

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ●年明け後の企業活動は低調だが景気の腰折れは回避の公算 …… 2 【トピック】中小企業の持続的な賃上げには収益力の向上が必要に …… 5
	米国経済 ●景気の回復が続く中で、一部に弱い動きも …… 6
	ユーロ圏経済 ●弱まる景気の減速感、賃金上昇にピークアウトの兆し …… 7
	中国経済 ●不動産市場の回復支援の強化などから2024年は5%成長へ …… 8
金融情勢	◆為替レート …… 10 対ドル円レートは、当面一進一退で推移した後、4～6月期には円高・ドル安基調に転じると見込む。日銀は3月か4月の金融政策決定会合でマイナス金利の解除を行うとみられ、またFRBも6月のFOMCで利下げに踏み切る可能性がある。いずれ日米金利差の縮小により、円買い・ドル売り圧力が高まると予想する。
	◆国内金利 …… 12 日銀の内田副総裁は2月の講演で、仮にマイナス金利を解除しても、その後当面は緩和的な金融環境を維持する意向を示した。先行き日銀のマイナス金利解除が意識されて長期金利には上昇圧力がかかりやすいものの、しばらくは日銀の緩和的な金融政策が続くとの見方が根強いため、長期金利の急上昇は避けられよう。
	◆株 価 …… 13 日本の株式相場は強含みもみ合いか。米利下げ観測などに支えられて米国株が堅調に推移していることや、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待などが日本株の押し上げ要因となろう。
	◆金融マーケットの推移 …… 14
金融市場データ	…… 16



日本経済：年明け後の企業活動は低調だが景気の腰折れは回避の公算

要約

23年10～12月期は2期連続のマイナス成長となった。年明け後、一部自動車メーカーの工場停止の影響などにより生産や財輸出が落ち込み、個人消費の動きも鈍い。ただ、物価上昇の鈍化などを受けて家計のマインドは上向いている。インバウンド需要も堅調に推移していることから、景気の腰折れは避けられよう。

10～12月期は2期連続のマイナス成長

2023年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比-0.1%（7～9月期は同-0.8%）と、国内需要の弱い動きを受けて、2四半期連続のマイナス成長となった（図表1）。

需要項目別にみると、個人消費は同-0.2%と、3四半期連続の減少となった。物価高の影響で財消費が弱い動きとなったことに加えて、サービス消費が7期ぶりに減少した。また、設備投資も機械関連投資が弱含んだことなどから、3期連続の減少となった。一方、輸出は3期連続の増加となった。海外景気の減速を受けて財輸出の増勢は鈍化したものの、堅調なインバウンド需要や知的財産権等使用料の一時的な増加といったサービス輸出の増加が輸出全体を押し上げた。

1月の生産・財輸出が落ち込む

年明け後の企業部門をみると、1月の生産指数は前月比-7.5%と、新型コロナウイルス感染拡大期（2020年5月）以来の大幅な低下となった（4ページ左上図表）。業種別にみると、輸送機械が、品質不正による一部自動車メーカーの工場停止の影響により、同-12.6%と大きく低下した。また、令和6年能登半島地震の影響などにより、汎用・業務用機械（同-12.6%）や電気機械（同-10.6%）など、ほとんどの業種で指数が低下した。

また、1月の実質輸出は前月比-4.6%と、弱い動きとなった（図表2）。仕向け地別にみると、中国向けが同+1.5%と増加した一方で、米国向けが同-11.2%、EU（欧州連合）向けが同-1.6%と減少した。自動車関連や資本財の生産が大幅に落ち込んだ影響を受けて、財輸出も弱い動きになったとみられる。

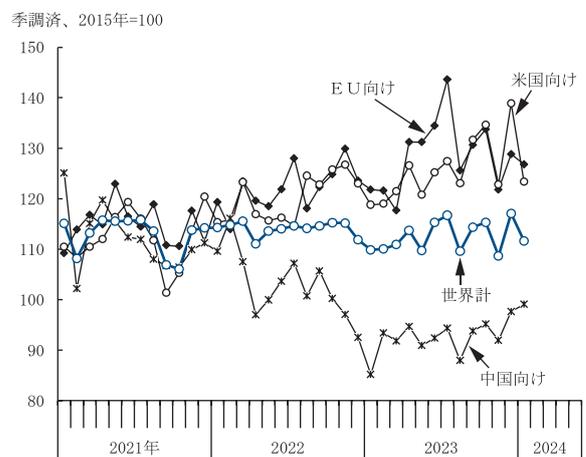
図表1 国内需要の弱さが目立つ

(季節調整済、前期比、%)

	2023年			
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	1.1	1.0	-0.8	-0.1
個人消費	0.8	-0.7	-0.3	-0.2
住宅投資	0.3	1.8	-0.6	-1.0
設備投資	1.6	-1.4	-0.6	-0.1
政府消費	0.1	-0.1	0.3	-0.1
公共投資	2.0	2.2	-1.0	-0.7
輸出	-3.5	3.8	0.9	2.6
輸入	-1.6	-3.6	1.0	1.7

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」

図表2 1月の実質輸出は減少



出所：日本銀行「実質輸出入」

1月も消費は弱含むが、次第に回復へ

家計部門をみると、1月の個人消費は弱い動きとなった。商業動態統計によれば、1月の小売業販売額指数は前月比+0.8%と、2か月ぶりに上昇したものの、前月の落ち込みと比べると回復力は鈍い(図表3)。内訳をみると、一部メーカーの生産停止の影響を受けて自動車小売業が同-2.1%となった。一方で、織物・衣服・身の回り品小売業は同+10.2%と上昇し、飲食料品小売業が同+3.7%となった。

ただし、今後の個人消費には改善の動きが表れると期待される。昨年の消費者物価指数の変動に大きな影響を与えた電気・ガス料金の補助などの政策の影響を受けにくい、消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)をみると、1月は食料品などの物価上昇への寄与が弱まり、前年比+3.5%と低下している(4ページ左下図表)。

こうした物価上昇率の低下に加えて、昨年を上回る賃上げ機運の高まりや株式などの資産価格の上昇により、消費マインドは改善傾向に転じている。消費者のマインドを示す消費者態度指数をみると、昨年9月を底として、5か月連続で上昇している(4ページ右上図表)。消費マインドの改善を受けて、個人消費は次第に回復傾向に転じてくると見込まれる。

インバウンド需要は堅調な動き

一方、インバウンド需要は回復の動きが続いている。日本政府観光局によれば、1月の訪日外客数は268.8万人と、コロナ禍前の2019年同月とほぼ同じ水準となった(図表4)。令和6年能登半島地震の影響が一部で見られたものの、韓国(85.7万人)や台湾(49.2万人)、豪州(10.3万

人)からの訪日外客数が単月では過去最高水準となった。また、中国からの訪日外客数も41.6万人と緩やかに増加した。2月も春節休暇により中国などアジア諸国からの訪日客が増加したとみられることから、インバウンド需要は1~3月期も回復基調が続くだろう。

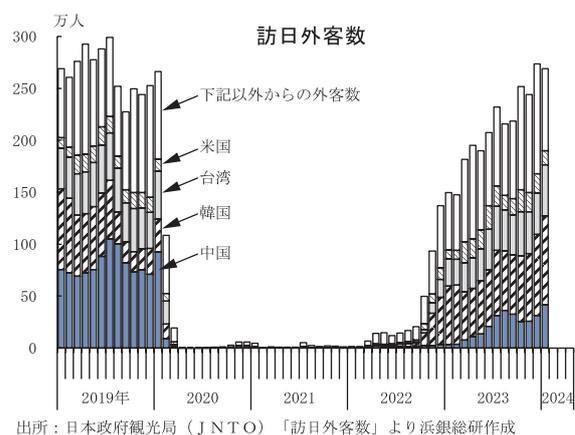
1~3月期は、一部自動車メーカーの工場停止や能登半島地震の影響などにより、生産や財輸出など企業活動が弱い動きとなり、景気には下押し圧力が加わると見込まれる。ただし、消費マインドの改善や堅調なインバウンド需要が支えとなり、景気の腰折れは避けられるだろう。

(2024. 3. 5 調査部 長尾遼也)

図表3 年明け後の消費は回復が鈍い



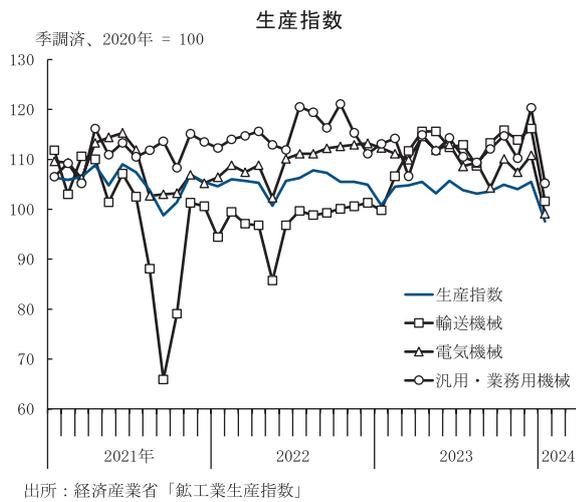
図表4 訪日外客数は堅調な動き



国内経済

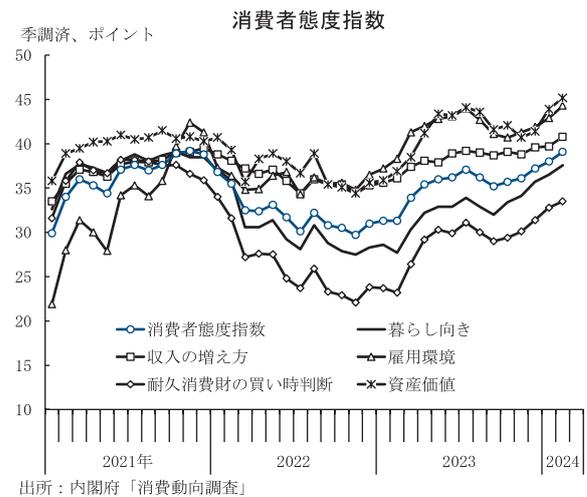
【生産指数】

24年1月の生産指数は前月比-7.5%と大幅に低下した。輸送機械（同-12.6%）、汎用・業務用機械（同-12.6%）、電気機械（同-10.6%）など、ほとんどの業種で指数が低下した。



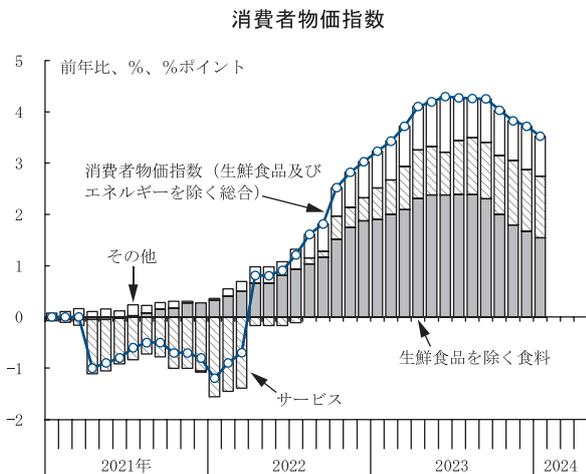
【消費者態度指数】

2月の消費者態度指数は39.1と、前月から1.1ポイント改善した。暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断、資産価値と、すべての項目が改善した。



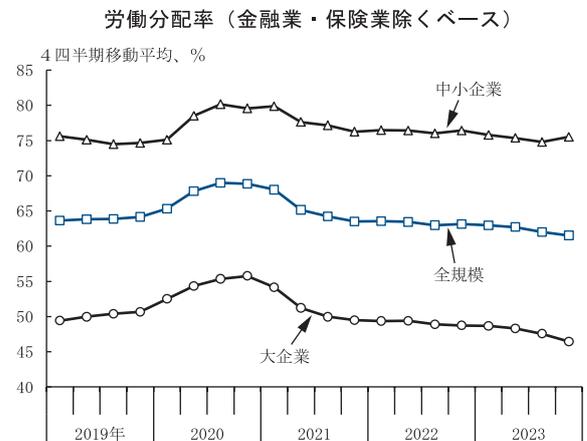
【消費者物価指数】

1月の消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は前年比+3.5%となった。サービスの寄与は高止まりしているものの、食料のプラス寄与が縮小したことなどから、伸びは低下した。



【労働分配率】

2023年10～12月期の労働分配率は全規模・全産業で61.5%となった。企業規模別にみると、大企業（資本金10億円以上）が46.4%となり、中小企業（資本金1億円未満）は75.5%となった。



注：労働分配率は企業の生み出す付加価値に対する人件費の割合。
付加価値は営業利益+減価償却費+人件費で計算。

【トピック】中小企業の持続的な賃上げには収益力の向上が必要に

（今年の賃上げは昨年を上回る可能性）

企業の賃上げ機運が高まっている。労務行政研究所が1月末に公表した「賃上げ等に関するアンケート調査」によると、2024年の賃上げ率見通し（東証プライム上場クラスの一般的な水準を目安）は3.66%となり、昨年の同時期調査（2.75%）を大幅に上回る結果となった^{（注）}。大手企業を中心に企業業績が好調に推移していることや、昨年を上回る賃上げの実施を表明する企業が相次いでいることなどを踏まえると、今年の春季賃上げ率は昨年（民間主要企業、3.6%）を上回る可能性が高まっているといえよう。

注：本調査の回答期間は12月1日～1月15日。2023年は年明け後に企業の賃上げ機運が急速に高まったことから、今年に比べて見通しの数値が低めに表れていた可能性がある。

（中小企業にも広がる賃上げの動き）

こうした賃上げの機運は中小企業にも広がっている。日本商工会議所・東京商工会議所が2月中旬に公表した「中小企業の人手不足、賃金・最低賃金に関する調査」によると、2024年の賃上げ率を『3%以上』とする企業は36.6%となり、23年の33.5%を上回る結果となった（図表）。『3%以上』と回答した企業の割合は宿泊・飲食業（46.3%）や卸売業（37.7%）などで高くなっている。こうした業種では、コロナ禍からの経済活動正常化を受けて業績が改善したことで、高めの賃上げを予定する企業が多くなっているとみられる。

もっとも、中小企業では、業績の回復を伴わない賃上げを実施するケースが多い模様である。同調査で『賃上げを実施予定』とする企業のうち、『防衛的な賃上

げ（業績の改善がみられないが賃上げを実施予定）』と回答した企業は60.3%となり、宿泊・飲食業を除くすべての業種で、半数を超える企業が『防衛的な賃上げ』を行うと回答している。

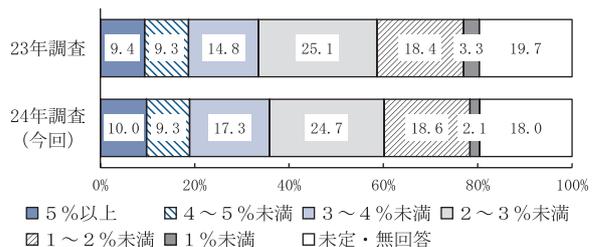
（中小企業の賃上げ余力は乏しい）

日銀短観（2023年12月調査）の雇用人員判断D I（「过剩」-「不足」）をみると、中小企業（▲38）は大企業（▲25）に比べて雇用人員の不足感が強く、人手不足に対応するために賃上げをせざるを得ない状況が深刻になっていると考えられる。

一方、企業が生み出した付加価値に占める人件費の割合を示す労働分配率をみると、大企業に比べて中小企業で人件費の負担が重くなっていることがわかる（4ページ右下図表）。このため、労働力確保のために持続的な賃上げを実施していく余力は、大企業に比べて中小企業では乏しいと考えられる。中小企業が今後も持続的に賃上げを行っていくためには、コスト高の販売価格への適切な価格転嫁を進めることや、設備投資の実施による生産性の向上などを通じて収益力を高めていくことが必要となろう。

（2024. 3. 4 調査部 小泉 司）

図表 中小でも3%以上の賃上げ企業が増加
（中小企業の賃上げ率の見通し）

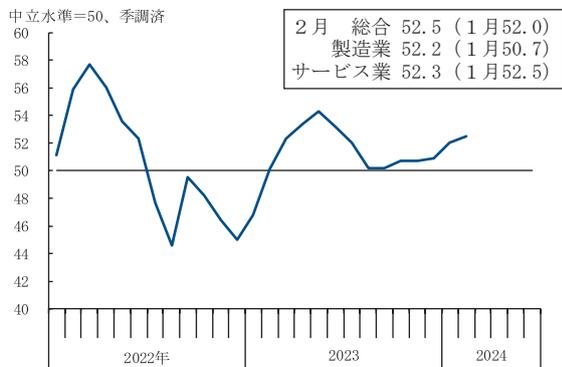


出所：日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の人手不足、賃金・最低賃金に関する調査」

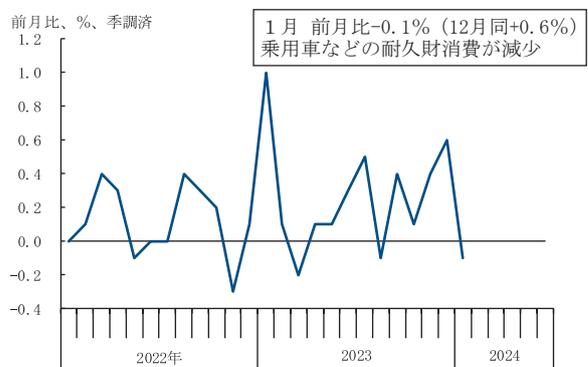
米国経済：景気の回復が続く中で、一部に弱い動きも

- ・米国の2024年2月の総合PMI（購買担当者景気指数）は52.5と、1月の52.0を上回った。企業の景況感は景気の回復が続いていることを示唆している。ただ、個々の経済指標を見ると、一部には弱い動きが表れている。
- ・1月の実質個人消費は前月比-0.1%と減少に転じた。乗用車などの耐久財消費が減少した。同月の鉱工業生産指数は製造業が同-0.5%と低下したことなどを受けて、全体の指数が同-0.1%となった。また設備投資の先行指標であるコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）は、前月比横ばいとなった。一方、住宅ローン金利が昨年秋の最高値から低下したことが追い風となり、1月の中古住宅販売や新築住宅販売は増加した。
- ・1月のコア個人消費支出物価指数は前年比+2.8%と前月の同+2.9%を下回ったものの、前月比では+0.4%と大幅に上昇した。物価指標の上振れを受け、2月は長期金利が幾分上昇した。一方、共和党の大統領有力候補であるトランプ氏は、輸入関税の引き上げやバイデン政権の環境政策の撤回などを主張している。当面の景気の懸念材料としては、利下げ開始時期の後ろ倒しによる金利の高止まりと、近い将来の経済政策の不透明感の強まりが指摘できよう。

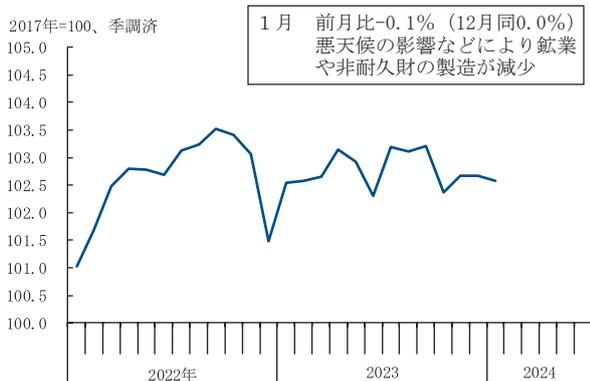
総合PMI（購買担当者景気指数）



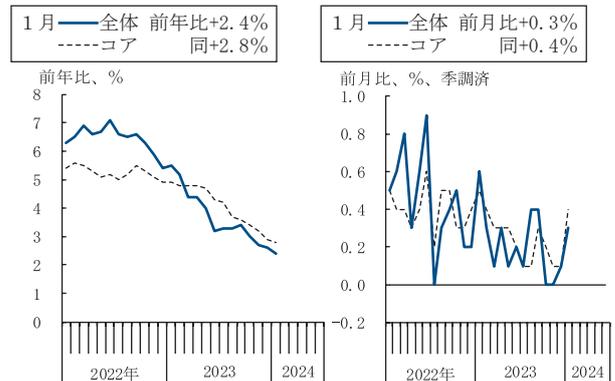
実質個人消費（月次ベース）



鉱工業生産指数



個人消費支出物価指数



注：個人消費支出物価指数は、個人消費支出の名目値を実質値で割って算出される物価指数、コア指数は食品とエネルギーを除いたもの。

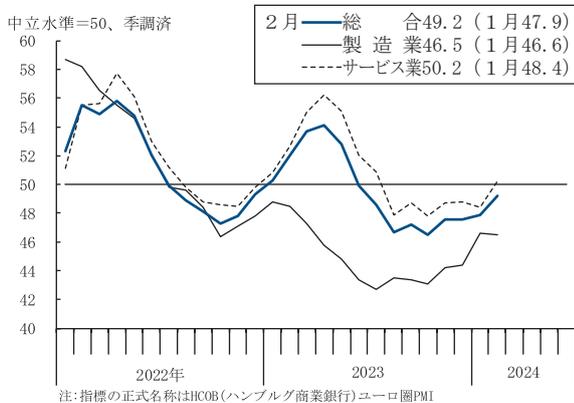
出所：S&Pグローバル、米商務省、FRB

(2024. 3. 5 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済：弱まる景気の減速感、賃金上昇にピークアウトの兆し

- ・ユーロ圏の2024年2月の総合PMIは49.2と、1月の47.9を上回った。製造業の低迷が続いているものの、サービス業は50.2と7か月ぶりに好不調の節目となる50を上回り、景気の減速感は弱まりつつある。暖冬により天然ガスの価格が下落したことなどが景況感の改善に寄与したとみられる。
- ・2023年12月の経済指標は景気の下げ止まりを示唆するものが多い。鉱工業生産指数は前月比+2.6%と2か月連続で上昇し、建設支出指数も同+0.8%と3か月ぶりに上昇に転じた。エネルギー価格の低下による輸入の減少などを背景に、12月の経常収支黒字は319億ユーロと、6か月ぶりの水準に拡大した。一方、12月の小売売上高は主要品目が全て落ち込み、前月比-1.1%となった。
- ・2024年2月の消費者物価指数は前年比+2.6%、コア消費者物価も同+3.1%と前月から低下したものの、市場の事前予想を幾分上回った。2023年10～12月期の団体協約賃金の前年比上昇率が+4.5%と前期を下回り、賃上げの勢いはピークアウトする兆しがみられる。ただし、賃金上昇率の水準はかなり高い。足元では中東情勢の緊迫による物流コストの上昇圧力も生じており、当面、欧州中央銀行は利下げに対して慎重な姿勢を維持することが予想される。

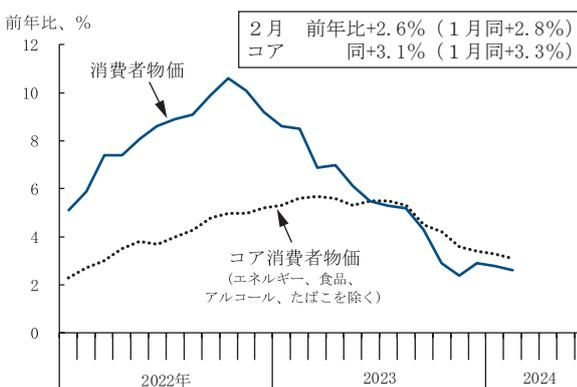
総合PMI（購買担当者景気指数）



経常収支



消費者物価指数



団体協約賃金（妥結賃金）



出所：S & P グローバル、欧州委員会統計局、欧州中央銀行

(2024. 3. 5 調査部 金子 修)

中国経済：不動産市場の回復支援の強化などから2024年は5%成長へ

要約

- 中国経済を展望すると、2024年は個人消費が減速するものの、公共インフラ投資や民間不動産企業への支援強化などを背景に固定資産投資などが持ち直し、成長率が徐々に高まるだろう。続く2025年は個人消費が底堅く推移する一方で、景気対策の縮小で公共インフラ投資が減速するため、成長率は緩やかに鈍化するだろう。

景気回復の足取りは鈍い

中国の2023年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.0%と減速した。需要項目の動向をみると、ASEAN向けを中心に通関輸出が増加したものの、不動産価格の下落などに伴う逆資産効果^(注)により個人消費は減速し、不動産関連投資の低迷により固定資産投資も小幅な増加にとどまった。

直近の経済指標をみると、2024年1月の主要70都市の平均新築住宅販売価格は前月比-0.37%と8か月連続で下落した（図表1）。また、企業の景況感を表す総合PMI産出指数は2月に50.9と横ばいの動きになっている（図表2）。

不動産支援などの景気対策を一段と強化

こうした状況下、習体制は景気支援策を一段と強化している。2023年12月に開かれた「中央経済工作会議」では、2024年の経済運営において経済成長を最重要視する方針が示され、重点施策として個人消費やインフラ投資といった国内需要の拡大を図ることや、不動産市場の悪化を防ぐことなどが掲げられた。

実際に、2023年末以降、上海などの都市では低所得者向けの住宅建設やスラム地域の再開発事業などが強化されている。また、2024年に入って湖北省や江蘇省などの地方政府は高速鉄道などの建設プロジェクトに積極的に取り組んでいる。こ

れと同時に、習体制は預金準備率の引き下げや利下げといった金融緩和措置による経済対策も強化している。

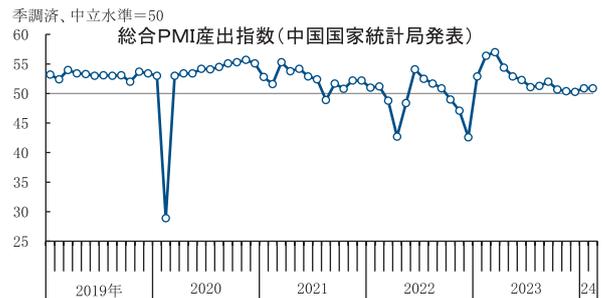
さらに、民間不動産企業への資金支援も強化している。2024年1月以降、各地方政府は融資対象として適格な不動産開発プロジェクトを認定し、銀行に融資を要請している。2月20日時点で、5千件超のプロジェクトが認定され、銀行の融資も始まっている（図表3）。今後、資金不足により延期されていた不動産開発プロジェクトが順次再開すると期待される。

図表1 住宅価格は8か月連続で下落



出所：中国国家統計局、Bloomberg

図表2 企業の景況感は横ばい



注：総合PMI産出指数は全業種（製造業と非製造業）の産出変化の状況を表す指標で、製造業PMIの「生産」指数と非製造業PMIで構成される。PMIは購買担当者景気指数。出所：中国国家統計局

2024年の実質GDP成長率を+5.0%、
2025年を+4.8%と予測

こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2024年末に向けて、景気は徐々に持ち直していくと見込まれる（図表4）。まず、固定資産投資については、公共インフラ投資が、習体制による財政出動の強化を背景に一段と増加する見込みである。一方、不動産投資に関しては、年末に向けて減少幅が縮小しよう。低所得者向けの住宅建設の推進などにより不動産企業の収益が改善するほか、銀行融資の拡大などにより、不動産企業の経営不安も徐々に和らぐと見込まれる。こうした中で住宅購入者の心理が次第に改善することに加え、投資目的の住宅購入制限の緩和や、住宅ローン金利の引き下げなどの住宅購入支援策の推進により、年後半には大都市などで住宅販売に底入れの動きが表れ、その後はこうした動きが全国に広がろう。こうした住宅販売の持ち直しなどを受けて、不動産投資も次第に上向くことになろう。次に、輸出については、生産拠点の海外移転を背景に衣料品などの低付加価値製品の輸出が縮小する一方で、新エネルギー車（NEV）などの高付加価値製品の輸出増が輸出を底上げしていこう。また、年後半には欧米先進国の景気が持ち直し、輸出の回復を後押しする見込みである。一方、個人消費は緩やかに減速しよう。固定資産投資や輸出の持ち直しにより企業業績が回復し、雇用・所得情勢が緩やかに改善するものの、住宅価格の低迷などに伴う逆資産効果が個人消費回復の重荷となる見込みである。

続く2025年については、景気回復の動きが緩やかになると見込まれる。まず、

固定資産投資は増勢が鈍化する見込みである。住宅販売の持ち直しを背景に不動産投資が緩やかに改善するものの、財政出動の縮小に伴って公共インフラ投資が減速するとみられる。次に、輸出は増加基調で推移しよう。世界景気の回復が輸出全体を下支えすると予想される。一方、個人消費は底堅く推移しよう。不動産市場の回復などを背景として企業業績が持ち直し、雇用・所得情勢が改善することが個人消費を下支えする見込みである。また、住宅販売の持ち直しにつれて住宅価格が上昇傾向に転じるため、逆資産効果も減退すると考えられる。

以上より、2024年の実質GDP成長率を+5.0%、2025年を+4.8%と予測した。

注：株式や不動産の価格下落などにより、家計が保有する資産の価値が目減りし、それにより家計が消費活動を控えること。

（2024. 3. 4 調査部 白 鳳翔）

図表3 融資適格対象PJの認定と融資要請

背景	民間不動産企業を中心に、資金不足により多くの不動産開発プロジェクト（PJ）が延期されている。
実施内容	各地方政府は融資対象として適格な不動産開発PJを認定し、銀行に融資を要請する。
進捗状況 （2月20日時点）	214都市の5,349件のPJが認定された。そのうち、162件（計294億元=約6,164億円）が銀行から融資を受けた。

出所：中国住宅都市農村建設部資料などより浜銀総研作成

図表4 2024年は5%成長の見込み



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、当面一進一退で推移した後、4～6月期には円高・ドル安基調に転じると見込む。日銀は3月か4月の金融政策決定会合でマイナス金利の解除を行うとみられ、またFRBも6月のFOMCで利下げに踏み切る可能性がある。いずれ日米金利差の縮小により、円買い・ドル売り圧力が高まると予想する。

2月の動き

対ドル円レートは円安・ドル高が進展。上旬に発表された1月の米雇用統計が市場予想を上回る雇用や賃金の伸びを示したことや、中旬に発表された1月の米消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回ったことなどから、FRB（米連邦準備理事会）による早期利下げ観測が後退し、円売り・ドル買いが膨らんだ。また下旬には、21日に公表されたFOMC（公開市場委員会）の議事要旨（1月30日～31日開催分）で、利下げに慎重な姿勢が示されたことなどから米長期金利が上昇し、日米金利差の拡大などが意識されて、円売り・ドル買いが優勢となった。

対ユーロ円レートは大幅な円安・ユーロ高が進展。対ドルでの大幅な円安進行を受けて、対ユーロでも円安となった。また20日に公表された2023年12月のユーロ圏経常収支の黒字額が前の月から拡大したことも、ユーロ買いを促した。

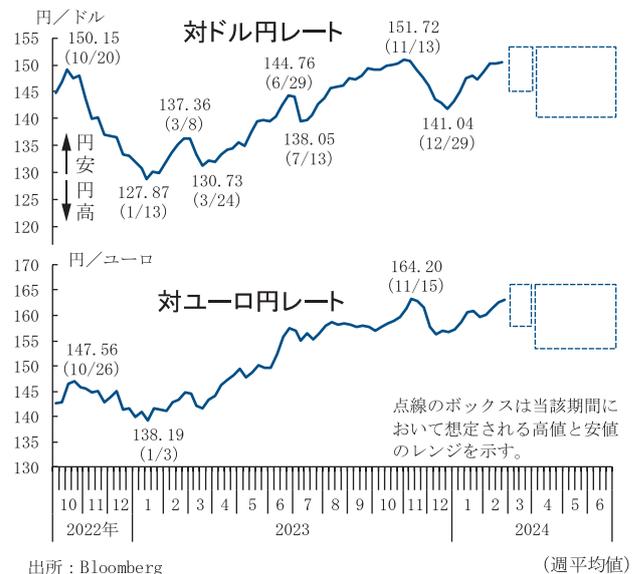
注目点：市場の米利下げの織り込み度合い

最近の円安・ドル高進行の背景には、米国の長期金利上昇に伴う日米金利差の拡大がある。そして、その米長期金利の上昇をもたらした主因は、FRBによる早期利下げ観測の後退である。元々、FRBが23年12月のFOMC後に発表したFOMC参加者の政策金利（FF金利）見通しでは、24年中の利下げ幅は0.75%（0.25%の利下げ3回分）が想定されていた。その一方で、FF金利の先物市場

為替レートの予想レンジ

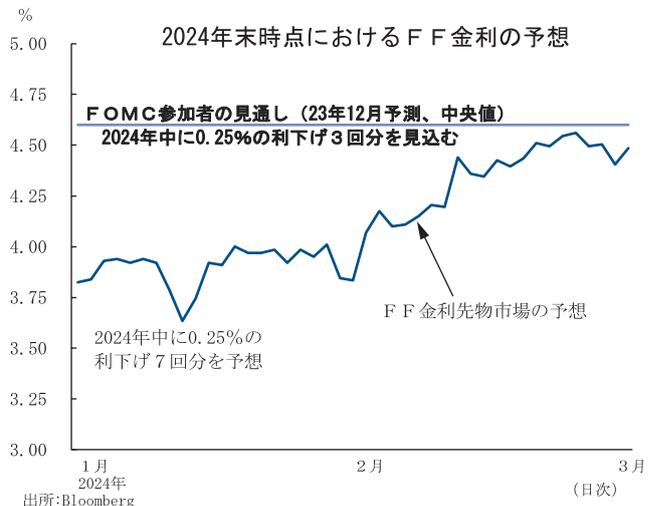
	2023年		2024年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	144.60	147.74	145～153	140～153
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	157.26	159.03	158～166	153～166

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

(日次)

では、年明け後に年内0.25%の利下げを6～7回程度織り込む動きが続いていた（前ページ図表）。しかし2月に入ると、堅調な米経済指標などをを受けてFRBによる早期利下げ観測が急速に後退し、足元ではFOMC参加者の見通しにかなり近づいている。こうした状況下、次回のFOMC（3月19日～20日）後に公表される、FOMC参加者の新たな政策金利の見通しが注目される。24年中に見込まれる利下げ幅が23年12月予測に比べて縮小すれば、FRBの金利見通しと金利先物市場の予想に再び大きな乖離が生じ、市場がその乖離を修正する過程で米長期金利が上昇する可能性がある。一方、前回12月予測と同じ0.75%となれば、FRBの金利見通しと金利先物市場の予想との乖離は小さく、米利下げ観測の修正によって米長期金利が一段と上昇する可能性は低い。米長期金利の上昇が止まれば、ドルの上値も重くなる。

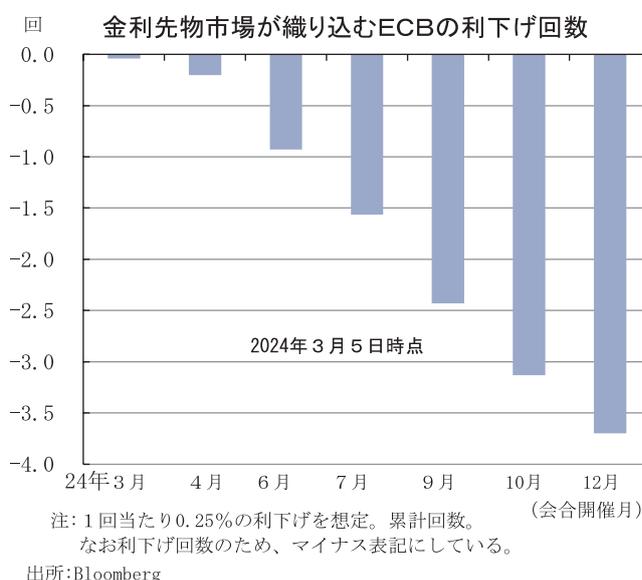
向こう3か月程度の見通し

対ドル円レートは、当面一進一退で推移した後、4～6月期には円高・ドル安基調に転じると見込む。上記のように、米国の早期利下げ観測は大幅に後退しており、足元で市場の見方はFRBの見通しにかなり近づいている。3月20日のFOMC後に公表されるFOMC参加者の政策金利見通しにおいて、24年中の利下げ幅が23年12月予測と同じ0.75%となれば、米長期金利の上昇余地は限定的となり、ドルの上値も限られよう。日銀は3月もしくは4月の金融政策決定会合でマイナス金利の解除を行うとみられ、またFRBも6月のFOMCで利下げに踏み切る可能性がある。いずれ日銀による金融政策の正常化やFRBの利下げに伴う日米金利差の縮小により、円買い・ドル

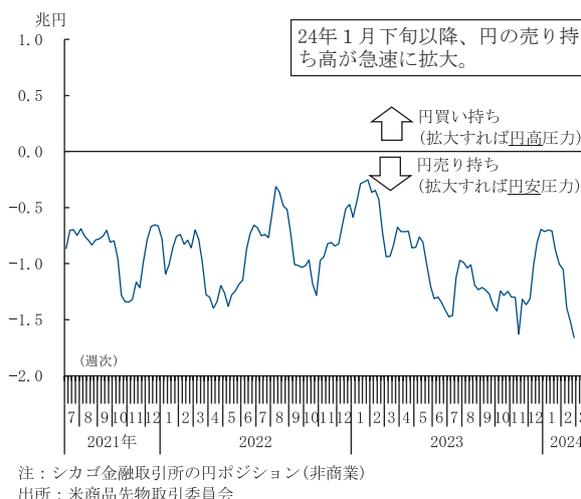
売り圧力が高まると予想される。

対ユーロ円レートも、先行き円強含みでのみみ合いを見込む。日銀による早期のマイナス金利解除の思惑に加えて、ユーロ圏景気の低迷などを受けたECB（欧州中央銀行）の利下げ観測などを背景に、春以降は円買い・ユーロ売り圧力が高まりやすいと予想される。

（2024. 3. 5 調査部 北田英治）



投机筋の円先物ポジション



要 約

- ・日銀の内田副総裁は2月の講演で、仮にマイナス金利を解除しても、その後当面は緩和的な金融環境を維持する意向を示した。先行き日銀のマイナス金利解除が意識されて長期金利には上昇圧力がかかりやすいものの、しばらくは日銀の緩和的な金融政策が続くとの見方が根強いいため、長期金利の急上昇は避けられよう。

2月の動き

日本の長期金利は一進一退。米長期金利の上昇が国内金利の上昇圧力となった。その一方、景気指標の悪化を受けて日銀の早期の政策修正観測が後退する場面では、債券が買われて長期金利が低下した。

注目点：内田日銀副総裁の講演内容

日銀の内田副総裁が2月8日に講演を行い、マイナス金利解除後の金融政策の姿が少し見えてきた。副総裁は、政策の修正は今後の経済・物価情勢次第とした上で、①マイナス金利が解除された場合には、新たな政策金利の水準が無担保コールレートで0～0.1%になる可能性があることや、②マイナス金利の解除後に「どんどん利上げをしていくようなパス（道筋）は考えにくい」との見通しを示し、金融緩和の維持を強調した(右表)。将来の政策金利の水準予想を反映するOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利をみると、足元で1年物が0.14%程度、2年物が0.26%程度で推移している。市場は2025年度中に0.25%の追加利上げを予想していることになる。

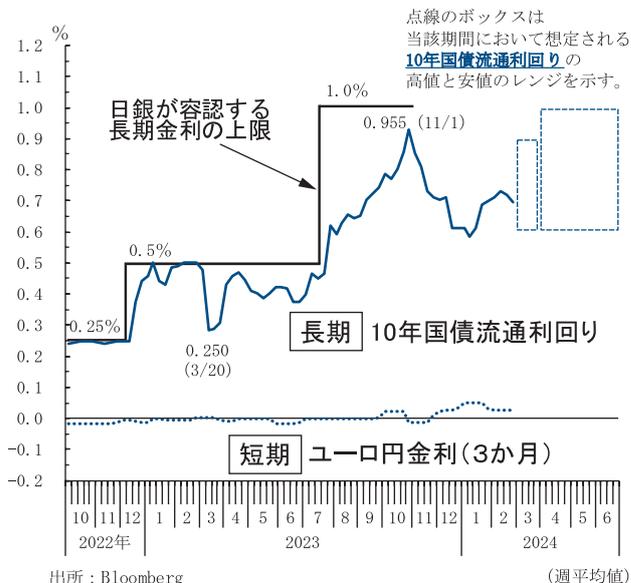
向こう3か月程度の見通し

長期金利は強含みもみ合いを見込む。日銀の政策修正観測を受けて長期金利には上昇圧力がかかりやすい。ただ、日銀は当面緩和的な金融環境を続けるとの見方が根強く、長期金利の急上昇は避けられよう。（2024. 3. 5 調査部 北田英治）

国内金利の予想レンジ

	2023年		2024年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
ユーロ円金利3か月 (TIBOR、%)	0.00	0.01	-0.1～0.3	-0.1～0.3
10年国債流通利回り (%)	0.60	0.76	0.60～ 0.90	0.60～ 1.00

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)

内田日銀副総裁の講演内容（2024年2月）の抜粋

マイナス金利の導入前には、日本銀行の当座預金取引先の超過準備に0.1%の金利を付利し、取引先でない金融機関との裁定取引が行われる結果、短期金融市場では、無担保コールレートが0～0.1%の範囲で推移していました。仮にこの状態に戻すとすれば、現在の無担保コールレートは-0.1～0%です。0.1%の利上げということになります。

今後の経済・物価情勢次第ということになりますが、先ほどご説明した見通しを前提にすれば、仮にマイナス金利を解除しても、その後どんどん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになると思います。

(イールドカーブ・コントロール)を見直すのであれば、(中略) その前後で不連続な形で、(国債の)買入れ額が大きく変わったり、金利が急激に上昇するといったことがないよう、丁寧に対応したいと思います。

出所：日銀資料より浜銀総研作成

要 約

- ・米国株は強含みもみ合いか。人工知能（A I）関連の需要が拡大するとの期待や、F R Bが24年半ばには利下げに踏み切るとの観測が株価の支援材料となろう。
- ・日本株は強含みもみ合いか。米国株が堅調に推移していることや、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待などが日本株の押し上げ要因となろう。

2月の動き

米国の株式相場は月間ベースで上昇。米長期金利の上昇が株価の重荷となる場面はあったものの、米経済がソフトランディング（軟着陸）に向かうとの期待が株式相場を押し上げた。下旬には米半導体大手エヌビディアの好決算を受けて、ハイテク株を中心に買いが広がった。

日本の株式相場は月間ベースで大幅に上昇。外為市場の円安進行や、米ハイテク株高などが日本株の支援材料となった。下旬には日経平均株価が34年2か月ぶりに過去最高値を更新した。

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。人工知能（A I）関連の需要が拡大するとの期待が、引き続き株式相場の追い風になると予想される。また、F R B（米連邦準備理事会）が24年半ばには利下げに踏み切るとの観測も、株価の支援材料となろう。

(日本株価)

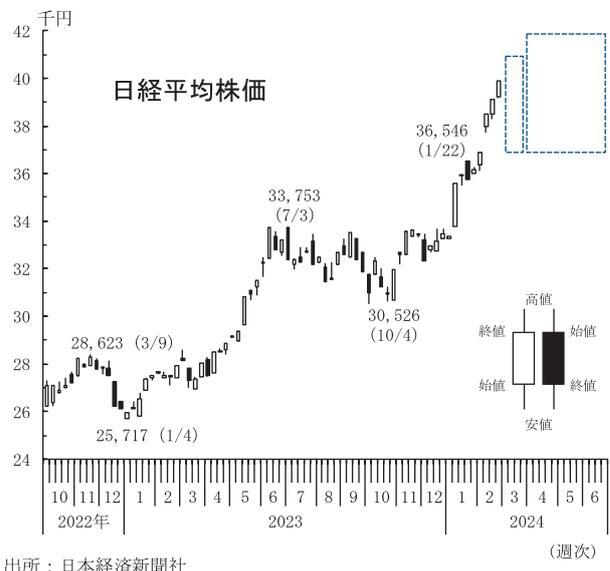
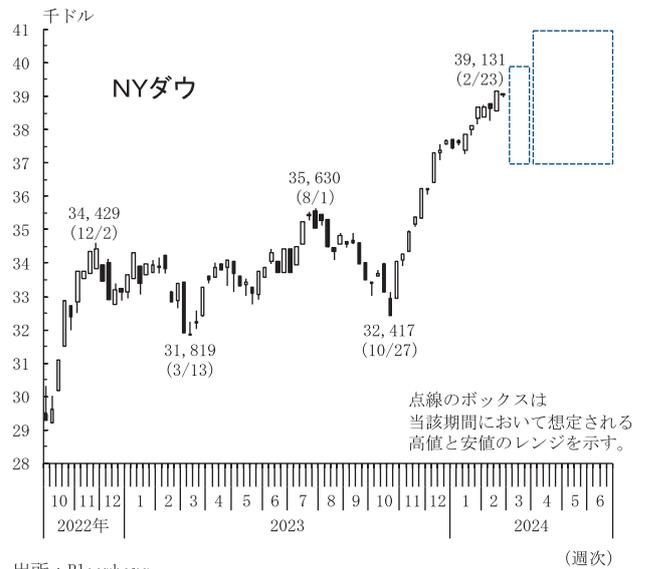
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。米株式相場がハイテク株を中心に堅調に推移していることが日本株の支援材料となろう。また、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待があることなどが、日本株の押し上げ要因になると考えられる。

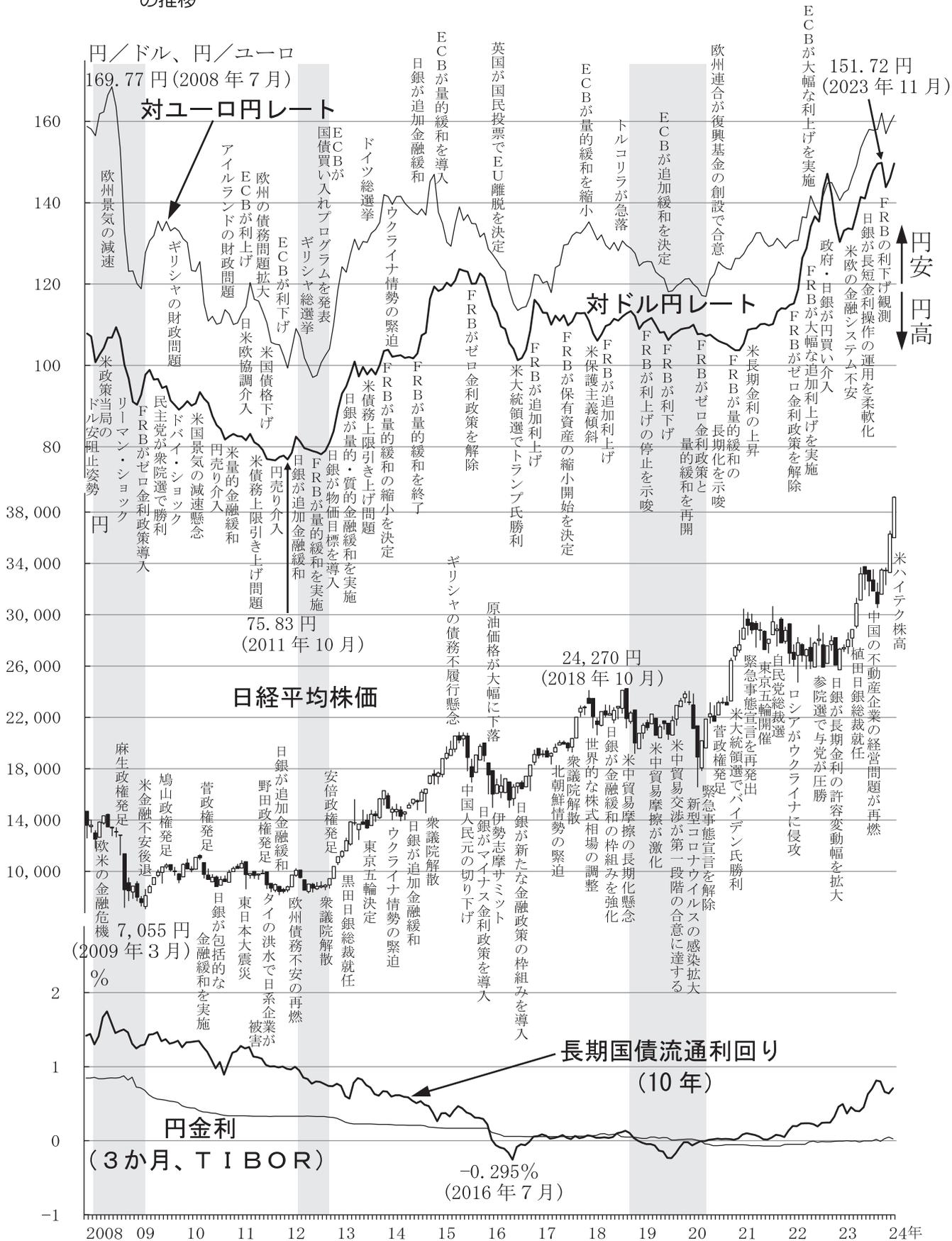
(2024. 3. 5 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2023年		2024年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
NYダウ工業株30種 (ドル)	34,659	34,991	37,000～ 40,000	37,000～ 41,000
日経平均株価 (円)	32,529	32,486	37,000～ 41,000	37,000～ 42,000

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



金融市場データ

2024年3月5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 7～9月	144.60	157.26	0.60	3.59	32,529	34,659
10～12月	147.74	159.03	0.76	4.14	32,486	34,991
2024年 1～3月 (予想)	145～153	158～166	0.60～0.90	3.80～4.40	37,000～ 41,000	37,000～ 40,000
4～6月 (予想)	140～153	153～166	0.60～1.00	3.60～4.20	37,000～ 42,000	37,000～ 41,000
2023年 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
9月	147.89	157.82	0.70	4.36	32,726	34,319
10月	149.60	158.04	0.81	4.80	31,381	33,319
11月	149.81	162.04	0.80	4.49	32,960	34,705
12月	143.80	156.99	0.66	4.01	33,118	36,948
2024年 1月	146.05	159.47	0.64	4.03	35,452	37,764
2月	149.64	161.50	0.71	4.21	37,785	38,721

昨年来高値	127.87 (2023/1/13)	138.19 (2023/1/3)	0.955 (2023/11/1)	4.99 (2023/10/19)	40,109 (2024/3/4)	39,131 (2024/2/23)
昨年来安値	151.72 (2023/11/13)	164.20 (2023/11/15)	0.250 (2023/3/20)	3.31 (2023/4/5)	25,717 (2023/1/4)	31,819 (2023/3/13)

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、銀行窓口にも。 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、企業経営などに関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。