

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. 380

(2024.02.13)

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.380)

1. 先週の動き

○先週もロシアのウクライナ侵攻や中東情勢の行方が気がかりだったが、とくに前者については、このところウクライナ側に問題（①反転攻勢停滞、②細る米欧支援、③軍トップ解任）が山積しているようで、プーチン露大統領も選挙がらみもあってか、米国に停戦交渉をちらつかせ始めたようだ。

こうした中、世界経済は、経済指標の中には回復を伺わせるものもないではないが基本的には停滞が続いているようだ。また比較的良好な米国にしても、5日にはFRB（連邦準備制度理事会）が不動産融資の厳格化を打ち出しており、不動産市況への逆風が強まっていることもあり、ここは要注意だ。

なお市況は、株式については週央は続落したが、後半にかけ続伸し米国企業の合計時価総額は世界全体の5割に迫っているほか、東京市場でも9日には一時3万7千円台と、1990年2月20日以来34年ぶりの高値を付ける局面もあった。この間、長期金利は、上下したのち週末は上昇に転じ+0.72%で週越えとなっている。また為替は、週央に上昇したほかは基本的に続落し、週末は149円台にまで円安が進んだ格好だ。原油は株高や円安効果もあって、週を通して続伸した格好になった。（OECD：経済協力開発機構の経済成長率見通し、日銀の金融政策の行方、および欧州・中国経済の詳細については別添追補参照。）

○こうした中、米国経済について市場は予想外に強いとの評価をしているようだが、公表された景況についてみると1月「サービス業PMI・改定値」（5日、52.5と速報値の52.9からやや低下）は僅かに悪化している。ただこれも1月「ISM非製造業景況指数」（5日、53.4と前月の50.5<速報値50.6をやや下方修正>から上昇）では改善しており、この一方で12月「消費者信用残高」（7日、同15.6億ドルと前月の234.8億ドル<速報値237.5億ドルをやや下方修正>から大きく減少）は大きく減少しているなど、いずれにせよこの時点での判断は微妙なようにも見える。なお12月「貿易収支」（7日、-622億ドルと前月の-619億ドル<速報値-632億ドルをやや上方修正>からマイナス幅やや拡大）は赤字幅を若干拡大しているが、ここはほぼ横ばいの動きと見た方が良さそうだ。

この間、物価については12月「卸売物価高」（8日、前月比+0.7%と前月の-0.1%<速報値0.0%をやや下方修正>からややプラスに転化）で確認したが、僅かとはいえ上昇に転じている。

○この間、我が国の経済指標については、景況を1月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)で確認したが、合計の季節調整済み現状判断DIが50.2(前々月50.8→前月51.8)と、僅かではあるが悪化している。これは50.6(同58.3→58.4)とやや大きく悪化した飲食関連中心に、家計動向判断関連指標が軒並み悪化しているためだ。ただ企業動向関連では製造業だけが51.3(同48.3→50.6)と、若干改善がさらに進んだ形になっている。もっともこの一方で、合計の先行き判断については52.5(同50.3→50.4)と、サービス関連の51.2(同53.4→54.5)を除くすべての項目でさらに改善が進むと見込んでおり、景況感が一時足踏んだにしても悪化しているわけでもないようだ。なお東京都は、現状判断DIが57.7(同55.8→57.1)と数少ない景気回復地域になっており、ここは留意した方が良さそうだ。なお先行き判断DIも55.9(同55.1→53.9)と、大地震のあった北陸を除くすべての地域同様に改善すると見込んでいる。

さらに消費周辺指標としては12月「毎月勤労統計」(6日、厚労省)が公表されたが、注目の現金給与総額は前年同月比+1.0%(前々月+1.5→前月+0.2%)と、市場予想(+1.9%)ほどではなかったが再び伸び上昇する形となった。これは堅調な企業収益を反映して特別給与が同+0.5%(同+7.5→-3.9%)と小幅ながらも伸び増加に転じたほか、注目される所定内給与も同+1.6%(同+1.3→+1.0%)と、伸びを高めたことによるものだ。ただ市場は、実質賃金ベースでは同-1.9%(同-2.3→-2.5%)とその幅を順次縮小してきてはいるが、依然として21か月連続でのマイナスになっていることを問題視しているようだ。しかも同時に公表された2023年通年・実質ベースでは、前年平均比-2.5%(前年は-1.0%)と2年連続でしかもその幅を拡大する形(1090年以降で最低水準)でマイナスになっているわけで、これでは消費が盛り上がり上がらないのも当然とも言える内容だ。

また輸出入動向は12月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認したが、原数値では輸出は前年同月比+9.4%(前月は-4.5%)とプラスに転じ、この一方で、輸入は同-5.4%(同-11.4%)とその幅を縮小しながらもマイナス継続の形になったことから、貿易収支は+0.11兆円(前月は-0.72兆円)と、市場の横ばい圏内の動きにとどまるとの予想に反し黒字転換した形になった。ただこの一方で、第一次所得収支が+1.26兆円(同+2.89兆円)と大きく黒字幅を縮小したことから、経常収支自体も+0.74兆円(同+1.92兆円)と、やや大きく黒字を縮小する格好になった。ただ2023年通年で見れば、資源高の一服で輸入額が減ったこともあり、+20兆6295億円の黒字と前年比+92.5%の大幅増加となっている。

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、総貸出平残については前年同月比+3.1%(前々月+2.8→前月+3.0%)と、僅かではあるが伸びを高めた格好になった。これは都銀等が同+3.8%(同+3.0→+3.6%)と前月まで続く伸び上昇を継続させたことによるものだが、気掛かりだった信金は同+0.5%(同+0.6→+0.5%)と、結局は伸び横ばいに止まった格好だ。こうした中、地銀で、個人的な債務保証を求めない無保証融資が急増しているとのマスコミ報道もあり、ここは留意が必要だ。なお預金平残についても同+2.0%(同+1.8→+1.9%)と、若干伸びを高めている。ただこれは、地銀が同+1.7%(同+1.5→+1.6%)と伸びを高めたことによるもので、他の業態は都銀を含め伸び横ばいに止まっている。

2. 今週の動き予想

○今週も「地政学的リスク」の行方が気になりだが、とくにロシアが米国に提案している「停戦交渉」の行方が気になりだ（ただし選挙に向けた単なるポーズに過ぎないとの見方もある）。いずれにせよ、これらが世界経済に与える影響は大きいわけで、注意深くウォッチする必要があることは確かだ。

なお主要国中央銀行は、引き続き「利下げ」時期を探る展開を続けると思われるが、いずれにせよ難しい判断だ。

この間、市況については、株価については市場はさらなる上昇を囁す向きもあるようだが、高値警戒感が強まっていることも事実で、結局は上値に重い展開になりそうだ。こうした中、市場は13日の米国消費者物価指数、15日の小売売上高の行方（市場予想を上回れば、株価には逆風）に注目しているようだ。なお長期金利は、市場には再び米国の「利下げ」時期は遠のいたとの思惑が増しており、基本的には米日とも上昇方向と思われる。なお為替も円安・ドル高の流れが続くとは思われるが、我が国の場合は政府・日銀の介入ポイントと見込まれている「150円」に限りなく近づいており、円安に動いても小幅にとどまりそうだ。なお原油も基本的には中東情勢および米国の経済指標次第の面が強いが、いずれにせよ当面は小幅な動きにとどまると見られているようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、市場は回復期待をさらに強めているようだ。即ち製造業の景況については2月「NY連銀製造業景気指数」（15日、-10.0と前月の-43.7から大きくマイナス幅縮小予想）で確認したいが、市場は水面下の状況が継続するにしても方向としては大きく改善に向かうと見ているようだ。こうした中で、実体経済指標についても1月「鉱工業生産指数」（15日、前月比+0.4%と前月の+0.1%から伸びやや上昇予想）、1月「設備稼働率」（15日、79.0と前月の78.6からやや上昇予想）で確認することになるが、いずれも小幅ながら改善に向かうと市場は見ているようだ。なお在庫については12月「企業在庫」（15日、前月比+0.4%と前月の-0.1%からプラスに転化予想）で確認するが、これは前向きな積み増しがあると見られているようだ。

なお消費動向については2月「ミシガン大学消費者態度指数」（16日、80.0と前月の79.0からやや上昇予想）で確認することになるが、これも市場は僅かにしろ改善が進むと見ているようだ。ただ実体経済指標である1月「小売売上高」（15日、前月比+0.1%と前月の+0.6%から伸びやや低下予想）については市場はやや慎重な見方をしており、ここは注意が必要だ。なお金利高止まりによるマイナス影響が気になりな住宅関連についても、市場は1月「住宅着工件数」（16日、年率換算146.8万件と前月の146.0万件からやや増加予想）、1月「住宅建築許可件数」（16日、年率換算151.5万件と前月の149.3万件<速報値149.5万件をやや下方修正>からやや増加予想）と、いずれについても前向きに取らえているようだ。

またインフレ動向については1月「消費者物価指数」（13日、前年同月比+2.9%と前月の+3.4%から伸び低下予想）で確認することになるが、これについても市場は順調に伸び低下すると見ているようだ。

○この間、我が国の経済指標については、景況を10~12月期「実質GDP」（15日、内閣府）

で確認したいが、市場は実質 GDP 前四半期比年率 0.0% (前々四半期+3.6→前四半期-2.9%) と、マイナスは解消しても前四半期比ベースで横ばいになると見ているようだ。これは設備投資は同+1.0% (同-5.2→-1.8%) と小幅ながらもプラスに転じるが、個人消費は同-0.2% (同-2.5→-0.6%) と方向としては若干改善するものの依然として水面下にとどまる見込みのほか、政府投資が同-0.5% (同-0.2→+1.2%) と、再び水面下に転じると見込んでいるためだ。さらに輸出は同+0.5% (同+16.2→+1.5%) とかろうじて伸びを確保するにしても、この一方で輸入が同+2.5% (同-12.5→+3.2%) と、輸出を上回る伸びになると見ていることの影響も大きい。

さらに気掛かりな物価動向については 1 月「国内企業物価指数」(13 日、日銀) で確認することになるが、市場はこれも前年同月比 0.0% (前々月+0.3→前月 0.0%) と、2 か月連続で横ばいに止まると見ているようだ。これは輸入物価 (前年同月比: 前々月-6.4→前月-4.9%) の低下が続くと見ているためだ。

3. 来週の金融経済指標の動き

○来週も以下のように公表予定経済指標は数少ないが、我が国経済は、金融政策の行方をめぐって微妙な状況にあるので、注意深くウォッチしていきたい。

- ・景況関連; 2 月「製造業・サービス業 PMI」(いずれも 22 日)
1 月「ロイター短観」(21 日)
- ・設備関連; 12 月「機械受注」(19 日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No380-追補)

- OECD (経済協力開発機構) は、2024 年の世界経済成長率見通しを上方修正
- 日銀は、先行き金融政策変更の動きを強めていると見られているが、反論もありそうだ
- 欧州経済は、結局は長期停滞から抜け出せずにいるようだ
- 中国経済についても市場は引き続き慎重に見ており、政府の懸命な回復努力が続いている

1. OECD は、2024 年の世界経済成長率見通しを上方修正

○OECD は、5 日に公表された 2024 年の世界経済成長率見通しを +2.9% (前回 2023 年 11 月時点では +2.7%) と、前回比 0.2%ポイント引き上げた。なおこの背景として世界のインフレ率が「想定以上に早く低下した」ことを挙げており、特に米国の成長率の上方修正が大きく寄与しているとの説明だ。なお 2023 年の成長率を +3.1%と見ていることから形の上では減速する格好になっているが、これは「下駄効果」があるにもかかわらず、小幅減速にとどまるとの見方もあり、結局、世界経済は基本的に軟着陸に成功するとの見通しを描いているとの見方が大勢のようだ。もっとも直近の「地政学的リスク」も高まりを勘案すれば、正直やや楽観的との印象も捨てきれないようにも見えることも事実だ。

なお個別に見ると、米国の 2024 年見通しは前述のように +2.1% (同 +1.5%) と上方修正されており、市場の「予想外に好調持続」といった思惑を裏付ける結果となっている。なお 2025 年は「下駄効果」もあり +1.7% (同 1.7%) と伸び低下する見通しだが、ここは実質的には好調が続くと見ていると考えても良さそうだ。要するにインフレ率が +2.2%に低下して実質賃金が増えることで、FRB (連邦準備制度理事会) が早期に「利下げ」に踏み切り、景気を支えるとしているためだ。ただユーロ圏は +0.6% (同 +0.9%)、+1.3% (同 +1.5%) と先行きの「地政学リスク」解消を期待したとしても、2 年連続して下方修正されているわけで状況の厳しさが窺われる。ところで ECB (欧州中央銀行) が「利下げ」に踏み切るのは米国に 1 四半期遅れると見込まれており、これまでの「利上げ」の影響や身近に発生した「地政学リスク」もあり、それだけ景気停滞は大きく、回復力も弱いと見られているようだ。この間、我が国は同 +1.0% (同 +1.0%)、1.0% (+1.2%) と伸びは 2 年連続で伸び横ばいになると予想 (ただし来年は下方修正) されており、ここは主要国との違いが感じられる。また中国は同 +4.7% (同 +4.7%)、4.2% (+4.2%) と前回予想比変化はないにしろ、いずれにせよ目標としている「5%程度の成長率」を達成できないと見られているわけで、ここは注意が必要だ。

また「地政学リスク」次第では当然に物価再燃のリスクが残るうえ、FRB や ECB のこれまでの金融引き締めで各国の住宅市場に悪影響が出ていることも事実であるほか、新興国でも高水準の政府債務と利払い費が増加していることから、財政に圧力がかかっていることにも言及しているわけで、ここは引き続き慎重にウォッチしていく必要があるようだ。

2. 日銀は、先行き金融政策変更の動きを強めていると見られているが、反論もありそうだ

○日銀は、主要国中央銀行が「利下げ」時期を探っている中で、唯一先行きの「利上げ」時期を探るという極めて特殊な立場に置かれた格好だが、このところ日銀首脳陣が相次いで、「先行きマイナス金利を解除しても、金融緩和政策は継続する」との発言を繰り返しているところだ。

ただこれは、日銀首脳陣の難しい立場(かつて日銀は政府の反対を押し切って利上げを実行し、景気停滞を招いたとの批判を受けている)を勘案すれば理解できないわけでもないが、これではせっかくの物価対策効果を減殺する恐れがあるわけで、必ずしも肯首(コウシュ:うなづくこと、納得して賛成すること)出来かねる面もあることは確かだ。

要するにこれまで幾度も指摘してきたように、今回のインフレは主に「供給要因」によるものであって、この場合に「利上げ」を実行するのは経済全体の停滞をある意味受け入れざるを得ないことなのだ(これは、主要国中央銀行のこれまでの動きからしても理解可能だ)。従って日銀がマイナス金利を解除しつつ金融緩和政策を継続するというのは、気持ちとしてはわかるが基本的に矛盾を孕んでいることも事実なのだ。さらに言えば、こうした日銀首脳陣の発言は市場に無用の混乱を生ぜしめ、せっかくのインフレ抑制効果を減殺することにも繋がりがねないとの指摘もあるのは事実だ。

○ところで、こうした中、我が国政府の国債発行残高が総計で 1231 兆円にも上る見込みであることが判明しているが、市場の一部には、「バランスシート上、これに対応する形でほぼ同額の債権が国内で計上されているので実質的には何ら問題ない」と主張する向きがあるのも事実だ。ただこれには以下の点で問題があると思われる。

- ①この場合、問題になるのは、バランスシート上の債務の実質的な健全性だ。即ち政府が国債発行によって獲得した資金の運用に問題が生じれば、国内の見合いの債権に実質的瑕疵が生じるわけで、これを問題なしとするのは無謀のような気がする。
- ②さらに我が国では、発行国債の過半を日銀が実質的に引き受けている(市場の中には、故に国内企業等に悪影響を及ぼすことはないとも主張している向きもあるようだ)わけで、これで過度の資金流通量引き上げとなりかねないばかりか、過度の円安や日銀の格付け引き下げ(しいては我が国の信任低下)にもつながりかねない。事実、現況はそうした方向にあるようにも見えるのだ。

3. 欧州経済は、結局は長期停滞から抜け出せずにいるようだ

○欧州経済は一部に若干改善している面もあったが、結局は引き続き消費動向を中心に停滞状況が続いている。このため「利下げ」への転換は決定事項のように見えるが、その時期については若干逡巡(シュンジュン:尻込みすること、ためらうこと)しがちのようでもあり、目下のところは米国に 1 四半期遅れ 7~9 月期になりそうだ。

即ち 1 月「サービス業 PMI・改定値」(5 日、48.4 と速報値の 48.4 から横ばい)は横ばいに止まり、12 月「卸売物価指数」(5 日、前年同月比-10.6%と前月の-8.8%からマイナス幅拡大)については一段と鈍化が進んでいる格好だ。さらに 12 月「小売売上高」(6 日、前年同月

比-0.8%と前月の-0.4%<速報値-1.1%をやや上方修正>からマイナス幅やや拡大)についても悪化がさらに進むなど、市場の慎重な予想通りに良くない。

このため今週公表予定の2月「ZEW 景況感調査」(13日、前月は22.7)、10~12月期「実質 GDP・改定値」(14日、速報値は前年同四半期比+0.1%)、12月「鉱工業生産指数」(14日、前月は前同月比-6.8%)、12月「貿易収支」(15日、前月は季節調整済み+148億ユーロ)いずれについても市場は慎重な見方をしているようだ。

○この間、ドイツ経済についても引き続き改善の動きが見られないわけではないが、基本的には冴えない状況が続いているようだ。ただ物価については、依然欧州全体に先んじる形で落ち着き始めてはいるようだ。

即ち1月「サービス業 PMI・改定値」(5日、47.7と速報値の47.6からやや上昇)は若干悪化すると市場予想とは逆に僅かながらも改善し、12月「製造業新規受注」(6日、前年同月比+2.7%と前月の-4.7%<速報値-4.4%を下方修正>からプラス復帰)に至っては水面上に浮上し、12月「鉱工業生産」(7日、前年同月比-3.0%と前月の-4.3%<速報値-4.8%をやや上方修正>からマイナス幅やや縮小)についても、引き続き水面下ではあるが方向としては改善が進んだ格好だ。なお12月「貿易収支」(5日、+222億ユーロと前月の+207億ユーロ<速報値+204億ユーロをやや上方修正>から黒字幅拡大)についても黒字が拡大しており、市場が懸念していたサービス部門をふくめて、総じて前向きな動きが若干目立った格好だ。

この間、1月「消費者物価指数・改定値」(9日、前年同月比+2.9%と前月の+2.9%から伸び横ばい)も公表されたが、ここは速報値でやや大きく下げていることもあり、市場予想通りに足元も横ばいの動きにとどまっている。

○なお英国経済も引き続き欧州全体と比較するとやや改善が進んでいるように見えるが、消費についてはややまだら模様のようなようだ。

即ち1月「サービス業 PMI・改定値」(5日、54.3と速報値の53.8からやや上昇)、1月「建設業 PMI」(6日、48.8と前月の46.8から上昇)については、いずれも市場の慎重な見方とは裏腹に改善が進んだ形だ。さらに1月「RICS 住宅価格指数」(8日、-18%と前月の-29%<速報値の-30%をやや上方修正>からマイナス幅縮小)については、水面下が続いてはいても方向としては市場予想を上回る形で改善が進んだ格好だ。ただこうした中、1月「BRC 既存店売上高」(6日、前年同月比+1.4%と前月の+1.9%からやや伸び低下)については、市場予想通りに欧州とは逆に若干悪化が進んだ形になったわけで、ここは留意した方が良さそうだ。

なおこうした中、今週は公表予定の経済指標が数多いので留意したい。まずは景況については10~12月期「実質 GDP」(15日、前四半期は前年同四半期比+0.3%)で確認したいが、改善が進むとしても僅かにとどまると市場は見ているようだ。また12月「鉱工業生産指数」(15日、前月は前年同月比-0.1%)、1月「小売売上高」(15日、前月は前同月比-2.4%)は、いずれについても方向としては改善しても依然として水面下にとどまる見通しだ。このため1月「失業率」(13日、前月は4.0%)、12月「貿易収支」(15日、前月は-14.08億ポンド)については横ばい圏内の動きになる見込みだ。

この間、物価動向については1月「消費者物価指数」(14日、前月は前年同月比+4.0%)、

1月「小売物価指数」(14日、前月は前年同月比+5.2%)で確認することになるが、もともと高水準が目立っていることもあり、僅かにしる伸びは低下すると期待されているようだ。

4. 中国経済についても市場は引き続き慎重に見ており、政府の懸命な回復努力が続いている

○中国経済については、引き続き政府公表の動きと市場の実態把握には、若干乖離があるようで、市場の見方は依然として厳しい。なおこの間、デフレ突入の懸念はむしろ高まっているようでもあり、ここは留意が必要だ。

即ち1月「Caixin サービス業 PMI」(5日、52.7と前月の52.9からやや低下)は低下しており、ここは「春節」期入り(帰省や旅行などで延べ90億人が移動すると見込まれているなど盛況が予想されているが、その需要は国内、近場海外が中心になると見込まれているようだ)を控え気になるところだ。

この間、物価動向については1月「消費者物価指数」(8日、前年同月比-0.8%と前月の-0.3%からややマイナス幅拡大)については、慎重な市場予想(-0.5%)以上に4か月連続での低下が進み、デフレ突入の恐れがさらに強まった格好だ。また当月の低下幅は14年ぶりの幅になる格好だ。ただ1月「生産者物価指数」(8日、前年同月比-2.5%と前月の-2.7%からややマイナス幅縮小)は、水面下の動きが継続してはいるが若干低下幅が足踏む形にはなっているようだ。

なお今週は「春節」期入りとあって、経済指標の公表予定はほとんどない。

○こうした中、中国の民間企業の時価総額が2023年末までの2年半の間に6割も減少していることが明らかになったようだ。これは、もともと企業業績が悪化したことによるものではあるが、国有企業が民業を圧迫するいわゆる「国進民退」が進んだ結果とも見られており、例えば政府によるIT業界への統制強化が民間企業の不振につながっているとの見方があるようだ。

いずれにせよ中国政府は、株価対策に躍起になっていることは事実で、6日には新たな株価対策を打ち出しており、5日に公表した「悪意ある空売り」の多数摘発もこの一環のようにも見える。しかも足元はこの施策もある程度は効果を上げているようだ。ただ市場としては、中国が抱える構造問題は山積みの状況であり、矢継ぎ早の対策でも投資家心理は改善しないと見ているようでもあり、結局は先行き懸念される状況が続くそうだ。

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。主に調査畑を歩み、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。