

<目次>

① 日本経済..... 1
春闘 / 金融政策 / 経済・物価情勢 / 今後の焦点

② 米国経済..... 2
企業景況感 / 住宅市場

③ 中国経済..... 3
主要経済指標 / 住宅市場 / 今後の展望

④ 欧州経済（スペイン）..... 4
実質GDP / 消費者物価指数 / 小売売上高 / 鋁工業生産

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5

⑥ 特集..... 6
商品市況動向（直近1カ月）

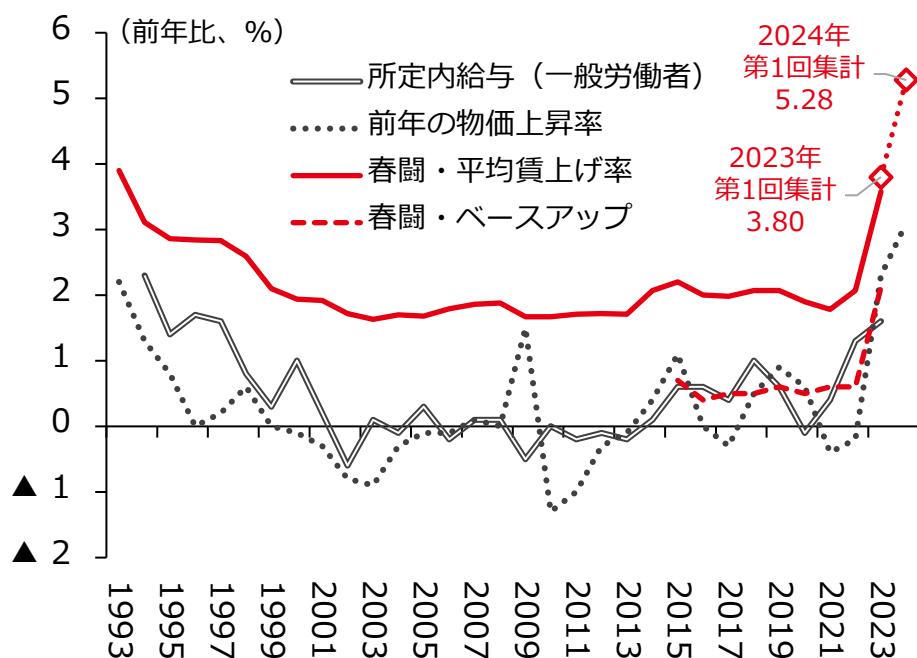
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

春闘の賃上げは前年を上回る勢い、日銀は3月会合で異次元緩和策の見直しを決定

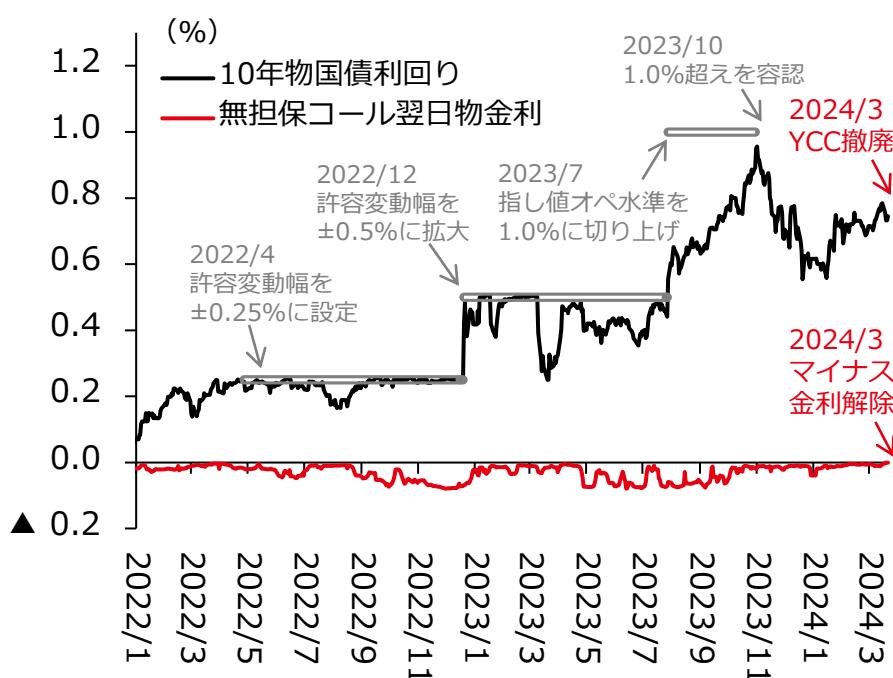
- 賃上げ**：15日に連合が公表した春闘第1回集計の平均賃上げ率は5.28%と、前年の第1回集計時点（3.80%）を大幅に上回る伸び。賃上げ率は7月の最終集計に向けて回答企業数の増加に伴い段階的に低下する見込みだが、好調な企業業績や物価の高止まり、人手不足などを背景に33年ぶりの高水準で着地する公算が大きい。
- 金融政策**：日銀は18～19日の金融政策決定会合で、マイナス金利政策や長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）などの異次元緩和策の見直しを決定した。植田総裁は判断理由について、春闘の第1回集計を含むデータやヒアリング情報をもとに賃金と物価の好循環の強まりを確認し、2%物価目標の実現を見通せる状況に至ったと判断したと説明。一方で基調的なインフレ率が未だ2%に達していないとの認識に基づき、緩和的な金融政策を続けていく姿勢を示した。
- 経済・物価情勢**：日銀は経済・物価情勢について、足元では一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などで弱さも見られるものの緩やかに回復していると評価。物価の見通しについては、輸入物価の上昇に伴う価格転嫁の鈍化の中でも政府のエネルギー価格抑制策の終了に伴い2%を上回る水準で推移した後、これら要因はいったん剥落するが、需給ギャップが需要超に転じ予想インフレ率や賃金上昇率が高まるもとで物価目標に向け再び上昇率は拡大するとした。今後、経済・物価見通しが上振れる場合にはさらなる政策変更の可能性も。
- 今後の焦点**：2月の消費者物価・コア指数（生鮮食品を除く）は前年比+2.8%（1月同+2.0%）と政策要因（政府によるエネルギー価格抑制策による押し下げ効果）の剥落により上昇率が再拡大したが、賃金との連動性が高いサービス価格は同+2.2%（1月同+2.2%）と頭打ち感がみられる。春闘の賃上げが「賃金と物価の好循環」に繋がるかどうかは、①中小企業まで賃上げが波及するかどうかや、②人件費の価格転嫁が進むかどうか、それによる③サービス価格の上昇が続くかどうかといった波及度合いを見極める必要がある。

▽春闘



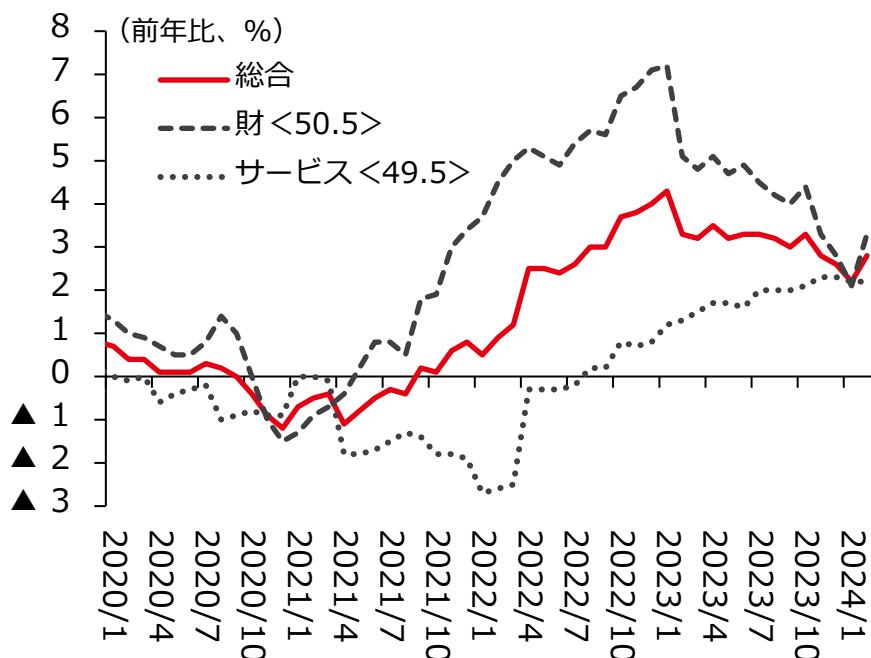
(注) 物価上昇率は、消費税引き上げの影響を除いたコア指数。
(出所) 日本銀行

▽金利



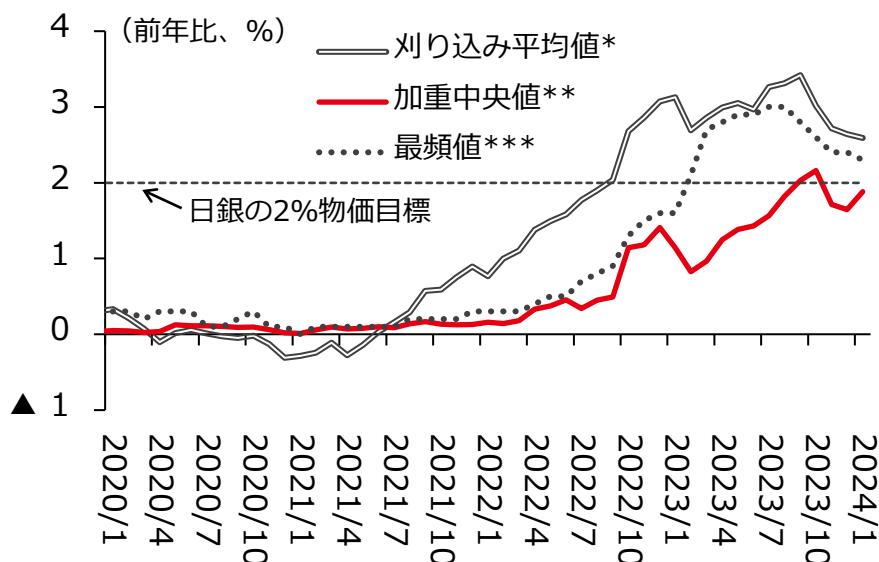
(出所) LSEG

▽消費者物価



(注) <>はウェイト。
(出所) LSEG

▽基調的なインフレ率を補足するための指標



(注) *品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値
**価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値
***品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率
(出所) 総務省

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

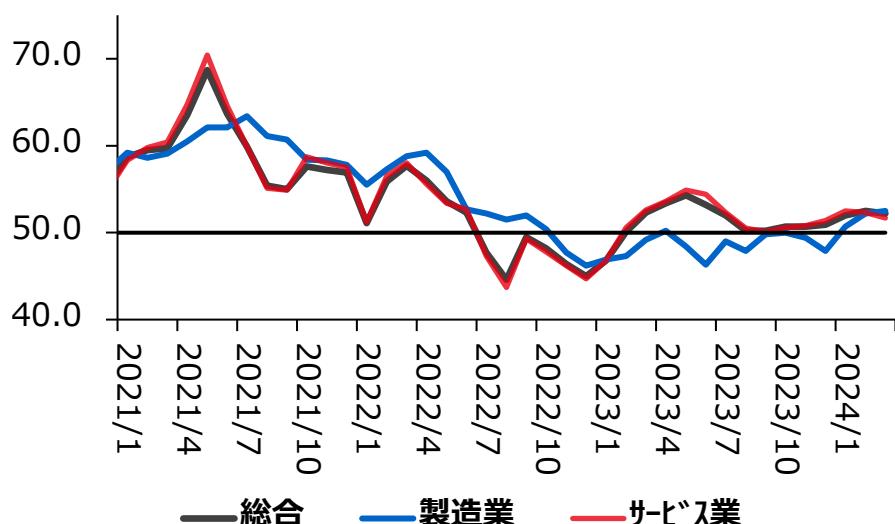
主要指標の動向

- 企業景況感**：3月のPMI（総合）は52.2（2月52.5）と、景気拡大／縮小の目安とされる50を上回った。業種別では、製造業が52.5（2月52.2）と続伸した。生産、雇用の拡大が上昇に寄与した。対して、サービス業は51.7（2月52.3）とやや下落した。新規受注、生産がやや減速した。両部門ともに、先行きについては楽観的な見方を強めている模様。一方、投入コスト・販売価格に上昇圧力の顕著な高まりが確認された。
- 新築住宅市場**：2月の新築住宅建設許可件数は前月比+1.9%（1月同▲0.3%）、着工件数は前月比+10.7%（1月▲12.2%）と共に増加した。許可件数の内訳では、集合住宅建設が22年をピークに下降線を辿る一方、足元では一戸建て住宅建設がコロナ禍前の水準付近まで復調しつつある。
- 中古住宅市場**：2月の中古住宅販売件数は年率換算で438万件（前月比+9.5%）と大幅に増加した。2月末時点の総住宅在庫件数も107万件（前月比+5.9%、現行の販売ペースで約2.9カ月分）と増加している。また、中古住宅価格（中央値）は前年比+5.7%と上昇基調が継続した。

基調分析・展望

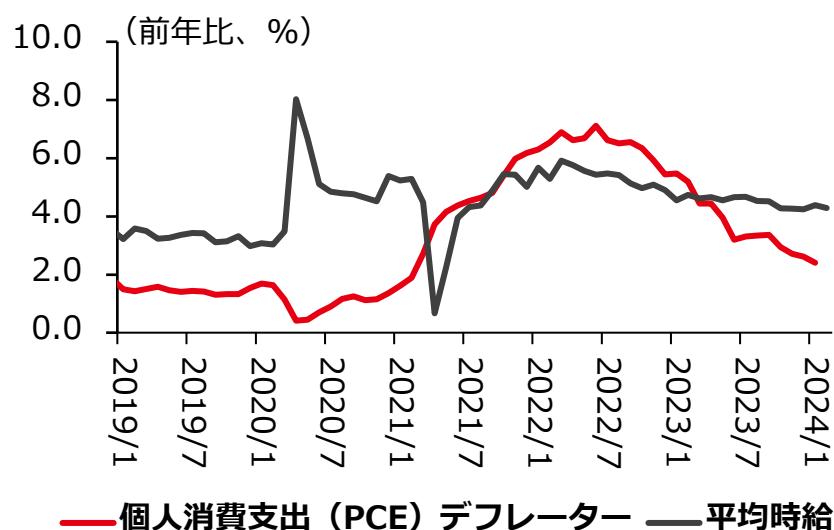
- 企業景況感調査は根強いインフレ圧力の存在を示唆**：企業景況感調査の公表文では、製造業PMIの上昇は財市場における需要拡大とリンクするものとされ、米景気の先行きは堅調との見方を補強する内容に。一方で、目下最大のリスクシナリオである「高インフレの定着・再燃」を想起させるような、供給側におけるインフレ圧力の高まりに関連する言及も目立った。背景として、ガソリンをはじめとするエネルギー価格上昇という季節的要因がある一方、人件費コスト増に伴う持続的な高インフレ圧力に関する懸念もまだ根強い。
- 中古住宅市場はまだ低調**：米国の住宅市場は22年以降、連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めに伴い、住宅ローン金利が騰勢を強めたことにより家計の住宅取得能力が圧迫されており、均してみれば需要低迷期にある。中古市場では、過去の低利のローンを借り替えてまで買い替えを進めようとする動きが乏しく、在庫、販売とも低迷をたどってきたが、足元は住宅ローン金利のピークアウトを受けてやや反発。一方で新築住宅については、中古住宅との値差縮小などもあって相対的に底堅く、着工・販売件数はコロナ禍前の水準近辺で推移している。今後、FRBの利下げ転換に伴う市場好転が期待されるが、利下げペースは緩やかなものにとどまるとの観測が主流なこともあり、住宅取得上の制約が直ちに取り除かれる状況は見込みにくい。

▽企業景況感指数（PMI）



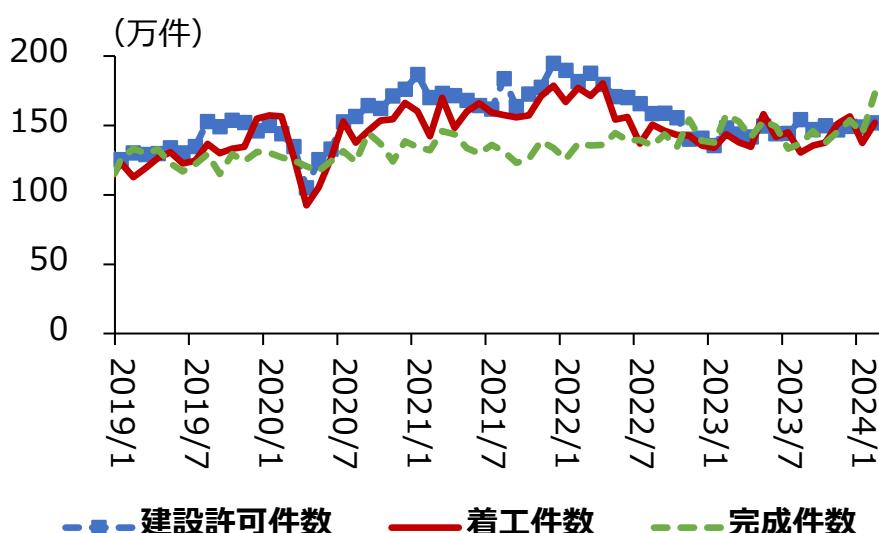
(注) PMI：購買担当者景気指数（企業景況感を示す。50を上回る好況、下回ると不況を示唆するとされる）調査期間：3/12～20
(出所) S&P Global

▽物価指数・賃金の上昇率



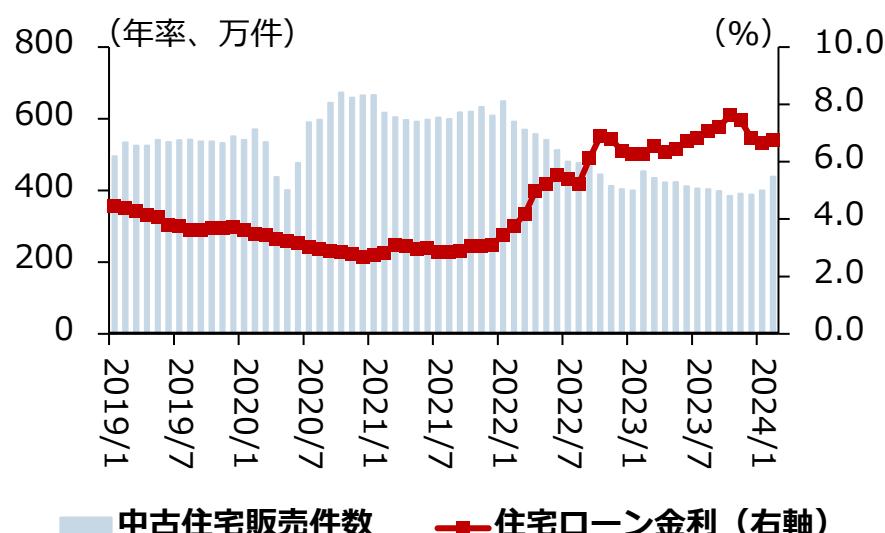
(出所) 米商務省

▽新築住宅市場



(出所) 米住宅都市開発省

▽中古住宅販売 × 住宅ローン金利



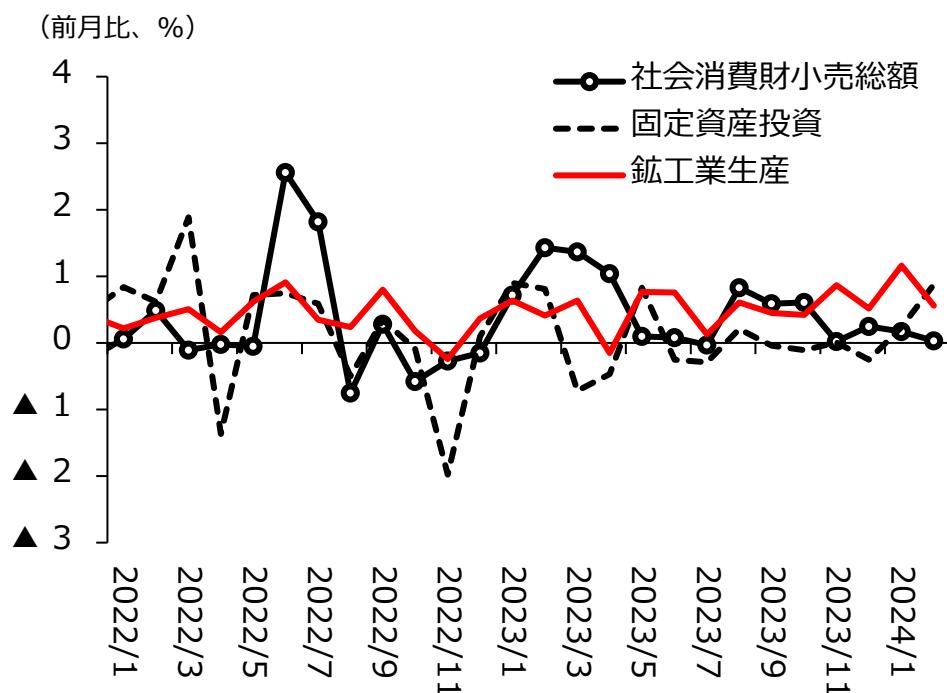
(注) 住宅ローン金利：30年物固定住宅ローン平均金利
(出所) 全米不動産業者協会、Freddie Mac

③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

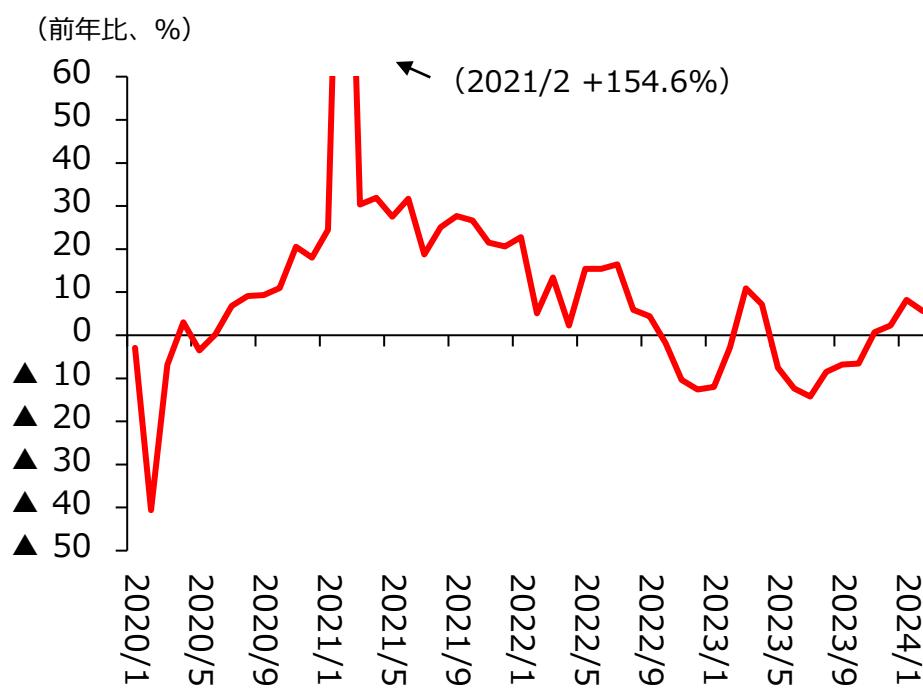
- 主要経済指標**：2月の主要経済指標は、まだら模様が続く景気回復の鈍さを改めて示唆した。固定資産投資が前月比+0.9%（1月+0.2%）と、地方債発行の前倒しや新規国債の発行を財源とした政府の支援策を受け、伸びが大幅に加速した。一方、社会消費財小売総額は0.0%（1月+0.2%）と伸びがゼロ付近まで鈍化した。コロナ禍で抑制されていた繰り越し需要が一巡する中、内需は財政出動を裏付けとしたインフラ建設など、公的需要に依存する傾向が強まる形に。他方、鉱工業生産は+0.6%（1月+1.2%）と減速したものの、昨年の平均的な増加率（+0.5%）を上回り、一定の底堅さを示した。輸出額（米ドル建て）は前年比+5.6%と4カ月連続で前年越えとなっているが、民間調査機関の季節調整値では前月比で2カ月ぶりのマイナスとなり、輸出の回復は依然不安定な状況。
- 住宅市場**：一段と悪化している。1～2月（累計）の新築住宅の販売面積は前年同期比▲24.8%、新規着工面積は▲30.6%と大幅に減少した。未完工住宅の建設・引き渡し支援策を受け回復傾向にあった完工面積も、▲20.2%と14カ月ぶりに前年割れに転換した。2月の70主要都市の新築住宅販売価格は、前月比▲0.4%と9カ月連続で下落した。70主要都市のうち、下落は1月に比べ3都市増加して59都市、上昇は3都市減少し8都市に。新築住宅価格の下落は引き続き地方都市を中心に観測されているが、4大都市では広州、深圳は昨年央には下落に転じたほか、北京も足元でやや下落気味となり、上海のみ上昇が続いている状況。
- 今後の展望**：3月11日に閉幕した全人代（国会）では、24年の実質GDP成長率目標が「前年比+5.0%程度」と比較的野心的な設定となったほか、特別地方債の増額、今後数年にわたる超長期特別国債の発行、大きめの規模の流動性供給など景気刺激的な金融・財政政策を行う姿勢も示された。また、住宅セクターへのテコ入れ策として、住宅開発企業の合理的な資金需要を満たすことや、住宅需要の創出を目的とした都市化推進奨励金などの施策が打ち出されている。しかし、住宅市場の低迷、中央・地方財政の悪化、中小金融機関の脆弱性が大きな足かせとなる中、諸施策の今後の執行状況や景気動向に注目。

▽主要経済指標



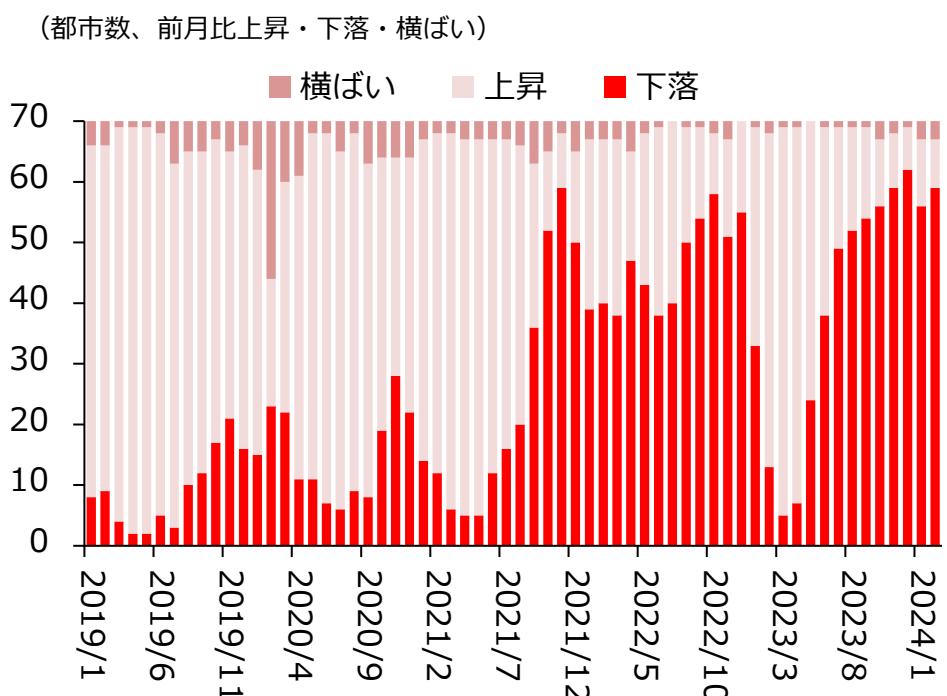
(出所) 中国国家统计局 直近：2024年2月

▽輸出額（米ドル建て）



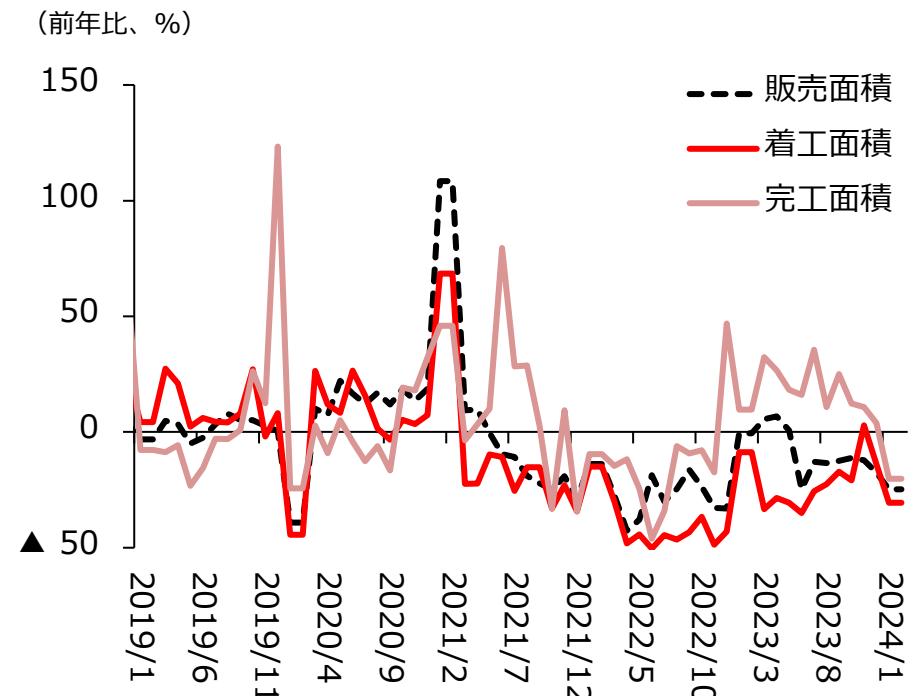
(出所) 中国海関総署 直近：2024年2月

▽70主要都市新築住宅価格指数



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年2月

▽新築住宅販売・着工・完工面積



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年2月

④ 欧州経済（スペイン）

（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

主要指標の動向

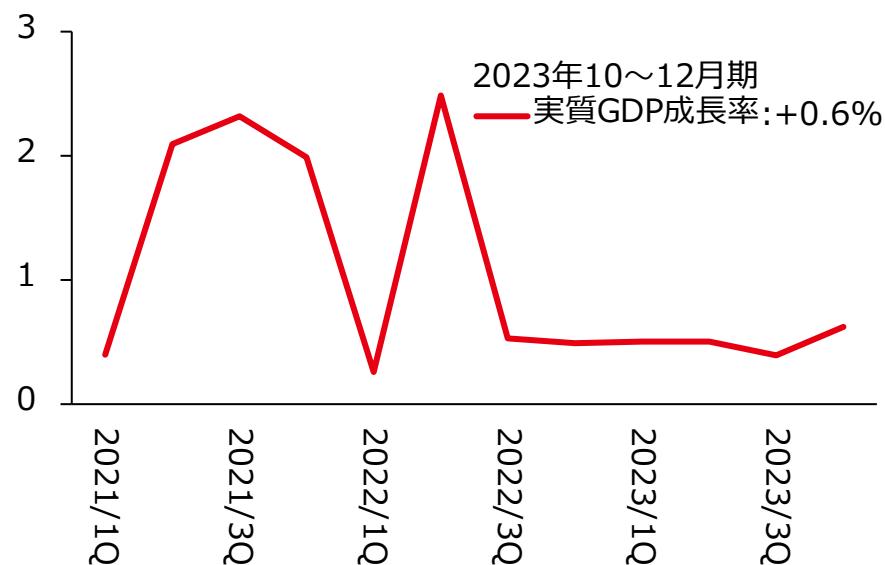
- 実質GDP**：2023年10～12月期実質GDP成長率は、前期比+0.6%（7～9月期同+0.4%）と伸び率が拡大した。需要項目別では、総固定資本形成（設備投資など）が前期比▲2.0%（7～9月期同▲0.7%）と減少したが、個人消費が同+0.3%（7～9月期同+1.2%）、政府消費が同+1.4%（7～9月期同+1.4%）、輸出が同+2.9%（7～9月期同▲3.7%）と増加した。なお、2023年の実質GDP成長率は、前年比+2.5%（2022年同+5.8%）と伸び率が縮小した。
- 消費者物価指数（CPI）・小売売上高**：2024年2月消費者物価（CPI）上昇率は、前年比+2.8%（1月同+3.4%）と縮小した。主要項目別では、電気料金の低下などを受け、水道・電気等が前年比▲2.7%（1月同+1.5%）と低下したが、食料品が同+5.3%（1月同+7.4%）、レストラン・ホテルが同+5.5%（1月同+5.4%）と上昇した。1月小売売上高（実質）は前年比+2.1%（12月同+1.1%）と増加傾向が継続。項目別では、自動車用燃料等が前年比+7.9%（12月同▲14.9%）、情報通信機器等が同+11.4%（12月同+17.6%）と上昇した一方で、文化娯楽用品等が同▲6.8%（12月同+3.0%）と低下した。
- 鉱工業生産**：1月鉱工業生産は前月比+0.4%（12月同▲0.6%）と上昇した。財別では、耐久消費財が前月比▲1.6%（12月同▲3.1%）と低下したが、資本財が同+1.8%（12月同▲2.6%）、非耐久消費財が同+1.6%（12月同▲0.9%）、消費財が同+1.5%（12月同▲1.5%）と上昇した。

基調判断・見通し

- 欧州委員会（2024年2月15日公表）は2024年の実質GDP成長率を前年比+1.7%、2025年を同+2.0%と予測。スペイン中央銀行（2024年3月12日公表）は2024年の実質GDP成長率を前年比+1.9%、2025年を同+1.9%と予測。なお、同行による2024年の予測は前回から+0.3%ポイント上方修正された。
- 個人消費の伸び率が鈍化傾向にある上、設備投資が2四半期連続で前期比割れとなったが、ユーロ圏内では比較的経済が依然好調と言える。今後、個人消費がスペイン経済を押し上げ続けられるかが鍵になると見られる。

（前期比、%）

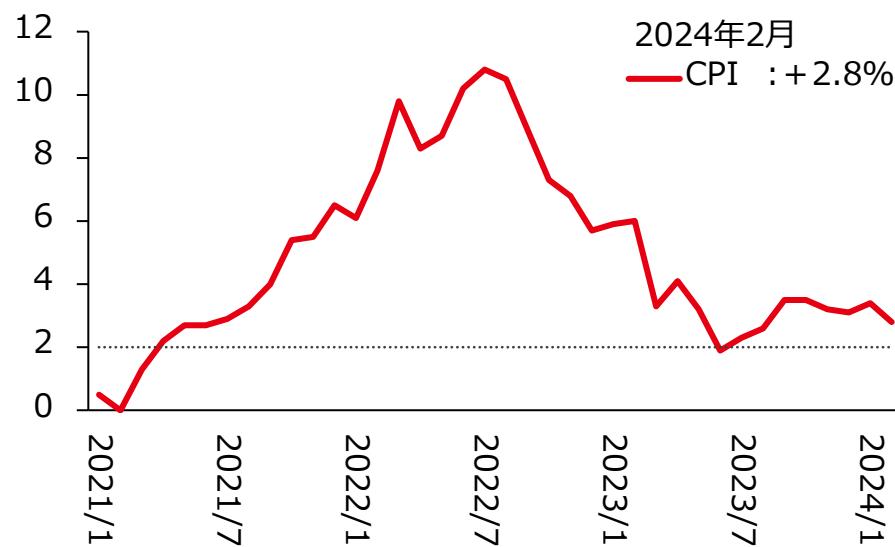
▽実質GDP



（出所）スペイン統計局

（前年比、%）

▽消費者物価指数（CPI）



（出所）スペイン統計局

▽小売売上高

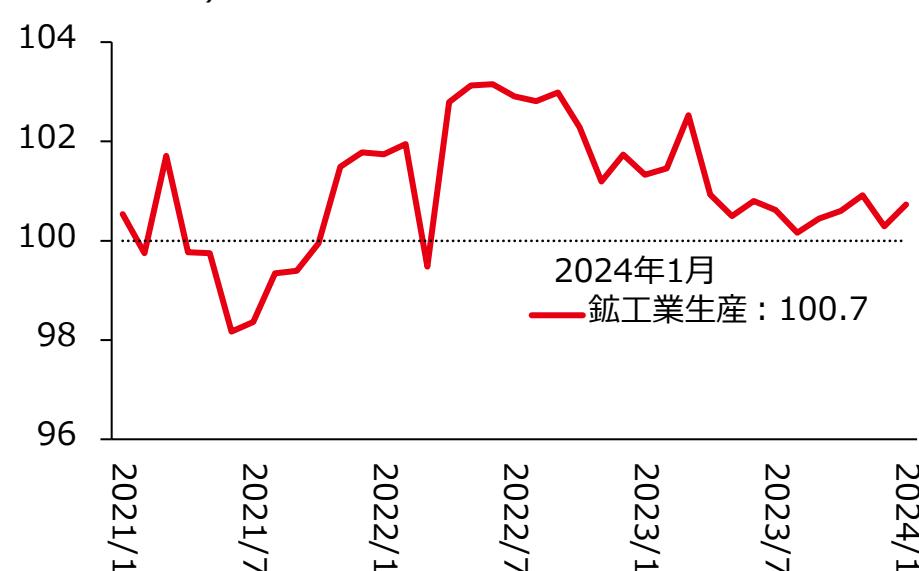
（前年比、%）



（出所）スペイン統計局

▽鉱工業生産

（2021年=100）



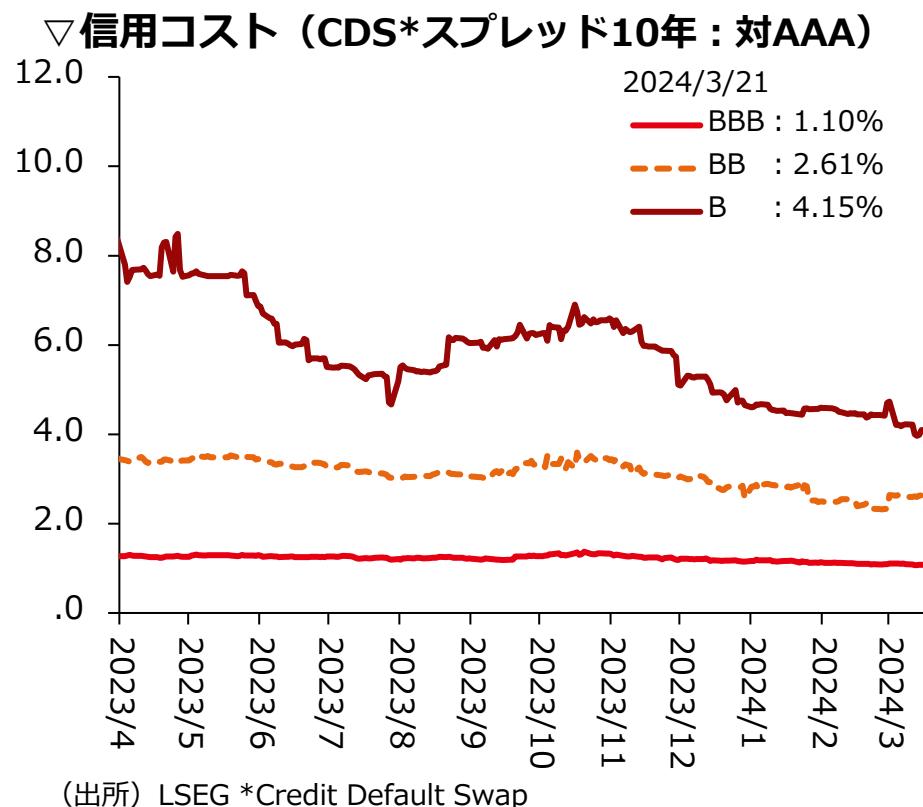
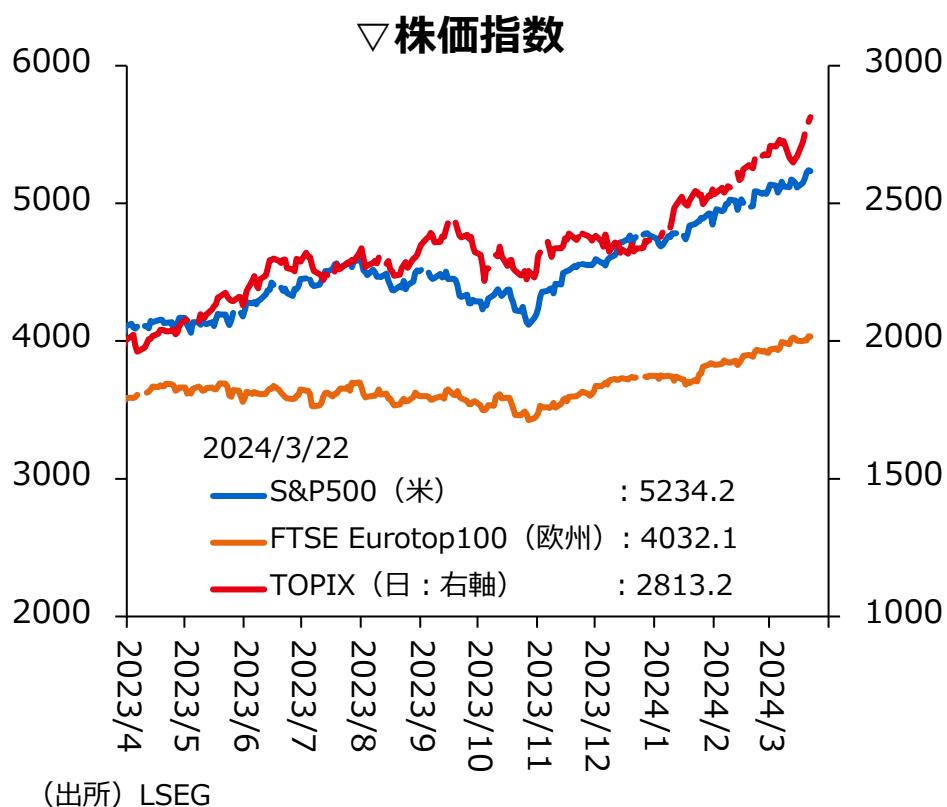
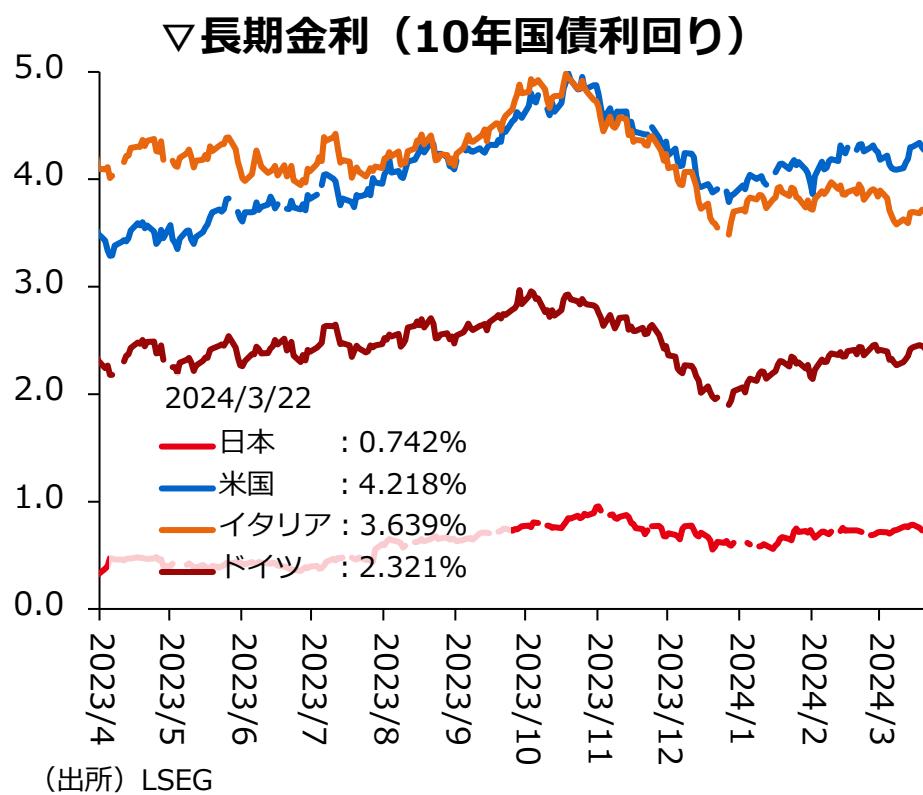
（出所）スペイン統計局

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では日銀政策決定会合（下述）後の材料出尽くし感から主要通貨に対し円が急落、ドル円は前週末比2円以上の円安水準で越週した。一方で、背景となる日米金利差は特に短期金利において前週から縮小を見せており、今後の金融政策の方向性のすれ違いを勘案しても現下の円安進行はややムード先行に映る。
- 金利**：国債利回りは全般的に低下。長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：YCC）の解除を軸とする日銀の政策変更は想定内であり、政策変更後も「緩和的」金融環境が続くという評価のもと長短金利の上昇は抑えられた。直後の米連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利据え置きが決定され、委員の24年末の政策金利見通しも変わらず。ただしこれらが年内利下げを妨げるものとは解釈されず、量的引き締め（連銀保有の金融資産の減額）のペースを緩める方針が示されたことなども緩和的スタンスと見なされた模様。
- 株式**：主要国の株価指数は急反発。特に日本株は日銀会合、FOMC後のあく抜け感やその後の円急落など、複数の要因から上昇幅を拡大させた。欧米株は日本株上昇を始めとする市場全体のリスク選好姿勢を受け上昇。

【日銀の政策変更】日銀のメッセージとして重要なのは、今後は短期金利の操作が主な政策手段となり、国債購入は続くものの長期金利操作の比重は下がること暗示されたこと。政策ツールの見直しは①マイナス金利政策およびYCCの解除、②リスク資産の購入停止／購入額の段階的縮小が軸だが、①については短期金利のプラス化が見込まれる中、10年国債利回り目標をゼロとするYCCは一段と形骸化するため、同時の解除にサプライズはない。ただ、階層制をとっていた日銀当座預金のうち最大の部分を占めていた「ゼロ金利」適用部分が0.1%の付利を受けることになり、コールレートは誘導レンジ（0～0.1%）内でもやや高めの水準に上昇する可能性がある。②では、リスク資産の最近の購入実績がほとんどないため即時の悪影響は想定しづらい。ただし、これまで日銀の購入は株式（ETF）、不動産投資信託（REIT）の下値支持要因となってきた経緯があり、価格下落懸念が出た際の心理的な影響は排除できない。今後の金利政策に加え、量的緩和の方向性でも不確実性は高く、短期的な市場の反応を手がかりに政策変更の影響を評価するのは早計に思われる。



⑥ 商品市況動向（直近1カ月）

（シニア・アナリスト 伊勢友理）

- 原油**：WTI先物は、需給の引き締めや地政学リスクの高まりを背景に上昇。3月3日、石油輸出国機構（OPEC）とロシアなど非加盟国から成るOPECプラスは、3月末に期限を迎える一部の産油国による追加の自主減産を、6月末まで延長することで合意した。しかし、減産延長はすでに織り込まれていたことから、4日は持ち高調整の売りが優勢となった。その後は米石油製品在庫が市場予想を上回る取り崩しとなった一方、中国の自動車販売が悪化するなど、需要を巡る予想が交錯し方向感を欠く動き。しかし、ウクライナによるロシアの製油所への攻撃や、協調減産を順守していなかったイラクが今後数か月間輸出量を削減すると表明したことなどから上昇し、19日に83ドル台と約4カ月半ぶりの高値となった。
- 天然ガス**：欧州の指標であるオランダTTFは安値圏で推移。暖冬や域内経済の停滞などを背景に、2月下旬に2021年5月以来の水準に下落。3月5日、ウクライナが2024年末に期限を迎える同国経由の欧州向けロシア産ガス供給に関し、契約を更新しないと表明したことなどから、足元はやや上昇。ただし、欧州連合（EU）のガス貯蔵率が22日時点で約60%と、同時期の過去5年平均（約40%）を大きく上回る中で上値は重い。
- 銅**：LME3カ月先物は上昇。3月13日に中国の大手銅製錬会社が精錬銅の原料である銅精鉱需給のひっ迫や加工費の低下を受けて、一部の赤字工場での協調減産に合意したと報じられ、9,000ドル超へ上昇。一方、LME在庫は減少傾向にあるものの、上海在庫は4年ぶりの高水準。スポット価格が先物価格より100ドル以上安い状況が継続しており需給ひっ迫感は弱い。
- 鉄鉱石・原料炭**：需給の緩みを背景に下落。**鉄鉱石**は、安値拾いや全人代（国会）後の政府予算執行に向けた在庫拡大を主因に、1～2月（累計）の中国の輸入量は前年同期比+7.8%と高水準となった。一方で、同国の粗鋼生産量は、長引く住宅不況や、気候変動対策を目的とした粗鋼生産抑制策の継続が見込まれることなどを背景に同+1.6%にとどまり、需要のファンダメンタルズは依然弱い状況。**原料炭**は、世界の粗鋼生産量の低迷に加え、豪州からの出荷量の増加も下押し材料となった。なお、中国は豪州産原料炭の輸入を2023年2月より再開したが、依然として限定的な水準にとどまっている。
- 穀物**：**トウモロコシ**と**大豆**は緩やかに上昇。ブラジルやアルゼンチンの天候や米国の輸出動向に左右されつつも、いずれも約3年半ぶりの安値となる中で値ごろ感から買いが入った。**小麦**は一進一退。中国による米国産の輸入キャンセルが相次いだことが相場の重しとなった一方、ロシアの攻撃で黒海経由の輸出に懸念が出たこと、EUがロシア産穀物に輸入関税の賦課を計画しているとの報道などが買い材料となった。

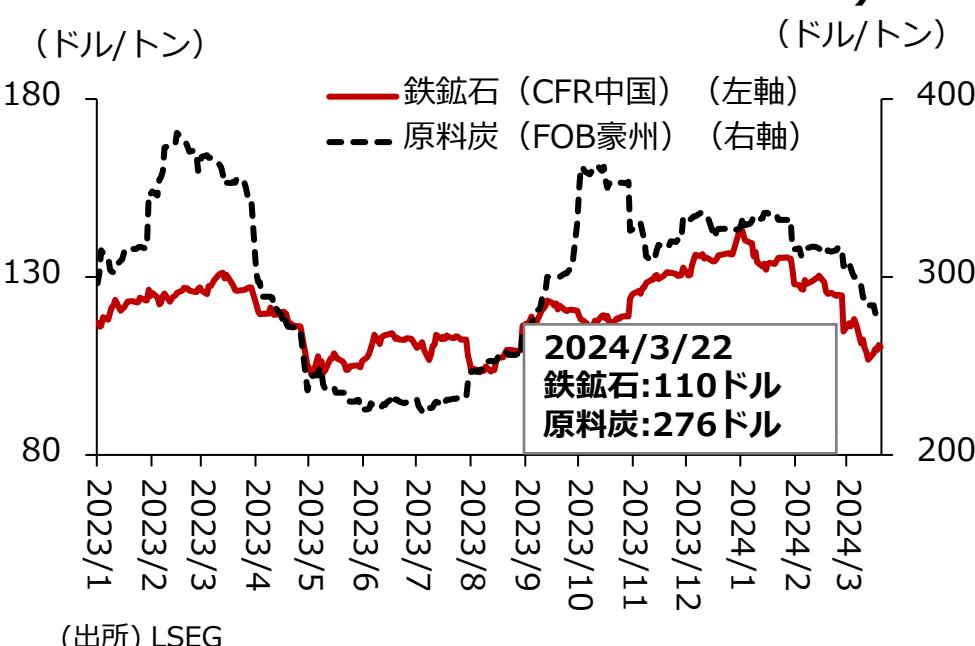
▽WTI、天然ガス（欧州）



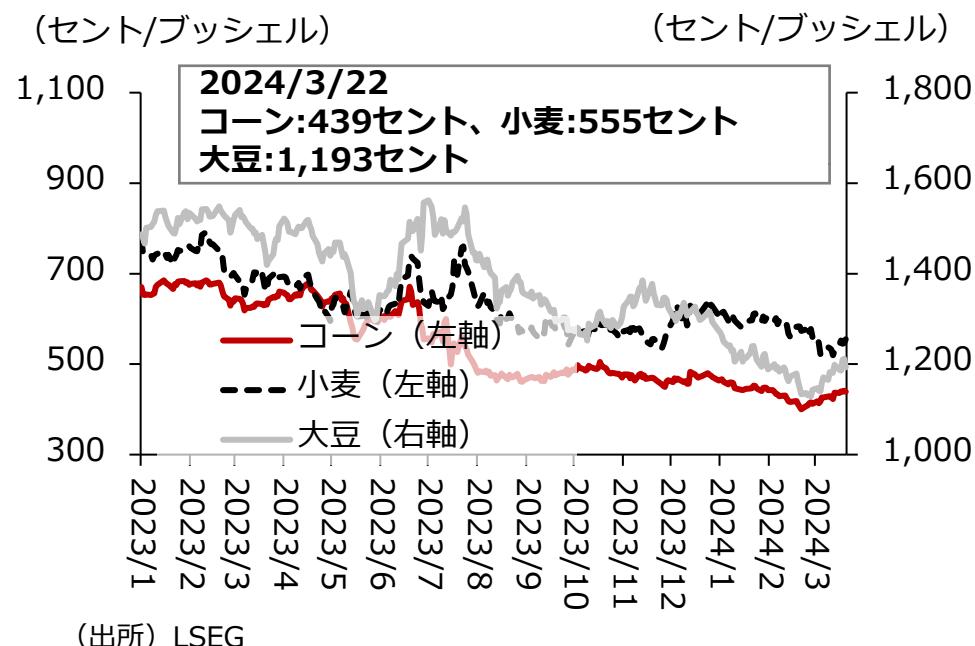
▽銅（LME3カ月先物）



▽鉄鉱石（鉄分62%）、原料炭（PCC）



▽トウモロコシ、小麦、大豆（シカゴ市場）



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)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	伊勢友理

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。