

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. 370

(2023.11.27)

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.370)

## 1. 先週の動き

○先週はイスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの間に4日間の停戦や一部人質の解放といった動きはあったが、ロシアのウクライナ侵攻問題を含め結局は双方とも解決の糸口はついていない。

このため世界経済に暗い影を投げ続ける状況にはさほど変わりなく、米国サンフランシスコでの米中、日中首脳会談、APEC（アジア太平洋経済協力）の成果も市場予想通りにあまり感じられなかった。さらに我が国では岸田首相に対する信認度が急低下しており、この行方も気がかりだ。

なお市況については、東京市場の株価は週初に一時は年初来高値（3万3753円）を上回り1990年3月以来33年8か月ぶりの高値水準を付けたが、その後反落しそのまま続落した。ただ22日以降は反発し3万3625円で週越えとなっている。いずれにせよ根拠に乏しい上昇が続いているようでもあり、正直やや気がかりだ。この間、NY市場は20日以降は続伸している。この間、東京市場の10年物国債利回りは週前半は低下が続き、21日には0.695%まで低下したがその後は上昇に転じ、週末には0.770%にまで戻している。なお円相場は週前半は続伸したが、後半は「日米金利差」がより意識されて続落し149円台で取引を終えている。なお原油は上下した後、週末は「OPEC（石油輸出国機構）プラス」での追加減産等をめぐる合意形成が難航し、開催日が26日から30日に延期されたこと等もあって反落した格好だ。（なお米欧の金融政策をめぐる動き、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、米国の経済指標については、景況をまずは10月「景気先行指標総合指数」（20日、前月比-0.8%と前月の-0.7%からマイナス幅やや拡大）で確認したが、水面下が続いたばかりか僅かとはいえ悪化を余儀なくされている。ただこの一方で11月「ミシガン大学消費者態度指数」（22日、61.3と速報値の60.4からやや上昇）は、逆に市場予想（60.4）を上回る形で改善している。なお11月「製造業・サービス部門PMI」（ともに24日、前者は49.4と前月の50.0からやや低下、後者は50.8と前月の50.6からやや上昇）も公表されたが、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ったが、サービス部門は逆にわずかながらも改善している。

また注目の住宅関連指標も公表されたが、10月「中古住宅販売件数」（21日、年率換算379万件と前月の395万件<速報値396万件をやや下方修正>から減少）は市場も若干慎重な見方

(391 万件) をしていたが、さらにそれを下回る水準にまで減少している。さらに 10 月「耐久財受注」(22 日、前月比-5.4%と前月の+4.0%<速報値+4.6%を下方修正>からマイナス転化) についても、市場予想 (-3.1%) をさらに下回る水準にまでここに来て水面下に落ち込んでいるわけで、米国経済は総じては不芳(フハウ) と言えそうだ。

○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) で確認したが、製造業については 48.1 (前々月 48.5→前月 48.7) と、市場の改善がさらに進むとの予想 (49.0) をよそに僅かではあるが悪化に転じている。またサービス業についても 51.7 (同 53.8→51.6) と、若干改善はしたが市場予想 (53.5) には及ばなかった。

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) で確認したが、コア(生鮮食品を除く総合) が前年同月比+2.9%(前々月+3.1→前月+2.8%) と、市場予想(+3.0%) ほどではなかったが再び伸びを高めた格好だ。ただこれは生鮮食品が上昇し、電気代・ガス代補助が半減したことによる面が大きく、事実コアコア(生鮮食品・エネルギーを除く総合) ベースでは同+4.0%(同+4.3→+4.2%) と順次伸びを低めている。もっともこれでも水準自体は極めて高くなっている状況には変わりはないわけで、ここは注意が必要だ。因みに品目ベースで見ると生鮮食品(前年同月比:前月+9.6→当月+14.1%) の伸びがさらに高くなっているほか、エネルギー(同-11.7→-8.7%) もマイナス幅を縮小している。この一方でその他の品目では家具・家事用品(同+6.2→+6.9%)、教養娯楽(+4.6→+6.4%) といった品目ではもともと高い伸びをさらに上昇させているが、その他の品目では水準は高くともここに来てさすがに伸びを低め始めているのが目立っている。例えば生鮮食品を除く食料(同+8.8→+7.6%)、被服及び履物(同+3.4→+3.0%)、交通・通信(同+3.5→+3.2%)、保健医療(同+2.4→+2.3%) といった具合だ。

## 2. 今週の動き予想

○今週はイスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの間で、短期間ながらも休戦や、一部人質の返還が成立したことの行方が過度の期待はできないにしても気がかりだ。またロシアのウクライナ侵攻についても、冬場に入るなかで欧米の支援疲れが囁かれてもおり動きを注視したい。また我が国では岸田政権に対する批判が一段と高まりそうだが、この間、野田元首相が日銀の金融政策をめぐる動きについて国会で厳しい質問を投げかけており、この行方にも注目したい。

なお市況については一段と経済指標の動き次第の面を強めており、ここは留意したい。こうした中、株価については NY 市場では売買が交錯、東京市場でもさすがに上値を試す展開になると思われる。この間、長期金利については米国ではインフレ鈍化や景気減速から低下が続くとしても、一段と低下するには新たな材料が必要でその余地は限られそう。なお我が国は日銀の国債買い入れオペの規模次第でもあるが、先週同様に荒れた展開になりそう。また為替は「内外金利差」の現状を勘案すれば円安方向と考えられるが、これも政府・日銀の為替介入如何では下値余地は限られると思われる。ただ対ユーロでは 16 日に付けた 1 ユーロ 164 円台の 15 年ぶりの安値を更新するとの見方もあり、ここは注意が必要だ。また原油は 30 日開催の「OPEC プラス」の結果次第の面もあるが、結局は減産合意形成が難航し不安定な値動きになると見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、景況を11月「ISM製造業景況指数」(1日、47.7と前月の46.7からやや改善予想)、11月「リッチモンド連銀製造業指数」(28日、前月は3.0)、第3四半期「実質GDP:改定値」(29日、前四半期比年率+5.0%と速報値の+4.9%からやや伸び上昇予想)、11月「消費者信頼感指数」(28日、100.8と前月の102.6から低下予想)、11月「シカゴ購買部協会景気指数」(30日、前月は44.0)で確認したいが、市場は製造業は僅かなりとも改善が進むと見ているが、消費は逆に若干悪化すると見ており、ここは注意が必要だ。

なお消費動向については10月「個人支出(消費)」(30日、前月比+0.2%と前月の+0.7%から伸びやや低下予想)、第3四半期「実質GDP個人消費・改定値」(29日、速報値は前四半期比年率+4.0%)で確認するが、先週は予想外に健闘した格好になったが、市場は未だ慎重に見ているようだ。さらにこの前提となる10月「個人所得」(30日、前月比+0.2%と前月の+0.3%から伸びやや低下予想)についても、市場は僅かながらも伸び鈍化すると見ているようだ。

さらに住宅動向にしても、9月「住宅価格指数」(28日、前月比+0.4%と前月の+0.6%からやや伸び低下予想)、10月「建設支出」(1日、前月比+0.4%と前月の+0.4%から伸び横ばい予想)で確認することになるが、市場はいずれについても控えめに見ており、米国景気の行方については市場には未だに慎重に見る向きの方が多いようだ。

○この間、我が国の経済指標については、月末・月初とあって重要なものが数多く公表されるので注意深くウォッチしたい。そうした中、まずは景況を第3四半期「法人企業統計」(1日、財務省)で確認するが、市場は注目の設備投資(ソフトウェアを除く)は前年同四半期比+2.0%(前々四半期+10.0→前四半期+4.4%)と、伸びは続くが年初の強い伸びの反動もあって小幅増加にとどまると見ているようだ。なお経常利益(前年同四半期比年率:前々四半期+4.3→前四半期+11.6%)は依然高い伸びが続き、売上高(同+5.0→+5.8%)もそれなりに伸長すると見ているようだ。

また物価動向については10月「企業向けサービス価格指数」(20日)で確認することになるが、市場は前月(前年同月比:前々月+2.1→前月+2.1%)に伸び横ばいになった動きが当月も結局は継続するのではないかと見ているようだ。

さらに消費動向については10月「商業動態統計」(30日、経産省)で確認することになるが、市場は小売業販売額を前年同月比+5.5%(前々月+7.0→前月+6.3%)と、伸びは継続するが若干縮小すると見ているようだ。これは消費者センチメント(心情・心理)や訪日外国人消費は引き続き堅調ではあるが、若干上天井に差し掛かっているとの見方もあるためだ。さらに11月「消費動向調査」(30日、内閣府)も公表されるが、市場は消費者態度指数が35.7(前々月35.2→前月35.7)と、先月からは横ばいになると見ているようだ。これは賃上げの影響がプラスに働くものの、価格上昇の影響がこれを相殺気味に働くと見ているためだ。また11月「新車登録台数」(1日、自販連)も公表されるが、市場はここも前月(前年同月比:前々月+112.5→+114.0%)並みの増加が続くと見ているようだ。

なお消費周辺指標として10月「失業率・有効求人倍率」(ともに1日、各総務省・厚労省)も公表されるが、市場は失業率が、2.6%(前々月2.7→前月2.6%)と伸び横ばいに止まるが、有効求人倍率は1.30倍(同1.29→1.29倍)と僅かながらも上昇し、労働環境は更にタイト化

すると見ているようだ。これはサービス業における労働需要の増加が依然として続いていると見ているためだ。

また生産動向については10月「鉱工業生産指数」(30日、経産省)で確認するが、市場は前年同月比+0.7%(前々月-0.7→前月+0.5%)と、上昇トレンドが続き僅かとはいえ明確に水面上に復帰すると見ているようだ。

最後は設備投資動向10月「住宅着工統計」(30日、国交省)で確認することになるが、市場は前年同月比-5.0%(前々月-9.4→前月-6.8%)と、方向としては改善するものの依然としてマイナスが続くとの厳しい見方だ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週はいよいよ年末月でもあり、経済事情が微妙なところで、経済指標の公表も早めになされるものもあり、しっかりウォッチすることが肝要。

- ・景況関連；第3四半期「GDP・第2次」(8日)
  - 11月「景気ウォッチャー調査」(8日)
- ・物価関連；11月「東京都区部消費者物価指数」(5日)
- ・消費関連；10月「全世帯家計調査」(8日)
- ・消費周辺；10月「毎月勤労統計」(8日)
- ・輸出関連；10月「国際収支」(8日)
- ・融資関連；11月「貸出預金動向」(8日)

以 上

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No370-追補)

- 米欧の金融市場では、足元はともかく来年の「利下げ」を射程内に収め始めた模様
- 欧州経済については、一部に若干改善の動きも見られるが、基本的には依然冴えない
- 中国経済は引き続き不透明で、人民銀行は政策金利を結局は据え置いたが、先行きは不透明

## 1. 米欧の金融市場では、足元はともかく来年の「利下げ」を射程内に収め始めた模様

○米欧の中央銀行は、足元については「利上げ」を継続するか否かに未だ迷いを見せているようにも見えるが、来年にはインフレ鈍化や景気減速を背景に「利下げ」に転じるとの見方が大勢になりつつある。例えば ECB (欧州中央銀行) では早ければ、7 月にも「利下げ」を開始し、来年末には政策金利を現行の +4.0% から +3.0% へ引き下げるのではないかとの見方まで出始めている模様だ。

ただ米国の場合は急激な「利上げ」にもかかわらず、景気が予想外に堅調であることが足元の「利上げ」継続を容易ならしめている部分があることも事実だ。このため「利下げ」時期もやや遠のいているわけで、ここは米欧の金融経済環境がかなり異なる点でもあり、留意が必要だ。

○いずれにせよ、今回の米欧の急激な「利上げ」はある程度「景気減速」を前提にしたものであり、そうした意味では欧州の足元の景気減速は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戦闘激化の影響をより受けているとの事情から増幅されている面があるとはいえず予想されたことかもしれない。

こうしたこともあって、市場には米欧の中央銀行が仮に一斉に「利下げ」に転じた場合、長期金利の低下や株高が金融引き締め効果を低減しかねないと危惧する向きもあることも事実であり、金融当局もけん制姿勢を強めているようにも見える。要するに「利下げ」期待の反動が市場機能を大きくするリスクがあるとも見ているわけでここは留意が必要だ。

○なおこの間、米国経済にしても年末商戦のピークになる「ブラックフライデー」(24 日)のセール期間が、かなり前倒しされたこともあって、予想外に客足が伸びなかったとの報告もあり、消費動向については軽々には安心できない状況にあるようだ。これは米国消費者にしても FRB (連邦準備制度理事会) の高金利政策 (すでに政策金利は +5.33% に達している) でローンを利用した高額消費はハードルが高くなっているうえ、コロナ禍での「余剰貯蓄」も底をつきつつあるといった事情が考えられるところだ。いずれにせよ FRB が今後どの程度政策方針を変えられるかは不透明だ。

## 2. 欧州経済については、一部に若干改善の動きも見られるが、基本的には依然冴えない

○欧州経済は一部の経済指標に若干改善した動きが見られることは事実ながら、先行きについては中東情勢の不安定化もあって、依然不透明。

即ち 11 月「消費者信頼感」(22 日、-16.9 と前月の -17.9 からマイナス幅やや縮小) は方向としては若干改善しているが、依然として深く水面下のままだ。また 11 月「製造業・サービス

部門 PMI」(ともに 23 日、前者は 43.8 と前月の 43.1 からやや上昇、後者も 48.2 と前月の 47.8 からやや上昇)についても、いずれも方向としては若干改善しているが、双方ともに好不況の境界である「50」を下回っており、ここは留意すべきだ。

なおこうした中で 23 日に公表された欧州中央銀行(ECB)の 10 月理事会の議事録を見ると、一部理事が「必要なら利上げを準備する必要」と主張しているようでもあり、ECB が確実に「利上げ」打ち止めを決定しているわけでもないと見るべきなのかもしれない。

また欧州では住宅価格の下落が止まらない(例えばドイツではこの 1 年間に 1 割余り低下)状況にある一方で、急激な「利上げ」とも相まって、これが欧州経済の新たな火種になっているようだ。

こうした状況の中で ECB は 22 日に公表した「金融システムの安定に関する」報告書で、銀行には不良債権が増える「初期の症状がある」と警鐘を鳴らしているようだ。従って今後、融資の焦げ付きに備える引当金の積み増しが一段と必要になると見られるわけで、これが欧州各国の景気不安にさらに大きな影を落とし始めることにもなりそうだ。

○この間、ドイツ経済についても漸く一部に改善の動きが見られなくもないが、依然として欧州全体をも下回る厳しい状況が続いているようだ。

即ち景況については 11 月「Ifo 企業景況感指数」(24 日、87.3 と前月の 86.9 からやや上昇)は、僅かとはいえ改善方向に動き始めている。さらに 11 月「製造業・サービス部門 PMI」(ともに 23 日、前者は 42.3 と前月の 40.8 から上昇、後者も 48.7 と前月の 48.2 からやや上昇)については、いずれも市場予想(各々 41.1、48.4)を上回る改善を見ている。ただ依然として製造業中心に欧州全体をさらに下回る水準にまで深く水面下にあることも事実だ。なおインフレ動向については 10 月「生産者物価指数」(20 日、前月比 -0.1%と前月の -0.2%からマイナス幅やや縮小)で確認したが、ほぼ前年並みの低下が続いている。

こうした中、今週公表予定の「Gfk 消費者信頼感指数」(28 日、前月は -28.1)、11 月「失業率」(30 日、前月は 5.8%)については、市場は依然として慎重な見方をしているなど、先行きの景気回復にはむしろ不透明感が強まっているようにも見える。

ただ物価については 11 月「消費者物価指数」(29 日、前月は前年同月比 +3.8%)が公表されるが、市場は小幅の伸び低下が続くと見ている。

なお市場にはインフレと「利上げ」が重荷になって経済の屋台骨を揺るがしているとの見方もあり、さらには景気回復には「財政の壁」が立ちはだかつてきているとの見方もあるようでもあり、ここは注意が必要だ。

○なお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進む方向にあると見られなくもない。

即ち 11 月「製造業・サービス部門 PMI」(ともに 23 日、前者は 46.7 と前月の 44.8 から上昇、後者も 50.5 と前月の 49.5 からやや上昇)はいずれも改善しているが、特にサービス部門が好不況の境目である「50」を上回ったのは特筆されることだ。さらに 11 月「Gfk 消費者信頼感指数」(24 日、-24 と前月の -30 からマイナス幅縮小)も、大きく水面下のままではあるが方向としては改善している。

さらに今週は 10 月「消費者信用残高」(29 日、前月は 14 億ポンド) が公表されるが、市場は必ずしも増加するとは見ておらずここは留意が必要だ。

### 3. 中国経済は引き続き不透明で、人民銀行は政策金利を結局は据え置いたが、先行きは不透明

○中国ではさしたる経済指標の公表はなかったが、不動産業中心引き続き重苦しい状況が続いている。

こうした中、大手不動産開発会社の実質破綻が相次いでいるが、24 日には中国大手不動産会社「万科企業」向け格付けを 2 段階引き下げ「Baa3: トリプル B マイナス」と投資適格級の最下位にまで引き下げている。

○なおこうした中、中国人民銀行はとりあえず 20 日には 3 か月連続での政策金利(期間 1 年物が年+3.45%、5 年超が年+4.20%)の据え置きを決めている。なお人民銀行はこれでも緩和的な金融政策により景気下支えを狙ってきたわけだが、市場にはこの効果は薄いとしておしる追加緩和の憶測が強まっているのが実情だ。いずれにせよ、ここは米欧諸国の動きとは異なるところだ。なお具体的には、市中に出回るお金を増やすべく、人民銀行が市中銀行から強制的に預かる預金準備率を引き下げるのではないかと見られているようだ。

もっともこの一方で、災害復興を支えるために国債を年内にも増発(2023 年には 1 兆元を予定)する構えも見せており、この場合には金利に上昇圧力がかかるわけで、ここは必ずしも政策の平仄(ヒョウソク: 物事の順序・道理・筋道)が取れていないことも事実だ。なお地方政府は中央政府の指導の下、傘下の投資会社が抱える「隠れ債務」の置き換えを進めているが、11 月半ばでこの総額が 1 兆 5 千億元規模にも膨らんでいる模様であり、これも市中金利の上昇圧力になっているようだ。

またこの間、金融汚職が深刻化しているようで、習政権としてもその摘発に懸命(2023 年での摘発は 67 人と、既に 2022 年通年の 58 人を上回っている)になっているようだ。

○なお米中首脳会談の成果については、結局バイデン大統領としては来年の大統領選挙をにらみ米国内の反中感情をあおる策に出ているようであり、さしたる効果はないとの見方が大勢のようだ。

いずれにせよ、習政権が抱える課題は数多い。

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。