

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. 282

(2022.02.21)

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.282)

1. 先週の動き

○先週は、欧米については、コロナ感染に係る行動制限を全面解除する動きが、さらに広がってきている。また、我が国でも、オミクロン株感染が高止まりはしているが、減少方向に入ったとして、「蔓延防止等重点措置」から、5県（山形、島根、山口、大分、沖縄）が解除され、残るは、31都道府県となったほか、外国人の入国についても、観光客以外は大幅に規制が解除された（1日あたり上限3500人→5000人へ）。ただ、病床使用率や死亡者数は依然上昇を続けているほか、ワクチンのブースター接種も今一つ遅れていることから、予断を許さない状況が、しばらく続くと見られる。なお、こうした中、韓国での新規感染者が、18日には、10万9831人もの、既往最高水準に達しており、ここは大いに気になるところだ。なお、こうした中、日銀の「指値オペ」が実行されたが、その効果も相応にあり、この一方で、我が国の国債に対する先安観が広がってきているほか、BIS（国際決済銀行）が、17日に公表した我が国の1月「実効為替レート（主要国の物価上昇率や貿易額なども考慮して通貨の総合的な購買力を示す指標。数値が大きいほど海外からのモノを安く買える一方、小さくなると海外のモノの割高感が高まる。2010年=100）」は、67.55と、統計のある1994年以降で最低だった模様であり、ここは気掛かりだ。（これらの点は、別途追補で詳細解説。）

更に、「政治・地政学リスク」分野でも、ウクライナ情勢は、異なる情報が飛び交い、そのたびに、株式市場が乱高下（結局、米国、わが国とも続落しての週越えとなっている）する事態が続いているが、緊迫の度合いを強めていると考えたほうが良さそうだ。この間、市場には、安全資産を求める動きが強まり、長期金利の利回りは低下し、為替は、円が続伸した形になった。ただ、原油については、ロシア産原油の調達価格は高騰し、NY市場も、一時は1バレル95ドル前後にまで上昇したが、その後は、意図的とも見える、ウクライナ情勢を巡る緊張感の緩みが広がり、1バレル90ドルまで低下するなど、値動きの激しい1週間だった。なお、わが国の、ガソリン価格の上昇は、想定したほどには止まっておらず、政府補助の効果は限定的のようだ。

○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、同16.0と、前月の23.2から低下）で確認したが、結局、慎重な市場予想（20.0）以上に悪化しており、さらに、1月「景気先行指標総合指数」（18日、前月比-0.3%と、前月の+0.7%<速報値+0.8%を下方修正>からマイナスに転化）についても、少なくともプラスを継続すると見ていた市場予想（+0.2%）に反し、マイナスに沈んでいるほか、2月「NY連

銀製造業景気指数」(15日、3.1と、前月の-0.7からプラス転化)も、改善に転じはしたが、市場予想(12.2)を大きく下回る水準にとどまっているなど、総じて冴えない。

ただ、この一方で、実体経済指標では、改善しているものが目立ち、ここはややチグハグであり、今後の展開を注意深くウォッチする必要があるようだ。即ち、個人消費指標である、1月「小売売上高」(16日、前月比+3.8%と、前月の-2.5%<速報値-1.9%を下方修正>からプラス転化)については、市場予想(+2.0%)以上に回復しているほか、1月「鉱工業生産」(16日、前月比+1.4%と、前月の-0.1%からプラス転化)も、市場予想(+0.4%)を上回るテンポでプラスに転じている。さらに、1月「設備稼働率」(16日、77.6%と、前月の76.6%<速報値76.5%を若干上方修正>から上昇)も、控えめな市場予想(76.8%)を上回る改善を見ており、12月「企業在庫」(16日、前月比+2.1%と、前月の+1.5%<速報値+1.3%を上方修正>から伸び上昇)は、市場予想(+2.1%)通り、改善が進んだ格好だ。なお、この間、やや足踏みが懸念されていた住宅関連は、1月「住宅着工件数」(17日、年率換算件数163.8万件と、前月の170.8万件<速報値170.2万件を上方修正>から減少)自体は、減少しても極く小幅にとどまると見ていた市場予想(170.0万件)に比し、若干目立って減少したが、1月「建設許可件数」(17日、年率換算件数189.9万件と、前月の188.5万件<速報値187.3万件を上方修正>から増加)は、市場の減少予想(175.0万件)とは逆に増加している。また、1月「中古住宅販売件数」(18日、年率換算件数650万件と、前月の609万件<速報値618万件を下方修正>から増加)も、市場の減少予想(610万件)に反し、やや大きく増加しているなど、底堅い動きの方が目立っている。

さらに、物価についても、1月「輸出物価指数」(16日、前月比+2.9%と、前月の-1.6%<速報値1.8%を上方修正>からプラス転化)、1月「輸入物価指数」(16日、前月比+2.0%と、前月の-0.4%<速報値-0.2%を下方修正>からプラス転化)とも、市場予想(各々+1.3%、+1.3%)を上回る形で、伸びを高めている。これは、前者がドル高、後者が資源価格高を映じたものと見られる。

○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)で確認したが、実質GDP前四半期比年率+5.4%(前々四半期+2.4→前期-2.7%)と、ほぼ市場予想(+5.0%)通りに、大きくプラスに転じた格好だ。これは、この時点での「緊急事態宣言」解除効果が大きいため、特に個人消費が、同+11.5%(同+3.0→-3.9%)と、強気の市場予想(+10.0%)さえ上回る急激な回復となったほか、設備投資も、意欲自体は引き続き旺盛ながら、マイナス基調(-2.0)から抜け出せないと見ていたが、結局、同+1.6%(同+8.2→-9.2%)と、プラスに転じた影響が大きい。さらに、輸出も、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(-2.5%)になると見ていたにもかかわらず、同+3.9%(同+13.0→-1.1%)と、プラスになっている。このように、ややサプライズ的に良好な内容であった。ただ、この一方で、民間住宅は、同-3.7%(同+4.2→-6.3%)と、市場のプラス回復予想(+1.0%)に反し、2か月連続でのマイナスに沈んでいるほか、全体としても、コロナ前の水準にまで回復しているわけではないことから、市場の受け止め方は慎重だ。なお、2月「ロイター短観」(16日、ロイター通信)も公表されたが、製造業が、6(前々月22→前月17)と、市場の改善予想(20)に反し、大きく沈んでおり、ここは気になるところだ。

さらに、注目されている、1月「全国消費者物価指数」(18日、総務省)も公表されたが、総合ベースで、前年同月比+0.5%(前々月+0.6→前月+0.8%)と、やや伸びを低めた形だ。ただ、これは、2020年に実施された、Go Toキャンペーンの陰の効果(物価押し上げ効果)が剥落したことに因る面が大きく、さすがに、生鮮食品(前月+8.0→当月+6.5%)は、伸びを低めているが、エネルギー(同+16.4→+17.9%)は、さらに伸びを高め、1981年1月(+21.3%)以来、41年ぶりのプラス幅を記録する事態となっているなど、基調は強い。事実、内訳を見ると、中には、「教養娯楽」(同+3.9→+0.6%)、「住居」(同+0.7→+0.3%)等、伸びを低めている項目もあるが、「光熱・水道」(同+11.2→+12.7%)、「被服及び履物」(同+0.3→+1.3%)、「家具・家事用品」(同-0.8→-0.6%)等では、伸びを高めたり、マイナス幅を縮小している項目が目立っている。

さらに、設備投資動向を、12月「機械受注」(17日、内閣府)で確認すると、コア民需(船舶・電力を除く)が、前月比+3.6%(前々月+3.8→前月+3.4%)と、横ばいにとどまると見ていた市場予想に反し、再び伸びをやや高めた形になった。ただ、これについては、この時点では、コロナ感染が予想外に減少したことや世界的な生産活動の回復もあって、設備投資意欲が顕現化したと言う見方と、先行きは、むしろ慎重な姿勢が強まるとの見方が交錯している状況だ。

最後は、輸出動向だが、これは、1月「貿易統計(速報)」(17日、財務省・日銀)で確認したが、輸出入とも、前月減少の後、ともに増加に転じたが、輸出が季節調整済み前月比+0.1%(前々月+5.2→前月-0.2)と、輸入の同+4.9%(同+5.6→-0.7%)を下回る伸びとなるなど、市場予想(各々+3.2%、+1.4%)とは真逆の動きとなったことから、結局、貿易収支は、-0.93兆円(同-0.48→-0.43兆円)と、赤字幅は、逆に大きく拡大する形になった。なお、当該赤字幅は、輸入額が過去最高を更新したことによるものであるが、原計数ベースの貿易収支では、-2.19兆円の赤字となり、これは、2014年1月の、-2.79兆円に次ぐ、過去2番目に大きい赤字額となったわけで、市場には、長引くコロナ禍が、経済回復を遅らせ、赤字が長期化する可能性が高まったと、警戒を強めている。なお、国別の輸出動向を見ると、米国向けは、前年比+11.5%(前々月+10.0→前月+22.1%)と、4か月連続での増加となったが、中国向けは、同-5.4%(同+16.0→+10.8%)と、実に19か月振りのマイナスに転じており、ここは要注意だ。

2. 今週の動き予想

○今週は、コロナ感染は、なお高止まりしてはいるが、特に我が国では、如何に、「ウイズコロナ」体制を構築できるか否かに、一段と経済復興の成否がかかってきているように見えるところだ。この一方で、物価上昇が続き、中でも生活関連商品に広く及んでいることに対する危機感が高まってきているように見える。また、市場には、米国FRB(連邦準備制度理事会)が、過去の利上げ局面より引き締めペースを速めるのではないかとの見方が強まっている。事実、セントルイス連銀ブラード総裁は、14日、金融引き締めを前倒しするように提言しており、上げ幅も+0.5%とする意見が大勢になってきているようにも見える。さらに市場の中には、年内の「利上げ」回数が7回にも及ぶと予想する向きさえ出てきており、ここは注意が必要だ。また、18日に閉幕した、G20財務相会議でも、「利上げ」が新興国経済の逆風になるとの見方や、それにもかかわらず、各国が打開策を打ち出せないことを問題視する意見が相次いだ模様だ。なお、

この間、我が国でも、来年には利上げに踏み切るとの見方が市場に出始めており、ここは注意が必要だ。これに加えて、「政治・地政学リスク」分野でも、ウクライナ情勢が、一段と気掛かりな様相になってきているほか、中国についても、企業の手元資金の逼迫が目立ってきている模様でもあり、パラリンピックはこれからであるが、とりあえずオリンピック（審判を巡って、かつてない騒動が起きている）が終わった後の、経済の動きを、市場は気にしているようだ。

なお、市況についても、市場には、米国の「利上げ」前から既に引き締め効果が出ていると指摘されており、中には、既に引き締め末期の症状すら窺われるとする向きもあるわけで、ここは、一段と注意深いウォッチが必要だ。こうした中、株価は、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、長期金利も、わが国の場合は、前述の「指値オペ」で、上昇が抑制されるとしても、規制の及ばない超長期金利について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より意識しているようで、結局、せめぎあいが続くようだ。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、物価上昇圧力を強め、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、まずは、景況を、2月「製造業・サービス業PMI」（ともに22日、前者が56.0と、前月の55.5から、後者も53.0と、前月の51.2から、ともに改善すると予想）で確認するが、市場は、ともに改善に転じると見ており、さらに、2月「リッチモンド連銀製造業指数」（22日、10と、前月の8から上昇予想）も、改善が予想されている。ただ、この一方で、2月「消費者信頼感指数」（22日、110.0と、前月の113.8から低下予想）のように、悪化すると見込んでいる指標もあり、市場は、これが予想を上回れば「利上げ加速」、下回っても「コロナの影響が想定外に大きい」と、いずれにしても悪材料になると注目しており、ここは引き続き注意深くウォッチしていく必要があるようだ。さらに、2月「ミシガン大学消費者態度指数・確報値」（25日、61.7と、前月の61.7から横ばい予想）も公表されるが、とりあえず横ばいにとどまると見られているなど、いずれにせよ、区々（マチマチ）の見方になっている。

なお、実体経済指標では、1月「個人消費支出」（25日、前月比+1.5%と、前月の-0.6%からプラス転化予想）は、プラスに転じると見られているが、1月「個人所得」（25日、前月比-0.3%と、前月の+0.3%からマイナスに転化予想）については、逆にマイナスに転じると見られている。ただ、この一方で、1月「個人消費支出・コア<食品・エネルギーを除く>デフレーター」（25日、前年同月比+5.2%と、前月の+4.9%から伸び上昇予想）は、さらに伸びを高めると見ており、ここは、利上げと絡むだけに、特に注視が必要だ。なお、設備投資動向を見る上では、1月「耐久財受注」（25日、前月比+0.9%と、-0.9%からプラス転化予想）で確認することになるが、市場は、積極化すると見ているようだ。

○この間、我が国の公表経済指標は数少ないが、まずは、景況を、2月「製造業・サービス業PMI」（ともに21日、Markit Economics）で確認したい。市場は、「蔓延防止等重点措置」を全国広範囲に発令させたことから、後者が、45.0（前々月52.1→前月47.6）と、一層深刻化

すると見ているのは、ある意味当然としても、前者についても、54.0 (同 54.3→55.4) と、供給制限・停滞の一段の悪化から、先月の 2014 年以来の高水準から再び悪化に転じると見ており、状況は芳しくない見込みだ。

さらに、2月「東京都区部消費者物価指数」(25日、総務省)も公表されるが、市場は、総合ベースで、前年同月比+0.7% (前々月+0.8→前月+0.6%)と、上昇に転じると見ている。これは、先月には、Go To キャンペーンの影響の陰の効果(物価押し上げ効果)剥落の後、再び、電気・ガス代の値上げや、円安に因る輸入価格上昇が目につきだすと見ているようだ。ただ、こうした要因を除く、コアベース(除く食品・エネルギー)で見ると、同-1.0 (同-0.3→-0.7%)と、依然としてマイナスが続くと見ており、これはこれで、気掛かりだ。なお、1月「企業向けサービス価格指数」(22日、日銀)も公表されるが、市場は、前月(前年同月比:前々月+1.1→前月+1.1%)まで、3か月連続で続いている同水準の伸びが、多少とも高まるものと見ているようだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は、月末・初ということもあり、以下のように、公表経済指標は数多いので、注目したい。

- ・景況関連；第4四半期「法人企業統計」(2日)
 - 2月「製造業・サービス業PMI・最終」(各1、3日)
- ・消費関連；1月「商業動態統計」(28日)
 - 2月「消費動態統計」(3日)
 - 2月「新車登録台数」()日
- ・消費周辺；1月「失業率・有効求人倍率」(ともに4日)
- ・設備関連；1月「建設着工統計」(28日)
 - 1月「新設住宅着工統計」(28日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.282—追補)

——我が国の金融市場の変化について

1. 我が国の金融市場の変化について

○日銀の「指値オペ」の導入は、相応の効果をあげており、14日の実施日以前から、10年物国債利回りは低下（一時、0.20%へ）しているなど、明らかに、上昇にブレーキがかかり始めている。ところが、それ以外の超長期国債については、相場が定まらず、むしろ利回りが急速に上昇するなど、先安観が広がっている。例えば、新発20年債が0.745%、30年債が0.995%、40年債が1.030%といった高い水準になっている。

いずれにせよ、ウクライナ情勢の緊迫度の高まりはあるものの、インフレ高進を背景にした世界的な金利上昇圧力への警戒感から、投資家の債券購入意欲は回復しないままだ。このため、市場の売り待ちポジションは、約4兆円と、リーマンショックがあった2008年以降で最大規模にまで膨らんでいる。

○こうした中、黒田日銀総裁が「利上げの可能性はない」と明言している短期金融市場に異変が起きているとの指摘が出始めている。即ち、変動金利と固定金利をスワップする市場では、2022年2月から1年間の金利を交換する契約では、固定金利はマイナス圏であり、要するに、当面マイナス金利政策が継続すると見られている。ただ、この一方で、その次の、2023年2月から始まる1年間を対象にした契約では、固定金利がプラス圏に浮上しているのだ。これは、明らかに、2023年4月の、黒田総裁の任期切れ後に、金融政策変更があるというシナリオを市場が織り込み始めていると見られるということになりそうだ。

要するに、市場は、日銀にも、欧米の金融引き締め政策の広がりが飛び火し、ついにマイナス金利政策をやめるとの思惑が広がっており、来年には「利上げ」することを織り込み始めているというわけだ。ただ、これも、物価動向次第の面が大きく、携帯電話料金引き下げの影響が剥落する、来夏以降の動きを一段と注意深くウォッチする必要があるとみられる。

○なお、物価水準については、B I S（国際決済銀行）が、17日には、1月「実質実効為替レート」（約60か国・地域を対象に、2010年を100として算出したもの。数値の低下は、その通貨が持つ購買力が相対的に下がっていることを示す。）を公表しており、これによれば、67.55と、統計のある1994年以降（日銀推計では、1972年以降）で、最低になる格好だ。改めて、円の購買力低下が明らかにされ（「ビックマック指数〈英国経済専門誌エコノミスト：2通貨間の購買力平価（PPP）を測定するための指数。米国とその他の国におけるマクドナルドのハンバーガーの価格を比較することで、それらの国の通貨の購買力格差を把握することができると言われている〉」等でも計測されている）、円より落ち込みが激しいのは、トルコのリラや、ブラジルのレアなど数か国にとどまる形だ。さらに、もっとも数値が高かったのは、中国の131.01で、当然、米ドルも英ポンドも100を上回っている。

こうした、長期的な実質実効為替レートの低下は、まずは、日本経済の成長率が、世界に比べ、大きく見劣りしていることや、投資資金自体が日本から逃避していることに因るものだ。さらに

は、貿易収支も、このところ 6 か月連続で赤字が続いており、なお、この間、経常収支自体は黒字であるが、これも、第 1 次所得収支（海外への投資で得た外貨建て収支）の黒字が続いていることによるもので、しかも、これを円に変えて、国内に資金を戻すのであればともかく、海外で再投資に回す傾向が強いことから、円安傾向の歯止めにはならないのだ。さらに言えば、我が国政府・日銀の根強い「円安志向」も、災いしている。

なお、これを改善するには、海外の工場を国内に戻すとか、食糧需給率を改善するといったことや、円高志向を強めるといった、根本的な改善策を講じる必要があるわけだが、目下のところは、掛け声にとどまっているとの印象だ。

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。