

経済金融 ウォッチ

2024年2月号

国内	1
米国	11
中国	18



4月の金融政策正常化を織り込む金融市場

～株価はバブル崩壊後最高値を更新～

南 武志

要旨

能登半島地震の発生など、2024年は波乱の年明けとなったが、市場では堅調な企業業績などを背景に、先行き楽観論が広がっている。年明け後の株価は海外勢が主導する格好で急騰、バブル崩壊後の最高値を更新する動きが続いた。ただし、実体経済を見渡すと、鉱工業生産指数や第3次産業活動指数は一進一退の推移が続いているほか、物価高止まりが消費回復を抑制している姿に変化は見られない。当面はこうした状況が続くと思われ、24年前半にかけて国内経済は緩慢な回復基調をたどるだろう。

こうしたなか、24年春闘や日銀の金融政策への注目が高まっている。1月の金融政策決定会合では全員一致で大規模緩和の継続が決定された。展望レポートでは、経済・物価の好循環によって2%の物価目標を持続的・安定的に達成する物価安定目標の達成の確度は少しずつ高まりつつあるとの見方が示された。春闘の結果が明らかになる4月会合で政策正常化を予想する意見が強まっており、足元の長期金利も上昇がみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.013	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0520	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.515	1.30～1.80	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85
	10年債 (%)	0.705	0.50～0.90	0.50～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05
	5年債 (%)	0.310	0.15～0.50	0.15～0.55	0.20～0.60	0.25～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	147.8	130～150	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	160.7	150～170	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)		36,226	35,500±3,000	35,000±3,000	36,000±3,000	37,000±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1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。

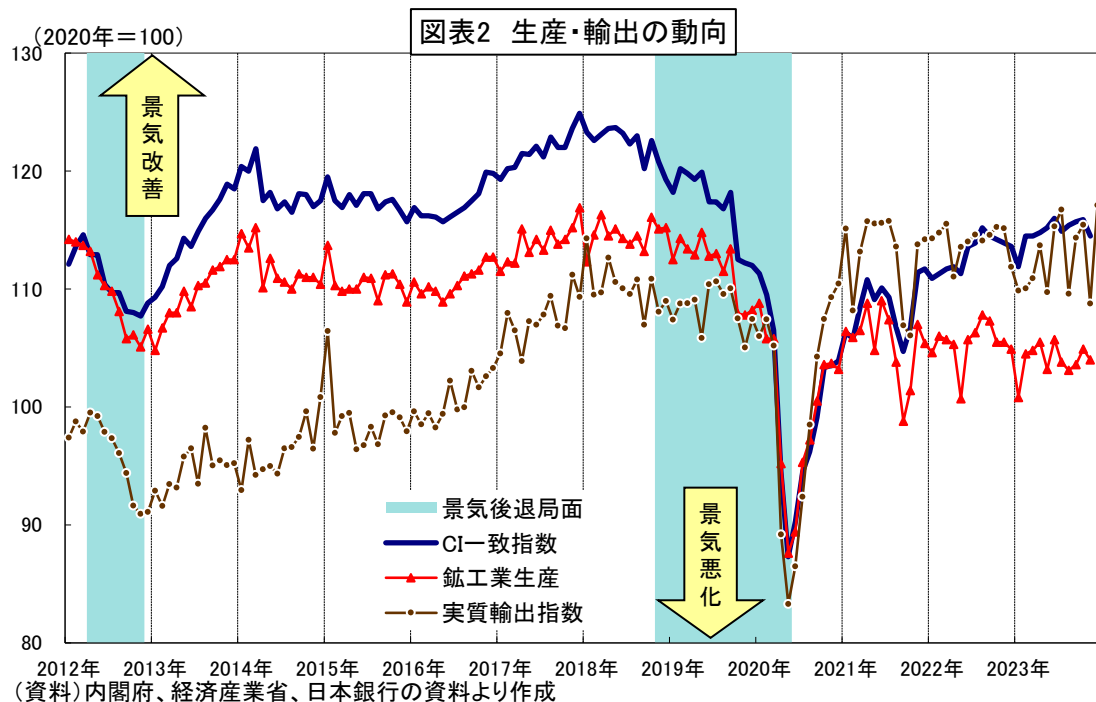
能登半島地震への対応のため24年度一般会計予算案は異例の増額修正

2024年元日の夕刻を襲った最大震度7の「平成6年能登半島地震」では石川県北部を中心に多数の死傷者が出たほか、数多くの家屋が全壊・半壊し、ライフラインも寸断した。いまだ地震活動は活発な状態が続いており、厳冬のなか、2万弱の人々が不自由な避難生活を余儀なくされている。また、翌2日には羽田空港で航空機衝突事故が発生、Uターンラッシュを直撃したほか、3日には福岡県北九州市の飲食街で大規模火災が発生するなど、24年はまさに波乱の年明けとなった。

さて、政府は今回の能登半島地震の復旧・復興に向けて、当

面、予備費で対応する方針を固めている。9日には被災者支援のために47億3,790万円を予備費から支出することを決定したが、加えて2次避難の促進支援、観光支援策、農林水産業者の再建支援などを盛り込んだ1,500億円規模の「生活・生業支援パッケージ」も検討されている（23日時点で一般予備費の残額は4,600億円程度）。さらに、24年度予算案に計上している予備費（当初5,000億円）を1兆円に倍増することとし、異例の予算案修正も行った。この結果、24年度一般会計予算案は総額112.6兆円となったが、歳入面では赤字国債発行額は28兆8,700億円へ5,000億円増額された。

こうした予備費での対応については、迅速さが期待できる半面、内容を精査する国会審議を経ずに支出されることによる弊害（無駄使い、流用など）も懸念されている。近年、大規模災害が頻発していることもあり、災害復旧・復興費のあり方に関するルール化が求められる。



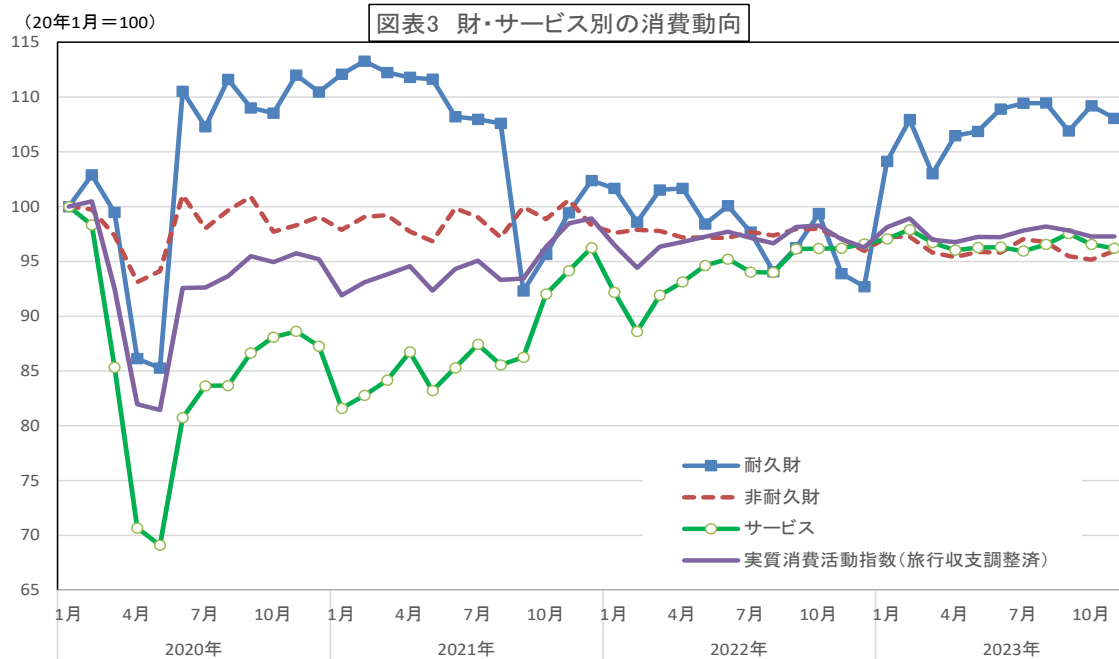
国内景気は回復継続ながらも足踏みに近い状態

以下、足元の国内景気動向について確認したい。11月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.4ポイントの悪化で、2、3月の水準まで低下したものの、基調判断は「改善」で据え置きであった。また、景気ウォッチャー調査（12月）によれば、景気の現状判断DIは5か月ぶりに改善し、判断基準である50を上回ったものの、先行き判断DIは2か月ぶりに悪化し、4か

月連続で 50 割れとなるなど、景況感は決して良いとはいえない。国内景気は回復局面にあるものの、足踏みに近い状態にあるとみられる。

こうした中、11 月に大きく落ち込んだ実質輸出指数（日本銀行試算）は 12 月には前月比 7.7% とプラスに転じ、5 か月ぶりに過去最大を更新した。しかし、11、12 月を均すと 9、10 月の水準を下回るなど、輸出数量が持ち直しつつあると評価するのは厳しいだろう。

また、日銀「展望レポート」では「緩やかに増加している」との評価が下されている設備投資であるが、月次の設備投資関連指標は弱含んでいる。11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需、前月比 0.7%）、11 月の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け、同 4.8%）はいずれも減少しており、両指標とも 23 年入り後は右下がりの動きが続いている。



(資料) 日本銀行「消費活動指数」

物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

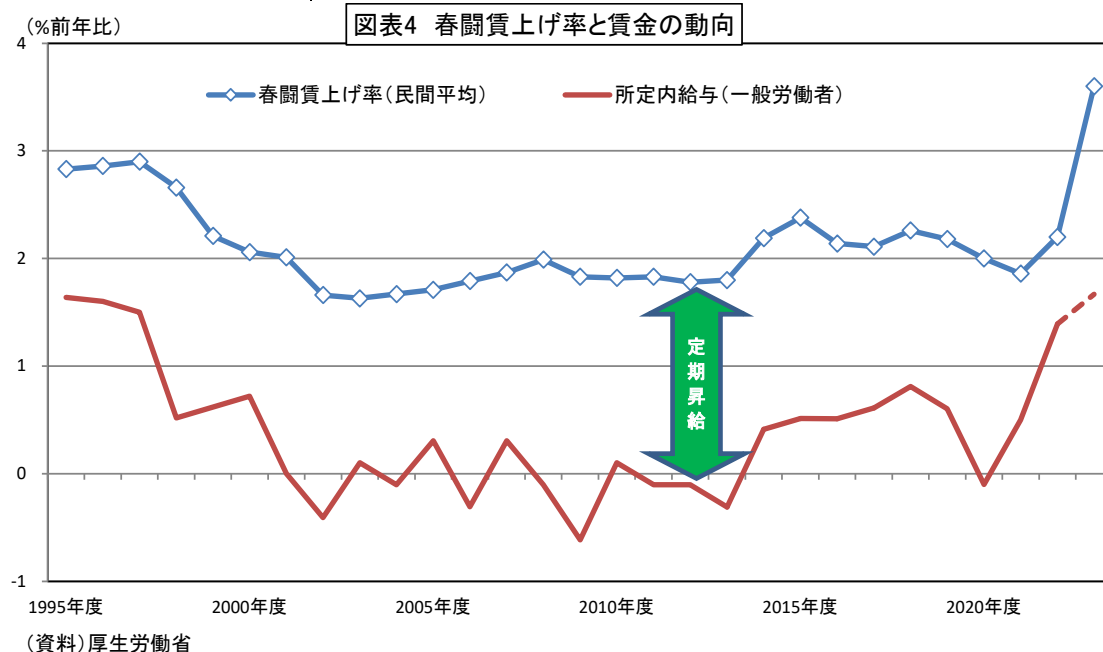
また、消費関連指標は引き続き弱い動きが散見される。11 月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）はいずれも前月比横ばいであり、上向く様子が窺えない。コロナ5類移行から半年が経過したが、なかなかサービス消費の回復が進んでいないことも確認できる。第3次産業活動指数からも「広義対個人サービス」が昨秋にかけて落ち込むなど、期待外れの動きとなっている。

大きな注目を集める 24 年春闘

こうした消費の弱さの背景には物価高による実質所得の目減りがある。11月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 0.7%とプラス状態が続いているが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.5%と 20 か月連続での減少となっている。

こうした中、24 日には「経団連労使フォーラム」が開催され、24 年春闘がスタートした。2 月 1 日には経団連・連合のトップ会談が予定されており、その後、各労組が会社側に要求を提出し、交渉が本格化する運びである。連合では 5%以上の賃上げを目標として掲げる一方、経団連の十倉会長も物価上昇に負けない賃金引上げを目指すことが社会的責務であるとの考えを示すなど、労使ともに賃上げを掲げる異例の展開となっている。大手からの一斉回答日は 3 月中旬が見込まれ、日銀の金融政策にも影響を与えるものとみられている。

それに先立ち、政府は労働組合や経済団体の各代表らとの「政労使会議」を 22 日に開催、岸田首相は 23 年実績を上回る賃上げを要請した。カギを握るのは中小・零細企業の動向であり、取引価格に対して人件費の上昇分を転嫁できるかどうか焦点となっている。

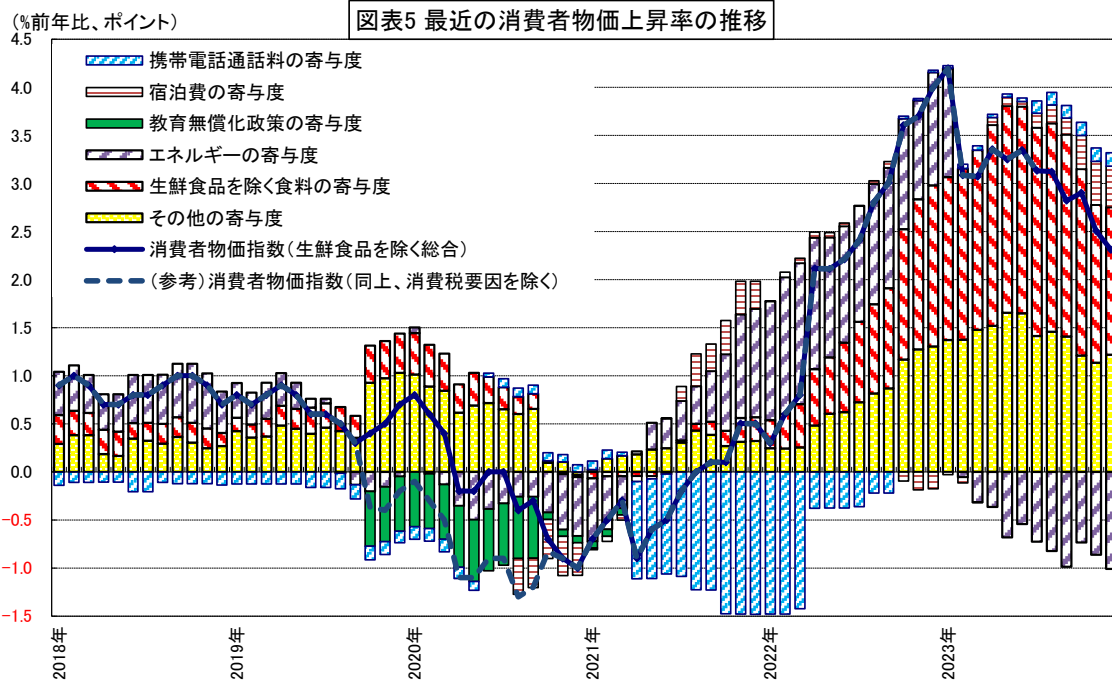


経済見通し：24 年 前半にかけて国内 景気は足踏み

以下、先行きの国内景気を展望したい。上述の春闘賃金上昇率に関しては、好業績を背景に 23 年実績（厚生労働省調べ、3.60%）をやや上回るとみるが、東京商工リサーチによるアン

ケート結果（4,581社対象）を見ると、「23年を超えそう」との回答は全体の11.6%にとどまり、逆に「23年を下回りそう」、「賃上げできそうもない」は合わせて36.8%であった。そのため、賃上げが加速度的に高まる可能性は薄く、業種、企業規模などでバラツキがみられると思われる。とはいえ、後述の通り、消費者物価は鈍化する可能性が高く、実質所得の目減りは年度下期には解消に向かい、消費も徐々に回復力を高めるだろう。

一方、世界経済は欧米地域の金融引き締めが続くこと、中国の不動産不況などの影響もあり、輸出を国内景気の牽引役として期待するのは難しそうだ。特に自動車生産に関しては今後反動減が出るとみられるほか、足元は能登半島地震による操業停止やダイハツの生産停止などの影響も懸念される。そのため、24年前半にかけて国内景気は足踏みに近い状態が続き、回復力を高めていくのは24年半ば以降だろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価動向：先行き
鈍化を見込むが、
24年前半にかけて
下げ渋る可能性**

欧米地域と同様、国内物価も上昇鈍化がみられる。代表的な物価指標である全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、23年1月に前年比4.2%まで加速した後、政府の物価高対策（電気・ガス料金の負担軽減策など）によって2月には同3.1%と、1ポイント超も上昇率が縮小した。その後、輸入インフレの収束や消費回復の鈍さなどもあり、12月には同2.3%まで鈍化した。エネルギー価格が大きく下落しているほ

金融政策：大規模緩和の枠組みを維持

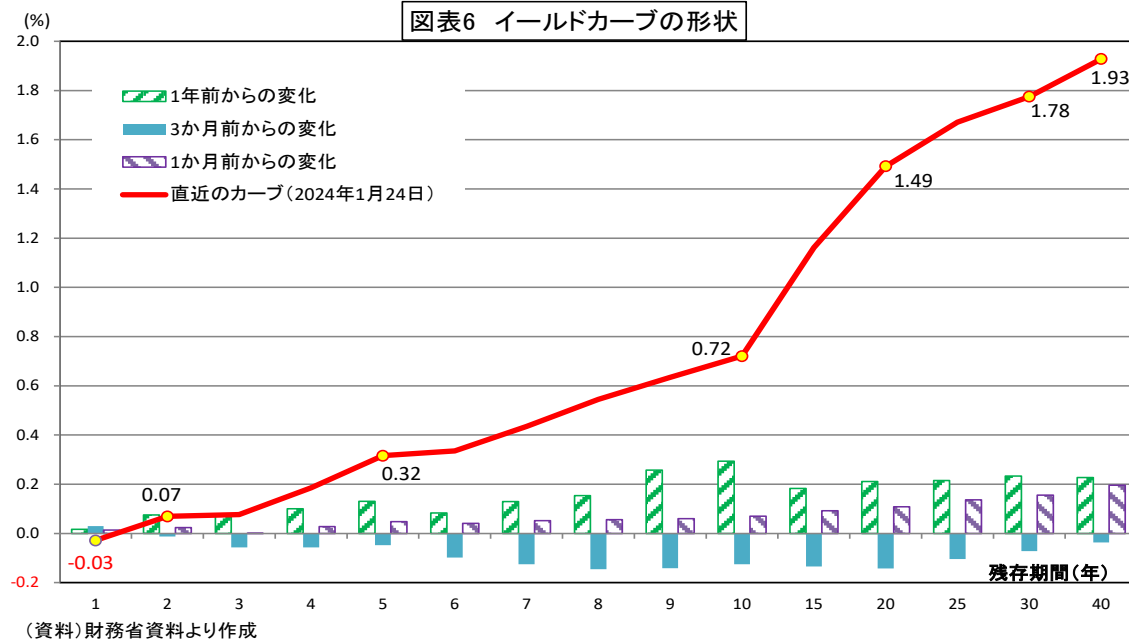
か、23年度半ば以降は食料・日用品の値上げも一服するなど、40年ぶりに高まった国内のインフレ圧力は沈静化しつつある。

一方、最近では旺盛なインバウンド需要などを背景に、宿泊費が大幅上昇しており、一般サービスは前年比3%前後まで上昇率を高めている。しかし、宿泊費要因を除けば、この半年は同1.8%での上昇が続くなど、全般的にサービス分野の上昇圧力が高まっているわけではない。

先行きについては、12月の国内企業物価が同0.0%と、上昇圧力が終息したこともあり、財分野での値上げ圧力は弱まっていくとみられる。一方、政府は24年4月まで物価高対策を延長したとはいえ、前年の反動もあり、24年2月以降はエネルギーが再び上昇に転じる可能性もある。さらに中東地域の地政学的リスクの高まりによって国際運輸が再び上昇傾向となっているほか、サービス価格に賃上げの効果が波及することもある。そのため、24年夏場にかけて物価は前年比2%台で推移し、下げ渋る展開が予想される。

24年の早い段階で日銀は金融政策の正常化に踏み切るとの見方が強まるなか、1月22～23日に開催された金融政策決定会合では「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」の枠組みを継続することが全員一致で決定された。また、6月「貸出増加を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を25年6月末までと1年間延長することも決定した。

図表6 イールドカーブの形状



金融政策：春闘の結果次第では4月にマイナス金利政策解除の可能性も

同時に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、原油価格下落を受けて24年度の物価見通しを前回10月時点から0.4ポイント引き下げ、前年度比2.4%とする一方で、25年度については逆に0.1ポイント上方修正し、同1.8%とした。「消費者物価の基調的な上昇率はマクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていく」とし、次回4月会合で新たに公表される26年度の物価見通しでは「2%」に近い予想が示される可能性が示唆されている。続けて、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と年末に経団連での講演で指摘した文言を表記したこともあり、金融市場では春闘の結果が判明する4月会合での政策正常化を予想する意見が強まった。24年度下期にかけて物価は2%割れとなり、その状態がしばらく続く可能性があるが、日銀はマイナス金利政策の解除など、政策正常化に踏み出す可能性は否定できない。

しかし、前述の通り、24年春闘は23年実績をやや上回る可能性があるが、25年以降も「賃上げの機運」は継続するのか、まだ確証は持てない状況であろう。24年春闘が一定の期待を保っているのは好業績が背景にあるが、仮に日銀が政策正常化に踏み切った場合には円高リスクが顕在化し、物価や業績への下押し圧力が強まることも予想される。もちろん、日本は先行き慢性的な人手不足が続くと思われるが、それでも企業は物価上昇（2%）を上回る賃金上昇を継続していくのか、不透明感は払拭できない。

また、日銀は2000年8月、06年3月に金融引き締めに転じた直後、景気が悪化し、物価の下落傾向が強まるなど、判断ミスを繰り返したことも気掛かりである。IMFやOECDによる24年の世界経済見通しは23年からの減速が見込まれるなど、日本経済を取り巻く環境はいいわけではない。希望的観測に依存せず、ファクトの積み重ねに基づく慎重な判断が求められる。

金融市場：現状・見通し・注目点

米国経済のソフトランディング観測、さらには半導体の需給改善への期待感などから、年明け後の米国株価は史上最高値を更新した。さらに、日米金利差はなかなか縮小に転じないとの見方から為替レートは再び円安圧力が強まったこともあり、年

足元の長期金利に 上昇圧力

しばらく金利の居 所を模索する動き

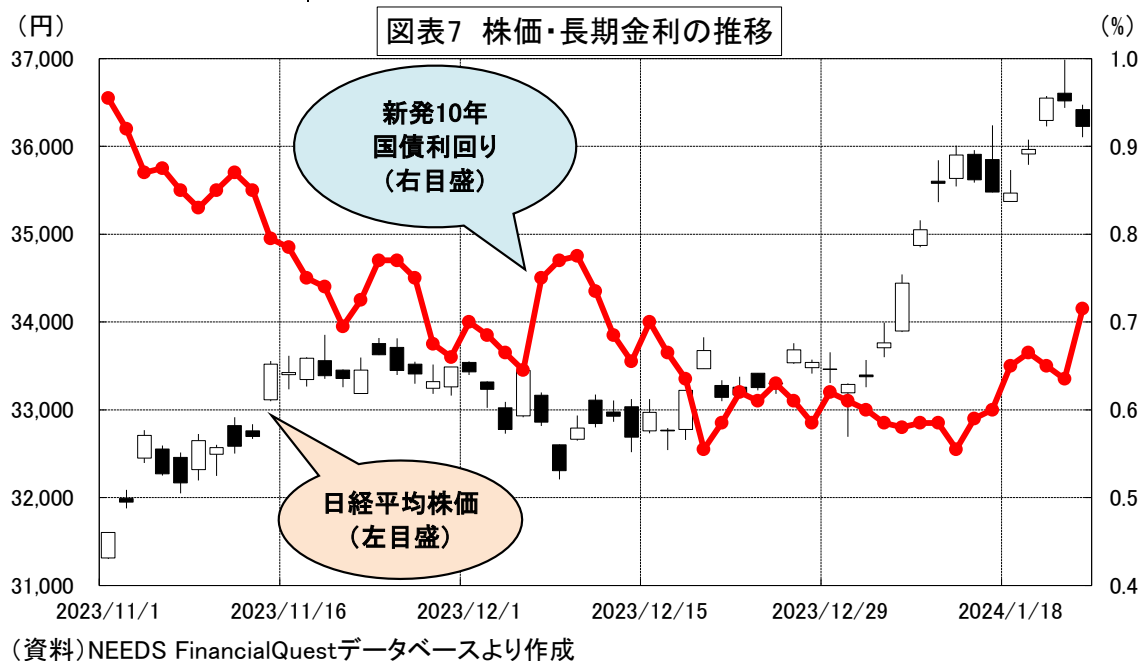
初の国内株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新した。

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

10月の金融政策決定会合で長期金利（新発10年物国債利回り）が1%超に上昇することが容認されたが、その後の海外金利の低下や大規模緩和の継続観測などから金利上昇圧力は一服した。12月上旬には日銀総裁・副総裁の発言から一部で早期の政策正常化観測を呼んだが、中旬までにはそうした思惑が後退、金利は再び低下に転じ、20日には5か月ぶりとなる0.550%まで低下した。また、元日の能登半島地震を受けて、1月会合での正常化観測が後退したことで、1月中旬にかけて0.6%前後でもみ合ったが、直近は4月の政策正常化を予想する見方が高まる中、0.7%台まで上昇した。

繰り返しになるが、金融市場では4月会合での政策正常化を織り込む動きがみられるが、海外からの金利上昇圧力はだいぶ解消しているほか、無担保コールレート（0/N）の実効レートは直近▲0.01%台で推移しており、マイナス金利政策解除が金利体系に与える影響は限定的であろう。YCCについても柔軟運用されていることもあり、長期金利が上昇傾向を強める可能性は薄いと思われる。国内金利はしばらく居所を模索する動きが続くだろう。

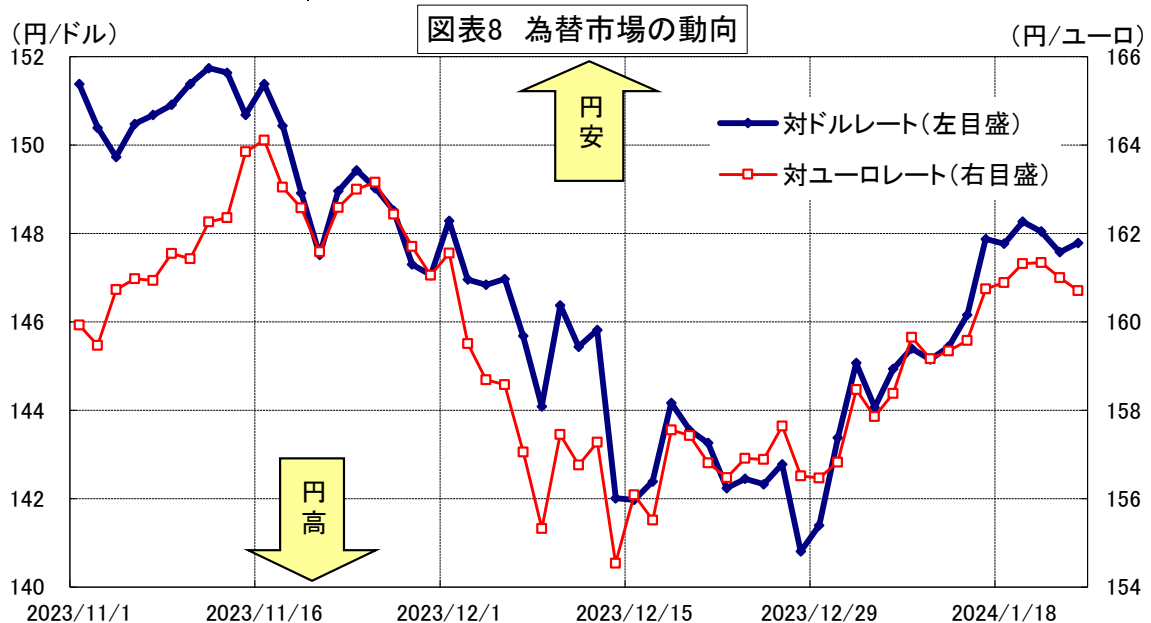


バブル崩壊後の最高値を更新

② 株式市場

昨年 10 月、日経平均株価は米国の金融引き締めが予想以上に長引くとの見方や中国経済の悪化懸念を背景に、一時 30,000 円台まで売られる場面もあった。その後、利上げフェーズ終了の可能性が好感された米国株価が上昇傾向を強める中、日本株はそれに追随できず、34,000 円に迫る場面では急速に上値が重くなるなど、ボックス圏での展開が続いた。大発会では震災への警戒などから下落が始まったが、その後は海外勢の資金流入もあり、国内株価は急騰、一時 37,000 円に迫るなど、バブル崩壊後の最高値を更新する動きが見られた。

とはいえ、急ピッチで上昇したことでしばらくはスピード調整的な動きが想定される。また、24 年前半にかけて内外経済は足踏み状態が見込まれるほか、円高リスクも浮上する可能性もあり、国内株価は足踏みが続く可能性があるだろう。



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

再び円安圧力高まる

③ 外国為替市場

大幅に拡大した日米金利差が意識され、ドル円レートは 10～11 月にかけて 1 ドル＝150 円台で推移するなど、円安圧力が高い状態が続いた。11 月中旬には為替介入への警戒が燃える中、一時 1 ドル＝152 円に迫った。その後は米国で利上げ打ち止め観測が高まり、米国長期金利が大きく低下したこともあり、年末にかけては 140 円台前半で推移した。しかし、24 年入り後は、米国経済の底堅さに加え、1 月会合で日銀は政策正常化を見送

対ユーロでも足元 円安進行

るとの見方が強まり、再び円安が進んだ。

とはいえ、先行きは日米の金融政策の方向性が逆転する可能性が強く、円安がさらに進行する余地は小さく、むしろ円高ドル安に転換することが見込まれる。特に、米 Fed の利下げ転換が現実味を帯びた際には、円高圧力が強まるだろう。

一方、対ユーロレートも 11 月中旬にはドル高につられて一時 15 年ぶりとなる 164 円台まで円安が進んだ。ユーロ圏のインフレはかなり沈静化しており、欧州中銀（ECB）は 10 月以降利上げを停止しているものの、インフレ警戒姿勢を緩めておらず、しばらくは高い政策金利のまま据え置く可能性が高い。一方で、景気悪化懸念も高まっており、市場で利下げ期待が強まれば、ユーロ安に転じるものと思われる。

（24. 1. 24 現在）

景気鈍化の動きが継続

～FRB は大幅な利下げ織り込みをけん制～

佐古 佳史

要旨

トランプ前大統領はアイオワ州に続いてニューハンプシャー州でも勝利し、共和党候補者指名選挙を有利に進めている。一騎打ちとなっているヘイリー陣営が、今後どの程度巻き返せるのかにも注目が集まりそうだ。

雇用統計や ISM 雇用指数、求人労働異動調査などから、労働市場の需給緩和が継続していることがうかがえる。インフレ率についても抑制が進展しており、ミシガン大の調査ではインフレ鈍化を背景に消費者マインドの大幅な改善が継続している。もっとも FRB としては確実にインフレ率の抑制を目指す姿勢を強調しており、大幅な利下げ織り込みをけん制する動きもみられる。インフレ率だけではなく、FOMC 参加者の景気に対する評価にも注目する必要があるようだ。

予備選 2 連勝となったトランプ前大統領

デサンティス・フロリダ州知事が 24 年米大統領選挙の共和党候補指名争いからの撤退とトランプ前大統領の支持を表明したことで、同党の指名争いはヘイリー元国連大使とトランプ前大統領の一騎打ちとなった。こうしたなか、23 日に開かれたニューハンプシャー州での予備選にてトランプ前大統領がアイオワ州に続いて勝利したことで、ヘイリー候補は苦境に立たされたといえる。もっとも、ヘイリー陣営は予備選が集中する 3 月初旬のスーパーチューズデーまでは選挙戦を継続すると表明しており、どの程度巻き返せるのかにも注目が集まるだろう。

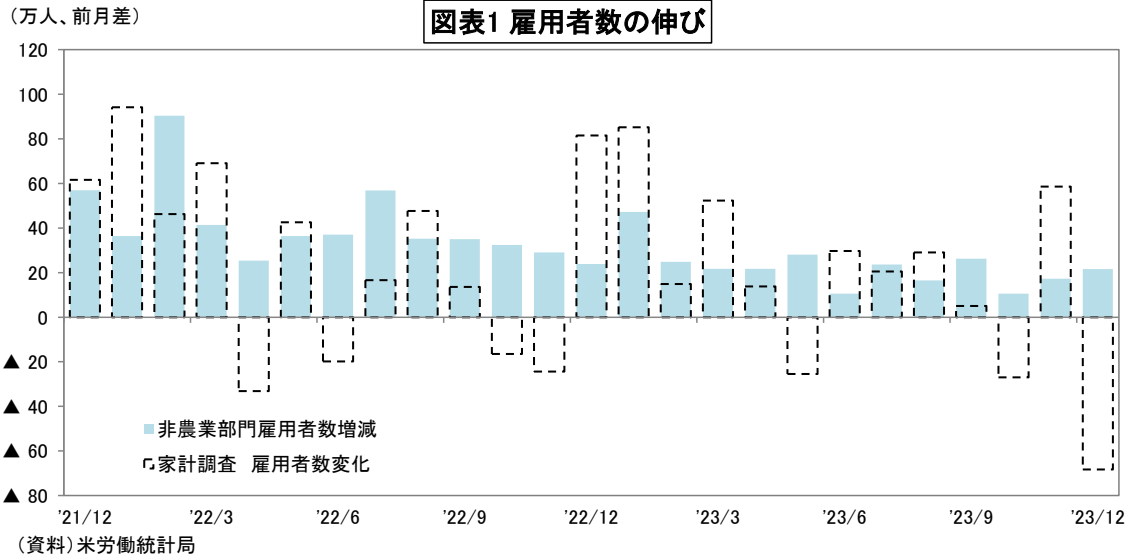
また、トランプ前大統領が共和党候補となれば、失望から 11 月の大統領選挙では同氏に投票しない予定の共和党支持者が増加傾向にあるとの調査もあり、トランプ陣営も余裕があるわけではないのかもしれない。共和党支持者の動向にも関心が高まりそうだ。

労働市場の需給緩和が進展

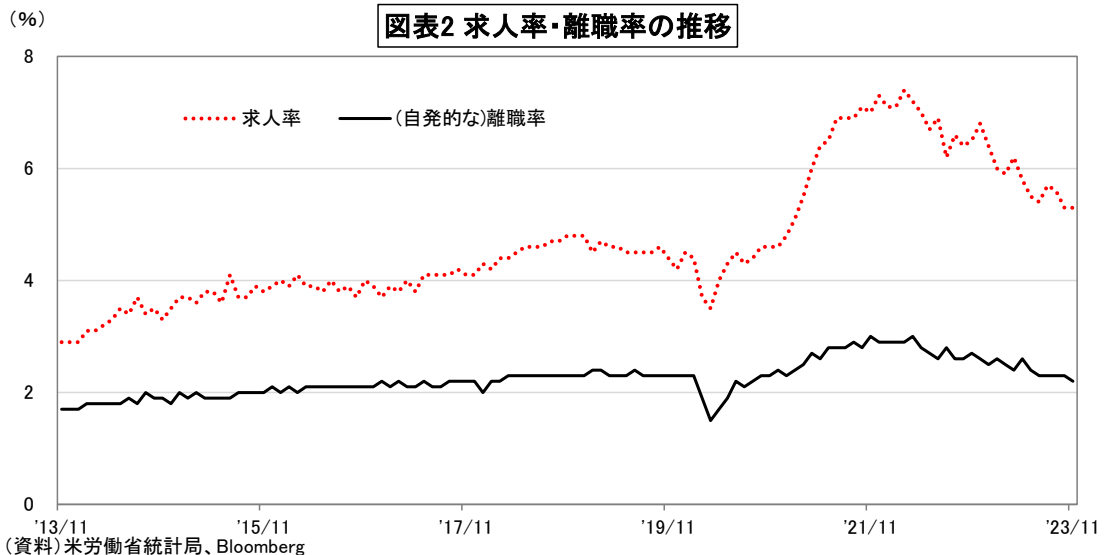
さて、経済指標を確認してみると、労働市場の需給緩和とインフレの鈍化が進展していることがうかがえる。

12 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 11 月から 21.6 万人増（事業所調査）となった。10、11 月分が合計 7.1 万人下方修正されたことで、足元 3 か月の平均値は 16.4 万人と、雇用増加ペースは徐々に鈍化していることがうかがえ

る。失業率は変わらずの 3.7%、平均時給も変わらずの前月比 0.4%となったものの、細かくみれば 0.35%から 0.44%へとほぼ 0.1 ポイント加速した。



11 月の求人労働異動調査によると、求人率は変わらずの 5.3%、自発的な離職率は 0.1 ポイント低下の 2.2%となった。求人数と失業者数の比率をみると、11 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.40 倍の求人となっており、22 年 3 月のピーク (2.01 倍) からの低下基調が続いている。全体としてみれば、労働市場の需給緩和が進んでいると考えられる。



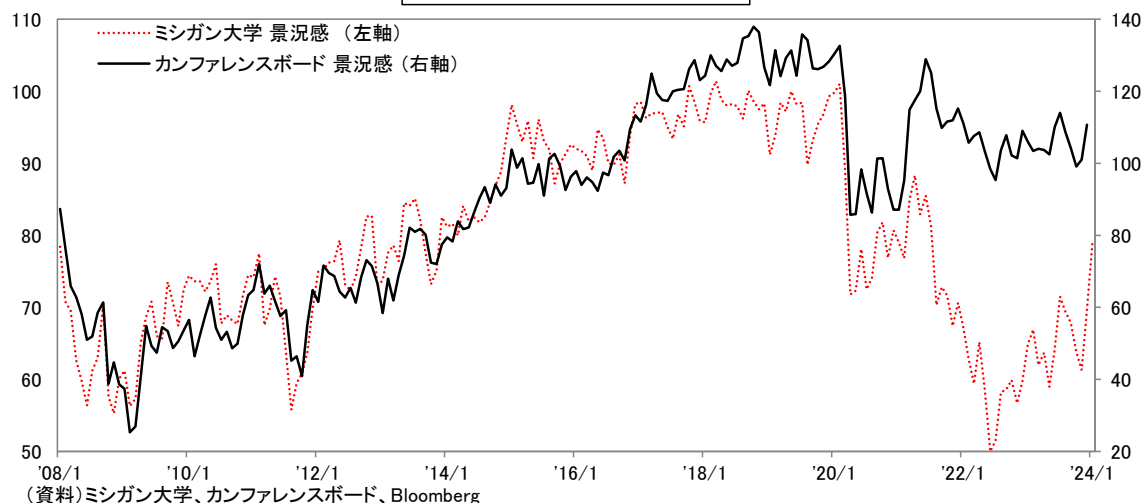
消費者マインドの改善が継続

個人消費をみると、11 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比 0.5%、サービス消費は同 0.2%となり、全体としては同 0.3%の増加となった。また、12 月の小売売上高は同 0.6%と比

較的高い伸び率となった。11、12月のデータは強含んだものの、23年後半にかけて労働市場の需給緩和が進んだことからコロナ禍において顕著であった低賃金労働者の高い賃金上昇率も鈍化するなど、全体としてみれば、利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると思われる。また、ニューヨーク連銀の調査では、コロナ禍において消費の伸びが顕著であった高齢層についても抑制されていることがうかがえる。

1月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、高インフレが収まってきたことを背景に前月比13%上昇し、2か月間の上昇率としては1991年以来の27%となった。12月と同様に、1月は調査対象である5項目全てが上昇した。また、1年先と長期の期待インフレ率は2.9%、2.8%へといずれも前月から低下した点も報告された。もっとも、コロナ禍以前の期待インフレ率は2.2～2.6%で推移しており、足元の数値は依然としてやや高いといえる。

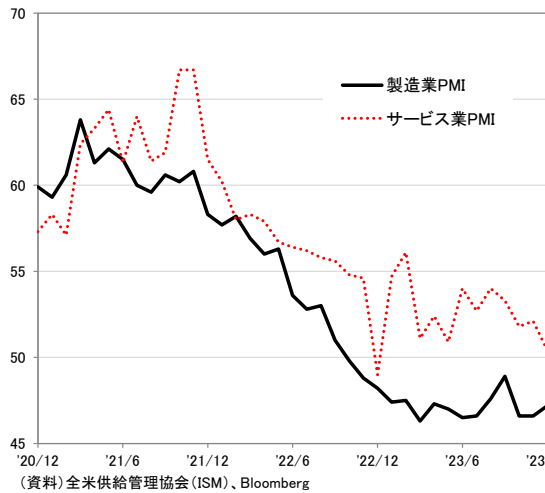
図表3 消費者景況感の推移



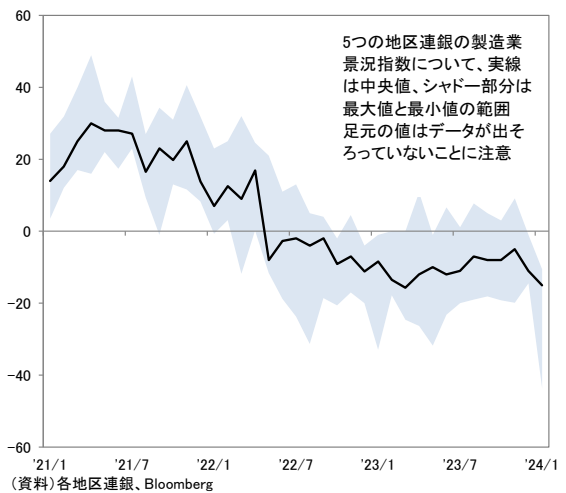
ISM 指数：雇用が縮小傾向

ISM 指数を確認すると、12月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から0.7ポイント上昇の47.4%と14か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業 PMI）は同2.1ポイント低下の50.6%と、判断基準の50%を12か月連続で上回り拡大傾向を保っている。なお、雇用指数は45.8%、43.3%と判断基準となる50%をいずれも下回っており、雇用は縮小傾向にあることを示した。雇用者の伸びが鈍化していることと整合的といえるだろう。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数



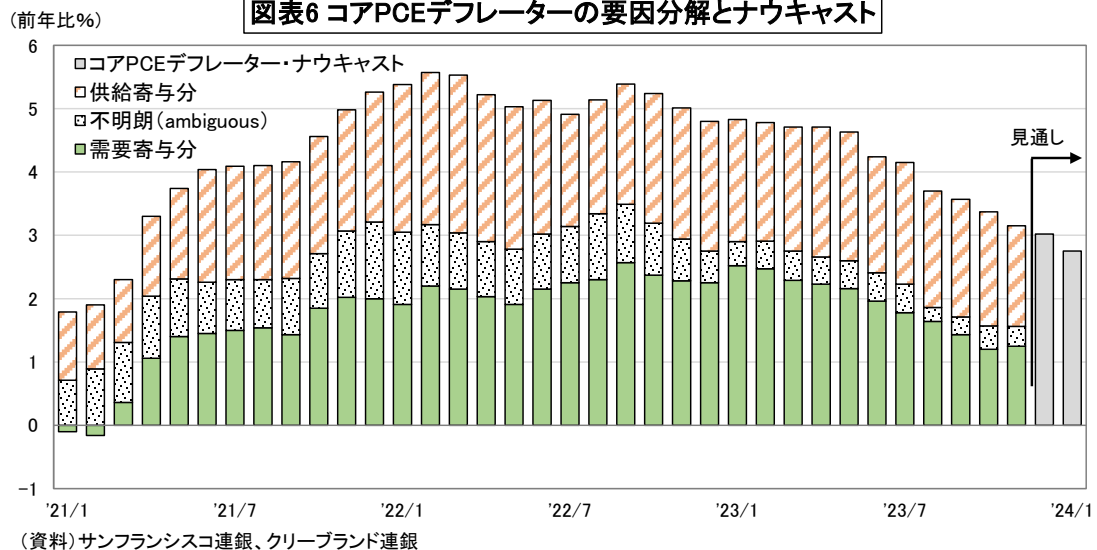
鈍化傾向が鮮明なインフレ率

インフレ率をみると、11月のコアPCEデフレーターは前年比3.2%（前月比は0.1%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同3.4%と鈍化した。また、サンフランシスコ連銀による前年比での要因分解をみると、需要要因の抑制も進展していることがうかがえる。より足元の動きを捉えやすい6か月前比年率や3か月前比年率では鈍化傾向が鮮明となっている（図表7）。

12月の消費者物価指数(CPI)は総合、コアともに前月比0.3%となり、FRBの（PCEデフレーターで測った）2%物価目標に対してはやや高めのインフレ率となった。

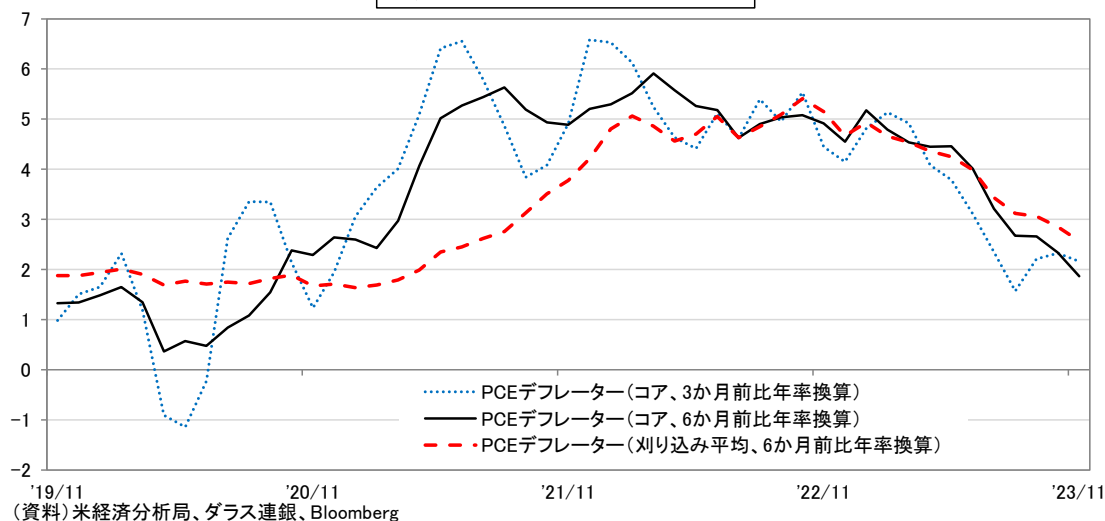
全体としては、前年比でみると依然として物価上昇率は高いものの、足元では抑制が進んでいると確認できる。

図表6 コアPCEデフレーターの原因分解とナウキャスト



(%、年率)

図表7 PCEデフレーター推移



利下げ時期は見通せ なかった12月FOMC議 事要旨

1月3日に公表された12月FOMCの議事要旨からは、FOMC参加者が、インフレ率の上振れリスクが低下したとの認識を示したことが明らかとなった。一方で、24年内の利下げについては概ね同意があるものの、利下げ開始時期についての手掛かりはほとんど示されなかった。また、経済見通しの不確実性が高いとの認識も公表された。FOMC参加者としては、インフレ再加速の懸念が十分になるまでは政策金利を据え置く姿勢と思われる。

最近のFOMC参加者の発言から考えると、インフレ率が2%まで抑制されたとしても、労働市場のひっ迫が継続する状況や、GDP成長率が潜在成長率(1.8%程度)を上回る速いペースで推移し続ける状況などでは、引き締め方向の金融政策が維持されると思われる。インフレ率だけではなく、FOMC参加者の景気に対する評価にも注目する必要があるようだ。

景気の先行き：ソ フトランディング 見通し

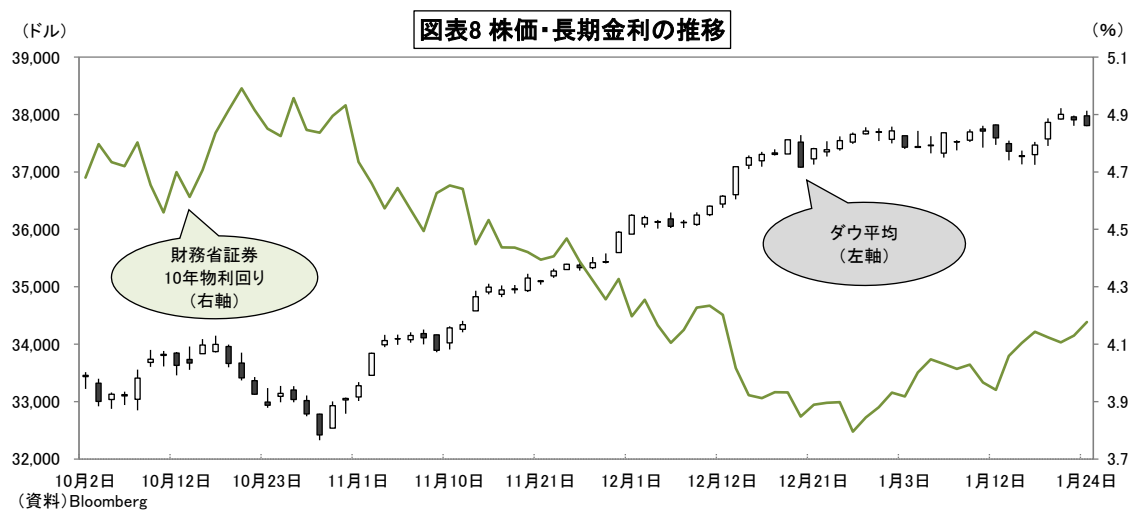
インフレ率は鈍化しているものの依然としてFRBの物価目標を上回っていることや、賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を1%ポイント程度上回っていること、ミシガン大学調査の期待インフレ率もやや高いことなどから、金融引き締めをしばらく継続する必要があるようだ。利下げは、景気見通しが公表される6月FOMC(11、12日)から開始されるのではないかと予想する。

景気の先行きについては減速が予想されるが、必要に応じて利下げを開始することで、景気の軟着陸(=ソフトランディング)を達成できる可能性は十分あるといえるだろう。

長期金利：低下基調再開は時間を要する

最後に市場の動きを確認すると債券市場では 11 月入り後、イスラエルとハマスの紛争を受けた地政学的リスクが意識されたことや、長期債入札の増額規模が予想よりも少なかったこと、利上げサイクル終了の織り込みが強まったことなどから長期金利（10 年債利回り）は低下基調となった。12 月 FOMC（12、13 日）にて、24 年以降の利下げがテーマとなったこともあり、長期金利の低下基調は継続し、12 月初めから 1 月初めにかけて 4% を下回って推移した。1 月半ば以降は、堅調な経済指標や、利下げ観測をけん制する FOMC 参加者の発言などを受け利回りは上昇し、足元では 4% 前半での推移となっている。

先行きについては、長期金利の低下基調再開には FOMC 参加者の一段とハト派色の強い発言が不可欠と思われるが、まずは経済指標の軟化を確認する必要があるだろう。このため、先月と同じく、金利低下再開にはしばらく時間がかかると予想する。



株式市場：底堅い展開を予想

株式市場では、11 月以降、長期金利の低下が継続したことや、決算が好調だったことなどからダウ平均は 2 か月ほど上昇傾向となり、1 月前半にかけて 37,000 ドル半ばでの推移となっている。足元ではハイテク株や人工知能関連銘柄に買いが入り、主要指数が最高値を更新する場面がみられた。ダウ平均も 21、22 日にかけて最高値を更新し、38,000 ドル前後での推移となっている。

先行きについては、利下げが広く織り込まれていることや、ソフトランディングの可能性が意識されていること、23 年 10 ～12 月以降は S&P500 構成銘柄について前年比 10% 前後の増益

が予想されていることなどから引き続き底堅い展開を予想する。

(24. 1. 25 現在)

中央経済工作会议等からみる 24 年の中国経済

～成長重視方針などを受けて 5% の成長を予測～

王 雷 軒

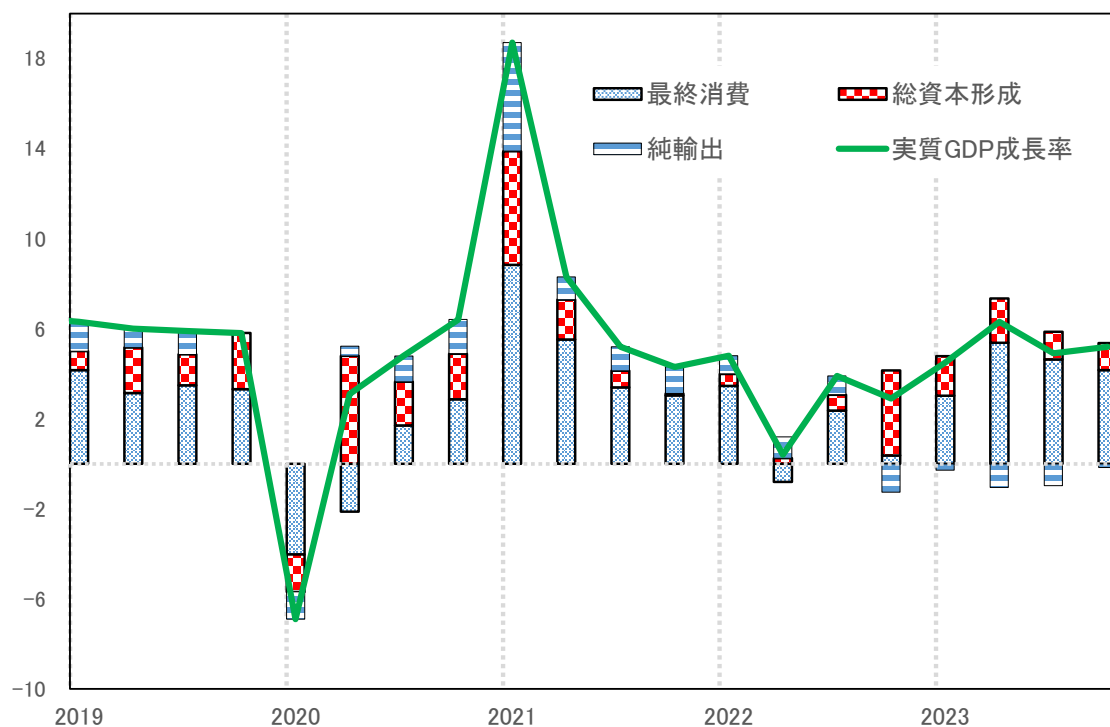
要旨

2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2% となった。その結果、23 年通年の成長率は同 5.2% で政府の目標である「5% 前後」を達成した。しかし、これは 22～23 年の平均成長率が 4.1% にとどまったことから、力強さを欠く回復だったと指摘されている。

24 年は、不動産市場の調整が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、拡張的な財政政策に伴う経済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、前年比 5% と予測している。

(% 前年比、ポイント)

図表1 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。

23 年は 5.2% の成長と政府目標を達成も力強さを欠く

国家统计局が 1 月 17 日に発表した 2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2% と、7～9 月期（同 4.9%）から加速した。しかし、市場予想の平均値である 5.4% を下回ったほか、前期比では 1.0%（年率換算 4.1%）と、7～9 月期の 1.5%（同 6.1%）から減速したことから、足元の経済回復はさほど

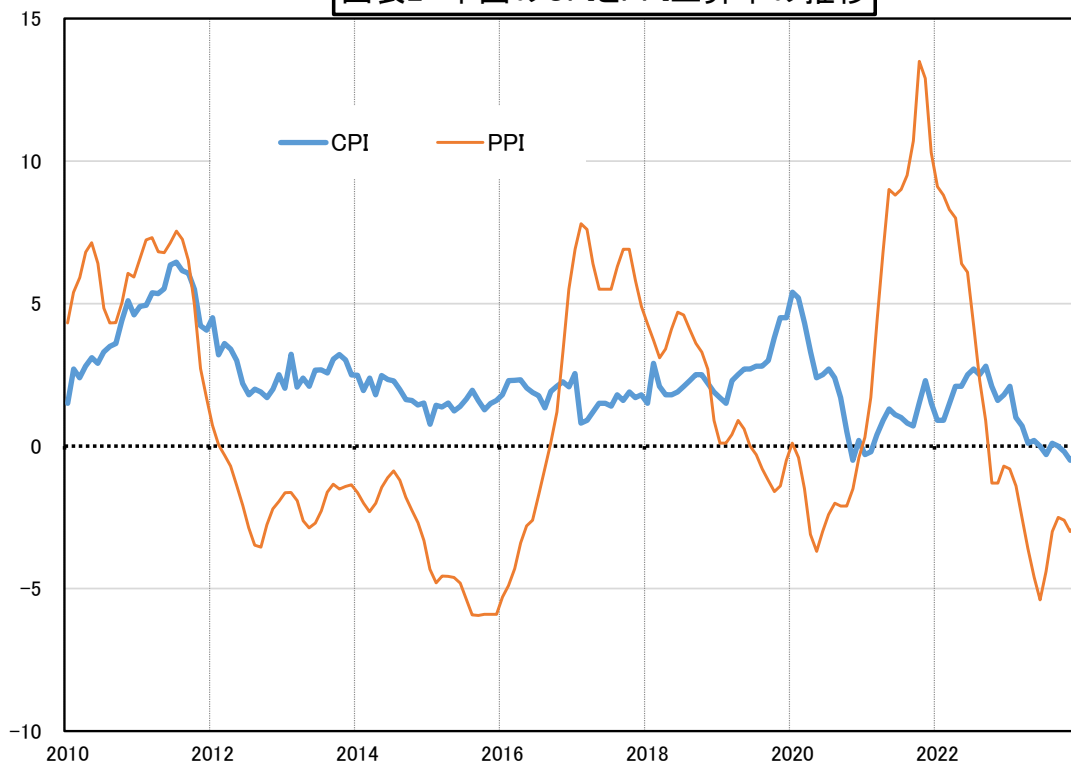
強いものではないとみている。

この実質 GDP 成長率 (5.2%) に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 4.2 ポイント、総資本形成は 1.2 ポイント、外需 (純輸出) は▲0.2 ポイントであった (図表 1)。最終消費が引き続き成長をけん引する格好となった一方、総資本形成は不動産開発投資の低迷などを受けて弱かったほか、純輸出も 5 四半期連続のマイナスだった。

併せて発表された 23 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 5.2% となり、政府が 23 年春の全人代 (日本の国会に相当) で示した成長目標である「5%前後」を達成した。しかし、22~23 年の平均成長率は 4.1%にとどまり、力強さを欠く回復だったと指摘されている。回復の力強さを欠いた背景としては、①消費回復の緩慢さ、②不動産の不況、③世界経済の減速や地政学リスクによる輸出の低調さなどが挙げられる。

(%前年比)

図表2 中国のCPIとPPI上昇率の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は23年12月。

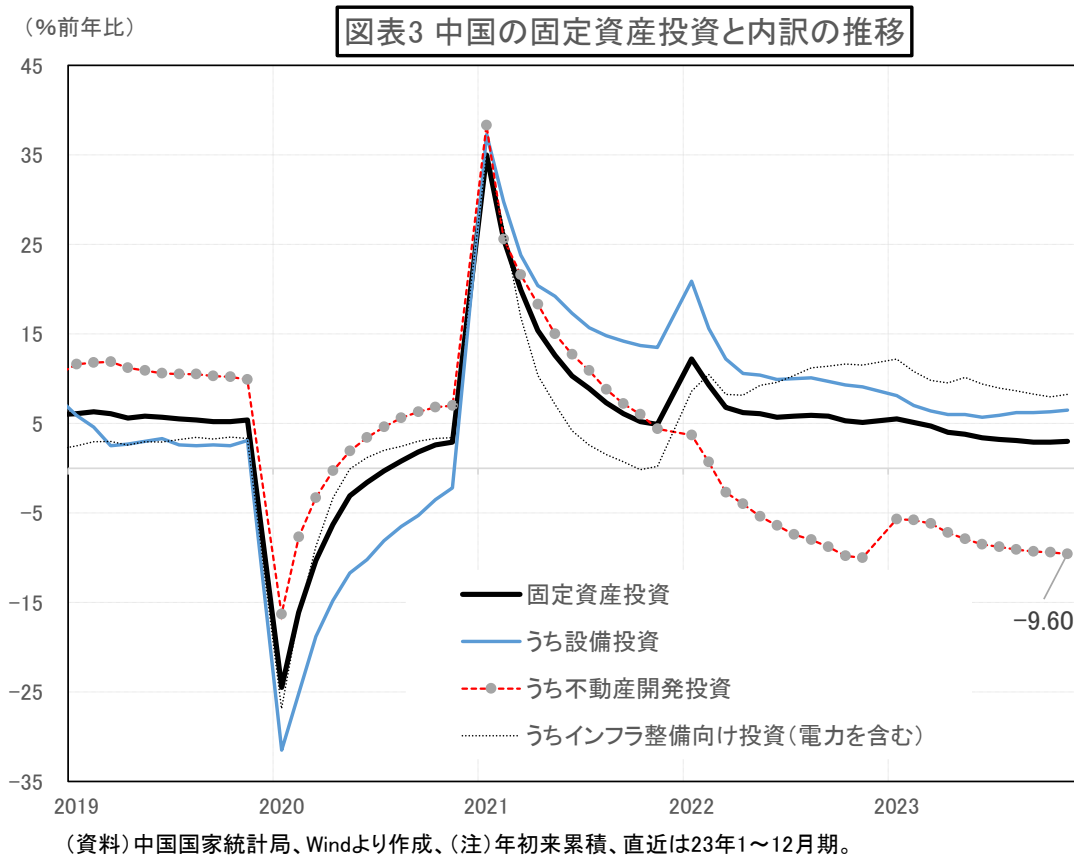
消費回復は緩慢で、物価はデフレーション傾向

コロナ感染症対策の転換や自動車購入促進策などの消費拡大措置の効果によって、23 年の消費は持ち直しの動きが見られた。しかし、所得の伸び悩みや先行き不安で期待されたリベンジ消費が大きく出現してこなかったほか、不動産の不況で住宅

用の内装資材、家具、家電の販売などが低迷したことを受けて消費回復ペースは緩やかなものにとどまったとみられる。

この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、10～12月期のGDPデフレーターは前年比▲1.43%と3四半期連続のマイナスに陥った。また、12月の消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と3か月連続のマイナスになったほか、生産者物価指数(PPI)も22年10月からの前年割れ状態が続いている(図表2)。

さらに、食品とエネルギーを除いたコアCPI上昇率の推移をみても、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、デフスインフレ傾向にあるとみられる。

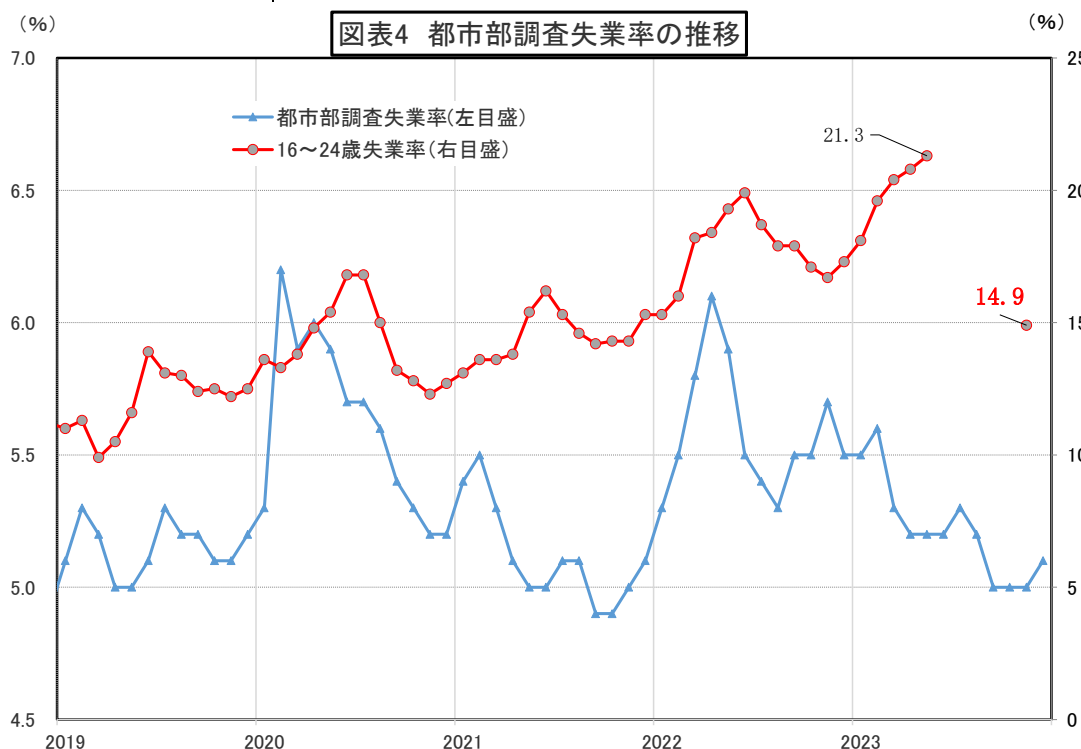


不動産開発投資は 引き続き足かせ

また、23年の固定資産投資は前年比3.0%となり、低空飛行だった。固定資産投資の内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資は全体の3.0%を上回り、いずれも堅調に推移しているのに対して、不動産開発投資は前年比▲9.6%と深刻な低迷に陥っている(図表3)。低迷した背景には、不動産開発企

業のバランスシート調整がなお続いていることや、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。この低迷が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みると、国営企業は緩やかに鈍化しているとはいえ、投資全体を下支えしているのに対して民間投資は前年比マイナスに転じ、投資全体を大きく押し下げている。ただし、国家統計局が発表した不動産開発投資を除いた 23 年の民間投資は前年比 9.2%と好調であったと見受けられる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は23年12月。

若年層の失業率発表を再開

国家統計局は、集計対象を見直すため、若年層（16～24 歳）失業率の発表を一時取りやめたが、再開した。23 年 12 月は 14.9%と 6 月の 21.3%から改善したようにみえるが、集計対象が変更されており、変更前の数値と比較はできない（図表 4）。それでもなお 14.9%と高いことから、若年層の雇用をめぐる環境が依然厳しいと推察される。

これまでの若年層失業率には、16 歳から 24 歳までの在学中の学生も集計対象となっていたが、新しい失業率では、在学中の学生は集計対象から外された。ちなみに、25～29 歳の失業率も新設・発表されることになり、12 月は 6.1%であった。

図表5 23年の中央経済工作会议の概要

項目	主要内容
現状認識	<ul style="list-style-type: none"> ・ 23年は、3年間の新型コロナウイルス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、外部環境の不透明性や不確定性が増大している。
経済運営の基本方針	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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する。 ・ 「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	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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と実行に移し、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。
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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と発揮させ、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。

(資料) 新華社をもとに作成

24年は経済成長を一段と重視するか

24年の中国経済を展望するうえで、経済運営の基本方針等を決定する「中央経済工作会议」が重要であろう。ここでは、12月11～12日に開催された同会議の概要を紹介しよう(図表5)。

新華社が発表したコミュニケによると、景気現状の認識について、当局は、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、外部環境の不透明性や不確定性が増大していると分析した。

そのうえで、24年は、「安定の中で前進を求め(稳中求進)、前進により安定を促し(以進促穩)、先に新制度を打ち立てて

から旧制度を廃止する（先立後破）」という経済運営の基本方針が示された。また、マクロ経済政策（財政金融）については、23 年と同様の文言である「積極的な財政政策」、「穏健な金融政策」も決定された。

このような基本方針を踏まえると、24 年の経済運営は、課題の解決に注力する「構造調整」というより「経済成長」を一段と重視するものになると考えられる。そのため、24 年の「積極的な財政政策」の中身が 23 年とは違い、財政赤字比率の引き上げや地方債発行規模の拡大など、より拡張的な政策が行われる可能性は高いとみている。

図表6 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	国内需要の拡大に注力する。
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	<p>・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。</p> <p>・「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」を早急に推進する。</p> <p>・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。</p>
⑥「三農」（農村・農業・農民）	「三農」政策にしっかり取り組むことを堅持する。農村振興を全面的に推進し、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。
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する。
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。
⑨民生	民生を確実に保障・改善する。

（資料）新華社をもとに作成

24 年の重要な取組み事項

また、図表 6 のとおり、この会議で示された 24 年の重要な取組み事項として 9 つが挙げられた。注目される不動産については、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ことが決定された。他方、低所得層向けの「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」を早急に推進することも示された。

24 年の見通しと今後の注目点

以上を踏まえると、不動産市場の調整が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、拡張的な財政政策に伴う経済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、当総研では、24 年の実質 GDP 成長率は前年比 5%と予測している。

今後の注目点について、全人代が挙げられる。多くのエコノミストや政策立案者が、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。3 月 5 日に開催される予定の全人代では、成長率目標を含め財政政策の拡張度合いなどを決定するため、それらが注目点となる。

また、下振れリスクとしては、不動産市場の調整にはなお時間がかかると見込まれるので、24 年も不動産不況からの脱却ができず、さらに悪化する可能性が挙げられる。他方、保障性住宅の整備などの 3 大プロジェクトが一段と推し進められるとみられるため、それらがどれほど不動産開発投資の低迷をカバーできるのかも注視していきたい。

(24. 1. 23 現在)