

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. 331

(2023.02.13)

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.331)

1. 先週の動き

○先週、コロナ後の経済行動活性化が一段と進んだ形になったが、コロナやワクチンの医療体制に対する疫学的な具体的説明は引き続き乏しいままなのがやや気がかりだ。なおロシアのウクライナ侵攻の行方も不透明のまま。この間、世界経済には経済諸指標を含め弱気論と強気論とが交錯する状況が続いており、主要国中央銀行の金融引き締め政策については、市場の思惑はともかく継続を公表している格好だ。また中国の気球が米国領土内に侵入し、米国戦闘機に撃墜され中国が猛烈に反発する事態が生じていたが、これが米中紛争をさらに悪化させかねない気配が生じており、やや気になるところだ。なお懸案の日銀総裁人事については、一時は雨宮現副総裁に決定見通しとのマスコミ報道が流れたが、結局は植田元審議委員というサプライズ人事で決着の方向となり、市場もこれでしばらく大きな政策変更がないと見て安堵したようにも見える。

こうした中、市況において、株価は週内は米国「利上げ」の早期停止観測の後退から続落していたが、週末は円安に振れたことを好感したうえ、日銀総裁人事案が安心感を生んだこともあってか、4日ぶりに反発して週越えとなった。なお長期金利も上値を追う展開となり、上限+0.5%まで上昇している。ただ円相場は週内には132円台まで下落していたが、週末は前述とは逆に日銀総裁人事が現行の金融緩和政策の修正をより意識させたようで、130円台にまで円高が進んだ形になった。さらに原油は中国の経済回復期待もあって週内続伸していたが、これも週末には米国エネルギー情報局の「原油在庫が高水準」との公表をうけて4日振りに反落した形になった。

(なお日銀の金融政策の行方と総裁人事、欧州・中国経済の現状についての詳細は別添追補参照。)

○こうした中、米国の経済指標において、景況は2月「ミシガン大学消費者態度指数」(10日、同66.4と前月の64.9から上昇)で確認したが、若干期待含みの市場予想(65.1)を上回る形で改善している。この一方で消費動向については12月「卸売売上高」(8日、前月比0.0%と前月の-1.4%<速報値-0.6%を下方修正>からマイナス解消)、12月「消費者信用残高」(8日、前月比+115.6億ドルと前月の+331.1億ドル<速報値+279.6億ドルを上方修正>から伸び低下)で確認したが、前者は改善はしたが依然として水面上に完全には脱しえない状況であり、後者に至っては市場の慎重な見方(+246.0億ドル)以上に伸びが落ち込んだ格好になっているわけで、総じて良くない。なお12月「貿易収支」(7日、-674億ドルと前月の-610億ドル<速報値-615億ドルをやや上方修正>から赤字やや拡大)もドル高もあり、ほぼ市場予想

(-685 億ドル) 通りの赤字幅拡大となっている。

○この間、我が国の経済指標において、景況は 1 月「景気ウォッチャー調査」(8 日、内閣府)で確認したが、市場は現状判断 D I が 48.5(前々月 49.4→前月 48.7)と、ほぼ市場予想(48.0)どおりに横ばい圏内での動きにとどまった。これは景気回復の原動力や活動力等によるセンチメント(心情・心理)押し上げはそれなりにあったとしても、この一方で原材料や原料コストの上昇によるセンチメント押し下げも相応に働き、これをほぼ相殺した格好となったためだ。内訳を見ても小売関連が 48.3(同 48.3→49.3)、サービス関連が 50.0(同 52.4→50.3)と若干悪化した。ほかの項目はすべて小幅改善しているといった具合だ。ただ先行き判断 D I については 49.3(同 46.3→46.8)と更に改善すると見込まれており、しかもすべての項目で改善が予想され、特に住宅関連が 45.4(同 40.3→39.6)とやや大きく改善に復帰しているのが目立つ。なお地区別にみると、東京都は現状判断 D I が 53.7(同 54.8→53.5)と、全国同様ほぼ横ばいながらも若干改善しているなどやや異なる動きを見せており、ここは要注意だ。ただ先行き判断 D I については 51.4(同 52.1→49.3)と全国とほぼ同様程度の改善を見込んでいる。

ここで更に気がかりだったのは物価動向であったが、1 月「国内企業物価指数」(10 日、日銀)は前年同月比+9.5%(前々月+9.8%<速報値+9.7%を上方修正>→前月+10.5<速報値+10.2%を上方修正>)と、慎重な市場予想(9.8%)より伸びを低めた格好となった。

また消費動向も気になるところであり、これは 11 月「消費活動指数」(7 日、日銀)で確認したが、季節調整済み前月比-0.8%(前々月+0.8→前月-1.5%)と、結局水面下に沈んだままだった。

なお消費周辺指標である 12 月「毎月勤労統計」(7 日、厚労省)も公表されたが、現金給与総額が前年同月比+4.8%(前々月+1.4→前月+1.9%)と市場予想(+2.5%)を大きく上回る形で更に伸びを高めた格好になった。これは年末賞与の堅調な上昇から特別給与が同+7.6%(同+2.9→+3.1%)と大きく伸びを高めたことによるものであるが、経済再開に伴うサービス需要増による残業代の増加から伸びを高めると見ていた所定外給与は同+3.0%(同+7.7→+5.4%)と逆に伸びを低めている。さらに伸び上伸が期待されていた所定内給与も同+1.8%(同+1.0→+1.5%)とほぼ横ばい圏内の伸びにとどまり、結局実質レベルで見ると引き続きマイナス状況が続いている。いずれにせよ、一部企業で相次いでいる給与大幅引き上げの影響は今後に持ち越しの格好だ。

また輸出動向は 12 月「国際収支」(8 日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比-9.8%(前月-0.3%)とやや大きくマイナス幅を拡大した形になったが、この一方で輸入は同-8.1%(同-7.7%)と輸出の規模は下回ったが、引き続き高水準のマイナスを継続したことから、貿易収支自体は-1.43 兆円(前月-1.39 兆円)と小幅ながらも赤字幅を拡大している。尚この間、前月急増していた第 1 次所得収支が+3.26 兆円(同+3.81 兆円)と再び黒字幅を縮小したことから、経常収支も+1.18 兆円(同+1.91 兆円)と黒字幅縮小を余儀なくされている。なおこの結果 2022 年を通してみても、経常収支は+11.44 兆円(同+21.59 兆円)と大きく黒字幅を縮小している。

最後は貸出動向を 1 月「貸出預金動向」(8 日、日銀)で確認したが、総貸出平残が前年同月比+3.1%(前々月+2.7→前月+2.7%)と市場予想以上に伸びが高まった格好だ。これは都銀

等が同+3.9% (同+3.0→+3.0%) と再びやや大きく伸びを高めたことによるものだ。こうした中、動向が注目されていた信金は同+0.8% (同+0.7→+0.8%) と伸び横ばいにとどまった格好だ。なお預金平残は同+2.2% (同+2.5→+2.3%) と順次その伸びを低めている。この間、信金も同+1.0% (同+1.2→+1.1%) と同様に伸びを低めている。そうした中で、都銀が同+2.5% (同+2.7→+2.4%) とここにきて僅かではあるが伸びを高めており、やや気になる動きだ。

2. 今週の動き予想

○今週、コロナ感染状況については経済行動制約緩和が一段と進むと見られるが、市場の一部にはコロナワクチンの弊害や政府の5月の「5類」への分類変更も所詮は広島で開催される「G7対応策」といった観測を流す向きもあり、ここはしっかりウォッチしたほうが良さそうだ。なおロシアのウクライナ侵攻については引き続き収束が見えない。こうした中、世界経済についてはインフレは高水準ながらも鈍化傾向がよりはっきりしているが、なお主要国中央銀行は金融引き締めの手を緩めようとはしていない。こうした中、我が国は主要国とは逆にインフレ(ただし日銀はあくまでデフレ状況から完全には脱していないとの立場だ)加速の状況にあり、次の一手がどう打たれるかを市場は注目しているところだ。

なお市況については、中長期的には引き続き株安、金利高、円安方向にあると思われるが、短期的には前週のFRB(連邦準備制度理事会)が金融引き締めペースを緩めるとの思惑の強まりも薄れ、株価は上昇するにしても持続力を試す展開になると市場は見ているようだ。つれて長期金利は我が国では上限の「+0.5%」を超える催促相場があるとしても、基本的には横ばいで推移すると見られる。さらに為替も方向感に欠ける展開になると市場は見ているようだ。また原油も結局は落ち着きどころが定まらない展開になりそうだ。

○こうした中、米国の経済指標において、まずは景況を2月「NY連銀製造業景気指数」(15日、-20.5と前月の-32.9からマイナス幅縮小予想)、2月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」(16日、-7.4と前月の-8.9からマイナス幅縮小予想)、1月「景気先行指標総合指数」(17日、前月比-0.4%と前月の-0.8%からマイナス幅やや縮小予想)で確認したいが、いずれについても市場は方向としては改善すると見ているが、水面下(特にNY・フィラデルフィア連銀の見方はやや深刻)から逃れられないと見ており、ここは注意が必要だ。ただ物価動向については1月「消費者物価指数」(14日、前年同月比+6.2%と前月の+6.5%から伸び低下予想)および1月「生産者(卸売)物価指数」(16日、前年同月比+5.4%と前月の+6.2%から伸び低下予想)は、市場は共に順調に伸び低下すると見ているようだ。また気がかりな住宅建設については1月「住宅着工件数」(16日、年率換算133.5万件と前月の138.2万件からやや減少予想)で確認するが、引き続き市場は弱めの予測をしている。また1月「住宅建築許可件数」(16日、年率換算132.0万件と前月の133.7万件<速報値133.0万件をやや上方修正>からやや減少予想)自体も引き続き減少すると見ているようだ。

尚その他の経済指標については、消費動向を1月「小売売上高」(15日、前月比+1.7%と前月の-1.1%からプラスに転化予想)で確認したいが、市場は好転すると見ており、さらに生産動向についても1月「鉱工業生産」(15日、前月比+0.4%と前月の-0.7%からプラス転化予想)、

1月「設備稼働率」(15日、79.0と前月の78.8から上昇予想)で確認したいが、市場はここも回復を期待しているようだ。

○この間、我が国の経済指標において、まずは景況関連の10~12月「GDP・第1次速報」(14日、内閣府)に注目したいが、市場は前四半期比年率換算+1.9%(前々四半期+4.5→前四半期-0.8%)と、再びプラスに復帰すると見ている。これはコロナ禍後の経済復興が相応に進んでいると見ているためだ。なお同時に12月「鉱工業生産・確報値」(14日、経産省)も公表されるが、これも速報値(前月比-0.1%)が上方修正され、場合によっては水面上に復帰すると見ているようだ。

ただ日銀の長期金利上限引き上げもあって大きく円高方向に振れたままになってはいるが、輸出は世界経済停滞もあって引き続きマイナス局面が続くと見られている。もっとも輸入もマイナス傾向が続くにしても輸出をさらに下回る見通しになっており、結局1月「貿易収支」(16日、財務省・日銀)は季節調整済み-2.46兆円(前月-1.72兆円)と、大きく赤字が膨らむと市場は見ているようだ。

なお好調が期待されている設備投資動向については12月「機械受注」(16日、内閣府)で確認することになるが、市場は船舶・電力を除く民需ベースで季節調整済み前月比+2.8%(前々月+5.4→前月-8.3%)と再びプラスに復帰すると見ており、10~12月期ベースで見ても前回予想(前四半期比+3.6%)を上方修正すると見ているようだ。つれて12月「設備稼働率」(14日、経産省)についても、市場は前月(前月比-1.4%)とは逆にプラスに転じるとの見方だ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は公表予定経済指標は数少ないが、物価動向中心に重要指標が予定されているので注目したい。

- ・景況関連；2月「製造業・サービス業PMI」(ともに21日)
2月「ロイター短観」(22日)
- ・物価関連；1月「全国消費者物価指数」(24日)
1月「企業物価指数」(22日)

以上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No331 -追補)

- 日銀は新総裁の指名もあって、金融政策変更時期・内容に一段と注目が集まった格好。
- 欧州経済にはここにきてやや陰りが目立ち、特にドイツ・英国の経済指標が弱い。
- 中国経済には世界経済牽引車的役割を期待する向きもある一方で、なお慎重な見方も残り更に物価上昇傾向が強まっている。

1. 日銀は新総裁の指名もあって、金融政策変更時期・内容に一段と注目が集まった格好。

○昨今、欧米主要国ではインフレが高水準ながらも鈍化傾向にあるのに対し、我が国では逆に物価上昇傾向が続いている。しかもそれにもかかわらず、日銀は欧米主要国とは真逆の「大規模金融緩和政策」継続の構えにあることから、日銀の金融政策に対する変更時期や内容に対する市場の関心が、いつになく高まっている状況だ。

こうした中、これらに対する影響が大きいと見られていた新総裁に政府は植田和男元東大教授・元日銀審議委員を指名する方針を固め、国会に提出する構えを示している。なお植田氏については日銀内では審議委員を異例の7年間も務めたこともあって、それなりになじみはあるが世の中の的にはさほど有名でもない（下馬評にも登場しておらず）こともあって、市場には直前まで雨宮副総裁に決定見通しとのマスコミ報道もあったこともあり、ややサプライズ的な受け止め方になっているようだ。ただ日銀総裁・副総裁の中には近年「学者枠」があり、植田氏はもともと副総裁に任命される予定だったと見る向きもあるほか、学者ながらも日銀実務にも精通しているうえ、「自説はあってもそれに最後までこだわることはない」ことから、政府にとっても意になかった人物と解説する向きもあるところだ。なお市場の一部には、反「リフレ派（緩慢なインフレを継続させることにより、経済の安定成長を図ることができるとするマクロ経済学の理論を盛んに言い世間に広く知らしめようとしたり、もしくは政策に取り入れようとする人々のこと）」と見る向きもあるが、2000年8月のゼロ金利解除の金融政策決定会合で反対票を投じているほか、2022年7月には「日銀、拙速な引き締め避けよ」との論文を公表しているなど、必ずしもそうではないと見る向きも少なくない。いずれにせよ、急激な変更は望まない（事実、記者団に対しては「現行の金融政策を直ちに変更する必要はない」と返答しているようだ）性格のようだ。ところで日銀内には日銀総裁は「学識」、「国際通」、「内部管理力」が求められるが、植田氏は最後の「内部管理力」が未知数で、さらには副総裁候補の日銀理事出身の内田氏（もっぱら企画畑で支店長経験なし）、金融監督庁出身の氷見野氏（もっぱら国際畑と見られている）ともにこの方面は得意分野でないことから、一段と重要になると見られる政府・国会交渉面を含め内部管理面で不安が残るとする向きもあるところだ。

また日銀には先行き直ちに「長期金融緩和の効果と副作用を早急に点検し、政策修正の手順を示す」といった難しいかじ取り局面を迎えていることも事実であるわけで、これを無視するわけにもいかない（植田氏は「長期金利コントロールは微調整には向かない」と発言しているようだ）と思われる。従って「利上げ」については来年以降になるにしても、10年物国債金利の上限設定（昨年末+0.25%を+0.5%に引き上げ）をどうするかは、当面の重要課題になると考えて良さそうだ。

尚こうした中、市場の一部には市場が懸念する日銀のバランスシート問題（国債の実質的な無

制限引き受けで急拡大)に対し、①国債金利が引き上げられ、含み損が増大することになっても、日銀はこれを公表しない会計システムであるうえ、「利上げ」分の利息収入が増加することになるから何ら問題ない、②資産勘定の国債が増加しても、見合いの負債勘定は基本的に無コストの「銀行券」、「金融機関当座勘定」で対応されており問題ないとの主張があるが、これは必ずしも正しくないように思う。要するに①についていえば、日銀が含み損を公表しない会計システムを採用していても「格付け」低下が免れないほか、利息収入が増加するのは、基本的には国債償還期の10年後に国債が入れ替わった後のことであり、その間は実質損失が発生する。さらに②についても「格付け」の問題があるうえ、金融機関が「利上げ」後も無利息の当座勘定に多額の資金を積み残したまま損失を甘受(カンジュ:甘んじて受け入れること)するとは思えないからだ。いずれにせよ、これらの点は思惑ではなく事実を検証したうえでの最適の判断をすべきと思われる。

いずれにせよ、これらは植田新総裁にも切に望むことだ。

2. 欧州経済にはここにきてやや陰りが目立ち、特にドイツ・英国の経済指標が弱い。

○欧州の経済指標はこのところやや良好な動きも見られていたが、先週公表された経済指標にはやや悪いものが少なくなく、欧州中央銀行(ECB)の金融引き締め政策継続姿勢を後押しした形になった。

即ち12月「小売売上高」(6日、前年同月比-2.8%と前月の-2.5%<速報値-2.8%を上方修正>からマイナス幅やや拡大)が予想外に振るわなかった(前月比で見ても-2.7%と急減している)うえ、12月「鉱工業生産」(15日、前年同月比-0.7%と前月の+2.0%からマイナスへ転化予想)は逆に水面下に転落すると見込まれている。

こうした中で、とくにEU牽引国、ドイツの不冴えが目立っており、気がかりだ。これがEUの中で際立って高いロシアへの天然ガス依存度が影響しているとすれば、問題点は大きい。なお具体的には12月「製造業新規受注」(6日、前年同月比-10.1%と前月の-10.2%<速報値-11.0%を上方修正>からマイナス幅ほぼ横ばい)は僅かに改善方向にはあるが、依然として深く水面下のままだ。さらに12月「鉱工業生産」(7日、前年同月比-3.9%と前月の-0.5%<速報値-0.4%を下方修正>からマイナス幅拡大)にいたっては、一段と水面下深くに落ち込んでいる状況だ。さらにはEU全体ではインフレは鈍化し始めているのに対し、ドイツの1月「消費者物価指数」(9日、前年同月比+8.7%と前月の+8.6%から伸びやや上昇)は、ここにきてなお伸びを高めており、これは気になるところだ。

ところでこうした中、ロシアの財政悪化が一段と目立ち始めている。即ち6日発表されたロシアの1月の歳入は、EU等の価格上限設定から石油・ガス収入が46%減少したことを主因に、全体でも前年比35%減の1.35兆ルーブルにとどまり、財政収支は1.76兆ルーブルの赤字となり、歳入を上回るなど危機的状況に陥っているようだ。なおこの間、歳出も3.1兆ルーブル(前年比+59%)と急増しているが、これはウクライナ侵攻に伴う戦費拡大が主因と見られている。いずれにせよ、こうした状況が侵攻終結に結び付くのを願うばかりだ。

○なおEU離脱が失敗だったとする市民が多いと言われはじめている英国でも経済指標の不冴えが目立つ。例えば10~12月「GDP・速報」(10日、前年同期比+0.4%と前四半期の+1.9%から伸び低下)は更に伸びが鈍化しているほか、12月「鉱工業生産」(10日、前年同月比-4.0%と前月の-4.3%<速報値-5.1%を上方修正>からマイナス幅やや縮小)にしても方向としては

改善しているとはいえ、今なおやや深く水面下のままだ。さらに12月「商品貿易収支」(10日、-192.71億ポンドと-146.55億ポンド<速報値-156.23億ポンド>からマイナス幅拡大)も赤字幅をさらに拡大しているといった状況だ。

3. 中国経済には世界経済牽引車的役割を期待する向きもある一方で、なお慎重な見方も残り更に物価上昇傾向が強まっている。

○中国経済については「ゼロコロナ」政策打ち止めに加え、先月21日から始まった「春節」の1週間での人出が好調だったことから、市場には順調に経済が復興し、再び世界経済の牽引車的役割を果たすものと期待する向きもあるのは事実だ。ただこの一方で、「ゼロコロナ」政策以前にすでに中国経済は停滞が目立っているわけで、かねてから問題視されている不動産リスク(前回追補で詳述)・金融リスク等についても根源的な解決にはなっていないことから、足元の経済復興も所詮は一時的なものに終わるとの見方も少なくないところだ。

さらに長らく悪化している米中関係も、「先週および今週の我が国主要経済指標から (No.331)」で解説しているように、中国製の気球の米国領土内侵入と米国戦闘機でのその撃墜を契機に不穏な流れになっており、予断を許さない状況のようにも見えるところだ。

○更にこうした中、1月「消費者物価指数」(10日、前年同月比+2.1%と前月の+1.8%から伸び上昇)を見ると、2022年11月の+1.6%を底にした拡大傾向が続いており、ここに来て節目の+2%をも超過したことから、市場の中には中国政府はさらに大きな問題を抱え込みつつあると見る向きもあるところだ。なお1月「生産者物価指数」(10日、前年同月比-0.8%と前月の-0.7%からややマイナス幅拡大)については更に低下しているなど真逆の動きを示しているが、いずれにせよ、市場には物価上昇傾向を懸念する向きが少なくなく、しかもその主因は「ゼロコロナ」政策終了に伴い経済活動の正常化・需要回復が進んだ証拠と見る向きが多い。またその一方で「コロナ禍によるサービス業の供給不足が構造的なインフレ圧力を生む可能性がある」と見る向きもあり、市場の中にはこのままでは今年後半にはインフレ率が+3%を突破(この場合は統計の取れる2006年以降で初となる)すると予測する先もあるようだ。要するに例えばコロナ禍で2022年1月時点の宿泊施設は2年前より4割減少しており、しかも雇用や家計所得が回復するには相当の時間がかかるとの見方がある(市場には「ゼロコロナ」政策終了に伴う死亡者が想定外に急増し、これが人口減少に拍車をかけており、雇用の早期回復は不可能との見方もある)、これが事実とすれば、消費者に急上昇している貯蓄マインドもそう簡単には解きほぐせないほか、サービス業の人材不足も解消されない可能性もあるということになる。

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。主に審査畑を歩み、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。