

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. 3 4 1

(2023.04.24)

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.341)

1.先週の動き

○先週も世界経済の停滞、物価高、金融システム不安が継続されている中で、主要国中央銀行としても逡巡してはいるようだが、金融引き締め策をとりあえず続ける姿勢を示しており、いずれにせよ、難しいかじ取りが求められる状況が続いている。なお金融システム不安については市場の中には落ち着き始めているとの見方があることも確かだが、いたずらには楽観視しない方が賢明と思われる。なおクレディスイスグループの破綻に伴い無価値となった「永久劣後債」(ATI債)での損害が、21日に鈴木財務大臣が公表したところによれば、我が国内でも約1400億円に上る模様であり、この面でも埒外(ラチガイ)の話ではない。

ただ市況については、前述のように世界的な金融不安が懸念される中でも基本的には高値が続き、一時は今年の最高値を更新し、昨年8月26日以来の2万8700円台後半と約8か月ぶりの高水準となったが、週末は米欧景気の先行き不透明感や円高の進行が重荷になり、反落しての週越えとなっている。なお長期金利は、一時は止まらないインフレや主要国中央銀行の「利上げ」継続姿勢を眺めて上昇(一時は1か月ぶりの高水準に)する局面もあったが結局は落ち着いた動きとなり、週末は小幅低下した形になった。なお懸念されていた日銀入札も無難に終了した。また為替も円は週前半は続落する局面が多かったがその幅は小さく、結局週末は続伸した形になり、133円台後半で終了した。原油は週初に反発する局面もあったが、基本的には米国経済指標の景気減速(石油需要の減少)を警戒した売りが優勢となり続落した形だった。(なお金融システム不安のその後、足元の株高の背景、欧州・中国経済の実情については別添追補参照。)

○こうした中、米国の経済指標において、景況は4月「NY連銀製造業景気指標」(18日、+10.8と前月の-24.6から大きくプラスに転化)で確認したが、市場のマイナス継続予想(-18.1)に反し大きくプラスに浮上しており、市場は好感している。ただこの一方で4月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」(20日、-31.3と前月の-23.2からマイナス幅拡大)はもともと大きく水面下にあったわけだが、さらに深く沈み込んでいる。さらに3月「景気先行指標総合指数」(20日、-1.2%と前月の-0.5%<速報値-0.3%を下方修正>からマイナス幅も拡大)にしても更に悪化しているわけで、総じてみれば地域間格差はあるとしても慎重に見た方がよさそうだ。ただ4月「製造業・サービス部門PMI」(ともに21日、前者は50.4と前月の49.2から、後者は53.7と前月の52.6と共に上昇)は業種を問わずに改善しているわけで、種々の動きが一段と出てきているということか。

なお住宅関連の指標は引き続き不冴えて、3月「住宅着工件数」(18日、年率換算142.0万件と前月の143.2万件<速報値145.0万件をやや下方修正>からやや減少)、3月「中古住宅販売件数」(20日、444万件と前月の455万件<速報値458万件をやや下方修正>から減少)、第3週「MBA住宅ローン申請指数」(19日、前週比-8.8%と前週の+5.3%からマイナスに転化)といった具合だ。なお3月「住宅建築許可件数」(18日、141.3万件と前月の155.0万件<速報値152.4万件をやや上方修正>から減少)自体も減少方向が続いている状況だ。

さらに第3週「失業保険申請件数」(20日、24.5万件と前月の24.0万件<速報値23.9万件を上方修正>からやや増加)に窺われるように、失業保険申請者数が僅かずつではあるが増えており、ここも気になるところだ。

○この間、我が国の経済指標については、まずは気がかりな物価動向を3月「全国消費者物価指数」(21日、総務省)で確認したが、コア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+3.1%(前々月+4.2%→前月+3.1%)と前月には政府のエネルギー対策からやや大きく伸び低下したが、当月はそれなりに落ち着いた(換言すればエネルギー以外の品目での上昇が続いているということにはなる)形だ。いずれにせよ伸び率が横ばいになるのは10か月ぶりだ。なおコアコアベース(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)では同+3.8%(同+3.2→+3.5%)と消費税導入時の伸び率を上回り、1981年12月以来41年3か月ぶりの高水準になるわけで、ここは留意が必要だ。なおこれを品目別にみるとエネルギー(前年同月比:前月-0.7→当月-3.8%)が、政策効果享受したガソリン(同-2.5→-4.7%)中心に下げ幅を高めているが、この一方で生鮮食品を除く食料(同+7.8→+8.2%)、家具・家事用品(同+8.7→+9.4%)、被服及び履物(同+3.6→+3.6%)ではもともと高騰している価格をさらに引き上げないし高止まりしている。また保健医療(同+0.9→+1.3%)、教養・娯楽(同+1.5→+2.3%)といった分野での値上がりも引き続き目立っている。ただ政府・日銀は、年度ベースのコアコアで見れば同+2.2%(同+0.1→-0.8%)とまだ安定的に2%になったとは言い切れず、来年度は再び2%割れする公算が高いため、金融政策変更は時期尚早との立場を表面上は崩していない。

さらに2月「鉱工業生産・確定値」(19日、経産省)も公表されたが、前年同月比-0.5%と速報値の-0.6%から僅かではあるがマイナス幅を拡大した格好だ。ただ前月比では+4.6%と速報値の+4.5%から若干伸びを伸ばしているわけで、緩やかに回復方向を辿っているものと思われる。事実、同時の公表された2月「設備稼働率」は前月比+3.9%と、前月の-5.5%のマイナスからプラスに復帰している。

また輸出動向については3月「貿易収支」(20日、財務省・日銀)で確認したが、原値の輸出は前年同月比+4.3%(前々月+3.5→前月+6.5%)と自動車、半導体製造設備装置等の増加を背景に伸びはやや低下したが、25か月連続での増加となった。さらに輸入は同+7.3%(同+17.6→+8.3%)と石炭・石油等の増加を中心に同様に伸びを低めたが、輸出を上回る26か月連続での増加となったことから、この結果貿易収支は-0.75兆円(前々月-3.50→前月+0.89兆円)と20か月連続での赤字継続(ただし輸入の減少額自体は輸入のそれを上回ったことから、赤字幅自体は2か月連続で前月を下回っている)となり、2022年度を通してみれば-21.72兆円の赤字と、過去最大となった格好だ。それだけ、コロナ禍と資源高、円安に直撃されたということであるが、輸出減少は円安の恩恵減退につながり、我が国企業は新たな産業施策を求められ

ているのかもしれない。ところでこれを国別にみると、米国向け輸出は前年同月比+9.4%（前々月+10.4→前月+14.9%）と25か月連続での増加となったが、伸び率自体はやや低下している。この一方で中国向けは同-7.7%（同-17.1→-10.9%）と4か月連続でのマイナスが続いているが、徐々にその幅を縮小しつつある。

なお2月「第3次産業活動指数」（20日、経産省）も公表されたが、季節調整済み前月比+0.7%（前月+0.7%<速報値+0.9%を下方修正>から伸び横ばい）と、横ばいにとどまっている。

2.今週の動き予想

○今週も世界経済停滞及びインフレの行方と主要国中央銀行の金融政策の行方が気になるところだが、前述のように金融システム不安についても、金融界はどこまで口にするかはともかく不安を感じていることは確かであり、留意するに越したことはない。また中国経済の復興に期待する向きも少なくないのは確かだが、正直のところどこまで中国政府の公表する経済指標を前提として判断して良いのかわからない面もあり、ここは慎重に見定めていくしかないと思われる。こうした中、今年中には中国を抜いて世界の人口国になる（国連人口基金が19日に発表）と言われているインドの経済面での存在感が増してきており、やがては世界経済成長の牽引車的役割を果たすようになるのではないかとの見方も出てきているわけでここは注視していきたい。いずれにせよ、世界経済は「地政学的リスク」に一段とさらされつつあることもあって、予見しがたい状況になっていることは確かだ。また日銀は「当面金融政策の変更はない」と言明しているが、市場は「日銀は金融緩和策の検証実施に向けて地ならしを進めている」と見ており、いずれにせよ、ここは慎重に且つきめ細かくウォッチしてゆく姿勢が大切だ。

この間、市況において市場は日銀新執行部の動きに一段と注目しているが、とりあえず今回合での政策変更はないとの見方が一般的だ。こうした中、株価は予想外に高値に推移しているが、これも根拠に乏しいことは確かであり、上値は重いと見るべきだろう。長期金利については「日銀金融政策決定会合」次第ではあるが、とりあえずは横ばいに推移すると思われる。なお為替も同様の動きに終始すると思われるが、市場には円が引き続きじり安の展開になっているのはそもそも円相場の動きが鈍いことから、低金利の円を借りて高金利通貨を買うことで「円キャリー取引」がしやすい環境になると見る向きがあり、これが円安圧力になることも考えられる。ただいずれにせよ膠着感が強まることは確かなようだ。

※円キャリー取引・・・「円借り取引」とも呼ばれ、円資金を借入れて相場商品や証券など一般には金融資産を保有し、一定期間後に資産を売却しその売却対価によって、資金を付利して返済し、差額により利益を得ようとする。

さらに原油については、引き続き「OPEC（石油輸出国機構）プラス」の減産強化方針と米国景気情勢との綱引きになると思われる。なお米国財務省は、17日にロシアが同国産原油を輸出価格が上限とされる1バレル60ドルを回避して（1バレル75ドル近辺）アジア向けに輸出を続けていることから、米国企業も制約逃れに関与する恐れがあると警告しており、ロシアの急激な財政悪化を含めこの行方も気になるところだ。

○米国の経済指標についてはいつも以上に市場は注目しているが、まずは景況を4月「消費者信頼感予想」(25日、104.1と前月の104.2からやや低下予想)および4月「シカゴ購買部協会景気指数」(28日、43.5と前月の43.8からやや低下予想)で確認するが、市場はともに若干悪化すると見ている。さらに4月「ミシガン大学消費者態度指数」(28日、63.5と前月の63.5から横ばい予想)も横ばいにとどまると見ており、市場には慎重な見方が多いと見た方が良さそう。さらに注目の住宅建設動向を見ても3月「新設住宅販売件数」(25日、年率換算63.5万件と前月の64.0万件からやや減少予想)は若干冴えないままだ。

また1~3月期「GDP」(27日、前四半期比年率+2.0%と前四半期の+2.6%から伸びやや低下予想)についても慎重な見方だ。ただ1~3期「雇用コスト指数」(28日、前四半期比+1.1%と前四半期の+1.0%からやや伸び上昇予想)は上昇が続くと見られており、ここは注意すべきかもしれない。

なお3月「個人消費支出」(28日、前月比-0.1%と前月の+0.2%からマイナスに転化予想)も冴えない見込みになっているが、上記GDP個人消費デフレーターは前年同月比+4.1%と前月の+5.0%からやや大きく伸び低下すると見込まれており、ここも注視が必要だろう。ところで個人消費の裏付けとなる3月「個人所得」(28日、前月比+0.2%と前月の+0.3%からやや伸び低下)についても市場は慎重な見方をしており、ここは平仄(ヒョウソク:物事の順序・道理・筋道)が取れている。いずれにせよ、FRB(連邦準備制度理事会)の対応は一段と難しい立場に追い込まれているようにも見える。

○この間、我が国経済については、26~27日開催の日銀新首脳を迎えての初会合となる「日銀金融政策決定会合」の行方に市場の注目がこれまでになく集まっているようにも見える。そうした中、経済指標についてはまずは物価動向が気掛りであるが、これは4月「東京都区部消費者物価指数」(28日、総務省)で確認したい。市場はコア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+3.1%(前々月+3.3→前月+3.2%)と、逐次伸びを低めた形になると見ているようだ。ただこれは、当初4月に見込まれていた電力料金価格の値上げが先送りされていることに伴う面が大きく、事実コアコアベース(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)で見ると同+3.5%(同+3.1→+3.4%)と、上昇方向が続くと予想している。要するにコスト転嫁の高まりは価格上昇のテンポをやや弱めつつも、なお継続すると見られているということだ。さらに経済活動再開を受けたサービス価格の上昇はむしろ一層強まることも予想されるわけで、植田新総裁の手腕がいきなり問われる展開にもなりそうだ。

なお消費動向については3月「商業動態統計」(28日、経産省)で確認することになるが、小売業売上高は前年同月比+6.1%(前々月+5.0→前月+6.6%)と4か月連続でプラスとなるが、伸び自体はやや低下すると市場は見ているようだ。これは基本的には年度末の外出機会の増加で百貨店やスーパー、コンビニの売上げが大きく増加すると見られていることによるが、この一方で消費者マインドは物価上昇に対する慎重なスタンスを徐々に後退させてきているとは思われるが、依然として相応に保持していると見られるからだ。

さらに消費周辺の指標については3月「失業率・有効求人倍率」(ともに28日、各総務省・厚労省)が公表されるが、市場は失業率が2.4(前々月2.4→前月2.6%)、有効求人倍率が1.36倍(同1.35→1.34倍)と、ともにわずかではあるが改善すると見ているようだ。要するに労

働市場はサービスセクターにおける労働者のひっ迫状況は続いているが、これもテンポを落としつつあるようにも見えるほか、製造業関連の労働需要も落ち着き始めているためと市場は期待しているようだ。ただ正直安心はできない面もあると思われる。

なお生産動向は3月「鉱工業生産」(28日、経産省)で確認するが、市場は前月比+1.5%(前々月-5.3→前月+4.6%)と、伸びは継続するとしても鈍化すると見ている。これは実質輸出は緩やかながらも相応の水準で推移しているほか、年度末の上昇トレンドが押し上げ要因として寄与するとの見方によるものだ。ただここも過度には楽観視しない方が賢明かもしれない。

最後は住宅動向を3月「新設住宅着工件数」(28日、国交省)で確認することになるが、市場は前年同月比-5.1%(前々月+6.6→前月-0.3%)と2か月連続で水面下に沈み、しかもその程度を深めると見ているようだ。ただこれを前月比で見ると+1.2%(前々月+5.5→前月-3.8%)と前月の大幅減少反動もあってプラスに転じると見ており、住宅需要がここで腰折れするととも市場は見えていないようだ。

3. 来週公表予定の経済指標等

○来週は連休に入るので、公表予定の重要な経済指標はない。従って、本「先週および今週の我が国主要経済指標から」も休刊とさせていただきたいが、世界経済は激しく動き続けており、しかも、一段と予測しにくい状況が続いているわけで、注視姿勢を怠らないようにしたい。

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.341-追補)

- 金融システム不安は、表面上は落ち着き方向ながら、なお留意が必要
- 日本株高の背景
- 欧州経済はやや回復の兆しが見られなくもないが、総じて慎重
- 中国経済は予想外に早期復活を示す指標もあるが、なお不透明

1. 金融システム不安は、表面上は落ち着き方向ながら、なお留意が必要

○米国発の金融システム不安は、表面上は落ち着きを取り戻したかに見えるが、金融業界には、なお以下の点を中心に警戒感をむしろ強めているようだ。

① 後手に回る金融安全網

——デジタル時代を迎えて「預金取り付け騒ぎ」の形態自体が大きく変化しているがこれに対応できていない。

例えば、シリコンバレーバンク (SVB) は、2022 年末の総資産は全米 16 位で、預金は 1750 億ドルあったわけだが、3 月 8 日に債券の運用喪失と資本増強計画を突然発表したところ、翌日の 9 日だけで 420 億ドルの預金引き出しが起り、さらに 10 日には 1000 億ドルの流出が見込まれることから、当局が事業を強制的に閉鎖させたケースである。そしてこうした急激な預金流出は SNS やモバイル端末を通じて行われた模様で、これまでの常識を覆す（資金が潤沢にあっても流出速度が極端に早くなっており、意味をなさない）ものであった。

なお IMF (国際通貨基金) によれば、インターネットで行う取引量は中所得国でこの 3 年間で 2 倍に、高所得国では 20~30 倍に増加し、当然情報の伝達速度もけた外れに高まっているということになる。

またシャドーバンキングの増大（金融安定理事会推計では 2021 年に既に 238 兆ドル、全世界の金融資産に占める割合は 49%に達している）や仮想通貨市場の急拡大など金融市場自体、急激な変化に見舞われている。

※シャドーバンキング・・・銀行ではなく、投資銀行（証券会社）やヘッジファンド、証券化のための特殊な運用会社などの金融業態の総称。免許制等で金融当局から厳しく監督される通常の銀行と比べて規制が緩く、資金の流れが不透明で、不良債権化しやすいなどのリスクがある。

——そして、こうした環境変化に、当局も対応しきれていない。

例えば SVB の事例にしても、3 月 9 日には住宅ローンなどを担保に連邦住宅貸付銀行 (FHLB) に 200 億ドルの融資を求めてはいたが、処理が間に合わず融資が出来なかった。このため SVB は FRB (連邦準備制度理事会) からの緊急融資に切り替えたが、これも FHLB などからの担保移動に手間取り、結局破綻に至った形だ。要するに制度があっても実際に円滑に活用できるとは限らないということだ。

また前述のような政府・中央銀行の管理下でない資金については、新たな立法措置を早急に講じる必要がある。

また米国政府は、今回ケースでは通常上限「25 万ドル」の預金保護を事実上無制限にする特

例を公表（これを基本にすべく新たな立法措置を進めている模様）したが、効果はあまりなかったようだ。

② 金融界に「サブプライム級」の損失発生を懸念する動き

——米銀は、SVB の破綻をきっかけに大手を中心に融資の縮小（例えば、米銀大手 4 行の 1～3 月期の融資残高は前期比 0.5% 減少）に動き始めている。こうした中、とくに商業用不動産ローンの危険性が取り沙汰されている。同ローンの米国での市場規模は 2.9 兆ドルだが、過去 10 年間で 2 倍に拡大している。欧州でも 4280 億ドルと 6 年で 2 割増えており、過熱が指摘されているところだ。こうした中、もともと欧米で急速な「利上げ」が進み債務の借り換えや新規融資を制限する金融引き締めで市場がぜい弱になっていた。そこに SVB 破綻が追い打ちをかける形になり、資金流入が細りこれが不動産価格を低下させ、融資が不良債権化しかねない状況になっているのだ。なお JP モルガンの悲観シナリオでは、米国の商業用不動産住宅ローン関連の損失が 2008 年のサブプライムローンの損失（約 3500～4000 億ドル）に迫る恐れがあるとしている。

※サブプライムローン問題・・・米国の住宅バブル崩壊による一連の世界的な金融・経済危機のこと。2007 年から 2009 年にかけて、主に米国のサブプライムローン（米国のモーゲージ：住宅ローンの形態の一つで、クレジットカードで延滞を繰り返すなど信用力の低い個人や低所得者層を対象にした住宅ローン）の焦付（不良債権化）とその証券化商品の価格暴落によって、世界の金融市場と各国経済を大きく混乱させる原因となったもの。最終的には世界金融危機を引き起こし、パリバショックやリーマンショックなども一連の流れの中で起こった。

ただシャドバンクの代表格である投資銀行の中には「いまこそ買収の好機」と豪語する向きもあるようで、仮にファンドが及び腰になっている銀行の機能を補うとともに、抱えるリスクをも際限なく膨らますことになれば問題は深い。

③ 預金から高利回り商品へ振替の動き加速

——銀行破綻に伴う預金の安心感のゆらぎが、資金の運用先の変化を促進しているようだ。

例えば米連邦預金保険公社（FDIC）が保護対象（1 口座 25 万ドルを限度）とする 3 月末時点の総預金は 3257 億ドルと 2022 年末比でも 11% 減少していたが、2022 年 3 月末比では 30% もの大幅減少となっているようだ。そして、こうした資金が、より利回りの高い、米 MMF（マネー・マーケット・ファンド）等へ振り替わっているようだ。事実、投資待機資金の置き場として預金サービスを提供している米金融大手チャールズ・シュワブの 3 月末預金残高（3 月末で 3267 億ドル）は 2022 年末比 1 割超減少したが、この一方で同社が管理する顧客の MMF は同 28% 増加するなど、明らかに預金から MMF への振り替えが加速しているのが分かる形になっている。なおそれでも MMF が短期国債や企業のコマーシャルペーパー（CP）などで運用する限り、その資金は国や企業の活動を支え、やがて銀行預金に還流することになるわけで問題ないようにも見えるのだが、銀行としては銀行離れを加速しかねないとして危機感は強そうだ。

※MMF・・・投資会社や金融サービス会社が運用する投資信託のこと。短期金融市場（money-market）において米国債やレポ取引などの債券から得られる利子によって、安定したリターンを得ることができ低リスクの投資商品。

※レポ取引・・・1996年4月にスタートした現金担保付きの債券貸借取引をさす。資金と債券を一定期間交換する取引で、債券の貸し手は債券を貸し出す代わりに借り手から現金を受け取り、一定の期間が経過した後、債券の貸し手は債券を返してもらう代わりに借り手に現金を返す。主に資金の調達と運用を目的として債券の銘柄を特定しないタイプのGCレポ取引や、債券の銘柄を特定するタイプのSCレポ取引がある。

これに加え市場が問題視し始めているのが、FRBが金融調節手段の一つとしている「リバースレポ」(FRBが国債を担保に金融機関から資金を借り翌日に金利をつけて返すことで短期市場の資金需給を調整し、FF(フェデラル・ファンド：米国の銀行が連邦中央銀行に預けている無利息の準備預金)金利水準が下限を下回らないように誘導するもの)だ。要するに同レポの金利(+4.8%)は1ヶ月物の米短期証券金利(約+4.2%)に比べ高いので、「リスク見合いで最も安全に稼げる商品」とみなされているのだ。実は前述MMFの運用先の4割(2.2兆ドル)は「リバースレポ」なのだが、この場合には資金は全く銀行に還流しない仕組みになる。これを銀行は問題視している。市場としては同レポ金利を下げたいのだが、そうすれば短期金利がFRBの誘導金利水準を下回る可能性があり、インフレ圧力が強い中ではとりにくい方策だ。さらにはFRBは2022年6月から国債などの保有資産を減らそうとしており、「リバースレポ」の膨張がこれの妨げになるほか、銀行間の短期資金のやり取りが細り金利が跳ね上がるリスクが生じることにもなりかねないわけで、いずれにせよFRBとしても綱渡り状況が続いていることに変わりないようだ。

2. 日本株高の背景

○世界経済が停滞し先行きについても確たる回復の道筋が見えていないわけでもないが、欧州の大型株が22年ぶりの高値を付けたりと、我が国の株価も18日には年初来の最高値を更新するなど、経済実態とは必ずしも平仄(ヒョウソク：物事の順序・道理・筋道)があっているとは思われない事態が生じている。さらには米国の著名投資家のウォーレン・バフェットを筆頭に日本株を見直す動きも出てきているようだ。

この背景には以下のような日本株固有の上昇要因があると見られているようだが、一概には肯首(コウシュ：うなづく、承諾する、納得すること)出来ないようにも見えるわけでここは注視が必要だ。

① 賃上げによる内需の押し上げ

確かに春闘での平均賃上げ率は、30年ぶりの高水準になると見られている。市場にはこれが消費押し上げにつながり、さらには消費財メーカーの値上げも通りやすくなり、好循環が生まれるというシナリオだ。

これはこの通りであり、筆者も期待したいところである。ただ現行の賃上げは大企業・中堅企業が先行しており、中小企業は苦慮している先が少なくない点や、消費者の生活防衛意識の高まり(物価上昇が生活必需品や公共料金にまで広範囲に及んでいる)から賃上げ分の過半が貯蓄に回る可能性が高いことを勘案すれば、このシナリオの実現は簡単ではないようにも思われる。

要するに、賃上げと合わせて「中小企業への支援継続・強化」、消費者が消費したくなる「新

たな商品・サービス開発」を合わせてどこまで用意できるかがより重要になってくると思われる。

② 中国の経済再開に伴う内需押し上げ期待

特に市場が期待しているのは、インバウンド（訪日客）の戻りだ。すでに我が国の観光地は韓国、東南アジア、欧米からの訪日客がコロナ禍前の水準に戻りつつあり、これに従来の主力であった中国人が本格的に加われば、コロナ禍前の勢いを上回る賑わいになるとの見方だ。なおこの動きを円安や相対的物価安が後押しする形にもなっている。

ただ中国経済については、「先週および今週の我が国主要経済指標から」の追補でも毎回指摘しているように、経済指標自体は回復が徐々に進みつつあるようにも見えるが、製造業の回復が期待していたテンポでは進んでおらず、雇用環境回復も正直遅れているようだ。さらには不動産開発業者にも回復の動きが窺われない等ばらつきも大きいようだ。加えて想定よりかなり早めに人口減少局面に入っていることも経済復興の足を引きかねない要因だ。また政治的にも欧米諸国からは孤立感を深めているようであり、従前の様な感覚で経済関係を考えるには若干無理があるようにも思われる。

ただ中国に対しては、隣国の消費大国であり、これまでの歴史的・経済的なつながりの深さを勘案すれば、我が国としても単にけん制するばかりではなく、新たな関係をどう構築するか真剣に考慮する必要があると思われることも確かだ。

なおインバウンド客の増加は我が国経済にとっても重要課題であることも確かであり、ここは中国客にさほど期待しなくとも実現する新たなシナリオを早急に構築すべきと思われるのだが、どうだろうか。

③ 低いPBR（株価純資産倍率）の改善圧力

日本株が低迷する要因が、PBR や自己資本比率（ROE）の低さであったが、ここにメスが入りつつある。

即ちPBRについては、東京証券取引所が3月末に1倍を下回る上場企業などに株価水準を引き上げる具体策を開示・実行するよう要請した。このため例えば2022年末のPBRが0.6倍台にとどまっていた先が、資産の大幅な圧縮や自社株買いを盛り込んだ中期経営計画を提示し、株価が4割強切り上がった事例もあったようだ。

さらに言えば、確かにここは企業の自助努力を求めるところだが、何らかの形で財政・税制支援策を合わせ講じ、企業努力を支援することも肝要かと思われる。

なお世の中には企業が内部留保をためすぎていることを批判する声もあることも事実であり、ここは納得しやすい説明をつくすとか、政府を交えてより有効活用できる道筋を示すといった工夫が求められているようにも思う。

尚こうした株高の背景には、経済実態よりも思惑先行の感が拭い得ないことも正直のところ事実だ。さらには「利上げ」が続く米国には景気減速の可能性も指摘されており、その場合には世界経済が一段と冷え込むとの懸念もなお残っている。その場合には我が国にしても輸出が落ち込むことを覚悟する必要がある。さらには日銀が金融緩和政策の修正に向かう（この場合は円高に振れる）可能性も市場は指摘し続けている状況だ。

従ってここは過度の予断を持たずに、きめ細かくウォッチすることが肝要のようだ。

3. 欧州経済はやや回復の兆しが見られなくもないが、総じて慎重

○欧州経済は米国 S&P グローバルが公表した 4 月「ユーロ総合 PMI」(21 日、54.4 と前月の 53.7 から上昇)によれば、好不況の境目である「50」を 4 か月連続で上回り、11 か月ぶりの高水準になった。さらにそのほかの経済指標でも、4 月「消費者信頼感指数」(20 日、-17.5 と前月の-19.2<速報値-19.2 から横ばい>からマイナス幅縮小)、2 月「貿易収支」(20 日、季節調整前+46 億ユーロと前月の-306 億ユーロから黒字転化)、2 月「建設生産高(支出)」(19 日、前年同月比+2.3%と前月の+0.5%<速報値+0.9%を下方修正>から伸び増加)は、いずれも改善方向を示しているのが目立っていることは確かだ。ただ物価については、3 月「消費者物価指数」(19 日、前年同月比+6.9%と前月の+6.9%から伸び横ばい)が高水準にとどまったままだ。

ただこの一方で主力国ドイツの 4 月「ZEW 景況感指数」(18 日、4.1 と前月の 13.0 から大幅低下)は更に大きく悪化しているわけでここは気になるところだ。もっとも 2 月「貿易収支」(20 日、季節調整済み-1 億ユーロと前月の-116 億からマイナス幅大きく縮小)は大幅改善しているわけで、いずれにせよ、ここは引き続き注視が必要だ。なお物価動向についても、3 月「生産者物価指数」(20 日、前月比-2.6%と前月の-0.3%からマイナス幅拡大)はさらに大きくマイナス方向に振れるなど欧州全体の動きとは異なっており、ここも要注意だ。

こうした中で欧州中央銀行の出方が注目されていたが、20 日公開された 3 月開催の理事会議事録によれば、一部メンバーからは金融市場の緊張が落ち着くまで「利上げ」を見送るべしとの意見もあったようだが、結局は市場に事前に示唆していた通りに「+0.5%」利上げするのが市場の混乱回避につながると判断した模様だ。いずれにせよ次回 5 月の会合でどうした結論や示唆が出るか、注視したい。

なおこの間、英国のインフレはもともと欧州でも高水準であったが、市場が注目していた 3 月「消費者物価指数」(19 日、前年同月比+10.1%と前月の+10.4%から伸びやや低下)は伸びは若干鈍化したが、市場が期待していたほどではなかったことから、結局イングランド銀行は「利上げ」継続(5 月に+0.25%)するとの思惑が広がり、さらに日銀も現状の「大規模金融緩和政策」を継続するとの見方からポンド買いが進み、一時は対円で 167 円台後半と 2022 年 12 月以来 4 か月ぶりの高めをつけているわけで、ここも注視が必要だ。

4. 中国経済は予想外に早期復活を示す指標もあるが、なお不透明

○中国が 18 日公表した 1~3 月期「実質 GDP」は前年同期比+4.5%と前四半期の+2.9%から加速し、市場予想(+3.9%)をも上回る形になった。なお季節調整済みで見ても前期比+2.2%(前四半期+0.0%)となり、これを年率換算で見れば+9.1%程度と極めて高い水準になる計算だ。いずれにせよ、これは「ゼロコロナ」政策終了に伴う百貨店やスーパー売上やインターネット販売の増加(+5.8%)、飲食店好調(+13.9%)を反映したものだ。事実 18 日に公表された 3 月「小売売上高」(前年同月比+10.6%と前月の+3.5%から伸び急増)は、強気の市場予想(+7.4%)を上回る伸び加速となった。なお同日公表の 3 月「鉱工業生産」(前年同月比

+3.9%と前月の+2.4%から伸び上昇)にしても、市場予想(+3.9%)通りに順調に回復が進んだ格好になっている。

ただ中国に対しては、先般の「G7」外相会議でも「中国の力を背景とした一方的な現状変更の試みに反対」することで一致しているほか、そもそもロシアのウクライナ進攻に対しても明確な反対姿勢をとっていない(欧米が価格上限を定めているロシア産石油の抜け道になっているとか、ロシアの貿易金融に占める人民元のシェアが4.5%と1年前の2倍になっているとの見方もある)こともあり、経済面でも距離を置く主要国が増えているようだ。事実自動車や家電の生産や販売は冴えず、輸出も世界経済停滞もあり不安が残る状況になっている。

このためもあって、特に製造業の実質的需要不振が雇用にも悪影響を及ぼしているようだ。例えば「ゼロコロナ」政策の終了でいったん地方に戻った出稼ぎ労働者が一気に都会へ戻った(コロナ前の2019年3月末と比較しても+3.1%増加)が、それを雇用するほどには生産が戻っておらず、結局未だに実質的な失業者になっているようだ。さらには「建設途中で放置された巨大なゴーストタウンがそのまま残されている」といった不動産開発業者の不振が伝えられているのが実情で、マクロ情報との乖離が正直目立つ。

○なお中国支配下の香港では、実体経済は中国への連動を強めている一方で、通貨については米ドルにペッグ(通貨の変動を1米ドル=7.75~7.85香港ドルの範囲に固定)している。このため米国との実質的金利差が拡大する中で「キャリートレード」(香港ドルで調達した資金を米ドルに交換して運用益を稼ぐ)が活発化するのを許す形になっている。このため香港の中央銀行にあたる香港金融管理局が為替介入(2023年中に7回、総額約468億香港ドル)を実行するなどしてけん制しており、このため民間銀行の決済性預金残高は19日時点で492億香港ドルと、約15年ぶりの低水準になっているようだ。

いずれにせよ、3月末時点での外貨準備は4307億米ドルあることから、直ぐに危険水域に至ることはないとしても、米国発の金融システム不安からアジアに資金が注入され投資筋が更なる「キャリートレード」に拍車をかける(投機筋の標的になる)恐れもあるわけで、香港の立場はかなり難しいものになりそうだ。

※ペッグ制・・・為替相場制度の一つで、自国・地域の通貨価値を世界の基軸通貨に連動させる固定相場制(固定相場制とは、為替相場の変動を固定もしくは極小幅に限定する制度)のこと。主に米ドルとの連動を指し、通貨当局が外国為替市場で介入するなどしてレートを一定範囲に収めることで、自国の通貨と特定の通貨(米ドル)との為替レートは一定に保たれる(その他の通貨との為替レートは変動する)。ペッグ制の"ペッグ(peg)"には、「釘止めし、安定させる」といった意味合いがある。現在、ペッグ制は、世界において、貿易規模が小さく、輸出競争力のある産業が少ない国などが採用しており、通常、これらの国は、貿易を円滑に行うなどの理由から、自国の通貨を貿易において結びつきの強い国の通貨と連動させている。なお本制度ではその仕組み上、相場維持のために連動させる通貨の国に金融政策を追従しなくてはならないという問題点がある。

※キャリートレード・・・機関投資家・ヘッジファンド等の有力な資金調達・運用手法とされる取引で、金利の低い通貨で資金調達して、金利の高い通貨で運用して利ザヤを稼ぐ手法。キャリートレードには、「ポジティブキャリー」と「ネガティブキャリー」がある。一般的に用いられ

ている取引手法はポジティブキャリーである。ポジティブキャリーでは金利の低い通貨を借り、調達した資金で金利の高い通貨を買う。借りる通貨のことを『資金調達通貨』という。ポジティブキャリーで金利の高い通貨を保有し続ければ、金利差分の収益を得ることができる。

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。