

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ●2023年度・2024年度の景気予測（2023年8月改訂）…………… 2
	米国経済 ●雇用情勢の改善がやや鈍る一方、個人消費は堅調推移…………… 8
	【トピック】一服感が強まる設備投資…………… 9
	ユーロ圏経済 ●企業の景況感が一段と悪化…………… 10
	中国経済 ●景気下支え策の強化により景気は緩やかな回復へ…………… 12
金融情勢	◆為替レート…………… 14
	対ドル円レートはドル強含みでのみみ合いを見込む。FRB（米連邦準備理事会）が依然として追加利上げの可能性を残す中で、当面はドルが底堅く推移しよう。ただ、23年終盤には米インフレの一段の鈍化を受けてFRBの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。
	◆米国金利…………… 16
	FOMC（米公開市場委員会）の議事要旨（7月開催分）の発表などを受けて、FRBの金融引き締めが長期化するとの見方が広がっており、この点が引き続き米長期金利を支えよう。ただ、米利上げが最終局面を迎えていることを踏まえると、今後の長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。
	◆株 価…………… 17
	日本株は強含みもみ合いを見込む。国内の経済活動の正常化が進む中で、サービス分野の個人消費や企業の設備投資、インバウンド需要などの回復が期待されることが、株式相場の支援材料となろう。
	◆金融マーケットの推移…………… 18
金融市場データ	…………… 20



日本経済：2023年度・2024年度の景気予測（2023年8月改訂）
 —23年度後半には景気回復が鈍るが、24年度には次第に回復の動きが強まる—

要 約

1. 2023年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.5%と高い伸びになった。自動車輸出の回復やインバウンド需要の増加などにより輸出が増加に転じ、一方で輸入が減少したことから海外需要（輸出-輸入）が成長率を大幅に押し上げた。ただ、物価高などの影響で個人消費が3四半期ぶりに減少し、設備投資の伸びも前期比横ばいに低下するなど、国内需要は弱めの動きとなった。
2. 2023年度を展望すると、先行き景気は鈍い動きになると見込まれる。海外需要に関しては、インバウンド需要を含むサービス輸出の増加が見込まれるものの、米欧景気の減速などにより財の輸出が減少することから、輸出が全体として弱含むだろう。国内需要では、物価高による家計の節約意識の高まりが重荷となって、秋口以降の個人消費は増勢が鈍化すると見込んだ。こうした中で企業収益は減益となるが、利益の水準自体が引き続き高めとなることから設備投資は増加基調を維持すると見込まれる。23年度後半にかけての日本経済は低成長にとどまるものの、4～6月期が高成長になったことから、2023年度通期の実質GDPは前年比+2.0%となり、22年度（同+1.4%）に比べて成長率が高まると予測した。
3. 2024年度は緩やかに成長率が高まると見込んだ。家計部門では、所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで節約意識が次第に和らぎ、個人消費の増勢が徐々に高まると予測した。一方、企業部門では、米国景気回復などにより、輸出は次第に持ち直してくるだろう。輸出の回復などを受けて企業業績が改善する中、企業の設備投資ニーズが顕在化し、設備投資の増勢も強まってくるとみられる。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.2%になると予測した。23年度を下回る成長率となるものの、四半期ベースの成長率は次第に高まろう。

23年4～6月期は3期連続のプラス成長

2023年4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比+1.5%と、3期連続のプラス成長となった（図表1）。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比-0.5%と3四半期ぶりに減少した。経済活動の正常化が進む中で、サービス消費の増加が続いたものの、物価高の影響で食料品などの財消費が落ち込んだ。一方、設備投資は同横ばいとなった。ソフトウェア関連投資が堅調に推移したものの、機械投資が弱含んだ模

様である。公的需要では、22年度第2次補正予算の執行により公共投資が同+1.2%と増加した。

他方、輸出は前期比+3.2%と増加に転じた。自動車生産の持ち直しを受けて財輸出が増加したほか、インバウンド（訪日外国人）需要の回復によりサービス輸出が増加した。一方、輸入は同-4.3%と3期連続で減少した。国内需要の鈍さや、コロナワクチンの輸入減などが影響した模様である。

2023年4～6月期の実質成長率は20年

10～12月期（同+1.9%）以来の高成長になったものの、自動車輸出の回復や輸入の減少などによる海外需要（輸出-輸入）のけん引に支えられたものである。国内需要は弱めの動きとなっており、景気回復の動きは鈍っていると考えられる。

図表1 23年4～6月期は高い成長率に

（季調済、前期比、%）

	2022年		2023年	
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
実質GDP	-0.3	0.0	0.9	1.5
個人消費	-0.0	0.2	0.6	-0.5
住宅投資	-0.1	0.9	0.7	1.9
設備投資	1.7	-0.7	1.8	0.0
在庫投資（寄与度）	0.0	-0.4	0.4	-0.2
政府消費	-0.0	0.2	0.1	0.1
公共投資	1.1	0.3	1.7	1.2
輸出	2.4	1.5	-3.8	3.2
輸入	5.5	-0.1	-2.3	-4.3

注：シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

予測の前提となる条件

まず、先行きのドル・円レートについては、緩やかな円高・ドル安傾向になると見込まれる。米国の金融政策については、インフレの鈍化傾向などを背景に23年7月のFOMC（公開市場委員会）が最後の利上げになると見込んだ。FRB（米連邦準備理事会）は政策の軸足を景気への配慮に移し、24年春頃には利下げに転じると予想する。こうした中で、23年末頃にはFRBの将来的な利下げを先取りする形で円高・ドル安傾向に転じると予測した。24年もFRBは緩やかなペースで利下げを進めることから、緩やかな円高・ドル安傾向が続くと見込んだ。

原油などの国際商品市況については、23年度後半には海外景気の減速などにより市況がやや弱含むと見込んだ。24年度には米欧景気が上向くことや、中国景気の回復基調が続くことから、市況が次第

に強含むことになろう。ただし、24年度の海外景気の回復は緩やかなものとなるため、予測期間を通してみると、概ね横ばい圏内での推移になると想定した。

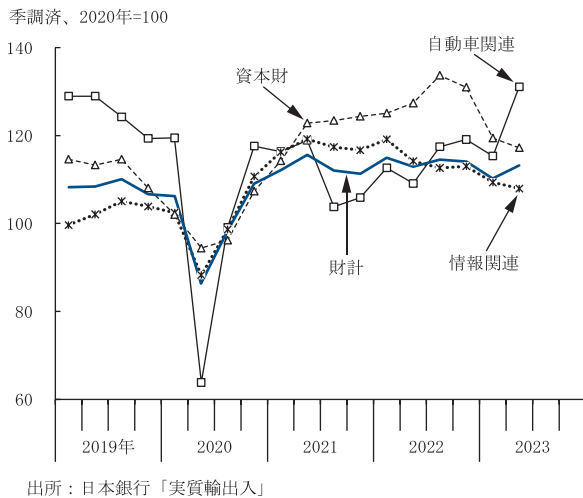
日銀の金融政策については、現状の緩和的な政策が24年度末まで維持されると想定した。7月28日の日銀の金融政策決定会合では、イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用柔軟化が決まったものの、今回の金融政策の修正は金融緩和の持続性を高めることが目的で、今後も粘り強く金融緩和を継続するという点が強調された。当社の予測では、24年度の消費者物価を前年比+1.7%と見込んでいる。そのため、24年度末までに日銀が掲げる2%の「物価安定の目標」が実現することはなく、大規模な金融緩和策が継続されると想定した。

米欧経済の減速で輸出は先行き弱含む

23年4～6月期のGDPベースの輸出は2四半期ぶりに増加した。日本銀行の実質輸出で同期の動向を財別にみると、部品の供給制約緩和による自動車生産の持ち直しを受けて自動車関連が大幅に増加し、財輸出をけん引したことがわかる（図表2）。しかし、世界的な半導体関連財の在庫調整の影響を受けて、半導体等を含む情報関連や、半導体製造装置を含む資本財の減少が続いた。

輸出の先行きを展望すると、23年後半の財輸出は弱含むことになろう。仕向地別にみると、米国向け、欧州向けの輸出が弱い動きになると見込む。米国では、FRBによる金融引き締めの影響が本格的に表れることなどから、耐久財消費や設備投資が抑制されることになろう。このため、建設機械な

図表2 自動車関連輸出が大幅増
実質輸出（財別）



どを中心に米国向け輸出は弱含むだろう。また、欧州では、ECB（欧州中央銀行）によるこれまでの大幅利上げや、高インフレによる実質所得の減少などにより個人消費や設備投資などの需要が低迷する見込みである。需要の低迷を受けて、欧州向け輸出も弱含むだろう。ただし、24年に入ると、インフレ率が落ち着いてくることなどから、米欧景気は回復の動きが徐々に明確になってくると見込む（図表3）。このため、24年度には米欧向けの輸出が緩やかに増加すると予測した。他方、中国向け輸出は23年度後半から緩やかに回復すると見込んだ。固定資産投資の減少などにより、足元の中国景気は弱い動きとなっている。しかし、中国政府は財政出動強化により国内需要の拡大を図る方針を表明しており、今後の中国景気は緩やかな回復が続くと見込む。景気の持ち直しを受けて、中国向け輸出も緩やかな増加基調をたどると予測した。

なお、サービスの輸出については、イ

ンバウンド需要の増加により回復が続くと見込んだ。為替相場がコロナ禍前に比べて円安となっていることや、中国政府が日本への団体旅行の制限措置を解除したことが追い風となり、この先もインバウンドの回復が続くと見込む。

以上から、23年度の輸出は弱含むことになりそう。インバウンド需要の増加によるサービス輸出の増加などが見込まれるものの、米欧向けの財輸出の減少が輸出全体を押し下げると見込まれる。続く24年度の輸出は、欧米経済の回復や、中国からの訪日客の増加などにより増勢が次第に強まると予測した。

図表3 海外経済の成長率見通し

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2023年			2024年		
	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
米国	1.8	[2.2]	[0.6]	1.0	[0.6]	[2.2]
ユーロ圏	0.5	[0.2]	[0.1]	0.8	[0.8]	[1.7]
中国	5.3	5.4	5.1	5.1	5.2	5.1

出所：各国統計より浜銀総研作成

設備投資は今後も増加基調が続く

23年4～6月期の設備投資は前期比横ばいとなった。1～3月期（同+1.8%）が高い伸びとなり、高めの水準を維持したことを踏まえると、持ち直し基調を維持しているとみられる。

日銀の短観（2023年6月調査）によると、2023年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業）は前年比+12.4%と、高めの伸びとなっている。また、日本政策投資銀行の「全国設備投資計画調査」（2023年6月）では、23年度の大企業の設備投資は同+20.7%の大幅増が見込まれている。コロナ禍で先送りされていた

設備投資に加え、半導体の製造能力増強投資などが、計画されている模様である。

設備投資の動向に影響を与える企業収益については、23年度は全産業ベースで減益になると見込む。海外景気の減速で輸出が弱含むことなどから、輸出型製造業や海外投資が多い大企業などを中心に企業収益が弱含むと予想される。もっとも、財務省が公表した法人企業統計の経常利益（全規模・全産業、金融保険業を除く）をみると、22年度の経常利益は95.3兆円と過去最高の水準になった（図表4）。23年度は減益が見込まれるものの、高水準となっていた22年度からの減益であり、経常利益は高水準を維持するだろう。続く24年度は、米欧景気が回復に向かい、輸出が上向くことから輸出型製造業などが増益に転じ、全体の企業収益も増益に転じると見込む。

以上を踏まえると、23年度の設備投資は、企業収益が高水準を維持する中で、コロナ禍で先送りされていた設備投資を再開する動きや、半導体の製造能力増強投資などの旺盛な設備投資意欲の押し上

げにより、持ち直しの動きが続くことになろう。ただし、海外景気の減速などによる企業収益の減益見通しにより、増加ペースは緩やかになるだろう。続く24年度は、輸出の回復などにより企業収益が回復することから、設備投資の増勢が次第に強まると見込んだ。

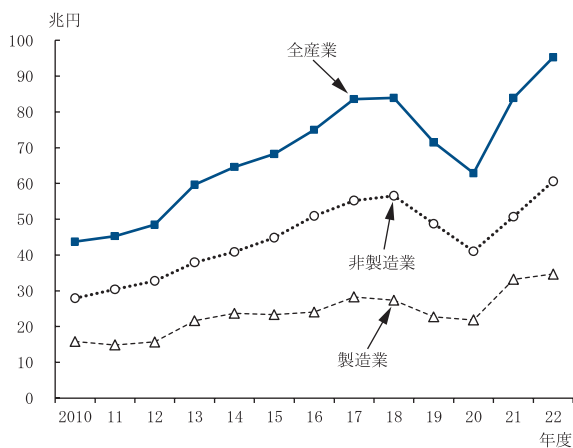
物価高により個人消費は小幅な伸びに

23年4～6月期の個人消費は3四半期ぶりに減少した。経済活動の正常化が進展する中で、旅行や外食などのサービス消費が増加した。一方、飲食料品の値上げなどを受けて財消費は減少した。物価高の影響による節約意識の高まりが消費回復の重荷となったとみられる。

今後の個人消費を展望すると、23年7～9月期は増加に転じると見込んだ。4年ぶりに行動制限のない夏休みを迎え、レジャーなどのサービス関連消費が増加するだろう。今春闘での高い賃上げの実現や夏の賞与が堅調に増加したとみられることも追い風となろう。また、コロナ禍で消費を抑制した結果、高水準となっている過剰貯蓄も引き続き個人消費の下支えとなるだろう（図表5）。もっとも、レジャー関連支出による消費の押し上げは、夏場を過ぎると弱まるため、秋口以降の個人消費は、物価高の影響で増勢が鈍化すると見込んだ。

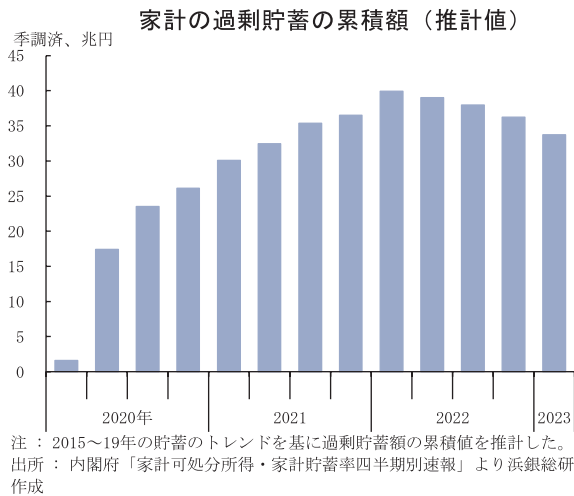
続く24年度の個人消費は、前半には鈍い動きとなるものの、後半には伸びが高まるだろう。後述のように、所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで節約意識が次第に和らぎ、個人消費は増勢が徐々に高まっていくと予測した。

図表4 2022年度の経常利益は高水準
経常利益（年度別）



注：金融業・保険業を除くベース。
出所：財務省「法人企業統計」

図表5 過剰貯蓄はいまだ高水準



24年度後半に実質所得はプラスへ

家計の節約意識に大きな影響を与えている消費者物価の先行きを展望すると、高めの上昇が続くものの、次第に伸びが鈍化すると予想される。日銀短観（2023年6月調査）の販売価格判断D I（「上昇」-「下落」）をみると、足元で大幅な「上昇」超となっており、仕入れコスト上昇分を販売価格に転嫁する動きは今後も続くとして予想される。ただし、国際商品市況の安定などによる輸入物価の下落を受けて、この先の仕入れコストは上昇テンポが鈍化するとみられる。また、消費者の節約意識が足元で高まっていることも、企業の値上げの制約になるだろう。以上を踏まえて、消費者物価は基調として伸びが鈍化し、24年度後半には前年比で1%半ば程度の上昇率になると見込んだ。

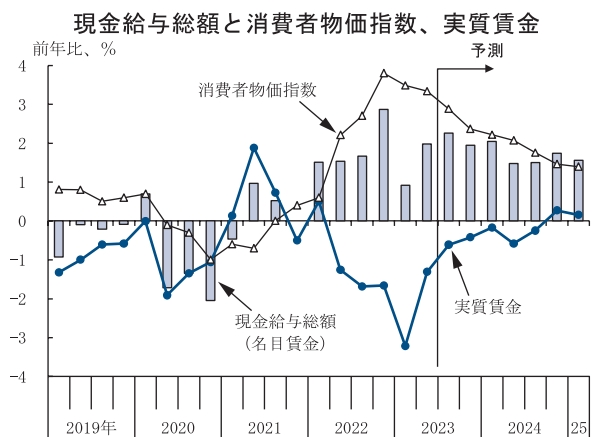
また、今後の所得情勢を展望すると、名目ベースの賃金は増加が続くと見込まれる。連合の「2023春季生活闘争」集計結果によると、2023年の春闘賃上げ率（定昇相当込み）は+3.58%と高い伸びとなった。これを受けて、23年度の現金給与総額（名目賃金）は、所定内給与を中心に

高めの伸びとなるだろう。

もっとも、2024年の春闘では企業の賃上げ機運がやや弱まると予想する。賃上げの原資となる企業収益をみると、前述のように、23年度の経常利益は海外景気の減速の影響などを受けて減益に転じる見込みである。また、今春闘では物価高を背景に賃上げに踏み切った企業も多くみられたが、先行きは消費者物価の伸びが鈍化すると予想されるため、物価高を理由に賃上げを実施する企業は減少すると見込んだ。この結果、24年度の現金給与総額の伸びは鈍化するだろう。ただし、年度後半には、海外景気の回復を受けて製造業の生産が持ち直し、残業代などの所定外給与が増加するため、現金給与総額の伸びは次第に高まると見込んだ。

なお、消費者の購買力を示す実質所得は、23年度には消費者物価上昇率が名目賃金の伸びを上回ることから、弱含んで推移すると見込んだ（図表6）。24年度は、名目賃金の伸びがやや鈍化するものの、消費者物価がそれ以上のペースで鈍化するため、年度後半には、実質所得が前年水準を上回ると見込んだ。

図表6 実質所得の見通し



**実質GDP成長率は2023年度が+2.0%、
24年度が+1.2%と予測**

こうした状況を踏まえて、2023年度を展望すると、先行き景気は鈍い動きになると見込まれる。海外需要に関しては、インバウンド需要を含むサービス輸出の増加が見込まれるものの、米欧景気の減速などにより財輸出が減少することから、輸出が全体として弱含むだろう。国内需要では、物価高による家計の節約意識の高まりが重荷となって、秋口以降の個人消費は増勢が鈍化すると見込んだ。こうした中で企業収益は減益となるが、利益の水準自体が引き続き高めとなることから設備投資は増加基調を維持すると見込まれる。23年度後半にかけての日本経済は低成長にとどまるものの、4～6月期が高成長になったことから、23年度通期

の実質GDPは前年比+2.0%となり、22年度（同+1.4%）に比べて成長率が高まると予測した。

2024年度は緩やかに成長率が高まると見込んだ。家計部門では、所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで節約意識が次第に和らぎ、個人消費の増勢が徐々に高まると予測した。一方、企業部門では、米国景気の回復などを受けて輸出が次第に持ち直してくるだろう。輸出の回復などにより企業業績が改善する中で、企業の設備投資ニーズが顕在化し、設備投資の増勢も次第に強まろう。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.2%になると予測した。23年度を下回る成長率となるものの、四半期ごとの成長率は次第に高まるだろう。

（2023. 9. 1 調査部 菊池祥平）

図表7 2023年度・2024年度のわが国経済の見通し（2023年8月改訂）

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2022年度	2023年度			2024年度			
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	
実質GDP	1.4	2.0	[1.8]	[0.1]	1.2	[0.7]	[0.9]	
個人消費	2.5	0.3	▲ 0.1	[0.3]	0.9	[0.5]	[0.7]	
住宅投資	▲ 3.0	2.1	[1.7]	▲ 0.5	0.1	[0.2]	[0.4]	
設備投資	3.1	2.0	[1.1]	[0.7]	2.2	[1.2]	[1.5]	
政府消費	0.7	0.4	[0.2]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]	
公共投資	▲ 3.1	2.2	[1.8]	▲ 0.8	0.4	[0.8]	[0.1]	
輸出	4.5	1.3	[1.1]	▲ 0.3	2.9	[1.6]	[2.9]	
輸入	7.2	▲ 4.5	▲ 5.3	[0.5]	1.9	[0.9]	[1.6]	
寄与度	国内需要	1.9	0.7	[0.3]	[0.4]	1.0	[0.5]	[0.6]
	民間需要	1.9	0.5	[0.2]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.6]
	公的需要	▲ 0.0	0.2	[0.1]	[0.0]	0.1	[0.1]	[0.0]
	海外需要	▲ 0.6	1.3	[1.5]	▲ 0.3	0.2	[0.2]	[0.3]
名目GDP	2.0	5.4	[3.8]	[0.7]	2.0	[1.0]	[1.4]	

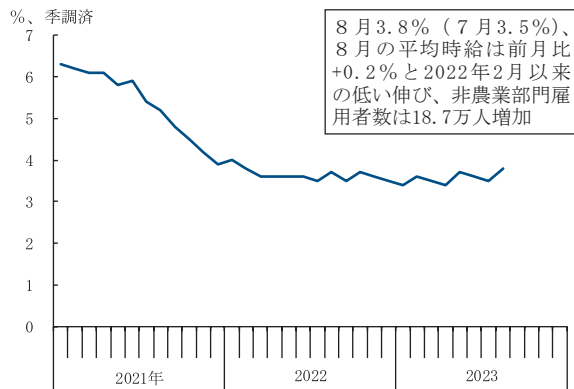
注：民間需要＝個人消費+住宅投資+設備投資+民間在庫投資、公的需要＝政府消費+公共投資+公的在庫投資、国内需要＝民間需要+公的需要、海外需要＝輸出－輸入。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

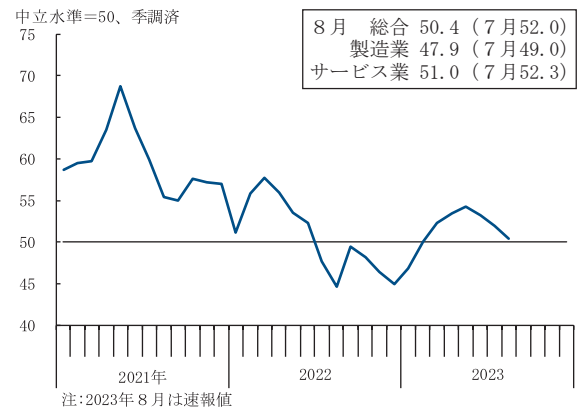
米国経済：雇用情勢の改善がやや鈍る一方、個人消費は堅調推移

- ・米国では、雇用情勢の改善がやや鈍っているものの、堅調な個人消費がけん引役となり景気の回復が持続している。8月の失業率は3.8%と前月から上昇し、平均時給は前月比+0.2%と伸びが鈍化した。同月の総合PMI（速報値）は50.4と3か月連続で低下したものの、景況判断の節目となる50を上回った。
- ・7月の実質個人消費は前月比+0.6%と1月以来の高い伸びとなった。株価が上昇する中で、多様な種類の財の消費が拡大した。自動車生産の急増や猛暑によるエアコン需要を背景とした公益事業の生産増により、同月の鉱工業生産指数は同+1.0%と上昇した。住宅着工件数は同+3.9%、新築住宅販売も同+4.4%と増加。一方、設備投資は一服感が強まっており、先行指標のコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）は、同+0.1%と低い伸びに止まった。
- ・7月の個人消費支出物価指数は前年比+3.3%と、6月の同+3.0%から上昇したものの、前月比の上昇率は+0.2%と6月と同じ伸びとなった。前月比の動きを踏まえると、インフレ率はFRB（米連邦準備理事会）の目標である2%に向かっていていると考えられる。金融市場では、次回9月19日～20日のFOMC（公開市場委員会）で政策金利が据え置かれるとの見方が強まっている。

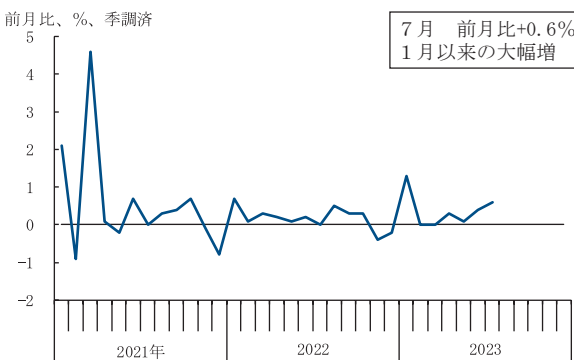
失業率



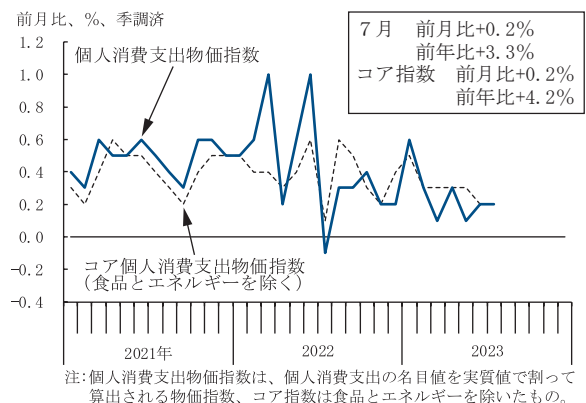
総合PMI（購買担当者景気指数）



実質個人消費（月次ベース）



個人消費支出（PCE）物価指数



出所：米労働省、S & P グローバル、米商務省

(2023. 9. 5 調査部 金子 修)

【トピック】一服感が強まる設備投資

（機械受注は一進一退）

個人消費とともに米国経済を牽引してきた設備投資に一服感が強まりつつある。

2023年の年明け後、コア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）は、一进一退の動きとなっている。内需、外需ともにモノの売れ行きが低迷していることが、機械の投資を手控える要因になっている。個人消費は観光などのサービスや外食が好調な一方、耐久財消費は低迷している。輸出に関しては、欧州や中国などの主要市場の景気の減速などを背景に、年明け後は減少基調が続いている。

（建設投資ブームにも陰り）

昨年半ば頃から、米国では製造業による建設投資ブームが起きた。昨年8月にバイデン政権が国内投資を促すCHIPS・科学法とインフレ抑制法を成立させ、半導体や気候変動関連の設備投資に対して巨額の補助金や税控除を導入したことをきっかけに、ブームが起きた。

しかしながら、足元では建設ブームに陰りが見え始めている。補助金目当ての投資が一巡しつつあることに加え、労働

者の募集が困難であることを理由に建設投資案件を見直す動きが出始めていることなどが背景にある。

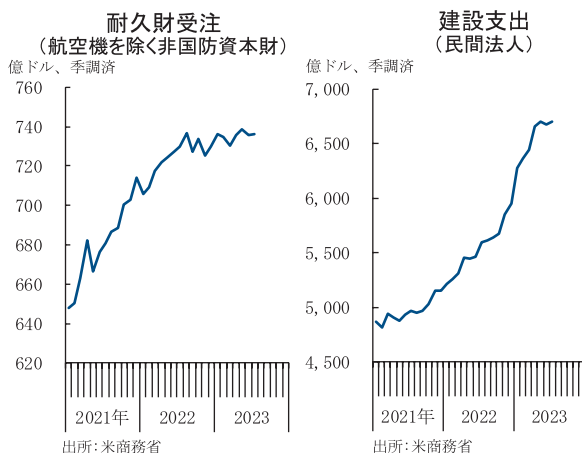
（金利上昇の影響で設備投資は低迷へ）

米国の設備投資は、①構築物、②機械設備、③研究開発やソフトウェアなどの知的財産の3つに分類される。知的財産は陳腐化が速いため継続的な投資の必要性が高い。このため、金利変動の影響を受けにくい特徴がある。広範な業種によるデジタルトランスフォーメーションへの取り組みや、生成的人工知能の実用化などを背景に、当面の知的財産投資は底堅い増加基調が持続する可能性が高い。

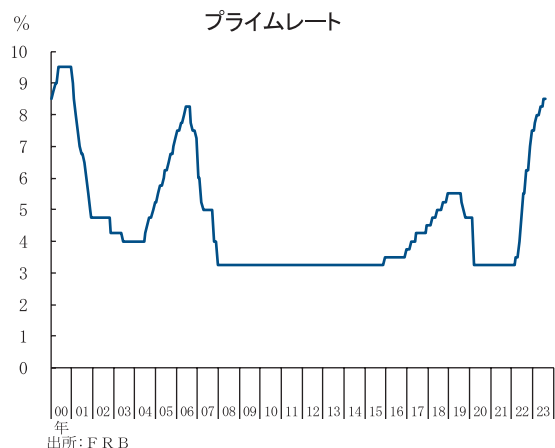
一方、知的財産に比べると構築物や機械設備の投資は、金利変動の影響を受けやすい。政策金利が22年ぶりの高水準に引き上げられた結果、政策金利に連動するプライムレート（法人向け短期貸出基準金利）は8.5%に上昇している。借入金利の上昇の影響により、設備投資全体で見ると、先行きは低迷に向かう展開が予想される。

（2023. 9. 5 調査部 金子 修）

設備投資の回復に一服感



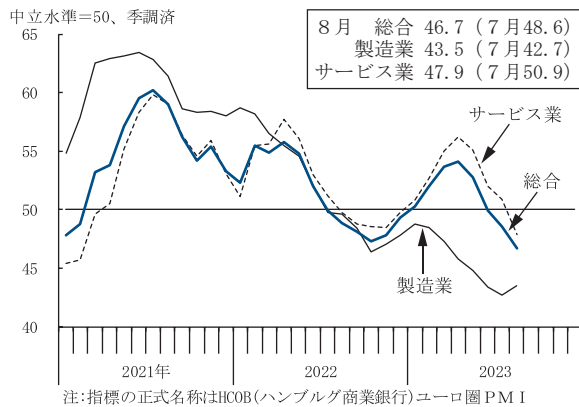
短期貸出基準金利は22年ぶりの高水準



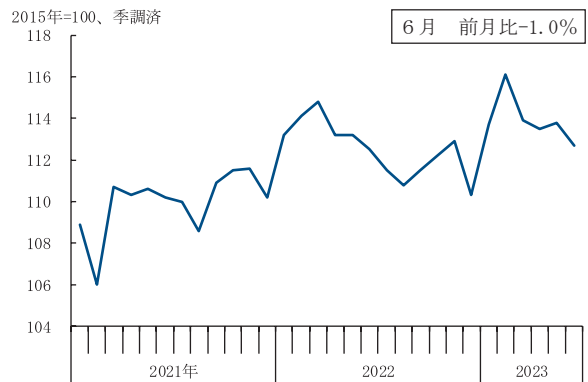
ユーロ圏経済：企業の景況感が一段と悪化

- ・ユーロ圏経済は減速感が一段と強まりつつある。2023年8月の総合PMI（購買担当者景気指数）は46.7と、4か月連続で低下した。製造業の指数は幾分持ち直したものの、夏季の観光が活況だったにもかかわらず物価高の影響などによりサービス業の指数は48.3と、景況判断の節目となる50を割り込んだ。
- ・6月の指標は総じて景気の低迷を示している。金利上昇の影響などにより建設支出は前月比-1.0%と減少した。食料品やサービス分野の価格の上昇により家計の購買力は圧迫されており、小売売上高指数も同-0.3%と低下した。一方、鉱工業生産指数は同+0.5%と上昇した。輸入の不振が続く中で輸出が持ち直したため、貿易収支は230億ユーロの黒字に転じた。
- ・8月の消費者物価指数は前年比+5.3%と、前月から横ばいとなり、物価上昇圧力の強さを示した。9月14日の欧州中央銀行の政策理事会では、景気後退のリスクが高まる中で、インフレ抑制のための利上げを継続すべきか否か、難しい判断をすることになる。8月30日、ドイツは4年間で320億ユーロ規模の景気対策を閣議決定した。環境投資や研究開発を後押しする減税や補助金が盛り込まれており、今回の措置による経済の下支え効果が期待される。

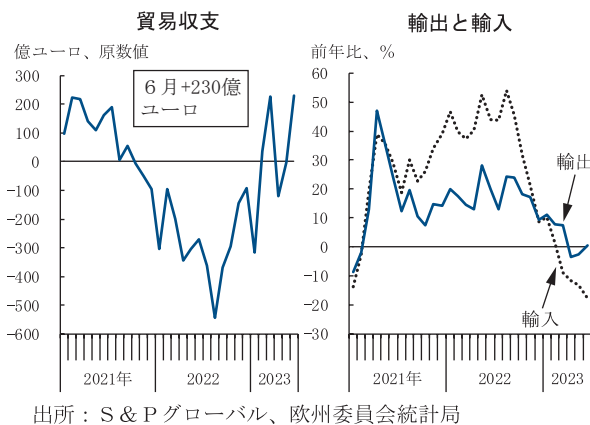
総合PMI（購買担当者景気指数）



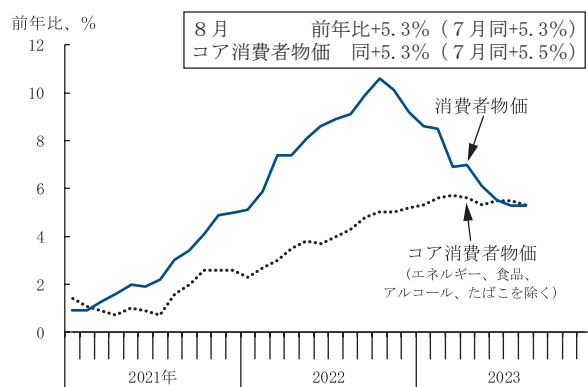
建設支出指数



貿易統計



消費者物価指数

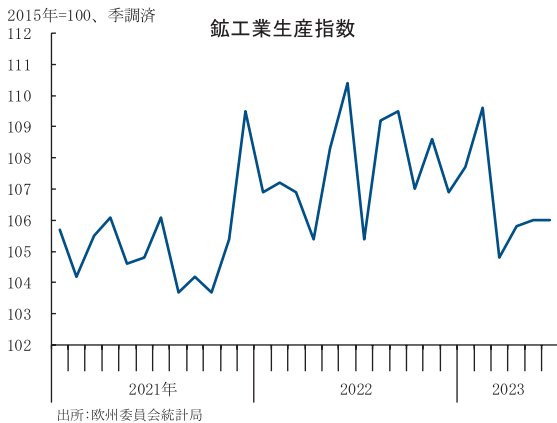


(2023. 9. 5 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済

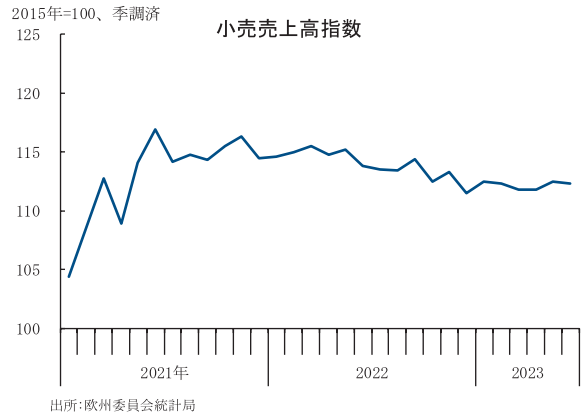
【鉱工業生産指数】

6月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比+0.5%と上昇した。生産を財別にみると、非耐久消費財（同-1.1%）や資本財（同-0.7%）が低下する一方で、エネルギー（同+0.5%）が上昇した。



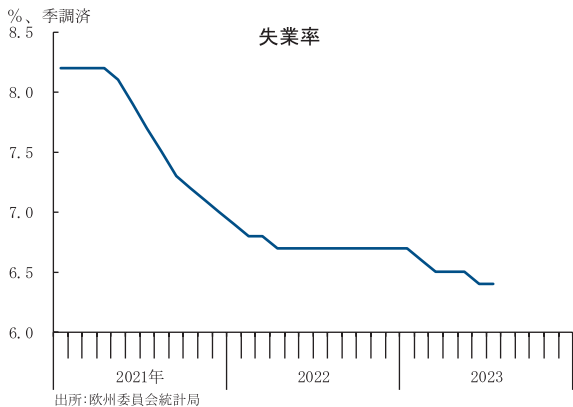
【小売売上高指数】

6月のユーロ圏小売売上高指数（実質ベース）は前月比-0.3%と、3か月ぶりに低下した。食料・飲料・タバコが同-0.3%、非食品の販売が同-0.2%と低下した一方、自動車燃料販売は同+1.0%と上昇した。



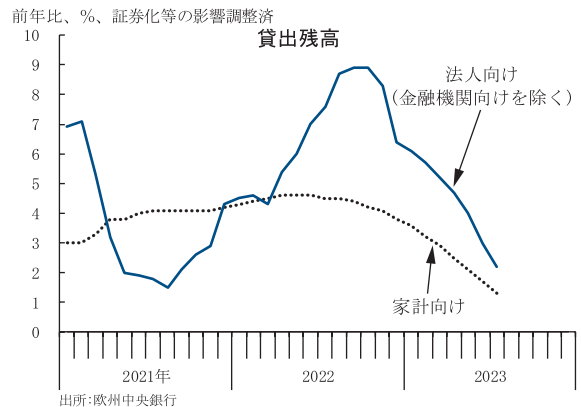
【失業率】

7月のユーロ圏の失業率は6.4%と、統計開始以来の最低を記録した前月から横ばいとなった。主要国をみると、スペインが11.6%、イタリアが7.6%、フランスが7.4%、ドイツが2.9%となった。



【貸出残高】

7月のユーロ圏の法人向け貸出残高は前年比+2.2%と、9か月連続で伸びが鈍化した。家計向け貸出残高も同+1.3%と、11か月連続で伸び率が低下した。利上げの影響により貸出は減速が続いている。



中国経済：景気下支え策の強化により景気は緩やかな回復へ

要 約

- ・2023年後半の中国景気を展望すると、7月に打ち出された景気下支え策の効果により自動車購入や旅行などの個人消費が増加し、公共インフラ投資も増加するため、景気は次第に持ち直すだろう。続く24年にはスラム街の再開発投資の本格化などを通じて住宅販売も回復に向かうため、緩やかな景気回復が続くと見込まれる。

足元の景気は回復の動きが弱い

足元の中国景気は回復の動きが弱い。7月の通関輸出は前年比-14.5%と世界景気の減速などから大幅な前年割れとなった（図表1）。また、同月の鉱工業生産は同+3.7%と減速し、引き続き浮揚感に欠ける動きとなった。さらに、足元の雇用情勢の弱さなどから、7月の小売売上高は前月比-0.06%と、ゼロコロナ政策の転換後では初めて減少した（図表2）。

住宅市場に目を転じると、7月の住宅販売額は前年比-19.3%と大幅に落ち込んだ（図表3）。足元では不動産企業に対する経営不安が再び高まっており、住宅購入の手控えによる住宅市場低迷の長期化が懸念されている（注1）。

習体制は景気下支え策を強化する姿勢

こうした状況下、中国政府は金融緩和や財政出動を通じて景気を支える方針を鮮明にしている。中国人民銀行（中央銀行）は6月に平均LPR（最優遇貸出金利）の1年物と、住宅ローン金利の基準となる5年以上物の金利を0.1%引き下げ、8月には平均LPRの1年物の金利を追加で0.1%引き下げた。

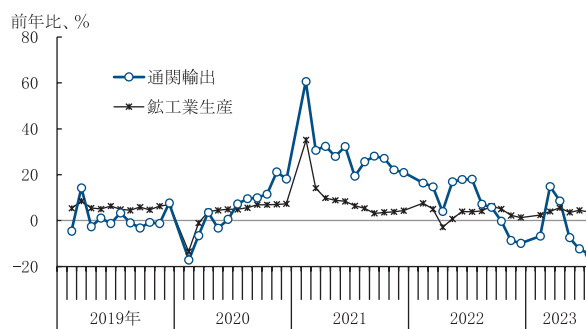
また、7月24日に開かれた中央政治局会議において、習体制は2023年後半の経済運営の方針を表明した。内容をみると、金融緩和や財政出動の強化などを通じて、国内需要の拡大を図る方針である。

具体的には、自動車などの耐久財消費や旅行などのサービス消費を後押しするための減税や補助金の支給が打ち出された。また、大都市のスラム地域の再開発（インフラ整備や低所得者向け住宅の建設）を進めることなども決定した（詳細は「はまぎん金融・経済レポート2023年8月号」参照）。

2023年の実質GDP成長率を+5.3%、2024年を+5.1%と予測

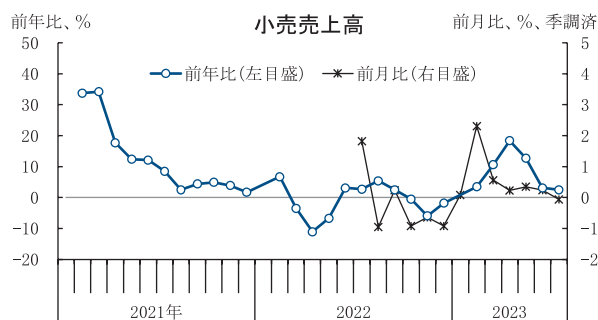
先行きの中国経済を展望すると、2023年終盤には景気が緩やかに持ち直すと思

図表1 輸出が減少し、生産も減速



注：前年比の各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
出所：中国国家统计局、CEIC

図表2 足元の個人消費が弱含む



注：前年比の各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
出所：中国国家统计局

込まれる（図表4）。まず、個人消費については、雇用情勢の弱含みなどにより7～9月期にいったん増勢が鈍化するものの、その後は緩やかに回復するだろう。補助金の支給開始により乗用車などの耐久財消費が持ち直すほか、旅行などのサービス消費も増加するだろう。

一方、固定資産投資は、住宅販売の低迷を背景に不動産投資が引き続き弱含むものの、公共インフラ投資の拡大などにより、固定資産投資全体では次第に持ち直すだろう。公共インフラ投資に関しては、財政出動強化の一環として、今後、鉄道建設や新エネルギー車（NEV）向けの充電施設建設などが拡大する見込みである。また、年末までには、スラム街の再開発プロジェクトが始動し、インフラ整備や低所得者向けの住宅建設が公共インフラ投資を押し上げることになるだろう。こうした需要の増加を背景に、乗用車や家電などの耐久財のほか、建設資材や建設機械などの生産が拡大し、民間企業の設備投資意欲も次第に回復すると予想される。他方、輸出については、欧米先進国の景気減速の影響で、減少基調で推移すると見込んだ。

続く2024年についても、緩やかな景気回復が続く見込みである。まず、個人消費は堅調に増加しよう。景気回復に伴う雇用増や賃上げの動きが消費を押し上げることになるだろう。次に、固定資産投資も徐々に回復の動きが広がる見込みである。大都市のスラム街の再開発プロジェクトの本格化に伴って公共インフラ投資が加速しよう。こうした不動産投資の増加などを受けて、不動産企業の経営不安が次第に後退し、24年の夏場以降には住宅購入予定者の買い控えの動きが縮小、住宅

販売が回復に向かうことになると想定した。他方、輸出に関しては、世界景気回復を背景に、年後半以降には持ち直すと見込んだ。

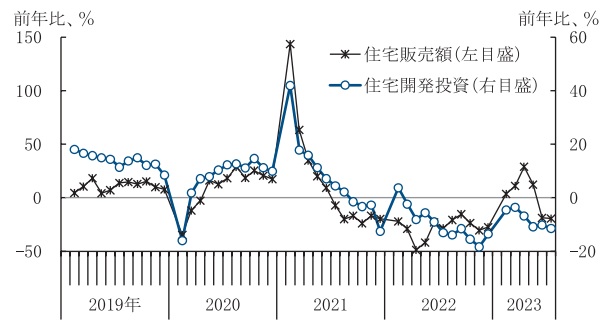
以上より、2023年の実質GDP成長率を+5.3%、24年を+5.1%と予測した（注2）。

注1：ただし、2023年8月時点で、恒大集団など不動産会社の資金不足を背景に建設工事を中断していた住宅建設プロジェクトは、中国政府の支援によりほぼすべてで再開している。8月17日には恒大集団が米裁判所に破産申請するなど、足元で不動産会社の経営不安が高まっているものの、住宅の建設工事は中国政府の支援などにより継続しており、23年後半以降には購入者への物件の引き渡しが進むと見込まれる。

注2：2024年の前年比ベースの実質GDP（国内総生産）成長率は2023年に比べて小幅に低下する。これは2023年の比較対象となる2022年の実質GDPがコロナ禍により低水準となっていたためである。予測期間を通じてみると、緩やかな成長が続くと見込まれる。

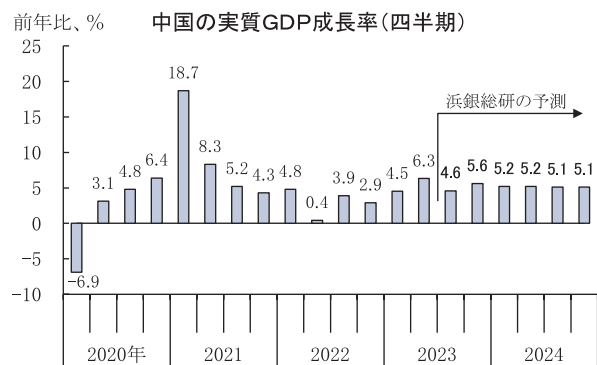
（2023. 9. 1 調査部 白鳳翔）

図表3 住宅販売が再び減少



注:中国国家统计局資料より前年比の月ベースの数値を試算した。前年比の各年2月は1～2月の累計値、データのない月は線形補間した。
出所:中国国家统计局

図表4 中国景気は緩やかな回復の見通し



出所:中国国家统计局資料などより浜銀総研作成

要 約

- ・対ドル円レートはドル強含みでのみみ合いを見込む。F R Bが依然として追加利上げの可能性を残す中で、当面はドルが底堅く推移しよう。ただ、23年終盤には米インフレの一段の鈍化を受けてF R Bの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。

8月の動き

対ドル円レートは月間ベースで円安・ドル高となった。中旬には、F R B（米連邦準備理事会）が公表した7月開催分のF O M C（公開市場委員会）議事要旨が追加利上げの可能性を示唆する内容だったことから、ドル買いが進んだ。また下旬には、パウエルF R B議長が国際経済シンポジウム（ジャクソンホール会議）の講演で、「必要ならば追加利上げの用意がある」と発言したことを受けて、ドル買いが膨らむ場面もあった。

対ユーロ円レートは月間ベースで円安・ユーロ高となった。対ドルでの円安を受けて、対ユーロでも円安が進行した。また下旬には、ドイツ国債の利回りなど欧州の長期金利が上昇し、日欧金利差の拡大から円売り・ユーロ買いが膨らんだ。ただ、8月のユーロ圏総合P M I（購買担当者景気指数）が2年9か月ぶりの水準まで低下したことが嫌気されて、ユーロが売られる場面もあった。

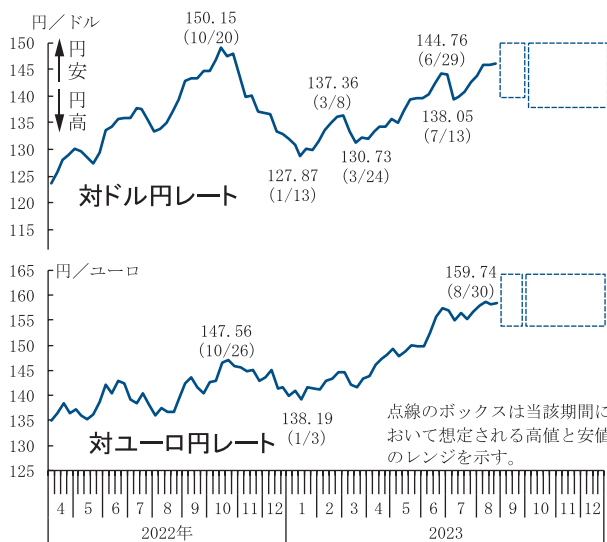
注目点：円買い介入への警戒感

外為市場では、日本政府・日銀による円買い介入の再開が警戒されている。日本が24年ぶりの円買い介入に踏み切った昨年9月22日のドル・円レート水準は1ドル＝145円60銭台であり、足元では既にその水準を超える円安・ドル高となっている（右図）。ただ、今のところ鈴木財務相による円安けん制発言は、「（為替相場について）急激な変動は望ましくない。

為替レートの予想レンジ

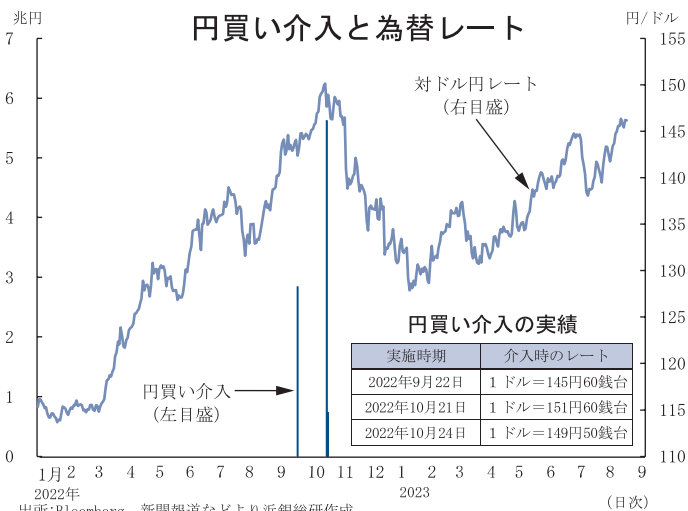
	2023年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	132.39	137.39	140～150	138～150
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	142.05	149.62	154～164	154～164

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：Bloomberg、新聞報道などより浜銀総研作成

(日次)

今後も動きを注視したい」という、比較的マイルドな表現にとどまっております。昨年9月の円買い介入直前に頻繁に使われていた「(円安の進行を) 憂慮している」という強い表現には至っていない。当時は円安によるメリットよりもデメリットの方が大きい、「悪い円安」論が広がっていたが、足元では円安の影響で訪日外国人客によるインバウンド消費が増加するなどのメリットもあり、円安進行に対する日本政府の警戒感が後退している可能性がある。ただ、今後一段と円安が進む場合には、輸入インフレが国内インフレに波及し、国民生活を圧迫することを避けるために、円買い介入が再開される可能性も十分にあると考えられる。1ドル＝150円に近づけば、市場の円買い介入への警戒感が一段と強まろう。

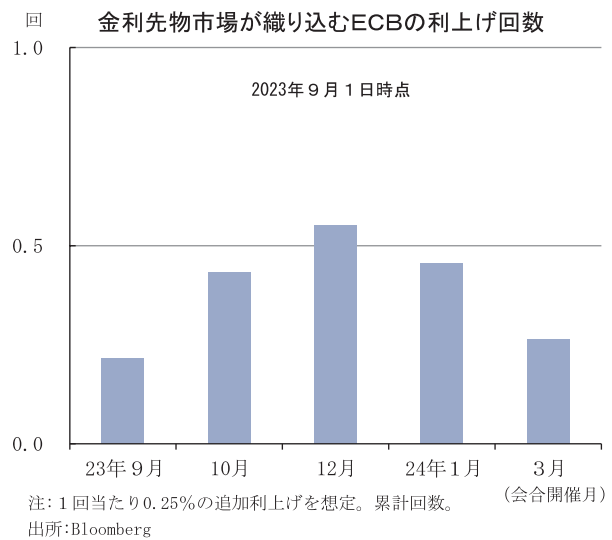
向こう3か月程度の見通し

対ドル円レートは、ドル強含みでのみ合いを見込む。米国の利上げは最終局面を迎えているものの、FRBが依然として追加利上げの可能性を残す中で、当面はドルが底堅く推移しよう。ただ、23年終盤には米インフレの一段の鈍化を受けてFRBの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。なお、日銀の金融政策については、少なくとも年内は現状維持となる公算が大きいと考える。日銀は「賃金の上昇を伴う形で、2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現することを目指していく」方針を示している。賃金の上昇傾向を確認する上で、2024年の春闘賃上げ率の状況を見極めることが必要不可欠といえよう。

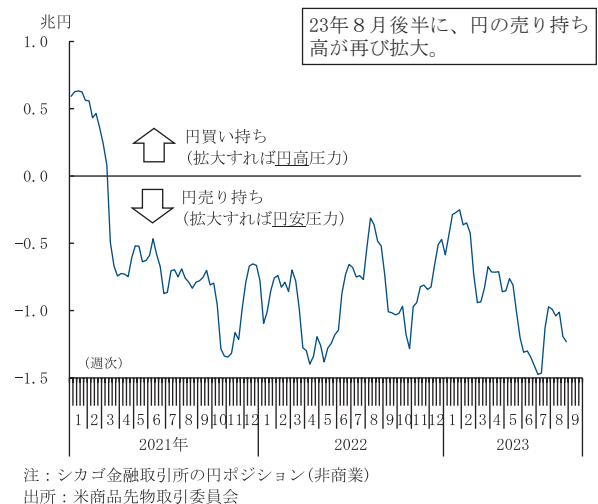
対ユーロ円レートは、ユーロ強含みでのみ合いを見込む。ECB（欧州中央

銀行）の利上げも最終局面が近づいているものの、ユーロ圏のインフレ率が依然として高い中で、金利先物市場では年内にECBの0.25%の追加利上げを5割程度織り込む動きとなっている（下図）。このようにECBの利上げ継続観測が引き続き残る中で、当面、ユーロが底堅く推移すると見込まれる。

(2023. 9. 4 調査部 北田英治)



投機筋の円先物ポジション



要 約

- ・ F O M C（米公開市場委員会）の議事要旨（7月開催分）の発表などを受けて、F R B（米連邦準備理事会）の金融引き締めが長期化するとの見方が広がっており、この点が引き続き米長期金利を支えよう。ただ、米利上げが最終局面を迎えていることを踏まえると、今後の長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。

8月の動き

米国の長期金利は月間ベースで上昇。中旬には、F O M C（米公開市場委員会）の議事要旨（7月開催分）の公表などを受けて、米金融引き締めが長期化するとの見方が広がり、債券が売られた。ただ下旬には、米景気が減速するとの懸念などから、債券が買われる場面もあった。

注目点：2024年の利下げ開始時期

F R B（米連邦準備理事会）の金融引き締めが長期化するとの見方が広がる中で、市場の関心は利上げの停止時期から、利下げの開始時期へと移っている。政策金利である F F 金利の先物市場を見ると、直近1か月間、年内の追加利上げは多くても残り1回（0.25%）と見方に大きな変化はない。その一方で、利下げ開始時期については、8月初めには24年3月頃の利下げ開始を織り込んでいたものの、足元では同年5月頃となっており、利下げ観測がやや後退している（右図）。次回9月26日・27日の F O M Cで公表される政策金利の見通し（ドットチャート）では、24年末の金利水準に注目が集まろう。

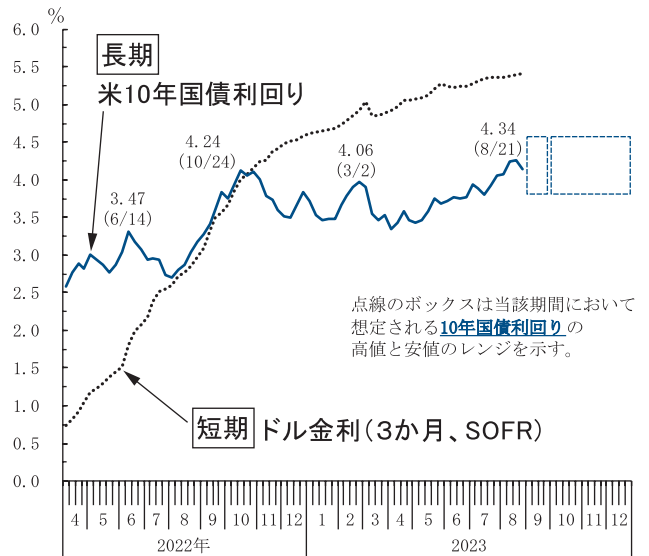
向こう3か月程度の見通し

米長期金利は強含みもみ合いを見込む。F R Bの金融引き締め長期化観測が、引き続き長期金利を支えよう。ただ、米利上げが最終局面を迎えていることから、長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。（2023. 9. 4 調査部 北田英治）

米国金利の予想レンジ

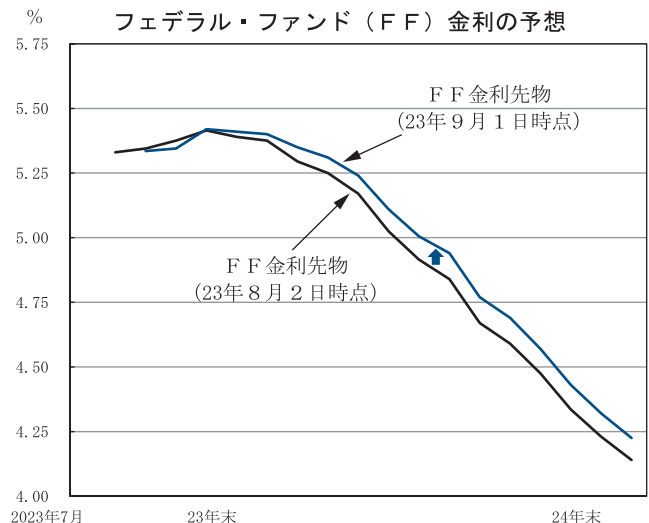
	2023年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
ドル金利3か月 (SOFR, %)	4.92	5.39	5.00～ 5.75	5.00～ 5.75
10年国債利回り (%)	3.10	3.82	3.80～ 4.50	3.80～ 4.50

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：Bloombergより浜銀総研作成

要 約

- ・米国株は強含みもみ合いか。F R Bが追加利上げを行う可能性は残るものの、米国経済のソフトランディング期待が高まっている点が株式相場を押し上げよう。
- ・日本株は強含みもみ合いか。経済活動の正常化が進む中、サービス分野の消費や企業の設備投資、インバウンド需要の回復が期待されることが株価の支援材料。

8月の動き

米国の株式相場は月間ベースで下落。上旬には米国債の格下げが嫌気された。また中旬には、米金融引き締め長期化への懸念から売りが優勢となった。下旬には一部米地銀の格下げを受けて株価は下落。ただ月末にかけて米長期金利の上昇一服が好感されて、株価は反発した。

日本の株式相場も月間ベースで下落。中旬には国内の長期金利の上昇を受けて、売りが広がった。中国の不動産企業の経営問題が再燃したことも、投資家心理を冷やした。ただ月末にかけて米国株が反発したことを受けて、日本株も反発した。

向こう3か月程度の見通し

(米国株価)

米国の株式相場は強含みもみ合いを見込む。F R Bが追加利上げの可能性を残していることは株価の重荷となるものの、米国経済が足元で底堅く推移しており、先行きソフトランディングの期待が高まっている点が株式相場を支えよう。

(日本株価)

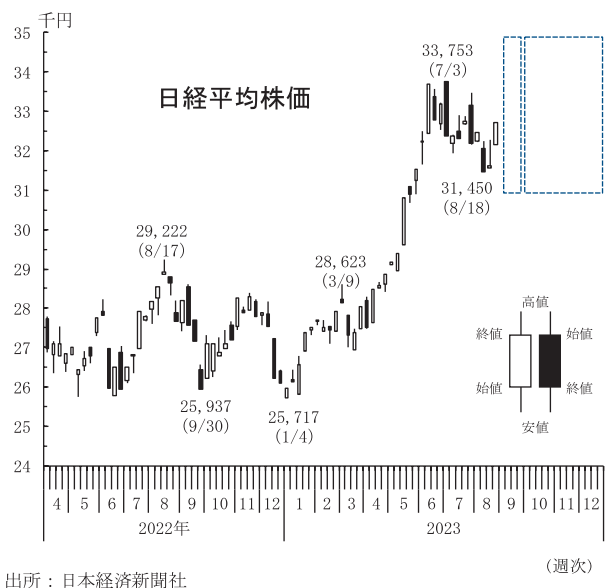
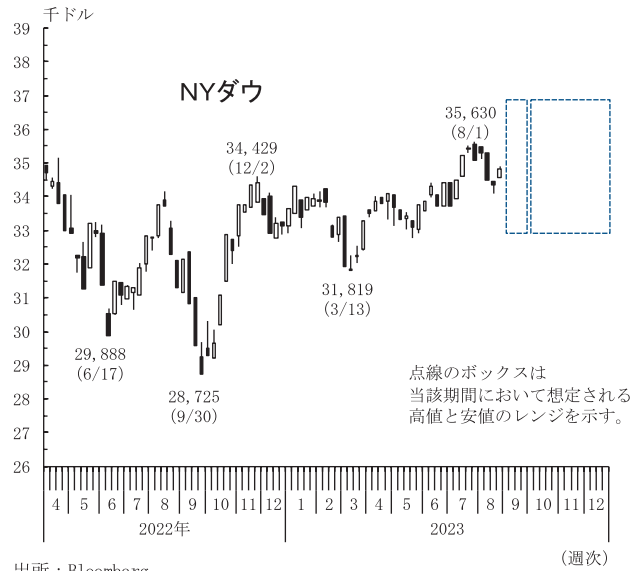
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。先行き海外経済の減速を受けて輸出が弱含むと予想されるものの、国内の経済活動の正常化が進む中で、サービス分野の個人消費や企業の設備投資、インバウンド需要などの回復が期待されることが、株式相場の支援材料となろう。

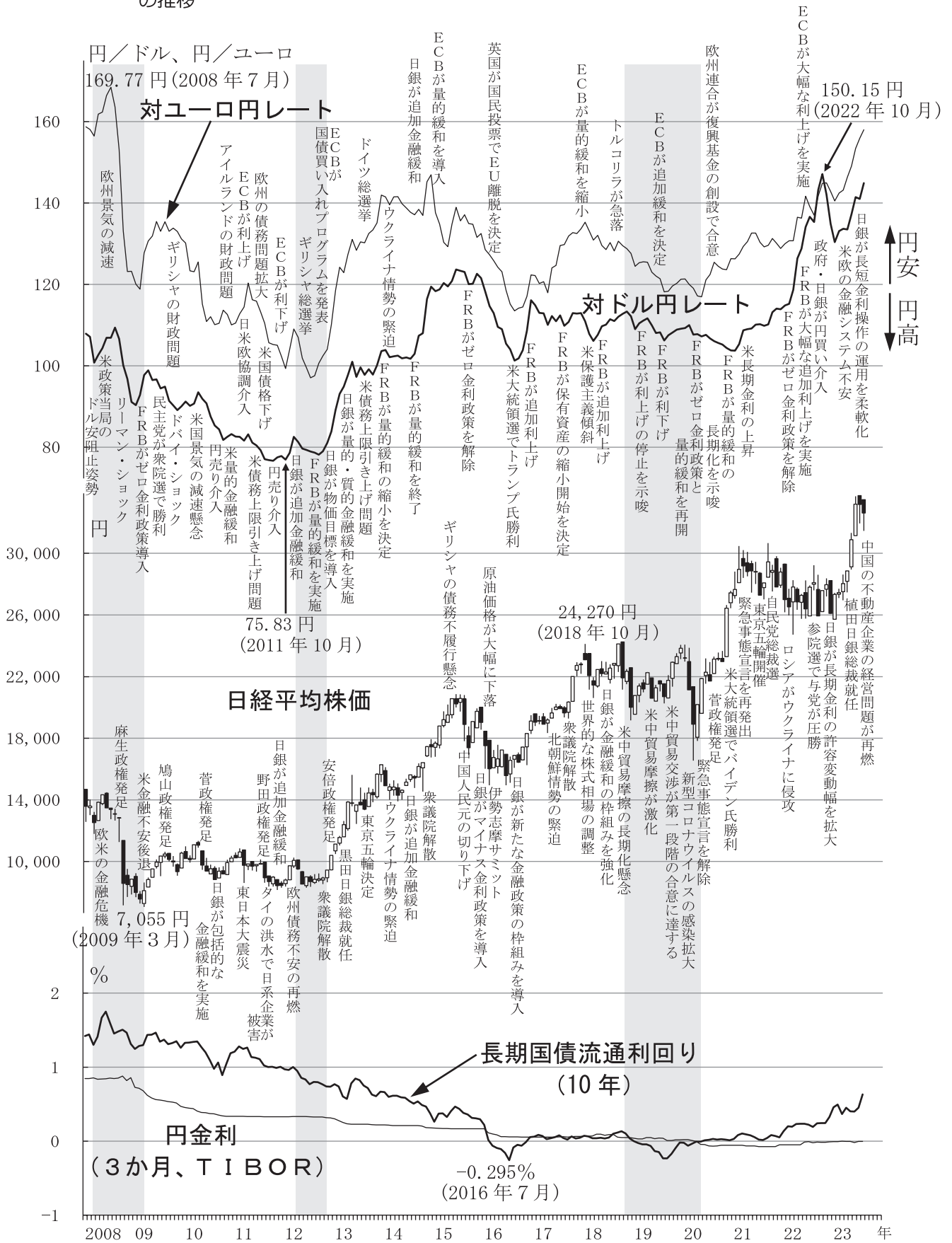
(2023. 9. 4 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2023年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
NYダウ工業株30種 (ドル)	33,263	33,651	33,000～ 37,000	33,000～ 37,000
日経平均株価 (円)	27,270	30,393	31,000～ 35,000	31,000～ 35,000

注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。

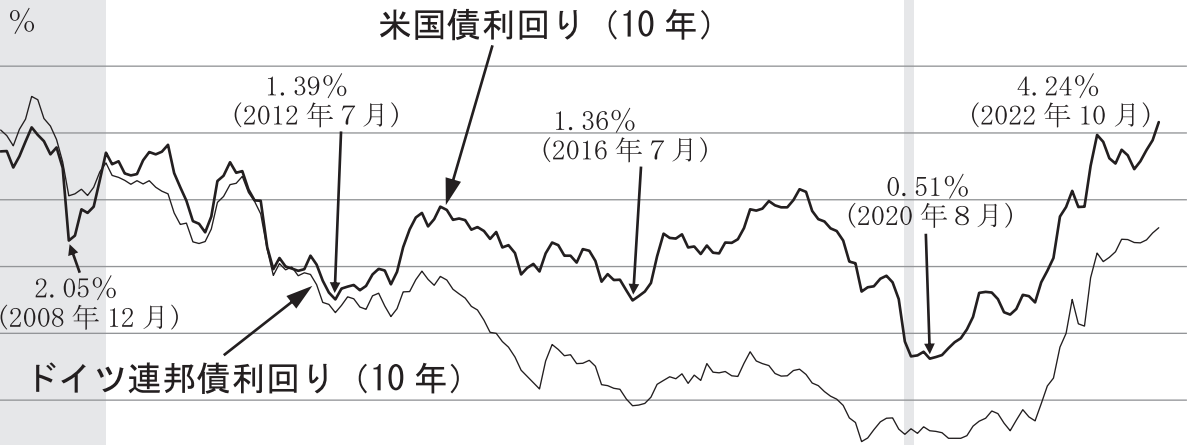
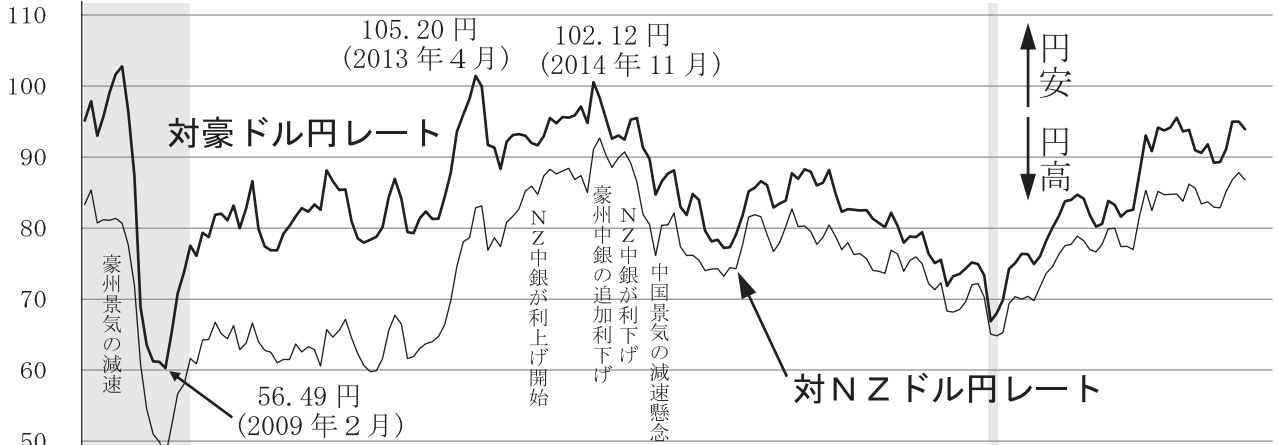




注:シャドー部分は日本の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。長期金利は新発10年物国債の流通利回り。

出所:Bloomberg、日本経済新聞社

円/豪ドル、円/NZドル



注:シャドー部分は米国の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。

出所:Bloomberg



金融市場データ

2023年9月4日時点

	為替相場		長期金利		株 価	
	対ドル 円レート (円/ドル)	対ユーロ 円レート (円/ユーロ)	日本10年国債 流通利回り (%)	米国10年国債 利回り (%)	日経平均株価 (円)	NYダウ 工業株30種 (ドル)
2023年 1～3月	132.39	142.05	0.44	3.10	27,270	33,263
4～6月	137.39	149.62	0.42	3.82	30,393	33,651
7～9月 (予想)	140～150	154～164	0.40～0.80	3.80～4.50	31,000～ 35,000	33,000～ 37,000
10～12月 (予想)	138～150	154～164	0.40～0.80	3.80～4.50	31,000～ 35,000	33,000～ 37,000
2022年 8月	135.36	137.02	0.19	2.89	28,352	33,010
9月	143.21	141.78	0.24	3.51	27,419	30,650
10月	147.13	144.83	0.25	3.97	26,983	30,571
11月	142.06	144.98	0.24	3.87	27,903	33,418
12月	134.90	142.85	0.33	3.62	27,215	33,482
2023年 1月	130.38	140.52	0.46	3.54	26,606	33,656
2月	133.12	142.45	0.50	3.75	27,509	33,648
3月	133.68	143.20	0.37	3.66	27,693	32,483
4月	133.49	146.37	0.45	3.45	28,276	33,731
5月	137.24	149.06	0.40	3.58	30,148	33,317
6月	141.44	153.42	0.40	3.74	32,754	33,905
7月	141.03	155.93	0.45	3.89	32,694	34,777
8月	144.89	158.03	0.63	4.16	32,167	34,881

昨年来高値	113.68 (2022/1/21)	125.16 (2022/3/7)	0.675 (2023/8/23)	4.34 (2023/8/21)	33,753 (2023/7/3)	36,799 (2022/1/4)
昨年来安値	150.15 (2022/10/20)	159.74 (2023/8/30)	0.085 (2022/1/4)	1.63 (2022/1/3)	24,717 (2022/3/9)	28,725 (2022/9/30)

注:実績値は期中(月中)平均値。為替相場はNY市場の値。 出所:Bloomberg、日本経済新聞社

法人・個人事業主のお客さま向け

横浜銀行 | CONCORDIA
コンコルディア・フィナンシャルグループ

パソコン・スマホが、銀行窓口。 経費精算のDX。

〈はまぎん〉ビジネスコネクト
〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト

いつでも、どこでも入出金明細の確認・お振り込み・各種お手続きなどがWebから可能なサービスです。

横浜バンクカード・ビジネス

各種経費のお支払いにご利用可能なクレジットカードです。電子帳簿保存法に対応した「経費精算システム」へ連携も可能です。

銀行取引を
もっと便利に、
経費管理を
もっと簡単に!

ご確認 ください

- 一部サービスのご利用にあたっては、当行所定の審査があります。
- 〈はまぎん〉ビジネスコネクト 〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト
- サービスのご利用にあたっては、振込手数料の他、ご契約内容によって当初契約料・月額基本手数料・従量手数料がかかる場合がございます。
- 一部ご利用にならない日、時間帯があります。●〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクトはスマートフォンでご利用する場合、事前にパソコンによる利用設定が必要です。
- 横浜バンクカード・ビジネス
- カードのご利用にあたっては所定の費用がかかります。●「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の定めにより、印鑑証明書・登記事項証明書等のご提出が必要となる場合があります。また保証人(代表者)のお届けが必要となる場合があります。

各商品の内容・お申込条件など詳細は横浜銀行ウェブサイト <https://www.boy.co.jp/> または支店の窓口までお問い合わせください。

編集・発行 浜銀総合研究所 調査部
お問い合わせは TEL.045(225)2375

当研究所では、インターネットを通じて、神奈川県及び全国の景気や産業、企業経営などに開する情報を発信しています。ぜひご利用ください。アドレス <https://www.yokohama-ri.co.jp/>

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。