

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ●2024年度の景気予測 …………… 2
	米国経済 ●物価の減速を受けてF R Bは利上げ局面の終了を示唆 …………… 8
	【トピック】米消費者物価上昇率の現状と今後の見通し …………… 9
	ユーロ圏経済 ●E Uが財政規律の見直しに関して合意 …………… 10
	中国経済 ●住宅販売は大幅減が続き、個人消費も伸び悩む …………… 12
	【トピック】習体制は新しい産業システムの構築に注力へ …………… 13
金融情勢	◆為替レート …………… 14
	対ドル円レートはドル弱含みでのみ合いを見込む。先行きF R Bの利下げ開始や日銀のマイナス金利解除が予想される中で、日米金利差の縮小観測から円買い・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ろう。
	◆国内金利 …………… 16
	日銀が2024年前半にマイナス金利の解除などを行うとの観測が根強い中で、先行き長期金利は強含みもみ合いを見込む。一部の大手企業は既に大幅な賃上げを表明しており、1月以降の日銀支店長会議で中小企業の賃上げ動向についてどのような報告が行われるかが、政策修正のカギを握っているとみられる。
	◆株 価 …………… 17
	日本株は強含みもみ合いか。為替レートの円高懸念は株価の重荷となるものの、米利下げ観測から米国株が強含んでいることや、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株価を押し上げよう。
	◆金融マーケットの推移 …………… 18
金融市場データ	…………… 20



日本経済：2024年度の景気予測

— 年度前半は緩やかな回復が続き、年度後半は次第に成長率が高まる —

要 約

1. 2023年7～9月期の実質GDP（国内総生産、2次速報値）は前期比-0.7%と4四半期ぶりのマイナス成長になった。物価高の影響などから個人消費が2期連続で減少したほか、機械投資などの弱含みにより設備投資も減少が続いた。また、輸出についても、アジア向けを中心に財輸出が伸び悩むとともに、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。
2. 先行きを展望すると、2023年度後半の日本経済は内需に支えられて緩やかに回復するとみられる。個人消費は物価高の影響で財消費が伸び悩むものの、経済活動の正常化を受けてサービス消費を中心に緩やかに回復すると見込む。非課税世帯への給付金も個人消費を下支えしよう。設備投資については、企業収益が底堅く推移する中で、デジタル関連投資などの押し上げにより増加に転じるだろう。一方、輸出は、インバウンド需要の回復でサービス輸出が増加するものの、海外景気の減速を受けて財輸出が減少するため、全体としては減速すると見込んだ。
3. 続く2024年度の日本経済は、年度前半は緩やかな回復が続き、後半には次第に成長率が高まると予測した。まず、24年の春季賃上げ率は、企業の人手不足感の高まりなどを背景に、前年比+3%程度の高めの水準になると見込んだ。年度前半の個人消費は物価高が下押しするものの、所得税減税の効果などにより緩やかに増加するだろう。年度後半には、所定内給与が堅調に推移する中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、個人消費の増勢が徐々に強まると予測した。一方、企業部門では、欧米景気の低迷を受けて年度前半の輸出は低調に推移すると見込んだ。ただし、年度後半には欧米景気が上向いてくることなどから輸出は次第に回復するだろう。半導体市場の回復も輸出を下支えしよう。また、設備投資は、人手不足対応のデジタル化投資などがけん引し、増加するだろう。年度後半には、輸出の回復などにより企業業績が改善傾向となることも加わり、設備投資の増勢がやや強まると見込んだ。以上から、実質GDP成長率は2023年度が前年比+1.6%、24年度が同+1.0%と予測した。

23年7～9月期は4期ぶりのマイナス成長

2023年7～9月期の実質GDP（国内総生産、2次速報値）は前期比-0.7%と4四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、個人消費が同-0.2%と2期連続で減少した。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-0.4%と減少が続いた。投資コスト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+0.4%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。その他では、住宅投資が同-0.5%と減少に転じた。公共投資は同-0.8%と3四半期ぶりに減少した。22年度第2次補正予算の執行が一巡したとみられる。

マイナス金利の解除は24年夏と想定

日銀は植田総裁の下、23年7月と10月の金融政策決定会合で、イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用柔軟化を行った。これにより長期金利の柔軟性が高まり、次の政策修正の焦点はマイナス金利の解除に移っている。今回の予測では、日銀は、24年の春季賃上げ率や多角的レビュー^(注)の結果などを踏まえて、24年7～9月期にマイナス金利の解除とYCCの撤廃を行うと見込んだ。もっとも、賃金と物価の好循環を持続的なものにするため、日銀は政策修正後も緩和的な金融政策を継続すると見込む。一方、FRB（米連邦準備理事会）は23年12月のFOMC（公開市場委員会）において、政策金利を据え置き、24年の利下げを示唆した。当社では、24年央にFRBが利下げに転じると見込み、為替レートは円高・ドル安傾向になると予測した。

注：日銀は過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果について分析を進めている。

海外景気は24年後半に上向く

先行きの米国経済は、FRBの金融引き締めの影響が本格的に表れることから、24年前半は減速すると見込まれる。ただし、労働需給が依然タイトであることから雇用情勢の悪化は限定的になるとみられる。この点が個人消費を下支えする要因となり、米国の景気が後退局面入りする事態は避けられると予測した。また、24年央には、景気の減速を受けてFRBが利下げを開始すると見込んだ。そのため、24年後半には、設備投資などが底入れするだろう。また、インフレの鎮静化を受けて個人消費の回復テンポが徐々に高まり、景気は次第に回復すると見込む（図表2）。

欧州経済は、24年前半まで低成長が続くと予想される。インフレによる実質所得の抑制に加えて、ECB（欧州中央銀行）の大幅利上げの効果が表れることなどから、個人消費や設備投資など域内需要が弱い動きとなろう。ECBは当面、政策金利を据え置くとみられ、利下げに転じるのは、インフレが弱まる24年後半となろう。24年後半には、ECBの利下げを受けて、設備投資が上向いてくると見込まれる。また、インフレの鎮静化を受けて、個人消費も回復力が徐々に高まろう。

図表1 実質GDP成長率（需要項目別）

（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	0.2	1.2	0.9	-0.7
個人消費	-0.0	0.9	-0.6	-0.2
住宅投資	0.7	0.3	1.7	-0.5
設備投資	-0.8	1.8	-1.3	-0.4
政府消費	0.5	0.2	-0.1	0.3
公共投資	-0.1	1.9	1.5	-0.8
輸出	1.5	-3.6	3.8	0.4
輸入	-0.7	-1.5	-3.3	0.8

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 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	2.4	[2.3]	[3.1]	1.0	[▲0.3]	[1.3]
ユーロ圏	0.4	[0.2]	[▲0.1]	0.6	[0.3]	[1.8]
中国	5.3	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2

注：2023年上期は実績値。

出所：各国統計などより浜銀総研作成

他方、24年の中国経済は、緩やかな景気回復が続くと見込まれる。23年に政府が相次いで打ち出した、災害防止関連の建設プロジェクトや、大都市のスラム街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。完成が遅れていた住宅の引渡しが進むことなどから、住宅購入者の心理が次第に改善し、年後半には、住宅販売にも持ち直しの動きが表れてくると見込んだ。また、景気が緩やかに回復する下で雇用・賃金情勢が改善することから、個人消費も底堅く増加しよう。さらに、欧米経済の回復を背景に、年末に向けて輸出の増勢も強まってくると見込まれる。

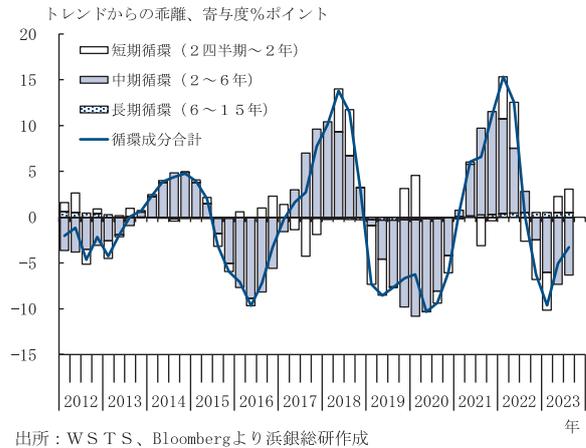
輸出は24年後半に回復へ

こうした海外経済の見通しを踏まえて日本経済の先行きを展望すると、まず輸出については、欧米などの海外景気の減速の影響を受けて、23年終盤から24年前半にかけて鈍い動きになるだろう。ただし、24年後半には、欧米景気が持ち直してくることから、増勢が強まると見込む。財別にみると、半導体等製造装置を含む資本財や半導体等電子部品などを含む情報関連財などが次第に回復すると見込む。半導体市場の循環的な好不況を示すシリコンサイクルをみると、足元で底打ちの兆しがみられ、24年度前半には半導体市場は回復局面入りする可能性が高いと考えられる（図表3）。

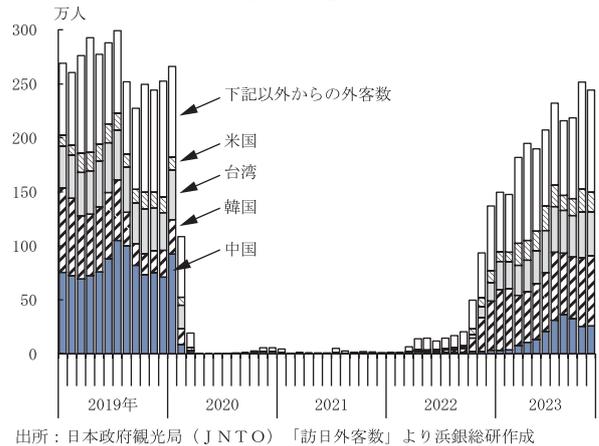
なお、サービス輸出については、23年10～12月期から再び増加に転じると見込んだ。日本政府観光局によると、23年11月の訪日外客数は244.1万人となり、堅調に推移している（図表4）。今後も為替レートがコロナ禍前と比べて円安水準となっ

ていることなどが追い風となり、インバウンドの回復は続くだろう。また、中国からの訪日客は福島第一原発の処理水問題などの影響で回復が遅れているものの、今後は団体旅行客を中心に緩やかに回復すると見込んだ。

図表3 半導体市場は循環的に底打ちか
シリコンサイクルの周波数分解



図表4 足元の訪日外客数は回復傾向
訪日外客数



設備投資は持ち直しへ

設備投資については、先行き持ち直しに向かうと見込まれる。まず、企業業績を「法人企業統計調査」でみると、23年7～9月期の経常利益（全規模・全産業、金融保険除く）は、調査開始以降の最高

水準を更新した（図表5）。日銀短観（23年12月調査）の23年度の経常利益（全規模・全産業）計画も前年比+4.0%の増益見通しになっており、当面の企業業績は、増勢を緩めながらも底堅く推移するとみられる。

一方、同短観によると、23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+12.6%と、近年では22年度に次ぐ高い伸び率となっている（図表6）。内訳をみると、人手不足対応のためのデジタル化や省力化投資などを含むソフト

ウェア関連の投資ニーズが強く、先行きの設備投資を支えていくことになろう。

24年度もこうした投資の支えにより、設備投資は増加基調で推移しよう。年度後半になると、欧米景気が回復に向かうことから、輸出型企業を中心に企業業績が一段と改善すると見込まれるため、設備投資の増勢もやや強まると見込んだ。

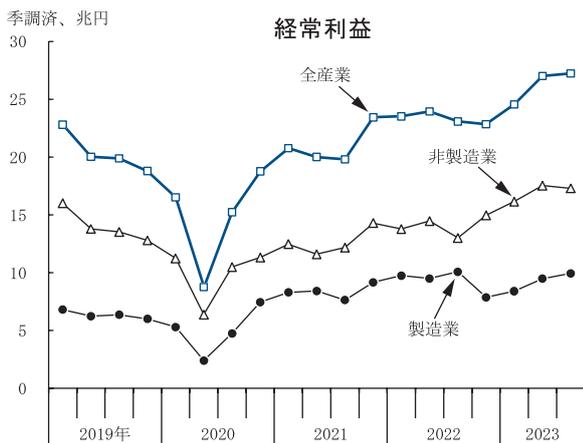
実質所得は24年度後半に前年比増加へ

注目される24年の春季賃上げ率は23年をやや下回るものの、前年比+3%程度の高めの水準になると予測した。まず、賃上げの原資となる企業業績をみると、前述のとおり、高水準を維持している。また、日銀短観（23年12月調査）で雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」）をみると、全規模・全産業で-35となり、前回調査比2ポイント低下した（図表7）。需要が回復している宿泊・飲食サービスを中心とした非製造業の同D Iは-44と、コロナ禍前の2019年12月調査（-40）を下回る水準となり、人手不足が深刻化している。人手不足による賃金への上昇圧力も加わり、24年の所得（現金給与総額）は高めの水準が続くと見込む。

次に、消費者物価については、次第に伸びが鈍化すると予想される。消費者物価上昇の主因となった輸入物価は、23年4月以降、前年水準を下回って推移している。輸入物価の下落は、1年程度遅れて消費者物価を押し下げる傾向があることから、今後の消費者物価の伸びは次第に鈍化するだろう。もっとも、人件費の増加を背景としてサービス関連の物価は上昇基調にあることから、物価全体の上昇ペースの鈍化は緩やかなものとなろう。

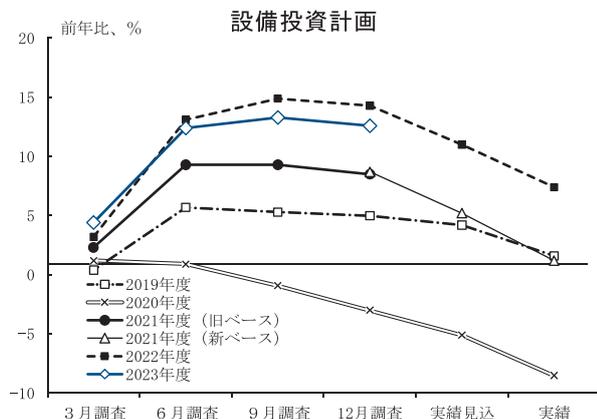
この結果、消費者の購買力を示す実質

図表5 経常利益は過去最高水準



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」

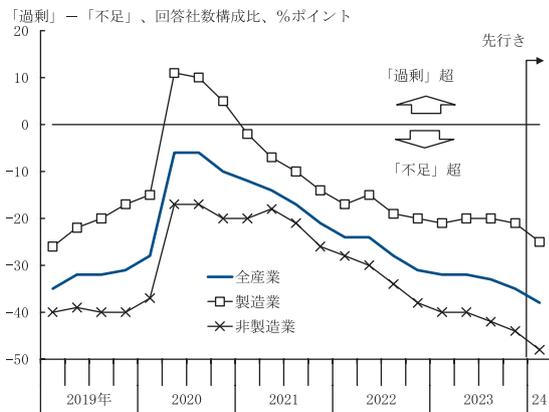
図表6 設備投資計画は高い伸びに



注：全規模・全産業ベース。ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。2021年12月調査は新旧併記、それ以降は見直し後の新ベース。
出所：日本銀行「短観」

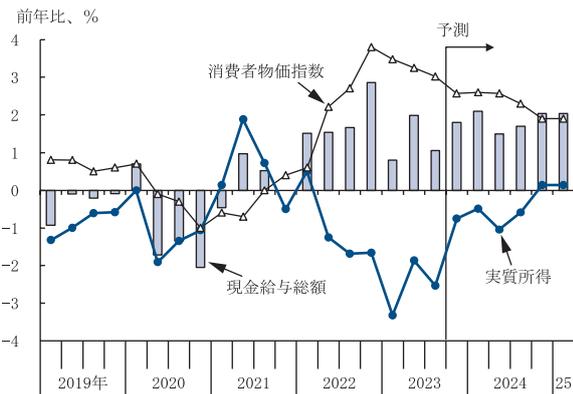
ベースの所得は、24年度前半までは物価の伸びが高めになることから、前年水準を下回って推移すると見込んだ(図表8)。年度後半になると、所定内給与を中心とする所得の増加が続く一方で、消費者物価の伸びが鈍化するため、実質所得は前年水準を小幅に上回ると見込んだ。

図表7 非製造業の人手不足が深刻化
雇用人員判断DI



注：全規模ベース。
出所：日本銀行「短観」

図表8 実質所得は24年度後半に増加へ
現金給与総額と消費者物価指数、実質所得



注：消費者物価指数は生鮮食品除く総合
出所：厚生労働省「毎月労働統計調査」、総務省「消費者物価指数」より
浜銀総研作成

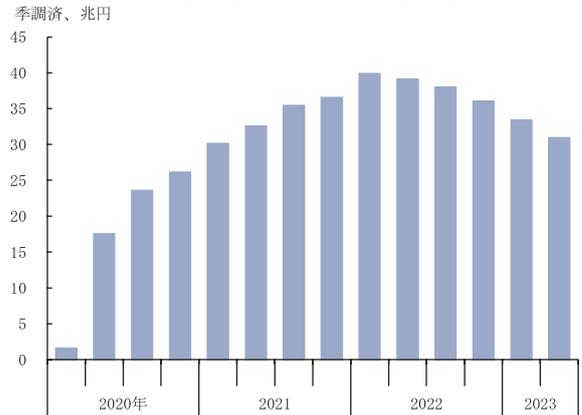
個人消費は24年度前半まで小幅増に

23年度後半の個人消費は、経済活動の正常化が進展し、サービス消費の回復が続くことなどから、緩やかな増加に転じるだろう。コロナ禍でレジャー消費など

が抑制された結果、家計の超過貯蓄の累積額が高水準となっていることが、引き続き個人消費を下支えしよう(図表9)。また、政府によるガソリン代、電気・ガス代の負担緩和策の延長や非課税世帯への給付金も下支え要因となろう。しかし、物価高の影響で家計が節約意識を強めていることなどから、小幅な増加にとどまるだろう。

続く24年度前半も個人消費は緩やかに回復すると見込んだ。実質所得が前年を下回るため、個人消費には引き続き下押し圧力が加わるが、所得税減税などの経済対策が下支えすると見込んだ。その後、24年度後半になると、所得の増加が続く中で、物価の伸びが鈍化することから、実質所得が前年を上回るようになり、個人消費の伸びは次第に高まると予測した。

図表9 超過貯蓄はなお高水準
家計の超過貯蓄の累積額(推計値)



注：2015～19年の貯蓄のトレンドを基に超過貯蓄額の累積値を推計した。
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より浜銀総研作成

実質GDP成長率は2023年度が+1.6%、24年度が+1.0%と予測

以上を踏まえて日本経済の先行きを展望すると、2023年度後半の日本経済は国内需要に支えられて緩やかに回復すると見込まれる。個人消費は物価高の影響で

財消費が伸び悩むものの、経済活動の正常化を受けてサービス消費を中心に緩やかに回復すると見込む。設備投資については、企業収益が高水準で推移する中で、デジタル関連投資などの押し上げにより底堅く推移するだろう。一方、輸出は、インバウンド需要の回復でサービス消費が増加するものの、海外景気の減速などで財輸出が減少するため、全体としては弱含むだろう。

続く2024年度は、年度前半は緩やかな回復が続き、後半には次第に成長率が高まると予測した。まず、24年の春季賃上げ率は、企業の人手不足感の高まりなどを背景に、前年比+3%程度の高めの水準になると見込んだ。年度前半の個人消費は物価高が下押しするものの、所得税減税の効果などにより緩やかに増加するだろう。年度後半には、所定内給与が堅調に推移する中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、個人消費の増勢が徐々に強

まると予測した。一方、企業部門では、欧米景気の低迷を受けて年度前半の輸出は低調に推移すると見込んだ。ただし、年度後半には欧米景気が上向いてくることなどから輸出は次第に回復するだろう。半導体市場の回復も輸出を下支えしよう。設備投資は、人手不足対応のデジタル化投資などがけん引し、増加するだろう。年度後半には、輸出の回復などにより企業業績が改善傾向となることも加わり、設備投資の増勢がやや強まると見込んだ。

以上から、実質GDP成長率は2023年度が前年比+1.6%、24年度が同+1.0%と予測した(図表10)^(注)。

注：なお、本予測には、2024年1月1日に発生した令和6年能登半島地震の影響は加味していない。現時点で被害の全容は明らかになっていないものの、被害の大きかった石川県には大手電子部品メーカーの工場などが所在しており、製造業の生産活動への影響が懸念されるほか、観光産業などへの影響も懸念される。

(2024. 1. 9 調査部 菊池祥平)

図表10 2023年度・2024年度のわが国経済の見通し(2023年12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	2023年度		2024年度	2024年度	
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	1.5	1.6	[1.1]	[0.1]	1.0	[0.6]	[0.9]
個人消費	2.7	0.1	[▲ 0.3]	[0.3]	1.0	[0.5]	[0.7]
住宅投資	▲ 3.4	1.6	[1.6]	[▲ 1.0]	▲ 1.0	[▲ 0.5]	[0.2]
設備投資	3.4	▲ 0.0	[▲ 0.7]	[0.5]	2.3	[1.1]	[2.0]
政府消費	1.4	0.7	[0.2]	[0.3]	0.5	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 6.1	2.3	[2.0]	[▲ 0.9]	0.4	[0.8]	[0.1]
輸出	4.7	2.6	[2.1]	[0.1]	1.6	[0.6]	[2.1]
輸入	7.1	▲ 3.3	[▲ 3.7]	[▲ 0.3]	0.9	[0.3]	[1.6]
名目GDP	2.3	5.3	[3.7]	[0.4]	2.2	[1.2]	[1.6]

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：物価の減速を受けてFRBは利上げ局面の終了を示唆

- ・米国経済は、製造業に弱い動きがみられるものの、粘り強い回復基調を維持している。2023年12月の総合PMI（購買担当者景気指数）は50.9と、前月の50.7を上回った。製造業の指数が悪化する一方で、サービス業は改善した。
- ・11月の実質個人消費は堅調な雇用所得環境や株高を背景に、前月比+0.3%と3か月連続で増加した。同月のコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財、速報値）は同+0.8%と3か月ぶりに増加した。一方、同月の鉱工業生産指数は全米自動車労働組合のストの影響で落ち込んだ前月から回復したものの、同+0.2%の微増にとどまった。12月の非農業部門雇用者数は前月比21.6万人増と11月の増加数を上回り、雇用情勢が底堅く推移していることを示した。
- ・11月のコア個人消費支出物価指数は前年比+3.2%と、前月の同+3.4%を下回った。インフレの着実な減速を受けて、FRB（米連邦準備理事会）は12月の会合で政策金利を据え置いた。会合後に公表された政策金利見通しでは、利上げ局面が終了したことが示唆された。当面の日程の注目点は、つなぎ予算のうち、一部の期限が1月19日に到来することである。与野党はウクライナ支援や移民流入防止策を巡り対立しており、予算協議の行方が注目される。

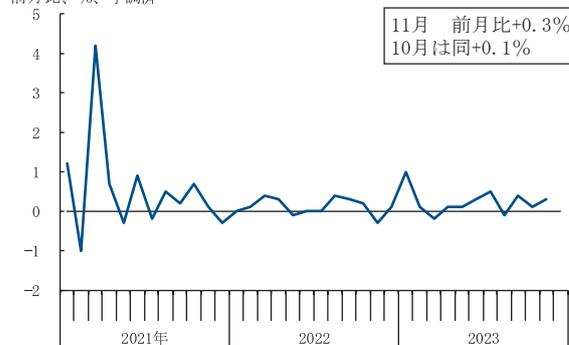
総合PMI（購買担当者景気指数）

中立水準=50、季調済



実質個人消費

前月比、%、季調済



鉱工業生産指数

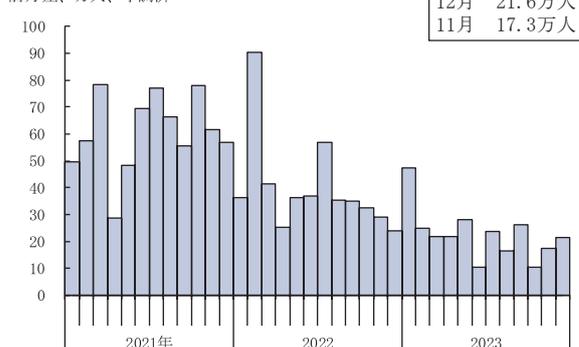
2017年=100、季調済



出所：S & Pグローバル、米商務省、FRB、米労働省

非農業部門雇用者数

前月差、万人、季調済



(2024. 1. 9 調査部 金子 修)

【トピック】米消費者物価上昇率の現状と今後の見通し

(コアインフレ率の低下は緩やか)

2023年11月の米国の消費者物価指数は、総合が前年比+3.1%と前月の同+3.2%から低下した。エネルギー価格の上昇の影響などにより総合指数は8月～9月に一時的に上昇したものの、10月以降は3%台前半に低下している(図表)。

一方、変動が激しい食品とエネルギーを除いたコア指数は、前年比+4.0%と前月と同じ上昇率になった。2022年の後半以降、総合指数とコア指数の上昇率は低下傾向にあるものの、コア指数の低下は緩やかであり、上昇率は総合指数を0.9%ポイント上回っている。

コア指数を財とサービス別にみると、財(食品とエネルギーを除く)は前年比+0.0%であり、財に関してはインフレ率の沈静化が鮮明となっている。一方、サービス(エネルギー関連サービスを除く)は同+5.5%となっている。サービスは上昇率の低下が緩やかであり、足元の上昇率も高止まりしている。こうしたサービス物価の動きにより、コア指数の上昇率が下げ渋っていると考えられる。

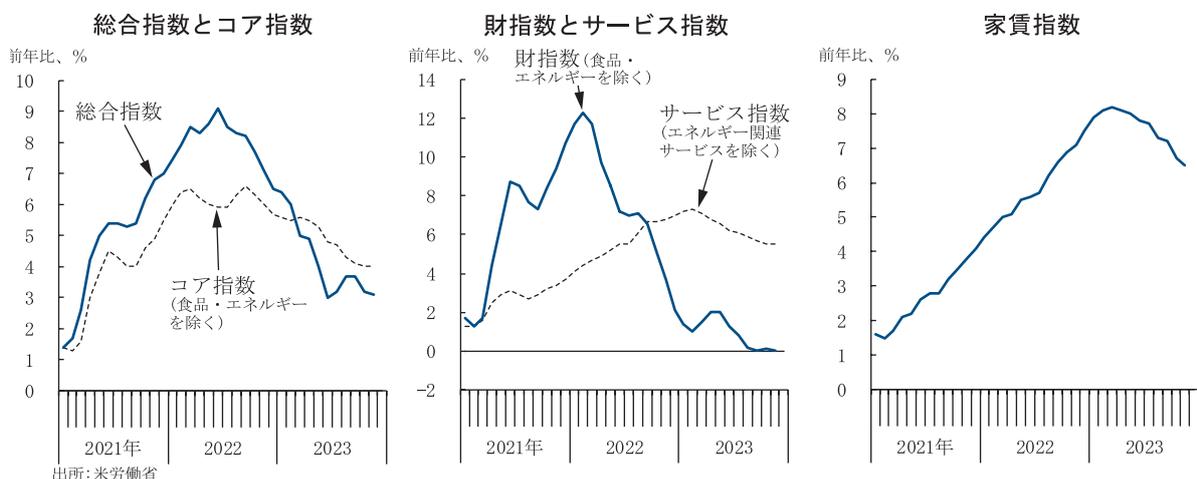
(24年の物価上昇率は持続的に低下へ)

財の物価は、供給網を巡る混乱や原材料の高騰の一巡、ドル高による輸入物価への下押し圧力などが物価上昇率の低下をもたらした。一方、サービス物価は、コロナ禍で先送りされた需要の顕在化を背景とした人手不足を背景に、賃金上昇の価格への転嫁が続いている。また、総合物価指数において35%のウエートを占める家賃が前年比+6.5%と高水準かつ上昇率の低下が緩やかであることもサービス物価の高止まりの要因となっている。

先行きを展望すると、金融引き締め効果の浸透によりサービス業の人手不足感は弱まることが想定される。また、新規契約の家賃は落ち着き始めており、新規契約と継続契約の両方を対象とする消費者物価指数の家賃は、上昇率の低下が続く見込みである。これらの要因を背景に、2024年のサービス物価の上昇率は持続的に低下すると考えられる。2024年の春以降に、FRBはインフレに対する勝利宣言を行うことが可能となり、利下げを実施することになる。

(2024. 1. 9 調査部 金子 修)

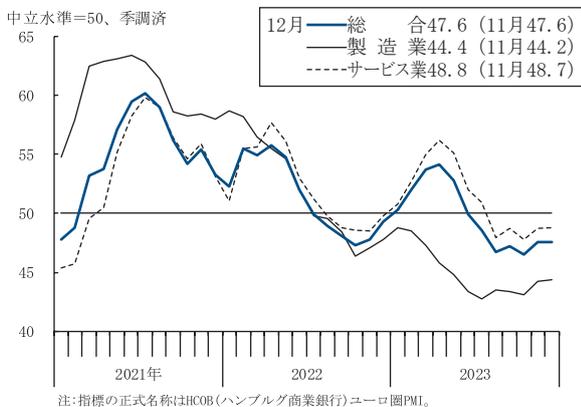
図表 家賃などのサービス物価の動きを背景に下げ渋るコア物価上昇率



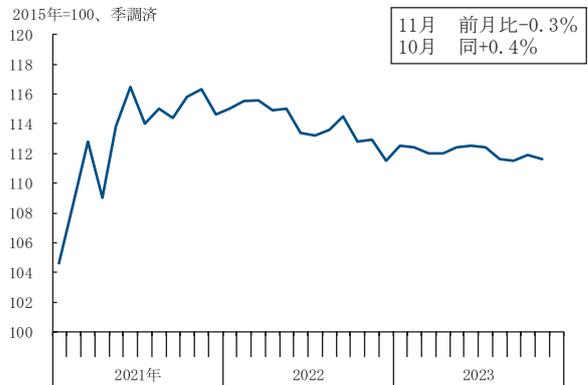
ユーロ圏経済：EUが財政規律の見直しに関して合意

- ・ユーロ圏経済は減速基調にある。2023年12月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は、前月と同じ47.6にとどまった。総合PMIの50割れが続いており、10～12月期は2期連続のマイナス成長となる可能性が高い。
- ・10月の鉱工業生産指数は資本財の生産が落ち込み、前月比-0.7%と2か月連続で低下した。同月の建設支出指数も同-0.9%と落ち込んだ。11月の小売売上高指数は前月比-0.3%と再び低下した。欧州主要国のクリスマス商戦は不振が報道されており、個人消費は弱含みで推移している模様である。
- ・欧州中央銀行（ECB）は12月14日の理事会で、政策金利の据え置きを決定した。12月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.9%と前月の同+2.4%を上回った。7～9月期の賃金が前年比+5.3%と大幅に伸びていることも踏まえると、当面、ECBは賃金インフレに対する警戒姿勢を継続しよう。
- ・12月20日、欧州連合財務相は財政規律の見直しに関して合意した。財政赤字を国民総生産の3%以内に抑える大枠は維持した一方で、財政赤字の削減は2025年から4年程度の時間をかけることとされた。本合意は財政規律を緩和し、経済に配慮した財政運営の余地を拡大するものであると評価できる。

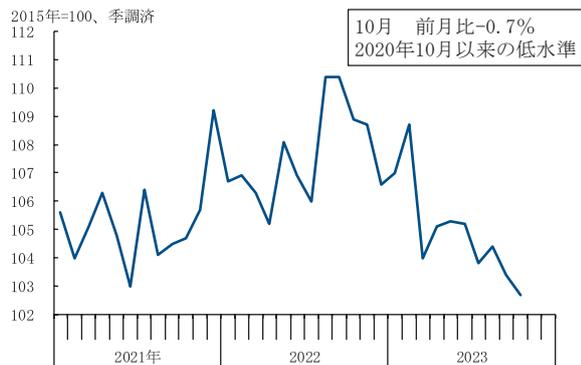
総合PMI（購買担当者景気指数）



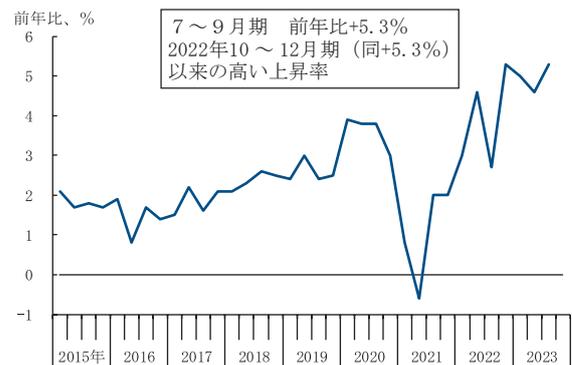
小売売上高指数



鉱工業生産指数



賃金指数



出所：S & Pグローバル、欧州委員会統計局

(2024. 1. 9 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済

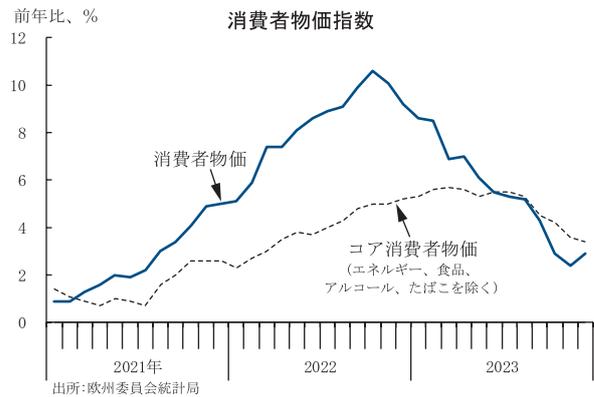
【建設支出指数】

10月のユーロ圏建設支出指数は、前月比-0.9%と低下した。建築が同-0.8%、土木工事が同-1.0%と、いずれも低下した。同月のEU（欧州連合）の建設支出指数も同-0.6%と低下した。



【消費者物価指数】

12月のユーロ圏消費者物価指数は、物価対策の一部補助金の終了などから前年比+2.9%と、11月の同+2.4%から上昇した。一方、12月のコアインフレ指数は同+3.4%と前月の同+3.6%から低下した。



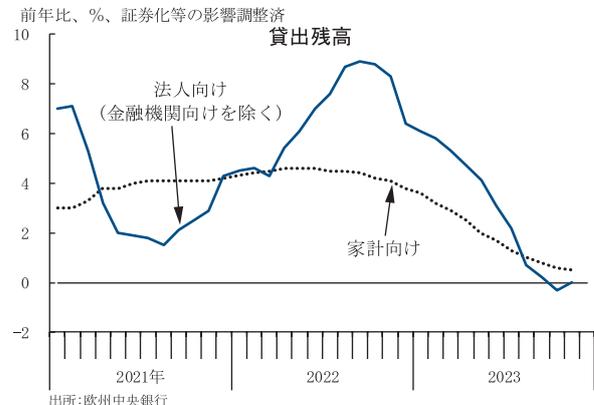
【消費者信頼感指数】

12月のユーロ圏の消費者信頼感指数は-15.0と11月（-16.9）に比べて上昇し、2か月連続で改善した。またEU（欧州連合）全体の消費者信頼感指数も-16.0と、前月（-17.5）に比べて上昇した。



【貸出残高】

11月のユーロ圏の法人向け貸出残高は前年比0.0%となり、10月の同-0.3%に比べて改善した。一方、同月の家計向け貸出残高は同+0.5%と、前月の同+0.6%からやや伸び率が低下した。



中国経済：住宅販売は大幅減が続き、個人消費も伸び悩む

- ・中国景気は総じて鈍い動きとなっている。まず、個人消費の動きを表す小売売上高は23年11月に前年比+10.1%と6か月ぶりの高い伸びとなった。ただこれは、前年11月にコロナ感染の急拡大により消費が落ち込んでいた影響が大きい。季節調整値をみると、11月は前月比-0.06%と減少に転じた。また、同月の消費者信頼感指数は87.0（中立水準は100）と23年8月以来の低水準に下落した。消費マインドの悪化により、個人消費は足元で増勢が鈍っている。
- ・次に、11月の固定資産投資は前月比+0.26%と低い伸びとなった。財政出動の強化に伴い、公共インフラ投資が増加したものの、不動産関連投資の落ち込みが続いた。また不動産関連の指標をみると、11月の住宅販売面積は前年比-12.8%と6か月連続で2桁の落ち込みとなった。内訳をみると、不動産企業の経営不安への根強い懸念から、住宅販売面積の大半を占める予約販売（販売時点で未完成の物件）が大幅に減少した。
- ・続く12月の総合PMI産出指数は50.3とさらに低下し、企業の景況感の改善ペースが一段と鈍っていることが示された。内訳をみると、非製造業PMIが上昇したものの、製造業PMIの「生産」指数は低下した。

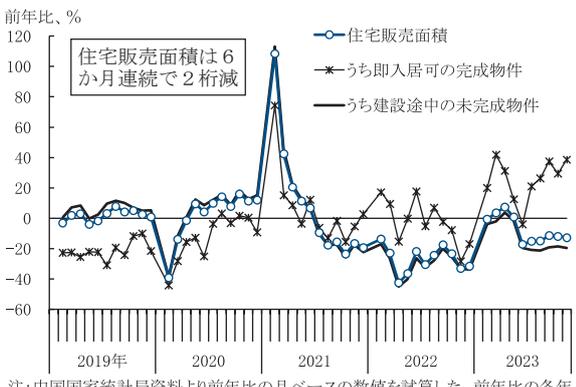
小売売上高



固定資産投資



住宅販売面積



総合PMI産出指数



出所：中国国家統計局

(2024. 1. 4 調査部 白鳳翔)

【トピック】習体制は新しい産業システムの構築に注力へ

（国内需要や住宅市場の支援を継続）

2023年12月に開かれた「中央経済工作会議」では、習体制が2024年の経済運営について、経済成長を最重要視する方針が示された。また、金融と財政の両面で国内需要の回復を強化するというマクロ経済政策の方針が改めて強調された。

同会議で掲げられた9つの重点施策をみると（図表）、まず、「国内需要の着実な拡大」策として、国民所得の増加や中間層の拡大を図ること、デジタル・グリーン・健康といった新たな消費の拡大を目指すこと、NEV（新エネルギー車）の充電スタンドや5G通信基地といったインフラ投資のほか、省エネや脱炭素関連の投資を重点的に支援することなどが挙げられた。また、「不動産や地方債務などの分野におけるリスクの持続的かつ効果的な防止・解消」では、住宅販売の回復を図るため、低所得者向けの住宅建設や都市部のスラム地域の再開発などを加速させることや、不動産企業の資金需要に対応していくことなどが示された。

（新しい産業システムの構築に注力）

他方、今回の重点施策で注目されるのは、「科学技術イノベーション主導の現代産業システムの構築」が施策の筆頭に挙げられた点である。

この施策は、科学技術のイノベーションを進めることで、新たな産業を創出したり、新技術などを活用したりすることで、産業構造の変革を目指すものである。

その内容をみると、習体制は主に2つの分野に注力するとみられる。まず1つ目は、バイオ製造や商業宇宙飛行、低空ビジネスなどに関わる産業の育成である。

具体的には、ワクチン製造や、商業通信衛星、ドローンなどの産業の振興を図っていくとしている。

2つ目はデジタルトランスフォーメーション（DX）やグリーントランスフォーメーション（GX）の推進による、従来の産業の生産性向上や省エネルギー化である。例えば、IoTやAI技術の活用による自動車工場の業務改善や、水素関連技術の利用などによる製鉄工程における二酸化炭素の排出量の削減などが挙げられる。

このように、習体制が科学技術イノベーション主導の産業振興を目指す背景には、①生産性の向上により中長期の潜在成長率を高めること、②新たな投資や消費の創出により需要拡大の持続性を高めること、③ハイテク分野の雇用創出により大学卒業者の失業を減らすことなどの狙いがあると考えられる。

ただ、これらのイノベーションを進めるためには、米国をはじめとする先進国の先端技術に大きく依存する必要があると考えられる。近年は、米中関係の悪化により、米国政府などはハイテク製品の対中輸出制限を強化している。こうした制約を乗り越えて、習体制が産業の再構築を実現するには、多くの困難があると言えよう。（2024. 1. 4 調査部 白鳳翔）

図表 2024年の経済運営の重点施策

- | |
|--------------------------------------|
| ①科学技術イノベーション主導の現代産業システムの構築 |
| ②国内需要の着実な拡大 |
| ③国有企業や財政・税務などの分野における改革の深化 |
| ④高水準な対外開放の拡大 |
| ⑤不動産や地方債務などの分野におけるリスクの持続的かつ効果的な防止・解消 |
| ⑥農業・農村・農民問題への着実かつ継続的な対応 |
| ⑦都市と農村の融合、地域の協調的な発展の推進 |
| ⑧生態・環境負荷の軽減とグリーン・低炭素化の推進 |
| ⑨国民生活の確実な保障と改善 |

注：一部抜粋。

出所：中国政府ホームページより浜銀総研作成

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。先行き F R B の利下げ開始や日銀のマイナス金利解除が予想される中、日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売り圧力が高まりやすい。ただ、F R B が市場の過度な利下げ観測をけん制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ろう。

12月の動き

対ドル円レートは月間ベースで大幅な円高・ドル安となった。7日には日銀の植田総裁が参院財政金融委員会で、金融政策の運営が「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになると思っている」と発言したことを受けて、日銀が早期にマイナス金利を解除するとの観測が広がり、円買い・ドル売りが優勢となった。また、13日には F R B（米連邦準備理事会）が F O M C（公開市場委員会）後に公表した参加者の政策金利見通しなどを受けて、2024年の利下げ観測が強まったため、円買い・ドル売りが膨らんだ。その後、F R B 高官から市場の早期利下げ観測をけん制する発言が相次いだことから円売り・ドル買いが優勢となる場面もあったが、月末にかけて米経済指標の悪化などを背景に再び F R B の早期利下げ観測が強まり、ドル売りが膨らんだ。

対ユーロ円レートは月間ベースで大幅な円高・ユーロ安となった。上旬には E C B（欧州中央銀行）が先行き利下げに転換するとの思惑が台頭し、ユーロ売りが優勢となった。ただ、E C B のラガルド総裁が14日の理事会後の記者会見で、利下げの議論を全くしていないと述べたことなどから、ユーロが買い戻される場面もあった。

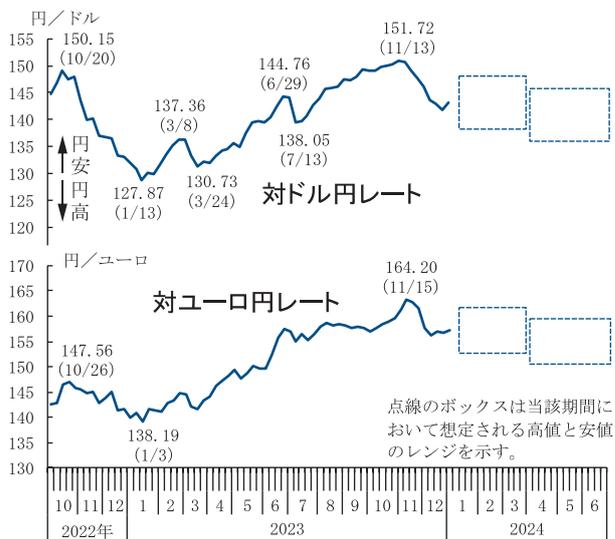
注目点：F O M C 参加者の金利見通し

F R B が13日の F O M C 後に公表した F O M C 参加者の政策金利見通しでは、

為替レートの予想レンジ

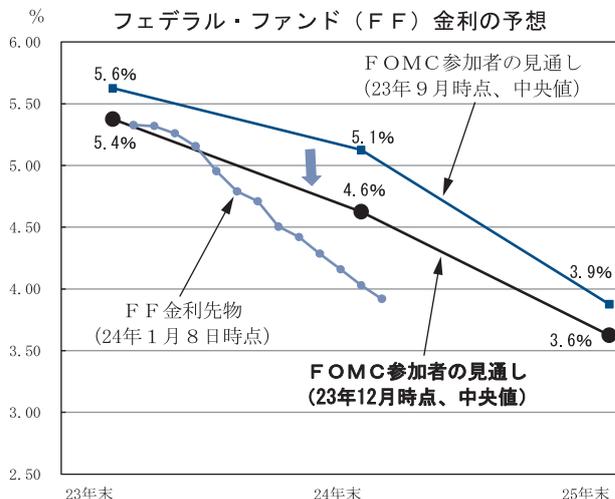
	2023年		2024年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	144.60	147.74	138～148	136～146
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	157.26	159.03	152～162	150～160

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

24年末時点で適切だと考える政策金利（FF金利）の誘導目標（中央値）は4.6%となり、前回9月見通し（5.1%）から引き下げられた（前ページの図）。現在の政策金利の水準（5.25～5.50%）を基に考えると、FRBが24年中に0.25%の利下げを3回程度行うことが想定されていることになる。前回見通しでは24年中の利下げ幅は0.25%が2回分であり、今回の見通しは前回よりもややハト派的といえよう。こうした中、FF金利の先物市場では、FRBが24年中に合計で1.5%程度（0.25%×6回）の利下げを実施することを織り込んでおり、利下げに前のめりになっていることがうかがえる。こうした市場の早期利下げ観測の背景には、米国経済の悪化でインフレがFRBの想定以上に鎮静化するとの見立てがあると考えられる。今後の経済指標で米国景気の底堅さが示された場合には、市場の早期利下げ観測が後退し、一時的にドル買い圧力が高まる可能性もあろう。

向こう3か月程度の見通し

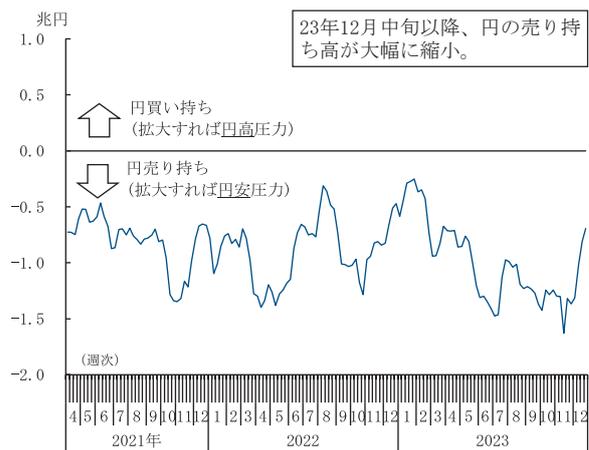
対ドル円レートは、ドル弱含みでのみみ合いを見込む。先行きFRBの利下げ開始や日銀のマイナス金利解除が予想される中で、日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売り圧力が高まりやすいと予想される。ただ、上記の通り市場はFRBの利下げに前のめりとなっている。インフレを確実に抑制したいFRBは、当面、利下げに慎重なスタンスを維持し、市場の過度な利下げ観測をけん制すると予想されることや、日本の貿易収支が引き続き赤字基調で推移すると見込まれることなどを踏まえると、円高・ドル安の進行スピードは緩やかとなろう。

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年春にはECBが利下げに踏み切るとの見方が広がっており、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」ことを目指している。「金融政策決定会合における主な意見（23年12月18、19日開催分）」を見ると、「少なくとも来春の賃金交渉の動向を見てから判断しても遅くない」などといった、マイナス金利の解除時期を慎重に判断したいとの意見が多い印象を受ける（16ページ参照）。例年3月中旬に集中回答日を迎える春季労使交渉を見極めるまで、日銀が現行の金融緩和策を維持する可能性が大きいとみられることから、当面、円買い圧力は高まりにくいといえよう。

（2024. 1. 9 調査部 北田英治）

投机筋の円先物ポジション



注：シカゴ金融取引所の円ポジション（非商業）
出所：米商品先物取引委員会

要約

- 日銀が2024年前半にマイナス金利の解除などを行うとの観測が根強い中で、先行き長期金利は強含みもみ合いを見込む。一部の大手企業は既に大幅な賃上げを表明しており、1月以降の日銀支店長会議で中小企業の賃上げ動向についてどのような報告が行われるかが、政策修正のカギを握っているとみられる。

12月の動き

日本の長期金利は低下。米長期金利の低下を受けて、国内金利にも下落圧力がかかった。また日銀が19日の金融政策決定会合で現行の金融緩和策の維持を決め、日銀の早期正常化観測が後退したことも、国内金利の低下を促した。

注目点：金融政策決定会合の主な意見

日銀が12月27日に公表した「金融政策決定会合における主な意見（12月18、19日開催分）」を見ると、金融正常化の時期について慎重に判断するとの意見が多い印象を受ける。例えば、「少なくとも来春の賃金交渉の動向を見てから判断しても遅くない」、「賃金と物価の好循環を通じた2%目標の実現の見極めは十分な余裕を持って行うことができる」といった意見が出されている（右下表）。ただ、「タイミングを逃さず金融正常化を図るべきである」との意見もあり、マイナス金利解除の時期をめぐる日銀政策委員会内の意見が分かれていることがうかがえる。

向こう3か月程度の見通し

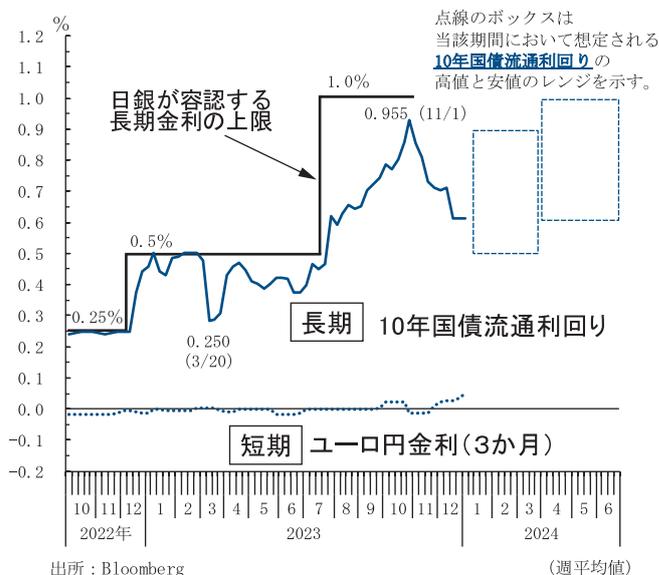
日銀の政策修正観測が根強い中で、先行き長期金利は強含みもみ合いを見込む。一部の大手企業は既に大幅な賃上げを表明しており、1月以降の日銀支店長会議で中小企業の賃上げ動向についてどのような報告が行われるかが、政策修正のカギを握っているとみられる。

（2024. 1. 9 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	0.50～ 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)

金融政策決定会合（23年12月18、19日）における主な意見

物価への強い上昇圧力が落ち着きつつある環境を踏まえると、現行のイールドカーブ・コントロールのもとで、賃金や物価動向を見極めることが重要である。

現在、慌てて利上げしないと、ビハインド・ザ・カーブになってしまう状況にはなく、少なくとも来春の賃金交渉の動向を見てから判断しても遅くはない。

前回会合でのイールドカーブ・コントロールの柔軟化により、イールドカーブが歪む状況が生じにくくなっている。このため、インフレの基調が過度に強まる状況にならない限り、賃金と物価の好循環を通じた2%目標の実現の見極めは十分な余裕を持って行うことができる。

2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現の確度は更に高まってきており、金融正常化のタイミングは近づいている。拙速はよくないが、「巧遅は拙速に如かず」という言葉もある。物価高が消費の基調を壊し、物価安定目標の実現を損なうリスクを避けるためにも、タイミングを逃さず金融正常化を図るべきである。

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。先行き米景気の減速が見込まれるものの、FRBが24年前半にも利下げに転じるとの観測が引き続き株式相場の支援材料となろう。
- ・日本株は強含みもみ合いか。為替レートの高懸念は株価の重荷となるものの、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株価を押し上げよう。

12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）が24年前半にも利下げに転じ、景気に配慮しながら政策判断をするとの見方が株式相場の支えとなった。

日本の株式相場は月間ベースでほぼ横ばい。急速な円高・ドル安が嫌気されて輸出関連株を中心に売りが優勢となる場面もあったが、米国株の上昇が日本株の支援材料となった。

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が24年前半にも利下げに転じるとの観測が、引き続き株式相場の支援材料となろう。ただ、先行き米景気が減速基調で推移すると見込まれるため、株式相場の上昇ペースは緩やかになると予想される。

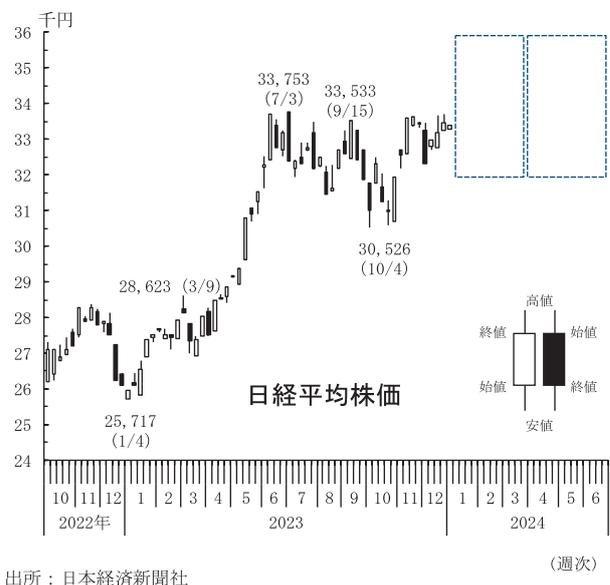
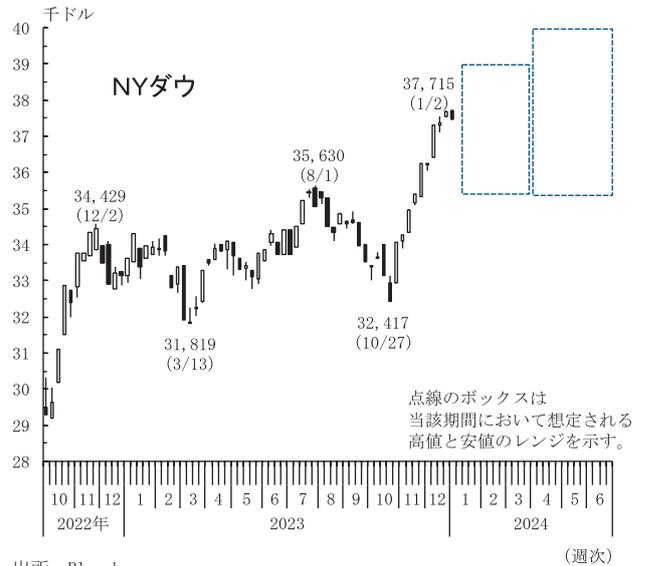
(日本株価)

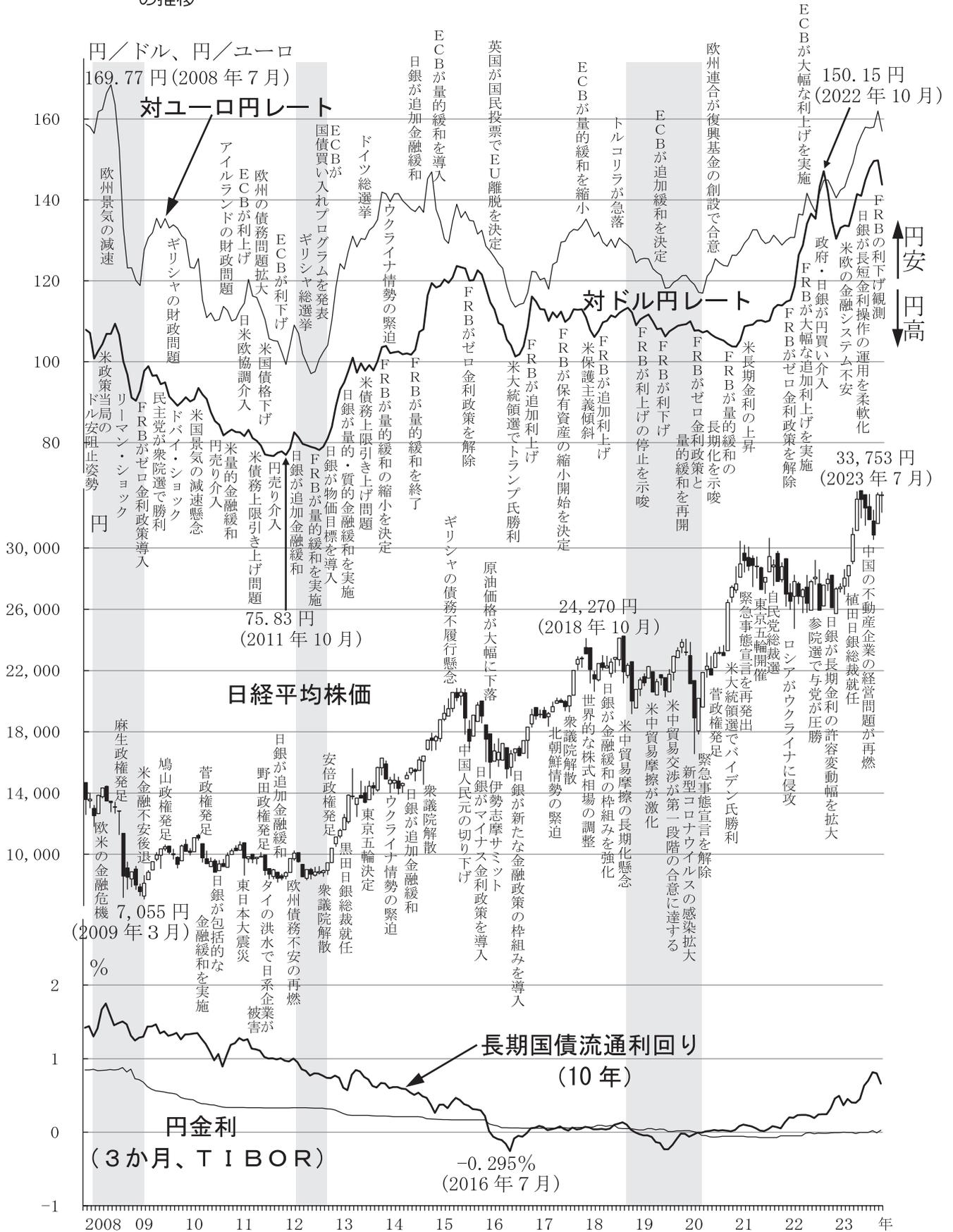
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。為替レートの高懸念は株価の重荷となるものの、米国株が強含んでいることは日本株の支援材料となろう。また、国内では経済活動の正常化が進む中で、景気が底堅く推移するとの期待があることや、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待があることなどが、日本株の押し上げ要因になると考えられる。
(2024. 1. 9 調査部 北田英治)

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	35,000～ 39,000	35,000～ 40,000
日経平均株価 (円)	32,529	32,486	32,000～ 36,000	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: シャド部分に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1月9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)	138～148	152～162	0.50～0.90	3.60～4.20	32,000～ 36,000	35,000～ 39,000
4～6月 (予想)	136～146	150～160	0.60～1.00	3.40～4.00	32,000～ 36,000	35,000～ 40,000
2022年 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
12月	143.80	156.99	0.66	4.01	33,118	36,948

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)	33,763 (2024/1/9)	37,715 (2024/1/2)
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、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。
- 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。