

経済金融 ウォッチ

2024年5月号

国内		1
米国		11
中国		19



鈍いながらも国内景気に持ち直しの兆し

～米金利上昇やドル高への警戒高まる～

南 武志

要旨

米国経済の底堅さや健在なインフレ圧力によって利下げ先送り観測が高まったことを受けて、1ドル＝155円台までドル高が進行した。財務省は過度の円安を牽制する発言を繰り返しているが、米国の利下げが現実味を帯びない限り、ドル高状態は修正されないだろう。

1～3月期の日本経済は消費や輸出の悪化もあり、再びマイナス成長に陥った可能性が高い。24年度入り後も海外経済は総じて減速気味に推移することから輸出は引き続き伸び悩むものの、好調な24年春闘の結果を受けて消費が低調さを脱する可能性があり、国内需要が主導する格好で回復力を高めていくと予想する。

3月に異次元緩和を終了した日銀は、当面は緩和的な政策を続けるとしているが、24年度下期には次の利上げの検討を始める可能性があるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				2025年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (％)		0.077	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.25	0.10～0.30
TIBORユーロ円(3M) (％)		0.1090	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.40	0.10～0.50
国債利回り	20年債 (％)	1.655	1.45～1.80	1.45～1.85	1.45～1.90	1.50～2.00
	10年債 (％)	0.890	0.65～0.95	0.65～1.00	0.65～1.05	0.65～1.10
	5年債 (％)	0.495	0.35～0.60	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	154.9	140～160	140～160	135～155	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	165.6	150～170	145～165	145～165	145～165
日経平均株価 (円)		38,460	39,000±3,000	40,000±3,000	41,000±3,000	42,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2024年4月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

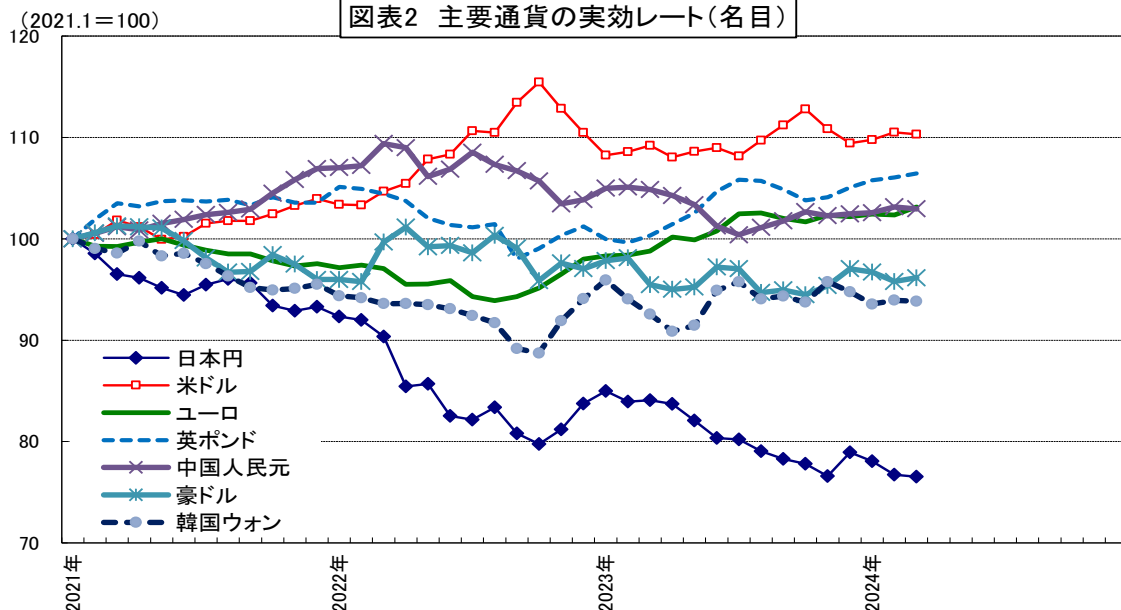
ドル高に対する警戒感高まる

当初、年央には米連邦準備制度(Fed)は利下げに転じるとの見方が大勢であったが、直近の米国経済・物価指標からは経済が予想以上に底堅く、かつインフレ圧力も高止まりしていることが見て取れる。そのため、米国では利下げ先送り観測が高まっている。その結果、23年12月には3.7%台まで低下した米長期金利(10年国債利回り)は再び4.6%前後へ上昇したほか、為替レートもドル高基調を強めた。

24年入り後からの円安進行に対し、財務省は「円安の背景には投機的な動きがある」、「行き過ぎた動きにはあらゆる手段を排除せず、適切な対応をとる」といった口先介入を繰り返したものの、既に22年10月に円買い介入をした際の水準(約152

円)を突破、直近は155円台まで円安が進行した。

日本経済にとってドル高(円安)は、輸出製造業の収益を膨らませる側面が歓迎されることが多かったが、最近のドル高は原油など一次産品価格の上昇と同時に起きているため、輸入物価の高騰を招いており、消費に悪影響が出ているとの指摘が多い。また、一般的に、過度なドル高は新興国から米国への資金シフトやドル建て債務の返済負担増を引き起こすなどの弊害を生むとされている。



(資料)国際決済銀行(BIS)のデータより作成 (注)値が大きいほど通貨価値が高いことを意味する。

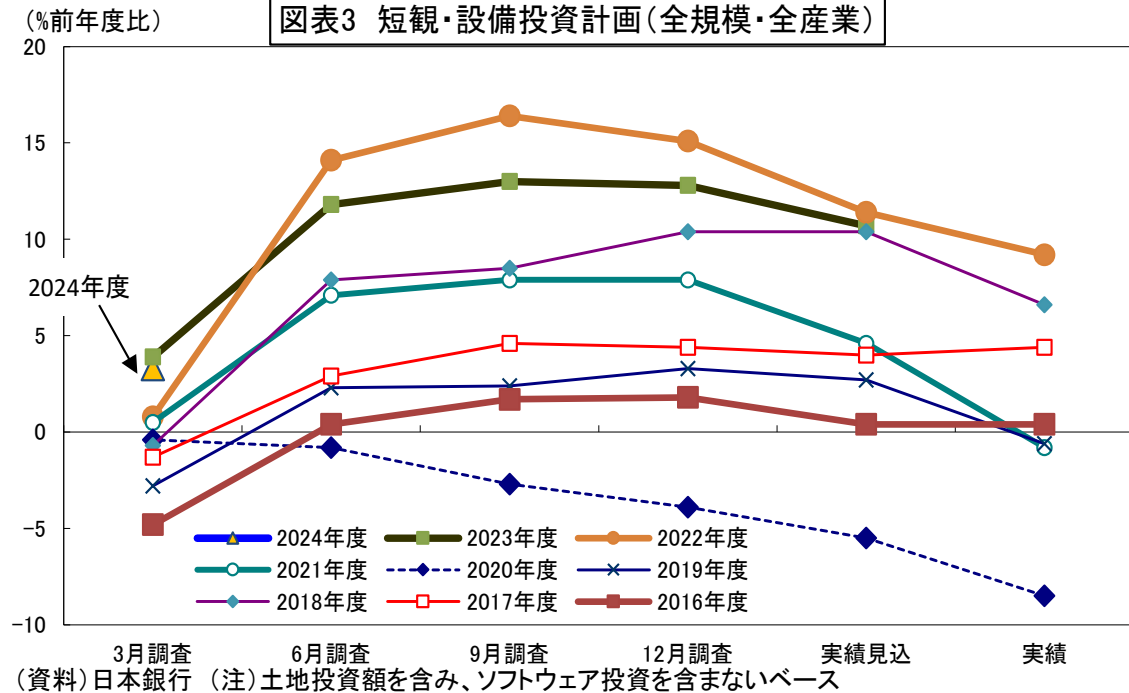
155 円突破で市場介入の可能性も

4月17～18日に開催された主要20か国(G20)財務大臣・中央銀行総裁会合ではドル高について議論がされると思惑もあったが、直接的な議論はなかったと報じられている。ただし、議長国であるブラジルのアダジ財務相は債務再編や支援の可能性に関する迅速な議論が必要としたほか、ネト中銀総裁は「ドル高は常に問題」との認識を示した。

一方、17日に開催した日米韓財務相会合においては「最近の急速な円安及びウォン安に関する日韓の深刻な懸念を認識しつつ、既存のG20のコミットメントに沿って、外国為替市場の動向に関して引き続き緊密に協議する」との文言が共同声明に盛り込まれた。これを受けて、鈴木財務相は「為替レートに対する適切な対応につながる環境が整った」と述べたほか、植田日銀総裁も円安進行によって基調的な物価が上昇し、それが無視できない大きさの影響となれば、追加利上げにつながるとの

見方を示すなど、暗にドル高を牽制する発言をした。今後さらにドル高が進めば、実際に円買い介入が実施される可能性があると思われる。ただし、米国でインフレ沈静化が進み、利下げ転換が現実味を帯びない限り、ドル高の是正は難しいだろう。

図表3 短観・設備投資計画(全規模・全産業)



大企業製造業の景況感が悪化した半面、同非製造業では改善

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観(3月調査)によると、大企業製造業の業況判断DIは4期ぶりに悪化した半面、同非製造業では7期連続で改善、33年ぶりの高水準となった。認証不正問題や工場での事故を受けた自動車生産・出荷の停止などの影響が出たものの、それらを除けば企業経営者の景況感は総じて良い状態を維持したといえる。ただし、鉱工業生産指数などから見る生産活動は弱含みで推移しているなか、円安効果や交易条件の改善(投入コストの低下、価格転嫁の進展)といった価格要因で収益が膨らみ、それが景況感の底堅さにつながっているようにみえる。

その他、23年度の企業業績は増収増益ながらも、24年度は増収減益の見通しとなっており、特に24年度上期の収益悪化を予想している。一方で、設備投資計画については23年度分が若干下方修正されたが、二桁増を維持したほか、24年度分も増加計画となるなど、堅調さを保っている。また、雇用人員の不足感もじわりと強まっているが、今後の景気回復の持続性を警戒する向きもある。

国内景気は足踏み

さて、月次経済指標に目を転じると、2月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲0.7ポイントと2か月連続で悪化、これに基づく基調判断は「足踏み」から「下方への局面変化」へ下方修正された。つまりは、数か月前に景気がピークアウトした可能性を示している。3月分が僅かでも低下した場合、判断基準は景気後退を示す「悪化」へ下方修正されるが、後述の通り、3月には輸出数量が持ち直していることから、現時点での後退局面入りは回避されていると思われる。ちなみに、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」によれば、2月分は前月から0.7ポイント上昇（2か月ぶり）したが、1月の落ち込み（▲2.0ポイント）からの戻りは鈍かった。

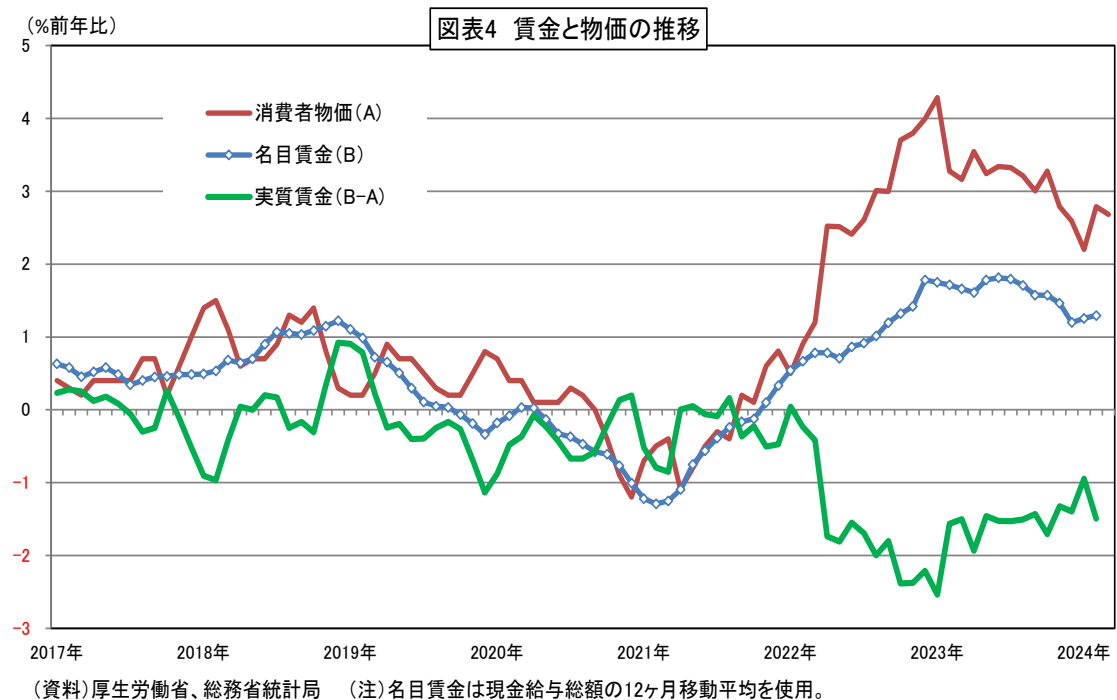
一方、3月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比3.4%と3か月ぶりの上昇であった。地域別には「米国向け」、「EU向け」、財別には「自動車関連」が鈍かったものの、「中国向け」、「NIEs・ASEAN向け」では旧正月要因で落ち込んだ2月分からの反動増が見られた。さらに、「中間財」、「情報関連」、「資本財・部品」も増加した。

なお、景気ウォッチャー調査（3月）によれば、景気の現状判断DIは2か月ぶりに悪化、14か月ぶりに判断基準である50を下回った。内訳をみると、家計動向関連DIが2か月ぶりの50割れとなったほか、企業動向関連DIも製造業の悪化により、50.0へ低下した。インバウンド需要は相変わらず堅調だが、家計の節約志向が続いているとの指摘もあった。

物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

消費関連指標に目を転じると、2月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.2%の微増ながらも、7か月ぶりに上昇したほか、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.6%と6か月ぶりに上昇するなど、昨秋以降の低下基調はとりあえず歯止めがかかっている。一方、足元では自動車などの耐久財消費が鈍く、3月の乗用車販売台数（含む軽）は前年比▲19.6%と3か月連続の減少と、挽回生産による押し上げが一巡した可能性が見て取れる。

なお、消費回復力が乏しい背景には物価高による実質所得の目減りがある。2月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.4%と増加基調を維持しているものの、物価変動を考慮した実質賃金は前年比▲1.8%と23か月連続で減少しており、消費活動の順調な回復を抑制している。



経済見通し：24年半ば以降国内景気は回復傾向を強める

以下、今後の国内景気を展望したい。足元1～3月期に関しては、消費や輸出が弱かったこともあり2期ぶりのマイナス成長になった可能性がある。23年度としては1.3%成長が見込まれるが、前年度からのゲタ(0.9%ポイント)を考慮すると、年度内は0.4%程度の成長にとどまったと推測される。

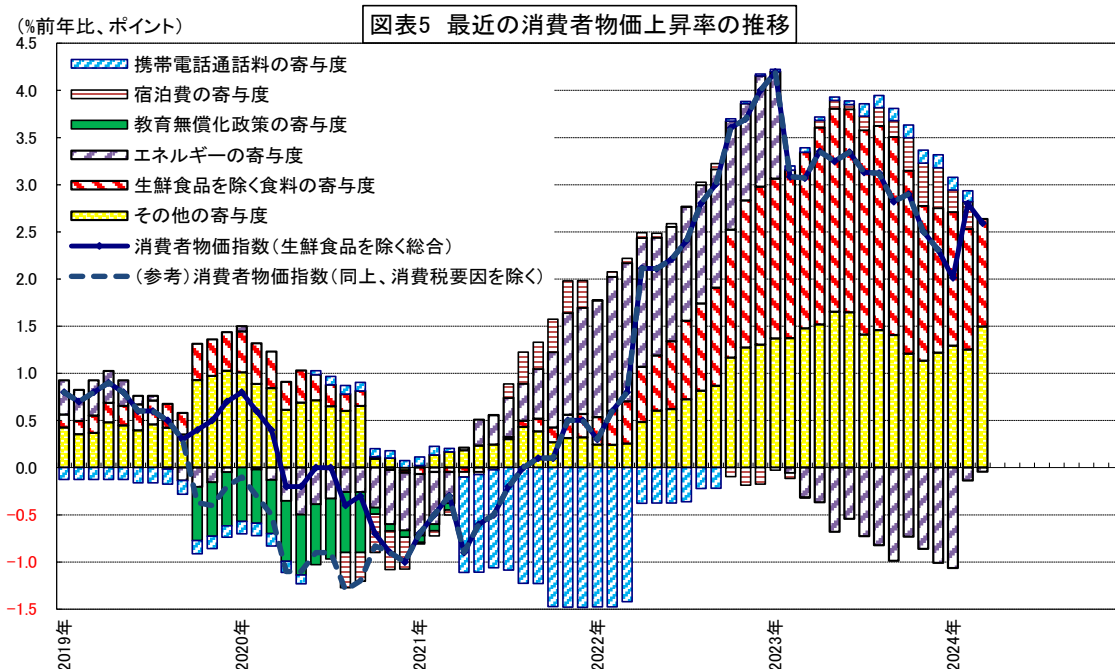
24年度については、欧米地域では金融引き締めによる成長鈍化はインフレ沈静化のためにも不可避であるほか、中国経済も不動産問題を抱えている手前、成長加速は期待できそうもない。23年中の輸出を支えた「自動車の挽回生産」要因の剥落もあり、輸出はしばらく伸び悩むだろう。

一方、好調な24年春闘を受けて、所得が大きく伸びることが期待され、消費の持ち直しが本格化する可能性がある。日本労働組合総連合会(連合)によれば、4月16日時点での賃上げ交渉の結果は5.20%と、前年同時期の3.69%を大幅に上回っている。単純に考えれば、サラリーマンの給与の伸び率は23年度よりも1.5%ポイントほど高まると思われる。また、6月には所得税・住民税減税(1人当たり4万円)の還付が始まることもあり、24年半ば以降、消費は低調な状態を脱する可能性があるだろう。前述の通り、企業の設備投資意欲は底堅さを維持していることも踏まえると、24年度にかけて国内需要の回復力は徐々に強まるものと予想される。

物価動向：物価上昇率は緩やかに鈍化

3月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.6%と、政府の物価高対策の効果一巡によって上昇率が再拡大した2月分（同2.8%）から鈍化した。「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.9%へ鈍化、16か月ぶりの2%台となった。さらに、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」として日銀が公表している刈込平平均値は同2.2%、加重平均中央値は同1.3%、最頻値は同1.9%と、いずれも鈍化傾向となるなど、緩やかながらもインフレ圧力が沈静化していることが確認できる。

23年度半ば以降はサービス価格も前年比3%前後での推移となっているが、インバウンド需要の急増に伴う宿泊料の大幅値上げによる面が大きく、それ以外の一般サービスで上昇ペースが速まっている様子はまだ確認されてはいない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

今夏にかけて物価上昇率は再び3%台へ

先行きについては、円安進行や原油高などによって輸入物価の上昇率が緩やかに上昇し始めているが、22～23年にかけてみられたような食料、日用品といった財分野の大幅値上げにはつながらないと思われる。一方で、電気・都市ガス料金の負担軽減措置が5月使用分で終了すること、5月から再生可能エネルギー発電促進賦課金単価が大幅に引き上げられること(1kWh当たり1円40銭から3円49銭へ)、さらに最近の円安や原油高などによって、今夏にかけてエネルギーが物価上昇率を大きく

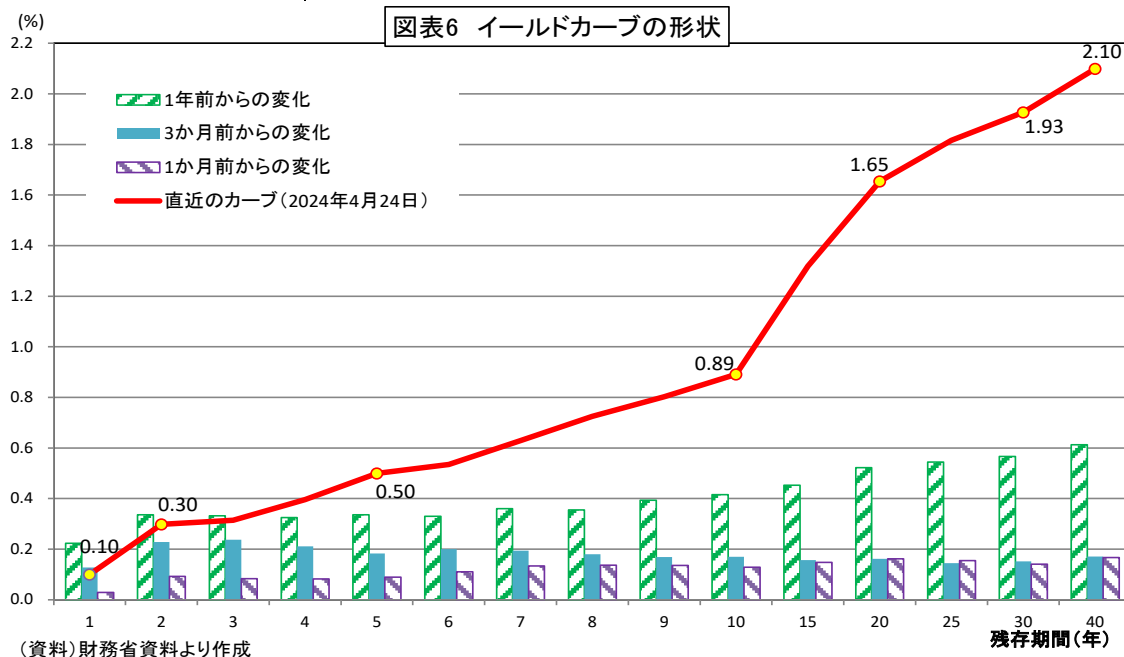
金融政策：年度下期に追加利上げの可能性も

押し上げる可能性が高まっている。また、中東情勢の緊迫化などによって国際運輸が再び上昇傾向が強まっているほか、「2024 年問題」で国内の物流コストも上昇するとみられる。加えて、サービス分野を中心に賃上げ分の価格転嫁が進むことも考えられる。以上を踏まえ、24 年夏場にかけて物価上昇率は再び前年比 3% 台へ高まり、年度下期にかけても 2% 台後半で下げ渋る展開が予想される。

日銀は 3 月の金融政策決定会合で 11 年間続けてきた異次元緩和を撤廃し、無担保コールレート (0/N) を「0~0.1% 程度」に誘導することとした。一方、これまでと概ね同程度の月 6 兆円程度の長期国債買い入れを継続する方針も決定した。

日銀は「当面、緩和的な金融環境が継続する」としているものの、植田総裁は基調的な物価上昇率が日銀の見通しに沿って 2% に向けて上昇していけば、利上げすると述べるなど、早くも追加利上げに関する発言をし始めた。なお、為替レートは日銀の専管事項ではないこともあり、円安阻止を目的にした利上げをする可能性は低いだろう。

24 年春闘が予想を大きく上回っていることを踏まえると、夏場にかけて物価上昇率が再び高まる可能性があるとはいえ、実質賃金の目減り状態はじきに解消され、消費は持ち直し傾向を強められると思われる。年度下期には次の利上げが現実味を帯びてくるだろう。



金融市場：現状・見 通し・注目点

マイナス金利政策 解除をほぼ無風で 通過

冒頭でも触れたように、米国の利下げ転換が後ズレしたとの観測が高まったことで、米国金利が上昇したほか、ドル高圧力が高まった。こうした市場の動きに対し、日銀も早期の利上げに動くとの思惑が浮上したこともあり、国内金利にも上昇圧力が波及した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

日銀は3月の金融政策決定会合において、これまで11年間続けてきた異次元緩和の終了を決定、長期金利の誘導目標などを行うイールドカーブ・コントロール（YCC）などを撤廃した。

とはいえ、実際の利上げ幅は0.1%程度にとどまり、長期国債の買い入れ額（月6兆円程度）も維持されたことから、長期金利の上昇圧力が高まるような事態には至らなかった。3月下旬にかけて長期金利は0.7%台前半での展開となった。その後、インフレ圧力の高止まりを背景に、米長期金利が上昇し、国内金利にも波及、直近は0.9%近くまで上昇した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利はじり高 へ

米国経済が堅調に推移し続け、かつインフレ圧力が高い状態が続けば、年内は利下げをしない可能性が高まり、仮にそうなれば米国長期金利が一段と上昇し、国内にも金利上昇圧力が波及するものとみられる。また、賃金と物価の好循環が強まれば、次の利上げが意識されることになるだろう。年度下期にかけて

株価は調整局面

155 円台まで円安進行

長期金利は緩やかに水準を切り上げていくと予想する。

② 株式市場

円安進行や価格転嫁の進展、国内企業の好決算、米国経済のソフトランディング期待などを受けて、24 年入り後の株式市場は堅調に推移した。2 月下旬には日経平均株価はそれまでの最高値を更新、3 月上旬には 4 万円台、下旬には 4 万 1,000 円台となるなど、楽観的なムードがマーケットを支配した。本来であれば、金利コストの負担増につながるマイナス金利政策の解除も、日本経済がデフレを脱却した証拠として歓迎された。

その後は、米国金融政策の利下げ後ズレ観測の高まりによる長期金利の上昇や中東情勢の緊迫化などが重なり、ハイテク株主導で米国株が大きく調整したのにつられて日本株も下落、4 月 19 日には 2 か月ぶりの 3 万 6,000 円台となった。とはいえ、企業業績は堅調に推移していることもあり、足元では 3 万 8,000 円台に戻す動きも見られた。

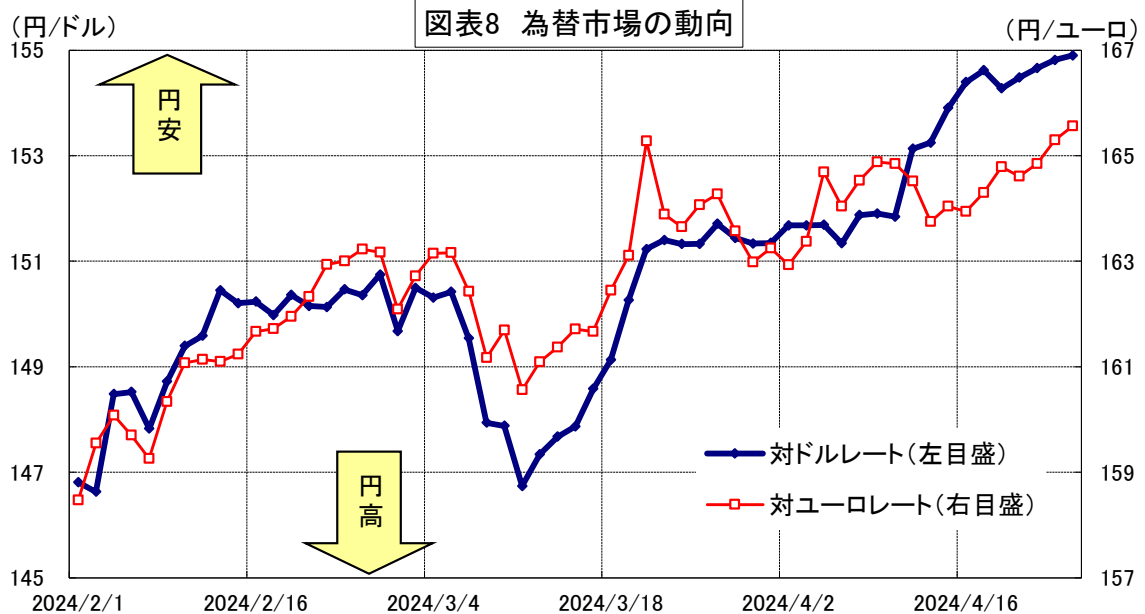
国内景気は大幅な賃上げを背景に回復力を高めるとみられ、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色も強まっていくと予想される。ただし、米国の金融政策への警戒が根強いことから、しばらく国内株価はもみ合いが継続するだろう。

③ 外国為替市場

冒頭で振れた通り、米国経済の底堅さやインフレ圧力の高止まりによって、24 年 6 月には米国は利下げに転じ、年内 3 回（75bp）利下げするといった当初の想定が後退したことに加え、異次元緩和を停止した日銀も実際には僅かな利上げにとどまり、かつしばらく緩和的な金融環境を続けるとの方針を示したことから、ドル高円安圧力が高まっている。財務省は幾度となく牽制し続けているほか、日銀も円安進行が輸入価格上昇を通じて基調的な物価動向に無視できない影響を及ぼす際には政策変更もありうると述べるなど、追加利上げを示唆する発言をしている。

こうしたなか、ドル高への懸念を共有した日米韓財務相会合を受けて鈴木財務相は「環境は整った」と述べるなど、市場介入への警戒も高まり、ドル円レートは一時 1 ドル＝155 円手前でもみ合う展開となった。なお、24 日のニューヨーク市場では防衛ラインとみられていた 155 円を突破、25 日の東京市場では 155 円台後半までドル高が進行した。

当面は大きく乖離したままの日米金利差によって円安状態そのものは続くものと予想される。しかし、市場介入が現実味を帯びてきたこともあり、一段とドル高円安が加速する余地は大きくないだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

対ユーロでも円安 継続

足元のインフレ圧力が緩和してきたとはいえ、日本とは状況が異なり、欧州中央銀行 (ECB) は賃金・物価スパイラルへの警戒が根強く、23 年 9 月以降、政策金利 (主要リファイナンス・オペ金利) を 4.5% で据え置いている。そのため、日欧金利差もまたなかなか縮小しないとの観測が強く、24 年入り後からユーロ高が進んでおり、直近 1 か月は概ね 1 ユーロ = 160 円台前半での展開となっている。

とはいえ、ユーロ圏の景気は低調であり、ECB に対する利下げ期待は強い。6 月の政策理事会で利下げが決定される可能性もあり、ユーロ安気味の展開に移行すると予想する。

(24. 4. 25 現在)

再加速気味の米国経済

～24 年内の利下げは見送られる可能性も～

佐古佳史

要旨

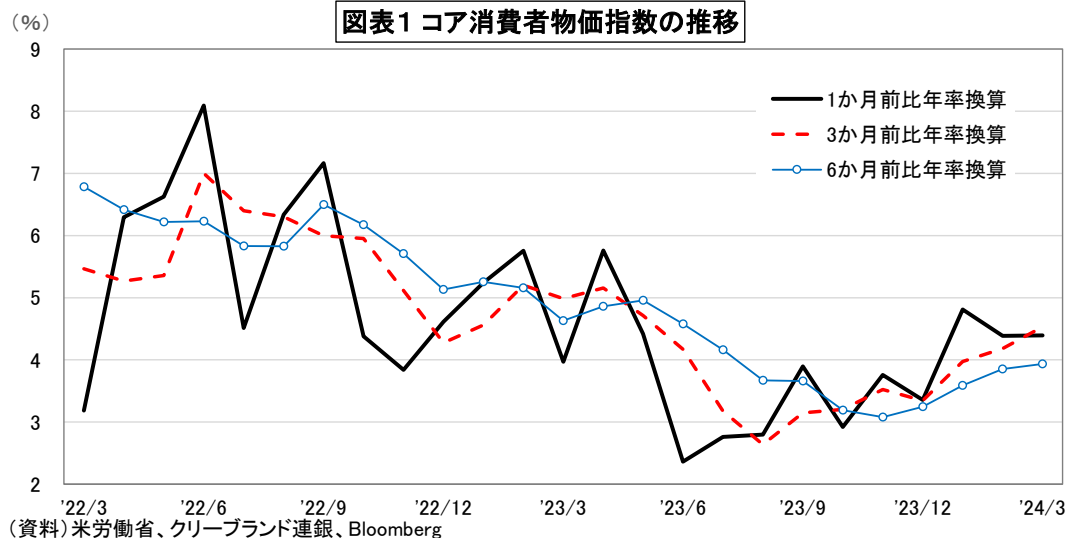
3 月 CPI が下げ渋ったことから、6 月利下げの可能性はほぼなくなったと考えられる。24 年入り後の米国経済は、雇用や消費で堅調な指標が多くみられることから、どちらかと言えば再加速していると考えられる。また、不動産資産や金融資産の増加も個人消費支出を下支えしているとみられる。

こうした経済状況を踏まえると、現時点では比較的早い時期での利下げ開始を想定することは難しく、24 年内の利下げは見送られる可能性も考え始めた方がよさそうだ。

加速気味のインフレ率

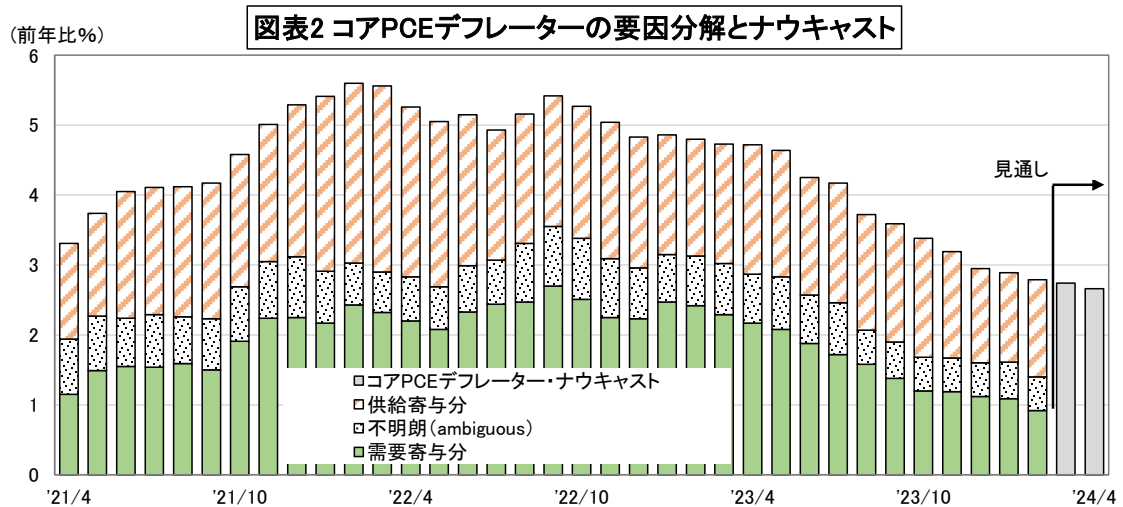
はじめに、インフレ関連統計を確認にしたい。3 月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 3.5%（前月比は 0.4%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.8%（同 0.4%）となり、インフレ指標の鈍化はみられなかった。コア CPI についてより足元の動きを確認しやすい 1、3、6 か月前比（年率換算）を計算すると、3 月はそれぞれ 4.4%、4.5%、3.9%となった。23 年末と比べると緩やかに加速しているため、（PCE デフレーターで測った）2%物価目標と整合的に動いているとはいえない。3 月 CPI が鈍化しなかったことを受け、複数の FOMC 参加者が利下げを急がない姿勢を強調したこともあり、6 月利下げの可能性はほぼなくなったといえる。

図表1 コア消費者物価指数の推移



2月のコアPCEデフレーターは前年比2.8%（前月比は0.3%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同3.1%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されたことから、利下げには一段と慎重な態度で臨む必要があるだろう。

なお、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、前年比では需要要因の抑制の進展は小幅ながらみられる一方で、供給要因によるインフレ率への寄与分はあまり改善していない。



(資料) サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

雇用増加ペースが 速い労働市場

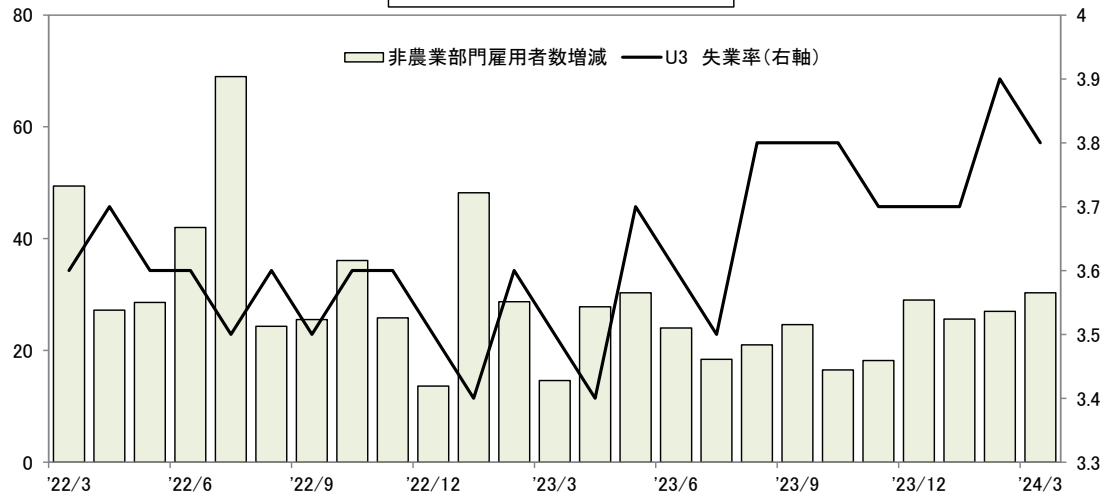
続いて、3月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から30.3万人増（事業所調査）、足元3か月平均は27.6万人増となり、雇用拡大ペースは再加速している印象を受ける。なお、失業率は0.1ポイント低下の3.8%となった。また、25～54歳の労働参加率は83.4%前後と20年超ぶりの高水準での推移が続いており、全体的に労働市場は底堅いと判断できる。

一方で、3月の平均時給は前年比4.1%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同4.2%（同0.2%）の上昇といずれも鈍化した。2%物価目標と整合的な上昇率を考えれば、上昇率は前年比3%半ば程度へとさらに鈍化する必要があるだろう。

(前月差、万人)

図表3 雇用関連指標の推移

(%)



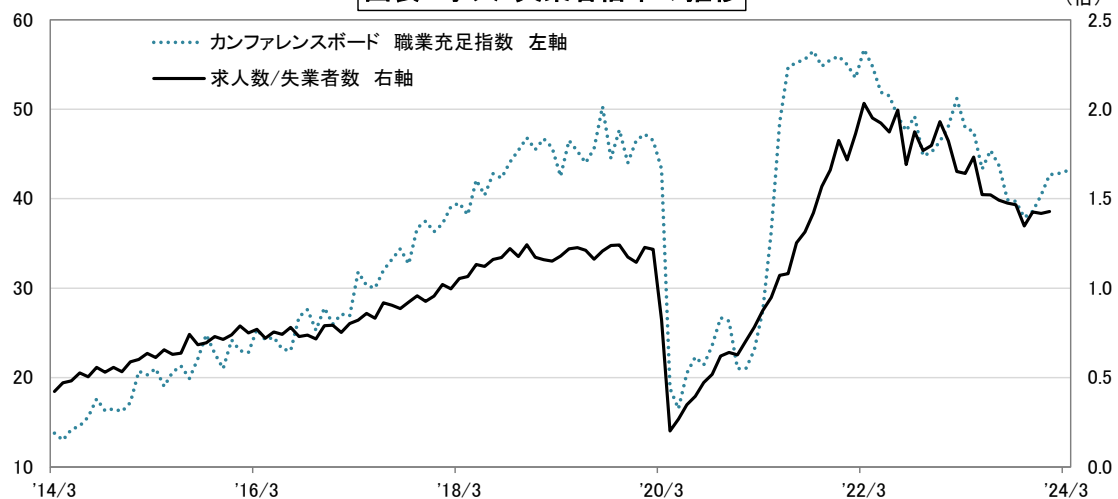
(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

2月の求人労働異動調査によると、求人数は前月からほぼ変わらずの875.6万件となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))と自発的な離職率はいずれも変わらずの5.3%、2.2%となった。

求人数と失業者数の比率をみると、2月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.36倍の求人が確認され、23年10月に次ぐ低水準となった。雇用者数の伸びが堅調ななかでも同比率は低下基調にあるが、足元では低下ペースは緩慢になっている。2、3月の指標からは、労働市場の抑制があまり進展していないと判断するべきだろう。

図表4 求人・失業者倍率の推移

(倍)



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

堅調さが維持されている個人消費

個人消費をみると、2月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.1%、サービス消費は同0.6%となり、全体としては同

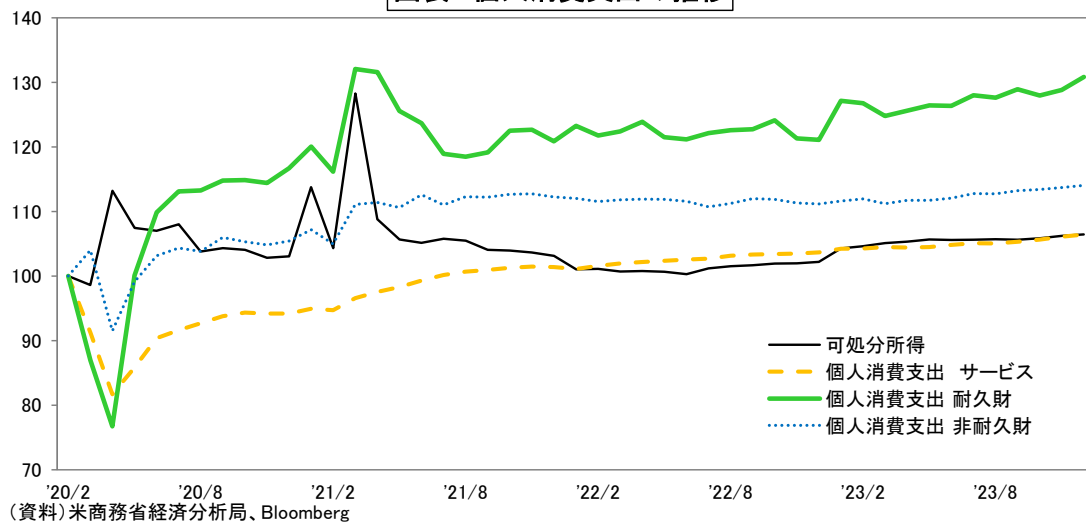
0.4%となった。3月の小売売上高は同0.7%と2月の同0.9%に続き高い伸びを示した。足元の個人消費は堅調さが維持されているといえるだろう。

4月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、3月からほぼ変わらずとなり、24年入り後は横ばいで推移している。もっとも、1年先期待インフレ率と長期期待インフレ率はいずれも0.2ポイント上昇の3.1%、3.0%となった。コロナ前と比較してやや高い水準といえる。

堅調な個人消費支出の背景を考えるため、2010年～23年のデータを用いて個人消費支出を、それぞれ1四半期前の不動産資産、金融資産、可処分所得を説明変数として回帰分析した（データはいずれも名目値で前四半期比）。得られた係数は0.24、0.14、0.29となり、例えば、不動産資産の上昇率が前四半期比1ポイント高まると、翌四半期の個人消費支出の伸びが同0.24ポイント高まることとなった。結果としては、コロナ後の住宅価格上昇や株高と、個人消費支出の底堅さの連動性を示唆する内容といえるだろう。

(20年2月=100)

図表5 個人消費支出の推移



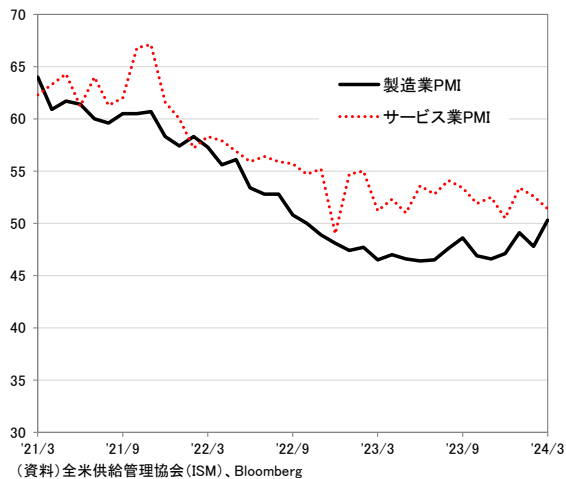
17 か月ぶりに拡大局面を示したISM製造業指数

ISM 指数を確認すると、3月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から2.5ポイント上昇し50.3%と、判断基準となる50%を17か月ぶりに上回り製造業の拡大局面を示した。内訳をみると、新規受注、生産、雇用、在庫が同2.2、6.2、1.5、2.9ポイントの上昇となり、供給遅延は同0.2ポイント低下した。それ以外の指数としては、価格指数が同3.3ポイント上昇の55.8%と3か月連続で50%を上回り、製造業部門の価格上昇圧

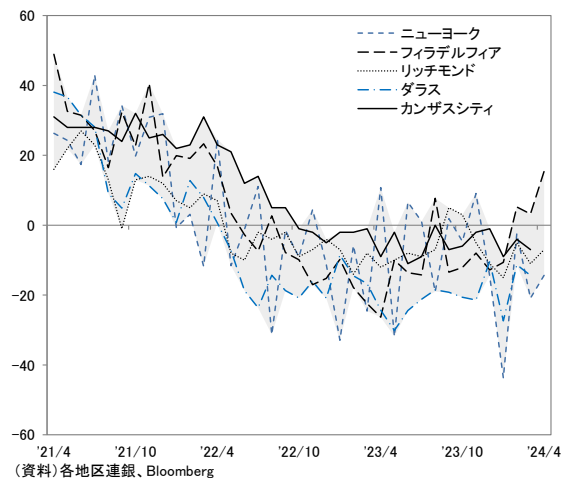
力を示唆する内容となった。

サービス業指数（サービス業 PMI）は同 1.2 ポイント低下の 51.4%となったが、判断基準となる 50%を 15 か月連続で上回っており、サービス業の拡大局面が続いている。

図表6 ISM景況感指数の推移



図表7 地区連銀製造業景況指数



24 年の利下げは見送られる可能性も

コロナ禍で極端に低下した中古住宅在庫率をみると、22 年前半にかけて小幅に上昇したものの、足元でも販売戸数の 3 か月分程度と在庫が少ない状況が続いている。このため住宅価格の上昇圧力は継続しているとみられる。

実際に、消費者物価指数内の住宅費 (shelter) は過去 1 年にわたり概ね前月比 0.4%前後で横ばいとなっている。また、S&P ケースシラー住宅価格や Zillow 賃貸指数も前月比でみれば 23 年後半を底として、足元では再加速しつつあるように思われる。CPI 総合に占める住宅費の割合は 36%と高く、前述の前月比 0.4%が続くと、CPI 総合 (年率) に対する寄与度は 1.76 ポイントとなる。FRB の物価目標から考えれば、住宅価格は一段と鈍化する必要があるだろう。このため、引き続き需要を抑制する必要があり、金融引き締め期間は長期化することとなりそう。

労働市場に目を転じて、FRB の物価目標達成のためには、賃金上昇率がもう一段と鈍化する必要がある。国土安全保障省によると、23 年の移民流入数は 330 万人となり、米人口のほぼ 1%に相当したものの、コロナ禍後に期待されていた賃金上昇率の押し下げ効果が顕在化しているようには思われない。

以上から、インフレ率の先行きについて、24 年内の CPI は前

景気の先行き：ソフトランディングというには強い景気

年比 4%程度の高い値が続くと予想される。このため、筆者はこれまで6月と予想していた利下げ開始時期を、25年入り後と半年程度後ずれさせた。

景気の先行きを考えると、雇用の増加ペースが再加速しており、所得増加ペースの加速につながると考えられる。また、前段で述べた通り、住宅価格や賃貸価格の上昇も個人消費支出の下支えとなるだろう。このため先行きについてもかなり堅調な個人消費支出が維持されると思われる。

次第に GDP 成長率が 2%程度へ鈍化していくというソフトランディング見通しがこの半年ほどはコンセンサスとなっていたが、より高い経済成長率が続きそうだ。まずは、25日に公表される1～3月期 GDP に注目したい。なお、24日時点のアトランタ連銀 GDPNow では、1～3月期 GDP 成長率を前期比年率 2.7%と推定している。

長期金利：高止まりが続く

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では24年1月入り後、経済指標やFOMC参加者の発言、米地銀の商業用不動産向け融資問題などが材料となるなか、米長期金利(10年債利回り)は変動幅の大きい展開となった。その後は、3月FOMC(19、20日)にて24年内3回の利下げ見通しが維持されたことがハト派的と評価され、一旦は利回りが低下する場面もみられた。しかし、4月に入ると、堅調な雇用統計やCPIの下げ渋り、複数のFOMC参加者が利下げを急がない姿勢を強調したことなどから、長期金利は上昇した。中東情勢の緊迫化はあるものの、足元では約5か月ぶりに4.6%を上回って推移している。

先行きについては、利下げ時期が後ずれするとの想定の下、24年半ば～後半までは長期金利の高止まりが続くと見込まれる。



株式市場：一時的な調整局面も

株式市場では、2月21日取引終了後にGPU業界大手のエヌビディアが好決算を発表したことや、3月20日は半導体メモリー製造で米最大手のマイクロテクノロジーが堅調な売上見通しを公表したことなどを背景に、ハイテク株や人工知能関連銘柄を中心に買いが続き、上昇相場をけん引した。3月FOMCで24年内の3回利下げ見通しが維持されたことも好材料視され、3月28日のダウ平均は39,807.37ドルで最高値を更新した。

4月に入ると、長期金利の上昇に伴い2,000ドル程度下落し、15日は37,735.11ドルで取引を終えたが、足元では反発している。

先行きについては、24年にかけてS&P500構成銘柄については前年比10%超の増益が予想されているため、トレンドとしては上昇が続くと思われる。もっとも長期金利の高止まりから一時的な調整局面を迎える可能性はあるだろう。

ウクライナ支援法案が下院で可決

最後に、最近の米議会と政府の動きを確認すると、米連邦議会下院は20日、ウクライナ（610億ドル）、イスラエル（260億ドル）、台湾（80億ドル）に総額950億ドル規模の支援を提供する予算案を可決した。同予算案の審議は民主党が多数派の上院で可決されてから約4か月間棚上げにされていた。下院共和党強硬派による反発が根強く、下院共和党からは賛成101人に対し反対112人となり、可決には下院民主党からの支持が映じた形となった。下院での議席数のバランスや共和党内の分裂に加えて、大統領選挙を控えるなか、難しいかじ取りを迫られたジョンソン下院議長が、記者団に対して同予算案可決は時宜に

かなっている」と述べるに留めた点も印象的だったと思われる。
なお、ロシアの 24 年予算における国防費は 10.8 兆ルーブル
(1,180 億ドル) となっており、今回のウクライナ支援は、全
てが軍事支援というわけではないものの、規模の大きいものとい
えるだろう。同予算案は上院通過後、24 日にバイデン大統領
が署名し成立した。

また、中国系動画投稿アプリ「TikTok」を最長 1 年以内に米
企業に売却することを義務付ける法案も下院超党派で可決さ
れた。24 日にバイデン大統領が署名し、法律が成立した。同ア
プリの米国ユーザーは 1.7 億人いるとされる。新たな米中対立
の火種となるだろう。

(24. 4. 25 現在)

2024 年 1～3 月期は予想を上回った成長

～当面の景気は回復基調が続く見込み～

王 雷 軒

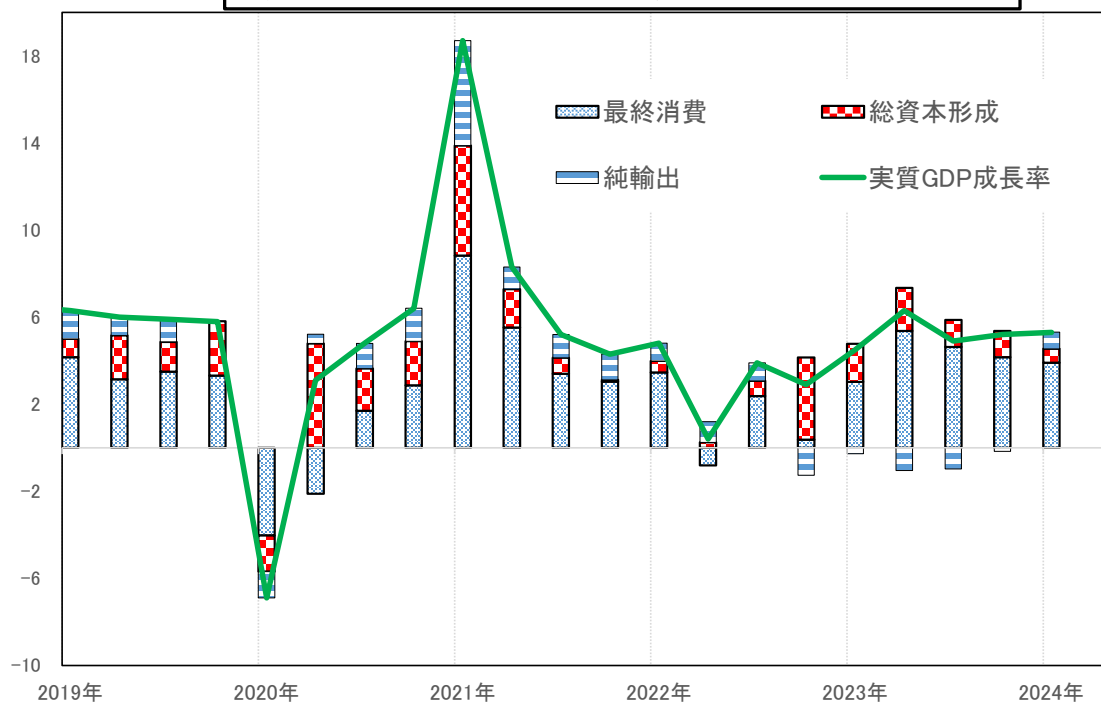
要旨

輸出の底堅さと設備投資の好調さなどを受けて 2024 年 1～3 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 5.3%、前期比 1.6%といずれも市場予想を大きく上回った。当面の景気は政策効果の顕在化などにより回復基調が継続する可能性が高いとみている。

ただ、消費の回復テンポが鈍いことや、不動産の不況が続いているほか、地政学リスクの高まりや米国の早期利下げ観測の後退もあり、依然として楽観視はできない。

(%前年比、ポイント)

図表1 中国の前年比実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



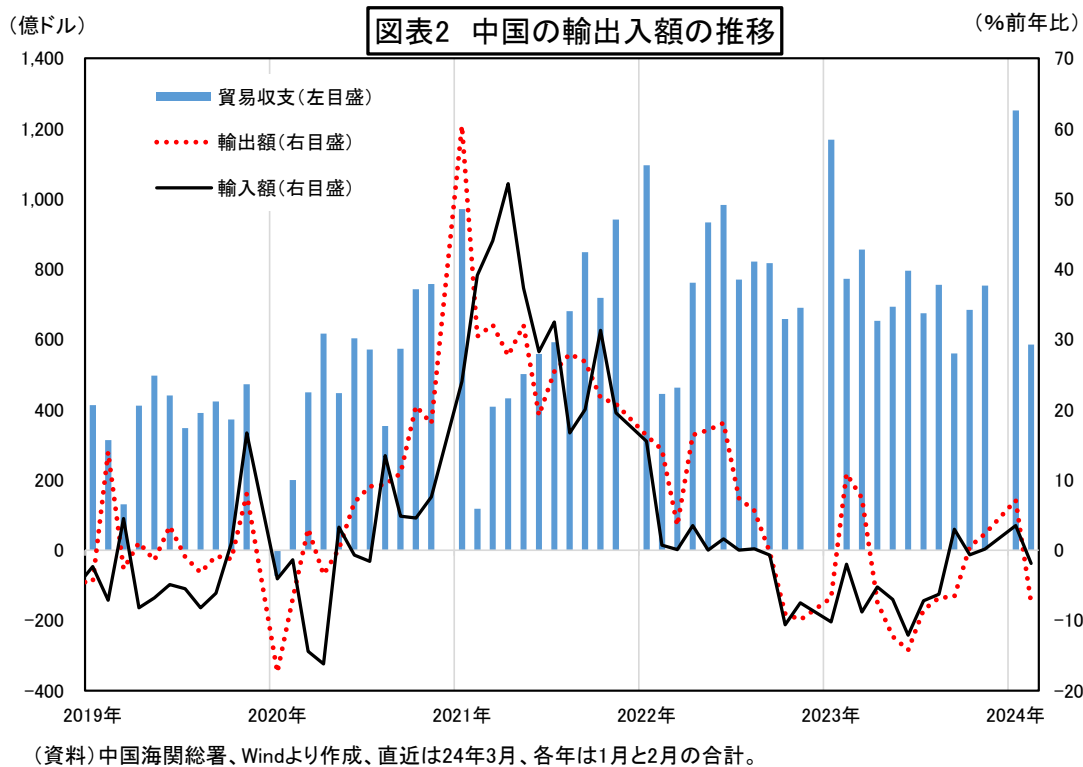
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.3%、前期比 1.6%といずれも予想を上回った

国家统计局が 4 月 17 日に発表した 2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.3%と、10～12 月期 (同 5.2%) から小幅ながら加速した (図表 1)。また、市場予想 (Wind) の平均値である 4.9%を上回ったほか、前期比も 1.6% (年率換算 6.6%) と、10～12 月期の 1.2% (同 4.9%) から加速した。全人代で示された 24 年の政府の成長率目標である「5%前後」の達成に向けてよいスタートを切ったといえよう。

この前年比実質 GDP 成長率 (5.3%) に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 3.9 ポイント、総資本形成は 0.6 ポイント、外需（純輸出）は 0.8 ポイントであった（図表 1）。最終消費の寄与度は 23 年 10～12 月期（同 4.2 ポイント）から低下した。また、総資本形成も設備投資が堅調に推移したものの、不動産開発投資のさらなる低迷を受けて弱かった。その一方で、純輸出は 6 四半期ぶりのプラスに転じ、今回の成長を押し上げた。

このように、成長率が市場予想を上回った背景には、輸出が当初の想定より比較的堅調に推移し、鉱工業生産、製造業の好調さをもたらしたことが挙げられる。ただし、3 月単月の経済指標は、1～2 月期に比べ鈍化したものが多く、景気回復の勢いが高まっている姿は見受けられない。その要因として不動産の不況が一段と進んだほか、消費の回復テンポが緩慢であったことも挙げられる。



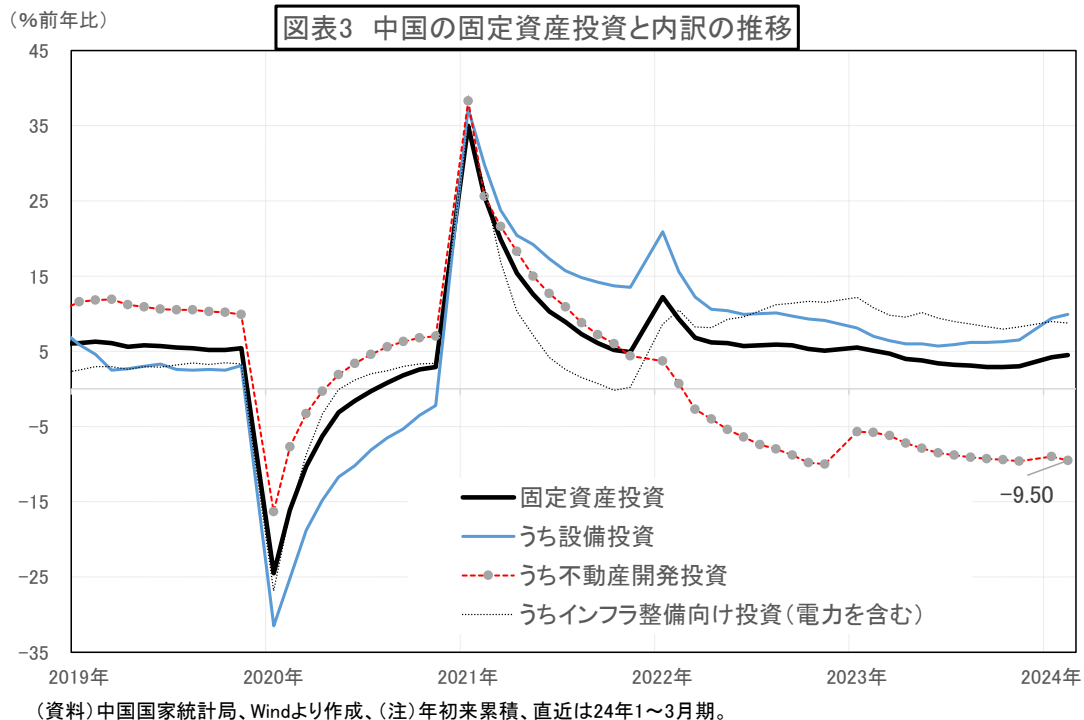
当初想定より底堅く推移した輸出

24 年 1～3 月期の輸出額はドル建てで前年比 1.5%、人民元建てで同 4.9%といずれもプラスの伸びを維持しており、当初の想定より底堅く推移した。海外需要が回復しつつあるなか、自動車や太陽光パネルなどの輸出拡大がその要因であると考え

えられる。輸出全体の底堅さを受けて3月の製造業PMIは50.8と半年ぶりに50を上回った。PMIの構成項目となる新規輸出受注は51.3となった。

しかしながら、3月の輸出額（ドル建て）は前年比▲7.5%の2,797億ドルと5か月ぶりにマイナスに転じた（図表2）。この背景には、コロナ収束後の23年3月の輸出が集中的に行われたことの反動がある。

輸出の先行きについては、ドル高・人民元安に加え、政府の輸出支援策の効果や自動車などの輸出拡大も予想される一方、ウクライナ紛争の長期化、中東情勢の緊張、米中関係などの地政学リスクの高まりを背景に年後半にかけては軟調な推移が見込まれる。



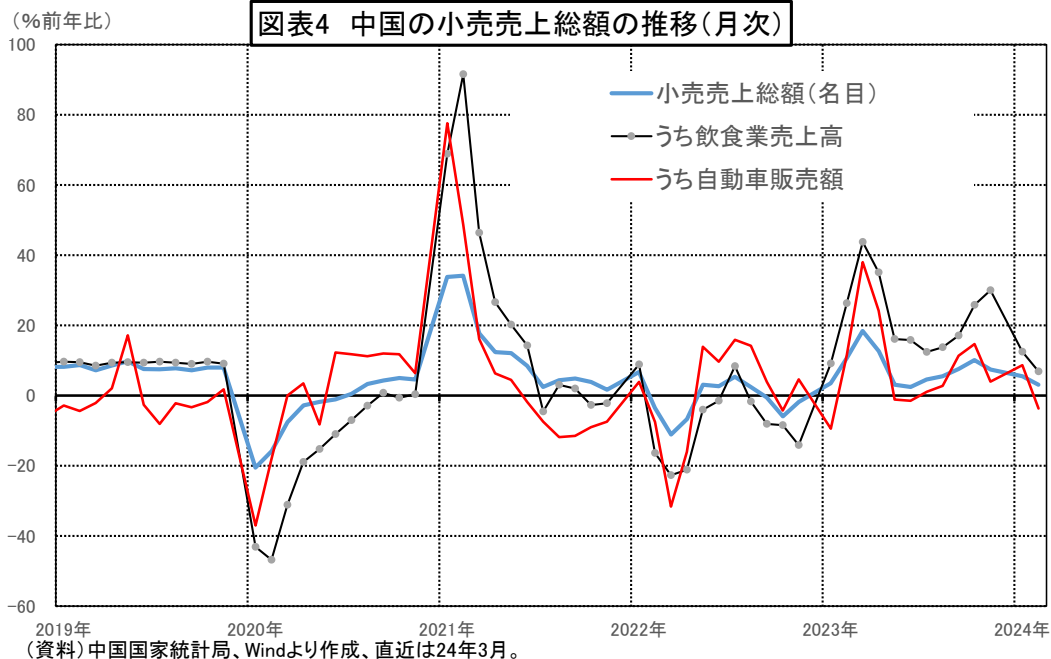
不動産開発投資は引き続き足かせとなる一方、設備投資は好調

また、設備投資の好調さとインフラ整備の下支えで24年1～3月期の固定資産投資は前年比4.5%と小幅ながら加速した（図表3）。固定資産投資の内訳をみると、設備投資とインフラ整備向け投資はそれぞれ同9.9%、同8.8%と全体の4.5%を大きく上回っており、いずれも堅調に推移している。ただし、設備投資は好調だったことで成長を押し上げた一方、企業設備の稼働率は小幅ながら低下したことに留意しておく必要がある。

これに対して、不動産開発投資は同▲9.5%と不振な状況が続いている（図表 3）。不振の背景には、国有企業と民間企業と問わず不動産デベロッパーのバランスシート調整がなお続いているほか、住宅在庫の消化に時間がかかっていることが挙げられる。この不動産開発投資の停滞は投資全体の足かせとなっている。

さらに、投資主体別の固定資産投資を確認すると、国営企業による投資が加速しているほか、民間投資も小幅ながら前年比プラスで推移している。なお、国家統計局によると、不動産開発投資を除いた 1～3 月期の民間投資は同 7.2%と堅調に推移したとのことである。不動産開発投資の停滞による民間投資全体への影響の大きさがうかがえる。

固定資産投資の先行きについては、工業企業利益の改善、特別長期国債の発行・利用といった拡張的な財政政策の実施を受けて、設備投資とインフラ整備向け投資が引き続き投資全体を下支えしていくと見込まれる。ただし、不動産市場の調整にはなお時間を要するため、不動産開発投資の停滞状況はしばらく続く可能性が高いとみている。



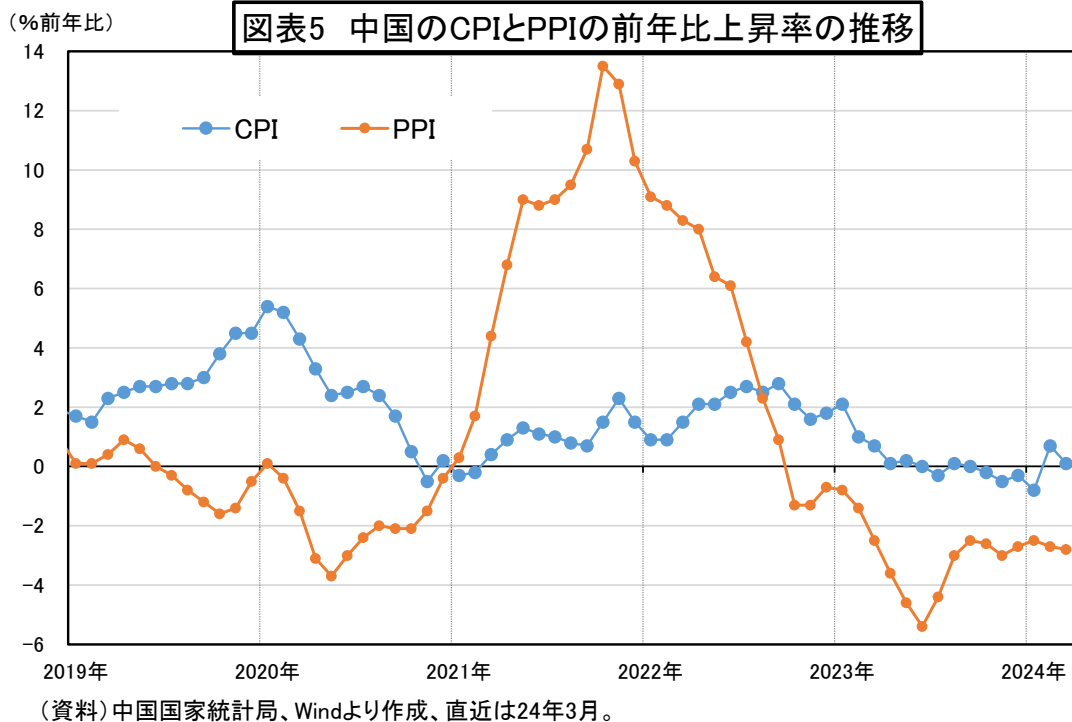
消費は持ち直し基調にあるも回復テンポは緩慢

一方、消費は持ち直し基調にあるが、その回復テンポが緩慢とみている（図表 4）。24 年 1～3 月期の小売売上総額は前年比 4.5%と伸びたものの、足元の 3 月は自動車販売の軟調さや飲食業売上の鈍化などを受けて同 3.1%に減速した。

コロナ感染症対策の転換により、人々が制限なく自由に移動できるようになり、コロナ禍前の19年とは変わらない「平常」の生活が取り戻された。また、自動車購入促進策などの消費拡大措置の効果もあり、24年入り後の消費は回復基調が続いているとみられる。他方、若年層の雇用状況が依然厳しいとみられるほか、不動産の不況で建材や家電の販売が軟調に推移したことは消費回復テンポを鈍らせたと考えられる。

24年1～3月期の都市部調査失業率は5.2%と23年同期から0.3ポイント改善したほか、足元でも3月の都市部調査失業率は5.2%と2月(5.3%)から小幅ながら改善した。しかし、国家統計局が発表した新しい若年層(16～24歳)失業率の推移を見ると、23年12月の14.9%、24年1月の14.6%、2月の15.3%、3月には15.3%となお高いことから、若年層の雇用をめぐる環境が依然厳しいと推察される。また、25～29歳の失業率はそれぞれ6.1%、6.2%、6.4%、7.2%と徐々に高まってきたことから若年層の雇用改善につながる有効な対策を打ち出すことは急務であろう。

なお、これまでの都市部調査失業率には、在学中の学生も集計対象となっていたが、新しい年齢層別の失業率では、在学中の学生は集計対象から外されている。



**物 価 上 昇 率 は 鈍
化、デフレーション
傾向は変わらず**

**景気見通し：政策効果
の顕在化等から回復
基調は継続の公算、引
き続き不動産不況策
や消費財の買い替え
促進策に注目**

前述したように、消費回復の弱さや不動産の不況などで内需が弱く、24 年 1～3 月期の GDP デフレーターは前年比▲1.3%と 4 四半期連続のマイナスに陥った。足元でも 3 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 0.1%と辛うじてプラスを維持したものの、2 月 (同 0.7%) から鈍化した (図表 5)。また、前月比は▲1.0%と 4 月ぶりのマイナスとなった。これらのほか、3 月の生産者物価指数 (PPI) も同▲2.8%と 22 年 10 月からの前年割れ状態が続いている。

他方、食品とエネルギーを除いたコア CPI 上昇率の推移をみると、前年比 0.5%台後半で推移していることから、中国経済はいまだデフレには陥っていないものの、デフレーション傾向にあることは変わらないと考えられる。

以上を踏まえながら景気を展望すると、3 月単月の指標からは、景気回復の勢いがやや弱くなったが、これまで打ち出された経済対策の効果が顕在化するとみられることから、景気回復基調は継続する可能性が高いとみている。

しかしながら、消費の回復テンポが鈍いことや、不動産の不況が続いているほか、中東情勢や米中関係などの地政学リスクの高まりや米国の早期利下げ観測の後退もあり、先行きは依然楽観視できないと考えている。

こうしたなか、中国経済にとって最大の下振れリスク要因となる不動産不況を食い止めるために、まずは不動産デベロッパーの資金繰り困難を速やかに解決する必要があり、その対策の進捗状況に注視していく必要がある。当面の経済情勢と経済運営の基本方針などを分析・決定する共産党中央政治局会議 (4 月末開催予定) で打ち出されるとみられる不動産政策の方向性が注目される。

また、国務院 (内閣府に相当) は 3 月 13 日に「大規模な設備更新と消費財買い替えを促進するアクションプラン」を公表した。同プランは、大規模な設備更新と消費財の買い替えの実施、金融・財政支援策の強化などの 5 項目にわたって 20 の措置を打ち出した。消費回復テンポを速めるための自動車・家電製品・厨房機器などの消費財の買い替え促進策の実施にも注目していきたい。

(24. 4. 24 現在)