

はまぎん

## 金融・経済レポート

## 目次

<b>景気動向</b>	<b>日本経済</b> ● 7～9月期はマイナス成長も10～12月期は持ち直しへ …… 2 【トピック】政府の物価高対策は24年度前半までの個人消費を下支え …… 5
	<b>米国経済</b> ● インフレが減速する一方、雇用情勢に悪化の兆し …… 6
	<b>ユーロ圏経済</b> ● 景気の低迷が続く中で、インフレは大幅に減速 …… 7
	<b>中国経済</b> ● 景気対策の強化などにより2024年も5%超の成長が継続 …… 8
<b>金融情勢</b>	◆ <b>為替レート</b> …… 10 対ドル円レートはドル弱含みでのみみ合いを見込む。FRB（米連邦準備理事会）の利上げ局面が終了したとの見方や先行きの利下げが意識される中で、ドル売り圧力が高まりやすいとみられる。ただ、FRBが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されることなどから、円高・ドル安の進行スピードは緩やかになると見込まれる。
	◆ <b>米国金利</b> …… 12 米長期金利は先行き弱含みもみみ合いを見込む。FRBの今後の利下げが意識される中で、長期金利には低下圧力が掛かりやすい。投機筋の債券先物売りポジションの調整（債券の買戻し）にも要注意。ただ、FRBが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されるため、長期金利の下落ペースは緩やかとなろう。
	◆ <b>株 価</b> …… 13 米国の株式相場は強含みもみみ合いを見込む。FRBの利上げ終了観測などを受けて米長期金利が低下傾向にあることが、引き続き株式相場の押し上げ要因となろう。ただ、先行き米国景気が減速すると見込まれるため、株価の上昇ペースは緩やかになると予想される。
	◆ <b>金融マーケットの推移</b> …… 14
<b>金融市場データ</b>	…… 16



日本経済：7～9月期はマイナス成長も10～12月期は持ち直しへ

要 約

23年7～9月期の実質GDPは財消費や設備投資の減少などにより3期ぶりのマイナス成長になった。ただ、企業業績が堅調に推移する中、今後の設備投資は増加に転じる可能性が高い。また年末に向けてサービス消費の増加が続き、訪日外客数の増加も見込まれることなどから、10～12月期は小幅なプラス成長に転じよう。

7～9月期の実質GDPはマイナス成長

2023年7～9月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比-0.5%と、3四半期ぶりのマイナス成長になった（図表1）。需要項目別にみると、個人消費が同-0.04%と、小幅ながら減少した。夏場のレジャー消費の回復などによりサービス消費は増加が続いたものの、物価高の影響などから財消費が弱い動きとなった。また、設備投資も同-0.6%と減少が続いた。投資コストの上昇などを背景に、機械投資や建設投資が弱含んだ模様である。一方、輸出は同+0.5%と増勢が鈍化した。中国などアジア向けの財輸出が伸び悩んだほか、インバウンド（訪日外国人）需要の増加一服によりサービス輸出が減少した。

7～9月期の企業業績は高水準を維持

他方、7～9月期の企業業績を財務省

の「法人企業統計調査」でみると、経常利益（全規模・全産業、金融保険業を除く）は前期比+0.8%と、3期連続の増益となった（図表2）。製造業、非製造業別には、製造業が同+4.9%と3期連続の増益になる一方、非製造業が同-1.3%と4期ぶりの減益となった。半導体など部品の供給制約緩和を受けた自動車生産の回復に加えて、円安の進行が輸送用機械など製造業の業績を押し上げたとみられる。一方、非製造業ではレジャーや外食などのサービス消費の回復が売上を押し上げたものの、人件費などのコスト高が収益を圧迫し、減益に転じた模様である。ただ、減益幅は小幅であり、経常利益の水準は高い。

このように企業業績が高水準で推移する中で、設備投資にも持ち直しの兆しが

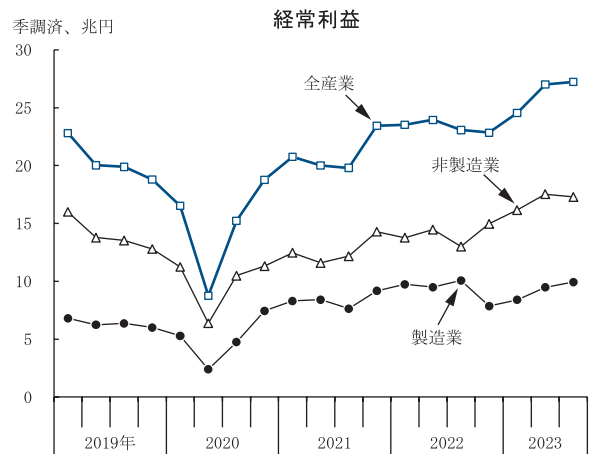
図表1 実質GDPは3期ぶりの減少

(季節調整済、前期比、%)

	2022年	2023年		
	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	-0.1	0.9	1.1	-0.5
個人消費	0.2	0.7	-0.9	-0.0
住宅投資	1.0	0.5	1.8	-0.1
設備投資	-0.9	1.7	-1.0	-0.6
政府消費	0.1	0.1	0.0	0.3
公共投資	0.0	1.4	0.3	-0.5
輸 出	1.5	-3.5	3.9	0.5
輸 入	0.2	-2.1	-3.8	1.0

注：網掛け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 経常利益は高水準を維持



注：金融業・保険業を除く全規模ベース。  
出所：財務省「法人企業統計調査」

みられる。機械投資の先行指標とされる機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみると、7～9月期は前期比-1.8%と2期連続で減少したものの、10～12月期の見通しは同+0.5%と増加が見込まれている（4ページ左下図表）。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）も7～9月期に同+0.8%と底堅く推移した。デジタル化関連のソフトウェア投資などが堅調に推移する中で、建設投資などに下げ止まりの動きが表れていることから、10～12月期の設備投資は増加に転じるとみられる。

### 電子部品・デバイスの在庫調整が進展

企業の生産活動にも回復の兆しがみられる。10月の鉱工業生産指数は前月比+1.0%と、2か月連続で上昇した。業種別では、電子部品・デバイスが上昇したほか、自動車を含む輸送機械などが上昇した。なお、電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス（出荷-在庫、前年比）をみると、23年9月から2か月連続でプラスになるなど、足元では改善に向かっている（図表3）。世界的な半導体市場低迷の

影響を受けて、在庫が積み上がる局面が続いていたものの、足元では在庫の調整圧力が弱まりつつあるといえよう。

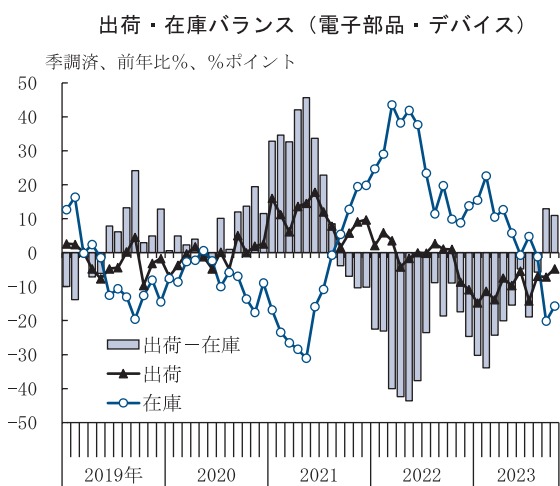
### インバウンド需要は再び回復へ

また、7～9月期に減少したサービス輸出は、再び増加する公算が大きい。日本政府観光局によると、10月の訪日外客数は251.7万人と夏場に比べて大幅に増加し、2019年同月（249.7万人）を上回った（図表4）。為替レートがコロナ禍前と比べて大幅な円安水準となっていることなどが追い風となり、10～12月期のインバウンド需要は増加に転じるだろう。

10～12月期も、物価高による個人消費の下押しが懸念されるものの、経済活動の正常化が進展する中で忘年会の再開などもあり、サービス関連消費は増加すると予想される。非課税世帯への給付金なども下支えし（5ページ参照）、個人消費は緩やかに回復するだろう。同期の日本経済は、内需やインバウンド需要に支えられて、小幅なプラス成長に転じると見込まれる。

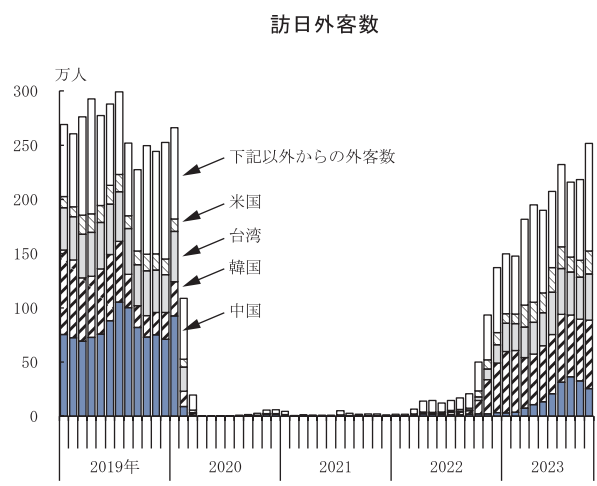
（2023. 12. 4 調査部 菊池祥平）

図表3 出荷・在庫バランスが改善



出所：経済産業省「鉱工業指数」より浜銀総研作成

図表4 訪日外客数は2019年を上回る



出所：日本政府観光局（JNTO）「訪日外客数」より浜銀総研作成

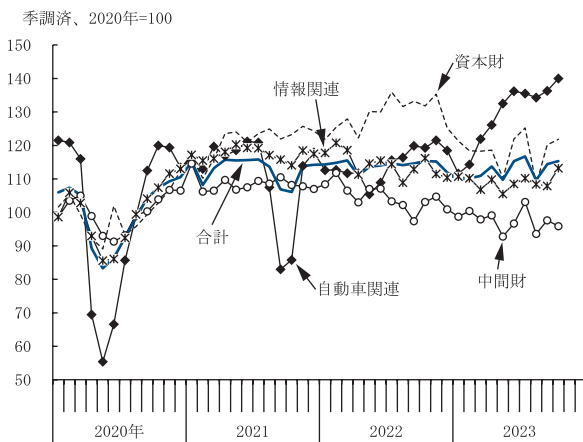


## 国内経済

### 【実質輸出】

10月の実質輸出は前月比+0.8%の上昇。財別にみると、半導体等を含む情報関連財が同+4.9%と3か月ぶりに増加したほか、自動車関連財は同+2.7%、資本財が同+1.3%となった。

実質輸出

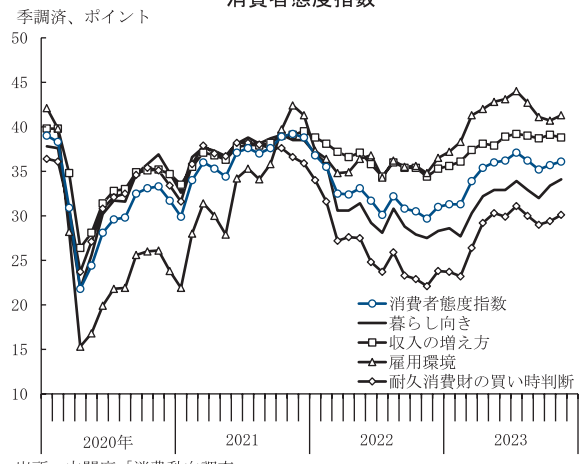


出所：日本銀行「実質輸出入」

### 【消費者態度指数】

11月の消費者態度指数は36.1と、前月から0.4ポイント改善した。内訳をみると、収入の増え方は悪化したものの、暮らし向きや雇用環境、耐久消費財の買い時判断が改善した。

消費者態度指数

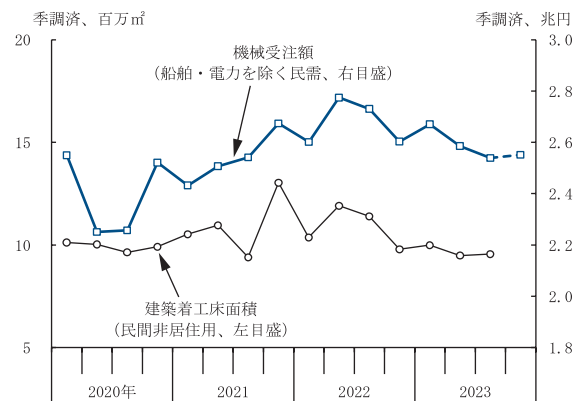


出所：内閣府「消費動向調査」

### 【機械受注額・建築着工床面積】

7～9月期の機械受注額（船舶・電力を除く民需）は前期比-1.8%と2期連続で減少したものの、先行きは増加の見通し。7～9月期の建築着工床面積（民間非居住用）は、同+0.8%と底堅く推移した。

機械受注額・建築着工床面積



注：機械受注額の2023年10～12月期は見通しの数値。

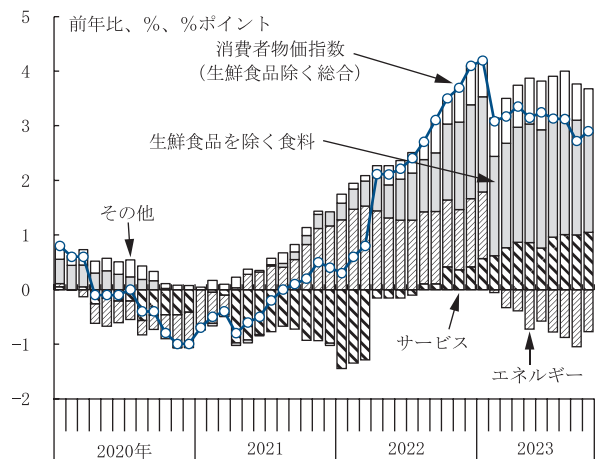
建築着工床面積は当社で季節調整を施した。

出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

### 【消費者物価指数】

10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.9%となった。電気・ガス料金の支援縮小でエネルギーのマイナス幅が縮小したことや、サービスのプラス幅の拡大により、伸びが上昇した。

消費者物価指数



出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

【トピック】政府の物価高対策は24年度前半までの個人消費を下支え

（経済対策は物価高対策に焦点）

11月2日、政府は「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を閣議決定した(図表)。今回の経済対策では、「物価高対策」に焦点が当てられている。足元の物価高により景気が腰折れすることを防ぎ、「賃金と物価の好循環」を実現しようとする政府の意図が表れているといえよう。

（物価高対策が個人消費を下支え）

この「物価高対策」の柱は、①非課税世帯への給付金、②所得税・住民税の定額減税、③電気・ガス・燃料油料金の激変緩和措置の延長である。以下では、これらの対策の内容と効果を確認する。

まず、非課税世帯への給付金には、約1.5兆円の前算が充てられた（世帯人数が多い世帯への追加給付分等を含む）。この対策により、年末から年明けにかけて、非課税世帯1世帯あたり7万円が給付される。ただ、この給付金の経済効果は、2023年度下期の個人消費を0.2%程度押し上げるにとどまると試算される。厚生労働省「令和4年国民生活基礎調査」によれば、非課税世帯は全世帯の24.2%（1,314万世帯）で、そのうち74.7%は65歳以上の高齢者世帯である。給与所得のない高齢者世帯では、物価高の影響で生活防衛意識が高まっていると考えられる。このため今回の給付金は消費よりも貯蓄されるケースが多くなるだろう。

次に、所得税・住民税の定額減税は3.5兆円程度の規模で行われる。政府は来年6月に、1人当たり4万円（所得税3万円、住民税1万円）の定額減税を行う。納税者本人とその扶養家族が対象となり、約9,000万人が減税対象者になる見通

しである。働く世代は支出額も多い傾向があることから、消費性向は相応に高くなると見込んだ。この定額減税の効果で24年度上期の個人消費は0.4%程度押し上げられるだろう。

最後に、今年末で期限を迎える予定になっていた電気・ガス料金と燃料油料金の激変緩和措置が、24年4月末まで延長されることになった。これらの措置により、これまでの消費者物価指数は約1%ポイント程度押し下げられてきた。激変緩和措置が延長されたことで、引き続き家計の負担は軽減されることとなり、個人消費を支えていくことになろう。

今回の「物価高対策」は、主に来年度前半までの個人消費を支えていく見通しである。その後の個人消費の動向は、来年度の所得の動向、すなわち来年度も今年並みの高い水準の賃上げが実現するかがカギを握ることになろう。

(2023. 12. 4 調査部 長尾遼也)

図表 経済対策の内容と規模  
「デフレ完全脱却のための総合経済対策」

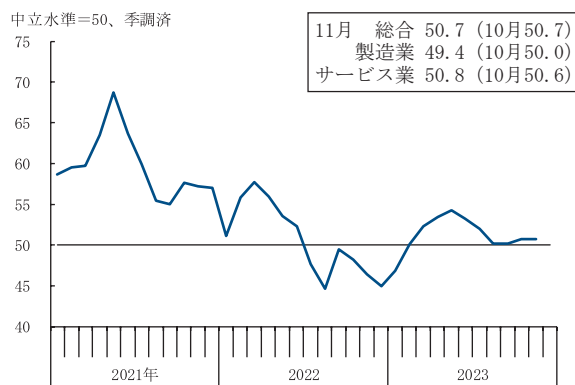
対策の主な内容		財政支出 (兆円)
①物価高から国民生活を守る		
低所得世帯への給付金（1世帯当たり7万円）		6.3
電気・ガス・燃料油価格激変緩和措置の延長（2024年4月末まで）		
所得税、個人住民税の定額減税（所得税3万円、個人住民税1万円）	注	
②持続的賃上げ、所得向上と地方の成長		3.0
賃上げ促進税制の強化、年取の壁への対応など		
③成長力の強化・高度化に資する国内投資を促進		4.7
イノベーションの促進、GX・DXの推進など		
④人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革を起動・推進		1.6
デジタル化に向けた支援、改革など		
⑤国土強靱化、防災・減災など国民の安全・安心を確保		6.1
国土強靱化5カ年計画加速化対策推進など		
合計		21.8

注：所得税、個人住民税の定額減税は令和6年度税制改正を経て決定されるため、今回の財政支出には含まれていない  
出所：内閣府「デフレ完全脱却のための総合経済対策（令和5年11月2日）」より浜銀総研作成

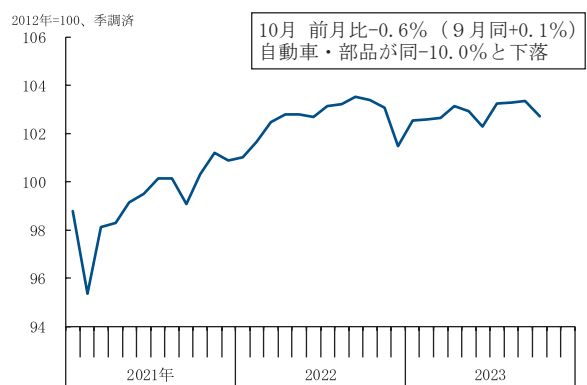
米国経済：インフレが減速する一方、雇用情勢に悪化の兆し

- ・米国経済は回復基調を維持しているものの、生産や設備投資などに弱さがみられる。11月の総合PMI（購買担当者景気指数）は50.7と前月から横ばいとなった。業種別の指数をみると、製造業が49.4と景況感の判断の基準となる50を下回った一方、サービス業は50.8と前月の50.6を幾分上回った。
- ・10月の鉱工業生産指数は全米自動車労働組合のストライキの影響により自動車生産が落ち込み、前月比-0.6%と低下した。同月のコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）も同-0.3%と2か月連続で減少した。一方、インフレが減速する中で、10月の実質個人消費は同+0.2%と増加基調を維持した。中古物件の深刻な供給不足や住宅ローン金利が幾分低下したことなどを背景に、同月の住宅着工件数は137.2万戸（同+1.9%）と2か月連続で増加した。
- ・10月の個人消費支出物価指数は前年比+3.0%（前月比+0.0%）となり、物価は落ち着く方向に向かっている。一方、失業保険の継続受給者数は増加基調にあり、雇用情勢には悪化の兆しが見られる。物価高が収束に向かう中で、年明け以降、FRB（米連邦準備理事会）の金融政策上の関心は、インフレの抑制から雇用の安定へシフトしていくことが予想される。

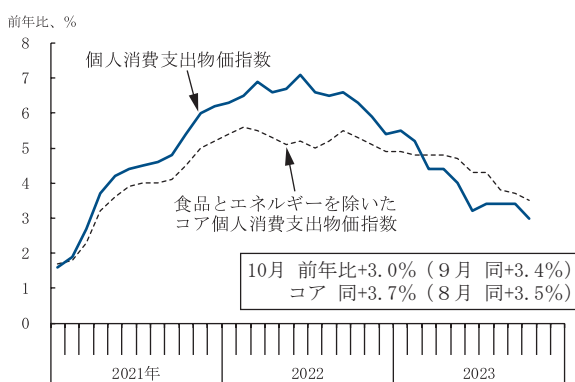
総合PMI（購買担当者景気指数）



鉱工業生産指数



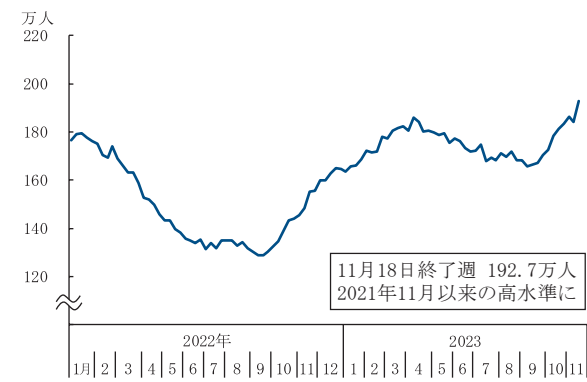
個人消費支出物価指数



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。

出所：S&Pグローバル、FRB、米商務省、米労働省

失業保険継続受給者数

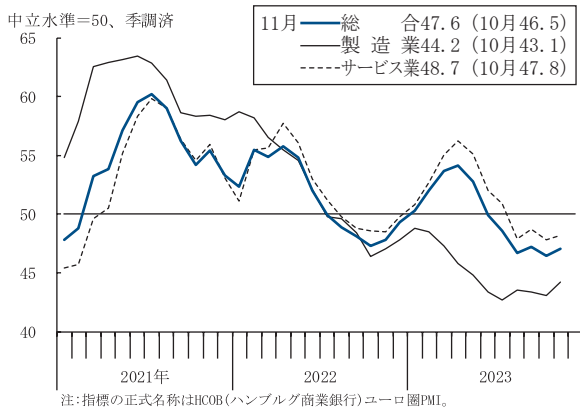


(2023. 12. 5 調査部 金子 修)

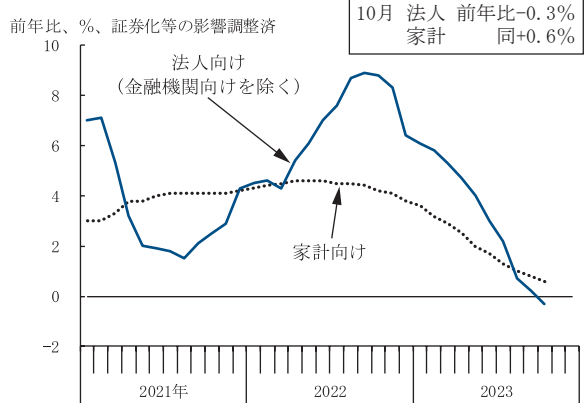
ユーロ圏経済：景気の低迷が続く中で、インフレは大幅に減速

- ・ユーロ圏経済は低迷が続いている。11月の総合PMI（購買担当者景気指数）は47.6と前月の46.5を幾分上回った。製造業、サービス業ともにPMIは前月から上昇したものの、6か月連続で景況判断の節目となる50を下回った。
- ・9月の小売売上高（実質ベース）は、食品以外の品目の売上低迷により、前月比-0.3%と3か月連続で減少した。同月の鉱工業生産指数も消費財の不振により同-1.1%と低下した。同月の建設支出指数は同+0.4%と上昇に転じたものの、基調的には弱含みで推移している。利上げ効果の浸透により資金需要は落ち込んでおり、10月の法人貸出は前年比-0.3%と、2015年7月以来のマイナスとなった。一方、10月の失業率は6.5%と統計開始以来の最低水準を維持しており、雇用の底堅さが確認された。
- ・11月の消費者物価上昇率は前年比+2.4%と、前月の同+2.9%から大幅に低下した。エネルギー等を除くコア消費者物価も同+3.6%に低下しており、ECB（欧州中央銀行）の物価目標である2%が視野に入りつつある。金融市場では2024年春から夏頃の利下げ観測が強まっており、今後、欧州の長期金利の上昇やユーロ高に歯止めがかかれば、景気にとってプラス材料となろう。

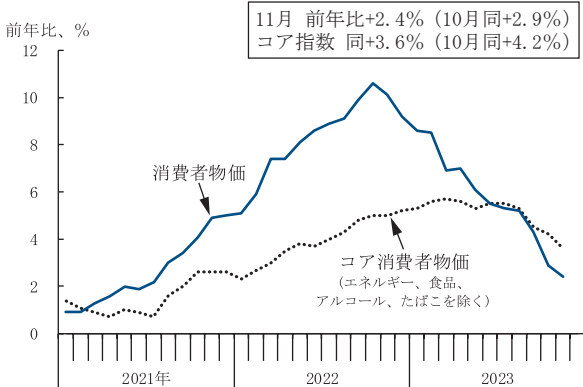
総合PMI（購買担当者景気指数）



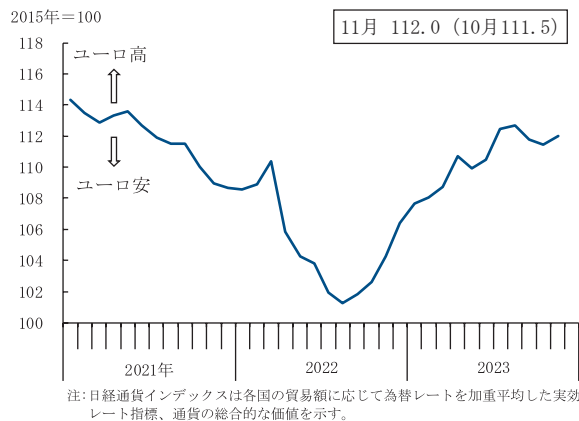
貸出残高



消費者物価指数



日経通貨インデックス、ユーロ



出所：S&Pグローバル、欧州中央銀行、欧州委員会統計局、日本経済新聞社

(2023. 12. 5 調査部 金子 修)



## 中国経済：景気対策の強化などにより2024年も5%超の成長が継続

### 要約

- ・23年10～12月期は、経済対策の効果で個人消費や公共インフラ投資が増加し、成長率が高まろう。続く24年は緩やかな景気回復が続くと見込む。輸出は世界景気のリcoveryで次第に増勢が強まるだろう。また、再開プロジェクトの進捗などで不動産企業に対する経営不安が次第に和らぎ、住宅販売にも持ち直しの動きが表れよう。

### 足元の経済指標は鈍い動き

足元の中国の経済指標は、消費関連に回復の動きがみられるものの、それ以外は総じてみれば鈍い動きになっている。個人消費の動きを表す小売売上高は10月に前年比+7.6%と増勢が拡大した（図表1）。政府による減税や補助金支給などの効果が表れた模様である。その一方で、同月の固定資産投資は同+1.2%と低い伸びになった。内訳をみると、政府による支援の強化を背景に、電力などエネルギー関連の投資が堅調に増加したものの、住宅販売の低迷を背景に住宅開発投資が大幅に減少した。また、世界景気の減速などにより、10月の輸出は同-6.4%と6か月連続で前年割れとなった。11月の総合PMI産出指数も50.4と低下し、企業の景況感の改善ペースが鈍っていることが示された（図表2）。

なお、住宅市場をみると、10月の住宅販売面積は前年比-11.9%と5か月連続で2桁減となった（図表3）。内訳をみると、現物販売（販売時点で即入居可能な物件）が4か月連続で2割超の増加となったものの、住宅販売面積の大半（22年は86%）を占める予約販売（販売時点で未完成物件）は大幅な減少が続いた（注）。

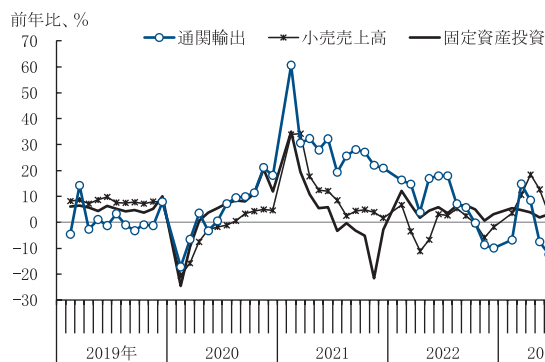
### 政府は財政出動や住宅購入支援策を強化

もっとも、秋口以降、政府は経済対策を強化していることから、次第に景気回

復の動きが広がってくると考えられる。

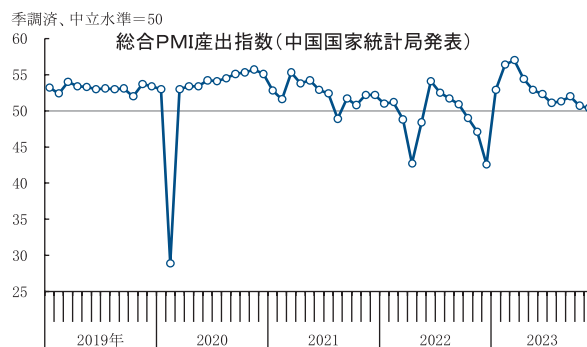
まず、個人消費関連では、地方政府が自動車購入や観光消費に対する補助金支給などの消費支援策を積極的に打ち出している。一方、投資関連では、交通や新エネルギー車、通信など幅広い分野に及ぶ建設プロジェクトが相次いで地方政府により打ち出された。また、中央政府も、自然災害の発生した地域の復興を目的とした総額1兆元（約20兆円）の公共インフラ投資の実施を発表した。

図表1 投資が減速し、輸出も減少



注：中国国家統計局資料より固定資産投資の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、データの無い月は線形補間した。出所：中国国家統計局、CEIC

図表2 企業の景況感の改善ペースは鈍い



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



他方、住宅市場については、不動産企業の経営不振から工事が遅れていた住宅建設プロジェクトに対する支援が一段と強化された。また大都市におけるスラム地域の再開発や住宅の現物販売などを進めることで、不動産市場の活性化を支援する対策なども打ち出された。

### 2023年の実質GDP成長率を+5.3%、2024年を+5.2%と予測

先行きの中国経済を展望すると、2023年10～12月期には、実質GDP成長率のプラス幅が再び高まると見込まれる（図表4）。まず、個人消費については、地方政府による支援策の効果で、自動車などの耐久財消費に加えて、観光などのサービス消費が一段と増加するだろう。固定資産投資も緩やかに持ち直す見込みである。住宅販売低迷の影響で不動産投資が弱含むものの、災害地域の復興事業などにより公共インフラ投資は拡大すると見込まれる。また、個人消費や公共投資の増加を背景に、企業が新エネルギー車や建設機械などの生産拡大に向けて設備投資を増やすことも固定資産投資全体の持ち直しにつながると考えられる。他方、輸出に関しては、世界景気の減速により、減少基調で推移しよう。

続く2024年については、景気の回復が続くと見込まれる。まず、輸出については、世界景気の回復を背景に、年末に向けて欧米向け輸出の増勢が次第に強まってくると予測する。次に、固定資産投資にも持ち直しの動きが広がろう。災害防止関連の建設プロジェクトや、大都市のスラム地域の再開発プロジェクトの推進などから、公共インフラ投資が底堅く推移する見込みである。また、再開発プロ

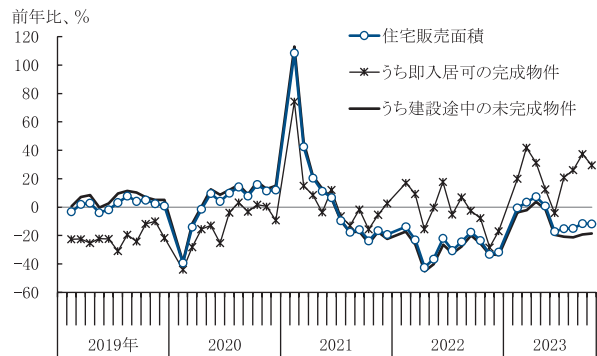
ジェクトの推進や、住宅の現物販売の拡大などを通じて不動産企業に対する経営不安も次第に和らぐだろう。住宅購入者の心理が次第に改善することから、住宅販売にも持ち直しの動きが表れてくると見込んだ。さらに、個人消費も底堅く増加しよう。政府による消費支援策の押し上げ効果はく落するものの、固定資産投資の底打ちなどにより景気が持ち直す中で、雇用・賃金情勢が改善し、消費意欲も回復してくると考えられる。

以上より、2023年の実質GDP成長率を+5.3%、24年を+5.2%と予測した。

注：現在の中国における住宅販売の方法は予約販売が主流である。しかし、中国政府は2023年1月に、現物販売を推進すると表明している。詳細は本誌2023年11月号を参照。

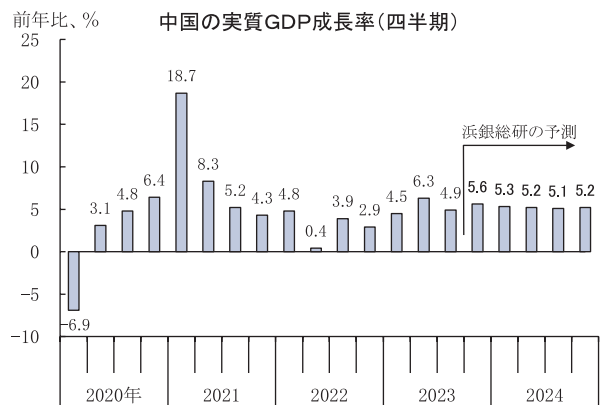
（2023. 12. 1 調査部 白鳳翔）

図表3 住宅の現物販売は好調



注：中国国家統計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：中国国家統計局

図表4 24年は5%超の成長が続く見込み



出所：中国国家統計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弱含みでのみみ合いを見込む。F R Bの利上げ局面が終了したとの見方や先行きの利下げが意識される中で、ドル売り圧力が高まりやすいとみられる。ただ、F R Bが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されることなどから、円高・ドル安の進行スピードは緩やかになると見込まれる。

11月の動き

対ドル円レートは月間ベースで円高・ドル安となった。1日にはF R B（米連邦準備理事会）が2会合連続で政策金利を据え置いたことなどをを受けて米長期金利が大幅に低下し、日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売りが優勢となった。一方、9日にはパウエルF R B議長の発言を受けて追加利上げへの警戒感が意識され、ドル買いが優勢となった。13日には円が一時1ドル＝151円台後半と、22年10月以来の安値を付ける場面もあった。しかしその後は、10月の米消費者物価指数が市場予想を下回ったことやF R B高官の発言などをを受けて、米利上げ局面が終了したとの見方が広がり、再びドル売りが優勢となった。

対ユーロ円レートは月間ベースでやや円安・ユーロ高となった。中旬には対ドルで円安が進行したことをを受けて、対ユーロでも円売りが優勢となり、15日には約15年ぶりとなる1ユーロ＝164円台まで円が下落した。ただ下旬には、対ドルでの円高進行などをを受けて、対ユーロでも円買いが優勢となった。

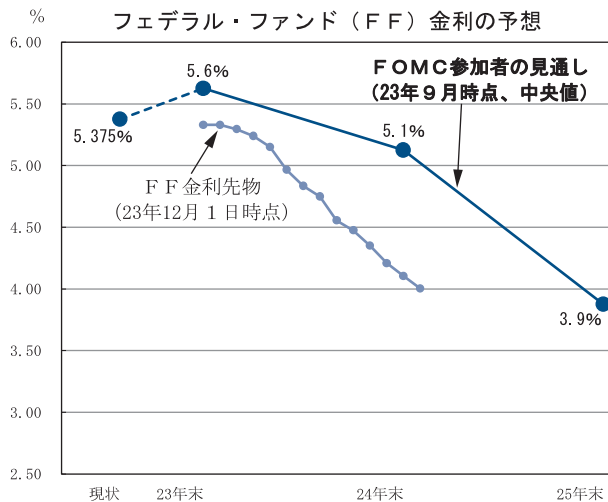
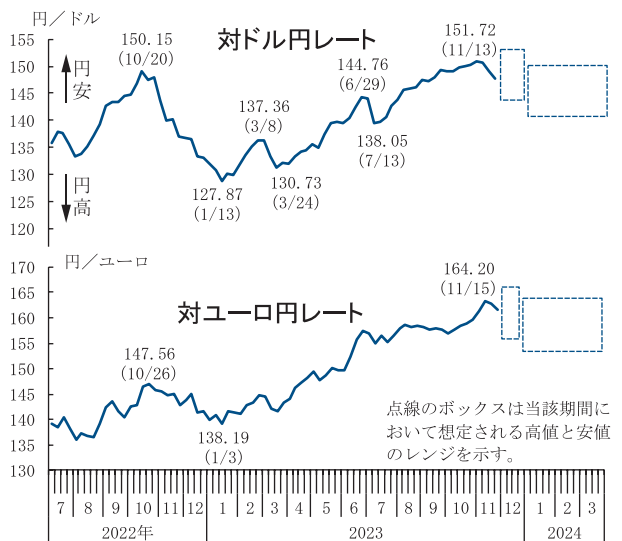
注目点：F R Bの利下げ観測

市場では、F R Bの利上げ局面が既に終了し、24年には利下げに転じるとの見方が大勢となっている。政策金利であるF F金利の先物市場をみると（右図）、F R Bは24年5月のF O M C（公開市場委員会）で0.25%の利下げに踏み切り、24

為替レートの予想レンジ

	2023年			2024年
	4～6 (実績)	7～9 (実績)	10～12 (予想)	1～3 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	137.39	144.60	143～153	140～150
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	149.62	157.26	156～166	153～163

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



年中に合計で1.25%程度（0.25%×5回）の利下げを実施することを織り込んでい  
る。これに対して、FRBが23年9月のFOMC後に公表したFOMC参加者の政策金利見通しでは、24年中の利下げは合計0.5%となっている（前ページの図）。市場では、次回12月12日～13日のFOMC後に公表される政策金利見通しにおいて、24年中の利下げ幅が合計で何%になるのかに注目が集まっている。もし9月見通しと同様に、利下げ幅が合計0.5%のままであれば、市場の利下げ期待が一時的に後退し、対ドル円レートが円安・ドル高方向に振れる可能性もあろう。

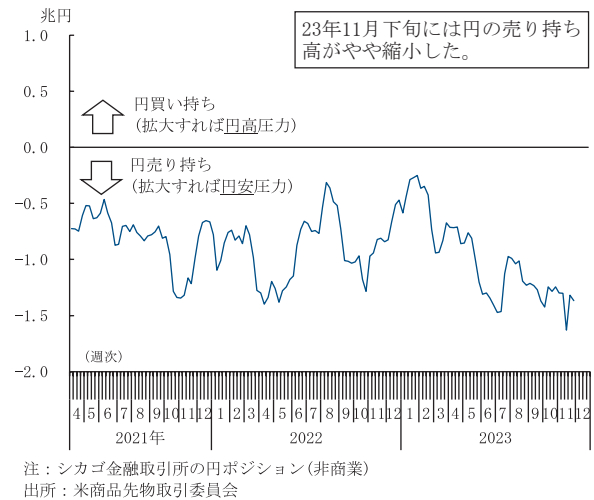
### 向こう3か月程度の見通し

対ドル円レートは、ドル弱含みでのみみ合いを見込む。FRBの利上げ局面が終了したとの見方や先行きの利下げが意識される中で、ドル売り圧力が高まりやすいとみられる。ただ、FRBが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されることや、日本の貿易収支が引き続き赤字基調で推移すると見込まれることなどから、円高・ドル安の進行スピードは緩やかとなるだろう。

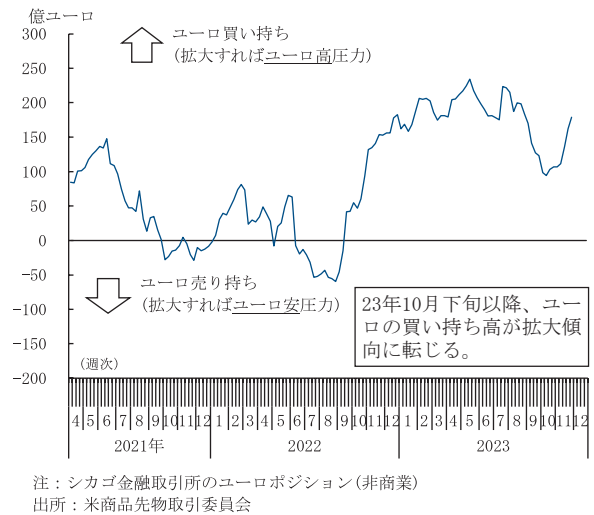
対ユーロ円レートは、ユーロ弱含みでのみみ合いを見込む。ユーロ圏のインフレ率が鈍化傾向にあることなどを受けて、市場では24年春頃にはECB（欧州中央銀行）が利下げに踏み切るとの見方が広がりつつあり、先行きユーロ売りの圧力が高まりやすいと予想される。一方、日銀は「賃金の上昇を伴う形で2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現する」ことを目指しており、2024年の春季賃上げ率の状況を見極めるまで政策に大きな変更は無いと予想される。そのため、円買い圧力は当面高まりにくいといえよう。

（2023. 12. 5 調査部 北田英治）

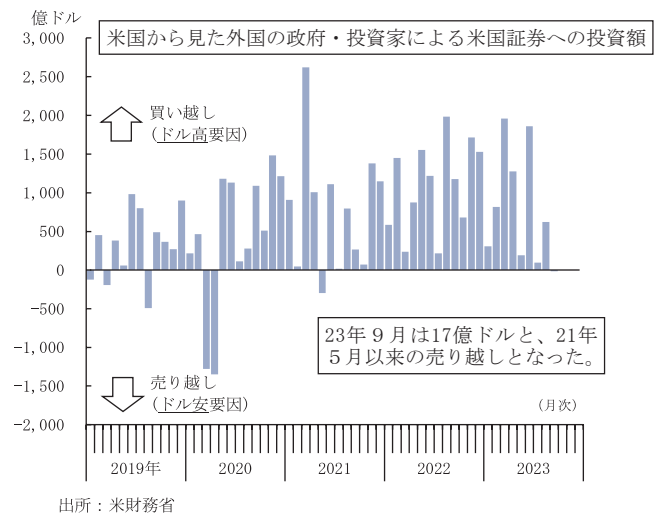
### 投機筋の円先物ポジション



### 投機筋のユーロ先物ポジション



### 対米証券投資



## 要 約

- ・米長期金利は先行き弱含みもみ合いを見込む。F R Bの今後の利下げが意識される中で、長期金利には低下圧力が掛かりやすい。投機筋の債券先物売りポジションの調整（債券の買戻し）にも要注意。ただ、F R Bが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されるため、長期金利の下落ペースは緩やかとなろう。

## 11月の動き

米国の長期金利は月間ベースで大幅に低下。F R B（米連邦準備理事会）が1日の会合で政策金利を据え置いたことや、10月の米消費者物価指数（C P I）が市場予想を下回ったことなどを受けて、F R Bによる利上げ局面が終了したとの見方が広がり、債券の買いが優勢となった。

### 注目点：投機筋の債券先物ポジション

2022年以降の米10年国債金利の大幅な上昇の一因として、投機筋による大量の債券先物売りがあると考えられる。米商品先物取引委員会のデータによると、2021年11月以降、投機筋の米国債先物のポジションは売り越しで推移しており、F R Bが急速な利上げを行った2022年春から2023年秋にかけて、売り越し幅が大きく拡大している（右下図）。足元の債券売り越し幅は依然大きく、先行き米利下げ観測が強まり、投機筋の債券売りポジションの縮小が進めば、10年国債金利の低下を加速させる恐れがある点に要注意。

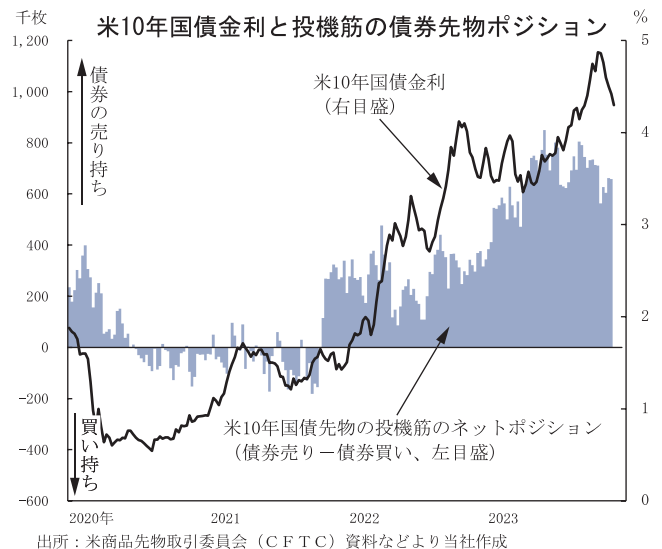
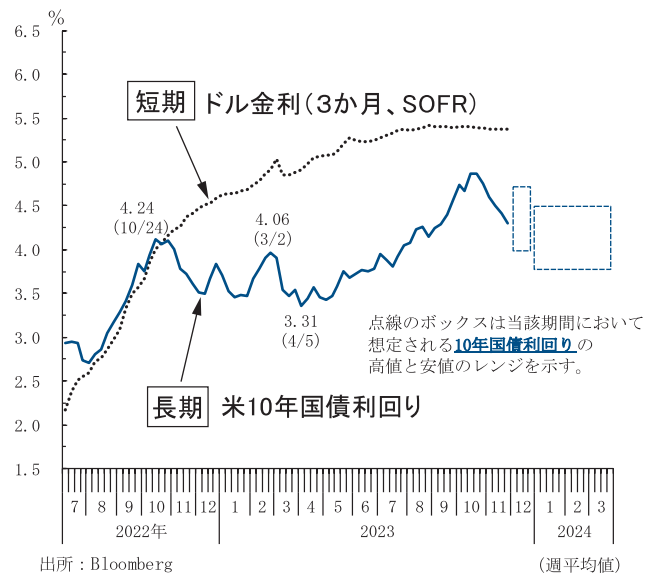
### 向こう3か月程度の見通し

米長期金利は弱含みもみ合いを見込む。F R Bの今後の利下げが意識される中で、長期金利には低下圧力が掛かりやすい。投機筋の債券売りポジションの調整にも要注意。ただF R Bが市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されるため、長期金利の下落ペースは緩やかとなろう。（2023. 12. 5 調査部 北田英治）

米国金利の予想レンジ

	2023年			2024年
	4～6 (実績)	7～9 (実績)	10～12 (予想)	1～3 (予想)
ドル金利 3 か月 (SOFR, %)	5.13	5.37	5.00～ 5.50	5.00～ 5.50
10年国債利回り (%)	3.59	4.14	4.00～ 4.75	3.75～ 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。





要 約

- ・米国株は強含みもみ合いか。先行き米景気の減速が見込まれるものの、米利上げ終了観測などから米長期金利が低下傾向にあることが、株価を押し上げよう。
- ・日本株は強含みもみ合いか。米国株が上向いてきたことが日本株にもプラスに働く。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株価を支えよう。

11月の動き

米国の株式相場は月間ベースで大幅に上昇。FRB（米連邦準備理事会）の政策金利据え置きや予想を下回る米消費者物価などを受けて、米長期金利が大幅に低下し、株式の相対的な割高感が薄らいだことが株式の買い安心感につながった。

日本の株式相場も月間ベースで大幅に上昇。米国株の上昇が好感されて日本株にも買いが入った。日本の長期金利が低下したことも、日本株の支えとなった。

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。FRBの利上げ終了観測などを受けて米長期金利が低下傾向にあることが、引き続き株式相場の押し上げ要因となろう。ただ、先行き米国景気が減速すると見込まれるため、株価の上昇ペースは緩やかになると予想される。

(日本株価)

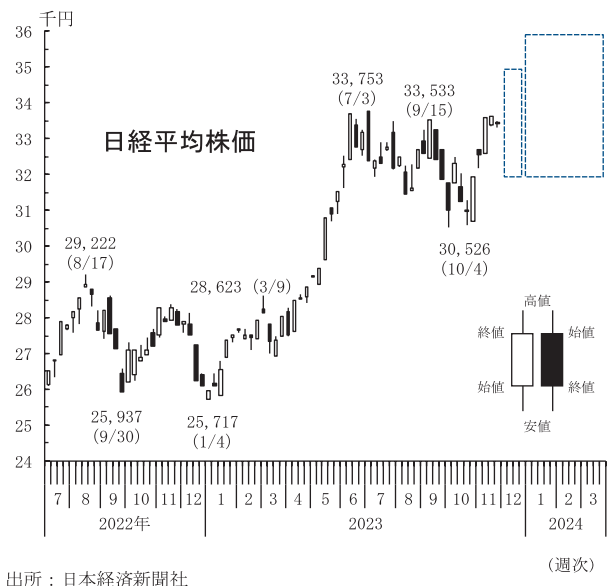
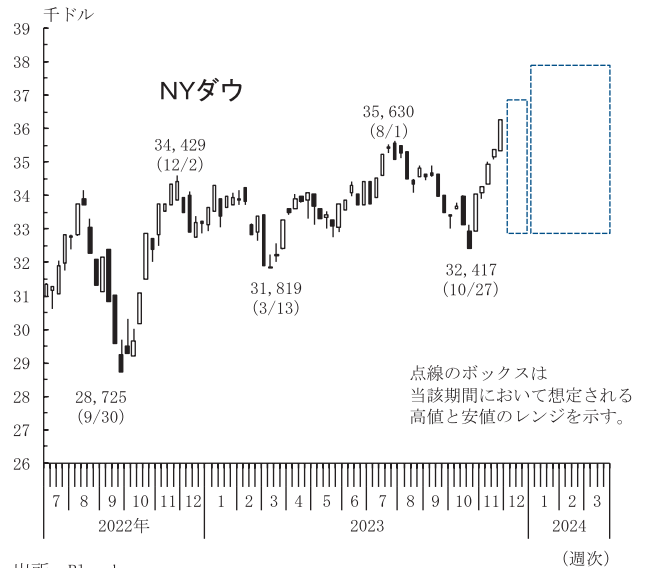
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。米長期金利が低下傾向に転じ、米国株が上向いてきたことが日本株にとってもプラス材料となろう。また国内では、日本の経済活動の正常化が進む中、景気が底堅く推移するとの期待があることや、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待があることが、日本株の下支え要因になると考えられる。

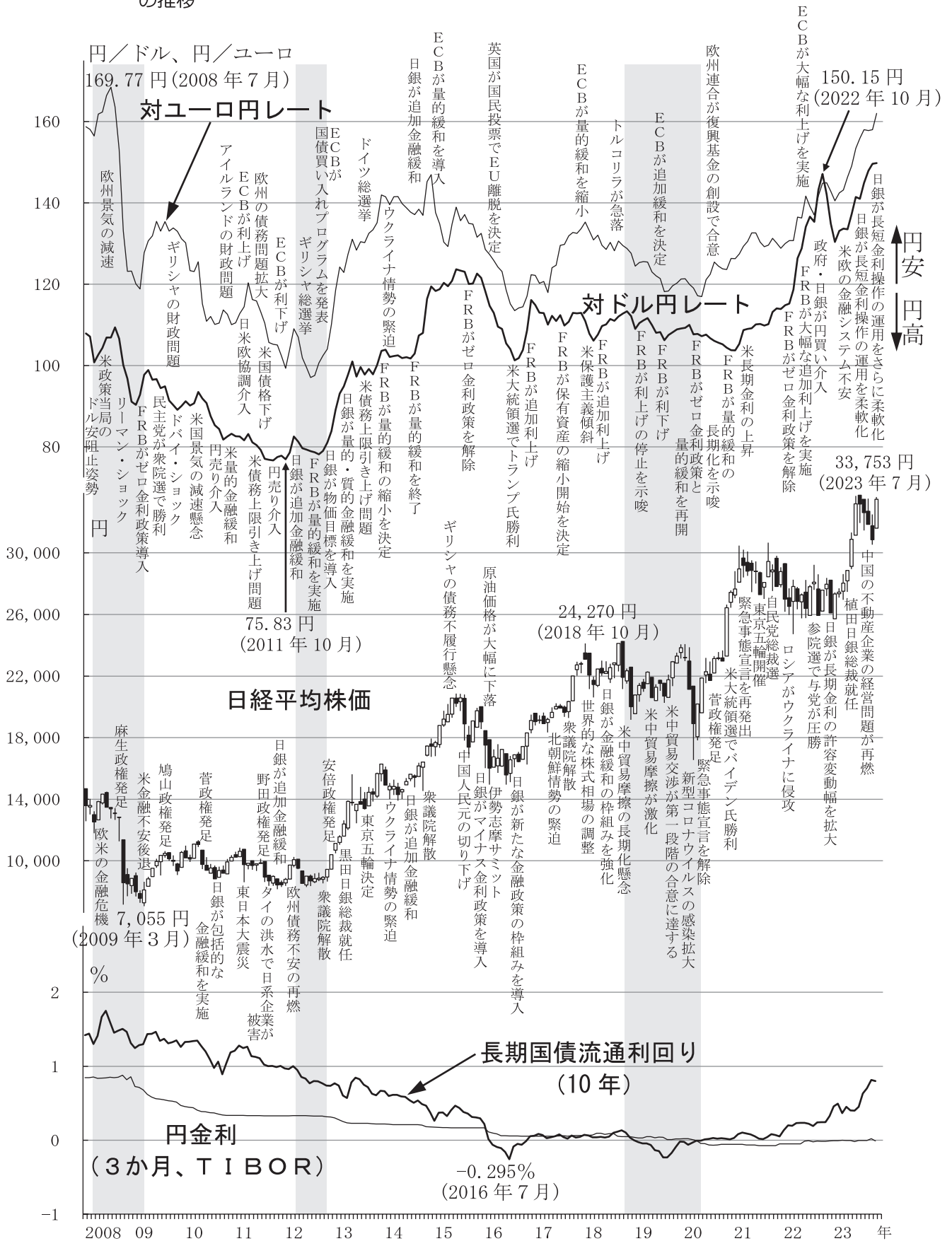
(2023. 12. 5 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2023年			2024年
	4～6 (実績)	7～9 (実績)	10～12 (予想)	1～3 (予想)
NYダウ工業株30種 (ドル)	33,651	34,659	33,000～ 37,000	33,000～ 38,000
日経平均株価 (円)	30,393	32,529	32,000～ 35,000	32,000～ 36,000

注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。

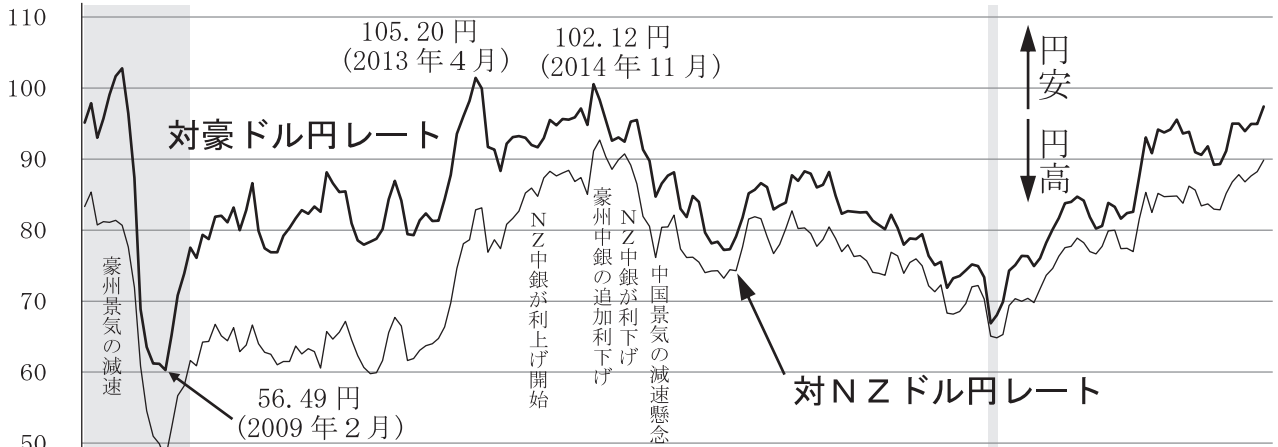




注:シャドー部分は日本の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。長期金利は新発10年物国債の流通利回り。

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12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 4～6月	137.39	149.62	0.42	3.59	30,393	33,651
7～9月	144.60	157.26	0.60	4.14	32,529	34,659
10～12月 (予想)	143～153	156～166	0.50～1.00	4.00～4.75	32,000～ 35,000	33,000～ 37,000
2024年 1～3月 (予想)	140～150	153～163	0.50～1.00	3.75～4.50	32,000～ 36,000	33,000～ 38,000
2022年 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
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

年初来高値	127.87 (2023/1/13)	138.19 (2023/1/3)	0.955 (2023/11/1)	4.99 (2023/10/19)	33,753 (2023/7/3)	36,245 (2023/12/1)
年初来安値	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。