

# 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. 373

(2023.12.18)

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.373)

### 1. 先週の動き

○先週、ロシアのウクライナ侵攻やイスラエルのパレスチナのイスラム組織ハマスとの抗争に関しては大きな変化はなかったが、米国議会では追加支援に慎重になりつつあるなど、支援体制については変化が生じ始めており、ここは注意が必要だ。

また世界経済については引き続き停滞しており、収まりかけたインフレについても反転の兆しがないでもないが、主要国中央銀行はより「経済復興」に舵を切っているように見える。このため相次いで「利上げ」据え置きを決めており、むしろ来年の「利下げ」時期を見極める動きの方が活発化している。このため株価は上昇している。こうした中で我が国の日銀のみが相変わらず主要国の中では唯一異なる動きをしているわけで、一段と違いが際立ち始めている。この間、我が国政界は裏金問題で予想以上の混乱を生じており、気掛かりだ。

なお市況については、株価は米国の早期「利下げ」観測から基本的に続伸し、NY市場では7日続騰して連日最高値を更新している。東京市場も急速な円高進行から反落する局面もあったが、結局は週末反発している。この間、長期金利は週内は日米ともに低下し、米国では15日には3年9か月ぶりの下げ幅となり、+3.89%と+4%を割り込むに至っている。ただ週末の東京市場は、今週開催される日銀の「金融政策決定会合」を前に持ち高調整の売りが先行して若干上昇して週末を迎えている。なお為替は週前半は上下し一時は140円台にまで円高が進んだが、週末は141円台での週越えとなっている。また原油も週前半は下落したが、週末はNY市場が上昇したことを受けて3日振りに反発した形になった。(なお日銀短観の結果、日銀が金融政策変更に踏み切らない背景、欧州・中国経済の実態についての詳細は別添追補参照。)

○こうした中、米国経済については、まずは13日のFOMC(連邦公開市場委員会)の政策金利発表に注目したわけだが、結局は現状(+5.25~+5.50%)を据え置き、議論は来年の「利下げ」をいつから何回(FRB:連邦準備制度理事会は3回、市場は最高6回を予想しているようだ)にするかに変わりつつあるようだ。ただパウエル議長は来年3月での「利下げ」は時期尚早としているようだ。

なお経済指標については、景況をまずは12月「NY連銀製造業景気指数」(15日、-14.5と前月の+9.1からマイナスに転化)で確認したが、市場のプラス継続予想(+2.2)に反し大きくマイナスに沈んでいる。さらに12月「製造業・サービス業PMI」(ともに15日、前者は48.2と前月の49.4からやや低下、後者は51.3と前月の50.8からやや上昇)でも確認したが、と

もに市場予想（各々49.2、50.7）はほぼ横ばいに推移すると見ていたが、結局は製造業は悪化を余儀なくされている。なお同日公表されたS&Pグローバルベースでの12月「製造業PMI：速報値」では48.2と、4か月ぶりに好不況の境目である「50」を下回っており、市場は気にしている。

ただ消費動向は11月「小売売上高」（14日、前月比+0.3%と前月の-0.2%<速報値-0.1%をやや下方修正>からプラスに転化）で確認したが、これは市場の予想とは逆にプラスに転じているなど、米国経済はタイムラグもあるのか一様の動きをしていない。

事実、11月「鉱工業生産指数」（15日、前月比+0.2%と前月の-0.9%<速報値-0.6%を下方修正>からプラスに転化）はここにきてプラスに転じており、11月「設備稼働率」（15日、78.8と前月の78.7<速報値78.9を下方修正>からやや上昇）も僅かであるが上昇しているといった具合だ。なお10月「企業在庫」（14日、前月比-0.1%と前月の+0.2%<速報値+0.4%をやや下方修正>からマイナスに転化）については、逆に市場の伸び低下にとどまるとの予想（+0.1%）から僅かとはいえマイナスに転じた格好になっている。

また物価状況については11月「消費者物価指数」（12日、前年同月比+3.1%と前月の+3.2%からやや伸び低下）で確認したが、市場予想（+3.1%）通り僅かではあるが伸び低下した格好だ。また11月「生産者（卸売）物価指数」（13日、前年同月比+0.9%と前月の+1.2%<速報値+1.3%をやや下方修正>から伸びやや低下）についても同様に伸び低下しており、この時点ではインフレ再燃の動きは見られないようだ。

○この間、我が国の経済指標で市場が注目していたのは第4四半期「日銀短観」（13日）だったが、基本指標である業況判断DIは業種・企業規模を問わずに市場予想をやや上回る改善となった。ただ先行きについては逆に中国・米国経済の見通し難や、「地政学リスク」の長期不安定化等を反映してなべて慎重な見方をしている。ただこれも日銀の基本的スタンスの変更を迫るものではなかったというのが市場の理解のようだ（なお詳細は、別添追補ならびに後日公表予定の動画を参照されたい）。

なお物価動向については11月「国内企業物価指数」（12日、日銀）で確認したが、国内企業物価指数は前年同月比+0.3%（前々月+2.2→前月+0.9%）と、市場予想（+0.7%）を上回る形で10か月連続での伸び低下となった。ただ足元のやや急速な円高進行から輸入物価（前年同月比：前々月-13.9→前月-11.9→当月-6.1%）の低下は8か月続く形にはなったが、その幅はさらに縮小している。

最後は設備投資動向を10月「機械受注」（14日、内閣府）で確認したが、コア（船舶・電力を除く民需）が前月比+0.7%（前々月-0.5→前月+1.4%）と、プラス継続の形になった。これは製造業が同+0.2%（同+2.2→-1.8%）と、ここにきてプラス復帰した影響が大きい。なお非製造業は同+1.2%（同-3.8→+5.7%）と、増勢が鈍化している。

## 2. 今週の動き予想

○今週も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や、ロシアのウクライナ侵攻の行方が気になるところだが、特に支援予算が枯渇し始めている米国の出方が気になるところだ。

また世界経済については、主要国中央銀行がなべて「利上げ」据え置きを決定ないしその方向であるが、その結果、世界経済の停滞がどの程度薄まるかは注視する必要があるようだ。さらにこうした中、日銀は唯一異なる金融政策に踏み切ろう（ただし年内は実行せず、後年後に持ち越されるとの見方が大勢だ）としているわけで、主要国の動きとの違いが一段と際立つ見込みだ。なお我が国政界は極度に混乱しており、年末を控えこの行方も気がかりだ。

また市況については、株価は先週に大きく上昇した後、さすがに一服模様になり高止まりすると市場は見ているようだ。なお長期金利は米国は低下一巡するが、東京市場は日銀の金融政策変更がなくとも上昇を試す展開になりそうだ。為替についても一段と円高が進むと見る向きが多いようだ。さらに原油については基本的には低下の方向と思われるが、市場には米国需要が回復するとの期待から強含みで推移すると見る向きも少なくないようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは景況の行方が気になるところだが、市場の見方は12月「景気先行指標総合指数」（21日、前月比-0.4%と前月の-0.8%からややマイナス幅縮小予想）、12月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（21日、-3.0と前月の-5.9からマイナス幅縮小予想）で確認することになるが、ともに引き続き水面下にとどまるとしながらも方向としては改善の方向を辿ると見ているようだ。さらに7~9月「実質GDP確定値」（21日、前四半期比年率+5.2%と速報値の+5.2%から伸び横ばい予想）については伸び横ばいを予想するなど、総じてここで景気減退の動きが進むようには見受けられない。ただ12月「消費者信頼感指数」（20日、103.4と前月の102.0からやや上昇予想）のように消費動向については若干改善が進むと見ているようで、業種間格差もありそうだ。

なおその他の経済指標については、今週公表されるのは急速な利上げが需要を抑えていると見られている住宅関連指標が中心になるが、市場は引き続き慎重に見ており11月「住宅着工件数」（19日、年率換算136.0万件と前月の137.2万件からやや減少予定）、11月「住宅建築許可件数」（19日、年率換算146.0万件と前月の149.8万件<速報値148.7万件をやや上方修正>からやや減少予想）、11月「中古住宅販売件数」（20日、年率換算378万件と前月の379万件からやや減少予想）は、いずれも若干ながら減少すると見られている。

○この間、我が国経済については、まずは18~19日開催の日銀「金融政策決定会合」の行方に注目したいが、大勢は今回も基本的な変更はないと見ているようだ。

なお公表予定の経済指標については、景況を12月「製造業・サービス業PMI」（ともに22日、Markit Economics）で確認することになるが、市場は製造業が48.2（前々月48.7→前月48.3）と、僅かずつではあるが悪化方向にあると見ているようだ。ただしサービス業については50.8（同51.6→50.8）と、とりあえず横ばいに止まると見ているようだ。

次に物価動向を11月「全国消費者物価指数」（22日）で確認するが、市場はコア（生鮮食品を除く総合）が前年同月比+2.6%（前々月+2.8→前月+2.9%）と再び伸びが若干鈍化すると見ているようだ。ただこれは輸入エネルギー価格の減速や食品価格の鈍化を映じるもので、日銀のコアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）ベースで見ると、サービス価格の上昇もあって同+2.8%（同+2.6→+2.7%）と僅かながら伸びを加速させると見ているわけで、物価動向は引き続き上昇方向と辿ると見るべきかと思われる。

最後に輸出動向は11月「貿易収支」(20日)で確認するが、市場は輸出が季節調整済み前月比-7.7%(前々月+7.1→前月-1.2%)とマイナス幅をさらに拡大すると見ており、この間、輸入も同-3.5%(同+5.2→-0.7%)と同様の動きになるが、マイナス幅が輸出のそれを下回る見込みから、結局は貿易収支自体-0.61兆円(前々月-0.42→前月-0.46兆円)と、赤字幅を拡大する見込みだ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は、一段と年末近くになるが、以下のように比較的重要な経済指標が公表されるので、注意してウォッチしていきたい。

- ・物価関連；11月「企業サービス価格」(26日)
- ・消費関連；11月「商業動態統計」(26日)
- ・消費周辺；11月「失業率・有効求人倍率」(ともに26日)
- ・設備関連；11月「住宅着工統計」(27日)

以 上

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No.373-追補)

- 日銀短観は、企業規模・業種を問わず総じて改善したが、先行きについては慎重
- 日銀は、金融政策変更にややリラクタント（不承不承の、渋々の）な印象
- 欧州経済には一部指標に改善の動きがあるものの、欧州中央銀行（ECB）はより「経済振興」を重視する姿勢を固めた模様
- 中国経済も一部経済指標は改善しているが、市場の不信感は消えていない

## 1. 日銀短観は企業規模・業種を問わず総じて改善したが、先行きについては慎重

○第4四半期「日銀短観」は企業規模・業種を問わず市場予想を上回る改善を果たしたが、世界経済が中国（不動産不況の長期化や米中対立）・米国（急速な「利上げ」が消費を冷え込ませる恐れ）中心に不透明であるほか、「地政学リスク」もあって、先行きについては慎重な見方が目立ち企業規模・業種を問わず悪化すると見込んでおり、ここは注意が必要だ。

いずれにせよ、市場は「今回調査が日銀の早期金融政策変更を妨げる内容ではなかった」と判断しているようだ。

この間の特徴を列記すると以下の通り。（なお詳細は、後日、動画で解説の予定。）

①基本指標である業況判断DIは、大企業製造業が12（前回9、今回市場予想10）と3期連続の改善。大企業非製造業は30（同27、24）と7期連続の改善となり、1991年11月以来の高水準となった。なお中小企業も改善テンポは緩やかだがほぼ同様の改善で、製造業が1（同-5、-3）と予想外に水面上に復帰したほか、非製造業も14（同12、10）と改善を果たしている。

ただ先行きについては、大企業非製造業は24（市場予想22）と悪化はしても市場予想を上回る水準にとどまると見られているが、それ以外は市場予想を下回る水準まで悪化すると見ており、ここは注意が必要だ。即ち大企業製造業は8（市場予想12）、中小企業非製造業は7（同8）となり、中小企業製造業に至っては-1（同0）と再び水面下に沈む見通しだ。

②なおこれを業種別に子細に見ると、大企業製造業では半導体不足が和らいだ「自動車」や、価格転嫁が進んだ「非鉄金属」および「金属製品」での改善が目立っている。さらに大企業非製造業では、新型コロナの規制緩和で客足が戻った「宿泊・飲食サービス」が2004年以来で最高水準となったほか、「小売」や「不動産」の改善が目立つ。

もっとも先行きについては、業種を問わず一様に悪化方向にあると見ており、ここは大いに気になるところだ。

③物価については前回調査から大きくは変化していないが、足元が大企業製造業で前回の低下予想から横ばい（低下するのは非製造業を含め5年後に後ずれの形）になっている一方で、中小企業非製造業に至っては横ばい予想がやや大きく低下するに見込みに変化しており、ここはやや気になるところだ。

④価格・採算判断については販売価格引き上げの動きは総じて一服方向にあるが、中小企業製造

業では先行き再び価格引き上げを予定しているようであり、ここは注意すべきだ。なおこのため企業採算は大企業は横ばい見通しながら、採算割れが目立っていた中小企業・製造業では先行きの改善が若干進むと見ているようだ。

⑤売り上げはほぼ横ばい見通しであるが、企業収益は前回調査をやや大きく上方修正し、好調だった昨年をさらにやや大きく上回る見通しになっている。特に製造業しかも大企業加工業種(同素材業種は依然としてマイナス)での大幅増益見通しが目立っている。

なお、大企業では非製造業、中小企業では非製造業の増益幅がより大きいなど業種別格差が逆になっているほか、市場予想と比較すると大企業は下方修正、中小企業はやや上方修正になるなど、企業規模によつての動きにも違いがあり、ここは注意が必要だ。

⑥設備投資については引き続き意欲旺盛で、大企業では製造業が従前通りにやや下方修正したが、非製造業は上方修正している。この一方で中小企業は業種を問わず例年通りに上方修正しており、非製造業中心に近年最高値を更新している状況だ。ただソフトウェア投資については中小企業非製造業を除いて軒並みやや下方修正しており、ここは気になるところだ。

⑦雇用情勢については、非製造業を中心にした人手不足が僅かながらも更に進んで高止まった形になっている。しかも特に中小企業での不足感がやや顕著であり、ここは気になるところだ。

また先行きについても中小企業中心に小幅ながらこうした状況が続くと見られており、これが景気回復の足かせにならないか市場は気にしているようだ。

⑧企業金融については、中小企業中心に金利はやや大きく上昇すると見られているが、企業の「資金繰り判断」および「金融機関の貸出態度判断」には、さしたる変化はないとの見方だ。

⑨最後は金融機関の業況判断であるが足元銀行業は小幅悪化するが、共同組織金融業は横ばいとなっている。ただ先行きについては、ともに日銀の金融政策改定を意識してか改善が進むと見ているようだ。ただこの間、貸金業が足元やや大きく改善し先行き横ばいを見込んでおり、ここはやや気になるところだ。

## 2. 日銀は、金融政策変更をややリラクタントな印象

○日銀の今週の「金融政策決定会合」では、市場の一部では金融政策の見直し(マイナス金利の解除等)もあり得ると囁す向きもあるようだが、大勢は以下の事由で来年に繰り延べられる公算が高いと見ているようだ。

①日銀としては、金融政策変更を要するほどには経済ファンダメンタルズ(基礎的)条件が整っていないと見ているようであること。

要するに、日銀は「強い国内需要に支えられた物価と賃金の好循環が確認できることを利上げの条件」としているのに対し、実質賃金のマイナスが長期継続したままで個人消費も伸びていないことを気にしているようだ。

②その一方で、日銀には、マイナス金利解除をサプライズで行うインセンティブ(目標を達成するための刺激、誘因)は、ほぼないと見られること。

③そうした中、日銀の政策声明には「必要があれば躊躇なく緩和する」と言いながらも引き続き「強い緩和バランス」を感じ続けているように見受けられること。このため市場の中には、日銀は「イールドカーブコントロール」の変更でお茶を濁すだけで十分と考えている節があるようにさえ見えると灰（ホノ）めかす向きまである状況だ。

○ただ市場的には、日銀が「金融政策変更」に一段と追い込まれていることも事実と見られているわけで、ここは注意深くウォッチしていく必要があるようだ。

### 3. 欧州経済には一部指標に改善の動きがあるものの、欧州中央銀行はより「経済復興」を重視する姿勢を固めた模様

○欧州経済は僅かにしろさらに改善した経済指標もあったが、欧州中央銀行（ECB）はここに来てさらに「経済復興」を優先する姿勢を強め（ラガルド総裁は金融政策変更には慎重な面もあるようだ）、14日の「金融政策決定会合」では政策金利（+4.5%）据え置きを決め、議論は急速に「利下げ」を求める格好にもなっている。

即ち12月「ZEW景況感調査」（12日、23.0と前月の13.8から上昇）自体は、やや大きく改善した格好になった。また10月「鉱工業生産指数」（13日、前年同月比-6.6%と前月の-6.8%<速報値-6.9%をやや上方修正>からマイナス幅やや縮小）も、引き続き水面下が続けているが方向としては若干改善している。ただ12月「製造業・サービス業PMI」（ともに15日、前者は44.2と前月の44.2から横ばい、後者は48.1と前月の48.7から低下）も公表されたが、市場は双方とも若干の改善を予想（各々44.4、48.9）していたが、現実には製造業は横ばいに止まり、サービス業に至っては悪化しているわけで、欧州経済は必ずしも改善方向一辺倒ではないことにも注意が必要だ。

こうした中、今週公表される10月「建設生産高（支出）」（20日、前月は前年同月比-0.3%）、12月「消費者信頼感」（20日、前月は-16.9）について、市場も慎重に見ているようだ。

なおインフレ状況については11月「消費者物価指数」（19日、前月は前年同月比+2.4%）が今週公表されるが、市場は小幅にしろさらに伸び低下すると見ているようだ。

○この間、ドイツ経済についても経済指標には若干改善したものもあるが、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。

即ち10月「鉱工業生産」（7日、前年同月比-3.4%と前月の-3.8%<速報値-3.9%をやや上方修正>からマイナス幅やや縮小）は、方向としては若干改善したが依然として水面下のままだ。さらに10月「製造業新規受注」（6日、前年同月比-7.3%と前月の-3.8%<速報値-4.3%をやや下方修正>からマイナス幅拡大）に至ってはマイナス幅を拡大している。

なお物価については11月「消費者物価指数：改定値」（8日、前年同月比+3.2%と速報値の+3.2%から伸び横ばい）は、これまでは順調に伸び低下してきていたがここに来て伸び横ばいに止まっている。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事実には変わりはない。

即ち景況については、まずは12月「ZEW景況感調査」（12日、12.8と前月の9.8から上昇）で確認したがここに来て改善している。さらに12月「製造業・サービス業PMI」（ともに

15日、前者は43.1と前月の42.6からやや上昇、後者は48.4と前月の49.6からやや低下上昇)をみても、サービス部門は市場の改善予想(49.8)とは逆に若干の悪化を余儀なくされているが、製造業は市場予想(43.1)通りに改善が進んでいる。

なお、物価動向については、11月「卸売物価指数」(12日、前月比-0.2%と、前月の-0.7%からややマイナス幅縮小)で確認したが、下落幅は鈍化している。

○英国経済についても消費動向中心にさらに改善が進んでいるが、欧州全体と比較しても、そもそも底が深かったこともありやや先行して改善しているようだ。

即ち製造業については10月「鉱工業生産指数」(13日、前年同月比+0.4%と前月の+1.5%から伸び低下)、10月「月次GDP」(13日、前月比-0.3%と前月の+0.2%からマイナスに転化)で確認したが、基本的に弱めの動きが続いているが、消費動向自体は改善方向だ。例えば12月「GfK消費者信頼感調査」(15日、-22と前月の-24からマイナス幅やや縮小)は水面下がが続いているが、方向としては改善している。さらに12月「製造業・サービス業PMI」(ともに15日、前者は46.4と前月の47.2からやや低下、後者は52.7と前月の50.9から上昇)も、製造業は市場予想(47.5)をさらに下回る水準にまで悪化しているが、サービス部門は逆に市場予想(50.9)を上回る改善が進んだ形になっている。なお10月「貿易収支」(13日、-44.80億ポンドと前月の-15.74億ポンドから赤字拡大)についても、こうした赤字増大は国内需要増が背景になっているように見えるといった具合だ。この間、雇用関連の11月「失業率」(12日、4.0%と前月の4.0%から伸び横ばい)、11月「失業保険申請件数」(12日、1.60万件と前月の1.78万件から減少)についても横ばいしないし僅かながらも改善方向を辿っている。

ただこうした中で11月「RICS住宅価格指数」(14日、-43と前月の-61<速報値-63をやや上方修正>からマイナス幅縮小)は不芳のままだ。またイングランド銀行としても、14日に政策金利(+5.25%)を据え置いている。

なお今週は7~9月期「実質GDP・改定値」(22日、速報値は前年同四半期比+0.6%)、11月「消費者物価指数」(20日、前月は前年同月比+4.6%)、11月「小売物価指数」(20日、前月は前年同月比+6.1%)、11月「小売売上高」(22日、前月は前年同月比-2.7%)といった重要な経済指標が公表されるわけで、市場はさらに注視姿勢を強めていることは確かだ。

#### 4. 中国経済も一部経済指標は改善しているが、市場の不信感は消えていない

○中国については引き続き一部経済指標に明るい動きもあるが、市場の不信感は消えていないようだ。

即ち11月「小売売上高」(15日、前年同月比+10.1%と前月の+7.6%から伸び上昇)は、強気の市場予想(+12.3%)を下回りはしたが伸びを高めた形になった。また11月「鉱工業生産指数」(15日、前年同月比+6.6%と前月の+4.6%から伸び上昇)に至っては、市場予想(+5.8%)を上回る伸び増加となるなど好調だ。

ただこの一方で不動産不況は継続しており、政府の懸命な経済対策も期待していたようには効果を上げていないようでもあり、市場の中国経済の実態に対する不信感は強そうだ。

例えば中国政府が「景気は引き続き回復している」根拠としている前述の11月「小売売上高」



にしても、これは前年同月（前年同月比-5.9%）が厳しい「ゼロコロナ」政策が続いていた時期であり、この反動といった面が大きいということだ。要するに消費マインドは冷え込んだままで個人消費の回復力は鈍いというのが実態と市場の大勢は見ているようだ。事実、前述の「小売売上高」についても前月比で見れば-0.06%と4か月ぶりのマイナスになっている。さらには1~11月の新築住宅販売面積にしても、前年同月間比-8.0%と減少したままだ。またデフレリスクも燻り続けているのが実態のようだ。

○ただこうした内需が冴えず在庫も過剰気味という実態が海外への販売シフトを強めているようで、11月「貿易統計」（7日）での輸出額は前年同月比+0.5%増と、7か月ぶりにプラスに転じている。

またこうした中で、人民元も米中金利差が急激に縮小していることも加わり1ドル7.0987元と半年ぶりの高めとなっており、反射的に緩和的な金融政策を打ち出しやすくなるというメリットも享受しているようだ。

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。