



SCB

# 金利・為替見通し

No.2024-1

(2024. 4. 2)

信金中央金庫 地域・中小企業研究所

上席主任研究員 峯岸 直輝

上席主任研究員 鹿庭 雄介

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

## 足元の金利・為替環境

### FRBが近くQTの減速を決定する可能性あり。日銀は金融政策の正常化に舵を切る

3月会合では、FRB、ECBともに金融政策の現状維持を決定した。ただ、両者とも24年半ば頃からの利下げ開始を示唆しているほか、パウエルFRB議長が量的引締め(QT)の減速について踏み込んだ発言をするなど、金融政策の転換を巡る動きは活発になっている。こうした中、日銀は3月の金融政策決定会合で短期政策金利を▲0.1%とするマイナス金利政策を解除し、無担保コール翌日物金利を0.0~0.1%程度で推移するように促す方針を決定した。また、YCCの撤廃やETF・J-REITの新規買入の終了なども同時に決定しており、金融政策の正常化へと踏み出している。

### 急激な円高・ドル安に見舞われた後は、一転して円安・ドル高。一時、約34年ぶりの円安水準

3月のドル円相場は振れの大きい展開となった。月前半は日銀政策委員のマイナス金利解除に前向きな発言などから日米金利差の縮小が意識され、3円以上も円高・ドル安が進んだ。しかし、その後はインフレ圧力の根強さを受けて米長期金利が上昇したことや、日銀が金融正常化後も当面低金利を維持するとの思惑が高まったため、一転して急激な円安となった。一時、約34年ぶりの円安水準となる1ドル152円に迫る場面もあった。

## 1年先までの金利・為替見通し

### 24年6月にFRBとECBが利下げを開始。日銀は当分の間、政策変更を行わないと見込む

FRBとECBは政策金利を比較的長い期間にわたって高い水準で据え置いた後、欧米経済が少しずつ減速感を強めていく中で、両者とも24年6月から緩やかな利下げ(3か月に1回のペース)に転じると見込んでいる。他方、日銀は3月の金融政策決定会合で金融政策の正常化に踏み切った後は、当面の間、政策変更を行わないとみている。このため、FRBの利下げ転換による影響で、日米金利差の縮小が予想されることから、先行き円高・ドル安トレンドへと徐々に転換していくと見込まれる。なお、米大統領選(11月5日)の結果次第で、マーケットが大きく揺さぶられる可能性がある点には注意する必要がある。

### ◇予測一覧表(4月2日現在)

		24年 3月29日	24年4~6月	7~9月	10~12月	25年1~3月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	5.25 ~ 5.50	5.00 ~ 5.25	4.75 ~ 5.00	4.50 ~ 4.75	4.25 ~ 4.50
	国債(5年)	4.213	3.80 ~ 4.50	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30	3.50 ~ 4.20
	国債(10年)	4.201	3.90 ~ 4.60	3.80 ~ 4.50	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30
	NYダウ平均(ドル)	39807.37	37000 ~ 41000	37500 ~ 41500	38000 ~ 42000	38500 ~ 42500
ユ ー ロ 圏	主要政策金利(期末)	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
	国債(ドイツ10年債)	2.297	2.00 ~ 2.60	1.90 ~ 2.50	1.80 ~ 2.40	1.70 ~ 2.30
	ユーロ・ストックス50	5083.42	4900 ~ 5200	4950 ~ 5250	5000 ~ 5300	5050 ~ 5350
日 本	無担保コール翌日物	0.074	0.00 ~ 0.10	0.00 ~ 0.10	0.00 ~ 0.10	0.00 ~ 0.10
	TIBOR(3か月)	0.109	0.00 ~ 0.20	0.00 ~ 0.20	0.00 ~ 0.20	0.00 ~ 0.20
	中期国債(新発5年債)	0.355	0.30 ~ 0.70	0.35 ~ 0.75	0.40 ~ 0.80	0.45 ~ 0.85
	長期国債(新発10年債)	0.725	0.60 ~ 1.10	0.65 ~ 1.15	0.70 ~ 1.20	0.75 ~ 1.25
	超長期国債(新発20年債)	1.490	1.25 ~ 1.85	1.30 ~ 1.90	1.35 ~ 1.95	1.40 ~ 2.00
	日経平均株価(円)	40369.44	37000 ~ 41000	37000 ~ 41000	37500 ~ 41500	38000 ~ 42000
為 替	円/ドルレート	151.34	143 ~ 153	140 ~ 150	137 ~ 147	134 ~ 144
	円/ユーロレート	163.00	155 ~ 165	152 ~ 162	149 ~ 159	146 ~ 156

(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。

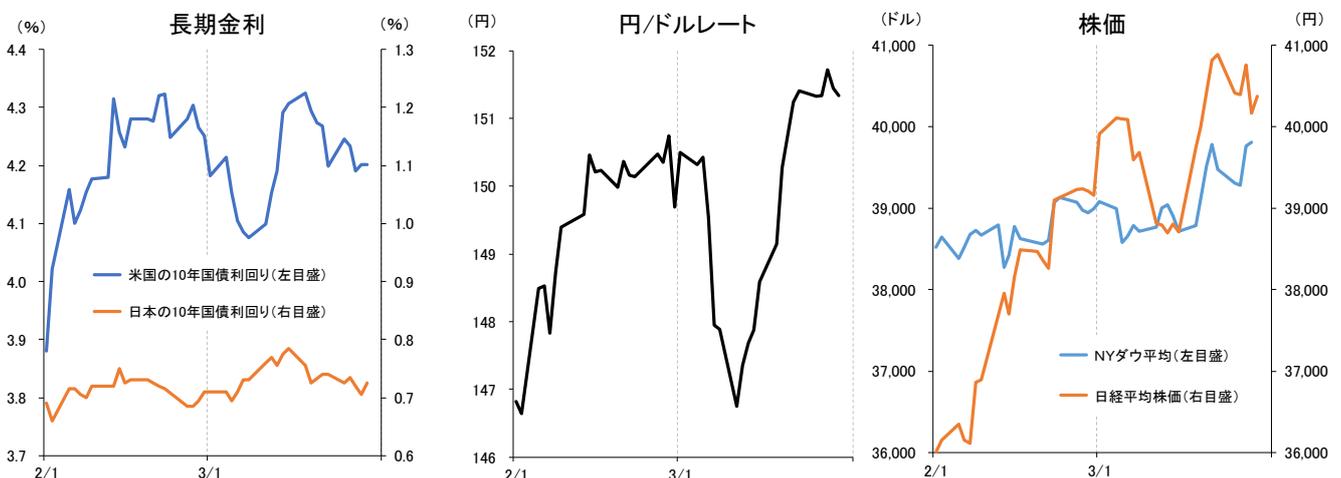
## <3月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、物価指標が上振れたものの、年央にも利下げが開始されるとの見方から一進一退で推移した。上旬は、ISM景況感指数等で米景気の減速感が強まり、インフレ鈍化への思惑から低下した。パウエルFRB議長の議会証言で年内の利下げ開始が示唆されたことも米国債の買いを誘った。中旬は、米CPIやPPIが市場予想を上回るなど、インフレ圧力が根強いことが示され、早期の利下げ観測が後退して上昇した。下旬は、FOMCで年内3回の利下げ見通しが据え置かれ、利下げ開始が先送りされるとの懸念が後退して低下基調で推移した。長期金利は前月末比 0.05 ポイント低下の 4.201% で終わった。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、日銀によるマイナス金利解除観測から上昇したが、解除が決定した後は低下基調に転じた。上旬は、日銀政策委員等による金融正常化に前向きな発言が続いたことで、3月のマイナス金利解除観測が高まり、上昇した。中旬は、米長期金利の上昇に加え、春闘で大手企業の満額回答が相次ぎ、マイナス金利解除観測が一段と高まったことから3か月ぶりの高水準を付けた。しかし、19日に日銀が金融政策決定会合でマイナス金利解除やYCC(長短金利操作)の撤廃を決定したが、「当面、緩和的な金融環境が継続する」ことが示されたことから、買い安心感が広がって低下基調に転じた。下旬は、米欧の長期金利の低下や年度末前の機関投資家によるリバランス(資産配分の調整)などから国内債は底堅く推移した。月末の長期金利は前月末比 0.015 ポイント上昇して 0.725%、新発 20 年国債利回りは同 0.030 ポイント上昇して 1.490% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、日銀が低金利を維持するとの見方から円安が進んだ。上旬は、日銀政策委員等によるマイナス金利解除に前向きな発言などを受け、日米金利差が縮小するとの思惑から円高に転じた。中旬は、米CPIやPPIが市場予想を上回るなど、根強い物価高から米長期金利が上昇し、円売りが優勢となった。下旬は、19日に日銀が金融正常化に踏み切ったものの、当面は低金利が維持されるとの思惑から一時1ドル 152 円に迫り、約 34 年ぶりの円安水準を付けた。ただ、財務相等の円安けん制発言や「3者会合」開催などで為替介入への警戒感が高まり、月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 151 円 34 銭で終わった。

日本株式・・・国内株式相場を日経平均株価で振り返ると、円安進行や日銀の緩和的な金融環境が継続するとの見方を反映して上昇した。初旬は、米利下げ期待の高まりや米ハイテク株高などを受けて過去最高値を更新したが、利益確定の売りに加え、日銀によるマイナス金利解除観測の高まりや円高進行から下落した。中旬は、円高や米ハイテク株の下落が重荷になったうえ、春闘の相次ぐ満額回答などを受けて金利先高観が高まり、ハイテク株や輸出関連株を中心に売りが優勢となった。しかし、米長期金利の上昇で円安に転じたうえ、日銀会合で「緩和的な金融環境が継続する」との見方が好感されて上昇した。下旬は、FOMCの利下げ見通し据置きや円安などから過去最高値を更新したが、配当落ちや機関投資家のリバランスなどで若干下落した。月末の日経平均株価は前月末比 1,203.25 円上昇し、40,369.44 円で引けた。



## <海外経済・金融情勢>

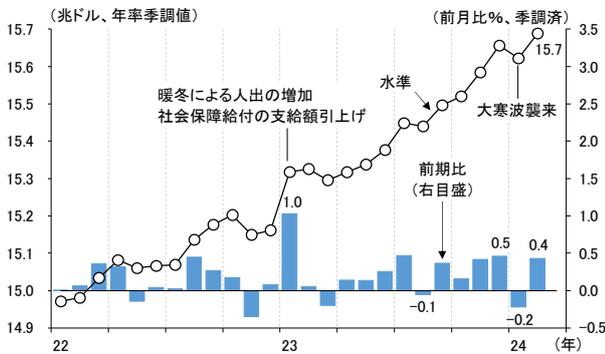
### 1. 米国経済～個人消費の堅調続く。マインドは悪化も底堅い雇用情勢が下支え

#### 個人消費は1月の弱含みから増加に転じる

米商務省が発表した2月の個人消費は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比 0.4%増と、大寒波の影響などから弱含んだ1月(同 0.2%減)から増加に転じた(図表1)。高インフレや金利高止まりが長期化する中でも、個人消費は底堅く推移している。

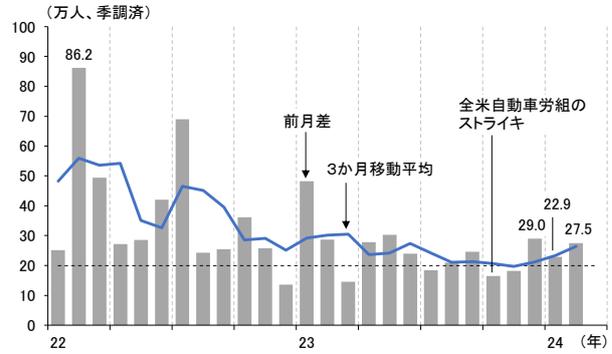
一方、2月の非農業部門雇用者数は前月差 27.5 万人増と、好調の目安となる 20 万人を3か月連続で上回った(図表2)。また、基調的な動きを示す3か月移動平均も上向きへと転じている。12月(同 33.3 万人増→同 29.0 万人増)と1月(同 35.3 万人増→同 22.9 万人増)がそれぞれ下方修正されたものの、雇用情勢は引続き底堅く推移している。

(図表1) 実質個人消費(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表2) 非農業部門雇用者数(米国)



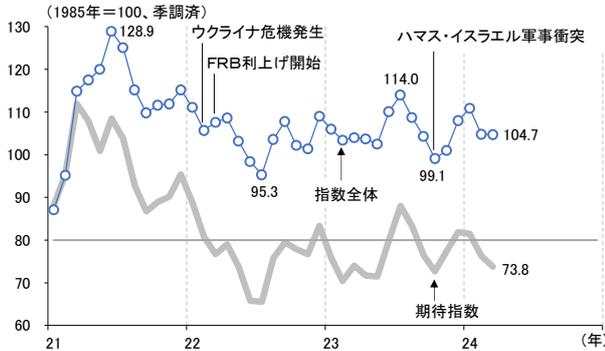
(備考) 米労働省資料より作成

#### 1～3月期の成長率も2%越えを予測(アトランタ連銀)

他方、消費者マインドは横ばい圏内での動きが続いている。3月の消費者信頼感指数は 104.7 と、2月(104.8)からわずかに低下した(図表3)。米国の政治環境に対する懸念などが回復の足かせになっているとみられ、コロナショック直前の 20 年2月(132.6)と比べても水準は低い。今後6か月の見通しを反映する期待指数も3月は 73.8 と2月(76.3)から低下し、景気後退リスクの高まりを示すとされている 80 を2か月連続で下回っている。

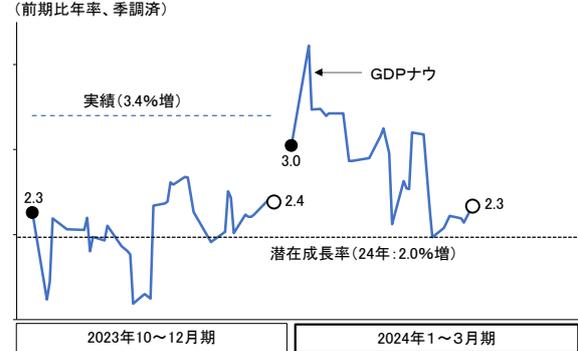
かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは1～3月期成長率の最新予測値(3月 29 日時点)を前期比年率 2.3%増としている(図表4)。10～12 月期実績(同 3.4%増)からは低下するものの、引続き潜在成長率(24 年:2.0%増)を上回る伸びが見込まれている。

(図表3) 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

(図表4) GDPナウ(米国)



(備考) 1. ●は当初予測値、○は直近ないし最終予測値を示す。  
2. 潜在成長率はOECDのデータを使用  
3. アトランタ連銀資料より作成

## 2. 金融情勢(米国)～5会合連続で政策金利を据置き。金融緩和への転換時期が近づく

### 利下げ及び量的引締め(QT)の減速が近く開始される可能性が高まる

FRB(米連邦準備理事会)は、3月19～20日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)において、5会合連続で政策金利の据置きを決めた(図表5)。パウエルFRB議長は会合後の記者会見で、5月ないし6月のFOMC会合で政策金利を引き下げののかとの質問に対し、直接的な回答は避けた上で、初回利下げは「年内のある時点」になる可能性が高いとの従来発言を繰り返した。

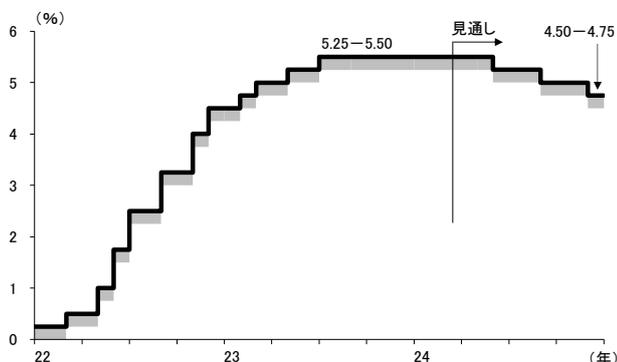
量的引締め(QT)についても、従来方針(米国債:月600億ドル削減、MBS(住宅担保ローン証券):月350億ドル削減)が維持された。ただ、パウエル議長は会見で「かなり早いうちにペースを緩めることが適切になる」とも述べていることから、早ければ次回4月会合にてQTの減速が決定されるかもしれない。

### 前回の見通しから大きな変化はなし。引き続きソフトランディングを見込む(FOMC見通し)

3月会合ではFOMC参加者による四半期予測も合わせて公表された。このうち、インフレ率の見通し(コアPCEデフレーター、中央値)は、前回12月会合から24年末(2.4%→2.6%)が上方修正された(図表6)。他方、失業率は24年末と26年末がそれぞれ下方修正(4.1%→4.0%)されている(図表7)。ただ、どちらも小幅な修正にとどまっていることから、先行き米国経済のソフトランディングを想定していることに変わりはない。

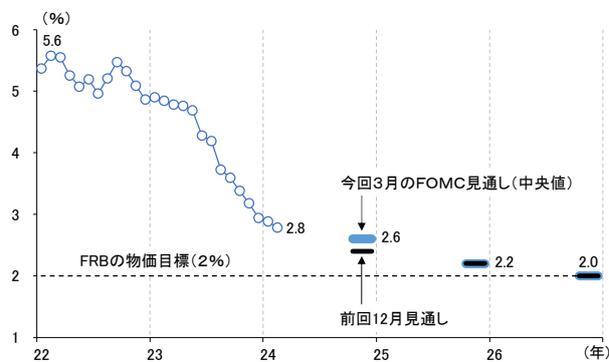
注目されたFOMC参加者の政策金利見通しは、24年末の中央値が4.625%となり、前回12月見通しから変化はなかった(図表8)。これは、24年中に0.25ポイントの利下げが3回見込まれていることを意味する。続く25年末(3.875%)、26年末(3.125%)も中央値は低下が見通されていることから、FOMCでは先行き緩やかな利下げを想定していることが分かる。

(図表5)FFレート(米国)



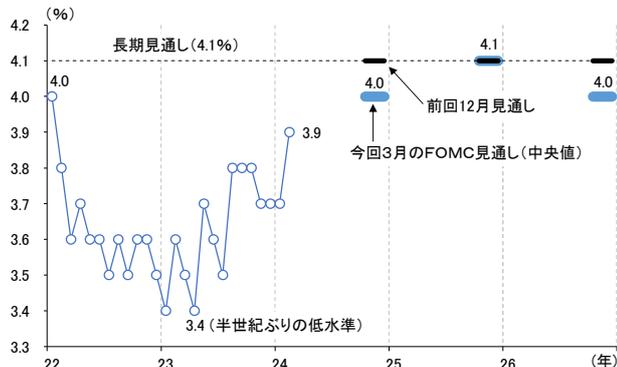
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測  
2. FOMC資料より作成

(図表6)インフレ率(米国)



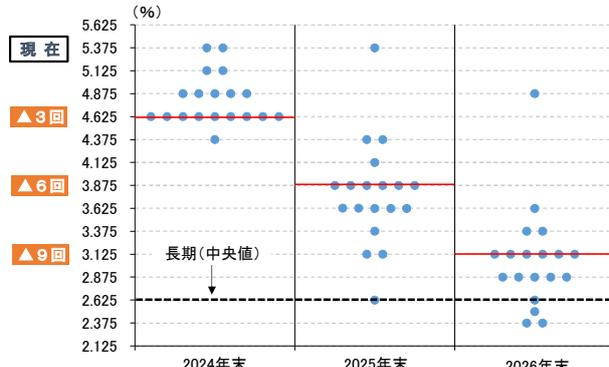
(備考) 1. インフレ率とFOMC見通しはコアPCEデフレーター  
2. 米商務省、FOMC資料より作成

(図表7)失業率(米国)



(備考) 米労働省、FOMC資料より作成

(図表8)FOMC参加者の政策金利見通し



(備考) 1. 1回あたり0.25%のFFレート変更を想定  
2. 赤線はFOMC参加者の中央値を示す。  
3. FOMC資料より作成

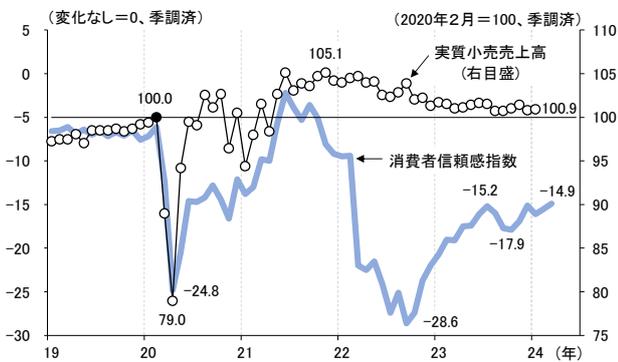
### 3. ユーロ圏経済～足元の経済指標は弱めの動きが続く

#### 小売売上高の減少トレンドが続く。生産指数はコロナ前水準を再び下回る

1月のユーロ圏小売売上高は前月比0.1%増と再び増加した(図表9)。ただ、12月の同0.6%減からの戻りとしては弱く、高インフレや金利高止まりが家計の購買力を奪う状況に変わりはない。21年11月(105.1)にコロナ後のピークを付けてから減少傾向にある。他方、消費者マインドは一進一退の動きとなっている。3月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲14.9と2か月連続で上昇したが、23年半ば頃から続く横ばい圏内の動きからは抜け出せておらず、コロナ前の水準とも依然距離がある。引き続き個人消費の冴えない動きは続くともみている。

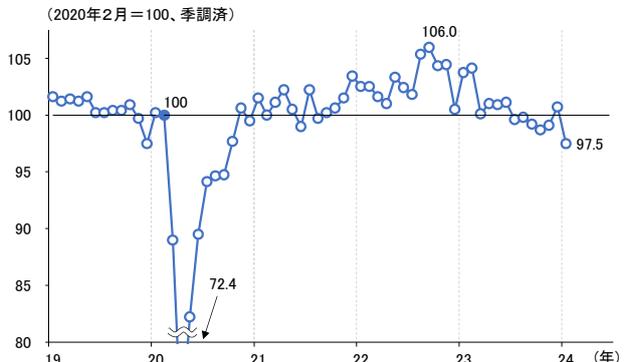
企業の生産活動も弱い。1月の鉱工業生産指数は前月比▲3.2%と、再び低下し、コロナ直前の20年2月の水準も下回っている(図表10)。なかでも、機械類などの資本財(同▲14.5%)や耐久消費財(同▲1.2%)、食品や衣料品などが含まれる非耐久消費財(同▲0.3%)の落込みが大きかった。

(図表9)小売売上高と消費者マインド(ユーロ圏)



(備考)Eurostat、欧州委員会資料より作成

(図表10)鉱工業生産指数(実質、除く建設)



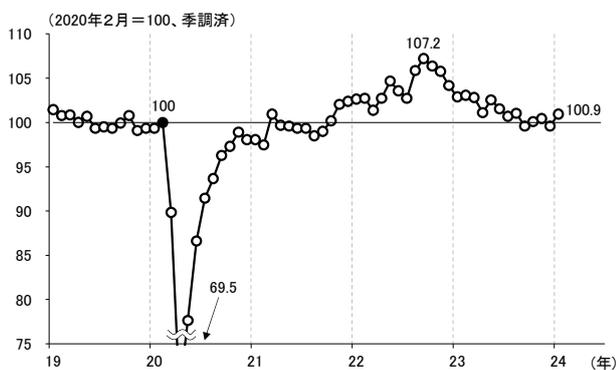
(備考)Eurostatより作成

#### 中国の景気減速やユーロ高が、輸出回復の足かせ

輸出も減少トレンドから抜け出せていない。1月のユーロ圏実質輸出は前月比1.4%増と、12月(同0.8%減)から増加に転じた(図表11)。ただ、22年9月のピーク時と比べると水準は6%近く低い。主要な輸出先である中国の景気減速や、ユーロ高が続いていることが回復を妨げていると考えられる。

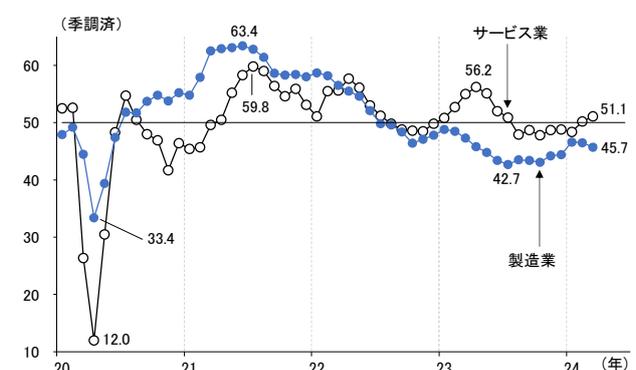
こうした中、企業景況感は明暗が分かれている。ユーロ圏の購買担当者景気指数(PMI)を業種別にみると、製造業は22年半ばから1年半以上も景況感の分かれ目となる50を下回っており、直近3月も45.7と2か月連続で低下している(図表12)。ドイツ(3月:45.8)とフランス(同41.6)の二大国で水準が特に低く、製造業の景況感回復を遅らせている。他方、サービス業のPMIは回復傾向を維持し、3月も51.1と2か月連続で節目の50を上回っている。

(図表11)実質輸出(ユーロ圏)



(備考)CPB(オランダ経済政策分析局)より作成

(図表12)ユーロ圏PMI(業種別)



(備考)S & Pグローバル資料より作成

#### 4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBは4会合連続で政策金利を据置き。インフレ見通しは下方修正

##### ラガルド総裁が近い将来利下げへ踏み切る可能性に言及

ECB(欧州中央銀行)は3月7日の理事会において、4会合連続で政策金利据置きを決めた(図表 13)。声明文に「基調インフレの多くの指標は一段と鈍化しているが、賃金の力強い伸びを一因に域内の物価上昇圧力は依然として高い」と記されるなど、インフレに対する警戒感を維持している。

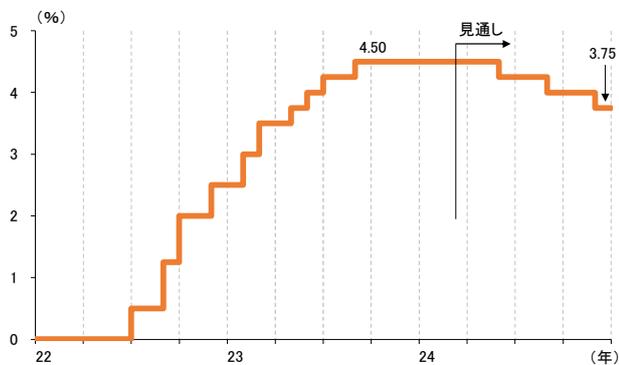
ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で「制約的なスタンスの縮小について討議し始めたところだ」と述べるなど、近い将来利下げに踏み切る可能性を示唆する発言も行っている。他方、前回1月会合ではパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)について、24 年下半年から再投資を一部停止し、24 年末で打ち切る方針が示された(図表 14)。これにより、量的引締め(QT)は年後半から段階的に加速し、今回の利下げ示唆とは真逆の金融効果を生み出すことから、年後半にかけて景気や物価の動向が読みにくくなる恐れもある。

##### インフレ見通しは足元 24 年を下方修正

ECBは同日、新たな見通しを公表している。インフレ率(総合指数)の見通しは24 年が+2.3%と、エネルギー価格の低下などを受けて前回12 月(+2.7%)から0.4 ポイント下方修正された(図表 15)。加えて、25 年も2.0%と0.1%下方修正されており、ECB の想定を上回るペースで低下してきていることが分かる。

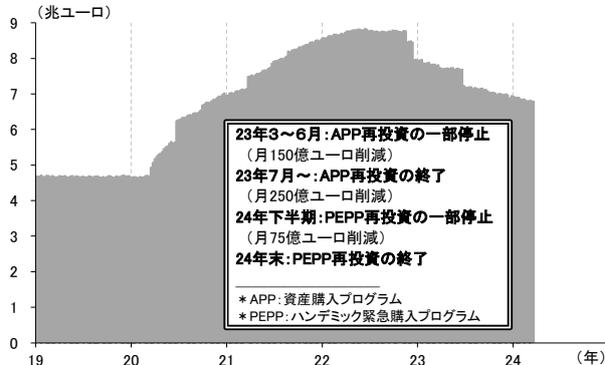
インフレ率の動きを主要国別にみると、ドイツ(2月:+2.7%)、フランス(+3.1%)、スペイン(同+2.9%)が3%前後の似通った数値となっているのに対し、イタリア(2月:+0.9%)は物価目標の2%を大きく下回る状況にある(図表 16)。インフレ率の差はユーロ圏各国の景気回復ペースに違いをもたらすとともに、金融政策に影響を与える可能性があることから、イタリアの動向を中心に注意して見ていく必要がある。

(図表 13) 主要政策金利(ユーロ圏)



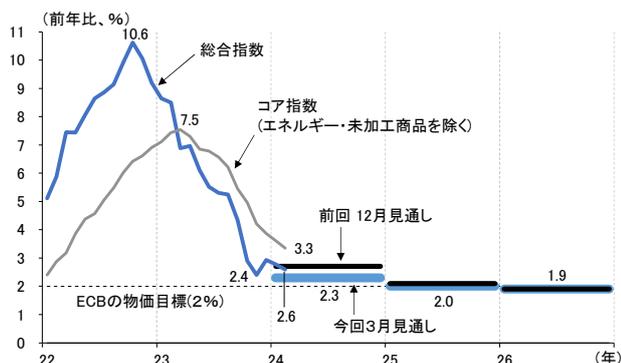
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測  
2. ECB資料より作成

(図表 14) ECBの総資産



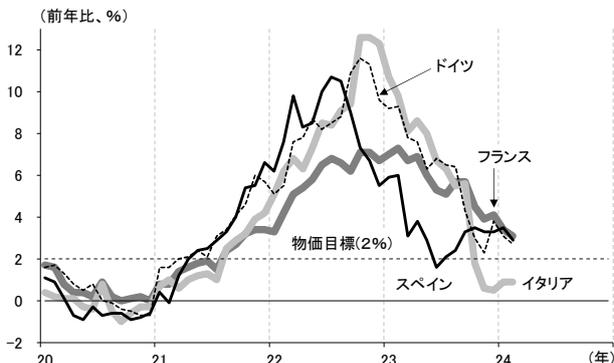
(備考) ECB資料より作成

(図表 15) インフレ率(ユーロ圏)



(備考) 見通しは総合。Eurostat、ECB資料より作成

(図表 16) インフレ率(ユーロ圏主要国)



(備考) 1. いずれも総合指数  
2. Eurostat より作成

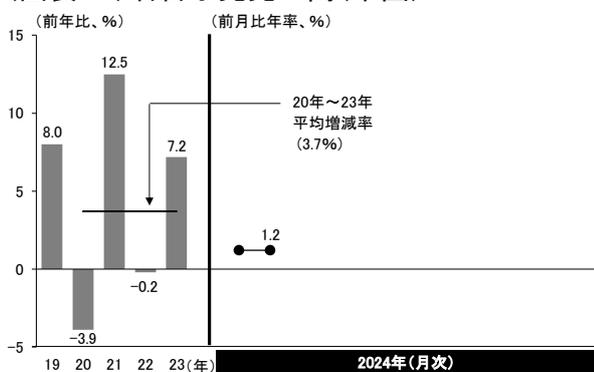
## 5. 中国経済～足元の景気が弱含む中でも、24年の成長率目標は5%前後を維持

**24年の個人消費は低調なスタート。固定資産投資は引き続きインフラ投資が支える**

1～2月平均の名目小売売上高は前月比年率 1.2%増(当研究所試算)と、12月(同 3.0%増)から伸び率が低下した(図表 17)。コロナ後の20年～23年平均増減率(前年比 3.7%増)を大きく下回っている。春節休暇中(2月10日～17日)の住宅販売も振るわず、家具や家電などの売上は伸び悩んだとみられる。ゼロコロナ政策終了直後の恩恵を受けた23年1～2月(同 13.7%増)とは、全く異なるスタートを切っている。

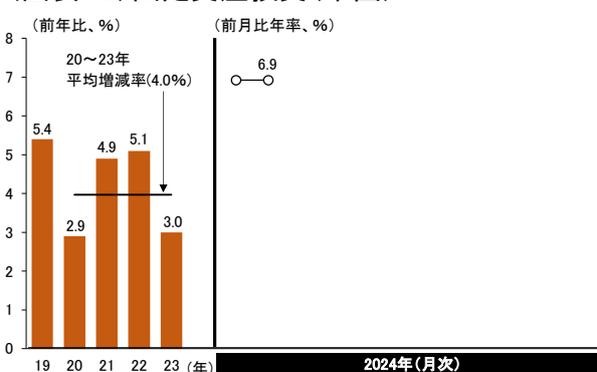
他方、固定資産投資は1～2月平均が前月比年率 6.9%増(当研究所試算)と、12月(同 3.0%減)から増加に転じた(図表 18)。コロナ後の平均増減率(前年比 4.0%増)や、コロナ前の伸び率(18年:前年比 5.9%増、19年:同 5.4%増)を上回る高い水準となっている。内訳をみると、インフラ投資(1～2月平均:前年比 6.3%増)が高い伸びとなった一方で、民間投資(同 0.4%増)やマンションの販売不振の影響を受けやすい不動産開発投資(同 9.0%減)が投資全体を下押す構図が続いている。

(図表 17) 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. 中国国家統計局資料より作成

(図表 18) 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. 中国国家統計局資料より作成

**24年政府成長率目標は5%前後を維持。人民銀は金融緩和姿勢を強める**

3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会(全人代、国会に相当)では、24年の成長率目標が23年と同じ5%前後に設定された(図表 19)。他方、都市部の新規就業者数(1,200万人以上)とインフラ債新規発行枠(3.90兆元)は、目標がやや引き上げられている。

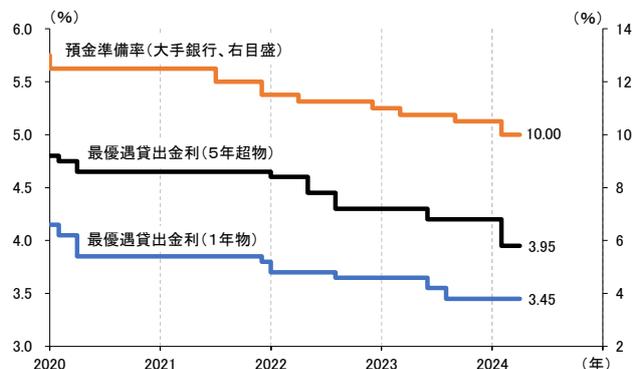
こうした中、中国人民銀行は市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率と、最優遇貸出金利(LPR)の5年超物を2月に相次いで引き下げ、金融緩和姿勢を強めている(図表 20)。

(図表 19) 中国政府の主な数値目標

	2019年 目標	2020年 目標	2021年 目標	2022年 目標	2023年 目標	2024年 目標
経済成長率	6.0~6.5%	—	6%以上	5.5%前後	5%前後	5%前後
都市部の新規就業者数	1,100万人以上	900万人以上	1,100万人以上	1,100万人以上	1,200万人前後	1,200万人以上
都市部の調査失業率	5.5%前後	6%前後	5.5%前後	5.5%以内	5.5%前後	5.5%前後
インフレ率	3%前後	3.5%前後	3%前後	3%前後	3%前後	3%前後
財政赤字(対GDP比)	2.8%	3.6%以上	3.2%前後	2.8%前後	3%	3%
インフラ債新規発行枠	2.15兆元	3.75兆元	3.65兆元	3.65兆元	3.80兆元	3.90兆元

(備考) 1. 政府目標は毎年3月に開かれる全国人民代表大会(全人代、国会に相当)で発表される。  
2. 各種資料より作成

(図表 20) 最優遇貸出金利と預金準備率(中国)



(備考) 中国国家統計局資料より作成

## <国内経済・金融情勢>

### 1. 日本経済は製造業を中心に弱含んでおり、先行きは所得環境の改善がカギ

#### 2月の景気動向指数の基調判断は「下方への局面変化」へ2か月連続で引き下げられる見込み

23年10～12月の実質GDP(2次速報)は前期比0.1%(年率0.4%)増加した。1次速報の同0.1%減から上方修正され、2四半期連続のマイナス成長は回避された(図表21)。設備投資が同0.1%減から2.0%増に大幅に引き上げられた影響が大きい。しかし、個人消費は水産食料品や家電等の下振れで同0.2%減から0.3%減に下方修正された。国内需要は同0.3%減から0.1%減へ上方修正されたが、3四半期連続のマイナスで力強さを欠いている。

2月の国内経済を景気動向指数(CI)一致系列からみると、商業販売はうろうろ年や春節要因等が寄与して改善したが、輸出、出荷、有効求人倍率等が悪化したため、低下すると予想する。一部自動車メーカーの出荷停止処分や地震・悪天候・事故等による供給制約などが影響した。基調判断は1月に「改善」から「足踏み」に引き下げられたが、2月も景気後退入りの可能性を示す「下方への局面変化」に引き下げられる公算が高い。一方、先行系列は、東証株価指数、消費者態度指数、在庫率等が改善したため、上昇すると予想する。1～2月は製造業を中心に弱含んだが、出荷停止処分は順次解除されており、在庫率も低下していることから、先行きは持直しに向かうものと見込まれる。

#### 大企業・製造業の景況感は4四半期ぶりに悪化。中小企業は製造業、非製造業ともに足踏み

2月の実質輸出は前月比4.0%減少した。米国向けは底堅いが、春節等が影響してアジア向けが押し下げた。また、鉱工業生産は前月比0.1%減少した。一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止や地震・悪天候・事故等による供給制約で自動車等の減産が続き、春節で半導体製造装置も落ち込んだ。基調判断は「一進一退ながら弱含み」に据え置かれた。3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4.5%増と試算されている。自動車の出荷停止処分は順次解除されており、在庫率指数が22年11月以来1年3か月ぶりの水準に低下するなど、先行き、持直しに向かう兆しが見えてくる。

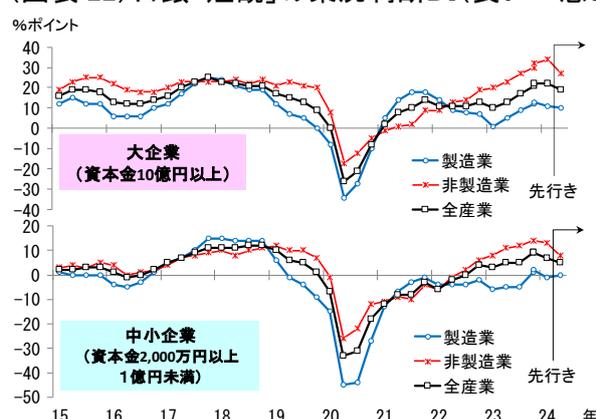
企業の景況感を日銀「短観(3月調査)」からみると、業況判断DIは、大企業・製造業が23年12月(新ベース)の+13から+11へ4四半期ぶりに悪化した(図表22)。一部自動車メーカーの出荷停止処分や能登半島地震などによる自動車や関連産業の減産が影響した。一方、大企業・非製造業はインバウンド需要や価格転嫁の動きなどを反映して+32から+34へ上昇している。大企業・全産業は横ばいにとどまった。また、中小企業は、製造業が+2から▲1、非製造業は+14から+13へともに悪化している。中小企業・全産業は+9から+7に低下しており、景況感の改善が足踏みしている。

(図表21) 23年10-12月GDP統計の改定状況

需要項目 <前期比、【】は年率換算、( )は寄与度>	1次速報値 (2月15日公表)	2次速報値 (3月11日公表)
名目GDP	0.3【1.2】	0.5【2.1】
実質GDP	▲0.1【▲0.4】	0.1【0.4】
民間需要	▲0.3	0.0
民間最終消費支出(個人消費)	▲0.2	▲0.3
民間住宅(住宅投資)	▲1.0	▲1.0
民間企業設備(設備投資)	▲0.1	2.0
民間在庫変動	(▲0.0)	(▲0.1)
公的需要	▲0.2	▲0.3
政府最終消費支出	▲0.1	▲0.2
公的固定資本形成(公共投資)	▲0.7	▲0.8
公的在庫変動	(0.0)	(▲0.0)
財貨・サービスの純輸出	(0.2)	(0.2)
財貨・サービスの輸出	2.6	2.6
財貨・サービスの輸入	1.7	1.7

(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表22) 日銀「短観」の業況判断DI(良い-悪い)



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

**24年度の設備投資計画(短観)は前年度比3.3%増と堅調**

10～12月の実質設備投資(GDP2次速報)は前期比2.0%増と1次速報の0.1%減から上方修正され、3四半期ぶりにプラスに転じた。一方、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、1月は前月比1.7%減少している。非製造業(除く船舶・電力)は同6.5%増加したが、製造業が同13.2%減少したことが響いた。3か月移動平均は3か月連続で前月比マイナスであり、基調判断は「足踏みがみられる」から「足元は弱含んでいる」に引き下げられた。手持月数(受注残高÷販売額)は14.3か月で直近のピークである23年9月の14.7か月から低下しつつある。受注残の解消が進めば、設備投資を下支えしよう。また、機械受注(船舶・電力を除く民需)の1～3月見通しは、前期比4.9%増とプラスであり、減少基調に歯止めがかかるか注目される。

日銀「短観(3月調査)」による24年度の設備投資計画は、前年度比3.3%増となった(図表23)。3月調査は計画が低めになるが、例年と比べて堅調である。先行き、企業収益の改善、IT需要の底入れ、省力化・DX・GX関連需要などが設備投資を下支えしよう。ただ、コスト高や工事等の遅延などで設備投資が先送りされる恐れがあり、海外経済の減速の影響にも留意を要する。

**個人消費は力強さを欠く。1～3月の新車販売台数は前年比18.1%減**

1月の個人消費を1世帯当たりの実質消費支出(二人以上の世帯)からみると、前月比2.1%減少し、前年比は6.3%減で大幅に落ち込んだ。一部自動車メーカーの出荷停止による自動車購入の減少などが押し下げた。一方、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比0.3%増加した。耐久財は自動車販売の不振から同7.7%減少したものの、サービスは同0.9%増、非耐久財は同2.2%増で押上げに寄与している。ただ、12月は同1.5%減で、その4分の1程度しか回復しておらず、力強さを欠いている。

2月は、小売業販売額が前月比1.5%増加した。百貨店はオケージョン(行事・式典等)需要の回復や気温上昇などで衣料品等が堅調だった。一方、1～3月の新車販売台数(含む軽自動車)は、認証不正問題で前年比18.1%減と落ち込みが著しい。インバウンドは、2月の訪日外客数が278.8万人となり、コロナ前(19年)比7.1%増加した。中国からは同36.5%減でマイナス幅が前月(44.9%)より縮小している。2月の全国百貨店のインバウンド売上高は、円安やうるう年・春節要因等から同47.5%増加しており、小売業販売を下支えした。

**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**

先行きの国内景気は、賃金の引上げ、定額減税等を背景とした所得環境や消費者マインドの改善などが個人消費を下支えし(図表24)、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、出荷停止処分を受けた一部自動車メーカーが生産を順次再開しているうえ、IT関連の在庫調整の進展などもあり、持ち直すと見込まれる。設備投資も企業収益の改善や人手不足に伴う省力化投資、DX・GX関連等の中長期的な需要を反映して改善するとみられる。

(図表23) 設備投資計画(日銀)

調査年月	企業規模(ソフトウェア・研究開発投資額除く、土地投資額含む設備投資額、前年度比増減率、%)						
	全規模			全産業			
	全産業	製造業	非製造業	全産業	全産業	全産業	
21年度	21年3月	0.5	3.0	-1.0	3.0	-3.6	-5.5
	21年6月	7.1	11.5	4.5	9.6	3.6	0.9
	21年9月	7.9	12.0	5.5	10.1	2.7	4.7
	21年12月	7.9	11.6	5.7	9.3	5.1	5.1
	実績見込み	4.6	7.6	2.9	5.9	-0.3	4.3
	実績	-0.8	1.1	-1.9	-2.3	-2.3	6.2
22年度	22年3月	0.8	9.0	-4.0	2.2	8.2	-11.4
	22年6月	14.1	20.5	10.5	18.6	14.1	-1.4
	22年9月	16.4	21.2	13.6	21.5	13.5	1.3
	22年12月	15.1	20.3	12.1	19.2	11.8	3.8
	実績見込み	11.4	15.7	8.9	16.4	3.9	0.7
	実績	9.2	9.0	9.3	11.7	5.2	3.9
23年度	23年3月	3.9	6.3	2.4	3.2	9.7	1.4
	23年6月	11.8	15.1	9.9	13.4	16.0	2.4
	23年9月	13.0	15.0	11.8	13.6	15.9	8.0
	23年12月	12.8	14.6	11.7	13.5	12.8	10.3
	実績見込み	10.7	9.4	11.6	11.5	10.7	8.4
	24年度	3.3	8.2	0.5	4.0	7.7	-3.6

(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

(図表24) 消費者態度指数の推移



(備考) 内閣府「消費動向調査」より作成

## 2. 日銀はマイナス金利解除・YCC撤廃を決定。当面は緩和的な金融環境が継続へ

### 日銀はマイナス金利解除・YCC撤廃を決定。当面、緩和的な金融環境が継続へ

日銀は3月18～19日の金融政策決定会合で、短期政策金利を▲0.1%とするマイナス金利政策を解除し、無担保コール翌日物金利を0.0～0.1%程度で推移するように促す方針を決定した。利上げは約17年ぶりである。日銀当座預金の一部に▲0.1%が課されていたが、超過準備に一律0.1%が付利されることになった。また、長期金利をゼロ%程度とするYCC(長短金利操作、イールドカーブコントロール)の撤廃やETF(上場投資信託)・J-REIT(不動産投資信託)の新規買入の終了なども決定しており、金融政策の正常化に踏み出した。

一方、長期国債は今までと同程度の買入が継続されるなど、当面は緩和的な金融環境が維持され、時間をかけて金融正常化を進める方針である。ただ、日銀は、春闘の第1回回答集計を受けて、早々に2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。先行き、「賃金と物価の好循環」の実現への確度が高まったり、基調的なインフレ率が上振れするリスクが強まったりすれば、追加利上げに踏み切ると見込まれる。

### 2月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は電気・ガス代の下落幅縮小で2.8%に加速

2月の国内企業物価の前年比上昇率は0.6%で前月の0.2%から加速した。電気・ガス代負担軽減策の前年比押し下げ効果のほく落が響いた。前月比は0.2%上昇しており、都市ガス・事業用電力や非鉄金属等が押し上げている。一方、輸入物価は前年比0.2%上昇し、11か月ぶりにプラスに転じた。前月比は1.1%上昇しており、円安や地政学リスクの高まりなどの影響に留意を要する。

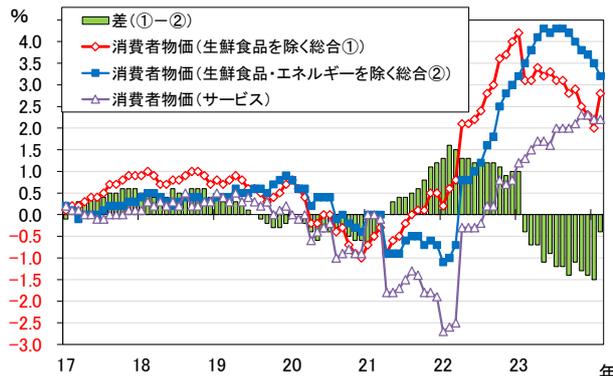
2月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合で2.8%となり、前月の2.0%から加速した(図表25)。電気・ガス代の下落幅が縮小した影響が大きく、生鮮食品・エネルギーを除く総合は3.2%で前月の3.5%から減速している。先行きは、5月に再生可能エネルギー発電促進賦課金が引き上げられ、東京電力の電気代(平均モデル)は前年比19.5%増と4月(同3.2%)から加速する。また、消費者物価を約0.5%ポイント押し下げている電気・ガス代負担軽減策が5月(使用分)で終了すれば、伸び率が押し上げられると見込まれる。

### 日銀は「賃金と物価の好循環」が実現する確度が高まれば追加利上げも

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。1月(速報)の実質賃金は前年比0.6%減となり、下落率は前月の2.1%から縮小した(図表26)。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0.5%減であり、名目値は同2.0%増と5か月連続で2%台になった。先行き、賃上げの動きを反映して堅調に推移するものと見込まれる。

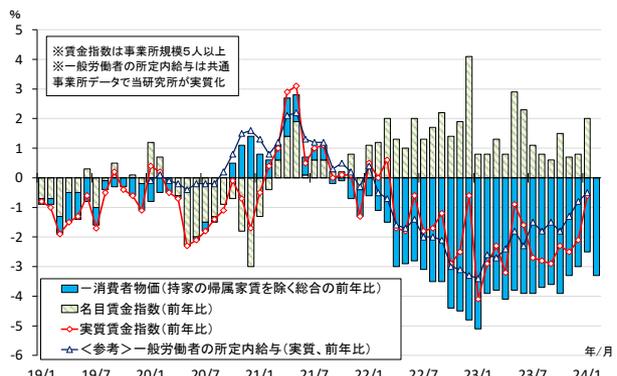
日銀は、当面、政策変更を行わないと見込むが、「賃金と物価の好循環」が実現する確度が高まれば、追加利上げに踏み切ろう。需給のひっ迫や実質賃金の改善が鮮明化したり、サービス価格の上昇率が上振れたりするなど、賃金上昇を伴う形で持続的・安定的に物価が上昇していくか注目される。

(図表25) 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

(図表26) 実質賃金の前年比増減率



(備考)厚生労働省「毎月勤労統計」等より作成

<リスクシナリオ（確率 20%）>

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 3月29日	24年 4～6月	7～9月	10～12月	25年 1～3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)	4.213	3.80～4.50	3.90～4.60	4.00～4.70	4.10～4.80
	国債(10年)	4.201	3.90～4.60	4.00～4.70	4.10～4.80	4.20～4.90
	NYダウ平均(ドル)	39807.37	37000～41000	36000～40000	35000～39000	34000～38000
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)	2.297	2.00～2.60	2.10～2.70	2.20～2.80	2.30～2.90
	ユーロ・ストックス50	5083.42	4900～5200	4800～5100	4700～5000	4600～4900
日 本	無担保コール翌日物	0.074	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10
	TIBOR(3か月)	0.109	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20
	中期国債(新発5年債)	0.355	0.30～0.70	0.35～0.75	0.40～0.80	0.45～0.85
	長期国債(新発10年債)	0.725	0.60～1.10	0.65～1.15	0.70～1.20	0.75～1.25
	超長期国債(新発20年債)	1.490	1.25～1.85	1.30～1.90	1.35～1.95	1.40～2.00
	日経平均株価(円)	40369.44	37000～41000	36000～40000	35000～39000	34000～38000
為 替	円/ドルレート	151.34	143～153	145～155	147～157	149～159
	円/ユーロレート	163.00	155～165	157～167	159～169	161～171

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。

< 4月の内外経済・金融スケジュール >

(日本)

①景気動向指数 . . . 5日

C I一致系列は、輸出、出荷、有効求人倍率等が悪化したため、前月差 1.2 ポイント程度の低下が見込まれる。基調判断は1月に「改善」から「足踏み」に引き下げられたが、2月も「下方への局面変化」に引き下げられる公算が高い。

②毎月勤労統計 . . . 8日

日銀は3月会合でマイナス金利政策を解除した。先行き、実質賃金の改善傾向が続くなど、日銀が「賃金と物価の好循環」の実現の確度が高まったと判断すれば、追加利上げに動くものと見込まれる。

③全国消費者物価 . . . 19日

先行指標である東京都区部の生鮮食品を除く総合(3月中旬)は前年比 2.4%上昇した。インフレ率は小幅に鈍化した。先行き、賃上げや物価高対策の終了などの影響に留意を要する。

④日銀金融政策決定会合 . . . 25~26日

3月会合でマイナス金利解除やYCC撤廃等を決定しており、今回は現状維持が見込まれる。「展望レポート」で物価見通し等が上方修正され、早期追加利上げ観測が高まる可能性がある。

(米国、海外)

⑤雇用統計 . . . 5日

非農業部門雇用者数は前月差 20 万人程度の増加が予想されている。強めの結果になれば、市場で年央と見込まれている利下げ開始時期が遅れる可能性がある。

⑥消費者物価指数 . . . 10日

インフレ率は高水準にあり、高金利にもかかわらず減速ペースは緩慢である。インフレ率が市場予想を上回れば、利下げ開始時期が先送りされるとの観測が高まろう。

⑦ECB政策理事会 . . . 11日

ECBはインフレ率見通しを下方修正するなど、利下げに向けた地ならしを図っている。市場では6月にも利下げに動くとの見方が多い。

⑧FOMC . . . 30日~5月1日

2月の物価指標が市場予想を上回るなど、インフレ圧力は根強い。3月のFOMCでは年内3回の利下げ見通しが据え置かれた。ただ、パウエル議長は「利下げを急ぐ必要はない」と慎重姿勢を示しており、声明文や会見等に注目が集まる。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	日銀短観(3月調査) 自動車販売(3月)
5日	家計調査(2月) ①景気動向指数(2月速報)
8日	②毎月勤労統計(2月速報) 国際収支(2月) 景気ウォッチャー調査(3月)
9日	消費動向調査(3月)
10日	企業物価指数(3月)
11日	マネーストック統計(3月)
15日	機械受注(2月)
17日	貿易統計(3月速報)
18日	第3次産業活動指数(2月)
19日	③全国消費者物価指数(3月)
25日	④日銀金融政策決定会合(~26日)
26日	日銀展望レポート
30日	失業率・有効求人倍率(3月) 鉱工業生産(3月速報) 商業動態統計(3月速報) 住宅着工統計(3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(3月)
2日	製造業受注(2月)
3日	ISM非製造業景気指数(3月)
4日	貿易収支(2月)
5日	⑤雇用統計(3月)
10日	⑥消費者物価指数(3月)
11日	⑦ECB政策理事会 生産者物価指数(3月)
12日	ミシガン大学消費者態度指数(4月)
15日	小売売上高(3月)
16日	鉱工業生産・設備稼働率(3月) 住宅着工件数(3月)
24日	耐久財新規受注(3月)
25日	米GDP統計(1~3月速報値)
26日	個人所得・消費(3月)
30日	⑧FOMC(~5月1日) 消費者信頼感指数(3月) 雇用コスト指数(1~3月)
毎週木	新規失業保険申請件数