

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. 299

(2022.06.27)

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.299)

1. 先週の動き

○先週については、引き続きコロナ感染状況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長期化の心配がさらに濃厚となった格好だ。ただこうした中、世界主要国中央銀行が現在のインフレ加速対策として金融引き締め策に出始めたことが、景気後退に繋がるという懸念が強まる（各種経済指標も予想以上に冴えない）といった難しい局面入りした形となった。つれて市況も揺れている。即ち株式は、週前半は下落した一方で、後半は金融引き締め緩和期待が強まり米国を含めて戻している。この間長期金利も、米国では高止まりの後、23日には一時3.00%程度にまで低下（価格は上昇）している。さらに為替も、22日には24年ぶりとなる136円台後半まで円安に動いた後、結局134円台前半まで戻した格好だ。このため一時市場が囃していた早期の「150円台乗せ」懸念はやや遠のいた模様だ。なお原油も、基本的には下落基調が続いたが、週末は値ごろ感による買いが入り若干戻している。（なお主要国の経済停滞状況等については別添追補参照。）

○この間米国の経済指標については公表指標は少ないが、市場の注目度はこれまで以上に高まった格好だ。そうした中まずは景況指標に注目していたが、6月「ミシガン大学消費者態度指数・確定値」（24日、50.0と速報値の50.2からやや低下）は結局僅かとはいえ悪化しており、更に6月「製造業・サービス業PMI」（ともに23日、前者は52.4と57.0から低下、後者も51.6と53.4から低下）は、製造業はもとより相応に改善すると期待していたサービス業まで悪化しており、ここは大いに気掛かりだ。

その他の実体経済指標でも、5月「新築住宅販売件数」（24日、年率換算69.6万件と前月の62.9万件<速報値59.1万件を上方修正>から増加）については増加となったが、この一方で、5月「中古住宅販売件数」（21日、年率換算541万件と前月の560万件<速報値561万件を若干下方修正>から減少）については、ほぼ予想通りの減少を余儀なくされており微妙な動きとなっている。

○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）で確認したが、製造業は52.7（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見ていた市場予想（53.7）に反しさらに悪化している。これは価格上昇圧力が依然として残るうえ、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の影響が予想外に大きかったということだ。ただこの一方で、サービス業は54.2

(同 50.7→52.6) と市場予想 (53.2) をも上回って 4 か月連続での改善が進んだ形だ。これは消費者の外出機会の増加や水際対策の緩和が予想以上に好影響をもたらした格好だ。

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) で確認したが、変動の大きい生鮮食品を除くベースで前年比+2.1% (同+0.8→+2.1%) と 2 か月連続で 7 年 1 か月振りの 2% 越えを果たした形だ。なお総合ベースで見ても同+2.5% (同+1.2→+2.5%) と高い伸びが続いている。ただ内訳を見ると、「家具・家事用品」(同前月+2.3→当月+3.6%) では伸びをさらに大きく高めているが、「生鮮食品を除く食料」(同+2.6→+2.7%)、「被服及び履物」(同+0.8→+0.9%)、「教養娯楽」(同+1.6→+1.7%) 等では伸びを高めてはいるがさすがに小幅化している。問題の「エネルギー」(同+19.1→+17.1%) に至っては極めて高い伸びを維持してはいるが伸びは頭打ちの格好だ。またこの間、「交通・通信」(同-0.2→-0.8%) のようにさらに低下しているものもあり、物価全体が今後とも一方的に上がり続けるか否かの判断は注意が必要かもしれない。なお 5 月「企業向けサービス価格指数」(24 日、日銀) も公表されたが、前年比+1.8% (同+1.2% <速報値+1.3 を下方修正> →+1.7%) と僅かではあるがやや伸びを高めた格好だ。ただ内訳として、前月伸び急増した広告は同+4.4% (同+1.9→+5.9% <速報値+5.6% を上方修正>) と逆に伸びを低めており、ここはやや気になるところだ。

2. 今週の動き予想

○今週についても、コロナに関する「行動規制」緩和・解除の動きと、ロシアのウクライナ侵攻や、中国の「ゼロコロナ」政策の継続もあって予想外に長期化している「供給・物流制約」の行方が注目されるどころだ。こうした中主要国の中で異質の政策を採り続けている日銀の行動に変化が生じるのか否かも一段と問われているように見える。

なお市況は、引き続き神経質な動きが続くものと見られているようだ。即ち株価は、一進一退の動きになると思われるが、景気後退懸念から当然上値は重く、FRB (連邦準備制度理事会) 高官の発言や企業業績次第では下振れする可能性の方が高いと見たほうが良さそうだ。この間長期金利は、米国では先行きの不透明感の強まりから米国債への需要が高まる可能性があるものの、市場には FRB の大幅利上げに因る金利上昇 (債券価格は下落) への不安感は根強いと見る向きも少なくなく、ここは注意が必要だ。なお我が国の場合は、落ち着きを取り戻してきていると市場は見ているようだ。また為替については、市場は円安相場が一服するか否かに注目を集める相場になると見ているようだ。ところで問題になっている日米金利差拡大は、足元縮小しているとの指摘もあり、これが続けば円安進行にいったん歯止めがかかるわけで、ここにも注視する必要がある。さらに原油については、強弱材料が交錯することも事実であるが、基本的には世界の主要国中央銀行のインフレ抑制姿勢の影響の方が強いと見られ、例えば NY 先物市場では一時、1 バレル 100 ドルを割り込む展開もあると見られているようだ。

○この間米国の経済指標については、景況については 6 月「ISM 製造業景況指数」(1 日、55.3 と前月の 56.1 から低下予想)、6 月「消費者信頼感指数」(28 日、100.1 と前月の 106.4 から低下予想)、6 月「シカゴ購買部協会景気指数」(30 日、58.9 と前月の 60.3 から低下予想) といった指標に注目したいが、いずれも悪化を見込んでいる。なお 1~3 月期「GDP・確定値」

(29日、前四半期比年率-1.5%と前四半期の-1.5%からマイナス幅横ばい予想)も公表されるが、これはタイムラグもあってか水面下のまま横ばい予想だ。また物価動向については、5月「個人消費支出・デフレーター」(30日、前年同月比+6.4%と前月の+6.3%からやや伸び上昇予想)で確認することになるが、これはさらに伸び上昇すると市場は見ているようだ。また5月「個人消費支出」(30日、前月比+0.5%と前月の+0.9%から伸び低下予想)についても伸びが鈍化すると見ているが、5月「個人所得」(30日、前月比+0.5%と前月の+0.4%から伸びやや上昇予想)自体については、伸びがさらに増加する見込みとなっている。

○こうした中我が国の経済指標については、まずは日銀短観結果が注目されるところだ。市場は製造業についてはコモディティ価格(WTI原油先物や天然ガス先物、金・Gold先物等の各種商品先物の価格)上昇、中国のロックダウンの影響が加わったサプライチェーン供給制約が下押し要因となる一方で世界需要の回復期待もあり、結局業況判断は横ばいに推移すると見ているようだ。ただし非製造業については、オミクロン株感染拡大からの経済回復が進んでおり、製造業を若干上回る程度にまで業況回復は進むと見ている。(詳細は、別添追補参照。)

その他には物価動向が気掛かりであるが、これは6月「東京都区部消費者物価指数」(1日、日銀)で確認したい。市場は総合ベースで前年比+2.4%(同前々月+2.4→前月+2.4%)と高い伸びが続くと見ている。これは輸入価格の高騰を受けて食品や財価格への転嫁が進んでいることを映じたものだが、この一方でエネルギー価格は引き続き高い水準が続いているが、前年比の伸びは鈍化していることから全体でも伸び率は頭打ちになると見ているようだ。

次は消費動向であるが、5月「商業動態統計」(29日、経産省)については、市場は小売業販売額が前年同月比+2.4%(前々月+0.6→+3.1%)と伸び鈍化すると見ている。これは経済活動の正常化が続く中で衣料品などは好調ながら、この一方で食料品等生活必需品での価格上昇から節約志向が高まってきていることも事実であり、結局全体では4月に記録した消費増税直前の2019年9月以来の高水準からは伸び低下すると見ているようだ。このため前月比で見れば-0.8%(同+1.7→+1.0%)とマイナスに転じる見込みだ。さらに6月「消費動向調査」(29日、内閣府)も公表されるが、これについては市場は季節調整済み消費者態度指数が、34.8(前々月33.0→前月34.1)と改善が続くとの見方だ。これはこのところの価格上昇が重しになることは事実ながら、経済活動の正常化、また雇用環境や所得改善が続いていることから、消費マインド自体はオミクロン株感染拡大に伴う急落からは相応に改善が進んでいると見ているためだ。また6月「新車登録台数」(1日、自販連)については、市場は前月(前年同月比:前々月-15.0→前月-16.7%)まで続くマイナス基調が結局継続すると見ているが少しなりともその幅を縮小することを期待しているようだ。

このほか消費周辺指標として、5月「失業率・有効求人倍率」(1日、各総務省、厚労省)も公表されるが、市場は失業率は2.5%(前々月2.6→前月2.5%)と前月低下の横ばいになると見ているが、これで最低ラインと見ているようだ。なお有効求人倍率は1.25倍(同1.22→1.23倍)とさらに上昇すると見ている。これは基本的に経済活動の活発化を受けて、労働市場も本格回復に向けて改善していると見ているためだ。

また生産動向については、5月「鉱工業生産」(30日、経産省)で確認することになるが、市場は前月比-0.8%(前々月+0.3→前月-1.5%)と2か月連続でのマイナスになると見ている。

これは企業の生産計画自体は回復を見込んでいるが、中国でのロックダウンによる供給制約が根強く残っており、自動車などでの一時的な生産ラインの停止が続いていることから計画未達を余儀なくされると見ているようだ。ただ6月以降は徐々に供給制約が緩み始めていることから、7月以降には生産の目立った回復が見られると予想している。

最後は設備投資動向だ。これは5月「新設住宅統計」(1日、国交省)で確認したい。市場は前年同月比+2.5%(前々月+6.0→前月+2.2%)と再び伸びを高めると見ているようだ。これは前月は2,3月の大型案件に因る大幅増加の反動から伸びが鈍ったが、当月は経済活動の活発化に伴って相応に改善が進むと見ているためだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週は、以下のように、公表指標が数多いので、経済動向が微妙でもあり、ここは、注意深く、ウォッチしていきたい。

- ・景況関連；6月「景気ウォッチャー調査」(8日)
6月「サービス業PMI・最終」(5日)
- ・消費関連；5月「消費活動指数」(7日)
- ・消費周辺；5月「毎月勤労統計」(5日)
- ・輸出関連；5月「国際収支」(8日)
- ・設備関連；5月「住宅着工統計」(8日)
- ・貸出関連；6月「貸出預金統計」(8日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.299—追補)

——日銀の6月短観は、小幅改善にとどまる見通し

——世界経済に、一段と停滞懸念強まる

1. 日銀の6月短観は、小幅改善にとどまる見通し

○日銀6月短観について市場は、製造業についてはコモディティ価格上昇や中国ロックダウンの影響も加わったサプライチェーン供給制約の一方で、今回調査時点では米国経済も堅調であったことから、これが世界経済復興に好影響を与えると考えられていたが、結局のところは横ばい圏内の動きになると見ているようだ。そして非製造業については広範囲な物価上昇(円安がこれを加速)による下押し効果はあるものの、オミクロン株感染拡大に因る「行動制約」緩和・解除の効果が、業況回復の恩恵としてそれなりに顕現化し製造業を上回る水準にまで改善が進むと見られている。

こうした中市場が最も注目しているのは物価関連の動きであるが、日銀としても物価上昇の影響が企業の業況、収益・投資計画にどう表れるかに注目している(今回の参議院選挙でも争点の中心になりそうだ)と思われるが、どうも景気回復の腰の強さを立証する材料集めをより重視する気配が強く、よほど景気に深刻な下方リスクの存在確認や中期インフレ期待が大きく上昇しない限り、現行の金融緩和政策の持続性に疑義を生じさせる事態にはならないように見える。いずれにせよこれらの点はしっかりウォッチする必要がある。

この間市場が注目している点をやや詳しく解説すると、以下の通り。

①業況判断については、大企業・製造業が14(前回14→同先行き9→今回先行き15)と前回の悪化予想に反して横ばいにとどまると予想される一方で、同・非製造業は15(同9→7→16)と製造業を上回るレベルにまで急改善する見通しだ。ただ中小企業・製造業は-5(同-4→-5→-5)と前回予測通りにさらに悪化し、同・非製造業も-2(同-6→-10→-2)と前回予測に反して改善するがそれでも水面下にとどまる見通しだ。これは大企業にとって円安がプラスに働き勝ちなのに対し、中小企業にとっては仕入れコストの上昇(しかも販売価格に、大企業ほどには転嫁しにくい)というマイナス効果の方が大きいためと見られている。なお先行きについては、大企業・中小企業を問わず共に横ばい予想となっているが、通常は下方バイアスがかかり易いとみられており、ここはむしろやや期待含みと見たほうが良さそうだ。

②市場が特に注目している物価動向については、まずは中期(3年先、5年先)の物価観で確認することになるが、前回の+1.6%から、+2.0%近くまで上方修正されると見られている。しかもさらにどこまで上回るかが注目ポイントになりそう。ただしこれがどこまで上回っても当面は日銀の将来の政策変更には繋がらないというのが市場の見方だ。さらに前回までは販売価格判断の上昇が仕入れ価格判断上昇に全く追いつかず、これが企業採算悪化(特に中小企業)に繋がっているとの見方だったが、これが後者の上昇判断の緩みから、どこまで縮小するかも重要な注目ポイントだ。

③こうした中収益計画については、いずれにせよ上記のような交易条件の大幅悪化によりさらに増益テンポが鈍化すると見込まれているが、大企業については前年比+8.0%(前年実績+

36.0%)と大きく鈍化すると市場は見ているようだ。さらに中小企業も、同+3.0%(同+15.2%)と減速する見通しだ。ただ前回調査では市場は今年見通し(大企業・中小企業とも-1.4%)をマイナス転落と見ていたわけで、それと比較すれば予想以上に踏みとどまっているとも言えるところだ。

④次に市場が注目しているのは、企業がこれまで先送りしてきた設備投資の実現にどこまで本気で立ち向かうか否かだ。なお市場は大企業が前年比+11.0%(前年実績+3.3%)と前回の慎重な今年市場予測(+2.2%)を大きく上回るかなり前向きな予想(ただし、物価上昇分を調整する必要がある)となっている。これはこれまでコロナ禍でやや中断していた「脱炭素投資」の本格化が期待出来るうえ、ビジネスモデルの変換のための投資も期待できると見ているためだ。ただこの一方で中小企業は同-5.0%(同+8.6%)と前回の今年市場予想(-11.4%)を上方修正してはいるが水面下にとどまる見通しだ。これは収益の大幅伸び鈍化やサプライチェーンの供給制約の影響が、大企業に比べより強く出ると見られているためだ。

⑤企業の資金繰りについても、コロナ禍に対応した企業金融支援の行く末次第では要注目事項になることも留意しておく必要があるようだ。なお別途の経済指標(日銀公表の「貸出預金動向」)によれば、先行きは日銀の利上げがなくともやや金融引き締め気味になる可能性があるわけで、その場合の金融機関収益に及ぼす影響も注視する必要がある。

2. 世界経済に、一段と停滞懸念強まる

○米国等主要国中央銀行(日銀を除く)はインフレ加速に対応して、押しなべてこれまでの金融緩和政策を変更し「利上げ」一色に切り替えた感があるが、この一方ここにきて「利上げ」がもたらす「景気下押し」効果を懸念する声が強まってきており、世界経済は一転して停滞局面に入ろうとしているようにも見える。事実世界各国の株価指数が続々と「弱気相場」(主要47か国の株価は、今年に入り約25兆ドル吹き飛んだ計算だ)とされる水準にまで下落している。さらにこうした下落傾向は、成長株とされていた企業についても同様の動きになっており、ここは注意が必要だ。

なおこの間市場の中では、2022年の経済見通しを、これまでは上半期を通じて世界成長が足場を固めると主張する向きが大勢であったが、ここにきて「もはや、数四半期は、回復力のみでは潜在力を上回る成長を取り戻すことは出来ない」と明言する向きも出てきている状況となっている。

要するにこれは、直前までロックダウンを継続していた中国も含めパンデミックによる低迷は解消されつつあるものの以下の点で下方リスクがあるというものだ。

- ①インフレ圧力が依然として高い。従ってリスクは下方寄りだ。
- ②2022年上半期の成長率が鈍化し、時間当たりの人件費が上昇し企業利益率が縮小している。つれて景況感も悪化している。
- ③主要国中央銀行は、これまでスタンス正常化の必要性和成長支援のコミットメントの間で微妙なバランスをとってきたが、特に米国FRB(連邦準備制度理事会)でよりタカ派的言辞が目立ち始め、そちらに偏り始めている。

○この間の状況を、やや詳しく見ると以下の通り。

[米国]・・・FRBのパウエル議長は、22日の上院議会証言で今後の利上げペースについて「データに機敏に反応していく」と述べる一方で、直近の経済指標が冴えないとの事情もありこれが景気後退を呼び込む懸念について「可能性はある」と認めた格好になったことから、世界の景気後退懸念が一段と強まった形になった。つれて株価は一旦は下落したが、FRBの急激な金融引き締めが緩和されるとの思惑から週末には値上がりするなど解りにくい展開を示している。もっとも景気敏感な韓国や台湾では下落が目立った。さらに景気を反映する銅は22日に1年3か月ぶりの安値を付け、原油も大幅安となっている。

いずれにせよ、利上げでは供給制約によるインフレを解消することは難しいわけで、米国のインフレについても食料品中心に今後も継続すると見られていることには注意が必要だ。

[欧州]・・・インフレ加速に対応すべく、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)が、16日に「利上げ」を実行したほか、EUもすでに、7月中に+0.25%利上げすることを表明したわけであるが、EUの6月「消費者信頼感」(22日、-23.6と前月の-21.1からマイナス幅拡大)は既に大きく水面下にありながらさらに悪化しているほか、6月「総合指数PMI」(23日、51.9と、前月の54.8から低下)も2021年2月以来の低水準となっているなど急速に景況感に陰りが生じている。このため先行きも6月「経済・消費者信頼感指数」(29日、103.0と、前月の105.0から低下予想)、6月「消費者物価指数」(1日、前月は前年同月比+8.1%)が公表予定であるが、市場はいずれについても冴えない見方をしているようだ。

要するにこれは市場が懸念していたスタグフレーションに一段と近づきつつあるというわけで、ここは一段ときめ細かくウォッチする必要があるようだ。

[中国]・・・先週報告のように、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%)を僅かとはいえ上回る程度に縮小している。さらに今週公表される6月「製造業PMI」(30日、50.3と前月の49.6から上昇予想)についても、好不況の分かれ目となる50.0を上回りロックダウンによる最悪期を脱すると判断する先も現れるなど、経済指標には改善が目立ち始めていることも事実だ。

もっとも景気悪化で余儀なくされていた住宅市場の調整は長引いているうえ、実質的には政策金利も1年物で年3.70%、住宅ローン金利の目安となる5年超が年4.45%と引き続き高く、これを引き下げる必要があるが、政府は5月に実施した利下げ効果や景気対策に盛り込んだ支援策の実行状況を見極めることを優先したいとして躊躇しているのが実状だ。正直これでは多くを期待しないほうが賢明かもしれない。

なお今年6月までに発行された人民建て債券(パンダ債)が79億元と前年比半減しており、それだけ中国経済の先行きへの警戒感が強まっているとの見方もあり、ここも注意が必要だ。

いずれにせよ市場は、前述の 6 月「製造業PMI」(30日)の行方に神経を尖らしている状況だ。

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。