

Monthly Economist Report

設備投資増で GDP 上方修正、
消費や生産は弱含み

2024 年 3 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、本レポート内の該当部分へジャンプします)

目次(3月総集編)

I. 2024 年 3 月のまとめ: 設備投資増で GDP 上方修正、消費や生産は弱含み	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2024 年 1 月)ー名目・実質ともに家計消費の減少度合いは深刻化ー	3
2. 景気動向指数(2024 年 1 月分速報)ー生産の先行き如何でさらなる基調判断の修正もありうるー	5
3. 国際収支統計(2024 年 1 月)ー経常収支は過去 2 番目の高水準ー	7
4. 企業物価指数(24 年 2 月速報)ー高水準での推移が続くー	9
5. 機械受注統計(2024 年 1 月)ーコア民需は 2 か月ぶりに減少、内閣府は基調判断を下方修正ー	11
6. 貿易収支(通関統計)(2024 年 2 月)ー 輸入金額が 11 か月ぶりに増加に転じるー	13
7. 消費者物価指数(全国、2024 年 2 月)ー電気・ガス代負担軽減策縮小の影響で再び加速ー	15
8. 鉱工業生産(24 年 2 月速報)ー弱含みの動きがさらに明確化ー	17
9. 商業動態統計(2024 年 2 月速報)ー小売販売額は下げ止まりー	19
10. 一般職業紹介・労働力調査(2024 年 2 月)ー有効求人率の悪化が継続、失業率は 8 か月ぶりに悪化／利上げによる労働需給悪化を懸念ー	21
III. Weekly Macro Economic Insights	23
1. 2024 年 3 月 4 日(月)～3 月 8 日(金): 春闘をみる上での注意点: 大企業・中堅企業は增收増益継続も、中小企業では減益	23
2. 2024 年 3 月 11 日(月)～3 月 15 日(金): 3 月日銀金融政策決定会合の見通しー非合理的な政策変更、現状維持を予想	26
3. 2024 年 3 月 18 日(月)～3 月 22 日(金): 春闘第 1 回回答集計は 5% 超えと大幅上昇、ただし拙速な政策変更は禁物である	29
4. 2024 年 3 月 25 日(月)～3 月 29 日(金): 時期尚早の異次元緩和終了による日本経済の下振れリスク	33

I. 2024 年 3 月のまとめ: 設備投資増で GDP 上方修正、消費や生産は弱含み

(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)

日本の四半期別 GDP(2023 年 10-12 月期、2 次速報値)が公表された。結果は 1 次速報の前期比年率 -0.4% の実質成長率が同 +0.4% へと上方修正された。10-12 月期の法人企業統計の結果を受けた設備投資の上方修正が主因である。もっとも、民間消費や政府支出は下方修正となっており、内容は良くない。消費については財に加え、サービスについても価格上昇が進む中で拡大がピークアウトしてきている。今回のプラス改定でも 7-9 月期の落ち込み(前期比マイナス 0.8%)をクリアできておりらず、足元の景気は停滞しているとみるべきだろう。

1 月以降も設備投資の回復が持続的するか、が注目される。1 月の機械受注統計は、船舶・電力を除く民需(コア民需)は -1.7% となり、前月(12 月)も下方修正された。内閣府は基調判断を「足元は弱含んでいる」へと下方修正した。GDP の実質消費は、3 四半期連続で前の期よりも減少した。1 月の家計調査における消費は、名目で前月比 -1.2%(前月: 同 -0.7%)、実質で同 -2.1%(前月: 同 -0.5%) となり、前月よりも減少幅が拡大した。また、需要の弱さが価格の押し下げ要因となっていることが確認できる。2 月の商業動態統計では、名目の小売業販売額では前月比・前年比ともに伸びが加速した。また、実質化した小売業販売額は 2024 年に入り、やや横ばいでの動きとなっている。もっとも商業販売は供給側からみており、海外からの観光客向けの販売額も含んでいることには留意が必要であろう。一方、家計調査は国内消費者の需要側からみており、国内消費の弱さが窺える。1 月の景気動向指数における一致指標は 110.2 となった。前月(12 月)から -5.8 と大幅な落ち込みとなり、COVID-19 下の 2020 年 5 月以来の大幅減少となった。生産や出荷が大きく押し下げた。基調判断は、「足踏みをしている」に下方修正された。2 月以降の指標によっては、「下方への局面変化」へとさらに下方修正される可能性がある。2 月の鉱工業生産では、生産が前月比 -0.1%、出荷が同 -0.4% とそれぞれ 2 か月連続の減少となった。3 月の予測指標を踏まえると、2024 年 1-3 月期の生産は前期比 -5% を超える減少となる。同期の実質 GDP は再び減少に転じる公算が大きい。2 月の貿易統計では、輸出金額は前年比 +7.8% となり、3 か月連続で増加した。輸送用機器、一般機械、電気機器が押し上げた。輸出数量は前年比 -1.5% となり 3 か月ぶりに減少に転じた。また、輸入金額が前年比 +0.5% となり、11 か月ぶりに増加した。衣類・同付属品や一般機械等幅広い分野で増加がみられた。

物価面をみると、2 月の企業物価指数では、国内企業物価指数が前年比 +0.6% となった。2022 年終盤から横ばいで推移となっている。2 月の全国消費者物価は、総合で前年比 +2.8%(前月 +2.2%)、生鮮除く総合で同 +2.8%(同 +2.0%) となり、前月より伸びを強めた。これは、再エネ賦課金による電気料金の値上げの影響に加えて、政府のエネルギー負担軽減策の縮小による。2 月の食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同 +2.5%(同 +2.6%) となり、上昇幅は縮小している。

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・中国等
経済	2023 年 Q4 実質 GDP は、前期比 +0.4%。設備投資は上方修正の一一方、消費・政府消費が下方修正で内容は悪い。	年初には弱さがみられた経済指標は 2 月に再び回復。インフレでも実体経済が堅調となっている。	ユーロ圏の 2023 年 Q4 実質 GDP は、前期比横ばい。独仏を中心に軟調。中国は 2024 年の経済成長目標を 5% 前後で維持。
物価	政策効果の剥落で消費者物価は上昇。基調は変わらず。企業物価は 2022 年終盤から横ばい。	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。	ユーロ圏コア CPI は 3% まで鈍化。中国 CPI は 1-2 月をならすと横ばい。
政策	経済対策を決定。国内需要の拡大による物価上昇の達成には不十分である公算が大きい。	物価動向を受けて、利下げ期待が後退し、長期金利が上昇。	ユーロ圏は利下げへの期待が高まる。中国は成長目標維持で財政拡大への期待が高まる。
先行き	物価は強含み、賃上げ継続であるものの、消費・設備投資などの内需が軟調で、需要増加による物価・賃金上昇が起こるかは不透明。	利下げ転換期待が高まっているものの、インフレ沈静化は不透明。再度の利上げが必要となるリスクはくすぶり続ける。	ユーロ圏は 6 月に利下げ転換があるかが注目される。製造業の持ち直しの兆しあるが、国内需要の回復が継続するかが重要。

(出所) 筆者作成

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2024年1月)－名目・実質とともに家計消費の減少度合いは深刻化－

実質家計消費は前年比6.3%減、前月比2.1%減と減少度合いが加速

総務省から1月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比-6.3%、前月比では-2.1%、名目消費支出が前年比-4.0%、前月比で-1.2%となり、物価上昇が続く中、弱い動きに拍車がかかっている。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車関係費などの交通・通信、諸雑費、仕送り金などのその他の消費支出、設備修繕などの住居、電気代・ガス代などの光熱・水道、パック旅行費が消費支出の減少に寄与した。一方で外食、保健医療サービス、授業料といった分野の消費は拡大した。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、1月は前年比-1.7%と2022年10月以降16か月連続の前年比減少となり、減少が続いている。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比0.8%、実質で同一-1.7%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-2.5%となる。物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は引き続き弱まっているものの、依然として実質可処分所得の減少が実質消費の減少につながっている。

総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する1月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は103.3(2020年=100)となり、12月から0.2%減少した。実質消費支出総額の動きを概観すると、2019年10月の消費税増税による落ち込み、COVID-19の大流行に伴う2020年4月から5月にかけての大幅減少を経て、2020年7月以降は上下しつつも緩やかな回復トレンドを歩んでいた。だが2023年4月以降のトレンドは緩やかな減少傾向となり、2023年10月以降は減少傾向が加速している状況である。家計調査から浮かび上がる消費動向は弱いといわざるを得ないだろう。

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			
2022年	1	7.5	-0.5	6.9	-1.3	2.6	79.4
	2	2.2	-2.9	1.1	-3.2	0.1	63.3
	3	-0.8	4.3	-2.3	3.7	3.4	83.3
	4	1.2	1.4	-1.7	0.7	-3.6	78.8
	5	2.4	-0.7	-0.5	-0.9	-5.1	87.6
	6	6.4	1.0	3.5	0.8	-1.2	40.8
	7	6.6	-1.0	3.4	-1.2	-5.0	60.2
	8	8.8	-0.5	5.1	-0.9	-2.2	70.4
	9	5.9	0.9	2.3	0.7	0.1	77.7
	10	5.7	1.0	1.2	0.7	-1.9	70.0
	11	3.2	0.1	-1.2	0.0	-0.9	75.5
	12	3.4	-0.4	-1.3	-1.1	-1.7	37.2
2023年	1	4.8	2.5	-0.3	1.7	-2.8	81.8
	2	5.6	-2.7	1.6	-2.0	-1.0	64.4
	3	1.8	-0.5	-1.9	-0.9	-5.0	83.5
	4	-0.5	-0.1	-4.4	-1.3	-0.6	73.9
	5	-0.4	-0.5	-4.0	-0.4	-7.4	90.2
	6	-0.5	0.7	-4.2	0.5	-5.1	41.1
	7	-1.3	-2.5	-5.0	-2.9	-6.4	59.7
	8	1.1	3.9	-2.5	3.9	-5.4	69.3
	9	0.7	0.0	-2.8	0.2	-4.7	78.2
	10	1.3	0.4	-2.5	-0.2	-5.1	71.3
	11	0.3	-0.5	-2.9	-0.5	-4.2	74.7
	12	0.4	-0.7	-2.5	-0.5	-7.4	38.4
2024年	1	-4.0	-1.2	-6.3	-2.1	-1.7	76.7

(出所) 総務省より筆者作成。

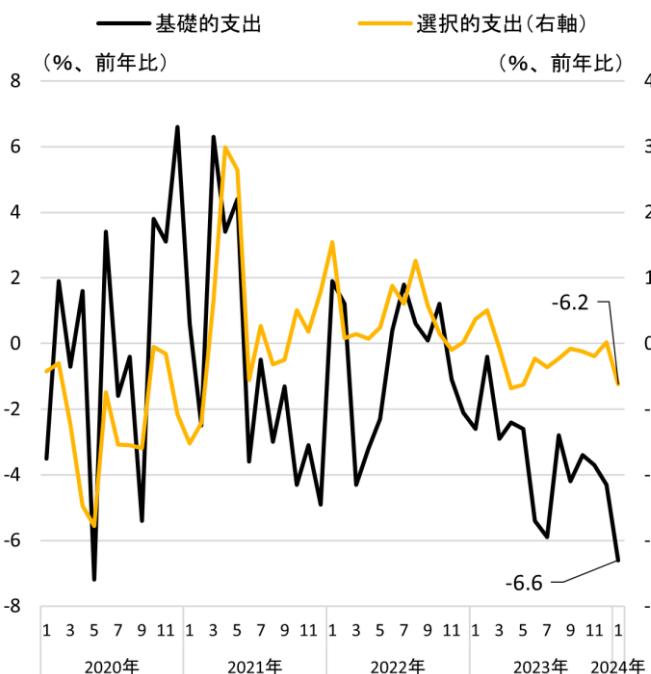
基礎的支出、選択的支出の減少加速が価格変化率の低下を促進

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(せいたく品的なもの)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以上の費目を指し、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

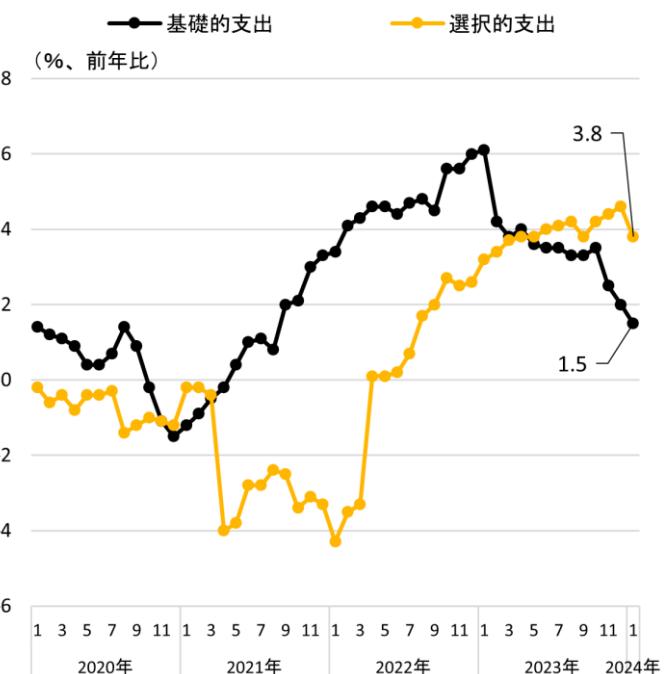
図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。2022年11月以降、基礎的支出の前年比はマイナスとなり、1月は-6.6%と落ち込みが最も深刻となった。選択的支出も2023年2月は同+5.1%と増加したが、3月以降は減少が続き1月は-6.2%と2023年4月以来の6%台の落ち込みである。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、1月は同+1.5%と着実に伸びは弱まっている。また選択的支出の価格上昇率をみると、2022年4月以降プラスとなり、以降は着実に伸びを強めていたものの、1月は前年比+3.8%と価格上昇率の高まりにはブレーキがかかりつつある。

先月のレポートで、今後の物価上昇率の先行きを考える際には、選択的支出の実質値と価格変化率の動きが鍵となりそうだ」と述べたが、選択的支出の実質前年比は減少に転じ、同時に選択的支出の価格変化率も伸びを弱めている。需要の停滞が価格低下につながる動きがだんだんと本格化しつつあるといえるだろう。

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(2024年1月分速報)－生産の先行き如何でさらなる基調判断の修正もありうる－

1月一致指数はCOVID-19下の2020年5月以来の大幅減少、基調判断も下方修正

内閣府から2024年1月の景気動向指数が公表された。1月のCI速報値(2020年=100)は先行指数109.9、一致指数110.2、遅行指数105.5となった。先行指数は12月から0.6ポイント下降して2か月ぶりの下降、一致指数は12月から5.8ポイント下降して2か月ぶりの下降、遅行指数は12月から2.0ポイント下降して6か月ぶりの下降となった。

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1.90ポイントと2か月ぶりの下降、7か月後方移動平均は0.88ポイント下降し、こちらも2か月ぶりの下降となった。今回の結果を受けて、CI一致指数から機械的に導かれる基調判断は「足踏みを示している」と下方修正された。

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。1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9指標がマイナスであり、鉱工業生産、出荷、そして輸出数量指数の低下が全体の押し下げに大きく寄与している。営業利益のみ唯一プラスの寄与となった。

今後の展開については、製造工業生産予測調査の結果から考えると、生産や出荷が大きく持ち直すと想定するのは難しいだろう。そうなると、基調判断は「下方への局面変化」へとさらに下方修正される可能性が相応にある。足元の景気の弱さが意識されることになるだろう。

図表1 一致指数の推移とその内訳

	一致指数		生産指 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										
2021年	8	107.0	-2.5	-0.45	-0.46	-0.61	-0.19	-0.03	-0.56	-0.09	-0.12	0.02
	9	104.9	-2.1	-0.45	-0.46	-0.62	0.09	-0.13	0.27	-0.18	-0.12	0.15
	10	107.0	2.1	0.35	0.36	0.55	0.06	-0.00	0.14	-0.12	0.65	0.02
	11	111.5	4.5	0.73	0.78	0.90	0.03	0.22	0.10	0.40	0.63	0.15
	12	111.9	0.4	-0.21	-0.09	0.14	0.08	-0.01	-0.07	-0.29	0.58	0.29
2022年	1	111.1	-0.8	-0.10	-0.33	-0.49	-0.06	0.10	-0.01	0.07	-0.22	0.29
	2	111.4	0.3	0.19	0.33	0.29	-0.13	-0.16	-0.21	-0.04	-0.22	0.16
	3	111.8	0.4	-0.04	-0.05	-0.07	0.26	0.05	0.17	-0.10	-0.23	0.29
	4	112.0	0.2	-0.05	-0.08	-0.11	0.08	0.25	0.25	-0.03	0.11	0.16
	5	111.5	-0.5	-0.31	-0.33	-0.48	-0.10	-0.08	0.06	0.29	0.11	0.16
	6	113.8	2.3	0.56	0.52	0.71	0.25	0.25	-0.23	-0.13	0.11	0.29
	7	114.2	0.4	0.08	0.03	0.26	-0.29	0.20	0.10	-0.23	-0.11	0.29
	8	115.4	1.2	0.20	0.00	-0.14	0.17	0.42	0.18	0.31	-0.11	0.29
	9	114.8	-0.6	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.08	-0.10	-0.11	0.15
	10	114.3	-0.5	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.21	0.14	0.16
	11	114.1	-0.2	0.00	-0.09	0.25	0.01	-0.28	-0.20	-0.10	0.14	0.29
	12	113.7	-0.4	-0.08	-0.23	-0.08	0.00	0.15	0.14	-0.06	0.14	0.02
2023年	1	112.2	-1.5	-0.40	-0.40	-0.07	-0.09	-0.57	0.13	-0.19	0.11	0.02
	2	114.7	2.5	0.51	0.53	0.34	0.17	0.53	0.24	0.09	0.11	-0.11
	3	114.7	0.0	0.04	-0.05	0.44	0.07	-0.13	-0.04	-0.12	0.11	-0.25
	4	115.0	0.3	0.10	0.06	0.01	-0.08	0.05	-0.19	-0.12	0.25	0.03
	5	115.6	0.6	-0.22	-0.19	0.15	0.37	0.11	0.08	0.13	0.25	-0.07
	6	116.4	0.8	0.35	0.36	0.07	-0.02	0.03	-0.02	-0.24	0.24	-0.10
	7	115.3	-1.1	-0.26	-0.16	-0.51	-0.42	-0.44	0.15	0.09	0.20	-0.10
	8	115.8	0.5	-0.09	0.11	0.28	0.31	0.05	0.00	0.05	0.19	0.04
	9	115.9	0.1	0.07	0.00	-0.07	-0.10	-0.20	-0.08	-0.05	0.19	-0.09
	10	115.9	0.0	0.18	-0.18	-0.01	0.00	0.22	-0.22	0.09	0.02	0.05
	11	114.7	-1.2	-0.12	-0.04	0.08	-0.05	-0.31	0.14	-0.10	0.02	-0.23
	12	116.0	1.3	0.21	0.09	0.08	-0.09	0.57	-0.32	0.06	0.02	0.05
2024年	1	110.2	-5.8	-1.23	-1.25	-1.18	-0.01	-1.12	-0.16	-0.22	0.04	-0.02

(出所) 内閣府より筆者作成。

先行指数は2か月連続の上昇、ただし上昇トレンド自体はさらに緩やかになる可能性も

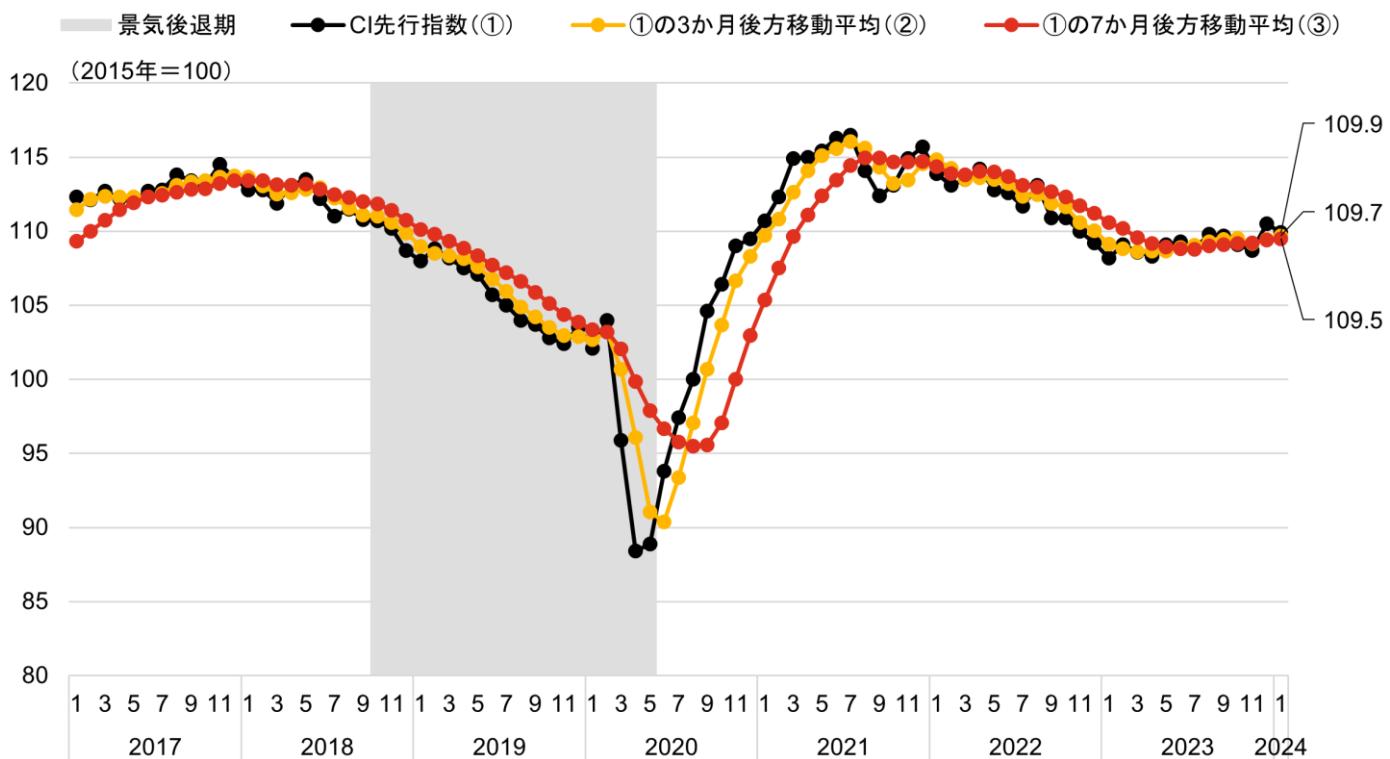
1月の先行指数をみると、3か月後方移動平均は0.27ポイント上昇し、2か月連続の上昇となり、7か月後方移動平均は0.09ポイント上昇して、こちらは6か月連続の上昇となった。上昇トレンドは続いているものの、9月から11月、12月から1月にかけて先行指数が下降していることもあり、上昇トレンドは今後さらに緩やかとなるだろう。

なお、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、日経商品指数、マネーストック、東証株価指数、中小企業売り上げ見通しが改善に寄与した。他方で、在庫率指数、新規求人数、新設住宅着工床面積が減少に寄与した。

図表2はこれ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10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110.7、3か月後方移動平均は110.0、7か月後方移動平均は111.8であった。2024年1月の値はそれぞれ109.9、109.7、109.5であり、いずれも2018年10月と比べて低い値となっている。

先程述べたとおり、先行指数の上昇トレンドは強まるうことなく極めて緩やかな状況で推移している。懸念材料が多い海外経済動向の下で内需を刺激する経済対策をしっかり講じることで景気の拡大基調を確固たるものにすること、所得と支出の安定的拡大の下でマイルドな物価上昇率を維持することが極めて重要である。先行指数からも力強い景気拡大のトレンドはみえてこない。一致指数の基調判断も下方修正となり、先々の展開次第では再びの下方修正も十分あり得る状況である。こうした中で政府・日銀が早すぎる引き締め策を行わないことが最低限必要だろう。

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(2024年1月)－経常収支は過去2番目の高水準－

経常収支: 1月の経常収支のプラス幅が過去2番目の高水準、第一次所得収支のプラス幅が過去最大

財務省から、2024年1月の国際収支統計が公表された(図表1)。1月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2兆7,275億円となった。前月(12月)から9,175億円のプラス幅拡大となり、過去最高だった2023年7月の2兆7,634億円に次ぐ過去2番目の水準となった。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-215億円と前月より3,437億円マイナス幅が縮小した。輸出は8兆3,081億円となり、前月より6,780億円減少した。そして輸入が8兆3,296億円となり、前月より1兆217億円減少した。サービス収支は-3,072億円となり、前月より140億円のマイナス幅縮小となった。これらの結果、貿易・サービス収支は-3,287億円となり、前月より3,577億円マイナス幅が縮小した。また、第一次所得収支は+3兆5,985億円となり、前月より7,491億円のプラス幅拡大となり、現行統計で過去最大のプラス幅となった。

12月の経常収支は、貿易・サービス収支、第一次所得収支が共にプラス拡大に寄与した。輸出が落ち込んだものの、輸入の落ち込みがそれ以上に大きく、貿易収支のマイナス幅が縮小した。なお、貿易収支の動きをやや長めに振り返ると、2021年8月からマイナスとなった。これはエネルギー価格の高騰による輸入の増加を背景としていた。2022年10月の2兆742億円でマイナス幅のピークをつけた。その後は、エネルギー価格の下落につれて輸入金額が減少、収支のマイナス幅が縮小した。2023年4月以降は、-200億円から-6,000億円程度の小幅なマイナスで推移している。

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				
2020年	159,917	▲ 8,773	27,779	672,629	644,851	▲ 36,552	194,387		
2021年	214,851	▲ 24,834	17,623	823,526	805,903	▲ 42,457	263,277		
2022年	107,144	▲ 212,723	▲ 157,436	987,688	1,145,124	▲ 55,288	344,621		
2023年	206,295	▲ 98,316	▲ 66,290	1,002,743	1,069,032	▲ 32,026	345,573		
前年差	99,151	114,407	91,146	15,055	▲ 76,092	23,262	952		
2022年	11月	15,094	▲ 18,650	▲ 15,201	87,579	102,780	▲ 3,449		
	12月	11,093	▲ 18,430	▲ 15,673	81,163	96,836	▲ 2,757		
2023年	1月	2,295	▲ 21,595	▲ 16,804	78,297	95,101	▲ 4,790		
	2月	12,155	▲ 14,979	▲ 10,737	80,220	90,957	▲ 4,242		
	3月	9,705	▲ 13,653	▲ 9,708	80,104	89,812	▲ 3,944		
	4月	18,752	▲ 3,221	▲ 4,456	82,983	87,439	1,235		
	5月	17,215	▲ 9,062	▲ 4,929	78,326	83,255	▲ 4,133		
	6月	22,701	▲ 4,787	▲ 321	83,974	84,295	▲ 4,466		
	7月	27,634	▲ 3,349	▲ 754	85,353	86,106	▲ 2,595		
	8月	15,758	▲ 9,950	▲ 4,426	82,040	86,466	▲ 5,524		
	9月	20,845	▲ 4,791	▲ 995	87,479	88,474	▲ 3,795		
	10月	26,217	3,274	▲ 2,915	89,214	92,130	6,190		
	11月	18,854	▲ 8,291	▲ 6,130	83,564	89,694	▲ 2,161		
	12月	18,100	▲ 6,864	▲ 3,652	89,861	93,513	▲ 3,212		
2024年	1月	27,275	▲ 3,287	▲ 215	83,081	83,296	▲ 3,072		
前月差		9,175	3,577	3,437	▲ 6,780	▲ 10,217	140		
前月比		50.7	-	-	▲ 7.5	▲ 10.9	-		
前年差		24,980	18,308	16,589	4,784	▲ 11,805	1,718		
前年比		1,088.5	-	-	6.1	▲ 12.4	-		
							28.8		
							-		

(出所) 財務省より筆者作成。

サービス収支: 知的財産の一時的な押し上げ要因の剥落で再びマイナス幅拡大

インバウンド需要、知的財産・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。1月のサービス収支は-2,932億円(前月比-2,883億円)となり、マイナス幅が大幅に拡大した。同収支の内訳をみると、旅行収支は+3,603億円(同+317億円)となった。観光客数の増加が寄与した。「輸送・旅行以外のサービス」が-5,890億円(同一-3,123億円)となった。同収支の内訳をみたのが図表3である。

① 知的財産の2019年から2022年の傾向をみると+700億~+2,800億円程度で推移していた。単月でみると、10月に+9,250億円、11月に+6,358億円と上記の傾向よりも非常に大きくなった後、12月に+374億円、1月は+387億円と過去傾向よりも小さくなかった。3か月平均でみると10月の大規模な受取が剥落したため、輸送旅行以外のサービスを押し下げた。前月の本レポートで、知的財産の一時的な押し上げ要因の剥落で再びマイナス幅が拡大する見込みとしていたが、その通りの結果となった。

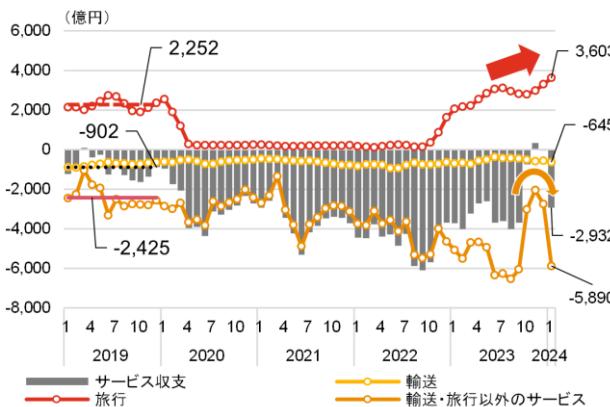
② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2024年1月の-2,302億円(前月比-79億円)までほぼ一貫してマイナス幅が拡大している。

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~-1,600億円程度の間のマイナス圏で推移し、1月は-1,534億円(同一-146億円)となった。

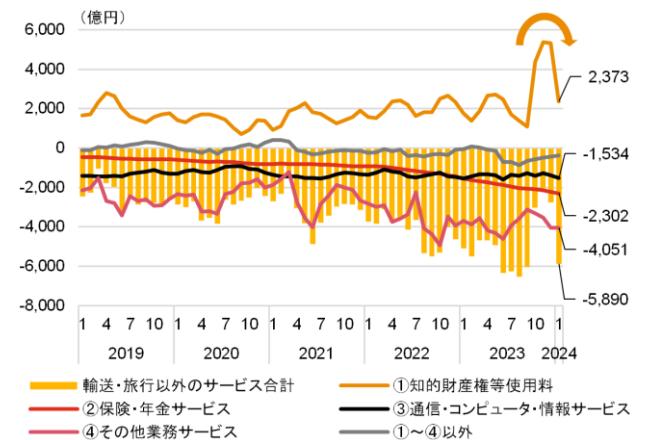
④ その他業務サービスは、-1,200億~-5,000億円で推移し、1月は-4,051億円(同一-2億円)となった。この内訳を図表4でみると、専門・経営コンサルティングは1月に-1,778億円(同一-2億円)となった。研究開発は-1,428億円(-41億円)となり、マイナス幅拡大傾向が継続している。技術・貿易関連・その他業務は-671億円(+8億円)と横ばい圏での動きとなっている。

1月のサービス収支は、一時的な知的財産の受取による押し上げ効果が剥落し、マイナス幅が拡大した。旅行収支は緩やかなプラス幅拡大傾向にある。一方、図表3のデジタル関連や保険・年金サービス、図表4の専門・経営コンサルティングは押し下げ傾向にある。先行きのサービス収支は、これらの影響によって変動していく。

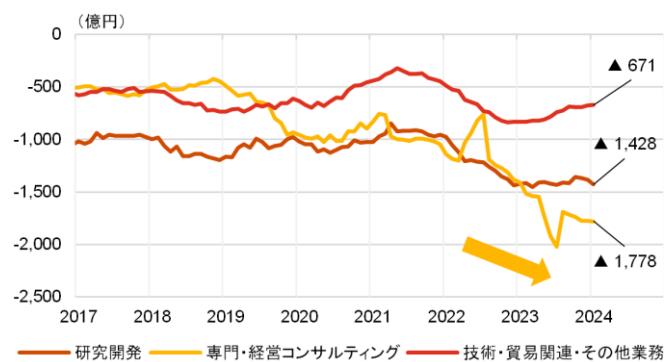
図表2 サービス収支の推移(3か月移動平均)



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。

4. 企業物価指数(24年2月速報)－高水準での推移が続く－

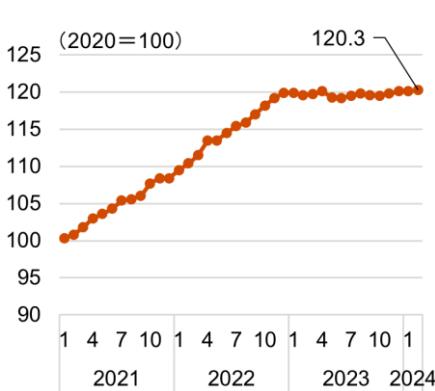
国内企業物価指数は前月比+0.2%、前年比+0.6%、わずかに伸びが加速

日本銀行から2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+0.6%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.3%(前年比+8.8%)、契約通貨ベースで同+0.1%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+1.1%(前年比+0.2%)、契約通貨ベースで同一-0.2%となった。輸入物価指数の前年比は円ベースで減少が止まっている。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、電力・都市ガス・水道(寄与度+0.05%ポイント)、非鉄金属(寄与度+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、石油・石炭製品(同一-0.09%ポイント)の影響が大きくなっている。図表2は企業物価指数の推移をみているが、高水準で横ばいが続く。企業物価指数と消費者物価指数との間に半年程度のラグがあると考えると、消費者物価指数への下押し圧力は今年の夏場あたりまで続くと見込まれる。輸出物価指数は前年比プラス、輸入物価指数は前年比で横ばいの状況がしばらく続くと考えられる。

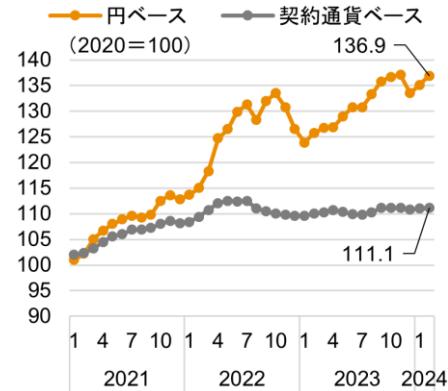
図表1 企業物価指数の概要

		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			
				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	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	-1.7	-11.7	-3.5	-14.6		
	7	0.3	3.6	0.0	-0.4	-0.1	-2.4	-0.6	-14.7	-0.7	-16.3		
	8	0.3	3.4	1.9	3.9	0.5	-0.6	1.3	-11.7	-0.5	-15.8		
	9	-0.2	2.2	1.9	2.9	0.7	0.5	2.2	-14.3	0.6	-15.8		
	10	-0.1	1.1	0.7	2.4	0.0	1.0	2.6	-11.8	1.6	-12.6		
	11	0.3	0.5	0.3	4.8	0.0	1.2	0.5	-6.4	0.1	-10.1		
	12	0.3	0.2	-2.6	5.5	-0.3	1.1	-3.0	-4.9	0.1	-9.4		
2024年	1	0.0	0.2	1.2	9.0	0.2	1.3	0.4	-0.1	-1.0	-8.7		
	2	0.2	0.6	1.3	8.8	0.1	1.0	1.1	0.2	-0.2	-8.4		

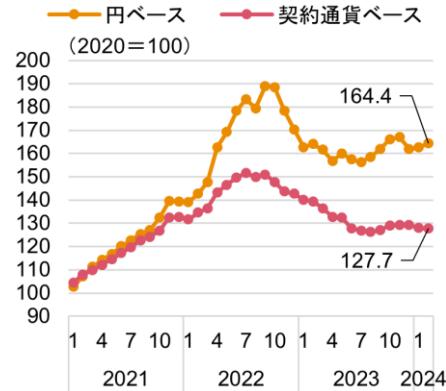
図表2 国内企業物価指数の推移



図表3 輸出物価指数の推移



図表4 輸入物価指数の推移

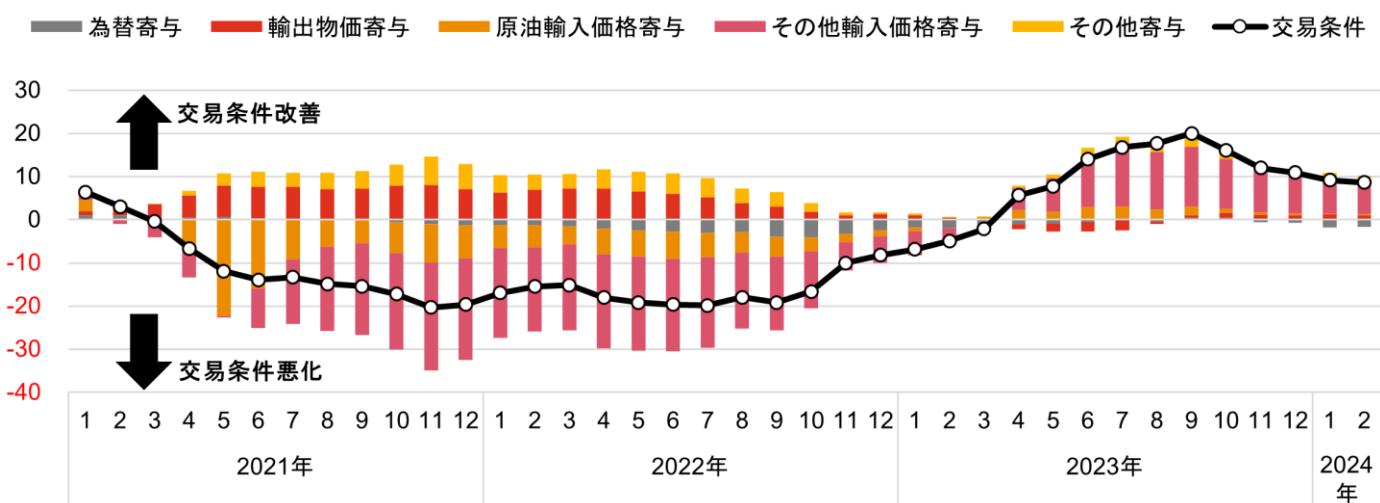


(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

交易条件は引き続き改善が続く

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(いずれも契約通貨建て)、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、2月は伸びは弱まりつつも前年比+8.6%と拡大を続けている。2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8.0%ポイント、原油輸入価格の寄与が0.4%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大きく寄与している。輸入価格の減少が交易条件を改善させる流れはしばらく続くだろう。

図表5 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



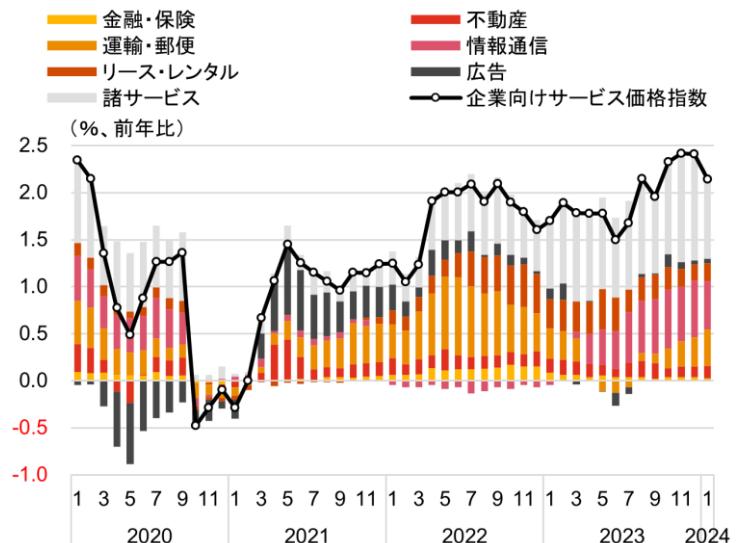
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウェイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

1月企業向けサービス価格は前年比+2.1%とやや減速

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。1月の総平均は前年比+2.1%となり、前年比+2%を上回ったものの12月の+2.4%から減速した。

内訳をみていくと、金融・保険、情報通信のサービス価格が緩やかとなったことが減速に寄与した。なお、運輸・郵便やリース・レンタルの寄与は拡大している。所得・支出・物価の好循環を達成するには、需給ギャップの拡大が欠かせない。2023年10-12月期GDP改定値は前期比プラス成長となったが、国内需要の高まりは限定的であった。1月以降も需給の引き締まりではなく、供給超過の度合いがより強まることが懸念される状況である。今後の動静はより注意してみていく必要があるだろう。

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(2024年1月) —コア民需は2か月ぶりに減少、内閣府は基調判断を下方修正— 基調判断を「足元は弱含んでいる」に下方修正

内閣府から、2024年1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%となった。機械受注統計では毎年1月の指標公表時に、過去の季節調整値の改定を行っている。この結果、前月(12月)の受注額合計は前回公表の同+10.3%から同+5.0%へと下方修正された。次に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、1月に前月比-1.7%となった。前月は、同+2.7%から同+1.9%へと下方修正された。1月は2か月ぶりの減少となった。内閣府は、機械受注の動向について15か月ぶりに基調判断を変更し、「足元は弱含んでいる」とした。14か月続いていた「足踏みがみられる」から下方修正となつた。機械受注は軟調に推移していたため、下方修正に違和感はない。1月の民需を業種別にみると、製造業からの受注は同一-13.2%となり、2か月ぶりに減少した。製造業の17業種中、「その他輸送用機械」、繊維工業等の6業種で増加した。化学工業、パルプ・紙・紙加工品等の11業種で減少となった。船舶・電力を含む非製造業は、1月に同一-11.7%(12月:+17.8%)と減少した。非製造業12業種のうち、鉱業・採石業・砂利採取業、運輸業・郵便業等の5業種で増加し、不動産業、電力業等の7業種で減少した。図表1にある船舶・電力を除く非製造業は、1月に+6.5%となり、4か月ぶりに増加した。
- ② 「官公需」は、1月に同+24.4%と大幅に増加した。防衛省、運輸業で増加し、「その他官公需」、国家公務等で減少した。
- ③ 「外需」は、1月に-4.4%(11月:+1.4%、12月:同+3.1%)と3か月ぶりに減少した。鉄道車両、産業機械等で増加した一方、電子・通信機械、航空機等で減少した。
- ④ 「代理店」は、1月に同+0.7%(12月:同+4.8%)となり2か月連続で増加した。道路車両、電子・通信機械等で増加した。

図表1 機械受注(季節調整済み値)の推移

	受注額合計	民需	①(船舶・電力を除く)	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	13.2	9.5	6.9	5.2	7.7	1.1	18.4	9.3
	7-9月期	▲ 9.8	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 3.0	0.1	▲ 8.1	▲ 12.5	▲ 2.3
	10-12月期	▲ 1.6	▲ 8.6	▲ 4.7	▲ 9.0	0.9	▲ 2.5	0.8	▲ 0.6
2023年	1-3月期	▲ 4.1	7.8	2.0	0.8	2.9	20.6	▲ 17.3	1.9
	4-6月期	3.3	▲ 2.8	▲ 2.9	0.3	▲ 8.0	9.8	6.2	▲ 0.8
	7-9月期	2.0	7.6	▲ 1.4	▲ 2.6	▲ 0.2	2.6	2.0	▲ 3.0
	10-12月期	0.7	▲ 6.2	▲ 1.3	▲ 0.0	1.1	▲ 0.1	4.6	4.9
2024年	1-3月期(見通し)	2.7	8.6	4.9	8.2	0.8	9.0	▲ 9.1	1.4
2022年	10月	1.1	▲ 2.1	3.1	▲ 3.8	8.3	7.8	▲ 2.6	▲ 5.3
	11月	1.2	1.5	▲ 6.0	▲ 4.9	▲ 2.3	▲ 8.3	0.2	2.9
	12月	1.3	▲ 9.0	0.1	▲ 0.8	▲ 2.9	▲ 9.4	14.4	▲ 0.7
2023年	1月	▲ 5.0	15.5	8.1	▲ 0.4	17.2	16.4	▲ 23.6	3.2
	2月	▲ 0.1	2.5	▲ 4.3	6.0	▲ 12.9	25.3	2.1	▲ 4.6
	3月	▲ 0.7	▲ 7.9	▲ 2.7	▲ 1.2	▲ 4.0	▲ 6.5	▲ 6.7	4.1
	4月	4.1	1.4	3.2	▲ 2.0	8.8	2.1	6.1	6.4
	5月	▲ 0.2	0.1	▲ 5.2	1.5	▲ 16.8	8.1	8.7	▲ 18.0
	6月	▲ 0.5	1.3	2.1	0.5	8.8	▲ 1.8	▲ 4.4	15.3
	7月	5.6	21.4	▲ 1.3	▲ 3.5	0.7	1.1	0.8	▲ 4.7
	8月	▲ 8.5	▲ 19.3	▲ 0.2	0.4	▲ 2.1	▲ 19.4	▲ 4.2	7.9
	9月	8.8	2.5	1.2	▲ 0.4	4.2	48.6	13.4	▲ 16.9
	10月	▲ 4.3	0.3	▲ 0.1	0.7	▲ 0.1	▲ 31.2	▲ 4.2	16.3
	11月	1.3	▲ 5.7	▲ 3.7	▲ 3.9	▲ 0.1	29.5	1.4	▲ 2.7
	12月	5.0	9.6	1.9	6.0	▲ 2.3	3.7	3.1	4.8
2024年	1月	▲ 2.9	▲ 11.0	▲ 1.7	▲ 13.2	6.5	24.4	▲ 4.4	0.7

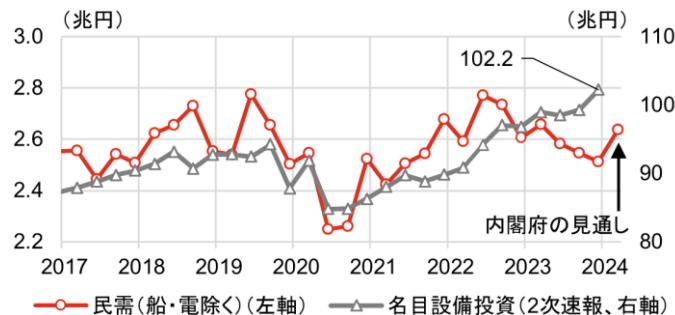
(出所) 内閣府より筆者作成。

コア受注は製造業が牽引して増加見込み、名目設備投資は過去最高を更新／外需は減少見込み

- ① 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。10-12月期(2次速報)の名目設備投資は、102兆2,465億円となり、現行統計では過去最大となった(図表2)。2023年は1-3月期から7-9月期まで98兆円程度で横ばいでの推移となっていた。10-12月期には前期比+2.9%と大幅に伸びた。GDP(2次速報)では設備投資について、輸送用機械、その他の機械設備投資といった内訳がわかる。10-12月期にもっとも伸びたのはその他機械設備投資であり、前期比+4.2%と大幅に伸びた。また、輸送用機械は、同+2.8%となった。半導体不足解消による回復が継続している。非住宅の建物・構築物は、同+1.0%となった。
- 機械受注統計のコア受注は、10-12月期に前期比-1.3%となった。3四半期連続での減少となった。先行きをみると、2024年1-3月期には、同+4.9%と増加に転じる見込みとなっている。1-3月期に輸送用機械の生産は、認証問題による生産停止により下振れる見込みである。この影響で、同期の設備投資の下押し要因となりうる点には留意が必要であろう。
- ② 製造業(図表3)は、7-9月期に同一-2.6%、10-12月期に同一-0.0%と2四半期連続での減少となった。1-3月期には同+8.2%と大幅な増加に転じる見込みとなっている。足元では、世界の半導体に影響のある台湾では景気の底が近づいている。また、海外からの半導体関連の投資の増加を受けて、国内で関連する設備投資が広がる可能性がある。
- ③ 船・電を除く非製造業(図表4)は、4-6月期に前期比-8.0%と大幅に減少した後、7-9月期に同一-0.2%、10-12月期に同+1.1%と緩やかな増加となった。1-3月期には+0.8%と増加見込みではあるが、非常に弱い回復予想となっている。
- ④ 「外需」(図表5)は、10-12月期の伸びは前期比+4.6%の増加となった。3四半期連続の増加を遂げた。1-3月期の見通しは同一-9.1%と大幅な減少に転じる見込みとなっている。外需では、堅調だった米国の経済指標で弱い内容のものもみられるようになっている。中国経済が低迷し、その影響もあり欧州経済も軟調に推移している。1-3月期の外需には警戒が必要であろう。

名目設備投資が過去最高を更新し、半導体やインバウンド関連、DX・GX関連などで設備投資が伸びる期待が大きい。1-3月期のコア受注は製造業が牽引して大幅に増加する見込みである。もっともこれまで設備投資の増加を阻んできたとみられる資材価格や人件費の高騰などの要因には大きな変化はみられない。外需の落ち込み懸念もある。このため、設備投資が実際に増加していくか、慎重に見極める必要があろう。

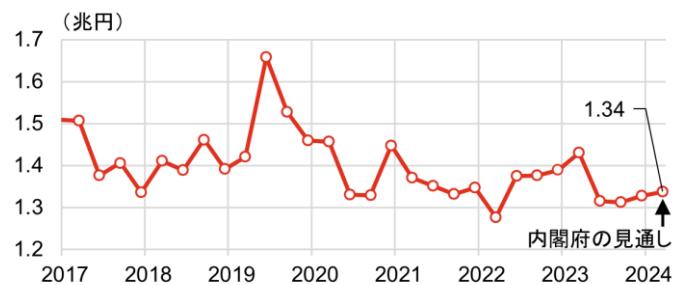
図表2 ①コア民需(船舶・電力除く)の受注額の推移



図表3 ②製造業の受注額の推移



図表4 ③非製造業の受注額の推移



図表5 ④外需の受注額の推移



(出所) 内閣府より筆者作成。

(出所) 内閣府より筆者作成。

6. 貿易収支(通関統計)(2024年2月)－輸入金額が11か月ぶりに増加に転じる－

2月の輸入金額が11か月ぶりに増加に転じる／要因は見極めが必要

財務省から、2024年2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8兆2,492億円、前年比+7.8%となった。3か月連続で増加した。財別では、輸送用機器が前年比+20.1%、寄与度+4.2%ポイント(以下、ppt)押し上げた。電気機器が前年比+7.7%(前月:同+7.6%)、一般機械は前年比+3.7%(前月:同+5.2%)となり、それぞれ3か月連続で増加した。電気機器は、半導体等電子部品(IC)、重電機器が押し上げた。一般機械は、半導体等製造装置、建設用・鉱山用機械、電算機類の部分品が伸びた。

輸入金額(同)は8兆6,286億円となり、前年比+0.5%と11か月ぶりに増加した。増加した項目をみると、衣類・同付属品、家具を含む「その他」が寄与度+3.0pptとなった。電算機類を含む一般機械が同+1.1ppt、食料品が同+0.6pptであった。非鉄金属鉱・鉄鉱石を含む原料品、金属製品を含む原料品製品がそれぞれ同+0.5ppととなった。広範な品目で輸入が増加した。輸入が増加する要因としては、国内の生産や消費活動が活発化することが考えられる。しかし、少なくとも1月までの経済指標からはそのような兆候はみられない。中国の春節の時期は昨年の1月から、今年は2月に変化しており、その影響を受けている可能性がある。このため、2月の輸入増加の要因については、他の経済指標も含めて慎重な見極めが必要であろう。その他では、エネルギー関連の鉱物性燃料が前年比-14.3%と減少し、寄与度-4.3pptとなった。化学製品は前年比-7.0%と13か月連続で減少した。貿易収支は-3,794億円となり2か月連続のマイナスとなった。

主要地域向けの輸出金額は2か月連続の増加／中国向けは春節による影響に留意

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。2月の米国向けは前年比+18.4%となった。商品別には、自動車を含む輸送用機器が寄与度+11.7ppt押し上げた。一般機械、電気機器等、自動車以外の項目でも輸出が増加しており、米国経済の堅調さが示唆される結果であった。2月のEU向けは、前年比+14.6%と3か月連続の増加となった。商品別では輸送用機器の寄与度が+9.9pptと押し上げた。化学製品、電気機器、原料品製品なども増加した。中国向けは、2月に前年比+2.5%と増加した。前月(1月)は同+29.2%であった。上記の通り、中国の春節は昨年の1月から今年は2月になっていることに加えて、昨年(2023年)の中国向け輸出は、1月に同一-17.1%、2月に同一-10.9%と大幅に減少している。本年1月・2月の増加はこれらの反動増の要素も大きく、中国経済自体が回復したとはみなせない点に留意が必要であろう。また、中国以外のアジア向けは、前年比+2.2%となった。

図表1 貿易収支の推移

	名目(兆円)			名目・前年比(%)												
	輸出	輸入	収支	輸出総額						輸入総額						
				地域別			商品別			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			
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	39.5	85.7	27.5	50.1
	2月	7.2	7.9	▲0.7	19.1	16.0	8.8	25.8	24.9	4.3	19.7	15.9	35.0	81.6	15.6	60.8
	3月	8.5	9.0	▲0.5	14.7	23.8	16.7	2.9	18.5	▲1.2	15.8	15.6	32.3	84.4	15.7	43.2
	4月	8.1	9.0	▲0.9	12.5	17.5	19.2	▲5.9	20.3	4.8	6.6	8.7	28.7	111.2	7.4	27.5
	5月	7.3	9.7	▲2.4	15.8	13.7	10.5	▲0.3	28.5	▲5.4	13.2	11.1	49.0	151.7	36.4	25.9
	6月	8.6	10.0	▲1.4	19.2	15.7	22.2	7.4	25.8	3.4	14.3	17.1	45.9	139.4	32.7	34.1
	7月	8.8	10.2	▲1.5	19.0	14.0	31.7	12.8	26.1	14.5	17.3	13.8	47.7	129.6	31.3	28.9
	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	119.3	38.4	27.0
	9月	8.8	10.9	▲2.1	28.9	45.2	33.2	17.0	22.6	75.0	23.8	19.5	46.1	118.1	38.5	34.6
	10月	9.0	11.2	▲2.2	25.3	36.5	28.1	7.7	21.9	61.4	17.6	17.9	54.1	107.9	45.7	53.1
	11月	8.8	10.9	▲2.1	20.0	32.6	32.0	3.5	16.4	33.8	18.9	11.4	30.6	60.8	24.2	32.7
	12月	8.8	10.3	▲1.5	11.5	16.9	27.0	▲6.2	10.4	14.4	13.2	6.2	21.2	44.5	9.1	30.5
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	17.5	46.4	11.7	1.8
	2月	7.7	8.6	▲0.9	6.5	14.9	18.6	▲10.9	4.0	16.1	1.4	▲1.7	8.3	18.6	15.8	▲2.6
	3月	8.8	9.6	▲0.8	4.3	9.3	5.1	▲7.7	2.5	23.0	1.7	▲4.5	7.0	11.6	8.9	▲14.9
	4月	8.3	8.7	▲0.4	2.7	10.5	11.8	▲2.8	▲8.0	19.8	▲0.1	▲4.3	▲2.7	▲18.1	12.9	▲4.0
	5月	7.3	8.7	▲1.4	0.6	9.4	16.6	▲3.4	▲10.4	38.9	▲3.6	▲8.0	▲10.2	▲27.7	▲1.9	▲13.5
	6月	8.7	8.7	0.0	1.5	11.5	15.0	▲10.9	▲7.0	38.1	▲1.5	▲6.3	▲13.1	▲33.2	▲7.8	▲13.9
	7月	8.7	8.8	▲0.1	▲0.3	13.5	12.4	▲13.4	▲13.2	22.7	▲4.9	▲7.3	▲14.1	▲36.7	▲1.8	▲12.7
	8月	8.0	8.9	▲0.9	▲0.8	5.1	12.7	▲11.0	▲7.6	25.6	▲9.6	0.2	▲17.7	▲35.9	▲6.1	▲15.5
	9月	9.2	9.1	0.1	4.3	13.0	12.9	▲6.2	▲3.3	21.2	▲1.4	▲4.0	▲16.5	▲38.0	▲7.9	▲23.4
	10月	9.1	9.8	▲0.7	1.6	8.5	8.9	▲4.0	▲6.1	27.5	▲6.4	▲3.9	▲12.4	▲27.8	5.6	▲17.2
	11月	8.8	9.6	▲0.8	▲0.2	5.3	▲0.0	▲2.2	▲5.1	11.3	▲10.2	▲0.4	▲11.8	▲25.5	4.7	▲19.5
	12月	9.6	9.6	0.1	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.8	▲17.8	8.8	▲18.7
2024年	1月	7.3	9.1	▲1.8	11.9	15.6	13.8	29.2	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.8	▲22.5	▲8.8	▲12.3
	2月	8.2	8.6	▲0.4	7.8	18.4	14.6	2.5	2.2	20.1	3.7	7.7	0.5	▲14.3	0.2	▲7.0

(出所) 財務省より筆者作成。

半導体製造装置輸出：中国を除くアジア、米国向けが押し下げ／中国向けの大幅増加が継続

図表2で改めて地域別の半導体等製造業装置の輸出をみると、世界全体向けでは2月単月で前年比+6.9%となった。前月の同+27.5%よりも大幅に伸びが鈍化した。昨年8月からの増加が一服した。地域別にみると、中国を除くアジア向けが寄与度-10.4ppt、米国向けが同一-7.4pptと大きく押し下げた。一方、中国向けは前年比+80.7%と大幅に伸び、寄与度は+25.5pptとなった。昨年10月の中国企業の製造するスマートフォンの機能向上を受けて、米国が追加の半導体規制導入を発表した。足元の中国向け輸出の増加は、中国が規制強化前の日本からの輸入増加を継続しているためとみられる。

図表2：地域別の半導体等製造装置の推移



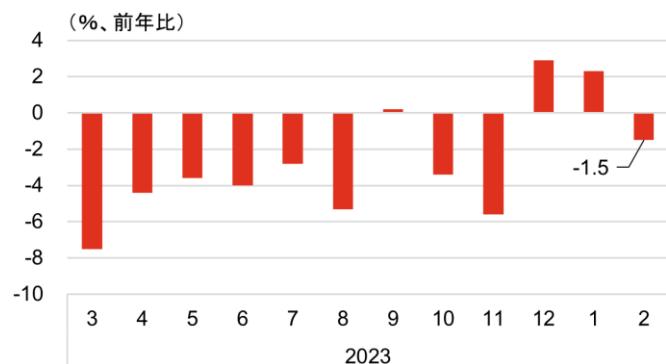
(出所) 財務省より筆者作成。

輸出数量は3か月ぶりの減少：米国・EU向けが増加、アジア・中国向けが減少

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、その影響を除いた輸出数量指標(財務省公表値)を確認しておこう。2月の輸出数量(図表3)は、前年比-1.5%(前月:+2.3%)となり、3か月ぶりに減少した。図表4で地域別の動向をみると、2月は米国向けが同+10.9%と、前月の同+7.1%から伸びが加速した。10か月連続で増加している。EU向けは同+3.5%と2か月ぶりに増加に転じた。中国向けは-7.1%と3か月ぶりに減少に転じた。アジア向けは-5.9%と2か月ぶりに減少した。

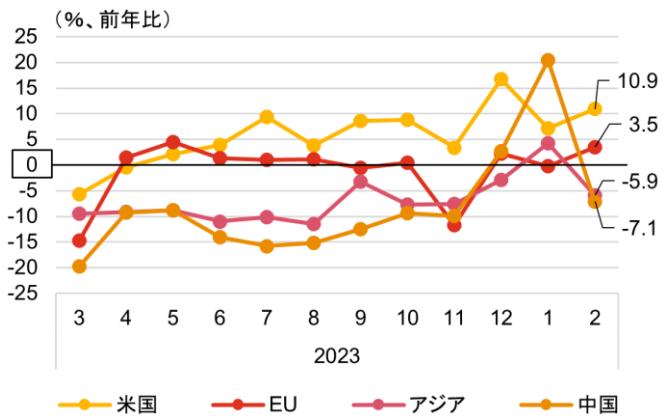
輸出数量は、欧米向けが増加したものの、中国を含むアジア地域向けの鈍化により減少した。輸出数量は米国頼みの状況である。EU向けは横ばいの動きが推移していたため、2月の増加が持続的なものか慎重に見極める必要があろう。前頁の通り、中国・アジア向け輸出は、春節の影響によって輸出量が1月に増加したもの、2月にその反動減が出た格好とみられる。

図表3：輸出数量の推移



(出所) 日本銀行より筆者作成。

図表4：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、2024 年 2 月)－電気・ガス代負担軽減策縮小の影響で再び加速－

電気・ガス代負担軽減策の縮小の影響でエネルギー価格は再び加速、先行きは不透明

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024 年 2 月)は総合で前年比 +2.8%、生鮮除く総合で同 +2.8%、生鮮・エネルギー除く総合で同 +3.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同 +2.5%と、電気・ガス代負担軽減策の縮小の影響を受けて再び加速する結果となった。品目別にみると、宿泊料、菓子類、調理食品、外食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 -1.7%と下落幅が大幅に縮小した。エネルギー構成品目の動きをみると、電気代は前年比 -2.5%、都市ガス代は同 -13.8%と下落度合いが縮小した。逆に灯油は同 +4.3%とわずかに伸びを強め、ガソリンは同 +4.5%とやや伸びが縮小している。食料やエネルギー価格の影響を除いた欧米型コア指数は前年比 2.5%と引き続き 2%台後半を維持しているものの、今年に入り緩やかな減速が続いている。

2 月の物価は 1 月と比較して伸びが強まったが、これは電気・ガス代負担軽減策の縮小でほぼ説明できる。今年 5 月から再エネ賦課金の影響により電気料金の値上げが予定されていること、エネルギー価格の押し下げ要因であった政府によるガソリン・灯油補助金と電気・ガス代負担軽減策の先行きが不透明であることが、物価の先行きのかく乱要因である。仮にいずれも縮小となれば、エネルギー価格は昨年対比で相応に上昇し、そのことは物価上昇と家計負担の拡大につながりうるだろう。

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	前年比
2022年	1	0.5	0.1	0.2	0.2	-1.1	0.1	-1.9
	2	0.9	0.5	0.6	0.3	-1.0	0.1	-1.8
	3	1.2	0.4	0.8	0.3	-0.7	0.2	-1.6
	4	2.5	0.2	2.1	0.2	0.8	0.1	19.1
	5	2.5	0.3	2.1	0.3	0.8	0.2	17.1
	6	2.4	0.2	2.2	0.2	1.0	0.3	16.5
	7	2.6	0.4	2.4	0.4	1.2	0.3	16.2
	8	3.0	0.3	2.8	0.4	1.6	0.3	16.9
	9	3.0	0.3	3.0	0.4	1.8	0.4	16.9
	10	3.7	0.4	3.6	0.4	2.5	0.4	15.2
	11	3.8	0.4	3.7	0.4	2.8	0.4	13.3
	12	4.0	0.4	4.0	0.4	3.0	0.3	15.2
2023年	1	4.3	0.4	4.2	0.3	3.2	0.4	14.6
	2	3.3	-0.6	3.1	-0.7	3.5	0.4	-0.7
	3	3.2	0.3	3.1	0.3	3.8	0.4	-3.8
	4	3.5	0.4	3.4	0.4	4.1	0.4	-4.4
	5	3.2	0.1	3.2	0.1	4.3	0.3	-8.2
	6	3.3	0.3	3.3	0.3	4.2	0.2	-6.6
	7	3.3	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	-8.7
	8	3.2	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	-9.8
	9	3.0	0.2	2.8	0.1	4.2	0.2	-11.7
	10	3.3	0.7	2.9	0.4	4.0	0.2	-8.7
	11	2.8	0.0	2.5	0.1	3.8	0.2	-10.1
	12	2.6	0.1	2.3	0.2	3.7	0.2	-11.6
2024年	1	2.2	0.0	2.0	0.1	3.5	0.2	-12.1
	2	2.8	0.0	2.8	0.0	3.2	0.1	-1.7

(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。

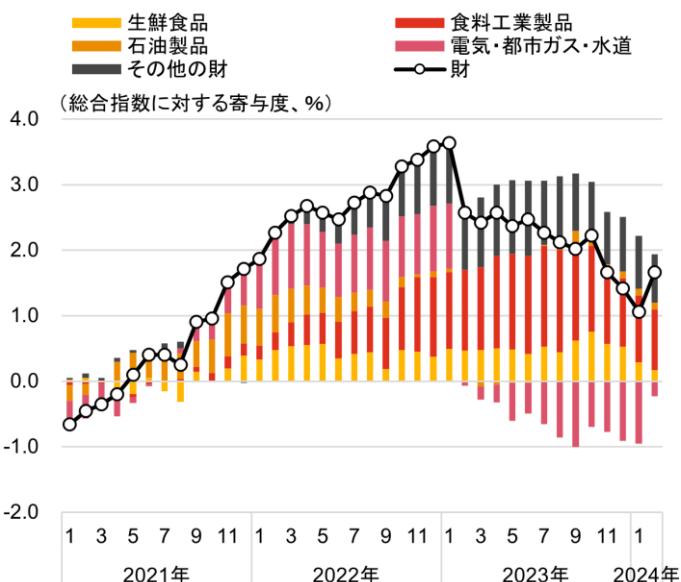
サービス価格は1%台の寄与度を維持、ただ加速はせず横ばい状況

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、財の寄与度は上昇して+1.7%ポイントとなった。電気・都市ガス・水道の減少が弱まったことが影響している。サービスの寄与度は+1.09%ポイントと1月と伸びは同じとなった。外食の寄与度の縮小が続く一方で、宿泊料等のその他サービスの寄与度は拡大した。サービスの寄与は昨年10月以来1%台が続いているが、値が増加しているわけではなく横ばいが続いている。

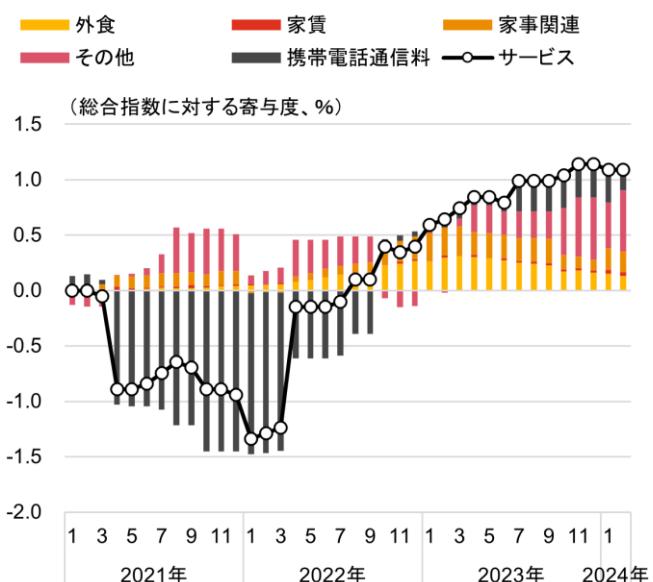
図表4・図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いて比較している。2022年12月と2023年11月の品目別変動分布を比較すると(図表4)、11月の品目別変動分布は10%以上の価格上昇率を示す品目割合の比重は高いものの、9月・10月時点と比べて着実に分布の山が左にずれてきている。図表5はこうした分布の変化を具体的にみるために、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目について2024年2月と2022年12月を比較している。

図表からもわかるとおり、2023年11月と2024年2月のヒストグラムを比較すると、10%以上の価格上昇率を示した品目の割合が大きく低下し、全体的に6%未満の価格上昇率を示す品目割合が拡大していることが見て取れる。また1%以上2%未満の価格品目割合が大きく上昇し、全体として2%~4%の価格上昇率を示す品目の厚みが増している。食料・エネルギーを除く欧米型コア指数は依然として2%台後半の伸びを維持しているが、ヒストグラムの分布は引き続き釣鐘型の方向に着実に近づいているといえよう。

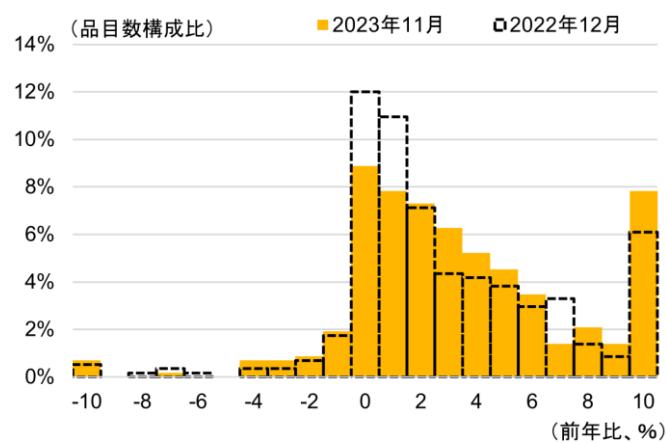
図表2 消費者物価指数(財)の寄与度推移



図表3 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移

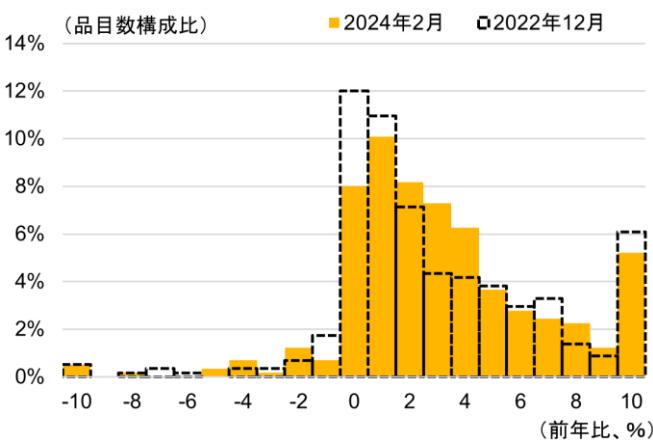


図表4 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較①



(出所) 総務省より筆者作成。

図表5 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較②



8. 鉱工業生産(24年2月速報)－弱含みの動きがさらに明確化－

2月の生産は前月比-0.1%、出荷は同一-0.4%、在庫は増加、在庫率は低下

鉱工業生産(24年2月速報)は前月比-0.1%と2か月連続で低下した。製造工業生産予測調査の同+4.8%、補正值の同+0.8%を下回る低調な動きであった。前年比は-3.3%と4か月連続の減少である。経済産業省は「生産は一進一退ながら弱含んでいる」と基調判断を維持したが、先月の当レポートで指摘した通り、弱含みの動きがさらに明確化したということだろう。業種別生産は15業種のうち7業種で低下、8業種で上昇という結果になった。低下業種で大きなインパクトをもたらしたのは1月に続き自動車工業、生産用機械工業、輸送機械工業(除く自動車工業)である。上昇業種は化学工業、パルプ・紙・紙加工品工業、窯業・土石製品工業であった。出荷は前月比-0.4%、前年比-4.4%と低下し、在庫は前月比+0.6%、前年比-1.8%となった。稼働率は前月比・前年比ともに低下となった。

製造工業生産予測調査をみると、2024年3月は+4.9%、4月は+3.3%と持ち直す見込みである。3月は輸送機械工業、生産用機械工業、化学工業の上昇が全体を牽引し、4月は生産用機械工業の増加が本格化するとの予想である。生産実績との間で生じるズレを補正した補正值は3月が前月比+4.5%である。なお補正值を前提に、2024年1-3月期の2023年10-12月期比を計算すると5%を超える減少となる。5月に公表予定の2024年1-3月期GDPは前期比マイナスの公算が強まっているといえるだろう。

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)		(%、変化率)
		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	-0.8	-0.7	-0.9	-1.8	-0.5	5.9	1.3	6.4	-0.7	-9.2	-2.2		
	2	1.3	0.0	0.6	-1.9	1.8	8.6	0.5	8.7	-0.7	4.7	1.0		
	3	-0.3	-1.6	0.7	-2.7	-0.4	7.9	-0.1	10.0	-0.6	10.5	-4.1		
	4	-0.4	-4.7	0.3	-4.6	-3.5	4.4	-1.6	8.0	-0.8	-9.5	-6.4		
	5	-4.4	-2.7	-3.8	-3.3	0.5	4.5	3.4	8.5	-0.7	-12.1	-7.0		
	6	5.0	-3.0	3.2	-3.3	1.5	4.7	-0.7	8.6	-0.8	18.4	-4.5		
	7	0.6	-1.8	0.7	-2.1	0.7	5.1	1.4	10.4	-1.1	1.4	-1.7		
	8	1.4	5.7	0.8	5.5	1.1	6.2	-0.3	4.9	-0.8	-8.3	6.2		
	9	-0.5	8.7	-0.7	9.6	1.7	6.2	2.8	5.0	-0.6	10.9	12.1		
	10	-1.7	3.1	-0.6	4.7	-0.2	5.0	-1.5	3.7	-0.6	-2.8	6.7		
	11	0.0	-1.4	-0.4	-0.8	0.0	3.5	1.3	6.6	-0.6	2.2	-0.2		
	12	-0.6	-2.2	-1.2	-3.1	-0.1	2.7	2.2	10.5	-0.7	-3.9	-2.6		
2023年	1	-3.9	-2.8	-3.2	-2.9	-0.7	2.4	2.0	9.6	-0.4	-8.7	-1.9		
	2	3.7	-0.6	4.3	0.7	1.0	1.6	-1.6	5.9	-0.4	5.4	-1.4		
	3	0.3	-0.8	0.9	0.0	0.4	2.3	1.3	8.8	-0.4	13.0	0.8		
	4	0.7	-0.7	-0.2	-1.3	-0.1	6.0	1.8	12.5	-0.2	-8.5	2.3		
	5	-2.2	4.2	-1.1	4.0	1.8	7.3	1.5	8.8	0.0	-6.7	8.0		
	6	2.4	0.0	1.6	0.8	0.2	5.9	-0.8	10.3	0.1	10.4	0.7		
	7	-1.8	-2.3	-1.8	-1.7	0.6	5.7	1.0	9.8	0.3	-1.8	-2.1		
	8	-0.7	-4.4	-0.3	-2.8	-1.3	3.2	-1.0	9.1	0.1	-9.7	-3.7		
	9	0.5	-4.4	0.6	-2.3	-1.3	0.2	-1.7	4.4	0.0	10.3	-4.3		
	10	1.3	1.1	0.4	1.1	0.6	1.0	-0.3	4.2	0.2	-0.1	-1.4		
	11	-0.9	-1.4	-1.2	-1.4	0.0	1.0	1.8	6.2	0.2	0.6	-3.0		
	12	1.4	-1.0	2.2	0.4	-1.2	-0.2	-2.9	2.4	0.3	-4.0	-3.3		
2024年	1	-7.1	-1.7	-7.9	-1.8	-1.8	-1.7	3.3	1.1	0.1	-9.8	-4.6		
	2	-0.1	-3.3	-0.4	-4.4	0.6	-1.8	-5.5	2.1	-	-	-		

(出所) 経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は1月確報値の結果である。

遅れる輸送機械工業の持ち直し、生産の回復は輸送機械の動きが鍵

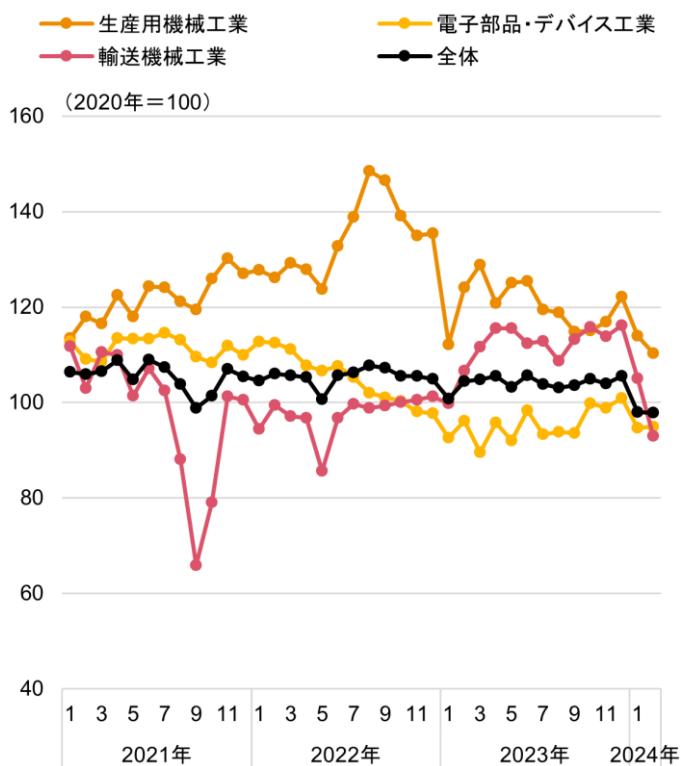
業種別生産の動き(図表2)をみると、2023年中は横ばい圏内で推移していたが、2024年1月の大幅減、2月の引き続きの停滞を受け、2023年以降の最低水準に留まっている。輸送機械工業については、2024年1月の減少に続き、2月も減少することで、2022年5月依頼の水準にある。生産用機械工業の生産も落ち込みが続き、電子部品・デバイス工業はほぼ横ばいという結果を受けて、鉱工業生産全体でも2020年8月以来の低水準に沈んでいる。

図表3は業種別在庫率の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率は上下しつつ高水準で推移している。2月の電子部品・デバイス工業、生産用機械工業の在庫率は低下、輸送機械工業の在庫率は上昇したが、特に輸送機械工業の在庫率の高まりが目立つ。

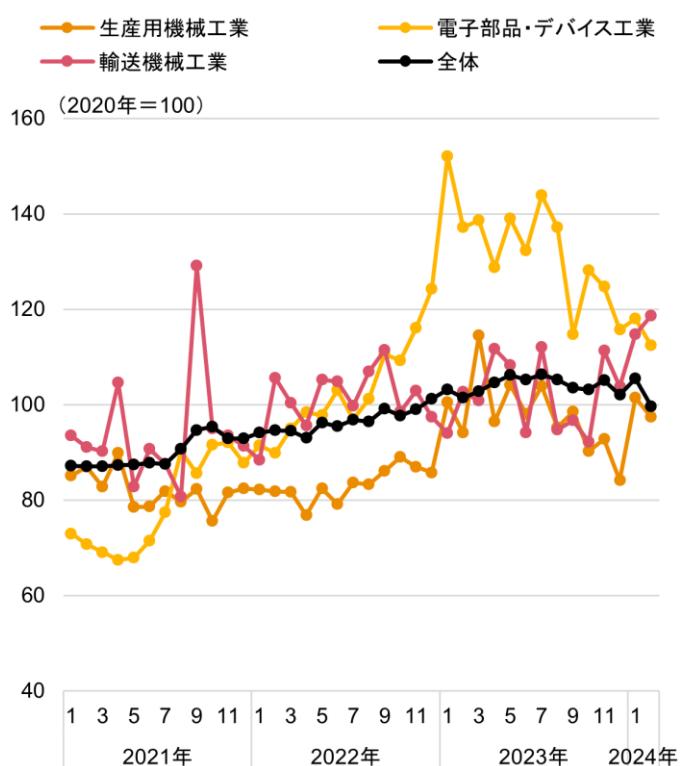
製造工業生産予測指数について産業別にみると、3月に関しては、輸送機械工業、生産用機械工業の上昇が、4月は生産用機械工業や輸送機械工業の上昇が前提となっている。引き続き輸送機械工業の動きに要注目である。

企業のアニマルスピリット指標の動きをみると、2月のDI(原系列)は+0.7%とやや持ち直した。ただ変動を均したトレンドではDIは-1.1%と1月に続き横ばい圏内での推移である。景気後退の分水嶺ともいわれる-5%は上回るもの、強気となる企業の割合が減少傾向にあるのが気がかりなところだ。予測指数の上方バイアスを念頭におくと、生産の回復のタイミングが予想以上に遅れる可能性に留意すべきだろう。

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(2024年2月速報)－小売販売額は下げ止まり－

小売業販売額(2024年2月速報)は前年比+4.6%、前月比は+1.5%と前月から加速

経済産業省から商業動態統計(2024年2月速報値)が公表された。結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は47兆8,230億円、前年比+3.3%となった。卸売業は34兆8,870億円、同+2.9%、小売業は12兆9,370億円、同+4.6%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.8%、小売業が+1.5%である。卸売業は医薬品・化粧品卸売業、食料・飲料卸売業が大きく増加した。一方で各種卸売業、建築資材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、医薬品・化粧品小売業、その他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「一進一退の状況にある」と据え置いた。

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+13.5%、スーパーは同一0.1%、コンビニは同+5.4%、家電大型専門店は同一-1.4%、ドラッグストアは同+11.4%、ホームセンターは同+1.3%と、業態でまちまちの結果となった。百貨店は今年に入りやや強めの動きである。コンビニ販売額は9月に前月比で減少した後に一進一退で推移している。家電大型専門店は前年比低下が続き、ドラッグストア・ホームセンターの前年比はやや持ち直している。2023年7月から9月にかけて猛暑効果もあり小売業販売額は増加したが、10月以降は全体として未だ弱めの動きであるといえよう。

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	1.1	0.0	0.2	7.0	3.3	10.9	-0.2	1.9	0.8	6.3	3.9	7.6	0.9
	9	0.3	-0.6	0.4	6.2	-1.0	8.1	-1.3	-1.2	-2.4	4.0	-0.4	10.2	-0.8
	10	-1.2	0.6	-1.6	4.1	-0.6	5.3	2.6	0.1	2.7	2.2	-3.4	10.3	-1.5
	11	-0.3	-0.7	1.0	5.4	-0.5	6.4	-0.7	1.3	-1.4	0.1	3.3	9.0	3.1
	12	2.6	0.1	-2.6	2.4	-1.3	5.8	-2.3	-1.0	3.8	4.2	-3.4	5.9	-2.2
2024	1	-4.8	0.4	0.8	2.3	-3.6	7.8	2.3	0.3	-2.2	1.6	-5.8	7.4	-0.4
	2	2.8	2.9	1.5	4.6	8.6	13.5	-0.1	-0.1	1.6	5.4	-1.4	11.4	1.3

(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。

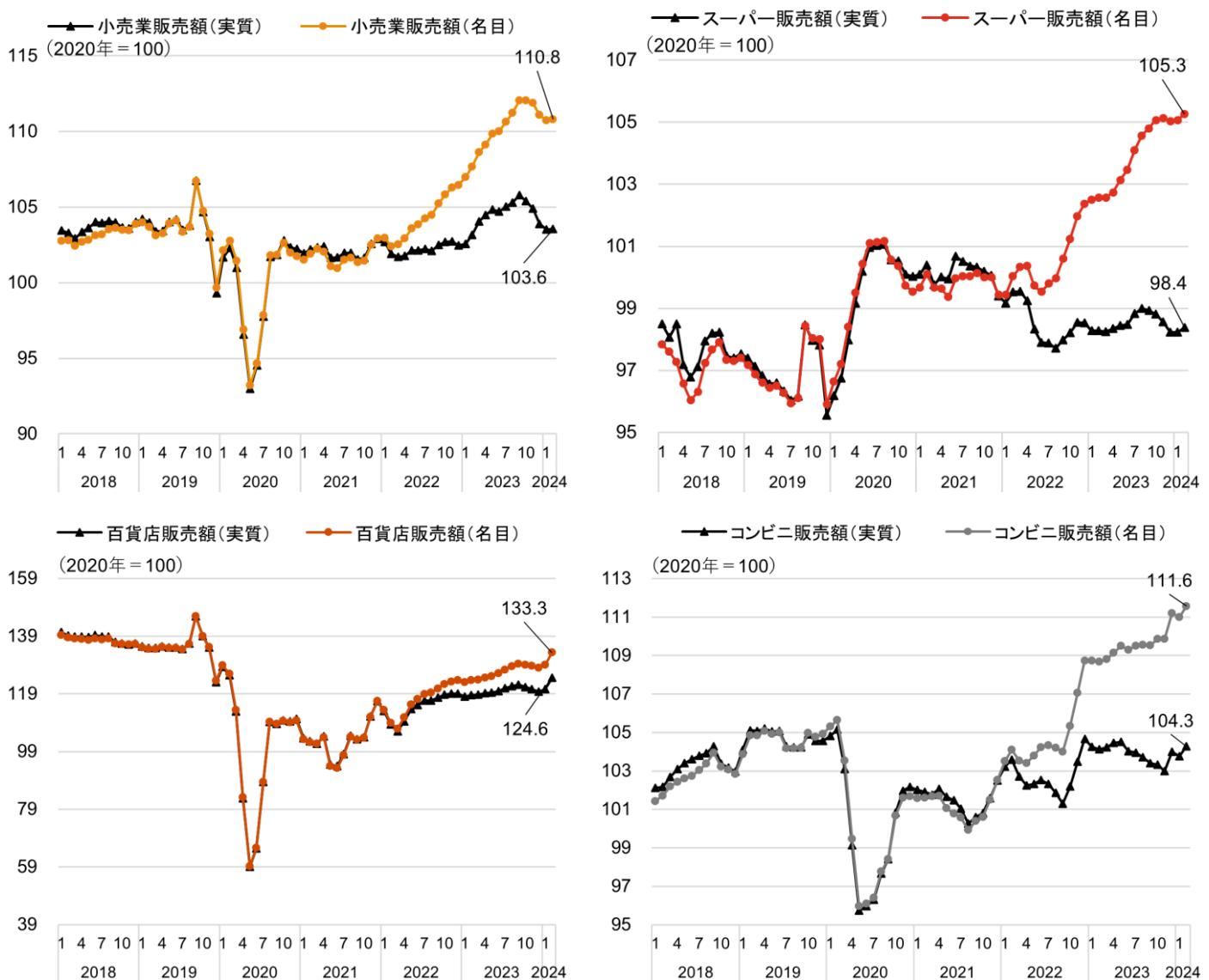
実質小売業販売額は減少トレンドが明確に

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2月は下げ止まった。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、2023年に入り9月まで増加基調が続いた。10月以降は減少に転じたが足元では下げ止まっている。百貨店販売額指数(左下)は名目・実質ともに再び拡大している。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鈍化している。コンビニ販売額指数(右下)については、2月の名目指数・実質指数は上昇した。物価水準を加味すると、2023年前半の水準に届いておらず、弱い動きである。

以上のとおり実質でみた小売業販売額は2023年7月から9月にかけて増加した後、10月以降は減少が続いているが、2024年に入ってやや持ち直している。物価上昇が進む中、減少傾向に明確に歯止めがかかるかが今後のポイントといえるだろう。

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。

10. 一般職業紹介・労働力調査(2024年2月)ー有効求人率の悪化が継続、失業率は8か月ぶりに悪化／利上げによる労働需給悪化を懸念ー

有効求人倍率の悪化が継続、失業率は8か月ぶりに悪化

2月の有効求人倍率(季節調整値)は1.26倍となり、前月の1.27倍から低下した(図表1①)。前年からは0.08ポイントの悪化となり、2022年5月以来の水準まで悪化した。内容をみていくと、有効求人数(同②)は246.3万人となり、前年比-3.0%となった。有効求職者数(同③)は195.0万人となり、前年比では+2.7%となった。新規求人(原数値)は前年比-3.6%となり、6か月連続で減少した。主要産業別にみると、増加したのは、情報通信業、その他サービス業、医療・福祉であった。また、製造業、宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業で減少した。

2月の労働力人口は前年から+67万人増加、就業者数は同+63万人増加する一方、完全失業者数は同+3万人の増加となった(同④～⑥)。産業別の就業者数(原数値)をみると、製造業、情報通信業、教育・学習支援業で増加した一方、建設業、不動産業・物品賃貸業で減少した。2月の完全失業率(季節調整済み値)は2.6%となった。前月の2.4%から0.2%ポイントの上昇となった(同⑦)。失業率の悪化は8か月ぶりとなる。求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.5%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)は、1月に3.03%となり、前月から上昇した。2月の失業率は2.6%と、均衡失業率を0.43%ポイント下回っており、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2月は1.35倍となった。前月比では-0.09ポイントと、労働市場は悪化した。2月の日本の労働市場では、失業率が上昇し、失業率ギャップ、求人数・失業者数比率は逼迫度合いがマイルドになっている。

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= $\sqrt{⑦+⑧}$ % %ポイント	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	④ 万人	就業者数 ⑤ 万人						
2019年12月	1.56	266.0	170.0	6,939	6,782	156	2.2	3.8	2.90	-0.70	1.71
2022年5月	1.25	246.4	196.5	6,905	6,724	180	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.37
6月	1.27	248.9	195.8	6,909	6,727	181	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.38
7月	1.29	250.2	194.2	6,905	6,729	176	2.5	3.6	3.01	-0.51	1.42
8月	1.31	251.6	192.1	6,901	6,728	174	2.5	3.6	3.02	-0.52	1.45
9月	1.32	252.6	191.0	6,917	6,736	182	2.6	3.7	3.08	-0.48	1.39
10月	1.33	252.7	189.8	6,913	6,737	179	2.6	3.7	3.08	-0.48	1.41
11月	1.35	253.8	188.0	6,887	6,715	173	2.5	3.7	3.04	-0.54	1.47
12月	1.35	253.3	186.9	6,900	6,725	174	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.46
2023年1月	1.35	253.4	187.8	6,912	6,737	171	2.5	3.7	3.03	-0.53	1.48
2月	1.34	253.8	189.8	6,899	6,720	179	2.6	3.7	3.09	-0.49	1.42
3月	1.32	251.8	190.2	6,923	6,733	190	2.7	3.6	3.13	-0.43	1.33
4月	1.32	250.6	189.4	6,923	6,743	180	2.6	3.6	3.07	-0.47	1.39
5月	1.32	249.7	189.6	6,916	6,740	177	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.41
6月	1.31	249.3	190.7	6,925	6,751	174	2.5	3.6	3.00	-0.50	1.43
7月	1.30	249.0	192.0	6,926	6,744	182	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.37
8月	1.30	248.6	191.9	6,931	6,749	183	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.36
9月	1.29	248.0	191.9	6,932	6,756	177	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.40
10月	1.29	247.2	191.9	6,930	6,755	176	2.5	3.6	2.99	-0.49	1.40
11月	1.27	245.3	192.4	6,949	6,772	177	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.39
12月	1.27	244.7	193.1	6,937	6,764	172	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.42
2024年1月	1.27	245.1	193.0	6,935	6,761	170	2.4	3.5	2.91	-0.51	1.44
2月	1.26	246.3	195.0	6,966	6,783	182	2.6	3.5	3.03	-0.43	1.35
前年差	-0.08	-7.5	5.2	67.0	63.0	3.0	0.0	-0.1	-0.06	0.06	-0.06
前月差	-0.01	1.2	2.0	31.0	22.0	12.0	0.2	0.0	0.12	0.08	-0.09
前月比	-	0.5	1.0	0.4	0.3	7.1	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.0	2.7	1.0	0.9	1.7	-	-	-	-	-

(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

新規求人数の動向：宿泊業・飲食サービスの減少幅が、製造業に近づく

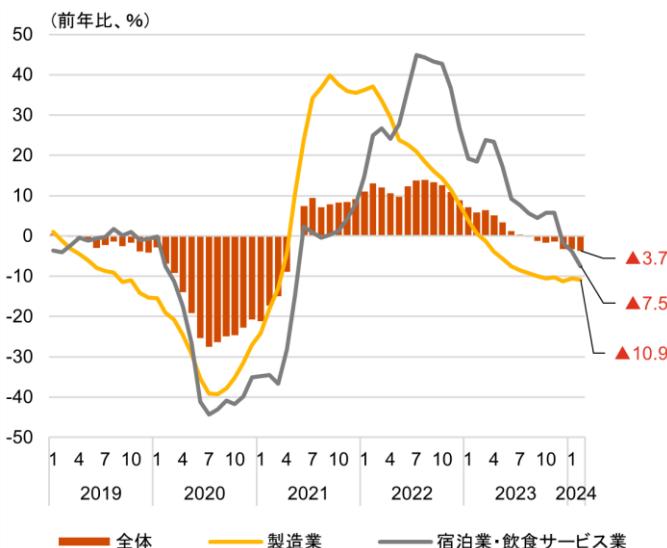
図表2にある通り、2月の新規求人数は、前年比(3か月平均)で-3.7%となった。減少幅は前月(1月)の-3.3%から拡大した。2022年半ば以降の悪化傾向が続いている。業種別にみると、製造業は2月に同一-10.9%となり、6か月連続で2桁減少となった。宿泊業・飲食サービス業は、2月に同一-7.5%となった。昨年(2023年)11月の+5.7%から、12月に-1.8%と減少に転じた後、1月に-3.8%となり、ここ3か月で急激に落ち込んでいる。新規求人数は、2022年前半から製造業の伸びが鈍化し、ついで2022年後半からは宿泊業・飲食サービス業の伸びも鈍化に転じた。足元では宿泊業・飲食サービス業が製造業の鈍化ペースに近づいている。海外からの観光客や国内旅行の需要回復を受けた求人増は一服している。また、新規求人数のうち、サービス業は14業種あるが、そのうち減少した業種数は9業種に及んでいる。

非自発的な失業者数の減少が横ばいに転じる

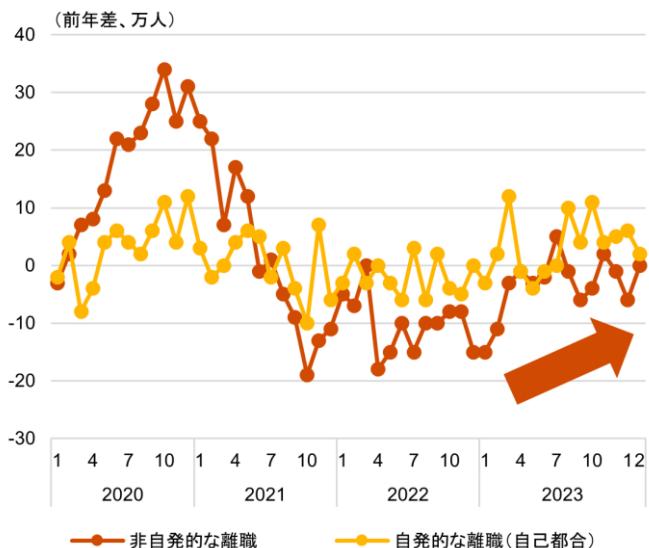
上述の通り、2月の失業率は0.2%ポイント上昇した。失業者数の増加には、新たな職を探すための自発的な失業と、本人の希望しない非自発的な失業のケースがある。図表3にある通り、2月の自発的な離職は前年比+2万人増となった一方、非自発的な離職は同+0万人、前年比変わらずとなった。依然として自発的な離職の方が多いものの、傾向としては非自発的な離職の減少幅が縮小している。

2024年3月に日本銀行は短期政策金利を、-0.1%から0~0.1%程度へと引き上げた。同時に、イールドカーブコントローラ(YCC)の廃止も決定した。これまでには、2013年4月に開始された大規模な金融緩和の枠組みの中での長期金利の変動幅拡大といった微修正にとどまっていたが、本格的に利上げ方向に軸を切った。日本銀行は、緩和的な金融緩和を継続する方向性を示している。しかし、一旦物価見通しが達成できる情勢となった、と判断を下した以上、今後経済・物価見通しが下振れたとしても、再びYCCの枠組みや国債買い入れ額を継続的に増加させることは難しいであろう。今後は、市場金利や銀行の貸出金利の上昇による金融市場の悪化を通じて、労働市場の需給が悪化する可能性が十分にある。このため、有効求人倍率のさらなる悪化、非自発的な失業の増加が起きないかを注意深く見守るべきであろう。

図表2:新規求人数の推移



図表3:失業者数の動向



(注) 前年比、3か月移動平均。

(出所) 総務省統計局「一般職業紹介状況」より筆者作成。

(出所) 厚生労働省「労働力調査」より筆者作成。

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 2024 年 3 月 4 日(月)～3 月 8 日(金)：春闘をみる上での注意点：大企業・中堅企業は增收増益継続も、中小企業では減益

春闘をみる上での注意点：大企業・中堅企業は增收増益継続も、中小企業では減益

2023 年 10-12 月期の法人企業統計の結果が公表された。企業の全規模全産業（金融業、保険業を除く）の売上高は、前年比 +4.2%（前期は同 +5.0%）、経常利益は同 +13.0%（同 +20.1%）と增收増益が続いている。輸送用機械が、売上高・利益を押し上げた。半導体不足解消による回復が寄与している。値上げの広がった食料品も売上高増加に寄与した。ソフトウェアを含む設備投資は、全産業で同 +16.4% と大幅な増加となった。予想を上回り、2023 年 1-3 月期以来の 2 衍の増加となった。10-12 月期の製造業は同 +20.6% となった。情報通信機械、輸送用機械が押し上げた。非製造業は同 +14.2% となり、情報通信業、運輸業・郵便業が押し上げた。当社は法人企業統計の結果を踏まえ、3 月 8 日に公表される GDP2 次速報では、民間設備投資は前期比 +2.4% の伸びを見込む。1 次速報の同一 -0.1% から大幅に上方修正される。実質 GDP は 2 次速報で前期比年率 +1.6%（前期比 +0.4%）となる。1 次速報の同一 -0.4%（同一 -0.1%）から大幅に上方修正される。実質 GDP は、2 四半期連続のマイナス成長は回避される見込みである。ただし、民需の要である消費は、10-12 月期の 2 次速報でも前期比 -0.2% となり、3 四半期連続の減少となる構図に変化はない。1 月に入ってからの実質消費は弱含みとなっていることも注意が必要だ。2024 年 1-3 月期は輸送用機械での減産、震災の影響もあり再びマイナス成長に転じる見込みである。

3 月 13 日に集中回答日を迎える春闘が注目されている。好調な企業収益、逼迫した労働市場などを踏まえて、当社は 2024 年の春闘賃上げ率を 3.80% とみている。昨年実績の 3.60% を僅かではあるが上回ろう。しかし、春闘結果は大企業を中心の賃上げ動向となる。国内消費の回復のためには、多くの雇用を抱える中小企業に賃上げの動きが広がるかが重要となる。そこで、2023 年 10-12 月期の法人企業統計の各指標を企業規模別に見たのが図表 1 である。ここでは、資本金 10 億円以上を大企業、同 1 億円以上 10 億円未満を中堅企業、同 1,000 万円以上 1 億円未満を中小企業とした。中小企業は実際に雇用の 6 割弱を占めている。また、中小企業の売上高は前年比 +0.6% とほぼ横ばいである。この数字はインフレ分を含んでいるため、インフレの影響を除けば減少している公算が大きい。また、経常利益は、同 -7.3% と減益となっている。足元では、株価が 4 万円台に到達し、大企業・中堅企業の增收増益により春闘でも高い伸びが期待される。こうした明るい動きがある一方、中小企業の収益環境は厳しさを増しており、賃上げ幅も限定的なものにとどまる公算が大きい点は注視すべきであろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 1: 2023 年 10-12 月期の企業規模別の人員・売上高・経常利益

資本金	全規模			
		大企業 10億円以上	中堅企業 1億円以上 – 10億円未満	中小企業 1千万円以上 – 1億円未満
役員 + 従業員数(万人)	3,592	724	756	2,112
同 割合(%)	100.0	20.2	21.1	58.8
売上高(%, 前年比)	4.2	4.3	10.0	0.6
経常利益(%, 前年比)	13.0	21.7	15.1	-7.3

(出所) 財務省「四半期別法人企業統計調査」より筆者作成。

先週(2 月 26 日(月)～3 月 1 日(金))の振り返り：全国消費者物価指数(1 月)、鉱工業生産(1 月)、商業動態統計(1 月)、完全失業率・有効求人倍率(1 月)

先週の動向につき振り返っておこう。全国消費者物価指数(1 月)、鉱工業生産(1 月)、商業動態統計(1 月)、完全失業率・有効求人倍率(1 月)については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめている。

総務省から 1 月の消費者物価指数(全国)が公表された。総合で前年比 +2.2%、生鮮除く総合で同 +2.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同 +3.5%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同 +2.6% と、食料およびエネルギー価格の下落により引き続き減速した。品目別にみると、宿泊料、ガソリン、外食、菓子類、調理食品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 -12.1% と下落幅の拡大が続いている。エネルギー構成品目の動きをみると、電気代は前年比 -21.0%、都市ガス代は同 -22.8% と下落度合いが拡大した。逆に灯油、ガソリンはそれぞれ同 +4.0%、同 +4.7% と先月

に続き伸びが拡大している。食料やエネルギー価格の影響を除いた欧米型コア指数は前年比 2.6%と引き続き 2%台後半を維持している。

1月の物価は 12 月と比較して伸びが弱まったが、生鮮食品およびエネルギー価格の下落が進んだことが主な要因である。コア指数は電気・ガス代負担軽減策が縮小されることで 2 月には再び伸びを強めるが、3 月以降は緩やかに伸びを弱める可能性が高い。欧米型コア指数が 2%台後半を維持し続けられるかどうかが物価情勢の判断のポイントといえるだろう。

経済産業省から 1 月の鉱工業生産が公表された。生産は前月比 -7.5% と 2 か月ぶりに低下した。生産予測調査から計算された補正值 (-10.5%) ほどではなかったものの、COVID-19 が影響した 2020 年 5 月以来の落ち込みであり、前年比は -1.5% と 3 か月連続の減少である。経済産業省は「生産は一進一退ながら弱含んでいる」と基調判断を下方修正したが、これは落ち込み幅の大きさと、生産予測調査から想定される回復状況の弱さを反映した結果である。先月のレポートで指摘した通りの動きであり違和感はない。業種別生産は 15 業種のうち 14 業種で低下、1 業種で上昇という結果になった。低下業種で大きなインパクトをもたらしたのは工場稼働停止などの影響による自動車工業、そしてはん用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業であるが、先月の上昇の反動もあってほぼ全ての業種で低下した。出荷は前月比 -8.3%、前年比 -1.7% と低下し、在庫も前月比 -1.8%、前年比 -1.3% と低下した。稼働率も前月比・前年比ともに低下となった。また、製造工業生産予測調査をみると、24 年 2 月は +4.8%、3 月は +2.0% と持ち直す見込みである。2 月は輸送機械工業、はん用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業の上昇が全体を牽引し、輸送機械工業は 3 月も引き続き増加するとの予想である。生産実績との間で生じるズレを補正した補正值は 2 月が前月比 +0.8% だが、補正值に沿った展開になると、弱含みの動きがさらに明確化することになる。

経済産業省から 1 月の商業動態統計(速報値)が公表された。卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 45 兆 7,110 億円、前年比 +0.9% となった。卸売業は 32 兆 5,700 億円、同 +0.4%、小売業は 13 兆 1,410 億円、同 +2.3% であった。季節調整済前月比は、卸売業が -4.8%、小売業が +0.8% である。卸売業は医薬品・化粧品卸売業、食料・飲料卸売業が大きく増加した。一方でその他の卸売業、各種商品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、無店舗小売業、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「一進一退の状況にある」と据え置いた。

1 月の有効求人倍率(季節調整値)は 1.27 倍となり、3 か月連続で同じ値となった。前年からは 0.08 ポイントの悪化となった。内容をみていくと、有効求人数は 245.1 万人となり、前年比 -3.3% となった。有効求職者数は 193.0 万人となり、前年比では +2.8% となった。新規求人(原数値)は前年比 -3.0% となり、5 か月連続で減少した。主要産業別にみると、増加したのは生活関連サービス業・娯楽業、情報通信業、学術研究・専門・技術サービス業であった。また、製造業、宿泊業・飲食サービス業、卸売業・小売業で減少した。製造業は 5 か月連続で 2 枝の減少となった。1 月の労働力人口は前年から +23 万人増加、就業者数は同 +24 万人増加する一方、完全失業者数は同一 1 万人の減少となった。産業別の就業者数(原数値)をみると、情報通信業、宿泊業・飲食サービス業、製造業で増加した一方、医療・福祉、その他サービス業、卸売業・小売業で減少した。1 月の完全失業率(季節調整済み値)は 2.4% となった。前月は 2.4% から 2.5% に上方修正されたため、1 月は前月から 0.1% ポイントの低下となった。

米国:PCE(1 月)、GDP(2023 年 10-12 月期 2 次改定値)、耐久財受注(1 月)、ISM 製造業(1 月)

次に米国経済についてである。1 月の PCE(個人消費支出)が公表された。PCE 価格指数は、総合で前年比 +2.4% となった。前月の同 +2.6% から伸びが減速した。内訳をみると財価格は同一 -0.5% となり、前月の同 +0.2% から減少に転じた。一方、サービス価格は同 +3.9% となり、前月と同値となった。財価格の下落が押し下げ、サービスの伸びが継続している。1 月の実質可処分所得は、前年比で +2.1% となった。前月の同 +4.2% から伸びが鈍化した。1 月の個人消費は、同 +2.1% となった。前月の同 +3.2% から大幅に伸びが鈍化した。耐久財消費が押し下げた。

2023 年 10-12 月期の GDP の 2 次改訂値が公表された。実質 GDP の前期比年率は +3.2% となった。速報値の同 +3.3% から僅かに下方修正となった。サービス消費のヘルスケアや、州・地方政府の総投資が上振れた。その一方で、民間在庫が下振れた。数字は下方修正となったものの、内容を見る限り、米国景気の底堅さが改めて浮き彫りとなった形である。

1 月の耐久財受注が公表された。耐久財受注は、1 月に前月比 -6.1% と大幅に減少した。出荷は同一 -0.9% と小幅に減少した。航空機の大幅な減少が押し下げた。航空機と防衛を除いた資本財(コア資本財)をみると、出荷は同 +0.8% となった。

前月の同 +0.1% から改善した。また、1 月のコア資本財の新規受注は同 +0.1% となった。前月の -0.6% よりも改善した。コア資本財は出荷、新規受注ともに前月から改善はしたもの、過去のトレンドからすると弱めの動きにとどまっている。

2 月の ISM 製造業景況指数は、47.8 となった。前月の 49.1 から 1.3 ポイントの低下となった。予想では前月より改善が見込まれていた。新規受注と生産が 50 を下回った。雇用も悪化が進んだ。景況感が 50 を下回るのは 16 か月連続となった。ISM は、経済全体が縮小する節目の製造業景況指数として、新たに 42.5 を設定した。従来の 48.7 から下方改訂した。

ユーロ圏：消費者物価指数(2 月)、完全失業率(1 月)

次にユーロ圏である。2 月のユーロ圏消費者物価指数は、総合で前年比 +2.6% となった。前月(1 月)の同 +2.8% から伸びを弱めた。加工食品・アルコール・タバコが押し下げた。加工食品の伸びは鈍化し、エネルギーの減少幅は縮小した。変動の大きい食料やエネルギーを除いた欧米型コアでは、1 月に同 +3.1% となった。前月の同 +3.3% から減速している。総合・欧米型コアともに予想は上回った。また、賃金の影響が大きいサービスは同 +3.9% となった。依然として高止まりしている。

また、1 月のユーロ圏完全失業率は、6.4% となった。前月(12 月)は 6.4% から 6.5% へ改定された。ユーロ圏経済は、景気回復の動きは緩やかで、インフレ率の伸びは鈍化している。しかし、依然として労働市場の逼迫は継続しており、サービス価格を押し上げているとみられる。物価が 2% に到達するには慎重な見極めが必要となろう。

中国：国家統計局製造業 PMI(2 月)、財新製造業 PMI(2 月)、国家統計局非製造業 PMI(2 月)

最後に中国経済である。2 月の国家統計局製造業 PMI は、49.1 となった。前月(1 月)の 49.2 から低下した。好不況の境目となる 50 を 5 か月連続で下回った。本年の春節は 2 月 10 日から 17 日であった。1 月時点では、企業が春節の開始前から工場労働者に休暇を取得して帰省させたことで、生産を押し下げた可能性が指摘されていた。しかし、2 月でもその反動増はみられず、製造業の低迷が続いていることが確認された。また、国家統計局よりも回答企業数が少ないものの、より経済が発展した沿岸部の中小企業の回答が多い財新の製造業 PMI は、2 月に 50.9 となった。1 月の 50.8 を若干上回った。生産と新規輸出受注が押し上げた。生産の増加要因として、市場環境改善や受注増が挙げられている。また、新規輸出受注が 2 か月連続で増加した。こうした改善の一一方で、雇用は 6 か月連続で減少した。また、国家統計局が公表した非製造業 PMI は、51.4 となった。前月の 50.7 よりも改善した。春節中の旅行や観光が押し上げた。

今週(3 月 4 日(月)～3 月 9 日(土))のポイント

図表 2 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では家計調査、景気動向指数、国際収支の 1 月の結果が公表される。これらはそれぞれ [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定である。特に消費については販売側からみた 1 月の商業動態統計は、弱い結果となった。需要側からみた 1 月の家計調査の結果が注目される。また、東京都消費者物価指数(2 月)、毎月勤労統計(1 月)、景気ウオッチャー調査(2 月)が公表される。1 月の全国のコア CPI は 2% 割れを回避した。2 月には政府のエネルギー補助金の給付金による物価の下押し効果が剥落する。このため、東京都消費者物価は、2 月に再び上昇することが見込まれている。また、3 月 13 日には連合による春闘の 1 次集計結果が公表される予定である。これを受けて、3 月 18～19 日の日本銀行の金融政策決定会合が開催される。一部では春闘の結果が一定の伸びをみせれば、同会合でマイナス金利が解除されるとの見方もある。2 月の東京都消費者物価は、同会合前に出る最後の物価指標となるため、非常に注目度が高くなろう。また、1 月の毎月勤労統計が公表され、所定内賃金の上昇度合いを確認する上で重要なとなる。米国に関しては、貿易収支、新規失業者申請件数、ミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。旺盛な内需を支える民間消費、消費者マインドの動向を特に注目したいところだ。

米国では 2 月の雇用統計、1 月の求人統計の結果が注目される。労働市場の状況を確認する上でいずれも重要な指標である。物価上昇圧力が強いサービス部門の景況感をみる ISM 非製造業も公表される。対外的な経済関係をみる上で、貿易統計も確認しておきたい。米国の経済指標は 1 月に入り、弱めの指標もみられる。天候不良や季節調整要因による一時的なものであるのか、利上げの影響が及んで景気が下降しているのかを慎重にみていく必要があろう。ユーロ圏では、7 日に ECB の金融政策決定会合が開催される。ユーロ圏は景気が悪化する中で、インフレ率が鈍化しつつあり、利下げの議論がどのようになるかが注目される。そうした金融政策の先行きをみる上でも、ユーロ圏の小売売上高、生産者物価、GDP が重要なとなる。中国では、2 月の消費者物価指数、生産者物価指数が公表される。景気が悪化する中でディスインフレ圧力が高まっており、物価動向が注目される。

図表 2: 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
3/4 (月)	• 法人企業統計 (2023年10 - 12月期)		
3/5 (火)	• 東京都消費者物価指数(2月)		• ユーロ圏生産者物価指数(PPI) (1月)
3/6 (水)		• ISM非製造業(2月) • ADP雇用統計(2月) • JOLTS求人統計(1月)	• ユーロ圏小売売上高(1月)
3/7 (木)	• 毎月勤労統計(1月)	• 貿易収支(1月)	• ECB金融政策決定会合
3/8 (金)	• 家計調査(1月) • 国際収支(1月) • 景気動向指数(1月) • 景気ウォッチャー調査(2月)	• 雇用統計(2月)	• ユーロ圏GDP(10-12月期、確報)
3/9 (土)			• 中国消費者物価指数(2月) • 中国生産者物価指数(2月)

2. 2024 年 3 月 11 日(月)～3 月 15 日(金): 3 月日銀金融政策決定会合の見通し－非合理的な政策変更、現状維持を予想

3 月日銀金融決定会合の見通し－非合理的な政策変更、現状維持を予想

3 月 18 日・19 日の 2 日間にわたり、金融政策決定会合が開催される。メディアではマイナス金利政策の解除を含む政策変更を予想する向きもあるが、統計資料から観察される経済・物価情勢を念頭に置く限り、日銀は現状維持を続ける公算が高いと筆者は見込んでいる。以下、足元の経済・物価情勢や政治情勢の観点から筆者の考えを述べることにしたい。

まず経済・物価情勢についてである。足元の消費者物価指数は政府による電気・ガス代負担軽減策の影響もあってトレンドが見づらい側面もあるが、日銀が公表する「消費者物価の基調的な変動」にもあるとおり、刈込平均値、加重中央値、最頻値のいずれも 2023 年後半をピークに緩やかに伸びを弱めており、今後も食料品やエネルギー価格の下落の影響もあって伸びが減衰していく見込みだ。そして食料およびエネルギーを除くベースで検討しても、個々の品目価格上昇率は緩やかに低下している。以上からは物価上昇率のペースは弱まっていく可能性が高いことがわかる。

足元の総需要の動きはどうか。直近の GDP 統計、および現時点で明らかとなっている統計資料をみると、2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率はかろうじて前期比プラス成長と改定されたものの、2024 年 1-3 月期は再びマイナス成長に陥る可能性も相応にある。現状において GDP ギャップは総需要が総供給を上回る需要超過の状況ではなく、総需要が拡大することで物価が上昇する、つまり支出増が物価上昇につながる経路は観察できない。むしろ家計調査から明らかなのは、物価高が進む中で家計が消費を手控えている姿である。総需要の停滞が今後、物価を下げる可能性も相応にあるのではないか。

こうした中、筆者も含めて期待を持っているのは、春闘における企業の賃上げ動向である。報道をつぶさにみると、大企業を中心に 30 年ぶりの賃上げ率となった 3.6% を上回るペースの賃上げ率が達成される可能性は高い。ただし、先々週の本稿で強調しているとおり、3.6% を上回るペースの賃上げ率が達成されたとしても、それが大企業主体である限り、家計全般に賃上げの恩恵が十分に行き渡るのは難しいだろう。むしろ所得と支出の好循環を判断するためには 1990 年以前に顕著であったような中小企業の旺盛な賃上げ行動が観察される必要があるのではないか。なお、先週公表された法人企業統計(2023 年 10-12 月期)をみると、大企業・中堅企業の経常利益は増益であるが、中小企業の経常利益は減益となっている。中小企業の賃上げ幅が限定的なものに留まる公算は大きい。春闘に関してはこうした状況を踏まえ、主要企業を対象とした 3 月 13 日の集中回答日の結果に基づく拙速な判断は危険だろう。

以上をまとめると、経済・物価情勢の足元の動きに関しては、物価の増勢が着実に弱まる中で、所得と支出の好循環は観察されておらず、先行きの動きについても不明瞭な点が多いのが現状である。

なお政治情勢の観点では、消費者物価、GDP デフレーター、需給ギャップ、単位労働コストの 4 つの指標のうち需給ギャップと単位労働コストは安定的にプラスとは言えない状況であり、政府としてデフレ脱却宣言を出すことは不可能な状況である。岸田首相は 2 日の衆院予算委員会で「日本経済は再びデフレに戻る見込みがないと言える状況には至っていない」と発言しており、日銀による政策変更が行われば、政府との政策スタンスの齟齬が問われることになる。

このようにみていくと、来週の金融政策決定会合で政策をあえて変更することの合理的な意味を見出せないというのが筆者の感想である。報道によると、次回会合では一部出席者がマイナス金利政策の解除が妥当だと意見表明する見通しのことだ。日銀の政策変更がこれまで幾度となく繰り返されてきた早すぎる緊縮策の始まりとならぬよう、細心の注意を払って議論を進めることを期待したい。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(3月4日(月)～3月9日(土))の振り返り: 家計調査(1月)、国際収支(1月)、景気動向指数(1月)、東京都区部 CPI(2月中旬値)、毎月勤労統計(1月)、景気ウォッチャー調査(2月)

先週の動向につき振り返っておこう。家計調査(1月)、景気動向指数(1月)、国際収支(1月)については Daily Macro Economic Insights でまとめている。

概要を述べると、家計調査(1月)は、実質消費支出が前年比 -6.3%、前月比では -2.1%、名目消費支出が前年比 -4.0%、前月比で -1.2% となり、物価上昇が続く中、弱い動きに拍車がかかっている。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、1月は前年比 -1.7% と 2022 年 10 月以降 16 か月連続の前年比減少となり、減少が続いている。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比 0.8%、実質で同一 -1.7% 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 -2.5% となる。物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は引き続き弱まっているものの、依然として実質可処分所得の減少が実質消費の減少につながっている。需要の停滞が価格低下につながる動きがだんだんと本格化しつつあるといえるだろう。

景気動向指数(1月)について、1月の CI 速報値(2020 年 = 100)は先行指数 109.9、一致指数 110.2、遅行指数 105.5 となった。先行指数は 12 月から 0.6 ポイント下降して 2 か月ぶりの下降、一致指数は 12 月から 5.8 ポイント下降して 2 か月ぶりの下降、遅行指数は 12 月から 2.0 ポイント下降して 6 か月ぶりの下降となった。今回の結果を受けて、CI 一致指数から機械的に導かれる基調判断は「足踏みを示している」と下方修正された。今後の展開については、製造工業生産予測調査の結果から考えると、生産や出荷が大きく持ち直すと想定するのは難しいだろう。そうなると、基調判断は「下方への局面変化」へさらに下方修正される可能性が相応にある。足元の景気の弱さが意識されることになるだろう。

経常収支(1月、季節調整済値、以下同)は、+2 兆 7,275 億円となった。前月(12 月)から 9,175 億円のプラス幅拡大となり、過去最高だった 2023 年 7 月の 2 兆 7,634 億円に次ぐ過去 2 番目の水準となった。経常収支の内訳をみると、貿易収支が -215 億円と前月より 3,437 億円マイナス幅が縮小した。輸出は 8 兆 3,081 億円となり、前月より 6,780 億円減少したが、輸入が 8 兆 3,296 億円と輸出以上に減少幅が大きく、そのことが貿易収支のマイナス幅の縮小につながっている。サービス収支は -3,072 億円となり、前月より 140 億円のマイナス幅縮小となった。これらの結果、貿易・サービス収支は -3,287 億円となり、前月より 3,577 億円マイナス幅が縮小した。また、第一次所得収支は +3 兆 5,985 億円となり、前月より 7,491 億円のプラス幅拡大となり、現行統計で過去最大のプラス幅となった。

東京都区部消費者物価指数(2月中旬速報値)は生鮮除く総合で前年比 +2.5% となり、1 月の同 +1.8% から拡大した。こちらは電気・ガス代負担軽減策が縮小されることに伴った動きであり、食料・エネルギーを除く総合(欧米型コア)でみた前年比は +2.5% と 1 月の値と同じである。以上から、2 月の全国消費者物価指数はエネルギー価格を含む総合、生鮮除く総合については伸びが加速するものの、食料・エネルギーを除く総合では 1 月と同様の 2.6% 程度で落ち着くと見込まれる。物価についてはこのように政府による政策の影響もあるため、変動が大きい食料やエネルギーを除いた指数で動きをみることが必要だろう。

毎月勤労統計(1月速報)は、現金給与総額は前年比 +2.0% と 12 月の同 +0.8% から加速した。中身をみると、「所定内給与」の伸びは同 +1.4% と 12 月と変わらなかったが、ボーナス等の「特別に支払われた給与」が同 +16.9% と大きく増加しており、これが全体に影響している。物価上昇率を加味した実質賃金は同一 -0.6% と 12 月までの -2% 台の状況から改善したが、依然として前年比で減少が続いている。実質賃金が(マイナスではあるものの)改善しつつある点については、確報値の結

果も含めて判断することが重要だが、特に現役世代の家計消費が振るわないのは賃金を含めた所得の伸びが緩やかであることの影響が大きいだろう。

景気ウォッチャー調査(2月)は、現状判断が 51.3 と、2か月ぶりに増加した。内訳をみると、家計動向関連や企業動向関連は増加したが、雇用関連はわずかに減少した。家計動向関連は 50.9 と、50 を上回るもの、内訳をみると小売関連は 2024 年 1 月以降分水嶺の 50 を下回っており、家計消費の弱さとも整合的である。先行きに関してはいずれも増加と見込んでいる割合が高い。

以上、先週公表された指標について概観したが、先月末公表の販売者側からみた消費動向である商業動態統計、家計側から見た家計調査、家計消費を支える勤労者所得を示す毎月勤労統計、景気ウォッチャー調査から窺われる足元の小売業の景況感、いずれも弱めの結果となっており、物価高が続く中で家計消費の停滞が続いている。「所得と支出の好循環」は現在のところ観察できていないといえよう。

米国:ISM 非製造業指数(2月)、JOLTS 求人統計(1月)、貿易収支(1月)、雇用統計(2月)

続いて米国についてみよう。ISM 非製造業指数(2月)は前月比 0.8% ポイント低下の 52.6 となった。内訳をみると雇用指数が 48 と分水嶺の 50 を下回ったものの、新規受注指数は 56.1 と増加しており、先行きに関しては期待が持てる結果となつた。

JOLTS 求人統計(1月)は求人数が 12 月から 2.6 万件減少の 886.3 万件となった。求人率は緩やかに減速しており、労働市場についてソフトランディングシナリオを支持する内容となっている。

貿易収支(1月)は 674 億ドルのマイナスとなり、前月と比べて 5.1% 増加した。資本財や自動車および自動車部品の輸入の増加が貿易収支のマイナス額拡大に寄与している。

雇用統計(2月)は、非農業部門雇用者数が 1 月から 27.5 万人増となったものの、失業率は 3.9% と悪化した。賃金上昇率は緩やかに鈍化を続けており、2 月は前年比 +4.3% となっている。もっとも、鈍化とはいえ、賃金上昇率は高く、内需も堅調であるため、これが 2% のインフレ目標と整合的とはいえない。今回の結果を受けた FRB の政策スタンスは現状維持を基本に据えつつ、利下げといった行動は時期尚早という形に落ち着くだろう。

ユーロ圏:小売売上高(1月)、ECB 政策理事会

次にユーロ圏である。1月の小売売上高は季節調整済み前月比で +0.1% と微増となった。食料やガソリンなどの消費が増加した。

また欧州中央銀行(ECB)は 7 日に政策理事会を開催し、4 会合連続の政策金利の据え置きを決定した。こちらは市場の見通しに沿ったものである。スタッフによる経済見通しを確認すると、実質 GDP 成長率は 2024 年 +0.6%、2025 年 +1.5%、2026 年 +1.6% であり、コアインフレ率は 2024 年 +2.6%、25 年 +2.1%、2026 年 +2.0% となっている。12 月会合時の経済見通しと比較すると、実質 GDP 成長率は 2024 年が下方修正、2026 年が上方修正、インフレ率については下方修正となっている。

ラガルド総裁は、今回会合では利下げの議論はしていないものの、引き締め的な姿勢を巻き戻していく議論を開始したことを明らかにした。利下げ時期については、インフレ率の見通しを下方修正し、2024 年中の成長率見通しを下げていることから、インフレ率の安定化について自信を深めている模様である。ただ、先行きの判断に際して十分なデータがそろっている訳ではなく、特に賃金上昇率と企業利益の動向に注目しているとのことである。

ラガルド総裁はダボス会議で、個人的な見解と断りつつも夏場の利下げに言及していた。4 月会合での利下げの可能性は小さいものの、より多くのデータが得られる 6 月にどのような判断を行うかが注目される。

中国:消費者物価指数(2月)、生産者物価指数(2月)

最後に中国経済である。消費者物価指数(2月)は前年比 +0.7% となり、6か月ぶりの上昇となった。前月比は +1.0% と 1 月の同 +0.3% から大きく加速している。品目別にみると、豚肉や生鮮野菜といった食料品に加えて、春節の影響もあり旅行価格が上昇したことが影響した。

もっとも、物価が 6 月ぶりにプラスになったことで総需要の弱さが払しょくされたとみるのは早計である。1 月および 2 月の中の経済統計は、毎年日付が異なる春節の影響によって上下する。1 月の物価が大きく落ち込んだ(前年比 -0.8%)のは、比較対象である 2023 年 1 月の価格が昨年の春節の影響もあり上昇したことも影響している。2 月は逆に今年の春節の影響が物価を上振れさせている側面もある。消費者物価指数に先行する生産者物価指数は 2 月に前年比 -2.7% となった。17 か月連続の下落となり、生産者サイドからの物価下落圧力は根強く続いている。この点に留意すべきである。

今週(3 月 11 日(月)~3 月 16 日(土))のポイント

図表に今週の重要指標・主な予定をまとめている。日本では 11 日に四半期別 GDP2 次速報が公表された。結果は 1 次速報の前期比年率 -0.4% の実質成長率が同 +0.4% と上方修正されたが、これは設備投資の上方修正によるものであって、逆に民間消費や政府支出は下方修正となり、内容は良くない。12 日には国内企業物価(2 月)が公表される。こちらは [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定だが、前年比の伸びは 1 月と大きくは変わらないと見込まれる。15 日には第三次産業活動指数(1 月)が公表される。鉱工業生産が大幅に減少する中、サービス業を含む第三次産業活動の動向が注目される。

米国では 12 日に消費者物価指数(2 月)が、そして 14 日に小売売上高(2 月)、生産者物価指数(2 月)と物価や家計消費に関する重要な指標が発表される。米国景気を支える消費動向の先行き、また物価上昇率が 2% に向け持続的に低下方向にあるのか否かが最大の注目点である。また NY 連銀製造業景気指数、ミシガン大学消費者信頼感指数の 3 月の値から足元の景気動向を推し量る形となろう。

図表: 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
3/11 (月)	• 四半期別GDP (2023年10 - 12月期、2次速報値)		
3/12 (火)	• 国内企業物価(2月)	• 消費者物価指数(2月)	
3/13 (水)			• ヨーロッパ鉱工業生産指数(1月)
3/14 (木)		• 小売売上高(2月) • 生産者物価指数(2月)	
3/15 (金)	• 第三次産業活動指数(1月)	• NY連銀製造業景気指数(3月) • 鉱工業生産(2月) • ミシガン大学消費者信頼感指数(3月速報)	
3/16 (土)			

3. 2024 年 3 月 18 日(月)~3 月 22 日(金): 春闘第 1 回回答集計は 5% 超えと大幅上昇、ただし拙速な政策変更は禁物である

春闘第 1 回回答集計は 5% 超えと大幅上昇、ただし拙速な政策変更は禁物である

先週末に公表された春闘第 1 回回答集計結果は、エコノミストの予想を大きく上回る 5.28%(定期昇給、ベースアップ分含む)の賃上げ率という結果になった。5% を上回ったのは 1991 年以来 33 年ぶりであり、昨年度の春闘第一回賃上げ率 3.80% からさらに 1.5% ポイント程度伸びが拡大している。また現段階で集計可能な中小企業の賃上げ率をみると 4.42% と、こちらも昨年度の第一回回答結果 3.45% から 1% ポイント程度上昇している。企業が賃上げを行う際に最も重視するのが利益動向であり、大企業、中堅企業の経常利益は前年と比べて増加しているが、中小企業の経常利益は前年と比べて減少している点を考慮に入れても、今年度の最終結果は全体で 4% 台後半、中小企業の賃上げ率も 4% を超える可能性があるだろう。

なお賃上げ率は定期昇給分とベースアップ分の和であるが、回答組合の全てが内訳を公表している訳ではない。ベースアップ分が明確にわかる組合のみを集計した結果をみると、ベースアップ分は全体では 3.7%、中小企業は 2.98% である。中小企業の回答が増える最終集計に向け、この結果はマイルドなものとなるだろうが、2022 年度のベースアップ分の伸び 2.1% を上回る可能性は高いだろう。こうした動きは所得から支出の好循環が達成されるかどうかという観点からは好ましい動きである。だが、実際に所得拡大が支出拡大に結びつくかは不確定要素が大きい。まず春闘の最終結果がどの程度となるのかは不明であるし、春闘の最終結果から実際に家計の所得がどの程度増えるのかも未知数である。

特にこうした未知数な状況の中、明るい変化がみられるからといって政策変更を行うとしたら、それは拙速な判断と言わざるを得ないだろう。18 日・19 日の 2 日間にわたり開催される金融政策決定会合で日銀はこれまで続けてきた大規模な金融緩和政策を止める可能性が強まっている。先週末にメディアからマイナス金利政策の解除を含む政策修正の観測報道が一斉に出でてきているが、こうした動きは様々な点から見て拙速であると筆者は考える。

まず経済・物価情勢の観点から見ても拙速である。詳細は先週の [拙稿](#)をご覧いただきたいが、物価の基調的変動からは物価上昇率が今後加速ではなく減速するであろうことが示唆されるし、総需要についても 2023 年 10-12 月期の GDP はかろうじて前期比プラスとなったものの、7-9 月期の落ち込みをカバーするには至らず、1-3 月期は再び前期比マイナスとなる可能性も高い。

仮に日銀が政策変更を行う場合、緩和姿勢を続けるというスタンスは全く変わらないと主張するだろうが、マイナス金利政策を解除し政策金利をゼロに戻すことはイールドカーブをこれまでよりも上方に維持することを意味するため、名目金利は全体的に上昇することになる。ETF や J-REIT の買い入れを止めるという決定を下せば、さらに政策変更の意味合いは濃厚となる。従来、日銀はこうした政策変更を行う際には、事前に支店長会議の機会を使って地域の経済動向を確認し、さらに政策変更後の経済・物価見通しの点検を行うといった手続きを踏んできたように思う。3 月のタイミングで政策変更を行えば、こうしたプロセスを踏まずに政策変更を行うことになる。経済・物価情勢が過熱しており一刻も早く金融引き締めを行わねばならぬとなれば話は別だが、そういう兆候は全くなく、事前報道通りの結果となれば、なぜ急ぐ必要があるのかが不明である。

本稿がアップされる 19 日には結果が判明しているだろうが、デフレから完全に脱却できる兆候が見えてきている昨今、こうした動きが隅々まで行き渡るまで、政府・日銀は拙速な政策変更を行わず、緩和的な政策を続けることが肝要である。「失われた 30 年」でたびたび繰り返されてきた政策の誤りを再び繰り返さないようにすることが必要である。

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

先週(3 月 11 日(月)~3 月 16 日(土))の振り返り:企業物価(2 月)、第三次産業活動指数(1 月)

先週の動向につき振り返っておこう。国内企業物価(2 月)については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめている。

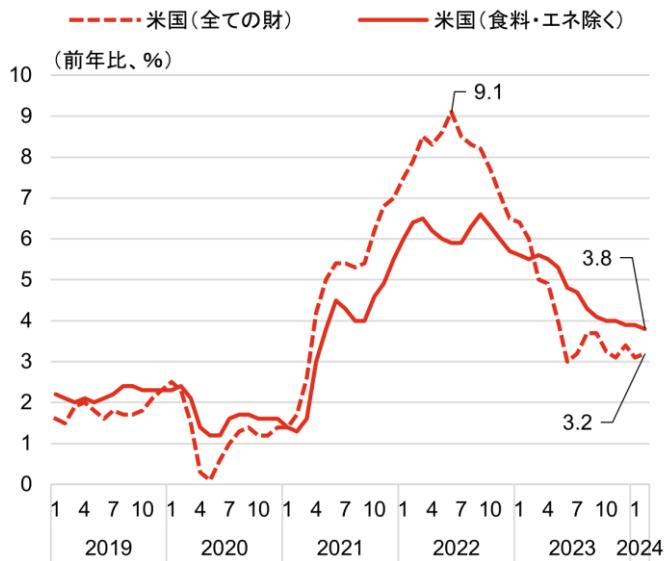
結果をみると、国内企業物価指数が前月比 +0.2%(前年比 +0.6%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比 +1.3%(前年比 +8.8%)、契約通貨ベースで同 +0.1%、輸入物価指数は、円ベースで前月比 +1.1%(前年比 +0.2%)、契約通貨ベースで同一 -0.2% となった。輸入物価指数の前年比は円ベースで減少が止まっている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、電力・都市ガス・水道(寄与度 +0.05% ポイント)、非鉄金属(寄与度 +0.04% ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、石油・石炭製品(同一 -0.09% ポイント)の影響が大きくなっている。図表 2 は企業物価指数の推移をみているが、高水準で横ばいが続く。企業物価指数と消費者物価指数との間に半年程度のラグがあると考えると、消費者物価指数への下押し圧力は今年の夏場あたりまで続くと見込まれる。輸出物価指数は前年比プラス、輸入物価指数は前年比で横ばいの状況がしばらく続くと考えられる。

第三次産業活動指数(1 月)は 100.9(2015 年 =100)となり、前月比 +0.3% と 2 か月連続の上昇となった。昨年 9 月から 11 月にかけて 3 か月連続で下落した後、12 月はこうした低下の反動もあって上昇した。1 月はこうした動きを受けてわずかに上昇した形である。経済産業省は「総じてみれば足踏みがみられる」と基調判断を維持している。実際、2024 年 1 月の値(100.9)は 2023 年 4 月の値(100.6)とほぼ同じ水準であり、総じて足踏みという判断は妥当だろう。業種別にみると、11 業種中、5 業種が前月比上昇、6 業種が前月比低下となっている。4 年ぶりに行動制限のない冬期休暇となったことからサービス消費が増加したことを受け、生活娯楽関連サービスが大きく上昇したことが全体の上昇に寄与している。

米国:消費者物価指数(2月)、小売売上高(2月)、生産者物価指数(2月)、NY連銀製造業景気指数(3月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(3月)

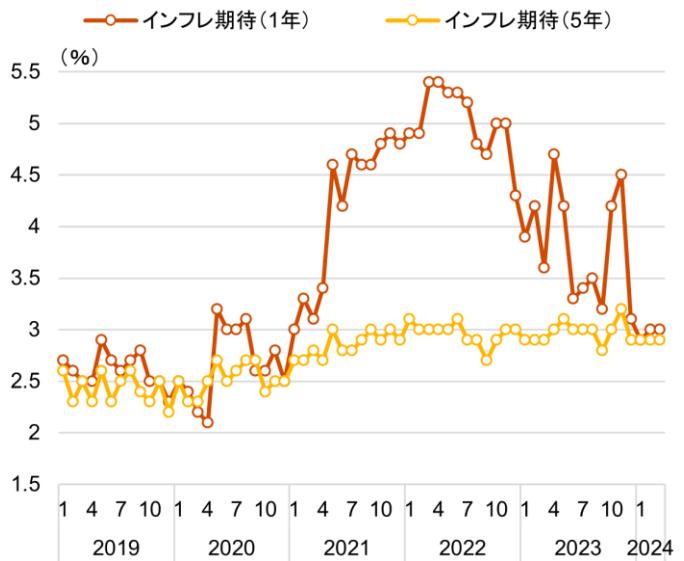
続いて米国についてみよう。2月の消費者物価指数は全ての財を含む総合で前年比+3.2%、食料・エネルギーを除くコア指数で同+3.8%となった。図表1は2019年以降の消費者物価指数の推移をまとめている。米国のCPIは2022年6月に前年比+9.1%を付けたのち、2023年6月には同+3.0%と大きく低下したが、その後は3%台で推移している。食料・エネルギー価格を除いたコア指数の動きはよりマイルドであり、2022年半ばに6%台半ばまで上昇した後に4%程度まで1年間をかけて伸びは低下し、2023年後半以降は4%をやや下回る伸びで推移している。2023年後半以降、減速ペースが緩やかとなっているのは、ガソリンや住居費の動向が大きく影響している。ここ数か月の動きはインフレ率に一定の粘着性があることを示唆している。また生産者物価指数(2月)は前年比+1.6%、前月比+0.6%、食料とエネルギーを除くコア指数は前年比+2.0%、前月比+0.3%といずれも市場予想を上回る結果である。川上部分(生産者物価)の物価が堅調であるということは、川下部分(消費者物価)の先行きも堅調な状況が続くということを意味する。これらの結果はインフレの高止まりを改めて示唆するといえるだろう。

図表1:米消費者物価指数の推移



(出所) BLS より筆者作成

図表2:インフレ期待(1年、5年)の推移



(出所)ミシガン大サイトより筆者作成

小売売上高(2月)は前月比+0.6%と市場予想(同+0.8%)をやや下回った。業種別の動きをみると、ホームセンター、自動車・部品、家電といった品目の売上が増加している。一方で家具、衣料品、ヘルスケア関連の売上は低下した。1月分が悪天候により悪化した側面もあり、2月は1月分からの持ち直しが期待されたが、市場予想には届かず、全体として弱めの結果である。

ミシガン大学消費者信頼感指数(3月)は76.5と2月の76.9からやや低下した。2023年以降消費者信頼感は上下しつつ上昇を続けており、全体としては上昇トレンドにある。経済の現況についての見方は先月と変わらず、消費者の先行き期待は74.6と2月の75.2からやや減少する結果となった。図表2は消費者のインフレ期待の推移をみている。5年先のインフレ期待は3%程度で安定しており、1年先のインフレ期待も3%とここ数か月は横ばいである。5年先のインフレ期待は、米国の物価が加速を始める前の2020年以前と比べてやや高めであるが、安定化の動きがさらに続ければ消費者物価の伸びも2%近傍で推移することになる。

NY連銀製造業景気指数は-20.9と2月の-1.9から19ポイント低下した。2022年夏場以降、上下を繰り返しつつ推移しており、横ばい圏内の動きである。新規受注、輸送、雇用者数といった項目を中心に悪化した。先行きについては、新規受注、輸送、受け取り価格、雇用者数といった項目で改善が期待されている。

ユーロ圏: 鉱工業生産指数(1月)

最後にユーロ圏である。1月のユーロ圏鉱工業生産(季節調整済)は、前月比-3.2%と減少した。主要国別にみると、ドイツやスペインは増加したが、フランスが減少している。また財別にみると、資本財(同-14.5%)、耐久消費財(同-1.2%)、非耐久資本財(同-0.3%)が減少する一方、中間財(同+2.6%)やエネルギー(同+0.5%)の生産が増加している。

今週(3月18日(月)~3月23日(土))のポイント

図表3に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では機械受注統計、貿易収支、全国消費者物価指数の最新値が公表される。これらは [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定だが、特に食料やエネルギーといった特殊要因で変動する財価格の影響を除いた消費者物価指数の基調に変化があるのかが注目である。19日(火)には日銀金融政策決定会合の結果が公表される。マイナス金利政策を解除するとの観測報道もあるが、足元の経済・物価動向から判断する限り、現段階でマイナス金利政策を解除すべき合理的な理由はないと思われる。また3月会合は展望レポートの公表ではなく、また支店長会議で地域の経済動向について幅広く検討する機会もない。日銀の従来の政策決定過程の観点からみても拙速な判断だと思われる。以上の理由から、筆者は3月会合で日銀がマイナス金利政策を解除するとの事前報道には懐疑的だが、いずれにせよ、まずは決定内容についてしっかりと吟味していくことが必要だろう。

米国では住宅建築許可件数、住宅着工件数、中古住宅販売件数の2月データが公表される。これらは金利の影響に敏感な住宅市場の最新の動向についての情報を提供する。21日(木)にはFOMCが開催され、当面の金融政策が決定される。現状維持となる公算が高いが、今後の金融政策についてパウエル議長からより踏み込んだ発言があるかどうかが注目である。

ユーロ圏では消費者物価指数、ZEW景況感指数、PMIが公表される。この中ではPMIの動向に注目だ。中国については、小売売上高や鉱工業生産の2月データが公表される。春節効果といった一時的要因を除いた基調的変動がどうなっているかが注目点である。

図表3 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/18 (月)	• 機械受注統計(2月)		• ユーロ圏消費者物価指数(2月) • 中国小売売上高(2月) • 中国鉱工業生産(2月)
3/19 (火)	• 日銀金融政策決定会合	• 住宅建築許可件数(2月) • 住宅着工件数(2月)	• ユーロ圏ZEW景況感指数(2月)
3/20 (水)			
3/21 (木)	• 貿易収支(2月)	• FOMC • フィラデルフィア連銀景況指数(3月) • 新規失業保険申請件数(3月) • 中古住宅販売件数(2月)	• ユーロ圏PMI(3月)
3/22 (金)	• 全国消費者物価指数(2月)		
3/23 (土)			

4. 2024 年 3 月 25 日(月)～3 月 29 日(金)：時期尚早の異次元緩和終了による日本経済の下振れリスク

時期尚早の異次元緩和終了による日本経済の下振れリスク

日本銀行は、短期の政策金利を従来の一 -0.1% から $0.0\sim0.1\%$ 程度に利上げをする決定をした。いわゆるマイナス金利の解除である。同時に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)の廃止も決定した。物価の実績値が 2% を上回るまでマネタリーベースの残高を増加させるとしたオーバーシュート型コミットメントについても、その要件を満たしたとして廃止した。国債の買い入れ額は、当面は現状の月額 6 兆円を買い入れることとしている。しかし、具体的な買い入れ予定額をみると、買い入れ額が従来よりも減額されており、今後国債買い入れ額も減額される方向性が明確となっている。ETF や J-REIT についても新規の買い入れを停止する。事実上、安倍元首相が掲げたアベノミクスの第一の矢、2013 年 4 月の黒田前総裁により開始された異次元緩和が 11 年の時を経て終了したと言える。しかし、筆者は日本経済は賃金と物価の好循環が生じつつあるものの、依然としてそれが確実に継続するとまでは言えず、今回の引き締めへの転換は時期尚早であったとみている。

日本銀行は、マイナス金利や YCC 廃止の根拠として、現在の見通し期間終盤である 2025 年度に向けて、持続的・安定的に物価見通しを実現していくことが見通せる状況となったことを挙げている。つまり現時点で物価目標が達成された、とまでは判断していない。達成の見通しが高まったので、異次元緩和の廃止に至った、ということである。これは先行きの経済物価の見通しを重視するという意味で、フォワードルッキングな意思決定と言える。しかし、翻って日本経済の現状と見通しを省みると、春闘が 33 年ぶりの高さとなったものの、これまでの本レポートで議論してきた通り、どこまで名目所得の拡大につながるかは不透明である。また物価もこれまでの食料・エネルギー価格の押し上げ効果が減衰することから先行き低下していくことを見込んでいる。このため、過去 22 か月連続で減少していた実質所得が若干のプラスに転じる見込みである。もっともそれが消費の拡大、物価の押し上げにつながるかは不確実性がある。

物価について、日銀は「輸入物価上昇を起因とする価格転嫁の影響が減衰している」とした上で、「これまでの緩やかな賃金上昇を受けて、サービス価格の緩やかな上昇が続いている」としている。直近 2024 年 2 月での全国消費者物価は、前年比 $+2.8\%$ となった。このうち、確かにサービス価格の押し上げはみられるものの、その消費者物価の押し上げ度合いは、1%程度で横ばいとなっている。少なくとも勢いが加速している状況ではない。また、このうち、 0.29% 分は宿泊料の押し上げによるものである。宿泊料については、国内旅行の回復は鈍く、海外からのインバウンド需要による押し上げ度合いが大きい。また、国内消費は GDP ベースで、3 四半期連続での減少となっており、物価を押し上げる力は弱い。このため、現在のサービス価格の上昇は、国内需要の強さによるものではない公算が大きいであろう。経済が非常に過熱して、賃金上昇が消費拡大を通じてさらに物価を押し上げ、物価が 2% 以上に上振れる懸念が強ければ、経済の過熱を抑えるための金融引き締めはうなづける。しかし、足元の日本経済はそのような状況にはないとみる。これまで永く賃金・物価が上がらなかった日本経済はいわば大きな病を患っていた状態であり、多少体力が回復してもすぐにマラソンを走ることは難しい。賃金と物価の好循環の芽が生じただけでなく、すぐに利上げに踏み切る必要はなかったであろう。オーバーシュート型コミットメントはこうした事態を避けるための工夫であったとみられるが、今回日銀は廃止に踏み切った。日本銀行はマイナス金利解除後も緩和的な金融環境は継続する、としている。しかし、仮に今回の利上げ幅自体がわずかであったとしても、金融市場は、将来の利上げをいつ、どこまで実施するかを先んじて予想して動くことになる。将来の利上げを織り込んで市場金利が上昇すれば、実質金利の上昇を通じて経済・物価の押し下げ圧力となる。日本経済が不安定化していかないのか、注意深く見守る必要があろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(3 月 18 日(月)～3 月 23 日(土))の振り返り：機械受注統計(2 月)、貿易統計(2 月)、全国消費者物価指数(2 月)

先週の動向につき振り返っておこう。機械受注統計(2 月)、貿易統計(2 月)、全国消費者物価指数(2 月)については Daily Macro Economic Insights でまとめている。

内閣府から公表された 2024 年 1 月の機械受注統計の結果をみると、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比 -2.9% となった。機械受注統計では毎年 1 月の指標公表時に、過去の季節調整値の改定を行っている。この結果、前月(12 月)の受注額合計は前回公表の同 $+10.3\%$ から同 $+5.0\%$ へと下方修正された。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、1 月に前月比 -1.7% となった。前月は、同 $+2.7\%$ から同 $+1.9\%$ へと下方修正された。1 月は 2 か月ぶりの減少となった。内閣府は、機械受注の動向について 15 か月ぶりに基調判断を変更し、「足元は弱含んでいる」とした。14 か月続けていた「足踏みがみられる」から下方修正となった。

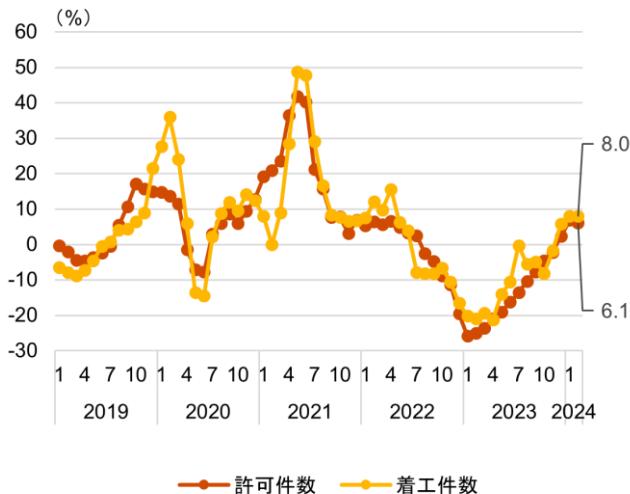
2 月の貿易統計では、輸出金額(名目、原数値)は 8 兆 2,492 億円、前年比 +7.8% となった。3 か月連続で増加した。輸入金額(同)は 8 兆 6,286 億円となり、前年比 +0.5% と 11 か月ぶりに増加した。増加した項目をみると、衣類・同付属品、家具を含む「その他」が寄与度 +3.0% ポイントとなった。その他、広範な品目で輸入が増加した。輸入が増加する要因としては、国内の生産や消費活動が活発化することが考えられる。しかし、少なくとも 1 月までの経済指標からはそのような兆候はみられない。中国の春節の時期は昨年の 1 月から、今年は 2 月に変化しており、その影響を受けている可能性がある。このため、2 月の輸入増加の要因については、他の経済指標も含めて慎重な見極めが必要であろう。

2 月の消費者物価指数(全国)は総合で前年比 +2.8%、生鮮除く総合で同 +2.8%、生鮮・エネルギー除く総合で同 +3.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同 +2.5% と、電気・ガス代負担軽減策の縮小の影響を受けて再び加速する結果となった。品目別にみると、宿泊料、菓子類、調理食品、外食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 -1.7% と下落幅が大幅に縮小した。エネルギー構成品目の動きをみると、電気代は前年比 -2.5%、都市ガス代は同一 -13.8% と下落度合いが縮小した。逆に灯油は同 +4.3% とわずかに伸びを強め、ガソリンは同 +4.5% とやや伸びが縮小している。食料やエネルギー価格の影響を除いた欧米型コア指数は前年比 2.5% と引き続き 2% 台後半を維持しているものの、今年に入り緩やかな減速が続いている。

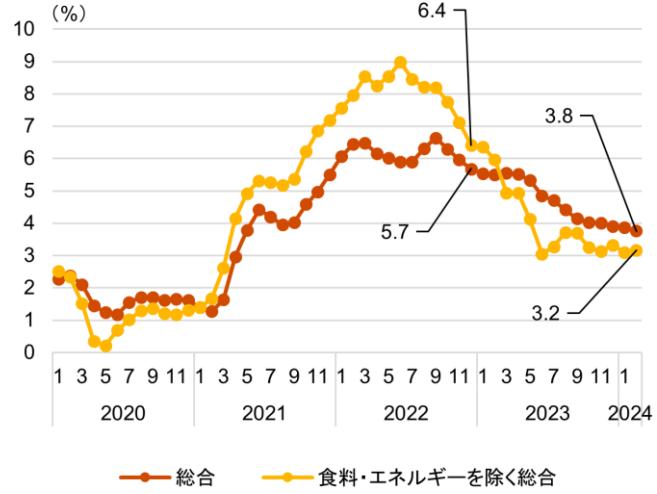
米国:住宅建築許可件数(2月)、住宅着工件数(2月)、FOMC(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)

続いて米国についてみよう。2 月の住宅許可件数は 151 万 8,000 戸、前月比 +1.9% となった。前年比では +2.4%、同 3 か月平均では図表 1 にある通り、同 +6.1% である。一方、住宅着工件数は、152 万 1,000 戸で前月比 +10.7% (前月 -12.3%) となった。前年比は +5.9%、3 か月平均では同 +8.0% となった。許可件数・着工件数は、2023 年初から改善傾向にあったが、やや伸びが横ばいになりつつある。もっとも、住宅需要に大きな影響のある 30 年モーゲージ金利は、昨年 10 月 26 日の週に 7.79% をつけた後、徐々に低下し、12 月半ばに 7% を割り込んだ。その後は 6.5~6.9% 程度で推移している。この金利低下を受けて住宅需要の回復が継続する可能性があり、今後の見極めが重要となろう。

図表 1:米住宅許可件数・着工件数(前年比、3 か月平均)



図表 2:米消費者物価上昇率の推移



(出所)BLS より筆者作成

(出所)FRED より筆者作成

3 月の FOMC では、経済・物価・政策金利の見通しが示された。実質 GDP は、2024 年が前回(12 月)の +1.4% から今回は +2.1% へと 0.7% ポイントの大幅な上方修正となった。2025 年、2026 年の両年とも若干の上方修正となった。一方、物価は 2024 年は +2.4% で変わらず、2025 年は同 +2.1% から同 +2.2% へと 0.1% ポイントの上方修正となった。これらを受けて、政策金利の見通しは 2024 年末に 4.6% で変わらずとなった。これは現在の 5.25~5.50% から、3 回程度の利下げを見込んでいることになる。2025 年末は前回(12 月)の 3.6% → 今回 3.9% (+0.3% ポイント)、2025 年末は同様に 2.9% → 3.1% (+0.2% ポイント)と引き上げられた。また、長期的な(名目)中立金利も 2.5% → 2.6% (+0.1% ポイント)と引き上げられた。図表 2 で改めて米国の物価動向を確認しておこう。2022 年の半ばのピークから 2023 年半ばにかけては、食料・エネルギー

価格を含む総合を中心に大幅にインフレ率が鈍化した。一方、2023 年半ば以降は 3% 以上で横ばいとなっており、2% まで低下しきらない状態が継続している。食料・エネルギー価格を除く総合では、より緩やかな鈍化となっており、直近 2024 年 2 月でも前年比 +3.8% と高止まりしている。このように物価が低下しにくい粘着性を見せていることから、先行きの利下げが緩やかになったとみるべきであろう。

次に 3 月のフィラデルフィア連銀製造業景気指数は 3.2 となり、2 月の 5.2 から 2 ポイント低下した。新規受注などが増加したもの、支払い価格や受取価格が下押しした。

ユーロ圏: 製造業 PMI・非製造業 PMI(3 月)／中国: 小売売上高・鉱工業生産(1-2 月)

次にユーロ圏である。3 月の製造業 PMI は、45.7 となった。前月の 46.5 よりも減速した。中心国であるドイツやフランスで弱い結果となっており、欧州経済の弱さを反映している。また、3 月のサービス業 PMI は、51.1 となり前月の 50.2 よりも改善した。

最後に中国経済である。1-2 月の小売売上高は、前年比 +5.5% となり、12 月の +7.4% から伸びが鈍化した。2 月の春節で旅行が回復し、観光や関連業種が押し上げたものの、伸びは鈍化した。一方、1-2 月の鉱工業生産が公表され、前年比 +7.0% となった。2023 年 12 月の +6.8% よりも伸びが若干加速した。

今週(3月25日(月)~3月31日(日))のポイント

図表 3 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本は月末恒例の指標発表の集中日。30 日に鉱工業生産、商業動態統計、住宅着工件数、消費者態度指数、12 月 1 日に完全失業率と有効求人倍率のそれぞれ最新値が公表される。生産に関しては増加が予想されているが、持ち直しの動きが明確化するか否かに注目である。商業動態統計については堅調な動きを示す小売売上高が 10 月も拡大するか否かが注目だろう。

米国については、28 日に新築住宅販売件数、29 日に GDP 改定値、30 日に 10 月分の PCE デフレーター、12 月 2 日に ISM 製造業景気指数が公表される。PCE デフレーターについては 10 月 CPI と同様、伸びの鈍化がより明確な形となるかが注目だ。ISM 製造業景気指数から、11 月の景気動向についてはしっかり確認したいところである。

欧州についてはユーロ圏の失業率、CPI の動きが注目である。中国については製造業 PMI の動きに注目だろう。

図表 3: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/25 (月)		• 新規住宅販売件数(2月)	
3/26 (火)		• 耐久財受注(2月) • コンファレンスボード消費者信頼感指数(3月)	
3/27 (水)			• ユーロ圏消費者信頼感(2月、確報)
3/28 (木)		• 実質GDP(10-12月期、確報値) • シカゴPMI(3月) • 新規失業保険申請件数(3月) • ミシガン大学消費者信頼感指数(3月、確報)	• ユーロ圏マネーサプライ(2月)
3/29 (金)	• 鉱工業生産(2月) • 商業動態統計(2月) • 東京都区部消費者物価指数(3月中旬速報) • 有効求人倍率・完全失業率(2月) • 住宅着工件数(2月)	• PCEデフレーター(2月)	
3/30 (土)			
3/31 (日)			• 中国製造業PMI(3月)

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

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