

# 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. 338

(2023.04.03)

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.338)

### 1. 先週の動き

○先週、コロナ感染状況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も結局は効果を上げ得なかったように見える。さらに米国発の金融システム不安についても表面的には後退し始めているが、欧米各国とも内実くすぶり続けているようでもあり、ここは注意が必要だ。なおバイデン大統領は30日、シリコンバレーバンクなど米銀の破綻を受けて金融規制の強化を米国金融当局に要請(中堅銀行の規制を緩めたトランプ前大統領の措置が今回の危機を招いたと示唆)している。

ところで市況は予想通りに神経質な展開を辿り、株式市場についてはむしろ上昇気配を辿り週末に迫っては反落したが、結局は2万8000円台を3週間ぶりに回復しての週越えとなっている。さらに週初は取引自体が成立しなかった10年物国債も週後半は上昇余地を探りそうな気配を見せたが、結局+0.320%まで上昇して取引を終えている。ただ為替については、市場は安定通貨の円に資金が退避する動き(円高)が続くと見ていたが、逆に内外金利差が意識される局面が大きく、円は週を通して続落し133円台まで円安が進んだ形になった。この間、原油は上下したのち週末は米欧の金融システムに対する過度の不安が薄らいだとして反発する形で終わっている。(なお3月「日銀短観」の市場予想、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、104.2と前月の103.4<速報値102.9を上方修正>からやや上昇)で確認したが、市場の若干悪化するとの予想(101.2)とは逆に幾分改善した形になったほか、3月「シカゴ購買部協会景気指数」(31日、43.8と前月の43.6からやや上昇)も、市場の横ばい予想に対し僅かながらも改善している。ただこの一方で3月「ミシガン大学消費者態度指数・確報値」(31日、62.0と速報値の63.4から低下)は、逆に市場の横ばい予想にかかわらず若干ではあるが悪化しているほか、2月「個人消費支出」(31日、前月比+0.2%と前月の+2.0%<速報値+1.8%を上方修正>から伸び低下)自体はほぼ市場予想(+0.3%)どおり伸び鈍化しているわけで、いずれにせよ一様の動きではないことには注意が必要だ。なお消費動向の背景にある2月「個人所得」(31日、前月比+0.3%と前月の+0.6%から伸び低下)については、ほぼ市場の慎重な予想(+0.2%)通りに伸び鈍化している状況だ。

また製造業についても総じてやや良くない動きが目立ち、例えば、3月「リッチモンド連銀製

造業指数」(28日、-5と前月の-16からマイナス幅縮小)については、方向としては改善しても水面下にとどまっているほか、10~12月期「実質GDP・確定値」(30日、前四半期比年率+2.6%と前四半期の+2.7%からやや伸び低下)にしても、市場の横ばい予想(+2.7%)にかかわらず、結局は伸び鈍化している。

○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)で確認したが、コア(生鮮食品を除く総合)は前年同月比+3.2%(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はしたが市場予想(+2.9%)ほどではなく、コアコア(生鮮食品・エネルギーを除く総合)ベースでは同+3.4%(同+3.0→+3.1%)と、コアベースを上回る伸びになってきている。これはエネルギー(前年同月比:前月+5.3→当月+0.3%)が電気代(同-1.7→-6.0%)、ガソリン(同-2.2→-3.5%)がマイナス幅をさらに拡大していることを背景にさらに伸びを鈍化させているほか、生鮮食品(同+5.4→+4.9%)も伸びを一段と低下させている一方で、生鮮食品を除く食料(同+7.8→+8.1%)、家具・家事用品(同+8.9→+9.1%)が高水準の伸びをさらに高めているほか、保健医療(同+0.8→+1.4%)、教養娯楽(同+1.3→+2.4%)といった、これまで比較的低下水準の伸びにとどまっていた項目まで徐々にではあるが伸びを高めてきていることが背景だ。このため繰り返すようではあるが、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。

このほか2月「企業向けサービス価格指数」(27日、日銀)も公表されたが、総平均は前年同月比+1.8%(前々月+1.5→前月+1.6%)と、広告(前年同月比:前月+2.8→当月+3.8%)を中心に低下水準ながらも伸びを高めてきており、ここも注意が必要だ。

次に消費動向を2月「商業動態統計」(31日、経産省)で確認したが、小売業販売額は季節調整済み前月比+1.4%(前々月+1.1→前月+1.9%)と、前月好調の反動や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市場予想(-0.8%)に反しプラス継続の格好になっている。これはそれだけ経済復興の動きが見られたということだ。

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、各総務省・厚労省)も公表されたが、失業率は2.6%(前々月2.5→前月2.4%)、有効求人倍率は1.34倍(同1.36→1.35倍)と、共に横ばいにとどまると見ていた市場予想に反し、双方ともわずかではあるが悪化している。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いるためだ。ただし賃上げ加速の動きが逆に有効求人倍率低下をもたらしているとの見方もあり、ここは注意が必要だ。

また生産動向については2月「鉱工業生産」(31日、経産省)で確認したが、季節調整済み前月比+4.5%(前々月+0.3→前月-4.6%)と、市場予想(+2.7%)を上回る形で水面上に復帰している。これは世界経済の停滞が続いてはいるが、前月マイナスの反動に加え中国の経済再開に伴うサプライチェーンの制約緩和の影響がそれだけ強かったということだ。

最後は設備投資動向を、2月「住宅着工統計」(31日、国交省)で確認したが、前年同月比-0.3%(前々月-1.7→前月+6.6%)と市場の伸び鈍化しながらもプラスを維持するとの予想(+1.2%)に反し、僅かではあるが再び減少に転じている。これは前月急増した分譲住宅が同-1.8%(同+1.4→+25.0%)と3か月ぶりにマイナスに転じたことが主因ではあるが、持ち

家が同-4.6% (同-13.0→-8.3%) と 14 か月連続でのマイナスとなったほか、給与住宅も同-5.0% (同-15.0→-26.3%) と 4 か月連続のマイナスになっていることも大きく影響している。なお市場はこれも前月の大幅増加の反動によるもので増加基調に大きな変化はないと見ているようだが、正直やや気がかりだ。

## 2. 今週の動き予想

○今週、コロナ禍後の世界経済回復の動きが期待していたようには進んでいないうえ、収まりつつあるとされている世界的金融機関の経営危機の行方(なかでも前述の米国バイデン大統領の金融規制強化要請の行方)も気になるところだ。また 8 日には日銀黒田総裁が退任するわけだが、この間に日銀保有国債が発行総額の過半を占めることで長短金利を押し下げてきたことや、賃金の引き上げを伴う物価上昇(4月以降に値上げが予定されている品目も多数に上っている)の実現を道半ばとする金融政策の行方に市場は極めて高い関心を示しているように見える。さらに先月末をもってコロナ禍に伴い日銀が実施してきた「特別当座預金制度」(地銀に2000億円貸し付け)が終了し、これまでの実質無利子・無担保融資については返済が強化される事態に入るわけで、この影響も気がかりだ。

なお市況は引き続き市場の思惑(金融システム不安が後退等)が優先された堅調な動きが続くものと思われるが、なるがゆえに経済指標(例えば日銀短観<3日>、米国雇用統計<7日>等)次第では反落する動きが大きくなるとも考えられるので注意が必要だ。即ち株価は基本的には上昇基調をたどると見られるが、内外ともに上値は重いと見た方が賢明とも思われる。さらに長期金利も米国では上昇するが、我が国の場合は植田新日銀総裁の金融政策修正に対する警戒感が燻っており、市場はとりあえず4日の新発10年物国債の入札に注目しているようだ。なお為替は先週に安定資産として買い進めた円を売る動き(円安)が進むと見られている。さらに原油もとりあえず上昇展開になると見られているようだ。

○こうした中、米国の経済指標については、景況を3月「ISM製造業・非製造業景況指数」(各3・5日、前者は47.5と前月の47.7から、後者も54.6と前月の55.1から共にやや低下予想)で確認することになるが、市場はやや厳しい見方をしている。さらに注目の雇用動向にしても、雇用人員は3月「ADP雇用統計」(5日、前月比+20.5万人と前月の+24.2万人から伸び低下予想)、3月「非農業部門雇用者数変化」(7日、前月比+24.0万人と前月の+31.1万人から伸び低下予想)といずれも伸び鈍化が予想されているほか、その裏付けとなる3月「平均時給」(7日、前年同月比+4.3%と前月の+4.6%から伸び低下予想)、3月「失業率」(7日、3.6%と前月の3.6%から横ばい予想)についても慎重な見方をしている。

ただこの一方で、実体経済指標については2月「製造業新規受注」(4日、前月比-0.5%と前月の-1.6%からマイナス幅縮小)、2月「建設支出」(3日、前月比0.0%と前月の-0.1%からプラス復帰予想)については慎重ながらも前向きな見通しとなっており、注意すべきだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは4月「日銀短観」(3日、日銀)の行方が気になるところだが、市場は製造業はコスト高と世界需要の減速、根強く残る供給制約の影響で一層悪化すると見ており、基本指標となる大企業の業況判断DIは5(前回現状7→前回先行き6)と僅かではあるが悪化すると見ている。ただ先行きDIは「10」と改善に転じると期待してい

るようだ。この一方で非製造業については経済再開で国内需要が強く回復していると見て、非製造業DIは20(同19→11)と大きく改善が進むと見ている。ただ先行きDIについては17とわずかに悪化すると見ているようであり、要するにこれは業種別に先行き元押しが異なるわけで注意が必要だ。更にこうした業種間格差はもとより企業規模別格差も歴然と残ると見ているようであるうえ、期待の設備投資計画も下方修正を余儀なくされるとの慎重な見方になっており、いずれにしろ注意深く読み取る必要があるようだ。

そうした中、2月「製造業・サービス業PMI」(各3、5日、Markit Economics)も公表されるが、市場は製造業は前月(前々月47.7→前月48.6)をわずかにしろ下回るが、サービス業は逆に前月(同54.0→54.2)を上回り続けると見ているようだ。

さらに消費動向については2月「消費活動指数」(7日、日銀)で確認するが、市場は前月(前月比:前々月-0.8→前月+1.3%)にプラス復帰した勢いが継続するものと期待しているようだ。また3月「新車登録台数」(3日、自販連)も公表されるが、これも前月(前年同月比:前々月10.8%→前月26.3%)は大きく伸びが上昇したが、当月はある程度の伸びに止まると見ているようだ

なお消費周辺指標として2月「毎月勤労統計」(7日、厚労省)も公表されるが、市場は現金給与総額が前年同月比+1.5%(前々月+4.1→前月+0.8%)と、再び伸びが若干回復すると見ている。これは労働逼迫を反映し非正規労働者の賃金の伸びが所定内給与(前年同月比:前々月+1.4→前月+0.8%)を押し上げると見ているためだ。ただし実質ベースでは依然として水面下が続く見通しになっている。

### 3. 来週の公表予定経済指標

○来週も以下のように、重要な経済指標の公表が予定されているので注視したい。

- ・景況関連；3月「景気ウォッチャー調査」(10日)
- ・物価関連；3月「国内企業物価指数」(12日)
- ・消費関連；3月「消費活動指数」(10日)
- ・設備関連；2月「機械受注」(12日)
- ・輸出関連；2月「国際収支」(10日)
- ・融資関連；3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 (No338-追補)

- 3月「日銀短観」は製造業の悪化が続く一方で、非製造業は改善する見通し
- 欧州経済は米国発の金融不安の飛び火は小康状態ながら、停滞基調からは抜け出せない
- 中国経済は回復方向にあるように見える一方で、なお不安材料が多い

## 1. 3月「日銀短観」は製造業の悪化が続く一方で、非製造業は改善する見通し

○3月「日銀短観」については、コロナ禍後にもかかわらず「ロシアのウクライナ侵攻長期化」、「中国経済復興の不安定化」から「供給制約」が解消されず（特に半導体サイクルの悪化が目立つ）、物価も鈍化傾向を示しながらも高水準で推移し、つれて欧米主要国中央銀行が「利上げ」姿勢を継続する中で世界経済に減速懸念がささやかれていたが、そうした中で米国発の地方銀行破綻に端を発した金融システム不安まで発生し、その中での調査だったことから今まで以上に市場の注目を集めていた格好だった。

○こうした中、市場はこぞって製造業については輸出が全体をけん引するような力強さもないことから、基本となる大企業DI（前回現状7→前回先行き6\*今回現状5→今回先行き10）が足元5四半期連続での悪化になると予想した形になった。もっともこの一方で非製造業DI（同19→11\*20→17）は前回の先行き（即ち今回の現状）は大きく悪化する予測になっていたにもかかわらず、経済再開に伴う国内需要増加を映じて僅かであるが改善する予想に変化している。さらに先行きについては製造業が大きく回復すると見ているのに対し非製造業は悪化予想になっているなど、業種別動きは真逆となりしかも格差拡大の方向が予測されていることには注意が必要だ。

また中小企業の動きは基本的には大企業と同様の動きをしているが、依然として製造業DI（同-2→-5\*-2→0）は水面下が続く、非製造業DI（同6→-1\*7→4）にしても水面ギリギリのところでの動きになる見通しになっており、規模別格差も拡大する見通しだ。

○なお年度計画については、まずは設備投資の行方が気になるところだが、市場は外需の鈍化を反映して慎重化すると見ており、大企業DI（前年比：前回2022年+19.2→今回2022年+15.0→今回2023年+2.0%）については昨年実績を下方修正するうえ、今年についても前年の反動もあって大きく伸び鈍化すると見ているようだ。さらに中小企業DI（同+3.8→+3.0→-5.0%）についても大企業DIと同様に前年は下方修正され、今年は例年通りにマイナススタートになるなど景気牽引を期待されている割には冴えない見方だ。

ただ収益計画については、昨年度はコスト転嫁が進む中で企業規模を問わずに上方修正されるが、今年度は昨年の反動や足元やや円高方向に振れていることもあり、大企業DI（同+11.7→+12.0→-2.0%）、中小企業DI（同-5.1→-2.1→-2.0%）ともにマイナスとなると見ているようだ。しかも中小企業は両年とも結局は水面下の域から出られない見通しになっており、企業規模別格差は残る見通しだ。

○なお米国での「シリコンバレーバンク」(SVB)の経営破綻を契機として、欧州の大銀行「クレディ・スイス・グループ」の吸収合併にまで波及した金融システム不安再来の懸念は、表面

的には落ち着いているようにも見える（内実は、市場の緊張が続いていると考える方が賢明のようだ）が、「先週および今週の我が国主要経済指標から (No.338)」でも報告したようにバイデン米国大統領が金融機関規制強化を狙っているようでもあり、いずれにせよ今回短観調査にはその影響はさほど織り込まれていないようにも見えることから、結局今回調査はこれでもやや上方バイアスがかかっていると見た方が良くかもしれない。また次回調査結果が一層待たれることになるのも確かだ。

## 2. 欧州経済は米国発の金融不安の飛び火は小康状態ながら、停滞基調からは抜け出せない

○欧州では、米国地方銀行の経営破綻が相次ぎ、これが欧州大手銀行の、「クレディ・スイス・グループ」(CSG)の経営不安に飛び火し市場に緊張感が走ったわけであるが、経済指標については当初警戒していたほどの悪化はとりあえずなかったようだ。即ち3月「消費者信頼感指数・確定値」(30日、-19.2と速報値の-19.2から横ばい)は水面下が続いてはいるがとりあえず横ばいにとどまっているほか、3月「経済・消費者信頼感指数」(30日、99.3と前月の99.6<速報値99.7をやや下方修正>からやや低下)にしてもごくわずかな悪化にとどまっている。さらに市場が伸び横ばいに戻ることもあり得るとの慎重な見方をしていた3月「消費者物価指数」(31日、前年同月比+6.9%と前月の+8.5%から伸び低下)も、市場予想(+7.1%)を上回るテンポで順調に低下している状況だ。ただ2月「失業率」(31日、6.6%と前月の6.6%<速報値6.7%を下方修正>から横ばい)は、タイムラグもあるとは思いますが高水準横ばいにとどまっている。こうした中、今週公表される3月「製造業・サービス部門PMI」(各3,5日、前者は47.1と、後者は55.6と共に前月比横ばい予想)が注目されるが、市場はとりあえず横ばいにとどまると見ているようだ。いずれにせよ金融システム不安が少なくとも内面では継続している模様であるうえ、ロシアのウクライナ侵攻もフィンランドのNATO参加もあって、ロシアがさらなる強硬手段に出る可能性も取りざたされているわけでもあり、ここは注意深くウォッチする必要があるようだ。

なおEU牽引国ドイツ経済については、EU全体に比しやや悪化が目立っている。即ち2月「小売売上高」(31日、前年同月比-7.0%と-4.0%<速報値-4.6%を下方修正>からマイナス幅拡大)はもともと水面下であったがさらに悪化テンポを深めているほか、3月「失業率」(31日、5.6%と前月の5.5%からやや上昇)も、市場の高水準横ばい予想をよそに僅かとはいえさらに悪化している。ただ、3月「消費者物価指数」(30日、前年同月比+7.4%と前月の+8.7%から伸び低下)は順調に伸び低下が続いている格好だ。

ところで、このところ欧州首脳の訪中(例えば、マクロン仏大統領、フォン・デア・ライエン欧州委員長も5日から訪中し習主席と会談予定)が相次いでおり、いずれもロシアのウクライナ侵攻終結に向けての協力を求めているようだ。ただ中国としても欧州との関係を改善させて米国主導の中国包囲網を打開したいとの思惑から歓迎しているようだが、具体的な成果はともに上げ得るには至っていないようだ。

○この間、英国経済は物価上昇が続いているが、10~12月期「GDP・改定値」(31日、前年同期比+0.6%と、前四半期+0.2%<速報値+0.4%を下方修正>から上昇)は上昇に転じている。またこうした中、31日にはTPP参加11か国が英国の加盟を認めると発表しており、TPPの枠組みが初めて欧州にも広がることになった(これで世界GDPの15%に相当すること

になる)。

### 3. 中国経済は回復方向にあるように見える一方で、なお不安材料が多い

○中国経済については、31日に公表された3月「製造業PMI」(51.9と前月の52.6からやや低下)は好・不調の境目である「50」を3か月連続で上回ったものの前月比では0.7ポイント下回ったことから、市場ではこれを「ゼロコロナ」解除後の景況感改善がそれなりに継続していると見る向きと、景気回復の広がり鈍り始めているとの見方に分かれた形だ。いずれにせよ今後の焦点になりそうな気配だ。なお内訳を見ても、主要項目である新規受注が53.6(前月57.1)、生産が54.6(同56.7)と、いずれも節目の「50」を上回り続けてはいるが前月を下回っているのは事実で、しかも雇用動向を示す従業員数は「50」を下回ったようだ。さらに企業規模別に見てもいずれも「50」を上回ってはいるが、前月を下回っているのが実情のようだ。また自動車等の耐久消費財の売れ行きはなお鈍いうえ、業種によるばらつきも目立つことから、ここは慎重に見た方が良さそうだ。

なお同時に公表された「非製造業PMI」(31日、58.2と前月の56.3から上昇)は3か月連続で「50」を上回ったうえ、前月比でも改善が進んだ形になった。これは厳しい移動制限解除の効果が、外食や旅行などのサービス業の回復につながっていることを映じたものと思われる。さらに建設業の景況感も大きく改善しており、市場の中には期待する向きもあるが、逆の見方をせざるを得ないケース(例えば、建設途中で放置された大型施設も、依然として少なくないようだ)もあるようで、ここは引き続き慎重にウォッチしてゆく必要があるようだ。

こうした中、中国指導部は金融業への統制を強めているようで、外資金融としては中国へ派遣した外資企業職員のスパイ容疑での逮捕が相次いでいることもあり、一段と中国を回避する動きが強まると見る向きもあるところだ。即ち中国では共産党が金融行政を直轄する体制(換言すれば米国の金融制度の影響を受けにくい体制づくり)に改め、「中央金融委員会」を新たに設置するとともに、規律強化や腐敗撲滅を狙う「中央金融工作委員会」を合わせ設け、金融市場のリスク拡散を図る構えだ。さらにこの一方で、監督当局の職員の待遇(従前は公務員の2~3倍と言われている)を見直し、公務員並みに引き下げる方針をも打ち出しており、しかもこれは国内大手銀行にも及びそうな気配になっている。

このため市場には、いずれにせよ行き過ぎた管理監督が金融業界には締め付け強化に映る可能性があるほか、巨額な資金移動に伴う自由な金融取引を阻害しかねないとか、外資が中国への進出やビジネス拡大を逆に躊躇する一因にもなりかねないと懸念する向きもあることも確かだ。

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。