

<目次>

1. 実体経済

① 日本経済..... 1
7～9月期GDP（速報値）

② 米国経済..... 2
個人所得・消費 / 物価動向

③ 中国経済..... 3
非製造業PMI / 製造業PMI / 今後3カ月の見通し

④ 欧州経済..... 4
ドイツ経済：物価・賃金 / 景況感 / 建設業

2. 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5

3. 特集..... 6
2024年の主要政治経済日程

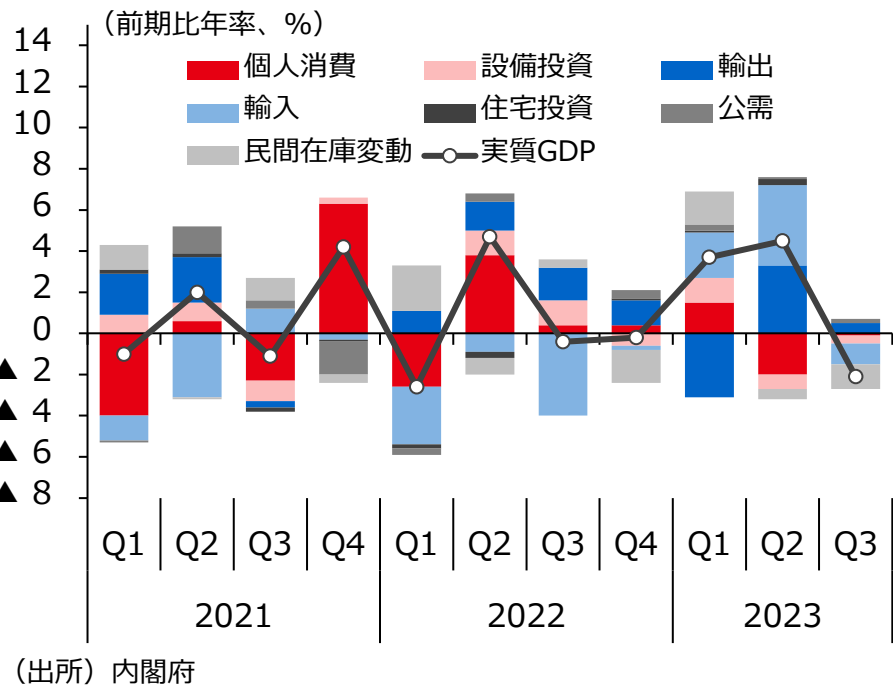
①日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

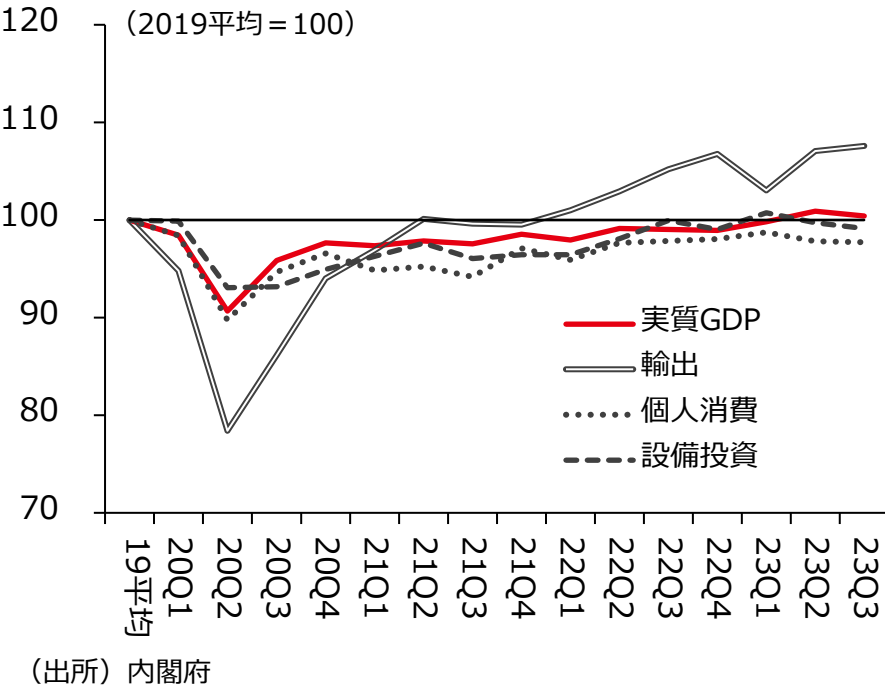
2023年7～9月期実質GDPは、3四半期ぶりのマイナス成長

- **GDP**：7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%（年率換算▲2.1%）と3四半期ぶりのマイナス成長となった。内訳をみると、民間在庫の減少による押し下げが大きかったものの、外需と内需ともに冴えない結果に。水準では、コロナ前（2019年平均）を2四半期連続で上回ったものの、個人消費は回復途上にある。
- **外需**：輸出は、前期比+0.5%と2四半期連続で増加。海外経済の減速が重しとなる中でも、半導体不足の緩和により欧米向けの自動車輸出を中心に財輸出が増加した一方、インバウンドの回復が一服したことによりサービス輸出は横ばいとなった。訪日外客数は、中国からの回復が鈍いものの、その他の国・地域は概ねコロナ前水準を回復しており、回復ペースに一服感がみられている。輸入は、4～6月期の大幅減の反動もあり、同+1.0%と3四半期ぶりに増加。資源価格の低下を背景に鉱物性燃料などの財輸入が減少した一方、アウトバウンドの回復や動画配信などの海外企業が提供するサービスへの支払いでサービス輸入が増加した模様。
- **内需**：内需の柱である個人消費は、同▲0.0%と2四半期連続で減少。物価高や実質賃金の低迷が重しとなる中、食料品などの非耐久財が減少したことに加え、台風の影響による工場稼働停止を受けて自動車を中心に耐久財が減少した模様。コロナ禍の影響を大きく受けた旅行や外食などのサービス消費は回復基調が続いたものの、同+0.2%と回復ペースは鈍化傾向にあり、コロナ前水準を回復できずにいる。設備投資は、同▲0.6%と2四半期連続で減少。半導体市場の調整を背景に半導体製造装置関連の投資などが減少したとみられる。
- **先行き**：10～12月期は、半導体不足の緩和による自動車輸出や中国からの訪日客を中心としたインバウンド消費の回復、国内のサービス消費の回復が景気を下支えするものの、物価高や海外経済の減速などが下押し要因となり、緩やかな回復ペースにとどまるとみられる。海外経済の減速による下振れリスクが大きい点に留意。

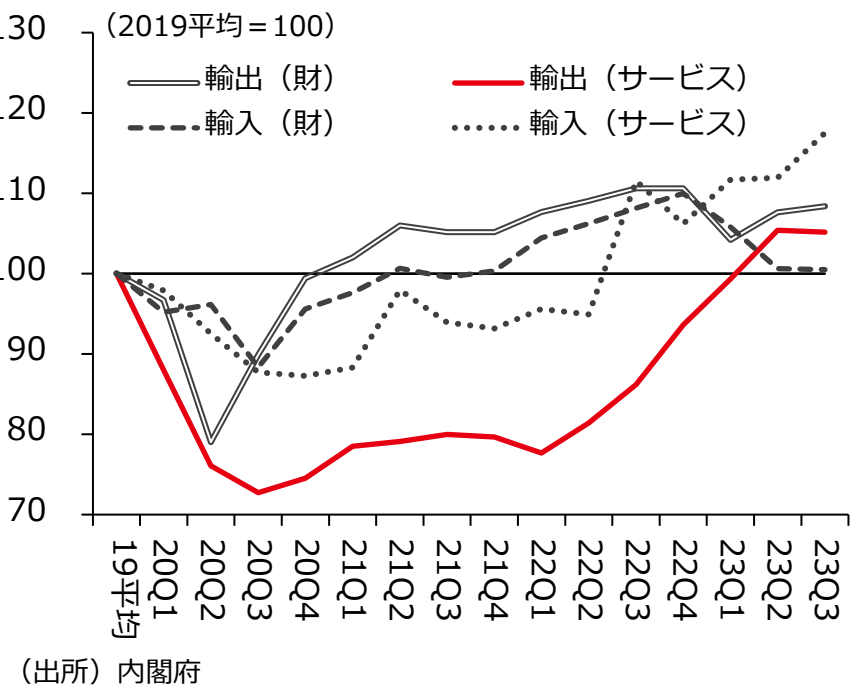
▽実質GDP（寄与度）



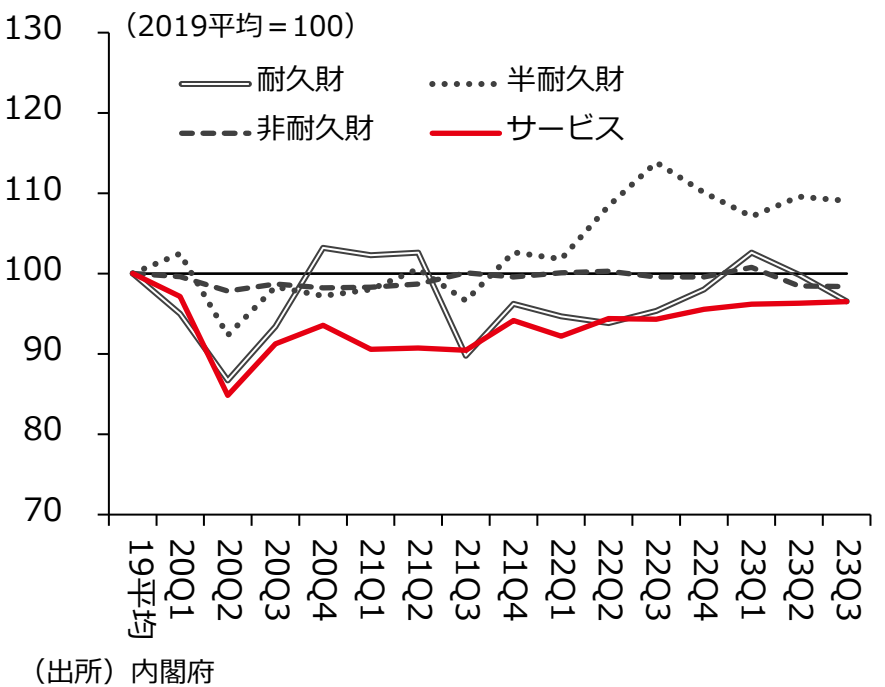
▽実質GDP（水準）



▽実質GDP（形態別・外需）



▽実質GDP（形態別・消費）



②米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

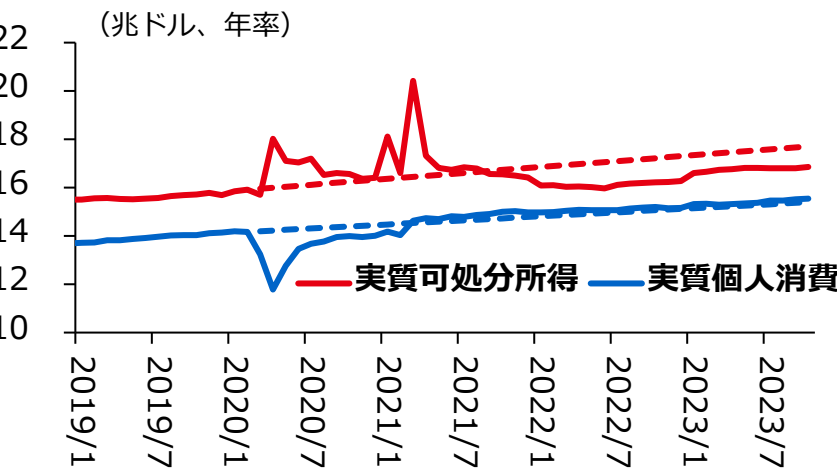
主要指標の動向

- **所得・消費**：10月の実質可処分所得は前月比+0.3%（9月同+0.0%）と増加した。また、**実質個人消費支出**は前月比+0.2%（9月同+0.3%）と7カ月連続で増加した。品目別では、サービス（同+0.3%）の伸びが継続した一方、耐久財（▲0.3%）が減少。**貯蓄率**（可処分所得のうち消費支出以外が占める割合、名目ベース）は3.8%と、コロナ禍前（19年平均：8.8%）を大きく下回っての推移が続いた。
- **物価指数**：FRBがインフレ指標として重視する**個人消費支出（PCE）デフレーター**は10月に前年比+3.0%（9月同+3.4%）と、上昇率は縮小した。エネルギー価格（同▲4.8%）が前年を割り込み、下押し方向に寄与した。また、変動の大きい食品・エネルギーを除く**コアPCEデフレーター**は同+3.5%（9月同+3.7%）と縮小傾向にあり、基調的インフレの鈍化継続を示唆した。品目別で見ると、コロナ禍後の米国において著しく上振れた耐久財（同▲2.2%）が減速に転じている一方で、高インフレの主因として注目されるサービス価格（同+4.4%）の上昇率は未だ顕著に大きい。

基調判断・見通し

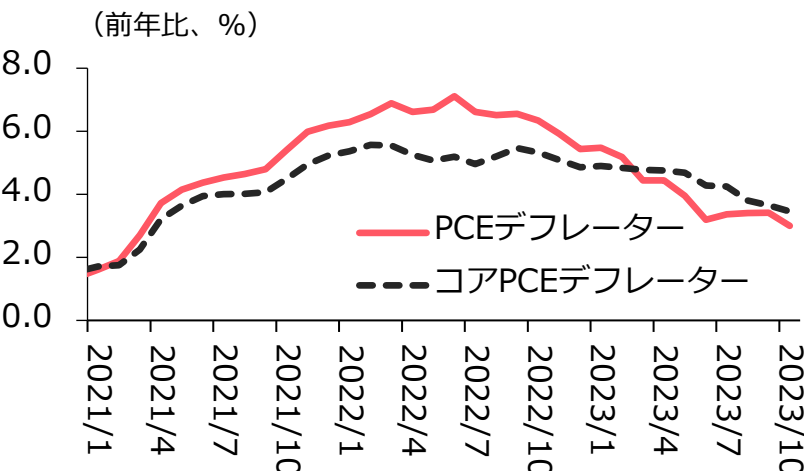
- **個人消費の伸びが持続**：米経済成長を牽引する個人消費は、10月に入っても底堅い成長軌道を保った。コロナ禍の家計支援措置として停止されていた連邦学生ローンの返済が、当月に再開されたことによる影響が懸念されたが、現時点では家計部門全体で見た消費を腰折れさせるほどの下押しは見られず。
- **底堅い個人消費の背景**：連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締め姿勢を強める中でも消費の成長が持続する背景として、米家計のバランスシート改善による影響を指摘する向きがある。例えば、①株価や住宅価格などの資産価値上昇に伴い、米家計の純資産（資産－負債）が大幅に増加し、金利上昇への耐性が上がっていること、②コロナ禍初期の強制的な消費抑制と政府の家計支援策の下で蓄積した超過貯蓄による下支え効果が従来の想定よりも長期間持続していることなどがそれにあたる。
- **消費の先行きリスク**：サンフランシスコ連銀が公表する平時の貯蓄水準に基づく試算によると、超過貯蓄は10月末時点で約3,500 億ドル程度（ピーク時：約2.1兆ドル）まで減少していると推計され、現行の取り崩しペースが続けば、24年前半には消費の下支え効果が消失する可能性も。実際に、歴史的低水準で推移してきたクレジットカードの延滞率が足元でコロナ禍前の水準を上回ってくるなど、家計の資金繰り悪化を示唆する現象が見られている。
- **インフレ動向**：基調的インフレ率は縮小しつつあるものの、依然としてFRBの物価目標（平均で年2%）を大幅に上回る。PCE構成品目を価格変動率により分類すると、分布はコロナ禍前の状態に向けて緩やかに回帰しつつあるものの、依然として多くの品目で上昇率が高止まりしている状況が窺える。FRBはインフレの目標値への確実な収束のためには景気抑制的な金融政策を長期化させることも辞さずという構えであり、金融引き締めの景気冷却効果が来年にかけ顕在化する懸念は残る。

▽可処分所得・個人消費（実質値）の推移



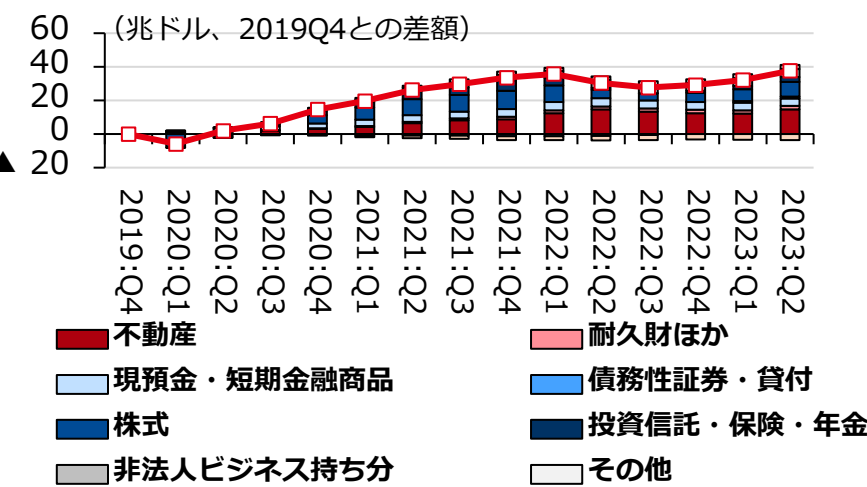
(注) 点線はコロナ禍前のトレンドに基づく所得・消費の予想値を示す。
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽物価指数（PCEデフレーター）



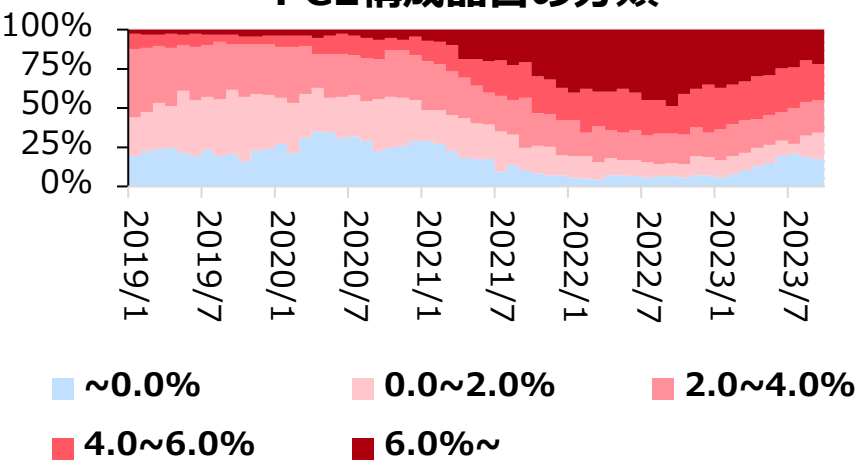
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽家計資産の増減（2019Q4~2023Q2）



(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽価格変動率（前年比、%）によるPCE構成品目の分類



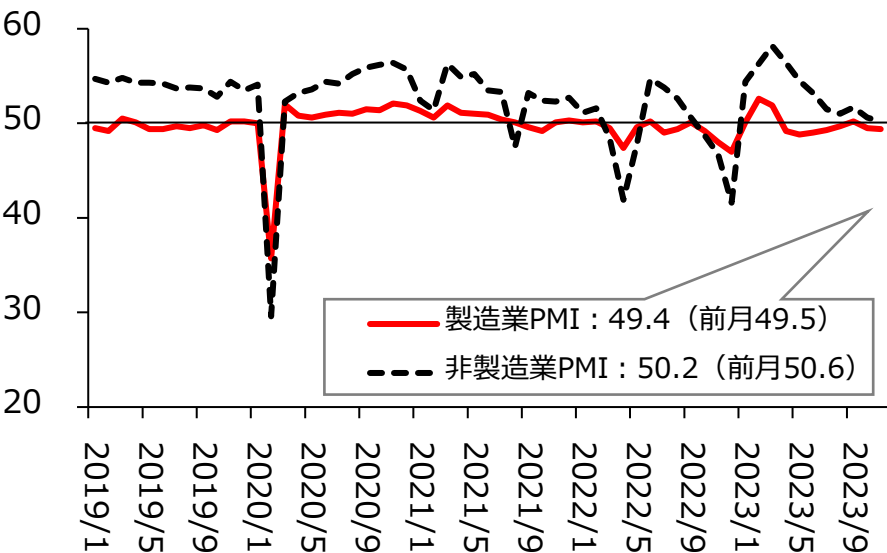
(注) 153の中品目を分母として割合を算出。
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

③中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

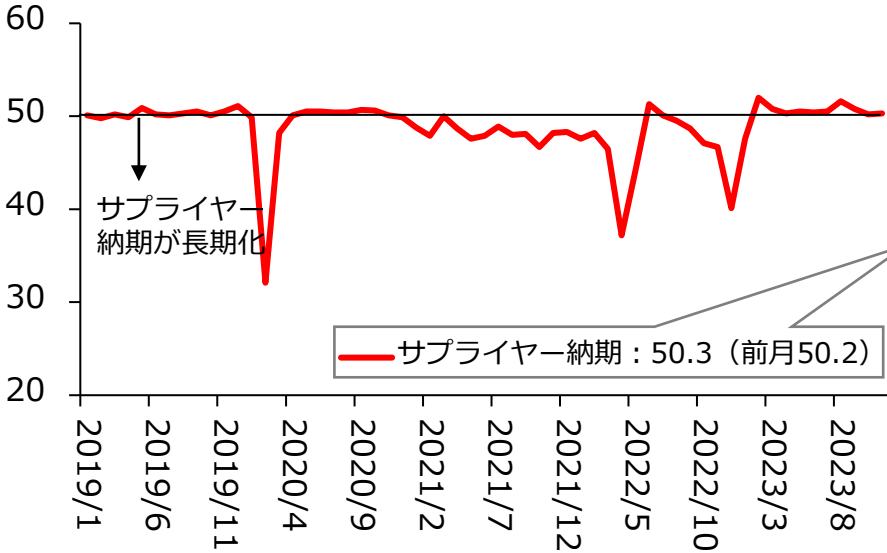
- **非製造業PMI**：11月は50.2（10月50.6）と、好不況の目安とされる50 付近へと低下。
サービス業：49.3（10月50.1）と11カ月ぶりに50割れへと悪化。不動産関連サービスの停滞が大きな重しとなっているほか、鉄道輸送、航空輸送、宿泊、飲食、文化・スポーツ・レジャーも悪化。大型連休後の需要が停滞傾向にあることなども影響しているほか、旅行などでは行動制限解除後のペントアップ需要が一巡したことも示唆された。他方、堅調な通信・放送に加え、金融業は足元の融資拡大などを受け好転。
建設業：55.0（10月53.5）とやや上向いた。中国政府が景気テコ入れ策として10月末に1兆元（GDP比0.8%）の追加財政出動（主に、インフラ建設に投下）を打ち出したことが好感された形。
- **製造業PMI**：11月は49.4（10月49.5）と2カ月連続で50割れとなった。指数を構成する5つの要素のうち、雇用以外全てが下押し要因となり、特に生産、新規受注、原材料在庫の低下、サプライヤー納期の短縮から需給の緩みが窺える。当局の調査によれば、石油・石炭、繊維、化学品などの資源や素材製造業を中心に、需要不足を訴える企業が全体の6割を超える結果に。規模別では、大規模企業がかろうじて50超えを維持しているが、中・小規模企業は50割れのまま。
- **業務活動予期指数（今後3カ月の見通し）**：製造業および建設業は総じて足踏み状態が続く一方、サービス業は若干上向く見通しに。帰省・旅行など大規模な移動を伴う春節休暇（2/10～17）を控える中、輸送や宿泊、飲食業などを中心にやや楽観的な見通しが出始めている模様。一方、景気や住宅市場の先行きへの不安感が払しょくされておらず、家計や企業による支出が抑制される状況が続くことが見込まれるため、需要不足は当面実体経済を下押しする方向に作用する可能性が大きい。

▽購買担当者景気指数（PMI）



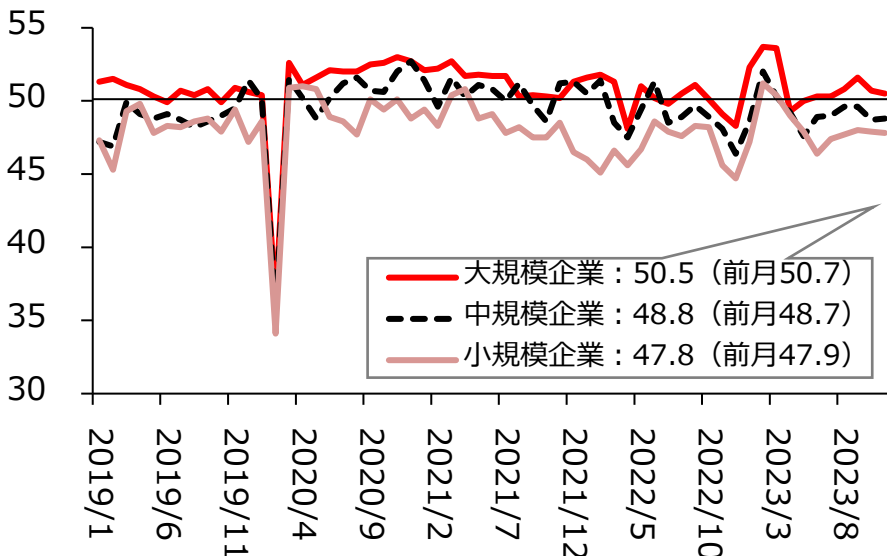
(出所) 中国国家統計局 直近：2023年11月

▽製造業PMI：サプライヤー納期指数



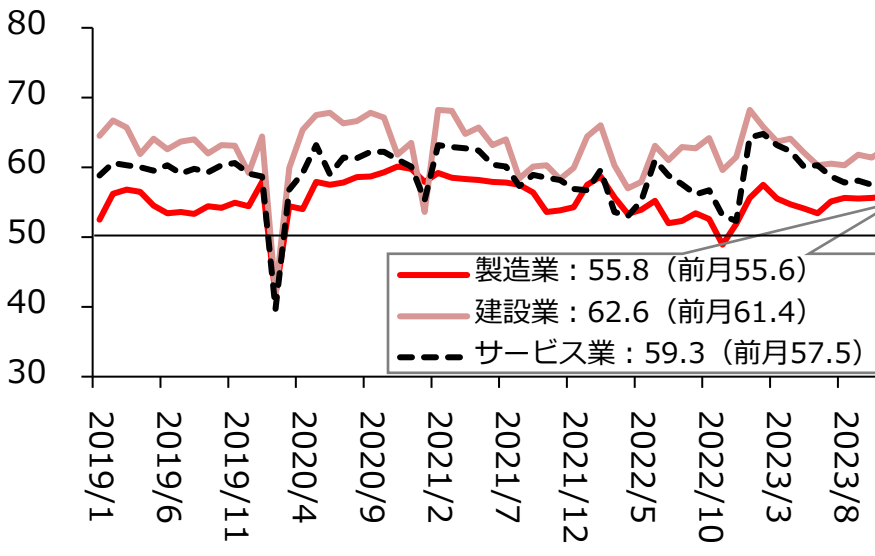
(出所) 中国国家統計局 直近：2023年11月

▽製造業PMI：企業規模別



(出所) 中国国家統計局 直近：2023年11月

▽業務活動予期指数



(出所) 中国国家統計局 直近：2023年11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。

④欧州経済（ドイツ経済）

（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

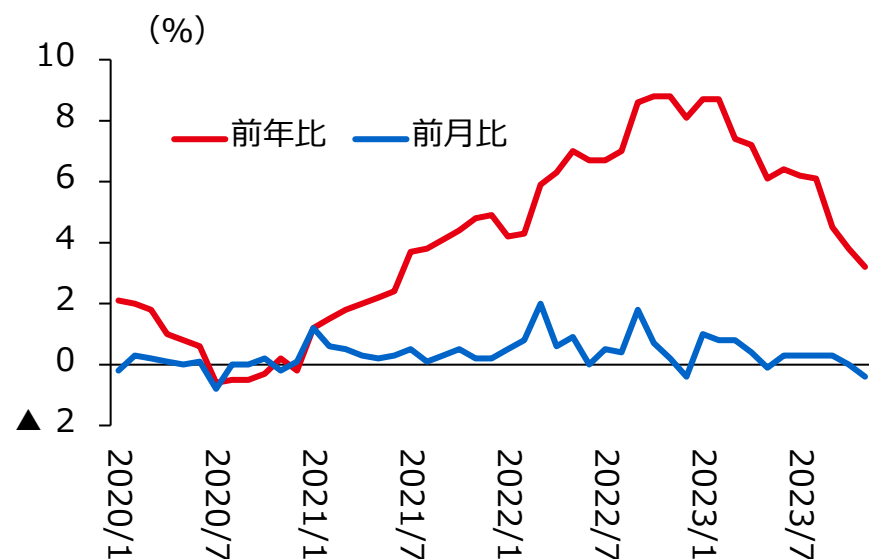
主要指標の動向

- 物価・賃金**：11月消費者物価指数（CPI）上昇率は前年比+3.2%（10月同+3.8%）と縮小。主要項目別では、エネルギーが同▲4.5%（10月同▲3.2%）と2カ月連続で前年割れしたこと、食料品が同+5.5%（10月同+6.1%）と縮小傾向が継続したことが大きいと見られる。この結果、財の上昇率は同+3.0%まで縮小。なお、前月比は▲0.4%となり、2023年5月以来の前月割れ。賃金動向では、7～9月期の名目賃金が前年比+6.3%（4～6月期同+6.6%）と上昇率がやや縮小したが、依然高水準で推移。CPI上昇率の低下などもあり、実質賃金が前年比+0.6%（4～6月期同+0.1%）と2四半期連続で上昇。ただし、実質賃金自体はコロナ禍前（2019年同期）から▲5.6%と復元力が弱く、小売売上高の弱い要因の1つとして考えられる。
- 景況感**：11月のifo景況感指数（2015年=100）は、87.3（10月86.9）と3カ月連続で上昇。業種別では、製造業（▲13.5）及び建設業（▲29.4）がマイナス幅を縮小させた一方で、サービス業（▲2.5）が悪化。
- 建設業**：9月の建設受注指数（実質）は117.5（8月126.7）と低下した。一過性の大型受注の影響がはく落したことが要因と見られている。前年比では、2022年5月から2023年6月まで前年割れで推移したが、直近は3カ月連続で前年を超えて推移し、建設業に改善の兆しが見られる。

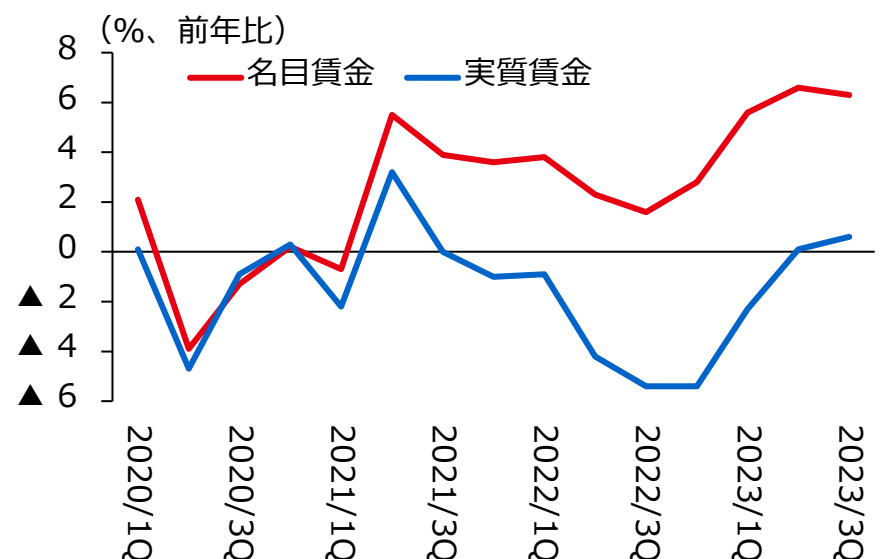
基調判断・見通し

- ドイツ経済は低調に推移したが、欧州中央銀行（ECB）による金融引き締めの一環による長期化などもあり、高金利の環境は不変。加えて、コロナ対策基金の転用を禁じる憲法裁判所の判決などによる財政問題や、ドイツ国内でも不動産市場を展開するオーストリア系シグナの経営破綻などのリスク要因もあると見られている。だが、足元の経済指標上は、実質賃金指数の前年比での上昇やCPI上昇率の低下、景況感の持ち直し、建設受注指数の上昇など、回復の兆しになりうる事象が複数出てきたと見られる。
- 直近の各種機関によるドイツ経済の成長率見通しは、欧州委員会（11月15日公表）が2023年：▲0.3%、2024年：+1.2%、経済開発協力機構（OECD、11月29日公表）が2023年：▲0.1%、2024年：+0.6%と、2024年はマイナス成長を脱する見通しだが、比較的低成長にとどまる見方が強い。

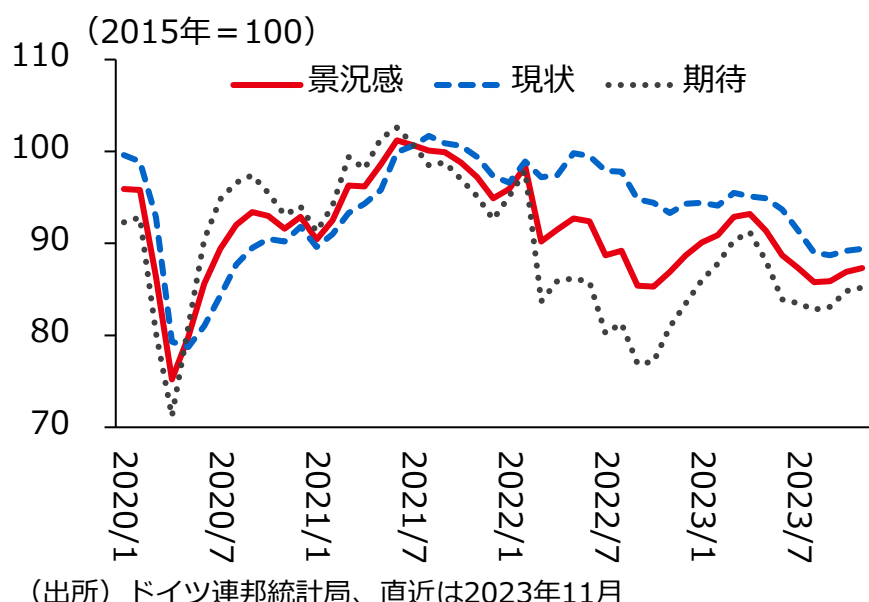
▽消費者物価指数



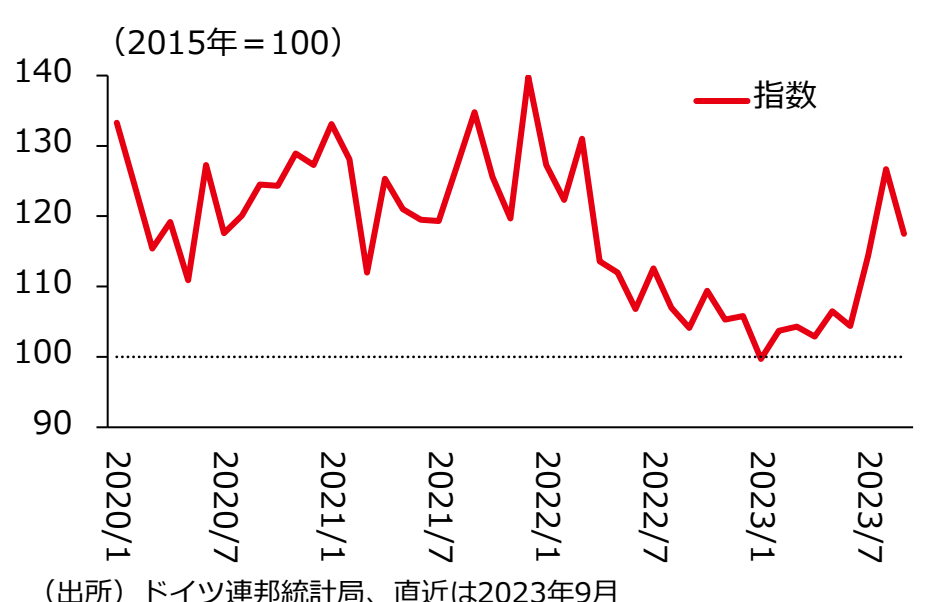
▽名目賃金と実質賃金



▽ifo景況感指数



▽建設受注額（実質）

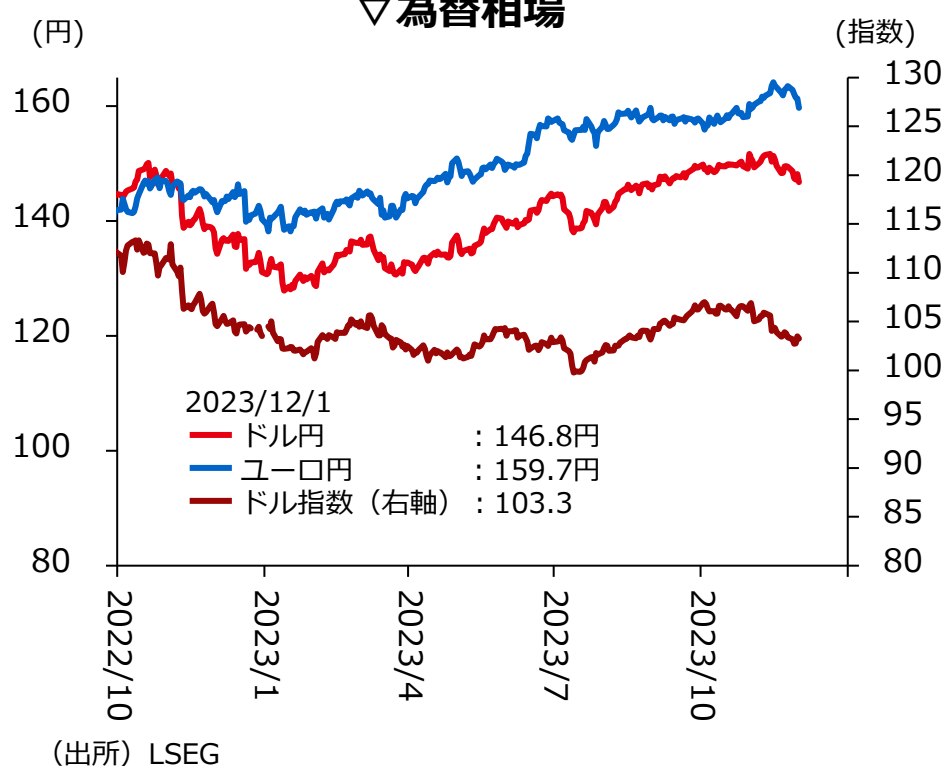


2.金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

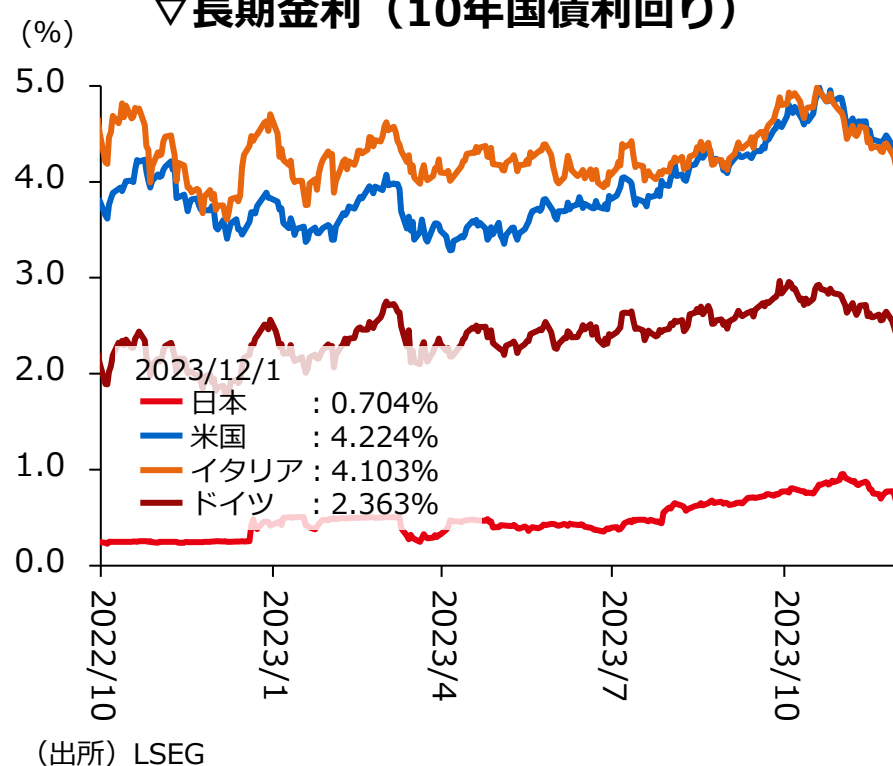
（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場ではこれまでの円安傾向に対し大きめの調整が入った形に。金融政策見通しの変化（下述）から欧米で市場金利が大きめに低下する一方、円金利の低下は比較的小幅で、主要通貨と円の間で金利差が縮小したことが全般的な円の上昇に作用した様相。ドル円は前週末から3円近く低下し146円台後半、ユーロ円も同4円近い低下で160円を割り込んだ。一方、ドルは対ユーロではやや持ち直しを見せており、形式的にはユーロ圏における利下げ早期化観測がよりサプライズとなっている格好。
- 金利**：主要国の長期金利は低下。米国では連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーのウォラー理事がインフレ率の低下が利下げを正当化するとの主旨で発言。その後、複数の理事から利下げ期待への牽制が示されたにも関わらず利下げの織り込みが進み、先物市場では来年3月までに「予防的利下げ」が行われるとの見方が優勢に。ユーロ圏でも欧州中銀（ECB）理事の一人であるビルロフドガロー仏中銀総裁が24年中に利下げの検討が成される可能性に言及、市場金利の低下を誘った。他機関の後追いながら格付大手フィッチ・レーティングスがギリシャの格付を投資適格級（BBB-）に引き上げたことなどもマインド改善に寄与した可能性。米欧ともインフレの先行きに対する楽観視が強まっており、金利低下方向の材料に反応しやすい環境。
- 株式**：主要国の株価は市場金利の低下を受け底堅く推移。市場は景気のマイルドな減速の下でインフレの収束が実現するというソフトランディングシナリオに傾いていると見られ、必ずしも金利低下に見合った上昇とは言えないながら米S&P500など一部指数は終値ベースで年初来高値を更新した。米国ではパウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長の「利上げの有無に伴うリスクはより均衡」という発言も好感された模様。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は低グレードで大きめの縮小。金利低下、株価上昇が継続していることが信用環境の先行きにも一定の安心感を与えている模様。ソフトランディングシナリオを先取りした動きにも見受けられるが、特にインフレとその主要な決定要因である賃金の動向には注意。

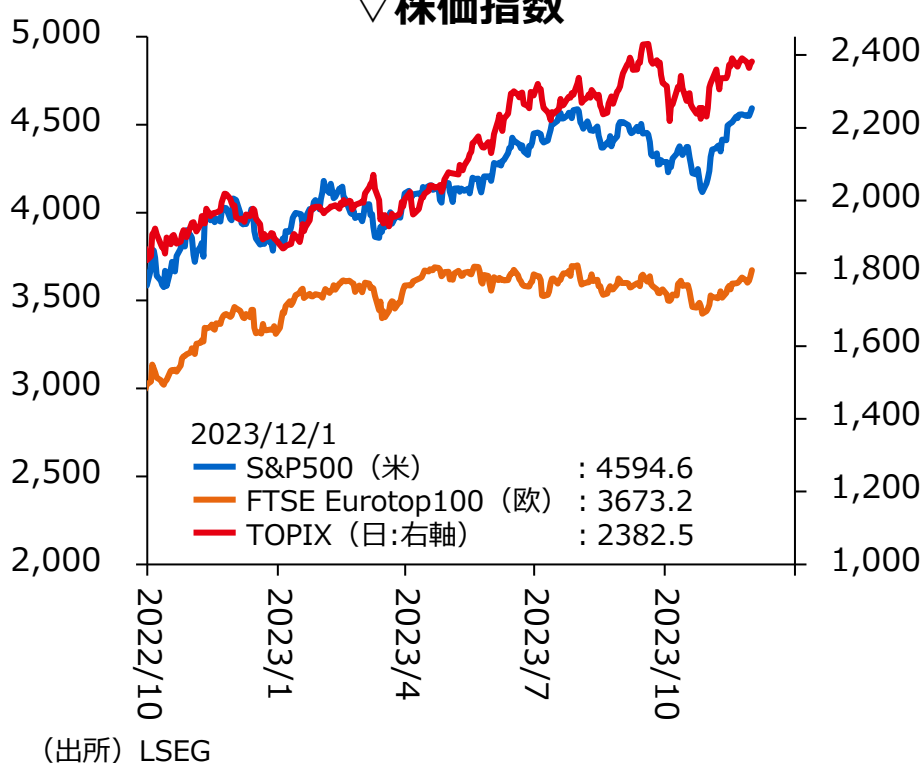
▽為替相場



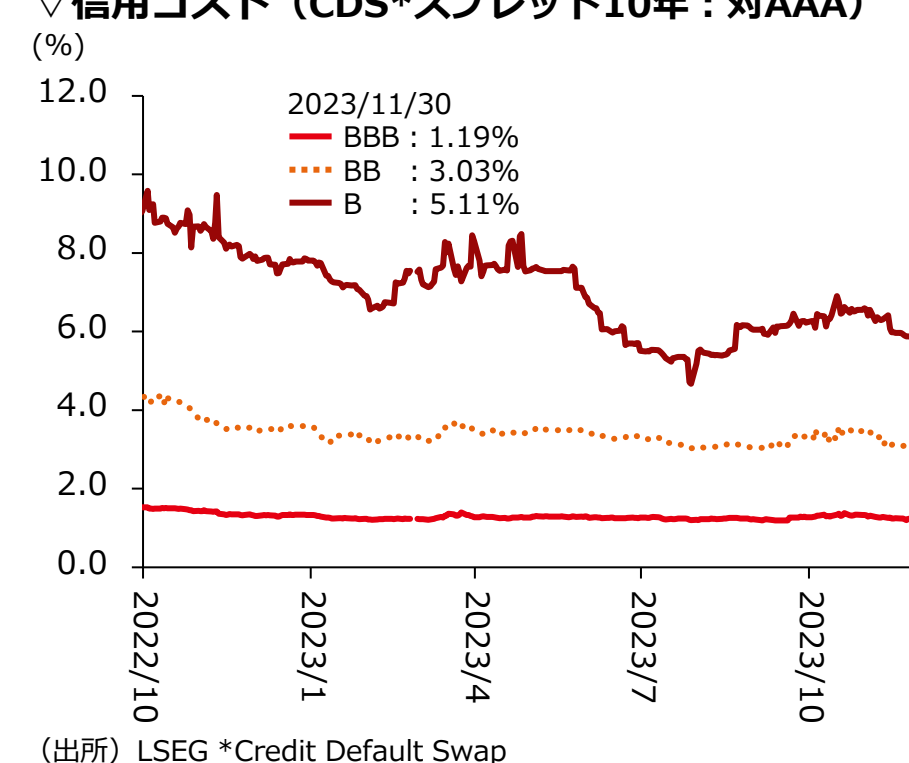
▽長期金利（10年国債利回り）



▽株価指数



▽信用コスト（CDS*スプレッド10年：対AAA）



3.2024年の主要政治経済日程

(シニア・エコノミスト 坂本 正樹)

最大の政治イベントは米大統領選挙

2024年最大の政治イベントはやはり4年に1度の米国大統領選挙だ。一般投票日は11月だが、民主党・共和党の代表候補を決める予備選は1月中旬のアイオワ州を皮切りに各州で行われ、予備選集中日である3月の「スーパーチューズデー」を経て、7~8月の全国大会で両党の大統領・副大統領候補が正式に決まる。最大の注目点は共和党候補指名争いで圧倒的なリードを維持するトランプ前大統領再選の可能性。

米国以外でも重要選挙が相次ぐ

2024年は米国以外でも選挙が多数実施される。1月の台湾総統選挙は米中対立の観点からも注目を集める。2月にはジョコ大統領の後継が決まるインドネシア大統領選挙、4~5月にはインドで総選挙が予定され、モディ現首相が3期目入りを目指す。欧州連合（EU）では6月に欧州議会選挙が行われ、その後にEUの行政執行機関である欧州委員会の委員長が選出される。近年、EU加盟国の国政選挙などで右派勢力の台頭が目立っており、欧州議会においても今回の選挙で「右傾化」の動きが進む可能性がある。なお、3月にはウクライナ侵攻を続けるロシアで大統領選挙が実施されるが、現職のプーチン大統領の出馬・再選がほぼ確実視されている。

「公正な選挙」に目を配る米国

一部の選挙では選挙結果だけでなく「公正な選挙」が行われるかも注目される。米国は2024年1月のバングラデシュ総選挙について政府による野党弾圧などに懸念を示し関係者へのビザ発給制限などを実施。また、来年後半に大統領選挙を予定するベネズエラに対しても、野党候補者による立候補禁止の解除や政治犯の釈放が行われない場合、10月に一部緩和した制裁を復活させると警告している。

中南米の動向にも注目

2024年はイタリアがG7議長国を担う一方、G20はブラジル、APECはペルーと中南米国家がそれぞれ議長国を務める。「米国の裏庭」と呼ばれてきた中南米では近年中国の経済進出が著しく、米中関係の点でも同地域の重要性が高まる可能性がある。

▽国・地域		▽国際会議・サミットなど	
日程	イベント	日程	イベント
1/7	バングラデシュ総選挙	1/15~19	世界経済フォーラム年次総会（スイス・ダボス）
1/13	台湾総統選挙	2月	ミュンヘン安全保障会議（ドイツ）
1/15	アイオワ州共和党党员集会（米大統領選）	3/21~22	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
1/28	フィンランド大統領選挙	3/26~29	ボアオ・アジア・フォーラム年次総会（中国）
1月下旬	通常国会召集（日本）（150日間）	4月	国際通貨基金（IMF）・世界銀行春季会合（米国・ワシントンDC）
2/8	パキスタン総選挙	5/14~16	欧州復興開発銀行（EBRD）年次総会（アルメニア・エレバン）
2/10~17	春節（旧正月）休暇（中国）	5/27~31	アフリカ開発銀行（AfDB）年次総会（ケニア）
2/14	インドネシア大統領・議会選挙	6/27~28	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
3/5	スーパーチューズデー（米大統領選）	6月	G7首脳会議（イタリア）
3/10	ポルトガル総選挙	6月下旬	欧州中央銀行（ECB）フォーラム（ポルトガル）
3月	ロシア大統領選挙	6月頃	シャングリラ・ダイアログ（シンガポール）
3月	全国人民代表大会（全人代）（中国）	7/9~11	NATO首脳会談（米国）
4月	韓国総選挙	8月下旬	ジャクソンホール会議（米国）
4~5月頃	インド総選挙	9/10~13	東方経済フォーラム
5/12	リトアニア大統領選挙（※10/13 議会選挙）	9/25~26	アジアインフラ投資銀行（AIIB）年次会合（ウズベキスタン）
5月頃	南アフリカ総選挙	9/30	IMF専務理事任期
6/2	メキシコ大統領選挙	9月	第79回国連総会（米国・NY）
6/6~9	欧州議会選挙	10月	BRICS首脳会議（ロシア・カザン）
6/9	ベルギー連邦選挙	10月	IMF・世界銀行秋季会合
7/26~8/12	夏季オリンピック・パラリンピック（パリ）	10月	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
7~8月	共和・民主党全国大会（米大統領選）	10月頃	未来投資イニシアチブ会議（サウジアラビア）
9/30	北大西洋条約機構（NATO）事務総長任期	11/18~19	G20首脳会議（ブラジル）
~9月	スリランカ大統領選挙	11月	アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議（ペルー）
10/31	欧州連合（EU）・欧州委員会委員長任期	11月	第29回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP29）
11/5	米国大統領・議会選挙	11月頃	マナマ・ダイアログ（バーレーン）
11/30	EU・欧州理事会議長（大統領）任期	12月	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
11月頃	ルーマニア大統領選挙		
12月頃	中央経済工作会議（中国）		
未定	ベネズエラ大統領選挙（年後半予定）		
未定	英国総選挙（25年の可能性も）		
未定	ウクライナ大統領選挙（開催未定）		

（注）日程は調査時点（2023年11月30日）での暫定。

（出所）各種報道

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
	経済調査チーム	チーフ・エコノミスト	井上祐介
(日本)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国)	経済調査チーム	エコノミスト	清水拓也
(中国)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	李雪連
(欧州)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融)	経済研究所副所長		田川真一
(特集：2024年の主要政治経済日程)			
	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。