

# Monthly Economist Report

日本は外需主導で緩やかな回復／  
堅調な米国経済／軟調な欧州・中国

2023年7月

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



(以下、レポートタイトルをクリックして頂くと、該当部分へジャンプします)。

## 目次(7月総集編)

I. 2023年7月のまとめ:日本は外需主導で緩やかな回復／堅調な米国経済／軟調な欧州・中国	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 日銀短観(2023年6月)－製造業・非製造業ともに業況は改善－	3
2. 家計調査(2023年5月)－支出の減少が価格にも波及しつつある－	5
3. 景気動向指数(2023年5月分速報)－景気は緩やかながら改善基調を維持－	7
4. 国際収支統計(2023年5月):経常収支は昨年後半6,000億円から、足元1.8兆へ3倍増	9
5. 企業物価指数(23年6月速報)－企業物価、輸出入物価ともに緩やかな減少基調が続く－	11
6. 機械受注統計(2023年5月)－非製造業の落ち込みにより、コア受注が減少－	13
7. 貿易収支(通関統計)(2023年6月)－自動車が牽引する輸出増、中国向け半導体輸出動向－	15
8. 消費者物価指数(全国、2023年6月)－電気代値上げの影響で総合指数は再び伸びを強める－	17
9. 鉱工業生産(23年6月速報)－一進一退の状況は続く－	19
10. 商業動態統計(2023年6月速報)－頭打ちが明確に、夏場の消費拡大に期待－	21
11. 一般職業紹介・労働力調査(2023年6月):求人減少で労働市場の先行きには警戒が必要	23
III. Weekly Macro Economic Insights	25
1. 2023年7月3日(月)～7月7日(金):円安・人民元安の見方:対応が困難な中国経済と、好循環が生じる 目前の日本経済	25
2. 2023年7月10日(月)～7月14日(金):改善する企業の交易条件、悪化する家計消費	29
3. 2023年7月17日(月)～7月21日(金):中国経済の日本化:債務調整の遅れで2023年実質GDP5%割 れ、長期の日本経済への下押しリスク	33
4. 2023年7月24日(月)～7月28日(金):内閣府年央試算から窺える日本経済の姿	37
5. 2023年7月31日(月)～8月4日(金):時期尚早だった公算が大きい日銀の長期金利の運用柔軟化:好循 環の芽はそこまで強くない	41

## I. 2023 年 7 月のまとめ: 日本は外需主導で緩やかな回復／堅調な米国経済／軟調な欧州・中国

(以下、リンク先をクリックして頂くと、関連するレポート該当部分へジャンプします)。

日本経済は、2023 年 4-6 月期の GDP が前期比年率 +2.0% (前期比 +0.5%) となる見込みである。前期比 +0.5% のうち、外需が +0.8% ポイント、内需が -0.3% ポイントと外需主導で緩やかな成長が継続しているとみられる。輸出は、供給制約の緩和した自動車が欧米向けを中心に好調だったと見込まれる。インバウンド需要の増加も寄与した。また、輸入については輸入価格が下落に転じ、実質輸入でも減少し GDP の押し上げ要因となった。国内需要をみると、インフレの影響で消費は若干のプラスに留まったとみられる。春闘で 30 年ぶりの賃上げが実現したものの、毎月勤労統計などの賃金ではまだ実質所得の減少が継続しており、実質消費の押し下げ要因となっている模様。設備投資は、円安などを受けた好調な企業収益を背景にプラスの伸びが継続。仕掛品の減少を中心に在庫が押し下げ要因となったとみられる。

2023 年 7-9 月期以降の日本経済については、足元の食料品などの値上げラッシュは 10 月までは継続するとみられている。円安・エネルギー価格上昇局面では、企業のコスト増(交易条件悪化)がしきりに報道・注目を集める傾向がある。しかし、4-6 月期に 輸入価格が下落に転じている。これは、企業のコスト改善・交易条件の改善につながり、今後の設備投資や賃上げ余力になる点も重要だ。消費者物価の上昇は日本経済の下押し圧力となることが懸念されている。しかし、昨年来の物価高が今年の賃上げにつながったように、物価高は悪い面ばかりではない。今年の物価高が来年の賃上げにつながるという面もある点も抑えておきたい。1990 年代後半以降は、エネルギー価格の上昇が生じても、国内価格を上げず、企業収益の圧迫・賃金低迷につながってきた。しかし、足元では国内価格への転嫁が進んでいることで、企業が収益を維持しやすくなっている。もつともそれで 消費が落ち込まないかは、引き続き焦点となろう。足元の経済状況が改善するほど、将来に過度に楽観的な見方から 早期の金融引き締めや増税などの緊縮政策がとられる可能性が高まる。経済政策としては、物価・賃金の好循環の芽が確実に花開くように、緊縮政策をとらないことが重要な局面であろう。

年初は、米国経済が利上げで減速、中国経済がリオーブンで回復とみられていたが、そうした見方は逆転している。米国経済は、2023 年 4-6 月期の実質 GDP が前期比年率 +2.4% となり、利上げがありながらも世界経済の牽引役となっている。ユーロ圏については、2023 年 4-6 月期の実質 GDP は、前期比年率 +1.1% (前期比 +0.3%) となった。輸出・観光増加でフランス(前期比 +0.5%)、スペイン(+0.4%)とプラス成長を保ったものの、ドイツは 0% と横ばいとなった。イタリアでは -0.3% と減少した。利上げが継続する中で、成長率はゼロ近傍で推移し、リセッション・リスクに直面しているといえよう。中国経済は、2023 年 4-6 月期の実質 GDP は、前期比年率 +3.2% (前期比 +0.8%) となった。1-3 月期の前期比年率 +8.8% (前期比 +2.2%) より大幅に減速した。昨年 12 月のゼロコロナ政策解禁を受けた急回復が期待されていたものの、早くも成長率が鈍化してきている。中国経済の低迷要因が COVID-19 ではなく、不動産市況の低迷や 過剰債務 といった他の要因である可能性が高い。経済低迷がありながらも、債務問題を抱える中での財政支出が問題解決に寄与せず、金融緩和も資本流出・人民元安につながるリスクがある。中国経済は政策対応が難しく、5% の成長目標は達成困難な状況にあるといえよう。

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	2023 年 Q2 実質 GDP は、前期比年率 2% を予想。潜在成長を上回るも外需主導で脆弱な成長。	2023 年 Q2 実質 GDP は、+2.4% と堅調。消費が伸び、インフレ圧力が継続。	2023 年 Q2 実質 GDP は、前期比年率で、ユーロ圏 +1.1%、中国 +3.2%。
物価	企業の価格引き上げ行動の変化を反映して 3% 超で推移。輸入物価減少で企業の交易条件は改善。	<u>失業率が 3% 半ばで一定の中、求人減少・物価圧力緩和</u> でややソフランディングの可能性増加。	欧州はサービスのインフレが継続。中国は経済軟調でデフレ目前。物価安で債務負担が増大。
政策	経済好調で、 <u>日銀の長期金利柔軟化</u> 、増税・社会保険料増加等の緊縮策が好循環の芽を摘むリスク。	年内に 1 回の追加利上げ、その後はインフレ率 2% 低下まで高止まりへ。	ECB は利上げ継続方向。中国は債務問題・資本流出懸念で追加対策が困難。
先行き	賃金・物価の好循環の芽をつぶさなければ、2% 物価目標達成の可能性が拡大へ。	これまでの累積の利上げ効果、信用引き締めで物価が 2% まで低下するかは不透明。	欧州ではドイツを中心に不振が続く中で利上げ継続。中国は、 <u>債務負担増で日本化リスク</u> 。

出所: 筆者作成

## II. Daily Macro Economic Insights

### 1. 日銀短観(2023年6月)ー製造業・非製造業ともに業況は改善ー

#### エネルギー価格の低下や供給制約の緩和から製造業の業況は改善

日本銀行から短観(2023年6月)が公表された。回答期間は5月29日～6月30日、企業が想定する為替レートは1ドル＝132.43円(上期132.60、下期132.27)と前回調査と比べて1円程円安の想定だが、足元の為替レートと比べるとやや円高の見立てである。

図表1は今回の結果の概要についてまとめている。まず業況判断DI(「良い」ー「悪い」)は大企業製造業で5と3月から4ポイント改善し、2022年3月以降悪化が続いた状況からようやく脱した。業種別にみると、金属製品、生産用機械などで3月と比べ悪化したもののが、エネルギー価格の低下や供給制約の緩和の影響もあって、石油・石炭製品、紙・パルプ、自動車、造船・重機等で3月と比べ改善した。また大企業非製造業は23と3ポイント改善した。インバウンド需要の拡大もあって宿泊・飲食サービスが大きく改善している。製造業・非製造業の業況改善を受けて、大企業全産業は13と3月から3ポイント改善した。

販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」ー「下落」)をみると、販売価格判断は大企業では製造業・非製造業ともに減少、中

図表1:日銀短観の概要

	業況判断						販売価格判断						仕入価格判断					
	大企業			中小企業			大企業			中小企業			大企業			中小企業		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業
2019年	3	17	12	21	10	6	12	1	7	3	3	17	16	37	26			
	6	15	7	23	6	-1	10	-2	6	1	3	11	17	32	26			
	9	13	5	21	5	-4	10	-4	5	-2	2	5	12	26	22			
	12	9	0	20	1	-9	7	-6	5	-4	2	6	11	24	22			
2020年	3	0	-8	8	-7	-15	-1	-7	2	-5	-1	5	11	19	17			
	6	-26	-34	-17	-33	-45	-26	-10	-8	-8	-3	3	12	9				
	9	-21	-27	-12	-31	-44	-22	-8	-4	-8	-7	2	3	14	12			
	12	-8	-10	-5	-18	-27	-12	-6	-3	-5	-6	5	4	16	11			
2021年	3	2	5	-1	-12	-13	-11	-2	-1	0	-5	15	11	29	18			
	6	8	14	1	-8	-7	-9	4	3	5	-1	29	13	43	25			
	9	10	18	2	-8	-3	-10	10	6	9	1	37	17	50	29			
	12	14	18	9	-3	-1	-4	16	10	16	6	49	25	60	39			
2022年	3	11	14	9	-6	-4	-6	24	13	23	12	58	35	70	48			
	6	11	9	13	-2	-4	-1	34	19	35	21	65	43	79	58			
	9	11	8	14	0	-4	2	36	23	37	23	65	49	77	59			
	12	13	7	19	4	-2	6	41	28	38	26	66	53	76	60			
2023年	3	10	1	20	3	-6	8	37	29	37	27	60	48	72	60			
	6	13	5	23	5	-5	11	34	28	36	27	52	44	66	57			
	先行き	14	9	20	4	-1	7	29	25	32	30	44	42	58	57			

	国内での製商品・サービス需給判断				雇用人員判断				生産・営業用設備判断		資金繰り判断		金融機関の貸出態度判断				
	大企業		中小企業		大企業		中小企業		全規模		全規模		全規模				
	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業			
2019年	3	-6	-7	-16	-10	-18	-29	-31	-43	-3	-6	15	17	23	24		
	6	-8	-7	-20	-12	-14	-29	-26	-41	-1	-4	15	18	23	23		
	9	-8	-5	-23	-11	-12	-31	-24	-44	0	-4	14	18	23	23		
	12	-10	-6	-23	-12	-11	-31	-20	-42	1	-5	13	18	21	23		
2020年	3	-14	-9	-27	-17	-11	-30	-16	-39	3	-4	11	15	18	22		
	6	-32	-20	-45	-29	9	-14	13	-19	16	2	1	5	17	20		
	9	-28	-22	-43	-28	6	-12	14	-19	16	2	4	7	18	20		
	12	-21	-20	-35	-25	4	-13	5	-24	12	1	6	8	17	19		
2021年	3	-13	-18	-26	-25	0	-13	-3	-22	7	1	11	8	18	18		
	6	-5	-15	-21	-22	-2	-10	-7	-22	3	1	13	10	20	18		
	9	-2	-15	-17	-20	-5	-11	-13	-24	2	0	13	10	18	18		
	12	2	-11	-12	-13	-9	-15	-17	-31	1	-1	13	11	18	18		
2022年	3	1	-9	-12	-14	-10	-18	-21	-32	0	-1	11	9	18	17		
	6	2	-7	-10	-11	-10	-22	-19	-33	1	-1	10	12	17	18		
	9	0	-8	-10	-10	-11	-26	-22	-38	0	-3	9	12	16	17		
	12	0	-7	-12	-9	-14	-28	-41	-44	1	-4	7	12	16	17		
2023年	3	-4	-5	-14	-9	-14	-33	-24	-43	1	-4	5	11	14	17		
	6	-9	-5	-18	-9	-13	-34	-21	-43	1	-4	7	14	15	17		
	先行き	-7	-4	-16	-9	-15	-34	-26	-48	-1	-5	-	-	-	-		

出所:日本銀行「短観」より筆者作成。

小企業では製造業は減少、非製造業は横ばいとなった。概ね仕入れ価格判断の減少幅の方が販売価格判断の減少幅よりも大きく、企業が直面するコスト上昇圧力は和らいでいる予想される。

国内での製商品・サービス需給判断（「需要超過」－「供給超過」）は大企業製造業で－9と3月調査から減少、大企業非製造業は－5と変わらずであった。中小企業製造業は－18と4ポイント減少、中小企業非製造業は－9と変わらずであり、製造業の業況判断の改善が製造業の国内需給判断の改善につながってはいないことがわかる。

雇用人員判断・生産・営業用設備判断（「過剰」－「不足」）をみると、雇用人員判断は大企業製造業で－13、大企業非製造業で－34と雇用不足が続いている。投資の需給動向を示す生産・営業用設備判断は製造業は1、非製造業は－4と変わらずとなった。雇用・設備は2019年半ば頃の状況に引き続きあると判断できよう。

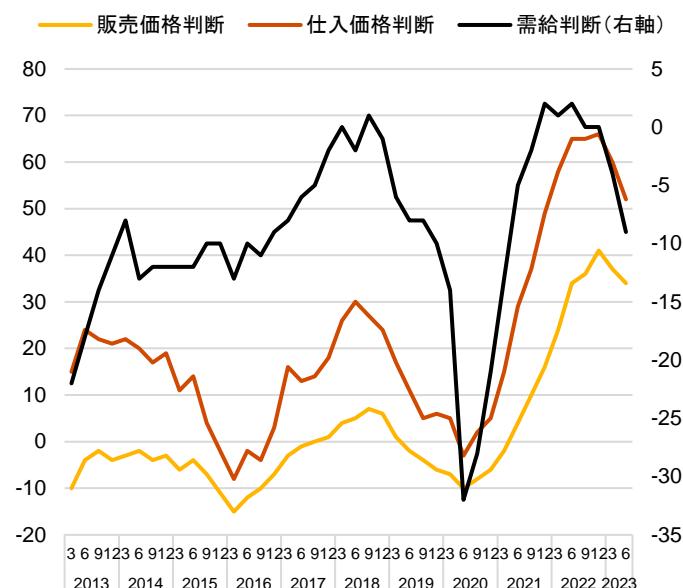
企業金融の動向として、資金繰り判断（「楽である」－「苦しい」）、金融機関の貸出態度判断（「緩い」－「厳しい」）をみると、資金繰り判断は製造業で7、非製造業は14とやや改善した。金融機関の貸出態度判断は製造業は15とわずかに改善、非製造業は17と横ばいである。企業金融の状況には大きな変化はない。

## 今後の物価動向の鍵を握るのは非製造業の価格判断・需給動向

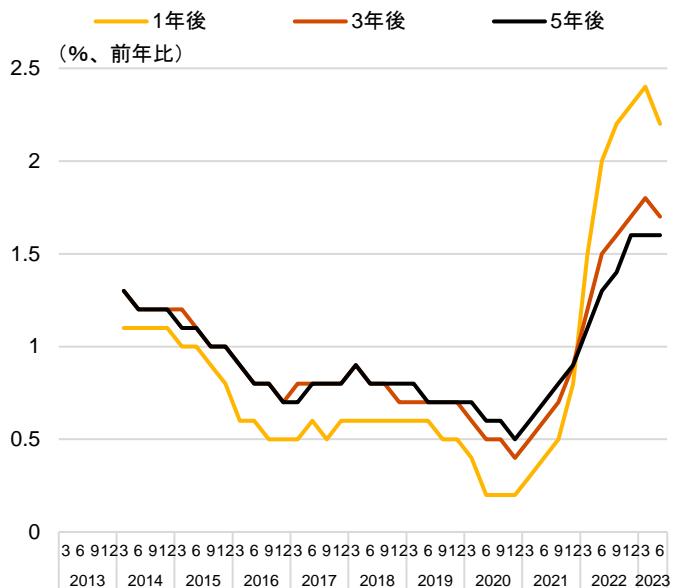
企業の物価見通しは全規模・全産業で1年後が2.6%、3年後が2.2%、5年後が2.1%となった。5年後の物価上昇率の見通しは3月に続き2%を超えており、エネルギー価格の低下もあってか1年後及び3年後の物価見通しは減少している。図表2は大企業製造業が直面している価格判断と需給判断につき2013年以降の動きを掲載している。2013年から2014年まで、2017年から2018年までの2つの局面と2021年以降を比べると、需給判断DIのプラス（需要超過）が続いている。かつ仕入れ価格判断の大幅上昇の下で販売価格判断も上昇したことが2021年以降の特徴である。そしてこのように価格判断の上昇と需給判断の改善が両立したことが、図表3の大企業製造業のみならず2021年以降の企業全体の物価見通しの上昇につながっていた。

ただしこの物価見通しの上昇につながった流れは既に逆流を始めつつあるように見える。つまり大企業製造業に関しては、販売価格判断、仕入価格判断、需給判断の3指標はピークを付け、低下基調が明確となっているということだ。他方で非製造業については、販売価格判断・需給判断は3月と同水準、仕入価格判断は低下といった状況下で、物価見通しの低下は製造業と比べてマイルドとなっている。今後は非製造業の動向が企業の物価見通しや物価全般の先行きに、より影響を及ぼしていくことになる。今後の物価動向の鍵を握るのは非製造業の価格判断・需給動向となるだろう。

図表2 価格判断と需給判断の推移（大企業製造業）



図表3 企業の物価見通し（大企業製造業）



出所：日本銀行「短観」より筆者作成。

## 2. 家計調査(2023年5月)－支出の減少が価格にも波及しつつある－

### 消費、可処分所得の減少の長期化・深刻化は続く

総務省から公表された5月の家計調査は、実質消費支出が前年比-4.0%、前月比では-1.1%、名目消費支出が前年比-0.4%、前月比で-1.0%となり、先月と同程度の悪化度合いとなった。実質消費に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費や通信、魚介類や肉類といった食料が実質消費の減少に寄与した一方で、授業料や教養娯楽サービスが実質消費の増加に寄与した。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、5月は前年比-7.4%と昨年10月以降8か月連続の前年比減少となり、減少度合いが加速している。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比-3.9%、実質で同一-7.4%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。実質可処分所得の減少が実質消費の減少に引き続き影響している。

図表1 家計調査の概要

(単位: %)

	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			
2021年	1	-6.8	-6.7	-6.0	-7.2	-2.2	77.5
	2	-7.1	2.0	-6.5	1.8	-0.5	63.0
	3	6.0	6.6	6.5	6.8	-0.6	87.5
	4	12.4	-0.4	13.9	0.3	4.1	77.0
	5	11.5	-1.8	12.5	-2.1	-3.1	86.4
	6	-4.9	-2.5	-4.3	-2.6	-13.6	38.8
	7	0.3	-1.1	0.7	-1.4	-3.7	56.2
	8	-3.5	-2.8	-3.0	-2.4	4.2	65.0
	9	-1.7	4.1	-1.9	3.5	2.2	75.9
	10	-0.5	3.0	-0.6	3.5	0.5	68.2
	11	-0.6	0.1	-1.3	-0.4	1.9	77.2
	12	0.7	0.7	-0.2	0.5	5.7	37.3
2022年	1	7.5	-0.3	6.9	-0.7	2.6	79.4
	2	2.2	-2.9	1.1	-3.4	0.1	63.3
	3	-0.8	4.2	-2.3	3.8	3.4	83.3
	4	1.2	1.2	-1.7	0.6	-3.6	78.8
	5	2.4	-1.0	-0.5	-1.4	-5.1	87.6
	6	6.4	1.1	3.5	1.1	-1.2	40.8
	7	6.6	-0.8	3.4	-1.0	-5.0	60.2
	8	8.8	-0.5	5.1	-0.9	-2.2	70.4
	9	5.9	1.1	2.3	0.8	0.1	77.7
	10	5.7	1.3	1.2	0.7	-1.9	70.0
	11	3.2	-0.1	-1.2	-0.4	-0.9	75.5
	12	3.4	-0.7	-1.3	-1.4	-1.7	37.2
2023年	1	4.8	3.1	-0.3	2.7	-2.8	81.8
	2	5.6	-2.8	1.6	-2.4	-1.0	64.4
	3	1.8	-0.6	-1.9	-0.8	-5.0	83.5
	4	-0.5	-0.4	-4.4	-1.3	-0.6	73.9
	5	-0.4	-1.0	-4.0	-1.1	-7.4	90.2

出所: 総務省より筆者作成。

総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する5月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は103.9(2020年=100)となり、4月から0.1%減少した。2022年9月以降、ほぼ横ばいの状況が続いている。2018年1月から2019年9月(2019年10月の消費税率引き上げ前のタイミング)までの平均値と4月の実質消費支出総額の水準を比較すると、まだ2%ほど、5月の実質消費支出総額が下回る状況である。消費の低迷は続いている。

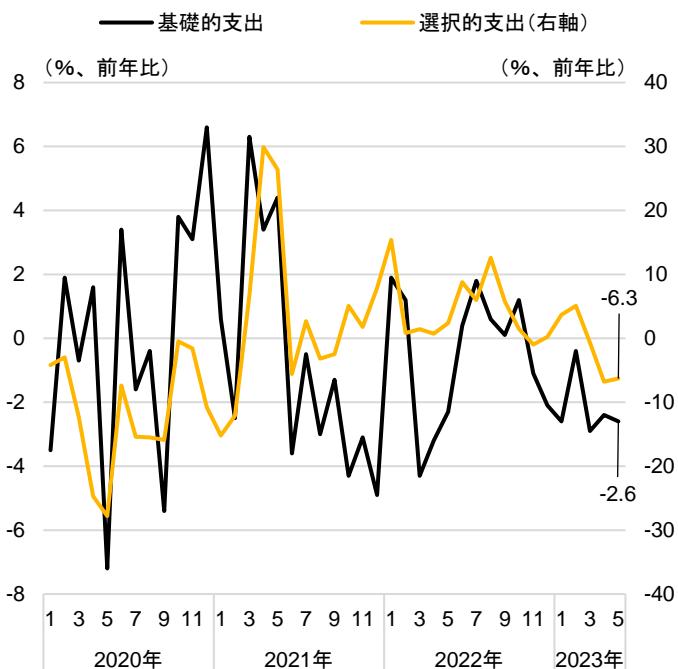
## 支出の減少が価格にも波及しつつある

総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出(必需品的なもの)と選択的支出(ぜいたく品的なもの)に分類し、各品目の支出金額を合算した金額と名目、実質の変化率を毎月公表している。支出弾力性とは、消費支出総額の変化率に対する各費目の変化率の比を指しており、この比が1未満、つまり消費支出総額の変化ほど毎月の支出額に変化がない品目を基礎的支出としている。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなどの支出が該当する。一方、選択的支出とは、支出弾力性が1以上の費目を言い、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

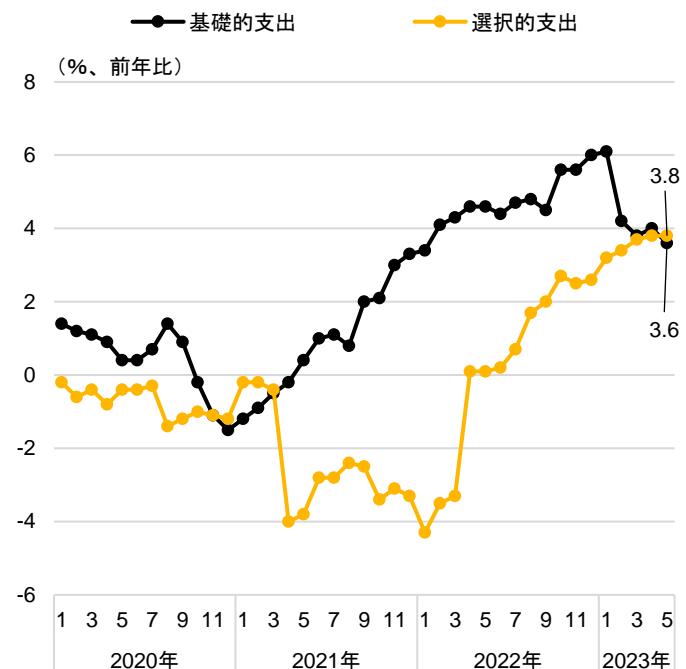
図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。2022年6月から10月までは両支出ともに増加を続けていたが、2022年11月以降、基礎的支出の前年比はマイナスとなり、2023年5月は-2.6%と3月、4月に続き2%台の落ち込みが続いている。選択的支出も2023年2月の同+5.1%から3月には-0.7%、4月は-6.8%、5月は-6.3%と、2021年2月以来の大幅減の状況が続いている。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、5月は同+3.8%とじわじわと伸びを弱めつつある。また、選択的支出の価格上昇率をみると、2022年4月以降プラスとなり、伸びを強めていたが、2023年5月は同+3.6%と伸び率がピークアウトしている。

先月のレポートで「価格上昇が続く中、支出額の減少が続ければ、価格上昇は早晚止まることになる」と述べたが、懸念は徐々に現実のものとなりそうだ。今年の春闘の結果を反映した賃上げ分が徐々に折り込まれていくことで実質可処分所得の減少が抑制され、支出額と価格の上昇の流れが維持できるかが今後のポイントと言えるだろう。

図表2 基礎的支出・選択的支出の実質前年比推移



図表3 基礎的支出、選択的支出の価格変化率



出所:総務省より筆者作成。

### 3. 景気動向指数(2023年5月分速報)－景気は緩やかながら改善基調を維持－

#### 「改善を示している」との判断は維持、今後の展開には要注意

内閣府から2023年5月の景気動向指数が公表された。今回公表分から基準年が2020年へと変更されるとともに、新たな基準年に基づいて遡及改訂されている。5月のCI速報値(2020年=100)は先行指数109.5、一致指数113.8、遅行指数106.1となった。先行指数は4月から1.4ポイント上昇して2か月連続の上昇、一致指数は4月と比較して0.4ポイント下降して4か月ぶりの下降、遅行指数は4月から0.6ポイント上昇して3か月連続の上昇となった。

一時的要因による振れの影響を除くため、3か月後方移動平均や7か月後方移動平均の前月差をみると、CI一致指数の3か月後方移動平均は4か月ぶりの下降、7か月後方移動平均は3か月連続の下降となった。遡及改訂の結果、3か月後方移動平均の前月差は2023年2月以降プラスであるため、CI一致指数に基づく景気判断は「足踏みを示している」から「改善を示している」と変更され、5月もその判断が維持されている。

ただ一致指数の動きは2023年2月以降上下しつつ推移していると言った方が良いだろう。図表1は一致指数の前月差と一致指数を構成する各指標の寄与度をみている。5月の前月差はマイナスとなったが、一致指数を構成する10指標のうち半分がマイナス、うち生産、出荷、輸出は大きめのマイナスとなっている。プラスとなった指標は寄与度の大きい順に、耐久消費財出荷、商業販売額(卸売業)、投資財出荷である。

今後の展開については、特に海外経済の減速の影響を受け、生産・出荷・輸出で弱めの数値が出てくる可能性もある。引き続き注意が必要だろう。

図表1 一致指数の推移とその内訳

	一致指数		生産指 数 (鉱工業)	鉱工業用 生産財 出荷指 数	耐久 消費財 出荷指 数	労働投入量 指 数 (調査産業計)	投資財 出荷指 数 (除輸送機械)	商業 販売額 (小売業)	商業 販売額 (卸売業)	営業利益 (全産業)	有効求人 倍率 (除学卒)	輸出数量 指 数	
	指 数	前 月 差											
		前月差の 寄与度											
2021年	7	109.4	-0.8	-0.20	-0.04	-0.24	-0.04	-0.27	0.23	-0.13	-0.10	0.15	-0.18
	8	107.0	-2.4	-0.45	-0.46	-0.61	-0.19	-0.03	-0.56	-0.09	-0.10	0.02	0.01
	9	104.9	-2.1	-0.45	-0.46	-0.62	0.09	-0.13	0.26	-0.18	-0.10	0.14	-0.62
	10	107.0	2.1	0.35	0.36	0.54	0.06	-0.00	0.14	-0.12	0.60	0.02	0.10
	11	111.6	4.6	0.73	0.79	0.92	0.04	0.22	0.10	0.40	0.59	0.28	0.57
	12	111.8	0.2	-0.21	-0.09	0.14	0.08	-0.01	-0.07	-0.29	0.56	0.15	-0.07
2022年	1	110.9	-0.9	-0.10	-0.33	-0.49	-0.06	0.10	-0.01	0.07	-0.24	0.28	-0.09
	2	111.2	0.3	0.19	0.33	0.29	-0.13	-0.16	-0.20	-0.04	-0.24	0.15	0.11
	3	111.5	0.3	-0.04	-0.05	-0.07	0.26	0.04	0.16	-0.10	-0.25	0.28	-0.00
	4	111.9	0.4	-0.05	-0.08	-0.11	0.08	0.25	0.25	-0.04	0.17	0.15	-0.25
	5	111.3	-0.6	-0.31	-0.32	-0.48	-0.10	-0.08	0.06	0.29	0.17	0.15	0.11
	6	113.8	2.5	0.56	0.52	0.70	0.25	0.25	-0.23	-0.13	0.16	0.29	0.08
	7	114.0	0.2	0.08	0.03	0.26	-0.28	0.19	0.10	-0.23	-0.09	0.15	-0.02
	8	115.2	1.2	0.20	0.00	-0.14	0.17	0.42	0.18	0.31	-0.09	0.43	-0.23
	9	114.6	-0.6	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.08	-0.10	-0.09	0.15	-0.01
	10	114.2	-0.4	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.21	0.08	0.29	0.01
	11	113.8	-0.4	0.00	-0.09	0.25	0.02	-0.28	-0.20	-0.10	0.08	0.15	-0.19
	12	113.5	-0.3	-0.08	-0.23	-0.08	0.00	0.15	0.14	-0.06	0.08	0.15	-0.36
2023年	1	111.5	-2.0	-0.44	-0.40	-0.07	-0.09	-0.61	0.13	-0.19	0.05	-0.11	-0.28
	2	114.2	2.7	0.51	0.58	0.34	0.17	0.53	0.24	0.09	0.05	-0.11	0.26
	3	114.1	-0.1	0.04	-0.05	0.44	0.07	-0.13	-0.04	-0.12	0.06	-0.25	-0.08
	4	114.2	0.1	0.11	0.07	0.01	-0.08	0.05	-0.21	-0.13	0.00	0.03	0.25
	5	113.8	-0.4	-0.28	-0.23	0.18	-0.02	0.14	0.08	0.17	0.00	-0.13	-0.25

出所:内閣府より筆者作成。

## 下げ止まりの動きが強まる先行指数

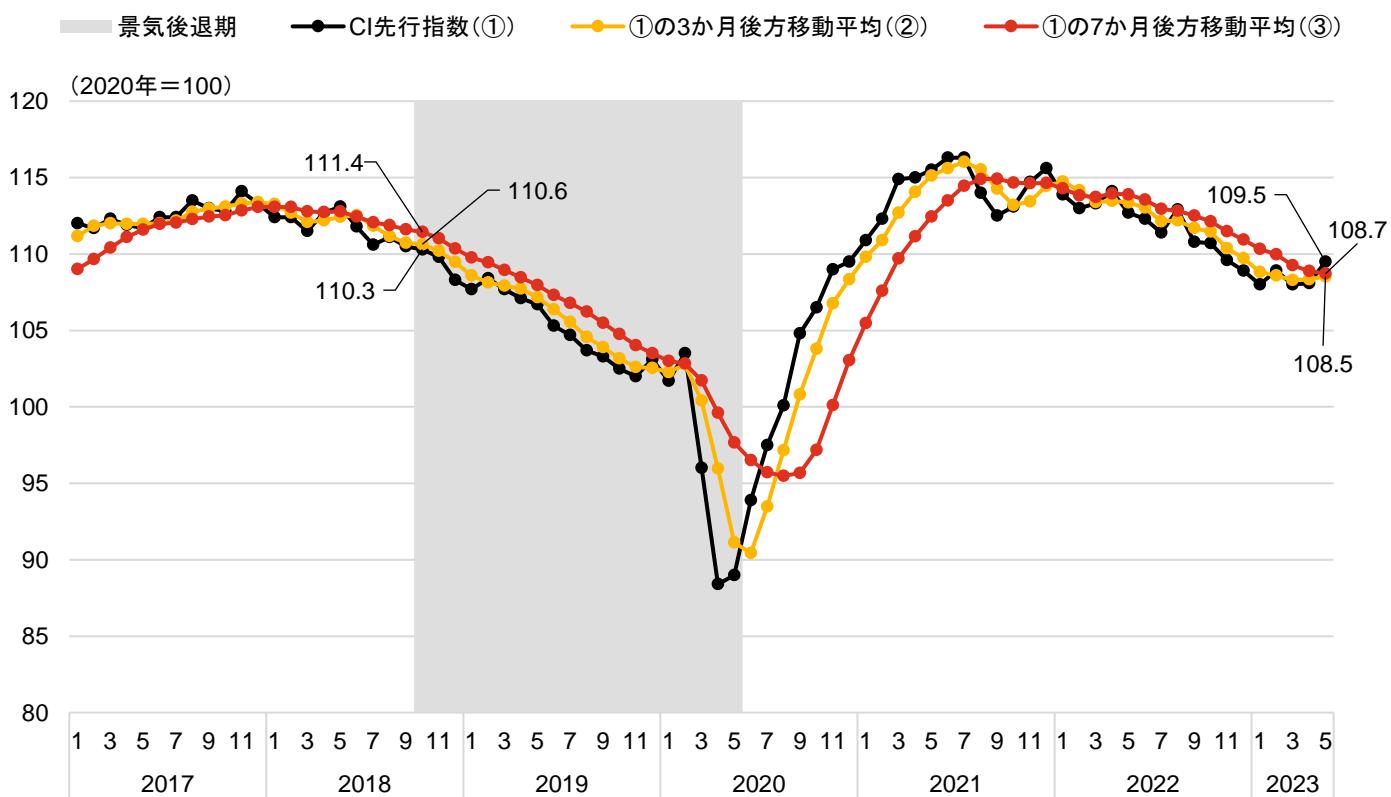
5月の先行指数の結果からは、3か月後方移動平均は0.20ポイント上昇し、2か月連続の上昇となり、7か月後方移動平均は0.18ポイント下降して、こちらは13か月連続の下降となった。先行指数は下げ止まりから増加基調が鮮明となってきている。

先行指数を構成する指標の動きをみると、新設住宅着工床面積、東証株価指数、消費者態度指数といった指標の改善が寄与している。他方で最終消費財在庫率指数、日経商品指数、中小企業売上げ見通しDIが減少に寄与した。

図表2は先月までのレポートと同じく、景気後退期(2018年10月から2020年5月まで)を含んだ形で、2017年から2023年5月までの先行指数の推移をみている。景気後退が始まった2018年10月のCI先行指数の値は110.3、3か月後方移動平均は110.6、7か月後方移動平均は111.4であった。

利上げを続ける欧米中央銀行、COVID-19 後の持ち直しに弱さがみられる中国経済、といった形で、外需の拡大に大きな期待を持てない中、物価や賃上げ動向、株価といった指標で 30 年ぶりの改善が観察される内需への期待が高まっている。先行指数の上昇がより鮮明となり、7 か月後方移動平均の上昇に結び付いていくようになれば、一致指数の上昇基調もより鮮明となっていくことが期待される。

図表2 先行指数の推移



出所:内閣府より筆者作成。

## 4. 国際収支統計(2023年5月): 経常収支は昨年後半6,000億円から、足元1.8兆へ3倍増

### 5月の国際収支: 経常収支は昨年後半6,000億円から、足元1.8兆へ3倍増

財務省から、2023年5月の国際収支統計が公表された(図表1)。5月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+1兆7,027億円となった。前月(4月)から1,969億円減少した。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-9,433億円と前月より5,888億円マイナス幅が拡大した。輸出が7兆8,166億円となり、前月より5,055億円、-6.1%の減少となった。輸入が8兆2,953億円となり、前月より4,072億円、-4.7%の減少となった。サービス収支は、-4,645億円となり、前月より-4,904億円減少した。これらの結果、貿易・サービス収支は-9,433億円となり、前月より5,888億円マイナス幅が拡大した。また、第一次所得収支は+2兆9,478億円となり、前月より2,717億円増加した。また、第二次所得収支が-3,019億円となり、前月より1,201億円マイナス幅が縮小した。5月の経常収支は、第一次・第二次所得収支でプラスとなったものの、貿易・サービス収支の減少幅がそれを上回り、前月比では減少となった。

経常収支のプラス幅は、2022年後半の+6,000億円程度から、2023年4月・5月平均の+1兆8,000億円まで3倍に拡大した。貿易収支のマイナス幅は3か月連続で1兆円を下回った。エネルギー価格下落による輸入減少、それを受けた貿易収支のマイナス幅縮小は一服しつつある。今後の貿易収支は、海外経済の減速、エネルギー価格動向、国内の消費動向を受けた輸入動向によって左右されよう。第一次所得収支は、2014~2019年では1.5~2.0兆円程度で推移していたが、2022年以降は海外での利上げや円安の効果などで2.2~3.5兆円程度で推移している。今後の経常収支の変動は、やや緩やかな動きとなる可能性がある。

図表1 経常収支(季節調整済み値)の内訳

(単位:億円)

		経常収支	貿易・サービス収支					第一次 所得収支	第二次 所得収支		
			貿易収支		輸出	輸入					
			貿易収支	サービス収支		第一次 所得収支					
2022年	4-6月期	10,688	▲ 15,910	▲ 12,306	81,899	94,205	▲ 3,604	28,550	▲ 1,952		
	7-9月期	3,443	▲ 25,038	▲ 18,577	85,050	103,627	▲ 6,461	30,244	▲ 1,764		
	10-12月期	8,230	▲ 20,592	▲ 17,205	85,528	102,733	▲ 3,387	31,244	▲ 2,422		
2023年	1-3月期	9,157	▲ 16,448	▲ 12,416	79,540	91,957	▲ 4,031	29,497	▲ 3,893		
	前期差	927	4,144	4,789	▲ 5,987	▲ 10,776	▲ 645	▲ 1,747	▲ 1,471		
2022年	5月	8,563	▲ 15,424	▲ 11,969	82,379	94,348	▲ 3,454	25,770	▲ 1,783		
	6月	13,949	▲ 18,424	▲ 15,243	83,675	98,918	▲ 3,181	34,159	▲ 1,786		
	7月	4,482	▲ 22,535	▲ 17,141	84,363	101,503	▲ 5,394	29,198	▲ 2,181		
	8月	221	▲ 29,030	▲ 19,702	84,946	104,648	▲ 9,328	30,682	▲ 1,431		
	9月	5,626	▲ 23,548	▲ 18,888	85,841	104,729	▲ 4,660	30,852	▲ 1,679		
	10月	▲ 3,419	▲ 24,998	▲ 20,742	87,841	108,583	▲ 4,256	24,369	▲ 2,789		
	11月	16,045	▲ 18,509	▲ 15,201	87,579	102,780	▲ 3,308	36,282	▲ 1,728		
	12月	12,064	▲ 18,269	▲ 15,673	81,163	96,836	▲ 2,596	33,081	▲ 2,748		
	平均 6,000億円 程度										
	2023年	1月	3,346	▲ 21,354	▲ 16,804	78,297	95,101	▲ 4,550	28,751	▲ 4,051	
	2月	13,277	▲ 14,668	▲ 10,737	80,220	90,957	▲ 3,931	32,341	▲ 4,396		
	3月	10,848	▲ 13,321	▲ 9,708	80,104	89,812	▲ 3,613	27,400	▲ 3,231		
	4月	18,996	▲ 3,545	▲ 3,804	83,221	87,025	259	26,761	▲ 4,220		
	5月	17,027	▲ 9,433	▲ 4,787	78,166	82,953	▲ 4,645	29,478	▲ 3,019		
	平均 1兆 8,000億円 程度										
	前月差	▲ 1,969	▲ 5,888	▲ 983	▲ 5,055	▲ 4,072	▲ 4,904	2,717	1,201		
	前月比		▲ 10.4	-	-	▲ 6.1	▲ 4.7	-	10.2		
	前年差	8,464	5,991	7,182	▲ 4,213	▲ 11,395	▲ 1,191	3,708	▲ 1,236		
	前年比	98.8	-	-	▲ 5.1	▲ 12.1	-	14.4	-		

注:四半期の数字は、月次の数字と比較しやすいうように、月平均で表示している。出所:財務省より筆者作成。

## サービス収支の動向：旅行収支の改善継続／その他業務サービスのマイナス傾向は継続

インバウンド需要やデジタル赤字が注目されるサービス収支を確認しておこう。5月単月のサービス収支（原数値）は一2,409億円（4月：-6,465億円）となり、うち輸送が-699億円（4月：-496億円）、旅行が+2,744億円（3月：+2,941億円）、輸送・旅行以外のサービスが-4,454億円（4月：-8,909億円）となった。趨勢的な動きをみるため、原数値を3か月移動平均でみたのが図表2である。5月の旅行収支は、+2,873億円となった。昨年10月以降の海外からの観光客増加を受けて、COVID-19拡大前である2019暦年平均の+2,252億円を上回りプラス幅を拡大している。一方、輸送・旅行以外のその他サービスは-5,134億円となり、2019暦年平均-2,425億円の2倍強のマイナスとなった。サービス収支は2019暦年平均の-902億円から、-2,954億円まで2,000億円以上のマイナス幅拡大となっている。旅行収支のプラス幅拡大が、輸送・旅行以外のその他サービスで打ち消されている。その結果、サービス収支のマイナス幅は縮小しているものの、そのペースは旅行収支の改善ほどではなくなっている。

次に図表3で「輸送・旅行以外のサービス収支」の内訳をみると、

- ① 知的財産は、海外子会社からの受取等で+700億～+2,800億円程度で推移し、2023年5月は+2,693億円、
- ② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2023年5月の-1,806億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大、
- ③ 通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億～-1,500億円程度の間のマイナス圏で推移し、5月は-1,362億円、
- ④ その他業務サービスは、-1,200億～-5,000億円のマイナス圏で推移し、2023年5月には-4,413億円となった。

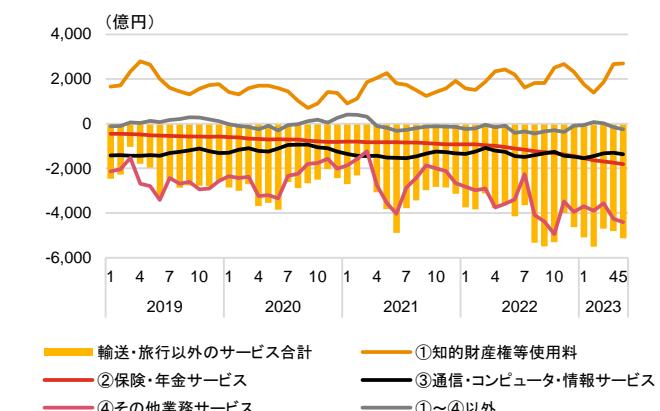
2021年以降はマイナス幅が拡大している。

更にその他業務サービスの内訳を図表4でみると、技術・貿易関連・その他の業務、研究開発が足元やや横ばいに転じている。その一方で、専門・経営コンサルティングについてはマイナス幅拡大ペースがやや加速しており、今後の日本経済の下押し要因となるのではないか、と懸念する指摘が増えている。確かに、上記の動きは短期的には海外技術やノウハウといったサービスの輸入という意味で、GDPの押し下げ要因となる。しかし、長期的には輸入した海外のサービスを日本企業の新技術の開発や生産性の向上につなげることができれば、将来のGDPの押し上げ要因ともなりうる。このため、こうした動きをサービス収支のマイナス幅拡大、GDP押し下げと悲観的にみるだけでなく、将来の技術革新や生産拡大につなげていくことが重要であるとの見方に変化はない。

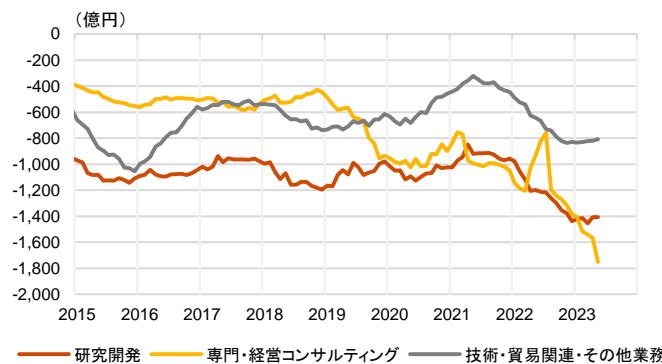
図表2 サービス収支の推移（3か月移動平均）



図表3 輸送・サービス以外のサービス収支推移（3か月移動平均）



図表4 その他業務サービスの内訳（12か月移動平均）



出所：財務省、日本銀行より筆者作成。

## 5. 企業物価指数(23年6月速報)－企業物価、輸出入物価ともに緩やかな減少基調が続く－

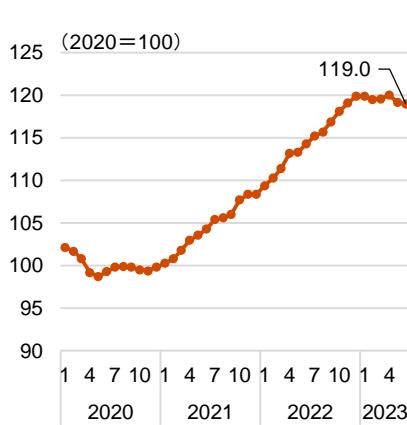
### 国内企業物価は緩やかな減少基調が続く

日本銀行から6月の企業物価指数が公表された。結果をみると、国内企業物価指数が前月比-0.2%(前年比+4.1%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.6%、円ベースで同+1.1%(前年比+0.4%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-3.1%、円ベースで同一-1.2%(前年比-11.3%)となった。輸入物価指数の前年比は3月に前年比一桁の伸びとなり、4月に減少に転じたが、6月は減少幅がさらに拡大している。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、ガソリン、軽油・重油などの石油・石炭製品(寄与度+0.19%ポイント)、非鉄金属(同+0.04%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、電力・都市ガス・水道(同一-0.35%ポイント)、化学製品(同一-0.07%ポイント)の影響が大きくなっている。今年後半も緩やかな前月比マイナスの状況が続ければ、来年以降企業物価指数は前年比マイナスとなっていくだろう。

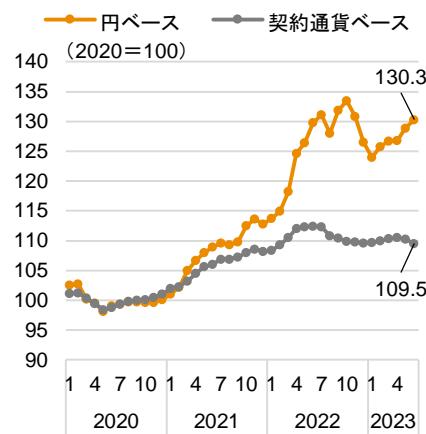
図表1 企業物価指数の概要

		国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数				(単位: %)	
				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	前月比	前年比
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	5.3	48.3	2.1	27.6		
	7	0.8	9.3	1.0	19.6	-0.1	5.1	2.8	49.2	1.1	26.3		
	8	0.4	9.6	-2.4	17.1	-1.3	3.6	-2.2	42.8	-1.1	22.0		
	9	1.0	10.3	3.0	20.1	-0.4	3.0	5.4	48.5	0.8	21.5		
	10	1.0	9.7	1.2	18.7	-0.5	1.8	-0.1	42.3	-2.1	16.5		
	11	0.8	9.9	-2.0	15.1	-0.1	1.1	-5.4	28.0	-2.8	8.4		
	12	0.7	10.6	-3.3	12.1	-0.2	1.3	-4.6	22.2	-0.6	7.5		
2023年	1	0.0	9.6	-2.0	9.1	0.1	1.2	-4.5	17.0	-1.8	6.5		
	2	-0.3	8.3	1.5	9.5	0.3	0.6	0.9	15.1	-0.6	3.5		
	3	0.1	7.4	0.7	7.2	0.3	-0.2	-1.6	9.4	-2.1	0.1		
	4	0.3	6.0	0.1	1.8	0.2	-1.3	-3.0	-3.7	-2.8	-7.4		
	5	-0.7	5.2	1.7	2.0	-0.3	-1.9	2.0	-5.6	-0.3	-9.7		
	6	-0.2	4.1	1.1	0.4	-0.6	-2.6	-1.2	-11.3	-3.1	-14.3		

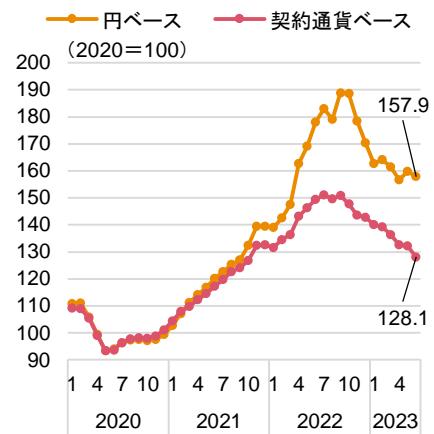
図表2 国内企業物価指数の推移



図表3 輸出物価指数の推移



図表4 輸入物価指数の推移

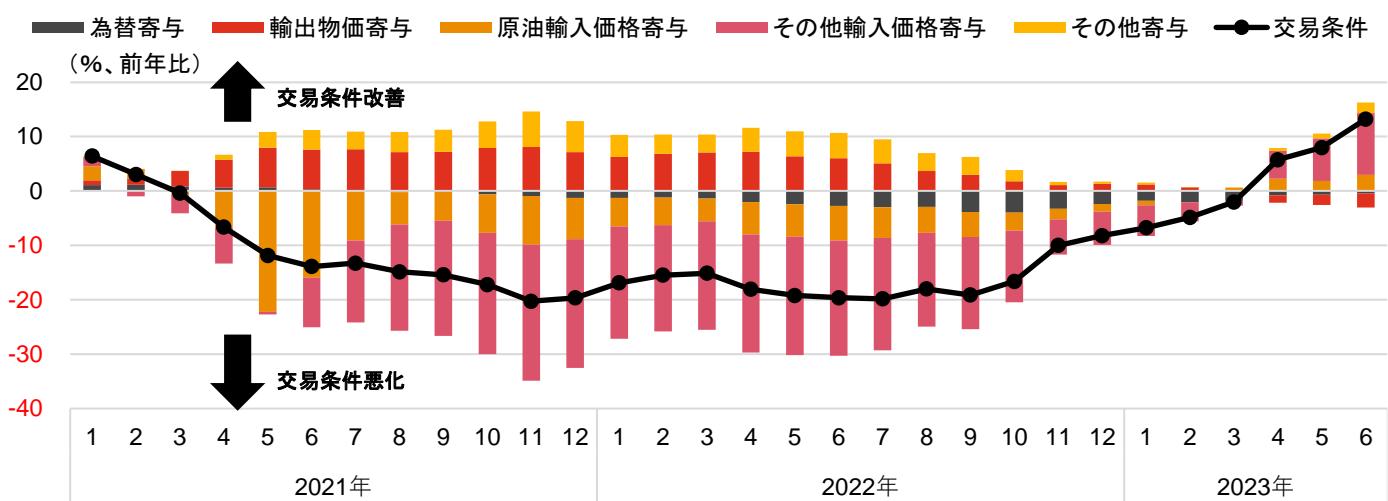


出所:日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

## 交易条件の改善度合いは前年比2桁に

図表5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いたが、2023年6月は先月からさらにプラス幅を拡大して前年比+13.2%となった。2023年6月の交易条件変化の内訳をみると、その他輸入価格の寄与が11.4%ポイント、原油輸入価格の寄与が3.0%ポイント(プラスは輸入価格の低下を示す。いずれも逆符号)と、輸入価格の減少が交易条件の前年比増に寄与している。今後も輸入価格の減少が交易条件を改善させる流れは続くだろう。

図表5 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」より筆者作成。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。

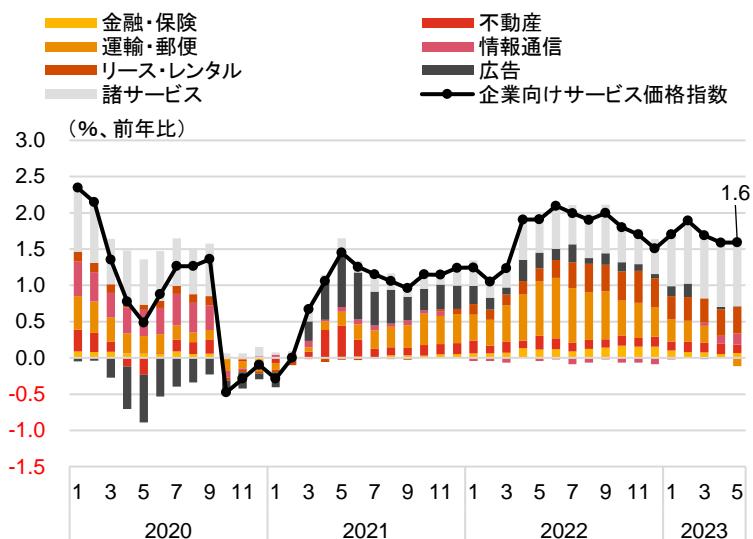
## 企業向けサービス価格指数の伸びが今後強まるかが注目点

企業向けサービス価格指数は、企業間で取引されるサービスについての物価指数である。これは需給ギャップとの相関が高く、景気変動に対し敏感に動く傾向が強いことが知られている。図表6は企業向けサービス価格指数の前年比を折れ線グラフで、企業向けサービス価格指数を構成する各サービスの寄与度を棒グラフで示したものである。5月の総平均は4月と変わらず前年比+1.6%となった。

動きをみると、企業向けサービス価格指数は2022年5月以降、前年比+1.5%から+2.1%のレンジで推移しており、この上昇には、「諸サービス」の伸びが寄与している。「諸サービス」の内訳をみると、特に自動車整備、機械修理、職業紹介サービスといったサービスの価格が上昇している。

需給ギャップが需要超過へと転換するには、企業向けサービス価格がさらに伸びを強めていくことが必要だ。5月は下げ止まったが、6月以降企業向けサービス価格の伸びが強まるかどうかが注目である。

図表6 企業向けサービス価格前年比と各サービスの寄与度の推移



出所:日本銀行「企業向けサービス価格指数」より筆者作成。

## 6. 機械受注統計(2023年5月)－非製造業の落ち込みにより、コア受注が減少－

### 機械受注:非製造業が落ち込み、コア受注が減少

内閣府から、2023年5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-2.9%となり、2か月ぶりの減少となった。内閣府は「足踏みがみられる」との基調判断を維持した。次に各需要者別に確認しておこう。

- ①「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、5月に前月比-7.6%となり、2か月ぶりの減少となった。民需を業種別にみると、製造業からの受注は同+3.2%と3か月ぶりの増加となった。製造業の17業種中、造船業、石油製品・石炭製品等の7業種で増加した。一方、繊維工業、非鉄金属等の10業種で減少した。船舶・電力を含む非製造業は、5月に同一-3.7%となり、2か月ぶりの減少となった。非製造業12業種のうち、増加したのは電力業、不動産業、建設業の3業種にとどまり、金融業・保険業、リース業、卸売・小売業等の9業種で減少した。金融業・保険業、運輸業・郵便業で前月に大幅に増加していた反動減が出た面もあるものの、それ以外の業種も幅広く減少している。また、図表1にある5月の船舶・電力を除く非製造業でみても、-19.4%と大幅な減少となり、コア民需を押し下げた。
- ②「官公需」は、5月は同+8.9%(4月:同+6.8%)となり、2か月連続で増加した。防衛省・運輸業で増加し、地方公務・「その他官公需」で減少した。
- ③「外需」は、5月は同+12.0%(4月:同+12.3%)と2か月連続で2桁台の伸びとなった。鉄道車両、原動機等で増加し、重電器、工作機械等で減少した。
- ④「代理店」は、5月は同一-20.4%となり3か月ぶりに減少した(4月:同+8.6%)。道路車両、産業機械等で増加し、重電機、産電子・通信機械等で減少した。

以上のように、5月は前月と比べて官公需、外需で増加、コア民需、代理店で減少となった。

図表1 機械受注(季節調整済み値)の推移

(前期(月)比、%)

		受注額合計	民需		製造業	非製造業 (船舶・電力を除く)	②官公需	③外需	④代理店
			①(船舶・電力を除く)						
2022年	4-6月期	16.6	9.5	6.7	5.7	6.9	4.0	22.6	10.4
	7-9月期	▲9.3	▲1.9	▲1.6	▲2.8	▲0.4	▲8.4	▲12.8	▲3.7
	10-12月期	▲1.0	▲8.3	▲4.7	▲10.6	2.1	▲3.6	2.4	1.4
2023年	1-3月期	▲8.7	7.1	2.6	1.9	3.2	19.9	▲21.4	0.1
	4-6月期(見通し)	6.3	2.8	4.6	▲0.6	9.2	9.3	8.7	▲5.0
2022年	2月	▲9.5	▲1.4	▲8.1	▲0.5	▲11.0	▲4.8	▲0.6	▲14.8
	3月	3.7	▲3.5	6.3	6.1	9.7	43.6	▲14.5	18.8
	4月	27.6	18.5	8.4	5.9	6.8	▲7.0	46.0	2.6
	5月	▲11.3	▲7.5	▲4.5	▲7.6	▲3.7	▲14.0	▲9.2	5.8
	6月	▲0.6	0.2	0.6	3.9	1.4	▲0.5	▲0.7	▲6.6
	7月	▲0.4	5.9	3.8	▲4.6	11.2	▲11.4	▲2.3	▲3.2
	8月	▲6.2	▲4.6	▲4.6	6.3	▲16.6	16.2	▲14.7	1.9
	9月	▲1.8	▲6.3	▲3.2	▲6.3	3.5	▲3.8	9.0	2.9
	10月	0.8	▲1.1	3.5	▲4.1	9.0	0.3	▲2.1	▲1.4
	11月	0.2	▲1.1	▲6.7	▲8.0	▲2.1	▲5.0	1.2	0.4
	12月	4.7	▲2.8	0.3	2.5	▲3.2	▲8.5	10.5	0.1
2023年	1月	▲10.2	12.0	9.5	▲2.6	19.5	5.4	▲25.2	2.8
	2月	▲0.8	3.1	▲4.5	10.2	▲14.7	45.8	2.3	▲6.8
	3月	▲2.8	▲12.3	▲3.9	▲2.4	▲4.5	▲15.5	▲10.5	5.4
	4月	11.5	8.5	5.5	▲3.0	11.0	6.8	12.3	8.6
	5月	▲2.9	▲5.3	▲7.6	3.2	▲19.4	8.9	12.0	▲20.4

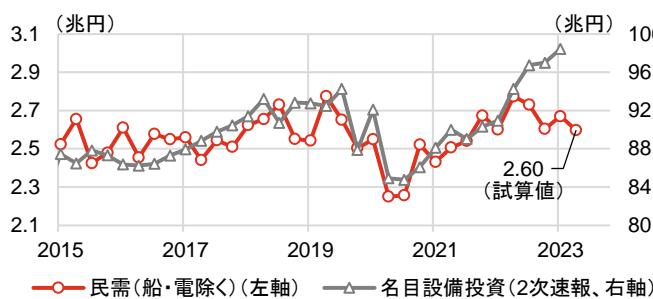
出所:内閣府より筆者作成。

## 4-6ヶ月の見通し：非製造業の落ち込みを警戒／官公需の増加継続／外需の反発

改めて、各指標の先行指標等の内容を確認しておこう。

- ① コア受注(船・電を除く民需)(図表2)は、GDPベースの名目設備投資の先行指標とされている。簡易的に4-6ヶ月の同指標を検討するために、仮に6月の伸びがゼロ%と仮定した場合の4-6ヶ月のコア受注は2兆5,973億円、1-3ヶ月期からの伸びは-2.7%となった。同様に試算した4-6ヶ月の製造業は前期比+0.0%、船・電を除く非製造業は同一-8.2%となった。過去の動きを振り返ると、製造業は2022年10-12ヶ月期に同一-10.6%と大きく落ち込んだ後、2023年に入ってから横ばいでの推移となっている。一方、非製造業は、2022年4-6ヶ月期+6.9%となって以降、7-9ヶ月期こそ-0.4%と微減となつたものの、COVID-19の影響緩和やインバウンド需要の回復期待などにより、10-12ヶ月期は+2.1%、2023年1-3ヶ月期は+3.2%と増加基調にあった。このため、4月・5月の落ち込みが、これまでの非製造業の設備投資増加基調の一服を示すものなのかも慎重にみていく必要があろう。
- ② 「官公需」(図表3)は、名目公的資本形成の先行指標とされる。コア受注と同様に、6月の伸びをゼロとすると、4-6ヶ月の官公需は、1兆89億円となり、1-3ヶ月期から前期比+11.8%と大幅な伸びとなった。1-3ヶ月期の同+19.9%に続き、2・四半期連続で2桁の伸びが継続している。
- ③ 「外需」(図表4)は、GDPベースの名目輸出の先行指標とされる。同様に6月の前月比をゼロとした場合の4-6ヶ月の外需は、+3兆5,900億円、前期比+11.8%となり、前期の同一-21.4%から反発が見込まれる。
- ④ 「代理店」(図表5)は、中小企業の設備投資の先行指標とされる。同様に6月の前月比をゼロとした場合の4-6ヶ月の代理店は3,537億円程度となった。前期比では-1.3%となり、中小企業の設備投資はやや減少することが示唆されている。5月の機械受注結果は、非製造業の落ち込みにより、コア民需が2か月ぶりのマイナスとなった。この動きが昨年来の非製造業の回復基調が変化したものかが注目される。外需は反発が見込まれるが、これまでの利上げの影響による欧米経済の減速、中国経済の回復の遅れといった下振れリスクもある点にも注意していくべきであろう。そうした中で、官公需は下支え要因となることが見込まれる。

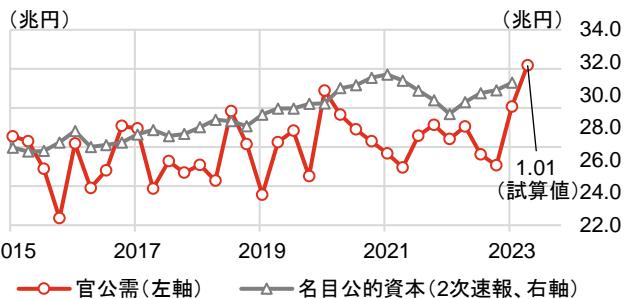
図表2 ① 民需(船舶・電力除く)と設備投資の推移



注:4-6ヶ月の民需(船舶・電除く)は、6月の前月比の伸びをゼロ%とした場合の試算値。

出所:内閣府より筆者作成。

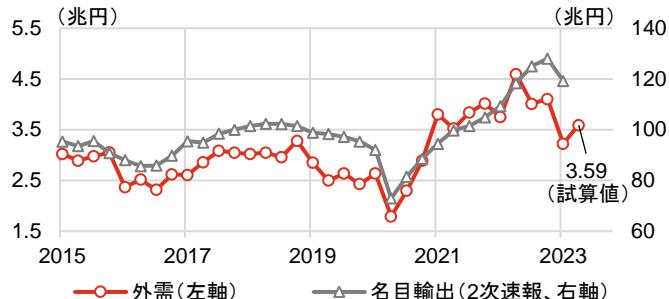
図表3 ② 官公需と公的資本形成の推移



注:4-6ヶ月の官公需は、6月の前月比の伸びをゼロ%とした場合の試算値。

出所:内閣府より筆者作成。

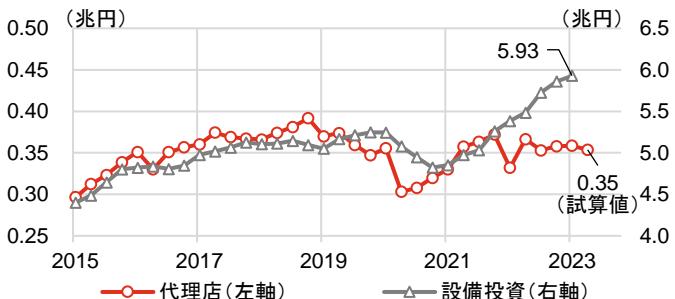
図表4 ③ 機械受注における外需と輸出の推移



注:4-6ヶ月の外需は、6月の前月比の伸びをゼロ%とした場合の試算値。

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:4-6ヶ月の代理店は、6月の前月比の伸びをゼロ%とした場合の試算値。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。

## 7. 貿易収支(通関統計)(2023年6月)－自動車が牽引する輸出増、中国向け半導体輸出動向－

### 輸送用機器(自動車)が牽引する輸出増、エネルギー輸入減少を受けた輸入減少が継続

財務省から、2023年6月の貿易統計が公表された(図表1)。輸出金額(名目、原数値)は8兆7,441億円となり、前年比+1.5%の伸びとなった。財別では、輸送用機器が前年比+38.0%と増加し、輸出を寄与度+6.9%ポイント押し上げた。電気機器が同一-6.3%と6か月連続の減少、一般機械は同一-1.5%と3か月連続の減少となった。輸入金額(同)は8兆7,010億円となり、前年比-12.9%と3か月連続で減少した。主因は、原油等のエネルギー関係の輸入減少。原油及び粗油、液化天然ガス等の鉱物性燃料が同一-33.2%と大幅に減少し、3か月連続のマイナスとなった。輸入-12.9%のうち、9.2%ポイントの押し下げ要因となった。貿易収支は、+430億円となり23か月ぶりのプラスとなった。

### 米国・欧州向け輸出は自動車が牽引／中国向け輸出は7か月連続のマイナス

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。6月の米国向けは対前年比+11.7%となった。商品別にみると、自動車を含む輸送用機器が寄与度+12.7%ポイントとなった。化学製品、鉱物性燃料が減少した。6月のEU向けは、同+15.0%となった。商品別には輸送用機器が+13.0%ポイントと増加のほとんどを占めたのは米国と同様である。それ以外では、一般機械、原料別製品も増加した。欧米では利上げの影響による経済減速が懸念されているが、輸送用機器を中心に堅調な推移が継続している。一方、中国向けは、同一-11.0%と減少し、昨年12月から7か月連続でのマイナスとなった。商品別の寄与度をみると、電気機器、原料別製品で減少している。中国の内需の落ち込みを反映した弱い動きが継続しているといえよう。また、中国以外のアジア向けは、前年比-7.0%となり、3か月連続の減少となった。中国経済の弱さが、中国・中国以外のアジア向け輸出全般の弱さに波及しているといえよう。

図表1 貿易収支の推移

	名目(兆円)			名目・前年比(%)								輸入総額					
	輸出	輸入	収支	輸出総額													
				地域別				商品別									
				米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械	電気機器		鉱物性燃料	電気機器	化学製品			
2021年	6月	7.2	6.9	0.4	48.6	85.7	51.1	27.7	43.8	68.1	42.0	41.8	32.9	87.9	28.2	11.4	
	7月	7.4	6.9	0.4	37.0	26.8	46.1	18.9	42.2	44.8	35.8	30.8	28.2	80.0	21.8	20.9	
	8月	6.6	7.3	▲0.7	26.2	22.8	29.9	12.6	35.4	11.5	31.7	17.1	44.9	106.0	24.2	61.1	
	9月	6.8	7.5	▲0.6	13.0	-3.3	12.1	10.3	28.5	-24.5	23.7	14.4	38.7	91.7	33.4	53.4	
	10月	7.2	7.3	▲0.1	9.4	0.3	12.1	9.6	18.5	-28.7	22.9	10.5	27.1	91.2	11.2	26.7	
	11月	7.4	8.3	▲1.0	20.5	10.0	16.4	16.0	30.4	4.3	22.6	14.3	44.1	144.7	9.9	48.8	
	12月	7.9	8.5	▲0.6	17.5	22.1	9.7	10.8	20.5	10.2	17.6	15.0	41.4	122.8	26.7	44.8	
2022年	1月	6.3	8.6	▲2.2	9.5	11.4	16.1	-5.4	13.0	-0.5	6.9	8.4	39.0	83.5	27.5	50.0	
	2月	7.2	7.9	▲0.7	19.1	16.0	8.8	25.8	24.9	4.3	19.7	15.9	34.6	80.3	15.5	59.9	
	3月	8.5	8.9	▲0.5	14.7	23.8	16.7	2.9	18.5	-1.2	15.8	15.6	31.9	82.5	15.6	43.0	
	4月	8.1	8.9	▲0.9	12.5	17.5	19.2	-5.9	20.3	4.8	6.6	8.7	28.3	110.3	7.3	27.0	
	5月	7.3	9.6	▲2.4	15.8	13.7	10.5	-0.3	28.5	-5.4	13.2	11.1	48.5	148.9	36.3	25.3	
	6月	8.6	10.0	▲1.4	19.2	15.7	22.2	7.4	25.9	3.4	14.3	17.1	45.6	137.8	32.6	33.9	
	7月	8.8	10.2	▲1.4	19.0	14.0	31.7	12.8	26.1	14.6	17.3	13.8	46.9	125.9	31.2	28.4	
	8月	8.1	10.9	▲2.8	22.0	33.8	16.7	13.4	20.9	30.8	17.0	13.0	49.3	119.5	38.4	26.8	
	9月	8.8	10.9	▲2.1	28.9	45.2	33.2	17.0	22.6	75.0	23.8	19.5	45.8	117.0	38.4	34.4	
	10月	9.0	11.2	▲2.2	25.3	36.5	28.1	7.7	21.9	61.4	17.6	17.9	53.6	108.0	45.5	52.9	
	11月	8.8	10.9	▲2.0	20.0	32.6	32.0	3.5	16.4	33.8	18.9	11.4	30.3	60.7	24.1	32.5	
	12月	8.8	10.2	▲1.5	11.5	16.9	27.0	-6.2	10.4	14.5	13.2	6.2	20.8	44.2	8.7	30.2	
2023年	1月	6.6	10.1	▲3.5	3.5	10.4	9.5	-17.1	2.3	9.2	4.5	-1.5	17.6	48.1	11.3	1.9	
	2月	7.7	8.6	▲0.9	6.5	14.9	18.6	-10.9	4.0	16.1	1.4	-1.7	8.5	19.4	15.6	-2.1	
	3月	8.8	9.6	▲0.8	4.3	9.4	5.1	-7.7	2.5	23.0	1.7	-4.5	7.4	13.2	8.8	-15.0	
	4月	8.3	8.7	▲0.4	2.6	10.5	11.8	-2.9	-8.0	19.8	-0.1	-4.3	-2.3	-17.7	12.9	-3.7	
	5月	7.3	8.7	▲1.4	0.6	9.4	16.6	-3.4	-10.4	38.9	-3.6	-8.0	-9.8	-27.2	-2.2	-13.1	
	6月	8.7	8.7	0.0	1.5	11.7	15.0	-11.0	-7.0	38.0	-1.5	-6.3	-12.9	-33.2	-7.8	-13.6	

出所:財務省より筆者作成。

## 中国向け半導体製造装置は金額ベースで横ばい、数量ベースでは減少傾向

中国向けの半導体関連輸出については、一部で規制が導入され、その動向が注目されている。そこで関連する輸出項目をみておこう。中国向けの半導体等電子部品は前年比-12.8%で、輸入を-1.0%ポイント押し下げた。中国向けの半導体等製造装置の輸出は、6月は前年比+7.6%となり、寄与度+0.5%ポイントとなった。やや長めに、半導体製造装置の金額ベース(図表2)での推移をみると、2021年以降、1,000億円／月前後で推移している。一方、数量ベース(図表3)でみると、2021年初の7,000トンから減少傾向にあり、2023年6月には4,000トンとなっている。金額が横ばい傾向である一方、数量は減少傾向にあり、単価の高い装置が輸出されているのか、輸出規制の影響がどのように影響しているのかを慎重にみていく必要があろう。

## 季節調整、実質でみた貿易収支・輸出入の動向

次に貿易収支の動きを、財務省の季節調整値でみると、6月の輸出は8兆2,692億円(前月比+3.3%)、輸入は8兆8,224億円(同+0.5%)となった。この結果、貿易収支は-5,532億円のマイナスとなった。2021年12月以来の水準にマイナス幅が縮小した。これまでの流れを振り返ると、貿易収支は2021年6月よりマイナスとなり、エネルギー価格の上昇を主因に2022年7月～10月には2兆円強までマイナス幅が拡大した。その後、エネルギー価格の落ち着きを受けたマイナス幅の縮小傾向が継続している。原数値でみられた貿易収支のマイナス幅縮小傾向は、季節調整済みの値をみても確認できる。

足元の輸出入は価格変化の影響を大きく受けているため、日本銀行の公表する物価の影響を除いた実質輸出入指数(季節調整済値)を確認しておこう。6月の実質輸出(図表4)は、前月比+5.4%(前月-3.5%)となった。2015年を100とした指数は6月に115.8となり、2021年7月以来の高水準となった。また、実質輸入(図表5)は、前月比+2.7%となった。前月に-6.1%とやや大幅な落ち込みとなったことの反動増が出た面があろう。図表5から明らかなように基調としては、昨年10月以来の減少傾向が継続している。また、4-6月期の実質輸出は、前四半期比+2.7%となり、前期の-3.4%の減少分を相当程度取り戻した。1-3月期は中国向け輸出の減少が大きく、4-6月期もその傾向は継続したものの、欧米向け輸出の増加が寄与した。4-6月期の実質輸入は、前期比-1.1%となった。1-3月期の同一-5.1%よりも落ち込み幅がマイルドになった。4-6月期における財の純輸出は、GDPを押し上げる方向に寄与しよう。

図表2:中国向け半導体製造装置の輸出金額



注:後方6か月移動平均、出所:財務省より筆者作成。

図表3:中国向け半導体製造装置の輸出数量



注:後方6か月移動平均、出所:財務省より筆者作成。

図表4 実質(季節調整済み)の輸出



出所:日本銀行より筆者作成。

図表5 実質(季節調整済み)の輸入



出所:日本銀行より筆者作成。

## 8. 消費者物価指数(全国、2023年6月)－電気代値上げの影響で総合指数は再び伸びを強める－

### 電気代値上げの影響でエネルギー価格の下落幅はマイルドとなり、総合は再び伸びを強める

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2023年6月)は総合で前年比+3.3%、生鮮除く総合で同+3.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+4.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.6%となった。品目別にみると、からあげ等の調理食品、ハンバーガーなどの外食、火災・地震保険料などが含まれる設備修繕・維持といった費目での価格上昇が物価の押し上げに寄与している。エネルギーは前年比-6.6%と下落は続くものの、電力各社が申請した値上げが認可された影響もあって、下落幅は縮小した。生鮮エネ除く総合の前年比は5月からわずかに伸びを弱めたが、前月比伸び率はプラスを維持していることからすると、物価上昇率がピークアウトしたとみるのはまだ早いだろう。引き続き今度の動向に要注目である。

図表1 消費者物価指数(全国)の概要

		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	前年比
2021年	1	-0.7	0.5	-0.7	0.4	0.0	0.5	0.1	-8.7		
	2	-0.5	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	-7.3		
	3	-0.4	0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	-4.5		
	4	-1.1	-0.9	-0.9	-1.1	-0.9	-1.3	-1.2	0.4		
	5	-0.8	0.3	-0.6	0.3	-0.9	0.1	-1.1	3.9		
	6	-0.5	0.3	-0.5	0.1	-0.9	0.1	-1.1	4.3		
	7	-0.3	0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.2	-0.8	5.8		
	8	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.1	-0.7	5.5		
	9	0.2	0.4	0.1	0.1	-0.5	0.1	-0.8	7.4		
	10	0.1	-0.3	0.1	-0.1	-0.7	-0.3	-1.2	11.3		
	11	0.6	0.3	0.5	0.3	-0.6	0.1	-1.2	15.6		
	12	0.8	0.1	0.5	0.1	-0.7	0.0	-1.3	16.4		
2022年	1	0.5	0.2	0.2	0.2	-1.1	0.1	-1.9	17.9		
	2	0.9	0.5	0.6	0.3	-1.0	0.2	-1.8	20.5		
	3	1.2	0.4	0.8	0.3	-0.7	0.2	-1.6	20.8		
	4	2.5	0.3	2.1	0.2	0.8	0.2	0.1	19.1		
	5	2.5	0.2	2.1	0.2	0.8	0.2	0.2	17.1		
	6	2.4	0.2	2.2	0.2	1.0	0.2	0.2	16.5		
	7	2.6	0.4	2.4	0.4	1.2	0.4	0.4	16.2		
	8	3.0	0.3	2.8	0.4	1.6	0.3	0.7	16.9		
	9	3.0	0.4	3.0	0.4	1.8	0.3	0.9	16.9		
	10	3.7	0.4	3.6	0.4	2.5	0.3	1.5	15.2		
	11	3.8	0.4	3.7	0.4	2.8	0.3	1.5	13.3		
	12	4.0	0.3	4.0	0.4	3.0	0.2	1.6	15.2		
2023年	1	4.3	0.4	4.2	0.3	3.2	0.4	1.9	14.6		
	2	3.3	-0.6	3.1	-0.7	3.5	0.4	2.1	-0.7		
	3	3.2	0.3	3.1	0.3	3.8	0.5	2.3	-3.8		
	4	3.5	0.6	3.4	0.5	4.1	0.5	2.5	-4.4		
	5	3.2	0.0	3.2	0.0	4.3	0.3	2.6	-8.2		
	6	3.3	0.2	3.3	0.4	4.2	0.2	2.6	-6.6		

出所: 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算された値。

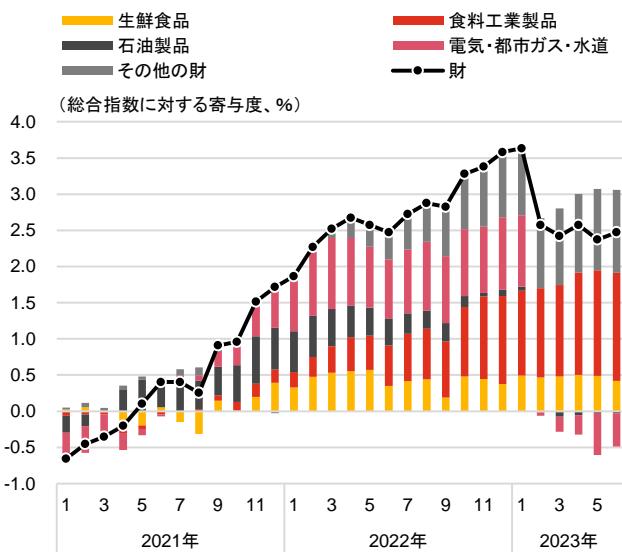
## ヒストグラムは6%以上の価格上昇率を示す品目割合がさらに厚みを増す形状へ

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、財の寄与度は再び拡大して+2.5%ポイントとなった。エネルギー価格の動きを反映する形で電気・都市ガス・水道の寄与度がマイナス幅を弱めたことが影響している。サービスの寄与度は+0.8%ポイントであったが、小数点第二位までの値をみると、+0.79%ポイントであり、5月の+0.84%ポイントからやや低下している。外食、家事関連、その他のサービスの寄与度がわずかではあるが縮小したことが影響した。

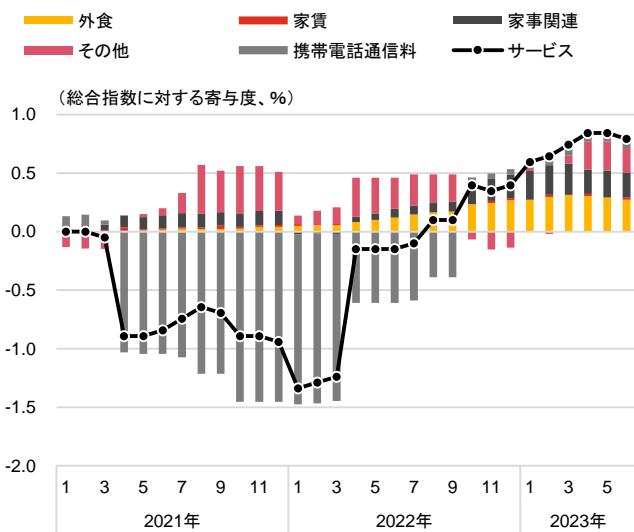
図表4・図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いて比較している。2022年12月と2023年6月の品目別変動分布を比較すると(図表4)、6月の品目別変動分布は6%以上の価格上昇率を示す品目の割合が増加して、全体的に10%以上の価格上昇率を占める品目の厚みが増している。図表5は、生鮮・エネ除く総合(日銀型コアコア)が前年比+2.1%、食料・エネ除く総合(欧米型コア)が同+2.3%であった1992年12月と2023年6月の品目別変動分布を比較している。図表からもわかるとおり、1992年時点と比較して、6月の結果は6%以上の価格上昇率を示す財・サービスの割合が高いことが特徴だが、5月と比べても6%以上の価格上昇率を示す割合の厚みが増している。

6月の価格変動分布をみると、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、6%以上の価格上昇を示す割合が厚みを増しながら、10%以上の価格上昇を示す品目割合が最も高い形に変化している。ヒストグラムの形状が釣鐘型に戻っていくタイミングがいつになるのかはまだ見えていない。

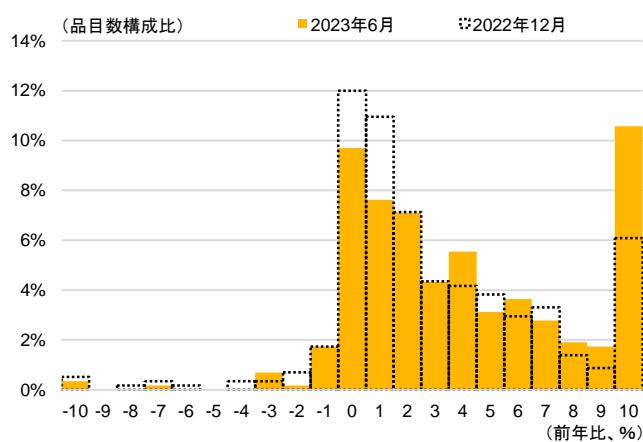
図表2 消費者物価指数(財)の寄与度推移



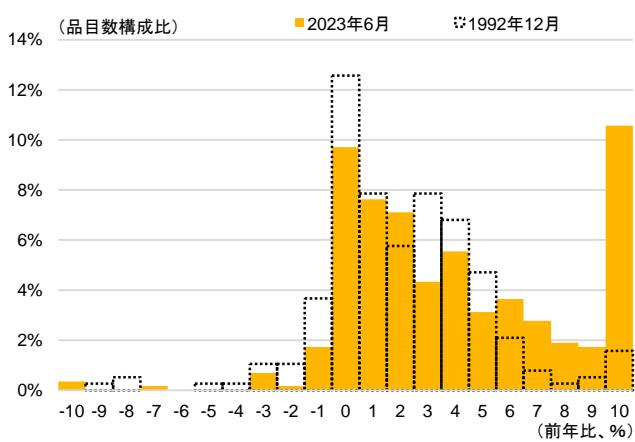
図表3 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



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。

## 9. 鉱工業生産(23年6月速報)——進一退の状況は続く

### 6月の生産は前月比+2.0%と2か月ぶりの増加、在庫・在庫率は前月比で減少

鉱工業生産(23年6月速報)は前月比+2.0%と2か月ぶりに増加した。業種別にみると、自動車工業、電子部品・デバイス工業、汎用・業務用機会工業等が上昇し、石油・石炭製品工業、パルプ・紙・紙加工品工業が低下した。鉱工業生産を構成する15業種のうち、10業種が上昇、5業種が低下という結果となった。生産・出荷は上昇、在庫・在庫率は低下した。経済産業省は「総じてみれば、生産は緩やかな持ち直しの動きで推移している」との判断を維持したが、今年に入っての動きは引き続き一進一退といったところである。

生産の動きをやや俯瞰してみると、2022年8月に107.8(2020年=100)と2022年中のピークを付けたのち、年内は緩やかな低下トレンドで推移した。2023年に入り前月比-3.9%と大きく減少した後に、部材供給不足の緩和などを原因に2月から4月にかけて増加したが、5月は再び減少し、6月は5月の落ち込みを取り戻した状況である。

製造工業生産予測調査をみると、7月は-2.7%(経済産業省による補正值)とやや大きめの減少見込みであり、8月は+1.1%と再び増加する見込みである。夏場にかけて一進一退の状況は続くだろう。

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

		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	3.1	-5.2	4.0	-5.0	-0.3	-10.0	-4.4	-5.6	-1.2	3.4	-2.4	
	2	-0.5	-2.2	-0.4	-3.1	-0.6	-9.3	-0.1	-5.9	-1.2	-1.0	-0.6	
	3	0.6	3.1	0.7	3.7	0.2	-9.7	0.0	-12.9	-1.1	1.9	7.2	
	4	2.2	14.3	1.7	15.8	0.0	-9.9	0.2	-21.4	-0.8	1.6	23.6	
	5	-3.7	19.3	-2.4	20.8	-0.1	-8.8	0.2	-26.5	-1.0	-5.2	31.2	
	6	4.0	21.8	1.8	18.6	1.6	-4.8	0.3	-21.4	-0.8	5.1	29.8	
	7	-1.5	10.9	-1.2	10.3	0.1	-4.3	-0.2	-13.5	-0.7	-3.3	13.7	
	8	-3.4	8.5	-4.3	6.4	0.0	-3.8	3.5	-11.4	-0.8	-2.9	10.0	
	9	-4.8	-1.4	-5.9	-5.2	2.1	1.0	4.4	0.8	-0.6	-6.9	-3.9	
	10	2.6	-3.8	3.1	-6.6	0.8	2.7	0.7	4.7	-0.7	5.8	-4.7	
	11	5.5	5.1	6.4	3.0	1.7	6.3	-2.6	1.1	-0.8	7.7	7.1	
	12	-1.5	1.9	-0.8	1.9	0.5	6.4	0.0	2.2	-0.8	-0.8	4.0	
2022年	1	-0.8	-0.7	-0.9	-1.8	-0.5	5.9	1.3	6.4	-0.7	-3.6	-2.2	
	2	1.3	0.0	0.6	-1.9	1.8	8.6	0.5	8.7	-0.7	2.8	1.0	
	3	-0.3	-1.6	0.7	-2.7	-0.4	7.9	-0.1	10.0	-0.6	-2.7	-4.1	
	4	-0.4	-4.7	0.3	-4.6	-3.5	4.4	-1.6	8.0	-0.8	0.3	-6.4	
	5	-4.4	-2.7	-3.8	-3.3	0.5	4.5	3.4	8.5	-0.7	-8.8	-7.0	
	6	5.0	-3.0	3.2	-3.3	1.5	4.7	-0.7	8.6	-0.8	9.6	-4.5	
	7	0.6	-1.8	0.7	-2.1	0.7	5.1	1.4	10.4	-1.1	0.7	-1.7	
	8	1.4	5.7	0.8	5.5	1.1	6.2	-0.3	4.9	-0.8	2.0	6.2	
	9	-0.5	8.7	-0.7	9.6	1.7	6.2	2.8	5.0	-0.6	-0.2	12.1	
	10	-1.7	3.1	-0.6	4.7	-0.2	5.0	-1.5	3.7	-0.6	1.4	6.7	
	11	0.0	-1.4	-0.4	-0.8	0.0	3.5	1.3	6.6	-0.6	0.2	-0.2	
	12	-0.6	-2.2	-1.2	-3.1	-0.1	2.7	2.2	10.5	-0.7	-1.5	-2.6	
2023年	1	-3.9	-2.8	-3.2	-2.9	-0.7	2.4	2.0	9.6	-0.4	-5.6	-1.9	
	2	3.7	-0.6	4.3	0.7	1.0	1.6	-1.6	5.9	-0.4	3.9	-1.4	
	3	0.3	-0.8	0.9	0.0	0.4	2.3	1.3	8.8	-0.4	-0.1	0.8	
	4	0.7	-0.7	-0.2	-1.3	-0.1	6.0	1.8	12.5	-0.2	3.0	2.3	
	5	-2.2	4.2	-1.1	4.0	1.8	7.3	1.5	8.8	0.0	-6.3	8.0	
	6	2.0	-0.4	1.5	0.6	-0.1	5.6	-1.2	9.8	-	-	-	

出所:経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は11月確報値の結果である。

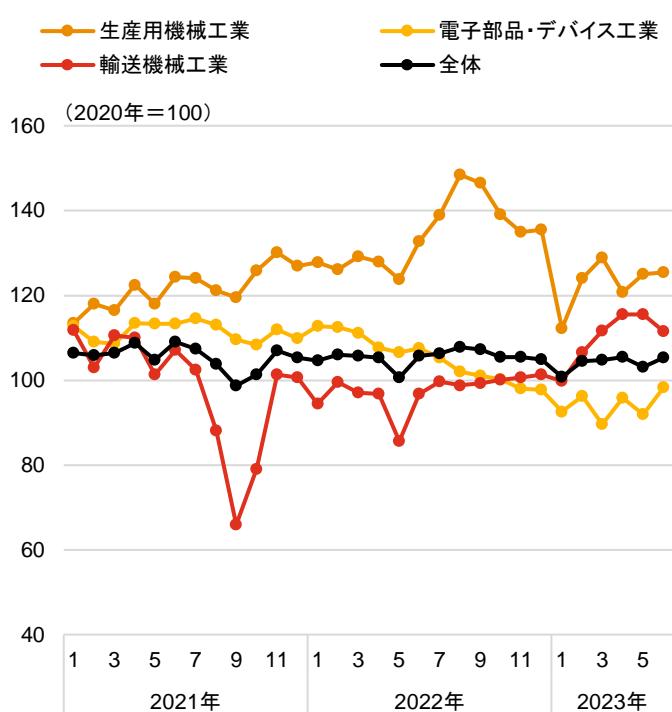
## 生産機械工業、輸送機械工業を中心に改善、電子部品・デバイス工業は下げ止まり

業種別生産の動き(図表2)をみると、2月以降持ち直しているものの、全体としては横ばい圏内の動きに留まっている。生産用機械工業は9月以降は半導体製造装置やフラットパネルなどの減少もあり、1月に大きく減少した。2月・3月は持ち直したもの、4月は再び減少し、5月・6月は増加という形で今年に入って持ち直し基調にある。電子部品・デバイス工業は今年に入り一進一退を繰り返しているが、全体として生産は持ち直しつつある。自動車などの輸送機械工業は6月に減少したもの、今年に入ってからは増加基調にある。

図表3は製造工業生産予測調査を用い、企業が前月時点の生産計画から今月の生産計画を引き上げた場合を「強気」、逆に引き下げる場合を「弱気」とし、「強気」と答えた企業の割合から「弱気」と答えた企業の割合を引いた値を企業の生産活動マインド指標(DI)として示したものである。この指標と景気循環の動きを重ねてみると、トレンド(移動平均値)が-5%ポイントを超えて悪化すると景気後退局面にある可能性が高いという傾向がみられる。

図表3をみると、企業の生産活動マインド指標のトレンド値は2021年に分水嶺の-5%ポイントを超えて悪化し、その後、じわじわと改善基調にある。トレンド(移動平均値)の推計に用いられる原系列のデータをみると、「強気」と答えた企業の割合は25%弱で推移し、「弱気」と答えた企業の割合は今年に入って33%台から31%台へと着実に減っている。分水嶺である-5%を上回るのはしばらくかかりそうだが、緩やかな改善基調にあると言えるだろう。

図表2:業種別生産(季節調整値)



## 10. 商業動態統計(2023年6月速報) 一頭打ちが明確に、夏場の消費拡大に期待—

### 小売業販売額(2023年6月速報)は前年比+5.9%、前月比は-0.4%

経済産業省から商業動態統計(2023年6月速報値)が公表された。2023年6月の結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は49兆10億円、前年比+0.2%となった。卸売業は35兆7,760億円、同-1.8%、小売業は13兆2,250億円、同+5.9%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-0.6%、小売業が-0.4%である。卸売業は食料・飲料卸売業、医薬品・化粧品卸売業が大きく増加した。一方で建築材料卸売業、その他卸売業が大きく減少している。また小売業について業種別にみると、自動車小売業、医薬品・化粧品小売業が大きく増加した。経済産業省は小売業販売額の基調判断を先月に続き「上昇傾向にある」と維持している。

図表1は卸売業、小売業の季節調整済前月比に加えて、業態別の販売動向について記載している。百貨店販売額は前年比+5.8%、スーパーは同+3.8%、コンビニは同+3.6%、家電大型専門店は同-6.3%、ドラッグストアは同+9.5%、ホームセンターは同-1.8%と、先月と同じく家電大型専門店、ホームセンターを除き増加した。百貨店の前年比はやや盛り返しており、家庭用品の消費が堅調である。コンビニ販売額は前年比ではプラスを維持したものの、前月比では減少した。家電大型専門店は減少を続け、ドラッグストアは堅調な増加を続けている。ホームセンターは5月に4か月ぶりに減少したが、6月も引き続きの減少となった。7月以降、猛暑といった季節要因や久方ぶりに開催される夏祭り等の各種イベントは小売業販売額には追い風となることが期待される。このところ頭打ちとなっている状況に変化が生じるかどうか注目だ。

図表1:商業動態統計の概要

(単位:%)

	卸売業		小売業		百貨店		スーパー		コンビニエンスストア		家電大型専門店	ドラッグストア	ホームセンター	
	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	前年比	前年比	前年比	
2022	1	1.7	9.2	-0.4	1.1	-13.4	14.5	0.4	-0.3	-0.8	2.9	-2.5	5.7	-2.6
	2	0.7	8.6	-0.1	-0.9	1.6	-1.8	2.0	1.2	-1.1	0.6	-2.0	4.5	-4.1
	3	1.0	7.2	0.9	0.7	7.5	4.2	-1.5	1.3	0.2	1.7	1.6	4.6	-2.2
	4	0.4	6.7	0.4	3.1	1.8	18.2	-0.4	0.6	0.5	2.7	0.7	3.1	-1.5
	5	-0.2	10.6	0.7	3.7	3.3	55.3	0.0	-1.1	0.5	3.5	-3.9	1.7	-3.9
	6	1.1	8.8	-0.4	1.5	-0.3	11.2	-0.2	-1.2	0.3	4.2	2.8	3.3	-0.7
	7	0.1	5.8	0.9	2.4	1.7	8.9	1.0	1.3	-0.5	3.4	-3.9	6.8	-2.2
	8	0.3	9.8	0.2	4.1	-0.1	24.7	-0.3	-0.5	-0.2	5.2	-2.3	5.3	-1.1
	9	0.4	8.5	1.1	4.8	1.8	19.1	1.2	0.5	0.1	2.3	6.4	5.6	-3.2
	10	-0.6	5.7	0.4	4.4	2.0	10.9	1.0	2.8	3.9	6.5	0.1	6.0	1.7
	11	-0.3	4.4	-0.2	2.5	-1.5	4.1	0.0	2.6	0.9	7.9	0.3	7.9	-1.3
	12	0.4	3.6	0.3	3.8	0.5	3.7	0.2	4.2	-0.1	3.9	2.5	11.1	2.9
2023	1	-2.6	1.2	0.8	5.0	-4.5	14.4	0.3	2.5	-0.4	4.1	-0.3	5.0	-1.4
	2	1.5	2.4	2.1	7.3	6.0	18.8	-0.3	1.1	0.8	6.2	1.3	5.6	0.1
	3	0.2	0.8	0.3	7.2	-2.0	8.6	-0.8	1.7	0.0	6.0	-4.6	7.8	0.3
	4	-0.5	-0.7	-1.1	5.1	0.7	7.6	1.5	4.4	-0.4	5.3	-3.9	9.0	0.4
	5	-0.1	1.1	1.4	5.7	1.1	5.3	0.5	3.2	1.1	5.5	-4.7	9.0	-2.0
	6	-0.6	-1.8	-0.4	5.9	0.2	5.8	-0.4	3.8	-1.8	3.6	-6.3	9.5	-1.8

注:前月比は季節調整済指数の前月比である。出所:経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

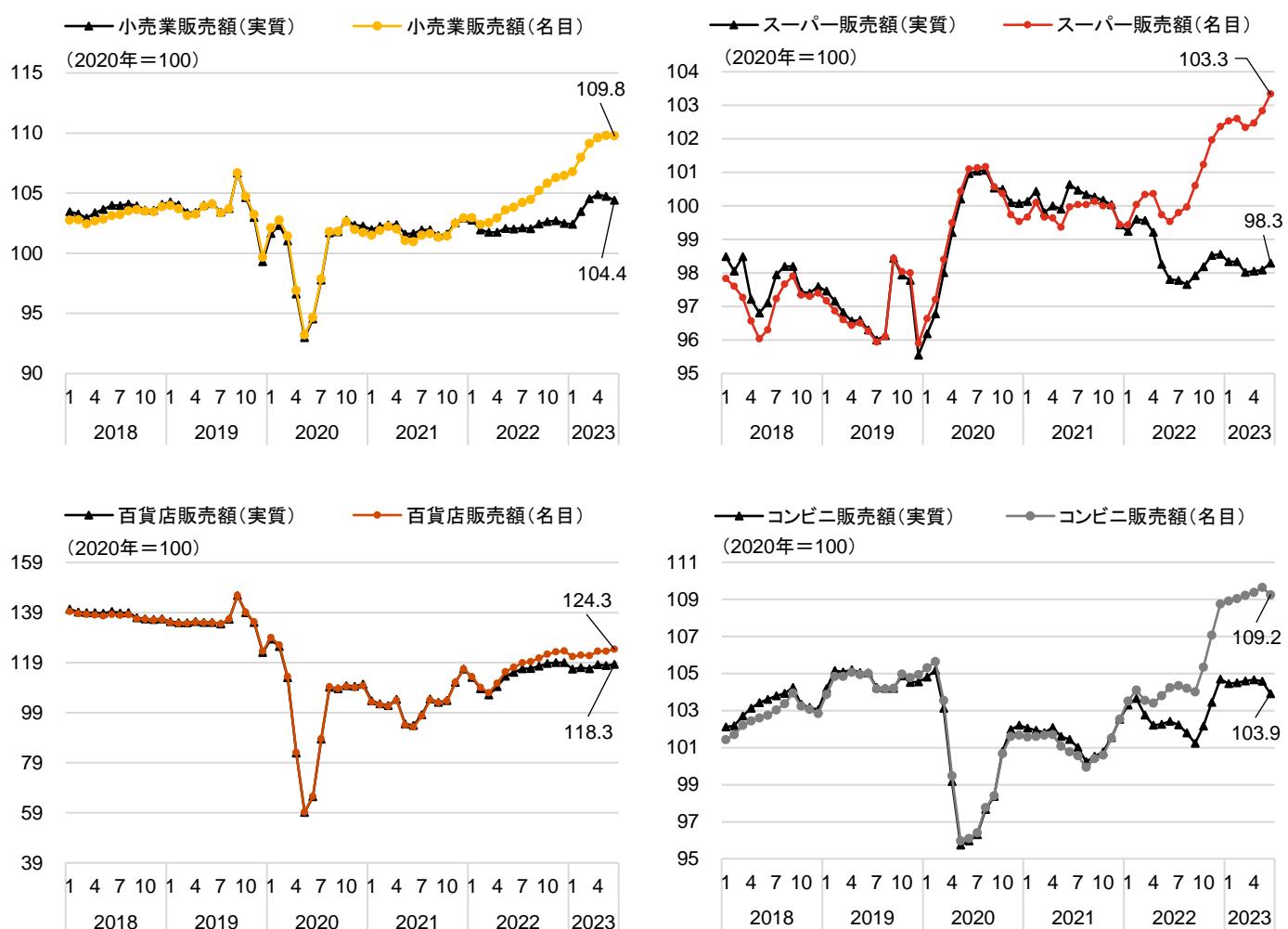
### 実質小売業販売額は鈍化基調がより明確化

昨今の販売額の動きには価格上昇による影響が一定程度作用している。図表2では、試みに総務省「消費者物価指数」の総合指数(季節調整値、2020年基準)で名目販売額指数(2020年基準)をデフレートし、後方3か月間移動平均をとった実質販売額指数と名目販売額指数の推移をみている。

小売業販売額指数(左上)の動きをみると、名目指数は消費税増税直前の2019年9月を上回っているが、先月以降頭打ちの傾向が明確となっている。実質指数は、2022年末まではCOVID-19に伴う公衆衛生措置の影響もあり、2020年8月以降は横ばい圏内で推移していたが、今年に入り明確に増加して、4月以降緩やかな減少基調にある。百貨店販売額指数(左下)は名目・実質ともに2022年3月から11月まで緩やかな回復トレンドにあったが、11月以降は横ばい圏内で推移している。スーパー販売額指数(右上)の動きをみると、名目販売額指数は水準としては2020年8月を上回るが、物価上昇を考慮に入ると、2020年8月をピークとして全体として低下トレンドの中で、足元では持ち直しの途中段階にある。コンビニ販売額指数(右下)については、5月から6月にかけて名目指数・実質指数ともに減少している。

実質でみた小売業販売額は2023年1月から4月までは堅調に増加したが、5月はわずかに減少し、6月はさらに減少が続いている。実質でみたスーパー、百貨店、コンビニの販売額は2023年に入り、持ち直しの動きが鈍化している可能性が高い点に留意が必要だろう。

図表2:小売業、百貨店、スーパー、コンビニ販売額(名目、実質)の推移



注:実質値は総務省「消費者物価指数」から季節調整済の総合指数を用いて名目値をデフレートした値。

名目・実質値ともに後方3か月移動平均値。出所:経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

## 11. 一般職業紹介・労働力調査(2023年6月):求人数減少で労働市場の先行きには警戒が必要

### 足元の労働市場は、逼迫した状態が継続

6月の労働市場は、逼迫した状態が継続している。有効求人倍率(季節調整値)は1.30倍となった(図表1①)。前月(5月)の1.31倍よりは0.01ポイント低下した。内容をみていくと、有効求人数(同②)は248.2万人となり、前年比+0.1%となった。有効求職者数(同③)は190.8万人となった。新規求人(原数値)は前年比-2.1%となった。主要産業別にみると、製造業、建設業、教育・学習支援業などで減少し、宿泊業・飲食サービス業、医療・福祉、学術研究、専門・技術サービス業で減少した。新規求人の減少については、次ページで取り上げる。

労働力人口は前年から18万人の増加、就業者数は同26万人の増加、完全失業者数は同7万人の減少となった(同④～⑥)。産業別の就業者数(原数値)をみると、医療・福祉、建設業、製造業等で増加した。情報通信業、サービス業(他に分類されないもの)等で減少した。

6月の完全失業率(季節調整済み値)は2.5%と前月の2.6%よりも0.1%ポイント低下した(同⑦)。3月の2.8%から改善傾向が継続している。また、求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.6%となり、前月と変わらずであった。失業率・求人率から計算され、労働市場の需給がバランスするとみられる均衡失業率(同⑨)も、6月に2.99%と前月から若干低下した。6月の失業率は2.5%であり、均衡失業率を0.49%ポイント下回って労働市場は逼迫している(同⑩の失業率ギャップ)。さらに、求人数を失業者数で割った比率(同⑪)をみると6月は1.43倍となり、前月比0.03ポイント上昇した。日本の労働市場は、有効求人倍率は若干悪化したものの、失業率ギャップ、求人数・失業者比率でみた逼迫度合いは横ばいとなつており、足元では逼迫した状態が継続しているといえよう。

図表1:一般職業紹介状況・労働力調査(有効求人倍率・完全失業率等)の概要

季節調整値	有効求人倍率 ①=②/③倍	労働力人口		失業率 ⑦=⑥/④%	求人率 ⑧=②/④%	均衡失業率 ⑨=√⑦+⑧%	失業率ギャップ ⑩=⑦-⑨%ポイント	求人数・失業者数比率 ⑪=②/⑥倍			
		有効求人数 ②万人	有効求職者数 ③万人								
2019年12月	1.57	266.0	169.9	6,939	6,782	156	2.2	3.8	2.90	-0.70	1.71
2021年6月	1.13	216.3	191.5	6,916	6,715	201	2.9	3.1	3.01	-0.11	1.08
7月	1.14	218.4	192.1	6,931	6,737	194	2.8	3.2	2.97	-0.17	1.13
8月	1.14	220.8	193.8	6,910	6,718	193	2.8	3.2	2.99	-0.19	1.14
9月	1.15	222.5	194.2	6,884	6,696	189	2.7	3.2	2.95	-0.25	1.18
10月	1.15	224.6	195.2	6,861	6,679	184	2.7	3.3	2.97	-0.27	1.22
11月	1.17	230.0	197.3	6,878	6,686	192	2.8	3.3	3.06	-0.26	1.20
12月	1.18	234.4	198.6	6,904	6,717	187	2.7	3.4	3.03	-0.33	1.25
2022年1月	1.20	239.2	199.3	6,888	6,702	189	2.7	3.5	3.06	-0.36	1.27
2月	1.21	239.8	197.7	6,890	6,705	186	2.7	3.5	3.07	-0.37	1.29
3月	1.23	241.0	196.5	6,898	6,715	181	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
4月	1.24	242.9	195.8	6,911	6,731	178	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.36
5月	1.25	245.6	196.4	6,902	6,721	180	2.6	3.6	3.04	-0.44	1.36
6月	1.27	248.1	195.9	6,909	6,729	180	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.38
7月	1.28	249.7	194.7	6,908	6,731	177	2.6	3.6	3.07	-0.47	1.41
8月	1.31	251.4	192.3	6,904	6,728	176	2.5	3.6	3.02	-0.52	1.43
9月	1.32	252.7	190.9	6,916	6,736	182	2.6	3.7	3.08	-0.48	1.39
10月	1.34	253.3	189.4	6,908	6,731	178	2.6	3.7	3.09	-0.49	1.42
11月	1.35	253.8	187.5	6,893	6,717	173	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.47
12月	1.36	254.0	186.4	6,899	6,726	171	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.49
2023年1月	1.35	253.6	187.4	6,911	6,744	167	2.4	3.7	2.97	-0.57	1.52
2月	1.34	255.6	190.5	6,891	6,714	180	2.6	3.7	3.11	-0.51	1.42
3月	1.32	251.8	190.8	6,928	6,731	195	2.8	3.6	3.19	-0.39	1.29
4月	1.32	250.1	189.5	6,926	6,744	180	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.39
5月	1.31	248.4	189.6	6,913	6,736	177	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.40
6月	1.30	248.2	190.8	6,927	6,755	173	2.5	3.6	2.99	-0.49	1.43

出所:総務省、厚生労働省、Barnichon(2010)より筆者作成。

参考文献:Regis Barnichon (2010), "Building a composite Help-Wanted Index," *Economic Letters* 109, pp.175-178

足元の労働市場の需給は逼迫しているが、有効求人倍率はやや高止まりから減少に転じており、失業率も下げ止まりとなっている。そこで労働市場の動きをより詳しくみるために、景気の遅行指標とされる就業者数の動きを業種別に確認した後、先行きの労働市場動向を考えるために景気の先行指標とされる有効求人数を業種別に、やや長めに振り返ってみたい。

### 就業者数の動向：足元では宿泊業・飲食サービス業が大幅な増加

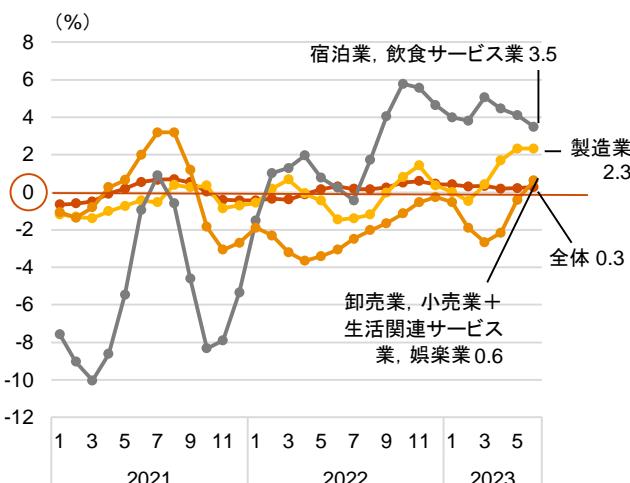
図表2の業種別就業者数(前年比、3か月移動平均)は、2020年にCOVID-19の影響で落ち込んだ。対面式でCOVID-19の影響が大きいとされる宿泊業・飲食サービス業は2021年に大きく減少した。2022年前半にやや増加した後、2022年後半以降に大幅な増加が継続している。一方、同じく影響の大きい卸売業・小売業と生活関連サービス業・娯楽業は、2021年半ばにやや増加した後、2021年以降は減少傾向が継続し、足元でややプラスに転じている。製造業は、緩やかに増減を繰り返しており、足元では増加している。

### 新規求人数の動向：2021年以降、製造業、宿泊業・飲食サービス業の波が落ち着き、全体の伸びがゼロに接近

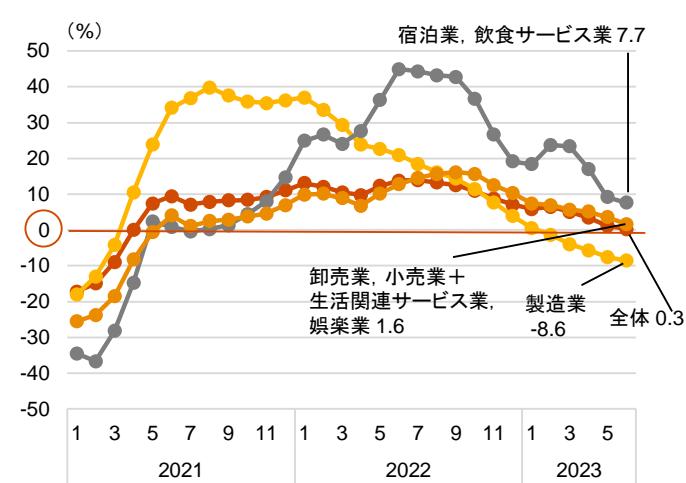
次に、景気の先行指標とされる有効求人数は、2023年以降やや少に転じている。そこで、図表3で主な業種別に新規求人数(前年比、3か月移動平均)の動きをみると、2020年はCOVID-19の影響で大幅に落ち込み、2021年に入って改善に向かっていた。まず変動が大きい製造業と宿泊業・飲食サービス業の動きをみよう。最初に回復に向かったのは対面での影響が少なかった製造業で、2021年後半から2022年初にかけては、前年比+30%以上のプラスとなった。その後、2022年半ば頃から徐々に新規求人数はプラス幅を縮小し、2023年以降は減少に転じ、2023年6月には同一-8.6%となっている。次にCOVID-19の影響が緩和するにつれて、2021年末から宿泊業・飲食サービス業が回復に転じ、2022年半ばには同+40%を超えており、2022年10月には水際規制が緩和されたが、同業種の求人としてはその頃から前年比の勢いは鈍化しており、足元2023年6月には+7.7%となっている。以上を踏まえて新規求人数全体の動きをみると、まずは製造業、次に宿泊業・飲食サービス業の伸びに支えられて、2021年12月から2022年10月まで10%以上の伸びが継続していた。それ以降は、製造業、宿泊業・飲食サービス業の伸びが鈍化することで全体としても鈍化している。以上は傾向を見るための3か月移動平均の動きであったが、詳細を見るために全体の動きを単月でみると、4月同一-0.9%、5月同+3.8%、前ページでみた通り6月は同一-2.1%となっており、減少に転じる月が増加している。このように、求人数は前年比で減少に転じつつあることに注意が必要であろう。

以上をまとめると、景気の遅行指標とされる就業者数は、足元でインバウンド需要拡大の見込める宿泊業・飲食サービス業に加えて、製造業でも増加しており、良好な状態を保っている。しかし、景気の先行指標とされる新規求人数をみると両業種の伸びが鈍化して全体の伸びもプラスから減少に転じる分水嶺に位置している。国内経済が実質所得減少を受けた消費減少、海外需要の下振れなどによって、悪化に転じることがないかに警戒は必要だろう。

図表2:業種別の就業者数



図表3:業種別的新規求人数



(注) 前年比、3か月移動平均。

(出所) 総務省統計局「労働力調査」より筆者作成。

(注) 前年比、3か月移動平均。

(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より筆者作成。

### III. Weekly Macro Economic Insights

#### 1. 2023年7月3日(月)～7月7日(金)：円安・人民元安の見方：対応が困難な中国経済と、好循環が生じる目前の日本経済

##### 円安・人民元安の見方：対応が困難な中国経済と、好循環が生じる目前の日本経済

円安・人民元安が進展している(図表1)。日本にとって中国は米国とならぶ主要な貿易相手国であり、その経済動向は日本経済に大きな影響を与える。日中の米ドルに対する為替レートの推移をみると、昨秋に円安・人民元安となり、一時ドル円は150円、ドル人民元は7.3元まで進んだ。昨年末にかけてやや円高・人民元高となった後、足元では再び円安・人民元安となり、ドル円が144.3円、人民元は7.2元台まで進んでいる。また、日中の物価の動きをみると(図表2)、昨年の半ばには日中共に2%台で推移してたが、その後は、日本が一時4%まで到達した後、政府の電力料金の引き下げ策などの影響で3%台で推移している。一方、中国は昨年12月のロックダウン解除後の国内経済の回復が期待されていたものの、現状では国内景気の力強い回復はみられておらず、直近の5月では+0.3%とマイナス圏まで視野に入ってしまっている。また、利下げは実施しているものの、物価のみに焦点を当てた思い切った金融緩和というよりも、人民元安・それに伴う資本流出などを警戒した緩和となっている。人民元の長めの動きをみると、昨年ロックダウンが継続する中で人民元安が進み、一時7.3元台と15年ぶりの安値をつけていた。人民元は、2004年～2005年頃には8.7元で推移し、その後徐々に人民元高が進み、2008年半ばには6.8元で推移していた。現状の人民元安は7.3元台まで進み、当時の安値を更新する勢いである。また、家計・企業・政府ともに債務が積みあがった状態にあり、財政政策も発動しにくい状況となっている。このため、金融・財政政策の経済刺激効果が小さく、中国当局は難しいかじ取りを迫られることとなろう。

日本についても30年ぶりの春闘賃上げ率となるなど明るい動きも出ているものの、それは昨年のエネルギー・食料価格の上昇による一時的なもので、来年以降も賃上げが継続するのか、来年度以降も2%以上の物価上昇が継続するかは不透明であるといえよう。このため、日中両国ともに金融緩和が必要な状況となっている。また、昨年の円安進展時には、円安となつても依然ほど財輸出が伸びず「悪い円安」という指摘がみられた。しかし、現時点での円安の効果は、①輸出企業を中心に高収益となり賃上げにつながり、②昨年の円安進展時にはみられなかつた水際対策の緩和によるインバウンド需要の増加、③エネルギー価格下落を受けた円安の負の効果の緩和、と円安のプラス効果がしっかりと出ているといえよう。このため、日本の金融政策は、物価に焦点を当てた緩和が可能となっている。

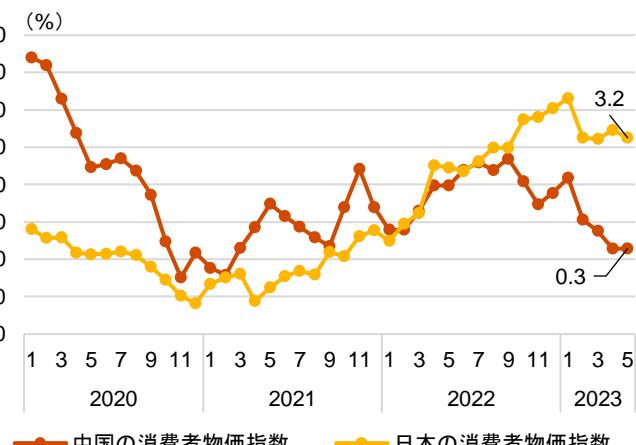
経済活動を道路交通状況、賃金・物価を信号機に例えると、日本経済は、永らく黄色信号が点灯し続けており(価格機能が作用しない)、車は常に交差点に慎重に入るため、常に渋滞が発生(経済活動が停滞)していたようなものであった。昨年來の円安・物価高は、信号機が赤・黄・青を正常に点灯させている状態であり、車(経済活動)が信号の色(物価・賃金)をみてスムーズに往来する、経済活動が活性化している状況となった。もっとも、上記でみたように中国経済は財政・金融政策の対応が難しく、下ブレ・リスクが高い状況にあり、中国経済の回復の遅れが日本経済の下押し圧力となっていく可能性は十分にある。日本の政策当局も、現状の明るい動きを前向きに受け止めつつ、慎重な対応が必要となろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1:ドル円、人民元の推移



図表2:日本と中国の総合物価指数の推移



(出所)IMF、総務省、国家統計局、Macrobondより、筆者作成。

## 先週(6月26日(月)～6月30日(金))の振り返り:商業販売／労働市場／景気動向指数／東京都 CPI

先週の内外経済の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、商業販売統計、完全失業率、有効求人倍率、鉱工業生産が公表された。これについては [Daily Macro Economic Insights](#) としてまとめているので詳細はそちらを参照頂きたい。概要をみると、商業販売統計では、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 46 兆 3,450 億円、前年比 +2.4% となった。卸売業は 33 兆 2,410 億円、同 +1.1%、小売業は 13 兆 1,040 億円、同 +5.7% であった。季節調整済前月比は、卸売業が +0.0%、小売業が +1.3% である。卸売業は食料・飲料卸売業、自動車卸売業が大きく増加した。一方で産業機械器具、鉱物・金属材料卸売業が大きく減少している。また小売業について業種別にみると、自動車小売業が大きく増加した。経済産業省は小売業販売額の基調判断を先月に続き「上昇傾向にある」と維持している。

5月の労働市場は、逼迫した状態が継続している。有効求人倍率(季節調整値)は 1.31 倍となった。前月(4月)の 1.32 倍よりは 0.01 ポイント低下した。内容をみていくと、有効求人人数は 248.4 万人となり、前年比 +1.1% となった。有効求職者数は 189.6 万人となった。新規求人(原数値)は前年比 +3.8% となった。労働力人口は前年から 11 万人の増加、就業者数は同 15 万人の増加、完全失業者数は同 3 万人の減少となった。5月の完全失業率(季節調整済み値)は 2.6% と前月と同じとなった。

5月の鉱工業生産(速報)は前月比 -1.6% と 4か月ぶりに減少した。業種別にみると、自動車工業、電気・情報通信機械工業、無機・有機化学工業等が低下し、生産用機械工業、輸送機械工業(自動車工業除く)、鉄鋼・非鉄金属工業が上昇した。鉱工業生産を構成する 15 業種のうち、3 業種が上昇、12 業種が低下という結果となった。生産・出荷は低下、在庫・在庫率は上昇した。経済産業省は「総じてみれば、生産は緩やかな持ち直しの動きで推移している」との判断を維持したが、今年に入っての動きは一進一退といったところだろう。

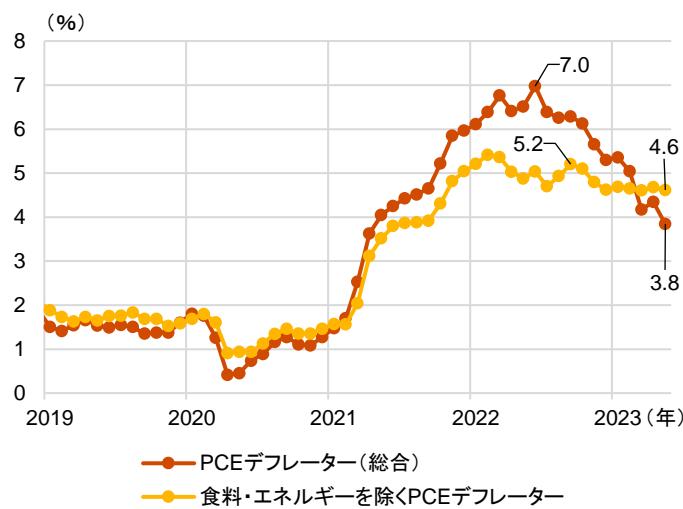
先週は、これらとは別途、6月の東京都の消費者物価指数が公表されている。同消費者物価指数の総合は前年比 +3.1% となった。前月の同 +3.2% よりもプラス幅を縮小した。生鮮食品を除く総合では、同 +3.2% となり、前月の +3.1% よりも 0.1 ポイント伸びを強めた。生鮮食品(酒類除く)及びエネルギーを除く総合(欧米型コア)で同 +2.3% となり、前月の +2.4% よりも伸びが鈍化した。総合の伸び率を寄与度でみると、電力会社の値上げの影響により電気代が +0.16 ポイントと大きく押し上げ、それ以外でも食料価格の引き上げを受けた生鮮食品除く食料等が物価の押し上げ要因となった。一方、家具・家事、教養娯楽等では下落した。電力代の押し上げ分が大きく、それを除いた欧米型コアの伸びは鈍化した。再来週末(14日)に公表される全国・消費者物価の動向が注目される。

## 米欧の物価動向：ヘッドライン上昇率は低下も、サービス価格上昇率の高止まりは継続

次に海外経済の動向をみておこう。まず米欧のインフレ率である。5月の米国のPCEデフレーターが公表され(図表3)、総合では前年比+3.8%となった。前月の+4.3%から0.5%ポイント、プラス幅が縮小した。エネルギー価格が同一-13.4%となり、前月の同一-6.3%から減少幅が大幅に拡大したことが主因。また、食料・エネルギー価格を除く総合では、同+4.6%となり、前月の+4.7%からプラス幅を縮小した。過去の動きを振り返ると、PCE総合は2022年6月の+7.0%から、エネルギー価格の下落、また特に2023年初からは食料価格の押し下げ効果も加わり、2023年5月には+3.8%まで伸び率がほぼ半減した。一方、それらの食料・エネルギー価格を除くベースでは、2022年9月の+5.2%から若干の低下はしているものの、2023年5月でも依然として+4.6%と高い水準で維持されている。労働市場の逼迫した状況、それらがサービス価格の上昇に反映されることを踏まえると、米国では金融引き締めの継続が必要である状況といえよう。

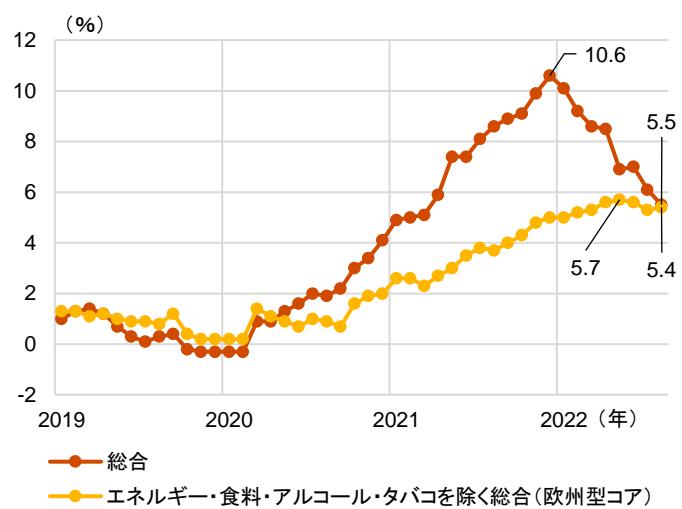
次に6月のユーロ圏の消費者物価指数(HICP)が公表され(図表4)、総合では前年比+5.5%となった。前月の+6.1%から0.6%ポイント、プラス幅が縮小した。エネルギー価格が同一-5.6%となり、前月の同一-1.8%からマイナス幅が拡大した。エネルギー価格が総合のインフレ率を押し下げた構図は米国と同様である。また、エネルギー・食料・アルコール・タバコを除く総合(欧州型コア)は、+5.4%となり、前月の+5.3%からプラス幅を拡大した。また、サービス価格は同+5.4%となり、前月の5.0%より0.4%ポイントのプラス幅拡大となった。図表4から明らかなように、HICP総合は低下しているが、欧州型コアはサービス価格上昇により5%台で高止まりの状況であり、依然更なる利上げが必要な状況といえよう。

図表3:米・PCEデフレーターの推移



(出所)米NIPAより、筆者作成。

図表4:ユーロ圏の消費者物価(HICP)の推移



(出所)Eurostatより、筆者作成。

## 米消費／中国・国家統計局 PMI

米国経済に戻ると、コンファレンス・ボード公表の 6 月の米消費者信頼感指数は 109.7 となった。5 月の 102.5 から上昇した。期待指数は 79.3 と 5 月の 71.5 からは上昇したもの、分水嶺の 80 を下回っており、消費者が今後半年～1 年以内のタイミングで景気後退を予想していることを示している。1 年先の期待インフレ率は 6.0% となり、5 月の 6.1% からわずかに低下した。

最後に中国経済である。6 月の国家統計局の PMI は、49.0 となった。前月の 48.8 から若干の改善となったが、依然として 3 か月連続で景気の分水嶺となる 50 を下回っている。

## 今週(7 月 3 日(月)～7 月 7 日(金))のポイント: 各国景況感指数／米・求人、雇用統計

図表 5 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では、7 月 3 日(月)に日銀短観、7 日(金)には家計調査、景気動向指数が公表される。日銀短観の大企業・製造業の業況感は、2021 年 12 月調査に +18 と前期から横ばいとなった後、2023 年 3 月調査では +1 まで、6・四半期連続で減少していた。家計調査では、賃金上昇がどの程度反映されているか、それを受けた消費の動向が注目される。また、景気動向指数は、前述の 4 月の改定値を受けた動きが継続しているかが注目される。これらは、[Daily Macro Economic Insights](#) としてまとめる予定である。

米国、ISM 製造業・非製造業、雇用関係では JOLTS 求人統計、雇用統計、失業率が公表される。ISM 製造業・非製造業は、5 月はやや軟調であったため、6 月の動向が注目される。雇用関係では、賃金はやや落ち着いた面もみられたものの、求人などでみた労働市場の逼迫度は緩和していない。米国は利上げ開始から 1 年以上が経過しているものの、労働市場は堅調さを保っており、利上げが労働市場の需給緩和、インフレ抑制につながっていない悩ましい状況となっており、こうした動向がどう変化しているかを確認する重要な指標となろう。欧州では、生産者物価、小売売上高が発表される。生産者物価は前年比で昨年 8 月の 40% を超える上昇から、今年 4 月には +1.0% まで伸びが鈍化しており、鈍化傾向が継続するかが注目される。欧州は、1-3 月期までの 2・四半期のマイナス成長でテクニカル・リセッションとなったが、急激な悪化というよりは一進一退の状況にある。小売売上高でこうした状況に変化があるかが注目される。

中国は、財新製造業 PMI が公表される。これまで 3 月 50.0 → 4 月 49.5 → 5 月 50.9 と、50 を前後しており、今月の動向が注目される。

図表 5 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
7/3 (月)	・ 日銀短観(6月調査)	・ ISM 製造業景気指数(6月)	・ 中国財新製造業 PMI(6月)
7/4 (火)			
7/5 (水)			
7/6 (木)		・ 貿易収支(5月) ・ ISM 非製造業景気指数(6月) ・ JOLTS 求人統計(5月)	
7/7 (金)	・ 家計調査(5月) ・ 景気動向指数(5月)	・ 雇用統計(6月) ・ 失業率(6月)	・ ユーロ圏生産者物価指数(6月) ・ ユーロ圏小売売上高(6月)

## 2. 2023年7月10日(月)～7月14日(金)：改善する企業の交易条件、悪化する家計消費

### 改善する企業の交易条件、悪化する家計消費

連合の最終集計結果によれば、今年の春闘の賃上げ率は3.58%で着地したとのことだ。前年より1.51%増え、30年ぶりの高水準となった。こうした賃上げは中小企業にも波及しており、組合員300人未満の中小組合に限っても3.23%と30年ぶりの高水準となった。さらに大手企業対象ではあるが、経団連の発表によれば、夏のボーナスも過去3番目の金額とのことだ。

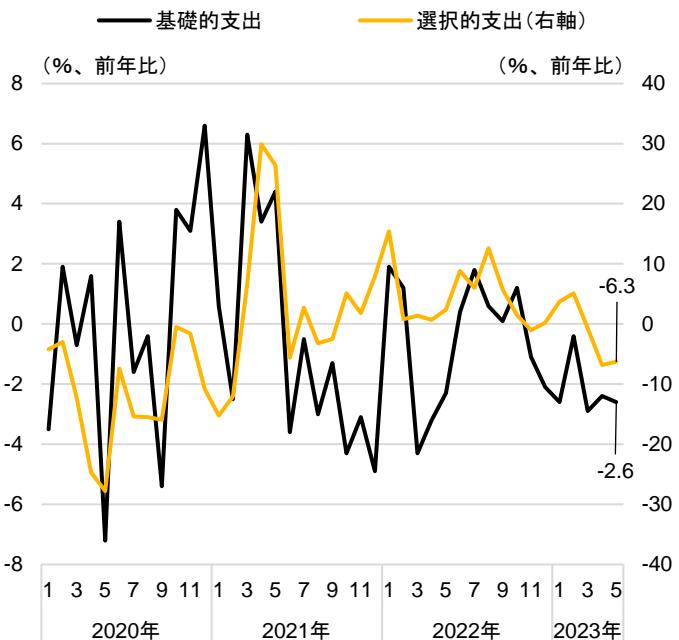
もっとも物価上昇の勢いが大きいこともあり、現下の家計消費は厳しい状況にある。図表1は総務省「家計調査」から、必需財といった基礎的支出と、耐久消費財などの選択的支出の前年比の推移をまとめたものだが、2023年3月以降は基礎的支出も選択的支出も前年比で減少に転じ、かつ減少度合いが拡大している。こうした動きと並行して、基礎的支出と選択的支出の価格上昇率は前年比で3%台を維持しているものの、ピークアウトしつつある。つまり、家計が物価上昇に耐えられなくなり、徐々に需要の低下が物価上昇率に反映されつつある可能性が見えてきているということだ。

最新の家計調査の値は5月であるため、春闘の賃上げ率が完全に反映され、夏のボーナスの上乗せ分が折り込まれていけば、家計の可処分所得が下支えされ、物価上昇に対する家計の痛みは抑制されることになるだろう。また、企業の利益が維持されて、家計に賃金増といった形で分配が進めば、物価高は抑制される一方で家計の所得も維持されるため、物価上昇率はマイナスとはならず、賃金所得の増加と両立する形でプラスの伸びを維持していくことが期待できる。

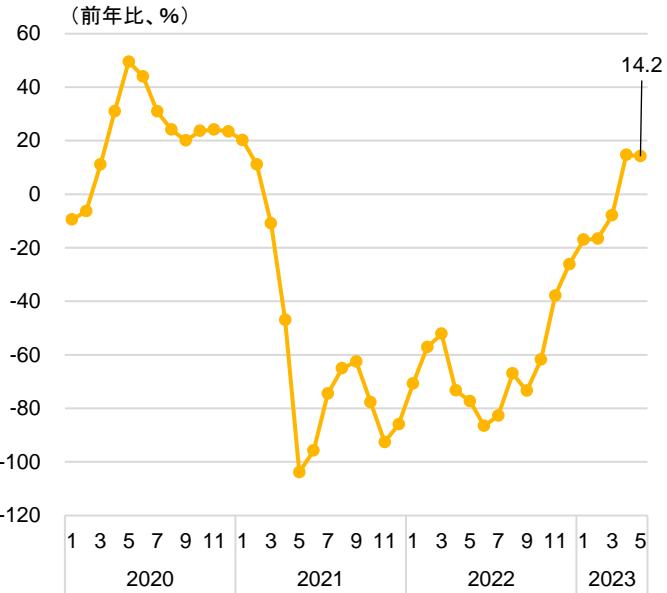
以上の意味でも企業の交易条件が最近悪化から改善に転じたことは好ましい動きである。図表2は日本銀行「国内企業物価指数」から「最終需要・中間需要物価指数」を参照し、「最終需要(除く輸出)輸入財除く総合物価指数」の前年比から「輸入財物価指数(ステージ1)」前年比の差をとり、売値と輸入コストを比較することで企業の交易条件をみたものだが、2023年4月以降、ようやく企業の交易条件がプラスに転じたことがわかる。こうした動きは企業利益を高め、賃金や投資の形で支出を行う原資となるはずだ。政府と企業が必要に応じ、家計の可処分所得を下支えすることが必要であろう。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士)

図表1 基礎的支出、選択的支出の推移



図表2 企業の交易条件



(出所) 総務省「家計調査」、日本銀行「国内企業物価」より、筆者作成。

## 先週(7月3日(月)～7月7日(金))の振り返り:日銀短観／家計調査／景気動向指数

先週の内外経済の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、日銀短観、家計調査、景気動向指数が公表された。これについては [Daily Macro Economic Insights](#) としてまとめているので詳細はそちらを参照頂きたい。

概要をみると、日銀短観(6月)については、業況判断 DI(「良い」-「悪い」)は大企業製造業で 5 と 3 月から 4 ポイント改善し、2022 年 3 月以降悪化が続いた状況からようやく脱した。また大企業非製造業は 23 と 3 ポイント改善した。インバウンド需要の拡大もあって宿泊・飲食サービスが大きく改善している。販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」-「下落」)をみると、販売価格判断は大企業では製造業・非製造業ともに減少、中小企業では製造業は減少、非製造業は横ばいとなった。概ね仕入れ価格判断の減少幅の方が販売価格判断の減少幅よりも大きく、企業が直面するコスト上昇圧力は和らいでいると予想される。雇用人員判断・生産・営業用設備判断(「過剰」-「不足」)からは、雇用・設備不足が続いており、企業金融の状況も大きな変化はない。

家計調査(5月)は、実質消費支出が前年比-4.0%、前月比では-1.1%、名目消費支出が前年比-0.4%、前月比で-1.0%となり、先月と同程度の悪化度合いとなった。実質消費に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費や通信、魚介類や肉類といった食料が実質消費の減少に寄与した一方で、授業料や教養娯楽サービスが実質消費の増加に寄与した。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、5月は前年比-7.4%と昨年 10 月以降 8 か月連続の前年比減少となり、減少度合いが加速している。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比-3.9%、実質で同一-7.4%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。実質可処分所得の減少が実質消費の減少に引き続き影響している。

景気動向指数(5月)は先行指数は 2 か月連続の上昇、一致指数は 4 月と比較して 0.4 ポイント下降して 4 か月ぶりの下降、遅行指数は 3 か月連続の上昇となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3 か月後方移動平均や 7 か月後方移動平均の前月差をみると、CI 一致指数の 3 か月後方移動平均は 4 か月ぶりの下降、7 か月後方移動平均は 3 か月連続の下降となった。遡及改訂の結果、3 か月後方移動平均の前月差は 2023 年 2 月以降プラスであるため、CI 一致指数に基づく景気判断は「足踏みを示している」から「改善を示している」と変更され、5 月もその判断が維持されている。

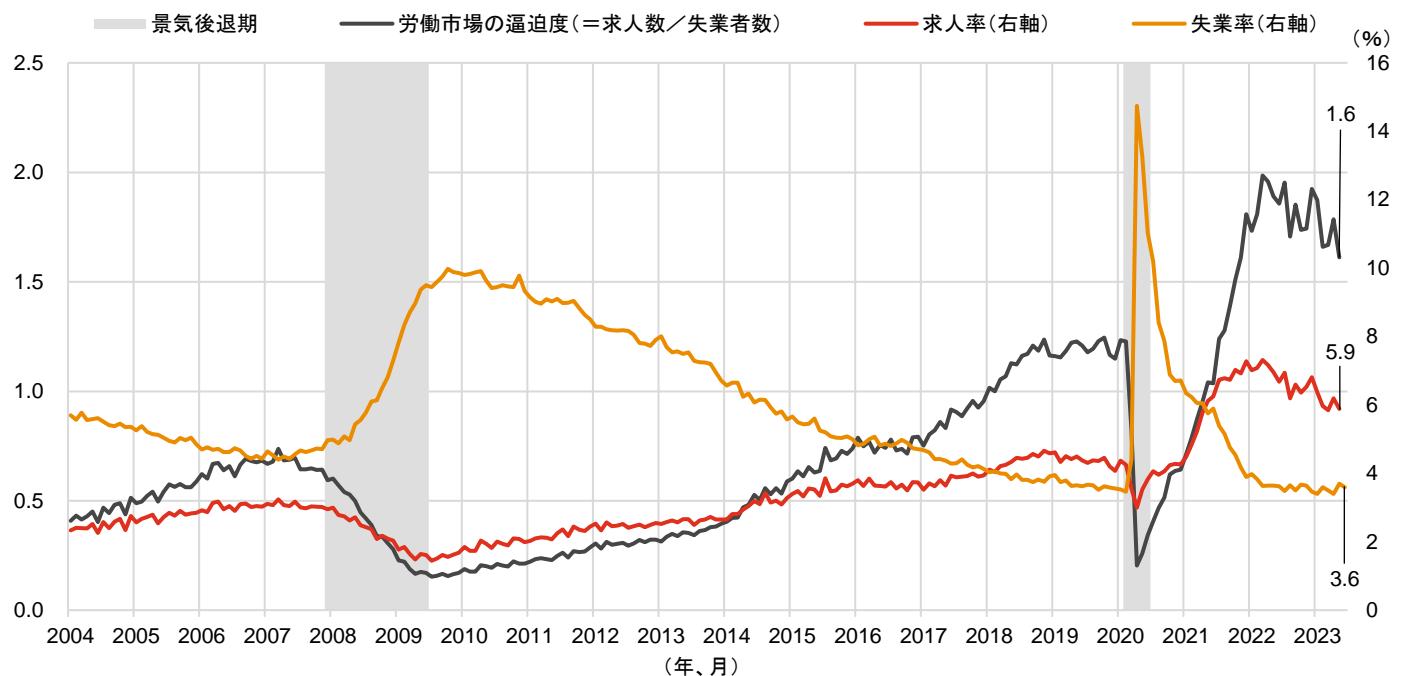
### 米国:ISM 製造業・非製造業景気指数／JOLTS 求人統計／雇用統計

続いて米国の経済指標についてふれよう。ISM 製造業・非製造業景気指数(6月)は、製造業が46と5月の46.9からさらに低下して、2020年5月以来の低水準となった。生産、新規輸出受注、価格などの指標の悪化が目立つ。他方で非製造業が3.6ポイント上昇の53.9と4か月振りの高水準となった。生産、新規受注、雇用の拡大が進み、製造業と非製造業では対照的な動きとなっている。

非製造業の業況が堅調な中で気になるのがサービス価格に影響する JOLTS 求人統計の結果である。5月の求人件数の結果は982.4万件と2か月ぶりの減少となった。これにより、求人件数を失業者数で割った労働市場の逼迫度は1.8から1.6まで減少した(図表3)。雇用統計(6月)は非農業部門雇用者数が前月比20.9万人増と低調な結果となり、併せて4月・5月の値も下方修正となった。失業率は5月の3.7%から3.6%へと低下。平均時給は前月比0.4%増と堅調な伸びを維持している。

物価上昇率が2%近傍で安定化するには、労働市場の逼迫度が低下することが必要だが、これまでのところ、それは失業率の上昇ではなく求人率の低下を通じて達成されており、米景気に対しては痛みの少ない形で進んでいると言えよう。

図表3:労働市場の逼迫度、求人率、失業率



(出所)Macrobond、米 BLS より筆者作成。

## 中国:財新製造業 PMI／欧州:ユーロ圏生産者物価指数／ユーロ圏小売売上高

中国の経済指標について確認しよう。3日(月)に公表された財新製造業 PMI(6月)は50.5と5月の50.9から低下した。中国国家統計局の製造業 PMI は3か月連続で分水嶺となる50を下回っているが、財新製造業 PMI はかろうじて50を上回るもの、中国の回復ペースが鈍化していることを改めて認識させる結果である。生産、新規受注、雇用の悪化が目立つ。

最後に欧州の経済指標についてふれよう。ユーロ圏生産者物価指数(5月)は前月比-1.9%、前年比-1.5%となった。前月比では5か月連続の低下、前年比では2020年末以来の低下となる。エネルギー価格の下落が大きく影響した。ユーロ圏小売売上高(5月)は4月に引き続き、前月比で横ばいとなった。前年比では2.9%減少との結果である。実質所得の減少が消費の低迷に影響している。

## 今週(7月10日(月)～7月14日(金))のポイント:日・機械受注／米 CPI／中国 CPI

図表4に今週の重要な指標、主な予定をまとめている。日本では、7月10日(月)に国際収支統計(5月)、12日(水)に機械受注統計(5月)及び国内企業物価指数(6月)が公表される。特に機械受注統計(5月)は設備投資の動向を知る上でも重要である。これらは、[Daily Macro Economic Insights](#)としてまとめる予定だ。

米国は今週は消費者物価指数、生産者物価指数、輸入物価指数の6月データが公表される。特に注目されるのは消費者物価指数。先週公表されたPCE デフレーターと同様の動きとなるのか、違いはあるのかがポイントとなるだろう。

中国に関しては、消費者物価指数(6月)と貿易収支(5月)が公表される。ゼロ近傍を推移する中国の消費者物価上昇率は、物価高に直面している主要国とは異なり、デフレ化が懸念されている。この点が注目だ。ユーロ圏ではZEW景況感指数、鉱工業生産、貿易収支が公表される。特に景況感指数の結果が重要だろう。

図表4 今週の重要な指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
7/10 (月)	・国際収支統計(5月)		・中国消費者物価指数(6月)
7/11 (火)			・ユーロ圏ZEW景況感指数(7月)
7/12 (水)	・機械受注(5月) ・国内企業物価指数(6月)	・消費者物価指数(6月)	
7/13 (木)		・生産者物価指数(6月)	・中国貿易収支(5月) ・ユーロ圏鉱工業生産指数(5月)
7/14 (金)	・鉱工業生産(5月、確報)	・輸入物価指数(6月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(7月)	・ユーロ圏貿易収支(5月)

### 3. 2023年7月17日(月)～7月21日(金)：中国経済の日本化：債務調整の遅れで2023年実質GDP5%割れ、長期の日本経済への下押しリスク

#### 中国経済の日本化：債務調整の遅れで2023年実質GDP5%割れ、長期の日本経済への下押しリスク

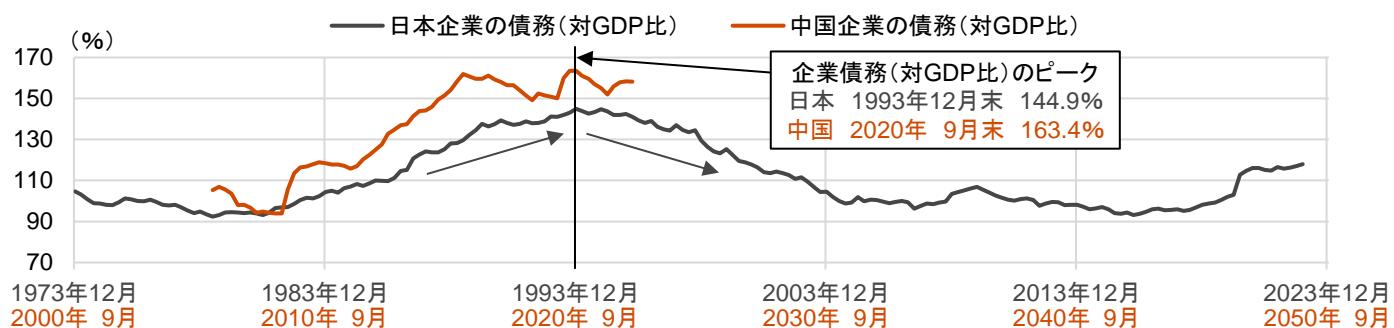
中国経済の減速懸念が高まっている。中国では景気減速懸念に対して財政出動が実施されてきたが、企業の債務残高が高水準であることから、更なる実施が難しいとされている。また、6月のインフレ率がゼロ%となり、デフレ懸念も高まっている。債務残高が大きい中で物価が下落すると、企業はより多い数量を販売しなければ債務を返済できなくなり、債務負担が大きくなっている。そこで、同様に過剰債務を抱えてデフレとなった日本と、現状の中国経済とを比較してみたい。

図表1は、日中の企業の債務残高の対GDP比を示しており、日本は1993年12月に144.9%でピークをつけている。その後は、緩やかな減少に転じており、1993年末を頂点とした山形を描いている。一方、中国企業は2020年9月末に163.4%の既往ピークをつけており、日本のピークを約20%ポイント上回っている。図表1では両国のピークを重ねて表示している。中国は2015年頃に150%を超えた後、150～160%前後で高位で安定しており、債務削減の動きが始まっている。もっとも、日本では企業の債務残高は1993年末をピークに減少に転じたものの、過剰債務の問題がすぐに解決したわけではない。日本企業は借入を実行して様々な設備投資を実施したとみられ、その設備が生産・売上・収益に結び付けば問題はなかった。しかし、日本企業はデフレ、売上の減少などによって設備の過剰感を抱えていたとみられる。そこで、図表2で企業の債務残高の負担感を確認する指標として、日銀短観の「設備過剰感」をみると、1994年から2003年頃の長期間にわたって過剰感を抱えており、負担感がなくなったのは2004年頃である。1993年末の債務削減が開始されてから10年以上の期間を要した。デフレの問題は更に20年が経過しようとする現在になって、ようやく物価安定の兆しがみえるようになっている。

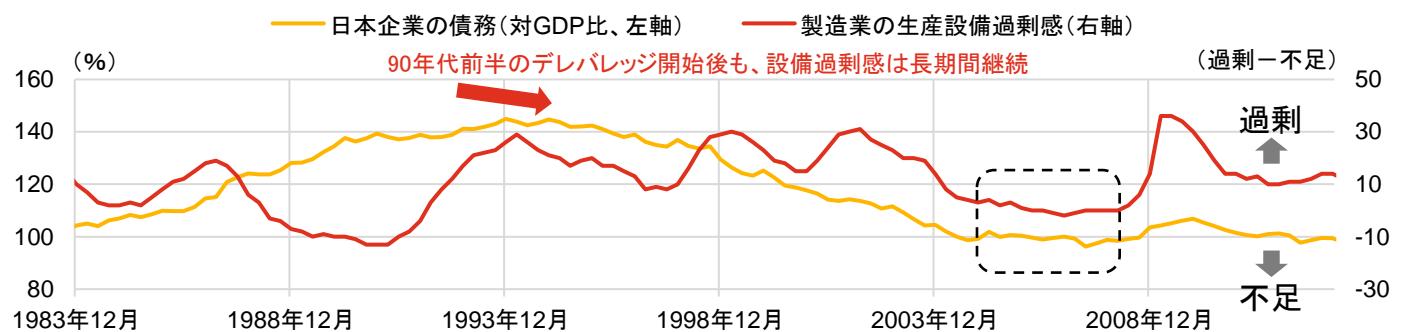
なぜこのように長期間を要したのかは、金融緩和不足や不良債権処理の遅れなど、様々な要因が指摘される。現在の中国では金融緩和を実施すれば、資本逃避を招く懸念があり、財政政策も既に高水準となった債務残高により慎重だとされる。このため、中国経済の減速懸念が高まるにつれて、経済対策の実施が予想されているものの、その実施によって経済が急激に回復する公算は小さいとみられる。中国の債務調整の長期化は日本経済にとっても大きな懸念材料となりうる。単に2023年の実質GDPが政府目標である5%前後を下回る懸念だけでなく、長期にわたる下振れ要因として警戒する必要があろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1：日中の企業債務の対GDP比の推移



図表2：日本の企業債務(対GDP比)と設備過剰感の推移



(出所)BIS、「家計調査」、日本銀行「短観」より、筆者作成。

## 先週(7月10日(月)～7月14日(金))の振り返り:国際収支統計／機械受注／国内企業物価指数

先週の内外経済の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、国際収支統計、機械受注、国内企業物価指数が公表された。これについては [Daily Macro Economic Insights](#) としてまとめているので詳細はそちらを参照頂きたい。

国際収支統計の概要をみると、5月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+1兆7,027億円となった。前月(4月)から1,969億円減少した。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-9,433億円と前月より5,888億円マイナス幅が拡大した。輸出が7兆8,166億円となり、前月より5,055億円、-6.1%の減少となった。輸入が8兆2,953億円となり、前月より4,072億円、-4.7%の減少となった。サービス収支は、-4,645億円となり、前月より-4,904億円減少した。また、第一次所得収支は+2兆9,478億円となり、前月より2,717億円増加した。

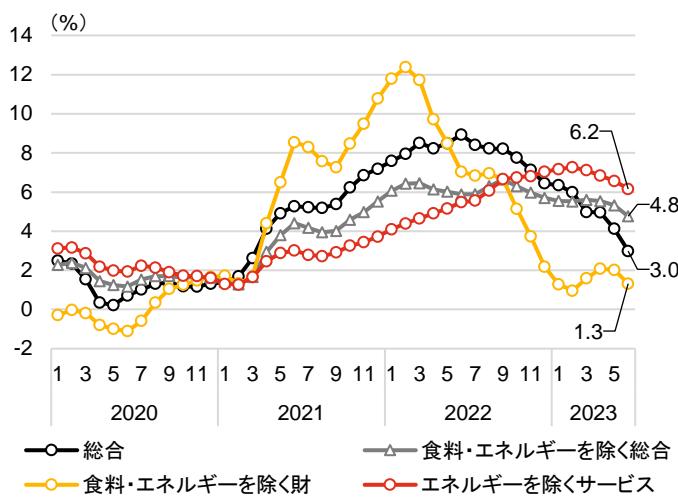
機械受注統計における受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-2.9%となり、2か月ぶりの減少となった。内閣府は「足踏みがみられる」との基調判断を維持した。「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、5月に前月比-7.6%となり、2か月ぶりの減少となった。「官公需」は、5月は同+8.9%(4月:同+6.8%)となり、2か月連続で増加した。「外需」は、5月は同+12.0%(4月:同+12.3%)と2か月連続で二桁台の伸びとなった。コア受注はGDPベースの名目設備投資の先行指標とされている。簡易的に4-6月期の同指標を検討するために、仮に6月の伸びがゼロ%と仮定した場合の4-6月期のコア受注は2兆5,973億円、1-3月期からの伸びは-2.7%となった。

6月の国内企業物価指数は前月比-0.2%(前年比+4.1%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.6%、円ベースで同+1.1%(前年比+0.4%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-3.1%、円ベースで同一-1.2%(前年比-11.3%)となった。輸入物価指数の前年比は3月に前年比一桁の伸びとなり、4月に減少に転じたが、6月は減少幅が更に拡大している。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、ガソリン、軽油・重油などの石油・石炭製品(寄与度+0.19%ポイント)、非鉄金属(同+0.04%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、電力・都市ガス・水道(同一-0.35%ポイント)、化学製品(同一-0.07%ポイント)の影響が大きくなっている。今年後半も緩やかな前月比マイナスの状況が続ければ、来年以降企業物価指数は前年比マイナスとなっていくだろう。

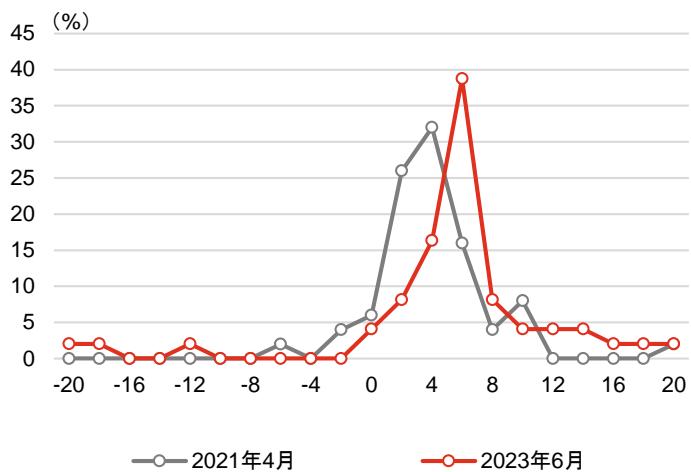
## 米国:サービス価格の上昇は継続／1年先インフレ率にやや落ち着き

続いて米国の経済指標についてふれよう。7月の消費者物価指数(図表3)は、総合で5月の前年比+4.0%から6月に同+3.0%へ1%ポイントの大幅な低下となった。食料価格は同+5.7%、エネルギー価格は同-16.7%となり、エネルギー価格の下落が総合の伸びを押し下げた。食料・エネルギーを除く総合では同+4.8%となり、前月の同+5.3%からプラス幅を縮小した。内訳をみると、食料・エネルギーを除く財は同+1.3%、エネルギーを除くサービスは同+6.2%となった。エネルギーを除くサービスは、2023年2月の前年比+7.3%から1%以上プラス幅を縮小しているものの、その水準は依然として2%の物価目標を大きく上回っている。その価格分布を図表4で確認しよう。2%を達成していた2021年4月には、+2~4%の価格上昇率が最も多く、山を形成していた。また、+12%以上の分布はほぼ見られなかった。しかし、2023年6月のピークは+6%の価格上昇率であり、+12%~+14%の二桁の価格上昇率もみられる。こうしたサービスの価格上昇の背景にある労働市場の逼迫は継続しており、依然として米国のインフレ目標の達成には警戒が必要な状況といえよう。

図表3:米国の消費者物価の推移



図表4:米国のエネルギーを除くサービスの価格分布



(出所)BLS, Macrobond, FREDより筆者作成。

7月のミシガン大学消費者信頼感指数は、72.6となり、前月の63.9から大幅に上昇した。2021年9月以来、約2年ぶりとなる高水準となった。インフレの鈍化と、雇用の安定が背景。1年先のインフレ率は+3.4%となり、6月の+3.3%から上昇した。5年先のインフレ率も3.1となり、前月の+3.0%から上昇した。1年先のインフレ率は、4月・5月に4.0%を超えていたものの、2か月連続で3%台となり、やや落ち着きがみられる。

## 欧州:景況感指数、中国:物価／GDP／消費／不動産開発投資 総じて弱い結果に

次に欧州の経済指標についてふれよう。ユーロ圏 ZEW は、-12.2 となり、前月の-10.0 よりもマイナス幅が拡大し、昨年12月以来の低水準となった。同指標は、0を上回ると景気に楽観的、0を下回ると悲観的とされている。過去を振り返ると、2022年2月の+48.6 から、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて3月にマイナスに転じて、4月に-43.0 までマイナス幅が拡大。冬場のエネルギー不安のあった9月には-60.7 まで悪化した。その後、暖冬の影響等で徐々にマイナス幅を縮小し、2023年1月にプラス転換、2月に+29.7 までプラス幅を拡大した。しかし、利上げの影響等による景気減速を受けて、5月から7月まで3か月連続のマイナスとなっており、欧州景気は軟調に推移していることが確認される結果となった。

最後に中国の経済指標について確認しよう。6月の消費者物価指数は、前年比+0.0%となり、前月の+0.2%から更にプラス幅を縮小した。また、6月の生産者物価指数も、前年比-5.4%となり、前月の-4.6%より更にマイナス幅が拡大した。消費者物価はマイナスが目前となっており、中国の国内需要の弱さを示している。4-6月期の実質GDPは、前年比+6.8%となり、1-3月期の前年比+4.5%からは伸びを強めた。しかし、昨年の同時期はロックダウンにより経済が大幅に落ち込んでいた時期との比較となるため、伸びが高めに出やすい。このため、より直近の動きを見るために1-3月期との比較でみると、前期比+0.8%となり、前期(+2.2%)や予想を下回った。社会消費品小売総額(小売売上高)は、6月に前年比+3.1%となり、二桁増だった3月～5月から大幅に減速した。ロックダウン解除後のリベンジ消費等が期待されたが、早くも息切れした格好。物価が低下している分、実質所得は増加方向にあるはずであるが、それに伴う消費の拡大などはみられていない。また、6月の不動産開発投資は、前年比-7.9%となり、昨年4月から14か月連続での前年割れとなった。昨年4月に同一-2.7%と増加から減少に転じた後、12月までに-10.0%までマイナス幅が拡大した。ロックダウン解除の期待もあってか、2023年1月に-5.7%まで回復していたが、再び落ち込み幅が拡大しており、不動産市場の低迷が経済の下押し要因となっている。

## 今週(7月17日(月)～7月21日(金))のポイント:日CPI／米小売り／中国GDP

図表5に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では、7月20日(木)に通関貿易収支、21日(金)に全国消費者物価が公表される。これらは、[Daily Macro Economic Insights](#)としてまとめる予定である。6月の全国消費者物価指数は、今後の物価動向を考える上で特に重要となる。また、通関貿易収支も海外需要の動向が注目される。

米国は今週は小売売上高、住宅関連の指標、連銀の景況指数が公表される。小売売上高は、消費動向を確認する上で重要となる。COVID-19後の多額の給付金、行動制限による「強制貯蓄」が減少しつつあるとの指摘もあるため、注目度が高まる。また、最近で持ち直しの動きがみられる住宅関連、先行性のある連銀の景況指数も重要である。

欧州では消費者物価、経常収支、消費者信頼感指数が公表される。先週の米国の消費者物価がやや落ち着きをみせたと受け止められているが、欧州での物価動向も注目となる。ドイツを中心に軟調な景気動向を示す消費者信頼感が重要であろう。

図表5 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
7/17 (月)		・ニューヨーク連銀製造業景気指数(7月)	・中国実質GDP(4-6月期) ・中国小売売上高(6月) ・中国鉱工業生産(6月)
7/18 (火)	・第3次産業活動指数(5月)	・小売売上高(6月)	
7/19 (水)		・住宅建築許可件数(6月) ・住宅着工件数(6月)	・ユーロ圏消費者物価指数(HICP、6月)
7/20 (木)	・通関貿易収支(6月)		・ユーロ圏経常収支(5月) ・ユーロ圏消費者信頼感(7月)
7/21 (金)	・消費者物価指数(全国、6月)	・フィラデルフィア連銀景況指数(6月) ・中古住宅販売件数(6月)	

## 4. 2023年7月24日(月)～7月28日(金)：内閣府年央試算から窺える日本経済の姿

### 内閣府年央試算から窺える日本経済の姿

先週の20日に内閣府から年央試算が公表された。年央試算とは、毎年の中間時点得られる最新の経済動向を踏まえて、内閣府として当年度及び翌年度の経済の姿を試算・公表するものである。また昨年末に閣議了解される政府経済見通しをアップデートするという意味合いもある。以下では年央試算の内容を紹介しつつ、今後の日本経済のポイントをみていくことにしよう。

試算結果は図表1にまとめている。第1のポイントは実質GDP成長率についてである。2023年度の値をみると、政府経済見通しの時点では+1.5%となっていたが、年央試算の段階では+1.3%との見通しである。内需を構成する民間最終消費、民間住宅、民間企業設備ともに年央試算の値は政府経済見通しと比べて伸びが減少しているが、内需寄与度の値は変わっていない。これは政府消費や公共投資といった政府支出が政府経済見通し対比で増加すると見込んでいることを意味する。実質GDP成長率の見通しが減少したのは外需寄与度が-0.1%から-0.3%へと低下したためであり、輸出の伸びが+2.4%から+0.8%へと緩やかとなったことが理由である。これには日本の主要輸出国である中国経済のCOVID-19以降の持ち直しが緩慢であり、想定対比で中国経済の景況が弱いことが背景にあるのだろう。この点は年後半の景気を見る上で要注目のポイントだ。

第2のポイントは名目GDP成長率についてである。実質GDP成長率は政府経済見通し対比で下方修正であったが、GDPデフレーターの大幅上昇により、2023年度の名目GDP成長率は+4.4%と政府見通しより+2.3%ポイントも上方修正となっている。Weekly Macro Economic Insights 2023年6月26日(月)～6月30日(金)で取り上げた通り、2021年度の国的一般会計税収は当初予算段階では57.4兆円の見込みだったが、名目GDP成長率がCOVID-19や消費税増税の影響で落ち込んだ2020年度の-3.5%から一転して2021年度に+2.4%と大幅に上昇したこと、決算では67兆円と9.6兆円の大幅な上振れで着地した。2022年度も当初予算ベースで65.2兆円であった税収が決算では71.1兆円と上振れしている。年央試算の2023年度+4.4%という結果はESPフォーキャスト調査のコンセンサス(+3.8%)をも上回る結果だが、この数字から判断すれば、2023年度の税収は70兆円台後半の可能性は濃厚だろう。つまり、内閣府が今年1月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」における成長実現ケースの2023年度国的一般会計税収(69.4兆円)を優に超え、2025年度の値(74.7兆円)を上回る結果となり、2024年度中に一般会計ベースの基礎的財政収支が黒字化する可能性もありえるということだ。こうなれば、政府は財政運営方針を従来から大きく変更する必要が出てくる。要は想定以上に徴収した税を歳出増や減税の形で当面、国民にもっと還元すべきであり、安定的な成長と税収の両立に配慮しながら財政運営をすべきということである。

第3のポイントは物価見通しについてである。消費者物価(総合)は足元の物価上昇率の高まりに応じ+1.7%から+2.6%へと上方修正された。これは2023年7月から2024年3月までの平均伸び率が+2.4%となることを意味する。エネルギー価格下落の影響はあるものの、物価が高止まりすることは、実質購買力の低下を通じ消費には悪影響となる反面、次年度以降の賃上げには好材料として作用する。2024年度に+1.9%程度となれば、実質賃金もプラスとなる姿がみえてくるだろう。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士)

図表1：日中の企業債務の対GDP比の推移

	2022年度		2023年度		(前年比、寄与度、%)
	実績	政府経済見通し	年央試算	参考試算	
実質GDP	1.4	1.5	1.3	1.2	
民間最終諸費支出	2.4	2.2	1.6	1.3	
民間住宅	-4.4	1.1	0.3	0.2	
民間企業設備	3.1	5.0	3.0	3.0	
内需寄与度	1.9	1.6	1.6	1.3	
外需寄与度	-0.6	-0.1	-0.3	-0.1	
名目GDP	2.0	2.1	4.4	2.5	
完全失業率	2.6	2.4	2.5	2.4	
国内企業物価	9.4	1.4	2.6	0.6	
消費者物価(総合)	3.2	1.7	2.6	1.9	
GDPデフレーター	0.6	0.6	3.0	1.3	

(出所)BIS、「家計調査」、日本銀行「短観」より、筆者作成。

## 先週(7月17日(月)～7月21日(金))の振り返り:通関貿易収支／消費者物価指数

先週の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、通関貿易収支、消費者物価指数が公表された。これについて [Daily Macro Economic Insights](#) としてまとめているので詳細はそちらを参照頂きたい。

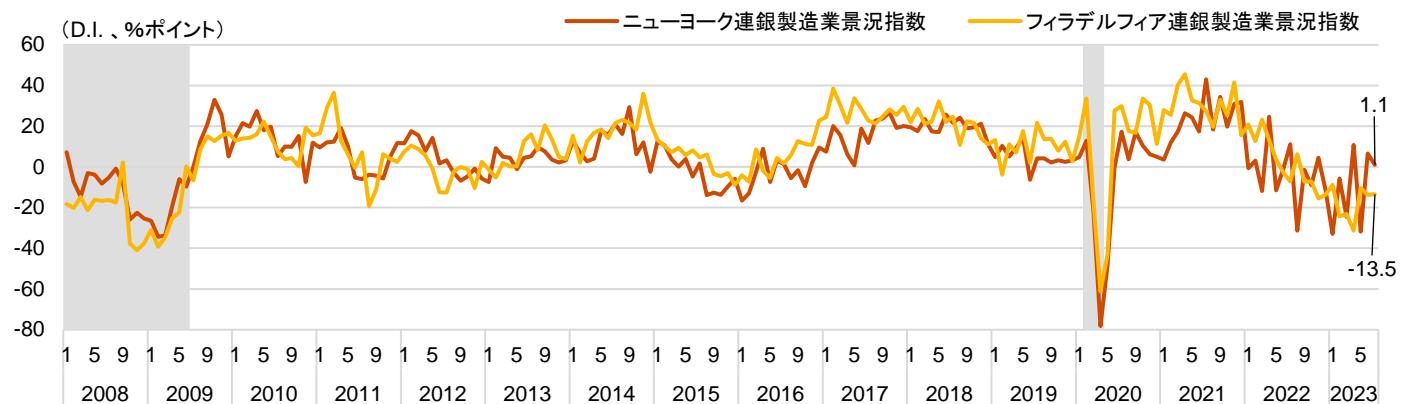
通関貿易収支(6月)について述べると、輸出金額(名目、原数値)は8兆7,441億円となり、前年比+1.5%の伸びとなつた。財別では、輸送用機器が前年比+38.0%と増加し、輸出を寄与度+6.9%ポイント押し上げた。輸入金額(同)は8兆7,010億円となり、前年比-12.9%と3か月連続で減少したが、主因は、原油等のエネルギー関係の輸入減少である。原油及び粗油、液化天然ガス等の鉱物性燃料が同-33.2%と減少し、輸入の押し下げ要因となった。結果、貿易収支は、+430億円となり23か月ぶりのプラスとなった。原数値でみられた貿易収支のマイナス幅縮小傾向は、季節調整済みの値をみても確認できる。

消費者物価指数(全国、2023年6月)は総合で前年比+3.3%、生鮮除く総合で同+3.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+4.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.6%となった。エネルギーは前年比-6.6%と下落は続くものの、電力各社が申請した値上げが認可された影響もあって、下落幅は縮小した。生鮮エネルギー除く総合の前年比は5月からわずかに伸びを弱めたが、前月比伸び率はプラスを維持していることからすると、物価上昇率がピークアウトしたとみるのはまだ早いだろう。消費者物価指数を構成する全品目の中で、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)を描いてみると、6月の価格変動分布は、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、6%以上の価格上昇を示す割合が厚みを増しながら、10%以上の価格上昇を示す品目割合が最も高い形に変化している。ヒストグラムの形状が釣鐘型に戻っていくタイミングがいつかはまだみえていない。

## 米国:連銀景況指数は下げ止まり／底堅い住宅市場／堅調な小売売上高

消費者物価指数(全国、2023年6月)は総合で前年比+3.3%、生鮮除く総合で同+3.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+4.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.6%となった。エネルギーは前年比-6.6%と下落は続くものの、電力各社が申請した値上げが認可された影響もあって、下落幅は縮小した。生鮮エネルギー除く総合の前年比は5月からわずかに伸びを弱めたが、前月比伸び率はプラスを維持していることからすると、物価上昇率がピークアウトしたとみるのはまだ早いだろう。消費者物価指数を構成する全品目の中で、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)を描いてみると、6月の価格変動分布は、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、6%以上の価格上昇を示す割合が厚みを増しながら、10%以上の価格上昇を示す品目割合が最も高い形に変化している。ヒストグラムの形状が釣鐘型に戻っていくタイミングがいつかはまだみえていない。

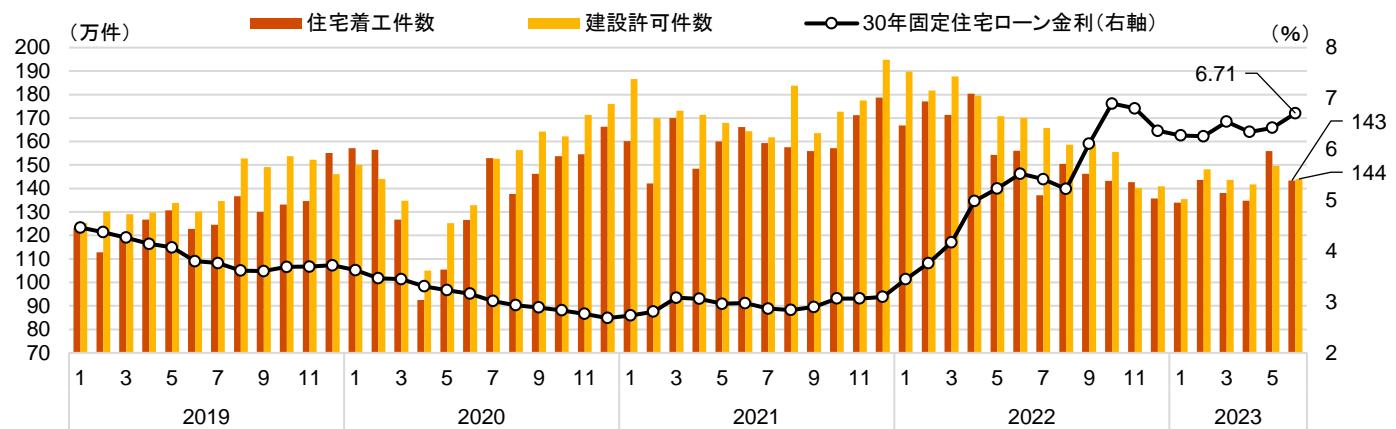
図表2:連銀製造業景況指数の推移



(出所)ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀より、筆者作成。

建設許可件数(6 月)は 144 万件、住宅着工件数(6 月)は 143 万件と、住宅ローン金利が高止まりする中、前月と比べて減少した。図表 3 は 2019 年以降の動きをみているが、米国住宅市場は下げ止まりの状況にあり、底堅さを維持している。

図表 3:米国住宅市場の動向



(出所) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀より、筆者作成。

小売売上高(6月)は前月比+0.2%となった。エネルギー価格下落の影響でインフレ率が鈍化したことが、家計の購買力にはプラスに働いている模様だ。5月に引き続き6月も堅調な増加を続けていることが確認された。自動車、ガソリン、建築資材、外食を除くコア小売売上高は+0.6%となった。今週公表の2023年4-6月期GDP速報値でも民間消費は堅調な増加を示すと予想される。

### 欧州: 経常収支はプラス幅拡大／消費者マインドの悪化度合いは減少

最後に欧州の経済指標についてふれよう。ユーロ圏経常収支(5月)は91億ユーロの黒字となり、モノ・サービスの両面で貿易収支のプラス幅が拡大し、4月の38億ユーロから増加した。エネルギー価格高騰が一服することでプラスへと経常収支は変化している。ユーロ圏消費者信頼感指数(7月速報値)は-15.1と先月の-16.1から改善した。米国と同様、エネルギー価格の下落が進んでいることが家計の購買力にプラスとなっている。だが数値は依然としてマイナスである。悪化度合いは減少したもの、プラスには至っていないことに留意すべきだろう。

### 今週(7月24日(月)～7月28日(金))のポイント: 日・米・欧州中銀政策会合

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。今週は日・米・欧ともに、中央銀行の政策決定会合が開催される。日本については現状維持、米国、欧州に関しては利上げ(ともに0.25%)が濃厚である。日本に関しては、7月展望レポートで現状の物価見通し(消費者物価指数(除く生鮮食品)前年比の政策委員見通しの中央値:2023年度1.8%、2024年度2.0%、2025年度1.6%)は2023年度、2024年度を中心に上昇修正される見込みが高いものの、2%の物価安定目標の安定的・持続的達成には距離があるとの判断は変わらないと見込まれる。よって現行の政策を維持すると予想する。米国・欧州については利上げを見込む。米国・欧州ともにエネルギー価格の低下により物価は伸びを弱めているものの、食料・エネルギーを除いたコア指数の伸びは2%を大きく上回っているためである。政策決定と合わせ、どのような形で、今年後半以降の政策判断に関連した発言が出てくるかにも注目したい。

指標では、28日(金)に日本では7月東京都区部の消費者物価指数が公表される。食料やエネルギーを除くベースの物価の伸びがピークアウトするかが注目点だ。米国ではGDP速報値(2023年4-6月期)及び6月のPCEデフレーターの動き、さらに7月の消費者マインドの動向が気になる所。さえない欧州の景気動向は、ユーロ圏PMI(7月)で方向感を確認したい。

図表4 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
7/24 (月)			<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏製造業PMI(7月)</li> <li>ユーロ圏サービス業PMI(7月)</li> </ul>
7/25 (火)		・コンファレンスボード消費者信頼感指数(7月)	
7/26 (水)		・新築住宅販売件数(6月)	
7/27 (木)		<ul style="list-style-type: none"> <li>FOMC</li> <li>GDP速報値(2023年4-6月期)</li> </ul>	・ECB政策理事会
7/28 (金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀政策決定会合</li> <li>消費者物価(東京都区部、7月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PCEデフレーター(6月)</li> <li>ミシガン大学消費者信頼感指数(7月)</li> </ul>	

## 5. 2023年7月31日(月)～8月4日(金)：時期尚早だった公算が大きい日銀の長期金利の運用柔軟化：好循環の芽はそこまで強くない

### 時期尚早だった公算が大きい日銀の長期金利の運用柔軟化：好循環の芽はそこまで強くない

先週の28日に日本銀行は、2023年度の物価見通しを大幅に引き上げた。更に賃金・物価・予想インフレ率の改善が今後も継続する場合、長期金利目標についての0%プラスマイナス0.5%という金利変動幅を維持したままだと、緩和効果が強くなる一方、債券市場の機能低下や他の市場の為替市場の動きが激しくなるなどの副作用が生じるとした。その上で、この副作用を抑えるために、金利の変動幅0.5%を目途とした上で、新たに1%の金利の上限を設けるとした。以下、順に確認していこう。

まず、図表2で物価見通し(9人の政策委員が示す見通し中央値)をみると、2023年度を4月時点の+1.8%から+2.5%へと0.7ポイントの大幅な引き上げ、2024年度は+2.0%から+1.9%へ0.1ポイントの若干の引き下げ、2025年度は+1.6%で変わらずとなった。2023年度の物価見通しの上方修正幅が0.7%ポイントと大幅である一方、2024年度の下方修正幅は0.1%ポイントとかなり小幅なものにとどまっている。足元ではインフレ率上昇の影響で実質所得の減少が指摘されるものの、消費が底堅さをみせている。また、2023年度の春闘での賃上げ幅が大きくなった要因は、2022年度の物価上昇率が高かったことだとの見方がある。2023年度の物価の高まりは、2024年度の賃上げにつながりやすい。この場合、実質所得が改善傾向となり、家計もそれを見越して消費を増やし、企業は値上げをしても売上・収益が落ちずに、賃上げに向かいやすくなるであろう。1990年代後半以降、物価も賃金も凍り付いたように動かくなっていた状態から、「物価が上がるから賃金も上がる」というように賃金・物価の動きが活性化しつつあるといえよう。また、展望レポートでは、各委員が提示した物価見通しの数値について、上振れ・下振れのリスク、上下にバランスしている中立の3つの選択肢で評価している。4月から7月の変化をみると、2023年度は上振れが2人減少(7人⇒5人)、中立が2人増加(2人⇒4人)となった。同様に2024年度の物価のリスクバランスをみると、中立が3人減り、上振れが2人増加(3人⇒5人)、下振れが1人増加(2人⇒3人)となっており、見方が上下に大きく割れている。2024年度も、2023年度と同じく、上振れリスクが9人中5人と過半数を占めており、足元の企業の賃金・価格の設定行動の強気化が進展することをリスクとしてみているといえよう。

次に、日銀の金融政策決定会合のステートメントでは、こうした物価・物価見通しの改善に加えて、賃金や予想インフレ率の改善を指摘している。「わが国の物価は、4月の展望レポートの見通しを上回って推移しており、本年の春季労使交渉などを背景に、賃金上昇率は高まっている。企業の賃金・価格設定行動に変化の兆しが窺われ、予想物価上昇率も再び上昇する動きがみられる。今後も上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある。長短金利操作の運用の柔軟化によって、こうした動きを和らげることが期待される」(太字・下線は引用者による)としている。更に植田総裁の記者会見では、「その他の金融市場におけるボラティリティ」は、為替市場の動きを指すことも明示された。従来は、金融緩和の副作用としては、イールドカーブの歪みが懸念されていたが、今回新たに物価見通しが改善した場合の債券市場の機能低下、為替市場での急激な円安進展も金融緩和の副作用として認識された模様。上記でみたように日銀の物価見通しは中央値、リスクバランスからすると、かなり強気化している。しかし、こうした賃金・物価・予想インフレ率の改善は、実体経済の改善をともなって持続的なものとなる。来年度以降の賃上げ、実質所得の動向や海外経済の下振れリスクがある中での長期金利の運用柔軟化はやや時期尚早であった公算が大きい。現在の物価・賃金の好循環の芽が芽吹くのを、来年度の賃上げの動きがみえてくるまで待つ方が望ましかったであろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1：日本銀行の展望レポート(「経済・物価情勢の展望」)の物価部分の抜粋

	2023年度			2024年度			2025年度					
	4月	⇒	7月	(差)	4月	⇒	7月	(差)	4月	⇒	7月	(差)
<b>物価見通し(政策委員会見通しの中央値、%)</b>												
コアCPI(生鮮食品を除く総合)	1.8	⇒	2.5	0.7	2.0	⇒	1.9	-0.1	1.6	⇒	1.6	0
日銀型コアCPI(生鮮食品・エネルギーを除く総合)	2.5	⇒	3.2	0.7	1.7	⇒	1.7	0.0	1.8	⇒	1.8	0
<b>物価のリスクバランス(人)</b>												
上振れ	7	⇒	5	-2	3	⇒	5	2	1	⇒	2	1
中立	2	⇒	4	2	4	⇒	1	-3	5	⇒	4	-1
下振れ	0	⇒	0	0	2	⇒	3	1	3	⇒	3	0
合計	9		9		9		9		9		9	

(出所)日本銀行より、筆者作成。

**先週(7月24日(月)～7月28日(金))の振り返り:東京都の消費者物価指数**

先週の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、7月の東京都区部の消費者物価指数が公表された。総合は、前年比+3.2%となった。3か月連続で同じ伸びとなった。うち、食料品は同+8.7%となり、前月の+8.0%から0.7%ポイントのプラス幅拡大となった。2021年9月以降のプラス幅拡大傾向が継続している。次に生鮮食品を除く総合では、同+3.0%と、前月の同3.2%よりもプラス幅が縮小した。焦点の食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合は、同+2.5%と、前月の+2.3%よりも0.2%ポイントのプラス幅が拡大した。宿泊料、通信料(携帯電話)、火災・地震保険料、ペットフード(キャットフード)などが伸びた。

## 米国: 4-6 月期 GDP 輸出は大幅減速の逆風が吹くも、消費・設備投資の国内需要堅調で良好な結果

2023 年 4-6 月期の米国 GDP が公表され、実質 GDP は前期比年率 +2.4% となり、前期(1-3 月期)の +2.0% から加速した。+2.4% の内訳を寄与度でみて全体を概観すると(図表 2)、サービスの伸びを中心とした消費が +1.1% ポイント(以下、ppt)、非居住向けが伸びた民間設備投資が +0.8ppt、政府支出が同 +0.5ppt となった。在庫は +0.1ppt と増加したものの、前期に -2.1ppt と大幅に落ち込んだ後の若干の反発であり、在庫の積み上げは見られない。外需は、輸出が -1.3ppt と大幅に落ち込んだ。GDP の控除である輸入が減少したこと、GDP を +1.2ppt 押し上げた。輸出入がほぼ相殺され、純輸出は -0.1ppt となった。次に、個別の需要項目ごとの詳細をみておこう。

消費 +1.1ppt のうち、財消費 +0.2ppt、サービス +1.0ppt とサービス消費主導であった。財消費は、前期に自動車・同部品が大幅に引き上げて寄与度 +1.3ppt であったものの、今期は +0.0ppt で変わらずとなり、前期よりプラス幅が大幅に縮小した。一方、サービスは、住居、医療、輸送、金融・保険といった幅広い項目が押し上げた。こうしたサービス消費の堅調さからは、今後サービス価格・サービス部門の賃金の押し上げ圧力となることが示唆される。次に設備投資の前期比寄与度 +0.8ppt の内訳は、非居住者用が +1.0ppt、居住者用が -0.2ppt となった。非居住者用は、2020 年 7-9 月期以来、12 四半期連続でプラスの伸びとなった。今期は、輸送用機器、ソフトウェア、構造物が伸びを押し上げた。また、居住者用は 2021 年 4-6 月期以来、9 四半期連続での減少とはなった。しかし、2022 年 4-6 月期 -0.9ppt、7-9 月期 -1.4ppt、10-12 月期 -1.2ppt となった後、2023 年は 1-3 月期 -0.2ppt、4-6 月期 -0.2ppt と徐々に減少幅が縮小しつつある。住宅投資は、最も金利に敏感で FRB の利上げによる影響を受けやすいとされている。しかし、利上げでサービスを中心とした欧米型インフレ率が下がりきらないまま、住宅投資が回復に転じると、住宅価格の面で物価上昇圧力がかかる可能性があり、今後の注意が必要であろう。輸出は前期比寄与度 -1.3ppt となった。輸出は、2022 年 4-6 月期に +1.7ppt、10-12 月期 -0.4ppt、2023 年 1-3 月期 +0.9ppt と一進一退の動きとなっている。そうした中で今回の -1.3ppt は COVID-19 の影響で落ち込んだ 2020 年 1-3 月期 -1.8ppt、4-6 月期の -8.7ppt 以来の大幅な落ち込みであり、海外経済は下押し要因となっている。

以上より、4-6 月期の米 GDP 結果は輸出減速により海外経済から下押し圧力を受けているものの、消費・設備投資といった国内最終需要が堅調に推移しており、良好な結果であったといえよう。

図表 2: 米国の GDP の推移

	2020		2021				2022				2023	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
GDP	35.3	3.9	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	2.4
個人消費支出	26.3	2.5	7.0	7.8	2.0	2.1	0.9	1.4	1.5	0.7	2.8	1.1
財	10.9	0.1	5.3	2.7	-2.0	0.6	-0.0	-0.6	-0.1	-0.0	1.3	0.2
サービス	15.5	2.5	1.7	5.2	3.9	1.6	0.9	2.0	1.6	0.7	1.4	1.0
設備投資	5.1	2.8	1.7	1.1	-0.2	0.1	0.8	-0.9	-0.6	-0.7	-0.1	0.8
非居住者向け	2.9	1.5	1.2	1.3	0.1	0.2	1.0	0.0	0.8	0.5	0.1	1.0
居住者向け	2.2	1.3	0.5	-0.2	-0.3	-0.1	-0.2	-0.9	-1.4	-1.2	-0.2	-0.2
在庫投資変動	7.6	0.3	-2.5	-0.8	2.0	5.0	0.2	-1.9	-1.2	1.5	-2.1	0.1
純輸出	-2.7	-1.7	-1.0	-0.6	-1.1	-0.2	-3.1	1.2	2.9	0.4	0.6	-0.1
輸出	5.0	2.2	0.0	0.5	-0.1	2.4	-0.5	1.5	1.7	-0.4	0.9	-1.3
輸入	-7.7	-3.9	-1.1	-1.1	-1.0	-2.5	-2.6	-0.4	1.2	0.9	-0.3	1.2
政府消費・設備投資	-1.0	-0.0	1.2	-0.5	-0.0	-0.2	-0.4	-0.3	0.7	0.7	0.9	0.5
連邦政府	-0.8	0.1	1.2	-0.5	-0.5	0.0	-0.4	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.1
州・地方政府	-0.2	-0.1	0.0	-0.0	0.5	-0.2	-0.0	-0.1	0.4	0.3	0.5	0.4

(出所) 米・経済分析局(BEA, Bureau of Economic Analysis)より、筆者作成。

## 米国 PCE: ヘッドラインは 3%へ鈍化、食料・エネルギーを除く総合は依然として 4%台

6 月の PCE デフレーターが公表され、総合では前年比 +3.0% となり、前月の +3.8% から 0.8% ポイントの大幅な低下となつた。食品・エネルギーを除いた総合では、前年比 +4.1% となり、5 月の同 +4.6% から 0.5% ポイントの大幅なプラス幅縮小となつた。2021 年 10 月に同 +4.3% となって以降、+4.0% 以上で推移していたが、1 年半以上前の水準まで減速した。サービスのうち、住居は +8.0% となつた。やや長めに振り返ると、住居用の価格は、COVID-19 前には同 +3.2% ~ +3.6% で推移していたが、COVID-19 影響拡大後の 2020 年 6 月に 3% を下回り、2021 年前半には同 +2.0% までプラス幅が縮小した。2021 年 6 月から徐々にプラス幅が拡大し、2023 年 4 月の同 +8.4% まで上昇した。その後、5 月 +8.3%、6 月 +8.0% までプラス幅が縮小した格好。また、6 月の実質所得は前年比 +4.7% となつた。インフレの影響で昨年まで前年比マイナスであったが、2023 年 1 月に +2.4% となり、その後もプラス幅は拡大基調にある。

## 米国の金融政策決定会合結果:年内に更なる利上げを見込む／失業率上昇なき求人率低下

続いて米国の中央銀行の会合結果を振り返っておこう。米・連邦準備理事会(FRB)は、7月25~26日に開催した米・連邦公開市場委員会(FOMC)において、政策金利であるFF金利誘導目標を0.25%引き上げ、5.25~5.50%とした。パウエルFRB議長は、会見で次回の9月FOMCでの利上げを明言せず。過去、利上げが物価の鎮静化につながるパスとしては、金利上昇で住宅ローンが借りづらくなり、住宅投資が減速、住宅購入が減少すればそれに伴った家具購入などの消費も減少し、住宅セクターが悪化すれば徐々に労働市場も悪化して、それが物価全般の低下につながる、というものであろう。しかし、現状ではGDP結果でみたように、第1の住宅投資の減少はみられたものの、第2の消費減速が明確化する前に住宅投資に底入れの兆しがみえている。ということは、足元のヘッドライン物価が減少しているにもかかわらず、物価上昇率が2%まで低下するパスは描き切れていないとみるべきであろう。米国の労働市場を改めて確認しておこう。COVID-19回復期には、経済活動の再開による景気改善によって求職している人(失業者)が雇われていくことで失業率は低下し、企業は増産やサービス拡大のために求人を増やしていく。具体的に、失業率が最も高くなった2020年4月と、求人率が最も高くなった2022年3月を比較すると、失業率は14.7%から3.6%へと11.1%ポイント低下する間に、求人率は3.0%から7.3%へと増加した。このように求人件数が非常に多いということは、労働者はより望ましい職場への転職や、万一失業した場合でも新たな職を得ることが容易な環境にあるため、消費を下支えしている面があろう。求人率は2022年にピークを付けた後、2022年3月の7.3%から2023年3月に5.8%まで1.5%ポイント低下した。先ほど述べたようにCOVID-19の回復期には失業率低下と求人率上昇が起きたため、求人率が低下に転じた場合には失業率が上昇してもおかしくない。現に過去求人率が5.8%であった2021年4月の失業率は6.1%であった。しかし、足元の失業率は3.5%前後であるため、単純に当時と比較すると2.5%ポイント程度(6.1%-3.5%=2.6%)も失業率の上昇が抑えられている計算になる。つまり、失業率上昇という痛みを伴わずに、売り手市場がやや悪化(冷却)していることになる。もっとも悪化しているとは言っても、依然として失業者一人当たりの求人件数は1.6件(2023年5月)もあり、平均1.2件程度だった2019年よりも求人ははるかにみつけやすい状況と言ってよいだろう。こうした状況を踏まえると、今回(7月)の利上げで利上げ局面は終了し、次は利下げだと見込む金融市場の見通しは楽観的すぎ、FRBは2%の物価目標のために少なくとも年内後1回の利上げが必要であり、その後も経済・物価情勢によっては追加利上げなどが必要であろう。

## 今週(7月31日(月)～8月4日(金))のポイント:日本生産／米雇用関係／ユーロ圏 GDP／中国景況感

図表 3 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では、6月の鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率が公表される。5月までの生産の動きからは、6月の生産は一進一退の動きとなることが見込まれる。5月の商業販売の動きは横ばいとなっていたが、物価上昇の継続を受けた動向が注目される。米国では月初のISM景気指数関連、雇用関係が公表される。米国景気は堅調さが維持されているか、景況感の動向、失業率が上昇しないまま求人件数の低下傾向が継続するかが注目される。ユーロ圏では、GDP、消費者・生産物価、小売売上高が公表される。ユーロ圏 GDP は、ゼロ近傍での動きが続いている。インフレ率もヘッドラインのプラス幅は縮小しているものの、食料・エネルギーを除いた総合ベースがどの程度変化しているかが注目となる。減速が鮮明化してきている中国では7月に入った景況感をみる重要指標が公表される。

※ 8月7日～18日は、夏季休暇につきレポート発刊はお休みさせていただきます。何卒宜しくお願ひ致します。

図表 5 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
7/31 (月)	・鉱工業生産(6月) ・商業動態統計(6月)		・ユーロ圏GDP(4-6月期) ・ユーロ圏消費者物価指数(HICP) (7月) ・中国製造業PMI(7月)
8/1 (火)	・完全失業率・有効求人倍率(6月)	・ISM製造業景気指数(7月) ・雇用動態調査(JOLTS)求人件数(6月)	・ユーロ圏失業率(6月) ・中国財新製造業PMI(7月)
8/2 (水)			
8/3 (木)		・ISM非製造業(7月)	・ユーロ圏生産者物価指数(PPI) (6月)
8/4 (金)		・米・雇用統計、完全失業率(6月)	・ユーロ圏小売売上高(6月)

片岡 剛士

伊藤 篤

チーフエコノミスト、執行役員

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 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