

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. 336

(2023.03.20)

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.336)

1. 先週の動き

○先週、コロナ感染に関しては13日から「マスク着用義務が撤廃」されたが、この徹底はともかく、とりあえず行動制限がさらに緩和され、経済面への良い効果はそれなりに進んでいるようだ。なおロシアのウクライナ侵攻については、依然として長期化の様相だ。

こうした中、世界経済は減速への警戒感がくすぶっている中で10日に米国の地方銀行である「シリコンバレーバンク」(SVB)が経営破綻すると、これが米国内のみならず欧州(具体的には、「クレディ・スイス・グループ」<CSG>)にまで信用不安が拡散する格好になり、市場は大きく混乱する事態になった。尚さらに欧米中央銀行の「利上げ」継続の是非にまで議論は広がり、欧州中央銀行は16日開催の金融政策決定会合ではとりあえず「+0.5%」の利上げを決定したが、先行きは「慎重に事態を見守る」姿勢を示している。こうした中、FRB(連邦準備制度理事会)は、リーマンショックを上回る流動性資金を金融市場に注入するなど事態収束に懸命の姿勢であるが、「利上げ」方針の対応については内部の意見が分かれているようだ。もっともこの間、OECD(経済協力開発機構)は、17日に2023年の世界経済見通しを昨年11月の「+2.2%」から「+2.6%」に上方修正しており、これはやむを得ないにしても拙速すぎたかもしれない。

こうした情勢下で市況も大きく変動しているが、株式市場は週前半は大幅に下落する局面が目立ったが、週後半はFRBのSVB破綻への対応を市場が評価し戻す局面もあり、東京市場は反発して週末を迎えた。ただNY市場は、結局大きく値下がりした格好(結局、2月末以降で上場米銀全体の時価総額は約4588億ドル消失)になった。この間、我が国の10年物国債の利回りは、これまでは上限である「+0.5%」に張り付いていたが、週末には「+0.270%」まで低下(なお、米国長期金利は一時+3.3%台にまで低下)している。さらに為替も一時は131円台にまで円高に振れたが、結局133円台で週末を迎えている。さらに原油価格も上下したが、週末は金融システムをめぐる不安がやや後退したと見て反発した形になった。この間、安全資産とされる「金」の価格上昇が目立っている。(なお米国地方銀行の経営破綻に伴う市場の混乱や、OECDの世界経済見通しの上方修正、欧州・中国の経済現況の詳細は、別途追補参照。)

○こうした中、米国の経済指標については俄然景況の行方が気になったわけだが、これを3月「NY連銀製造業景気指数」(15日、-24.6と前月の-5.8からマイナス幅大きく拡大)で確認すると、市場予想(-7.5)を上回る大幅マイナスになっている。さらに3月「ミシガン大学消

費者態度指数」(17日、63.4と前月の67.0から低下)にしても市場の横ばい予想に反して悪化に転じ、また3月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」(16日、-23.2と前月の-24.3からマイナス幅やや縮小)も方向としては若干改善しているが、市場予想(-14.8)ほどではなく、引き続き大きく水面下の状況が続いているなど総じて厳しいものになっている。

ただ注目の物価については、タイムラグもあってか2月「消費者物価指数」(14日、前年同月比+6.0%と前月の+6.4%から伸びやや低下)は、市場予想通りに再び伸び低下に転じた格好になった。なお食料品・エネルギーを除くコアベース(14日、同+5.5%と前月の+5.6%からやや伸び低下)で見ても市場予想通りに伸びは若干低下しており、2月「生産者(卸売)物価指数」(15日、前年同月比+4.6%と前月の+5.7%<速報値+6.0%を下方修正>から伸び低下)についても、コアベースを含め市場予想(+5.4%)以上に伸びを鈍化させている。このためこれに前述の地方銀行の経営危機表面化の事態と合わせ、FRBが金融政策を今後どうハンドリングしていくのか市場は注目姿勢を高めているようだ。なおその他の経済指標については問題の2月「住宅着工件数」(16日、年率換算145.0万件と前月の132.1万件<速報値130.9万件をやや上方修正>から増加)は増加に転じており、2月「建設許可件数」(16日、年率換算152.4万件と、前月の133.9万件から増加)も、市場予想(138.0万件)を上回る増加を見ている。もっとも2月「小売売上高」(15日、前月比-0.4%と前月の+3.2%<速報値+3.0%をやや上方修正>からマイナス転化)は市場予想(+0.2%)を下回り、再び水面下に転じている。さらに2月「鉱工業生産」(17日、前月比0.0%と前月の+0.3%<速報値0.0%を上方修正>から伸びやや低下)も、いくらかでも改善が進むと見ていた市場予想(+0.5%)とは逆に若干ながら悪化を余儀なくされており、つれて2月「設備稼働率」(17日、前月比78.0と前月の78.0<速報値78.3を下方修正>から横ばい)にしても、若干改善すると見ていたにもかかわらず結局横ばいとどまった格好だ。

○この間、我が国の経済指標については公表予定のものは少なかったが、市場が注目していた設備投資動向は1月「機械受注」(16日、内閣府)がコア(船舶・電力を除く民需)ベースで、季節調整済み前月比+9.5%(前々月-6.7%<速報値-8.3%を上方修正>→前月+0.3%、<速報値+1.6%を下方修正>)と、市場の横ばい予想に反しやや大幅に増加した。この結果1~3月期見通しも同+2.9%(同-1.6→-4.7%)と三四半期ぶりに水面上に復帰する見通しになってきている。ただ1月の内訳を見ると、当該増加はもっぱら非製造業(除く船舶・電力)が+19.5%(同-2.1→-3.2%)と急激にプラスに転じたことに起因するもので、製造業は同-2.6%(同-8.0→+2.5%)と再び水面下に沈んでいるわけで、ここは気がかりだ。

さらに輸出動向については2月「貿易統計」(16日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比+4.4%(同-3.3→-6.3%)と自動車、鉱物燃料等の増加を背景に市場予想(+2.0%)を上回る形でプラス回帰したが、この一方で輸入は同-3.0%(同-3.0→-5.1%)と資源価格低下や円安頭打ちを映じてマイナス傾向が続いた格好となったが、市場予想(-6.5%)ほどでもなく、結局貿易収支は-1.19兆円(前々月-1.820→前月-1.821兆円)と赤字幅を縮小はしたが、市場予想(-1.04兆円)を下回る程度にとどまった。なお地域別に見ると、米国向け輸出は前年同月比+14.9%(前々月+16.9→前月+10.4%)と、伸びを高める形で17か月連続での増加となった。この一方で中国向けは同-10.9%(同-6.2→-17.1%)と3か月連続で

の減少となるなど、対照的な動きが続いている。この結果、対米国/中国比率は110.6%（米国*1兆4560億円/中国*1兆3165億円、前々月107.0→前月127.2%）と、昨年9月から続く米国向け優位は6か月連続で続いている格好だ。ここは留意が必要と思われる。

2. 今週の動き予想

○今週、コロナ感染状況についてはさらに平常化が進み、ロシアのウクライナ侵攻長期化にも大きな変化はないと思われる。ただエネルギー価格はやや落ち着き気味にある一方で世界の物流の落ち込みが引き続き鮮明のままで、2月末に運航を停止したコンテナ船の比率はコロナ前の3倍にもなっているようでもあり、ここは大いに気がかりだ。さらに経営不安のCSGについては、金融当局の仲介もあってスイス金融大手のUBS（“Union Bank of Switzerland”の略、スイスに本拠を置くグローバルな金融機関グループで、正式名称は「UBS AG」）が買収を検討しているようだが、いずれにせよ信用不安問題についてはしばらく攻防が続きそうな気配であり、大事にならないことを願うばかりだ。

こうした中、金融市場の混乱はしばらく続きそうな気配であり、市況は20~21日開催の米国FOMC（連邦公開市場委員会）次第の様相を濃くしており、仮に金融引き締めを継続する姿勢を示せば金融システムや実体経済に悪影響を与えるとの懸念から株売り、長期金利低下、為替は安全通貨の円買い、原油売りにつながると見られている。只この一方で、市場には米国FRBや大手銀行の支援表明もあって足元では銀行経営への不安は和らぎつつあるとして、「逆に利上げを実行しなければ米国の金融システム問題が深刻と受け止めかねない」と見る向きもあるわけで、結局、株価は神経質な展開、長期金利は落ち着きどころを探る展開、為替は変動が大きい展開になると見た方が良さそうだ。なお原油にしても産油国の価格下落に対する警戒感も強く、結局は底堅い展開になると市場は見ているようだ。

○こうした中、米国経済の動きについては前述のように米国発の信用不安が懸念される中で、21~22日開催予定のFOMCの動き（「利上げ」を市場予想通りにその幅を+0.5%に引き上げるか、それとも「利上げ」そのものを中止するか等）を市場は大きく注目している。

さらに経済指標についても、足元の景況について一段と気にしているように見受けられるが、3月「製造業・サービス部門PMI」（ともに24日、前者は47.3と前月の47.3から横ばい予想、後者は50.3と前月の50.6からやや低下予想）についても、市場は製造業は横ばいにとどまり、サービス部門はわずかにしろ悪化すると見ているなど、すでにやや厳しい見方を織り込み始めているようにも見える。さらに2月「新築住宅販売件数」（23日、65.0万件と前月の67.0万件からやや減少予想）についても、慎重な見方をしているようだ。ただこの一方で、タイムラグもあってか2月「中古住宅販売件数」（21日、415万戸と前月の400万戸からやや増加予想）、10~12月期「経常収支」（23日、-2132億ドルと前月の-2171億ドルから赤字幅やや縮小）、2月「耐久財受注」（24日、前月比+1.7%と前月の-4.5%からプラス復帰予想）については若干なりとも改善を見込んでいるなど、引き続き慎重一辺倒になっているわけでもないことには注意が必要だ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況を3月「製造業・サービス業PMI」（ともに24日、Markit Economics）で確認したいが、市場は製造業については49.0（前々月48.9→

前月 47.7) と外需の改善を反映して再び改善すると見ているようだ。ただサービス業については 53.0(同 52.3→54.0)と相対的に高い水準を維持はするがやや一服傾向を示すと見ており、ここは若干注意が必要だ。なお 3 月「ロイター短観」(23 日、ロイター通信)も公表されるが、市場は製造業が 4 (前々月-6→前月-5)、非製造業が 19 (同 20→20) と、上記 PMI とほぼ同様の動きになると見ているようだ。ただ非製造業については逐次悪化方向を辿ると見ているわけでやや気がかりだ。

このほか、これも市場が注目している物価動向については 2 月「全国消費者物価指数」(24 日、総務省)で確認することになるが、市場はコア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+3.1%(前々月+4.0→前月+4.2%)と、伸び鈍化に転じると見ている。只これは政府が補助金を導入したエネルギー価格軽減策の効果によるもので、この影響を除いたコアベース(生鮮食品・エネルギーを除く総合)では同+3.4%(同+3.0→+3.2%)とより多様な品目での価格上昇の広がりやを反映して、さらに伸びを高めると見ているようだ。要するに市場は 30 年ぶりに日銀の物価目標に達するとの見方をしているわけで、日銀としても何らかの対応策を打ち出す時期にきているようにも見える。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は米国発の信用不安問題を注視する必要があるほか、公表予定経済指標も月末とあって以下のように数多いので、一段と注意深くウォッチしていきたい。

- ・物価関連；3 月「東京区部消費者物価指数」(31 日)
2 月「企業サービス価格指数」(27 日)
- ・消費関連；2 月「商業動態統計」(31 日)
- ・消費周辺；2 月「失業率・有効求人倍率」(ともに 31 日)
- ・設備関連；2 月「住宅着工統計」(31 日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No336-追補)

- 米国地方銀行の経営破綻に伴う市場の混乱の行方について
- 日銀の国債保有割合が52%と過去最高水準となり、含み損も約9兆円の巨額に
- 欧州経済については、再び懸念する向きが増加の兆し
- 中国経済は、習主席が回復に向けて大号令をかけているが、その効果判明には時間がかかる見通し

1. 米国地方銀行の経営破綻に伴う市場の混乱の行方について

○米国では「シリコンバレーバンク」(SVB)が、8日に自行が保有する売却可能な有価証券210億ドルの売却などで18億ドルの損失を計上(合わせて22.5億ドルを増資)した旨公表することで格付け(現行A3)の大幅低下回避を狙ったが、これが裏目に出て同行の預金は9日一日で全体の24%に相当する420億ドルが流出、株価も6割下落し、結局10日には経営破綻となった。なお同社のビジネスモデルはやや異質で、もっぱらスタートアップ企業への融資から高金利を得るもので、一時は高利益を得ていた。さらに預金者構成(米銀全体は個人と法人がほぼ半々)もやや異常で、6割強が米国のスタートアップ企業だった模様だ。

これを受けて金融市場には動揺が走り、米国では「ファースト・リパブリック・バンク」等の中堅銀行中心に株価は大きく下落し、これが我が国にも波及し「安全資産」とされる日本国債に買いが集まり、円が上昇したほか金利は低下した。さらには欧米中央銀行の「利上げ」継続姿勢にまで影響するとの見方も出始めている状況で、FRB(連邦準備制度理事会)は、21~22日開催の会合での「利上げ」も当初の+0.5%への利率引上げはもとより、「利上げ」自体を見送るのではないかと観測までくすぶり始めているのが実情だ。なお欧州中央銀行は16日の会合で+0.5%の「利上げ」を決めているが、先行きの不透明感の強さからやや困惑しているとの声も聞かれるところだ。いずれにせよ、このままではインフレを再加速させることもあり得るとの見方が増えつつあることも事実だ。

さらには12日には暗号資産企業への融資の多い「シグネチャー・バンク」も経営破綻しているほか、米国発の信用不安が欧州の大手金融機関にまで飛び火し、15日にはスイスの金融大手「クレディ・スイス・グループ」の株価が急落したほか預かり資産も3割減少して、スイス中央銀行が救済に走る事態(結局、同様にスイスの金融大手であるUBSが買収交渉に入った模様)になったことから、市場は相応に緊張感を高めているのが実情だ。なお金融市場の混乱は、SVB破綻1週間後も基本的には継続しており、2月末以降の米国銀行の時価総額は60兆円失われているようだ。

ただこうした一方で、SVBの動きも基本的には「史上初のツイッターであおられた取り付け騒ぎによるもの」で、あくまでも個別要因にもとづくものであり、リーマンショック時のように各銀行に共通する問題が表面化しているわけでもなく、さらには金融機関の資本は量、質とも当時とは比べようもないほど良くなっているわけで、いたずらに騒ぎ立てるべきではないとの見方を強調する向きもあることも事実であり、いずれにせよ、ここは慎重に見守る必要があるかもしれない。

ところで前述の「クレディ・スイス・グループ」にしても、2021年には米国投資会社との間

で44億スイスフランもの損失を計上して経営幹部が交代する事件を引き起こしたほか、別の金融会社の倒産をめぐっても巨額損失を計上している。さらには金融当局から「重大な監督義務違反があった」との指摘を受けたにもかかわらず、2022年1月には同行会長がコロナによる非接触ルールを破ってテニスをし感染したことが発覚して辞任するとか、同6月には麻薬組織がコカイン密輸で稼いだ利益のマネーロンダリングを容認した罪で罰金命令を受けるなどの不祥事が続いていたことも事実で、もともと顧客離れが続き経営は悪化していた経緯があったところだ。

[参考]

なお米国では預金の全額保護が認められており、金融機関の破綻処理も金曜日に破綻処理を公表（今回も10日だった）し、土日で資産や負債を救済機関に移し、月曜から預金を引き出せるようにする「金月処理」が一般的だ。なお我が国では、普通預金は1口座1千万円まで預金保険機構が保証、さらに「金月処理」は望ましいとされるが規定化されていない。

ところで私事ながら40年前に我が国の預金保険発動体制（当時は開店休業の状況だった）を整えるために、米国の事例を研究すべく1か月かけて全米の預金保険公社を回らされた経験があり、これがその後の我が国の金融危機の際にある程度役に立ったわけであるが、今回の事例は当時と事情が大きく異なるにしてもやや気がかりな面があることは否めないことも事実だ。

2. 日銀の国債保有割合が52%と過去最高水準となり、含み損も約9兆円の巨額に

○日銀が17日公表した2022年10～12月期の「資金循環統計」によると、2022年12月末の日銀の国債保有割合は時価ベースで52%と、過去最大になった模様だ。要するにこれはこれまでの「大規模な金融緩和政策」を維持すべく、日銀は長期金利を低水準に抑えるため実質的に国債無制限引き受けを続けて来ていた結果であるわけだが、保有割合が50%を超えるのは2四半期連続となり、しかも前期（2022年9月末）の50.3%を超えて膨らみ続けていることが改めて明らかになった格好だ。

さらに問題なのは、この時点での国債含み損が9兆円規模に達している（2022年12月末の保有国債が時価ベースで554兆6476億円であるのに対し、簿価は564兆1557億円あることから、その差の含み損は9兆5081億円になる計算）と見られることで、これは日銀の政策修正（10年物国債の上限を従前の+0.25%から+0.5%程度に引き上げ）に伴う金利上昇（債券価格は下落）によるものだ。いずれにせよ、含み損は2022年9月時点の8749億円（これも16年半ぶりの含み損発生だった）から10倍以上になっていることを示しているわけで、これは大いに気になるところだ。というのは日銀が公表している直近（2022年9月末）の純資産は5兆365億円であり、場合によっては債務超過に陥っている可能性もあることを示しているということになるからだ。なお市場の中には「日銀決算は、国債については原価主義を採用しているので問題ない」とする向きがあるのは確かながら、前述の信用不安拡大の一端が格付け機関の格付け引き下げに起因する面があることを勘案すれば、そう簡単には割り切れない感もするのだが、どうだろうか。

3. 欧州経済については、再び懸念する向きが増加の兆し

○欧州では米国地方銀行の経営破綻が相次いでいる問題が欧州大手銀行の「クレディ・スイス・グループ」(CSG)の経営不安に飛び火している状況から、市場は揺らいている。なおこうした中で、市場は16日に開催された、欧州中央銀行(ECB)の金融政策決定会合の行方に注目していたが、とりあえず政策金利を引き続き+0.5%引き上げインフレ抑制を優先する構えが示された格好だ。なおECBは量的緩和策で膨らんだ保有資産の圧縮も予定通りに進める構えで、6月にかけて月150億ユーロ規模で削減する方針としている。これはそれだけ欧州のインフレ圧力が強い(2月の消費者物価は、変動の大きいエネルギーや食品を除いたベースでは+5.6%と過去最高を記録し、ドイツやフランスなど一部ではインフレ率が再び高まっている状況)との認識を表したものだが、この一方で、ECBは「先行きを慎重に見守る必要がある」としていることも確かで、同時に公表した2023年のインフレ率は+5.3%、2024年は+2.9%と予測するとともに、経済成長率については2023年+1.0%、2024年+1.6%と、極めて慎重に見ているようだ。なおこうした中、EUは16日に「ネットゼロ産業法案」と「重要原材料法案」を公表し、EVやレアアースなどの重要資源について2030年までにEU域内の調達率を10%、加工率を40%に引き上げる目標を設ける方針を示し、ネックになりかねない中国依存を低減させることに注力し安定したサプライチェーンを構築する構えのようだ。

この間、経済指標の動きを見ると1月「鉱工業生産」(15日、前年同月比+0.9%と前月の-2.0%<速報値-1.7%を下方修正>からプラス復帰)は、タイムラグもあり改善が進んでいる形になっている。ただ2月「消費者物価指数・改定値」(17日、前年同月比+8.5%と速報値の+8.5%から伸び横ばい)は、食料品やエネルギーを除くコアベースを含め市場予想通りに高水準横ばいにとどまっており、欧州中央銀行の「利上げ」姿勢の後ろ盾になった格好だ。

なおEU牽引国ドイツ経済については既に方向としても再び悪化に転じており、景況を今週公表される3月「ZEW景況感指数」(21日、17.5と、前月の28.1から大きく低下予想)で確認しても冴えないうえ、物価についても2月「卸売物価指数」(15日、前月比+0.1%と前月の+0.2%から伸びやや低下)はほぼ伸び横ばいの動きにとどまるなど、インフレ抑制の動きはやや足踏みした格好だ。なおこうした中、ロシアのウクライナ侵攻について首相が「黙認できない」と指摘するなど、対ロシア対決姿勢を一段と明確にした格好だ。

○この間、英国はこれまでの経済指標には、EUとの動きとは若干異なり改善が目立っていたが、今週公表された2月「失業率」(14日、3.8%と前月の3.8%<速報値3.9%をやや下方修正>から横ばい)には改善進捗の動きなく、さらには今週公表される2月「消費者物価指数」(22日、前月は前年同月比+10.1%)、2月「小売物価指数」(22日、前月は前年同月比+13.4%)といった物価動向や、3月「製造業・サービス部門PMI」(ともに24日、前者は前月49.3、後者は同53.5)、2月「小売売上高」(24日、前月は前年同月比-5.1%)にしても市場は慎重な見方になっているようで、23日に予定されているイングランド銀行の政策金利の行方を注目しているようだ。

4. 中国経済は、習主席が回復に向けて大号令をかけているが、その効果判明には時間がかかる見通し

○中国については、先週公表された経済指標は2月「鉱工業生産」(15日、前年比+2.4%と、

前月の+1.3%から伸び増加)、2月「小売売上高」(15日、前年同月比+3.5%と、前月の-1.8%からプラス復帰)とともに、順調に改善が進んでいるように見えるのは確かだ。そして13日には習主席の3期目政権が正式スタートしたわけだが、国内経済面での不安が積みあがっていることも事実で、この解消が喫緊の課題になっている。この為まずは半導体の技術革新を図ることが必要で、しかも米国をしのぐ産業支援が肝要としており、とりあえず半導体受託生産大手や自動車各社首脳に対し檄を飛ばした模様だ。

もっともこうした習指導部の統制がIT企業のみならず、次世代の経済の柱となる新興製造業にまで広がる気配から、「習氏1強」体制がますます強固になることの弊害を懸念する声も強まってきているのも確かなようだ。事実、国内企業の中には「とりあえず中長期的には有利になる」と礼賛する向きもあるが、外国人にとっては「国家の過度な関与はかえってイノベーションを抑圧し、生産性の改善を逆に犠牲にしかねない」と懸念する向きが多く、海外マネーの流出が一段と目立ち始めている格好だ。

また長らく不況が続く住宅分野には改善の兆しが今一つ見えず、住宅購入者の抗議活動がいまだに続くなど地方政府財政の要ともなっている不動産業界は依然停滞しており、さらにこれに少子高齢化で社会保障費の膨張が加わり、また景気テコ入れへのインフラ債の発行枠が過去最大にまで膨らんでいるわけで、2023年の中国政府の財政赤字は結局-3兆8800億元(GDP比3.0%と、前年比0.2ポイント増加して2021年の3.1%以来の高率になる計算)と、3年ぶりに前年を上回っているのが実態だ。

これに加えて、米国がロシアによるウクライナ侵攻に関する停戦に向けた仲裁に意欲を示す中国の動きに明確な不快感を示しており、これが近く予定されているバイデン米国大統領と習主席との会談に水を差し米中の貿易紛争をさらに悪化させないか、やや気になるところでもある。

いずれにせよ、中国経済が復活し得るか否かの判断は、当分先のことと考えた方が良さそうだ。

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。