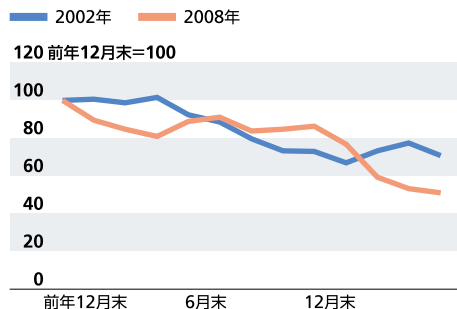
	TOPIX	S&P500	MSCI-ACWI
年数	19	22	21
勝率	79%	92%	88%

逆に、「毎月投資」が有利だったのはどのような年だったか。過去24年間のうち3指数すべてで「毎月投資」が有利だったのは2002年と2008年の2回だけだ。この2年間についてS&P500の推移をみると、ほぼ一貫して下落基調だった（図表4、他の2指数も概ね似たような推移）。

そのため「1月一括投資」は投資額の全てが株価下落の影響をフルに受けたのに対して、「毎月投資」では株価下落の影響が相対的に小さく済んだ。また、「毎月投資」のほうが平均購入単価が低く、その後の株価上昇による利益も多くなった。まさにドルコスト平均法が功を奏した形だ。

[図表4] 毎年投資が有利だった2002年、2008年のS&P500

資料：Morningstar Directより筆者作成



4——オルカン vs S&P500 論争

次に「オルカンかS&P500か論争」について考えてみよう。両指数とも長期的に上昇したが、図表2のとおり主に上昇したのは検証した24年間の後半だ。そこで検証期間を前半と後半の12年間ずつに分けて、リスクとリターンを比較したのが図表5だ。前半はリスク・リターンともMSCI-ACWI（オルカン）が少し高かったが、後半はS&P500のほうがリスク・リターンとも少し高い。

2001年にBRICsという言葉が生まれたことが象徴しているように、2000年代は新興国の経済成長が著しかった。一方、リーマンショック（2008年）のような経済危機が起きると、新興国経済の脆弱さが意識され株価は米国株以上に大きく下落した。こうした背景から新興国を含むMSCI-ACWI（オルカン）のほうがリスク・リターンとも少し高くなったと考えられる。

一方、2012年以降はGAFAM、Tesla、Nvidiaに代表される米ハイテク産業の躍進が米国株を大きく上昇させたほか、2017年のトランプ大統領誕生でアメリカが自国優先主義を強めたこと、さらに中国

経済の成長鈍化もS&P500の優位性を高めたのだろう。

今後はどうか。日米欧を中心とする西側経済圏と中国・ロシアを中心とする東側経済圏の分断が懸念される中、高い経済成長が確実視されるインドの出方が不透明であること、24年に大統領選挙が行われる米国の次期大統領が中国はじめ新興国とどう向き合うかなど、国際情勢の先行きは予断を許さない。

とはいえ、世界中から優秀な人材が集まるアメリカのハイテク産業がそう簡単に弱体化するとは考えにくく、高いイノベーション力を背景に新たな成長企業・成長産業が登場すると考えるのが自然だろう。

政治的な対立はエスカレートするかもしれないが、経済や株価の力強さという意味では、直近12年間と同様にリスク・リターンともS&P500がオルカンを少し上回ることが想定される。

5——まとめ

検証結果は「S&P500の1月一括投資」が最も有利だったが、もちろんこれは過去の結果である。将来は不確実性を伴うが、恐らく今後も長期的にはリスク・リターン

ともS&P500のほうがオルカンよりも少し高くなるのが現時点では想定される。もっとも、2024年にリーマンショックのような出来事が起きることを恐れるなら一括投資すべきでないし、経済危機までは想定しなくても米国株の大幅下落リスクを避けたいなら「1月一括投資」が正しいとも限らない。一方、まとまった投資資金がない人にとって「毎月投資」が現実解であることは言うまでもない。

また、今後もS&P500のリターンが長期的にオルカンを上回る保証もない。米国株の「一本足打法」は危険だと考えてオルカンを買えば投資資金の約6割が米国株で残りは世界中に分散投資できるし〔図表6〕、米国一極集中のリスクを承知でS&P500を買うのもいいだろう。冒頭に「終止符を打つ」と大風呂敷を広げたが、要は好み（リスク選好）の問題だ。

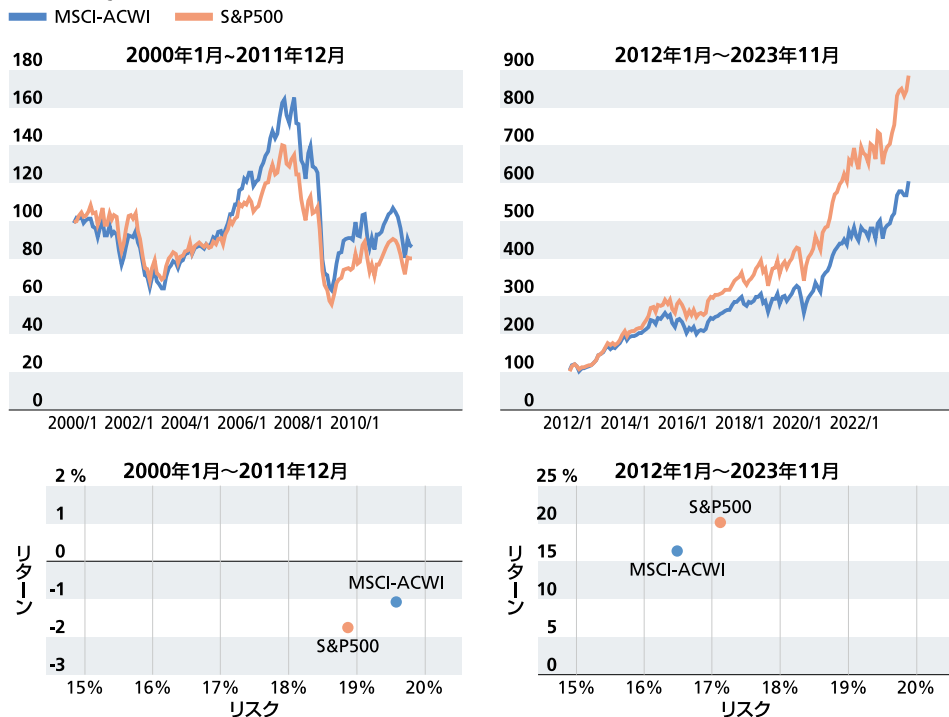
「一括投資か毎月投資か」もリスク選好の話で、どちらも否定されるものではない。一括投資でタイミングリスクを取れば、投資した全額が値上がりすることもあるが、全額が値下がりする恐れもある。毎月投資は全額が値下がりするリスクを避ける代わりに、全額が値上がりするチャンスを放棄する（機会損失リスクを取る）わけだ。

いずれにしても資産運用において将来の多くは不確実だ。国際情勢や各国企業の状況が変われば、株価指数の優位性も逆転しうる。短期的な値動きに目を奪われることなく、時代の大きな流れに応じて投資先を決めることが肝要だ。

〔*〕「オルカン」は三菱UFJアセットマネジメント株式会社の登録商標。

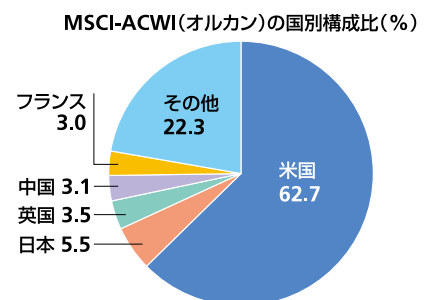
〔図表5〕直近はS&P500のほうがリスク・リターンとも少し高い

資料：Morningstar Directより筆者作成



〔図表6〕オルカンの6割は米国株

注：2023年9月末時点 資料：MSCIより筆者作成



2024年はどんな年？ 金融市場のテーマと展望

(執筆時点:1月23日)



うえのつよし

98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。



経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
tueno@nli-research.co.jp

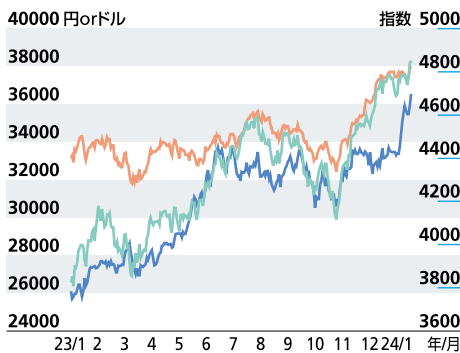
1——2024年年初の市場は大きく変動

2024年がスタートして3週間余りが経過したが、この間に金融市場では大幅な株高と円安が進行している。日本株(日経平均株価)は年初から3000円以上も上昇して、直近22日終値時点で36000円台半ばに達している[図表1]。

[図表1] 日米の株価指数

資料: Thomson Reuters

■ 日経平均株価 ■ ダウ平均株価
■ S&P500指数(右軸)

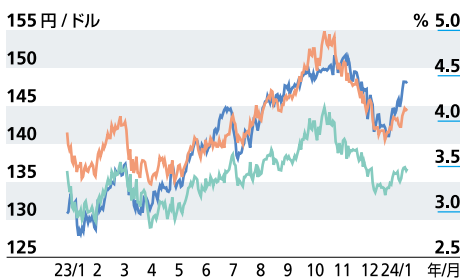


また、昨年終盤に1ドル141円台まで円高ドル安が進んだドル円レートは年初に反転し、直近22日時点で148円台まで円安が進んでいる[図表2]。

[図表2] ドル円レートと日米長期金利差

資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

■ ドル円レート ■ 米長期金利(右軸)
■ 日米長期金利差(米-日・右軸)

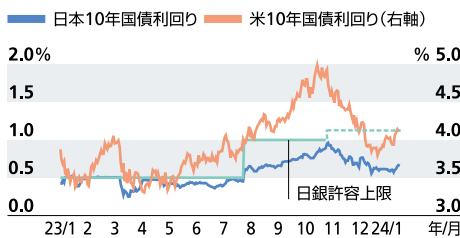


一方、年初に0.6%台前半にあった日本の長期金利(10年国債利回り)は上下しつつ、直近22日時点では0.6%台半ばで推移している[図表3]。

年初に発生した震災の影響もあり、日銀

[図表3] 日米の10年国債利回り

注: 日銀許容上限について、23年7月MPM後は事実上の最大値、10月MPM後(1%超を一定容認)は点線表記
資料: Bloomberg、日銀よりニッセイ基礎研究所作成



による早期の金融政策正常化観測が後退したことが金利低下・円安・株高に作用した。また、株価については、日本企業の構造改革への期待や、半導体市場の底入れ期待も一定程度上昇に寄与した。低下が続いていた米長期金利の底入れやNISAの拡充に伴う海外証券への資金流入が円安を促し、株高へと波及した面もある。

2——2024年はどんな年?

このように、年初から動意付く形となったが、2024年は金融市場にとってどのような年になるのだろうか?今後の内外注目材料を点検してみる[図表4]。

(1) 米国経済・物価情勢と利下げ

まず、今年の市場を展望するうえで最も注目されるのは、昨年の市場を大きく動かした

米国の経済・物価情勢と金融政策の行方だ。

昨年は米国経済が堅調に推移するもので、物価上昇率は低下傾向を辿ったものの、物価目標(2%)を明確に上回って推移してきた。こうした中、FRBは9月以降、実質的に利上げを停止し、今後の動向を見極める姿勢を維持している。

今年、既往の利上げ効果などから米景気が減速し、米国の物価上昇率が物価目標に向けて着実に低下していけば、FRBは段階的な利下げを開始することになる。利下げが現実味を帯びて市場で織り込まれるにつれて、米長期金利が低下し、日本の長期金利の抑制要因になる。ドル円にとっては、米金利低下に伴う日米金利差の縮小が円高ドル安要因になる。日本株にとっては、米景気減速と円高が逆風になる一方、米インフレ鈍化と利下げに伴う景気回復期待を受けた米株価の上昇が追い風になる。

ちなみに、米景気が減速に留まらず、急激に悪化する事態となれば、利下げペースが速まることで日本の長期金利への低下圧力と円高圧力がさらに強まることになる。米景気悪化と大幅な円高を受けて、日本株への下落圧力も強まるだろう。

一方、利上げの効果が足りず、物価上昇率の低下が遅れたり、再び上昇に向かったりする事態になれば、FRBは政策金利を高い水準で据え置きざるを得なくなる。この場合には、利下げの織り込み後退を通じて米金利が上昇するため、日本の長期金利には上昇、ドル円にはドル高、日本株には下落にそれぞれ働く可能性が高い。

(2) 日銀による金融政策正常化

国内に目を転じた場合に最も注

[図表4] 2024年の主なスケジュール(見込み)

時期	米国	日本	欧州・アジア他
24年 大統領選挙	大統領選挙	通常国会召集	台湾総裁選・議会選
1月	予備選開始	NISA拡充	
2月		春闘本格化	インドネシア大統領選
3月	スーパーチューズデー	春闘集中回答日	ロシア大統領選 全人代(中国)
4月		日銀金融政策正常化?	韓国総選挙
春		岸田首相訪米?	インド総選挙
6月	FRB利下げ開始?	所得税減税	欧州議会選 メキシコ大統領選・議会選
7月		東京都知事選	パリ五輪(~8月)
9月		岸田首相・ 自民党総裁任期末	
11月	大統領選挙・議会選挙		G20サミット(ブラジル)
年内		衆議院選挙?	

目されるのが日銀による金融政策正常化の行方だ。日本の物価上昇率が物価目標の2%を大幅に上回る状況が長期化するなか、前回春闘での賃上げ率拡大や予想物価上昇率の上昇などを受けて、日銀は物価目標達成への自信を強めつつあり、YCCの撤廃やマイナス金利政策の解除といった正常化を視野に入れるようになってきている。今後、「賃金と物価の好循環」が強まっていくかがポイントになる。

今年、日銀が金融緩和の正常化に舵を切れば、日本の金利には上昇圧力になり、ドル円にとっては日本の金利上昇等を通じて円高要因になるだろう。株価に対しては、金利上昇が追い風になる銀行株を除き、総じて抑制要因になると見られる。

(3) 主要国における選挙の行方

また、今年は多くの主要国で国政選挙が行われるため、その行方も注目される。

なかでも、特に注目されるのが11月の米大統領選だ。足元では、現職のバイデン大統領とトランプ前大統領が対決する構図となる公算が高まっている。トランプ氏の政策の全容はまだ不明だが、仮に同氏が勝利した場合には、税・財政や対外政策、移民政策やエネルギー政策といった幅広い領域で現行政策の大幅な転換を目指す可能性が高い。

その際の市場への影響は現状では決め打ちしづらいが、政策の予見可能性が大幅に低下することは避けられそうもないため、市場が不安定化する可能性が高い。

(4) NISA拡充の影響

そして、最後の注目点はNISAの拡充となる。今年1月から、旧一般NISAに該当する「成長投資枠」の年間投資枠が旧制度比で2倍に、つみたてNISAに該当する「つみたて投資枠」の枠が3倍に引き上げられた。

既にこれに起因したマネーフローが生じているとみられるが、NISA拡充によって家計の投資が促進される場合には、当該投資マネーが国内株に向かえば直接的な日本株高圧力に、海外株に向かえば円安

圧力になる（その場合は間接的に日本株にとってもプラスに働く）。

3—— メインシナリオ

以上、今年の主な注目材料を列挙してきたが、最後に主な材料と市場の行方について、中心的なシナリオを考えたい。その際、最も重要な材料は昨年の市場動向を大きく左右した米国の経済・物価情勢と金融政策の行方と目される。

これまで、米国経済の堅調さを支えてきたコロナ禍での強制貯蓄は既に枯渇しており、コロナ禍で猶予されてきた学生ローンの返済も既に再開されている。既往の急速な利上げの効果も顕在化してくると考えられることから、今後の米経済は景気後退こそ避けられるものの減速に向かい、今年春にかけて低滞すると予想される。その後は、インフレ鈍化や利下げを受けて、景気が緩やかに持ち直すと見ている。

この間の物価上昇率は景気の減速などを通じて、緩やかな低下基調を辿り、FRBは年の半ばに利下げを開始、以降緩やかに利下げを継続すると見込んでいる。

日銀の金融政策については、24年春闘での高めの賃上げ実現を確認したうえで、4月に正常化へ舵を切ると見ている。その際には、YCCの撤廃とともに、マイナス金利政策を解除し、無担保コールレート誘導目標を0~0.1%で復活すると予想している。

ただし、日銀が大幅な金利上昇を促すほど経済・物価について自信を強めることは想定しづらいため、あくまで極端な緩和策を取りやめる措置に留まるだろう。長期金利の上限目途や指値オペの枠組み、国債買入れは継続され、金利の過度の上昇を抑えて緩和的な金融環境を継続させる役割を担うと想定している。

以上の想定を基に今年の今後の相場展開を考えると、まず、日本の長期金利は春に日銀の政策正常化に伴って上昇するものの、既述の通り、日銀は金利の抑制姿勢を続けるだろう。さらに、年半ばからの

FRBによる利下げを受けて、米長期金利が低下に向かうことも日本の長期金利の抑制材料となる。水準としては、一時的に1%を超える場面も想定されるものの、年末にかけて1%を若干下回る水準を中心に推移すると予想している。

ドル円については、FRBによる段階的な利下げを主因として円高ドル安に向かうと予想している。ただし、FF金利先物市場では、足元において既に今年利下げが5~6回(1回当たり0.25%換算)も実施されることを前のめり的に織り込んでいるため(12月FOMCでは3回の利下げが示唆されていた)、当面はドルが高止まりしやすいうえ、一時的には過度の利下げ観測の後退に伴うドル高も想定される。その後春以降は、利下げの現実味が高まるにつれてドルが緩やかに下落していくイメージだ。利下げ開始後も先々の利下げを織り込む形で米長期金利の低下が進み、緩やかな円高ドル安基調が続くと見ている。なお、日銀が金融政策の正常化に舵を切ると円高要因になるものの、既述の通り、日銀は金利の抑制姿勢を続けると見られるため、影響は限定的になる。一方、NISA拡充に伴う海外への資金フローは円高の勢いを一定程度抑え続けるだろう。これらの結果、年末の水準は1ドル136円前後になると見込んでいる。

最後に、日本株については、遠からず一旦下落する可能性が高いと見ている。年初の急上昇で割安感がなくなったうえ、FRBが政策金利を高水準で維持するなか、米景気の減速感が顕在化してくるためだ。春以降は米国の段階的な利下げ織り込みに伴う米株上昇が追い風になるが、円高と日銀の金融政策正常化が株価の重石になる。現時点では、年末の日経平均株価は35000円台と予想している。

以上が中心的なシナリオとなるが、主要国での選挙や米景気・物価の先行きなどを巡り、不確実性が高い点は否めない。今年もリスクを綿密に点検していく姿勢が重要になるだろう。

中国経済の見通し

2024年は同+4.6%、25年は同+4.4%と段階的に減速



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。



みうら・ゆうすけ

06年 みずほ総合研究所(現みずほリサーチ&テクノロジーズ)
09年 同 アジア調査部中国室(10-11年 北京語言大学留学)
(16-18年 みずほ銀行(中国)有限公司出向)
20年 同 人事部 23年 ニッセイ基礎研究所



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

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介 y-miura@nli-research.co.jp

1—— 中国経済の概況

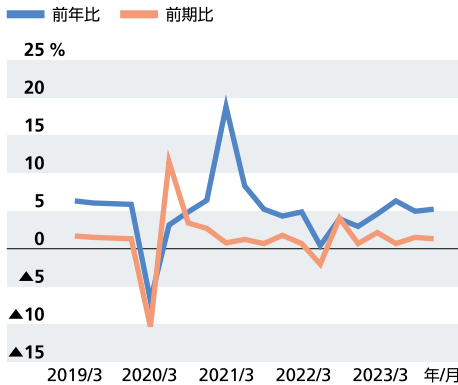
中国国家统计局が1月17日に公表した2023年の経済成長率は、前年比+5.2%となり、「+5%前後」の成長率目標は達成された[図表1]。

季節調整後の前期比から四半期毎の推移を振り返ると、1-3月期は+2.1%と、ゼロコロナ政策解除後の経済再開により加速したが、4-6月期には+0.6%と、リバウンドは早々に一服して景気の停滞感が強まった。7-9月期と10-12月期は、それぞれ+1.5%、+1.3%と、一段の悪化には歯止めがかかっている。

もっとも、回復の勢いは弱い。消費者物価(CPI)は低水準での推移を続けており、工業生産者出荷価格(PPI)は昨年10月以来15カ月連続でマイナス圏にある[図表2]。

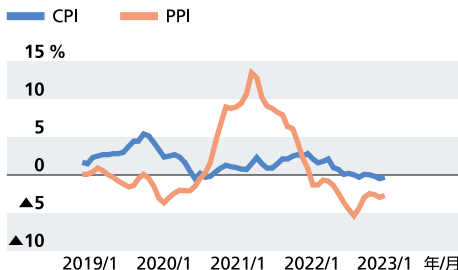
[図表1] 実質GDP成長率(四半期)

資料:中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



[図表2] CPI・PPI

資料:中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



GDPデフレーター (GDPの名目伸び率-実質伸び率)も、第2四半期以降、マイナスが続いている。

2—— 需要の動向

需要サイドからみると、2023年を通じて、内需(個人消費、投資)はいずれも力強さを欠き、外需は経済を下押しした[図表3]。

まず、個人消費について、小売売上高の前年比伸び率の推移を見ると、夏場以降、緩やかながら持ち直している。しかし、10月以降に関しては、昨年のゼロコロナ規制の強化による落ち込みの反動があり、それを考慮すれば依然勢いは弱い。消費者信頼感指数をみると、雇用・所得の先行き、消費意欲ともに、2022年4月以降、マインドの強弱の境目である100を下回る状況が続いており、雇用・所得に対する先行き不安が消費を抑制していることがうかがえる。

投資について、固定資産投資の前年比伸び率の推移を見ると、製造業の設備投資は堅調に推移した一方、不動産開発投資

は前年比で減少を続けており、不動産不況長期化の影響が顕著に表れている。景気下支えの役割を担うインフラ投資は、夏場以降勢いが弱まっている。

輸出に関しては、7月を底に持ち直しつつあるが、通年では前年比減となった。なお、輸入についても、輸出と同様、7月に底打ちしたが、通年では前年比減となっている。

3—— 産業の動向

産業サイドからみると、不動産業の低迷が続く1年であった。不動産販売面積は、2022年に続き2年連続で前年比減となった。政府は、夏場以降、不動産市場下支えの動きを強化しているが、持ち直しの兆しはみられず、経済腰折れのリスクとしてくすぶり続けている。

鉱工業については、年初来緩やかに回復基調にある[図表4]。在庫調整が進んでおり、設備稼働率が4-6月期以降上向きつつあるほか、企業業績も最悪期は脱している。ただし、総じて需要不足が根強いことから、PMIが10月以降、改善と悪化の境目である50を下回り続けるなど、景況感には依然停滞している。

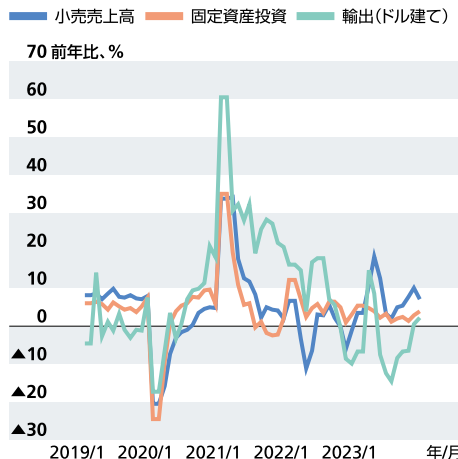
サービス業については、昨年の反動で年初から5月にかけて高い伸びをみせた後、その影響がはく落した6月には伸びが低下したが、再び持ち直しつつある。もっとも、上述の小売売上高と同様、10月以降については昨年のゼロコロナ規制の影響を割り引くと、改善の動きは一進一退の状況だ。PMIは、11月から12月にかけて50を下回っている。

こうした需要不足に起因する企業の景況感の停滞が、上述の雇用・所得、ひいて

[図表3] 小売・投資・輸出

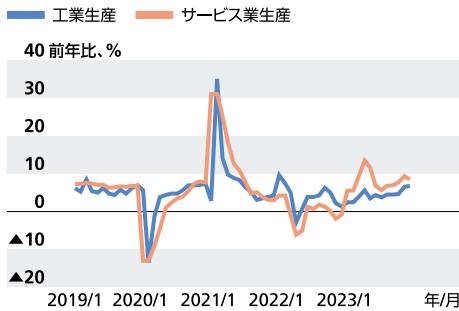
注:ニッセイ基礎研究所による試算値。

資料:中国国家统计局、中国海関総署、CEICより、ニッセイ基礎研究所



[図表4] 工業・サービス業生産

資料：中国国家统计局、中国海関総署、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



は消費の改善の遅れにつながっており、経済が好転しづらい状況にある。

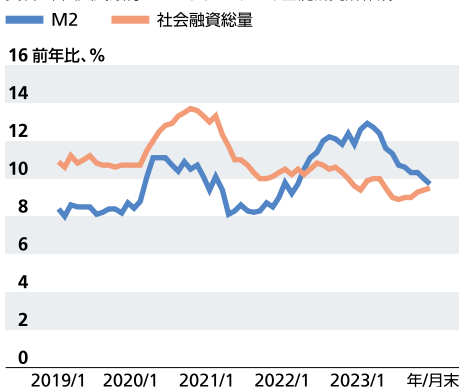
4—— 経済政策

経済政策に関しては、金融の緩和が先行的に進んだ。3月に預金準備率を、6月に政策金利(リバースレポ金利およびMLF(中期貸出ファシリティ)金利)を引き下げた後、8月に再び政策金利を引き下げ、それ以降は打ち止めとなっている。しかし、資金供給に関する指標[図表5]は、年初来弱含んでいる。実体経済に供給された資金量をみた社会融資総量は、10月以降伸びが加速しているが、地方債の発行加速による政策要因が強い。それ以外の資金については、資金需要不足等を背景に伸びが低下を続けている。

財政政策に関して、インフラ投資は相対的に高い伸びを維持しているものの、夏場以降減速している。インフラ投資の財源のうち、特定プロジェクトに用いられる地方債の発行は9月時点で昨年並みの水準まで完了したが、地方政府による土地使用権売却収入が昨年来減少し続けており、資

[図表5] M2・社会融資総量

資料：中国人民銀行、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



金制約がボトルネックになっている可能性がある。こうしたなか、23年10月に1兆元規模の特別国債増発が決定され、政府は財政による需要喚起に踏み出した。23年末から24年にかけて順次発行され、23年に多発した自然災害被害に関する復興支援や防災関連インフラ強化などに充てられることとなっている。

5—— 中国経済の見通し

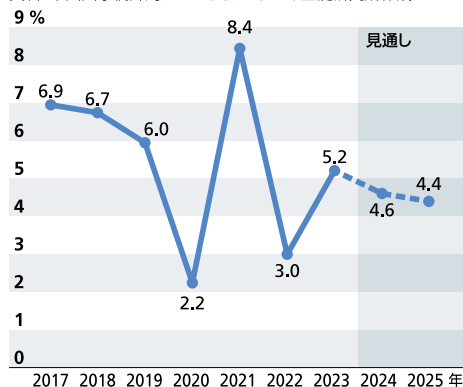
今後の経済成長率については、4%台の潜在成長率前後で推移するだろう。24年が前年比+4.6%、25年が同+4.4%と予想している[図表6]。

24年に関しては、国債増発の効果が期待できる。地方財政悪化による下振れ懸念は残るものの、年初から少なくとも年央にかけて、インフラ投資の伸びが持ち直すと予想される。他方、不動産市場に関しては、政策対応が徐々に積極化しているが、それでもデベロッパーの資金繰りに対する消費者の不安は一朝一夕には払拭されないと考えられ、販売の低迷が続く可能性は高い。影響の度合いは23年に比べて弱まると考えられるものの、消費や投資などへの下押しが続くだろう。

25年に入ると、不動産販売が前年比増に転じる可能性があるが、デベロッパーの在庫処理圧力が依然残存していることが予想され、不動産開発投資は引き続き抑制されるとみている。また、24年に国債増発の効果で加速したインフラ投資が減速するだろう。加えて、デレバレッジの取り組

[図表6] 実質GDP成長率

資料：中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



みの軸足が、足元の不動産デベロッパーから地方政府債務へと移っていく可能性がある。これに伴い、地方政府融資プラットフォームの不良債権処理圧力が強まり、経済を下押しすることも考えられる。

6—— 注目点

24年から25年にかけては、不動産や地方財政といった経済の重石が残る見込みのなか、経済対策の効果によって、経済が自律的な回復力を取り戻すことができるか否かが注目点となるだろう。23年12月に開催された中央経済工作会議では、経済の安定を最優先するスタンスのもと、産業や消費の各領域で新たな成長の芽を増やし、育成していく考えが強調されている。インフラ投資による目先の需要下支えとあわせて、企業や家計のマインドをどの程度改善させることができるか、具体的な政策の中身を踏まえて注視していく必要がある。

リスクとしては、不動産市場や地方財政の悪化、中小金融機関の経営悪化等の国内金融リスクのほか、地政学リスクも挙げられる。

国内の金融リスクに関しては、中央経済工作会議で「システムミックリスクの回避というボトムラインを断固として守る」とされ、金融リスク発生に対する危機感と、その回避に向けた意志が強調された。とくに目下最大の懸案である不動産市場について、安定化に向けて従来よりも踏み込んだ対応がとられるか否かが注目される。

地政学リスクに関しては、2024年、世界各国・地域で重要な選挙が行われる予定となっている。米国におけるトランプ氏再選による対中規制の急激な強化など、外的リスクが立ち現れる可能性がある。また、先進国のデリスキングは、選挙結果にかかわらず強まるとみられるが、新たにどのような規制が設けられるのか等、先行きは不透明であり、今後の動向には引き続き注視が必要だろう。

行き場を失う日本の廃プラスチック



はらだ さとし

08年 大和証券SMBC(現大和証券)入社。
大和証券投資信託委託株式会社、
株式会社大和ファンド・コンサルティングを経て、19年より現職
日本証券アナリスト協会検定会員。



金融研究部 准主任研究員・ESG 推進室兼任 原田 哲志
harada@nli-research.co.jp

我々は生活の中で、ペットボトルやレジ袋など多くのプラスチック製品を利用し使い捨てている。プラスチックはコストが安く、成形しやすく軽くて丈夫、密閉性も高い非常に便利な素材であり様々な製品に使われている。しかし、使い捨てられたプラスチックは廃プラスチックとして、海洋への流出など様々な問題を引き起こしている。

日本は、従来国内で発生する廃プラスチックを海外に輸出し処分してきた[図表1]。しかし、近年ではそうした輸出による廃プラスチックの処分が難しくなっている。廃プラスチックの輸出先の国々などで輸入を禁止する流れとなっているためだ。

2017年に中国は廃プラスチックの輸入を禁止した。続いて2018年にはタイ、ベトナム、マレーシアが輸入を規制、2019年にはインドが廃プラスチックの輸入を禁止した*1。また、有害廃棄物の国境を越える移動や処分についての国際的な枠組みであるバーゼル条約が改正され、2021年から廃プラスチックを輸出する際には事前に輸入国の同意が必要となった。

廃プラスチックの輸出が難しくなる中、国内でのプラスチックの回収やリサイ

クルが従来以上に求められている。プラスチックのリサイクルには大きく分けて①マテリアルリサイクル、②ケミカルリサイクル、③サーマルリサイクルの三つの方法が存在している。

廃プラスチックのマテリアルリサイクルでは、廃プラスチックを洗浄した後、粉碎、粒状化したものを原料として用いることで再製品化する。マテリアルリサイクルは資源を再度活用できるメリットがある一方で、廃棄物を原料として繰り返し使用するため、異物混入や品質低下が課題となる。ケミカルリサイクルは廃棄物に化学的な処理を施すことで他の物質に転換してから再利用することを指す。廃プラスチックのケミカルリサイクルでは、廃プラスチックを化学的な処理によって再度石油などに戻して再利用する。

サーマルリサイクルは廃プラスチックを燃焼させ、近隣の施設の暖房や温水プールなどの熱源として用いることを指す。

日本での廃プラスチックの有効利用率は2005年の58%から2021年には87%まで上昇した。ただし、処理の内訳を見ると、サーマルリサイクルが多くを占め

ていることが分かる[図表2]。サーマルリサイクルは、廃プラスチックを燃焼させるため、新たな製品の原料として循環させることができないという問題点がある。

プラスチックリサイクルで先行するEUは、近年ではケミカルリサイクルを推進している。新品の素材と同等の品質の再生リサイクル材が得られ資源循環につながることや焼却・熱回収に比べて二酸化炭素排出量を約50%削減できるといったメリットがあるためだ*2。

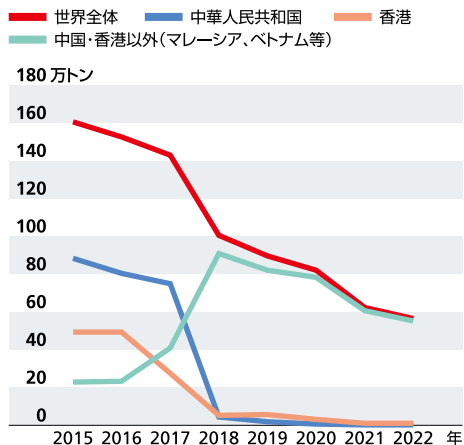
日本でも資源循環体制の構築にはケミカルリサイクルの普及・活用が求められる。ただし、廃プラスチックの再利用の義務化は事業者の負担となり得る。また、新しく産業廃棄物処理の施設を作るには、周辺住人の理解が必要となるという課題点もある。

静岡県御前崎市では、産廃処理大手の大栄環境が産業廃棄物処理施設「御前崎リサイクルエネルギープラザ」の建設を計画していたが、住民投票での反対により計画は中止された*3。住民投票では投票の約9割が建設反対であった。産業廃棄物処理施設の建設に周辺住民の理解を得ることは容易ではない。

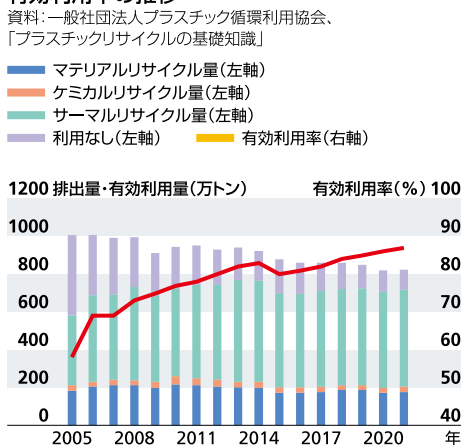
プラスチックのリサイクルには様々な課題があるが、原油などの化石資源は限りがあることや自然環境の汚染を防止するためには資源を消費、廃棄していくのではなく、循環型社会へ移行していくことが求められている。

[*1]日本貿易振興機構、「東南アジア諸国が廃プラスチック輸入規制を強化、日本の輸出量は減少」
[*2]日本貿易振興機構、「欧州委の研究機関、廃プラスチック処理は焼却よりリサイクルを推奨する報告書発表」
[*3]日本経済新聞、「静岡県御前崎市の産廃施設、事業者の大栄環境が撤退表明」

【図表1】日本からのプラスチックくずの輸出量の推移
資料：財務省貿易統計(HSコード:プラスチックのくず)



【図表2】廃プラスチックの総排出量・有効利用料・有効利用率の推移
資料：一般社団法人プラスチック循環利用協会、「プラスチックリサイクルの基礎知識」



ぶり返す円安、 一体いつまで続くのか?

年 初1ドル142円台でスタートしたドル円は再び円安が進み、足元では148円前後に達している。①年初に発生した能登半島地震を受けた日銀による早期金融政策正常化観測の後退、②堅調な経済指標やFRB要人発言を受けた米国の早期利下げ観測の後退、③年初からの株価上昇に伴うリスク選好的な円売り、④年初からのNISA拡充に伴う対外証券投資フロー、が複合的に円安に作用したと考えられる。

米利下げ観測は後退しつつあるものの、依然として過度の早期利下げを織り込んでいられることから、一旦その修正が入ることで当面はドルが堅調に推移し、さらなるドル高も想定される。一方、3月に入ると、日銀の正常化が秒読み段階に入ることから（筆者は4月25-26日MPMと予想）円高圧力が高まると見ている。4月以降はFRBの利下げ接近が意識されやすくなることもドル安に働くだらう。3カ月後の水準は143円前後と見込んでいる。

なお、NISA拡充に伴う円売りフローは現状データに限られるものの、無視できないレベルと推測される。特につみたて投資枠分は機械的に円売りフローを発生させるため、長期的な円高抑制要因になり得る。

年初1ユーロ155円台でスタートしたユーロ円も、ドル円同様上昇し、足元では161円台にある。日銀の早期正常化観測が後退したうえ、リスク選好的な円売りユーロ買いやECB要人による利下げ観測へのけん制発言などが作用した。当面はユーロの高止まりが想定されるものの、ドル円同様、春には日銀の正常化が秒読み段階に入ることから円高圧力が高まると見ている。春以降はECBの利下げ観測が徐々に強まることもユーロ安に働くだらう。3カ月後の水準は157円前後と見込んでいる。

年初に0.6%台前半でスタートした長期金利は、日銀による早期正常化観測の後退を受けて一時0.5%台に低下した後、米利下げ観測の後退を受けて上昇に転じるなど方向感を欠き、足元では0.6%台半ばにある。当面は米利下げ観測の後退に伴って底堅く推移するだろう。さらに、3月以降には日銀の正常化観測が加わることで、金利は徐々に上昇に向かうと見ている。3カ月後の水準は0.8%台と予想している。



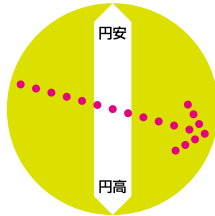
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

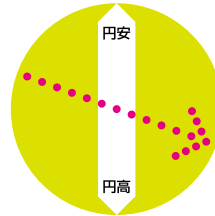


Market Karte

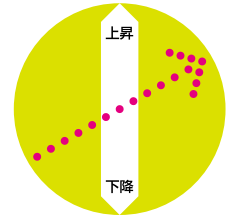
February 2024



ドル円・3カ月後の見通し

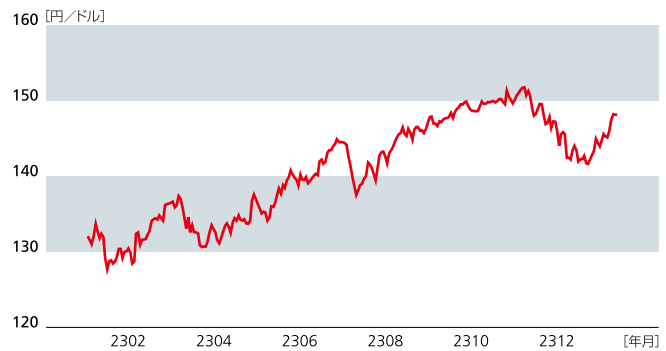


ユーロ円・3カ月後の見通し

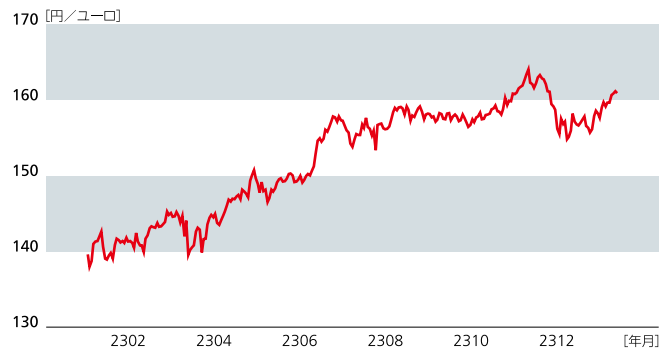


長期金利・3カ月後の見通し

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年度の年金額の見通しは2.6%増だが、
2年連続の目減り(後編)
—年金額改定の見通しと注目点
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2023/11/17号]
- 3 長期投資におけるリターンとリスク
—長期投資では年率リターンと年率リスクで判断してはいけない
熊 紫云 [基礎研レポート | 2023/12/22号]
- 4 日経平均バブル後高値更新3万5000円へ
～2024年の株価見直し～
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/12/27号]
- 5 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
三尾 幸吉郎 [研究員の眼 | 2023/12/25号]

コラムアクセスランキング

- 1 数字の「1260」と「1729」について
—これらの数字にどんな意味があるのだろうか—
中村 亮一 [研究員の眼 | 2023/12/18号]
- 2 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]
- 3 2024年度の年金額(見直し)は、
将来世代のために実質目減り
—年金改定の仕組み・意義・注目点
中嶋 邦夫 [基礎研REPORT-ColumnII | 2024/1/11号]
- 4 新NISAは消費を増やすか、減らすか?
高山 武士 [研究員の眼 | 2024/1/4号]
- 5 昨年のリート市場は▲5%下落。株式市場との
パフォーマンス格差は過去3番目に悪い水準
～今年は明るい材料も揃い、復権の1年を期待～
岩佐 浩人 [研究員の眼 | 2024/1/5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23/12/25-24/1/21》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

日本人1人あたり年間食肉消費量 [2月8日はにわとりの日]

Source : 農林水産省「食料需給表」 Design : infogram©

