

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. 298

(2022.06.20)

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.298)

1. 先週の動き

○先週も、コロナ感染に伴う「行動制約」の緩和・解除が一段と進んだわけであるが、この一方で、ロシアのウクライナ侵攻についても膠着化がさらに進み、供給制約やインフレ進行、世界経済の鈍化懸念はむしろ増しているようにも見えた形だ。こうした中、米国がインフレ対策を優先する形で、政策金利を+0.75%引き上げたことや、これまでゼロ金利をかたくなに死守してきたスイス中央銀行までもが、15年ぶりに大幅「利上げ」に踏み切ったことから、世界経済に対する懸念が一気に増大し、株価も大幅に下落している。さらに為替相場も、黒田日銀総裁が、「急激な円安は日本経済に害を及ぼす」としながらも「利上げ」方針は全くないことを示したことから、安定資産として円を買い求める向きと内外金利差拡大を懸念する向きとが交錯し、激しく上下する複雑な展開となった。ただ結局は、今後も円安が続くとの思惑が勝り、134円台の円安基調での週越えとなっている。なお長期金利も、米国では景気の先行き懸念の方が勝り、利回りは低下（価格上昇）している。つれてわが国も、一時は日銀が定める上限金利を上回るという異常事態（それだけ市場には日銀の金融政策変更期待があったということだ）も出現していたが、日銀が「指値オペ」で強引な金利引き下げを図ったこともあり低下した格好だ。この間原油は、リビアでの輸出減少を映じた需給逼迫懸念から一時は反発していたものの、結局米国の大幅「利上げ」による世界経済停滞見通しから反落したままで週越えとなっている。（日銀が大幅金融緩和姿勢を継続した一方で、米国等主要国中銀は一斉に「利上げ」を表明していること、そして中国経済についての詳細については、別添追補参照。）

○この間米国経済については、FRB（連邦準備制度理事会）による「利上げ」が、先行きも加速されかねないとの思惑が広がる中で経済指標の動きが一段と注目されたが、6月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（16日、-3.3と前月の+2.6からマイナスに転化）は市場の回復予想（5.0）に反しマイナス転落と大幅に悪化している。さらに6月「NY連銀製造業景気指数」（15日、-1.2と前月の-11.6からマイナス幅縮小）にしても大きく改善はしたが、市場のプラス復帰予想（+3.0）までには至らず水面下にとどまった格好だ。

さらに5月「景気先行指標総合指数」（17日、前月比-0.4%と前月の-0.4%<速報値-0.3%を下方修正>からマイナス横ばい）についても、結局未だ水面下にとどまっているなど景気悪化一色になってきている。

なお注目の物価については、5月「卸売物価指数」（14日、前年同月比+10.8%と前月の+

10.9%<速報値+11.0%を下方修正>から伸び若干低下)で確認したが、予想通りに高止まりのまま、ほぼ横ばいとなった。なおこれをコア(食品・エネルギーを除く)ベースで見ても、前月比+0.5%(前月+0.2%<速報値+0.4%を下方修正>)と伸びを高めており、ここは大いに気になるところだ。その他の実体経済指標でも、5月「小売売上高」(15日、前月比-0.3%と前月の+0.7%<速報値+0.9%を下方修正>からマイナスに転化)が、市場の伸びが低下してもプラスにとどまるとの予想(+0.2%)に反し水面下に転じている。さらに4月「企業在庫」(15日、前月比+1.2%と前月の+2.4%<速報値+2.0%を上方修正>から伸び低下)も、市場予想通りに冴えない形となっている。また5月「住宅着工件数」(16日、年率換算154.9万件と前月の181.0万件<速報値172.4万件を上方修正>から減少)、5月「建設許可件数」(16日、年率換算169.5万件と前月の182.3万件<速報値181.9万件を上方修正>から減少)についても、市場の慎重な見方(各々170.2万件、177.0万件)をさらに大きく下回る水準にまで減少している。また好調と見られていた生産面でも、5月「鉱工業生産」(17日、前月比+0.2%と前月の+1.4%<速報値+1.1%を上方修正>から伸び低下)は、慎重な市場予想(+0.5%)をさらに下回る水準にまで伸び鈍化しているなど冴えない。さらに5月「設備稼働率」(17日、79.0%と前月の78.9%<速報値79.0%を下方修正>から若干上昇)については僅かとはいえ改善はしているものの、市場予想(79.3%)を下回り横ばい圏内にとどまった格好だ。

○こうした中、我が国経済指標については数は少なく、気掛かりな景況関連指標については6月「ロイター短観」(15日、ロイター通信)で確認したが、製造業の業況判断DIが9(前々月11→前月5)と小幅ながらもさらに悪化が進むと見ていた市場予想(4)とは逆に大きく改善した格好だ。これは市場としては、供給制約とコスト高が続く中でロシアのウクライナ侵攻が長期化し、さらに中国の「ゼロコロナ」に拘泥するあまりのロックダウンも解除が進み始めていても実効性が遅れているなどの事情が追い打ちをかけると見ていたわけであるが、国内状況としては行動制限緩和の好影響の方が大きく顕現化したということかと思われる。

さらに設備投資動向については4月「機械受注」(15日、内閣府)で確認したが、これもコア(船舶・電力を除く民需)が前月比+10.8%(前々月-9.8→前月+7.1%)と市場のマイナスに転化予想(-3.0%)に反しプラス継続、しかも伸びをさらに高めるといった結果になっている。これは市場としては前月急増の反動が予想されていたことに加え、長引く供給制約やコスト高が企業収益を圧迫し始めていることから、企業は第2四半期のコア設備発注に慎重になり始めていると見ていたが、これもやや杞憂で国内経済活動の改善の方が勝っていたということだ。ただし同時公表の4~6月期見通しは、前期四半期比-8.1%(前々四半期+5.1→前四半期-3.6%)と水面下で、しかもその幅を拡大する見通しになっていることから、あまりに安易に考えることは禁物かもしれない。さらに4月「建設総合統計」(17日、国交省)も公表されたが、全体では前年同月比-1.1%(前々月-4.8→前月-5.1%)と、マイナス幅はやや大きく縮小したが水面上への浮上には至らなかった。これは、民間は同+4.4%(同+4.2→+4.2%)と相応の伸びが継続しているものの、公共が同-9.5%(同-14.9→-14.6%)とその幅を縮小したが依然として大幅なマイナスを余儀なくされていたためだ。

最後は輸出動向を5月「貿易収支」(16日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比+2.4%(前々月+1.6→前月+1.0%)と、増加するにしてもやや伸び縮小が続くと

見ていた市場予想 (+0.9%) に反して伸びが拡大している。これは懸念していた中国のロックダウンによる供給制約の影響も徐々に改善が進んでいたということだ。ただこの一方で、輸入は同+5.8% (同+1.0→+7.9%) と市場の若干のマイナス転化予想 (-0.3%) に反し、輸出を上回る増加が続いたことから、結局貿易収支は-1.93兆円 (同-1.01→-1.58兆円) と市場の赤字縮小予想(-1.52兆円)とは逆にやや拡大した格好になった。なお地域別の輸出動向を見ると、米国向けは前年比+13.6% (前々月+23.8→前月+17.5%) と8か月連続の増加となった。この一方で中国向けは同-0.2% (同+2.9→-5.9%) と2か月連続でのマイナスとなった。ただ前月逆転した米国対比は、110.8% (当月：中国1兆3897億円/米国1兆2547億円、前々月109.6→前月99.3%) と再び米国を上回り、我が国の輸出先第1位に返り咲いている。これは前年の中国向け輸出が米国を大きく上回っていたことによるものだが、ここは我が国の貿易体制についても考慮すべき時期に来ているようにも見えるところだ。

2. 今週の動き予想

○今週については、世界中がコロナ感染に伴う行動制約の軽減・解除が一段と進む一方で、ロシアのウクライナ侵攻も一段と長期化の気配だ。こうした中懸念されるインフレが加速する公算を強めていることから、主要国中央銀行は先行きについてもさらなる金融引き締めに出ることを仄めかしている。つれて市場の世界経済停滞懸念が広がるという構造になってきている。そして市場はこの行方を固唾をのんで見守っているといった状況だ。

なおこの間市況は、株式市場については当面は不安定な動きが続くと、市場は見ているようだ。いずれにせよ今週公表される経済指標次第という面もあり一段と注視姿勢を強めたい。なお長期金利については、日米ともに低下余地を探る動きになるとみられるが、その底値はインフレ基調が何処で収まるかにかかっていると見えそうだ。さらに為替も上下に振れることはあっても、基本的には円安が進むと見たほうが良さそうで、市場の中には黒田総裁は介入する局面でも口先に留めようとしていると見る向きもあることから、中には1998年以来24年ぶりの円安・ドル高水準を更新し、さらには「早晚、150円台乗せもあり得る」と見る向きもあるようで、ここは留意したほうが良さそうだ。また原油は高値に振れる要因はあるものの、世界経済の減速気配が継続する限り弱含みに推移すると見る方が賢明かもしれない。

○この間米国の経済指標については公表予定指標は少ないが、市場の注目度はこれまで以上に高まっており注視していきたい。まずは景況関連指標だが、市場は6月「製造業・サービス業PMI」(ともに23日、前者は56.3と前月の57.0から低下予想、後者は53.7と53.4からやや上昇予想)については、製造業は悪化が続くとしてもサービス業は相応に改善すると期待しているようだ。なおこの他6月「ミシガン大学消費者態度指数」(24日、同50.2と、速報値50.2から横ばい予想)も公表されるが、これについては市場もとりあえず横ばいと見ているようだ。

その他の実体経済指標では、5月「新築住宅販売件数」(24日、年率換算59.5万件と前月の59.1万件から若干増加予想)については、少しなりとも増加すると見る一方で、5月「中古住宅販売件数」(22日、年率換算540万件と前月の561万件から減少予想)については減少を余儀なくされると見ているようだ。

○こうした中、我が国の経済指標では、まずは景況動向を6月「製造業・サービス業PMI」(ともに23日、Markit Economics)で確認したいが、市場は製造業については53.7(前々月53.5→前月53.3)と僅かにせよ再び改善基調に戻るとしている。これは価格上昇圧力は依然として残るとしても、中国のロックダウンによる部品調達の遅れによる生産活動への下押しが緩和し始めたことの影響が出始めると見ているためだ。また非製造業についても53.2(同50.7→52.6)と4か月連続での改善が進むと見ている。これは消費者の外出機会の増加や水際対策の緩和が相応に好影響をもたらすと予想していることを映じたものだ。

さらに注目の物価動向は、5月「全国消費者物価指数」(24日、総務省)で確認することになるが、市場は生鮮食品を除くベースで前年同月比+2.1%(前々月+0.8→前月+2.1%)と伸び横ばいにとどまるとの見方だ。これはエネルギー価格は引き続き高い水準が続いているが、さすがに前年比の伸びはやや鈍化していると見ているためだ。従って更に上記指標からエネルギーを除いたベースで見ると、同+0.9%(同-0.7→+0.8%)と僅かに伸びを高める予想をしているようだ。また5月「企業向けサービス価格指数」(24日、日銀)も公表されるが、市場は前月(前年同月比:前々月+1.3→前月+1.7%)の広告向け(同+1.9→+5.6%)中心に伸びをやや大きく高めた勢いが何処まで持続するか注目している。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週はまずは日銀短観で景況感を確認したい。その他の経済指標も以下のように重要なものが多いので、注視が必要だ。

- ・景況関連；第2四半期「日銀短観」(1日)
 - 6月「製造業PMI・最終」(1日)
- ・物価関連；6月「東京都区部消費者物価指数」(1日)
- ・消費関連；5月「商業動態統計」(29日)
 - 6月「新車登録台数」(1日)
- ・消費周辺；5月「失業率・有効求人倍率」(1日)
- ・設備関連；6月「新設住宅統計」(1日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.298—追補)

——日銀が現行の金融緩和政策継続を表明し市場はやや混乱

——米国等主要国は相次いで金融引き締め政策変更

——中国経済は回復傾向にはあるものの予想外に遅々

1. 日銀が現行の金融緩和政策継続を表明し市場はやや混乱

○日銀は、16～17日開催の金融政策決定会合で、現行の大規模緩和（短期金利を-0.1%に、長期金利を0～0.25%に誘導する。年12兆円を上限に必要なに応じて上場投資信託を買い入れる。）を継続することを決めた。市場では一部にこのところの世界規模でのインフレ加速や、それを眺めた主要国が一斉に金融引き締め策に切り替えていることから、日銀も何らかの形で追随するとの見方もあったが、黒田総裁はこれを明確に否定した形になった。また為替についても「急激な円安は日本経済にとってマイナス」と明言し「今後その動向を注視する」こととしたが、何らかの具体的対応策に言及することもなかったことから、結局為替は世界経済停滞観測の中で安定的な円を買う動きと、内外金利差拡大を懸念する動きとが交錯し激しく上下し、最終的には円安方向での週越えとなっている。

なお今回日銀が政策変更を見送った背景としては、①GDPがコロナ流行前の水準に達していないこと、②需要不足の状況が続いていること、③賃上げも広がりやを欠くこと、④物価上昇率にしても、上昇方向にはあるが8%を超える欧米と比較すればなお低いこと、等が考えられる。ただこの一方で市場の中には「政策変更したくとも想定される副作用が大きすぎて出来なかつただけ」と指摘する向きもあるわけで、これはこれで留意が必要だ。事実政府・日銀が死守したかたはずの株価は、市場の中には「緩和政策継続決定」に安堵の表情の先が多かったと言われている割にはその後大幅に下落（1か月ぶりに2万6千円割れ）している。要するに市場の中には日銀が市場の軋みを増幅させていると見ている向きもあるということで、例えば「イールドカーブコントロール」と称して長期金利の抑え込みを狙っているが、17日には10年物国債金利が0.265%と日銀設定の上限0.25%を上回る事態にも遭遇している。これは市場が日銀に黒田総裁が明確に否定している「上限引き上げ」をむしろ催促しているに他ならないと見る向きもあるところだ。さらには残存期間が10年未満の国債の方が10年物国債金利を上回る事態が珍しくなくなっていることもこの証左と指摘する先もある。

要するにこれは、市場は日銀が近日中に結局規模政策変更へ追い込まれるとの見方を捨てていないと見る向きがあるということであるが、市場の中には、黒田総裁としては来年4月の退任まではこのまま逃げ切り可能と見ており、結局大規模緩和策を変更することはないと見ている向きが少なくないことも事実のようでもあり、いずれにせよ今後ともきめ細かなウォッチが肝要だ。

なお為替については、政府・日銀が「各国通貨当局と緊密な意思疎通を図りつつ、必要な場合には適切な対応をとる」として介入も辞さない姿勢を示唆しており、市場としても今後介入がありやなしかに注目しているようにも見えることも事実だ。ただこの一方で米国は、我が国のドル売り（円高）を支持しない姿勢を示唆しているわけで、さらにもともと黒田総裁の本音としては円安許容とも見られていることから、結局先行きもさらなる円安進行を覚悟したほうが賢明かもしれない。

2. 米国等主要国は相次いで金融引き締め政策変更

○米国等主要国中銀が金融政策決定会合を開催する「中銀ウイーク」が終わったところであるが、この間に米国が16日に+0.75%といったこれまでにない高率での「利上げ」に踏み切ったほか、英国イングランド銀行(+1.25→+2.5%、5回連続引き上げ)、スイス国立銀行(-0.75→-0.25%、15年振り引き上げ)も16日に「利上げ」を実行。またEUもすでに7月中に+0.25%利上げすることを表明している。さらにいずれの中央銀行も先行きの「利上げ」継続を表明するなど、主要国での金融政策変更の動きは固まったようだ。なお世界の中央銀行に因る政策金利引き上げは大きな流れになっており、今年半年で延べ80回にも及んでいるそうだ。そしてこのうち60回は新興国(これまでは、2008年の50回が最多)によるもので、前述のように未だ大規模緩和政策を継続している我が国は極めて異例ということだ。

要するに米国をはじめとする主要国中央銀行は、足元のインフレ進行(例えば、トルコを除くグローバルサプライチェーン圧力指数《海上輸送や航空便などの輸送コストに加え、各国のPMIやISM、在庫指数などを基に算出される世界のサプライチェーンの圧力=混乱度が図れる指数》は前月比+0.7%と過去2番目の高水準)を眺め、本来の中央銀行の役目とも言うべき「物価安定」を最優先した格好であるが、この一方で当然足元の世界経済は、一気に金融引き締めモードに変換し停滞局面入りした格好になっていることも事実だ。こうした中市場としては、仮に金融引き締めがインフレ上昇を抑えきれない場合にはスタグフレーション(インフレ化の景気停滞)にも陥れかねないリスクを背負いかねないことを一段と懸念し始めているようにも見える。事実米国経営者には景気後退を懸念する発言が目立ち始めており、ヘッジファンドは保有資産の売却を急ぎ始めたようにも見える。また株価も、NY市場は当初は「+1.0%」の利上げも覚悟していた向きもあっただけに上昇する局面もあつたが、結局は続落し先週1週間で-4.8%の大幅下落を余儀なくされた格好だ。なお17日の終値は2万9988ドルと1年半ぶりに3万ドルを割り込んでの週越えとなっている。さらに債券も一時は高値をつけたものの、最終的には同時安(金利は、2011年4月以来の水準にまで急上昇)に見舞われているなど、世界のマネーは逃避策に苦慮し始めている状況だ。

3. 中国経済は引き続き回復傾向にはあるものの予想外に遅々

○中国経済については、市場はその回復の遅れが世界経済停滞の一因にもなっているとして懸念しているが、5月「鉱工業生産」(15日、前年同月比+0.7%と前月の-2.9%からプラス復帰)については市場のマイナス継続予想(-0.7%)とは逆に小幅ながらもプラスに転じ、さらに5月「小売売上高」(15日、前年同月比-6.7%と前月の-11.1%からマイナス幅縮小)にしても水面下が続いているとは言え、その幅は市場予想(-7.1%)を僅かとはいえず上回る程度に縮小している。さらに中国で最大級と言われるネット通販セール18日に最終日を迎えたが、高額品の売れ行きが好調で過去最高を更新した模様だ。このため中国市場の中には「サプライチェーンの障害も少なくなり消費者の購買意欲は急速に回復している」として、コロナウイルス禍からの「リベンジ消費」に期待が高まっているようにも見えることは事実だ。

ただこの一方で小売売上高が回復してきたと言っても、3か月連続で水面下にあることも事実であり、さらには政府が重要視している失業率も5.9%(前月4月は6.1%と過去2番目の高率)と高止まりしており、16~24歳の若年層に至っては18.4%(同18.2%)と上昇し最悪を

更新している。またマンション市場も昨秋からの調整局面を抜け出せず、新築住宅の取引面積も前年を4割下回っているとも言われている。さらに中国経済の「体温」を示すと言われている発電量は前年を-3.3%下回ったままのようだ。このため市場には4~6月のプラス成長は容易ではなくマイナス成長になることもあり得るとの見方も増加しているように見えるのだ。

さらにコロナ感染にしても、例えば北京では約1か月ぶりに飲食店での店内飲食を再開させているが、この一方で感染者が再び増加しているなどあくまでも「ゼロコロナ」に拘る中国政府としては対応に苦慮していることも、また事実なのだ。

○こうした状況から中国政府としても5月末には景気対策をまとめるなどそれなりに対処する姿勢を示しているが、政府研究員の中には「コロナ蔓延の消費への影響は長期におよび、リベンジ消費は存在しない」と発言する向きもあるようで、ここは楽観視しないほうが賢明なようだ。さらには今秋開催の共産党大会を前にして習主席の「個人崇拜」を加速する動きも目立つとされているが、経済停滞がこれに何らかの影響を与えないか否かも注視したほうが良さそうだ。

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。