

# 経済金融 ウォッチ

2024年11月号

国内	.....	1
米国	.....	11
中国	.....	18



## 政局流動化で経済政策運営の不透明感高まる

### ～日銀の利上げ継続姿勢には変化なし～

南 武志

#### 要旨

国内景気は辛うじて回復基調をたどっているが、実質賃金の目減り解消までには至っていないこともあり、期待された家計消費の持ち直しはなかなか進んでおらず、回復ペースは極めて緩慢である。先行きについてはIMF世界経済見通しなどからは世界経済の低成長状態はしばらく続くとのことであり、外需には当面期待できないと思われる。一方で、労働力不足に伴う賃上げは継続するとみられ、25年度にかけて物価沈静化が進めば、日本経済は内需主導での回復傾向が徐々に強まるだろう。

こうした中、金融政策の正常化に踏み出した日銀は、マーケットの不安定さが残っていることもあり、早期の再利上げ観測は後退している。とはいえ、日銀の利上げ継続の方針には変わりはなく、「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、12月か1月にも追加利上げが検討・実施される可能性がある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年		2025年		
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.228	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2560	0.10～0.45			
国債利回り	20年債 (%)	1.810	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.970	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.590	0.45～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	153.3	135～155	133～153	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	165.7	145～165	143～163	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		38,605	38,000±3,000	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±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10月28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。

#### 総選挙では連立与党が過半数割れ

9月27日に実施された自由民主党総裁選は5度目の挑戦となった石破茂氏が勝利、10月1日には石破新内閣が発足した。石破首相は当初、与野党で十分な国会論戦を行い、かつ能登豪雨などへの災害復旧費や新たな物価高対策を盛り込んだ補正予算を編成・成立した後に解散・総選挙を実施すると述べていたが、党内基盤が盤石ではないこともあり、前言撤回して9日に衆院を解散し、選挙戦に突入した。しかし、「政治とカネ」への批判が高く、さらに石破首相の度重なる言行不一致などもあり、事前に期待されたほど内閣支持率は高まらなかった。

そうしたなか、27日に行われた総選挙では、自公の連立与党

は 215 議席と公示前から 64 議席を失い、過半数（233）割れとなった。いわゆる「裏金議員」46 名中、主要ポスト経験者を含めて 28 名が落選した。一方、立憲民主党は 148 議席（公示前から 50 増）、国民民主党は 28 議席（同 21 増）と躍進、自民党への批判票の受け皿となった。

それでも自民党は比較第一党を死守、石破首相は続投を表明しており、今後は当選した非公認候補の追加公認、新たな連携先の模索などが活発化するとみられる。ただし、連携先の候補である維新、国民は消費税率の引き下げを公約として掲げるなど、政策面の隔たりもある。さらに、選挙戦終盤で浮上した「2 千万円問題」など、執行部の責任問題に発展する可能性も否定できない。一方、野党サイドも立民を中心とする政権発足には様々なハードルがある。11 月 11 日には特別国会が召集され、首班指名選挙が行われるが、それに向けて政局が大きく流動化するリスクが浮上しており、経済政策運営についても不透明感が極めて高いといえる。

図表2 第50回衆議院議員選挙の結果

	自民	公明	立民	維新	国民	れいわ	共産	社民	参政	保守	無所属 ・その他
小選挙区	132	4	104	23	11	0	1	1	0	1	12
比例	59	20	44	15	17	9	7	0	3	2	0
合計	191	24	148	38	28	9	8	1	3	3	12
	215										
議席数増減	▲ 56	▲ 8	50	▲ 5	21	6	▲ 2	0	2	-	-
公示前	247	32	98	43	7	3	10	1	1	-	14

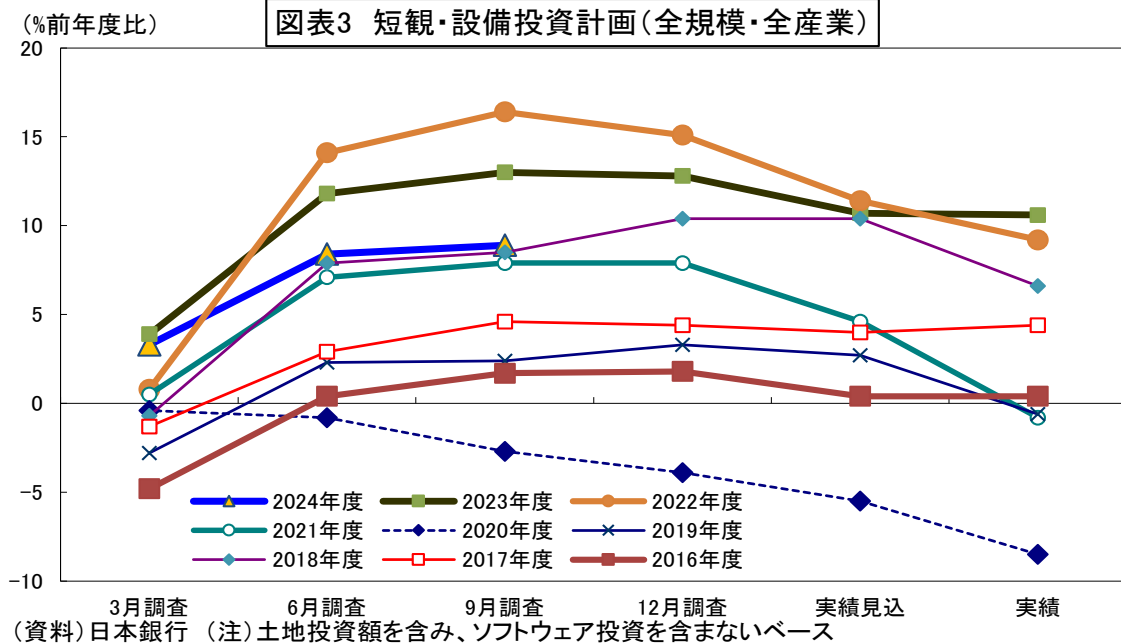
（資料）マスコミ各社の報道より作成 （注）政党名は一般的な略称を使用。

企業の景況感は概ね  
良好

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、日銀短観 9 月調査によれば、大企業製造業の業況判断 DI は 6 月調査時の 13 で変わらず、同非製造業は 34 と 2 期ぶりに改善した。24 年春闘では 33 年ぶりの高い賃上げ率が実現、7 月には日銀が追加利上げを決定するなど、企業経営にとってコスト負担が意識されつつあるほか、8 月には円高急伸や株安など、金融資本市場に混乱も見られたが、企業の景況感は概ね良好であることが確認できた。

一方で、24 年度の売上・収益計画では増収継続ながらも減益見通しとなるなど、先行きを決して楽観視しているわけではない様子も見て取れる。これまでは円安や価格転嫁の進展に加え、資源投入コストの低下などが利益を押し上げてきたが、先行きそうした要因が剥落するリスクは否定できない。なお、24

年度の設備投資計画は中小企業を中心に上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調である。



## 国内景気の回復ペースは緩慢なまま

月次経済指標に目を転じると、8月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲3.2ポイントと、2か月ぶりに低下して2月以来の低水準となり、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(4か月連続で同じ表記)。また、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8月分も前月から▲1.0ポイントと2か月ぶりに低下、足踏みが続いている。

また、9月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI・先行き判断DIともに4か月ぶりに悪化、いずれも判断基準である50を下回った。猛暑による秋物商材の販売不振や物価高騰による節約志向の強まりなどが指摘されている。

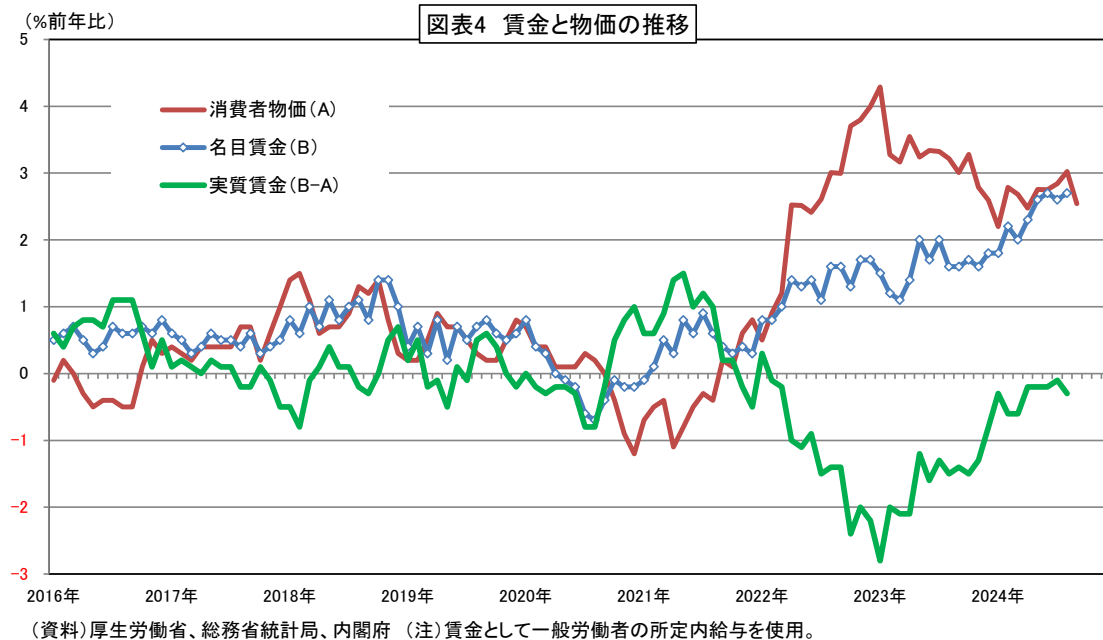
一方、9月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比4.0%と4か月連続で上昇した。8月にかけて大きく低下した「米国向け」、「EU向け」に反動増が見られたものの、「中国向け」は低調だった。なお、8月の鉱工業生産指数は同▲3.3%と2か月ぶりに低下するなど、一進一退が続いている。

## 賃金は上昇傾向にあるが、物価下げ渋りで実質賃金はマイナス継続、消費も依然低調

こうしたなか、賃金は上昇基調にある。8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.8%と2か月連続で鈍化したものの、23年の伸び(同2.0%)を上回った状態が続いている。しかし、春闘賃上げ率(23年:3.60%⇒24年:5.33%)の拡大幅を考慮すると、伸び率自体に物足りなさがある(共通事

業所ベースの一般労働者の所定内給与でも拡大幅は1ポイント程度にとどまる）。また、実質賃金（内閣府ベース、デフレーターは全国消費者物価指数（総合））は、一般労働者の現金給与総額で前年比横ばいに鈍化、同じく所定内給与で同▲0.3%と6か月ぶりに減少率が拡大するなど、マイナス基調からは脱してない。

こうした所得環境の改善の遅れもあり、8月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比▲0.01%と5か月ぶり、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲0.02%と2か月連続で、ともに低下した。実質消費活動指数のうちのサービス指数も2か月連続で低下するなど、消費は盛り上がりを欠いた動きが続いている。



### 経済見通し：国内 景気は緩やかなが らも消費主導で回 復が進む

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、消費の回復もあり、2期連続のプラス成長が見込まれる。年度下期については、まず、世界経済を見わたすと、米国経済にはなお底堅さがあるものの、労働市場にはこれまでの金融引き締め効果が出ているほか、中国経済も不動産不況の影響が及ぶなど、総じて低調である。10月22日にはIMFが最新の世界経済見通しを公表したが、世界経済全体の成長率は23年が3.3%だったのに対し、24、25年とも3.2%と安定的に推移するものの、勢いに欠けると評価している（25年見通しは下方修正）。また、10月24～25日に開催されたG20財務相・中銀総



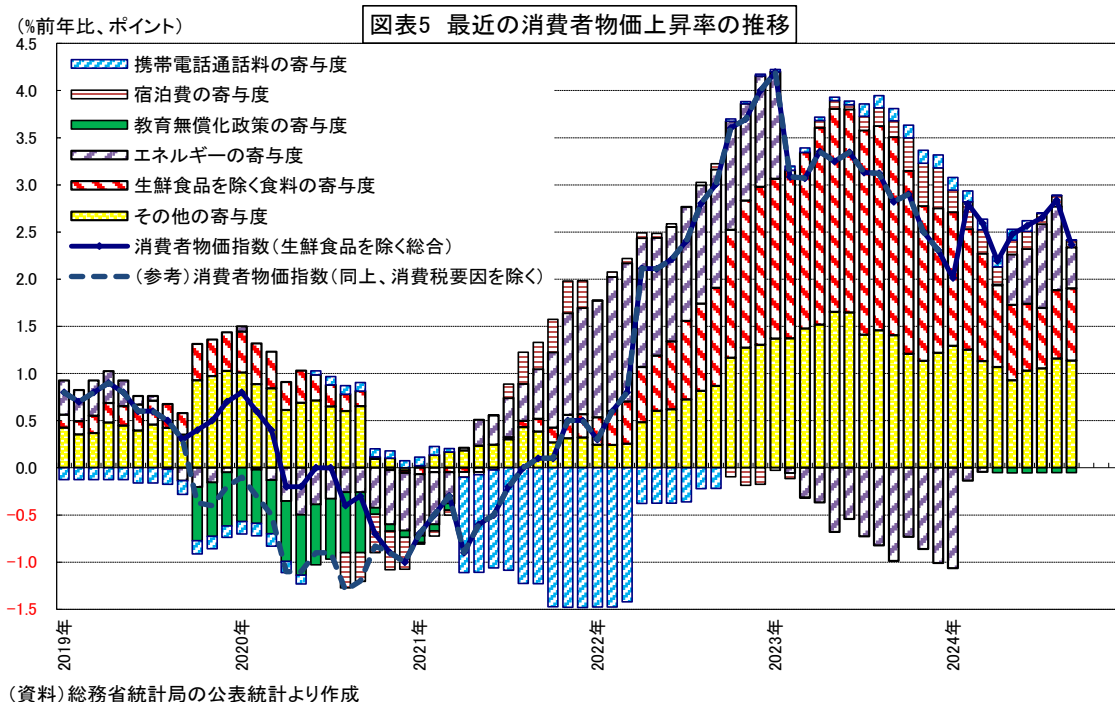
## 物価動向：4か月連続で上昇率拡大

裁会議では下振れリスクが高まっているとの認識がコミュニケに明記された。以上を踏まえると、日本経済にとって輸出を成長の牽引役として期待するのは難しい。

一方、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続すると見込まれるほか、年度下期にかけて物価は沈静化が進むとみられることから、実質賃金はいずれ増加に転じ、消費の持ち直しを促すことが期待される。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及していくだろう。

9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2.4%と、政府の物価高対策が復活したことで電気・ガス代の値上がりが緩和されたことから5か月ぶりに鈍化した。総務省統計局による試算では「酷暑乗り切り緊急支援」による物価押し下げ効果は▲0.55ポイント（うち電気代：▲0.46ポイント、都市ガス代：▲0.09ポイント）であり、8月分（前年比2.8%）からの変化分のほとんどが説明可能である。一方で、品薄の影響でコメが同44.7%と高騰、物価全体を0.26ポイント押し上げるなど、食料が2か月連続で上昇率を高めた。

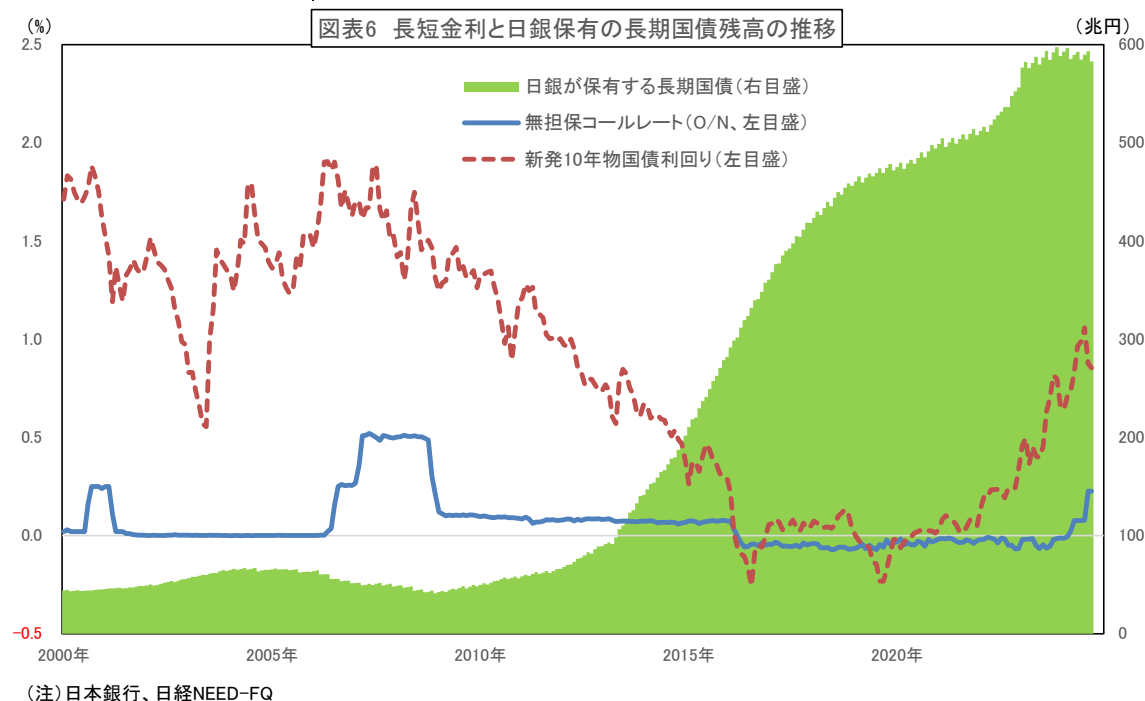
また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.1%へと2か月連続で上昇率を高めた。一般サービス（除く宿泊費）は同1.6%へ鈍化しており、人件費の高まりがサービス価格を押し上げている様子は依然として確認できない。



## 今秋以降、物価上昇率は沈静化へ

政府の物価高対策によって 11 月までは消費者物価に対して ▲0.5 ポイント強の押し下げ効果が続く想定され、引き続きコア CPI 上昇率は 2% 台前半から半ばで推移すると思われる。その後は、再び物価上昇率が高まる可能性があるものの、総選挙では各党ともに物価高対策に取り組む姿勢をアピールしていたことから、25 年入り後には再度復活することが予想される。今夏のコメ品薄によって上昇したコメ価格が下げ渋るなど、食料には一定の値上げ圧力が残るだろう。

とはいえ、最近の円高や原油安は先行きの消費者物価の値上げ圧力を和らげ、24 年度末には 2% 前後まで上昇率が鈍化、25 年度には 2% 割れが常態化するものと予想される。



## 金融政策：日銀の利上げ継続方針に変わりはなく、12月もしくは1月にも再利上げの可能性

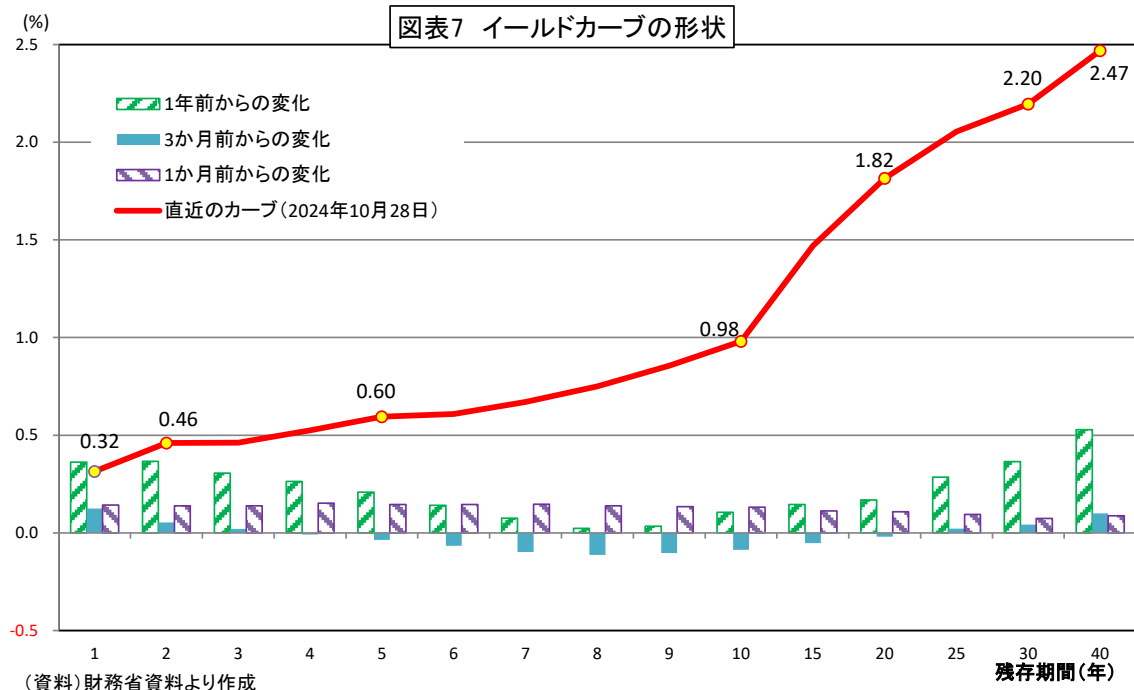
日銀は7月の追加利上げ直後に、今後とも景気回復が継続し、7月の展望レポートに示したような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる方針を表明した。しかし、8月入り後にマーケットで不安定な動きが強まったほか、日銀の金融政策に対して理解を示していたはずの石破首相が「現在、追加の利上げする環境にはない」との発言もあり、マーケットでは再利上げの時期が後ずれするとの見方が広がった。

その後、石破首相は政治介入と捉えられたことに反省の弁を

述べ、日銀独自の判断を尊重する方針を示したが、所信表明演説ではデフレ脱却最優先といった経済政策の運営方針を述べており、今後とも政治的圧力への警戒は残るとみられる。

とはいえ、今後とも日銀が利上げ時期を模索していく姿勢には変わりはないだろう。G20 財務相・中銀総裁会議に出席した植田総裁は円安だけではなく、その背後にある米国経済の動向などを見たうえで、それらが日本の物価にどう影響するかということをも丹念に分析して見極めていくとしたうえで、政策判断に当たっての時間的な余裕はあるとの考えを改めて表明した。

それゆえ、10月の金融政策決定会合での再利上げの可能性は薄いものの、今後「賃金と物価の好循環」が強まっていくことが経済指標などから確認できれば、利上げを検討するものと思われる。11月の大統領選の結果次第ではマーケットが大きく変動する可能性があるものの、日銀は12月もしくは1月の金融政策決定会合において再利上げを検討・実施する可能性があるだろう。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

米国景気の底堅さが改めて認識されたことで米国経済への楽観論が強まり、かつ Fed の大幅利下げ観測が後退したことで、9月中旬まで低下基調をたどっていた米長期金利が反転上昇、国内金利にも波及したほか、再び円安圧力が高まった。11月5日には米大統領選を控えており、その結果がマーケットに少な



## 長期金利は概ね 0.8%台でもみ合 う展開

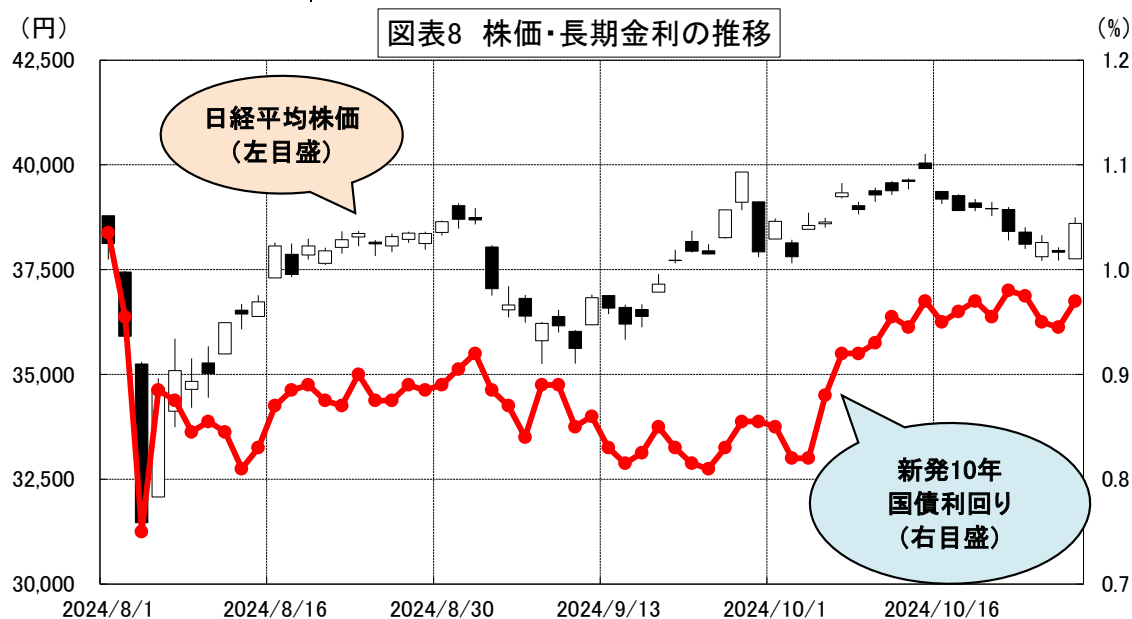
からず影響を与えるとの見方も少なくない。

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7月の金融政策決定会合で追加利上げを決定、植田総裁が利上げ継続に対する強い意志を示したこともあり、長期金利（新発10年物国債利回り）は1.0%台へ上昇した。しかし、8月入り後には米国経済の悪化懸念が高まり、一気にリスクオフの流れが強まったことで、5日には一時0.75%まで低下した。その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退したものの、日銀の再利上げ時期は後ずれするとの見方も根強く、10月上旬にかけて長期金利は概ね0.8%台で推移した。

逆に、10月に入ると、米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、Fedが先行き大幅利下げをするとの観測が下火になったことで米国金利が上昇した。さらに足元では米国財政悪化への警戒から一段高となっており、それが国内にも波及し、長期金利は一時0.98%まで上昇した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 長期金利は緩やか に上昇

とはいえ、米国は既に利下げ局面入りしており、先行き一定の金利低下圧力がかかる可能性がある。そうした中、日銀の早期利上げ観測は後退したものの、今後とも断続的に利上げしていく方針には変わりはない。それゆえ、利上げが意識される場面では長期金利には上昇圧力がかかるだろう。

**日経平均株価は一時 40,000 円を回復したが、10 月下旬にかけて軟調な展開**

## ② 株式市場

円安進行や米国経済への楽観論を背景に、日経平均株価は 7 月 11 日に 42,426.77 円の史上最高値（ザラ場）を更新した。その後はスピード調整的な動きに加え、政府の円買い介入で為替レートが円高方向に押し戻されたこと等もあり、軟調な展開となった。8 月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭し、かつ円高圧力が高まったこともあり、株価は 31,000 円台まで下落した。その後は米国経済に対する過度な悲観論が後退し、一時 38,000 円台を回復した。しかし、9 月中旬にかけて円高が進行した際には 35,000 円台に下落するなど、不安定さが残っている。10 月中旬にかけては米国経済の堅調さが好感され、米国株価が断続的に史上最高値を更新したほか、円安進行も好感され、日経平均も一時 40,000 円を回復した。直近は金利上昇への警戒から米国株価が軟調に推移したほか、総選挙への警戒などから日本株も弱含みで推移した。

先行きを展望すると、①海外経済は低成長状態が続く、②内外金利差は縮小基調であり、一方的な円安進行の可能性は低い、③24 年度の企業業績は減益見通しである、④政局流動化のリスクが高い、などから、株価はしばらく軟調に推移する可能性がある。一方で、来夏の参院選を控えて、積極的な財政政策運営になるとの期待感は相場を下支えするだろう。

## ③ 外国為替市場

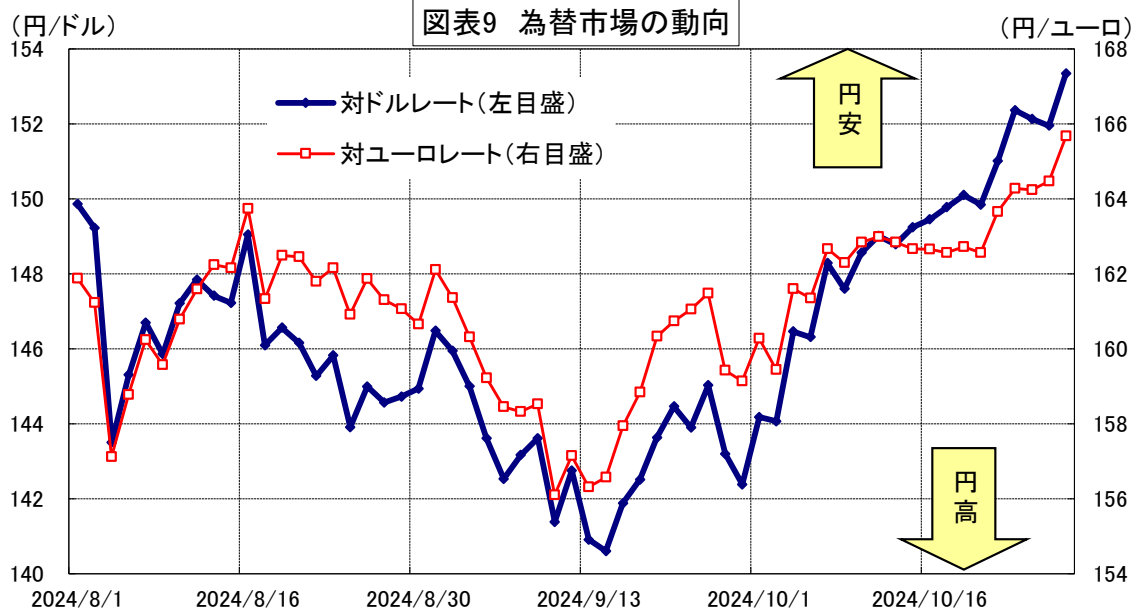
7 月中旬に公表された米消費者物価（6 月）がインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、米国金融政策の利下げ転換が意識され、その直前に一時 38 年ぶりとなる 1 ドル＝162 円に迫ったドル円レートは円高方向に戻した。さらに、7 月 11～12 日に総額 5 兆 5,348 億円の円買い介入が実施されたことで 156 円台まで円高が進んだ。8 月初めには日米金利差の縮小が意識されたほか、米国景気の底割れ懸念が高まり、9 月中旬には一時 141 円台まで円高が進んだ。

その後、米国経済に対する楽観論が台頭、マーケットが米国の利下げペースが緩やかなになると修正したほか、米国の財政悪化懸念が意識されたことで米国金利が上昇、ドル円レートは再び 150 円台まで円安が進んでいる。

とはいえ、先行きは日米金利差が徐々に縮小していくとみられることから、円安進行には限度があり、いずれ円高気味に推

**米国の大幅利下げ観測が後退、再び円安進行**

移していくだろう。



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

### ECB は連続利下げ したが、円安ユー ロ高へ

ドル高につられて、対ユーロでも 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後、政府による円買い介入によってユーロ安方向に転じた。9 月中旬には一時 155 円前後まで円高が進んだ。その後もドル高に連動してユーロ高が進み、直近は 160 円台半ばとなっている。

ユーロ圏では概ねインフレが沈静化したほか、独仏など主要国において景気失速懸念が根強く、欧州中央銀行 (ECB) では 10 月の政策理事会で今年 3 回目の利下げを決定した。次回 11 月も連続利下げするとの見方も浮上しており、一方的に円安ユーロ高が進む状況にはないと思われる。

(24. 10. 28 現在)

## 加速ぎみのコアインフレ率

### ～大統領選を控え不確実な景気見通し～

佐古佳史

#### 要旨

11月5日に米大統領選を控えるなか、10月半ば以降は、接戦ながらも共和党のトランプ候補が優勢との分析が多くみられる。また、共和党が上下両院で過半数を獲得する可能性も浮上している。このため、財政悪化や関税率の引き上げに伴うインフレ率の加速などが予想され、長期金利には上昇圧力が加わった。

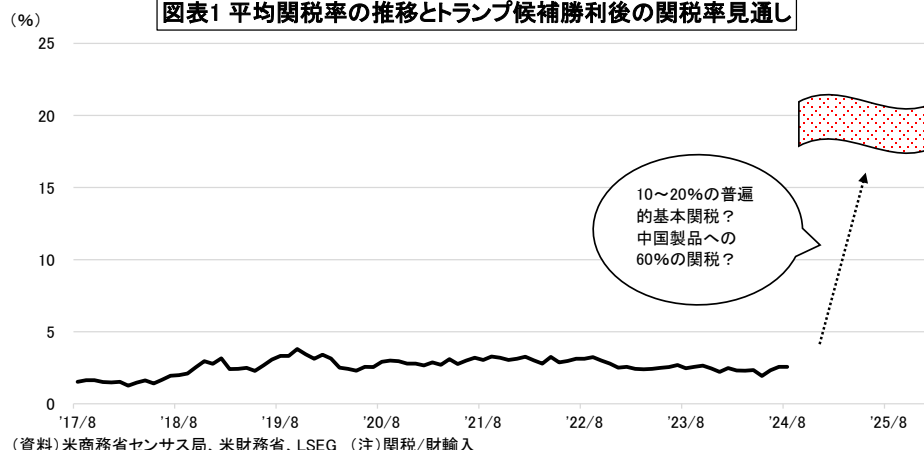
足元の経済指標をみると、各月ごとのぶれはあるものの、労働市場は減速傾向で推移している一方で、コアインフレ率は再加速したと判断できる。このため、利下げペースは9月FOMC後に公表された見通しから加速するとは考えづらく、大統領選前の現時点では利下げ見通しを大きく変更する必要はなさそうだ。

#### 接戦ながらも、トランプ候補が優勢とみられる大統領選

11月5日に米大統領選を控えるなか、最新の世論調査や選挙予想では、選挙結果を左右するいくつかの激戦州において共和党のトランプ候補が民主党のハリス候補をわずかにリードしているとの分析が多くみられる。また、あわせて行われる上下院の選挙においても、共和党が両院で過半数を獲得する可能性が浮上している。

トランプ候補が勝利した場合は、新たな減税政策などから生じる財政悪化や、関税率の引き上げに伴うインフレ率の加速などが予想される。こうした背景もあり、トランプ候補の優勢が伝わった10月半ば以降の米10年債利回りは20bp程度上昇し、足元では4.2%前後で推移している。

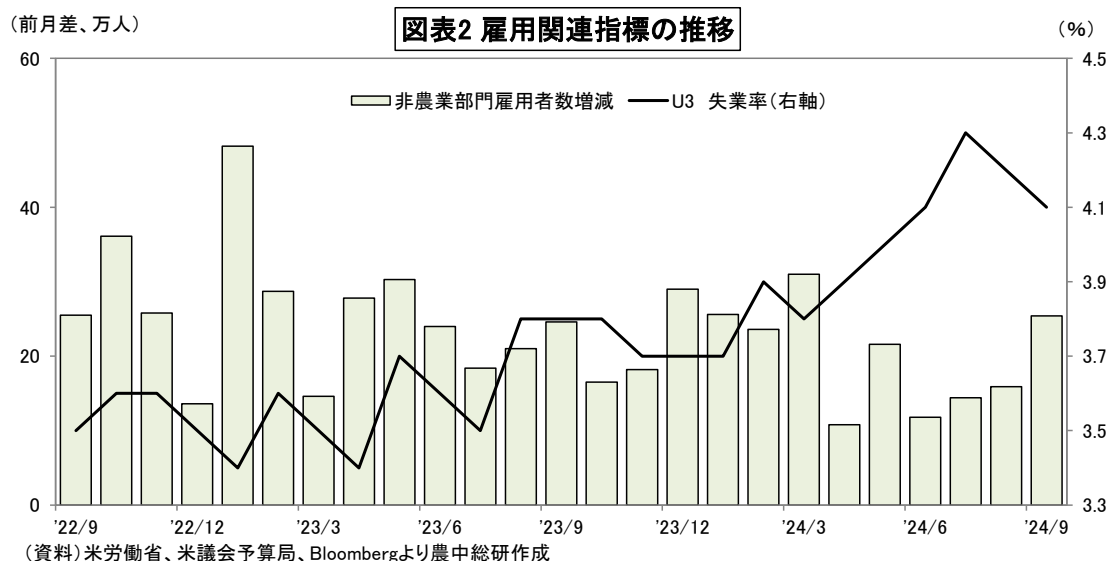
図表1 平均関税率の推移とトランプ候補勝利後の関税率見通し



## 全体としては、減速傾向が続く労働市場

9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25.4万人増（事業所調査）、足元3か月平均は18.6万人増と雇用増加ペースは加速した。一方で、9月の失業率は前月から0.1ポイント低下の4.1%となった。

こうしたなか、9月の非農業部門民間平均時給は前年比4.0%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇といずれも前月からほぼ変わらなかった。賃金上昇率は2%物価目標と整合的な上昇率よりはやや高いと思われる。

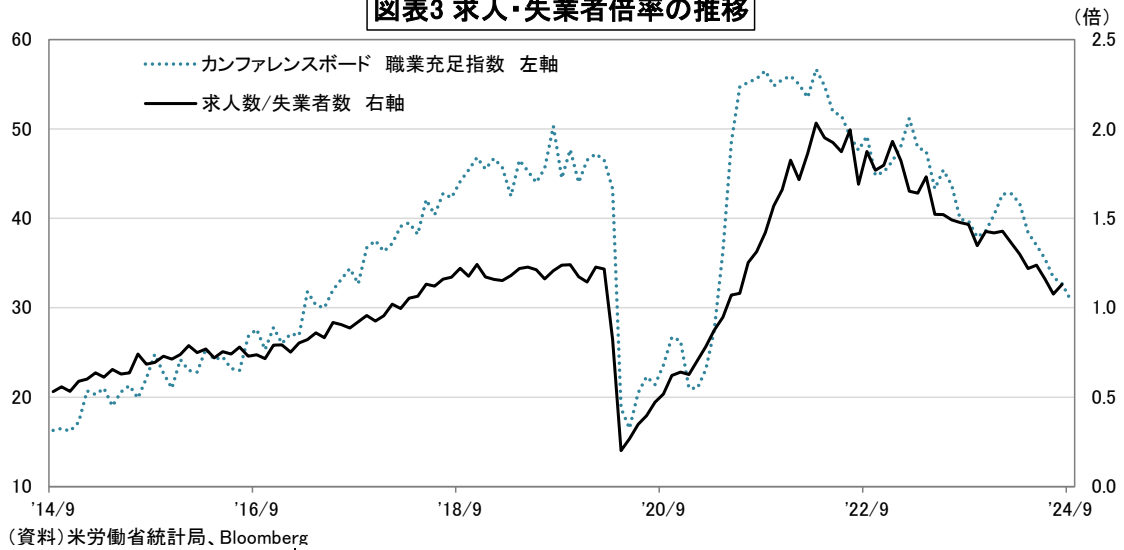


求人数と失業者数の比率をみると、8月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.13倍の求人が確認され、コロナ前の水準（1.2倍程度）を下回る状態が続いている。また、労働需要として雇用者数と求人件数の合計、労働供給として労働力人口と縁辺（Marginally Attached）労働者の合計を比較して労働市場の需給を考えると、足元では労働需要が頭打ちとなっている。

単月の振れ幅は大きいものの、全体としては労働市場の減速傾向が続いていると判断できる。なお、ハリケーンやストライキの影響から11月1日に発表される10月分の雇用統計では、雇用者数の増加ペースが減速すると見込まれている。



図表3 求人・失業者倍率の推移

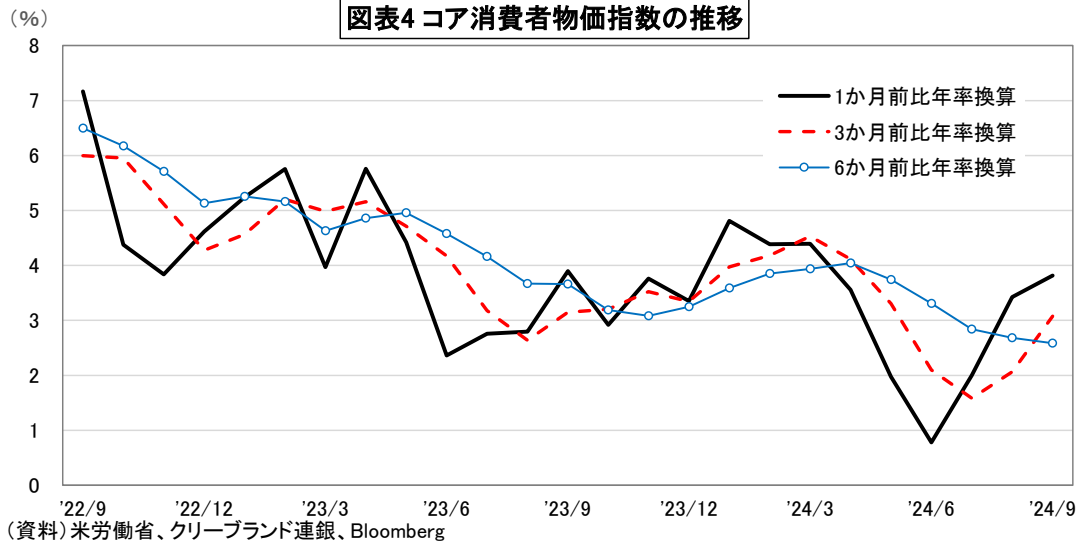


## 再加速しているコアインフレ率

インフレ関連統計を確認すると、9月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.4%（前月比は0.2%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%（同0.3%）となり、総合でみると約3年半ぶりの小幅な伸びにとどまったことでインフレ率の鈍化が確認された。もっとも、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、9月はそれぞれ3.8%、3.1%、2.6%となり、24年半ばに鈍化傾向が強まったものの、最近では再加速しており注意が必要だろう。

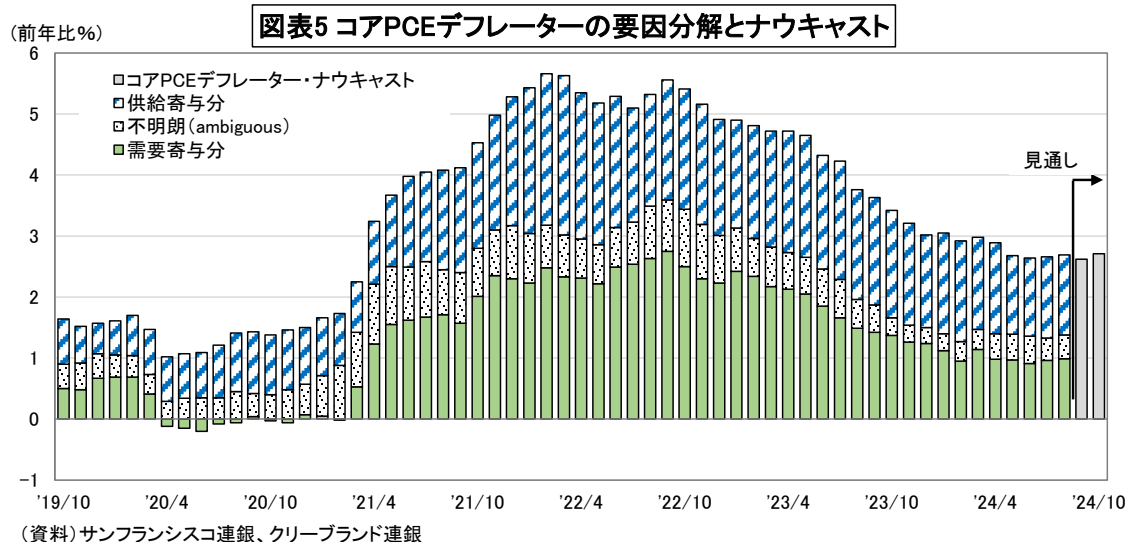
また、9月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比1.8%（前月比0.0%）、食料・エネルギー・輸送を除いた区分であるコアは同3.2%（同0.1%）と鈍化したものの、下げ渋りとなっている。

図表4 コア消費者物価指数の推移



8月のコアPCEデフレーターは前月から+0.1ポイントの前年比2.7%（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2.7%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が、CPIとPPIの動きからは、再加速が見込まれる。

10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は前月から変わらずの2.7%、長期期待インフレ率は▲0.1ポイントの3.0%となった。コロナ前と比較して、1年先期待インフレは同程度、長期期待インフレ率はやや高い水準にある。



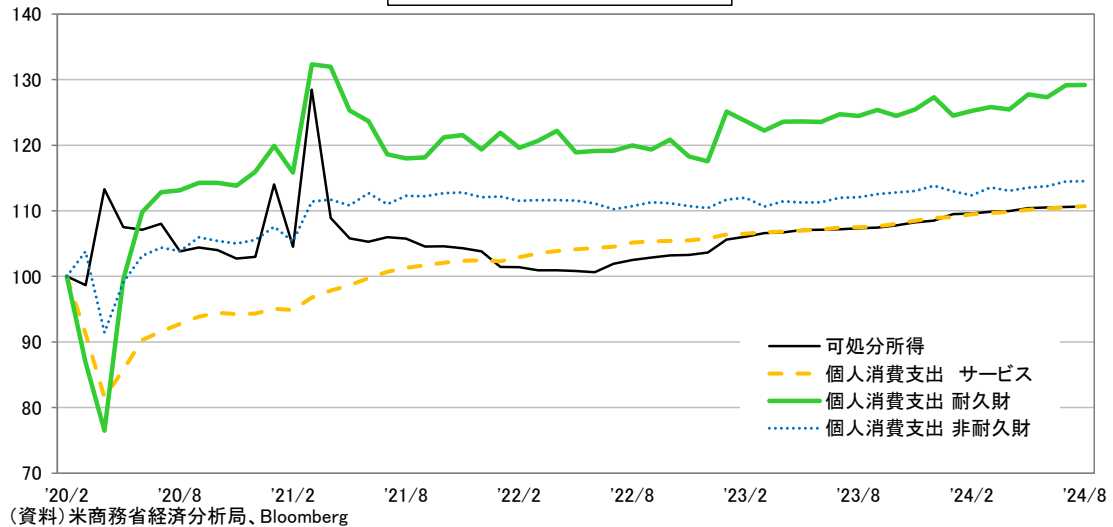
## 堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、8月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.0%、サービス消費は同0.2%となり全体としては同0.1%と7月の同0.4%から鈍化した。また、9月の小売売上高（総合）は同0.4%となり、実質値では0.2%程度の伸びと考えられる。個人消費は底堅く推移しているといえるだろう。

なお、10月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、金利低下から耐久消費財の購買状況が緩やかに改善したことなどを背景に、3か月連続での上昇となった。

(20年2月=100)

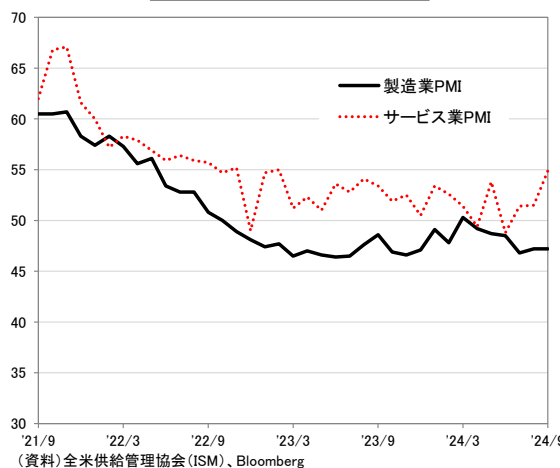
図表6 個人消費支出の推移



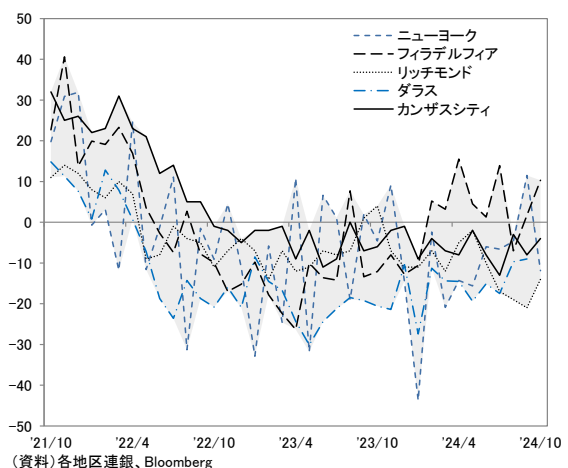
### ISM 指数はサービス業の堅調さを示唆

ISM 指数を確認すると、9 月の ISM 製造業指数は、前月から変わらずの 47.2%と、判断基準となる 50%を 6 か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、前月から+3.4 ポイントの 54.9%と 1 年半ぶりの高水準となった。7 月以降の ISM 指数は製造業とサービス業で異なる方向感を示したが、足元ではサービス業での堅調さが示唆されている。なお、製造業、サービス業とも 9 月の雇用指数は縮小傾向となり、製造業価格指数は低下傾向を示した。

図表7 ISM景況感指数の推移



図表8 地区連銀製造業景況指数



### 景気の先行き：ソフトランディングに向けた動きが継続

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてはいるものの、米国民の資産増加ペースが速いこともあり、個人消費は堅調に

**長期金利：選挙結果次第の展開で不確実性が高い**

推移している。先行きについても、利下げに伴いそうした下押し圧力のいくつかは和らぐことから、現時点では個人消費が底割れするとは考えづらい。

全体としては、コロナ禍の下での様々な需給の不一致が解消されつつあるなか、今後も適切に利下げを続けることで、米国経済は2%物価目標と2%程度の潜在成長率へ回帰する動き(=ソフトランディング)が続くと見込まれる。ISM サービス業景況指数など一部には堅調な指標も確認されるものの、労働市場の需給状況から考えれば米国景気の減速傾向が続いていると判断してよいだろう。一方で、コアインフレ率が再加速していることから、利下げペースが加速することは現時点では考えづらい。

以上から、10月末時点での利下げペースの見通しとしては、9月FOMCで公表されたペース(24年末時点で4.25~4.50%、25年末時点で3.25~3.50%)から大きく変更する必要はないと思われる。ただし、11月5日の米大統領選などの結果とそれに伴う経済政策の変更、FRBへの圧力の有無などから、経済見通しを大幅に修正する必要が生じる可能性はありそうだ。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では、8月に入ると、雇用統計(2日)が軟調だったことなどから米景気に対する悲観的な見方が強まり、米長期金利(10年債利回り)は前日から19bp低下の3.79%と23年末以来の水準となった。その後は、そうした見方が弱まったことから概ね3.8%台での推移となった。9月前半は、軟調な経済指標が確認されたことから長期金利は低下傾向で推移していたが、底堅い経済指標や9月FOMCでリスクセンチメントが改善したことを受け、17日以降は上昇傾向となり、9月末にかけて3.7%台前半から半ばでの推移となった。

10月前半は、堅調な経済指標を受け、大幅利下げ観測が後退したことなどから、7日の長期金利は約2か月ぶりに4.0%を上回った。10月半ば以降は、冒頭でも述べた通り大統領選においてトランプ候補の勝利予想が高まったことなどから長期金利は約20bp上昇し足元では4.2%台での推移となっている。

先行きについても選挙結果に左右され、トランプ候補が勝利した場合は短期的には長期金利の上昇が予想され、ハリス候補勝利時は一旦利回りが低下するとみられるものの、上下院の議

席数なども影響すると考えられるため、現時点では不確実性が非常に高い。



### 株式市場：上昇傾向が続くと予想

株式市場では8月入り後は、弱含んだ雇用統計を背景にダウ平均は一時 38,000 ドル台半ばまで下げたものの、長期金利の低下や、米景気の先行きに対する不安が弱まったことなどから、決算発表を消化するなかで上昇傾向となった。28日のエヌビディアの決算で公表された8～10月の売上高見通しが、市場予想並みの水準となったことが売り材料となり、9月入り後もダウ平均は下落傾向となった。9月半ば以降は長期金利の低下や好決算を反映して再度上昇傾向となり、10月18日のダウ平均は終値で43,275.91ドルと史上最高値を更新した。その後は小幅に反落している。

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が前年比10%台半ばとなっており、好調さが続くことが予想されている。また、トランプ候補の勝利時は減税政策、ハリス候補の勝利時は長期金利の低下などが好材料視されるため、大統領選通過後もゆるやかな上昇傾向が続くと思われる。

(24. 10. 28 現在)



## 内需の低迷で減速した 2024 年 7～9 月期の中国経済

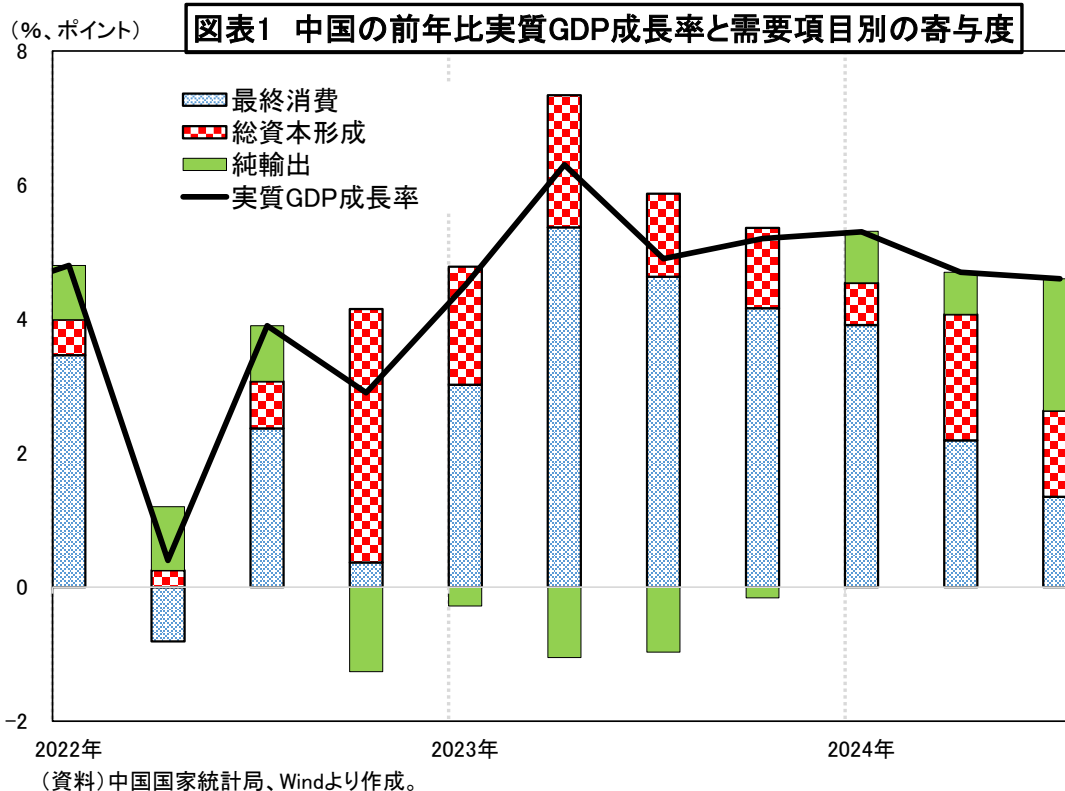
～一連の景気刺激策を受けて成長目標はほぼ達成と予想～

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、不動産開発投資の低迷が継続したほか、消費の伸びも大きく鈍化したことで、2024 年 7～9 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.6%と 4～6 月期からさらに減速した。

こうした事態を受けて一連の景気刺激策が相次ぎ打ち出された。今後は、刺激策の効果が見込まれるほか、既存の経済政策による効果も続くことから、年末にかけて景気は持ち直す公算が大きく、24 年の「5%前後」の成長目標は達成可能と思われる。

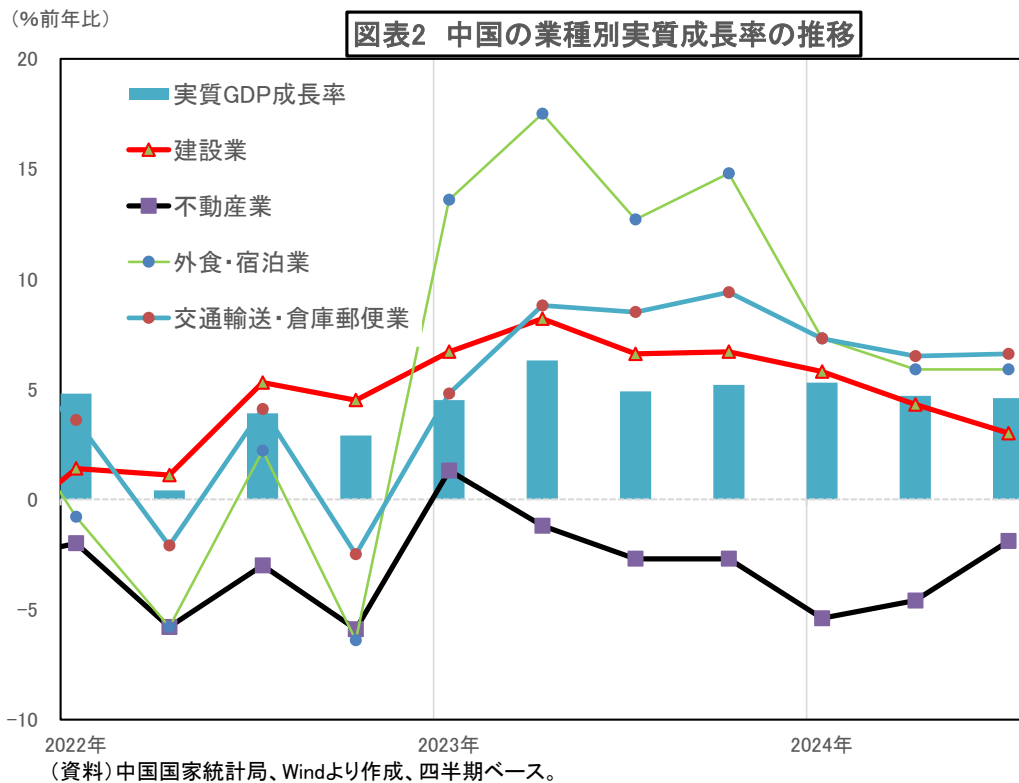


### 24 年 7～9 月期の 実質 GDP 成長率は 前年比 4.6%に減速

国家统计局が 10 月 18 日に発表した 24 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.6%と、1～3 月期（同 5.3%）、4～6 月期（同 4.7%）からさらに減速した（図表 1）。他方、市場予想（Wind）の平均値である同 4.5%を上回ったほか、前期比も 0.9%（年率換算 3.6%）と、4～6 月期の同 0.5%（同 2.0%）から加速した。

この前年比実質 GDP 成長率 (4.6%) に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 1.35 ポイント、総資本形成は 1.28 ポイント、純輸出は 1.97 ポイントであった (図表 1)。最終消費の寄与度は 4~6 月期 (同 2.19 ポイント) から一段と低下したが、純輸出は 3 四半期連続のプラスで今回の成長に最も貢献した。

このように、前年比実質 GDP 成長率が鈍化した背景には、内需 (消費 + 投資) が力強さを欠いたほか、不動産開発投資の低迷が続いたこともある。業種別の実質成長率を確認すると、不動産業は前年比▲1.9%とマイナス幅が縮小したもの、依然マイナス成長だったほか、建設業も同 3.0%と実質 GDP 成長率の同 4.6%を大きく下回り、鈍化基調が続いている (図表 2)。

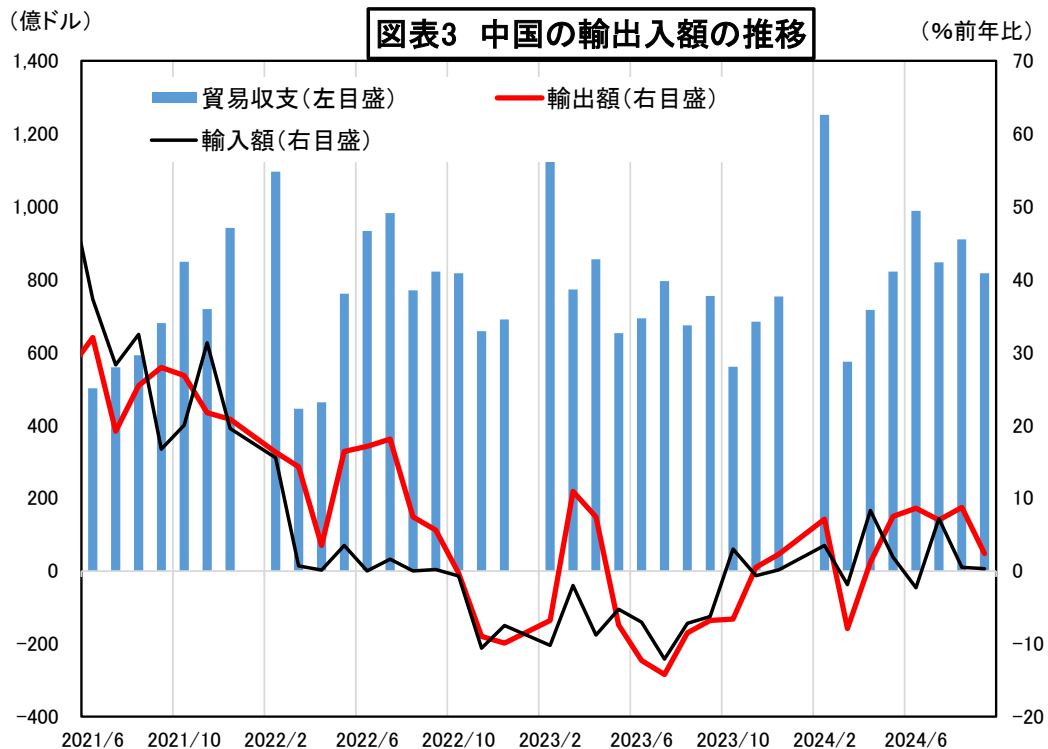


### 輸出は堅調に推移も先行きに懸念

米ドル建ての輸出額の動向を確認すると、24 年 7 月、8 月はそれぞれ前年比 7.0%、同 8.7%と比較的底堅く推移した (図表 3)。しかし、9 月は同 2.4%に鈍化した。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があるが、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などの貿易摩擦による影響が徐々に出ることが予想される。また、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。

こうした状況下、輸出の下振れリスクを緩和するために、中国の内需（投資＋消費）を一段と拡大させることが求められる。しかし、足元の輸入額の動きを確認すると、8月、9月はそれぞれ前年比0.5%、同0.3%にとどまり、内需の弱さを反映して低調に推移している。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は24年9月。（注）1～2月分は1月と2月の合計。

### 固定資産投資全体は下げ止まり感があつたものの、依然低調

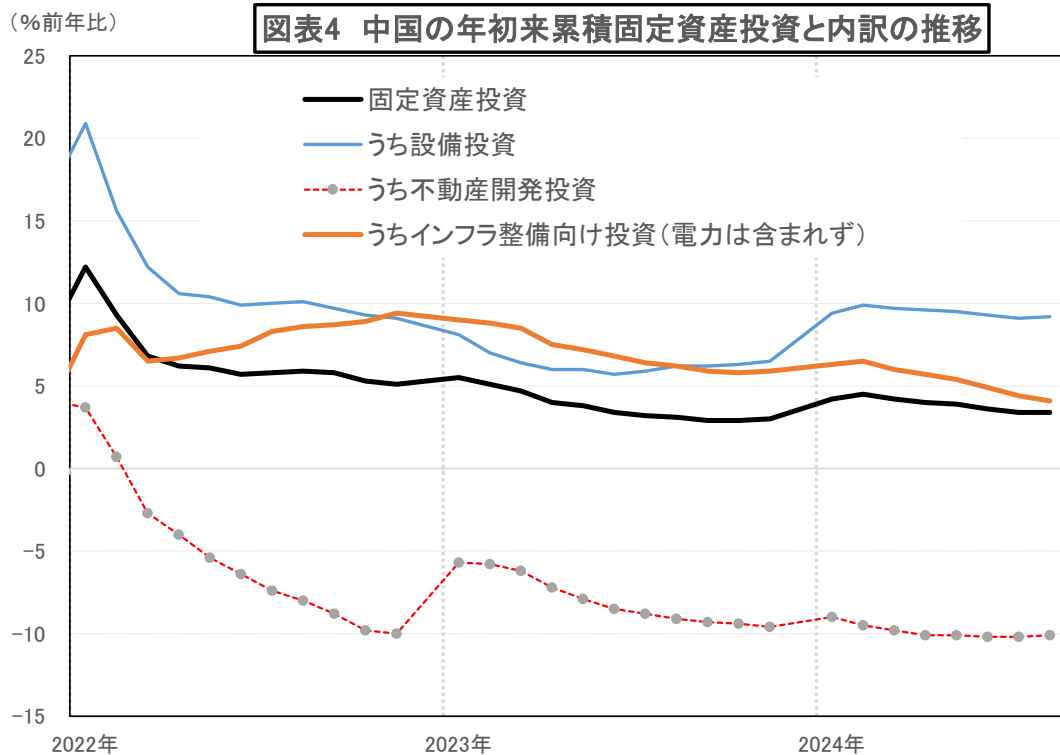
まず、24年1～9月期の固定資産投資は前年比3.4%と緩やかに鈍化した。内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資（電力は含まれず）はそれぞれ前年比9.2%、同4.1%と、全体の同3.4%を上回り、いずれも比較的堅調に推移しているのに対して、不動産開発投資は同▲10.1%となった（図表4）。ただ、9月の前月比は0.65%と8月（同0.23%）から加速するなど、下げ止まり感が出ていると思われる。

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、不動産開発投資も低迷が続いている。

インフラ整備向け投資が鈍化基調にある背景として、地方特別債（専項債）によって調達された資金の利用が例年に比べて遅延したほか、資金用途も限られていたことが挙げられる。足元の動きを確認すると、10月20日時点の地方専項債の発行実績は3.63兆円で24年の発行枠（3.90兆円）の93%となった。しかし、財政部（日本の財務省に相当）によると、地方専項債発行によって調達された資金の約半分（1兆7,300億円）はまだ利用されていない。

また、不動産不況対策は実施されているものの、その効果がそれほど見られなかったため、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。

足元では、上海市や北京市などの特大都市の住宅市場には改善の兆しが出ている一方、中小都市では依然在庫の解消には時間を要すると見込まれる。これらを踏まえると、今後の不動産開発投資は一時的に下げ止まり感が出るものの、不振状況が続く可能性が高いと思われる。一方、国と地方の財政支出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固定資産投資全体を下支えしていくと見込まれる。



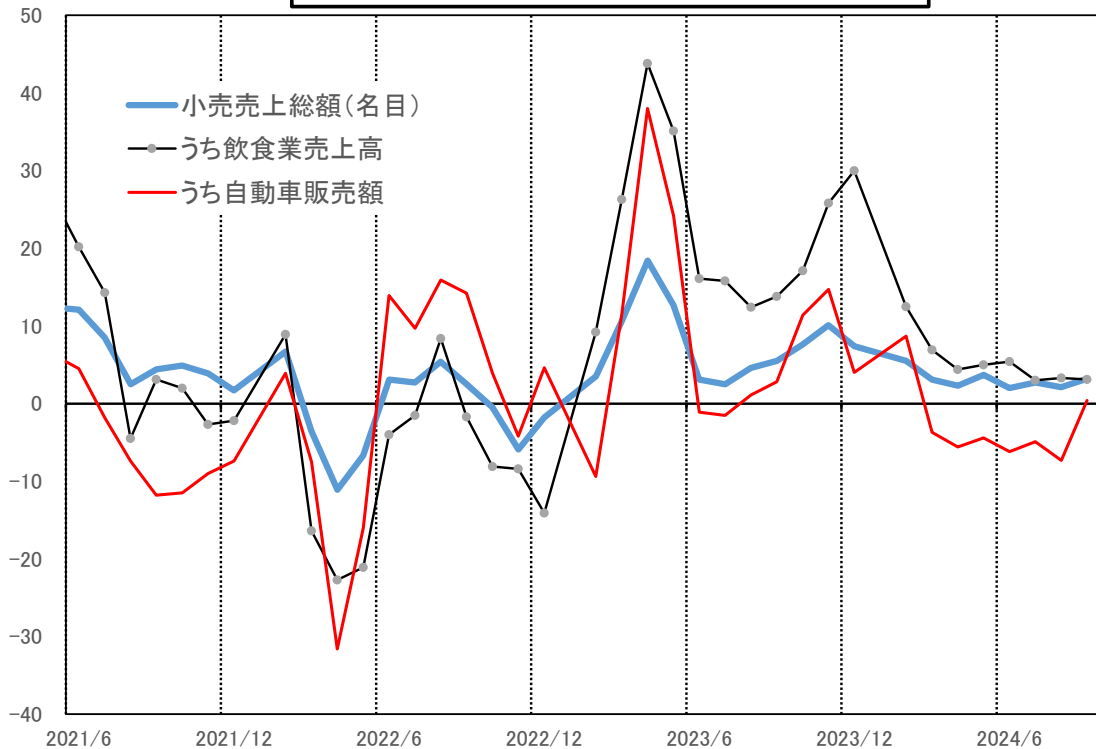
**消費も政策効果で  
やや上向いたもの  
の、依然弱い**

また、24年7月、8月、9月の小売売上総額もそれぞれ前年比2.7%、同2.1%、同3.2%と低調に推移した（図表5）。7月と8月の前年比伸び率が同2%台にとどまった背景として、異常気象による消費活動への影響のほか、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たことが挙げられる。16～24歳の若年層の失業率は7月に17.1%、8月に18.8%、9月には17.6%と依然高止まりの状況にある。

他方、9月の消費については、政府の低所得者向けの現金給付、自動車や家電製品の買い替え促進策の効果を受けて小売売上総額は小幅ながら上向いた。前月比も0.39%と8月（同0.02%）から加速した。詳細を見ると、自動車販売促進策の強化を受けて自動車販売額は前年比プラスに転じたほか、家電製品、通信機器、オフィス用品もそれぞれ前年比20.5%、同12.3%、同10.0%と大きく伸びた。一方、9月の化粧品販売額は前年比▲4.5%、金銀装飾品は同▲7.8%、衣服類は同▲0.4%といずれもマイナスが続いた。また、不動産不況で建築資材・内装資材も同▲6.6%と依然軟調だった。

（%前年比）

**図表5 中国の小売売上総額の推移（月次）**



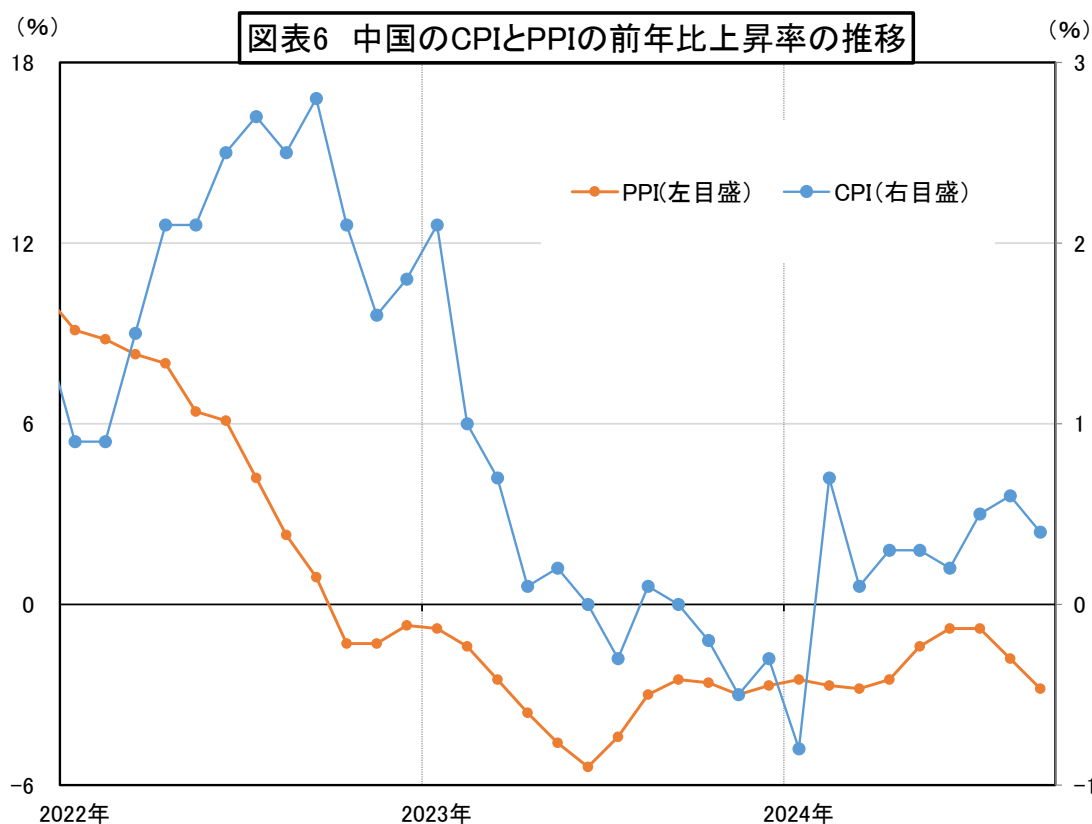
（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は24年9月。



## 低インフレ状態は続く

前述したように、消費の弱さや不動産開発投資の長期低迷などで内需が弱く、24年7～9月期のGDPデフレーターは前年比▲0.5%と6四半期連続のマイナスに陥った。足元で9月の消費者物価指数（CPI）が前年比0.4%と8か月連続のプラスとなったものの、8月からは鈍化した（図表6）。また、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0.1%、前月比▲0.1%となった。野菜や豚肉の価格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。

これらのほか、生産者物価指数（PPI）は一時マイナス幅が縮小したものの、9月には前年比▲2.8%とマイナス幅が再び拡大した。PPPは2年連続の前年割れ状態が続いている（図表6）。こうしたなか、9月上旬に上海で開催された「外滩金融サミット」に出席した中国人民銀行（中央銀行）の前総裁の易網氏は、中国経済がデフレ圧力に直面していると初めて指摘した。今後は合理的な物価水準の形成も意識した金融政策実施の可能性が高まるとみられる。



## 景気刺激策を相次ぎ発表、焦点は財政出動の規模

このように低インフレ状況が続き、中国人民銀行と金融規制当局等は 9 月 24 日に、金融緩和策と資本市場支援策を発表した。金融緩和策では、預金準備率が 0.5%引き下げられ、約 1 兆元の流動性が供給されたほか、7 日物のリバースレポ金利（政策金利）が 0.2%引き下げられた。政策金利の引き下げを受けて、10 月 21 日に銀行貸出の参照基準金利である LPR（ローンプライムレート）を 0.25%引き下げることが発表された。

また、資本市場支援策については、2 つの株価下支え措置の新設が発表された。第 1 は、証券・基金・保険会社の保有資産を中国人民銀行保有の国債等に交換し、得られた流動性を株式へ投資するものであり、その規模は 0.5 兆元である（SFISF、スワップファシリティ）、第 2 は、株式保有の拡大・自社株買い資金の再貸付ファシリティで、その規模は 0.3 兆元である。

その後の 9 月 26 日に重要な会議である「中央政治局会議」が開催され、そこで「24 年の成長目標の達成には努力が必要だ」との方針を示した。これを受けて中央官庁の発展改革委員会（10 月 8 日）、財政部（10 月 12 日）、住宅都市農村建設部（10 月 17 日）等は相次ぎ成長目標の達成に向けた施策を発表した。

施策のなか、財政部の藍佛安部長（財務大臣）が説明した追加財政出動の中身に注目が集まっている。具体的には、①高齢者や貧困者への現金支給、②1 兆元規模の特別国債発行を通じた大手銀行への資本注入、③未開発土地の買戻しに利用できるように地方专项債の資金用途規制の緩和、④地方政府の隠れ債務問題解消のため政府債務上限額の大幅な引き上げ、などの内容が発表された。

市場では、④が最も重要視されているが、それについては、法的な手続きを経ることが必要であるため、11 月 4～8 日に開催予定の第 14 期全国人民代表大会（全人代、国会に相当）常務委員会（第 12 回会議）の会議終了後に追加財政出動パッケージの詳細が発表される可能性が高く、その後実施される見通しである。

さらに、不動産支援策も強化された。既存の住宅ローン金利が大幅に引き下げられたほか、住宅ローンの頭金比率も 25%から 15%に引き下げられた。また、不動産デベロッパー（ホワイトリスト）への融資拡大・加速も目指されるなど、住宅購入促進策に加えて、不動産デベロッパーのバランスシート調整にも

**景気見通し：追加景気  
刺激策の効果もあり、  
24 年の成長目標はほ  
ぼ達成へ**

支援策を強化していることが見て取れる。

24 年 1～9 月期の成長は前年比 4.8%となったため、24 年通年で前年比 5%の成長を実現するには 10～12 月期は前年比 5.4%の成長が必要となる。9 月の経済指標から、景気は下げ止まりの兆しが出ており、さらに今後は、既存の経済政策による効果と追加景気刺激策による効果が見込まれる。

これらを踏まえると、ハードルは依然高いとはいえ、10～12 月期の成長は前年比 5%台へ持ち直し、24 年の「5%前後」の成長目標はほぼ達成されると予想する。今後は、引き続き、追加財政出動の詳細、不動産対策の実施状況、消費拡大策などに注目していきたい。

(24. 10. 28 現在)