

<目次>

① 日本経済..... 1
雇用 / 賃金 / 消費 / マインド

② 米国経済..... 2
銀行問題の再燃と商業用不動産不況

③ 中国経済..... 3
PPI / CPI / 今後の展望

④ 欧州経済（フランス）..... 4
実質GDP / 消費者物価指数 / 家計財消費 / 鋳工業生産

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5

⑥ 特集..... 6
チョークポイントを巡るリスク拡大

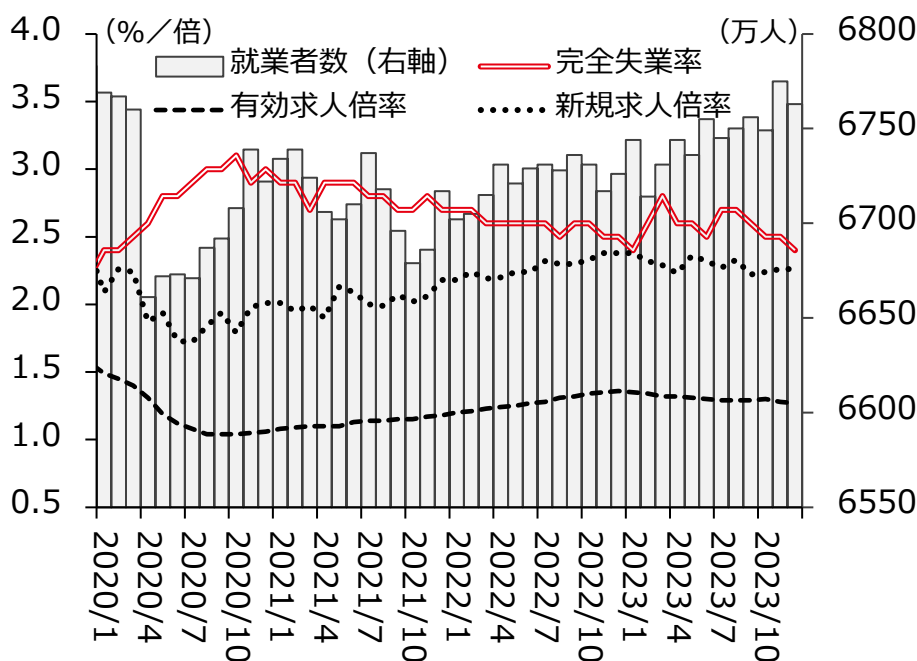
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

実質賃金の低迷が続く中で消費は弱含み、先行きのマインドは賃上げ期待もあり改善

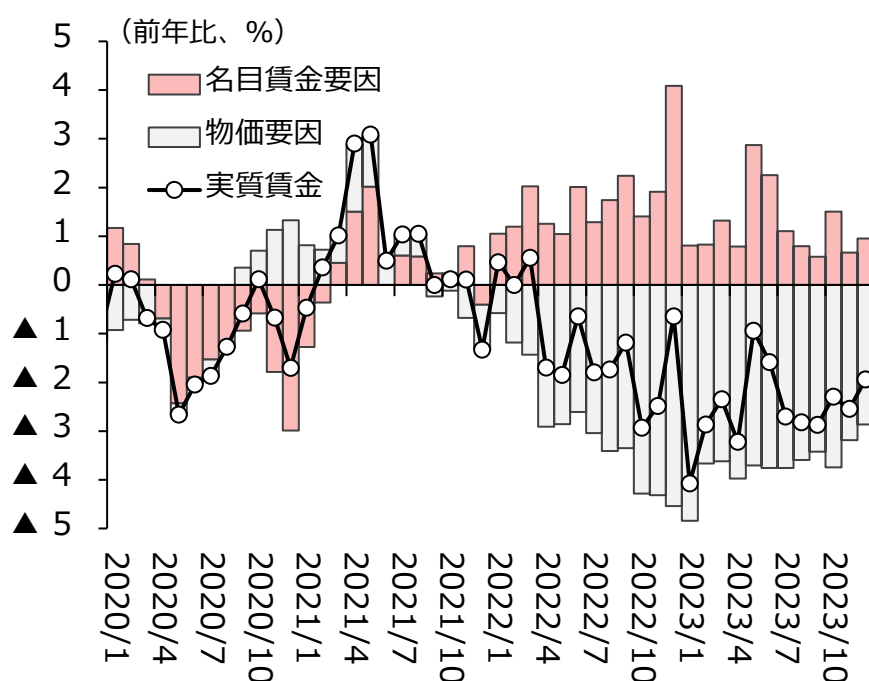
- 雇用**：12月の完全失業率は2.4%（11月2.5%）と低下。就業者数が前月差▲12万人と減少した一方で、失業者数も同▲8万人と減少。有効求人倍率は1.27倍（11月1.28倍）と低下、求人数の増加を求職者数の増加が上回った。先行指標とされる新規求人倍率は2.26倍と前月から横ばい、求人数と求職者数ともに増加した。
- 賃金**：12月の名目賃金（現金給与総額）は前年比+1.0%と増加。内訳をみると、所定内給与が同+1.6%と増加傾向が続いたほか、好調な企業収益を背景に特別給与が同+0.5%と増加した。物価変動の影響を除いた実質賃金は同▲1.9%（11月同▲2.5%）と21カ月連続の前年割れとなったものの、マイナス幅が縮小。ただし政府のエネルギー負担軽減策が4月末に期限を迎え、新たな政策措置がなければ物価上昇率が再拡大する見込みで、その場合実質賃金の低迷は続く公算。金融政策正常化の行方を占う上で注目される春闘は3月中旬に大企業の集中回答日を迎えるが、大企業だけでなく中小企業も含めて高めの賃上げを実現できるかが焦点に。
- 消費**：12月の実質消費支出（二人以上世帯）は前年比▲2.5%と10カ月連続で前年割れ。物価高を背景に消費者の節約志向が続く中、支出全体の3割を占める食料は同▲1.3%と弱含み。コロナ禍以降の回復をけん引してきたサービス分野では、一般外食の増加が続いた一方、宿泊料は全国旅行支援の縮減に伴い前年比では減少傾向。先行きは、コロナ前の状態への自律的な復元という要素が薄らぐ中、物価の高止まりや期待を下回る賃上げ率などが消費の圧迫要因となるリスクも。
- マインド**：消費者マインドはまだら模様。1月の消費者態度指数は前月差+0.8と4カ月連続の改善。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）全てが改善した。物価見通しは「上昇する」の割合が91.1%と、ピーク時より低下したが依然高水準。一方、1月の景気ウォッチャー調査における家計の現状判断DIは、前月差▲2.1と低下。値上げや暖冬による販売不振のほか、北陸では地震後の観光客数の減少なども。先行き判断DIは同+2.4と上昇。物価高への懸念の一方で、賃上げに期待する声も。

▽雇用環境



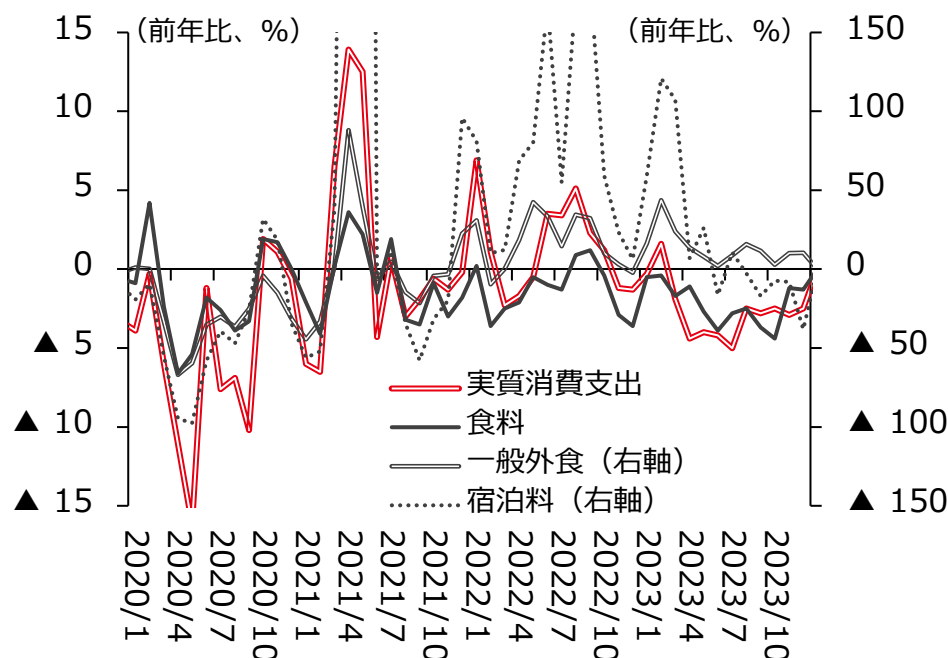
(注) 季節調整値
(出所) 厚生労働省

▽賃金動向



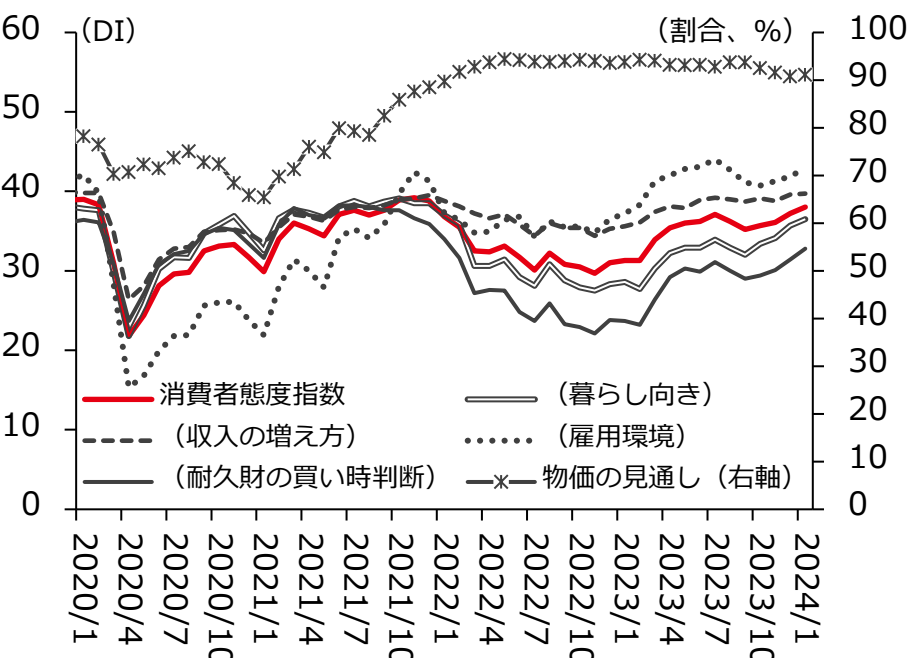
(出所) 厚生労働省

▽家計調査



(注) 二人以上世帯
(出所) 総務省

▽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

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

米銀の経営不安再燃、商業用不動産市況が当面のリスク要因に

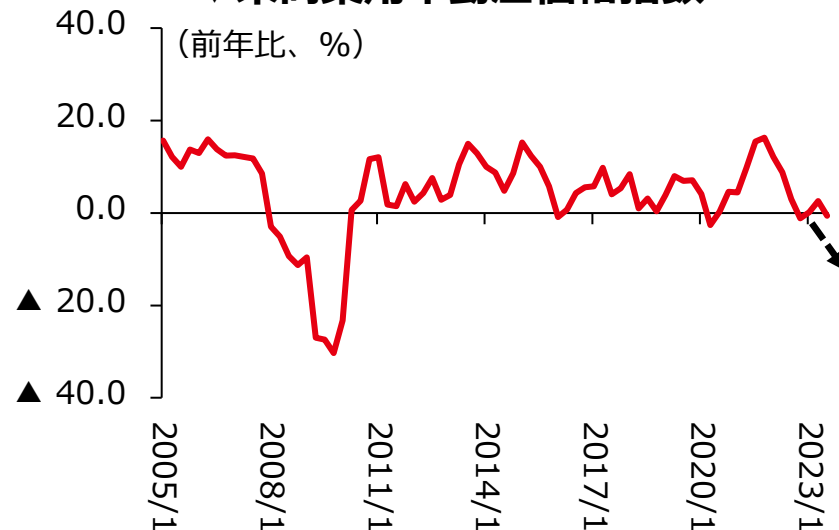
- 米銀行部門の脆弱性**：23年3月に発生した米銀行破綻と、これに伴う中堅・中小銀からの預金流出問題は、急激な金利上昇局面における一部米銀の脆弱性を浮き彫りにした。経営破綻に至った要因の一つとして、金利上昇に伴い保有有価証券の時価評価額が低下し、バランスシートが毀損した事が挙げられる。その後、銀行システムに対するセンチメントの急激な悪化はおおむね回避されているものの、後述する商業用不動産問題も相まって、引き続き銀行部門の脆弱性が注目されやすい局面にある。
- 足元では米銀の経営不安が再燃**：24年1月31日、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ（以下、NYCB）は、商業用不動産の不良債権化に備えての貸倒引当金積み増し等による赤字決算、および減配を発表した。その後、大手格付け会社が同行の長期発行体格付けを信用リスクが高いとされる「投機的」等級まで引き下げたこともあり、同行の株価は大幅に下落し、その影響は他の米地銀株にも波及している。
- 直ちにシステミック・リスクには波及せず**：昨年3月の米銀破綻の発端となった無保険預金（預金保険制度で保証される上限を上回る預金）の大規模流出は、NYCBにおいては確認されておらず、同行の手元流動性は一定の預金流出に耐えうる水準を維持している模様。また、現状NYCBの引当金積み増しは同社固有の要因（昨年破綻したシグネチャー銀行の一部資産買収に伴い、銀行規制上より厳格な資本ルールの対象へと移行）によるものが大きいため、直ちに米銀システム全体を揺るがす問題に波及する可能性は低いとの見方が強い。
- 商業用不動産市況の悪化が金融不安の火種に**：一方、株価下落の一因である米商業用不動産向け（特にオフィス物件向け）融資の不良債権化に関する懸念は、米銀行・ノンバンクの財務体質を巡る共通のリスク要因として存在する。特に中堅・中小銀において資産に占める商業用不動産向けエクスポージャーの割合は大手銀と比較して大きく、これら銀行では不動産の担保価値下落が貸出債権の劣化を通じて財務基盤を毀損するリスクが相対的に高い。急激な利上げ策の下で全般にわたり資産の質の劣化が進む中、商業用不動産不況が貸出債権不良化への懸念を高めており、銀行システムに関するセンチメント悪化が発生しやすい状況に。
- 融資態度は商業用不動産向けでは厳格化**：米連邦準備制度理事会（FRB）の上級融資担当者調査によると、23年10～12月期に融資基準を厳格化したと回答した米銀行の割合は、広範なカテゴリーにわたって前四半期から低下した。反対に基準緩和の報告もほぼ見られず、米銀は融資に慎重な姿勢を保っているとみられる。特に商業用不動産向けへの風当たりは厳しく、24年も与信環境の引き締まりが継続する見通しが示された。

▽米地方銀行株式指数



(出所) S&Pグローバルより丸紅経済研究所作成

▽米商業用不動産価格指数



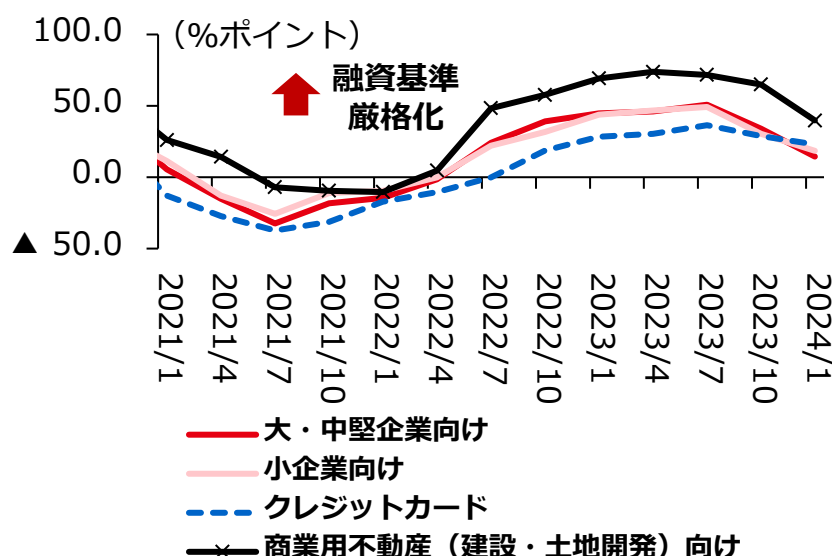
(出所) 国際通貨基金

▽米銀保有の商業用不動産向けローン

資産サイズ	行数	商業用不動産ローン/全資産
2,500億ドル以上	14	6.0%
100～2,500億ドル	142	18.8%
10～100億ドル	842	33.8%
1～10億ドル	2,890	27.4%
1億ドル未満	726	11.6%
総計	4,614	13.3%

(出所) 米連邦預金保険公社より丸紅経済研究所作成

▽銀行の貸出態度



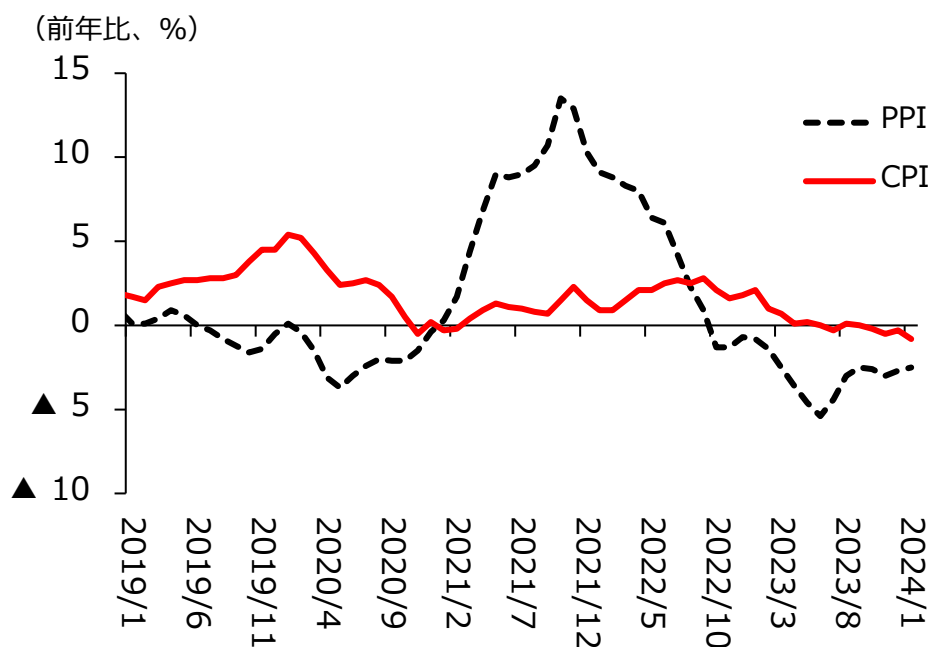
(注) 融資基準を厳格化した銀行の割合から緩和した銀行の割合を差し引いたネットベースで算出。調査期間：2023/12/18～2024/1/9
(出所) 連邦準備制度理事会

③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

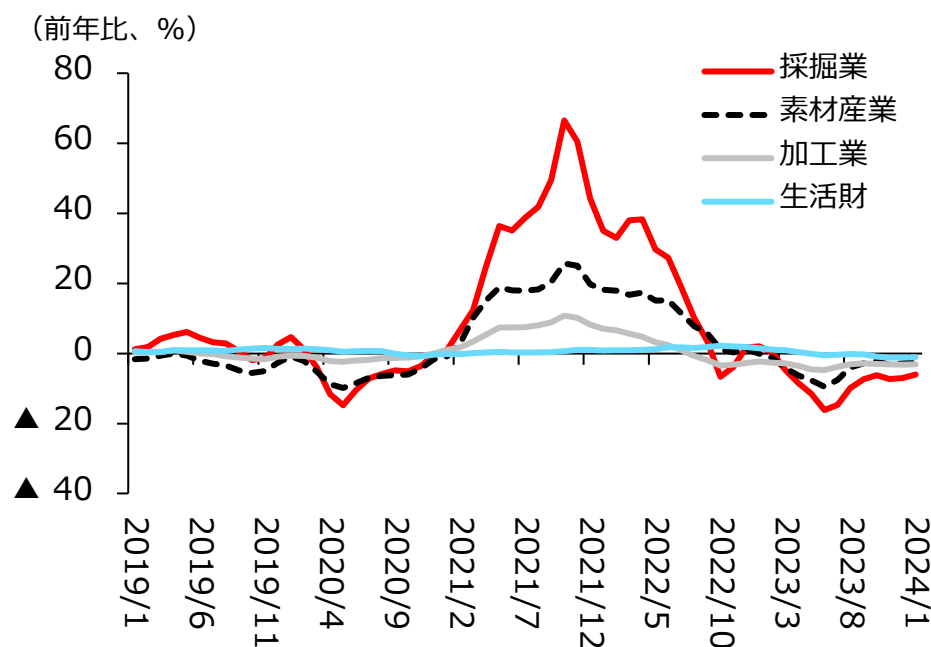
- 生産者物価指数 (PPI)** : 1月は前年比▲2.5% (2023年12月▲2.7%) と低下率が縮小。昨年央に5%を超える下落を記録したが、過去半年間程度は前年比▲3%以内で推移している。石炭や原油などの採掘業、鉄鋼や非鉄などの素材産業、設備や輸送機など中間財の加工業では低下率に縮小傾向が見られる一方、消費財ではこれらに遅れる形で耐久消費財を中心に低下率が拡大。PPIの低下圧力の背景には原油や非鉄金属など国際商品市況下落していること、各地で数十年ぶりの低温を記録する厳冬の中、建設業界の活動が停滞し建材や関連原材料需要が低迷していることなどが存在。
- 消費者物価指数 (CPI)** : 1月は前年比▲0.8% (2023年12月▲0.3%) と2009年9月以来の大幅な下落率となった。一年のうち最も消費が旺盛な春節休暇は昨年1月から今年は2月にずれしており、春節時期のずれによる反動で下落率が拡大している。また、昨年年初に4年ぶりにゼロ・コロナ政策が解除となったため、コロナ禍で抑制されていた財・サービス需要の繰り越し発生分 (ペントアップ需要) による高上げからの反動減も影響している。加えて、CPIは足元では4カ月連続で下落が続き、変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア指数も+0.4% (2023年12月+0.6%) と7カ月ぶりの低い伸びに。また財とサービスに分けてみると、財価格は10カ月連続で下落とデフレ傾向が強まり、サービス価格の上昇率も足元で大幅に縮小。総じてみると、春節時期のずれなど特殊要因の影響も大きいものの、原材料価格の下落を受けた製造コストの低下や、住宅セクターや耐久消費財を中心とした需要不足など構造的な要因も無視できない。
- 今後の展望** : 長い目で見ると、製造業などの供給体制は総じてコロナ禍前に回復している中、住宅不況や輸出の低迷など内外の需要不足が影響し、財を中心にデフレ圧力が強まっている。また、サービス消費のペントアップ需要の一巡も今後物価の押し下げ要因に転じ得る状況。他方、短期的には春節休暇に向けた財消費の拡大や寒波襲来などによる暖房需要の増加を背景に、食料品やエネルギー価格を中心に上昇圧力が強まる見通し。また、春節時期のずれが及ぼす効果で2月にCPIの下落率が大幅に縮小、またはプラスに転換する可能性もある。サービス部門では、春節移動期間 (春節前日までの15日と春節以降25日の計40日) 中の旅客移動数は18億人・回 (2023年16億人) と前年比1割以上拡大することが見込まれている。

▽物価指数



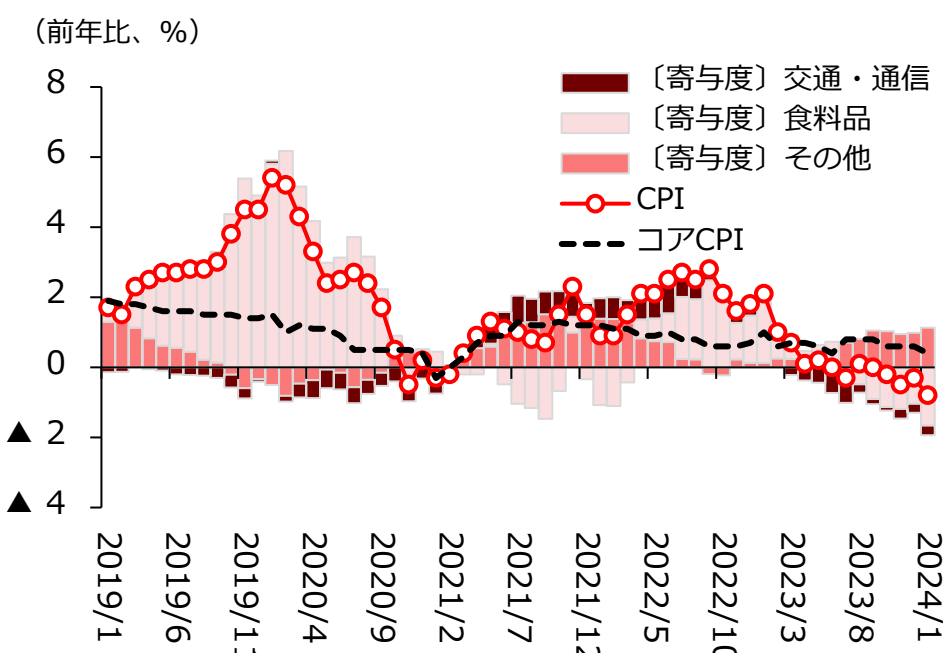
(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1月

▽PPIの内訳



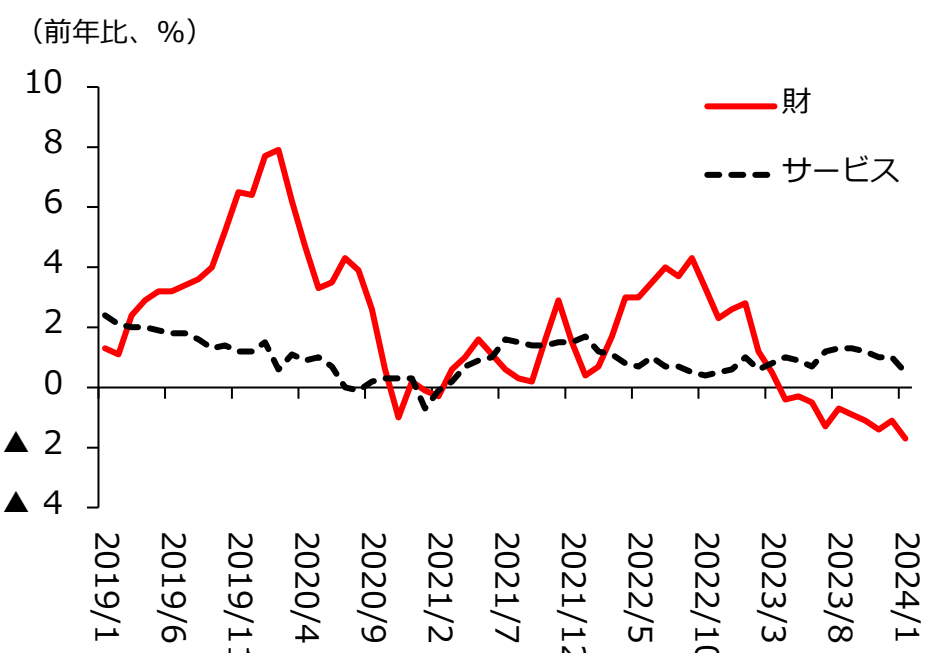
(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1月

▽CPI (寄与度別) ・コアCPI



(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1月

▽CPIの内訳



(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1月

④ 欧州経済（フランス）

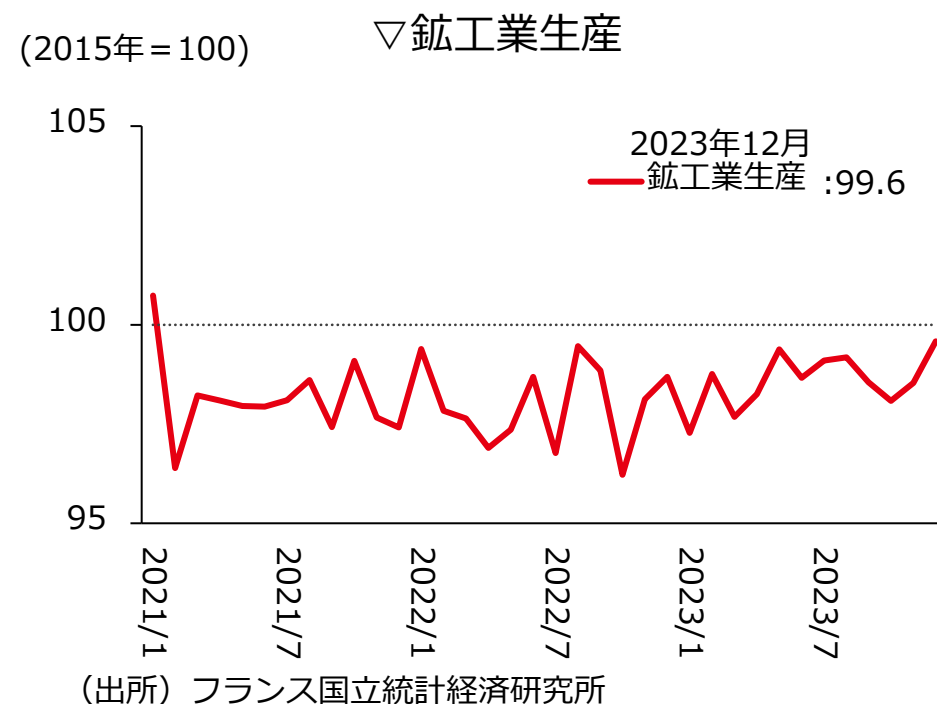
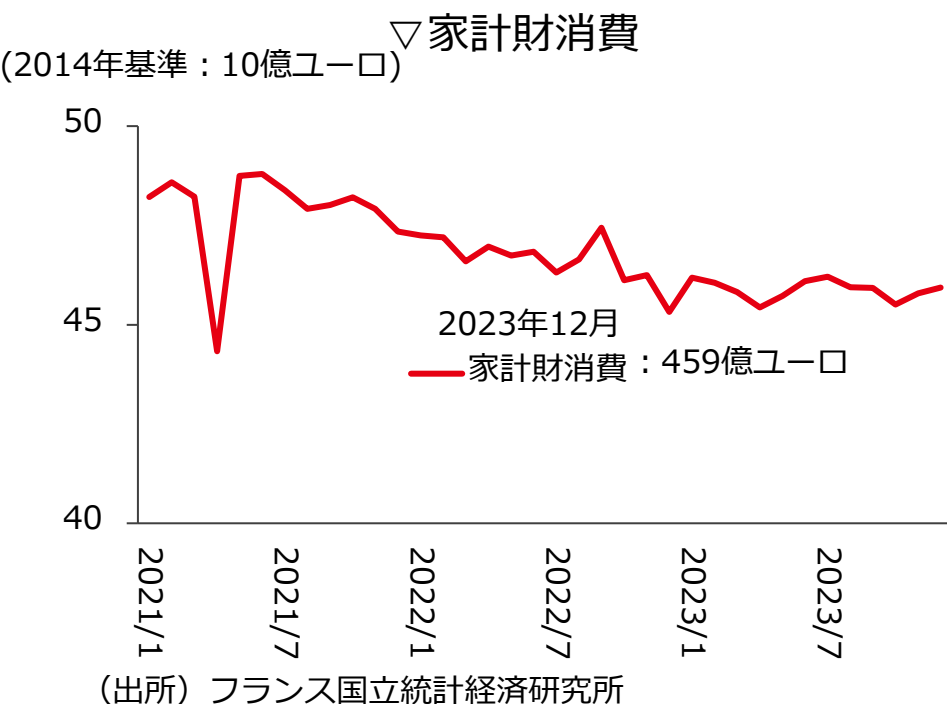
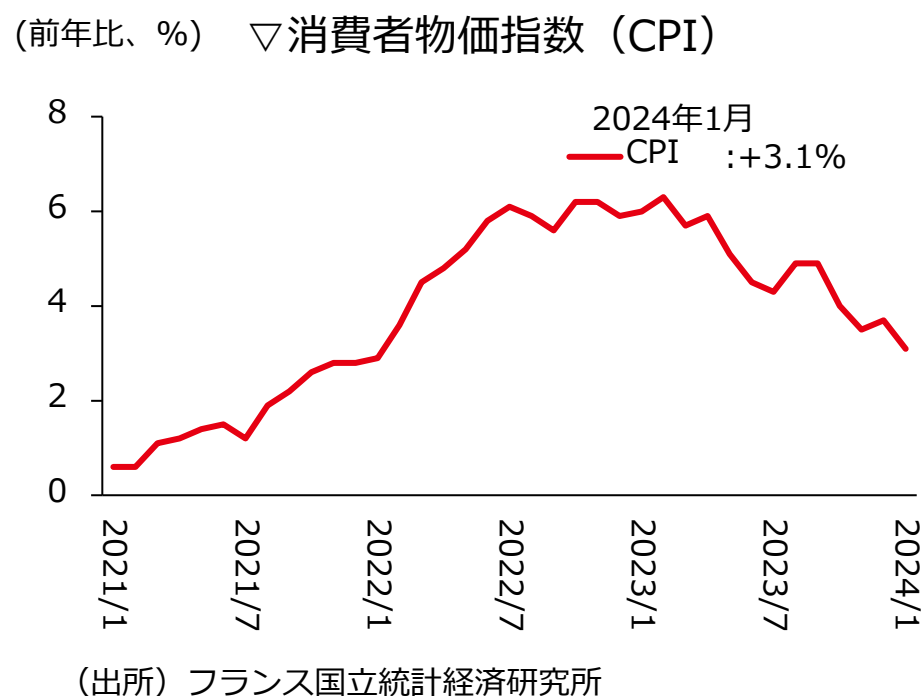
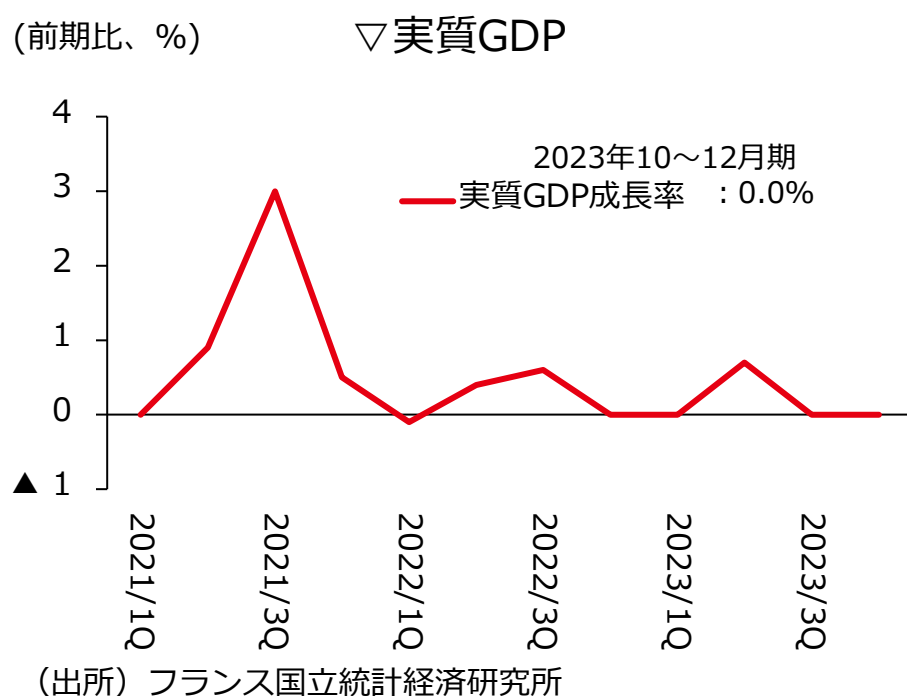
（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.0%（7～9月期同▲0.0%）と、2四半期連続でほぼ横ばい。内需項目では、政府消費支出が同+0.3%（7～9月期+0.3%）と増加したが、家計消費支出が前期比▲0.1%（7～9月期同+0.5%）、総固定資本形成が同▲0.7%（7～9月期同+0.2%）と減少。外需項目では輸出が同▲0.1%（7～9月期同▲0.6%）と減少したが、輸入の減少がそれを大きく上回りGDP全体を下支えした。なお、2023年の実質GDP成長率は前年比+0.9%（2022年同+2.5%）。
- 消費者物価指数（CPI）・家計財消費**：1月のCPI上昇率は前年比+3.1%（12月同+3.7%）と縮小。主要項目別の上昇率は、サービスが前年比+3.2%（12月同+3.1%）と拡大した一方で、食料品が同+5.7%（12月同+7.2%）、エネルギーが同+1.8%（12月同+5.7%）と縮小。12月の家計財消費は前月比+0.3%（11月同+0.6%）と増加した。項目別では食料品が前月比▲0.7%（11月同+0.0%）と減少した一方で、エネルギーが同+1.7%（11月+1.0%）、加工品が同+0.6%（11月同+0.9%）と増加。
- 鉱工業生産**：12月の鉱工業生産指数は99.6（11月98.5）と上昇し、2021年1月以来の高水準。項目別では、製造業が101.3（11月100.1）、鉱業が90.5（11月90.3）、建設業が103.2（11月100.2）と上昇した。

基調判断・見通し

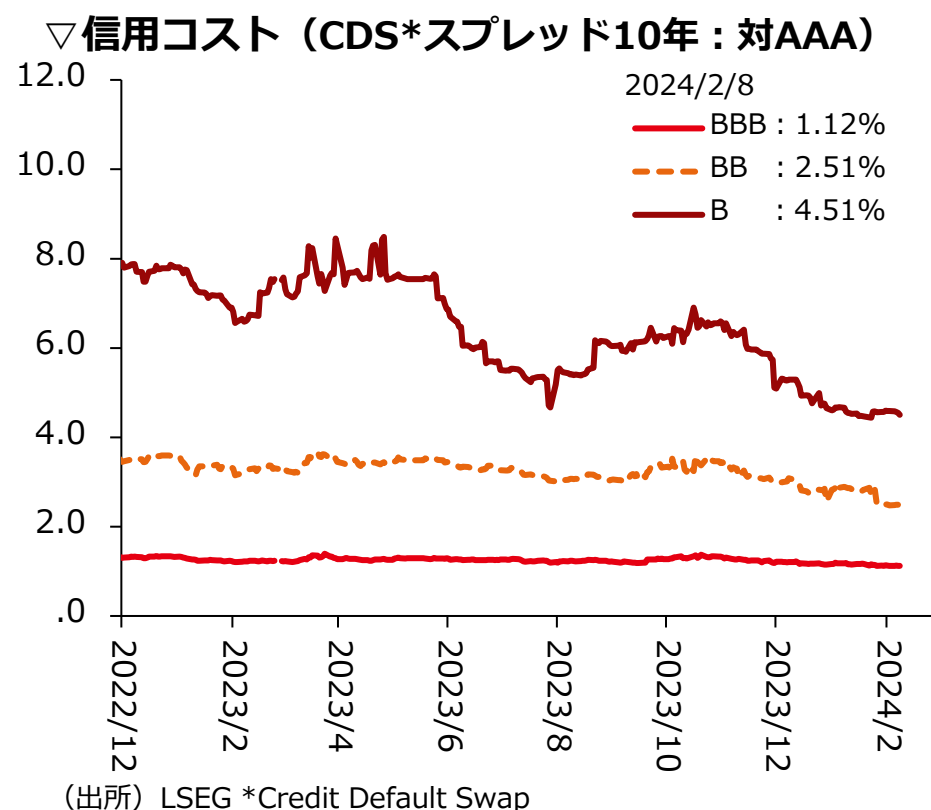
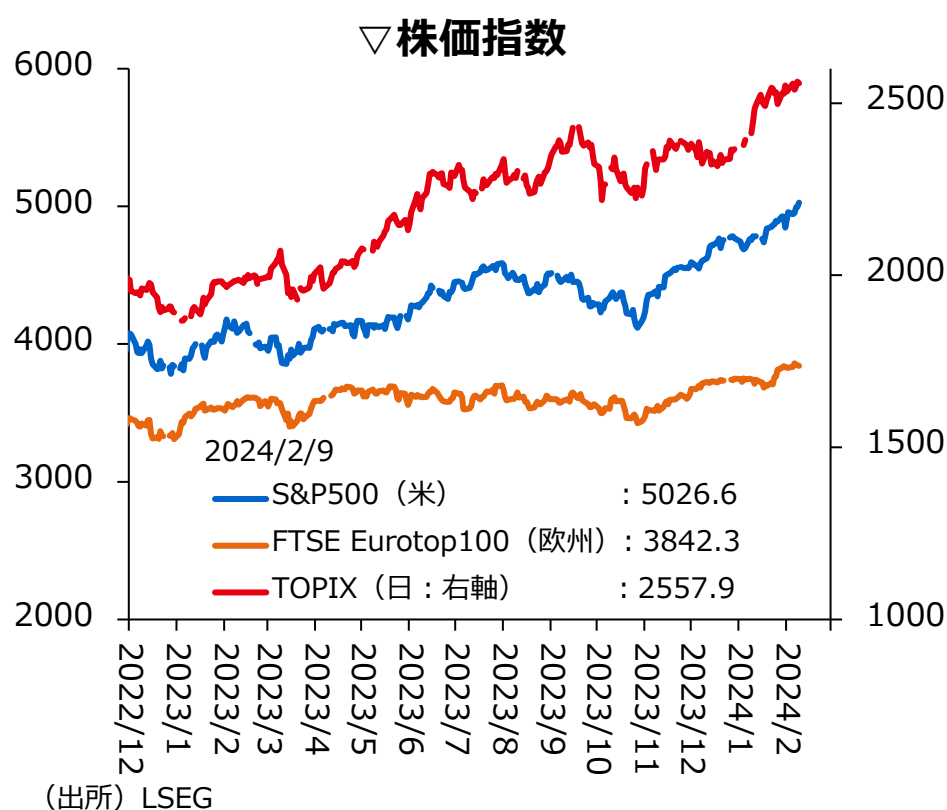
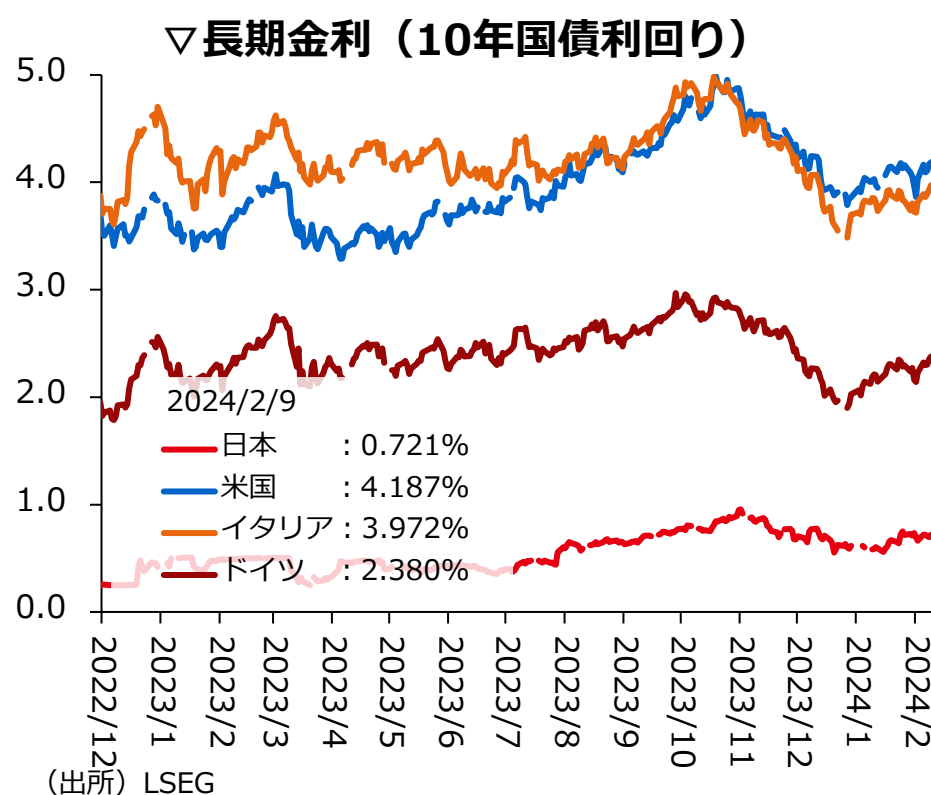
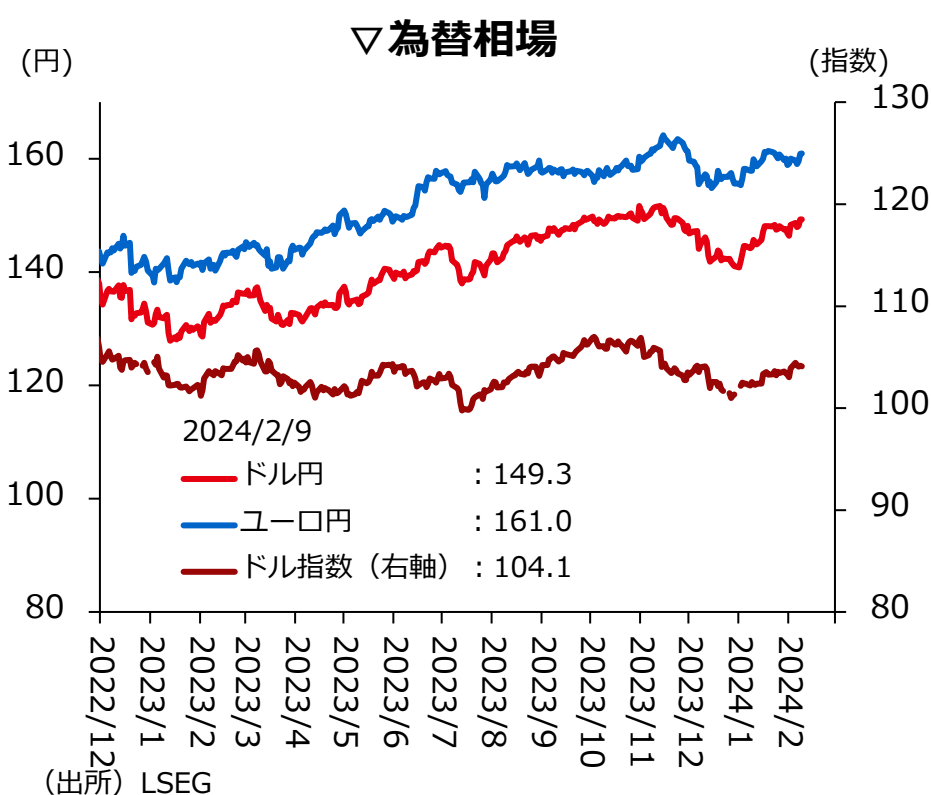
- フランス銀行（2023年12月19日公表）は2024年の経済成長率を前年比+0.9%、2025年を同+1.3%と予測。また、同国国立統計研究所（2023年12月21日公表）は2024年の経済成長率を前年比+0.5%、2024年3月時点のCPI上昇率を同+2.4%、同年6月時点の同+2.6%と予測。
- 2024年のフランス経済も低成長にとどまるという見方が強い。個人消費などが緩やかに増加する一方で、政策金利の高止まりもあり、設備投資などの動きが弱いと見られている。また、CPIの内、サービスの上昇率が3%近傍で推移するとの予測もあり、物価高などが個人消費の回復を抑制する展開が続くと見られる。



⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：主要通貨間では円が軟化。内田日銀総裁の発言（後述）を受け、日本の金融緩和策が長期化するという見方が強まり、主要通貨に対して円売りを誘った形に。先週を通じ米金融当局からは今後の金融政策に対しいくつかの異なった見解が示されたが、経済指標は総じて景気の底堅さを追認する内容となり、ドルは一時の勢いこそ感じさせないものの主要通貨に対してはおおむね上昇した。
- 金利**：長期金利は全般的に上昇した。米国では新規失業保険給付件数が減少、それが月初の強めの雇用統計と整合しているなど、労働需給が大きくは緩んでいないことを改めて示唆。インフレ要因は依然として残るとの見方から5月の連邦公開市場委員会（FOMC）における利下げの織り込みはわずかに剥落した。ユーロ圏でも米金利上昇の波及に加え、利下げ転換にはインフレ収束に向けたさらなる確証が必要との発言等あり、各国で国債利回りは上昇。日本では、内田日銀副総裁がマイナス金利政策に関連し、政策解除後も緩和的な金融環境が維持されると発言。10年国債利回りは一時0.7%を割り込んだが、週末にかけては米金利上昇に連動して発言前の水準に戻す格好となり、日本固有の要因での金利低下余地の狭まりを暗示している。
- 株式**：株式市場は底堅い動きが継続。米国では地銀株が大きめの下落を示す局面があるなど、セクター毎のばらつきはあったが、比較的好調な企業決算を背景にテック株などが上伸、S&P500指数は5000台に乗せ最高値付近での越週となった。日本株は米株の値動きや円安などを手掛かりに上昇に勢い。連休明けの東京市場では半導体関連銘柄が物色されるなど幅広く買い注文を集め、日経平均株価は史上最高値に接近。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は全般的に小幅な動き。全般で見れば好調な株式市場もセクター毎に好不調が見られ、長期金利が下げ止まりから反転の動きに入ったことも一段の信用コスト押し下げを阻む要因となっている模様。一方、信用コストの押し下げ要因として、年金基金からの利付金融商品への需要が増加しており、高利の企業債務（社債など）の希少性を高めているとの観測も。



⑥ チョークポイントを巡るリスク拡大

(シニア・エコノミスト 坂本 正樹)

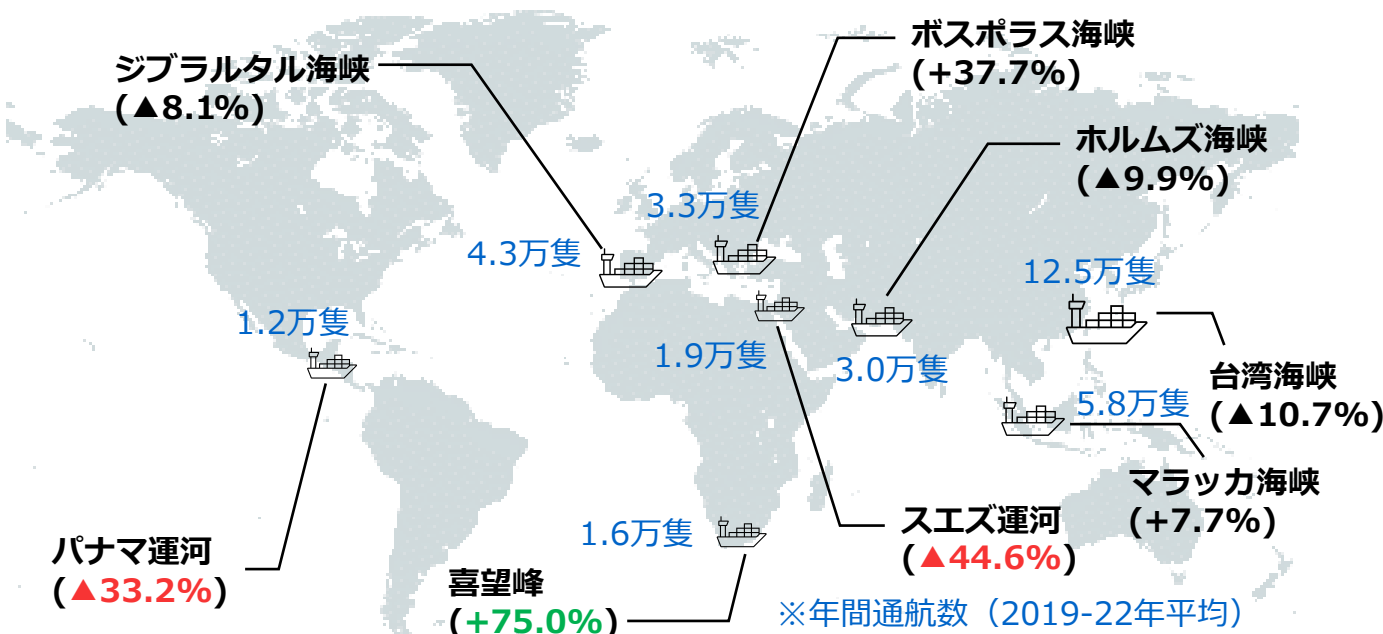
異常気象や中東情勢不安定化を背景に、海上輸送において重要な運河・海峡など、いわゆる「チョークポイント」を巡るリスクが高まっており、問題の発生したチョークポイントの迂回や船舶関連の保険料率引き上げの動きも出ている。チョークポイントの航行に長期間支障が出る場合、増加した運賃・保険料が企業収益を下押すことや、貿易財価格に転嫁されることで新たなインフレの火種となる懸念も強まる。

情勢①パナマ運河：中米のパナマ運河で船舶通航に必要な給水を行う2つの湖がエルニーニョ現象に伴う記録的な干ばつで水不足となり、船舶通航が制限されている。2月11日時点で、通航船舶数は前年比▲33.2%と大きく減少。パナマ運河庁（PCA）は昨年8月時点で24年9月まで一定の通航制限を継続する見通しを示しており、海上輸送への影響は長期に及ぶと考えられる。

情勢②スエズ運河：イスラエルとイスラム組織「ハマス」の戦闘が激化する中で、周辺の武装勢力の活動が活発化しており、昨年11月から紅海周辺を航行する船舶に対してイエメンのフーシ派による攻撃などが相次いでいる。米国は12月に有志連合を結成して船舶護衛を開始したが、その後も船舶への攻撃が継続する中で、24年1月には英国と連携してイエメン内のフーシ派への空爆攻撃を複数回行った。紅海周辺の情勢悪化を受けて、地中海との間にあるスエズ運河を経由する船便では保険料率の引き上げや喜望峰ルートへの迂回などの動きが起き、通航船舶数は前年比▲44.6%とほぼ半減した。ガザ地区における戦闘が継続し、イランと米国の間の緊張も強まる中で紅海周辺のリスクは一段と深刻化する懸念は強い。

世界経済への影響は？：世界経済の減速により需要が減少する中、これまでのところ中東産原油価格に強い上昇圧力は認められず、ドバイ原油は2月5日時点で78.0ドルと、直近最高値の96.2ドル（昨年9月）に比べ低位にある。国際通貨基金（IMF）は、先行き警戒が必要としつつも、現状では紅海ルートの通航コスト増加が欧州などのインフレに与える影響について限定的との見方を示した。英調査会社オックスフォード・エコノミクスは、紅海ルートが数カ月以内に完全に閉鎖される「深刻化シナリオ」の場合、海上運賃が23年12月比で2~3倍に上昇し、24年末の世界の物価上昇率を0.7%ポイント程度押し上げると試算したが、その場合でも主要国の金融政策方針に修正を迫るほどの影響となる可能性は低いとした。ただし、中東情勢の先行きは不透明感が強く、海運コスト上昇の波及にもラグが見込まれることから物価指標などの動きは当面注視する必要がある。

▽チョークポイント船舶通航数（2/11時点、7日移動平均、前年比）



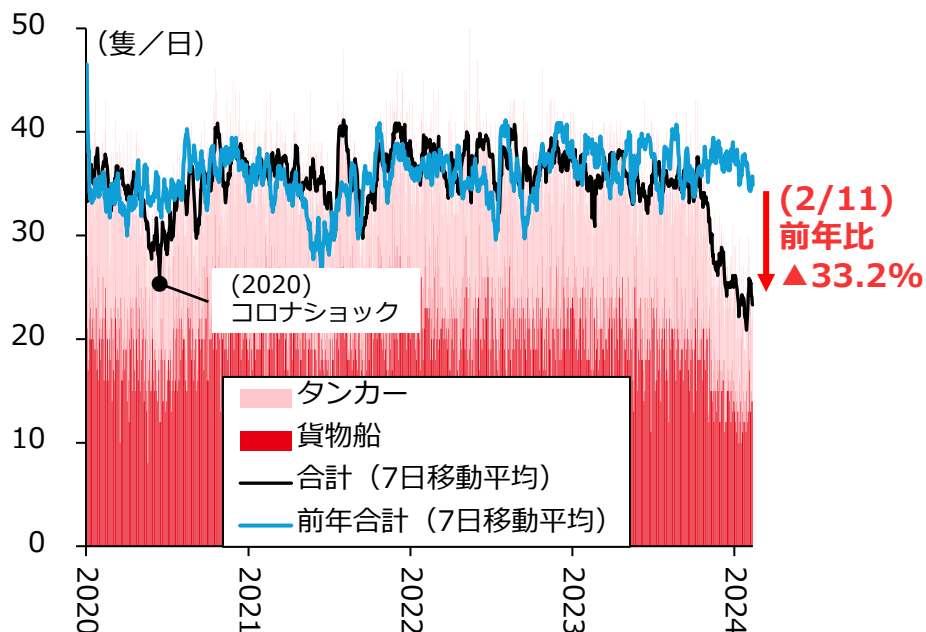
(出所) IMF PortWatch

▽船舶運賃指数



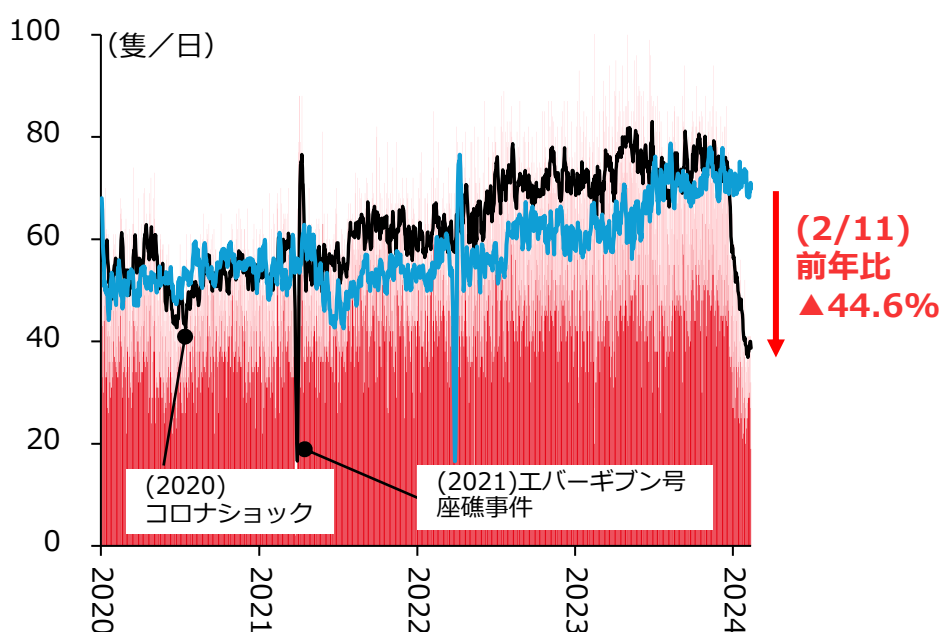
(出所) LSEG

▽船舶通航数（パナマ運河）



(出所) IMF PortWatch

▽船舶通航数（スエズ運河）



(出所) IMF PortWatch

お問い合わせ：丸紅経済研究所 経済調査チーム TOKB4A1@marubeni.com

(監修)	副所長		田川真一
	所長代理		榎本裕洋
(日本経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国経済)	経済調査チーム	エコノミスト	清水拓也
(中国経済)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	李雪連
(欧州経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融・信用)	副所長		田川真一
(特集)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	坂本正樹

本シリーズは丸紅経済研究所HP上からも参照可能です（最新号は水曜日に掲載）
(<https://www.marubeni.com/jp/research>)

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。