

# 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. 357

(2023.08.28)

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.357)

### 1. 先週の動き

○先週もロシアのウクライナ侵攻の行方が気がかかりであったが、ロシアの劣勢が伝えられる中で、ロシアの民間軍事会社「ワグネル」の創設者プリゴジン氏の飛行機墜落による死亡が伝えられ(一部には暗殺が噂されており)、これが戦況にどう影響するかが気がかかりだ。この間、世界経済は懸念したほどではないにしても回復が進まなかった。こうした中、中国は景気回復を期して、21日には事実上の政策金利を0.1%引き下げ+3.45%としている。この間、市場が気にしていた「ジャクソンホール会議」(24~26日開催)でのパウエル米国FRB(連邦準備制度理事会)議長の講演では、米国の物価高は「依然として高すぎる(物価目標はあくまでも+2%)」との認識(ラガルト ECB(欧州中央銀行)総裁も「インフレとの戦いにまだ勝利していない」と発言)を示し、「適切であれば、さらに金利を引き上げる用意がある」と述べたことから、市場には従来の「7月の利上げが最後になる」との観測に修正を迫られたとの見方が強まり、市況もその方向に動いた形になった。

なお市況については、株式は東京市場の週前半は下値への警戒感が強まり続伸したが、後半は前述パウエル議長の講演内容や米国経済指標の弱さが意識されたことや利益確定売りが加わり、結局大きく反落して週越えとなっている。ただNY市場は一旦は下げたが、結局パウエル議長の発言も想定内の発言として上昇に転じて週末を迎えている。この間、長期金利は米国では一時+4.36%台と16年ぶりの高水準に到達したが、我が国でも週内上下した後、結局米国景気は足元の低調懸念はともかく、長期的に見れば堅調で金融引き締めが長期化するとの思惑が優勢となり高水準で推移した。なお為替は週前半は145円台の円高で推移したが、週末は前述のとおり米国の「利上げ」姿勢が長期化するとの観測が強まり円安が進み、年初来安値を更新する146円台での週越えとなっている。また原油は、やや早くから米欧の景況感悪化を反映して続落していたが、国内市場での週末は円安進行から先物の安値感が広がり、4日振りに反発する格好になった。なおこの間、ガソリンは政府の9月末での補助金廃止を受けて急騰し、結局政府は補助金延長を打ち出すに至っている。(米欧日および中国の物価・金融政策の違い、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まずは気がかかりな景況であるが、これを8月「製造業・サービス部門PMI」(ともに23日、前者は47.0と前月の49.0から低下、後者も51.0と52.3から低下)で確認したが、ともに市場の僅かとはいえ改善ないしほぼ横ばいとの予想(各々48.9、

51.9)とは逆にいずれも悪化している。さらに8月「ミシガン大学消費者態度指数・確定値」(25日、69.5と速報値の71.2から低下)も市場の横ばい予想をしり目に悪化を余儀なくされているほか、8月「リッチモンド連銀製造業指数」(22日、-7と前月の-9からマイナス幅やや縮小)についても方向としては改善しているが、依然として水面下のままであるなど予想外に景況は停滞しているわけで、ここは注意が必要だ。

なお景況に大きな影響があるとされる住宅関連指標も公表されたが、7月「新築住宅販売件数」(23日、年率換算71.4万件と前月の68.4万件<速報値69.7万件をやや下方修正>から増加)については市場予想(70.5万件)を若干上回る改善を見ているが、7月「中古住宅販売件数」(22日、年率換算407万件と前月の416万件からやや減少)については、逆に市場予想(414万件)を上回る減少を見るなど必ずしも改善しているとは判断できない状況だ。

さらに設備投資関連指標として7月「耐久財受注」(24日、前月比-5.2%と前月の+4.4%<速報値+4.7%を下方修正>からマイナスに転化)も公表されたが、これも慎重な市場予想(-4.1%)をさらに上回るマイナスに転じているなど冴えない。

要するに米国景気については市場には回復を囁す向きがある一方で、引き続き慎重に見ている向きもあるわけだが、今回は後者に軍配が上がった格好になっており、ここは留意が必要かもしれない。

○この間、我が国の経済指標において、景況については8月「製造業・サービス業PMI」(ともに23日、Markit Economics)を注視したが、製造業については49.7(前々月49.8→前月49.6)と緩やかながらも製造業活動の改善を示す結果になると見ている。さらにサービス業も54.3(同54.0→53.8)と、経済再開のダイナミクスの継続と観光関連支出の増加を背景に引き続き堅調に推移した格好だ。

さらに物価動向については8月「東京都区部消費者物価指数」(25日、総務省)で確認したが、総合計が前年同月比+2.9%(前々月+3.2→前月+3.2%)と3か月ぶりに再び伸びが鈍化し、11か月ぶりに+2%台に戻った格好になっている。ただコアコア(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)ベースで見ると前年同月比+4.0%(前々月+3.8→+4.0%)と高水準と横ばいとなっており、ここで物価上昇が鈍化したとは言いにくい。事実今回の伸び低下は生鮮食品(前年同月比:前月+6.7→当月+4.2%)、エネルギー(同-11.9→-15.9%)での伸び低下ないしマイナス幅拡大(ただしガソリンは前年同月比+9.1%と前月の+1.6%から伸び急騰)による面が大きく、その他の品目でも被服及び履物(前年同月比:前月+5.1→当月+5.7%)、教養娯楽(同+5.1→+5.7%)、交通・通信(同+3.1→+3.6%)、保健医療(同+2.4→+2.8%)等、さらに伸びを高めているものが未だに目白押しだ。さらに市場は生鮮食品を除く食料(同+9.0→+8.9%)が7か月ぶりに前月を下回っていると囁しているが、これとて極めて高い水準が続いていることに変わりはない状況だ。いずれにせよ、ここで物価動向の基調を判断するのは時期尚早との見方もあり、しばらく注視する必要があるようだ。

さらに7月「企業向けサービス価格指数」(25日、日銀)も公表されたが、前年同月比+1.7%(前々月+1.9→前月+1.4%)と、前月の伸び鈍化をある程度カバーする形で再び伸び上昇に転じている。これは広告(前年同月比:前月-2.8→当月-2.2%)でのマイナス幅縮小や諸サービス(同+2.7→+2.9%)での伸び上昇が功を奏した形だ。

## 2. 今週の動き予想

○今週についてもロシアのウクライナ侵攻の行方が気になるところだが、先が読めない状況が続いていることも確かだ。こうした中、世界経済は結局停滞基調が続いているが、こうした中でも、回復気配がやや目立ち始めていたかに見えた米国にやや陰りが感じられるとの指摘もある一方で、欧州には逆に若干ながらも回復気配が窺われ、この間、中国は停滞感が一層深刻になりつつあるなど主要国間の格差が目立ち始めていることも事実だ。いずれにせよ、こうした中で市場は経済指標の動向次第の姿勢を一段と強めているようでもあり、ここはさらなる注視姿勢が求められているようにも見える。

なお市況については、注目されていた「ジャクソンホール会議」での結果も主要国の金融政策に新たな方向を示すものではないとの見方が広がっているようだ。このため株価は、結局今週公表される経済指標次第との思惑が優勢となっており、とりあえず一進一退の展開になると見られている。さらに長期金利も米国では上昇一服し、我が国でも上昇トレンドは落ち着き気配になると見られているようだ。また為替についても日銀による為替介入の観測が強まっていることもあり、これ以上の円安進行は見込みにくいと市場は見ているようだ。さらに原油にしても需要国の景況感や産油国の供給姿勢への思惑（追加減産の可能性が意識されているようだ）から売買が交錯すると市場は見えており、ここも経済指標次第の面が大きいようだ。なおわが国のガソリンについては前述の政府補助金支給延長発表もあり、とりあえず上昇はストップすると見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは景況を8月「ISM製造業景況指数」(1日、47.0と前月の46.4からやや上昇予想)、8月「シカゴ購買部協会景気指数」(31日、44.3と前月の42.8からやや上昇予想)で確認したいが、市場はいずれも若干ながら改善が進むと見ており、さらに7月「個人支出(消費)」(31日、前月比+0.7%と前月の+0.5%からやや伸び上昇予想)も公表されるが、これもやや伸びが改善するとの見方のようだ。ただここは期待値が大きいようにも見えるわけで注意が必要だ。事実8月「消費者信頼感指数」(29日、117.0と前月の117.0から横ばい予想)は横ばいに止まり、これら消費動向の背景となる7月「個人所得」(31日、前月比+0.3%と前月の+0.3%から伸び横ばい予想)も伸び横ばいに止まりそうと市場は見ているようだ。さらに8月「平均時給」(1日、前年同月比+4.3%と前月の+4.4%からやや伸び低下予想)に至っては、伸びが僅かながら鈍化する見込みになっている。なお4~6月期「実質GDP・改定値」(30日、前四半期比年率+2.4%と速報値の+2.4%から伸び横ばい予想)も伸び横ばい予想だ。またこのあいだ物価上昇も続くとしており、7月「個人消費支出デフレーター」(31日、前年同月比+3.3%と前月の+3.0%から伸び上昇予想)は伸びが加速するとの見方になっており、米国景気については区々(マチマチ)の見通しにはなっていないことに留意すべきだ。

さらに雇用動向も気になるところだが、これは8月「ADP雇用者数」(30日、前月比+20.0万人と前月の+32.4万人から伸び低下予想)、8月「非農業部門雇用者数」(1日、前月比+16.0万人と前月の+18.7万人から伸び低下予想)で確認出来るが、いずれも伸びは鈍化するとの見方だ。

○この間、我が国の経済指標については、景況を4~6月期「法人企業統計」(1日、財務省)で確認したいが、市場は注目の設備投資(除くソフトウェア)が前年同四半期比+6.0%(前々四半期+7.7→前四半期+11.0%)と、伸び鈍化すると見ているようだ。ただこれは前期が大きく

増加した反動によるもので、需要側の堅調さとコスト上昇を反映して、設備投資スタンス自体は損なわれていないとの見方のようだ。なお経常利益は前四半期（前年四半期比：前々四半期-2.8→前四半期+4.3%）にプラス回復した勢いが継続すると見ているようだ。

さらに消費動向については7月「商業動態調査」（31日、経産省）で確認するが、小売業販売額は前年同月比+5.0%（前々月+5.8→前月+5.9%）と訪日外国人消費の堅調さもあり相応の伸びが期待できるとしても、物価高に伴う消費の2極化進行もあり、全体の伸び率自体は若干鈍化するとの見方だ。

また8月「消費者動向調査」（30日、内閣府）も公表されるが、これについても市場は消費者態度指数が36.8（前々月36.2→前月37.1）と僅かであるが前述同様に価格上昇の影響により若干低下すると見ており、ここは注意が必要だ。

なお8月「新車登録台数」（1日、自販連）も公表されるが、市場は引き続き高水準の伸びとなり、前月（前年同月比前々月+131.5→+118.3%）の伸び低下をある程度挽回するとも見ているようだ。

また消費周辺指標として7月「失業率・有効求人倍率」（ともに29日、総務省・厚労省）も公表されるが、市場は失業率については2.5%（前々月2.6→前月2.5%）と前月比横ばい、有効求人倍率については1.31倍（同1.31→1.30倍）と再び若干上昇すると見ており、いずれにせよ雇用逼迫が継続するとの見方だ。

また生産動向は7月「鉱工業生産」（31日、経産省）で確認するが、市場は前月比-2.1%（前々月-2.2→前月+2.4%）と、再びマイナスに転じるとの慎重な見方をしている。ただこうした中でも、自動車については回復継続を見込んでいるなど、前向きの動きもあるとの見方になっている点には留意が必要だ。

最後は住宅関連の動きを7月「新設住宅着工」（31日、国交省）で確認するが、市場は前年同月比+2.0%（前々月+3.5→前月-4.8%）と、再び増加に転じると見ている。ただこれは月次の振れが大きいことによる面が大きく、住宅着工のトレンド自体は原材料及び労働供給の制約が続いていることから、回復基調が戻っているわけではないとの見方のようだ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は、以下のように月初でもあり、重要な経済指標の公表が予定されており、注視したい。

- ・景況関連；第2四半期「GDP」（8日）
  - 8月「景気ウォッチャー調査」（8日）
- ・消費関連；7月「消費活動指数」（7日）
- ・消費周辺；7月「毎月勤労統計」（8日）
- ・輸出関連；7月「国際収支」（8日）
- ・貸出関連；8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 (No.357 追補)



- 米欧・日および中国の金融政策の違いが一段と明確化
- 欧州経済は一部に良好な面も見られるが、総じて不振
- 中国経済について、市場は一段と懸念を強めている模様

## 1. 米欧・日および中国の金融政策の違いが一段と明確化

○主要国の物価動向及び金融政策の動きを見るとその違いが一段と明らかになっている。即ち米国ではそのインフレ率がかなりの低水準にまで逐次低下（ただし足元は上昇に転じている）しているが、なお、「利上げ」姿勢を崩していない。この間、欧州のインフレ率は米国とは異なり未だかなりの高水準にあるものの低下方向に転じてきていることは確かだが、金融政策は引き続き引き締め姿勢を示している。また我が国の場合はインフレ率はすでに米国の水準を上回り始めているが（ただし足元はやや伸び鈍化）、主要国の中では唯一「大規模金融緩和政策」を維持している。こうした中、中国では逆にデフレ突入の懸念が指摘されている状況にあり、金融政策も緩和方向といった具合に主要国のインフレ・金融政策スタンスに違いが一段と明確になってきているように見える。

これをやや詳しく見ると以下の通り。

——**米国**については、市場には「利上げもそろそろ打ち止め」との思惑が強まり、市況もそれを前提に動いていた時期もあったが、パウエル FRB（連邦準備制度理事会）議長は 25 日のジャクソンホール会議での講演で「物価水準は依然として高すぎる。インフレが 2%の目標に向かって持続的に減速していると確信できるまでは引き締めの政策を維持する」と述べたことから、市場はそうした方向で動き始めている。

ただこれもパウエル議長としては従来からの主張を踏襲しているだけで、あくまで「インフレ抑制優先」の立場を明確にただけとの見方もあるようだ。このため週末の株価は戻している。さらには昨春以降の急速利上げで政策金利は +5.25~+5.5%と 22 年ぶりの高水準に達しているにもかかわらず、景気も労働市場も想定外の強さを見せている（ただし足元の経済指標は後述のようにやや不冴え）として当惑しているとも市場は見ているようだ。もっとも市場はこの一方で、足元堅調に見える米国経済にも金利上昇に弱い分野では綻びも目立ち始めており、コロナ対策の給付金などの財政支援で膨らんだ家計の「余剰所得」も枯渇しかけているとの指摘も目立ち始めているとしており、結局は FRB の動きも今後の経済指標次第との見方を強めているように見える。なお NY 株式市場がパウエル議長発言の後、いったん下落した後上昇に転じているのも市場の冷静な判断が背景にあるとの見方もあり、ここは一段の注視が必要だ。

——**欧州**については、ラガルド ECB（欧州中央銀行）総裁が、前記の 25 日ジャクソンホール会議での講演で「インフレとの戦いはまだ勝利しておらず、政策金利を十分に制約的な水準に定める必要がある」と述べるなど従来からの主張を繰り返した形だ。

ただ市場は、今後の利上げペースについてはラガルド総裁も言及を避けたことから、結局は今後の「経済データ次第」と見る向きも増えているようだ。これには ECB 理事の一部に「利上げ打ち止めを視野に入れる必要がある」と主張するものがあるほか、経済実態も米国に比較して回復の遅れが目立ち、とくにドイツでは景気後退論が強まっている状況が関係しているようだ。いずれにしろ、今後は物価と景気の安定両立に向けて ECB のかじ取りは一段と難しくなると市場は見

ているようだ。

——我が国については、物価の伸びは若干鈍化してきてはいるが既に米国水準を上回っている。にもかかわらず、長期金利については事実的に制約上限を引き上げたが、政策金利については「大規模金融緩和政策」継続の姿勢を崩しておらず主要国の中でも異彩を放っている。ただ市場では、景況は製造業が緩やかながらも改善の方向を示しているほか、サービス業もインバウンド需要を含めて観光業界中心に堅調に推移していることから堅調な動きが続いているわけであるが、このまま物価上昇が続けば消費が腰折れするとか格差拡大の可能性が高まっているとの指摘が増えているのも事実だ。このため日銀も一段と難しいかじ取りを迫られている格好だ。

なお金融政策を変更する場合、保有国債の含み損の急拡大や政府の国債利払い負担増がネックになると思われるが、このほど政府は来年度の予算案に「国債利払い費増加」を盛り込んでおり、市場もこれを注目しているようだ。

——中国については、物価については米欧・我が国とは異なりむしろデフレ突入が懸念される状況にある。このため人民銀行も引き続き実質「利下げ」（事実上の政策金利を 0.1%引き下げ+3.45%とした）を断行しており、主要国とは全く異なる動きを示している。ただ金利水準自体は依然としてかなり高めで「利下げ」効果がどの程度顕現化するかは正直疑問だ。

こうした中、中国依存をやや強めていた世界経済に悪影響を及ぼしていることも事実で停滞長期化の一因となっている。

## 2. 欧州経済は一部に良好な面も見られるが、総じて不振

○欧州の経済は製造業については予想外に改善しているようだが、サービス部門は逆に悪化を余儀なくされている。ただインフレ傾向は再び改善に向かい始めているようだ。

即ち景況を8月「製造業・サービス部門 PMI」（23日、前者は43.7と前月の42.7から上昇、後者は48.3と前月の50.9から低下）で確認したが、製造業は市場の若干悪化するとの予想（42.6）に反し改善が進む一方で、サービス部門は市場の若干悪化するとの予想（50.0）をやや大きく上回る形での停滞となって真逆の動きになっており、ここは要注意だ。なお8月「消費者信頼感」（23日、-16.0と前月の-15.1からマイナス幅やや拡大）も市場の改善方向を辿るとの予想（-14.3）とは逆に悪化している。ただこの間、6月「経常収支」（22日、季節調整済み+358億ユーロと前月の+79億ユーロ<速報値+91億ユーロを下方修正>から黒字幅やや大きく増加）は大きく改善が進んでいるわけで、悪い動きばかりではない。

いずれにせよ、こうした状況から今週公表される指標が注目されるが、市場は7月「失業率」（31日、6.4%と前月の6.4%から横ばい予想）については、とりあえず高水準横ばいになると見ているようだ。さらには8月「製造業 PMI・改定値」（31日、速報値は43.7）、8月「消費者信頼感・確定値」（30日、速報値-16.0）、8月「景況感指数」（30日、前月は94.5）の行方についても、市場は見通しにくいとの立場のようだ。

○この間、欧州主要国ドイツの経済指標は基本的には欧州全体と同様だが、その幅は大きく市場もむしろ停滞懸念を強めているようだ。

即ち8月「製造業・サービス部門 PMI」（23日、前者は39.1と前月の38.8からやや上昇、後

者は、47.3 と前月の 52.3 から悪化) をみると、製造業は市場の若干悪化するとの予想 (38.6) をよそに改善を果たしている一方で、サービス部門は慎重な市場予想 (51.5) を上回る悪化 (なお製造業は、好不調の境目である「50」を引き続き大きく下回っている) となっている。また 4~6 月期「GDP・改定値」(25 日、前年同四半期比-0.2%と速報値の-0.2%から横ばい) は横ばいに止まったが、8 月「Ifc 企業景況感指数」(25 日、85.7 と前月の 87.4<速報値 87.3 をやや上方修正>から低下) にいたっては、市場予想 (86.7) を上回る悪化を余儀なくされた格好だ。

なお物価動向については、7 月「生産者物価指数」(21 日、前月比-1.1%と前月の-0.3%からマイナス幅拡大予想) は低下幅を拡大している形だが、8 月「消費者物価指数」(30 日、前年同月比+6.0%と前月の+6.2%から伸びやや低下予想) については順調に伸び鈍化が進むと見ているようだ。

○なお英国については、欧州全体に比しサービス部門が不調なことは同様だが、製造業も悪化を余儀なくされているなど、引き続き欧州の動きとは若干異なることには注意が必要だ。

即ち 8 月「製造業・サービス部門 PMI」(ともに 23 日、前者は 42.5 と前月の 45.3 から低下、後者についても 48.7 と前月の 51.5 から低下) については、いずれも慎重な市場予想(各々 45.0、50.8) をさらに下回る水準にまで悪化している。また 8 月「Gfk 消費者信頼感指数」(25 日、-25 と前月の-30 からマイナス幅縮小) 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にとどまっているといった具合だ。

### 3. 中国経済について、市場は一段と懸念を強めている模様

○中国経済については経済指標の公表はさしたるものはなかったが、引き続き不動産業界(先週報告の通り、大手不動産「恒大集団」が米国連保破産法 15 条適用を申請、また 2022 年の不動産販売額トップの「カントリー・ガーデン・ホールディングス」の株価も年初から 7 割下落) 中心に停滞懸念が強まっており、これが世界経済の足かせになっているようにも見える。こうした中、海外マネーは「中国経済は解決策も先行きも何も見えない」として「脱中国」を掲げる先が増えており、株式市場でも 8 月は約 715 億元を売り越したと言われている状況になっているようだ。なおこうした株価の下げ相場は不動産にとどまらず、電気自動車などの業種にも広まっているようだ。

このため中国政府も投資マネーの引き留めに躍起になっているようで、証券取引所での取引時間の延長や企業の自社株買いの規制緩和を検討しているようだ。さらに中国人民銀行は前述の通りに 21 日には実質政策金利を 2 か月ぶりに利下げ(-0.1%) し資金需要を刺激したい構えだが、依然としてその水準は高く(1 年物を従来の年 3.55%から 3.45%とする)、それらの効果は不透明だ。こうした中で、政府の「+5%前後の実質経済成長」といった目標に対しても懐疑的な見方が浮上しているようだ。

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、