

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. 287

(2022.03.28)

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.287)

1. 先週の動き

○先週は、コロナ再感染（ただし、行動規制緩和はさらに進捗）の動きはもとより、ロシアのウクライナ侵攻の行方（停戦協議が進捗しているとの情報もあったが、結局、進展なく、逆に、ロシアは、禁じられている民間人に対する攻撃を強めているほか、生物・化学兵器・核兵器の使用まで懸念される状況になってきている）が、大いに気掛かりであったが、一段と、先が見えない状況になってきており、ここは大いに気掛かりだ。こうした中、世界景気は、米・中国としては、良好な経済状況のアピールに努めようとはしているが、現実的には停滞し始めているようにも見える。また、日経新聞の四半期毎の調査によれば、経営者の4割が、「世界景気は悪化している」と回答しており、これは、過去10年で、2番目に大きい下落幅の由だ。なお、この間、北朝鮮は、米国本土全域を射程内に収めるICBMの発射実験を断行するなど、相変わらず跳ね返りの動きを続けている。（米欧・中国経済の詳細については、別添追補参照。）

なお、市況は、株式については、米国金融政策の不透明感は薄れたものの、ウクライナ情勢の見通し難から下値を探る動きになると見ていたが、結果は逆に続伸しており、東京市場は、2年半ぶりに9営業日連伸となった。ただ、ここはやや違和感を否めないことも事実だ。この間、長期金利は、わが国では、一時、日銀の「指値オペ」（利回り0.25%を上限として、国債を無制限に買い取る仕組み）に抵触しかねない、0.240%にまで上昇している。また、為替は、引き続き「有事に強い円」の面影なく、ここも一時は、1ドル122円台と2015年12月以来の円安水準にまで低下し、さすがに、政府は「円相場の急激な変動は好ましくない」と言及するなど、「口先介入」の姿勢を示している。このため、日銀は、一段と厳しい立場に追いやられている。なお、長期金利も、米国「利上げ」が加速するとの見方の広がりもあり、日米ともに利回りが上昇している。さらに、原油は、OPEC（石油輸出国機構）から、増産強化を断られており、先行き反転上昇の気配のままでの週越えとなっている。ただし、国内ガソリン価格は、政府の価格安定支援策もあって、やや値下り方向で推移した形だ。

○この間、米国の経済指標については、まずは、景況指標に注目したが、3月「ミシガン大学消費者態度指数」（25日、59.4と、速報値の59.7から若干低下）は、市場の横ばい予想（59.7）に反し、僅かではあるが悪化している。ただ、この一方で、3月「リッチモンド連銀製造業指数」（22日、13と、前月の1から大幅上昇）は、大きく改善を果たしているほか、3月「製造業・サービス業PMI」（ともに24日、前者は58.5と、前月の57.3から、後者も58.9と、前月

の56.5から上昇)についても、いずれも、とりあえず横ばいと慎重な見方に反し、改善しているなど、依然区々(マチマチ)の見方ではあるが、景気改善していると見る方が優勢のようにも見える。もっとも、その他の実体経済指標を子細に見ると、10~12月「経常収支」(24日、-2179億ドルと、前四半期の-2199億ドル<速報値-2148億ドルを下方修正>から赤字幅若干縮小)については、やや赤字幅を縮小してはいるが、2月「新築住宅販売件数」(23日、年率換算77.2万件と、前月の78.8万件<速報値80.1万件を下方修正>から若干減少)は、増加するとの市場予想(81.5万件)に反し、やや減少しているほか、2月「耐久財受注」(24日、前月比-2.2%と、前月の+1.6%からマイナス転化)も、慎重な市場予想(-0.5%)以上のマイナスを記録しているなど、冴えない係数の方が目立っている。要するに、この時点では、軽々な判断は、出来ないようにも見えるということだ。

○こうした中、我が国の経済指標についても、景況感の行方が気になり、これを、2月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日、Markit Economics)で確認したが、製造業は、53.2(前々月55.4→前月52.7)、サービス業が、48.7(同47.6→44.2)と、ともに、市場の上昇予想(各々53.0、46.0)を上回る改善を見ている。これは、ロシアのウクライナ侵攻により先行き不透明感が強まっているものの、オミクロン株の蔓延が徐々に緩和しているなかで、自動車中心に生産回復の動きが依然として強いことを映じたものと、市場は見ているようだ。

さらに、物価動向については、3月「東京都区部消費者物価指数」(25日、総務省)で確認したが、総合ベースで、前年同月比+1.3%(前々月+0.6→前月+1.0%)と、伸びがさらに上昇した形となった。これは、もともと電気代やガス代が値上げされていることに加え、食品価格も大きく上昇していることに伴うものだが、これに、前述のロシアのウクライナ侵攻に伴う物価上昇と、円安進行が拍車をかけている形だ。事実、内訳を見ても、「エネルギー」(前年同月比:前月+24.2→当月+26.1%)、「生鮮食品を除く食料品」(同+1.2→+1.6%)、「光熱・水道」(同+18.2→+20.3%)での、伸び上昇が目立っている。さらには、「家具・家事用品」(同-0.5→+0.4%)といった項目でもプラス転化しており、ここはやや気になるところだ。さらに、2月「企業向けサービス価格指数」(25日、日銀)も、公表されたが、これは、前年同月比+1.1%(前々月+1.1→前月+1.2%)と、伸び上昇と見込んでいた市場予想に反し、逆に、若干伸びが低下した形だ。特に、「広告」(前年同月比:前月+5.3→当月+3.2%)が、テレビ・新聞広告中心に落ち込みが目立っている格好だ。なお、政府が、25日にまとめた3月の「月例経済報告」では、消費者物価を「緩やかに上昇している」との表現に上方修正しており、インフレ加速が、世界経済の大きな足かせになる懸念が一段と増している格好だ。

2. 今週の動き予想

○今週も、コロナ新規感染者の高止まりが継続していることや、先が見えない、ロシアのウクライナ侵攻の行方が、最も気掛かりだ。こうした中、回復期待が高まっていた景気動向にも、一段と暗い影を投げかけているように見えるわけで、ここは、一段と注意深いウォッチが必要と思われる。ところで、停止されていたロシア国債の流通市場での取引が、21日にルーブル建てで再開しているが、デフォルト懸念は依然として拭えていないわけで、ここは注意が必要だ。

なお、市況については、株価は、米欧のロシアに対する経済制裁も出尽くし感があるとして、

引き続き底堅い展開になると市場は見ているようだが、いずれにせよ、今週は、各種景況感指標や米国の個人消費指標・労働指標の公表を控えており、この行方を注視している状況だ。なお、長期金利については、+0.25%を超え、日銀の「指値オペ」発動があるか否かに注目が集まっている。さらに、為替は、我が国政府は、参議院選挙も控え円安警戒を強められるほか、利益確定目的の円買いが増加すると思われるが、この一方で、日銀が、長期金利上昇を抑える姿勢を示せば、日米金利差が拡大し円安要因となるため、結局は、落ち着きどころを探る展開になると思われる。また、原油については、市場は、31日開催の「OPECプラス」の行方に注目しているが、増産強化は望み薄であり、底堅い動きになると見られている。

○こうした中、米国の経済指標は、重要なものが数多く公表される予定であり、特に注意してウォッチしたい。まずは、景況指標であるが、これは、3月「消費者信頼感指数」(29日、市場は、107.0と、前月の110.5から低下予想)については悪化が見込まれているが、これ以外は、3月「シカゴ購買部協会景気指数」(31日、57.0と、前月の56.3から上昇予想)、3月「ISM製造業景況指数」(1日、58.8と、前月の58.6から上昇予想)が、ともに改善予想となっているほか、10~12月期「GDP確定値」(30日、前四半期比年率+7.1%と、速報値+7.0%を上方修正)も、僅かであれ、改善が進むと見られているなど、総じて、強気の見方になっている。

なお、実体経済指標については、物価関連指標は、2月「個人消費支出・デフレーター」(31日、前年同月比+6.4%と、前月の+6.1%から伸び上昇予想)のように更なる伸びが予想されている。ただ、この一方で、2月「個人消費支出(PCE)」(31日、前月比+0.5%と、+2.1%から伸び低下)自体は、伸び低下すると見られている。ただ、2月「個人所得」(31日、前月比+0.5%と、前月の0.0%から伸び上昇予想)、3月「平均時給」(1日、前月比+0.4%と、前月の0.0%から伸び上昇)は改善予想となっているほか、3月「失業率」(1日、3.7%と、前月の3.8%からやや低下)も、やや低下する見込みなど、消費の停滞予想とは逆に改善すると見られており、ここは正直、平仄(ヒョウソク:つじつま・順序)が取れていない。さらに、このところ注目されている、3月「非農業部門雇用者数変化」(1日、前月比+48.0万人と、前月の+67.8万人から伸び低下)も、伸びが低下しているが、ここは、種々の判断が可能なところだが、いずれにせよ、雇用不足に拍車をかけかねない状況になっているとも見えてくる。なお、2月「建設支出」(1日、前月比+1.0%と、前月の+1.3%から伸び低下予想)は冴えない見込みだ。

○この間、我が国の経済指標では、まずは、日銀短観(1日)に注目したいが、市場は、基調判断指標となる大企業製造業の業況判断DIは、この時点では感染力が強いオミクロン株の影響下にある中で、サプライチェーンの供給制限・停滞が続いていることや、ウクライナ情勢から、悪化が避けられないと見ているようだ。さらに、同非製造業もほぼ同様の動きだ。ただ、先行きについては、非製造業は、オミクロン株蔓延状態からの脱却期待が大きいとみられるとしても、製造業は、先行きの不確実性が制約になって、鈍い回復にとどまると見ているようだ。(3月日銀短観見通しの詳細は、別添追補参照。)

その他の指標に対する市場の見方は、以下の通りだ。

消費動向については、2月「商業動態統計」(30日、日銀)で確認するが、市場は、小売業販売額が、前年同月比-1.0%(前々月+1.4→前月+1.1%)と、マイナスに転じると見ているよう

だ。これは、年末年始の消費低迷の反動が期待されるものの、この時点では、「蔓延防止等重点措置」が継続していたうえ、エネルギー価格の上昇が消費回復の重しになっていると見ているためだ。ただし、先行きについては、生活必需品中心に回復方向に向かうと期待していることも事実だ。

また、消費周辺の指標である、3月「失業率・有効求人倍率」（ともに29日、総務省・厚労省）も公表されるが、指標は、失業率が、2.8%（前々月2.7→前月2.8%）、有効求人倍率も、1.20倍（同1.17→1.20倍）と、ともに横ばいの動きにとどまると見ている。これは、オミクロン株による感染者が、減少方向にあるとはいえ、高止まり状況が続いており、この影響が、相応に大きいと見ているためだ。

さらに、生産動向については、2月「鉱工業生産」（31日、経産省）で確認出来るが、市場は、前月比+0.3%（前々月-1.0→前月-0.8%）と、僅かではあるがプラスに転じると見ている。これは、自動車メーカー各社の生産計画が依然として強いことを映じたものであるが、ロシアのウクライナ侵攻もあって、供給制約が根強く残っていることも事実であり、結局は、下方修正される可能性が高いと見ているようだ。

最後は、設備投資動向を、2月「住宅着工統計」（31日、国交省）で確認することになるが、市場は、前年比+1.0%（前々月+4.2→前月+2.1%）と、一段と伸びを低めることになると見ているようだ。これは、足元の建材価格上昇が続いているうえ、経済活動の鈍化がラグを持って影響すると見ているためだ。ただ、これも、前月比では、+1.0%（同-1.5→-2.1%）と、これまでのマイナス基調の反動が現れるとの見方もあり、ここは注意が必要かもしれない。

2. 来週の公表予定経済指標

○来週は、景況判断が、ロシアのウクライナ侵攻長期化が加わり、一段と難しい局面になると思われるが、公表予定指標は以下の通りであり、これも、注意深くウォッチしていきたい。

- ・景況関連；2月「サービス業PMI」（5日）
- ・消費関連；3月「消費活動指数」（8日）
- ・消費周辺；2月「毎月勤労統計」（5日）
- ・輸出関連；2月「国際収支」（8日）

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.287—追補)

——米欧、中国の経済現況

——日銀 3 月短観見通し

1. 米欧、中国の経済現況

○ロシアのウクライナ侵攻が、予想外に長期化の様相を呈し、つれて、世界経済については、停滞懸念が一段と増している情勢だ。これを、地域別にやや詳しく見ると、次の通り。

① 米国・・・「先週および今週の我が国主要経済指標から (No.287)」で詳細を報告しているように、経済指標は、正直、区々 (マチマチ) の動きではあるが、パウエル F R B (連邦準備制度理事会) 議長は、物価抑制を優先し、その阻害要因になりかねない景気後退の可能性を意識的に回避しているようにも見える。そして、市場もほぼ同様の見方をしているように見える。

ただ、債券市場では、金利の上昇圧力が強まっており、パウエル議長も、先行き 5 月の「利上げ」は、+0.5%にする方針を示唆し始めている (仮にこれが実施されれば、2000 年 5 月以来の上げ幅となる)。しかも、「利上げ」回数を、今後 7 回にも及ぶとの見方も出てきているようだ。要するに、これは、2023 年末には、景気を過熱も冷やしもしない「中立金利」(通常 +2.5%とされている) よりも高い、+2.8%まで政策金利を引き上げることを目指す道筋を示しているわけで、ここは正直、ここまでタカ派的になる理由が今一つ不分明だ。

さらに、インフレを抑え込むためには、景気を意図的に冷やす事もいとわぬ姿勢から、10 年物国債の利回りは、+2.3%後半と、2016 年 11 月以来の水準にまで急上昇している状況だ。ただ、この一方で、年限の短い金利が、これを上回る「逆イールド現象」が、随所に出現している状況にもなっている。

なお、物価上昇は、これまで、コロナ禍で抑制され、しかも一度上がると戻りが効きにくい「家賃上昇」(主要都市では、前年比 +10%を越す勢いになっている) にまで跳ね返り始めているようだ。このため、全米で、家賃上昇率に上限を設ける動きが広がっているようだ。

また、こうした状況を反映した形で、為替についても、既に、1 ドル 122 円台まで上昇しているが、市場には、足元はともかく、先行きについては、2015 年 8 月以来の 1 ドル 125 円台も視野に入れ始めているようだ。こうした事態は、米国としては、好都合かもしれないが、日銀にとっては、極めて困難な立場に追いやられている格好になっているわけで、ここは注視が必要だ。

② 欧州・・・ロシアのウクライナ侵攻と、ロシアへの経済制裁強化の影響を最も受けている地域であり、市場には、2022 年の経済成長率を、+3.0% (紛争勃発前までは、+4.6%) にまで大きく下方修正する動きが目立ち始めている。ただ、欧州でも、国によって、対応には当然違いがあり、英国は早めに、2 度目の「利上げ」に踏み切っており、フランスもエネルギー価格上昇を制限する、あるいは家計と生産者への影響を抑制する施策を発表しているが、ドイツは、価格ショックの規模と期間を適切に判断できるまでは慎重姿勢を保つ方針のようだ。また、イタリアとスペインはもともと財政状況が脆弱なこともあり、財政赤字に影響を与えない範囲の規模での支援を標榜しているなど、必ずしも一枚岩ではないことには留意が必要だ。

こうした中、ユーロ圏の3月「消費者信頼感」(23日、-18.7と、前月の-8.8から大幅下落)は、大きく悪化している。3月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日、前者は57.0と、前月の58.2から低下、後者も54.8と、前月の55.5から低下)も、幅こそ小幅であるが、確実に悪化しているといった状況だ。このため、市場は、すでに景気回復に減速感が漂い始めているとしている。いずれにせよ、脱ロシアを加速させてはいるが、ロシアに原油・天然ガスを多く依存しているわけでもあり、この対応は、正直難しい。

なお、先行きの物価動向については、3月「消費者物価指数・コア<除くエネルギー・食品>」(1日、前年同月比+3.1%と、前月の+2.7%からさらに上昇予想)で確認出来るが、市場は、さらに上昇すると見込んでいる。

- ③ 中国・・・基本的に、ロシア支援を表明(アジアは、日韓、台湾を除けば中国支持)しているが、仮に、行き過ぎれば、当然、米欧諸国から、ロシアと同等の経済制裁を受けかねないわけで、軽々には動けない立場にあることも事実だ。

さらに、そもそも、不動産中心に経済状況が不安定になっており、経済指標の動きも芳しくない。なお、先行き、3月「製造業・サービス業PMI」(各々31、1日、前者は50.0と50.4から、後者も50.0と50.2から、ともに低下予想)についても、景気判断の分かれ目になる50.0にまで落ち込むと市場は見ているようだ。

なお、ロシア発の資源高を受けて、建設資材価格が急騰しており、我が国(主要鋼材が13年ぶりの高値水準になっている)はもとより、建設・不動産不況とも言える中国経済に追い打ちをかけている可能性もある。

2. 日銀3月短観見通し

○日銀の3月短観については、市場は、業況判断DIについては、「先週および今週の我が国主要経済指標から(No.287)」のように、大企業の製造業・非製造業ともに、オミクロン株蔓延状況からの脱却期待の一方で、ロシアのウクライナ侵攻長期化に伴う不確実性の拡大もあり、悪化すると予想している。ただ、先行きについては、非製造業中心の回復を期待しているようだ。

この間、市場が特に注目しているのは、業況判断はもとより企業収益と、設備投資の行方だ。さらに、当然、物価の行方も気にしているわけで、これをやや詳しく見ると次の通りだ。

- ① 業況判断・・・今回は、オミクロン株による感染拡大に対する「蔓延防止等重点措置」が解除されたわけだが、新規感染者数が高止まっているうえ、これに、ウクライナ情勢の悪化が加わったことから、当然、製造業、非製造業とも、足元は悪化すると見込まれている。ただ、問題は、先行きで、これがどの程度、回復を見込んできるか、むしろ今回の注目ポイントだ。市場は、大企業(製造業*前回:現状18→同先行き13→今回:現状予想8→同先行き10、非製造業;同9→8→5→9)については、非製造業では、オミクロン株蔓延状況からの脱却の影響がそれなりに大きく現れ、回復基調に戻るとしている。なお、中小企業(製造業*同:-1→-1→-7→-7、非製造業*同:-4→-6→-10→-9)については、パターンは同じでも、やはり慎重姿勢が色濃く出て、仮に回復しても辛うじてという程度にとどまるとの見方だ。

- ② 経常利益・・・ウクライナ情勢に端を発した形でエネルギー価格や世界経済の先行きに対する

不確実性が高まっているが、こうした中で、企業が、2022年度収益に対してどの程度弱気になっているかが、今回の見極めポイントの一つだ。市場は、大企業：全産業（前年度比：2021年度計画*前回：+34.7→今回見直し+27.0→2022年度計画*今回+5.0%）については、増益継続と見てはいるが、かなり小幅化すると見立てだ。ただ、この一方で、中小企業：全産業（同+15.2→+10.0→-8.0%）については、マイナスに転じると見ているようだ。これは、仕入れ価格（輸入価格）の上昇を、製品価格に転嫁するのがより困難になると見ているためだ。

- ③ 設備投資・・・大企業：全産業（前年度比：2021年度計画*前回：+9.3→2021年度計画*今回見直し+7.1%、2022年度計画*今回見直し+2.8%）では、2021年度計画が下方修正されたうえ、2022年度計画の出足はより慎重になると、市場は見ているが、それでも、2020年度よりは高い計画（脱炭素やDXへの対応が目立つ）になっており、それなりに回復方向にあると見ているようだ。ただ、これも、ウクライナ情勢の急激な悪化で、修正が間に合わなかった部分があると見ているようでもあり、先行き下方修正は不可避のようだ。なお、中小企業：全産業（同+5.1→+5.5%、-9.5%）については、2021年度については、上方修正されるが、2022年度については、未だ計画が定まっていない企業が多いものの、2020年度ほどではないにしろ、通年通りのマイナス水準から始まると見ている。
- ④ 物価動向・・・今回は、エネルギー価格が大きく上昇し、さらに、食料品価格も上昇している中での調査になるが、注目される、「仕入れ価格」の「販売価格」への追随率は、例年になく上昇すると、市場は見ているようだ。ただ、わが国の物価上昇に対する抵抗感は大きく、どこまで追随できるかは、あくまで不透明との見方を崩していないようだ。

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。