

# 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. 353

(2023.07.24)

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.353)

### 1. 先週の動き

○先週についても、まずはロシアのウクライナ侵攻の行方が気がかかりであったが、ウクライナの反転攻勢は基本的には成功裡に進んでいるようだ。ただロシアの抵抗も激しく苦戦していることも事実の様で、いずれにせよ長期化の流れに変化はない。こうした中、世界経済停滞の流れも米国と欧州の間にやや格差が生じているが、これも大勢が大きく変わるほどではない。こうした中、日銀の「大規模金融緩和策」が今回の金融政策決定会合の結果どうなるかが市場の大きな関心事になっていたが、先々週までの変更期待が今週は後半にかけて継続観測に変わるなど思惑優先の変化激しい動きとなった。

なお市況については、NY市場の株式は一時売りが先行する局面もあったが、結局FRB(連邦準備制度理事会)の「利上げ」打ち止め期待が相場を支え、5年11か月ぶりとなる10営業日続伸を記録した形になった。この間、東京市場はNY市場につられ週前半は続伸していたが、週末にかけては米国のハイテク株急落を眺め続落して週越えしている。なお長期金利は低下し、為替は日銀の金融緩和修正観測が薄れるにつれて円安に戻った形になり、結局141円台にまで続落した。この間、原油は米国利上げ長期化観測の後退もあって続伸した。(なお為替変動要因、円相場・物価の先行きと金融政策の行方および欧州・中国経済の動向詳細については、別添追補参照)

○こうした中、米国の経済指標については、景況を7月「NY連銀製造業景気指数」(17日、1.1と前月の6.6から低下)で確認したが、大きく悪化はしたが市場が最悪水面下にも突入すると見ていたほどではなかった。なお7月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」(20日、-13.5と前月の-13.7からマイナス幅やや縮小)は方向としては若干改善したが、市場予想(-11.0)を上回る形で水面下に沈んだままだ。さらに6月「景気先行指標総合指数」(20日、前月比-0.7%と前月の-0.6%<速報値-0.7%をやや上方修正>からややマイナス幅拡大)に至っては、僅かとはいえさらに水面下に沈んでいる。また注目されている住宅関連指標も6月「住宅着工件数」(19日、年率換算143.4万件と前月の155.9万件<速報値163.1万件を下方修正>から減少)、6月「中古住宅販売件数」(20日、年率換算416万件と前月の430万件から減少)、6月「住宅建築許可件数」(19日、年率換算144.0万件と前月の149.6万件<速報値149.1万件をやや上方修正>から減少)と、いずれも冴えない動きだ(この間、市場には不動産暴落の危険性もささやかれ始めており、ここもある程度留意しておいた方がよさそうだ)。

さらにその他の指標も6月「小売売上高」(18日、前月比+0.2%と前月の+0.5%<速報値+0.3%をやや上方修正>からやや伸び低下)、6月「鉱工業生産指数」(18日、前月比-0.5%と前月の-0.5%<速報値-0.2%をやや下方修正>からマイナス幅横ばい)、6月「設備稼働率」(18日、78.9%と前月の79.4%<速報値79.6%からやや低下>から低下)、は、いずれも悪化ないし水面下横ばいに止まっており、市場が期待していたようには経済回復の動きは見られなかったのが実情だ。ただ5月「企業在庫」(18日、前月比+0.2%と前月の+0.1%<速報値+0.2%をやや下方修正>からやや上昇)は若干上昇方向に動いた。

○この間、我が国の経済指標については、まずは景況を7月「ロイター短観」(19日、ロイター通信)で確認したが、製造業については3(前々月6→前月8)と、市場の小幅低下予想(6)を上回る悪化となった。

さらに注目の物価動向については6月「全国消費者物価指数」(21日、総務省)で確認したが、前年同月比+3.3%(前々月+3.5→前月+3.2%)と、再び僅かとはいえ電気代の値上げもあって伸びが高まった格好だ。さらに日銀が政策判断指標としているコアコア(生鮮食品・エネルギーを除く総合)についても同+4.2%(同+4.1→+4.3%)と、伸びは若干低下しても引き続き極めて高水準を維持した形だ。

最後は輸出動向を6月「貿易統計」(20日、財務省・日銀)で確認したが、輸出は季節調整済み前月比+3.3%(前々月+1.9→前月-3.1%)と、再びプラスに戻ると見ていた市場予想(+1.2%)を凌駕する伸びとなった。さらにこの一方で輸入も同+0.5%(同-0.3→-5.6%)と市場予想ほどではなかったが、前月の反動もあってプラスに復帰したものの結局輸出の伸びを下回り、貿易収支は-0.55兆円(前々月-1.03→前月-0.77兆円)と赤字幅拡大を見込んでいた市場予想(-0.95兆円)をしり目に、小幅ながらも赤字幅を縮小した形になった。なお米国向け輸出は前年同月比+11.7%(前々月+10.5→前月+9.4%)と21か月連続の増加となった一方で、中国向け輸出は逆に同-11.0%(同-2.9→-3.4%)と7か月連続でのマイナスとなり、しかも4か月ぶりの二桁マイナスとなったことから、米国/中国比率は114.5%(米国1兆7388億円/中国1兆5183億円、前々月114.6→前月102.4%)と、再び米国依存度を高める形になった。

## 2. 今週の動き予想

○今週についても、まずはロシアのウクライナ侵攻の行方が世界経済の行方に引き続き大きくかかわってきており、気になるところだ。いずれにせよ、世界経済に下方リスクが生じているようだ。なお注目されている半導体不況に関しては回復の動きもある一方で、もともと中国の景気減速や米国の金利上昇の中で個人消費や設備投資が振るわず、需要自体の回復は遅れているとの見方も少なくない。さらに米国が半導体製造について中国を外した囲い込みの動きに出ており、いずれにせよ不況長期化の様相だ。この間、今週は主要国中央銀行の金融政策決定会合が相次いで開催されるが、市場は様々な思惑を秘めながらその行方を注目しており、市況も大きく揺れている。なおこうした中、米国などでの「利上げ」が一服したとして、新興国通貨を買う動きも勢いを増しているようだ。また我が国政府は20日には2022年の実質成長率を、+1.3%(前回1月には+1.5%)と下方修正しており、注目されている。

それに伴い市況については、株価は結局様子見姿勢が強まり、方向感の定まらない展開になる

と市場は見ているようだ。なお長期金利は上昇に転じるとしても、その余地は限られると見られている。さらに為替も円安がさらに進むとしても、その限度を探る展開になると見られる。また原油は上下しながらも基本的には続伸すると見られているが、その上値は重いと市場は見ているようだ。

○こうした中、米国経済については、まずは FOMC (連邦公開市場委員会、25~26 日) 後の、パウエル FRB 議長の定例記者会見 (26 日) の内容がどうなるかに市場は注目している。そのほか経済指標については、景況を 7 月「製造業・サービス部門 PMI」(ともに 25 日、前者は 46.1 と前月の 46.3 からやや低下予想、後者も 54.0 と前月の 54.4 からやや低下予想) で確認したいが、市場はともに僅かながらも悪化すると見ているようだ。さらに 7 月「リッチモンド連銀製造業指数」(25 日、-10 と前月の -7 からマイナス幅拡大予想) は悪化予想となっているが、7 月「ミシガン大学消費者態度指数」(28 日、72.6 と前月の 72.6 から横ばい予想) は横ばい、7 月「消費者信頼感指数」(25 日、112.0 と前月の 109.7 から上昇予想) は改善が見込まれているなど区々 (マチマチ) の動きが目立っており、注意が必要だ。ただ注目の住宅動向は 6 月「新築住宅販売件数」(26 日、年率換算 72.1 万件と前月の 76.3 万件から減少予想) で確認するが、市場は変わらず不冴え予想だ。さらに 4~6 月期「実質 GDP」(27 日、前四半期比年率 +1.8% と前四半期の +2.0% からやや伸び低下予想)、6 月「耐久財受注」(27 日、前月比 +1.4% と前月の +1.8% から伸び低下予想)、4~6 月期「雇用コスト指数」(28 日、前四半期比 +1.1% と前四半期の +1.2% からやや伸び低下予想) についてもいずれも若干悪化すると市場は見えており、基本的に慎重だ。

ただ消費動向については 6 月「個人支出 (消費)」(28 日、前月比 +0.4% と前月の +0.1% から伸び上昇予想)、その背景を 6 月「個人所得」(28 日、前月比 +0.5% と前月の +0.4% から伸びやや上昇予想) で確認することになるが、市場はここはやや前向きに見ているようだ。なお物価については 6 月「個人消費デフレーター」(28 日、前年同月比 +3.1% と前月の +3.8% から伸び低下予想) で確認するが、市場は伸び低下が続くと見ている。

○この間、我が国の経済指標については、まずは 27~28 日開催の「日銀金融政策決定会合」の行方に注目したい。なお景況については 7 月「製造業・サービス業 PMI」(ともに 24 日、Markit Economics) で確認したいが、市場は製造業については 49.5 (前々月 50.6 → 前月 49.8) と緩やかながらも活動鈍化を示すと見ており、ここは要注意だ。さらにサービス業についても 54.0 (同 55.4 → 55.9) と、製造業同様にやや鈍化すると見られている。ただその水準は好不調の境目とされる「50」を上回っているわけで、基本的には経済再開と観光支出効果を背景とした堅調な動きが続くと市場は見ているようだ。

次に注目の物価動向を 7 月「東京都区部消費者物価指数」(28 日、総務省) で確認するが、コア (生鮮食品を除く総合) は前年同月比 +3.2% (前々月 +3.1 → +3.2%) と電気代値上がりもあって高い水準での横這い見通しとなっている。またコアコア (生鮮食品・エネルギーを除く総合) についても同 3.8% (同 +3.9 → +3.8%) と、同様に横這い推移と見ている。いずれにしろ 4% 近い高水準が続いているわけでここは注意が必要だ。なお内訳を見ると生鮮食品 (前年同月比: 前月 +3.5 → 当月 +2.9%) は伸び率を鈍化させ、エネルギー (同 -8.2 → -6.9%) にしても、マイナス幅を縮小させてはいるが大きく水面下のままのようだ。そのほかの品目も被服

及び履物（同+5.0→+5.2%）、保健医療（同+2.2→+2.5%）ではさらに伸び率を高めているが、生鮮食品を除く食料（同+8.9→+8.9%）では、あまりの高水準に達していることもあって伸び横ばいに逢着（ハウチャク：行きあたる、出くわすこと）すると見ている。さらに家具・家事用品（同+9.0→+7.1%）、交通・通信（同+3.6→3.4%）、教養娯楽（同 3.8→3.5%）でも、すでに高水準に達していることもあって伸び低下に転じると見ており、局面は若干変化しているようだ。

なお6月「企業向けサービス価格指数」（26日、日銀）も公表されるが、前年同月比+1.6%（前々月+1.8→前月+1.6%）と伸び横ばいに止まる見通しだ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は以下のように多数の重要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；7月「景気ウォッチャー調査」（8日）
- ・物価関連；7月「企業物価指数」（10日）
- ・消費関連；6月「消費活動指数」（7日）
- ・消費周辺；6月「毎月勤労統計」（8日）
- ・輸出関連；6月「国際収支」（8日）
- ・貸出関連；7月「貸出預金動向」（8日）

以 上

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No353-追補)

- 為替に関する変動要因
- 円相場・物価の先行きと金融政策の行方
- 欧州の経済は、依然不調が続いている
- 中国経済の行方には、さらに懸念を強める動き

## 1. 為替に関する変動要因

○為替変動要因については、これまでは主に「内外金利格差」（現状及び先行き予測）が深く関与していると見られてきたが、このところはそれだけでは説明がしにくい変化が多々生じている。しかもその幅は大きい。この為ある外資系投資銀行が「内外金利格差」以外の変動要因について以下のように分析している。これらについては必ずしも全面的に賛同するものでもないが、いずれにしろ為替変動要因については、これまで以上に多面的かつきめ細かな分析が必要になってきていることも確かである。

——実質経済成長率の不確実性・・米国が該当する場合はドル安。これは日本の投資家にとって所得状況が芳しくない時でもあり当該通貨は減価し易く、逆に円はヘッジ機能を強調されて上昇し易い。なお逆の場合は円安・ドル高となる。

——インフレ率の不確実性・・米国が該当する場合は、上記と同様の理屈でドル安・円高になる。逆も同様である。

——スタグフレーションの場合のリスク・・この場合は、実質成長率とインフレ率が逆方向に変動するため、これを合算すると互いのヘッジ機能が打ち消されると考えられる。従って金利差の影響がストレートに為替レートに反映しやすい。

——金融政策の不確実性の変化・・米国の金融政策の不確実性が高まるとドルは上昇する。逆の場合は円高・ドル安になる。

——流動性リスク上昇・・米国が該当する場合は、流動性・利便性が高い国債需要が高まる可能性が高くドル上昇につながる。

——リスク管理による制約・・投資家のリスク許容度の変化が金利の格差を埋める候補になると考えられる。

——投資家のリスクポートフォリオの多様化・・投資家の「金利差」以外のリスクポートフォリオが国債だけに限定されているわけではなく、例えば株式を含めた幅広い資産の期待リターンを踏まえていると考えるべき。

——投資家が合理的に先行きを予測していない場合・・これはこれまでの大前提を覆すようなことであるが、現実には投資家が過去の動きを題材に期待値を高めるケースもあるわけで、この場合には「金利差」はワークしない。

——ポートフォリオの調整コスト・・「金利差」のモデルではポートフォリオの調整が一瞬で終わると仮定しているが、現実には手間取る場合や「金利差」と乖離する動きをせざるを得ないケースもある。

——長期の均衡為替レートの変化・・・「金利差」は基本的に足元の「金利レートの変化率」の情報であり、長期的は変動を織り込んではいない。従って現在生じた金融政策の動きやその他の構造的なショックが仮に恒久的なものに見做なされれば、長期的な為替レート水準も変化する筋合いとなる。

## 2. 円相場・物価の先行きと金融政策の行方

○円相場は先週前半までは円高に振れていたのが、後半は円安に振れるなど動きの激しい展開になっている。この背景として、当然前述1.に挙げた要因も考えられるが、昨今の円相場の要因については特に以下の点が強調されているようだ。いずれにせよ市場は、先行きは円高要因の方が強いと見ているようだ。

- ① いわゆる「テイラー・ルール」(インフレ率の上昇に対してそれ以上に名目金利を引き上げるのは経済の安定に必要)。これは正直わかりにくい。例えば、ドルはこれを満たしていたが、ユーロは不十分、さらに円は極めて不十分。このためドルは先進国通貨に対し基本的に弱含むと解釈するようだ。なお先週後半はドルの「利上げ」観測後退からインフレ率と名目金利との差がやや縮小(経済がやや不安定化)すると見られ、円安・ドル高に若干振れたと解釈しているようだ。

テイラー・ルール・・・ジョン・ブライアン・テイラーが1993年に提唱した実質金利とインフレ率と産出量ギャップに基づき適切な政策金利を決める方程式のこと。実質金利が高まった場合、インフレ率がインフレターゲットよりも高まった場合、ギャップが大きくなった場合は、政策金利(実質金利)を上げなくてはならないという考え方に基づく。テイラー・ルールは、単に連邦準備制度(FRB)の実際の行動をもとに導き出した理論であり、FRBがこのルールに拘束されて政策を決定しているわけではない。その当否を巡っては論争があるが、中央銀行の政策指針に影響を与えている。Wikipediaより。

- ② 日銀の金融政策見通し。先週前半までは、せめて「イールドカーブコントロール」の変更はあり得るとの見方(円高要因)であったが、後半に至って結局それもないとの見方(円安要因)が広範化し円安に振れた格好。
- ③ 円のショートポジションの調整。円は過去データからしてショートポジション(将来に低価格で買い戻すことを意図して資産を売却する行為)は未だに高い水準にあり、より深いショートポジションの積み上げ(円安要因)は難しい状況。

○こうした状況下、物価上昇圧力は幅広い財・サービスに拡大しているほか、賃金・インフレ圧力も高まっており、日銀の「物価上昇は一時的」との主張の合理性がなくなっていることは確かだ。市場にも日銀のインフレ目標は現実と大きく乖離しているとの主張が目立つ。

ただこうした中でも日銀は、あくまでインフレ目標の持続的達成にはまだ距離があるとの立場をとっている。しかしながら前述のように、市場の中にはいずれにせよ①インフレ率が長期にわたって1%を大きく下回っていた時に導入された超緩和的政策をほぼそのまま据え置く正当性はない、②日本経済に対する主なりスクとして日銀が挙げてきた世界景気後退リスクもここにきて後退しているとの見方が多く、これらを理由として次回の「金融政策決定会合」には「イール

ドカーブコントロール」を中心に若干変更される可能性が高いとの見方（先週末には結局変更はないとの見方が急速に台頭）もあり、注目される。

○なおこれまでは利上げが進む米欧や中国リスクを避ける動きが目立ったことや、「安いニッポン」を合言葉に海外投資家による日本株買いが進み、これが株高要因の一つになっていた。ただ市場はこれも「買い一巡」が進み、現在は株高も足踏み状況となっていると見ているようで注意を要するようだ。このため市場は、今後の国内賃金が持続的に上がるか、企業の収益率が上昇するかに一段と注目しているようだ。

### 3. 欧州の経済は、依然不調が続いている

○欧州の経済は7月「ZEW 景況感調査」（11日、-12.2と前月の-10.0からさらにマイナス幅拡大）は、もともと水面下であるがその幅を拡大している。さらに7月「消費者信頼感」（20日、同-15.1と前月の-16.1からマイナス幅やや縮小）にしても、方向としてはほぼ市場予想（-15.9%）通りに若干改善したが、引き続き大きく水面下を余儀なくされている。また5月「鉱工業生産」（13日、前年同月比-2.2%と前月の+0.2%からマイナスに転化）も、とうとう慎重な市場予想（-1.1%）をさらに下回る水準にまで水面下に転じた形になった。

なお注目のインフレ動向についても6月「消費者物価指数・改定値」（19日、前年同月比+5.5%と速報値の+5.5%から伸び横ばい）で確認すると、市場予想通りに高水準横ばいにとどまっており、食品・エネルギーを除くコアベース（19日、同+5.5%と速報値の+5.4%から伸びやや上昇）ではむしろ僅かにせよ伸びが高まっており、ここは要注意だ。

また5月「建設業生産高（支出）」（19日、前年同月比+0.1%と前月の+0.4%<速報値+0.2%をやや上方修正>から伸びやや低下）も不冴えだ。ただ5月「経常収支：季節調整済」（20日、+91億ユーロと前月の+38億ユーロ<速報値+40億ユーロをやや下方修正>から黒字幅拡大）は、前々週公表の5月「貿易収支」が赤字幅を大きく縮小したことを受けて大きく黒字幅拡大となっており、悪化一辺倒でもないことには留意が必要かもしれない。

いずれにせよこうしたことから、ECB（欧州中央銀行）は、引き続き「利上げ」を継続すると言明しており、米国（今回FOMCで「利上げ」打ち止めないし回避を表明するとの見方あり）との差がより鮮明化している。

○なお英国経済についてもやや陰りが多くなっているようにも見えるが、基本的には区々の動きのようだ。

例えば7月「GfK 消費者信頼感調査」（21日、-30と前月の-24からマイナス幅拡大）はもともと大きく水面下であったがさらに深く沈んでいる。ただし、インフレ動向については6月「消費者物価指数」（19日、前年同月比+7.9%と前月の+8.7%から伸び低下）、6月「小売物価指数」（19日、前年同月比+10.7%と前月の+11.3%から伸び低下）は、いずれも引き続きEU全体の水準を大きく上回ってはいるものの、さすがに伸び低下が目立ってきている。なお6月「小売売上高」（21日、前月比+0.7%と前月の+0.1%<速報値+0.3%をやや下方修正>から伸び上昇）は僅かではあるが改善しており、悪化一辺倒ではないようだ。

○さらにロシア政府が17日にはウクライナなどとの黒海穀物輸送合意が期限切れになるとし

て、これを延長せず停止することを決めた（市場はウクライナによるクリミア橋爆発の報復と見ているようだ）。このため小麦の一大産地であるウクライナ産小麦の流通に齟齬が生じるとして、市場関係者間は困惑を強めているのが実情だ。なおシカゴ穀物市場は、一時は上昇したのち利益確定の売りが出て下げに転じてはいるが、いずれにせよこれが長期化した場合は、アフリカでは「食料不足」も生じかねないなどこの影響は大きいと見ており、国連も非難姿勢を強めている。

なおロシア国内ではワグネル反乱の後混乱しているようで、プーチン大統領に関する様々な情報が乱れ飛ぶ状況になっているが、ロシアの「負けない」という大前提が崩れない限り、紛争の長期化は引き続き避けられないようだ。

#### 4. 中国経済の行方には、さらに懸念を強める動き

○中国経済の行方については、懸念を強める動きが増えているように見える。

例えば既に報告したように6月「消費者物価指数」（10日、同前年比0.0%と前月の+0.2%から伸び低下）は、2年4か月ぶりにとうとう上昇が止まった格好になったほか、6月「生産者物価指数」（10日、同-5.4%と-4.6%からマイナス幅拡大）は、すでにやや深く水面下入りしており、しかもその幅をさらに深めているといった状況だ。このため市場には「早晚デフレに突入する」との見方も増えているようだ。なお6月「鉱工業生産指数」（17日、前年比+4.4%と、前年の+3.5%から伸び上昇）は改善しているようにも見えるが、これも前年が上海等でロックダウンがあった反動と見られている。さらに6月「小売売上高」（17日、前年同月比+3.1%と、前月の+12.7%から伸び大きく低下）は大きく伸び鈍化しているわけで、ここは大いに気になるところだ。

なお、中国景気の大きな重荷になっているのが不動産業界だが、このほど公表された経営再建中の大手「恒大集団」の2年間合計の最終赤字が約5800億元（うち評価減3800億元）になった模様だ。市場は、これは人口減少や雇用不安を反映しているほかデフレ圧力が強まっているためと見ているようだが、いずれにせよ長期化不可避の様相だ。

○こうした中、人民銀行は20日に最優遇貸出金利を期間1年が年3.55%、5年超が年4.20%と据え置いている。これは景気の失速で前月6月に10か月ぶりに実施した利下げの効果を見極めるためとしているが、それにしても我が国はもとより主要国金利に比較して、極めて高めの水準が続いていることには注意が必要だ。

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。