

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. 325

(2022.12.26)

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.325)

1. 先週の動き

○先週、まずはコロナ感染の行方が気がかりだったが、我が国では他の国同様、「行動制約」緩和・解除姿勢をさらに強めている中で、「第8波」の動きが加速しており、病床使用率も危険ラインを超え始めている模様だ。このため年末・年始を控えて何らかの対応を迫られているように見えるわけだが、むしろ経済行動はさらに活発化しているなど、政府・市民の動きは鈍い。この間、中国の感染者数は急増（1日100万人を超え、すでに累計2億人を超えているとの報道もある）しており、死者数も1日5千人超になっているとの見方もあるようだ。いずれにせよ、これが経済活動を下押ししていることも事実で、主要都市の繁華街の人出は、むしろ「ゼロコロナ」政策時を下回り閑散としているとの指摘もあるほどだ。こうした中、主要国の中で唯一「大規模金融緩和政策」を継続していた日銀が20日には突然事実上の政策変更に着手したことから市場は大荒れとなり、株価は世界中で大幅下落、長期金利は上昇（一時0.48%にまで急騰したが、その後日銀の積極的な国債買いが奏功して、結局0.37%にまで下落して取引を終えている）、為替も一時は130円台にまで急騰し、132円台での週越えとなっている。なお原油は、急速な円高・ドル安の影響を受けて上下した後、週末は米国の利上げが長期化するとの思惑が改めて増し3日振りに下落した形になった。

○こうした中、米国においては、23日には2023会計年度予算が成立する見通しになり、過去最高の国防予算（前年比10%増の8580億ドル）を計上したことを背景に、1.7兆ドル（前年1.5兆ドル）に膨らんだ格好だ。只これで懸念されていた「財政の崖」は再び回避されたわけだが、政府債務に法定上限を引き上げる難題には手つかずのままであり、先行き国債デフォルトにつながりかねない火種は残った形だ。

なお経済指標においては、まずは景気動向を注視したが、12月「消費者信頼感指数」（21日、108.3と前月の101.4<速報値100.2から上昇）は、慎重な市場予想（101.0）を上回る改善を見た格好だ。さらに12月「ミシガン大学消費者態度指数・確定値」（23日、59.7と前月の59.1から上昇）、7~9月期「GDP・確定値」（22日、前期四半比年率+3.2%と速報値の+2.9%から伸び上昇）についても共に市場は横ばいを見込んでいたが、結局改善を果たすなど、景況悪化がいたずらに継続する事態とはならなかった。

ただその他の実体経済指標では、金利上昇の中で住宅関連の動きが気がかりだったが、11月「住宅着工件数」（20日、年率換算142.7万件と前月の143.4万件<速報値142.5万件から上方修正>から減少）と、市場予想（141.0万件）ほどではなかったが減少した。さらに11

月「中古住宅販売件数」(21日、年率換算409万件と前月の443万件から減少)、11月「住宅建築許可件数」(20日、年率換算134.2万件と前月の151.2万件<速報値152.6万件を下方修正>から減少)に至っては、いずれも市場予想(各々422、150.0万件)を上回る大幅減少を余儀なくされている。さらに第3週「MBA住宅ローン件数」(21日、前週比+0.9%と前週の+3.2%から伸び低下)も伸びを鈍化させているなど、総じて予想以上に悪化している。只こうした中、11月「新築住宅販売件数」(23日、年率換算64.0万件と前月の60.5万件<速報値63.2万件を下方修正>から増加)は、市場予想(60.5万件)を上回る増加に転じた形になった。もっともこれとて前月がやや大きく下方修正されたことに伴うもので、必ずしもここで経済面に動意(動きのなかった価格が少しずつ動き始めること)がうかがわれるとは言いにくい。事実11月「個人消費支出」(23日、前月比+0.1%と前月の+0.9%<速報値+0.8%を上方修正>から伸び低下)については、厳しい市場予想(+0.2%)をわずかとはいえさらに下回る水準にまで伸び鈍化している。さらにその背景となる11月「個人所得」(23日、前月比+0.4%と前月の+0.7%から伸び低下)についても、ほぼ予想(+0.2%)通りに伸び悩んでいるようだ。なお市場が特に注目していた11月「個人消費支出・デフレーター」(23日、前年同月比+5.5%と前月の+6.1%<速報値+6.0%を上方修正>から伸び低下)については、予想通りに一段と伸びが鈍化した格好だ。また設備投資関連の11月「耐久財受注」(23日、前月比-2.1%と前月の+0.7%<速報値+1.0%を下方修正>からマイナス転化)に至っては、市場予想(-0.8%)をやや大きく下回る水準にまで水面下に落ち込むなど、タイムラグもあるためか景況感に比べると厳しい経済実態が見て取れる。

○この間、我が国においては、まずは19~20日開催の「日銀金融政策決定会合」に注目したが、日銀は長期金利の上限規制を従前の+0.25%を+0.5%に突然引き上げたことから、日銀黒田総裁は否定しているものの、市場はこれを事実上の「大規模金融緩和政策」の変更としてとらえ、市況も前述のように大きく動く結果となった。さらに政府も2023年度予算案を確定させたが、米国と同様に国防予算を過去最高額まで積み上げたことから、114兆3812億円と過去最大になった。

尚こうした中、公表経済指標は極めて少なかったが、市場が注目していた物価動向を11月「全国消費者物価指数」(23日、総務省)で確認すると、コア指数(除く生鮮食品)が前年同月比+3.7%(前々月+3.0→前月+3.6%)と、市場予想通りに第2次石油危機直後の1981年12月(+4.0%)以来、40年11か月ぶりの高い伸びを記録した形になった。さらに日銀が政策判断のために重視している「生鮮食品のほかエネルギーを除くベース」で見ても同+2.8%(同+1.8→+2.5%)と、市場予想(+2.9%)ほどではないにしろ3%に近い水準にまで伸びが高まる結果となった。なお内訳を見てもエネルギー(前月+15.2→当月+13.3%)、光熱・水道(同+14.6→+14.1%)は伸びを低めているが、その他は生鮮食品を除く食料(同+5.9→+6.8%)、家具・家事用品(同+6.9→+7.3%)、被服及び履物(同+2.5→+2.7%)など、広範囲の品目でもともと高めの伸びを更に高める動きが目立っている状況だ。要するにこれでは日銀としても、実質的な「大規模金融政策」変更で対応せざるを得なかったものと思われる。

2. 今週および来週の動き予想

○今週は本年最終週になるが、来週は「先週および今週の我が国主要経済指標から」を例年同様休刊とするので、2週間分をまとめて解説したい。いずれにせよ、引き続きコロナ感染が年末・年始の人出増の中で、しかも病床の逼迫が再び懸念されている折、どこまで行動抑制を要請できるか正直やや不安だ。さらに、「ゼロコロナ」政策緩和後混乱（浙江省政府は、単独でも年明け後1日あたり感染者数は200万人を超すと公表しており、中央政府の公式見解とは明確に異なる）している中国の動きも気になるところだ。またロシアのウクライナ侵攻についても、多少の動きはあるにしても更なる長期化を覚悟せざるを得ない状況にある。また主要国で唯一「大規模金融緩和政策」を継続していた我が国が事実上の政策変更に踏み切ったことから、世界経済面の停滞は、多少の浮き沈みはあるにしろある程度の長期化は避けられないと市場は見ているようだ。いずれにせよ、来年の経済は基本的に厳しい中での出発になりそうだ。

この間市況は、年末にかけて市場参加者が減る中で、僅かな情報で値動きする荒い局面となる可能性があり注意が必要だ。なお株価については、特に「悪材料に対して下げやすい地合いになっている」ことから、市場は「下値リスク」に警戒しているようだ。さらに長期金利は、指標となる10年物国債の新上限である+0.5%に迫る場面もあると考えられている。また為替は、薄商いのなかで短期的な売買が中心になると思われるが、いずれにせよ基本的には円安に動くと思われる確実な方向感はなく、市場には後述の米国住宅関連統計の結果次第と見る向きも多いようだ。なお原油については、ロシア産原油の供給減観測や冬場の暖房向け需要増、中東産油国の価格維持姿勢の強まり等を勘案すれば基本的には底堅く推移すると思われるが、欧米の市場参加者が少なくなる時期でもあるうえ、また世界経済停滞がより意識される可能性もあることから、結局乱高下する可能性もあり、注意が必要だ。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは景況であるが、これは12月「シカゴ購買部協会景気指数」(30日、40.0と前月の37.2から上昇予想)で確認するが、市場は改善を見込んでいる。ただ12月「リッチモンド連銀」製造業指数(28日、-10と前月の-9からマイナス幅やや拡大予想)および12月「ISM製造業・非製造業PMI」(各々4、6日、前者は48.5と前月の49.0から低下予想、後者も55.0と前月の56.5から低下予想)については、市場はともに悪化すると見ており、若干悪い方に変化しているようにも見えるようで、ここは要注意だ。

さらに注目されている雇用動向については、12月「非農業部門雇用者数変化」(6日、前月比+22.3万人と前月の+26.3万人から伸び減少予想)で確認したいが、市場は減速を見込んでいる。なお12月「平均時給」(6日、前年同月比+4.9%と前月の+5.1%から伸び低下予想)についても鈍化見込みだ。ただ12月「失業率」(6日、3.7%と前月の3.7%から横ばい予想)については、市場はとりあえず横ばいと見ているようだ。また住宅関連についても、前述のように市場が注目していることもあり、注視する必要がある。これは11月「中古住宅販売保留指数」(28日、前月比-0.5%と前月の-4.6%からマイナス幅縮小予想)で確認するが、市場は水面下が続くとしてもやや改善の方向と見ているようだ。ただ10月「住宅価格指数」(27日、前月比-0.7%と前月の+0.1%からマイナスに転化予想)については、逆に水面下に沈む見込みなど方向性が固まっていない。

○この間、我が国の経済指標についても、まずは景況を 12 月「製造業 PMI」(4 日、Markit Economics) で確認したいが、市場はとりあえず 48.8 (前々月 49.0→前月 48.8) と横ばいになると見ているようだ。

次に消費動向については公表予定指標は数多いが、まずは 11 月「商業動態統計」(27 日、経産省) で確認したい。市場は小売業販売額を前年同月比+3.2% (前々月+4.8→前月+4.4%) と伸びは続くとしてもやや鈍化すると見ているようだ。これは百貨店などは好調を維持していると見られるが、スーパーマーケットなどの消費にはやや伸び悩みが見られるとしているためだ。なお 12 月「消費活動指数」(5 日、内閣府) での消費者態度指数についても、市場は 28.0 (前々月 28.9→前月 28.6) と更に低下すると見ている。これは物価上昇が続いていることを受けて、消費者センチメント(心情・心理)の低下が続くと見ているためだ。さらに 12 月「新車登録台数」(5 日、自販連) も公表されるが、市場は前月(前年同月比:前々月+19.7→前月+1.0%) に急に伸び鈍化した後、水面上を維持できるか否かに注目している。

さらに消費周辺指標として 11 月「失業率・有効求人倍率」(ともに 27 日、各総務省・厚労省) が公表されるが、市場は失業率が 2.5% (前々月 2.6→前月 2.6%) とさらに低下すると見ているほか、有効求人倍率も 1.38 倍(前々月 1.34→前月 1.35 倍) と、一段と上昇すると見ている。これは 10 月からの全国旅行支援の開始や入国者数の上限撤廃を受けた経済活動の活発化により、サービス業中心に労働需給は一段と改善すると見ているためだ。また 11 月「毎月勤労統計」(6 日、厚労省) も公表されるが、市場は現金給与総額を前年同月比+2.0% (前々月+2.2→前月+1.4%) と、再び伸びを高めると予想している。これは構造的な人手不足を反映して、所定内給与(前々月+1.4→前月+1.0%) もそろそろ伸び増加に転じると見ているためだ。なお特別給与(同+20.2→+2.9%) も伸びを高めると見ているようだ。

また物価動向については、11 月「企業向けサービス価格指数」(26 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+2.1→前月+1.8%) の伸び鈍化の動きが継続するか否かに注目しているようだ。

また生産動向を 11 月「鉱工業生産」(28 日、経産省) で確認するが、市場は前月比-1.0% (前々月-1.7→前月-3.2%) と、その幅を縮小するものの 3 か月連続でのマイナスが続くと見ているようだ。これは、自動車生産については供給制約緩和の遅れもあって緩やかな回復ペースが続くとしても、半導体や関連生産機械などの生産は逆に急減速していることを勘案したものだ。ただ 12 月以降は自動車中心に再び回復に向かうとの見方だ。

最後に設備投資動向を 11 月「住宅着工統計」(27 日、国交省) で確認することになるが、市場は前月(前年同月比:前々月+1.1→前月-1.8%) にマイナスに転じた動きがある程度継続すると見ているようだ。

3. 再来週の公表予定経済指標

○再来週については、世界経済は新年早々から揺らいでおり、公表される経済指標を一段と注意深くウォッチする必要がある。

・景況関連; 12 月「景気ウォッチャー調査」(12 日)

- ・物価関連；12月「東京都都区部消費者物価指数」（10日）
- ・輸出関連；11月「国際収支統計」（12日）
- ・貸出関連；12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.325)

- 日銀は、事実上「大規模金融緩和」政策を見直す兆し
- 欧州の経済指標にはタイムラグもありやや改善の動きも見られなくはないが、なお先行き不透明
- 中国は「ゼロコロナ」政策緩和後の混乱が続いており、経済の見通しは暗い

1. 日銀は、事実上「大規模金融緩和」政策を見直す兆し

○日銀は、19~20日開催の「金融政策決定会合」で、以下のように決定したが、黒田日銀総裁は、「あくまでこれは金利引き上げを示すものでも、金融政策を変更するものでもない」と言明している。ただ市場は、これを19日に新聞報道された「2013年1月の政府・日銀の政策協定」見直し気配の動きに呼応したものとして、事実上の「大規模金融緩和政策」の見直しに着手したと判断した模様だ。このため株価は大幅に下落（週末には一時、反動上昇する局面もあった）、長期金利も上昇（但しこれも週末には反動下落）、為替は一時、130円台にまで急騰（結局132円台で週越え）するなど、市場は大混乱に陥った。

- ①長期金利の上限を、従前の+0.25%程度から+0.5%程度に引き上げ。
- ②長期国債の購入額を毎月7.3兆円から同9兆円に引き上げ。
- ③その他の「マイナス金利政策」、「政策金利の先行き方針」、「ETF」と「REIT」の買い入れ方針は変わらず。

○日銀のこうした政策の突然変更の背景については、政府・日銀が定める2%の物価目標を持続的・安定的に達成出来なくなったことや、主要国での物価上昇がかつてない水準にまで上昇（欧州では10%を越す水準にまで上昇）し、米国FRB（連邦準備制度理事会）をはじめとする主要国中央銀行が相次いで、経済復興よりもインフレ抑制を重視する施策に転じ、日銀のみが孤立する事態に陥っていたことによる影響が大きいと見られている。

いずれにせよ、こうした政策変更は、市場がかねてから求めているものではあったが、いざ突然に実行されると市場には戸惑いが多く、中には「昔ならいざ知らず、昨今は中央銀行の金融政策は市場との対話を通じて行うのが一般的になっているのに、これでは今後黒田総裁の言辞は一切信用できない」と憤る向きもあることも事実で、これが市場にこれまでにはなかった影を投げかけているのも事実だ。こうした中、市場が気にしている点は以下の通りだ。

- ①世界中で急激な金利上昇が続いており、市場には株価が下落した際に金融緩和で下支えに動くという「中銀プット」への期待が消えた格好だ。尚これは前述のように、足元求められている中央銀行と市場との対話関係を損ないかねないものであるほか、日銀を債券売りで追い込んだ格好の市場が今後さらなる攻勢に出ることも考えられるわけで、ここは危険な動きのように見える。

いずれにせよ、これで世界の中央銀行の足並みが「とりあえずインフレ抑制に注力」ということで揃ったわけで、世界経済の停滞は、予想以上に長期化する気配だ。

- ②なお我が国の国内債券市場では、期間が長い国債の利回りが短い国債を下回る「逆イールド」

が強まっており、これは「利上げ」を催促しているということになる。

③これで「日米金利差」が今後縮小するとの思惑が市場で強まっていることから「円高・ドル安」が進行し（市場には逆に125円程度にまでは円高に進むとの見方もあり、ここは注意を要する）、これまで我が国企業が享受していることが改めて立証された格好の「円安効果」が薄ければ、今後企業収益悪化も予想される筋合いになる。そうなれば税収も当然減少するわけで、場合によっては岸田首相の増税案にも支障をきたしかねない事態も考えられる。

④いずれにせよ、これで金融機関が持つ国債の含み損（なお日銀は9月末時点での国債発行額1065兆6139億円のうち535兆6187億円を保有し、保有割合は50.3%と過去最大になった）が急増していくわけで、この対応も喫緊の課題になっていく筋合いだ。

さらに国債については先行き「利上げ」リスクもあるわけで、今後政策の「出口」次第では市場が混乱する可能性もあり、仮に金利が急騰すれば金融機関に対する「格下げ」までもが現実味を帯びることもあり得ると市場は見ているようだ。そしてその場合には、当然我が国の金融機関の海外での資金調達コストが上昇し、我が国経済に大きな打撃になる可能性があるかと懸念する向きもあるところだ。

⑤また日銀は、上場投資信託（ETF）を買い、事実上株価を「下支え」してきたわけであるが、仮に2021年3月以来日銀が進めてきたETF購入抑制を本格的に実行する事態になれば、そもそも株価が企業価値を正しく反映しなくなっていると批判されている我が国の株式市場は暴落する恐れなしとする向きもあるようだ。

2. 欧州の経済指標にはタイムラグもありやや改善の動きも見られなくはないが、なお先行き不透明

○欧州では15日の政策金利引き上げ（+2.0→+2.5%）を受けて、市場は先行きの一段の景気後退を懸念していたが、足元公表された経済指標はタイムラグもあってか、一見改善方向にあるような動きもみられるのは事実だ。例えば10月「建設業生産高」（19日、前年同月比+2.2%と前月の+0.9%<速報値+1.0%を下方修正>から伸び上昇）、「10月「経済収支」（20日、-4億ユーロと前月の-81億ユーロから赤字幅縮小）、12月「消費者信頼感」（20日、-22.2と前月の-23.9からマイナス幅やや縮小）は、水面下のものが多いとはいえ、いずれも改善方向だ。

ただ市場は、むしろ年明け後早々に公表予定の重要指標の行方を気にしており、今のところ景気改善の予兆は見られないとする向きが大勢だ。即ち景況については12月「製造業・サービス部門PMI・改定値」（各々2、4日、前者は前回47.8、後者は49.1）の公表が予定されているが、多少改善することはあったとしても、所詮いずれも水面下にあることに変わりがないとの見方だ。さらに物価動向は、12月「消費者物価指数」（6日、前月は前年同月比+10.1%）、11月「卸売物価指数」（5日、前年同月比+30.8%）で確認することになる。ここでは高水準ながらも伸び低下に転じるか否かが注目される所だ。さらに11月「小売販売額」（6日、前年同月比-3.3%と前月の-2.7%からマイナス幅拡大予想）も公表されるが、市場はさらに水面下に沈みこむと見ているようだ。いずれにせよ基本的には引き続き良くないと見ている。

なおドイツ、英国の経済指標の動きは、欧州全体と歩調を合わせる形になってきている。

○この間、EUのロシア産原油価格の上限設定を受けて、ロシア産原油はむしろ上昇方向にあり、

全体を押し上げ気味だ。このため欧州では冬本番を迎えて、ロシア産化石燃料からの依存解消を急ぐとともに、省エネやエネルギー調達の多様化を急ぐなど、苦しい繰りまわしが続く見通しだ。なお一時急騰した天然ガス価格も在庫率の上昇もあって、足元は落ち着いてはいるが（8月に記録した過去最高値に比べ6割も低下している模様）、2023年後半の冬には危機が再来するとの観測が浮上し、国際エネルギー機関(IEA)も警告を発する事態になっている状況に変化はない。

3. 中国は「ゼロコロナ」政策緩和後の混乱が続いており、経済の見通しも暗い

○中国では、「ゼロコロナ」政策緩和による混乱が激化しているようだ。例えば政府は、市民の要望の強い欧米のコロナワクチンの利用を拒否したまま、PCR検査やマスク着用義務を一部緩和したり、コロナに感染しても無症状の場合は通常通りに働くことを認めるなど、急遽「行動制約」を大幅に緩和したわけであるが、これが逆に主要都市では、物販・飲食店への人出がむしろ途絶えたり、宅配物が配送人の過半がコロナに感染したため届かないとか、火葬場が混雑し利用日が定まらない（それでも政府は、コロナ感染による死者数はゼロと発表する日が続いているようだ）、あるいは医療崩壊が再び生じているほか、医薬品（風邪薬、解熱剤等）は払底するといった事態を生じせしめている模様だ。なお地方都市ではここまでの混乱は生じていないとの報道（但しこの一方で浙江省政府は、25日には1日あたりの新規感染者数が100万人を超えたと正式発表している）もあるが、いずれにせよ中国政府の公表数字はあてにならないとの見方が市場には拡散しており、経済面への悪影響は当面継続すると見た方が良さそうだ。なお我が国では、すでに在日中国人による一部医薬品の買い占めが起こっており、これが国内にも波及するとか、インバウンド客としての中国人の来日が急増する言った事態を懸念する向きも出始めているようだ。

尚こうした中、中国人民銀行は20日には事実上の政策金利である最優遇貸出金利を据え置いたようだ。さらには先行き、不動産不況に対処すべく住宅ローンの目安になる期間5年超の金利を引き下げるとの観測も出ているようだ。また市場としては、年明け後に公表される12月「Caixin サービス部門PMI」（4日、前月は46.7）の行方に注目しているようだ。

○ところで、中国が南シナ海で進めている領土拡張の動き（埋め立て事業推進）についても、周辺諸国との紛争が強まっているようだ。例えばフィリピンとは西部パラワン島西エルダル礁での4か所での工事（在フィリピン中国大使館は否定）をめぐる、マルコス大統領の訪中を前に火種になりそうな勢いだ。さらにベトナムでも、中国の南沙諸島での約170ヘクタール（過去10年間累計では220ヘクタール）にも及ぶ埋め立てをめぐる牽制姿勢を強めており、不穏な動きになりかねないと警戒する向きもあるようだ。

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。