

<目次>

① **日本経済**..... 1
実質GDP / 法人企業統計 / 法人景気予測 / 機械受注

② **米国経済**..... 2
消費者物価指数 / 生産者物価指数/ 小売売上高

③ **中国経済**..... 3
生産者物価指数 / 消費者物価指数 / 24年物価目標・金融政策方針

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
マイナス金利政策解除をめぐる議論

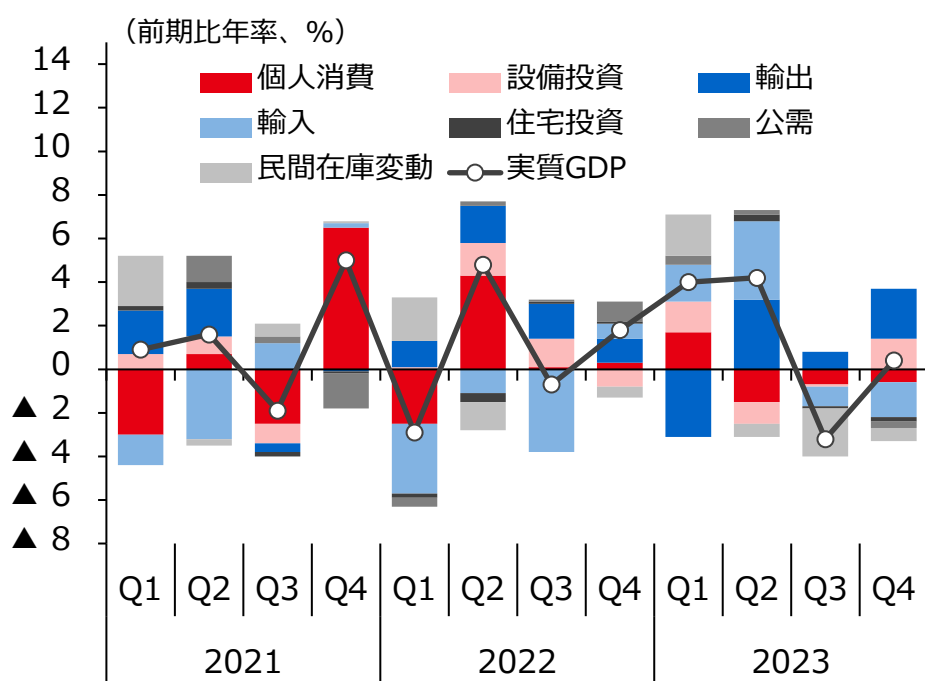
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

企業収益は増勢に一服感がみられるものの、企業の設備投資は底堅く推移

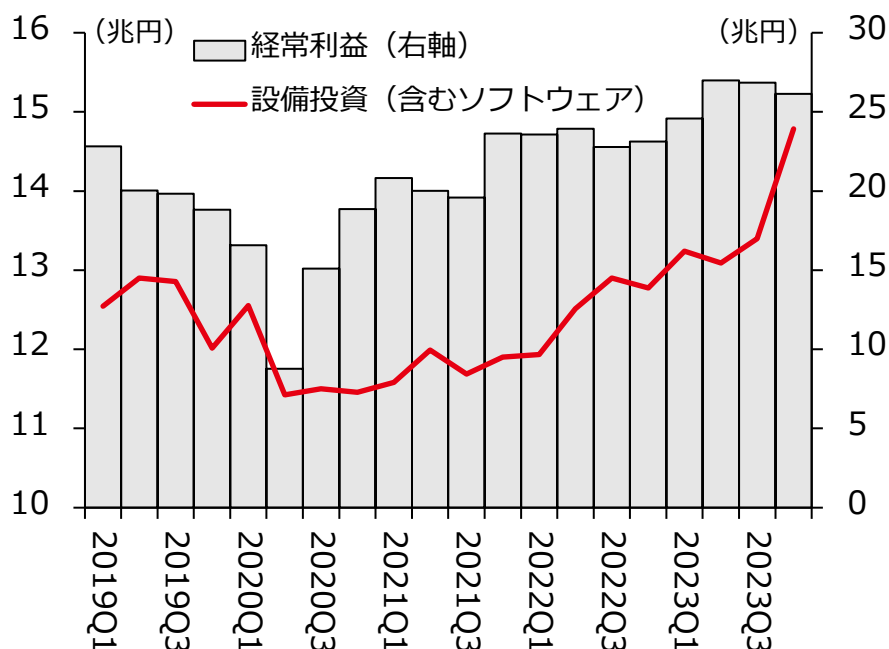
- 実質GDP**：10～12月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比+0.1%（前期比年率+0.4%）と、1次速報の前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）から上方改定され、2四半期ぶりのプラス成長に転じた。個人消費は引き続き弱さがみられるものの、法人企業統計を受けて上方改定された設備投資は堅調さが確認された格好。
- 法人企業統計**：10～12月期の全産業（金融・保険業を除く）の経常利益は、前期比▲2.6%と2四半期連続の減少。製造業（同▲3.4%）と非製造業（同▲2.2%）ともに減少し、コロナ禍からの回復に伴う企業収益の増勢に一服感がみられた。一方で、設備投資（ソフトウェアを含む）は同+10.4%と大幅に増加。製造業（同+11.7%）は情報通信機械や輸送用機械を中心に増加し、非製造業（同+9.6%）も情報通信業や運輸業・郵便業を中心に大幅に増加した。このうちソフトウェア投資は同+26.3%と大幅増加し、全体をけん引。
- 法人景気予測**：1～3月期の大企業の景気判断指数（BSI）は▲0.0（10～12月期+4.8）とマイナスに転じた。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製造業の景況感が大幅に悪化したことが主因。非製造業も年初の能登半島地震などの影響もあり景況感がやや悪化した。先行きは、4～6月期+2.9、7～9月期+5.9と緩やかに景況感が改善する見通し。24年度は経常利益が前年度比▲1.7%と減益見込みとなる一方、設備投資は同+7.5%（23年度同+9.3%）と底堅い伸びが見込まれる。4月1日公表の日銀短観にも注目。
- 機械受注**：設備投資のうち機械設備の先行指標である1月のコア民需（船舶・電力を除く）は前月比▲1.7%（12月同+1.9%）と2カ月ぶりに減少。製造業は同▲13.2%と化学工業などで反動減がみられた一方、非製造業（船舶・電力を除く）は同+6.5%と4カ月ぶりに増加。単月の振れを均した3カ月移動平均は同▲1.2%（12月同▲0.7%）と基調は依然として弱含み。前述の通りソフトウェア投資を含む設備投資全体は底堅さがみられるものの、そのうち生産設備などの機械設備投資は財需要の低迷を背景に弱い動きが続く見通し。

▽ 実質GDP（2次速報）



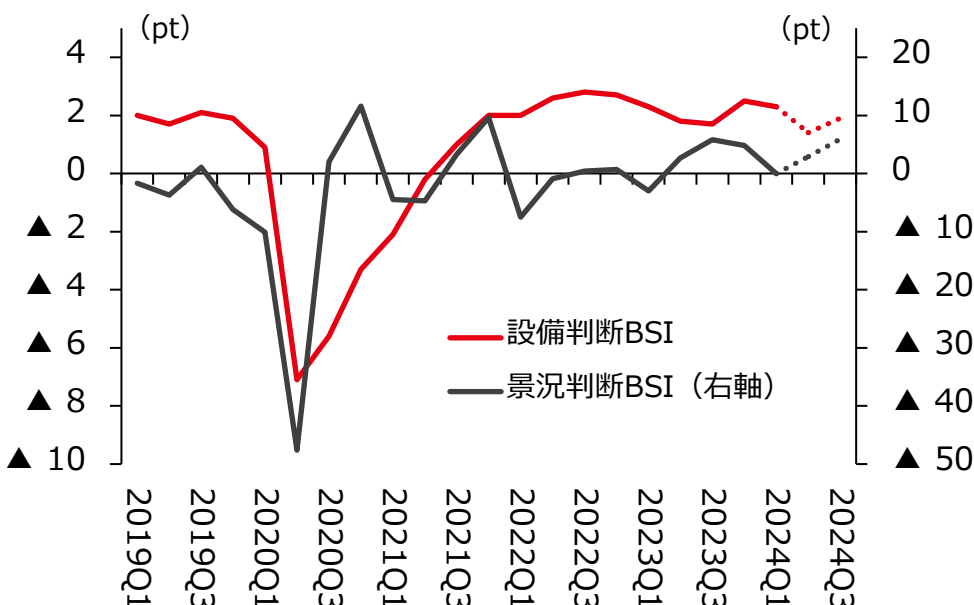
(出所) 内閣府

▽ 法人企業統計



(注) 季節調整値。金融・保険業を除く全産業。ソフトウェアを含む。
(出所) 財務省

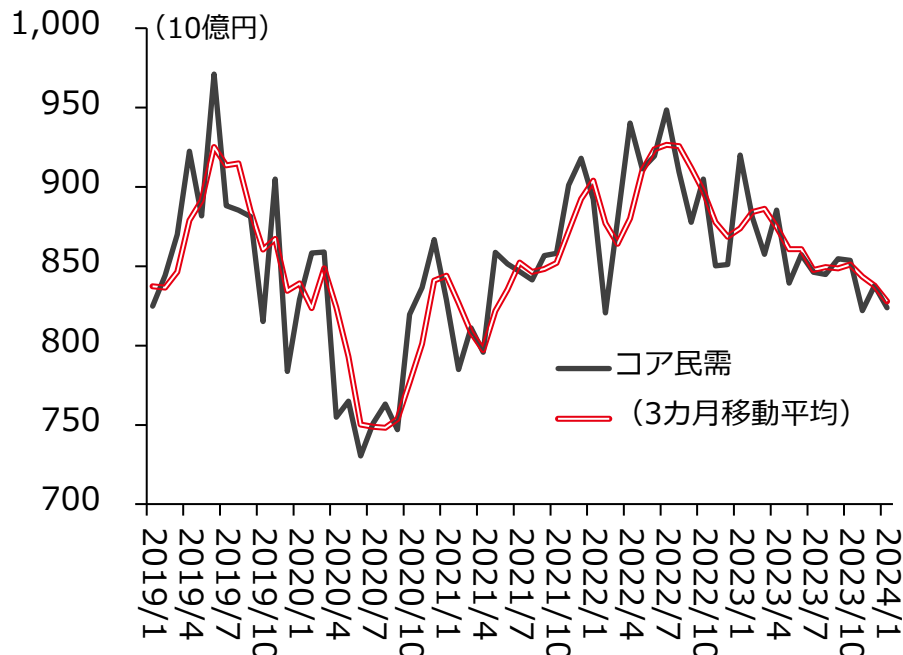
▽ 法人企業景気予測



(注) 景況判断BSI = 前期と比較しての「上昇」 - 「下降」
設備判断BSI = 期末時点の「不足」 - 「過大」

(出所) 内閣府、財務省

▽ 機械受注



(注) 季節調整値
(出所) 内閣府

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

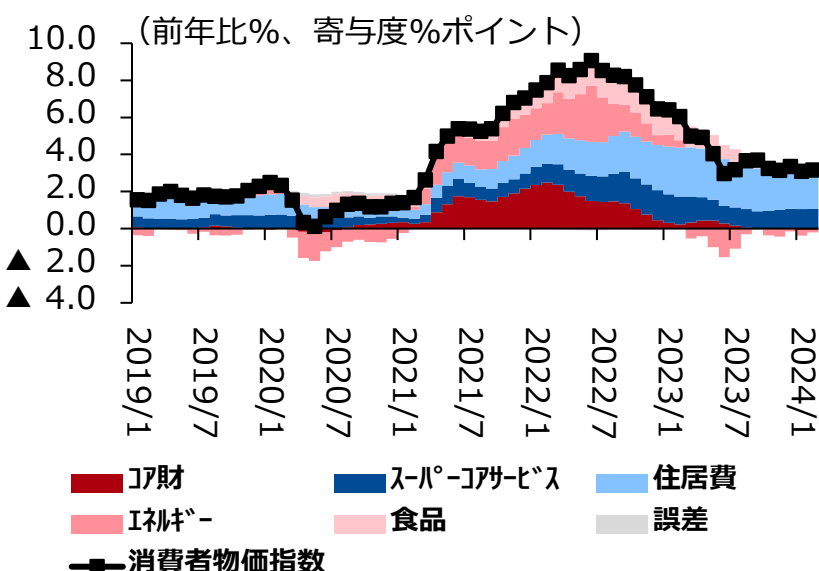
主要指標の動向

- 消費者物価指数 (CPI)** : 2月は前年比で+3.2% (1月同+3.1%) と上昇率が拡大、前月比ではエネルギー価格の上昇などを反映して+0.4% (同+0.3%) と加速した。また、変動の大きいエネルギー・食品を除くコアCPIは前年比+3.8% (1月同+3.9%) と上昇率は縮小するも、前月比では+0.4% (1月同+0.4%) と引き続き強めの伸びを記録した。前年比では直近連邦準備制度理事会 (FRB) が政策目標に据える年平均+2%を上回る水準で高止まりの様相を呈しており、直近2カ月間については加速の兆候が見られた格好に。
- 生産者物価指数 (PPI)** : 2月のPPI (最終需要ベース) は前月比+0.6% (1月同+0.3%) と加速した。CPIと同様にエネルギー (2月同+4.4%) の上昇が主因。一方、変動の大きいエネルギー・食品等を除いたコアPPIは前月比+0.4% (1月同+0.6%) と減速するも、強い伸びが確認された。PPI構成品目のうち、FRBが特に注視するインフレ指標であるPCEデフレーターは前月比+0.4% (1月同+0.6%) と減速するも、強い伸びが確認された。PPI構成品目のうち、FRBが特に注視するインフレ指標であるPCEデフレーターは前月比+0.4% (1月同+0.6%) と減速するも、強い伸びが確認された。
- 小売売上高** : 2月の小売売上高は前月比+0.6% (1月同▲1.1%) と増加した。13部門中8部門が増加し、特に自動車・関連部品販売 (2月同+1.6%) や建設・園芸資材販売 (2月同+2.2%) の売上増が目立った。変動の大きい部門を除いたコア小売売上高は同0.0% (1月同+0.3%) と横ばいだった。全体として落ち込みが著しかった前月から反発増とはなったものの、インフレを加味すれば伸び幅は小幅にとどまった形に。

基調分析・展望

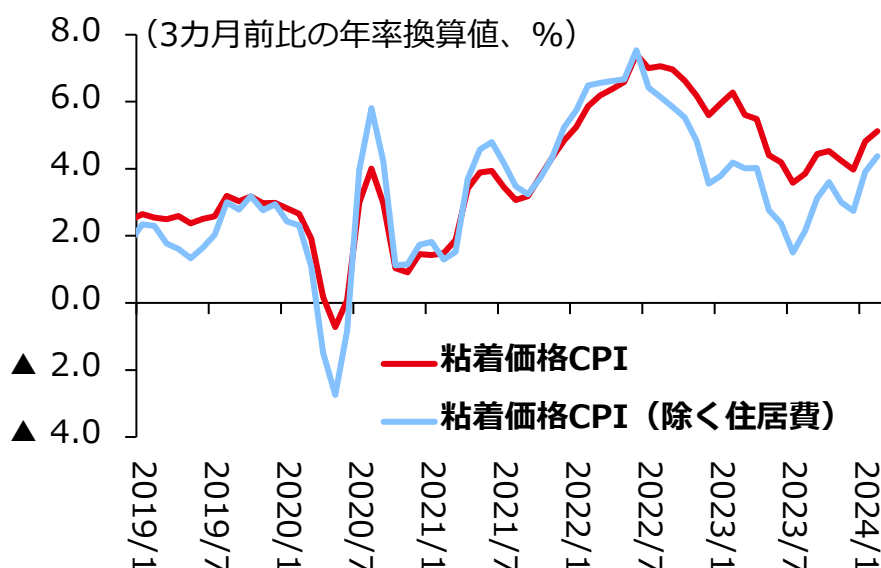
- サービス価格が長期間にわたり高止まり** : 23年後半以降、財価格の上昇鈍化がおおむね一服した反面、サービス価格 (特に住居費) の高止まりが目立つ。住居費については、賃料指数などの先行する民間指標に追随する形での減速が期待されるが、現状その減速ペースは緩やか。また、労働需給のひっ迫感がなおも残る中、賃金動向の影響を受けやすいとされるサービス価格 (除く住居費) の上昇率も高水準で推移している。
- 金融政策当局者の見通しに注目** : 高インフレ定着のリスクが高いと予見される場合、FRBはさらに景気を冷ます必要に迫られ、政策金利を高め維持する可能性がある。実際、金融市場ではCPIを含むここ数か月の物価指標の公表を受け、利下げ時期の織り込みが後ずれしてきた。今後の政策判断を占う材料として、3/19-20開催予定の連邦公開市場委員会 (FOMC) にて示される、委員による物価・金利予想が注目される。

▽ 消費者物価指数 (CPI)



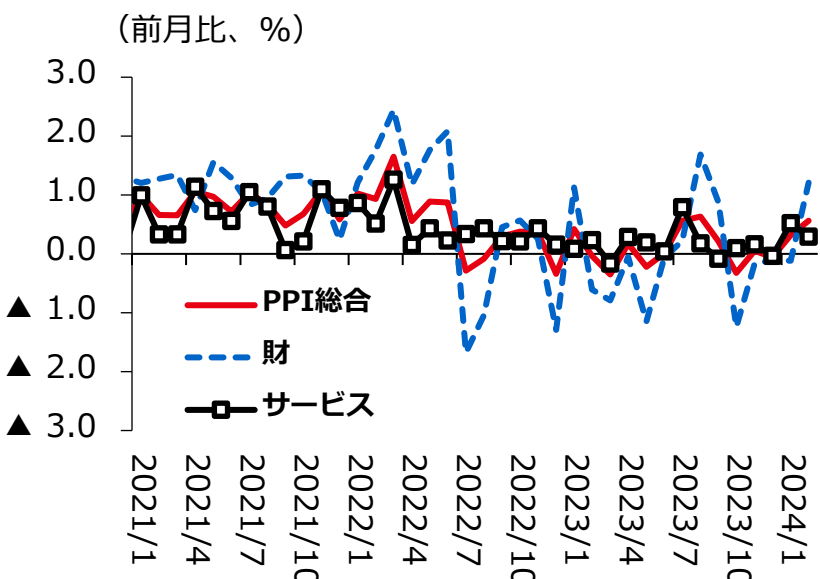
(注) コア財：食品・エネルギー関連財を除く財品目。
スーパーコアサービス：住居費・エネルギー関連サービスを除くサービス品目。
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽ 粘着価格CPIの推移



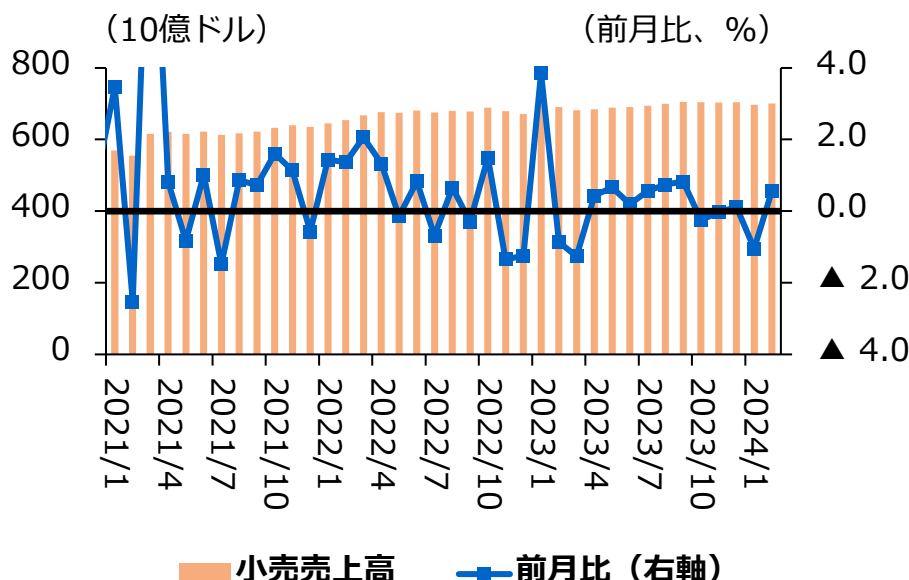
(注) 粘着価格CPI：傾向的に価格変動の頻度が低い品目で構成された指数
(出所) 米アトランタ連銀

▽ 生産者物価指数



(出所) 米商務省

▽ 小売売上高



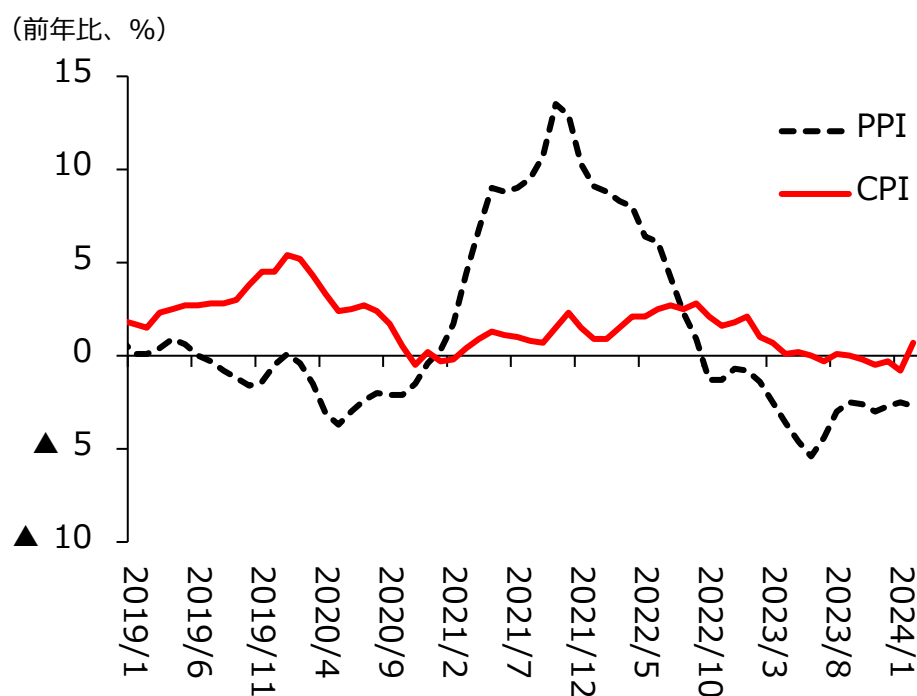
(注) 小売売上高：小売・飲食サービス売上高 (季節調整済)
(出所) 米商務省

③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

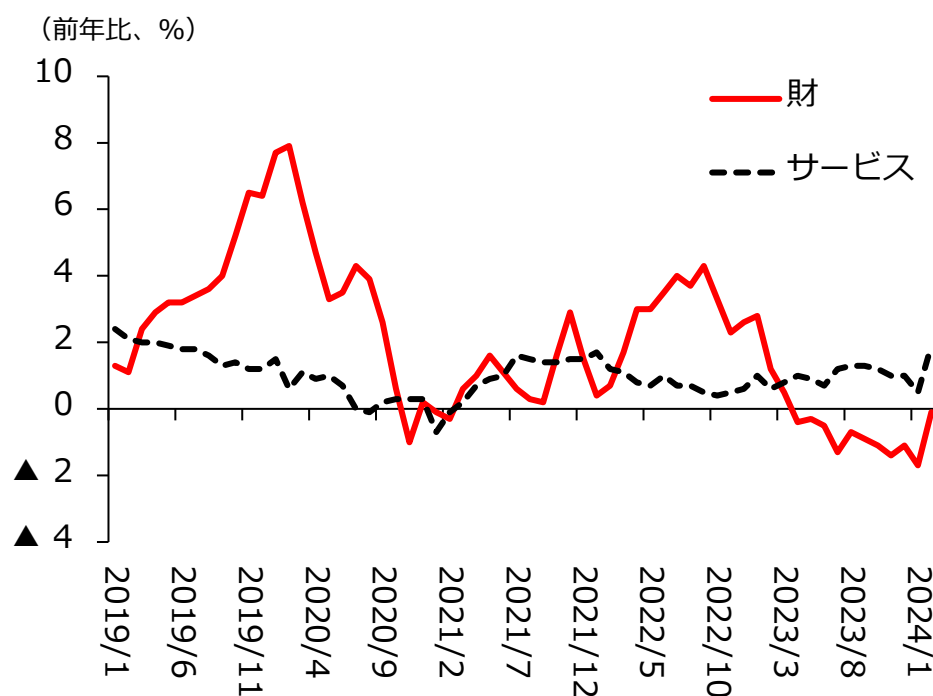
- 生産者物価指数 (PPI) :** 2月は前年比▲2.7% (1月▲2.5%) と17カ月連続で前年割れが続いた。構成項目別に見ると、石炭や原油などの採掘業が国際商品市況の回復などを背景に下落率が3カ月連続で縮小したほか、消費財も食料品や耐久消費財の下げ止まりや、衣料品の価格上昇を受け下落率が縮小する傾向に。一方、川中に当たる鉄鋼や非鉄などの素材産業および、設備や輸送機などの加工業はこれらに遅行する形をとっており依然として大きめの下落圧力に直面。生産面の供給体制は総じてコロナ禍前に回復した中、住宅不況や輸出の低迷など内外の需要不足が影響し、素材や設備機械などを中心にデフレ圧力が強い状況にある。
- 消費者物価指数 (CPI) :** 2月は前年比+0.7% (1月▲0.8%) と6カ月ぶりに上昇した。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月にずれており、春節時期のずれによる反動で上昇に転換した。構成項目別では、食料品価格の下げ止まり、交通燃料の価格上昇が物価の上昇に寄与。こうした変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア指数も、同+1.2% (1月+0.4%) と2022年1月以来の高い上昇率に。財とサービスに分けてみると、デフレ傾向が続いた財価格の下落率が大幅に縮小したほか、サービス価格の上昇率も大きく拡大する形に。ただ、総じてみると、春節時期のずれが及ぼす効果によるところが大きく、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を踏まえると、物価の下落圧力が依然根強い状況。
- 2024年の物価目標・金融政策方針 :** 2024年の消費者物価上昇率目標が、昨年と同様に前年比+3.0%に設定された。しかし、昨年の実績は前年比+0.2%と政府目標を大きく下回っており、今年も引き続き需給の緩みから来る物価下押し圧力が予想されている。24年の金融政策の方針については、流動性供給の増加率が「実質GDP成長率目標 (前年比+5.0%程度) と物価上昇率目標 (同+3.0%) の合計と同水準 (=前年比+8%程度)」になることを目指しているとされ、大きめの規模の金融緩和を実施しデフレ解消を図る姿勢が示された。なお、政府予算を元に、GDPデフレーターを試算すると、前年比▲0.4% (昨年同▲0.5%) と2年連続でマイナス圏内に止まる形であり、インフレ目標達成には一定の困難さを伴うことが暗示されている。

▽物価指数



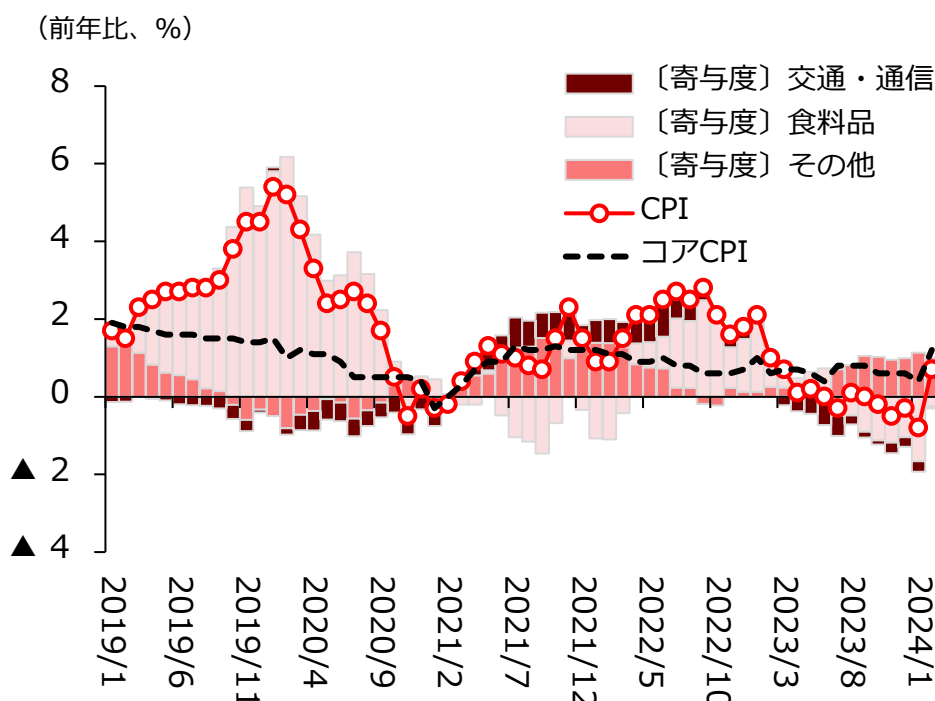
(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年2月

▽CPIの内訳



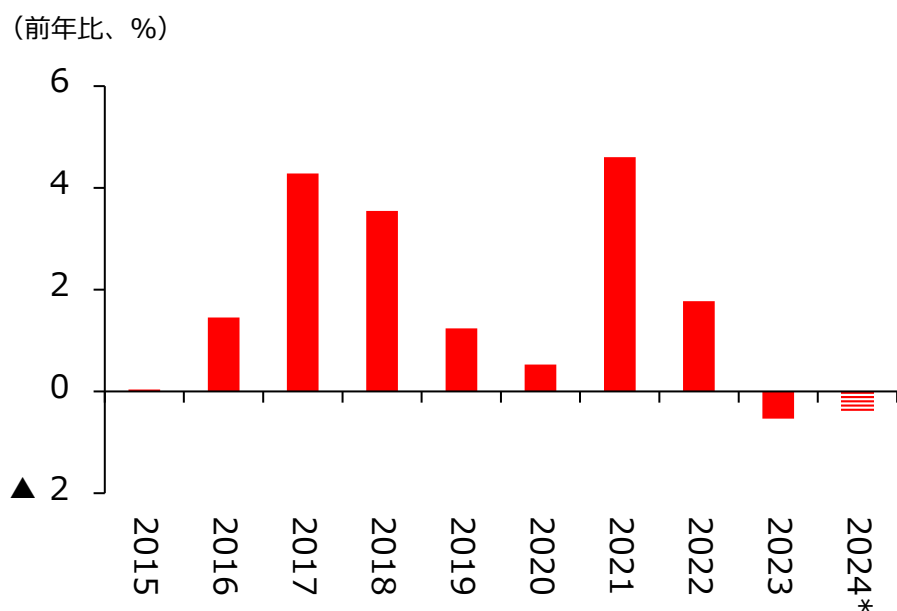
(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年2月

▽CPI (寄与度別) ・コアCPI



(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年2月

▽GDPデフレーター



(注) 24年は名目GDP成長率推計値 (同年政府年予算ベース: 前年比+4.6%) から実質GDP成長率目標 (前年比+5.0%程度) を差し引いて算出

(出所) 中国国家统计局

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

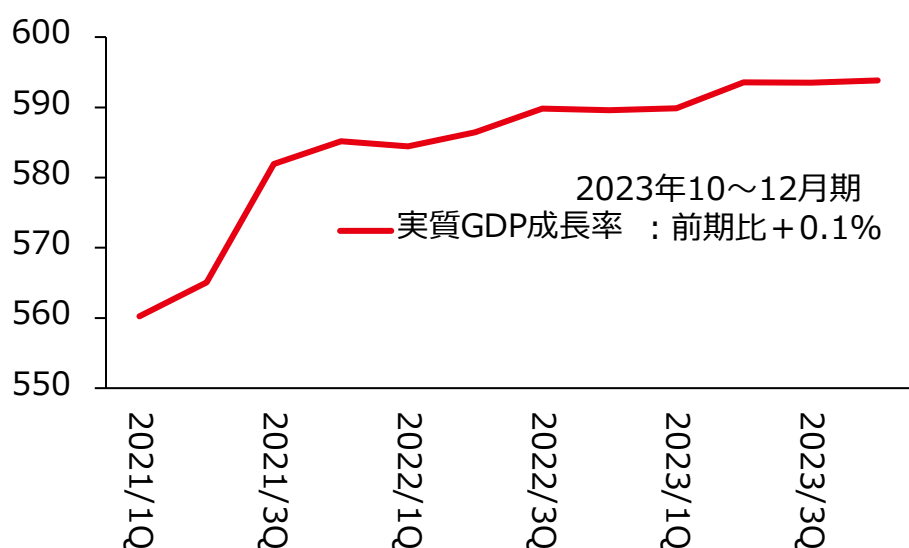
- 実質GDP**：2023年10～12月期実質GDP成長率は前期比+0.1%（7～9月期同▲0.0%）と2四半期ぶりのプラス成長に。需要項目別では、総固定資本形成（設備投資など）が前期比▲0.9%（7～9月期同+0.2%）と減少したほか、家計消費が同+0.0%（7～9月期同+0.5%）、輸出が同+0.0%（7～9月期同▲0.7%）とほぼ横ばいで推移。そうした中、控除項目である輸入が前期比▲2.3%（7～9月期同▲0.4%）と減少したことが成長率のプラス転換につながっており、必ずしも内容としては良くない。なお、2023年の実質GDP成長率は前年比+0.9%（2022年同+2.5%）とプラス成長を維持。
- 消費者物価指数（CPI）・家計財消費**：2月CPI上昇率は前年比+2.9%（1月同+3.1%）と縮小したが、前月比では+0.8%（1月同▲0.2%）と上昇した。主要項目別では、エネルギーの上昇率が前年比+4.4%（1月同+1.9%）と拡大し、サービスが前年比+3.1%（1月同+3.2%）とほぼ伸び幅を維持。一方で、食料品は前年比+3.6%（1月同+5.7%）と伸び幅が縮小した。1月家計財消費は458億ユーロ（12月459億ユーロ）と減少した。項目別では、食料品が159億ユーロ（12月158億ユーロ）、エネルギーが79億ユーロ（12月78億ユーロ）と増加した一方で、加工品が221億ユーロ（12月225億ユーロ）と減少。なお食料品消費は2009年1月以降では最も低い水準で推移している。
- 鉱工業生産**：1月鉱工業生産指数（2021年=100）は100.0（12月101.1）と低下。主要項目別では、食料品等が98.2（12月96.8）と上昇した一方で、輸送用機器が115.3（12月121.7）と依然高水準だが、低下。

基調判断・見通し

- INSEE（2024年2月7日公表）は2024年の実質GDP成長率が前年比+0.5%と低成長にとどまると予測。また、欧州委員会（2024年2月15日公表）は2024年が前年比+0.9%、2025年が同+1.3%と予測。
- CPI上昇率の水準が依然高く、小売やサービスなどが振るわず、INSEE景況感指数（長期平均=100）が100を下回って推移。内外需ともに大きな改善が見込まれず、短期的にはフランス経済の先行きは明るくないと見られる。

（10億ユーロ）

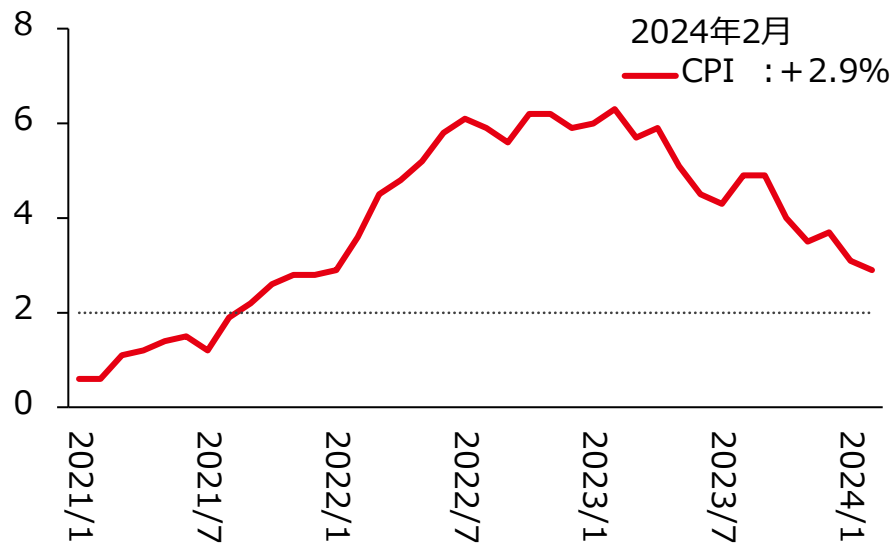
▽実質GDP



（出所）フランス国立統計経済研究所

（前年比、%）

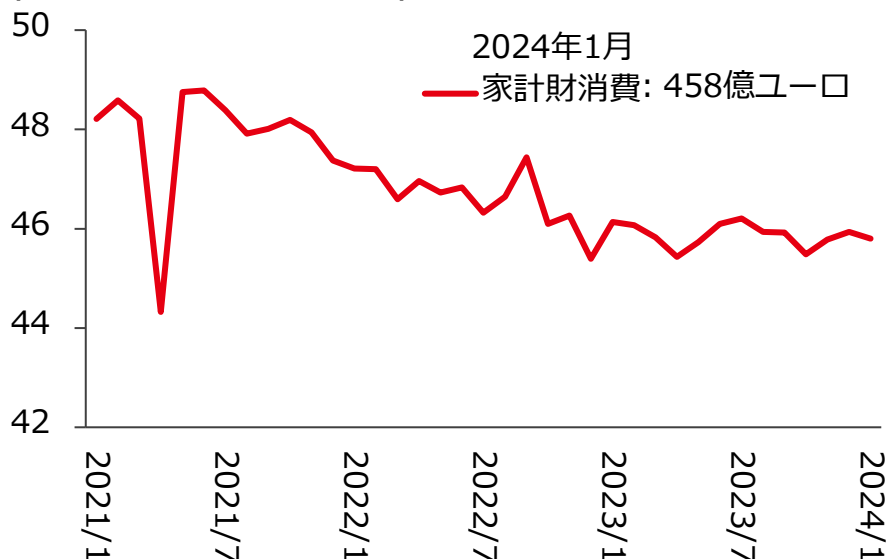
▽消費者物価指数（CPI）



（出所）フランス国立統計経済研究所

▽家計財消費

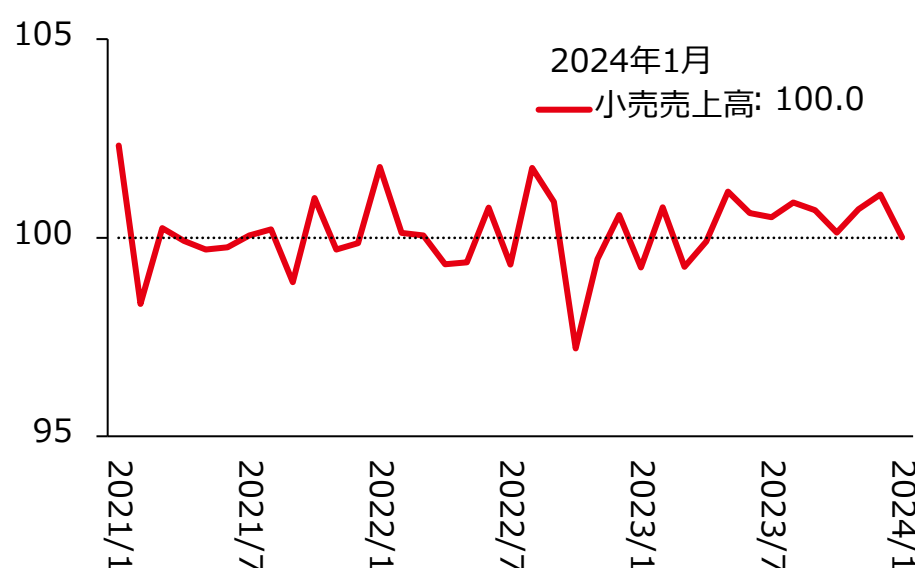
（2014年基準：10億ユーロ）



（出所）フランス国立統計経済研究所

▽鉱工業生産

（2021年=100）

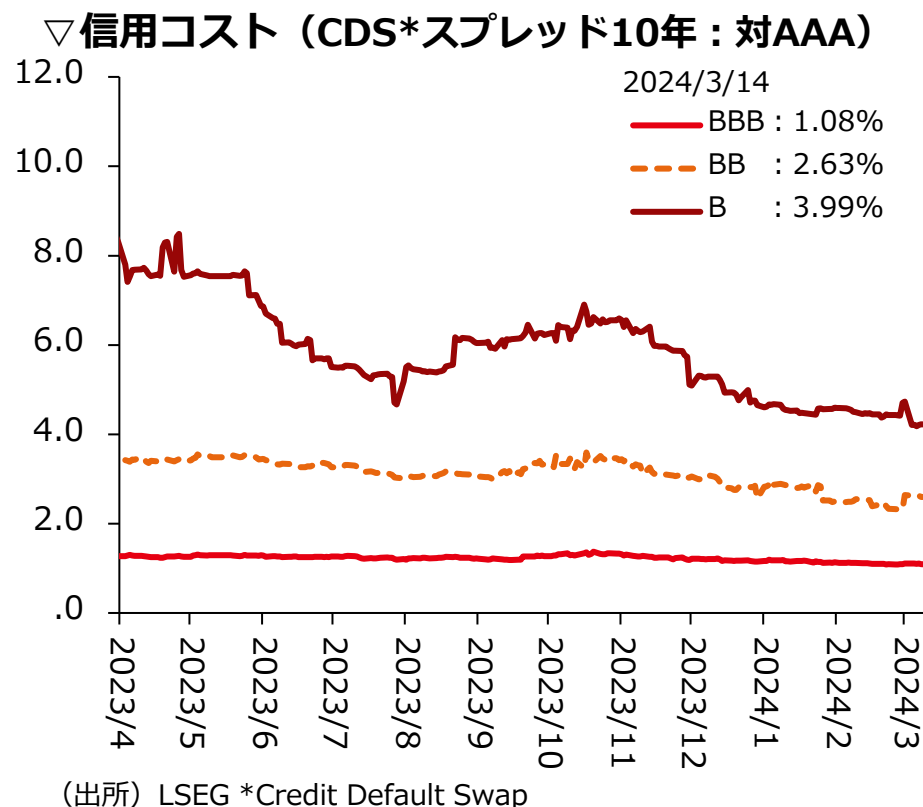
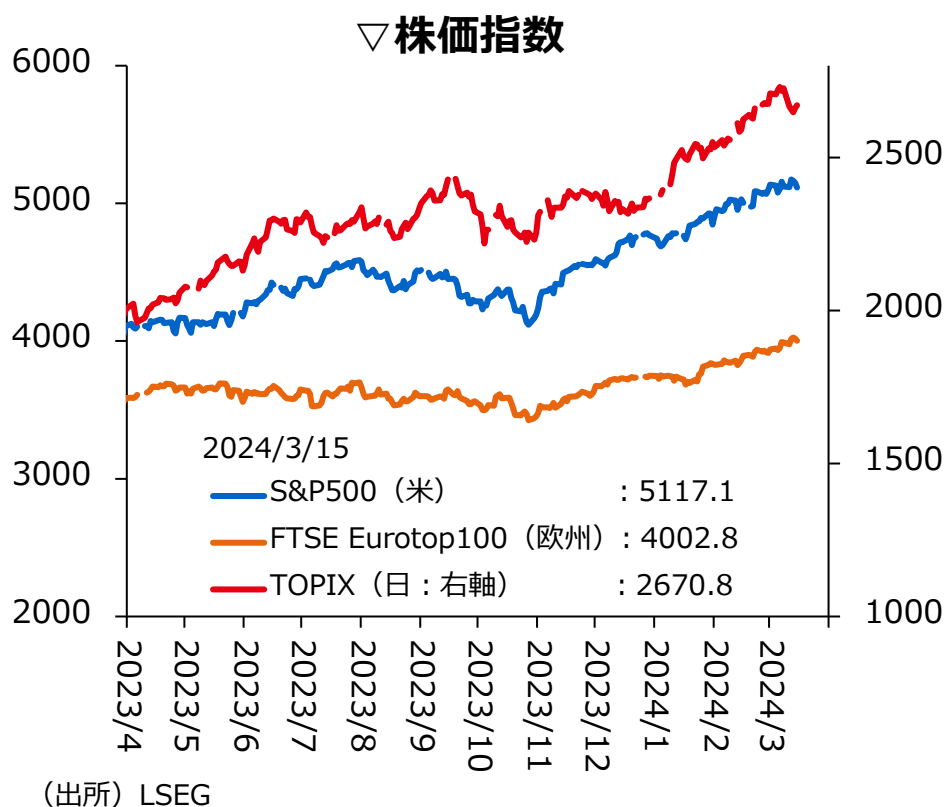
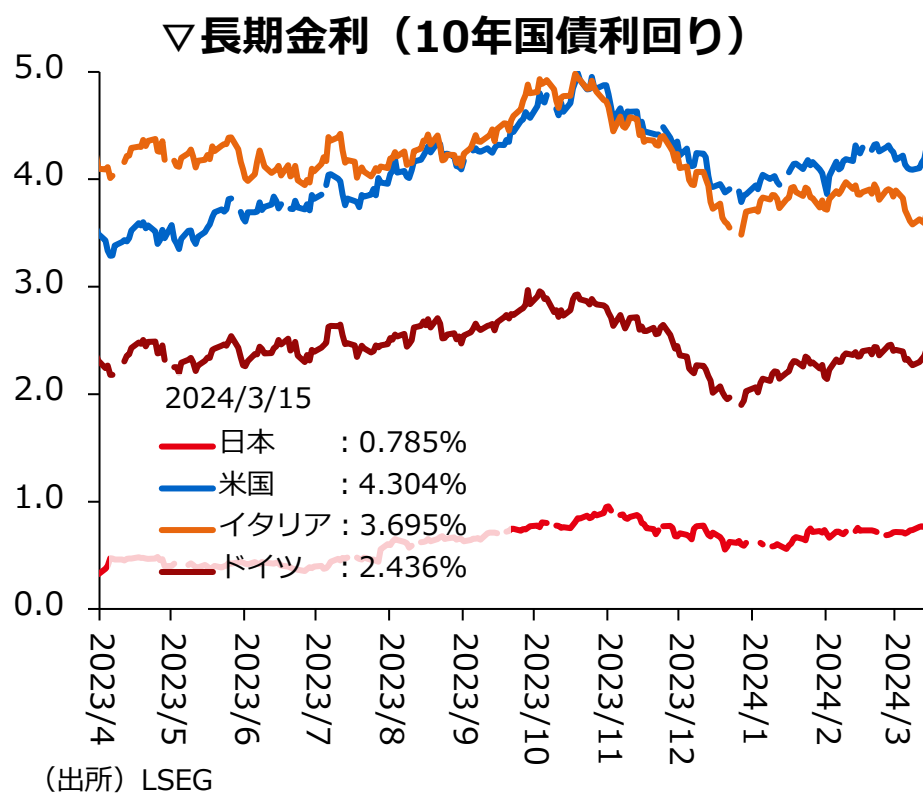
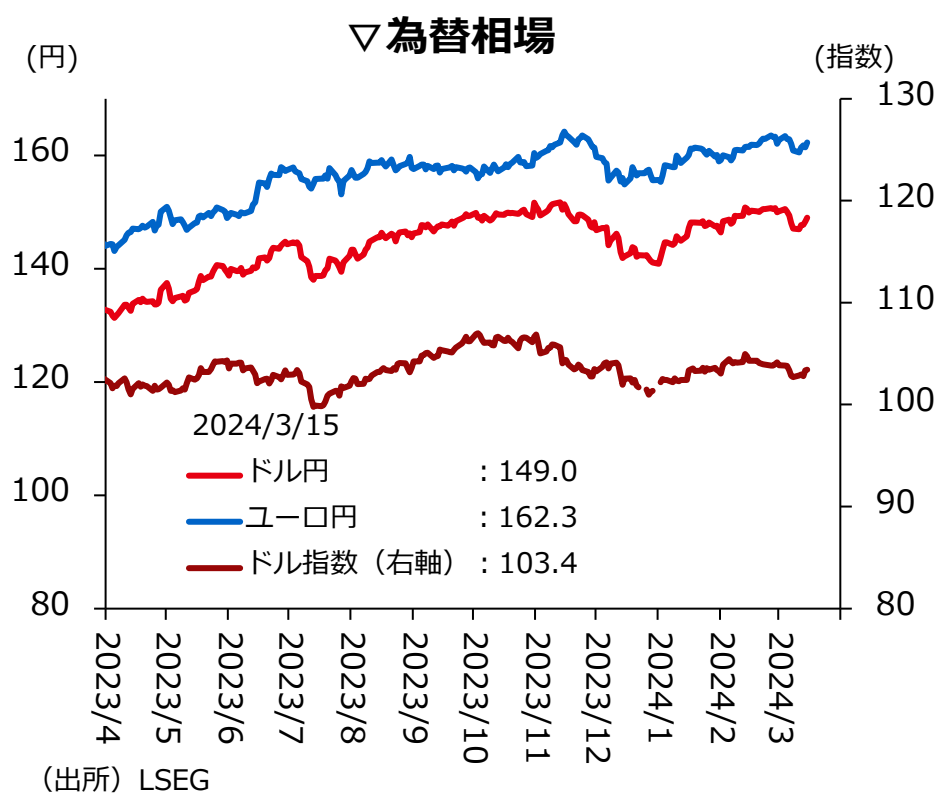


（出所）フランス国立統計経済研究所

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では前週の円高方向への調整が終了、円が全般的に反落した。長期金利の上昇を受けドルが相対的に強含み、週末にかけては株価の反騰に伴うリスク選好などもあり、高金利通貨の一段高という展開が見られた。当面の注目点は日銀政策決定会合（下述）における政策調整の有無、および3月19、20日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で示される政策運営方針と、FOMC委員によるインフレ、政策金利見通し。
- 金利**：国債利回りは各国で上昇。米国では週内に発表された物価指標がインフレの再加速を連想させるものとなり、利下げ観測ではその開始時期の見通しが後ずれ。特に短期債で大きめの利回り上昇が観測された。ユーロ圏でも利下げが視野に入っているが、その時期については当局者の見解にばらつきが見られ、長期金利の上昇は米国での上昇に追随した色彩が強い印象に。日本では今月18、19日の日銀政策決定会合でマイナス金利政策が解除されるという見通しが強まったものの、市場では若干のあく抜き感が出たこともあり、長短金利の上昇はこれまでのところ限定的に止まっている（マイナス金利政策についてはP.6参照）。
- 株式**：主要国の株価指数は反発。日本株は日銀が今週にもマイナス金利を解除するという観測から続落、急落局面において日銀が上場投資信託（ETF）購入を見送ったこともあり下げ幅を広げる形に。欧米株は長期金利の上昇を受けこれも軟調な展開となったが、日本株は金曜日の海外市場で為替が円安に転じたことなどを背景に、海外市場上場の指数先物が大きめの反発を見せている。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は低グレードで若干の縮小が見られたが、全体としては大きく変わらず。米国では高めの政策金利の維持、日本ではマイナス金利政策の解除が見通されるなど、どちらかと言えば金融環境をタイトにする方向の政策決定が予測されているが、やや手掛かり難ということもあり信用市場は比較的落ち着いた動きが継続。

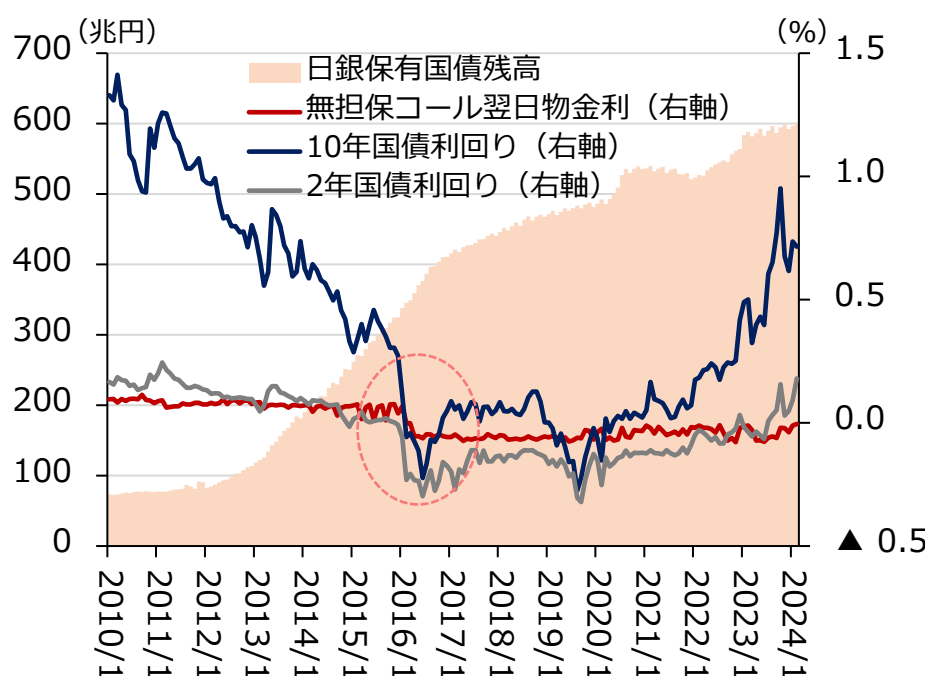


⑥ マイナス金利政策解除をめぐる議論

(副所長 田川真一)

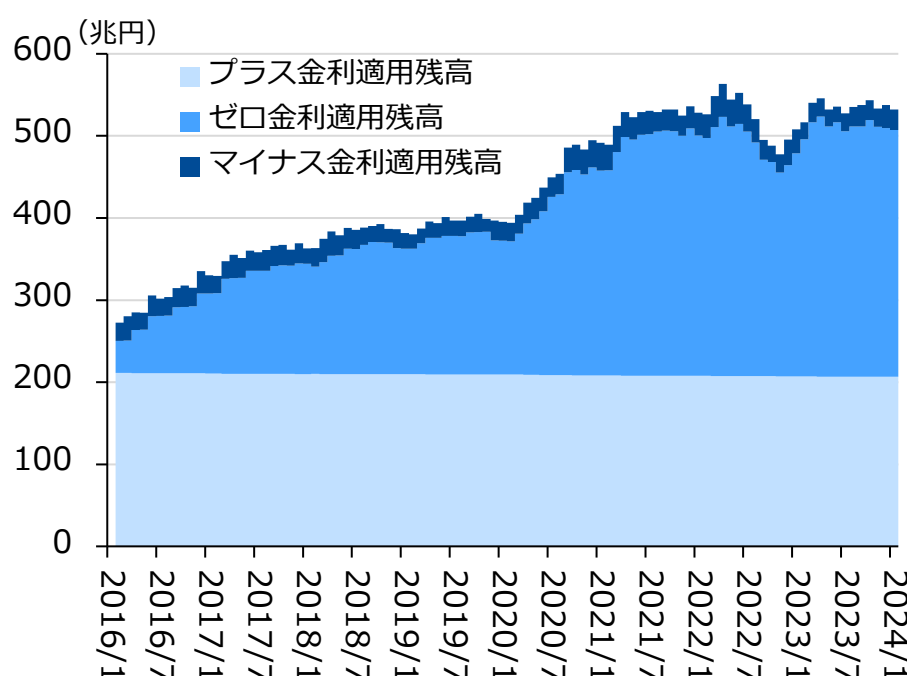
- マイナス金利政策とは**：マイナス金利政策は、民間金融機関が中央銀行に預け入れる預金に負の金利を適用する（預金者が利息を支払う）政策。政策金利がゼロに近づき利下げによる金融緩和余地が乏しい状況下で、金融機関が中銀に積む預金の拡大を抑止、貸出を刺激すると同時に、利回り曲線の起点となる短期金利をマイナス化することで金利全般を押し下げることが主な目的とされる。量的緩和（中銀による金融資産購入）と同様、「非伝統的金融政策」という位置付け。
- 日銀のマイナス金利政策**：黒田前総裁就任後の異次元緩和のもと、日銀は市中から国債等を大量購入し資金供給を拡大したが、これに伴う国債価格上昇に世界的な金利低下が相まって国債利回りが急低下。国債を主な投資先としていた金融機関に日銀預け金（日銀当座預金）を膨らませる動機を与えたことから、16年2月には日銀当座預金を階層化し超過準備の一部にマイナス金利（▲0.1%）を付利した。これを受け日銀が金融政策上の誘導対象とする銀行間取引金利「無担保コール翌日物（コールレート）」はマイナスに。ただしその後も長短金利逆転は一定期間続き、同年9月のイールドカーブ・コントロール（YCC）導入へと展開。
- 政策解除は何をもたらすか**：マイナス金利が適用される残高は運用面で抑制され、足元では付利対象となる日銀当座預金の5%未満。さらに銀行間取引の主要プレーヤーである国内主要行のマイナス金利適用分は極めて少額。すでにマイナス金利政策解除の観測で長短金利は小幅に上昇しており、実際のマイナス金利適用停止がコールレートおよび金利の期間構造に及ぼす影響は軽微と推察される。ただしマイナス金利政策の解除は金融政策中立化への本格移行というメッセージ性を持つため、市場が過剰反応するリスクは否定できない。
- 政策中立化に向けより注目すべき点**：当面の市場の関心は今月18～19日の日銀政策決定会合でマイナス金利政策解除が実施されるか、次回会合に向け地ならしがされるか。一方で、賃上げ見通し等を受け日銀が従来の緩和スタンスからどの程度中立的なスタンスに戻す構えを見せるかはより重要度が高い。特に注目されるのは量的緩和の方向性、およびすでに日銀バランスシートに蓄積されている巨額の金融資産の処理の行方。

▽ 日銀保有国債残高と長短金利



(出所) 日本銀行, LSEG

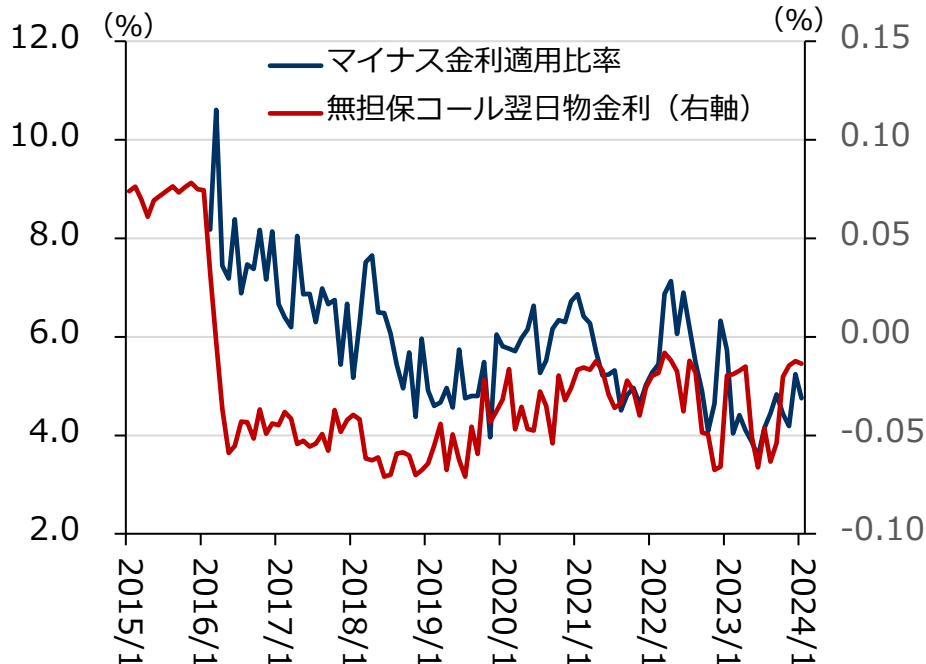
▽ 付利の対象となる日銀当座預金残高*



(出所) 日本銀行

*補完当座預金制度下の当座預金

▽ マイナス金利適用比率*とコールレート



(出所) 日本銀行

*付利対象残高全体に対するマイナス金利適用残高の比率

▽ 日銀の主な資産勘定

金・現金	894	
国債	600,770	→ 国債発行残の約6割
コマーシャル・ペーパー等	2,631	
社債	6,110	
株式（上場ETF等）	37,361	→ 時価評価後71兆円は東証プライム市場時価総額の約7%
不動産投資信託（REIT）	656	
貸付金	101,199	
外国為替	9,946	
その他	864	
資産計	760,431	→ 名目GDP比約130%

(出所) 日本銀行, 財務省, JPX

*赤枠は量的緩和の買入れ対象となっている金融資産

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)	副所長		田川真一

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。