

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. 337

(2023.03.27)

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.337)

1. 先週の動き

○先週、我が国ではコロナ感染はさらに平常化が進み、それに花見の季節や WBC において世界一に輝いたことが重なり、経済的にも相応に潤ったようだ。なおロシアのウクライナ侵攻については中国習主席がロシアを訪問し和平案を提出、この一方で我が国の岸田首相がウクライナに電撃訪問するといった動きもあった。只これも紛争長期化の動きに大きな変化を及ぼすものではないと受け止められているようで、世界経済の先行きの不透明感はそのままだ。こうした中、市場が注目していた米国 FOMC (連邦公開市場委員会) の決定は、結局前回同様の「+0.25%」の利上げ継続となり、しかもパウエル議長が年内に「利上げ」打ち止めはないと受け止められる発言(さらに預金保護についての発言は日替わりで変化)をしたことから株式市場は大きく下落した。只この一方で、先行きの米国の金融政策については変更もあり得るとの思惑もあり、米国長期金利は低下(一時は+3.3%台に)した。つれて我が国の 10 年物国債も週末は+0.280%まで低下した。なお為替は円高に振れ一時は 129 円台にまで進んだが、結局 130 円台での週越えとなった。この間、金利のつかない実物資産の投資需要が高まり、原油が続伸(ただし週末は米政府が戦略石油備蓄についてやや悲観的見解を述べたことから反落)したほか、金の高騰が目立った。(なお米国地方銀行破綻に伴う市場の動き、および欧州・中国経済の実情についての詳細は別添追補参照。)

○こうした中、米国経済指標の動きについては前述のように米国発の信用不安が懸念される中で市場は関心を高めていたが、景況については 3 月「製造業・サービス部門 PMI」(ともに 24 日、前者は 49.3 と前月の 47.3 から上昇、後者は 53.8 と前月の 50.6 から上昇)で確認したが、市場のやや厳しい見方(各々 47.1、50.2)をしり目にともに改善しており、ここはやや意外だった。

さらに 2 月「新築住宅販売件数」(23 日、64.0 万件と前月の 63.3 万件<速報値 67.0 万件を下方修正>からやや増加)については、慎重な市場予想(65.5 万件)をも下回ったものの、前月が大幅に下方修正されたことから結果的には増加した形になった。また 2 月「中古住宅販売件数」(21 日、年率換算 458 万件と前月の 400 万戸から増加)についても市場予想(410 万戸)を上回る増加を見ており、住宅需要そのものは回復基調にあるとの見方もあるようだ。なお 10~12 月期「経常収支」(23 日、-2068 億ドルと前月の-2190 億ドル<速報値 -2171 億ドルを下方修正>から赤字幅縮小)も、市場予想(-2132 億ドル)を上回る形で赤字幅を縮小

している格好だ。さらに2月「耐久財受注」(24日、前月比-1.0%と前月の-5.0%<速報値-4.5%を下方修正>からマイナス幅縮小)についても改善しているなど、タイムラグもあるのか金融不安の発生を感じさせない経済指標の動きが目立った格好だ。ただこれもFRB(連邦準備制度理事会)の金融引き締め継続判断を支援していることも確かだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況を2月「製造業・サービス業PMI」(ともに24日、Markit Economics)で確認したが、製造業については48.6(前々月48.9→前月47.4)と、外需の改善を反映して再び改善したが市場予想(49.0)ほどではなかった。この一方でサービス業については54.2(同52.3→53.6)と、市場の上昇一服予想(53.0)とは逆にさらに改善した格好になった。なお3月「ロイター短観」(23日、ロイター通信)も公表されたが、製造業が-3(前々月-6→前月-5)と、方向としてはやや改善したものの水面下にとどまっており、ここは注意が必要だ。

このほか、これも市場が注目していた物価動向については2月「全国消費者物価指数」(24日、総務省)で確認したが、コア(生鮮食品を除く総合)は前年同月比+3.1%(前々月+4.0→前月+4.2%)と政府が導入したエネルギー価格軽減策の効果により伸び鈍化に転じたが、これも市場予想(+2.7%)ほどではなく、しかもこの生鮮食品・エネルギーを除いた総合では同+3.5%(同+3.0→+3.2%)と、より多様な品目での価格上昇の広がりを反映して、市場予想(+3.4%)を上回る程度にまでさらに伸びを高めている。内訳を見てもエネルギーは前年同月比-0.7%(前月+14.6%)と久方ぶりにマイナスに沈み、生鮮食品も同+5.8%(同+7.2%)と伸びを鈍化させたが、この一方で生鮮食品を除く食料は同+7.8%(同+7.4%)と、テンポは弱まったが高い伸びをさらに高めた格好だ。また家具・家事用品(前年同月比:前月+7.7→当月+8.7%)、被服及び履物(同+3.1→+3.6%)はもとより、保健医療(+0.5→+0.9%)、教育(同+0.7→+0.9%)といった項目まで水準は低い伸びを高めてきているわけで、日銀の物価目標に安定的に達し始めており、日銀としても何らかの対応策を打ち出す時期にきていると見て良さそうだ。

2. 今週の動き予想

○今週はコロナについてはともかく、ロシアのウクライナ侵攻についての中国和解案がさほど期待はできないにしても金融不安が取りざたされている折でもあり、世界経済回復への何らかのきっかけにならないか願うばかりだ。ところで米国発の金融危機の可能性については、だいぶ落ち着いてきたとはいえ根本的な解決方向に向かっているわけではなく、依然として信用不安がくすぶり続けているのが現状であり、ここは一段と注意深くウォッチしていく必要があると見て良さそうだ。

そうした中、市況も神経質な展開を辿ると考えられるが、株式市場について市場は、米国議会が28~29日に開催予定にしている米国地方銀行の経営破綻に関する公聴会の行方や、31日に公表されるユーロ圏の消費者物価指数の行方に注目しているようだ。只いずれにせよインフレ高止まりで「利上げ」が長期化する懸念が強まれば、株価下落の要因になると見た方が良さそうだ。なお長期金利については米国債は安全志向からの買い進みも一服すると見られるが、我が国の場合は逆に上昇余地を探りそうな気配になると市場は見ているようだ。為替も欧米の金融機関の動向をにらみながら、円に資金が退避する動き(円高)が続くと見られている。この間、原油につ

いても景気への過度の警戒感は緩むとしても金融不安は燻り続けると見られ、いずれにせよ上値を追う動きは限られると見られている。

○こうした中、米国の経済指標については、まずは気掛かりな消費動向を3月「消費者信頼感指数」(28日、102.1と前月の102.9からやや低下予想)で確認したいが、市場は幾分悪化すると見ているようだ、その他の指標も3月「シカゴ購買部協会景気指数」(31日、43.6と前月の43.6から横ばい予想)、3月「ミシガン大学消費者態度指数・確報値」(31日、63.4と速報値の63.4から横ばい予想)も市場はとりあえず横ばいとどまると見ている。さらに実体経済指標についても2月「個人消費支出」(31日、前月比+0.3%と前月の+1.8%から伸び低下予想)は伸び鈍化すると見ており、この背景にある2月「個人所得」(31日、前月比+0.2%と前月の+0.6%から伸び低下予想)についても慎重な見方をしている。さらに2月「中古住宅販売成約指数」(29日、前年同月比-22.4%)についても、結局水面下の動きが続くとの厳しい見方をしている。

只この一方で、製造業については3月「リッチモンド連銀製造業指数」(28日、前月-16)について市場は慎重な見方をしているが、10~12月期「実質GDP・確定値」(30日、前四半期比年率+2.8%と前四半期の+2.7%からやや伸び上昇予想)については、タイムラグもあってか若干の改善を予想しているなど、欧州とは逆の動きをすると見ているようで、ここはやや興味深い。

○この間、我が国の経済指標については、まずは気がかりな消費動向を3月「東京都区部消費者物価指数」(31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総合を前年同月比+2.9%(前々月+4.3→前月+3.3%)と政府のエネルギー補助金効果もあって伸びがさらに低下するが、肝心の日銀のコア(生鮮食品・エネルギーを除く総合)は前年同月比+2.1%(前々月+1.7→前月+1.8%)と+2.0%を上回る伸びになると見ているようだ。これは食料品価格の伸びは鈍化し始めるにしても、円安や供給制限を反映した価格上昇が相応に続くうえ、経済活動再開に伴うサービス価格上昇がこれに加わると見ているためだ。この為日銀はいよいよ何らかの形で金融政策を転換する時期にきているようにも見える。

次に消費動向を2月「商業動態統計」(31日、経産省)で確認したいが、市場は小売業販売額が前月比-0.8%(前々月+1.1→前月+1.9%)と、前月好調の反動や外出機会の増加で百貨店などの売り上げは堅調にしても、食料品の価格上昇でスーパーマーケットなどの消費での弱い動きが続きマイナスに転じるとの見方だ。なお前年同月比では+6.7%(前々月+3.8→前月+6.3%)と、やや伸びを高めると見ているようだ。

さらに消費周辺の経済指標として2月「失業率・有効求人倍率」(ともに31日、各々総務省・厚労省)も公表されるが、失業率は2.4%(前々月2.5→前月2.4%)、有効求人倍率は1.35倍(同1.35→1.35倍)と、ともに横ばいとどまると市場は見ている。これはサービス活動の活発化による労働需給の高まりが続くが、この一方で製造業の低迷が継続してこれを相殺すると見ているためだ。

なお生産動向については、2月「鉱工業生産」(31日、経産省)で確認することになるが、市場は前月比+2.5%(前々月+0.3→前月-5.3%)と、プラスに復帰すると見ている。これは中国の経済再開に伴うサプライチェーンの制約緩和を反映し、前月比で見れば製造業のセンチメン

ト（心情・心理）は改善方向にあると見ているためだ。

最後は設備投資動向を、2月「住宅着工統計」（31日、国交省）で確認するが、市場は前年同月比+1.2%（前々月-1.7→前月+6.6%）と、伸び鈍化すると見ている。但しこれは前月の大幅増加の反動（ちなみに前月比では-1.5%とマイナスに転化）によるもので、増加基調に大きな変化はないと期待しているようだ。

3. 来週の公表予定経済指標

○来週も世界的な金融機関の経営危機の行方が気になるところだが、経済指標については、まずは日銀短観結果が気掛かりだが、そのほかにも月初とあって以下のように重要なものも少なくないので注視したい。

- ・景況関連；4月「日銀短観」（3日）
2月「製造業・サービス業 PMI」（各々3、5日）
- ・消費関連；2月「消費活動指数」（7日）
3月「新種登録台数」（3日）
- ・消費周辺；2月「毎月勤労統計」

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.337-追補)

- 米国地方銀行の経営破綻に伴う市場の混乱の行方について
- 欧州経済についても、米国発の金融不安の動きが飛び火の兆し
- 中国は政策金利を据え置く一方で、財政赤字が一段と膨れ上がる事態に

1. 米国地方銀行の経営破綻に伴う市場の混乱の行方について

○米国では「シリコンバレーバンク」(SVB)の経営破綻を契機として金融不安再来が懸念され、FRB(連邦準備制度理事会)が20~21日開催のFOMC(連邦公開市場委員会)でこれまでの金融政策を変更するか否かが注目されていたが、結局「+0.25%」と、実質最小単位の「利上げ」を継続する決定をした。さらにこの一方で、パウエル議長が一部市場でささやかれていた年内の「利上げ」終了はないと受け止められる発言をしたことから、一時株価は大きく下落した。ただ市場のなかには、それでも今後の経済指標次第では早目の金融政策変更もあり得るとの考えを表明するものもあり、各種市況は揺れているのが実情だ。

こうした中、今回のFOMCで明らかにされたことや、先行きの影響をまとめてみると以下の通り。

①FRBの今回の決定は、「利上げ」停止もあり得ると考えていた市場にとってはある意味サプライズであったが、結果的には非常に練り上げられた微妙な決断であり、市場には評価する向きも少なくない。

なおパウエル議長は米国の物価目標はあくまでも「+2.0%」と言っているが、この一方で従前から「利上げ」到達点を「+5.25~+5.5%」(今回のFOMC参加者の2023年末の政策金利予測の中央値は「5.1%」であった模様)としていたことや、今回「利上げ」ですでに「+4.75~+5.0%」にまで達していることを勧告すると、今後「利上げ」が続くとしても天井が近づいていると考えてもよさそうと思われる。只こうした事態を受けてか、地方連銀総裁の中には「利上げ」到達水準をとりあえず「+0.25%」引き上げる必要があると強調する向きがあるのは注目される。

②ただいずれにせよ、FRBは金融不安抑制にも鋭意注力する姿勢を見せながらも量的引き締めには着手することはなく、結局は高インフレ抑制の方を優先させたことは事実であり、これはある程度景気が停滞するのはやむなしと見ていると思われても仕方がないように見える。事実FRBは2023年、2024年の経済成長率見通しをそれぞれ「+0.5→+0.4%」、「+1.6→+1.2%」と引き下げている。

なお市場はそうしたことを前提に動いており、例えば株価(22日のNY市場は530ドル安の3万2030ドル)は、銀行株はもとより資源や建設用機器といった景気敏感株中心に下落している。またこの一方で、安全資産と見られている米国債や金(23日には心理的節目とされる「1トロイオンス2000ドルを超えている)が急騰している。さらに中小銀行から資金流出(FRBは24日に、9~15日間の流出量は過去最大の1200億ドルに達していると公表)が加速しているようだ。

③なお今回の「利上げ」により、政策金利は+4.75～+5.0%の高率になるわけだが、金融機関にとってはあまりのハイスピードの「利上げ」(過去1年間で計4.75%)により、これに沿った形でのいわゆる「ALM」の適切な変更をする間もなかったわけで、経営環境は一段と悪化していると思われる(FRBによると米国金融機関全体の債券の含み損は2022年時点で6204億ドルと、1年前の79億ドルから急増している)。

※ALM・・・Asset Liability Management (アセット・ライアビリティ・マネジメント)、資産負債総合管理。中・長期的に資産と負債を総合的に管理して、収益の極大化、リスクの極小化を図ろうとする銀行など金融機関のリスク管理手法の一。

この間、パウエルFRB議長は「銀行システムは健全で強靱」と強調することで不安感をけん制(FRBが相次ぐ米銀破綻を受けて新設した緊急融資枠の利用が22日時点で536億ドルに達しているほか、日米欧の中央銀行が協調して市場へのドル供給を強化)しているようにも見える。只この問題は金融機関の中に「ALM」体制の不備を放置している先があり、それが今回の「SVB」等の倒産(金融不安)の一因になっていると指摘する向きもあるわけで、金融機関としてもこれを特殊な事例とすることなく、改めて自らの「ALM見直し」および「インフレと金融不安双方への対応」に注力する必要があると見るのが賢明かもしれない。

いずれにせよ、市場には今後金融機関の融資態度が厳しくなり、商業用不動産の資金繰りが悪化すると見る向きが多いことは確かだ。

2. 欧州経済についても、米国発の金融不安の動きが飛び火の兆し

○欧州では米国地方銀行の経営破綻が相次いでいる問題が、欧州大手銀行の「クレディ・スイス・グループ」(CSG)の経営不安に飛び火し、これが当初予想していた以上に長引く気配から市場の揺らぎが続いており、株価は急落している。

こうした中、経済指標は景況指標から悪化し始めている。なお実体経済指標はタイムラグもあって悪化していないが今後の行方が注目される。具体的には3月「ZEW景況感指数」(21日、10.0と前月の29.7から大幅低下)、3月「消費者信頼感指数・速報値」(23日、-19.2と前月の-19.1<速報値-19.0をやや下方修正>からややマイナス幅拡大)はいずれも悪化している。ただ3月「製造業・サービス部門PMI」(ともに24日、前者は47.1と前月の48.5から低下、後者は55.6と前月の52.7から上昇)についてはサービス部門の改善は続いているようだ。いずれにせよ、今週公表される3月「経済・消費者信頼感指数」(30日、前回は99.7)、3月「消費者信頼感指数・確定値」(30日、前回は-19.2)についても市場は慎重に見ているようだ。ただその他の指標についてはタイムラグもあるのか、1月「貿易収支」(20日、季節調整済み-113億ユーロと前月の-134億ユーロ<速報値-181億ユーロを上方修正>から赤字幅縮小)、1月「経常収支」(22日、季節調整済み+170億ユーロと前月の+133億ユーロ<+159億ユーロを下方修正>から黒字幅拡大)、1月「建設業生産高」(21日、前年同月比+0.9%と前月の-0.6%<速報値-1.3%をやや上方修正>からプラスへ復帰)と、いずれも改善が進んでいる(ないし見込まれている)形になっており、先行きが一段と注目されるどころだ。

なお注目の物価については3月「消費者物価指数・速報値」(31日、前月は前年同月比+8.5%)

で確認することになるが、市場は伸び横ばいに戻ることもあり得るとの慎重な見方のようだ。

なお EU 牽引国ドイツ経済についても、ドイツ銀行（債務不履行リスクを織り込んだクレジット・デフォルト・スワップ 5 年物が 2.2%超と、2018 年以来の高水準に）株が 5 か月ぶりの安値を付けるなど市場の混乱が続いており、シュルツ首相も不安の火消しに追われているようだ。さらに景況を 3 月「ZEW 景況感指数」（21 日、13.0 と前月の 28.1 から大きく低下）で確認しても、慎重な市場予想（15.2）をさらに下回る水準にまで低下している。また 3 月「製造業・サービス部門 PMI」（ともに 24 日、前者は 44.4 と前月の 46.3 から低下、後者は 53.9 と前月の 50.9 から上昇）についても、EU 同様サービス部門は改善しても、製造業は市場の改善予想（47.6）とは逆に悪化を余儀なくされている。また物価についても、3 月「消費物価指数・速報値」（30 日、前月は前年同月比+8.7%）は、EU 全体同様に伸び横ばいとどまることもあり得ると市場は見ているようだ。

○この間、英国は 2 月「消費者物価指数」（22 日、前年同月比+10.4%と前月の+10.1%から伸びやや上昇）が早めに公表されたわけだが、4 か月ぶりに再び伸び拡大に転じる事態になったほか、2 月「小売物価指数」（22 日、前年同月比+13.8%と前月の+13.4%からやや伸び上昇）も高水準の伸びをさらに高めているなど、局面が早めに変化している格好だ。この背景について市場は大方が悪天候による野菜不足の影響で食品価格が上昇した影響が大きいとしているが、ここはやや気になる動きではある。いずれにせよ 3 月「GfK 消費者信頼感指数」（24 日、-36 と前月の-38 からややマイナス幅縮小）、2 月「小売売上高」（24 日、前年同月比-3.5%と前月の-5.2%<速報値-5.1%をやや下方修正>からマイナス幅縮小）は、いずれも方向としてはやや改善しているとはいえ、引き続きやや大きく水面下にとどまっている状況だ。

こうした中、イングランド銀行は 23 日政策金利を従前の年+4%から+4.25%にまで引き上げており、利上げは 2021 年 12 月以降 11 回連続だ。なお今回は消費者物価が再拡大したことに対応した形だが、先行きについては物価上昇は鈍化すると見ているようで、利上げの一時停止の可能性もあると示唆している。いずれにせよ、今週公表される 3 月「製造業・サービス部門 PMI」（ともに 3 日、前者は前月 48.0、後者は同 52.8）の行方が注目されるどころだ。

3. 中国は政策金利を据え置く一方で、財政赤字が一段と膨れ上がる事態に

○中国経済については世界経済が停滞していることもあり、市場における回復期待が一段と高まっているようにも見える。こうした中、中国人民銀行は 20 日に政策金利の 1 年物を年 3.65%（住宅金利の目安になる期間 5 年超の金利は年 4.30%）と、7 か月連続で据え置いた形になった。これは「ゼロコロナ」政策解除後の国内需要の持ち直しのペースが予想していたようには進んでいないと見ていることが背景と思われる。即ち厳しい移動制限がなくなり外食や娯楽などのサービス消費は回復しているが、これとは対照的に自動車やスーパーマーケット等での耐久消費財の売れ行きはなお鈍いようで、雇用改善ももたついている模様だ。なお 2 月の都市部の失業率は 5.6%と、「ゼロコロナ」政策下にあった前年を逆に 0.1 ポイント上回っているような状況だ。こうした中、人民銀行は 27 日には預金準備率を 0.25%引き下げ（昨年 12 月以来）、景気を下支えする方針のようだ。

ただこの一方で、市場には懸念していた「ゼロコロナ」解除後の「春節」時期の感染拡大も起

きなかったこともあり、2023年の経済成長率は政府予想の「+5.0%程度」を上回る「+5.4%」に達すると見る向きも出てきているようだ。なおこうした先では不動産市場もすでに底打ちし、回復速度も1~2月のデータからしても想定よりも早いと指摘しているようだ。さらに我が国の建設機械大手の中には、中国の現地需要は低迷していても部品調達のしやすさや人件費の面でそれなりの魅力があると見なおす動きも出てきているようだ。いずれにせよ、ここは期待値も大きいとは思いますが注視していきたい。

○もっともこうした中、中国政府の財政悪化が目立ち始めていることも確かだ。このままでは2023年の財政赤字は前年比+15%増の-3兆8800億元と3年ぶりに前年を上回り、しかも過去最大になる見通しになっている。なおこれをGDP対比で見ると、3.0%と前年を0.2ポイント上回り2021年(3.1%)以来の水準になる計算だ。これは、歳入は経済回復効果もそれなりにあることを背景にした税収増(+11%)もあり前年比+3.5%増加するが、この一方で歳出が同+5.0%と歳入を上回って拡大する見込みによるものだ。要するに、急速な少子高齢化や若年層の就職難を受けて社会保障・雇用保険等が+7.1%増加する見込み(これは5年前と比較すると1.5倍にも膨れ上がる勘定)にあることや、地方政府(国有地の使用権を不動産開発企業に売却することによる収益が特別会計の9割を占めている)が依存してきた住宅市場の停滞が長引く気配にあることが背景だ。

なお習政権にしても地方政府によるインフラ投資拡大等に注力する構えを見せているが、このために発行する債券が逆に利払い負担を重くさせ、予算硬直性を招く可能性も高く効果はいま一つ未知数だ。いずれにしても構造改革が不可欠と思われるのだが、その有効な動きは鈍いようにも見えるのだ。

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。