

Monthly Economist Report

2023 年前半の内外経済の整理と今後のポイント

2023 年 7 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、執行役員 片岡剛士

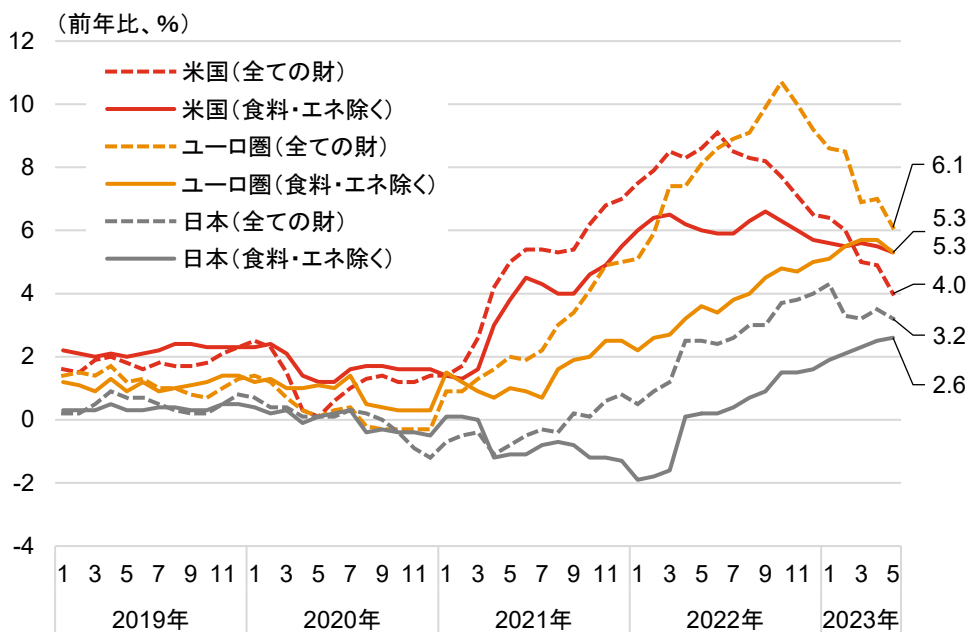


早いもので 2023 年も半分が経過した。筆者は年頭に「[2023 年の経済展望](#)」と題して、高進した物価上昇率はどのような形で生じたのかを議論しつつ、内外経済のポイントについてまとめている。本稿では、「2023 年の経済展望」でまとめた内容をアップデートしつつ、年後半の経済動向をみる上でのポイントについて検討することにしたい。

日本経済：所得増・需要増・物価上昇の好循環は成立するか

議論を始めるにあたり、足元の物価上昇率の推移を確認しておこう。図表 1 は日・米・ユーロ圏の物価上昇率（消費者物価指数前年比）の推移をみている。

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 5 月。

(出所)総務省、BLS、Eurostat より筆者作成。

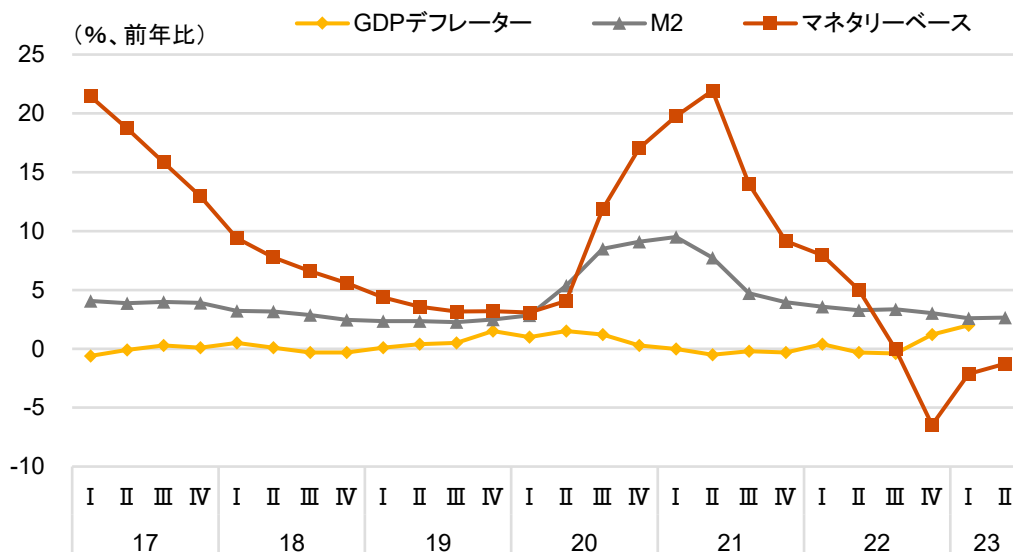
米・ユーロ圏の物価上昇率は、全ての品目を含むベースで、米国の場合は2022年6月に9.1%、ユーロ圏の場合は2022年10月に10.7%とピークを付けたのち、2023年5月には米国は4.0%、ユーロ圏は6.1%へと伸びを弱めている。ただし、こうした物価上昇率の弱まりにはエネルギー価格の低下が大きく影響している。食料・エネルギーを除いたベースの物価上昇率の動きをみると、米国は2022年9月に6.6%とピークを付けたのち、2023年5月に5.3%となったものの、全ての品目を含むベースと比べると物価上昇率の低下度合いは緩やかである。ユーロ圏の場合は2023年4月に食料・エネルギーを除いた物価上昇率は5.7%とピークを付けたが、2023年5月の値は5.3%と高止まりしている。米国・ユーロ圏のインフレ率の低下は食料・エネルギー価格の低下がメインであって、総需要と総供給の状況により大きく依存する食料・エネルギーを除いた物価上昇率は依然として高止まりしていることを押さえておくべきだろう。

そして日本の物価上昇率は、こうした米・ユーロ圏での動きとは異なることも重要なポイントである。日本の物価上昇率は米・ユーロ圏の物価上昇率の高まりに引きずられる形で2022年以降伸びを強めた。全ての品目を含むベースでは、2023年1月に4.3%とピークを付けたのち2023年5月には3.2%となっているが、この物価上昇率の低下には政府が行う「電気・ガス価格激変緩和対策事業」及び「全国旅行支援」の影響で合計1%強の物価押し下げ効果が働いているため、実勢は4%台の伸びで高止まりを続けていると解釈するのが妥当だろう。そうした中、物価上昇率は2022年当初は食料・エネルギー価格の上昇がメインであったものが、徐々に総需要と総供給の状況を反映する食料・エネルギーを除いた物価上昇率の上昇が継続し、2023年5月は2.6%まで伸びが強まっている。つまり、米・ユーロ圏ではFRB・ECBといった中央銀行の金融引き締め策や食料・エネルギー価格の低下の影響で全ての品目を含むベースの物価上昇率は低下し、食料・エネルギーを除くベースの物価上昇率は高止まっているが、日本の場合は、全ての品目を含むベースの物価上昇率は高止まりし、食料・エネルギーを除くベースの物価上昇率は伸びを強めている。まだ物価上昇率が緩やかとなる兆しは図表1からはみえてこないということだ。

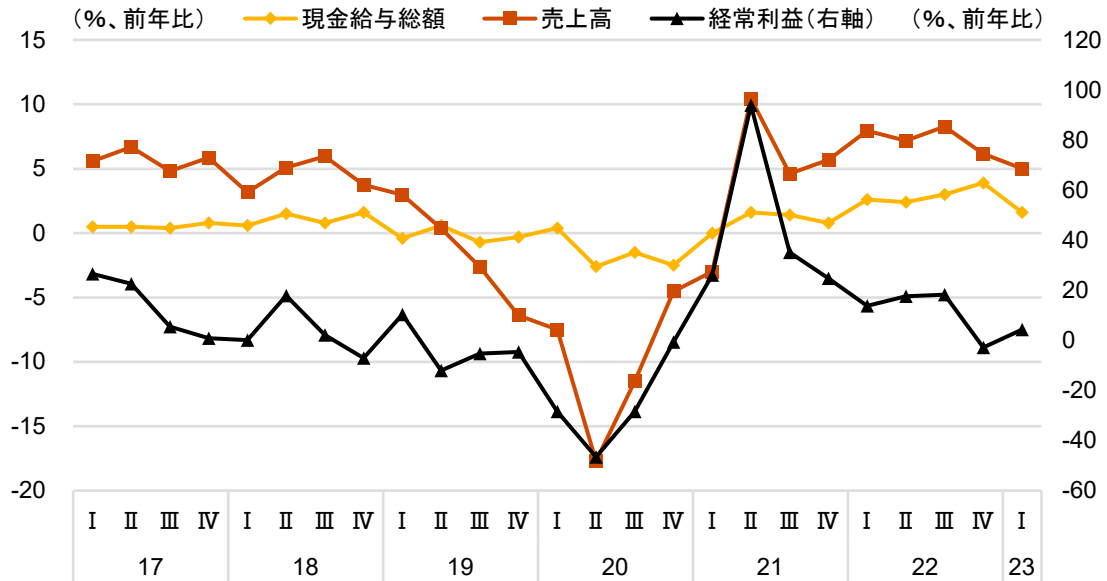
では、日本の物価上昇率は今後も伸びを強めていくのだろうか。①物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策動向、②企業収益と名目賃金の動向、③価格判断と国内の財・サービスの需給動向、といった物価上昇率の先行きを規定する各統計の動きから考えてみよう。図表2はこれらの動きをまとめているが、マネタリーベースはコロナオペの反動もあり前年比でマイナスの伸びとなっているものの、下落幅は解消しつつあるし、GDPについての物価指数であるGDPデフレーターは、交易条件(輸出物価指数/輸入物価指数)の改善が進む中で、図表1でみた物価上昇率の高まりもあって伸びを強めている。マネーストック(M2)はマネタリーベースの動きが平時に戻る中で2019年頃の動きに戻っている。マネーの面からは、物価上昇率をさらに加速させるような動きはみられないようだ。

図表2 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(2017年~2023年)

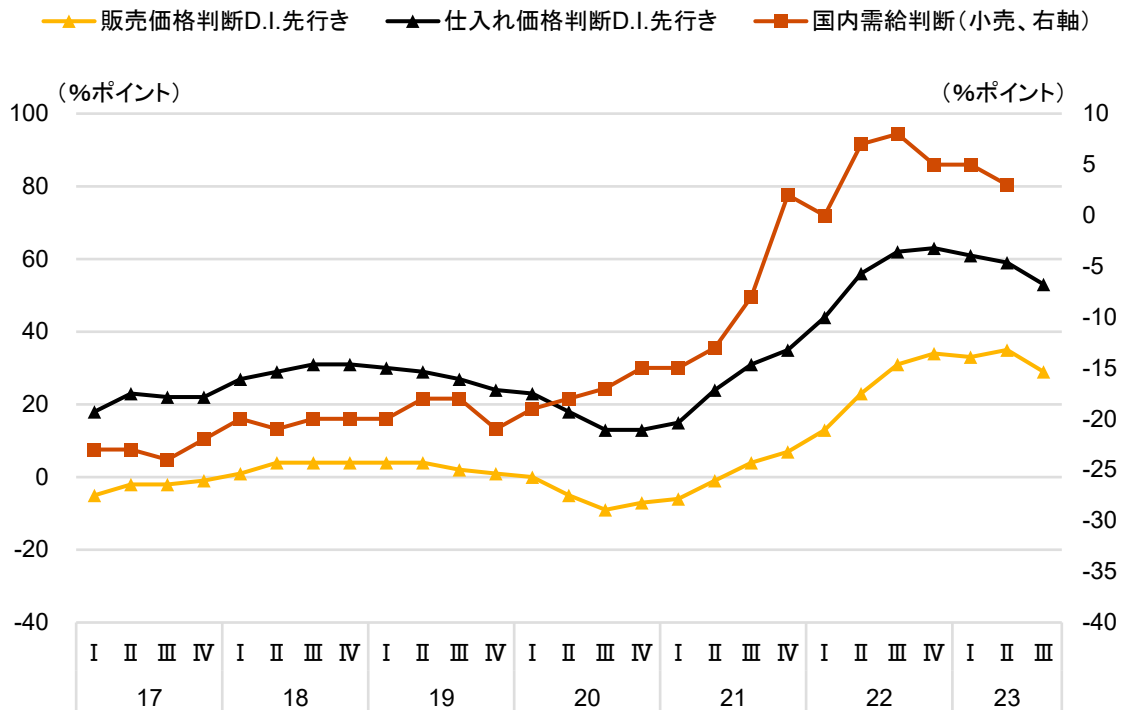
<物価、マネー>



<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。

企業収益・名目賃金の動き(図表2中段)は、財務省「法人企業統計」の4-6月期の数値が公表されていないため1-3月期までに留まっているが、企業の売上高・経常利益が高水準で推移する下で、現金給与総額の前年比もプラスを続けている。今年の春闘の賃上げ率は定期昇給分を含めて3.58%と、30年ぶりの伸びで着地した。こうした賃上げ率は大企業のみ

らず、中小企業の平均賃上げ率も3.23%と30年ぶりの伸びになっていることが特徴である。経団連によれば大手企業の夏のボーナスの平均額は昨年より3.91%増加して95万6,027円となったとのことだ。こうした影響は今年後半以降に名目所得上昇という形で、家計消費の下支えに寄与すると考えられる。

2022年以降の日本の物価上昇率の高まりの過程で特徴的であったのは、食料・エネルギー価格の上昇が進む中、販売価格・仕入価格の高まりと需給のタイト化が両立したことであった。マイルドなデフレが続いた1998年以降は、原材料価格の高騰により、一時的に企業の販売価格・仕入価格の上昇見通しが強まるものの、家計の弱い需要を意識して企業が価格転嫁を十分に行うことができず、また企業が価格転嫁を行ったとしても、家計需要の低下から早晩価格がもとに戻ってしまうという事態が常であった。現局面では、そうした動きが全くない訳ではないが、消費者物価指数を構成する品目の価格動向をみると、価格転嫁の動きは食料品から耐久消費財、各種サービスへと広がり、全体としては物価上昇率を押し上げる方向に働いている。ただ図表2下段の表が示唆する通り、食料・エネルギー価格の上昇が一服する中で、企業がみる販売価格・仕入価格の上昇見通しは緩やかな低下基調にある。その中で需給バランスもタイト化の度合いを弱めつつある。

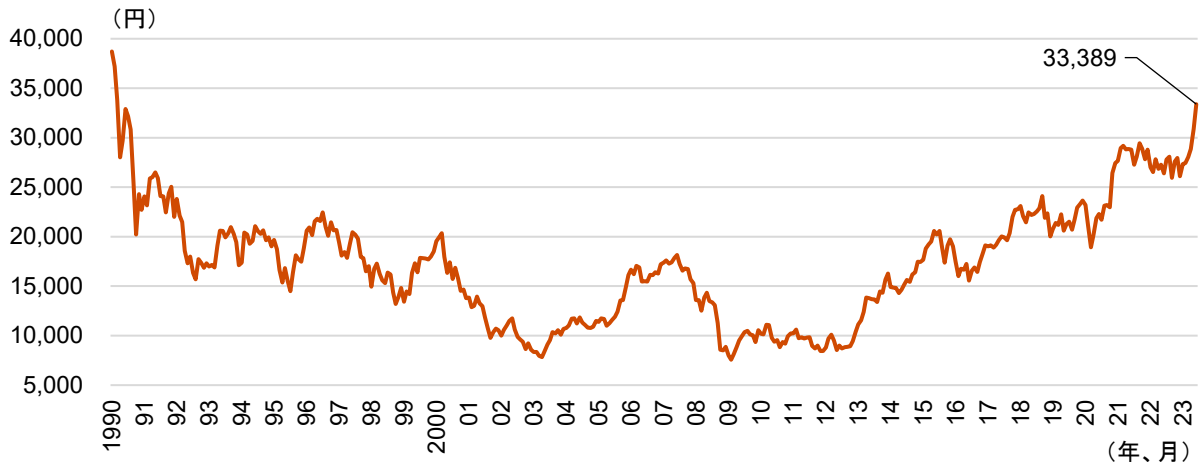
ここまでの議論をまとめよう。物価を規定するマネー、企業収益・名目賃金、価格判断・需給見通しの動きを今年半ば時点までアップデートすると、これまでの物価上昇を高めた動きは元に戻りつつある、ないしは高水準で維持されている。筆者は、今年の日本経済のキーワードは「30年ぶりの回復」ではないかと現時点では(期待半分ではあるが)予想している。図表3は30年ぶりの回復となった経済指標の推移をまとめているが、完全失業率が2018年に2.4%と30年ぶりの改善を示す中で、春闘賃上げ率は既に述べたとおり、2023年に3.58%の伸びとなった。株価は2013年以降上下しつつも上昇を続け、足元では3万円を超えている。物価上昇率は全ての財を含む総合ベースのみならず、食料・エネルギーを除く総合で2.6%と30年ぶり

図表3 30年ぶりの回復を示す物価上昇率、株価、雇用、投資

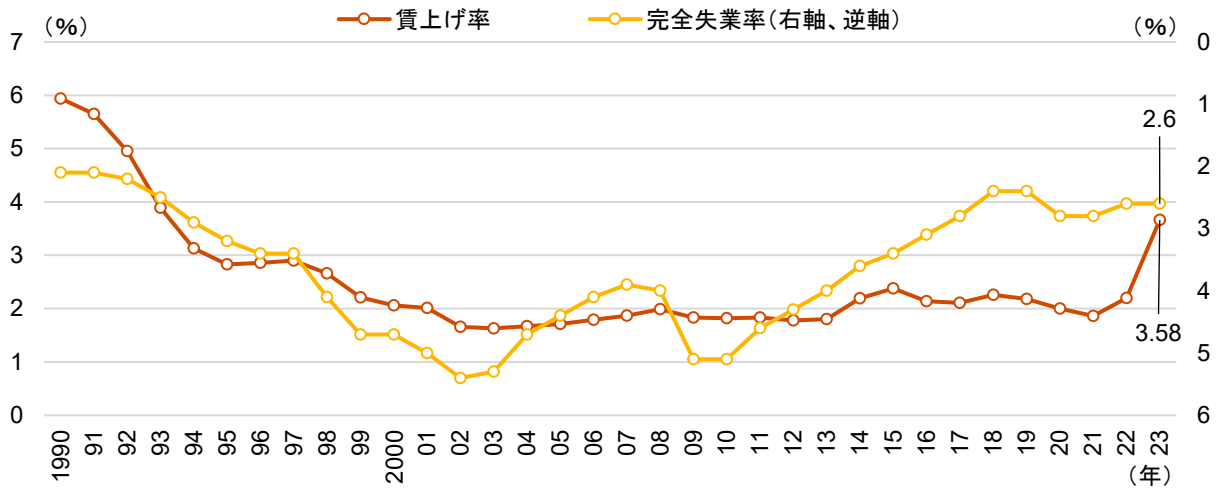
<物価上昇率>



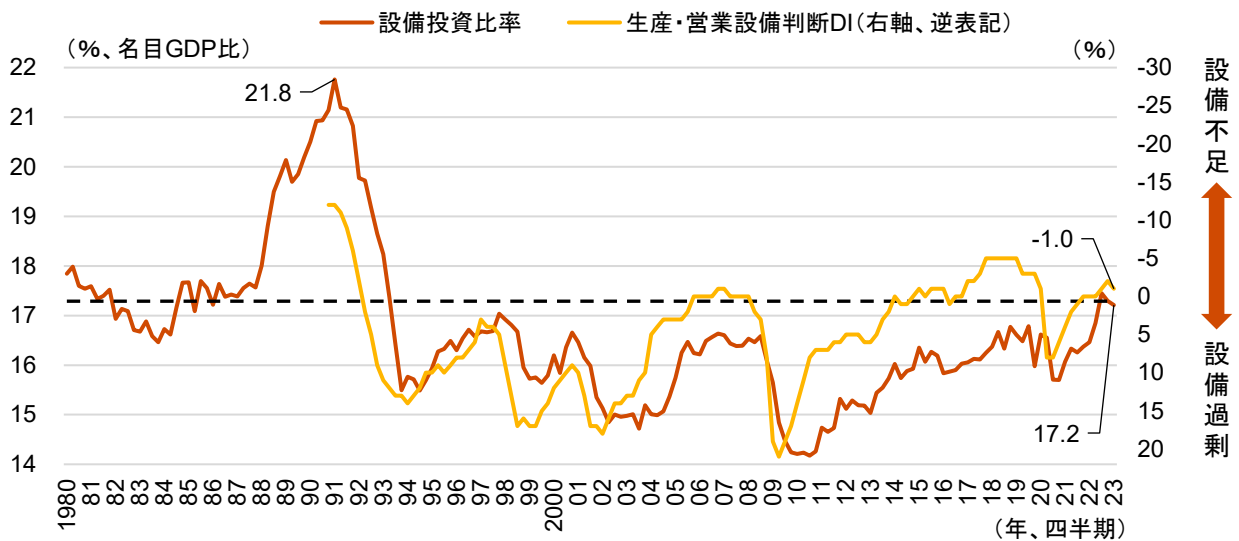
<株価(日経平均株価)>



<雇用(完全失業率、春闘賃上げ率)>



<投資(名目設備投資比率)>



(出所)内閣府、厚生労働省、総務省、日本経済新聞、連合より筆者作成。

の伸びである。名目設備投資は過去30年間達成できなかった98兆円を超え、名目GDPに対する比率でも17%程度と、設備不足にも支えられながら1980年代前半の平均水準まで回復した。株価が上昇し、資本・労働両面で回復が進むと、その恩恵は家計に渡り、需要増は国内財・サービスの供給増、企業の売上・利益増、資本・労働への分配増……という形で好循環がつながっていく。こうした好循環は家計消費や生産には未だ及んでいないが、家計消費の増加に必要な賃金上昇は既に生じている。可能性の芽が全くない訳ではないのである。むしろ、好循環の萌芽が現実となっている以上、この芽を育て、大きな流れとするために何をすることが重要だ。

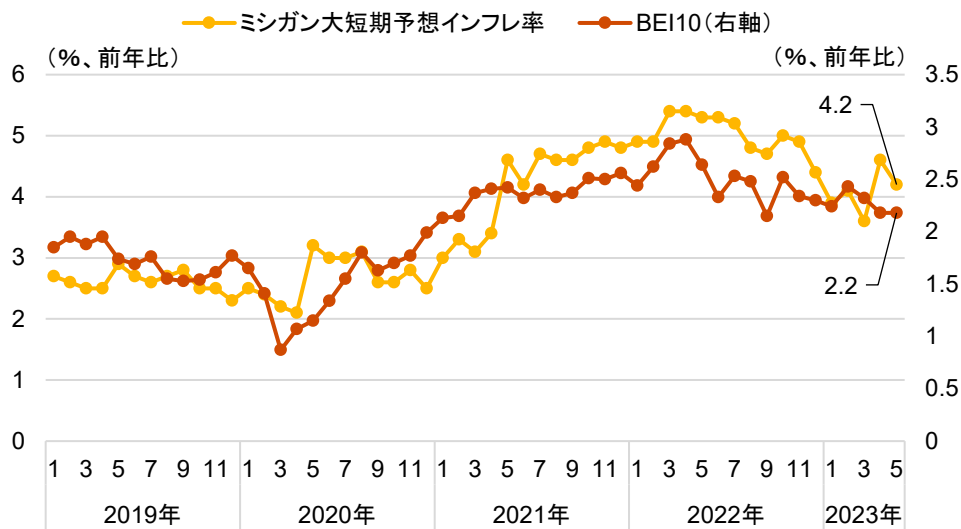
こうした目線でみた場合、海外主要国の経済・物価動向が大きく崩れることなく、むしろある程度の物価上昇率が維持される中で不況に陥らなければ、もしくは不況が軽微に留まれば、日本経済の好循環の可能性はより高まる。世界経済が堅調であれば、輸出を通じて製造業の生産は増え、企業利益にも好影響をもたらすだろう。以下では米国、欧州、中国の動向についてふれよう。

米国経済：予想インフレ率・労働市場逼迫度合いの変化は2025年中の物価2%達成を示唆

まず米国の物価を巡る状況を整理しよう。筆者は「[2023年の経済展望](#)」において、予想インフレ率の低下、サービス価格の低下、労働市場の逼迫度の低下が生じない限り、物価が2%台に再び安定化する道筋はみえないと述べていた。

図表4は予想インフレ率、図表5は財別インフレ率、図表6は労働市場の逼迫度と求人率につき、データをアップデートしている。ミシガン大短期予想インフレ率は昨年12月に4.4%であったが、今年3月には3.6%と減少した。その後4月に4.6%と再び上昇して、5月は4.2%である。こうした中、ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI10)は5月時点で2.2%と昨年12月の2.3%からわずかに低下した。以上からは予想インフレ率の低下はわずかしか生じておらず、依然として2019年当時の伸びを大きく上回る状況にある。

図表4 米国予想インフレ率の推移

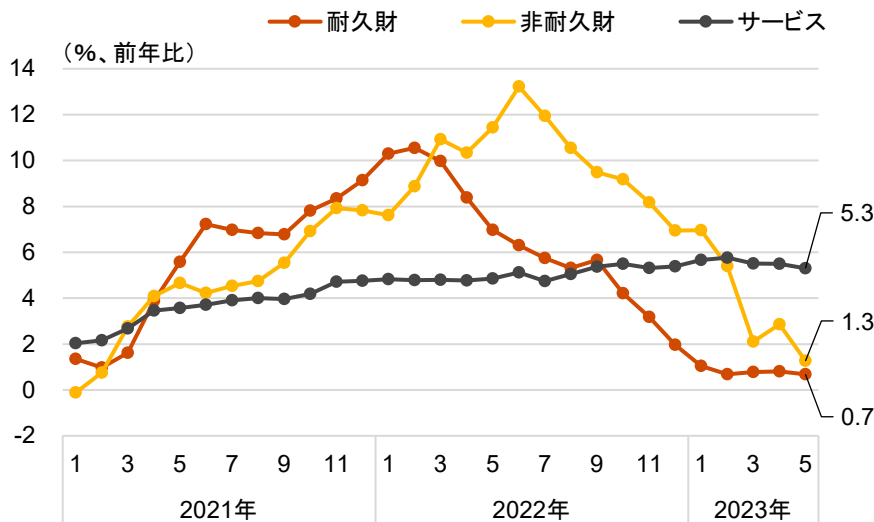


(出所)FREDより筆者作成。

財別インフレ率(図表5)の動きをみると、耐久財・非耐久財については、食料・エネルギー価格の低下の影響もあって、耐久財の価格上昇率は2022年12月の前年比+2.0%から2023年5月には同+0.7%へ、非耐久財の価格上昇率は2022年12月の前年比+6.9%から2023年5月には同+1.3%と低下し、物価上昇率が高進を始める前の段階にほぼ戻っている。ただしサービス価格は2022年12月の前年比+5.4%から2023年5月は同+5.3%とほぼ変化がない。サービス価格が下落しない要因としては、労働市場の逼迫度合いが緩和していないことが挙げられる。図表6のとおり、求人数を失業率で除し

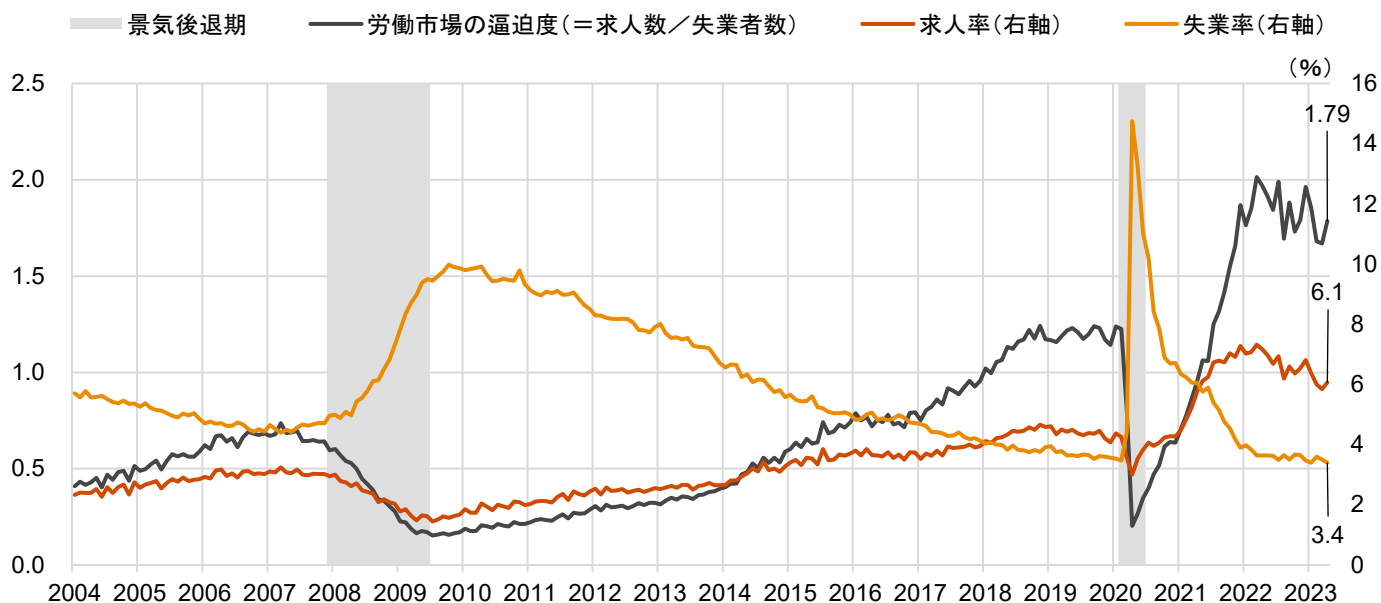
た労働市場の逼迫度は2022年12月に1.96だったが、2023年4月は1.79とわずかに減少した。求人率は2022年12月の6.8から2023年4月に6.1へと低下したものの、失業率は2022年12月の3.5%から2023年4月には3.4%とほとんど変化していない。

図表5 財別インフレ率の推移



(出所)BEA より筆者作成。

図表6 米国労働市場の逼迫度、求人率、失業率の推移



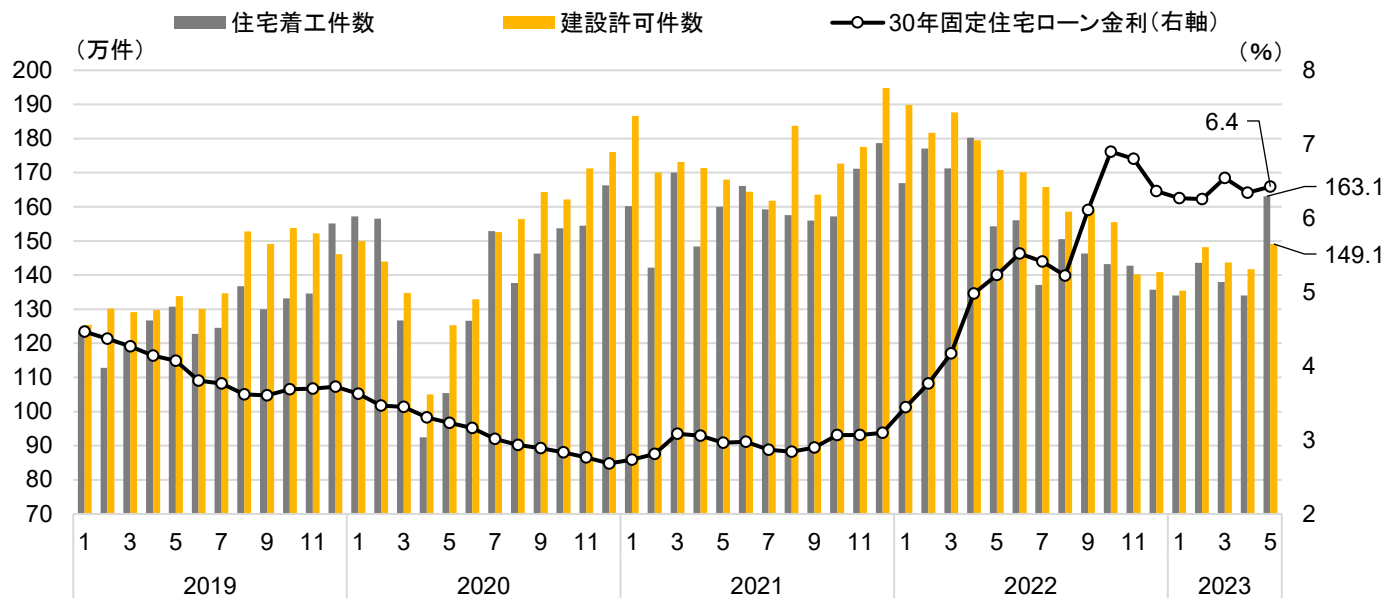
(注)直近値は2023年4月まで。

(出所)FRED、Bamichon(2010) "[Building a composite Help-Wanted Index](#)," *Economic Letters* 109, pp.175-178 より筆者作成。

こうした予想インフレ率、米国労働市場の逼迫度の変化は、物価上昇率が2%に速やかに低下する可能性が低いことを示唆している。だが、「[2023年の経済展望](#)」で筆者が推計・検討した米国物価の先行きの結果から考えると、ミシガン大短期予想インフレ率、労働市場逼迫度合いは2025年に平均インフレ率2.1%を達成する際に必要なパス(ケース2)に概ね沿った動きとなっている。つまり、今年中といった短期ではなく、現在から2年後の2025年をターゲットとした場合には、平均インフレ率2.1%を達成するために必要な労働市場逼迫度合い(1.15)、短期予想インフレ率(2.9%)に向けて順調に低下を続けているということだ。これは今年中といった短期間で物価上昇率が2%まで下げるのは難しいものの、2025年中といった今後2年程度のスパンで考えれば、物価上昇率が2%程度まで下がる可能性が高いということを意味する。

ただ2年程度のスパンを考えた場合にどのような展開となるかは不確実性が高い。利上げの影響をまず受けるのは住宅市場だが、[図表7](#)の通り、2023年に入り住宅着工件数、建設許可件数は下げ止まり、再び拡大の様相を呈している。個人所得をみても、賃金・給与の堅調な伸びが持続する中で、消費も増勢を維持している。現在のところ、米国経済は思った以上に力強いというのが筆者の感想だが、これは2022年以降、過去にないペースで利上げを続けても失業率が3%台で安定している事実と無縁ではないだろう。

図表7 米住宅着工件数、住宅建築許可件数、30年固定住宅ローン金利の推移



(出所)米商務省、FREDより筆者作成。

尚、労働市場逼迫度合いが1.15まで下がるためには、失業率が3.4%程度と横ばいで推移する場合、求人率が2023年4月時点の6.1から3.9まで大きく低下する必要がある。[図表6](#)からも分かる通り、求人率と失業率の間には緩やかな負の相関がある。2023年1月から4月までの局面では、FRBが利上げを続ける中で、失業率は変わらないまま求人率が低下することで労働市場の逼迫度合いがマイルドとなったが、この状況は長続きしない可能性が高い。

米国の物価の先行きをみるポイントは求人率・失業率・予想インフレ率の動向であるのは変わらない。2025年までの2年間で、求人率が足元の6.1%から5%へ、失業率が3.4%から4.3%へといった形で緩やかに変化した結果、労働市場の逼迫度合いが解消して物価が2%に低下するのであれば、ソフトランディングの道がみえてくる。今年後半においてもこうした流れが続くかどうかポイントと言えよう。

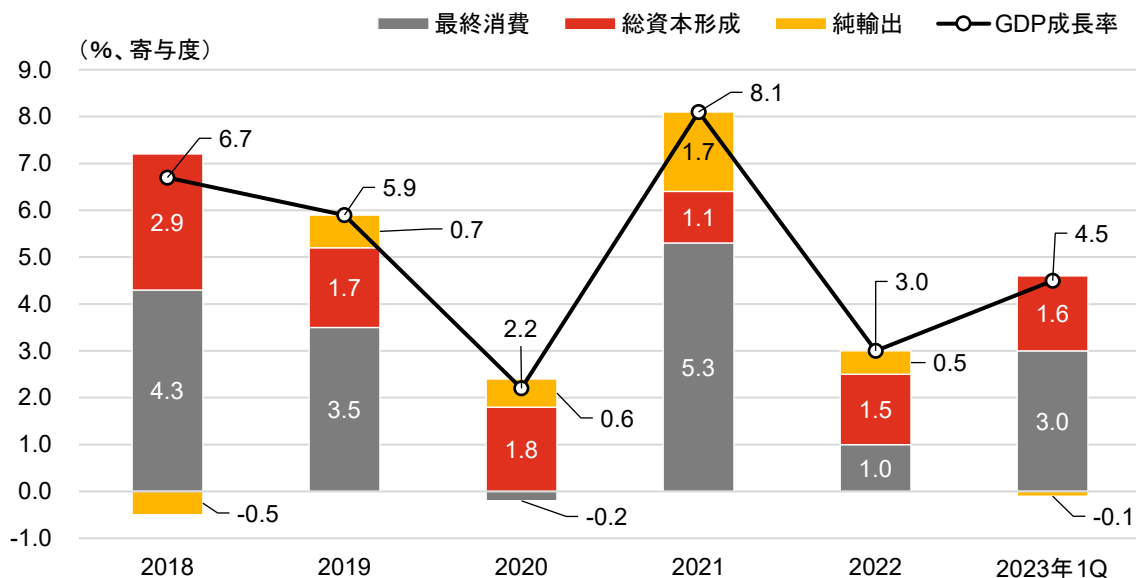
欧州・中国経済：年後半の景気動向は微妙な情勢

続いて欧州経済、中国経済の動向についてふれよう。先程、米国経済は思った以上に力強いと述べたが、筆者は欧州経済・中国経済の動向については先行き悲観的な感想を持っている。

それはどういうことか。まず欧州経済の動向をみると、ユーロ圏の GDP 成長率は 2022 年 10-12 月期、2023 年 1-3 月期と 2 四半期連続で軽微なマイナス成長となり、定義上のテクニカル・リセッションの状況となった。2023 年 4-6 月期以降は回復が見込まれているが、6 月のユーロ圏 PMI は総合で 50.3 と 5 か月ぶりの低水準である。内訳をみると、製造業 PMI は 5 月の 44.8 から 43.6 に低下、サービス部門 PMI も 5 月の 55.1 から 52.4 に低下し、総合で辛うじて 50 を超えるという状況で、2023 年 4-6 月期以降の持ち直しは非常に弱いと考えられる。こうした中、図表 1 にあるとおり、ユーロ圏の物価上昇率は全ての品目を含むベースではエネルギー価格の低下もあって順調に下がっているものの、まだ目標の 2%からは遠く、かつ食料・エネルギーを除いたベースでは高止まりの状況にある。こうした状況において ECB は 9 月までに後 1 回、0.25%の利上げを行うことが確実視されている。高インフレの持続は家計の購買力を下押し、高インフレが持続する中で利上げを継続することは、家計の保有する金融資産を目減りさせることを通じて、家計消費にマイナスの影響を及ぼす。物価が下がらない限り、購買力悪化を通じた消費への下押しの影響は持続するだろうし、物価が下がらなければ ECB は追加利上げを講じざるをえなくなる。そうすれば今度は負の資産効果を通じ、家計消費にマイナスの影響を及ぼすことになる。いずれにせよ、高インフレと ECB の利上げが景気の重石となる可能性が大である。英国経済についても、賃金上昇と物価上昇のスパイラルが本格化すれば、BOE は利上げを続けざるをえなくなる。英国もユーロ圏と同様、高インフレと BOE の利上げが景気の重石となりそうだ。

続いて中国経済については、COVID-19 の影響を克服することができるかどうかを当面の課題である。図表 8 は中国の実質 GDP 成長率と各項目の寄与度を示している。2023 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +4.5%となり、最終消費と総資本形成の 2 つが成長に寄与した。COVID-19 からの持ち直しという意味では期待外れの結果である。

図表 8 中国 GDP 成長率と各項目の寄与度



(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

こうした期待外れの経済回復は、コロナ後の景気回復を期待した海外投資資金の中国離れと中国株の低迷につながっている。そして中国経済の物価や雇用の状況から考えれば、COVID-19からの持ち直し過程というよりは、バブル崩壊後に日本経済が陥った長期停滞への入り口と言えるのかもしれない。

具体的に述べれば、中国の失業率は全体では5%程度で安定的に推移しているものの、14歳～24歳の若年層の失業率は20.4%と悪化を続けて、統計の公表が始まった2018年以降で最悪の状況にある。若年層の失業率の高まりの一因として、若年層の高学歴化が進む中で企業側の人材ニーズがマッチしていない点に加え、企業のリストラのしわ寄せが若年層に向けられていることが指摘される。つまり、景気の悪化に伴い企業が既存の労働者を解雇しようとする、勤続年数に応じた補償を行う必要があるため、企業は既存の労働者を解雇せず、若年層の雇用を削減することで労働コストを節約しようとしていることだ。こうした状況が続けば、短期的な景気悪化のみならず、中長期的な生産性の低下にもつながるだろう。

グローバル・インフレが話題となる中、中国の物価上昇率は低迷している。消費者物価指数は昨年までは前年比+2%前後を維持していたが、4月は同+0.1%、5月は+0.2%と、0%近傍まで低下した。こうした物価上昇率の低下には、高水準であった前年の物価水準との比較といった要因もあるが、消費・固定資産投資・輸入の低迷といった内需要因も影響している。従来中国であれば、こうした状況に陥ると中国当局による大胆な経済政策が行われるのが常であった。だが、現在の中国では、大胆な金融緩和は人民元安と資本流出の懸念、不良債権の温存化につながるため難しい状況にあり、また大胆な財政出動も従来程の効果をもちえないとの評価が多い。政府や人民銀行の対応策に多くを期待できない中では、景気の持ち直しの兆しは当面見えてこないだろう。

日本経済：年後半に向けた期待と不安

以上、米国・欧州・中国経済の動向について述べた。2023年後半の世界経済は、2023年前半に増して米国頼みの様相を呈しつつ、全体としては低調に推移する可能性が高いのではないかと。こうした点を念頭におくと、日本経済にとってみれば、製造業の業況や、海外への財輸出に多くを期待するのは難しい。

筆者は、年後半に向けた国内経済起点での日本経済への期待要素としては、①インバウンド需要の拡大によるサービス分野を中心とした業況拡大、②①を起点としつつ、家計の名目所得増を通じた消費拡大の本格化、③円安を起点とした対内投資の拡大、が挙げられると考えている。他方、不安もある。例えば、これまで経済が本格回復に入ろうとすると増税や歳出削減という形で必ずと言ってよい程に本格回復の腰を折ってきた政府の財政運営は不安である。金融政策についても不安要素はゼロとは言えない。

期待要素について具体的にみていくと、①のインバウンド需要の拡大によるサービス分野を中心とした業況拡大に関しては、当社の伊藤篤シニアエコノミストが [Monthly Economist Report](#) で詳述しているとおり、インバウンド需要に基づく消費額は、2019年の4.7兆円に対して2023年1-3月期には3.7兆円と、早くも8割まで回復した。今後、インバウンド需要がさらなる成長を遂げるには、海外観光客の旺盛な購買意欲に乗る形での価格引き上げと、価格引き上げを継続的に実現するための高付加価値サービスの持続的提供を可能にする仕組み・労働者の意識の醸成、さらに優秀な人材を引き付け、既存の人材のモチベーションを高めるべく賃上げを通じた人材確保を進めること、DX投資に代表される投資拡大を通じた生産性向上の取り組みが必須となるだろう。

そしてこうした取り組みが本格化していけば、その影響はインバウンド消費に直接関連する産業だけではなく、他産業にも波及していき、②に挙げたような家計の名目所得増の流れをより強固にすることを通じて消費拡大の本格化にもつながるだろう。報道によれば、人材獲得競争が進む中で複数年にわたる継続的な賃上げを表明する企業が現れている模様だ。こうした動きは、「30年ぶりの賃上げ」を一過性のものに終わらせることなく、継続的かつ普通のことに変えていく大きな力となるはずだ。

③について、昨年一時150円/ドル代まで進んだ円安は、「悪い円安」と一部で評価されたが、今に至っては企業の利益を下支えし、日本経済の成長に大きく寄与したことは明白である。エネルギー価格が前年比で下落している現在、企業や家計にとっての交易条件は、悪化ではなく改善している。こうした状況下では、円安が進むことによる輸入価格上昇を通じた企業や家計への悪影響は最小化され、好影響が最大限活用される余地が高まるだろう。

加えて地政学的要因も相まって、アジアにおける中国への集中傾向が薄れる中で、日本の持つ魅力が再認識されてきている点も好材料である。長らく続く停滞が、賃金上昇と物価上昇の好循環が生じるという形で変化の兆しがみえてきている中で、停滞から普通の経済状況に戻るだけでも、日本の伸び代は大きい。こうした期待感が円安を通じた企業回帰、COVID-19の下で先送りされた一部投資の再開、DX、GX等への投資拡大の必要性、COVID-19後の需要拡大を見据えた新規投資、といった要因と相まって、企業の設備投資を高める素地となっている。こうした素地が設備投資の拡大という形で本格化していけば、年後半の日本経済は大いに期待が持てるのではないかと。

政府の動きについて具体的にみておこう。政府は6月に「経済財政運営と改革の基本方針2023 加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～」(骨太方針2023)を閣議決定した。骨太方針2023のポイントは、賃金と物価の好循環を維持発展させること、「新しい資本主義」を加速させること(従来から掲げられている政府による長期的・計画的投資の強化と民間投資の喚起、GX、DX、スタートアップ、科学技術・イノベーションといった重点分野への投資拡大、経済安全保障の推進に加え、少子化対策・こども政策、構造的賃上げを進めるための労働市場改革)、さらに財政政策の多年度化・常態化する補正予算からの脱却・財政目標見直しといったところだろう。

賃金と物価の好循環を維持発展させることは、現在の日本経済にとって最優先課題であり、こうした文言が「骨太方針」に記載されることは極めて重要だと筆者は考える。そしてこうした好循環を促進するために政府がなすべきこととして、政府による長期的・計画的投資の強化と民間投資の喚起、GX、DX、スタートアップ、科学技術・イノベーションといった重点分野への投資拡大といった一連の政策が必要であるというのは同意だ。経済産業省の産業構造審議会では、6月末に報告書「[産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 第2次中間整理](#)」をまとめている。この報告書では、日本経済の長期停滞で何が生じたのかという点についての事実整理から始め、産業政策において中長期的に踏まえるべきトレンドを紹介しながら、従来、財政・金融政策といったマクロ経済政策や日本経済の動向を全く無視した、規制緩和一辺倒の産業政策に陥りがちであった産業政策を「新機軸」という形で一歩進める試みが紹介されている。

「新機軸」の具体的なイメージとしては、筆者が紹介したマクロ経済における潮目の変化(図表3)を念頭におきつつ、所得上昇と物価上昇の好循環を形成しながら好循環を生み出す力となる新規需要の掘り起こしや、縮小均衡ではなく拡大再生産を行っていくための成長期待の醸成が必要と謳われている。将来にわたる社会的課題が山積し、かつ長期停滞の中で労働・資本の質が劣化している現状では、企業は労働・資本への分配を進めるとともに、政府は社会課題を解決するための試みを企業とともに進めていく必要がある。こうした「新機軸」の発想は「30年ぶりの回復」の芽が広がりつつある今こそ必要だろう。

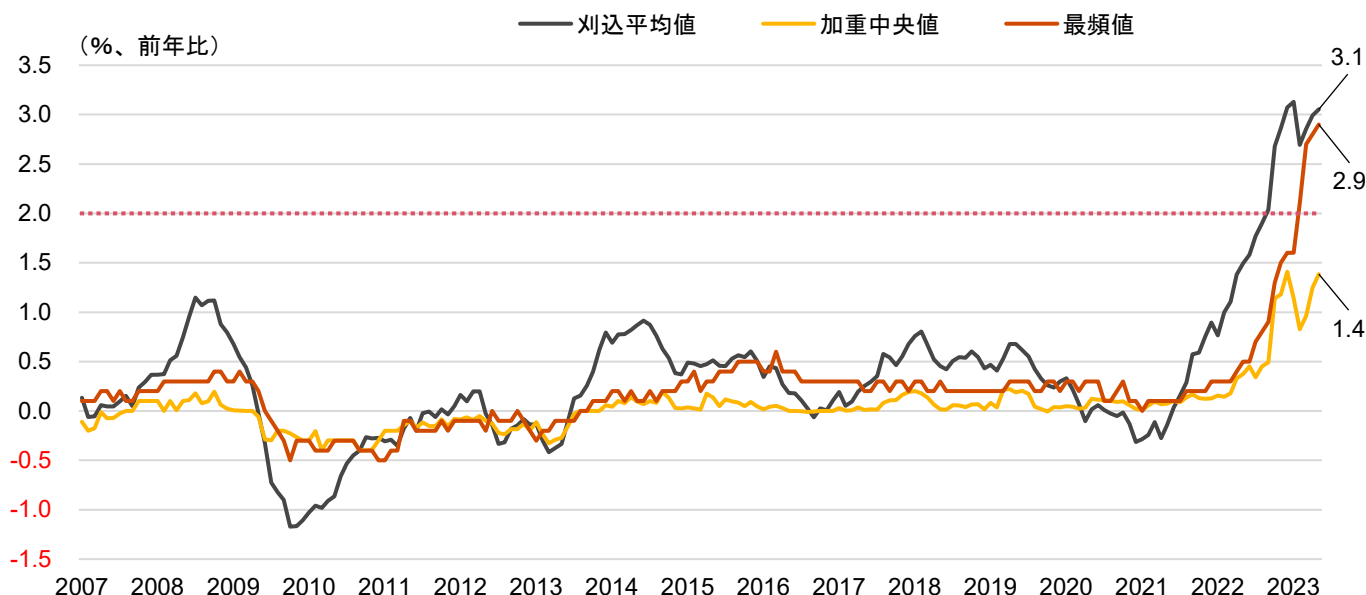
以上は期待要素だが、不安要素はやはり財政運営である。骨太方針2023の財政運営の部分を見ると、既存の財政再建目標を今回も踏襲したこと、中長期的な財政再建目標を2024年度に検討すること、等が指摘されている。既存の財政再建目標の踏襲については、「2025年度の基礎的財政収支の黒字化」「公債等GDP比の安定的引き下げ」「目安にそった形での当初予算の歳出抑制」が従来通り継続することが記されている。また計画的投資支出が財政再建目標に優先する旨も昨年に続き記されている。計画的投資支出は複数年度にわたるため、単年度ベースの財政目標とのズレが生じる。計画的投資支出が財政再建目標に優先するという記述はこうした点を考慮の上であろうし、中長期的な財政再建目標を2024年度に検討すること、現在のSNAベースでの財政再建目標ではなく経常的歳出をベースに財政再建目標を設定する含みがあるということなのだろう。常態化する補正予算からの脱却というのは、このところ毎年のように青天井で編成されている補正予算に一定の制約を課し、極力補正予算の編成を行わないようにすることだと理解するが、急激な景気の悪化やCOVID-19や東日本大震災といった天災の際に必要な弾力的措置への制約となる事態は避けるべきである。

2021年度は当初予算から9.6兆円程増収(一般会計の国の増収)が上振れて67兆円で着地した。そして2022年度の増収も当初予算から6兆円弱上振れた71兆円強で着地、さらに2023年度も名目GDP成長率が2%強となれば70兆円台半ばで着地する蓋然性が高まっている。こうした増収の想定外の増加は、名目GDP成長率が高まっていることが理由である。「異次元の少子化対策」を名目とした扶養控除の縮小、退職金控除や給与所得控除の見直しといった形で、家計の可処分所得を減らす政策を進めようとする動きもあるが、こうした政策は時期尚早であることは強調しておきたい。

続いて金融政策についてフォローしよう。図表1・図表3のとおり、日本の消費者物価指数は全ての品目を含むベースでは前年比+3.2%、食料及びエネルギーを除くベースでも同+2.6%と日銀が物価安定目標として掲げる2%を上回って推移している。賃金上昇といった形で日本経済が着実に動いていることから考えても2%の物価安定目標は一時的にせよ達成できたと筆者は考える。図表9は基調的なインフレ率を捕捉するための指標の推移を示しているが、刈込平均値は3.1%、最頻値は2.9%、加重中央値は1.4%である。物価を高めているのが、日本が主に輸入に依存する食料品やエネルギーといった一部の

財がメインであって、実勢はまだ2%に達する程のインフレ率ではない、という見立てはもはや過去のものとなっている。所得上昇と物価上昇の好循環が来年以降も継続的に生じ、その中で2%の物価が安定的・持続的に達成できるかが問われている。

図表9 基調的なインフレ率を捕捉するための指標の推移



(出所) 日本銀行より筆者作成。

こうした観点に立った場合、日銀の金融政策を考えるにあたっては今年後半以降の物価の推移をどうみることがポイントとなるだろう。特に、来年度の春闘で今年度と同様の賃上げ率が達成されるためには、今年後半の物価上昇率と、企業利益の動向が鍵になるのではないかと。

昨年後半の物価上昇率の動きを振り返ると、2022年6月に前年同月比+2.4%であった消費者物価指数(総合)は、2022年12月には同+4.0%まで上昇した。こうした動きは食料品やエネルギーに留まらず、食料及びエネルギーを除く総合指数も2022年6月に同+0.4%であったものが2022年12月には同+1.6%まで上昇したという形で様々な財に広がった。年後半の物価は、食料やエネルギー価格の動向、電気料金を巡る動き、といった不確定要素によって上下することが見込まれる。今年の年末時点で総合で前年比+2%台後半、食料及びエネルギーを除く総合指数で前年比+2%台を維持する展開となれば、今年と同様の賃上げ率が達成される可能性も大いにあり得るのではないかと。

食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いて比較してみると、10%以上の価格上昇を示す品目数がさらに増え、従来は0%以上1%未満の価格上昇を示す品目割合が最も高かったヒストグラムの形状が、10%以上の価格上昇を示す品目割合が最も高く、0%以上1%未満のゾーンとともに2つのコブを持った形状となっている。こうしたヒストグラムの形状が元の釣鐘型に戻っていくには一定の時間が必要であり、こうした点からも物価の高止まりは、現在想定されている以上に長期化する可能性もある。

高止まりを続けている労働市場の逼迫度合いや予想インフレ率の動きが年後半も持続すれば、企業は来年度も物価に応じて賃金を引き上げざるをえなくなるだろう。日銀はこうした展開を確認の上で必要に応じて徐々に金融政策を転換していくと予想される。物価上昇率を2%近傍に維持しながらYCCを解除するのは難事業だが、具体的な展開は早くとも来年以降になると予想している。

まとめにかえて―「30年ぶりの回復」の芽をつぶさないために

本稿では2023年前半の内外経済の整理とポイントと題して、今年前半の経済動向と今年後半の経済をみる際のポイントを論じてきた。

日本の物価上昇率は米・ユーロ圏の物価上昇率の高まりに引きずられる形で2022年以降伸びを強めた。全ての品目を含むベースでは、2023年1月に4.3%とピークを付けたのち2023年5月には3.2%となっているが、この物価上昇率の低下には政府が行う「電気・ガス価格激変緩和対策事業」及び「全国旅行支援」の影響で合計1%強の物価押し下げ効果が働いているため、実勢は4%台の伸びで高止まりを続けていると解釈するのが妥当だろう。そうした中、物価上昇率は2022年当初は食料・エネルギー価格の上昇がメインであったものが、徐々に総需要と総供給の状況を反映する食料・エネルギーを除いた物価上昇率の上昇が継続し、2023年5月は2.6%まで伸びが強まっている。つまり、米・ユーロ圏ではFRB・ECBといった中央銀行の金融引き締め策や食料・エネルギー価格の低下の影響で全ての品目を含むベースの物価上昇率は低下し、食料・エネルギー価格を除くベースの物価上昇率は高止まっているが、日本の場合は、全ての品目を含むベースの物価上昇率は高止まりし、食料・エネルギーを除くベースの物価上昇率は伸びを強めている。まだ物価上昇率が緩やかとなる兆しはみえてこないが、物価を規定するマネー、企業収益・名目賃金、価格判断・需給見通しの動きを今年半ば時点までアップデートすると、これまでの物価上昇を高めた動きは元に戻りつつある、ないしは高水準で維持されている。

筆者は、今年の日本経済のキーワードは「30年ぶりの回復」ではないかと現時点では(期待半分ではあるが)予想している。完全失業率が2018年に2.4%と30年ぶりの改善を示す中で、春闘賃上げ率は既に述べたとおり、2023年に3.58%の伸びとなった。株価は2013年以降上下しつつも上昇を続け、足元では3万円を超えている。物価上昇率は全ての財を含む総合ベースのみならず、食料・エネルギーを除く総合で2.6%と30年ぶりの伸びである。名目設備投資は過去30年間達成できなかった98兆円を超え、名目GDPに対する比率でも17%程度と、設備不足にも支えられながら1980年代前半の平均水準まで回復した。株価が上昇し、資本・労働両面で回復が進むと、その恩恵は家計に渡り、需要増は国内財・サービスの供給増、企業の売上・利益増、資本・労働への分配増……という形で好循環がつながっていく。こうした好循環は家計消費や生産には未だ及んでいないが、家計消費の増加に必要な賃金上昇は既に生じている。可能性の芽が全くない訳ではないのである。むしろ、好循環の萌芽が現実となっている以上、この芽を育て、大きな流れとするために何をすることが重要だ。

2023年後半の世界経済は、2023年前半に増して米国頼みの様相を呈しつつ、全体としては低調に推移する可能性が高いのではないかと。こうした点を念頭におくと、日本経済にとってみれば、製造業の業況や、海外への財輸出に多くを期待するのは難しい。

筆者は、年後半に向けた国内経済起点での日本経済への期待要素としては、インバウンド需要の拡大によるサービス分野を中心とした業況拡大、これを起点としつつ家計の名目所得増を通じた消費拡大の本格化、さらに円安を起点とした対内投資の拡大、が挙げられると考えている。他方、不安もある。例えば、これまで経済が本格回復に入ろうとすると増税や歳出削減という形で必ずと言ってよい程に本格回復の腰を折ってきた政府の財政運営は不安である。金融政策についても不安要素はゼロとは言えない。賃金と物価の好循環の広がりを判断するには今年後半の物価上昇率と、企業利益の動向が鍵となるだろう。

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

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