

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. 284

(2022.03.07)

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.284)

1. 先週の動き

○先週は、なお高止まりしているコロナ感染状況（我が国では、結局、18 都道府県が、「蔓延防止等重点措置」適用を、21 日まで延長）はともかくとして、世界中が、ロシアのウクライナ侵攻の行方に、より注目した 1 週間だった。この間、世界経済は、原油価格の高騰によるインフレ懸念の長期化と、景気減速懸念、そして金融環境の悪化に見舞われている。さらに、コロナ禍に起因した「供給や物流の制限・停滞」が、ロシア・欧米を中心に、さらに強まる気配だ。ただ、米国パウエルFRB（連邦準備制度理事会）議長は、議会で、15～16 日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、予定通り、0.25%の「利上げ」を提案する旨、明言している。（コロナ感染状況、ロシアのウクライナ侵攻に伴う経済面への影響、米国の「利上げ」見通しの詳細は、別添追補参照）

なお、ロシアのウクライナ侵攻は、市況面にも大きな影響を及ぼしており、ロシア国債については、事実上のデフォルトの状態になりつつあることから、損失リスクも高まっている。さらに、株式市場については、NY・東京市場はじめ、週初は上昇する局面もあったが、結局、ロシアの暴走が長期化する気配が強まったこともあり、リスク回避意識が強まり、大幅反落している。つれて、長期金利も、欧米中心に急低下した形だ。なお、ドイツでは、1 か月ぶりにマイナス圏まで落ち込んでいる。さらに、為替も、円が、日米金利差よりも、「リスク回避」が意識され、円高方向での週越えとなっている。また、この間、ユーロが、対円で126 円と、2021 年 2 月以来の水準にまで低下している。ただ、この一方で、人民元は、4 年ぶりの高値圏にまで上昇しており、ここは気になるところだ。さらに、原油は、一時、リーマンショック後最高値となる 1 バレル 116 ドルをつけ、つれて、国内ガソリン価格もさらに高騰しており、日本政府も、価格抑制のための補助金上限を、現行の 1 リットル当たり 5 円から 25 円に引き上げている。

○この間、米国の経済指標では、まずは、景況を、2 月「シカゴ購買部協会景気指数」（28 日、56.3 と、前月の 65.2 から低下）で確認したが、慎重な市場予想（63.0）をさらに大きく下回る悪化となった。さらに、2 月「ISM製造業・非製造業景況指数」（各々1、3 日、前者は 58.6 と前月の 57.6 からやや上昇、後者は 56.5 と前月の 59.9 から低下）についても、製造業は、ほぼ予想通りに改善したが、非製造業は、市場の改善予想（61.0）に反し、悪化を余儀なくされている。

なお、実体経済指標については、雇用関連指標に注目したが、2 月「非農業部門雇用者数変化」

(4日、前月比+67.8万人と、前月の+48.1万人<速報値+46.7万人を上方修正>から増加)は、市場の減少予想(+40.0万人)とは逆に、大幅増加となり、さらに、2月「失業率」(4日、3.8%と、前月の4.0%から低下)も、適正水準と見られている4.0%はもとより、強気の市場予想(3.9%)をも下回る水準にまで改善し、FRBパウエル議長をして、「最大限の雇用」と評させるまでの状況になっている。また、こうした人手不足が賃金を押し上げており、2月「平均時給」(4日、前年同月比+5.1%と、前月の+5.5%<速報値5.7%を下方修正>から伸びやや低下)も、やや鈍化はしているが、高い伸びが続いている。このため、ロシアのウクライナ侵攻が激化はしているが、前述のように、今月のFOMCでの利上げは確実と見られている。さらに、1月「製造業新規受注」(3日、前月比+1.4%と、前月の+0.7%<速報値-0.4%からプラス転化修正>から伸び上昇)も市場予想(+0.7%)以上に改善しているほか、11月「建設支出」(1日、前月比+1.3%と、前月の+0.2%から伸び上昇)も、市場のマイナス転化予想(-0.2%)とは逆に、改善が進んだ格好となっている。

○こうした中、我が国の経済指標では、まずは、景況を確認する上でも、第4四半期「法人企業統計」(2日、財務省)に注目したが、中でも、気掛かりであった設備投資は、前年四半期比+4.3%(前々四半期+5.3→前四半期+1.2%)と、市場予想(+5.0%)は下回ったものの、再び伸び上昇に転じている。また、売上高も、同+5.7%(同+10.4→+4.6%)と、伸びを高めているが、経常利益は、同+24.7%(同+93.9→+35.1%)と、高水準を持続しながらも、伸びを順次低めてきている。ただし、これは前年がコロナ関連で極端に低水準であったことによるもので、実勢自体は堅調と見て良さそうだ。その他にも、2月「製造業・サービス業PMI・最終」(各々1、3日、Markit Economics)が公表されたが、前者は、52.7(前月55.4→当月速報値52.9)と、幾分悪化しているが、後者は、44.2(同47.6→42.7)と、逆に、やや改善しており、これは、やや意外な結果だった。

さらに、消費動向については、最初に、1月「商業動態統計」(28日、経産省)で確認したが、小売業販売額は、前年同月比+1.6%(前々月+1.9→前月+1.2%<速報値+1.6%を下方修正>)と、やや大きく伸びを高めているが、強気の市場予想(+3.6%)には及ばなかった。これは、ある程度消費は戻りつつあることは事実ながら、年明け以降のオミクロン株による感染急拡大の影響を過小評価した結果と思われる。なお、2月「消費動向調査」(3日、内閣府)も公表されたが、消費者態度指数が35.3(前々月39.1→前月36.7)と、ほぼ市場予想(35.0)通りに、3か月連続での悪化となった。内訳では、とくに、「耐久消費財の買い時判断」が、31.8(同36.5→34.3)、「暮らし向き」が、35.4(同38.6→36.8)と、やや大きく悪化しているのが目立った格好だ。さらに、1年後の物価見通しについても、「上昇する」と答えた人の割合が、91.7%(昨年12月時点88.5→1月時点89.7%)と、2013年4月以降で過去最高を更新している。これは、政府に因る行動制限は限定的であったにせよ、オミクロン株による感染拡大が、消費者センチメント(心理・心情)の相応の悪化につながった結果と思われる。また、2月「新車登録台数」(1日、自販連)も公表されたが、前年同月比-18.6%(前々月-10.2→前月-12.5%)と、マイナス幅がいくらかでも縮小するのではとの期待を裏切る形で、逆に、拡大してしまった格好だ。

なお、消費周辺の指標として、1月「失業率・有効求人倍率」(ともに4日、各々総務省・厚

労省)も公表されたが、前者が、2.7% (前々月 2.8→前月 2.7%) と、市場予想通りに横ばいにとどまったが、後者は、1.20 倍 (同 1.15→1.17 倍) と、市場の低下予想に反して、やや大きく上昇した。ただし、オミクロン株の爆発的感染拡大から、先行きは「不透明」との見方になっている。

最後は、設備投資動向だが、これは、1 月「建築着工統計調査」(28 日、国交省)の新設住宅着工戸数で確認したが、前年比+2.1% (前々月+3.7→前月+4.2%) と、一段と伸びを高めると見ていた市場予想 (+5.0%) に反し、伸びが低下した形となった。これは、第 4 四半期で減速した反動はあったものの、オミクロン株による感染の急拡大の影響が相応に出てきたと見られるところだ。なお、内訳を見ても、持ち家が、同-5.6% (同+5.5→-0.4%) と、マイナスが継続したばかりかその幅を大きく拡大しているうえ、分譲住宅も、前年比-4.9% (同+6.5→+13.1%) と、4 か月振りにマイナスに転じているといった具合だ。ただ、東京都内での、建設中の住宅戸数は 3 万個を超え、過去最高を記録した模様でもあり、ここは留意が必要だ。また、着工建築物用途別では、非居住着工床面積は、前年比-1.7% (前々月+10.4→前月+35.6%) と、5 か月ぶりにマイナスに沈んだ格好だ。これを内訳別に見ると、事務所は、同+13.2% (同+12.2→-12.6%)、店舗は、同+12.1% (同-39.2→-9.5%) と、むしろ増加に転じているが、この一方で、工場が、同+17.0% (同+62.3→+45.5%)、倉庫が、同+17.8% (同+36.7→+125.9%) と、大きく伸びを低下させており、これらを映じたものと思われる。

2. 今週の動き予想

○今週も、コロナ感染状況よりも、世界経済への影響が一段と広がっているロシアのウクライナ侵攻の行方のほうが、より気掛かりだ。さらに、こうした中、中国が軍拡を加速していることや、北朝鮮が、引き続きミサイル発射を繰り返していること、また、混迷を続けている韓国大統領選挙の行方など、気掛かりな点が多数あることも事実だ。

なお、市況面でも、市場は、株式については、欧米諸国のロシア経済制裁の強まりから景気減速懸念 (特にエネルギーをはじめとする資源高が重荷になる) が、一段と強まる気配から、不安定な展開が続くと市場は見ている。長期金利も、米国の「利上げ」観測とウクライナ情勢の不透明感の強まりの中で、神経質な展開になると見られる。さらに、為替についても、「利上げ」観測と「有事に強い」ドルと、「リスク回避」の円の間で揺れることになるが、どちらかといえば、円安方向になると市場は見ているようだ。ただ、いずれにせよ、ウクライナ情勢はもとより、10 日発表の米国消費者物価指数の行方が大きな鍵になるというのが、市場の専ら (モツパラ) の見方になっており、ここは、より注意深いウォッチが求められている。また、原油はじめ資源価格は、更に上昇すると見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは、景況指標である、3 月「ミシガン大学消費者態度指数・速報値」(11 日、61.5 と、前月の 62.8 からやや低下予想) に着目したいが、市場は、やや悪化すると見ているようだ。さらに気掛かりな物価動向については、2 月「消費者物価指数」(10 日、前年同月比+7.9%と、前月の+7.5%から伸び上昇予想) で確認することになるが、市場は更なる上昇を予想しており、これも、当然、「利上げ」不可避と見る要因の一つになっている。なお、これを、コア (除く食品・エネルギー) ベースで見ても、同+6.4% (前

月+6.0%)とさらなる上昇を予想しており、物価上昇が、単にロシアのウクライナ侵攻に因るものとばかりに、市場は見ているわけではないことが解る。さらに、その他の指標でも、1月「貿易収支」(8日、-874億ドルと、前月の-807億ドルから赤字幅拡大予想)は、さらに悪化することが見込まれているほか、1月「卸売売上高」(8日、前月比:前月+0.2%)も、冴えない動きになると見込まれており、実態経済そのものに回復感が薄い状況が続く見通しだ。

○この間、我が国の経済指標では、まずは、景況を、2月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)で確認したいが、市場は、季節調整済み現状判断DIを、42.0(前々月57.5→前月37.9%)と、改善に転じると見ている。これは、1月に、オミクロン株が爆発的に感染を拡大させ、その後も高止まりが続き、経済活動は依然として低調ではあるが、ビジネス環境自体は、コロナ対応に慣れ初めており、改善に進むと見ているためだ。なお、第4四半期「GDP第2次速報」(9日、内閣府)も公表されるが、市場は、実質GDPが、前四半期比年率+6.0%(前々四半期+2.4→前四半期-2.7→当四半期第1次+5.4%)と、上方修正され、さらに伸びが高まると見ている。これは、設備投資が、同+4.1%(同+8.2→-9.2→+1.6%)と、やや大きく上方修正されると見ているほか、在庫が、同-0.4%(同0.0→+0.2→-0.6%)と、マイナス幅が縮小されると予想しているためだ。ただ、個人消費(同+3.0→-3.9→+11.5%)については、ある程度、下方修正される可能性の方が高いと見ているようだ。

その他、消費周辺指標の、1月「毎月勤労統計」(8日、厚労省)も公表されるが、市場は、現金給与総額が、前年比+0.5%(前々月+0.8→前月-0.4%)と、増加に転じると見ているようだ。これは、先月12月が、経済活動活発化から、所定外給与(同+2.9→+5.2%)が伸びを高めた一方で、特別給与(同+6.9→-1.1%)が、予想外のマイナスに転じたわけであるが、当月は、オミクロン株の爆発的感染拡大から、肝心の所定内給与(同+0.2→+0.1%)までが、さらに伸び鈍化すると見ているためだ。

さらに、物価動向も気掛かりであり、これは、2月「企業物価指数」(10日、日銀)で確認することになるが、市場は、国内物価指数が、前年同月比+8.4%(同+8.7→+8.6%)と、高水準を継続するものの、若干伸びが低下すると見ている。これは、この時点では、原油価格の伸びがやや落ち着いていたことを反映したものであるが、その後は、ロシアのウクライナ侵攻により急騰しているわけで、先行きは上昇必至と見られる。

なお、輸出動向は、1月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認することになるが、市場は、輸出・輸入ともに増加するものの、輸入の増加幅の方が大きいと見ており、季節調整済み貿易収支(前々月+0.07→前月-0.42兆円)は、更に赤字幅を拡大する見込みだ。つれて、経常収支も、+0.51兆円(同+1.36→+0.78兆円)と、さらに黒字幅を縮小すると見ているようだ。

最後は、金融機関の貸出動向を、2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、総貸出平残が、前月(前々月+0.6→前月+0.6%)まで3か月連続で続く、伸び横ばいが、多少とも伸び上昇に転じるか否かを注目しているようだ。特に、オミクロン株の爆発的感染拡大に、信金(同+0.8→+0.6%)が、再び、伸びを高めるか否かが気になるところだ。なお、預金平残については、前月(同+3.9→+3.6%)まで続く、伸び低下傾向が継続すると見ているようだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は、まずは米国FOMCでの、「利上げ」を確認することが重要だ。なお、我が国の公表予定指標は、以下の通り。

- ・景況関連；3月「ロイター短観」(16日)
- ・物価関連；2月「全国消費者物価指数」(18日)
- ・設備関連；1月「機械受注」(17日)
- ・輸出関連；2月「国際収支」(16日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.284—追補)

- コロナ感染は、減少方向ながらもなお高止まり
- ロシアのウクライナ侵攻に伴い、世界経済は一段と悪化気配
- 米国の「利上げ」は、予定通り実行されるもやや穏やかになる気配

1. コロナ感染は、減少方向ながらもなお高止まり

○コロナ感染については、世界中で、減少方向にある一方で高止まりが続いている状況にあるが、欧米では、行動制限の全面解除の動きがさらに広範化している。さらに我が国でも、感染者数自体は、同様に減少方向にあるものの、なお、高止まりが続いており、さらに、重症者、死亡者は、割合はともかく、数としては、これまでになく高水準となっている。このため、結局、「蔓延防止等重点措置」適用先の13県（福島、新潟、長野、三重、和歌山、岡山、広島、高知、福岡、佐賀、長崎、宮崎、鹿児島）については、6日付けで解除するが、18都道府県（北海道、青森、茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、東京、神奈川、石川、岐阜、静岡、愛知、京都、大阪、兵庫、香川、熊本）については、「致死率がインフルエンザよりも高い」ことや、「病床使用率が低下するペースが鈍く、医療提供体制に不安を残す」として、21日まで延長することを決定している。

○こうした中、政府は、観光客以外の来日客については、渡航制限を解除する方向にあるほか、目標にしていた、3回目のワクチン接種、1日100万回も2月末には達成しているが、65歳以上の高齢者全員の接種は大きく遅延しているほか、「ウイズコロナ」体制の構築も進んでおらず、さらに、こうした局面で、ロシアによるウクライナ侵攻が激化し、世界的な経済停滞が予想されているわけで、ここは、難しいかじ取りが引き続き求められているところだ。

2. ロシアのウクライナ侵攻に伴い、世界経済は一段と悪化気配

○ロシアのウクライナ侵攻激化について、市場は、世界の経済成長を鈍化させ、インフレ懸念をさらに高めると見ていることは確かだ。さらに、今後の展開は不透明で、かつ予想以上に長期化するとの見方も強まっており、このままでは、少なくとも、翌四半期まで悪影響を及ぼすと、市場は見ているようだ。ただ、世界経済成長率鈍化よりも、インフレの高止まりと金融引き締め の同時履行（この結果、想定されるのはスタグフレーション：不況と物価の持続的な上昇が併存する状態）の悪影響を、より懸念しているように見えるわけで、ここは注意が必要だ。

いずれにせよ、こうした点を中心に、悪影響が予想される項目別にやや詳しく見ると、次の通りだ。

第1に、市場が気にしているのは、エネルギー価格の高騰と、それに伴うインフレ気配の高まりだ。ロシアは、世界の金融関係でのウェイトは小規模であるが、原油・天然ガスのウェイト（2020年、石油12.1%、天然ガス16.6%）は、世界の10%をやや大きく超えている。従って、これが停止された場合、市場は、ブレンド原油価格が、最悪の場合、1バレル150ドルまで上昇すると見ているようで、これが2022年上半期において持続すれば、世界経済成長率を低下させることはもとより、インフレ率を、年率+4%上昇させると見ているようだ。さらに、天然ガスについては、欧州のロシア依存率は高まる傾向にあったうえ、代替も難しい状況を勘案

すれば、仮に、ロシアからのガス供給が継続的に15%減少しただけでも、物価の急上昇ばかりか、重工業の量的制限が促され、容易ならざる事態が想定されるとしている。

なお、市場は、この場合、エネルギー価格のインフレ率は、3.6%まで上昇し、世界全体のインフレ率も、0.4%ポイント上昇し、2.4% (昨年第4四半期と同率) になると見ているようだ。

第2に、世界的な景気の減速懸念だ。

事実、ロシアへの経済制裁が世界経済に及ぼすショックは、相応にあるのだが、ロシア経済の世界経済に占めるウェイトは、原油等の資源絡みのものを除けば、さほど大きくなく、世界の経済成長見通しを大きく左右するほどではないとの見方もあることは事実だ。ただ、これが長期化する事態になれば、現在、各国税関が講じているロシア向け貨物の輸送停止措置が、他国を含めた物流のマヒ状況の拡散につながることや、欧州中心に、各国が大勢の避難民を受け入れる必要が生じること、さらには、我が国にしても、個別企業にはロシアとの関係が深い先もあるだけに、これらが、マインド的にも大きなダメージを受ける可能性も高いと見られるところだ。

第3に、金融環境の大幅悪化だ。

欧米は、ロシアを、「国際決済ネットワーク」(SWIFT) から除外するとともに、ロシア中央銀行の資産も凍結し、ルーブル安を止めるための為替介入が不可能になる措置を講じており、現に、ロシア・ルーブルは暴落している。このため、早晚、ロシア国債がデフォルトされるとの見方が強まっているのが事実だ。ただ、ロシアの、世界金融市場における金融プレゼンス (外銀のロシアの銀行に対するエクスポージャーは293億ドル、これに企業や政府を加えれば890億ドルと見られている) は比較的小さいので、これが、金融市場に与える影響はさほど大きくないとの見方もあるが、この一方で、ロシアは、原油、小麦、プラチナ、パラジウム (用途: 貴金属の強度化・電子回路のコンデンサ・自動車排ガス浄化装置・銀歯等) の重要な輸出国 (いずれも、世界の供給量の10%を超えている) であり、この決済ができなくなれば、この部分での供給もストップすることになるわけで、この影響は小さくないように見えることも確かだ。

さらに、ビザ、マスターカードといった米系クレジットカード決済もロシア国内では利用不可 (JCBも取引縮小) の措置が講じられているほか、仮想通貨の制限案も浮上しており、キャッシュレス比率が7割にも達しているロシアの生活インフラへの打撃も大きい。

また、ロシアがウクライナへ侵攻してからの1週間 (2月24日~3月2日) における、日米欧企業の資金調達額 (社債と株式の発行額) は、334億ドルと、直近の1週間に比べ、-42%と減少し、これは、コロナ禍が拡大していた2020年を除けば、20年ぶりの低水準になるとの計算もある模様であり、これは、投資家が、明確にリスク回避姿勢を示しているということだ。

○さらに、この間、周辺国経済へも大きな影響があると思われるが、まず、ユーロ圏については、2月「製造業・サービス業PMI」(各々1、3日、前者は、58.2と、前月の58.4から低下、後者は55.5と、前月の55.8から低下) が、ともに僅かながら悪化し始めており、先行きさらに大きく悪化する気配だ。ただ、この一方で、2月「消費者物価」(2日、前年同月比+5.8%と、前月の+5.1%から伸び上昇) については、市場予想 (+5.4%) を上回る上昇を見ており、さらに、1月「卸売物価」(3日、前年同月比+30.6%と、前月の+26.3%<速報値+26.2を上方修正>から伸び大幅上昇) に至っては、市場予想 (+27.0%) をも大きく上回る極端な上昇となっている。

なお、中国については、2月「サービス業PMI」(3日、50.2と、前月の51.4から低下)は、悪化を余儀なくされたが、2月「製造業PMI」(1日、50.4と、前月の49.1から上昇)は、改善して底堅さを維持した形になっており、ここは正直、やや理解しにくいところだ。なお、物価についても、2月「消費者物価」(9日、前年同月比+0.9%と、前月の+0.9%から伸び横ばい予想)は、引き続き低水準横ばいに止まるが、2月「生産者物価」(9日、前年同月比+8.6%と、前月の+9.1%から伸び低下予想)については、ここにきて低下すると見られている。さらに、今年の経済成長目標を、国内外のリスクは著しく増加しているとしつつも、「+5.5%」と、事前の市場予想よりも高めの目標を掲げており、いずれにせよ、ロシアとの関係が深い国の対応は複雑なようだ。

3. 米国の「利上げ」は、予定通りに実行されるも、やや穏やかになる気配

○上記のように、ロシアのウクライナへの侵攻激化に伴い、世界経済の下振れが確実化しているわけであるが、米国パウエルFRB(連邦準備制度理事会)議長は、連邦議会で、3月開催のFOMC(連邦公開市場委員会)での「利上げ」を明言している状況だ。これは、「先週および今週の我が国主要経済指標から(No284)」でも報告したように、経済成長率は停滞気味であっても、消費者物価がさらに上昇し、雇用環境も一段と逼迫している現況を鑑みれば、「利上げ」やおなしと判断したものと思われる。

ただ、パウエル議長も、世界情勢にそれなりの配慮をしており、「利上げ」幅は、一時、一気に+0.5%引き上げもあり得ると見られていたが、+0.25%に留めることを言及している。さらに、「利上げ」回数にしても、明言は避けているが、市場は、一時の年7回に及ぶとの見方から、夏場まで4回とし、その後はウクライナ次第で、更に1~2回に及ぶとの見方になっているようだ。なお、市場の見方は、ロシアのウクライナへの侵攻激化(=景気停滞)をにらんで後退しているようにも見えるわけで、仮に、この先、景気後退懸念がさらに長期化するようであれば、長期金利の低下が続き、これが、実質金利に強い下押し圧力をかける事態になり、2024年ごろまでには、逆に、「利下げ」に踏み切る事態もあり得ると見ているようだ。いずれにせよ、この場合、物価上昇が継続する可能性が強いことから、文字通りに、スタグフレーション懸念に陥ることになるわけで、ここは、一段と注意深くウォッチする必要があるようだ。

○なお、米国財務省は、米国内外の金融市場にどの程度の緊張が加わっているか示す、「金融ストレス指数」(緩和するほどマイナスが増す計算)を算出しているが、今月初には、プラス0.7と、コロナ過で市場に緊張が走った2020年6月以来の高い水準になった模様だ。

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。