

<目次>

① 日本経済..... 1
国際収支 / 貿易統計 / 訪日外客数

② 米国経済..... 2
消費者信頼感 / 企業景況感（製造業、非製造業）

③ 中国経済..... 3
住宅価格指数 / 新規貸出額 / 金融政策 / 今後の見通し

④ 欧州経済（ユーロ圏）..... 4
実質GDP / 鉱工業生産 / 輸出入 / 小売売上高

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5

⑥ 特集..... 6
ロシア経済：現状 / 展望 / 継戦能力

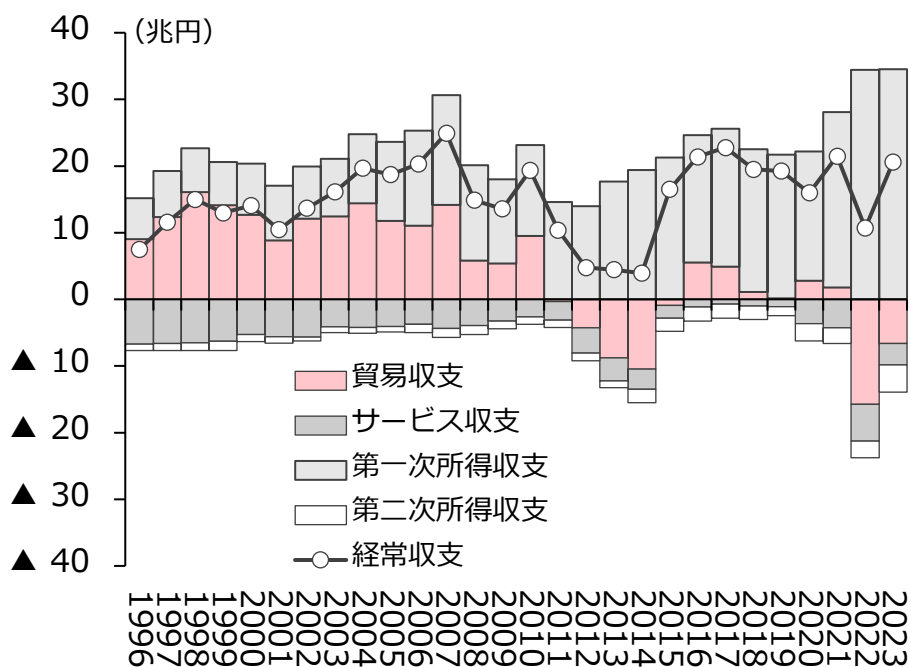
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

貿易収支の改善や旅行収支の黒字拡大などを主因に、経常収支は黒字拡大

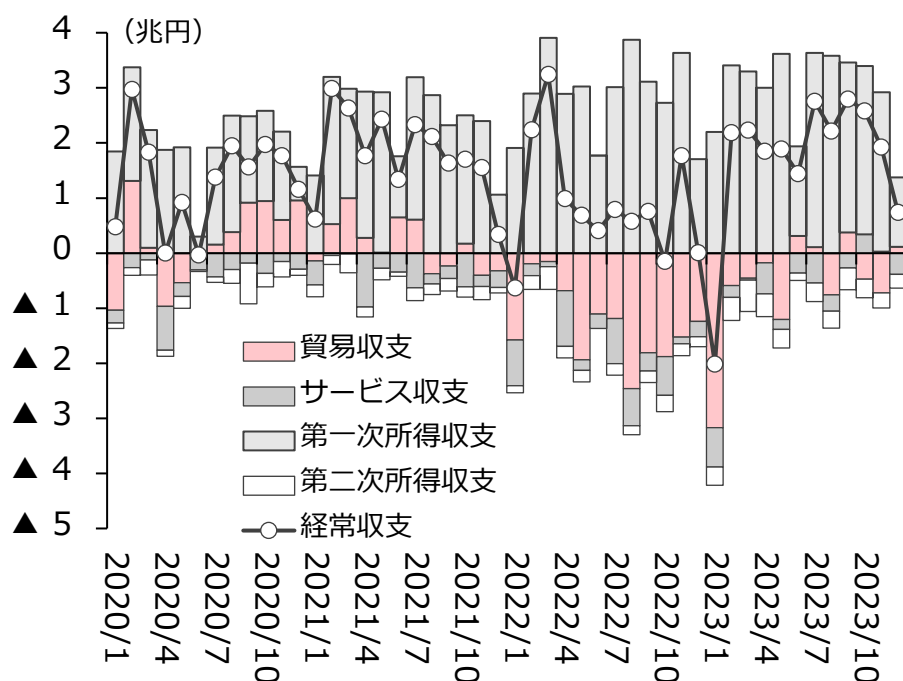
- 国際収支**：23年の経常収支は+20.6兆円と前年から黒字幅が約2倍となり、2年ぶりに20兆円台の黒字。資源価格の高騰により貿易赤字が膨らんだ前年と比べ、資源高の一服による輸入額の大幅減少や自動車輸出の回復などに伴い貿易収支の赤字幅が大幅に縮小したことが主因。第一次所得収支（利子、配当等）は海外の金利上昇や円安などを背景に前年並みの黒字を維持したほか、サービス収支は旅行収支の黒字拡大もあり赤字幅が縮小した。また、12月単月の経常収支は+7,443億円と黒字幅は前年から拡大。輸出が増加した一方で輸入が減少し、貿易収支が+1,155億円と黒字に転化したことが主因。第一次所得収支（利子、配当等）は、直接投資収益の黒字縮小などにより+1兆2,624億円と黒字幅が縮小。サービス収支は、旅行収支の黒字幅が拡大した一方、再保険契約の増加に伴う保険サービス代金などの支払増により▲3,833億円と赤字幅が拡大した。
- 貿易統計**：1月の貿易収支（通関ベース）は▲1兆7,583億円の赤字。輸出金額は前年比+11.9%と2カ月連続の増加。地域別では、米国（同+15.6%）の増勢が続く、EU（同+13.8%）や中国（同+29.2%）も2カ月連続で増加。品目別では、半導体不足の緩和を背景に自動車（同+31.6%）の回復が全体の伸びをけん引したほか、ITサイクルの底打ちを背景に半導体等製造装置（同+27.5%）も増加。先行きは、海外経済の減速が重しとなる中、一部自動車メーカーの不正問題に伴う工場稼働停止の影響により自動車輸出が伸び悩む恐れも。輸入金額は同▲9.6%と10カ月連続の前年割れ。資源高の一服を背景に鉱物性燃料を中心に減少が続いた。
- 訪日外客**：1月の訪日外客数は約269万人（2019年比▲0.0%）とコロナ前並みの水準。コロナ前に全体の3割を占めた中国からの訪日客数は約42万人（同▲44.9%）と23年8月の団体旅行解禁後も回復が鈍い状況が続いているが、2月は春節休暇に伴う回復が期待される。その他の国・地域からの訪日客数は約227万人（同+30.9%）と円安などを追い風にコロナ前を大幅に上回る傾向が継続。1月の出国日本人数は約84万人（同▲42.3%）とコロナ前水準を大きく下回り、円安などが日本人の海外渡航の回復のネックになっている模様。

▽ 経常収支（暦年）



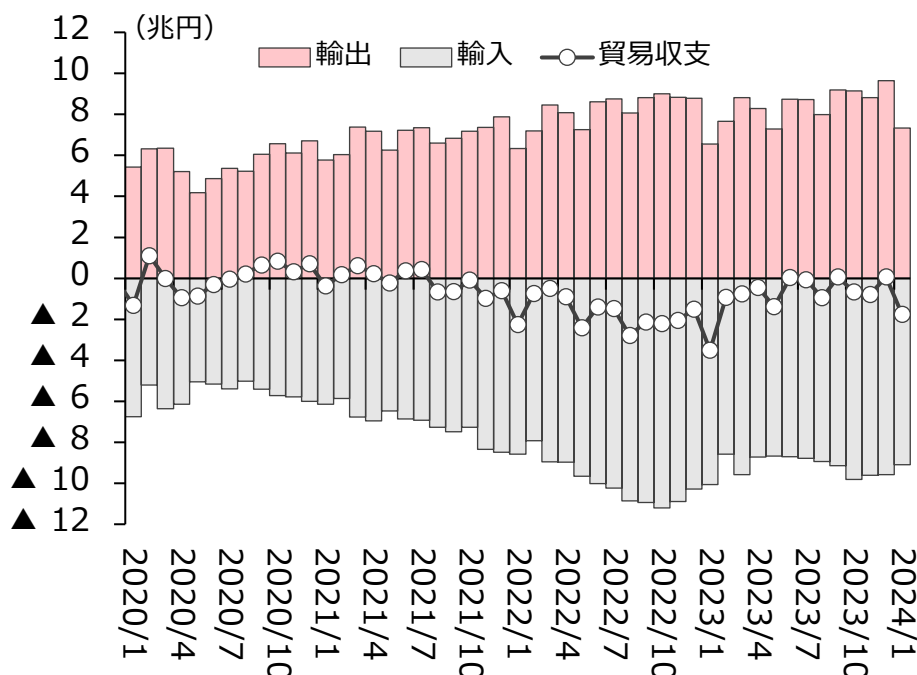
(出所) 財務省

▽ 経常収支（単月）



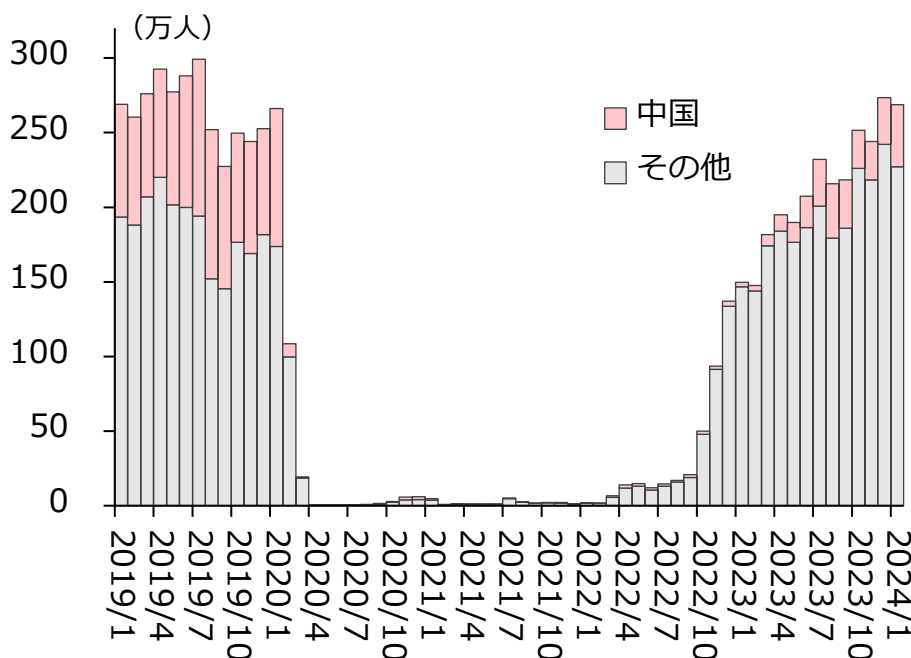
(出所) 財務省

▽ 貿易収支（通関ベース）



(出所) 財務省

▽ 訪日外客数



(注) 直近2カ月は速報値

(出所) 日本政府観光局

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

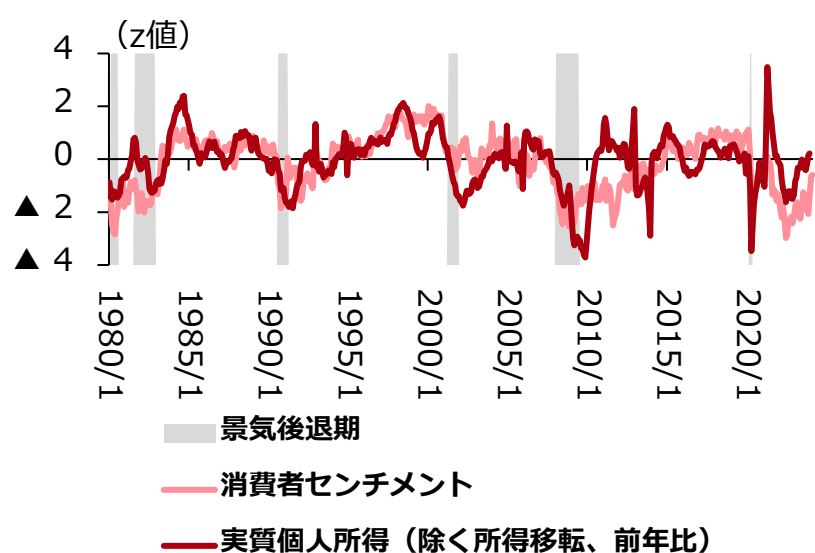
主要指標の動向

- 消費者信頼感**：2月のミシガン大消費者信頼感指数（1966Q1=100）は79.6（1月79.0）と上昇した。足元の景況感を示す現況指数は小幅に悪化も、先行きの景況感を示す期待指数が改善した。また、短期のインフレ見通しを示す1年先の期待インフレ率は+3.0%（1月+2.9%）とコロナ禍以前に近い水準で推移。
- 企業景況感（製造業）**：1月のISM製造業指数は49.1（12月47.1）と活動拡大／縮小の目安とされる50を下回るも、顕著に上昇した。構成要素別では、低迷していた新規受注（12月47.0→1月52.5）が改善に転じた一方、雇用（12月47.5→1月47.1）は下向き。業種別では輸送用機器、化学製品等の活動拡大が報告された。
- 企業景況感（非製造業）**：1月のISM非製造業PMIは53.4（12月50.5）と50超で推移した。構成項目別では、新規受注（12月52.8→1月55.0）、雇用（12月43.8→1月50.5）が顕著に上昇した。また、価格（12月56.7→1月64.0）も5カ月ぶりに上昇。業種別では、ヘルスケア、農業など10業種で活動拡大が報告された。

基調分析・展望

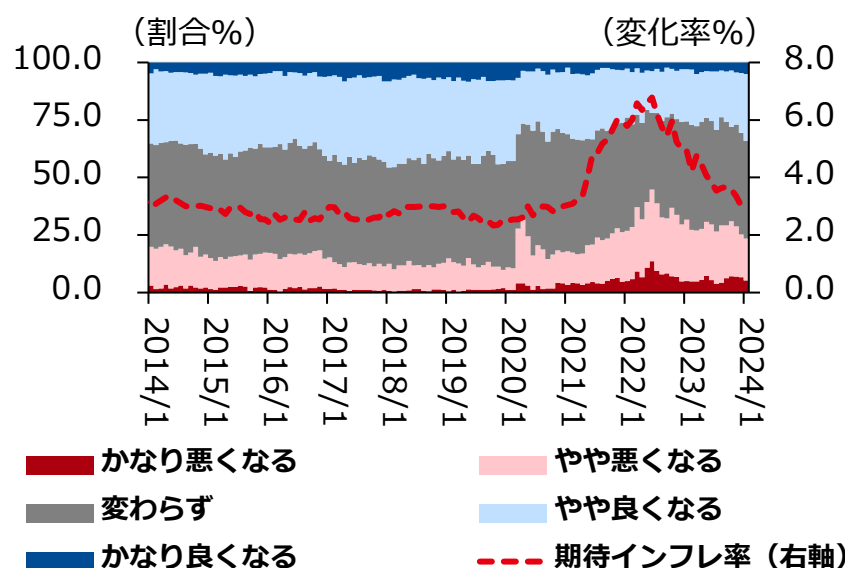
- 消費者信頼感是最悪期を脱出**：従来、消費者信頼感指数は景気の浮き沈みに関する先行指標として注目されてきた。しかし過去3年程度はセンチメントの低迷と対照的に実際の経済状況を映す他の指標（特に連動性が指摘される個人消費）は概して好況ぶりを示し、両者の間で方向感の乖離が際立っていた。センチメント低迷期には、高インフレがもたらした所得の実質的な目減りが指摘されたが、足元ではインフレ沈静化による実質所得の増加が維持され、センチメントは最悪期を脱しつつある。ただし、高金利の長期化、与信環境の引き締め等を受け、若年・低所得者世帯を中心に家計が圧迫されている様子もうかがわれる。
- 需要状況の認識にも改善の兆し**：既に公表されている1月分の実データでは、生産・消費など企業活動に関連する統計が低調であるのとは対照的に、企業部門の景況感は広範な業種にわたり改善傾向を示した。とりわけ、ISM指数の内訳のうち新規受注指数の改善は、米経済が景気失速を避けながら成長を維持する「ソフトランディング」シナリオの実現に向け、ひとまず好材料に。一方、製造業を中心にレイオフに関するコメントも散見され、景気の最大の支持要因とされてきた良好な雇用環境については先行きに不安も残る。

▽消費者信頼感指数



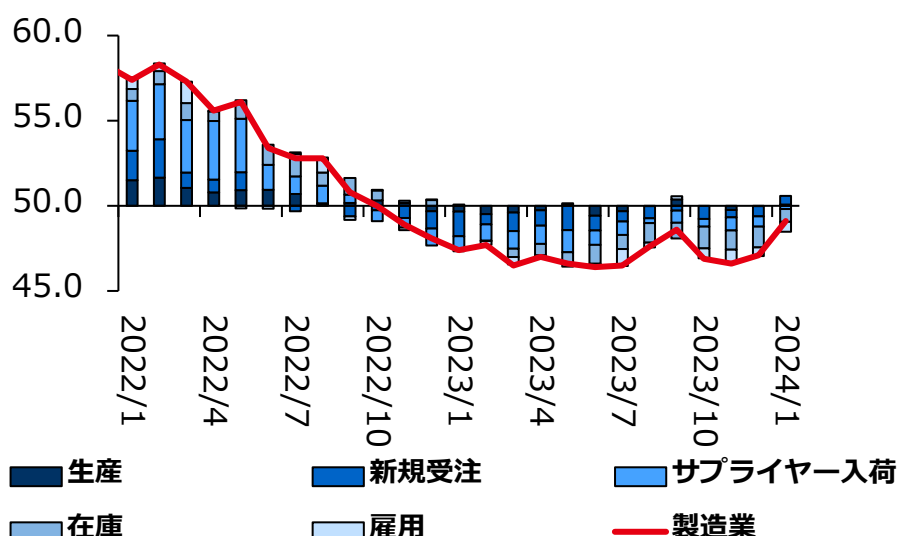
(注) 消費者センチメント：ミシガン大消費者信頼感指数（速報）1980～2019年のデータの標準偏差を1単位とした、同期間の平均値からの乖離の度合い（z値と呼ばれる）を图示。
 (出所) University of Michiganより丸紅経済研究所作成

▽将来の家計状況 × 期待インフレ率



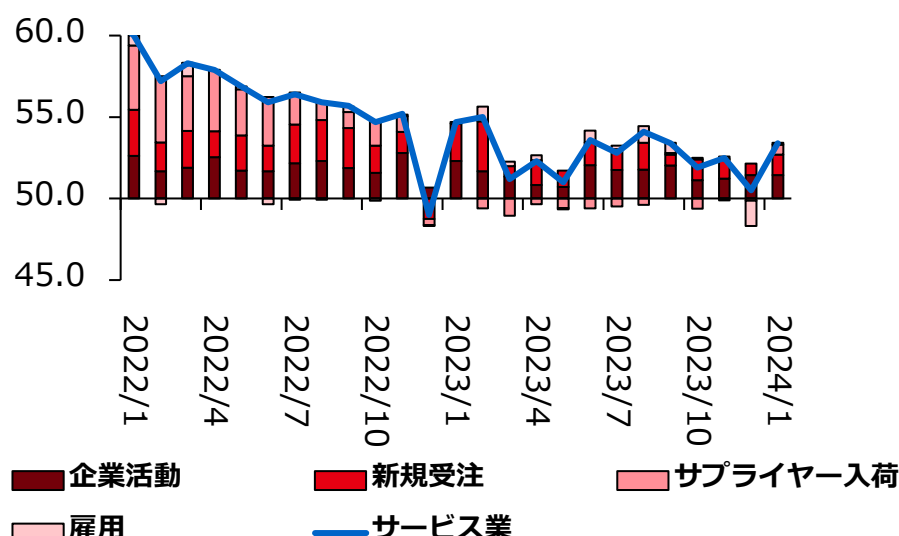
(注) 1年先の家計状況予想に関して各回答が占める割合、1年先期待インフレ率に関する各回答の中央値を图示。
 (出所) NY連邦準備銀行

▽ISM製造業指数



(注) 製造業指数は、5項目のDIを同ウェイトで加重平均したもの。製造業指数の50からの乖離分に対する、各構成項目の寄与分を图示。
 (出所) Institute for Supply Managementより丸紅経済研究所作成

▽ISM非製造業指数



(注) 非製造業指数は、4項目のDIを同ウェイトで加重平均したもの。非製造業指数の50からの乖離分に対する、各構成項目の寄与分を图示。
 (出所) Institute for Supply Managementより丸紅経済研究所作成

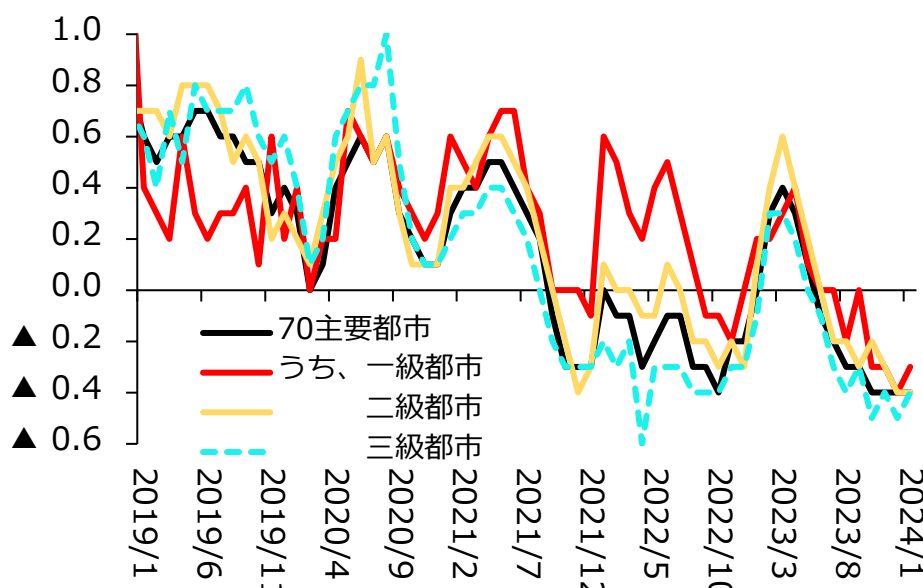
③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李雪連)

- 住宅価格指数**：1月の70主要都市新築住宅の価格指数は前月比▲0.4%（2023年12月▲0.4%）と8カ月連続で下落が続いた。天津や長春など中堅都市（二級都市）の下落幅は前月と変わらなかったが、北京や上海など大都市（一級都市）と、中小都市（三級都市）の下落幅がやや縮小した。他方、70主要都市のうち、前月比で下落は2023年12月に比べ6都市減少して56都市、上昇は4都市増加し11都市、横ばいは2都市増加し3都市に。新築住宅価格の下落は依然として地方都市を中心に観測されているが、下落の都市数は10カ月ぶりに減少に転換。コロナ禍以来の住宅価格の低調は、行動規制などの一時的な要因に加え、2020年9月に導入された融資総量規制などを受けた開発企業の経営不振が完工・引き渡しに対する不安に繋がり、潜在的購入者の買い控えの動きが広がったことが主因とみられており、その構図は足元でも継続。
- 新規貸出額**：1月は前年比+0.4%と小幅な前年越えにとどまったが、そのうち住宅ローンなど向け貸出は同+181.1%と大幅に拡大。2023年夏場以降、上場不動産企業を中心に一部の資金調達規制を緩和するといった資金不足に苦しむ関連企業への支援策を受け、住宅ローンなど向け貸出は比較的堅調に拡大している。
- 金融政策**：中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率を2月5日から5カ月ぶりに引き下げ市中銀行の貸出余力を拡大したと同時に、同月20日に住宅ローンなどに適用されるLPR5年物の金利を8カ月ぶりに引き下げた。同金利水準は4.20%から3.95%に低下し、下げ幅（▲0.25%pt）は2019年同金利導入以来で最大となった。
- 今後の見通し**：金融当局は2月に預金準備率と住宅ローン関連金利を比較的大きめに引き下げたことで、市場では住宅セクターへのさらなる支援を行う姿勢の表れとみる向きがある。3月5日から開催される全人代（国会）で2024年の経済目標や、政府予算が承認されるほか、経済の最大の重しである住宅不況への対策にも注目。一方、完工が遅れた物件の建設促進を中心とした政府のテコ入れ策は新たな政府予算が承認・施行される3月中旬までの間、財政資金枯渇の影響を受けやすい状況にある点に留意が必要。

▽70主要都市新築住宅価格指数

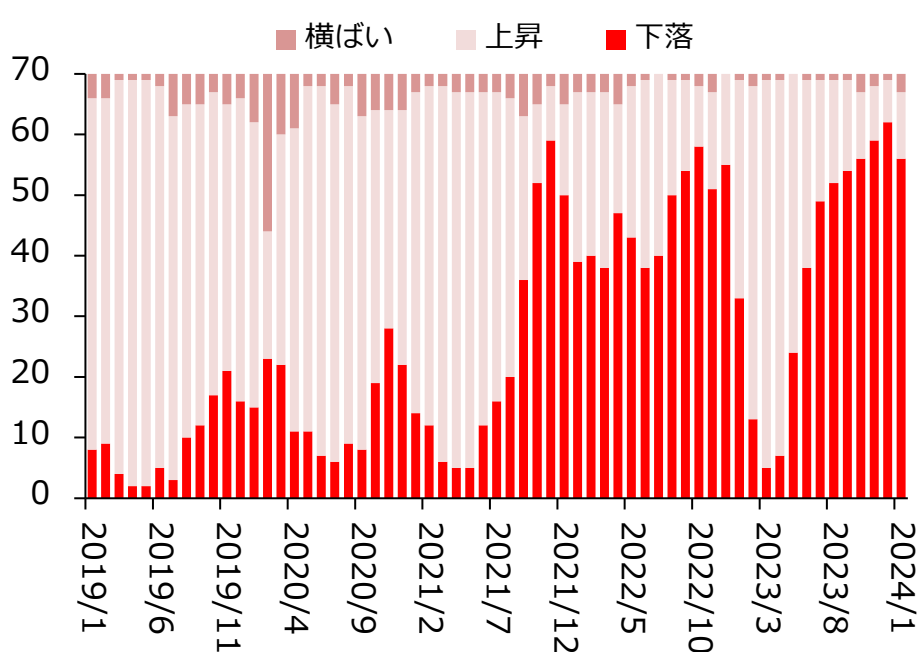
（前月比、%）



（注）一級都市：北京、上海、広州、深圳。二級都市：21都市（天津や重慶、長春等の省都）。三級都市：残り45の地方都市
（出所）中国国家统计局 直近：2024年1月

▽70主要都市新築住宅価格指数

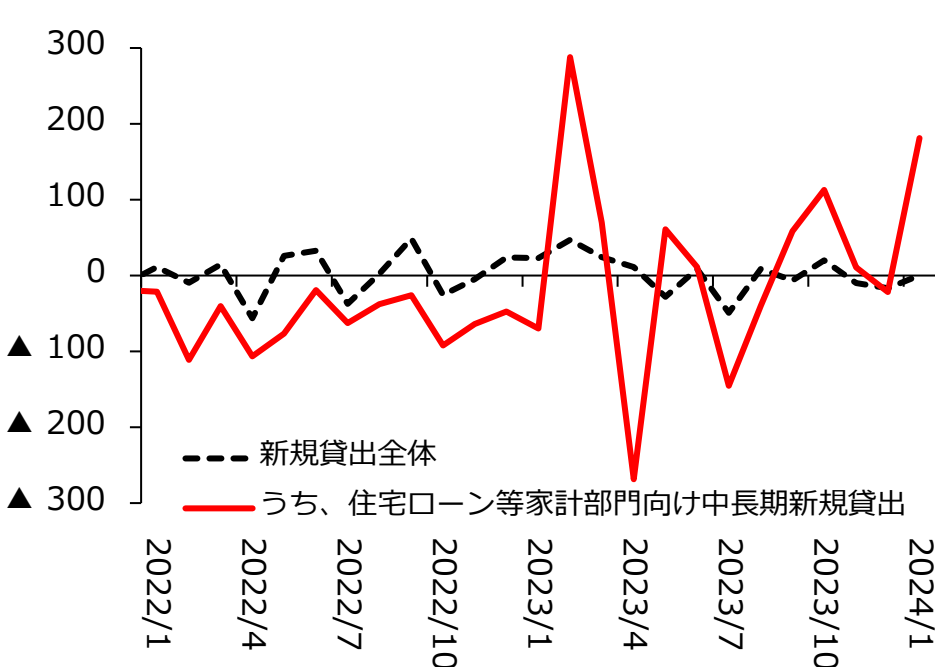
（都市数、前月比上昇・下落・横ばい）



（出所）中国国家统计局 直近：1月

▽新規貸出額

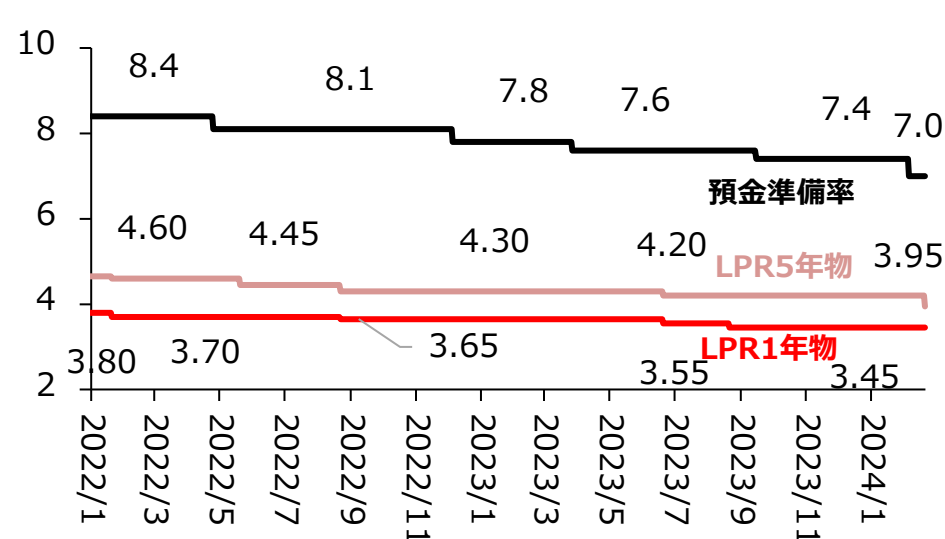
（前年比、%）



（出所）中国人民銀行

▽預金準備率・LPR

（%）



（注）預金準備率：市中銀行の預金のうち、中央銀行への預け入れを義務付けられる比率。中央銀行は金融政策手段として、預金準備率を上下させることにより、市中銀行の貸出量を調節
LPR：商業銀行が優良顧客向け貸出に用いる最優遇貸出金利
（出所）中国人民銀行 直近：2月20日時点

④ 欧州経済（ユーロ圏）

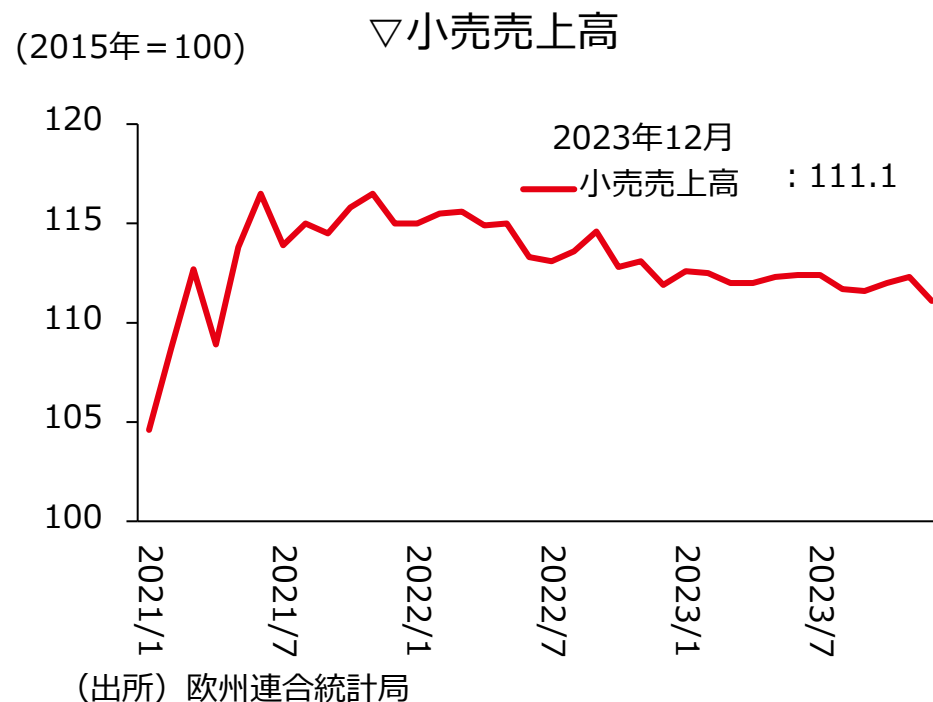
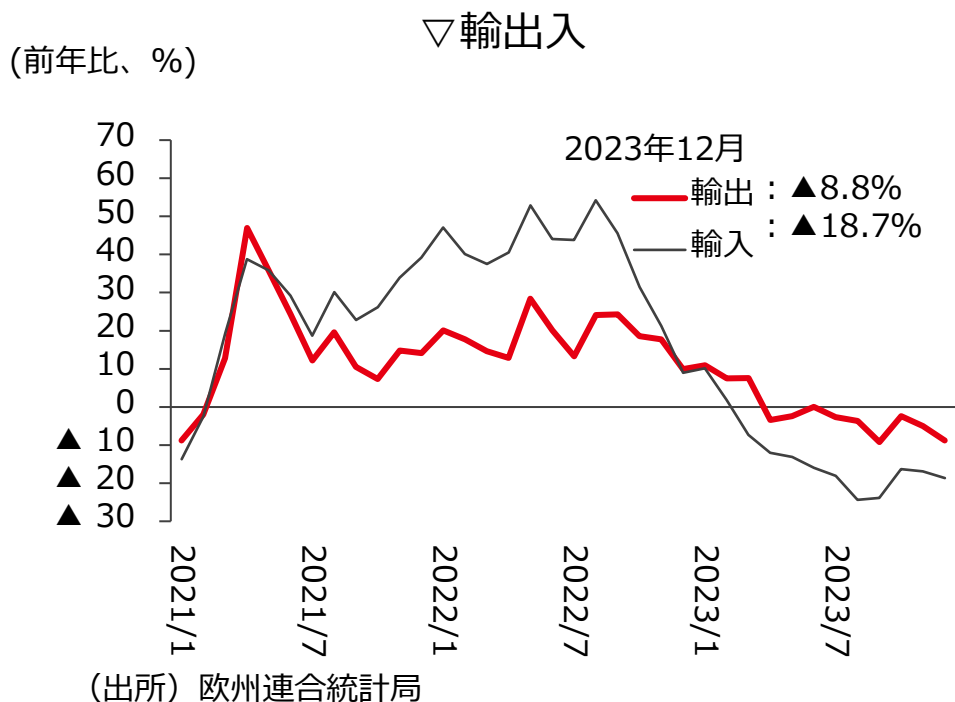
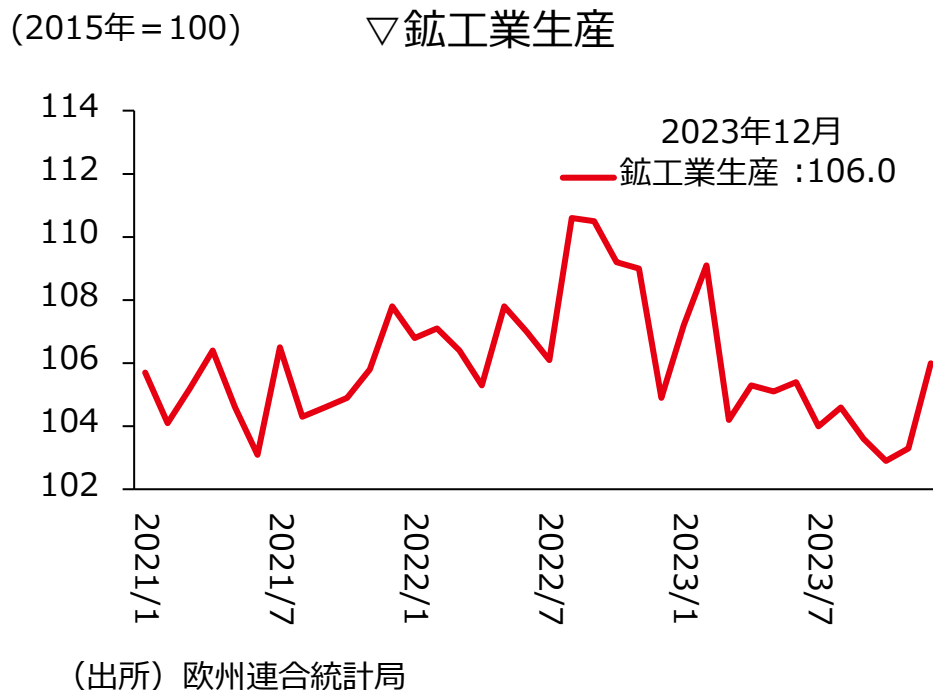
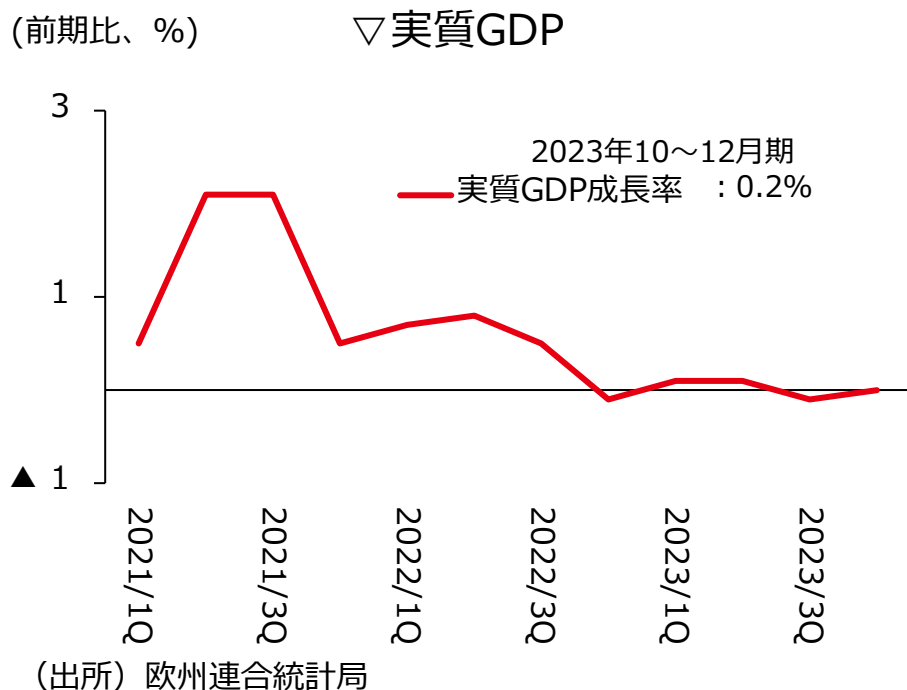
（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年10～12月期実質GDP成長率は、前期比+0.0%（2023年7～9月期同▲0.1%）と2四半期ぶりのプラス成長だが、低成長に。国別では、ドイツが前期比▲0.3%、フランスが同▲0.0%とマイナス成長となった一方で、イタリアが同+0.2%、スペインが同+0.6%
- 鉱工業生産・輸出入**：12月の鉱工業生産は前月比+2.6%（11月同+0.4%）と2カ月連続で上昇した。財別では、中間財が前月比▲1.2%（11月同▲0.7%）と低下した一方で、資本財が同+20.5%（11月同+0.8%）と上昇した。国別では、ドイツが前月比▲1.2%（11月同▲0.1%）、スペインが同▲0.4%（11月同+1.1%）、アイルランドが同+23.5%（11月同+7.3%）、フランスが同+1.1%（11月同+0.4%）。12月の輸出は2187億ユーロ（2022年12月：2399億ユーロ）、輸入が2019億ユーロ（2022年12月：2483億ユーロ）となり、168億ユーロ（2022年12月：▲85億ユーロ）の貿易黒字になった。
- 小売売上高**：12月の小売売上高（2015年=100）は前月比▲1.1%（11月同+0.3%）と3カ月ぶりに低下した。項目別では、食料品等が前月比▲1.6%（11月同▲0.1%）、非食料品が同▲1.0%（11月同+0.3%）、自動車用燃料が同▲0.5%（11月同+1.8%）と低下した。

基調判断・見通し

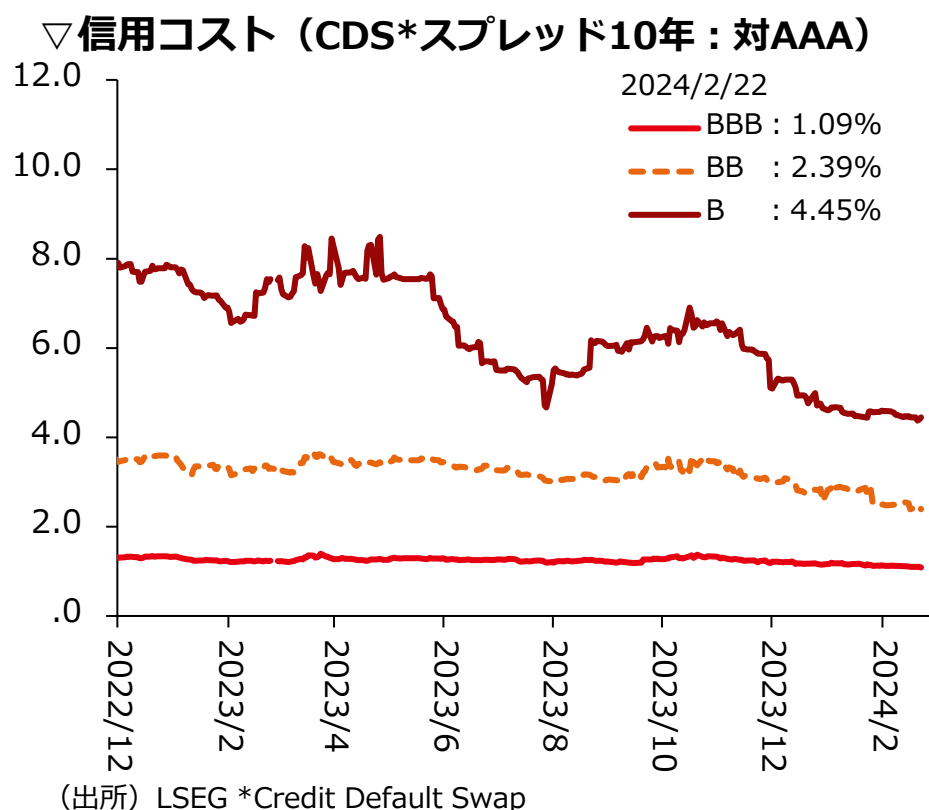
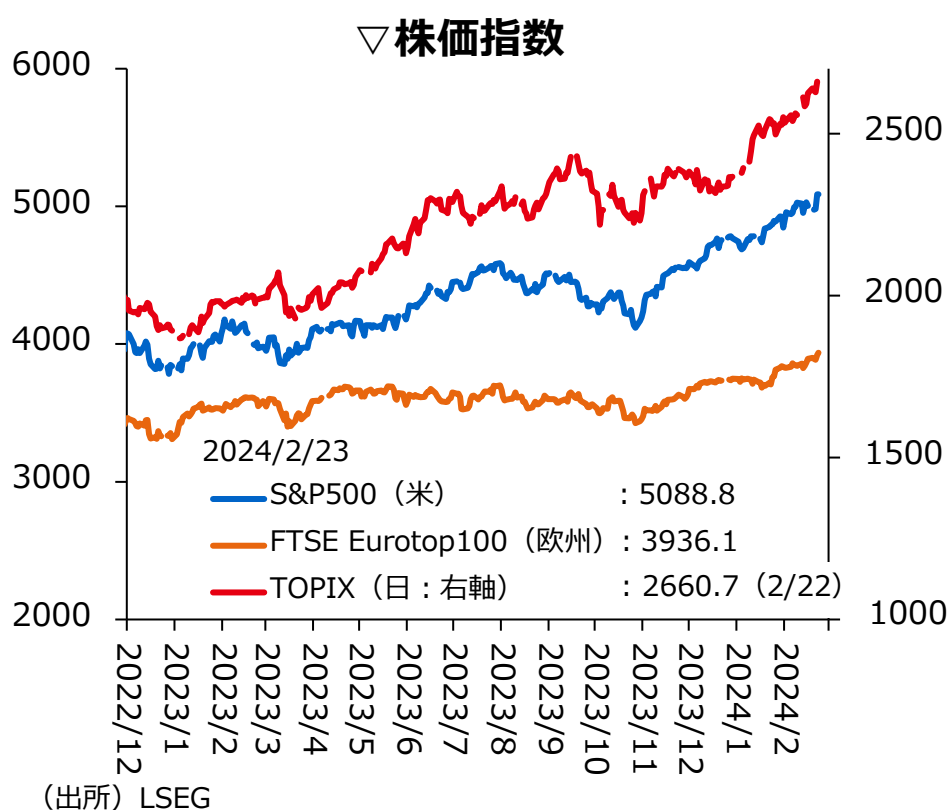
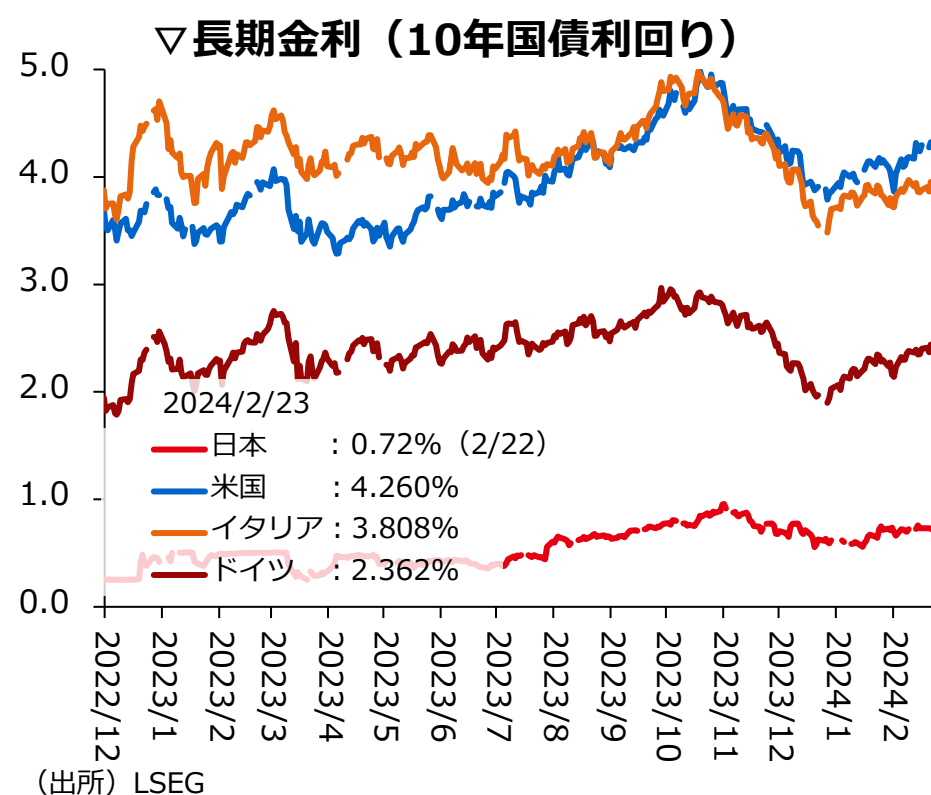
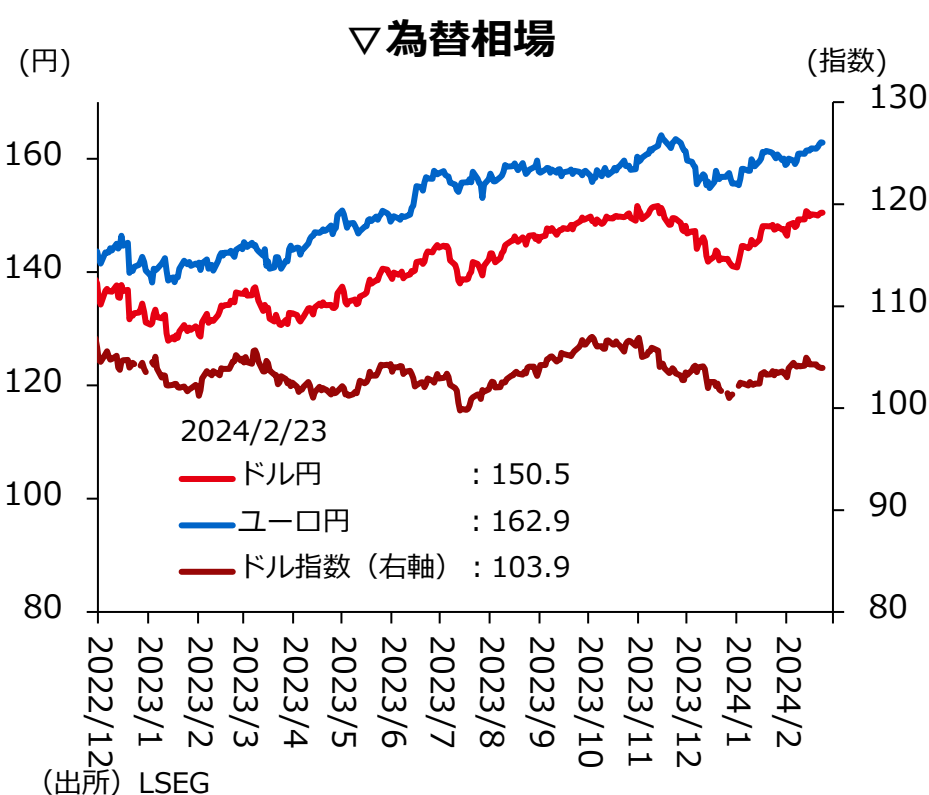
- 欧州委員会による経済見通し（2024年2月15日公表）は、ユーロ圏の2024年経済成長率が前年比+0.8%（前回・同+1.2%）、2025年が同+1.5%（前回・同+1.6%）と前回から下方修正された。なお、同見通し内の同圏消費者物価（HICP）上昇率の見通しは、2024年が前年比+2.7%（前回・同+3.2%）、2025年が同+2.2%（前回・同+2.2%）。
- インフレ率の減速や実質賃金の持ち直しなどを背景に緩やかな回復が進むと見られているが、足元は個人消費の回復が弱い。2024年も同圏経済が低成長にとどまるという見方がやや強まった。



⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（エコノミスト 清水 拓也）

- 為替**：ドル円相場は小動きにとどまり、前週末比でほぼ横ばいの150円台半ばを固めた。足元ではいまだ日米間で短期ゾーンを中心に大きな金利差が存在し、ボラティリティの低さも相まって高金利通貨が選好されやすい環境だが、金融政策の方向性の違いもあって動きは限定的。概して金融政策見通しの変化が相場を左右する展開が続く。一方、日本株を保有する海外投資家による為替損失回避のための円売り需要の強まりを指摘する声も。対して、ユーロ円は前週末比でユーロ高領域で推移し、163円に接近しての越週となった。サービス業の景況感改善と、ECBのタカ派姿勢が維持されるとの観測の下で、ユーロが下支えされた格好。
- 金利**：主要経済の長期金利は週を通じて小動きにとどまった。米国では、1月に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が公表され、時期尚早な利下げ開始についての当局者の懸念が改めて示されたが、市場が織り込む金融政策見通しに大幅な変更を迫るものではなく、反応は限定的だった。週中には米20年債入札が低調だったことで需給の緩みが意識されたこともあり、一時は長期金利が年初来高水準に達したが、その後は切り下がった。
- 株式**：株式市場では、週中に米国株、日本株、欧州株の主要指標が揃って過去最高値を更新。21日に公表された米半導体大手の好決算・業績見通しの上振れを受け、テクノロジー関連株が相場をけん引した。生成AIの開発・普及等に伴う需要増が見込まれる半導体関連銘柄を中心に、成長期待の高まり反映された格好に。好調な日本株の背景として、リスク選好が高まった海外投資家による買い先行が指摘されている。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は前週からおおむね横ばい。景気後退を回避しつつ、次なる利下げ局面に達するとの期待が依然根強く、信用コストの上昇は抑制されている。高格付け社債市場を中心に堅調な需要が存在し、新発債の発行も相応に見られる模様。ただし、金融政策の先行きは依然不透明であり、金利高止まりが続けば、金利感応度の高い特定セクターにおいて与信劣化が進む懸念を示す向きも。

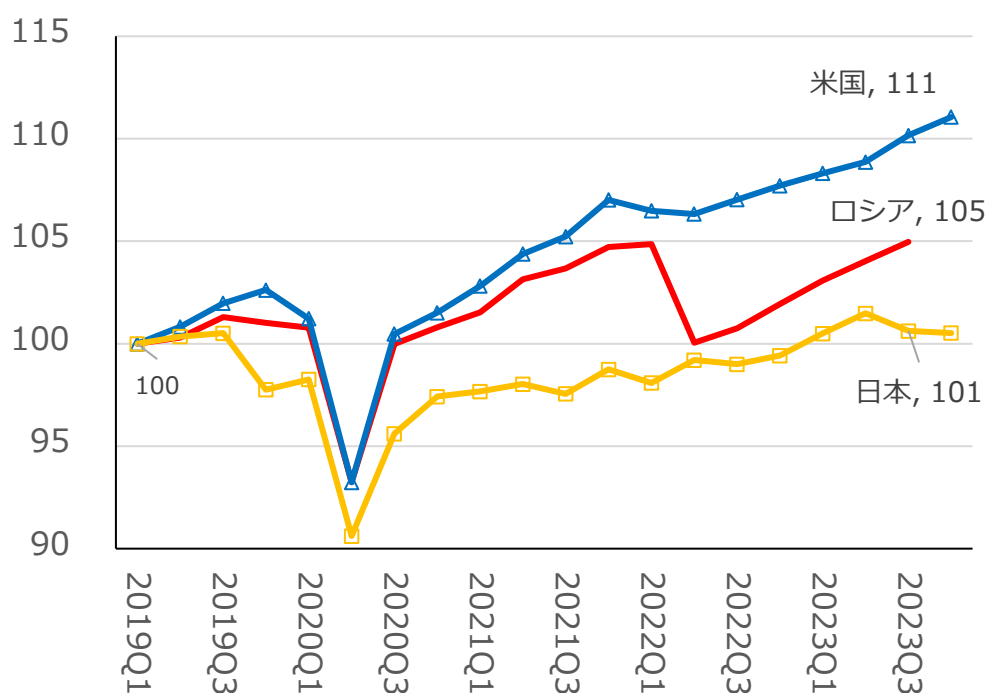


⑥ ロシア経済：現状/展望/継戦能力 (所長代理・経済調査チーム長 榎本 裕洋)

小康状態が続くが、経済の質悪化に留意。経常収支からロシア全体の資金余剰・不足を観察可。

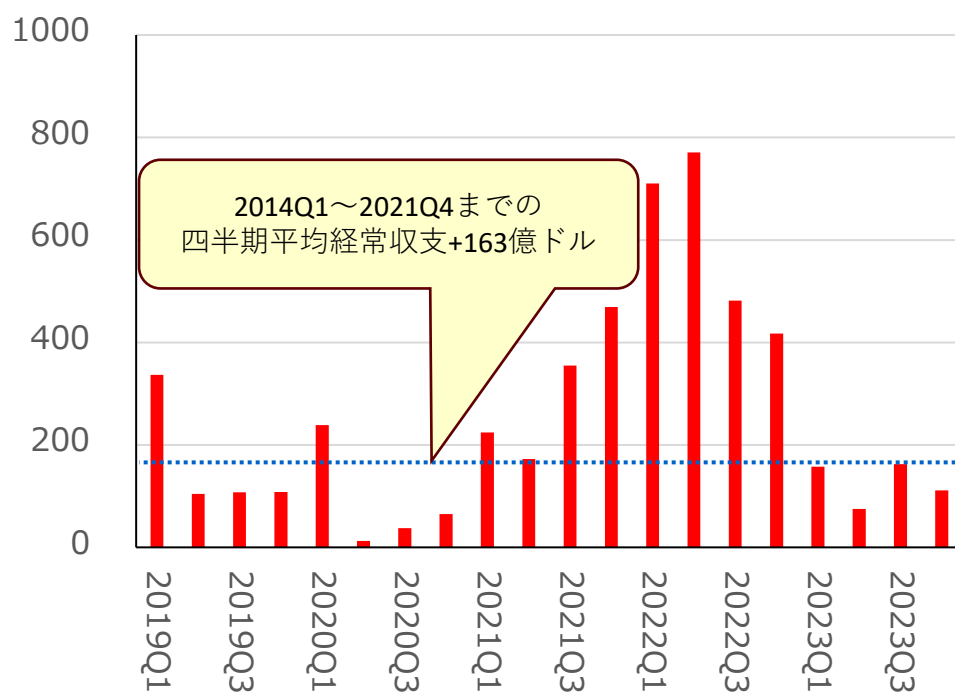
- 現状：小康状態だがインフレ懸念**：ロシア経済の現状はGDPは堅調だが、労働需給はひっ迫し、インフレ圧力が再燃している。差し迫った景気悪化リスクは小さいが、インフレをうまく制御できるか否かがロシア経済の短期的な注目点のひとつである。
- 展望：小康状態が続くが経済の質悪化に留意**：IMFは現在の小康状態が当面（～2028年）続くと予測。しかし同予測にあるGDP統計などの経済指標はあくまでも量を測る統計であるため、アンケートやインタビューを通じた経済の質的観測により経済指標に表れにくいロシア経済の質の悪化にも留意すべきである。またIMF予測によれば、ロシアの購買力平価ベースGDPは2028年も世界第7位を維持する（2022年は同第6位）。中長期的にも、ロシアはユーラシア大陸において一定の経済的存在感を示し続けると慎重に考えたほうがよいのかも知れない。
- 提言：ロシアの継戦能力を見るため、経常収支に注目を**：ロシアの経済的継戦能力をみるには、政府財政やエネルギー輸出額といった経済の一部分だけでなく経済全体、つまり政府の借入や増税の原資となる企業・家計貯蓄も含めたロシア全体の資金余剰・不足を観察する必要がある。そのためには経常収支の観察が有効。経常黒字は国家全体のフローとしての資金余剰を、経常赤字は資金不足を示す。ウクライナ侵攻開始後も四半期ベースでは低水準ながら経常黒字が続いていることから、ロシア全体としては資金余剰、つまり国内投資を国内貯蓄で賄えていると考えられる。

▽日米ロ実質GDP水準の推移(2019Q1=100)



(出所) 米商務省、内閣府、ロシア連邦統計局

▽ロシアの経常収支の推移(億ドル)



(出所) ロシア銀行

▽IMFによるロシア経済見通し(2023年10月。特記が無い限り前年比%)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 実質GDP成長率 | 2.2 | -2.7 | 5.6 | -2.1 | 2.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 過去10年平均実質GDP成長率 | 1.0 | 2.0 | 1.3 | 1.5 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | 1.2 |
| 想定為替レート(ルーブル/US\$1) | 64.6 | 72.3 | 73.7 | 68.4 | 85.7 | 89.0 | 91.0 | 93.2 | 95.7 | 98.2 |
| 総貯蓄(GDP比%、①) | 26.5 | 25.8 | 29.9 | 32.8 | 26.9 | 28.1 | 27.7 | 27.6 | 27.2 | 26.8 |
| 政府財政収支(GDP比%、①の内数) | 1.9 | -4.0 | 0.8 | -1.4 | -3.7 | -2.6 | -1.3 | -0.6 | -0.1 | 0.3 |
| 総投資(GDP比%、②) | 22.7 | 23.5 | 23.2 | 22.3 | 23.5 | 24.2 | 24.3 | 24.3 | 24.4 | 24.5 |
| 経常収支(GDP比%、①-②) | 3.9 | 2.4 | 6.6 | 10.5 | 3.4 | 4.0 | 3.4 | 3.4 | 2.7 | 2.3 |
| インフレ率 | 4.5 | 3.4 | 6.7 | 13.8 | 5.3 | 6.3 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 失業率(%) | 4.6 | 5.8 | 4.8 | 3.9 | 3.3 | 3.1 | 3.5 | 4.2 | 4.5 | 4.5 |
| 一般政府総債務(GDP比%) | 13.7 | 19.2 | 16.5 | 18.9 | 21.2 | 21.8 | 21.7 | 20.9 | 19.8 | 18.2 |
| 前提油価(北海ブレント、US\$/b) | 64.2 | 43.3 | 70.8 | 99.0 | 82.4 | 81.2 | 77.4 | 74.3 | 71.6 | 69.3 |

(出所) IMF。2024年1月に公表された改訂見通しでは、実質GDP成長率が2023年+3.0%、2024年+2.6%、2025年+1.1%にいずれも上方修正された。

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) | 経済調査チーム | エコノミスト | 清水拓也 |
| (特集) | 所長代理 | | 榎本裕洋 |

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。