

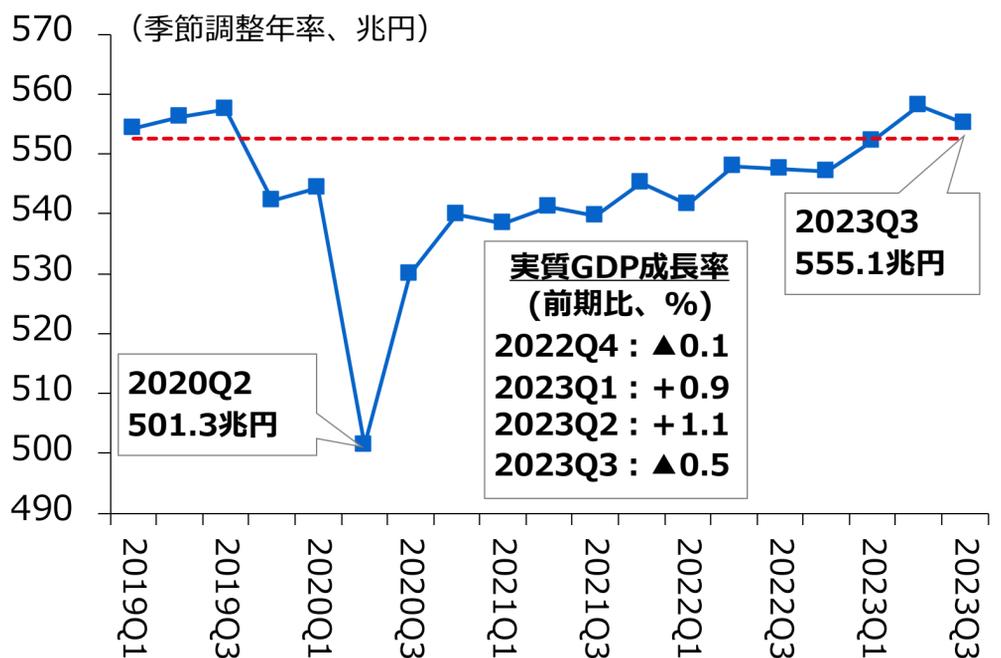
世界経済ウィークリー・アップデート

1. 実体経済

①日本経済（GDP、貿易統計、企業物価、訪日外客数）

- **GDP**：7～9月期実質GDP（1次速報）は前期比▲0.5%（年率▲2.1%）と3四半期ぶりのマイナス成長。民間在庫の減少がマイナスに寄与したほか、外需と内需ともに冴えない結果に。インバウンドの回復一服でサービス輸出は横ばい、国内のサービス消費も横ばいとなり、コロナ禍からの回復の動きに足踏み。
- **貿易統計**：10月の貿易収支は▲6625億円の赤字となった。輸出は前年比+1.6%と増加。半導体不足の緩和を背景に米国向け（同+8.4%）やEU向け（同+8.9%）が自動車を中心に増加した一方、中国向け（同▲4.0%）は半導体等電子部品などが減少した。輸入は鉱物性燃料を中心に同▲12.5%と減少。
- **企業物価**：10月の国内企業物価指数は前月比▲0.4%と2カ月連続で低下。政府による補助金政策の再拡充に伴い、ガソリンなどの石油・石炭製品が低下。輸入物価は、資源高の再燃を背景に契約通貨ベースが同+1.3%と2カ月連続で上昇、為替変動を反映した円ベースでは同+2.3%と3カ月連続で上昇した。
- **訪日外客数**：10月の訪日外客数は約252万人（2019年同月比+0.8%）とコロナ前の水準を回復。コロナ前に全体の3割を占めた中国からは約26万人（同▲64.9%）と団体旅行解禁後も回復が鈍い一方、その他の国・地域からは約226万人（同+28.0%）と円安などを背景にコロナ前を大幅に上回る水準に。

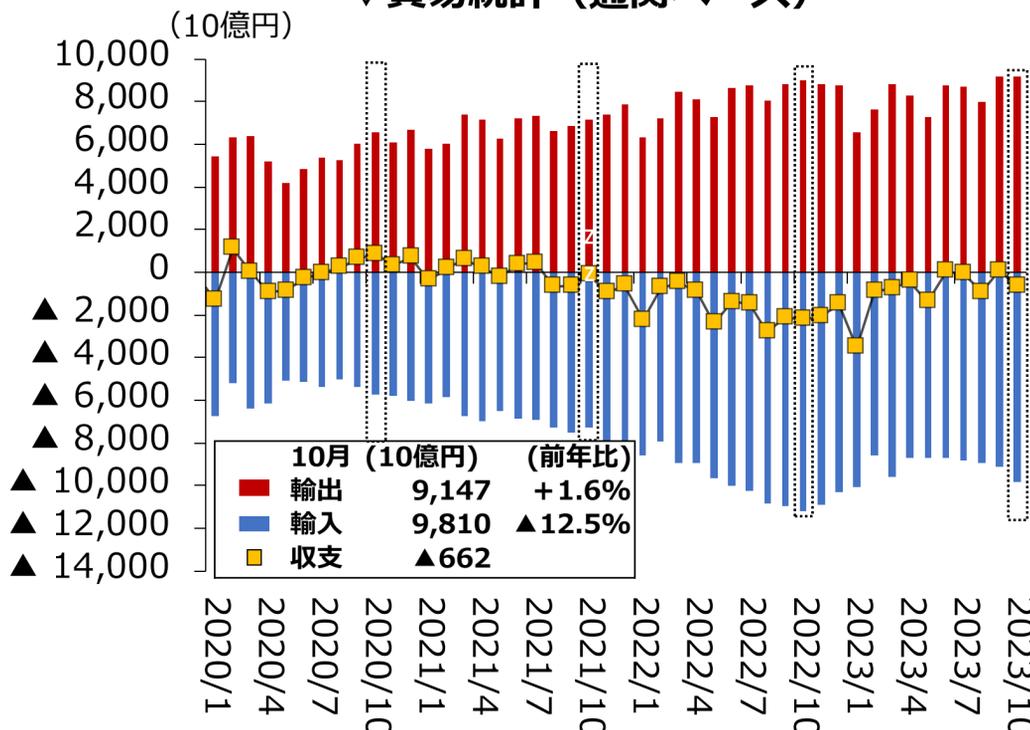
▽実質GDP 1次速報（2015年基準）



※ はコロナ禍前（2019年Q1～Q4）の平均値

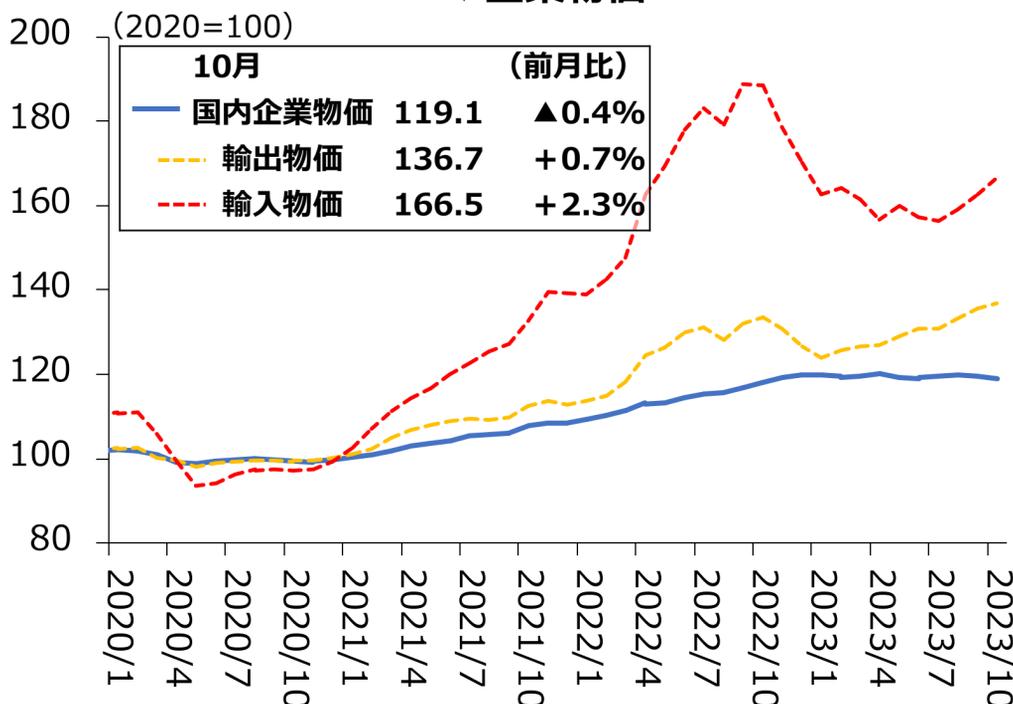
(出所) 内閣府

▽貿易統計（通関ベース）



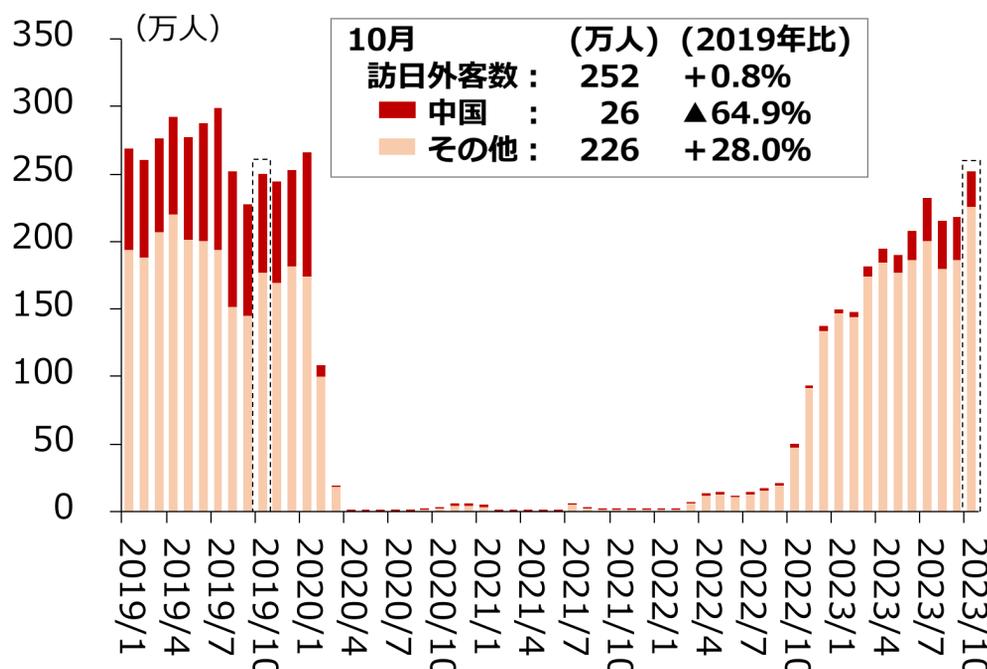
(出所) 財務省

▽企業物価



(出所) 日本銀行

▽訪日外客数



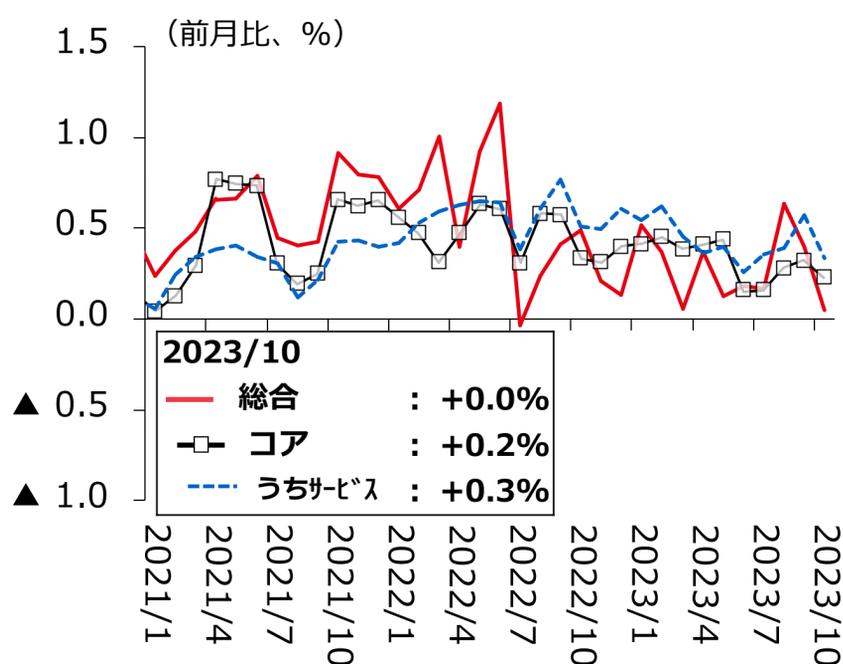
(注) 直近2カ月は速報値

(出所) 日本政府観光局

②米国経済（消費者物価、生産者物価、小売売上高、鉱工業生産）

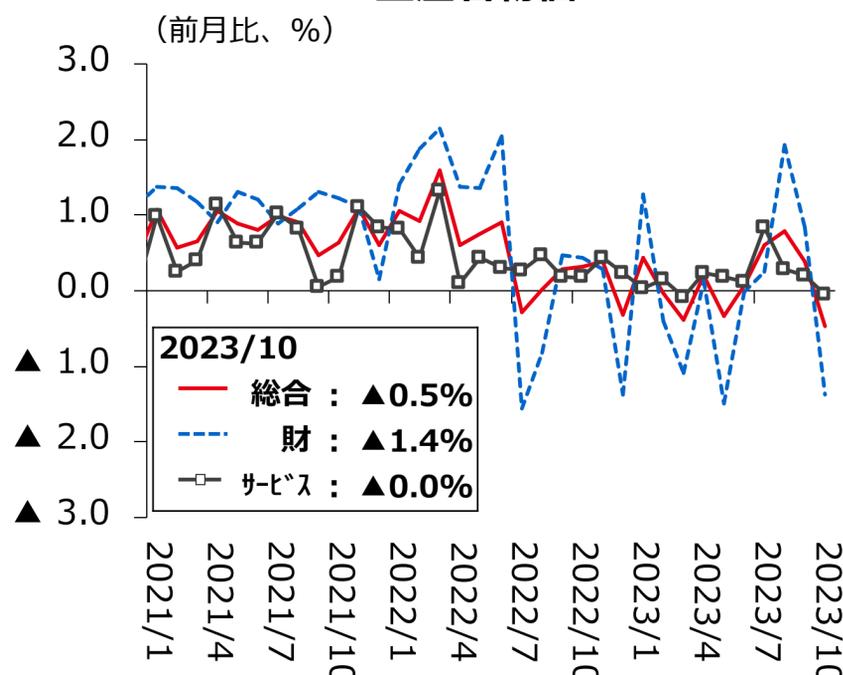
- 消費者物価指数（CPI）**：10月のCPIは前年比+3.2%（9月同+3.7%）と上昇率が縮小、前月比でもガソリンなどエネルギー価格（前月比▲2.5%）の下落を主因に、同+0.0%（9月同+0.4%）と大きく減速した。変動の大きいエネルギー・食品を除くコアCPIも同+0.2%（9月同+0.3%）と減速、ここ数カ月コアCPIをはじめとする基調的インフレ指標の主な押し上げ要因となっていたサービス品目の価格上昇は、当月については幾分和らいだ。現時点では、基調的インフレは沈静化の傾向を保っていると評価され、インフレ再加速への懸念はやや後退した格好に。とはいえ、基調的インフレ率の絶対値は連邦準備制度理事会（FRB）の物価目標（平均で年2%）を大幅に上回る状況が継続しており、安定的に物価目標を達成できると見込めるまでには、今しばらく時間を要する見込み。
- 生産者物価指数（PPI）**：10月のPPI（最終需要ベース）は前年比+2.9%（9月同+3.0%）と上昇率が縮小、前月比では▲0.5%（9月同+0.4%）と低下した。エネルギー価格（同▲6.5%）の低下が最大の押し下げ要因に。また、変動の大きいエネルギー・食品を除いたコアPPIも同+0.0%（9月同+0.2%）と前月から減速した。基調的インフレ高止まりの主因であるサービス価格に減速の兆しが見られた点は好材料。
- 小売売上高**：10月の小売売上高は前月比▲0.1%（9月同+0.9%）と7カ月ぶりに減少した。13部門中8部門で売上減となり、特に金額の大きい自動車・同部品販売（同▲+1.0%）の減少が目立った。また、変動の多い部門を除いたコア小売売上高は同+0.2%（9月+0.7%）と減速。コロナ禍における家計支援策として実施された学生ローン返済猶予措置が終了し、支払いが当月に再開されたことで、個人消費が一定程度押し下げられた可能性がある。NY連銀の消費者期待調査に基づく分析では、支払い再開による10~12月の月次支出額が約16億ドル程度（8月個人消費支出の0.1%）押し下げられる試算が示された。
- 鉱工業生産**：10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.6%（9月+0.1%）と低下した。主要産業別では、鉱業（同+0.4%）が増加した一方、製造業（同▲0.7%）、ユーティリティ（同▲1.6%）は低下。ウェイトの大きい製造業では、ハイテク産業の好調ぶりが継続したものの、当月に全米自動車労働組合（UAW）によるストライキが拡大したことが影響し、自動車・同部品（同▲10.0%）が最大の下押し要因に。前述のストは10月末に終結しており、7-9月期に見られた製造業全般の復調傾向が継続するかが今後の焦点に。

▽消費者物価（総合、コア）



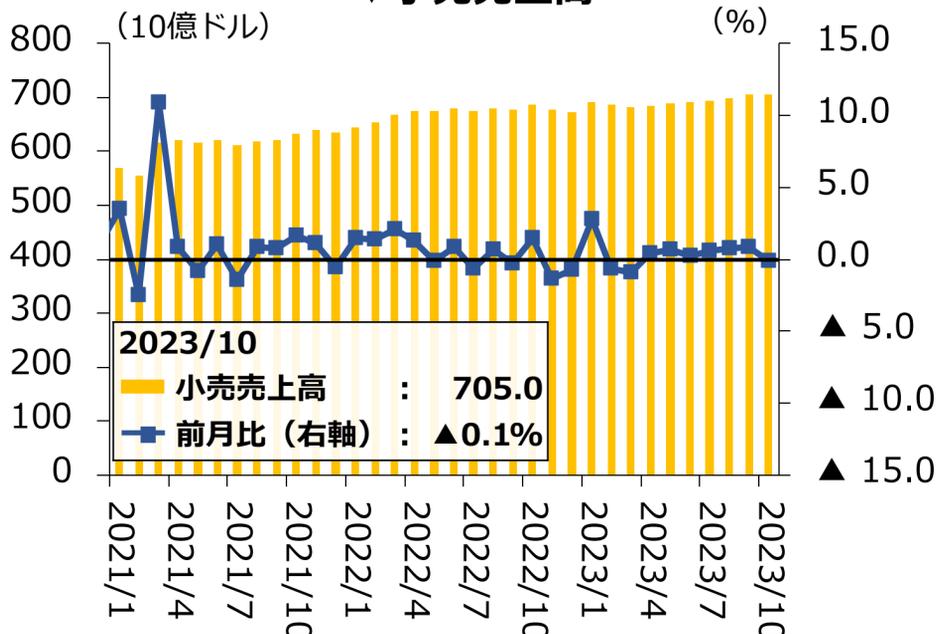
(出所) US Bureau of Labor Statistics

▽生産者物価



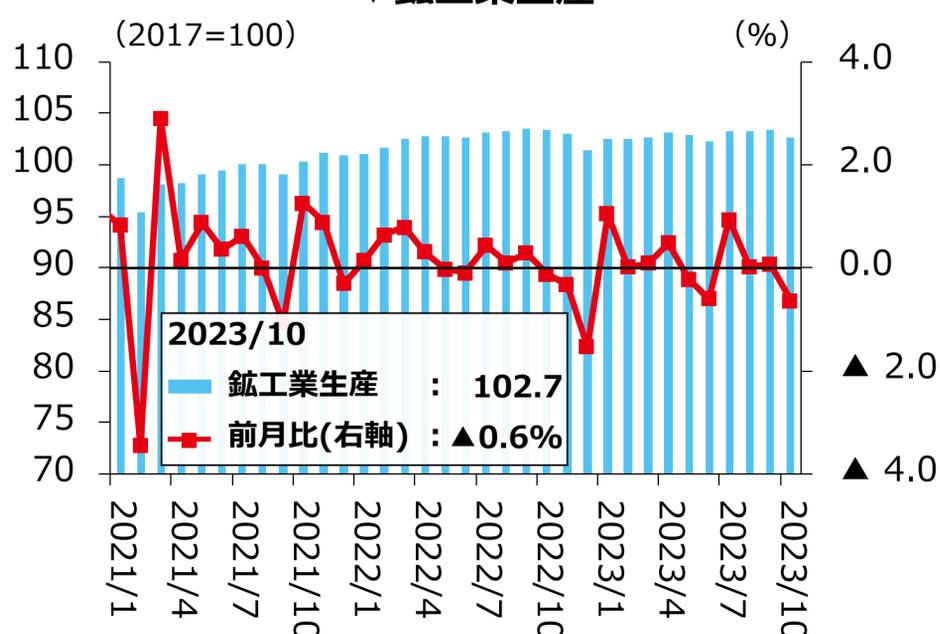
(出所) US Bureau of Labor Statistics

▽小売売上高



(注) 小売売上高：小売・飲食サービス売上高（季節調整済）
(出所) US Department of Commerce

▽鉱工業生産

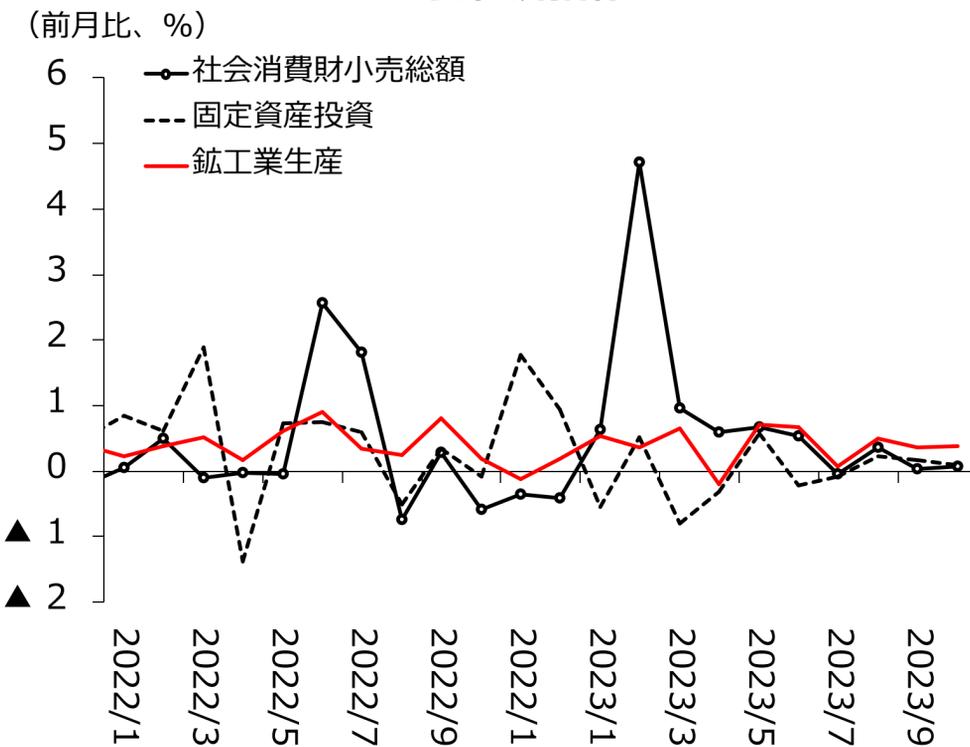


(注) 鉱工業生産：鉱工業生産指数（季節調整済）
(出所) Federal Reserve

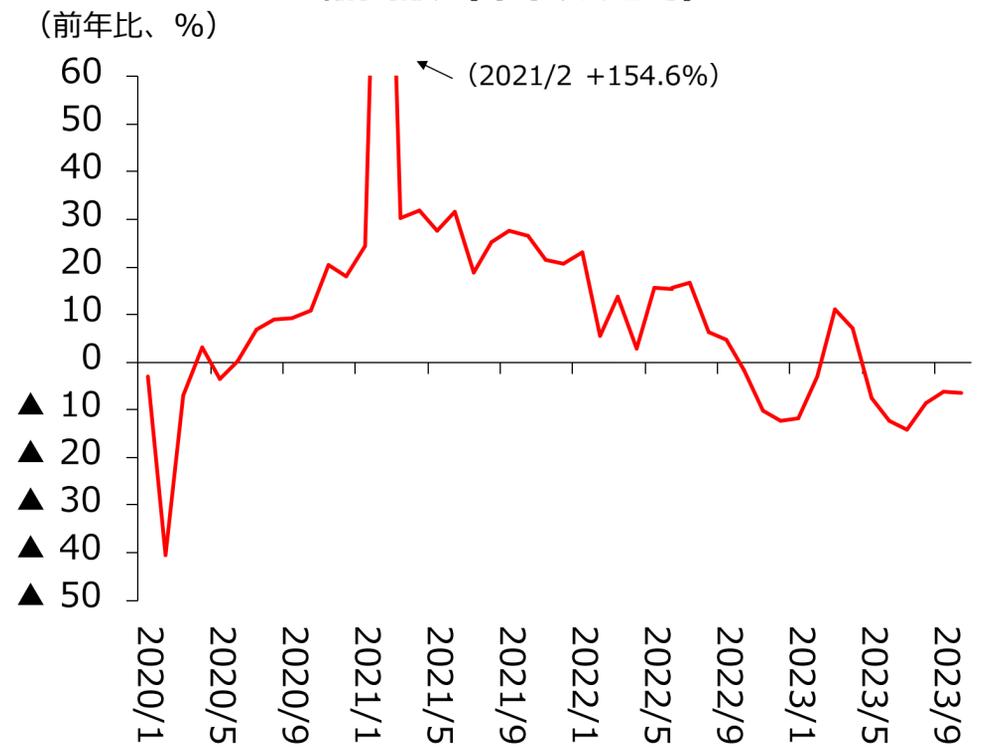
③中国経済（10月の主要経済指標、新築住宅の市場動向、今後の見通し）

- 主要経済指標**：10月の主要経済指標は、小幅ながら一定の改善を維持。社会消費財小売総額は前月比+0.1%（9月0.0%）と2カ月ぶりのプラスに。スポーツ・レジャーやオフィス用品、通信機器の売上高が拡大し全体をけん引したが、自動車や家電など耐久財消費および建材関連は依然低調。固定資産投資は同+0.1%（9月+0.2%）と住宅投資の低迷が重しに。鉱工業生産は前月比+0.4%（9月+0.4%）と比較的高めの伸びを維持。他方、輸出額（米ドル建て）は前年比▲6.4%と6カ月連続で減少。民間調査機関の季節調整値でも前月比で3カ月ぶりのマイナスとなり、外需の低迷が続く。
- 住宅セクター**：10月に入っても住宅市場の悪化には歯止めがかからず。新築住宅価格は10月に前月比▲0.4%（9月▲0.3%）と5カ月連続で下落。70主要都市のうち、下落は9月に比べ2都市増加して56都市、上昇は4都市減少し11都市に。これまで新築住宅価格の下落は地方都市を中心に観測されていたが、同月には広州、深圳に続き北京にも波及し、4大都市では上海だけ上昇が続いた。また、販売面積（前年比▲11.2%）や着工面積（同▲20.8%）でも大幅な前年割れが続いた。完工面積（同+12.3%）は政府支援策を受け昨年末から拡大しているが、足元では増勢がやや弱まっている。住宅開発企業の経営悪化が物件完工に対する不安を誘発し、新規の住宅購入が依然抑制されている状況。
- 今後の見通し**：中国での年次経済審査を終えた国際通貨基金（IMF）は11月7日、23年と24年の中国の実質GDP成長率を10月見通しから0.4ポイントずつ上方修正し、それぞれ+5.4%と+4.6%とするスタフレベルでの見通しを示すと同時に、住宅市場の不安、地方政府の高債務問題、金融セクターの脆弱性といった課題への対応が必要と指摘した。中国政府は10月末に1兆元（GDP比0.8%）の追加財政出動を打ち出し、年末にかけては一定規模の金融緩和を講じる公算も高いとみられている。

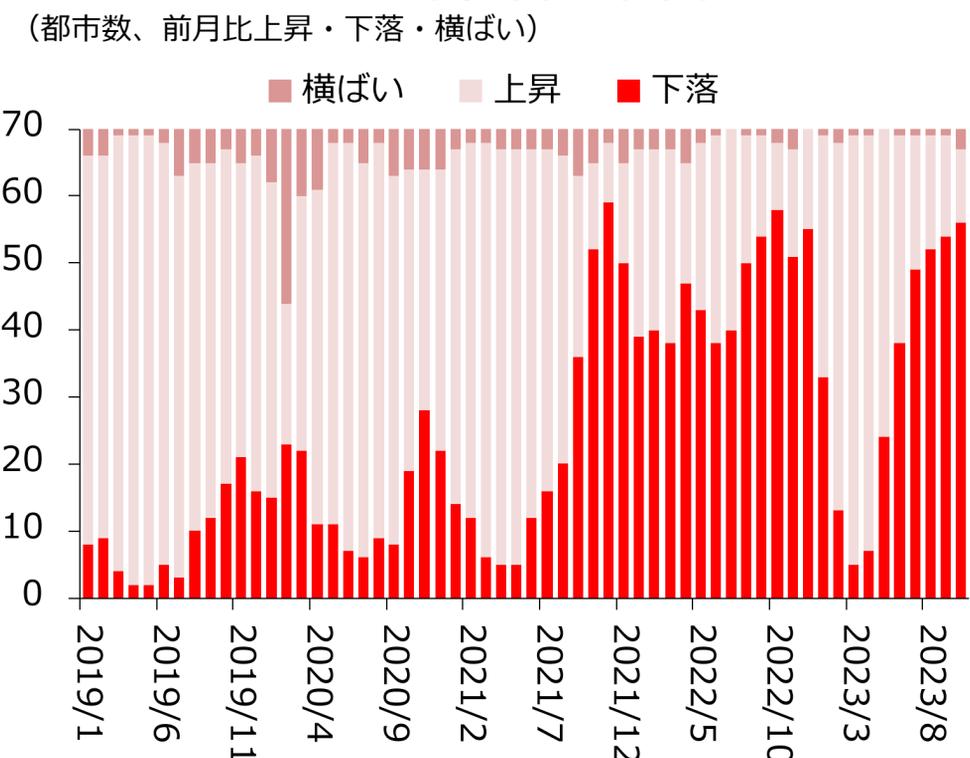
▽主要経済指標



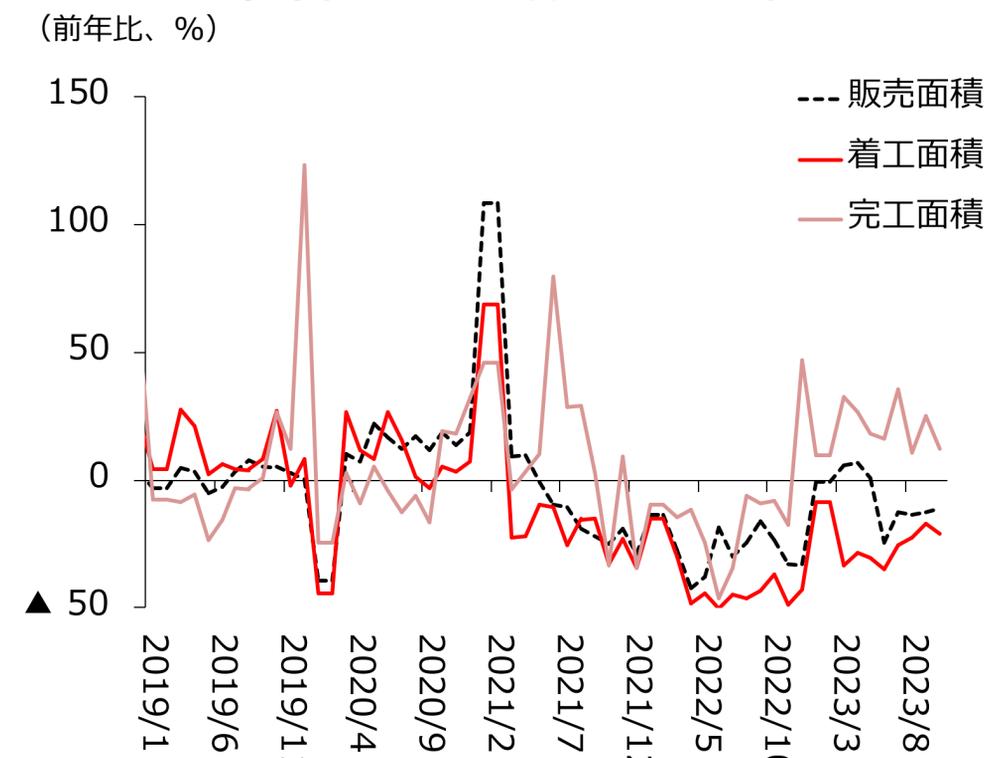
▽輸出額（米ドル建て）



▽70主要都市新築住宅価格指数



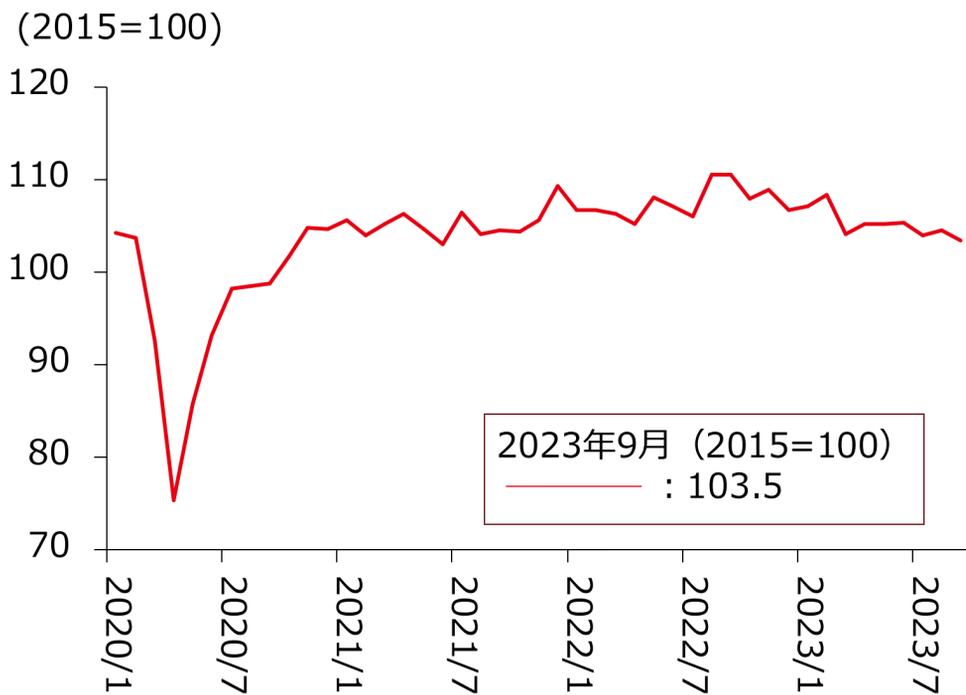
▽新築住宅販売・着工・完工面積



④欧州経済（ユーロ圏・鉱工業生産、英・消費者物価指数、英・失業率、伊・鉱工業生産）

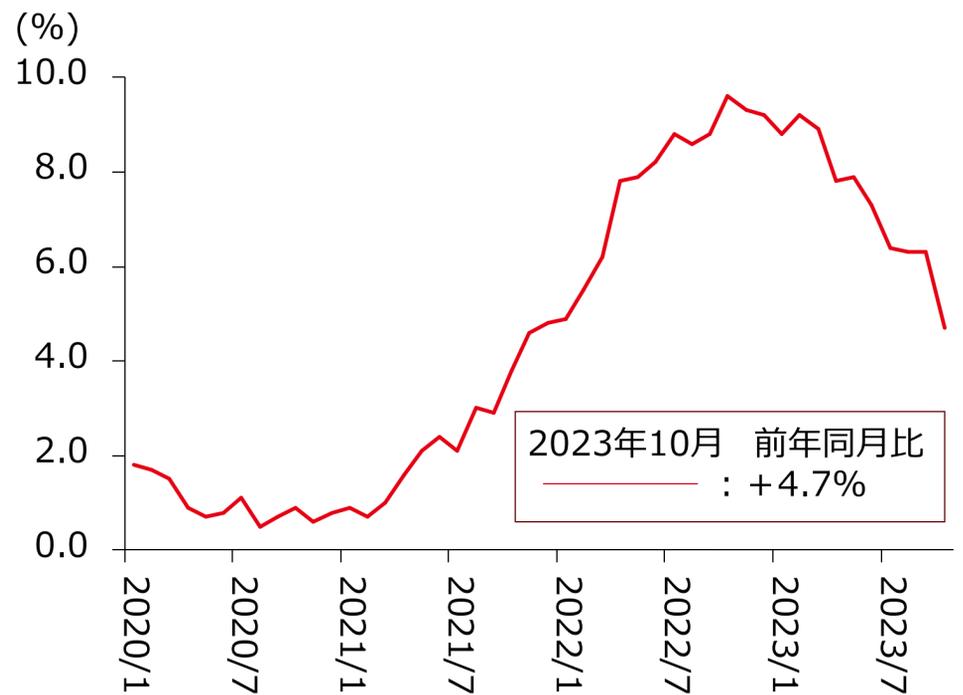
- ユーロ圏・鉱工業生産**：ユーロ圏の9月鉱工業生産は前月比▲1.1%（8月同+0.6%）と低下。また、前年比では▲6.9%（8月同▲5.1%）と7カ月連続で低下し、マイナス幅が拡大。コンピューターなどのハイテク分野の落ち込みが目立つ。財別では、耐久消費財が前月比▲2.1%、非耐久消費財が同▲2.1%と低下。国別（前年比）では、アイルランドが前年比▲27.2%、製薬を中心にベルギーが同▲14.0%、電子製品を主因エストニアが同▲12.5%と前年割れとなり、ドイツ（同▲4.4%）以外も低調に。
- 英・消費者物価指数**：英国の10月消費者物価指数（CPIH）上昇率は前年比+4.7%（9月同+6.3%）と縮小。サービスは前年比+6.2%（9月同+6.3%）と高止まりが継続したが、財は前年比+2.9%（9月同+6.2%）と上昇率が縮小。主要項目の寄与度は、ガスが前年比▲31.0%、電気料金が同▲15.6%と低下し、住宅・家事サービスが+0.6%ポイント（9月+1.8%ポイント）、食料・非アルコール飲料が+1.0%ポイント（9月+1.2%ポイント）とプラス寄与度が縮小。サービスへのインフレ圧力は依然根強いと見られる。
- 英・失業率**：英国の7～9月期失業率は4.2%（6～8月期4.2%）とほぼ横ばいで推移したが、失業者数は144.8万人と微増。8～10月期欠員数は95.7万人と減少傾向が継続。9月にはボーナスが前年比+24.0%（民間部門：同+27.3%）上昇し、名目賃金は同+8.3%（8月同+7.1%）と上昇率が拡大。また、9月実質賃金（平均週給）は516 £とコロナ禍前の2019年平均（500 £）を上回って推移し、前年比も+1.8%と5カ月連続の増加。だが、現時点では同国小売売上高は増加傾向への明確な転換が見られない。
- 伊・鉱工業生産**：イタリアの9月鉱工業生産（2015年=100）は102.4（8月102.4）とほぼ横ばいで推移。国外向けなどの受注状況や生産の先行きなどへの悲観的な見方が強まり、景況感が悪化傾向にあることなどから、2022年4月の108.6をピークに緩やかな低下傾向が続くと見られる。財別では、同指数の約3割を占める資本財が116.3（8月114.6）、約1割強を占めるエネルギーが92.1（8月91.1）、約3割強を占める中間財が97.6（8月96.8）と上昇した一方で、約4分の1を占める消費財が99.1（8月101.3）と低下。

▽ユーロ圏・鉱工業生産



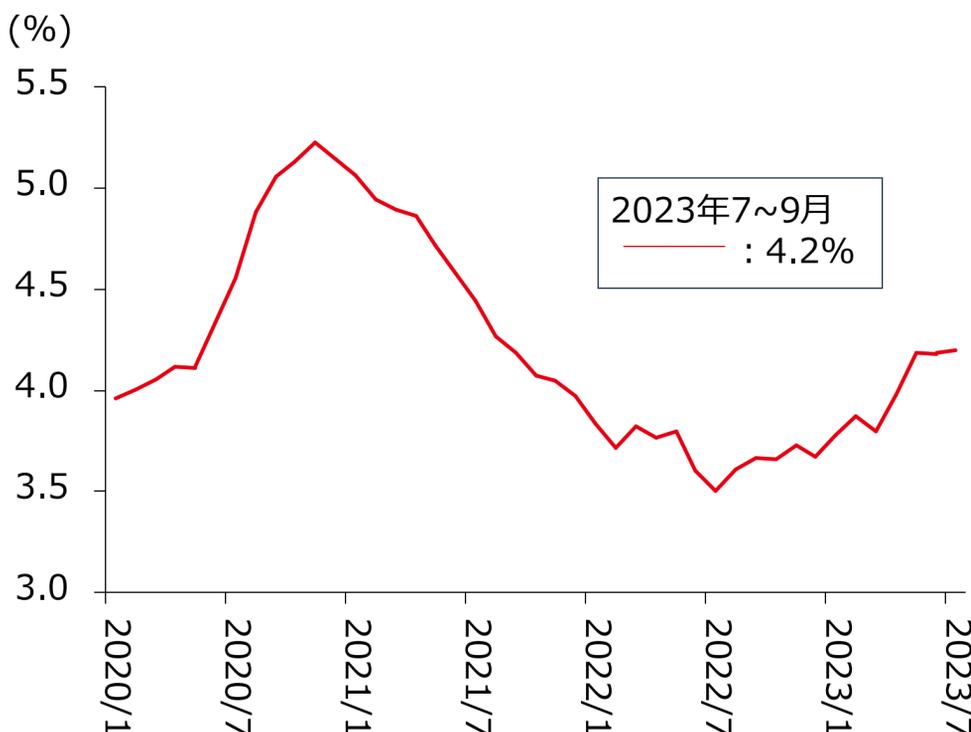
(出所) 欧州連合統計局

▽英・消費者物価指数



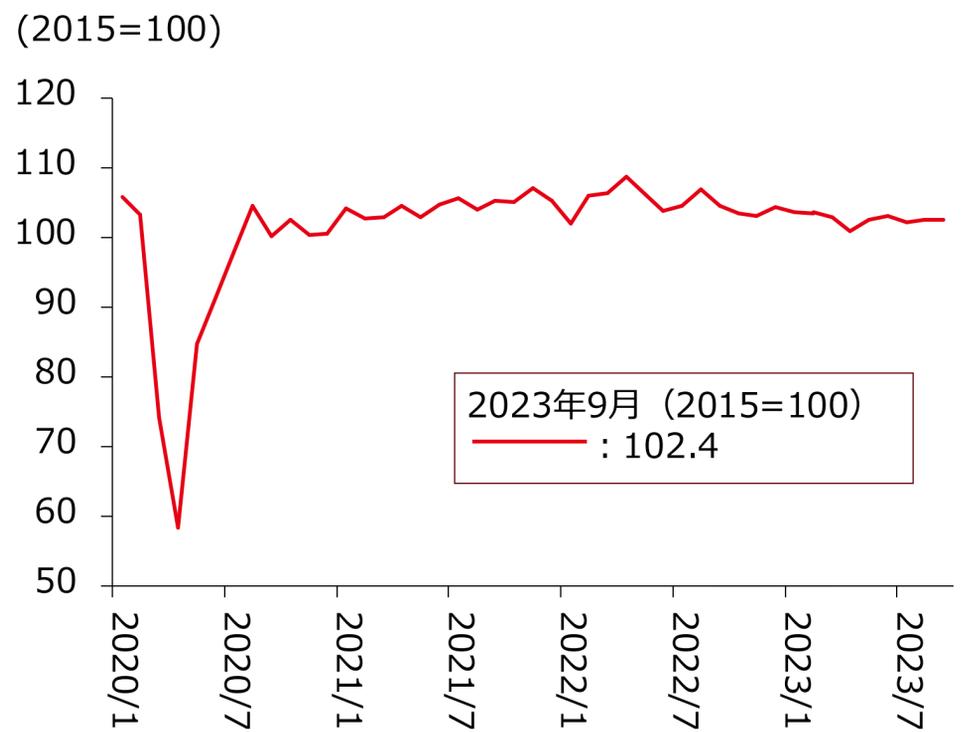
(出所) 英国国家統計局

▽英・失業率



(出所) 英国国家統計局

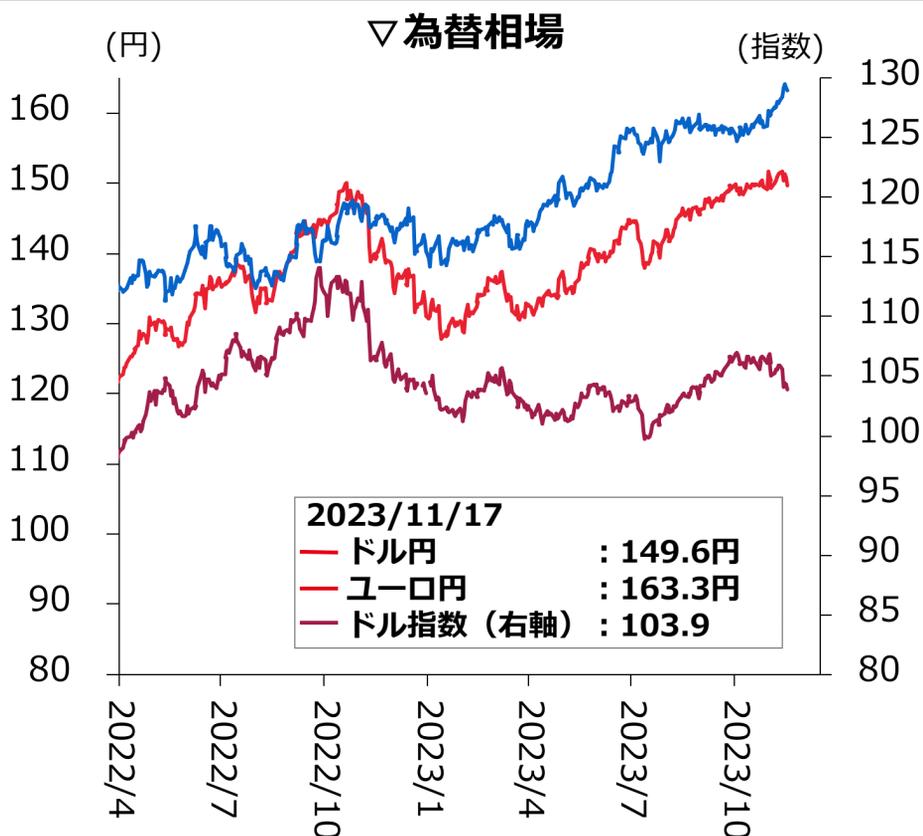
▽伊・鉱工業生産



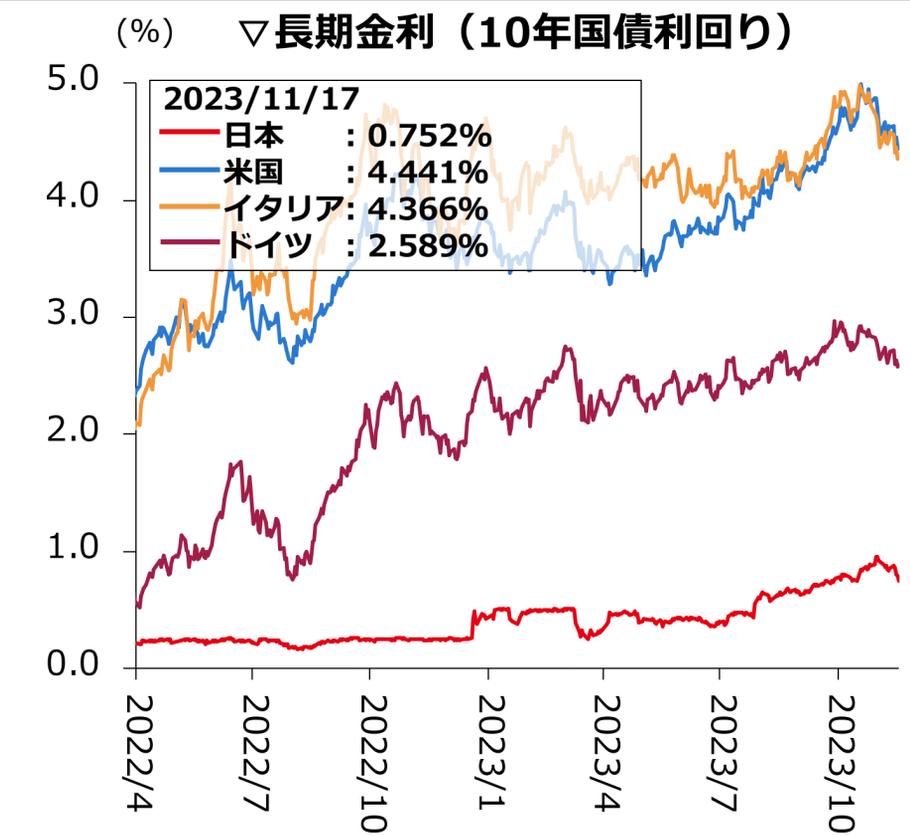
(出所) イタリア国家統計局

2. 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

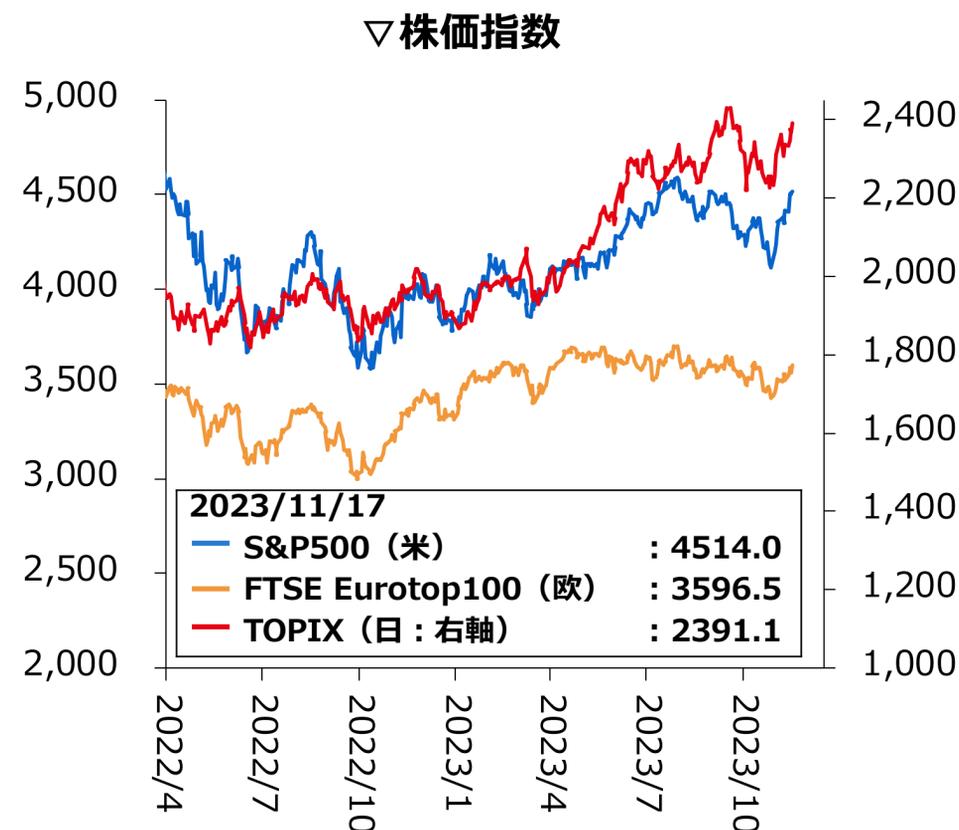
- 為替**：為替市場ではセンチメントが急変、ドル全面安の展開。米消費者物価（CPI）上昇率の鈍化が同国における利上げ打ち止め、利下げ早期化への連想につながり、市場金利の低下とともにドル売りを誘発した。ドイツ景況感の改善などを受けドルは対ユーロで下げ幅を大きくしており、その結果ユーロ円は一段上昇。株価の上昇（後述）なども合わせ、市場はリスクオンの様相が強くなっており、ドル円で円高方向への修正はあったものの、円が相対的に弱い状況は不変か。
- 金利**：長期金利は米国が主導する形で低下。米CPIの上昇率縮小は連銀（FED）の金融政策の修正を促すとの発想から、米金利は短期ゾーンで大きめの低下、10年国債利回りも0.2%程度の低下となった。一方で金融当局からは、インフレへの警戒を緩めない旨の発言が散見されており、当局と市場の認識ギャップは再び広がっている可能性も。主に米金利に連れた形ではあるが、ユーロ圏諸国、日本でも長期金利は低下。ユーロ圏でもインフレ見通しの改善から利下げ転換に対する思惑が強まりつつある。総じて言えば先進国では基調的インフレ率が中銀目標の2%を大幅に上回っており、客観的には容易に緩和に転じることは困難な情勢だが、当面は経済指標に一喜一憂する展開が続くか。
- 株式**：主要国の株価は急反発。金融環境の緩和に伴う上昇であり、インフレ沈静化、景気減速という見通しとは必ずしも相容れない動き。長期金利の低下とも平仄が合わないが、株式市場ではリスクオンのセンチメントが醸成されている格好。金融政策見通しが相場を左右する状況は変わらず。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は縮小。株価上昇が信用コスト低下と相関している状況は変わらず、市場金利低下が信用環境の緩和に作用している格好。ただし金利、株式とも短期間での変動が大きくなっており、これを受けた動きをトレンドと見るのは早計か。



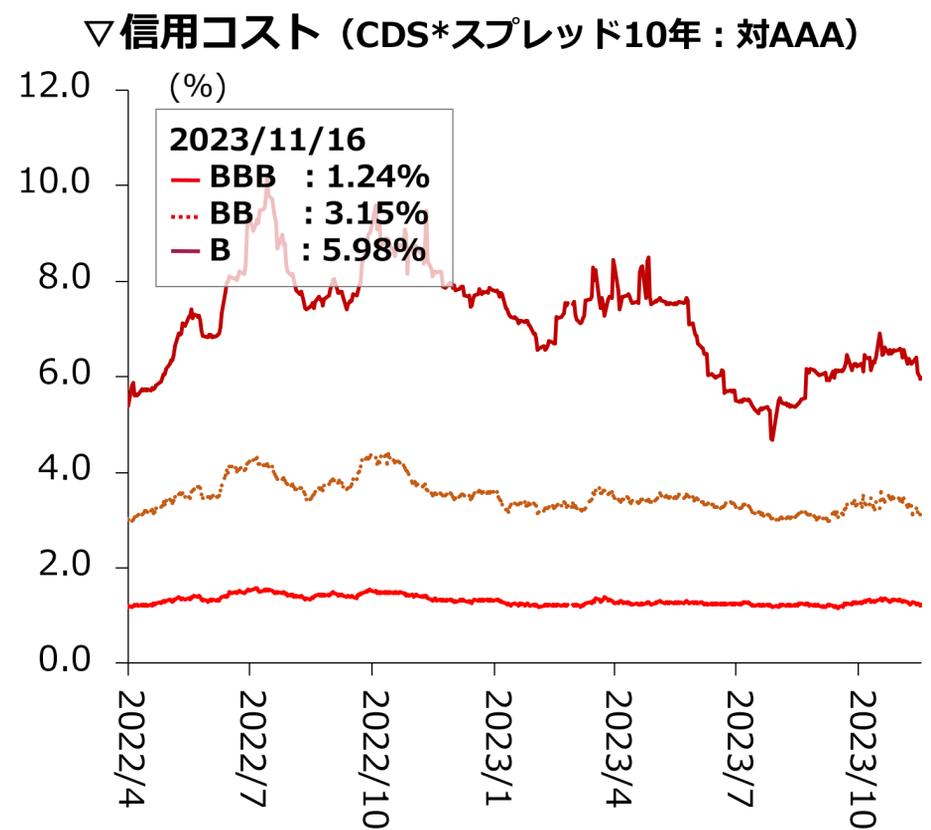
(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv



(出所) Refinitiv *Credit Default Swap

3. 国債格付けにおける財政規律の重要性

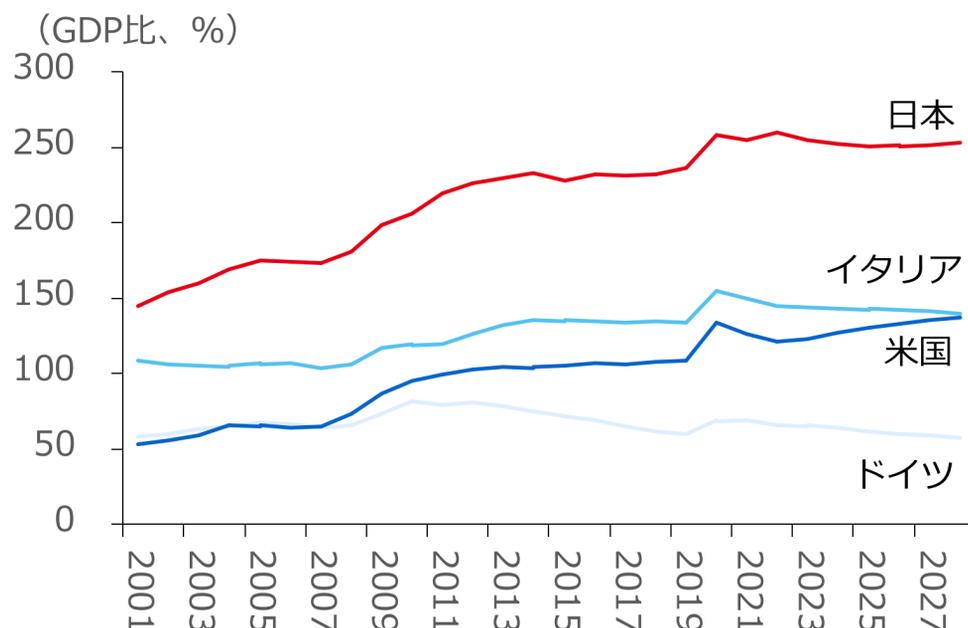
- ムーディーズは10日、米国の信用格付けを最上位であるAaaに据え置きながらも、見直しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。見直しの主な理由は、①財政赤字の拡大や金利上昇による利払い負担増、②政治的混乱による財政改革の実現の困難さ。Aaaを維持した理由としては同国の高い経済成長や国際金融におけるドルの中心的な役割を挙げた。米国債は11年にS&Pが、23年8月にはフィッチがいずれも1段階引き下げAA+としており、主要格付け3社で今も最上位を付与するのはムーディーズのみ。
- 格付けは発行体の債務返済能力の分析に基づき、債務不履行（デフォルト）に陥る可能性を判断した上で決定される。国債（ソブリン）の場合は、一国の経済力や政治社会基盤、財政状況、イベントリスクへの耐性等が基準となる。コロナ禍では多くの国が危機対応として家計への直接給付等かつてない規模の財政出動を行い、政府債務も急膨張した。それでも、経済の落ち込みや財政状況の変化がショックに基づく一時的なものと思われたため、とくに先進国では格付けへの影響は限定的だった。
- しかし、コロナ禍を終え経済・社会活動が正常化する中であっても、財政健全化に向けた動きは乏しい状況。フローの財政収支を見ると、大規模なコロナ対策が実施された2020年に各国とも大幅に赤字が拡大、とくに米国ではGDP比▲14%と悪化が顕著だった。今後も大規模経済対策の実施などを背景にGDP比▲7%前後と高めの財政赤字が継続する見通し。ストックの政府債務では、日本がGDP比260%と突出、相対的な低格付けの一因になっている。条約で財政規律要件が定められている欧州連合（EU）では一定の抑制が働く一方、日米では財政状況の改善に向けたモメンタムが弱い。
- 足元では、債務水準の上昇と同時に、名目金利が大幅に上振れている点がコロナ前とは異なる。2019年に比べ、日本では約1%、欧米では2%以上の上昇となっており、利払い負担増が財政の圧迫要因となる。昨年は英国で大規模減税と財政支出の拡大の発表に市場が反応し、国債や通貨が売られる局面があったが、今回のムーディーズの判断では、財政改革に取り組む政治的な意思やその実現可能性が格付けへの評価に影響を与える可能性が再認識された。日本についても金融政策の修正が意識される中で、これまで以上に中長期的な財政規律の方向性への注目が高まることになろう。

▽コロナ禍での主要国の格付けの変化

	Moody's	S&P	Fitch
米国	Aaa 安定的→- (23年11月)	AA+	AAA→AA+ (23年8月)
日本	A1	A+	A 安定的→- (20年7月) -→安定的 (22年3月)
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
イタリア	Baa3 安定的→- (8/22)	BBB -→安定的(20年10月) 安定的→+ (21年10月) +→安定的(22年7月)	BBB→BBB- (20年4月) BBB-→BBB (21年12月)
英国	Aa3 -→安定的 (20年10月) 安定的→- (22年10月) -→安定的 (23年10月)	AA 安定的→- (22年9月) -→安定的 (23年4月)	AA→AA- (20年3月)

(出所) 各種資料より丸紅経済研究所作成

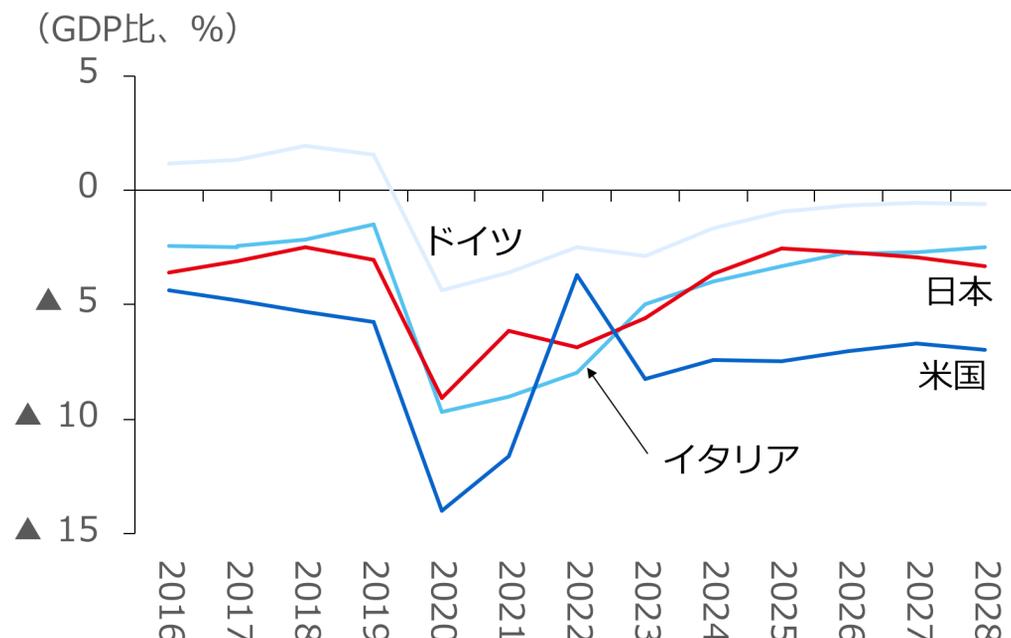
▽政府債務残高（名目GDP比）の推移



(注) 2023年以降は予測値。

(出所) IMFより丸紅経済研究所作成

▽財政収支の推移



(注) 2023年以降は予測値。

(出所) IMFより丸紅経済研究所作成

▽10年債金利の推移



(出所) IMF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：国債格付けにおける財政規律の重要性)	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。