



SCB

金利・為替見通し

No.2024-2

(2024. 5. 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

日米欧の中央銀行はいずれも政策金利を据置く。FRBは6月からのQT減速を決定

4月会合でも、FRBとECBはともに政策金利を据え置いた。ただ、ECBが6月からの利下げ開始を示唆したのに対し、FRBはインフレ率の高止まりなどを受けて先送りの可能性に言及するなど金融政策の先行きスタンスには違いもみられる。また、FRBは今回会合で6月から量的引締め(QT)のペースを減速させること(米国債:月600億ドル削減→月250億ドル削減)を決めている。こうした中、日銀は政策金利である無担保コール翌日物レートを0~0.1%程度で推移するように促す金融政策の維持を決めている。

1か月間で5円以上も円安・ドル高が進む。1ドル160円台に達したタイミングで為替介入の観測

4月も急ピッチで円安・ドル高が進んだ。堅調な米経済指標や、中東情勢の緊迫化に伴う原油高などで米利下げ先送り観測が強まったことに加え、日銀が追加利上げを見送ったことも相まって、日米金利差の拡大が意識され、円売り・ドル買いにつながった。その後、1ドル160円台まで円安が加速した月末のタイミングで、政府・日銀が円買いの為替介入に踏み切ったとの観測が高まり、いったん大きく円高に振れる局面があったものの、流れを変えるまでには至っていない。

1年先までの金利・為替見通し

24年6月にECBが利下げを開始、FRBは9月以降にずれ込むと予想。日銀の追加利上げは24年9月

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、欧州経済が減速感を強めていく中で、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。半面、米国経済は底堅い動きを続けており、FRBの想定通りにインフレ率が低下していないことから、利下げ開始の時期は24年9月以降にずれ込むと予想している。日銀は24年3月に金融政策の正常化に踏み切った後、24年9月に追加利上げ(0.25%)に踏み切るとみている。こうした日米の金融政策のスタンスの違いから、先行き日米金利差は縮小し、円高・ドル安トレンドへの転換が見込まれるが、円安修正は限定的なものにとどまると考えている。

◇予測一覧表(5月2日現在)

		24年 4月30日	24年5~6月	7~9月	10~12月	25年1~3月
米 国	FFレイト(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)	4.716	4.30 ~ 5.00	4.20 ~ 4.90	4.10 ~ 4.80	4.00 ~ 4.70
	国債(10年)	4.681	4.40 ~ 5.10	4.30 ~ 5.00	4.20 ~ 4.90	4.10 ~ 4.80
	NYダウ平均(ドル)	37815.92	35000 ~ 39000	35500 ~ 39500	36000 ~ 40000	36500 ~ 40500
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)	2.583	2.20 ~ 2.80	2.10 ~ 2.70	2.00 ~ 2.60	1.90 ~ 2.50
	ユーロ・ストックス50	4921.22	4750 ~ 5050	4800 ~ 5100	4850 ~ 5150	4900 ~ 5200
日 本	無担保コール翌日物	0.076	0.00 ~ 0.10	0.00 ~ 0.30	0.20 ~ 0.30	0.20 ~ 0.30
	TIBOR(3か月)	0.109	0.00 ~ 0.20	0.00 ~ 0.35	0.15 ~ 0.35	0.15 ~ 0.35
	中期国債(新発5年債)	0.470	0.30 ~ 0.70	0.35 ~ 0.90	0.55 ~ 0.95	0.60 ~ 1.00
	長期国債(新発10年債)	0.870	0.60 ~ 1.10	0.65 ~ 1.20	0.75 ~ 1.25	0.80 ~ 1.30
	超長期国債(新発20年債)	1.650	1.30 ~ 1.90	1.35 ~ 2.00	1.45 ~ 2.05	1.50 ~ 2.10
	日経平均株価(円)	38405.66	36500 ~ 40500	36500 ~ 40500	37000 ~ 41000	37500 ~ 41500
為 替	円/ドルレート	156.87	153 ~ 163	148 ~ 163	150 ~ 160	147 ~ 157
	円/ユーロレート	167.94	155 ~ 170	152 ~ 167	154 ~ 164	151 ~ 161

(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。

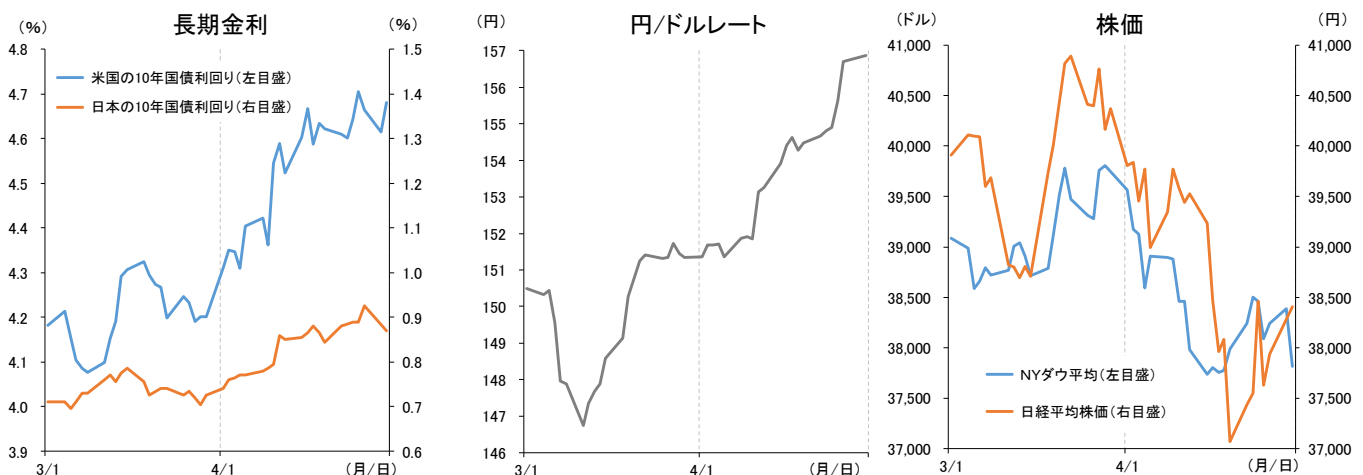
<4月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米10年国債利回り)は、米経済・物価指標の上振れで利下げ開始が遅れるとの見方から上昇した。上旬は、ISM製造業景況指数や雇用統計等の経済指標が上振れしたうえ、CPI上昇率が加速するなど、利下げ観測の後退から大幅に上昇した。中旬は、米小売売上高等が市場予想を上回るなど、インフレ圧力は根強く、パウエルFRB議長等のタカ派発言もあり、利下げ開始が遅れるとの見方から一段と上昇した。ただ、イスラエルとイランを巡る中東情勢の緊迫化で安全資産である米国債の買いが優勢となる局面もみられた。下旬は、持ち高調整の買いが入るなど、上昇が一服したが、GDP統計や雇用コスト指数等でインフレ懸念が強まって上昇した。長期金利は前月末比0.480ポイント上昇の4.681%で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発10年国債利回り)は、米長期金利の上昇に加え、日銀が追加利上げや国債買入れを減額するとの思惑から上昇した。上旬は、日銀短観が市場予想を上回ったうえ、日銀総裁による早期利上げを示唆するインタビュー記事などを受けて上昇した。中旬は、米CPIの上振れに伴う米長期金利の上昇や円安が日銀の追加利上げを促すとの思惑から、国内債も売りが優勢となった。しかし、中東情勢の緊迫化で安全資産である国債が買われ、低下に転じた。下旬は、中東情勢の緊張緩和や日銀の国債買入れ減額への警戒感から上昇したが、日銀が金融政策の現状維持を決めると低下した。月末の長期金利は前月末比0.145ポイント上昇して0.870%、新発20年国債利回りは同0.160ポイント上昇して1.650%になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米利下げ先送り観測や日銀の追加利上げ見送りなどで、円安が進行した。上旬は、米経済指標の堅調な結果を受けて米利下げ開始が先送りされるとの思惑から、円売りが優勢となった。中旬は、米CPI、小売売上高等の上振れや中東情勢の緊迫化による原油高などで米利下げ先送り観測が強まり、米長期金利の上昇で日米金利差が意識されて円安が進んだ。ただ、日米韓財務相会合等による介入警戒感から若干円高に振れた。下旬は、中東情勢の緊張緩和に加え、26日に日銀が追加利上げを見送り、植田総裁が「(円安について)基調的な物価上昇率への大きな影響はない」との見方を示したことで、一時、海外市場で1ドル160円台まで円安が加速した。その後、大規模な円買い注文や介入観測から円高に振れ、結局、月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17時時点)は156円87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、米利下げ先送り観測に伴う米株安や中東情勢の緊迫化などを受けて下落した。初旬は、機関投資家等の利益確定の売りに加え、堅調な米経済指標を反映した米利下げ先送り観測による米株安を受けて日本株も下落した。中旬は、日銀による追加利上げ観測や円安進行が銀行株や輸出関連株などを下支えしたが、米インフレ懸念による米株安や中東情勢の緊迫化などから大幅に下落した。下旬は、中東情勢の緊張緩和や米長期金利の上昇一服などで反発し、一部主要企業の業績下振れが株売りを誘ったものの、日銀会合後は緩和的な金融環境が継続するとの思惑から上昇基調で推移した。月末の日経平均株価は前月末比1,963.78円低下し、38,405.66円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

1. 米国経済～7四半期連続のプラス成長も、潜在成長率を下回る低い伸びにとどまる

低めの成長率も、個人消費や設備投資は底堅い動き

米商務省が発表した24年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.6%増と、7四半期連続のプラス成長を記録したものの、潜在成長率(24年:前年比2.0%増、OECD推計)を下回る低めの伸びとなった(図表1、2)。

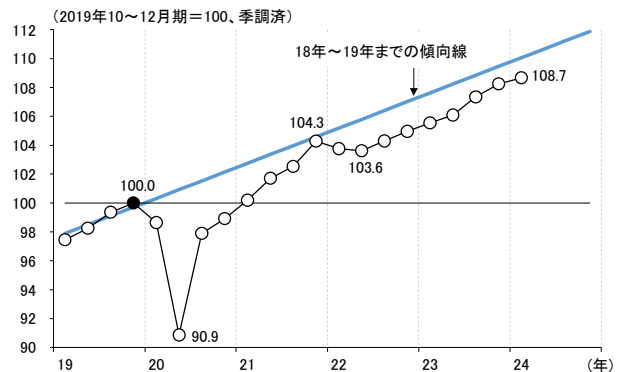
ただ、需要項目別にみると個人消費(前期比年率2.5%増)や設備投資(同2.9%増)は前期から減速したとはいえ、底堅く推移したことが分かる。また、高水準ながらも住宅ローン金利が一時低下したことを受けて、住宅投資(同13.9%増)は急増している。その一方で、輸出(同0.9%増)や政府支出(同1.2%増)は大きく減速した。また、在庫投資(年率寄与度:-0.4%ポイント)は2四半期連続で成長率の押下げ要因となっている。

(図表1) 実質GDP成長率(米国、需要項目別)

	前期比年率%、季調済 (%)						コロナ前回復率
	2022年		2023年			2024年	
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
実質GDP(100.0)	2.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6	108.7
個人消費(68.9)	1.2	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5	111.3
住宅投資(3.3)	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9	99.7
設備投資(14.6)	1.7	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9	112.4
在庫投資	(1.6)	(-2.2)	(0.0)	(1.3)	(-0.5)	(-0.4)	—
政府支出(17.1)	5.3	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2	106.7
輸出(11.2)	-3.5	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9	102.5
輸入(15.3)	-4.3	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2	115.5

- (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)



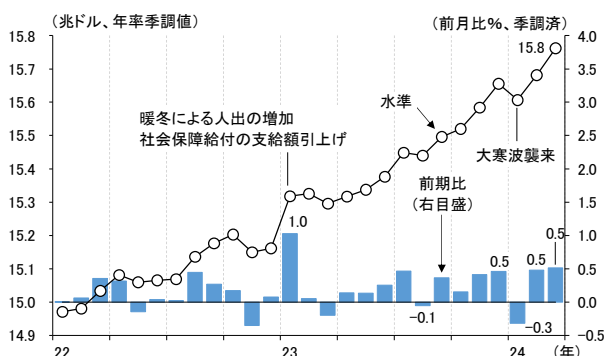
(備考) 米商務省資料より作成

個人消費は足元でも堅調。一方、消費者マインドは弱い動きが続く

個人消費は足元でも堅調に推移している。3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、2か月連続で増加した(図表3)。雇用環境が良好な中、実質可処分所得(3月:前月比0.2%増)が増加に転じて押し上げに寄与している。

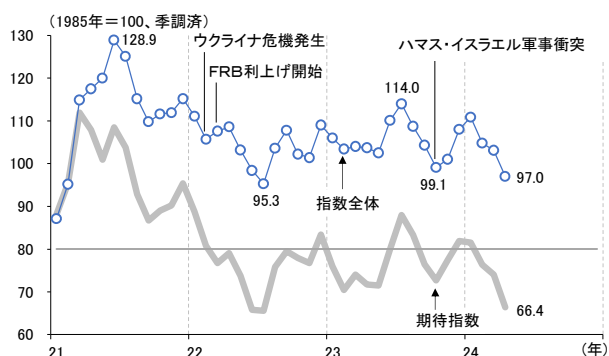
他方、消費者マインドは弱い動きを続けている。4月の消費者信頼感指数は97.0と、3月(103.1)から大きく低下し、23年10月以来の100割れとなった(図表4)。労働市場の減速懸念に加え、食品やガソリンの値上がりなどが重石になっているとみられる。今後6か月の見通しを反映する期待指数も4月は66.4と、景気後退リスクの高まりを示すとされる80を3か月連続で下回っている。

(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)



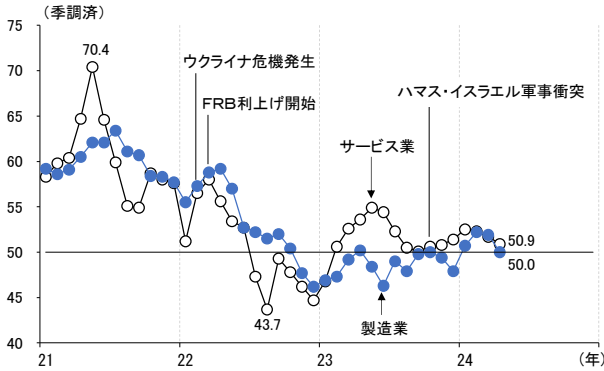
(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

IMFは 24 年の成長率見通しを上方修正。ソフトランディングを見込む

企業景況感も弱含んでいる。4月の購買担当者景気指数(PMI)は、サービス業(50.9)が3か月連続で低下したほか、製造業(50.0)も景況感の分かれ目となる 50 まで落ち込んでいる(図表5)。景気の先行指標となるマインドが消費者、企業ともに弱い動きとなっている点は要注意と言えよう。

なお、4月半ばに発表されたIMF(国際通貨基金)の最新見通しでは、米国の 24 年成長率(2.7%増)が個人消費の強さなどを踏まえて、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)



(備考) S & P グローバル資料より作成

(図表6)IMFの最新見通し(24年4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>	▲2.7	6.5	3.5	3.2	3.2 (+0.1)	3.2 (+0.0)	—
米国 <26.1>	▲2.2	5.8	1.9	2.5	2.7 (+0.6)	1.9 (+0.2)	2.0
ユーロ圏 <14.8>	▲6.1	5.9	3.4	0.4	0.8 (▲0.1)	1.5 (▲0.2)	1.2
中国 <16.9>	2.2	8.5	3.0	5.2	4.6 (+0.0)	4.1 (+0.0)	4.8
日本 <4.0>	▲4.1	2.6	1.0	1.9	0.9 (+0.0)	1.0 (+0.2)	0.3

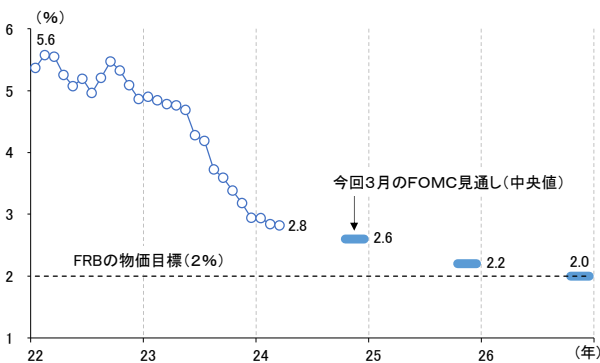
(備考) 1. <>内の数値は世界GDP(23年名目)に占める各国・地域のウエイト。()内の数値は前回1月見通しとの差
2. 潜在成長率はOECDのデータ(24年)を使用
3. IMF「World Economic Outlook」より作成

2. 金融情勢(米国)～FRBは6会合連続で政策金利を据置き。6月からQTのペースは減速

利下げ開始は9月以降にずれ込むも、年内には実施されると見込む

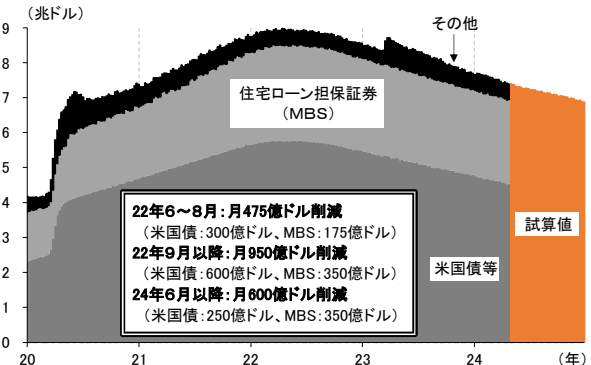
FRB(米連邦準備理事会)は、4月30日～5月1日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)で6会合連続の政策金利据置きを決めた。声明文には「この数か月間は2%の物価目標に向けた進展が見られなかった」と記述されている(図表7)。ただその一方で、パウエルFRB議長は会合後の記者会見で「次の政策金利の見直しが利上げになる可能性は低い」とも述べている。利下げ開始は9月以降にずれ込む可能性が高いものの、先述の通り、足元でマインド悪化が進んでいることも踏まえると、景気への配慮から年内には実施されると予想している。また、今回の会合では6月から量的引締め(QT)のペースを減速させること(米国債:月600億ドル削減→月250億ドル削減)を決めている(図表8)。

(図表7)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8)FRBの総資産



(備考) 1. オレンジ部分は24年末まで月600億ドルずつ削減した場合
2. FRB資料より作成

3. ユーロ圏経済～1～3月期は潜在成長率をやや上回る高めの伸び

1～3月期はユーロ圏主要4か国が揃ってプラス成長

EU(欧州連合)統計局が発表した24年1～3月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は、前期比年率1.3%増と3四半期ぶりに増加した(図表9、10)。伸び率も、潜在成長率(24年:前年比1.2%増、OECD推計)をやや上回る高めの水準となっている。

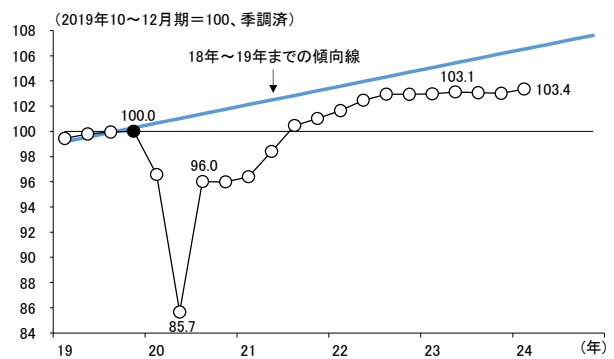
主要国別にみると、1～3月期はドイツ(前期比年率0.9%増)がプラス成長に転じ、テクニカルリセッション(2期連続のマイナス成長)を回避した。また、フランス(同0.9%増)、イタリア(同1.2%増)、スペイン(同2.9%増)はいずれも前期から伸び率が高まっている。なお、速報値の発表に合わせて、23年10～12月期の成長率(同0.2%増→同0.2%減)が下方修正されたことで、ユーロ圏は23年後半にテクニカルリセッション入りしていたことが確認された。

(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)						コロナ前回復率
	2022年	2023年				2024年	
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
ユーロ圏(100.0)	-0.0	0.2	0.6	-0.2	-0.2	1.3	103.4
ドイツ(27.1)	-1.6	1.1	-0.3	0.6	-2.0	0.9	100.3
フランス(20.6)	-0.1	-0.1	2.6	0.3	0.5	0.9	102.2
イタリア(15.1)	-0.2	1.7	-0.7	1.4	0.5	1.2	104.6
スペイン(10.9)	2.0	1.8	2.1	1.9	2.7	2.9	103.7
[参考] 英国	0.4	0.7	0.0	-0.5	-1.2	—	101.0

(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)

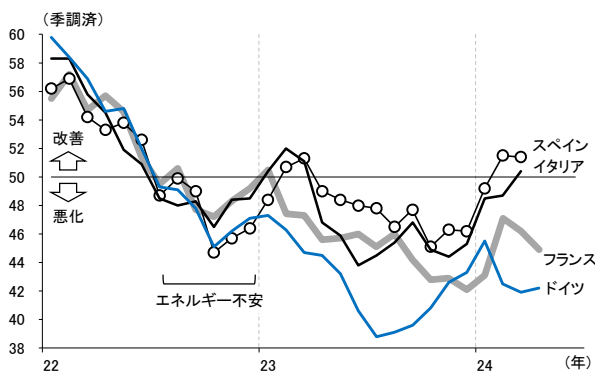


(備考) Eurostat より作成

企業景況感は業種別では製造業が、主要国別ではスペインとイタリアが強い

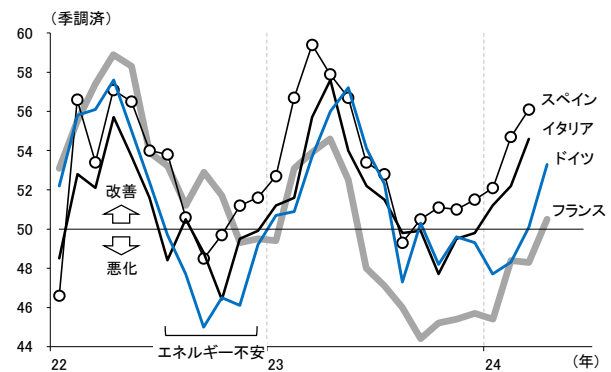
他方、足元の企業景況感にはばらつきがみられる、S&Pグローバル発表の購買担当者景気指数(PMI)を業種別にみると、総じて製造業に比べてサービス業の方が景況感の改善が進んでいることが分かる(図表11、12)。ユーロ圏ではインフレ率の低下が進んでおり、これが域内の購買力を拡大させ、サービス業のマインドを押し上げた可能性がある。製造業にも同様の恩恵が及ぶものの、主要な輸出先である中国の景気回復の遅れといった海外要因が景況感改善の足かせとなった恐れがある。また、主要国別にみると製造業・サービス業ともにスペインとイタリアの景況感の良さが目立つ。半面、フランスとドイツの企業マインド改善は遅れ気味であり、なかでも両国の製造業PMIは景況感の分かれ目となる50を下回ったままとなっている。

(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)



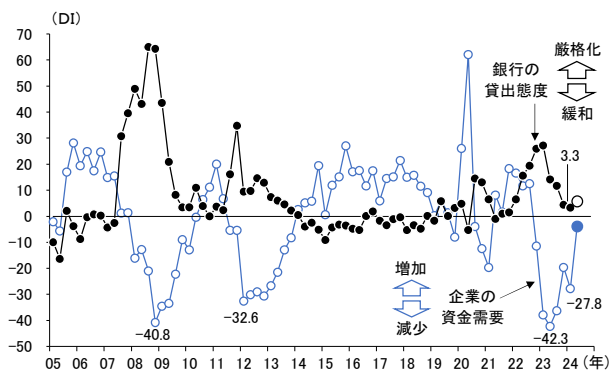
(備考) S & P グローバル資料より作成

住宅ローンの融資基準を緩める銀行が増加

こうした中、ユーロ圏における企業の資金需要は冷え込んだままとなっている。ECBの銀行貸出調査によると、24年1～3月期における企業の資金需要DIは▲27.8と、23年10～12月期(▲19.6)から再び低下した(図表13)。この間の企業向け貸出態度DIも3.3と、融資基準を厳しくする銀行の方が依然として多く、資金需要回復の妨げとなっている。

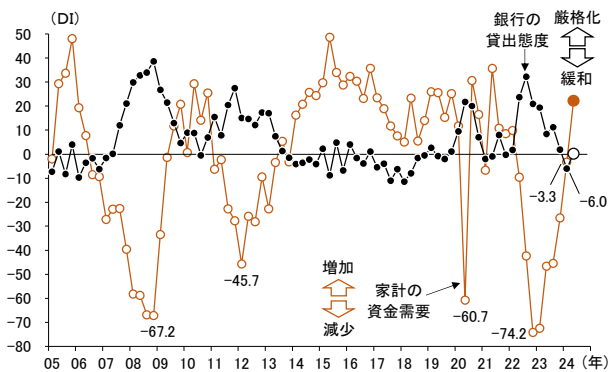
一方で、住宅ローン向け貸出態度DIは直近24年1～3月期(▲6.0)と、マイナスに転じており、融資基準を緩める銀行が増えている(図表14)。住宅ローンの資金需要DIは依然としてマイナス圏(▲3.3)で推移しているものの、4～6月期には大幅なプラス(22.2)に転じると見込まれており、先行き住宅市場の回復が進む可能性が出てきた。

(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

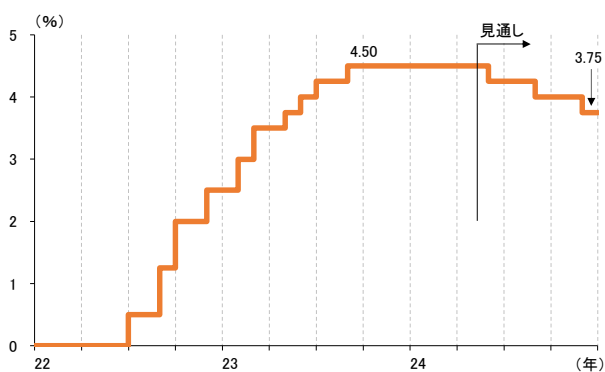
4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBは5会合連続で政策金利を据置き。利下げ開始を強く示唆

6月会合からの利下げ開始が有力

ECB(欧州中央銀行)は4月11日の理事会において、5会合連続で政策金利の据置きを決めた(図表15)。声明文には、インフレが持続的に目標に収まっているとの確信がさらに強まることとなれば「金融政策の水準の引下げが適切になる」との文言が新たに盛り込まれ、近く利下げに踏み切る可能性が強く示唆されている。

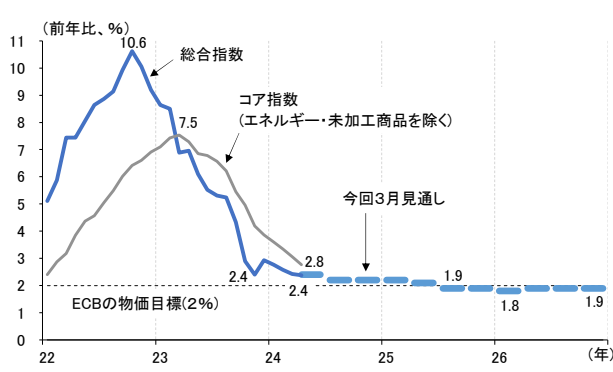
ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、インフレ率について「道筋は一様でないものの、25年半ばには目標が達成される」との見方を示した(図表16)。また、数人の理事がインフレ抑制に十分な自信を感じていたことを明らかにするとともに、6月により多くのデータを手入れ「確信を強める必要がある」とする大多数の意見に賛同したと説明している。次回6月会合(6月6日)から利下げを開始する可能性が高まったと言えよう。

(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

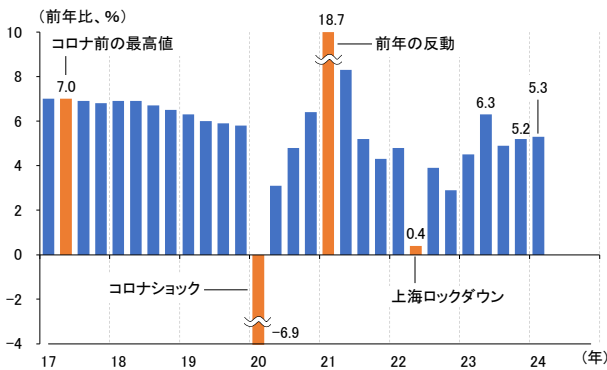
5. 中国経済～23年1～3月期は高めの成長率。政府目標達成は十分可能な状況

1～3月期は前期比年率 6.6%増。潜在成長率を上回る

中国国家統計局が発表した24年1～3月期の実質GDPは前年比 5.3%増と、23年10～12月期(同 5.2%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 6.6%増(当研究所試算)と、潜在成長率(前年比 4.8%増)を上回る強い動きとなっている(図表 18)。輸出の回復などが成長率を押し上げたとみられる。

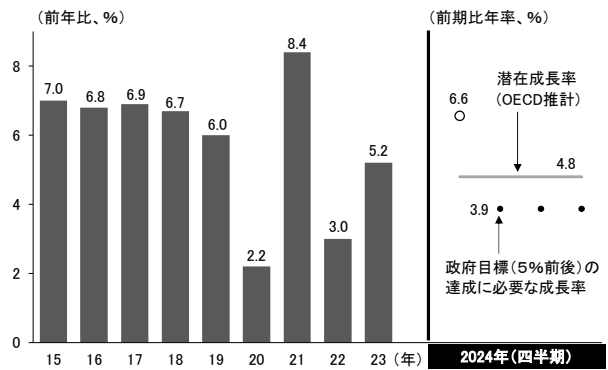
この結果、中国政府の年間目標(同5%前後)達成に必要な成長率は、計算上、残りの3四半期平均で前期比年率 3.9%増程度となった。預金準備率と最優遇貸出金利(LPR)を相次いで引き下げ、金融緩和姿勢を強めていることも踏まえれば、目標達成は十分可能な状況にあると言える。

(図表 17) 実質GDP(中国、前年比)



(備考) 中国国家統計局資料より作成

(図表 18) 実質GDP(中国、前年比 & 前期比年率)



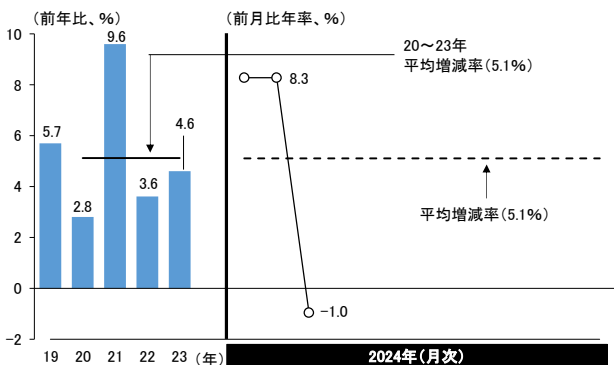
(備考) 中国国家統計局資料より作成

足元3月の中国経済指標は急減速を示す。不動産市場の低迷が響く

ただ、足元の中国景気は思わしくない。直近3月の工業生産(実質付加価値ベース)は前月比年率 1.0%減(当研究所試算)と、1～2月平均(同 8.3%増)からマイナスに転じた(図表 19)。

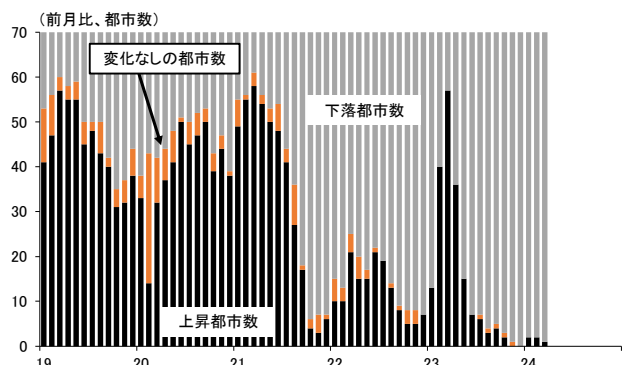
また、不動産市場の低迷が中国景気を大きく下押ししている。市場の需給をより反映しやすい中古住宅の価格をみると、ここ半年は上昇都市数が2都市以内にとどまり、大多数の都市で前月比下落が続いている(図表 20)。このため、マンションの販売不振の影響を受けやすい不動産開発投資(3月:年初来累計前年比 9.5%減)は、2年間も前年割れの状態が続いており、固定資産投資の下押し要因となっている。また、名目小売売上高も3月は前月比年率 3.2%増(当研究所試算)と、1～2月平均(同 0.2%増)から伸び率こそ高まったものの、コロナ後の20年～23年平均増減率(前年比 3.7%増)を下回る低い水準となっている。住宅投資の減少が家具や家電などの購入行動にも影響を与え、個人消費の回復を妨げている可能性がある。

(図表 19) 工業生産(実質付加価値ベース)



(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 20) 中古住宅価格(中国、70都市)



(備考) 人力資源・社会保障部資料より作成

<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

1～3月の実質GDPは2四半期ぶりに前期比マイナスの恐れ

1～3月期の国内経済を景気動向指数(CI)一致系列からみると、1～2月に生産・出荷や輸出等の悪化を受けて低下しており、製造業を中心に弱含んだ(図表 21)。3月は、一部自動車メーカーの品質不正問題や事故等で稼働を停止していた工場の操業再開などで生産・出荷等が改善したため、上昇する公算が高い。しかし、1～3月平均は前期平均より2.9ポイント下回ると予想され、国内景気は低調であった。3月の基調判断は「下方への局面変化」に据え置かれよう。また、先行CIは、東証株価指数や消費者態度指数等が改善したものの、在庫率や新規求人数等が悪化したため、低下すると予想する。

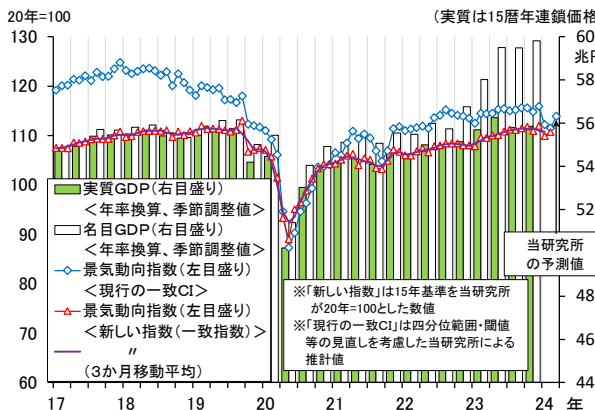
実質GDPの推移と相関が高い、景気動向指数の参考指標である「景気を把握する新しい指数(一致指数)」をみると、1～2月平均は前期(23年10～12月)平均より1.2ポイント下回る。1～3月期は、一部自動車メーカーの出荷停止指示・事故等による減産などが個人消費・輸出等の足かせになった。インバウンド消費が堅調だった一方、物価高による家計・企業の負担増や暖冬による季節性商品・エネルギー等の需要減少などで内需が振るわなかったことから、実質GDP成長率は再び前期比マイナスに転じる恐れがある。

企業活動は製造業で低迷した一方、非製造業は持直しの兆しも

3月の実質輸出は前月比3.4%増加した(図表 22)。アジア向けが改善して3か月ぶりのプラスとなった。1～3月は前期比2.5%減であり、自動車関連の同6.9%減などが響いた。また、3月の鉱工業生産は前月比3.8%増加した。品質不正問題・事故等で稼働を停止していた自動車工場の操業再開などが押し上げに寄与した。ただ、1～3月は前期比5.4%減で大幅に落ち込んでおり、4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1.0%減と試算されている。基調判断は「一進一退ながら弱含み」に据え置かれた。先行き、IT関連の在庫調整の進展やDX等の需要拡大などで持ち直すと見込まれるが、自動車等の品質問題の影響や海外経済の減速などが懸念される。

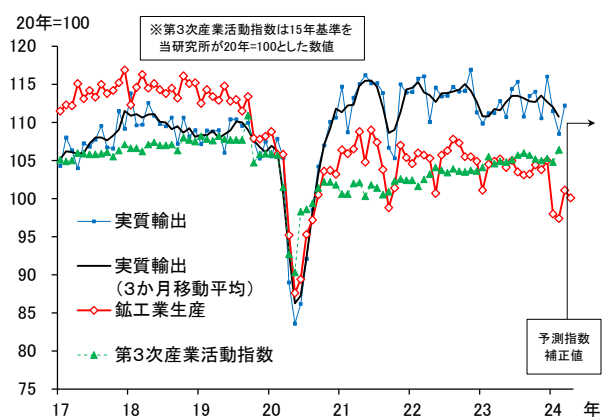
非製造業について第3次産業活動指数からみると、2月は前月比1.5%上昇した。生活娯楽関連サービス等の改善で広義対個人サービスが同1.1%上昇し、広義対事業サービスも同0.6%上昇した。1～2月平均でも前期比0.4%上昇しており、基調判断は「足踏みがみられる」から「持直しの兆しがみられる」に引き上げられた。2月は、人流の回復などで主として嗜好的な個人向けサービスであるパブ・居酒屋と旅行業の前月比上昇率が各々72%、64%と大幅に改善した。ただ、前年比は各々7.2%増(1月は6.3%増)、1.6%増(同1.6%減)にとどまっており、前月比の伸び率が過大になっている恐れがある。

(図表 21) GDPと景気動向指数の推移



(備考)内閣府「四半期別GDP速報」、「景気動向指数」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

機械設備投資は力強さを欠く。2月の機械受注の基調判断は「足元は弱含んでいる」に据え置き

設備投資の動向を資本財(除く輸送機械)総供給(国産+輸入)からみると(図表 23)、1~3月は前期比 4.1%減少した。1~3月の国内向け資本財(除く輸送機械)出荷指数(20年=100)は 100.5 であり、コロナ禍によって経済活動が停滞した 20 年平均とほぼ同水準にとどまる。内需向けの資本財出荷は低調であり、機械設備投資は力強さを欠いている。

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、2月は前月比 7.7%増加した。製造業が同 9.4%増、非製造業(除く船舶・電力)は同 9.1%増とともに改善した。3か月移動平均は同 2.6%増で4か月ぶりにプラスに転じたが、基調判断は「足元は弱含んでいる」に据え置かれた。23年12月時点の1~3月見通し(前期比 4.9%増)を達成するには、3月に前月比の伸び率が 4.5%を超える必要がある。先行き、日銀「短観」等の 24 年度の設備投資計画や企業収益が堅調であり、IT需要の循環的な底入れや省力化・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や海外経済の減速の影響には留意を要する。

1~3月の個人消費は新車販売の不振などで弱含む。一方、インバウンド消費額はコロナ前比5割増

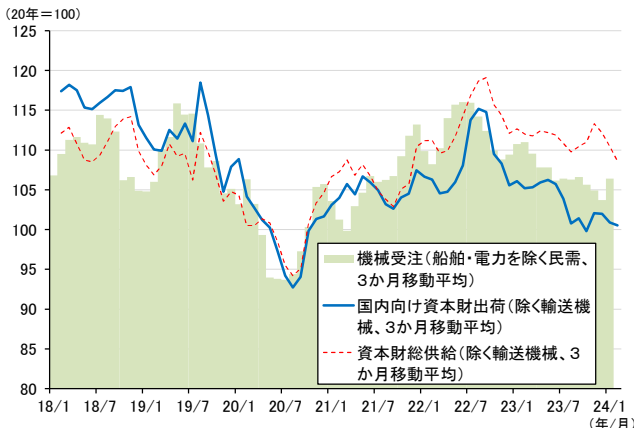
2月の個人消費を1世帯当たりの実質消費支出(二人以上の世帯)からみると、前月比 1.4%増加した。前年比は 0.5%減、うるう年の影響を除く試算値は 2.7%減で 12 か月連続のマイナスとなった。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は、前月比 0.6%増加した。耐久財は同 0.6%減、サービスは同 0.1%減とマイナスだが、非耐久財が同 2.3%増と押し上げに寄与した。ただ、1~2月平均は前期比 0.6%減であり、耐久財が新車販売の不振や暖冬の影響などで同 9.8%減少したことが響いて弱含んでいる。

3月は、小売業販売額が前月比 1.2%減少した。1~3月は前期比横ばいであり、モノの消費は力強さを欠いている。一方、インバウンドは、3月の訪日外客数が 308.2 万人と単月で初めて 300 万人を超えた。今年はイースター休暇が3月下旬から始まったこともあり、コロナ前(19年同月)比 11.6%増加した。1~3月の訪日外国人旅行消費額は、コロナ前(19年同期)比 52.0%増となり、円安や物価高による1人当たり支出額の増加が押し上げた。1~3月は個人消費が弱含んだ一方、インバウンド消費は堅調であった。

先行き、中小企業の雇用者等の所得環境の改善が個人消費回復のカギに

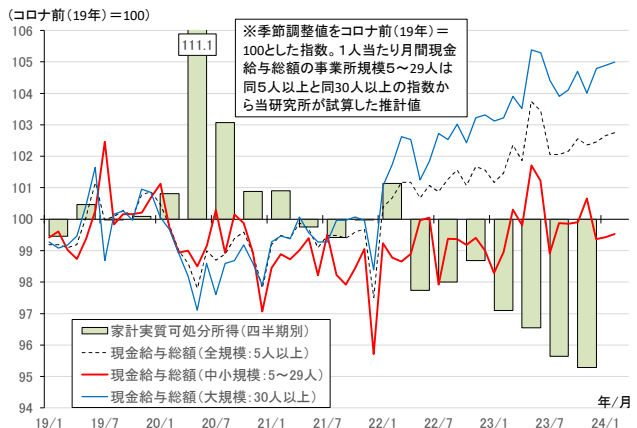
先行き、生産活動は、IT関連の在庫調整の進展や省力化・DX・GX投資等の需要拡大などで持直しが見込まれる。また、個人消費は、賃上げや定額減税等に伴う所得環境の改善が下支えしよう。しかし、中小事業所の名目賃金は、大規模事業所のような著しい改善はみられない(図表 24)。23年春闘の賃上げ率は高かったが、家計の名目可処分所得は 22年10~12月をピークに4四半期連続で前期比マイナスとなった。社会負担増や物価高で実質的な可処分所得は目減りしたため、節約志向の継続が個人消費の重荷になる恐れがある。

(図表 23) 機械受注と資本財総供給・国内向け出荷



(備考) 内閣府、経済産業省資料より作成

(図表 24) 規模別名目賃金と家計実質可処分所得



(備考) 厚生労働省、内閣府資料より算出、作成

2. 日銀は金融政策の現状維持を決定も、基調的な物価上昇率は徐々に高まると見込む

日銀は金融政策の現状維持を決定も、基調的な物価上昇率は徐々に高まると見込む

日銀は4月 25～26 日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物レートを0～0.1%程度で推移するように促す現行の金融政策を据え置いた。また、長期国債の買入れ規模(月額6兆円程度)も現状維持とした。

「展望レポート」では、消費者物価(除く生鮮食品)の上昇率を 24 年度は 2.4%から 2.8%へ、25 年度は 1.8%から 1.9%へ上方修正し、26 年度は 1.9%とした(図表 25)。上方修正はエネルギーの影響が大きく、生鮮食品・エネルギーを除く総合は、24、25 年度ともに 1.9%に据え置かれた。26 年度は 2.1%へ加速し、基調的な物価上昇率は、需給ギャップや予想インフレ率の上振れなどで、予測期間後半に2%の「物価安定の目標」の水準に向かうと見込んでいる。

3月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は2.6%に減速。食料の値上げ一服で増勢鈍化

3月の国内企業物価の前年比上昇率は 0.8%で前月の 0.7%から小幅に拡大した。前月比は 0.2%上昇しており、銅等の非鉄金属や鶏卵等の農林水産物が押し上げた。また、輸入物価は前年比 1.4%上昇した。ただ、前月比は 0.4%低下し、契約通貨ベースでは同 0.5%低下している。液化天然ガスや原油等が押し下げたが、先行き、円安や地政学リスクなどの影響に留意を要する。

3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 2.6%となり、前月の 2.8%から減速した(図表 26)。食料(除く生鮮食品)の上昇率の縮小などが押し下げた。生鮮食品・エネルギーを除く総合も 2.9%で前月の 3.2%から低下している。先行き、電気・ガス代負担軽減策(5月使用分まで)の縮小・終了などで夏場に向けてエネルギー価格が上昇し、家計負担は高まろう。食料等の大幅値上げの一服などでインフレ率は鈍化しつつあるが、政府の物価高対策の終了に加え、円安、地政学リスクの高まりなどによる資源価格の上昇や賃上げ等によるコスト増の価格転嫁の動きがインフレ圧力になる恐れがある。

日銀は基調的な物価上昇率が高まったと判断すれば追加利上げへ

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。2月の実質賃金は前年比 1.8%減で 23 か月連続のマイナスとなった。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 1.2%減少したが、名目値は同 2.0%増加している。先行き、名目賃金は、ベア引上げ等の賃上げの動きを反映して堅調な推移が見込まれる。

また、市場では円安が日銀に追加利上げを促すとの見方は根強い。植田日銀総裁は、「(円安進行で基調的な物価が上がれば)金融政策の変更もあり得る」と述べており、円安が予想インフレ率を押し上げるなど、基調的な物価に影響が及ぶ兆候がみられれば、利上げを後押しする可能性がある。日銀は、「基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、緩和度合いを調整していく」としており、実質賃金の改善ペースやサービス価格の上昇圧力が強まるなど、基調的な物価上昇率が高まったと判断すれば、追加利上げに踏み切ると見込まれる。

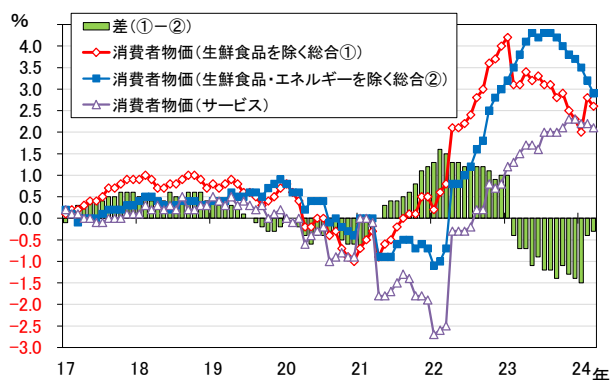
(図表 25) 日銀政策委員の大勢見通し

	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	+1.3 (+1.3~+1.4)	+2.8	+3.9
1月時点	+1.8 (+1.6~+1.9)	+2.8	+3.8 (+3.7~+3.9)
24年度	+0.8 (+0.7~+1.0)	+2.8	+1.9
1月時点	+1.2 (+1.0~+1.2)	+2.4 (+2.2~+2.5)	+1.9 (+1.6~+2.1)
25年度	+1.0 (+0.8~+1.1)	+1.9	+1.9
1月時点	+1.0 (+1.0~+1.2)	+1.8 (+1.6~+1.9)	+1.9 (+1.8~+2.0)
26年度	+1.0 (+0.8~+1.0)	+1.9	+2.1 (+1.9~+2.1)

※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」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 30%）>

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、日銀はインフレ抑制に向け24年7～9月期と25年1～3月期に追加利上げを行うも、日米金利差の拡大は止まらず、円安・ドル高が進むと想定。

		24年 4月30日	24年 5～6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)	4.716	4.30～5.00	4.40～5.10	4.50～5.20	4.60～5.30
	国債(10年)	4.681	4.40～5.10	4.50～5.20	4.60～5.30	4.70～5.40
	NYダウ平均(ドル)	37815.92	35000～39000	34000～38000	33000～37000	32000～36000
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)	2.583	2.20～2.80	2.30～2.90	2.40～3.00	2.50～3.10
	ユーロ・ストックス50	4921.22	4750～5050	4650～4950	4550～4850	4450～4750
日 本	無担保コール翌日物	0.076	0.00～0.10	0.00～0.30	0.20～0.30	0.20～0.55
	TIBOR(3か月)	0.109	0.00～0.20	0.00～0.35	0.15～0.35	0.15～0.60
	中期国債(新発5年債)	0.470	0.30～0.70	0.35～0.90	0.55～0.95	0.70～1.10
	長期国債(新発10年債)	0.870	0.60～1.10	0.65～1.20	0.75～1.25	0.90～1.40
	超長期国債(新発20年債)	1.650	1.30～1.90	1.35～2.00	1.45～2.05	1.60～2.20
	日経平均株価(円)	38405.66	36500～40500	35500～39500	34500～38500	33500～37500
為 替	円/ドルレート	156.87	153～163	148～163	155～165	155～165
	円/ユーロレート	167.94	160～170	155～170	162～172	162～172

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。

< 5月の内外経済・金融スケジュール >

(日本)

①毎月勤労統計 . . . 9日

実質賃金は24か月連続で前年比マイナスになると見込まれる。ただ、名目賃金の前年比伸び率が高まれば、日銀が追加利上げに動くとの観測が強まる可能性がある。

②1～3月GDP統計 . . . 16日

一部自動車工場の稼働停止や能登半島地震等で製造業を中心に経済活動が弱含んだ。サービスや自動車等の輸出の落込みに加え、個人消費や設備投資などの内需が力強さを欠いたことから、前期比マイナスに転じると見込まれる。

③全国消費者物価 . . . 24日

先行指標である東京都区部の生鮮食品を除く総合(4月中旬)は前年比1.6%上昇した。上昇率は前月の2.4%から大幅に低下したが、東京都による高校無償化の影響が大きい。全国ベースは都区部ほど減速しないものとみられる。

④鉱工業生産 . . . 31日

経産省は前月比1.0%低下すると試算している。一部自動車工場の操業再開が押上げに寄与するものの、再び前月比マイナスに転じる可能性もありえる。

(米国、海外)

⑤雇用統計 . . . 3日

非農業部門雇用者数は前月差24万人程度の増加が予想されている。市場では年内に1～2回程度の利下げが見込まれているが、強めの結果になれば、利下げ開始が後ずれするとの見方が強まろう。

⑥消費者物価指数 . . . 15日

インフレ率は高止まりしている。物価上昇率が市場予想を上回れば、利下げ開始が先送りされるとの観測から、金利上昇や円安進行など、金融市場に影響が及ぶと見込まれる。

⑦小売売上高 . . . 15日

小売売上高は高金利環境下にもかかわらず堅調である。結果が上振れすれば、米経済の底堅さが確認される一方、利下げ開始が後ずれするとの観測が強まる恐れがある。

⑧個人所得・消費 . . . 31日

FRBはPCE(個人消費支出)価格指数を物価目標の指標として重視している。米国の利下げ開始時期を見通すうえで注目される。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	自動車販売(4月)
2日	消費動向調査(4月)
9日	①毎月勤労統計(3月速報) 景気動向指数(3月速報)
10日	家計調査(3月) 国際収支(3月) 景気ウォッチャー調査(4月)
13日	マネーストック統計(4月)
14日	企業物価指数(4月)
16日	②1～3月GDP統計(1次速報)
20日	第3次産業活動指数(3月)
22日	機械受注(3月) 貿易統計(4月速報)
24日	③全国消費者物価指数(4月)
29日	消費動向調査(5月)
31日	失業率・有効求人倍率(4月) ④鉱工業生産(4月速報) 商業動態統計(4月速報) 住宅着工統計(4月)

(米国、海外)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	FOMC(4月30日～) ISM製造業景気指数(4月)
2日	製造業受注(3月) 貿易収支(3月)
3日	⑤雇用統計(4月) ISM非製造業景気指数(4月)
10日	ミシガン大学消費者態度指数(5月)
14日	生産者物価指数(4月)
15日	⑥消費者物価指数(4月) ⑦小売売上高(4月)
16日	鉱工業生産・設備稼働率(4月) 住宅着工件数(4月)
24日	耐久財新規受注(4月)
28日	消費者信頼感指数(5月)
30日	1～3月GDP統計(改定値)
31日	⑧個人所得・消費(4月)
毎週木	新規失業保険申請件数