

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. 294

(2022.05.23)

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.294)

1. 先週の動き

○先週、コロナ感染にかかる「行動制限」緩和・撤廃の動きは、我が国（マスク着用義務を一部解除）を含め一段と進んだ格好だ。ただ中国は、上海のロックダウン解除の方針を表明はしているが、基本的には、「ゼロコロナ」の手を緩める気配になく、世界のサプライチェーンに対する制約は改善されていない。さらに北朝鮮の感染者は、19日推計人口の1割近い累計224万人に達している模様だ。またロシアのウクライナ侵攻については、ウクライナがやや優勢との報道もあるが、収束の行方は正直全く見えない。こうした中、世界経済は「原材料不足」、「供給網混乱」、「ロシアのウクライナ侵攻長期化」の3重苦に見舞われており、停滞懸念はさらに強まってきているようにも見える。事実、NY株式市場は18日に急落し年初来安値を更新、週末は幾分戻したものの、結局8週間連続での下落となった。つれて東京市場も5営業日ぶりに値下りしたが、これも週末は自律反発狙いの買いが入ったことや、中国人民銀行が住宅ローン金利を引き下げたことを好感し、反発しての週越えとなるなど、引き続き解りにくい展開だった。さらに為替面でも、株価大幅低下の中で、改めて円の「低リスク通貨」を意識する向きが多く、円高に振れ、そのまま3日続伸の格好だった。なお原油は、基本的には日米の株価低下もあって続落していたが、週末は中国需要が6月にはロックダウン解除が進み、原油需要もある程度回復するとの見方が広がり、3日ぶりに反発した形だった。

○こうした中、米国経済については、世界経済に減速懸念が高まる中で、FRB（連邦準備制度理事会）が「利上げ」姿勢を緩めないことから、米国自身の景況の行方が注目されていたが、5月「NY連銀製造業景気指数」（16日、-11.6と、前月の+24.6から大幅低下しマイナス転落）は、市場が悪化はしてもプラスにとどまると予想（+15.1）していたのに対し、一気にマイナスに転落しているなど、急変甚だしい形になっている。さらに5月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（19日、+2.6と、前月の+17.6から低下）についても、市場の小幅低下予想（+15.2）に反し大きく悪化している。また4月「景気先行指標総合指数」（19日、前月比-0.3%と、前月の+0.1%<速報値+0.3%を下方修正>からマイナスに転化）も、市場の横ばい予想から僅かとはいえ水面下に転じているなど、急激な悪化が目立っているのが実情だ。

さらに実体経済指標でも、主に住宅関連の公表が集中したわけであるが、4月「住宅着工件数」（18日、年率換算172.4万件と、前月の172.8万件<速報値179.3万件を下方修正>）、4月「住宅建築許可件数」（18日、年率換算181.9万件と、前月の187.0万件<速報値187.3万件をやや下方修正>から若干減少）、4月「中古住宅販売件数」（19日、年率換算561万件と、

前月の 575 万件<速報値 577 万件を下方修正>から減少)、いずれについても、慎重な市場予想 (各々 176.0、181.6、565 万件) をさらに下回って減少しているなど冴えない。さらに 4 月「小売売上高」(17 日、前月比+0.9%と、前月の+1.4%<速報値+0.5%を上方修正>から伸び低下)も、伸びが頭打ちになっている。ただ製造業関連のものは、例えば 4 月「鉱工業生産指数」(17 日、前月比+1.1%と、前月の+0.9%から伸び上昇)については、市場の減速予想 (+0.5%) とは逆に改善しているほか、4 月「設備稼働率」(17 日、前月比 79.0%と、前月の 78.2%<速報値 78.3 を下方修正>からやや上昇)も、市場予想 (78.7%) を上回る改善となっており、ここは依然として景況感とは真逆の動きになっているわけで注意が必要だ。

○この間、我が国の経済指標は、最初に第 1 四半期「実質 GDP」(18 日、内閣府)に着目したが、季節調整済み実質ベースで、前四半期比年率-1.0%(前々四半期-2.9→前四半期+3.8%)と、市場の減速はしてもプラスにとどまると見ていた予想 (+0.3%) に反し、再びマイナスに転じた格好だ。これはオミクロン株拡大により、年明け以降の成長の勢いが予想以上に鈍化しているためであり、例えば個人消費については、同-0.2%(同-4.2→+10.5%)と、市場のプラス維持予想 (+0.2%) に反しマイナスに転じている。ただ設備投資については、同+1.9%(同-9.1→+1.5%)と、再びマイナスに沈むと見ていた市場予想 (-1.0%) とは逆に、プラス継続の格好になっており、これは製造業における長引く供給制約を勘案すれば、正直やや意外だった。なお輸出は、同+4.7%(同-1.1→+3.6%)と、市場予想 (+6.0%) ほどではないにしろ伸びを高めているが、輸入が円安効果もあり、医療品中心に、同+14.1%(同-3.8→-1.5%)と、逆に市場予想 (+10.0%) をも上回る伸びを見て、しかも輸出を大きく上回ったことから、貿易収支は悪化した格好だ。なお景況指標としては、5 月「ロイター短観」(18 日、ロイター通信)も公表されたが、製造業が、5 (前々月 8→前月 11) と、市場の横ばい予想に反し大きく悪化した形だ。これは供給制約と、ロシアのウクライナ侵攻や中国のオミクロン株による感染拡大といった新たなコスト高要因が加わったことから、センチメント(心理・心情)の改善が予想以上に遅れているということだ。

さらに、注目の物価動向については、4 月「全国消費者物価指数」(20 日、総務省)で確認したが、前年同月比+2.5%(前々月+0.9→前月+1.2%)と伸びが急上昇しており、生鮮食品を除くコアベースでも、同+2.1%(同+0.6→+0.8%)と、7 年 1 か月振りの「2%上昇」となり、政府・日銀の目標に達した形だ。なおこれは携帯電話通信料引き下げ効果が、ここで剥落する影響が大きいためで、事実、交通・通信(前年同月比:前月-7.0→当月-0.2%)のマイナス幅が、急激に縮小している。なお、エネルギー(同+20.8→+19.1%)については、さすがに伸びが鈍化しているが高止まりが続いているほか、値上げ攻勢が続いている、生鮮食品を除く食料(同+2.0→+2.6%)、家具・家事用品(同+0.4→+2.3%)等での、伸び上昇も目立っている。ただ、こうした中でも、教育(同+1.4→+0.9%)、保険医療(同-0.4→-0.7%)等、伸び低下やマイナス幅拡大が続いている先もあるわけで、値上げ一辺倒ではないことにも注意が必要だ。さらに 4 月「企業物価指数」(16 日、日銀)も公表されたが、前年同月比+10.0%(前々月+9.8%<速報値+9.7%を上方修正>→前月+9.7%<速報値+9.5%を上方修正>)と、41 年ぶりに 2 桁の伸びとなった。これはもともと高い水準にあったが、資源高や為替円安の影響もあり、市場予想 (+9.7%) を上回る形で、さらに伸びを高めた格好だ。ただ日銀はあくまでもこうした物価上昇も「一時的」とのスタンスを変えようとはしておらず、現行の金融緩和政策

を継続する意向だ。

また、4月「貿易統計」(19日、財務省・日銀)も公表されたが、輸出が季節調整済み前月比+1.0%(前々月-0.4→前月+1.7%)と、伸びを高めると見ていた市場予想(+4.1%)とは逆に伸びを低め、この一方で輸入が同+7.9%(同+3.0→-0.5%)と、市場予想(+7.5%)はもとより、輸入を上回る水準でプラスに転じたことから、結局、貿易収支は-1.61兆円(前々月-1.06→前月-0.89兆円)と、市場予想(-1.22兆円)をも上回る赤字幅拡大に再び転じている。なお、国別内訳を見ると、米国向けが前年比+17.6%(前々月+16.0→前月+23.8%)と、7か月連続増加になった一方で、中国向けが同-5.9%(同+25.8→+2.9%)と、3か月ぶりの減少に転じたことから、結局米国向け輸出が中国を上回る形になっている。これは中国の「ゼロコロナ」政策に拘るあまりの結果とも思われるが、いずれにせよ、ある意味、わが国貿易も新たな局面入りしたとも言えるところだ。

最後は、設備投資動向を、3月「機械受注」(19日、内閣府)で確認したが、コア(船舶・電力を除く民需)が前月比+7.1%(前々月-2.0→前月-9.8%)と、ここにきて市場予想(+5.0%)をも上回る形で、プラスに転じている。これは供給制約等が長引いてはいるが、この時点では経済再開の動きも出始めているためだ。ただいずれにせよ、第1四半期を通してみれば、前四半期比-3.6%(前々四半期+1.1→前四半期+5.1%)と、2021年第1四半期以来のマイナスに転じた格好だ。さらに第2四半期見通しも-8.1%と、さらにマイナス幅が拡大する見込みとなっており、基調自体は引き続き弱い。

2. 今週の動き予想

○今週も、コロナ感染については、「行動制約」解除の動きがさらに広がると思われるが、この影響については、引き続きウォッチしてゆく必要があると見られる。さらに中国は早期収束の見方を示しているが、これについてもどれほど実現性があるかを、注視すべきと思われる。またロシアのウクライナ侵攻についても、プーチン大統領の重病説を含め、様々な情報が飛び交っているが、収束の目途は当面立たないと見て良さそうだ。従って足元については、市場が懸念しているように、世界経済は、停滞の方向に向かう可能性が高いと見るのが賢明だろう。

なお市況については、株価は先週末は反発したが、基本的に市場は、米国金融引き締めへの警戒感強く、実体経済の減速リスクを意識していることを勘案すれば、下値を探る展開になると見たほうが良さそうだ。いずれにせよ今週公表される米国経済指標の動きが注目される。また長期金利についても、米国の動きが注目されるが、「利上げ」が景気を冷やす構図がより意識されれば、債券買いが広がると見られるが、結局はもみ合いに終始すると見られている。また為替についても、日米金融当局の姿勢の違いから構造的には円安相場と見たほうが賢明と思われるが、世界的な景気不安が高まり、米国金利の上昇気配が落ち着くことになれば、円高が進む可能性もあるわけで、ここももみ合いにとどまると見たほうが良さそうだ。さらに原油についても強弱材料が交錯するが、結局市場は、次回6月初旬の「OPEC(石油輸出国機構)プラス」を見守る姿勢が強く、当面は弱含み横ばいで推移するのではないかと見られる。

○こうした中、米国の経済指標は、まずは市場が気にしている景況予想を見ると、5月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日、前者は58.0と前月の59.2から低下し、後者も55.5と

55.6 から若干低下予想) については、市場はコロナ感染に伴う規制解除がさらに進んでいるが、物価上昇やロシアのウクライナ侵攻の影響から悪化が進むと見ているようだ。ただ1~3月期「GDP改定値」(26日、前四半期比年率-1.3%と、速報値の-1.4%からややマイナス幅縮小予想)については、水面下ではあるが若干改善方向にあり、悪化一辺倒と見ているわけではないようにも見える。またこの他、5月「ミシガン大学消費者態度指数・確報値」(27日、59.1と、速報値の59.1から横ばい予想)、5月「リッチモンド連銀製造業指数」(24日、前月14)も、公表予定であるが、市場は精々横ばいとの見方となっており、市場は先行き景況悪化が一段と進むと見ているわけでもなさそうだ。

さらに、気掛かりな物価動向については、4月「個人消費デフレーター」(27日、前年比+6.2%と、前月の+6.6%からやや伸び低下予想)で確認するが、これは若干頭打ちになると市場は見ているようだ。これには4月「個人消費支出」(27日、前月比+0.8%と、前月の+1.1%から伸び低下予想)が、伸び鈍化すると見ていることも影響していると思われる。もっとも4月「個人所得」(27日、前月比+0.6%と、前月の+0.5%から伸びやや上昇予想)自体は、僅かとはいえ伸び上昇が続くと見ており、市場はそれほど懸念を深めているわけではないとも思われる。なお4月「新築住宅販売件数」(24日、年率換算75.0万件と、前月の76.3万件から減少予想)、4月「耐久財受注」(25日、前月比+0.6%と、前月の+0.8%から伸び低下予想)が公表されるが、製造業はともかく、サービス業については改善が進むとの景況感とはやや逆の予想が続いている。

○この間、我が国の経済指標については、最初に景況を、5月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日、Markit Economics)で確認するが、市場は製造業が52.5(前々月54.1→前月53.5)と、さらに悪化すると見ている。これは企業の生産意欲は依然として強いものの、中国のロックダウンによる部品調達の遅れが、自動車産業の減産を広げていくと見ているためだ。またロシアのウクライナ侵攻やインフレ高進の中で進む中央銀行の金融引き締めの流れを受けて、これが先行きの需要の不透明感に繋がりとつあると見ているようだ。ただ、この一方で、サービス業は、52.0(同49.4→50.7)と、引き続き改善が進むと見ている。これは、今回久方ぶりに、新型コロナによる行動制限がないゴールデンウィークを迎えたわけであるが、経済活動の活発化が相応に続いたと見ているためだ。

さらに、注目の物価動向については、5月「東京都区部消費者物価指数」(27日、総務省)で確認するが、市場は総合ベースで、前年同月比+2.6%(前々月+1.3→前月+2.4%)と、さらに伸びを高めると見ている模様だ。これは、エネルギーは引き続き高値を維持しながらもやや伸び鈍化しているが、輸入価格の高騰を受けて食品やその他の財への価格転嫁が進んでいると見ているためだ。因みにコア(除く生鮮食品・エネルギー)ベースで見ても同+0.9%(同-0.4→+0.8%)と、さらに伸びを高めると見ているようだ。さらに4月「企業向けサービス価格」(26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+1.3%)に、伸びを高めた勢いが、さらに続くと見ているようだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週についても、我が国経済を取り巻く情勢は難しい状況にあり、公表予定指標は、以下のよ

うに少ないが、いずれも重要なものなので、きめ細かくウォッチしていきたい。

- ・景況関連；5月「製造業・サービス業PMI」（ともに24日）
- ・消費関連；4月「百貨店売上高」（24日）
- ・物価関連；5月「東京都都区部消費者物価指数」（27日）
4月「企業向けサービス価格」（26日）

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.294—追補)

——世界経済に黄信号、「恐怖指数」も急上昇

——中国経済は、さらに失速懸念強まる

——ロシア経済は、一段と苦境に

1. 世界経済に黄信号、「恐怖指数」も急上昇

○世界経済に停滞懸念が広がる中、相場は、株価、為替、原油価格等、全てが乱高下を繰り返しているようにも見えるが、こうした中「恐怖指数」(現状と先行き相場の違いをオプション指数を基に算出し、数値が高いほど投資家の先行き不透明感が高いと判断する仕組み)が、改めて注目されている。

例えば、株価の一つである「S & P 500 種株価指数」では、18日に前日比+19%もの急上昇を見て30台をつけている。これは、2008年のリーマンショック直後や、新型コロナ感染拡大が本格化した2020年3月につけた「80台」にまではいかないにしろ、もともと不安心理が高まっているとされる「20」を上回っているわけで、市場は、警戒感を強めているようだ。

なお、「恐怖指数」は、商品ごとに計算されており、例えば、米国国債については、「MOVE 指数」というものがあるが、5月中に一時「135」をつけており、これは前述のリーマンショック直後の2009年9月の「137台」や、新型コロナ拡大の2020年3月の「160台」に迫る水準となっている。さらに、原油版の「OVX指数」でも、ロシアのウクライナ侵攻後は、それまでの「30台から、50台」に跳ね上がり、そのまま高水準を継続している状況であり、市場は、短期的には、大きく市況を上下させてはいるが、中長期的には、確実に警戒感を強めていると見て良さそうだ。

○いずれにせよ、市場は、波乱を警戒して、リスク資産から資金を引き揚げにかかっていると見る必要があり流動性は低下している。例えば、BofA (バンク・オブ・アメリカ) が17日に公表した調査結果では、企業のポートフォリオにおける現金比率は、2001年9月以来の高水準となっているとのことであり、このままの状況が続けば先行き一段の債券価格下落につながりかねないと見るべきだ。

ところでこうした動きは、家計でも顕著で、これが消費下押し要因にもなっているようだ。例えば我が国でも、コロナ禍における行動制限と将来不安から、家計に貯蓄が積み上がっており、日銀調査によれば、2021年末時点で、約50兆円と、前年比2.5倍にまで膨らんだ格好だ。さらに米国でも、コロナ禍による過剰貯蓄は約110兆円にも達すると言われている。これでは消費が盛り上がりえないことも頷けるところだ。なおこの一方で、2022年の賃金動向調査によれば、ベア率が0.72%と調査可能な限り過去最高になっている模様であり、物価上昇下での企業の賃金底上げ努力が窺われるとことではあるが、これが消費回復につながるかとなると、正直他の要素の改善が伴わない限り、さほどは期待できないと思われるところだ。

2. 中国経済は、さらに失速懸念強まる

○中国経済については、「ゼロコロナ」政策に執着するあまりに、世界のサプライチェーンに目

詰まりを起こさせ、世界経済停滞の一因になっていると見られているが、16日に公表された4月「鉱工業生産」(前年同月比-2.9%と、前月の+5.0%から大幅減速)では、とうとうマイナスに転じる事態に逢着(ハウチャク:出くわす・行きあたる)しているなど、世界の工場としての機能をやや放棄している状況になっている。なお「先週および今週の我が国主要経済指標から (No.294)」でも報告しているように、我が国の中国向け輸出は米国向けを下回り始めるという異例な事態にもなっている。さらにはもともと経済的結びつきが大きかった東南アジアとの交易も細っており、東南アジア諸国経済を米国の「利上げ」政策と共に下押しし始めている。また4月「小売売上高」(前年同月比-11.1%と、前月の-3.5%からマイナス幅を大幅拡大)にしても、「ロックダウン」を多用していることもあって、もともと水面下ではあったがその幅をさらに深めている。これに加え日米政府は、中国がロシア支援の姿勢を崩さないこともあって、23日の首脳会談で中国の行動を共同で「抑制し対処する」方針を明確にしており、この行方も気になるところだ。またこの間、中国国外の投資家に因る中国債券の売却(要するに中国経済を懸念しての資金の国外流出)が続いており、1~4月累計で、約1.5兆円にも達している模様であり、これも大いに気掛かりだ。

○こうした状況下、中国政府としては、秋に予定されている5年に一度の第20回党大会(習主席の3選を予定)を意識してか、6月中には「ロックダウン」を解除する方針と言明しており、事実新規感染者数も減少に転じ、上海の一部では行動制限を緩和する動きを見せてはいるが、「ゼロコロナ」を基本政策として掲げ続けるのであれば、そう簡単にはいかないのではないかとというのが市場の見方だ。さらに人民銀行は、20日に住宅ローンなどの中長期の貸出金利を引き下げているが、「ゼロコロナ」政策で厳しい行動制限を課したままでは、成果を上げにくいのではないかと市場は見ている。

いずれにしても、当面は極めて難しいかじ取りを余儀なくされ、世界経済への悪影響も続くと考えた方が懸命のようだ。

3. ロシア経済は、一段と苦境に

○ロシアのウクライナ侵攻に伴う、欧米諸国を中心とした経済制裁は、さらに強化されており、この間米国エール大試算では、ロシアから撤退した欧米企業は約310社、事業を大幅に停止した先が約450社、事業を一部縮小した先が約140社、合計で1000社超にも上るとされている。このため、例えば4月の新車販売は、前年比8割もの減少を余儀なくされているようだ。

こうした状況下、ロシア連邦統計局は、1~3月期「GDP」(18日、前年比+3.5%と、前月の+5.0%から伸び低下)は成長にブレーキがかかり始めていることを認めているが、市場は、本格的な外資撤退の影響が出るのは4月以降とみており、いずれにせよ水面下に沈むと見ているようだ。事実世界銀行は、2022年の経済成長率を-11.2%(なお、ウクライナは、-45.1%)にまで低下すると見ており、先行きさらに下方修正される気配だ。

こうした中、ロシア市民生活は一段と窮迫している模様で、「モノ不足」が深刻になってきているようだ。このため3月以降の「消費者物価指数」の上昇も急激で、4月には+17.8%にも達している模様だ。

○なお、この間欧州は、これまでロシア依存度が高かったロシア産原油・天然ガスの輸入遮断をいかに実効性のあるものにするかに苦慮している模様のようにあるが、わが国ではもともと住宅建設の木材使用率が高い中で、2021年からの高騰に悩まされていたが、実はロシアは、有数の木材輸出国（世界のシェア 21%）で、しかも我が国が最大の輸入国（我が国は、輸入単板の 8割をロシアに依存）だった。それが 3月にロシアがわが国を米欧と共に「非友好国」に指定し、合板原料や木材チップの輸出を禁じたことから、さらに木材価格が急騰（国産合板は、もともと 35%値上がりしていたが、さらに 19%上昇）している状況だ。このため住宅建設各社は値上げやおなしとしているが、市場はこれまでの「供給制約」にさらに追い打ちをかけ、住宅需要停滞につながりかねないと懸念する向きが出てきているようだ。

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。