

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ●個人消費の持ち直しなどにより、景気は緩やかに回復 …… 2 【トピック】単身世帯に比べて戻りが鈍い2人以上世帯の消費支出 … 5
	米国経済 ●インフレが和らぐ中、景気は堅調を維持 …… 6
	ユーロ圏経済 ●景気の低迷が続く中、海運の混乱が新たな懸念材料に …… 7
	中国経済 ●景気回復の動きが鈍る中、人民銀は預金準備率を引き下げ …… 8 【トピック】NEVシフトが続く中、NEV対応で明暗を分ける日系企業 … 9
金融情勢	◆為替レート …… 10 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みられる。ただ、FRBが市場の過度な利下げ観測を引き続き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。
	◆米国金利 …… 12 FRBは1月のFOMCで政策金利の据え置きを決定した。今回のFOMCでは声明文から利上げの可能性を示唆する文言を削除し、将来的な利下げに向けて一歩踏み出した。ただ、パウエルFRB議長は会合後の記者会見で、今後のインフレ動向を見極めたいとの姿勢を鮮明にし、次回3月の会合で利下げが適切になる可能性が低いとの考えを示した。
	◆株 価 …… 13 日本の株式相場は強含みもみ合いか。米利下げ観測から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：個人消費の持ち直しなどにより、景気は緩やかに回復

要約

景気は緩やかに回復している。物価上昇率の鈍化により消費マインドが改善し、個人消費は緩やかに持ち直している。輸出や生産は緩やかに回復している。ただし、年明け後の生産は、能登半島地震の影響などにより弱含んでいるとみられる。企業の投資計画は高い伸びとなっており、設備投資は基調として底堅いと判断される。

昨年終盤の個人消費は緩やかに増加

わが国の景気は緩やかに回復している。まず、家計部門をみると、2023年終盤の個人消費は緩やかに増加した模様である。小売店従業員やタクシードライバーなど景気に敏感な立場にある人々の景況感を調査した「景気ウォッチャー調査」をみると、23年12月は家計動向関連の現状判断DIが50.7となり、2か月連続で上昇した（図表1）。内訳をみると、小売、飲食、サービス関連のDIがいずれも上昇しており、年末の個人消費が持ち直した様子がうかがえる。

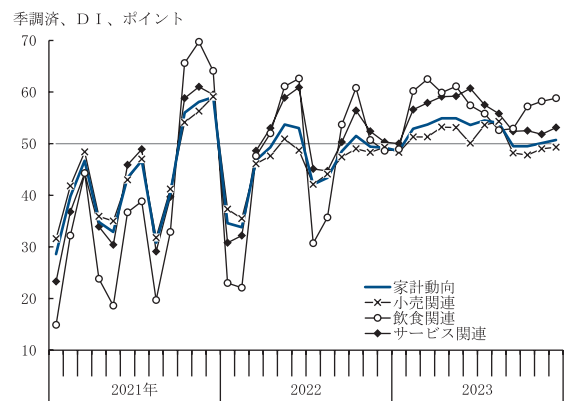
このように個人消費が持ち直した背景には、消費マインドの改善がある。消費マインドを示す消費者態度指数をみると、「暮らし向き」の改善などを受けて、昨年終盤以降は上昇傾向に転じている（4ページ右上図表）。足元の物価高下においては、消費者の「暮らし向き」の判断には物価動向が大きく影響していると考えられる。12月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.3%と、2か月連続で伸びが鈍化しており、物価上昇率の落ち着きが消費マインド改善に寄与している様子がうかがえる（図表2）。全国の消費者物価指数に先行して公表される24年1月の東京都区部の消費者物価指数（同、中旬速報値）は前年比+1.6%と前月（同+2.1%）から上昇率が一段と低下している。こうした物価上昇率の低下

などを受けて、年明け後の個人消費も緩やかに持ち直しているとみられる。

年明け後の生産は一時的に減少も

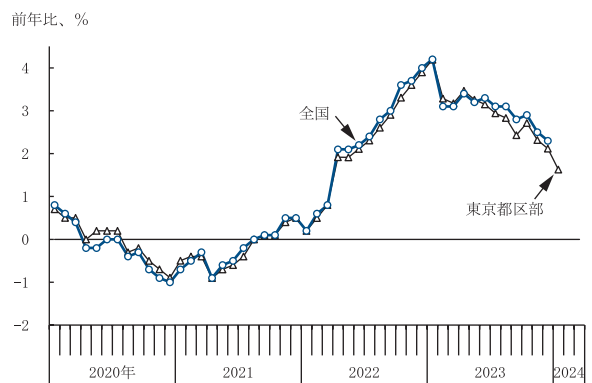
一方、企業部門は緩やかに回復しているものの、年明け後に回復の動きが弱ま

図表1 景気ウォッチャーの景況が上向く
家計動向関連DI（現状判断）



出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

図表2 消費者物価上昇率は鈍化傾向に
消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）



出所：総務省「消費者物価指数」

っている可能性がある。まず輸出の動向をみると、2023年10～12月期の実質輸出は前期比+0.2%と小幅ながらも増加した(図表3)。仕向地別にみると、欧州経済の低迷を受けてEU(欧州連合)向けが減少に転じたものの、米国向けの増加が続き、中国向けも増加に転じた。また、同期の鉱工業生産指数も同+1.4%と上昇した。業種別にみると、世界的な半導体需要の底打ちにより電子部品・デバイスが同+6.7%と高めの伸びとなったほか、輸送機械や汎用・業務用機械なども上昇に転じた。

もっとも、年明け後の生産はやや弱含んでいるとみられる。生産の先行きを示す製造工業生産予測指数をみると、24年1月は前月比-6.2%と大幅な減産が見込まれている。業種別にみると、一部自動車メーカーによる認証制度への不正問題の影響などで輸送機械が同-10.6%と大幅な減産が見込まれている。また、電気機械(同-8.8%)や汎用・業務用機械(同-6.0%)など多くの業種で生産指数の低下が見込まれている。令和6年能登半島地震で被災した石川県内に半導体メーカーなどの工場が所在しており、サプライチェーンが一時的に混乱した影響などが表れている可能性がある(注)。

消費や投資増で景気は緩やかに回復

設備投資に関する指標では、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)の2023年10～11月平均が7～9月期比-1.0%と弱含んだ(図表4)。もっとも、機械メーカーの機械受注の手持残高が高水準になっていることや建設投資の先行指標である建築着工床面積が上向いていること、日銀短観(23年

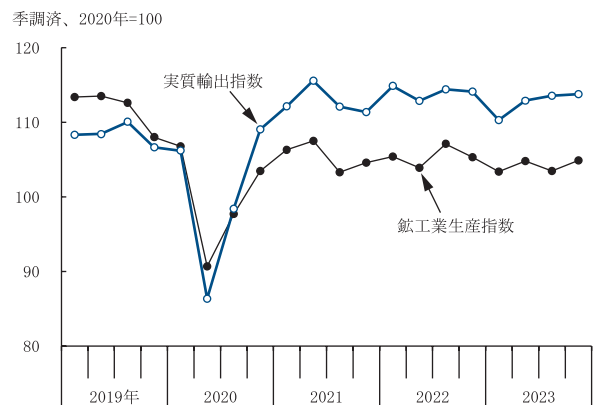
12月調査)で23年度の設備投資計画(全規模・全産業)が前年比+12.6%と大幅増計画になっていることなどを踏まえると、設備投資の基調は底堅いと判断される。

年明け後、企業部門における生産活動の停滞が景気回復の下押し要因になっている可能性があるものの、個人消費や設備投資が底堅く推移していることから、足元のわが国の景気は緩やかに回復していると考えられる。

注：石川県の製造品出荷額(2021年)は、建機などの生産用機械、半導体や電子部品などのウエートが高い。なお、石川県の外食売上高をみると、24年1月第1週は前年同週比で3割程度減少したものの、3週目にはほぼ横ばいまで回復している。

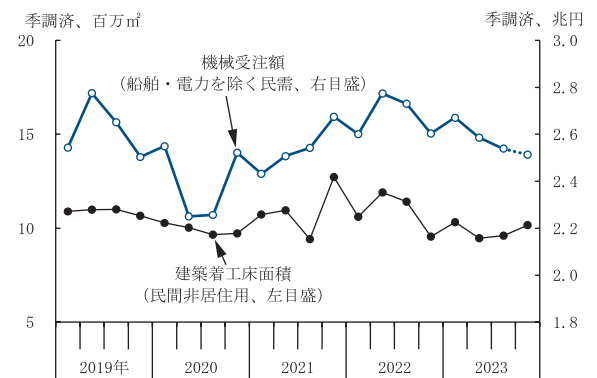
(2024. 2. 2 調査部 小泉 司)

図表3 10～12月期は輸出と生産が増加



出所：日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数」

図表4 設備投資の先行指標はまちまちの動き

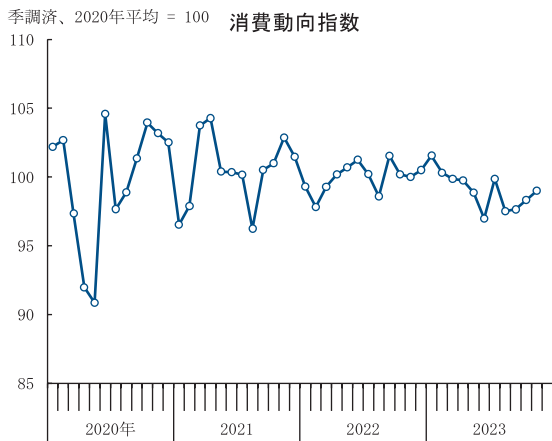


注：機械受注額の2023年10～12月期は10、11月の月平均を3倍した数値。建築着工床面積は当社で季節調整を施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

国内経済

【消費動向指数】

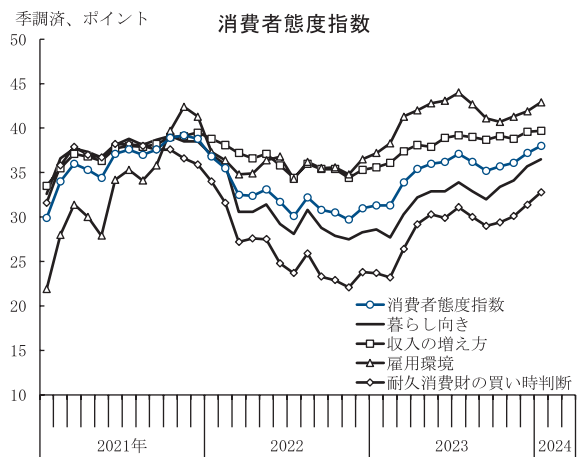
2023年11月の消費動向指数（実質、季調済）は前月比+0.7%と3か月連続で上昇した。費目別にみると、ウエートが大きい食料が2か月ぶりに上昇し、教養娯楽が4か月連続で上昇した。



出所：総務省「消費動向指数」

【消費者態度指数】

24年1月の消費者態度指数は38.0と、前月から0.8ポイント上昇した。内訳をみると、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と、すべての構成項目が改善した。

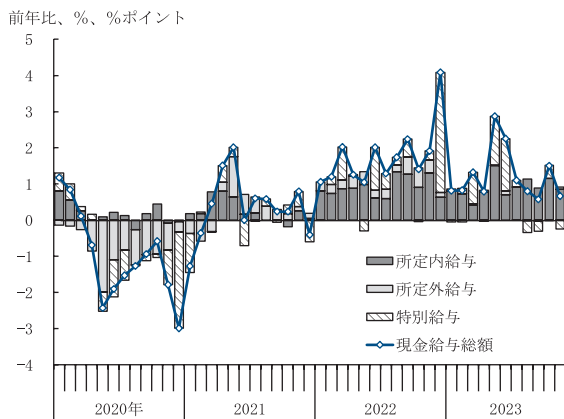


出所：内閣府「消費動向調査」

【現金給与総額】

11月の現金給与総額は前年比+0.7%と23か月連続で前年水準を上回った。特別給与は前年を下回ったものの、基本給を示す所定内給与が同+1.0%、残業代を示す所定外給与が同+0.2%となった。

現金給与総額（事業所規模5人以上）

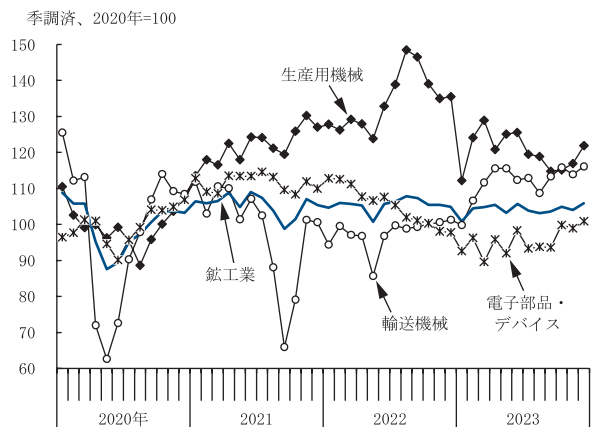


出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より浜銀総研作成

【生産指数】

12月の鉱工業生産指数は前月比+1.8%と2か月ぶりに上昇した。生産用機械が3か月連続で上昇したほか、輸送機械や電子部品・デバイスが2か月ぶりに上昇した。

鉱工業生産指数



出所：経済産業省「鉱工業指数」

【トピック】単身世帯に比べて戻りが鈍い2人以上世帯の消費支出

（2人以上世帯の消費の低迷が続く）

総務省「消費動向指数」で世帯別の実質消費支出をみると、2人以上世帯の消費支出はコロナ禍で大きく落ち込んだ2020年後半以降、低迷した状況が続いている（図表1）。その一方で、単身世帯の消費支出は2021年以降、緩やかに増加し、足元ではコロナ禍前の水準（2019年平均）に戻りつつある。

足元の実質消費支出を財別に比較すると、交通・通信への支出が、2人以上世帯ではコロナ禍前とほぼ同じ水準にとどまる一方、単身世帯では2%程度増加している点が目立つ。経済活動が正常化する中で、単身世帯で外出関連のサービス支出を増やしたことが、消費支出の回復の差になっていると考えられる。

なお、実際の支出額である名目ベースの消費支出額は、足元の物価高下において、単身世帯では既にコロナ禍前を大きく上回る水準になっている。その一方で、2人以上世帯では依然としてコロナ禍前を下回る支出額にとどまっている。

（貯蓄に対する意識などが消費に影響）

このように2人以上世帯で消費の戻りが弱い理由としては、貯蓄に対する意識の強さがあると考えられる。金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査2023年」によれば、「生活設計を立てている家計のうち、将来必要となる資金を貯める計画を立てている」世帯の割合は、2人以上世帯が25.6%となる一方、単身世帯は21.0%となっている。2人以上世帯では、子供にかかる将来の教育費などを見据え、一定程度の貯蓄額を確保している家計が多くなっていると考えられ

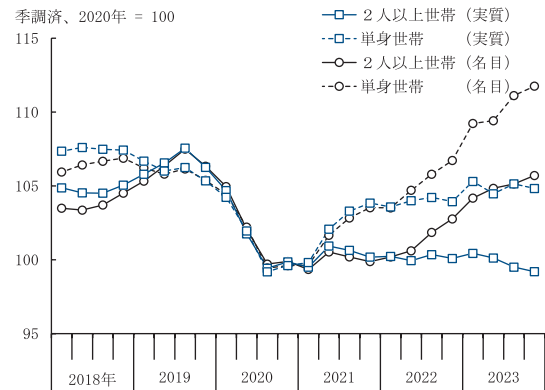
る。そのため、足元の物価高下においても、消費支出額をコロナ禍前の水準まで抑制しているものとみられる。

また、最近の賃上げ動向も世帯人員別の消費動向に違いを生じさせている可能性がある。厚生労働省「令和5年賃金構造基本統計調査（速報）」によれば、2023年の20歳代の賃金増減率は前年比+2.8%となる一方、50歳代では同+1.7%となった（図表2）。2人以上世帯が多い中高年層の賃金上昇率が、単身世帯が多い若年世帯に比べて低いことも、2人以上世帯の消費が弱い原因と考えられる。

こうした状況を踏まえると、足元の物価高下において、2人以上世帯が実質ベースの消費支出額を増やすことは期待し難いと考えられる。しばらくの間、個人消費は鈍い動きが続くことになろう。

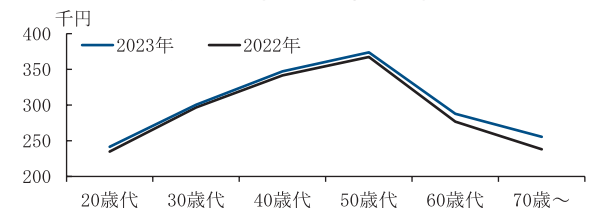
（2024. 2. 2 調査部長尾遼也）

図表1 世帯別消費動向指数



注1：四半期後方移動平均値。
注2：2023年10～12月期は10月、11月の平均値。
出所：総務省「消費動向指数」より浜銀総研作成

図表2 年齢別所定内給与



年齢階級（歳代）	年齢計	20	30	40	50	60	70～
所定内給与額（千円）		318.3	241.4	300.5	347.1	373.8	287.9
前年比増減率（%）		2.1	2.8	1.3	1.7	1.7	4.1
							7.3

注1：各年6月の所定内給与。下部図表の数値は2023年。
注2：数値は年齢別の所定内給与を年齢区分別に単純平均したもの。
出所：厚生労働省「令和5年賃金構造基本統計調査速報」より浜銀総研作成

米国経済：インフレが和らぐ中、景気は堅調を維持

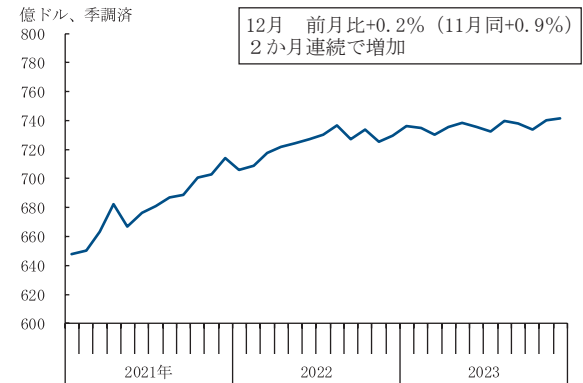
- ・2023年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+3.3%と、7～9月期の同+4.9%から伸びが低下した。前期の成長率を押し上げた在庫投資の寄与が剥落した影響が大きい。国内民間最終需要は同+2.6%と7～9月期の同+3.0%から低下したものの、GDPに比べると小幅な減速にとどまった。
- ・12月の実質個人消費は前月比+0.5%と好調であった。良好な雇用環境やインフレの低下、株高などが家計の購買力の追い風となっているとみられる。同月の鉱工業生産指数は同+0.1%と上昇し、コア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）も同+0.2%と2か月連続で増加した。コア個人消費支出物価指数は前年比+2.9%と、前月の同+3.2%から低下した。1月の総合PMIは52.0と、前月の50.9から上昇し、非農業部門雇用者数は前月比35.3万人増と昨年1月以来の大幅増となった。総じてみると、雇用の拡大と金融引き締めによるインフレの緩和が同時に進行しており、米国景気は堅調さを維持している。
- ・FRB（米連邦準備理事会）は、1月31日のFOMC（公開市場委員会）で現状の金融政策の維持を決定した。会合後にFRBはインフレリスクの残存を指摘しており、次回の3月会合で利下げが実施される可能性は後退した。

GDP（国内総生産）の項目別内訳

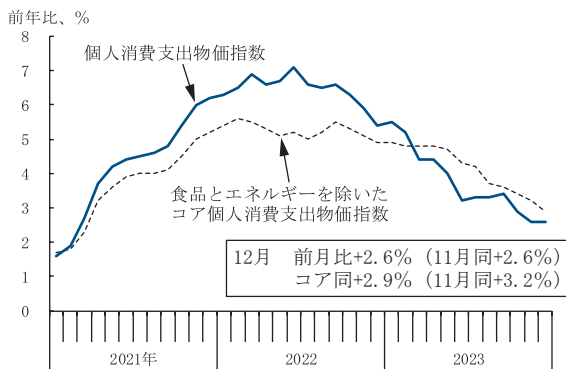
項目別の伸び率、前期比年率、%	2023年		項目別の寄与度、%	2023年	
	7-9月	10-12月		7-9月	10-12月
実質GDP	4.9	3.3	実質GDP	4.9	3.3
個人消費	3.1	2.8	個人消費	2.1	1.9
住宅投資	6.7	1.1	住宅投資	0.3	0.0
設備投資	1.4	1.9	設備投資	0.2	0.3
政府支出	5.8	3.3	在庫品増加	1.3	0.1
輸出	5.4	6.3	政府支出	1.0	0.6
輸入	4.2	1.9	純輸出	0.0	0.4
国内民間最終需要	3.0	2.6	輸出	0.6	0.7
			輸入	▲0.6	▲0.3

注1:2023年10～12月期は速報値。
注2:国内民間最終需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資

コア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）

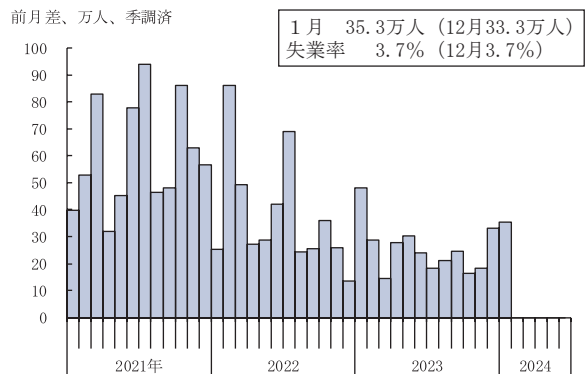


個人消費支出物価指数



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:米商務省、米労働省

非農業部門雇用者数



(2024. 2. 5 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済：景気の低迷が続く中、海運の混乱が新たな懸念材料に

- ・ユーロ圏の2023年10～12月期の実質GDP（域内総生産）は前期比横ばいとなり、2四半期連続のマイナス成長となる事態はかろうじて回避された。24年1月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は、前月の47.6から47.9へ上昇したものの、景況判断の基準となる50を8か月連続で下回った。
- ・11月の小売売上高指数は前月比-0.3%と低下した。広範囲の品目で売上が減少し、消費は低調となっている。同月の鉱工業生産指数も同-0.3%と3か月連続で低下した。7～9月期の住宅価格指数は前年比-2.1%と2期連続で下落した。不動産市場が冷え込む中、建設支出指数は2か月連続で低下した。
- ・1月の消費者物価指数は前年比+2.8%（前月は同+2.9%）と伸びが鈍化した。こうした中、欧州中央銀行（ECB）は1月25日の理事会で金利の据え置きを決定。今後の金融政策に関する言及はなかったものの、賃金の伸びの鈍化が確認されれば、4月ないし6月に利下げが実施される可能性が高まっている。
- ・イエメンの武装組織フーシ派による船舶攻撃により、紅海経由の航路を迂回する海運会社が増えている。ユーロ圏とアジア間の運賃の高騰や輸送時間の長期化による供給網の混乱により、経済に悪影響が生じることが懸念される。

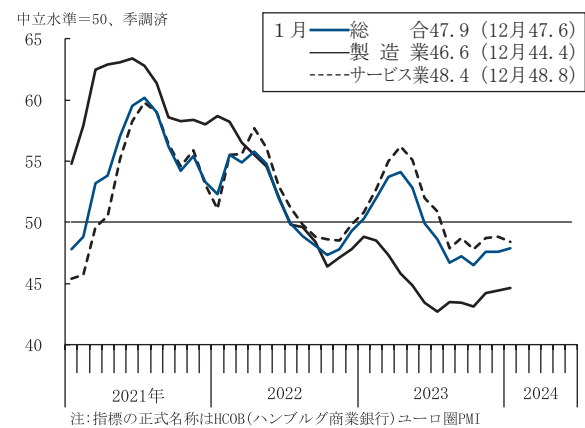
実質GDP（域内総生産）

季調済、前期比、%

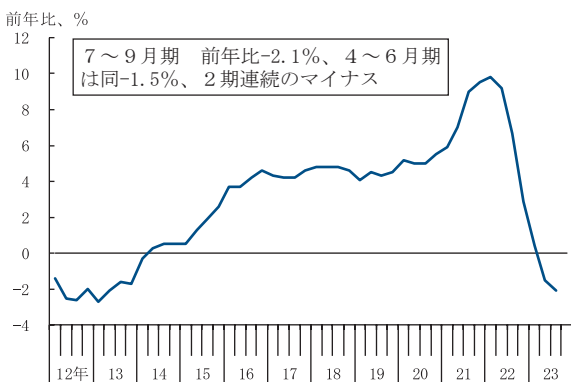
	2023年			
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
ユーロ圏	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0
ドイツ	0.1	0.0	0.0	▲ 0.3
フランス	0.0	0.7	0.0	0.0
イタリア	0.6	▲ 0.3	0.1	0.2
スペイン	0.5	0.5	0.4	0.6

注：2023年10～12月期は速報値。

総合PMI（購買担当者景気指数）

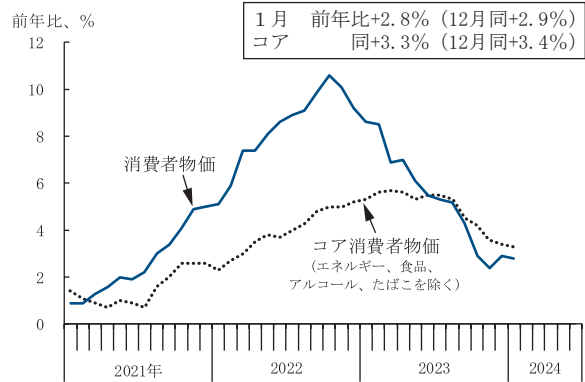


住宅価格指数



出所：S & P グローバル、欧州委員会統計局

消費者物価指数

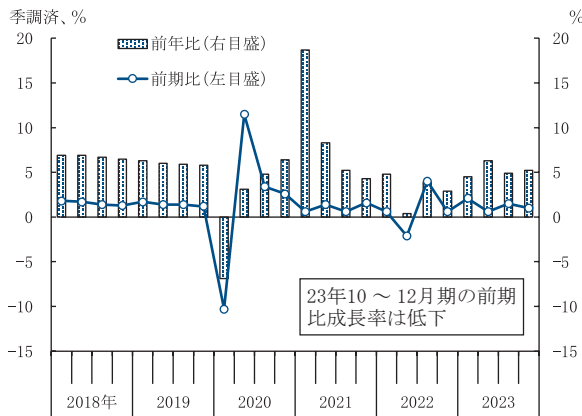


(2024. 2. 5 調査部 金子 修)

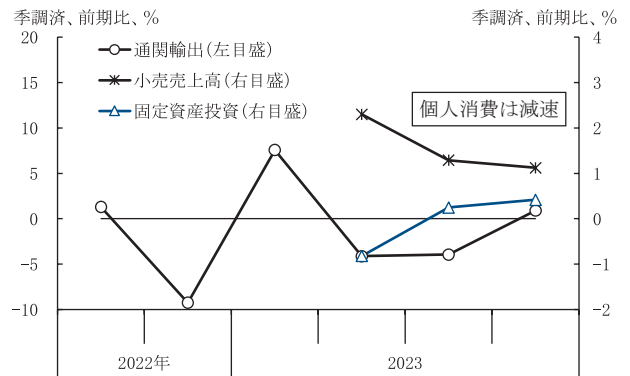
中国経済：景気回復の動きが鈍る中、人民銀は預金準備率を引き下げ

- ・中国の23年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.0%と、前期（同+1.5%）に比べて増勢が鈍化した。10～12月期は、通関輸出（当社による季節調整値）が同+0.9%と3四半期ぶりに増加した。仕向け地別にみると、ASEAN向けが大幅に増加した。その一方で、個人消費の動きを表す小売売上高は同+1.1%と減速した。内訳をみると、住宅販売の低迷を背景に建築装飾資材などの減少が目立つ。また、固定資産投資は同+0.4%と小幅な増加にとどまった。習体制による財政出動の強化などにより公共インフラ投資や製造業の設備投資が増加したものの、不動産関連投資は落ち込みが続いた。
- ・直近の不動産関連指標は、依然として弱い動きが続いている。12月の住宅販売面積は前年比-16.0%と23年6月以来の減少幅となり、また主要70都市の平均新築住宅販売価格も同月に前月比-0.45%と下落幅が一段と拡大した。
- ・こうした中、中国人民銀行（中央銀行）は2月5日以降、市中銀行などの預金準備率を0.5%引き下げると発表した。引き下げ幅は約2年ぶりの大きさである。これにより、企業向けの貸出に充てられる市中銀行の資金が最大で1兆元（約20.4兆円）増加すると見込まれている。

実質GDP（国内総生産）成長率

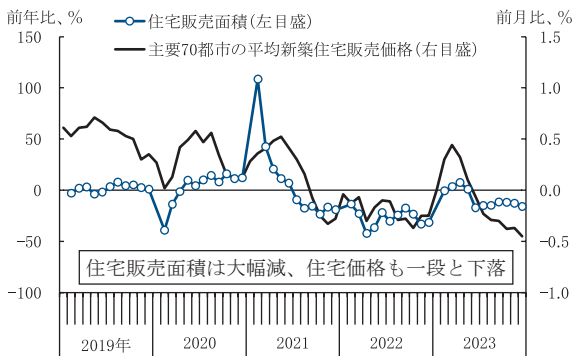


通関輸出と小売売上高、固定資産投資



注:小売売上高と固定資産投資は中国国家統計局資料より四半期ベースの数値を試算した。通関輸出の前期比は当社による季節調整値。

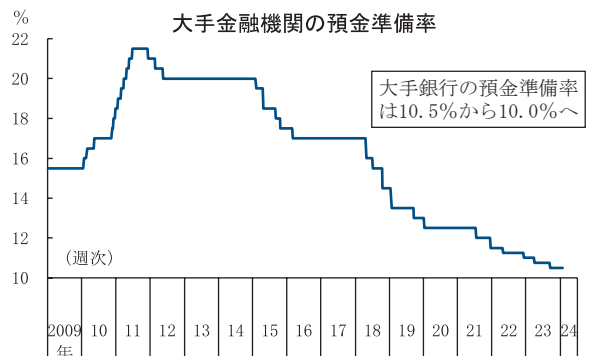
住宅販売面積と住宅価格



注:中国国家統計局資料より住宅販売面積の前年比の月ベースの数値を試算した。住宅販売面積の前年比の各年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、Bloomberg

預金準備率



注:商業銀行などは預金残高の一定割合を中国人民銀行（中央銀行）に預け入れる義務を負っており、その預け入れ比率のことを預金準備率という。

(2024. 2. 1 調査部 白鳳翔)

【トピック】NEVシフトが続く中、NEV対応で明暗を分ける日系企業

（政府支援や値下げがNEV増販に寄与）

中国の2023年通期の新車販売台数（乗用車、小売りベース）は前年比+5.7%の2,171万台となり、2018年以来の水準に回復した。内訳をみると、NEV（新エネルギー車）の販売台数が同+36.4%と大幅に増加した。その一方で、エンジン車は同-6.0%と前年を下回った。23年の乗用車販売に占めるNEVの比率は35.7%となり、22年（27.6%）を大きく上回った。

このように、NEV販売が大幅に増加した背景には、まず、政府による購入支援がある。23年春以降、習体制による景気下支え策の一環として各地方政府がNEV購入補助金などの支援策を再び強化したことが、年央以降のNEV販売を大きく押し上げた。

また、自動車企業によるNEVの値下げも販売を押し上げた。23年に入って、市場シェア獲得のため、中国系民間自動車企業を中心に経営資源をNEV事業に集中する動きが広がった。各企業はNEVの高性能化や新モデル投入などを進めたほか、相次いで値下げにも踏み切った。例えば、BYDの人気車種「ドルフィン」の全国平均販売価格は23年初に11.68万元（約238万円）となっていたが、同年末には計9%値下がりし、10.68万元（約218万円）となった。また、ドイツのBMW社の「iX3」の販売価格は23年11月に40.5万元（約826万円）となっていたが、翌12月には大幅な値下げが行われ、24万元（約490万円）まで価格が低下した。

（NEV対応で日系企業は明暗を分ける）

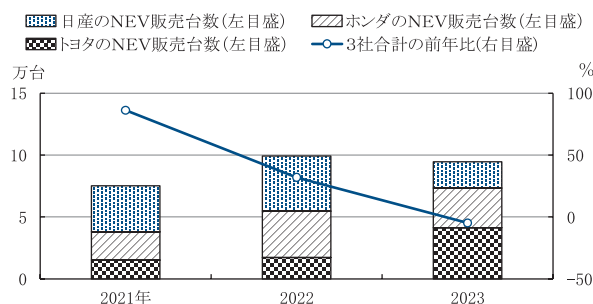
こうした中、日系自動車企業のNEV販売は苦戦した。2023年の日系主要3社

（トヨタ、日産、ホンダ）のNEV販売台数は前年比-4.7%と前年水準を下回った（図表）。内訳をみると、日産（前年比-52.3%）とホンダ（同-14.4%）の販売台数が大幅に減少した。その一方で、トヨタの販売台数は同1.4倍となった。高性能化や電動化技術の現地開発、新モデルの投入などが奏功したとみられる。

この状況下、ホンダや日産も中国のNEV事業の強化策を打ち出した。今後、中国のNEV市場における日本勢の巻き返しが期待されよう。ただ、日系自動車企業も激しい値下げを強いられている。例えば、22年末に発売されたトヨタの「bZ3」の全国平均販売価格は23年初に14.98万元（約306万円）だったが、23年末には20%程度安い11.98万元（約244万円）まで値下げが進んでいる。

2024年1月、米EV大手のテスラは中国市場の主力車種「モデル3」などの販売価格を大幅に引き下げた。今後、テスラに追随して値下げに踏み切る自動車企業が相次いで現れてこよう。こうした激しい値下げ競争を回避しながら、日本メーカーがNEV市場で販売シェアを伸ばすためには、技術力やサービス品質などの向上を通じて差別化を図る必要があろう。（2024. 2. 1 調査部 白鳳翔）

図表 日系のNEV販売は伸び悩む



注：販売台数は小売ベース。
出所：車主之家資料より浜銀総研作成

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。

1月の動き

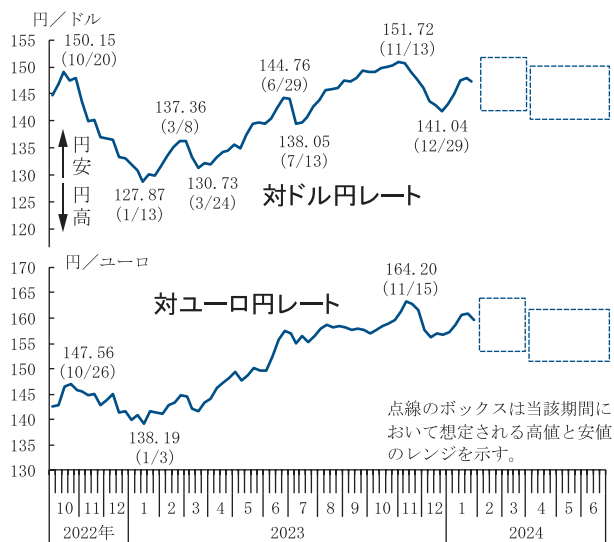
対ドル円レートは月間ベースで大幅な円安・ドル高となった。上旬には、1日に能登半島地震が発生し、日銀の金融政策正常化が遠のくとの思惑が円相場の重荷となった。また米労働市場の底堅さを示す指標の発表を受けて、F R B（米連邦準備理事会）の早期利下げを織り込む動きが一服したことが、ドル買いにつながった。さらに中旬には、ウォラーF R B理事による早期利下げ観測をけん制する発言などを受けて米長期金利が上昇し、ドル買いが優勢となった。ただ下旬には、日銀の植田総裁が23日の金融政策決定会合後の記者会見で、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた確度が「少しずつ高まっている」などと述べたことが、大規模緩和の正常化に前向きな「タカ派」的な姿勢と受け止められて、円買い・ドル売りが優勢となる場面もあった。

対ユーロ円レートは月間ベースで大幅な円安・ユーロ高となった。円が対ドルで大幅に下落したため、対ユーロでも円安が進んだ。中旬にはE C B（欧州中央銀行）の高官が早期利下げに否定的な発言をしたことから、円売り・ユーロ買いが膨らんだ。ただ、25日のE C B理事会後のラガルド総裁の記者会見が、想定よりもタカ派ではなかったとの見方から、ユーロ売りが優勢となる場面もあった。下旬には、日銀の将来的なマイナス金利解除が改めて市場で意識されたことが、対ユーロでも円買い要因となった。

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	142～152	140～150
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	157.26	159.03	154～164	152～162

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)

日銀の「経済・物価情勢の展望（2024年1月）」

対前年度比、%

	2023 年度	2024 年度	2025 年度
実質GDP	+1.8 (+2.0)	+1.2 (+1.0)	+1.0 (+1.0)
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	+2.8 (+2.8)	+2.4 (+2.8)	+1.8 (+1.7)
消費者物価指数 (除く生鮮食品、エネルギー)	+3.8 (+3.8)	+1.9 (+1.9)	+1.9 (+1.9)

注：数字は政策委員見通しの中央値。（ ）内は前回2023年10月時点の見通し。

出所：日本銀行資料

注目点：1月の日銀金融政策決定会合

日銀は1月23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た。植田総裁は会合後の会見で、2%の物価安定目標の実現の確度が「少しずつ高まっている」と述べた。また同様の表現を会合後に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」にも記載し、マイナス金利の解除が近づいていることを示唆した。今回の展望レポートでは、24年度と25年度の消費者物価指数（除く生鮮食品、エネルギー）の見通しが、前回と同じ前年比+1.9%に据え置かれた（前頁表）。この点、植田総裁は2回連続で2%に近い予測値となったこと自体が、見通しの確度が高まっている根拠であると説明した。

さらに、日銀が1月31日に公表した「金融政策決定会合における主な意見（1月22、23日開催分）」を見ると、日銀審議委員の中で、金融政策の正常化に前向きな見方が増えていることがうかがえる。例えば、「マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある」、「能登半島地震の影響を今後1～2か月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い」といった意見が出されている（右表）。今年の春季労使交渉の結果を見極めた上で、次回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含む政策変更が行われる可能性が高まってきたといえよう。

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、インフレを確実に抑制し

たいF R Bが市場の過度な利下げ観測を引き続きけん制すると予想されることや、日本の貿易収支が依然赤字基調で推移してい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合いを見込む。先行きE C Bの利下げ開始が予想される中で、日欧金利差の縮小観測から円買い・ユーロ売り圧力が高まりやすいとみられる。ただ、金利先物市場では、4月の理事会でE C Bが利下げに踏み切るとの見方が既に大勢を占めており、E C Bがこうした市場の過度な利下げ観測を当面けん制すると予想されることから、円高・ユーロ安の進行スピードも緩やかとなろう。

（2024. 2. 5 調査部 北田英治）

金融政策決定会合（24年1月22、23日）における主な意見

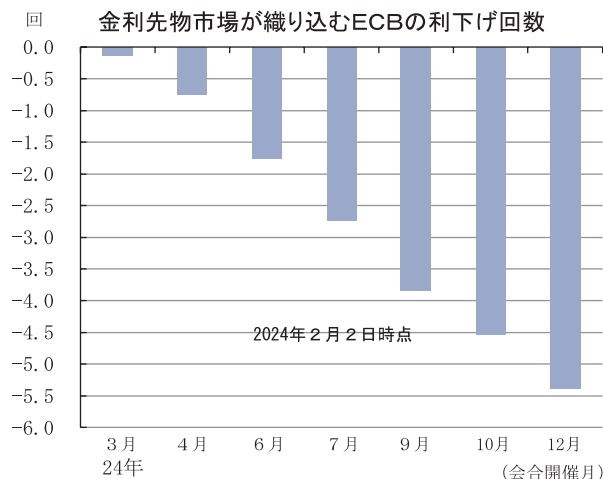
今春の賃金改定は過去対比高めの水準で着地する蓋然性が高まっているほか、経済・物価情勢が全体として改善傾向にあることを踏まえると、マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつあると考えられる。

能登半島地震の影響を今後1～2か月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い。

現時点での経済・物価見通しを前提とすると、先行きマイナス金利の解除等を実施したとしても、緩和的な金融環境は維持される可能性が高い。

海外の金融政策転換で政策の自由度が低下することもあり得る。現在は千載一遇の状況にあり、現行の政策を継続した場合、海外を中心とする次の回復局面まで副作用が継続する点も考慮に入れた政策判断が必要である。

出所：日銀資料より浜銀総研作成



注：1回当たり0.25%の利下げを想定。累計回数。

出所：Bloomberg

要約

- ・FRBは1月のFOMCで政策金利の据え置きを決定した。今回のFOMCでは声明文から利上げの可能性を示唆する文言を削除し、将来的な利下げに向けて一歩踏み出した。ただパウエル議長は会見で、今後のインフレ動向を見極めたいとの姿勢を鮮明にし、次回3月会合での利下げの可能性は低いとの考えを示した。

1月の動き

米国の長期金利は月間ベースでやや上昇。中旬には、ウォラーFRB（米連邦準備理事会）理事による早期利下げ観測をけん制する発言などを受けて、債券の売りが広がった。しかし下旬には、FRBがFOMC（公開市場委員会）声明の中で追加利上げに含みを持たす文言を削除したことなどから、債券市場では将来の利下げを意識した買いが入った。

注目点：FOMC声明と議長の会見

FRBは1月31日のFOMCで政策金利の据え置きを決定した。据え置きは4会合連続である。注目されたFOMC声明では、利上げの可能性を示唆する文言を削除する一方で、代わりに今後の政策の道筋に関して偏りのない中立的な文言を採用し、将来的な利下げに向けて一歩踏み出した（右下表）。ただ、パウエル議長は会合後の記者会見で、今後のインフレの動向を見極めたいとの姿勢を鮮明にし、次回3月の会合で利下げが適切になる可能性が低いとの考えを示した。

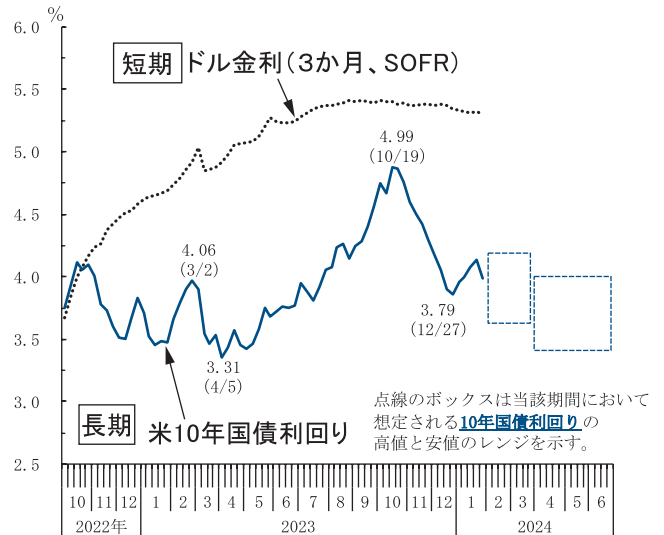
向こう3か月程度の見通し

米長期金利は弱含みもみ合いを見込む。FRBの将来的な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。ただFRBが市場の過度な利下げ観測を引き続き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。（2024. 2. 5 調査部 北田英治）

米国金利の予想レンジ

	2023年		2024年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
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	3.60～ 4.20	3.40～ 4.00

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)

FOMC (2024年1月) の注目ポイント

声明文	○先行きの政策についての表現 前回(23年12月)まで:引き締め(利上げ)方向 「いかなる追加的な引き締めの程度を決定する際 (In determining the extent of any additional policy firming)」 今回(24年1月):中立(利下げもあり得る) 「FF金利の目標レンジの調整を検討する際 (In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate)」
	議長の記者会見 ・政策金利は今回の引き締めサイクルにおけるピークにある可能性が高い。 ・物価が持続的に2%に向かうと自信を持てる証拠がもっと必要。 ・委員会が3月会合までに(利下げを)すべきだとの確信に至る可能性は高いと思わない。 ・会合のほぼすべての参加者が(年内の)利下げが適切になると考えている。 ・(バランスシートの縮小について)3月の会合で、より突っ込んだ議論をする予定。

出所:FRB資料などより浜銀総研作成

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。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。

1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、中旬には人工知能(AI)の活用が企業収益を押し上げるとの期待などからハイテク株や半導体関連株を中心に買いが優勢となった。

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1990年2月以来、約33年11か月ぶりの高値を付けた。

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(米連邦準備理事会)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、先行き米国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。

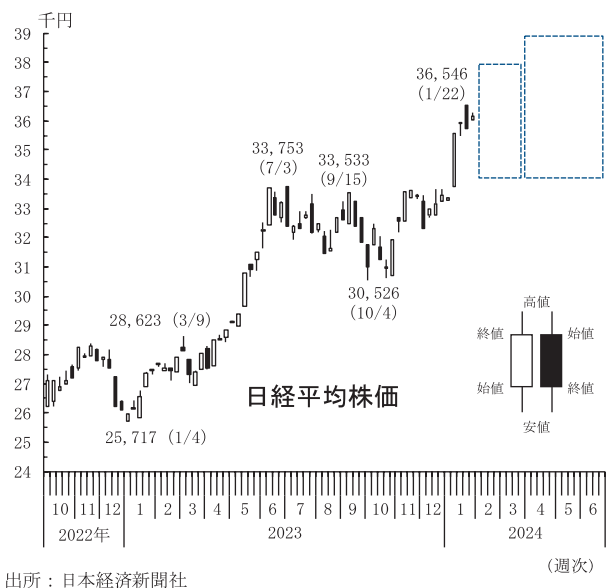
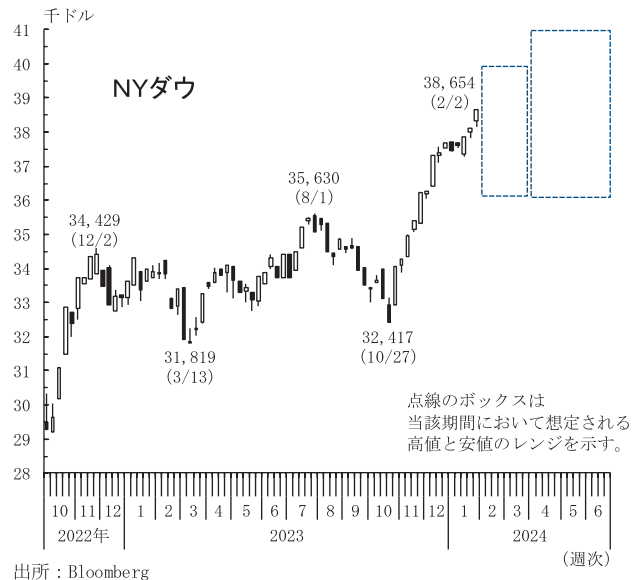
(日本株価)

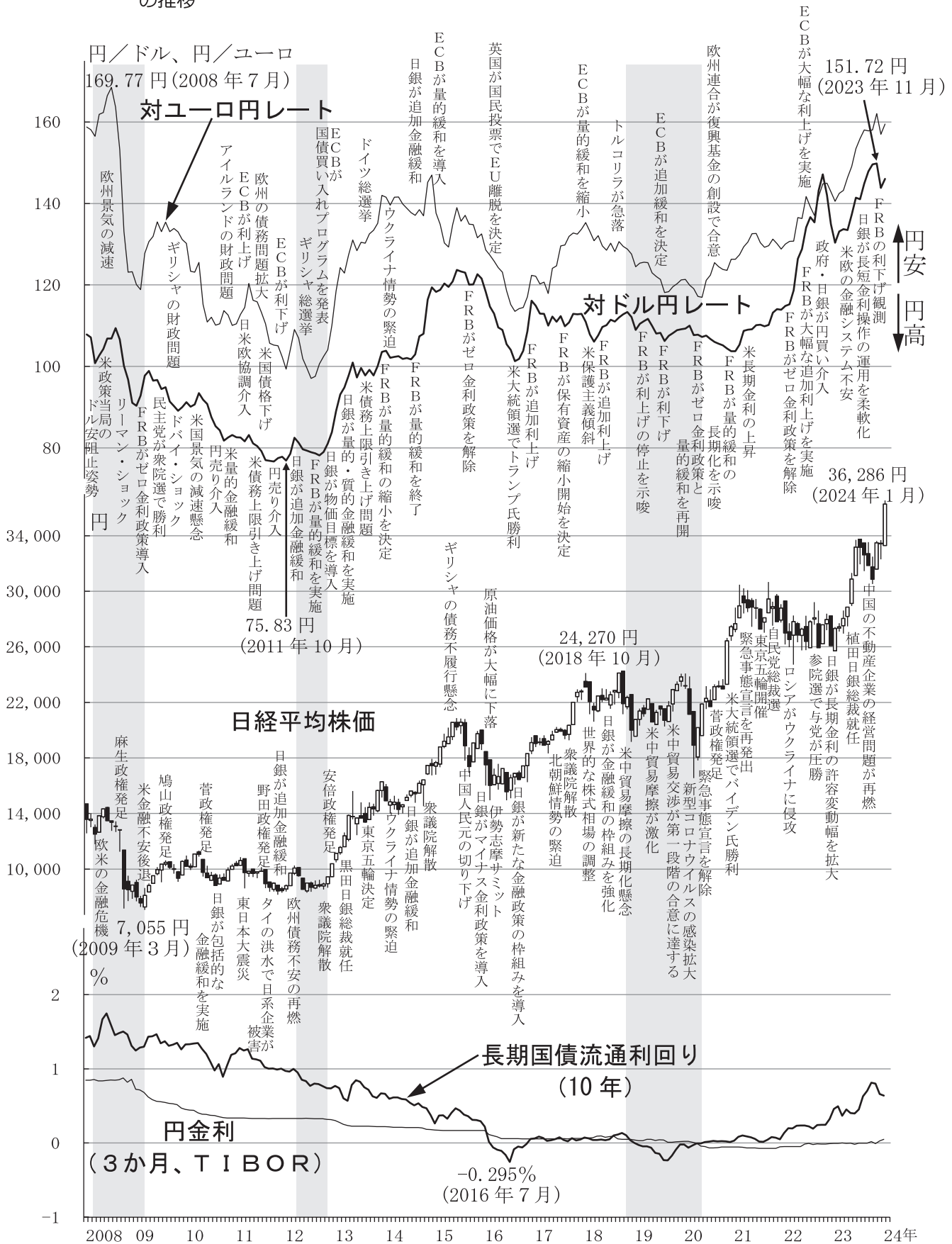
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。米国株が堅調に推移していることが日本株の支援材料となろう。また、国内では経済活動の正常化が進む中で、景気が底堅く推移すると期待があることや、日本が本格的なデフレ脱却に向かっているとの期待があることなどが、日本株の押し上げ要因になると考えられる。(2024.2.5 調査部 北田英治)

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	36,000~ 40,000	36,000~ 41,000
日経平均株価 (円)	32,529	32,486	34,000~ 38,000	34,000~ 39,000

注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。

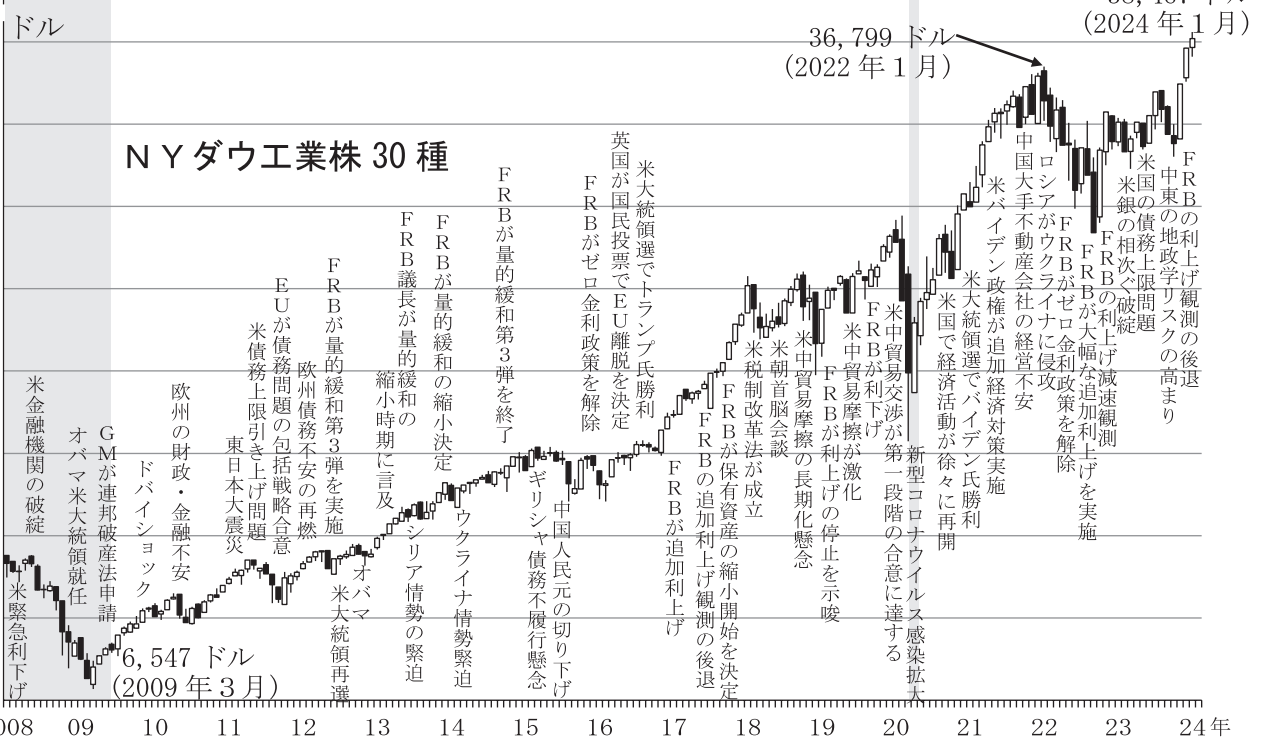
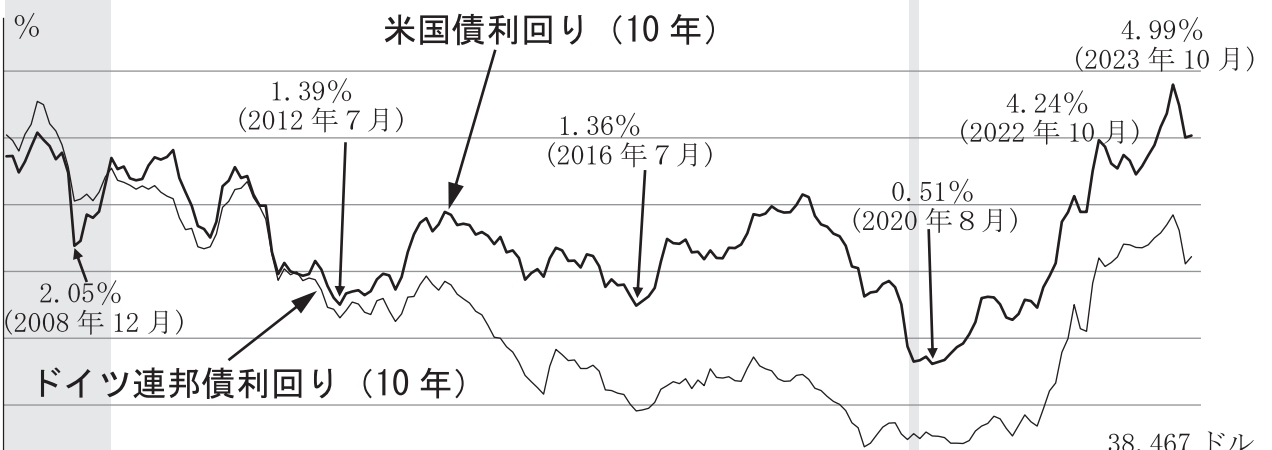
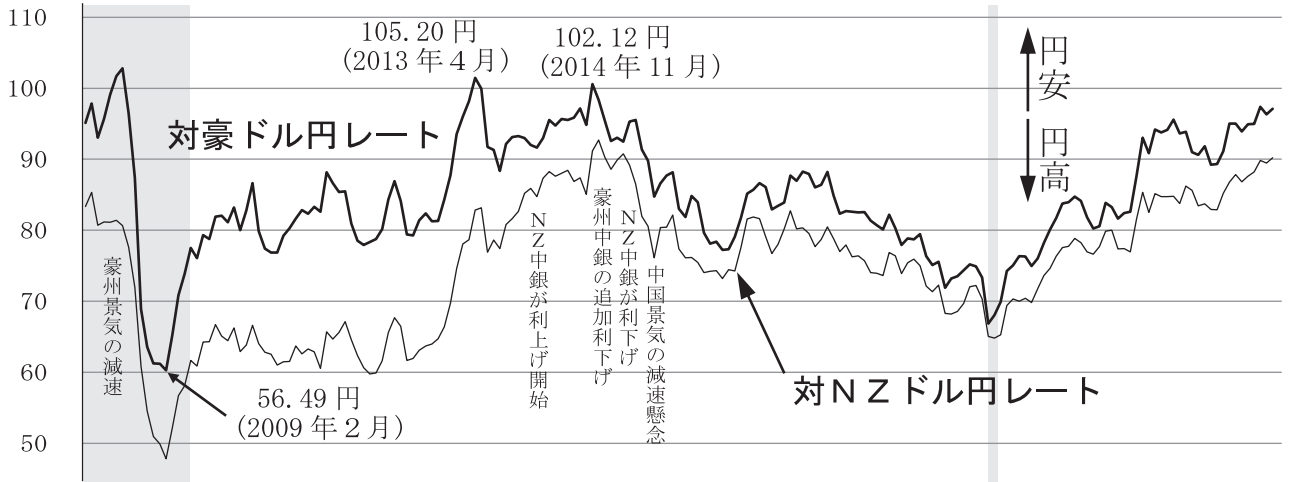




注: シェド部分には日本の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。長期金利は新発10年物国債の流通利回り。

出所: Bloomberg、日本経済新聞社

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

2024年2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)	142～152	154～164	0.50～0.90	3.60～4.20	34,000～ 38,000	36,000～ 40,000
4～6月 (予想)	140～150	152～162	0.60～1.00	3.40～4.00	34,000～ 39,000	36,000～ 41,000
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
2024年 1月	146.05	159.47	0.64	4.03	35,452	37,764

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)	36,546 (2024/1/22)	38,654 (2024/2/2)
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、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。