

# 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. 384

(2024.03.11)

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 さわやかリサーチ

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No.384)

### 1. 先週の動き

○先週もロシアのウクライナ侵攻の動きや中東情勢に注目したが、引き続き先行きが見通しにくい状況が続いている。ただ世界経済は、先行きにリスクを抱えながらも一部にやや前向きな動きも見られないわけでもない。ただ主要国中央銀行は、足元の政策金利については現状維持としたうえで「利下げ」時期については模様眺めの姿勢を強めているようだ。なお米国では懸念されていた「財政の崖」は回避できる見通しになったが、大統領選挙についてはバイデン現大統領とトランプ前大統領との一騎打ちの公算がほぼ固まった形になり、しかも足元トランプ前大統領の方の支持率が高いことから、国内外での緊張感がやや高まりつつあるようにも見える。また我が国では、来年度予算案が衆議院を通過し年度内成立が確約された形になったが、政治的混乱は引き続き継続している。

なお市況については、日米ともに週初に既往最高値を更新した後、東京市場は利益確定売りや日銀のマイナス金利解除の思惑の広がりもあって続落していたが、週末は反発した形になった。なお NY 市場は、逆に高値が続いたのち週末には 3 日振りに下落しての週越えとなっている。この間、長期金利は週初に低下した後、日銀の政策変更の思惑の強まりから上昇に転じていたが週末は横ばいに止まった。この間、為替は週初こそ円安に進んだが、その後は円高に転じ、一時は 146 円台に達し、結局は週末も 147 円台まで続伸した形になった。また原油については、週初は「OPEC (石油輸出国機構) プラス」での一部参加国の自主減産継続 (6 月末まで) を受けて上昇したが、その後は中国経済の先行き懸念の強まりや円高進行から続落し、週末は株式の堅調見合いを評価する形で反発した格好になった。(なお株価急騰の背景と先行き見通し、欧州・中国の経済現況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、消費動向についてまずは 2 月「サービス業 PMI・改定値」(5 日、52.3 と、速報値の 51.3 からやや上昇) で確認したが、慎重な市場予想 (51.3) を若干ながら上回る改善を見ている。さらに 1 月「消費者信用残高」(7 日、195.0 億ドルと前月の 9.2 億ドル <速報値 15.6 億ドルをやや下方修正> から大幅増加) に至っては、もともと前向きな市場予想 (100.0 億ドル) をさらに大きく上回る増加となっており、ここは停滞を感じさせない内容だ。ただ 12 月「ISM 非製造業景況指数」(5 日、52.6 と前月の 53.4 からやや低下) については僅かとはいえ悪化しているわけで、一様の動きではないことには注意が必要だ。

なお製造業については 1 月「製造業新規受注」(5 日、前月比-3.6%と前月の-0.3% <速報値

+0.2%を下方修正>からマイナス幅拡大)で確認したが、ここは逆に慎重な市場予想(-2.2%)をさらに下回るマイナスとなっているわけで、いずれにせよ業種間格差が開いた形だ。

この間、注目の雇用動向については2月「ADP雇用者数」(6日、前月比+14.0万人と前月の+11.1万人<速報値+10.7万人をやや上方修正>から伸び上昇)で確認したが、市場予想(+15.5万人)は下回ったものの伸び増加を見た格好になった。さらに2月「非農業部門雇用者数変化」(8日、前月比+27.5万人と前月の+22.9万人<速報値+35.3万人を下方修正>から伸び上昇)でも、慎重な市場予想(+20.0万人)とは逆にやや大きく伸びが増加した形になっている。ただこの一方で1月「JOLTS求人件数」(6日、886.3万件と前月の888.9万件<速報値902.6万件を下方修正>からやや減少)では若干ではあるが減少しており、さらに2月「チャレンジャー人員削減数」(7日、前年同月比+8.8%と前月の-20.0%からプラス回帰)では大きく減少が進んでいるなど、総じてみれば逼迫していると思われる雇用情勢にもやや強弱区々(マチマチ)の動きも見られることも確かだ。ただいずれにせよ、市場には労働市場の過熱感を示す内容ではなかったとして安堵する向きもあることは事実だ。なお雇用人員の増加要因として移民の急増があるとの指摘もあるわけで、このままでは雇用逼迫を緩和させ景況の軟着陸シナリオを支える一方で、議会の中には「地下経済に頼る成長は持続可能ではない」との批判があることも事実で、ここは、難しい判断を迫られてはいるようだ。

\*地下経済：正式な統計の範囲外で行われているインフォーマルな経済活動。アングラ経済(アンダーグラウンドエコノミー)とも言われる。世界全体では地下経済に18億人が従事していると推定される。地下経済は単一の経済では無く、複数のバリエーションが存在する。その経済活動の種類は以下の5種類で識別される。犯罪行為・違法行為・報告されない経済・記録されない経済・非公式経済。

こうした中、この背景指標となる2月「失業率」(8日、3.9%と前月の3.7%からやや上昇予想)は、市場の横ばい予想にもかかわらず若干悪化しているほか、10~12月期「非農業部門労働生産性指数・改定値」(7日、前四半期比+3.2%と前四半期の+3.2%から伸び横ばい)は横ばいに止まっている。ただ2月「平均時給」(8日、前年同月比4.3%と前月の+4.4%<速報値+4.5%をやや下方修正>からやや伸び低下)は僅かながら伸びを低めており、とりあえずインフレ緩和には良い影響を与えているようだ。

また1月「貿易収支」(7日、-674億ドルと前月の-642億ドル<速報値-622億ドルをやや下方修正>から赤字幅拡大)も公表されたが、赤字幅は市場のやや縮小するとの予想(-632億ドル)にもかかわらず拡大を余儀なくされている。

○この間、我が国の経済指標については、景況をまずは2月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)で確認したが、総合の季節調整済み現状判断DIは51.3(前々月51.8→前月50.2)と、引き続き低下すると見ていた市場予想(50.0)とは逆に改善した形になった。内訳を見ても製造業が50.9(同50.6→51.3)と悪化したほかは全ての項目で改善しており、特に住宅関連が50.1(同44.2→47.6)と、好不況の境目である「50」を僅かながらも上回るなどが目につくところだ。また飲食関連が52.9(同58.4→50.6)、サービス関連が53.4(同54.5→51.2)と、再びやや大きく改善しているのも目立っている。なお総合の先行き判断DIについても同

53.0 (同 50.4→52.5) と 4 か月連続での改善となっているが、ここでは逆に飲食関連が 59.0 (同 56.2→60.0)、サービス関連が 54.4 (同 55.2→54.9) と、悪化見込みとなっており気になるところだ。なお地域別では判断が分かれているが、「東京都」では現状判断 DI が 58.2 (同 57.1→57.7)、先行き判断 DI が 56.7 (同 53.9→55.9) と、ともに改善している。

さらに 10~12 月期「法人企業統計」(4 日、財務省) も公表されたが、市場が注目していた設備投資動向については、総合は前年同四半期比 +16.4% (前々四半期 +4.5→前四半期 +3.4%) と、期待通りにやや大きく伸びを高めた形になった。特に製造業が情報通信機械や輸送用機械を中心に同 +20.6% (同 +4.9→+5.5%) と、伸びを高めた影響が大きい。なお経常利益は同 +13.0% (同 +11.6→+20.1%) と、伸びを低めはしたが比較的高い伸びとなっている。これは非製造業がサービス業で大幅増益となった一方で、運輸業・郵便業を中心にした減益が足を引いた形で同 +9.5% (同 +19.0→+40.0%) と伸びを低めた影響が大きい。ただこの間、製造業は輸送用機械中心に同 +19.9% (同 +0.4→-0.9%) と、大きくプラスに転化しているわけでここは注意が必要だ。なお売上高は、同 +4.2% (同 +5.8→+5.0%) 低めの伸びが続いており、しかも業種的にも、非製造業の伸びがやや高めではあるがほぼ同様に低めの動きが続いている。

また物価動向も気になるところだったが、2 月「東京都区部消費者物価指数」(5 日、総務省) で総合は前年同月比 +2.6% (前々月 +2.4→前月 +1.8%) と、再びやや大きく伸びを高め 2% 台後半にまで上昇した形になった。これはもともと昨年 2 月からの電力補助金による前年比上昇率押し下げ効果の剥落と、電力価格の引き上げの影響が反映されると見込んでいたわけで、物価基調自体は落ち着き方向を辿っているとも見做されている。事実、コアコア (生鮮食品及びエネルギーを除く総合) ベースで見れば同 +3.1% (同 +3.5→+3.3%) と伸び低下が継続している形だ。ただ内訳を見るとエネルギー (前年同月比・前月 -20.1→当月 -7.9%) は大きくマイナス幅を縮小し、生鮮食品 (同 +3.7→+3.5%) はもとより、家具・家事用品 (同 +5.2→+4.3%)、交通・通信 (同 +2.8→+2.7%) など多くの品目では、さすがにすでに高水準に達していることもあって伸び低下が進んでいるが、この一方で被服及び履物 (同 +2.7→+3.0%)、教養娯楽 (同 +8.1→+9.0%) といった品目ではさらに伸びを高めているわけで、必ずしも物価情勢が落ち着いたとは断言できない情勢にあることも事実であり、ここは当面注意が必要のようだ。

また消費動向については 1 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 +0.6% (前々月 +0.1→前月 -1.1%) と、僅かではあるがプラスに回帰した格好になった。

さらに消費周辺指標としては、1 月「毎月勤労統計」(8 日、厚労省) も公表されたが、現金給与総額は前年同月比 +2.0% (前々月 +0.7→前月 +0.8%) と、市場予想 (+1.7%) をやや上回る形で、逐次伸びが加速された形となった。ただし気掛かりな所定内給与は同 +1.4% (同 +1.0→+1.4%) と伸び横ばいに止まっている。しかも全体の実質賃金ベースでは同 -0.6% (同 -2.5→-2.1%) と、その幅は縮小しているとはいえ 22 か月連続での水面下が続いているわけであり、ここは気になるところだ。

なお輸出入動向については 1 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 -7.5% (前月は +7.5%) とマイナスに転じたが、輸入が同 -10.9% (同 +4.3%)



と輸出を上回るマイナスとなったことから、結局のところ貿易収支は-0.02兆円（前々月-0.61→前月-0.36兆円）と市場の黒字転化予想とは逆に赤字継続とはなったが、その幅を大きく縮小する形になった。つれて経常収支も+2.72兆円（同+1.88→+1.81兆円）と、再び黒字幅を拡大する形になった。

最後は融資動向を2月「貸出預金統計」（8日、日銀）で確認したが、総貸出平残は前年同月比+3.0%（前々月+3.0→前月+3.1%）と、再び伸びを僅かではあるが低める形になった。これは都銀等は同+3.8%（同+3.6→+3.8%）と伸び横ばいに止まったが、地銀・地銀Ⅱが同+3.1%（同+3.2→+3.2%）と、僅かに伸びを低めたことを映じたものだ。なお信金は同+0.5%（同+0.5→+0.5%）と、依然として伸び横ばいに止まっている。なお、預金平残も同+1.9%（同+1.9→+2.0%）と僅かに伸びを低めているが、これは都銀、地銀・地銀Ⅱがともに伸び横ばい（各々+2.8、+1.7%）を継続している中で、信金が同+0.1%（同+0.2→+0.2%）と伸びをやや低めたことによるもので、ここは若干気になるところだ。

## 2. 今週の動き予想

○今週もロシアのウクライナ侵攻や中東情勢を注目したいが、イスラエルとパレスチナのイスラム組織ハマスとの休戦交渉は、依然として難航しそうな気配だ。さらに政治情勢は、米国のみならず我が国を含めて一段と流動的になっており、これらの経済面への影響も気がかりだ。なお世界経済は、中国の不動産を中心にした不振な動きの行方が気になるほか、米国経済にしても強弱の動きがあり気掛かりだ。こうした中、米欧の中央銀行のみならず日銀にしても難しいかじ取りを迫られているわけで、ここも一段と注意深くウォッチする必要がありそうだ。

なお市況については、急騰している株価は日本企業に対する期待は大きくさらなる上昇を見込む向きがあることも事実ではあるが、この一方で過熱感の高まりや円高基調を懸念する向きもあり、結局は上昇が続いても上値は重いと見た方が良さそうだ。このため長期金利についても、低下局面が続くとしてもその余地は限られそうと市場は見ているようだ。さらにはこれまで後退していた米国FRB（連邦準備制度理事会）による「利下げ」観測が再び高まりつつあることにも注意が必要だ。こうした中、為替も「日米金利差」縮小気配が意識され、円高基調となる公算が強いと市場は見ているようだ。いずれにせよ、18~19日開催予定の「日銀金融政策決定会合」の行方に注目したい。なお原油にしても前述のようにOPEC参加国の自主減産が継続されるほか、「地政学リスク」も継続されることから需給が逼迫し堅調な値動きになるとの見方も強い。ただ中国経済の減速が需給面の重荷になるとの見方も根強く、結局は上昇しても小幅にとどまる可能性が高いようだ。いずれにせよ、市場は12日にOPEC、14日に国際エネルギー機関が公表を予定している月報の内容を気にしているようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは景況を3月「NY連銀製造業景気指数」（15日、-8.0と前月の-2.4からマイナス幅拡大予想）で確認したいが、市場はさらなる悪化を見込んでいるようだ。ただこの一方で「ミシガン大学消費者態度指数」（15日、77.5と前月の76.9からやや上昇予想）も公表されるが、これは僅かとはいえ改善が進むと見ており、業種別や地域別で景況にも差があるとも考えられるわけで、ここは当面様子見が必要だ。

さらに気がかりな物価動向については2月「消費者物価指数」（12日、前年同月比+3.1%と

前月の+3.1%から伸び横ばい予想)で確認することになるが、市場はとりあえず伸び横ばいに止まると見ている。ただコア(食品・エネルギーを除く)ベース(12日、同+3.7%と前月の+3.9%から伸び低下予想)では、順調に伸び低下すると見ているようだ。要するにここは原油動向次第になっているようにも見えるところだ。事実、2月「生産者(卸売)物価指数・コアベース(食品・エネルギーを除く)」(14日、前年同月比+1.9%と前月の+2.0%から伸びやや低下予想)も公表されるが、同様の動きになると見込まれているようだ。

このほか2月「小売売上高」(14日、前月比+0.6%と前月の-0.8%からプラス復帰予想)、2月「鉱工業生産指数」(15日、前月比±0.0%と前月の-0.1%からマイナス解消予想)も公表されるが、いずれも改善予想となっているわけで前述の景況の動きとはやや異なることにも注意が必要だ。なお2月「設備稼働率」(15日、78.4と前月の78.5からやや低下予想)については、市場は僅かではあるが悪化するとの見方だ。

○この間、我が国の経済指標については、景況は10~12月期「GDP・改定値」(11日、内閣府)で確認することになるが、市場は前四半期比年率+1.3%(前々四半期+4.0→前四半期-3.3%)と、再び小幅ではあるがプラスに戻ると見ているようだ。これは民間設備投資が同+11.4%(同-5.5→-2.4%)と、やや大きくプラス復帰すると見ていることによるものだ。さらに輸出も同+11.0%(同+16.2→+3.8%)と、前々期には劣るものの伸びが回復すると見ていることも大きい。ただこの一方で、個人消費については同-0.9%(同-2.7→-1.4%)その幅を縮小させるにしても、水面下が続くと見ているほか、住宅投資に至っては同-4.0%(同+7.2→-2.4%)とむしろマイナス幅を拡大すると見ており、ここは要注意だ。なお輸入については同+7.0%(同-13.5→+4.0%)と、伸びをさらに高めると市場は見ているようだ。

また物価動向については1月「国内企業物価指数」(12日、日銀)で確認するが、市場は総平均が前年同月比+0.1%(前々月+0.2→前月+0.2%)と、もともと弱い伸びをさらに低める可能性もあると見ているようだ。これは輸入物価の総平均(前年同月比・前々月-4.9→前月-0.2%)が引き続き低下基調をたどると見ているためだ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は、まずは18~19日開催の「日銀金融政策決定会合」の行方に注目したい。ただ世界経済はもとより我が国経済には難しい局面が続くと思われるので、以下の経済指標を含め、きめ細かいウォッチが肝要と考えている。

- ・景況関連；2月「製造業・サービス業 PMI」(ともに21日)  
3月「ロイター短観」(21日)
- ・物価関連；2月「全国消費者物価指数」(21日)
- ・設備関連；1月「機械受注」(18日)
- ・輸出関連；2月「貿易収支」(21日)

以 上

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No384-追補)

- 日米の株価急騰の背景と先行き見通し
- 欧州経済は、一部にはさらに改善が進むといった見方もないではないが、足元の経済指標の動きは冴えない
- 中国経済は、引き続き冴えず、政府はその対応に懸命

### 1. 日米の株価急騰の背景と先行き見通し

○日米の株価は、総じて既往最高値を更新する形で急騰している。

こうした中、利益確定売りや日銀のマイナス金利政策解除や円高進行への懸念もあって下げる局面もあったが、基本的には市場の強気姿勢が目立ち、先行きさらなる高騰（中には5万円台乗せも不可能ではないとの説もあるようだ）を予測する向きも少なくない状況だ。ただこの一方で、我が国の景況自体は「先週および今週の我が国主要経済指標から (No384)」でも詳細報告しているように、必ずしも良好とは言えない部分もあることも事実であり、今回の株価高騰にしても「バブル再来」の可能性を懸念する向きもあるようなのだ。

このため今回の株価急騰の背景と先行き見通しを改めて考慮してみると、以下の3点が考えられる。

①半導体関連銘柄が株価高騰を主導。・・当初の株価急騰は、明らかに半導体関連銘柄が主導している格好であったのは事実だが、このところは広範囲の業種銘柄での上昇も目立ち始めているようだ。従って市場の中にはさらなる上昇を期待する向きが少なくないことも事実だ。

ただこの一方で、仮に今回の株価急騰が半導体市場に多く依存したものであれば、当面は上昇が続くにしてもいずれ頭打ちになるものと見られる。またそうではなく広範囲の業種で値上がりすることになったとしても、結局は景況に影響される割合が増加するはずで、我が国の景況はさほど良好とは言えないうえ、先行き賃上げが進めば現在良好な企業収益にしても多くを期待できない状況も考えられるほか、日銀の金融政策変更が現実視されている状況を鑑みれば、正直、このまま株価が急騰し続けるようには見えないことも事実だ。

②「海外勢が買い上げ、国内個人投資家が売る」構図の強まり。・・今回の株価急騰は、コロナ禍対策に伴い手元資金が潤沢な海外投資家が我が国株式を「割安」と見て購入を急増させたことが背景ともされている。さらに市場ではこの構造にも変化が生じ始め、具体的には我が国の個人も信用買いを積み上げる動きを見せ始めているとの見方を強めているようだ。例えば7日の我が国の株式市場は日銀によるマイナス金利政策の解除や円高進行への警戒から下げ局面を迎えていたが、8日にはすかさず押し目買いが入り上昇するなど相場の強さを示した形になっているわけで、先行きも十分期待できる動きと見る向きもあるようだ。

ただこれとて、近々、日銀の金融政策が変更されれば株価低下を余儀なくされるとも市場は見ているわけで、先行き、株価がこのまま急騰し続けるとは考えにくいことも事実だ。

③極端な円安進行、および「内外金利差」の再認識。・・要するに米欧はインフレ対策としてかつては急激に政策金利を引き上げており、マイナス金利を継続している我が国との金利差は極め



て大きく、これが円安の大きな要因とされ、さらにはこれが輸出企業の収益増大要因となり、我が国の株高を実現させているとされている。また米欧では、先行きの「利下げ」観測が株高を現出する形になっているわけで、我が国市場としてもこうした動きに好影響を受ける割合も大きいと見る向きも少なくない状況だ。ただ先行き米欧が「利下げ」を実行する一方で、日銀が「利上げ」を実行すれば、当然「内外金利差」も縮小し、これが円高を呼び込み、つれて企業利益は減少に転じることになるわけで、論理的には我が国の株価は低下する筋合いになるとも言える。

なお物価上昇テンポの減速は、足元、我が国、米欧ともほぼ同程度になってはきているが、米欧の場合は足元の物価上昇テンポは落ち着いてきているとはいえ、昨年急騰した下駄効果があることから、物価水準自体は我が国と比較し未だ極めて高いわけで、金融政策の方向性が真逆になっているのはある意味当然のことだ。従って経済環境が極端に悪化する事態になれば、我が国と欧米とでは同一歩調をとる必要があるが、このままでは我が国と米欧の金融政策が真逆の方向に向かう可能性が高く、当然、株価の行方も異なる可能性が高いと見た方が良さそうだ。

○いずれにせよ繰り返すようであるが、市場にはさらなる株価高騰を囓す向きがあることは確かではあるが、先行きについては懸念材料が少なくないことも事実であり、ここは注意が必要なようだ。

ただ日米の株価がともに既往最高値を更新していると言っても、その水準（米国はダウ工業株30種）には146.2倍もの差があり、仮に30年前と比較しても我が国は3割程度の上昇にとどまっているのに対し、米国では13倍強も上昇しているわけであり、この差は極めて大きいことも事実だ。従って足元の株高を端に円安進行や「内外金利差拡大」に原因を求めるばかりでは済まないことも確かと思われる。さらにはこうした中で、前述の日米株価の巨額の格差が、先行き我が国の株価がさらに高騰する可能性もある根拠にもなり得るし、それを求めることもあながち悪いことでもないとも言えそうだ。

要するに、仮に日米の株価水準を極力対等なものにするには、以下の点が考えられる。

①まずは米国企業の技術・販売力に追いつく必要がある。我が国はかつてその面でも世界の最先端を走っていたわけでもあるがそれを取り戻す必要がある。それが出来れば製品・サービス価格の引き上げが可能だ。しかも同時に思い切った「賃上げ」（欧米と同じ土壌に立つには現行の数倍もの引き上げが必要）も不可欠であり、それを可能にする異次元の「経済政策」も望まれるとも言えそうだ。

これは確かに難しい課題ではあるが、ここが解決しなければ我が国企業が需要を取り戻すことは困難だ。ただ工夫と努力次第で決して不可能ではないはずだ。

②次には為替格差の是正だ。要するに我が国が円安を求めるのはある意味楽ではあるが、逆に為替水準を思い切って「購買力平価」に近づける何らかの工夫が必要と思われるのだ。

購買力平価(PPP)・・・「ある時点における同一の商品・サービスは、ひとつの価格になる」という『一物一価の法則』を前提として、自国通貨と他国通貨の購買力の比率から中長期的な為替レートを求める1921年にスウェーデンの経済学者G・カッセルによって提唱された理論。英国の経済専門誌「エコノミスト」が毎年2回発表している『ビックマック指数(BMI)』は、この購買力平価説を応用した経済指標のひとつ。ビックマック指数は、全世界のマクドナルドで

ほぼ同一品質で販売されているビックマック 1 個あたりの価格を比較することで、各国の経済力や為替レートの妥当値（適正為替レート）を判断するために用いられる指標。またビックマックを購入するために必要な労働時間を算出し、国別・都市別のおおよその賃金水準を割り出すためにも広く活用されている。身近な商品の価格が基準となるため、生活実感に近い値が求められるのが大きなメリット。

当然、この場合には極端な円高になる筋合いになり、国内有力企業やインバウンド客増加に沸くサービス業界から強力な反発が予想されることも確かだ。ただ本来であれば為替基準は、「購買力平価」を基準に決定されるものであり、「投資目的」の為替売買を何らかの形で禁じることができればこれを実現することも可能なはずだ。

③最後には「内外金利差」による為替・株価への影響遮断だ。なお「内外金利差」自体は国別の経済状況の差で当然生じるものであり、これを是正するのは不可能であり、また正しくもない。

ただここで主張したいのは、現行の為替・株価格差の発生要因として「内外金利差」を上げるケース（例えば、マイナス金利の円を買い、ドルで高利回り運用して利ザヤを稼ぐケースも目立つ）も多く、しかもこの局面では本来円高が進むはずなのにそうにもならないことが少なくないが、これをある意味、除去する必要があるということだ。

要するにこうした弊害も、前述のように為替基準を「内外金利差」ではなく、「購買力平価」にすることである程度は除外可能になるはずだ。

○いずれにせよこうした方策をとるのは、繰り返すようでもあるが容易ではないことは確かだ。ただ我が国の場合、株高を歓迎することは良いとしても、ここで我が国経済の健全な形での発展・株価上昇を目指すのであれば、為替対策をも講じなければ市民生活への弊害が大きすぎることも確かであると言えるのだ。従ってここは産業構造や企業収益構造、および賃金の在り方といった面での抜本的見直しはもとより、為替の決定基準の改定が求められるとも思うのだが、どうだろうか。

## 2. 欧州経済は、一部にはさらに改善が進むといった見方もないではないが、足元の経済指標の動きは冴えない

○欧州経済は結局、再び若干良好な動きが見られる形になったが、総じて見れば厳しい状況にさして変化はない。こうした中で欧州中央銀行（ECB）としても 7 日にはとりあえずは現行金利を据え置いたが、先行きの「利下げ」時期については引き続き模様眺めの姿勢のようだ。

即ち消費動向については 2 月「サービス業 PMI・改定値」（5 日、50.2 と速報値の 50.0 からやや上昇）で確認したが、市場には再び好不況の境目である「50」を割り込むのではないかと警戒する向きもあったが、結局は僅かながら改善が進んだ形になった。また 1 月「小売売上高」（6 日、前月比+0.1%と前月の-0.6%<速報値-1.1%を上方修正>からプラス回帰）にしても、市場の水面下が続くとの予想（-0.2%）とは逆に僅かではあるが水面上に浮上している。ただ製造業については 10~12 月「GDP」（8 日、前年同四半期比+0.1%と前四半期の+0.1%から伸び横ばい）で確認したが、ここは伸び横ばいの動きにとどまった。

なお物価動向については 1 月「生産者（卸売）物価指数」（5 日、前年同月比-8.6%と前月の



-10.7%<速報値-10.6%をやや下方修正>からマイナス幅縮小)で確認したが、ほぼ市場予想(-8.1%)通りにマイナス幅を縮小した形になった。こうした状況下、今週公表予定の1月「鉱工業生産指数」(13日、前月は前年同月比+1.2%)については、市場はやや慎重な見方を継続しているようだ。

なおこの間、欧州中央銀行(ECB)では7日には金融政策決定会合が開催されたが、市場予想通りにとりあえず現行水準(+4.50%)を4会合連続で維持したが、「利下げ」時期についても当初の早めの実行したいとの思惑から、当面は様子見をしようとの姿勢を強めているように見える。

○なおドイツ経済については、欧州全体と同様に、幾分、改善方向の動きも目立ってはいるが、逆に製造業中心にさらに悪化している部門もあり、総じてみれば、引き続き良くない。

即ち2月「サービス業PMI」(5日、48.3と前月の48.2からやや上昇)、1月「貿易収支」(6日+275億ユーロと前月の+233億ユーロ<速報値+222億ユーロをやや上方修正>から黒字幅拡大)については欧州全体と同様に改善が進んだ形にはなったが、この一方で1月「製造業新規受注」(7日、前年同月比-6.0%と前月の+6.6%<速報値+2.7%を上方修正>からマイナスに転化)についてはやや大きく水面下に転じており、1月「鉱工業生産」(8日、前年同月比-5.5%と前月の-3.5%<速報値-3.0%をやや下方修正>からマイナス幅拡大)についてもさらに深くマイナスに沈んでいる。

こうした中、今週は2月「消費者物価指数・改定値」(12日、速報値は前年同月比+2.5%)も公表が予定されているが、市場は総じて慎重に見ているようだ。

○この間、英国経済は、やや良好な動きの方が目立ち始めた欧州全体とは逆にここにきて悪化している指標が目立っており、ここは注意が必要だ。

即ち2月「サービス部門PMI・改定値」(5日、同53.8と54.3からやや低下)については、市場の横ばい予想に反して小幅ながらも悪化を余儀なくされている。さらに2月「小売売上高調査」(5日、前年比+1.0%と前月の+1.4%から伸び低下)にしても、市場の小幅改善予想(+1.6%)に反してむしろ悪化している状況だ。ただ2月「建設業PMI」(6日、同49.7と48.8からやや上昇)は、僅かに改善しておりまだら模様は継続している。

こうした状況下、今週は1月「月次GDP」(13日、前月は前月比-0.1%)、1月「鉱工業生産指数」(13日、前月は前年同月比0.6%)、1月「製造業生産指数」(13日、前月は前月比+0.8%)、2月「失業率」(12日、前月は4.0%)、1月「貿易収支」(13日、前月は-26.03億ポンド)、1月「商品貿易収支」(13日、前月は-139.89億ポンド)、また2月「失業保険申請件数」(12日、前月は141万件)と、多数の経済指標の公表が予定されているが市場は慎重に見ているようだ。

### 3. 中国経済は、引き続き冴えず、政府はその対応に懸命

○中国経済は引き続き冴えず、政府・人民銀行もその対応に懸命の構え。

即ち2月「Caixin サービス業PMI」(5日、52.5と前月の52.7からやや低下)については、僅かではあるが結局は悪化が進んだ形になっている。ただ輸出動向については2月「貿易収支」

(7日、+1251.6億ドルと前月の+753.4億ドルから黒字幅拡大)で確認したが、ここは市場予想(+1103.0億ドル)を上回る黒字幅拡大を実現している。しかも2024年1~2月の輸入が世界的に落ち込んでいたパソコン需要に底打ち感が出て、半導体や液晶パネルの調達が伸び(うちパソコンおよび部品は+67%、集積回路は+15%、液晶パネルは+12%の増加)、前年同月期間比+3.5%増となっていることは注目すべきことかと思われる。

ただデフレ懸念の強かった物価動向については、2月「消費者物価指数」(9日、前年同月比+0.7%と前月の-0.8%からプラス転化)は6か月ぶりに上昇した形になっており、市場には安堵感を漏らす向きもあることは確かだ。ただこれとて「春節」期入りに伴う旅行や食品需要の膨らみが一時的に物価を押し上げたと見る向きもあり、先行きの動きを注目する必要があるようだ。さらには地方政府が発行する地方債市場にはほころびが生じている(不動産不況がインフラ債25兆3千億元市場に飛び火してショックが走っている)との指摘もあり、これが投資家離れにつながらないか懸念する向きも少なくないようだ。

いずれにせよこうした状況の中で、政府は地方政府が融資適格とするものに対し2千億元の融資を承認したほか、人民銀行総裁も6日の記者会見で預金準備率に「引き下げる余地がある」と、一段の金融緩和に向かう旨を示すなど経済浮揚に引き続き懸命なようだ。

○ただこうした中で、5日には全国人民代表大会が開催されたわけでもあるが、注目されている2024年の実質経済成長率については昨年と同じ「5%前後」としたが、市場ではこの目標達成には需要不足に対応して財政をどの程度拡張するかにかかっていると見ているようで、正直難しいのではないかとの見方が依然大勢のようだ。なお中国では中国経済の不振が色濃い中にも関わらず、2024年の国防費については前年比+7.2%も増加(1兆6655億元、日本の約4.4倍に相当)すると表明しているわけで、市場ではここにもやや不信感を強めているようだ。

また同大会で習国家主席は産業構造の改革に意欲を示し、「技術革新を促進する」方針を新たに強調した模様であるがこの実効性も気になるところだ。さらには懸案になっている地方政府の財政難対策(地方政府トップが習主席への忠誠を競いあうような発言も相次いだようだ)についても税制改革等に着手する構えのようだが、これも具体策を示しておらず、市場はやや懐疑的だ。

○ところで中国は、かつての投資潤沢国家から世界有数の貯蓄大国(2023年には世界の貯蓄総額の28%を占めていると言われている)になっているわけであるが、不動産ブームが終わった後ではこの巨額の貯蓄にどう対応するかが重大な課題になっているとの指摘もあるわけで、ここは中国政府の大胆な解決策の打ち出しが待たれるところだ。またこの点は我が国にしても学ぶ点が多いと思われるところだ。

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。