

2025年の経済展望と注目点

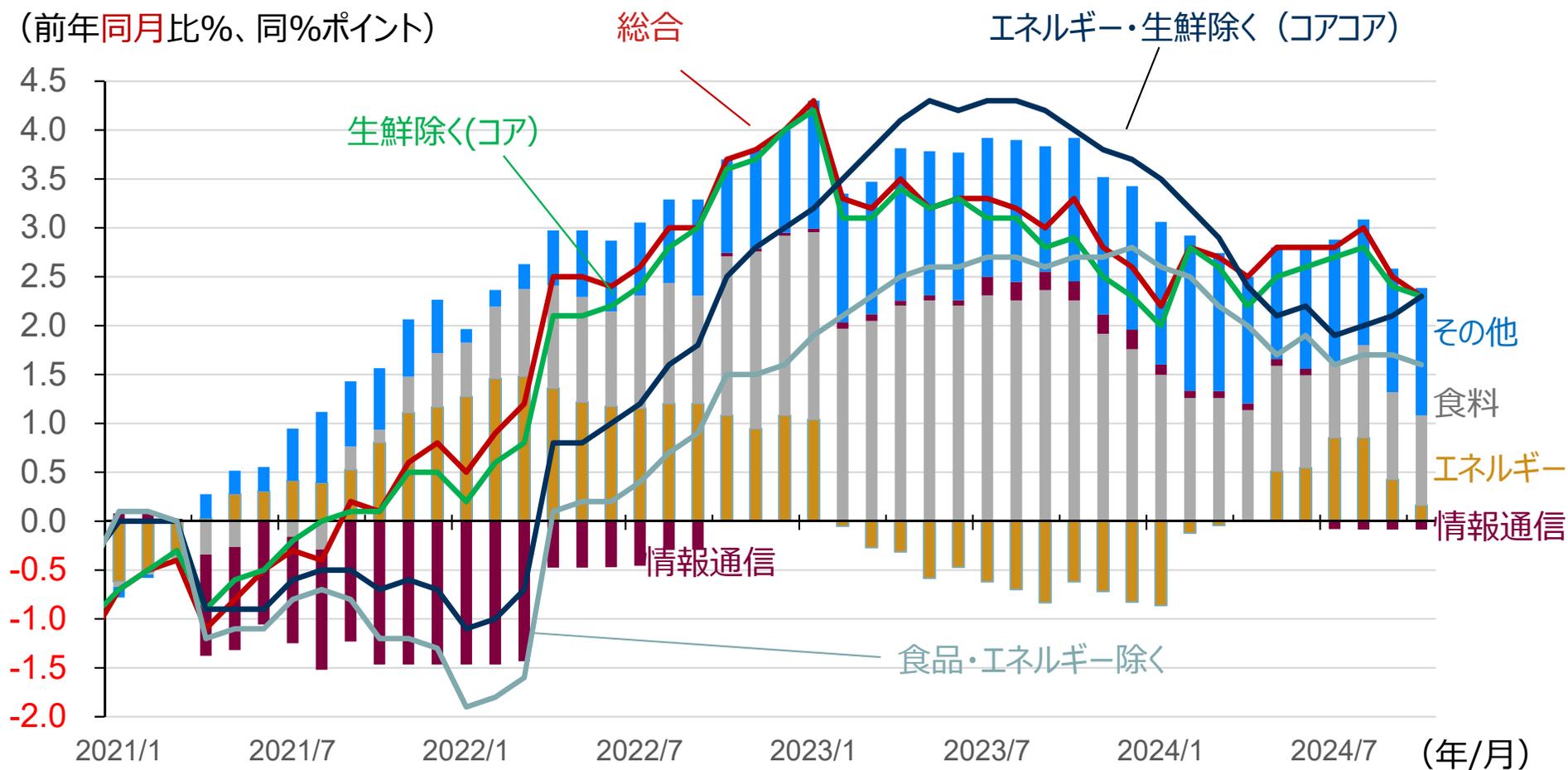
野村証券株式会社
名古屋支店
プライベート・ウェルス・マネジメント三部
近藤 峻輔

2025年1月10日

インフレへの国民の不満が高まっているが..

- 日本の消費者上昇率(総合指数)は2023年1月のピーク(前年同月比+4.2%)に対して2024年10月には前年同月比+2.3%まで鎮静化しています。しかし、国民の間にインフレに対する不満は消えていません。
- 物価上昇の主因が食料品価格の上昇であり、体感物価が数字以上に上昇していることが影響していると考えられます。また、失業の現実直面している人々を除くと、人々は景気よりもインフレに敏感になりがちです。

日本の消費者物価上昇率とその要因



(注) データは月次で直近値は2024年10月。各項目は寄与度を示す。
 (出所)総務省「消費者物価統計」より野村証券投資情報部作成

円安による日本の購買力低下が進んでいる

- 賃金以上にインフレが進んでいる理由の一つに円安や国際商品市況の上昇により、日本から海外に実質的な所得移転が起きていることがあります。
- 日本の経済成長率が低迷し、インフレ率も諸外国よりも低いため、外国との金利差が定着し、海外証券投資(株式、債券投資)の資金が流出超過になっています。原油や穀物市況はドル建てでは軟化傾向にありますが、円安により円換算した輸入コストが高止まりしています。

日米金利差の拡大が2022年には円安が進んだ



商品市況は調整が進んだが円安により輸入コストが高止まり



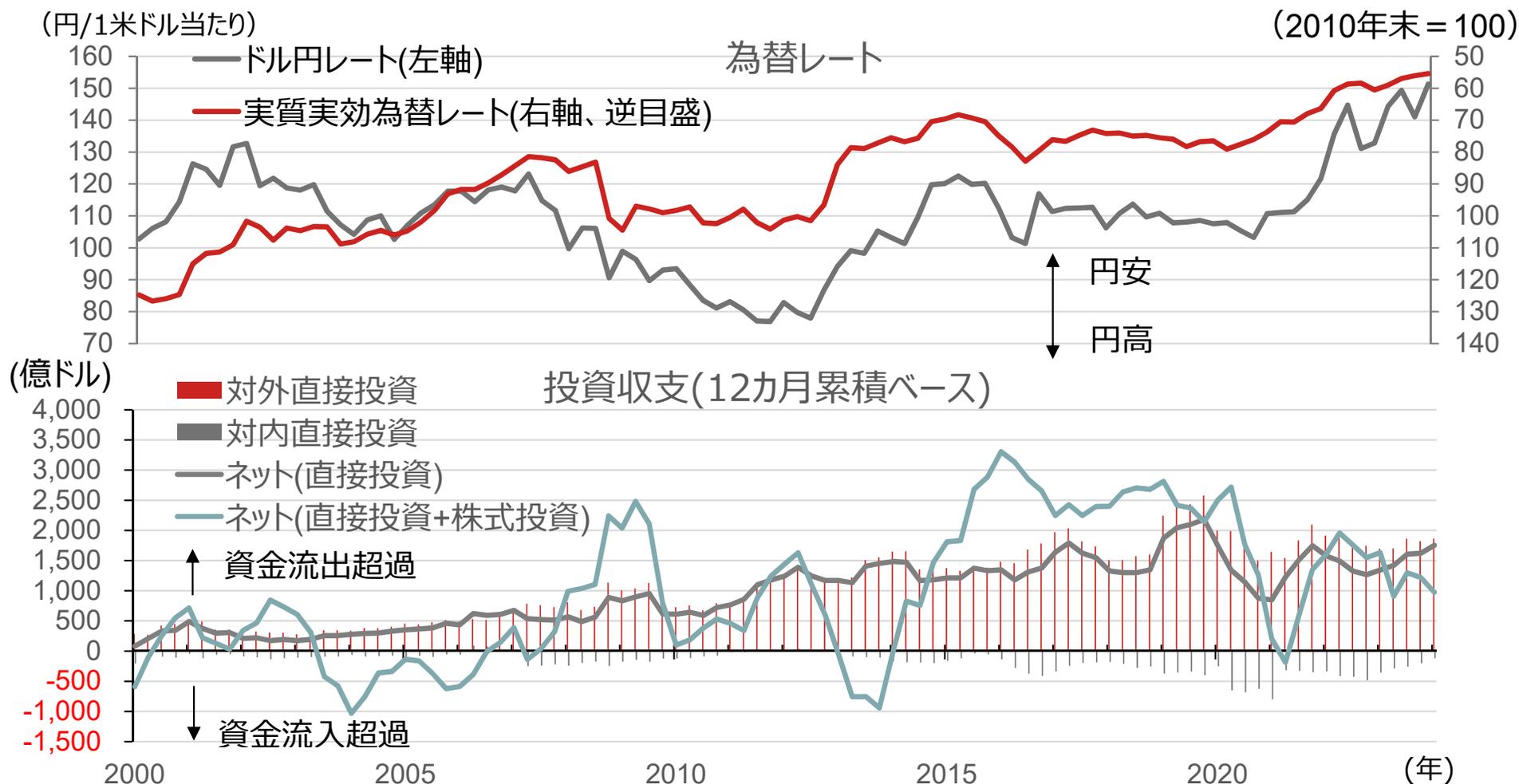
(注)データは日次で、直近データは2024年11月29日。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

(注)データは日次で、直近の値は2024年11月29日。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

円安による恩恵が享受できていない日本

- 円安が進んだことで、日本の製造業の国内回帰や外資企業の日本進出が増加に転じる兆しを見せていましたが、コロナ禍収束後は、再び対外直接投資が活発化する一方、外資企業による対日直接投資が頭打ちになってきています。
- この背景には円安にもかかわらず、日本の景況感に力強さがみられないことに加え、人手不足問題が深刻化していることが考えられます。

円安下で製造業の国内回帰も頭打ちに



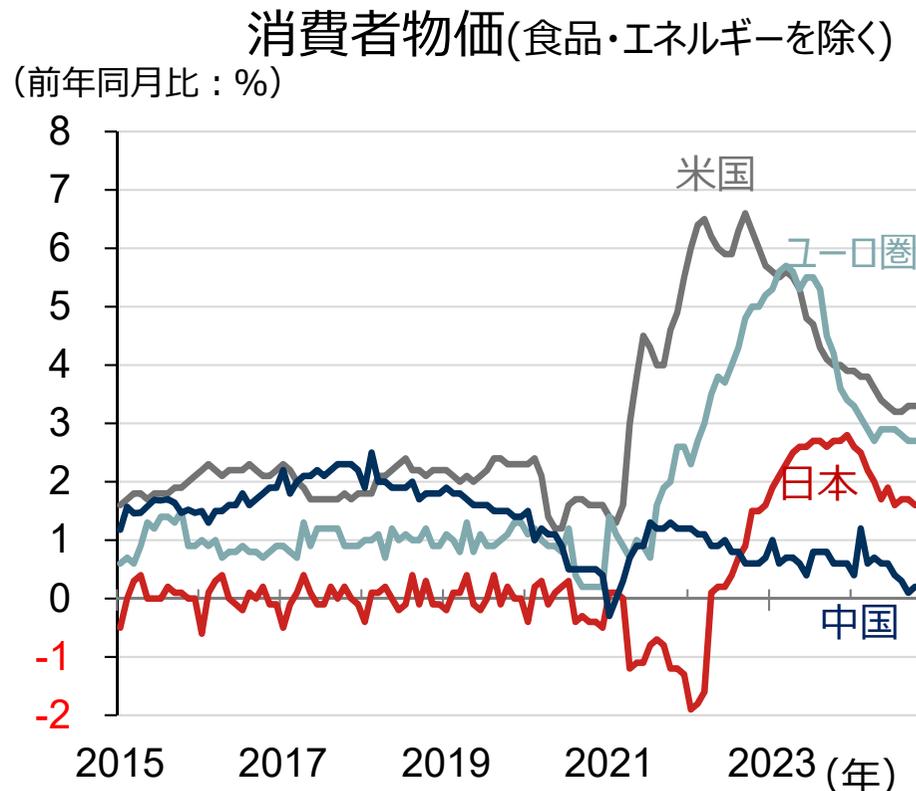
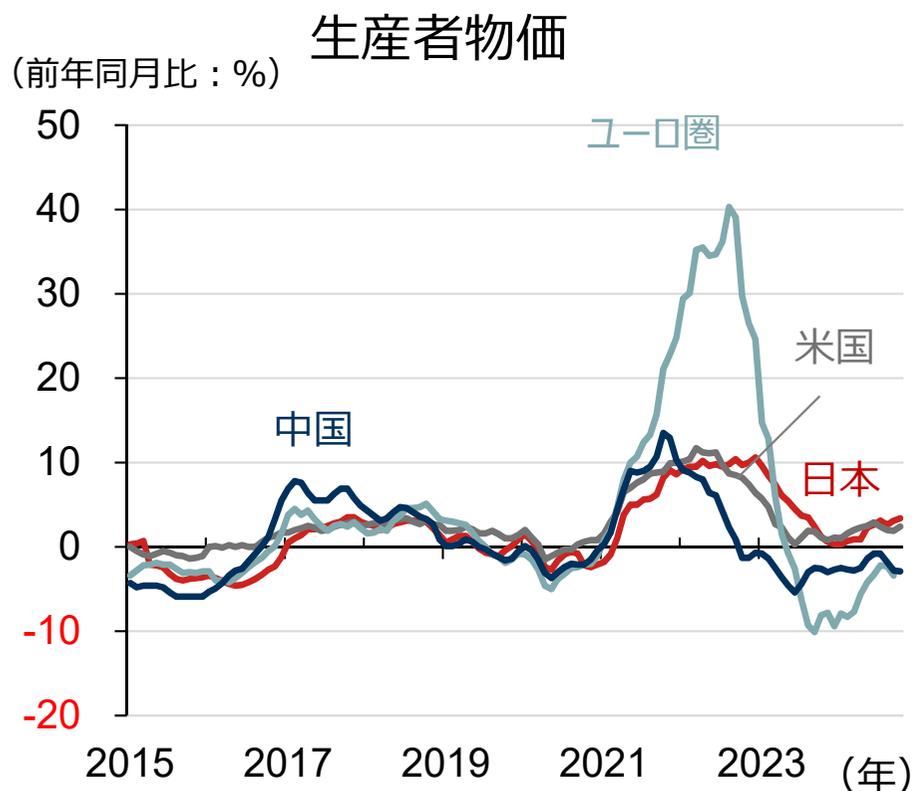
(注)直接投資収支は株式、負債、配当再投資を含む。株式投資は「ポートフォリオ投資」のうちの株式または投資ファンド。FDI(外国直接投資)は10%以上の株式所有、もしくはそれと同等の企業の実質的な支配を示し、そうでない場合株式の取得はポートフォリオ投資の中の「株式投資」に区分される。データサイクルは四半期で、直近データは2024年第1四半期。

(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

そもそも日銀は2%のインフレ率を目標としてきた

- 中央銀行がコントロールするのが難しく、各国・地域が金融政策の判断材料としている食品・エネルギーを除く消費者物価上昇率を比較すると、2024年10月時点で日本は前年同月比1.6%にとどまっています。3%前後となっている欧米と比べて低水準です。
- 日本銀行は、2013年1月に、「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率2%と定め、これをできるだけ早期に実現するという約束をしてきました。この意味でも同2%程度のインフレ率は「望ましい水準」と考えられてきた水準です。日本の消費者物価上昇率は長きにわたり前年比ゼロ近傍で推移し、コロナ禍により2021年から2022年第1四半期にかけては同マイナス圏となるなど、デフレ脱却は悲願の目標でした。

主要国の生産者物価と消費者物価の上昇率

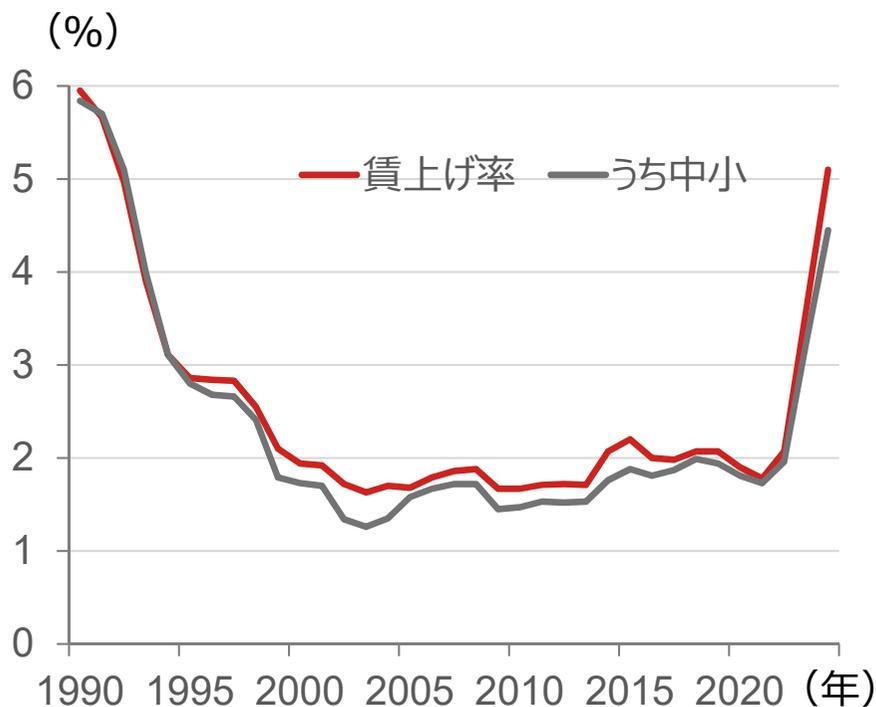


(注)日本の生産者物価は企業物価指数、ユーロ圏の生産者物価は建設業を除く。日本の消費者物価は食料とエネルギーを除いたもので、2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)、2019年10月の消費税率引き上げ(8%→10%)の影響も除外している。ユーロ圏は消費者物価のうち、エネルギー、食料、アルコール、たばこを除いたコア。米国、中国の消費者物価は、食品・エネルギーを除いたもの。データは月次で、直近の値は2024年10月(ユーロ圏の消費者物価は2024年9月)。(出所)総務省、日本銀行、米商務省、米労働省、欧州統計局、中国国家統計局、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

賃上げもインフレの原因の一つになっている

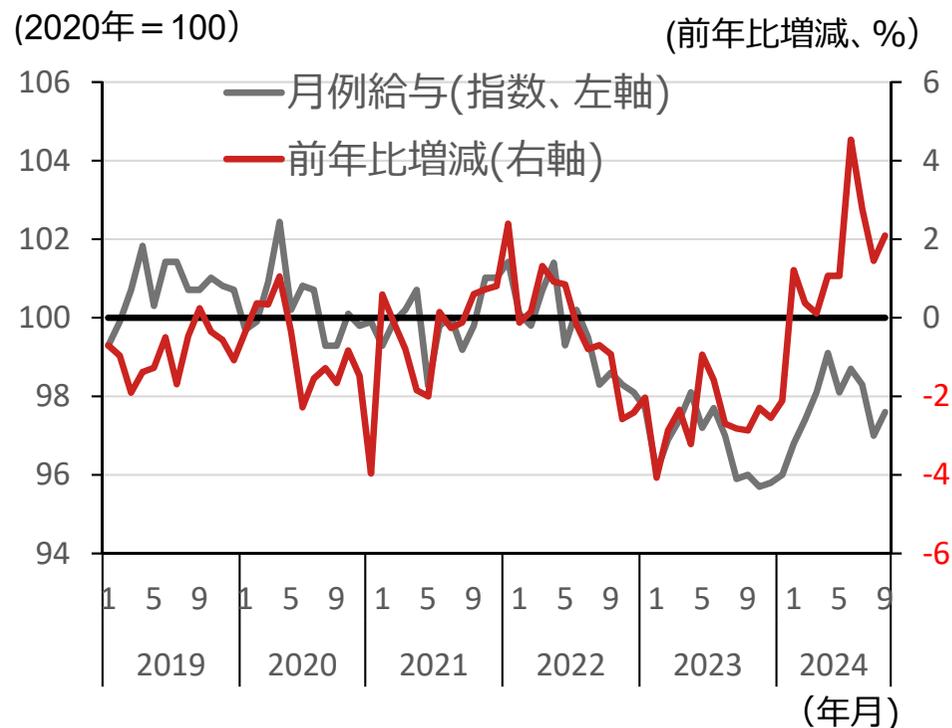
- 春闘の賃上げ率はコロナ禍の影響がまだ残る2022年には前年比+2.07%にとどまりましたが、2023年には同+3.58%、2024年には同+5.10%と、賃上げペースが加速しています。人件費の増加は製品・サービスの価格に転嫁され、消費者物価上昇率を押し上げています。
- 2022年から2023年にかけて円安や商品市況によるインフレが先行したため、実質賃金が低下しましたが、インフレが落ちついてきたことで、実質賃金は回復に転じています。

春闘における平均賃上げ率の推移



(注)データは年次で、最新は2024年。中小は従業員300人未満の企業。
(出所)連合プレスリリースより野村証券投資情報部作成

実質賃金指数の推移

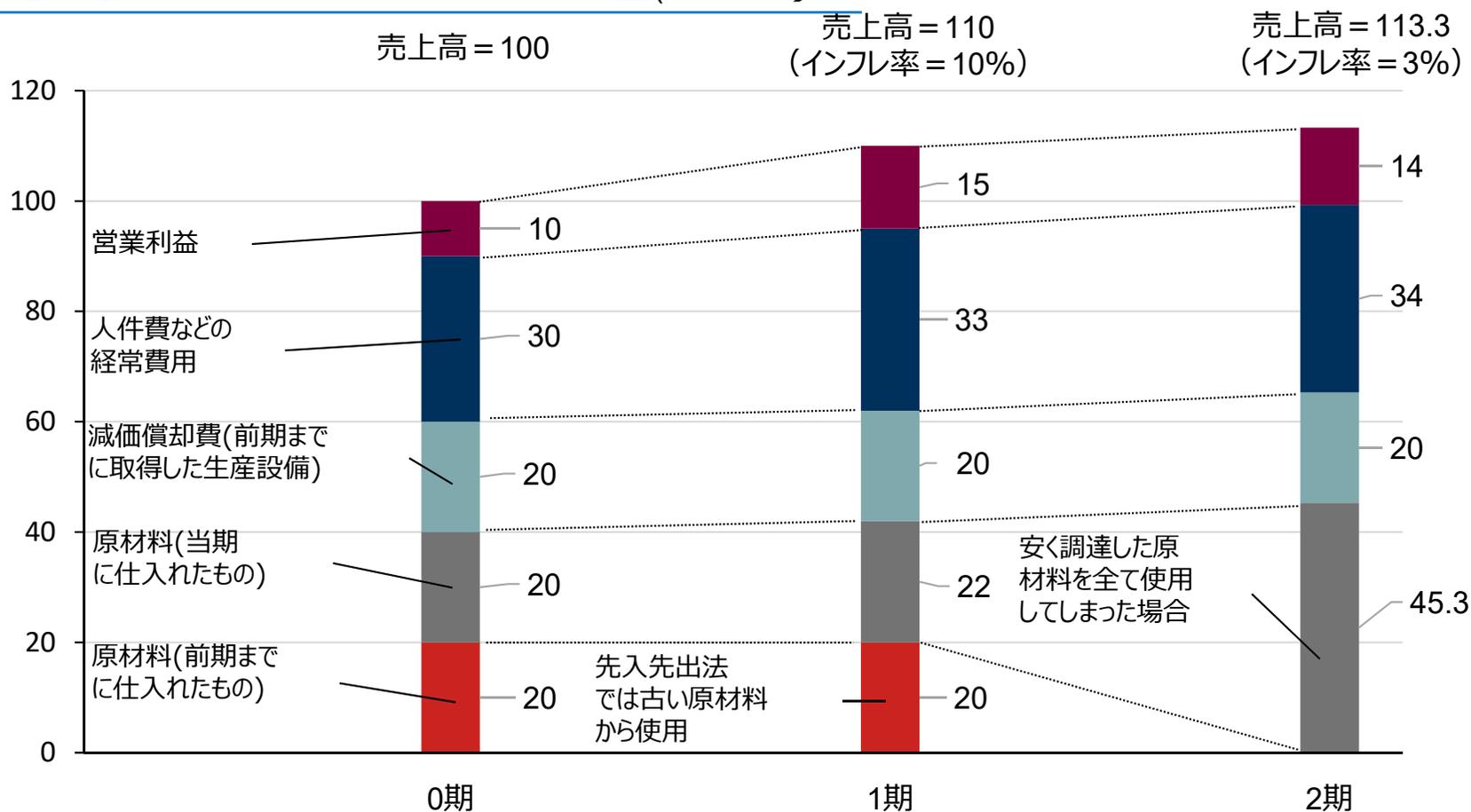


(注)月例給与指数は2020年平均を100とした水準で、賞与を含まない「毎月決まって支給する額」。前月比増減は賞与を含むベース。
(出所)毎月勤労統計調査より野村証券投資情報部作成

経済成長にはデフレよりもインフレが望ましい

- 「先入先出法」の会計基準を採用している企業の場合、インフレ局面では、販売価格が上昇しますが、廉価で仕入れた原材料が残っているうちは、製造原価はインフレ率ほど増えません。このため、インフレが加速する局面では、営業利益の伸びがインフレ率を大幅に上回る可能性があります。
- 企業にとって積極的に投資をしたり、事業を拡大するインセンティブが高まることとなります。経済活動が活発化するとともに、技術革新も進むために、適度なインフレは企業マインドを委縮させるデフレよりも好ましいと考えられています。

先入先出法を採用している企業の営業利益(イメージ)

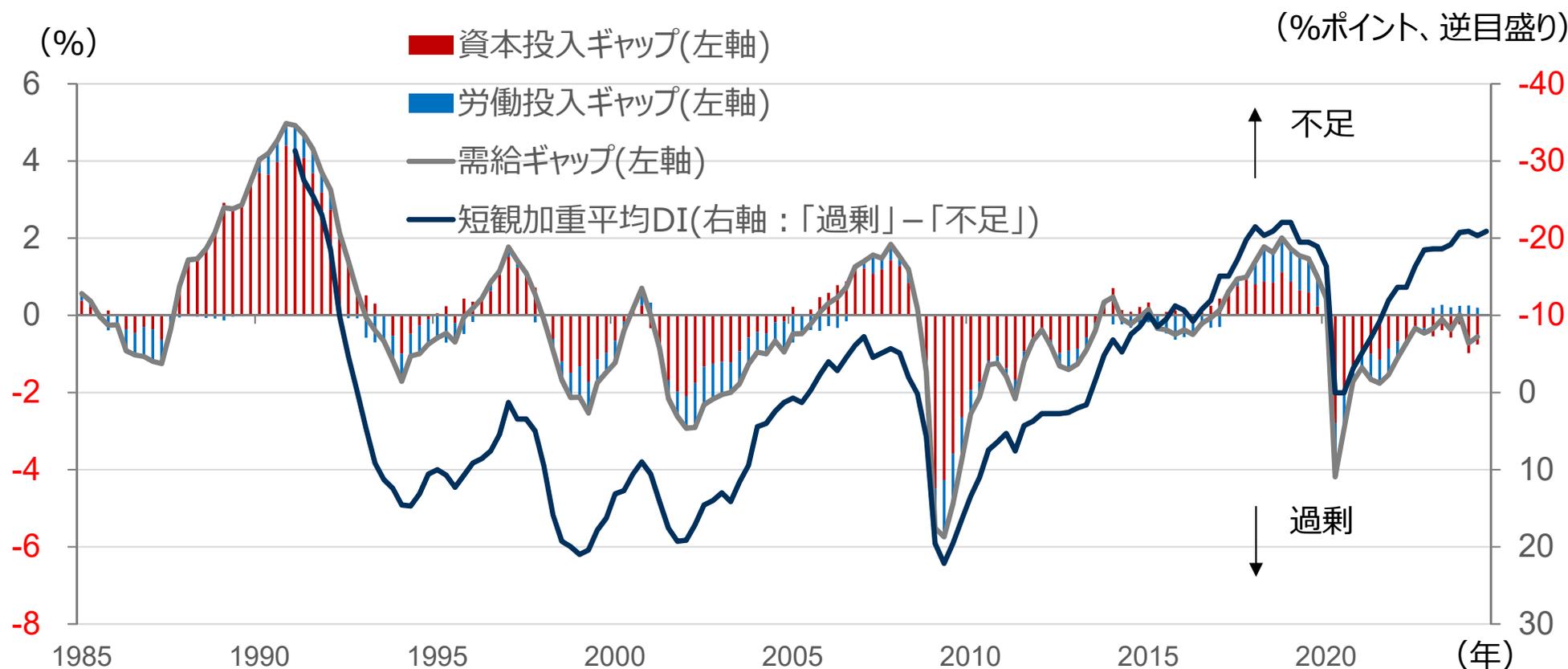


(注)図表はイメージ図。
(出所) 野村証券投資情報部

日本の問題はむしろ人手不足にある

- 日本で現実に起きているより深刻な問題は、インフレでも景気後退よりも、人手不足問題です。この問題が放置され続けると、「人手不足倒産」のリスクが高まる恐れがあります。
- コロナ禍が収束して以降、こうした傾向が強まっています。人手不足感が強まる一方で、設備の余剰感が強まり、企業の設備投資意欲を阻害したり、事業規模を縮小させるなどの弊害が出てきています。

設備は余っているが動かせる人がいない状態に



(注)データは四半期で、直近データは需給ギャップが2024年第1四半期、短観加重平均DIが2024年第3四半期。
 (出所)日本銀行調査統計局より野村証券投資情報部作成

「年収の壁」が人手不足の大きな障壁になっている

- こうした中、「年収の壁」がパート主婦(主夫)やアルバイト学生の「働き止め」の原因になっているとして、改善を求める声が強まっています。
- 「年収の壁」とは、一定以上の水準に年収が達すると所得税や住民税が課税対象となったり、社会保険の加入義務が生じ、「働き損」ともいえる状況が生じるため意図的に就労を時間を制限することを指します。

様々な年収の壁が「働き止め」の原因になっている

パート主婦(夫) /アルバイト学生の給与収入	住民税 (所得割)	所得税	社会保険	特定扶養 親族控除	配偶者控除 ¹	配偶者特別控除 ¹
100万円超～103万円以下	課税	—	—	対象	対象 ¹	—
103万円超～106万円未満	課税	課税	—	—	—	対象 ¹
106万円以上～130万円未満	課税	課税	加入 ²	—	—	対象 ¹
130万円以上～150万円以下	課税	課税	加入 ³	—	—	対象 ¹
150万円超～201.6万円未満	課税	課税	加入	—	—	対象 ¹ (段階的に縮小)
201.6万円以上	課税	課税	加入	—	—	—

(注)1. 控除を受ける納税者本人の合計所得金額が1,000万円以下の場合に限る。2. ①従業員数51人以上の企業に勤務、②週の所定労働時間が20時間以上、③賃金が月額8.8万円以上、④雇用期間が継続して2カ月超、⑤学生でない、の全ての要件を満たす場合は加入義務が生じる。また、1週間の所定労働時間または1カ月の労働日数が正社員の4分の3以上の場合、学生でも健康保険、厚生年金の加入義務が生じる。3. 従業員数50人以下の企業では給与収入が年130万円以上で加入義務が生じるが、事業主の証明により一時的に130万円を超えても被扶養者認定が可能。4. 2024年10月1日時点の法令による。5. 給与以外の収入がないと想定している。個別のケースについては税理士等にご相談ください。

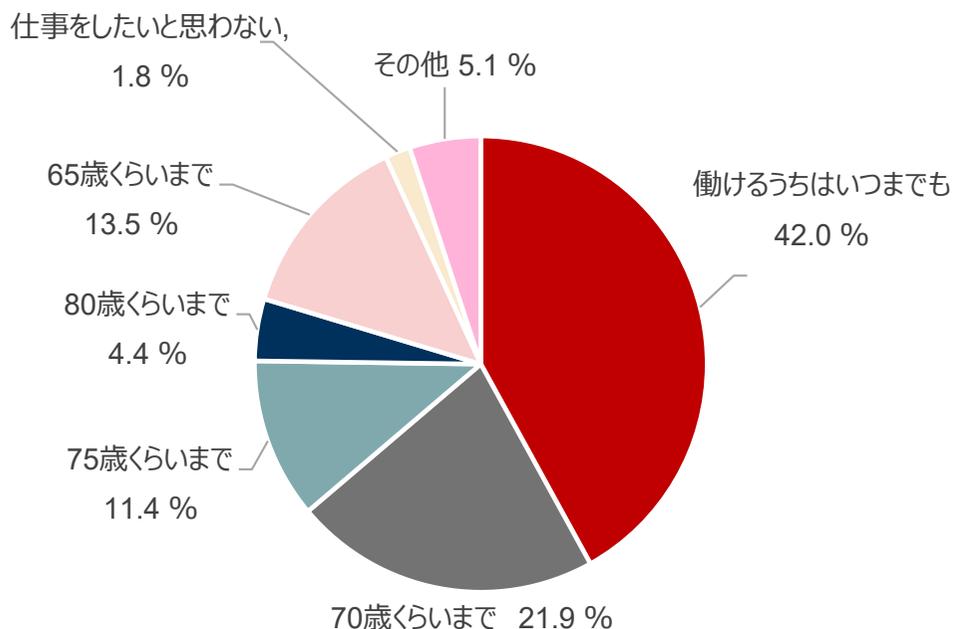
(出所)令和6年度(2024年度)版版税務ハンドブック、国税庁ホームページより野村證券投資情報部作成

女性やシニアに一層活躍してもらうことが必要

- 人手不足対策には、女性やシニアの活用が必要です。女性の労働意欲を阻んでいる要因（130万円の壁など）を改善する税制改正も検討課題ですが、テレワークの活用や人材育成（リスキリングなど）など地域や企業自身でも取り組むことができることも少なくありません。
- シニアは加齢による体力の衰えは否めませんが、洞察力、理解力、批判や創造の能力といった「結晶性知能」は68歳まで向上すると米国での研究が知られています。適正な業務を任せることでシニアに活躍していただける余地は大きいと思われます。

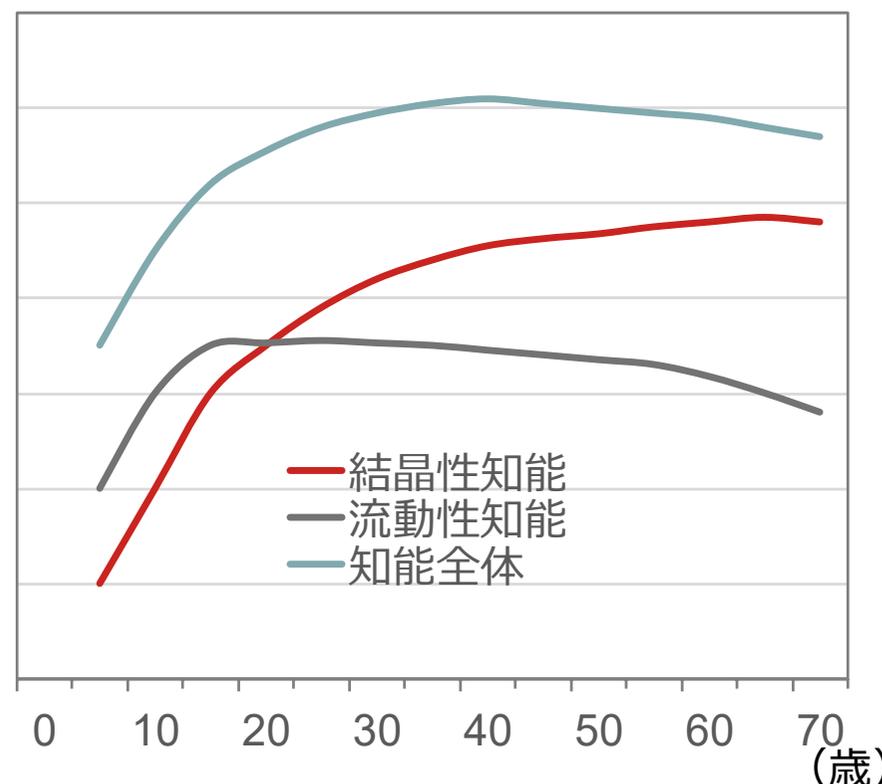
就労意欲の高いシニア層は多い

あなたは何歳ごろまで収入を伴う仕事をしたいですか？



(注)60歳以上の男女を対象にした調査。現在仕事をしている者のみの再集計。
 (出所)内閣府「高齢者の日常生活に関する意識調査」(2014年)より野村証券投資情報部作成

加齢による知能指数の変化(イメージ図)

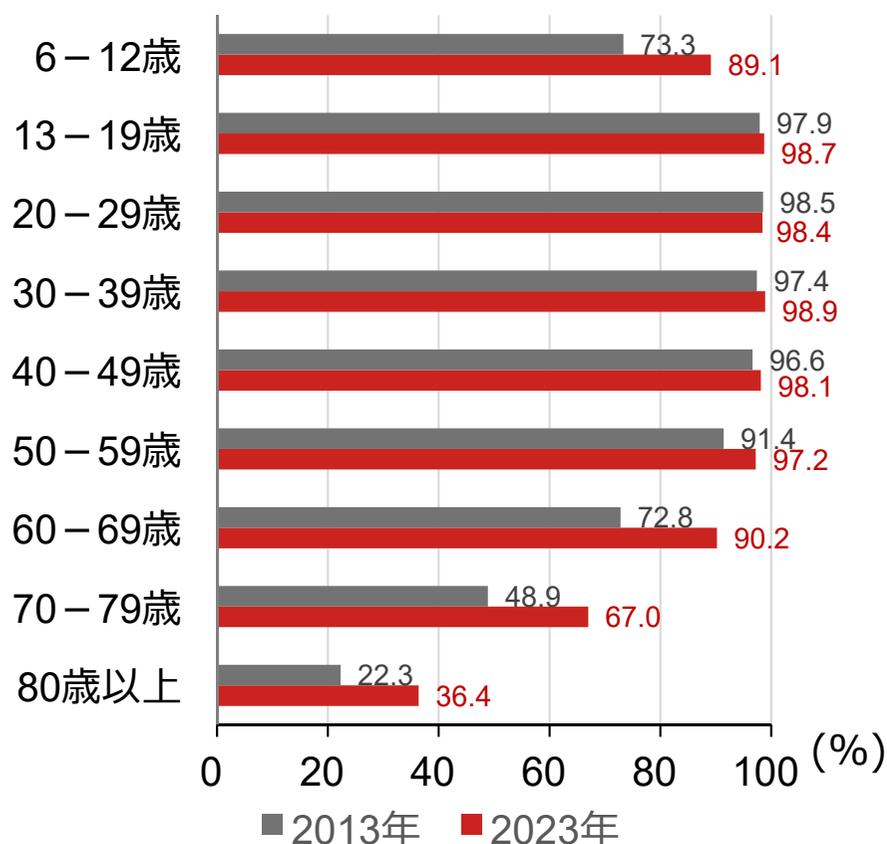


(注)John Horn, Raymond B Cattellの研究論文“Age differences in fluid and crystallized intelligence”(1967)で提唱された理論。流動性知能とは新しい情報を獲得し、それをスピーディーに処理・加工・操作する知能で、暗記力・計算力・直観力などが該当する。結晶性知能とは、経験や学習などから獲得していく知能で言語力に強く依存。洞察力、理解力、批判や創造の能力といったものが該当する。
 (出所)野村証券投資情報部作成

高齢者 = IT弱者は過去の話

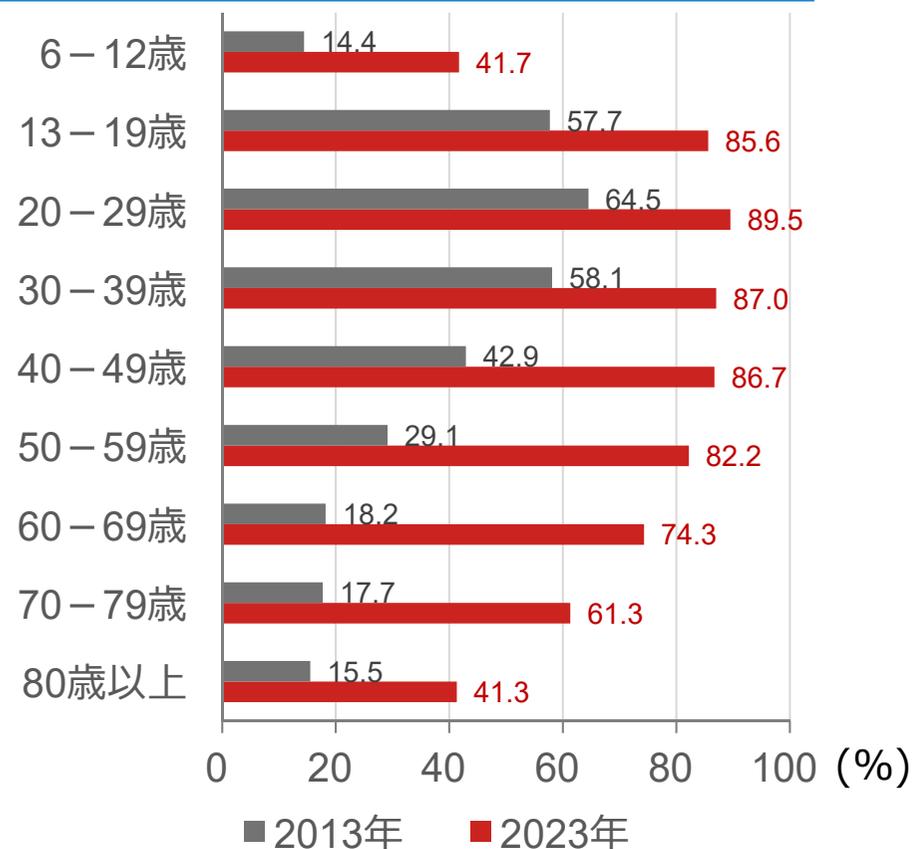
- 「高齢者 = IT弱者」との見方は過去の話になってきています。60歳代のインターネット利用率は2023年には90%台に達しており、これが10年後の70歳代のイメージになっていくと考えられます。また、SNSの利用も高齢者でも大幅に向上しており、ITを使いこなせている高齢者が年々増えていることが読み取れます。
- IT弱者の高齢者が増えるとデジタル化についていけない者が出てくる「デジタルデバイド」の考え方にとらわれ、デジタル社会の実現に慎重になりすぎることは賢明ではありません。

年齢別に見たインターネット利用率



(注)過去1年間の利用した者の割合。2012年の調査では、60～64歳、65～69歳のカテゴリーで別れており、2022年調査と比較しやすいように、2012年調査では両方の平均をとおり、60～64歳の利用率とした。利用率は無回答を除いて計算している。
(出所)総務省「通信利用動向調査」より野村証券投資情報部作成

年齢別に見たSNS利用率

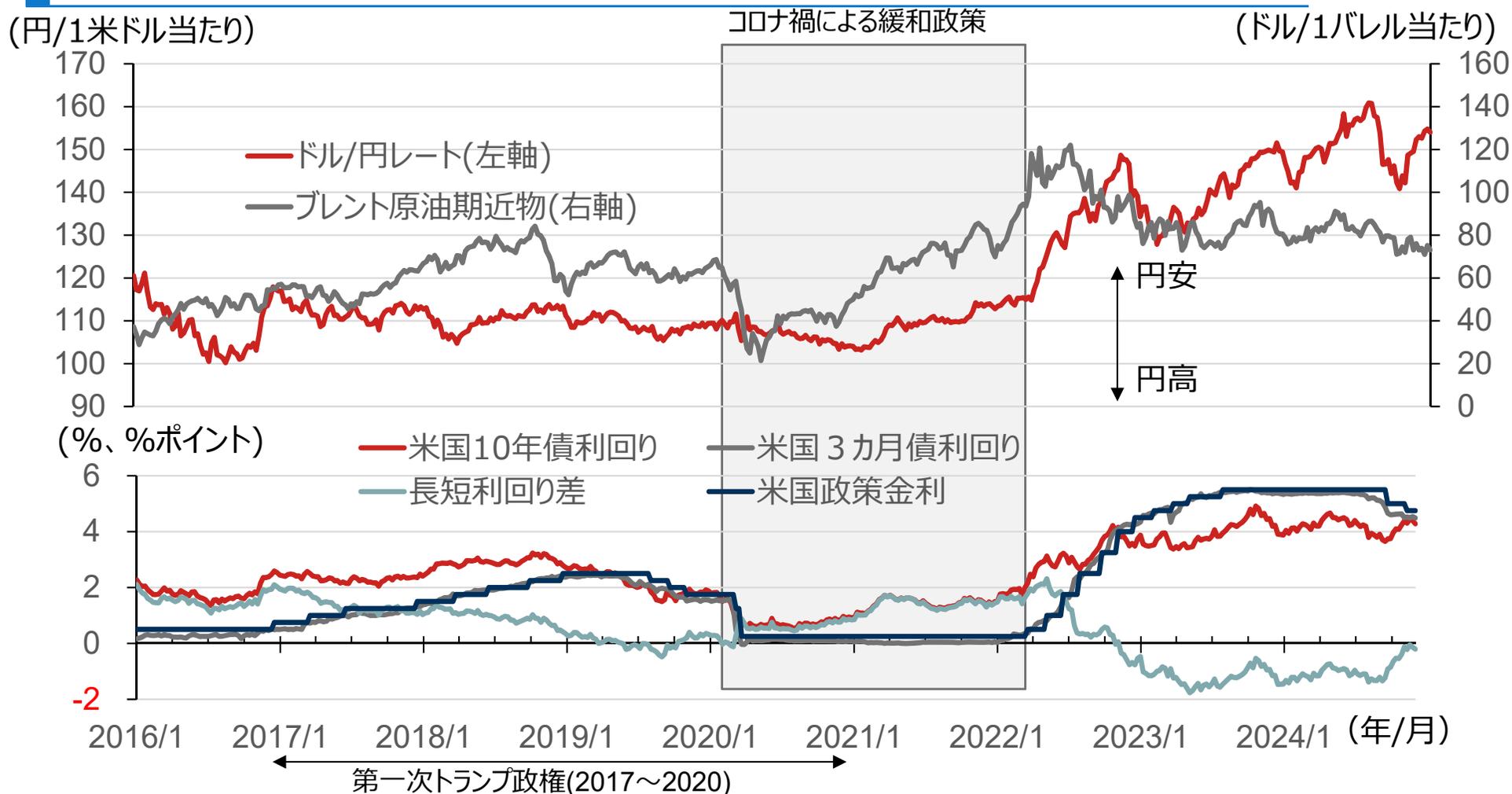


(注)過去1年間の利用した者の割合。インターネット利用者に占める割合。2023年調査では「SNS(無料通話機能を含む)の利用、2013年調査では「ソーシャルメディアの利用」としており、若干概念は異なっている。
(出所)総務省「通信利用動向調査」より野村証券投資情報部作成

トランプ2.0の保護主義がもたらす影響は不透明

- 第一次トランプ政権(2017~2020年)の前半では米国で雇用拡大政策がとられるとの期待や、保護主義(関税引き上げ)が強まるとの観測から、資源高や米国の物価上昇観測の強まりから金利上昇が進みました。
- しかし、2018年後半以降、米国の保護主義が強まり、メキシコや中国に対する追加関税が発表されると世界的に景気が減速、資源市況も下落に転じ、米国金利が下落、ドル安円高傾向が続いていました。

第一次トランプ政権下では、前半は金利上昇と資源高、後半は金利低下と資源安が進んだ

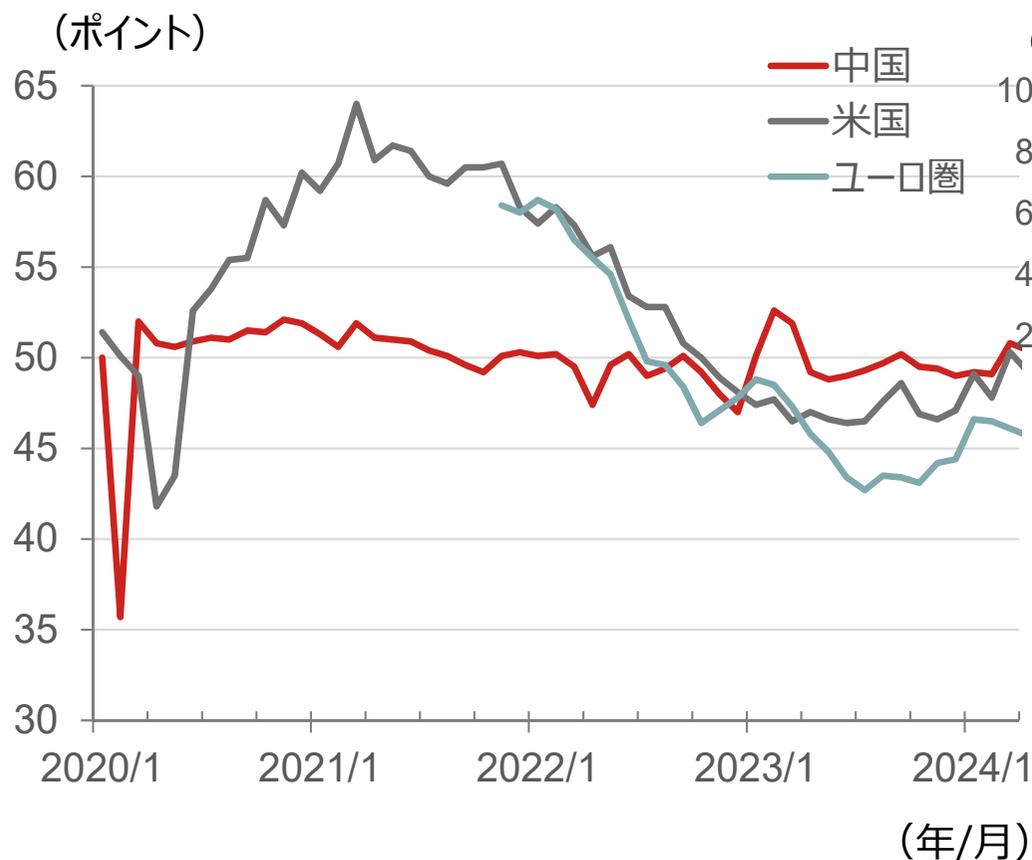


(注)データは週次で、直近値は2024年11月29日。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

中国経済も厳しい状況が続く

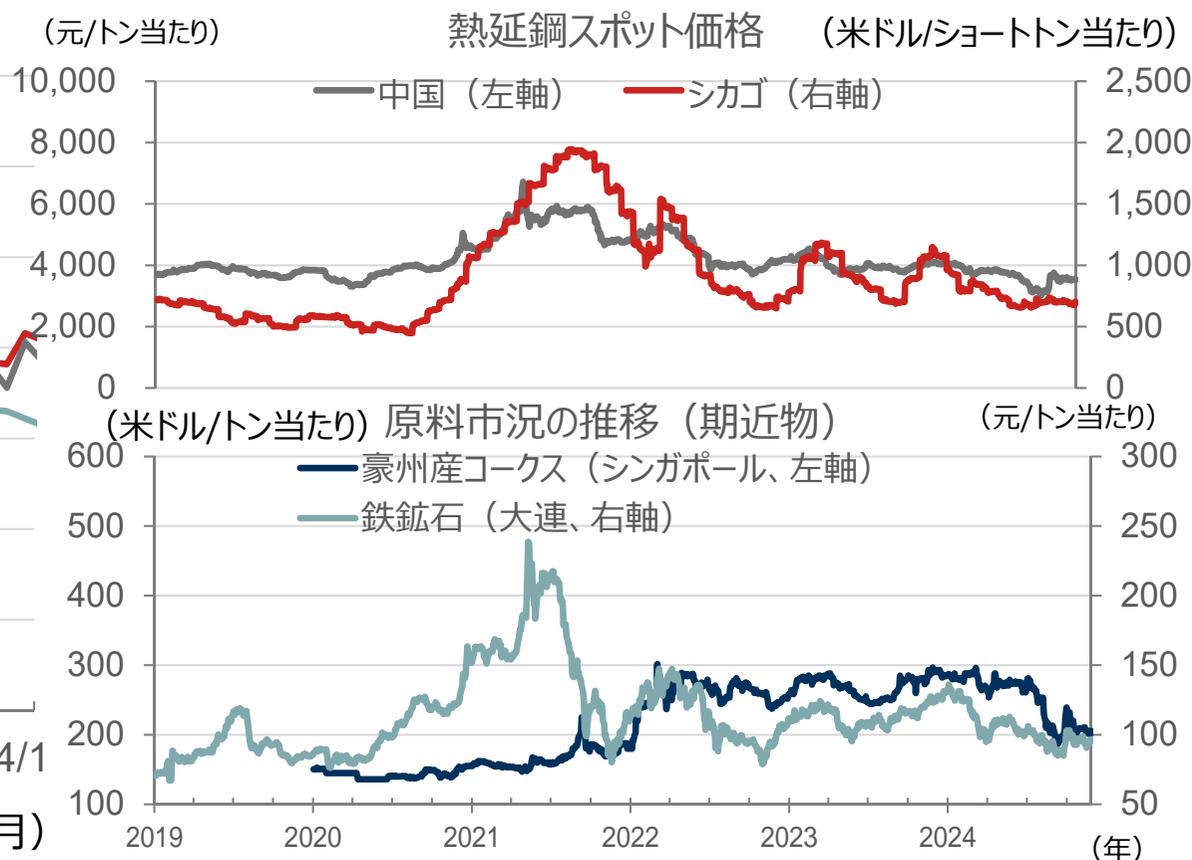
- 新型コロナ感染収束後も、中国経済の回復は力強さに欠けています。不動産不況や地方政府の債務問題など構造的な問題に加え、米国との貿易摩擦も中国経済の閉塞感につながっています。
- 世界の資源消費に占める中国のシェアは大きく、鉄鋼および鉄鋼原料では中国の消費シェアは約5割になっています。中国の景気低迷は資源価格の抑制という効果をもたらしています。

世界的に製造業PMIは低迷



(注)データは月次で、直近の値は2023年3月。毎年1-2月は春節の影響があるため、1・2月に2ヶ月分の値の前年同月比の同じ値を記入している。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

鉄鋼価格の低迷が続く



(注)データは日次で、直近の値は2024年11月22日。日本では、メートル法が採用され、質量の単位としてトン(メトリックトン)が用いられているのに対し、米国ではポンド・ヤード法によるショートトンが使われている。1ショートトンは0.907メトリックトンに相当する。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

ご投資にあたっての注意点

●当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

●国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内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。

●外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.045%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合は最大7,810円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および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。

●信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上)で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

●債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、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。

●投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.5%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額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、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.5%(税込み・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。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。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ます。従って損失が生じるおそれがあります。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。また、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。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではございません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。なお、使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬等につきましては当社はその責を負いかねますのでご了承ください。また、本資料はご提供させていただいたお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。