2024年1月17日

農中総研Webセミナー

新春景気座談会
～24年の内外経済注目点～

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

米国経済の現状と展望

2024年1月17日

株式会社農林中金総合研究所
佐古佳史

本日のポイント

■ 景気の現状

–インフレ鈍化傾向

–労働市場の需給は緩和傾向

■ 金融政策

–金利据え置き期間と利下げペースを考える段階へ

■ 経済見通し

–ソフトランディングシナリオ

–金融引き締めの長期化から経済に対する下押し圧力が継続

–24年後半に潜在成長率を下回る水準へ減速見込み

世界経済見通し（IMF）

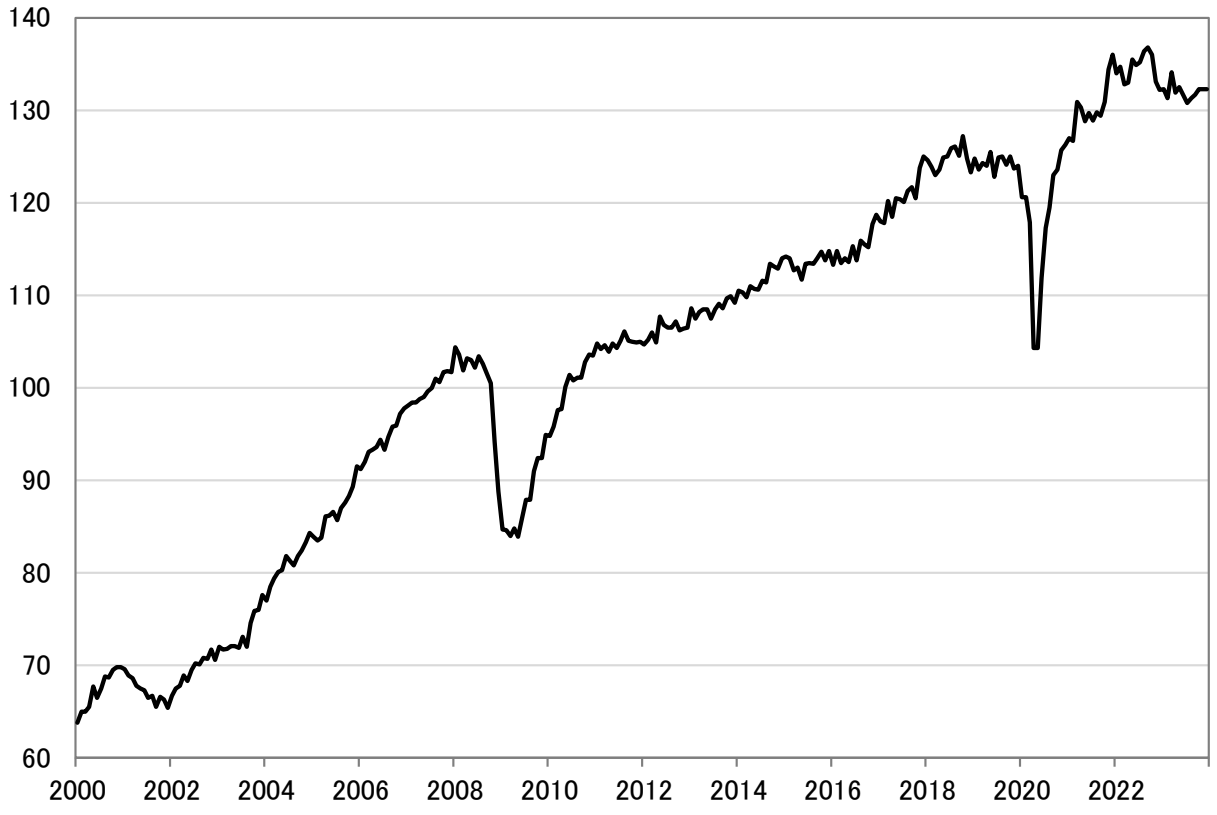
■ 当面の世界経済は低調との見通し（2024年も巡航速度（3%台前半）には届かず）

IMF世界経済見通し

	2022年	2023年	2024年
世界GDP成長率（%）	3.5	3.0	2.9
先進国	2.6	1.5	1.4
米国	2.1	2.1	1.5
ユーロ圏	3.3	0.7	1.2
日本	1.0	2.0	1.0
イギリス	4.1	0.5	0.6
カナダ	3.4	1.3	1.6
その他先進国	2.6	1.8	2.2
新興国	4.1	4.0	4.0
中国	3.0	5.0	4.2
インド	7.2	6.3	6.3
ロシア	▲2.1	2.2	1.1
ブラジル	2.9	3.1	1.5
サウジアラビア	8.7	0.8	4.0
貿易（財＋サービス）	5.1	0.9	3.5

（資料）IMF WEO ’23/10

世界貿易数量の推移

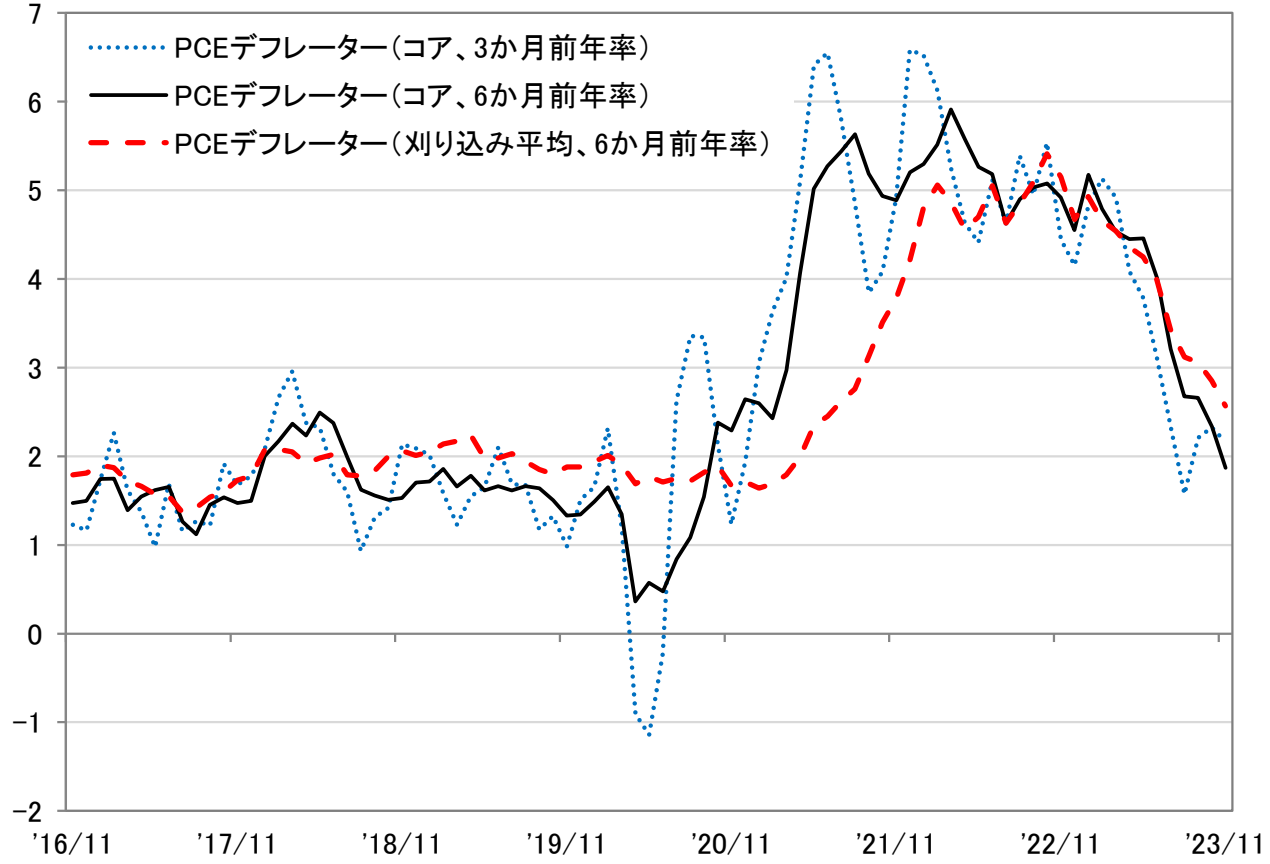


（資料）オランダ経済分析局、Bloomberg

インフレ率

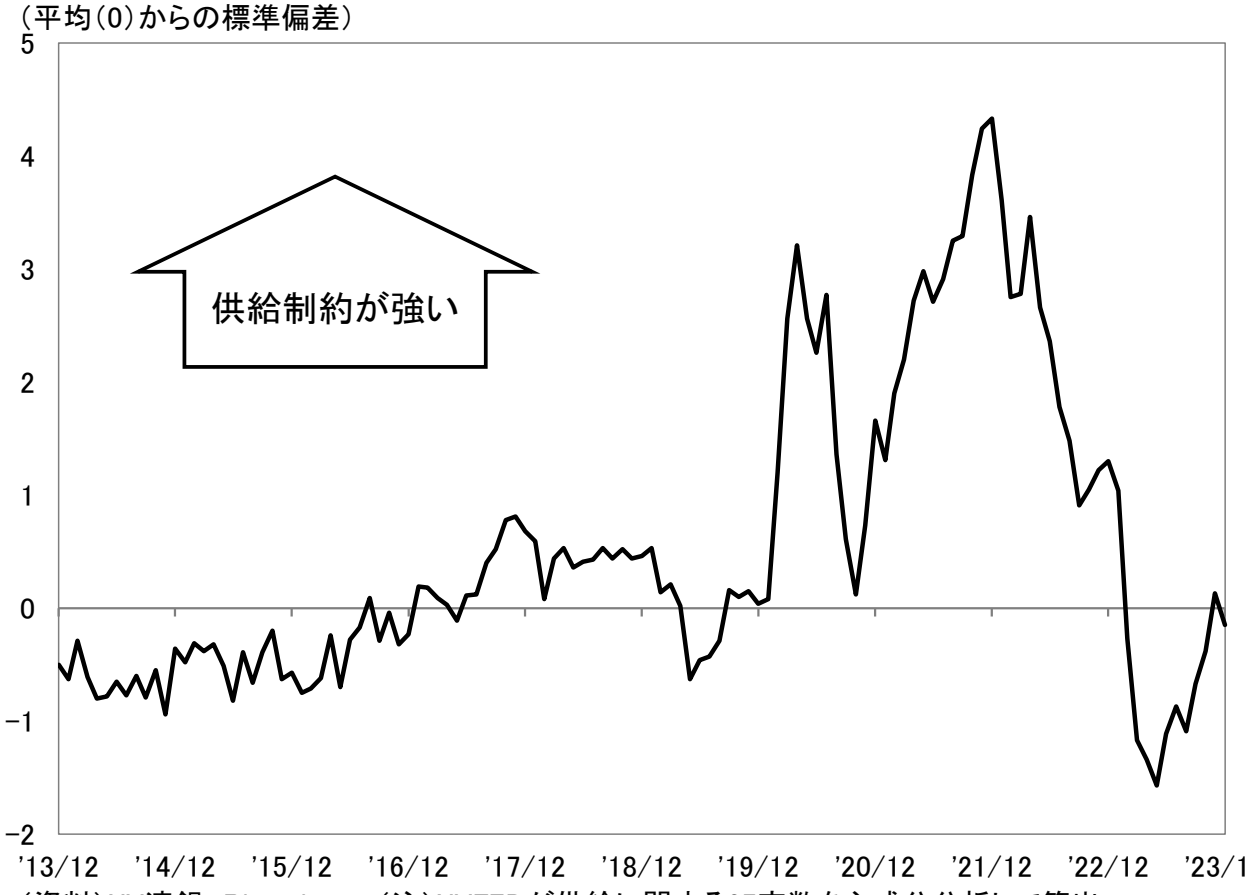
■ インフレ抑制が進展、供給制約は平均的な水準

PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

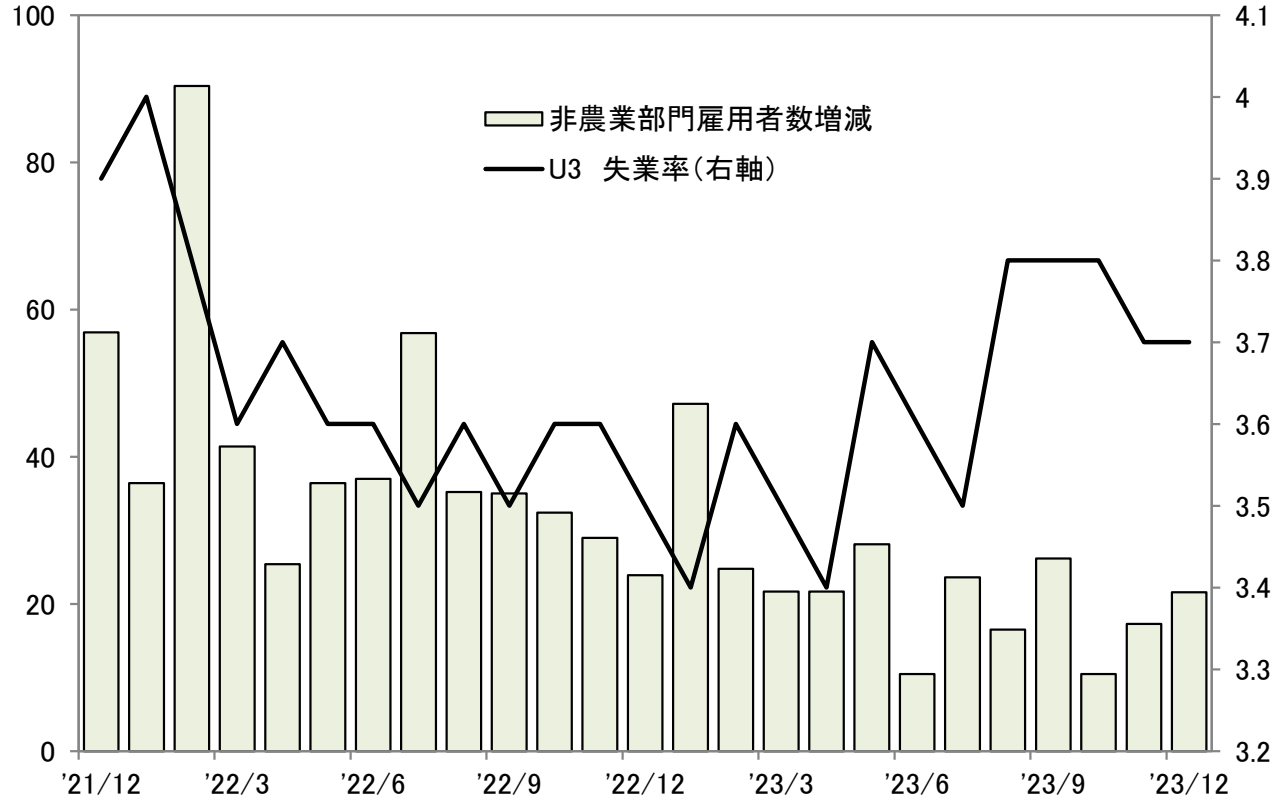
グローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス（GSCPI）



（資料）NY連銀、Bloomberg （注）NYFEDが供給に関する27変数を主成分分析して算出。

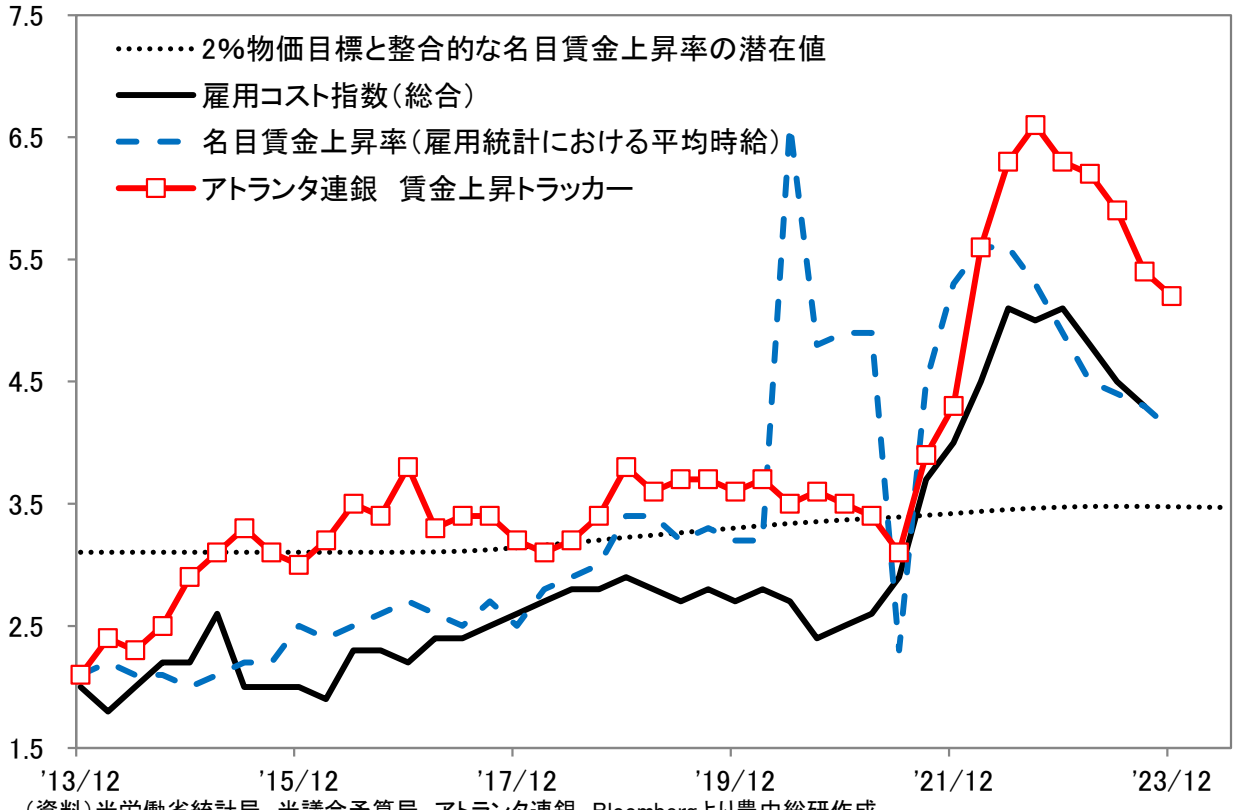
■ 失業率の上昇は緩やか、賃金上昇率は鈍化しているが依然として高い

雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

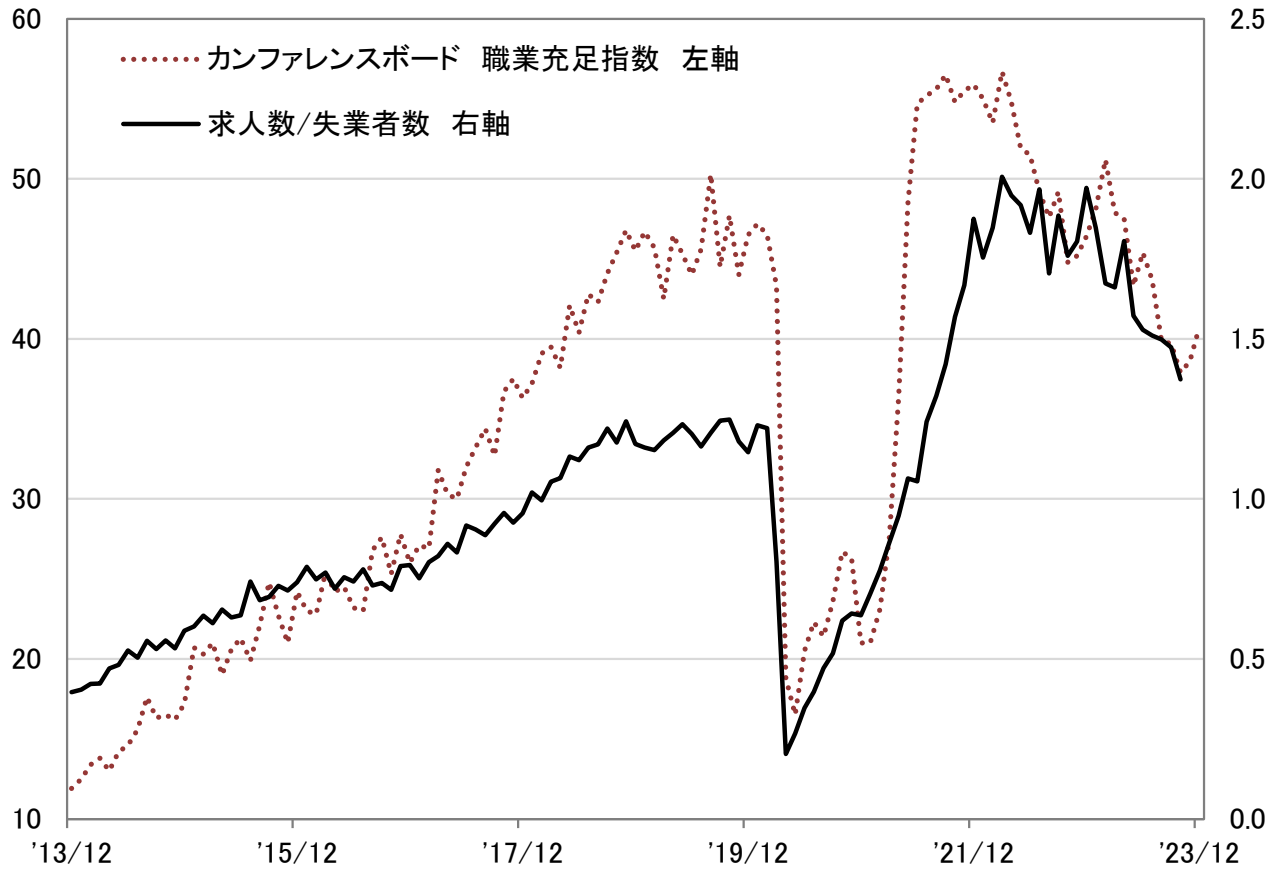
賃金上昇率、雇用コストの推移



（資料）米労働省統計局、米議会予算局、アトランタ連銀、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、コブ=ダグラス型のマクロ生産関数より算出。

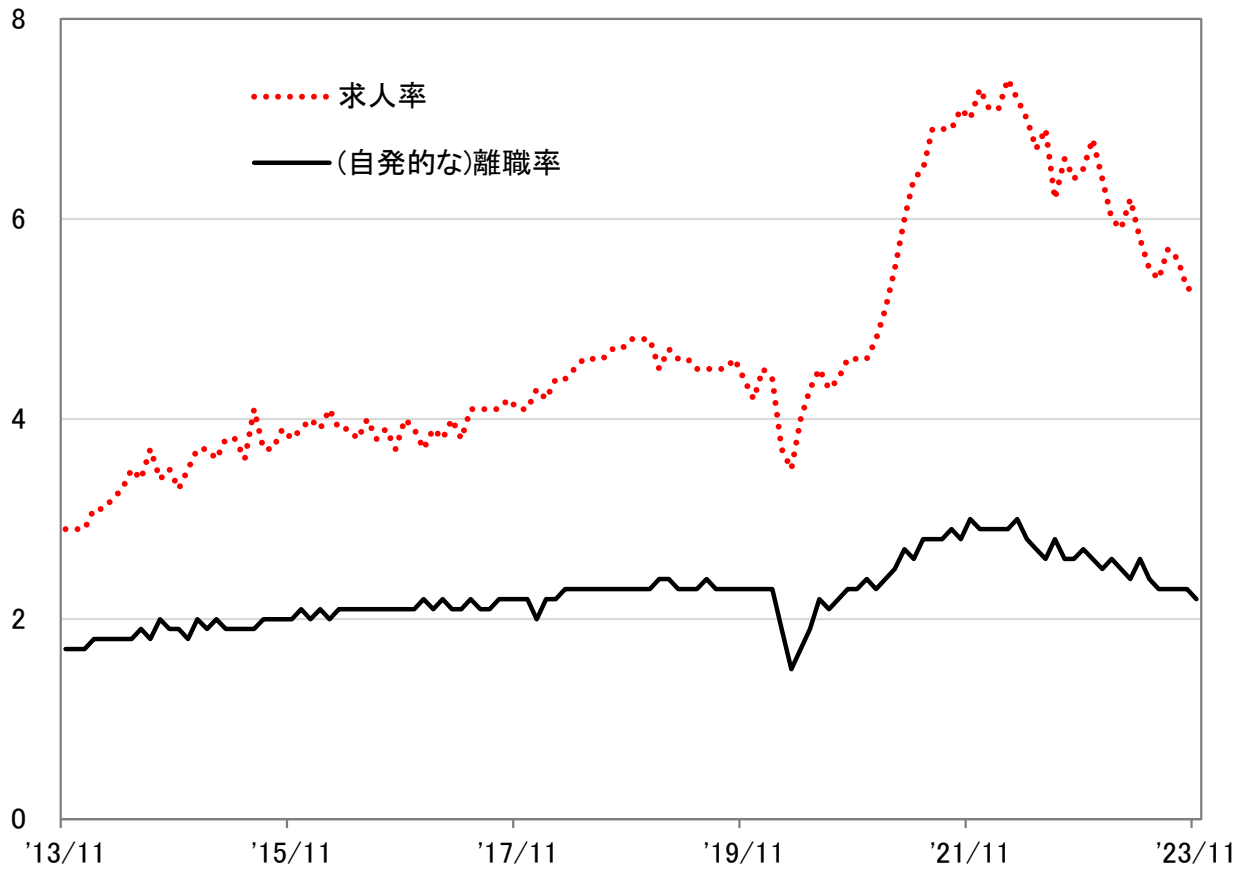
■ 労働需給はひっ迫しているものの、需給緩和が継続

求人・失業者倍率の推移



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

求人率・離職率の推移

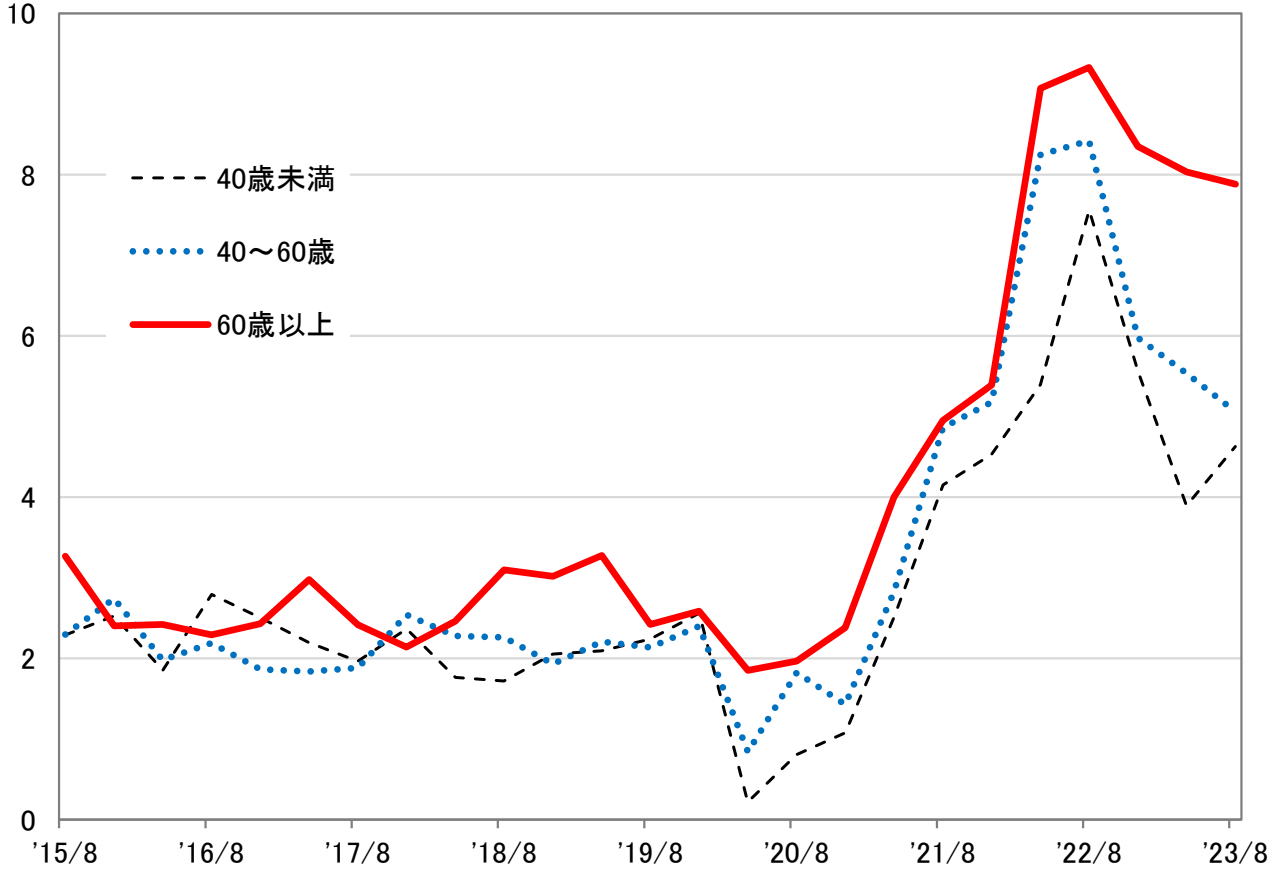


（資料）米労働省統計局、Bloomberg

個人消費

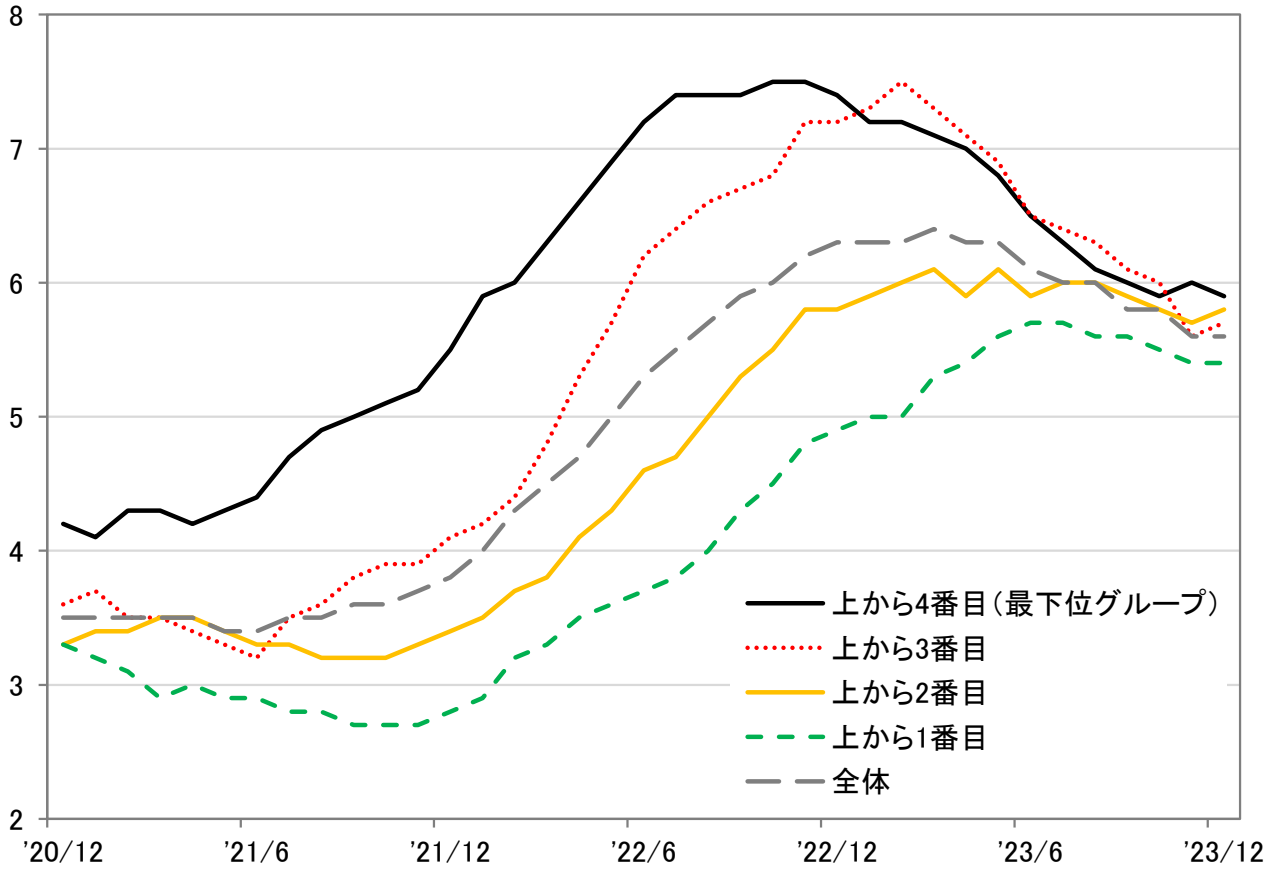
■ 消費は緩やかに鈍化すると予想
高齢者の消費が強い／低賃金労働者の賃金上昇ペースが鈍化

年齢別消費動向



（資料）NY連銀「SCE HOUSEHOLD SPENDING SURVEY」

賃金上昇率の推移

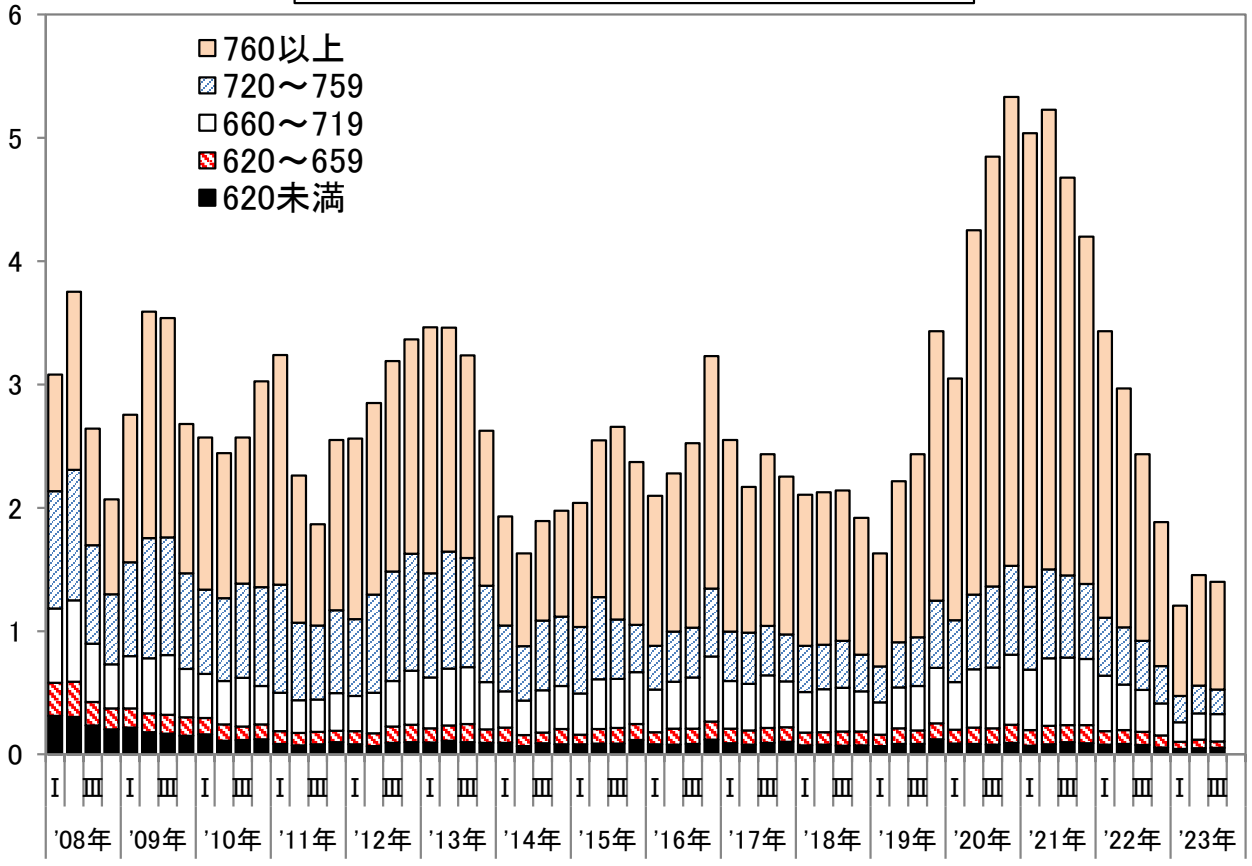


（資料）アトランタ連銀　賃金上昇トラッカー、Bloomberg

■ 名目GDPで基準化すれば、家計部門はやや債務削減方向

（名目GDP%）

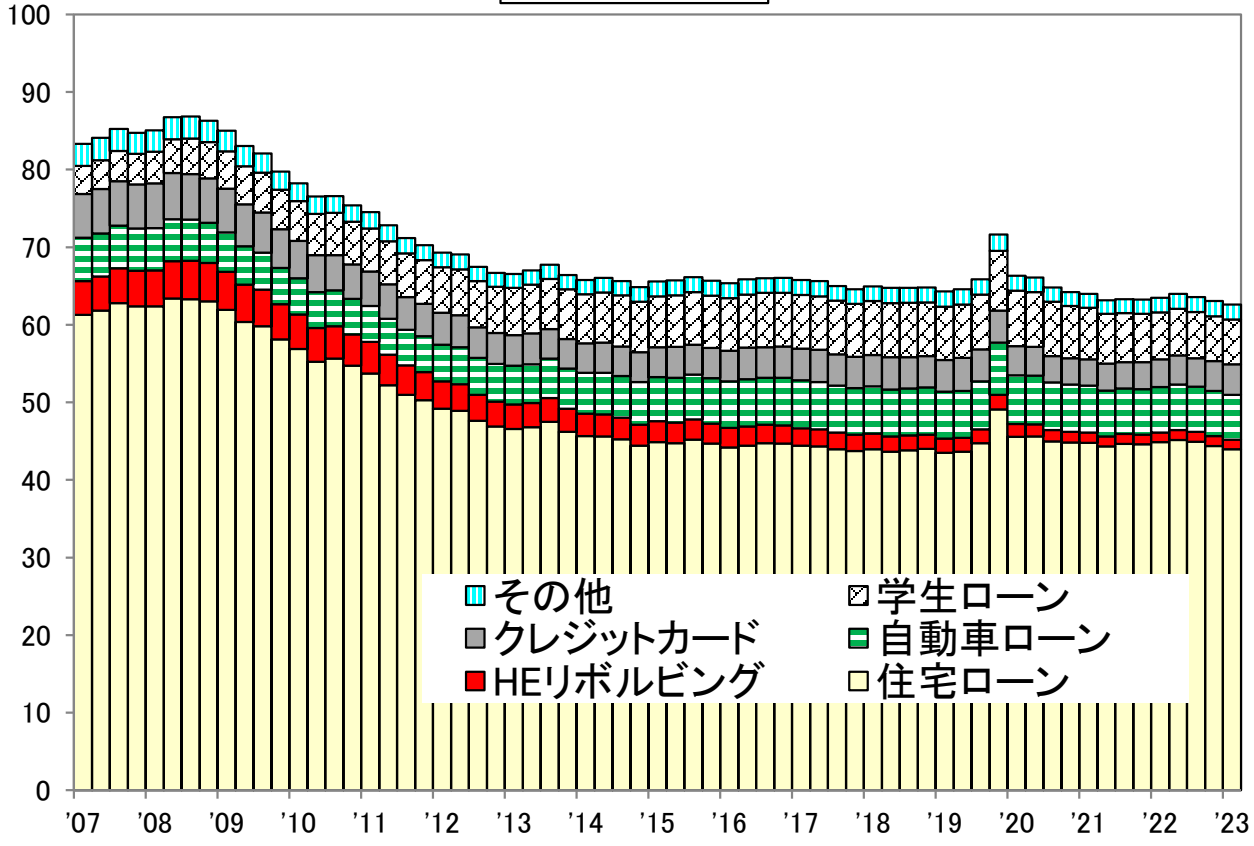
クレジットスコアごとの住宅ローン創出



（資料）NYFed、米経済分析局、Bloomberg

（名目GDP比%）

家計負債残高

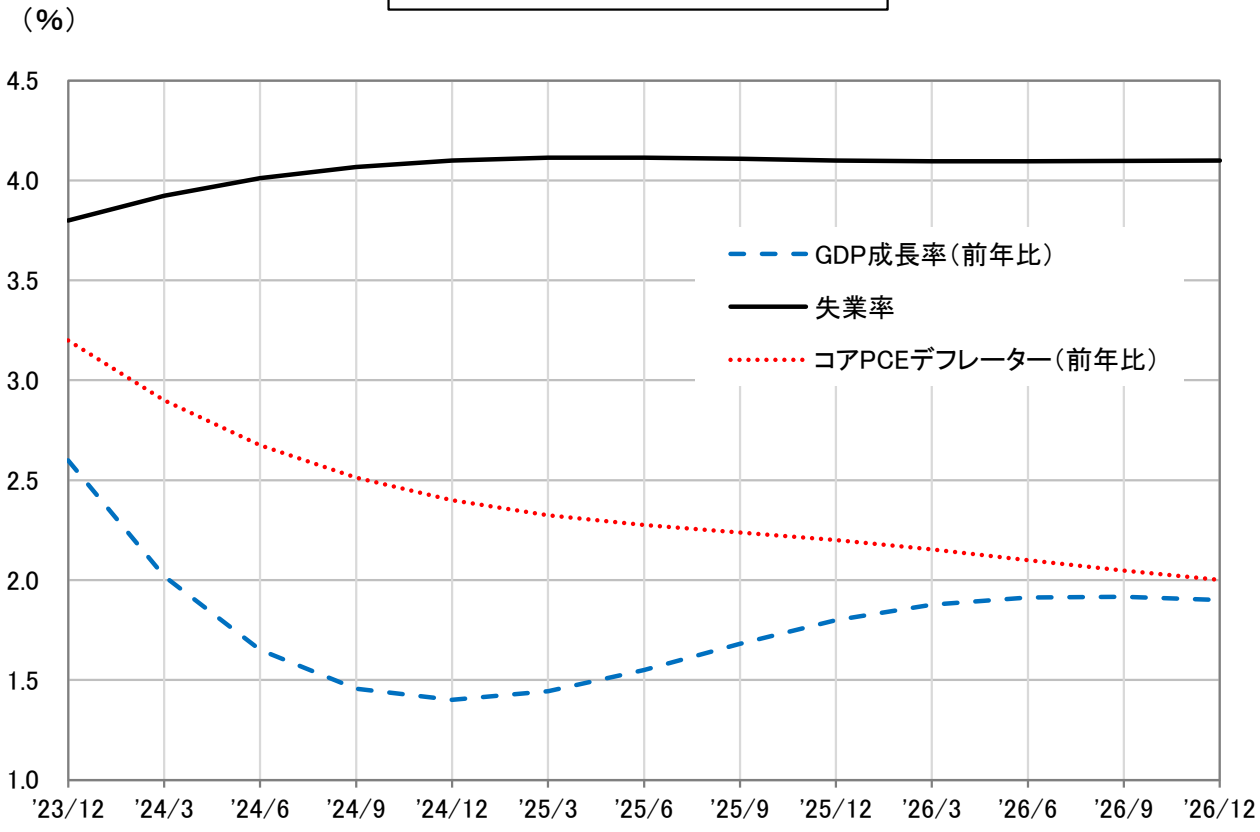


（資料）NYFed、米経済分析局、Bloomberg

12月FOMCレビュー

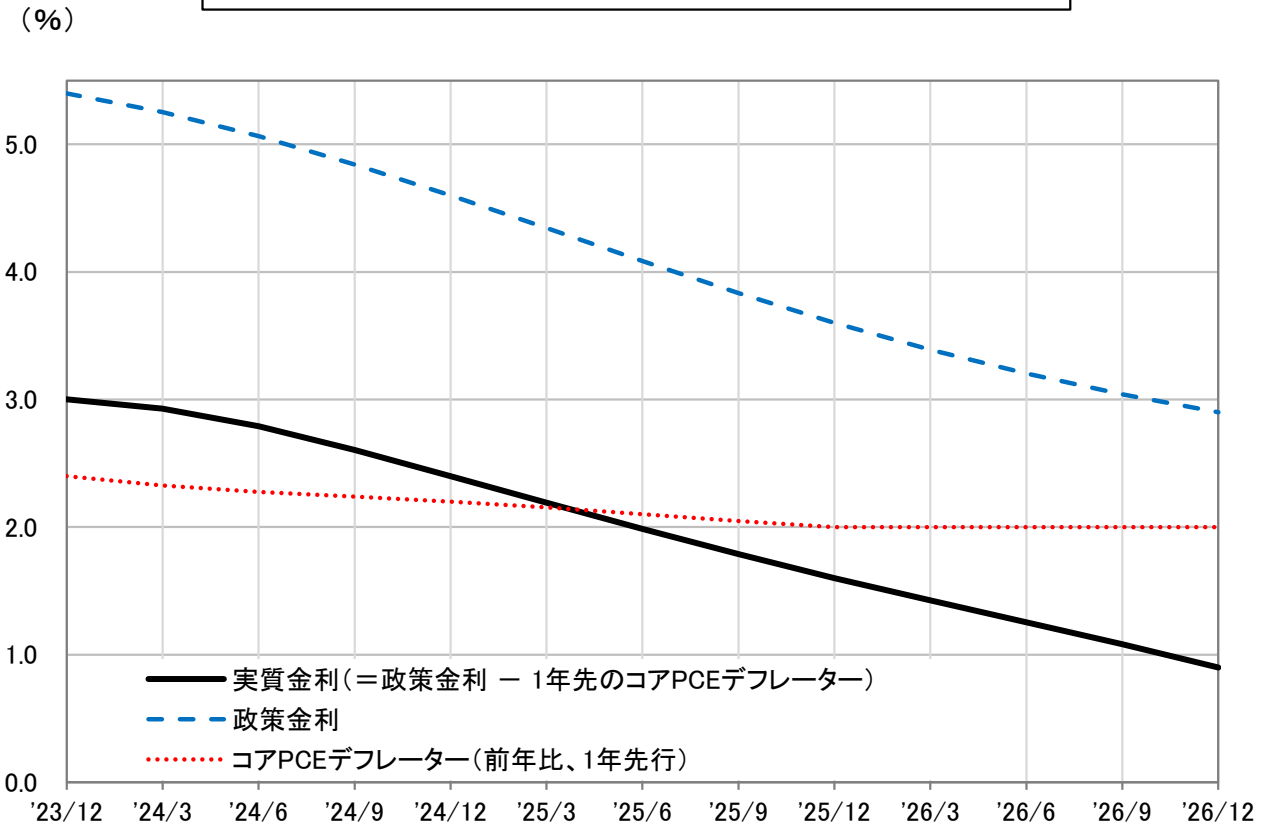
■ 実質金利（＝政策金利－期待インフレ率）：FRBとしては比較的長い間高めに保ちたい
ただし、25年末にインフレ率が概ね目標の2%に収束している見通しとなっているため、政策金利も25年末に2.50%に戻し、利下げを完了してもよいのでは？

12月FOMC見通し（中央値）



（資料）FRB （注）3次のスプライン補完を用いて四半期データ化。

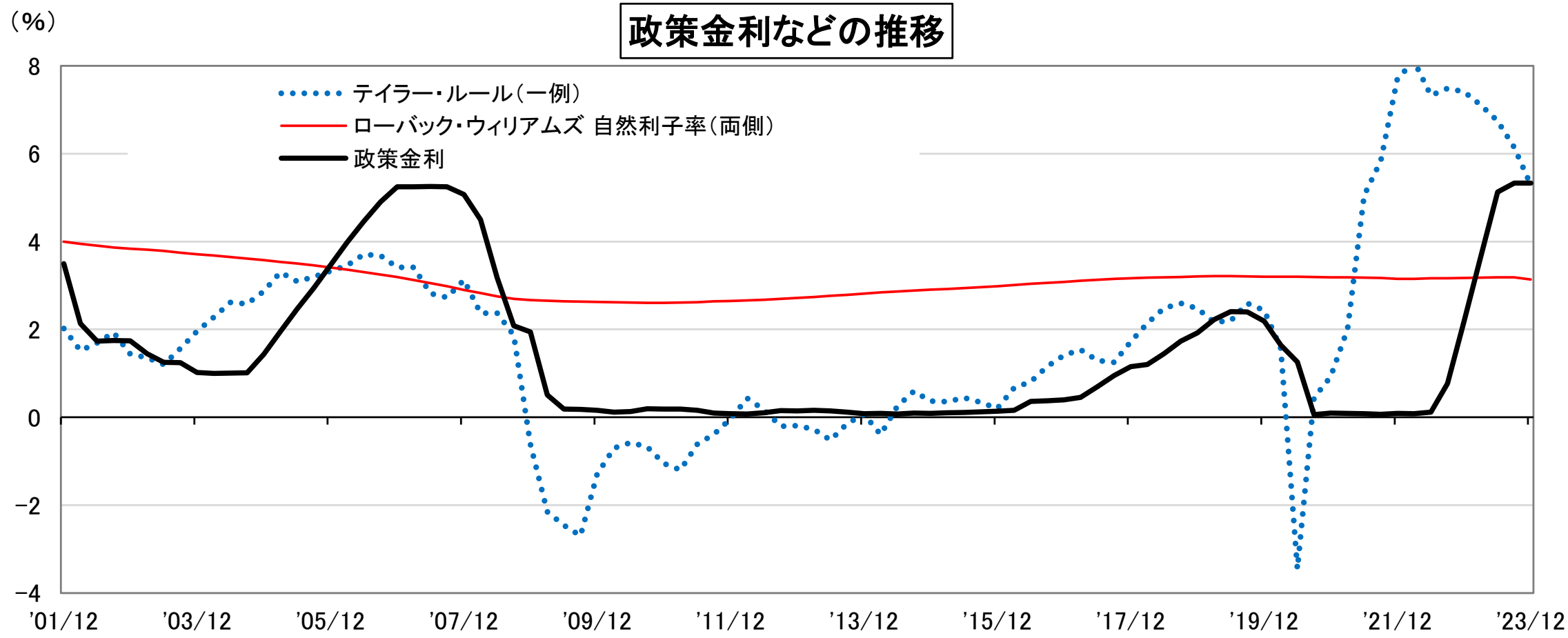
政策金利と実質金利の見通し（12月FOMC時点）



（資料）FRB （注）経済見通しの中央値を3次のスプライン補完を用いて四半期データ化した。
実質金利は政策金利から1年先のコアPCEデフレーターを引いて算出。

政策金利の見通し

■ 現在の政策金利（5.25～5.50％）はテイラー・ルールに近い水準
見通しとしては、24年6月FOMCから利下げ開始、年内に1.5ポイント利下げし、24年末に3.75～4.00％程度を予想

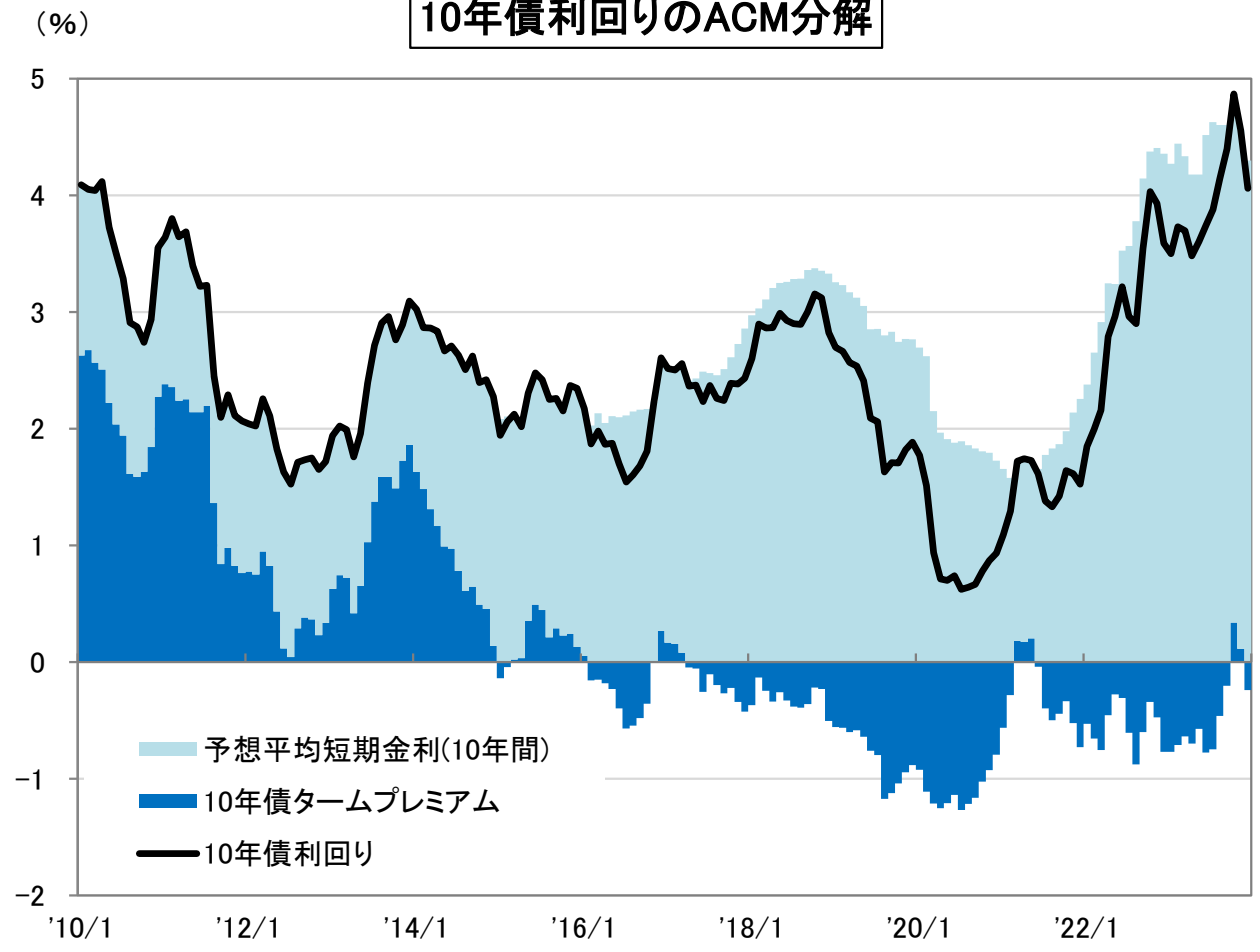


（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED、米議会予算局
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

長期金利の見通し

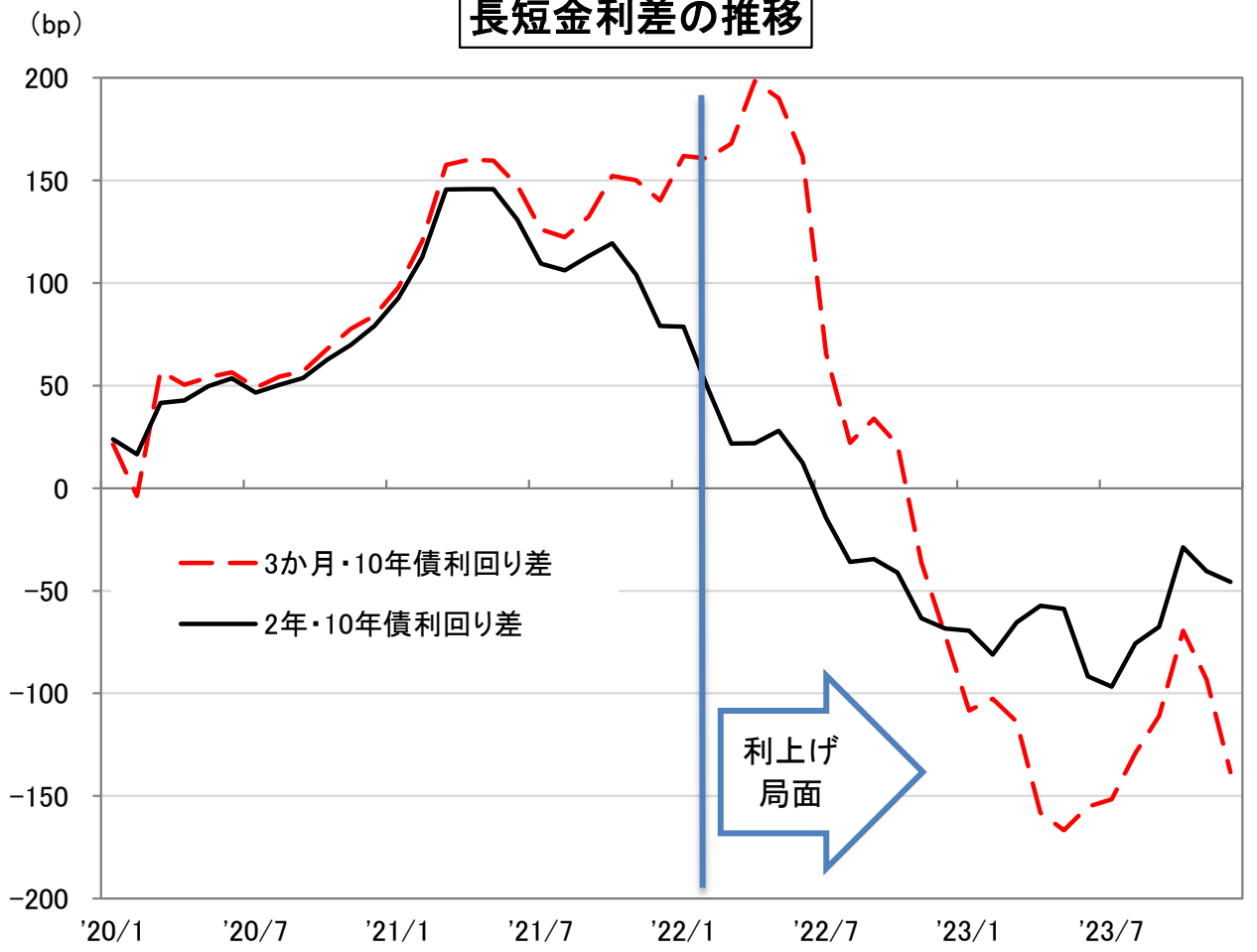
■ 24年末時点で、「先行き10年間の予想短期金利が3%程度まで低下」＋「10年債のタームプレミアムが0%程度」なら、10年債利回りは3%程度へ
その場合、3か月・10年債利回り差は▲100bp程度の逆イールド、2年・10年債利回りは0から小幅にプラスになる見込み

10年債利回りのACM分解



（資料）NY連銀、Bloomberg

長短金利差の推移



（資料）Bloomberg （注）マイナスは逆イールド状態。

■ （メイン）ソフトランディング：景気の緩やかな減速、失業率の緩やかな上昇、インフレ率の抑制を見込む
（サブ）インフレ率の急低下に合わせて、利下げ幅が拡大する可能性も

予測表（四半期）

（予測→）

	単位	2023年				2024年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.2	2.1	4.9	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6
個人消費支出	%	3.8	0.8	3.1	2.0	1.4	1.4	1.3	1.3
民間設備投資	%	5.7	7.4	1.4	▲ 1.8	1.2	0.6	1.8	1.2
民間住宅投資	%	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	3.3	2.2	3.8	2.1	2.7
輸出	%	6.8	▲ 9.3	5.4	▲ 1.2	0.0	0.8	0.8	1.6
輸入	%	1.3	▲ 7.6	4.2	0.2	2.4	2.3	2.3	1.7
政府支出	%	4.8	3.3	5.8	6.0	4.2	4.1	4.1	3.0
非農業部門雇用者数増減	万人	31.2	20.1	22.1	16.5	14.0	12.0	10.0	10.0
失業率	%	3.5	3.6	3.7	3.7	3.9	4.0	4.1	4.1
賃金上昇率	%	4.5	4.4	4.3	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6
コアPCEデフレーター	%	4.8	4.6	3.8	3.3	3.1	2.8	2.6	2.4
FFレート誘導水準	%	4.75～5.00	5.00～5.25	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	4.75～5.00	4.25～4.50	3.75～4.00
10年物国債利回り	%	3.5	3.8	4.6	3.9	3.6	3.4	3.2	3.0

（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

大統領選挙とトランプ前大統領の経済政策予想

■ **大枠としては「バイデン大統領対トランプ前大統領」**

- 米政治ニュースサイトReal Clear Politicsによると、民主党はバイデン大統領が候補に、共和党はトランプ前大統領が指名競争で2番手のヘイリー元国連大使に50ポイントの大差で優勢
- バイデン対トランプの場合は、ほぼ互角の世論調査となっているが、足元ではややトランプ前大統領が有利か

■ **トランプ前大統領が再選した場合に実現するかもしれない政策（Trumponomics 2.0）**

- 「米国第一主義」：輸入に10％関税、二国間交渉強化、米中摩擦激化
- 25年末に失効する所得税減税の延長
- CBO見通しでは、トランプ減税が延長された場合、33年までの財政赤字が3.5兆ドル増加（23年7～9月期GDP比で12.7％）
- パリ協定（気温上昇を産業革命前比2度未満に抑える）からの離脱
- 国境の壁
- ウクライナ支援縮小
- FRBへの関与強化
- NATOの弱体化

中国経済の現状と展望

2024年1月17日

株式会社農林中金総合研究所
主任研究員　王 雷軒

本日のポイント

■ 景気の現状：回復基調にはあるが、力強さを欠く展開が続いている

- 設備投資とインフラ整備向け投資が比較的底堅く推移した一方、不動産開発投資がさらに悪化
- 個人消費は持ち直し基調にあるが、回復ペースが緩慢だったほか、輸出の低調さも継続している

■ 24年の経済見通し：下振れリスクが残存も経済回復が続き、5%成長と予測

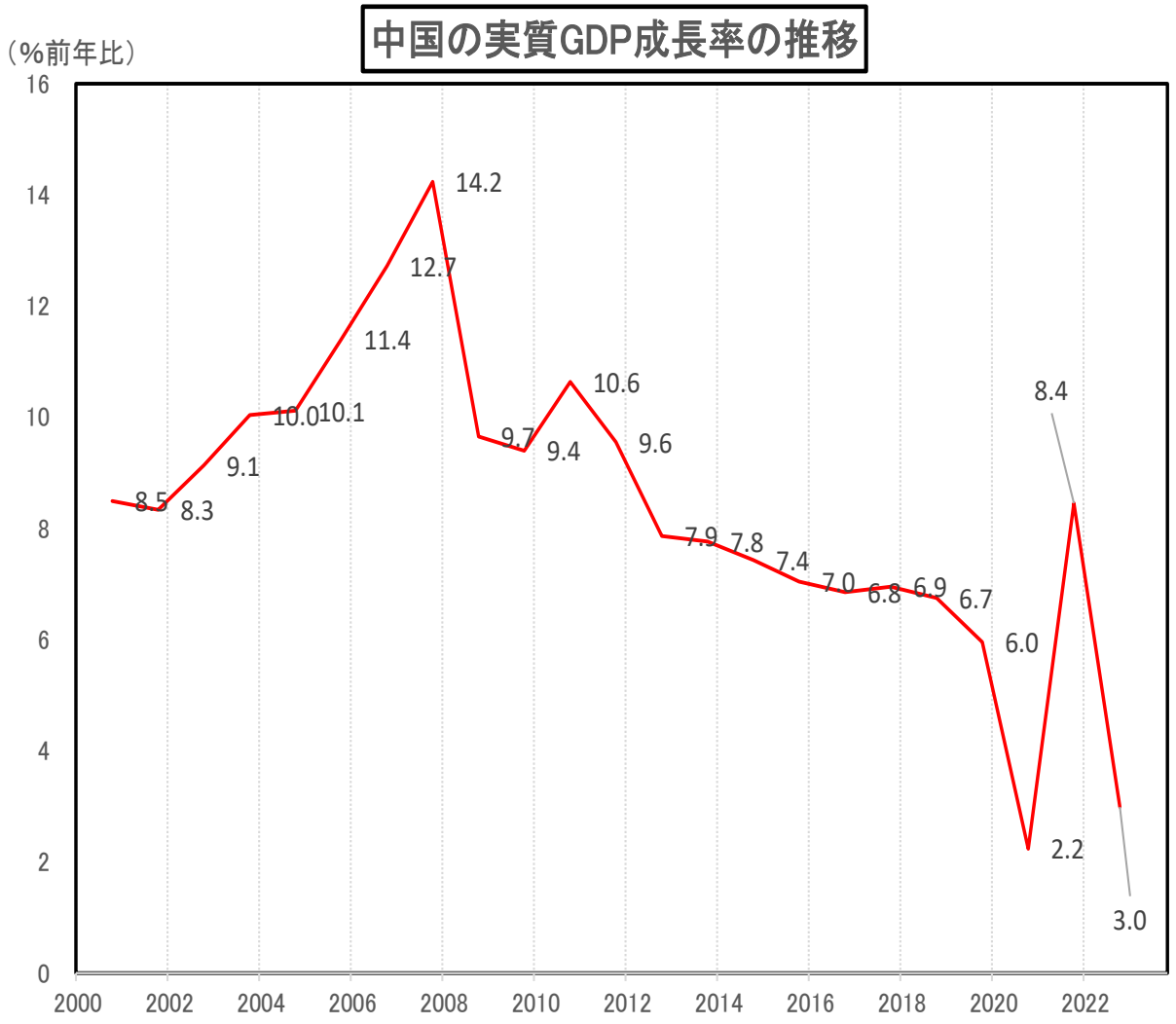
- 行き過ぎた不動産抑制策が徐々に是正されていくとみられるが、不動産市場の調整にはなお時間がかかることが見込まれる
- 他方、「保障性住宅の整備」、「平時・不測時両用公共施設の整備」、「城中村再開発」（発展から取り残された旧市街地の改造）という３大プロジェクトが一段と推し進められる。また、雇用・所得の緩やかな改善を背景に、消費回復の継続が見込まれる
- 政策金利の引き下げ、預金準備率の引き下げなど追加金融緩和の可能性があるほか、財政赤字の対GDP比の引き上げや地方債発行規模の拡大も予想される
- 12月の中央経済工作会議で示された内容から、24年の経済運営は「構造調整」より「経済成長」に重きが置かれているとみられる。多くのエコノミストや政策立案者が、24年3月の全人代（5日に開催予定）における24年の成長率目標は「5%前後」に設定すべきとの見方を示している。「積極的財政政策」の大幅な拡充を前提に当総研では、24年は前年比5%の成長になると予測

■ 不動産市況：調整にはなお時間を要する見込み

- 不動産デベロッパーの負債水準を引き下げるために、「不動産は住むためのもので、投機をするものではない」という政策方針下、20年以降不動産抑制策を強化してきた。コロナ禍もあって、住宅投資や販売などが大幅に落ち込むなど、停滞が続いている
- 住宅在庫の大きさや不動産デベロッパー負債問題の根深さから不動産市場の調整にはなお時間がかかると思われる
- ただし、北京市や上海市でも住宅購入規制の緩和に踏み切ったほか、不動産デベロッパーへの融資支援強化策などが本格的に行われると見込まれることから、24年におけるさらなる悪化は回避されるであろう

23年の政府成長率目標

■ 23年の政府の実質GDP成長率目標は「5%前後」と低めに設定



（資料）中国国家統計局、Windより作成。

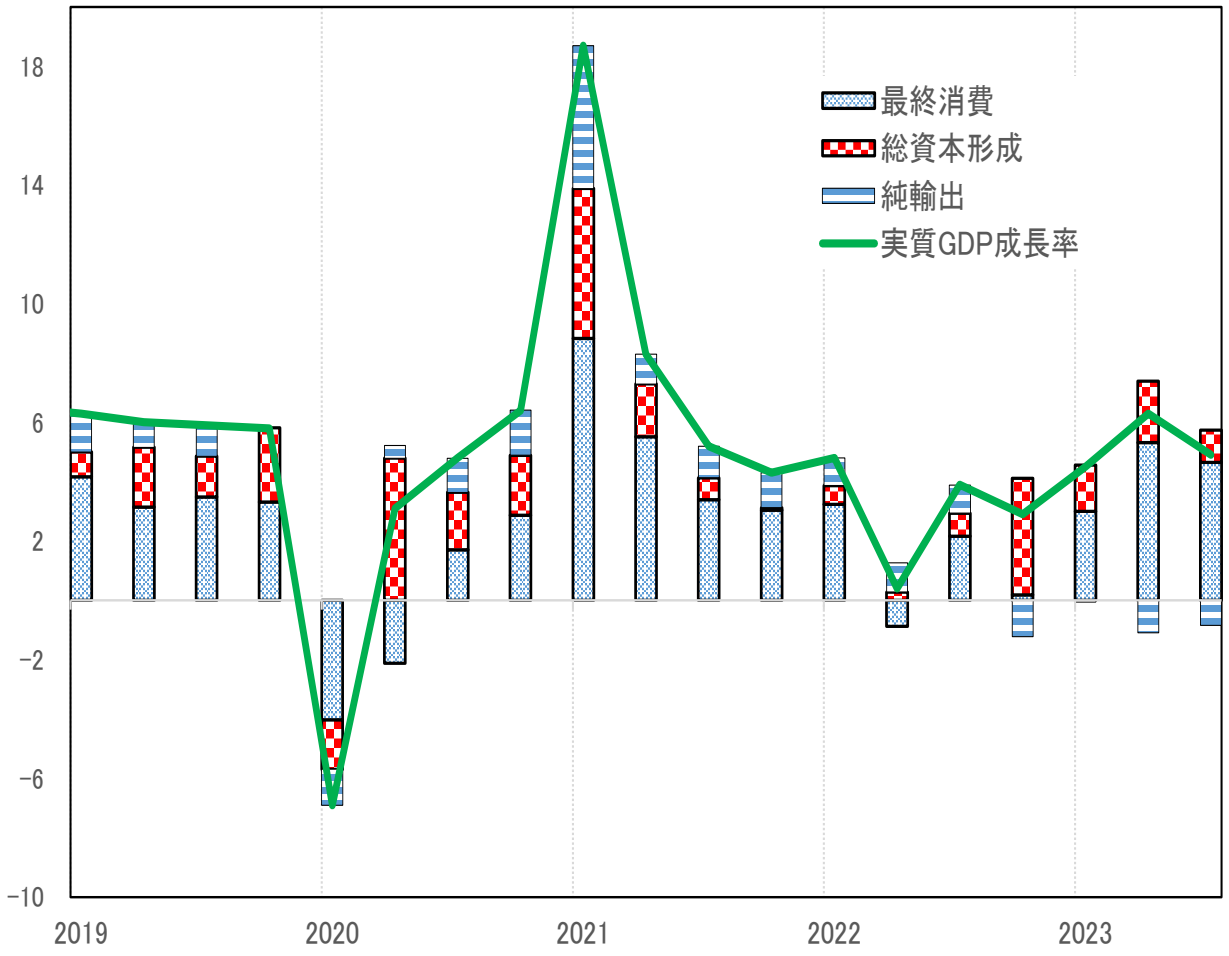
政府活動報告で示された数値目標

	2023年	2022年	
	目標	目標	実績
実質GDP成長率	5%前後	5.5%前後	3%
都市部新規雇用者数	1,200万人前後	1,100万人以上	1,206万人
都市部調査失業率	5.5%前後	5.5%以内	月次平均は5.6%
消費者物価上昇率	3%前後	3%前後	2%
財政赤字対GDP比	3.0%	2.8%	2.8%
地方政府専項債発行枠	3.8兆元	3.65兆元	4.04兆元
M2と社会融資総額残高伸び	名目GDPと基本的に一致	名目GDPと基本的に一致	前者は11.8%、後者は9.6%

（資料）政府活動報告をもとに作成

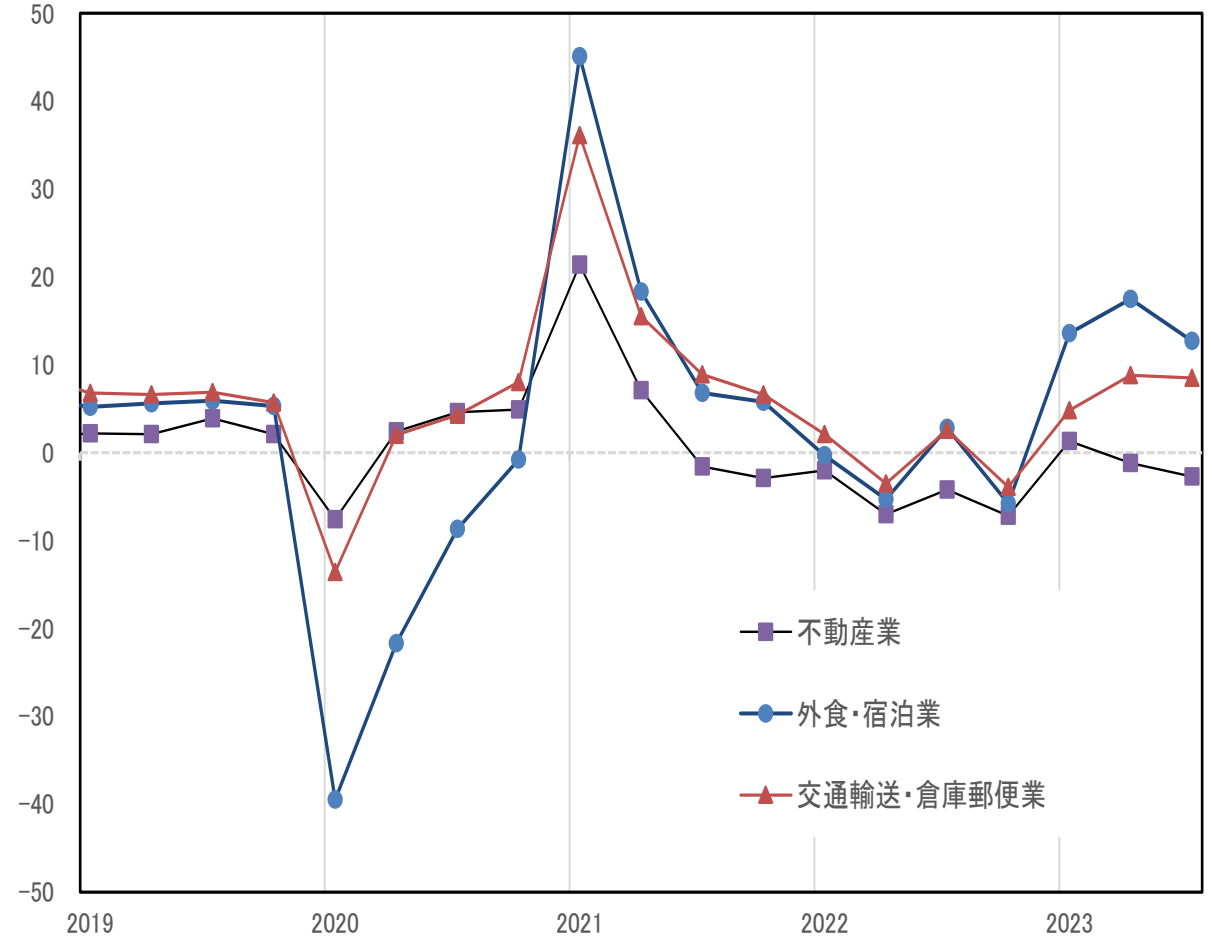
■ 23年7～9月期GDP は前期比1.3%、前年比4.9%、不動産業は下押し要因

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



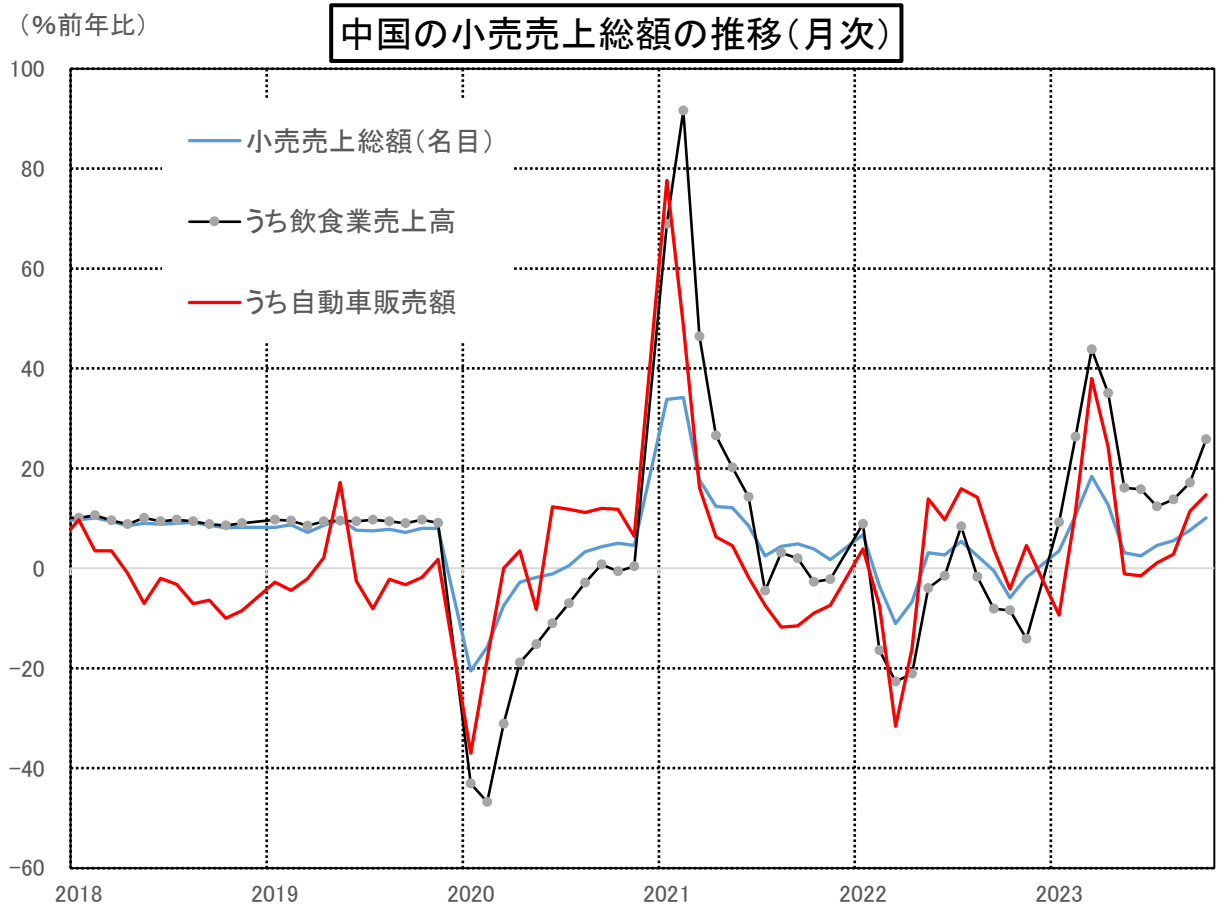
(資料)中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

業種別の実質成長率の推移

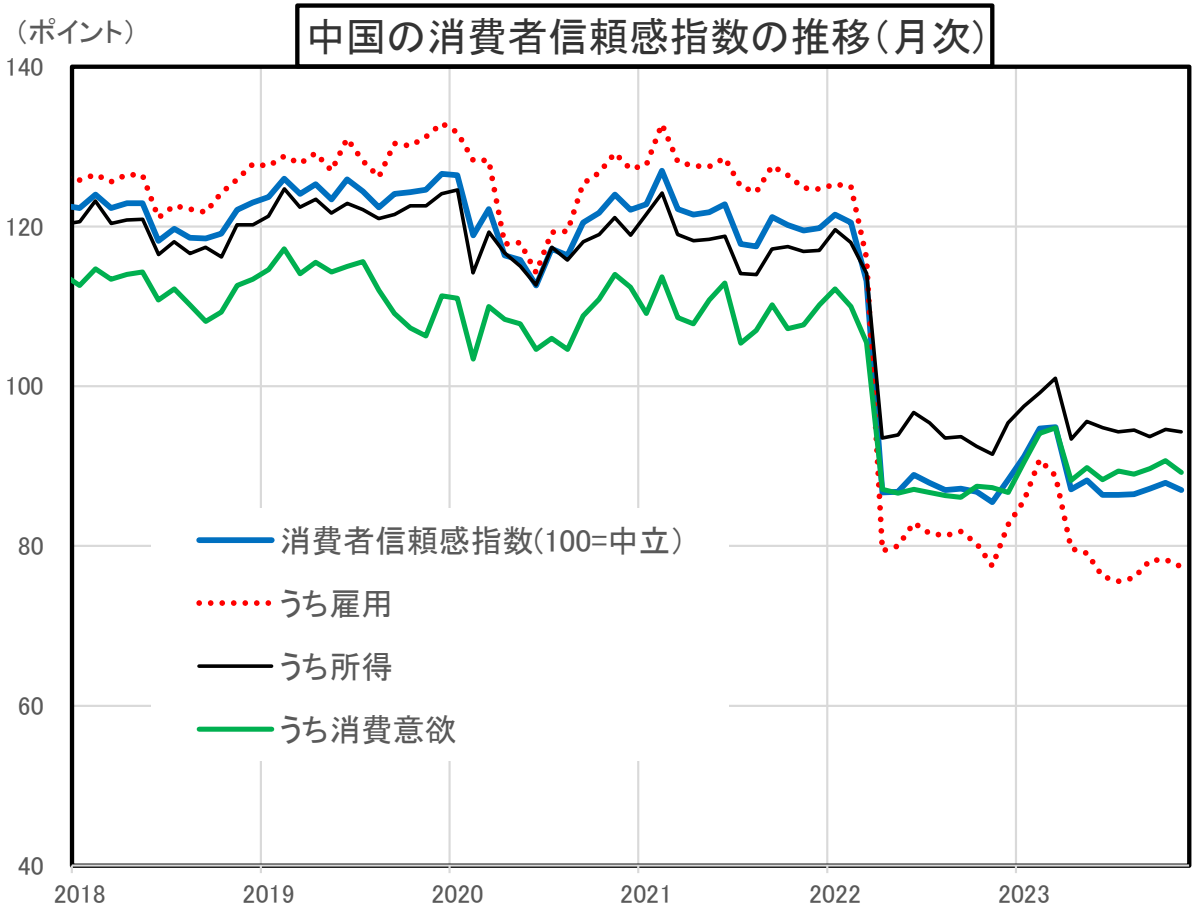


(資料)中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

■ 個人消費は持ち直し基調にあるが、力強さに欠けている

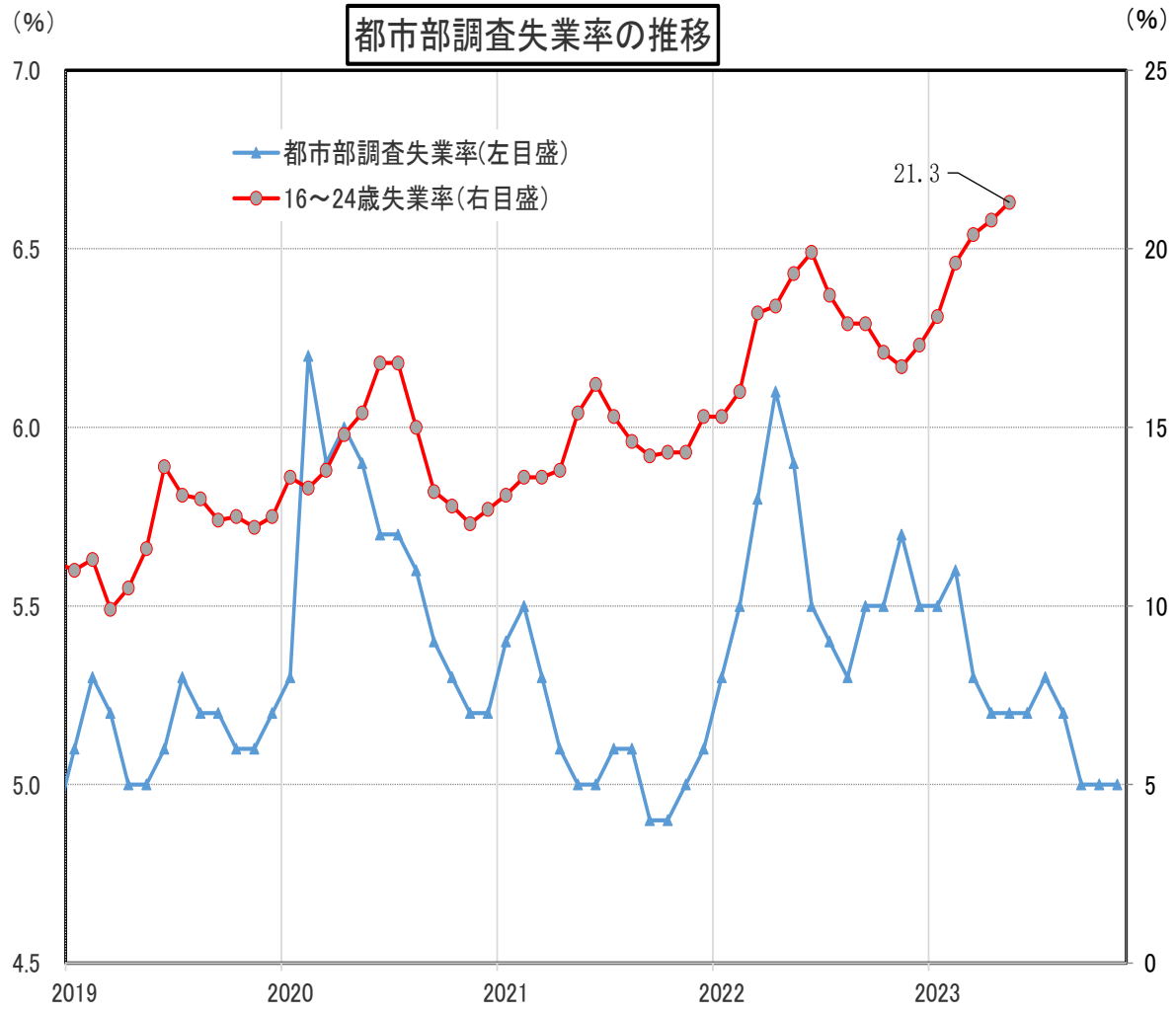


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。

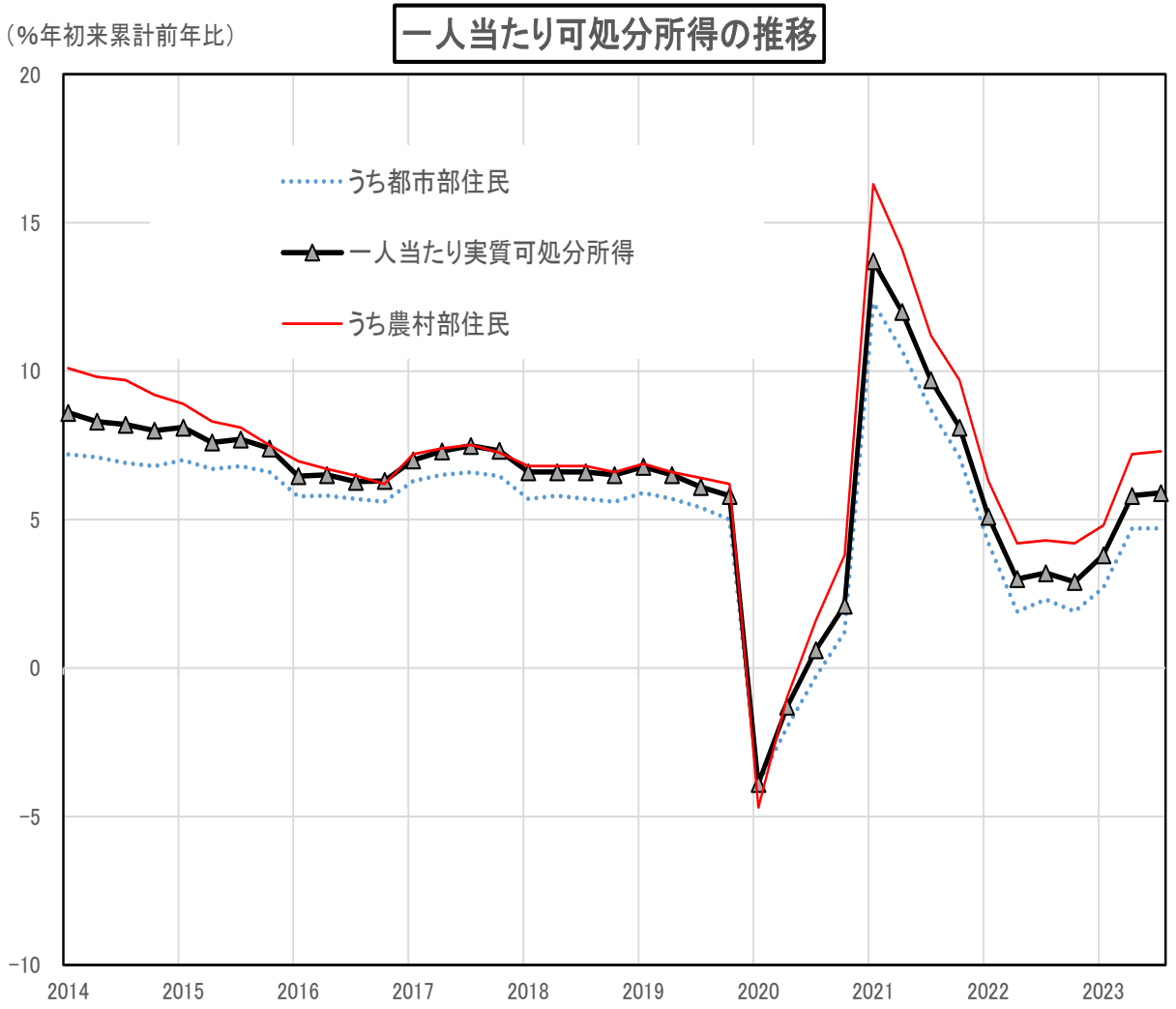


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。

■ 雇用・所得は緩やかに改善しているとみられる

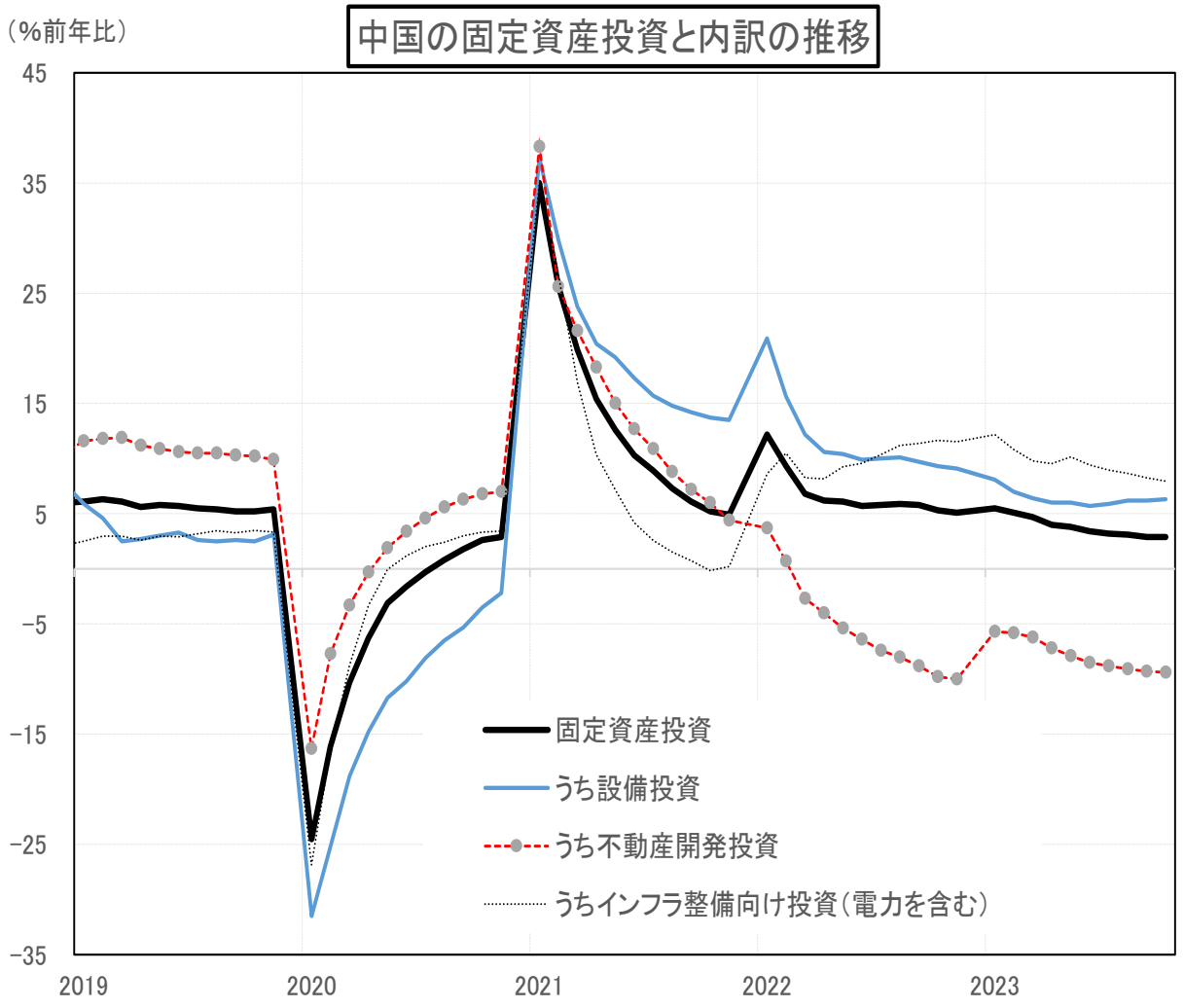


(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。
(注)16～24歳失業率の公表は7月から取りやめたため、直近は23年6月。

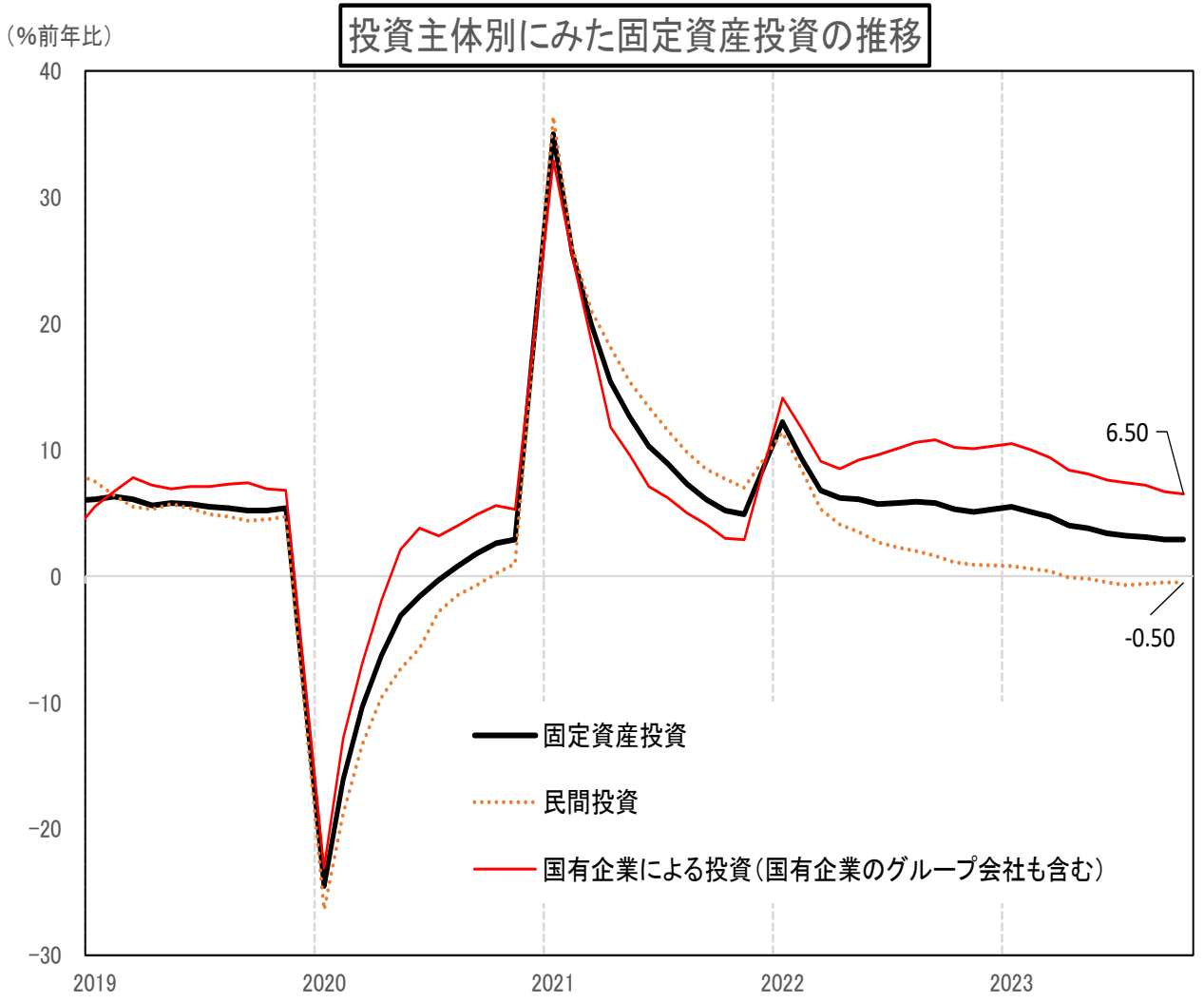


(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は23年1～9月期。

■ 不動産開発投資がさらに悪化したこともあり、固定資産投資は減速基調で推移している

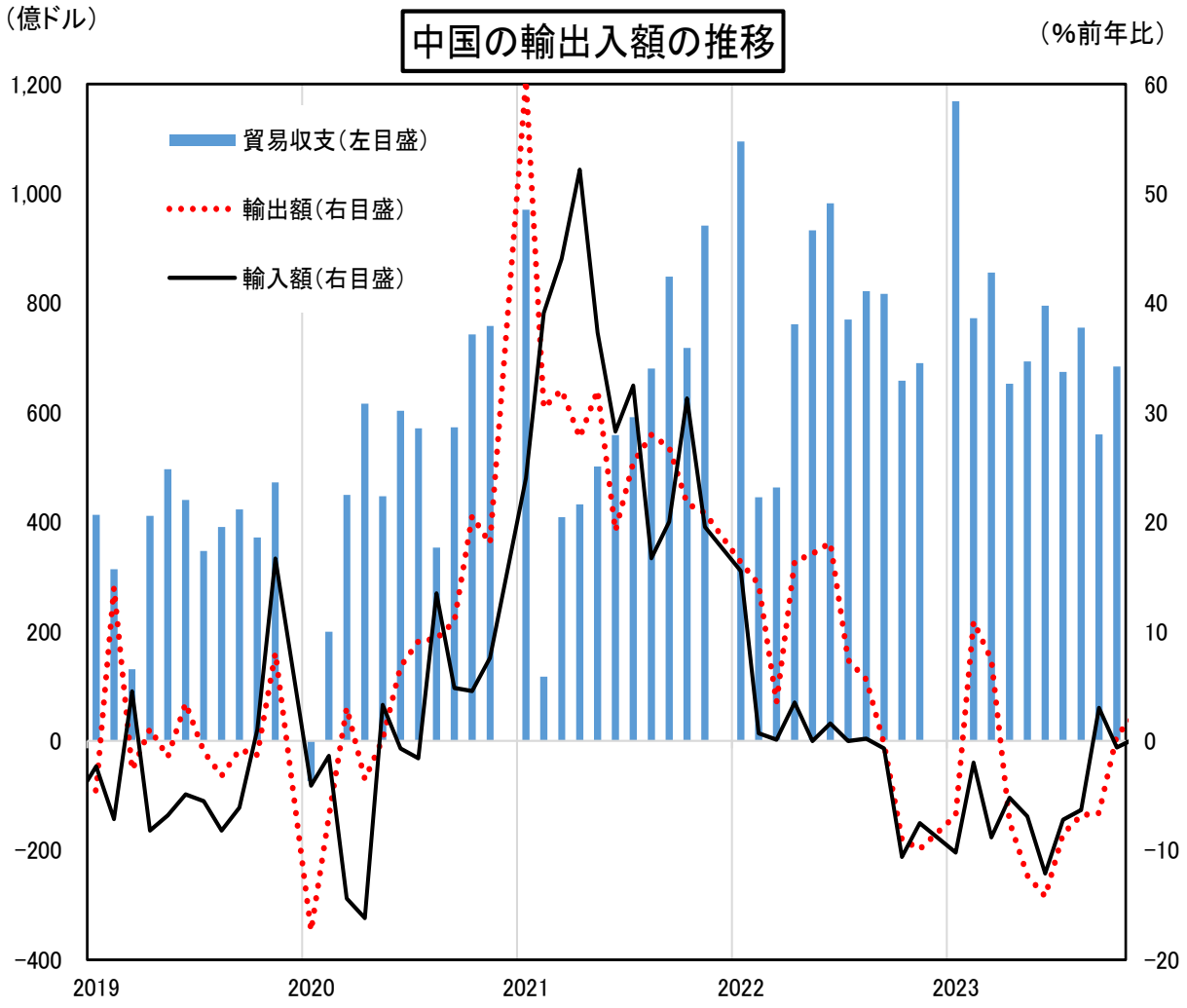


（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は23年1～11月期。

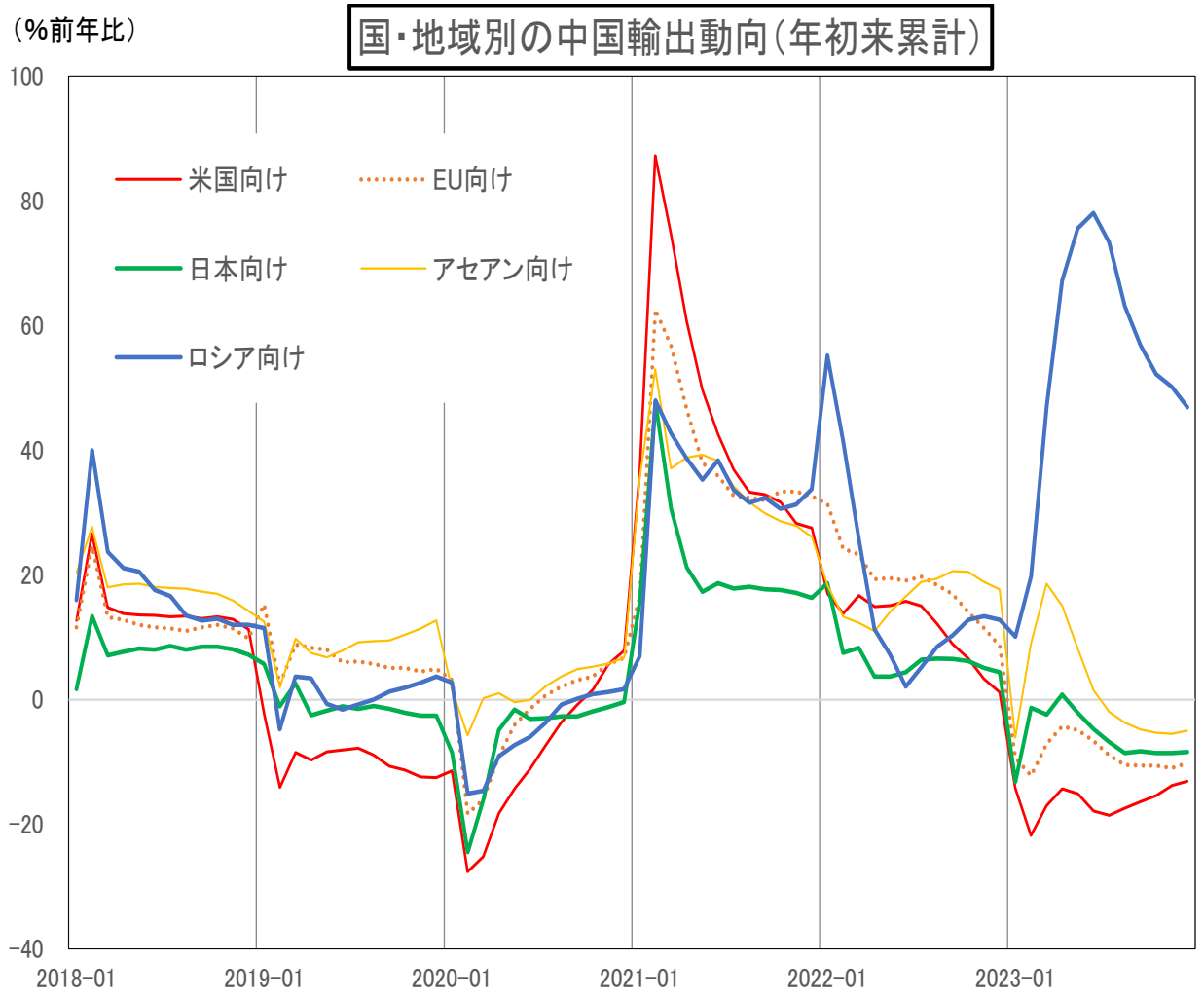


（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は23年1～11月期。

■ 輸出入は持ち直しの動きがみられた

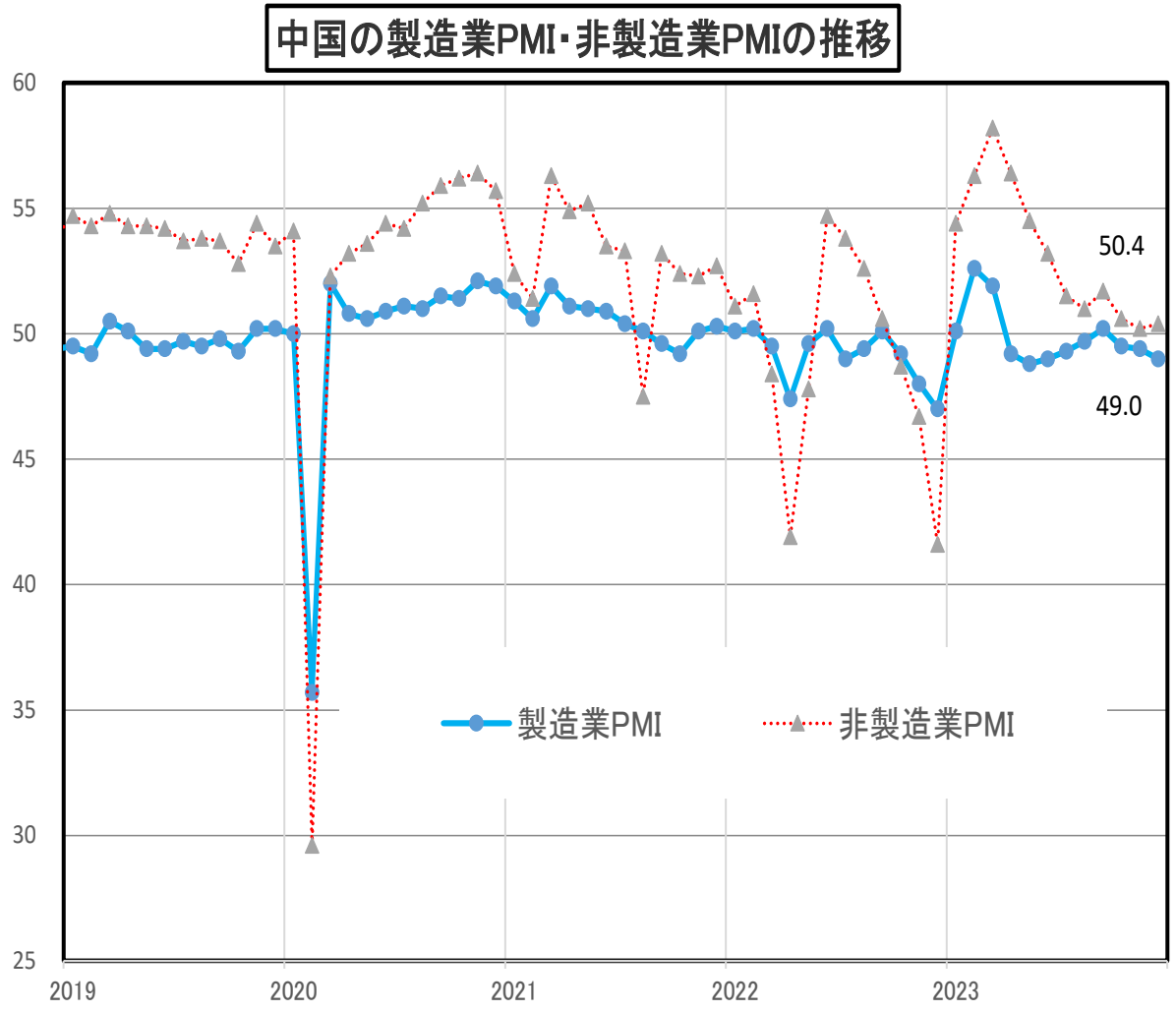


（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は23年12月、2月数値は1月と2月の合計。

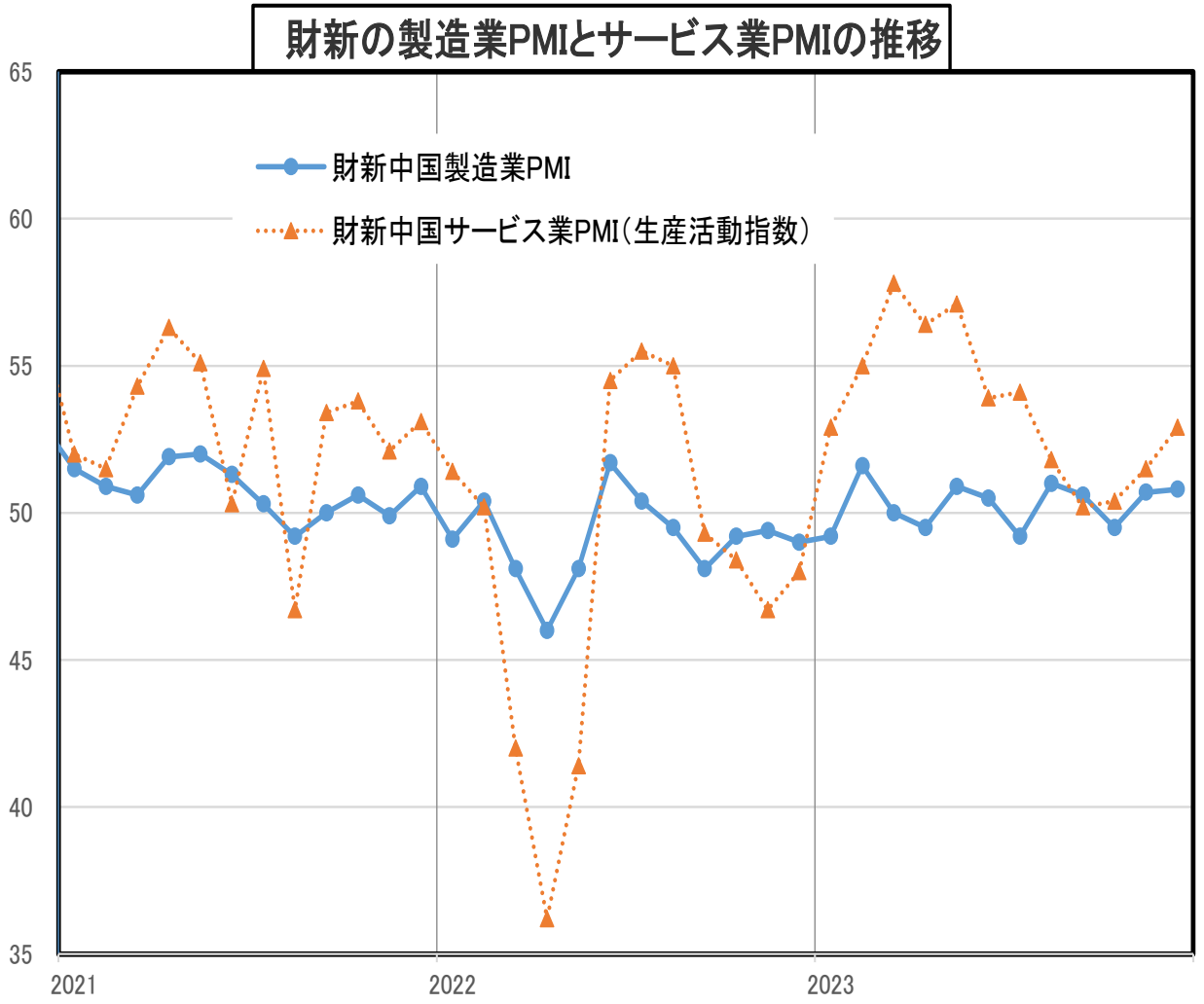


（資料）中国海関総署、Windより作成

■ 需要不足等を背景に企業の景況感は弱いとみている

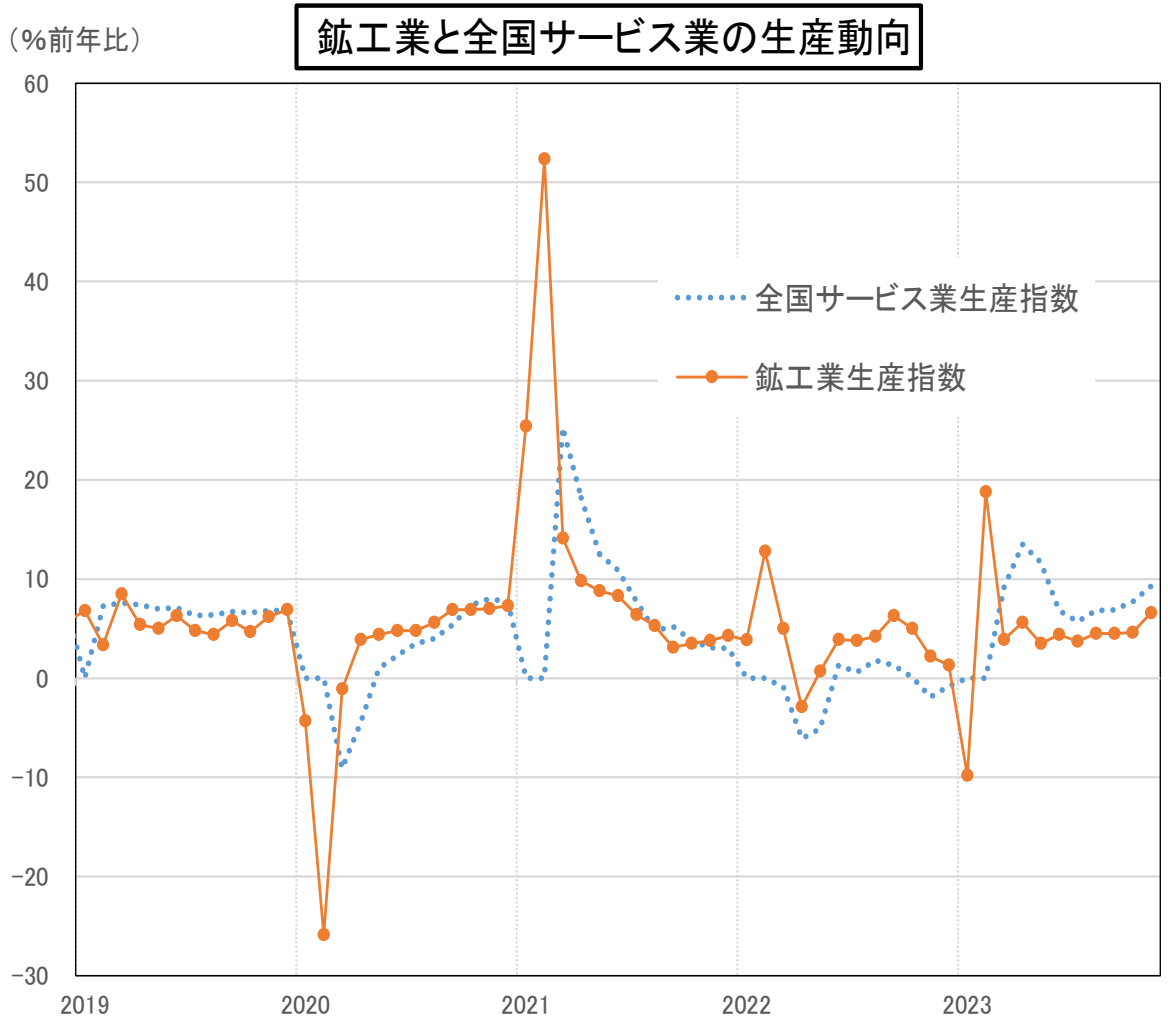


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年12月。

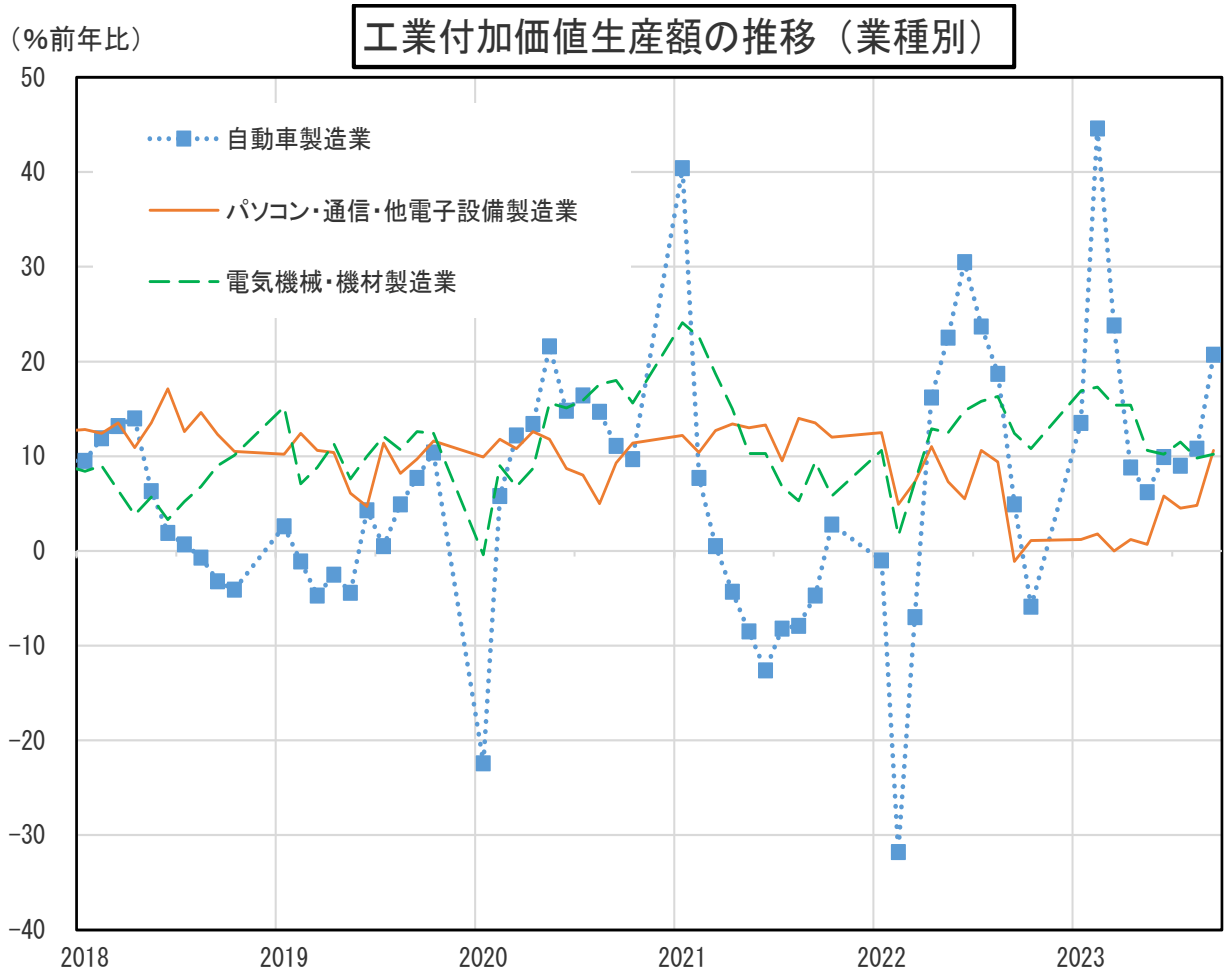


(資料)財新(Caixin)、Windより作成、直近は23年12月。

■ 生産は拡大傾向にある

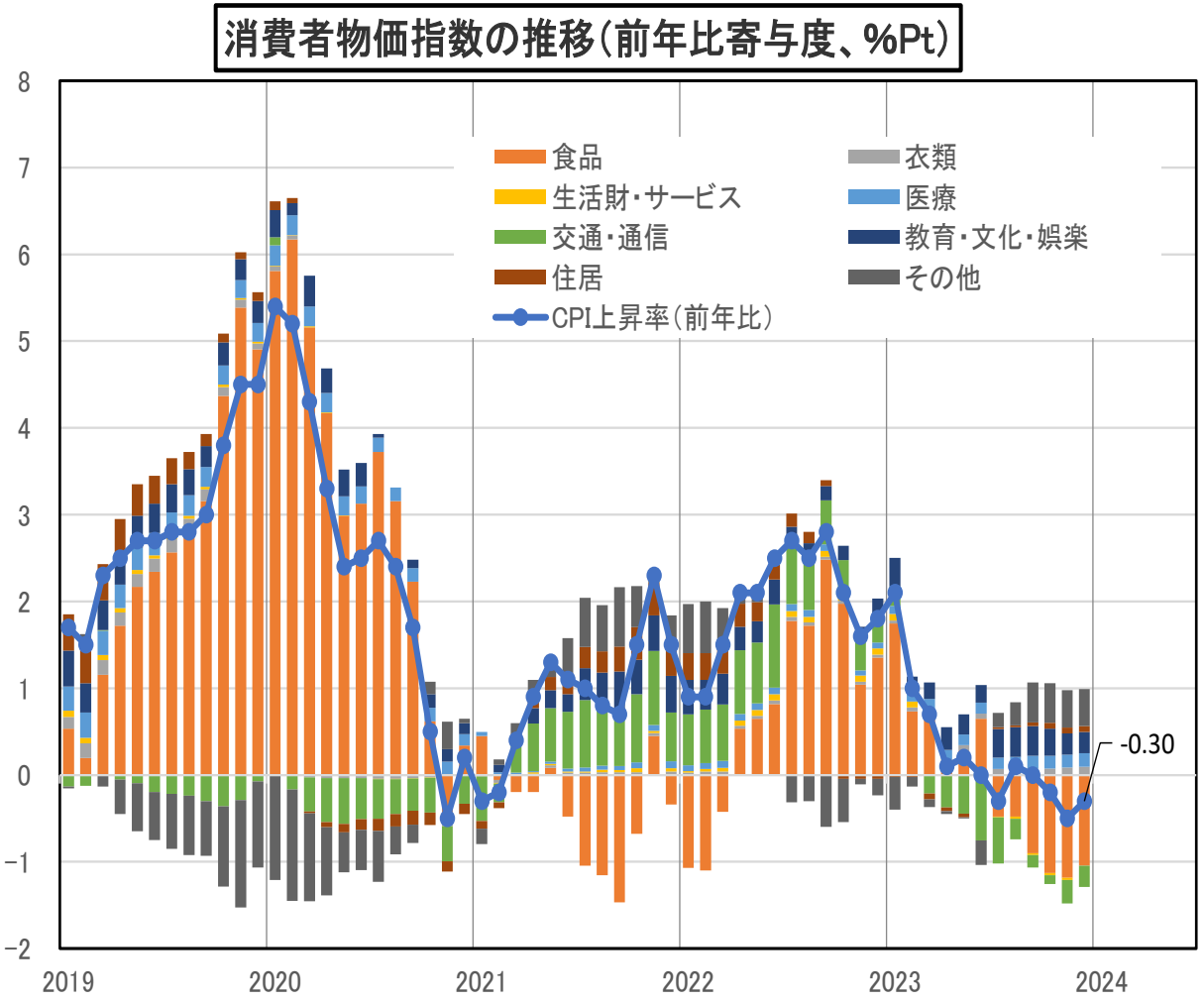


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。

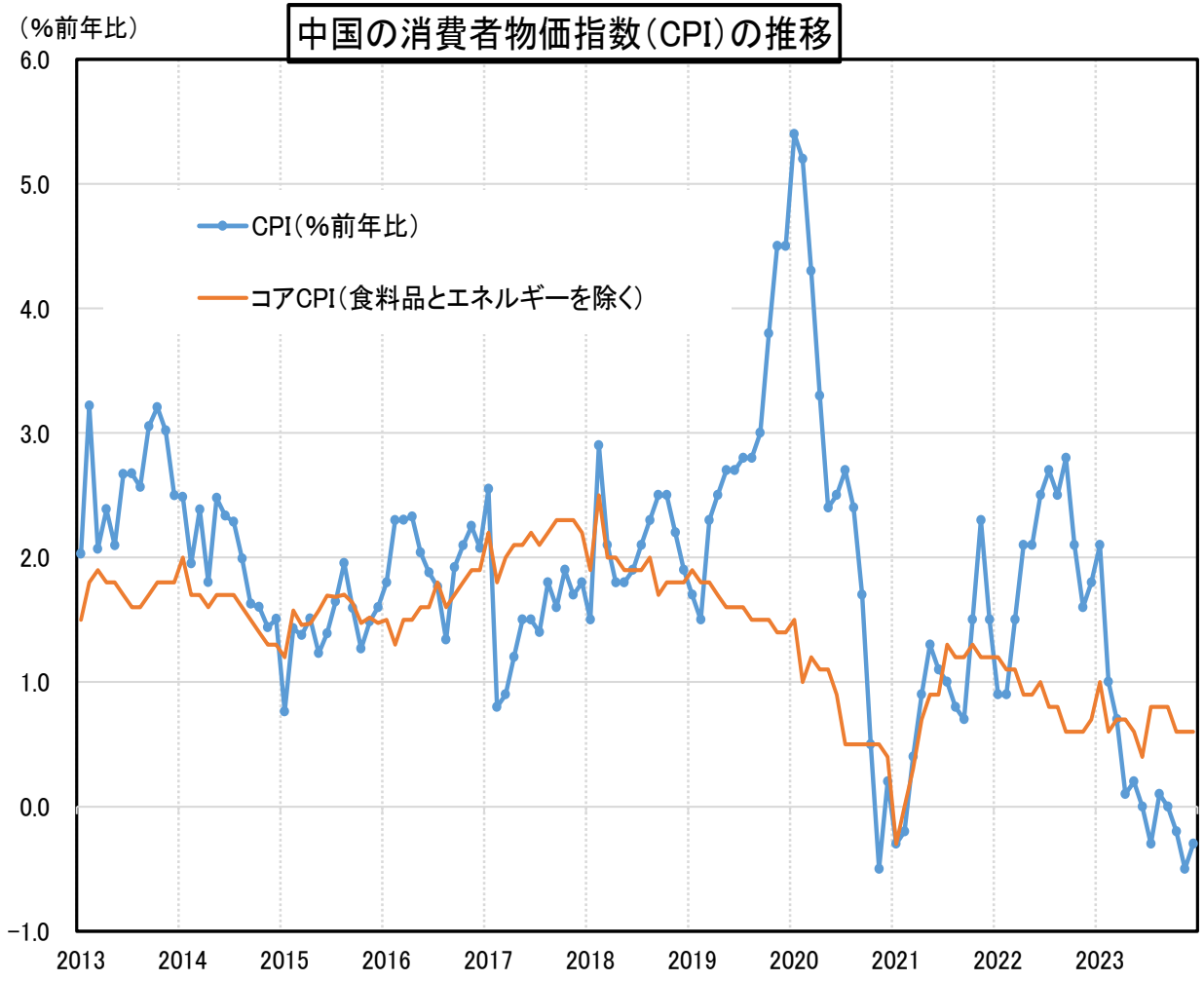


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。
（注）1、2月の数値は未発表。

■ 消費者物価指数（CPI）は３か月連続で前年比マイナスに



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年12月。



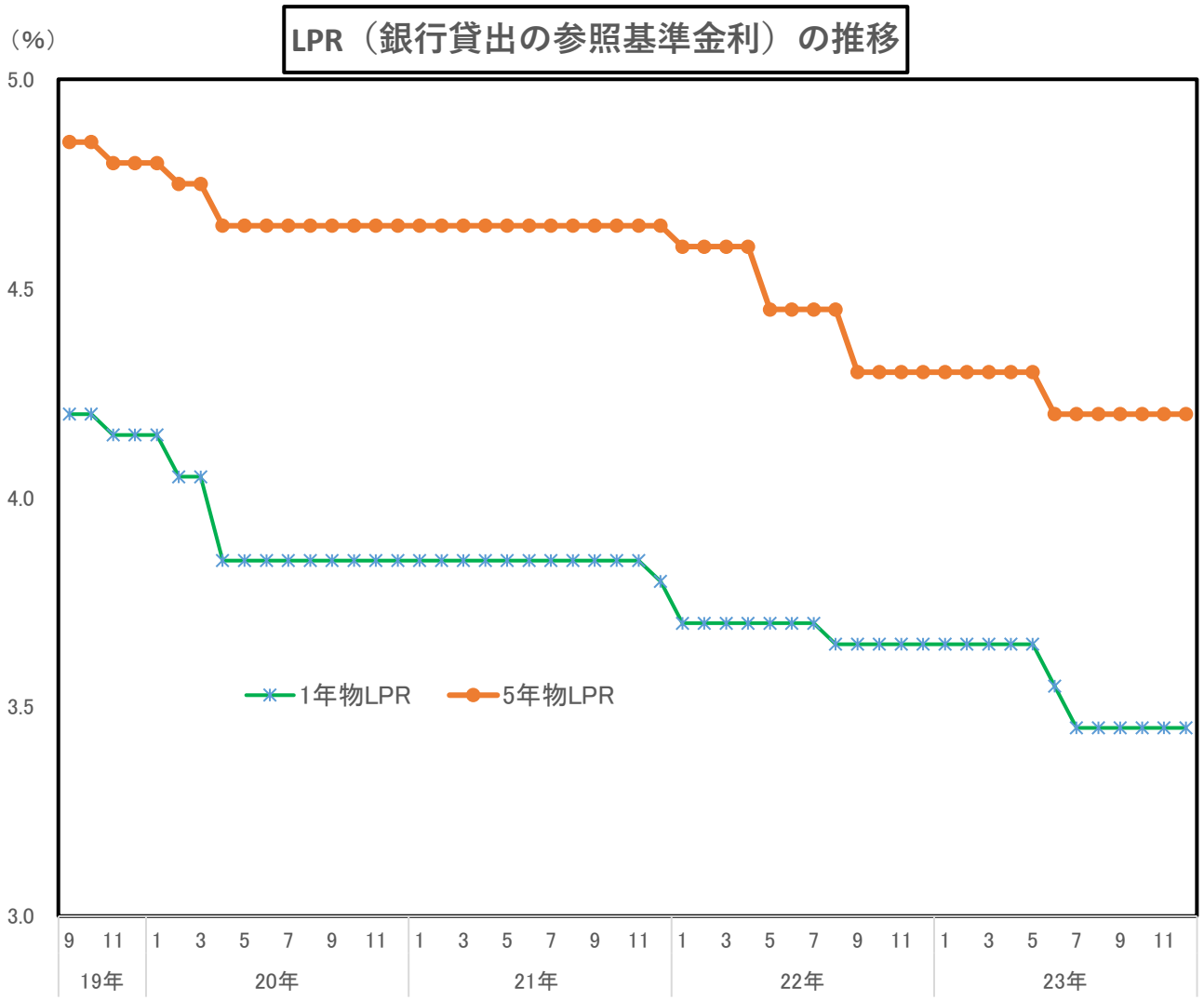
（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年12月。

■ 株安・人民元安

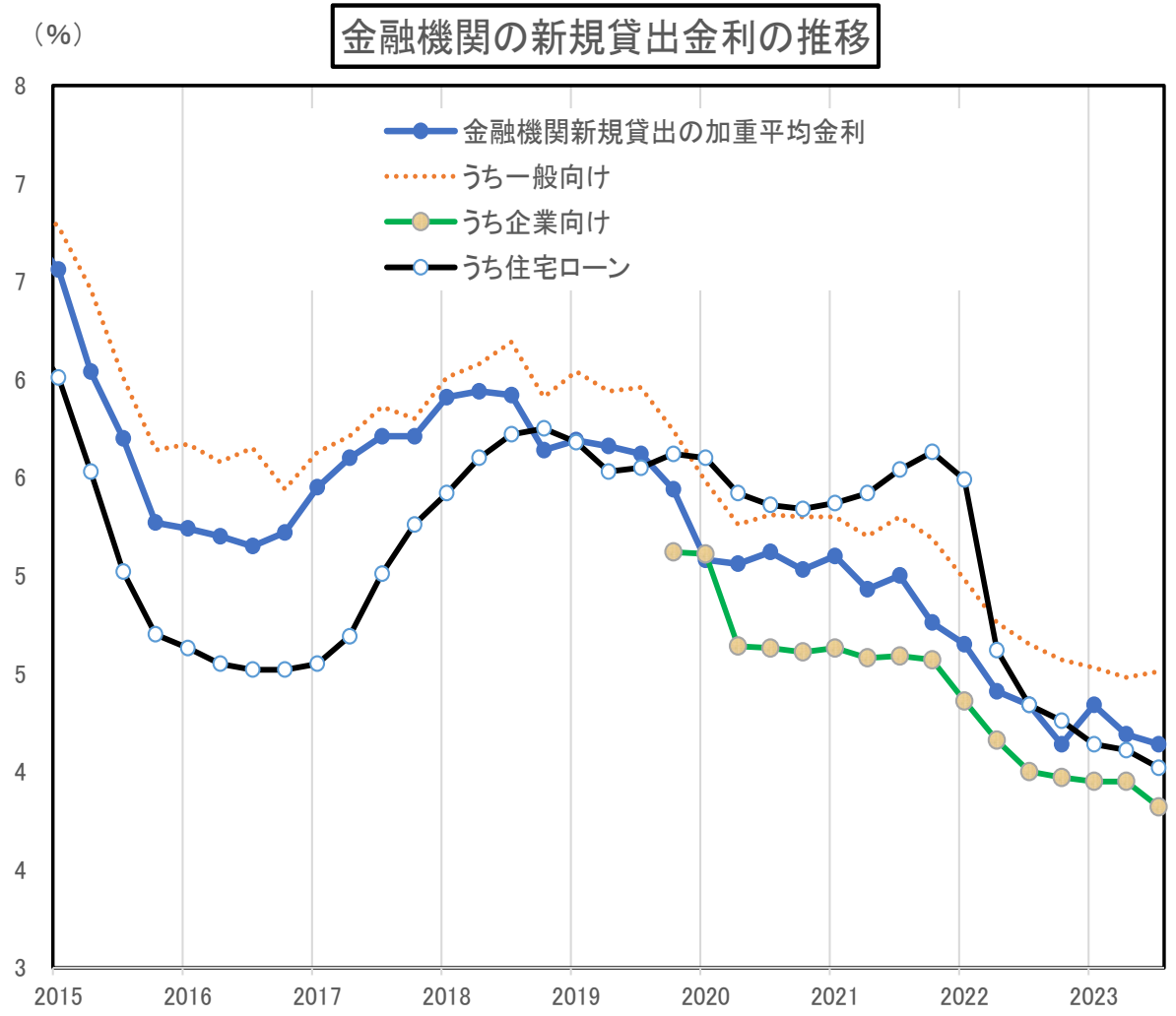
（資料）Windより作成、直近は24年1月12日。

（資料）Windより作成、直近は24年1月15日。

■ 政策金利（LPR）の引き下げ

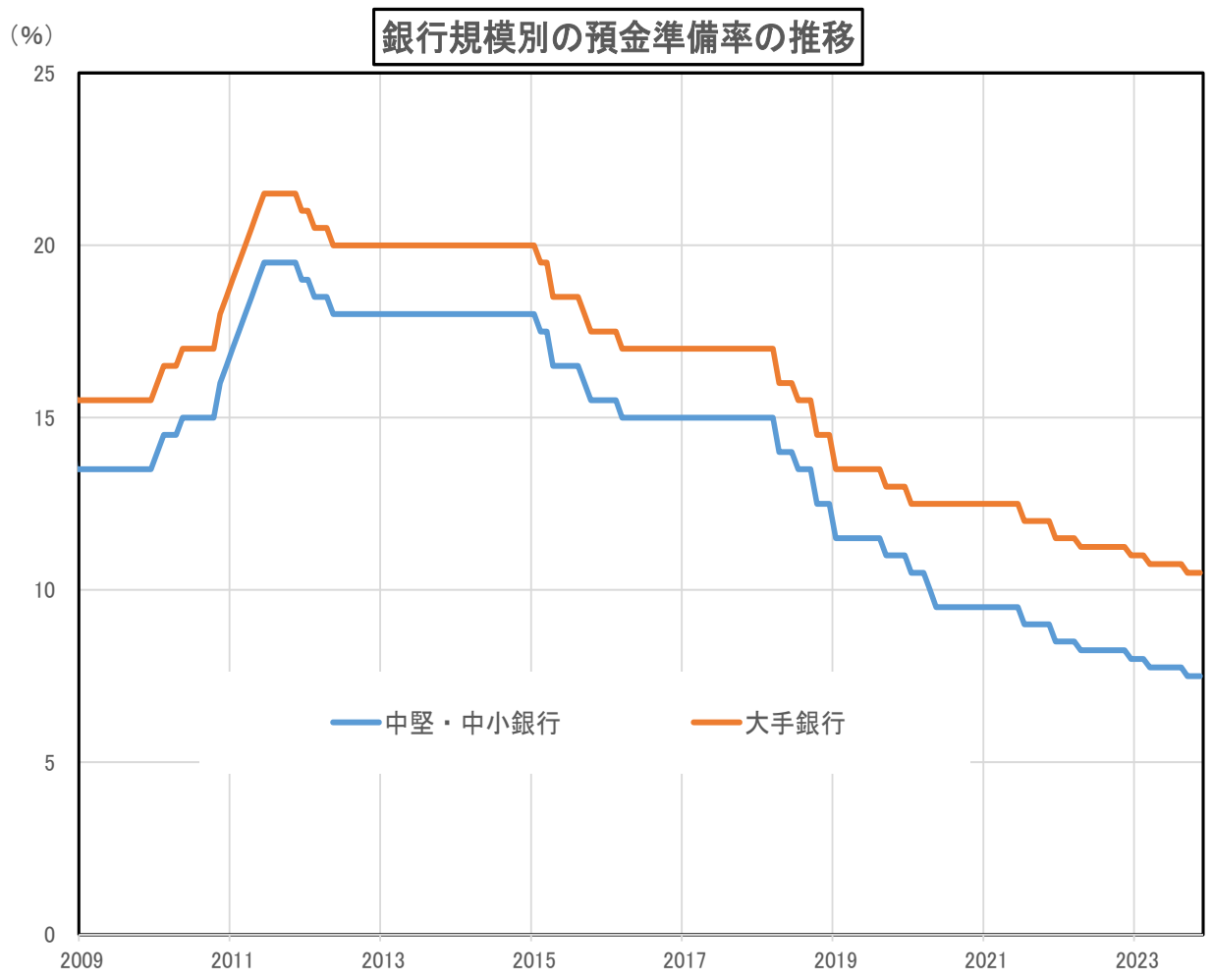


（資料）Windデータをもとに作成

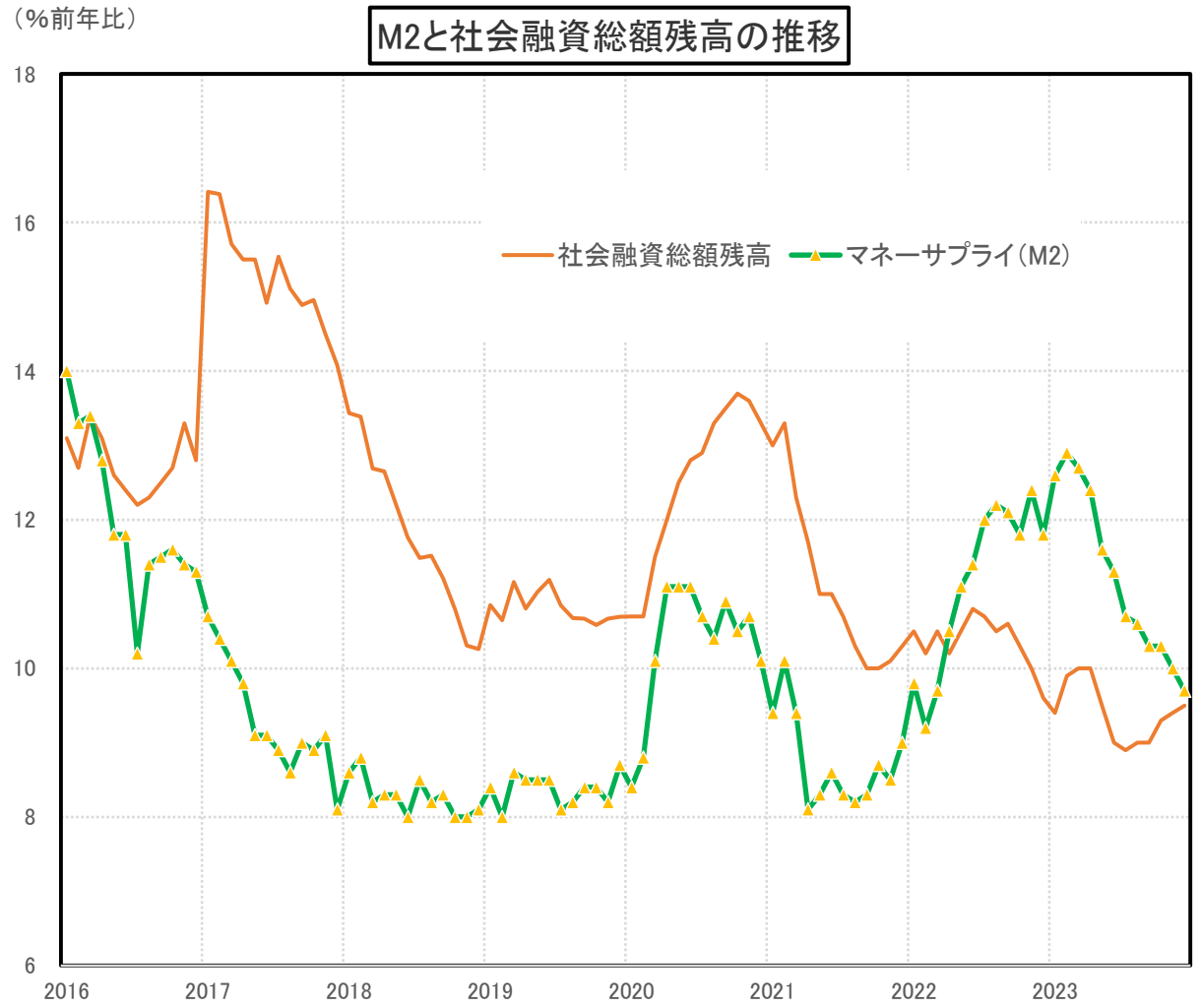


（資料）中国人民銀行、Windより作成、四半期別データ、直近は23年7～9月期。

■ 預金準備率の引き下げ

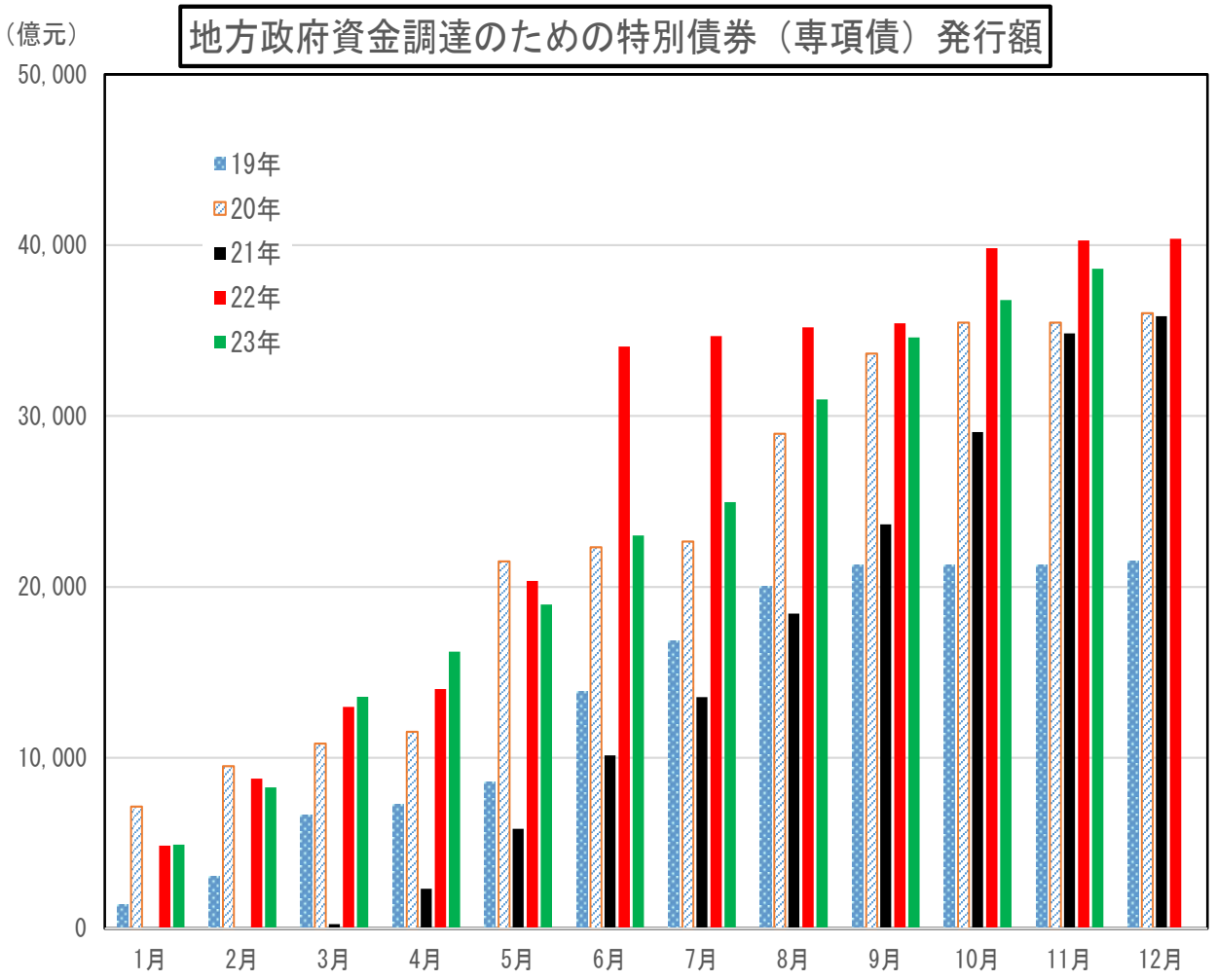


（資料）中国人民銀行、Windより作成

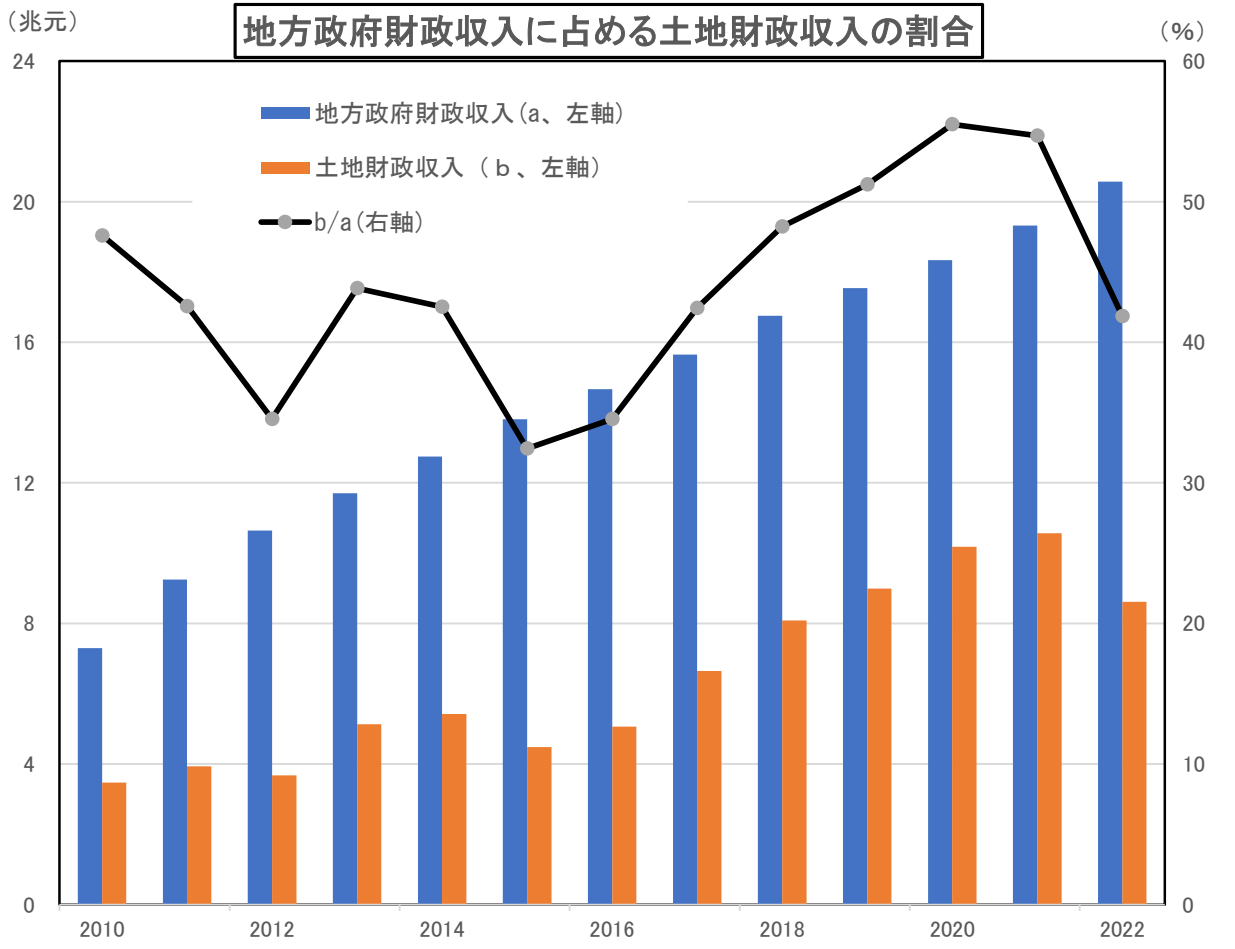


（資料）中国人民銀行、Windより作成、直近は23年12月。

■ 厳しさを増している地方財政

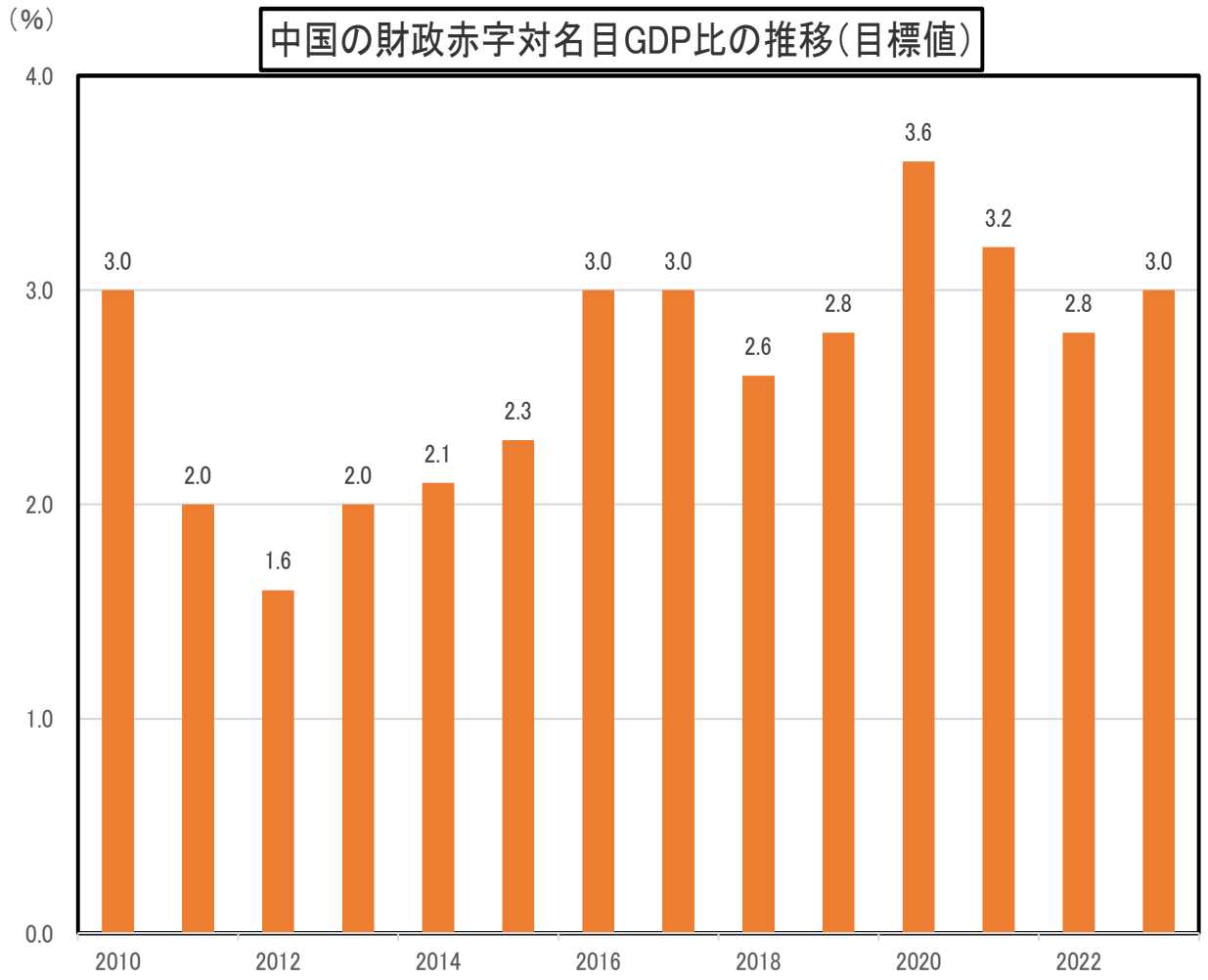


（資料）財政部、Windデータより作成、年初来累計値。

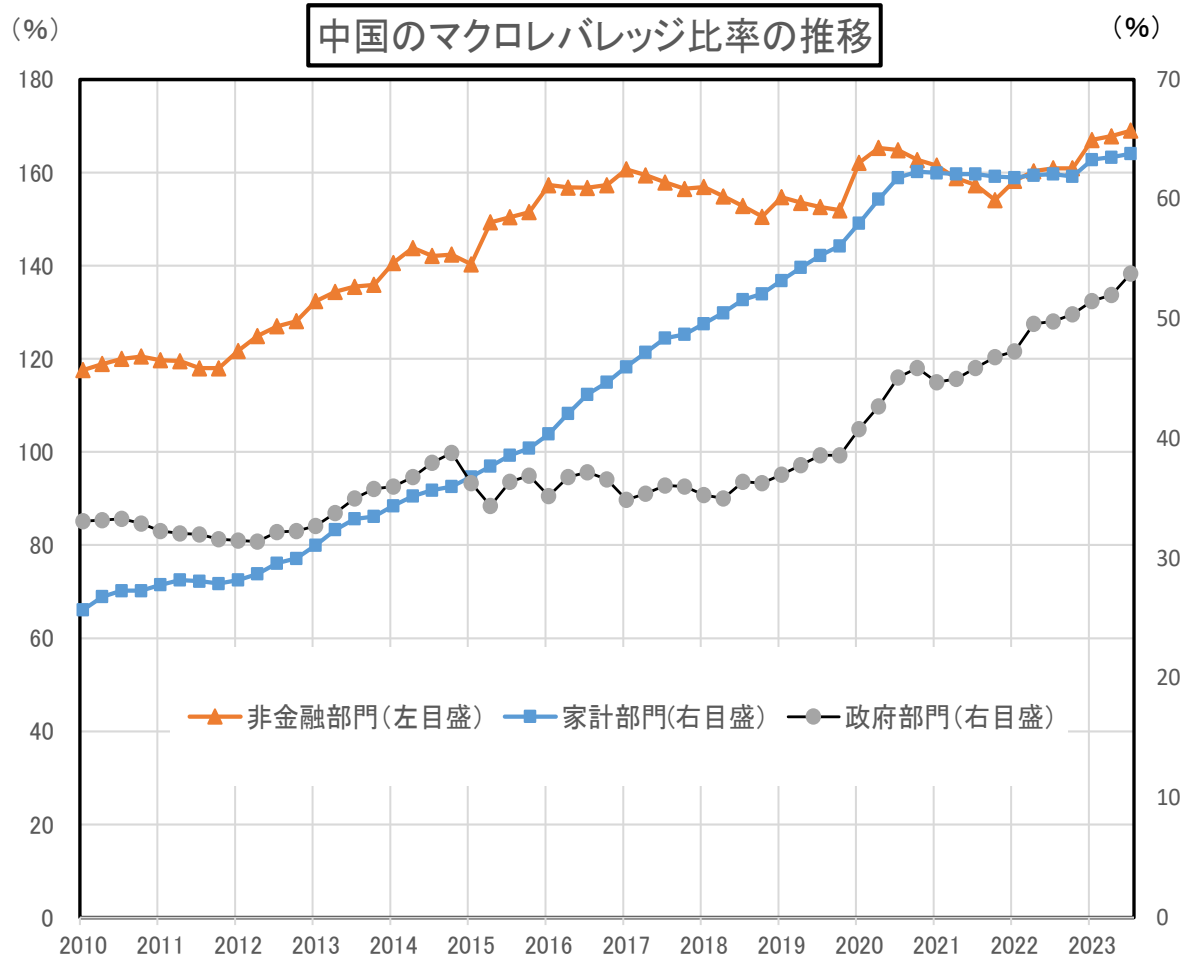


資料　中国財政部、Windにより作成
（注）1　地方政府財政収入は地方財政調節基金及び使用繰越・余剰を含まない。
　　2　土地財政収入は国有土地使用権譲渡収入＋土地関連税収入

■ 24年の財政赤字比率（目標値）は3%を超える可能性が高い



(資料)財政部、Windデータより作成



(資料)中国社会科学院、Windより作成
(注)四半期データ、マクロレバレッジ比率＝債務対GDPの比率。

24年の経済運営基本方針と財政金融政策

23年の中央経済工作会議の概要

項目	主要内容
現状認識	・23年は、第 20 回党大会精神を全面的に貫くスタートの年であり、3 年間の新型コロナ感染症対策のステージ転換後、経済が回復・発展した 1 年であった。 ・有効需要が不足し、一部業種の生産能力が過剰で、社会の先行き期待が弱く、潜在リスクが依然かなり多く、国内大循環に目詰まりが存在し、外部環境の不透明性や不確定性が増大している。 ・長期的には良くなるという基本的な傾向は変わっておらず、自信と底力を強めなければならない。
経済運営の基本方針	・安定の中で前進を求め、前進により安定を促し、先に新制度を打ち立ててから旧制度を廃止することを堅持し、先行き期待の形成・成長・雇用の安定に有益な政策を多く打ち出し、発展方式の転換・構造調整・質の向上・収益の増大の面で積極的に前進を目指し、安定の中での好転の基礎を不断に強固にしなければならない。 ・マクロ政策のカウンターシクリカル・クロスシクリカルな調節を強化し、「積極的財政政策」と「穏健な金融政策」を引き続き実施し、政策手段の革新と協調・連携を強化しなければならない。
財政政策	・積極的財政政策は適度に拡充し、質と効果を高めなければならない。財政政策の余地を活用し、資金効率と政策効果を高めなければならない。財政支出構造を最適化し、国家重大戦略任務への財政力保障を強化する。 ・地方政府特別債を資本金に充てる範囲を合理的に拡大する。構造的な減税・費用引下げ政策をしっかり実行に移し、科学技術イノベーションと製造業の発展を重点的に支援する。 ・移転支出資金の監督管理を厳格化し、財政規律を厳格にする。財政の持続可能性を増強し、末端の「基本民生・給与・運営保障」の最低ラインをしっかり確保する。一般的支出を厳しく抑制する。党・政府機関は倹約を習慣づけなければならない。
金融政策	・穏健な金融政策は柔軟・適度で精確・有効でなければならない。流動性の合理的充足を維持し、社会融資規模・マネーサプライを経済成長と物価水準予期目標と釣り合わせる。 ・金融政策手段の総量と構造的な機能をしっかり発揮させ、ストックを活性化し、効果を高め、金融機関が科学技術イノベーション、グリーン転換、中小・零細企業向けイ ンクルーシブファイナンス、デジタル経済等に対する支援を強化するよう誘導する。 ・社会の資金調達コストの安定の中での低下を促進し、人民元レートの合理的な均衡水準での基本的安定を維持する。
政策実施について	・マクロ政策は方向の一致性を増強しなければならない。財政・金融・雇用・産業・地域・ 科学技術・環境保護等の政策間の協調・連携を強化し、経済以外の政策をマクロ政策の方向の一致性の評価に組み入れ、政策統一感を強化し、同方向に力を発揮し、シナジーの形成を確保する。経済の宣伝と世論の誘導を強化する。

（資料）新華社をもとに作成。

24年の主な取組み事項

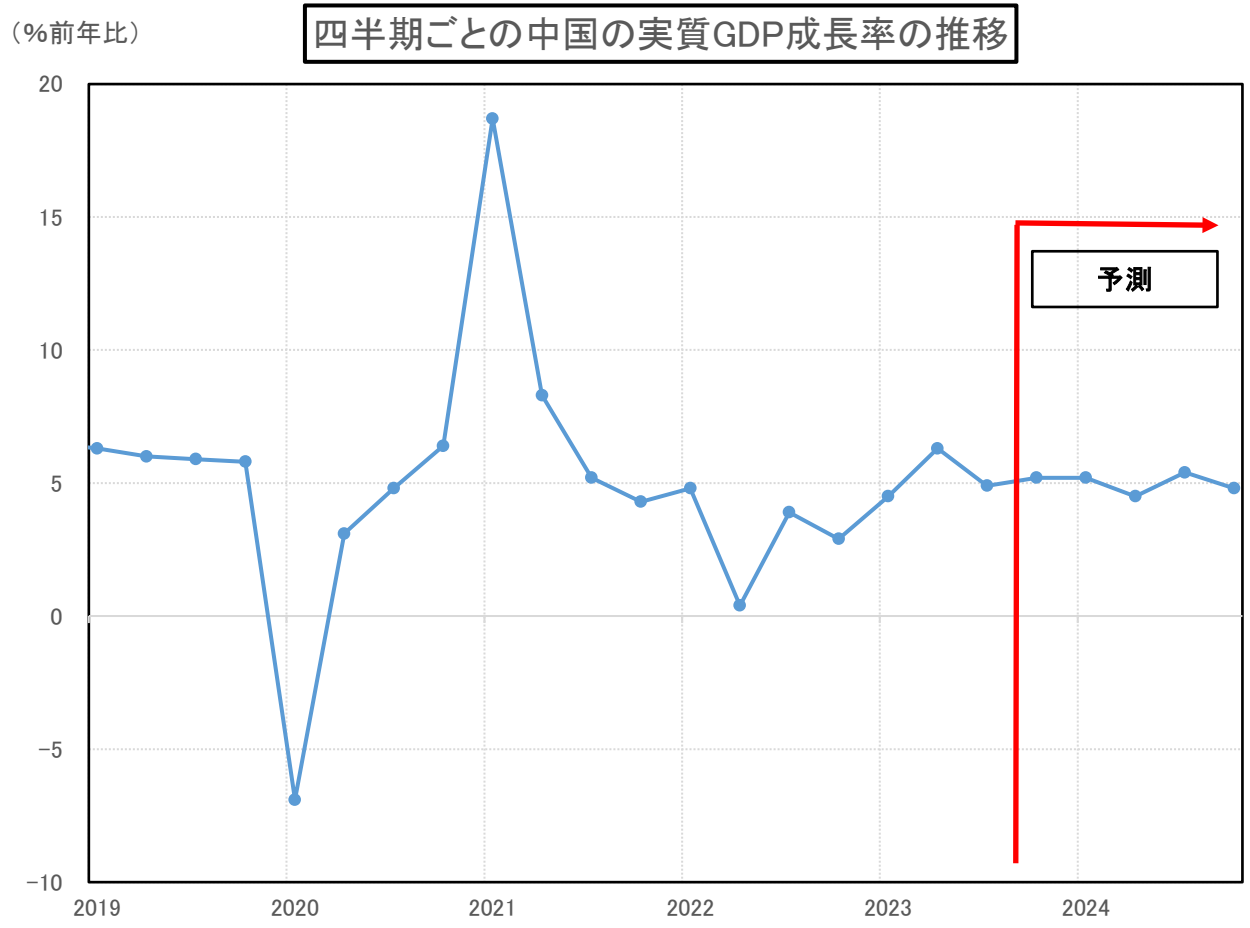
中央経済工作会議で示された24年の主な取組み事項

①産業	科学技術イノベーションにより現代化産業システムを構築する。
②国内需要	国内需要の拡大に力を入れる。潜在能力のある消費を喚起し、有効な投資を拡大し、消費と投資が相互促進する循環を形成しなければならない。
③制度改革	重点分野の改革を深化させる。
④対外開放	ハイレベルの対外開放を拡大する。
⑤リスク	・重点分野のリスクを引き続き有効に防止・解消する。 不動産・地方債務・中小金融機関等のリスクを解消し、違法な金融活動を厳しく取り締まり、システミックリスクが発生しない最低ラインを断固しっかり守らなければならない。 ・不動産リスクを積極的かつ適切に解消し、異なる所有制不動産企業の合理的な資金調達需要を差別なく満足させ、不動産市場の健全な発展を促進する。不動産発展の新モデルの構築を加速する。 ・「保障性住宅の整備」、「平時・不測時両用公共施設の整備」、「城中村再開発」（発展から取り残された旧市街地の改造の）という「3 大プロジェクト」を早急に推進する。 ・地方債務のリスク解消と安定的発展を目指し、経済大省は大きな役割を 果たし、全国経済の安定のためにより大きな貢献を行わなければならない。
⑥「三農」	・「三農」政策をしっかり取り組むことを堅持する。農業強国の建設に向けて農村の全面振興を推進し、国家食糧安全を確保 し、大規模な貧困逆戻りを発生させない最低ラインを確保し、農村産業の発展水準・農村インフラの整備・農村ガバナンス水準の向上を重点とし、農民の所得増加を促進し、暮し・仕事に適した美しい農村を建設する。 ・いささかも手抜きなく食糧等重要な農産品の安定・安全な供給にしっかり取り組み、食糧生産・消費地域の省間の横断的な利益補償メカニズムを模索・確立し、耕地の占有・補償の バランス制度を改革・整備し、高基準の農地建設への投入基準を高める。
⑦都市化	都市・農村の融合、地域の協調発展を推進する。新しいタイプの都市化と農村の全面振興を有機的に結びつけ、各種要素の双方向の流動を促進し、県域を重要な受皿とした新しいタイプの都市化建設を推進し、都市・農村の融合発展の新たな枠組を形成しなければならない。
⑧グリーン	生態文明建設とグリーン・低炭素発展を深く推進する。 美しい中国のモデル区を建設し、グリーン・低炭素発展の拠点を作り上げる。二酸化炭素排出のピークアウト・カーボンニュートラルを積極的かつ適切に推進し、グリーン・低炭素のサプライチェーンを早急に作り上げる。 青い空・きれいな水・清浄な土壌防衛戦を引き続き深くしっかり闘う。エコ製品の価値実現メカニズムを整備し、集団林権制度改革を実施する。新しいタイプのエネルギーシステムの建設を加速し、資源の節約・集約・循環・高効率利用を強化し、エネルギー・資源の安全保障能力を高める。
⑨民生	民生を確実に保障・改善する。 雇用優先の方向性をより際立たせ、重点層の雇用の安定を確保する。出産支援政策体系の整備を加速し、シルバー経済を発展させ、人口の質の高い発展を推進する。

（資料）新華社をもとに作成。

■ 経済見通し：緩やかな経済回復が続き、24年は前年比5％成長と予測

―不動産市場の調整がしばらく続くと見込まれるものの、消費の持ち直し基調は続く可能性が高いことや、追加国債発行（１兆元）などの拡張的な財政政策に伴う景気押し上げ効果が期待できるほか、追加金融緩和も予想されることから、緩やかな経済回復が続き、24年は前年比5.0％と予測



（資料）中国国家統計局、Windより作成・予測

24年中国成長率見通しの状況

予測機関	成長率見通し（前年比％）	予測時点
西部証券	4.8	2024/1/12
UBS証券	4.4	2024/1/6
浦銀国際	4.7	2024/1/6
興業証券	4.8	2024/1/4
国信証券	*5.2*	2024/1/2
信達証券	4.8	2023/12/29
銀河証券	5.2	2023/12/28
国開証券	5	2023/12/26
野村東方国際	*4.0*	2023/12/23
国海証券	5.0	2023/12/18
民生証券	4.5	2023/12/15
申万宏源	4.5 － 5	2023/12/14
農銀国際	5.0	2023/12/14
長城証券	5.0	2023/12/14
平安証券	4.8	2023/12/13
中国銀行	5.0	2023/12/13
＊中国科学院	5.3前後	2024/1/9
OECD	4.7	2023/11/29
IMF	4.6	2023/11/7
世界銀行	4.5	2024/1/9
ADB	4.5	2023/12/13

（資料）Windほかより作成

■ 不動産デベロッパーの高負債への対策

- 人民銀行と住宅・都市農村建設部（中央省庁）は、「不動産は住むもので、投機をするものではない」という政策方針の下：
  - ■20年8月、不動産デベロッパーに対して、負債にかかわる「3つのレッドライン」と融資規制とを結びつける厳しい監督管理を取り始めた
  - ■さらに、21年1月から、金融当局は金融機関の不動産向け融資総量規制を導入し、不動産デベロッパーだけでなく、住宅ローンの利用者に対しても厳格な規制を行ってきた

不動産デベロッパーの有利子負債に対する規制

レッドライン抵触数	色表示	年間有利子負債伸び率上限（%）
ゼロ	緑	15
1	黄	10
2	橙	5
3	赤	増やしてはならない

資料　各種報道より作成

金融機関の不動産関連貸出の「集中度」に関する規制

	金融機関業態	不動産関連貸出残高の対総貸出残高比率の上限（%）	個人向け住宅ローン残高の対総貸出残高比率の上限（%）
1	大手銀行(7行)	40.0	32.5
	中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国郵政貯蓄銀行、交通銀行、国家開発銀行		
2	中堅銀行（17行）	27.5	20.0
	招商银行、中国农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行		
3	中小銀行と非県域の農村金融機関	22.5	17.5
	うち　中堅銀行以外の都市商業銀行と民営銀行		
	うち　大中都市・都市部の農村金融機関		
4	県域の農村金融機関	17.5	12.5
5	村鎮銀行	12.5	7.5

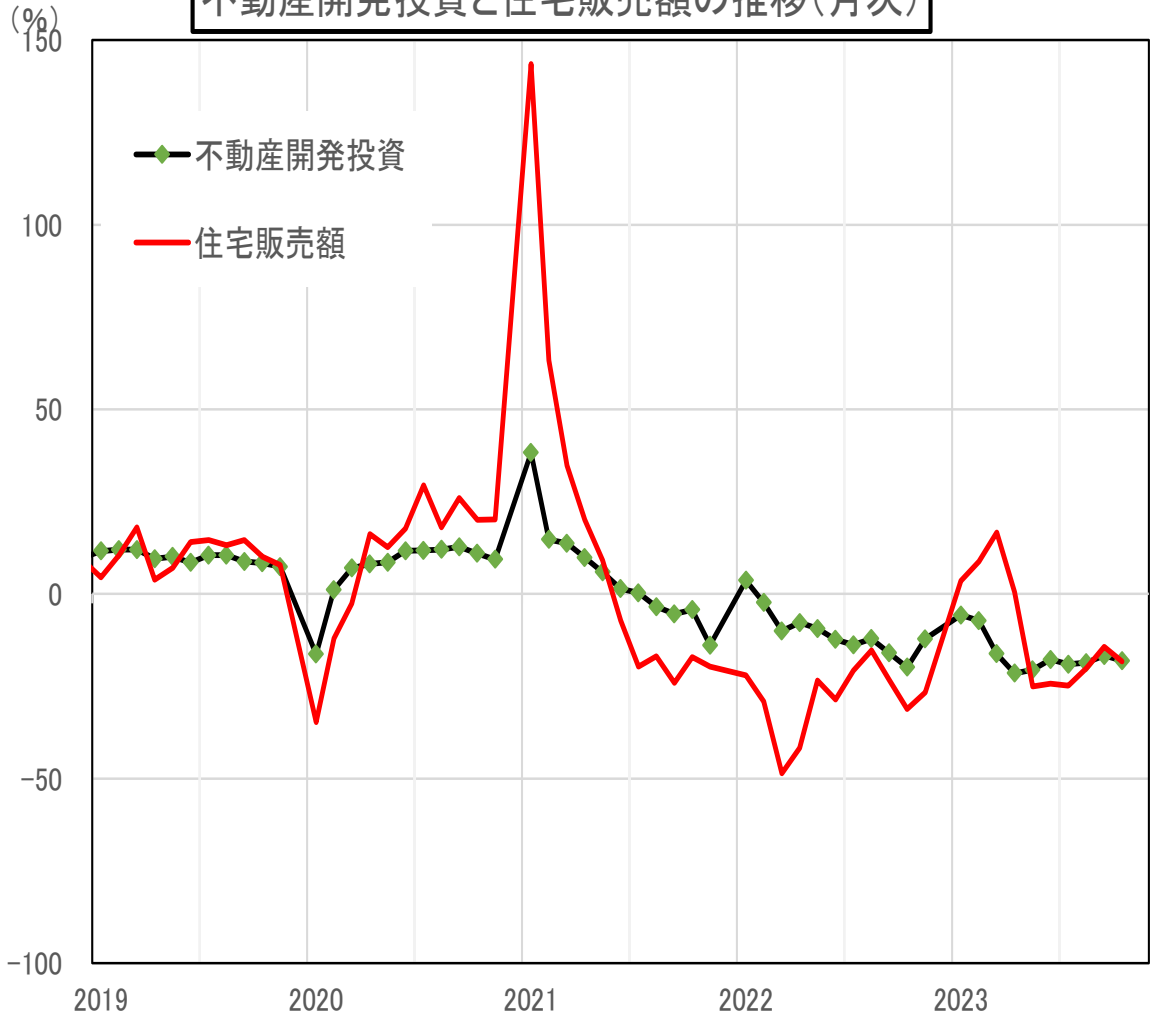
資料　中国人民銀行、旧銀保会をもとに作成

（注）1　農村金融機関は農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社が含まれる。

2　貸出は国内金融機関の人民元建て貸出である。

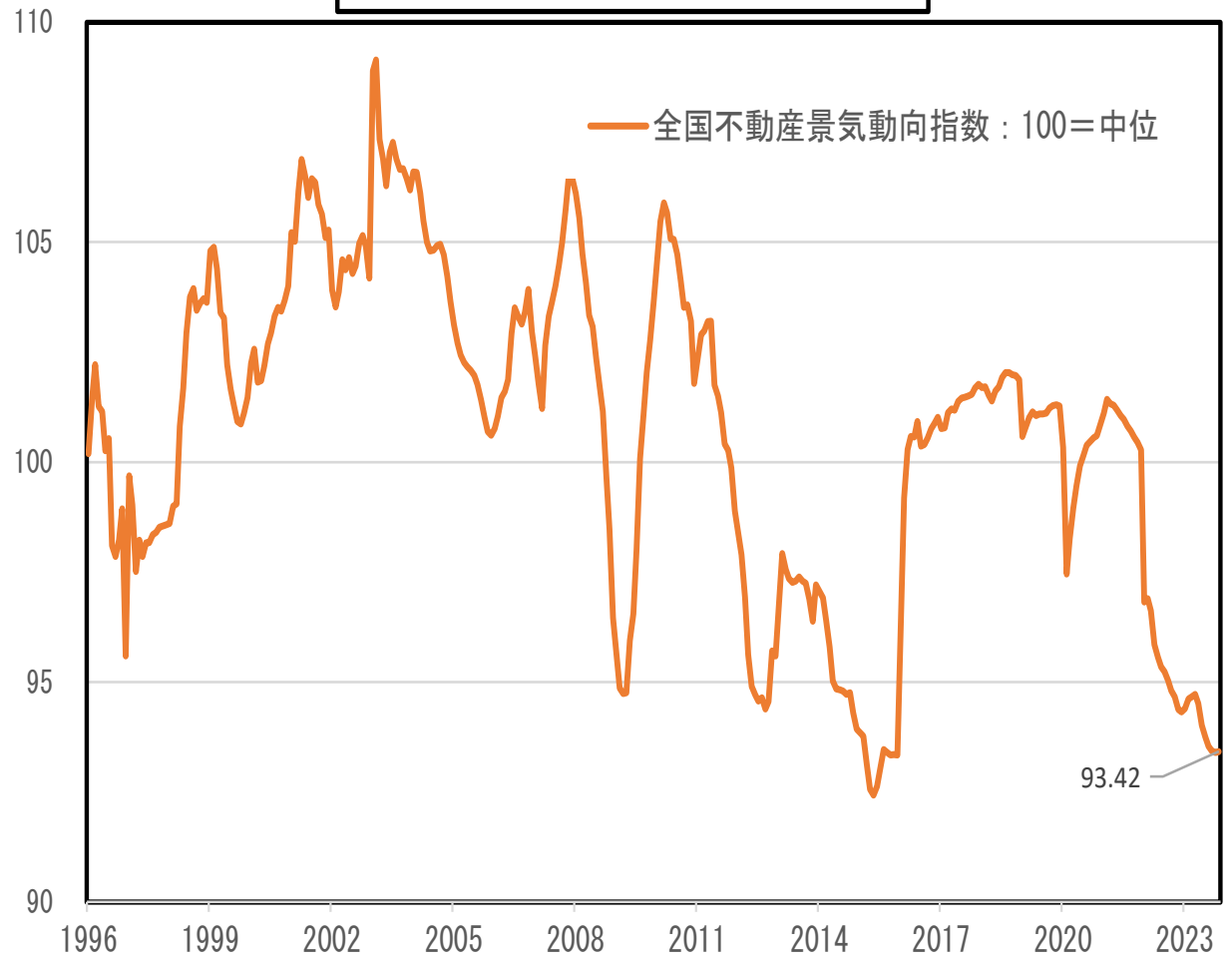
不動産市況

不動産開発投資と住宅販売額の推移(月次)



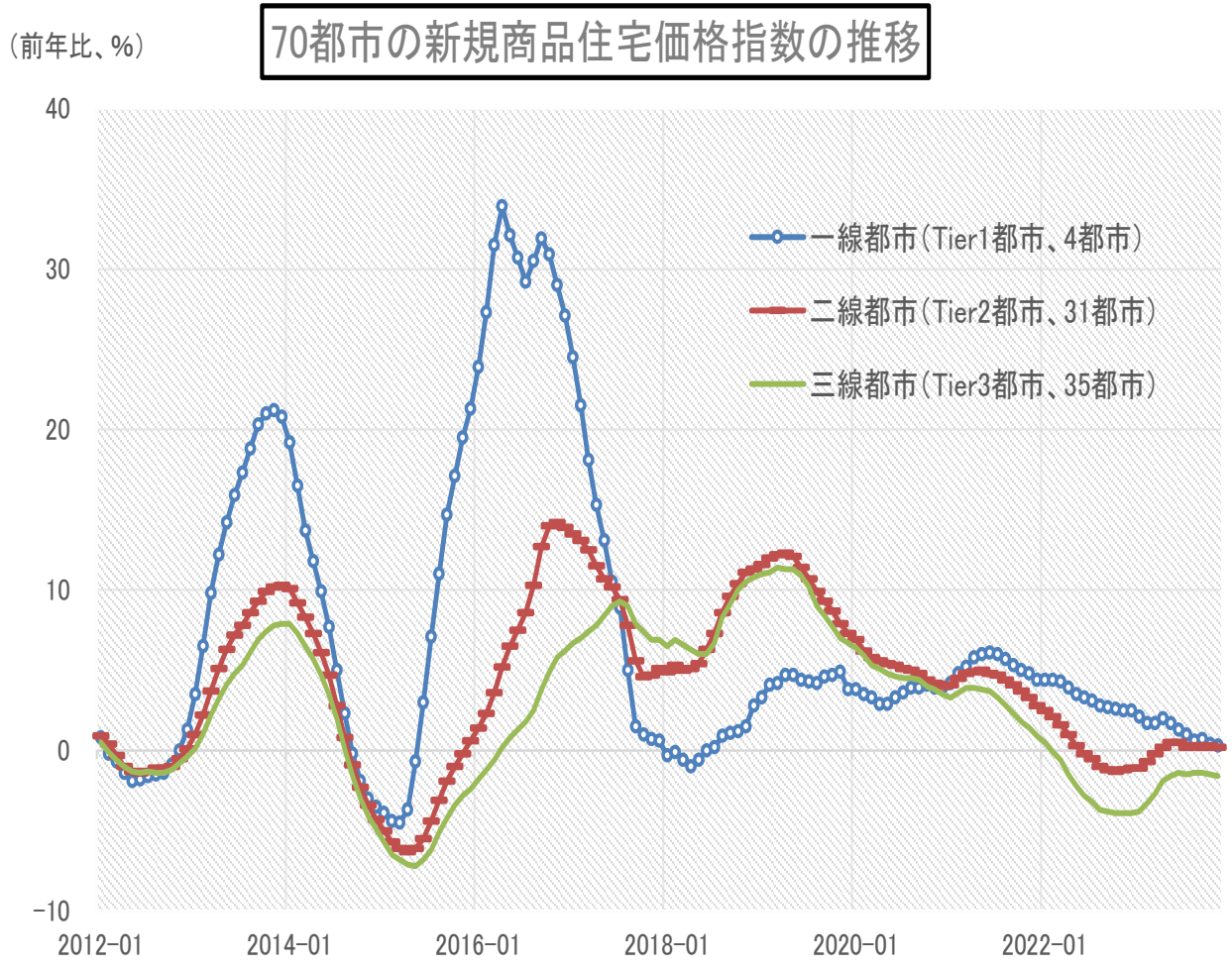
(資料)中国国家統計局、Windより推計、直近は23年11月。

全国不動産景気動向指数の推移



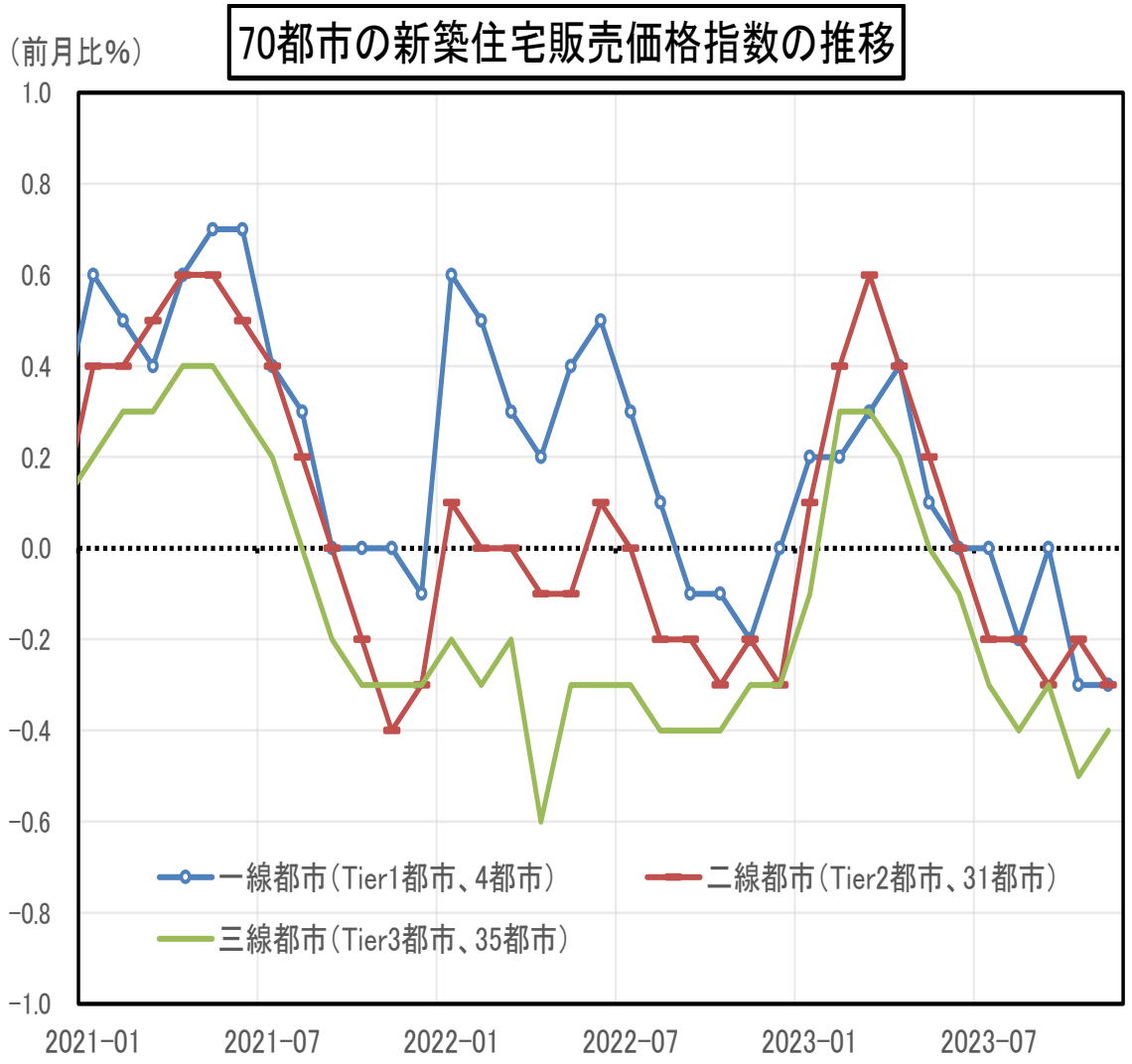
(資料) 中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。

70都市の新規商品住宅価格指数の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月

70都市の新築住宅販売価格指数の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年11月。

■ 段階的に強化される対策

―報道によると、金融当局（人民銀行＋国家金融監督管理総局＋証監会）による金融機関座談会（11月17日開催）で３つの「下回ってはいけないこと」が議論された模様

- ■ ①同会に出席した各銀行の不動産業向け貸出の伸び（増速）は銀行業全体の不動産業向け貸出の伸びの平均値を下回ってはいけないこと
- ■ 民間不動産デベロッパー関連貸出については、②各銀行の民間不動産デベロッパー向け貸出の伸びは自行の不動産業向け貸出全体の伸びを下回ってはいけないこと、③各銀行は民間不動産デベロッパーが開発した住宅に対して提供する個人向け住宅ローンの伸びが自行の個人向け住宅ローン全体の伸びを下回ってはいけないこと

－金融当局は、不動産デベロッパーへの銀行融資だけでなく、債券・株式発行による資金調達（3つの矢）を支援する方針で、多岐にわたる資金調達支援に転じつつあるとみられる。実際、住房城郷建設部・国家金融監督管理総局は、１月12日に「都市部の不動産融資に関する協調体制の構築にかかる通知」を発表した。そこに住宅建設などの管理を行う中央官庁と金融規制当局との連携強化を通じて不動産デベロッパーの合理的な資金調達を支援することが盛り込まれている

－また、23年12月14日に北京市と上海市でも住宅購入規制の緩和策が発表されたことを受けて、中古住宅市場においては「販売が好転しつつある」との報道もある

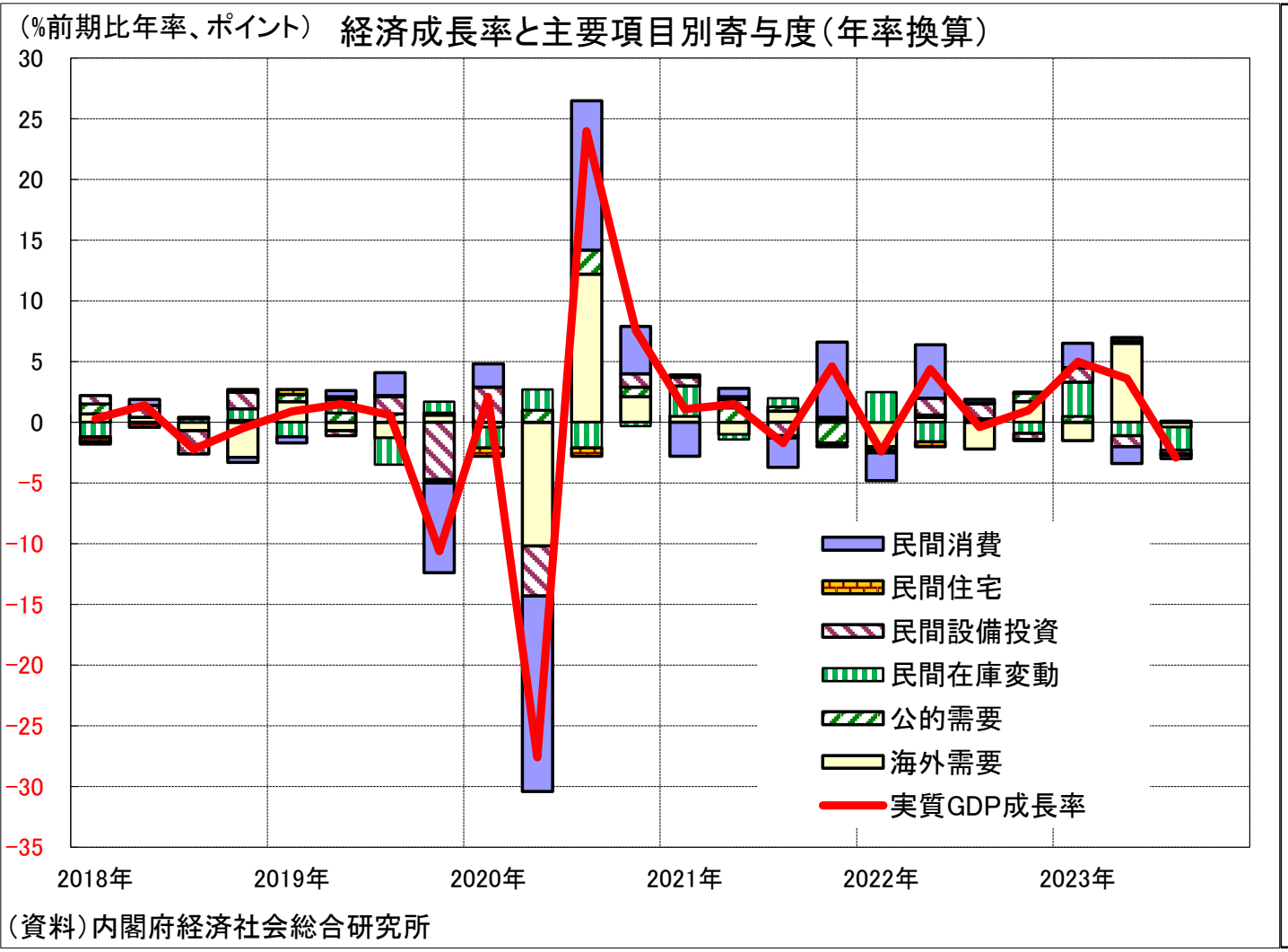
日本経済・金融政策の現状と展望

2024年1月17日

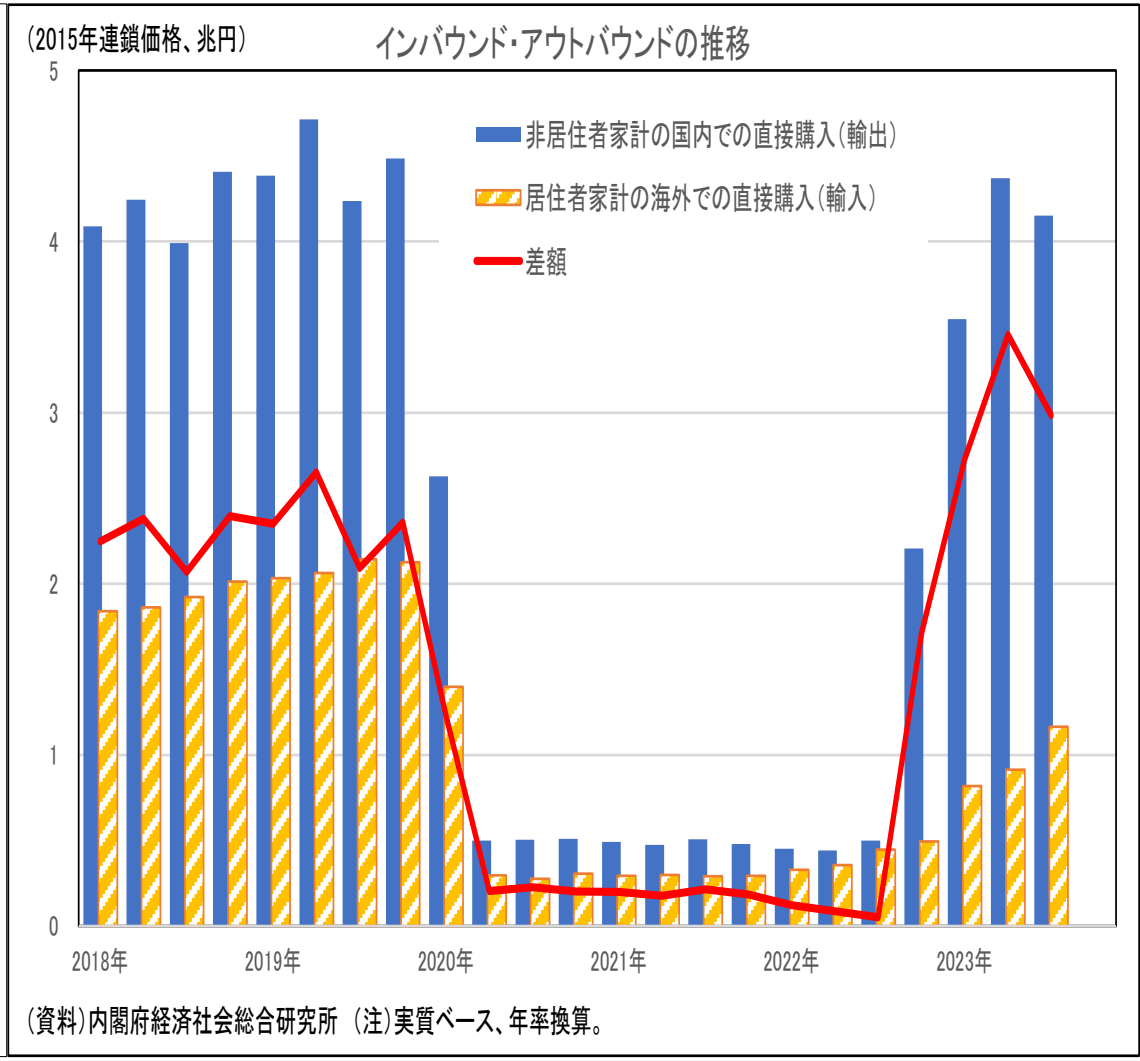
株式会社農林中金総合研究所
理事研究員　南武志

景気の現状（GDP）

■ 23年7～9月期は4期ぶりマイナス成長、23年度上期は民間最終需要の減少が継続



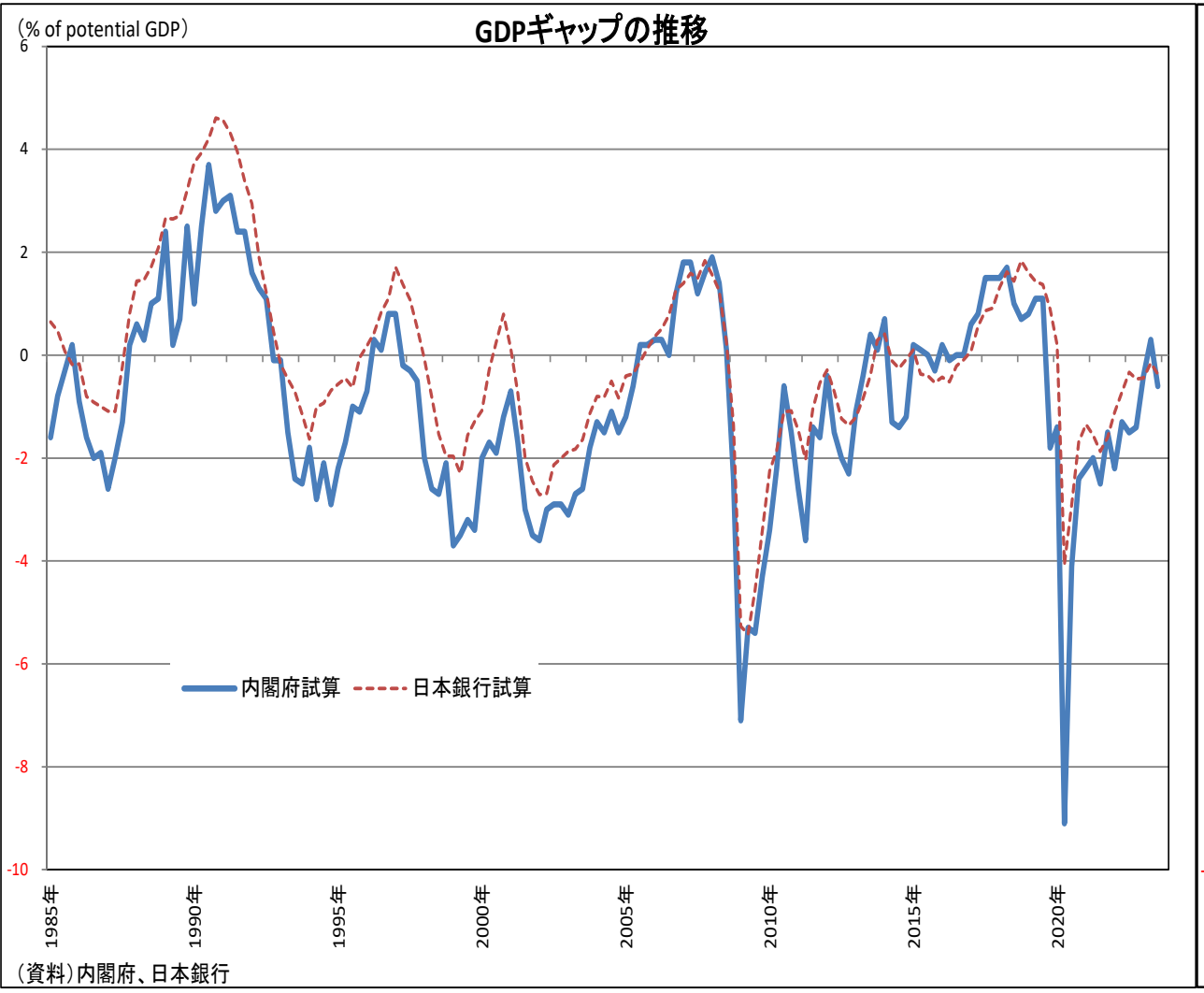
（資料）内閣府経済社会総合研究所

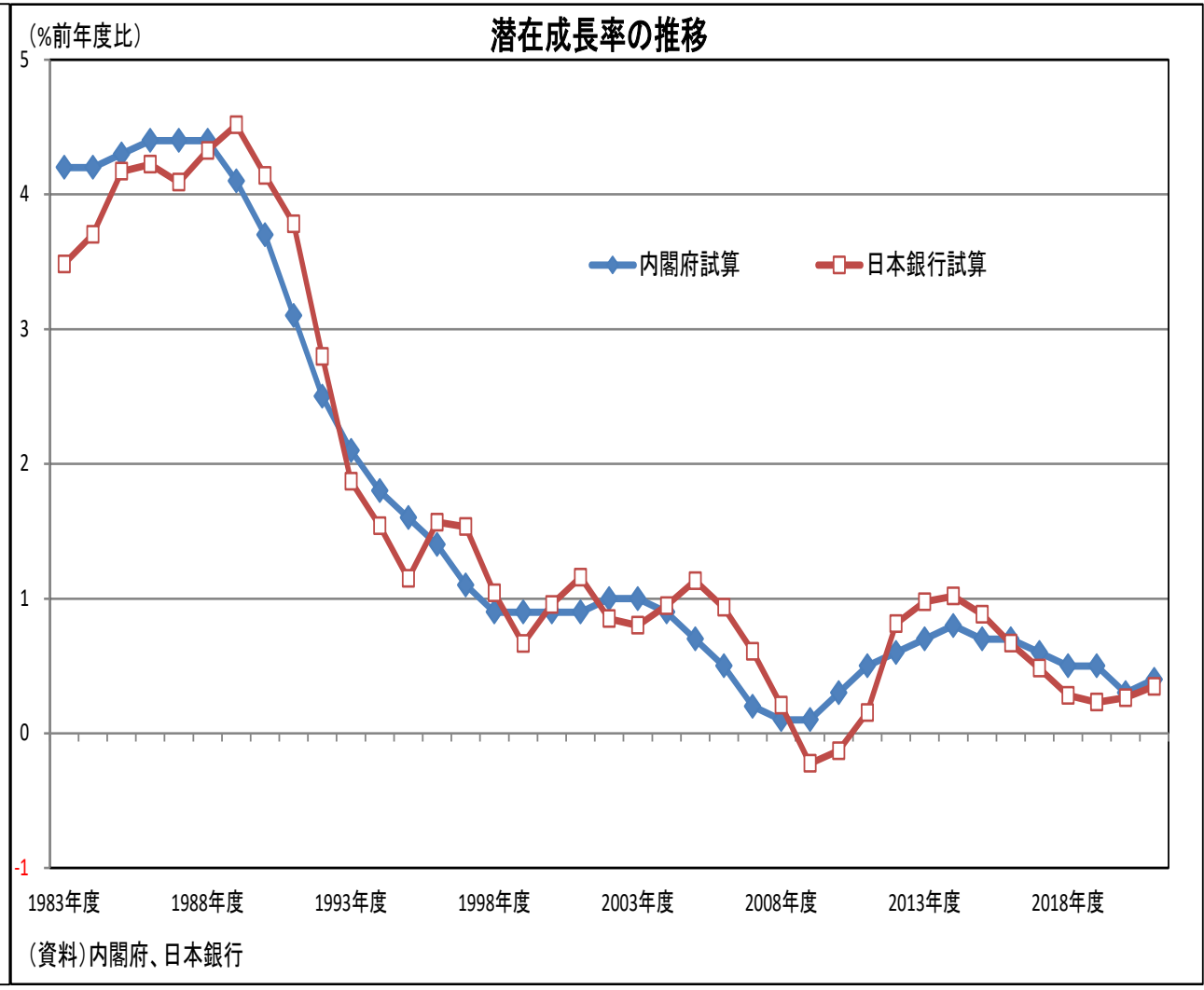


（資料）内閣府経済社会総合研究所 （注）実質ベース、年率換算。

国内景気の立ち位置

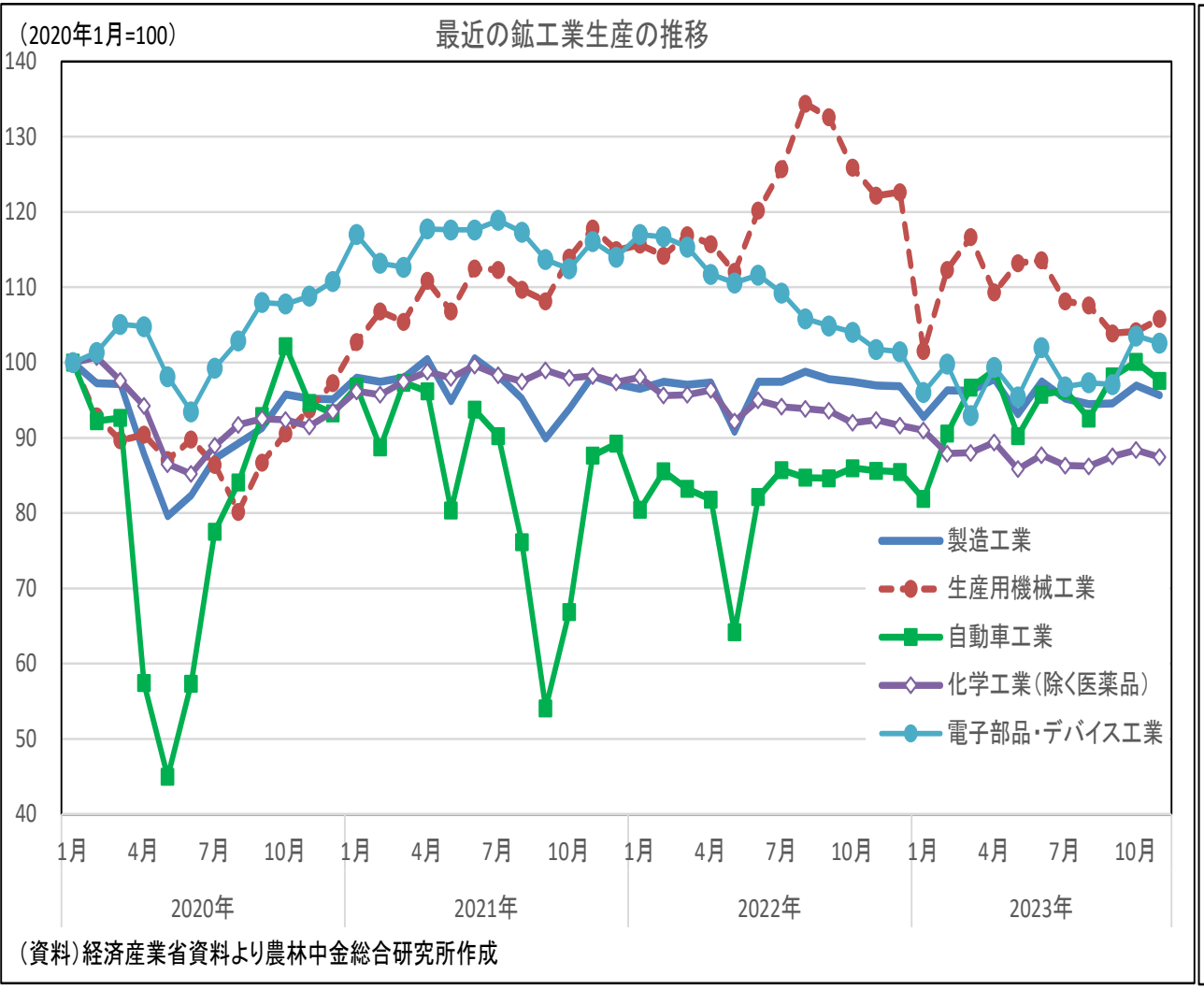
■ GDPギャップは過去の趨勢的水準近くまで改善



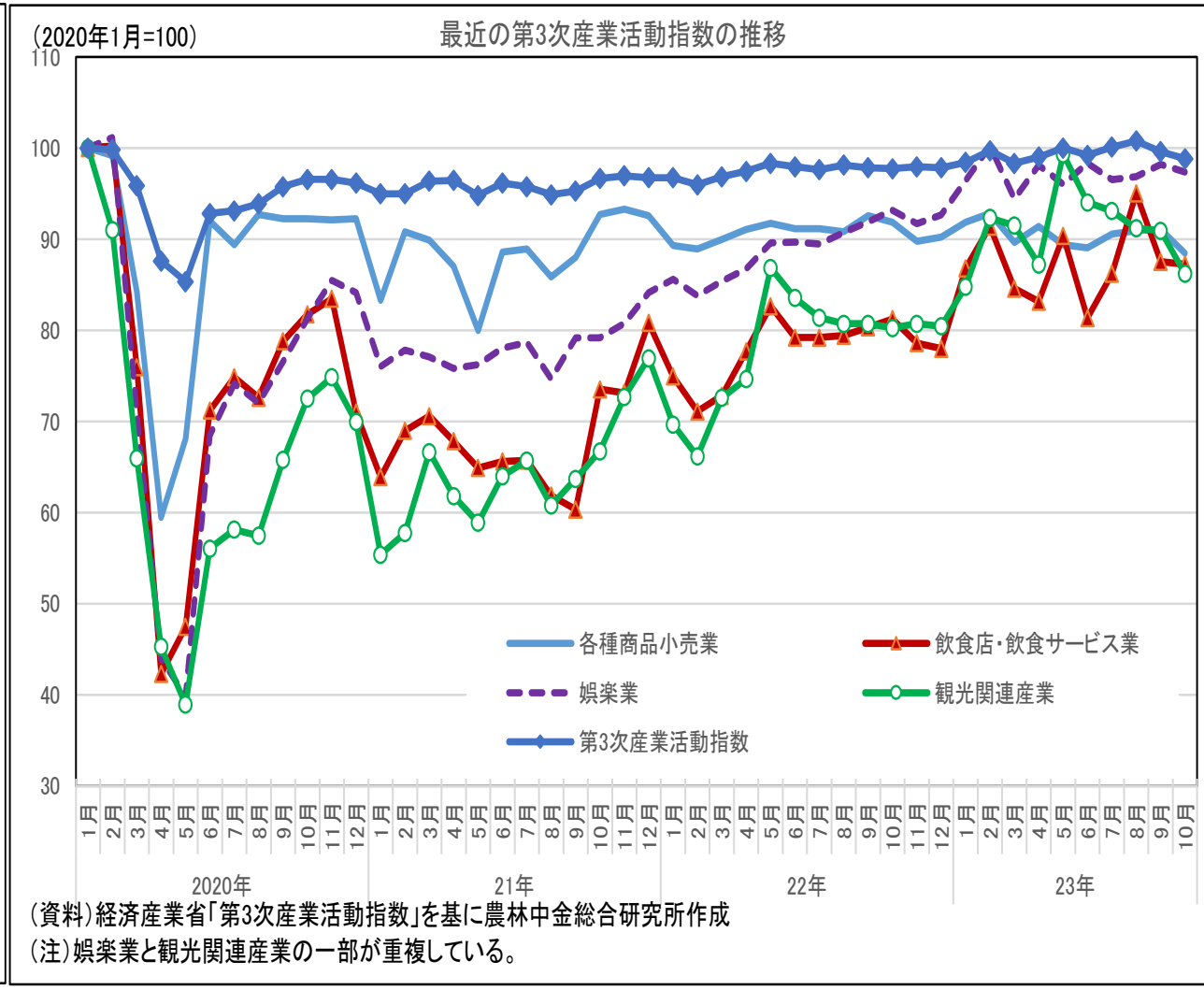


景気の現状（産業活動）

■ 盛り上がりに欠ける産業活動



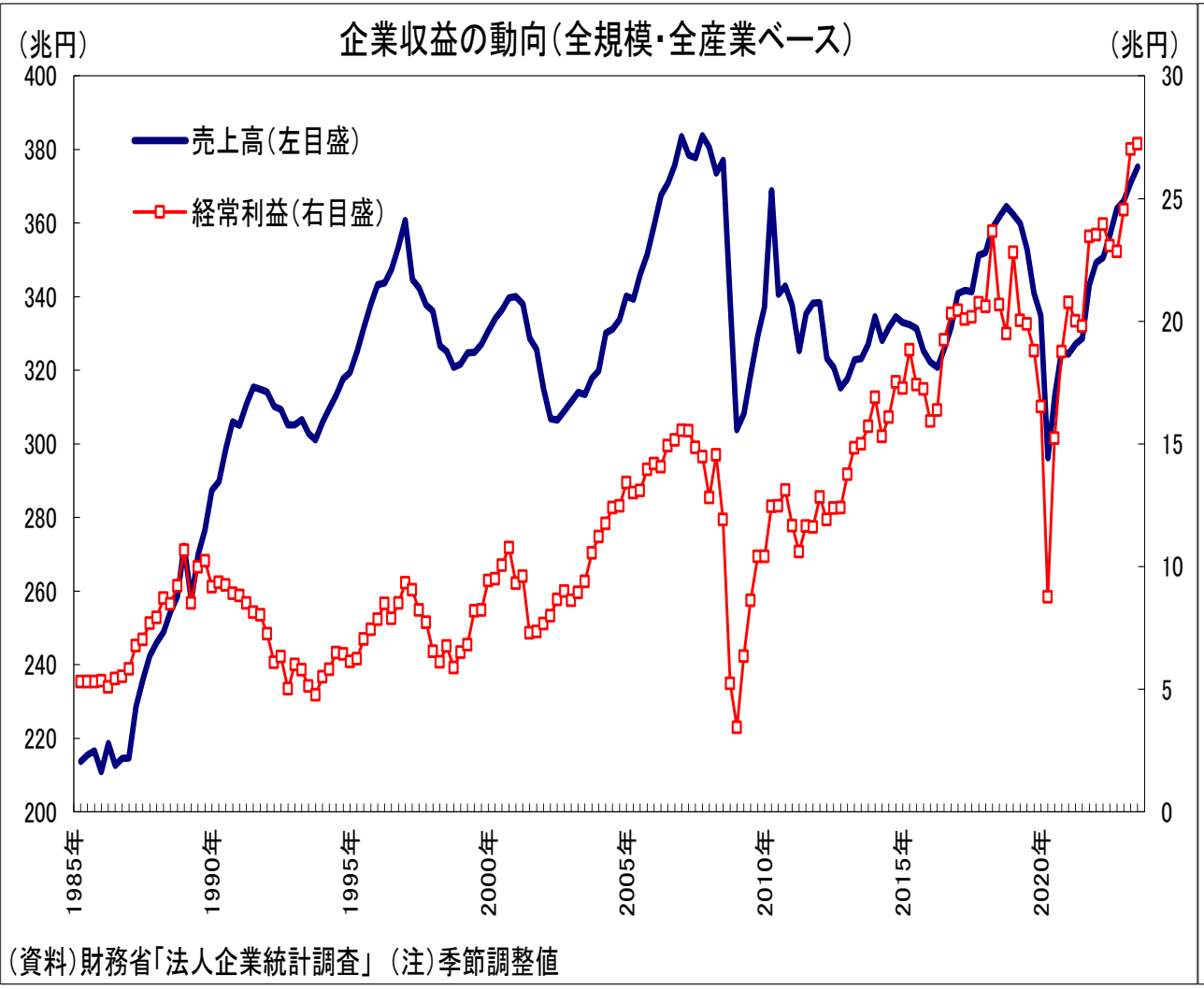
(資料)経済産業省資料より農林中金総合研究所作成



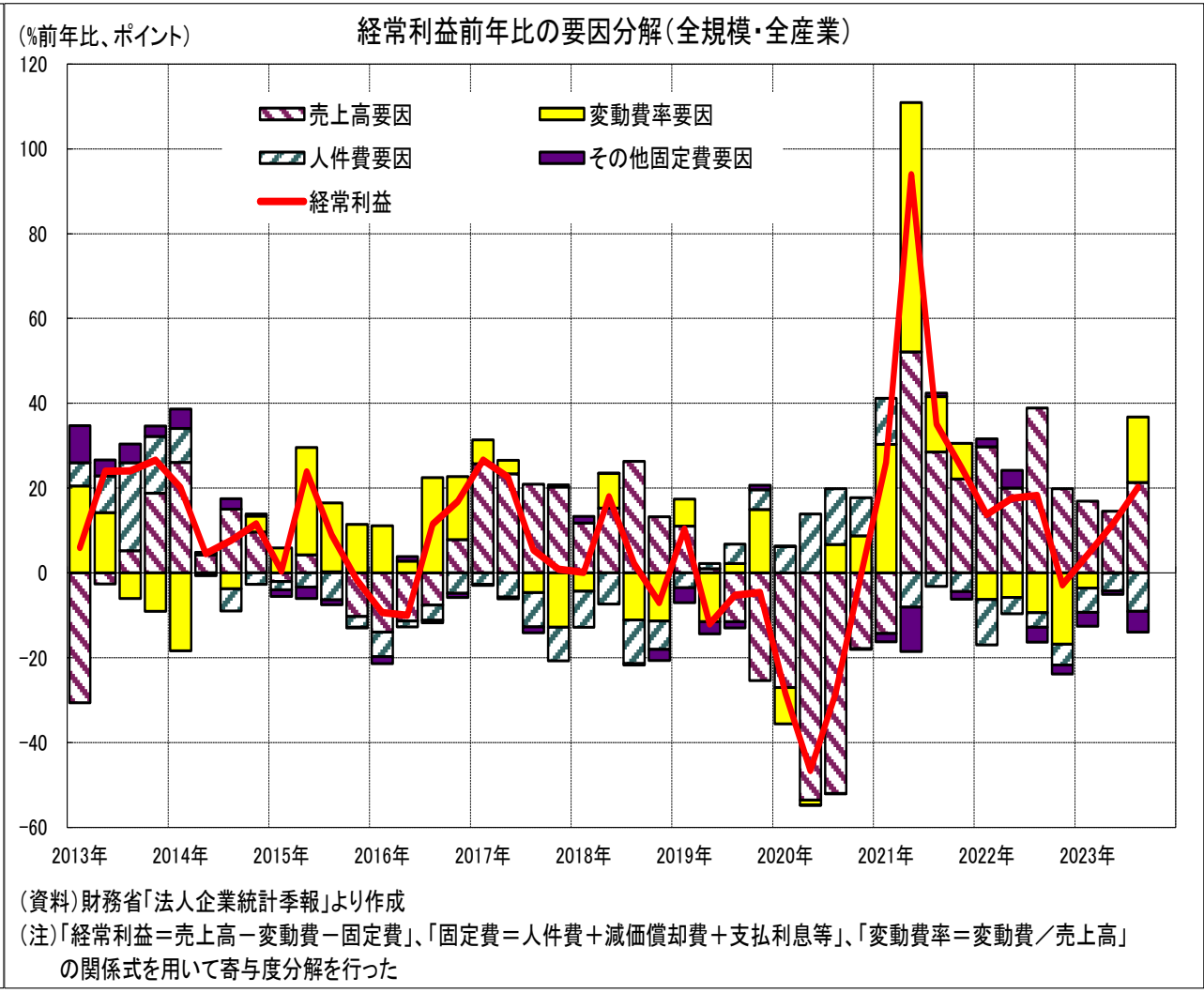
(資料)経済産業省「第3次産業活動指数」を基に農林中金総合研究所作成
(注)娯楽業と観光関連産業の一部が重複している。

景気の現状（企業業績）

■ 円安、投入コスト減少、価格転嫁の進展で業績改善

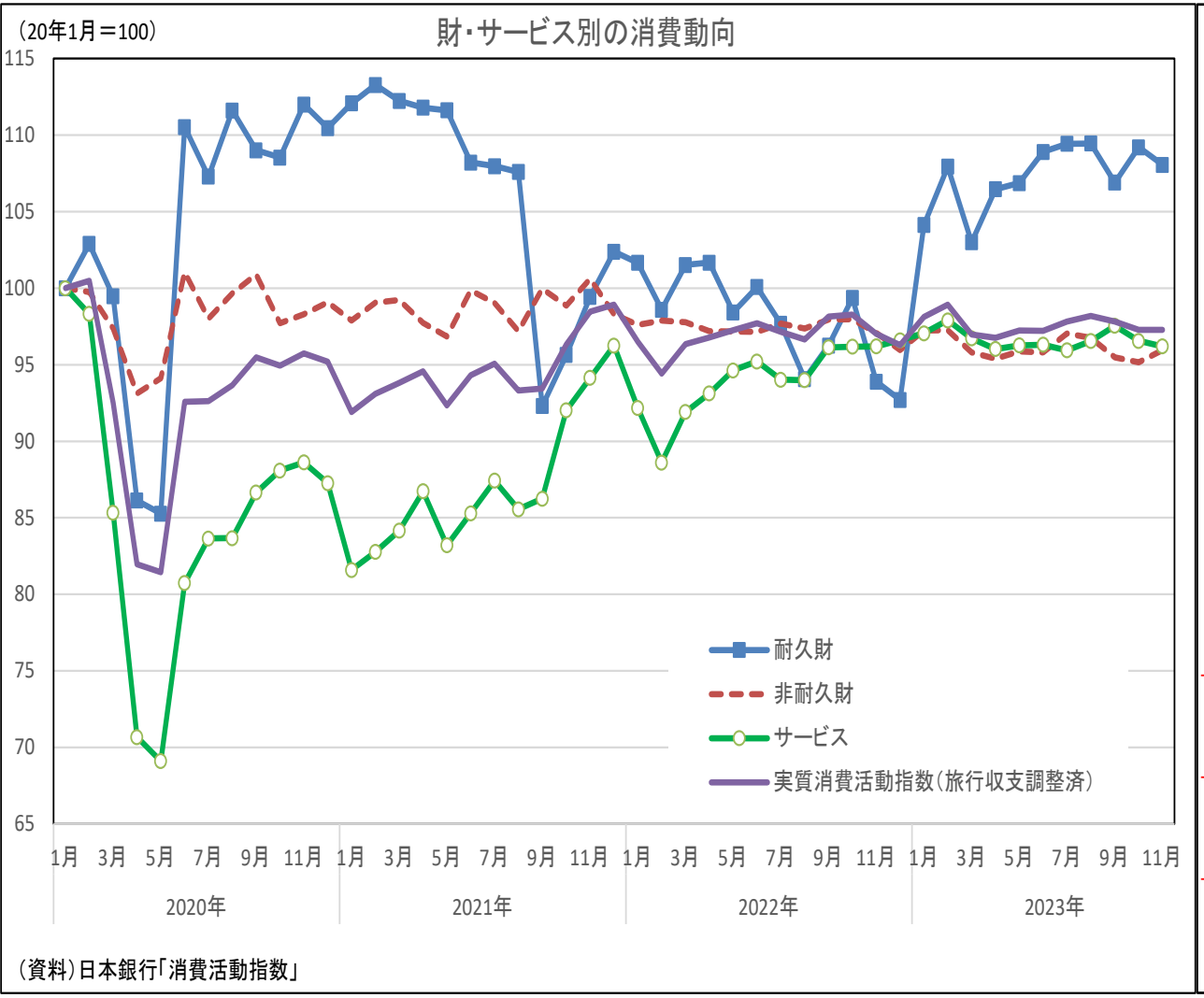


（資料）財務省「法人企業統計調査」（注）季節調整値

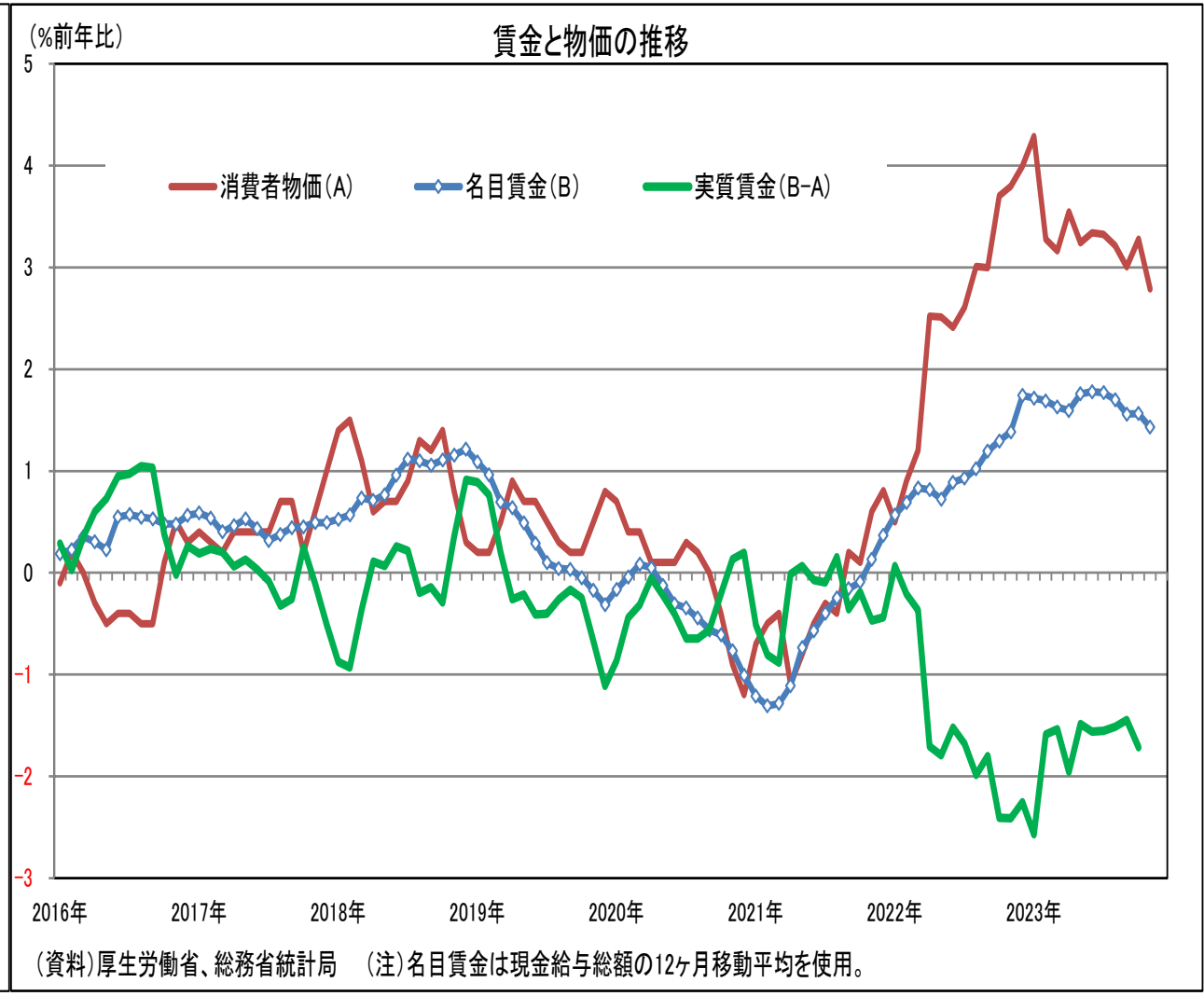


（資料）財務省「法人企業統計季報」より作成
（注）「経常利益＝売上高－変動費－固定費」、「固定費＝人件費＋減価償却費＋支払利息等」、「変動費率＝変動費／売上高」の関係式を用いて寄与度分解を行った

■ サービス消費持ち直しへの期待は高いが、物価高が消費全体の勢いを削いでいる



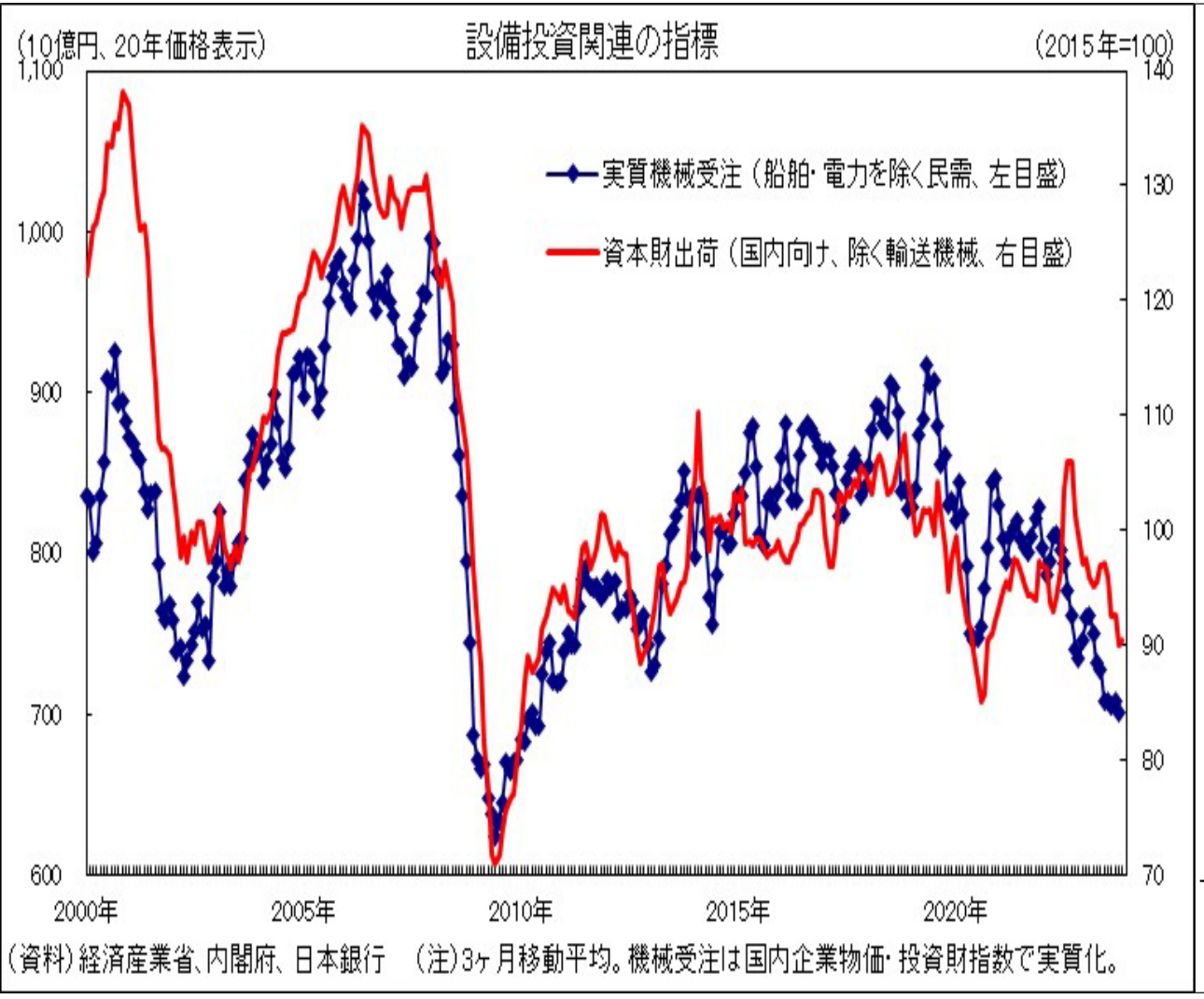
(資料)日本銀行「消費活動指数」



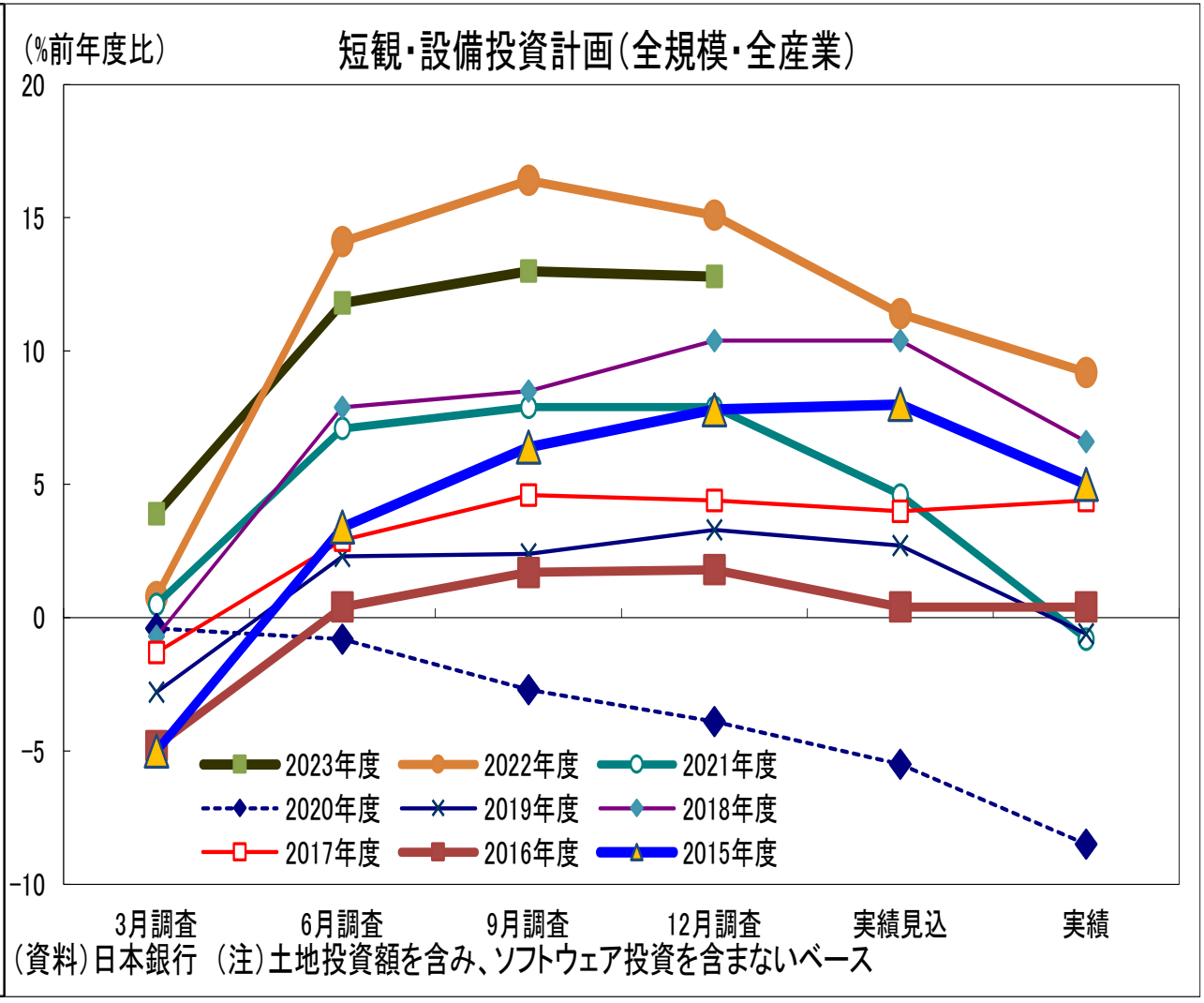
(資料)厚生労働省、総務省統計局　(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

企業設備投資

■ 23年度設備投資計画は堅調さを維持しているが、実際に設備投資には結びついてない

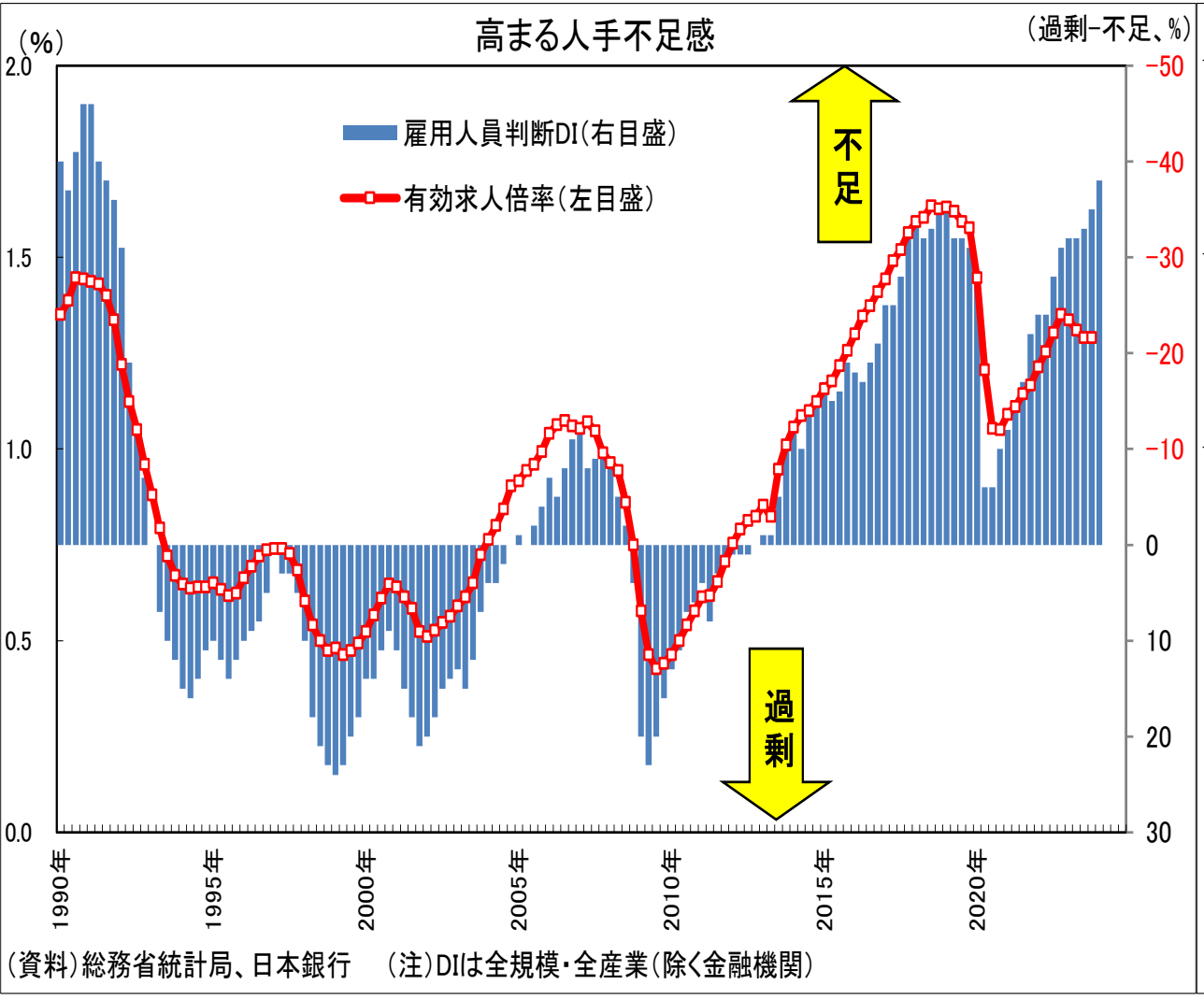


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行　(注)3ヶ月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

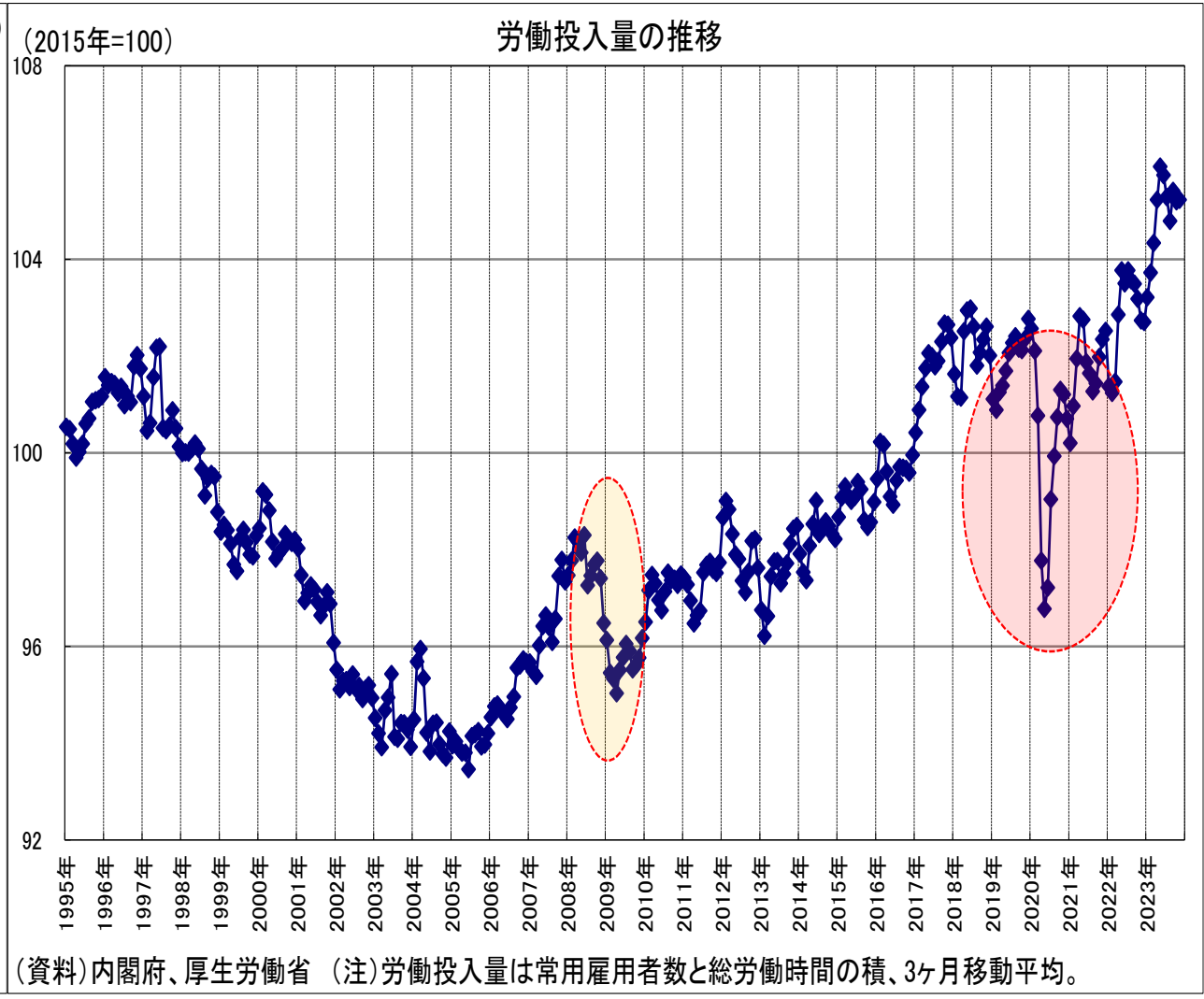


(資料)日本銀行　(注)土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

■ 人手不足感は根強いものの、足元で労働需要増に一服感も

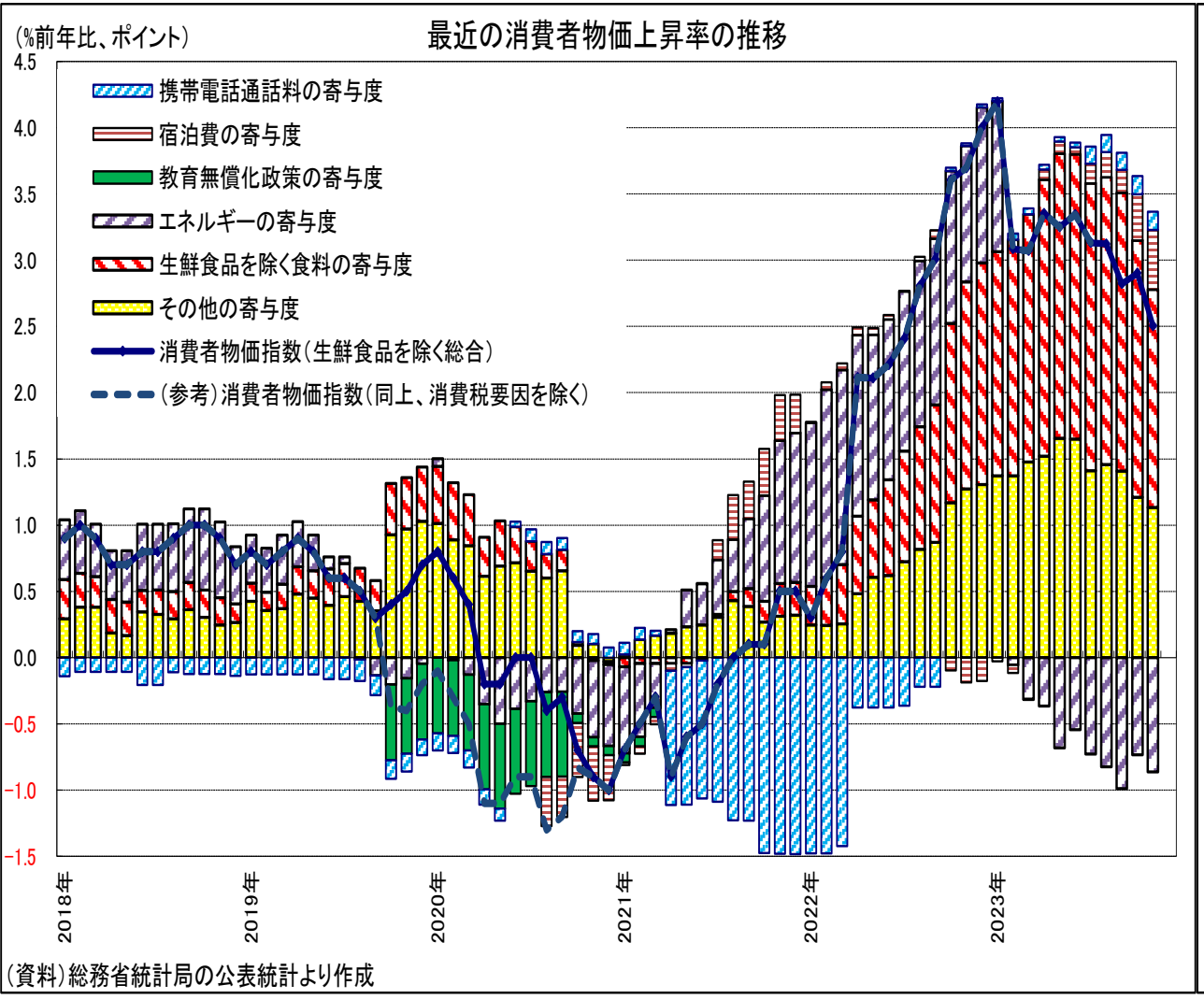


(資料)総務省統計局、日本銀行　(注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)

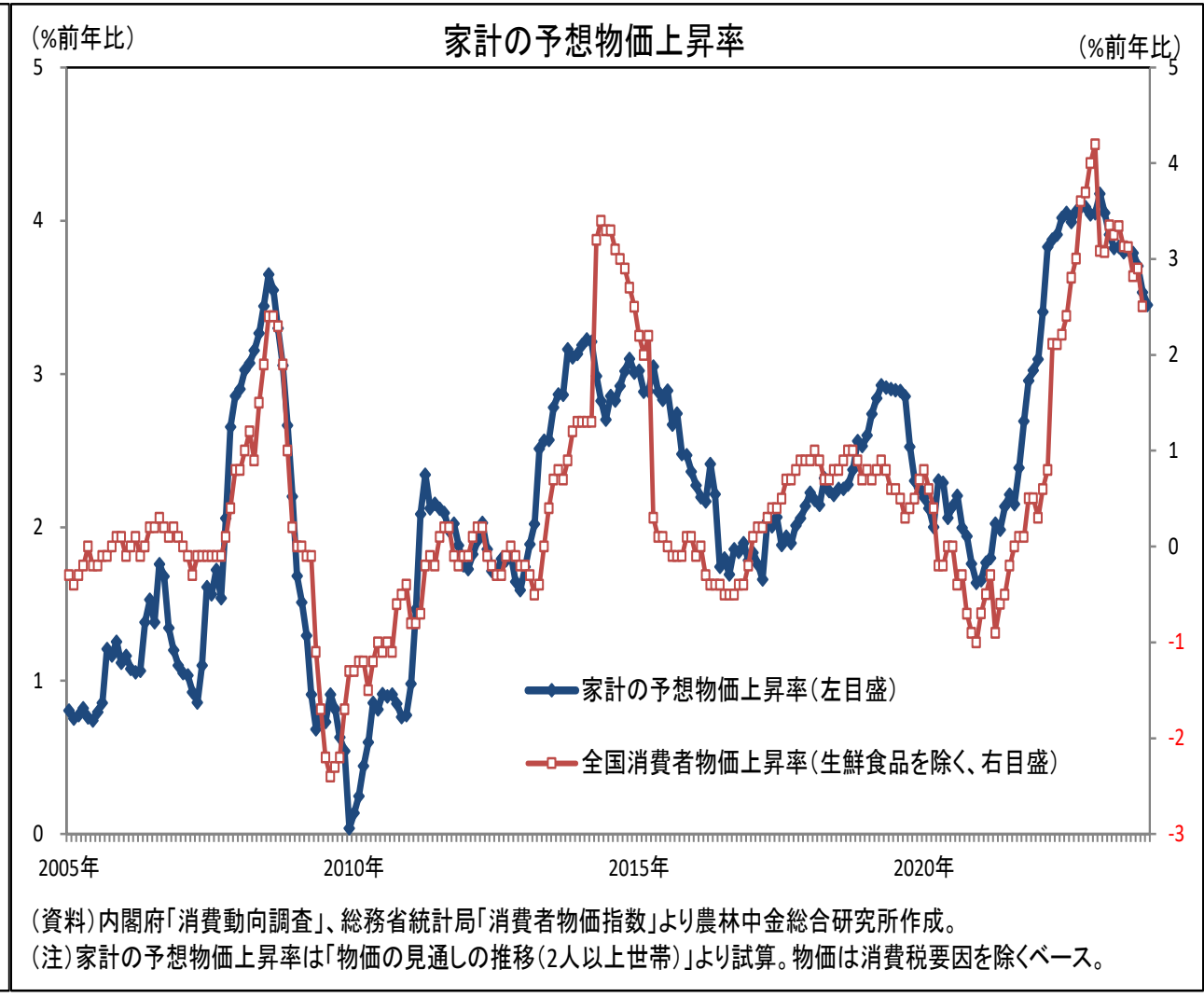


(資料)内閣府、厚生労働省　(注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

■ 政府の物価高対策によりエネルギーは下落、食料・日用品の値上げ圧力も一服



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



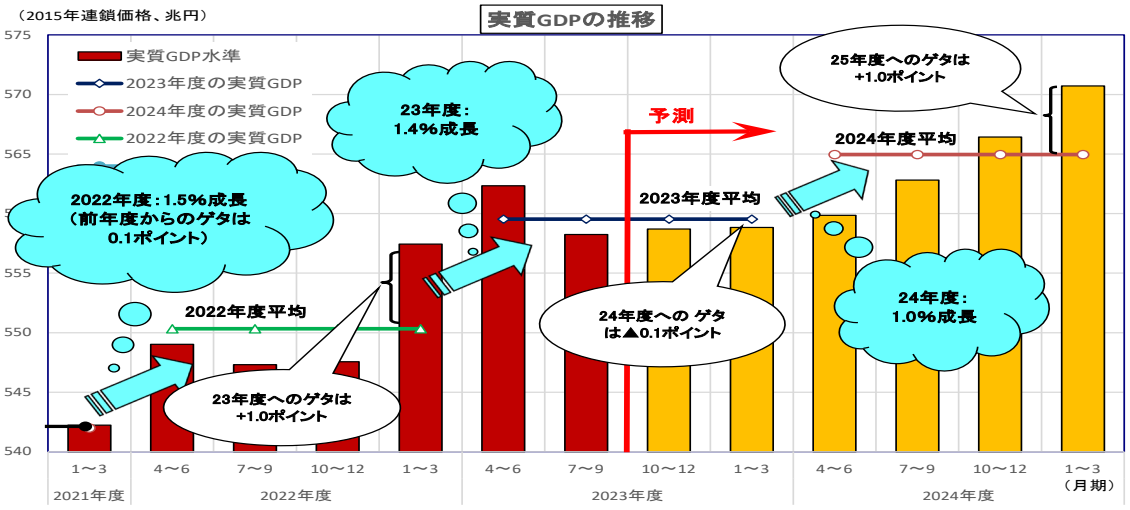
(資料)内閣府「消費動向調査」、総務省統計局「消費者物価指数」より農林中金総合研究所作成。
(注)家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移(2人以上世帯)」より試算。物価は消費税要因を除くベース。

■ 世界経済の減速を受けた輸出低迷、物価高による消費停滞などにより23年度下期にかけても国内景気は低調

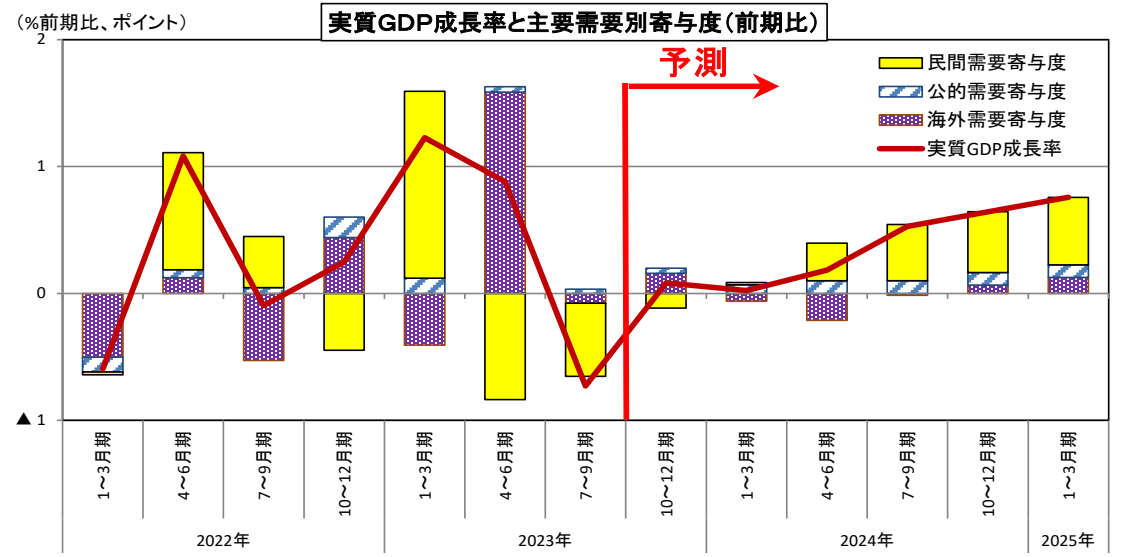
2023～24年度　日本経済見通し

	単位	2022年度（実績）	2023年度（予測）	2024年度（予測）
名目GDP	%	2.3	5.3	2.0
実質GDP	%	1.5	1.4	1.0
民間需要	%	2.7	▲ 0.3	1.1
民間最終消費支出	%	2.7	▲ 0.0	0.9
民間住宅	%	▲ 3.4	1.7	▲ 0.1
民間企業設備	%	3.4	▲ 0.7	2.2
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.1	1.2	1.2
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 6.1	2.4	1.3
輸出	%	4.7	2.8	1.2
輸入	%	7.1	▲ 3.2	2.0
国内需要寄与度	ポイント	2.0	0.1	1.2
民間需要寄与度	ポイント	2.0	▲ 0.2	0.9
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.0	0.3	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	1.2	▲ 0.1
GDPデフレーター（前年比）	%	0.8	3.8	1.0
国内企業物価　（前年比）	%	9.5	2.3	0.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	3.1	2.9	2.2
完全失業率	%	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 0.0
経常収支	兆円	9.2	26.2	26.6
名目GDP比率	%	1.6	4.4	4.4
為替レート	円/ドル	135.4	144.8	141.3
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.02	▲ 0.05	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.29	0.65	0.88
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	82.4	80.0

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
　　無担保コールレートは年度末の水準。
　　季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

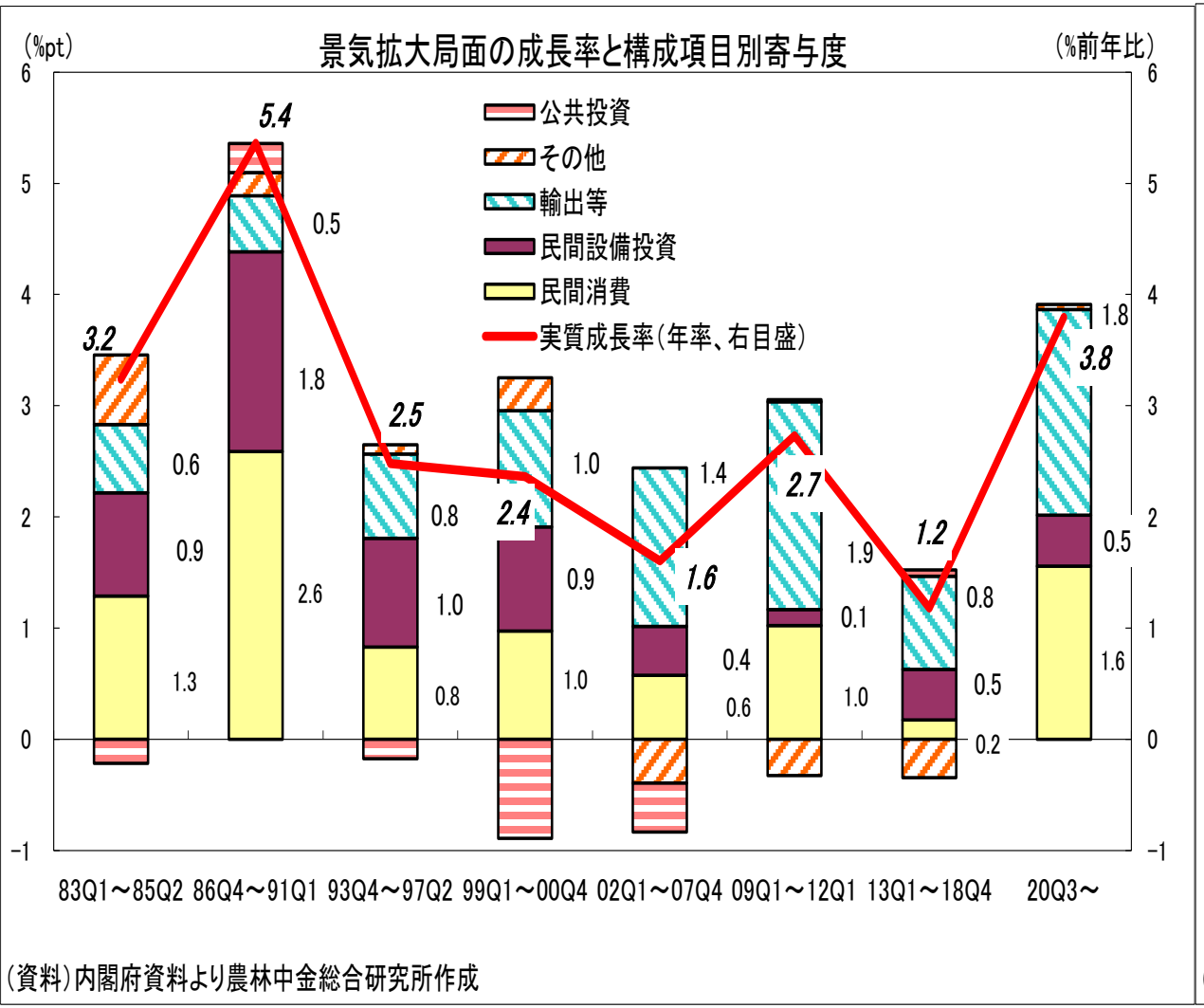


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2023年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

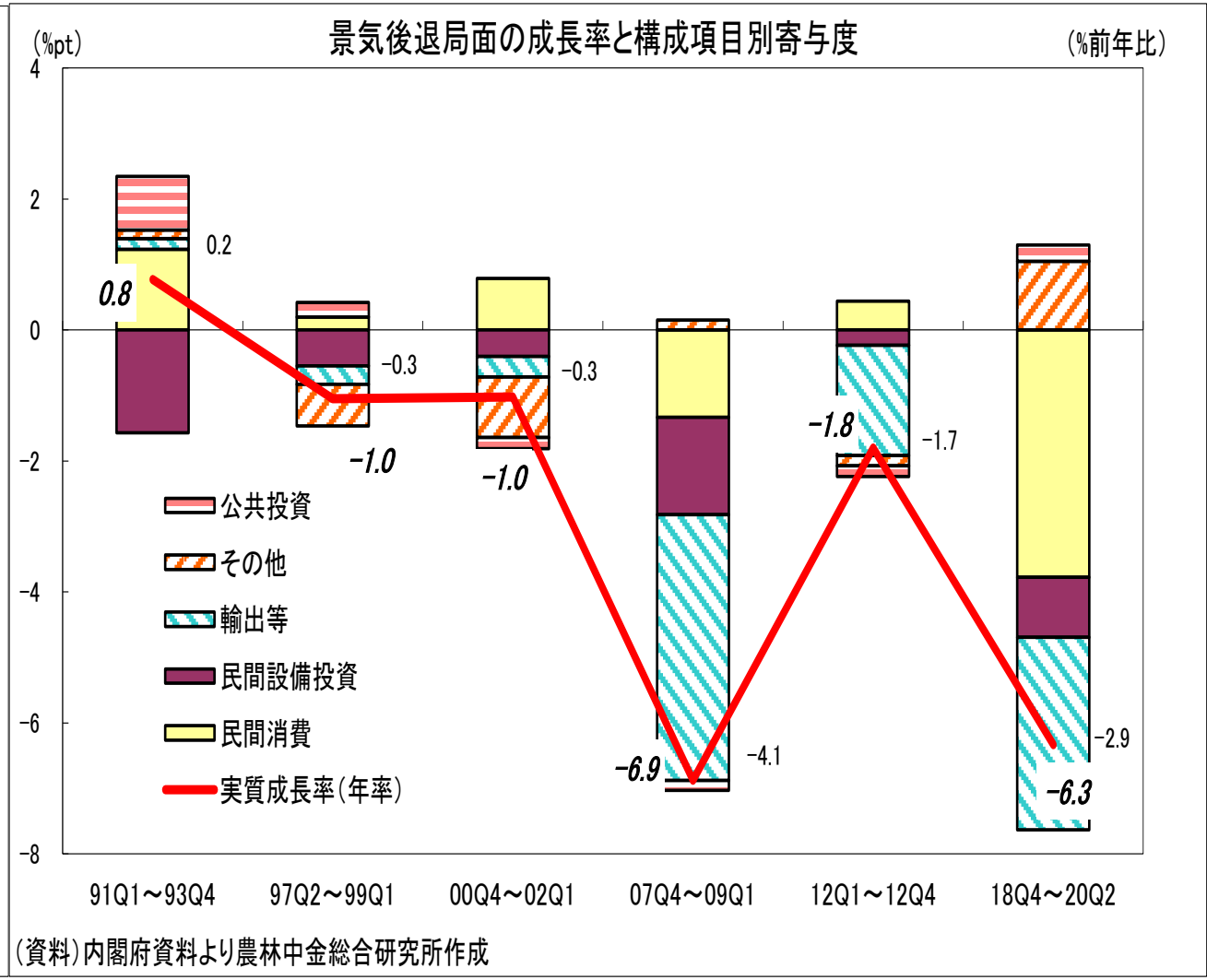


（参考）景気循環とGDP構成項目の動き

■ 経験的に輸出が弱い期間には、景気は低調



(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成



(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成

■植田日銀は黒田日銀路線を概ね踏襲

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み

①イールドカーブコントロール（YCC）

短期政策金利：▲0.1％（日銀当座預金の政策金利残高に適用）

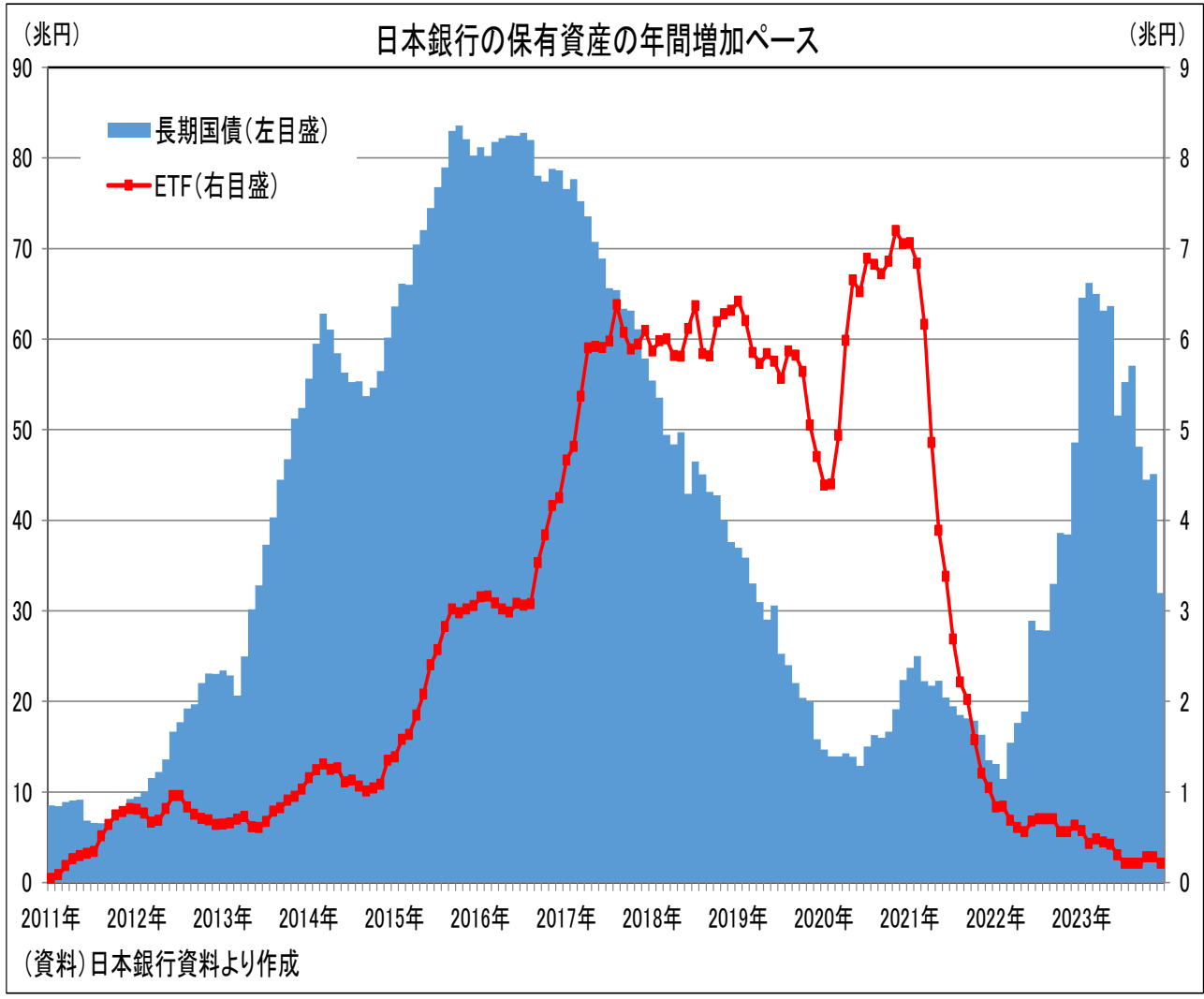
長期金利の誘導目標：10 年物国債利回りが0％程度（上限は1.0％を目途）で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う

②オーバーシュート型コミットメント

コアCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2％を超えるまでマネタリーベースの拡大方針（≒資産買い入れ）を継続する

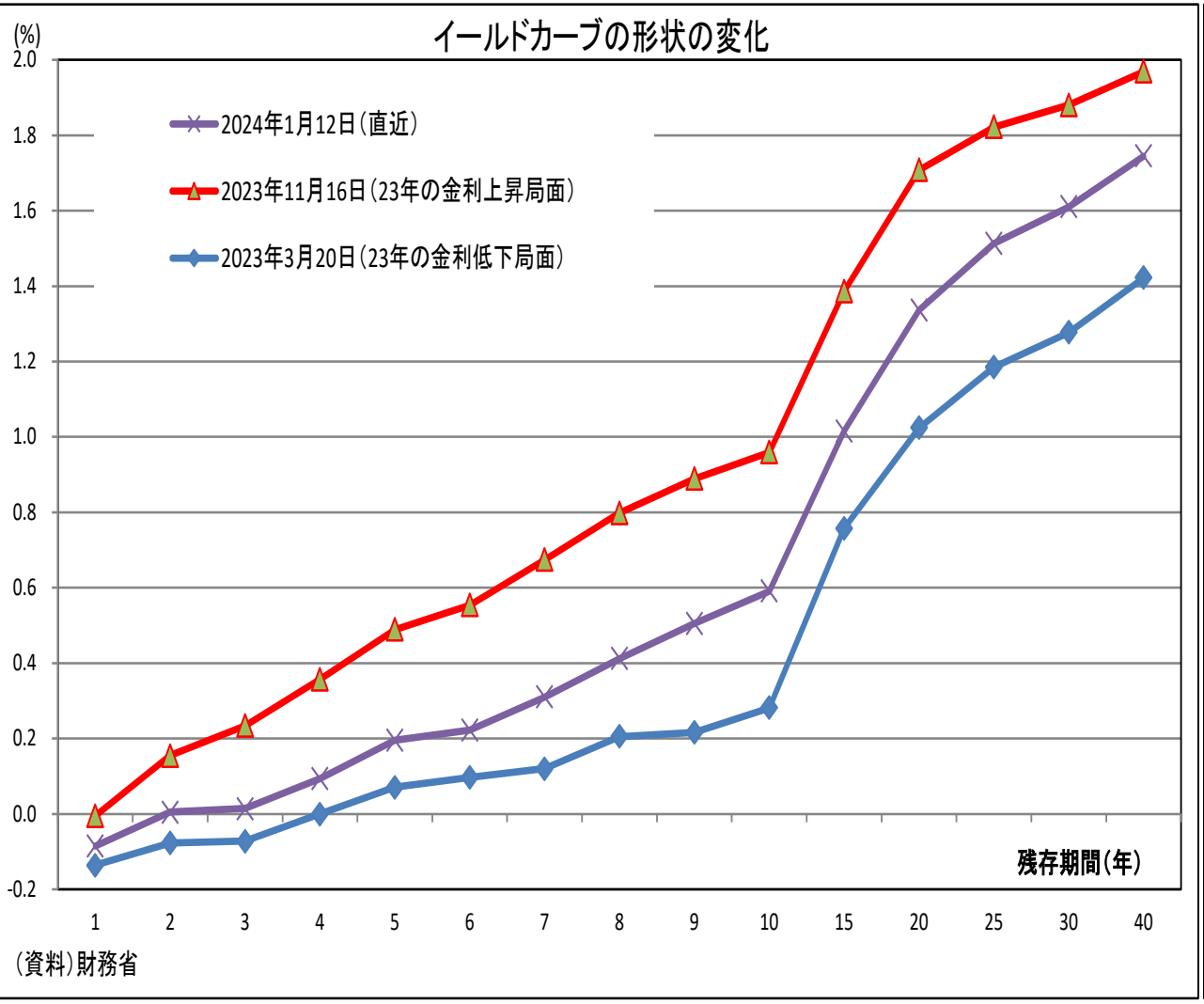
「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、２％の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」

「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」

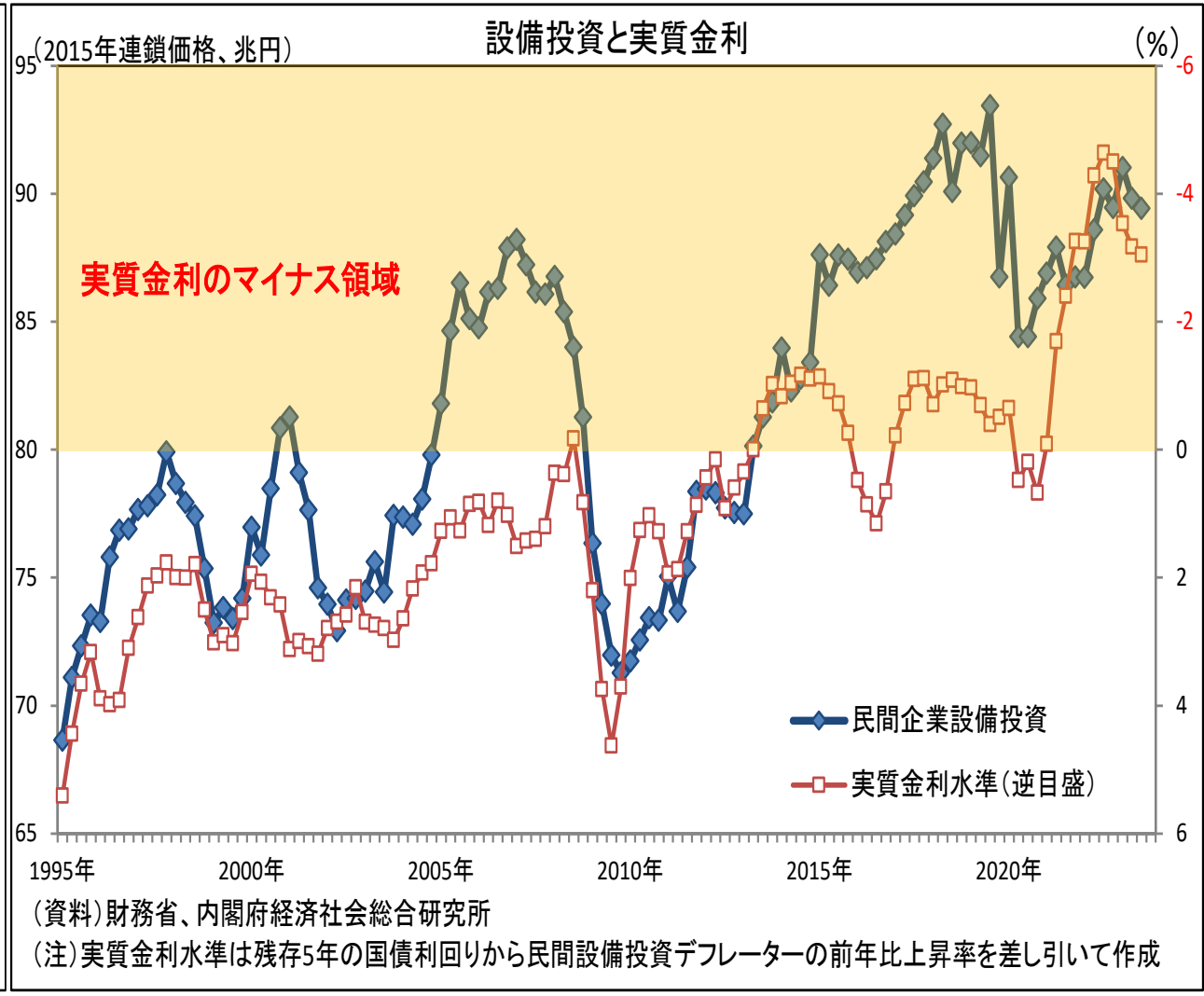


金融政策②

■ 長期金利の上限を厳格に抑制することの副作用を重視、1%超を容認



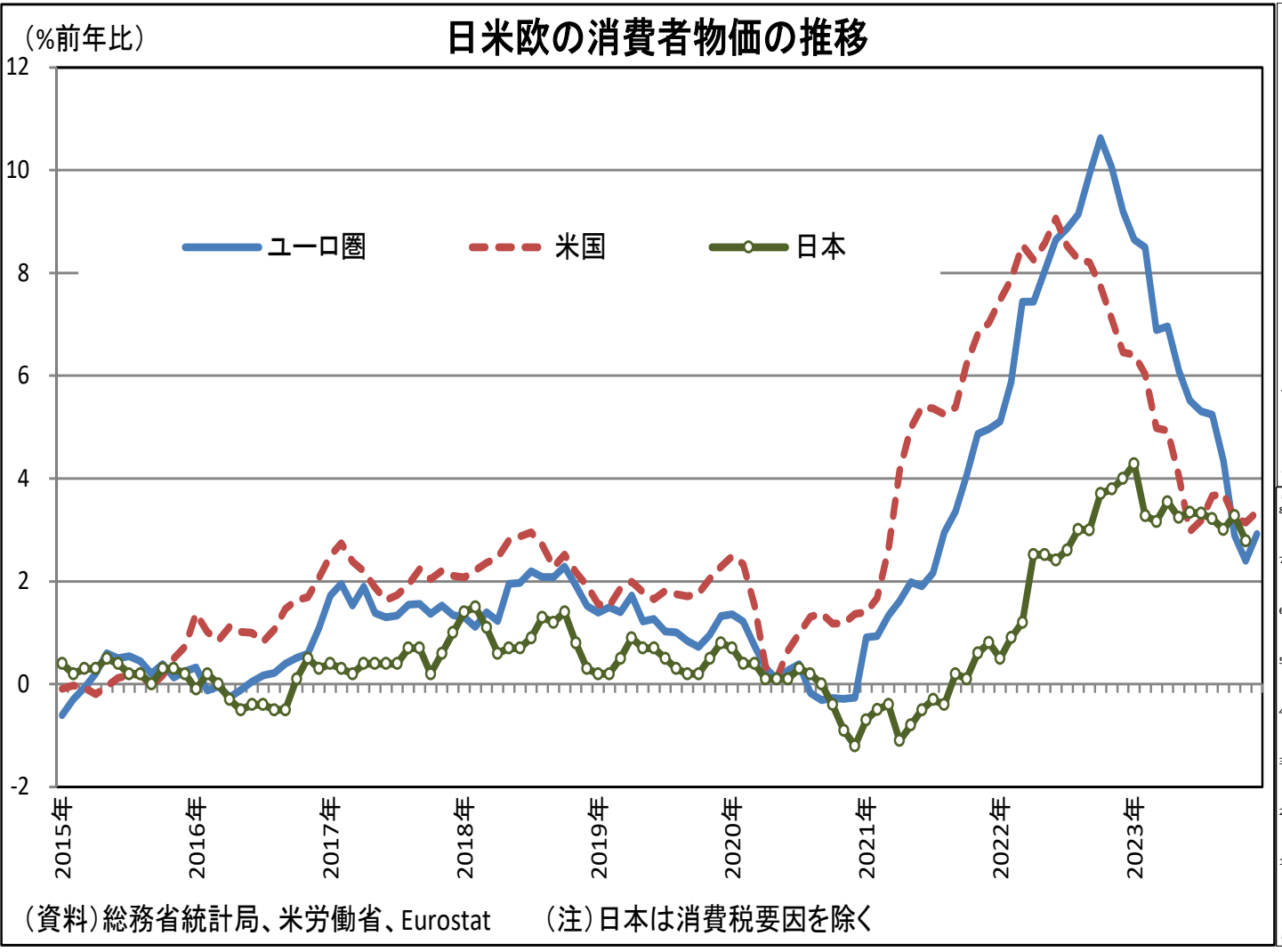
(資料)財務省



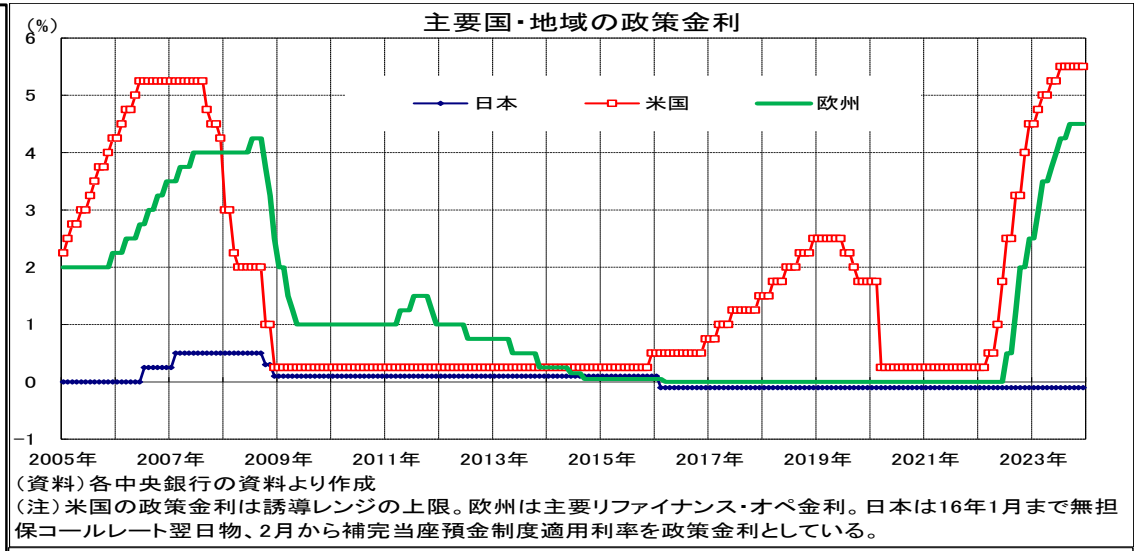
(資料)財務省、内閣府経済社会総合研究所
(注)実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

金融政策③

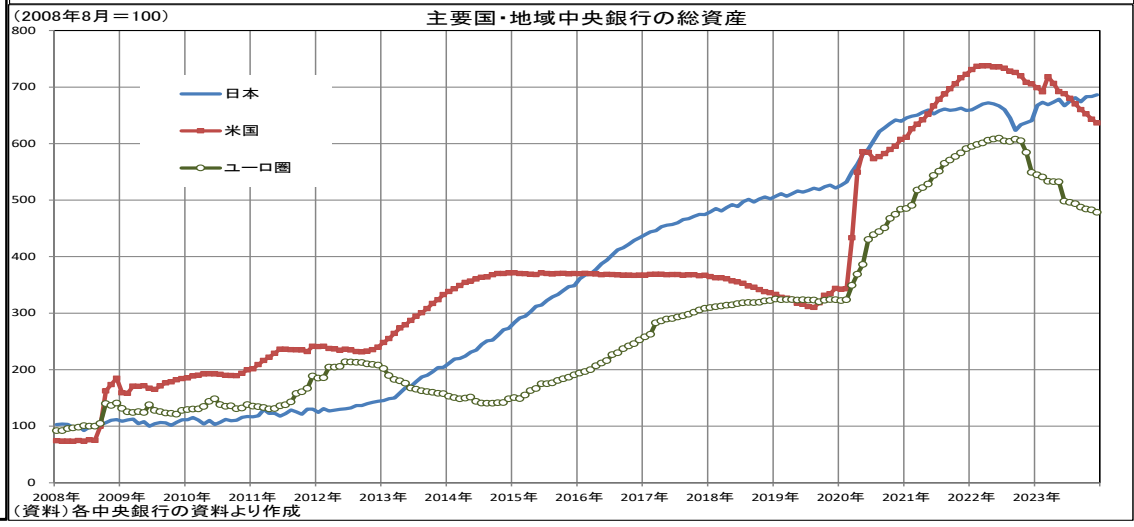
■ 世界的なインフレは沈静化しつつあるが、欧米中銀は本格的な金融引き締めを実施したが、日銀は大規模な緩和を継続



（資料）総務省統計局、米労働省、Eurostat　（注）日本は消費税要因を除く



（資料）各中央銀行の資料より作成
（注）米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年1月まで無担保コールレート翌日物、2月から補完当座預金制度適用利率を政策金利としている。



（資料）各中央銀行の資料より作成

金融政策④

■ 「賃金上昇を伴った」「持続的・安定的な2%の物価上昇」はまだ見通せる状況にない　⇒　早期の政策正常化は難しい

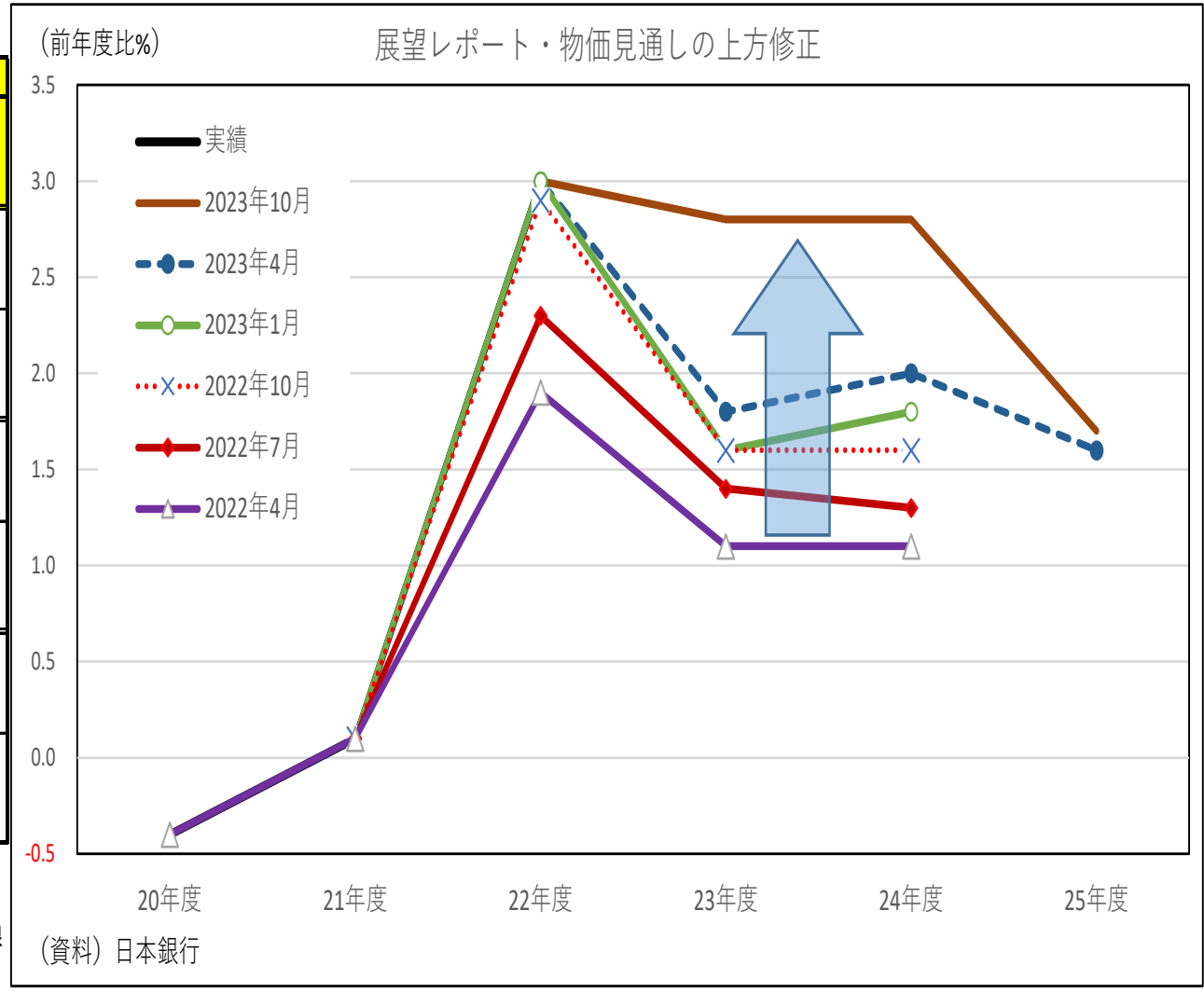
展望レポート：2023～25年度の政策委員の大勢見通し（2023年10月）

	実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）	（参考）消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）
2023年度	+1.7～+2.0 〈+2.0〉	+2.7～+3.0 〈+2.8〉	+3.5～+3.9 〈+3.8〉
7月時点の見通し	+1.2～+1.5 〈+1.3〉	+2.4～+2.7 〈+2.5〉	+3.1～+3.3 〈+3.2〉
2024年度	+0.9～+1.4 〈+1.0〉	+2.7～+3.1 〈+2.8〉	+1.6～+2.1 〈+1.9〉
7月時点の見通し	+1.0～+1.3 〈+1.2〉	+1.8～+2.2 〈+1.9〉	+1.5～+2.0 〈+1.7〉
2025年度	+0.8～+1.2 〈+1.0〉	+1.6～+2.0 〈+1.7〉	+1.8～+2.2 〈+1.9〉
7月時点の見通し	+1.0～+1.2 〈+1.0〉	+1.6～+2.0 〈+1.6〉	+1.8～+2.2 〈+1.8〉

（資料）日本銀行

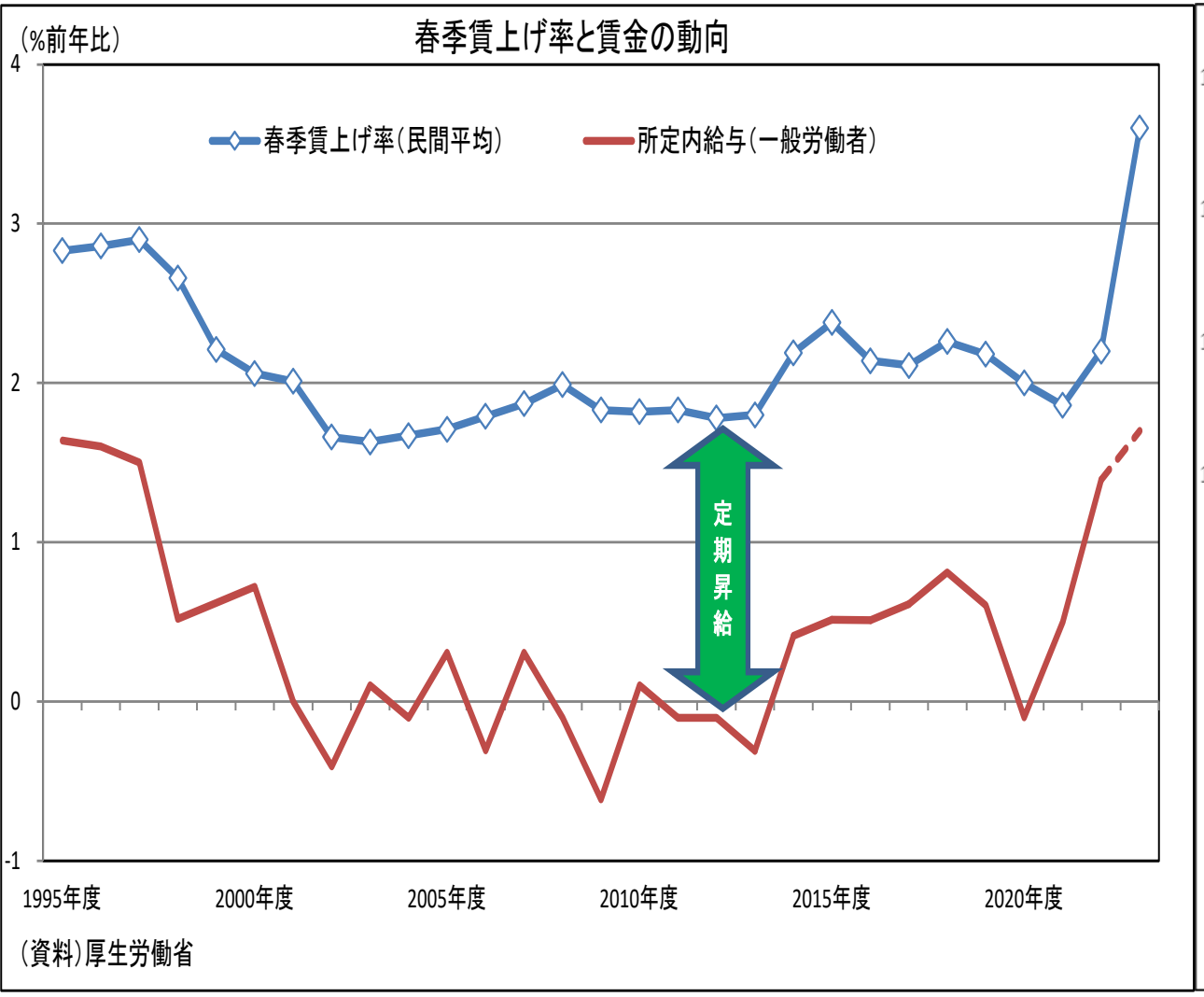
（注）対前年度比、%。

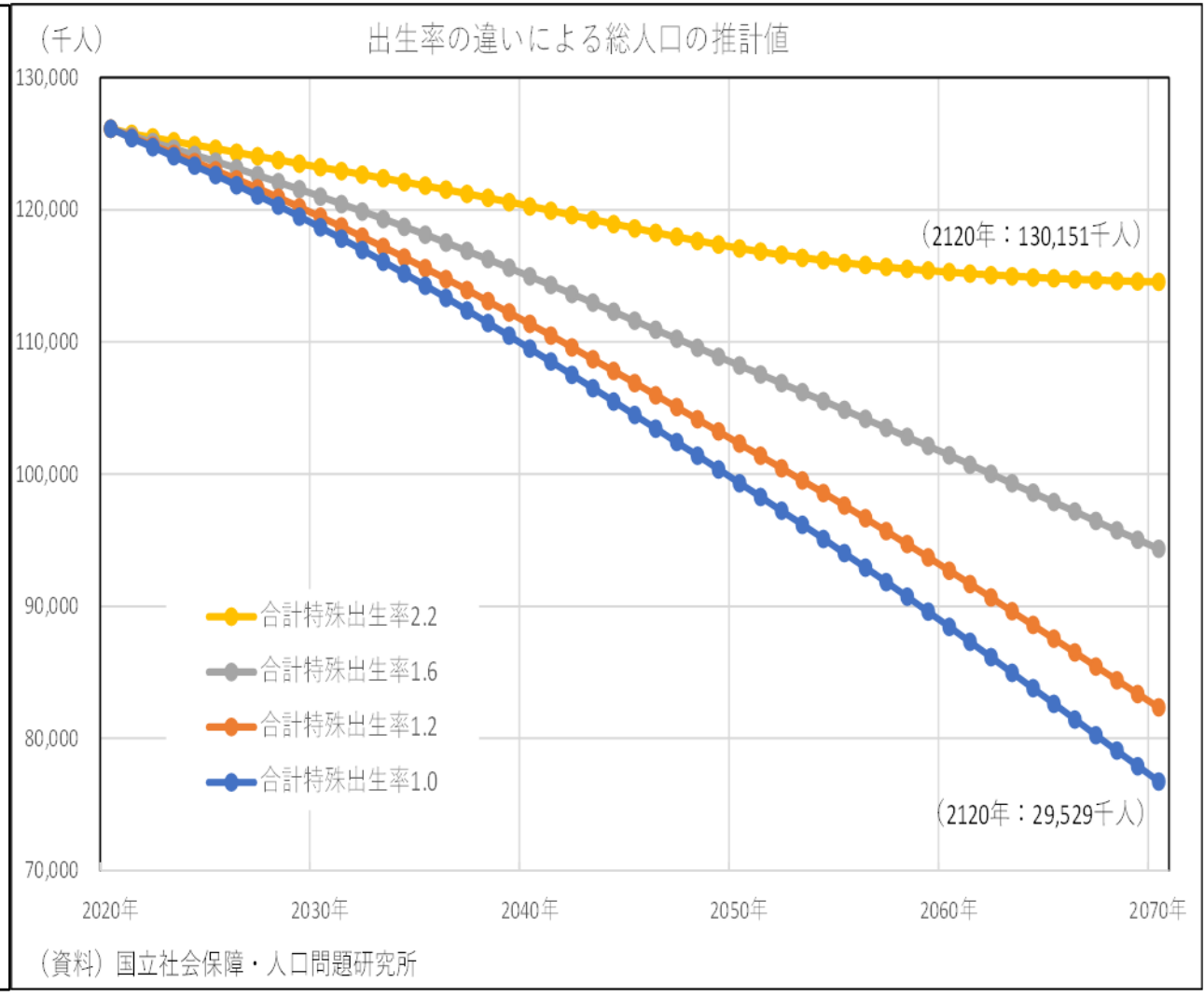
「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。



参考図表

■ （左図）春闘賃上げ率＝定期昇給分（1.8％前後）＋ベースアップ率、（右図）今後とも人口減少は避けられない





ご清聴
ありがとうございました

2024年1月17日
農中総研Webセミナー