Marubeni

丸紅経済研究所

2023年11月6日

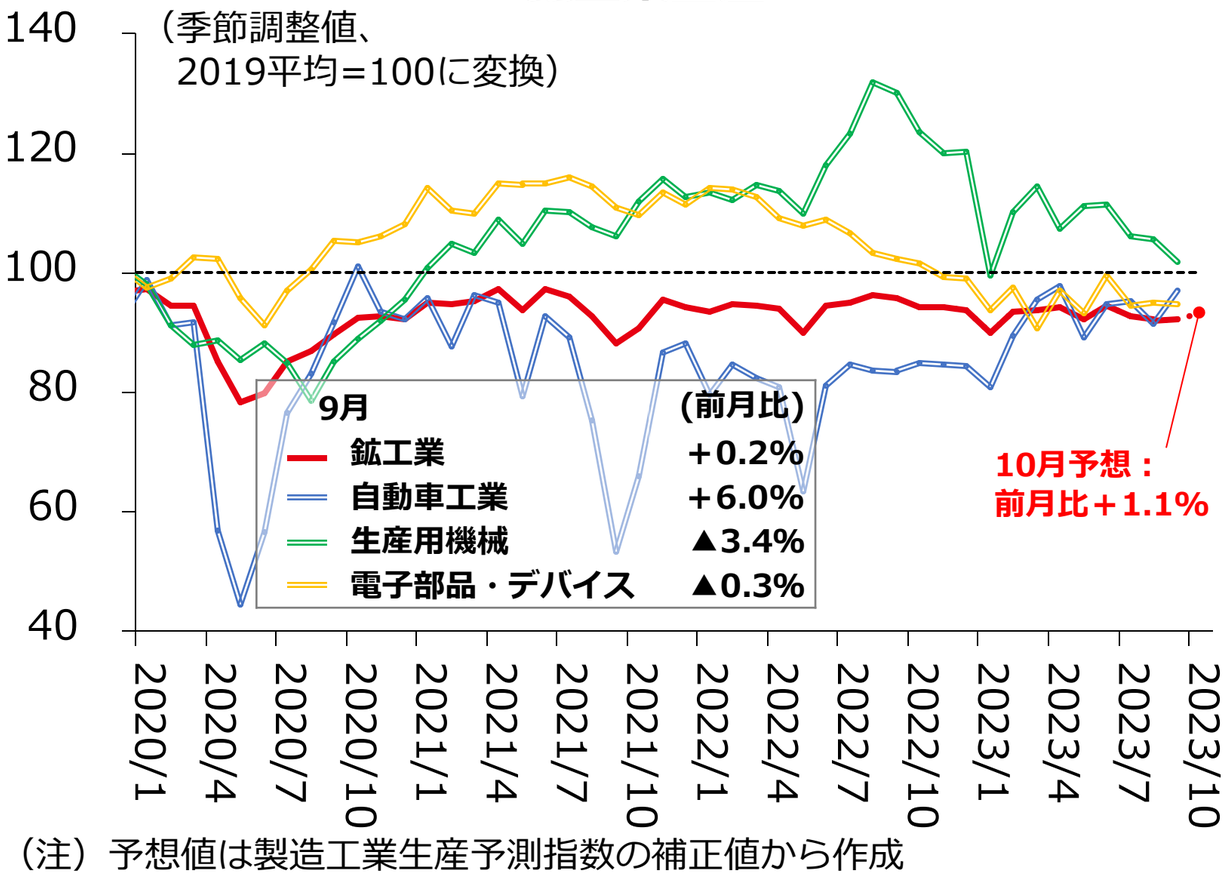
世界経済ウィークリー・アップデート

1．実体経済

①日本経済（鉱工業生産、雇用環境、消費者マインド、日銀展望）

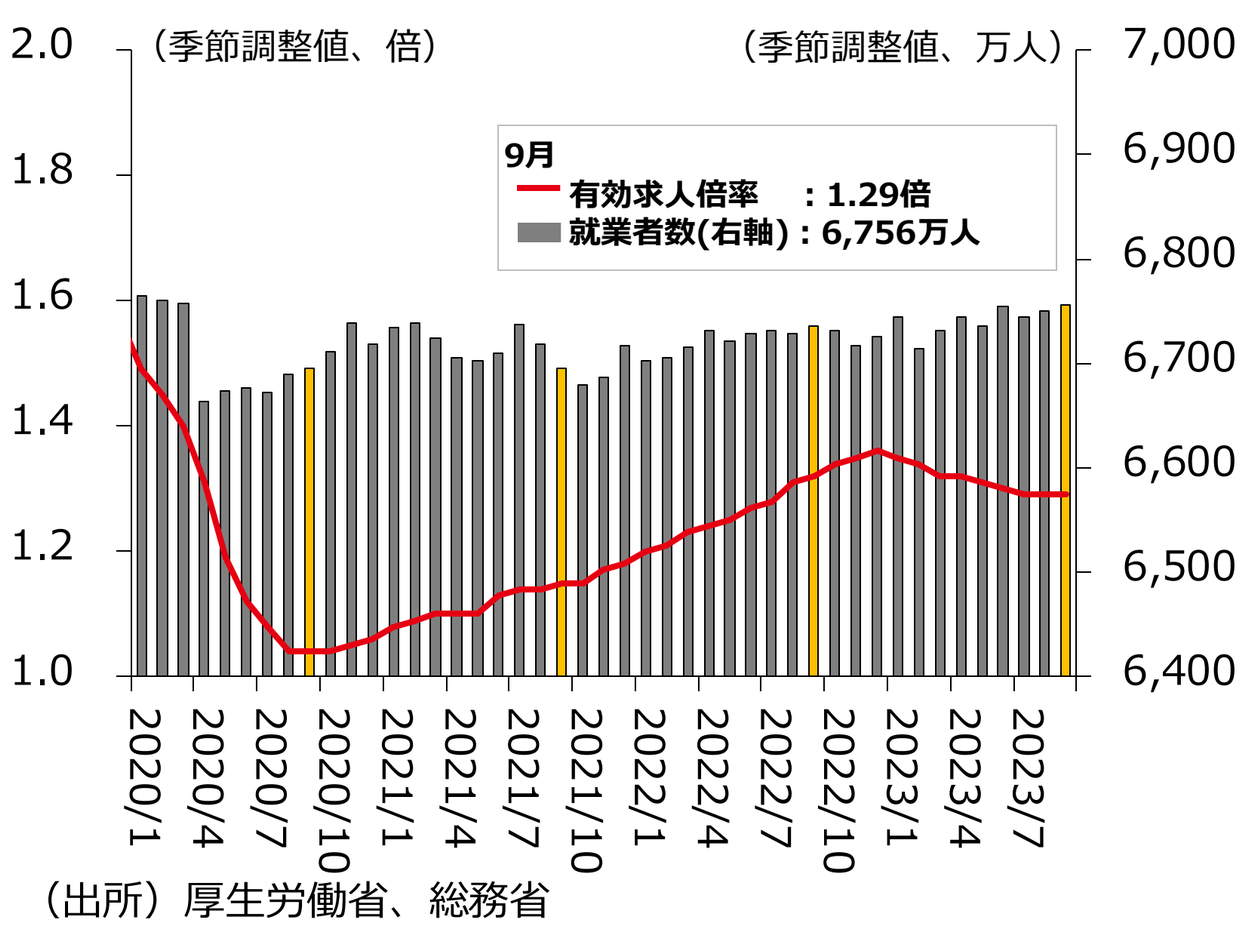
- 鉱工業生産：9月の鉱工業生産指数は前月比＋0.2%と上昇。生産用機械（同▲3.4%）などが低下した一方、工場稼働停止で前月に低下していた自動車工業（同＋6.0%）を中心に上昇。生産計画に基づく予測指数（補正値）では10月は同＋1.1%と上昇が続く見込み。経産省は基調判断を「一進一退」に据え置き。
- 雇用環境：9月の就業者数（季節調整値）は前月差+6万人と増加した一方、完全失業者数が同▲8万人と減少し、完全失業率は2.6%（8月2.7%）と低下。有効求人倍率は1.29倍と横ばい。先行指標とされる新規求人数は前年比▲3.4%と、宿泊・飲食サービス業で増加した一方、製造業や建設業などで減少した。
- 消費者マインド：10月の消費者態度指数は前月差＋0.5と3カ月ぶりの改善。同指数を構成する4指数のうち3指標（暮らし向き、収入の増え方、耐久消費財の買い時判断）が改善した。内閣府は基調判断を「改善に向けた動きに足踏みがみられる」に据え置き。物価見通しは「上昇する」割合が9割と高止まり。
- 日銀展望：日銀は10月会合で長短金利操作（YCC）の再修正を決定（10年国債利回りの1%超への上昇を事実上容認）。展望レポートでは23年度の実質GDP成長率見通しを前年度比+2.0%と前回から0.7pt上方修正。 物価見通しは23年度を同＋2.8%、24年度を同＋2.8%とそれぞれ0.3pt、0.9pt引き上げた。

▽鉱工業生産



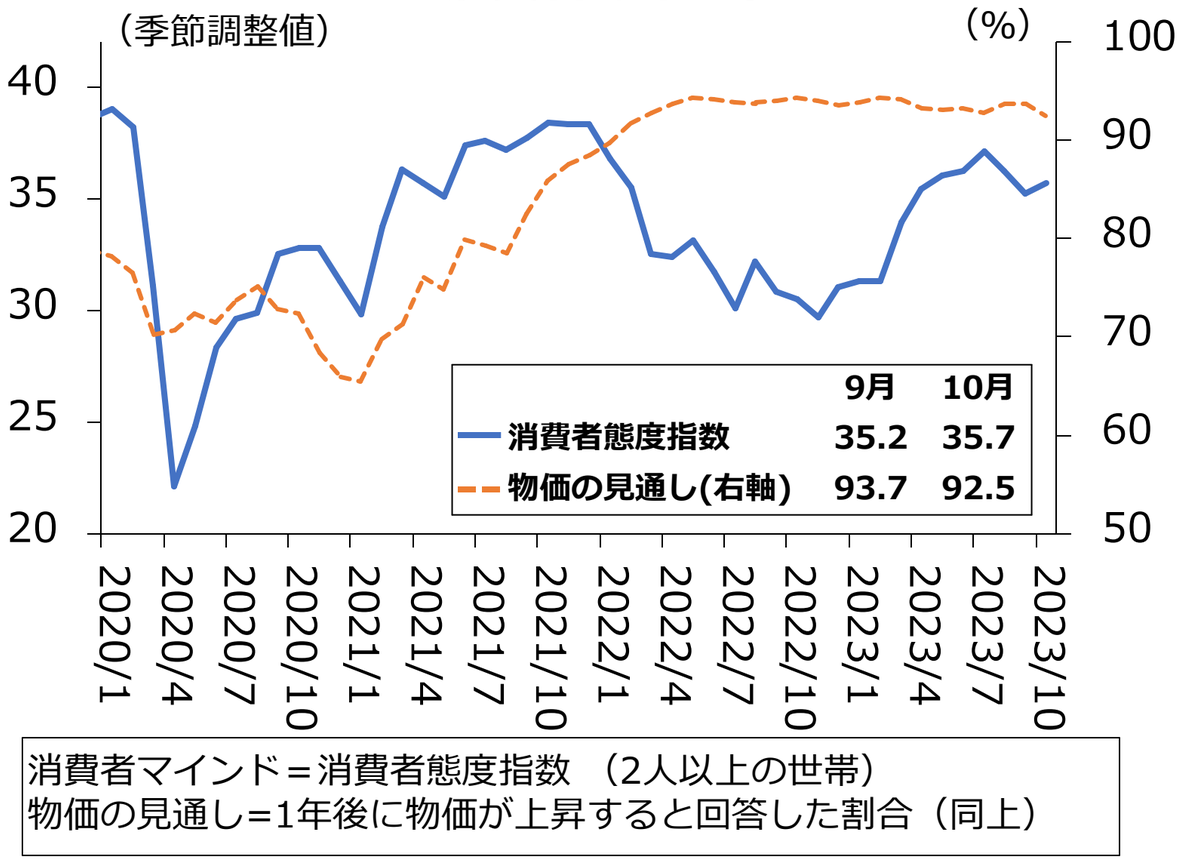
（注）予想値は製造工業生産予測指数の補正値から作成
（出所）経済産業省

▽雇用環境



（出所）厚生労働省、総務省

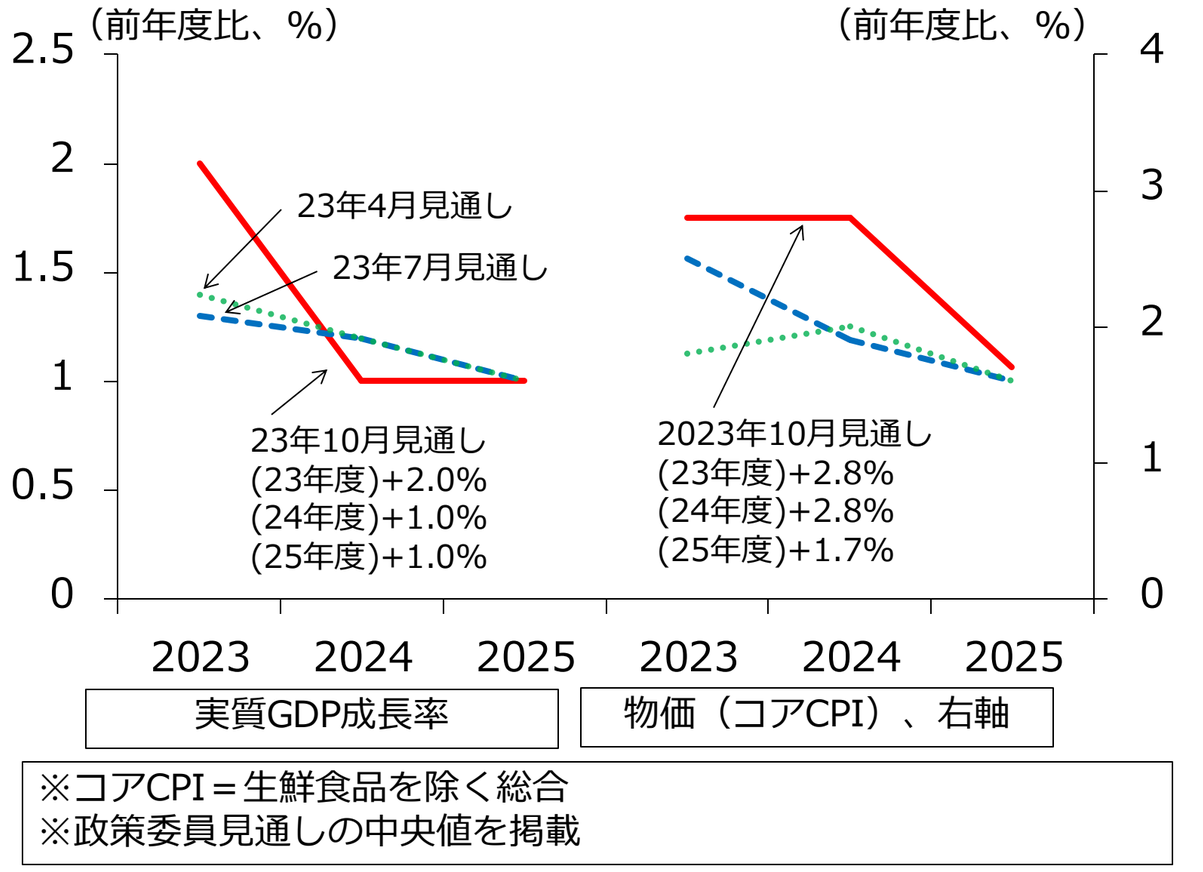
▽消費者マインド



消費者マインド＝消費者態度指数 （2人以上の世帯）
物価の見通し＝1年後に物価が上昇すると回答した割合（同上）

（出所）内閣府　　調査期間:10/6~20

▽日銀展望レポート（年度）



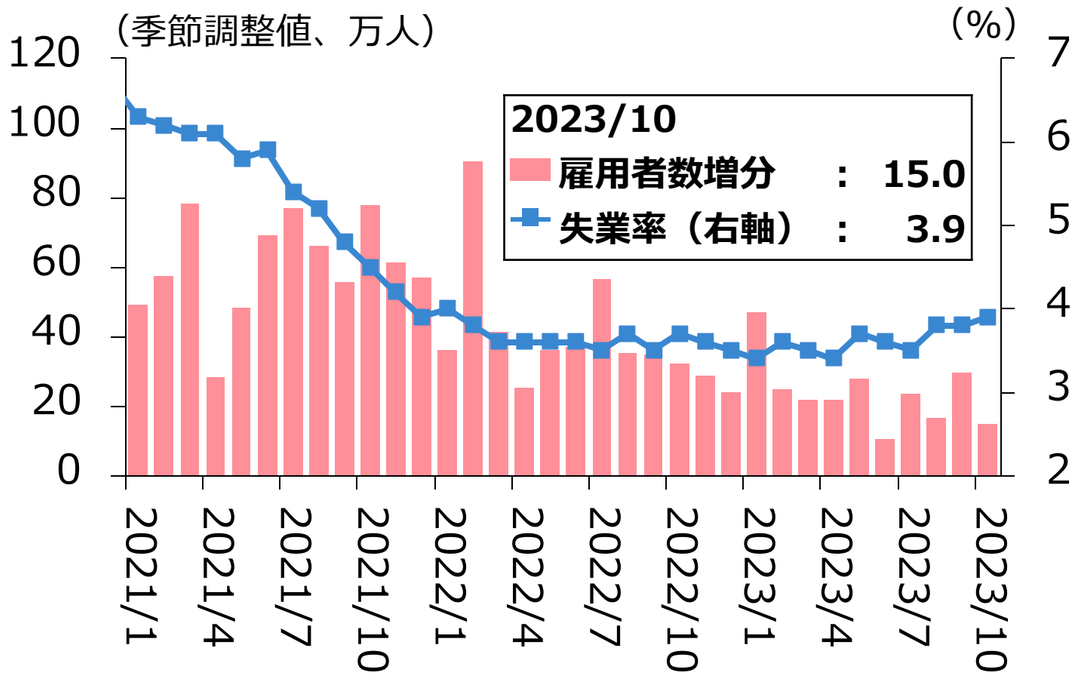
※コアCPI＝生鮮食品を除く総合
※政策委員見通しの中央値を掲載

（出所）日本銀行

②米国経済（雇用統計、求人・採用・離職件数、企業景況感、消費者信頼感）

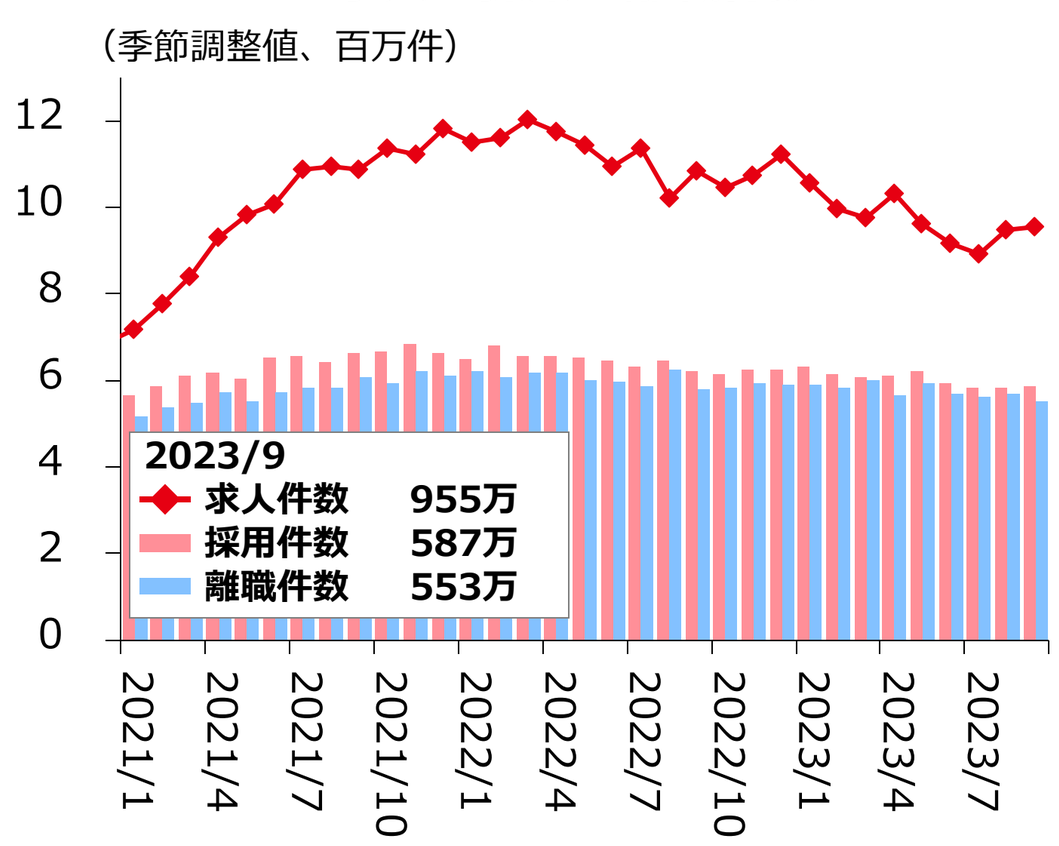
- 雇用情勢：10月の雇用統計では、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数が前月比+15.0万人（9月同+29.7万人）と増加が続いたものの、増加幅はコロナ禍前（19年平均：+16.3万人）近くまで縮小した。自動車産業におけるストライキの影響で、就業者数が一時的に押し下げられたと見られるが、これを差し引いても雇用鈍化が緩やかに継続していると評価される。また、家計調査に基づく失業率は3.9%（9月3.8%）と歴史的な低率が続くも、やや上昇。民間部門の平均時給は前月比+0.2%（9月同+0.3%）と、上昇ペースは比較的緩やかだった。サービス業の一部業種では未だ人手不足が続いているものの、労働市場全体で見れば需給のひっ迫感解消に向けた兆しが見られた格好。急激な労働市場の軟化は景気悪化のシグナルとなることもあり、今後は雇用鈍化のペースが焦点の一つに。
- 求人・採用・離職件数：9月最終営業日の非農業部門求人件数は955万件（前月差+6万件）と小幅に増加した。また、採用件数は587万件（同+2万件）と微増、離職件数は553万件（同▲16万件）と減少した。離職の内訳では「解雇」が歴史的に見て低位に止まっており、明らかな景気減速の兆候は未だ確認されない。現時点では労働市場全体の再加熱を示す兆候は見られないものの、サービス業の一部業種では人手不足から求人件数が高止まるなど、セクターにより労働需給のひっ迫感が残存していた模様。
- 雇用コスト：7～9月期の民間部門雇用コスト指数は前期比+1.0%（4-6月期同+1.0%）と上昇率は横ばいで推移した。均してみれば昨年から緩やかな減速基調が続くものの、前述の通り労働需給のひっ迫感が残存する中でコロナ禍以前の平均値（2015~19年平均：同+0.6%）をなおも上回った格好に。企業の直面する雇用コストは多くの業種で落ち着きつつあるものの、教育・医療など一部業種においては人手不足を背景とした賃金上昇圧力が根強い。
- 消費者信頼感：10月の消費者信頼感指数は102.6（9月104.3）と3カ月連続で低下した。足元の景況感を示す現況指数、今後6カ月の景況感を示す期待指数が共に悪化した。公表文によると食料品やガソリンを中心とする価格上昇、金利上昇など、経済情勢の変化が消費者マインドを下押しする状況が続いた模様。

▽雇用情勢



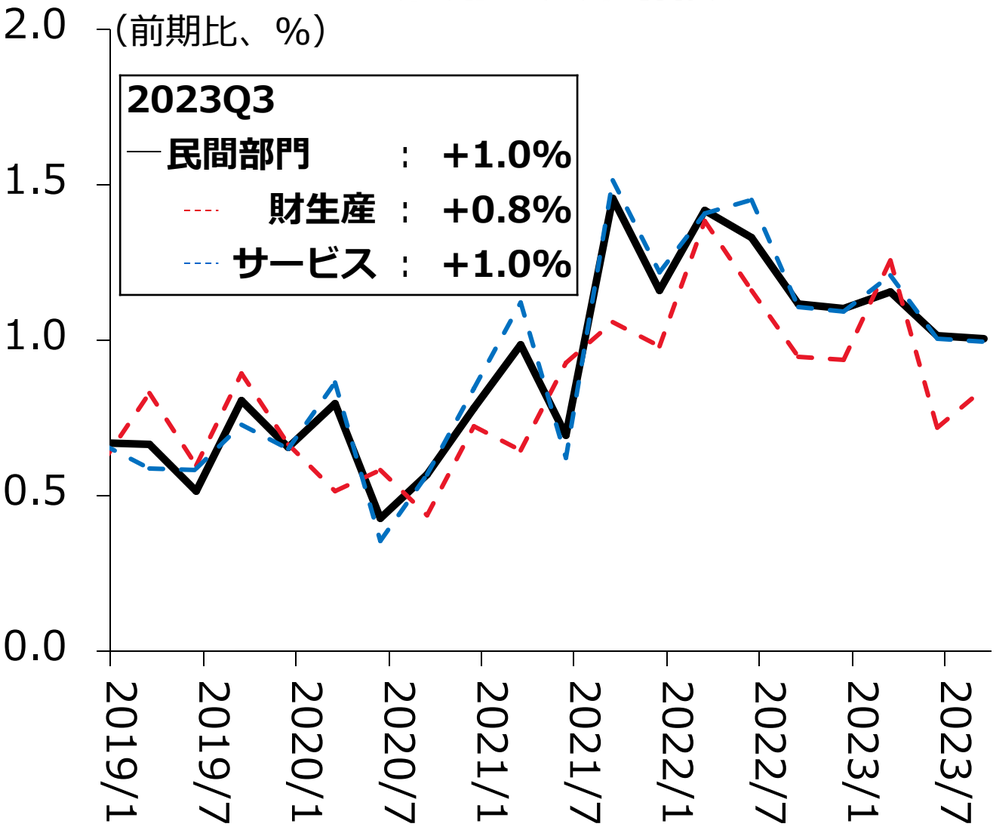
（注） 非農業部門雇用者数は企業側に行う事業所調査、失業率は個人に行う家計調査に基づく数値。 自営業、副業の扱いなどが異なる
（出所） US Bureau of Labor Statistics

▽求人・採用・離職件数



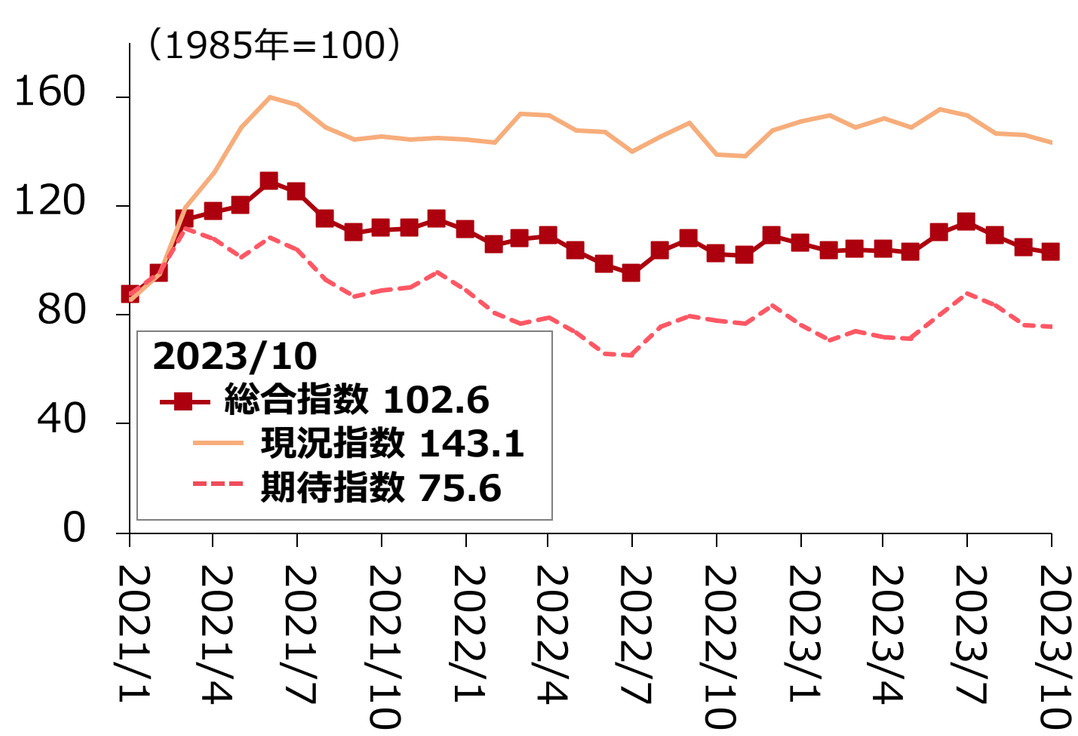
（出所） US Bureau of Labor Statistics

▽雇用コスト指数



（出所） US Department of Labor

▽消費者信頼感



（注）期待指数は6カ月先の景況見通しを示す。
回答期限：10月24日
（出所） Conference Board

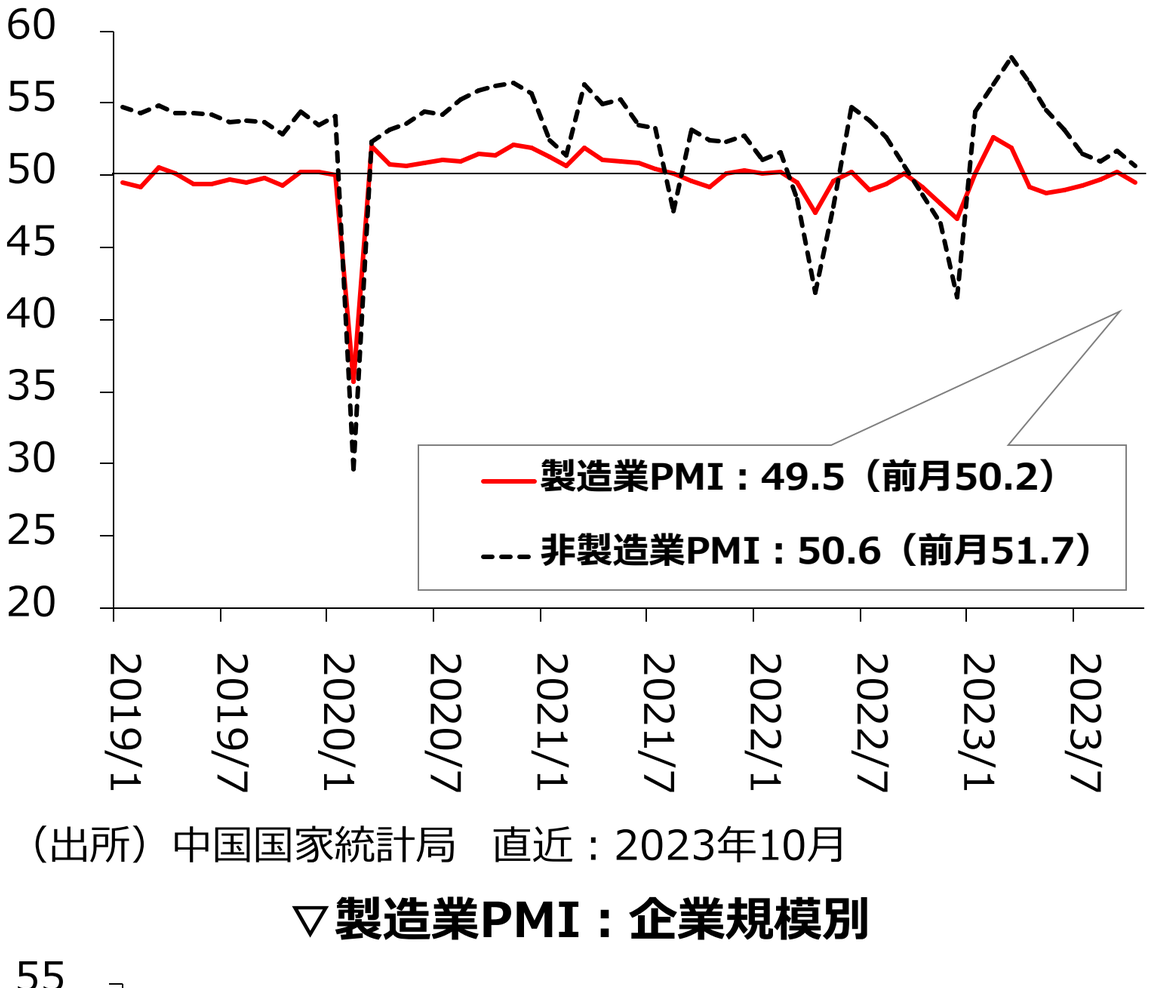
③中国企業景況感（10月の中国国家統計局購買担当者景気指数：PMI）

- 非製造業PMI：10月は50.6（9月51.7）と、6カ月ぶりに上昇した前月から再び低下した。

  サービス業：50.1（9月50.9）と好不況の目安とされる50付近へと低下。金融業や、不動産関連サービスの悪化が大きな重しに。一方、鉄道輸送、航空輸送、宿泊、飲食、郵便、通信・放送では改善が見られ、大型連休中の旺盛な旅行消費などが一定程度下支えした。

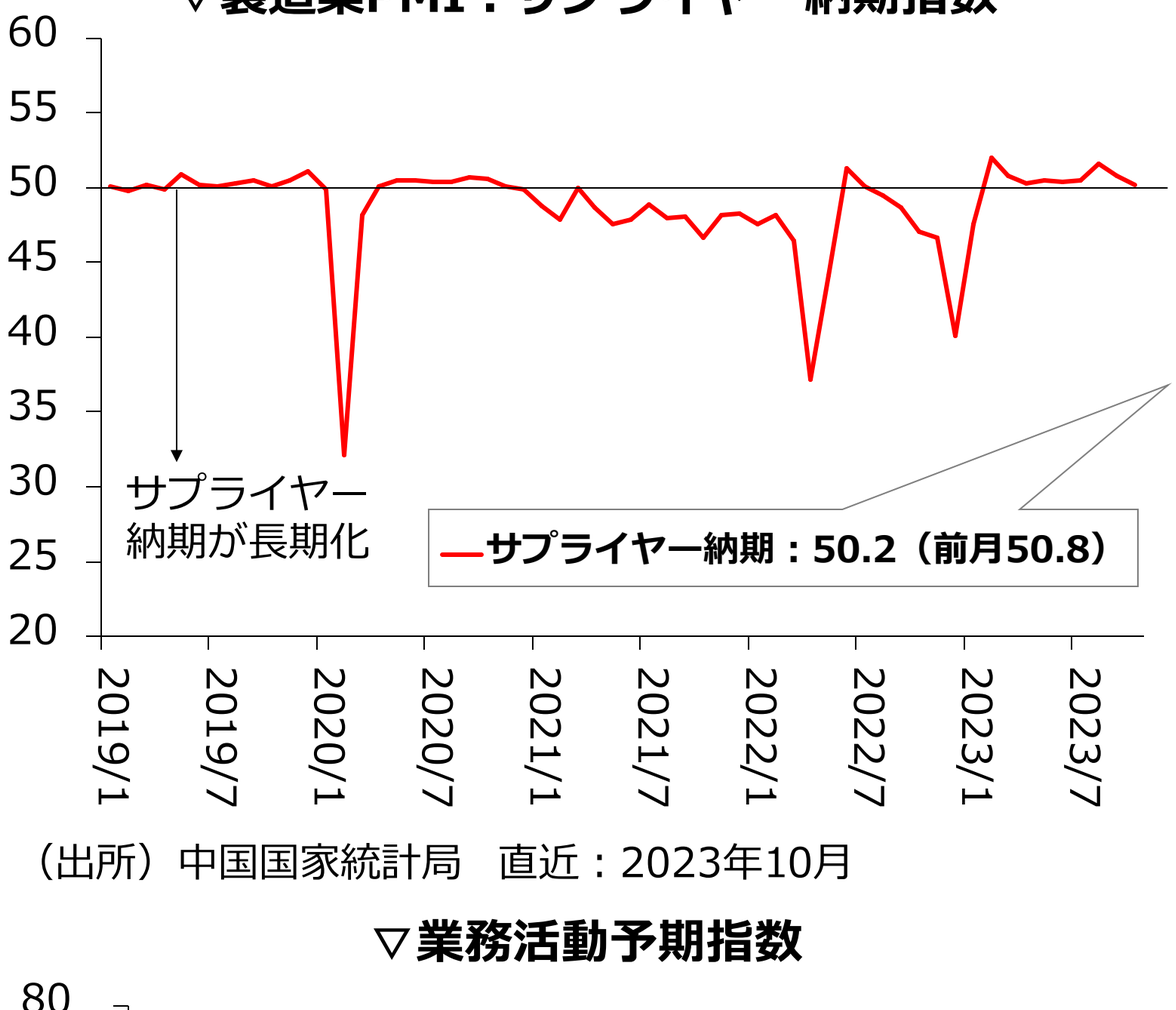
  建設業：53.5（9月56.2）と低下が目立つ。住宅市場の低迷が依然大きな足かせ。政府は8月下旬以降、住宅ローン要件の緩和など支援策を強化しているが、いまだ顕著な効果は確認されていない状況。
- 製造業PMI：10月は49.5（9月50.2）と再び50割れとなった。指数を構成する5つの要素（生産、新規受注、原材料在庫、雇用、サプライヤー納期）のうち、サプライヤー納期以外全てが下押し要因となり、特に生産および新規受注の低下が顕著。当局の調査によれば、繊維や化学品、鉄鋼などの素材製造業を中心に、需要不足を訴える企業が全体の6割を占めている。規模別では、大規模企業がかろうじて50超えを維持したが、中・小規模企業はさらに悪化した。
- 業務活動予期指数（今後3カ月の見通し）：製造業および建設業は足踏み状態が続く一方、サービス業は低下が目立った。行動制限解除を受けた旅行などサービスのペントアップ需要が年末にかけ一巡する可能性が高まっているとの予想が背景にある。政府は10月24日、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、今後インフラ整備などに投下する見込み。建設業や建材製造などインフラの周辺産業で景況感に好転が見られるか注目。

▽購買担当者景気指数（PMI）



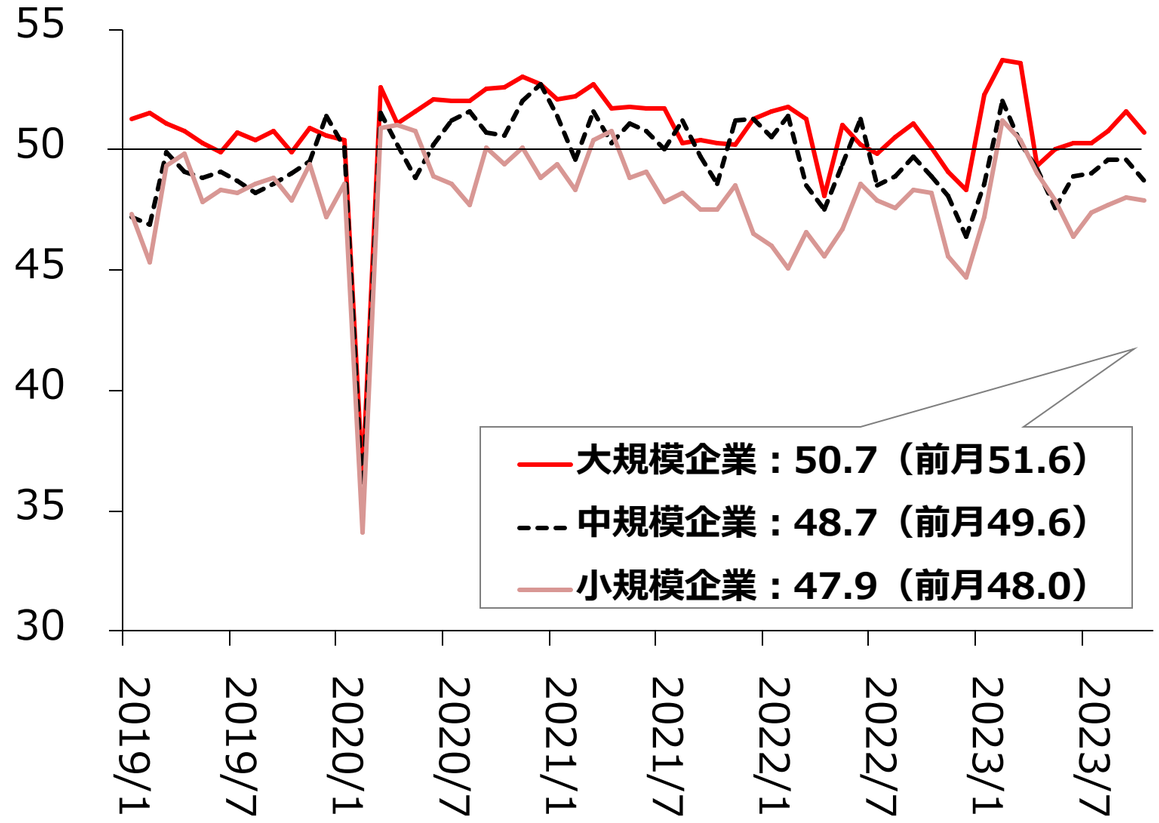
（出所）中国国家統計局　直近：2023年10月

▽製造業PMI：サプライヤー納期指数



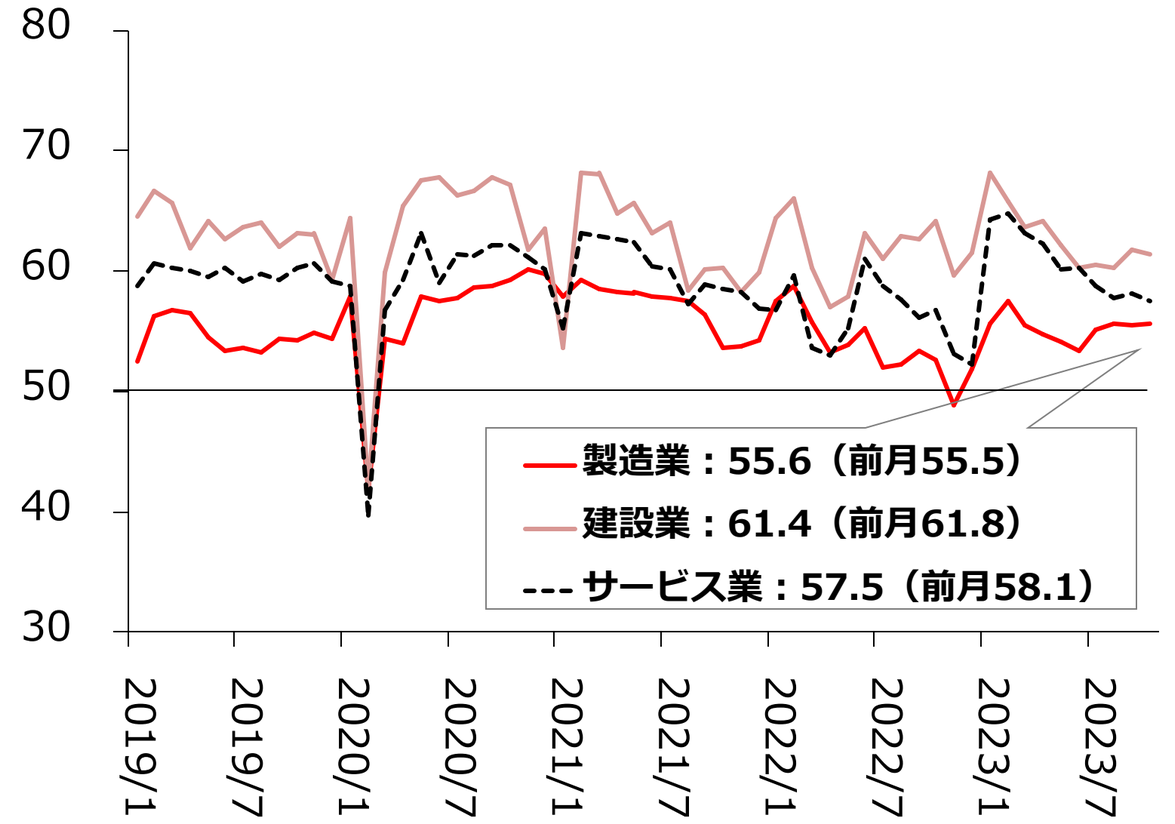
（出所）中国国家統計局　直近：2023年10月

▽製造業PMI：企業規模別



（出所）中国国家統計局　直近：2023年10月

▽業務活動予期指数



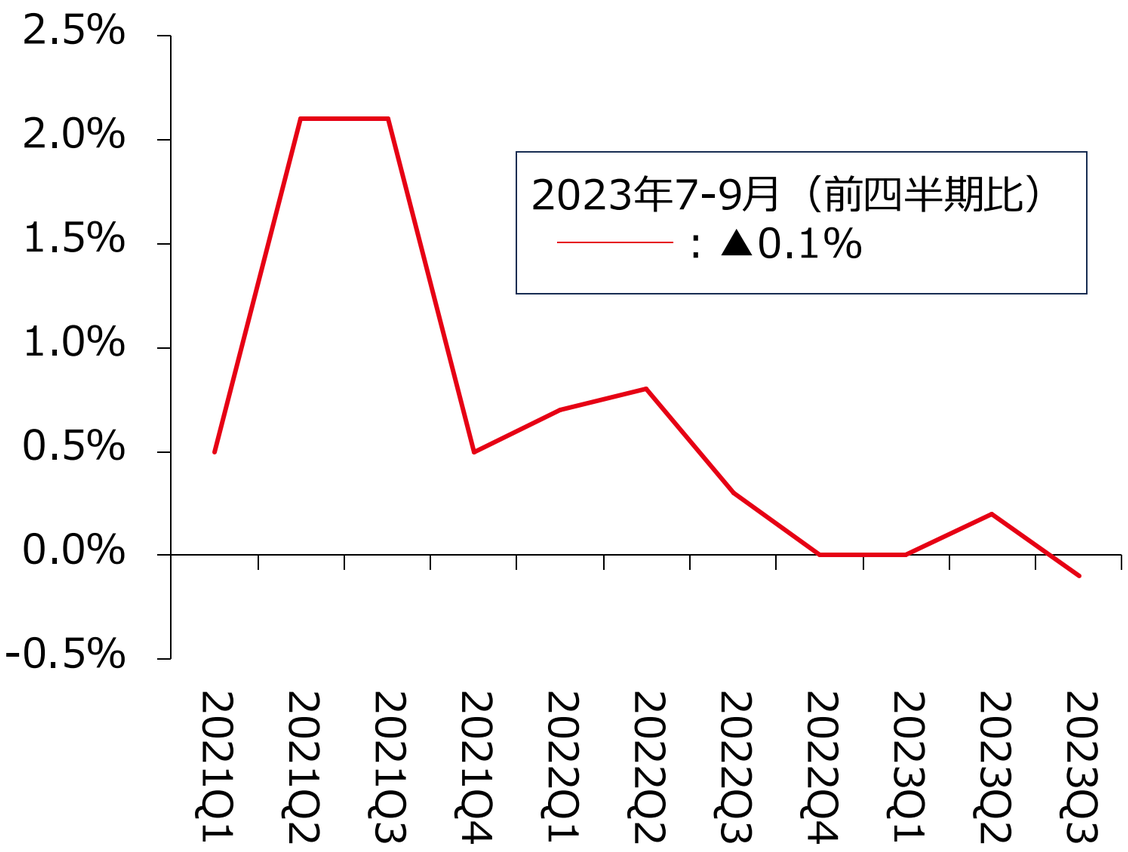
（出所）中国国家統計局　直近：2023年10月

（注）国家統計局PMI：製造業3,200社、非製造業4,300社の購買担当者を対象に所在企業の景況感を毎月調査。本月の現況と今後3カ月の見通しを前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答。提出は22日～25日。〔改善割合＋横ばい割合×1/2〕に季節調整をかけたものを、月末に公表。
製造業PMI＝新規受注×30%＋生産×25%＋雇用×20%＋（100－サプライヤー配送時間※）×15%＋主要原材料在庫×10%。
参考指数として、新規輸出受注、輸入、購買量、原材料購買価格、出荷価格、完成品在庫、手持ち受注残、業務活動予期の8指数を公表。
※インバージョン指数。同時間の長期化→同指数の低下→製造業PMIは上昇。配送時間の短縮化→同指数の上昇→製造業PMIは低下。
非製造業PMI：〔主要指数〕①商務活動、②新規受注、③投入資材価格、④販売価格、⑤雇用、⑥業務活動予期。〔参考指数〕⑦新規輸出受注、⑧手持ち受注残、⑨在庫、⑩サプライヤー配送時間。製造業PMIのような算出された指数がないため、非製造業PMI＝①商務活動とみなされる。

④欧州経済（ユーロ圏・GDP、独・GDP、独・小売売上高、仏・GDP）

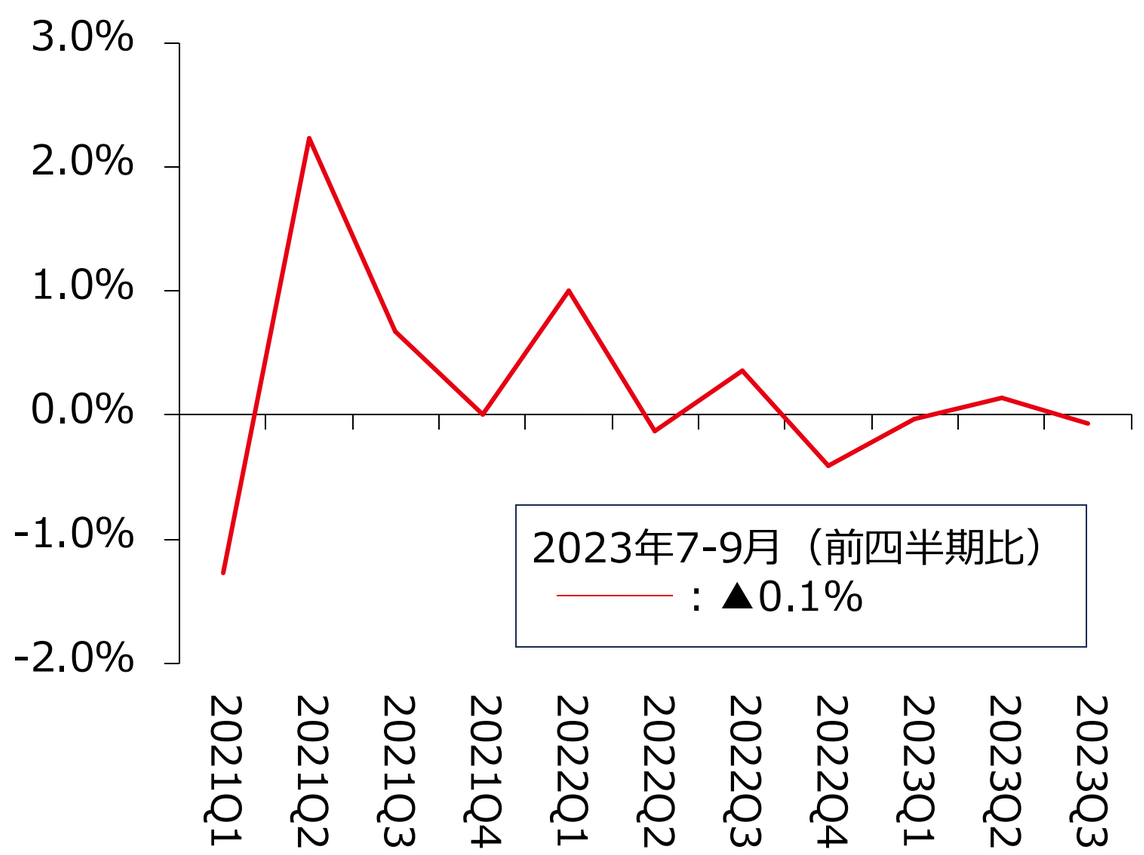
- **ユーロ圏・GDP**：**ユーロ圏**の7～9月期実質GDP成長率が前期比▲0.1%（前期同+0.2%）とマイナス成長に。国別では、スペインが前期比＋0.3%（前期同+0.4%）、フランスが同＋0.1%（前期同+0.6%）と上昇した一方で、ドイツが同▲0.1%（前期同+0.1%）、アイルランドが同▲1.8%（前期同+0.5%）と低下した。同圏経済を押し上げてきた南欧諸国で減速感が見られ、経済規模の比較的小さい複数の国々もマイナス成長に。同圏の経済回復の兆しが見当たらない状況が続いている。
- **独・GDP**：**ドイツ**の7～9月期実質GDP成長率は前期比▲0.1%（前期同+0.1%）と2四半期ぶりのマイナス成長に。同国連邦統計局は、個人消費が低調に推移した一方で、機械などの総固定資本形成（≒設備投資）がプラス寄与したとした。同国の消費者物価指数（CPI）上昇率が依然として比較的高水準で推移したことが個人消費を抑制したと見られる。他方で、欧州中央銀行の銀行貸出調査（BLS）は同国の企業資金需要が弱いという、同期の投資増とは必ずしも相容れない可能性を示した点には留意が必要。
- **独・小売売上高**：**ドイツ**の9月小売売上高（実質）が前月比▲0.8%（8月同▲1.1%）と4カ月連続で低下した。家庭向けの電気やガス価格などは前月比でマイナスだったが、同国の消費者物価指数（CPI）上昇率は依然として前月比でプラス傾向が継続したことなどが低下要因と見られる。市場予想に反し、今月も同指標が回復する兆しが見られなかった。なお、店舗形態別では、食料品が前月比+2.2%と上昇したが、非食料品が同▲3.7%、インターネット販売等が同▲3.7%と低下した。
- **仏・GDP**：**フランス**の7～9月期実質GDP成長率は前期比+0.1%（前期同+0.6%）とプラス幅が縮小したが、3四半期連続でのプラス成長に。主要項目別では、在庫変動が▲0.34%pts（前期+0.49%pts）とマイナス寄与した一方で、個人消費が+0.48%pts（前期+0.05%pts）、総固定資本形成が+0.24%pts（前期+0.12%pts）とプラス寄与。内需の主要項目の内容は悪くないことなどから、同国経済を過度に悲観視する必要はないと見られる。

▽ユーロ圏・GDP



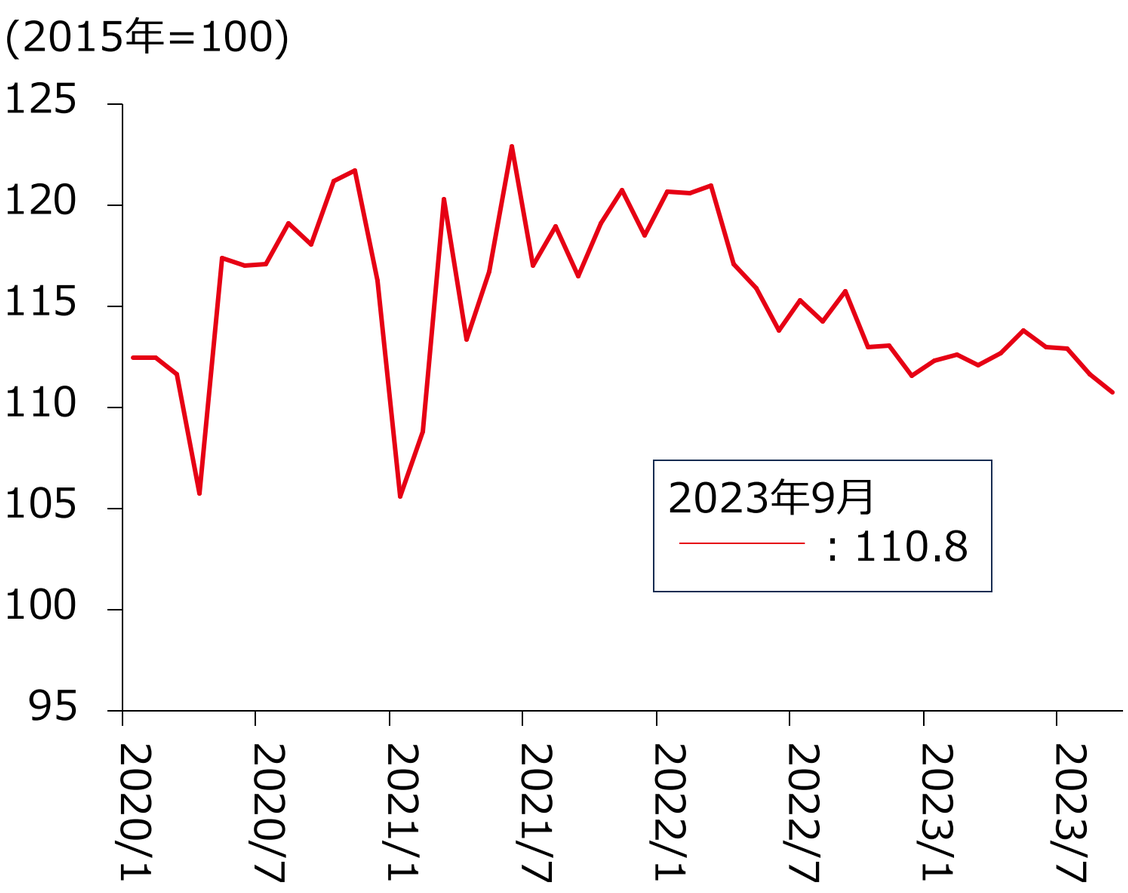
（出所）欧州連合統計局

▽独・GDP



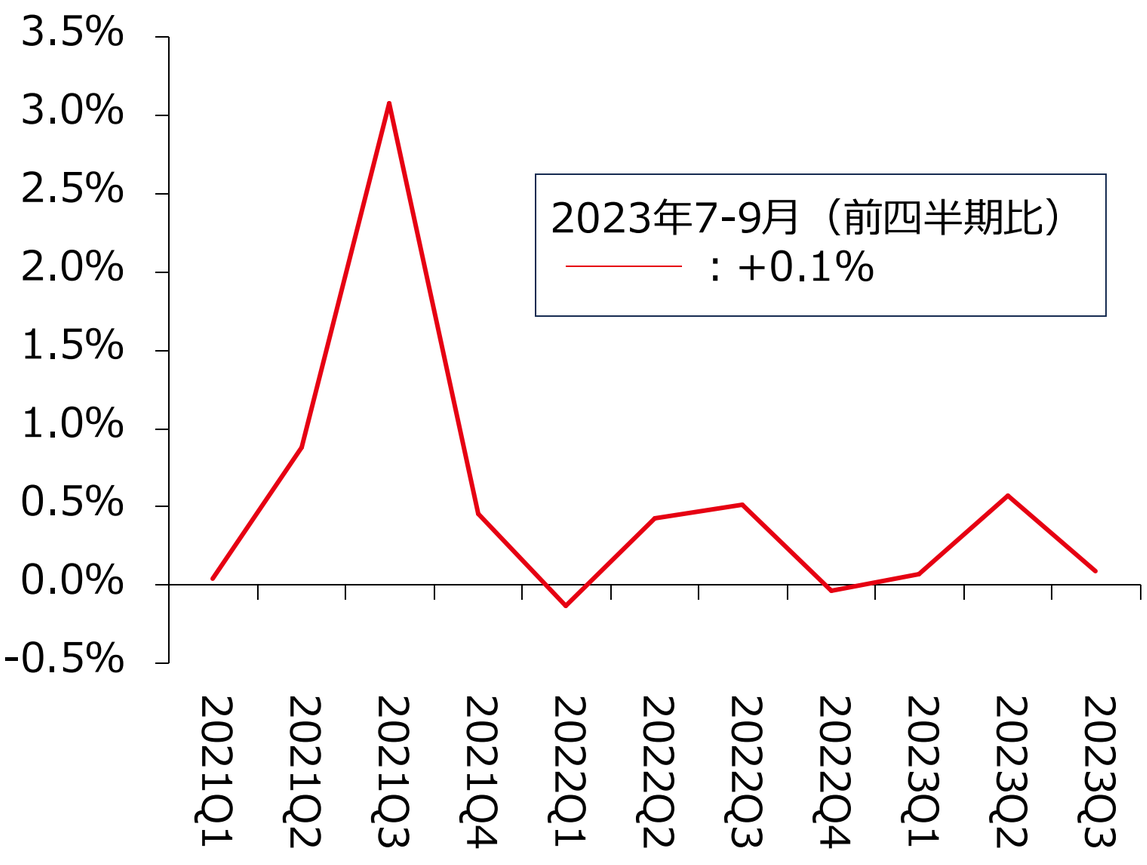
（出所）ドイツ連邦統計局

▽独・小売売上高



（出所）ドイツ連邦統計局

▽仏・GDP

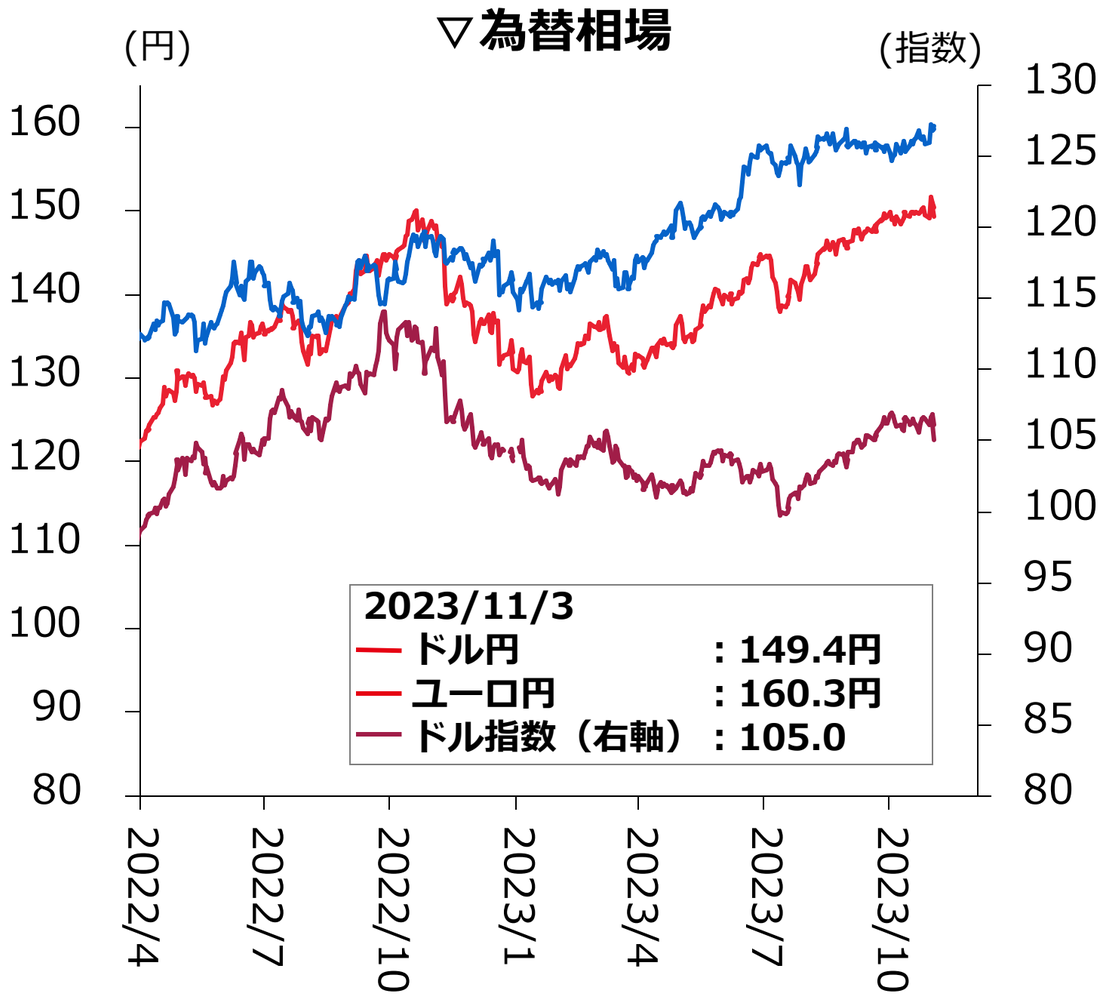


（出所）フランス国立統計経済研究所

2. 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

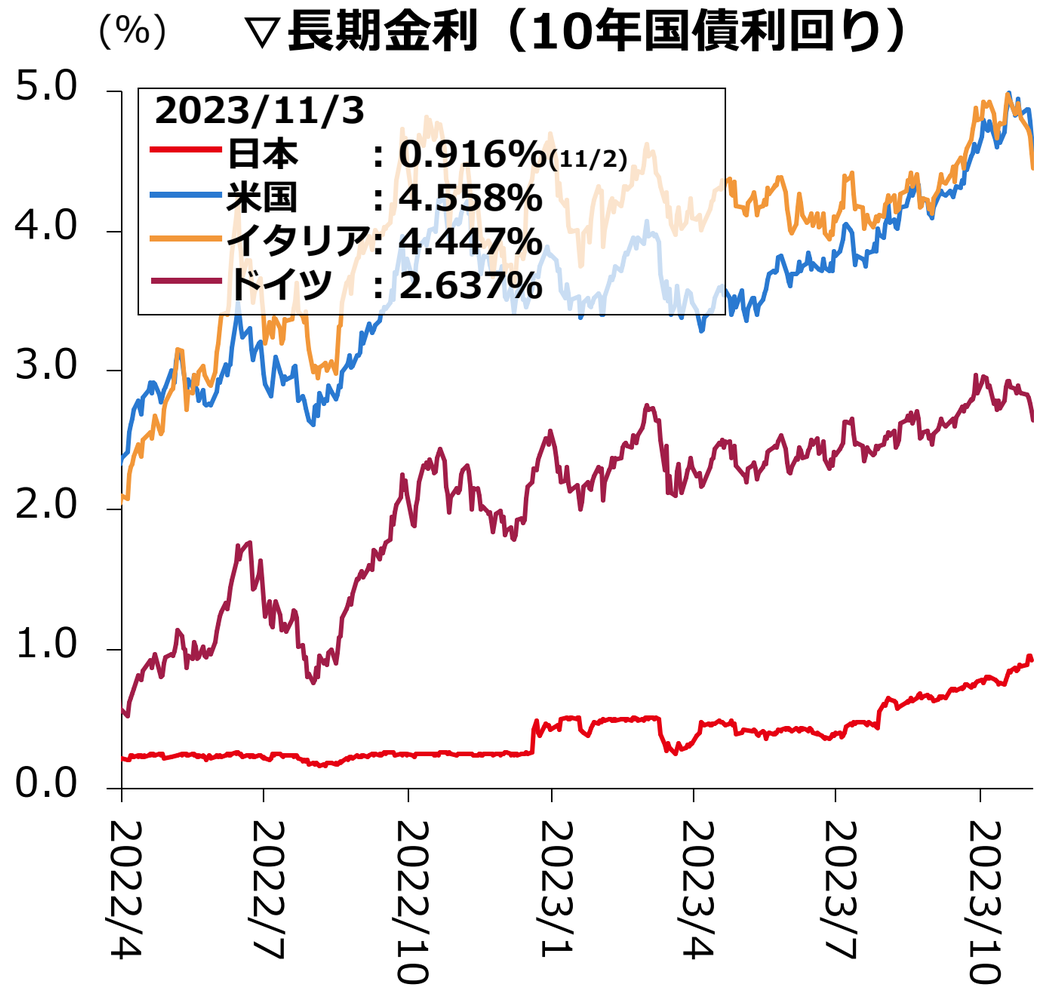
- 為替：為替市場では全般的にドルが下落。週初の日銀による政策修正（P6参照）が正常化（金融緩和解除）に向けてあまり踏み込んだものではないとの評価から、ドル円は150円台に定着しそうな素振りも見せていたが、金曜日の米雇用統計をきっかけにドルが全般的に下落、ドル円は週を通じてほぼ行って来いとなった。ドルはユーロなど他の主要通貨に対して下げ幅を広げ、その結果他通貨に対する円の下げ幅は大きくなり、ユーロ円は160円台前半で週の取引を終えた。
- 金利：欧米の長期金利は前週までの流れを引き継ぎ低下含みだったが、金曜日発表の米雇用統計を契機に一段低下。日本の10年国債利回りは日銀による1%以上への事実上の上昇容認（P6参照）を受け連休前に0.95%を上回ったものの、週明けの東京市場では海外金利に連れ0.8%台後半に低下している。米国では非農業部門雇用者数の増加幅が顕著に縮小、労働需給のひっ迫感がようやく和らいだと解釈され、来年半ばの利下げを再度織り込む動きに。金利は全期間にわたり低下、10年国債利回りは4.5%付近へ。ただし、雇用統計は金融政策の方向性を根本的に見直させるほどの内容とは言えず、市場は過剰反応している可能性も。ユーロ圏金利は特段の材料がない中でも、米金利に影響される形で低下した。
- 株式：主要国の株価は反発。米雇用統計発表後の金利低下で買い安心感が強まり、米株の上昇が他市場に波及した格好。ただ米企業業績には悲観的な見方も根強い。米著名投資家バフェット氏が運営するバークシャーハザウェイは7-9月期に株式を大幅に売り越し、キャッシュ比率を高めたとの報道も。
- 企業信用：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は2日時点で小幅に縮小。市場金利の落ち着きが背景にあり、当面は株価の持ち直し等も相まって、信用コストの一段の縮小に作用する可能性も。ただし市場が雇用統計の含意を過大に見積もっている可能性はあり、一方的な縮小も期待薄か。

▽為替相場



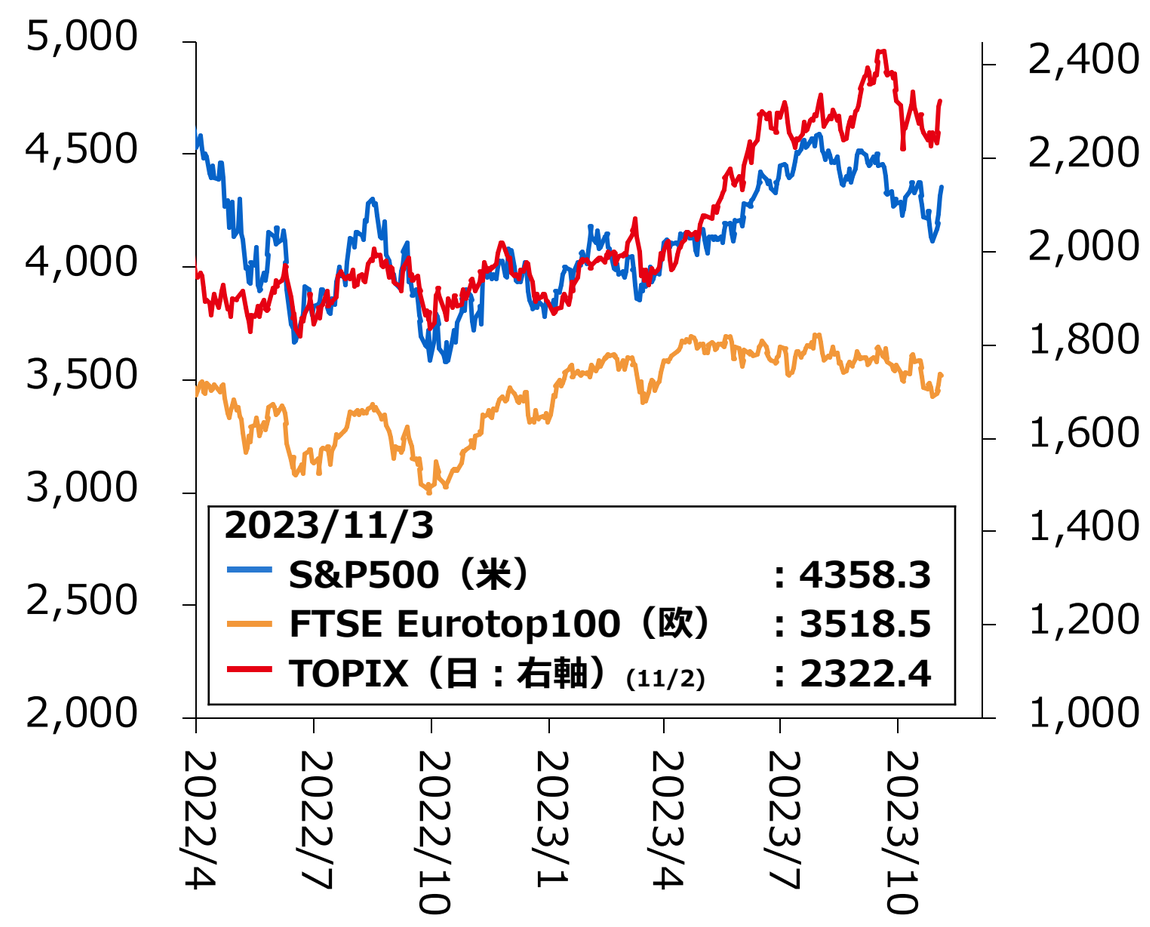
（出所）Refinitiv

▽長期金利（10年国債利回り）



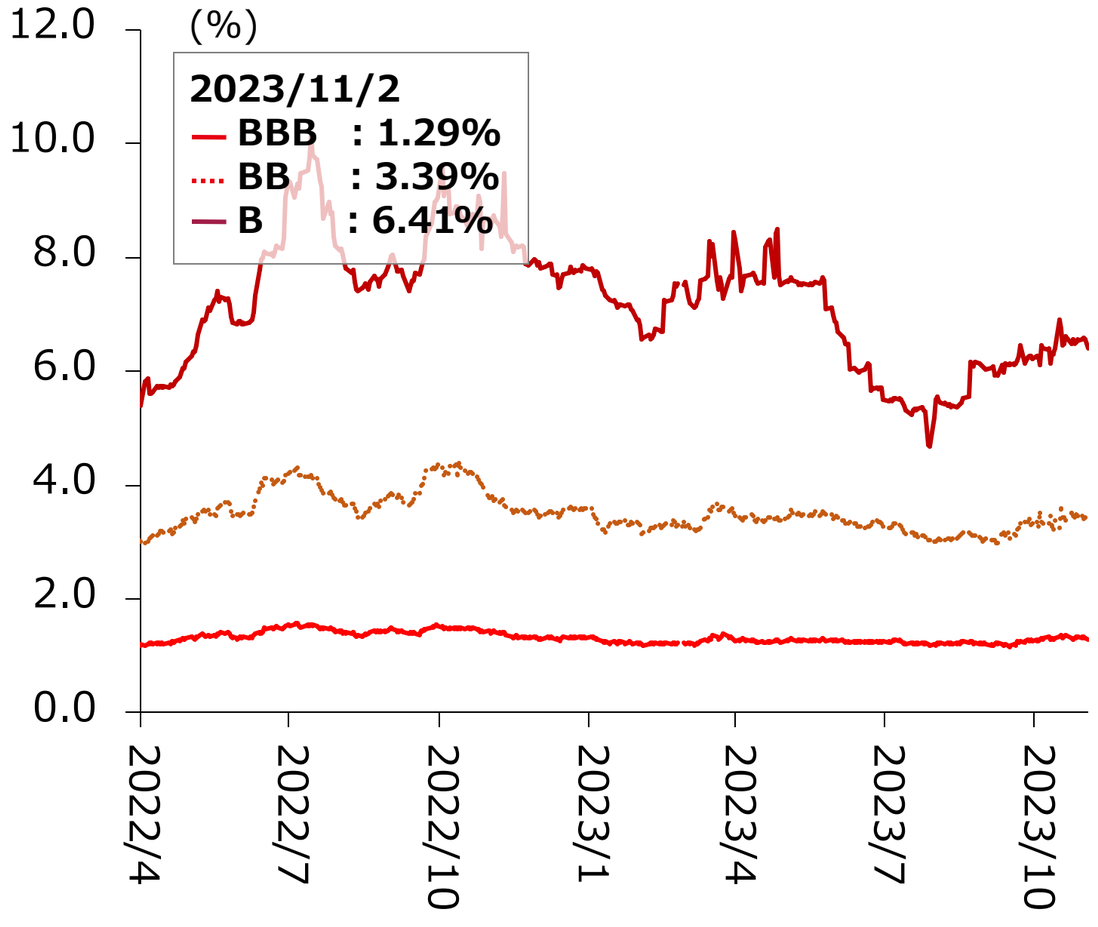
（出所）Refinitiv

▽株価指数



（出所）Refinitiv

▽信用コスト（CDS*スプレッド10年：対AAA）



（出所）Refinitiv *Credit Default Swap

3.日銀の金融政策と展望レポートについて

- **金融政策の運営方針：**日銀は10月30～31日に開いた金融政策決定会合で、従来の金融緩和策の大枠を維持しつつも、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用を再び柔軟化することを賛成多数で決定した。具体的には、これまで10年物国債利回りの事実上の上限であった1%を「目途」とし、1%を超えての一定の上昇を容認する形とした。今回の再修正の背景には、海外金利の想定以上の上昇を受けた国内金利の上昇圧力などがあり、再び副作用が顕在化する前段階の予防的な措置との位置づけ。
- **物価見通し：**日銀は同日に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で、23～25年度の物価見通しをそれぞれ上方修正した。特に24年度の消費者物価上昇率は中央値で前年度比＋2.8%と、前回7月時点（同＋1.9%）からほぼ1%近く引き上げた。植田総裁は会見で、物価見通しの上方修正については、既往の輸入物価の上昇に起因する価格転嫁の動きが想定より長引いていることや、足元の原油価格の上昇や円安を反映したものと説明。持続的・安定的な物価目標の実現については、進展はみられるものの不確実性が高く十分な確度を持って判断できる状態ではないとし、賃金と物価の好循環の必要性を説いた。
- **市場の反応：**会合後に長期金利は一段と上昇した一方、ドル円相場は一時151円台後半まで円安が進行。今回の政策修正が市場の事前観測ほど踏み込んだ措置ではなかったとみられるほか、31日に財務省が9月28日～10月27日の為替介入実績はゼロと公表したことも、介入警戒感を薄めた模様。一段の円安進行は輸入物価上昇を通じてインフレの高止まり要因となる可能性。また、長期金利の上昇を背景に、大手銀行は固定型の住宅ローン金利の引き上げを続けているほか、足元では定期預金金利を引き上げる動きも。
- **今後の見通し：**今後も海外金利の動向次第では、国内金利にさらなる上昇圧力がかかる可能性があるため、日銀がどの程度の水準で金利抑制を試みるかに注目が集まる。YCCの撤廃やマイナス金利の解除などの次なる政策修正への関心が高まる中、来年の賃上げ動向だけでなく足元の賃金上昇が物価へ波及するかどうかも見極めのポイントとなるほか、国債市場への影響や過度な円安などの副作用にも目を配る必要がある。

▽金融政策の運営方針（概要）

	10月会合
長短金利操作（YCC）	• 短期金利：▲0.1% • 長期金利：ゼロ%程度 • YCCの運用：長期金利の上限を「目途」とし、大規模な国債買入と機動的なオペ運営を中心に金利操作を行う。
資産買入れ方針	• ETF：年間約12兆円を上限に買入れ • J-REIT：年間1,800億円を上限に買入れ • CP等：約2兆円の残高を維持 • 社債等：約3兆円の残高へと戻す
フォワードガイダンス	• 粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

（注）赤色の下線部は、前回からの変更点。

（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

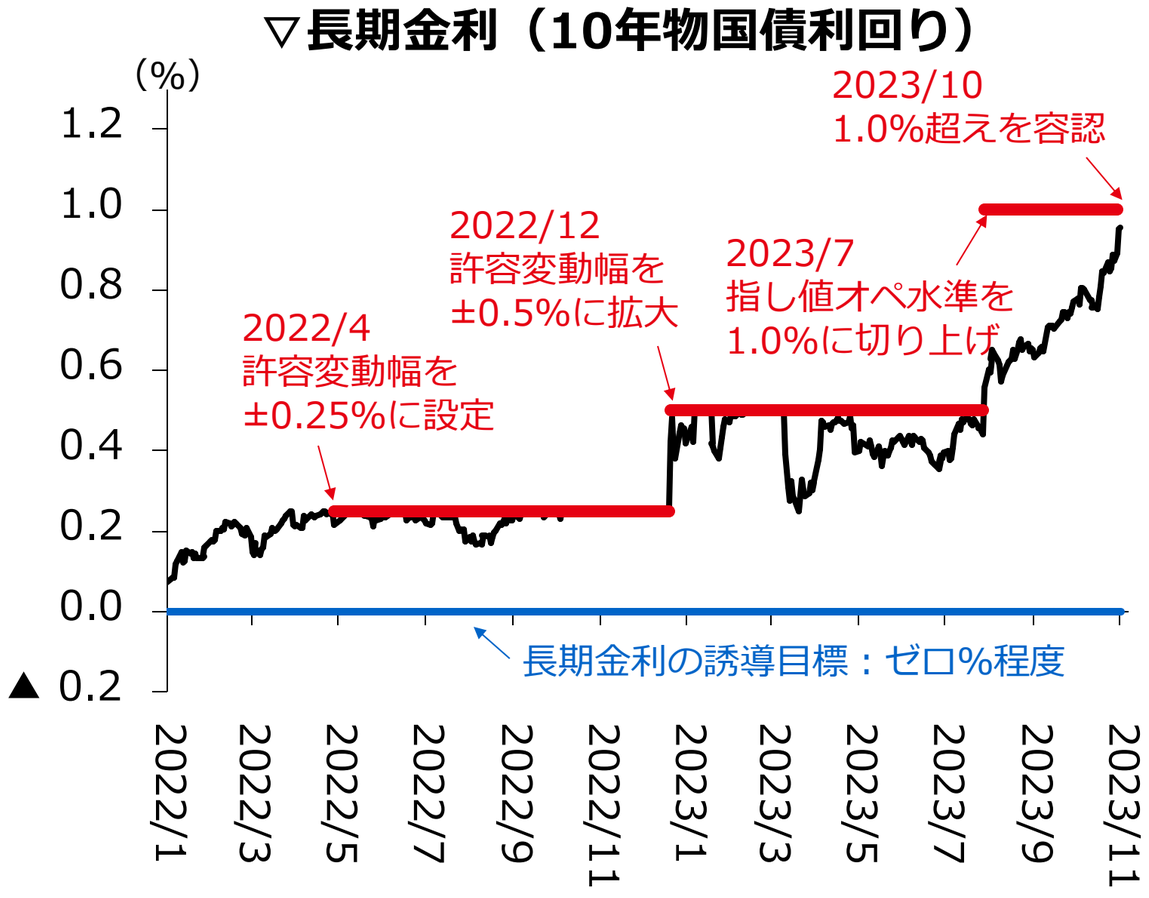
▽経済・物価情勢の展望（展望レポート）

	実質GDP	消費者物価指数
2023年度	2.0%（1.3%） ↑	2.8%（2.5%） ↑
2024年度	1.0%（1.2%） ↓	2.8%（1.9%） ↑
2025年度	1.0%（1.0%） →	1.7%（1.6%） ↑

（注）政策委員見通しの中央値（前年度比）。括弧内は7月時点。
消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合。

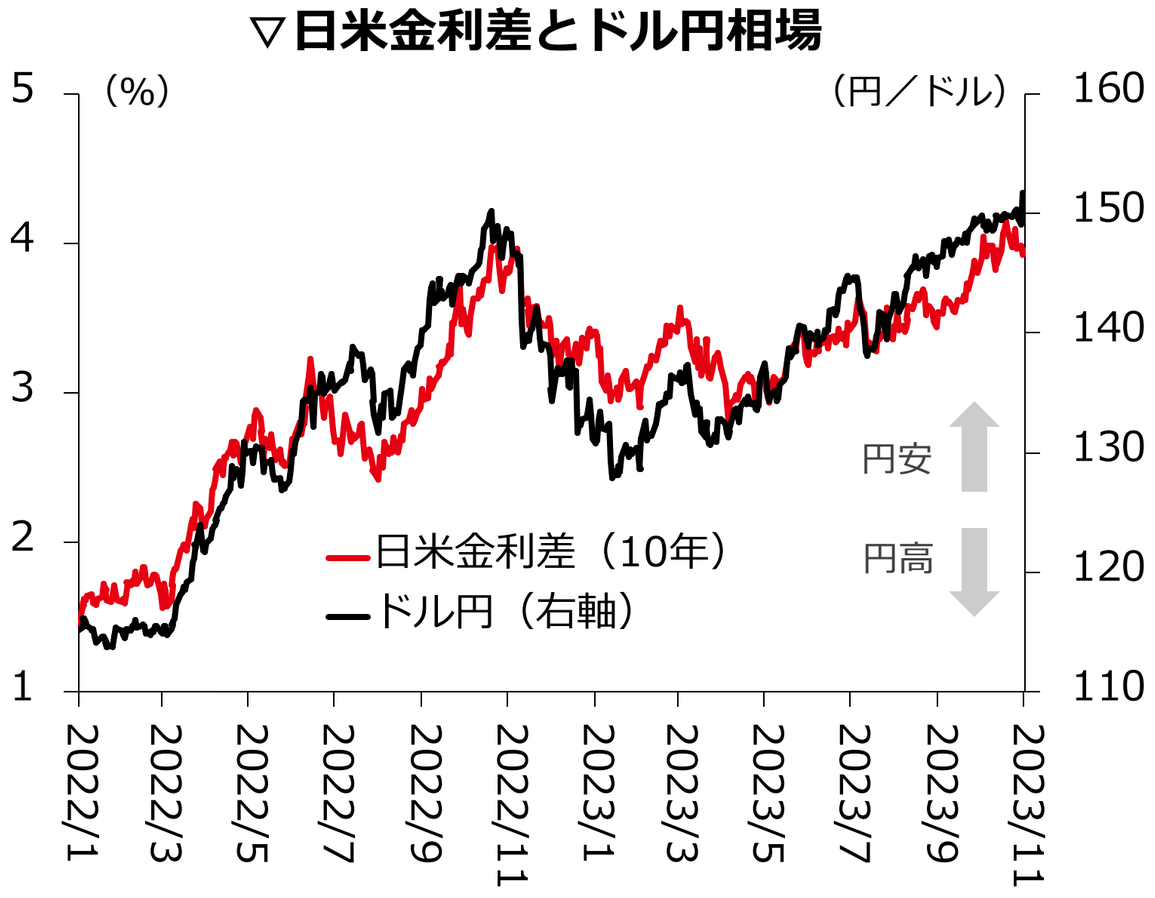
（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽長期金利（10年物国債利回り）



（出所）Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽日米金利差とドル円相場



（出所）Refinitiv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：日銀の金融政策と展望レポートについて）
　　経済調査チーム　シニア・エコノミスト　浦野愛理

（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。