

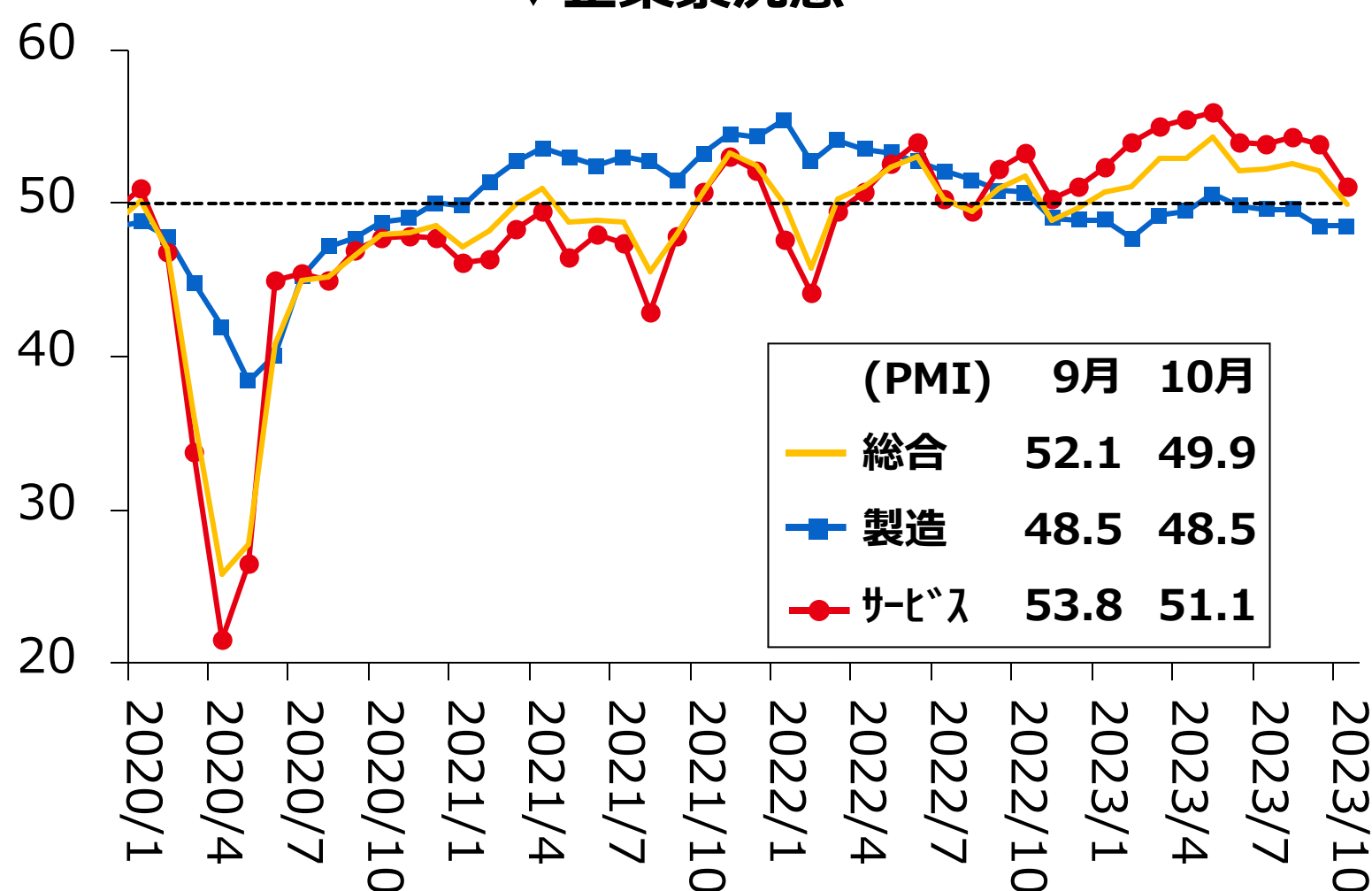
世界経済ウィークリー・アップデート

1. 実体経済

①日本経済（企業景況感、外食売上高、企業サービス価格、消費者物価）

- 企業景況感を示す10月のPMI（総合）は49.9（9月52.1）と10カ月ぶりに好不況の節目とされる50割れ。業種別では、製造業が48.5と生産高や新規受注の減少により5カ月連続で悪化し、2月以来の低水準に。サービス業は51.1と14カ月連続で50超えとなったものの、前月から悪化し昨年12月以来の低水準に。
- 外食売上高：9月の外食売上高は前年比で+15.0%（8月同+16.6%）と増加。外出機会の増加やインバウンドの回復に伴う客足の増加に加え、長引く残暑に伴う季節メニューの販売増や値上げによる客単価の上昇が売上を押し上げた。低迷が続いていた居酒屋・パブも同+30.0%（8月同+50.3%）と回復。
- 企業サービス価格：9月の企業向けサービス価格（総平均）は前年比+2.1%（8月同+2.1%）と前月並みの上昇。最も押し上げに寄与した「諸サービス」のうち、宿泊サービスは感染症の影響緩和やインバウンドの回復などで同+34.4%と大幅上昇が続いた。一部業種では人件費の上昇を反映させる動きも。
- 消費者物価：10月の東京都区部コアCPI（生鮮食品を除く指数）は前年比+3.3%（9月同+2.8%）と上昇率が再拡大。食料品の上昇率は縮小傾向にある一方、政府による電気・ガス代負担軽減策の補助半減に伴いエネルギー価格のマイナス幅が縮小した。サービスの比率が低い全国コアCPIも再拡大する可能性。

▽企業景況感

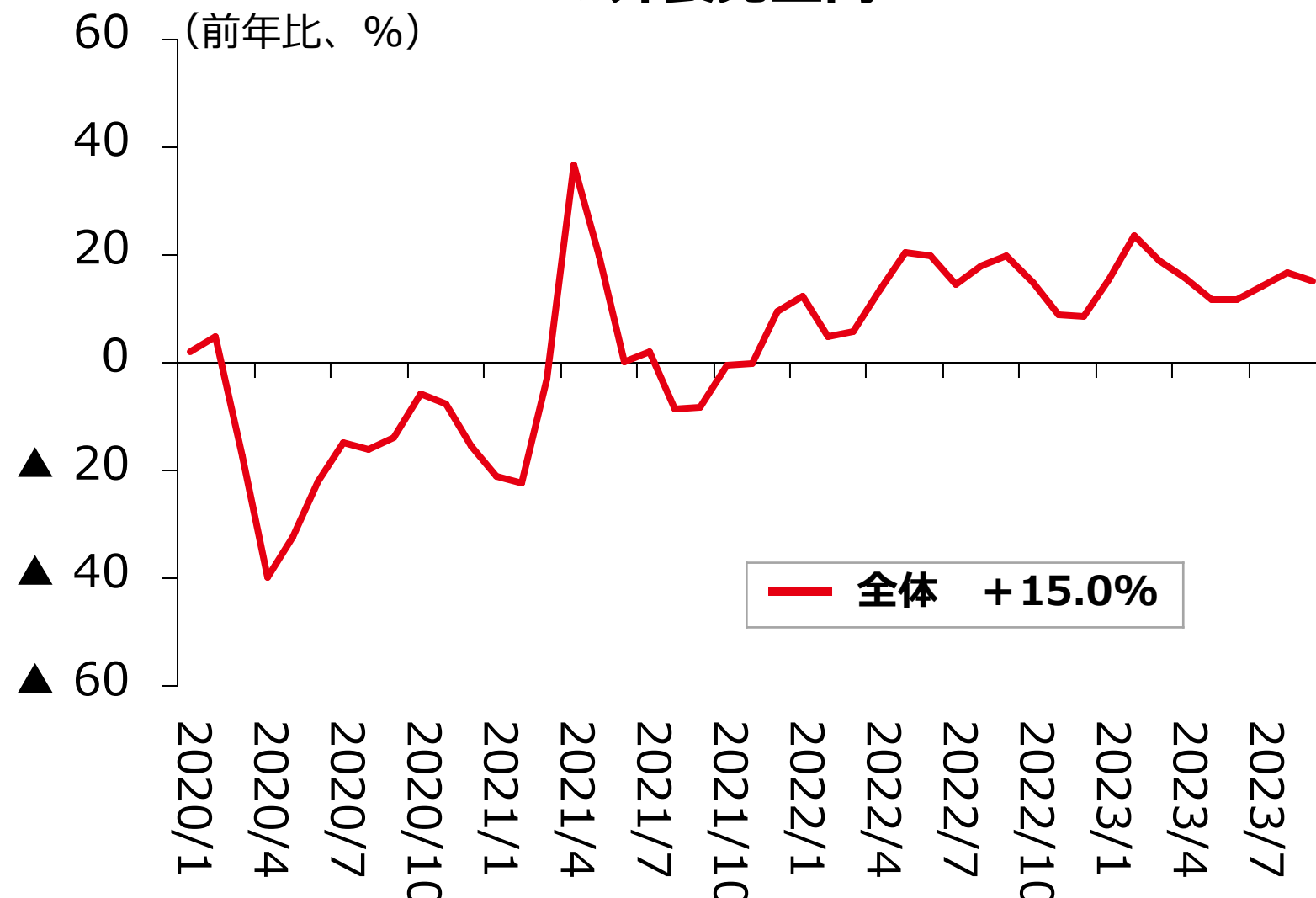


企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。

（出所）S&P Global

※調査期間：10/12~20

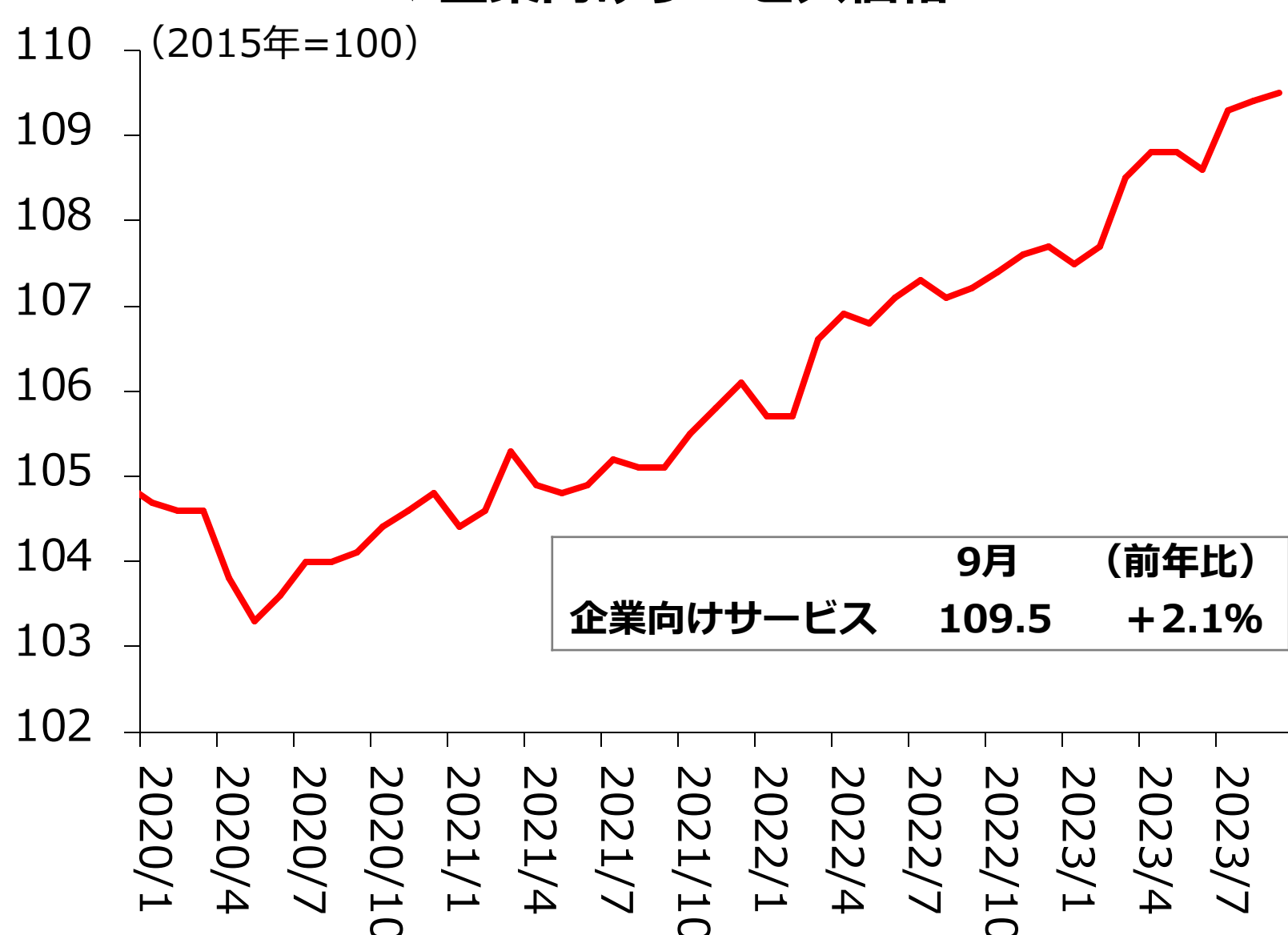
▽外食売上高



※外食売上高は出前、テイクアウト売上なども含む。

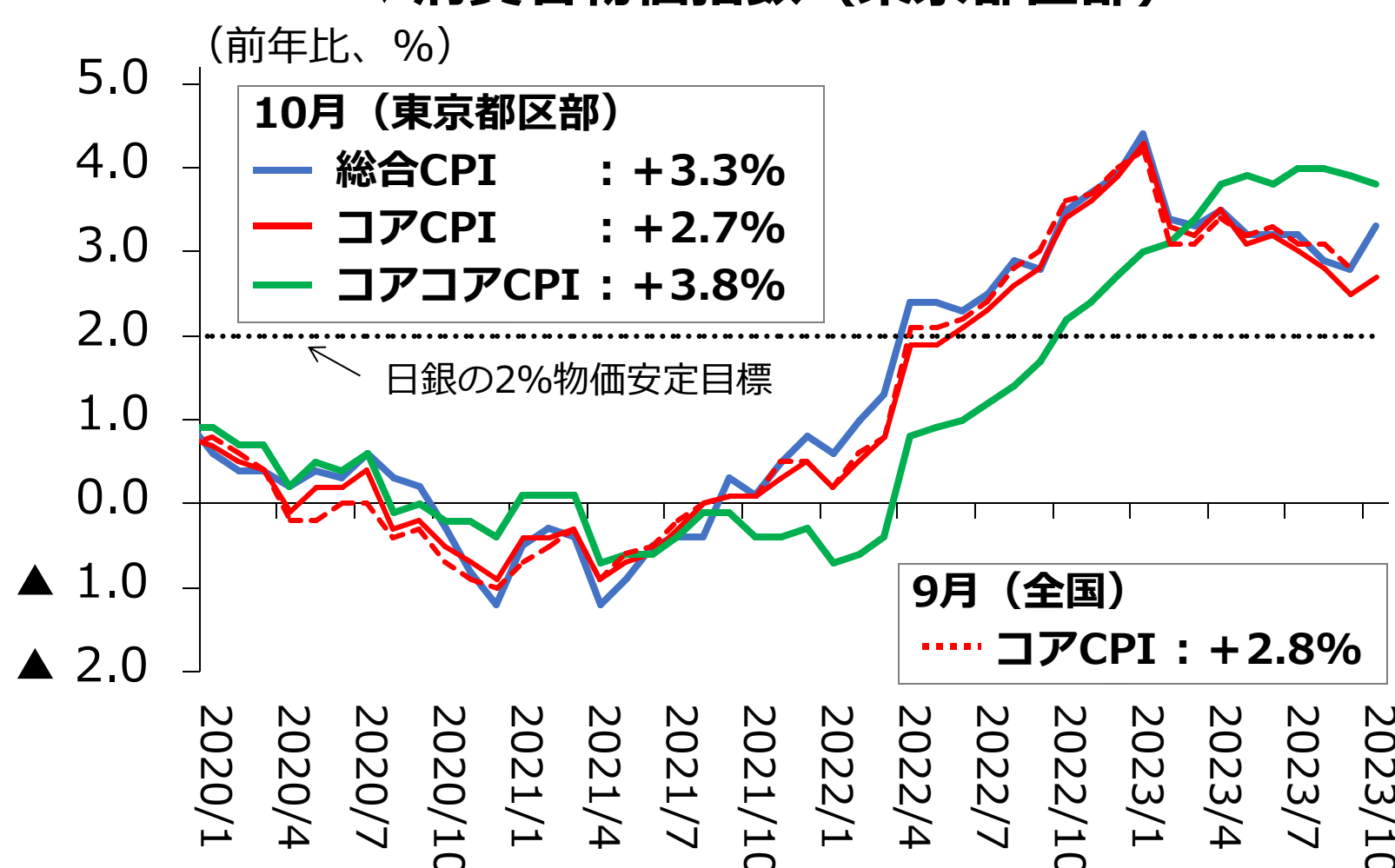
（出所）フードサービス協会

▽企業向けサービス価格



（出所）日本銀行

▽消費者物価指数（東京都区部）



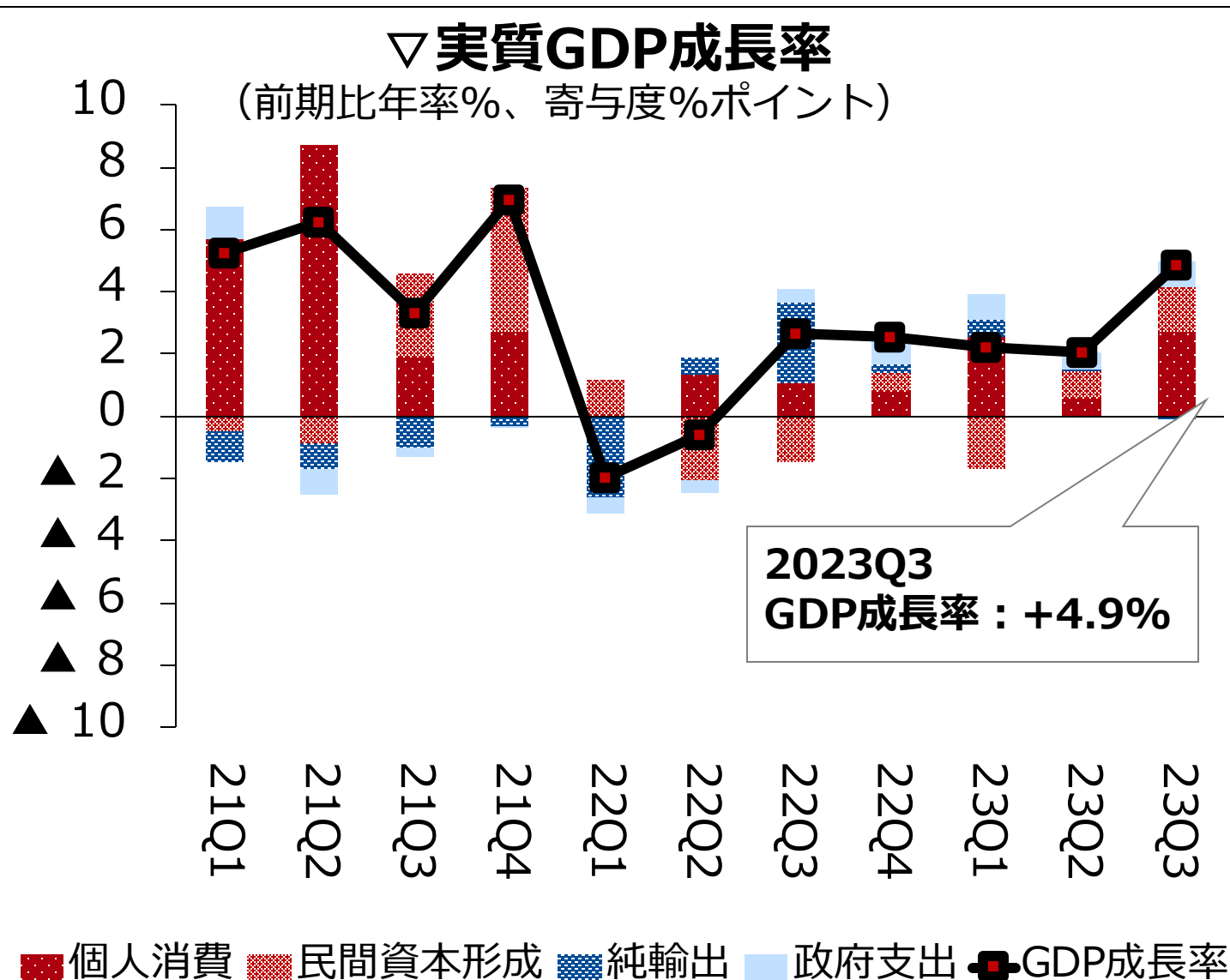
※コアCPI=生鮮食品を除く総合

※コアコアCPI=生鮮食品及びエネルギーを除く総合

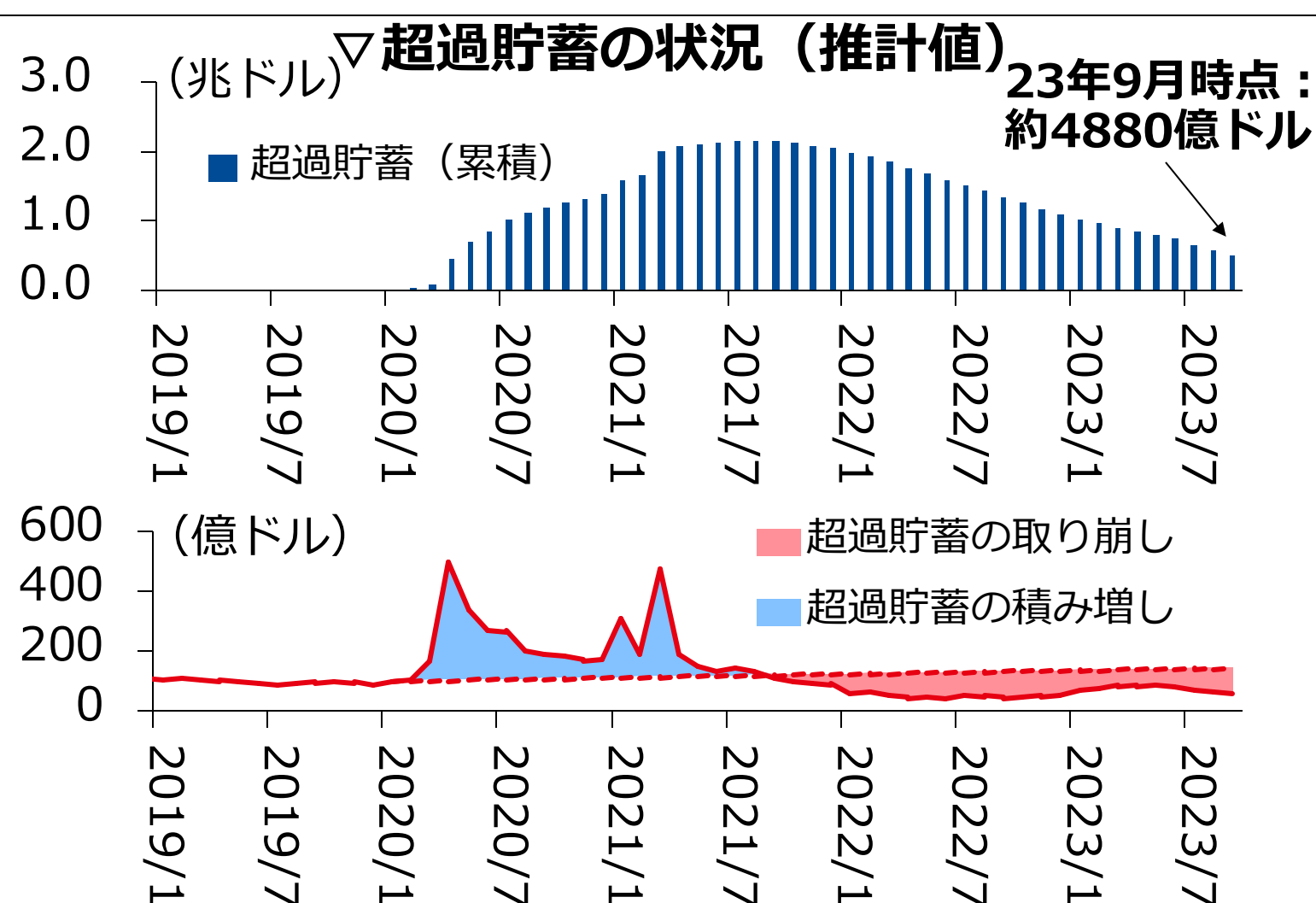
（出所）総務省

②米国経済（実質GDP、物価指数、企業景況感）

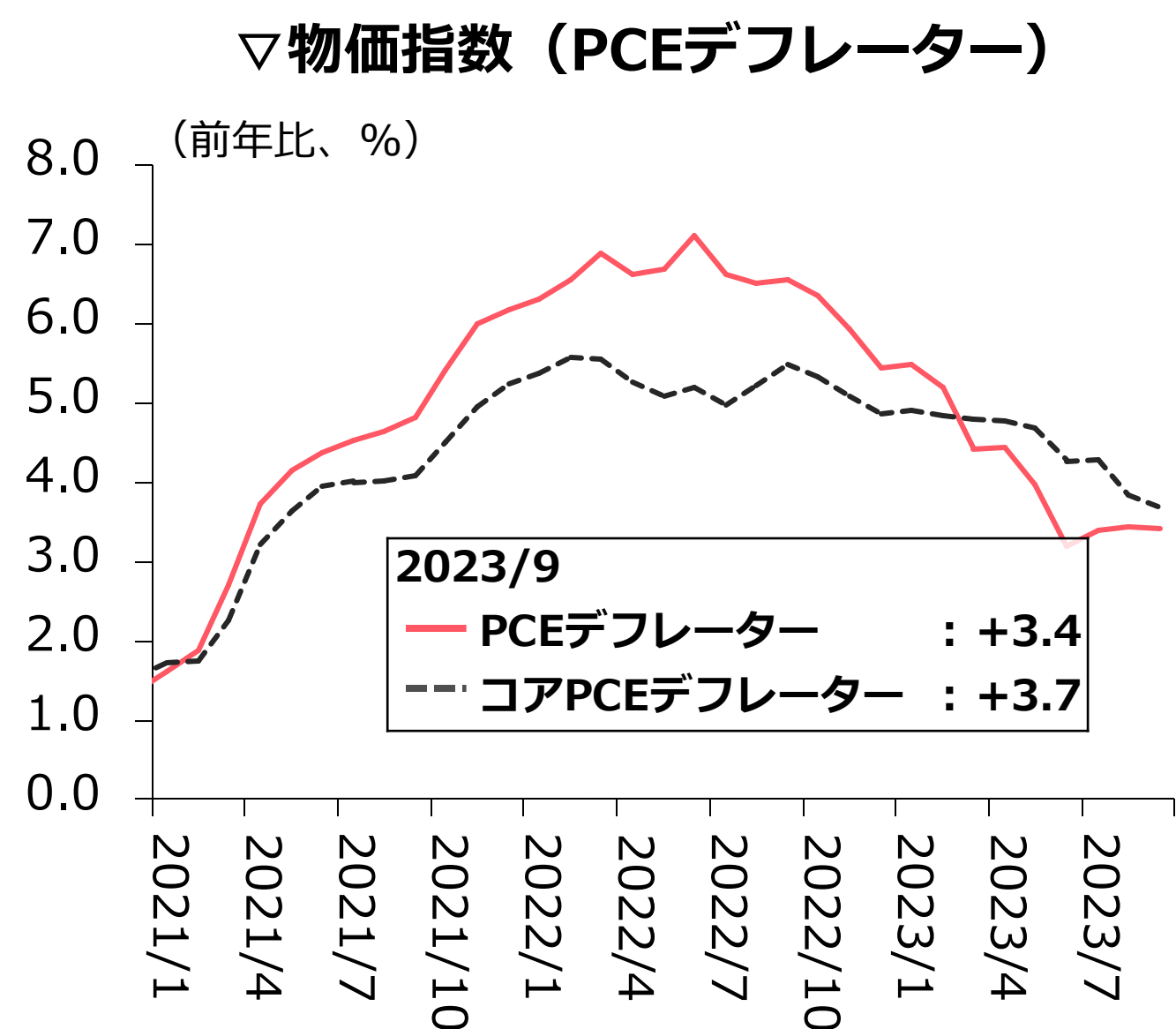
- 実質GDP**：7～9月期の実質国内総生産（GDP）成長率（1次速報値）は前期比年率+4.9%と、4～6月期の同+2.1%から大きく加速、潜在成長率（米議会予算局推計では約1.8%）を上回る成長が続いていることが確認された。需要項目別では、GDP全体の約7割を占める個人消費が前期比年率+4.0%（4～6月期同+0.8%）と急加速したほか、住宅ローン金利の上昇を受け減速基調にあった住宅投資についても同+3.9%（4～6月期同▲2.2%）と反発増に。連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締め姿勢を強める中でも好況が持続している背景として、パンデミック発生後改善した家計バランスシートのストック効果を指摘する向きがある。例えば、①株価や住宅価格などの上昇に伴い家計の純資産（資産－負債）が大幅に増加、金利上昇への耐性が上がっていること、②コロナ禍初期の強制的な消費抑制と政府の家計支援策の下で蓄積した超過貯蓄の下支え効果が従来の想定よりも長期にわたっていること ― などが挙げられる。ただし、FRBはインフレの目標値への確実な収束のためには景気抑制的な金融政策を長期化させることも辞さずという構えであり、金融引き締めの景気冷却効果が来年にかけ顕在化する懸念は残る。
- 物価指数**：FRBがインフレ指標として重視する個人消費支出（PCE）デフレーターは9月に前年比+3.4%となり、上昇率は8月から横ばいだった。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーターは同+3.7%（8月同+3.8%）と、上昇率はわずかに縮小。ただし品目別で見ると、高インフレの主因として注目されるサービス価格（同+4.7%）の上昇率が未だ顕著に大きく、FRBが物価目標（年率2%）の達成に向け確かな進展があったとの判断に至るまでには、なおも時間を要すると予想される。
- 企業景況感**：10月のPMI（総合）は51.0（9月50.2）と、景気拡大／縮小の目安とされる50を上回った。業種別では、**製造業**が50.0（9月49.8）と僅かながら上昇し、5カ月ぶりに50台に復帰した。公表文によると、新規受注指数が回復に転じ、生産を押し上げたが、軟調な需要見通しが改善したとまでは言えず、企業は引き続き投入資材の購入を抑制し、在庫圧縮の意欲も未だに強い模様。また、夏にかけて拡大モメンタムに陰りが見えていた**サービス業**も50.9（9月50.1）と上昇した。ただし、製造業と同様に高金利が需要の重しとなる懸念は変わらず、新規のビジネス受注は軟化傾向に。



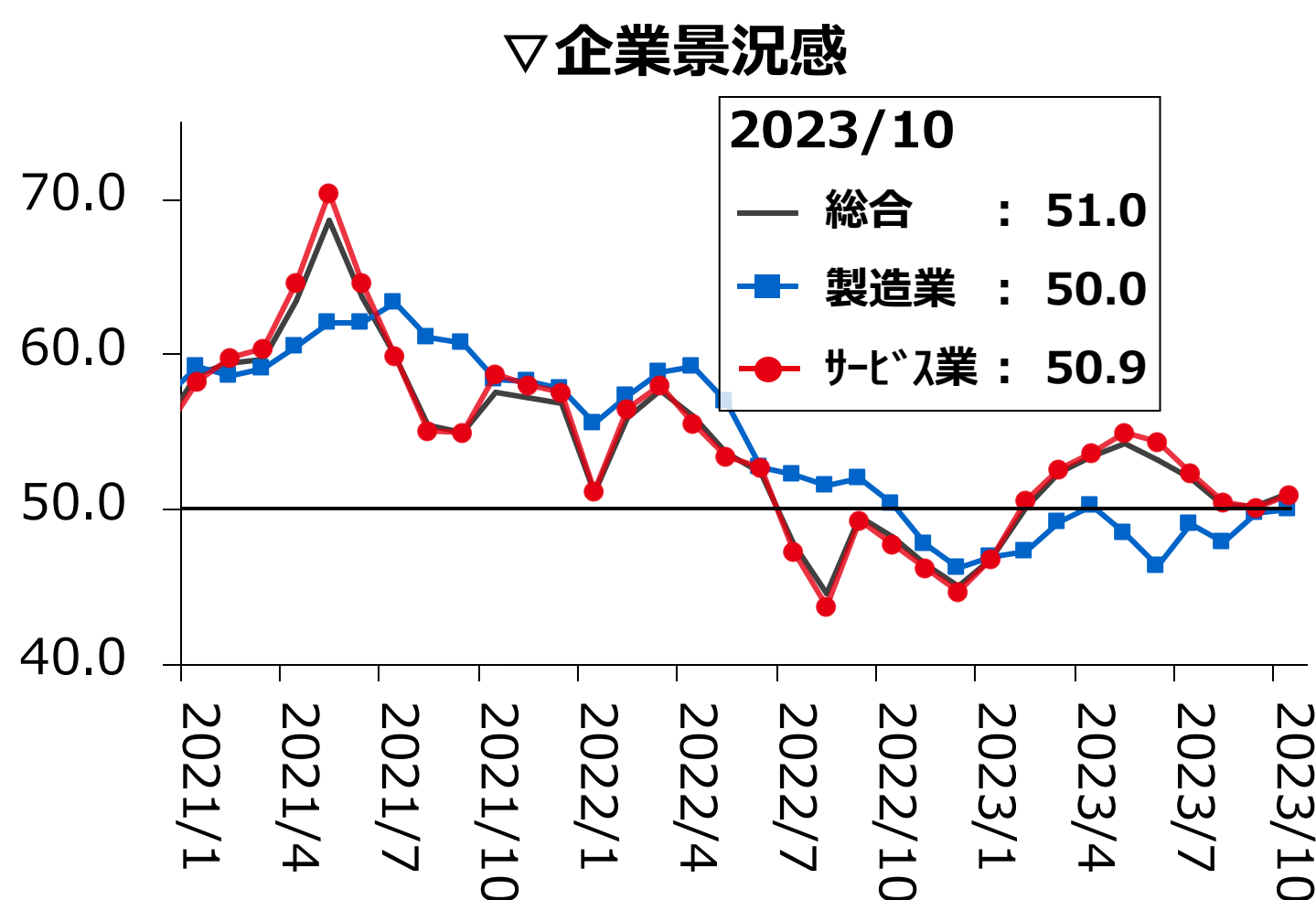
（出所）US Bureau of Economic Analysis



（注）超過貯蓄は、コロナ禍前（16年2月～20年1月）のトレンドに基づく個人貯蓄の予想値－実績値として試算
（出所）米商務省より丸紅経済研究所作成



（出所）US Bureau of Economic Analysis

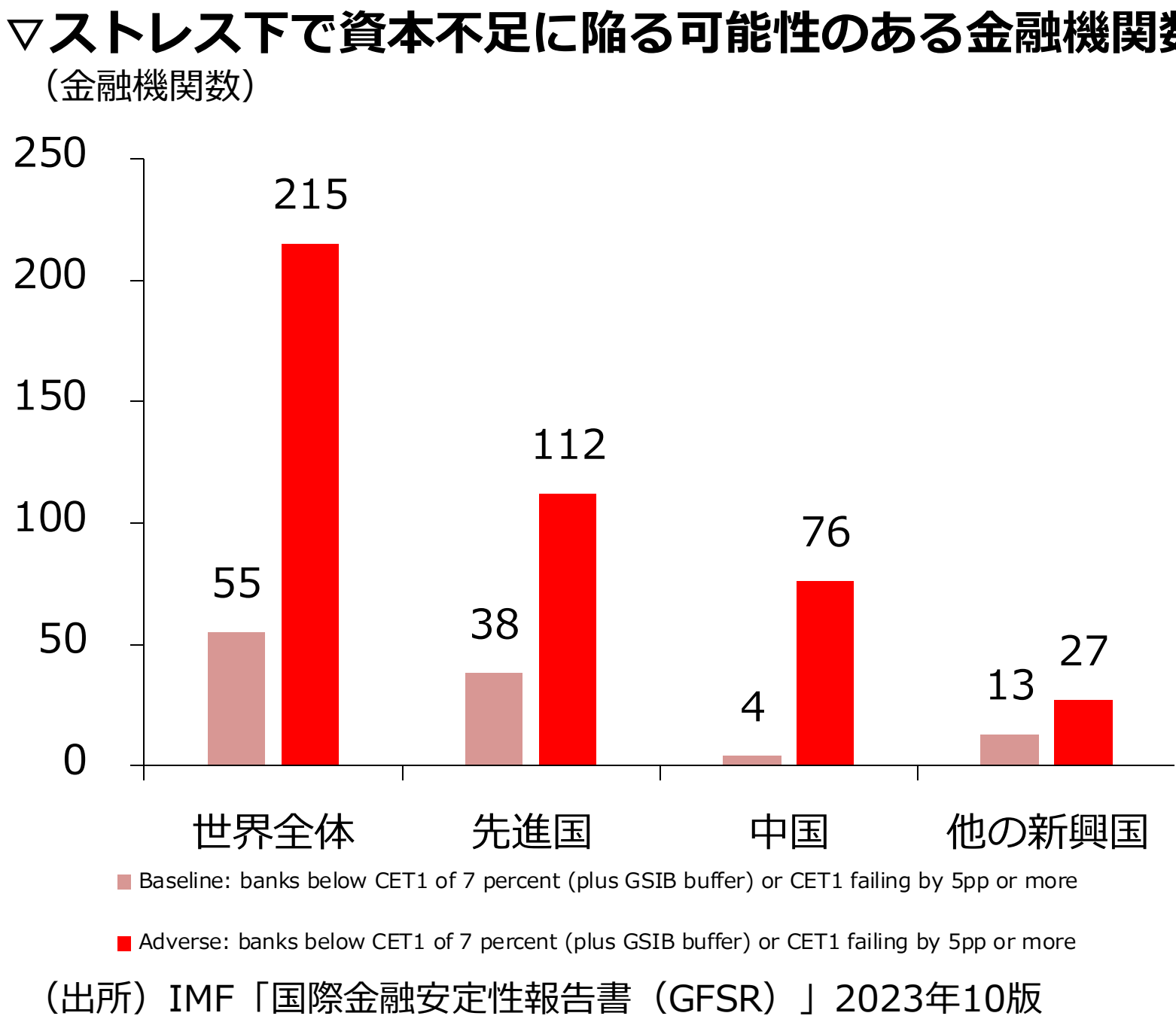
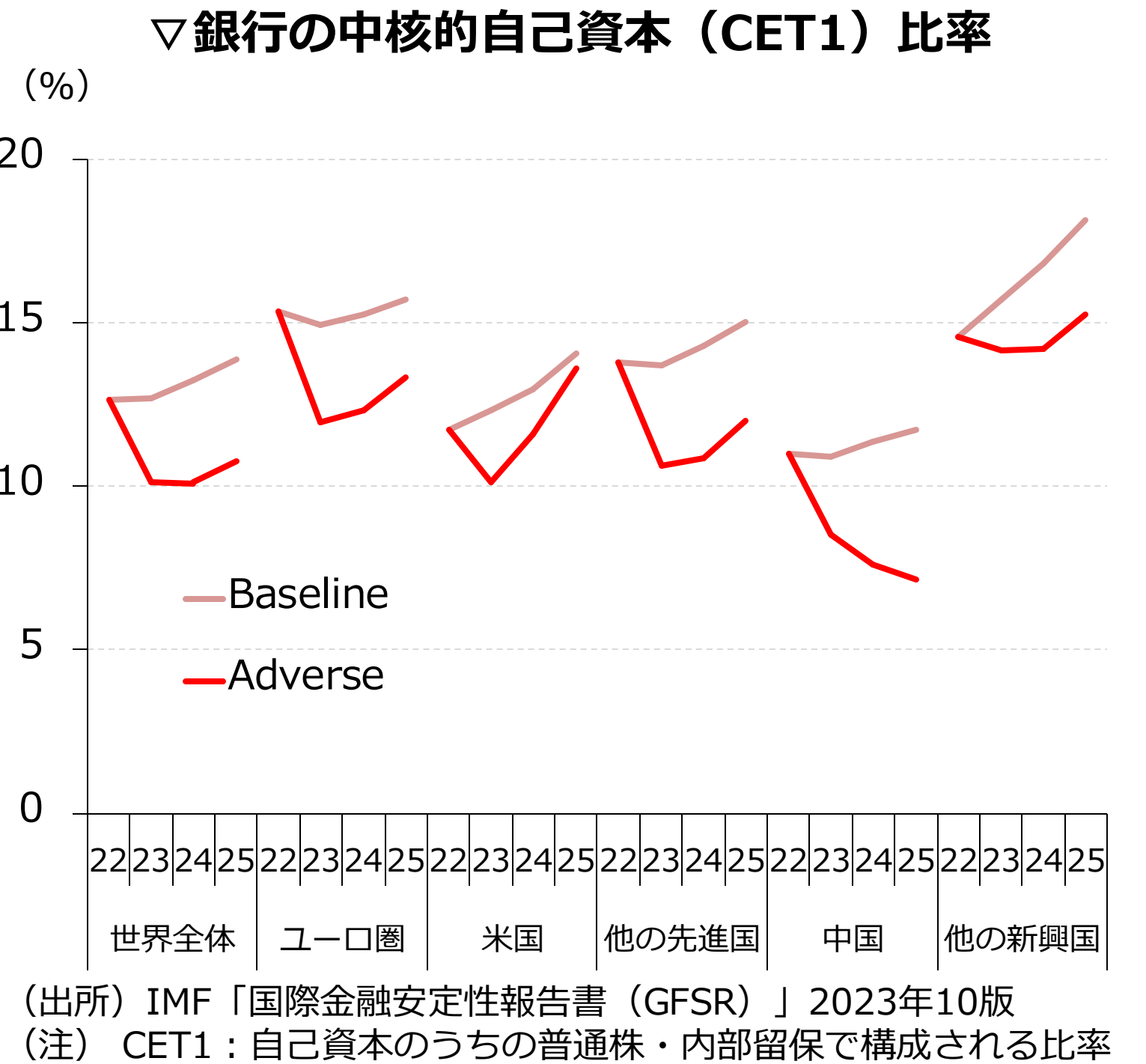
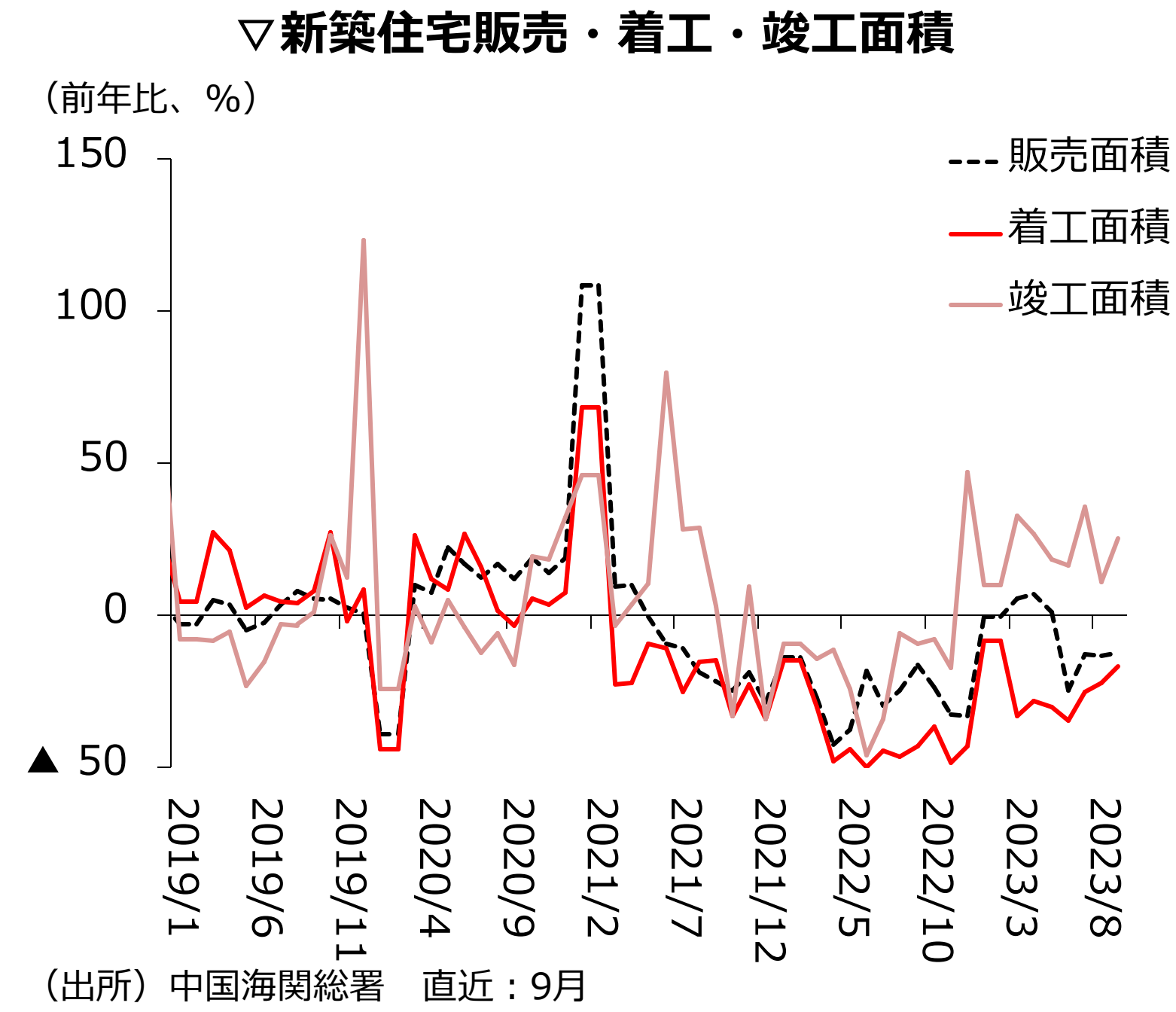
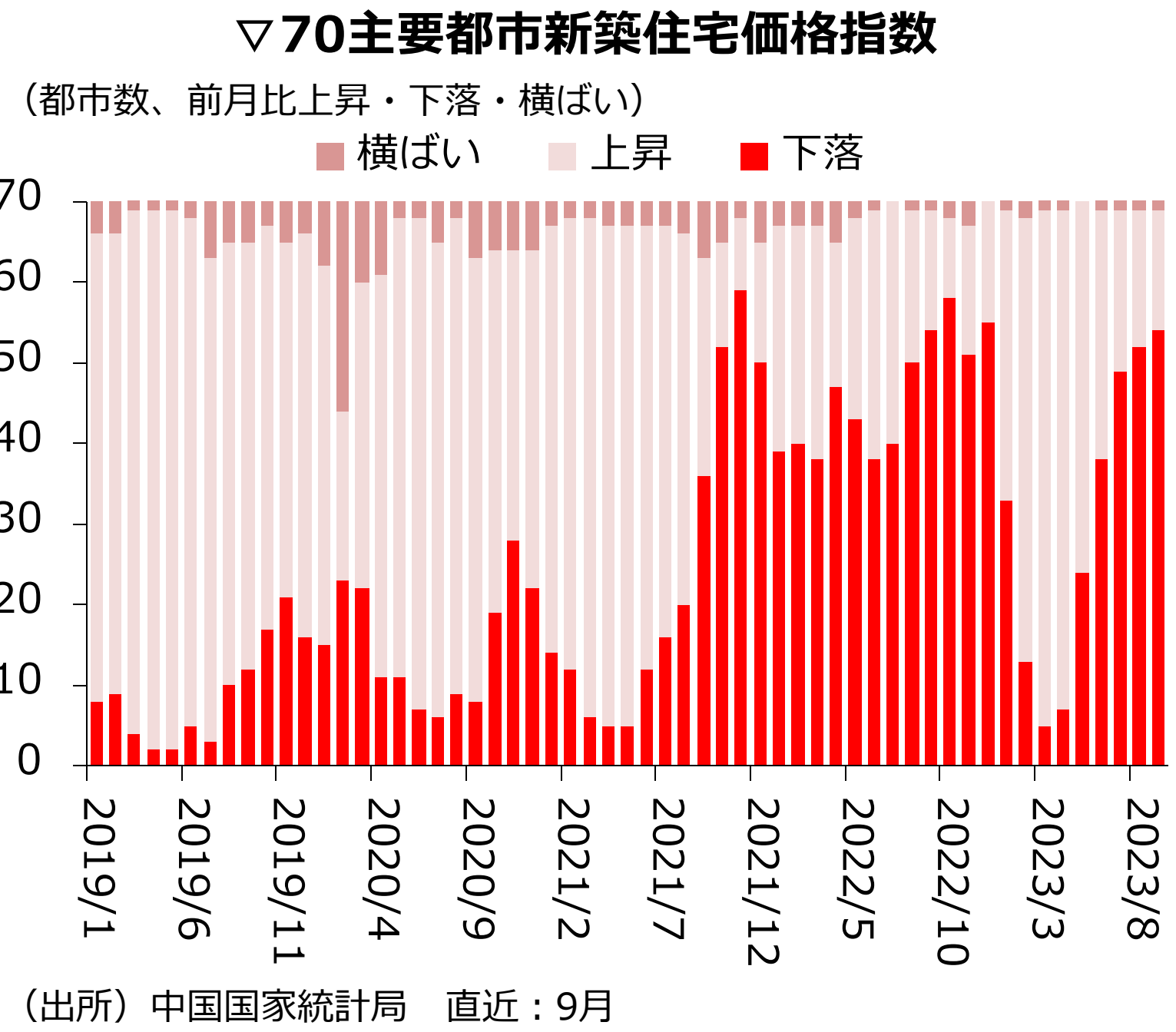


（注）PMI：購買担当者景気指数（企業景況感を示す。50を上回る好況、下回ると不況を示唆するとされる）。調査期間：10/12～23

（出所）S&P Global

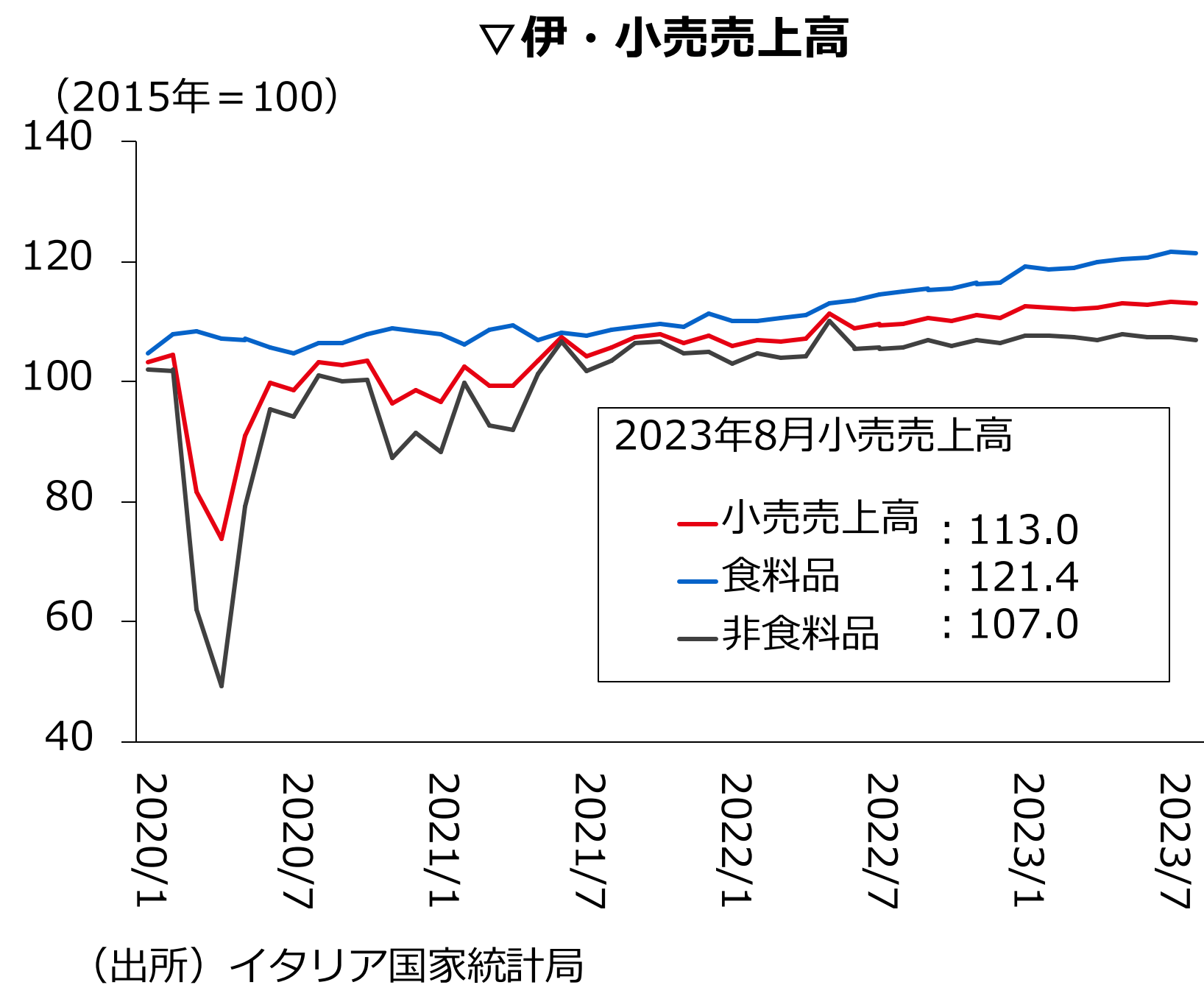
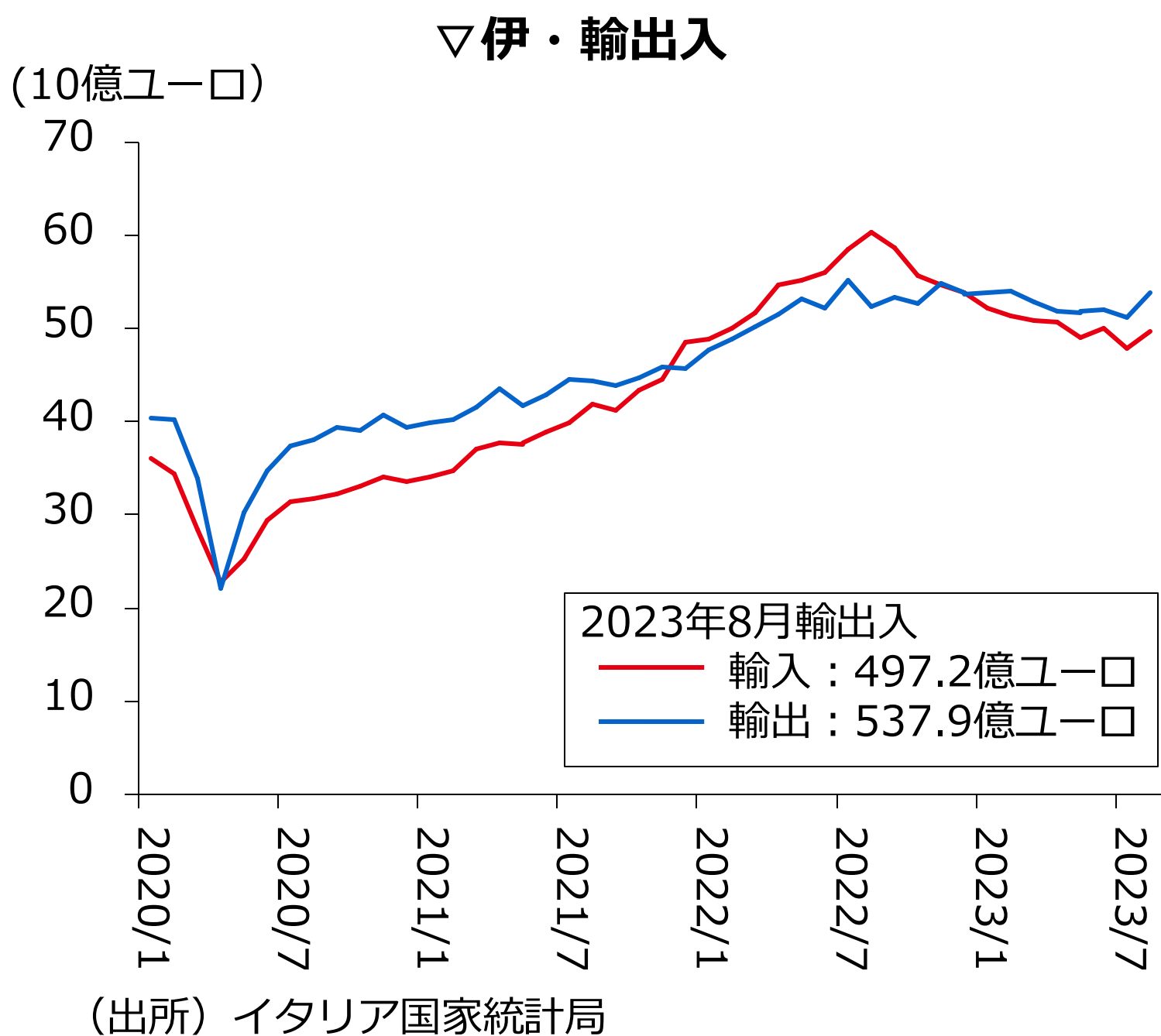
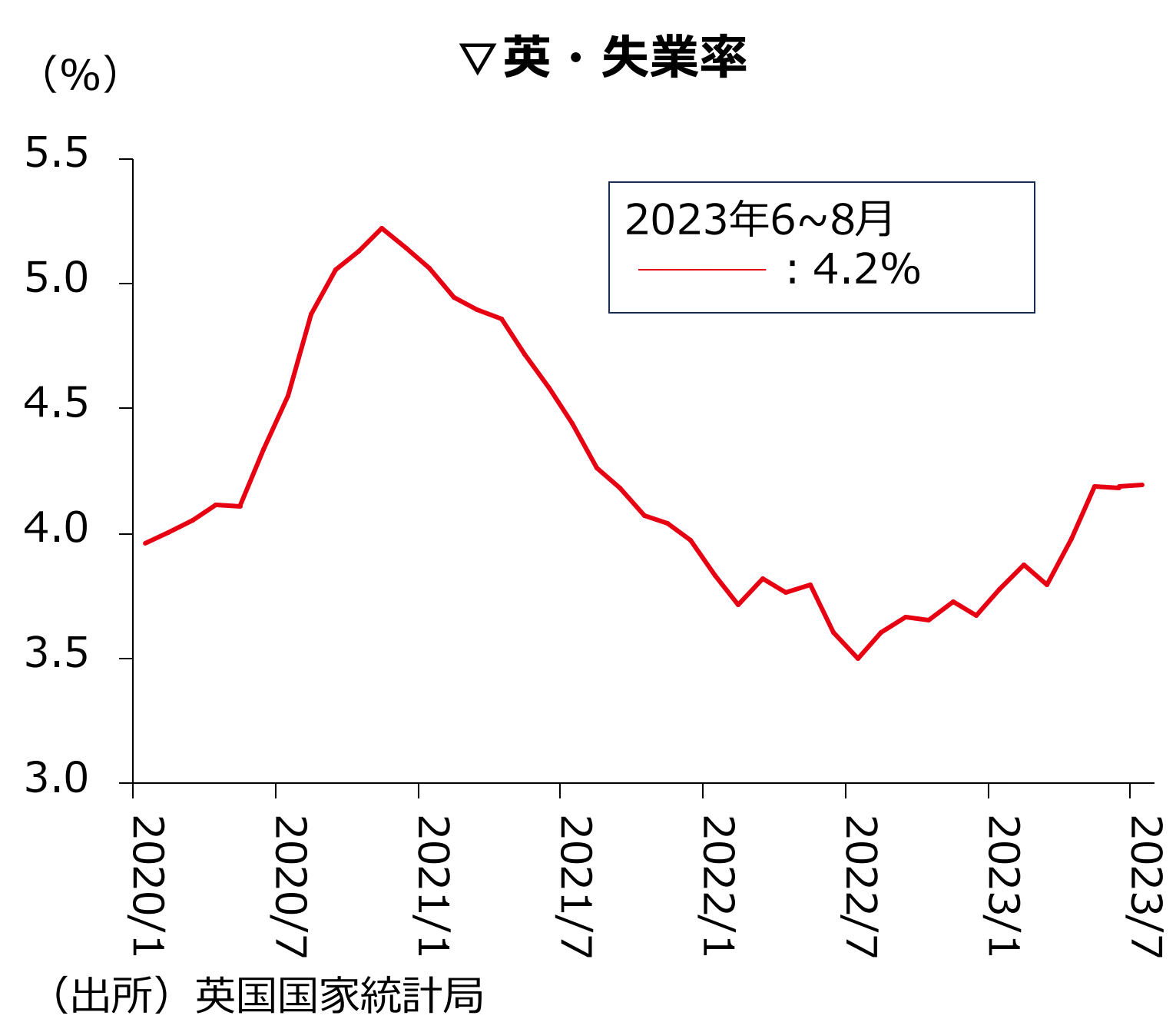
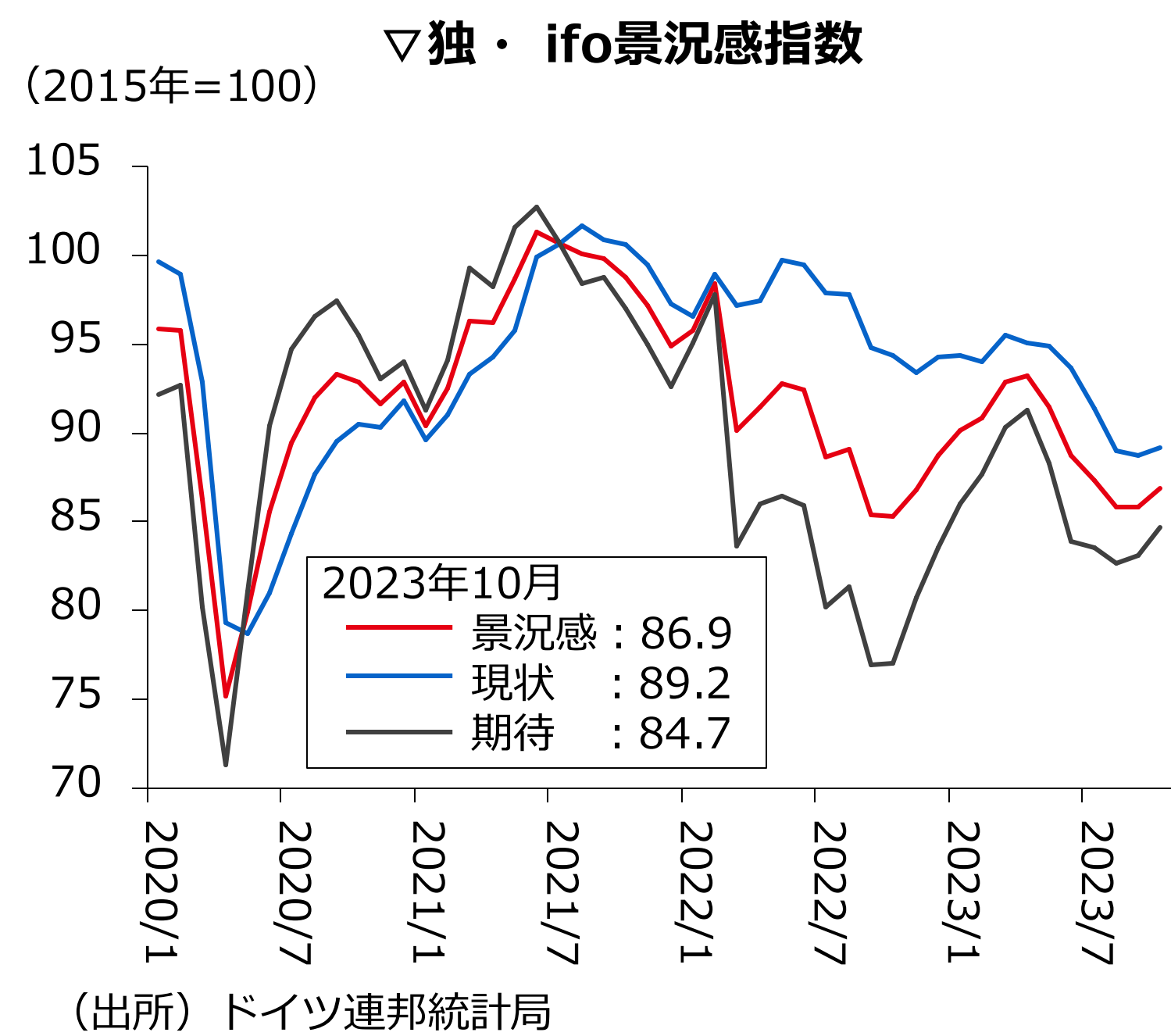
③中国経済（住宅セクターの最新動向、IMFの国際金融安定性報告書）

- **碧桂園（Country Garden）**：住宅最大手の碧桂園が債務不履行（デフォルト）状態に陥ったことが確定した。同社は9月17日期日の外貨建て社債の利払いができず、猶予期限である10月18日を迎えても支払いを完了できなかった。26日にはクレジットデリバティブ決定委員会が投資家等の問いかけに応じ、18日の不払いがクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の発動事由となる「クレジット・イベント」に相当するとの見解を示した。同社建設中の物件は3千件超と、債務再編が難航中の中国恒大（Evergrande）の2.5倍に相当。事業継続性への疑問から、市場が新たな動揺に見舞われる恐れも。
- **住宅市場**：9月の新築住宅価格は、前月比▲0.3%と4カ月連続で下落。70主要都市のうち、下落は8月に比べ2都市増加して54都市に。これまで下落は地方都市中心だったが、足元では広州や深圳など一部の大都市にも拡大。新築住宅の竣工（完成）面積は政府支援を受け昨年末以降大幅な拡大が継続（9月前年比+25.0%）。一方、販売面積と着工面積は大幅な前年割れが続く、住宅開発企業の経営悪化で新規の住宅購入や着工が抑制されている状況を示唆。政府は8月下旬以降、住宅ローン要件の緩和など支援策を強化しているが、いまだ顕著な効果は確認されていない状況。24日、中国政府は景気下支えを目的に1兆元（GDP比0.8%）の追加財政出動を打ち出し、インフラ整備などに投下する見込み。
- **IMFの国際金融安定性報告書**：IMFは世界経済がスタグフレーションに陥る、いわゆるダウンサイドシナリオの場合、世界で215の金融機関が資本不足の危機に陥り、中国は76機関とそのうちの3分の1強を占める可能性があるとして指摘。住宅部門や、土地売却収入に依存する地方政府（および関連企業）に多額の融資をしている金融機関を起点に金融不安が高まるリスクがあると指摘。住宅部門の信頼回復が金融安定性を維持する上での最優先課題であることが改めて浮き彫りになった。



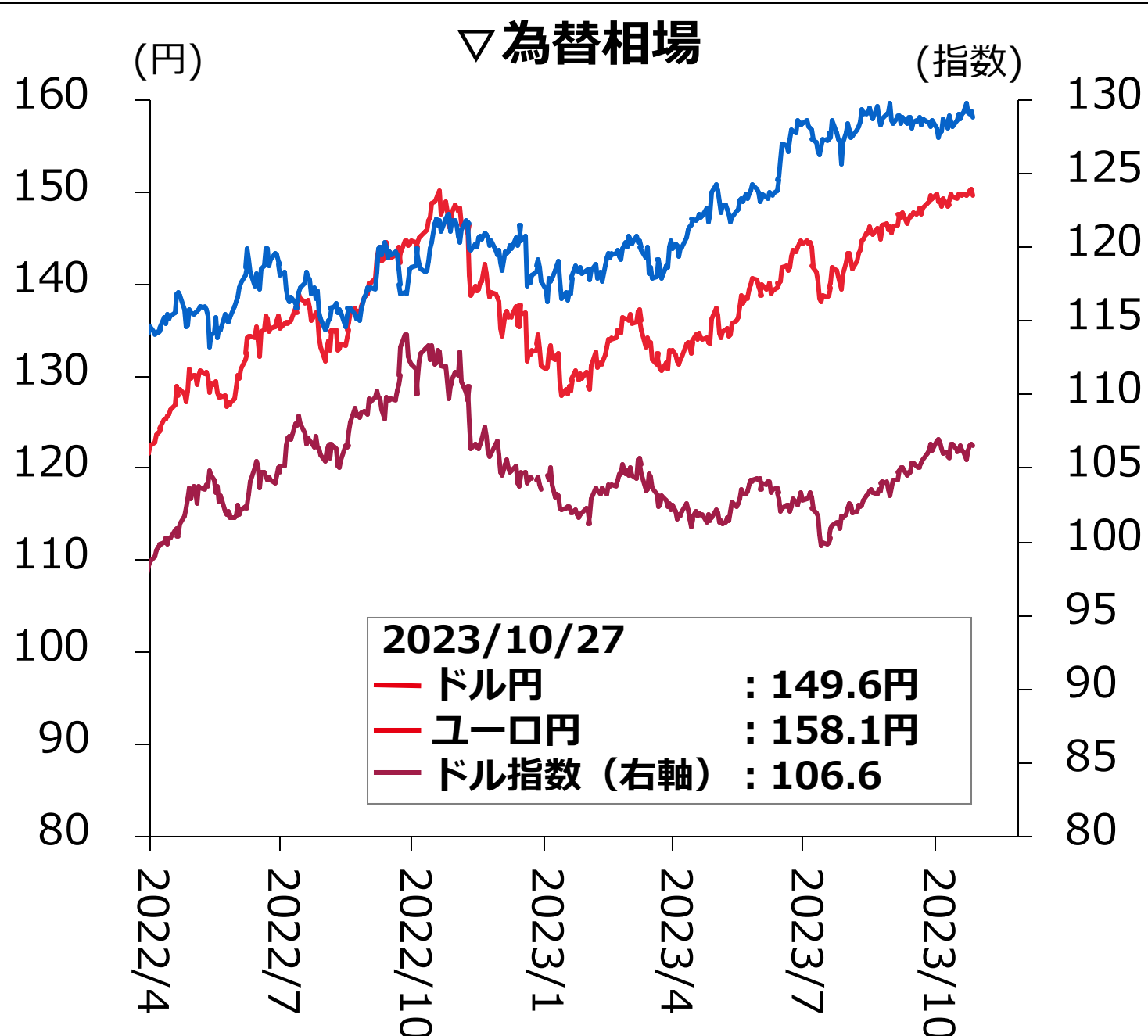
④欧州経済（独・ifo景況感指数、英・失業率、伊・輸出入、伊・小売売上高）

- **独・Ifo景況感指数**：ドイツの10月ifo景況感指数が86.9（9月85.8）と上昇した。現状指数が89.2（9月88.7）、期待指数が84.7（9月83.1）と上昇した。業種別では、製造業が▲15.9（9月▲16.2）、サービスが▲1.5（9月▲4.9）などと上昇。公表文は同国経済に明るい兆しが見えたとしたが、総じて景況感の良くない状況は不変。国外を中心に製造業受注残高が緩やかな減少傾向にあり、鉱工業生産を下支えしている可能性がある。今後、景況感の改善などを受け、鉱工業生産に持ち直しの兆しが見られるかに注目。
- **英・失業率**：英国の6～8月期の失業率は4.2%（5～7月期4.2%）と横ばいで推移したが、2021年8～10月以来の高水準。また、失業者数は緩やかな増加傾向にあり、同期が144.4万人（5～7月期144.0万人）と2021年7～9月期以来の水準に。なお、7～9月期の欠員数は98.8万人（6～8月期99.8万人）と減少傾向が継続し、2021年5～7月期以来の低水準に減少したが、コロナ禍前の2020年1～3月期の80.1万人を上回った。今回の結果などを踏まえると、労働市場の需給が徐々に緩和し始めていると見られる。
- **伊・輸出入（季節調整済）**：イタリアの8月輸出は537.9億ユーロ（7月511.6億ユーロ）、同月輸入は497.2億ユーロ（7月479.2億ユーロ）となり、8カ月連続での貿易黒字に。地域別では、同月EU向け輸出が274.8億ユーロ（7月265.5億ユーロ）、非EU向け輸出が263.1億ユーロ（7月246.1億ユーロ）と増加した。なお、中国向け輸出が全体の約2.6%にとどまる一方で、米国向けが10%超を占めるため、米国経済の動向が同国の輸出動向に影響を与えると見られる。
- **伊・小売売上高**：イタリアの8月小売売上高（2015年=100）は113.0（7月113.4）と低下した。主要項目では、食料品が121.4（7月121.7）、非食料品が107.0（7月107.3）とともに低下した。同指標に頭打ち感が出てきたと見られる。ただし、販売量ベース（2015年=100）では、96.3（7月96.8）と低下傾向が継続した。なお、IMFの世界経済見通し（10月）では、2023年の同国経済成長率見通しが▲0.4%下方修正され、前年比+0.7%となり、低成長にとどまる見方が強まっている。

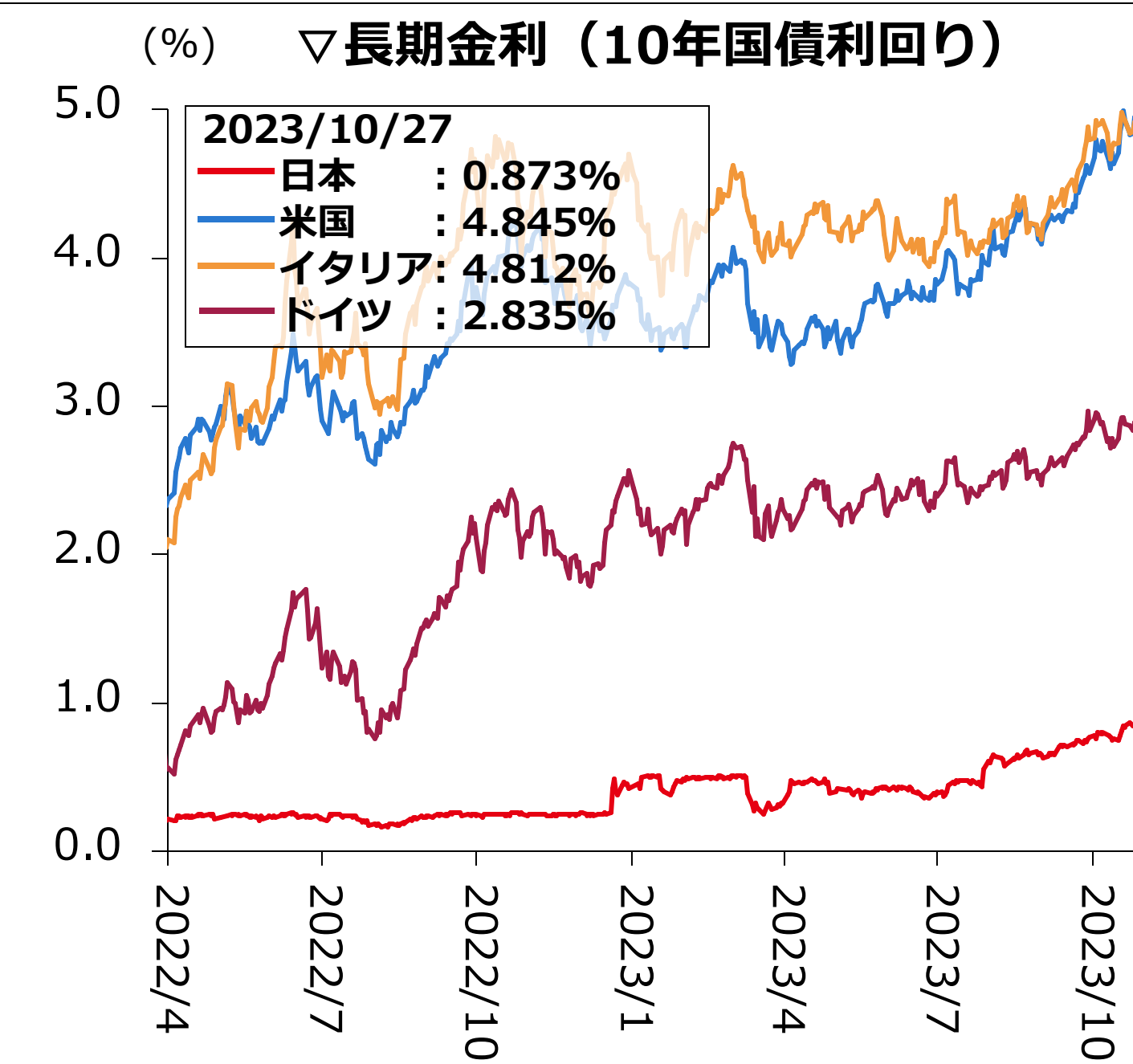


2. 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

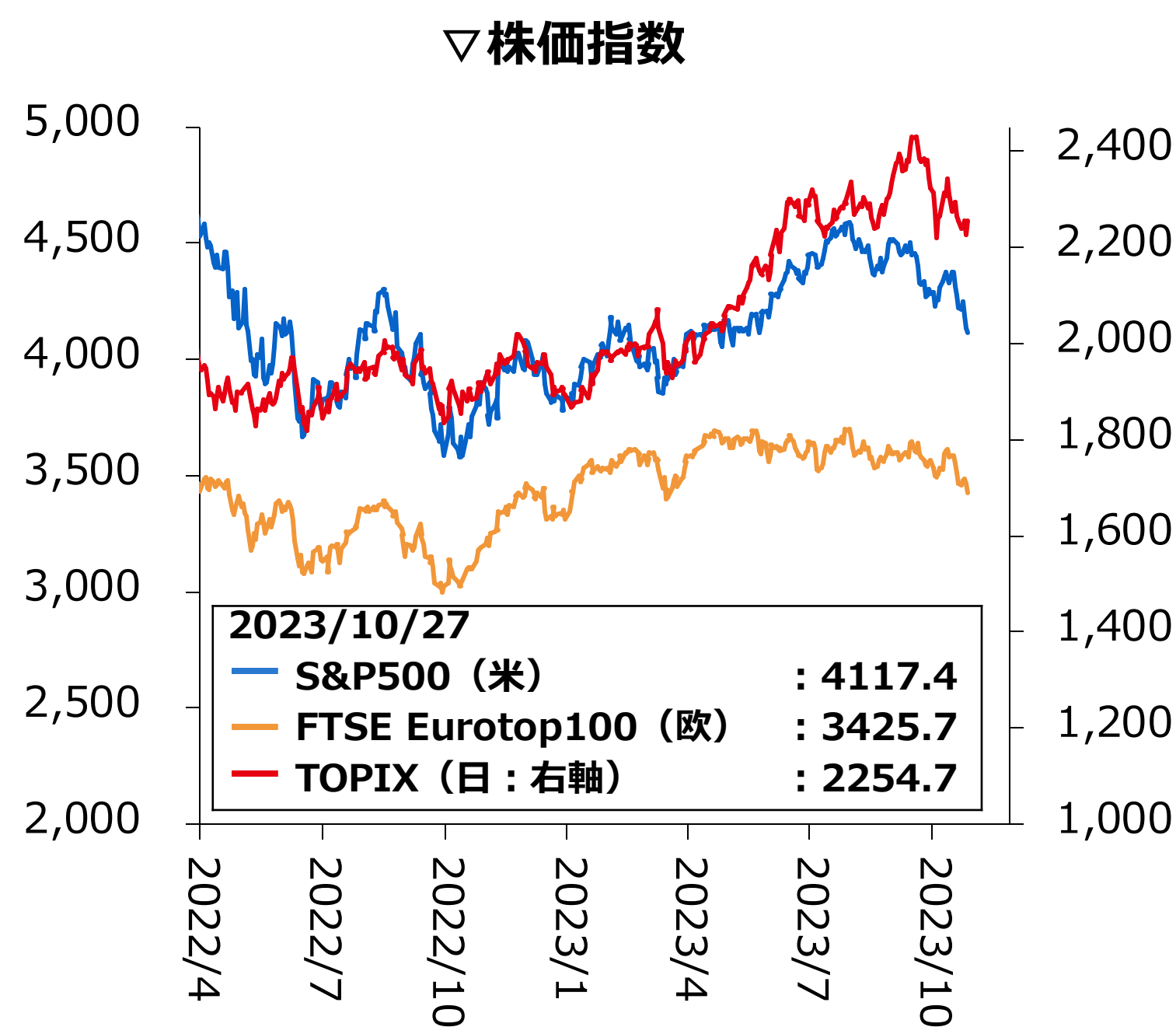
- **為替**：為替市場では材料難の中、主要通貨ペアは比較的狭いレンジ内での取引に終始した。ドル円は150円台で高値をうかがう素振りも見せたが、週末にかけては米金利が上昇の勢いを失う一方で円金利が上昇、高値圏での動きは定着しなかった。水準として150円台が介入ラインとして意識されている状況にも変化はない模様。ユーロは強弱混在する経済指標に対ドルでは方向感が出ず、対円ではこれまでの上昇基調が一服。
- **金利**：長期金利は欧米で上昇が一服した一方、日本では上昇。米国では比較的堅調な経済指標が続き、10年国債利回りは5%付近で推移する局面もあったが、株価が軟調に推移したことでリスクオフ基調が鮮明となり、11/1に連邦公開市場委員会（FOMC）を控えていることもあって金利上昇のモメンタムは和らぐ形となった。ユーロ圏では10/26の欧州中銀（ECB）理事会で政策金利の据え置きが決定されたが、ラガルド総裁が労働需給の緩和とともにインフレの低下を示唆したことで、市場は金利低下方向で反応。日本では10/30、31の日銀政策決定会合で何らかの政策調整の可能性が排除できないとの観測などから、10年国債利回りは0.8%台後半へと上昇。
- **株式**：主要国の株価は続落。地政学リスクの高まりなど不透明感が強まるなか、主要国の金融政策決定会合を控え調整売りが強まった格好。年後半の下げ幅の拡大を受け米国では弱気相場入りを懸念する向きが増加、日本株も10月初旬の安値をうかがう水準に。
- **企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は拡大が継続。長期金利の上昇傾向は足もと一服した格好だが、信用市場ではそうした金融環境の緩和への反応が弱まっている様相。グレードによらず全般的に信用コストの上昇が見られることも懸念要因で、当面は個別銘柄の動きにも警戒が必要か。



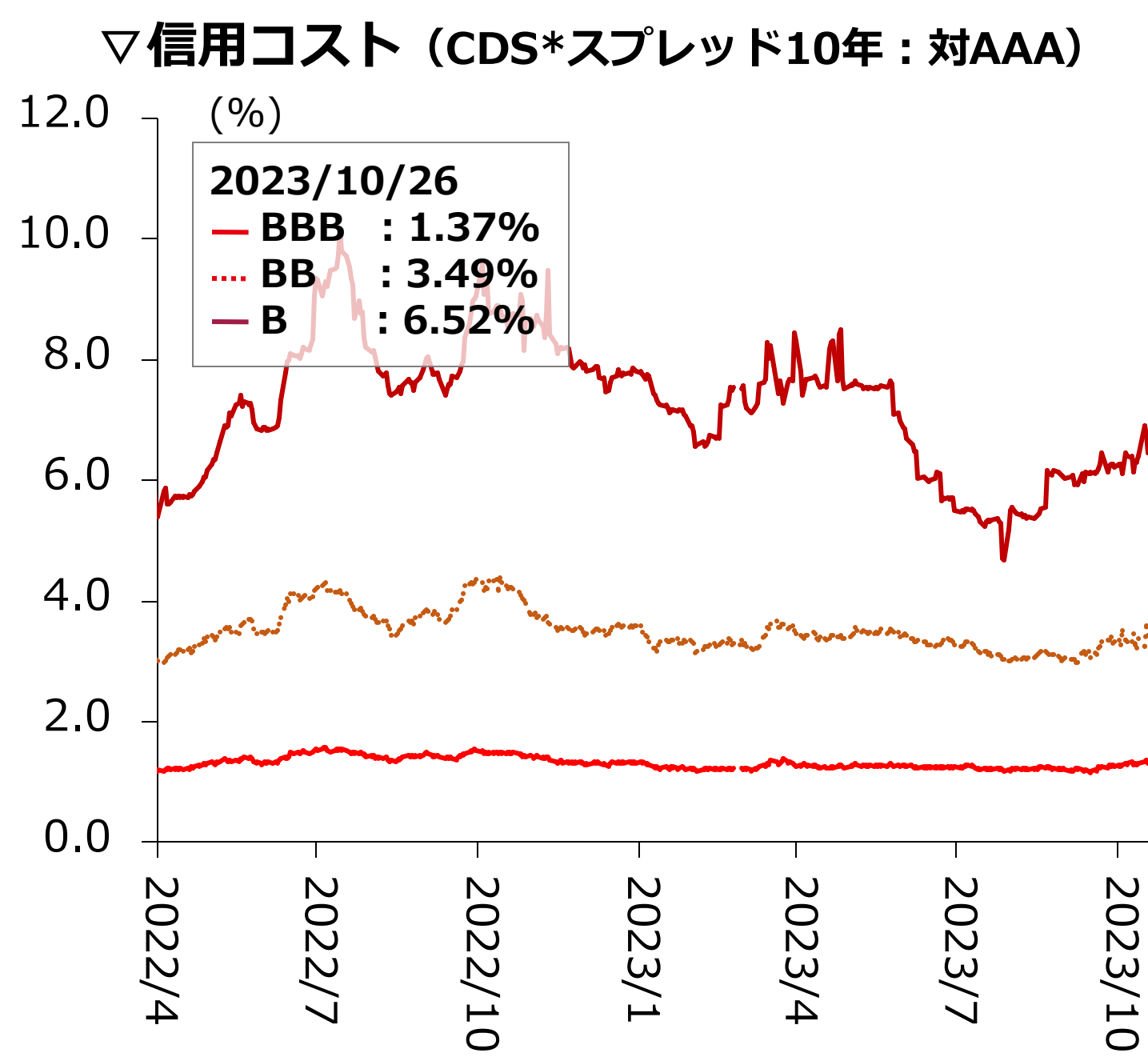
(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv

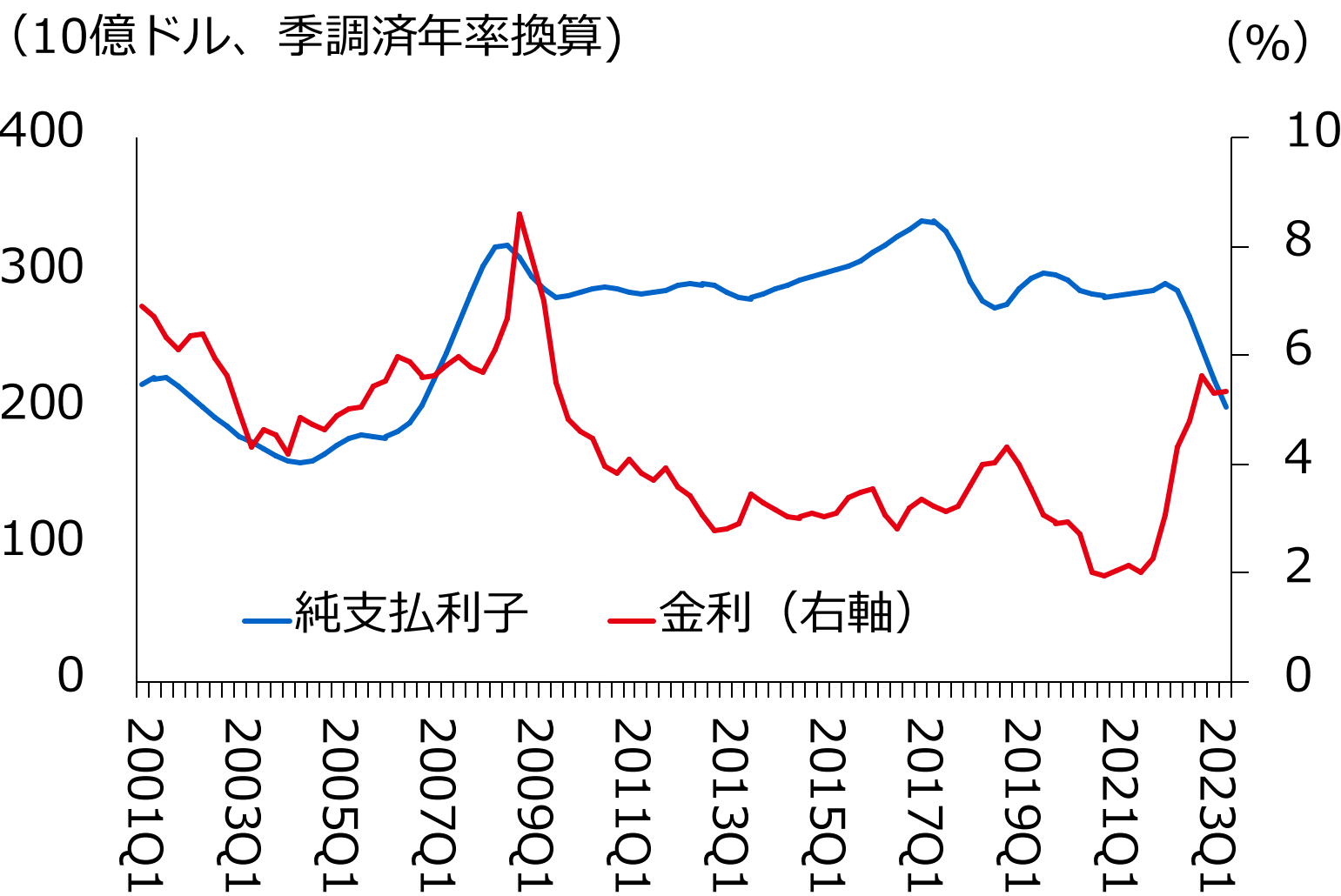


(出所) Refinitiv *Credit Default Swap

3. 米国における金利上昇の企業部門へのインパクト

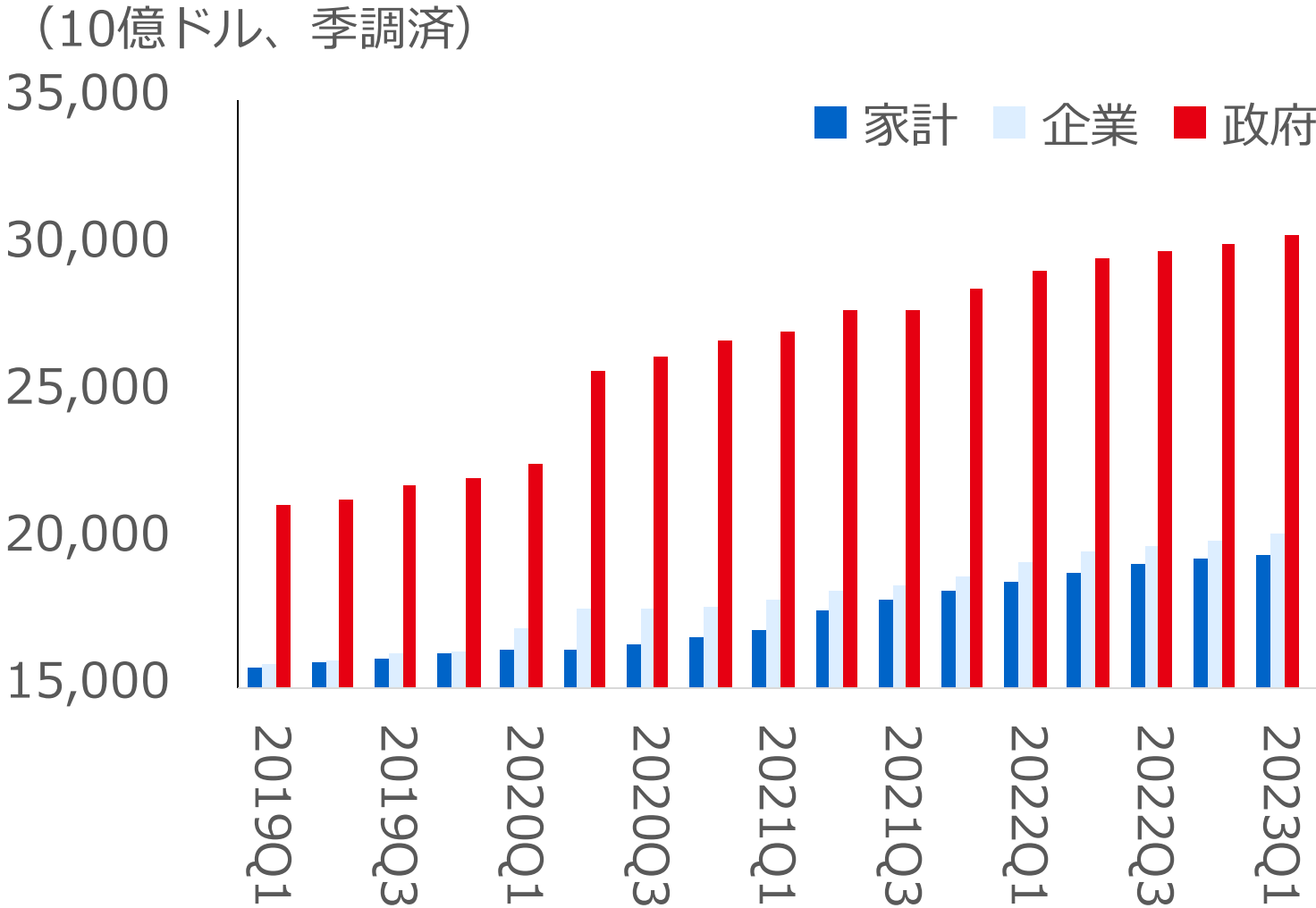
- 米国の政策金利は22年3月に新型コロナの感染拡大以来初めて引き上げられ、23年7月には5.25～5.50%に到達。短期金利に比べ上昇幅は抑制的だったが長期金利も上昇した。1年半足らずで5%以上という急ピッチな利上げで実体経済への影響が懸念される中でも23年7～9月期の経済成長率はむしろ加速、米経済は底堅さが際立つ。ここでは、金利上昇の非金融法人企業（以下「事業法人」）への影響を考えたい。
- 事業法人全体の純支払利子は金利上昇後も増加せず、足元ではむしろ急減している。背景には、バランスシートの改善が挙げられる。事業法人の保有金融資産はコロナ前には負債をわずかに上回る状態だったが、21年以降は好調な企業業績（直近の税前利益はコロナ前と比べても約2倍の水準に）も追い風となり、金融資産の増加ペースは負債のそれを上回った。金利上昇は有利子負債の支払利息を増加させる一方で、保有資産の受取利息も同時に増加させ、一部の事業法人には恩恵にさえなった可能性がある。また、企業はコロナ発生直後から借入を急拡大させたが、過去数四半期を見れば借入増は極めて緩やか。代わって一般政府の借入が勢いを増しており、低金利の融資プログラムをはじめとする新型コロナ対応の緊急的な企業救済策を通じ、企業債務が事実上政府に移転した様子がうかがえる。
- また、利上げの初期段階では政策金利の上昇以上にインフレが高騰していたため、その間は緩和的な金融環境が続いてきたとも言える。今後、インフレの改善見込みに対して政策金利の高止まりが見込まれる場合、実質金利の上昇傾向が強まり、金融引き締めของ景気抑制効果がより顕著となることが想定される。
- 他方、こうした評価はあくまでマクロで見た事業法人全体の姿であり、特に高レバレッジ型の事業形態ではコロナ禍で拡大した債務が元利払いの負担を高め、業績を圧迫する可能性が高まる。満期を迎える社債は26年までの3年間にかけて増加（24年は7,900億ドル）するとの試算があり、借り換えを実施する企業は大幅に引き上がった金利水準での調達を余儀なくされる。商業用不動産等、資産価値の調整が同時に進んでいる業種では、担保価値の低下などで資金調達環境の悪化がより深刻となっている可能性がある。
- 一部企業の苦境は倒産件数にも反映されている。今年9月までの大型倒産はすでに516件に達し21年、22年通年の倒産件数を大幅に上回っている。バランスシートの脆弱な企業ほど高金利の長期化に対し耐性が乏しいため、こうした企業に対してはこれまで以上の観察が必要になる。

▽非金融法人企業部門の純支払利子



(注) 金利は投資適格級社債の実効金利
(出所) FRB、ICE Dataより丸紅経済研究所作成

▽経済主体別の借入残高の推移



(出所) FREDより丸紅経済研究所作成

▽非金融法人企業部門のバランスシート

B/Sの変化 (10億ドル)

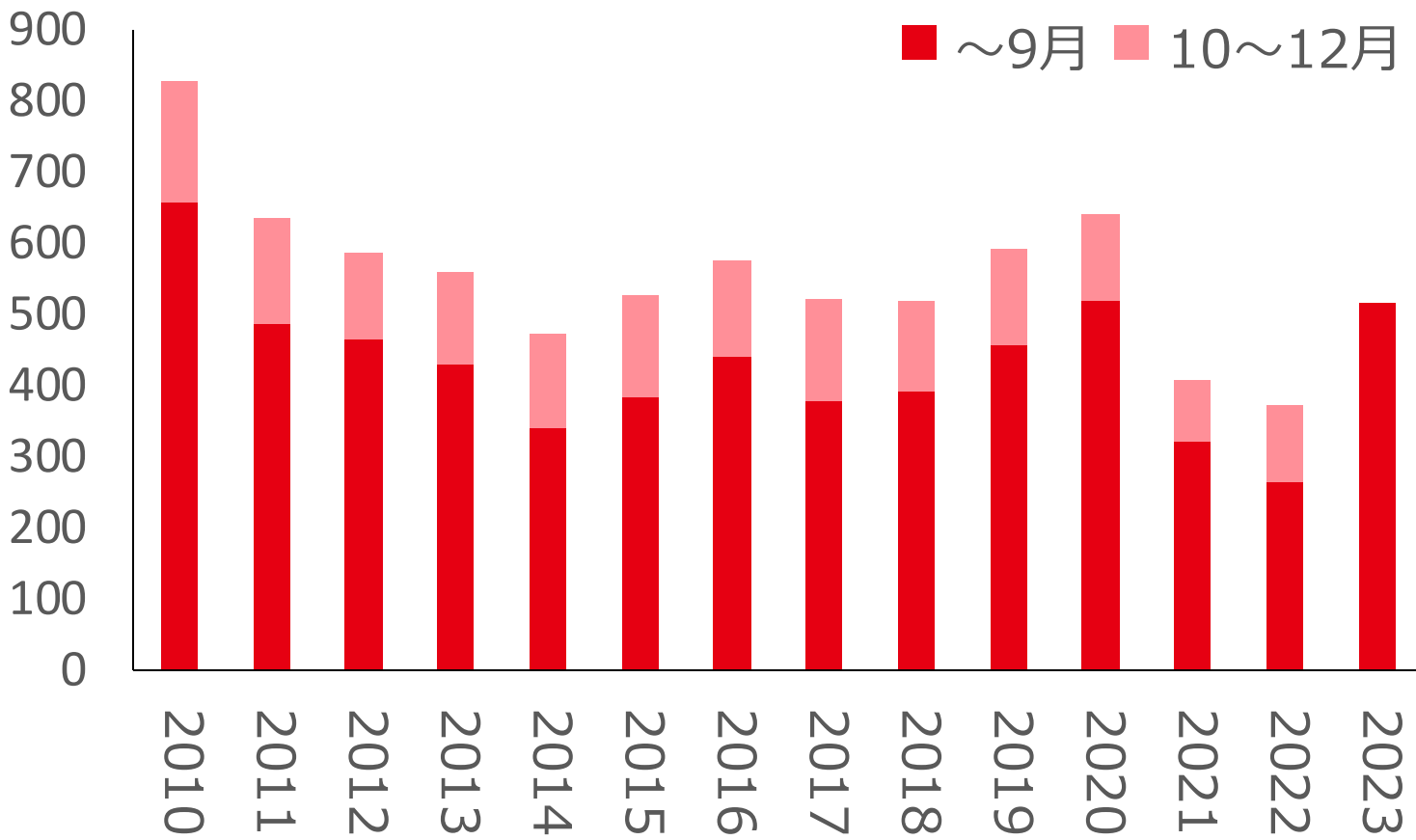
	2019 Q4	2023 Q2	変化率
資産	48,369	58,714	21.4%
負債	23,644	25,928	9.7%

資産の変化

	2019 Q4	2023 Q2	変化率
非金融資産	24,521	30,684	25.1%
内、不動産	13,822	16,994	23.0%
内、その他非金融資産	10,699	13,689	27.9%
金融資産	23,848	28,030	17.5%
内、株式	2,318	2,704	16.7%
内、海外直接投資	6,215	7,435	19.6%
内、売上債権	4,089	4,577	11.9%
内、その他金融資産	11,227	13,313	18.6%

(出所) FREDより丸紅経済研究所作成

▽米国における大型倒産件数



(注) 上場企業で負債総額が200万ドル以上、
非上場企業で同1000万ドル以上の倒産件数
(出所) S&P Global等より丸紅経済研究所作成

お問い合わせ：丸紅経済研究所 TOKB4A1@marubeni.com

(監修)	経済研究所副所長	田川真一
	経済調査チーム チーフ・エコノミスト	井上祐介
(日本)	経済調査チーム シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国)	経済調査チーム エコノミスト	清水拓也
(欧州)	経済調査チーム シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(中国)	産業調査チーム シニア・アナリスト	李雪連
(金融)	経済研究所副所長	田川真一
(特集：米国における金利上昇の企業部門へのインパクト)		
	経済調査チーム チーフ・エコノミスト	井上祐介

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。