

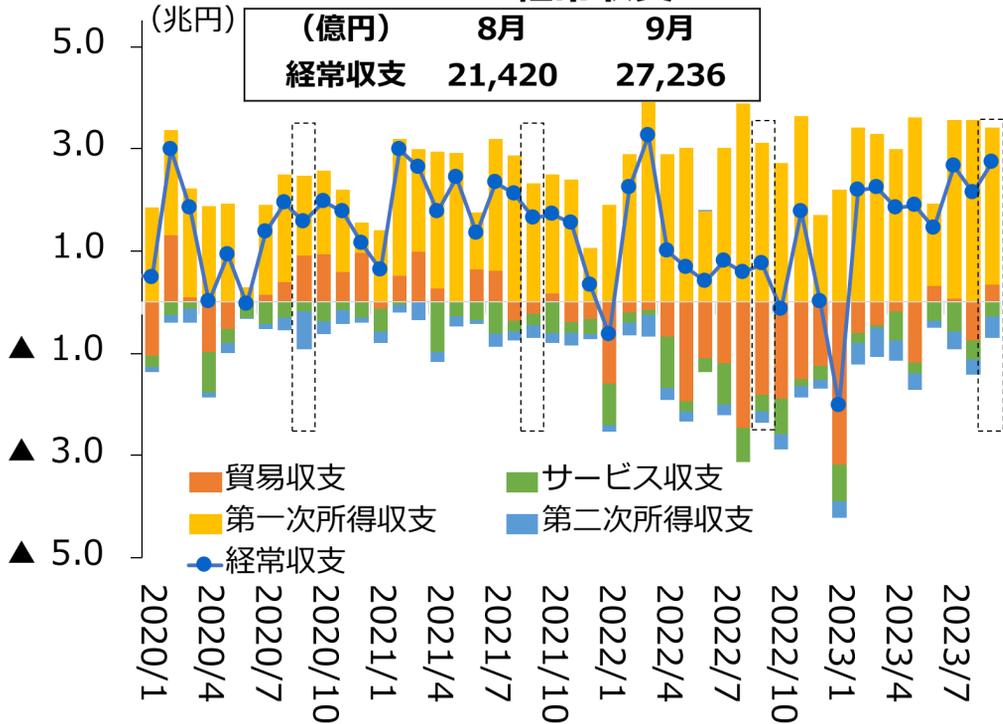
# 世界経済ウィークリー・アップデート

## 1. 実体経済

### ①日本経済（経常収支、景況感、毎月勤労、家計調査）

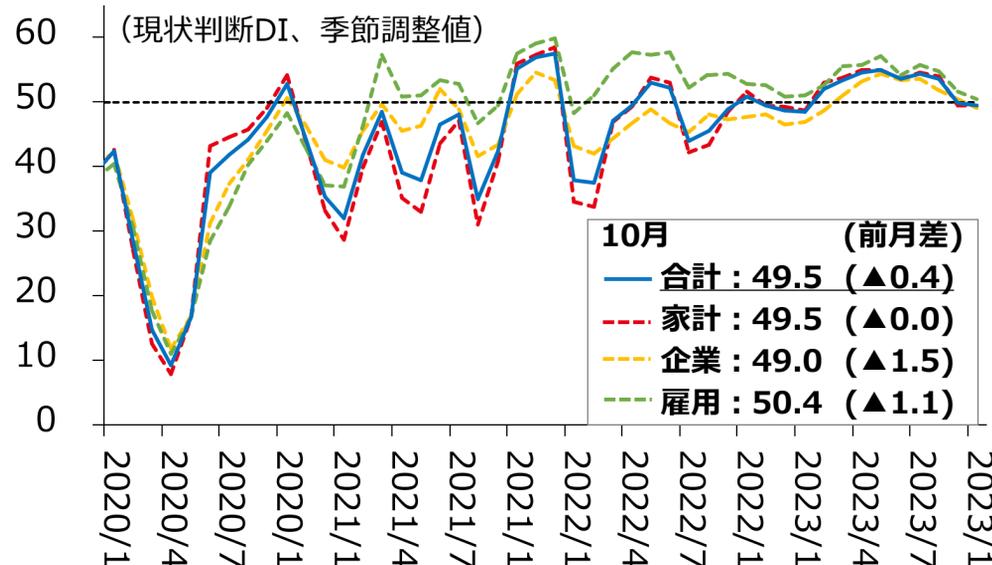
- **経常収支**：9月の経常収支は+2兆7,236億円と、黒字幅は前年の3倍。第一次所得収支（利子、配当等）は+3兆764億円と黒字幅がやや縮小したが、貿易収支が+3,412億円と黒字に転じたことが全体を押し上げた。旅行収支は+2,406億円とコロナ前を超え、9月としては比較可能な1996年以降で最大。
- **景況感**：10月の景気ウォッチャー調査では現状判断DIが49.5（前月差▲0.4）と、好不況の節目の50を下回り3カ月連続で低下。先行き判断DIも48.4（同▲1.1）と3カ月連続で低下。インバウンドや忘年会需要の戻りに期待する声がある一方、長引く原材料コスト高や値上げの影響を懸念する声も見られた。
- **毎月勤労統計**：9月の現金給与総額は前年比+1.2%と、所定内給与と所定外給与が増加した。物価変動の影響を除いた実質賃金は同▲2.4%と18カ月連続で前年割れ。一般労働者の所定内給与は同+2.0%と、春闘における高水準の賃上げ（主にベースアップ分2.12%）が徐々に反映されつつあるとみられる。
- **家計調査**：9月の実質消費支出は前年比▲2.8%（8月同▲2.5%）と7カ月連続で前年割れ。原材料コスト高に伴う価格転嫁が進展している食料が大きくマイナスに寄与。一方、感染症の影響緩和を背景に外食や旅行などのサービス支出は大幅な伸びが継続。先行きは物価高とそれに伴う実質賃金の低迷が重し。

▽経常収支



(出所) 財務省

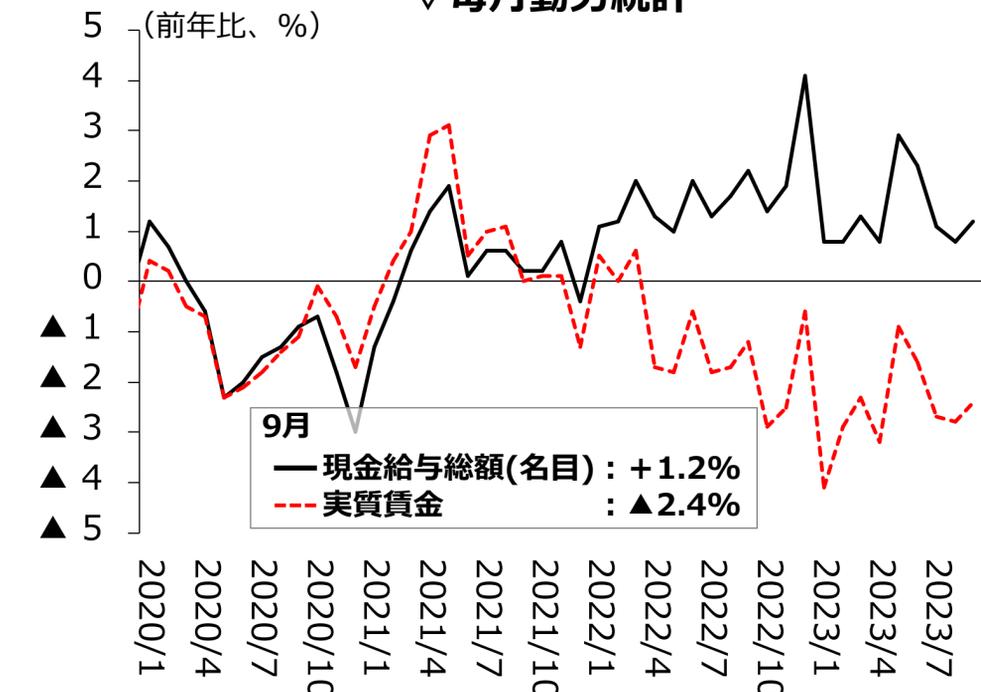
▽景況感（景気ウォッチャー調査）



(注) アンケートを元に景況感を指数化。50超は3カ月前と比べて景気が「改善した」という回答が「悪化した」という回答を上回った状態を示す。（調査期間：毎月25日～月末）

(出所) 内閣府

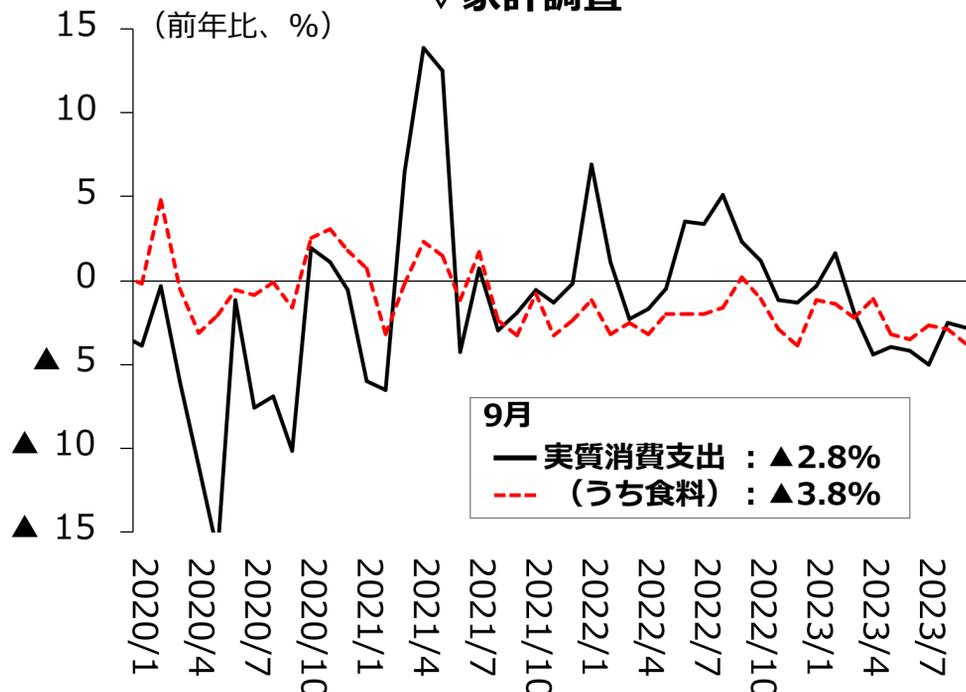
▽毎月勤労統計



(注) 実質賃金は名目賃金から物価変動の影響を引いた指数。

(出所) 厚生労働省

▽家計調査

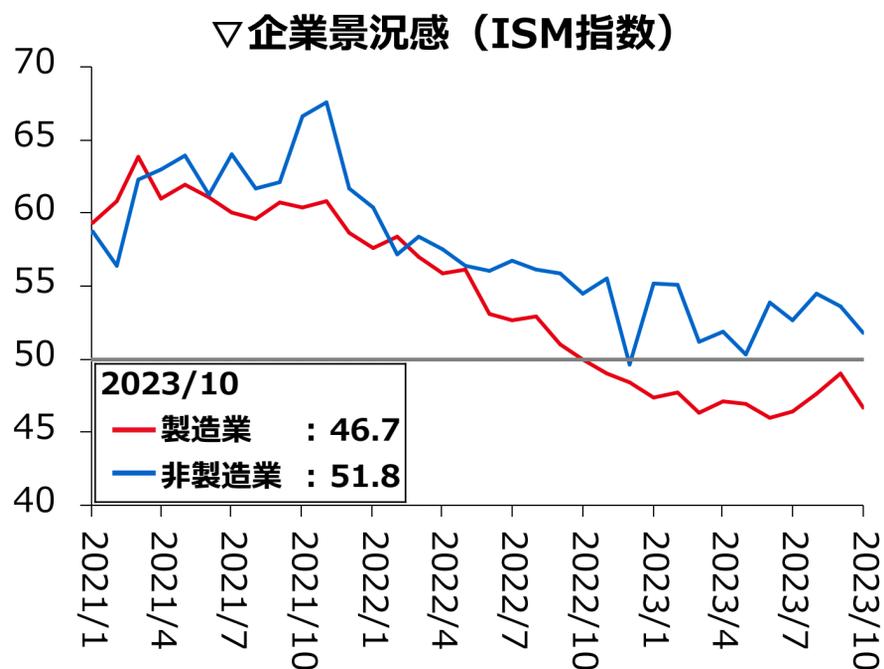


(注) 二人以上世帯。

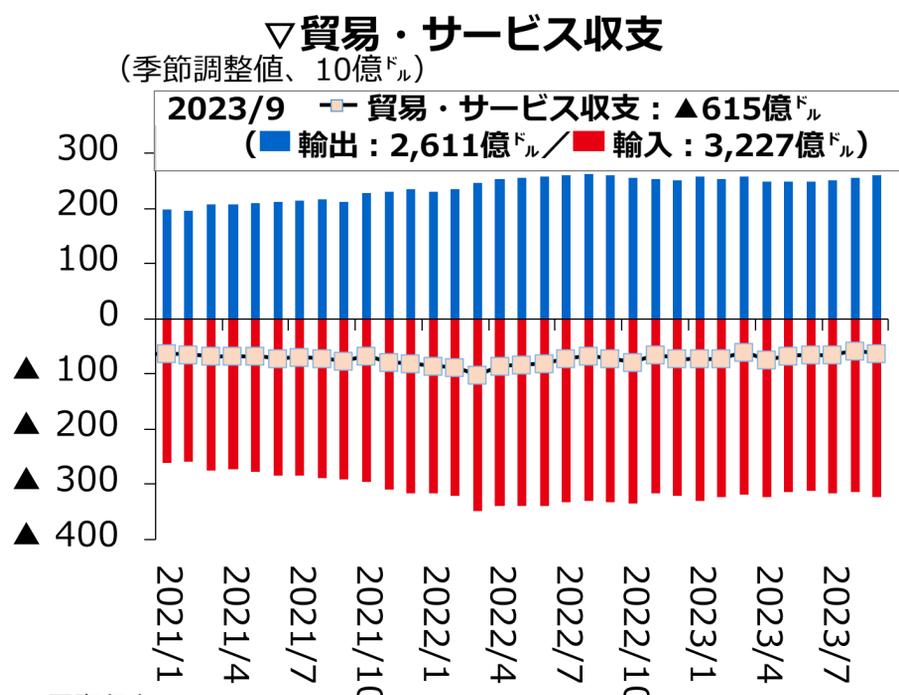
(出所) 総務省

②米国経済（企業景況感、貿易・サービス収支、銀行の貸出態度、消費者信頼感）

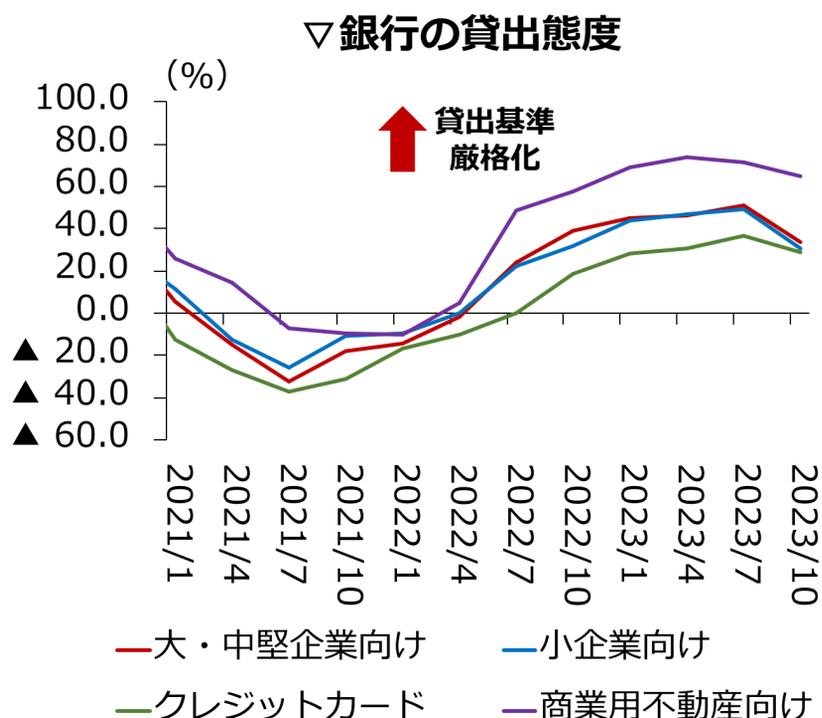
- 企業景況感**：10月のISM景況指数は製造業が46.7（9月49.0）と活動拡大／縮小の目安とされる50を下回った。新規受注の軟調が継続する中、企業が生産調整のため、レイオフによる人員削減の動きを強めていると報告された。一方、非製造業は51.8（9月53.6）と低下も50超で推移した。将来の景気動向や地政学リスクに関する懸念は強いが、足元においては事業活動の堅調ぶりが概ね持続している模様。また、雇用面でも製造業とは対照的に人材獲得競争が続いていることを示唆するコメントが見られた。
- 貿易・サービス収支**：9月の貿易・サービス収支（国際収支ベース）は赤字幅が615億ドルと縮小した。輸出は2,611億ドル（前月比+2.2%）と増加した。航空機や半導体などの輸出増もあって資本財が過去最高額を記録したほか、石油製品の輸出が底堅く推移。また、輸入も3,227億ドル（同+2.7%）と増加した。特に自動車・同部品等が過去最高額を記録するなど、好調を維持。国・地域別では、7-9月期の対中輸入額（財のみ、通関ベース）が1,052億ドル（4-6月期1,072億ドル）と、縮小傾向が続いた。
- 米銀行の貸出態度**：米連邦準備制度理事会（FRB）の上級融資担当者調査によると、7-9月期に融資基準を厳格化したと回答した銀行の割合は前四半期から減少したものの、一部では与信環境が引き締まる状況が継続した。特に中堅・中小行などで厳格化の動きが顕著に。主な理由として、経済見通しの悪化・不確実性の増大、リスク許容度の低下、既存貸出債権の担保価値低下などが挙げられた。一方、借入れ需要については、住宅ローン需要の減退が特に著しく、金利上昇の影響が反映された格好に。今後、中小企業や信用度の低い家計などを中心に、各種経済活動が一段と圧迫される可能性も。
- 消費者信頼感**：11月の消費者信頼感指数は60.4（10月63.8）と4カ月連続で低下した。足元の景況感を示す現況指数、将来の景況感を示す期待指数が共に悪化した。高金利による将来の景気に対する負の影響への懸念が高まりつつある中、住宅や自動車などの購入意欲が著しく下押しされている模様。



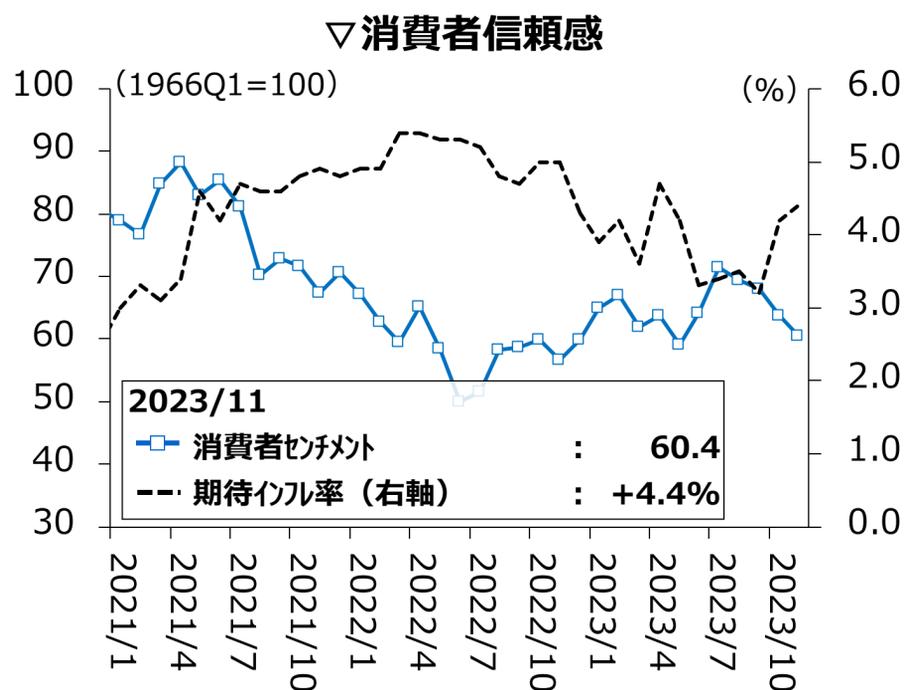
(注) 50が活動の拡大・縮小の分かれ目とされる。  
(出所) Institute for Supply Management



※国際収支ベース  
(出所) US Census Bureau



(注) 融資基準を厳格化した銀行の割合から緩和した銀行の割合を差し引いたネットベースで算出  
(出典) Federal Reserve

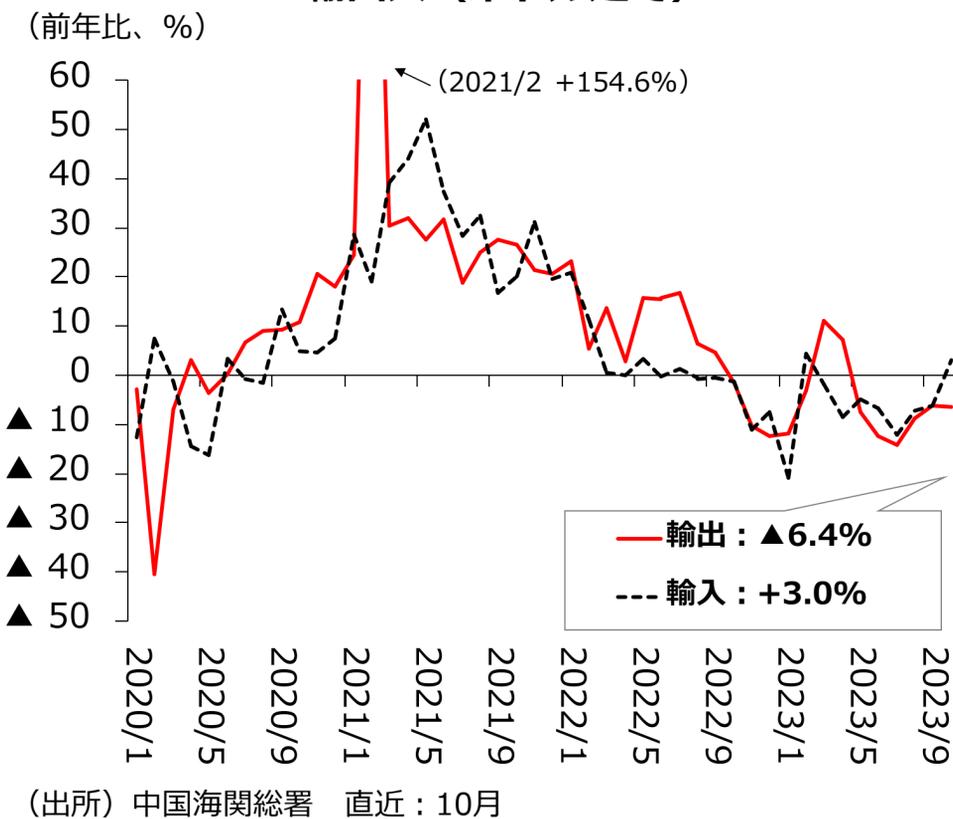


(注) 消費者信頼感：ミシガン大消費者信頼感指数（速報）  
期待インフレ率：ミシガン大1年先期待インフレ率（速報）  
(出所) University of Michigan

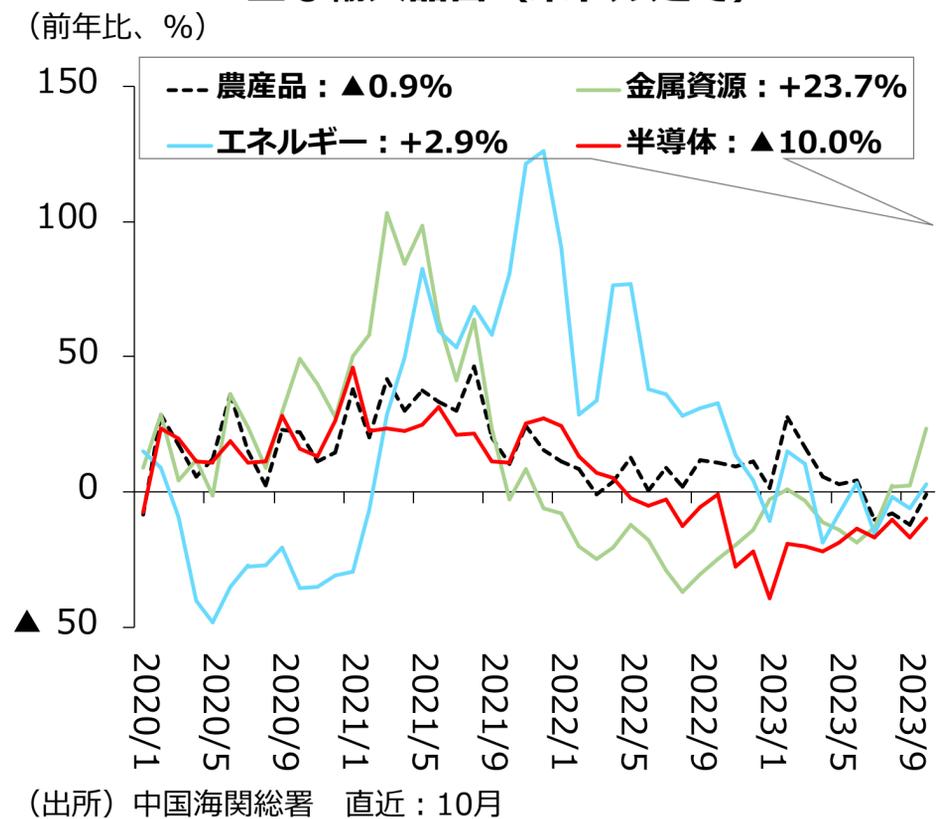
### ③中国経済（10月の輸出入、外貨準備）

- 輸出額**：10月は前年比▲6.4%（9月▲6.2%）と6カ月連続で前年割れとなった。輸出額の上位製品を見ると、IT製品、靴、玩具が前年を2割程度下回ったほか、アパレルや家具、鋼材も1割程度減少した。一方、液晶パネルは6カ月連続で前年越えとなり、自動車部品は3カ月連続、スマートフォンは3カ月ぶりに拡大した。2023年初にゼロコロナ政策が解除されてから、輸出産業や港湾などの供給体制が回復する中での輸出額の減少であり、資源安などによる輸出単価の低下のほか、ASEANや米欧など海外需要の減少も作用している模様。主な仕向地別では、ASEAN、EU、日本、韓国向けが前年比2桁減となったほか、米国、アフリカ、中南米向けも減少が続いた。
- 輸入額**：10月は前年比+3.0%（9月▲6.3%）と8カ月ぶりに前年越えとなった。金属資源の輸入額は+23.7%（9月+2.5%）と大幅に拡大したほか、エネルギーは+2.9%（9月▲6.1%）と4カ月ぶりに前年越えとなった。景気刺激策への期待や安値拾いなどから鉄鉱石や銅、原油の輸入が拡大した。一方、半導体は▲10.0%（9月▲17.0%）と1年半連続で減少している。スマートフォンなどの需要が低調のほか、米国の対中半導体輸出規制も一因とみられる。農産品は▲0.9%（9月▲12.0%）と、大豆やトウモロコシなどの輸入拡大を受け、減少率が大幅に縮小した。
- 貿易収支**：貿易黒字は5月以降6カ月連続で前年割れとなっており、1～10月の累計では6,840億ドルと前年に比べ6.5%の減少。通年でも3年ぶりに減少に転じる公算。
- 外貨準備**：10月は3.1兆ドルと3カ月連続で減少。貿易黒字の減少、保有債券の減価、ドル高（非ドル通貨建て資産のドル換算による減価）が主因。危機的な水準ではないものの、景気先行き不安に伴う資本流出が当面のリスク。なお、金保有はここ1年1割以上増え7,120万オンス（1,422億ドル）に。

#### ▽輸出入（米ドル建て）



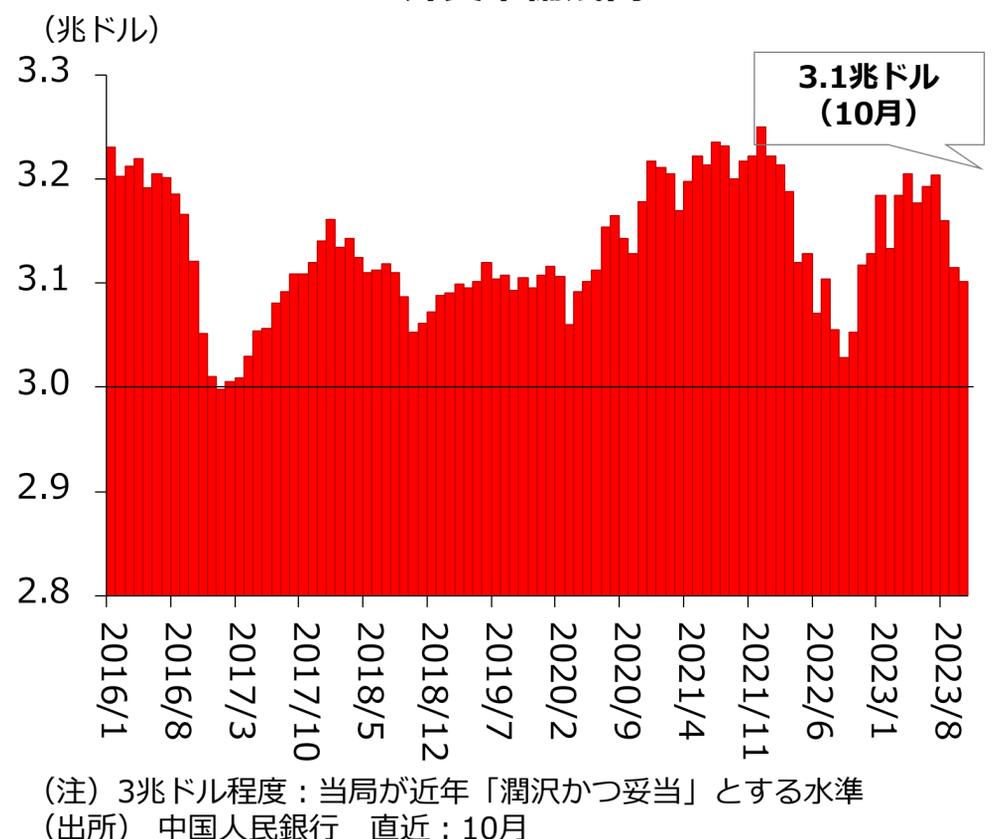
#### ▽主な輸入品目（米ドル建て）



#### ▽人民元為替レート



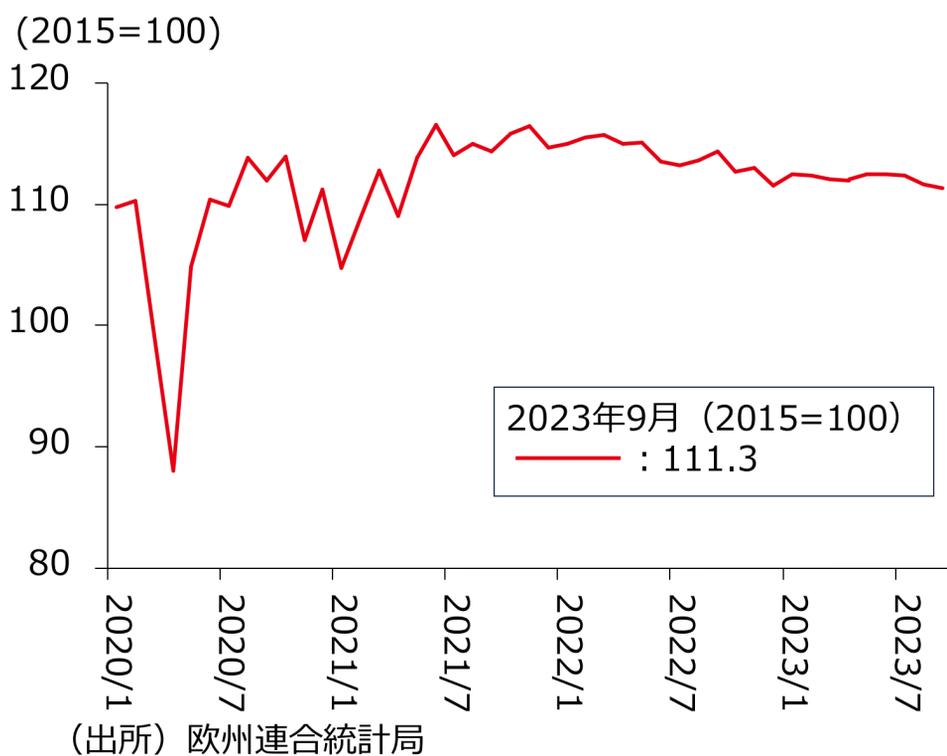
#### ▽外貨準備残高



④欧州経済（ユーロ圏・小売売上高、独・輸出入、独・鉱工業生産、仏・鉱工業生産）

- ユーロ圏・小売売上高**：ユーロ圏の9月小売売上高は前月比▲0.3%（8月同▲0.7%）と3カ月連続で低下した。主要項目では、食料品等が前月比+1.4%と上昇したが、非食料品が同▲1.9%、自動車用燃料が同▲0.9%と低下した。国別では、スペインが前月比+0.2%と7カ月連続で上昇した一方で、ドイツが同▲0.8%、イタリアが同▲0.4%と両国とも4カ月連続で低下。同圏内で比較的好調だったスペインの小売売上高のプラス幅ですら縮小傾向にあり、同圏が総じて低調に推移する可能性がより高まったと見られる。
- 独・輸出入**：ドイツの9月輸出は1,265億ユーロ（8月1,296億ユーロ）と減少し、2022年3月以来の低水準に。また、輸入も1,100億ユーロ（8月1,119億ユーロ）と減少し、2021年11月以来の低水準に。地域別輸出では、ユーロ圏向けが前月比▲2.4%、米国向けが同▲4.0%、中国向けが同▲7.3%と減少した。中国経済が力強さを欠くうえ、今後、米国経済の減速が予想される。そのため、輸出の減少傾向が継続し、同国経済が輸出主導で回復するシナリオを描きづらい状況が続いている。
- 独・鉱工業生産**：ドイツの9月鉱工業生産は前月比▲1.4%（8月同▲0.1%）と4カ月連続で低下した。業種別では、機械等が前月比+4.1%となり、昨年同月以来の水準に上昇した一方で、自動車等が同▲5.0%と低下。また、製薬も前月比▲9.2%と低下し、2021年4月以来の低水準に。景況感に底入れの兆しが見られたが、鉱工業生産は依然として低下傾向が継続。受注残の緩やかな低下傾向が続き、大型受注を除く製造業受注にも停滞感が見られる。現時点では、製造業が同国経済をけん引する可能性が比較的低いか。
- 仏・鉱工業生産**：フランスの9月鉱工業生産は前月比▲0.5%（8月同▲0.1%）と低下した。自動車製造等が前月比▲5.8%（89.8、2015年=100）と低下し、2022年10月以来の低水準に。他方で、コンピューター・電子製品等も112.0（8月113.5）とやや低下したが、高水準を維持した。製造業に関する景況感も長期平均の100を3カ月連続で下回っているため、今後も同指標が軟調に推移する可能性が比較的高いと見られる。

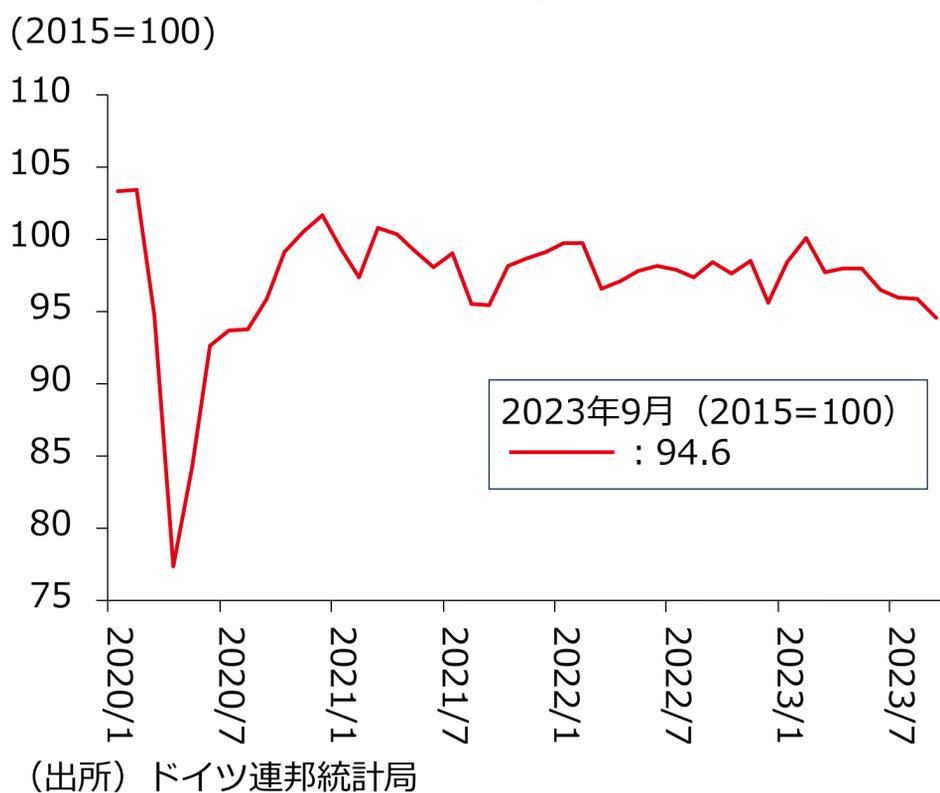
▽ユーロ圏・小売売上高



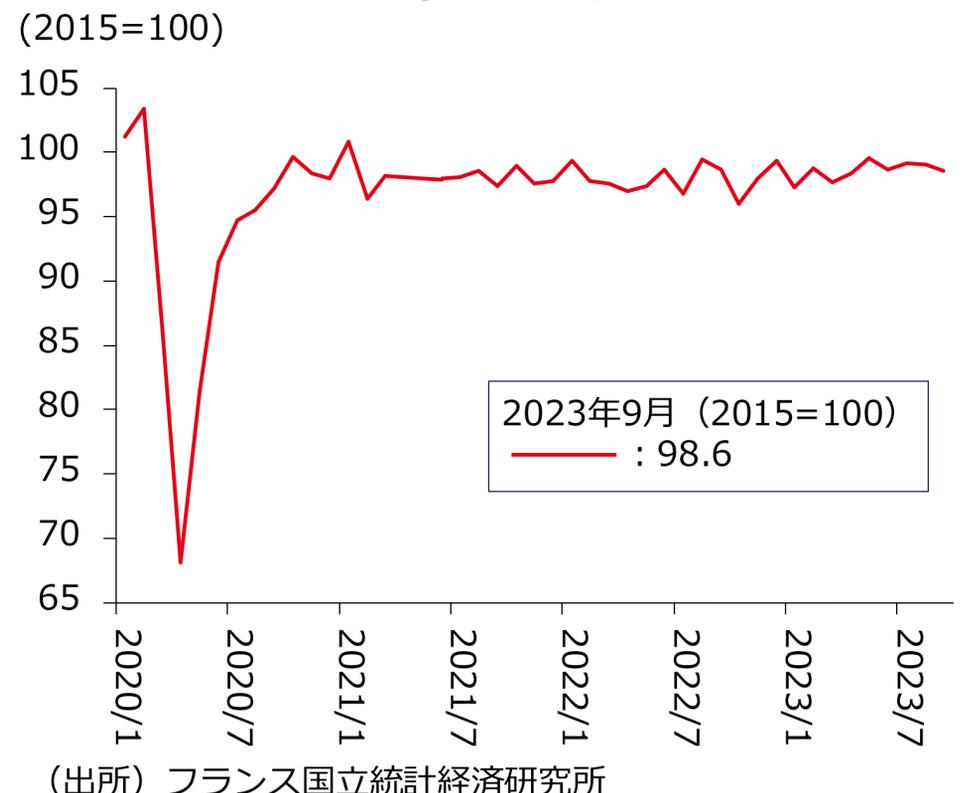
▽独・輸出入



▽独・鉱工業生産

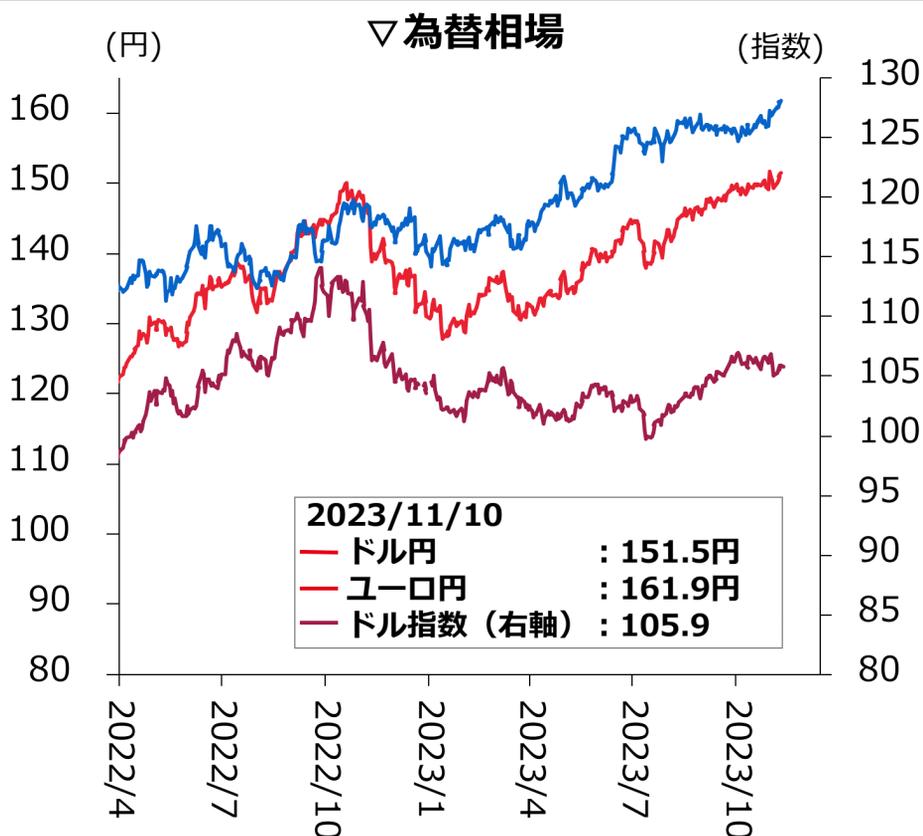


▽仏・鉱工業生産

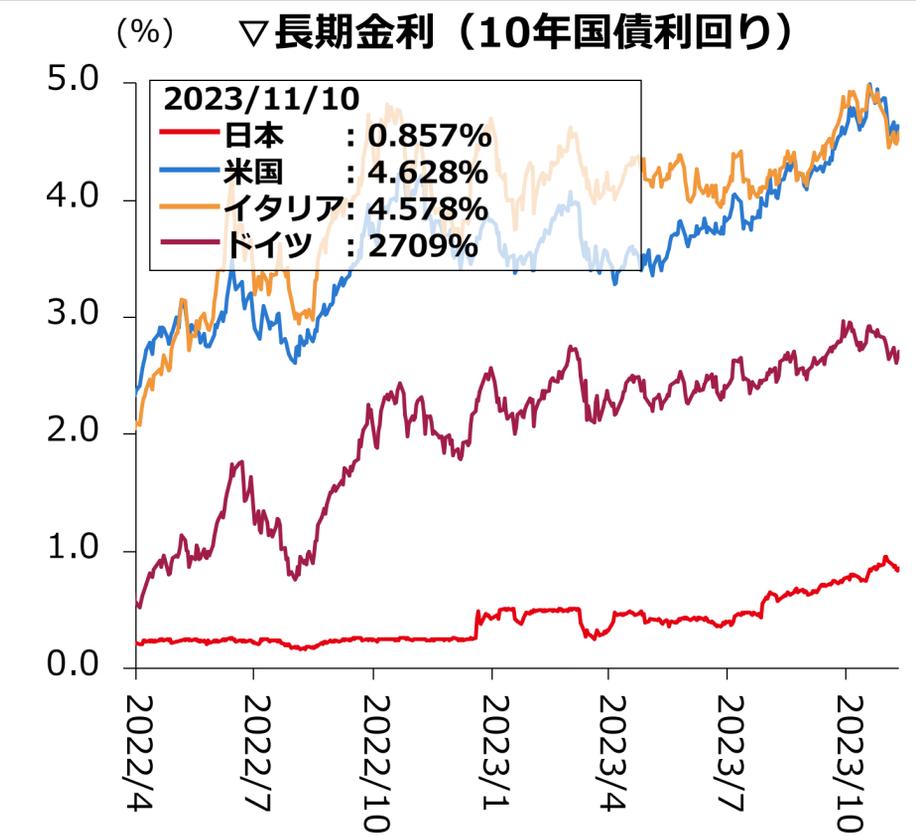


## 2. 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

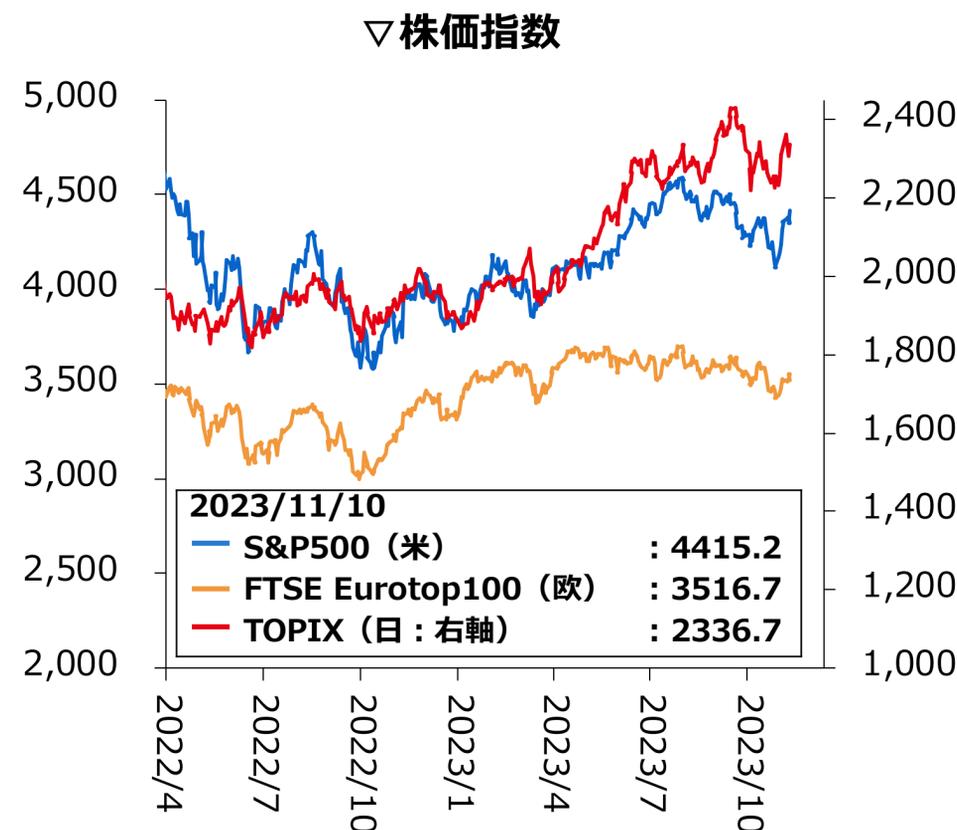
- 為替**：為替市場では円が全面安に。ドル円は151円台後半、ユーロ円は162円付近と両者とも円の最安値圏で週引け。欧米と日本の間の金利差が縮小に向かう兆しが見えない下で、当局による介入への警戒が漂う中でも高金利通貨への資金フローが勝っている模様。なお、内外金利差獲得を目的とした取引は証券投資関連統計でも裏付けられており、今年1～10月の外債（中長期債）取得に伴う資本流出額（約定ベース、ネット）は19.4兆円に到達。昨年通年では22.7兆円の資本流入で、それを打ち消す勢い。
- 金利**：米欧の長期金利は米雇用減速等を受けた前週の低下が一服、小幅に上昇した。米連銀（FED）、欧州中銀（ECB）のいずれからも高めの政策金利を長期に維持する必要性が改めて示され、金利の一段の低下を阻んだ格好。FRBのパウエル議長は追加利上げが必要になる可能性にも言及、利上げ打ち止めを織り込んでいた先物市場では修正の動きも。なお、週後半には米格付大手のMoody'sが米ソブリン格付（現状は最上位のAaa）見通しを「安定的」から「弱含み」に変更。直後の影響は限定的だったが、影響が遅れて出る可能性には注意。日本の10年国債利回りは0.8%台後半でいったん落ち着いた形だが、円安進行が止まらないことで日銀の金融政策正常化への思惑が高まれば、1%方向への再トライも。
- 株式**：主要国の株価は小幅に反発。前週の市場金利低下の影響を残した形だが、目先は一段の金利低下余地は乏しく上値は限定的か。米株価指数の一部は大型テック株の上昇で支持されていたことが多方面から指摘されており（P6参照）、財務体質が脆弱な企業をはじめ個別企業の業績にも注視が必要な局面。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は小幅に縮小。足元では株価上昇が信用コスト低下とリンクしている様子が見え、明確な方向が出づらいつい状況。ただし倒産件数は昨年と比べ増加しており、足元ではシェアオフィスを主業とするWeWorkをはじめ金利敏感セクターで比較的大型の破綻例も。



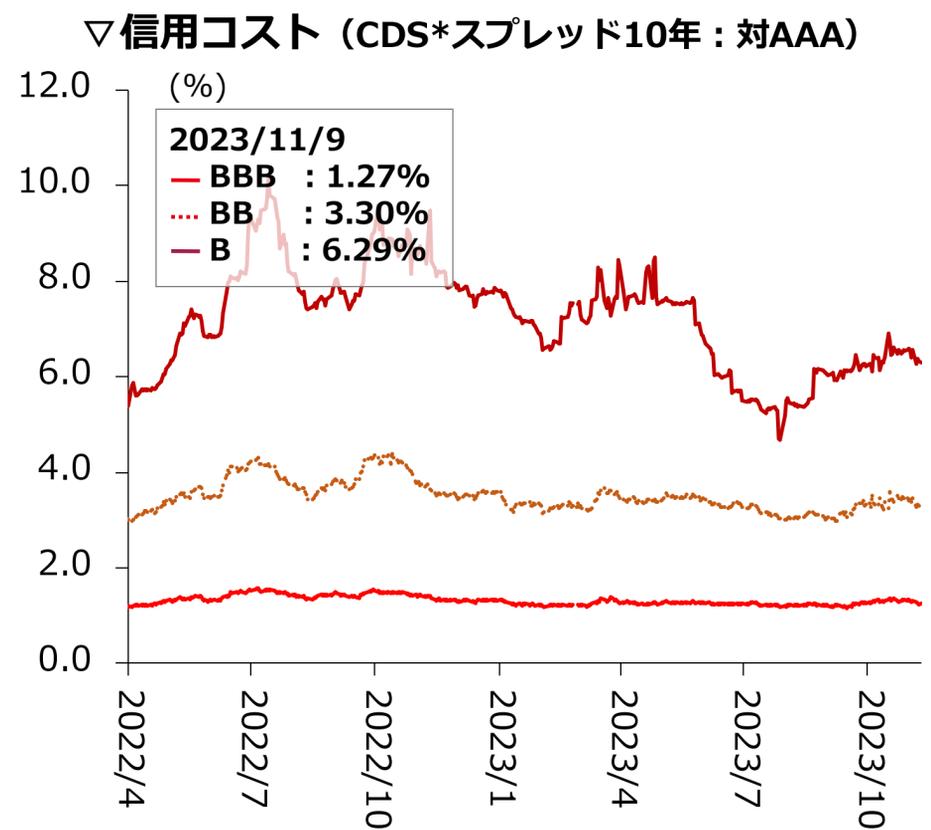
(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv

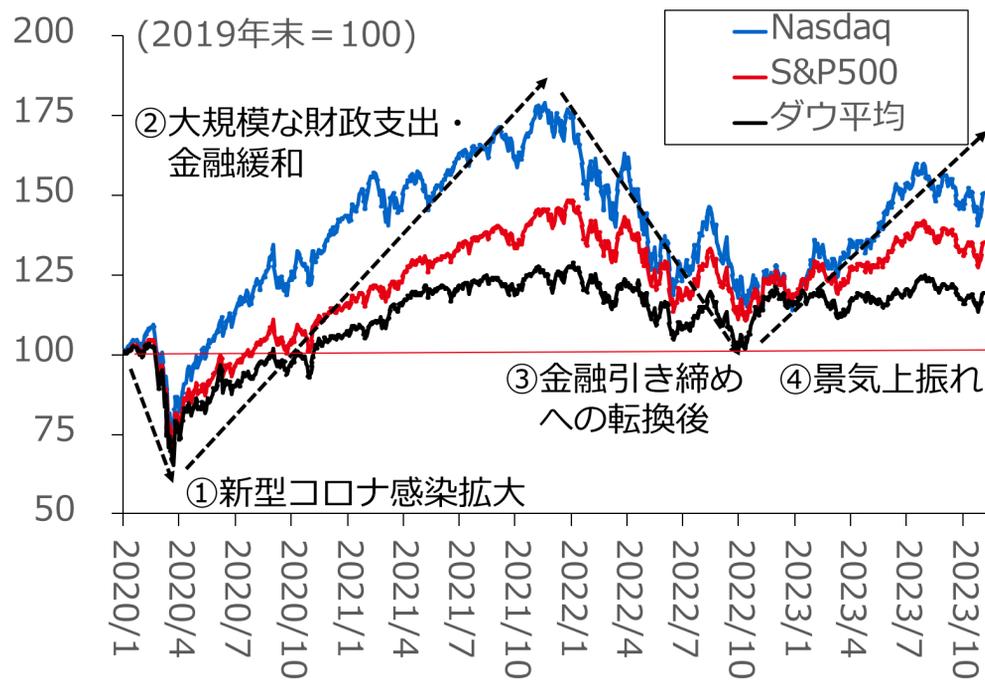


(出所) Refinitiv \*Credit Default Swap

### 3. 大型テック株に左右される米株式市場

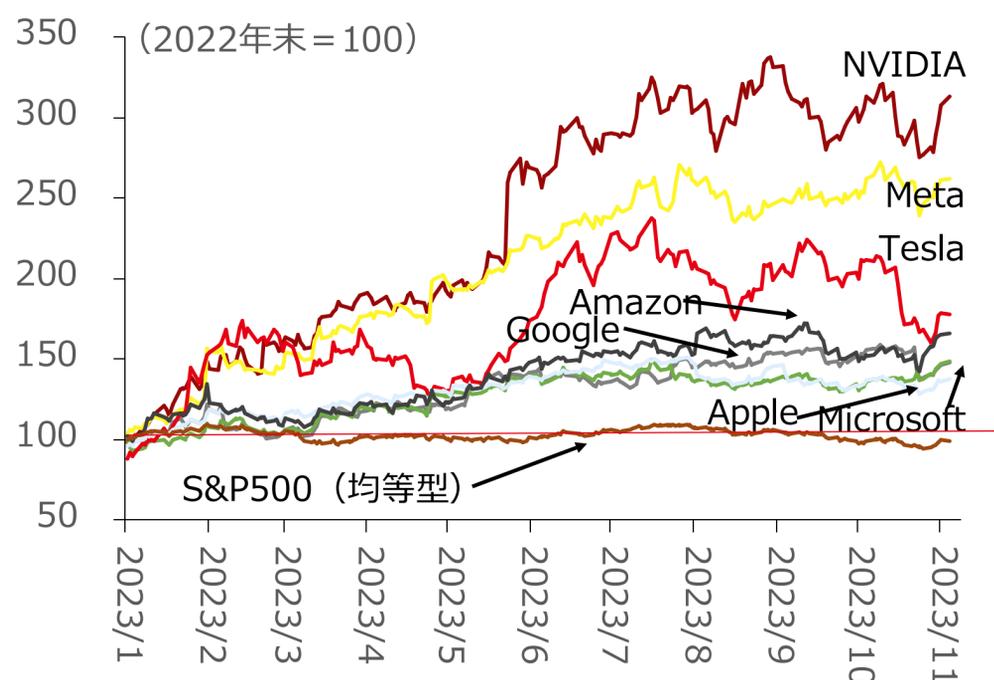
- 金融環境の引き締まりにも関わらず、想定以上に底堅く推移してきた。個人消費がけん引役で、背景には昨年来の米国経済は堅調な労働市場やコロナ禍のもと蓄積された超過貯蓄の存在、株価、不動産価格上昇に伴う家計バランスシートの改善が考えられる。2020年以降の株価の大まかな動きを振り返ると、①20年3月に新型コロナの感染拡大により急落、②20年春から21年末にかけて、現金給付を含む大規模な家計支援及び大胆な金融緩和により上昇、③22年は利上げ転換（初回22年3月）や量的引き締め開始（同6月）等、緊急的な緩和策の解除で下落、④23年は、年前半にかけて再上昇、夏以降は横ばい。
- 今年の株価上昇は、7社の大型テック企業（アップル、マイクロソフト、グーグル、アマゾン、エヌビディア、メタ、テスラ）が指数全体を押し上げてきた。この7社が指数の約5割を構成するナスダック指数の年初来上昇率は+32%、約3割を構成するS&P500指数は同+15%と好調さが目立つのに対し、1割に過ぎないダウ平均は+3%に止まる。S&P均等型インデックス（時価総額に関係なく、指数を構成する500社の値動きを等しく反映）も年初の水準から変わっていない。大型テック企業は、①業績は概ね好調（利益増が継続）、②バランスシートが健全、③自社株買い等を通じた株主還元において積極的な企業が多い、④AIの普及・発展により今後の成長期待が大きい、といった点が評価されている。
- 一方で、株式市場と実体経済の相対感では、時価総額/名目GDP比が08年の金融危機以降一貫して上昇、21年には200%近くに到達。22年の株価下落を経て足元では160%台で推移しているが、過去の平均的な比率（00年以降平均：113%）を大きく上回る状態が続いており、財政・金融要因等を背景とした株式市場の過熱が否定できない状態。
- 米国証券業金融市場協会（SIFMA）によると、米国では家計による株式の直接保有が全体の約4割（22年）で、残る機関保有分（投信、年金基金）も多くは家計による間接保有。金融政策がより中立に近く見通しのもと、大手テック企業の株価が調整に転じるなどの事態では影響が市場全体に波及し、急激なセンチメント悪化につながるリスクも。また、株価上昇時のけん引役が限られた企業であったという事実は、米企業部門が全体で見れば脆弱性を抱えていることを示唆している可能性がある。

▽米株式市場の推移



(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽大型テック企業の株価



(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽大手テック企業のバリュエーション、自社株買い等

	株価 上昇率	利益 予想	PER	時価総額		自社株買い	
	22年 末比	増減	予想 ベース	兆ドル	構成 比	10億ドル	構成比
アップル	43%	7%	28.5	2.9	7.9%	86.4	10.6%
マイクロソフト	54%	9%	32.5	2.7	7.5%	22.2	2.7%
グーグル	50%	24%	20.5	1.7	4.5%	60.3	7.4%
アマゾン	71%	72%	43.2	1.5	4.0%	0.0	0.0%
エヌビディア	231%	188%	32.0	1.2	3.2%	9.6	1.2%
メタ	173%	52%	19.1	0.8	2.3%	27.8	3.4%
テスラ	74%	2%	58.2	0.7	1.9%	0.0	0.0%
S&P500	15%	9%	19.4	36.8	-	812.5	-

(注) 利益予想は今後12カ月の増減率、PERは予想ベース。  
自社株買いは23年6月までの1年間実績。  
株価、時価総額は11/10時点。

(出所) S&P Global等より丸紅経済研究所作成

▽米株の時価総額とGDPの関係



(注) 時価総額はWilshire5000、GDPは四半期の名目GDP。  
(出所) FRED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](mailto: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：大型テック株に左右される米株式市場)		
	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。