

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. 281

(2022.02.14)

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.281)

1. 先週の動き

○先週は、欧米では、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する動きがさらに広範化している。この一方で、わが国も、オミクロン株のピークアウトとも見てとれない動きもあるが、「蔓延防止等重点措置」対象先は、13日期限の都県が延長されたほか、新たに、和歌山、高知の2県を加え、36都道府県にするなど、対応は強化されている。ただ、水際作戦については、諸外国からの批判が大きいこともあって、3月から「緩和する方向で検討する」旨、岸田首相が表明するに至っている。

こうした中、ウクライナ情勢は、さらに緊迫度を増しており、つれて原油は、NY・WTI先物が、一時は7年4か月振りの高値になった後、やや下げて、1バレル93.10ドルでの週越えとなっている。その他、食料品をはじめ、あらゆる分野での物価上昇がさらに目立っており、これを眺めた欧米での利上げ姿勢がさらに強まっている。また、我が国の日銀も、長期金利上昇を抑制すべく、14日から「指値オペ」(0.25%の金利で、10年物国債を無制限に買う)という異例の手段を発動する旨表明するに至っている。いずれにせよ、こうした主要国中銀のタカ派的姿勢の強まりが、もともと市場が囁すほどには改善していないように見える経済を、さらに冷やしかねないと危惧する向きも増え始めている。なお、NY株式市場は、週前半の上昇の後、2日連続での値下がり終えている。為替も、116円09銭まで円安が進んだ後、ウクライナ侵攻を警戒したりリスクオフの動きが高まり、115円32銭で引けている。(欧米でのインフレ傾向の更なる高まりや日銀の「指値オペ」導入の詳細については、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、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、61.7と、前月の67.2から低下)で確認したが、改善すると見ていた市場予想(67.5)に反し、悪化している。さらに、12月「消費者信用残高」(7日、前月比+189.0億ドルと、前月の+388.2億ドル<速報値+399.9億ドルを下方修正>から伸び低下予想)も、市場予想(+250.0億ドル)を上回るテンポで伸びは低下しているほか、12月「卸売売上高」(9日、前月比+0.2%と、前月の+1.7%<速報値+1.3%を上方修正>から伸び低下)も伸びが大きく低下しており、正直、ここは気になるところだ。もっとも、12月「貿易収支」(8日、-807億ドルと、前月の-793億ドル<速報値-802億ドルを上方修正>から赤字拡大)の赤字は市場予想(-830億ドル)程とはならなかったが、膨らんだ形になっている。これは、国内需要増が対応にあったことを示しており、消費が、全面的に悪化しているわけではないと見

るべきだろう。また、1月「消費者物価指数」(10日、前年同月比+7.5%と、前月の+7.0%から伸び上昇)は、市場予想(+7.3%)を上回って、さらに伸びが加速するなど、約40年ぶりで高い伸びとなっており、利上げを催促した格好となった。

○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)に注目していたが、季節調整済み現状判断DI(合計)は、37.9(前々月56.8→前月57.5)と、再び、もともと慎重な市場予想(48.0)をも大きくしのぐ水準にまで悪化している。内訳を見ても、各項目とも極端な悪化になっているが、特に、「飲食関連」が、23.6(同67.2→63.4)と、極端に悪化しているのが目立っている。なお、先行き判断DI(合計)についても、42.5(同53.2→50.3)と、その幅は小さいが、悪化が続くと見られており、今回のオミクロン株の影響の大きさが窺われる。なお、地域別に東京都についてみると、現状判断DI(合計)については、42.5(同62.2→62.6)と、水準は全国に比しなお高めで、悪化幅も全国並みにとどまっているが、先行き判断DI(合計)については、44.0(同57.5→55.2)と、全国水準に急速に近づく形で悪化すると見ており、ここは気になるところだ。

さらに、物価動向も気掛かりだったが、これを、1月「国内企業物価指数」(10日、日銀)で確認すると、国内企業物価が、前年同月比+8.6%(前々月+9.2→前月+8.7%<速報値+8.5%を上方修正>)と、高い上昇が続いている形だ。なお、こうした中、輸入物価が、前月比で-0.2%(同+5.4→0.0%)と、値下りしているが、前年比では、+37.5%(同+45.2→+42.5%)と、極端に高い上昇が続いているのが目立つところだ。

また、消費周辺指標である、12月「毎月勤労統計」(8日、厚労省)も公表されたが、現金支給総額が、前年同月比-0.2%(前々月+0.2→前月+0.8%)と、市場の伸び加速予想(+1.0%)に反し、再びマイナスに転じており、ここは、正直、意外だった。要するに、この時点での「緊急事態宣言」解除効果は、さほど窺われず、所定外給与は、同+4.8%(同+1.8→+2.9%)と、期待通りに、伸びを高めたが、特別給与が、同-0.9%(同+15.1→+6.9%)と、逆にマイナスに転じ、さらに、所定内給与についても、同+0.2%(同-0.2→+0.2%)と、結局、コロナ感染再拡大を目前にしていたこともあり、大きな引き上げはなかったようだ。

また、輸出動向については、12月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は、季節調整済み前月比-4.2%(前月+10.0%)と、減少に転じ、しかも、同様に減少すると見ていた輸入が、同+2.6%(同+6.1%)と、その幅を縮小しながらも、プラスを維持したことから、貿易収支は、-0.42兆円(同+0.07兆円)と、再び、赤字に転じた形になった。この結果、国際収支も、第1次所得収支の減少も加わり、+0.78兆円(前々月1.02→前月+1.36兆円)と、市場のほぼ横ばい圏内になるとの予想に反し、結局、大きく黒字縮小の形になっている。

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、総貸出平残は、前年比+0.6%(前々月+0.6→前月+0.6%)と、引続き伸び横ばいとなった。ただ、内訳を見ると、都銀等が、同-0.9%(同-1.1→-1.2%)と、マイナス幅を縮小させているのに対し、他の業態では、伸びを縮小させており、特に、信金が、同+0.6%(同+1.0→+0.8%)と、オミクロン株感染急拡大にあっても、伸び低下ピッチを速めているのが気になるところだ。なお、預金平残については、同+3.6%(同+4.3→+3.9%)と、伸び低下が続いており、とくに、都銀が同+3.6%(同+4.4→+4.1%)と、やや大きく伸びを縮小させているのが目立っている。

2. 今週の動き予想

○今週は、欧米については、オミクロン株の本格的な収束を待たずに、行動制限を全面解除する動きが広まっていることに因る経済（しかも停滞の可能性も指摘されている）の行方が気掛かりだ。さらに、我が国も、仮にピークアウトしてもなお高水準のオミクロン株感染にどう対処するか、難しいかじ取りを迫られると見られる。こうした中、「政治・地政学リスク」面でも、ウクライナ問題は、さらに緊迫度を増す気配であるうえ、「北京オリ・パラ」も、コロナ感染は防げたとしても、テレビ視聴率が異例の低迷を余儀なくされているほか、審判判定を巡るゴタゴタが多発しているなど、課題山積の格好だ。なお、中国についても、物価指数が公表される見込みで、1月「消費者物価指数」（16日、前年同月比+1.0%と、前月の+1.5%から伸び低下予想）は、伸びが続くものの縮小すると見られているが、1月「生産者物価指数」（16日、前年同月比+9.5%と、前月の+10.3%から伸び低下予想）は、伸びがやや低下しても、極めて高い伸びが続くと見られている。

なお、市況についても、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、引き続き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、わが国の場合は、前述の「指値オペ」で抑制するにしても、他の主要国では、さらに上伸する気配だ。なお、為替については、ウクライナとの地政学リスクを勘案すれば、当然「円高」方向と考えられるが、市場は、欧米の利上げによる金利差拡大をも意識しており、結局、せめぎあいが続くそう。また、重油についてはさらに上昇し、危惧していた、1バレル100ドルも視野に入ってくるのではないかと見られている。いずれにせよ、我が国でも、資源・食料品を中心に、値上げ攻勢が続いており、これが、市場の不安感をさらに高める事態が続くと見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、景況を、2月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（17日、20.0と、前月の23.2から低下予想）で確認しようと思うが、市場は悪化方向にあると見ているようだ。さらに、1月「景気先行指標総合指数」（18日、前月比+0.2%と、前月の+0.8%から伸び低下予想）についても、市場は悪化すると見ている。ただ、2月「NY連銀製造業景気指数」（15日、12.0と、前月の-0.7からプラス転化予想）は、改善に転じると見ており、再び、地域的格差が広がるということかもしれない。いずれにせよ、きめ細かなウォッチが求められる。さらに、物価についても、1月「輸出物価指数」（16日、前月比+1.2%と、前月の-1.8%からプラス転化予想）、1月「輸入物価指数」（16日、前月比+1.3%と、前月の-0.2%からプラス転化予想）、ともにプラスに転じると見られている。

さらに、その他の実体経済指標では、市場は改善を見込んでおり、1月「鉱工業生産」（16日、前月比+0.4%と、前月の-0.1%からプラスに転じる予想）、1月「設備稼働率」（16日、76.8%と、前月の76.5%からやや上昇予想）、12月「企業在庫」（16日、前月比+2.1%と、前月の+1.3%から伸び上昇予想）は、いずれも改善が進むとの見方だ。さらに、個人消費指標である、1月「小売売上高」（16日、前月比+1.8%と、-1.9%からプラスに転化予想）についても、回復を期待している。ただ、この一方で、これまで順調だった住宅関連での足踏みを予想する向きが目立ち始めており、1月「住宅着工件数」（17日、年率換算件数170.0万件と、前月の170.2万件からやや減少予想）、1月「建設許可件数」（17日、年率換算175.0万件と、前月の188.5万件<速報値187.3万件を上方修正>から減少予想）、1月「中古住宅販売件数」

(18日、年率換算610万件と、前月の618万件から減少予想)といった具合だ。

○この間、今週の我が国の経済指標では、まずは、景況動向を、第4四半期「GDP」(15日、内閣府)で確認したい。市場は、実質GDP前四半期比年率+6.0%(前々四半期+2.0→前四半期-3.6%)と、大きくプラスに転じると見ている。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だ。特に個人消費が、同+10.0%(同+2.6→-5.3%)と、急激な回復を見込んでいる。ただ、輸出は、同-2.5%(同+10.4→-3.5%)と、欧米でのオミクロン株の急拡大を映じて、2期連続のマイナスになると見ている。さらに、このように先行き不透明感が払しょくされないことから、民間設備投資は、企業の設備投資意欲自体は引き続き旺盛ながら、マイナス基調から抜け出せず、同-2.0%(同+8.4→-8.8%)と、2期連続でのマイナスにとどまるとの見方だ。なお、2月「ロイター短観」(16日、ロイター通信)も公表されるが、市場は、製造業が、20(前々月22→前月17)と改善に転じるとしても、非製造業は、4(同6→8)と、オミクロン株感染拡大が続く中で、逆に悪化に転じると見ているようだ。

なお、注目されている、1月「全国消費者物価指数」(18日、総務省)も公表されるが、市場は、総合ベースが、前年同月比+0.5%(前々月+0.6→前月+0.8%)と、2020年に実施されたGo Toキャンペーンの陰の影響(物価押し上げ効果)が剥落して、伸びがやや低下する見込みだ。ただ、エネルギー価格はさらに上昇の気配にあり、全体を押し上げる動きは続くとしている。

さらに、設備投資動向を、12月「機械受注」(17日、内閣府)で確認するが、コア民需(船舶・電力を除く)が、前月比0.0%(前々月+3.8→前月+3.4%)と、横ばいにとどまるとの見方だ。これは、世界的な生産活動は回復基調にあるものの、コロナ感染再拡大や物価上昇もあり、この時点では、模様眺めの動きがあると見ているためだ。

最後は、輸出動向だが、これは、1月「貿易統計」(17日、財務省・日銀)で確認したい。市場は、輸出入とも、前月減少の後、ともに増加に転じるが、輸出が季節調整済み前月比+3.2%(前々月+5.2→前月-0.2)と、輸入の同+1.4%(同+5.6→-0.7%)を上回る伸びとなる見込みから、貿易収支は、-0.30兆円(同-0.47→-0.43兆円)と、赤字幅が縮小されると見ている。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は、主な公表予定指標は以下のように物価関連のものに限られるが、経済状況は難しい状況が続くので、引き続き、きめ細かくウォッチしていきたい。

- ・物価関連；2月「東京都区部消費者物価指数」(25日)
- 1月「企業向けサービス価格指数」(22日)

以上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No281—追補)

——欧米で、インフレ傾向が更に高まる気配

——日銀が「指値オペ」導入

1. 欧米で、インフレ傾向がさらに高まる気配

○米欧での物価上昇継続を眺めての利上げ姿勢の高まりについては、前週の「先週および今週の我が国主要経済指標から (No280—追補)」でも詳細解説したが、物価上昇の勢いは、その後も収まる気配を見せていない。

例えば、今週の「先週および今週の我が国主要経済指標から (No281)」でも報告したように、米国の1月「消費者物価指数」(10日)は、前年同月比+7.5%と、前月の+7.0%からさらに伸びを上昇させ、1982年2月以来、40年ぶりの高い伸びを記録している。特にエネルギー財は、前年の約4割も上昇している。さらに、食品は、7%上昇しており、こうした変動の大きい品目を除いたコアベースで見ても、同+6.0%(前月+5.5%)と、伸びをさらに高めている。要するに、あらゆる品目での上昇が目立ち始めているようだ。事実、米国政府が目標としている「物価上昇2%」を超える品目は、全体の9割にも及ぶとされている。さらに、欧州委員会でも、10日に発表した経済見通して、2022年のユーロ圏の物価見通しを、前年同月比+3.5%と、11月時点での同+2.2%から、やや大きく上方修正している。しかも、物価上昇ピークとなる1~3月期には、同+5.1%と、過去最高水準にまで上昇すると見込んでいる。さらに、我が国にしても、消費者物価自体は、携帯通信料引き下げの影響が大きく、目下のところは、低水準の伸びにとどまっているが、1月「国内企業物価指数」(10日、日銀)は、速報値指数109.5(前月108.9)と、1985年9月以来、36年4か月振りの高さとなっている。そして、先行き、企業が価格転嫁を大規模に進めれば(すでに、多くの品目で値上げが通告されている)、当然、我が国のみならず、米欧を含めて、一層物価上昇率は高まること必至と見られている。

さらに、当初は、一時的とされていた物価上昇も、今では、恒常的なものとみなされてきており、ここは注意が必要だ。例えば、米国では、このところの賃金上昇が、物価上昇をより固定化すると、警戒感を強め始めている。また、欧州委員会は、来年2023年の物価上昇率見通しについても、前年同月比+1.7%と、11月時点での+1.4%から上方修正させているなど、物価上昇トレンドが長期化すると見込んでいる。

○なお、こうした中、物価上昇を見据えた「利上げ」についても、一時的なものであれば、物価を抑制する良い効果を見込めるものの、物価上昇が、より構造的かつ広範囲にわたるものであれば、「利上げ」が、景気に悪影響を及ぼす面の方が大きいとして、警戒する動きも目立ち始めている。例えば、市場には、「米国FOMC(連邦公開市場委員会)が政策で間違いを犯し、経済をリセッション(景気後退)に追いやるリスクが高まっている」との主張が、出始めており、ここには留意が必要かもしれない。

2. 日銀が「指値オペ」導入

○前週「(No280)—追補)」で、日銀の金融政策変更の可能性を述べたが、日銀は、このとこ

ろの物価上昇や長期金利上昇を睨んで、これを抑制すべく「指値オペ」という異例の手段に踏み切った（前回は、2018年7月に実施）。これは、長期金利が上昇しても、「0.25%の金利で、10年物国債を無制限に日銀が買う」というもので、これにより、民間の投資家は、0.25%より高い金利（安い価格）で他の投資家に売る利点はなくなるので、事実的に、金融市場の金利は、0.25%が事実上の上限になるという仕組みだ。なお、日銀は、2013年に導入した異次元緩和の一環として、2016年9月以降、10年物国債を「ゼロ金利」（2018年には基準金利を「±0.1%」に、2021年3月以降は「±0.25%以内」に改定）に誘導する「イールドカーブコントロール」を金融政策の柱に据えてきた経緯がある。

○本政策について、日銀は、あくまでも「金融緩和政策の見直しではない」との姿勢だが、市場には、前週「(No280) 一追補」でも指摘したように、本件は、金融政策変更の手始め（あるいは早晚、変更につながる筋合い）と考える向きがあることには留意が必要だ。その理由としている点は以下の通り。

- ① 「指値オペ」の基準自体、前述のように、「ゼロ」から始まり、「±0.1%程度」そして今回の「±0.25%程度」と、すでに、順次、規制金利基準を高めてきていること。
- ② 主要国の中銀の中で、長期金利の上限を定めて市場を操作しているのは、日銀だけであり、このままでは、早晚、批判を呼びかねないこと。
- ③ 強力な金利抑制は、国債市場の取引低迷や財政規律の緩みを呼びかねないこと。
- ④ 金利差拡大が、円安進行を招く可能性が高いが、昔と異なり、輸入物価の上昇など、「悪い円安」がより意識されがちなこと。

○いずれにせよ、今回の物価上昇は、前記1.でも述べたように、当初考えられていたように「一時的なもの」ではなく、より構造的なものと考えられているわけで、しかも、日銀自体、「物価上昇」をテーゼ（定立：ある事柄を肯定的に主張する、命題をたてること）としているわけであることから、時期はともかく、物価目標が達成する可能性が極めて高いと考えるのが自然だ。従って、その暁には、当然、「出口」を探る必要があるわけで、それを見越して、早めにそれを考えておくことは重要とも思われるのだが、どうだろうか。

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。