

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. 291

(2022.04.25)

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.291)

1. 先週の動き

○先週も、コロナ感染は、世界全体では、行動制限緩和の動きがさらに強まっているが、中国での感染が収まらず、この間開催された「G20」でも、何も決まらなかったばかりか、ロシア制裁に関しての分裂が一層際立った格好に終わっている。また、20日開催の「G7」にしても、我が国は、急速な円安への危機感を訴えたが、各国からの反応はなく、こうした会合の、危機時の機能不全のみが浮き彫りにされた格好だった。こうした中、円は、129円台にまで下落し、ユーロに対しても、2015年6月以来の、140円台にまで一時下落する事態になった。それにもかかわらず、日本政府・日銀は、21日取りまとめた「月例報告」で、景気判断を「持ち直しの動きが見られる」と上方修正し、先行きについても、「持ち直していくことが期待される」としていることから、市場の中には、違和感を訴える先もあることは事実だ。

なお、日銀はこうした急激な円安局面にもかかわらず、「指値オペ」を継続するなど、依然として円安容認の姿勢を採っており、先行きの金融政策を一段と難しいものにしている。こうした中、市場には、少なくとも長期金利については、早期に「上限」をあげざるを得ないのではないかと見る先が増えており、27~28日開催の日銀金融政策決定会合が、これまでになく注目を集めている。(我が国の円安対策を巡る動き、および世界、EU、中国経済の詳細については、別添追補参照。)

また、市況については、株式市場は、週内には上昇する局面もあったが、結局、米国長期金利上昇が嫌気され、NY市場の下落に繋がり、つれて東京市場も、4日ぶりに反落しての週越えとなった。この間、我が国の長期金利は、週初の高値気配から日銀の「指値オペ」が発動され、横ばいに推移し、為替も一時の円高傾向から、週末はパウエル米国FRB(連邦準備制度理事会)議長発言から日米金利差が意識され、円売り優勢であった。なお、原油は、基本的に高値圏内で推移したが、利益確定売りがあったほか、21日に、イエレン米国財務長官が、ロシア産エネルギーの全面禁輸措置を、物価の観点からけん制する発言があったこともあり、反落しての週越えになっている。

○この間、米国の経済指標では、まずは、景況を、4月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」(21日、17.6、と、前月の27.4から低下)で確認したが、ロシアのウクライナ侵攻の影響もあって、慎重な市場予想(21.0)をさらに下回る水準にまで悪化している。さらに、3月「景気先行指標総合指数」(21日、前月比+0.3と、前月の+0.6<速報値+0.3%を上方修正)も、前月が上方修正された分、伸びが鈍化した格好だ。また、4月「製造業・PMI」(22日、59.7

と、前月の 58.8 から上昇) は、市場の悪化予想 (58.2) に反し改善し、4 月「サービス業 PMI」(22 日、54.7 と、前月の 58.0 から低下) は逆に市場の横ばい予想に反し、悪化を余儀なくされるなど真逆の形になっているわけで、ここにも米国経済が必ずしも絶好調 (市場は、失業保険受給者数が 52 年振りに低水準になっていることを強調) とは言えない面も窺われると見たほうが賢明とも思われるところだ。

また、実体経済指標では、設備投資動向を、3 月「住宅着工件数」(19 日、年率換算 179.3 万件と、前月の 178.8 万件<速報値 176.9 万件を上方修正>から増加)、3 月「建設許可件数」(19 日、年率換算 187.3 万件と、前月の 186.5 万件<速報値 185.9 万件を上方修正>から増加) で確認したが、ともに市場の減少予想 (各々 175.0 万件、183.0 万件) に反し増加しているなど、タイムラグもあってか景況感とは異なる動きをしており、ここは注意が必要だ。ただ、この間住宅関連株は大きく下落しているわけで、この判断は正直難しい。さらにこれは消費関連指標にもなると思われるが、3 月「中古住宅販売件数 (20 日、年率換算 577 万件と、前月の 593 万件<速報値 602 万件を下方修正>から減少) は、市場予想 (580 万件) をさらに下回る水準にまで減速しているわけで、いずれにせよ区々 (マチマチ) の動きが続いているということだ。

○こうした中、我が国の経済指標では、気掛かりな景況関連を、4 月「製造業・サービス業 PMI」(ともに 22 日、Markit Economics) で確認したが、前者が 53.4 (前々月 52.7→前月 54.1) と、やや大きく低下すると見ていた市場予想 (53.0) に反し、比較的小幅な低下に止まっている。これは、半導体を中心とした根強い供給制約に加え、中国でのオミクロン株感染拡大による部品調達の遅れはあるものの、企業の生産意欲は依然として強いことを示した格好だ。さらに、後者も 50.5 (同 44.2→49.4) と、市場予想 (51.0) を下回る伸びに止まったが、さらに改善が進んだ形だ。これは「蔓延防止等重点措置」解除に伴う経済活動活発化の動きを映じたものと見られる。

また、注目されている物価動向については、3 月「全国消費者物価指数」(22 日、総務省) で確認したが、総合ベースで前年同月比 +1.2% (前々月 +0.5→前月 +0.9%) と、市場予想 (+1.0%) をも上回る伸びとなった。これは、輸入価格の急騰に伴うエネルギーや食品価格の上昇や、急激な円安を映じたもので、事実、エネルギー価格 (前年同月比: 前月 +20.5→当月 +20.8%)、生鮮食品を除く食料 (同 +1.6→+2.0%) は、もともと高い水準をさらに伸ばしている。このため 4 月以降は、これに携帯電話通信料引き下げ効果剥落が加わるわけで、2% を超える可能性が高まったと見られている。なお、内訳を見ると、値上げしにくい被服及び履物 (同 +1.4→+0.7%)、保険・医療 (同 0.0→-0.4%) などでは、伸び低下ないしマイナス転化しているが、この一方でとくに、光熱・水道 (同 +15.3→+16.4%) では、既に高水準であるにもかかわらず、さらに伸びを高めているのが目立っている。

最後は、3 月「貿易収支」(20 日、財務省・日銀) だが、輸出は季節調整済み前月比 +1.7% (前々月 +0.9→前月 -0.5%) と、プラスに転じたものの、市場予想 (+5.9%) を大きく下回る伸びにとどまったが、この一方で、輸入も同 -0.5% (同 +5.5→+2.7%) と、プラス回帰と見ていた市場予想 (+5.3%) とは逆にマイナスとなったことから、結局、貿易収支は -0.89 兆円 (前々月 -0.77→前月 -1.03 兆円) と、赤字幅を縮小する形となった。なお、赤字はこれで 8

か月連続となり、この結果同時に公表された、2021年度通算でも、2年ぶりに赤字を余儀なくされた格好で、これも円安要因の一つとなっている。また、これを貿易指数（原値）ベースで、地域別に見ると、米国向け輸出は、前年伸率+23.8%（前々月+11.5→前月+16.0%）とさらに伸びを高めているが、この一方で、中国向けは同+2.9%（同-5.4→+25.8%）と、大きく伸び鈍化している。これは、ロシアへの経済制裁のスタンスの差に因るものと思われるが、いずれにせよこの結果、輸出の米国向け対中国比率は、91.2%（1兆5346億円/1兆6818億円、前々月95.7→前月85.8%）と再び大きく上昇している。

2. 今週の動き予想

○今週も、コロナ感染状況とロシアのウクライナへの侵攻の行方が気掛かりだが、インフレ加速気配の中で停滞観測が出始めている世界経済の行方も気掛かりだ。こうした中、パウエル米国FRB議長は、5月開催予定のFOMC（連邦公開市場委員会）では、「利上げ」幅を通常の倍の+0.5%に拡大することもあり得ると発言しているが、この一方で、日銀は金融緩和政策護持の構えに変化がないようにも見え、市場はこの行方に注目しているようだ。さらに、中国がロシア支援の手を緩めず、その一方でロックダウン解除の見通しも立っていないようで、ここも大いに気掛かりだ。また、24日にはフランス大統領決選投票が開催されたが、現職のマクロン大統領が、極右政党ルペン党首との差を反転広げて勝利している。さらには、東アフリカでは干ばつやロシアのウクライナ侵攻から、1300万人が食糧難に陥っている模様でもあり、ここも注目する必要があるようだ。

なお、市況については、市場が売買セールのきっかけを狙って、やや些細（ササイ）とも見えるイベントを理由にして大きく上下させる相場が続いており、注意が必要だ。従って、確かな基調判断と中長期的視点がより求められているように思われる次第だ。こうした中、株式については、インフレ傾向と各国中銀の「利上げ」姿勢が強まる中で、世界経済が停滞気味であり、市場が囿しているよりは上値は重いと判断したほうが賢明だろう。なお、短期的には、各国で相次ぐ予定の主要企業の決算次第という面がある。この間、長期金利は、米国については上昇一服と市場は見ているようだ。そして、我が国は日銀金融政策決定次第ということだ。さらに、為替については、さすがに130円を超える円安進行には警戒感も強く、さらには日米が協調介入するとの見方もあることから、円安の流れ一服との見方が大勢だ。ただこれも、前記の日銀金融政策決定会合次第の面があると考えたほうが良さそうだ。また、原油については、米国中心に備蓄産油の吐き出しや増産を呼びかける動きは続いているが、この一方で産油国リビアでは油田操業が停止されているほか、東京市場でのドバイ原油先物が高騰していること等を勘案すれば、上値は重いにしても、上昇方向にあるように見えることも確かだ。

○この間、米国の経済指標については、まずは、景況を、4月「消費者信頼感指数」（26日、108.0と、前月の107.2から上昇予想）、4月「ミシガン大学消費者態度指数（確報値）」（29日、65.7と、速報値65.7から横ばい予想）、4月「シカゴ購買部協会景気指数」（29日、62.0と、前月の62.9から低下予想）、4月「リッチモンド連銀製造業指数」（26日、8と、前月の13から低下予想）で確認するが、一部、強気のものもあるが、総じて慎重だ。なお、1～3月期「GDP」（28日、前四半期比年率+1.0%と、前四半期の+6.9%から伸び低下予想）も大

きく伸び鈍化する見込みとなっている。

ただ、実体経済指標としても、消費動向については、3月「個人消費支出」(29日、前月比+0.6%と、前月の+0.2%から伸び上昇予想)で確認可能であるが、タイムラグもあってか、この時点では伸び加速と見ている。もっとも、この一方で、消費を支えている、3月「個人所得」(29日、+0.4%と、前月の+0.5%から伸び低下予想)については、伸び鈍化予想となっており、ここは要注意だ。なお、物価動向については、3月「個人消費支出・デフレーター」(29日、前年同月比+6.7%と、前月の+6.4%から伸び上昇予想)で確認するが、さらに加速する見込みであり気掛かりだ。その他の指標については、3月「耐久財受注」(26日、前月比+1.0%と、前月の-2.2%からプラス転化予想)、3月「新築住宅販売件数」(26日、年率換算77.4万件と、前月の77.2万件から若干増加予想)等が、公表予定されているが、ともにやや強気の見方になっている。

○こうした中、我が国の経済指標については、まずは、消費動向を、3月「商業動態統計」(28日、経産省)で確認したい。市場は、小売業販売額を、前年比+0.7%(前々月+1.1→前月-0.8%)と、小幅ながらも再びプラスに復帰すると見ている。これは、「蔓延防止等重点措置」解除に伴い、外出機会が相応に増加し生活必需品販売が好調だったと見ているためだ。ただ、市場には、先行きも家計の潤沢な貯蓄と行動制限緩和が当面の消費を支えるとの見方と、エネルギー価格上昇や、あらゆるものでの値上げラッシュが重しになるとの見方が並行しており、ここは注視が必要だ。

なお、消費を左右する労働指標として、3月「失業率・有効求人倍率」(26日、各々総務省・厚労省)も公表されるが、市場は、前者は2.6%(前々月2.8→前月2.7%)とさらに低下し、後者も1.25倍(同1.20→1.21倍)と上昇し、ともに一段の改善が進むと見ている。これも、「蔓延防止等重点措置」解除による行動制限緩和効果を勘案したものだ。

また、物価動向については、3月「企業向けサービス価格」(25日、日銀)で確認することになるが、市場は、前月(前年同月比：前々月+1.2→前月+1.1%)は若干伸び鈍化したが、当月は、少なくともその分再び戻すと見ているようだ。

さらに、3月「新設住宅着工」(28日、国交省)で確認することになるが、市場は、前年比-0.5%(前々月+2.1→前月+6.3%)と、再びマイナスに沈むと見ているようだ。これは、着工自体は、昨年後半から回復傾向にあることは事実ながら、建材価格上昇が回復の重しになると見ているからだ。

最後は、生産動向を、3月「鉱工業生産」(28日、経産省)で確認するが、市場は、前月比+0.6%(前々月-0.8→前月+2.0%)と伸び低下すると見ている。これは、製造業の生産計画では、3月以降の強い生産回復計画が見込まれているが、現実的には、ロシアのウクライナ侵攻や中国でのオミクロン株蔓延による感染拡大等に因る供給制約が根強く残り、これが生産計画を下押しと見ているためだ。

3. 来週および来々週の公表予定経済指標

○来週は、連休が重なるので、休刊にしたい。ただ、コロナ感染とロシアのウクライナ侵攻情勢については、引き続き注視が必要なことに変わらない。

- ・景況関連；4月「景気ウォッチャー調査」(12日)
 - 4月「製造業PMI」(2日)
 - 4月「サービス業PMI」(9日)
- ・消費関連；3月「消費活動指数」(2日)
 - 4月「新車登録台数」(2日)
 - 4月「毎月勤労統計」(9日)
- ・物価関連；4月「東京都区部消費者物価指数」(6日)
- ・輸出関連；3月「国際収支」(12日)
- ・貸出関連；4月「貸出預金動向」(12日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.291—追補)

——我が国は、物価上昇の中で、現行金融政策の維持に一段と苦慮

——世界、欧州、中国経済は、一段と停滞方向

1. 我が国は、物価上昇の中で、現行金融政策の維持に一段と苦慮

○我が国政府は、インフレ気配・円安傾向がさらに高まる中で、これが景気に悪影響を与えることを懸念し、その抑制を公言し始めている。このため、黒田日銀総裁もこれに呼応（「急速な円安はマイナス」と言明）する姿勢を見せ始める形で、先週は始まった格好だった。このため、一時約 20 年振りに 129 円台にまで進んでいた円安も、やや円高に反転したが、市場はこの一方で、日銀の姿勢を試すように、長期金利を上昇させたことから、日銀は、結局、「指し値オペ」を実行してこれを抑え、当面は「利上げ」を認める考えはないことを明確にした形になったことから、為替は、その後、円安基調に戻った格好になった。

要するにこれは、価格上昇がエネルギーにとどまらず、円安で増幅される形で、食品や日用品にまで広範に及んでいることから、企業も値上げ攻勢を強め価格転嫁を図ろうとしたが、結局、いま一つ遅れが目立つ格好になり、さらに個人にも不満が高まったことから、政府としても、夏の参議院選挙を控えていることもあり、これに危機感を募らせ、それに日銀も呼応したものと思われる。ただ市場は、従前の様な「口先介入」だけでは動かなくなっていることを明確に示し始めていることも事実で、こうした中「黒田発言空振り」との声も漏れる状況になっている。

なおこの一方で、米国は「利上げ」姿勢をさらに強めているわけであるが、より日米の金融政策の方向性の違いが判る「実質金利差」をみると、米国は、2020 年 3 月以降にはプラスの領域に入って日本を上回っている。これは、米国が金融緩和状況を明確にしていたわけで、これが円売りを強力に促す原動力になっていたことも解るのである。いずれにせよ、市場は円売りの口実探しの状況を一段と呈し始めているようにも見えるわけで、市場には、日銀の金融政策変更（少なくとも長期金利の上限引き上げ）を求める声が強まりつつあるようにも見え、27～28 日開催予定の日銀金融政策決定会合の行方が一段と注目を集めている（ただし、現実的には、こうした状況下でも、引き続き変更しないとの見方の方が多いのも確かだ）。

2. 世界、欧州、中国は、一段と経済停滞方向

○世界経済は、コロナ新規感染者減少傾向から、大きく「行動制限」緩和に向かうと思われていたが、現実にはインフレが加速し、これに伴う米国を中心に「利上げ」姿勢が強まり、そこにロシアのウクライナ侵攻の長期化による「供給・物流制約」の常態化が加わったことから、むしろ、足元の停滞傾向が一段と明確になってきているようにも見えるところだ。

この間の主な動きを、やや詳細に見ると以下の通り。

- ① 世界・・景気は、停滞方向を示し始めているが、この間 I M F（国際通貨基金）では、特にロシアのウクライナへの侵攻長期化が、物価上昇を加速させているほか、戦争がもたらす経済損失が、世界の経済成長を大幅に減速させる一因となっていると見ており、2022 年の

世界経済成長率見通しを、+3.6%（前回1月予測+4.4%）と下方修正し、前年（前回1月予想+5.9%→今回修正+6.1%）からの減速を一段と明確にした形になった。なお、2023年についても、+3.6%（前回1月予想+3.8%）と下方修正している。この間戦争を主な要因として、一次産品が値上がりし、物価圧力が広範囲に広がっていることから、物価上昇率予測も、先進国で+5.7%（同+3.9%）、発展途上国で+8.7%（同+5.9%）と大幅に上昇修正しているのが目立つ。

※一次産品・・・産出される製品の中で、自然から採取されたままの状態であり、加工されていない物。米や小麦などといった農産物や、錫や原油など。

なお、国別には、ロシアが、2022年が-8.5%（前回1月予想+2.8%）と大きくマイナスに転じているのが目立っているが、こうしたマイナス基調は、2023年も-2.3%と継続すると見られており、今回のウクライナ侵攻の代償の大きさが窺われるところだ。この間、我が国も、2022年が+2.4%（同+3.3%）と下方修正されているが、この一方で、2023年が+2.3%と僅かとはいえ伸び増加が予想されているわけで、先進国全体では、同+2.4%（前年+3.3%）と引き続き減速予想となっている中で、我が国経済の異質な姿が浮き彫りになった格好だ。また、ユーロ圏も、2022年について+2.8%（同+3.9%）と下方修正されており、これは当然としても、中国（前は、+4.8%と、前々回の-0.3%のマイナスから大きく上方修正）についても、結局+4.4%と再び下方修正されているのが目立っているわけで、ここは注意が必要だ。

② 欧州・・・上記のように、ロシアのウクライナへの侵攻と、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、タイムラグもあって、経済停滞の動きが目立つが、先週公表されたのは、2、3月時点の指標であり、さほど大きくは影響を受けていないことも事実だ。即ち、2月「鉱工業生産」（20日、前年同月比+2.0%と、前月の-1.5%<速報値-1.3%を下方修正>からプラス転化）、3月「消費者物価」（21日、前年同月比+7.4%と、前月の+7.5%から伸び低下）といった具合だ。ただ、足元に近づくとつれ悪化が目立ち、4月「消費者信頼感指数」（21日、前月比-16.9%と、前月の-18.7%からマイナス継続）は、市場予想（-20.0%）ほどではないにしろ、水面下の動きが続いている形だ。さらに、4月「サービス業PMI」（22日、57.7と、前月の55.6から上昇）は、市場の悪化予想（55.0）とは逆に改善の動きを見せているが、4月「製造業PMI」（22日、55.3と、前月の56.5から低下）については、市場予想（54.7）ほどではないにしろ、着実に悪化している。また、先行き公表される指標についても、市場は、4月「経済信頼感」（28日、108.0と、前月の108.5から低下予想）については悪化すると見ているほか、物価についても、4月「消費者物価指数」（29日、前年同月比+7.5%と、前月の+7.4%から上昇予想）は、再び上昇気配に戻ると見ているようだ。いずれにせよ、物価の今後については、ロシア産エネルギー輸入をどれだけ禁じるかという難しい判断が課せられているようにも見える。

さらには、こうした中、ECB（欧州中央銀行）が、7~9月中には量的緩和を終了するにしても、「利上げ」をいつ実行するか（従前の9月への前倒しをさらに早めるのではないかとの見方も出始めているほか、2023年末までに8回実行するとも見られている）にも、一段と注目が集まってきているように見える。

③ 中国・・・昨年来のIT産業や不動産業への締め付けや、学習塾への規制強化が影を落としている中に、ロシア支援継続や、引き続き「ゼロコロナ」にこだわり厳格に行動制限やロックダウンを続けていることが加わり、経済停滞が一段と懸念されている状況にあるところだ。そして、こうした中18日に公表された、1～3月期「実質GDP」は、前年同期比+4.8%（前四半期+4.0%）と、インフラ投資中心に伸びが加速された形になったわけで、一部には、評価する向きもなかったが、ただこの一方で、季節調整した前期比で見ると、+1.3%（前四半期+1.6%）と、伸びが鈍化していることもあり、結局、市場の「景気失速」懸念は、むしろ強まる形になっているように見える。事実、同時に公表された3月「鉱工業生産」（前年同月比+5.0%と、前月の+4.3%から伸び上昇）こそ改善が進んだ格好になっているが、3月「小売売上高」（前年同月比-3.5%と、前年の+1.7%から大きく伸び低下）については、結局マイナスに沈んでいるのが実状だ。こうしたことから、4～6月「実質GDP」は、減速必至と市場は見ているようだ。

なお、こうした中、人民銀行は、20日に予定していた「利下げ」を見送っている。これは、ここで景気対策を強化するよりも、「利下げ」による資金流出を防止しつつ、とりあえずは、既に発表している資金繰り支援策の効果を見極めたほうが得策と判断したようだ。ただ、中国の銀行は不動産向け融資に対する慎重姿勢を強めているのが実状で、財務内容の悪い不動産会社の資金繰りは一段と苦しくなっている模様でもあり、人民銀行のかじ取りは一段と難しくなってきたようにも見えるところだ。

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。