

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. 348

(2023.06.19)

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.348)

1. 先週の動き

○先週、ロシアのウクライナ侵攻におけるウクライナの大反転攻勢が始まったが、ロシアの防戦体制も厳しく両者の激しい損耗が続いているようだ。

こうした中、世界経済は欧米のインフレ率は低下・ないし高止まり傾向にあり米国経済にはやや動意も窺われるが、基本的に停滞基調が続いていることには変わりはない。ただこうした中、先週決定された欧米・我が国の金融政策についてはやや明瞭な違いが窺われた格好だ。即ち米国は「利上げ」を一時止めたが、先行きの継続（しかも最終的な年末での政策金利目標を従前の+5.1%を+5.6%に引き上げ）を仄めかしたのに対し、欧州は「利上げ」を継続し先行きも引き上げを示唆、そして日銀は引き続き「大規模金融緩和政策」継続を決定したといった具合だ。

この間、市況において株価は、NY市場が週前半はFOMC（連邦公開市場委員会）の動きを様々なに予想し上下したが、週後半に「利上げ」の一時停止が決定すると年初来高値を更新した。そして東京市場も一時反落局面もあったが、基本的には連日バブル経済崩壊後の高値を更新し、週末も33年ぶりの高値となった。この間、長期金利は低下したが、為替については米国の2023年末での政策金利予測が前述のように引き上げられたこともあって、むしろ「内外金利差」拡大予測の方が優勢となり、週末には米国雇用指標の悪化を手掛かりにした円買いの動きがあったものの、結局141円台での週越え（主要国の中では独歩安）となるなど年初来の安値水準を更新している。なお原油価格は相変わらず上下（週初の米国市場では約3か月ぶりの安値を記録）したが、週末は中国の追加景気刺激策への期待もあってリスク取得の動きが強まり反発している。（なお米欧・我が国の金融施策姿勢の相違点、欧州・中国経済の動きについての詳細は別添追補参照。）

○こうした中、米国の経済指標については景況をまずは6月「NY連銀製造業景気指数」（15日、+6.6と前月の-31.8からプラスに転化）で確認したが、市場のマイナス継続予想（-15.6）に反しやや大きくプラスに転じるなど、予想外に改善が進んだ形になった。ただこの一方で6月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（15日、-13.7と前月の-10.4からマイナス幅拡大）については、水面下に残るばかりか市場予想（-12.3）以上にさらに深く沈みこむなど一様ではないわけで、ここは引き続き注意が必要だ。ただ消費動向については6月「ミシガン大学消費者態度指数」（16日、63.9と前月の59.2から上昇）のように、市場予想（60.0）を上回る改

善を果たしているものもあり、景況は業種間・地域間格差を残しつつどちらかと言えば若干改善に向かいつつあるようにも見える。

さらに注目の物価動向について見ても5月「消費者物価指数」(13日、前年同月比+4.0%と前月の+4.9%から伸び低下)はほぼ市場予想(+4.2%)通りに順調に低下が進んでおり、我が国の水準と並びそうな勢いだ。なお5月「生産者(卸売)物価指数」(14日、前年同月比+1.1%と前月の+2.3%から伸び低下)も公表されたが、これも順調に伸びを鈍化させている。

その他の指標についても5月「小売売上高」(15日、前月比+0.3%と前月の+0.4%から伸びやや低下)が市場のマイナスへの転化予想(-0.1%)に反し若干の伸び低下にとどまっているなどむしろ底堅い動きだ。ただ5月「鉱工業生産」(15日、前月比-0.2%と前月の+0.5%からややマイナスに転化)については、市場の悪化しても伸び鈍化にとどまるとの予想(+0.2%)に反し僅かながらもマイナスに転じているほか、5月「設備稼働率」(15日、79.6%と前月の79.8%<速報値 79.7%を上方修正>からやや低下)にしても市場予想(79.7%)以上に低下するなど、業種間格差は残っているようだ。さらに5月「月次財政収支」(12日、-2403億ドルと前月の+1762億ドルからマイナスに転化)については、市場予想(-2330億ドル)以上の赤字に転落している。

○この間、我が国の経済指標については景況を4~6月「法人企業景気予測調査」(13日、内閣府・財務省)で確認すると、大企業の現状判断DIは「上昇超」+2.7%ポイント(前期-3.0%ポイント)と、非製造業(前期+0.6→当期+4.1%ポイント)を中心に水面上に復帰する形になっている。ただ製造業(同-10.5→-0.4%ポイント)は方向としては改善しても引き続き水面下にとどまる格好で、さらに中小企業(同-17.4→-6.6%ポイント)も同様に水面下にとどまった格好で業種・規模間格差は拡大している。もっとも先行き判断DIについては業種・規模を問わずに改善に進む見通しになっており、大企業製造業は来期(+11.2%ポイント)、中小企業も再来期(+3.5%ポイント)には水面上に復帰する形になっている。

さらに物価動向については5月「国内企業物価指数」(12日、日銀)で確認したが、国内企業物価指数は前年同月比+5.1%(前々月+7.4→前月+5.9%)と、引き続き高い伸びとなった。ただ伸び率自体はエネルギーの輸出価格上昇率の鈍化を映じて、5か月連続での伸び低下となっている。

また設備投資動向については4月「機械受注」(15日、内閣府)で確認したが、コア(船舶・電力を除く民需)が前月比+5.5%(同-4.5→-3.9%)と、前回まで数か月連続して低下していたが、ここにきて水面上に復帰した格好だ。内訳を見ても製造業は同-3.0%(同+10.2→-2.4%)とむしろマイナス幅を拡大しているが、非製造業が同+11.0%(同-14.7→-4.5%)と大きく水面上に復帰しているのが目立っている。

最後は輸出動向を5月「貿易収支」(15日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比-3.1%(前々月-0.7→前月+2.5%)と再び市場予想(-0.9%)を上回る形でマイナスに転じたが、この一方で輸入も同-5.6%(同-0.7→+0.1%)と慎重な市場予想(-2.6%)をも上回るやや大幅マイナスとなったことから、この結果貿易収支は同-0.77兆円(同-0.12→-0.10兆円)と市場の赤字縮小予想(-0.08兆円)に反し、逆に若干大きく赤字幅を拡大する結果になった。なお内訳を見ると米国向け輸出額は前年同月比+9.4%(前々月+9.4→前月+

10.5%)と20か月連続での増加となったが、この一方で中国向けは同-3.4%(同-7.7→-2.9%)と6か月連続でのマイナスにとどまっており、この結果対米国/中国向け比率は102.4%(1兆3738億円/1兆3412億円、前々月108.1→前月114.6%)と、7か月連続で米国向けが上回る形になっている。

2. 今週の動き予想

○今週もウクライナのロシア向け大反転攻勢の行方が気になるところだ。また、経済面でもインフレ率が米欧では鈍化・高止まりしている一方で我が国ではむしろ若干加速気配があるわけであるが、この間、米欧の金融政策姿勢との間には改めてやや大きな違いが見え始めており、ここはその効果の違いをも含めて行方を注意深くウォッチしていく必要があるようだ。

なお市況については、株価は投資家の米国FRB(連邦準備制度理事会)に対する警戒感が薄まる一方で年内2回の追加利上げに対する懐疑的見方も少なくなき、さらには利益確定売りも出ると見られることから、結局は高値圏でもみ合うとの見方が多いようだ。ただこれとて理論的には合点が行かない面があることも事実であり、いずれにせよ注視が必要だ。なお長期金利は引き続き低下基調をたどると見られるものの、前述のように市場には米国FRBの姿勢に疑問を持つ向きもあるわけで注意したほうが良い。また為替についても円の独歩安が続くと見られるが、過度の円安は避けたほうが良いと見る向きも少なくなき、さらには今週公表予定の経済指標は少なく追加の円売り材料も乏しいことから、結局のところむしろ若干円高に進むとの見方もあるわけで、ここも留意したほうが良い。この間、原油については引き続き市場の思惑(世界経済については減速継続との見方)で上下する事態が続くとしても、基本的には下落方向と見られる。

○こうした中、米国の経済指標については景況を6月「製造業・サービス部門PMI」(ともに24日、前者は48.5と前月の48.4からやや上昇予想、後者は54.0と前月の54.9からやや低下予想)で確認したいが、市場は製造業はやや改善するが、サービス部門は逆に若干悪化すると見ているようだ。なお5月「景気先行指標総合指数」(22日、前月比-0.8%と前月の-0.6%からマイナス幅やや拡大予想)についても若干悪化する見通しとなっており、先週とはやや違った展開になりそうだ。

そのほかの指標は住宅関連が中心だが、5月「住宅着工件数」(20日、年率換算140.2万件と前月の140.1万件からやや減少予想)、5月「中古住宅販売件数」(22日、年率換算425万件と前月の428万件からやや減少予想)ともに市場は若干慎重な見方をしており、ここは注意すべきだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況を6月「製造業・サービス業PMI」(ともに23日、Markit Economics)で確認したいが、市場は製造業については51.0(前々月49.5→前月50.6)と僅かであれ順調に改善が進むと見ているが、サービス業については56.0(同55.4→55.9)と、逆にここにきて若干伸び悩むとの慎重な見方になっている。これは製造業セクターについては継続的な回復をうけて引き続き改善が進むが、サービス業は経済再開や観光関係支出の増加を背景に高い伸びを維持するにしてもさすがに伸び率は鈍化し始めると見ているということであり、ここは注意が必要かもしれない。さらに6月「ロイター短観」(21日、ロイター通信)も公表されるが、これについても市場は、製造業が+9(同-3→+6)と若干大き

く回復する一方で、非製造業については 24 (同 21→24) と高水準ではあるが前月比では横ばいにとどまると見ている。この背景はおおむね上述の PMI と同様と思われる。

さらに注目の物価動向については 5 月「全国消費者物価指数」(23 日、総務省) で確認することになるが、コア(生鮮食品を除く総合)は前年同月比+3.2%(前々月+3.1→前月+3.4%)と高水準が継続はするが、伸び率としては若干鈍化するとの見方だ。ただ日銀のコアコアベース(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)では同+2.7%(同+2.3→+2.5%)と、順調に伸びを高めると見ているようだ。これはエネルギー価格の伸びは鈍化するにしても、その他の財・サービス価格両面での上昇は継続し、コアインフレ率はさらに上昇を続けると市場は見ているということだ。

3. 来週の公表予定経済指標等

○来週は日銀短観が 30 日には公表されるので、まずはこれを注目したい。その他の経済指標も以下のように重要なものが数多いので注視したい。

- ・景況関連；第 2 四半期「日銀短観」(30 日)
- ・物価関連；6 月「東京都区部消費者物価指数」(30 日)
5 月「企業向けサービス価格指数」(26 日)
- ・消費関連；5 月「商業動態統計」(29 日)
6 月「消費活動指数」(29 日)
- ・消費周辺；5 月「失業率・有効求人倍率」(ともに 30 日)
- ・設備関連；5 月「住宅着工統計」(30 日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.348-追補)

- 米欧・我が国の金融政策姿勢には、ここにきて一段と大きな違いが
- 欧州経済は引き続き冴えないが、ECBは「利上げ」を継続
- 中国経済の復興ベースは、一段と鈍りが目立つ

1. 米欧・我が国の金融政策姿勢には、ここにきて一段と大きな違いが

○世界経済は停滞傾向が続く中で、米欧・我が国の中央銀行は先週相次いで「金融政策決定会合」を開催したが、その対応姿勢にはやや大きく相違点が生じた格好になった。即ち米国についてはとりあえず今回は「利上げ」を一旦停止するが、先行き年内2回の「利上げ」はあくまで継続の意向を示し、しかも今年末での政策金利目標を引き上げているが、この一方でECB（欧州中央銀行）はあくまでも「利上げ」を継続し、しかも7月での「利上げ」実行をもほのめかしているといった状況だ。こうした中、日銀は10年にもわたった「大規模金融緩和政策」継続を決定しており、主要国中央銀行の中での異彩を放ったままだ。

こうした金融政策姿勢の違いは、インフレ傾向については米国では鈍化の兆しがあるとはいえ、基本的には我が国を含め高止まりが続いており、当該状況に極めて大きな違いがあるというわけではないのに、インフレ抑制策の「利上げ」（繰り返すようだがインフレ抑制のための「利上げ」は景気停滞により達成させるものだ）に関する姿勢の差が大きく表れているように見えるのだ。即ち米国は急激な「利上げ」にもかかわらず、景気はむしろ若干回復気味にあるようにも見えるわけで、その分金融引き締め余地があるとの考え方をしているようにも思える。かつそうした中で労働市場の逼迫と賃金上昇がサービス価格の高止まりにつながる可能性が高いとみて、これは抑制する必要があると考えているように見える。

この一方で欧州は、インフレ傾向が米国に比べ大きく高止まりしている違いもあるが、仮に「利上げ」継続により欧州経済の景気がより後退しても、ここは物価安定を優先させる必要があると考えているようだ。これにはロシアのウクライナ侵攻がより身近なところで発生しているとの事情も影響している可能性がある。

こうした中、粘り強い「大規模金融緩和」継続を決めるなど異彩を放っているのが我が国だ。日銀はインフレが米欧と異なりむしろ加速している状況なのにもかかわらず、基本的に「一時的現象」との姿勢を崩しておらず、しかも植田総裁は、金融政策決定会合後の記者会見で「ここで金融政策を変更することで、せっかくの経済復興機運を減速させる可能性がある」と発言するなど、前述の世界主要国中央銀行のインフレ対応姿勢（要するに景気を減速させてインフレ抑制を図る）とは真逆のことを言っているのだ。さらに企業の積極的な価格転嫁や賃上げが日銀の目指す物価と賃金の緩やかな好循環に向けた「芽」になり得るとの認識を示しているが、これとて肯首（コウシュ：うなづくこと、納得して従うこと）可能な反面、前述の米国のようにインフレ抑制とは逆行する可能性をも考慮する必要があるようにも見えるわけで、ここは慎重な判断が必要とも思われる。いずれにせよ日銀の今回の「金融政策決定会合」にかかる声明文には明確な説明がなく、市場は不満を募らせているようにも見える。要するに日銀の本音はむしろこうしたことではなく別のところにありそうだ。即ちこれまで10年間にわたって「大規模金融緩和政策」を継続してきたことが、日銀・金融機関のバランスシート、政府の歳入・歳出状況に大きなひずみ

を生じさせており、既に簡単には政策変更できない状況に追い込まれている可能性もあるわけで、ここには軽々には言及できないと判断しているようにも見えるのだ。ただこの点はいずれにせよ放置しておくわけにもいかないわけで、今後熟慮の上早期に何らかの対応策を示す必要があるようにも見える。なお市場ではまずは、「イールドカーブコントロール」調整に着手すべきとの意見が多いようだ。(なおこの点は、後日、動画でも詳細解説の予定。)

2. 欧州経済は依然として冴えないが、ECBは「利上げ」を継続

○欧州の経済指標は依然として冴えない。即ち6月「ZEW景況指数」(13日、-10.0と前月の-9.4からマイナス幅拡大)は水面下が続いているうえ更に悪化している。また4月「貿易収支・基調済み」(15日、-71億ユーロと前月の+140億ユーロ<速報値+170億ユーロを下方修正>からマイナスに転化)は赤字に転落しており、注目のインフレ動向を5月「消費者物価指数・改定値」(16日、前年同月比+6.1%と速報値の+6.1%から伸び横ばい)で確認しても高水準に張り付いたままだ。ただし4月「鉱工業生産」(14日、前月比+1.0%と前月の-3.8%<速報値-4.1%を上方修正>からプラスに転化)については改善のインフレ基調の高止まりが続く限り物価安定を優先する構えで、政策金利を15日に+4.0%(従前+3.75%)へ引き上げている。なお「利上げ」は8会合連続で、2001年5~8月以来およそ22年ぶりの高水準となる格好だ。しかも次回7月の「利上げ」も継続の構えだ。ただ量的緩和で膨らんだ保有資産の圧縮に向け7月には再投資を終える方針だ。

尚このところ特に景気悪化が目立っていたドイツについては、6月「ZEW景況感指数」(13日、-8.5と前月の-10.7からマイナス幅縮小)が水面下には変わりはないが、方向としては若干改善しており、欧州全体の動きとはやや異なる格好だ。なお5月「消費者物価指数・改定値」(13日、前年同月比+6.1%と速報値の+6.1%から伸び横ばい)は、欧州全体と同様に鈍化が止まった格好だが、5月「卸売物価指数」(14日、前月比-1.1%と前月の-0.4%からマイナス幅拡大)については伸び鈍化が続いている形だ。

○こうした中、EUに比し経済悪化がやや目立っていた英国では、むしろやや好転しているのが目立つ。即ち4月「GDP」(14日、前月比+0.2%と前月の-0.3%からプラス転化)が水面上に復帰したうえ、4月「鉱工業生産」(14日、前年同月比-1.9%と前月の-2.0%からマイナス幅やや縮小)も引き続き水面下ではあるが方向性としては改善している。ただこの一方で4月「製造業生産高」(14日、前月比-0.3%と前月の+0.7%からマイナスに転化)は悪化に転じており、5月「失業率」(13日、+3.9%と前月の+3.9%<速報値4.0%を上方修正>から横ばい)も横ばいとどまっている。

なおこうした中、22日にはイングランド銀行が「利上げ」は継続すると予想しているようだ。

3. 中国経済の復興ペースは、一段と鈍りが目立つ

○中国経済の復興ペースは一段と鈍っている。即ち5月「小売売上高」(15日、前年同月比+12.7%と前月の+18.4%から伸び低下)、5月「鉱工業生産」(15日、前年同月比+3.5%と前月の+5.6%から伸び低下)は、いずれも前月の伸び上昇(そもそもこれも前年がコロナによる上海封鎖で経済が混乱していたことによる反射的な伸びであり、割り引いて見る必要があるとさ

れていた) から一転して、市場予想 (各々+13.8、+3.6%) を下回る伸び低下に見舞われた格好だ。なお「鉱工業生産」の伸びが需要不足から鈍るのは 2022 年 12 月以来のことだ。いずれにせよ、これは経済の主力である不動産販売 (1~5 月の不動産販売面積は前年比-0.9%減少) が予想以上に低迷しているほかデフレ懸念も強まっており、これらが「ゼロコロナ」政策後の復調への期待をも削いでいると見られているためだ。なお雇用の改善も緩慢なペースにとどまっており、5 月の失業率は 5.2%と前月比横ばいであったが、16~24 歳に限ると実に 20.8%と過去最悪水準を更新している形だ。さらに地方政府傘下の投資会社「融資平台」が抱える「隠れ債務」残高 (地方政府が暗黙の保証をしていると見られている) が、過剰な借金でインフラ開発などを進めてきた結果、2022 年末には 1100 兆円を超えたと言われており、地方財政難 (2022 年に警戒水準に達した地方政府は、データが判明している 205 都市の 5 割に達している模様) も一段と明らかになっている状況だ。

○こうした中、中国人民銀行は 13 日には短期金融市場における公開市場操作金利を従前の +2.0%から +1.9%に引き下げており、市場ではこれを政策金利引き下げの布石と見ているようだ。さらに中国政府は利払い費が歳出の 50%を超えた地方政府に財政再建を支持する仕組みを設けるなど対応に懸命になっているが、この効果については不分明で今後もきめ細かくウォッチしていく必要がありそうだ。

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。