

# Weekly Briefing

2024年 5月 13日 号

### グローバルトレンド

<b>米国における金融政策の現在地</b>	1
エコノミスト 清水 拓也	
<b>米金融政策見通しの修正に揺れる為替相場と各国中銀</b>	1
シニア・エコノミスト 坂本 正樹	
<b>欧州当局による航空会社へのグリーンウォッシュ是正要求</b>	2
シニア・アナリスト 宮森 映理子	
<b>アジアの熱波、経済に影響</b>	2
アナリスト 菅原 考史	
<b>制裁下のロシア経済：堅調だが質の低下も</b>	3
所長代理 榎本 裕洋	

### 世界経済概況

<b>日本経済（賃金／消費）</b>	4
シニア・エコノミスト 浦野 愛理	
<b>米国経済（雇用情勢）</b>	4
エコノミスト 清水 拓也	
<b>中国経済（企業景況感）</b>	5
シニア・アナリスト 李 雪連	
<b>欧州経済（ドイツ：実質GDP／輸出入）</b>	5
シニア・エコノミスト 佐藤 洋介	

# 米国における金融政策の現在地

エコノミスト 清水 拓也

**政策判断**：4/30～5/1開催の連邦公開市場委員会（FOMC）にて、政策金利の誘導目標レンジは現行の5.25～5.50%に据え置かれた。一方、中銀保有資産の削減措置（量的引き締め）については、国債の減額の上限を月600億ドルから月250億ドルに引き下げることが決定された。パウエル議長は量的引き締めのペース鈍化について、金融市場へのストレス低減が目的と説明した。

**金融政策の現在地**：連邦準備制度理事会（FRB）は23年7月までに政策金利を現行水準まで引き上げた後、十分に引き締めの水準に達したとして、同水準を足元まで維持。この間、最優先課題である高インフレ抑制は緩慢ながら進展し、24年初頭には利下げ時期を探る段階に入ったと目された。しかし、以降はインフレ指標の再加速に伴い、金融政策の先行きに不透明感が高まっている。現局面を通じてFRBが堅持してきた「物価目標への収束に確証が得られるまで金融引き締め策を維持する」姿勢に照らせば、期近での利下げ転換は見込みづらい状況。パウエル議長は追加利上げが必要になる可能性も低いとの見解を示しており、当面は政策金利が現行水準に維持される公算が大きい。

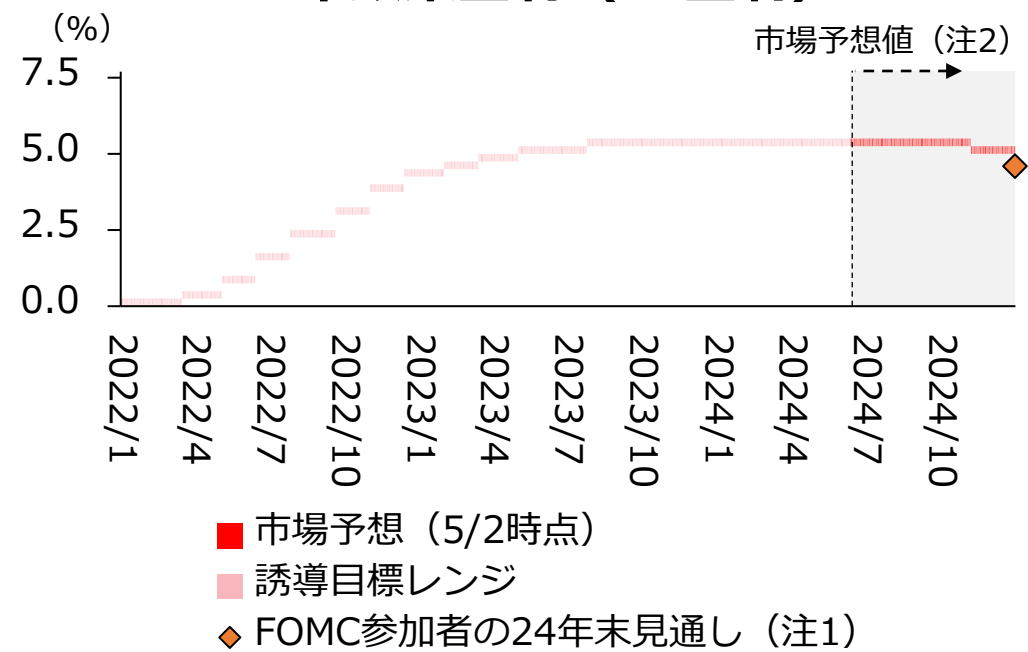
## ▽ FOMC合意内容（5月）

- **現状認識：インフレ抑制に向けた進展の欠如に言及**
  - ・ インフレは過去1年間で緩和も、依然として物価目標の2%を上回る。
  - ・ ここ数カ月は物価目標に向けた進展が見られず。
- **政策判断：利下げ開始時期は見通せず。追加利上げの可能性は低い**

- 政策金利：**
- ・ 政策金利の誘導目標レンジを5.25～5.50%に据え置くことを決定。
  - ・ 物価目標に向けたインフレ率の持続的な低下について十分な確証を得るためには、従前の想定よりも時間を要する可能性が高い。
  - ・ 政策金利は引き締めの水準にある。現時点では、追加利上げの可能性は低いと見ている。

- 量的引き締め：**
- ・ 24年6月から、米国債の満期償還による保有資産の削減ペースを月600億ドル→250億ドル（上限）に引き下げる。
  - ・ ペース鈍化は正常化の後退ではなく金融市場へのストレス低減が目的。
- （出所）連邦公開市場委員会、各種報道より丸紅経済研究所作成

## ▽ 米政策金利（FF金利）



（注1）19人の参加者による見通しの中央値（2024年3月会合時点）  
 （注2）FF金利先物市場に織り込まれた政策金利予想値  
 （出所）連邦準備制度理事会、CME groupより丸紅経済研究所作成

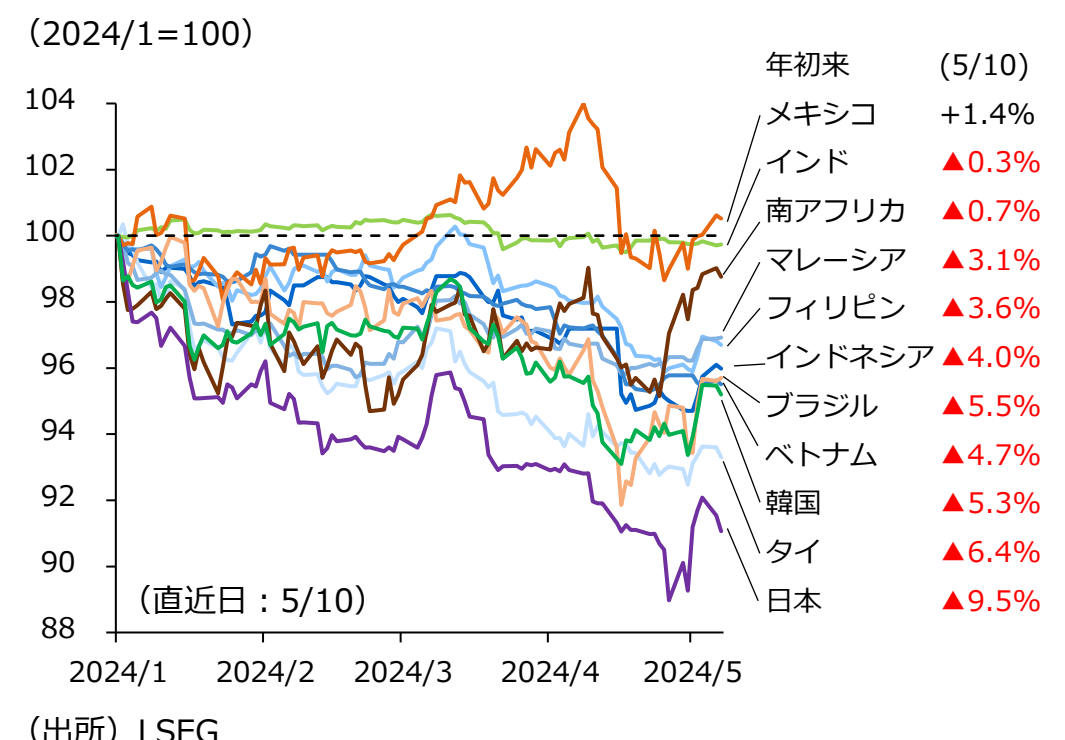
# 米金融政策見通しの修正に揺れる為替相場と各国中銀

シニア・エコノミスト 坂本 正樹

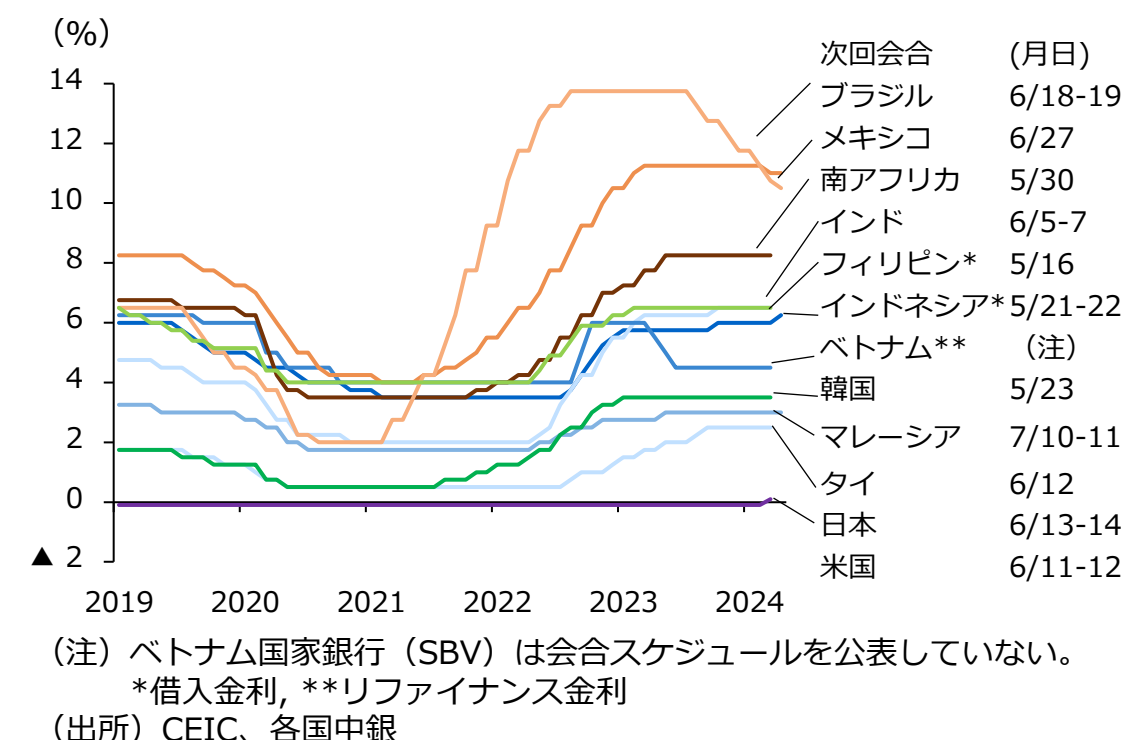
**米利下げ見通しの修正**：米国の利下げ開始時期の後ずれ観測や中東情勢緊迫を受けたリスクオフムードによりドル買い圧力が強まっている。4/30-5/1の米FOMCを受けて、追加利上げなどの過度なタカ派観測が後退したことで圧力は緩和したが、日本円や新興国通貨の減価懸念は継続している。

**各国は通貨防衛に奔走**：インドネシア中銀は24日、前週のルピア急落を背景に昨年10月以来の利上げを決定。米国の金融政策見通しを巡って通貨安圧力が再燃する場合、インドネシア以外にも利上げの動きが広がる可能性がある。また、管理色の強い為替制度を敷いている国を中心に市場介入などの通貨防衛策がとられている模様。日本では、海外拠点からの本国送還金を対象とした法人税の減税（レパトリ減税）など、円安抑止に資する可能性のある施策に注目が集まっている。

## ▽ 為替動向（年初来騰落）



## ▽ 政策金利動向





# 欧州当局による航空会社へのグリーンウォッシュ是正要求

シニア・アナリスト 宮森 映理子

**概要：**欧州委員会とEU消費者当局は、航空会社20社に対して、消費者向けの環境マーケティングを目的とした主張（グリーンクレーム）をEU消費者法に適合させるよう書簡を出した。欧州消費者組織（BEUC）による警告を受けて当局が動いたもの。具体的には「消費者の追加料金でカーボン・クレジットや持続可能な航空燃料（SAF）の活用が可能となり、航空便によるCO2排出を相殺することができる」といった主張が対象となる。当局は、こうした主張が、不公正取引方法指令（UCPD）で禁止される「誤解を招く行為/不作為」（グリーンウォッシュ）である可能性があるとして指摘する。

**今後：**各社には、EU消費者法に沿うべく30日以内での自社広告の調査と是正措置の提出が求められる。その後、欧州委員会、消費者当局、航空会社間の協議を経て具体的な是正がなされる見込。

**示唆：**是正事項には、SAFのような環境配慮製品が与える環境影響を明確に示さないことや、カーボンクレジットによりCO2排出量の削減や相殺ができる印象を与えること、簡易な排出量算定ツールを信頼性や前提条件の説明無しに提供することなどが含まれる。航空業界に限らず様々な業界で同様の指摘が入り得るため、欧州市場でグリーンクレームを行う際には十分な配慮が必要。

## ▽ 欧州委員会からは是正が求められている事項

- ✓ 環境への影響が少ない気候変動プロジェクトに資金を提供したり、代替航空燃料の使用を支援したりするために追加料金を支払うことで、CO2排出量を削減または完全に相殺できるといった誤った印象を与える。
- ✓ 「持続可能な航空燃料」（SAF）という用語を、そのような燃料が環境に与える影響を明確に説明することなく使用する。
- ✓ 「グリーン」、「持続可能」、「責任ある」という用語を断定的に使用する、あるいは暗示的にグリーンクレーム上で表現する。
- ✓ 明確かつ検証可能な約束、目標、独立したモニタリングシステムなしに、航空会社が温室効果ガス排出量（GHG）を実質ゼロにできる、または将来に向けた環境パフォーマンス向上が進んでいると主張する。
- ✓ 特定の航空便の二酸化炭素排出量の「計算ツール」を、その計算の信頼性に関する十分な科学的証拠を提供せず、またその計算に使用された要素に関する情報も提供せずに、消費者に表示すること。
- ✓ 比較の基礎的な要件に関する十分かつ正確な情報を提供せずに、フライトのCO2排出量比較を消費者に表示すること。

（出所）欧州委員会プレスリリース

# アジアの熱波、経済に影響

アナリスト 菅原 考史

**相次ぐ異常気象：**4月、東南・南アジアに熱波が広がり、各地で40℃を超える気温が観測された。世界的な気温の上昇基調に加え、同地域に高温少雨をもたらすエルニーニョ現象の影響も重なった。一方、中国南部では豪雨による水害が発生。世界気象機関（WMO）によると、23年に気象災害で最も甚大な被害を受けた地域はアジアとされた。計79件の災害により、2,000人以上の死者が出た。

**市況や産業への影響：**干ばつによる供給懸念から、農作物価格の上昇が見られる。ベトナムが世界の生産の4割を占めるロブスタ種コーヒー豆は上場来最高値を更新。フィリピンが主要生産国のヤシ油も年初来25%超の上昇。また、冷房使用などで電力需要が急増。タイでは瞬間最大使用電力が過去最高値に。ぜい弱な電力インフラを有する国では、停電の頻発による生産停滞が懸念される。

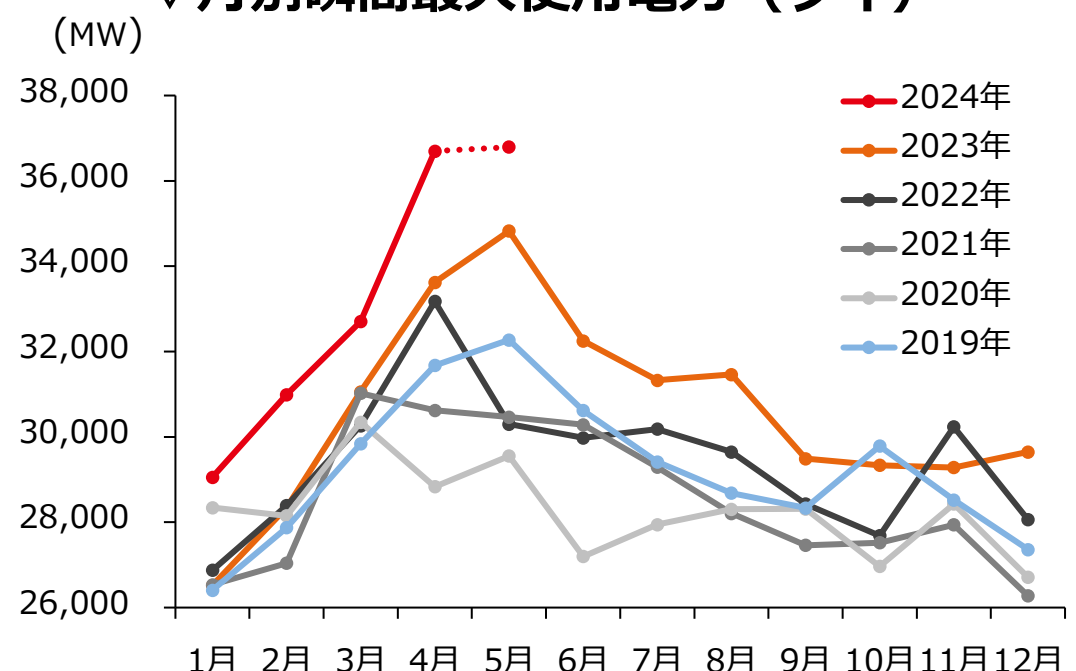
**今後の見通し：**5月も熱波が続くと見込まれ、短期的には農作物価格の高騰や製造業の停滞、水上・陸上物流網への影響が懸念される。一方、中長期的には温暖化の悪影響に対する関心が高まり、気候変動対策の強化につながることを期待される。

## ▽ アジア各国における異常気象

異常気象の影響	
中国	4月下旬以降広東省で記録的豪雨。道路や農地に被害。
フィリピン	マニラで38.8℃を記録（4/29）。ルソン島の降水量は平年の25%を下回り、ヤシ油の生産に影響。
ベトナム	2月から南部で長期の熱波。運河の水位低下による物流への影響。コーヒー豆の生産予測が下方修正された。
タイ	北部で44.2℃を記録（4/22）。GDPの約9%を占める農業部門は、24年1～3月期に前年同期比▲4.1%。
ミャンマー	中部で48.2℃を記録（4/29）。難民の生活に深刻な影響。熱波による死者は4月に1,400人以上と推計。
バングラデシュ	南西部で43.8℃を記録（4/30）。水不足や停電の発生が、輸出額の8割を占める衣料産業に影響。
インド	東部で長期の熱波。6月まで続く総選挙への影響も指摘。なお、中部や北西部は断続的な降雨により被害少。

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

## ▽ 月別瞬間最大使用電力（タイ）



（注）2024年5月は暫定値

（出所）タイ王国エネルギー省



## 制裁下のロシア経済：堅調だが質の低下も

所長代理 榎本 裕洋

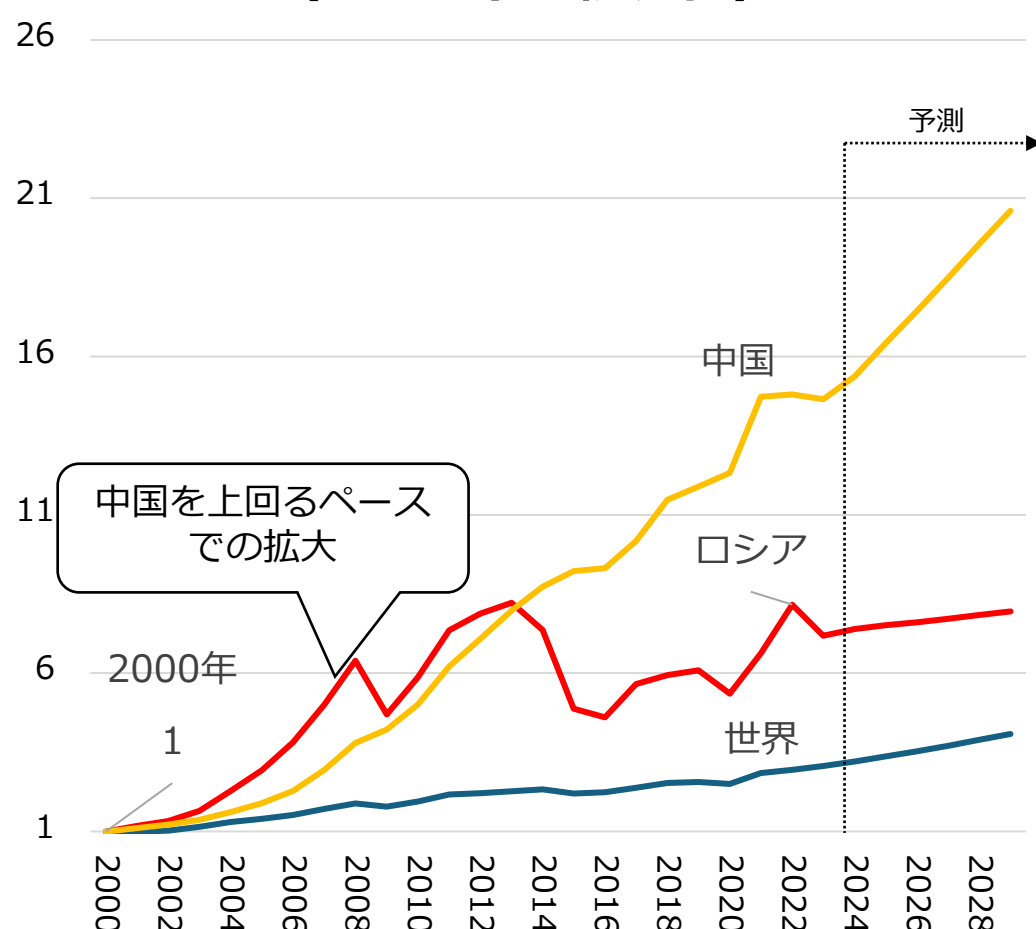
**プーチン支持の源泉は過去の経済運営：**5月7日、プーチン大統領は通算5期目となる新たな6年間の任期に入った。ウクライナ侵攻などの暴挙にもかかわらず同大統領が高支持率を維持できるのは、大統領1期目と2期目（2000～2008年）の経済運営の功績による部分が多い。ソ連解体後の1990年代のロシアでは主要輸出品である原油の価格が低迷したことに加え、財閥や知事が経済的利益を独占するなど無法状態が続いた。しかし2000年頃を境に中国経済の高成長を背景に油価が上昇したことに加え、プーチン大統領は財閥や知事の力を削ぎ、富の幅広い分配に成功。この間年平均7%の高成長が続いたことに加え、賃金上昇を伴う年平均14%のインフレが生じた一方、ルーブルはドルに対して減価しなかったことから、ロシアのドル建て名目GDPは中国のそれを上回るペースで拡大した。ドル建てでの購買力が拡大したロシア国民は海外旅行が身近になるなど、ソ連解体後初めて経済的な小康状態を実感できるようになった。しかしリーマンショック（2008年）・クリミア侵攻（2014年）後のロシア経済は停滞し、若年層のプーチン大統領支持率は相対的に低い。

**現状：経済制裁下でも堅調な経済：**2022年のロシアによるウクライナ侵攻を受け、西側先進国は対ロシア経済制裁を実施。しかし世界約200カ国のうち制裁参加国は約40カ国と少数であること、米国が本格的な二次制裁（非米国人と制裁対象の取引を禁じる制裁）に踏み込めないこと、などにより制裁効果は期待を下回っている。実際、経済制裁で輸出が減っても、それを受けて輸入も減少し、GDPの一部となる貿易黒字は維持されている。そして貿易黒字を背景とする経常黒字は国内投資が国内貯蓄で賄われている、つまり政府の財政赤字が企業や家計の貯蓄で埋め合わされていることを示す。

戦争関連をはじめとする大規模な財政出動もあり、失業率が2%台まで低下するなど人手不足は事実だが、15歳以上の就業者数はウクライナ侵攻前の2022年1月は7,150万人だったものが、2024年1月は7,320万人と170万人＝2.4%も増加している。この中には新規徴兵も含まれるが、これまで働いていなかった人たちが働き始めたり、軍需工場など戦争が新しい雇用を生んだりしている面もある。働き手が増えれば生産能力（GDP）が拡大し、物価上昇も抑制される点にも留意したい。冷戦時代と異なり、先端技術からロシアを完全に遮断することは難しいだろう。中国も高性能の半導体を作るようになっており、内需不振で輸出を増やしたい中国にとってロシアは良い買い手になると思われる。

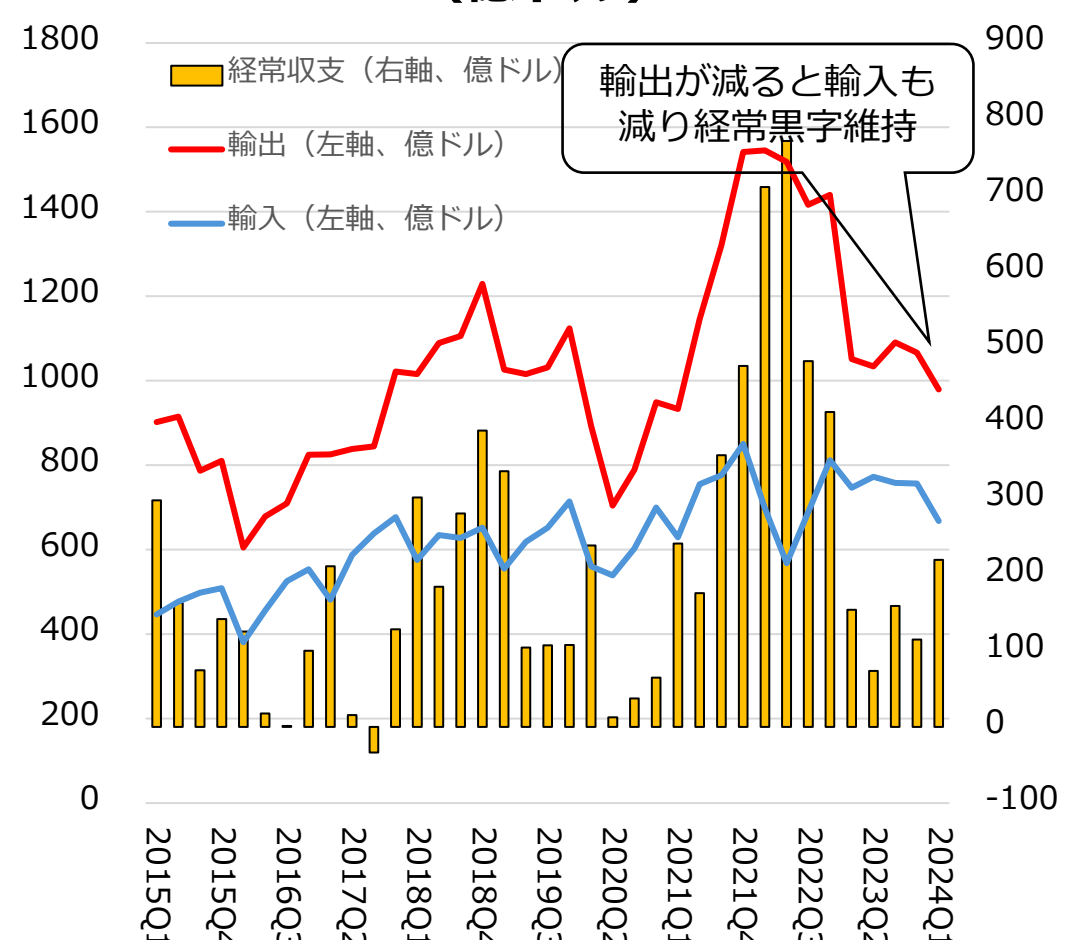
**展望：経済は堅調だが質の低下も：**最新のIMFの世界経済見通しは、購買力平価ベースGDP（財・サービス生産量で測ったGDP）でロシアは2029年も世界第7位に留まるとしている。しかし経済統計は概して数量しか表さず、生活の質や技術力などはあまり反映されていない。足元では年3%強とされる高成長が続くが、経済統計では把握できない「経済の質」をよく検証する必要がある。西側報道もほぼ自由に閲覧できるのでロシア国民の多くは「戦争は間違っている」と思いながらも、弾圧が怖いので動かない。一方のプーチン氏は、ロシア社会では妥協は「弱さ」と受け止められゴルバチョフ氏の二の舞になると分かっているため、今後も強い方向へ突き進もう。従ってロシアが変わるとすれば、それはプーチン後であろうと思われる。

▽ドル建て名目GDPの推移  
(2000年比較、倍)



(出所) IMF World Economic Outlook April 2024

▽ロシアの輸出・輸入・経常収支の推移  
(億ドル)



(出所) ロシア中央銀行

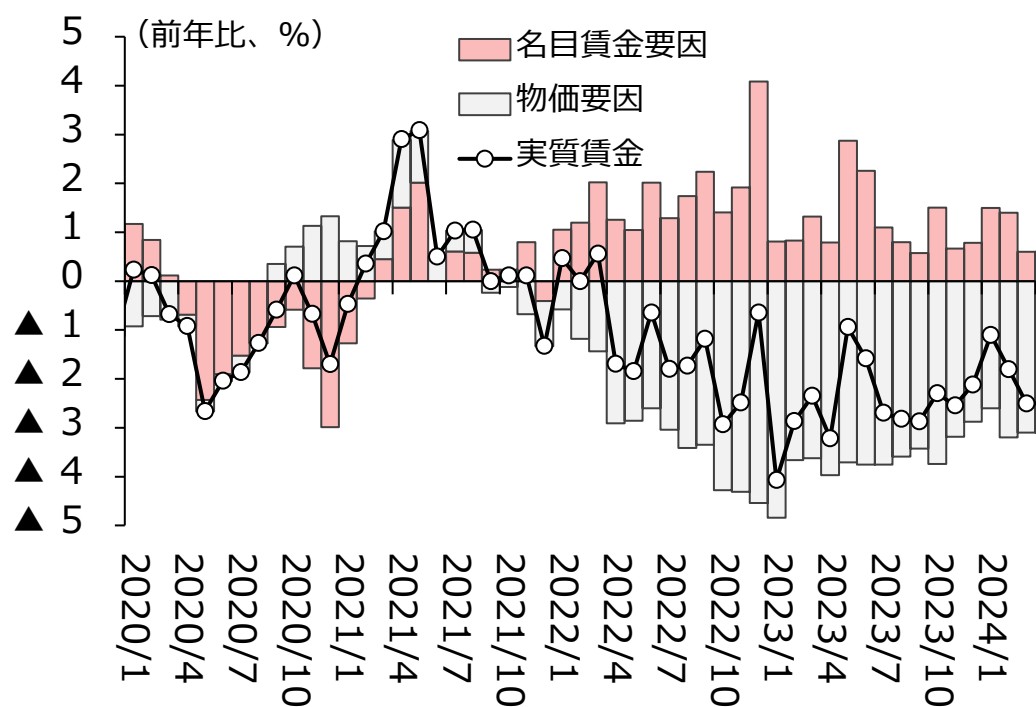
# 日本経済

シニア・エコノミスト 浦野 愛理

**賃金**：3月の名目賃金（現金給与総額）は前年比+0.6%と増加。各種手当などの特別給与や所定外給与が減少した一方、所定内給与は同+1.7%と増加した。物価変動の影響を除いた実質賃金は同▲2.5%とマイナス幅が拡大。春闘の平均賃上げ率は第5回集計時点で5.17%（うちベースアップ分は3.57%）と前年を上回る回答。中小組合も4.66%と高い伸びを維持。今後は、夏頃にかけて実質賃金の改善や所得減税に伴う家計所得の改善が見込まれる中、消費の増加につながるかが焦点に。

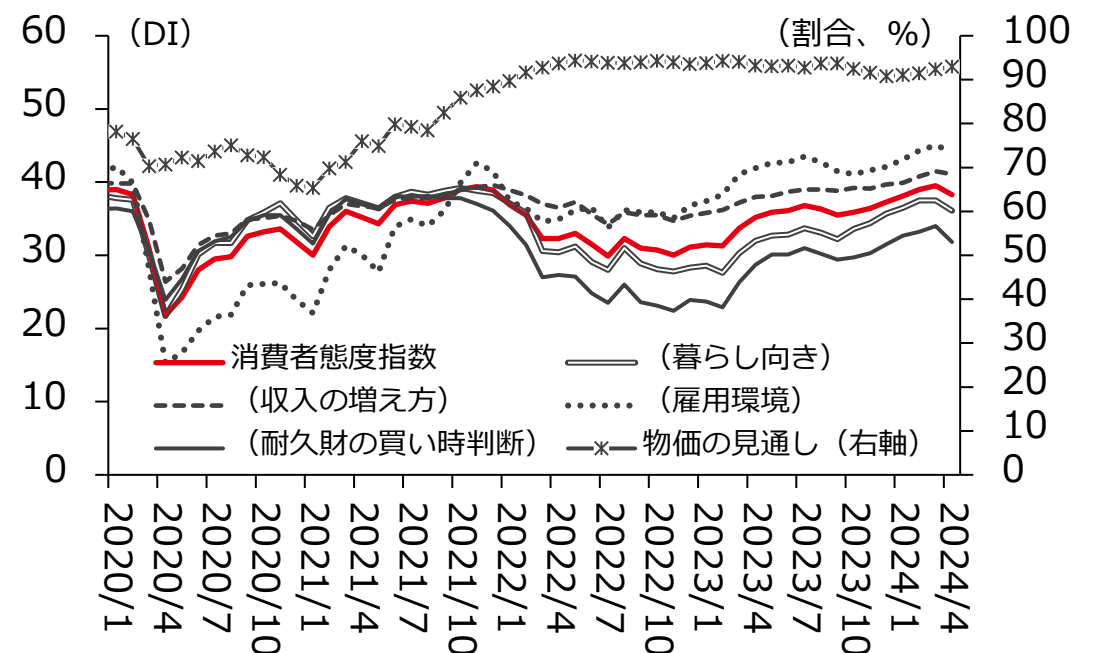
**消費**：3月の実質消費支出（二人以上世帯）は前年比▲1.2%と13カ月連続で前年割れ。物価高が重しとなる中、電気・ガス消費の減少が押し下げに寄与した。先行きの消費者マインドは悪化傾向にある。4月の消費者態度指数は前月差▲1.2と7カ月ぶりに悪化。同指数を構成する4項目（暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久財の買い時判断）の全てが悪化した。4月の景気ウォッチャー調査における家計の先行き判断DIは同▲3.2と2カ月連続の低下。賃上げを好感する向きがある一方、円安傾向が継続すれば今後の値上げやそれに伴う買い控えを懸念する向きもみられる。

## ▽賃金動向



(出所) 厚生労働省

## ▽消費者マインド



(注) 季節調整値、物価の見通しは「上昇する」の割合（原数値）  
(出所) 内閣府

# 米国経済

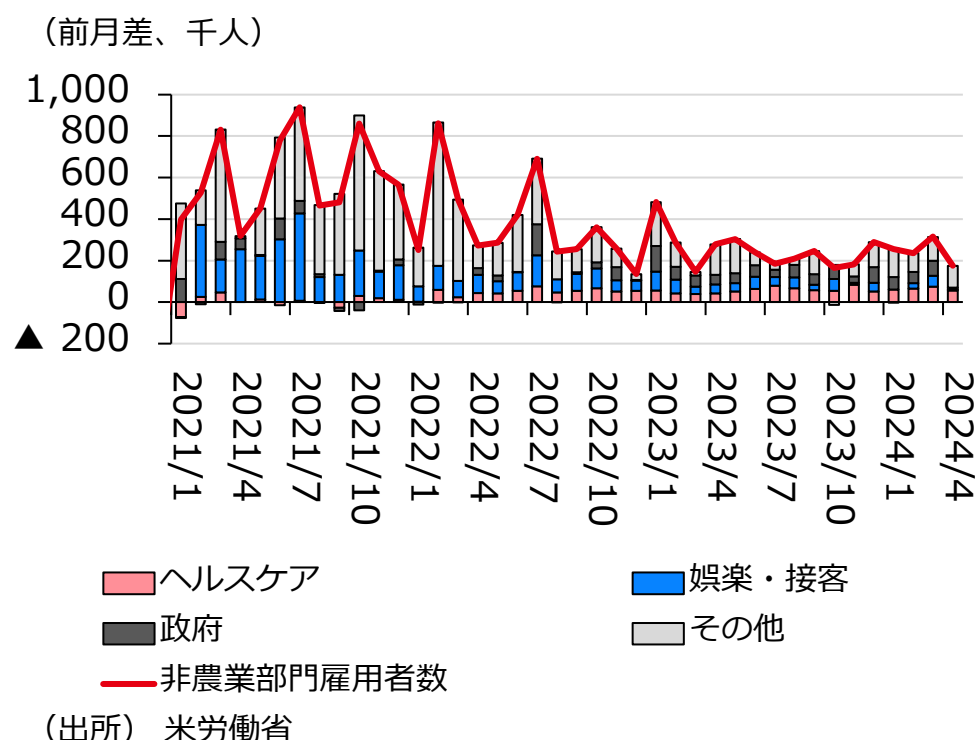
エコノミスト 清水 拓也

**雇用情勢**：4月の雇用統計では、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数が前月差+17.5万人（3月同+31.5万人）と減速も、コロナ禍前（19年平均：+16.3万人）の平均的な増加幅を上回る推移となった。業種別では、23年以降の雇用拡大をけん引した娯楽・接客業や政府部門の鈍化が目立った。一方、家計調査に基づく失業率は3.9%（3月3.8%）と上昇も、依然として歴史的低率で推移。

**雇用コスト**：1～3月期の雇用コスト指数は前期比+1.2%（10～12月期同+0.9%）と上昇率が拡大した。コロナ禍以前の平均的な伸び率（2015～19年平均：同+0.6%）をなおも上回り、雇用コスト上昇圧力の根強さを示した。内訳では、政府部門や、労働組合を抱える組織など、他部門と比較して賃上げが遅れる傾向にある部門において、指数上昇ペースが目立った。

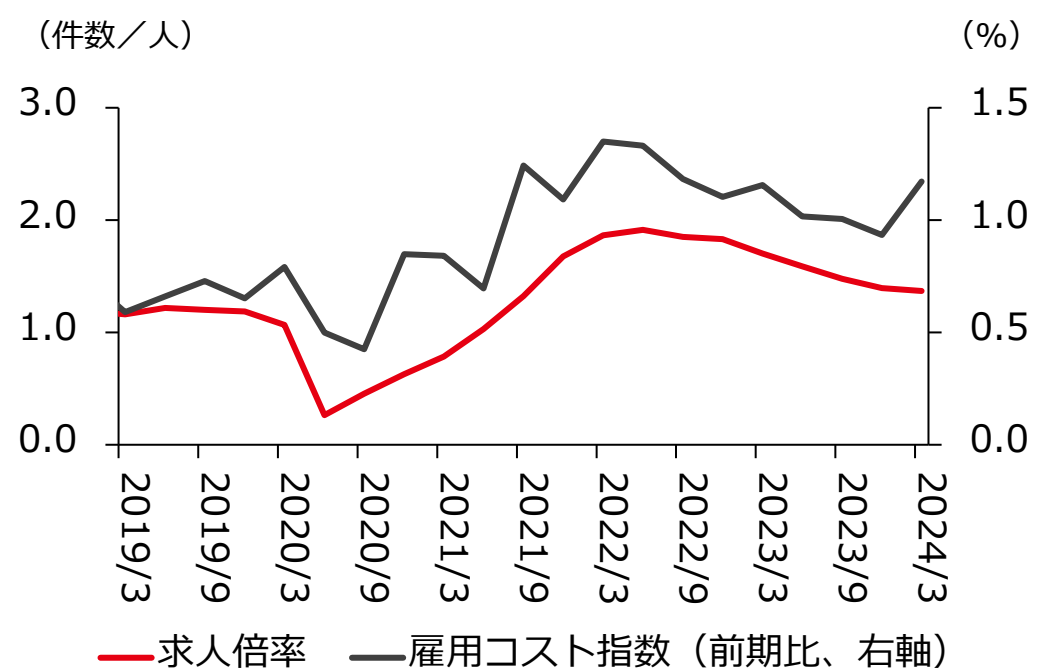
**労働市場の現況**：4月は労働市場に関して強弱入り混じるシグナルが観測された。ただし、いずれも事前に想定されていた変化の範囲にとどまり、関連指標も含めて急激な変動の兆しは見られないことから、現時点では「労働需給の緩やかな緩和」というトレンドは維持されていると評価される。

## ▽非農業部門雇用者数



(出所) 米労働省

## ▽労働需給のひっ迫度・雇用コスト指数



(注) 求人倍率=求人件数/求職者数として計算  
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成



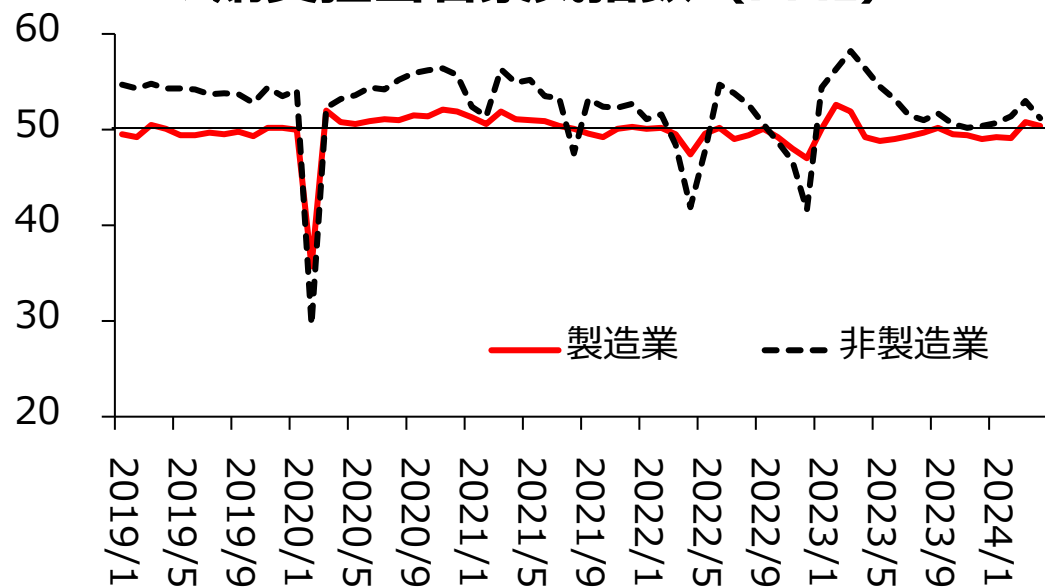
## 中国経済

シニア・アナリスト 李 雪連

**企業景況感（非製造業）**：4月の購買担当者景気指数（PMI）は51.2（3月53.0）と、16カ月連続で好不況の目安とされる50を上回ったものの3カ月ぶりの低水準に。サービス業：50.3（3月52.4）とかわらうじて50超えを維持。飲食業、資本市場サービス、不動産サービスの悪化が重しに。一方、通信・放送に加え、貨物輸送需要の改善を受け、鉄道輸送、道路輸送、郵便が好調。建設業：56.3（3月56.2）と財政出動等を受けたインフラ建設需要の拡大を背景に、高めの水準を維持した。

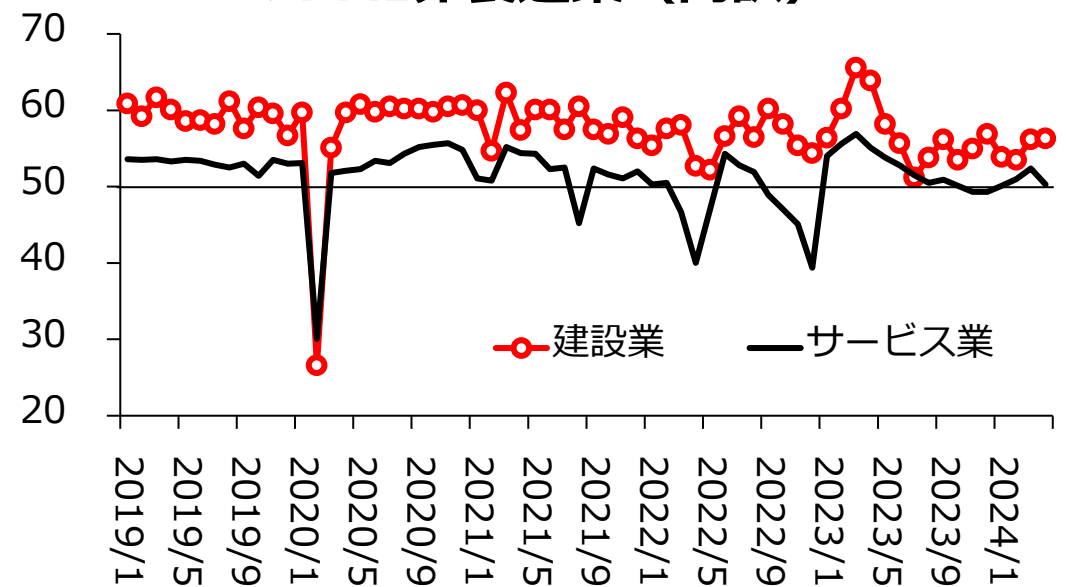
**企業景況感（製造業）**：4月は50.4（3月50.8）と2カ月連続で50超えとなったものの、やや低下した。生産は化学繊維や、鉄道・船舶・航空、パソコンなどの通信機器の改善が目立つ一方、新規受注は輸出向けを中心に低下し指数全体を押し下げた。大・中・小規模企業そろって景況感の改善が持続した一方、「原材料価格の高騰」を訴える企業が増えており、製造業にとって需要軟化および製造コスト上昇の二重苦の様相を呈している。

▽購買担当者景気指数（PMI）



（出所）中国国家統計局 直近：2024年4月

▽PMI非製造業（内訳）



（出所）中国国家統計局 直近：2024年4月

（注）国家統計局PMI：製造業・31業種・3,200社、非製造業43業種・4,300社の購買担当者を対象に所在企業の景況感を調査。本月の現況と今後3カ月の見通しを前月と比較して改善・横ばい・悪化で回答。提出は22日～25日。「改善割合+横ばい割合×1/2」の季節調整値を月末に公表。  
 製造業PMI = 新規受注×30% + 生産×25% + 雇用×20% + (100 - サプライヤー配送時間※) × 15% + 主要原材料在庫×10%。  
 参考指数として、新規輸出受注、輸入、購買量、原材料購買価格、出荷価格、完成品在庫、手持ち受注残、業務活動予期の8指数を公表。  
 ※インバージョン指数。同時間の長期化→同指数の低下→製造業PMIは上昇。配送時間の短縮化→同指数の上昇→製造業PMIは低下。  
 非製造業PMI：〔主要指数〕①商務活動、②新規受注、③投入資材価格、④販売価格、⑤雇用、⑥業務活動予期。〔参考指数〕⑦新規輸出受注、⑧手持ち受注残、⑨在庫、⑩サプライヤー配送時間。製造業PMIのような算出された指数がないため、非製造業PMI = ①商務活動で代用。

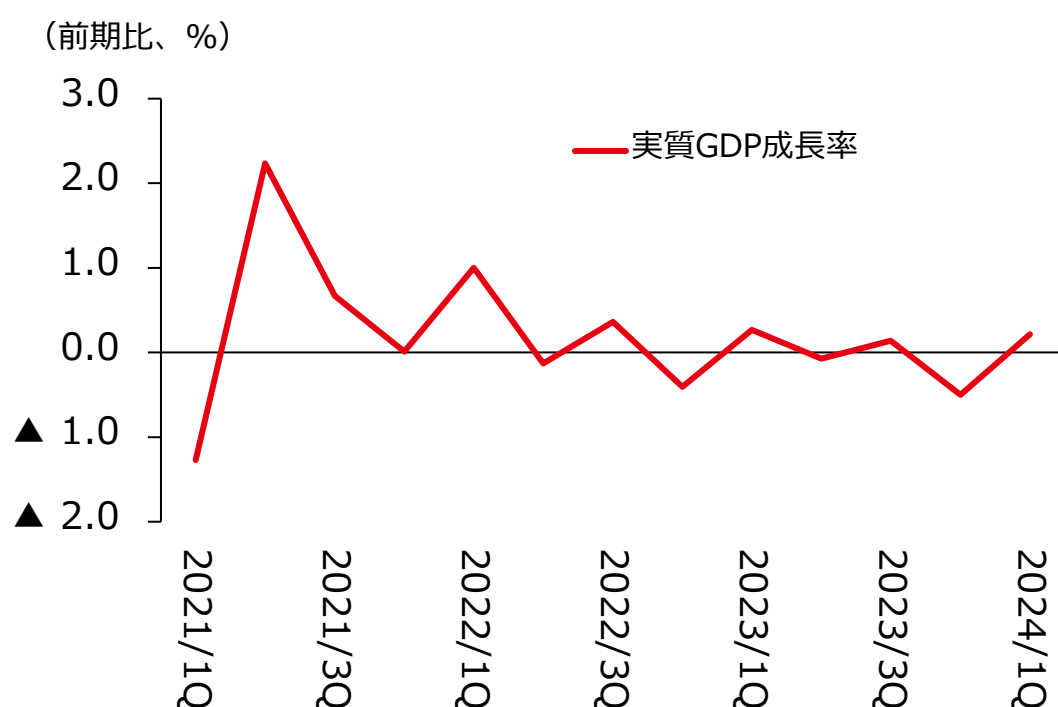
## 欧州経済（ドイツ）

シニア・エコノミスト 佐藤 洋介

**実質GDP**：2024年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%（2023年10～12月期同▲0.5%）と2四半期ぶりのプラス成長に。連邦統計局によると、主要項目別では、家計最終消費支出が減少した一方で、建設分野での固定資本形成や輸出が増加。なお、サービス業を中心に景況感がやや改善したと見られるが、2024年のドイツ経済の先行きは明るくないとの見方が依然強い。

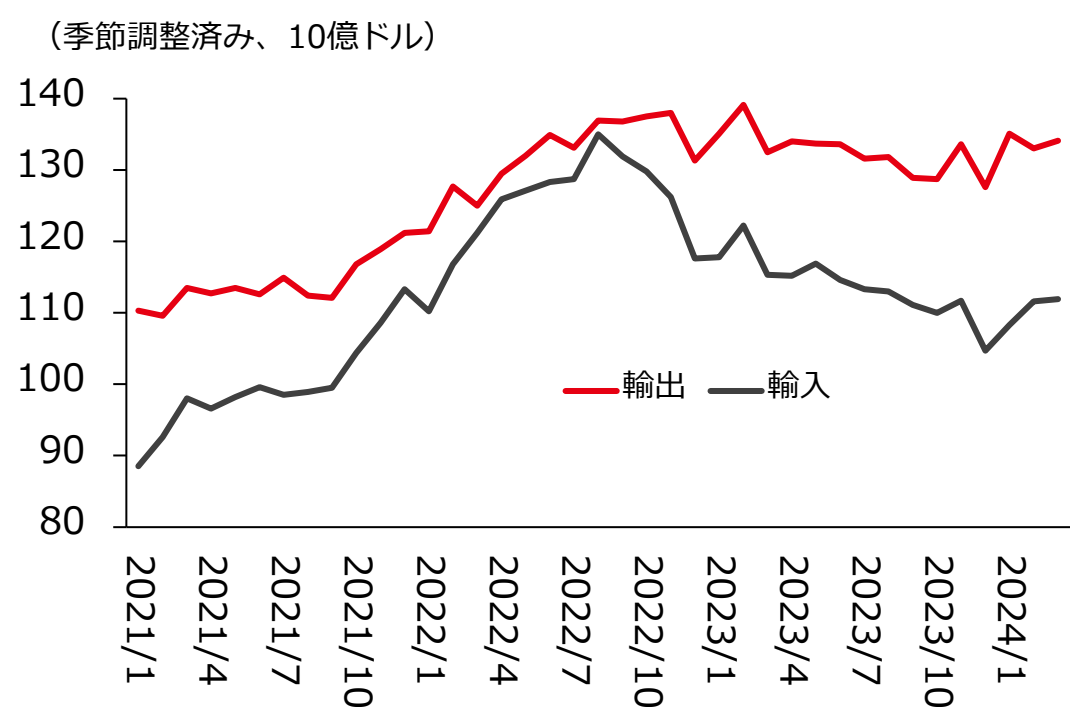
**輸出入**：2024年3月の輸出は、前月比+0.9%（2月同▲1.6%）と2カ月ぶりに増加した。地域別では、EU内が前月比+0.5%、EU外が同+1.3%とともに増加した。だが、EU内では、ユーロ圏経済の低成長などもあり、非ユーロ圏向け輸出と比して、ユーロ圏向け輸出の振るわない状況が継続した。米国向け輸出などは好調を維持したものの、均してみれば輸出全体では伸び悩んでいる状況にあると見られる。2024年3月の輸入は、前月比+0.3%（2月同+3.0%）と3カ月連続で増加した。地域別では、EU内が前月比+2.0%と増加した一方で、EU外が同▲1.1%と減少した。

▽実質GDP成長率



（出所）ドイツ連邦統計局

▽輸出入



（出所）ドイツ連邦統計局

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。