

経済動向レポート 「先週および今週の 我が国主要経済指標から」



SAWAYAKA
RESEARCH

No. 369

(2023.11.20)

特別参与 鈴木 茂

リサーチ&コンサルティングでオンリーワンへのお手伝い

株式会社 さわやかリサーチ

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.369)

1. 先週の動き

○先週もロシアのウクライナ侵攻およびイスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの抗争についてはいずれも戦闘は激化しているが、前者についてはそれぞれの大統領に対する国内での信認低下（ウクライナではこれに政府高官の汚職問題が紛糾）しているほか、後者については懸念していた中東全体への拡散は目下のところは目立っていない。

この間、牽引車的役割を期待されている米中経済は公表される経済指標に一喜一憂する状況が続いているが、総じて不冴えで市況も揺れている。なおインフレは再び沈静化の動きにあるが、中国ではむしろデフレ懸念が消えない状況だ。なお米国で開催された米中及び日中首脳会談やAPEC（アジア太平洋経済協力）では、対話継続では前進したが経済面での具体的話し合いは進まなかったようでもあり、ここは引き続き今後の課題のようだ。この間、我が国では現政権に対する支持率低下が目立っている。

なお市況については、株価は基本的には日米市場とも続伸し（ただし銀行株は下落）、東京市場では週末には4か月ぶりの高騰となった。この間、長期金利も週初に上昇したがその後は低下が続く（米国では一時+4.3%と2か月ぶりの水準にまで低下）、国内の週末は+0.750%（一時+0.715%と2か月ぶりの水準にまで下落）で取引を終えている。なお為替は週前半には小幅続伸したのち一時は151円台まで反落したが、週末は再び反発し結局は150円台での週越え（なお対ユーロでの円安がさらに進んでおり、ここは要注意だ）となっている。また原油は週前半には続伸したが、結局その後は続落（16日のNY市場先物では高値から2割安にもなっている）して週越えとなっているが、これは米国景気の減速が響いた格好のようだ。（なお日銀のマイナス金利解除をめぐる動きや米欧の消費動向の違い、および欧州・中国の経済状況の詳細については別添追補参照。）

○こうした中、米国経済指標について市場には慎重な見方をする向きが多かったが、事実はそのほとんどでもないものもあり市場は混乱したようだ。

即ち景況を11月「NY連銀製造業景気指数」（15日、+9.1と前月の-4.6からプラス復帰）で確認したが、市場のマイナス継続予想（-2.0）に反しやや大きく改善した格好になっている。ただこの一方で10月「鉱工業生産」（16日、前月比-0.6%と前月の+0.1%<速報値+0.3%をやや下方修正>からマイナスに転化）は市場予想（-0.3%）を若干上回る水準にまで水面下に転じたほか、11月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（16日、-5.9と前月の-9.0か

らマイナス幅縮小)についても、方向としては改善が進んでいるとも言えるが依然として水面下の状況が続いているといった状況だ。

また物価については10月「消費者物価指数」(14日、前年同月比+3.2%と前月の+3.7%から伸び低下)で確認したが、市場予想(+3.3%)を僅かとはいえず下回っている。さらに10月「卸売物価指数」(15日、前年同月比+1.3%と前月の+2.2%から伸び低下)に至ってはガソリン急落もあって市場予想(+1.8%)をやや大きく下回る水準にまで伸び低下を見ており、市場はこれで「利上げ」打ち止めになるとの見方を強めているようだ。

ただこうした中、10月「小売売上高」(15日、前月比-0.1%と前月の+0.9%<速報値+0.6%をやや上方修正>からマイナスに転化)については7か月ぶりに水面下に沈んでおり、10月「設備稼働率」(16日、78.9%と前月の79.5%<速報値79.7%をやや下方修正>からやや低下)も僅かとは言え悪化している。さらに9月「対米証券投資」(16日、-17億ドルと+662億ドル<速報値+635億ドルをやや上方修正>からマイナスに転化)にしても、ここにきてやや大きくマイナスに転じているわけで業況が好転している指標ばかりではないことにも注意が必要だ。

また市場が注目していた10月「住宅着工件数」(17日、年率換算137.2万件と前月の134.6万件<速報値135.8万件をやや下方修正>からやや増加)、10月「建設許可件数」(17日、年率換算148.7万件と前月の147.1万件<速報値147.3万件をやや下方修正>からやや増加)は、いずれも市場の若干減少するとの予想(各々134.0万件、146.0万件)に反し僅かとはいえず増加している。

○この間、我が国の経済指標は市場予想以上に総じて冴えない状況となった。

即ちまずは景況を第3四半期「実質GDP」(15日、内閣府)で確認したが、季節調整済み実質GDPは前四半期比年率-2.1%(前々四半期+3.7→前四半期+4.5%)と、市場の伸びが大きく鈍化してもプラスにとどまるとの予想(+0.2%)をよそに3四半期ぶりのマイナスとなっている。しかも内訳を見ても個人消費が同-0.2%(同+2.6→-3.7%)、設備投資が同-2.5%(同+7.0→-4.0%)と、市場のプラス転化予想(各々+1.2、+0.5%)に反しマイナスを継続しているほか、住宅建設にしても同-0.3%(同+2.0→+7.2%)と市場予想(-3.0%)ほどではないにしろ再び水面下に転じるなど、主要指標は軒並み悪化している状況だ。この間、輸出は同+2.1%(同-13.4→+16.7%)とプラスを維持しているが、輸入も同+4.2%(同-8.0→-14.5%)とプラスに転じ、しかも輸出の伸びを上回っており純輸出はマイナス方向だ。

さらに物価動向については10月「国内企業物価指数」(13日、日銀)で確認したが、国内企業物価の総平均が前年同月比+0.8%(前々月+3.4→前月+2.2%)と、10か月連続でしかも慎重な市場予想(+1.7%)をさらに下回る水準にまで伸び鈍化した格好だ。これは輸入価格の総平均が同-11.7%(同-11.4→-13.9%)と、7か月連続でマイナス状況が続いていること等が背景になっている。なおこの間、ガソリン補助金をめぐり小売価格に反映されていない部分があると検査院が指摘しており、この行方も気がかりだ。

また設備投資動向については10月「機械受注」(16日、内閣府)で確認したが、コア(船舶・電力を除く民需)が季節調整済み前月比+1.4%(前々月-1.1→前月-0.5%)と、前月までのマイナス基調の反動もありここではほぼ市場予想(+1.5%)通りにプラスに転じた。なお内訳と

しては非製造業が同+5.7% (同+1.3→-3.8%) と急増した影響が大きく、この一方で製造業は同-1.8% (同-5.3%→+2.2%) と、逆にマイナスに転じており、ここは留意が必要だ。

最後は輸出動向だが、これを10月「貿易収支」(16日、財務省・日銀)で確認すると、輸出は季節調整済み前月比-1.2%(前々月-1.7→前月+7.2%)と、市場のプラス継続予想(+4.1%)に反してマイナスに転じている。ただこの一方で輸入も同-0.7%(同-1.9→+5.4%)と市場の大幅増加予想(+15.1%)に反して減少(ただしその幅は輸出に比べ小さい)に転じたことから、結局は貿易収支は-0.46兆円(前々月-0.55→前月-0.43兆円)と、ほぼ前月並みの貿易赤字となった。ただ原数ベースで見れば2か月ぶりの赤字となり、しかも前年同月比で70.0%も減少しているわけでこの違いは留意すべきだ。

なお地域別の輸出動向を見れば、米国向けは前年同月比+8.4%(前々月+5.1→前月+13.0%)と25か月連続で増加(過去最高額に)した一方で、中国向けは同-4.0%(同-11.0→-6.2%)とその幅を縮小させつつも11か月連続での減少となっており、米国/中国輸出比率は116.8%(米国:1兆9286億円/中国:1兆6512億円、前々月112.8→前月116.8%)と米国向け大幅優位の状況が継続している。

2. 今週の動き予想

○今週もロシアのウクライナ侵攻やイスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの抗争が続き世界経済に暗い影を投げ続けると見られているが、それぞれの国内問題の深刻化や民間人の被害拡大および周辺諸国の支援疲れが進んでいることも事実であり、ここで偶発的な衝突拡大を回避するためにも何らかの形で休戦に至ることを市場も望んでいるようだ。なお米国では、ムーディーズ・インベスターズ・サービスが米国債格付け見通しを引き下げており、これで大手3社すべてが最高格付けを引き下げる可能性が高まった格好だ。また我が国政権についても急速な支持率低迷に逢着しており、この行方も気がかりだ。

こうした中、世界経済は上下双方に進むとの思惑が交錯しているようだが、消費中心に懸念したほどではないにしても、実情は思わしくないと見た方が良さそうだ。こうした中で、市場は一段と経済指標の動きに注目している。

なお市況については、我が国の株価は根拠に乏しい上昇が続く(特に年末高期待に沸いているようにも見える)としても上値は重いと見た方が良さそうだ。この場合、長期金利は米国ではさらなる低下余地を探る展開になると市場は見ているようだが、我が国の場合は低下トレンドも一段落しそうな気配だ。いずれにせよ米国の年内「利上げ」観測は目下のところはほぼゼロだ。なお為替もドルは全面安になるとの見方もあるが、結局は151円台で上下する展開にとどまると思われる。また対ユーロでの円安も一巡するのではないかとの見方を市場は強めているようだ。さらに原油は基本的には下落すると見られるが、一段と世界の経済指標や為替動向に左右される可能性が高く、方向性に乏しい展開になると見た方が良さそうだ。

○こうした中、米国の経済指標については、景況については11月「ミシガン大学消費者態度指数:改定値」(22日、60.5と速報値の60.4からやや上昇予想)で確認することになるが、市場は僅かとはいえ改善すると見ているようだ。ただ11月「製造業・サービス部門PMI」(ともに1日、前者は49.9と前月の50.0からやや低下予想、後者は同50.6と50.6から横ばい予

想)については、市場は慎重な見方をしているようで、とくに製造業は再び好不況の境目である「50」を僅かとはいえ下回ると見られており、ここは注意すべきところだ。

また注目の住宅関連の指標も公表されるが、市場は10月「中古住宅販売件数」(21日、年率換算390万件と前月の396万件からやや減少予想)についても、若干慎重な見方をしているようだ。さらに10月「耐久財受注」(22日、前月比-3.3%と前月の+4.6%からマイナス転化予想)についても、ここにきて水面下に落ち込むと見ているわけで、市場は総じて米国経済の先行きを厳しく見ているとも言えそうだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況を11月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日)で確認したい。市場は製造業については49.0(前々月48.5→前月48.7)と、僅かに改善がさらに進むと見てはいるが活動自体は限定的になると予想しているようだ。この一方でサービス業については53.5(同53.8→51.6)と活動が堅調に推移し、再び高水準を維持するものと見ている。

また注目の物価動向については10月「全国消費者物価指数」(24日)で確認することになるが、市場はコア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+3.0%(前々月+3.1→前月+2.8%)と、再び伸びを高め3%台乗せになると見ているようだ。これは虚構需要が伸びている中で前年に実施された全国旅行支援の反動効果が見込まれるうえ、送料の値上げなども押し上げ要因になるとの見方だ。なお電気代・ガス代補助が半減することから、これも押し上げ(+0.5%程度)に働くと見られているようだ。なおコアコアベース(生鮮食品・エネルギーを除く総合)では同+4.2%(同+4.3→+4.2%)と、引き続き高水準を維持する見込みになっている。

3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は月末・月初とあって、以下のように重要な経済指標の公表が予定されているので、注意してウォッチしたい。

- ・景況関連：第3四半期「法人企業統計」(1日)
 - 11月「製造業PMI・確報」(1日)
- ・物価関連；10月「企業向けサービス価格指数」(20日)
- ・消費関連；10月「小売売上高」(30日)
 - 11月「消費動向調査」(30日)
 - 11月「新車登録台数」(1日)
- ・消費周辺；10月「失業率・有効求人倍率」(ともに1日)

以上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No369-追補)

- 金融市場では、日銀のマイナス金利解除の折り込みが進んでいる
- 米欧の景気動向は、これまでは優位にあった米国の不振からともに冴えない状況に
- 欧州経済はさらに中東情勢が不安定になっており、一段と不透明感が増している
- 中国経済は引き続き冴えない

1. 金融市場では、日銀のマイナス金利解除の折り込みが進んでいる

○主要国中央銀行では「利上げ」打ち止めの公算が高まっているが、この中で唯一「大規模金融緩和政策」にこだわりマイナス金利を継続してきた日銀も、ここにきて金融政策の「出口」論を模索し始めたとの見方が市場には強まり始めているようだ。(なおこの点の詳細は、後日、動画で詳細解説の予定。)

このため翌日物スワップ市場で政策金利の予想を映す「金融政策決定会合間取引」における各会合間の取引レートも、2023年12月～2024年1月にはマイナスであったものが、2024年1月～同年3月間では+0.01%と逆転し始めているようだ。要するに市場は今年12月の最終会合には政策変更がなくとも、来年1月早々には場合によっては政策変更があり得ると見ているものと思われる。ただ植田日銀総裁によれば、金融政策変更には賃金と物価との好循環の見極めが必要で、「重要な点検ポイント」を2024年の大企業による春闘の行方（ここがさらに上昇すれば中小企業にも広がるとの見立て）としており、この時期を探るのは正直難しい。

なおこの場合、長期金利はマイナス金利を解除すれば当然上昇し一時は+1.0%越えもあり得るとの見方もあるが、市場としてはその後は低下に転じ+0.8%台に落ち着くのではないかと見ているようだ。ただ為替は日銀が「利上げ」に転じて日米金利差は大きくは縮小しないわけで、結局は円売り圧力が強いと見ているようだ。いずれにせよこの場合、我が国も「金利ある世界」に戻るようになるわけだが、あくまでもこれはようやく「正常化」に戻るといふことであることを忘れてはならないとも思われる。

ただ我が国の5大銀行は金利上昇が利ザヤ拡大を生み2023年度上期純利益が前年同期比+56%増加と、5大メガバンク体制になってから最高となったわけでこれがさらに拡大するものと思われるが、この一方で地銀の含み損は2023年9月時点で約2.8兆円と6月に比し7割も増加して収益を圧迫しているわけで、この格差をどう収束させるかも課題にもなりそうだ。

○いずれにせよ「利上げ」に伴う国債含み損の増加や日銀の債務超過転落の恐れ、政府の国債費増加による赤字急増といった問題も、長短金利を同時に引き上げればある程度相殺により解決可能であるわけで、残る問題は実質賃金が18か月連続で水面下にあるという問題をどう解決するかにかかっていると見えそうだ。(もとよりロシアのウクライナ侵攻、イスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの抗争の行方次第の面があるとしても。)

2. 米欧の景気動向は、これまでは優位にあった米国の不振からともに冴えない状況に

○今年の世界経済は、年初にはインフレ抑制のための金融引き締めが同時に進行されてもある程度の成長率は確保されるとの見方があったことは事実だ。ただその後はロシアのウクライナ侵攻

が予想外に長期化したほか、イスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの抗争が急遽勃発し「供給制約」が予想外に長引く結果になり、物理的な距離の問題や産油事情・財政事情・コロナ対策の違い等から、結果的に米欧との間の成長率ギャップが拡大する結果となった。さらに世界経済の牽引車的役割を期待されていた中国が失速気味になると、米国が唯一の経済大国になった観が生じたところだ。

ただ米欧経済での最も大きな違いは消費加速の違いと市場は見ているようでもあり、事実、各種経済指標の動きを見てもこの違いは肯首可能だ。なおインフレ自体は米欧ともスピードに違いはあっても、ともに落ち着き方向にはあることも事実だ。

○従って先行きの米欧の経済見通しについては、「地政学リスク」問題は別にして個人消費動向如何が重要なファクターになりそうだ。ただ欧州では漸次改善が期待されるようにも見える一方で、米国ではどうも消費は冷え込む方向にあると懸念する向きが出始めているようなのだ。事実、足元の経済指標にも冴えないものが目立ち始めているようで、米欧のギャップはこの面では縮小方向にあるとも言えここはやや気がかりだ。

なおこの間、米国の新規失業保険申請件数は、足元総じては安定的に推移しているがクレジットカードの延滞が増加しているとの情報があるほか、企業業績への懸念が株価上昇の足かせになっている（我が国が急騰しているのに比べ小幅上昇にとどまっている）との見方もあり、ここは欧州としても同様でもあるのだがいずれにせよウォッチ姿勢を密にしていきたいところだ。

なおこうした中、米国地銀の連鎖破綻後の「危機モード」は時間がかかり経過してはいるが依然として脱していないと市場は見ており、ここも留意して見守る必要がありそうだ。

3. 欧州経済はさらに中東情勢が不安定になっており、一段と不透明感が増している

○欧州経済は、一部に改善の動きも見られないわけでもないが引き続き冴えない。

即ち11月「ZEW景況感指数」（14日、13.8と前月の2.3から大きく上昇）は改善したほか、7~9月期「実質GDP・改定値」（14日、前年同四半期比+0.1%と前四半期の+0.1%から伸び横ばい）は市場予想通りに横ばいとなったが、この一方で9月「鉱工業生産」（15日、前年同月比-6.9%と前月の-5.1%からマイナス幅拡大）はさらに悪化が進み、9月「貿易収支・基調済み」（15日、+92億ユーロと+111億ユーロ<速報値+119億ユーロをやや下方修正>から黒字減少）もさらに黒字幅を縮小させている。なおインフレ動向については10月「消費者物価指数・改定値」（17日、前年同月比+2.9%と速報値の+2.9%から伸び横ばい）で確認したが伸び横ばいに止まっている。これは食料・エネルギーを除いたベースで見ても同+4.2%と同様に伸び横ばいであり、ここはやや気がかりだ。

なお今週は11月「消費者信頼感」（22日、前月は-17.9）、11月「製造業・サービス部門PMI」（ともに23日、前月は各々43.1、47.8）、11月「Ifo企業景況感指数」（24日、前月は86.9）が公表されるが、いずれも市場は慎重に見ているようだ。

こうした状況下、EUでは加盟国の信用問題が再燃しており、ここは注意が必要だ。例えばイタリア信用格付けは「投機的等級」の瀬戸際にあり長期金利が高止まりしている原因になっているが、他国でも財政規律の形骸化が広がっており、EUの警戒感を強めるところとなっているよ

うだ。

○この間、ドイツ経済についても一部に良好な指数も見られないではないが、総じて欧州全体をも下回る厳しい状況が続いているようだ。

即ち9月「鉱工業生産」(7日、前年同月比-3.7%と前月の-1.9%<速報値-2.0%をやや上方修正>からマイナス幅拡大)はもともと水面下にあるが、さらに悪化している。ただ11月「ZEW景況感指数」(14日、+9.8と前月の-1.1からやや大きくプラス転化)については市場は厳しい見方をしていたが、これは大きく改善を果たしており、悪化一辺倒でもなさそうだ。

なお今週は、景況については11月「Ifc企業景況感指数」(24日、前月は86.9)11月「製造業・サービス部門PMI」(ともに23日、前者は前月40.8、同後者は48.0)、7~9月期「実質GDP・改定値」(24日、速報値は前年同四半期比-0.3%)が公表されるが、市場は基本的には慎重な見方を継続しているようだ。

なおインフレ動向については10月「卸売物価指数」(15日、前月比-0.7%と前月の+0.2%からマイナスに転化)が原油価格低下もあってマイナスに転じており、ここは欧州全体との動きとも異なっているわけで注意が必要だ。なお今週公表される10月「生産者物価指数」(20日、前月は前月比-0.2%)についても、市場は同様に低下幅を拡大すると見ているようだ。

○この間、英国経済については消費動向は引き続き冴えないが、その他の指標は欧州全体と比較すれば若干改善が見られなくもない。

即ち10月「小売売上高」(17日、前年同月比-2.7%と前月の-1.3%<速報値-1.0%をやや下方修正>からマイナス幅拡大)は、慎重な市場予想(-1.7%)を下回る水準にまで減少幅を拡大している。ただインフレ動向については10月「消費者物価指数」(15日、前年同月比+4.6%と前月の+6.7%から伸び低下)は、引き続き欧州の中でも高め水準ではあるが伸びは確実に低下している。なおこれは10月「小売物価指数」(15日、前年同月比+6.1%と前月の+8.9%から伸び低下)についても同様だ。

さらに10月「失業率」(14日、+4.0%と前月の+4.0%から横ばい)についても市場は幾分なりとも低下するのではないかと見ていたが、結局は横ばいに止まった。ただ10月「失業保険申請件数」(14日、1.78万件と前月の0.9万件<速報値2.04万件)を下方修正>から増加自体は増加する形になった。

4. 中国経済は引き続き冴えない

○中国経済については良好な指標を示すものもないではないが、実体は引き続き芳しくないとの見方が大勢のようだ。

即ち10月「小売売上高」(15日、前年同月比+7.6%と前月の+5.5%から伸び上昇)は、積極的な市場予想(+6.9%)をさらに上回る伸び上昇となった。さらに10月「鉱工業生産」(15日、前年同月比+4.6%と前月の+4.5%からやや上昇)にしても若干ではあるが改善が進んだ形になっている。

ただし中国景気は、引き続き不動産業界中心に見かけ以上に悪いと見られているようだ。例えば2008年には+1%弱だった財政赤字も、今では+3.8%にまで高まっている状況だ。なお当

該赤字率はリーマン危機後には+3%にまで上昇していたが、中国共産党としては過去の失政歴史もあってその後は「+3%」以内に抑え込むことを至上命題としてきていた経緯があるわけで、これがデフレ懸念が強まっているにもかかわらず、積極的な財政出動をためらわせてきていた原因にもなっていたと市場は見ているところだ。またこの間、中国の少子化の流れが止まっておらず、ここも大いに気がかりだ。

○いずれにせよこうした中で、習主席はここに来て 1 兆元の国債増発を打ち出して、事実上の景気対策（ただし市場のなかには、これも多くを軍事費拡大に充てる腹積もりと見る向きもあるようだ）を打ち出し、「3%」の壁をあえて打ち破ったということは、それだけ経済面に危機感を感じている証左（ショウサ：証拠、事実を明らかにする根拠）と市場は見ているようだ。またこの度の米中首脳会談や APEC（アジア太平洋経済協力）でも、中国への投資を求め経済重視の姿勢を前面に押し出しているのが目立っていた。

ただこの効果がどれだけあるかについては市場も懸念を強めているようで、例えば投資家は引き続き深刻な不動産業界の不況を眺めて、とくに銀行の不良資産増加を懸念しており、事実、銀行株は低迷しているようだ。

以 上

筆者紹介



鈴木 茂（すずき しげる）

山形県出身、(株)さわやかリサーチ特別参与。昭和 49 年日本銀行入行。主に審査畑を歩み、特に金融バブル発生、崩壊時には一貫して最前線で処理対応に活躍。その後北九州市助役、メリルリンチ上席顧問を経て、現在コンサルタント会社を経営。民事調停委員を兼任。この間、各種政府委員としても活躍。