

Monthly Economist Report

GDPは一時的拡大／国内消費の脆弱さを受け、冴えない生産・設備投資

2023年9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(9月総集編)

I. 2023年9月のまとめ: GDPは一時的拡大／国内消費の脆弱さを受け、冴えない生産・設備投資	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2023年7月)－弱い消費と根深いインフレ圧力－	3
2. 景気動向指数(2023年7月分速報)－景気動向は極めて緩やかな改善が続く－	5
3. 国際収支統計(2023年7月): 経常収支プラス幅拡大／旅行収支は過去最高も、サービス収支の一部はマイナス幅拡大継続	7
4. 企業物価指数(23年8月速報)－国内企業物価指数は前月比・前年比ともに上昇－	10
5. 機械受注統計(2023年7月)－製造業の落ち込みでコア受注減少、7-9月期の設備投資増に暗雲－	12
6. 貿易収支(通関統計)(2023年8月)－輸出は2か月連続で減少、中国を除くアジア向け半導体関連が押し下げ－	14
7. 消費者物価指数(全国、2023年8月)－総合で3%台前半、欧米型コアで2%後半の動きが続く－	16
8. 鉱工業生産(23年8月速報)－生産の前期比は横ばい、減速基調が明確に－	18
9. 商業動態統計(2023年8月速報)－7月に続き8月も増勢が続く－	20
10. 一般職業紹介・労働力調査(2023年8月): 新規求人数の悪化傾向継続、製造業は2桁減少	22
III. Weekly Macro Economic Insights	24
1. 2023年9月4日(月)～9月8日(金): 半導体サイクル回復による物価押し上げリスク	24
2. 2023年9月11日(月)～9月15日(金): 投資に関する注目すべき2つの動き	28
3. 2023年9月18日(月)～9月22日(金): 日米欧の物価動向と当面のポイント	32
4. 2023年9月25日(月)～9月29日(金): 実質所得・実質消費の拡大シナリオの点検	36

I. 2023年9月のまとめ: GDPは一時的拡大／国内消費の脆弱さを受け、冴えない生産・設備投資

(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)。

日本の2023年4-6月期のGDP(2次速報値)は実質1.2%(年率4.8%)、名目2.7%(年率11.4%)となった。設備投資を主因に1次速報から下方修正となった。名目GDPに占める設備投資の割合が、一時1980年代平均の17%を超えたものの、4-6月期には再び17%を下回った。4-6月期の法人企業統計における経常利益は、全産業31兆6,061兆円、製造業11兆2,656億円、非製造業20兆3,405億円となり、全産業・製造業・非製造業の3つ全てで1954年4-6月期以降で最も高い利益水準となった。こうしてねん出された利益は、設備投資や人件費に向けられることが期待される。フリー・キャッシュフロー(経常利益/2+減価償却費)がどの程度設備投資に向けられたかをみると、2010年から2019年まで55~60%で推移していた。同比率は、COVID-19の影響による利益の落ち込みにより、2020年1-3月期から2021年1-3月期に60%を超えて推移していたが、2021年4-6月期以降は55%以下に落ち込んでいる。設備投資は、半導体などの戦略投資、DX・GX投資など景気循環とは独立した需要が期待されており、利益も過去最高を更新している。しかし、設備投資の先行指標とされる機械受注でのコア受注(船舶・電力を除く民需)は、4-6月期には前の期よりも減少し、7-9月期も減少する見込みである。また、鉱工業生産をみると、生産は7月・8月と減速基調が明確となり、在庫率も前年比で上昇傾向にある。生産は対外関係も影響するが、貿易統計における輸出数量は昨年10月以来、前年比で減少し、足元では減少ペースが拡大している。

30年ぶりの春闊の高さを反映した一人当たり賃金の改善に、就業者数の増加が相まって、総労働所得の改善、消費拡大が期待されている。しかし、所得・消費動向は今のところまだら模様である。足元の企業物価は7月・8月と前月から増加し、4~8月には交易条件の改善が続いている。交易条件による実質所得の改善は、足元の食料・エネルギーを除くプラス幅拡大継続となっている消費者物価の上昇で少なくとも部分的に相殺されている。こうしたインフレによる実質所得の押し下げに加えて、労働市場の先行指標である新規求人数は悪化傾向がみられている。さらに足元の交易条件の改善について、先行きは原油価格の上昇を通じて悪化に転じるリスクがある点にも警戒が必要であろう。消費動向については、販売側の商業動態統計では7月に続き8月も増加が継続している一方、7月の家計調査ではインフレの影響で実質消費に減速の動きがみられる。

前述した企業の生産・設備投資の慎重スタンスは、国内の所得・消費環境の脆弱さに起因していると言える。海外ではインフレ沈静化のための利上げが続いている。国内では食料・エネルギー価格上昇を起因とするインフレへの対応に加えて、1990年代後半以降の賃金・物価が動かないという、岸田首相の言及する「冷温経済」、筆者の主張する「凍結経済」からの脱却、すなわち賃金と物価が上がる経済への移行という2重の対応を迫られている。前者では物価の行き過ぎを抑えて、後者では物価・賃金の押し上げを目指すという板挟みとなっている。インフレによる実質所得・実質消費の減少が広がれば、企業の売上・利益が減少して、せっかく生じた賃上げの機運が盛り下がり、再び賃金・物価の動かない「冷温経済」「凍結経済」に戻りかねない。このため、10月に取りまとめられる経済対策において、減税による家計サポートが重要である。

図表1 各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
経済	2023年Q2実質GDPは、輸入減少により需給ギャップはプラス転換、Q3は反動でマイナス成長の公算。	2023年Q2実質GDPは、+2.1%と堅調。インフレも経済は堅調さを保つ。	2023年Q2実質GDPは、前期比年率で、ユーロ圏+0%。中国経済はやや持ち直し。
物価	欧米型コアはプラス幅拡大基調を維持。上昇率の高い品目に広がり。物価低下に転じるかに不透明感。	物価のプラス幅縮小傾向は継続も、2%まで低下するかには不透明感が強い。	欧州はインフレが大きめの鈍化。中国はインフレ率がプラスとなり、やや安定化。
政策	10月に経済対策を実施。電力・ガス対策の継続と併せて、家計への減税実施が焦点。	2%までの低下パス描けず、利下げ予想先送りとなり、長期金利が大幅に上昇。	欧州は景気減速懸念があり、追加の利上げに難しい判断が必要。中国は不動産対策が重要。
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。	インフレの2%までの低下は依然課題。追加の利上げ、高金利長期化のリスクはくすぶり続ける。	欧州は追加利上げ・再利上げの可能性。中国は経済対策の効果を確認する時期か。

出所:筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2023年7月)ー弱い消費と根深いインフレ圧力ー

実質家計消費は前年比5.0%減、前月比2.7%減と悪化が進む

総務省から公表された7月の家計調査は、実質消費支出が前年比-5.0%、前月比では-2.7%、名目消費支出が前年比-1.3%、前月比で-2.5%となり、先月を上回る悪化となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕・維持といった住居、魚介類・肉類などの食料が実質消費の減少に寄与した一方で、被服及び履物や電気代・ガス代などの高熱費が実質消費の増加に寄与した。猛暑効果やイベント再開の影響で増加が期待されたが、減少が続く結果となった。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7月は前年比-6.4%と昨年10月以来10か月連続の前年比減少となり、減少度合いは5月以来の落ち込みとなっている。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比-2.7%、実質で同-6.4%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-3.7%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。売り手側からの消費動向を示す経済産業省「商業動態統計」は7月に改善したが、買い手側の統計である家計調査は6月と比べ悪化している。この点、2つの統計の動きは異なっている。

図表1:家計調査の概要

	名目消費支出		実質消費支出		実質可処分所得 (勤労者世帯)	平均消費性向 (勤労者世帯)	
	前年比	前月比	前年比	前月比			
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
	6	-0.5	1.1	-4.2	0.9	-5.1	41.1
	7	-1.3	-2.5	-5.0	-2.7	-6.4	59.7

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 7 月の実質消費支出総額(CTI マクロ)は 103.7(2020 年=100)となり、6 月から 0.1% 増加した。2022 年 9 月以降、ほぼ横ばいの状況が続く。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、未だ 2%ほど、7 月の実質消費支出総額が下回る状況である。2023 年 4-6 月期の CTI マクロ前期比は 0.3% 減少だったが、7 月の対 4-6 月期比は 0.1% 増である。8 月以降の動き次第では 2 四半期連続の前期比減少という結果もあり得るだろう。

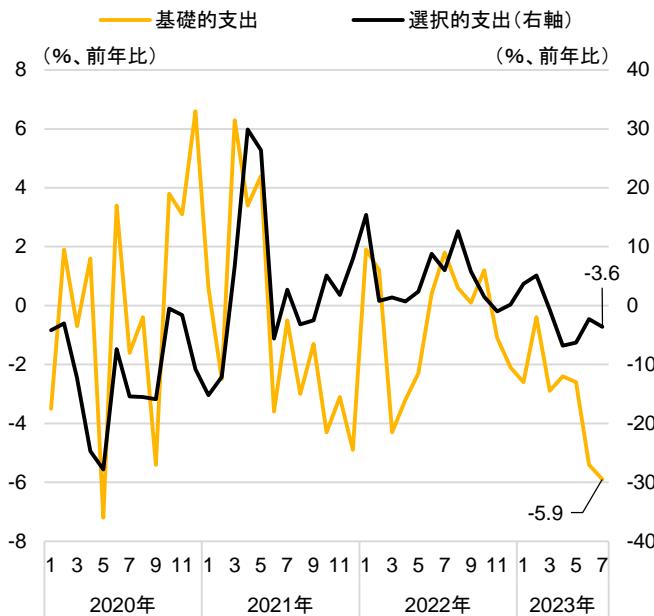
消費支出の減少に比して根強いインフレ圧力

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。

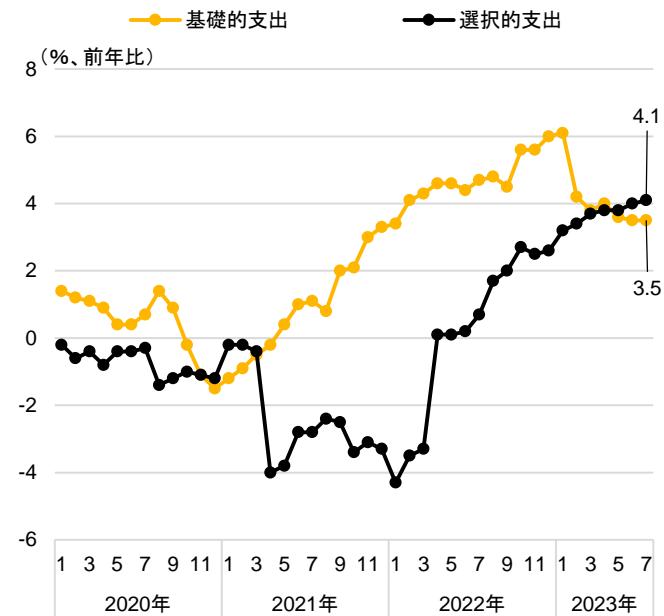
図表 2 は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。2022 年 6 月から 10 月までは両支出ともに増加を続けていたが、2022 年 11 月以降、基礎的支出の前年比はマイナスとなり、2023 年 7 月は -5.9% と 2020 年 5 月に匹敵する落ち込みとなった。選択的支出も 2023 年 2 月の同 +5.1% から 3 月には -0.7%、4 月は -6.8%、5 月は -6.3% となったのち、7 月は -3.6% と落ち込み幅はマイルドとなったものの、減少は続く。図表 3 は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。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、7 月は同 +3.5% とじわじわと伸びを弱めている。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 年に入ても伸びの高まりは続いていること、7 月は同 +4.1% となっている。

前回のレポートで、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という懸念が現実となりつつある、と述べたが、支出額の減少は続くものの、価格上昇は基礎的支出については伸びの弱まりが止まり、選択的支出については伸びはわずかながら強まっている。支出額の減少が進んでも価格上昇が止まる形にはなっておらず、家計調査の結果はインフレ圧力が根強いことを示唆しているといえるだろう。

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。

2. 景気動向指数(2023年7月分速報)－景気動向は極めて緩やかな改善が続く－

一致指数は6か月ぶりの下降、8月も下降が続く可能性も

内閣府から2023年7月の景気動向指数が公表された。7月のCI速報値(2020年=100)は先行指数107.6、一致指数114.5、遅行指数106.1となった。先行指数は6月から1.2ポイント下降して2か月連続の下降、一致指数は6月と比較して1.1ポイント下降して6か月ぶりの下降、遅行指数は6月から0.5ポイント下降して2か月連続の下降となった。

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6か月連続の上昇、7か月後方移動平均は3か月連続の上昇となった。CI一致指数の動きから機械的に判断される基調判断は「改善を示している」となる。

ただ一致指数の動きは2023年以降ほぼ横ばいで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。7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6指標がマイナス、うち生産、出荷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、輸出数量指数、商業販売額(小売業、卸売業)となっている。

今後の展開については、製造工業生産予測調査(8月補正值)が減少の見込みであり、生産および出荷は減少の公算が大である。輸出数量および商業販売額が大きく増加するということがなければ、7月に続き8月も減少が続くことになるだろう。

図表1 一致指数の推移とその内訳

	一致指数		生産指標 (鉱工業)	鉱工業用 生産財 出荷指標	耐久 消費財 出荷指標	労働投入量 指標 (調査産業計)	投資財 出荷指標 (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 指標	
	指標	前月差											
2021年	7	109.2	-0.8	-0.20	-0.04	-0.24	-0.04	-0.27	0.23	-0.13	-0.06	0.15	-0.18
	8	106.8	-2.4	-0.45	-0.45	-0.61	-0.19	-0.03	-0.56	-0.09	-0.06	0.02	0.01
	9	104.8	-2.0	-0.45	-0.45	-0.62	0.09	-0.13	0.26	-0.18	-0.06	0.14	-0.62
	10	106.9	2.1	0.35	0.36	0.55	0.06	-0.00	0.14	-0.12	0.64	0.02	0.10
	11	111.6	4.7	0.73	0.78	0.92	0.05	0.22	0.10	0.40	0.62	0.28	0.57
	12	111.8	0.2	-0.21	-0.09	0.14	0.08	-0.01	-0.07	-0.29	0.55	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	-0.21	0.28	-0.09
	2	111.2	0.3	0.19	0.33	0.29	-0.13	-0.16	-0.20	-0.04	-0.21	0.15	0.11
	3	111.5	0.3	-0.04	-0.05	-0.07	0.26	0.04	0.16	-0.10	-0.22	0.28	-0.00
	4	111.8	0.3	-0.05	-0.07	-0.10	0.08	0.25	0.25	-0.04	0.04	0.15	-0.25
	5	111.1	-0.7	-0.32	-0.33	-0.50	-0.10	-0.08	0.06	0.29	0.04	0.15	0.11
	6	113.4	2.3	0.56	0.52	0.71	0.24	0.25	-0.23	-0.13	0.04	0.29	0.08
	7	113.7	0.3	0.08	0.03	0.26	-0.28	0.19	0.09	-0.23	-0.02	0.15	-0.02
	8	115.0	1.3	0.20	0.00	-0.14	0.17	0.42	0.18	0.31	-0.02	0.42	-0.23
	9	114.5	-0.5	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.07	-0.10	-0.02	0.15	-0.01
	10	114.0	-0.5	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.21	0.11	0.29	0.01
	11	113.7	-0.3	0.00	-0.09	0.25	0.01	-0.28	-0.20	-0.10	0.11	0.15	-0.19
	12	113.4	-0.3	-0.08	-0.23	-0.08	0.00	0.15	0.14	-0.06	0.10	0.15	-0.36
2023年	1	111.5	-1.9	-0.43	-0.40	-0.07	-0.09	-0.61	0.13	-0.18	0.11	-0.11	-0.28
	2	114.2	2.7	0.51	0.57	0.34	0.17	0.53	0.24	0.09	0.11	-0.11	0.26
	3	114.2	0.0	0.04	-0.05	0.44	0.07	-0.13	-0.04	-0.12	0.11	-0.25	-0.08
	4	114.4	0.2	0.10	0.06	0.01	-0.08	0.04	-0.19	-0.12	0.18	0.03	0.22
	5	114.7	0.3	-0.22	-0.19	0.14	0.36	0.11	0.08	0.13	0.18	-0.11	-0.21
	6	115.6	0.9	0.35	0.35	0.07	-0.02	0.03	-0.02	-0.24	0.17	-0.10	0.33
	7	114.5	-1.1	-0.35	-0.18	-0.64	-0.01	-0.54	0.16	0.11	0.01	-0.12	0.45

出所：内閣府より筆者作成。

方向感が定まらない先行指数

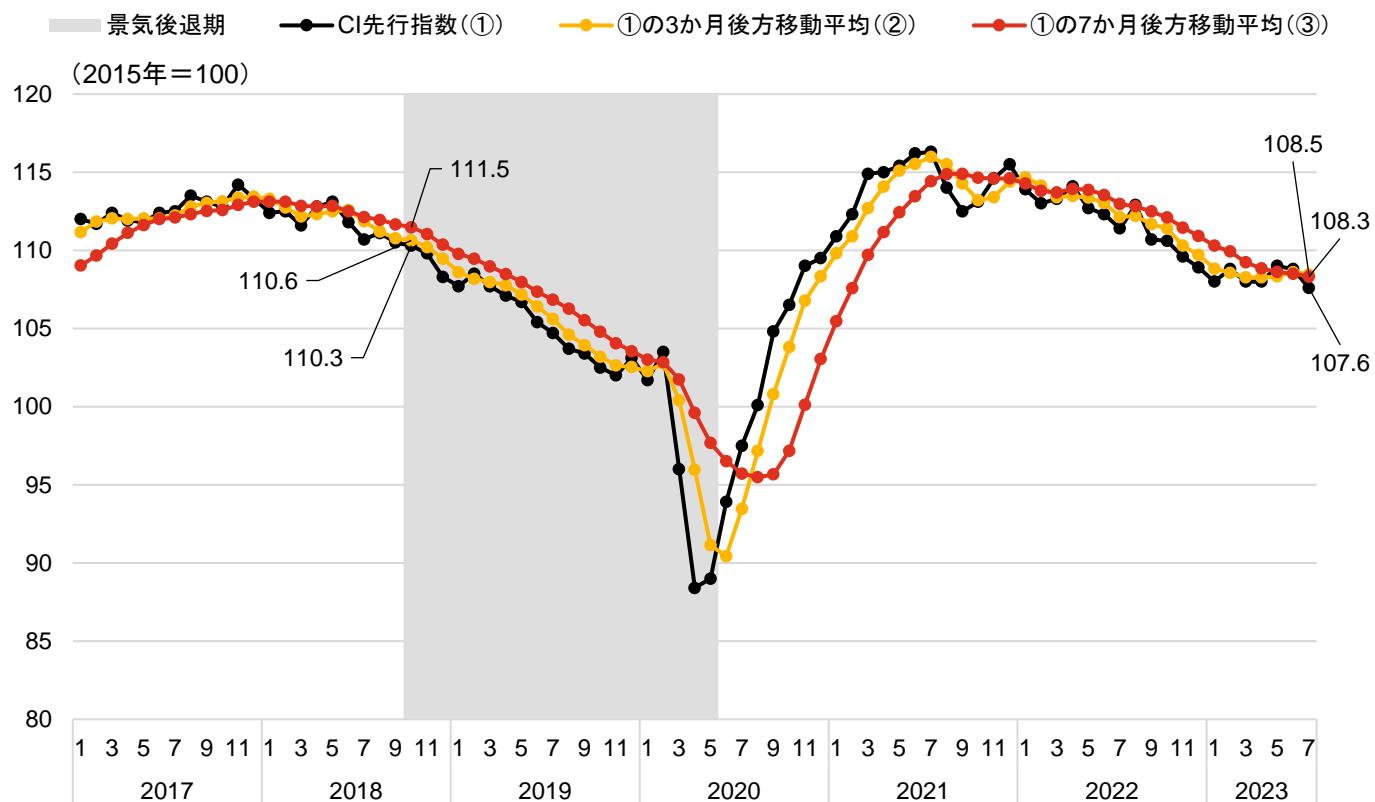
7月の先行指数をみると、3か月後方移動平均は0.13ポイント下降し、4か月ぶりの下降となり、7か月後方移動平均は0.19ポイント下降して、こちらは15か月連続の下降となった。先行指数は2023年に入り下降基調からは脱したものの、上下しつつ推移しており方向感が定まらない状況にあり、7か月後方移動平均が下降から上昇に転じるには至っていない。

先行指数を構成する指標の動きをみると、消費者態度指数、東証株価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、生産財在庫率指数、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7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111.5であった。2023年7月の値はそれぞれ107.6、108.5、108.3であり、いずれも2018年10月と比べて低い値となっている。

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が、こうした期待が現実化するまでには未だ距離があると言わざるをえない状況といえよう。

図表2 先行指数の推移



出所：内閣府より筆者作成。

3. 国際収支統計(2023年7月): 経常収支プラス幅拡大／旅行収支は過去最高も、サービス収支の一部はマイナス幅拡大継続

7月の国際収支: 経常収支は昨年後半平均6,000億円から、足元2.5兆円へ4倍増

財務省から、2023年7月の国際収支統計が公表された(図表1)。7月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2兆7,669億円となった。前月(6月)の+2兆3,459億円から4,210億円のプラス幅拡大となった。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-1,146億円と前月より986億円マイナス幅が拡大した。輸出が8兆5,105億円となり、前月より1,381億円増加した。輸入が8兆6,251億円となり、前月より2,368億円増加した。増加は2か月連続。サービス収支は、-2,655億円となり、前月より1,740億円マイナス幅が縮小した。これらの結果、貿易・サービス収支は-3,801億円となり、前月より753億円マイナス幅が縮小した。また、第一次所得収支は+3兆5,008億円となり、前月より3,766億円のプラス幅拡大となった。昨年(2022年)11月の3兆6,282億円以来の高水準であった。7月は、貿易収支・第二次所得収支で前月比でマイナス幅が拡大したものの、サービス収支・第一次所得収支が同プラスとなり、経常収支のプラス幅が拡大した。

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5月・6月平均では+2.5兆円まで4倍以上に拡大した。貿易収支のマイナス幅は4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。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2.2~3.6兆円程度で推移している。今後の経常収支は、エネルギー価格動向、国内外の経済動向等によって左右されよう。

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				
2022年	1-3月期	13,769	▲ 10,662	▲ 5,837	76,580	82,417	▲ 4,825	26,675	▲ 2,244		
	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		
	4-6月期	19,827	▲ 5,844	▲ 2,917	81,704	84,620	▲ 2,927	29,160	▲ 3,489		
	前期差	10,670	10,604	9,499	2,163	▲ 7,336	1,104	▲ 337	403		
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										
	前月差	4,210	753	▲ 986	1,381	2,368	1,740	3,766	▲ 309		
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		
2023年	6月	23,459	▲ 4,554	▲ 160	83,724	83,883	▲ 4,395	31,242	▲ 3,229		
	7月	27,669	▲ 3,801	▲ 1,146	85,105	86,251	▲ 2,655	35,008	▲ 3,538		
	平均 2.5兆円 程度										
	前月差	4,210	753	▲ 986	1,381	2,368	1,740	3,766	▲ 309		
	前月比	17.9	-	-	1.6	2.8	-	12.1	-		
		前年差	23,187	18,734	15,995	742	▲ 15,252	2,739	5,810	▲ 1,357	
		前年比	517.3	-	-	0.9	▲ 15.0	-	19.9	-	

注:四半期の数字は、月次の数字と比較しやすいように、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：旅行収支は過去最大のプラス／保険・年金、その他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関連が注目されるサービス収支を確認しておこう。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。7月のサービス収支は-3,782億円となった。2019年平均の-902億円から、3,000億円弱マイナス幅が拡大した。内訳をみると、旅行収支は+3,020億円と2019年平均の+2,252億円を約800億円上回り、1996年1月の現行統計開始以来、もっとも大きなプラス幅となった。観光庁によると、7月の訪日観光客数は232万600人となり、2019年同月比の77.6%となった。200万人を突破した前月(6月)よりも約12%増となった。海外への渡航制限が継続していた中国を除くと、2019年同月比で103.4%となっている。これに円安による一人当たりの消費額の増加が加わり、サービス収支を押し上げたとみられる。一方、7月の輸送・旅行以外のその他サービス収支は-6,186億円となり、2019年平均-2,425億円よりも約4,000億円のマイナス幅拡大となった。この結果、2019年と比較すると、旅行収支のプラス幅拡大幅(約800億円)よりも、「輸送・旅行以外のサービス収支」のマイナス幅拡大(約4,000億円)が大きく、サービス収支を押し下げている。

その「輸送・旅行以外のサービス収支」の内訳を図表3でみると、

- 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、7月は+1,730億円、
- ② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2023年7月の-1,946億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大、

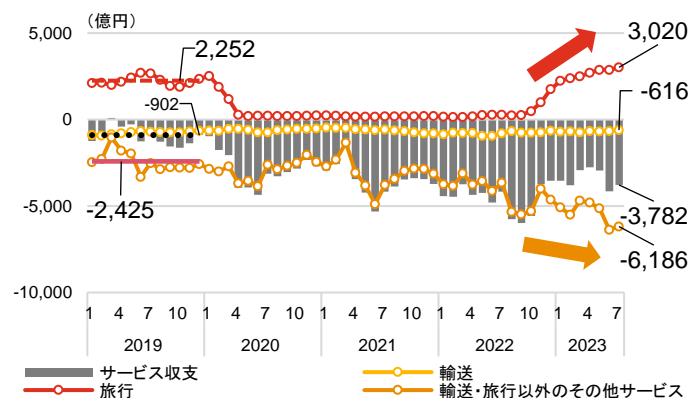
③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億～-1,500億円程度の間のマイナス圏で推移し、7月は-1,374億円、

- 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、7月には-3,986億円となった。

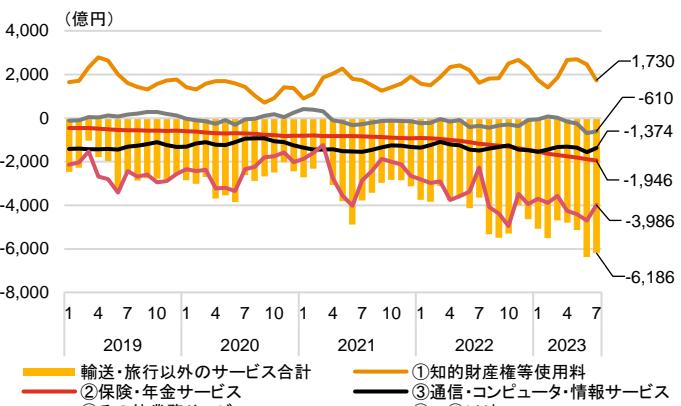
②の保険・年金サービスには、保険会社が補償規模が大きすぎる場合に再度保険を掛ける「再保険」や、貨物保険の損害保険料が計上されている。このうち、再保険の支払いが増加しており、国内で投資性の強い保険商品の販売が増加していることから、保険会社がそのリスクを分散する目的とされる。やや趨勢的な動きとなっており、今後の動向に注意が必要であろう。さらに上記④その他業務サービスの内訳を図表4でみると、研究開発はややマイナス幅縮小、技術・貿易関連・その他の業務がやや横ばいとなっている。専門・経営コンサルティングについてはマイナス幅拡大ペースがやや加速している。同項目には、ウェブサイトの広告スペースの売買代金が計上されており、昨年8月単月では-8,183億円と非常に大きな金額となった。当時は国際的なイベント開催に伴う一時的なものとも見られたが、その後も趨勢的にマイナス幅が拡大している。

7月のサービス収支は、インバウンド需要の拡大により旅行収支は過去最大のプラスとなったものの、保健・年金サービスや専門・経営コンサルティングでのマイナス幅拡大傾向の継続が確認された。今後の日本経済に与える影響を慎重に見極めていきたい。

図表2 サービス収支の推移(3か月移動平均)



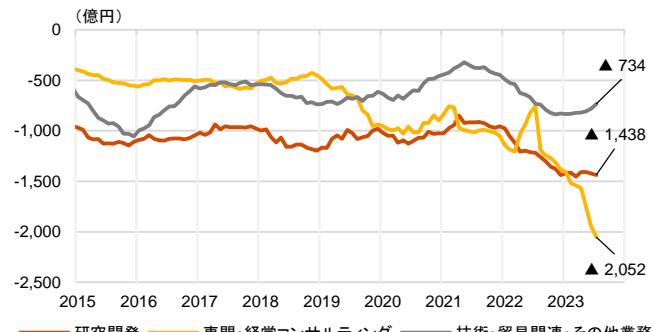
図表3 輸送・サービス以外のサービス収支推移(3か月移動平均)



出所：財務省、日本銀行より筆者作成。

出所：財務省、日本銀行より筆者作成。

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。

4. 企業物価指数(23年8月速報)－国内企業物価指数は前月比・前年比ともに上昇－

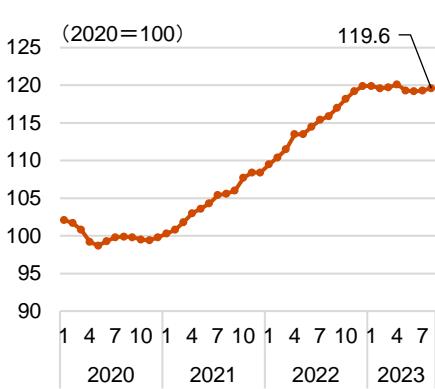
7月に続き8月の国内企業物価指数は前月比で上昇

日本銀行から8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+0.3%(前年比+3.2%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比+0.5%、円ベースで同+1.9%(前年比+3.7%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.9%、円ベースで同+0.9%(前年比-11.8%)となった。輸入物価指数の前年比は3月に前年比1桁の伸びとなり、4月に減少に転じたが、6月以降は10%を上回る減少幅を維持している。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・A重油などの石油・石炭製品(寄与度+0.35%ポイント)、化学製品(同+0.05%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(同一-0.25%ポイント)、農林水産物(同一-0.03%ポイント)の影響が大きくなっている。前年比の伸びはプラスながら緩やかに縮小を続けている。前月比で上昇が続けば、来年以降前年比で横ばいの展開となるだろう。

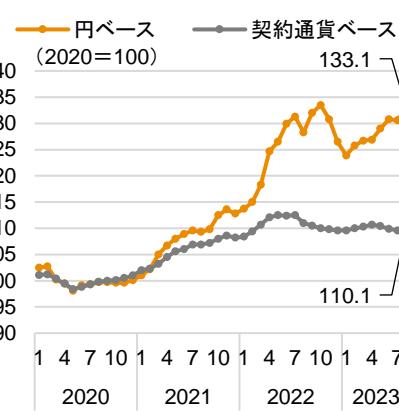
図表1 企業物価指数の概要

		国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数				(単位:%)	
		前月比	前年比	円ベース		契約通貨ベース		円ベース		契約通貨ベース			
年	月	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		
		1	1.0	9.2	0.8	12.6	0.2	6.3	-0.1	35.5	-0.8	26.0	
2022年	2	0.8	9.5	1.1	12.5	0.9	6.9	2.5	33.1	2.2	24.6		
	3	1.0	9.5	2.9	12.7	1.2	7.3	3.5	32.7	1.3	24.2		
	4	1.8	10.2	5.4	16.9	1.3	7.3	10.2	42.6	5.1	27.7		
	5	0.0	9.6	1.4	17.1	0.4	6.5	3.9	44.9	2.2	27.8		
	6	0.9	9.8	2.7	19.3	-0.1	6.0	5.4	48.5	2.2	27.7		
	7	0.8	9.5	1.1	19.8	0.1	5.2	2.9	49.5	1.3	26.6		
	8	0.4	9.8	-2.3	17.4	-1.3	3.8	-2.1	43.1	-1.1	22.3		
	9	0.9	10.4	2.9	20.2	-0.5	3.1	5.3	48.7	0.7	21.7		
	10	1.0	9.7	1.1	18.7	-0.5	1.9	-0.3	42.3	-2.2	16.5		
	11	0.8	10.0	-2.0	15.1	-0.2	1.1	-5.3	28.0	-2.7	8.5		
	12	0.6	10.6	-3.3	12.1	-0.2	1.3	-4.6	22.2	-0.7	7.5		
2023年	1	0.0	9.5	-2.1	9.0	0.0	1.1	-4.4	17.0	-1.8	6.5		
	2	-0.3	8.3	1.5	9.4	0.4	0.5	0.8	15.0	-0.6	3.6		
	3	0.1	7.4	0.7	7.1	0.3	-0.4	-1.5	9.4	-2.1	0.1		
	4	0.3	5.8	0.2	1.8	0.4	-1.2	-3.0	-3.7	-2.8	-7.4		
	5	-0.7	5.1	1.7	2.0	-0.3	-1.9	2.1	-5.4	-0.2	-9.6		
	6	-0.1	4.1	1.4	0.7	-0.5	-2.2	-1.4	-11.5	-3.2	-14.4		
	7	0.1	3.4	-0.2	-0.5	-0.3	-2.6	-0.6	-14.4	-0.6	-16.0		
	8	0.3	3.2	1.9	3.7	0.5	-0.8	0.9	-11.8	-0.9	-15.9		

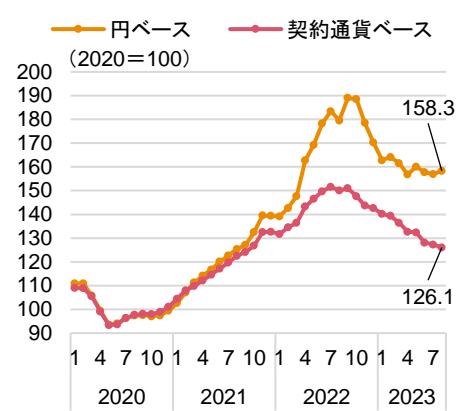
図表2 国内企業物価指数の推移



図表3 輸出物価指数の推移



図表4 輸入物価指数の推移

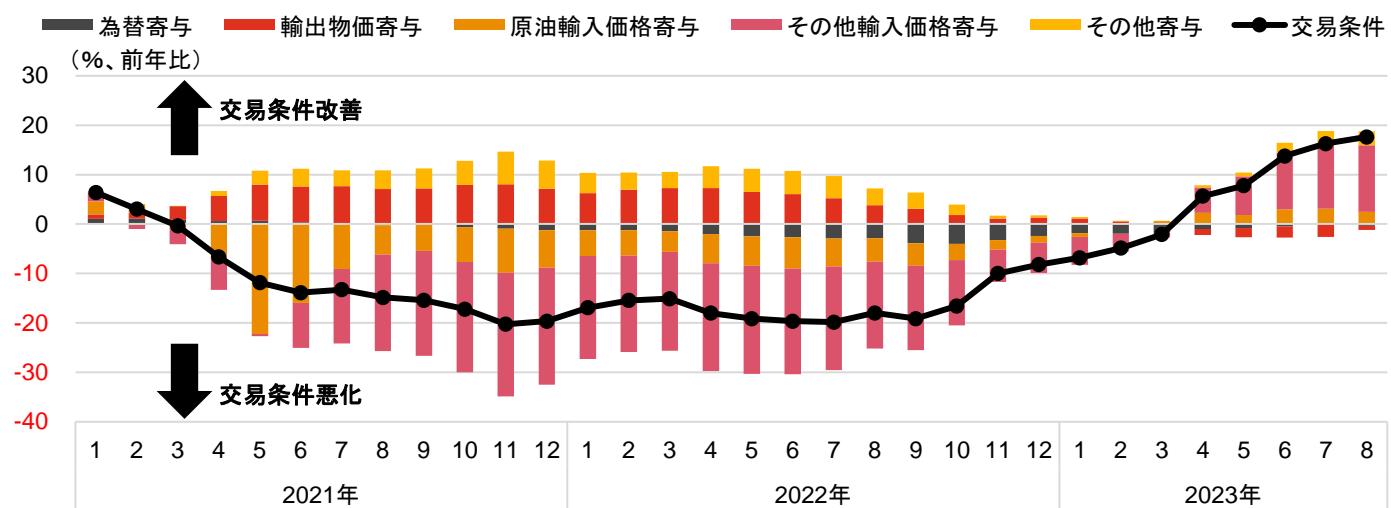


出所：日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

交易条件の改善度合いは前年比2桁で暫時拡大

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4月に前年比プラスとなり、8月は先月からさらにプラス幅を拡大して前年比+17.6%となった。2023年8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13.5%ポイント、原油輸入価格の寄与が2.5%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。

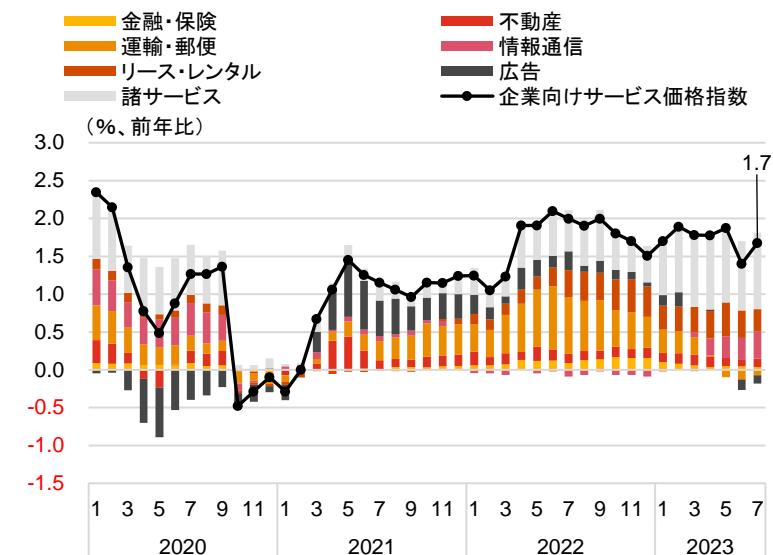
7月企業向けサービス価格は6月から伸びを強めるものの、2022年後半以降目立った動きはない状況

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。7月の総平均は前年比+1.7%となり、6月の+1.4%からやや伸びが強まった。

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明確に転換するには、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。2022年後半以降、企業向けサービス価格前年比は1.5%から2.0%のレンジで推移しており、今のところ目立った動きはない状況だ。

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。

5. 機械受注統計(2023年7月)ー製造業の落ち込みでコア受注減少、7-9月期の設備投資増に暗雲ー

機械受注: 製造業が落ち込み、コア受注が減少

内閣府から、2023年7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+9.8%となり、2か月連続でのプラスとなった。各需要者別に確認しておこう。

- ① 民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、7月に前月比-1.1%となり、2か月振りに減少した。業種別にみると、製造業が同一-5.3%、非製造業(船舶・電力を除く)が同+1.3%と製造業が全体の押し下げに寄与した。内閣府は、「足踏みがみられる」との基調判断を9か月連続で維持しているが、2023年上半期をみると、2022年下半年よりも-1.4%と減少しており、やや軟調な動きが継続している。7月の民需を業種別にみると、製造業からの受注は同一-5.3%となり、3か月ぶりに減少した。製造業の17業種中、石油製品・石炭製品、繊維工業等の11業種で減少した。一方、パルプ・紙・紙加工品、食品製造業等の6業種で増加した。船舶・電力を含む非製造業は、7月に同+49.1%と大幅に増加した。電力業が大幅に増加したことが要因。非製造業12業種のうち、電力業、建設業等の6業種で増加し、リース業、通信業等の6業種で減少した。また、図表1にある7月の船舶・電力を除く非製造業は、5月の2桁減の後、6月に前月比+9.8%、7月に同+1.3%とやや持ち直している。
- ②「官公需」は、7月は同+0.7%(6月:同一-2.9%)となった。「その他官公需」の増加が寄与した。防衛省、国家公務等では減少した。
- ③「外需」は、7月は同+1.6%と2か月振りに増加した。前月(6月)の落ち込みは同一-6.9%であり、そこからの戻りは弱い。7月は電子・通信機械、産業機械で増加し、船舶、航空機等で減少した。
- ④「代理店」は7月は同一-7.9%となり2か月ぶりに減少した。道路車両、工作機械等で増加し、重電機、電子・通信機械等で減少した。

全体をみると、非製造業はやや持ち直しているものの、製造業が落ち込んでいる。外需も2か月ぶりに増加したものの、力強さには欠ける動きとなっている。

図表1 機械受注(季節調整済み値)の推移

		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	(前期(月)比、%)
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	7.1	▲2.2	▲3.2	1.1	▲8.8	12.2	10.7	0.6	
	7-9月期(見通し)	▲2.8	▲2.1	▲2.6	▲2.3	▲1.4	▲22.5	3.1	1.8	
2022年	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	
	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	
	6月	0.2	3.2	2.7	1.6	9.8	▲2.9	▲6.9	19.5	
	7月	9.8	26.6	▲1.1	▲5.3	1.3	0.7	1.6	▲7.9	

出所: 内閣府より筆者作成。

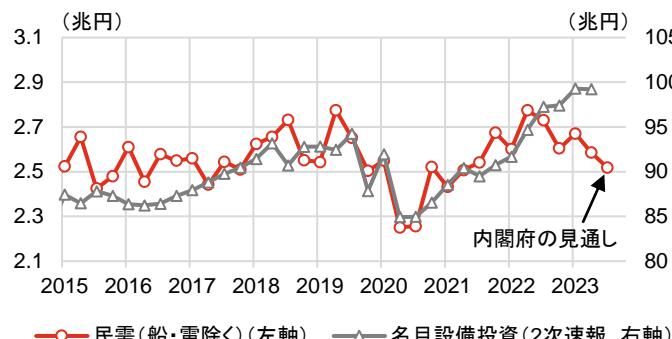
7-9ヶ月の見通し：コア受注は減少見通し、設備投資増に暗雲

先月(6月)公表時に明らかになった7-9ヶ月期の見通し、各指標の先行指標等の内容を確認しておこう。

- ① 内閣府の7-9ヶ月期のコア受注(船・電を除く民需)の見通し(図表2)は、前期比-2.6%となった。4-6ヶ月期の同一-3.2%に続き、2・四半期連続の減速となることが見込まれている。業種別でも、製造業・非製造業ともに減少見込み。製造業は2023年1-3ヶ月期に前期比+1.9%、4-6ヶ月期に同+1.1%と2・四半期連続で増加した後、7-9ヶ月期は同一-2.3%と減少が見込まれている。非製造業(船舶・電力を除く)は、1-3ヶ月期に同+3.2%、4-6ヶ月期に同一-8.8%と減少に転じた後、7-9ヶ月期も-2.6%と2・四半期連続の減少が見込まれている。製造業は、中国・欧州経済を中心とした海外経済の下振れ、半導体サイクルの回復の遅れが影響している公算が大きい。非製造業は、前項の通り6月・7月は増加したもの、インバウンド需要回復に備えた設備投資の一服、賃上げが物価上昇に追い付いていないことによる消費の下振れリスクなどを警戒して、設備投資を控える可能性があろう。コア受注は、GDPベースの名目設備投資の先行指標とされる。名目設備投資は、4-6ヶ月期(2次速報)に同一-0.1%と、わずかとはいえ2年ぶりに減少した。企業収益の好調さ等を背景に、この落ち込みは一時的であるとの見方もされている。しかし、上記の7-9ヶ月期見通しからは、7-9ヶ月期の設備投資も下振れリスクに警戒が必要といえよう。
- 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。内閣府の見通しでは、7-9ヶ月期は前期比-22.5%と大幅に落ち込む見通し。2023年前半は、2・四半期連続の2桁増であったため、その反動減が出る見込み。
- 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。7-9ヶ月期は、同+3.1%と2・四半期連続の増加が見込まれている。もっとも中国・欧州経済では下振れリスクが高く、米国経済の堅調さでどこまで相殺できるかが注目となる。
- 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。7-9ヶ月期は、同+1.8%と4・四半期連続の増加となることが見込まれている。

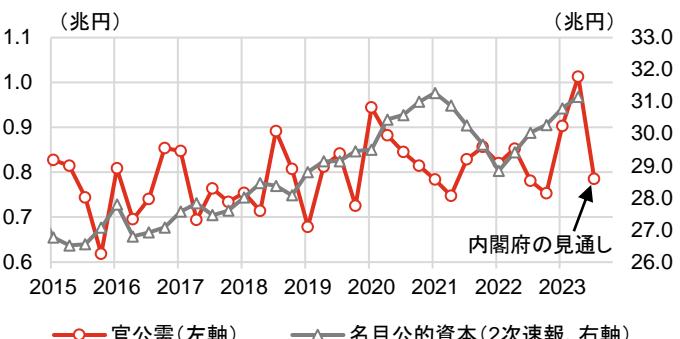
企業収益の好調さや円安継続から設備投資の増加が期待されているが、国内経済での物価高による消費減、中国・欧州経済の下振れ、米国における利上げの影響、半導体サイクルの回復の遅延といった点に注目していく必要があろう。

図表2 ① 民需(船舶・電力を除く)と設備投資の推移



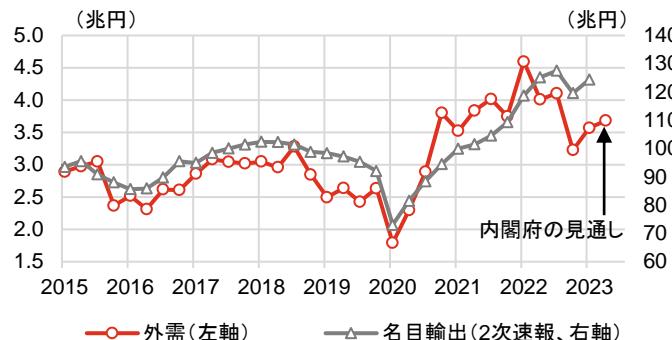
出所: 内閣府より筆者作成。

図表3 ② 官公需と公的資本形成の推移



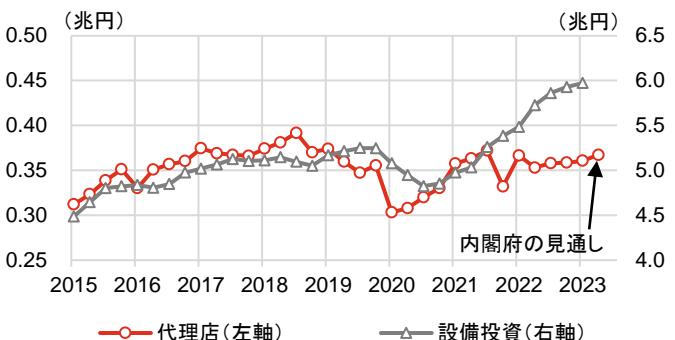
出所: 内閣府より筆者作成。

図表4 ③ 機械受注における外需と輸出の推移



出所: 内閣府より筆者作成。

図表5 ④ 代理店と中小企業の設備投資の推移



出所: 内閣府、財務省より筆者作成。

6. 貿易収支(通関統計)(2023年8月)－輸出は2か月連続で減少、中国を除くアジア向け半導体関連が押し下げー

輸出は2か月連続の前年割れ：中国・アジア向け輸出減少

財務省から、2023年8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7兆9,943億円となり、前年比-0.8%の減少となった。財別では、輸送用機器が前年比+25.6%と増加傾向を維持し、輸出を寄与度+4.8%ポイント(以下、ppt)押し上げた。しかし、一般機械は前年比-9.6%まで減少幅が拡大し、今年最大の落ち込みとなり、輸出を-1.8ppt押し下げた。このうち、半導体等製造装置の押し下げが-1.6pptと大きかった(詳細は後述)。それ以外にも、鉱物性燃料、化学製品も減少した。7月まで7か月連続で前年比減少していた電気機器は、8月は前年比+0.1%となりかろうじて減少を免れた。しかし、輸出全体としてみると前年比で減少した。

輸入金額(同)は8兆9,248億円となり、前年比-17.8%と5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一-36.6%と大幅に減少し、5か月連続のマイナスとなった。輸入の同一-17.8%の減少のうち、寄与度は-11.5pptとなった。貿易収支は、-9,305億円となり2か月連続のマイナスとなった。

米国・欧州向け輸出は自動車が牽引／中国向け輸出は9か月連続減少、広範な項目で減少

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。8月の米国向けは前年比+5.1%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+9.6pptと押し上げた一方、化学製品、鉱物性燃料、一般機械が減少した。8月のEU向けは、同+12.7%となった。商品別には輸送用機器が+8.3pptとなり、原料別製品、電気機器も増加した。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9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、一般機械、原料別製品、電気機器等幅広い項目で減少しており、中国の経済活動が全般的に低迷している可能性がある。なお、8月下旬に中国が輸入規制を課した水産物を含む食料品は前年比-41.2%と大幅に減少しているが、中国向け輸出-11.0%のうち、-0.6pptの寄与となっている。また、中国以外のアジア向けは、前年比-7.6%となり、5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				商品別			輸入総額			商品別		
				地域別				輸送用機器			商品別			鉱物性燃料	電気機器	化学製品
2021年	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	-27.3	-2.1	-13.1
	6月	8.7	8.7	0.0	1.5	11.7	15.0	-10.9	-7.0	38.0	-1.5	-6.3	-12.9	-33.2	-7.8	-13.6
	7月	8.7	8.8	▲0.1	-0.3	13.5	12.4	-13.4	-13.2	22.7	-4.5	-7.3	-13.5	-35.8	-1.4	-12.4
	8月	8.0	8.9	▲0.9	-0.8	5.1	12.7	-11.0	-7.6	25.6	-9.6	0.1	-17.8	-36.6	-6.3	-14.4

出所：財務省より筆者作成。

半導体製造装置は前年比2割を超える減少、中国以外のアジア向けが減少

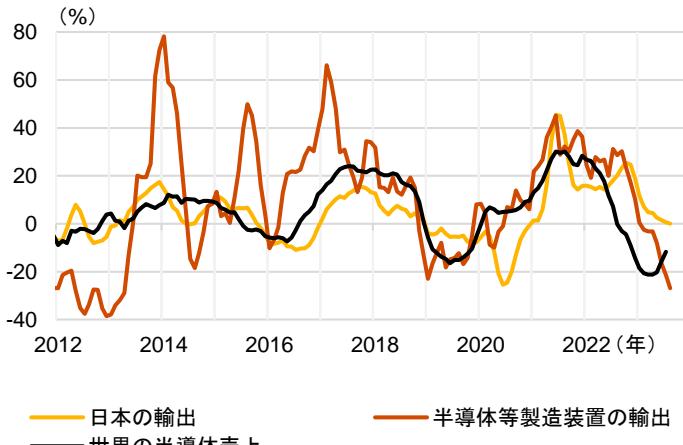
上記でみた通り、8月の輸出は2か月連続で減少し、半導体等製造装置が含まれる一般機械が、今年最大の落ち込みとなつた。そこで改めて日本の輸出総額、うち半導体等製造装置、世界の半導体売上をみたのが図表2である(前年比)。これを見ると、輸出と世界の半導体売上は連動した動きをしている。世界の半導体売上高は、2022年8月より減少に転じ、2023年3月・4月の2割減でピークをつけた。同年8月には前年比-11.8%まで減少幅が縮小している。一方、日本の半導体等製造装置は、2023年2月から減少に転じ、2023年8月には同一-26.9%まで減少幅が拡大している。図表3で半導体等製造装置の地域別輸出の内訳をみると、中国を除くアジア向けの減少幅が大きくなっている。同装置の輸出減は、米国による半導体規制の影響を受けた中国向け輸出の減少ではなく、韓国や台湾向け輸出の減少とみられる。

輸出数量の動向：米国向けは減少

以上は名目値での議論であるが、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、その影響を除いた財務省の公表する輸出数量指数を確認しておこう。8月の輸出数量(図表4)は、前年比-5.3%となり、前月(7月)の-3.2%よりも落ち込みが拡大した。図表5で地域別の動向をみると、8月はEU向けが前年比+1.4%となり、前月の同一-0.3%から増加に転じた。一方、米国向けは名目値では同+5.1%と増加していたが、数量指数でみると-3.7%と減少している。前月の米国向け輸出数量は同+2.6%であったため、米国向けが減少に転じたことが全体を押し下げた。8月の中国向けは同一-15.5%、アジア向けは同一-10.5%となっており、昨年から減少傾向が継続しており、中国経済の弱さ、その波及効果が一層鮮明となっている。

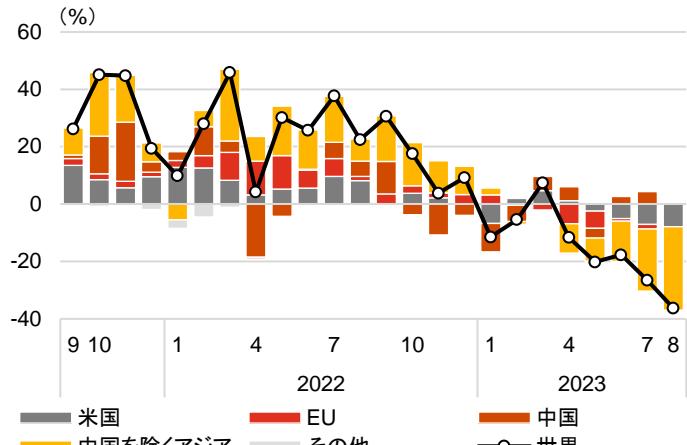
今後の貿易収支は、輸出では利上げの続く欧米経済、欧米向けの自動車、半導体サイクル、中国およびアジア経済の動向などが焦点となろう。輸入は原油価格下落で減少しているが、足元では同価格に反転の兆しありため、輸入への影響を見極める必要があろう。

図表2:日本の輸出、半導体関連の推移



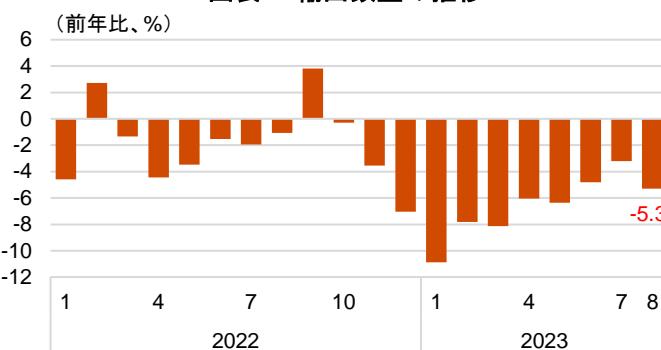
注:後方3か月移動平均、出所:財務省より筆者作成。

図表3:地域別の半導体等製造装置の推移



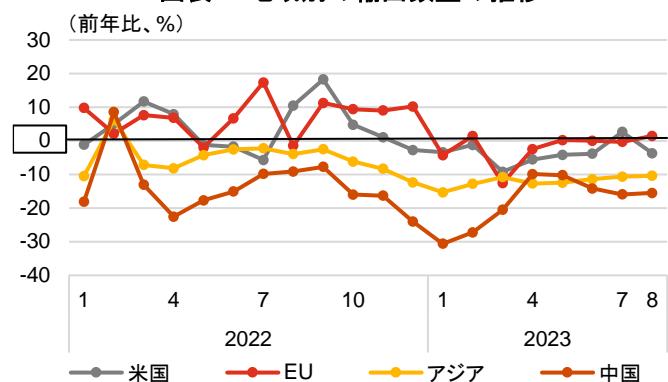
注:後方3か月移動平均、出所:財務省より筆者作成。

図表4:輸出数量の推移



出所:日本銀行より筆者作成。

図表5:地域別の輸出数量の推移



出所:日本銀行より筆者作成。

7. 消費者物価指数(全国、2023年8月)－総合で3%台前半、欧米型コアで2%後半の動きが続く－ エネルギー価格は低下が進むも、電気代・都市ガス代の下落と灯油・ガソリン代の上昇の綱引きは続く

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2023年8月)は総合で前年比+3.2%、生鮮除く総合で同+3.1%、生鮮・エネルギー除く総合で同+4.3%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.7%となった。品目別にみると、からあげ等の調理食品、アイスクリームなどの菓子類、ガソリンなどの自動車等関係費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-9.8%と下落が続き、かつ下落幅も拡大を続けた。エネルギー構成品目の動きをみると政府の政策の影響もあり、電気代・都市ガス代の下落は進んだが、灯油・ガソリン価格の上昇も強まっている。物価上昇率は食料やエネルギー価格の影響を除いた欧米型コア指数でも前年比2%台後半を維持している。

図表1 消費者物価指数(全国)の概要

(%、変化率)

	総合		生鮮除く総合		生鮮エネ除く総合		食料エネ除く総合		エネルギー
	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
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
	7	3.3	0.4	3.1	0.3	4.3	0.4	2.7	-8.7
	8	3.2	0.2	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-9.8

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。

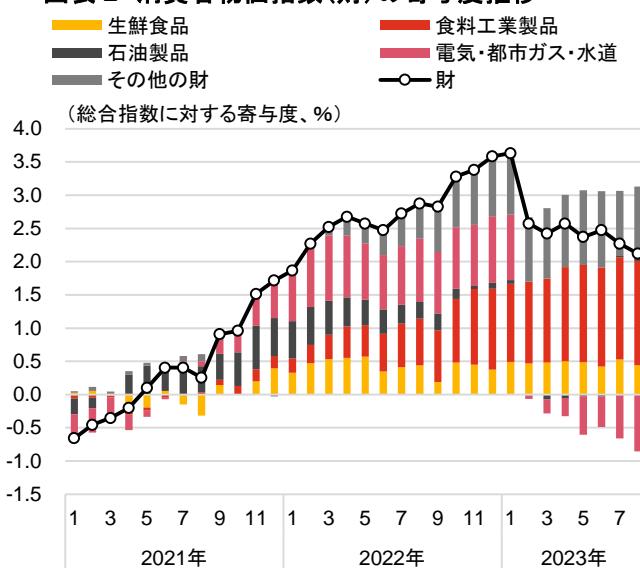
財価格の寄与が弱まり、サービス価格の寄与が強まる。ヒストグラムが釣鐘型に戻る道は遠い

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、財の寄与度は縮小が進み+2.1%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強めたことが影響している。一方、サービスの寄与度は+0.99%ポイントと強まっている。外食の寄与度はわずかに低下したものの、宿泊料などのその他サービスの寄与度が拡大した。

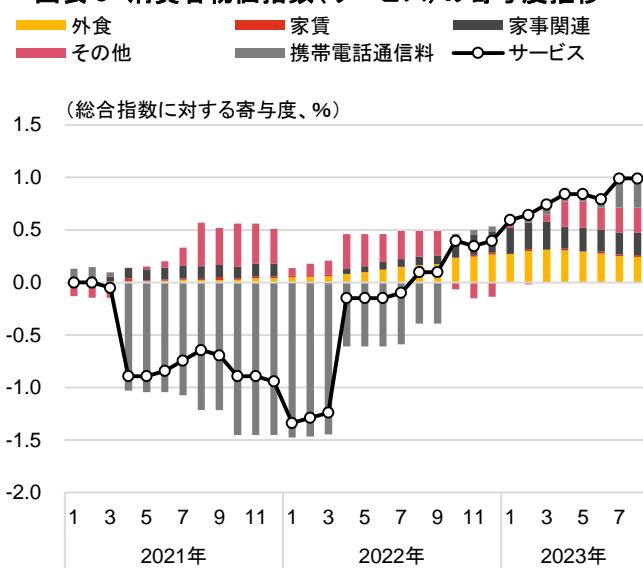
図表4・図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いて比較している。2022年12月と2023年8月の品目別変動分布を比較すると(図表4)、8月の品目別変動分布は6%以上の価格上昇率を示す品目の割合が増加して、全体的に10%以上の価格上昇率を占める品目の厚みが増している。図表5は、生鮮・エネ除く総合(日銀型コアコア)が前年比+2.1%、食料・エネ除く総合(欧米型コア)が同+2.3%であった1992年12月と2023年8月の品目別変動分布を比較している。図表からもわかるとおり、1992年時点と比較して、8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、7月に続き、10%以上の価格上昇率を示す品目の割合がわずかに低下して、6%から9%の価格上昇率を示す品目割合の厚みが増しているようだ。

8月の価格変動分布をみると、6月までの10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が増加する状況から、じわじわと10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が低下して、2つのこぶが徐々に釣鐘型に戻っていく兆候もある。とはいっても、6%以上の価格上昇率を示す品目の割合は高く、釣鐘型に戻る状況は見通せないのが現状といえよう。

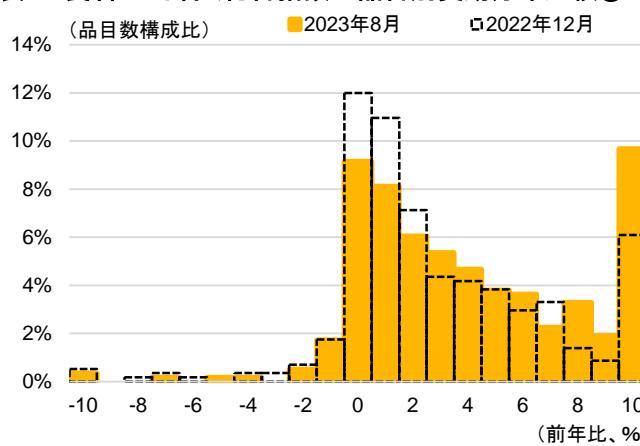
図表2 消費者物価指数(財)の寄与度推移



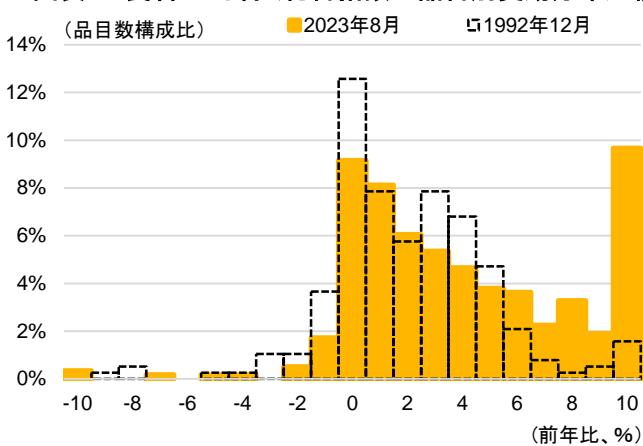
図表3 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較①



図表5 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較②



出所: 総務省より筆者作成。

8. 鉱工業生産(23年8月速報)－生産の前期比は横ばい、減速基調が明確に－

8月の生産は前月比0.0%と横ばい、在庫・在庫率は前月比で減少

鉱工業生産(23年8月速報)は前月比0.0%と横ばいであった。製造工業生産予測調査(補正值: -1.4%)ほどではなかつたものの、先月の前月比マイナスに続き弱い結果である。前年比は2か月連続の減少となった。経済産業省は「生産は一進一退」と基調判断を維持したが、7月以降さえない動きが続いている。業種別生産の動きをみると、石油・石炭製品工業、電気・情報通信機械工業、金属製品工業等が上昇し、自動車工業、鉄鋼・非鉄金属工業などが低下した。

製造工業生産予測調査をみると、9月は+5.8%、10月は+3.8%と増加が続くとの見通しである。先月時点の予測が後づれしている格好であり、輸送機械工業を中心に生産が拡大するとの見通しである。9月の生産が予測調査に沿って推移した場合の7-9月生産の4-6月対比は前期比+0.96%と4-6月期の1-3月比+1.4%を下回る。経済産業省が公表している予測調査の補正值は9月+3.7%であることから考えても、7-9月期の生産の伸びは減速する公算が高いだろう。今後の展開に要注意である。

図表1:鉱工業指数(生産・出荷・在庫・在庫率、生産能力実績、稼働率)の概要

		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	2.4	0.0	1.6	0.8	0.2	5.9	-0.8	10.3	0.1	3.8	0.7
	7	-1.8	-2.3	-1.8	-1.7	0.6	5.7	1.0	9.8	0.3	-2.2	-2.1
	8	0.0	-3.8	0.1	-2.4	-1.7	2.8	-1.7	8.4	-	-	-

出所:経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は7月確報値の結果である。

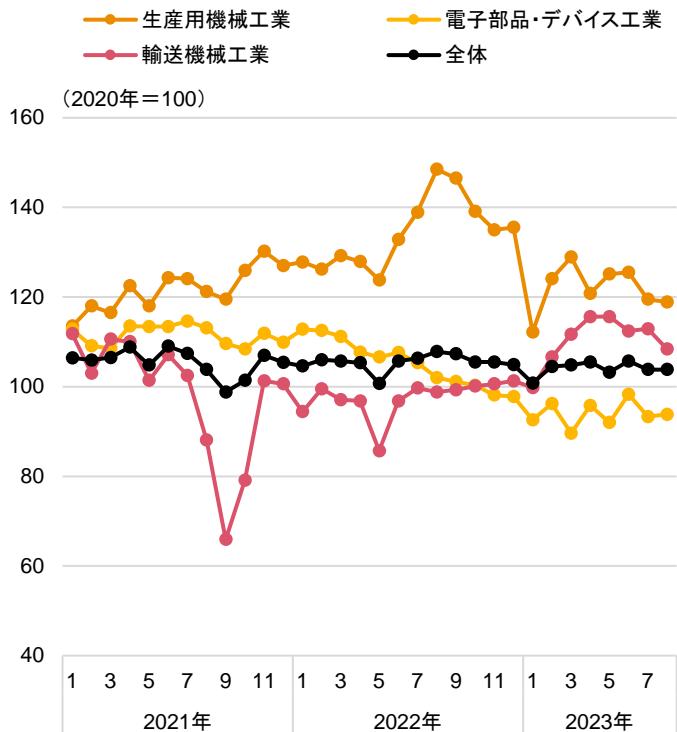
生産は全体的に低調、在庫率は上昇基調が続く

業種別生産の動き(図表2)をみると、全体としては横ばいの動きに留まっている。生産用機械工業は2022年9月から2023年1月にかけて半導体製造装置やフラットパネルを中心に大きく減少した。2月・3月は持ち直したものの、4月は再び減少し、5月・6月は増加、7月・8月は減少という形で今年に入ってやや下落が進んでいる。電子部品・デバイス工業は2022年を通じ減少したのち、2023年は一進一退を繰り返している。自動車などの輸送機械工業は2023年6月に減少したもの、2023年に入ってからは増加基調にある。生産予測調査では9月以降再び持ち直すことが期待されている。

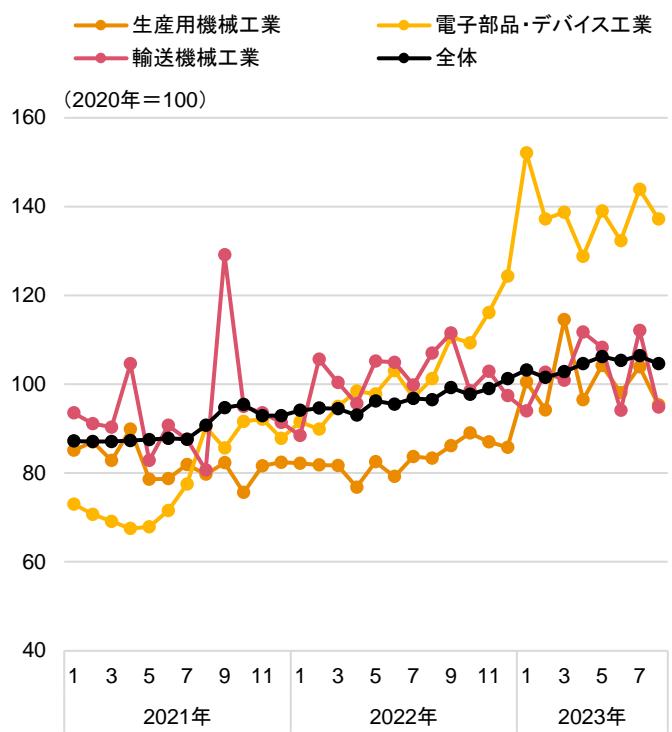
図表3は業種別在庫の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率は緩やかな上昇が続いているが、2023年に入てもその傾向に変化はない。特に電子部品・デバイス工業の在庫率を見る限り、半導体部品不足を踏まえた在庫の早期確保といった側面も在庫率上昇には影響していると思われるが、生産が低迷している状況を念頭におけば、需要の弱さも在庫率上昇には影響しているだろう。

製造工業生産予測指数について産業別にみると、輸送機械工業、電気・情報通信機械工業、生産用機械工業の拡大が前提となっている。企業の生産マインド指数の動きをみると、月々の変動をならしたトレンドは-5.4と先月の-5.8からわずかに改善したが、景気後退局面入りか否かの分水嶺である-5を下回った状況は依然として変わっていない。企業の生産マインドはこのところ改善度合いを弱めている。海外景気の下振れの影響については特に留意する必要があるだろう。

図表2: 業種別生産(季節調整値)



図表3: 業種別在庫率(季節調整値)



出所: 経済産業省より筆者作成。

9. 商業動態統計(2023年8月速報)－7月に続き8月も増勢が続く－

小売業販売額(2023年8月速報)は前年比+7.0%、前月比は+0.1%

経済産業省から商業動態統計(2023年8月速報値)が公表された。2023年8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48兆230億円、前年比+1.7%となった。卸売業は34兆6,330億円、同一-0.3%、小売業は13兆3,910億円、同+7.0%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+0.9%、小売業が+0.1%である。卸売業は食料・飲料卸売業、自動車卸売業、医薬品・化粧品卸売業が大きく増加した。一方で各種商品卸売業、産業機械器具卸売業、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、飲食料品小売業、自動車小売業、燃料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+10.8%、スーパーは同+1.9%、コンビニは同+6.3%、家電大型専門店は同+3.9%、ドラッグストアは同+7.6%、ホームセンターは同+0.9%と、7月に続き全ての業態で増加した。百貨店は盛り返しの動きが鮮明となり、食堂・喫茶、家庭用電気機械器具の消費が堅調である。コンビニ販売額は7月に2か月ぶりに前年比・前月比とともに増加したが、8月もそのペースを維持している。家電大型専門店、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・6月と前年比減少となつたが7月・8月は増加となった。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たが、7月に続き8月も追い風として作用したといえよう。

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	-0.7	-1.9	-0.6	5.6	0.2	5.7	-0.4	3.8	-1.8	3.6	-6.3	9.4	-1.8
	7	1.2	-0.7	2.2	7.0	3.4	7.6	2.3	5.2	1.2	5.2	5.0	10.2	5.2
	8	0.9	-0.3	0.1	7.0	3.3	10.8	-0.2	1.9	0.8	6.3	3.9	7.6	0.9

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。

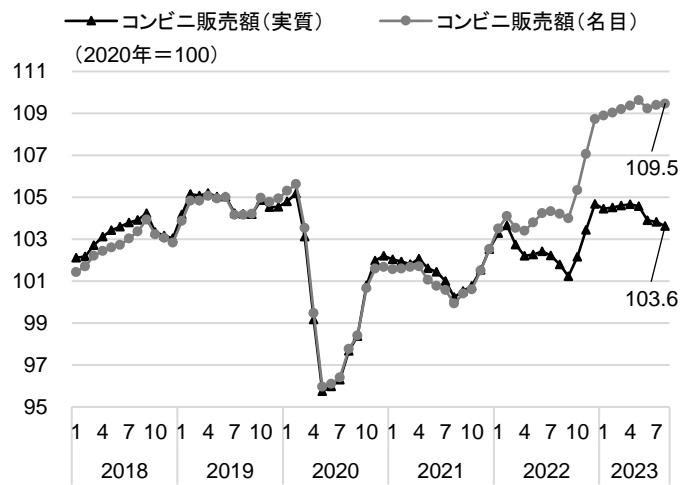
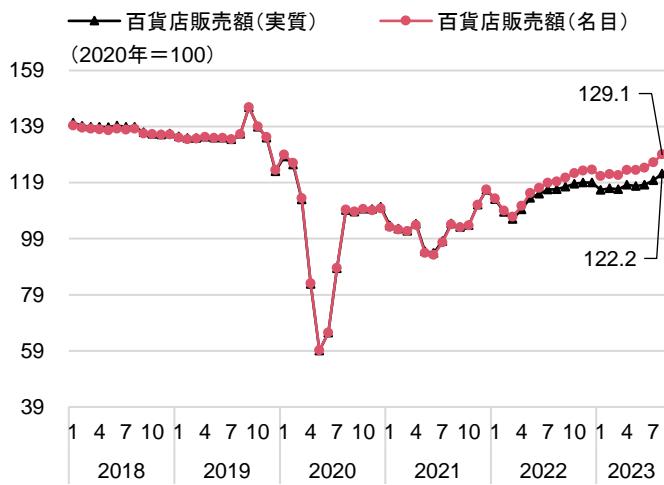
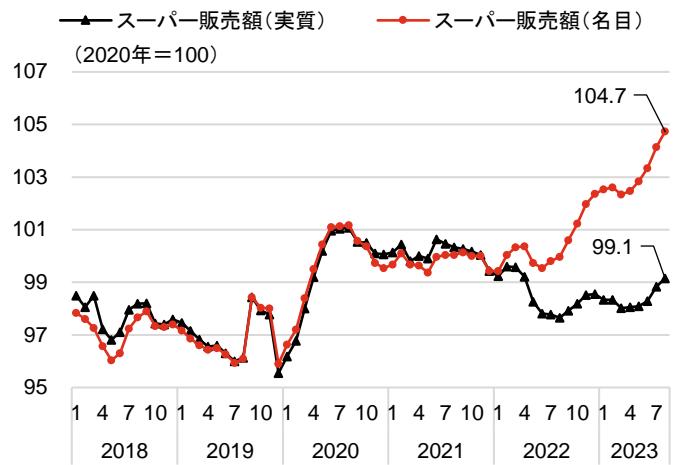
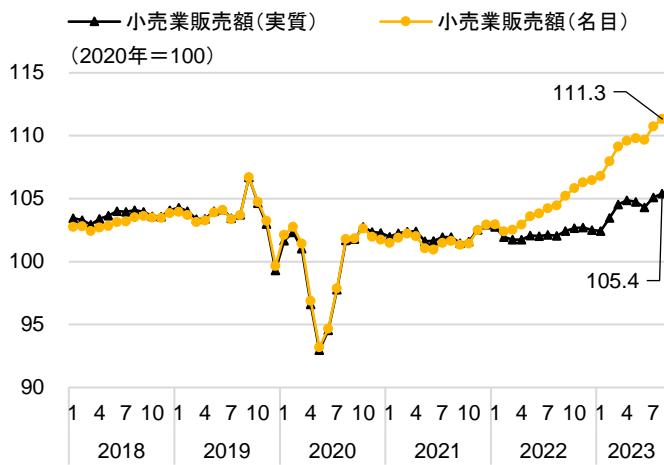
実質小売業販売額は鈍化基調がより明確化

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、8月は7月に続き増加している。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、7月以降増加したと考えられる。百貨店販売額指数(左下)は名目・実質ともに緩やかな増加基調で推移している。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れると、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動きが強まっている。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た。8月は名目指数は持ち直しものの、実質指数は引き続き低下したと考えられる。

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・6月は増加基調が一服し、7月に再び増加したとみられる。8月は増勢ペースはやや低下したものの、7月に続き増加したと考えられる。

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。

10. 一般職業紹介・労働力調査(2023年8月):新規求人数の悪化傾向継続、製造業は2桁減少

有効求人倍率・完全失業率は横ばい

8月の有効求人倍率(季節調整値)は1.29倍となり、前月と同水準となった(図表1①)。内容をみていくと、有効求人数(同②)は248.5万人となり、前年比-1.2%となった。有効求職者数(同③)は192.1万人となり、前年比では-0.1%となつた。新規求人(原数值)は前年比+1.0%となり、3カ月ぶりに増加に転じた。主要産業別にみると、宿泊業・飲食サービス業、教育・学習支援業、医療・福祉で増加し、製造業、建設業、生活関連サービス業・娯楽業などで減少した。

労働力人口は前年から+30万人の増加、就業者数は同+22万人の増加、完全失業者数は同+9万人の増加となった(同④～⑥)。産業別の就業者数(原数值)をみると、卸売業・小売業、宿泊・飲食サービス業、医療・福祉等で増加した一方、教育・学習支援業、金融・保険業、不動産業・物品賃貸業等で減少した。8月の完全失業率(季節調整済み値)は2.7%と前月と同水準となった(同⑦)。3月の2.8%から6月の2.5%まで改善傾向にあったが、7月・8月はやや悪化している。また、求人倍率(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.6%となり、3月から6か月連続で同水準となった。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、8月に3.11%と前月と変わらずとなった。8月の失業率は2.7%であり、均衡失業率を0.41%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、求人倍率を失業者数で割った比率(同⑪)をみると8月は1.34倍となり、前月比-0.01ポイントとなった。日本の労働市場は、失業率ギャップ、求人倍率・失業者比率は逼迫した状態が継続しているものの、前年と比べると有効求人数が減少し、失業者数も増加した。

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= $\sqrt{⑦+⑧}$ %	失業率ギャップ ⑩=⑦-⑨ %ポイント	求人倍率・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
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
7月	1.29	248.3	192.5	6,929	6,745	184	2.7	3.6	3.11	-0.41	1.35
8月	1.29	248.5	192.1	6,934	6,750	185	2.7	3.6	3.11	-0.41	1.34
前年差	-0.0	-2.9	-0.2	30.0	22.0	9.0	0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.1
前月差	0.0	0.2	-0.4	5.0	5.0	1.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0
前月比	-	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.5	-	-	-	-	-
前年比	-	-1.2	-0.1	0.4	0.3	5.1	-	-	-	-	-

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

失業者数の動向: 8月は自発的な離職が寄与

完全失業者数のうち、非自発的な離職数、自発的な離職(自己都合)数の前年差をみたのが図表2である。8月の完全失業者数は前年差+9万人の増加となったが、そのうち、自己都合が+10万人、非自発的な離職は-1万人となった。このため、今月は労働市場の逼迫化などを背景に、新たな職を得るための離職等が多かったとみられる。非自発的な失業は、2020年にCOVID-19の影響で増加、2021年8月から減少した。2023年3月からは横ばいか、若干の増加となっており、注意深くみる必要がある。

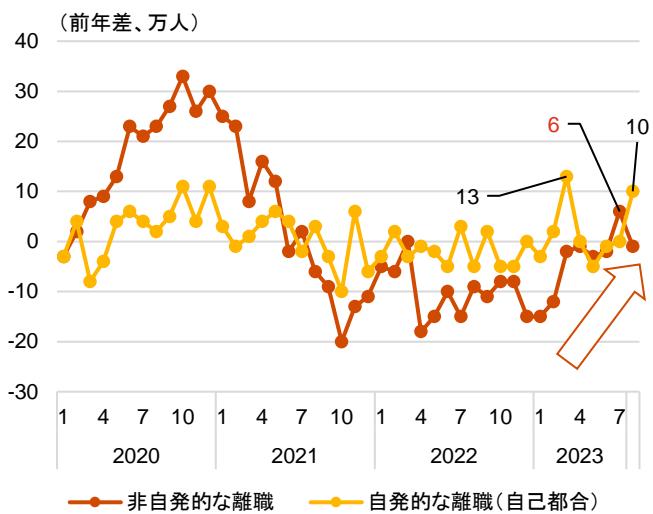
新規求人数の動向: 製造業の減少幅が、COVID-19期を除き2019年12月以来となる2桁減少

次に、景気の先行指標とされる新規求人数の前年比(3か月平均)は、図表3にある通り、8月に-1.2%となった。前月(7月)の-0.3%よりもマイナス幅が拡大し、2023年2月以降の悪化傾向が続いている。業種別にみると、8月の製造業は-10.0%、宿泊業・飲食サービス業では+4.4%となった。製造業は2022年半ばから、インバウンドの影響が大きい宿泊業・飲食サービス業は昨年10月頃からのプラス幅縮小・悪化傾向が継続している。製造業の減少幅が2桁となったのは、COVID-19の影響が大きかった2020~2021年の期間を除くと、2019年12月以来となる。当時は、2019年10月の消費増税後の反動減による景気悪化を予想した上での求人減少だったとみられる。今回は、COVID-19の影響を受けている点は考慮する必要があるが、悪化傾向に歯止めがかからない点には留意が必要であろう。また宿泊業・飲食サービス業については、海外からの観光客数の増加、観光客の増加によって住民の生活が影響を受けるオーバーツーリズム、観光客の増加を受けたライドシェアの解禁議論など、インバウンド需要回復による影響に関するヘッドラインが多い。しかし、宿泊業・飲食サービス業の求人数としては、昨年から既にプラス幅は縮小している点は認識しておきたい。

有効求人倍率・失業率横ばいも、新規求人の減少を警戒

以上をまとめると、8月は有効求人倍率・完全失業率が横ばいとなり、失業者数の中身も自発的な失業が多かった。しかし、景気の先行指標とされる新規求人数は減少が継続しており、製造業もCOVID-19の期間を除くと、2019年の消費増税後以来の悪化となっている。また、労働市場の改善が停滞している背景には、日本銀行の金融緩和修正、銀行の貸出態度の慎重化、ゼロゼロ融資の終了などを受けた倒産増加等の影響を受けている可能性もある。先行きについては、インフレによる国内実質消費の鈍化、原油価格の上昇を受けた交易条件の悪化、海外経済の鈍化を受けた需要減少などによって、国内の労働市場が悪化しうるため、警戒が必要であろう。

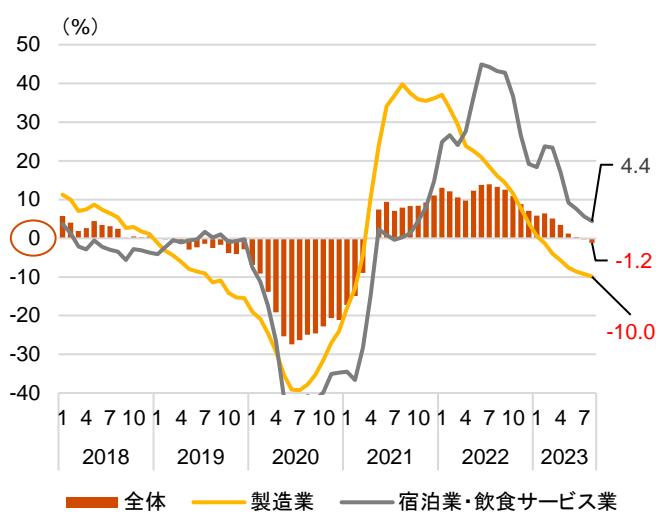
図表2: 業種別の就業者数



(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。

図表3: 業種別の新規求人数



(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 9 月 4 日(月)～9 月 8 日(金)：半導体サイクル回復による物価押し上げリスク

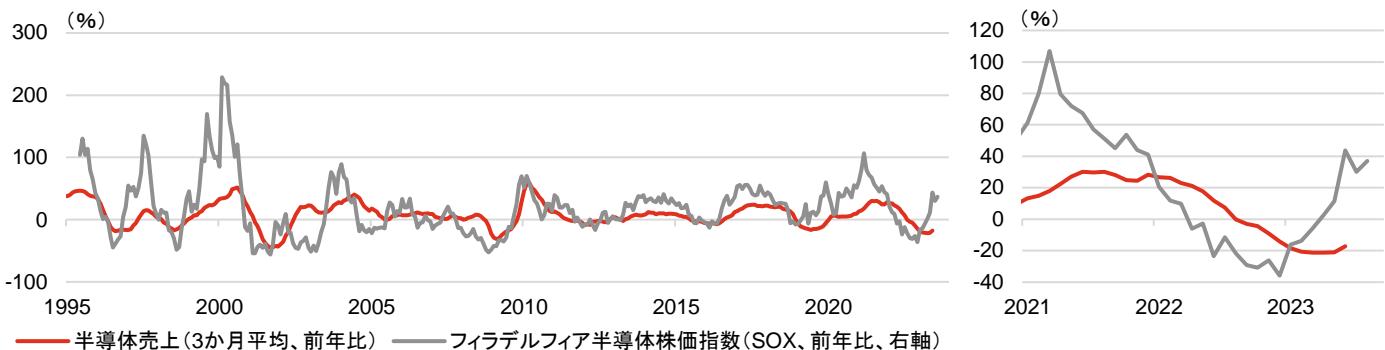
半導体サイクル回復による物価押し上げリスク

今回は、4年周期と言われる半導体サイクルの現状について確認しておきたい。世界の半導体の売上動向(3か月平均の前年比)をみると、4年程度で循環的な動きをしているとされる(図表 1・左)。足元の半導体売上高(3か月平均)は、2021 年 1 月から 2022 年 6 月まで前年比で 2 枝の増加となった後、徐々に鈍化し、2022 年 12 月から 2023 年 6 月までは前年比 2 枝の減少が継続している(図表 1・右)。一方、フィラデルフィア半導体株指数(SOX)は、その半導体売上にやや先行して動く場合が多い指標として注目されている。同株価指数は、2019 年 9 月から 2022 年 2 月まで前年比でほぼ 2 枝増となった後、2022 年 6 月から 2023 年 3 月までは 2 枝の減少となっている。足元では、2023 年 5 月から 8 月まで 2 枝の増加に転じている。これは半導体市場の回復可能性を示唆し、経済としてはポジティブな要素を持ちうる。

COVID-19 後の世界経済では、モノの取引である製造業の回復が先行し、その後ワクチン接種の進展や公衆衛生規制の緩和等を受けて、人流が回復して非製造業(サービス業)が回復する、というパターンを遂げてきた。後述するように、米国では財価格は下落に転じ、物価の押し下げ圧力となっている。今後、利上げによってサービス価格も鈍化に向かい、2%の物価上昇率に回帰する、との見方がコンセンサスとなっている。しかし、実際にはサービス価格が低下しないうちに、SOX 指数は回復の可能性を示唆している。半導体市場が SOX 指標の示唆通りに回復に向かうかは今のところ不透明感があるが、半導体市場が回復に向かえば、財価格も上昇しうる。今後、製造業の不振・財価格の下落の継続を前提とすることには慎重になった方が良いであろう。また、米国では住宅市場・住宅価格が持ち直しつつあることも物価の上振れ要因となりうる。このように米国の経済物価動向を考えるに当たっては、半導体市場や住宅市場の動向等も慎重に見極める必要があろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 1:世界の半導体売上と、米・フィラデルフィア半導体株価指数(SOX)



出所: Macrobond より筆者作成。

先週(8月 28 日(月)～9 月 1 日(金))の振り返り: 労働市場関連、鉱工業生産、商業動態統計

先週の動向について振り返っておこう。日本では 7 月の 有効求人倍率・完全失業率、鉱工業生産、商業動態統計 が公表された。詳細は、リンク先の各 Daily Macro Economic Insights をご覧頂きたい。概要を述べると、労働市場では 7 月の有効求人倍率が 1.30 倍から 1.29 倍へ若干低下し、昨年 12 月の 1.36 倍から悪化傾向にある。完全失業率は 7 月の 2.7% と前月(6 月)の 2.5% から 0.2% ポイント悪化している。3 月に失業率が悪化した際には、職探しなどのために自発的に離職した者が多かったものの、7 月の悪化は非自発的な失業の増加が多くなっている。背景には昨年からの倒産の増加傾向、銀行の貸出態度の慎重化などがあるとみられる。日銀の長期金利変動幅拡大による金融緩和環境の悪化も影響しよう。2024 年度の春闘が焦点となっているが、その大前提是労働市場の逼迫化が継続することであるが、その前提が崩れないか、慎重に見極める必要がある。

次に 7 月の鉱工業生産は、前月比 -2.0% と 2 か月振りに減少した。5 月の同一 -2.2% に続いて大きな落ち込みとなった。今月の結果を受け経済産業省も「生産は緩やかな持ち直しの動き」から「生産は一進一退」へと基調判断を下方修正した。製造工業生産予測調査をみると、8 月は +2.6%、9 月は +2.4% と増加が続くとの結果だが、予測調査の持つ傾向的なバイアスを修正した 8 月補正值は -1.4% と増加ではなく減少の見込みである。生産の先行きについて楽観的な見通しを持つのは難しいだろう。鉱工業全体の在庫率は緩やかな上昇が続いているが、2023 年に入てもその傾向に変化はない。

7 月の商業動態統計では、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 49 兆 5,620 億円、前年比 +1.3% となった。卸売業は 35 兆 6,380 億円、同一 -0.7%、小売業は 13 兆 9,240 億円、同 +6.8% であった。季節調整済前月比は、卸売業が +1.3%、小売業が +2.1% である。小売業販売額指数の動きをみると、先月まではやや頭打ちの傾向であったが 7 月は再び増加している。実質指標は、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、7 月に再度増加したと考えられる。

法人企業統計：非製造業の設備投資に一時ブレーキ、GDP(2 次速報)は下方修正へ

4-6 月期の法人企業統計が公表され、金融・保険業を除く全産業をみると、売上高は前年比 +5.8%、経常利益が同 +11.6% となり、2・四半期連続の增收増益となった。業種別にみると、売上高は、製造業が同 +7.6%、非製造業が同 +5.0% であり、寄与度でみると、製造業が +2.3% ポイント(以下、ppt)、非製造業が +3.5ppt と非製造業主導であった。経常利益は、製造業が前年比 +0.4%、非製造業が同 +19.0%、寄与度ベースでは製造業 +0.1ppt、非製造業 +11.5ppt と売上高よりもさらに非製造業主導の姿が鮮明であった。詳細をみると、製造業の売上高・経常利益ともに半導体の供給不足解消で内外の売上が伸びた自動車関連(輸送用機械器具製造業)が牽引役となり、汎用・生産用・業務用機械も好調であった。一方、資源価格下落の影響で、石油製品・石炭製品、化学工業などの売上高・経常利益は不振であった。図表 1 でみた半導体のシリコンサイクルの悪化の影響を受けた情報通信機械、電気機械は経常利益を押し下げた。非製造業では、国内旅行やインバウンド需要の増加により、宿泊・飲食・生活関連を含むサービス業、小売業が売上高・経常利益ともに牽引役となった。一方、電気業は売上は変わらずであったが、値上げの影響で経常利益を +4.8ppt と大幅に押し上げた。次にソフトウェアを除く設備投資をみると、前年比 +4.4% であり、寄与度でみると製造業 +1.5ppt、非製造業 +2.9ppt とこちらも非製造業主導であった。製造業では金属製品、業務用機械器具が増加に寄与した一方、半導体のシリコンサイクルが悪化したことから、電気機械、情報通信機械が押し下げた。非製造業では、インバウンド需要関連とみられる卸売・小売業がけん引役となり、生活関連サービス、娯楽業も増加した。一方、不動産業、電気業、陸運業、水運業では減少した。

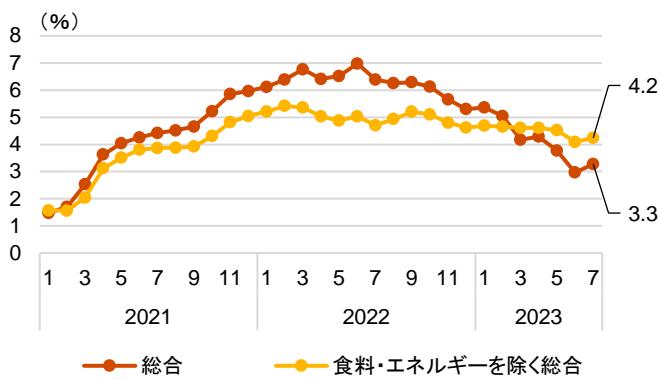
9 月 8 日に内閣府より、GDP(2 次速報)が公表される。当社予測では、実質 GDP は 1 次速報の前期比 +1.5%(年率 +6.0%) から 2 次速報では前期比 +1.2%(年率 +5.1%) へと下方修正される見込み。主因は設備投資の下方修正。設備投資は、1 次速報の横ばい(前期比 +0.0%) から、2 次速報では前期比 -1.4% と減少に転じる見込み。4-6 月期の法人企業統計のソフトウェアを含む設備投資は前期比で減少した。製造業は季調済み前期比 +1.2% と増加したもの、非製造業が同一 -2.5% と大きく押し下げ、全産業で同一 -1.2% となつたことを反映した。

米国経済：労働市場の過熱は緩和されたものの、依然として不透明な物価 2%への回帰

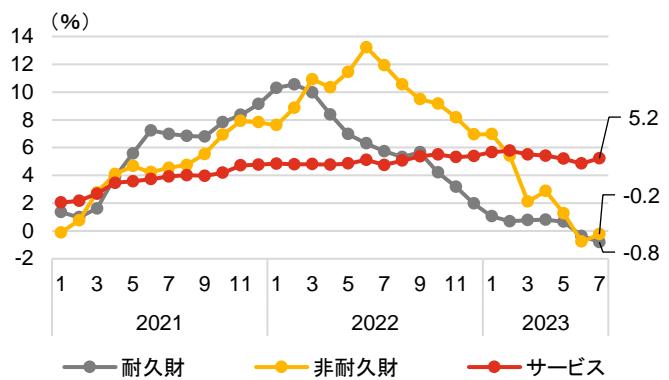
続いて米国経済の動きについてみよう。米国で労働市場の過熱が和らいできたのは朗報ではあるものの、これまでの動きが物価が 2% に接近するのに十分であるかは依然として予断を許さないとみていく。米国の労働市場では、7 月の求人件数が公表され 882.7 万件となり、前月の 916.5 万件よりも 33 万 8,000 件の減少となった。7 月の失業者数は 584.1 万人であったため、失業者 1 人当たりの求人件数は 1.51 件となり、前月の 1.54 件から減少した。2022 年 12 月の 1.96 件よりも減少傾向にある。1 人当たり 2 件をつけてピークであった 2022 年前半頃よりも幾分過熱感が緩和されている。とはいえ、水準としては依然として 2019 年頃の 1.2 倍よりも高い水準にある。次に 8 月の完全失業率は 3.8% となり、前月(7 月)の 3.5% よりも 0.3ppt の増加となった。失業率は、労働力人口に占める失業者数の割合で示される。労働力人口は前月比 +0.4% と微増だった一方で、失業者数は前月比で +8.8%、51.4 万人増の 635.5 万人となった。これまで失業が増加せずに求人だけ減少する好ましい状態であったが、この傾向が変化して経済がハードランディングに向かうのか、慎重に見極める必要がある。

次に7月のPCEデフレーターをみると(図表2)、総合では前年比+3.3%と前月の同+3.0%よりも0.3pptのプラス幅拡大となった。食料などの非耐久財、ガソリン、サービスの価格上昇が寄与した。食料・エネルギーを除く総合でも、同+4.2%と前月の同+4.1%よりも0.1pptのプラス幅拡大となった。耐久財(図表3)は同一-0.8%となり、前月の同一-0.4%よりも0.4pptのマイナス幅拡大となった。一方、7月の非耐久財は同一-0.2%となり、前月の同一-0.8%よりも0.5pptのマイナス幅縮小となつた。サービスは同+5.2%となり、前月の同+4.9%から0.4pptのプラス幅拡大となった。耐久財・非耐久財の下落は続いているものの、サービス価格については高止まりしている。サービス価格は、レンタカー・航空費などの輸送サービス、株式取引などの金融サービス・保険が押し上げた。このように財価格の下落は進んでいるものの、サービス価格上昇に広がりをみせており、2%へ向けて下落する道筋は描ききれていない。このため、今後も金融政策の利上げや、利下げまでの期間については不透明感が強い状態であるとみている。

図表2:米・PCE価格指数



図表3:米・PCE価格指数



出所:米商務省より筆者作成。

米国経済②: 製造業 PMI

米国の8月のISM製造業景況指数は47.6となり、2か月連続でプラス幅を拡大した。依然として景気の節目となる50を下回っているものの、2023年2月の47.7近くまで回復し、底入れを探る展開が継続しているといえよう。特に価格指数は、48.4となり前月よりも5.8ポイントと大幅に拡大した。また、雇用指数も48.5となり前月よりも4.1ポイントの拡大となった。

欧州経済: 消費者物価はやや鈍化も、対応困難なスタグフレーションに直面

次にユーロ圏経済の動向についてふれよう。8月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は総合で前年比+5.3%となり、前月の同+5.3%から変わらずとなった。加工食品は、前年比+7.8%となり、前月の同+9.2%よりもプラス幅を縮小した。欧米型コア(エネルギー・食料・アルコール・タバコを除く総合)は、同+5.3%となり、前月の同+5.5%よりプラス幅を縮小した。しかし、依然としてインフレ率は高水準が継続しており、インフレ抑制のために利上げが必要ながらも、景況感もさえないため、欧州経済はスタグフレーションをどう克服するか難しい状況にあるといえよう。

中国経済: PMIがやや改善

中国の国家統計局が公表した8月の製造業PMI(製造業購買担当者景気指数)は、49.7となり、前月(7月)の49.3から上昇した。景気拡大の節目となる50を5か月連続で下回った。生産が51.9と前月(7月)より1.7拡大し、3か月連続の50超となった。また、新規受注は50.2と、前月(7月)の49.5よりも0.7拡大して50を上回った。景況感はやや持ち直しの動きがみられる。一方で、足元の中国経済では不動産市場関連の企業の経営不安などが重しとなっており、今後の中国経済の回復については慎重に見極める必要があろう。

今週(9月4日(月)~9月9日(土))のポイント:

図表 4 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。家計調査、景気動向指数、国際収支が公表される。これらは Daily Macro Economic Insights としてまとめる予定である。8 日には前述の GDP(2 次速報)が公表される。米国では耐久財受注、貿易収支、ISM 非製造業が公表される。ユーロ圏では、生産者物価、小売、GDP が公表される。中国では 7 日に貿易収支、週末に消費者・生産者物価が公表される。中国はデフレ懸念を強めており、その物価動向は今後の日本経済、世界経済にとっても重要となろう。

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
9/4 (月)			
9/5 (火)	・家計調査(7月)	・耐久財受注(6月、確報値)	・ユーロ圏生産者物価指数(7月)
9/6 (水)		・貿易収支(7月) ・ISM非製造業指数(8月)	・ユーロ圏小売売上高(7月)
9/7 (木)	・景気動向指数(7月、速報)		・ユーロ圏GDP(4-6月期、確報値) ・中国貿易収支(8月)
9/8 (金)	・GDP(4-6月期、2次速報) ・国際収支(7月)		
9/9 (土)			・中国消費者物価(8月) ・中国生産者物価(8月)

2. 2023年9月11日(月)～9月15日(金)：投資に関する注目すべき2つの動き

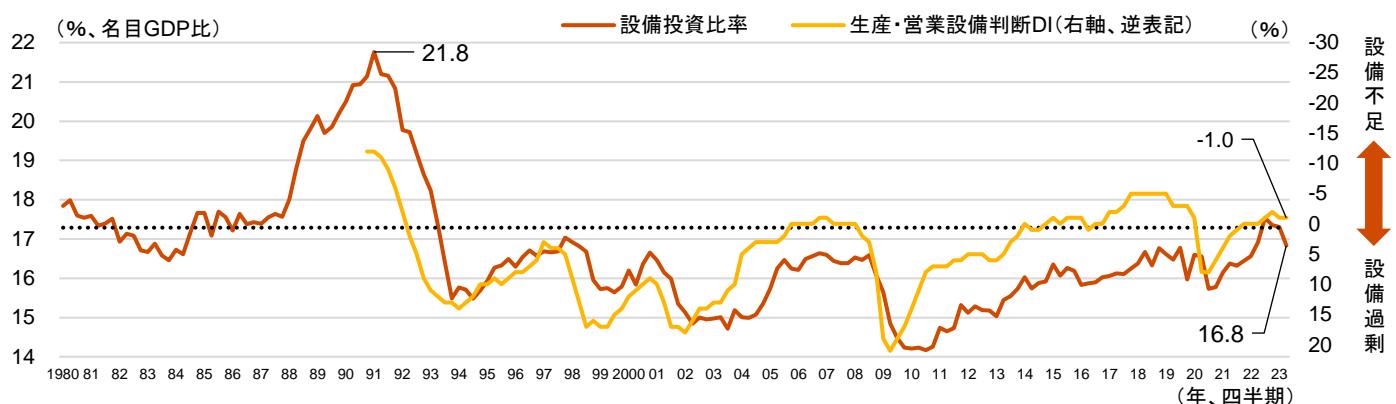
投資に関する注目すべき2つの動き

投資は、短期的にはその拡大を通じて総需要を高めるとともに、中長期的には資本ストックの増加を通じて総供給を増加させ、以上により需給両面から経済成長に寄与している。以下では最近の投資に関する2つの動きについて紹介したい。

1点目は、以前の本欄でも述べた通り、日本の設備投資比率が1980年から1987年の平均値である17.3%に肉薄する形で高まっているということだ。**図表1**は設備投資比率と生産・営業設備判断DIの推移をみている。設備投資比率はバブル期に大きく上昇して一時21.8%まで高まる。その後は1980年代の平均値である「17%の壁」を超えることはできなかった。今回設備不足の影響もあって2022年7-9月期に17.5%と1993年4-6月期以来の比率まで上昇し、2023年1-3月期まで17%台を維持している。ただ足元の動きは不安がある。図表にあるとおり、2023年4-6月期の生産・営業用設備判断DIは-1.0と横ばい、設備投資比率は16.8%と17%を下回りやや大きめの低下となった。低下した主因は名目GDPの増加によるところが大きく、名目民間企業設備は99兆円超と高水準を維持しているものの、2023年4-6月期の法人企業統計においても設備投資は非製造業を中心に前期比で減少しており留意が必要な情勢である。

2点目は、対外直接投資の動きが中国集中から多極化へと大きく変化していることである。IMF World Economic Outlook(WEO、2023年4月)で詳述されている通り、1980年以降、財・サービス貿易及び対外直接投資のGDP比率は拡大基調にあったが、2007年の世界金融危機以降、財・サービス貿易GDP比は横ばい、対外直接投資GDP比は低下基調が鮮明となっており、グローバリゼーションからスローバリゼーションが進んでいる。こうした中、**図表2**および**図表3**のとおり、米中貿易戦争、COVID-19、ウクライナ紛争といったイベントを契機として、重要産業分野の対外直接投資の脱中国化が進み、多極化が進んでいる。こうした対外直接投資の変化は、中国の成長力の鈍化と欧米諸国の成長力の強化を示唆している。内外投資のこうした変化が持続的か否かをしっかりと判断することが必要だろう。(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

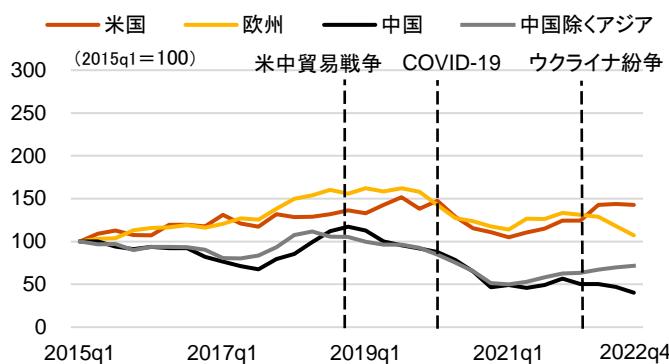
図表1:設備投資比率と生産・営業設備判断DIの推移



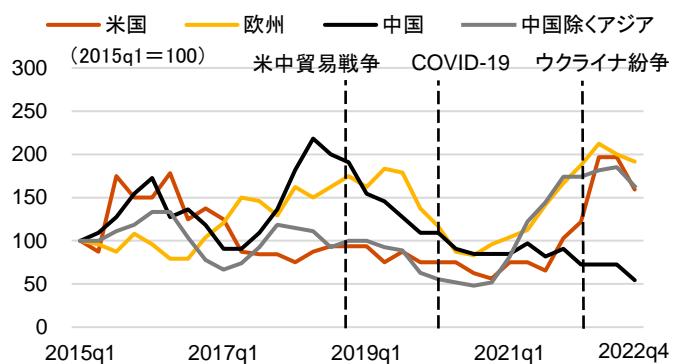
(注)設備投資比率＝名目民間企業設備／名目GDP×100

出所:内閣府「四半期別GDP速報(2023年4-6月期・2次速報)」より筆者作成。

図表2:国別対内直接投資件数(戦略産業分野)の推移



図表3:国別対内直接投資件数(半導体産業)の推移



出所:IMF WEO(2023年4月)より筆者作成。

先週(9月4日(月)~9月8日(金))の振り返り:日本ノ家計調査、景気動向指数、国際収支、GDP

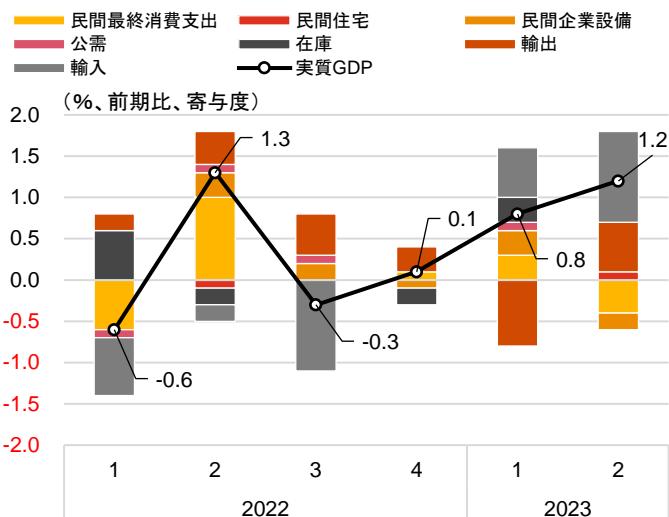
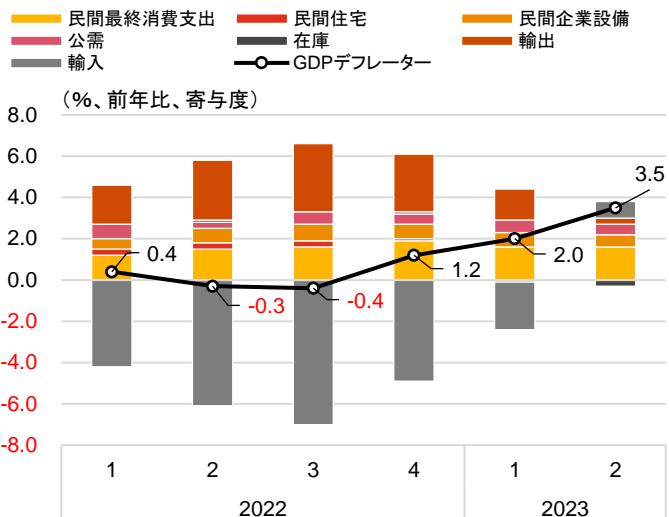
先週の動向について振り返っておこう。日本では7月の家計調査、景気動向指数、国際収支、そしてGDP(2023年4-6月期、2次速報)が公表された。GDPを除く指標の詳細については[Daily Macro Economic Insights](#)でまとめているのでそちらを参照されたい。

概要について述べると、7月の家計調査は、実質消費支出が前年比-5.0%、前月比では-2.7%、名目消費支出が前年比-1.3%、前月比で-2.5%となり、先月を上回る悪化となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕・維持といった住居、魚介類・肉類などの食料が実質消費の減少に寄与した一方で、被服及び履物や電気代・ガス代などの高熱費が実質消費の増加に寄与した。猛暑効果やイベント再開の影響で増加が期待されたが、減少が続く結果となった。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7月は前年比-6.4%と昨年10月以降10か月連続の前年比減少となり、減少度合いは5月以来の落ち込みとなっている。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。売り手側からの消費動向を示す経済産業省「商業動態統計」は7月に改善したが、買い手側の統計である家計調査は6月と比べ悪化している。この点、2つの統計の動きは異なっている。

景気動向指数についてみると、7月のCI速報値(2020年=100)は先行指数107.6、一致指数114.5、遅行指数106.1となった。先行指数は6月から1.2ポイント下降して2か月連続の下降、一致指数は6月と比較して1.1ポイント下降して6か月ぶりの下降、遅行指数は6月から0.5ポイント下降して2か月連続の下降となった。CI一致指数の動きから機械的に判断される基調判断は「改善を示している」となる。ただ一致指数の動きは2023年以降ほぼ横ばいで推移していると言った方が良いだろう。7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6指標がマイナス、うち生産、出荷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、輸出数量指数、商業販売額(小売業、卸売業)となっている。今後の展開については、製造工業生産予測調査(8月補正值)が減少の見込みであり、生産および出荷は減少の公算が大である。輸出数量および商業販売額が大きく増加するということがなければ、7月に続き8月も減少が続くことになるだろう。

7月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2兆7,669億円となった。前月(6月)の+2兆3,459億円から4,210億円のプラス幅拡大となった。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-1,146億円と前月より986億円マイナス幅が拡大した。サービス収支は、-2,655億円となり、前月より1,740億円マイナス幅が縮小した。これらの結果、貿易・サービス収支は-3,801億円となり、前月より753億円マイナス幅が縮小した。また、第一次所得収支は+3兆5,008億円となり、前月より3,766億円のプラス幅拡大で昨年(2022年)11月の3兆6,282億円以来の高水準であった。7月は、貿易収支・第二次所得収支で前月比でマイナス幅が拡大したものの、サービス収支・第一次所得収支が同プラスとなり、経常収支のプラス幅が拡大した。サービス収支は、インバウンド需要の拡大により旅行収支が過去最大のプラスとなったものの、保健・年金サービスや専門・経営コンサルティングでのマイナス幅拡大傾向の継続が確認された。日本経済への影響については慎重な見極めが必要である。

GDP(2023年4-6月期、2次速報、季節調整済前期比)は、実質1.2%(年率4.8%)、名目2.7%(年率11.4%)となった。1次速報値が実質1.5%(年率6.0%)、名目2.9%(年率12.0%)であったため、下方改定となった。下方改定は民間最終消費、民間企業設備を含む幅広い需要項目に及んでいる。**図表4**は実質GDP成長率(前期比)と各項目の寄与度を、**図表5**はGDPについての物価指数であるGDPデフレーターの前年比と各デフレーターの寄与度(ともに輸入の寄与度は逆符号)を示している。先述のとおり、**図表4**から2023年4-6月期の実質GDP成長率は1.2%となったが、プラスの寄与となったのは輸入(+1.1%ポイント)、輸出(+0.6%ポイント)、住宅投資(+0.1%ポイント)であって、民間最終消費支出や民間企業設備といった国内需要の主要項目は成長に対してマイナスの寄与となっている。つまり、輸入が減少したことがGDPの拡大に寄与したというのが**図表4**の意味であって、成長率の高まりに比べ内容が良いとは言えない。**図表5**をみると、GDPデフレーターの伸びは強まっているが、その原因の1つが、マイナスの寄与(輸入価格上昇)であった輸入デフレーターの動きがプラスの寄与(輸入価格低下)になっていることである。GDP1次速報値に引き続き、GDP2次速報値においても成長率や物価に大きな影響を与えたのは輸入の減少ないし輸入価格の低下であって、消費や投資といった国内需要の拡大が鈍い中で物価の伸びは高まっている点がポイントと言えるだろう

図表4:実質GDP成長率(前期比)と各項目の寄与度**図表5:GDPデフレーター(前年比)の要因分解**

出所:内閣府「四半期別 GDP速報(2023年4-6月期・2次速報)」より筆者作成。

米国経済:貿易収支、ISM非製造業景況指数

続いて米国経済についてみよう。米国の7月貿易収支(国際収支ベース、季節調整済)は、前月比2%増の-650億2,200万ドルとなった。輸出額は1.6%増、輸入額は1.7%増。ISM非製造業景況指数(8月)は1.8ポイント上昇の54.5と増加。新規受注と雇用の拡大が寄与しており、全体として米国の経済・物価上昇率の底堅さを意識させる結果となった。

欧州経済:ユーロ圏生産者物価、ユーロ圏小売売上高、GDP(2023年4-6月期、確報値)

次にユーロ圏経済の動向についてふれよう。7月のユーロ圏生産者物価指数は前月比-0.5%、前年比-7.6%となった。エネルギー価格の下落の影響が大きい。7月のユーロ圏小売売上高は前月比-0.2%、前年比-1.0%と減少が続く。物価高から実質所得の減少が影響して消費が低迷するという構図である。GDP(2023年4-6月期、確報値)は実質GDP成長率が前期比+0.1%、前年比+0.5%と0%近傍の伸びを続けている。

中国経済:貿易収支、生産者物価、消費者物価

最後に中国経済についてみておこう。8月の貿易統計によると、輸出は前年比-8.8%、輸入は同一-7.3%となった。減少幅は7月の輸出-14.5%、輸入-12.4%からは鈍化している。注目の物価統計についてみると、8月の生産者物価は前年比-3.0%と7月の-4.4%からマイルドな伸びとなった。8月の消費者物価指数は前年比+0.1%、食料およびエネルギー価格を除いたコア指数は同+0.8%となり、マイナスの伸びは回避された。以上の結果からは、悪化度合いは縮小しているものの、下げ止まりの状況にはまだないことがわかる。

今週(9月11日(月)~9月16日(土))のポイント:

図表 6 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本については 8 月の国内企業物価、7 月の機械受注が公表される。これらは Daily Macro Economic Insights としてまとめる予定だが、国内企業物価については資源価格の動向、機械受注に関しては設備投資の先行きに明るい兆しがあるのかどうかを注目したい。この他、第 3 次産業活動指数も公表される予定である。米国について注目は 8 月の消費者物価指数だろう。特にコア指数の動きに注目したい。後は小売売上高の最新動向や、ミシガン消費者信頼感指数といった先行きの消費マインドが気になるところである。欧州については、FRB、日銀に先駆けて開催される ECB 理事会が注目点。中国については小売売上高、鉱工業生産といった指標の変化に一服の気配があるか否かが注目点だろう。

図表 6: 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
9/11 (月)			
9/12 (火)			• ヨーロッパ圏 ZEW 景況感指数(9月)
9/13 (水)	• 国内企業物価(8月)	• 消費者物価指数(8月)	• ヨーロッパ圏 鉱工業生産(7月)
9/14 (木)	• 機械受注(7月)	• 小売売上高(8月) • 生産者物価指数(8月)	• ECB 理事会(9月)
9/15 (金)	• 第3次産業活動指数(7月)	• NY連銀製造業景気指数(9月) • 鉱工業生産(8月) • ミシガン大学消費者信頼感指数(9月)	• 中国小売売上高(8月) • 中国鉱工業生産(8月)
9/16 (土)			

3. 2023年9月18日(月)～9月22日(金)：日米欧の物価動向と当面のポイント

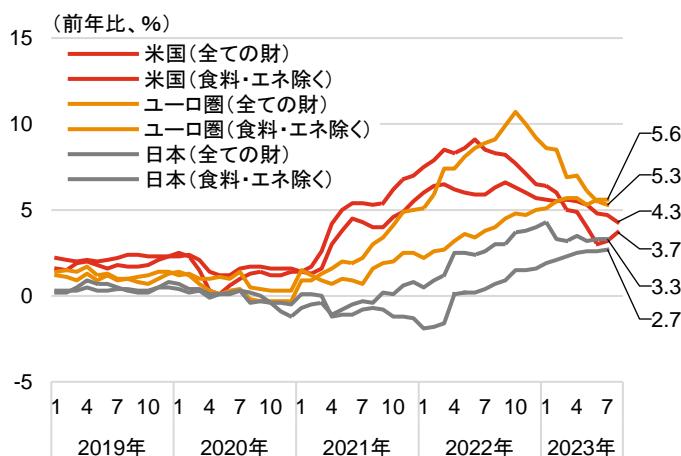
日米欧の物価動向と当面のポイント

日米欧の物価上昇率(消費者物価指数前年比)は2021年に入り伸びを強め、全ての財のベースで、2022年半ばに米国は9%、ユーロ圏は10%を超える物価上昇率となった。その後緩やかに低下傾向にあるが、この鈍化の主因は食料・エネルギー価格の低下であり、食料・エネルギー価格を除いた欧米型コア指数でみると、米国は前年比+4.3%、ユーロ圏は同+5.6%と2%の物価目標を大きく上回っている。日本は物価上昇率は2022年以降プラスとなり、全ての財で前年比+3%台、欧米型コアで同+2%台後半と、今のところ物価上昇率が減速する状況にはない(図表1)。

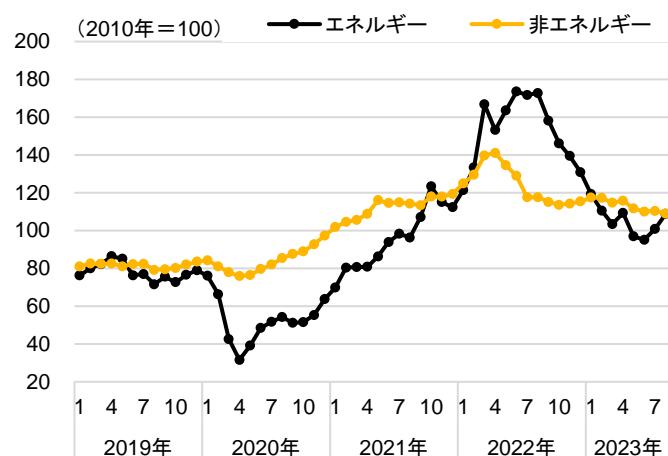
物価上昇率に影響を与える原材料価格の動き、予想インフレ率、マネーストックの動きをみると、原材料価格はエネルギー価格、非エネルギー価格ともに下げ止まりの兆候がある(図表2)。予想インフレ率は、物価上昇率が高まり始める前の2020年よりも高い伸びを維持している(図表3)。マネーストックについては、日本は2%の前年比を維持し、米国・ユーロ圏は金融引き締め策の影響もあって前年比でマイナスとなっている(図表4)。原材料価格が下げ止まれば、2024年以降、食料・エネルギー価格は再び物価を押し上げるだろう。予想インフレ率の高止まりは、米欧の物価上昇率の高止まりにつながる。他方でマネーストックの減少は物価上昇率を減速させる力となるだろう。つまり、物価上昇率に影響を与える3つの要素のうちで明確に物価上昇率を下げる方向に働いているのはマネーストックのみということだ。

今後の物価上昇率沈静化の道のりは一本道ではなく、米欧の金融引き締め策も複数回あり得ること、そして日本の物価も想定以上に高止まりする可能性を視野に入れるべきだろう。
(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

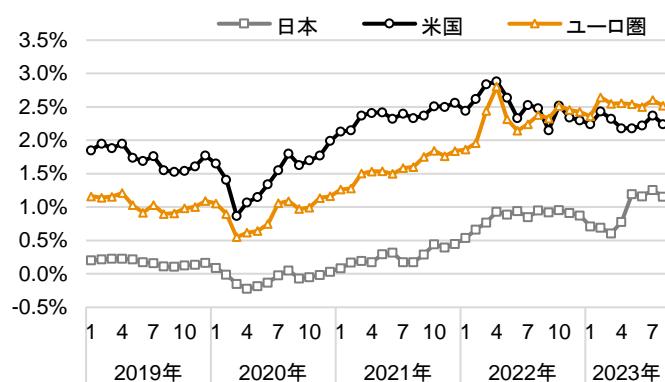
図表1: 日米欧の物価上昇率



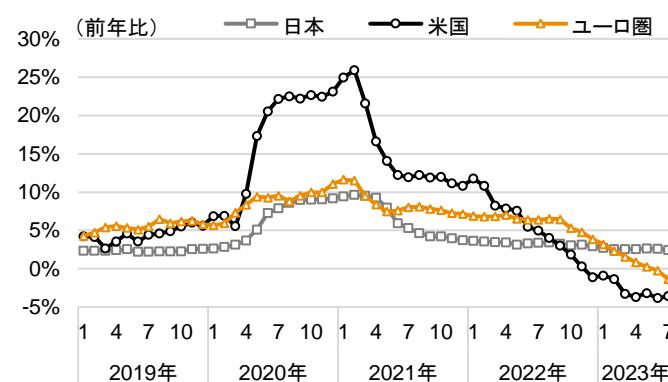
図表2: 原材料価格



図表3: 予想インフレ率(BEI)



図表4: マネーストック(M2)



(注)M2およびユーロ圏、日本の物価は7月まで。他は8月までのデータ。

出所: FED、ブルームバーグ、日銀、ECB、国連、総務省より筆者作成。

先週(9月11日(月)~9月15日(金))の振り返り:日本／国内企業物価、機械受注

先週の動向について振り返っておこう。日本では8月の国内企業物価、7月の機械受注が公表された。詳細については[Daily Macro Economic Insights](#)でまとめているのでそちらを参照されたい。

概要について述べると、8月の国内企業物価は、国内企業物価指数が前月比+0.3%（前年比+3.2%）、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比+0.5%、円ベースで同+1.9%（前年比+3.7%）、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.9%、円ベースで同+0.9%（前年比-11.8%）となった。輸入物価指数の前年比は3月に1桁の伸びとなり、4月に減少に転じたが、6月以降は10%を上回る減少幅を維持している。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・A重油などの石油・石炭製品（寄与度+0.35%ポイント）、化学製品（同+0.05%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（同一-0.25%ポイント）、農林水産物（同一-0.03%ポイント）の影響が大きくなっている。前年比の伸びはプラスながら緩やかに縮小を続けている。前月比で上昇が続ければ、来年以降前年比で横ばいの展開となると見込まれる。

機械受注は受注額合計（季節調整済み、以下同）は前月比+9.8%となり、2ヶ月連続でのプラスとなった。非製造業はやや持ち直しているものの、製造業が落ち込んでいる。外需も2ヶ月ぶりに増加したもの、力強さには欠ける動きとなっている。

需要者別にみていくと、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」（コア受注）は、7月に前月比-1.1%となり、2ヶ月振りに減少した。業種別にみると、製造業が同一-5.3%、非製造業（船舶・電力を除く）が同+1.3%と製造業が全体の押し下げに寄与した。内閣府は、「足踏みがみられる」との基調判断を9ヶ月連続で維持しているが、2023年上半期をみると、2022年下半期よりも-1.4%と減少しており、やや軟調な動きが継続している。また公共投資の先行指標である「官公需」は、7月は同+0.7%（6月：同一-2.9%）となった。「その他官公需」の増加が寄与した。防衛省、国家公務等では減少した。輸出の先行指標である「外需」は、7月は同+1.6%と2ヶ月ぶりに増加した。前月（6月）の落ち込みは同一-6.9%であり、そこからの戻りは弱い。7月は電子・通信機械、産業機械で増加し、船舶、航空機等で減少した。「代理店」は7月は同一-7.9%となり2ヶ月ぶりに減少した。企業収益の好調さや円安継続から設備投資の増加が期待されているが、国内経済での物価高による消費減、中国・欧州経済の下振れ、米国における利上げの影響、半導体サイクルの回復の遅延といった点に注目していく必要があろう。

米国:消費者物価指数、生産者物価指数、小売売上高、鉱工業生産、NY連銀製造業景気指数、ミシガン大消費者信頼感指数

続いて米国経済についてみよう。米国の8月消費者物価指数が公表され、総合は前年比+3.7%（7月同+3.2%）、エネルギーと食料品を除いたコアは同+4.3%（同+4.7%）となった。前月比は、総合が+0.6%（7月同+0.2%）、コアは+0.3%（同+0.2%）と、前月から伸び率が拡大した。品目別では、原油価格の上昇を受けてエネルギーが上振れ、全体を押し上げた。コア価格に対しても、直接的には燃料サーチャージを通じた「航空運賃」の上昇につながっており、間接的には様々な品目の製造・輸送コストの押し上げ要因となりえる。今後、食料価格も押し上げられれば、家計消費や企業活動への重荷となるため、景気悪化につながるリスクに要注意である。財では、「家具・家庭用品」や「新車」価格が上振れ、前月比のマイナス幅縮小に寄与した。「中古車・トラック」も、マイナス幅が小幅に縮小した。サービスでは、「自動車保険」と「航空運賃」の上振れにより、「輸送サービス」が伸び率拡大に寄与した。「航空運賃」は原油価格上昇の影響が大きい。一方で、ウェイトの高い「住居」は伸び率の縮小が続いている。住宅価格の上昇はリスク要因となるが、足元で新規家賃などは低い伸び率に留まっており、今後もCPI全体の鈍化に寄与すると考えられる。

8月生産者物価指数は、前年比+1.6%、前月比+0.7%と市場予想を上回る伸びとなった。生産者物価指数は前年比で減速していたが、7月・8月は伸びが加速している。ガソリン価格が20%の伸びを示しているところからも窺えるとおり、エネルギー価格の上昇が生産者物価指数の押し上げに大きく寄与している。ガソリン価格は小売売上高の伸びにも影響した。8月小売売上高は前月比+0.6%と市場予想を上回って増加したが、ガソリン価格上昇を除いた小売売上高は前月比+0.2%と、ガソリン価格上昇が大きく影響している。ガソリン価格上昇は生産者物価を経て消費者物価にも波及し、また低所得者層を中心に家計の購買力を圧迫することになる。失業率がじわり上昇する状況では、物価上昇が家計に及ぼす影響により注意する必要があるだろう。

生産の動きは雇用に直結している。8月鉱工業生産(季節調整済)は前月比+0.4%、前年比+0.2%と小幅な動きに留まった。財別にみると、消費財と建設の生産が前月比マイナスとなり、製造業部門の生産が7月の前月比+0.4%から8月は同+0.1%に減速している。米国では労働組合によるストライキが活発化しており、8月の「労働損失日数」(労働者が仕事に携わらなかつた延べ日数)は410万日を超えて23年ぶりの高水準となった。9月には全米自動車労組がストを開始しており、こうした動きが長期化すれば、製造業を中心に生産の低迷が長期化する可能性もある。

ただ、米国指標は悲観一色というわけではない。9月のNY連銀製造業景気指数はプラス1.9と、8月のマイナス19から21ポイントの大幅改善となった。改善には新規受注と出荷の増加が影響しており、6か月先の業況指数も2022年3月以来の高水準である。先行きに関して楽観的な見方が広がっている。ミシガン大消費者信頼感指数(9月速報値)は67.7と8月の69.5から低下したが、期待指数は8月の65.5から9月の66.3と改善した。短期インフレ期待が3.1%と2021年3月以来の低水準となったことが期待指数の改善に影響している模様である。

全体として、米国経済は足元でガソリン価格上昇に伴う物価上昇圧力の強まりとそれに伴う消費者マインドの悪化の影響やストの長期化に伴う生産の低迷が懸念されるものの、一方で景況指数や消費者マインドをみると、先行きに関して楽観的な見方が広がっているといえるだろう。

欧州経済: ECB 理事会、ユーロ圏 ZEW 景況感指数、ユーロ圏鉱工業生産

次にユーロ圏経済の動向についてふれよう。ECBは14日の理事会で10会合連続となる政策金利の引き上げを決定した。これで政策金利は4.0%となった。声明文では「政策金利が長期間維持されれば、物価上昇率が適切なタイミングで元に戻ることに相当の貢献をする水準まで達した」という文言が示され、利上げ局面が今回で最後というニュアンスが出されている。ただし、図表1の通り、ユーロ圏の物価上昇率の減速の主因は食料・エネルギー価格の低下であって、コア物価の伸びは前年比+5%台と高止まりしている。ユーロ圏の景気は悪化しているが、ECBの利上げがこれで打ち止めと考えるのは早計であろう。

9月ZEW景況感指数からユーロ圏の現況指数は-42.6、期待指数は-8.9と共にマイナスが続き、かつ8月よりも悪化が進んだ。ドイツ経済に関しては現況指数-79.4とマイナスでかつ8月よりも悪化したが、期待指数は-11.4とマイナスはあるものの、8月からはわずかに改善している。7月ユーロ圏鉱工業生産は前月比-1.1%、前年比-2.2%と悪化。特に耐久消費財の減少が影響している。

中国経済: 小売売上高、鉱工業生産

最後に中国経済についてみておこう。8月小売売上高は前年比+4.6%となり、7月の同+2.5%から拡大した。8月鉱工業生産は前年比+4.5%となり、こちらも7月の同+3.7%から加速した。飲食店を中心とした外食関連の消費は好調だが、不動産市場の低迷を受け、消費、生産ともに不動産部門の動きがさえないのが特徴である。景気回復の動きは加速しているが、先行きについては不透明感が残る。特に、不動産部門の低迷、若年層の失業率悪化と家計消費の先行き不安の拡大、米中貿易関係の緊迫化といった点は払拭されていない点に留意が必要だろう。

今週(9月18日(月)~9月23日(土))のポイント: 日銀政策決定会合とFOMC

図表 5 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。今週は日本で 9 月の金融政策決定会合が 22 日に、米国で FOMC が 21 日に開催され、当面の金融政策についての決定がなされる予定である。ともに現状維持が濃厚であるが、足元および先行きの経済・物価動向への評価を確認したい。特に FOMC については FOMC メンバーの経済・物価・金利見通しが公表されるため要注目である。指標についてみると、日本では貿易統計、消費者物価指数が公表される。特に消費者物価指数はこれまでの物価上昇の動きに変化の兆しがあるのか否かが注目点。貿易統計については中国向け輸出入の動向を中心に確認したいところである。いずれも Daily Macro Economic Insights で取り上げる予定だ。米国は 8 月の住宅がらみの統計が公表される。欧州は 22 日公表の 9 月 PMI から景気動向をしっかりとみていくたい。

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
9/18 (月)			
9/19 (火)		<ul style="list-style-type: none"> ・住宅建築許可件数(8月) ・住宅着工件数(8月) 	
9/20 (水)	<ul style="list-style-type: none"> ・通関ベース貿易統計(8月) 		
9/21 (木)		<ul style="list-style-type: none"> ・FOMC ・フィラデルフィア連銀景況指数(9月) ・中古住宅販売件数(8月) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏消費者信頼感(9月)
9/22 (金)	<ul style="list-style-type: none"> ・消費者物価指数(8月) ・日銀政策決定会合(21日から) 		<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏製造業PMI(9月) ・ユーロ圏サービス業PMI(9月)
9/23 (土)			

4. 2023年9月25日(月)～9月29日(金)：実質所得・実質消費の拡大シナリオの点検

実質所得・実質消費の拡大シナリオの点検

9月21～22日に日本銀行の金融政策決定会合が開催され、金融緩和の維持が決定された。そこで示された経済・物価の現状認識、先行きの見通しは7月の展望レポートで示された内容とほぼ同様であった。このため、賃金の上昇を伴う2%の物価目標の達成時期が見通せず、金融緩和の修正はまだ先であるということであろう。展望レポートには、所得・消費について、①経済活動の回復を背景とした雇用の増加、労働需給の逼迫化・高い春闘結果により、一人当たり所得の上昇を受けて、雇用者数に一人当たり所得を掛けた雇用者所得も増加していく、②個人消費は、現状は物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加しており、先行きはこれまで抑制されていた消費の回復(ペントアップ需要)によって増加していく、との見通しとなっている。しかし、改めてこの内容を足元の経済・物価情勢と照らしてみるといくつか気がかりな点、経済の下振れリスクが大きくなっている面もあると考える。こうした点を確認していこう。

まずは、所得の動向である。一人当たり賃金と雇用の伸びを考慮した内閣府の総雇用者所得(図表1)の前年比を3か月移動平均でみると、7月に名目+2.7%、実質-0.9%となっている。足元で名目値のプラス幅は拡大しているものの、2%台半ばは昨年末から今年年初にかけても達成していた水準である。また、名目の前年比の動きを単月でみると、5月+3.1%、6月+2.9%、7月+2.0%と鈍化しており、春闘の賃上げ率の高さが未だに反映されていない。実質値の減少幅は縮小しているものの、未だに1%程度減少している。また、労働市場については、有効求人倍率が2022年12月の1.36倍から、2023年7月には1.29倍まで悪化傾向にある。この点、逼迫した労働市場が今後も継続するかはしっかりと確認していくことが重要であろう。

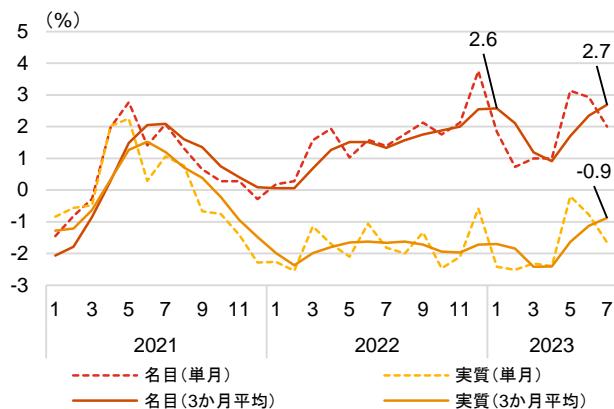
また、物価については食料・エネルギー価格が下落に転じることでプラス幅が縮小することが見込まれていた。原油価格(WTI)は、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻を受けて、5月に110ドル台のピークを付けた。その後、下落に転じ2022年後半以降は70～80ドル程度で推移していたが、足元では産油国の減産などの影響で再び90ドルまで上昇している。こうした動きは、物価の押し上げ要因として寄与しよう。名目賃金の上昇が遅れ、物価が高止まりする公算が大きくなっていると、実質所得の回復は想定よりも遅れているといえよう。

次に消費について確認しておこう。実質消費活動指數(旅行収支調整済み)をみると、7月は実質前年比+0.7%で指数(2015年=100)は97.3となっている(図表2)。最近の動きを前年比でみると、3月+0.5%、4月+0.3%、5月+0.5%、6月-0.5%と軟調な動きとなっている。また、やや長めに振り返ると、2020年にCOVID-19の影響で前年比-8.8%と大きく落ち込んだ後、2021年同+2.1%、2022年同+2.4%と+2%台の回復を示した後、2023年1～7月は、前年比+1.1%と伸びが半減している。2023年は2021年・2022年の伸びが鈍化しており、インフレによってペントアップ需要が大幅に削がれている側面がある。今後、実質消費が回復に向かうか、慎重にみていく必要があろう。

このように、日本経済が着実な成長を遂げるかは依然、不透明な状況にある。求められる政策としては、早期の金融緩和修正ではなく、金融緩和の維持、実質所得の落ち込みを抑えるための財政政策が必要な状況であろう。足元の経済・物価動向の確認に加えて、10月に策定予定とされる政府の経済対策の影響が重要となり、その内容を慎重に確認すべきであろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1：総雇用者報酬の動向(前年比)



図表2：消費活動指數の推移(前年比)



出所：内閣府「総雇用者所得」より筆者作成。

(注)旅行収支調整済みは、消費からインバウンド需要を除き、アウトバウンド需要を含む。

出所：日本銀行「消費活動指數」より筆者作成。

先週(9月18日(月)～9月22日(金))の振り返り:日本／貿易統計、消費者物価

先週の動向について振り返っておこう。日本では8月の通関貿易統計、8月の消費者物価指数が公表された。詳細については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているのでそちらを参照されたい。

概要について述べると、8月の貿易統計が公表され、輸出金額(名目、原数値)は7兆9,943億円となり、前年比-0.8%の減少となった。財別では、輸送用機器が前年比+25.6%と増加傾向を維持し、輸出を寄与度+4.8%ポイント(以下、ppt)押し上げた。しかし、一般機械は前年比-9.6%まで減少幅が拡大し、今年最大の落ち込みとなり、輸出を-1.8ppt 押し下げた。このうち、半導体等製造装置の押し下げが-1.6pptと大きかった。米国による半導体規制の影響を受けた中国向け輸出の減少ではなく、韓国や台湾向け輸出の減少とみられる。輸入金額(同)は8兆9,248億円となり、前年比-17.8%と5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一-36.6%と大幅に減少し、5か月連続のマイナスとなった。輸入の同一-17.8%の減少のうち、寄与度は-11.5pptとなった。貿易収支は、-9,305億円となり2か月連続のマイナスとなった。

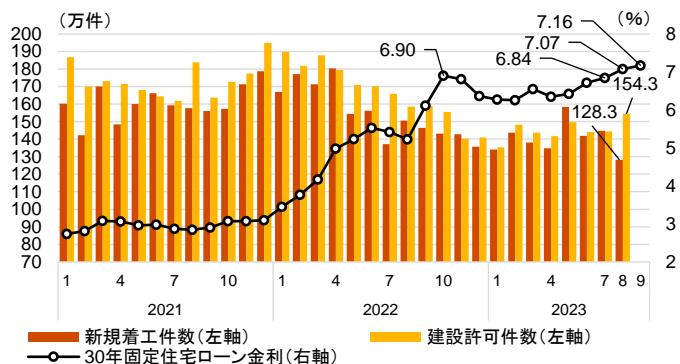
8月の消費者物価指数(全国)は総合で前年比+3.2%、生鮮除く総合で同+3.1%、生鮮・エネルギー除く総合で同+4.3%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.7%となった。品目別にみると、からあげ等の調理食品、アイスクリームなどの菓子類、ガソリンなどの自動車等関係費といった費目での価格上昇が物価の押し上げに寄与している。エネルギーは前年比-9.8%と下落が続き、かつ下落幅も拡大を続けた。エネルギー構成品目の動きをみると政府の政策の影響もあり、電気代・都市ガス代の下落は進んだが、灯油・ガソリン価格の上昇も強まっている。物価上昇率は食料やエネルギー価格の影響を除いた欧米型コア指数でも前年比2%台後半を維持している。8月の価格変動分布をみると、6月までの10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が増加する状況から、じわじわと10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が低下して、2つのこぶが徐々に釣鐘型に戻っていく兆候もある。とはいえ、6%以上の価格上昇率を示す品目の割合は高く、釣鐘型に戻る状況は見通せないのが現状といえよう。

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

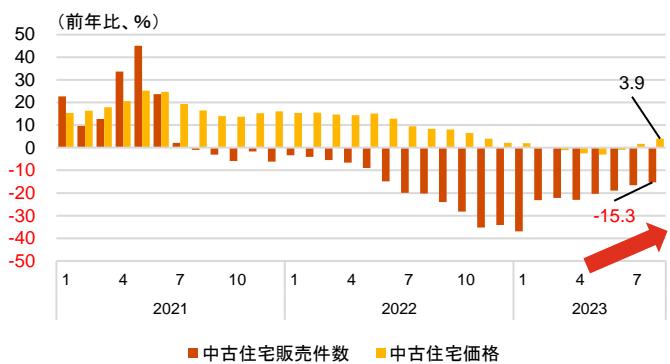
次に米国では、9月20～21日にFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、政策金利は5.25～5.50%で据え置きとなつた。政策金利の据え置きは2会合ぶりとなった。同時に公表された経済・物価見通しでは、前回(6月)から成長率が上方修正、失業率の見通しが低下(改善)した。GDP成長率は2023年が+1.0%から+2.1%へ1pptの大幅上昇、2023年が+1.1%から+1.5%へと0.4ppt引き上げられた。失業率は、2023年が0.3pptの低下(前回4.1%→今回3.8%、以下同)、2024・2025年がともに0.4pptの低下(4.5%→4.1%)となった。これはFRBの想定以上に、足元の経済・雇用情勢が堅調であることを反映していると言えよう。次に政策金利見通しでは、2023年末が前回から変わらず5.6%であり、年内1回の利上げ予想に留まっている。2024年末・2025年末はそれぞれ0.5ppt引き上げられた。具体的には2024年末が4.6%→5.1%、2025年が3.4%→3.9%となっている。また、経済を冷ましも過熱もさせない中立金利とされる長期的な政策金利は、前回と変わらず2.5%に留まつた。政策金利は5.6%まで引き上がった後、来年中には利下げに転じるもの、来年末でも5%台を維持する見通しに引き上がつた。この結果、物価見通しはほぼ変わらず、PCEでみると、2023年に3.3%、2024年2.5%、2025年に2.2%となっている。このように、経済・雇用情勢が上振れた分を、来年以降の政策金利を高く維持する期間を長くすることで相殺しようとしている面もある。物価への影響はほぼない、という見通しとなっている。労働市場の過熱感はやや緩和されているものの、依然として逼迫して物価の押し上げ圧力が残っている。更なる金融引き締めが必要となることも十分にありえよう。

8月の米国の住宅関連の指標が公表された。8月の新規着工件数は128.3万件となり、前月から-11.3%の大幅減少となった(図表3)。2020年6月以来の低水準となった。一方、同月の建設許可件数は、154.3万件、前月比+6.9%の増加となった。2022年10月以来の水準に回復した。また、8月の中古住宅販売件数は404万戸、前年比-15.3%となった(図表4)。2021年8月から2年連続で減少が継続している。しかし、減少率は2023年1月の前年比-36.9%をピークにマイナス幅を縮小している。8月の中古住宅販売価格は、前年比+3.9%となった。2023年2月から同年6月まで減少した後、7月・8月には前年比プラスとなった。米国の30年固定住宅ローン金利は、9月に7.16%まで上昇している(図表3)。

図表3:総雇用者報酬の動向(前年比)



図表4:消費活動指数の推移(前年比)



(注)新規着工件数、建設許可件数は8月まで、30年固定住宅ローン金利は9月までのデータ。

出所:米・商務省センサス局、米・連邦住宅金融抵当公庫(フレディマック)、Macrobond、FREDより筆者作成。

米国の住宅市場では固定金利での借り入れが多いとされる。住宅を売却して新しい家を購入することも多いものの、現状では金利上昇幅が大きいため、新たな借り入れ金利では金利負担が大きくなりやすい。このため、過去の比較的低い金利時に借り入れた資金で購入した住宅を手放さないとされている。中古住宅市場の供給が限られている中で住宅価格が上昇している。足元でFOMC後に市場金利は一段と上昇しており、今後の住宅市場の動向が注目されよう。

欧州経済:ユーロ圏消費者信頼感・PMI

次にユーロ圏経済の動向についてふれよう。ユーロ圏の消費者信頼感は、9月に-17.8となった。前月の-16.0から1.8ポイント低下した。また、ユーロ圏のPMIが公表された。製造業PMIは43.4となり、前月から-0.1ポイントの悪化となった。2023年1月の48.8から悪化傾向にあり、6月から9月は43前後で推移している。また、9月の非製造業は48.4となり、前月から0.5の改善となった。2023年4月の56.2からの悪化傾向には変わりがない。このため、7-9月期のユーロ圏経済はマイナス成長の公算が高まっている。

今週(9月25日(月)~9月30日(土))のポイント:月末の労働・生産・消費、欧米物価指数、中国 PMI

図表 5 に今週の重要な指標、主な予定をまとめている。日本では月末の失業率・有効求人倍率・鉱工業生産・商業動態統計が発表される。労働関係は最近みられている悪化の兆しが継続しているかを確認したい。鉱工業生産では、2か月連続の減産となるか、在庫の悪化傾向が継続するかに注目であろう。商業動態統計では、7月の増加が継続するかが注目である。いずれも Daily Macro Economic Insights で取り上げる予定である。また、9月中旬の東京都区部の消費者物価も公表される。足元のエネルギー価格の上昇、物価上昇のサービス価格への広がりなどがみられている点を確認したい。また、米国では住宅・消費・設備投資関連の指標が公表される。欧州では消費者物価が公表される。一部では 9月14日の ECB の利上げで、今回の利上げ局面は終了との見方もみられるが、物価動向をしっかり確認する必要があろう。景気悪化が懸念されている中国では PMI が公表される。8月は悪い中でもやや改善がみられたため、9月の状況に注目したい。

図表 5: 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
9/25 (月)			
9/26 (火)		<ul style="list-style-type: none"> ・新築住宅販売件数(8月) ・コンファレンスボード消費者信頼感指数(9月) 	
9/27 (水)		<ul style="list-style-type: none"> ・耐久財受注(8月) 	
9/28 (木)		<ul style="list-style-type: none"> ・GDP(7-9月期、確報値) 	
9/29 (金)	<ul style="list-style-type: none"> ・消費者物価指数(東京都区部、9月中旬速報値) ・完全失業率・有効求人倍率(8月) ・鉱工業生産(8月) ・商業動態統計(8月) 	<ul style="list-style-type: none"> ・個人消費支出(8月) ・PCEデフレーター(8月) 	<ul style="list-style-type: none"> ・中国・財新製造業PMI(9月) ・ユーロ圏消費者物価指数(HICP、9月)
9/30 (土)			<ul style="list-style-type: none"> ・中国・国家統計局製造業PMI(9月)