

Weekly Briefing

2024年 9月 24日 号

グローバルトレンド

- | | |
|---|---|
| 円安一服で日銀は予想通り金融政策の現状維持を決定
所長代理 榎本 裕洋 | 1 |
| 米国金融政策：政策の重心はインフレから雇用へ
エコノミスト 清水 拓也 | 2 |
| スリランカ大統領選挙：米中印の狭間で強まる「地政学の呪縛」
シニア・エコノミスト 坂本 正樹 | 3 |

世界経済概況

- | | |
|---|---|
| 日本経済（経常収支／貿易収支／訪日外客数）
シニア・エコノミスト 浦野 愛理 | 4 |
| 米国経済（小売売上高／鉱工業生産）
エコノミスト 清水 拓也 | 4 |
| 中国経済（主要経済指標／住宅市場）
シニア・アナリスト 李 雪連 | 5 |
| 欧州経済（イタリア：輸出入／住宅価格指数）
シニア・エコノミスト 佐藤 洋介 | 5 |

円安一服で日銀は予想通り金融政策の現状維持を決定

所長代理 榎本 裕洋

円安一服で今回会合では事前予想通り現状維持：日銀は9月19～20日に金融政策決定会合を行い、政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導水準を0.25%程度に据え置くなど金融政策の現状維持を全会一致で決定した。前回会合後日米金利差が縮小を続けたことから円安圧力は一服。冷静に景気・物価を見極める時間的余裕が生まれたことから、事前予想通りの判断となった。

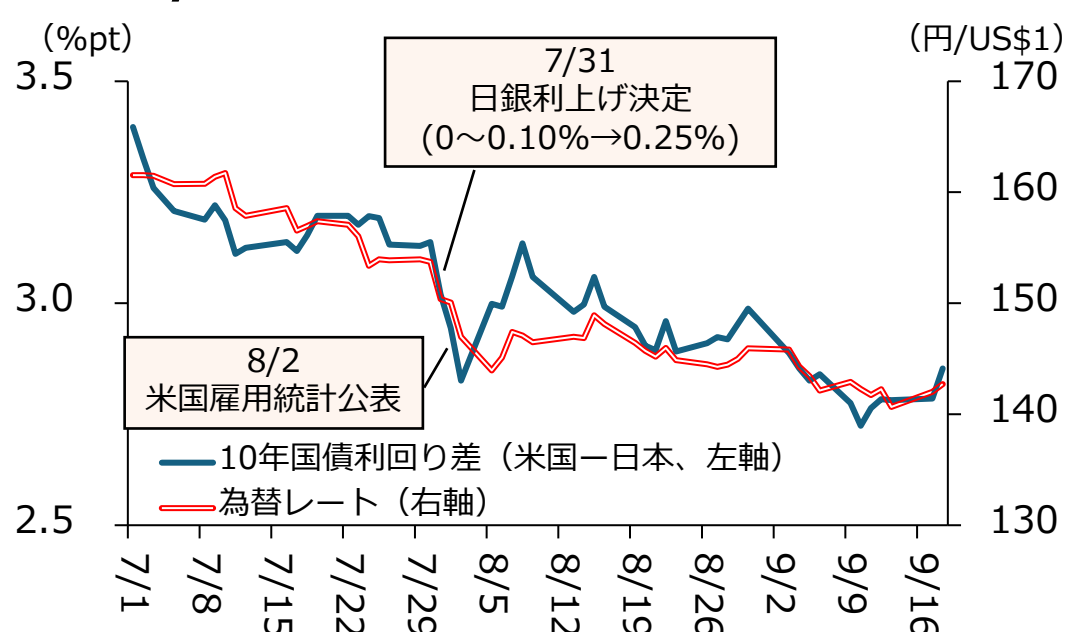
会合後のリリースで景気については「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」とし、物価については「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。」とした。先行きについては「潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）については、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、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の改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、『展望レポート』の見通し期間（24～26年度）後半には『物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率2%）』と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。」とした。

前回金融政策決定会合後の市場動揺の主因は米国景気後退懸念：前回7/30～31の金融政策決定会合で日銀は政策金利の誘導水準を0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げたが、この変更は日米金利差縮小を通じて円キャリー取引（内外金利差で収益を得る）と先物市場での日本株買い取引を組み合わせる投資家に冷水を浴びせ、為替レートは円高へ転換。その後8/2に公表された米国雇用統計を受け、米国景気後退懸念が顕在化し、世界的に株価は急落。日米金利差の一層の縮小によりさらに円高が進んだことで、日本の株価下落幅は相対的に大きくなった。7月会合後のリリースには「今回の『展望レポート』で示した経済・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～」との記載があり植田総裁自身も同様の発言を行ったが、一連の市場の動揺を受け後日内田副総裁が「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」と述べるなど日銀は火消しに追われた。日銀が利上げ姿勢を前面に押し出した背景には、強い円安圧力を封じる狙いがあったとみられるが、その後の予想外の米国景気後退懸念の顕在化により市場の巻き戻しに拍車がかかってしまった格好となった。

政策金利の到達点は1%程度か：日銀の景気・物価判断は概ね強気だが、疑問が残る点もある。日銀は「潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」とするものの、根強いインフレのため実質GDP基準の個人消費は今年4～6月期に5四半期ぶりにプラスに転じたばかりである。加えて来年にかけて米国経済は減速、中国経済は力強さを欠く状態が続いており、海外経済も逆風となりうる。

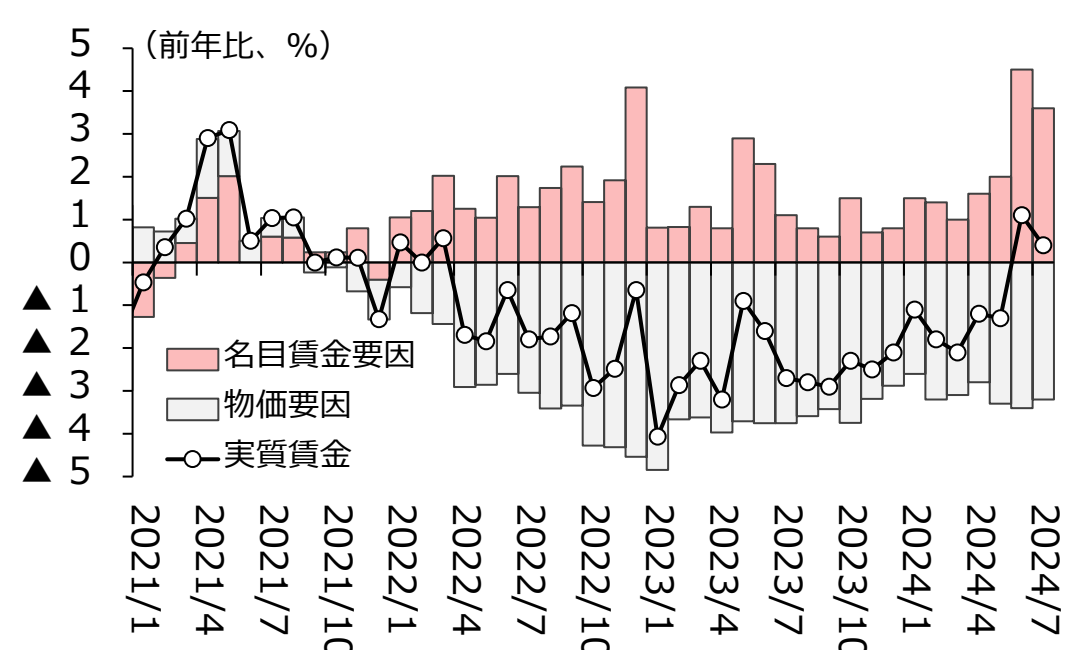
また日銀は「予想物価上昇率は、緩やかに上昇している」とするが、代表的な予想物価上昇率であるBEI（ブレイクイーブンインフレ率：国債利回りから算出）は6/27に直近ピークである1.614%をつけたあと最近では1.3%台まで低下しており、日銀が目指す2%には遠い。金融政策の実際の引き締め・緩和度合いの基準となる実質金利は「名目金利－予想物価上昇率」であり、既に予想物価上昇率が低下しているということは、日銀が名目金利を据え置いている間も徐々に実質金利は上昇し、金融引き締めとなっていると考えられる。こうした状況を踏まえると、仮に2%インフレが定着しても、政策金利は「中立的」と見られる水準の下限（1%程度か）までの上昇にとどまると見込まれる。

▽7/1以降の日米金利差と為替の推移



（出所）財務省、日本銀行、セントルイス連銀

▽根強いインフレで実質賃金伸び悩み



（出所）厚生労働省

米国金融政策：政策の重心はインフレから雇用へ

エコノミスト 清水 拓也

約4年半ぶりの利下げ転換：9/17～18開催の連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（フェデラルファンド金利）の誘導目標レンジを0.5%ポイント引き下げ、4.75～5.0%とすることが決定された。これまで引き締め領域にあった金利水準を、経済・物価情勢の変化に合わせて引き下げる局面に。中銀保有資産（国債、政府・連邦機関発行の住宅ローン担保債券）の削減は継続される。

FRBの現状認識・政策判断の背景：連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は記者会見にて、FRBが担う2つの責務（①最大雇用の達成、②物価安定）の進捗について、労働市場の減速リスクが高まった一方、インフレ率の上振れリスクが軽減され、両者のバランスが取れたとの認識を示した。通例より大きい幅での利下げ決定の背景には、前者のリスクを踏まえ予防的な政策調整を実施することで、労働市場の本格的な悪化を抑止しようという意図が見受けられる。

次回以降も会合ごとに得られる経済・物価データを材料に、さらなる政策調整について判断が成されていく見込み。今後の焦点は利下げペースおよび、政策金利の最終到達水準に。

利下げペースの過去事例：利下げペースについて過去の例を確認すると、1990年以降の利下げ局面のうち、期中に景気後退が生じたケースでは、特に序盤において利下げが間隔を置かず連続して実施される傾向があり、利下げ幅は総じて5%ポイント以上に及んだ。一方、景気後退を回避したケースでは、利下げの期間は比較的短期にとどまり、かつ実施も断続的だったという特徴がある。

FOMC参加者見通しは景気後退回避：9月会合後に公表されたFOMC参加者の経済・物価見通し（SEP）によると、実質GDP成長率の大幅な低下、および失業率の大幅な上昇を回避しつつインフレ目標（平均年+2%）を達成するシナリオが、大半の参加者の間で共有されていると見受けられる。政策金利については参加者の見通しが前回6月分から大きく引き下げられ、中央値は24年末に4.4%（0.25%ポイント幅の利下げで2回程度に相当）、25年末に3.4%（同6回程度）、26年末に2.9%（同8回程度）となった。現行の金利水準が高めであることから総利下げ幅は大きめ、かつ長期間にわたるものの、インフレ率低下のペースに合わせた緩やかな政策調整が見込まれている印象。

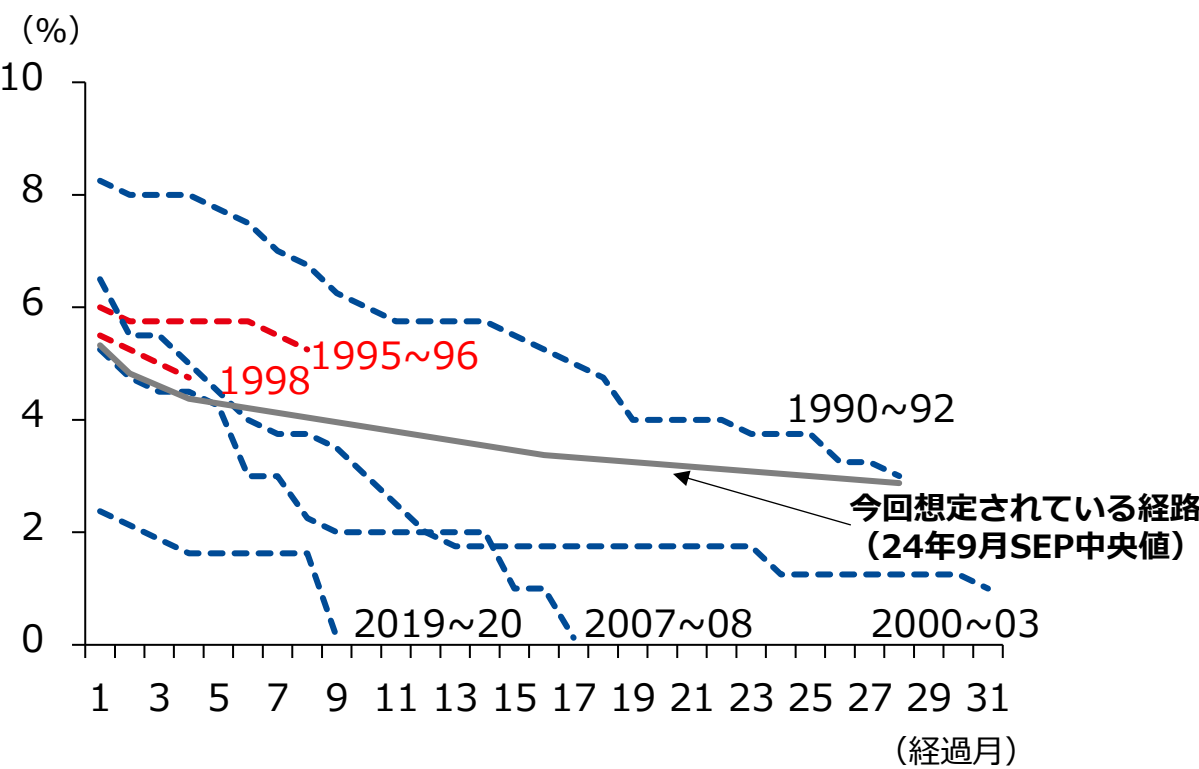
利下げの最終到達点は以前の想定より高めの可能性：景気後退を回避しつつインフレの2%目標値への収束が順調に進展した場合、政策金利の最終到達点は景気中立的な金利水準（中立金利）近辺になると見込まれる。中立金利は実際に計測されない不確定な値だが、コロナ禍以降の金融環境の変化（国債発行額の増加など）に伴い以前より上昇した可能性が指摘されている。実際、上述の最新SEPでは、26年中にインフレ目標が達成され27年以降も2%付近で安定すること、そのもとで政策金利の「長期的水準（Longer run）」が3%付近にとどまる（昨年までは2.5%程度だった）ことが示されており、参加者の想定する中立金利が今年に入り徐々に引き上げられてきた可能性が示唆されている。ただし、上記シナリオは参加者見通しの中央値に基づくものであり、実際には参加者間で見通しのばらつきが大きく、統一した見方が示されたものではない点には注意を要する。

▽ FOMC参加者の経済・物価見通し（9月）

	(単位:%)				
	2024	2025	2026	2027	長期
実質GDP 成長率	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	1.8 (1.8)
失業率	4.4 (4.0)	4.4 (4.2)	4.3 (4.1)	4.2	4.2 (4.2)
PCE 物価上昇率	2.3 (2.6)	2.1 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0	2.0 (2.0)
コアPCE 物価上昇率	2.6 (2.8)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0	— —
FF金利水準	4.4 (5.1)	3.4 (4.1)	2.9 (3.1)	2.9	2.9 (2.8)

(注) 表中の数値はメンバー予測の中央値。カッコ内は前回（24年6月）の見通し。実質GDP成長率と物価上昇率は10～12月期の前年比、失業率は同期の平均を示す。
(出所) FRBより丸紅経済研究所作成

▽ 過去の利下げ局面における政策金利推移



(注) 青線：期中に景気後退が生じたサイクル。
赤線：期中に景気後退が生じなかったサイクル。
(出所) 国際決済銀行、全米経済研究所より丸紅経済研究所作成

スリランカ大統領選挙：米中印の狭間で強まる「地政学の呪縛」

シニア・エコノミスト 坂本 正樹

左派候補のディサナヤカ氏が勝利：スリランカで21日、大統領選挙の投開票が行われた。過去最多の38名が出馬する中、左派勢力・国民の力（NPP）を率いる人民解放戦線（JVP）のディサナヤカ党首が当選。現職のウィクラマシンハ大統領は2022年の就任から約2年で退陣することになった。

経済は立て直しの途上：インド洋に位置する人口2,200万人の島国スリランカでは、約26年続いた内戦が2009年に終結して以降、概ね順調な経済成長が続いていた。しかし、2019年以降は政情不安の再燃やコロナ禍による観光収入減、ロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー高により経済危機が深刻化し、2022年に債務不履行（デフォルト）に陥った。政府への大規模な抗議行動が広がる中、ゴタバヤ・ラージャパクサ大統領は国外に逃亡。議会の投票によりウィクラマシンハ首相が後任の大統領となった。ウィクラマシンハ大統領は、国際通貨基金（IMF）との融資合意の下、短期間でマクロ経済を立て直した手腕が評価された一方、財政健全化のための増税や経常収支安定のための輸入規制といった痛みを伴う経済対策を断行したため、国民の不満を招くことになった。今年6月には日本・インドの主導する債権国会議、及び中国との債務再編交渉が基本合意に至るなど、スリランカを取り巻く状況は改善傾向にあるが、経済は依然回復の途上にある。

注目される新大統領の対外政策方針：大統領選挙の結果はスリランカの内政・経済の現状に対する国民の評価に大きく左右された。新大統領による経済政策のかじ取りも重要である一方、国際的に注目を集めるのが新大統領の下での対外関係である。スリランカはインド洋の戦略的要衝として、中国、インドが同国への影響力を巡り競争を繰り広げており、中国警戒の観点から米国も関心を寄せる。新大統領に就任するディサナヤカ氏の対外政策方針は、南アジアやインド洋周辺における地政学的な展望にも大きな影響を及ぼしうる。

●**インド：**経済的にも文化的にもスリランカとは深い関係を持つ。また、近年ではモルディブにおける親中政権の誕生やバングラデシュにおけるハシナ政権の崩壊などで揺れる近隣諸国の情勢を受けて、スリランカの政治動向への関心を一段と強めている。新大統領のディサナヤカ氏はインドの財閥アダニグループが検討するスリランカでの風力発電事業について差し止めの方針を示しており、就任後に実行に移す場合は現状良好なインドとの関係に水を差す事案になると考えられる。

●**中国：**「一帯一路」構想の下でスリランカへの投融資を拡大。スリランカにとって対中債務の拡大は財政破綻の一因となった。また、ハンバントタ港の向こう99年間の租借などで、いわゆる「債務の罠」問題も地政学的観点から国際的な懸念の対象となっている。中国のインド洋戦略は、スリランカの政情不安定化を受けてモルディブへの接近などに重心を移す動きも見られるが、インド洋の要衝としてスリランカは依然重要なパートナーとして認識しているとみられる。Diplomat紙は歴史的に中国のスリランカ関与は左派政権の時期に強まる傾向にあると分析。ディサナヤカ氏は左派・親中国とされるJVP党首であり、就任後は中国との関係強化を進めるという見方が強い。

●**米国：**シーレーン防衛の観点からインド洋における中国の勢力拡大を警戒し、スリランカ情勢を注視する。2009年の内戦終結後のタミル人弾圧などの人権問題にも懸念を示してきた。

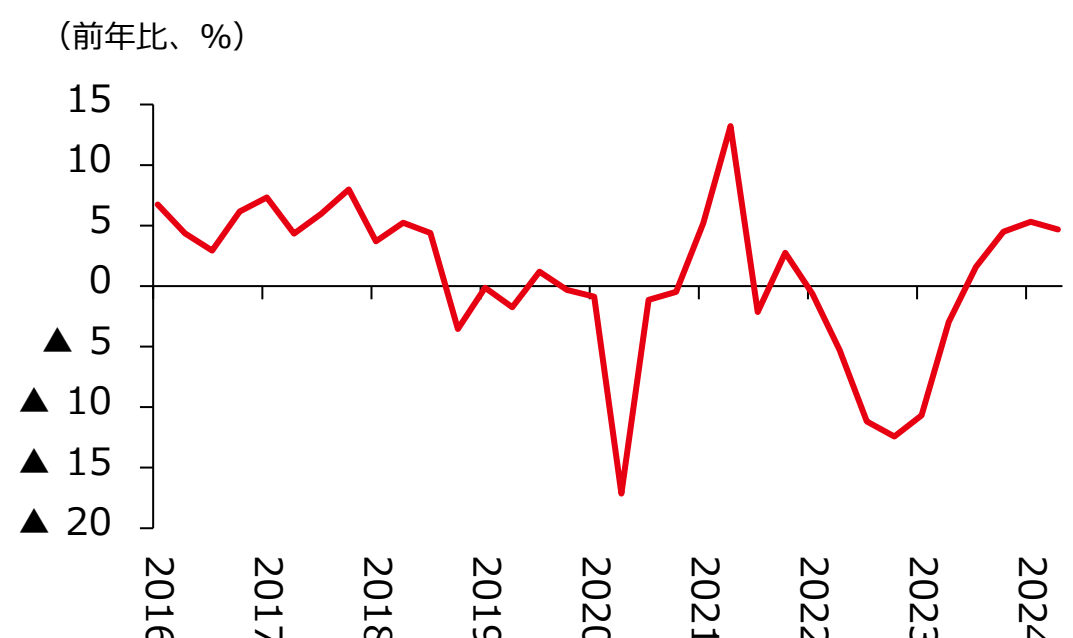
「地政学の呪縛」とスリランカの戦略的自律性：スリランカはその地理的位置付けにより大国による干渉を意識せざるを得ない「地政学の呪縛」の下にある。一方で、ウィクラマシンハ大統領の下ではラージャパクサ政権の対中傾斜姿勢を見直しつつ、大国間でのバランスをとりスリランカの戦略的自律性を模索してきた面もある。ディサナヤカ新大統領が再び対中接近の道を選ぶ場合も、スリランカの戦略的自律性の確保という課題は対外政策の方向性を左右する重要な要素になりそうだ。

▽大統領候補と投票結果

候補者(年齢)	得票率（上位再集計の獲得票）、プロフィール
アヌラ・クマラ・ディサナヤカ(55)	42.31%（574万票）。 左派・親中国の国民の力（NPP）を率いる人民解放戦線（JVP）の党首。
サジット・プレマダサ(57)	32.76%（453万票）。 ラナシンハ・プレマダサ元大統領の息子。中道右派・親インドの統一人民戦線（SJB）の党首。
ラニル・ウィクラマシンハ(75)	17.27%。 現職大統領。右派・親米国の統一国民党（UNP）。22年7月にラージャパクサ大統領の後任として議会の投票で選出。UNPの分裂により正式な支持は得られず独立候補として出馬。
ナマル・ラージャパクサ(38)	2.57%。 マヒンダ・ラージャパクサ元大統領（ゴタバヤ前大統領の兄）の息子。スリランカ人民戦線（SLPP）。

（注）スリランカ大統領選挙では投票時に第1～3選好の候補者を記入。第1選好で過半数を得る候補者がいない場合、上位2名の得票者について第2選好以下の票を加えて当選者を決める。
（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

▽実質GDP成長率（スリランカ）



※スリランカの名目GDPは約845億ドル（2023年）
（出所）CEIC

日本経済

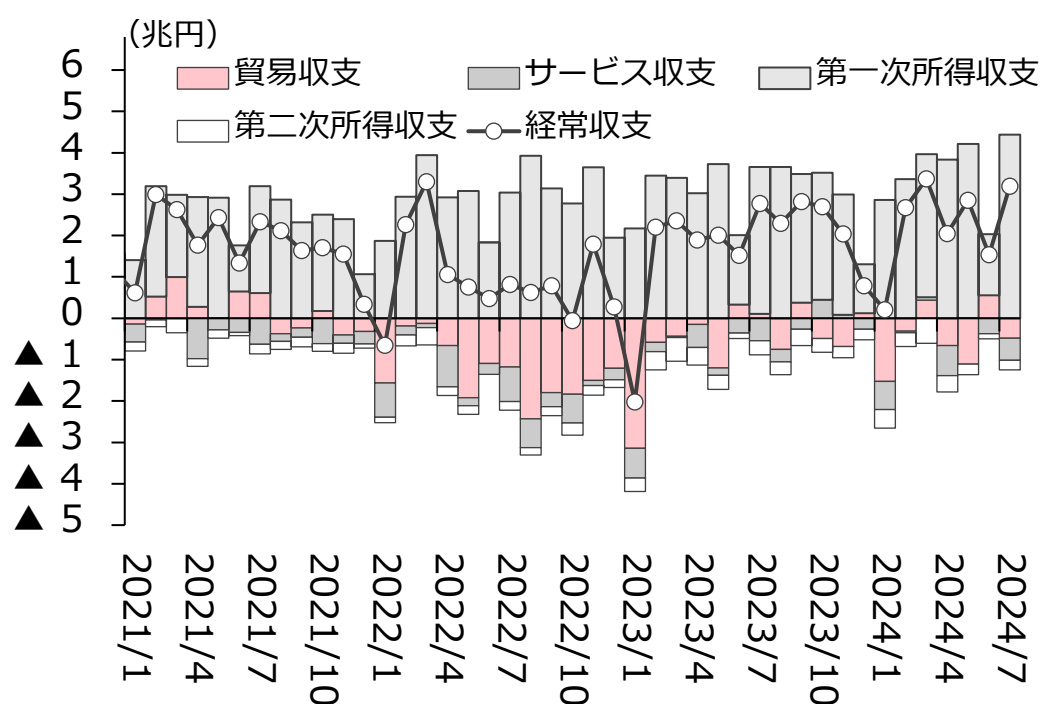
シニア・エコノミスト 浦野 愛理

国際収支：7月の経常収支は+3兆1,930億円と、黒字幅は前年から拡大。直接投資収益の黒字拡大等により第一次所得収支（利子、配当等）の黒字幅が拡大したことが主因。また、旅行収支の黒字拡大に伴いサービス収支の赤字幅が縮小した一方、財輸入の増加により貿易収支は赤字に転じた。

貿易統計：8月の貿易収支（通関ベース）は▲6,953億円と2カ月連続の赤字。輸入金額は前年比+2.3%と、医薬品、石油製品、電算機類（含む周辺機器）が増加。輸出金額は同+5.6%と、欧米向けを中心に自動車が増加した一方、アジア向けを中心に半導体等製造装置や半導体等電子部品などが増加した。円安や物価高を背景に輸出価格は上昇したが、輸出数量では同▲2.7%と7カ月連続の減少となった。先行きは、為替相場の円高方向への調整や海外経済の減速が重しとなる中で、半導体市況の回復に伴う半導体等製造装置や半導体等電子部品の輸出増が下支えする形となろう。

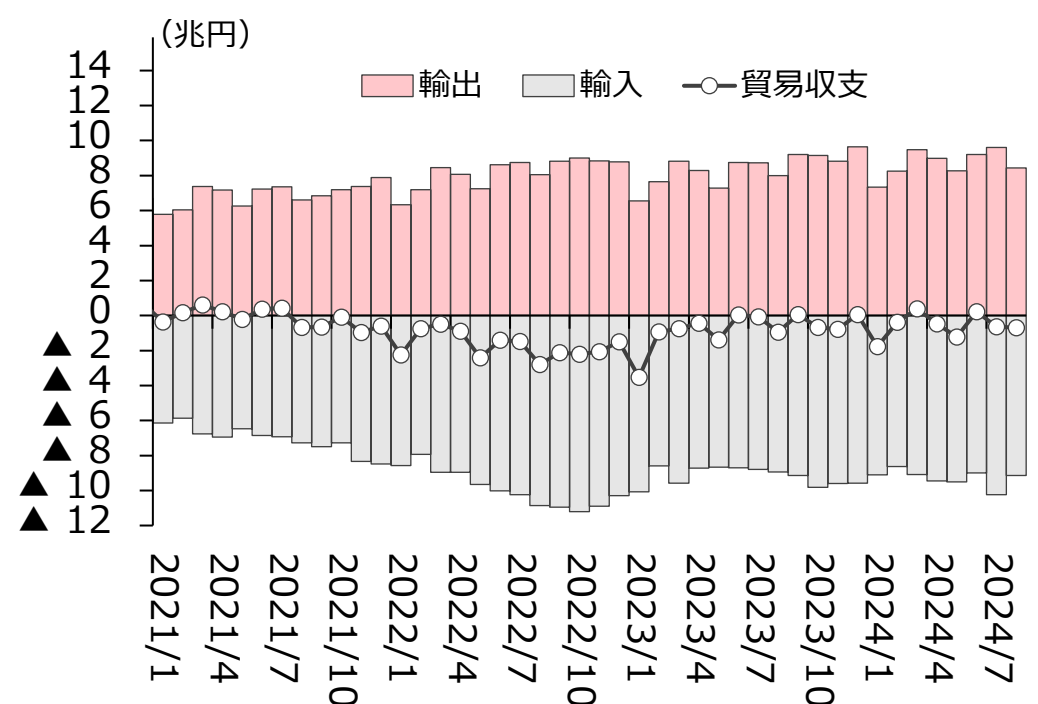
インバウンド：8月の訪日外客数は293万人。コロナ前の2019年比で+16.4%と高水準が継続。うち中国人訪日客は同▲25.5%と、このところ持ち直しの動きに足踏みがみられる。

▽経常収支



（出所）日本銀行

▽貿易収支（通関ベース）



（出所）財務省

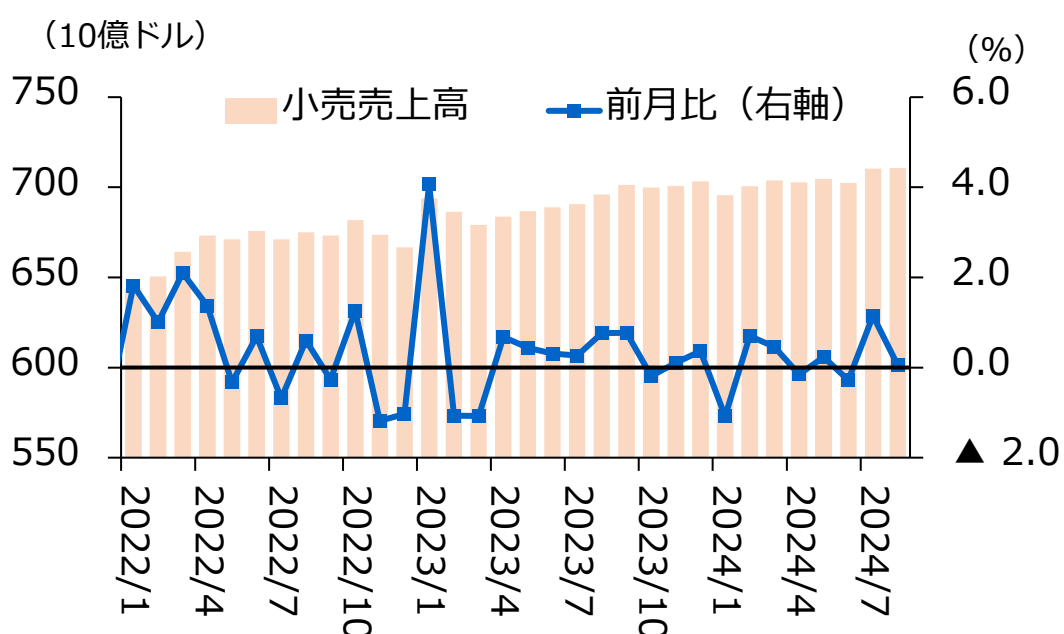
米国経済

エコノミスト 清水 拓也

小売売上高：8月の小売売上高は前月比+0.1%（7月同+1.1%）と急減速した。一方、GDPの算出に用いられる部門のみで構成されるコア小売売上高は同+0.3%（7月同+0.4%）とやや減速も、4カ月連続でプラス圏を維持。部門別では13部門中8部門が減少、その減少分を無店舗販売（同+1.4%、オンライン販売含む）などの増加が相殺した格好に。無店舗販売の売上高はコロナ禍以後、一貫して増加基調にあり、物価上昇も作用して足元では2019年平均の2倍に迫る水準に。一方で、消費者の節約志向の高まりが指摘されており、実際に家具・家電などを中心に不調な部門も目立つ。

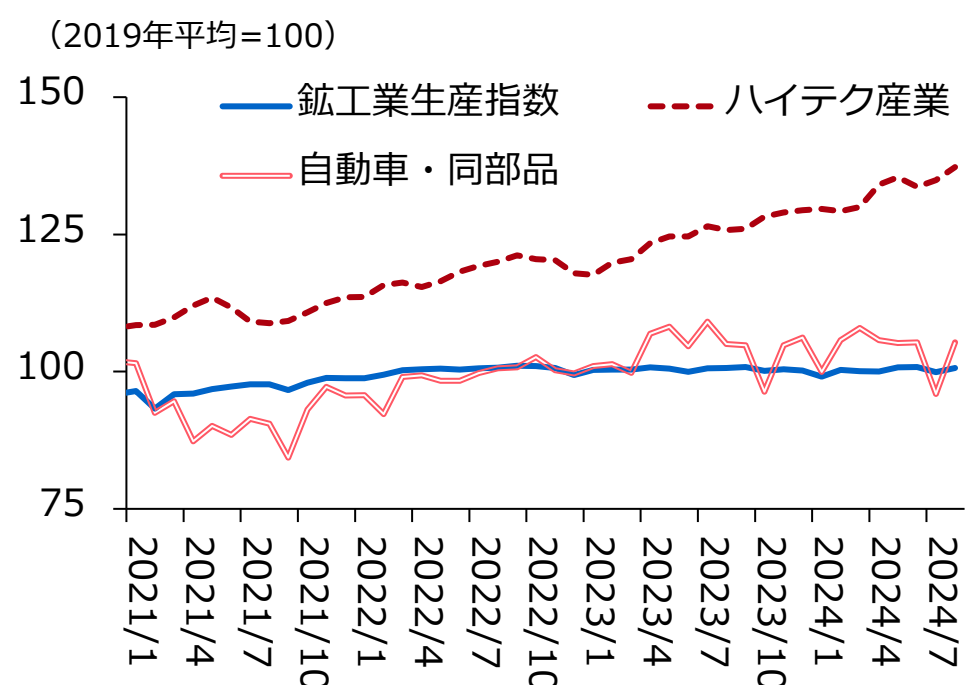
鉱工業生産：8月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%（7月同▲0.9%）と不調だった前月からの反動で上昇した。前月はハリケーンの影響により南部の一部州で生産活動に支障が生じていた。主要産業別では、製造業（同+1.0%）、鉱業（同+0.8%）が上昇した一方、ユーティリティ（同▲0.0%）は横ばいに。ウエイトの大きい製造業では、特に自動車・同部品（同+9.8%）の回復が目立った。ただし、鉱工業部門の設備稼働率（＝生産指数／生産能力指数×100）は23年初頭以降、幅広いセクターにわたって前年同月を下回る状況が続いている。

▽小売売上高



（注）季節調整値を図示。
（出所）米商務省

▽鉱工業生産指数



（出所）米連邦準備制度理事会より丸紅経済研究所作成

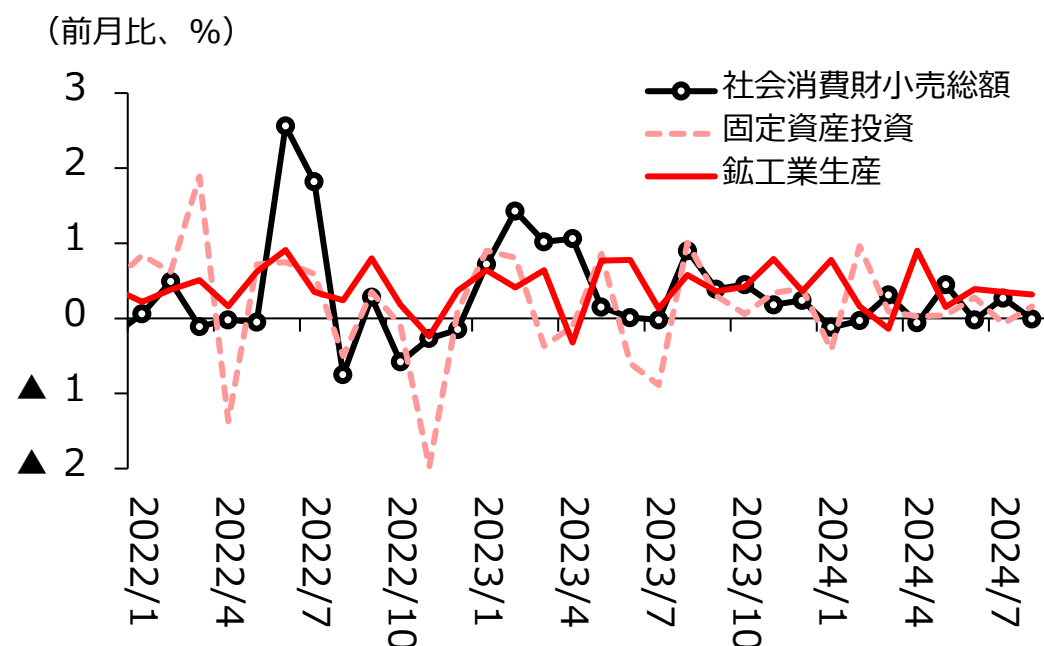
中国経済

シニア・アナリスト 李 雪連

主要経済指標：8月も強弱が混在。鉱工業生産は前月比+0.3%（7月同+0.4%）とやや減速。鉄鋼生産や食品加工の低迷が重しとなったが、通信機器や鉄道車両・船舶の製造拡大が全体を支えた。固定資産投資は同+0.2%（7月同▲0.1%）と製造業の設備投資およびインフラ建設投資が一定の下支えとなった。一方、社会消費財小売総額は同0.0%（7月同+0.3%）と横ばい。飲食やレジャーなどのサービス消費は底堅いが、アパレルや家具などの財消費が悪化し増分を相殺した。中国政府は7月下旬に、3,000億元（名目GDP比0.2%）の超長期国債を原資に設備や自動車、家電などの更新を奨励する措置を導入。同措置の期限である年末にかけて一定の需要刺激効果が見込まれる。

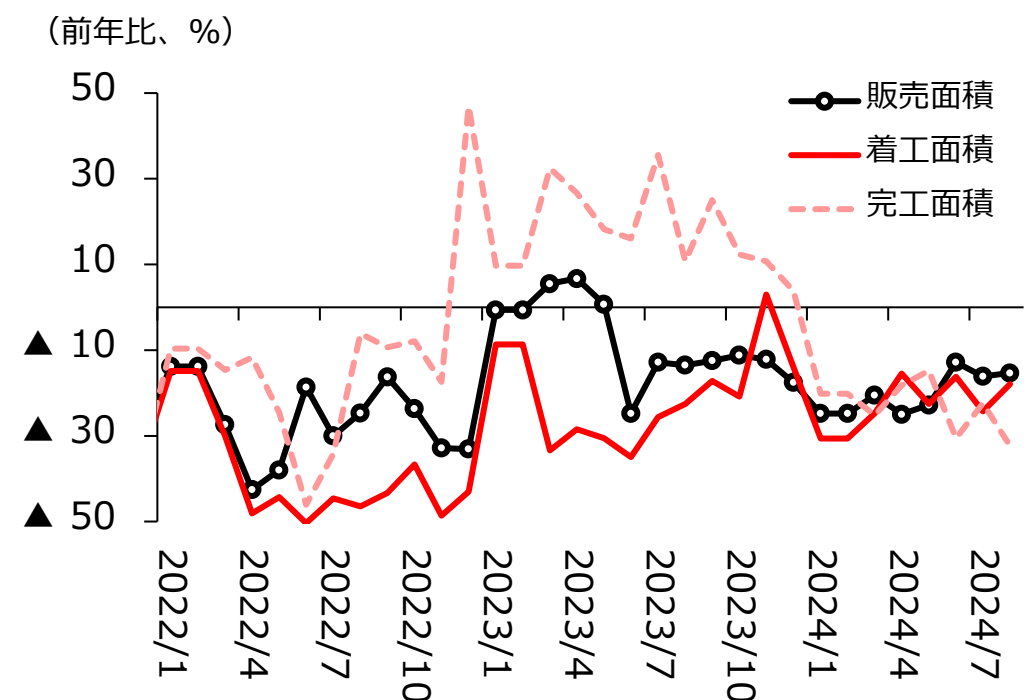
住宅市場：8月は低迷が継続。新築住宅（面積ベース）の販売は前年比▲15.3%、新規着工は同▲17.9%、完工は同▲32.3%といずれも前年割れが続いた。70主要都市の新築住宅販売価格は、前月比▲0.7%と15カ月連続で下落した。70主要都市のうち、下落は7月に比べ1都市増加して67都市に。4大都市では、広州、深センに続き北京も4月以降下落に転じており、プラス圏は上海のみに。

▽主要経済指標



（注）鉱工業生産：実質ベース、以外：名目ベース
（出所）中国国家统计局 直近：2024年8月

▽新築住宅販売・着工・完工面積



（出所）中国国家统计局 直近：2024年8月

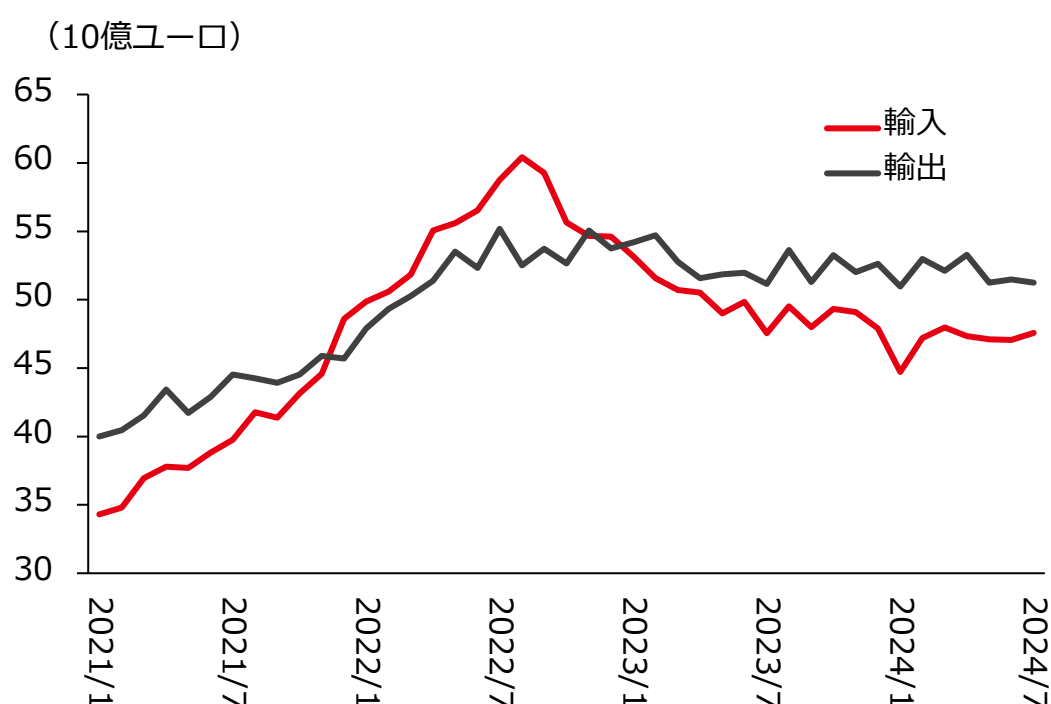
欧州経済（イタリア）

シニア・エコノミスト 佐藤 洋介

輸出入：7月の輸出は513億ユーロ（6月515億ユーロ）と減少し、頭打ち感のある状況が継続。地域別輸出は、EU域内向けが前月比▲0.2%となり、EU域外向けも同▲0.7%と減少した。一方、輸入は476億ユーロ（6月471億ユーロ）と増加した。地域別では、EU域内からの輸入が前月比+0.5%、EU域外からも同+1.9%と増加した。イタリアの輸出全体の約12%を占めるドイツの経済不振の長期化などもあり、同国の輸出は先行き不透明感の強い状況が続くとみられる。

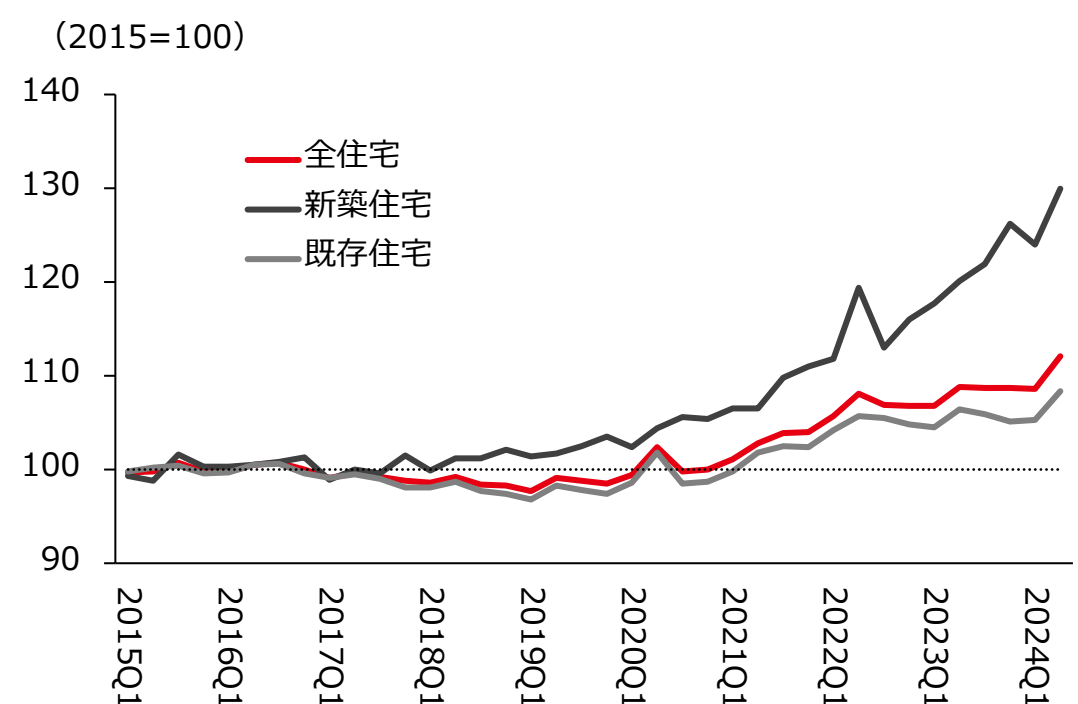
住宅価格指数：4～6月期住宅価格指数は前期比+3.2%（1～3月期同▲0.2%）と上昇した。住宅価格は2019年を底に上昇に転じ、その後は総じて上昇傾向が保たれている。新築住宅は前期比+4.8%（1～3月期同▲1.8%）、既存住宅は同+2.9%（1～3月期同+0.2%）と、新築がけん引する格好での価格上昇。欧州中央銀行（ECB）は18日に今年2度目の利下げを行ったが、主要国の中で近年の回復力が比較的強かったイタリアでは、ユーロ圏全体を意識した金融政策が住宅市場等に刺激的に効きすぎる懸念も。

▽輸出入



（出所）イタリア統計局

▽住宅価格指数



（出所）イタリア統計局

問い合わせ先
research@marubeni.com

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。