

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. 371

(2023.12.04)

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.371)

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で休戦が成立し、かなりの人質の返還も実現したが、結局は関係国が望んだ停戦には至らず、週末には戦闘が再開された格好だ。

こうした中、世界経済の停滞が続き、先月末に開催された「OPEC (石油輸出国機構) プラス」でも、原油の需要減の懸念からサウジアラビアが主張していた減産強化ではまともならずバラバラな対応となった。また欧州では経済停滞に対する懸念の方がより意識され、「利上げ」の打ち止めはもとより「利下げ」時期を早めに模索する動きも出始めているようだ。なお米国 FRB (連邦準備制度理事会) 理事の中にも同様の意見を表明する向きもあったが、この一方で早期「利下げ」をけん制すると見られる発言もあり揺れ動いた格好だ。

いずれにせよ、市況については引き続きあわただしい展開だった。即ち株価は週前半は円高を反映して続落したが後半に反発し、30日には米国での金融政策の転換点が近いとの思惑からNY市場で年初来高値を記録したが、東京市場の最終日は利益確定売りもあって小幅に反落して週越えとなっている。なお対ユーロでの円安(16日には1ユーロ164円台と15年ぶりの安値)が目立っていたが、これも月末には一時160円台半ばと約1か月ぶりの高値となり、節目の変化を感じるところだ。この間、長期金利は基本的に利回り低下が続き、29日には米国長期金利が+4.19%と2か月ぶりの低水準になっていたが、東京市場での週末はやや上昇に転じている(ただし月間の低下幅は-0.29%とおおよそ17年ぶりの大きさになった)。なお為替は週内円高傾向が続き一時は146円台後半と3か月ぶりの水準になったが、週末には反落し148円台に戻した格好だ。また原油は、「OPEC プラス」による減産強化の思惑から続伸したが、これも結局は前述のように週末には反落した形だ。

○こうした中、米国の経済指標についてまずは景況を確認したが、第3四半期「実質GDP・改定値」(29日、前四半期比年率+5.2%と速報値の+4.9%からやや伸び上昇)はタイムラグもあってか僅かに改善が進んだ格好になっているが、内訳である第3四半期個人消費・改定値(29日、前四半期比年率+3.6%と速報値の+4.0%から伸び低下)は、既に鈍化し始めている。なお消費動向については実体計数で確認しても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)は、伸び鈍化傾向がはっきりしている状況だ。

さらにこの背景となる、10月「個人所得」(30日、前月比+0.2%と前月の+0.4%<速報値+0.3%をやや上方修正>から伸びやや低下)についても、市場予想通りに僅かながらも伸び鈍

化している。また、9月「住宅価格指数」(28日、前月比+0.6%と前月の+0.7%<速報値+0.6%をやや上方修正>からやや伸び低下)も僅かながら伸び低下している。ただこの一方で住宅ローン金利上昇を受け中古住宅の需給が逼迫して価格を押し上げているとの見方もあり、ここは注意が必要だ。なお「リッチモンド連銀製造業指数」(28日、-5.0と前月の+3.0から下降)はマイナス転化となっているが、一方で11月「消費者信頼感指数」(28日、102.0と前月の99.1<速報値102.6を下方修正>からやや上昇)、11月「シカゴ購買部協会景気指数」(30日、55.8と前月の44.0から上昇)といった指標はここにきて改善しているわけで、いずれにせよ米国経済の実情判断はもうしばらく動きを注視する必要があるようだ。

○この間、我が国の経済指標については、景況について第3四半期「法人企業統計」(1日、財務省)で確認したが、経常利益(金融業、保険業を除く)が前年同四半期比+20.1%(前々四半期+4.3→前四半期+11.6%)とさらに伸び率を高め、第3四半期としては最高額を記録した格好になった。ただ、この一方で売上高は同+5.0%(同+5.0→+5.8%)と小幅な伸びが続き、期待の設備投資も+3.4%(同+11.0→+4.5%)と市場予想(+2.0%)を上回りはしたが伸び悩んだ形になるなど、大幅な企業利益増とは対照的な姿になった。要するに政府が推奨しているようには利益増が人件費や設備投資に回ることはなかったわけで、市場の視線もやや冷ややかのようにも見えることは事実だ。もっとも企業利益の急増も専ら非製造業によるもので、製造業自体は同-0.9%(同-15.7→+0.4%)とむしろ水面下に再び転じているほか、非製造業にしても季節調整済み前四半期比で見れば-1.3%(同+7.9→+8.5%)と、ここにきて逆にマイナスになるなど収益状況はそれほど簡単なものではないようだ。

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」(27日)で確認したが、前年同月比+2.3%(前々月+2.1→前月+2.0%<速報値+2.1%をやや下方修正>)と、市場の横ばい予想に比し僅かとはいえ伸びを高めており、2020年1月以来3年9か月振りの大きくなった。なお内訳的には宿泊サービス(前年同月比:前月+31.7→当月+49.9%)、インターネット広告(同+3.4→+9.2%)、テレビ広告(同-2.0→+1.8%)等での伸び急増が目立っている。いずれにせよ、市場は我が国の物価上昇はサービスがけん引していると見ており、ここは注視が必要だ。

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)で確認したが、小売業販売額は前年同月比+4.2%(前々月+7.0→前月+6.2%)と、伸びは継続するがさらに鈍化している状況だ。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、市場予想以上に物価高が足を引いているようにも見えるところだ。なお11月「消費動向調査」(30日、内閣府)も公表されたが、季節調整済み消費者態度指数は36.1(前々月35.2→前月36.7)と、市場の横ばい予想に対し僅かながら悪化を余儀なくされた形になった。ただ内訳を見ると悪化したのは収入の増え方38.8(同38.7→39.1)のみで、雇用環境41.3(同41.1→40.7)は逆にここにきて改善が進み、他の項目も軒並み前月に改善した勢いが継続した形になっているわけで、実体はそれほど悪くないと見ても良いかもしれない。また11月「新車登録台数」(1日、自販連)も公表されたが前年同月比+115.1%(前々月+112.5→+前月114.5%)と、僅かではあるがほぼ市場予想通りにさらに伸びを高める形になった。

この間、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)も公表されたが、失業率が2.5% (前々月2.7→前月2.6%)と市場の伸び横ばい予想に対し僅かに下落したほか、有効求人倍率も1.30倍 (同1.29→1.29倍)と小幅ながらも10か月ぶりの上昇となるなど、労働環境は更にタイト化した格好になった。

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)で確認したが、前年同月比+0.9% (前々月-0.7→前月+0.5%)と上昇トレンドが続き、僅かとはいえ市場予想(+0.7%)を若干上回る形で自動車中心にやや明確に水面上に復帰している。ただ市場には、これでも一進一退の状況が続いているとの慎重な見方が多いようだ。

最後は設備投資動向10月「住宅着工統計」(30日、国交省)で確認すると、前年同月比-6.3% (前々月-9.4→前月-6.8%)と、僅かにそのテンポを鈍らせてはいるが依然としてマイナスが続く、しかも市場予想(-5.0%)を上回るペースでマイナスになるなど不芳だ。特に内訳を見ると持ち家が同-17.2% (同-5.9→-12.3%)とさらにマイナス幅を拡大しているほか、給与住宅が同-52.3% (同-52.4→+17.7%)と、再び大幅なマイナスに転じたことが背景のようだ。

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戦闘が再開したわけだが、これが中東地域の混迷化につながらないか再び市場が気をもむ局面入りした格好だ。またウクライナがこうした動きを眺めて米欧の支援が滞るのではないかと懸念を強めているようだ。

こうした中、世界経済の停滞は継続される気配である一方で、インフレが足元落ち着き気味であることもあって、主要国中央銀行はより「景気振興」に軸足を移しつつあるようにも見える。このため年内の「利上げ」を見送ることはもとより、「利下げ」時期を探る動きを示し始めているようだ。ただパウエル米国FRB議長のように「今はその時期ではない」とけん制する動きもあり、ここは当面様子をうかがう必要があるようだ。この間、わが国の政治情勢は一段と流動化しており、経済面への悪影響も気になるところだ。

なお市況については株価は本来であれば軟調に推移するはずとも思われるが、結局は上値余地を探る展開になると市場は見ているようだ。いずれにせよ、今週公表される経済指標次第の面が強まると思われるので、ここは留意が必要だ。また長期金利は低下方向にはあるが、さらなる低下には米国経済の急速な悪化が必要で、とりあえず市場は低下一巡すると見ているようだ。なお為替は前週のドル全面安から落ち着きどころを探る展開になるというのが市場の見方だ。いずれにせよ、当面は150円台にまで円安が進行することはないと市場は見ているようだ。さらに原油については、世界需要の動きとサウジアラビア等の減産の動きとの間のもみ合いが続くと見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、景況を11月「ISM非製造業景況指数」(5日、52.0と、前月の51.8からやや上昇予想)、12月「ミシガン大学消費者態度指数」(8日、61.3と、前月の61.3から横ばい予想)で確認するが、さらに改善ないし高水準横ばいを予想しているようだ。またこの前提となる雇用動向についても11月「非農業部門雇用者数変化」(8日、前月比+17.5万人と前月の+15.0万人から伸び増加予想)、11月「ADP雇用者数」(6日、+12.0万人と前月の+11.3万人から伸びやや増加予想)で確認することになるが、市場は引き続き雇用環境は引き締め気味と見ており、11月「平均時給」(8日、前月比+0.3%と前月の+0.2%

からやや伸び上昇予想)は更に上昇気配だ。たださすがに11月「失業率」(8日、3.9%と前月の3.9%から横ばい予想)は、横ばいに止まると見ているようだ。

もっともこうした一方で、10月「製造業新規受注」(4日、前月比-3.1%と前月の+2.8%からマイナスに転化予想)については厳しい見方をしており、これが10月「卸売売上高」(7日、前月は前月比+2.2%)、10月「消費者信用残高」(7日、前月は前月比+90.6億ドル)についても抑え気味な見方になっているようだ。なお10月「貿易収支」(6日、-595億ドルと前月の-615億ドルから赤字幅縮小予想)についても需要不足が赤字縮小に働くと見ているようだ。

○この間、我が国経済指標も、いよいよ年末月でもあるが、まずは、景況を、第3四半期「実質GDP」(8日、内閣府)で確認することになるが、市場は「第2次」(前四半期比年率：前々四半期+3.7→前四半期+4.5→当四半期：第1次-2.1%)は、小幅上方修正になると見ているようだ。これは設備投資(同+7.0→-4.0→-2.5%)のマイナス幅がさすがに縮小(市場は-2.1%を予想)すると見ているためだ。ただこれでも依然として弱目であることには変わりがなく、全体としても大きなインパクトにはなりにくいように見える。さらに個人消費(同+2.6→-3.5→-0.2%)についても水面上に浮上するまであと僅かではあるが、結局は届かないだろうと見ているようだ。さらに11月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)も公表されるが、市場は季節調整済み現状判断DIは49.0(前々月49.9→前月49.5)と、さらに小幅悪化が継続すると見ているようだ。これは、企業動向関連(同50.5→49.0)は幾分改善に転じるとしても、家計動向関連(同49.5→49.5)は、物価高もあってここにきて若干なりとも悪化に転じると見ているためだ。さらに12月「ロイター短観」(6日、ロイター通信)も公表されるが、市場は製造業の業況判断が5(前々月4→前月6)、非製造業が23(同24→27)といずれも若干悪化すると見ており、ここは要注意だ。

また気掛かりな物価動向は11月「東京都都区部消費者物価指数」(5日、総務省)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+2.7%(前々月+2.5→前月+2.7%)と、伸び横ばいに止まると見ているようだ。これは労働やエネルギーコストの転嫁によりサービス価格は堅調な伸びを続けると見られるが、食品価格はさすがに伸び鈍化が継続すると見ているためだ。

なお消費周辺の経済指標である10月「毎月勤労統計」(8日、厚労省)も公表されるが、現金給与総額は前年同月比+1.6%(前々月+0.8→前月+1.2%)と、僅かずつではあるが伸びを高める方向にあると市場は見ているようだ。これは労働需給の逼迫を映じると見ているためのものであるが、このため内訳の所定内給与(前年同月比：前々月+1.3→前月+1.5%)も、当然伸びがさらに高まると期待しているようだ。

さらに輸出動向を10月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認するが、市場は輸出入ともに大きな動きなく、貿易収支はほぼ赤字横ばいになると見ているようだ。こうした中で第一次所得収支はさらにすう勢的に増加し黒字サポート要因とはなるものの、経常収支自体もほぼ横ばいの動き(ただし黒字)にとどまると見られているようだ。

最後に貸出動向を11月「貸出預金動向」(8日、日銀)で確認するが、市場は総貸出平残は前月(前年同月比：前々月+2.9→前月+2.8%)まで続く伸び低下傾向が都銀等(同+3.2→+3.1%)を中心に当月も継続すると見ているようだ。なお信金(同+0.8→+0.6%)の場合も同様

だ。ただ預金平残については全体の動き(同+2.1→+1.9%)と信金の動き(同+0.3→+0.3%)は若干異なるわけで、ここは注視が必要だ。

3. 来週の金融経済指標の動き

○来週の経済指標は、数は少ないが重要なものばかりなので注目したい。特に日銀短観が通常より半月早めに公表されるので注意が必要だ。

- ・景況関連；第4四半期「日銀短観」(13日)
第4四半期「法人企業景気予測調査」(11日)
- ・物価関連；11月「企業物価指数」(12日)
- ・設備関連；10月「機械受注」(14日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No371-追補)

- 主要国中央銀行では、今後金融政策変更を模索すると思われるが、特に我が国の立場が難しい
- 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、政府・人民銀行は対応に苦慮している

1. 主要国中央銀行では、今後金融政策変更を模索すると思われるが、特に我が国の立場が難しい

○米欧の中央銀行は、足元については「利上げ」を打ち止めにし、専ら「利下げ」時期を探る動きが活発化しているように見える。ただこれとて、どれだけ本格化するかは米国中心にやや不透明な状況に変わりはない。

こうした状況下、日銀の金融政策姿勢に対する厳しい視線が高まっているようにも見える。即ち我が国の物価水準は既に米欧(特に欧州)を抜いているにもかかわらず、主要国では異例の「大規模金融緩和政策」継続の姿勢を貫いているわけで、この矛盾を指摘する声は大きい。

このため市場には日銀のマイナス金利政策の解除が近づきつつある(早ければ2024年前半にも)との見方が一般的になってきているようにも見える。これに対し日銀としても「春季労使交渉や個人消費の動向を見定めたい」との言い方に変化しており、これが実現すれば17年ぶりの利上げになるのだが迷いは少なくないようだ。

最大のものは日銀だけにとどまらず政府も企業も超低金利のぬるま湯にどっぷりつかってきたわけで、ここから抜け出すには相当の覚悟が必要だということだ。また物価高で消費が減退傾向の一般消費者にしても、収入が先行き増えない年金生活者(高齢者)が急増している状況では、「ゼロインフレ」に安定を望む声も少なくないのが実状なのだ。要するにこうした層も実はどっぷり「超低金利=物価安」の状況につかかってきていたわけで、ここで物価が高止まりする事態は避けてほしいというのが本音の様なのだ。しかも日銀は保有する国債の評価損が9月末時点で既に過去最大の10兆5千億円に膨らんでいることを公表している。そしてこれが先行きさらに急増する事態になりかねないわけで、日銀では決算上国債を時価評価しておらず政策運営に影響はないとの立場だが、格付け会社の判断如何では日銀の財務の健全性に疑念を深める事態にもなりかねず、その場合の日本経済に対するダメージも大きいものが予想される。ただこれには、それゆえに長期金利のみならず、政策金利(短期金利)を引き上げて、金融機関の収益上の平仄(ヒョウソク:物事の順序・道理)をとればある程度しのげるとの見方もあるのは事実だ。

それにしてもこの部分は軟着陸の極めて難しいところでもあり、政府・日銀の知恵が試されることは間違いない。

○なお今後展開されると思われる金融政策の「出口論」との関係では、政府も推し進めているように見える「賃上げ」との良好な関係が最も重要と思われることも確かだ。

そしてこうした中、厚労省では28日に2023年の「賃金引上げ等に関する調査」を公表しているわけだが、これによれば1人当たりの賃金の引上げ率は+3.2%(+3%台になるのも初めて)であり、現在の調査方法となった1999年以降で最も高くなっているわけで、相応に対応

できているとの主張もあるところだ。

従っていずれにせよ今後この動きがどう継続されるかが問われるわけだが、企業全体の 9 割を中小企業（取引上の立場が弱く、原材料価格や労務費の高騰分を十分には転嫁しにくい）が占めるとされる我が国では、正直、かなり困難と指摘する声も多いのも事実だ。従って要するにここは、政府が掛け声だけでなく何らかの支援策を打ち出す必要があるのかもしれないということだ。（なお 28 日に公表された経産省による中小企業の 9 月分の価格転嫁実態調査によれば、「価格転嫁率」は 45.7%にとどまっている由であり、このハードルは低くない。）

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、引き続き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、基本的には依然不芳。

即ち 11 月「景況感指数」（29 日、93.8 と前月の 93.5 <速報値 93.3 を上方修正> からやや上昇）、11 月「製造業 PMI：改定値」（1 日、44.2 と速報値の 43.8 からやや上昇）は、方向として僅かとはいえ改善していることは確かだ。ただいずれも好不況の境目を下回ったままであるうえ、11 月「消費者信頼感・確定値」（29 日、-16.9 と速報値の -16.9 から横ばい）については、先々週には速報値でマイナス幅をやや縮小したが、結局は深く水面下のまま横ばいに止まっている。10 月「失業率」（30 日、6.5% と前月の 6.5% から横ばい）についても高止まったままだ。

こうした状況から、今週公表予定の、7-9 月期「実質 GDP・確定値」（7 日、速報値は前年同四半期比 +0.1%）については水面下入りもないではなく、10 月「小売売上高」（6 日、前月は前年同月比 -2.9%）については、多少改善するとしても依然として水面下のままにとどまるとの慎重な見方を市場はしているようだ。

ただインフレについては 11 月「消費者物価指数」（30 日、前年同月比 +2.4% と前月の +2.9% から伸び低下）で確認すると、順調に伸び鈍化している。もっとも今週公表される 10 月「生産者（卸売）物価指数」（5 日、前月は前年同月比 -12.4%）については、いずれにせよ水面下のままと見ているようだ。

こうしたことから欧州中央銀行（ECB）の中では、「利上げ」を打ち止めにして早期に「経済振興」を図るべく「利下げ」時期を早めようとの動きまであるようだ。

○この間、ドイツ経済についても一部に改善の動きが続いているが、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「製造業 PMI：改定値」（1 日、42.6 と速報値の 42.3 からやや上昇）は若干ながらも改善しているが、12 月「G f k 消費者信頼感指数」（28 日、-27.8 と前月の -28.3 <速報値 -28.1 を下方修正> からマイナス幅やや縮小）については方向としては若干改善してはいるが、依然として欧州全体を大きく上回る深さに沈んだままだ。さらに 11 月「失業率」（30 日、5.9% と前月の 5.8% からやや上昇）に至っては僅かとはいえさらに悪化している状況であり、むしろ不芳ぶりが目立つ格好になっている。

こうした状況から今週公表される 10 月「鉱工業生産指数」（7 日、前月は前年同月比 -3.7%）、

10月「製造業新規受注」(6日、前月は前年同月比-4.3%)についても、市場は慎重に見ており水面下が続くとの予想だ。

た、物価については11月「消費者物価指数」(29日、前年同月比+3.2%と前月の+3.8%から伸びやや低下)は順調に伸びが低下しており、8日公表の確定値もさらに若干伸び低下すると見ているようだ。ただこれにしても欧州全体と比べればかなり高い水準を余儀なくされているわけで、ここは注意が必要だ。

○なお英国経済については引き続き冴えないが、欧州全体と比較すれば若干改善が進む方向だ。即ち11月「製造業PMI・改定値」(1日、47.2と速報値の46.7からやや上昇)は僅かとはいえ改善が進んでいるが、10月「消費者信用残高」(29日、13億ポンドと前月の14億ポンドからやや減少)は、逆に若干減少を余儀なくされている。

さらに今週公表される11月「サービス業PMI・改定値」(5日、速報値は50.5)、11月「建設業PMI」(6日、前月は45.6)、11月「BRC(英国小売業協会)既存店売上高」(5日、前月は前年同月比+2.6%)についても、伸び横ばいしないし若干改善すると見ているようだ。

3. 中国経済は引き続き不透明で、政府・人民銀行は対応に苦慮している

○中国で公表された主な経済指標は11月「製造業PMI」(30日、49.4と前月の49.5からやや低下)、11月「Caixin製造業PMI」(1日、50.7と前月の49.5からやや上昇)の2指標のみであったが結果は真逆だった。ただ後者は好不況の境目である「50」を上回っているわけで、市場の中には評価する向きもあるようだ。

もっとも例えば中国経済の不況の元凶である不動産業界の不振は続いており、市場には経営再建中の大手不動産「恒大集団」がいたずらに清算審理の引き延ばしを図っていると不満を募らせているようだ。なおこの間、中国人民銀行としても短期金利の乱高下を抑え込もうと短期金融市場での資金供給(1兆元の国債増発等)を増やしているほか、27日には民間銀行に対し年間目標を作り融資全体に占める民間企業向けの比率を段階的に高めるよう指示するなど、何とか景気の落ち込みを回避させようと必死の姿勢を見せているが、この効果は今一つのようなのだ。

さらに言えば、中国経済の不振と前述のような政府・人民銀行の対策が銀行収益を圧迫していることも事実で、すでに銀行の利ザヤは最低を更新し「警戒ライン」を割り込んでいるとの指摘もあるところだ。なお銀行の収益力が落ちれば、過剰債務を抱える地方政府への金融支援や不良資産処理が滞る恐れもあるわけで、ここは新たなリスクを背負いかねないと懸念する声が強まっていることも確かなのだ。

○なおこうした中、日本企業の中にはこれまで中国に依存してきた重要物質の調達先の多角化や国産化に動き始めているほか、米国では1日に消費者が電気自動車を購入する際の税優遇で中国産の材料を使う車を対象外にすると発表するなど中国包囲網が一段と狭まれている状況であり、今後もきめ細かくウォッチする必要があるようだ。

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。