

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. 382

(2024.02.26)

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.382)

1. 先週の動き

○先週はロシアのウクライナ侵攻については、ロシアの優勢が伝えられている。この背景にはロシアの大統領選挙が近くなり、その宣伝材用つくりとの見方もあるが、基本的には予想外に長期化していることによる米欧のウクライナ支援疲れもあるようだ。また中東紛争については、和平交渉が継続している中でイスラエルは強腰に終始しており、先の見えない状況が続いている。

こうした中、世界経済も足元の経済指標の中には若干前向きな動きを示すものもないではないが、ここも基本的にはインフレ動向を含め先行きを見通しにくい状況にしている。このため米欧主要国中央銀行としても先行き「利下げ」に転じる方針であることには変わりはないにしても、その時期については決めかねる状況が続いている。また我が国の GDP がドイツに抜かれ世界第4位になったことから市場の中にはこれを懸念する声もあるが、この背景にはインフレ率や為替の違いによるものが多く、ここでさほど問題視する必要はないとの指摘もあるところだ。

なお市況については、株価は週前半は利益確定売りから続落したが、後半からは NY 市場及び東京市場ともに再び上昇し結局は市場最高値を更新しての週越えとなった。こうした中、長期金利は基本的に続落している。また円為替は週初には 149 円台にまで円高が進んだが、その後には 150 円台に戻して小動きし、結局は政府・日銀の為替介入を警戒して 150 円前半に円安が進んでの週越えとなっている。また、原油は、週内上下した後、週末は、日経平均が史上最高値を付けたことを好感して反発した形になった。(なお、日米の株価急騰の背景と懸念事項<続報>、及び欧州・中国経済の詳細については、別添追補参照。)

○こうした中、米国の経済指標については公表予定指標は数少ないが、景況については 1 月「景気先行指数」(20 日、-0.4%と前月の-0.2%<速報値-0.1%をやや下方修正>からややマイナス幅拡大)で確認したが、僅かとはいえ市場予想 (-0.2%) をさらに下回る水準にまで悪化しており、ここは気になるところだ。また 2 月「製造業・サービス業 PMI」(ともに 22 日、前者は 51.5 と前月の 50.7 からやや上昇、後者は 51.3 と前月の 52.5 からやや低下) も公表されたが、製造業は僅かに改善したが、サービス業は逆に悪化を余儀なくされているなど冴えない。

なお景況に大きく関係する住宅関連指標では 1 月「中古住宅販売件数」(22 日、年率換算 400 万件と前月の 388 万件<速報値 378 万件をやや上方修正>から増加)が公表されたが、これは市場予想 (395 万件) を僅かながら上回る増加を見ており若干動きを感じる。

○この間、我が国の経済指標については、景況を 2 月「製造業・サービス業 PMI」(いずれも 22 日、Markit Economics) で確認したが、製造業は 47.2 (前々月 47.9→前月 48.0) と、小幅ながらも上昇を続けると見ていた市場予想 (48.5) とは逆に僅かではあるが悪化を余儀なくされており、しかも好不況の境目である「50」を下回り続けている。さらにサービス業についても 52.5 (同 51.5→53.1) と、市場予想 (52.0) ほどではないにしろ再び僅かに悪化に転じているわけで、ここは注意が必要だ。また 1 月「ロイター短観」(21 日、ロイター通信) にしても、製造業は-1 (前々月 12→前月 6) と、改善すると見ていた市場予想 (10) とは逆に水面下に転じる悪化となったわけで、ここは何やら局面の変化すら感じるところでもあり要注意だ。

なお設備投資動向については、12 月「機械受注」(19 日、内閣府) で確認したが、コア (船舶・電力を除く民需) が季節調整済み前月比+2.7% (前々月+0.7→前月-4.9%) と、市場予想 (+0.7%) を上回る形で前月に小幅に低下したのち盛り返した形になった。ただこれを 2023 年を通したベースで見ると、前年比-3.6%と製造業の-7.3%中心に 3 年ぶりのマイナスとなっているわけで、ここは注意した方が良さそうだ。

最後は輸出入動向を 1 月「貿易統計」(21 日、財務省・日銀) で確認したが、原値では輸出が前年同月比+11.9% (前々月-0.2→前月+9.7%) と、強気の市場予想 (+15.2%) ほどではないにしろさらに伸びを高めた格好になった。またこの一方で、輸入は同-9.6% (同-11.8→-6.9%) と、ここは市場予想 (-12.3%) ほどではないが前月をもさらに下回る形でマイナスを継続したことから、結局、貿易収支は-1.75 兆円 (前々月-0.78→前月+0.06 兆円) と、再び市場予想 (-1.12 兆円) をも上回る赤字に転落した形になった。ただし季節調整済みのベースでは、輸出は前月比-3.6%と市場予想通りに原値とは逆にマイナスに転じた一方で、輸入がそれを上回るマイナス (-10.5%) になったことから、貿易収支は+0.23 兆円 (同-0.40→-0.41 兆円) と原値とは逆に黒字に転換しているわけで、ここも注意が必要だ。なお国別の輸出動向を見ると、対米国向けは前年同月比+15.6% (前々月+5.3→前月+20.2%) と、28 か月連続でしかも高水準の伸びを続けている。さらに前月プラスに転じた対中国向けにしても同+29.2% (同-2.2→+9.5%) と、さらに大きく伸びを高めている。ただそれでも、対米/中比率は 113.8 (米国：1 兆 4234 億円/中国：1 兆 2503 億円、前々月 113.4→前月 117.5%) と、米国向け優位の状況が続いている。

2. 今週の動き予想

○今週もロシアがウクライナ侵攻を再び強めていることや、中東情勢における和平交渉の行方が大いに気がかりだ。

また世界経済については、米欧の経済指標の中には幾分改善が期待されるものもないではないが、特に欧州ではその多くは依然として水面下であるなど、総じてみれば停滞が続いており、中央銀行の金融政策の行方を含めきめ細かなウォッチ姿勢が求められている。なお中国については、政府が金融緩和政策を推し進めるなど経済回復に躍起になっているが、その効果は今のところ見えてきていないようだ。

なお市況については、市場にはさらなる株高を囁す向きもあるが、この一方で短期的過熱を警戒する向きや、株高を牽引する半導体・輸出関連株以外には売りが先行している銘柄も残るわけ

で、結局は最高値圏での売り買いが交錯する展開になるとの見方が多い。なお長期金利は、「利下げ」観測が後退している米国では上昇気配となり、我が国もここは同様との見方のようだ。また為替は、円安方向を辿るとしても余地には限りがあることから、いずれにせよ小幅な動きになりそうだ。この間、上場企業の2023年12月の想定為替レートは平均140円と実質相場よりも10円高いことから、先行き「日米金利差」が縮小する場合には、当然業績押し上げ効果が縮小することになるわけで注意が必要だ。また原油については、市場は地政学リスクの悪化や各国の株価上昇を受けて、強含みに推移するとみているが、ここは経済指標の動き次第と見た方が良さそうだ。

○こうした中、米国の経済指標は、景況を製造業については2月「リッチモンド連銀製造業指数」(27日、前月は-15)、2月「ISM製造業景況指数」(1日、49.2と前月の49.1からやや上昇予想)で確認することになるが、市場は、いずれも水面下にとどまるにしても、方向としては僅かにしろ改善すると見ているようだ。ただこの一方で、サービス業については2月「消費者信頼感指数」(27日、114.8と前月の114.8から横ばい予想)、2月「シカゴ購買部協会景気指数」(29日、前月は46.0)、2月「ミシガン大学消費者態度指数・確定値」(1日、速報値は79.6)で確認するが、市場はここは総じて慎重に見ており、横ばいしないしやや悪化すると見ているなど、若干業種間格差が生じているようだ。

なおやや改善方向を辿りつつあると見られる住宅動向については1月「新築住宅販売件数」(26日、年率換算68.0万件と前月の66.4万件からやや増加予想)、12月「住宅価格指数」(27日、前月は前月比+0.3%)で確認するが、ここは市場も僅かながら改善方向が続くと見ているようだ。

さらに消費動向は1月「個人支出」(29日、前月比+0.2%と前月の+0.7%から伸びやや低下予想)、10~12月期「実質GDP個人消費・改定値」(28日、前四半期比年率+2.7%と速報値の+2.8%からやや伸び低下予想)で確認することになるが、市場はいずれも幾分悪化方向を辿ると見ているようだ。ただこの背景指標となる1月「個人所得」(29日、前月比+0.5%と前月の+0.3%から伸びやや上昇予想)は幾分伸び上昇が継続すると見ている一方で、1月「個人消費支出・コア(食品・エネルギーを除く)デフレーター」(29日、前々月+0.4%と前月の+0.2%から伸びやや上昇予想)はやや伸び上昇すると見ている。要するに、業種によって幾分相反する見方になっているわけで、個人消費については市場は幾分慎重に見ていると言えそうだ。

その他には設備投資動向を1月「耐久財受注」(27日、前月比-5.0%と前月の0.0%からマイナスに転化予想)、1月「建設支出」(1日、前月比+0.1%と前月の+0.9%から伸びやや低下予想)で確認することになるが、市場はいずれについても幾分悪化すると見ているようだ。

○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1月「全国消費者物価指数」(27日、総務省)で確認することになるが、市場はコア(生鮮食品を除く総合)が前年同月比+1.8%(前々月+2.5→前月+2.3%)と、順調に伸び低下しインフレの減速が示されると見えており、日銀植田総裁の国会答弁の「ようやくインフレ状況と呼べる状況になってきている」との言い方とはやや齟齬を感じるどころだ。なお1月「企業向けサービス価格指数」(26日、日銀)も公表されるが、これも前月(前年同月比:前々月+2.4→前月+2.4%)伸び横ばいの後、幾分でも伸び低下に転じるのではないかとも見られているようだ

また消費動向については1月「商業動態統計」(29日、経産省)で確認することになるが、市場は小売業販売額が前年同月比+2.2%(前々月+5.4→前月+2.1%)と、幾分伸びが上昇していると見ているようだ。これは消費者センチメント(心理・心情)および訪日外国人客消費については堅調さが残るものの、暖冬の影響で家電等の売上げが不調だったことから、12月の不調を取り戻すまでには至らないと見ているためだ。一方で2月「消費者動向調査」(1日、内閣府)も公表されるが、季節調整済み消費者態度指数は36.2(前々月37.2→前月38.0)と、再び下降すると市場は見ているようだ。

なお消費周辺指標として1月「失業率・有効求人倍率」(ともに1日、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%)と、前月低下のち横ばいになると市場は見ている。さらに有効求人倍率も1.28倍(同1.28→1.27倍)と再び僅かではあるが上昇すると見ており、いずれにせよ雇用環境の逼迫状況が続くとの見方だ。

最後は設備投資動向を1月「住宅着工統計」(29日、国交省)で確認するが、市場は前年同月比-10.9%(前々月-8.5→前月-4.0%)と、再びマイナス幅を拡大すると見ている。これは先行きの住宅ローン引き上げを見込んだ動きとも見られるわけでやや気になるところだ。

3. 来週の金融経済指標の動き

○来週は経済が難しい動きをしている中で、以下のように重要な公表予定経済指標が数多いので注視したい。

- ・景況関連；10～12月期「法人企業統計」(4日)
 - 1月「景気ウォッチャー調査」(8日)
 - 2月「サービス業PMI・最終」(5日)
- ・物価関連；2月「東京都都区部消費者物価指数」(5日)
- ・消費関連；1月「消費活動指数」(7日)
- ・消費周辺；1月「毎月勤労統計」(8日)
- ・輸出関連；1月「国際収支」(8日)
- ・融資関連；2月「貸出預金統計」(8日)

以 上

先週および今週の我が国主要経済指標から (No.382-追補)

- 足元の株価急騰の背景と懸念事項 (続報)
- 欧州経済は、一部にはさらに改善が進むといった見方もないではないが、欧州中央銀行は、依然として模様眺めの姿勢
- 中国経済については人民銀行が住宅需要中心に回復を図る動きを強めているが、その効果は依然として不分明

1. 足元の株価急騰の背景と懸念事項 (続報)

○世界では総じて株高が続いているが、特に米日の株価高騰が目立っている。こうした中、東京市場では22日にはバブル期の高水準を約34年振りに上回って、過去最高値である「3万9098円68銭」を付けるに至っている。このため市場の中には先行きの一層の高騰を囁す向きもあるほどだ。

ただこの一方で、市場には以下の事由からこのところの株高を不安視する向きもあることも確かであり、ここはある程度留意した方が良さそうだ。なおNY市場は利益確定売りがかさんで、さすがに先週は基本的に続落している。

① 株高が必ずしも景気実態と連動していないこと。

例えば先週も報告したことだが、10～12月期の国内需要は前年同四半期比-0.3%と2期連続でのマイナスとなっており、しかも前四半期のマイナス幅(-0.1%)を僅かではあるが上回っている状況なのだ。また政府は、21日の「月例経済報告」における基調判断を、ここに来て下方修正しているのが実情だ。これは期待の企業の設備投資にしてもその意欲は高いが、実際の設備投資には必ずしも結びついていないほか、個人消費動向の不調も続いていることが背景だ。ただ、先行きについては、雇用・所得環境が改善するにつれ緩やかな改善に向かうとしているようだ(もっともこれとて、あくまで確定ではなく期待部分が多いとの見方も可能のようだ)。

② 安倍元総理・黒田前日銀総裁時代の「異次元金融緩和政策」を主要国の中で唯一継続しており、この影響がいまだに残っていると見られること。

要するにアベノミクスを10年も継続したが、その間に景気は改善しないまま株価だけは順当に回復していたわけであるが、この背景には「過剰流動性」とも言えるほどの資金が市中に出回り、これにコロナ禍での大量の支援資金が加わり、企業としてもこの使い道として不動産、株に向かったとも思われるのだ。なおこの間、他の主要国はこれまでになく高騰した物価対策として政策金利を思い切って引き上げたが、日銀は逆の動き(あくまでもマイナス金利を継続)をしていたわけでありこの影響も大きい。しかも先行きも主要国とは真逆の動きをしようとしている。

③ 足元、極端な円安となっており、海外投資家にとって我が国の株価が割安と映っていること。

要するに最近の東京市場における買い手の多くは海外投資家であり、我が国の株式市場には買い時と見做した彼らの参入がいつになく多くなった模様だ。

ただ仮に先行き日銀が金融引き締め政策に移行し、この一方で主要国が「利下げ」に踏み切れれば、「内外金利差」は縮小に向かい、当然、我が国株式の割安感は薄れ株価低下に向かう可能性が大きい。

④ そしてこの場合、輸出型大企業の企業業績には、当然、陰りが生じかねないこと。

即ち昨今の企業業績好調の裏には極端な円安であることの影響が大きいと見られるが、この一方、国内需要向けの中小企業にはメリットが少なく、むしろ物価高・賃上げが企業業績を損なっているケースも少なくなく、企業の規模別格差はむしろ拡大しているのが実情だ。従って先行きの金融政策次第では一気に景気停滞に向かう可能性もあり、ここは政府・日銀のかじ取りに一段と注目が集まるところと思われる。

○いずれにせよ、我が国経済は非常に難しい局面にあるわけで、ここは、一段と注意深くウオッチしていく必要があるようだ。

2. 欧州経済は、一部にはさらに改善が進むといった見方もないではないが、欧州中央銀行は、依然として模様眺め姿勢

○欧州経済は、一部にはさらに改善が進むといった動きも見られ幾分変化を感じさせなくもない。ただ依然として水面下の動きが続いている状況に変化はなく、欧州中央銀行（ECB）も迷いつつ、「利下げ」時期は模様眺めの姿勢のようだ。

即ち2月「消費者信頼感」（21日、-15.5と前月の-16.1からマイナス幅やや縮小）は引き続き水面下ではあるが、方向としては市場予想（-15.8）をやや上回る程度にまで改善している格好だ。さらに2月「製造業・サービス業PMI」（ともに22日、前者は46.1と前月の46.6からやや悪化、後者は50.0と前月の48.4から改善）にしても製造業は若干悪化しているが、サービス業は逆に好不況の境目である「50」に達するほどに改善を果たしている格好だ。また12月「建設生産高」（20日、前年同月比+1.9%と前月の-1.9%<速報値-2.2%をやや上方修正>からプラスに転化）に至っては水面上に復帰しているなど、ここに来て幾分良好な経済指標が目立つ。

なおインフレ動向については1月「消費者物価指数・改定値」（22日、前年同月比+2.8%と速報値の+2.9%から伸びやや低下）で確認したが、市場が予想していた通りに僅かではあるが伸び低下が進んだ格好だ。

こうした状況から、市場では今週公表される2月「景況感指数」（28日、前月は96.2）、2月「消費者信頼感・確定値」（28日、速報値は-15.5）、2月「製造業PMI・改定値」（1日、速報値は46.1）についても、いずれも水面下の動きにとどまるとしても僅かにしろ改善が進むと見ているようだ。さらに2月「消費者物価指数」（1日、前月は前年同月比+2.8%）についても幾分伸び低下が続くと見ている。

ただ1月「失業率」（1日、6.4%と前月の6.4%から横ばい予想）については、市場は高い水準で横ばいを余儀なくされると見ているようだ。

こうした状況から欧州中央銀行（ECB）は、金融政策変更姿勢は堅持しながら、「利下げ」時期については逡巡（シュンジュン：決断をためらうこと）しているようだ。

○この間、ドイツ経済についても方向としては欧州全体と同様ではあるが、水準としては依然として最悪レベルが続いている。

即ち2月「製造業・サービス業 PMI」(ともに22日、前者は42.3と前月の45.5から低下し、後者は48.2と前月の47.7からやや上昇)で確認すると、製造業は悪化した一方で、サービス業はやや改善した形になった。ただこの動きは欧州全体と同様ではあるが、製造業は市場の改善予想(46.1)とは逆に悪化しており、しかもその幅は大きく、サービス業にしても改善はしているが依然として水面下にとどまっているなど、欧州の中での立ち位置は依然として最悪だ。しかも10~12月「実質 GDP・改定値」(23日、前年同四半期比-0.2%と速報値の-0.2%からマイナス幅横ばい)についても、市場予想通りに水面下のまま横ばいに止まっている。

こうした中、今週公表される3月「Gfk 消費者信頼感調査」(27日、同-29.0と前月の-29.7からマイナス幅やや縮小予想)については、市場はほぼ横ばい予想とはしているが、依然として深く水面下にとどまると見ているようだ。さらに2月「失業率」(29日、5.9%と前月の5.8%からやや上昇予想)に至っては、僅かとはいえさらに悪化する見込みになっている。また2月「製造業 PMI・改定値」(1日、速報値は42.3)も公表されるが、市場はこれも基本的には悪化方向との慎重な見方だ。

いずれにせよ、先週号でも指摘したように欧州にあっても経済主体が業種によって景気の明暗が一層分かれつつあることには注意が必要だ。

○なお英国経済は、先々週のまだら模様からやや良好な動きの方が目立ってきている。

即ち2月「製造業・サービス業 PMI」(ともに22日、前者は47.1と前月の47.0からやや上昇、後者は54.3と前月の54.3から横ばい)については、製造業は僅かとはいえ欧州とは逆に改善を果たしている。またサービス業も欧州とは異なり横ばいに止まってはいるがその水準は高めだ。ただ2月「Gfk 消費者信頼感調査」(23日、-21と前月の-19からマイナス幅やや拡大)については、市場の若干ながら改善するとの予想(-17)とは逆に悪化しているわけで、ここは幾分気掛かりだ。

なおこうした中、今週は1月「消費者信用残高」(29日、前月は12億ポンド)、2月「製造業 PMI・改定値」(1日、速報値は47.1)が公表されるが、市場は僅かにしろ改善が進むと見ているようだ。

3. 中国経済については人民銀行が住宅需要中心に回復を図る動きを強めているが、その効果は依然として不分明

○中国経済については、期待の「春節」期での消費は旅行客の増加が目立った(4億7400万人と、コロナ禍前の2019年比でも+19%増加)ことは確かなようだが、一人当たりの支出額は1334元と2019年比約1割減少した模様だ。要するに近場への旅行や映画・外食(例えば火鍋チェーン「海底」の休暇中の来店客は1300万人と前年比+35%増)で済ませる動きが目立ち、このため逆にレンタカー予約が2019年の5倍にもなった模様だ。いずれにせよ、我が国を含めやや期待外れであったことは確かなようだ。

また今週公表される2月「製造業 PMI」(1日、49.5と前月の49.2からやや上昇予想)、2

月「Caixin 製造業 PMI」(1日、50.7と前月の50.8からやや低下予想)というほぼ同様内容の経済指標についても、市場は双方とも実質横ばいながら表面的には小幅に逆の動きをすると見ており、ここにも市場の先を読み切れないジレンマが窺われる。

○こうした中、中国政府は地方政府に対する特別監査を実施し、地方政府による「GDP」実績の水増しをここにきて大幅に下方修正させる動きが相次いでいる模様だ。例えば河南省では2022年のGDPについて速報値の+3.1%から+2.4%(差額は約3千億元<省内の市一つ分に相当>)に下方修正させられている。

なお各省ともこうした水増しの背景については詳しくは説明していないが、これは明らかに中央政府が毎年示される国のGDP成長率の目標値が実態とそぐわなく高水準であるため、やむなく実施していたものと見られる。なお中国政府は、国のGDPは域内総生産量を積み上げたものではないので、地方政府による不正があっても直接は影響しないと公言しているが、いずれにせよ、中国政府の統計の信頼性をますます損ねる可能性もあると思われる。

また地方政府の抱える売れ残り住宅は、不動産不況で今後在庫処分に注力しても10年はかかる量(一説には実質30億戸もあるとの説もある)とも言われており、これでは販売の目途が立たず何らかの抜本策も必要と思われる。

なおこうした事態を眺め、中国人民銀行20日には、住宅ローン金利の目安となる事実上の政策金利を5年超もの年+3.95%(従前は+4.2%)に引き下げた。これは5日に1兆元の長期資金を市場に放出したことに続く緩和策であるが、市場は利下げしても精々「-0.1%」にとどまると見ていただけに、「-0.25%」と過去最大の利下げに踏み切ったのはそれだけ当局の緩和姿勢が強い証左(ショウサ:証拠、事実を明らかにするための材料)として好感、つれて株式市場も続伸している。ただこれで2023年3月末をピークにして減少に転じた住宅ローン残高が反転するとは必ずしも即断できない(価格下落圧力は弱まらないとの見方が依然強い)のが実状であり、さらには一般的な政策金利(1年+3.65%と6か月間連続で据え置き)については手を付けていないことから、市場はこれを中途半端な姿勢と見ているようにも見える。

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。