

# 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. 306

(2022.08.15)

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.306)

### 1. 先週の動き

○先週はコロナ感染状況に頭打ちの兆しが出てはいるが、依然極めて高水準だ。しかも経済面への悪影響も、従前ほどではないにしろ徐々に高まりつつあるようにも見える。ただ米国では濃厚接触者の隔離を不要としたり、学校での定期的な検査も取りやめる方針を打ち出しているなど、海外での規制緩和は一段と進む気配だ。なおロシアのウクライナ侵攻については依然膠着したままの状況が続いているが、ロシア経済自体はとうとう水面下入りするなど、欧米の経済制裁効果がかかり顕現化してきている。

こうした中、市況については、株価は週前半は売りが目立ったが、後半はNY市場で後述のように米国消費者物価指数が市場予想を下回ったことから大幅「利上げ」の観測が後退し、結局値上がり転じている。つれて東京市場も1月12日以来7か月振りの高値水準にまで反発しての週越えとなった。またこれを受けて134円台で推移していた為替も、週末には133円台に反発した形になった。さらに原油は上下した後、週末は国際エネルギー機関(IEA)が11日発表の月報で2022年、2023年の石油需要予測を上方修正したこと等を受けて反発している。(なお世界経済・株価の動きや、欧州・中国経済の現況詳細については、別途追補参照。)

○こうした中、米国の経済指標については、先々週に見られた景気改善傾向が何処まで継続するかが注目点であったが、8月「ミシガン大学消費者態度指数」(12日、55.1と前月の51.5から上昇)については市場予想(52.5)を上回る改善となっている。また4~6月期「非農業部門労働生産性・速報値」(9日、前四半期比-4.6%と前四半期の-7.4%<速報値-7.3%を下方修正>からマイナス幅縮小)についても水面下が続けているが、ほぼ市場予想通りに改善が進んだ形になるなど、とりあえず景気は上振れた形だ。なお4~6月期「単位労働費用・速報値」(9日、前四半期比年率+10.8%と前四半期の+12.7%<速報値+12.6%を上方修正>から伸び低下)についても市場予想(+9.8%)ほどではないにしろ、低下が進んだ格好だ。ただこの一方で「新規失業保険申請件数」が前週は26.2万件(前々週24.8万件<速報値26.0万件を下方修正>)とジリ増傾向が続いており、ここは正直気になるところだ。

また気になる物価動向については、7月「消費者物価指数」(10日、前年同月比+8.5%と前月の+9.1%から伸び低下)は高水準ながらもやや伸び鈍化した形であるが、これも食品・エネルギーを除くコアベースで見ると同+5.9%と前月比伸び横ばいにとどまっており、必ずしも落ち着いたとは言い難い状況だ。ただ7月「卸売物価指数：生産者物価指数・コア」(11日、前

年同月比+7.6%と前月の+8.4%<速報値+8.2%を上方修正>から伸び低下)については伸びが鈍化していることから、今後の価格転嫁の進捗度合いにもよるが、物価上昇も高値で頭打ちの状況に近づいているのかもしれない。なお6月「卸売売上高」(10日、前月比+1.8%と前月の+0.7%<速報値+0.5%を上方修正>から伸び上昇)は改善が進んだ形になっているが、7月「月次財政状況」(10日、-2111億ドルと前月の-888億ドルから赤字幅増加)は大幅な赤字増加を余儀なくされているなど、改善一辺倒ではない。

○この間、我が国の経済指標では、まずは7月「景気ウォッチャー調査」(8日、内閣府)に注目したが、季節調整済み現状判断DIは43.8(前々月54.0→前月52.9)と、もともと7月以降のコロナ感染者数の急増やそれに伴う旅行補助金プログラムの全国規模への拡大延期などもあり慎重に見ていた市場予想(51.0)をも大きく下回る水準にまで再び悪化した形になった。内訳的にも飲食関連が30.8(同62.2→62.0)、サービス業も44.3(同60.1→61.1)と極端な落ち込みをすでに見せ始めており、ここは大いに気になるところだ。ただ企業動向関連は44.3(同50.4→48.0)と改善を期待していた市場予想とは逆に悪化した形にはなったが、中国経済がとりあえずコロナウイルス感染状況が落ち着きを見せ供給制約が緩和したこともあり、小幅な悪化にとどまっている。なお全体の先行き判断DIについては42.8(同52.5→47.6)と順次悪化が進むとの見方だ。この間、東京都については、現状判断DIが46.4(同56.6→57.7)、先行き判断DIが44.8(54.9→52.7)と全国を上回るテンポで悪化が進んでおり、ここは気掛かりだ。

さらに物価動向も気になるところであり、これは7月「国内企業物価指数(10日、日銀)で確認したが、国内企業物価指数は前年比+8.6%(同+9.3→+9.4%<速報値+9.2%を上方修正>)と予想(+9.2%)外の伸び低下となった。これは石油・石炭(前月比寄与度-0.17%)が下落に寄与したほか、足元の円高傾向もとりあえず国内物価引下げ方向に働いたためと見られる。

また輸出動向を6月「国際収支」(8日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比+1.8%(前月+4.1%)と増加を継続しながらも伸びを低めている。ただこの一方で輸入が円安に伴う価格上昇もあって同+5.8%(同+5.9%)と輸出を上回る高い伸びを継続した形となったことから、貿易赤字は-1.58兆円(前々月-0.98→前月-1.18兆円)と予想通りに更に拡大した格好だ。もっともこの一方で第一次所得収支が+2.84兆円(同+2.15→+1.62兆円)と前月の反動もあって黒字幅拡大に転じたことから、結局経常収支も+0.83兆円(同+0.51→+0.008兆円)と再び市場予想(+0.35兆円)をも大きく上回る黒字拡大となった。

最後は貸出動向を7月「貸出預金動向」(8日、日銀)で確認したが、総貸出平残は前年同月比+1.8%(前々月+0.7→前月+1.2%<速報値+1.3%を下方修正>)と予想通りに伸びを高めた形だ。内訳を見ても、このところ牽引車になっている都銀等が同+1.7%(同-0.2→+0.7%)と前月にプラス回帰した後も伸びを高めているほか、信金も同0.0%(同-0.4→-0.2%)と水面ギリギリまで回復するなど、ともに経済活動を上押しした形になってきている。ただ先行きについてはコロナ感染再爆発がどう影響するかが気になるところだ。なお預金平残も同+2.9%(同+2.5→+2.6%)と共に伸びを高めている。これも都銀が同+3.1%(同+2.4→+2.6%)と牽引車的な役割を果たしている。

## 2. 今週の動き予想

○今週もコロナ感染状況絡みの動きが気掛かりだ。基本的には高水準且つ頭打ちの動きが続くと思われるが、お盆休み中の動き（天候悪化もあって予想していたほどには行楽地の動きは活発でなかったようだ）がどう影響するかが注目されている。また地政学的動きについても、ロシアのウクライナ侵攻については長期化の動きに変化はないにしても、台湾を巡る米中対立の行方については我が国への影響波及を含めて、依然として注意深くウォッチしたほうが良さそうだ。またロシア経済の落ち込みがどこまで進み、それが戦況にどう影響するかも気になるところだ。

なお市況については、株価はFRB（連邦準備制度理事会）の「利上げ」に関する思惑はやや出尽くしの感もあり、今週はより経済指標次第の面が強まると思われる。ただ市場には、米国についてはやや慎重な見方も出始めている一方で、米中の消費動向を示す経済統計や企業決算で景気後退懸念を強めることがなければ、景気回復に追い風が吹くとの見方も強く、結局は上昇基調を保つとの見方が強いようだ。いずれにせよ上値は重いと見たほうが賢明と思われ、東京市場は引続きこれに追随すると見て良さそうだ。さらに長期金利はこれまでの上昇が行き過ぎとの見方もあり低下基調と見られている。また為替も米国消費者物価指数鈍化を受けて、2023年以降のFRBの「利下げ」を織り込む動きが既に広がりつつある一方で、日銀の大規模金融緩和継続を受けての円売り需要も根強く、この攻めぎあいになって一進一退になりそうな気配だ。原油についてもFRBの「利上げ」減速の思惑が買いの安心感を呼び込んでおり、堅調に推移すると市場は見ていよう。また気掛かりな穀物相場については、ウクライナの穀物輸出が始まり供給懸念が一時的に和らぐことがあっても、結局はウクライナ危機が解決されない限り大幅な下落には繋がりにくいというのが市場の見方のようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、市場が注目している景況から確認したい。最初に8月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（18日、-5.0と前月の-12.3からマイナス幅縮小予想）、および7月「景気先行指標総合指数」（18日、前月比-0.5%と前月の-0.8%からマイナス幅やや縮小予想）で確認したいが、市場はともに引き続き水面下が続くとしても、方向としては改善が進むとの見方だ。ただこの一方で8月「NY連銀製造業景気指数」（15日、5.0と、前月の11.1から低下予想）については悪化予想となっており、市場は慎重姿勢を崩してはいないようだ。なお第2週「新規失業保険申請件数」（18日、26.5万件と前週の26.2万件からやや増加予想）についても、小幅ながら増加が継続すると見ており、ここは引き続き注視すべきと思われる。

さらに7月「小売売上高」（17日、前月比+0.2%と前月の+1.0%から伸び低下予想）についても伸び鈍化を見込んでおり、7月「中古住宅販売件数」（18日、年率換算487万件と512万件から減少予想）、7月「住宅着工件数」（16日、年率換算154.5万件と前月の155.9万件から減少予想）、7月「住宅建築許可件数」（16日、年率換算165.5万件と前月の169.6万件<速報値168.5万件を上方修正>から減少予想）、いずれについても減少するとの慎重な見方になっている。ただ7月「鉱工業生産指数」（16日、前月比+0.2%と前月の-0.2%からプラス回復予想）、7月「設備稼働率」（16日、前月比80.2%と前月の80.0から若干上昇予想）については僅かながら改善すると見ており、結局区々（マチマチ）の動きが続くと見たほうが良さそうだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況関連の第2四半期「GDP第1次速報」(15日、内閣府)に注目したいが、市場は前四半期比年率+2.5%(前々四半期+4.0→前四半期-0.5%)と前四半期の小幅マイナスからプラス回復すると見ているようだ。これはコロナ感染も6月までは比較的少数にとどまっていたことを映じたものであるが、足元のコロナ感染再爆発を鑑みれば軽々には評価できないところだ。なお内訳を見ても、個人消費が同+6.5%(同+10.4→+0.1%)と急増する見込みになっているが、これも先行き継続するとは思われない。ただ民間設備投資は同+5.0%(同+0.3→-2.8%)と回復に転じており、この勢いはある程度続きそうだ。さらに純輸出も同-2.5%(同+0.4→-1.6%)と、この時点では中国のロックダウンの影響が大きかったことからマイナス寄与が高まると見られている。この他8月「ロイター短観」(17日、ロイター通信)も公表されるが、市場は製造業については11(前々月9→前月9)と中国の経済活動再開の影響もあり改善が進むと見ているが、この一方で非製造業は9(同13→14)とエネルギーを中心としたコスト圧力が残る中で、コロナ新規感染者の急増が回復トレンドにあったサービス業の一時停滞を招いていると見て小幅悪化を見込んでいるようだ。

さらに物価動向も気掛かりであるが、これは7月「全国消費者物価指数」(19日、総務省)で確認したい。市場は生鮮食品を除くベースで前年同月比+2.0%(前々月+2.1→前月+2.2%)と2%を上回る伸びは継続しても、ややその伸び率を低めると見ている。これはエネルギー価格は引き続き高い水準が続くものの、ガソリン価格の前年比伸びがやや鈍化しているためだ。なおエネルギーを除くベースでは輸入価格の高騰を受けた価格転嫁が進捗することからプラス幅は拡大するとの見方だ。

また設備投資動向は6月「機械受注」(17日、内閣府)で確認するが、市場はコア(船舶・電力を除く民需)が前月比+1.0%(前々月+10.8→前月-5.6%)と5月の大幅反動減の後、再びプラスに転じると見ている。これはもともと企業の設備投資意欲は堅調なうえ価格要因もあり、受注額は高止まりすると見ているためだ。

最後は輸出動向を7月「貿易収支」(17日、財務省・日銀)で確認することになるが、市場は輸出が季節調整済み前月比+2.2%(同+2.4→+4.0%)と伸びは継続してもやや鈍化すると見ている。この一方で輸入は同+3.6%(同+5.6→+3.6%)と輸出を上回る伸びが続くと見られていることから、結局貿易赤字は-2.13兆円(前々月-1.88→前月-1.92兆円)とさらに拡大が続くと予想している。

### 3. 来週の公表予定経済指標

○来週は以下のように数は少ないが重要な経済指標の公表が予定されているので注目したい。

- ・景況関連；8月「製造業・サービス業PMI」(ともに23日)
- ・物価関連；8月「東京都区部消費者物価指数」(26日)
- 8月「企業向けサービス価格指数」(25日)

以上

## 先週および今週の主要経済指標から (No.306—追補)

- 世界経済と株式市場の行方は、市場が囿しているほどには堅調ではない模様
- 欧州の経済状況には底打ち気配があるものの、英国・ロシアの経済成長率は水面下に転落
- 中国経済は市場の景気回復期待をよそに、引き続き難問山積

## 1. 世界経済と株式相場の行方は、市場が囿しているほどには堅調ではない模様

○世界経済はインフレ上昇と金融引き締めが景況感を悪化させ、企業の支出抑制、労働市場の悪化、信用環境の逼迫を生じさせ、景気が踊り場を迎えるのではないかとの懸念が高まる状況にあったことは事実だ。ただ足元については①高インフレに変わりはないが頭打ちの状況が見られること、②2022年下半期には先進国のGDP成長率が潜在成長率を下回ると見られ始めていることからインフレ圧力も相応に緩和されると見られること、③世界的な「供給・物流制約」も緩和に向かうと見られること等を理由に、主要国中央銀行が金融引き締め策を緩める場合もあり得ると見る向きが出始めてもいるようだ。ただこの一方で、これはあくまでも現時点では希望的観測に過ぎず、いずれにせよソフトランディングを実現するのは困難であり、足元景気後退が回避されてもごく短期的なものにとどまり、主要国中央銀行が来年にはむしろより積極的な行動をとる必要に迫られると見る向きもあるところだ。そして筆者はどちらかと言えば後者に近い考え方だ。

要するに足元の主要国経済指標は改善方向にあることは確かだが、水準自体は水面下にある場合が多いなど、景気後退リスクは依然として高いと見たほうが賢明のように見えるからだ。さらに雇用は米国中心に驚くほど堅調に推移しているが、人件費高騰が企業の利益率を押し下げることも確かで、しかも労働参加率が雇用増に追従しなくなっている（例えば生産性の伸びは年央の落ち込みから長期トレンドに回帰する動きを見せているが、単位労働コストの伸びは高止まりしており、企業収益向上要因にならない可能性が高い）わけで、しかもここで主要国中央銀行が「利上げ」姿勢を崩さなければ、景気については減速圧力がより高まるという構図になるということになる。換言すればFRB（連邦準備制度理事会）の「利上げ」姿勢はそれだけ強く、当面成長率が低迷することがあっても「利上げ」を強行すると見たほうが賢明ということだ。

○ところで市場には「恐怖指数」という概念があり、これは今後の価格変動に備えた「保険」のような形で使われるオプション取引の価格から算出されるもので、値が大きいほど相場の大幅な変動を想定していることになるものだ。そして米株については「VIX指数：株式版恐怖指数」（实体经济や企業業績次第）、米国債については「MOVE指数：債券版恐怖指数」（FRBの政策次第）と称されているが、実はこのところ「MOVE指数」が急上昇して高止まりしており、「VIX指数」対比4.9倍と過去5年のピークである5倍に近づいているのが現状だ。過去の事例からすると、5倍を超過するとその後は「VIX指数」が急上昇（株式相場の波乱）するとされており、ここは市場も気にし始めているところのようだ。

なお市場の中には世界主要企業の2022年4～6月期純利益は前年比-7%減と2020年7～9月期以来7四半期振りのマイナスになったと見る向きもあることから、いずれにせよ株式市場は「期待先行」と見たほうが賢明とも思えるところだ。

## 2. 欧州の経済状況には底打ち気配があるものの、英国・ロシアの経済成長率は水面下に転落

○欧州はロシアのウクライナ侵攻の影響をまともに受けているが、引き続き経済指標にやや底打ち感が出てきているのも事実だ。即ち6月「鉱工業生産」(12日、前年同月比+2.4%と前月の+1.6%から伸び上昇)は悪化すると見ていた市場予想(+1.0%)とは逆に改善した格好だ。さらに6月「貿易収支・基調済み」(16日、-220億ユーロと前月の-260億ユーロから赤字幅縮小予想)も赤字幅が僅かであれ縮小する見込みになっている。さらに問題の物価についても7月「消費者物価指数・改定値」(18日、前年同月比+8.9%と速報値の+8.9%から伸び横ばい予想)を市場はとりあえず伸び横ばいに止まると見ているなど、頭打ち状況になることを期待しているようだ。

なお欧州ではロシアのウクライナ侵攻に伴い天然ガス不足におびえていたわけであるが、結局は予想外にガス需給は改善されていたようだ。というのは2022年1~6月期のLNG(液化天然ガス)輸入が前年を6割も増加していたからだ。これは従前世界最大のLNGの買い手であった中国が一転して売却側に回ったことの影響が大きいようだ。ただこれはロシア産の従前欧州向けであったものを中国が買い付け転売するようになったことに因るものと見られることから、市場の中にはこれは単に「中国の抜け駆け行為」と見る向きもあることは確かだ。もっともいずれにせよ、ここは判断が難しそうだ。

○ただこうした中でも、英国については4~6月期「GDP・速報値」(12日、前四半期比-0.1%と前四半期の+0.8%からマイナスに転化)がコロナ感染に因るロックダウンで経済活動が停滞した2021年1~3月期以来のマイナス成長に転じており、しかもGDPの6割を占める個人消費が同-0.2%と5四半期ぶりの減少となっていることから、イングランド銀行は「10~12月期から景気後退期に入る」と見始めているようだ。なおこの間、英国政府は「ウィズコロナ」を掲げて対策を原則打ち切っており、ここは他の欧米諸国はもとより我が国にしても他山の石とすべき面があるようにも思う。

○さらにロシアは当然のこととも言えるが、欧米を中心とした経済制裁の影響が引き続き大きく、4~6月「GDP」(12日、前年同四半期比-4.0%と前四半期の+3.5%からマイナスに転化)は2021年1~3月期以来、5四半期ぶりにとうとう水面下に沈んだ格好になった。とくに同「小売売上高」(-9.8%と前四半期の+3.5%から大きくマイナスに転化)の落ち込みが大きい。なおこの間「消費者物価指数」もウクライナ侵攻時に比べれば落ち着きつつあるとは言えるものの前年同月比+15%を超えているほか、自動車生産に至っては欧米諸国からの部品輸入がなくなり同-63.1%と極端に落ち込んでいる。さらに先行きはこうした状況が拡大(ロシア中銀は7~9月期経済成長率を-7%と予想)するとみられることから、ロシアは経済面でも一段と追い込まれてきているようだ。

## 3. 中国経済は市場の景気回復期待をよそに、引き続き難問山積

○中国経済については、市場には引き続き停滞感が強まっている世界経済の牽引車的役割を期待する向きもあることは事実であり、今週公表される7月「小売売上高」(15日、前年同月比+4.9%と前月の+3.1%から伸び上昇予想)、7月「鉱工業生産」(15日、前年同月比+4.3%と

前月の+3.9%から伸び上昇予想)ともに改善が進むと市場は見ているようだ。ただ物価については7月「生産者物価指数」(10日、前年同月比+4.2%と前月の+6.1%から伸び低下)は市場予想(+4.9%)を下回る水準にまで伸び鈍化したが、7月「消費者物価指数」(10日、前年同月比+2.7%と前月の+2.5%から伸びさらに上昇)はほぼ市場予想(+2.8%)通りに我が国を上回るテンポで上昇を続けているなど、ここは引き続き問題だ。いずれにせよ当該物価水準は2020年7月以来2年ぶりの高水準であり、しかもガソリン(+25.0%)はもとより、中国人の食卓に欠かせない豚肉(+20.0%)をはじめとする食品価格(+6.3%)が大きな押し上げ要因となっているわけで、政府としても対応に苦慮している格好だ。なお市場には、これらを除いたベースでは同+0.8%(同前月+1.0%)とむしろ伸び低下していることから、これを評価する向きもあるが、この背景には専ら所得の伸び悩みや必需品の高騰を受けて家計が節約志向を強めた結果との見方もあり、ここは注意して見たほうが良さそうだ。

○いずれにせよ、こうした中で政府の規制強化が続いている不動産開発業者(米国格付け会社に因れば、格付け対象企業の2割が破綻危機に直面している模様)の苦境はさらに強まっている模様で、金融と財政が同時に悪化していることも事実のようだ。即ち銀行(不動産融資比率は26%と日本のバブル期の21~22%より高い)では不動産融資の焦げ付きが増えているほか、住宅ローンの返済の滞りも増加しているようだ。また中国政府は金融不安の芽を摘むべく、地方政府経由で銀行の資本増強(2022年の新規注入額は3200億元)を支援しているが、前述の格付け会社に因れば最大3割の地方政府が2022年末には歳出削減などの早期是正措置を求められるまで財政が悪化すると見込まれており、ここは大いに気掛かりだ。

また中国政府が「ゼロコロナ政策」に執着する中でコロナ感染が拡大し、各地で移動制限や観光施設の封鎖を余儀なくされるケースが依然として多発しているようで、中国GDPの約1割を占める観光業が大きな打撃を受けていることも事実のようだ。

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。