

Monthly Economist Report

物価目標達成に向けた前進と、海外経済の減速・増税による下押し懸念

2022年11月

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト 片岡 剛士



目次(11月総集編)

I. 2022年11月のまとめ：物価目標達成に向けた前進と、海外経済の減速・増税による下押し懸念	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2022年9月)：物価上昇が影響し弱めの動きが続く	3
2. 景気動向指数(2022年9月)：先行指標が前回景気後退前と同水準まで落ち込み	5
3. 国際収支統計(2022年9月)：経常収支はプラスに転換	7
4. 企業物価指数(2022年10月速報)：9月と比較してややマイルドながら、上昇が続く	9
5. GDP統計(2022年7-9月期、1次速報)：マイナス成長のサプライズ、サービス輸入の伸びがGDPを押し下げ	11
6. 鉱工業生産(2022年9月確報)：先行きは楽観できない情勢	13
7. 機械受注統計(2022年9月)：堅調だった設備投資に暗雲	15
8. 貿易収支(通関統計)(2022年10月)：輸出数量はアジア向けを主因に減少	17
9. 消費者物価指数(全国、2022年10月)：伸びが加速、価格転嫁が進む	19
III. Weekly Macro Economic Insights	21
1. 2022年10月31日(月)～11月4日(金) 日本の財政・金融政策振り返り、要注目FOMCとその影響	21
2. 2022年11月7日(月)～11月11日(金) 11月FOMC結果振り返り、米雇用統計(10月)	23
3. 2022年11月14日(月)～11月18日(金) 米消費者物価(10月)、ラガルド総裁講演、中国物価	26

I. 2022年11月のまとめ：物価目標達成に向けた前進と、海外経済の減速・増税による下押し懸念

11月の海外経済の動きをみると、欧州経済は、消費などでインフレによる悪影響がみられる。一方で生産は冬場のエネルギー供給不安を見越した前倒し生産の動きがみられており、今後、年末から年初にかけて反動減・景気後退リスクが高まっている。需要は停滞しているものの、物価上昇が2桁となっているため、ECBとしては引き締めのスタンスを維持せざるを得ないであろう。

また、中国経済はロックダウン後の回復基調にあったが、ゼロコロナ政策の継続・不動産市場の調整により、再び停滞色を強めている。また、新しい執行部の下で、経済重視路線の後退が懸念されている。さらに緩和的な政策をとった場合には、資本流出やインフレが懸念されているため、近い将来に大規模な景気拡張的政策がとられる見込みが低下しており、先行きは慎重にみる必要がある。

米国については、急激に利上げを進めている影響で、住宅や消費の一部で経済の減速がみられている。一方、労働市場は堅調さをみせている。今月は、10月のCPIのコア指標の伸びの低迷や、11月FOMC議事録で今後の利上げ幅の鈍化が示されたことから、来年も失業率が大幅に上昇せずにインフレ率が低下する見方が強まっている。しかし、今後の動向次第で利上げ幅、利上げの到達点には不透明感が強いとみた方がよいであろう。

国内経済に目を転じると、インフレの影響を受けつつ緩やかな回復基調にある。こうした中、日本のインフレ率は、これまでエネルギー・食料価格中心であり、依然としてそうした要因が大きい。しかし、一部では国内需給の逼迫、それを受けて企業がコスト増を最終財価格に転嫁する動きも出てきており、2%の物価目標の達成に近づいているといえよう。このため、来春の現在の執行部の任期満了とその後に向けて、徐々に日本でも金融引き締め議論が浮上してこよう。ただし、そのまま現状の緩和策を終了すべきかどうかは、今後2%の物価目標が「安定的に」達成されるか、という点がカギとなり、これまでの物価上昇の動きとは切り離して改めて議論すべきであろう。

先行きの物価をみる上での第一の要素は、上記の海外経済動向である。欧米経済では、経済・物価の過熱を抑えるべく利上げを実施しており、海外経済の減速は外需の減速を通じて、日本経済の下押し要素となろう。第二は、国内での増税議論である。ロシアによるウクライナ侵攻等を受けて、国内でも安全保障に関する支出増の議論が活発化している。その財源として各種増税が議論されており、こうした動きは足元でインフレによる実質所得の減少にある日本では追加的な負担増となり、国内消費、それを見越した設備投資などの需要を下押ししかねない。このため、国内でも企業がコスト増を価格転嫁できる環境となってきたことは非常に好ましいが、それによるインフレを抑えるために金融引き締めまでが必要となるかは、海外経済の減速、増税を含めた今後の国内需要の見通しを慎重に踏まえる必要がある。

図表1 各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
経済	緩やかな回復基調は維持。インフレによる実質所得の低下、インバウンド需要が戻り始める。	消費にも利上げ・インフレの影響が、ややみられるが、労働市場は逼迫した状況が継続。	欧州ではインフレが消費を下押し、生産は冬前の駆け込み生産。中国は再び減速傾向を強めている。
物価	消費者物価は上振れ。一部国内需給、企業の価格引き上げ行動の変化を反映。企業物価の上昇はやや鈍化。	インフレ率は、上昇していた中古車などの下落でやや落ち着いた動き。	独・仏のインフレは横ばい。今後のエネルギー価格の影響を注視。中国は景気低迷を受けて、インフレが鈍化。
政策	第2次補正予算を閣議決定。安全保障関連で増税の議論。	FOMC議事要旨では利上げ幅の鈍化が示唆された。	ECBは利上げ継続方向。中国は景気下支えのための利下げを実施。
先行き	インバウンド需要の回復が見込める一方、今後の海外経済減速があっても、COVID-19後の国内消費が堅調さを維持できるか。	足元では利上げ打ち止め期待が高まっているが、現在までの利上げで物価が2%まで低下するかは不透明。	欧州ではECBは利上げを継続で年末から年前半の景気後退懸念。中国は、新体制でのCOVID-19対策や緩和的な政策の方向性が重要。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2022年9月): 物価上昇が影響し弱めの動きが続く

実質消費支出(9月)は前月比+1.8%とやや持ち直し、7~9月期平均では前期比-0.5%と減少

総務省から公表された9月の家計調査は、実質消費支出が前年比+2.3%、前月比では+1.8%と共に増加した。昨年8月の前年比-3.0%の裏が出たことで+5.1%と大きめの増加となった今年8月と比べると、実質消費支出の前年比はマイルドな動きに留まっている。内訳をみると、授業料や補修教育などの教育費や設備修繕・維持といった住居関連が減少に寄与した一方、宿泊料・国内パック旅行費や外食、鉄道・航空運賃といった外出・旅行絡みの支出や、エアコンや冷蔵庫の販売が増加したことを受けて家具・家事用品の支出が消費の拡大に寄与している。

図表 1: 家計調査の概要

		名目消費支出		実質消費支出		実質可処分所得 (勤労者世帯)	平均消費性向 (勤労者世帯)
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	可処分所得に 対する割合
2021年	1	-6.8	-7.0	-6.0	-7.6	-2.2	77.5
	2	-7.1	2.3	-6.5	2.3	-0.5	63.0
	3	6.0	7.0	6.5	7.2	-0.6	87.5
	4	12.4	-0.1	13.9	0.6	4.1	77.0
	5	11.5	-2.3	12.5	-2.7	-3.1	86.4
	6	-4.9	-2.2	-4.3	-2.2	-13.6	38.8
	7	0.3	-1.3	0.7	-1.7	-3.7	56.2
	8	-3.5	-3.6	-3.0	-3.0	4.2	65.0
	9	-1.7	5.1	-1.9	4.3	2.2	75.9
	10	-0.5	3.2	-0.6	3.9	0.5	68.2
	11	-0.6	-0.4	-1.3	-0.9	1.9	77.2
	12	0.7	0.3	-0.2	0.2	5.7	37.3
2022年	1	7.5	-0.7	6.9	-1.2	2.6	79.4
	2	2.2	-2.3	1.1	-2.8	0.1	63.3
	3	-0.8	4.6	-2.3	4.1	3.4	83.3
	4	1.2	1.6	-1.7	1.0	-3.6	78.8
	5	2.4	-1.8	-0.5	-1.9	-5.1	87.6
	6	6.4	1.7	3.5	1.5	-1.2	40.8
	7	6.6	-1.0	3.4	-1.4	-5.0	60.2
	8	8.8	-1.3	5.1	-1.7	-2.2	70.4
	9	5.9	2.1	2.3	1.8	0.1	77.7

出所: 総務省

前月比でみると7月、8月と減少が続いた後、実質消費は+1.8%とやや持ち直した。7~9月期平均では前期比-0.5%とわずかに減少しており、ほぼ横ばい圏内で推移したと言えるだろう。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、9月は前年比+0.1%と、消費者物価指数が生鮮除く総合で2%台となった今年4月以降でようやく前年比増加となった。勤労者世帯の実収入は名目で前年比+3.7%、実質で同+0.2%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-3.5%となる。消費者物価は当面伸びを強めることが予想されるため、今後数か月間、実質可処分所得は物価上昇の影響から緩やかな動きにとどまる可能性が高いだろう。

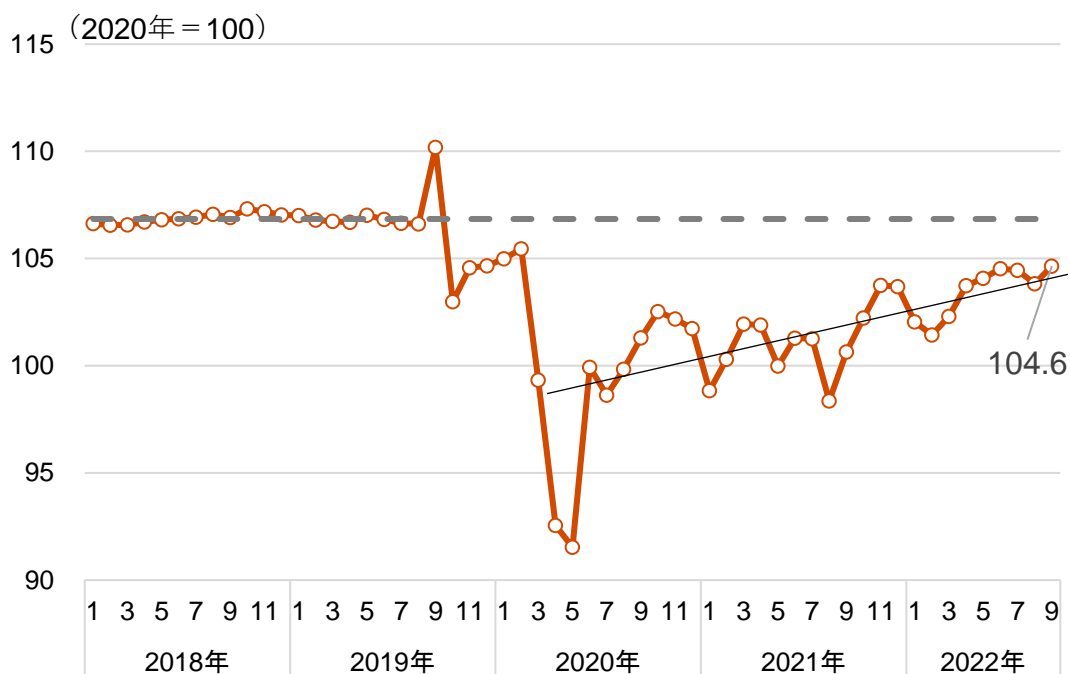
CTI マクロからみた消費動向

総務省では、家計調査の結果に加えて、毎月の世帯消費動向指数、サービス産業動向調査、商業動態統計、第3次産業活動指数、および鉱工業生産指数の動向から、SNAベースの家計最終消費支出に相当する消費支出総額(CTIマクロ)の推移を時系列回帰モデルに基づいて推測している。

図表2は2018年以降のCTIマクロの動きを示しているが、2019年10月の消費税増税、新型コロナウイルスに伴う行動制限に伴う2020年3月以降の大幅な落ち込み以降、CTIマクロは新型コロナウイルスの感染動向の影響を受けながら、前月比0.2%程度のマイルドな増加基調を維持してきた。2022年9月の数値は104.6(2022年=100)であり、2か月連続の減少からはやや持ち直したものの、コロナ禍前、つまり、2018年から消費税増税前までの平均水準106.8と比較して2%ほど低い水準にある。

四半期ベースのCTIマクロは概ねSNAベースの家計最終消費支出の動きに沿うと見込まれるが、前期比0.2%の増加となった。来週公表される2022年7~9月期GDP(一次速報)における消費の動きもほぼ横ばいということになる。10月以降は全国旅行支援が開始されることで、9月においても観察された外出・旅行がらみの支出がさらに拡大するだろうし、インバウンド消費といった追い風も徐々に効いてくると見込まれる。一方で、物価上昇に伴う実質所得の低下が消費増加のブレーキとして寄与するだろう。両者の綱引きの中でコロナ禍前の消費水準をいつクリアできるのかがまずは焦点となると思われる。

図表2:CTIマクロ(実質、季節調整値)



出所:総務省

2. 景気動向指数(2022年9月): 先行指標が前回景気後退前と同水準まで落ち込み

3.9 ポイントの大幅な悪化となった先行指数

11月8日、内閣府より2022年9月の景気動向指数が公表され、一致指数は前月よりも0.7ポイント下降して101.1、先行指標は前月よりも3.9ポイント下降して97.4となった。先行指数は、COVID-19の感染拡大や中国でのロックダウンの影響で5月から7月に3か月連続で悪化して100.7から98.9まで落ち込んだ後、8月には在庫や消費者態度の改善を主因に101.3まで回復(前月差+2.4)していた。しかし、9月はこの回復分よりも大きく落ち込んだ。

9月の先行指数の前月差の内訳(寄与度)を詳しく見ると、現時点までで判明している9つの指標すべてで悪化しており、最終需要財在庫率指数が-1.0、鉱工業用生産財在庫率指数が-0.9、中小企業売上げ見通しDIが-0.5という企業面に加えて、家計でも消費者態度指数が-0.7と大きく落ち込んでいる。

図表1: 先行指数の内訳

		先行指数												
		指数	前月差	最終需要財在庫率指数	鉱工業用生産財在庫率指数	新規求人(除学卒)	実質機械受注(製造業)	新設住宅着工床面積	消費者態度指数	日経商品指数(42種)	マネーストック(M2)(前年同月比)	東証株価指数	投資環境指数(製造業)	中小企業売上げ見通しDI
2021年	1	97.9	1.4	0.5	0.6	-0.2	0.1	0.2	-0.5	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
	2	99.0	1.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.7	0.5	0.1	0.2	0.0	-0.1
	3	101.9	2.9	0.1	0.2	0.4	0.0	0.2	0.9	0.3	-0.1	0.1	0.2	0.7
	4	102.9	1.0	0.1	0.1	-0.2	0.3	-0.0	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.6
	5	102.5	-0.4	0.1	-0.4	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.4	-0.6	-0.1	0.1	-0.1
	6	103.5	1.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.5	0.1	0.1	0.1
	7	103.5	0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.2	0.3	0.1	0.4	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2
	8	101.6	-1.9	-0.2	-0.4	0.0	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	-0.5	-0.0	-0.1	-0.0
	9	100.0	-1.6	-0.7	-0.7	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.2	-0.4	0.3	-0.2	-0.7
	10	100.7	0.7	0.6	-0.2	0.0	-0.4	0.3	0.2	0.4	0.0	-0.2	0.0	0.0
	11	102.0	1.3	0.4	0.4	0.4	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.2
	12	102.8	0.8	0.3	-0.2	0.5	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.6
2022年	1	101.2	-1.6	-0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.1	-0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
	2	100.2	-1.0	-0.6	0.4	-0.6	-0.1	0.2	-0.4	0.4	0.0	-0.1	-0.0	-0.3
	3	100.7	0.5	0.1	-0.2	0.5	0.2	0.2	-0.6	0.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.1
	4	102.3	1.6	0.8	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.5
	5	100.7	-1.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
	6	100.3	-0.4	0.6	-0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.6	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.3
	7	98.9	-1.4	-0.7	0.1	0.4	-0.2	-0.1	-0.7	-0.3	0.1	0.0	-	-0.1
	8	101.3	2.4	0.7	0.2	-0.5	0.3	0.5	0.9	-0.1	0.0	0.2	-	0.2
	9	97.4	-3.9	-1.0	-0.9	-0.1	-	-0.3	-0.7	-0.3	-0.1	-0.2	-	-0.5

出所: 内閣府より筆者作成

単月の先行指数は2021年半ば以降、COVID-19の感染拡大に伴う国内経済の低迷・一時的な感染収束による経済活動の暫定的な再開といったアップダウンを繰り返したことで、過去よりも変動幅が大きくなっている(図表2の灰色の線)。そこで、より趨勢的な動きをみるために先行指数を3か月平均、6か月平均でみたのが、図表2の黄色・オレンジの線である。3か月平均で99.2、6か月平均で100.2となった。これによると、水平の点線でみた2022年9月時点の6か月平均(100.2)は、①2020年末から2021年初、②2018年末の前回景気後退前と同程度の水準となっている。

①「2019年平均への回帰」を考えれば、2020年末から2021年初に戻ったとの見方となる

現状の景気循環は、2018年10月から2020年5月の景気後退期後の景気回復期にあり、「GDPベースでは2019年平均の実質GDPにいつ回復するか」という視点での議論が多い。このため、今回の発表を受けても、今後の景気回復見通しを維持すれば、「一旦2020年末から2021年初並みに落ち込んだ」という見方が可能であろう。COVID-19の感染拡大期には強制的・自主的な行動制限が実施され、それにより経済が落ち込んだ。財政政策の拡大による家計への給付拡大は、そもそも消費機会がないことから、多くが貯蓄に回ったとみられる。こうした中、日本は各国よりも経済活動の再開が遅れているため、今後、回復に向かうという見通しも成り立ちうる。現に、IMFの来年(2023年)の経済見通しでは、米国+1.0%、ユーロ圏+0.5%、英国+0.3%に対して、日本が+1.6%と最も高い予想となっている。

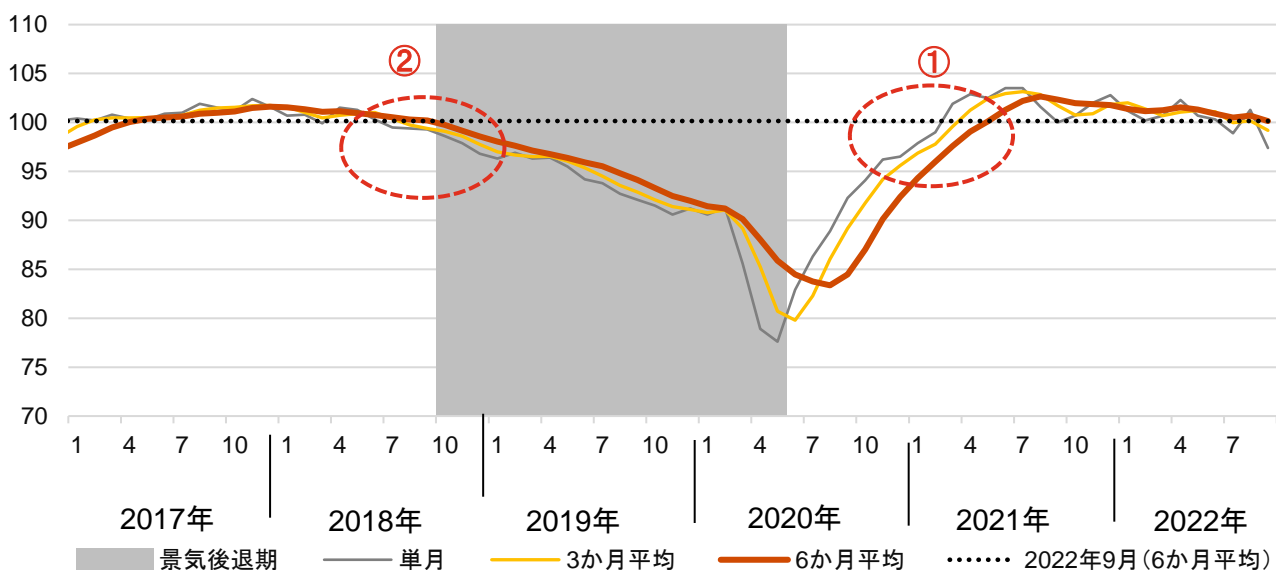
②既に前回景気後退期前まで落ち込み、今後の景気後退が懸念されるとの見方もできる

しかし、①よりも長い目でみると、先行指数は既に2018年後半の景気後退期前と同程度の水準まで低下している。単月・3か月・6か月平均のいずれでみても、2021年半ばごろから下降傾向となっており、今後の景気後退入りが懸念される水準ともいえよう。特に今後、

- (1) 海外での2022年の利上げの効果が、今後住宅や耐久財などの金利に敏感なセクター以外への下押し圧力となりうる
- (2) 現在のインフレが、従来の需要拡大によるものではなく、総供給減少によるものであり、その供給減少に見合うまで総需要を縮小させるための利上げ幅が不透明であること、
- (3) 国内のインフレを相殺して実質賃金を押し上げるほどの賃上げが実現するかは来年春まで待つ必要があること、

を踏まえると、「2019年平均への回復」シナリオに加えて、このまま景気が悪化する可能性も視野に入れておくべきだろう。

図表2:先行指数の推移(2015年=100)



出所:内閣府より筆者作成

3. 国際収支統計(2022年9月) : 経常収支はプラスに転換

経常収支:9月単月では前月比プラス

11月9日に財務省から、2022年9月の国際収支統計が公表された。9月の経常収支(以下、季節調整済み値、図表1)は、サービス収支のマイナス幅縮小を主因に前月の+1,048億円から+6,707億円(前月比+5,659億円)となった。財の輸出・輸入、サービス収支、第一次所得収支の3つの主要項目のすべてが同収支のプラス要因となった。財の輸出は、8兆6,165億円(前月比+960億円)となり、今年1月から9か月連続で拡大が継続している。財の輸入は10兆5,320億円(同-1,132億円)となり、4月から8月まで続いていた輸入幅の拡大にいったん歯止めがかかった。サービス収支は、-4,869億円(同+3,265億円)となり、マイナス幅の大きかった7月・8月から縮小した。海外の子会社・投資先の株式からの配当や、投資した債券の利子収入などを示す第一次所得収支は、円安の影響などで3兆2,077億円(同+582億円)となり、2か月連続でプラス幅を拡大した。

なお、現数値・前年比ベースでみると、輸出は、商品別で自動車・鉱物性燃料・半導体等部品、地域別ではアジア・北米向けが伸びた。輸入は、エネルギー関連の原粗油・液化天然ガスが伸びた。サービス収支は、「その他サービス」の赤字幅拡大が寄与した。

7-9月期の経常収支(季節調整値)は、7,818億円(前期比-2兆4,389億円)となった。ここで、前期比-2.5兆円の大まかなイメージを掴むと、輸出が1兆円の増加に対して、輸入が3兆円の増加(経常収支のマイナス要因)で、貿易収支は2兆円のマイナス幅拡大。サービス収支が1兆円マイナス幅を拡大したものの、一次所得収支が5,000億円のプラス幅拡大となり、両者を相殺した5,000億円分のマイナス幅拡大となった。後述するサービス収支の影響が大きくなっている。

図表1:経常収支(季節調整済み値)の内訳

		経常収支							第一次 所得収支	第二次 所得収支
		貿易・サービス収支					サービス収支			
		貿易収支		サービス収支						
		輸出	輸入							
2021年	7-9月期	48,818	▲ 13,544	▲ 2,305	208,987	211,291	▲ 11,239	68,382	▲ 6,021	
	10-12月期	47,455	▲ 18,270	▲ 7,155	213,883	221,038	▲ 11,115	71,502	▲ 5,777	
2022年	1-3月期	41,774	▲ 32,243	▲ 16,879	226,620	243,498	▲ 15,365	80,980	▲ 6,964	
	4-6月期	32,207	▲ 47,146	▲ 37,746	246,565	284,311	▲ 9,400	85,381	▲ 6,027	
	7-9月期	7,818	▲ 77,665	▲ 58,489	256,200	314,689	▲ 19,176	90,288	▲ 4,806	
	前期差	▲ 24,389	▲ 30,519	▲ 20,743	9,635	30,378	▲ 9,776	4,907	1,221	
2021年	9月	14,383	▲ 7,339	▲ 4,036	67,811	71,847	▲ 3,303	23,580	▲ 1,858	
	10月	13,724	▲ 6,822	▲ 2,650	67,946	70,596	▲ 4,172	22,423	▲ 1,877	
	11月	18,740	▲ 4,079	▲ 459	74,099	74,558	▲ 3,620	24,701	▲ 1,882	
	12月	14,991	▲ 7,369	▲ 4,046	71,838	75,884	▲ 3,323	24,378	▲ 2,018	
2022年	1月	8,000	▲ 10,462	▲ 3,688	74,013	77,701	▲ 6,774	20,228	▲ 1,766	
	2月	11,445	▲ 11,939	▲ 7,720	75,778	83,497	▲ 4,219	26,238	▲ 2,855	
	3月	22,329	▲ 9,842	▲ 5,471	76,829	82,300	▲ 4,372	34,514	▲ 2,343	
	4月	10,941	▲ 14,232	▲ 9,876	79,474	89,350	▲ 4,356	27,638	▲ 2,465	
	5月	6,630	▲ 14,529	▲ 11,836	82,967	94,802	▲ 2,693	22,918	▲ 1,759	
	6月	14,636	▲ 18,385	▲ 16,034	84,124	100,159	▲ 2,351	34,825	▲ 1,803	
	7月	63	▲ 24,260	▲ 18,087	84,830	102,917	▲ 6,173	26,716	▲ 2,393	
	8月	1,048	▲ 29,381	▲ 21,247	85,205	106,452	▲ 8,134	31,495	▲ 1,067	
	9月	6,707	▲ 24,024	▲ 19,155	86,165	105,320	▲ 4,869	32,077	▲ 1,346	
	前月差	5,659	5,357	2,092	960	▲ 1,132	3,265	582	▲ 279	

出所:財務省より筆者作成

なお、前月公表時点では7月・8月の経常収支がマイナスであったが、今回の季節調整を受けて、7月が-6,290億円→+63億円、8月が-5,305億円→+1,048億円とプラスに転じている(図表1・2)。なお、一般的には経常収支や貿易収支は、プラスの場合を黒字・マイナスの場合を赤字と呼ぶことが一般的であるが、企業利益の黒字が良く、赤字が悪い、といったイメージと混同される場合が多い。しかし、経常収支は、国内と海外とのやり取りを示しているだけであり、経常収支のプラス・マイナスは経済的には意味合いが異なるため、本レポートでは収支のプラス・マイナスと表記することにしたい。なお、現状のように輸入が多い原油等のエネルギー資源の価格上昇分が国内の販売価格に転嫁できないと、交易条件の悪化となって国内所得の海外移転につながる。しかし、この場合も問題は国内での販売価格が上げられない、という別の課題となろう。

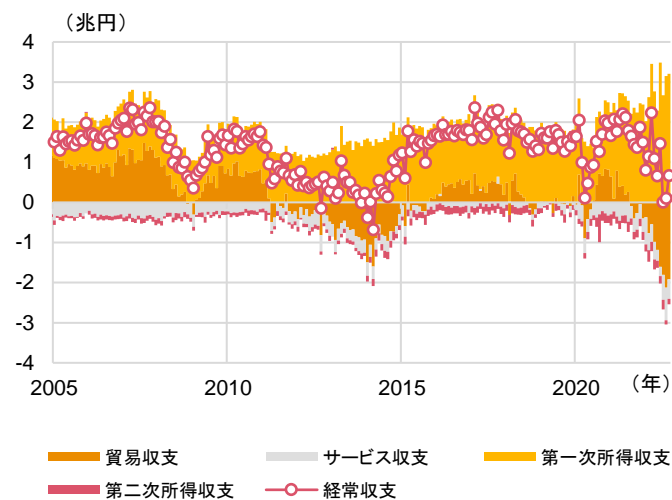
先行きの見通し

先行きを考えると、輸出は、現状では円安の効果もあり、増加が継続しているものの、今後の海外での利上げ・需要縮小、半導体市場の不透明感などを踏まえると、輸出が落ち込む可能性がある。一方、円安の長期化・地政学リスクの拡大によって海外の生産拠点を国内に移す動きが出てくる可能性がある。その場合は、国内からの輸出が増加する一方で、海外での生産拠点の撤退・売却などから、一次所得収支が減少する動きとなろう。

輸入はいったん減少に転じたものの、昨年の7兆円台から比較すると依然として高水準で推移している。米国の金融政策が利上げから利下げに転換すれば、円安に歯止めがかかるとみられるが、現状ではまだ見通し難い。エネルギー価格高騰の収束見通しもついておらず、輸入が再び増加する可能性もあろう。

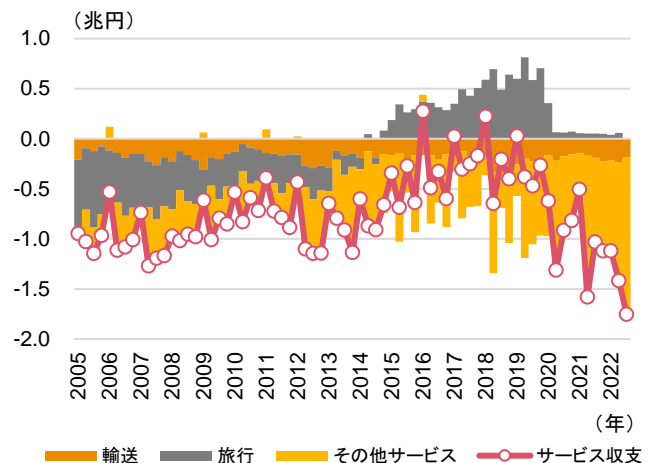
また、今後、海外からの旅行者の増加によって、インバウンド需要の拡大が期待されている。サービス収支(現数値、四半期)を、輸送、旅行、その他サービスに分けてみると(図表3)、2015年頃からサービス収支プラスに転じ、COVID-19拡大前の2019年末までは5,000億円を超えるプラスで推移していた。足元ではサービス収支はほぼゼロであるため、今後の海外からの旅行者増加によって、サービス収支へのプラス寄与が拡大しよう。一方で、この間にその他サービス収支はマイナス幅が大きくなっており、こちらの変動がサービス収支に与える影響も注目であろう。

図表 2: 経常収支(季節調整済み値)の推移



出所: 財務省より筆者作成

図表 3: サービス収支(現数値、四半期)の推移



出所: 財務省より筆者作成

4. 企業物価指数(2022年10月速報): 9月と比較してややマイルドながら、上昇が続く

国内企業物価指数(2022年10月速報)は前月比+0.6%、前年比+9.1%。上昇が続く

日本銀行から公表された10月の企業物価指数は、国内企業物価指数が前月比+0.6%(前年比+9.1%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.5%、円ベースで同+1.2%(前年比+18.8%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-1.9%、円ベースで同+0.1%(前年比+42.6%)となった。前月比・前年比ともに9月と比較してやや緩やかな変化となった。契約通貨ベースでみた輸出物価指数・輸入物価指数の前月比は下落したが、他は上昇が続いている。

国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、鉄鋼(寄与度+0.21%)、電力・都市ガス・水道(同+0.15%)、農林水産物(同+0.1%)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、石油・石炭製品(寄与度-0.23%)、木材・木製品(同-0.03%)の影響が大きくなっている。

図表1: 企業物価指数の概要

(単位: %)

		国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数			
				円ベース		契約通貨ベース		円ベース		契約通貨ベース	
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
2021年	1	0.5	-1.8	0.9	-1.5	1.0	0.9	3.3	-7.4	3.4	-4.2
	2	0.5	-0.9	1.2	-0.5	0.3	1.1	4.4	-3.4	3.3	-0.8
	3	1.0	1.0	2.7	4.8	0.9	2.8	3.8	5.2	1.7	4.1
	4	1.2	3.8	1.6	7.2	1.3	5.1	2.6	14.9	2.2	13.3
	5	0.6	5.0	1.2	10.1	1.1	7.3	2.3	24.9	2.1	22.7
	6	0.7	5.0	0.8	9.9	0.4	7.3	2.8	27.6	2.3	25.1
	7	1.1	5.6	0.6	10.4	0.8	7.7	2.2	27.3	2.1	24.2
	8	0.2	5.7	-0.3	9.6	0.0	7.1	2.2	28.7	2.4	25.5
	9	0.4	6.2	0.5	10.1	0.3	7.2	1.4	30.2	1.2	26.5
	10	1.6	8.2	2.5	13.0	0.7	7.9	4.2	36.5	2.2	29.4
	11	0.6	9.1	1.0	14.1	0.6	8.1	5.3	43.1	4.5	34.0
	12	0.0	8.6	-0.7	12.7	-0.4	7.1	-0.1	40.2	0.2	31.3
2022年	1	0.9	9.1	0.8	12.6	0.2	6.3	-0.2	35.4	-0.8	25.9
	2	0.8	9.4	1.1	12.4	0.8	6.8	2.5	33.0	2.3	24.6
	3	1.0	9.4	2.9	12.6	1.1	7.1	3.5	32.6	1.3	24.1
	4	1.6	9.9	5.4	16.8	1.4	7.2	10.3	42.6	5.1	27.6
	5	0.1	9.4	1.4	17.0	0.3	6.3	3.9	44.9	2.2	27.7
	6	0.9	9.6	2.7	19.2	0.1	6.0	5.1	48.1	2.0	27.4
	7	0.8	9.3	1.0	19.6	-0.1	5.1	2.9	49.1	1.3	26.3
	8	0.4	9.6	-2.3	17.2	-1.3	3.6	-2.1	42.9	-1.1	22.0
	9	1.0	10.2	3.0	20.2	-0.4	3.0	5.4	48.5	0.8	21.5
	10	0.6	9.1	1.2	18.8	-0.5	1.8	0.1	42.6	-1.9	16.6

出所: 日本銀行「企業物価指数」

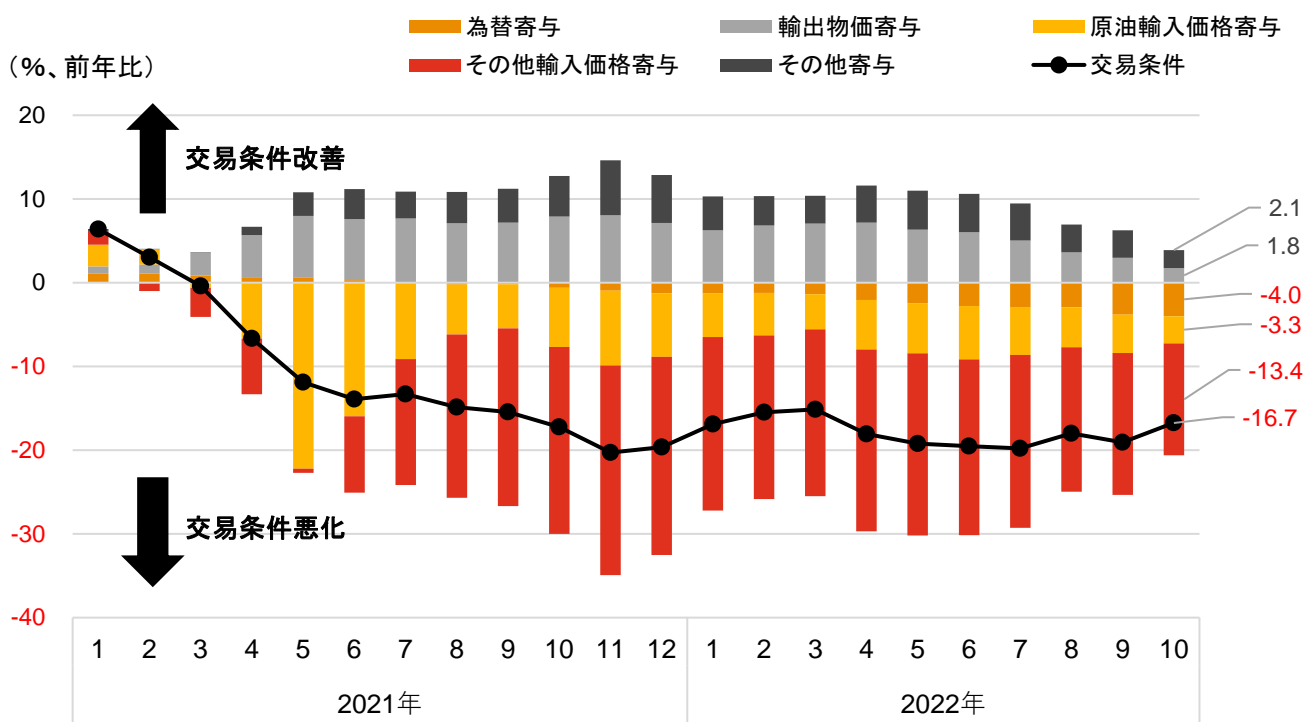
交易条件の悪化の主要因は輸入価格の上昇

10月の輸出物価指数(円ベース)前年比は+18.8%、うち為替レート変化分(円ベースと契約通貨ベースの差)が+17.0%であり、輸出先からみた契約通貨ベースの輸出物価指数(契約通貨ベース)前年比は+1.8%とマイルドな伸びにとどまっている。図表1にあるとおり、契約通貨建てベースの輸出物価指数は7月以降、前月比下落を続けているが、これには円安が寄与している。一方、10月の輸入物価指数(円ベース)前年比は+42.6%、うち為替レート変化分が+26.0%であり、円ベースの輸入価格上昇の6割程度が円安により生じている事を示す。このように、円安は契約通貨建ての輸出価格を下げることで、輸出企業の価格競争力上昇に寄与する一方、円建ての輸入価格を上昇させる事で、生産に必要な部材や原材料を輸入に頼る企業や家計に悪影響をもたらす。

図表2は交易条件(輸出物価指数÷輸入物価指数)の前年比を折れ線で、交易条件に影響する輸出物価指数、輸入物価指数、さらに為替レートの影響を寄与度の形で示している。交易条件は2021年4月以降、前年比で悪化を続けており、2022年以降は平均して18%程の悪化が続いている。2022年10月の交易条件前年比16.7%悪化の内訳をみると、原油輸入価格上昇による寄与が3.3%、その他輸入価格上昇による寄与が13.4%、円安による寄与が4.0%である。

ここでの円安の寄与とは、円安の進行による輸出物価と輸入物価双方に影響を加味したネットの影響である。図表2をみると、2021年10月以降、円安がネットベースで交易条件の悪化に寄与しており、その悪化度合いが拡大している事がみとれる。だが、円安が交易条件悪化に寄与する度合いは依然として大きいとは言えず、原油価格を含む輸入価格の上昇が、わが国の交易条件悪化に影響しているという構図は変わっていないことに留意すべきである。交易条件の悪化は、わが国の実質所得が海外に流出している事を意味する。政府・日銀は財政・金融政策を拡大させることで、交易条件の悪化を食い止める必要がある。

図表2: 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



出所: 日本銀行「企業物価指数」から筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウェイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

5. GDP 統計(2022年7-9月期、1次速報) : マイナス成長のサプライズ、サービス輸入の伸びが GDP を押し下げ

昨日(11月15日)、内閣府より2022年7-9月期のGDP(1次速報値)が公表された。実質GDPは前期比-0.3%と事前の当社予想(+0.6%)を下回った。予想対比の下振れ要因は、海外への広告支払いを含むサービス輸入の大幅増加。

サービス輸入は、2013年頃から拡大傾向にあるものの、今回の動きは一時的なものとみられ、円安や経済構造の問題など捉えるのは過剰反応であろう。経済見通しに大きな変化はなく、2022~2023年度の経済成長率はそれぞれ+1.6%、+0.7%となる。

円安や交易条件の悪化による家計所得や輸入企業の悪化に対しては財政政策でサポートを実施し、金融緩和は物価・賃金の上昇を通じた経済の安定化に割り当てることが望ましい。

GDP をマイナス成長に押し下げたサービス輸入

11月15日、内閣府より、2022年7-9月期のGDP(1次速報値)が公表された(図表1)。実質GDP(季節調整済み)は、前期比-0.3%と事前の当社予想(+0.6%)を下回った。予想対比の下振れ要因は、海外への広告への支払いを含むとみられるサービス輸入の大幅増加。それ以外の需要項目は概ね予想の範囲内であった。

輸入は前期比+5.2%と大幅な伸びとなった。輸入は海外で生産されたものを購入しているため、輸入の増加は国内の生産を示すGDPの押し下げ要因となり、GDPを-1.0%ポイント押し下げた。財とサービスとに分けた内訳をみると、財の輸入が前期比+2.1%、寄与度-0.3%ポイント、サービスの輸入が前期比+17.1%、寄与度-0.7%ポイントとなり、サービス輸入の増加が主因であったことがわかる。

そこでサービス輸入の推移をみると(図表2)、1994年~2012年頃までは概ね14~17兆円弱程度で推移した。2014年頃から、拡大傾向にある。別途、国際収支統計をみると、この間のサービス輸入の内訳は「その他サービス」が大きくなっている。今回の動きは一時的なものとみられ、足元の円安や経済構造の問題など捉えるのはやや過剰反応であろう。

改めてGDP全体を振り返ると、実質GDPの前期比-0.3%のうち、寄与度ベースでみると、内需が+0.4%ポイント(うち民需+0.3%ポイント、公需+0.1%ポイント)、外需が-0.7%ポイント(輸出+0.4%ポイント、輸入-1.0%ポイント)であった(注)。民需は、消費は前期比+0.3%となり、事前予想通り、インフレやCOVID-19の感染拡大の影響を受けて減速した。設備投資は前期比+1.5%となり、4-6月期の同+2.4%に続いて堅調さを保っている。住宅投資は、前期比-0.4%と、5・四半期連続のマイナスとなり、軟調に推移している。公需は、公的資本形成が需要を押し上げた。輸出は過去3・四半期の1%台からは減速したものの、+0.5%とプラスは維持したが、先行きは利上げの影響で減速感が強まろう。

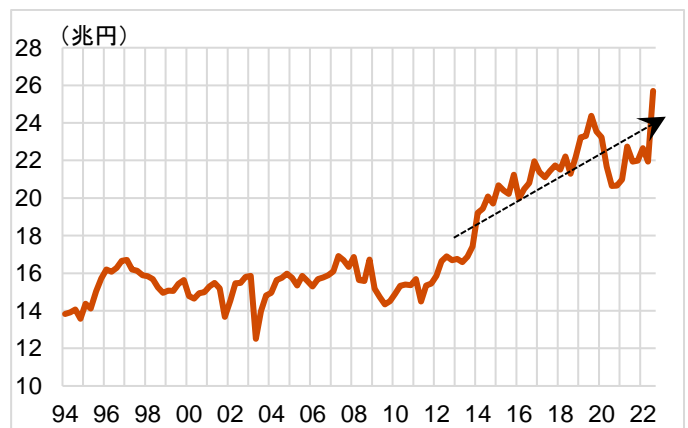
(注)輸出と輸入の寄与度の合計が外需に一致しないが、内閣府の公表資料のまま掲載している。

図表1: 実質 GDP の推移

	(実績値)	2021年				2022年		
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期
		1 実質・国内総生産(支出側)	-0.3	0.5	-0.6	1.0	0.1	1.1
2 内需(寄与度)	-0.4	0.6	-0.7	1.0	0.5	1.0	0.4	
3 民需(寄与度)	-0.3	0.6	-0.8	1.3	0.6	0.7	0.3	
4 民間最終消費支出	-0.6	0.5	-1.0	2.5	0.3	1.2	0.3	
5 民間住宅	0.7	1.6	-1.8	-1.4	-1.3	-1.9	-0.4	
6 民間企業設備	0.9	1.1	-2.3	0.3	-0.1	2.4	1.5	
7 民間在庫変動(寄与度)	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.5	-0.2	-0.1	
8 公需(寄与度)	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.1	
9 政府最終消費支出	-0.8	0.9	1.2	-0.3	0.4	0.8	0.0	
10 公的固定資本形成	-0.1	-2.4	-3.6	-3.7	-3.0	1.0	1.2	
11 外需(寄与度)	0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.5	0.2	-0.7	
12 輸出	2.4	3.4	-0.6	0.6	1.1	1.8	1.9	
13 輸入	1.9	4.2	-1.3	0.7	3.6	0.8	5.2	
14 GDPデフレーター(前年同期比)	-0.1	-1.1	-1.1	-1.2	-0.5	-0.4	-0.5	
15 名目GDP	-0.6	-0.2	-0.7	0.6	0.4	0.8	-0.5	

(注1) 寄与度、前年同月比と記載のない項目は、前期比
 (注2) なお、寄与度の合計値が一致しない場合がありうるが、内閣府の公表値をそのまま掲載している。
 出所: 内閣府より、筆者作成。

図表2: サービス輸入(注)の推移

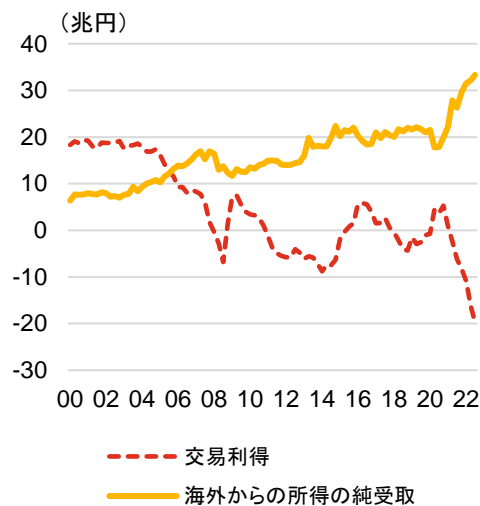


(注) サービス(含む居住者家計の海外での直接購入)
 出所: 内閣府より、筆者作成。

交易条件(交易利得)の悪化と政策対応を考える

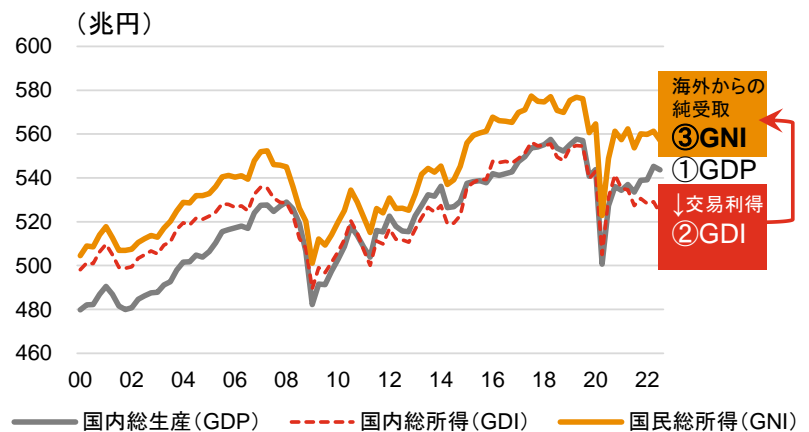
通常、一国の経済をみる場合、生産面であるGDP(国民総生産)が注目されるが、直近ではエネルギー価格の上昇等を受けて、輸出価格と輸入価格の比率を示す交易条件(交易利得)をGDPに加えた**国内総所得(GDI)**も注目されている。2022年7-9月期の交易利得は-19.7兆円と、1994年の現行の統計開始以来、もっとも大きなマイナスとなっており(図表3)、この分だけ国内の所得が海外に流出していることになる。**国内総所得(GDI)**は、2022年7-9月期は前期比-1.0%となっており、GDPの-0.3%よりも悪化している。このように、国内の家計や輸入企業などの一部ではマイナスの影響が大きくなっている一方で、海外への直接投資・株式や有価証券への投資といった海外とのやり取りをみた「海外からの純受取」をみると、円安や海外株式市場や金利の上昇を受けて拡大し、同年7-9月期には33兆円となった(図表3)。こちらも現行統計開始以来、もっとも大きくなっている。先ほどの**国内総所得(GDI)**に、この「海外からの純受取」を加えた**国民総所得(GNI)**は、前期比-0.7%と交易条件の悪化を相殺するほどとはなっていないが、相応に影響を緩和していることがわかる。COVID-19後の動きをみると、GDP・GDI・GNIともに、大幅な落ち込みと急反発の後、GDPはやや上昇、GDIは減少傾向にあるが、GNIは横ばい傾向にあり、交易条件の悪化に対するクッションとなっていることがうかがえる。

図表3: 交易利得・海外からの所得の純受取の推移



出所: 内閣府より、筆者作成。

図表4: GDP・GDI・GNIの推移



出所: 内閣府より、筆者作成。

確かにインフレで実質所得はマイナスだが、金融緩和で名目雇用者報酬の増加トレンドは維持

より具体的に、家計への影響を雇用者報酬(季節調整済み)からみると、2022年7-9月期は、名目で前期比+0.3%、インフレの影響で実質では同-0.8%となった。現状の賃上げではインフレ率の上昇分を相殺できていないことがうかがえる。一方で、やや長い目でみると、名目の雇用者報酬は、2000年から2009年頃までは250~270兆円の間で推移し、2009年から2012年くらいまで250兆円程度で低迷した後、2013年10-12月期の254兆円から、2022年7-9月期の293兆円までほぼ一貫して増加している。これは、2013年以降の大規模な金融緩和を受けた円安、企業収益の拡大、労働需要の増加、賃上げの影響が出ているといえよう。硬直的と言われる賃金ではあるが、この間に相応に賃上げが実施されてきたため、足元のインフレでも実質所得の影響が緩和されている面がある。

金融緩和を維持して、インフレの影響は財政拡大で緩和すべき

円安や交易条件の悪化による家計所得や輸入企業の悪化に対しては財政政策でサポートを実施し、金融緩和は物価・賃金の上昇を通じた経済の安定化に割り当てるのが望ましいであろう。今回のGDP結果からは、輸入の増加はサプライズであったものの一時的とみられる。よって経済見通しに大きな変化はなく、2022~2023年度の経済成長率はそれぞれ+1.6%、+0.7%となる。

6. 鉱工業生産(2022年9月確報): 先行きは楽観できない情勢

9月の鉱工業生産は7、8月期の反動もあって前月比1.7%の低下。先行きは楽観できず。

鉱工業生産(22年9月確報)は前月比-1.7%と4か月ぶりの低下となった。業種別にみると、自動車工業、無機・有機化学工業、生産用機械工業が低下、化学工業(無機・有機化学工業・医薬品は除く)、電気・情報通信機械工業などが主に上昇した。9月の低下は6月から8月まで上昇したことの反動の側面が大きい。なお、7~9月期全体でみると、前月比+5.8%となり、4~6月期の-2.7%から持ち直している。これには内外の設備投資需要の拡大や中国のロックダウン解除といった要因が影響しているとみられる。

出荷は前月比2.5%の低下、在庫は前月比2.9%の上昇、生産能力実績は0.7%の低下、稼働率は0.4%の低下となった。前年比のデータから出荷・在庫バランスを計算すると9月は8月のマイナスからプラスに転じている。ただし、これは9月の出荷の前年比ベースでの大幅増(昨年9月の落ち込みの裏)が原因であって、局面変化を示唆するものではない。季節調整済指数から前月比をみると、生産・出荷は停滞し、在庫がじわじわと増加している。生産・出荷・稼働率が低下して、在庫が高まるという状況にある。

図表1: 鉱工業指数(生産・出荷・在庫・在庫率、生産能力実績、稼働率)の概要

(%、変化率)

		生産		出荷		在庫		在庫率		生産能力実績 (製造工業)	稼働率(製造工業)	
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前月比	前年比
2021年	1	1.9	-5.3	1.9	-5.2	-1.3	-10.3	-4.0	-4.0	-1.3	3.1	-2.9
	2	-0.1	-2.6	-0.6	-3.7	-0.3	-9.4	0.6	-3.8	-1.2	-2.2	-1.0
	3	1.7	3.6	0.7	3.5	0.0	-10.0	-1.3	-12.5	-1.2	3.7	7.0
	4	1.1	15.6	1.3	15.8	0.2	-9.9	-0.6	-22.0	-1.0	0.5	23.6
	5	-6.2	21.0	-2.6	21.2	-0.5	-8.9	1.2	-27.8	-1.2	-5.7	30.9
	6	7.2	22.9	3.2	18.9	1.6	-5.1	-0.2	-21.6	-1.0	5.0	29.9
	7	-0.8	11.1	-0.4	10.7	-0.3	-4.7	1.6	-13.3	-1.1	-2.0	13.6
	8	-1.9	8.4	-2.6	6.7	-0.1	-3.8	1.9	-10.0	-1.3	-2.7	9.2
	9	-6.5	-2.5	-7.2	-4.6	2.7	0.4	4.5	0.3	-1.1	-7.8	-5.1
	10	2.1	-4.3	2.5	-5.9	0.5	2.1	-1.2	4.8	-1.2	7.7	-5.7
	11	5.0	4.8	5.4	3.3	1.4	5.5	-1.5	0.5	-1.2	5.7	6.7
	12	0.2	2.2	0.2	2.5	0.1	4.9	-0.3	1.2	-1.1	-0.2	3.7
2022年	1	-2.4	-0.8	-1.5	-1.3	-0.7	4.7	1.4	5.2	-1.3	-3.6	-2.9
	2	2.0	0.5	0.0	-1.5	2.1	7.1	2.0	7.5	-1.4	1.5	0.8
	3	0.3	-1.7	0.6	-2.4	-0.4	6.8	0.6	10.5	-1.2	-1.6	-4.4
	4	-1.5	-4.9	-0.3	-4.6	-2.3	4.1	-2.8	8.4	-1.2	0.0	-6.6
	5	-7.5	-3.1	-4.1	-3.1	-0.9	3.8	3.1	7.9	-1.2	-9.2	-6.7
	6	9.2	-2.8	5.0	-2.9	1.9	4.2	-1.4	7.8	-1.3	9.6	-4.4
	7	0.8	-2.0	1.2	-2.1	0.6	5.1	3.8	10.5	-1.3	2.4	-1.9
	8	3.4	5.8	2.8	5.9	0.7	5.9	-3.0	3.6	-1.0	1.2	5.8
	9	-1.7	9.6	-2.5	9.4	2.9	6.1	5.1	5.4	-0.7	-0.4	12.3
	10	-0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	11	0.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

出所: 経済産業省より筆者作成。

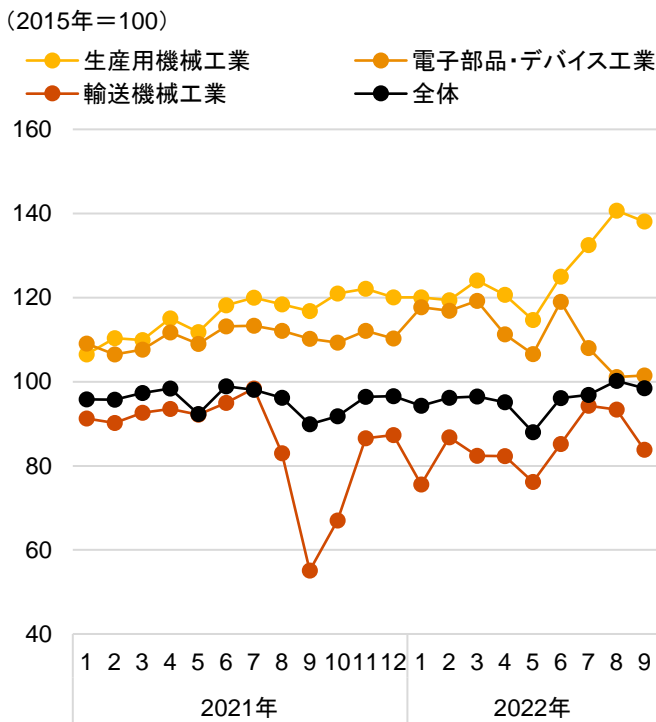
製造工業生産予測調査(図表1の10月および11月のデータ)をみると、10月は前月比-0.4%、11月は+0.8%である。予測調査通りの数値が達成される場合には7~9月対比で10~11月は横ばいの変化となるが、生産予測調査は実際の結果と比べて高めの数値がでる傾向があること、各国中銀の利上げが進む中において海外経済の減速が進む蓋然性が高まる状況下では、先行きについて楽観するのは難しい情勢といえよう。

9月の鉱工業生産は7、8月期の反動もあって前月比1.7%の低下。先行きは楽観できず。

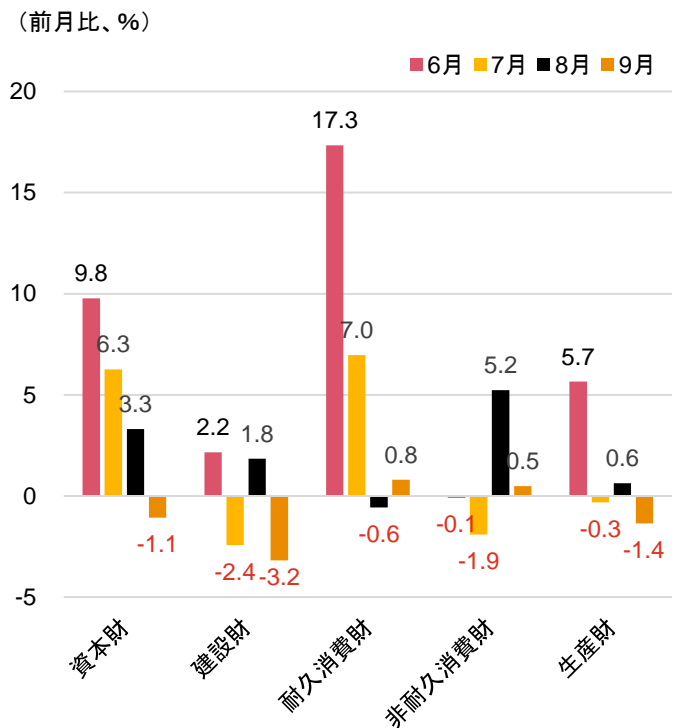
業種別生産の動き(図表2)をみると、全体では上下しつつ概ね横ばい圏内で推移している。特徴的な動きを示しているのが、生産用機械工業、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業である。生産用機械工業は6月以降増加に転じ、9月はやや頭打ちの動きではあるものの、5月と比べて2割ほど増加している。この動きには特に半導体・フラットパネル製造装置の生産増が影響している。一方で、電子部品・デバイス工業は5月から6月にかけて一旦増加したものの、7月以降は減少が続いている。これには集積回路の生産落ち込みが影響している。そして輸送機械工業は上下しつつも2021年初の水準を回復できない軟調な動きが続いている。

図表3は前月比でみた財別生産の動きを示している。6月、7月と汎用・業務用機械、電気・情報通信機械を中心とした耐久消費財の生産が大幅に増加した。また自動車からみの資本財も大幅に増加し、8月にかけて堅調な増加となったが、これには企業の前向きな投資行動を反映している。だが、建設財や非耐久消費財、生産財は、耐久消費財や資本財生産の明確な増加と比較してマイルドな動きに留まっている。9月は建設財、生産財を中心に生産の落ちこみが広がっていることが気になりなところである。

図表2:業種別生産(季節調整値)



図表3:財別生産前月比



出所:経済産業省より筆者作成。

7. 機械受注統計(2022年9月): 堅調だった設備投資に暗雲

機械受注:9月・7-9月期は前月(期)比でマイナス、内閣府は基調判断を下方修正

11月16日に内閣府から、2022年9月の機械受注統計が公表された(図表1)。受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-3.3%と、8月に続き減少との結果になり、内閣府は基調判断を下方修正している。さて、機械受注統計は、機械製造業者の受注する設備用機械の受注状況を調べた統計である。受注から納品、設備投資までには半年から9か月程度の一定の期間が必要となるため、受注状況をみれば、先行きの設備投資の動向を見通せるものとして注目されている。また、発注する需要者別に受注額が区分されており、それぞれ各設備投資の先行指標とみなされている。

- ① 民間企業からの「民需」のうち、景気変動との連動性が低い船舶・電力を除いた「船舶・電力を除く民需」(船・電を除く民需)は、GDPベースの名目設備投資の先行指標とされている。以下、同様に、
 - ② 公的部門からの「官公需」は、GDPベースの名目公的資本形成の、
 - ③ 海外からの「外需」は、GDPベースの名目公的資本形成の、
 - ④ 中小企業向けが多いとされる「代理店」は、法人企業統計の中小企業の設備投資の、それぞれ先行指標とされる。以上を踏まえて、機械受注統計の各需要者別の受注額を確認しておこう。
- ① 「船舶・電力を除く民間需要」は、9月は前期比-4.6%と2か月連続の減少、7-9月期では前期比-1.6%となった。民需を業種別にみると、製造業は、9月は前月比-8.5%と2か月振りの減少となった。先月に大型案件のあった「非鉄金属」の反動減が影響した。7-9月期では、製造業のうち、半導体製造装置を含む電気機械で前期比-10.1%となった。金額が大きい部門では情報通信機械も同-4.3%と落ち込んだ。非製造業(船舶・電力を除く)は、7-9月期は前期比-2.1%と減少に転じた。建設業-25.5%、卸売業・小売業が-14.7%の減少率が大きかった。
 - ② 「官公需」は、9月は同-7.6%となり、7-9月期でみても同-12.3%となり、落ち込みが大きくなった。
 - ③ 「外需」は、9月は同+6.3%となり、5か月ぶりにプラスとなった。7-9月期でみると同-16.5%と、前の期の同+31.4%からマイナスに転じた。
 - ④ 「代理店」は、9月は同+2.2%と2か月連続で増加となったが、7-9月期では同-2.9%と減少に転じた。

図表1:機械受注(季節調整済み値)の推移

		受注額合計	民需			②官公需	③外需	④代理店	
			①(船舶・電力を除く)	製造業	非製造業(船舶・電力を除く)				
2021年	7-9月期	1.5	▲ 0.9	1.1	7.2	▲ 3.6	5.9	4.1	2.0
	10-12月期	9.0	14.1	5.1	3.1	6.8	3.6	1.7	1.4
2022年	1-3月期	▲ 9.7	▲ 13.9	▲ 3.6	0.8	▲ 8.1	▲ 2.8	▲ 6.6	▲ 11.3
	4-6月期	21.0	14.3	8.1	9.1	7.6	7.0	31.4	11.7
	7-9月期	▲ 11.8	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 1.4	▲ 12.3	▲ 16.5	▲ 2.9
	10-12月期(見通し)	11.5	2.6	3.6	2.9	4.6	30.7	16.5	7.6
2021年	9月	▲ 8.4	▲ 1.0	0.5	19.1	▲ 9.4	▲ 11.5	▲ 11.6	▲ 4.1
	10月	20.9	22.0	2.5	▲ 10.2	12.6	20.3	14.5	11.1
	11月	▲ 4.3	▲ 11.3	2.4	7.1	▲ 0.5	▲ 11.1	2.6	▲ 6.9
	12月	1.8	6.2	3.1	3.5	0.4	1.5	▲ 2.8	▲ 6.4
2022年	1月	▲ 3.3	▲ 9.9	▲ 2.0	▲ 4.8	▲ 1.9	▲ 13.6	0.9	1.4
	2月	▲ 10.6	▲ 6.4	▲ 9.8	▲ 1.8	▲ 14.4	▲ 5.3	▲ 2.8	▲ 18.6
	3月	2.5	▲ 0.4	7.1	7.1	11.0	61.9	▲ 14.2	22.9
	4月	33.6	23.8	10.8	10.3	8.9	▲ 6.6	52.1	3.7
	5月	▲ 10.1	▲ 9.0	▲ 5.6	▲ 9.8	▲ 4.1	▲ 20.1	▲ 2.4	4.1
	6月	▲ 2.2	2.2	0.9	5.4	▲ 0.0	0.3	▲ 4.6	▲ 5.1
	7月	0.3	6.2	5.3	▲ 5.4	15.1	▲ 18.4	▲ 2.4	▲ 4.7
	8月	▲ 9.5	▲ 5.0	▲ 5.8	10.2	▲ 21.4	29.4	▲ 18.9	4.9
	9月	▲ 3.3	▲ 9.0	▲ 4.6	▲ 8.5	4.4	▲ 7.6	6.3	2.2

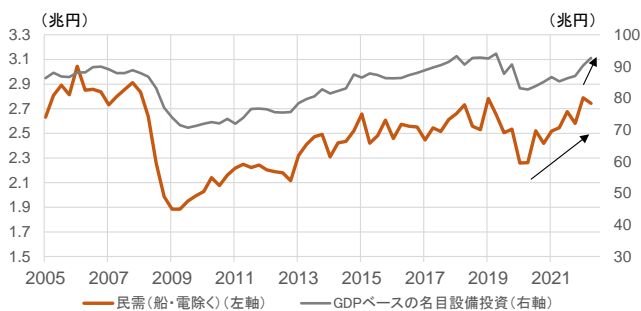
出所:内閣府より筆者作成

先行きの見通し：設備投資の回復傾向に暗雲

以上、4つのカテゴリーで、四半期ベースでは前の期のプラスからマイナスに転じており、軟調な結果となった。以下、前述の各設備投資項目との関係をもておきたい。

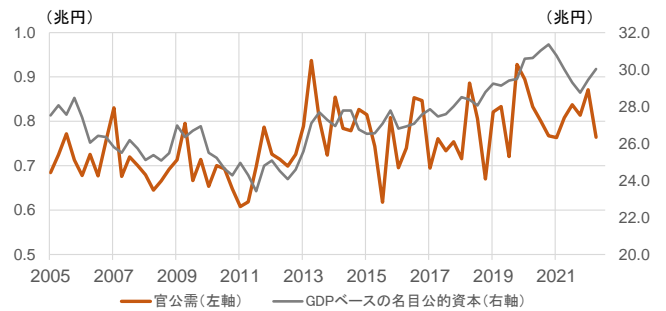
- ① 「船・電を除く民需」(図表 2)は、COVID-19の影響で2020年4-6月期に2.3兆円まで落ち込んだあと、2022年4-6月2.8兆円まで概ね回復傾向にあった。GDPベースの名目設備投資も、2020年7-9月期の82.7兆円をボトムに2022年7-9月期の92.7兆円まで回復傾向にあった。今回の「船・電を除く民需」の22年7-9月期の前期比-1.6%落ち込みは、先行きのGDPベースの名目設備投資額が減少する可能性を示している。「船・電を除く民需」の10-12月期の先行き見通しは+3.6%と7-9月期分の減少分を取り戻す見込みとなっているが、この統計の見通しは下振れる傾向が強く、楽観はできないであろう。
- ② 「官公需」(図表 3)は、2021年4-6月期の0.76兆円から、2022年4-6月期の0.87兆円まで概ね上昇傾向にあったが、2022年7-9月期は0.76兆円まで落ち込んでいる。GDPベースの公的資本形成は、ここ2・四半期増加していたが、「官公需」の動きは先行きの落ち込みを示唆している。
- ③ 「外需」(図表 4)は、2020年4-6月期に1.86兆円まで落ち込んだ後、2022年4-6月期に4.81兆円まで拡大した。7-9月期は前期比-16.5%の減少となった。4-6月期の同+31.4%の反動減が出た可能性もあるが、落ち込みが大きいだけにやや気がかりである。4-6月期は、中国関連の弱さからようやく脱したとみられるが、足元の中国の景気は再び下方圧力がかかっていること、欧米などの利上げを受けた海外需要の減少も今後本格化するとみられることが懸念材料。
- ④ 「代理店」(図表 5)は、民需・外需に比べると回復が弱く、2020年4-6月期の0.3兆円から、2021年10-12月期に0.37兆円に回復後は、ほぼ横ばい圏内の動きにある。このため、法人企業の中小企業(資本金10億円未満)の設備投資は、回復傾向に見えるが、今後一服感が出る可能性がある。

図表 2: ① 民需(船舶・電力除く)と設備投資の推移



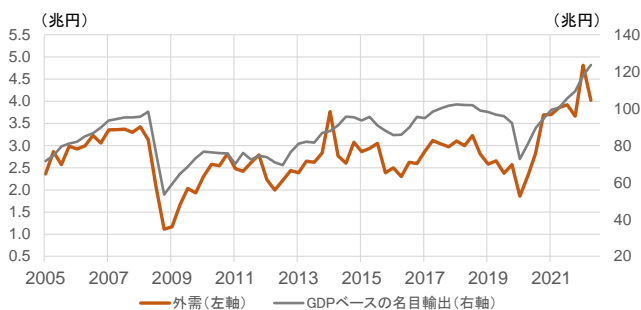
出所: 内閣府より筆者作成

図表 3: ② 官公需と公的資本形成の推移



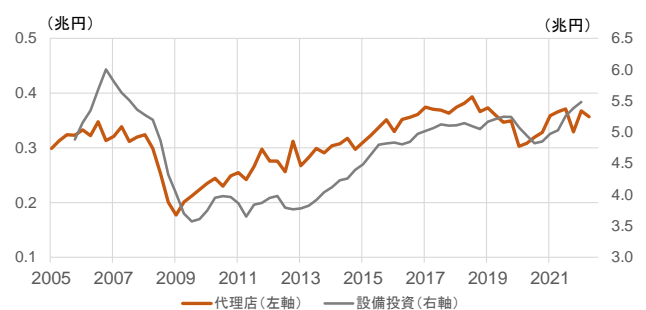
出所: 内閣府より筆者作成

図表 4: ③ 機械受注における外需と輸出の推移



出所: 内閣府より筆者作成

図表 5: ④ 代理店と中小企業の設備投資の推移



(注)設備投資は、法人企業統計、10億円未満、4・四半期移動平均値。

出所: 内閣府、財務省より筆者作成

8. 貿易収支(通関統計)(2022年10月): 輸出数量はアジア向けを主因に減少

輸出・輸入とも大幅な伸びが継続し、過去最大額だが、輸出数量は低迷。

11月17日に財務省から、2022年9月の貿易統計が公表された。輸出金額(名目、季節調整前値)は自動車、半導体等電子部品、鉱物性燃料等が増加し、対前年同月比+25.3%の増加となった。2021年3月以来のプラス基調が継続している。また、輸入金額(同)は原粗油、液化天然ガス等が増加し、同+53.5%の増加となった。その結果、差引の貿易収支は-2兆1,623億円となり、10月としては最も大きなマイナス幅となった。なお、輸出も輸入も金額としては過去最高額であった。

ただし、上記の輸出金額・輸入金額は、輸出入されている財について「数量×価格(単価)」の合計であるため、最近の価格上昇の影響も受けている。そこで、財務省が別途公開している貿易指数(2015年=100)で、数量と価格に分解してみると、10月の輸出金額の対前年比+25.3%のうち、価格分の寄与度が+25.8%ポイントを占め、数量分は同-0.3%ポイントと減少している。数量の減少は2か月振りで、アジア・中国向け輸出の減少が下押し要因となった。数量分の寄与度は2022年3月以降、同年8月を除いて-1~-4%程度で推移しており、輸出数量は低迷している。同様に10月の輸入金額の対前年比+53.5%のうち、価格分の寄与度が+45.3%、数量分は+5.6%であった。数量の増加は2か月振り。

以下、再び輸出入金額ベースに戻って、地域別・商品別の動向をみていきたい。輸出を地域別にみると、前年同月比+25.3%のうち、中国以外のアジア向けの寄与度が+8.1%ポイントとなった。2021年半ば以降、5%以上の伸びとなっており、堅調に推移している。米国向けは、自動車、原動機が伸びて、+6.6%と大きな寄与となった。また、米国向け輸出は、昨年10月の寄与度は+0.1%とほぼ前年から変わらずであったため、その反動増の影響もあろう。EU向けは米国と同様、自動車、原動機が伸び、同+2.6%ポイントとなった。中国向けは自動車、音響・映像機器が伸びて、+2.6%ポイントとプラス寄与となった。中国向けは、規模が大きいものの、最近の輸出の伸びはやや鈍化している。

商品別にみると、輸送用機械の対前年度の寄与度は+9.4%ポイントと大きく、2022年6月から5か月連続の増加となった。前年の10月が-6.8%ポイントであった反動増もあったとみられるが、経済活動の再開を受けて、自動車の輸出が堅調に推移しているとみられる。一般機械は、原動機、半導体等製造装置、建設用・鉱山用機械等が伸びて、同+3.6%ポイントの増加となった。電気機械は、半導体等電子部品が伸びて、同+3.5%ポイントとなった。

図表 1: 貿易収支の推移

	輸出総額				地域別									輸入総額					
	輸出	輸入	収支	前年比 (%)	地域別					商品別				前年比 (%)	商品別				
					米国	EU	中国	中国以外のアジア	その他	輸送用機器	一般機械	電気機器	その他		鉱物性燃料	電気機器	化学製品	その他	
(兆円)				寄与度 (%)									寄与度 (%)						
2021年	1月	5.8	6.2	▲0.4	6.4	-0.9	-2.8	6.2	3.9	0.1	-2.1	2.2	2.5	3.8	-8.9	-6.0	1.6	-1.2	-3.3
	2月	6.0	5.9	0.2	-4.5	-2.8	-0.3	0.6	-1.0	-0.9	-3.0	-0.3	0.0	-1.2	12.7	-2.1	4.5	0.4	9.9
	3月	7.4	6.8	0.6	16.1	0.9	1.3	7.0	5.2	1.7	2.7	3.7	2.5	7.2	6.5	-2.4	1.7	1.7	5.4
	4月	7.2	7.0	0.2	38.0	7.6	3.7	7.7	12.0	7.0	11.5	8.0	5.3	13.2	13.2	3.7	2.9	0.5	6.1
	5月	6.3	6.5	▲0.2	49.6	12.3	6.0	6.4	15.0	9.9	15.4	8.5	7.2	18.6	28.1	8.8	4.1	4.0	11.3
	6月	7.2	6.9	0.4	48.6	12.8	4.5	7.1	16.0	8.2	12.5	8.7	7.8	19.6	32.9	10.6	4.7	1.6	16.0
	7月	7.4	6.9	0.4	37.0	5.4	3.8	4.7	14.5	8.6	9.0	7.0	6.0	15.1	28.2	11.1	3.7	2.6	10.8
	8月	6.6	7.3	▲0.7	26.2	4.1	2.7	3.0	12.3	4.1	2.3	6.0	3.4	14.5	44.9	16.0	4.0	6.6	18.3
	9月	6.8	7.5	▲0.6	13.0	-0.6	1.1	2.3	9.6	0.7	-5.6	4.3	2.8	11.6	38.7	13.4	5.5	6.0	13.7
	10月	7.2	7.3	▲0.1	9.4	0.1	1.1	2.1	6.3	-0.2	-6.8	4.2	2.0	10.0	27.1	12.5	2.1	3.0	9.5
	11月	7.4	8.3	▲1.0	20.5	1.9	1.5	3.6	10.4	3.1	1.0	4.2	2.7	12.6	44.1	19.8	2.0	5.3	17.0
	12月	7.9	8.5	▲0.6	17.5	4.0	0.9	2.5	7.2	2.9	2.1	3.5	2.8	9.0	41.4	20.3	4.7	4.4	12.1
2022年	1月	6.3	8.5	▲2.2	9.6	2.0	1.5	-1.1	4.8	2.4	-0.1	1.3	1.6	6.8	38.7	14.9	5.1	5.2	13.6
	2月	7.2	7.9	▲0.7	19.1	2.9	0.9	5.0	8.9	1.4	0.9	3.9	2.9	11.3	34.0	16.1	2.5	6.3	9.0
	3月	8.5	8.9	▲0.4	14.7	4.0	1.6	0.6	6.5	1.9	-0.3	3.2	2.7	9.0	31.3	14.4	2.6	5.0	9.3
	4月	8.1	8.9	▲0.9	12.5	3.1	1.8	-1.3	7.3	1.6	1.0	1.3	1.6	8.6	28.3	19.0	1.2	3.0	5.1
	5月	7.3	9.6	▲2.4	15.8	2.4	1.0	0.0	10.2	2.2	-1.0	2.6	2.0	12.2	48.8	24.2	5.8	3.3	15.5
	6月	8.6	10.0	▲1.4	19.3	2.9	2.0	1.6	9.1	3.6	0.7	2.8	3.0	12.7	46.0	23.4	5.2	4.0	13.5
	7月	8.8	10.2	▲1.4	19.0	2.6	2.8	2.7	9.3	1.6	3.1	3.3	2.5	10.1	47.3	24.6	5.0	3.3	14.4
	8月	8.1	10.9	▲2.82	22.0	5.9	1.6	2.9	7.8	3.9	5.4	3.4	2.4	10.9	49.8	25.9	5.4	3.2	15.2
	9月	8.8	10.9	▲2.09	28.9	7.7	3.0	3.7	8.6	5.9	11.5	4.7	3.9	8.9	45.7	23.6	6.1	4.3	11.7
	10月	9.0	11.2	▲2.16	25.3	6.6	2.6	1.7	8.1	6.3	9.4	3.6	3.5	8.8	53.5	22.2	7.4	5.9	18.0

出所: 財務省より筆者作成

10月の輸入については、前年同月比+53.5%であった。商品別の寄与度をみると、原油・天然ガスを含む鉱物性燃料が+22.2%ポイントと半分程度を占めた。また、半導体等電子部品、通信機を含む電気機器も+7.4%ポイントとなった。

次に季節調整をかけた名目値でみると(図表2)、10月の輸出が対前月比+2.2%となり、9月の同+3.4%に続いて2か月連続でのプラスとなった。2021年10月以降、2022年8月の同-0.6%を除くと、プラス基調であるが、上述の通り、価格上昇の寄与が大きい。季調済みの輸入は、前月比+4.2%となり、前月の-0.4%からプラスに転じた。エネルギー価格の上昇と円安の影響を受けて輸入金額が増加しているとみられる。

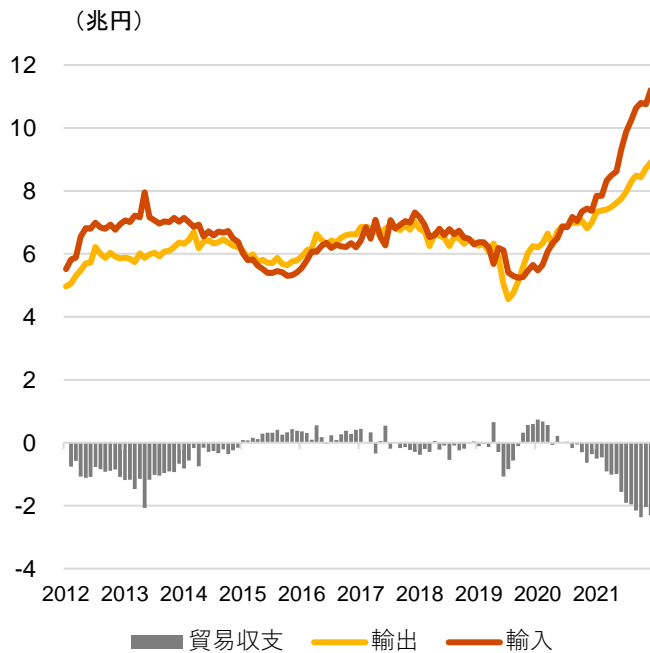
先行きの見通し: 欧米の利上げ効果、中国の経済低迷

各地域向けの輸出金額は堅調である(図表3)が、価格の押し上げ効果が大きく、先行きは慎重にみている。米国と欧州では今年の利上げの効果で、景気減速懸念が高まっている。米国では、一部で物価の落ち着きもみられるが、労働市場と消費は依然として堅調であり、このまま経済が堅調なまま物価が低下するかは予断を許さない状態にある。欧州は、冬場のエネルギー価格上昇の影響が懸念されており、足元では冬場に生産ができなくなる分の前倒し生産などの動きがあるとみられ、2022年末から来年初にかけての景気後退リスクが高まっている。中国は、ロックダウン解除の影響から一時回復をみせていたが、不動産市場の調整が続く中で、内需が弱い動きとなっている。このように、これまでの欧米のCOVID-19の行動制限解除後の回復基調が継続するかは慎重に見極めていく必要がある。輸入についても、エネルギー価格の上昇について、どのような対策をとるかの検討がされるべきであろう。

米国向け輸出が中国向け輸出を追い抜く

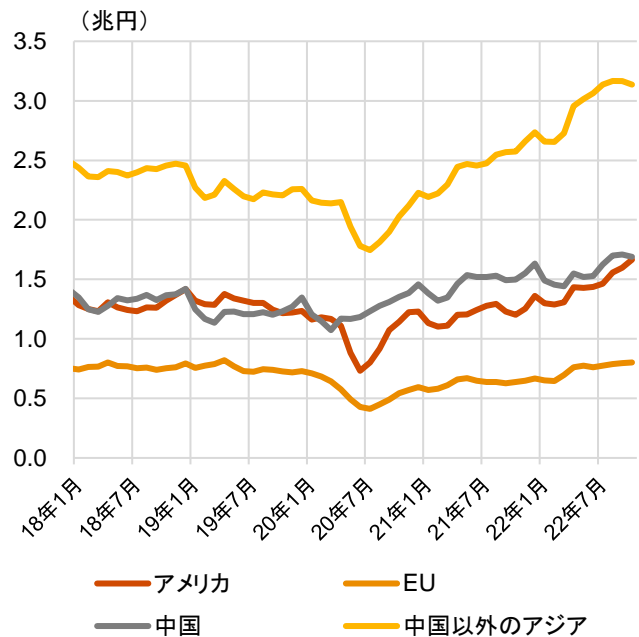
また、日本から各国・地域への輸出金額をみると、COVID-19前は米国向けと中国向けがほぼ同程度で推移していた(図表3)。その後、米国向けは、COVID-19の影響が拡大した2020年上半に大幅に落ち込む一方、中国向けはほぼ変化がなかった。その後、米国経済の回復を受けてその差が徐々に狭まり、10月は米国向け輸出が1兆7,776億円となり、中国向け輸出の1兆7,201億円を上回った。米国向け輸出が中国向けを上回るのは、2022年4月以来となる。短期的な景気循環的な動きに加えて、中長期的な地政学リスクの高まりの影響を受けて企業が生産拠点等を変化させている可能性もあろう。

図表2: 貿易収支(季節調整済み値)の推移



出所: 財務省より筆者

図表3: 日本から各国・地域への輸出額の推移



(注) 現数値、3か月移動平均値
出所: 財務省より筆者作成

9. 消費者物価指数(全国、2022年10月): 伸びが加速、価格転嫁が進む

「値上げの10月」の影響もあり、消費者物価は9月と比較して伸びが加速

総務省から公表された消費者物価指数(全国、10月)は総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合で同+3.6%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.5%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+1.5%となった。前月比で見ると物価上昇率は加速している。

総合指数に対するエネルギーの寄与は+1.1%pt、食料(酒類除く)の寄与は+1.1%ptであり、わが国が多くを輸入に依存するこれらの財の価格上昇が総合指数の太宗を占める構図は変わっていない。だが、食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合(欧米型コア)でみた物価が前年比+1.5%となっていることは、価格上昇の動きが食料やエネルギー以外の財に対してもさらに強まっている事を意味している。なお、消費税増税の影響による時期(2014年4月~2015年3月)を除くと、生鮮・エネルギーを除く総合で前年比2%を超えるのは黒田総裁が就任してから初めてとなる。だが、以上の事実をもって、金融政策の変更を検討する必要はないし、またそのような事はありえないだろう。

なお、欧米型コアでみた物価が+1.5%を付けたのは、消費税率を引き上げた2014年の時点を除けば、1993年4月以来となる。エネルギー価格の前年比は+15.2%となり、9月と比べてやや伸びが鈍化した、高い伸びを維持している。

図表 1: 消費者物価指数(全国)の概要

(%、変化率)

		総合		生鮮除く総合		生鮮エネ除く総合		食料エネ除く総合		エネルギー	
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比
2021年	1	-0.7	0.5	-0.7	0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	-8.7	0.1
	2	-0.5	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-7.3	0.9
	3	-0.4	0.1	-0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	-4.5	2.3
	4	-1.1	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-1.1	-1.2	-1.4	0.4	1.9
	5	-0.8	0.3	-0.6	0.3	-0.9	0.1	-1.1	0.1	3.9	1.9
	6	-0.5	0.1	-0.5	0.0	-0.9	-0.1	-1.1	-0.2	4.3	1.1
	7	-0.3	0.2	-0.2	0.3	-0.6	0.2	-0.8	0.3	5.8	1.5
	8	-0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.5	-0.1	-0.7	-0.1	5.5	0
	9	0.2	0.4	0.1	0.1	-0.5	0.0	-0.8	-0.1	7.4	0.9
	10	0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.7	-0.1	-1.2	-0.2	11.3	2.1
	11	0.6	0.2	0.5	0.3	-0.6	0.1	-1.2	0.0	15.6	2.4
	12	0.8	0.0	0.5	-0.1	-0.7	-0.1	-1.3	-0.1	16.4	0.2
2022年	1	0.5	0.3	0.2	0.0	-1.1	-0.1	-1.9	-0.2	17.9	1.5
	2	0.9	0.4	0.6	0.4	-1.0	0.1	-1.8	0.1	20.5	3
	3	1.2	0.4	0.8	0.5	-0.7	0.3	-1.6	0.3	20.8	2.5
	4	2.5	0.4	2.1	0.4	0.8	0.4	0.1	0.4	19.1	0.5
	5	2.5	0.3	2.1	0.2	0.8	0.2	0.2	0.2	17.1	0.2
	6	2.4	0.0	2.2	0.1	1.0	0.0	0.2	-0.1	16.5	0.6
	7	2.6	0.5	2.4	0.5	1.2	0.5	0.4	0.4	16.2	1.2
	8	3.0	0.4	2.8	0.3	1.6	0.3	0.7	0.2	16.9	0.6
	9	3.0	0.4	3.0	0.3	1.8	0.3	0.9	0.1	16.9	0.9
	10	3.7	0.6	3.6	0.6	2.5	0.6	1.5	0.3	15.2	0.6

出所: 総務省より筆者作成。

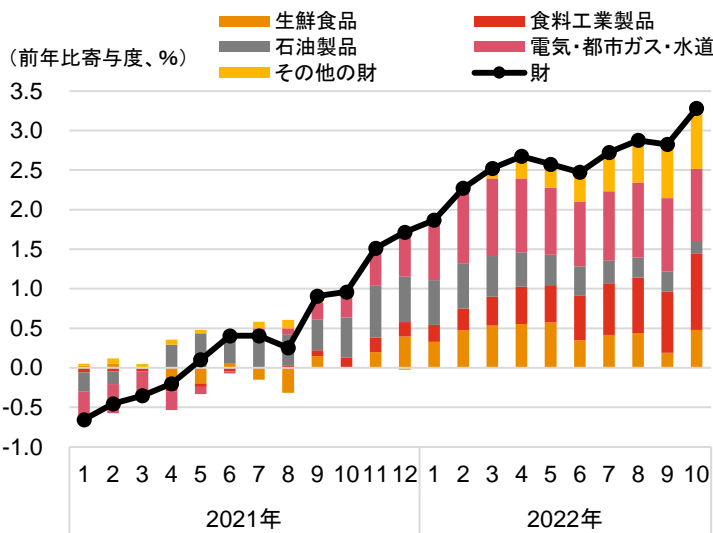
物価は着実に「2%の物価目標」に近づく

財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2, 図表3)をみると、10月は財・サービスともに前年比プラス幅が拡大した。財の寄与度は9月の+2.8%から10月には+3.3%と増加。寄与度の中で最も大きな比重を占めたのは外食や調理食品といった食料工業製品(+1.0%)、次いで電気代・ガス代などの電気・都市ガス・水道(+0.9%)、生鮮食品(+0.5%)、石油製品(+0.2%)であった。サービスの寄与度は9月の+0.1%から10月には+0.4%と増加したが、これには携帯電話通信料の値下げ分の剥落(0.4%)が影響した。また外食価格の上昇(9月寄与度+0.17%→10月寄与度+0.23%)も寄与している。

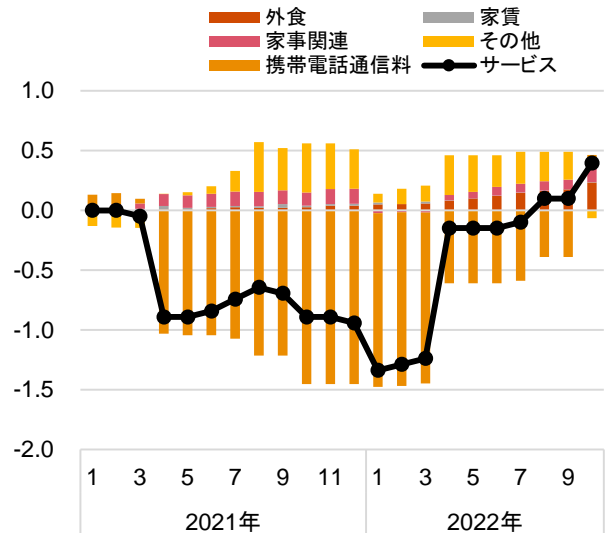
図表4・図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)及びエネルギーを除く各品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いて比較している。消費者物価指数が2%台となった2022年4月と10月の品目別変動分布を比較すると(図表4)、10月の品目別変動分布は前年比マイナスとなる品目の割合が減り、かつゼロ近傍に寄るのに加えて、2%以上の価格上昇となった品目の割合が増加していることがわかる。

図表5は、試みに生鮮・エネ除く総合(日銀型コアコア)が前年比+2.1%、食料・エネ除く総合(欧米型コア)が同+2.3%であった1992年12月と2022年10月の品目別変動分布を比較している。1992年12月と比較して2022年10月は+3%、+4%、+5%の価格上昇となる品目の割合がまだ少ないものの、着実に「2%の物価目標」に近づいているといえよう。

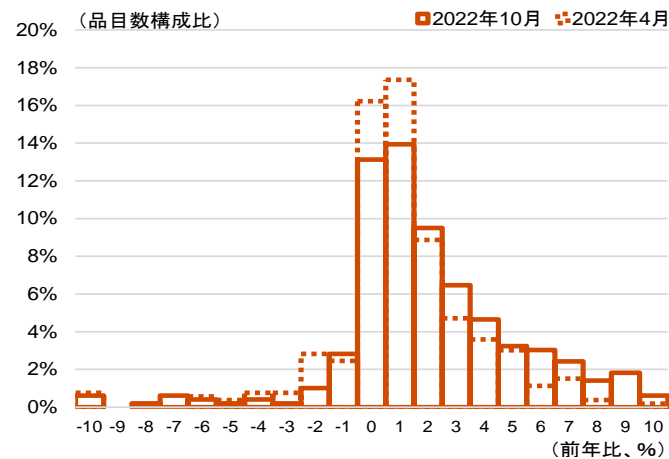
図表2: 消費者物価指数(財)の寄与度推移



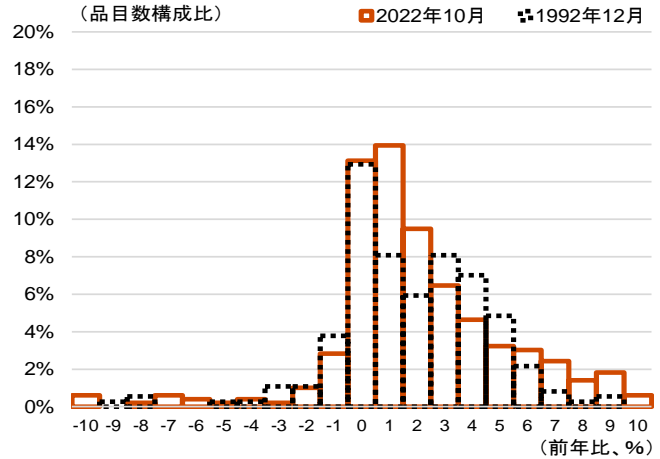
図表3: 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4: 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較①



図表5: 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較②



出所: 総務省より筆者作成。

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 2022年10月31日(月)～11月4日(金) 日本の財政・金融政策振り返り、要注目のFOMCとその影響

Weekly Macro Economic Insights 発刊にあたって

10月28日(金)付け弊社リリース(<https://www.pwc.com/jp/ja/press-room/intelligence221028.html>)の通り、PwCコンサルティング合同会社では、新たにシンクタンク部門であるPwC Intelligenceを設立した。マクロ経済分野では、弊社エコノミストが内外の経済現象を題材にしたレポートの配信を行うことを皮切りに、様々な活動を行っていく予定である。

Intelligenceの語源を調べてみると、ラテン語の「inter」と「lego」という2つの言葉に行き着く。このうち「inter」は「～の間」を意味する言葉、「lego」は「何かを集める、拾い集める」という意味を有しているとのことである。経済分析に当てはめると、分析の基礎となる経済指標や政策担当者の発言、企業や家計のマインドといったfactsを「拾い集め」、そうしたそれぞれのfactの文脈・行間を整理・統合して、全体像をIntelligence、つまり「知識・知恵」として提供するということになるだろうか。

Intelligenceの巧拙は結局のところfactsの解釈の巧拙に帰すると思われる。この点、日本経済を巡る言説を見るに、活力を失った経済成長、深刻な財政状況、労働生産性の低さ・等々、日本経済の弱さに着目する悲観的な議論が多くを占めている模様である。もちろん、経済の弱さや課題に着目し、そこから目をそむけない事は重要かつ必要であるが、他方でそうした側面ばかりを見ては、日本経済の発展・未来は無いのではないか。マクロ経済分野のIntelligenceを、それを利用する人々にとっての良きIntelligenceたらしめるには、個々の事実を整理・統合し、日本経済の発展に資するような前向きかつ対策を兼ね備えたものでなければならない、と我々は考える。

我々が目指すIntelligenceとは以上の意味である。今回がWeekly Macro Economic Insightsの第1号となる。試行錯誤の連続ではあるが、読者諸賢の忌憚のないご指導・ご鞭撻をお願いしたい。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(10月24日～10月28日)の振り返り

先週のメインテーマは日本については財政金融政策の動向、米国については2022年7～9月期のGDP統計、PCEデフレーターといった重要統計の公表、欧州・アジアその他世界では中国の重要指標公表といった所であろう。

米国の7～9月期のGDPは前期比年率+2.6%となり、22年の2四半期連続のマイナス成長からは持ち直した。ただし内訳をみると、FRBの利上げの影響を受けて、輸入、住宅投資が減少し、個人消費も弱めの推移となった。今後も低成長が続くと見込まれる。PCEデフレーター(9月)は前年比+6.2%と横ばい、PCEコアデフレーター(9月)は前年比+5.1%と前月から伸びがやや高まった。物価上昇率は高止まりの状態が続いている。

中国のGDP成長率は前期比+3.9%と、上海市のロックダウンで落ち込んだ4～6月期の反動により大幅増となった。小売売上高は1～9月に前年比0.7%増となった。1～6月の前年比減少からプラスに転じたが、ゼロコロナ政策の影響により接触型消費の回復は弱い。固定資産投資は1～9月に前年比5.9%増となった。うちインフラ投資の伸びが前年比8.6%と地方のインフラ建設が加速している。物価や雇用は悪化している。9月失業率は5.5%と8月から0.2ポイント悪化した。9月CPIは総合前年比2.8%上昇。8月から伸び率が高まった。食料およびエネルギー除く総合は+0.6%と8月から伸びが鈍化している。

以下では、日本の金融政策・財政政策についてコメントしたい。

日本: 金融政策・財政政策へのコメント

10月27日・28日に開催された金融政策決定会合において、日本銀行は金融政策の現状維持を決定した。すなわち、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)は政策金利残高に対してマイナス0.1%のマイナス金利を適用し、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず長期国債の買入れを行うことを決めた。また、長期国債以外の資産(ETF、J-REIT、CP・社債等)の買入れについても従来同様の方針を継続するとのことである。

9月の消費者物価指数は総合で前年比+3%と日本銀行が目標とする「2%の物価安定目標」を上回っているものの、その内訳は、海外市況ないし円安の影響を受けた食料およびエネルギー価格の寄与が大きく(2.1%)、欧米型コア(食料およびエネルギーを除く総合)でみた物価上昇率は前年比+0.9%である。国内需要の拡大や、雇用・所得環境の改善を伴う形で2%を上回る物価上昇が成立している訳ではなく、物価安定目標を安定的・持続的に達成できていない。以上からは日本銀行の金融緩和を続けるという政策判断は真つ当なものである。

なお、10月金融政策決定会合では同時に「経済・物価情勢の展望(2022年10月)」(展望レポート)が公表された。日本経済の先行きについては、見通し期間(2022年度~2024年度)の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルスの悪影響や供給制約の影響が和らぐもので回復していき、その後は所得から支出への前向きの循環メカニズムが強まるもって潜在成長率を上回る成長率(1%台半ば)を続けるというのがメインシナリオである。

消費者物価(生鮮除く総合)の先行きについては、本年末にかけてエネルギーや食料品、耐久財等の価格上昇により3%を上回る伸びとなったのち、来年度(2023年度)半ばにかけ、これらの押し上げ寄与が剥落することでプラス幅が縮小していき、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率が高まるもので、2%のインフレ率に向けて伸びを強めていくと想定されている。

展望レポートに記載されている通り、今後の物価動向を判断するにあたっては、エネルギーや食料品、耐久財等の価格インパクトがどの程度物価の押し上げと剥落に寄与するのか、また、これらが予想物価上昇率の上昇に寄与するのかという点、さらにマクロ的な需給ギャップの改善度合い、来年度以降の企業の賃金引上げ動向、といった点が鍵となるだろう。

後日公表予定の日本経済見通しにおいて、我々は昨今の中央銀行の金融引き締めの影響により海外経済が減速することを受けて、日本経済の23年度実質GDP成長率を0%台半ば程度と予想している。展望レポートにおける政策委員見通しの中央値は2023年度1.9%、2024年度1.5%だが、やや強気の印象がぬぐえない。一部メディアでは日銀の金融政策を「見直すべきだ」との回答が過半数に上るとの意見を紹介しているが、物価動向を虚心坦懐に眺めるに、今拙速な政策転換を行っても、弊害ばかりで日本経済にとって益となることは唯一つとしてないであろう。

すなわち、多少の利上げをしてもドル円レートでみた急激な円安を止めることにはつながらないだろうし、企業の資金繰りの悪化や住宅ローン金利上昇に伴う家計の資金繰りの悪化等を通じて消費や投資に悪影響が及ぶことが容易に予想される。海外経済の減速が生じる事態となれば、さらに悪影響は深刻となるだろう。

この意味で、10月28日(金)に閣議決定された経済対策(物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策)は重要である。図表1は経済対策の大枠をまとめている。

図表1: 経済対策の枠組み

項目	財政支出	うち国・地方の歳出	うち財政投融资
I. 物価高騰・賃上げへの取組	12.2兆円程度	12.0兆円程度	0.2兆円程度
II. 円安を活かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化	4.8兆円程度	4.8兆円程度	—
III. 「新しい資本主義」の加速	6.7兆円程度	6.0兆円程度	0.7兆円程度
IV. 防災・減災、国土強靱化推進、外交・安全保障環境の変化への対応など、国民の安全・安心の確保	10.6兆円程度	10.1兆円程度	0.5兆円程度
V. 今後への備え	4.7兆円程度	4.7兆円程度	—
合計	39.0兆円程度	37.6兆円程度	1.4兆円程度

(注) 国費は35.6兆円、うち令和4年度第2次補正予算は29.6兆円である。財政投融资のうち、令和4年度第2次補正予算における追加額は1.0兆円である。

(出所) 内閣府資料(https://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/2022-2/20221028_taisaku.pdf)より筆者作成。

経済対策の規模は財政支出39.0兆円であり、内訳としては、「I.物価高騰・賃上げへの取組」が12.2兆円程度と最も重点が置かれている。これは従来から実施している燃料油価格の上昇抑制策の来年6月までの継続とその後の縮減、来年1月以降に実施される電気代・ガス代の抑制策、賃上げ実施企業への助成金拡充が柱である。岸田首相会見では来年1月から9月までの家計支援額は6兆円規模(これは名目家計消費の2%弱の規模となる)とのことだ。

続いて規模が大きいのは「IV.防災・減災、国土強靱化推進、外交・安全保障環境変化への対応など」の支出であり、10.6兆円となっている。様々な対策が並んでいるが、おそらくはコロナ対応、医療体制強化、検査キット確保といった対策がメインだろう。

経済効果をどう考えるか。現状では、第2次補正予算が閣議決定されていない、つまり項目別の金額は不明であるし、国費がどのような形で捻出されるのかも不明であるため、補正予算の総額として挙げられている29.6兆円のみが考察の手掛かりとなる。仮に29.6兆円という金額が直接「真水増」という形で新たに総需要に寄与することになれば、GDPギャップとして見込まれる15兆円程度の総需要不足を埋める力になることが期待される。

だが、経済に直接的に寄与しそうなものは、「I.物価高騰・賃上げへの取り組み」がメインと考えられ、又これは、家計や企業への補助金として作用するため、実際に総需要拡大に寄与すると目される金額は29.6兆円の半分に満たない可能性が多いにあるのではない。

政府は今回の経済対策の効果を実質GDP換算で+4.6%程度(金額にして25兆円程度)と見込んでいるが、過大推計と思われる。2021年11月の「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」は財政支出55.7兆円、国の歳出は31.5兆円、うち22兆円が公債により賄われた。今回の経済対策は「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」よりも規模は小さい。いずれにせよ、大きな期待は禁物であろう。

今週(10月31日~11/4(金))のポイント

だが、経済に直接的に寄与しそうなものは、「I.物価高騰・賃上げへの取り組み」がメインと考えられ、又これは、家計や企業への補助金として作用するため、実際に総需要拡大に寄与すると目される金額は29.6兆円の半分に満たない可能性が多いにあるのではない。

政府は今回の経済対策の効果を実質GDP換算で+4.6%程度(金額にして25兆円程度)と見込んでいるが、過大推計と思われる。2021年11月の「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」は財政支出55.7兆円、国の歳出は31.5兆円、うち22兆円が公債により賄われた。今回の経済対策は「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」よりも規模は小さい。いずれにせよ、大きな期待は禁物であろう。

図表2: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
10/31 (月)	・鉱工業生産(9月速報値) ・百貨店・スーパー販売額(9月) ・小売業販売額(9月) ・住宅着工件数(9月)		・ユーロ圏GDP(2022年7~9月期) ・ユーロ圏消費者物価指数 ・中国製造業PMI(10月)
11/1 (火)	・新車販売台数(10月)	・ISM製造業景況指数(10月) ・FOMC(11月2日まで、現地時間)	・中国財新PMI(10月) ・豪州金融政策決定会合
11/2 (水)		・ADP雇用指数(10月) ・MBA住宅ローン申請指数	
11/3 (木)		・ISM非製造業景況指数(10月)	・中国財新サービス業PMI ・ユーロ圏失業率(9月) ・英国金融政策決定会合
11/4 (金)		・雇用統計(10月)	・ユーロ圏生産者物価指数(9月)

2. 2022年11月7日(月)~11月11日(金) 11月FOMC結果振り返り、米雇用統計(10月)

ロバストネスとレジリエンス、そしてインテリジェンス

読者の皆様はロバストネス(robustness)とレジリエンス(resilience)という二つの言葉をご存じだろうか。ロバストネスというのは、抵抗して耐える力を指す言葉であり、レジリエンスはショックから立ち直る力、復元力という意味の言葉である。ロバストネスというのは、頑丈で力強いものを指す。大きな力が加わっても容易には変化しないが、大きな力に耐えきれないとポキッと折れてしまい、全く違うものへと変容していく。他方でレジリエンスというのは、ほんの小さな力が加わっても、その力に応じて変化する。だが、大きな力が加わっても決して折れず、力がなくなれば元通りに戻っていく。

さて、こんな事を述べたのは、拙稿([Monthly Economist Report](#))において議論した、インフレが進んだ場合の経済・社会における様々な変化と、それに対して求められる企業の変化というのは、まさにレジリエンスという言葉の持つ重要性を示しているということが言いたかったためである。企業活動は本質的にリスクを伴うのは言うまでもない。失敗を恐れていては成功はないし、変化が大きい社会においては失敗から立ち直り事業を継続できる力(=レジリエンス)が求められる。そしてインフレが進んだ場合の社会において想定される様々な変化に対応する柔軟さ(=レジリエンス)を確保すべく、企業は行動することが求められるし、逆にそうした大きな変化に対応できなければ、最初からそうしたリスクを避けるという判断をすることも重要であろう。

足元では世界的にインフレが高まっているが、最終的に「インフレの社会」にまでは至らないと考えるのならば、「デフレの社会」に戻りうる可能性も踏まえた上で大きな戦略を考える必要も当然あるだろう。

こう考えていくと、インテリジェンスというのは一定の方向に賭けない、つまり「両張り」であることが重要である。そしてそのことが、様々な変化に対応しようという意味でレジリエンスにつながるのではないかと思うのである。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(10月31日(月)~11月4日(金))の振り返り

先週のメインテーマは、日本については鉱工業生産(9月速報値)、小売業販売額(9月)、住宅着工件数(9月)、新車販売台数(10月)といった生産・販売絡みの重要指標、米国においてはISM景況指数(10月)、FOMCと雇用統計(10月)、さらに欧州・アジア・その他世界ではユーロ圏のGDP、消費者物価指数、失業率といった重要指標、英国金融政策決定会合と中国の景気動向(PMI)といったところであった。

このうち、前号でふれなかった米国のISM景況指数(10月)と、中国の財新PMIの結果についてコメントしたい。10月のISM製造業景況指数は50.2となり、前月の50.9から0.7ポイント低下した。2か月連続の悪化で分水嶺の50%に近づいている。内容をみると、新規受注、特に輸出受注が弱いことがわかる。これはドル高の影響も寄与している可能性がある。ISM非製造業景況指数は前月から2.3ポイント悪化して54.4となった。内容をみると、新規輸出受注が47.7と前月の65.1から大幅に悪化していることが影響している。製造業、非製造業ともに分水嶺の50%を上回っているため、拡大が続いていることはわかるが、その勢いは特に製造業において失われつつある。なお、サプライヤーの納期を示す指数をみると、製造業が46.8と久しぶりに50を下回って改善となったが、非製造業は56.2と前月から上昇しており納期の遅れが深刻化している。企業が負担するコストという観点においても、製造業は46.6と9月の51.7(悪化)から改善へと変化した。非製造業は70.7と9月の68.7(悪化)から悪化度合いがさらに深刻化している。FRBの利上げの影響やドル高も相まって、製造業の業況は悪化しコスト圧力も弱まっているが、非製造業は業況の改善が続く中でコスト圧力も健在であることがうかがわれる。

中国財新PMIは製造業が49.2と9月の48.1からは上昇したものの、分水嶺である50を引き続き下回った。内訳をみると、生産、新規受注、雇用といった指数が50を下回り悪化している。サービス部門PMIは48.4と9月の49.3からさらに低下して、今年5月以来の低水準となった。新型コロナウイルス関連規制が、生産、消費に幅広く影響していることがうかがわれる内容である。

以下では、FOMCと米雇用統計(10月)について節を改めてコメントすることにしたい。

11月FOMC結果振り返り

11月1日・2日に行われたFOMCにおいてFRBは4会合連続での0.75%の利上げを決定した。この決定はインフレ率の高止まりといった状況を鑑みると、当初から予想されていた事であり、ノーサプライズであったと言える。

声明文では、0.75%の利上げによりFF金利の誘導目標が3.75%~4.00%となること、さらに、これまでに実施した金融引き締め効果の累積効果を鑑みると、今後の利上げ幅がより小規模なものになる可能性を示唆した。そして、FRBの急速な利上げの影響がまだ実体経済に浸透している途中である点に留意して、政策金利の水準を「長期的なインフレ率の2%回帰に向け、十分制約的な水準」を意図する、という新たな文言が加わった。

今後の利上げ幅がより小規模なものになる可能性というのは、早ければ12月会合において利上げペースを0.75%ではなく0.5%といった形で引き下げるスタンスを示唆したということである。11月会合の声明文では、「目標レンジの継続的な引き上げが適切と見込んでいる」とのフォワードガイダンスに加えて、引き下げペースの決定において、①金融政策の累積的な引き締めの影響、②金融政策が米経済とインフレ率に及ぼす影響についてのラグ、③経済と金融の動向、の3つに配慮するとの内容が追加された。9月FOMCにおけるFF金利の見通しからもトレンドとしては利上げペースが年末に向け縮小していくことが示されていたと思われるが、3つの点をあえて声明文に追加したことの意図は、利上げペースの鈍化を示唆したといえるのかもしれない。ただし、足元のインフレ率が9月FOMC時点と比べて沈静化するどころか高止まりしている事実と、利上げペースを今後鈍化させるという示唆とは整合性はない。

二つ目のポイントは、FRBが最終的に想定する政策金利のゴールは従来の想定よりも高くなるであろうという事である。9月FOMCにおける政策金利のゴールは中央値で4.625%であったが、パウエル議長は強い労働市場とCPIを挙げつつ、「金利の最終的な水準が従来予想よりも高くなることを示唆している」と述べた。こうした、足元の利上げペースの低下と、最終的な仕

上がりの利上げ水準の上昇という2つのメッセージは、金融市場の混乱を生み、11月2日の国債利回りは乱高下することになった。

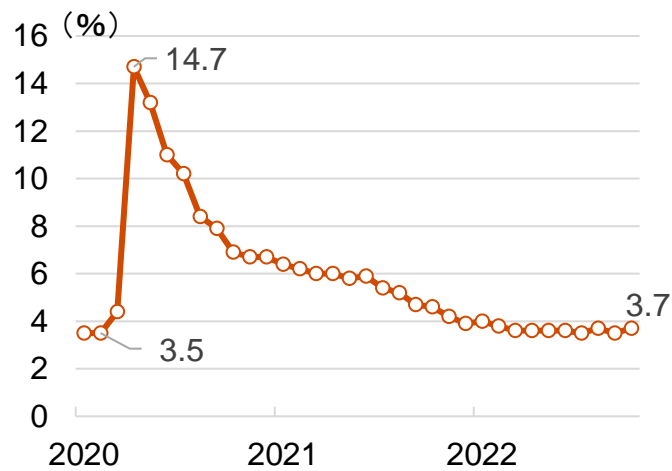
筆者はFRBが2%の物価目標を必要最低限の景気悪化で達成するには「ボルカーの失敗」を繰り返さない事が重要だと考えている。「ボルカーの失敗」とは、インフレ鎮静化を達成する前に政策を反転させることで人々の信頼を失うと、当初想定以上の高い金利、生産・雇用の低下というコストが必要となる事を意味する。そして「ボルカーの失敗」のボルカーとはポール・ボルカー元FRB議長を指す。彼は根深いインフレの抑制に成功した議長として知られる。具体的にみておこう。1979年10月の記者会見でボルカーはFFレートの変動を許容した。この結果、1980年4月までにFFレートは17%以上に上昇したが、これは景気後退につながり、政府はFRBに金利を下げるよう強く求めることになる。この結果、FRBは、物価が14.7%まで上昇していたにも関わらずFFレートを7%以上下げるといふ金融緩和を行ってしまった。1980年7月に景気後退が終わると、再びFRBはFFレートを引き上げ始める。だがインフレを鎮静化するためにFRBは結局、FFレートを20%近くまで引き上げざるを得なくなったということである。

FRBがこうした教訓を知らないわけではないだろうし、むしろこうした教訓を意識しているからこそ、急速なペースでの利上げを行っているのだろう。だがインフレ鎮静化の兆候が見えてこない中でパウエル議長の利上げペース鈍化の示唆には「ボルカーの失敗」の可能性を感じてしまう。そうならないことを切に祈る次第であるし、当面の米国経済の評価にあたっては安易な楽観論を厳に慎む必要があるだろう。

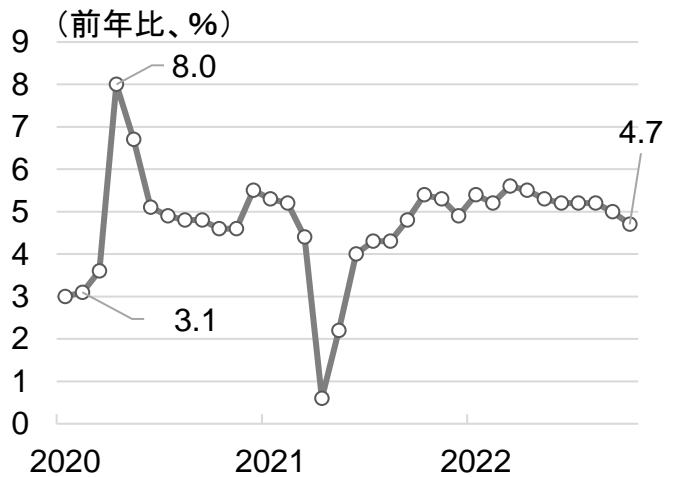
米雇用統計(10月)

11月4日に公表された10月の雇用統計で、非農林部門就業者数(10月)は前月比26.1万人の増加、9月の非農林部門就業者数も26.3万人増から31.5万人増と上方修正された。また、完全失業率は3.7%となった。就業者数の動きは雇用情勢が引き続き堅調であることを示している。また完全失業率(図表1)は前月から0.2%ptの悪化だが、馴らしてみれば2022年以降の3%後半の失業率を維持しているとみることができ、悪化の兆候は見当たらない。平均時給(図表2)は前年比4.7%と分水嶺と目される5%を下回った。ただし2020年2月の3%近傍まで低下する道のりは未だ遠い。依然として雇用情勢は堅調と言えるだろう。

図表1:完全失業率の推移



図表2:平均時給の推移



(出所)米・労働省

今週(11月7日(月)~11/11(金))のポイント

図表3は今週の重要指標、主な予定をまとめている。

日本については、家計調査、景気動向指数、国際収支、マネーストック、国内企業物価といった指標の公表が目白押しである。家計調査については昨今の物価上昇を受けて、足元の家計の消費動向がどうなっているかが注目である。国内企業物価については、各財の価格動向に加えて、円安が企業の取引条件にどう影響しているのか、また価格転嫁の動きといった点も気になるところだろう。これらは Daily Macro Economic Insights として取り上げたいと考えているのでご期待頂きたい。

米国については、政治的には11月8日に行われる中間選挙が重要である。中間選挙は4年ごとに行われる大統領選挙の中間年に行われる、議会や州知事の一斉選挙を指す。今回の選挙はバイデン大統領と民主党のここ2年間の政治に対する信任投票の意味合いを持つが、インフレ率の高止まりが続く中で支持率が低迷する民主党バイデン政権と、トランプ前大統領が強い影響力を持つ野党共和党との対立は鮮明化している。民主党が上下院で多数を維持できるかが焦点である。

また、経済指標では、消費者物価指数とミシガン消費者信頼感指数の結果が気になるところである。消費者物価指数(10月)では、コア指数が9月と比べてどの程度伸びが低下するのか否かが鍵となる。ミシガン消費者信頼感指数(11月)は消費者マインドと期待インフレ率の動向が注目される。これらはいずれも、米国の利上げの今後を占う上で注目されるだろう。今週行われる各地区連銀総裁講演での議論と合わせ要注目である。

欧州・アジア・その他世界について。まず欧州では、11/7のラガルド総裁講演、ユーロ圏小売売上高が注目される。また英国のGDP速報値も、利上げを続けるBOEの金融政策の影響やスナク政権の財政政策のゆくえを占う意味で注目される。中国については、生産者物価、消費者物価の結果が重要だろう。

図表3: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
11/7 (月)			・中国貿易収支(10月) ・ラガルドECB総裁講演
11/8 (火)	・家計調査(9月) ・景気動向指数(9月)	・中間選挙	・ユーロ圏小売売上高(9月)
11/9 (水)	・国際収支(9月)	・MBA住宅ローン申請指数(10月) ・ウィリアムズNY連銀総裁講演	・中国消費者物価指数(10月) ・中国生産者物価指数(10月)
11/10 (木)	・マネーストック(10月)	・消費者物価指数(10月) ・新規失業保険申請件数(10月)	・メキシコ中銀政策金利
11/11 (金)	・国内企業物価(10月)	・ミシガン消費者信頼感指数(11月)	・英国GDP速報値(2022年7~9月期) ・EU財務相理事会

3. 2022年11月14日(月)~11月18日(金) 米消費者物価(10月)、ラガルド総裁講演、中国物価

2022年のノーベル経済学賞: 銀行が経済に与える影響を明らかに

今年(2022年)のノーベル経済学賞は、銀行が経済に与える影響についての1983年の研究に授与された。今年を受賞内容を非常に簡潔に示すと、「銀行の経営状態自体が非常に健全であっても、何らかの要因で預金者が一斉に預金を引き出すと銀行が破綻しうること、またそれによって銀行の連鎖倒産が生じ、(現在でいう)金融システム不安が起り得ること」、また「金融システム不安が生じた場合には、实体经济に大きな押し下げ要因となることを示した」といえる。このように言うと、1990年代後半の日本の金融危機、2008年のグローバルでの国際金融危機という二度の大きな金融危機を鮮明に覚えている読者にとってはある種、当然のことのように聞こえるかもしれない。

当時の研究対象は、米国での1920年代末から1930年代の大恐慌であり、当時の大恐慌の理解は、マネー(貨幣量)が大きく減少したため、消費や投資が大きく減ったというものであり、銀行破綻の影響は考慮されていなかった。このため、マクロ経済学でも銀行(金融部門)が全くないモデルが発展してきた。しかし、上記の研究とそれに続く研究成果によって、銀行が实体经济に影響を与えることが明確に示された。現在の我々からすると、当然に思えるほどに理論化・モデル化が実現すると、そのアイデアはいろいろな分野に波及していき、それはマクロ経済学における景気循環のモデルにも及んでいる。こうしたアカデミックでの知見を含めて、Intelligenceを磨き上げてご提供していきたいと考えている。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤)

先週(11月7日(月)~11月11日(金))の振り返り

先週のメインテーマは、日本については Daily Macro Economic Insights で取り上げた家計調査(9月)、景気動向指数(9月)、国内企業物価(10月)といった各重要指標、米国においては中間選挙、消費者物価(10月)、さらに欧州・アジア・その他世界ではラガルド ECB 総裁講演、ユーロ圏小売売上高(9月)、英国 GDP(7~9月期)、中国の貿易収支(10月)、消費者・生産者物価(10月)といったところであった。

このうち、Daily レポートで触れていない指標・トピックを振り返っておきたい。9月のユーロ圏の小売売上は、インターネット販売が寄与して前月比+0.4%となり、8月も大幅上方修正された。その前に実施されたラガルド ECB 総裁の講演では、緩やかにリセッションだけではインフレ鎮静化に不十分な可能性を指摘し、インフレ定着なら追加措置とタカ派スタンスを鮮明にした。各国のインフレ率の上昇に占めるディマンド・プル寄与分は、米国が最も大きく、欧州は日本よりは大きいとみられる。エネルギー価格の上昇によるインフレ寄与が大きいものの、インフレ率が2桁台にまで上昇する中にあるのは、金融引き締めによる需要縮小を目指さざるを得ないようだ。

英国では、7-9月期の実質 GDP が公表され、インフレによる消費の不振などから前期比-0.2%とマイナス成長となった。現状では COVID-19 前の水準を回復しておらず、このまま景気後退入りする可能性もあろう。

また、中国では10月の貿易統計が公表され、輸出が前年比-0.3%、輸入-0.7%となった。また、10月 CPI は、総合が前年比+2.1%上昇となり、食料価格の下落等を受けて、8月の+2.8%から大幅に鈍化した。食料およびエネルギー除く総合は+0.6%と9月と変わらず。また、10月の PPI は、前年比-1.5%の下落。石炭・非鉄の下落が寄与し、直近ピーク(21年10月+13.5%)からの低下傾向が止まらずついにマイナス圏に沈んだ。輸出の減速は海外経済の需要の弱さ、輸入や物価の弱さは中国国内の消費、不動産部門の調整などが影響しているとみられる。日本でも春先に影響の大きかった COVID-19 の規制による影響が継続している面もあろう。こうした経済指標を受けた政策対応も注目される。

9日の米国の中間選挙は、事前予測ではインフレ問題が大きなテーマとなって与党・民主党の逆風となり、赤をテーマ・カラーとする野党・共和党が議席を大きく伸ばす、所謂「レッドウェーブ」が起きるのではないかと、この見方があった。しかし、中絶問題もテーマとして浮上し、両党は拮抗、上院ではかろうじて民主党が多数派、下院では共和党が優勢とされている。この結果、経済を含む大きな政策決定は困難になる見通しである。

以下では、米・消費者物価(10月)について節を改めてコメントすることにしたい。

10月の米・消費者物価:単月では改善を示す

米国の金融政策の先行きを占ううえで、重要視されている米国の消費者物価が公表された。大きなトレンドをみるのに適する前年比ベースでは、総合9月+8.2%から10月+7.7%へ、食料・エネルギーを除くコアベースでは9月+6.6%から10月6.3%へと減速した。通常、物価は緩やかに変化することが多いため、前年比で傾向をみることが多いが、現状の米国のように変化が激しい場合には季節調整をした上で、前月比も参考にされる。そこで前月比ベースでみると、総合は9月・10月と+0.4%で変わらず、同コアは+0.6%から+0.3%へと減速した。小数点第2位までをみると、コアの前月比は+0.27%となり、うち財の寄与度が-0.10%、サービスの寄与度が+0.37%であった。このうち、財の下落に影響が大きかったのは中古車で、その寄与度が-0.12%と大半を占めている。サービスは、家賃関連が+0.31%と引き続き大きなウェイトを占めている。

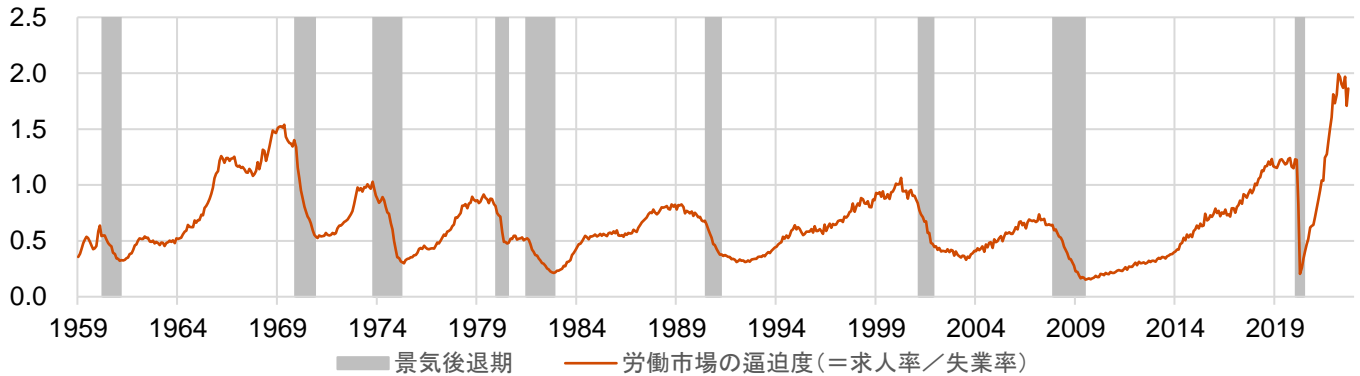
逼迫度の強い米国の労働市場と、消費の上振れ

最近の米国の労働市場の特徴として、企業の求人数(労働需要)が、家計の求職者(失業者、労働供給)よりも非常に多いことが指摘されている。8月の雇用動態調査(JOLTS)で求人数が低下したことが、労働市場の逼迫度の緩和を示すものとの見方がある。そこで、労働市場を分析したパスカル・ミカイラ米ブラウン大准教授とエマニュエル・サエズ米カリフォルニア大バークレー校教授による論文に基づき、求人率を失業率で割った労働市場の逼迫度をみたのが図表1である。7月に2.0のピークをつけ、9月も1.9と若干の低下にとどまっている。これは歴史的にみて非常に高い水準にある。戦後の景気拡大期をみると、景気拡大初期に0.2、2年後に0.4に上昇する程度であるため、現状の1.9というのは非常に高い状態であることがわかる。

また、米国のインフレ要因としては、過去の財政赤字拡大が指摘されることが多い。このため、こうした政府からの所得移転を含む家計の可処分所得をみる(図表2)と、2020年から2021年にかけて、トレンドよりも大きな所得を得ている期間がある

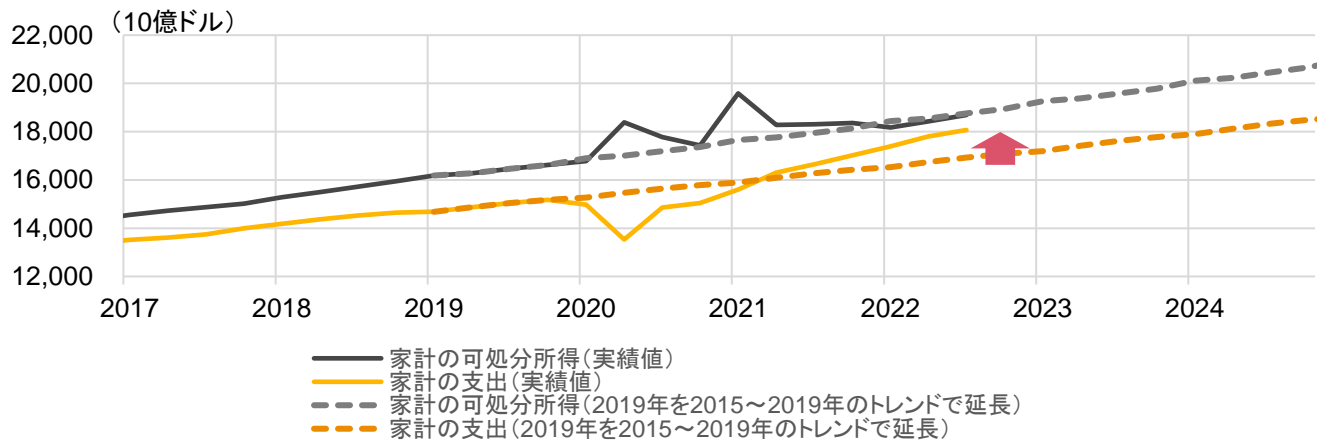
ものの、既にトレンド線に回帰している。一方、消費の方は、2020年前半に落ち込んだ後に急速に回復しており、トレンド線を大きく上振れている。この二つは毎四半期ごとのフローの統計であるため、可処分所得のうち、消費されずに貯蓄に回った分は考慮されていない。つまり、家計が受けた給付金や失業給付が一旦貯蓄に回り、それが消費に回っている可能性がある。しかし、ここでみた可処分所得と消費の動きからは、現状の消費はやや強過ぎ、それがインフレを起こしているとみられる。金融市場は、「10月の消費者物価の上昇率の低下をもってインフレの上昇率が鈍化し、FRBの利上げペースも減速する」との見通しとなったようだが、FRBはもう少し慎重に引き締めスタンスを維持するとみられ、引き続き、慎重に見極めていくことが必要となろう。

図表1：米国の労働市場の逼迫度(求人率/失業率)の推移



(出所) FRED、Barnichon(2010)より、筆者作成。

図表2：米国の可処分所得と支出(消費)の推移



(出所) BEAより、筆者作成。点線は、筆者による。

(参考文献)

Pascal Michaillat, Emmanuel Saez (2022), "[u* = √ uv](#)," mimeo

Regis Barnichon (2010), "[Building a composite Help-Wanted Index](#)," *Economic Letters* 109, pp.175-178

今週(11月14日(月)~11月18日(金))のポイント

図表3は今週の重要指標、主な予定をまとめている。

日本については、15日にGDP(7-9月期、一次速報)が公表された。実質GDPは、前期比でプラス成長が見込まれていた(当方の予想は「[Economic Forecast Report](#)」を参照)が、輸入の伸びを主因にマイナス成長となるサプライズとなった。詳細は、別途Daily Macro Economic Insightにて分析・ご報告する。また、10月の鉱工業生産(確報)、機械受注(9月)、貿易収支(10月)が公表される。今週は、先週の米国以外の10月の消費者物価が公表される。16日の英国、17日のユーロ圏、18日が日本となっている。日本は総合(前年比)が+3.7%(9月+3.0%)、生鮮食品を除く総合が+3.5%(9月3.0%)と伸びが大きく高まることが予想されており、注目度が高い。

物価以外の指標では、米国については、ニューヨーク・フィラデルフィア連銀の製造業景気指数、前ページで取り上げた消費に関する小売売上高が注目される。インフレでも堅調さをみせているユーロ圏でGDPが公表される。また、景気減速感が強まっている中国は、15日に小売売上・鉱工業生産といった重要指標の公表を控えている。

図表3: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
11/14 (月)			・ユーロ圏鉱工業生産指数(9月)
11/15 (火)	・GDP(7-9月期、一次速報) ・鉱工業生産(9月、確報)	・生産者物価指数(10月) ・ニューヨーク連銀景気指数(11月)	・中国・小売売上高(10月)／鉱工業生産(10月) ・ユーロ圏・GDP(7-9月期)
11/16 (水)	・機械受注(9月) ・第3次産業活動指数(9月)	・小売売上高(10月) ・輸入物価指数(10月)	・英国・消費者物価(10月)
11/17 (木)	・通関ベース貿易収支(10月)	・住宅着工(10月) ・フィラデルフィア連銀景況指数(11月)	・ユーロ圏消費者物価指数(10月)
11/18 (金)	・全国消費者物価指数(10月)	・中古住宅販売(10月)	

片岡 剛士

伊藤 篤

チーフエコノミスト

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2022 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.