

経済金融 ウォッチ

2024年8月号

国内	1
米国	11
中国	19



揺れ動く日銀の追加利上げ観測

～「賃金と物価の好循環」の強まりはまだ確認できず～

南 武志

要旨

5月の景気動向指数・CI一致指数は2か月連続で上昇、19年9月以来の水準まで回復したことから、国内景気は足踏み状態から脱した感がある。とはいえ、世界経済は低成長状態が続いており、外需には期待できない状況だ。一方、24年春闘で実現した5%台の賃上げや6月の所得税・住民税減税によって、家計所得は押し上げられつつあるが、物価高止まりによる実質賃金の目減りが続いている。政府の電気・都市ガス代の負担軽減策の復活などが奏功して秋口に物価が沈静化に向かえば、消費もようやく回復に向かうとみられる。24年度下期には民間需要が主導する格好で国内景気の回復が強まるものと予想する。

こうした中、金融市場では日銀が7月にも追加利上げをするとの思惑も浮上しており、長期金利も1.0～1.1%で推移している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年			2025年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.080	0.00～0.10	0.00～0.30	0.10～0.30	0.10～0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1490	0.10～0.30	0.10～0.40	0.25～0.50	0.25～0.50	
国債利回り	20年債 (%)	1.860	1.65～1.95	1.70～2.00	1.75～2.05	1.75～2.05
	10年債 (%)	1.075	0.80～1.15	0.80～1.20	0.85～1.25	0.85～1.25
	5年債 (%)	0.620	0.45～0.70	0.50～0.75	0.55～0.80	0.55～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	154.6	145～165	140～160	135～155	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.4	155～175	150～170	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	39,599	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)

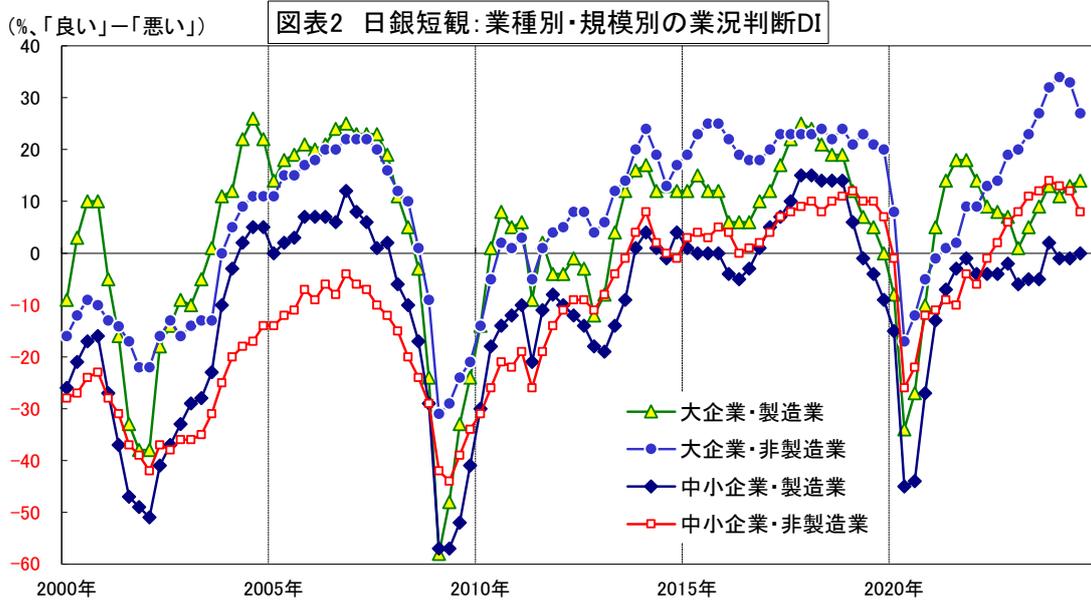
(注)実績は2024年7月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

IMF、政府は日本経済見通しを下方修正

7月16日、国際通貨基金(IMF)は「The Global Economy in a Sticky Spot (足踏み状態の世界経済)」という副題を付けた最新の世界経済見通しを公表、24年の世界経済全体の成長率を3.2%と、前回4月時点から据え置いた。このうち、日本については0.7%と0.2ポイントの下方修正となった。24年春闘での大幅賃上げが年後半以降の消費押し上げに寄与するとのシナリオに変更はないが、1～3月期のマイナス成長(主因は一部の自動車メーカーの認証不正問題による生産・出荷停止など)が下方修正に影響したと説明している。なお、世界インフレは沈静化に向かっているが、サービス分野では高止まりしているほか、貿易摩擦や地政学的リスクの再燃がイ

ンフレを上振れさせる可能性があり、それが米国の利下げ転換を遅らせたり、ドル高を長期化させたりすれば、世界経済の成長を阻害しかねないとしている。

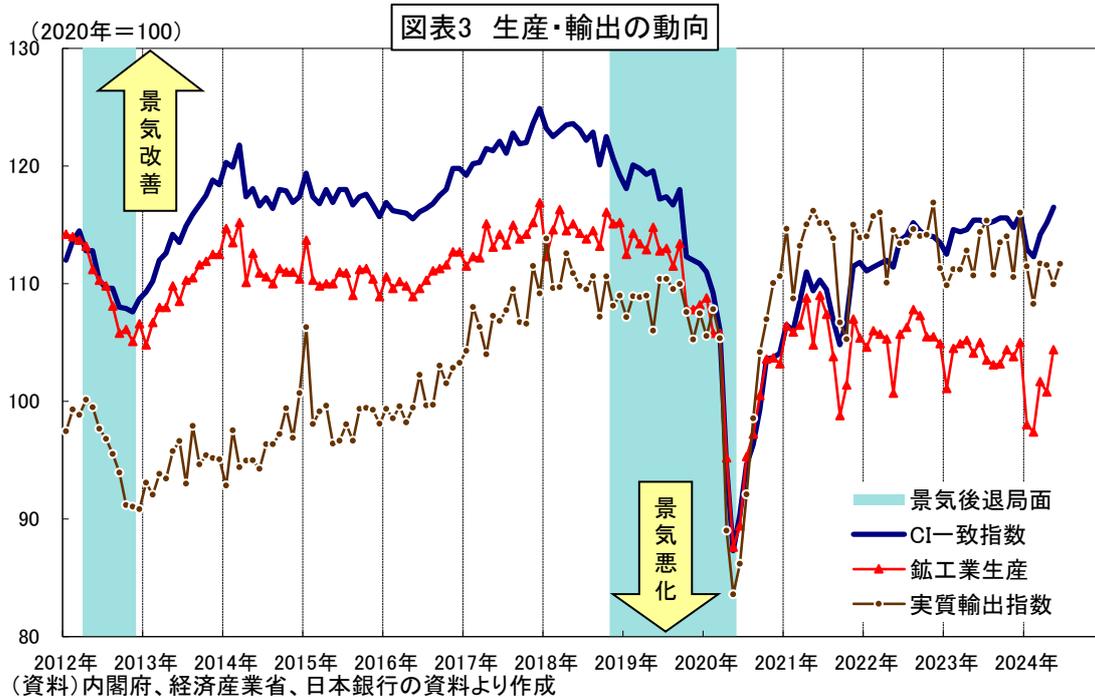
一方、19日には内閣府も24年度の日本経済に関する年央試算を経済財政諮問会議に提出した。これによれば、24年度は0.9%成長と、1月に閣議決定された政府経済見通し(1.3%成長)から0.4ポイントの下方修正となった。IMFと同様、自動車の不正認証問題に加え、後述する通り、円安・物価高によって消費回復が遅れていることが影響したと思われる。



大企業製造業の景況感 は小幅改善、同非製造業は 小幅悪化

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観(6月調査)によると、大企業製造業の業況判断DIは2期ぶりに改善した半面、同非製造業は高い水準を維持したものの、16期ぶりに悪化した。産業活動を示す鉱工業生産指数や第3次産業活動指数はいずれも冴えない動きが続いたが、企業業績は過去最高益を更新、24年入り後の株価も底堅く推移してきた。好業績の背景には円安や交易条件の改善(投入コストの低下、価格転嫁の進展)による売上増・変動費減があるが、基本的に価格効果で収益が膨らんだことは否めない。ただし、24年度の企業業績は増収ながらも減益見通しとなっており、特に24年度上期の収益悪化が見込まれている。一方、24年度の設備投資計画は上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調であることが確認された。

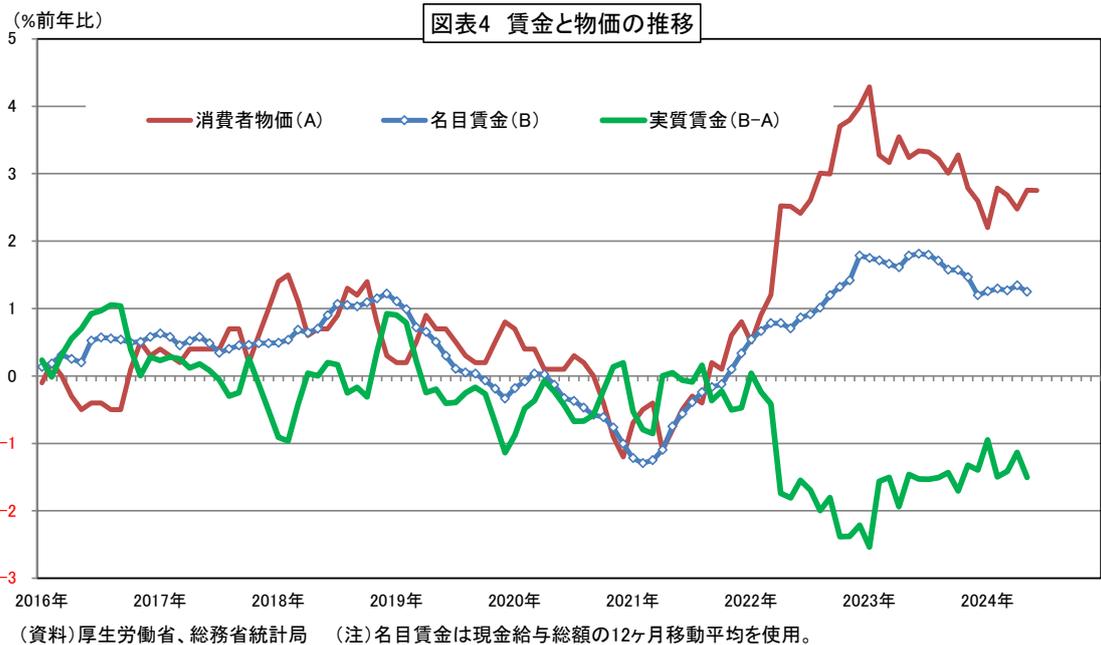
ちなみに、6月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DI・先行き判断DIとも4か月ぶりに改善したが、いずれも判断基準である50を下回った状態である。基調判断は「景気は緩やかな回復基調が続いているものの、このところ弱さがみられる」で据え置かれた。



踊り場から脱した感 のある国内景気

月次経済指標に目を転じると、5月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.3ポイントと3か月連続で改善、直近ピークだった23年12月の水準を大幅に上回り、消費税率10%への引き上げ直前の19年9月の水準に迫った。この結果、基調判断は「下方への局面変化」から「下げ止まり」へ上方修正され、24年1~4月にかけての景気停滞は「踊り場」だった可能性が強まった。一方、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）」の5月分も前月から+0.4ポイントと2か月連続で改善したが、直近ピークの23年10月の水準には届かなかった。

一方、6月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.6%と3か月ぶりに上昇した。地域別にみると、「中国向け」以外は上昇したが、趨勢的に伸びているのは「米国向け」だけで、「EU向け」はむしろ失速感が否めない。財別にみても、「自動車関連」の持ち直しが鈍く、挽回生産要因の剥落がみられるほか、「情報関連」も回復感が乏しい。



物価高止まりが消費回復を阻害

景気動向ならびに金融政策の先行きを占う上で「賃金と物価の好循環」の動向への注目度が高い。主要な消費統計である総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）の5月分はいずれも2か月連続で上昇したが、増加率はともに前月比 0.01%と微増であった。ちなみに、後者の実質サービス指数は同▲0.02%と2か月ぶりの低下であった。24年春闘は34年ぶりに5%台の賃上げ（定期昇給分込み）が実現したが、それによって期待されていた消費押し上げ効果はまだデータからは確認できていない。

実際、5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.0%と上昇率を高めているものの、実質賃金は前年比▲1.3%と26か月連続で減少しており、消費回復にとっての足枷となっている。

経済見通し：国内景気は回復傾向を強めるのは24年秋以降と想定

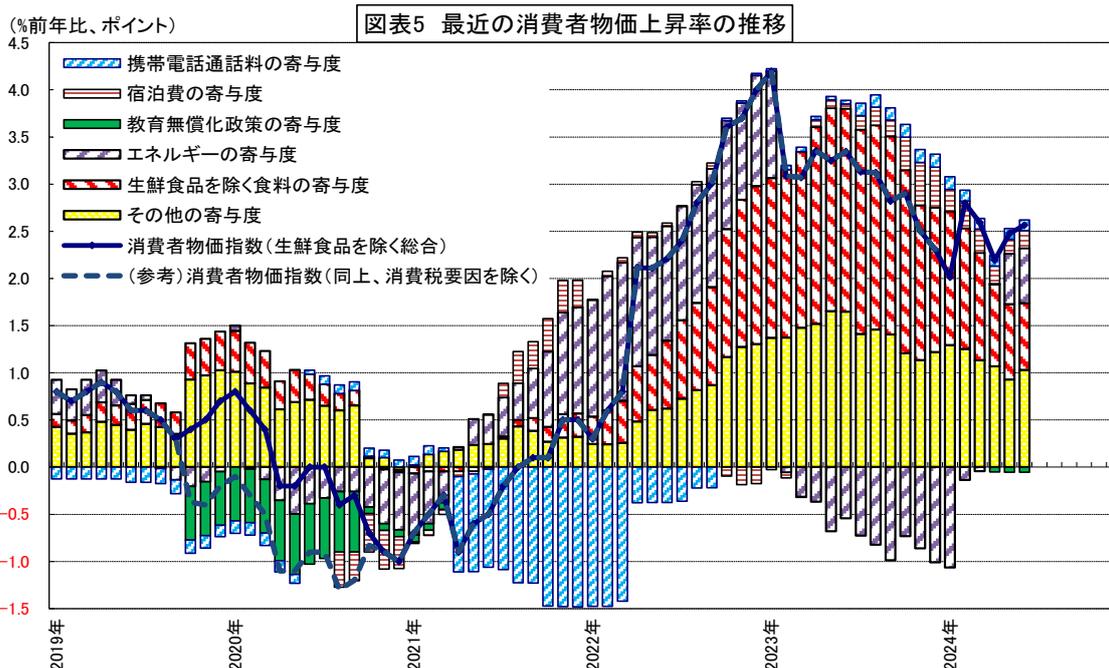
さて、基礎統計である建設総合統計が大幅に遡及改定されたことを受けて、内閣府経済社会総合研究所は7月1日に1~3月期のGDP第2次速報の改訂値を公表した。それによると、経済成長率は前期比年率▲2.9%（2次QEでは同▲1.8%）へ下方修正された。内容的には、民間住宅投資、公共投資がともに下方修正されている。23年度の成長率も、実質1.0%、名目5.0%と、ともに0.2ポイント下方修正されている。

以下、今後の国内景気を展望したい。前述の通り、4~6月期は消費や輸出などに一定のリバウンドが見られたことから、再

びプラス成長に戻ると思われる。ただし、世界経済は低成長状態から抜け出せておらず、しばらく輸出は伸び悩むとみられ、外需には期待できないだろう。

国内需要については、5%台の賃上げが実現した24年春闘を受けて、いつ実質賃金の目減りが止まり、消費活性化につながるかが今後のカギを握っているとみられる。賃上げ加速に加え、6月の所得税・住民税減税は名目所得の増加に大いに貢献するとみられる。一方で、今夏にかけては物価上昇率が高止まりすることもあり、実質所得の目減りの解消には至らないだろう。消費回復ペースが高まるのは物価が再び沈静化に向かう今秋以降とみられる。

さらに、24年後半には米国金融政策も利下げに転換するとの見方が強まっているほか、中国政府のテコ入れ策などもあって、緩やかながらも世界経済の回復傾向が強まり、輸出、企業設備投資にも波及するとみられる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：エネルギーが再び物価を押し上げ

6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、2か月連続で上昇率が拡大した。引き続き食料（除く生鮮食品）の値上げ圧力は弱まりつつあるが、政府の電気・都市ガス代の負担軽減策が半分には圧縮されたことでエネルギー価格が上昇傾向を強めた。また、堅調なインバウンド需要を背景に宿泊料の上昇が続いているほか、エアコンなど耐久

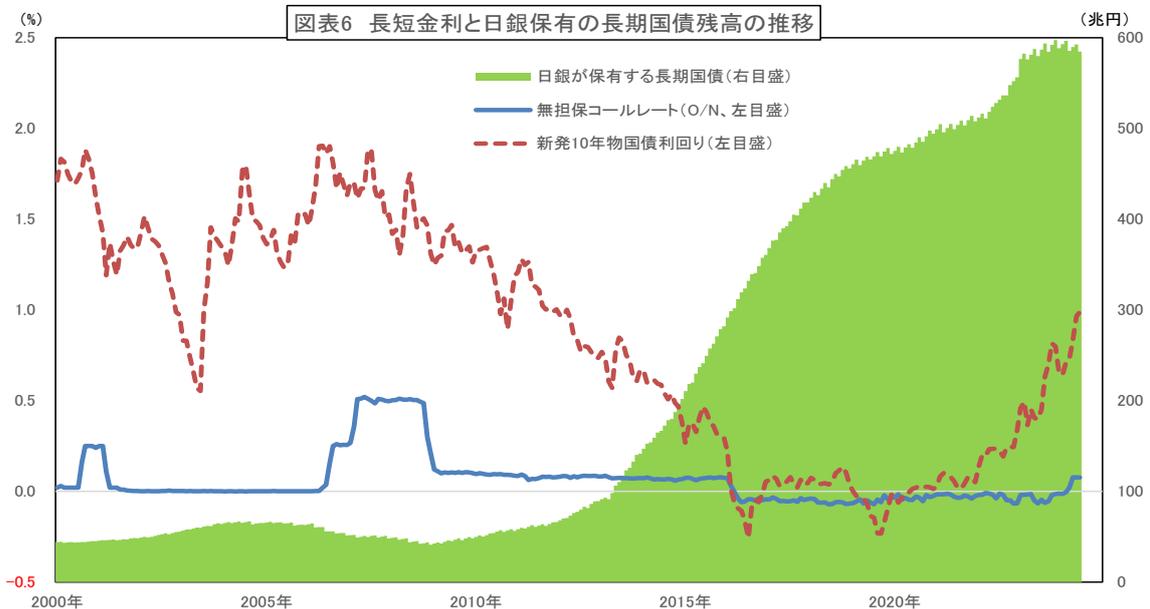
エネルギー高で今夏の物価は高止まりが継続

財も値上がりした。さらに、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 2.2%へ上昇率を高めた。

とはいえ、日銀の試算によれば、刈り込み平均値は前年比 2.1%、加重平均中央値は同 1.4%、最頻値は同 1.6%と、23 年末と比較して鈍化しており、総じてインフレ圧力は沈静化しつつあるといえるだろう。

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高まりつつある点に注意が必要である。また、地政学的リスクの高まりや国内の労働力不足、「2024 年問題」で国内外の物流コストも上昇しつつある。サービス分野を中心に値上げ圧力が定着し、物価は高止まりが続く可能性もある。

一方、岸田首相の肝いりで物価高対策が時限的に再導入され、8~10 月使用分の電気・都市ガス代の負担軽減策が復活することになっている。7~8 月分のコア CPI に関しては、物価高対策終了に加え、円安進行や天然ガス高騰の影響もあり、前年比 3%台に戻る可能性がある。9 月以降は物価高対策の効果によって同 2%台半ばに再び鈍化するとみられるが、その後も下げ渋る可能性が高い。



日銀は長期国債の買い入れを減額することを決定

政策据え置きを決定した 6 月の金融政策決定会合において、日銀は次回 7 月会合以降、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買い入れ（現在は月 6 兆円程度）を減額していく方針を示した。そして、7 月会合までに「債

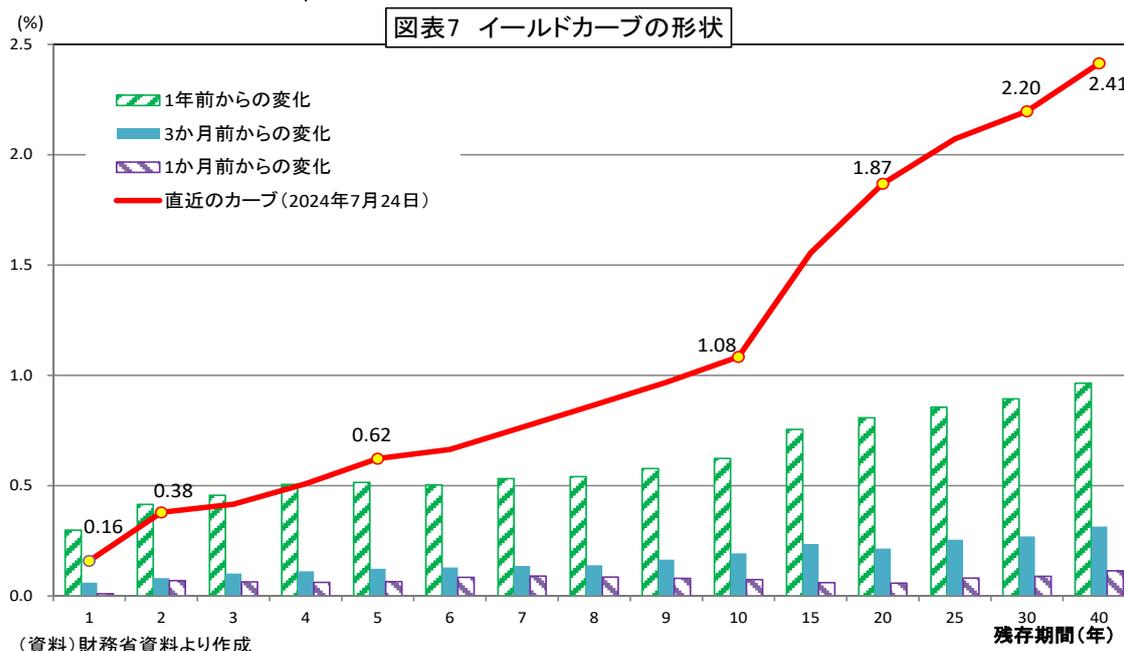
券市場参加者会合」を開催して市場関係者の意見を聴取しつつ、今後 1～2 年程度の具体的な減額計画を決定し、速やかに減額を行う方針を表明した。植田総裁は、長期国債の買入れ減額は「相応の規模」となるとしつつ、金融政策の能動的な手段としては使うつもりはない、との意向を示している。それゆえ、追加利上げと減額拡大のタイミングが重なることもありうる。

さて、日銀は7月9～10日に「債券市場参加者会合」を3グループに分けて開催、市場参加者から減額の幅やペース、減額のガイダンスの示し方、残存期間別の減額の進め方等についての意見聴取を行った。実際、多種多様な意見が出たようで、7月会合で示される減額方針が注目される。なお、日経 QUICK ニュース社によるアンケート集計によれば1年後には月4兆円程度、2年後には月2～3兆円程度、といった予想が多かった。

金融政策：追加利上げは早くとも10月か

目下、日銀は政策運営スタンスについて「基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」と説明している。

そのタイミングについては「賃上げ⇒家計所得増⇒消費増⇒企業収益改善⇒賃上げ⇒…」といった好循環が強まるのをデータで確認した後とみられる。現時点では好循環が強まったことがデータの上で確認できては不在が、前述のような経済見通しを踏まえれば、早ければ10月会合での追加利上げが決定される可能性があるだろう。



金融市場：現状・見 通し・注目点

長期金利は 1.0～ 1.1%で推移

マーケットでは引き続き、内外の金融政策に注目が集まった。米国ではインフレ沈静化を示唆する物価統計を受けて9月利下げ観測が強まった半面、国内では7月の追加利上げへの思惑が一部で根強く、金利上昇圧力が働いた。一方、38年ぶり水準まで円安が進行したことを受けて、政府は4、5月に続き円買い介入を実施した。円安を背景に史上最高値を更新した株価は円高反転とともに調整入りした。

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

日銀は異次元緩和の解除後も当面はこれまでと同様、国債保有残高を維持するのに必要な月6兆円程度のペースで国債買入れを続けている。一方、日銀は国債買入れの減額方針を表明、7月の金融政策決定会合でその詳細を示して実施に移す意向を示したほか、24年春闘の結果を受けて所定内給与（≒基本給）が徐々に上昇率を高めている等を受けて早期利上げ観測が浮上したこともあり、イールドカーブ全般に上昇圧力がかかっている。

6月中旬にかけて1%を下回っていた長期金利（新発10年物国債利回り）は6月下旬には再び1%台となった後、7月会合での利上げに関する思惑から1.0～1.1%のレンジ内で動いている。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利はじり高へ

米国では9月FOMCでの利下げが意識されるなど、基本的に海外金利は今後低下基調をたどるとみられることから、海外からの金利上昇圧力が波及する可能性は薄まっている。一方で、24年春闘を受けた賃上げが消費持ち直しにつながれば、日銀は断続的に利上げしていくことになる。長期金利は徐々に水準を切り上げていくと予想する。

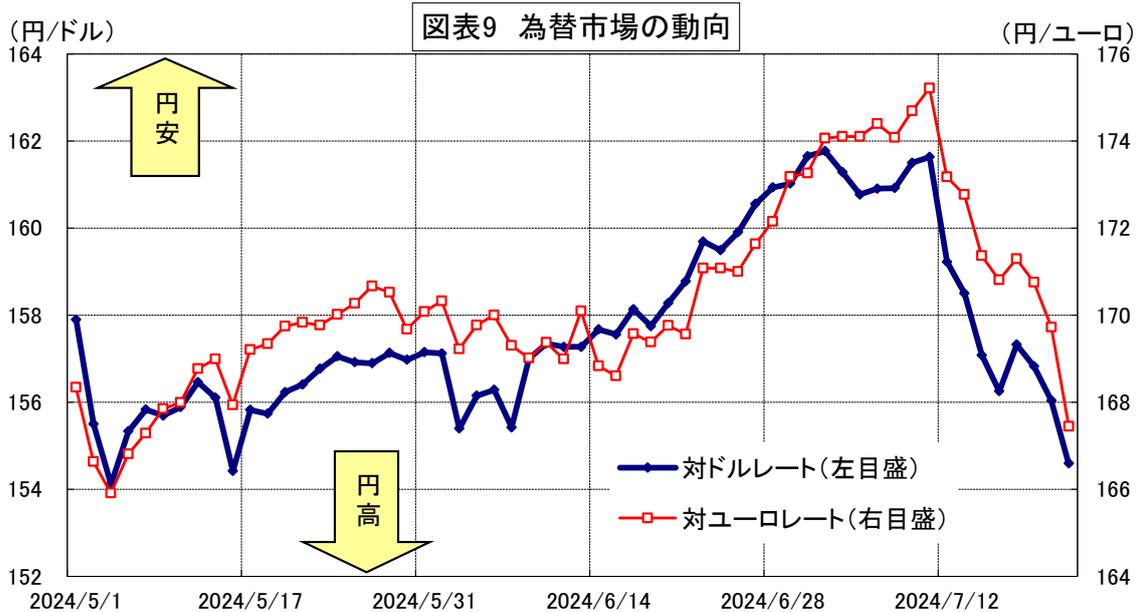
② 株式市場

史上最高値を更新した後、調整局面入り

3月22日に日経平均株価が41,087円（ザラ場）の史上最高値を更新した後、株価はしばらく上値の重い展開が続いた。しかし、6月下旬以降に円安が再び進行したほか、米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引されたこともあり、11日の日経平均は一時42,426.77円まで上昇する場面もあった。7月4日ザラ場で34年7か月ぶりに史上最高値を更新したTOPIXも、11日は2946.60ポイントまで上昇した。

その後はスピード調整的な動きに加え、円買い介入によって為替レートが円高方向に戻ったほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、大きく調整している。

とはいえ、国内景気は大幅な賃上げを背景に内需主導で徐々に回復力を高めていくとみられることから、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色が強まっていくと予想される。ただし、24年度上期にかけて減益を予想する企業が多いことから、しばらく国内株価は軟調な展開となるだろう。



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

5.5 兆円規模の円 買い介入で円安一 服

対ユーロでも足元 円安が修正

③ 外国為替市場

24年入り後の急速な円安進行を受けて、政府は大型連休中に総額9兆7,885億円の円買い介入に踏み切ったが、その後も円安の流れに歯止めがかからず、6月下旬には再び1ドル=160円台に突入した。

7月中旬にかけては一時162円に迫るなど、38年ぶりの円安水準となったが、インフレ沈静化を示唆する内容となった米CPIの発表後（11日NY時間）に円高方向に急反転した。9月FOMCで米国が利下げに転じるとの思惑が高まったタイミングであったが、市場では11、12日と続けて総額5.5兆円規模で円買い介入が実施されたとみられている。その後、ドル円レートは150円台前半まで円高が進んだ。

仮に近い将来、米国が利下げ、日本が利上げを決定したとしても、日米金利差は大きく乖離した状態には変わりはない。ただし、金利差が徐々に縮小していけば、円安状態は修正される動きとなるだろう。

ユーロ円レートはドル高につられてユーロ高傾向で推移してきたが、7月11日には過去最安値となる1ユーロ=175円19銭まで円安が進んだ。その後、円買い介入を受けてユーロ安方向に転じ、直近は160円台半ばまで円高方向に戻した。

欧州中央銀行（ECB）は6月、4年9か月ぶりに利下げしたが、7月の政策理事会ではサービス価格高止まりへの警戒もあり、政策の据え置きを決定した。市場では年内はあと2回利下げするとの見方がある半面、ECBでは依然として高い賃金上昇への警戒を続けており、追加利下げはあくまでデータ次第としている。以上を踏まえ、日欧金利差が明確に縮小するまで円安状態の修正は本格化しないだろう。

（24.7.25 現在）

労働市場の過熱感が解消

～9月FOMCにて、利下げ開始の可能性～

佐古佳史

要旨

労働市場の需給が概ね均衡していることや、4月以降はインフレ率がFRBの2%物価目標と整合的に推移していることから、9月FOMCにて利下げが開始される可能性が高まったと考えられる。足元の米国経済は、金融政策の転換点に差し掛かりつつあると判断できる。

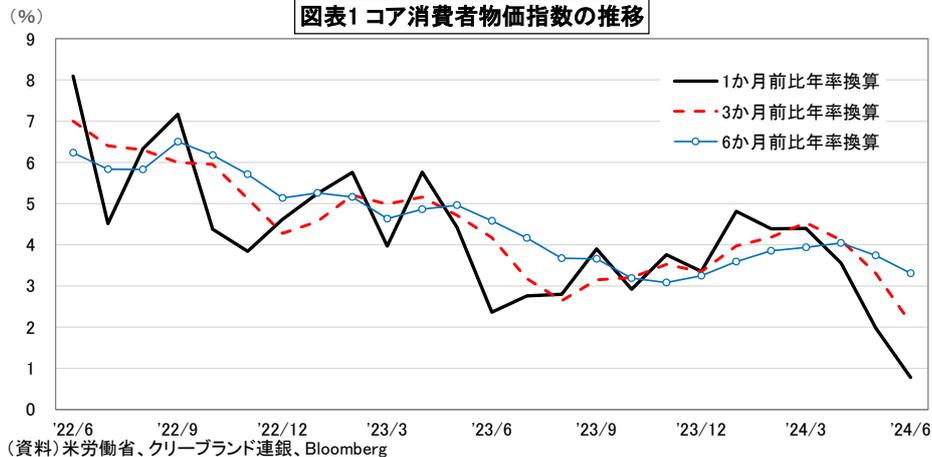
11月の米大統領選は、バイデン大統領が撤退したことで、ハリス副大統領対トランプ前大統領の構図となった。トランプ前大統領の公約が実現した場合は、無視できない景気引き締め効果が発生する可能性があり、先行きの不確実性が高まっている。

4月以降はインフレ率の鈍化が進展

まず、インフレ関連統計を確認すると、6月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比3.0%(前月比▲0.1%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%(同0.1%)となり、インフレ率の鈍化が確認された。エネルギーを除いたコアサービスのの上昇率も前月比0.1%へと鈍化した。内訳をみると住宅費は同0.2%、輸送サービスは同▲0.5%、医療サービスは同0.2%となった。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、6月はそれぞれ0.8%、2.1%、3.3%となり、インフレ率の鈍化が確認できる。

また、6月の生産者物価指数(PPI、最終需要区分)の動きを確認すると、総合は前年比2.6%(前月比0.2%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.1%(同0.0%)となり、やはり鈍化傾向が確認できる。

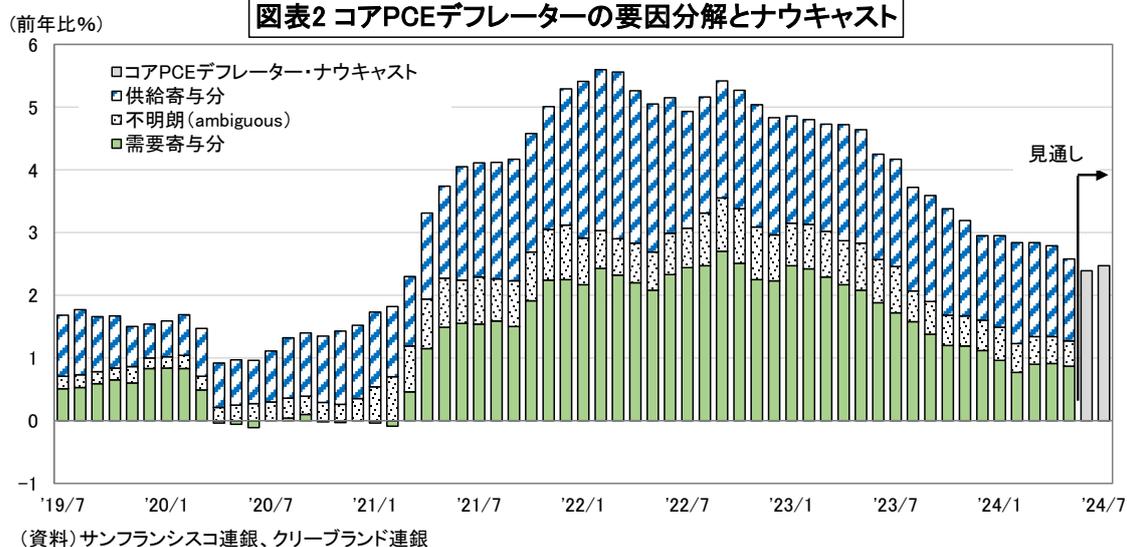
図表1 コア消費者物価指数の推移



5月のコアPCEデフレーターは前月から▲0.2ポイントの前年比2.6%（前月比は0.1%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは▲0.1ポイントの同2.8%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されていたが、4月以降のインフレ率は鈍化している。

7月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1年先期待インフレ率と長期期待インフレ率はともに低下し、いずれも2.9%となった。もっとも、長期期待インフレ率はコロナ前と比較してやや高い水準にある。

図表2 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



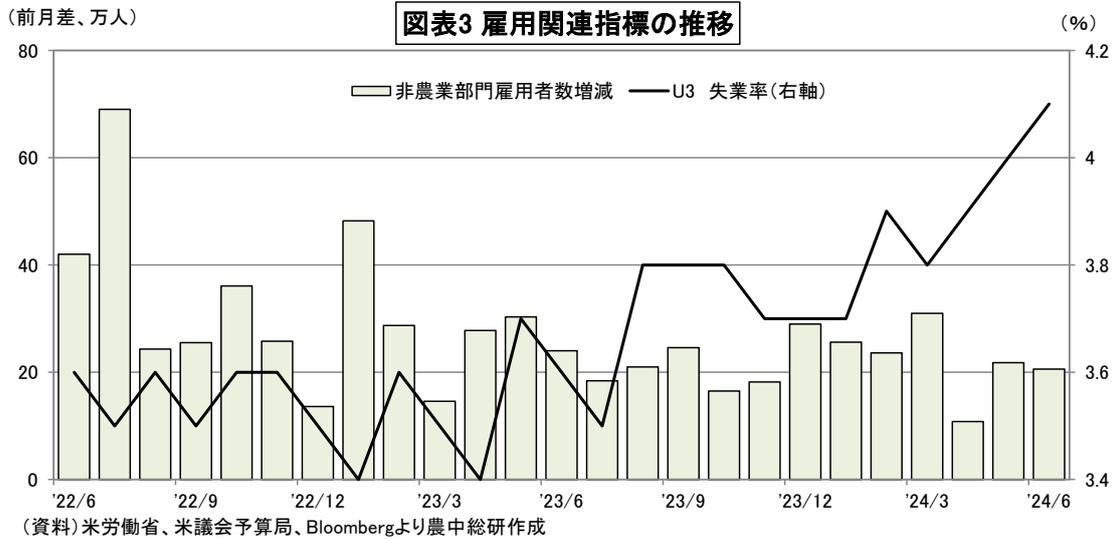
雇用増加ペースの鈍化が確認された

続いて、6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20.6万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは鈍化した。4、5月分の下方修正も大きかったことから、3か月平均は17.7万人増となった。失業率は4.1%であった。

なお、サンフランシスコ連銀が7月8日に公表した、失業率を一定に保つために必要な雇用増加ペース（ブレイク・イーブン雇用成長）についてのレポートによると、24年1～3月期の同雇用増加ペースは、一月当たり14万～23万人と推計された（推計値の幅は移民数の仮定から生じている）。現在の雇用増加ペースも推計値内に収まっていると考えられるため、労働市場の健全性が保たれていると考えられる。

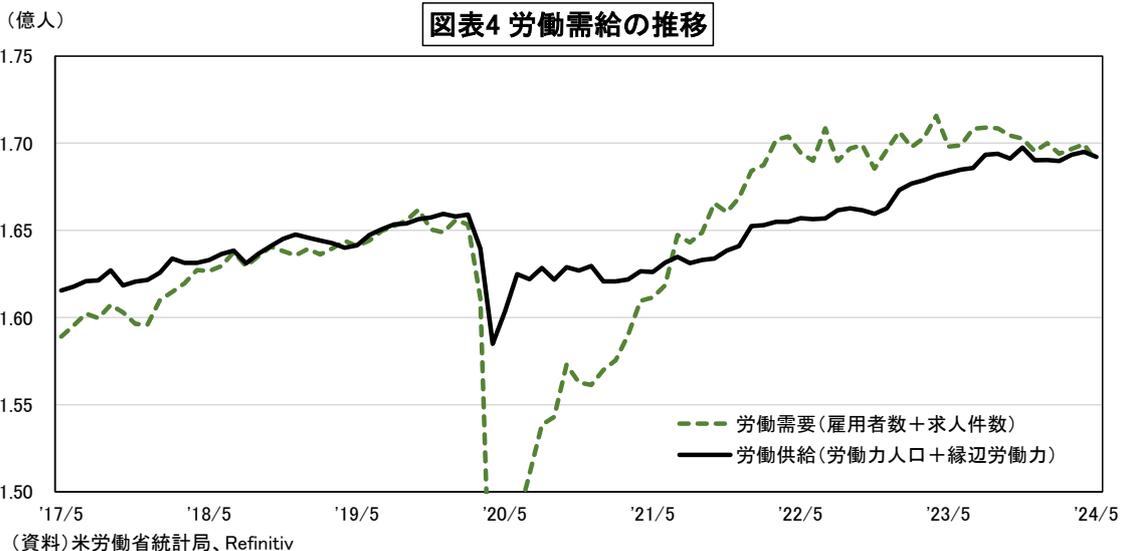
6月の非農業部門民間平均時給は前年比3.9%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同4.0%（同0.3%）の上昇といずれも前月から鈍化した。賃金上昇率は依然としてやや高いものの、2%物価目標と整合的な上昇率と思われる前年比3%

半ばの上昇率にむけて鈍化してきたといえる。



5月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から22.1万人増加の814.0万となり、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は0.1ポイント上昇の4.9%、自発的な離職率は変わらずの2.2%となった。求人率の低下トレンドがうかがえる。

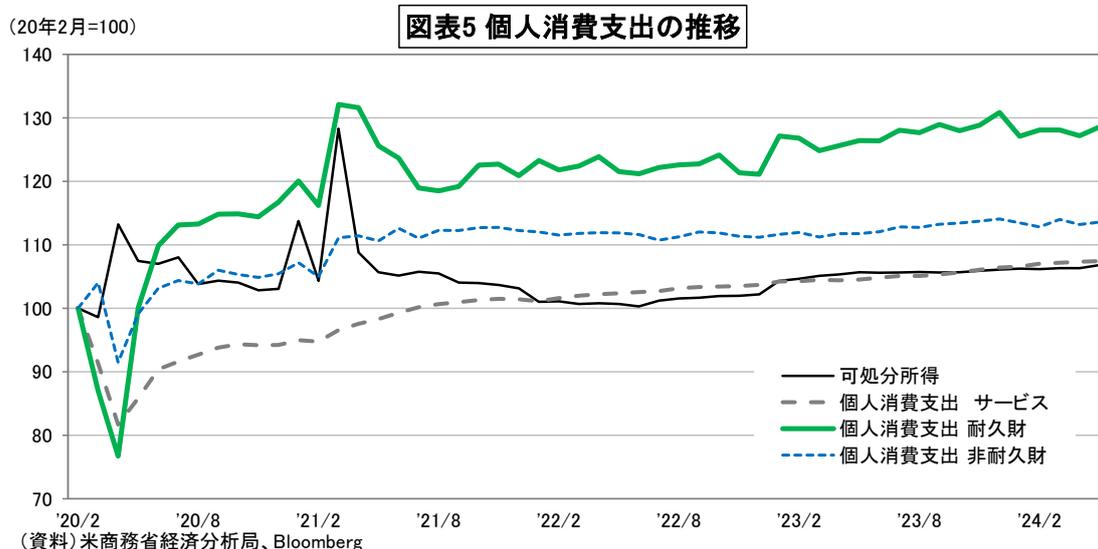
求人数と失業者数の比率をみると、5月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.22倍の求人が確認された。4月以降、同比率はコロナ前の水準に概ね戻っている。また、労働需要として雇用者数と求人件数の合計、労働供給として労働力人口と縁辺（Marginally Attached）労働者の合計を比較して労働市場の需給を考えると、5月は約1.69億人で需給が概ね一致した。コロナ後の労働市場の過熱感は解消されたと考えられる。



4～6月期も底堅さがみられた個人消費

個人消費をみると、5月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.6%、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.3%と、2か月ぶりに増加した。6月の小売売上高（総合）は前月から変わらなかったものの、サイバー攻撃を受けた自動車ディーラーの影響を除くために、自動車・部品を除く区分で見ると前月比0.4%と堅調に推移した。6月はインフレ率が鈍化したことから、実質値でも0.4%程度の高い伸びとなったと考えられる。4～6月期の米国の個人消費も底堅さがみられたといえる。

こうしたなか、7月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、6月から小幅に低下した。約半数の回答者が物価高騰に反感を抱いていると報告されている。

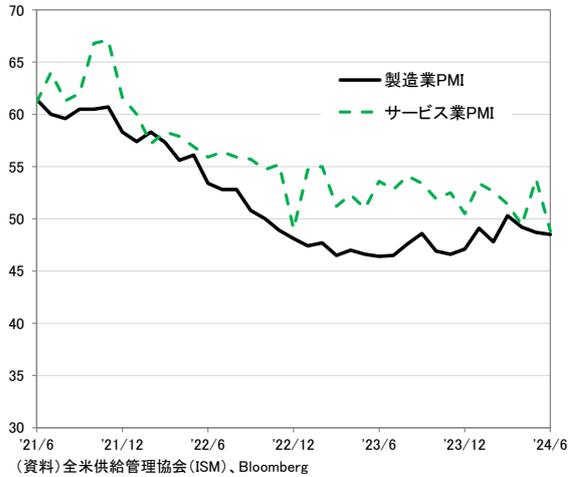


縮小傾向を示した6月のISM指数

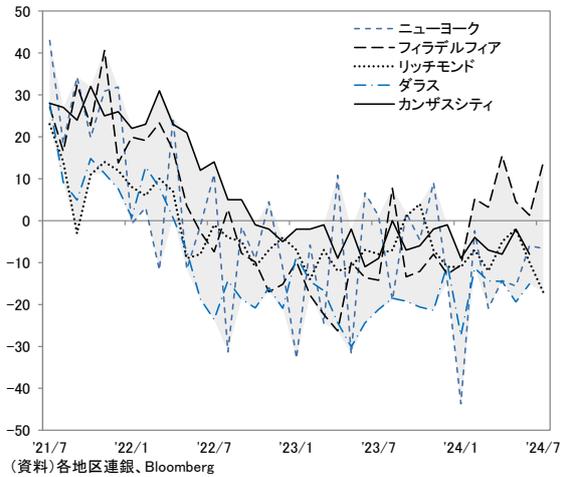
ISM指数を確認すると、6月のISM製造業指数は、前月から▲0.2ポイントの48.5%と、判断基準となる50%を3か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。また、サービス指数は、前月から▲5.0ポイントの48.8%と、判断基準となる50%を2か月ぶりに下回った。6月のISM指数は製造業、サービス業ともに縮小傾向を示したことから、4月以降のデータで確認されつつある景気鈍化が、企業部門でも確認されたといえる。

価格指数をみると、製造業は同▲4.9ポイントの52.1%へ低下、サービス業は同▲1.8ポイントの56.3%となり、インフレ圧力がやや緩和したと思われる。

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



インフレ率の鈍化が進展しているとの認識を示したパウエル議長の議会証言

パウエルFRB議長は7月9～10日にかけて、金融政策に関する半期に一度の議会証言を行った。インフレ率に関しては、「2%物価目標へ向かうとの確信が深まるまでは利下げをしない」との従来通りの見解を述べた一方で、最近のデータは緩やかなさらなる進歩 (modest further progress) を示した、との見方を示した。

景気の先行き：金融政策の転換点に差し掛かりつつある

労働市場については、コロナ前の水準にまで概ね回復しており、加熱していないと述べた。また、労働市場が悪化すれば利下げの根拠になりうる点を確認した。以上から、7月FOMC (30、31日) では政策金利は据え置かれると考えてよいだろう。

さて、景気の先行きを考えると、労働市場については過熱感がほぼなくなったものの、賃金上昇率が依然として高いことから、もうしばらく金融引き締めを続ける根拠となりそうだ。その場合でも、雇用増加ペースが底堅いこともあり、個人消費が底割れすることはなさそうだ。

一方でインフレ率については、4月以降のデータがFRBの2%物価目標と整合的に推移している。もっとも、多くのFOMC参加者の発言からは、7月FOMC前の段階では「インフレ率が2%物価目標へ向かうとの確信」がまだ得られていないようだ。こうしたなか足元ではインフレ圧力が特段みられないこともあり、この傾向がさらに1、2か月続いた後に、9月FOMC (17、18日) にて利下げを行う可能性は十分に考えられる。この点について筆者は、24年内は利下げがない可能性を考えていたため見通しを改めた。

長期金利：緩やかな金利低下を予想

全体としては、金融政策の転換点に差し掛かりつつあると判断できる。トランプ前大統領の公約の内、移民制限や全輸入品への10%以上の関税案、FRBへの利下げ圧力などは短期的にインフレ率を再加速させる可能性はあるものの、現時点での金融政策に影響を与えることはないだろう。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では6月入り後、FOMC(11、12日)を控えて米長期金利(10年債利回り)は一旦上昇したものの、5月CPIの鈍化傾向がみられたことなどから、利下げ期待が強まり利回りは低下基調となった。6月後半は概ね4.2%台で推移した。

7月に入ると、連邦最高裁がトランプ前大統領の免責特権の一部を認めたことから、同氏が大統領選に勝利する可能性が高まった。インフレ率の加速と財政赤字の増加が意識されたことから、1日の長期金利は4.46%へ上昇した。その後は、6月の雇用統計を消化し、24年内2回利下げ観測が強まったことで5日の利回りは4.28%へ低下した。以降は6月後半とほぼ同じ水準の4.2%前後での取引となった。

先行きについては、9月FOMCでの利下げがほぼ織り込まれたこともあり、足元では2.5回程度となっている24年内利下げ回数の織り込みと、25年以降の政策金利の見通しが材料となるだろう。11月の大統領選を控え、トランプ前大統領の公約が意識されるものの、近い内に利下げ局面を迎えると予想されることから今後は緩やかな金利低下を予想する。

もっとも、トランプ前大統領が再選された場合は、財政赤字の拡大から22年9月の英トラスショックのように長期金利が急上昇する可能性も徐々に指摘され始めている。選挙戦の展開によっては、長期金利の動きが激しくなる可能性もあるだろう。



株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では3月以降、長期金利をみながらのボックス相場が継続した。7月半ばにかけて利下げ観測が強まったことから、16日はS&P500が今年38度目の最高値を更新（5,557.20ポイント）し、17日はダウ平均が最高値を更新（41,198.08ドル）した。その後は、対中半導体規制強化への警戒感がくすぶるなか、決算発表を受けてAI関連投資の収益性についての懸念が強まったことで、大型ハイテク株が売られる展開となり、足元のダウ平均は4万ドルを割り込んだ。

先行きについては、24年後半から25年半ばにかけてS&P500構成銘柄についての収益見通しは前年比10%台半ばとなり、好調さが続くと思われている。また、低下傾向で推移すると見込まれる長期金利も追い風になるだろう。このため、トランプ前大統領の公約は意識されるものの、株価は緩やかな上昇傾向で推移すると思われる。

ハリス副大統領が民主党候補に

最後に、大統領選に向けての動きを確認したい。バイデン大統領が21日に選挙戦からの撤退を発表した後、ハリス副大統領が候補指名獲得に必要な代議員の過半数を確保し、民主党大統領候補を確実なものとした。7月以降に実施された複数の世論調査からはハリス副大統領対トランプ前大統領の場合も、わずかにトランプ前大統領が優勢とみられるが、バイデン大統領の場合よりは接戦となりそうだ。

トランプ前大統領は、全輸入品への10%以上の関税と中国製品への高い関税案などを検討している。米シンクタンクのアメリカ進歩センター（CAP）が4月に公表したレポートでは、10%

の関税は平均的な米家計に年間 1,500 ドル (約 23 万円) のコスト増となるとの推計が示された。また、米シンクタンクの PIIE リサーチが 5 月に公表した推計では、トランプ前大統領の関税案の費用は GDP 比 1.8% になると見積もられた。公約では減税も検討されてはいるが、こうした推計値からはトランプ前大統領の公約が実現すれば無視できない景気引き締め効果が生じる可能性が考えられるため、先行きの不確実性は高まっているといえる。



(24. 7. 25 現在)

内需の弱さで下振れした 2024 年 4～6 月期の中国経済

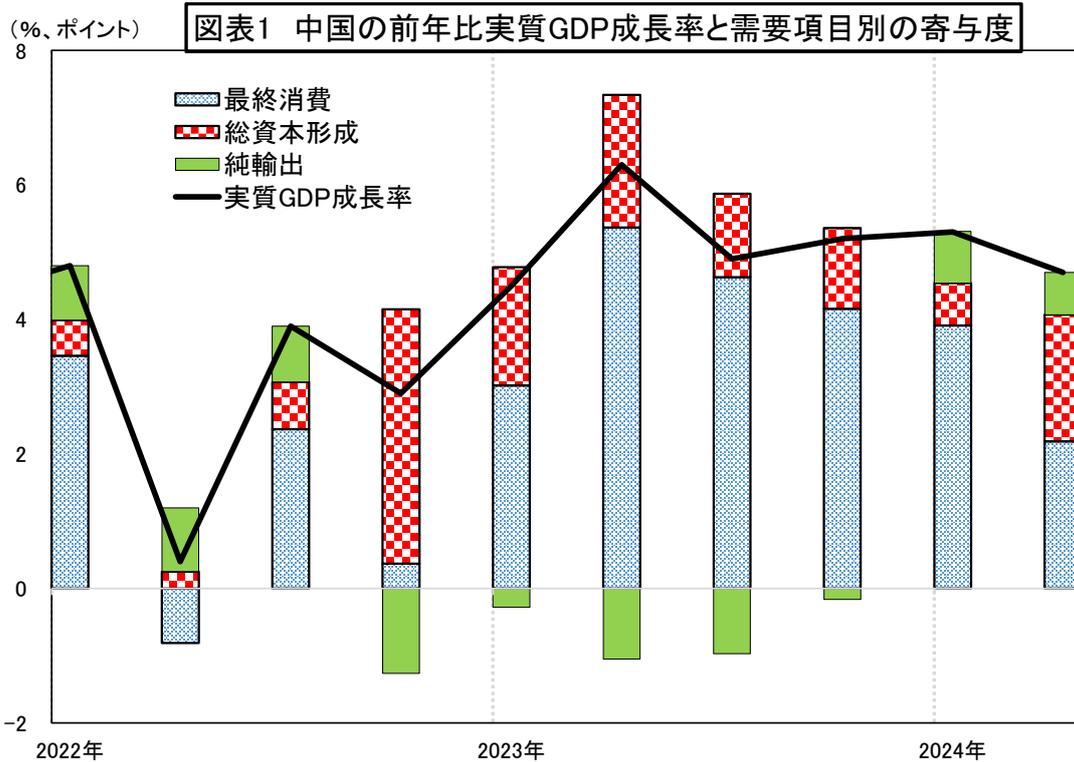
～5%前後の成長目標達成には相応の対策が必要～

王 雷軒

要旨

輸出の底堅さと設備投資の好調さが続いたものの、インフラ整備投資が鈍化基調で推移したことや、不動産開発投資の低迷が一段と進んだほか、消費の伸びも大きく鈍化したことで、2024年4～6月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%、前期比 0.7%といずれも市場予想を下回った。

こうした実態を受けて追加金融緩和が決定された。しかし、消費促進を目的とした政府主導の大規模な消費券(クーポン)の配布や財政赤字比率の引き上げといった大胆な追加経済対策が打ち出さなければ、景気の下振れ圧力がさらに強まるとみられ、24年の「5%前後」の成長目標は達成できない可能性が高まった。



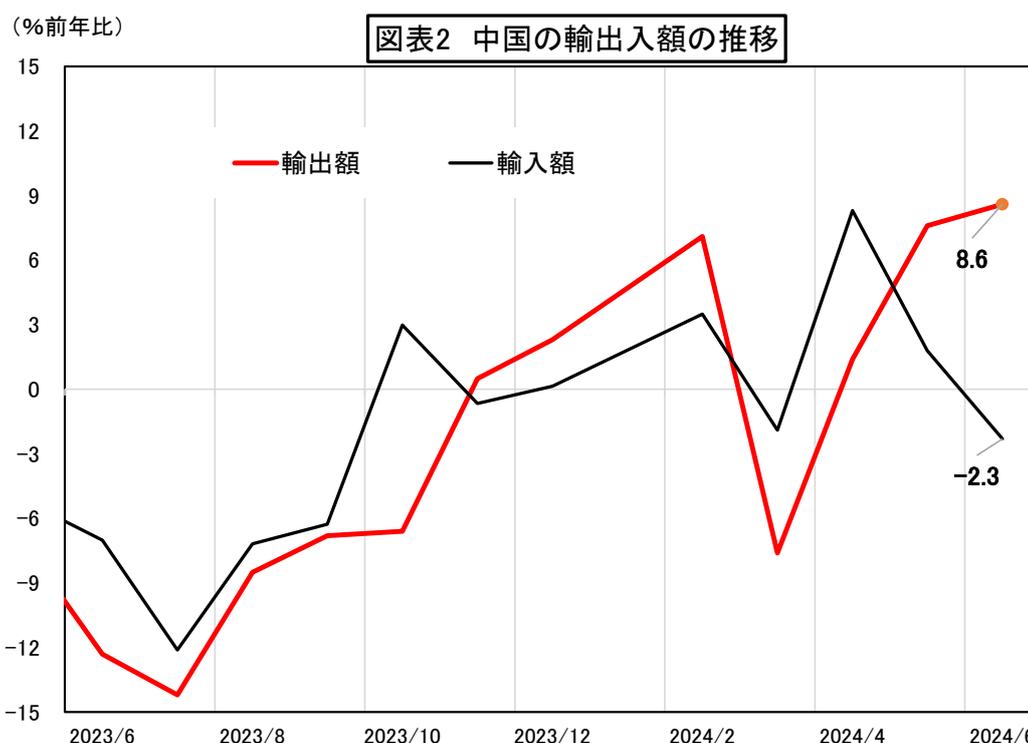
**24年4～6月期の
実質GDP成長率は
前年比4.7%、前期
比0.7%に減速**

国家統計局が7月15日に発表した24年4～6月期の実質GDP成長率は前年比4.7%と、1～3月期(同5.3%)から減速した(図表1)。また、市場予想(Wind)の平均値である同5.1%を下回ったほか、前期比も0.7%(年率換算2.8%)と、1～3月

期の同 1.5%（同 6.1%）から大きく減速した。

この前年比実質 GDP 成長率（4.7%）に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 2.2 ポイント、総資本形成は 1.9 ポイント、純輸出は 0.6 ポイントであった（図表 1）。最終消費の寄与度は 1～3 月期（同 3.9 ポイント）から一段と低下したものの、純輸出は 2 四半期連続のプラスで、今回の成長を下支えした格好となった。

このように、成長率が市場予想を下回った背景には、インフラ整備投資が鈍化基調で推移したことや、不動産開発投資の低迷が一段と進んだほか、消費も大きく鈍化したことがある。これらに加え、例年以上に発生した各地の異常気象、とくに洪水が 4～6 月期の経済成長率を押し下げたことも背景の一つに挙げられる。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は24年6月。（注）各年は1月と2月の合計。

輸出は堅調に推移も先行き懸念

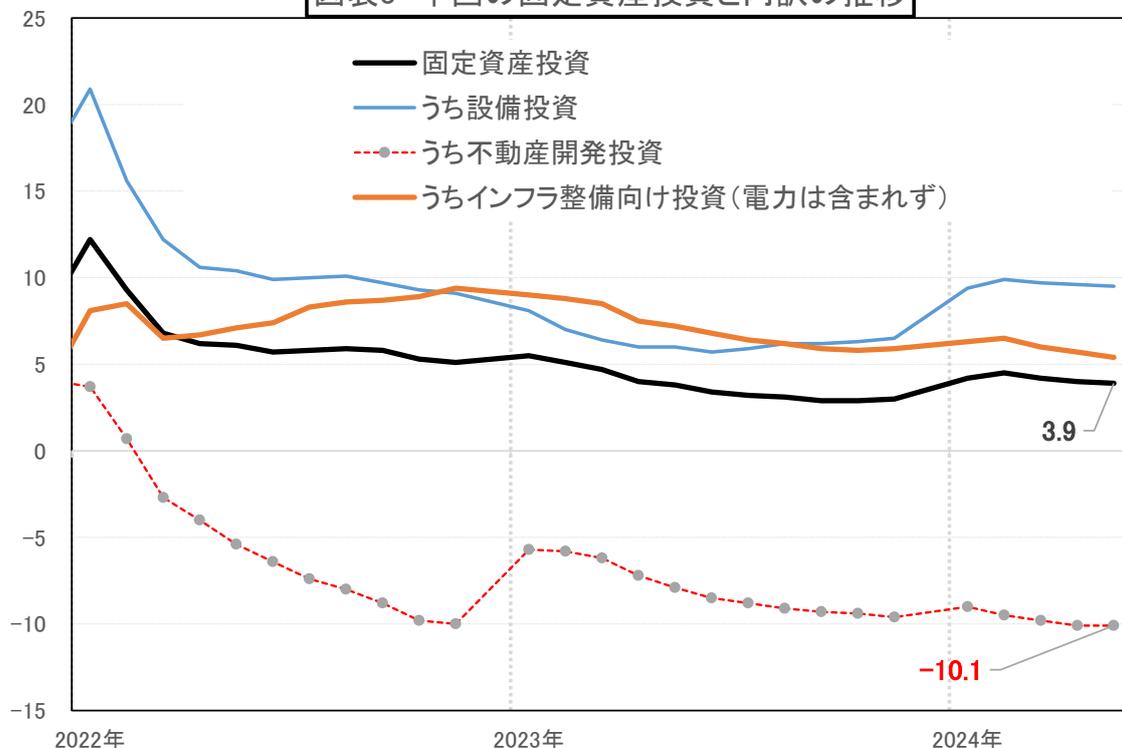
米ドル建ての輸出の動向を確認すると、24年4月、5月、6月はそれぞれ前年比 1.5%、7.6%、8.6%と堅調に推移した（図表 2）。人民元建ての輸出金額を見ても、前年比 5.1%、11.2%、10.7%と大きく伸びたことがみてとれる。海外需要が回復しつつあるなか、ドル高・人民元安の進行、電気自動車（EV）などの輸出拡大がその要因であると考えられる。

しかし、輸出の先行きについては、当面人民元安や政府による政策的な支援といった好材料もあるが、米国、EU が相次いで発表した中国産 EV 輸入関税の引き上げによる影響が徐々に出ることが予想される。さらに、11月の米大統領選挙でトランプ前大統領が返り咲くこととなれば、米国における中国産製品の輸入関税が大幅に引き上げられるリスクがあり、今後の輸出は軟調な推移が見込まれる。

こうしたなか、輸出の下振れリスクを緩和するために、内需（投資＋消費）を拡大させる必要があるが、足元の内需はかなり弱まっているとみられる。

(%前年比)

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は24年1～6月期。(注)年初来累積。

設備投資は堅調だったものの、不動産開発投資は引き続き低迷、インフラ整備向け投資も鈍化へ

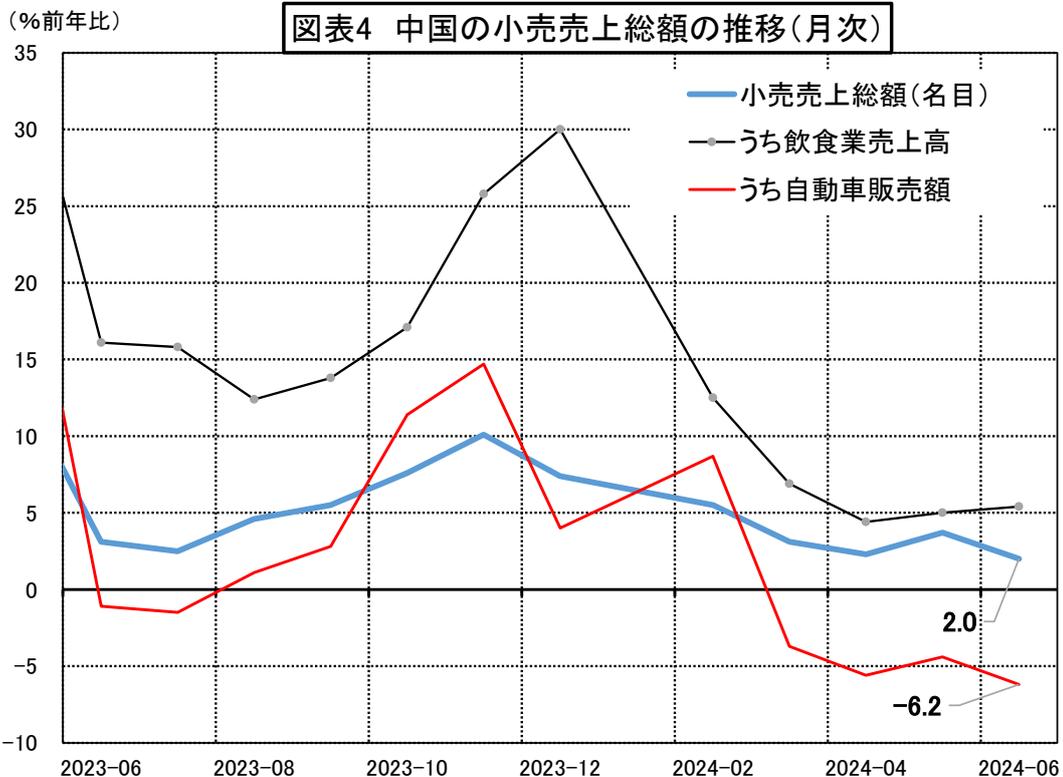
まず、24年1～6月期の固定資産投資は前年比3.9%と緩やかに鈍化している。内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資（電力は含まれず）はそれぞれ前年比9.5%、5.4%と、全体の同3.9%を上回り、いずれも比較的堅調に推移しているのに対して、不動産開発投資は同▲10.1%となった（図表3）。

前述した輸出の底堅さに加え、政府が積極的に推進している大規模な設備の更新事業による政策効果もあり、設備投資は好調さが続いているとみられる。一方、インフラ整備向け投資は

鈍化基調にあるほか、不動産開発投資も深刻な低迷が続いている。

固定資産投資が鈍化傾向にある背景として、まずは地方債の発行・利用が例年に比べて遅延したことが挙げられる。足元の動きを確認すると、7月22日時点の地方専項債の発行実績は1.57兆円で24年の発行枠（3.90兆元）の4割にとどまっていることが分かる。また、超長期特別国債の発行実績（7月23日）は3,630億円で発行計画額1兆元の4割弱である。さらに、不動産不況対策は実施されているものの、必ずしも順調に進んでいるとは言えず、そのため、不動産開発企業のバランスシート調整が今なお続いている。これは不動産開発投資の低迷につながり、固定資産投資全体を押し下げ続けている。

先行きについては、国と地方の財政政策実施の加速などを背景に、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。一部の大都市の中古住宅市場には改善の兆しが出ている一方、新築住宅市場が依然低迷している。不動産市場の調整にはなお時間を要することから、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。

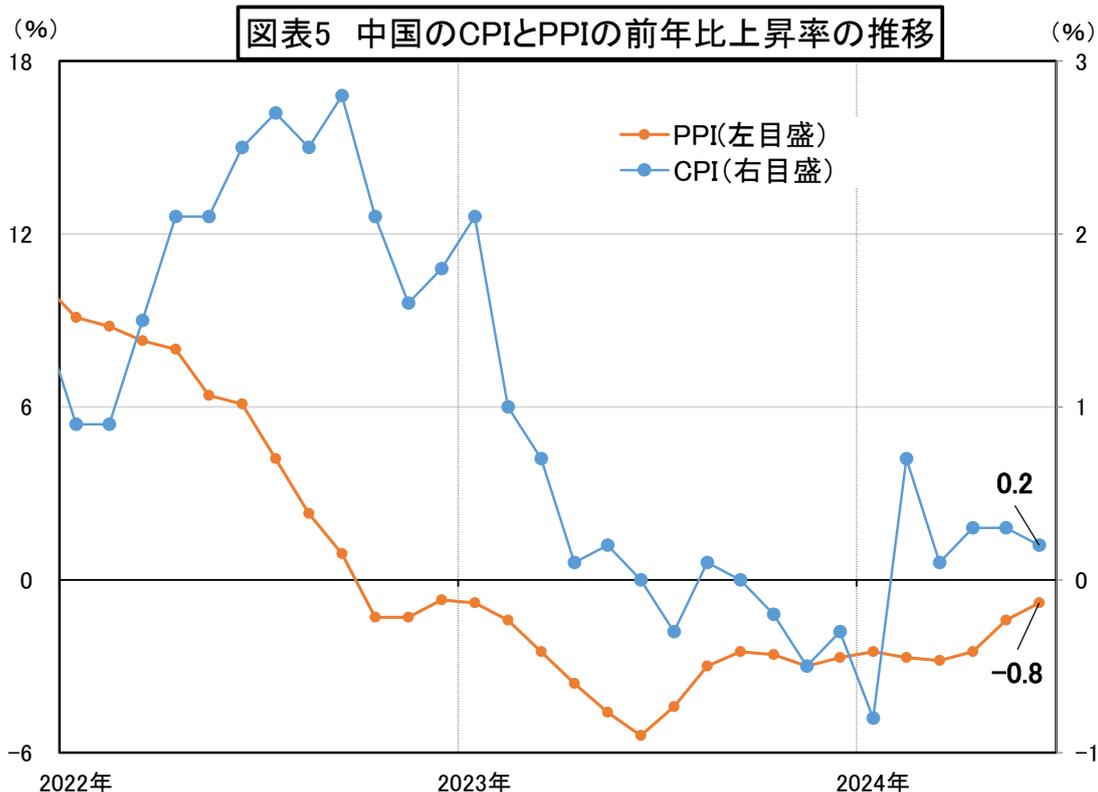


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は24年6月。

消費の伸びも大きく鈍化

また、24年6月の小売売上総額も前年比2.0%に減速した(図表4)。昨年6月の伸びが低かったにもかかわらず同2%にとどまった背景として、異常気象による消費への影響のほか、所得・雇用をめぐる状況が依然厳しく、消費者の節約志向が強まっていることが挙げられる。詳細を見ると、6月の化粧品販売額は前年比▲14.6%、家電製品は同▲7.6%、金銀装飾品は同▲3.7%、衣服類は同▲1.9%といずれもマイナスに転じた。

また、不動産不況で建築資材・内装資材、家電の販売が依然軟調に推移したことも挙げられる。これらに加え、自動車販売促進策の実施を受けて販売台数が伸びてきたものの、足元では政策効果に一服感が出ているほか、企業の値下げ競争もあり、販売額の伸びがマイナスとなったことも小売売上総額を減速させた一因と考えられる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は24年6月。

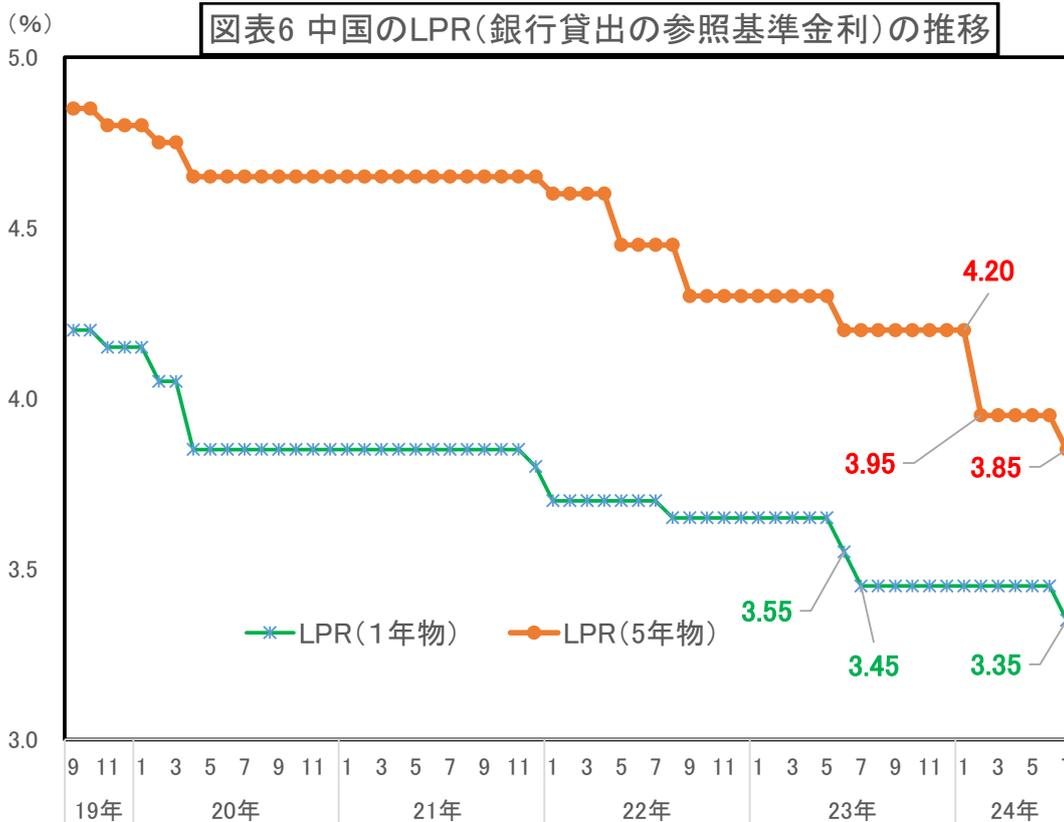
低インフレ状態は続く

前述したように、消費の鈍化や不動産不況の長期化などで内需が弱く、24年4~6月期のGDPデフレーターは前年比▲0.6%と5四半期連続のマイナスに陥った。足元でも6月の消費者物価指数(CPI)は前年比0.2%と5か月連続のプラスとなったものの、5月からやや鈍化した(図表5)。豚肉価格の上昇がプラ

ス寄与となっているものの、内需の弱さを背景とした低インフレ状態は変わらない。また、前月比 CPI 上昇率も▲0.2%と5月（同▲0.1%）から鈍化した。ただし、変動幅の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 0.6%と5月から横ばいだった。

これらのほか、6月の生産者物価指数（PPI）も同▲0.8%とマイナス幅が縮小しつつあるが、22年10月から21か月連続の前年割れ状態が続いている。

図表6 中国のLPR(銀行貸出の参照基準金利)の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成、直近は24年7月。

人民銀行は追加金融緩和を発表

このように低インフレ状況が続き、景気の下振れ圧力が強まりつつあるとみられるなか、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）は、共産党第20期中央委員会第3回全体会議（3中全会）閉幕（18日）後の22日に追加金融緩和を発表した。

具体的には、人民銀行は、主要政策金利となる7日物のリバースレポ金利を1.8%から1.7%に引き下げると発表したほか、金融政策の波及経路を強化するための公開市場操作のメカニズムを改善する方針も示した。

また、銀行貸出の参照基準金利である LPR（ローンプライム

**景気見通し：追加経済
対策を打ち出さな
ければ 24 年の成長目標
達成は困難**

レート) を同じく 10 ベーシスポイント (bp) 引き下げること
も発表した (図表 6)。住宅ローン金利の基準となる LPR の 5 年
物は 10bp 引き下げられ、3.85% となった。5 年物の引き下げは
24 年 2 月以来 5 か月ぶりとなる。今回は LPR の 1 年物も 3.35%
に引き下げられた。この引き下げは 23 年 8 月以来 11 か月ぶり
である。

追加金融緩和は、住宅販売の改善を促すほか、企業の借入コ
ストをさらに低下させることで景気を下支えする狙いがある
ことは言うまでもない。また、三中全会の閉幕後に発表された
コミュニケによると、同会議で目下の経済情勢についても討議
されており、24 年の経済・社会発展の目標を達成させることが
強調されており、追加金融緩和はそれに伴う施策であろう。こ
れらのほか、米国の利下げ観測期待の高まりも中国の利下げに
踏み切った背景の一つとして考えられる。

小幅ながら 10bp の利下げによる景気押し上げ効果は一定程度
あるとみられるが、過度な期待はできず、効果の出現には時間
を要すると考えられる。24 年の 5% 前後の成長目標を達成させ
るためには、さらなる金融緩和や、消費促進を目的とした政府
主導の大規模な消費券 (クーポン) の配布および財政赤字比率
の引き上げなどの大胆な経済対策を打ち出すことが求められる。

消費の低調さ、不動産不況の長期化等を踏まえ景気を展望す
ると、当局が大胆な追加経済対策を打ち出さなければ、下振れ
圧力がさらに強まると予想され、24 年の「5% 前後」の成長目
標は達成できない可能性が高まっている。

今後は、追加経済対策の有無に加えて、引き続き、不動産対
策の進捗状況、地方債および超長期特別国債の発行・利用の状
況、各地域の消費促進策の実施状況などに注目していきたい。

(24. 7. 24 現在)