

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. 374

(2023.12.25)

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.374)

1. 先週の動き

○先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かりだったが、前者については再び停戦を探る動きが見られたほか、後者は米欧の支援疲れが一段と強まっているようにも見えたが、いずれにせよ大きな動きはなかった。

この間、世界経済は経済指標の一部に回復の兆しがないでもないが、主要国中央銀行は一様に「経済復興」により軸足を移し、「利上げ」を棚上げにしたうえで早期の「利下げ」時期を探る動きが目立ち始めている。ただこうした中、日銀は相変わらず「大規模金融緩和政策」継続を決定し、主要国の中では引き続き異彩を放っている。

なお市況については、株価は反落して始まった後、日銀の金融政策に変更がないと見るや、やや大きく続伸し、その後は日米とも一時大幅反落したが、週末はNY市場は続伸したが、東京市場は米国株高追随と利益確定売りが交錯して、結局は小幅に反発しての週越えとなっている。この間、長期金利は株価に追随して週前半は低下（一時、+0.55%と5か月ぶりの低水準を記録）したが、後半は続伸した。また為替も週前半は円安が進んだ形になったが、その後は円高が進み、週末は142円台となった。なお原油は、週前半は紅海の治安悪化もあって続伸したが、週後半は米国エネルギー情報局による「予想外の在庫増」との情報もあって反落した後、週末もアンゴラの「OPEC（石油輸出国機構）プラス」離脱情報等が追い打ちになり、続落して週越えとなっている。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは気掛かりな景況の行方を12月「景気先行指標総合指数」（21日、-0.5%と前月の-1.0%<速報値-0.8%をやや下方修正>からマイナス幅やや縮小）、12月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（21日、-10.5と前月の-5.9からマイナス幅縮小）で確認したが、いずれも引き続き水面下にとどまった格好だ。しかも後者は、市場は方向としては若干の改善を予想（-3.0）していたが、結局は逆にやや大きく悪化が加速した格好になっている。さらに7~9月「実質GDP・確定値」（21日、前四半期比年率+4.9%と速報値の+5.2%から伸びやや低下）については、市場は伸び横ばいを予想していたにもかかわらず、僅かではあるが悪化を余儀なくされている。要するに市場予想以上に景気減退の動きが進んでいるということだ。ただ12月「消費者信頼感指数」（20日、110.7と前月の101.0<速報値102.0をやや下方修正>から上昇）、12月「ミシガン大学消費者態度指数・確定値」（22日、69.7と速報値の69.4から伸びやや上昇）のように、消費動向については市場予想（各々

103.3、69.4) 以上に若干改善が進んでいるなど、業種間格差もありそうでここは注意が必要だ。

なおその他の経済指標については、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11月「住宅着工件数」(19日、年率換算156.0万件と前月の135.9万件<速報値137.2万件をやや下方修正>から増加)、11月「中古住宅販売件数」(20日、年率換算382万件と前月の379万件からやや増加)については、市場は幾分慎重(375万件)に見ていたが増加に転じた格好だ。ただ11月「新築住宅販売件数」(22日、年率換算59.0万件と前月の67.9万件からやや減少)は、市場が僅かとはいえ増加(68.8万件)すると見ていたのに対し1年ぶりの減少となっているほか、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)についても、市場予想通りに若干ながらも減少を余儀なくされているわけで、ここはもう少し先行きの動きを見る必要があると思う。

ただ11月「個人所得」(22日、前月比+0.4%と前月の+0.3%<速報値の+0.2%をやや上方修正>から伸びやや上昇)については市場予想通りに伸びが若干加速したが、11月「個人支出(消費)」(22日、前月比+0.2%と前月の+0.1%<速報値の+0.2%をやや下方修正>から伸びやや上昇)は、市場予想(+0.2%)通りに止まっている。なお11月「耐久財受注」(22日、前月比+5.4%と、前月の-5.1%<速報値の-5.4%をやや上方修正>からプラス復帰)は、市場予想(+2.2%)を上回る形で水面上に復帰している。

○この間、我が国経済については、まず18~19日開催の日銀「金融政策決定会合」の行方に注目したが、結局は「大規模金融緩和政策」維持を決め、市場の中にはやや期待外れを漏らす向きもあり市況も乱れた。

なお注目の物価動向については11月「全国消費者物価指数」(22日、総務省)で確認したが、コア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+2.5%(前々月+2.8→前月+2.9%)と、ほぼ市場予想通りに再び伸びが若干鈍化した格好になった。これはエネルギー価格同-10.1%(同-11.7→-8.7%)の減速の強まりや生鮮食品を除く食料同+6.7%(同8.9→7.6%)での価格転嫁の一服等を映じたもので、生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースで見ても同+3.8%(同+4.2→+4.0%)と僅かながら伸びを鈍化させ8か月ぶりの4%割れとなった格好だ。さらにその他の品目でも家具・家事用品(前年同月比:前月+6.9→当月+6.1%)、被服及び履物(同+3.0→+2.8%)、交通・通信(同+3.2→+2.8%)といった先では、これまでの高水準からの低下が続いている。ただこの一方で教養娯楽(同+6.4→+7.5%)、保健医療(同+2.3→+2.5%)といった先では更に値上げが進んでいるわけで、物価全体の上昇が収まったわけでもないことにも注意が必要だ。

最後に輸出動向11月「貿易収支」(20日)で確認したが、輸出が、季節調整済み前月比-1.8%(前々月+7.1→前月-1.2%)とマイナス継続ではあったが市場予想(-7.7%)を大きく下回る水準にとどまった一方で、輸入も同-2.7%(同+5.2→-0.7%)と同様の動きではあったが、マイナス幅が市場予想(-3.5%)を下回ったとはいえ逆に輸出のそれを上回ったことから、結局は貿易収支自体は-0.40兆円(前々月-0.42→前月-0.46兆円)と、市場の赤字幅拡大予想(-0.61兆円)をしり目に赤字幅を若干ながらも縮小する形になった。なお輸出を相手国別

にみると、米国向けは前年同月比+5.3%（前々月+13.0→前月+5.3%）とその伸びを縮小しながらも26か月連続での増加になった一方で、中国向けは同-2.2%（同-6.2→-4.0%）と12か月連続での減少が続いており、この結果、米国/中国比率は113.7%（米国：1兆8114億円/中国：1兆5962億円、前々月116.8→前月116.8）と、その幅を若干縮小はしたが引き続き米国向けが中国をやや大きく引き離している。

2. 今週及び来週の動き予想

○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といった「地政学リスク」の存在が世界経済に大きな影を落とし続ける格好であり、注視が必要だ。こうした中、主要国中央銀行はさらに「経済復興」に軸足を移しているように見え、「利下げ」時期を探る動きも一段と活発化すると思われる。こうした中で日銀が一人主要国とは異なる動きを示していることが一段と際立つ格好だ。ただ市場としては、依然として早期に金融政策が変更されると見ているようだ。また我が国政界の大混乱も続いており、この行方も大いに気になるところだ。

なお市況については株価は、市場はさらに底堅く推移すると見ているようだ。ただ東京市場には週内公表される日銀の「金融政策決定会合」における「主な意見」に仮にマイナス金利の早期解除を意識させる内容が含まれていれば、下落する局面もあると見る向きもあるわけで、ここは注視した方が良さそうだ。この間、長期金利については米国は低下が継続すると思われるが、我が国は低下が一服し、場合によっては上昇圧力がかかると見る向きもあるようだ。さらに為替は「日米金利差」の意識がどう動くかに左右されることになり、いずれにせよ市場は方向感に欠けた展開になると見ているようだ。ただ我が国の場合はあくまでも円安志向が強いことに留意すべきと思われる。また原油は、基本的には下落方向と思われるが、紅海での治安悪化や中東情勢、そして米国FRB（連邦準備制度理事会）の「利下げ」観測如何によっては上昇方向に向かう可能性もないではなく、市場は結局は底堅い展開になると見ているようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、製造業の景況を12月「リッチモンド連銀製造業指数」（27日、前月は-5）、12月「ISM製造業景況指数」（3日、前月は46.7）で確認したいが、市場はいずれにしても、仮に改善しても水面上には抜け出せないと見ているようだ。さらに消費動向については12月「シカゴ購買部協会景気指数」（29日、50.0と前月の55.8からやや低下予想）で確認するが、ここも市場は慎重に見ているようだ。このため12月「製造業・サービス部門PMI・改定値」（各々2、4日、速報値はそれぞれ48.2、51.3）についても、慎重に見ている。

ただこの背景としての雇用状況については12月「ADP雇用統計」（25日、前月は前月比+10.3万人）、12月「非農業部門雇用者数変化」（5日、前月は前月比+19.9万人）で確認するが、市場はここに関しては引き続き堅調に推移し、12月「平均時給」（5日、前月は前年同月比+4.0%）は僅かながらも上向き傾向をたどり、12月「失業率」（5日、前月は3.7%）も低水準にとどまると見ているようだ。

さらに住宅動向については11月「中古住宅販売成約指数」（28日、前月比+1.0%と前月の-1.5%からプラス復帰予想）、10月「住宅価格指数」（26日、前月は前月比+0.6%）で確認す

ることになるが、件数の増加はある程度続いても価格の上昇は続かないと見ているようだ。

またその他の指標では11月「製造業新規受注」(5日、前月は前月比-3.6%の公表が予定されているが、市場は慎重な見方だ。11月「卸売在庫」(28日、前月比-0.1%と前月の-0.4%からマイナス幅やや縮小予想)についても方向としてやや改善しても、所詮は水面下にとどまると見ているようだ。

○この間、我が国の経済指標については、景況については12月「製造業・サービス業PMI・最終」(各々4、5日)で確認するが、市場はとりあえず速報値(製造業は47.7と前月の48.3から低下、この一方でサービス業は52.0と前月の50.8から上昇)から横ばいになると予想している。

また注目の物価動向については11月「企業サービス価格」(26日、日銀)で確認することになるが、市場は前月(前年同月比:前々月+2.0→前月+2.3%)の伸び加速の勢いが当月もある程度継続すると見ているようだ。

さらに消費動向については11月「商業動態統計」(26日、経産省)で確認するが、市場は小売業販売額が前年同月比+5.5%(前々月+6.2→前月+4.2%)と、再び伸びが高まると見ている。これはそれだけ消費者のセンチメント(心情心理)が堅調で、これに訪日外国人消費の好調振りが加わって、小売売上も基本的に上昇トレンドにあると見ているためだ。

なお消費周辺指標として11月「失業率・有効求人倍率」(ともに26日、各総務省・厚労省)も公表されるが、失業率は2.5%(前々月2.6→前月2.5%)と低水準のまま横ばいに推移し、有効求人倍率に至っては1.31倍(同1.29→1.30倍)と僅かながらもさらに上昇するなど、労働需給指標は引き続き改善傾向にあると予想している。

また生産動向については11月「鉱工業生産」(28日、経産省)で確認することになるが、市場は前月比-1.0%(同+0.5→+1.3%)とマイナスに転じると見ており、ここは要注意だ。

最後は設備投資動向を11月「住宅着工統計」(27日、国交省)で確認するが、市場は前年同月比-4.3%(前々月-6.8→前月-6.3%)と、その幅を縮小しながらもマイナスが継続すると見ている。これは原材料や労働供給の制約が続いており、これが引き続き住宅着工トレンドを下押し続けていると見ているためだ。

3. 来々週の金融経済指標の動き

○来々週は新たな年になるが、いずれにせよ波乱含みになると思われるので、心して臨みたい。

- ・物価関連；12月「東京都区部消費物価指数」(9日)
- ・消費関連；11月「消費活動指数」(10日)
- 12月「景気ウォッチャー調査」(12日)
- ・消費周辺；11月「毎月勤労統計」(10日)
- ・融資関連；11月「貸出預金動向」(12日)

以上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No374-追補)

- 日銀は、結局は現行の「大規模金融緩和政策」の維持を決め、市場はやや混乱
- 米国では基本的には金融政策変更に踏み切る動きを見せているが、経済・物価動向がやや不安定なことから先行き不透明な部分も
- 原油相場は、一段と見通しにくい状況に
- 欧州経済は、一部指標に底打ちの気配もあるが、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. 日銀は、結局は現行の「大規模金融緩和政策」の維持を決め、市場はやや混乱

○日銀は 18~19 日に開催された「金融政策決定会合」で、現状維持を決めている。なお市場の中には今回政策変更がなくとも何らかの方向性が打ち出されると見る向きや、なかには「政府が別件で混乱している時こそ、政策変更の好機」と囁す向きもあり、市場はある程度それを織り込んだ展開を見せてもいたが、結局は前回「先週および今週の我が国主要経済指標から (No373-追補)」でも解説したように、日銀は金融政策変更に対するリラクタント（渋っている、不承不承の、気乗りしない）な姿勢を崩していなかった。

ただ市場は引き続き年明け後の政策変更を当て込み、それに沿った動きを展開しているようにも見える。もっともこの一方で、日銀が金融政策変更の条件としている「物価と賃金の好循環」が先行きさらに明確に確認されるようになるとは、正直とても見えないことも確かだ（例えば日銀は賃上げを重視すると言っているが、ここは日銀の権限外のところであり、本来当該権限を持つ政府としても昨今の混乱の中では多くを期待できない）。さらにこうした中で、欧州では新年早々にも「利下げ」に転じるとの観測もあることから、日銀としては「利上げ」の機会を失う可能性もあるようにも見えるのだ。

いずれにせよ日銀が主要国の中で唯一金融政策の方向が異なることがさらに浮き彫りにされるわけで、今後さらに追い込まれる格好になるのは自明のようだ。

なおこうした中、政府が 19 日に公表した「月例経済報告」では 2 か月連続で「このところ一部で足踏みも見られるが、緩やかに回復している」と判断されているほか、株価はバブル経済崩壊後の高値更新をうかがう状況にあるわけで、ここで多少「利上げ」により景気を冷やしても、物価上昇が適正水準に戻るのであれば、さして問題にもならないようにも思うのだがどうだろうか。

また先日公表された日銀短観では、銀行等の先行き収益が改善すると見ていたわけだが、これがどう変化するかも気になるところだ。

いずれにせよ今後市場がどう動くか、そして植田日銀総裁がどう現実的に決断するかが一段と注目される。

2. 米国では基本的には金政策変更の踏み切る動きを見せているが、経済・物価動向がやや不安定なことから先行き不透明な部分も

○米国ではこれまでは景気が予想以上の動きを見せる局面があったり、物価鈍化が進捗していたこともあり、市場には「利上げ」を棚上げするばかりではなく、「利下げ」時期を早めるべきとの主張まであったことも事実だ。さらに株価も連日最高値を更新し、8週連続での続伸を記録している状況だ。また市場には引き続き早期「利下げ」を予測する向きも少なくない。

ところがこの一方で、「先週および今週の我が国主要経済指標から (No.374)」でも報告しているように、経済指標の中には予想外に停滞するものもあり過度な楽観論を警戒する声も強まっているようにも見えるなど、現状においては先行き判断がしにくい状況が続いていることも確かだ。

なおパウエルFRB(連邦準備制度理事会)議長は、これまでインフレ抑制を狙って急激な「利上げ」を実行してきたわけで、2022年夏には「家計や企業に痛みをもたらすだろうが、これらはインフレ抑制にかかる不幸なコストだ」とのコメントさえ述べていた状況だ。そしてここにきて「利上げ」については打ち止め姿勢を強めていることは事実だが、この一方で「インフレ再燃の可能性は全く消えたわけではない」との姿勢をも示しているわけだ。ただこの一方で、足元FRB理事の中には「来年中ごろには、物価も目標の2%台にまで下がる」と述べる向きも現れるなど、ここにきて早期「利下げ」を仄めかす向きもあるわけで、こうしたことが市場を一段と混乱させているようにも見えることも確かだ。

○いずれにせよ、米国は世界経済の牽引車的役割を期待されているわけで、足元微妙な金融・経済状況に至っていることは確かとしても、更年後の米国経済の動きには一段と市場の注目が集まっていることは事実であり、ここはさらに注意深くウォッチする必要があるようだ。

3. 原油相場は、一段と見通しにくい状況に

○世界の原油相場を牛耳る「OPEC(石油輸出国機構)プラス」は、主要国のサウジアラビアやロシアが原油価格の下支えを狙って減産強化を訴えたにもかかわらず、他国はこれに追随せず、原油価格は比較的穏やかに展開していた。ただここにきて相反する課題が出現し、先行きが見通しにくくなってきていることも確かであり、ここは注意が必要だ。

要するに問題の一つは、アフリカのアンゴラが21日に、「OPECプラス」からの離脱を表明したことだ。なお脱退の具体的な理由はいまのところ明らかになっていないが、協調減産を主導するサウジアラビアに反発(11月30日の閣僚級会議で、アンゴラが2024年の生産枠を日量110万バレルに引き下げたことに強く反発)していることのようなのだ。なおこうした動きがどこまで広範化するかは不明だが、これが米国や中国の景気減速懸念が原油相場の下落要因になっている現状をさらに後押しする形になることを関係国は大いに懸念しているようだ。

ただこの一方でイエメンの親イラン武装組織フーシ派によるタンカー等に対する攻撃で治安が悪化していることから、18日には英国BP(ビーピー: The British Petroleum Company plc: イギリス・ロンドンに本社を置き、石油・ガス等のエネルギー関連事業を展開する多国籍企業)が、紅海航路を回避しアフリカ大陸の喜望峰経由に切り替えることを表明しているという事実もあり、しかもこれに他国も同調の姿勢を見せていることから懸念が広がっているようだ。要するに、これが原油相場と天然ガス価格に上昇圧力をかけているわけで、特に中東依存度の高いわが国にはこれが大きな痛手になりそうな気配であり、関係先は懸念を強めているようだ。

いずれにせよ、ここも先行きの動きを注視する必要があるようだ。

4. 欧州経済は、一部指標に底打ちの気配もあるが、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

○欧州経済は公表された経済指標の中には若干なりとも改善を示すものがやや目立ち、底打ちの様相を呈しているようにも見えなくもないが、欧州中央銀行 (ECB) としてはより「経済復興」優先の姿勢を継続し、引き続き「利下げ」時期を探る動きを強めているようだ。

即ち景況については12月「消費者信頼感」(20日、-15.1と前月の-16.9からマイナス幅やや縮小)で確認したが、水面下が続いてはいるが方向としては若干改善していることは確かだ。また注目のインフレ動向については11月「消費者物価指数・改定値」(19日、前月比+2.4%と速報値の2.4%から伸び横ばい)で確認したが、市場はさらに伸び低下することもあり得ると見ていたが、結局は横ばいに止まった。ただ10月「経常収支」(20日、季節調整済み+338億ユーロと前月の+312億ユーロからやや黒字拡大)は、僅かではあるが黒字幅を拡大するに至っている。

なお年明け後に公表される12月「製造業・サービス部門PMI・改定値」(各々2、4日、速報値はそれぞれ44.2、48.1)についても市場は若干なりとも改善が進むと見ているようだ。

こうした状況下、これまで報告してきたようにECBが過去最速ペースで「利上げ」を実行してきたことから欧州の銀行の収益環境は持ち直しているようだが、この一方でこれに伴う景気不安の高まりが不良資産増加の兆しにつながっていることも事実で銀行株を含めて警戒感が強まってきているようだ。

○この間、ドイツ経済については再び経済指標には芳しくないものが目立ち、多少底打ち感のある欧州全体と比較すると対照的だ。

即ち景況についてまずは12月「Ifo企業景況感指数」(18日、86.4と前月の87.2<速報値の87.3をやや下方修正>からやや低下)で確認したが、もともと悪い水準から小幅ながらさらに悪化している。さらに12月「ZEW景況感調査」(12日、12.8と前月の9.8から上昇)にしても、方向としては若干改善してはいるが依然として深く水面下のままだ。

また物価動向については11月「生産者物価指数」(20日、前月比-0.5%と前月の-0.1%からマイナス幅やや拡大)で確認したが、僅かとはいえマイナス幅をさらに拡大している状況だ。

こうした状況から越年後に公表される12月「製造業・サービス部門PMI・改定値」(各々2、4日、速報値はそれぞれ43.1、48.4)、12月「失業率」(3日、前月は5.9%)についても市場は慎重な見方をしているようだ。なおインフレ動向は12月「消費者物価指数」(4日、前月は前年同月比+3.2%)で確認することになるが、市場は横ばい程度に止まると見ているようだ。

○英国経済については引き続き水準は低いが、欧州全体に比較し改善方向がかなりはっきりしている。

即ち景況については、まずは7~9月期「実質GDP・改定値」(22日、前年同四半期比+0.3%と速報値の+0.6%から伸びやや低下)で確認し、ここはタイムラグもあってか伸び低下したが、比較的直近の指標である11月「小売売上高」(22日、前年同月比+0.1%と前月の-2.5%<速

報値-2.7%をやや上方修正>からプラス復帰)は、小幅ながらも水面上に復帰を果たしている。

なおインフレ動向については11月「消費者物価指数」(20日、前年同月比+3.9%と前月の+4.6%から伸びやや低下)、11月「小売物価指数」(20日、前年同月比+5.3%と前月の+6.1%から伸び低下)で確認したが、いずれも順調に伸び鈍化してはいるが水準自体は依然としてかなり高めだ。

このため市場は、越年後に公表予定の12月「製造業・サービス部門PMI・改定値」(各々2、4日、速報値はそれぞれ46.4、52.7)、11月「消費者信用残高」(4日、前月は13億ポンド)についても若干前向きだ。

5. 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、公表経済指標は少ない(都合の悪い指標は急遽公表を辞めているとの噂もある)がやや持ち直しの兆しが出ていることから、中国関連株にも市場の関心を集める(機械株や化学株の押し目買いを入れる動きもある)ものもあるが、市場は基本的には不安視しているようだ。

なお越年後に公表される12月「Caixin 製造業・サービス部門PMI」(各々2、4日、前月はそれぞれ50.7、51.5)はいずれも改善が進むと見られるが、市場としては若干疑問視もしているようだ。

またこうした中、不動産業界の不振は続いており、20日には広東省を地盤とする中堅不動産企業「中国奥園集団」が米国連邦破産法15条(外国籍企業を対象とするもの)の適用を申請(中国国内ではあえて政府が破産申請を認めないと言われている)している。

なおこの間、米国政府は21日には改めて中国から輸入する半導体の関税引き上げを検討することを表明するなど、米中摩擦も消えていない。

○こうした状況下、中国人民銀行は20日に2023年12月の最優遇貸出金利の据え置き(現行1年物は年+3.45%、住宅ローンの目安となる5年物が年+4.20%)を決め景気下支えを図る構えだ。

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。主に査察畑を歩み、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。