

# 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. 385

(2024.03.18)

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.385)

### 1. 先週の動き

○先週もロシアのウクライナ侵攻や中東情勢を注目したが、大きな動きはなく引き続き長期化の流れだ。また世界的な政治情勢の混迷も続いており、米国ではバイデン大統領とトランプ前大統領の一騎打ちが確定的になっている。さらに、これも一頃に比ベトランプ前大統領勝利の可能性が高くなったとの論調が増えているように見える。この場合には我が国（別途、自民党の裏金を巡る混乱にも収束の気配が見られない）を含め世界規模での影響が大きく、一段と目が離せない状況になってきているように思われる。

こうした中、世界経済には停滞が続いており、中国経済も実質的に不冴えの状況が続いている。なお米国 FOMC（連邦公開市場委員会）が週初に開催されるが、とりあえず現行金利を維持して引き続き「利下げ」時期を探る気配だ。なお我が国でもこれにほぼ先行する形で「日銀金融政策決定会合」が開催されるが、市場では17年ぶりにマイナス金利を解除するとの見方が大勢だ。なおこの場合には当然一段の円高進行が予想されるわけで、我が国政府・財界がどこまで耐えられるかは正直不安だ。

なお市況については、株価は先々週に高騰が続いたのち急落し、一時は反発する局面もあったが、結局は週末小幅反落する形での週越えとなっている。この間 NY 市場も、FRB（連邦準備制度理事会）による「利下げ」時期が想定よりも遅くなるとの見方が強まり売り優勢の展開になった。このため長期金利は総じて上昇した形になり、特に米国では一時+4.32%と、2月下旬以来の水準にまで上昇した。また円為替も週初は146円台で続伸したが、その後は続落し週末は148円の円安水準となった。また原油は、需給逼迫との見方が優勢（市場が注目していた国際エネルギー機関は14日公表のレポートで2024年の世界石油需要見通しを引き上げたほか、「OPEC（石油輸出国機構）プラス」の一部の国が自主減産を延長）となり週内続伸した形になった。（この間、日銀の金融政策変更の動きと米国FRBの動きとの対比、欧州・中国の経済実体の詳細については別途追補参照。）

○こうした中、米国の経済指標については、まずは景況を3月「NY連銀製造業景気指数」（15日、-20.9と前月の-2.4からマイナス幅拡大）で確認したが、もともと慎重な市場予想（-8.2）をも大きく上回る悪化を記録した形になった。また3月「ミシガン大学消費者態度指数」（15日、76.5と前月の76.9からやや下降）にしても、市場の僅かとはいえ改善が進むとの予想（77.1）に反して小幅ではあるが悪化しており、米国経済は予想外に悪化方向にあるようだ。

さらに気掛かりな物価動向については2月「消費者物価指数」(12日、前年同月比+3.2%と前月の+3.1%から伸びやや上昇)で確認したが、市場の伸び横ばい予想に反して僅かではあるが伸び上昇に転じている。ただコア(食品・エネルギー除く)ベースでは同+3.8%と前月の+3.9%から伸びやや低下しており、エネルギーの影響が引き続き大きいとしても実質的には伸び横ばいに止まった形だ。なお2月「生産者(卸売)物価指数」(14日、前年同月比+1.6%と前月の+1.0%<速報値+0.9%をやや上方修正>から伸び上昇)も公表されたが、これも僅かに伸び上昇となっており、FRBとしても「利下げ」時期についてはさらに慎重になっているのもある意味肯げるところだ。

ただ消費動向については2月「小売売上高」(14日、前月比+0.6%と前月の-1.1%<速報値-0.8%をやや下方修正>からプラス復帰)で確認したが、僅かとはいえプラス復帰している。さらに生産動向指標の2月「鉱工業生産指数」(15日、前月比+0.1%と前月の-0.5%<速報値-0.1%をやや下方修正>からマイナス解消)も同様にプラス復帰しており、さらに2月「設備稼働率」(15日、78.3と前月の78.3<速報値78.5をやや下方修正>から横ばい)についても横ばいに止まるなど前述の景況の動きとはやや異なっているわけで、ここはタイムラグの問題かもしれないが注意が必要だ。

○この間、我が国の経済指標については、景況を1~3月期「法人企業景気予測調査」(12日、内閣府・財務省)で確認したが、大企業全産業の景況判断指数は-0.02%(前四半期は+4.8%)と、1年ぶりにマイナスになるなど景況感は4四半期ぶりに悪化しており、ここも注意が必要だ。ただこれは、自動車の品質不正問題が響き関連する業種を中心に景況感が冷え込んでいるためとの見方もあり、これが事実とすれば4月以降(4~6月期+2.9→7~9月期+5.9%)は逆にプラスに転じるわけで、ここは注視すべきところだ。いずれにせよ我が国の景況実体については、必ずしも悲観的に見る必要はないとの見方もあるようだ。

なお10~12月期「実質GDP・改定値」(11日、内閣府)も公表されたが、これは前四半期比年率+0.4%(前々四半期+4.2→前四半期-3.2%)と市場予想(+1.3%)を下回ったものの、再び小幅ではあるがプラスに戻った格好になった。これは民間設備投資が同+8.4%(同-5.6→-0.5%)と市場予想(+11.4%)を下回ったがやや大きくプラス復帰しておりこの影響が大きい。ただこの一方で、期待の個人消費は同-1.0%(同-2.8→-1.4%)とその幅を縮小させてはいるが、ほぼ市場予想(-0.9%)通りにマイナス継続となっている。さらに住宅投資に至っては同-3.9%(同+7.3→-2.5%)と、ほぼ予想通りにむしろマイナス幅を拡大しており、ここは注意が必要だ。なお輸出は同+10.7%(同+16.2→+3.8%)とほぼ市場予想(+11.0%)通りに伸びが上昇しており、輸入の伸びの同+6.9%(同-13.5→+4.0%)を上回っている。

また物価動向については1月「国内企業物価指数」(12日、日銀)で確認したが、総平均は前年同月比+0.6%(前々月+0.2→前月+0.2%)と、市場の低下予想(+0.1%)とは逆に3か月ぶりの伸び上昇に転じている。これは輸入物価が同+0.2%(前々月-4.9<速報値-5.0をやや上方修正>→前月-0.1%<速報値-0.7%をやや上方修正>)と、11か月ぶりに伸び上昇に転じたことが大きい。

## 2. 今週の動き予想

○今週も長引いているロシアのウクライナ侵攻や中東情勢悪化に注目する必要があるが大きな変化はなさそうだ。ただ前述のようにトランプ大統領が再選されることになれば、トランプ前大統領は「ウクライナには一切支援しない」と明言しているわけで、その影響は経済面を含めて極めて大きいと思われる。

この間、世界経済については、欧州はこれまでは見られたやや好転している経済指標も、足元は総じて姿を消したようだ。さらに中国は相変わらず不動産中心に不調が続いているうえ、好調だった米国経済についてもやや陰りが見られ、今週決定される日米の金融政策については、米国が「利下げ」時期を含め慎重姿勢を強めているのに対し、日銀は予定通りに「大規模金融緩和政策」を解除すると市場は見ており、この行方が注目される。

なお市況については、株価は既往最高値達成の後、このところ下落基調が続いているが下値は堅く、結局は反転すると見られているようだ。ただ当面は上昇に転じても小幅な展開にとどまると見ているようだ。いずれにせよ、長期金利は続伸方向で、「日米金利差」は縮小すると市場は見ている。また円為替は円高基調に戻ると見られているようだ。さらに原油は続伸方向を辿る可能性が高いが、これも小幅にとどまるとの見方が一般的だ。

○こうした中、米国経済については 19~20 日開催の FOMC について市場は注目しているわけであるが、前述のように政策変更はこの段階ではない（政策金利 5.25~5.50%を維持）うえ、先行きの「利下げ」についても市場が期待しているような何らかの言質を与えることもないと見られているようだ。

なお経済指標については、景況をまずは 3 月「フィラデルフィア連銀製造業景気指数」（21 日、-2.5 と前月の+5.2 からマイナスに転化予想）で確認するが、市場は慎重に見ている。ただこの一方で 2 月「景気先行指標」（21 日、前月比-0.3%と前月の-0.4%からマイナス幅やや縮小予想）については、水面下が続くにしても方向としては若干改善するとも見ているわけで、ここは判断が難しいところだ。従って 3 月「製造業・サービス業 PMI」（ともに 21 日、前者は前月 52.2、同後者は 52.3）も公表されるが、ここは見方の分かれるところだ。

また実体経済指標については、やや持ち直しているようにも見える住宅関連のものが中心になるが、ここも強弱双方の動きが予測されているようだ。即ち 2 月「住宅着工件数」（19 日、年率換算 143.0 万件と前月の 133.1 万件から増加予想）、2 月「住宅建築許可件数」（19 日、年率換算 150.0 万件と前月の 147.0 万件からやや増加予想）については前向きな動きが続く見通しではあるが、販売面では 2 月「中古住宅販売件数」（21 日、年率換算 394 万件と前月の 400 万件からやや減少予想）のようにやや慎重な予想になっているといった具合だ。

○この間、我が国についても 18~19 日開催の「金融政策決定会合」の行方を市場は注目しており、何らかの形で政策変更が実行されるとの見方が大勢だ。

なお経済指標については、景況をまずは 2 月「製造業・サービス業 PMI」（ともに 21 日、Markit Economics）で確認したいが、市場は製造業を 48.0（前々月 48.0→前月 47.2）と小幅に改善はするが、依然として製造業の活動の回復は限定的と慎重な見方をしているようだ。ただこの一方で、サービス業については 52.0（同 53.1→52.9）と逆に小幅悪化とはなるが、水

準自体は堅調に推移するものと見ているようだ。なお3月「ロイター短観」(21日,ロイター通信)も公表されるが、市場は製造業が5(前々月6→前月-1)と、むしろ持続的な需要増を受けてプラス復帰するとの強気の見方だ。さらに非製造業についても25(同29→26)と、これも小幅には低下するが基本的には高水準を維持するとの見方になっている。

さらに、物価動向については、2月「全国消費者物価指数」(21日、総務省)で確認するが、市場は、コア(生鮮食品を除く総合)が、前年同月比+2.5%(前々月+2.3→前月+2.0%)と、ここにきて伸び上昇に転じると見ている。こうした動きはすでに先日公表された東京都区部の動き(ただしそれほど大幅上昇ではない)とも同様に、エネルギー価格の上昇を映じたものだ。従ってこれをも除くコアコア(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)ベースで見ると同+3.3%(同+3.7→+3.5%)と、高水準が続いてはいるが逐次伸びを低下させているわけで、ここは注意が必要だ。

また設備投資動向については1月「機械受注」(18日、内閣府)で確認することになるが、コア(船舶・電力を除く民需)は前月比-0.5%(前々月-4.9→前月+2.7%)と、再び小幅ながらマイナスに転じると市場は慎重に見ているようだ。ただここはタイムラグもあるようで、注意した方が良さそうだ。

最後は輸出入動向を2月「貿易統計」(21日、財務省・日銀)で確認することになるが、市場は、輸出は季節調整済み前月比+10.3%(前々月+5.8→前月-3.6%)とやや大きくプラスに復帰すると見ているが、この一方で、輸入は同+29.3%(同+6.2→-10.5%)と輸出を大きく上回る増加に転じると見ていることから、結局、貿易収支は-1.36兆円(前々月-0.41→+0.23兆円)と、再び大幅赤字に転じると見ているようだ。

### 3. 来週の金融経済指標の動き

○来週も難しい経済状況が続くので、以下の経済指標中心に、ウォッチ姿勢を強めたい。

- ・物価関連；3月「東京都区部消費者物価指数」(29日)  
2月「企業向けサービス価格指数」(26日)
- ・消費関連；2月「商業動態統計」(29日)
- ・消費周辺；2月「失業率・有効求人倍率」(ともに29日)
- ・設備関連；2月「住宅着工統計」(29日)

以 上

## 先週および今週の我が国主要経済指標から (No385-追補)

- 日銀は今回の「金融政策」を変更する構えのようだが、市場には異論も
- 米国 FRB (連邦準備制度理事会) の動きについては、ここにきて慎重な見方も台頭
- 欧州経済には、再び冴えない動きの方が目立ち始めた印象
- 中国経済は引き続き冴えず、世界経済にも悪影響のおそれ

### 1. 日銀は今回の「金融政策」を変更する構えのようだが、市場には異論も

○日銀は 18~19 日開催の「金融政策決定会合」で、17 年ぶりに「利上げ」に踏み切るとの見方が大勢だ。これは 2024 年の賃上げ率(連合公表ベースで+5.28%)が昨年を大幅に上回り、しかも 2%の物価目標を持続的・安定的に達成できる環境が整ったと見ていると思われるためだ。いずれにせよこれが実現すれば、金融政策は「大規模緩和政策」から正常化に向かい、「金利のある世界」に踏み出すことになる。

ただこの一方で、市場の中には今年の賃上げがこれまでにない大幅なものになっても、世界主要国の累計水準と比較すれば未だ微々たるもので、景気も停滞基調から抜け出しているとは言い難い面があるうえ、物価にしても再上昇気配にもあるわけで、ここはしばらく様子見を続けた方が良くとの見方があることも事実のようだ。そしてこうした先では、少なくとも金利変更は 4 月に延期した方が良くと主張しているようだ。さらには今回は「利上げ」をせずに「イールドカーブ・コントロール」を解除して長期金利を市場に任せる、あるいは「資金流通量」を絞り「ETF」(上場投資信託買い入れ・すでに 34 兆円の含み益を抱えている)を停止することのみにとどめるべきと主張する向きもあるようだ。

いずれにせよ、ここは日銀としても極めて難しい局面に立たされていることは確かだ。植田総裁の力量が問われているとも思われる。

### 2. 米国 FRB の動きについては、ここにきて慎重な見方も台頭

○米国 FRB についても 19~20 日に FOMC (連邦公開市場委員会) を開催するが、これまでは市場もインフレ率が鈍化基調にあることや、景気が底堅い動きを継続しており株価も過去最高値を更新続けていることから、今回は金融政策を変更しなくとも「利下げ」の早期実行については何らかの言質を与えると見て、市況もそれを前提にした動きを見せていた。

ところが、ここにきてインフレがある程度再燃しかねない状況になってきていることや、経済指標の動きが市場予想を下回るケースが見られることから、ここで「経済の軟着陸」を宣言するのは時期尚早との見方が強まってきているようにも見える。このため今回の FOMC ではとりあえず様子見をして、「利下げ」を今後実行する(年内 3 回と予想されている)ことは確実としても、その時期については明確にはしないとの見方が市場には急速に広がり、市況もそれに合わせる形で動いているようだ。

そして仮に FRB がこうした動きをする中で、日銀がゼロ金利政策を解除することになれば、「日米金利差」が縮小し一気に円高が進む可能性も出てくるということだ。いずれにせよ、今回

の日米金融政策決定会合は、異例の形で日銀が先行して決定する形になるわけで、前述のように植田日銀総裁の力量が試される場面になることは確かだ。

○ところで、こうした中で、米国地銀の信用リスクへの影が消えていないとの指摘があり、ここも気になるところだ。

即ち米地銀のシリコンバレーバンクの倒産から 1 年が経つが、株式市場全体が過去最高値を更新し続けている中で、米国銀行株の回復は鈍いままなのだ。例えば「KBW ナスダック銀行株指数」は、米国金融不安が生じる前の 2023 年 2 月末と比較しても 1 割下回ったままだ。これは不動産融資への懸念が燻っていることによる融資の焦げ付きが懸念され続けているほか、個人消費を中心とした景気後退リスクも重荷になっているためとも見られているわけで、いずれにせよ、米国の金融政策の行方を判断するうえでもこの点も注視しておいた方が良さそうだ。

※KBW ナスダック銀行株指数・・・銀行セクターのベンチマーク株価指数。金融セクターを専門とする投資銀行 Keefe、Bruyette、および Woods (KBW) によって最初に開発。後にナスダックが購入したフィラデルフィア証券取引所で誕生。これにはこの業界グループの指標として選択された 24 の銀行株の重み付けが含まれている。

### 3. 欧州経済には、再び冴えない動きの方が目立ち始めた印象

○欧州経済は一部に比較的良好な動きも見られていたが、ここにきて経済指標には再び冴えない動きの方が目立っているようにも見える。

即ち 1 月「鉱工業生産指数」(13 日、前年同月比-6.7%と前月の+0.2%<速報値+1.2%を下方修正>からマイナスに転化)については市場はもともと慎重な見方(-3.1%)をしていたが、結果はそれをもさらに下回るレベルにまで低下した格好になった。

こうした状況下、今週公表予定の景況指標である 3 月「ZEW 景況感指数」(19 日、前月は 25.0)、3 月「消費者信頼感」(20 日、前月は-15.5)、3 月「製造業・サービス業 PMI」(ともに 21 日、前月は前者 46.5、後者 50.2)についても、市場は総じて慎重に見ているようだ。さらに実体経済指標である 1 月「経常収支」(21 日、前月は季節調整済み+319 億ユーロ)、1 月「建設業生産高」(20 日、前月は前年同月比+1.9%)についても、タイムラグもあるが同様に慎重に見ている。さらに注目されているインフレ動向についても 2 月「消費者物価指数・改定値」(18 日、速報値は前年同月比+2.6%)で確認することになるが、上昇に転じることも含め伸び低下局面はひとまず停止すると見られている。

○なおドイツ経済についても、結局は欧州全体と同様に慎重な見方が目立っているようだ。

ただ先週公表されたのはインフレ関連指標のみで、2 月「消費者物価指数・改定値」(12 日、前年同月比+2.5%と速報値の+2.5%から伸び横ばい)は伸び横ばいとなっている。また 2 月「卸売物価指数」(13 日、前月比-0.1%と前月の+0.1%からややマイナスに転化)にしても低下はしているが実質的には伸び横ばいに止まったように見え、前述のようにインフレ局面は転換期を迎えているのかもしれない。

こうした中、今週、景況については欧州全体と同様に 3 月「製造業・サービス業 PMI」(とも

に 21 日、前月は前者 46.5、後者 50.2) が公表されるが、市場は慎重に見ているようだ。さらには 3 月「Ifc 企業景況感指数」(22 日、前月は 85.5) も公表されるがこれも同様で、いずれにしても水面下の動きからは脱却できそうにないのが特徴だ。

なお物価関連では 2 月「生産者物価指数」(20 日、前月は前月比+0.2%) が公表予定であるが、これも市場は、実質、伸び横ばいになると見ているようだ。

○この間、英国経済はやや良好な動きのものも残ってはいるが、総じて冴えない動きの方が目立っている。

即ち 1 月「月次 GDP」(13 日、前月比+0.2%と前月の-0.1%からややプラスに転化) については幾分好転したものの、その他の指標は 1 月「鉱工業生産指数」(13 日、前年同月比+0.5%と前月の+0.6%からやや伸び低下)、1 月「製造業生産指数」(13 日、前月比 0.0%と前月の+0.8%から伸び低下)、1 月「貿易収支」(13 日、-31.29 億ポンドと前月の-26.03 億ポンドから赤字幅やや拡大)、1 月「商品貿易収支」(13 日、-145.15 億ポンドと前月の-139.89 億ポンドから赤字幅やや拡大)といずれも冴えず、ここは欧州経済全体と同様に足踏みが目立つ格好だ。このため 2 月「失業率」(12 日、4.0%と前月の 4.0%から横ばい) 自体は足元横ばいに止まっているが、2 月「失業保険申請件数」(12 日、前月比+1.68 万件と前月の+0.31 万件<速報値+1.41 万件を下方修正>から増加) はやや大きく増加しており、先行きの失業率上昇が懸念される状況だ。

こうした状況下、今週公表される、製造業・サービス業 PMI」(ともに 21 日、前月は前者 47.5、後者は 53.8)、3 月「Gfk 消費者信頼感指数」(22 日、前月は-21)、2 月「小売売上高」(22 日、前月は前年同月比+0.7%) についても、欧州と歩調を合わせる形で慎重に見ているようだ。

またこうした中、イングランド銀行としても 21 日に予定している政策金利決定会合では、とりあえず現行金利 (+5.25%) を据え置くと市場は見ている。

#### 4. 中国経済は引き続き冴えず、世界経済にも悪影響のおそれ

○中国経済については、足元公表あるいは公表予定の経済指標は数少ないが、基本的には不動産業界を中心にした停滞、消費伸び悩み状況が続いており、この間、政府・人民銀行も懸命の対応策を講じてはいるが、目下のところはさしたる効果を上げてはいないようだ。いずれにせよ、5 日に開催された全国人民代表大会の効果も今のところは確認されていない。

なお経済指標の公表は先週はさしたるものはなく、今週も市場が注目している 2 月「小売売上高」(18 日、前年同月比+5.5%と 12 月の+7.4%から伸び低下予想)に限るような状況だが、「春節」期の需要増も結局は前年を上回る伸びに留まると市場は慎重に見ているようだ。

○またこうした中、原油価格が節目の 1 バレル 80 ドル台手前で足踏みしているが、これも、「OPEC プラス」主要国の自主減産が思うようには効果を上げ得ていないのは、中国の景気不安が一因との見方が市場には強まっているようで、ここは注意が必要だ。

ところでサウジアラビアは、原油生産能力の拡張計画(2027 年までに日量 1200 バレルを同 1300 バレルに拡大)を停止する措置を講じ続けることで価格維持を図る構えであるほか、当該停止措置で浮いた資金を天然ガスの生産拡張やクリーンエネルギーの開発に振り向けよう

としている模様だ。ただこれも、どこまで功を奏するかは目下のところは不明だ。

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。