

2024年の経済見通し: 日本の新たな夜明け

日本経済

青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者); 上里 啓、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト; 清水 麻希、ストラテジスト

- 我々は、日本が長期にわたるデスインフレと経済成長の停滞からようやく脱却すると考えている。日本の名目国内総生産(GDP)成長率は2024年に2%に達し、コロナ禍前の20年平均である0.3%を大幅に上回る可能性がある。
- 個人消費と企業の設備投資は堅調に推移すると予想される。中小企業を含む企業の価格および賃金決定行動が徐々に変化しているため、賃金が上昇してインフレが定着する環境がつけられるだろう。
- 賃金が上昇してインフレが定着する好循環が生まれる中、日銀は2024年上期に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を撤廃し、マイナス金利政策を解除して、金融政策を正常化する可能性が高い。しかし我々は日銀が利上げサイクルを開始するとは予想しておらず、緩和的な金融環境が維持される可能性が高い。財政政策は、「財政の崖」(公的支出の急激な減少)に陥るのを回避することにより、景気を下支えし続けるだろう。
- 金利:** 日銀による金融政策の正常化に鑑み、10年国債利回りは2024年上期に1.0%に達すると予想する。だが、今後は米国金利の低下が日本国債利回りの上昇を抑える可能性が高いため、現在のサイクルで中立金利に到達する可能性は低い。**為替:** ドル円は、2024年第1四半期(1~3月期)にかけて145~151円のレンジで高止まりするものの、同年下期には140~145円を予想する。ドル円の下値は堅いだろう。
- 株式:** 高クオリティ銘柄、特にファンダメンタルズ(基礎的条件)が強い企業を推奨する。今後6~10カ月の間、銀行株など高クオリティのバリュー株を相対的に選好する。価格設定で競争力を発揮する内需セクターや、出遅れ銘柄も有望とみる。東京証券取引所(東証)が上場企業に対して自己資本利益率(ROE)および企業価値の改善を要請したことが、この流れを後押しするだろう。



出所:iStock

日本経済の新たな夜明け

2024年は、堅調な内需、円安によるインフレ圧力の継続、および深刻な労働力不足に支えられ、賃金が上昇してインフレが定着する目下の好循環が進展すると我々は考えている。総合インフレ率は2023年を通して2%を上回り、大企業による前年比賃上げ率は1995年以降で最も高い2.1%となった。中小企業では、2023年の前年比賃上げ率が0.4%にとどまったが、2024年には中小企業にも賃上げの動きが波及すると予想する。輸出の落ち込みによる逆風が多少あるものの、企業の設備投資計画は依然として力強い。政治状況は安定を維持する見通しで、日銀の措置を含む経済政策は2024年に正常化した後も経済成長を引き続き下支えするとみられる。

その結果、日本の名目GDP成長率は2024年に2%に達すると予想する。これはコロナ禍前の20年平均である0.3%を大幅に上回る。ただし、ベース効果に加え、世界経済の減速が見込まれるため、2023年の予想名目GDP成長率である5.7%からは減速する。賃金が上昇してインフレが定着する好循環が持続するには、企業が生産性を高め、新たな需要を創出するイノベーションを成し遂げる必要がある。日本は数十年にわたるデスインフレと名目GDP成長率低迷の時代を経てようやく目覚めようとしており、我々は2024年に日本経済が新たな夜明けを迎えるとみている。

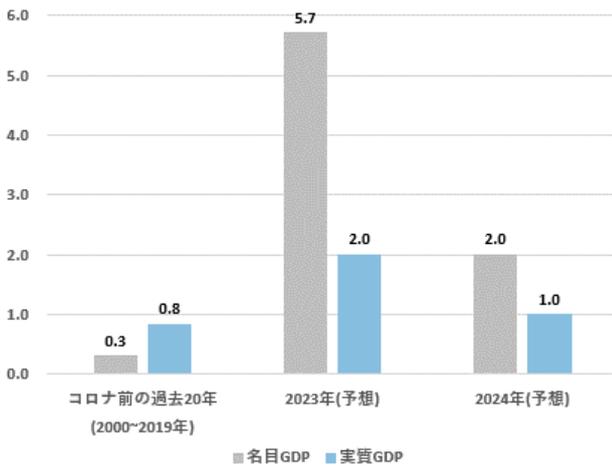
日本経済

1. 2024年に予想される堅調な内需の要因

我々は日本の2024年の実質GDP成長率を1.0%前後と予想している。ベース効果に加えて、2024年は世界経済の減速が見込まれるため、2023年に比べれば減速することになるが、内需(家計消費と設備投資)にけん引され、潜在成長率を上回ると考えれば、1.0%という成長率は堅調なペースだと我々はみている。

図表1：日本のGDP成長率は名目・実質ともに堅調

(年平均成長率、%)



出所：内閣府、UBS

家計消費は2023年上期に、新型コロナ収束後の経済再開を受けたpent-up(先送り)需要で大幅に回復したが、夏場には主に高インフレが足かせとなって減速した。こうした2023年下期のマイナス要因は2024年にはプラス要因に転じるだろう。名目賃金伸び率の改善とインフレ率の鈍化を背景に実質賃金が回復し、ひいては家計消費を押し上げる可能性が高い。我々は、サービス消費には依然として約10兆円(GDPの2%)もの大幅な増加余地があり、コロナ禍前のトレンドに戻るとみている。

企業の設備投資需要は旺盛だ。直近の日銀短観によると、労働力不足が深刻な中小企業と非製造業が特に力強い設備投資を計画している。投資財価格が徐々に下落し、インフレ環境の下で企業利益が改善していることから、企業の設備投資が増加して日本のGDP成長率を今後数年にわたり押し上げると我々はみている。

2. 賃金とインフレにおける新たなトレンド

2024年は堅調な賃上げが見込まれる

2023年は、日本の妥結賃金の前年比伸び率が3.6%と30年ぶりの高水準を記録した。しかし、月次基本給伸び率は妥結賃金伸び率と比べて小幅なものとなっている。その最大の理由は、大企業・中堅企業と中小企業との間の賃金格差だと我々は考えている。大企業・中堅企業の月次基本給伸び率が30年ぶりの水準に達したのに対し、中小企業の11月の月次基本給伸び率は0.4%にとどまった。パートタイム労働者の比率が高いことも、中小企業における賃金伸び率が低迷した要因だろう。

中小企業の利益は2023年第3四半期(7-9月期)に急成長した。このことは中小企業による価格引き上げも順調に進捗していることを示唆している。こうした傾向は2024年の賃上げを下支えするだろう。さらに、今年見られたように、比較的高いインフレ率と労働力不足が全体的な賃上げの要因となる可能性がある。日本労働組合総連合会(連合)は「5%以上」の賃上げを要求している。これは、2023年の「5%前後」よりも強い文言だ。また、中小企業の労働組合を含む一部の労働組合は2023年を上回る賃上げを要求する計画を示している。我々は、賃上げ圧力の高まりが2024年の堅調な賃上げにつながるとみている。

図表2：中小企業の基本給は2024年に堅調な伸びが見込まれる

中小企業と大企業・中堅企業 所定内給与の推移

(前年比、%、3か月移動平均)



出所：厚生労働省、UBS

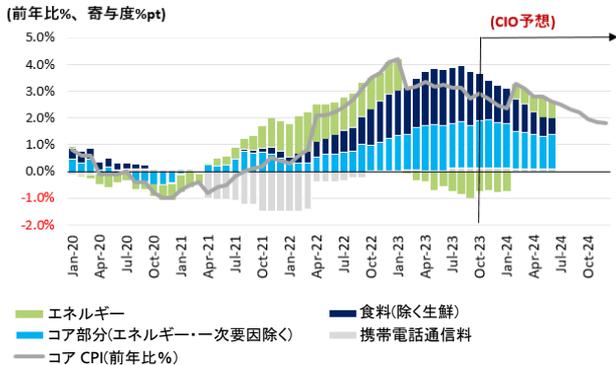
インフレ環境がようやく定着しつつある

我々は日本でインフレ環境がようやく定着しつつあると考えている。賃上げとともに堅調な内需が、緩やかに成長しつつも物価が上昇する経済への扉を開くうえで重要な役割を果たすだろう。

日本の消費者物価指数(CPI)は、コスト・プッシュ型インフレが次第に弱まり、経済再開に関連する品目の価格も鈍化するとみられるため、2024~2025年に減速する見通しだ。生鮮食品を除いたコアCPIは2024年末まで2.0%近辺で推移し、2025年末までに1.5%前後まで低下するとみているものの、これはデフレおよびディスインフレに見舞われたここ数十年と比べれば依然として高い。中小企業を含む企業の価格設定行動は進捗しており、今後は堅調な賃金の伸びがサービス価格を下支えする見込みだ。

図表3：日本のインフレ率は鈍化するも、過去より高水準で推移すると予想

コアCPIの推移と見通し



出所: 総務省、Haver、UBS

とはいえ、日本が2%のインフレ率を持続可能なものにするのは依然としてハードルが高いため、当面は緩やかなインフレ環境が続くと予想する。構造的に価格上昇率が低い公共サービスや家賃(両者を合わせるとCPIの30%、およびサービスCPIの60%を占める)などの構成項目は今後もサービス価格上昇の重しになりそうだ。公共サービス価格は政府によって価格上昇が抑えられていることが多く、家賃の伸びは1998年後半以降でゼロ近辺で推移している。

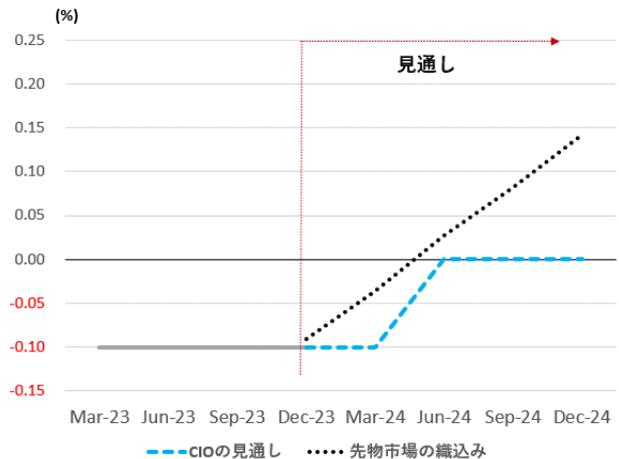
3. 日銀と日本政府は引き続き景気を下支えする 景気を下支えするために金融政策は中立化の可能性が高い

日銀はインフレと賃金の好循環に焦点を当てているため、2024年に高いインフレ率と堅調な賃上げが実現すれば、日銀が2024年第1四半期にYCCを撤廃し、同第2四半期にマイナス金利政策を解除して政策金利を-0.1%から0%に引き上げる可能性は高い。我々の見解では、政策転換の目的は景気やインフレを冷ますことではなく、景気を下支えするために金融政策を中立化することだ。利上げ幅が10ベースポイント(bp)以内にとどまれば、日本経済への悪影響はないと我々はみている。

我々は、日銀がすぐに利上げサイクルを開始するとは予想していない。日本の中立金利は1.5%前後とみられるが、日銀が今サイクルにおいて政策金利を中立金利の水準まで引き上げる可能性は低く、政策金利が0%から大きく乖離することはないだろう。前述したように、我々の見解では、日本が2%のインフレ率を持続可能なものにするのは依然としてハードルが高く、賃金伸び率が2%のインフレ持続に見合ったものになるには予想より大幅に加速する必要がある。

図表4：マイナス金利解除後、日銀は政策金利据え置きの見込み

短期政策金利 CIOの見通しと先物市場の比較(%)



出所: Haver、リフィニティブ、UBS

政策正常化の年における金利と円の注目点

YCCの撤廃とマイナス金利政策の解除によって、10年国債利回りには上昇圧力が加わるとみられ、2024年上期には1.0%に達する可能性がある。一方、米国金利は2024年に低下する可能性があり、それによって10年国債利回りの上昇はある程度相殺される見通しだ。我々は、日銀がマイナス金利政策解除後は政策金利を据え置き見込みであることを踏まえ、10年国債利回りは2024年末までにやや低下して0.8%になると予想している。

為替については、ドル円が2024年第1四半期まで145~151円で高止まりするものの、同年下期には140~145円のレンジを予想する。市場が米国債利回りの下落基調を確信すれば、140~145円の水準とみるが、ドル円の下値は堅いといえるだろう。大半の主要中央銀行が政策金利の引き下げを示唆または実際に開始する可能性が高い環境では、日銀による政策のさらなる正常化はG10通貨に対する円相場を下支えするだろう。

財政リスクは小さいと考えられる

一部の投資家は日本の財政の持続可能性を懸念しているかもしれない。日本国債の利回りが上昇している局面ではなおさらだ。だが、我々は下記の理由で、短期的には日本の財政収支が市場のリスク要因になるとは考えていない。

第1に、日本の財政ニーズは概ね国内金融機関によって満たされており、すべての日本国債の50%以上は日銀が保有している。第2に、10年国債利回りの変化が緩やかであれば、日本政府の利払い費にすぐには影響を与えない。引き上げ後の新たな利率は新規発行証券のみに適用されるからだ。日本国債の平均償還年限(現在は9年6カ月)が長期化するなかで、平均利払い費の増加も緩やかとなるだろう。財務省は、10年国債利回りが2023年度予算で現在想定されている1.1%から50bps上昇した場合の2026年度の利払い費の増加幅は3兆円(GDPの0.5%)前後にとどまると予想する。第3に、日本がデフレ/ディスインフレ経済から、緩やかなインフレが定着する経済へ移行しつ

日本経済

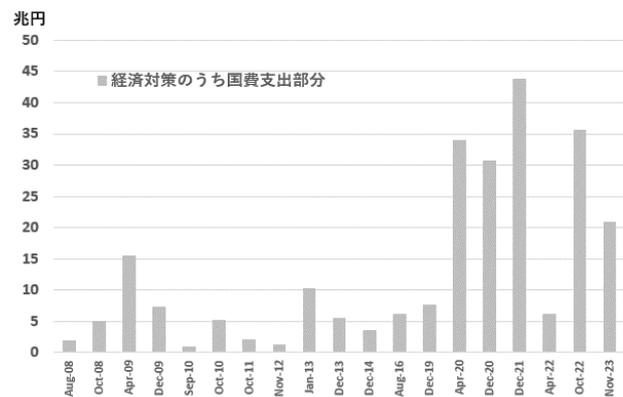
つあり、名目GDPが堅調に伸びれば税収増につながると考えられる。

景気支援的な財政政策とノイズの多い政治

岸田文雄内閣は、家計がエネルギー価格の高騰に対処するための措置、企業が賃上げや設備投資を実施するための優遇措置や補助金、および人工知能(AI)やサプライチェーンの分散化などの経済安全保障の強化に焦点を当てた経済政策パッケージを打ち出している。我々の見解ではGDPへの目先の直接的影響は大きくないが、マクロ経済政策が景気を下支えし、新型コロナ後、公的支出が急激に減少する「財政の崖」を回避するのに寄与すると考える。

図表5：公的支出の急激な減少は避けられる見込み

国費支出額の推移



出所：内閣府、財務省、UBS

岸田内閣の支持率は、「危険水域」とされる23%まで下落し、政権発足後最低となっている。与党である自民党の収入過少記載疑惑が岸田内閣と自民党の両方の支持率への重しとなっている。

2024年も政治的ノイズを注視する必要がある。上述の疑惑を受けた閣僚交代を経て支持率が回復すれば、岸田首相は2024年6月に衆議院を解散し、7月に総選挙が実施されることになるかもしれない。市場にとって、解散総選挙は株価上昇のきっかけとなる可能性がある。支持率の低迷が続けば、岸田首相は2024年9月の自民党総裁選の前に辞任を余儀なくされる可能性もある。我々は、岸田首相が辞任した場合でも、それによる市場への影響は限定的と予想している。次期首相が現在の経済政策を継続する可能性が高い。

日本の株式相場の見通し

2024年は、日本経済が30年ぶりに持続的なインフレを達成しつつあるなかで、日本株式にとって非常に重要な年となるだろう。ポイントは、マクロ経済の情勢が変化するなかにおいて、日本の株式市場が「報われる時」、すなわち新たな夜明けが来るのかどうかである。

2024年は、株主還元の拡充などのコーポレート・ガバナンス改革や、前向きな設備投資の拡大、および事業ポートフォリオの最適化といった国内のカタリストが2023年以上に重要になる可

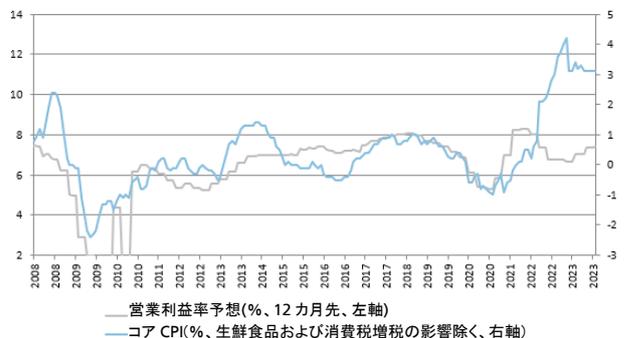
能性が高い。その理由は、世界経済と円安による下支えが2024年には弱まると予想されるからだ。米国経済は2023年に想定外に強いと評されたが、2024年の成長率はプラスを維持しつつも減速すると我々は予想している。円高ドル安が進む可能性も高い。特に米連邦準備理事会(FRB)が利下げを開始すると予想される2024年下期にはその傾向が強まるだろう。

2024年は、国内のカタリストが豊富な上期を中心に、国内の比較的良好なマクロ経済環境が日本株式を下支えすると考える。ただし下期の見通しはより不透明で、世界経済と為替の動向に左右されると我々はみている。

我々は高くオリティ銘柄を推奨する。注目しているのは、2024年度に増益率が高く、利益率やROEが改善傾向にあり、健全なバランスシートを持つなど、ファンダメンタルズ(基礎的条件)が強い企業だ。今後6~10カ月間は、金利上昇、日銀の政策正常化、株主還元の拡充が恩恵となる、銀行株など高くオリティのバリュー株を相対的に選好する。東証が上場企業に対してROEおよび企業価値の改善を要請したことが、この流れを後押しするだろう。価格設定に競争力のある内需セクターや出遅れ銘柄も推奨する。こうした業種は緩やかなインフレと賃金の上昇から恩恵を受けると考えられるからだ。

図表6：インフレ率が上昇すると企業の利益率も上昇

営業利益率予想(左軸)とコアCPI(右軸)



出所：ブルームバーグ、UBS

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

日本経済

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%（税込）の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（年率）。）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス（以下、当サービス）」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%（税込）をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用（信託報酬）や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引（委託）手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る（円ベースで元本割れとなる）リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会