

足元の金利・為替環境

FRB、ECBともに政策金利の据置きが続く。利下げ開始のタイミングは慎重に判断

1月会合でもFRB、ECBはともに政策金利を据え置いた。声明文では、FRBが追加引締めに関する表現を削除し、ECBは「政策金利をこの水準で十分に長く維持することが、インフレの抑制に大きく貢献する」と記しており、追加利上げの可能性が低くなってきていると読み取れる。半面、利下げ開始のタイミングについては両者ともインフレ動向を慎重に見極める姿勢を崩していない。また、日銀は1月の金融政策決定会合で大規模な金融緩和策の現状維持を決めた。なお、「展望レポート」には、(物価見通し実現の)確度は少しずつ高まっていると明記されている。

一転して大幅な円安・ドル高。12月に5円以上円高が進んだ後、1月は6円以上の円安に

12月までの円買い・ドル売りの流れが一転し、1月だけで6円以上も円安・ドル高が進んだ。米国ではFRB高官の早期利下げ観測へのけん制発言や、堅調な米経済指標の結果を追い風に米長期金利が上昇した。その一方、日本では能登半島地震の発生などにより日銀が早期にマイナス金利を解除するとの見方が弱まった。日米双方の要因によって、日米金利差拡大が意識されたことが、急激な円安・ドル高をもたらしたと考えられる。

1年先までの金利・為替見通し

FRBの利下げ転換と日銀の金融政策正常化に向けた対応で、先行き日米金利差は縮小を見込む

FRBとECBの利上げサイクルは既に終了したとみている(FRBは23年7月、ECBは23年9月の利上げが最後)。その後、政策金利は比較的長い期間、高水準で維持されるものの、米欧経済が少しずつ減速感を強めていく中で、FRB、ECBともに24年4～6月期から緩やかな利下げ(3か月に1回のペース)に転じるとみている。他方、日銀は賃金と物価の好循環の実現を慎重に見極めた上で、24年4～6月期にマイナス金利の解除に踏み切ると想定している。FRBの利下げ転換と、日銀による金融政策正常化に向けた対応によって日米金利差の縮小が予想されることから、先行き円高・ドル安トレンドに再び戻ると見込んでいる。

◇予測一覧表(2月2日現在)

		24年 1月31日	24年 2～3月	4～6月	7～9月	10～12月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	5.25 ～ 5.50	5.25 ～ 5.50	5.00 ～ 5.25	4.75 ～ 5.00	4.50 ～ 4.75
	国債(5年)	3.836	3.50 ～ 4.20	3.40 ～ 4.10	3.30 ～ 4.00	3.20 ～ 3.90
	国債(10年)	3.913	3.70 ～ 4.40	3.60 ～ 4.30	3.50 ～ 4.20	3.40 ～ 4.10
	NYダウ平均(ドル)	38150.30	35500 ～ 39500	36000 ～ 40000	36500 ～ 40500	37000 ～ 41000
ユ ー ロ 圏	主要政策金利(期末)	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
	国債(ドイツ10年債)	2.165	1.90 ～ 2.50	1.80 ～ 2.40	1.70 ～ 2.30	1.60 ～ 2.20
	ユーロ・ストックス50	4648.40	4500 ～ 4800	4550 ～ 4850	4600 ～ 4900	4650 ～ 4950
日 本	無担保コール翌日物	▲ 0.011	▲ 0.10 ～ 0.00	▲ 0.10 ～ 0.10	0.00 ～ 0.10	0.00 ～ 0.10
	TIBOR(3か月)	0.025	▲ 0.10 ～ 0.10	▲ 0.10 ～ 0.20	0.00 ～ 0.20	0.00 ～ 0.20
	中期国債(新発5年債)	0.305	0.20 ～ 0.60	0.30 ～ 0.70	0.35 ～ 0.75	0.40 ～ 0.80
	長期国債(新発10年債)	0.730	0.55 ～ 1.05	0.60 ～ 1.10	0.65 ～ 1.15	0.70 ～ 1.20
	超長期国債(新発20年債)	1.535	1.20 ～ 1.80	1.25 ～ 1.85	1.30 ～ 1.90	1.35 ～ 1.95
	日経平均株価(円)	36286.71	33500 ～ 37500	33500 ～ 37500	34000 ～ 38000	34500 ～ 38500
為 替	円/ドルレート	147.67	141 ～ 151	133 ～ 148	133 ～ 143	130 ～ 140
	円/ユーロレート	159.73	153 ～ 163	144 ～ 159	143 ～ 153	139 ～ 149

(備考)「金利・為替見通し」は、原則として毎月第3営業日に発信する予定です。

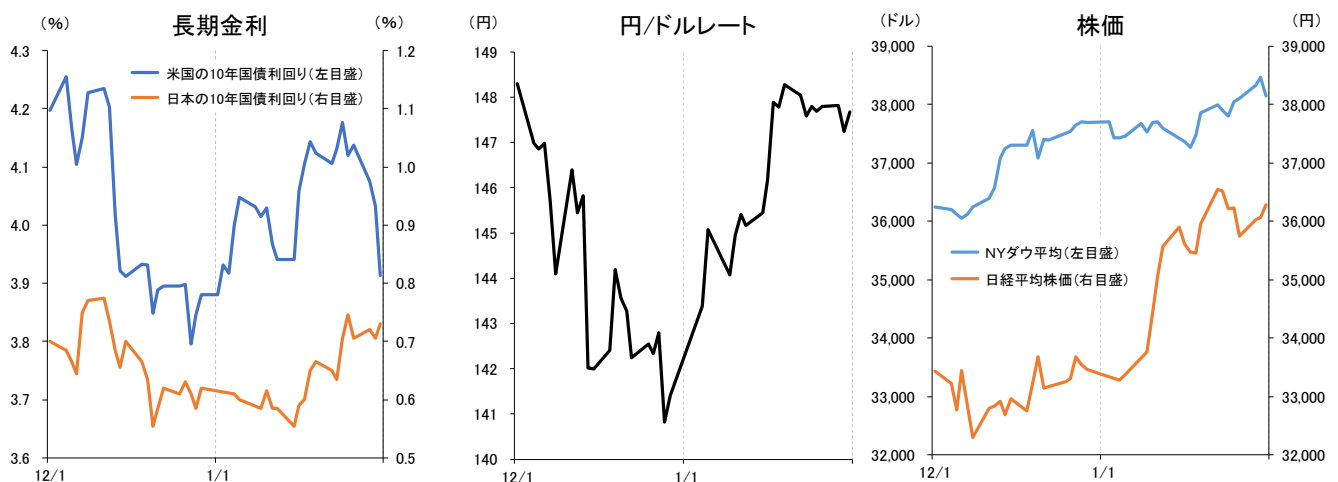
<1月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利…長期金利(米 10 年国債利回り)は、早期利下げ観測の後退で上昇した後、インフレ鈍化や需給悪化懸念の後退などから低下した。上旬は、堅調な雇用関連指標などを反映して早期の利下げ観測が後退し、上昇基調で推移した。中旬は、ウォラー理事等のFRB高官による早期利下げ観測へのけん制発言や米小売売上高等の底堅い経済指標の発表などを受けて一段と上昇した。下旬は、米インフレ鈍化や労働需給の緩和を示す経済指標に加え、米財務省の借入額見通し下方修正による需給悪化懸念の後退、中東情勢の緊迫化、米地銀の健全性懸念などを受けて低下した。長期金利は前月末比 0.033 ポイント上昇の 3.913% で終えた。

日本金利…長期金利(新発 10 年国債利回り)は、米国の早期利下げ観測の後退や日銀の早期政策正常化観測の高まりから上昇した。上旬は、能登半島地震や東京都区部CPI上昇率の鈍化などを受けて、日銀が早期にマイナス金利を解除するとの思惑が後退して低下基調で推移した。中旬は、米FRB高官による早期利下げ観測へのけん制発言や堅調な米経済指標の発表などから米長期金利が上昇したうえ、日銀のマイナス金利解除が遅れるとの見方が後退し、売りが優勢となった。下旬は、日銀金融政策決定会合で「物価安定の目標」実現への確度の高まりが示されたうえ、日銀会合の「主な意見」では金融政策の正常化に前向きな見解が目立ち、早期の政策正常化観測が強まって上昇した。月末の長期金利は前月末比 0.110 ポイント上昇して 0.730%、新発 20 年国債利回りは同 0.150 ポイント上昇して 1.535% になった。

為替相場…円の対ドル相場は、米早期利下げ観測の後退で日米金利差拡大が意識されて円安が進んだ。上旬は、米長期金利が上昇した一方、能登半島地震で日銀のマイナス金利解除へのハードルが高まり、日米金利差縮小への思惑が後退して円安に転じた。中旬は、日銀が1月にマイナス金利を解除するとの見方が後退したうえ、米FRB高官の早期利下げ観測へのけん制発言や堅調な米経済指標などから米長期金利が上昇し、日米金利差拡大が意識されて一時1ドル 148 円台後半まで円安が進んだ。下旬は、日銀会合後に早期の政策正常化への思惑から円安が一服した後、月末の米 FOMC を控えて1ドル 147 円台後半の横ばい圏で推移した。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 147 円 67 銭で終えた。

日本株式…国内株式相場を日経平均株価で振り返ると、米インフレ鈍化や円安による輸出採算の改善などから上昇した。上旬は、米インフレ鈍化に伴う米ハイテク株の上昇、日銀による早期のマイナス金利解除観測の後退や円安進行などを反映して買いが優勢となった。中旬は、米長期金利上昇や高値警戒感による利益確定の売りが重荷になる局面があったが、米ハイテク株の上昇や円安進行などを受けて、半導体関連株や輸出関連株などを中心に上昇した。また、新NISA(少額投資非課税制度)開始に伴う個人投資家の買いや東証の企業統治改革への期待なども下支えしたとみられる。下旬は、高値警戒感や日銀の早期政策正常化観測の高まりに伴う金利先高観、円高懸念などが上値を抑えたが、好決算銘柄が物色されて買いが優勢となった。月末の日経平均株価は前月末比 2,822.54 円上昇し、36,286.71 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

1. 米国経済～6四半期連続のプラス成長。潜在成長率を上回る高い伸びが続く

金利が高止まる中でも住宅投資、設備投資は増加基調を保つ

米商務省が発表した 23 年 10～12 月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率 3.3%増と、6四半期連続で潜在成長率(23 年:前年比 1.9%増、OECD推計)を上回る高い伸びとなった(図表1、2)。

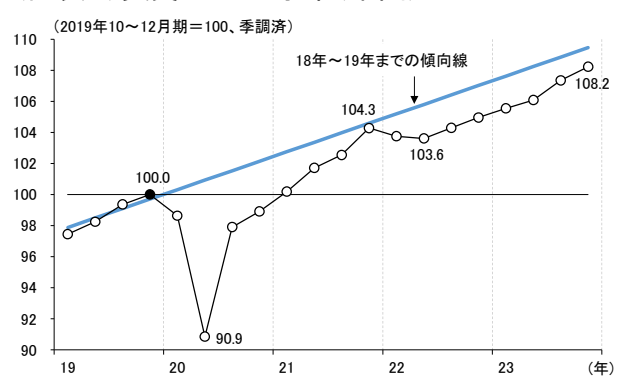
需要項目別にみると、個人消費(前期比年率 2.8%増)の強さが目立つ。インフレ率が低下する中でも所得は増加を続けており、力強く消費を後押ししている。また、金利高止まりの向かい風を受けやすい住宅投資(同 1.1%増)や設備投資(同 1.9%増)も増加基調を維持している。その他、輸出(同 6.3%増)や政府支出(同 3.3%増)、在庫投資(年率寄与度:+0.1%ポイント)もGDPの押上げに寄与している。

(図表1) 実質GDP成長率(米国、需要項目別)

(前期比年率％、季調済)							(％)
	2022年		2023年				コロナ前 回復率
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
実質GDP (100.0)	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.3	107.3
個人消費 (68.9)	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	2.8	110.5
住宅投資 (3.3)	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	1.1	96.1
設備投資 (14.6)	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	1.9	111.1
在庫投資	(-0.7)	(1.6)	(-2.2)	(-0.0)	(1.3)	(0.1)	—
政府支出 (17.1)	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	3.3	106.1
輸 出 (11.2)	16.2	-3.5	6.8	-9.3	5.4	6.3	102.5
輸 入 (15.3)	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	4.2	1.9	113.4

(備考) 1. シェードは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度
2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較
3. カッコ内数値は23年の実質GDPに対するシェア
4. 米商務省資料より作成

(図表2) 実質GDPの水準(米国)



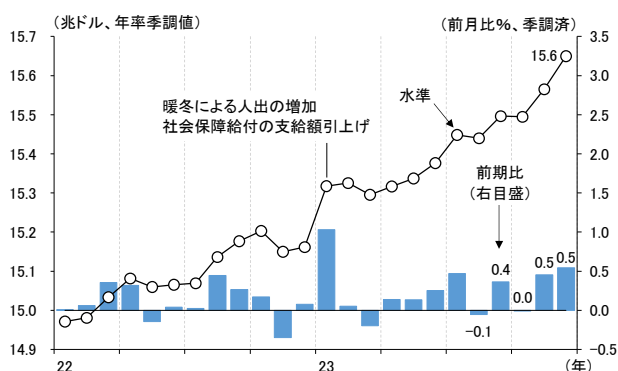
(備考) 米商務省資料より作成

個人消費は足元でも好調。消費者マインドも急ピッチで回復

個人消費は足元でも強い動きを示している。12月の個人消費支出は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比0.5%増と、4か月連続で増加した(図表3)。インフレの緩和や賃金上昇、家計の貯蓄取り崩しなどが、年末商戦の押上げ要因となった。

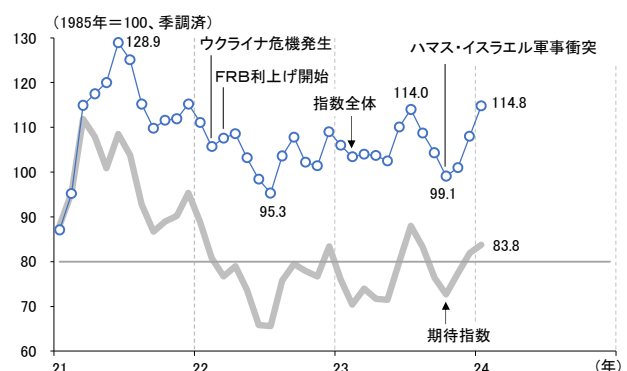
消費者マインドも急ピッチで回復している。1月の消費者信頼感指数は114.8と3か月連続で上昇した(図表4)。インフレ鈍化や利下げ期待、良好な雇用情勢などが指数を押し上げたとみられる。今後6か月の見通しを反映する期待指数も83.8と、景気後退リスクの高まりを示すとされている80を2か月連続で上回っている。

(図表3) 実質個人消費支出(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表4) 消費者信頼感指数(米国)



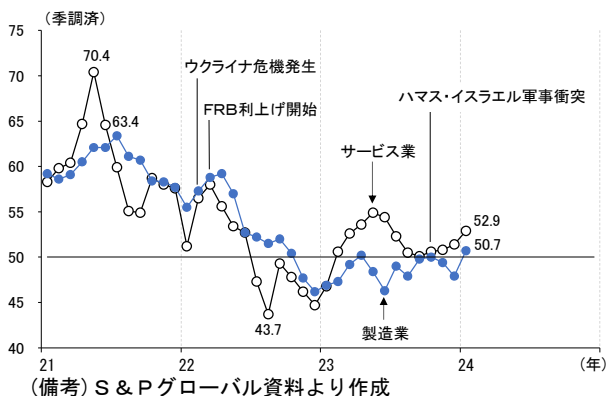
(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

IMFは 24 年の成長率見通しを上方修正

企業景況感も足元で改善している。1月の購買担当者景気指数(PMI)は、サービス業(52.9)が4か月連続で上昇したほか、製造業(50.7)も3か月ぶりに景況感の分かれ目となる50を回復している(図表5)。寒波による資材調達の遅れなどで物流網に混乱が発生しているが、現時点では企業マインドを大きく低下させる要因にはなっていない。

こうした中、1月末に発表されたIMF(国際通貨基金)の最新見通しでは、米国の24年成長率(2.1%増)が個人消費の予想を上回る強さなどから、大幅に上方修正された(図表6)。先行き、金融引締めの効果などで成長率は鈍化するものの、引き続きソフトランディング(軟着陸)が見込まれている。

(図表5)購買担当者景気指数(PMI、米国)



(図表6)IMFの最新見通し(24年1月)

	20年	21年	22年	23年	24年 (予測)	25年 (予測)	潜在 成長率
世界全体 <100.0>	▲2.8	6.3	3.5	3.1	3.1 (+ 0.2)	3.2 (+ 0.0)	—
米国 <25.4>	▲2.8	5.9	1.9	2.5	2.1 (+ 0.6)	1.7 (▲ 0.1)	2.0
ユーロ圏 <14.1>	▲6.1	5.6	3.4	0.5	0.9 (▲ 0.3)	1.7 (▲ 0.1)	1.2
中国 <17.9>	2.2	8.5	3.0	5.2	4.6 (+ 0.4)	4.1 (+ 0.0)	4.8
日本 <4.2>	▲4.2	2.2	1.0	1.9	0.9 (▲ 0.1)	0.8 (+ 0.2)	0.3

(備考) 1. <>内の数値は世界GDP(22年名目)に占める各国・地域のウエイト。()内の数値は前回10月見通しとの差
2. 潜在成長率はOECDのデータ(24年)を使用
3. IMF「World Economic Outlook」より作成

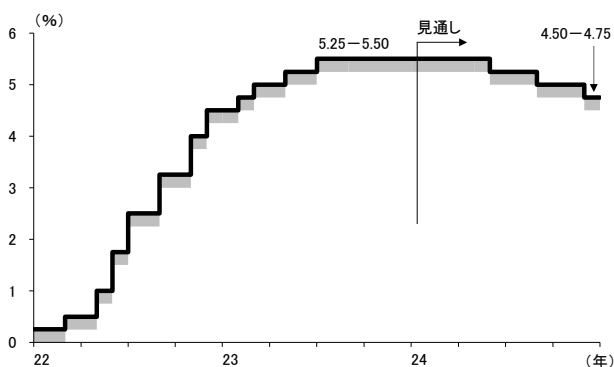
2. 金融情勢(米国)～FRBは4会合連続で政策金利を据置き。3月会合からQT議論開始

「3月会合までに利下げ開始が確信できるレベルまで達する可能性は低い」
(パウエル議長)

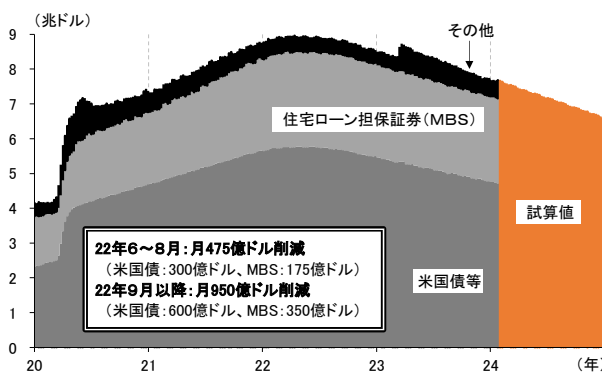
FRB(米連邦準備理事会)は、1月30日～31日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)で4会合連続の政策金利据置きを決めた(図表7)。声明文からは追加引締めに関する表現が削除され、既にターミナルレート(利上げの到達点)に達している可能性がより高まった。

他方で、「2%の物価目標達成に向け、より確かな自信を得るまで利下げは適切ではない」との表現が新たに追加されている。パウエルFRB議長も会合後の記者会見で「3月会合までに確信できるレベルに達する可能性は低い」と述べている。また、同議長は次回3月会合で量的引締め(QT)のペース減速について詳細な議論を開始する計画があることも明らかにした。

(図表7)政策金利(米国、FFレート)



(図表8)FRBの総資産



3. ユーロ圏経済～23 年後半のテクニカルリセッション入りをかろうじて回避

10～12 月期はわずかなプラス成長。ドイツとフランスはテクニカルリセッション入り

EU(欧州連合)統計局が発表した23年10～12月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は、前期比年率0.1%増と再び増加した(図表9、図表10)。かろうじてテクニカルリセッション(2期連続のマイナス成長)は回避されたものの、2月14日に発表されるGDP改定値で下方修正され、マイナス成長となる可能性もあることから注意して見ていく必要がある。なお、23年通年の成長率は前年比0.5%増と、22年(同3.4%増)から大きく低下した。

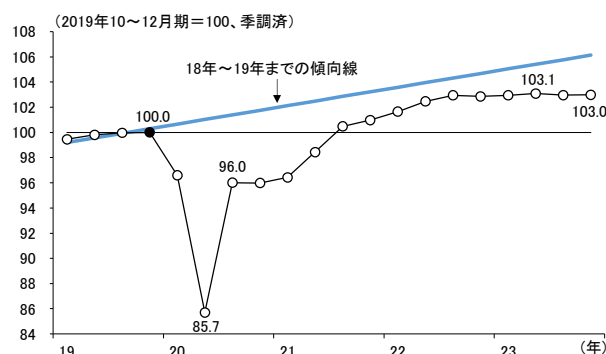
主要国別にみると、10～12月期はドイツ(前期比年率1.1%減)とフランス(同0.1%減)がマイナス成長となり、テクニカルリセッション入りとなった。他方、スペイン(同2.5%増)やイタリア(同0.7%増)は、前期よりも伸び率を高めており、ユーロ圏主要国で明暗が分かれている。

(図表9) 実質GDP成長率(ユーロ圏主要国別)

(前期比年率%、季調済)							(%)
	2022年		2023年				コロナ前 回復率
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
ユーロ圏 (100.0)	1.9	-0.4	0.4	0.5	-0.5	0.1	103.0
ドイツ (27.1)	1.5	-1.6	0.4	0.1	-0.0	-1.1	100.1
フランス (20.6)	2.3	-0.2	0.2	2.7	-0.1	-0.1	101.8
イタリア (15.1)	1.3	-1.0	2.2	-1.4	0.4	0.7	103.6
スペイン (10.9)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.6	2.5	102.9
[参考] 英国	-0.3	0.4	1.0	0.2	-0.5	—	101.4

(備考) 1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の23年実質GDPを100とした各国のシェア
2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較
3. Eurostat、各国統計より作成

(図表10) 実質GDPの水準(ユーロ圏)



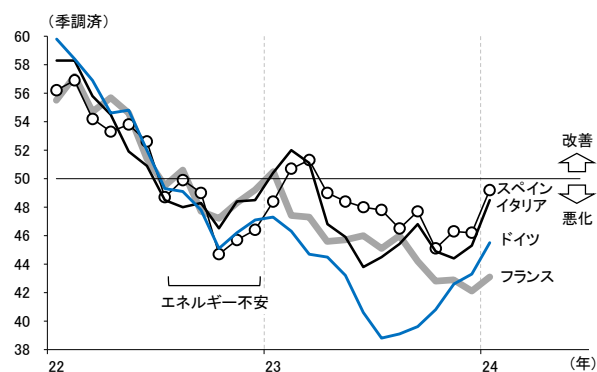
(備考) Eurostat より作成

企業景況感は引き続き弱く、年明け以降もユーロ圏景気は弱含む見込み

足元の企業景況感は良くない。購買担当者景気指数(PMI)を主要国別にみると、製造業ではユーロ圏の主要4か国全てが景況感の分かれ目となる50を下回った状態となっている(図表11)。このうち、ドイツ(1月:45.5)は23年半ばから上昇を続けているものの、水準は依然として低い。

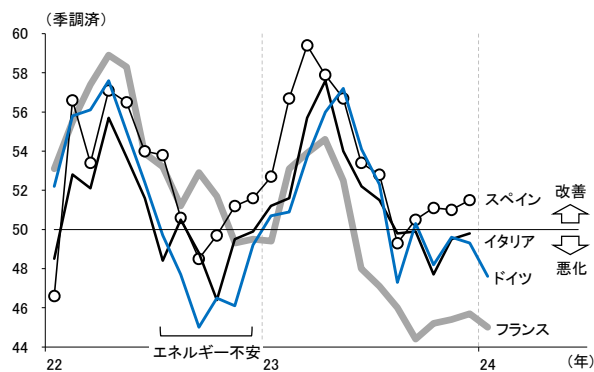
他方、サービス業のPMIは23年前半のペントアップ(繰越)需要による押し上げ効果が剥落して以降、低下トレンドにある(図表12)。なかでも、フランス(1月:45.0)とドイツ(同47.6)の景況感悪化が著しく、ユーロ圏全体を強く下押ししている。こうした点を踏まえると、24年1～3月期もユーロ圏経済は引き続き弱含む可能性が高まっているといえ、本格的に景気が回復へと向かうのにはまだ時間がかかると考えられる。

(図表11) 購買担当者景気指数(PMI、製造業)



(備考) S & P グローバル資料より作成

(図表12) 購買担当者景気指数(PMI、サービス業)



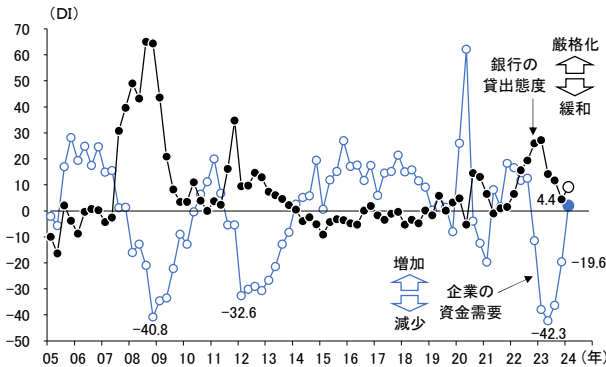
(備考) S & P グローバル資料より作成

資金需要は改善傾向も、銀行は貸出に対する慎重姿勢を崩さず

他方、ユーロ圏の資金需要は改善傾向にある。ECBの銀行貸出調査によると、23年10～12月期における企業の資金需要DIは▲19.6と、23年4～6月期(▲42.3)に底打ちしてからは上昇に転じている(図表13)。続く24年1～3月期にはDIが増加超に転じる見込みとなっており、さらなる改善が期待される。

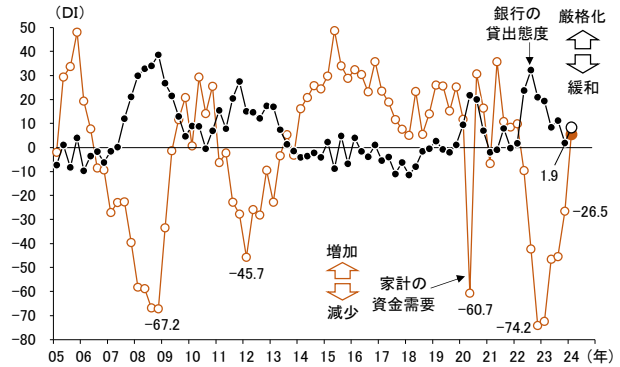
企業向け貸出態度DIも直近23年10～12月期は4.4と、3四半期連続で低下した。ただ、24年1～3月期には上昇に転じると見込まれており、依然として銀行が慎重姿勢を崩していないことが分かる。住宅ローン市場も状況は同じであり、先行き銀行の貸出態度が再び厳しくなることで、設備投資や住宅投資の資金需要回復が妨げられる恐れもある(図表14)。

(図表13) 貸出態度と資金需要(企業向け)



(備考) 1. 直近はいずれも先行き見通し
2. ECB「銀行貸出調査」より作成

(図表14) 貸出態度と資金需要(住宅ローン)



(備考) 1. 直近はいずれも先行き見通し
2. ECB「銀行貸出調査」より作成

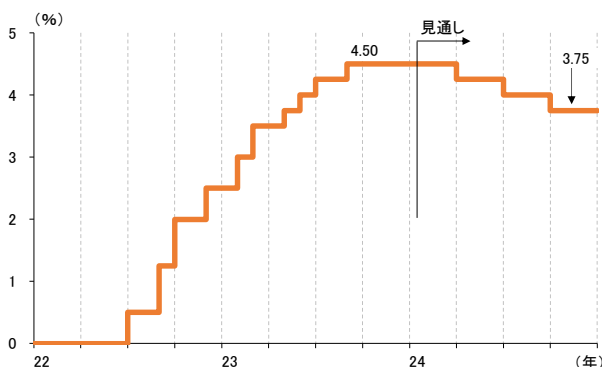
4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBは3会合連続で政策金利を据置き

ラガルドECB総裁は市場の利下げ期待をけん制

ECB(欧州中央銀行)は1月25日の理事会において、3会合連続で政策金利の据置きを決めた(図表15)。声明文には「政策金利をこの水準で十分に長く維持することが、インフレの抑制に大きく貢献する」と記されており、引き続き高水準の政策金利を維持する方針に変わりはない。

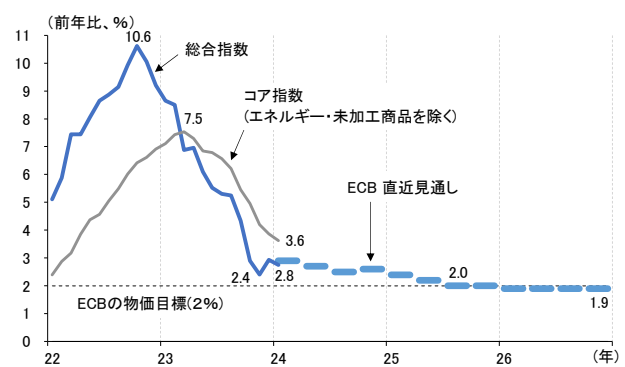
ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で「利下げを議論するのは時期尚早だというのが理事会でのコンセンサスだ」と述べるなど、市場で燃える利下げ期待に対してけん制を強めている。ECBは先行きインフレ率の低下ペースが緩やかになると見込んでおり、インフレ動向を慎重に判断していく姿勢を示している(図表16)。実際、足元のインフレ率(HICP)をみると、総合指数の低下トレンドにいったん歯止めがかかっている。また、イエメンの親イラン武装組織フーシ派による紅海での船舶攻撃などによって、エネルギー価格や輸送コストが今後大きく上昇する可能性などにも注意を向けている。

(図表15) 主要政策金利(ユーロ圏)



(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. ECB資料より作成

(図表16) インフレ率(ユーロ圏)



(備考) 1. 見通しは総合
2. Eurostat、ECB資料より作成

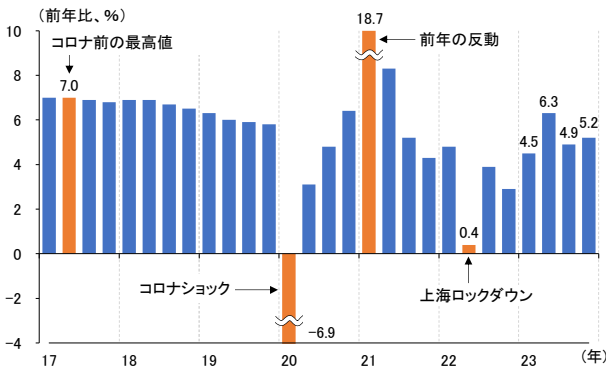
5. 中国経済～23 年 10～12 月期は低めの成長率。人民銀が追加緩和に踏み切る

10～12 月期は前期比年率 4.1%増。潜在成長率を下回る

中国国家统计局が発表した 23 年 10～12 月期の実質GDPは前年比 5.2%増と、7～9月期(同 4.9%増)から伸び率が高まった(図表 17)。一方、先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率は 4.1%増(当研究所試算)と、7～9月期(同 6.1%増)から低下し、潜在成長率(前年比 4.8%増)を下回る弱い動きとなっている(図表 18)。

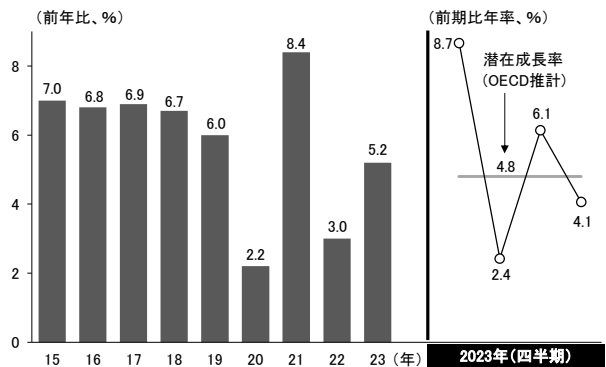
同時に発表された 23 年の成長率は前年比 5.2%増と、22 年(同 3.0%増)の反動もあって加速した。中国政府の年間目標(同5%前後)を上回ったほか、21 年から 35 年までの 15 年間でGDPを2倍にする長期目標達成のために必要となる年平均 4.7%の成長率も上回った。

(図表 17) 実質GDP(中国、前年比)



(備考) 中国国家统计局資料より作成

(図表 18) 実質GDP(中国、前年比&前期比年率)



(備考) 中国国家统计局資料より作成

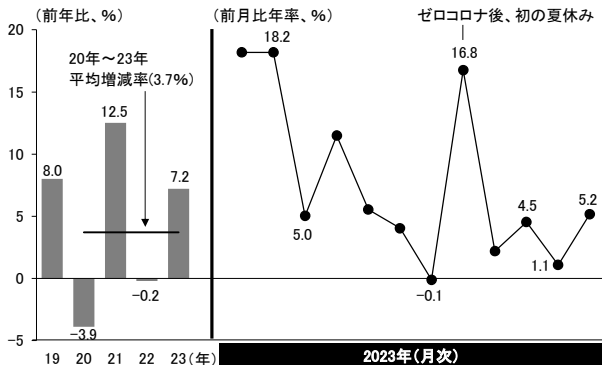
消費、投資ともに弱含みが続く中、人民銀が預金準備率の引下げに動く

足元の中国経済は弱含みが続いている。12 月の小売売上高は前月比年率 5.2%増(当研究所試算)と、需要の弱さとそれに伴うインフレ鈍化の影響などで低い水準となっている(図表 19)。また、23 年通年では前年比 7.2%増と、ゼロコロナ政策終了直後の1～2月の大幅増加や、飲食店収入(同 20.4%増)などが押し上げ要因となり、伸び率を高めた。ただ、減少に転じた 22 年(同 0.2%減)からの反動としては物足りない結果と言えよう。

12 月の固定資産投資は前月比年率 1.1%増(当研究所試算)と、11 月(同 2.5%増)から減速している(図表 20)。23 年通年でも前年比 3.0%増と、22 年(同 5.1%増)から伸びが鈍化した。内訳をみるとインフラ投資(同 5.9%増)が高い伸びとなった半面、民間投資(同 0.4%減)やマンションの販売不振の影響を受けやすい不動産開発投資(同 9.6%減)が投資全体を下押した。

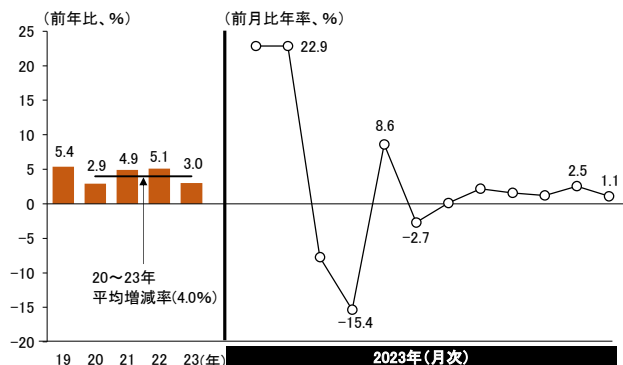
こうした中、中国人民銀行は1月 24 日に市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率を 0.5%引き下げる金融緩和に踏み切っている。

(図表 19) 名目小売売上高(中国)



(備考) 1. 1 月と 2 月は両月の平均値を使用
2. 中国国家统计局資料より作成

(図表 20) 固定資産投資(中国)



(備考) 1. 1 月と 2 月は両月の平均値を使用
2. 中国国家统计局資料より作成

＜国内経済・金融情勢＞

1. 国内景気の回復は緩慢であり、先行きは所得環境の改善が注目される

23年12月の景気動向指数(CI)一致系列は上昇が見込まれ、基調判断は引き続き「改善」へ

23年12月の国内経済の動向を景気動向指数(CI)からみると、一致系列は、有効求人倍率や小売業販売額が前月より悪化した一方、輸出数量や生産・出荷関連等が改善したため、上昇すると予想した(図表21)。基調判断は「改善」に据え置かれよう。コロナや消費税率引上げ前の19年9月以来4年3か月ぶりの水準に回復すると見込まれ、極めて緩慢であるが改善基調で推移している。また、先行系列も、中小企業売上見通しや株価等が悪化した一方、在庫率、消費者態度指数、新規求人数等が改善したため、上昇すると予想する。

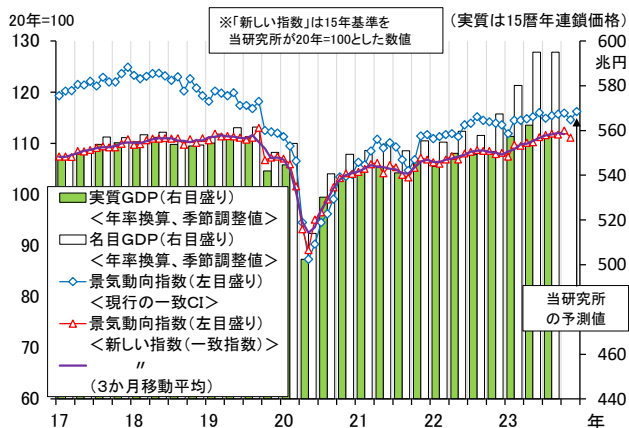
国内経済の全体的な量を示す「景気を把握する新しい指数(一致指数)」の動向をみると、11月は前月差1.3ポイント低下した(図表21)。ただ、10～11月平均は対7～9月期差0.1ポイント上昇しており、緩やかだが回復を維持している。12月は、現行の景気動向指数(CI)一致系列が前月差1.6ポイント上昇すると予想され、「新しい指数」も底堅い結果が見込まれることから、10～12月期の国内経済は緩慢ながら改善したものとみられる。

生産は半導体市況の底入れなどが下支えするものの、自動車メーカーの品質不正問題の影響が懸念

12月の実質輸出は前月比7.7%増加した(図表22)。米国向けが大幅に増加し、資本財や自動車関連が押し上げた。10～12月期は前期比0.2%増加しており、小幅に改善している。また、12月の鉱工業生産は、資本財や輸送機械などが押し上げ、前月比1.8%増加した。基調判断は「一進一退」に据え置かれている。10～12月期は前期比1.4%増加したが、1月は、経済産業省による製造工業生産予測指数の補正值で同10.5%減と試算されている。先行き、半導体市況の底入れなどが下支えすると見込まれる。なお、1～3月期は、能登半島地震による供給制約の影響は現時点で限定的とみられるが、一部自動車メーカーの品質不正問題に伴う工場停止などが寄与して減少する公算が高い。

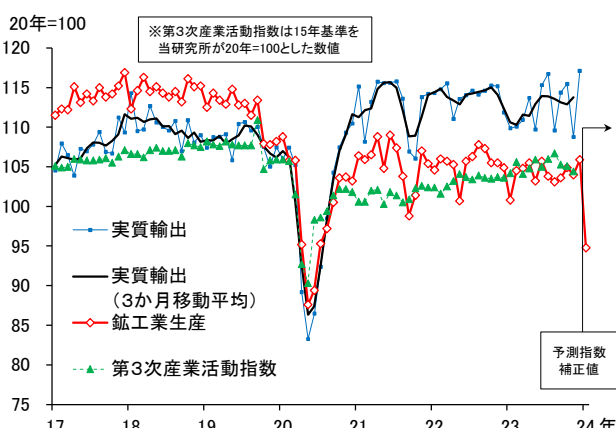
非製造業について第3次産業活動指数からみると、11月は前月比0.7%低下しており、基調判断は2か月連続で「足踏みがみられる」となった。生活娯楽関連サービスが同3.8%低下しており、飲食・宿泊等での経済活動の再開による効果の一巡や人手不足などが押し下げた。第3次産業活動指数の10～11月平均は対7～9月期比1.2%低下しており、観光関連産業は同5.8%悪化した。12月は、生産活動やインバウンド需要などが堅調であり、関連するサービス産業の活動を下支えしたとみられるが、10～12月期は、経済活動の再開による効果の一服や根強い物価高による節約志向の高まりなどが重荷になった可能性がある。

(図表21) 景気動向指数・GDPの推移



(備考) 内閣府「景気動向指数」、「四半期別GDP速報」より作成

(図表22) 輸出・鉱工業生産・第3次産業活動指数



(備考) 日本銀行、経済産業省資料より作成

設備投資は足元、弱含んでいるが、企業収益の改善やDX・環境関連需要などが下支えへ

設備投資について資本財(除く輸送機械)総供給(国産+輸入)からみると、11月の3か月後方移動平均は前月比1.3%減少した(図表23)。コロナ前の水準を回復しているが、輸入品の押し上げ寄与が大きい。資本財(除く輸送機械)の国内向け出荷は低下基調であり、国産品の機械投資は弱含んでいる。また、日銀「需給ギャップ」の7~9月の資本投入ギャップは▲0.53%で20年に入ってからマイナスが続いており、設備の稼働状況に著しいひっ迫はみられない。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、11月は前月比4.9%減となり、基調判断は「足踏みがみられる」に据え置かれた。9月時点の10~12月見通しは前期比0.5%増であり、見通しの達成には12月に前月比7.2%増加する必要がある。一方、受注残が高まっており、出荷が進展すれば設備投資を下支えすると見込まれる。先行きは、海外経済の減速が懸念されるが、企業収益の改善、IT需要の底入れ、データセンター・生成AI等のDX需要やEV等の環境関連需要が設備投資の押し上げに寄与しよう。

個人消費は力強さを欠き、物価高で家計貯蓄率は8年ぶりにマイナス

個人消費の動向をみると、11月の1世帯当たりの実質消費支出(二人以上の世帯)は前月比1.0%減少した。前年比は2.9%減で9か月連続のマイナスである。外食、洋服、生活家電等が押し上げたものの、住居や交通・通信などの押下げが響いた。一方、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は、前月比0.0%増で横ばいだった。非耐久財が同0.9%増で4か月ぶりにプラスに転じた一方、耐久財は同1.1%減少し、サービスは同0.4%減で2か月連続のマイナスである。7~9月の家計貯蓄率は▲0.2%で8年ぶりにマイナスとなった(図表24)。家計は物価高による負担増で貯蓄を取り崩している。

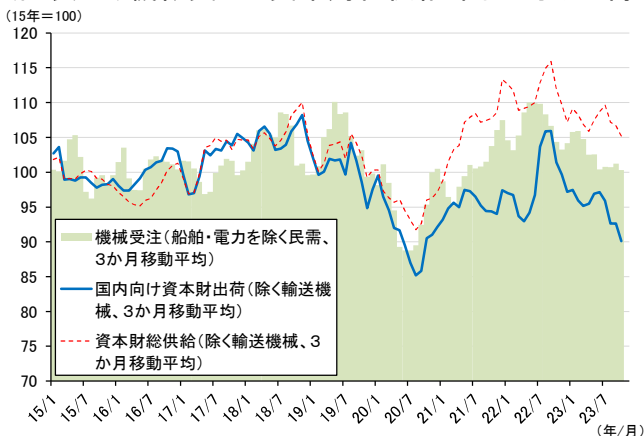
12月は、小売業販売額が前月比2.9%減少した。10~12月期は暖冬などが響き、前期比1.7%減で弱含んだ。一方、12月の訪日外客数は273.4万人でコロナ前(19年)比8.2%増加した。19年の日韓関係の悪化が増加率を押し上げているが、12月として過去最高水準となった。中国は同56%減と低迷しており、政府観光局は春節も同1~3割にとどまると予測している。また、12月の全国百貨店のインバウンド売上高は19年同月比58.4%増加した。10~12月期の訪日外国人旅行消費額は1.7兆円と19年同期比37.6%増加している。中国は同40%減にとどまるため、富裕層を中心に訪日需要が高まるか注目される。

先行き、個人消費が所得環境の改善を反映して緩やかに回復へ

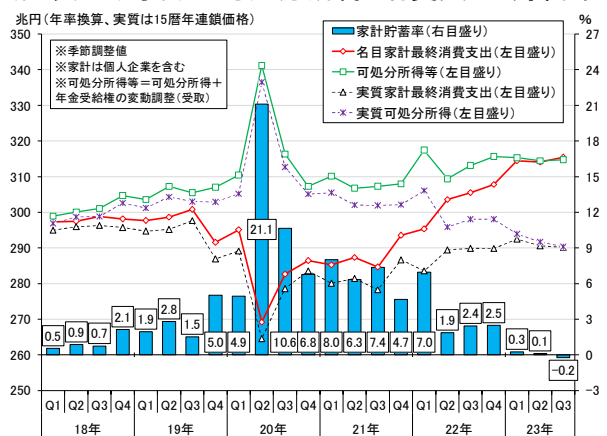
国内景気は、根強い物価高による家計負担の高まりが懸念されるものの、先行きは、賃上げ、定額減税等に伴う可処分所得や消費者マインドの改善などが個人消費を下支えし、緩やかなペースながら回復基調で推移しよう。

また、生産活動は、底堅い自動車需要やIT関連の在庫調整の進展などが下支えし、設備投資も人手不足に伴う省力化投資やDX・環境関連等の需要増で持ち直すとみられるが、海外経済の減速の影響には引き続き留意を要する。

(図表23) 機械受注と資本財総供給・国内向け出荷



(図表24) 家計の可処分所得・消費支出・貯蓄率



2. 日銀はマイナス金利解除見送りの、「物価安定の目標」実現への確度は少しずつ高まる

日銀はマイナス金利解除見送りの、「物価安定の目標」実現への確度は少しずつ高まる

日銀は、1月 22～23 日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の現状維持を決定した。長短金利操作(YCC:イールドカーブ・コントロール)について、短期政策金利は▲0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利はゼロ%程度で推移するよう長期国債を買い入れる。長期金利の上限の「目途」を 1.0%とした現行のYCCの運用を継続し、フォワードガイダンスも変更しなかった。

日銀「展望レポート」の政策委員の大勢見通しでは(図表 25)、24 年度の消費者物価(除く生鮮食品)上昇率が原油価格の下振れで 2.4%と前回(10 月)の 2.8%から引き下げられた。ただ、生鮮食品・エネルギーを除いた総合は 24、25 年度ともに 1.9%と基調的に2%弱で推移する見通しを維持しており、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくという見通しが実現する確度は少しずつ高まっていると明記した。実質賃金の上昇率や需給ギャップがマイナスでも、改善傾向に自信が持てれば、金融政策の正常化に動くと思われる。

12 月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は 2.3%に減速し、18 か月ぶりの低水準

12 月の国内企業物価の前年比上昇率は 0.0%で横ばいとなり、前月の 0.3%から減速した。上昇率は 12 か月連続で縮小しており、2年 10 か月ぶりの低水準になった。前月比は重油・ガソリン等が押し上げて 0.3%上昇している。一方、輸入物価は前年比 4.9%低下しており、前月比では円高が押し下げて 3.0%下落した。国内企業物価は、中東情勢等の地政学リスクの高まりなどが懸念されるものの、輸入物価の下落などを反映して上昇圧力が沈静化しよう。

12 月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合で2.3%となり、前月の 2.5%から減速した(図表 26)。22 年6月以来 18 か月ぶりの低水準である。電気・都市ガス等のエネルギーの低下幅の拡大や食料(除く生鮮食品)の上昇一服などで鈍化した。ただ、2月には電気・ガス代の負担軽減策の前年比押下げ効果がはく落する。また、サービス価格は宿泊料の押し上げ効果が縮小するものの、人件費の増加分を価格に転嫁する動きが強まるか注目される。

日銀は 24 年前半にも金融政策の正常化に踏み切る公算が高まる

日銀は、賃金上昇を伴う形での持続的・安定的な物価上昇を目指している。11 月の実質賃金は前年比 2.5%減となり、下落率は前月の 2.3%から拡大した。名目賃金も同 0.7%増にとどまる。ただ、安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)は、実質化すると同 1.3%減であり、名目値は同 2.0%増加した。名目賃金は3か月連続の2%台で底堅く推移している。

国内景気は、7～9月の実質GDPが前期比マイナスであり、実質賃金も前年の水準を下回るなど、力強さを欠く。しかし、日銀は、人手不足や物価高などを背景に、企業の賃金・価格設定行動が少しずつ積極化しており、賃金と物価の好循環が実現する確度が高まりつつあると判断している。日銀は 24 年前半にもマイナス金利解除等の金融政策の正常化に踏み切る公算が高い。

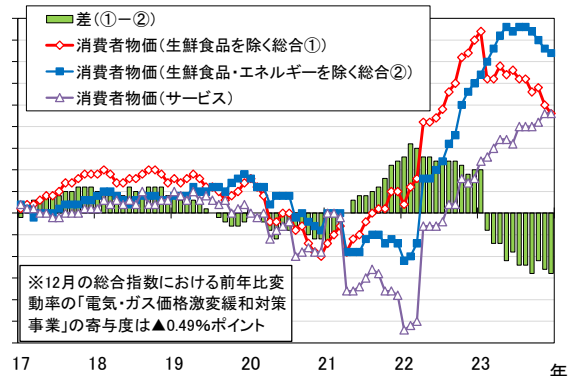
(図表 25) 日銀政策委員の大勢見通し

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	前年度比(%) <参考> 除く生鮮食品・エネルギー
23年度	+1.8 (+1.6~+1.9)	+2.8 (+2.8~+2.9)	+3.8 (+3.7~+3.9)
23年10月時点	+2.0 (+1.8~+2.0)	+2.8 (+2.7~+3.0)	+3.8 (+3.5~+3.9)
24年度	+1.2 (+1.0~+1.2)	+2.4 (+2.2~+2.5)	+1.9 (+1.6~+2.1)
23年10月時点	+1.0 (+0.9~+1.4)	+2.8 (+2.7~+3.1)	+1.9 (+1.6~+2.1)
25年度	+1.0 (+1.0~+1.2)	+1.8 (+1.6~+1.9)	+1.9 (+1.8~+2.0)
23年10月時点	+1.0 (+0.8~+1.2)	+1.7 (+1.6~+2.0)	+1.9 (+1.8~+2.2)

※上段は中央値。下段は見通しレンジ(各政策委員が示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの)

(備考) 日本銀行「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」より作成

(図表 26) 消費者物価の前年比変動率



(備考) 総務省「消費者物価指数」より作成

＜リスクシナリオ（確率 35%）＞

FRBとECBの見通し通りにインフレ率が低下せず、両者ともに24年の利下げ開始を見送る。これにより金融市場では長期金利の上昇圧力が再び高まり、物価高も相まって欧米経済は減速感を強めるため、株安が進む。他方、日銀は24年4～6月期にマイナス金利の解除に踏み切るも、米長期金利の上昇幅の方が大きいことから日米金利差は拡大し、円安・ドル高が進むと想定。

		24年 1月31日	24年 2～3月	4～6月	7～9月	10～12月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	5.25 ～ 5.50	5.25 ～ 5.50	5.25 ～ 5.50	5.25 ～ 5.50	5.25 ～ 5.50
	国債(5年)	3.836	3.50 ～ 4.20	3.60 ～ 4.30	3.70 ～ 4.40	3.80 ～ 4.50
	国債(10年)	3.913	3.70 ～ 4.40	3.80 ～ 4.50	3.90 ～ 4.60	4.00 ～ 4.70
	NYダウ平均(ドル)	38150.30	35500 ～ 39500	34500 ～ 38500	33500 ～ 37500	32500 ～ 36500
ユ ー ロ 圏	主要政策金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	国債(ドイツ10年債)	2.165	1.90 ～ 2.50	2.00 ～ 2.60	2.10 ～ 2.70	2.20 ～ 2.80
	ユーロ・ストックス50	4648.40	4500 ～ 4800	4400 ～ 4700	4300 ～ 4600	4200 ～ 4500
日 本	無担保コール翌日物	▲ 0.011	▲ 0.10 ～ 0.00	▲ 0.10 ～ 0.10	0.00 ～ 0.10	0.00 ～ 0.10
	TIBOR(3か月)	0.025	▲ 0.10 ～ 0.10	▲ 0.10 ～ 0.20	0.00 ～ 0.20	0.00 ～ 0.20
	中期国債(新発5年債)	0.305	0.20 ～ 0.60	0.30 ～ 0.70	0.35 ～ 0.75	0.40 ～ 0.80
	長期国債(新発10年債)	0.730	0.55 ～ 1.05	0.60 ～ 1.10	0.65 ～ 1.15	0.70 ～ 1.20
	超長期国債(新発20年債)	1.535	1.20 ～ 1.80	1.25 ～ 1.85	1.30 ～ 1.90	1.35 ～ 1.95
	日経平均株価(円)	36286.71	33500 ～ 37500	32500 ～ 36500	31500 ～ 35500	30500 ～ 34500
為 替	円/ドルレート	147.67	141 ～ 151	136 ～ 151	143 ～ 153	145 ～ 155
	円/ユーロレート	159.73	153 ～ 163	148 ～ 163	155 ～ 165	157 ～ 167

日米欧中央銀行会合スケジュール

＜2024 年＞

金融政策決定会合 (日本銀行)	F O M C (米連邦公開市場委員会)	E C B (政策理事会)
1月22～23日	1月30日～1月31日	1月25日
3月18～19日	3月19～20日	3月7日
4月25～26日	4月30日～5月1日	4月11日
6月13～14日	6月11～12日	6月6日
7月30～31日	7月30～31日	7月18日
9月19～20日	9月17～18日	9月12日
10月30～31日	11月6～7日	10月17日
12月18～19日	12月17～18日	12月12日

(備考) 各国資料より作成

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

＜2月の内外経済・金融スケジュール＞

（日本）

①毎月勤労統計・・・6日

12月は冬季ボーナス（年末賞与）が支給されるため、企業収益の改善などを反映して特別給与が現金給与総額の押上げに寄与し、実質賃金のマイナス幅が縮小するか注目される。

②GDP統計・・・15日

10～12月期は内需が力強さを欠いたものの、供給制約の緩和に伴う自動車等の生産活動の回復やサービス輸出の増加などが下支えして前期比プラス成長に転じると見込まれている。

③全国消費者物価・・・27日

先行指標である東京都区部の消費者物価指数（1月中旬、除く生鮮食品）は前年比1.6%上昇で前月の2.1%から減速した。1月はインフレ率が低下すると見込まれるが、2月は物価高対策の押下げ効果がはく落して加速する公算が高い。

④鉱工業生産・・・29日

経産省は1月の生産指数が前月比10.5%減少すると試算している。一部自動車メーカーの品質不正問題や能登半島地震なども影響して前月比で大幅なマイナスになる恐れがある。

（米国、海外）

⑤雇用統計・・・2日

非農業部門雇用者数は前月差18～19万人の増加が予想されている。労働需給の緩和を示す弱めの結果になれば、早期の利下げ観測が高まると見込まれる。

⑥消費者物価指数・・・13日

12月は食料・エネルギーを除くコア指数の前年比上昇率が鈍化した一方、総合指数は加速した。インフレ率の鈍化ペースは緩慢であり、強めの結果になれば、早期の利下げ観測が後退する可能性がある。

⑦小売売上高・・・15日

高金利や学生ローン返済再開などが重荷になっているものの、自動車販売やオンライン販売などが好調である。小売売上高が底堅い結果になれば、米経済の軟着陸期待が高まろう。

⑧消費者信頼感指数・・・28日

インフレ鈍化を背景に持直しの動きもみられるが、利下げ期待などから、「期待指数」が景気後退リスクの高まりを示す80割れを回避して改善が進むか注目される。

（日本）

発表日	経済指標・注目材料等
1日	自動車販売（1月）
6日	家計調査（12月） ①毎月勤労統計（12月速報）
7日	景気動向指数（12月速報）
8日	国際収支（12月） 景気ウォッチャー調査（1月）
9日	マネーストック統計（1月）
13日	企業物価指数（1月）
15日	②10～12月GDP統計（1次速報）
16日	第3次産業活動指数（12月）
19日	機械受注（12月）
21日	貿易統計（1月速報）
27日	③全国消費者物価指数（1月）
29日	④鉱工業生産（1月速報） 商業動態統計（1月速報） 住宅着工統計（1月）

（米国、海外）

発表日	経済指標・注目材料等
1日	ISM製造業景気指数（1月）
2日	⑤雇用統計（1月） 製造業受注（12月）
5日	ISM非製造業景気指数（1月）
7日	貿易収支（12月）
13日	⑥消費者物価指数（1月）
15日	⑦小売売上高（1月） 鉱工業生産・設備稼働率（1月）
16日	生産者物価指数（1月） 住宅着工件数（1月） ミシガン大学消費者態度指数（2月）
27日	耐久財新規受注（1月）
28日	米10～12月GDP統計（改定値） ⑧消費者信頼感指数（2月）
29日	個人所得・消費（1月）
毎週木	新規失業保険申請件数

日米経済指標・金融指標等の資料の掲載は、2024 年 2 月号から休止します。
ご理解の程、何卒、よろしくお願い致します。