

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. 280

(2022.02.07)

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.280)

1. 先週の動き

○先週は、コロナ感染の動きが、米欧では、未だこれまでにない感染水準が続いてはいるが、それでもピークアウトし始めているとして、早めに行動規制を解除する動きが広範化してきている。この一方で、我が国は、未だ感染拡大の途上にあり、既往ピークを更新続けている先もある。この間、病床逼迫度も、当初基準では、「緊急事態宣言」発令が必要な事態になっているが、当局者には、目下のところ動く気配がない。なお、この間、新たに和歌山に、「蔓延防止等重点措置」が発令されている。

こうした中、物価上昇が一段と進んだこともあって、米国では、年内5回の利上げが織り込まれ始めたこととされたほか、EUでも、金融引き締め姿勢に転換し、年内にも利上げに踏み切るとの観測が強まってきている。さらには、懸念されている、ウクライナ情勢についても、結局、解決の見通しも立っていない。このため、長期金利の上昇が目立ち、我が国にしても、6年ぶりに、+0.2%をつける事態になっている。なお、為替も、円安の形で週越えとなっている。さらに、原油についても、2日開催の「OPEC（石油輸出国機構）プラス」が、追加増産を見送ったことから、更なる高値を呼び、WIT先物相場は、一時1バレル92ドル台にまで上昇し、100ドル越えも、現実味を帯びる格好になってきている。この間、我が国では、ガソリンが1リットル170円越えになった場合の政府補助金が発動されている。（欧米の金利上昇状況、こうした中で、日銀が採り得る対応の詳細については、別添追補参照）

○こうした中、米国の経済指標については、まずは、景況関連指標に注目すると、1月「シカゴ購買部協会景況指数」(31日、65.2と、前月の64.3<速報値63.1を上方修正>から上昇)は、悪化すると見ていた市場予想(61.7)とは逆に、改善を果たしている。ただ、この一方で、1月「IMS製造業景況指数」(1日、57.6と、前月の58.8<速報値58.7を上方修正>から低下)、1月「ISM非製造業景況指数」(3日、59.9と、前月の62.3<速報値62.0を上方修正>から低下)いずれについても悪化しており、ここは注意が必要だ。

その他の指標では、市場は、とくに雇用関連指標に注目したが、1月「非農業部門雇用者数変化」(4日、前月比+46.7万人と、前月の+51.0万人<速報値+19.9万人を大幅上方修正>から伸び縮小)は、市場の伸び鈍化予想(+15.0万人)に反し、予想外に大きく伸びを拡大した。ただ、これについては、コロナ禍での政府の手厚い支援もあり、求職に慎重になっていた層の一部が職を求め始めたことの影響が大きく、雇用逼迫は基本的に継続するとの見方が一般的だ。

事実、1月「失業率」(4日、+4.0%と、前月の+3.9%から上昇)は、市場の横ばい予想から、僅かとはいえ上昇に転じているが、1月「平均時給」(4日、前年同月比+5.7%と、前月の+4.9%<速報値+4.7%を上方修正>から伸び上昇)は、市場予想(+5.2%)を上回る伸びとなっている。なお、市場は、これは、低賃金が多い接客業でも賃金上昇が続いている証左(根拠・証拠)とし、インフレ抑制がいよいよ急務になってきていると見る向きもあり、注意が必要だ。こうした中、12月「建設支出」(1日、前月比+0.2%と、前月の+0.6%<速報値+0.4%を上方修正>から伸び低下)も公表されたが、結局減速した形となった。

○この間、我が国の経済指標については、まずは、直近の景況感が解る1月「製造業・サービス業PMI・確報」(各々1、3日、ともに、Markit Economics)に注目したが、前者は、55.4(前月54.3→当月速報値54.6)、サービス業が、47.6(同52.1→46.6)と、ともに小幅改善している。要するに、オミクロン株感染の爆発的拡大も、経済面に与える悪影響は、予想比小幅だったということになり、正直やや違和感がある。

事実、消費動向を、1月「商業動態統計」(31日、経産省)で確認すると、小売業販売額が、前年同月比+1.4%(前々月+0.9→前月+1.9%)と、この時点では、「緊急事態宣言」解除に伴い百貨店販売が堅調だったことを映じ、伸びが加速すると見ていた市場予想(+2.8%)に反するかたちで、早めに減速している。さらに、1月「消費動向調査」(31日、内閣府)を見ても、季節調整済み消費者態度指数が、36.7(前々月39.2→前月39.1)と、慎重な市場予想(38.0)をも下回る水準にまで悪化しているなど、未曾有のコロナ感染急増に伴い、「蔓延防止等重点措置」の発令が広範囲にあったことから、消費センチメント(心情・心理)も急速に低下したと見てとれる。なお、中でも、「雇用環境」が、36.7(同42.9→41.5)と、やや大幅な悪化が目立つわけで、ここは、大いに気掛かりだ。この他、1月「新車登録台数」(1日、自販連)も、公表されたが、これも、前年同月比-12.5%(前々月-13.4→前月-10.2%)と、市場が懸念していたように、マイナス幅拡大に転じている形だ。

また、消費周辺の指標である、12月「失業率・有効求人倍率」(ともに1日、各総務省、厚労省)についても注目していたわけであるが、前者が、2.7%(前々月2.7→前月2.8%)と、再び低下、後者も、1.16倍(同1.15→1.15倍)と、市場予想(1.17倍)は下回ったものの、上昇に転じるなど、ともに改善している。これは、この時点では、コロナ感染が急速に減少して、経済活動が復活するなど、労働環境が好転していたというタイムラグがあるわけで、その後は、コロナ感染急増から、前述のように、ある程度悪化すると見たほうが良さそうだ。

さらに、12月「鉱工業生産指数」(31日、経産省)も、公表されたが、前月比-1.0%(前々月+1.8→前月+7.0%)と、市場予想(-1.5%)ほどではないにしろ、再び、3か月ぶりの低下となって、しかもマイナスに転じている。これは、供給制限・停滞が徐々に解消はしているものの、自動車生産中心に、前月の大幅上昇に対する反動もあり、期待しているスピードには達しなかったということだ。ただ、市場は、世界的需要増加は引き続くと考えており、基調的には、生産回復の動きが続くと見ているようだ。

最後は、設備投資動向だが、これを、12月「新設住宅着工統計」(31日、国交省)で確認したが、前年同月比+4.2%(前々月+10.4→前月+3.7%)と、これも、大幅改善すると見ていたと市場予想(+8.0%)ほどではないにしろ、再び、伸びを高める形となった。ただ、内訳を

見ると、「分譲住宅」が、同+13.1%（同+0.6→+6.5%）と、伸びを大きく加速させているが、「持ち家」は、同-0.4%（同+16.6→+5.5%）と、とうとうマイナスに転じる事態になっており、この格差は、注視が必要だ。

2. 今週の動き予想

○今週は、とくに欧米で、オミクロン株の高水準の感染が続いているにもかかわらず、ピークアウトしたとして早めに行動制限を解除している動きの行方が注目される。なお、韓国では、新規感染戦者が4万に迫る勢いで増加しており、対応に苦慮している。さらに、わが国でも、爆発的感染が続いているが、もはや従前の対応は不可能として、例えば、軽症者に対しての検査を割愛するといった対応を採り始めている。なお、13日に期限を迎える「蔓延防止等重点措置」対象先13都県については、延長の方向であるようだが、この一方で、近日中にはピークアウトするといったことを話題にする向きも出始めており、いずれにせよ、この1週間が、節目になりそうな気配だ。

この間、経済状況も、米国FRB（連邦準備制度理事会）のタカ派的姿勢が、10日公表の消費者物価指数次第ではさらに強まるのではないかと懸念する声があるほか、欧州の利上げ姿勢への転換後の行方も、これらの影響をも含め、大いに気になるところだ。ただ、経済実態は、市場が囁すほどには、改善していないように見えることも事実であり、ここは注意が必要だ。ところで、「政治・地政学リスク」にしても、北京オリ・パラが休戦状況を作り出すとする期待があることも事実ではあるが、他方、過去には、オリ・パラ期間中にこそ紛争が勃発したと指摘する向きもあり、ここは、引き続き、注視が必要だ。

なお、市況については、株価は、欧米の利上げ姿勢が景気を減速させるとの懸念を強めており、下値を試す展開になると見られているようだ。さらに、先週上昇した長期金利も、結局、インフレを受けた利上げが景気を冷やすとの見方もあって、横ばいに推移すると見られている。ただ、わが国の場合は、別添追補でも指摘しているが、長期金利が上限の0.25%に迫っており、日銀は難しいかじ取りを迫られる可能性が高い。なお、為替については、米国の利上げ観測とウクライナとの地政学リスクとのせめぎあいとなり、結局、円の下限を探る堅い展開になると見られているようだ。また、重油については、さらに上昇する事態を覚悟する必要があるとの見方が大勢だ。従って、資源・食糧品を中心に、物価上昇が継続すると見られており、これが、市場の不安感をさらに高めそうな雰囲気だ

○こうした中、米国の経済指標については、まずは、気掛かりな景況を、2月「ミシガン大学消費者態度指数」（11日、67.5と、前月の67.2から上昇予想）で確認したいが、市場は、僅かながらも改善すると見ているようだ。ただ、消費は、タイムラグがある、12月「消費者信用残高」（7日、前月比+250.0億ドルと、前月の+399.9億ドルから伸び低下予想）等で確認することになるが、この時点では、大きく伸び鈍化した形だ。もっとも、12月「貿易収支」（8日、-830億ドルと、前月の-802億ドルから赤字拡大予想）は、国内需要増が相応にあり、赤字は膨らむと見られている。また、1月「消費者物価指数」（10日、前年同月比+7.3%と、+7.0%から伸び上昇予想）は、さらに伸びが加速すると見られており、利上げ事由を補強しそうだ。なお、12月「卸売売上高」（9日、前月比前月+1.3%）も公表されるので、注視したい。

○この間、我が国の経済指標では、まずは、1月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)が気掛かりであるが、市場は、現状判断DIが、48.0(前々月56.3→前月56.4)と、再び大きく悪化すると見ているようだ。これは、オミクロン株による新規感染者急増により、多くの都道府県で「蔓延防止等重点措置」が適用されたことを映じたものだ。ただ、市場は、企業関連(同54.5→52.1)については、第5波の時とは異なり、堅調を保つと見ており、ここは留意が必要だ。

さらに、物価動向も気掛かりだが、これは、1月「国内企業物価指数」(10日、日銀)で確認したい。市場は、国内企業物価が、前年同月比+8.6%(前々月+9.2→前月+8.5%)と、僅かながらも、伸びを高めると見ているようだ。

また、消費周辺指標である、12月「毎月勤労統計」(8日、厚労省)も公表されるが、市場は、現金支給総額が、前年同月比+1.0%(前々月+0.2→前月+0.8%)と、逐次伸びが加速されると見ている。これは、この時点での「緊急事態宣言」解除効果が大きいと見ているためで、「特別給与」(同+15.1→+6.9%)、「所定外給与」(同+1.8→+2.9%)を中心とした、伸び増加を期待しているようだ。ただ、問題は、ここで、企業が、コロナ感染拡大を目の当たりにして、「所定内給与」(同-0.2→+0.2%)の引き上げにまで踏み切れるか否かだ。

また、輸出動向については、12月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認するが、市場は、輸出・輸入とも、前月の大幅増加の反動もあって、減少すると見られるが、輸入の減少幅の方が大きいと見られていることから、貿易収支は改善すると見ているようだ。ただし、季節調整済み経常収支は、+1.35兆円(前々月1.02→前月+1.36兆円)と、減少はしてもほぼ横ばい圏内になると見ている。これは、第1次所得収支が、前月増加の反動から減少すると見られるためだ。

最後は、貸出動向を、1月「貸出預金動向」(8日、日銀)で確認することになるが、市場は、コロナ感染の急拡大が、前月(前年比前々月+0.6→前月+0.6%)には横ばいに推移した総貸出平残にどう影響するかを注目している。特に、前月伸びを低めた信金(同+1.0→+0.8%)の動きを注視したい。なお、総預金平残前年比(前々月+4.3→前月+3.9%)については、地・地銀Ⅱ(同+4.1→+3.6%)中心とした伸び鈍化が何処まで続くか注視しているようだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は、特に我が国のオミクロン株が、果たしてピークアウトするか否かの見極めが大きなポイントになりそうだ。がまた、公表予定指標も、以下のように重要なものがあるので、注視したい。

- ・景況関連；第4四半期「GDP」(15日)
- ・物価関連；1月「全国消費者物価指数」(18日)
- ・設備関連；12月「機械受注」(17日)
- 12月「建設総合統計」(17日)
- ・輸出関連；1月「国際収支」(17日)

以 上

先週及び今週の主要経済指標から (No280—追補)

——欧米に金融引き締め気配が濃厚に

——日銀に金融政策変更の可能性はあるか

1. 欧米に金融引き締め気配が濃厚に

○米国 FRB (連邦準備制度理事会) が、物価上昇継続を眺めて、2022 年内の利上げを、4 回から 5 回に引き上げるとか、上げ幅を 200bp (ベースポイント: 1bp=0.01%) にするといった観測も出始めている中で、基本マイナス金利が続いている欧州債券市場での金利上昇 (ドイツ長期金利が一時+0.15%と 3 年ぶりの高さに、英国では、+1.38%に) が目立っており、市場には、ECB (欧州中央銀行) が、「タカ派」(金融引き締め) に転換し、早晚、利上げに向かうのではないかと観測が強まっている。なお、これを受けて、為替市場も、ユーロ高が進み、1 ユーロ 1.14 ドル台後半と、3 週間ぶりのユーロ高になるなど、市場は、これを織り込み始めている。

なお、欧州での利上げは、既に英国イングランド銀行が、3 日に 0.25% の政策金利引き上げを発表しているが、その際に、政策委員 9 人中 4 名もが、0.5% との引き上げを主張していたことが明らかになったことが引き金になって、債券市場が上昇し、さらに、ECB のラガルド総裁が、2022 年内の利上げも、「物価などのデータ次第」と、これまでの否定的姿勢を改めたことが、今回の騒動のきっかけとなった模様だ。

○いずれにせよ、市場には、急速に ECB による利上げが織り込まれ、しかも、年内 3 回 (合計 +0.34%) 以上になるとか、9 月と 12 月にそれぞれ +0.25% ずつ引き上げる (この結果、マイナス金利は解消) といった観測が取りざたされている状況になっている。

ただ、この一方で、欧州の景気回復は、必ずしも好調とは言い難いことも事実であることから、利上げが、インフレによる景気悪化を防ぐ方向には働くことを期待はするが、場合に因っては、景気を冷しかねないわけで、いずれにせよ、今後、難しいかじ取りを迫られることは確かなようだ。

2. 日銀に金融政策変更の可能性はあるか

○世界は、物価上昇が続いており、上記のように、米欧では、インフレ抑制を狙って、早めの利上げに踏み切る構えを見せている。例えば、米国では、1 月「消費者物価」(10 日、前年同月比 +7.3%と、前月の +7.0%から伸び上昇予想) が、さらに伸びが加速される気配で、10 年債利回りも、一時 +1.93%と、2 年ぶりの高水準をつけている。さらに、ユーロ圏でも、1 月「消費者物価」(2 日、当月 +5.1%と、前月の +5.0%から伸び上昇) が、市場予想 (同 +4.4%) を上回る伸びとなり、長期金利も、イタリアが、+1.64%、ドイツでも、+0.15%、フランスが、+0.58%と、近年にない水準となり、早期利上げを後押しする形になっている。

○そして、こうした動きは、我が国にも波及し始めているようにも見える。即ち、我が国の消費者物価は、足元、昨年 of 携帯電話料金引き下げの影響が大きく、低迷が続いているが、この影響も 4 月には剥落し、この一方で、世界の潮流に添う形で、「物価 2%」達成も時間の問題となっ

てきている。事実、卸売物価は、既にこれまでにない水準にまで高騰しており、採算割れに対応できなくなった企業からの、値上げ宣言が、あらゆるもので発せられているところだ。また、新発10年物国債利回りは、+0.2%と、日銀のイールドカーブコントロール基準（2021年3月に、長期金利基準を0%として、上下0.25%程度の変動を許容する）に、早晚（早かれ遅かれ）抵触しかねない状況になってきている。

ところが、黒田日銀総裁は、当面「強力な金融緩和を粘り強く続ける」と言明していることから、市場との間に、場合に因ってはフリクション（摩擦・あつれき）を生じさせかねない状況になってきているようにも見えるところだ。ただ、この一方で、市場には、ここで利上げをすれば、大量に発行して、しかも過半を日銀が保有している国債価格が急減し、市場は大混乱、日銀も下手をすると債務超過に落ち込みかねないうえ、長年にわたって日本企業・国民に染みついたデフレ志向を簡単には解消し得ない（事実、安倍元首相が、鳴り物入りで、長年かけて、この払拭に努めたが、結局、無理だった）といった、旧来からの意見があることも確かであり、輕輕には判断しにくくしている。

○もっとも、それでも、仮に、インフレ率が予想以上に上昇する場合（その気配は十分にあるが）には、日銀としても、これ以上は放置できず、さらには、主要国の中で極端に低い経済成長率、金融緩和の副作用への目配り、物価安定目標の早期達成にウエイトをかける事態になれば、場合によっては、2023年にも、出口の一步を踏み出す必要性・可能性があるとも言えるわけで、ここでシミュレーションしてみたい。

最初は、テーパリング（量的金融緩和縮小）だ。ただ、市場では、これは、金融緩和の出口に向かう意図がないまま、資産購入のテーパリングを事実上行っていると見ているようだ。事実、そうとも考えられる。

その場合に問題になるのは、テーパリングが終了して、バランスシートの大幅（場合に因っては一時的、なお、これが実現すれば、2005年以来）縮小に向かうのは何時かということになる。市場には、これも、2022年の中ごろにかけては、これはそうしないとあまりにも主要国との差が開いてしまう故、追い込まれかねないと感じているようだ。ただ、この場合、「出口」論に言及せざるを得なくなることも確かで、そこまで、日銀が妥協しない場合は、国債を無制限に買い占める「指値オペ」を発動する可能性が高い。もっとも、その場合には、国家財政はもとより、日銀の財務内容をより大きく傷つけることも覚悟する必要がある筋合いだ。

そして、最後は、利上げだ。ただし、政策金利については、経済・政治に対する影響が大きく、あまりにもハードルが高すぎて、市場も、見通ししにくいのが実状のようだ（市場の中には、来年4月就任の次期総裁次第との見方もあるようだ）。従って、利上げを実行するにしても、まずは、長期金利を上昇させると、市場は見ており、しかも、イールドカーブコントロール対象を10年物から5年物に短期化することで、影響の少ない金利に規制を残しつつ、コントロールしやすい10年物を、事実的に規制しようとするのではないかとの見方もあるようだ。

ただ、いずれにせよ、結局は、金融緩和からの出口に関しては、主要国の中で、唯一大きく遅れをとることになることは必至のようであり、ここは、日銀の難しいかじ取りになりそうだ。

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。