

Monthly Economist Report

チャートから考える日本経済の動向

2023年3月

PwC コンサルティング合同会社
PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡剛士

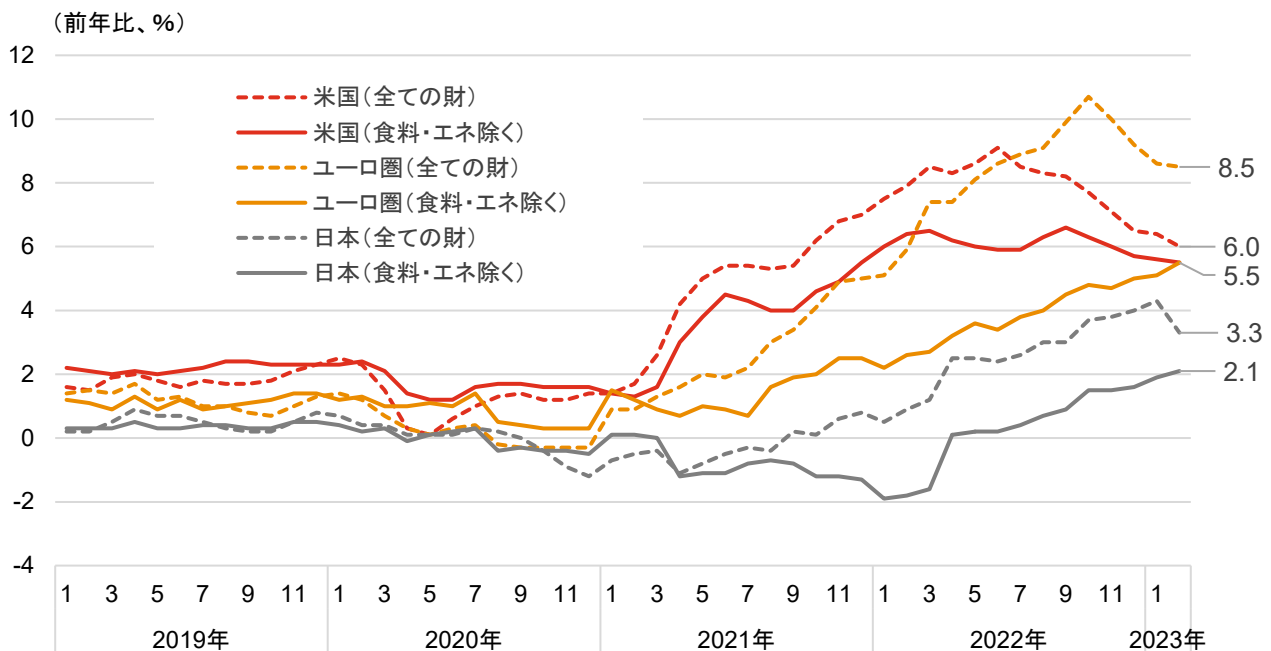


先日、参議院予算委員会で公述人として意見を述べる機会を頂いた。以下では、その際に用いたチャートを示しつつ、日本経済の動向について議論することにした。

日本は欧米型コア(食・エネ除く総合)で前年比 2.1%に到達、今後は持続性が焦点に

議論を進めるにあたり、最初に物価動向について確認しておこう。世界的な物価上昇率の高まりを受け、日本の物価上昇率も上昇している。図表 1 は各国の物価動向についてみているが、全ての財についての物価上昇率は、米・ユーロ圏においては食料品やエネルギー価格の下落のため、日本においては政府による「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の政策効果により、伸びを縮小させている。一方で、食料やエネルギーを除く物価上昇率は、米国の場合は前年比+5.5%と高止まりしている。またユーロ圏は同+5.5%、日本は同+2.1%と伸びが拡大している。日本の物価上昇率の高まりは、食料やエネルギー価格

図表 1 日本、米国、ユーロ圏の物価上昇率の推移



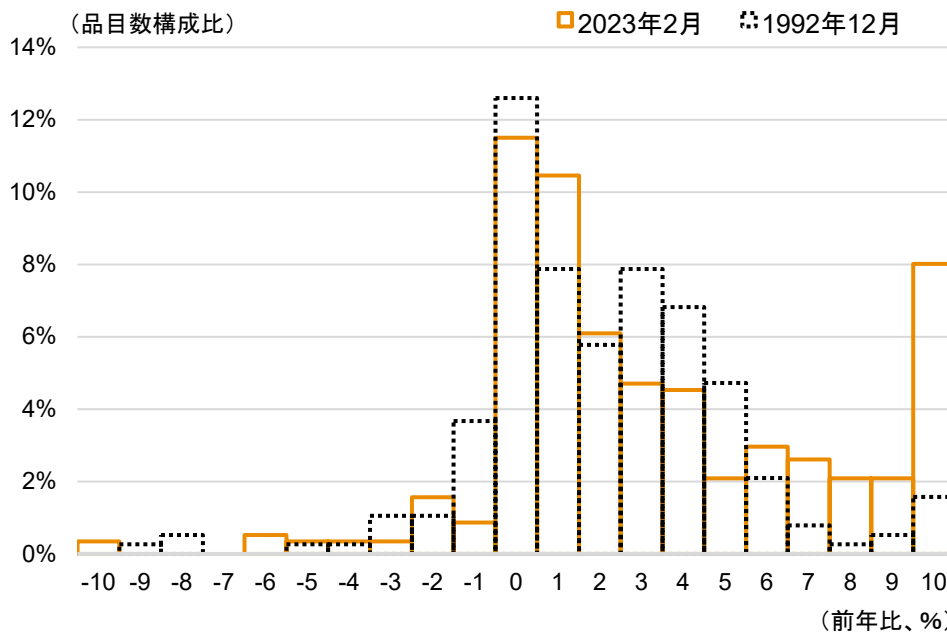
(注)直近値は2023年2月。
(出所)総務省、BLS、Eurostatより筆者作成。

の上昇を主因に進んだが、食料やエネルギー価格を除く欧米型コアで前年比 2%を超えたのは、消費税増税の影響を除けば 1992 年 12 月以来である。国内の需給状況の影響を反映する欧米型コアでも 2%を超えたという事実は、少なくとも一時的には日銀が掲げる 2%の物価安定目標を達成したと評価できよう。

図表 2 は消費者物価を構成する 500 以上の品目のうち、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目について前年比の価格上昇率を計算し、価格上昇率を示した品目の品目全体に対する構成比をヒストグラムの形で示したものである。なお図中では比較のため食料(酒類除く)とエネルギーを除く消費者物価指数前年比が+2.3%であった 1992 年 12 月のヒストグラムも併せて掲載している。

まず 2023 年 2 月のヒストグラムの形状をみると、10%以上の価格上昇率を示す品目が全体の 8%と、0%以上 1%未満(11.5%)、1%以上 2%未満(10.5%)の категорияに次ぐ割合となっている。10%以上の価格上昇率を示す品目とは何なのか、具体的にみていくと、清酒、焼酎、ビールなどの酒類が前年比 19%~26%の価格上昇率、家賃が同 16%~17%、給湯器やシステムキッチンが同 15%、水道・屋根修理などの工事費が同 13%~14%、電子レンジ、電気炊飯器、電気冷蔵庫、掃除機、洗濯機などの電化製品、地震・火災保険料が同 10%~12%となっており、39 品目にのぼる。つまり特定の品目に偏っておらず、幅広い品目で価格上昇率の高まりが生じているということだ。そして 1992 年 12 月のヒストグラムとの対比で言えば、価格上昇率 6%以上 9%未満の品目の割合が高く、3%以上 6%未満の品目の割合が低いことも特徴である。今後、価格上昇率 6%以上の品目の割合が低下し、3%以上 6%未満の品目の割合が上昇する中で物価が 2%を維持していくようになるかが重要と言えるだろう。

図表 2 食料・エネルギーを除く総合指数の品目別変動分布の比較



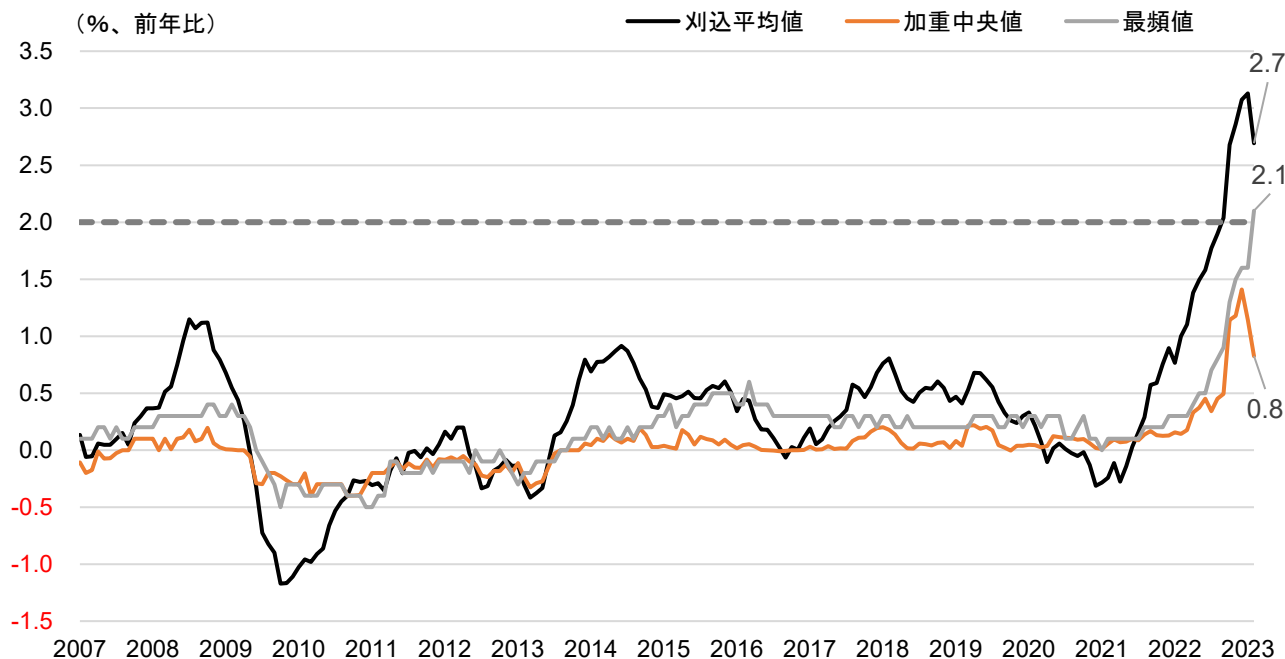
(注) -10、および 10 は -10%以下、もしくは +10%以上の価格上昇率を示した品目の割合を示す。
(出所) 総務省より筆者作成。

もっとも、消費者物価指数が欧米型コアで 2%を超えたからといって、2%の物価安定目標を持続的に達成できると判断するのは時期尚早である。消費者物価の基調的変動、物価上昇を支えてきたマネー・企業収益・雇用・価格判断・需給動向の視点から検討しよう。

まず消費者物価の基調的変動についてである。図表 3 は消費者物価の基調的変動として、刈込平均値、加重中央値、最頻値の 3 つの指標の推移をみている。刈込平均値は先程紹介した品目別価格変動分布の上下各 10%を機械的に控除して平均値を計算した値である。これは目安となる 2%を超え、2022 年 12 月には 3.1%に達していたが、2023 年 2 月のデータでは 2.7%となっている。最頻値は品目別価格変動分布において最も頻度の高い値を意味しており、これは 2023 年 2 月に 2.1%と 2%を超えた。加重中央値は、価格上昇率の高い順にその品目のウエイト(消費支出全体に占める当該財の割合)を累積していき、ウエイトが 50%近傍となる際の価格上昇率を計算した値である。加重中央値は図表からもわかる通り、2022

年12月には1.4%まで上昇したが、2023年2月には0.8%まで減少している。刈込平均値、加重中央値の低下は、2023年2月の消費者物価指数を構成する品目の価格上昇率が特定の財に偏ってきていることを示唆している。図表2におけるヒストグラムが3%~5%のレンジで割合を高めていけば、図表3の基調的変動として取り上げた3つの指標も2%を超える状況になるのではないかと考えられる。基調的変動の観点からは、2%の物価安定目標の達成まではあと一息と考えられる。

図表3 消費者物価の基調的変動



(注)最新月は2023年2月。
(出所)総務省より筆者作成。

続いて物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策動向、企業収益と名目賃金の動向、価格判断と国内の財・サービスの需給動向をみていく。

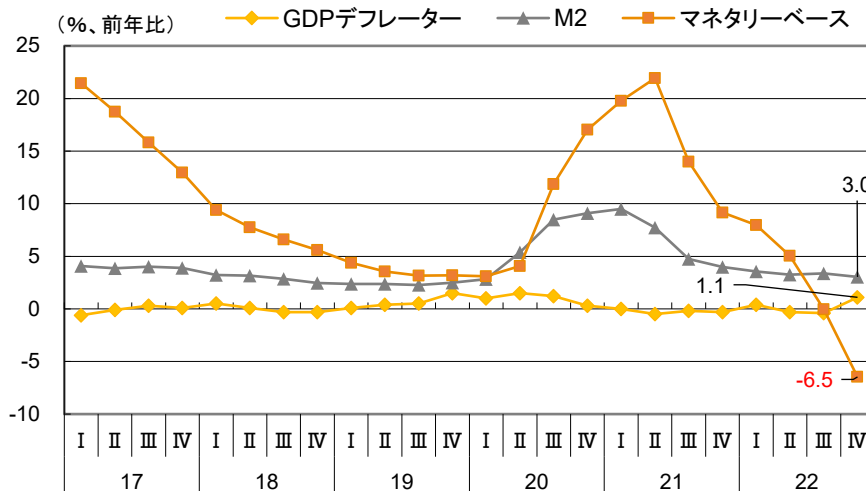
図表4は2017年以降の推移をまとめているが、COVID-19の影響が深刻化した2020年から2021年にかけて、日銀が供給するマネタリーベースや、市中に供給されるお金の総量であるマネーストックも大きく伸びが高まった。これらは物価上昇率を高める素地を作りだしたと考えられる。そしてGDPについての物価指数であるGDPデフレーターは2021年4-6月期以降緩やかなマイナスで推移した。これは輸入物価指数の大幅上昇に伴う影響を国内物価に転嫁できない状態が続いていたことを意味する。2022年第4四半期の状況を見ると、マネタリーベースは前年比-6.5%と減少に転じ、マネーストックは同+3.0%と一時期10%に届かんばかりの伸びからは落ち着いている。つまりマネーの面からは物価上昇にプラスの力が働いているというよりは、現在ではその力は弱まって落ち着いており、GDPデフレーターはプラスとなっていることから輸入物価の上昇を国内物価に転嫁できる状況になっているというわけである。

企業収益については、2020年に売上高、経常利益ともにマイナスとなり、2021年に入って売上高、経常利益は前年比でプラスを維持した。そして2020年にマイナスであった現金給与総額(賃金)の伸びも2021年になるとプラスに復帰して伸びを強めていく。2022年第4四半期の状況を見ると、売上高は前年比+6.1%増、現金給与総額は同+3.9%増と増加基調を維持しているものの、経常利益は製造業の悪化を背景に同-2.8%となった。やや頭打ちとなった格好である。

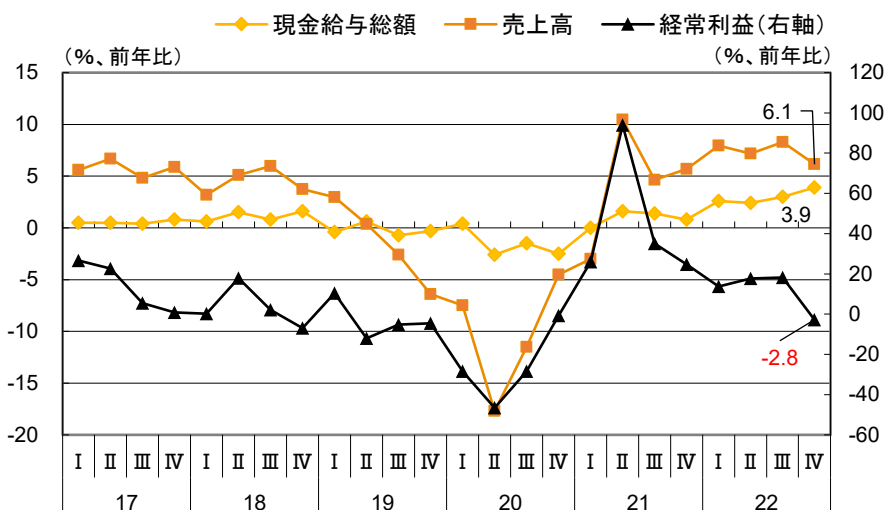
価格判断・需給見通しについては、販売価格判断D.I.、仕入れ価格判断D.I.ともに2021年に入って明確に上向きとなった。つまり販売価格や仕入れ価格が先行き上昇すると考える企業の割合が着実に増加を続けたということである。もっとも、こうし

図表4 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(2017年~2022年)

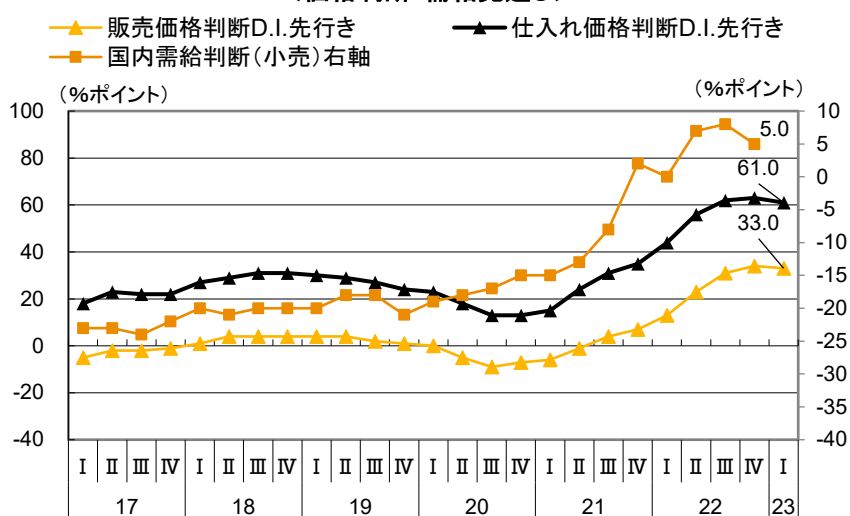
<物価、マネー>



<企業収益・名目賃金>



<価格判断・需給見通し>



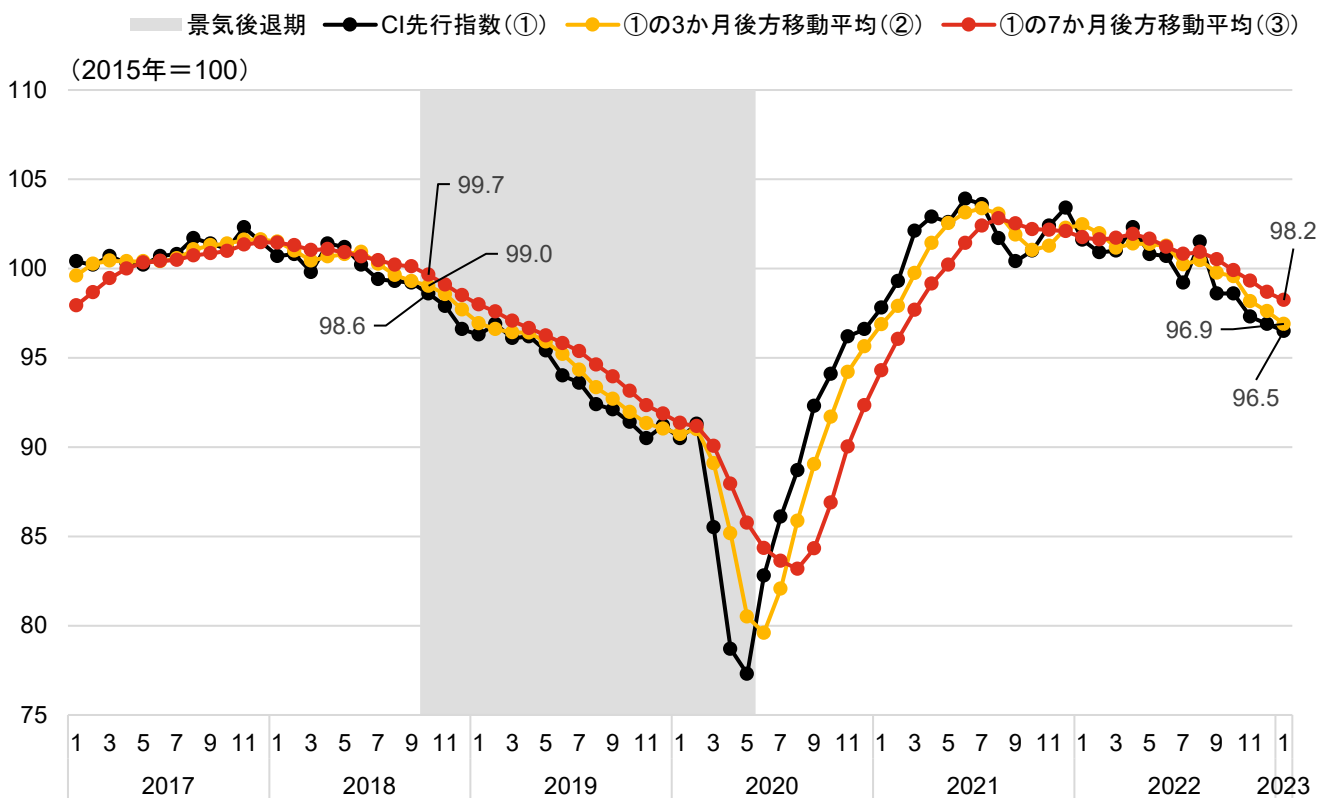
(出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、財務省より筆者作成。

た企業の販売価格や仕入れ価格の見直し上昇は、需要の拡大を伴わなくては持続しない。従来、原材料価格の上昇により販売価格・仕入れ価格判断 D.I.が上昇することはあったが、国内需給のタイト化が同時に生じることはなかった。今回は財・サービス全般において需給がタイト化しているわけではないが、図表で紹介した小売については国内需給判断 D.I.はプラス(需要超過)となり、企業が予想する販売・仕入価格の上昇と、国内需給のタイト化が両立する形となっている。このような動きの背景には、2013年以降、労働市場の需要がタイト化する状況が長期にわたって続いており、労働・資本・原材料の側面で企業がコストプッシュ圧力に耐えることが限界に近づいていることも影響しているだろう。

2022年に日本の物価上昇率の高まりが持続したことの背景には、確かに食料やエネルギー価格の世界的な上昇の影響も作用したが、これまで見た通り、COVID-19後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入れ価格の上昇と需給のタイト化といった点が影響したと考えられる。心配材料を指摘すれば、図表にもあるとおり、物価上昇を支えた要因が、伸びをさらに続けて拡大基調を継続させるというよりは、伸びが一服して頭打ちの状況になっているということだ。

こうした動きの背景には足元の景気動向も影響していると考えられる。図表5は景気動向指数から、CI先行指数の動きをまとめたものである。図表中のシャドー領域は、わが国の景気後退期である2018年10月から2020年5月までの時期を示している。景気後退が始まった2018年10月のCI先行指数の値は98.6であったが、CI先行指数は2021年6月以降減少基調にあり、2023年1月の値は96.5と、既に景気後退時の値を下回っている。CI一致指数から機械的に計算される2023年1月の景気判断は「足踏み」であり、生産の悪化が続くような状況となれば、春先には「足踏み」から「下方局面」へとさらに悪化して景気後退が明確に意識されるようになる可能性が高い。

図表5 CI先行指数の推移



(出所)内閣府より筆者作成。

こうした中、春闘の第1回集計結果が定期昇給込みのベースで前年比+3.8%（ベア率+2.33%）となったのはポジティブ・サプライズであった。ベア率+2%以上の賃上げが実現することになれば1993年以来ということになり、欧米型コアの物価上昇率でみて1992年12月の伸びに近づくのと同様、賃金においても1993年の伸びに到達するということが、所得と物価の拡大の好循環への期待が高まる。

物価に関するこれまでの議論をまとめつつ、先行きの日本経済の課題について簡単にふれよう。2023年2月の消費者物価の結果は欧米型コアでみて前年比+2.1%と、少なくとも一時的には日銀が掲げる2%の物価安定目標を達成したと評価できる内容である。そしてこうした物価上昇には、COVID-19後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入れ価格の上昇と需給のタイト化が影響した。今後は2%の物価安定目標を持続的に達成できるかが鍵となる。ただ、物価上昇を支えたマネー、企業利益、名目賃金、企業が予想する販売・仕入れ価格の見通し、需給のタイト化といった動きは足元ではいずれも弱まっており、CI先行指数の動きからは、景気が近々調整局面を迎える可能性が濃厚な情勢である。こうした中、春闘の第1回集計結果が定期昇給込みのベースで前年比+3.8%（ベア率+2.33%）となったのはポジティブ・サプライズであった。

今後は賃金所得の増加が消費の拡大につながり、それが企業収益の増加につながるという形で、物価上昇と両立する形の好循環が広がるかどうか鍵となる。好循環が広がれば、企業・家計ともに物価や価格に対する目線がデフレではなく、インフレに対応した形で修正されていき、それが賃金といった雇用者の待遇面や、価格上昇を消費者に受け入れてもらうために必要な新製品・新サービスの開発、個々人のスキル上昇への意識改革といった様々な側面の変化に結び付いていくだろう。8~9ページで後述するとおり、このような状況になるには未だ時間を要すると筆者は思うが、少なくともそうした変化が生じる兆しはあるのではないかと。政府・日銀は、好循環の芽を増税・歳出削減、早すぎる金融引き締めといった形で摘んでしまわないことが重要なのだ。

アベノミクス以降の10年間で大きく改善した雇用、それがもつ意味

先程述べたとおり、持続的な物価上昇と所得の拡大が両立するための鍵は、賃金・雇用動向にある。そうした意味でアベノミクスがもたらした雇用状況の改善と、その後の継続的な雇用逼迫が持つ意味は大きい。

別の媒体（片岡（2023）「アベノミクス後をいかに乗り切るかー日本経済10年の軌跡と今後のシナリオ」、中央公論2023年2月号所収）で述べた通り、筆者は金融政策、財政政策、成長政策の「3本の矢」からなるアベノミクスは、金融政策については所定の政策が行われたものの、財政政策は消費税増税という形で金融緩和政策の効果をそぎ、成長政策についても十分な成果を上げることができなかったという意味で、当初目指した目標を達成することができなかったと考えている。だがそうであったとしても、**図表6**のとおり、名目GDP、企業収益、就業者数、完全失業率、倒産件数、国・地方の税収といった様々な側面で日本経済に好影響をもたらしたのは事実である。

図表6 アベノミクス前後の経済動向

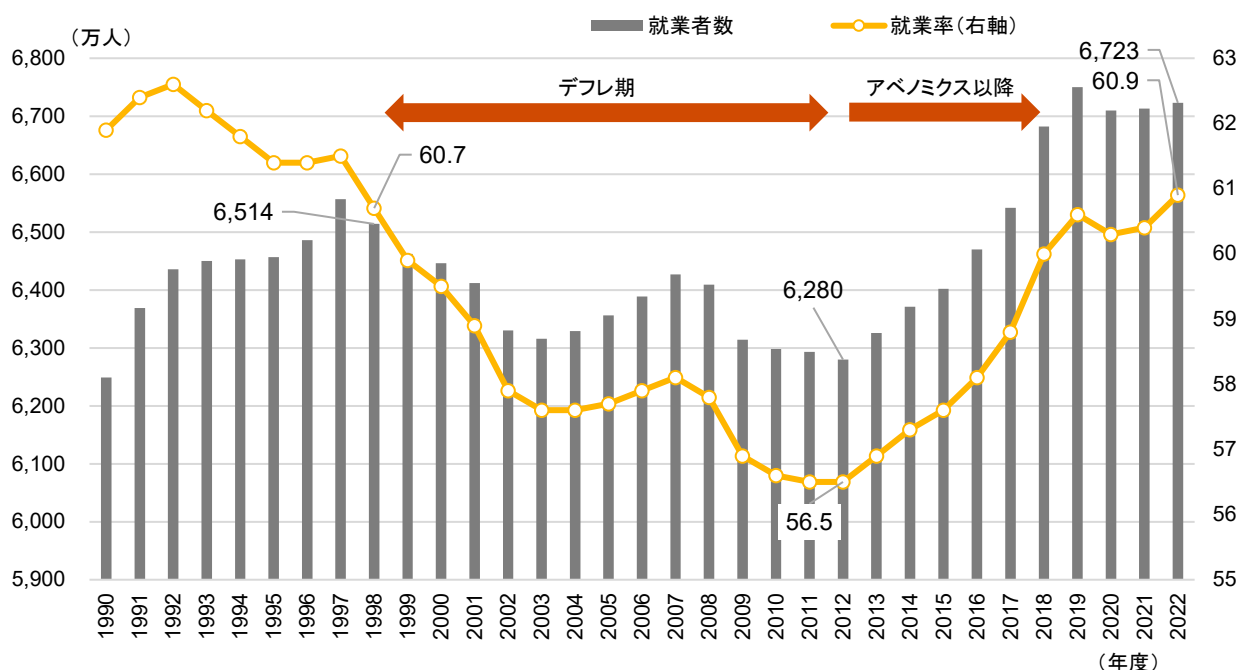
経済指標	アベノミクス前	アベノミクス
名目GDP	493兆円 (2012年Q4)	559兆円 (2019年Q3)
企業収益	48.5兆円 (2012年度)	83.9兆円 (2018年度)
就業者数	6,280万人 (2012年)	6,682万人 (2018年)
完全失業率	4.3% (2012年12月)	2.2% (2019年11月)
倒産件数	12,124件 (2012年)	8,383件 (2019年)
国・地方の税収	78.7兆円 (2012年当初予算)	107.0兆円 (2019年度当初予算)

(出所)内閣府、財務省、厚生労働省、東京商工リサーチより筆者作成。

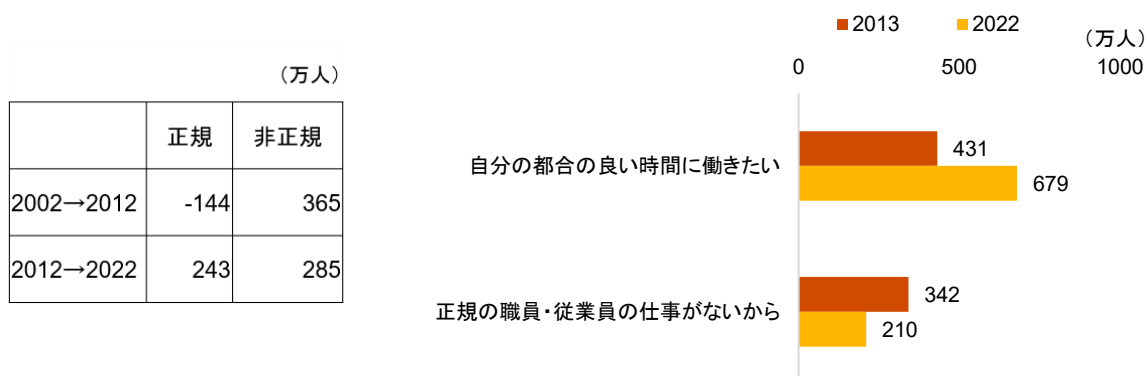
そしてこうした改善の中で特徴的なのが雇用の改善である。図表7は1990年度以降の就業者数と就業率(就業者数/15歳以上人口)の推移をみたものだが、消費者物価指数でみてデフレが始まった1998年度から2012年度までの間に、6,514万人であった就業者数は6,280万人へと230万人あまり減少し、就業率は60.7%から56.5%へと4.2%低下した。15歳以上人口の減少が進めば当然ながら就業率が一定でも就業者数は減少する。1998年から2012年までのデフレ期において生じたのは、そうした形での就業者数の減少ではなく、就業率の減少を伴った形での就業者数の減少だったのである。

だが、こうした状況を変えたのがアベノミクスである。図表をみると、2013年度以降、就業者数は増加基調に転じ、就業率も上昇した。2022年度就業者数は6,723万人となり、就業率はようやくデフレが始まった1998年度の60.7%を超え、60.9%まで上昇した。就業率がデフレ期の値を超えたことは、先程述べた賃上げの動きと無縁ではない。労働市場の改善の目線からもデフレからの完全脱却が視野に入っているということだ。

図表7 就業率、就業者数の比較



図表8 正規・非正規雇用者数の変化(左)、理由別非正規雇用者数(右)

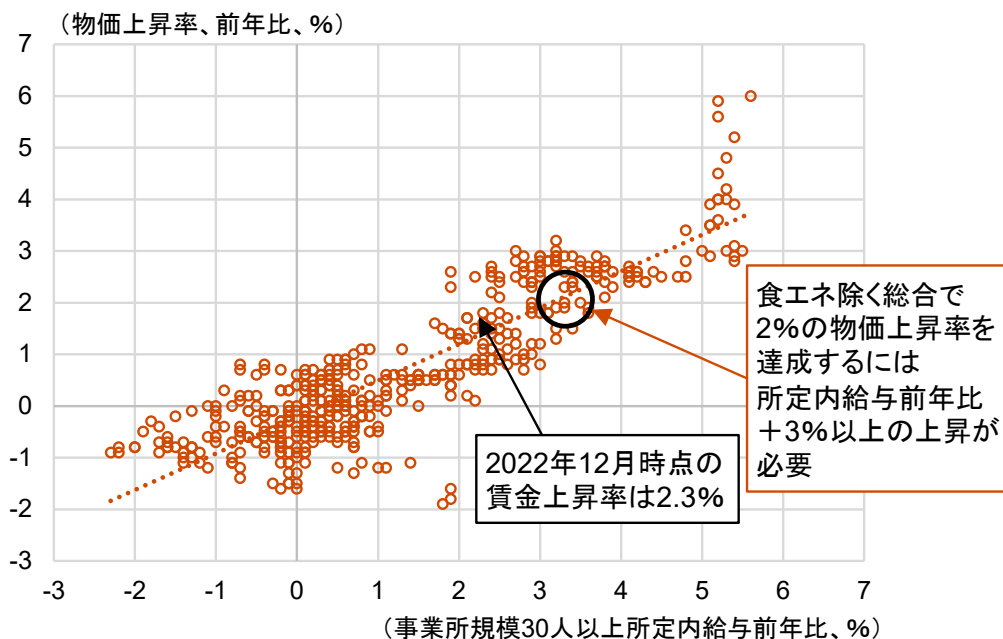


(出所)図表7、図表8ともに総務省から筆者作成。

さて、2013年以降の雇用環境の改善は、正規・非正規といった形で働く人々の意識の変化を伴いつつ進んだ。図表8の左側の表は2012年から2022年までの10年間の正規・非正規雇用者数の変化と、2002年から2012年までの10年間の正規・非正規雇用者数の変化を比較している。2002年から2012年までの10年間は、正規雇用者数が144万人減少し、非正規雇用者数が365万人増加するという形で正規雇用者の減少を伴いつつ非正規雇用の増加が進んだのに対し、2012年から2022年の10年間は、正規雇用者数が243万人増加、非正規雇用者数が285万人増加という形で、正規・非正規ともに増加している点の特徴である。そして、非正規雇用者として働く理由も、「正規の職員・従業員の仕事がないから」という人が342万人から210万人へと減少する一方、「自分の都合の良い時間に働きたい」という人が431万人から679万人へと増加している。非正規雇用として働く理由もここ10年間で着実に変化している。

前節で春闘の第1回集計結果の話題を紹介したが、欧米型コアで2%達成を確実なものにするために必要な賃金上昇率はどの程度だと考えればよいのだろうか。図表9は所定内給与(従業員規模30人以上)を横軸にとり、欧米型コア消費者物価上昇率を縦軸にとる散布図の形で関係をみている。図表からは、欧米型コアで2%の物価上昇率を達成するには、所定内給与(従業員規模30人以上)で前年比+3%以上の上昇が必要と考えられる。2022年12月時点の所定内給与は前年比+2.3%であった。春闘の第1回集計結果(定昇込みで+3.8%、ペアで+2.33%)を単純に当てはめれば、年度を通じて2023年の所定内給与は平均して前年比+2.5%程度を達成する可能性が高い。名目賃金上昇率と消費者物価との関係から考えても、2%の物価安定目標の持続的達成にはあと一息のところまで到達していると言えるし、長期デフレからの完全脱却に関して、アベノミクス以降の雇用面からの持続的な改善が労働市場の逼迫を生み、物価安定目標達成に見合う名目賃金上昇という形でようやく実を結びつつあると評価することもできるだろう。

図表9 欧米型コア2%物価上昇率達成に必要な名目賃金上昇率



富国なしの財政健全化は亡国への道である。

最後に財政政策についてふれよう。日本の財政状況については様々な論点があるが、1990年以降の長期停滞の中で悪化した財政状況を改善していくためには、名目GDPの継続的な成長、つまりデフレからの完全脱却が欠かせないことは明らかである。

図表10は防衛関係費(当初予算ベース)と1997年度以降、名目GDP3%成長を達成した場合に生じたであろう防衛関係費の推移をまとめている。これまで名目GDP比1%分の金額が防衛関係費として支出され、2022年度は当初予算ベースで5.4兆円である。ウクライナ情勢や台湾有事の可能性を考慮に入れ、政府は防衛関係費を名目GDP比2%と倍増することとし、その財源の一部を法人税、たばこ税などで賄うことを検討している。筆者は国際情勢の変化を反映して、防衛費を国際標

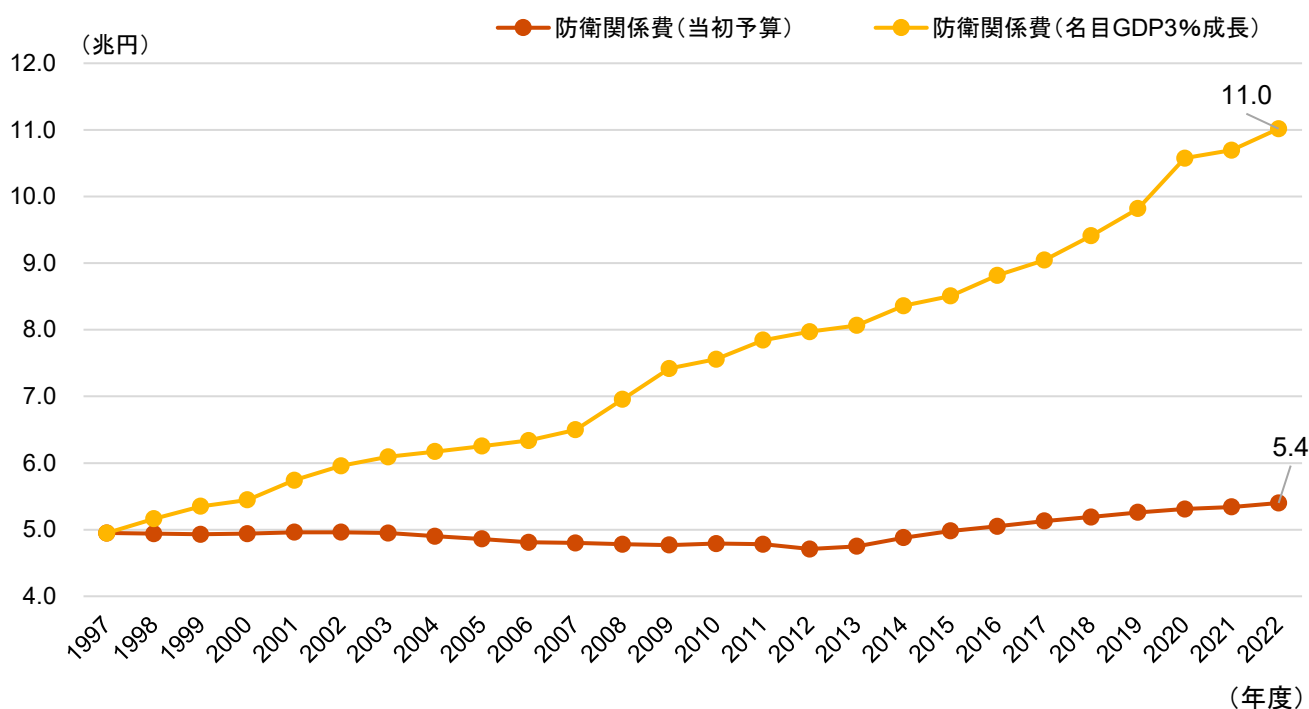
準である名目 GDP 比 2%とすることには賛成だが、実は防衛費の倍増は名目 GDP 比 2%としなくても、図表のとおり、日本がデフレに陥ることなく、名目 GDP3%成長を持続的に達成できていれば達成可能な話であった。

この点は、防衛費に限らず歳出の拡大と経済成長との関係を考える際に示唆的である。防衛費を名目 GDP 比 2%に倍増するため、政府はその財源として増税や税外収入の基金化、決算において生じた剰余金の活用、歳出改革を通じて捻出している。増税により防衛費の捻出は可能になるが、それは一方で経済成長やデフレ脱却にはマイナスとなる。安定的な経済成長が実現できなければ、更なる防衛費の拡大が必要となった場合、更なる増税や歳出削減が必要となるだろう。そうなれば経済成長は進まず、国民生活は豊かにならないまま防衛費が増えるという悪循環に陥ってしまう。これは避ける必要がある。

オリヴィエ・ブランシャール氏の『21 世紀の財政政策—低金利・高債務下の正しい経済戦略』（日本経済新聞社）で明確に述べられている通り、財政政策には「純粋財政」アプローチと「機能財政」アプローチの二種類がある。特に中立金利が経済成長率を下回り、金融政策が実効性を持つ金利水準よりも低い状況にある場合に、「純粋財政」アプローチに拘り、拡大する公的債務を悪いものだと考えて積極的な財政政策を行わないと、低成長・低金利・低インフレを脱することが難しくなるという点は、低成長・低金利・低インフレの震源地として知られている日本、極端ともいえる財政破綻懸念に囚われている日本においてこそ広く知られるべきものである。

本稿で指摘したとおり、2%の物価安定目標達成に向け、日本経済は着実に歩みを進めている。物価安定目標を安定的・持続的に達成できる段階まで、国債を発行することを通じて財政政策を行い、安定的成長への道を決かなものにするこそ必要だろう。

図表 10 防衛費の比較



(注) 防衛関係費(当初予算)は SACO・再編・国土強靱化を含むベース。防衛関係費(名目 GDP3%成長)は 1997 年度以降毎年 3%ずつ名目 GDP が成長したとして、名目 GDP 試算値 × (防衛関係費 / 名目 GDP) から試算した値。

(出所) 防衛省より筆者作成。

まとめ

本稿では、筆者が印象的と考えるチャートを示しつつ、日本の物価、経済の動向について議論した。

世界的な物価上昇率の高まりを受け、日本の物価上昇率も上昇している。2022年2月の物価上昇率は総合で前年比+3.3%、食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合(欧米型コア)で同+2.1%となった。欧米型コアで前年比2%を超えたのは、消費税増税の影響を除けば1992年12月以来のことである。国内の需給状況の影響を反映する欧米型コアでも2%を超えたという事実は、少なくとも一時的には日銀が掲げる2%の物価安定目標を達成したと評価できよう。

こうした物価上昇の高まりの背景には、確かに食料やエネルギー価格の世界的な上昇の影響も作用したが、COVID-19後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入価格の上昇と需給のタイト化が影響したと考えられる。心配材料を指摘すれば、これら物価上昇を支えた要因が、伸びをさらに続けて拡大基調を持続させるというよりは、足元では伸びが一服して頭打ちの状況になっていることだろう。

特にCI先行指数の動きをみると、景気後退が始まった2018年10月のCI先行指数の値は98.6であったが、CI先行指数は2021年6月以降減少基調にあり、2023年1月の値は96.5と、既に景気後退時の値を下回っている。CI一致指数から機械的に計算される2023年1月の景気判断は「足踏み」であり、生産の悪化が続くような状況となれば、春先には「足踏み」から「下方局面」へと景気後退が明確に意識されるようになる可能性が高い。

他方で明るいニュースもある。それは春闘の第1回集計結果が定期昇給込みのベースで前年比+3.8%(ベア率+2.33%)となったことだ。今後の日本経済は、賃金所得の増加が消費の拡大につながり、それが企業収益の増加につながるという形で、物価上昇と両立する形での好循環が広がるかどうかが鍵となる。好循環が広がれば、企業・家計ともに物価や価格に対する目線がデフレではなく、インフレに対応した形で修正されていき、それが賃金といった雇用者の待遇面や、価格上昇を消費者に受け入れてもらうために必要な新製品・新サービスの開発、個々人のスキル上昇への意識改革といった様々な側面の変化に結び付いていくだろう。

2%の物価安定目標の安定的・持続的達成のためには、雇用環境の改善が名目賃金の持続的拡大につながるものが欠かせない。そうした意味でアベノミクスがもたらした雇用状況の改善と、その後の継続的な雇用逼迫の意味は大きい。

1990年度以降の就業者数と就業率(就業者数/15歳以上人口)の推移をみると、デフレが始まった1998年度から2012年度までの間に、6,514万人であった就業者数は6,280万人へと230万人あまり減少し、就業率は60.7%から56.5%へと4.2%低下した。以上のようにデフレ期で生じた変化は就業率の減少を伴った形での就業者数の減少だったのである。

だが、アベノミクスはこうした状況を変えた。2013年度以降、就業者数は増加基調に転じ、就業率も上昇した。2022年度の就業者数は6,723万人となり、就業率はようやくデフレが始まった1998年度の60.7%を超え、60.9%まで上昇した。就業率がデフレ期の値を超えたことは労働市場の改善の目線からもデフレからの完全脱却が視野に入っていることを示唆する。さらに物価と名目賃金との関係からも、欧米型コアで2%を持続的に達成するのに必要な所定内給与の伸びまであと一息のところまで日本経済は到達しつつあることが示唆される。

日本の深刻な財政状況を改善するには、名目GDPの持続的な上昇、つまりデフレからの完全脱却が欠かせない。金融緩和を継続することに加え、物価安定目標を安定的・持続的に達成できる段階まで、国債を発行することを通じて財政政策を行い、安定的成長への道を確かなものにするこそ必要だろう。

片岡 剛士

チーフエコノミスト

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

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

©2023 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.