

# Monthly Economist Report

挽回生産による回復も、  
実質所得減少により弱い国内需要

2024 年 6 月

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤  
チーフエコノミスト、上席執行役員 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 6 月のまとめ：挽回生産による回復も、実質所得減少により弱い国内需要 .....2
- II. Daily Macro Economic Insights.....3
  - 1. 家計調査(2024 年 4 月)－可処分所得は減少が続き、消費も弱めの動きが続く－ .....3
  - 2. 景気動向指数(2024 年 4 月分速報)－改善が続くも、その動きは緩やか－ .....5
  - 3. 国際収支統計(2024 年 4 月)：経常収支のプラス幅が拡大、その他業務サービスのマイナス幅拡大.....7
  - 4. 企業物価指数(2024 年 5 月速報)－円安の影響もあり、輸入物価の伸びが強まる－ .....9
  - 5. 機械受注統計(2024 年 4 月)－コア民需は 3 か月ぶりの減少－ .....11
  - 6. 貿易収支(通関統計)(2024 年 5 月)－輸出金額の増加傾向は継続、輸出数量は減少幅縮小－ .....13
  - 7. 消費者物価指数(全国、2024 年 5 月)－欧米型コア指数は前年比＋1.7%と 2%を下回る－ .....15
  - 8. 商業動態統計(2024 年 5 月速報)－夏場にかけて拡大基調が続くことが期待される－ .....17
  - 9. 鉱工業生産(24 年 5 月速報)－生産は 2 か月ぶりの上昇、だが先行きは楽観できず－ .....19
  - 10. 一般職業紹介・労働力調査(2024 年 5 月)：有効求人倍率は 4 年ぶりの低水準まで悪化／新規求人数の  
落ち込みは緩やかに有効求人倍率の悪化が継続、失業率は 8 か月ぶりに悪化.....21
- III. Weekly Macro Economic Insights .....23
  - 1. 2024 年 6 月 3 日(月)～6 月 7 日(金)：春闘をみる上での注意点：大企業・中堅企業は増収増益継続も、中  
小企業では減益 .....23
  - 2. 2024 年 6 月 10 日(月)～6 月 14 日(金)：黄色信号が灯っている「2%の物価安定目標」と好循環 .....27
  - 3. 2024 年 6 月 17 日(月)～6 月 21 日(金)：日銀政策決定会合(6 月)の結果とコメント.....31
  - 4. 2024 年 6 月 24 日(月)～6 月 28 日(金)：日本銀行の長期国債残高見通し .....35



I. 2024 年 6 月のまとめ：挽回生産による回復も、実質所得減少により弱い国内需要

(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)

7 月 1 日、内閣府より、異例となる 2024 年 1-3 月期の実質 GDP (2 次速報 (改訂値)) が公表された。設備投資の基礎統計である建設総合統計における遡及改定を受けたもので、実質 GDP は前期比年率 -2.9% となり、2 次速報の -1.8% から下方修正された。住宅投資・公共投資が下方修正となったことが反映された。国内消費をみると、4 月の[家計調査](#)においては、実質消費は前年比 +0.5%、前月比 -1.2%、名目消費は前年比 +3.0%、前月比 -0.2% となり、減少に転じた。勤労者世帯の実質可処分所得は前年比 -2.6% と、2022 年 10 月以降 19 か月連続前年比減少となった。物価上昇に伴う押し下げ効果がややマイルドとなり、実収入の伸びは拡大していない。このため、実質可処分所得の減少ペースは加速している。2024 年 1 月以降、下げ止まりの兆しもあったが、弱めの動きが継続している。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。一方、5 月の[商業動態統計](#)では、名目の小売業販売額は前月比・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、やや持ち直しの動きがみられる。次に設備投資動向をみておこう。4 月の[機械受注統計](#)は、船舶・電力を除く民需 (コア民需) は前月比 -2.9% となった。前月の同 +2.9% の増加分を打ち消した。製造業が 3 か月ぶりに減少したことがけん引した。また、外需向けは、4 月に同 +21.6% と大幅に増加した。5 月の[鉱工業生産](#)では、生産が前月比 +2.8% と 2 か月ぶりに上昇に転じた。また、先行きを製造業工業予測調査でみると、2024 年 6 月は前月比 -4.8%、7 月は同 +3.6% と、一進一退の動きとなっている。2024 年 4-6 月期の生産は 1-3 月期の自動車の認証不正による減産からの挽回生産が見込まれていた。しかし、予測指数を踏まえると、挽回生産は前期比 +2% 程度が上限となる見込みである。外需に目を転じると、5 月の[貿易統計](#)では、名目輸出金額は前年比 +13.5% となり、6 か月連続で増加した。輸出数量は前年比 -0.9% となり 4 か月連続で減少した。実質輸出動向は弱めの動きとなっている。また、輸入金額が前年比 +9.5% となり、2 か月連続で増加した。以上を踏まえ、景気動向をみておこう。4 月の[景気動向指数](#)における一致指数は 115.2 となった。前月 (3 月) から 1.0 ポイント上昇し、2 か月連続の上昇となった。もっとも改善の度合いは緩やかである。物価面をみると、5 月の[企業物価指数](#)では、国内企業物価指数が前年比 +2.4% (前月比 +0.7%) となった。2022 年に入り、水準が切り上がっている。輸出物価・輸入物価も伸びを強めている。企業物価は 6 か月程度のラグをもって消費者物価を押し上げる。5 月の[全国消費者物価](#)は、総合で前年比 +2.8% (前月 +2.5%) となり、前月より伸びを強めた。エネルギー価格の上昇が寄与している。もっとも食料・エネルギーを除く欧米型コアでは前年比 +1.7% と 2% を割り込んでいる。

国内景気は、実質所得の減少に伴って実質消費の減少が続いている。一時緩やかとなった物価の動きも、エネルギー価格上昇を受けて再び伸びを強めている。1-3 月期は、自動車の認証不正問題に伴う生産停止により、経済が広範に落ち込んだ。4 月はやや回復がみられたものの、力強さには欠けており、4-6 月期以降の回復は緩やかなものとなろう。

図表 1: 各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・中国等
経済	2024 年 Q1 実質 GDP (2 次速報 (改訂値)) は、前期比年率 -2.9% に下方修正となった。住宅・設備投資・公共投資が軒並み落ち込んだ。	労働市場、住宅市場等でやや景気に鈍化の兆しがみられる。	ユーロ圏は独仏を中心に軟調。中国は春に盛り上がった回復がやや失速している。
物価	サービスを含め内需拡大による物価押し上げ圧力は弱い。	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% 割れまで鈍化。中国 CPI は小幅なプラス圏に浮上。
政策	電気・ガス料金負担軽減策が追加されたものの、数か月の実施にとどまる。	経済指標の悪化で利下げ期待が高まるもの、物価は高止まりで決定打に欠ける状態が継続している。	ユーロ圏は 6 月利下げ後の追加利下げに不透明感。中国は財政拡大への期待が高まる。
先行き	自動車の挽回生産による回復はあるものの、実質所得減少による消費の下押しが継続し、一進一退の動きとなる見込み。	米大統領選挙が近づき、財政拡大が見込まれる。利下げへの転換が困難で、経済の拡大ペースが緩やかに減速していく見込み。	ユーロ圏は政治不安も台頭。中国は内需回復が焦点。また、過剰生産問題による貿易摩擦の悪化が懸念される。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2024 年 4 月)ー可処分所得は減少が続き、消費も弱めの動きが続くー

実質家計消費は前年比 0.5%増、前月比 1.2%減、弱めの動きが続く

総務省から 4 月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比+0.5%、前月比では-1.2%、名目消費支出が前年比+3.0%、前月比で-0.2%となり、物価上昇が続く中、減少に転じた。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費などの交通・通信、教養娯楽サービス、野菜・海藻などの食料が消費支出の減少に寄与した。一方で授業料や婚礼・葬儀関係費などの支出は拡大した。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、4 月は前年比-2.6%と 2022 年 10 月以降 19 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 0.2%、実質で同-2.6%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-2.8%となる。物価上昇に伴う押し下げ効果はややマイルドとなったが、実収入の伸びは拡大していない。以上から実質可処分所得の減少の勢いは再び加速している。

総務省による、SNA ベースの家計最終支出に相当する 4 月の実質消費支出総額(CTI マクロ)は 102.9(2020 年=100)となり、3 月の値を 0.1 だけ上回ったものの、1-3 月期の値(103.0)を下回った。ほぼ横ばいの状況である。

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、2024 年 1 月以降は下げ止まりの兆候もあるものの、今のところ減少トレンドを反転させるには至っていない。4 月の家計消費も弱めで推移する状況は変わらないと言える。

図表 1:家計調査の概要

(単位: %)

		名目消費支出		実質消費支出		実質可処分所得 (勤労者世帯)	平均消費性向 (勤労者世帯)
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	可処分所得に対する割合
2022年	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
	2	2.8	1.1	-0.5	1.4	-2.8	66.1
	3	3.2	1.7	-1.2	1.2	-0.1	84.3
	4	3.0	-0.2	0.5	-1.2	-2.6	76.2

(出所) 総務省より筆者作成。



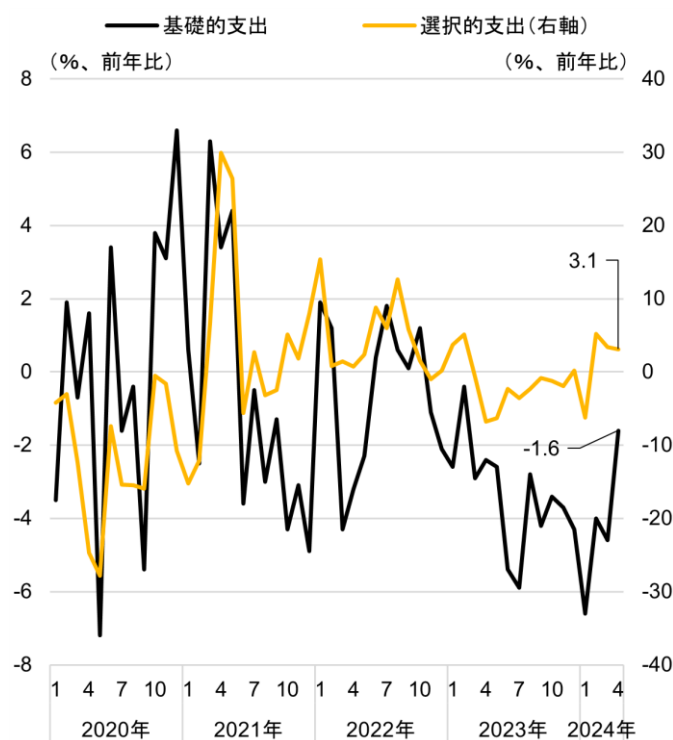
## 基礎的支出は消費減、価格上昇、選択的支出は消費増、価格変化率は着実に弱まる

総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出（必需品的なもの）と選択的支出（ぜいたく品のもの）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。

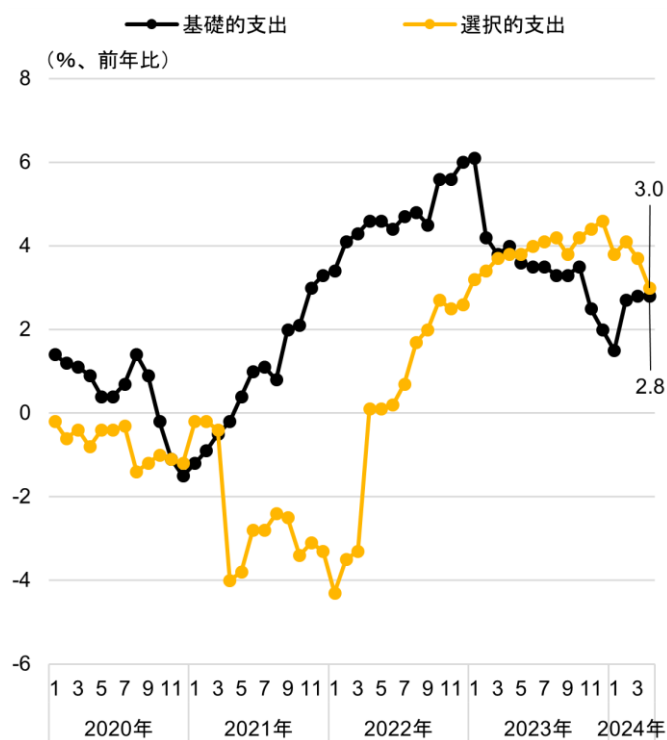
図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。2022年11月以降、基礎的支出の落ち込みが続き、2024年1月は-6.6%と落ち込みが最も深刻となった。4月は-1.6%と2023年2月以来の下落率に留まったが下落そのものは続いている。選択的支出は2024年1月に-6.2%と減少が進んだが、2月以降は増加に転じ、4月は3.1%増となっている。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、2024年1月は同+1.5%と伸びを弱めた。2月は再び同+2.7%と伸びが加速したが、これは電気・ガス代負担軽減策の縮小によるところが大きい。3月・4月は同+2.8%とやや伸びが拡大している。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、2024年4月は前年比+3.0%と伸びの縮小は止まっていない。

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う状況は変わらない。選択的支出は実質消費増が続くものの、価格変化率は着実に低下している。今後の動向は要注目と言えるだろう。

図表2: 基礎的支出・選択的支出の実質前年比推移



図表3: 基礎的支出、選択的支出の価格変化率



（出所）総務省より筆者作成。

2. 景気動向指数(2024 年 4 月分速報)ー改善が続くも、その動きは緩やかー

4 月一致指数は 3 月に続き改善

内閣府から 2024 年 4 月の景気動向指数が公表された。4 月の CI 速報値(2020 年=100)は先行指数 111.6、一致指数 115.2、遅行指数 105.8 となった。先行指数は 3 月から 0.1 ポイント下降して 3 か月ぶりの下降、一致指数は 3 月から 1.0 ポイント上昇して 2 か月連続の上昇、遅行指数は 3 月から 0.8 ポイント下降して 3 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 0.77 ポイント上昇と 4 か月ぶりの上昇、7 か月後方移動平均は 0.06 ポイント下降し、こちらは 4 か月連続の下降となった。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「下方への局面変化を示している」と引き続き据え置かれた。

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。4 月の前月差は 3 月に続きプラスとなった。これは一致指数を構成する 10 指標のうち 6 指標がプラスであり、特に 3 月に減少した商業販売額(卸売業、小売業)が 4 月にプラスとなったことが大きく影響している。

5 月は改善、6 月は低下という製造工業生産予測調査の結果を念頭におくと、一致指数の増加は少なくとも来月も続くことになるはずだ。もっとも、「下方への局面変化を示している」という基調判断を覆す形になるかどうかは未知数だろう。

図表 1: 一致指数の推移とその内訳

	一致指数		生産指数 (鉱工業)	鉱工業用 生産財 出荷指数	耐久 消費財 出荷指数	労働投入量 指数 (調査産業計)	投資財 出荷指数 (除輸送機械)	商業 販売額 (小売業)	商業 販売額 (卸売業)	営業利益 (全産業)	有効求人 倍率 (除学卒)	輸出数量 指数	
	指数	前月差											
													前月差の 寄与度
2021年	10	106.9	2.1	0.34	0.36	0.55	0.06	-0.00	0.14	-0.12	0.65	0.02	0.11
	11	111.4	4.5	0.73	0.79	0.91	0.05	0.22	0.10	0.41	0.62	0.15	0.55
	12	111.8	0.4	-0.21	-0.09	0.14	0.09	-0.01	-0.07	-0.30	0.56	0.29	-0.05
2022年	1	111.0	-0.8	-0.10	-0.33	-0.49	-0.06	0.10	-0.01	0.07	-0.22	0.28	0.01
	2	111.3	0.3	0.19	0.33	0.29	-0.19	-0.15	-0.20	-0.04	-0.22	0.15	0.13
	3	111.6	0.3	-0.04	-0.05	-0.07	0.24	0.04	0.16	-0.10	-0.23	0.28	0.05
	4	111.9	0.3	-0.05	-0.08	-0.11	0.14	0.25	0.25	-0.03	0.11	0.15	-0.33
	5	111.4	-0.5	-0.31	-0.33	-0.48	-0.13	-0.08	0.06	0.30	0.10	0.15	0.14
	6	113.6	2.2	0.53	0.52	0.67	0.18	0.25	-0.23	-0.13	0.10	0.29	0.06
	7	114.1	0.5	0.08	0.03	0.26	-0.18	0.19	0.09	-0.23	-0.11	0.29	0.03
	8	115.2	1.1	0.20	0.00	-0.14	0.13	0.42	0.18	0.31	-0.11	0.29	-0.19
	9	114.5	-0.7	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.07	-0.10	-0.11	0.15	-0.06
	10	114.1	-0.4	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.22	0.14	0.15	0.10
	11	113.9	-0.2	0.00	-0.09	0.25	0.05	-0.28	-0.20	-0.10	0.14	0.29	-0.18
	12	113.5	-0.4	-0.08	-0.23	-0.08	0.02	0.15	0.14	-0.06	0.13	0.02	-0.41
2023年	1	112.5	-1.0	-0.37	-0.12	0.14	-0.08	-0.55	0.13	-0.19	0.11	0.02	-0.09
	2	114.5	2.0	0.47	0.35	0.16	0.13	0.43	0.24	0.09	0.11	-0.11	0.14
	3	114.4	-0.1	0.06	-0.07	0.29	0.00	-0.05	-0.04	-0.13	0.11	-0.24	-0.10
	4	114.5	0.1	0.04	-0.08	0.11	-0.02	-0.11	-0.19	-0.12	0.25	0.03	0.24
	5	115.3	0.8	-0.15	-0.09	0.21	0.34	0.05	0.08	0.14	0.24	0.03	-0.06
	6	115.4	0.1	0.13	0.17	-0.05	-0.12	-0.05	-0.02	-0.24	0.24	-0.10	0.10
	7	115.0	-0.4	-0.20	-0.12	-0.23	-0.25	-0.24	0.15	0.09	0.19	-0.09	0.36
	8	115.2	0.2	-0.05	0.19	0.04	0.21	-0.01	0.00	0.05	0.19	0.04	-0.45
	9	115.6	0.4	0.02	0.02	0.06	-0.08	-0.08	-0.08	-0.05	0.19	-0.09	0.46
	10	115.6	0.0	0.17	-0.08	-0.05	0.03	0.10	-0.22	0.09	0.02	0.05	-0.07
	11	114.8	-0.8	-0.08	0.07	0.05	-0.02	-0.13	0.14	-0.10	0.02	-0.22	-0.53
	12	115.9	1.1	0.17	0.02	0.13	-0.08	0.46	-0.32	0.06	0.02	0.05	0.58
2024年	1	112.2	-3.7	-0.80	-0.82	-0.88	-0.16	-0.65	-0.03	0.05	0.04	0.05	-0.47
	2	111.5	-0.7	-0.09	-0.14	-0.45	0.33	-0.32	0.30	0.19	0.03	-0.09	-0.49
	3	113.9	2.4	0.66	0.35	0.41	-0.00	0.61	-0.26	-0.19	0.02	0.39	0.41
	4	115.2	1.0	-0.01	-0.10	0.20	-0.01	0.16	0.17	0.69	0.03	-0.28	0.10

(出所) 内閣府より筆者作成。

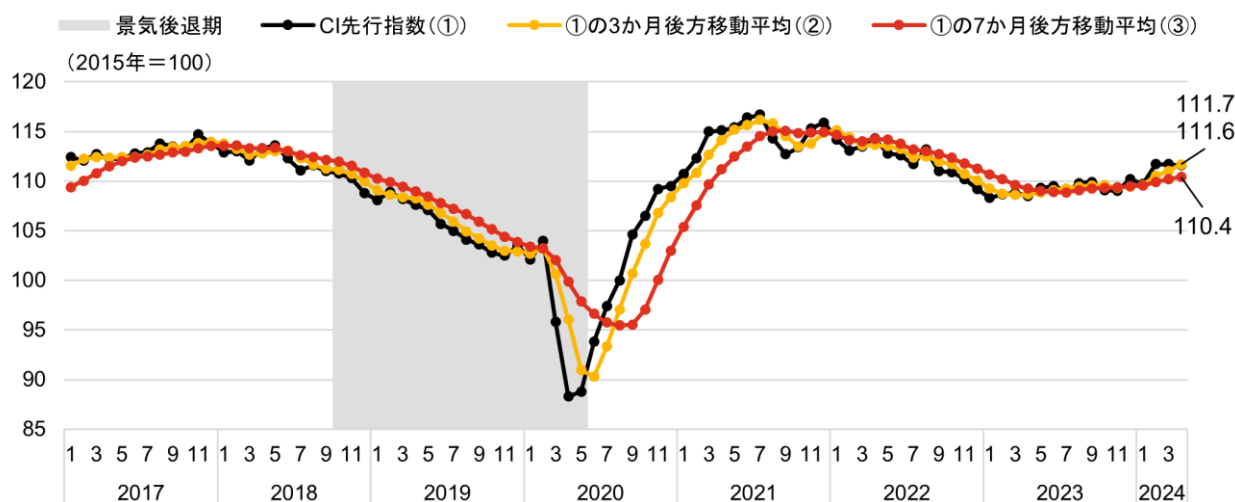
## 先行指数の上昇トレンドは拡大するも、その動きは緩やか

前頁でふれたとおり、4月の先行指数は3か月ぶりの下降となったが、3か月後方移動平均は0.70ポイント上昇と5か月連続の上昇となり、7か月後方移動平均は0.24ポイント上昇して、こちらは9か月連続の上昇となった。図表2のとおり、先行指数の上昇トレンドは引き続きじわじわと拡大している。

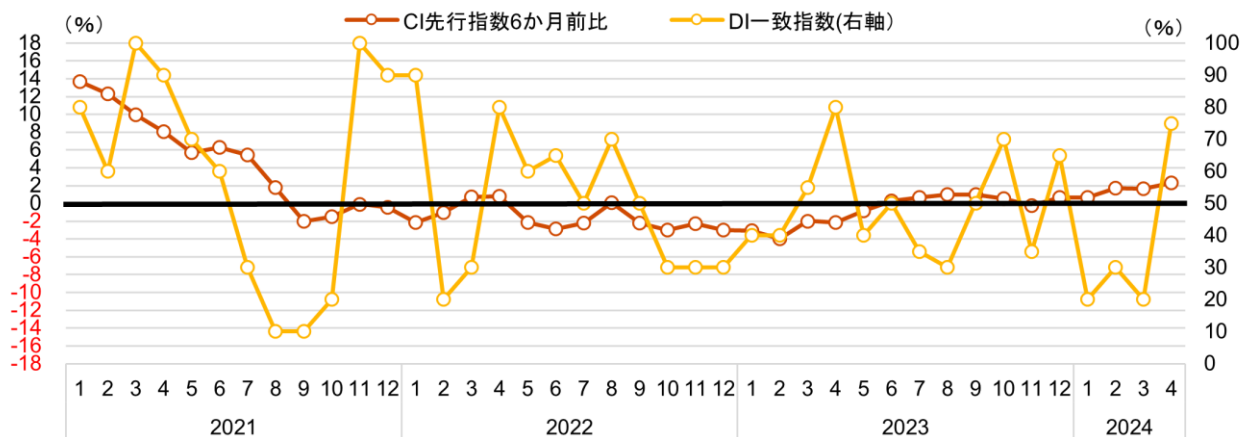
図表3は図表2のCI先行指数の6か月前との変化率と、DI一致指数の推移を示している。CI先行指数6か月前比は景気が今後改善基調に向かうのかどうかを意味しており、この値のプラスが続けば、景気の勢いが強いことを意味する。DI一致指数は50%を上回れば、現在の景気は改善しており、50%を下回れば、現在の景気は悪化していることを意味する。以上から、CI先行指数6か月前比がマイナスとなり、DI一致指数が50%を下回る状態が続けば、景気は悪化している可能性が高いということになる。

図表3は図表2のCI先行指数の6か月前との変化率と、DI一致指数の推移を示している。CI先行指数6か月前比は景気が今後改善基調に向かうのかどうかを意味しており、この値のプラスが続けば、景気の勢いが強いことを意味する。DI一致指数は50%を上回れば、現在の景気は改善しており、50%を下回れば、現在の景気は悪化していることを意味する。以上から、CI先行指数6か月前比がマイナスとなり、DI一致指数が50%を下回る状態が続けば、景気は悪化している可能性が高いということになる。

図表2: 先行指数の推移



図表3: CI先行指数6か月前比とDI一致指数の推移



(出所) 内閣府より筆者作成。

3. 国際収支統計(2024 年 4 月): 経常収支のプラス幅が拡大、その他業務サービスのマイナス幅拡大

経常収支のプラス幅が拡大

財務省から、2024 年 4 月の国際収支統計が公表された(図表 1)。4 月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2 兆 5,241 億円となった。前月(3 月)から+5,135 億円のプラス幅拡大となった。4 月の経常収支の内訳をみると、貿易収支・サービス収支が-5,529 億円(前月比+2,994 億円)となった。貿易収支は-4,151 億円(同+1,589 億円)となり、3 か月連続でマイナスとなったものの、マイナス幅は縮小した。輸出は 8 兆 5,143 億円(同-2,107 億円)と減少した。原数値の前年比でみると、商品別では自動車・半導体等製造装置・半導体等電子部品が増加した。地域別ではアジア向け、北米向けが増加した。輸入(季節調整済み)は 8 兆 9,294 億円(同-3,697 億円)となった。原数値の前年比でみると、商品別では、原油、航空機類、電算機類で輸入金額が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは 85.73ドル/バレル(前年比+2.7%)、円ベースでは 8 万 1,722 円/キロリットル(同+17.7%)と上昇した。輸入の落ち込みの減少幅の方が大きく、貿易収支のマイナス幅が縮小した。

また、サービス収支は季節調整値では-1,378 億円(前月比+1,405 億円)とマイナス幅が縮小した。原数値の前年比ではマイナス幅が拡大した。訪日外国人旅行者数は 304.2 万人(前年比+56.1%、2019 年同月比+4.0%)、出国日本人数は 88 万 8,800 人(前年比+58.7%、2019 年同月比-46.7%)となった。旅行収支のプラス幅拡大よりも、その他サービスのマイナス幅拡大が大きかった。

第一次所得収支は、+3 兆 4,330 億円(前月比+2,805 億円)となった。原数値でも前年比でプラス幅を拡大した。証券投資収益の押し上げが寄与した。2022 年 11 月以来の高い水準となった。

貿易収支・サービス収支・第一次所得収支の押し上げにより、経常収支のプラス幅が拡大した。

図表 1: 経常収支(季節調整済値)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			サービス収支		
				輸出	輸入				
2019年度		186,712	▲ 13,548	3,753	746,694	742,941	▲ 17,302	215,078	▲ 14,817
2020年度		169,343	2,571	37,853	683,635	645,782	▲ 35,282	194,593	▲ 27,821
2021年度		201,419	▲ 63,979	▲ 15,043	856,497	871,541	▲ 48,936	289,918	▲ 24,519
2022年度		90,787	▲ 231,771	▲ 177,869	997,385	1,175,254	▲ 53,902	353,150	▲ 30,592
2023年度		253,390	▲ 60,230	▲ 35,725	1,018,666	1,054,391	▲ 24,504	355,312	▲ 41,692
	前年度差	162,603	171,541	142,144	21,281	▲ 120,863	29,398	2,162	▲ 11,100
2023年	4月	21,713	▲ 4,282	▲ 4,543	82,939	87,482	261	30,093	▲ 4,098
	5月	17,110	▲ 9,355	▲ 5,490	78,925	84,414	▲ 3,865	29,466	▲ 3,002
	6月	19,792	▲ 5,047	▲ 1,133	83,698	84,831	▲ 3,913	28,204	▲ 3,365
	7月	22,456	▲ 4,378	▲ 1,453	84,956	86,409	▲ 2,925	30,280	▲ 3,445
	8月	17,592	▲ 7,812	▲ 3,837	82,625	86,462	▲ 3,975	28,716	▲ 3,312
	9月	21,007	▲ 5,104	▲ 1,283	86,795	88,078	▲ 3,821	29,831	▲ 3,719
	10月	28,675	2,666	▲ 3,683	87,771	91,454	6,349	29,422	▲ 3,413
	11月	19,883	▲ 6,873	▲ 4,744	84,579	89,323	▲ 2,129	29,739	▲ 2,983
	12月	17,748	▲ 5,865	▲ 3,013	89,801	92,814	▲ 2,852	27,334	▲ 3,721
2024年	1月	26,696	▲ 1,324	804	83,582	82,778	▲ 2,128	32,604	▲ 4,584
	2月	14,121	▲ 8,539	▲ 6,397	82,557	88,954	▲ 2,142	25,101	▲ 2,441
	3月	20,106	▲ 8,523	▲ 5,740	87,250	92,991	▲ 2,783	31,525	▲ 2,897
	4月	25,241	▲ 5,529	▲ 4,151	85,143	89,294	▲ 1,378	34,330	▲ 3,560

(出所) 財務省より筆者作成。



## サービス収支:その他業務サービスのマイナス幅が拡大

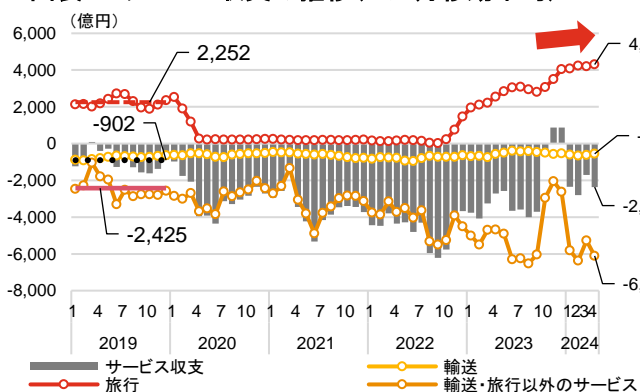
貿易収支がマイナスであることが長期化する中、インバウンド需要、知的財産・デジタル関連が注目されるサービス収支を確認しておこう。趨勢的な動きをみるため、原数値を3か月移動平均でみたのが図表2である。4月のサービス収支は-2,366億円(前月比-668億円)となり、マイナス幅が拡大した。同収支の内訳をみると、旅行収支は+4,301億円(同+103億円)と増加した。観光客数の増加が寄与した。「輸送・旅行以外のサービス」は-6,111億円(同-835億円)と前月よりも減少した。旅行収支のプラス幅拡大を、輸送・旅行以外のサービス収支のマイナス幅拡大が上回った。輸送・旅行以外のサービス収支の内訳をみたのが図表3である。

- ① 知的財産の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億～+3,300億円程度で推移していた。4月は+3,128億円(同+305億円)となった。単月でみると4月は+1,301億円となった。過去数か月は過去傾向よりも多い月もあったものの、過去の傾向の範囲内に収まった。
- ② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2024年4月の-2,539億円(前月比-92億円)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～-1,800億円程度の間で推移していた。4月は-1,714億円(同-36億円)となった。大きめのマイナスが継続している。
- ④ その他業務サービスは、-1,200億～-5,000億円程度で推移し、4月は-5,048億円(同-1,184億円)とマイナス幅が大幅に拡大した。4月単月では-8,184億円となった。過去最大の2022年8月の-8,196億円に匹敵するマイナス幅となった。

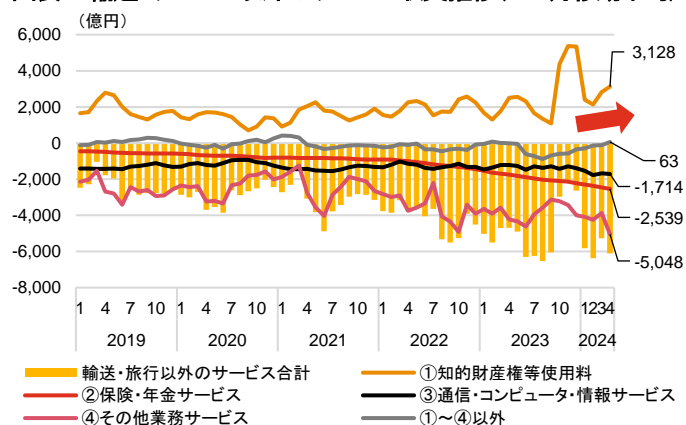
この「その他業務サービス」の内訳を図表4でみると、4月の技術・貿易関連・その他業務は-673億円(前月比-15億円)とほぼ横ばい圏での動きとなっている。研究開発は-1,504億円(同-77億円)となり、横ばい圏からやや弱含みで推移している。専門・経営コンサルティングは-1,898億円(同-80億円)となった。マイナス幅拡大が緩やかに継続している。

4月のサービス収支のうち、旅行収支はプラス幅拡大がしているものの、その勢いは鈍化している。輸送・旅行以外のサービスのうち、保険・年金サービス、その他業務サービスのマイナス幅拡大が継続している。

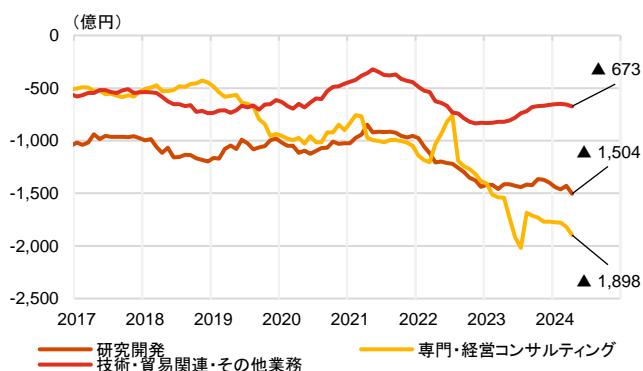
図表2: サービス収支の推移(3か月移動平均)



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(2024 年 5 月速報)－円安の影響もあり、輸入物価の伸びが強まる－

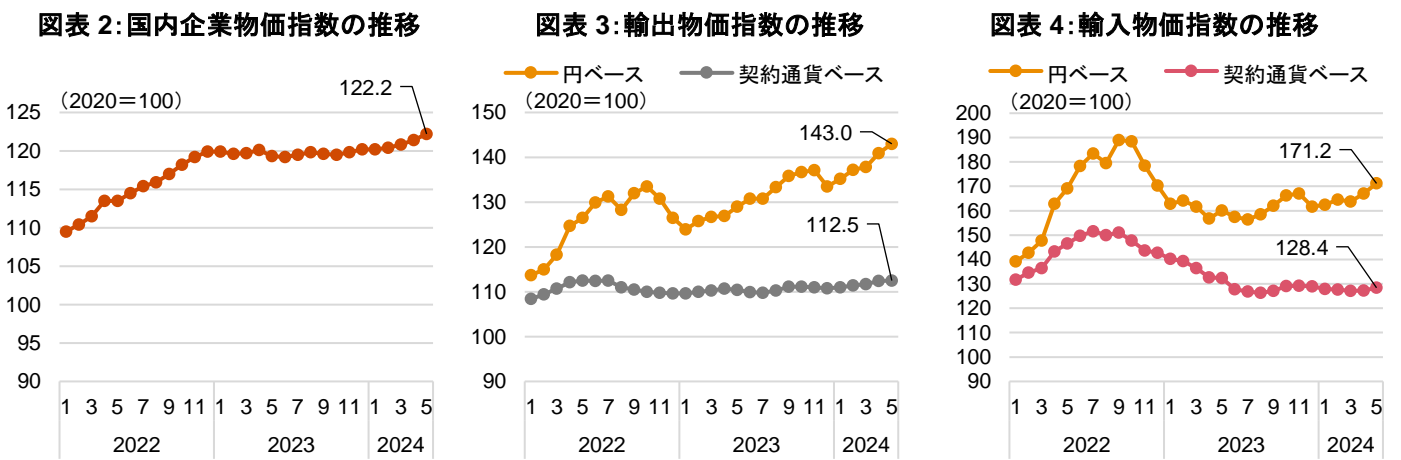
国内企業物価指数は前月比＋0.7%、前年比＋2.4%、伸びはさらに加速

日本銀行から 5 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＋0.7%（前年比＋2.4%）、輸出物価指数は、円ベースで前月比＋1.5%（前年比＋10.9%）、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＋2.5%（前年比＋6.9%）、契約通貨ベースで同＋0.9%となった。輸入物価指数の前年比は円ベースで伸びを強めている。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、電気・都市ガス・水道（寄与度＋0.31%ポイント）、非鉄金属（同＋0.25%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、電気機器（同－0.03%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、今年に入り水準が切りあがってきている。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き、その後は薄れていくだろう。輸出物価指数・輸入物価指数も前年比で伸びがじわじわと高まっていく公算大である。

図表 1: 企業物価指数の概要

(単位: %)

		国内企業物価指数				輸出物価指数				輸入物価指数			
		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	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	-0.1	1.1	0.5	-6.4	0.1	-10.1
	12	0.3	0.3			-2.6	5.5	-0.2	1.1	-3.2	-5.0	-0.2	-9.6
2024 年	1	0.0	0.3			1.3	9.1	0.2	1.3	0.4	-0.2	-0.9	-8.8
	2	0.2	0.7			1.5	9.1	0.4	1.3	1.3	0.2	-0.2	-8.4
	3	0.3	0.9			0.4	8.8	0.3	1.3	-0.4	1.4	-0.5	-6.9
	4	0.5	1.1			2.2	11.0	0.6	1.5	2.0	6.6	0.2	-4.1
	5	0.7	2.4			1.5	10.9	0.1	1.9	2.5	6.9	0.9	-3.0

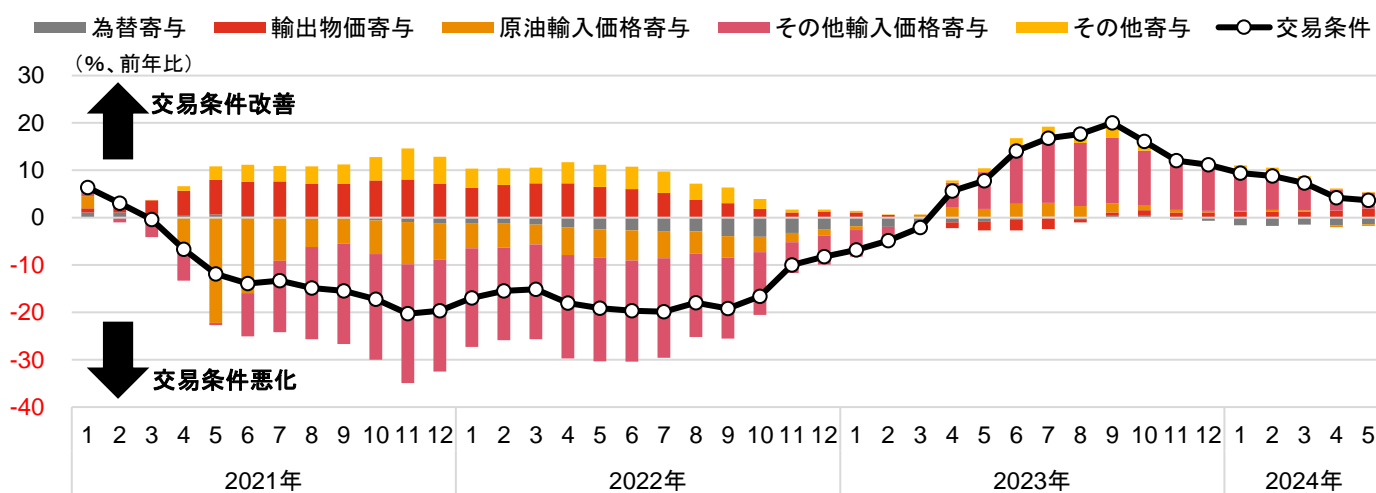


(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

## 円安が円建て輸入価格を押し上げるも、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、2024 年 5 月は引き続き前年比+3.7%と拡大を続けている。5 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 3.4%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、その他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。なお、円安が輸出入物価に与える影響をみた為替の寄与は-1.4%ポイントと 4 月の-1.7%ポイントからやや縮小し、交易条件を悪化させる方向に寄与したが、今のところ 2022 年と比べ影響はマイルドなものに留まっている。なお、輸入物価指数前年比は契約通貨建てでみると前年比-3.0%と下落しているが、円建てでは同+6.9%と上昇している。差分の 9.9%が円安による輸入物価の押し上げ分ということであり、交易条件の改善は続くとはいえ、円安による輸入物価の押し上げインパクトは 2023 年 1 月の 10.5%に匹敵する点は留意しておくべきだろう。

図表 5: 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



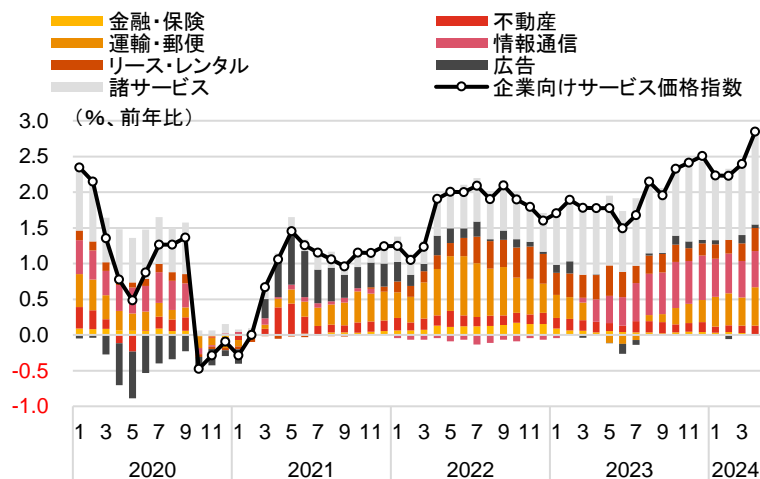
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウェイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

## 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。4 月の総平均は前年比+2.8%となり、前年比+2.5%を上回って 2015 年 3 月以来の伸びとなった。

内訳をみていくと、運輸・郵便、諸サービスに含まれる技術サービス、自動車整備・機械修理といったところが企業向けサービス価格の押し上げに寄与している。企業向けサービス価格の伸びが加速していることは、消費者物価指数に含まれるサービス価格の伸びにも影響することになる。

図表 6: 企業向けサービス価格前年比と各サービスの寄与度の推移



(出所) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」より筆者作成。

5. 機械受注統計(2024 年 4 月)ーコア民需は 3 か月ぶりの減少ー

コア民需は 3 か月ぶりの減少、製造業が押し下げ

内閣府から、2024 年 4 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)は前月比ー3.6%となった。3 か月ぶりに減少し、3 兆 299 億円となった。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、4 月に前月比ー2.9%(3 月:同+2.9%)となり、8,863 億円となった。業種別にみると、製造業が同ー11.3%の 4,194 億円、非製造業(船舶・電力を除く)が同+5.9%の 4,753 億円となった。内閣府は、「持ち直しの動きがみられる」との基調判断を維持した。4 月の製造業からの受注は同ー11.3%となり、3 か月ぶりの減少となった。製造業の 17 業種中、非鉄金属、食品製造業等の 8 業種で増加した。一方、造船業、情報通信機械等の 9 業種で減少した。船舶・電力を含む非製造業は、4 月は同+18.1%となった。非製造業 12 業種のうち、鉱業・採石業・砂利採取業、電力業等の 8 業種で増加し、リース業、卸売業・小売業等の 4 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、4 月に同+5.9%(3 月:ー11.3%)となり 2 か月ぶりに増加した。
- ② 「官公需」は、4 月に同ー42.4%と大幅に減少した。3 月の年度末まで 5 か月連続で増加しており、その反動減が出た。国家公務等で増加し、防衛省、運輸業で減少した。
- ③ 「外需」は、4 月に+21.6%(3 月:同ー9.4%)と 2 か月ぶりに増加した。電子・通信機械、産業機械等で増加したものの、航空機、鉄道車両等で減少した。
- ④ 「代理店」は、4 月に同ー6.2%(3 月:同+5.2%)となり前月からの反動減が出た。道路車両、電子・通信機械等で減少した。

図表 1:機械受注(季節調整済み値)の推移

							(前期(月)比、%)		
		受注額合計	民需				②官公需	③外需	④代理店
				①(船舶・電力を除く)	製造業	非製造業 (船舶・電力を除く)			
2022 年	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	6.3	▲ 1.3	4.4	0.9	6.8	55.1	▲ 4.7	3.2
	4-6 月期(見通し)	▲ 0.1	4.1	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 4.0	▲ 14.9	8.4	0.2
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
	2 月	2.1	7.0	7.7	9.4	9.1	12.1	0.7	▲ 2.1
	3 月	12.1	5.0	2.9	19.4	▲ 11.3	12.0	▲ 9.4	5.2
	4 月	▲ 3.6	6.6	▲ 2.9	▲ 11.3	5.9	▲ 42.4	21.6	▲ 6.2

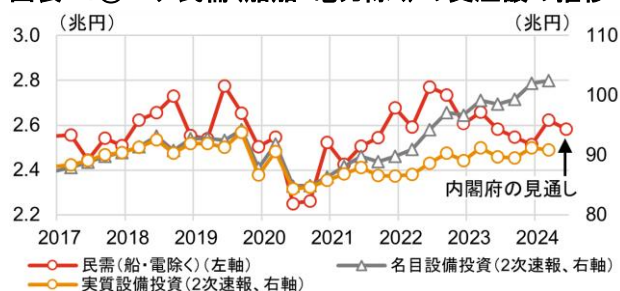
(出所) 内閣府より筆者作成。



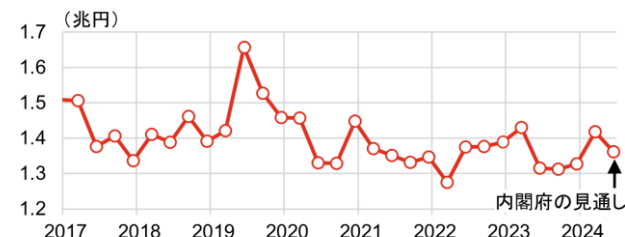
## 名目設備投資は過去最高を更新も、先行きのコア受注は減少見込み／外需は増加見込み

- 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。2024 年 1-3 月期(2 次速報)の名目設備投資は、前期比+0.5%と増加し 102 兆 4,813 億円となった。現行統計では過去最高を更新した(図表 2)。2023 年 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が、10-12 月以降やや増加している。一方、1-3 月期の実質設備投資(図表 2)は、前期比-0.4%と減少した。前期(10-12 月期)の同+1.9%から減少に転じ、2022 年終盤以降横ばいで推移している。なお、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。1-3 月期は住宅以外の建物・構築物が同+2.3%と増加した。一方、自動車の認証不正による生産停止のあった輸送用機械は同-4.3%、その他の機械等設備等も同-1.0%と減少した。5 月末に発生した新たな認証不正問題については、車種数や現在の生産台数が前回よりも小幅にとどまるとの見方もあった。しかし、一部の会社で 6 月だけでなく 7 月も生産が停止され、新車の販売延期など影響が拡大している。本問題が浮上する前の 4-6 月期のコア民需の見通しは同-1.6%であった。本件を受けて落ち込み幅が更に拡大する可能性があることに注意が必要であろう。
- ② 製造業(図表 3)は、7-9 月期に同-2.6%、10-12 月期に同-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・電を除く非製造業の受注額(図表 4)は、10-12 月期、1-3 月期に 2 四半期連続で増加した後、4-6 期は同-4.0%と減少に転じる見込みである。
- ④ 「外需」の受注額(図表 5)は、GDP の名目輸出額の先行指標とされる。1-3 月期の名目輸出は前期比 3.8%減の 132 兆 4,232 億円、実質輸出は 5.1%減の 109 兆 4,156 億円となった(図表 5)。直近は減少しているものの、2022 年以降は緩やかな拡大傾向にある。米国経済は労働市場の一部で減速の兆しがあるものの、経済・物価が堅調であるため、利下げ時期が先送りとなっている。欧州は利下げに転じたものの、軟調な動きが継続し、欧州議会選挙の影響で政治的な不透明感も高まっている。中国・アジア経済はやや持ち直している。こうした動きを踏まえて、4-6 月期の「外需」の受注額は、前期比+8.4%と増加見込みである。前頁の通り、4 月は大幅に増加しており、やや持ち直しの動きがみられる。
- 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 関連などの分野で設備投資が伸びる期待が大きい。もっとも 4-6 月期のコア受注は減少が見込まれていることに加えて、5 月末の自動車の認証不正問題による追加的な下押し懸念もある。設備投資動向については、慎重に見極めるべきであろう。

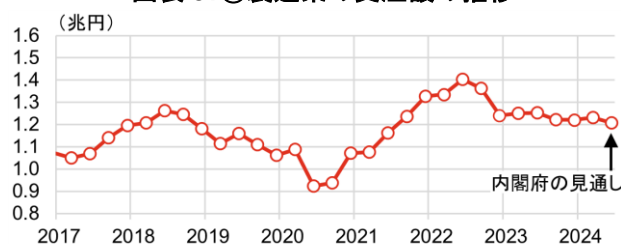
図表 2:① コア民需(船舶・電力除く)の受注額の推移



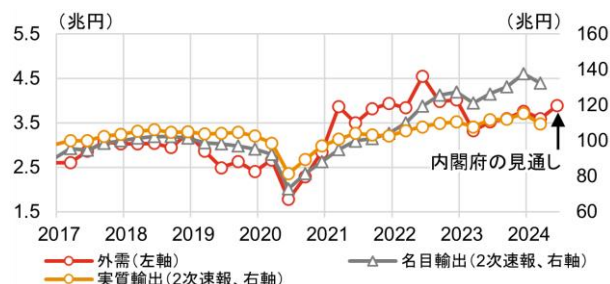
図表 4:③ 非製造業の受注額の推移



図表 3:② 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。



6. 貿易収支(通関統計)(2024 年 5 月)－輸出金額の増加傾向は継続、輸出数量は減少幅縮小－  
輸出金額の増加傾向は継続／輸入金額は 2 か月連続で増加

財務省から、2024 年 5 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 2,766 億円、前年比＋13.5%となった。6 か月連続で増加した。業種別では、輸送用機器が前年比＋16.9%(寄与度＋3.6%ポイント(以下、ppt))となった。電気機器は同＋16.9%(寄与度＋2.7ppt)、うち半導体等電子部品は＋1.3ppt と半分程度を占めた。また、一般機械が同＋9.8%(同＋1.8ppt)となり、半導体等製造装置が寄与度＋1.5ppt と増加のかなりの部分を占めた。一般機械、電気機器はそれぞれ 6 か月連続で増加した。輸出の増加は、輸送用機器だけでなく、電気機器・一般機械にも広がる構図が続いている。

輸入金額(同)は 9 兆 4,979 億円となり、前年比＋9.5%と 2 か月連続で増加した。寄与度がもっとも大きかったのは一般機械で、前年比＋17.2%(寄与度＋1.6ppt)となった。電算機類(含む周辺機器)、原動機が増加した。次にエネルギー関連の鉱物性燃料が同＋6.3%(同＋1.4ppt)となった。また、食料品、化学製品、原料別製品も増加した。

貿易収支(原数値)は－1 兆 2,213 億円となり、2 か月連続のマイナスとなった。なお、季節調整済み値では、輸出が 8 兆 9,574 億円(前月比＋1.2%)、輸入が 9 兆 5,756 億円(同＋1.5%)となり、貿易収支は－6,182 億円(同＋6.3%)であった。

米国向けは好調持続／欧州向けは減少幅拡大／中国・アジア向けはやや回復

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。4 月の米国向けは前年比＋23.9%となった。商品別には、自動車を含む輸送用機器が寄与度＋12.0ppt 押し上げた。それ以外では化学製品、一般機械、電気機器で増加した。4 月の EU 向けは、前年比－10.1%と 2 か月連続で減少した。商品別では輸送用機器、一般機械、原料別製品で減少した。輸送用機器は、自動車の減少が大きく寄与した。中国向けは、4 月に前年比＋17.8%と増加した。6 か月連続での増加となった。一般機械が寄与度＋8.0.ppt と押し上げた。このうち、半導体等製造装置が＋8.0ppt と大きな増加となった。それ以外では原料別製品、化学製品が押し上げた。また、中国以外のアジア向けは、前年比＋11.4%となり、5 か月連続での増加となった。

図表 1: 貿易収支の推移

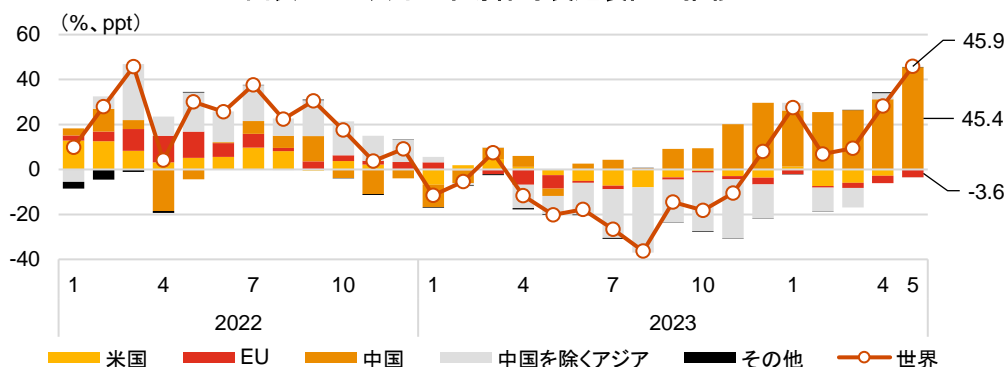
		名目(兆円)			名目・前年比(%)											
		輸出	輸入	収支	輸出総額									輸入総額		
					地域別				商品別							
						米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械	電気機器		鉱物性燃料	電気機器	化学製品
2022年	5月	7.3	9.7	▲2.4	15.8	13.7	10.5	▲0.3	28.5	▲5.4	13.2	11.1	49.0	151.7	36.4	25.9
	6月	8.6	10.0	▲1.4	19.2	15.7	22.2	7.4	25.8	3.4	14.3	17.1	45.9	139.4	32.7	34.1
	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	▲4.5	▲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	▲9.7	▲22.4	▲8.7	▲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	0.6	▲14.2	0.3	▲7.0
	3月	9.5	9.1	0.4	7.3	8.5	3.0	12.6	3.6	10.3	3.9	9.9	▲5.1	▲11.5	▲3.2	▲8.7
	4月	9.0	9.4	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.3	5.4	1.3	▲1.4
5月		8.3	9.5	▲1.2	13.5	23.9	▲10.1	17.8	11.4	16.9	9.8	16.9	9.5	6.3	0.7	5.1

(出所) 財務省より筆者作成。

## 半導体製造装置輸出：中国向けの大幅増加が更に拡大

上記でみたように半導体関連は、同製造装置、同電子部品の輸出が増加している。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 5 月単月で前年比 +45.9% となった。前月の同 +28.2% よりも更に伸びが加速した。地域別にみると、4 月の中国向けが寄与度 +45.4ppt とほぼすべてを占めた。7 か月連続で 20ppt 以上の押し上げとなった。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。中国以外では、米国向けで増加し、中国を除くアジア向けは横ばい、EU 向けは減少した。半導体以外でも、米国が中国企業の製造する EV 車への関税を 100% に引き上げる決定を行うなど、産業政策・関税政策等を用いた貿易摩擦が高まっており、その影響を注視したい。

図表 2：地域別の半導体等製造装置の推移



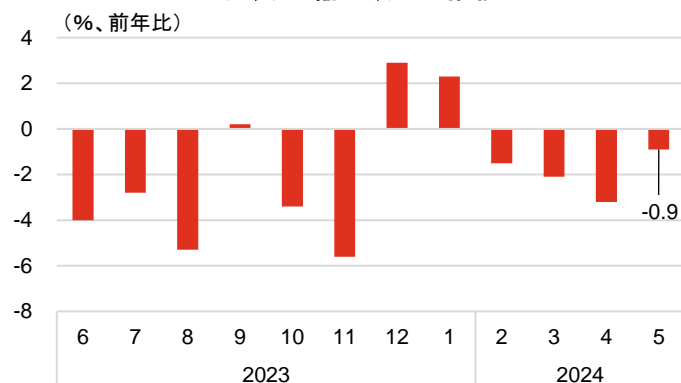
(出所) 財務省より筆者作成。

## 輸出数量：米国向けが増加に転じ、EU 向け減少が拡大

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数(財務省公表値)を確認しておこう。5 月の輸出数量(図表 3)は、前年比 -0.9% (前月：同 -3.2%) となった。1 月から 3 月は減少幅が拡大し、4 月はやや縮小した。図表 4 で地域別の動向をみると、4 月は米国向けが同 +6.7% (前月：同 -2.3%) となり、先月の減少から増加に転じた。EU 向けは同 -17.9% となり、3 か月連続で減少し減少幅が拡大した。中国向けは同 -0.4% (前月：同 -5.1%) と 2 か月連続の減少となった。アジア向けは同 +0.7% となり、4 か月ぶりに増加したものの、動きは弱い。

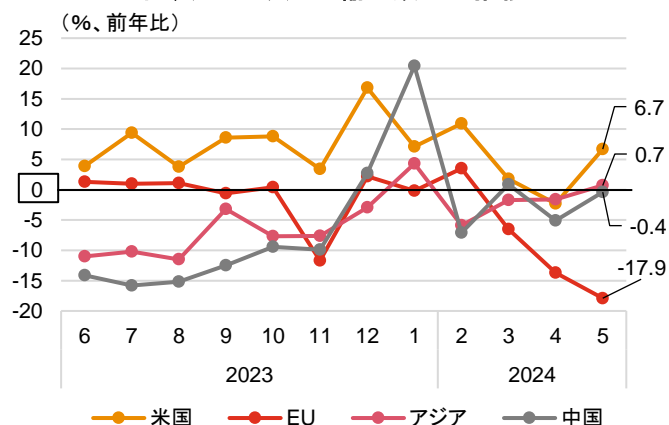
輸出金額の増加は継続しているものの、輸出数量は減少している。輸出数量では米国向けが増加に転じたものの、中国・アジア向けは概ね横ばいとなった。一方、EU 向けは減少傾向が継続している。GDP 統計での財貨の名目輸出は、1-3 月期に前期比 -3.7% と落ち込んだ。自動車の生産停止の影響を受けた落ち込みとみられ、4-6 月期には反動増が期待されていた。しかし、4 月、5 月の輸出数量の動きからは反発の動きが弱いことが示唆される。輸出の反動増を注意深く見守る必要があろう。

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 5 月) — 欧米型コア指数は前年比+1.7%と 2%を下回る—

エネルギー価格の上昇が強まり、物価上昇はよりコストプッシュの色合いを明確に

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024 年 5 月)は総合で前年比+2.8%、生鮮除く総合で同+2.5%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.1%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)で同+1.7%と 2%を下回る結果となった。4 月と比べ総合指数と生鮮除く総合指数の伸びは高まったが、生鮮・エネルギーを除く総合、食料・エネルギー除く総合の伸びは弱まっている。これは 5 月からの再エネ賦課金引き上げによる電気代上昇と天然ガス価格上昇に伴うガス料金値上げの影響によるものである。図表 1 にあるとおり、これらが含まれるエネルギー価格の上昇率は前年比+7.2%と、4 月から加速している。食料品(生鮮除く)の価格上昇もじわじわと弱まってきており、6 月には生鮮・エネルギー除く総合でも同+2.0%を下回る可能性がある。

先ほど述べた通り、エネルギー価格の前年比は+7.2%と加速した。6 月以降は電気・ガス負担軽減策の終了・縮小の影響も加わることになる。エネルギー価格の前年比の伸びはさらに強まることが予想される。

前回のレポートで、「中長期に 2%程度で物価が安定化するかは欧米型コア指数が 2%台を維持できるかにかかっていると言えよう」と述べた。5 月の結果は、欧米型コア指数が前年比+1.7%と明確に 2%を下回った。2024 年 1 月以降、欧米型コア指数の伸びは低下を続けており、どこで踏みとどまるのかは不明である。2%物価安定目標の持続的・安定的達成には黄色信号が灯っていると言えよう

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	6	2.4	0.2	2.2	0.2	1.0	0.3	0.2	16.5
	7	2.6	0.4	2.4	0.4	1.2	0.3	0.4	16.2
	8	3.0	0.3	2.8	0.4	1.6	0.3	0.7	16.9
	9	3.0	0.3	3.0	0.4	1.8	0.4	0.9	16.9
	10	3.7	0.4	3.6	0.4	2.5	0.4	1.5	15.2
	11	3.8	0.4	3.7	0.4	2.8	0.4	1.5	13.3
	12	4.0	0.4	4.0	0.4	3.0	0.3	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	0.4	2.3	-3.8
	4	3.5	0.4	3.4	0.4	4.1	0.4	2.5	-4.4
	5	3.2	0.1	3.2	0.1	4.3	0.3	2.6	-8.2
	6	3.3	0.3	3.3	0.3	4.2	0.2	2.6	-6.6
	7	3.3	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-8.7
	8	3.2	0.3	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-9.8
	9	3.0	0.2	2.8	0.1	4.2	0.2	2.6	-11.7
	10	3.3	0.7	2.9	0.4	4.0	0.2	2.7	-8.7
	11	2.8	0.0	2.5	0.1	3.8	0.2	2.7	-10.1
	12	2.6	0.1	2.3	0.2	3.7	0.2	2.8	-11.6
2024年	1	2.2	0.0	2.0	0.1	3.5	0.2	2.6	-12.1
	2	2.8	0.0	2.8	0.0	3.2	0.1	2.5	-1.7
	3	2.7	0.2	2.6	0.1	2.9	0.1	2.2	-0.6
	4	2.5	0.2	2.2	0.0	2.4	0.0	2.0	0.1
	5	2.8	0.5	2.5	0.5	2.1	0.1	1.7	7.2

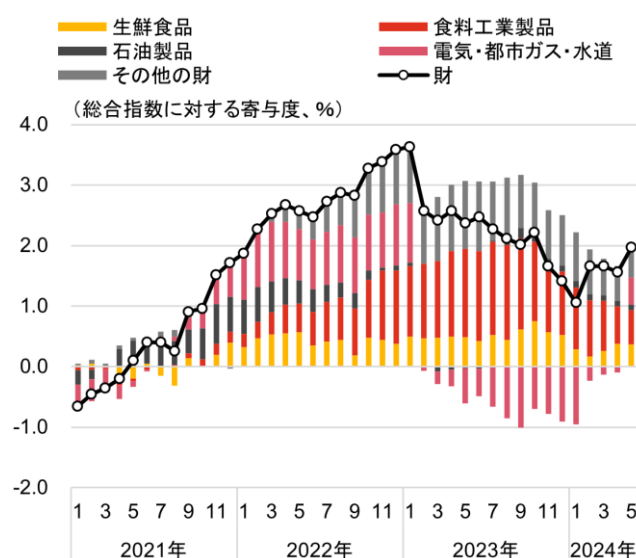
(出所) 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算された値。

## サービス価格の寄与度の低下は止まらず、サービス価格上昇を支えにした 2%シナリオは疑問符

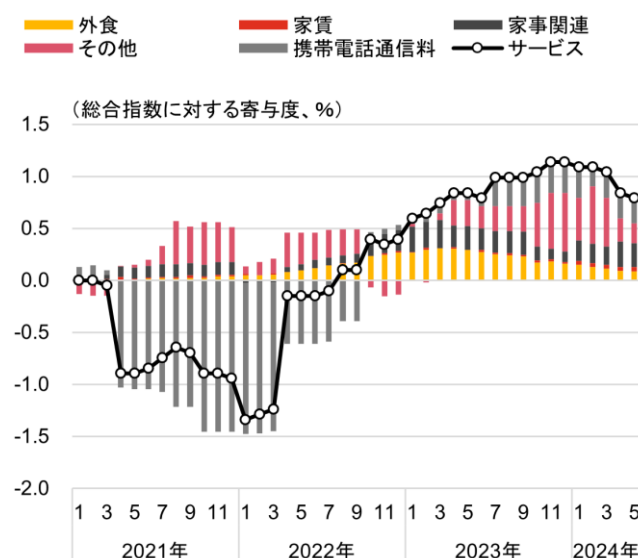
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は先月から上昇して+2.0%ポイントとなった。「電気・都市ガス・水道」は上昇したが、その他の品目の寄与は低下している。サービスの寄与度は+0.79%ポイントと下落して昨年4月以来の値となった。外食の寄与度の縮小が続く中、その他サービスの寄与度も縮小した。物価上昇率が需要の強まりを反映して上昇するにはサービス価格の伸びが高まるが必要だが、2024年以降、サービス価格が伸びを弱めるというトレンドは変わっていない。

図表4は日銀が公表している基調的なインフレ率を捕捉するための指標を示している。図表からは、2023年10月あたりを境に刈込平均値、加重中央値、最頻値といった基調的なインフレ率を捕捉するための指標の伸びは低下を続け、2024年4月時点ですべての指標が2%を下回った。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)を描いた結果である。図表からもわかるとおり、基調的なインフレ率を捕捉するための指標がピークアウトした2023年10月と2024年5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4%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1%~2%の価格上昇率を示す品目の厚みが増している。さらにマイナスの価格上昇率を示す品目も増えてきている。食料・エネルギーを除く欧米型コア指数は1.7%へと低下する中、ヒストグラムの分布もより明確に釣鐘型の方に近づいているといえよう。

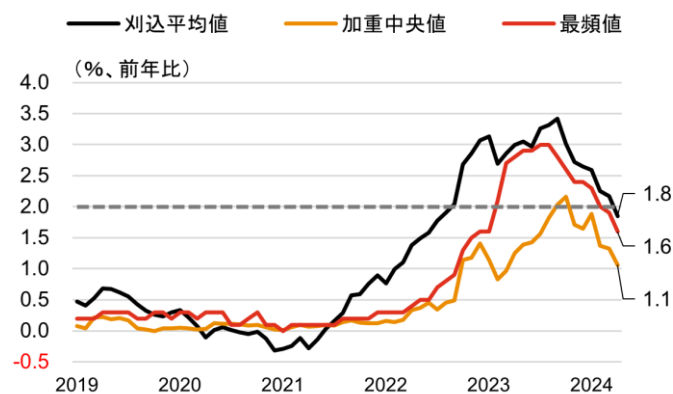
図表2: 消費者物価指数(財)の寄与度推移



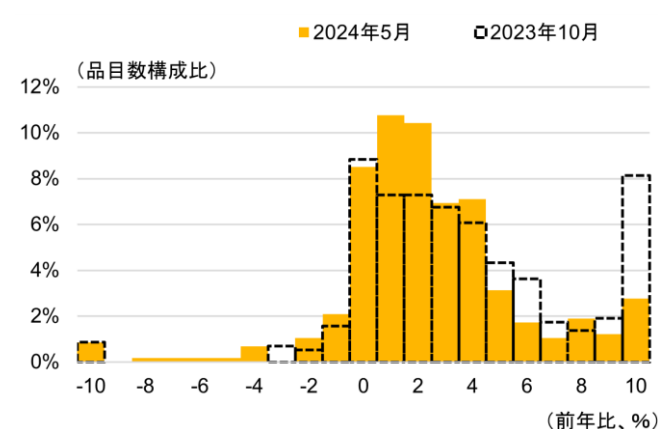
図表3: 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標  
(24年4月まで)



図表5: 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較



(出所) 総務省より筆者作成。



8. 商業動態統計(2024 年 5 月速報) ―夏場にかけて拡大基調が続くことが期待される―

小売業販売額は前年比+3.0%、前月比は+1.7%と増加が続く

経済産業省から商業動態統計(2024 年 5 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 48 兆 9,470 億円、前年比+5.6%となった。卸売業は 35 兆 4,430 億円、同+6.7%、小売業は 13 兆 5,040 億円、同+3.0%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.3%、小売業が+1.7%である。卸売業は電気機械器具、化学製品、農畜産物・水産物が大きく増加した。また小売業について業種別にみると、その他、機械器具が大きく増加した。経済産業省は小売業販売額の基調判断を「緩やかな上昇傾向にある」と上方修正した。

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+13.7%、スーパーは同+2.3%、コンビニは同+1.3%、家電大型専門店は同+0.6%、ドラッグストアは同+6.6%、ホームセンターは同+1.1%と、一様に拡大した。百貨店は強めの動きが続いている。コンビニ販売額は昨年 9 月に前月比で減少した後に一進一退で推移している。家電大型専門店やドラッグストア・ホームセンターの前年比は持ち直している。6 月以降、定額減税の影響や猛暑効果も期待され、小売業販売額は増加基調が続くものと見込まれる。

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	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	4.1	-0.1	3.9	2.5	11.1	2.9
2023	1	-2.4	1.2	1.3	5.0	-0.4	14.4	0.2	5.4	-0.8	4.1	-0.3	5.0	-1.4
	2	1.3	2.4	0.4	7.3	1.5	18.8	-0.2	5.2	0.7	6.2	1.3	5.5	0.1
	3	0.2	0.8	1.0	7.2	-0.6	8.6	0.0	3.6	0.5	6.0	-4.6	7.9	0.3
	4	-0.3	-0.7	0.0	5.1	0.5	7.6	0.7	5.2	-0.3	5.3	-3.9	8.9	0.4
	5	0.0	1.1	0.9	5.7	1.4	5.3	0.5	3.7	0.8	5.5	-4.7	9.0	-2.0
	6	-0.4	-1.9	-0.5	5.6	0.6	5.7	-0.2	4.3	-1.1	3.6	-6.3	9.4	-1.8
	7	0.9	-0.7	1.3	7.0	1.3	7.6	1.5	5.9	0.8	5.2	5.0	10.2	5.2
	8	0.7	0.0	0.8	7.0	0.7	10.9	0.0	1.9	0.5	6.3	3.9	7.7	0.9
	9	0.3	-0.6	0.2	6.2	0.2	8.1	-0.9	-1.2	-1.4	4.0	-0.4	10.2	-0.8
	10	-0.7	0.6	-1.0	4.1	-1.7	5.3	1.6	0.1	1.8	2.2	-3.4	10.3	-1.5
	11	-0.4	-0.7	0.4	5.4	0.6	6.4	-0.6	1.3	-0.5	0.1	3.3	8.9	3.1
	12	1.8	0.1	-1.5	2.4	-0.4	4.4	-1.3	-1.0	2.3	4.2	-3.4	5.8	-2.2
2024	1	-3.7	0.7	0.2	2.1	1.9	5.9	2.0	0.3	-2.3	1.6	-6.0	7.3	-1.0
	2	2.9	3.0	1.7	4.7	8.6	13.5	0.0	-0.1	1.6	5.4	-1.4	11.4	1.3
	3	0.2	-1.7	-1.2	1.1	-3.7	9.6	0.6	-1.4	-2.2	0.4	6.3	8.9	2.5
	4	2.1	5.4	0.8	2.0	-0.7	8.3	-0.3	-0.5	0.4	0.3	3.5	6.1	0.9
	5	2.3	6.7	1.7	3.0	6.0	13.7	-1.1	2.3	1.5	1.3	0.6	6.6	1.1

(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。

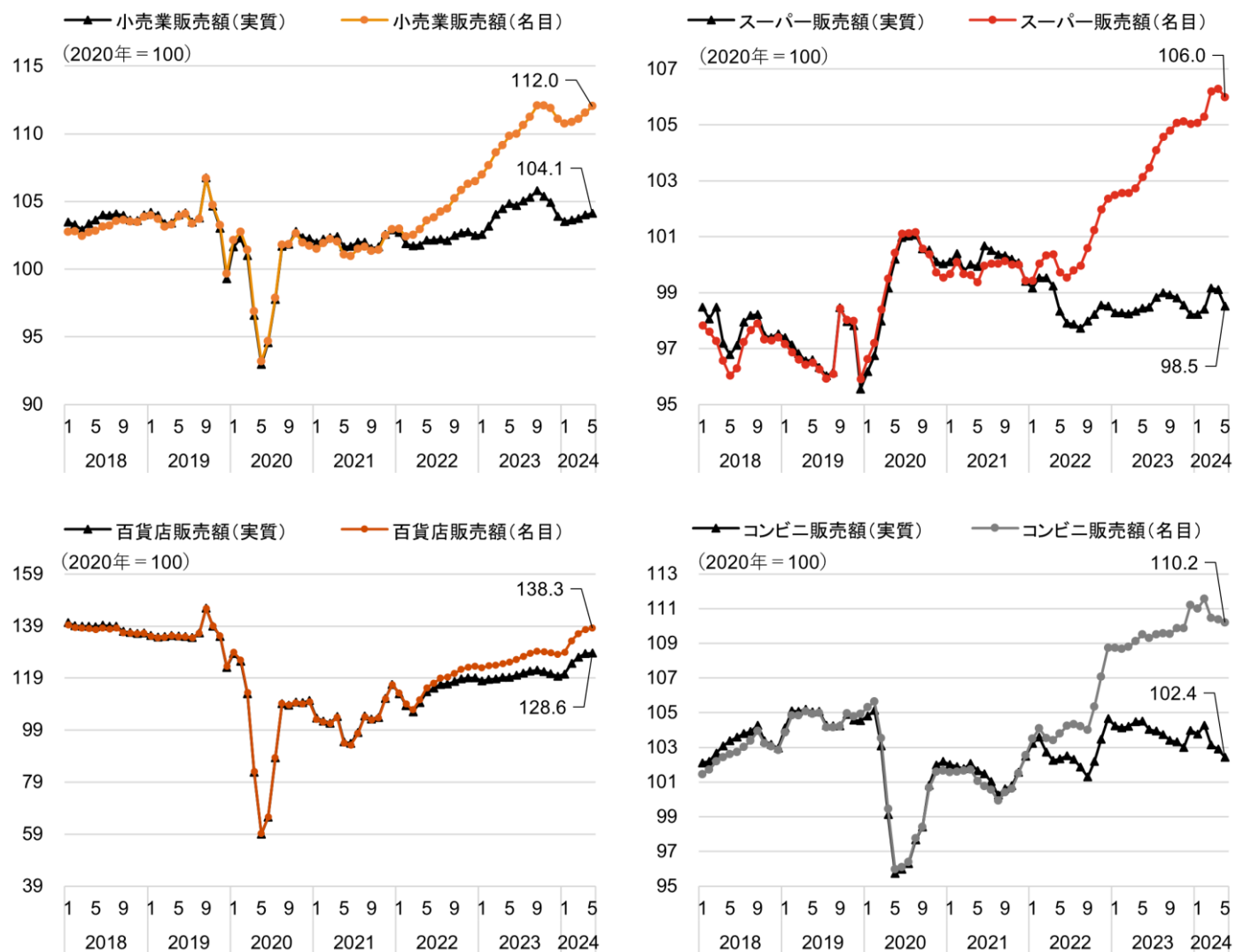
実質小売業販売額はやや持ち直し、スーパー、コンビニの実質販売額は弱めの動き

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)の動きをみると緩やかながら増加が続いている。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、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り、じわり増加している。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 月を大きく上回るが、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、足元はやや弱めの動きとなっている。コンビニ販売額指数(右下)については、4 月の名目指数・実質指数は減少した。物価水準を加味すると、引き続き下落トレンドの中にあることがわかる。

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たが、2024 年に入ってやや持ち直している。拡大基調が今後本格化するかがポイントだろう。

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。

9. 鉱工業生産(24 年 5 月速報)－生産は 2 か月ぶりの上昇、だが先行きは楽観できず－

5 月の生産は前月比+2.8%、出荷は同+3.5%、在庫は増加、在庫率は低下

鉱工業生産(24 年 5 月速報)は前月比+2.8%と 2 か月ぶりの上昇に転じた。製造工業生産予測調査の同+6.9%は下回ったものの補正值の同+2.3%は上回った。前年比では+0.3%と 7 か月ぶりの上昇である。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、6 月以降も上下を繰り返す展開となろう。業種別生産は 15 業種のうち 13 業種で上昇、2 業種で低下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半導体製造装置などの生産用機械工業、無機・有機化学工業である。上昇業種は自動車工業、電気・情報通信機械工業、汎用・業務用機械工業であった。出荷は前月比+3.5%、前年比+0.9%と増加し、在庫は前月比+1.1%、前年比-1.9%となった。稼働率(4 月)は 3 月に続き前月比は上昇、前年比は低下となった。

製造工業生産予測調査をみると、2024 年 6 月は-4.8%、7 月は+3.6%と上下しつつ弱含みで推移する見込みである。6 月は生産用機械工業、輸送機械工業、化学工業の減少が全体の減少に寄与し、7 月は生産用機械工業、化学工業を中心に多くの産業で増加するとの見込みである。生産実績との間で生じるズレを補正した補正值は 6 月が前月比-6.0%である。なお 6 月予想値を前提に、2024 年 4-6 月期の鉱工業生産の前期比を計算すると 2%増となる。このところ鉱工業生産が予想値と補正值の間で着地していることを念頭におくと、1-3 月期の落ち込みからの 4-6 月期の持ち直しの程度は 2%が上限とみておけば良いのではないかと。輸送機械工業、生産用機械工業の先行きには特に注意が必要と言えよう。

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

(%, 変化率)

		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
2022年	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	-3.6	-3.0	-2.8	-3.1	-0.3	2.5	2.1	9.9	-0.4	-4.7	-1.9
	2	3.4	-0.5	3.9	0.7	0.6	1.5	-1.2	6.0	-0.4	3.0	-1.4
	3	0.4	-0.8	0.5	0.1	0.2	2.2	0.9	8.6	-0.4	0.4	0.8
	4	0.3	-0.8	-0.5	-1.4	1.3	6.0	1.4	12.7	-0.2	0.9	2.3
	5	-1.0	4.1	-0.3	3.8	0.6	7.2	1.0	8.8	0.0	-2.6	8.0
	6	0.9	-0.1	0.8	0.7	0.0	5.7	-0.6	9.8	0.1	1.5	0.7
	7	-1.4	-2.6	-1.3	-2.0	0.2	5.5	0.8	9.8	0.3	-1.7	-2.1
	8	-0.4	-4.7	-0.2	-3.1	-1.1	3.0	-0.5	9.2	0.1	0.1	-3.7
	9	0.1	-4.5	0.6	-2.4	-0.9	0.0	-1.2	4.3	0.0	0.1	-4.3
	10	1.2	0.9	0.3	0.8	0.0	0.8	-0.2	4.1	0.2	-0.4	-1.4
	11	-0.6	-1.6	-0.8	-1.7	0.0	0.9	1.5	6.3	0.2	0.7	-3.0
	12	1.2	-1.1	1.6	0.2	-0.9	-0.5	-2.3	2.3	0.3	0.2	-3.3
2024年	1	-6.7	-1.5	-7.5	-1.7	-1.7	-1.8	2.6	0.8	0.1	-7.9	-4.6
	2	-0.6	-3.9	-0.7	-4.7	0.6	-1.7	-5.6	1.9	0.1	-0.5	-6.2
	3	4.4	-6.2	4.7	-6.8	1.0	-1.0	7.6	6.8	-0.2	1.3	-11.2
	4	-0.9	-1.8	-0.4	-1.4	-0.2	-2.4	-0.7	0.5	-0.2	0.3	-6.8
	5	2.8	0.3	3.5	0.9	1.1	-1.9	-0.9	-1.2	-	-	-

(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。

## 盛り上がり欠ける企業のアニマルスピリッツ、下振れリスクに留意すべき情勢

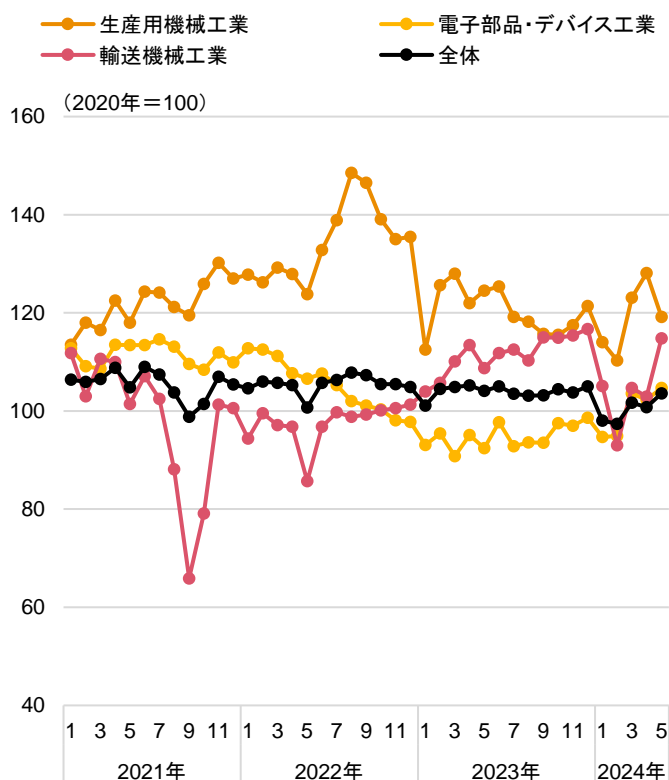
業種別生産の動き(図表 2)をみると、2023 年中は横ばい圏内で推移していた。2024 年 1 月・2 月の減少からの持ち直しは鈍く、5 月は上昇したものの 2023 年を概ね下回る水準で推移している。輸送機械工業については、2024 年 5 月に大幅に持ち直したものの 2023 年 9 月から 12 月の水準には届いていない。電子部品・デバイス工業はやや増、生産用機械工業は 4 月の増加の反動もあって低下した。鉱工業生産全体の動きは弱い。

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。5 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微増との結果になった。

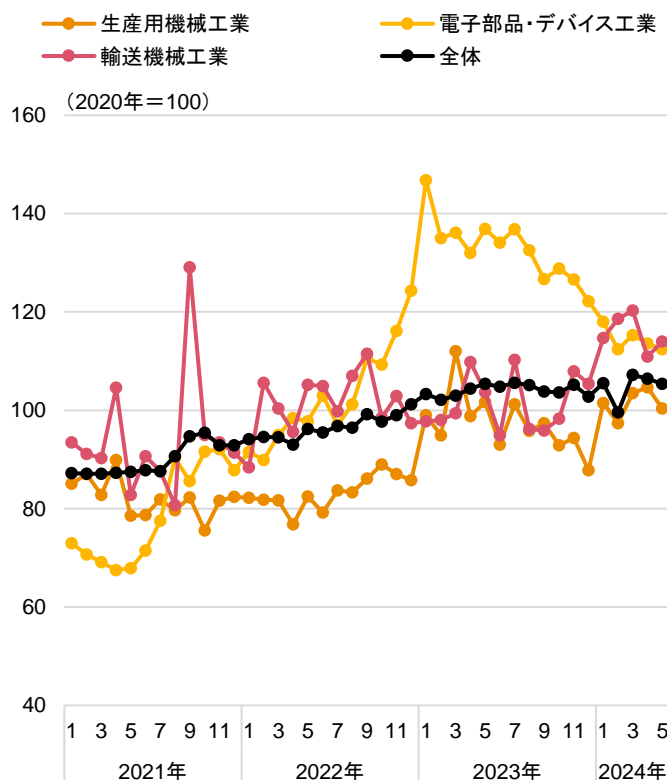
製造工業生産予測指数について産業別にみると、6 月に関しては、輸送機械工業、生産用機械工業の減少が、6 月は生産用機械工業や化学工業、パルプ・紙・紙加工品工業、電子部品・デバイス工業の増加が前提となっている。特にこの中では生産用機械工業(半導体およびフラットパネルディスプレイ)の生産や納期の動向に要注意である。

企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、5 月の DI(原系列)は 0.0%と 4 月の大幅上昇から強気と弱気が拮抗する状況となった。変動を均したトレンドでは DI は -0.3%と微減が続いている。景気後退の分水嶺ともいわれる -5%を上回っているものの、企業が先行きに対して強気になっている様子はみえない。輸送機械工業の 7 月生産計画は前月比 +0.1%と微増だが、6 月に続き 7 月も低下となる可能性も多いにある。下振れリスクに注意すべきだろう。

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。



10. 一般職業紹介・労働力調査(2024 年 5 月):有効求人倍率は 4 年ぶりの低水準まで悪化／新規求人数の落ち込みは緩やかに有効求人倍率の悪化が継続、失業率は 8 か月ぶりに悪化

有効求人倍率は 2020 年 4 月と同程度の水準まで悪化

5 月の有効求人倍率(季節調整値)は 1.24 倍となり、前月の 1.26 倍から低下した(図表 1①)。2 か月連続で悪化した。前年から 0.08 ポイント悪化し、COVID-19 の影響が大きかった 2020 年 4 月の 1.24 倍以来、約 4 年ぶりの低水準となった。内容をみていくと、有効求人数(同②)は 241.2 万人となり、前年比-3.4%となった。有効求職者数(同③)は 194.4 万人となり、前年比では+2.5%となった。新規求人(原数値)は前年比-0.6%となり、9 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、卸売業・小売業、医療・福祉であった。また、生活関連サービス業・娯楽業、製造業、建設業で減少した。

5 月の労働力人口は 6,944 万人(前年比+28.0 万人)、就業者数は 6,761 万人(同+21.0 万人)となった。完全失業者数は 182 万人(同+5.0 万人)となった(同④~⑥)。産業別の就業者数(原数値)をみると、卸売業・小売業、教育・学習支援業、宿泊業・飲食サービス業で増加した。また、生活関連サービス業・娯楽業、製造業、医療・福祉で減少した。5 月の完全失業率(季節調整済み値)は 2.6%となり、4 か月連続で同水準となった(同⑦)。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、5 月に 3.01%となり、前月と同じとなった。5 月の失業率は 2.6%と、均衡失業率を 0.41%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 4 月は 1.33 倍となった。前月比では 0.01 ポイント改善した。もっとも年初からゆるやかな悪化傾向に変わりはない。

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		労働力人口				失業率 ⑦＝⑥／ ④ %	求人率 ⑧＝②／ ④ %	均衡 失業率 ⑨＝ √⑦＋⑧ %	失業率 ギャップ ⑩＝⑦－⑨ %ポイント	求人数・ 失業者数 比率 ⑪＝②／⑥ 倍
	①＝②／③ 倍	有効 求人数	有効 求職者数	④ 万人	就業者数	失業者数					
		② 万人	③ 万人		⑤ 万人	⑥ 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
3月	1.28	244.1	191.2	6,941	6,760	182	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.34
4月	1.26	240.9	190.7	6,934	6,751	183	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.32
5月	1.24	241.2	194.4	6,944	6,761	182	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
前年差	-0.08	-8.4	4.8	28.0	21.0	5.0	0.0	-0.1	-0.06	0.06	-0.09
前月差	-0.02	0.3	3.7	10.0	10.0	-1.0	0.0	-0.0	-0.00	0.00	0.01
前月比	-	0.1	1.9	0.1	0.1	-0.5	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.4	2.5	0.4	0.3	2.8	-	-	-	-	-

(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

## 有効求人倍率の振り返り：求職者数が横ばいの中、求人数の動きがカギに

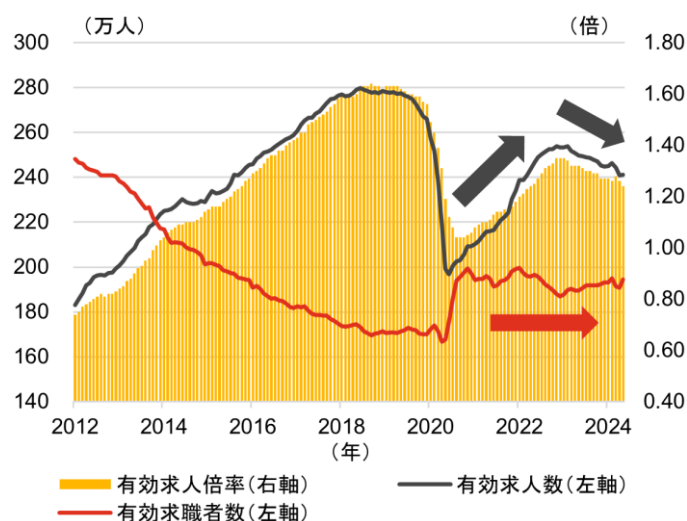
前ページでみた通り、景気の先行指標とされる有効求人倍率は、5 月に 1.24 倍となり、約 4 年ぶりの低水準となった。さて、有効求人倍率とは、企業が働き手を探している有効求人数を、職を得たい有効求職者数で割ったものである。改めて **図表 2** で両者の推移を確認しておこう。有効求人数は、COVID 19 前には 280 万人弱で推移し、COVID 19 の影響をうけて 2020 年には一時 200 万人割れまで落ち込んだ。その後、COVID 19 後の経済活動の再開などの動きを受けて 2023 年初には 250 万人強まで増加した。その後は企業側で労働需要が満たされつつある影響から減少に転じ、足元で 240 万人程度まで減少している。人手不足といわれているものの、企業の求人意欲は減退している。一方、求職者数の方は、2021 年以降 187 万人～200 万人で横ばいで推移している。**図表 2** をみても明らかなように有効求人数の変化が有効求人倍率の動向を左右している。

## 非自発的な失業者数の減少が横ばいに転じる

有効求人数は、前月までに繰り越された求人数に、その月の求人数を加えたものである。このうち、その月に加えられた新規求人数の推移をみたのが、**図表 3** である。5 月の新規求人数は、前年比（3 か月平均、以下同）で－3.4 %となった。減少幅は前月（3 月）時点の－4.4 %から 1 %ポイント縮小した。2022 年半ば以降の悪化傾向がややマイルドになっている。業種別にみると、製造業は 5 月に同－8.7 %となった。製造業は、昨年 8 月から今年 3 月まで半年程度、2 桁の減少が継続していたが、やや減少幅が縮小しつつある。宿泊業・飲食サービス業は、5 月に同－5.5 %となった。3 月の－8.5 %から減少幅が縮小している。**図表 3** からわかるように、製造業、宿泊業・飲食サービス業の減少幅はやや緩やかになりつつある。このように有効求人倍率の動きを左右している有効求人数のうち、新規分である新規求人数の悪化傾向は歯止めがかかりつつある。

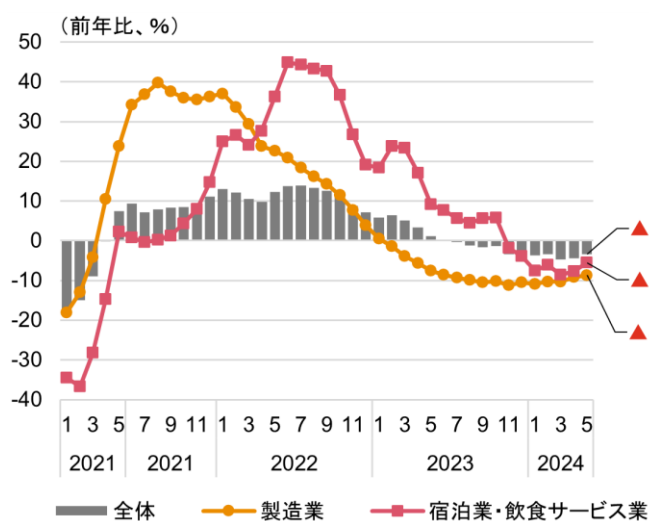
今後、新規求人数が増加に転じ、有効求人数の増加を通じて有効求人倍率の回復に向かうのかを注視していきたい。

図表 2: 新規求人数の推移



（出所）総務省統計局「一般職業紹介状況」より筆者作成。

図表 3: 失業者数の動向



（注）前年比、3 か月移動平均。

（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 6 月 3 日(月)～6 月 7 日(金): 春闘をみる上での注意点: 大企業・中堅企業は増収増益継続も、中小企業では減益

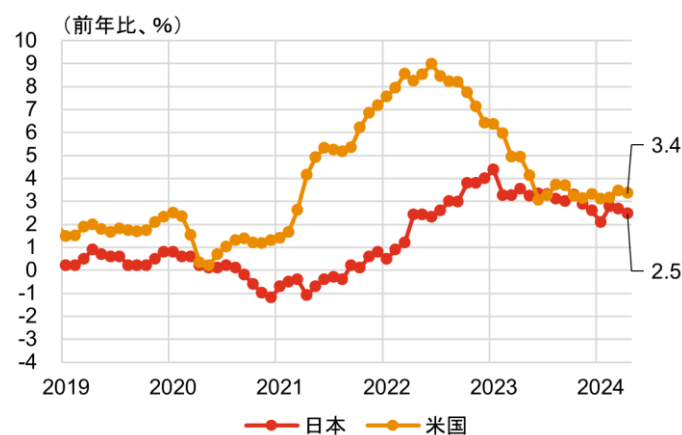
##### 日米物価から読み解く日本経済: 現状は長期的な改善フェーズ

日本経済を巡り、明るい動きと暗い動きが併存している。明るい動きとしては、企業収益が好調で株価も一時よりは下落したものの、高値を維持し、春闘は 30 年ぶりの 5% の高さとなったことが挙げられよう。一方、暗い動きとしては、賃金を上回る物価上昇により、実質所得の減少が継続している。その影響もあり、COVID-19 後のリバウンド消費は不発に終わり、実質消費は 4 四半期連続で減少を続けている。また、過去最長となった円安は、輸出企業を中心に企業収益を押し上げ、インバウンド需要の拡大に寄与しているものの、輸入・内需型の企業にとってはコスト高による企業収益の圧迫要因となっている。更に、生活に欠かせない食料・エネルギー価格の上昇が家計を圧迫しているうえ、政府によるエネルギー価格の支援策が打ち切りとなることも実質所得の低下要因となる。先行きは春闘・賃上げにより 2024 年度には実質所得がプラスに転換して消費や設備投資といった支出が増加することが期待されているが、食料・エネルギー価格の高止まり、円安による物価高の高止まりの懸念もあり、予断を許さない状況にある。

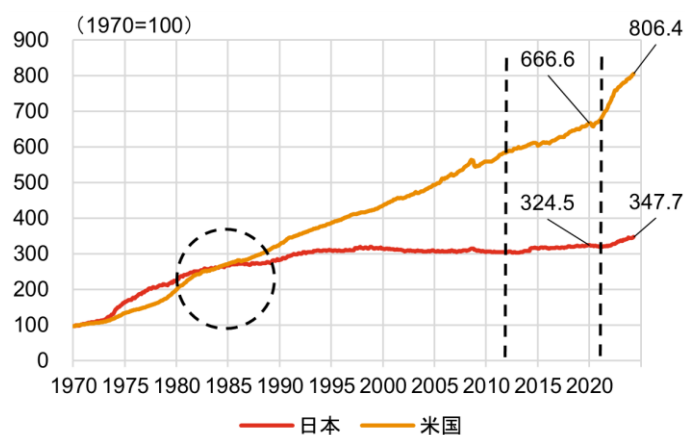
このような状況をどのように捉えればよいであろうか。日米の物価動向から今後の日本経済の見通しを考えてみたい。まず COVID-19 前からの日米の物価の伸び率をみたのが、**図表 1** である。足元では日米ともに 2～3% 前後で推移しているが、その内容は大きく異なっている。まず、米国の物価は COVID-19 後の金融緩和等によって、一時 9% となった。その後、金融政策が引き締めに転じたこと等から、物価は 4% 台を割り込んだものの、3% 台は割り込んでいない。2024 年に入ってから、軟調な経済・雇用・物価の指標がみられるものの、堅調さは維持されている。米国は景気が堅調で、2% の物価目標まで低下しないことが懸念されている。一方で、日本の物価上昇率は、COVID-19 前の 0～1% 程度の伸びから一時マイナス圏に落ち込んだ。2021 年後半から伸びが加速して昨年は 3% 台前半、2024 年に入り 2% 台後半で推移している。もっとも上記の通り、足元は消費をはじめとする内需が軟調であり、需要面からの物価の押し上げ圧力は弱い状況といえる。

次に前年からの伸びでなく、1970 年を基準とした日米の物価水準をみたのが **図表 2** である。まず日本の成長率が高かった 1970 年代半ばから 1980 年代前半にかけては日本の物価水準の上昇ペースが速かったことがわかる。1980 年代半ばで 260 前後で同程度となった後、米国は COVID-19 まではほぼ一定の伸びを続けた。COVID-19 を経て上振れた後に最近はやや伸びが鈍化したものの、COVID-19 前よりは高いペースでの伸びとなっている。一方、日本は 1980 年代半ばのプラザ合意以降伸びが大幅に鈍化した。特に 1990 年代半ばから COVID-19 前まで 30 年以上の長期間にわたり、ほぼ横ばいとなった。この横ばいの動きからすると、足元の物価上昇率は急激に受け取る向きもあろうが、水準でみると米国よりも緩やかな伸びにとどまっている。

図表 1: 日米の物価上昇率



図表 2: 日米の物価水準の推移



(出所) 総務省「全国消費者物価指数」、FRED より筆者作成。



現状、物価上昇が名目賃金の上昇を上回って実質所得が減少している点に焦点が当たりがちであるものの、1990 年代後半から COVID-19 前まで 30 年ほど続いた横ばいの期間から、ようやく物価が上昇する経済に変化しつつある過渡期にあるといえよう。ドル円レートについても、長期的には日米の物価上昇率で決定されるとの購買力平価の考えに照らせば、日米の物価上昇率がともに 2% で安定することが、すなわちそれを反映するドル円レートの安定につながる。米国の物価の伸びは長らく 2% 程度で一定であったが、日本銀行が 2% の物価目標を掲げたのは 2013 年であり、そこからまだ 10 年程度である。30 年程度の長期横ばい状態からの変化という意味では大きな変化だが、企業や家計も徐々に慣れていこう。

現状の日本経済は長年のデフレの桎梏から脱却しつつあり、物価・賃金が動かない「凍結経済」からの解冻フェーズにある。日米の物価が毎年当然のように同程度で伸びていく経済となれば、賃金や消費の伸び、為替相場も安定していこう。足元の実質所得減少や円安を過度に悲観せず、こうした長期的な視点から現在起きていることを冷静に捉えることが肝要である。安定的な経済成長の実現のためには、企業や家計が長期的な成長に向けた前向きな投資を実施できるかがカギとなる。政府は特に実質所得減少や円安でダメージを受ける中小企業や家計を支える必要がある。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

### 先週(5 月 27 日(月)~5 月 31 日(金))の振り返り:有効求人倍率・完全失業率(4 月)、鉱工業生産(4 月)、商業動態統計(全国、4 月)、東京都区部消費者物価指数(5 月)、消費者態度指数(5 月)

先週の動向を振り返っておこう。有効求人倍率・完全失業率(4 月)、鉱工業生産(4 月)、商業動態統計(全国、4 月)については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめている。

概要を述べると、4 月の有効求人倍率(季節調整値)は 1.26 倍となり、前月の 1.28 倍から低下した。低下は 2 か月ぶりとなる。前年からは 0.06 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 240.9 万人となり、前年比-3.9%となった。有効求職者数は 190.7 万人となり、前年比では+0.7%となった。新規求人(原数値)は前年比-2.3%となり、8 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、医療・福祉、情報通信業であった。また、製造業、教育・学習支援業、宿泊業・飲食サービス業で減少した。4 月の労働力人口は 6,934 万人(前年比+11.0 万人)、就業者数は 6,751 万人(同+8.0 万人)となった。完全失業者数は 183 万人(同+3.0 万人)となった。産業別の就業者数(原数値)をみると、宿泊業・飲食サービス業、情報通信業、教育・学習支援業で増加した一方、製造業、生活関連サービス業・娯楽業、金融業・保険業で減少した。

4 月の鉱工業生産(速報値)は前月比-0.1%とわずかに低下した。製造工業生産予測調査の同+4.1%と補正値の同一 1.0%の中間程度の動きで着地したこととなり、前年比では-1.1%と 6 か月連続の低下である。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、5 月以降も上下を繰り返す展開となろう。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航空機の部品などの輸送機械工業(除く自動車)、汎用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業である。上昇業種は半導体製造装置などの生産用機械工業、金属製品工業、無機・有機化学工業であった。出荷は前月比+0.2%、前年比-0.9%とほぼ横ばいの動きとなり、在庫は前月比-0.5%、前年比-2.7%と低下した。稼働率は前月比は上昇、前年比は低下となった。

4 月の商業動態統計(速報値)では、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 50 兆 6,150 億円、前年比+4.6%となった。卸売業は 37 兆 860 億円、同+5.4%、小売業は 13 兆 5,290 億円、同+2.4%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.1%、小売業が+1.2%である。卸売業は繊維品卸売業、鉱物・金属卸売業が大きく増加した。一方で産業機械卸売業、自動車卸売業が減少している。また小売業について業種別にみると、機械器具小売業、無店舗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。

5 月の東京都区部消費者物価指数は、総合は前年比+2.2%となった。4 月の+1.8%から 0.4%ポイント伸びが加速した。押し上げの主因は電気料金の値上げの影響である。5 月の電気料金は前年比+13.1%となり、総合+2.2%のうち寄与度+0.34%ポイント押し上げた。電気料金の値上げは、再生可能エネルギー発電促進賦課金(いわゆる、再エネ賦課金)の値上げによるものである。また、生鮮食品及びエネルギーを除く総合は同+1.7%(前月同+1.8%)とほぼ同程度で推移している。

5 月の消費者態度指数は前月差 2.1 ポイント低下して 36.2 となった。悪化は 2 か月連続となった。消費者態度指数を構成する意識指標(暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財買い時判断)および資産価値はすべて悪化した。以上



の結果を受けて内閣府は基調判断を「改善に足踏みがみられる」として下方修正している。物価の見通しについては「上昇する」と見込む割合が 9 割を超えている。

### 米国：個人支出・PCE デフレーター(4 月)、実質 GDP(2024 年 1-3 月期、改定値)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(5 月)、リッチモンド連銀製造業指数(5 月)、シカゴ購買部協会景気指数(5 月)

続いて米国についてみよう。4 月の米 PCE 価格指数は前年比+2.7%で 2 か月連続同じ伸びとなった。食料・エネルギーを除くベースでは同+2.8%で 3 か月連続で同じ伸びとなった。PCE(個人消費支出)は、前月比+0.2%となり、前月の同+0.7%から鈍化した。

1-3 月期の実質 GDP(改定値)は、前期比年率+1.3%となり、速報値の同+1.6%から下方修正された。主因は個人消費の引き下げである。個人消費は、速報値の同+2.5%から+2.0%へと下方修正された。もっとも、在庫投資は寄与度-0.45%ポイント押し下げている。これは最終需要の強さから在庫が減少していることが反映されている。また、設備投資、住宅投資も上方修正されている。米国経済は減速はしているものの、堅調さは維持されている。

5 月の米コンファレンスボードの消費者信頼感指数は 102.0 となった。前月(4 月)は、97.5 と前の 97.0 から上方修正された。年初からはやや勢いが鈍化しつつある。

リッチモンド連銀製造業指数は、5 月は 0 となった。4 月の-7 から改善した。出荷が大幅に改善し、新規受注が改善した。しかし、雇用は悪化した。全体としては年初から改善傾向が継続している。一方、5 月のシカゴ購買部協会景気指数は 35.4 となり、4 月の 37.9 から低下した。2020 年 5 月以来の低水準となった。

### ユーロ圏：失業率(3 月)、ユーロ圏消費者物価指数(5 月)

続いてユーロ圏についてみよう。4 月の失業率は、6.4%となった。前月の 6.5%から 0.1%ポイント低下した。失業者数の変化をみると、イタリアとフランスで大幅に減少した。スペイン、ドイツでも減少した一方、ベルギー、オランダ等で増加した。

ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は、4 月に前年比+2.6%となった。前月(3 月)の同+2.4%から加速した。食品・エネルギー・アルコール・たばこを除くインフレ率も、4 月に同+2.9%(前月同+2.7%)と加速した。サービスは 3 月の同+3.7%から、4 月には同+4.1%へと加速した。

### 中国：製造業 PMI(4 月)

5 月の製造業 PMI は、49.5 となった。前月(4 月)の 50.4 から低下し、好不況の分かれ目となる 50 を下回った。事前予想では改善が予想されていたため、予想外の悪化となった。小売売上高の弱さなど国内需要の弱さを反映している。非製造業 PMI は、51.1 となった。前月(4 月)の 51.2 から鈍化した。

今週(6月3日(月)～6月7日(金))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 4 月の家計調査、景気動向指数が公表される。これらは [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定である。他にも 4 月の毎月勤労統計が公表される。直近はインフレによる消費・需要の弱さが顕著となっており、各指標でしっかり確認していきたい。

米国では、5 月の雇用関係の指標、ISM 製造業・非製造業景気指数が公表される。また、4 月の貿易収支も重要だ。

ユーロ圏は、1-3 月期の実質 GDP の確報値、4 月の小売売上高、生産者物価指数が公表される。最近の持ち直し傾向が継続するかが注目だ。また、ECB 政策理事会も開催される。ECB における経済・物価動向、利下げの実施、今後の見通しが注目される。

中国経済では、5 月の財新製造業 PMI、4 月の貿易収支が公表される。

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
6/3 (月)		・ ISM製造業景気指数(5月)	・ 中国財新製造業PMI(5月)
6/4 (火)			
6/5 (水)	・ 毎月勤労統計(4月)	・ ADP雇用統計(5月) ・ ISM非製造業景気指数(5月)	・ ユーロ圏生産者物価指数(4月)
6/6 (木)		・ 貿易収支(4月)	・ ユーロ圏小売売上高(4月) ・ ECB政策金利
6/7 (金)	・ 家計調査(4月) ・ 景気動向指数(4月)	・ 雇用統計(5月) ・ 失業率・平均時給(5月)	・ ユーロ圏実質GDP (1-3月期、確報値) ・ 中国貿易収支(4月)

## 2. 2024 年 6 月 10 日(月)～6 月 14 日(金):黄色信号が灯っている「2%の物価安定目標」と好循環

### 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

以前本稿でも指摘した通り、昨年の日本経済のキーワードは「30 年ぶり」であった。物価上昇率、設備投資、失業率、賃金上昇率が 30 年前の水準・動きまで改善し、好調な企業利益も相まって、賃金上昇が総需要の拡大を生み、需要拡大を起点とした物価上昇につながる事が期待されたのである。だが、消費者物価指数(総合)は前年比+2%を超える伸びを 2 年以上続けているにもかかわらず、賃金上昇が総需要拡大につながり、需要拡大を起点とした物価上昇につながる道筋はみえていない。むしろ今、みえてきているのは、基調的な消費者物価指数の動きが徐々に弱まってきており、短期的には電気代上昇や再エネ賦課金終了といったコストプッシュ要因での物価の押し上げはありうるものの、そうした要因が剥落すれば物価の伸びが想定以上に落ち込むといった事態ではないか。

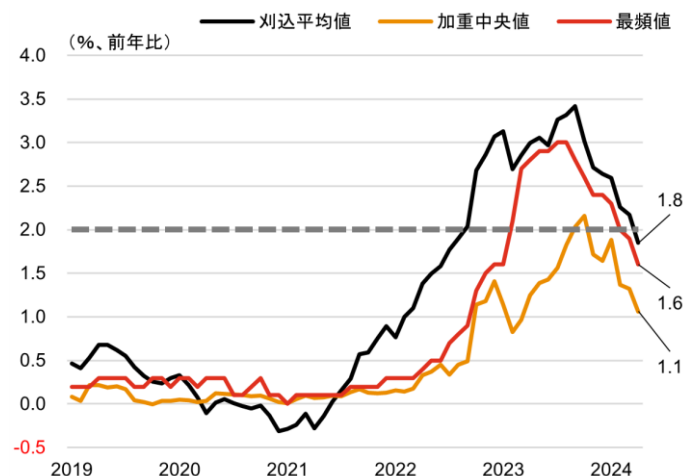
インフレ率は需給バランスだけではなく、日本が輸入に多くを頼る食料やエネルギー価格の上昇によっても高まる。図表 1 はこうした様々な一時的変動要因の影響を取り除いた基調的な物価変動の指標を 3 つ(刈込平均値、加重中央値、最頻値)取り上げてそれらの推移をみたものだ。図表からもわかる通り、基調的な物価変動の目線からは、これら 3 つの指標のピークは 2023 年後半であり、以降は緩やかに伸びを減じて 2024 年 4 月は 3 つの指標すべてで 2%を割り込み、その勢いは止まっている。これは基調的な物価変動は 2%を下回り、前年比の動きからはいつ下げ止まるかが不明ということの意味する。こうした状況が続く中で実際に観測される物価が 2%を上回って推移しているとすれば、その物価の動きは一時的な要因で生じているということになり、一時的な要因が剥落すれば物価の上昇は止まることになる。

図表 2 は消費者物価指数を構成する品目の中で一時的な変動にさらされやすい食料とエネルギーを除いた品目それぞれについて価格上昇率を計算して、それが全体の品目の中でどの程度の割合となっているのかをヒストグラムの形で示したものだ。図表 1 における基調的な物価変動の指標が 3 つとも 2%を上回っていた時期(2023 年 10 月)のヒストグラムをみると、10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が 0%～1%未満の価格上昇率を示す品目割合とほぼ同程度であり、ヒストグラムは 2 つのコブのような形状である。また 2024 年 4 月のヒストグラムは価格変化率が 1%～2%の品目の割合が最も大きく 1%以上 4%未満の価格上昇率の品目割合が 2023 年 10 月と比べ高まっている。さらに価格上昇率がマイナスとなる品目数も増えているのも気になりな動きである。

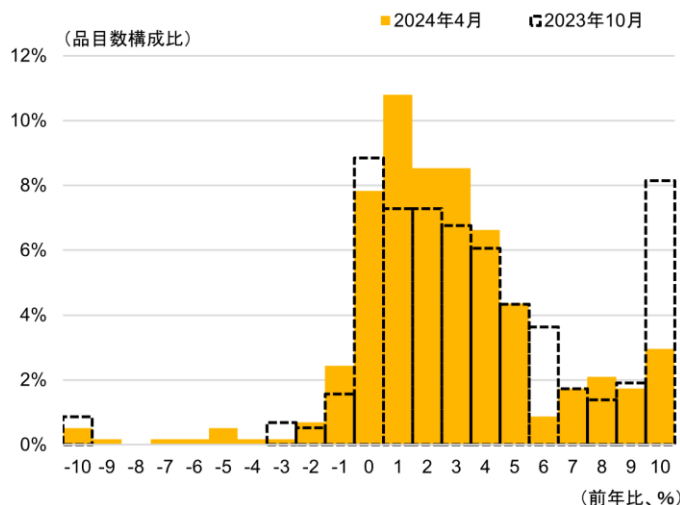
以上みた通り、足元では基調的なインフレ率の低下という形で「2%の物価安定目標」の達成に黄色信号が灯っている。こうした中では企業の賃上げの動きだけではなく、政府が積極的に減税を行うことで家計の可処分所得を高めることが必要だ。エネルギー関連の値上げの中行われる一人あたり 4 万円の定額減税の効果は実質 GDP を 0.1～0.2%押し上げるに過ぎず焼け石に水である。好循環を担保するため、政府はより積極的・持続的な形で減税策を行う必要がある。円安を懸念して利上げする暇はないということだ。

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

図表 1: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標の推移



図表 2: 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布の比較



(出所) 日本銀行、総務省より筆者作成。

**先週(5月27日(月)～5月31日(金))の振り返り:家計調査(4月)、景気動向指数(4月)、毎月勤労統計(4月)**

先週の動向を振り返っておこう。家計調査(4月)、景気動向指数(4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(4月)は実質消費支出が前年比+0.5%、前月比では-1.2%、名目消費支出が前年比+3.0%、前月比で-0.2%となり、物価上昇が続く中、減少に転じた。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費などの交通・通信、教養娯楽サービス、野菜・海藻などの食料が消費支出の減少に寄与した。一方で授業料や婚礼・葬儀関係費などの支出は拡大した。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、4月は前年比-2.6%と2022年10月以降19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0.2%、実質で同-2.6%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-2.8%となる。物価上昇に伴う押し下げ効果はややマイルドとなったが、実収入の伸びは拡大していない。以上から実質可処分所得の減少の勢いは再び加速している。総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する4月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は102.9(2020年=100)となり、3月の値を0.1だけ上回ったものの、1-3月期の値(103.0)を下回った。ほぼ横ばいの状況である。

景気動向指数(4月)は、4月のCI速報値(2020年=100)は先行指数111.6、一致指数115.2、遅行指数105.8となった。先行指数は3月から0.1ポイント下降して3か月ぶりの下降、一致指数は3月から1.0ポイント上昇して2か月連続の上昇、遅行指数は3月から0.8ポイント下降して3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0.77ポイント上昇と4か月ぶりの上昇、7か月後方移動平均は0.06ポイント下降し、こちらは4か月連続の下降となった。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「下方への局面変化を示している」と引き続き据え置かれた。

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ると、4月の前月差が3月に続きプラスとなったのは、一致指数を構成する10指標のうち6指標がプラスであり、特に3月に減少した商業販売額(卸売業、小売業)が4月にプラスとなったことが大きく影響している。5月は改善、6月は低下という製造工業生産予測調査の結果を念頭におくと、一致指数の増加は少なくとも来月も続くことになるはずだ。もっとも、「下方への局面変化を示している」という基調判断を覆す形になるかどうかは未知数と言えよう。

毎月勤労統計(4月速報値)は現金給与総額は前年比+2.1%、物価上昇率を考慮した実質の現金給与総額の伸びは-0.7%となった。3月と比べ物価の伸びがややマイルド(3月:前年比+3.1%→4月:同+2.9%)になったのに加え、現金給与総額の伸びが3月と比べ1%強拡大したことが、実質の現金給与総額の伸びがマイナスではありながらも抑制されたことの原因である。速報から確報にかけて賃金水準の低いパートタイム労働者の回答割合が高まるために、確報段階の結果は速報と比べてマイルドとなりやすいこと、共通事業所ベースでの現金給与総額、所定内給与の伸びは3月と同様であることから、賃金の伸びが加速したとは言えない。春闘での賃上げ率の拡大といった賃金上昇の動きが、統計にどの程度反映されているかは今後公表される統計の結果をみつつ慎重に判断する必要があるだろう。

**米国:ISM製造業・非製造業景気指数(5月)、貿易収支(4月)、雇用統計(5月)**

続いて米国についてみよう。ISM製造業景気指数(5月)は48.7となり、4月の49.2から低下して、分水嶺の50を2か月連続で下回った。新規受注指数は45.4となり1年ぶりの低水準。価格指数は57.0と高水準であるものの、4月の60.9からは低下している。他方で雇用指数は50を下回っていたが、51.1となり、昨年9月以来の結果となった。

一方、ISM非製造業景気指数(5月)は4月の49.4から上昇して53.8と分水嶺の50を上まわった。新規受注指数は54.1と増加し、価格指数も58.1と高止まりしている。雇用指数は47.1と昨年後半以降50割れが続くものの、改善基調にある。製造業とは好対照の結果と言えるだろう。

貿易収支(4月)はマイナス幅が前月から8.7%増加して-746億ドルとなった。3月のマイナス額は686億ドルと前回公表時の694億ドルからわずかに減少した。輸出入についてみると、輸出は0.8%増の2,637億ドルとなり、資本財および消費財の輸出は増加したものの、工業用資材と原材料輸出は減少した。サービス輸出も減少した。輸入は2.4%増の3,382億ドルと



なり、自動車・部品、コンピューター周辺機器・通信機器といった機械製品の輸入が増えるとともに、原油などのエネルギー輸入も増加した。サービス輸入は輸出の場合と同様にわずかに減少した。

雇用統計(5月)は、非農林業雇用数が事前予想の18万人増を上回る27.2万人増となり、また時間当たり賃金も4月から伸びが加速して、前月比+0.4%と事前予想を上回った。これらの結果はいずれも物価上昇率2%への道のりが遠いことを示唆しており、FRBが今後行うであろう利下げのペースがより遅れることを示唆している。尤も、雇用統計の結果を除くと最近の労働市場についての統計結果は芳しくないとも言え、FRBは引き続き慎重な判断が求められると言えよう。

### ユーロ圏: ECB 理事会(6月)、生産者物価指数(4月)、小売売上高(4月)

続いてユーロ圏についてみよう。欧州中央銀行(ECB)は6月の理事会で、約5年ぶりとなる利下げを決定した。インフレ率の先行き(減速トレンド)に確信が持てたというのが判断の根拠である。これにより、政策金利(預金ファシリティ金利)は3.75%となった。他方で、今後の金融政策の道筋については明確な示唆はなかった。

なお、インフレ率の先行きについては、確かに5月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.6%と一時10%を超えた状況からは落ち着いたものの、エネルギー価格の伸びは再びプラスとなる可能性が高く、サービス価格も同+4.1%とこのところ4%近傍で推移している。インフレ率が高まり始める以前の状況と比べると物価上昇率は未だ強めである。足元のGDPも一頃の停滞から回復しつつあり、利下げによる景気刺激効果が物価高止まりに寄与する可能性もある。今後はより注意深い対応が必要となろう。

生産者物価指数(4月)は前月比-1.0%、前年比-5.7%となった。予想対比でやや下落幅が大きい結果となった。小売売上高(4月)は前月比-0.5%となった。自動車燃料が同-2.2%と下落幅が大きい。食料・飲料・たばこ、食品以外の財もそれぞれ前月比で減少した。主要国ではドイツが同-1.2%と減少幅が大きくなった。

### 中国: 製造業財新 PMI(4月)、貿易収支(5月)

最後に中国経済についてである。製造業財新 PMI(4月)は51.7と4月の51.4から上昇した。生産と新規受注が全体を引っ張っている。貿易収支(5月)は、輸出が前年比+7.6%の3,023.5億ドル、輸入が同+1.8%増の2197.3億ドルとなり、ともに2か月連続のプラスとなった。製造業 PMI および貿易収支ともに、政府の景気対策の影響により工業生産が拡大していることがうかがえる結果と言えるだろう。

### 今週(6月10日(月)~6月14日(金))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14日に政策決定会合が開催される。今回は現状維持とみているが、国債買い入れ策につき減額の方角感をより強く打ち出すなど、引き締め方向でのアナウンスを行う可能性もある。前日にFOMCを控え、為替レートや株価が大きく変動することも予想される。市場の動きにも要注目だ。統計では、GDP2024年1-3月期2次速報値が10日に公表され、前期比-0.5%、年率-1.8%と設備投資を中心にぐくわずかに上方改定された。国内企業物価(5月)および国際収支(4月)は [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定である。第3次産業活動指数や稼働率の結果にも注目だ。

米国では、13日に6月のFOMCが開催される。物価の動きをみると、4月のPCEデフレーターは総合で前年比+2.7%、食料やエネルギーを除くコア指数で同+2.8%と3%を下回って推移しているが、これまで物価を押し下げてきたエネルギー価格の下落はほぼ剥落しており、サービス価格の勢いも衰えていない。雇用情勢はやや悪化が進んでいる模様だが、利下げを行うのは時期尚早だろう。こちらも日銀と同様現状維持とみる。今週公表される消費者物価指数の結果も市場のかく乱要因となりうるだろう。

ユーロ圏は4月の鉱工業生産指数、貿易収支の結果が公表される。中国経済では、5月の物価統計が公表される。特に消費者物価指数で前年比プラスの結果が続くかどうか注目だろう。

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
6/10 (月)	<ul style="list-style-type: none"><li>実質GDP (2024年1-3月期2次速報値)</li><li>国際収支(4月)</li></ul>		
6/11 (火)			
6/12 (水)	<ul style="list-style-type: none"><li>国内企業物価(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>消費者物価指数(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>中国消費者物価指数(5月)</li><li>中国生産者物価指数(5月)</li></ul>
6/13 (木)		<ul style="list-style-type: none"><li>FOMC(6月)</li><li>生産者物価指数(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ユーロ圏鉱工業生産指数(4月)</li></ul>
6/14 (金)	<ul style="list-style-type: none"><li>日銀政策決定会合(6月)</li><li>第3次産業活動指数(4月)</li><li>稼働率(4月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ユーロ圏貿易収支(4月)</li></ul>

### 3. 2024 年 6 月 17 日(月)～6 月 21 日(金): 日銀政策決定会合(6 月)の結果とコメント

#### 日銀政策決定会合(6 月)の結果とコメント

6 月 13 日・14 日の金融政策決定会合で、日銀は当面の金融政策については無担保コールレート(オーバーナイト物)を 0～0.1%で推移するように促す一方、長期国債は月間 6 兆円のペースで買い入れ、ETF および J-REIT は新規買い入れを行わない、CP および社債については買い入れを段階的に減額し、2025 年 3 月を目途に買い入れを終了するという従来の政策方針を維持した。なお、長期国債の買い入れについては、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債を減額していく方針を決定した。市場参加者の意見を確認し、次回 7 月の決定会合にて、今後 1～2 年程度の具体的な減額計画を決定するとのことだ。

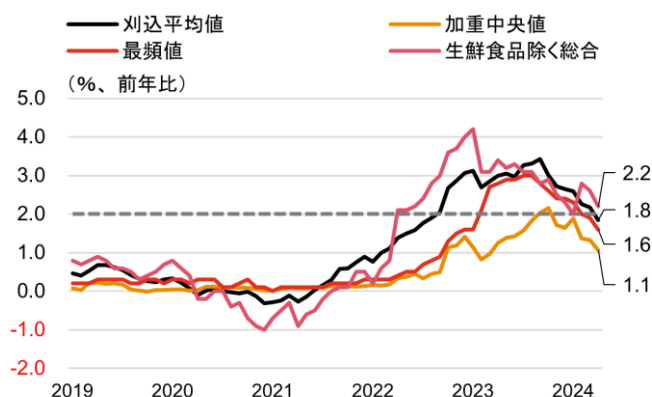
筆者は 2%の物価安定目標を日銀が達成・維持する観点から、今回の決定は問題をはらんでいると考える。まず問題となるのは(3 月の政策変更も同様だったが)7 月会合における展望レポートの経済・物価見通しの検討を待たずに、7 月会合前にあらかじめ長期国債買い入れ額の減額方針を明らかにしたことだ。植田総裁は記者会見で減額は「相応の規模になる」と述べ、かつ「望ましい状態まで 1～2 年で到達できるとは思っていない」としたが、これは円安へのけん制材料にはなったものの、しっかりとした説明がないまま、少なくとも今後 1～2 年の金融政策の方針を引き締めであると明示したことに等しいととれる。

勿論、こうした方針の明確化は、足元の日本経済が力強く推移し、物価の基調も 2%程度で安定的に推移すると見通される限りにおいて正当化されるだろう。だが図表 1 のとおり消費者物価指数は 2%を超えて推移するものの、基調的なインフレ率はいずれの指標でも 2023 年 10 月以降伸びは減速を続けて 2%を割り込んでいる。「所得と支出の好循環」への期待はあるものの、先行きの物価上昇要因として明らかなのは再エネ賦課金の停止や電力料金の上昇といったコストプッシュ要因であって、総需要の動きは鈍い。2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比マイナス成長となったが、図表 2 の実質 GDP の推移を見れば明らかなとおり、COVID-19 以降の日本の総需要の拡大ペースは米国やユーロ圏を遙かに下回っており、その主因は植田総裁が底堅いとした家計消費の停滞にある。あえて今、国債買い入れを減額して長期金利の上昇をさらに促す必要性はないのではないか。

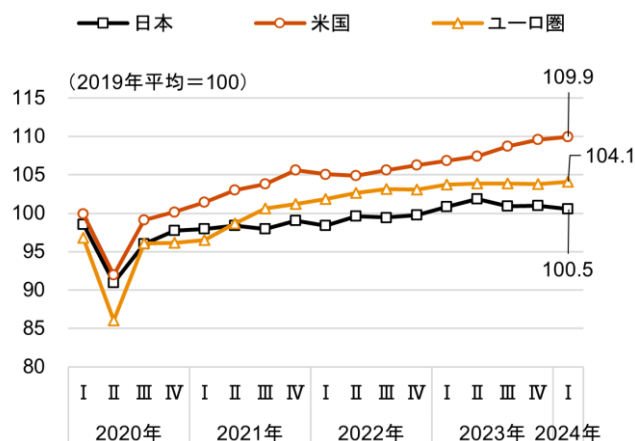
日銀が保有する長期国債の前年比は 5 月時点で+0.9%と、長期国債の前年比がマイナスであった 2009 年 5 月以来の伸びにとどまっている。日銀保有国債の償還のタイミングもあるが、長期国債の減額ペースいかんでは長期国債の前年比はマイナスに突入する可能性もあるし、日銀のバランスシートも本格的に縮小する可能性もある。米国の出口政策の経験に照らせば、急激なバランスシートの縮小は株価の下落を通じて経済に悪影響を及ぼすリスクもある。バランスシート縮小局面で日銀財務への影響を抑制するには、短期金利の本格上昇前にバランスシートの縮小を進め、短期金利よりも長期金利の上昇ペースを高めることでイールドカーブをスティープ化させること、さらに再投資を進めることが考えられるが、長期金利はインフレ基調が定着・拡大しない限り安定的に上昇することはないだろう。次回会合で日銀は長期国債の減額の目的・意図を明確化し、減額スケジュールが経済・物価に過度に悪影響を及ぼさないことをしっかり説明することが求められる。急いては事を仕損じるという言葉は肝に銘ずるべきだ。

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

図表 1: 消費者物価指数(生鮮除く総合)と  
基調的なインフレ率を捕捉するための指標の推移



図表 2: COVID-19 以降の日米ユーロ圏の  
実質 GDP の推移



(出所) 日本銀行、総務省、内閣府、BEA、ユーロスタットより筆者作成。

**先週(6月10日(月)~6月14日(金))の振り返り:国際収支(4月)、国内企業物価(5月)、第三次産業活動指数(4月)、稼働率(4月)**

先週の動向を振り返っておこう。国際収支(4月)、国内企業物価(5月)については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめている。

概要を述べると、4月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2兆5,241億円となり、前月(3月)から+5,135億円プラス幅が拡大した。経常収支の内訳をみると、貿易収支・サービス収支が-5,529億円(前月比+2,994億円)となった。貿易収支は-4,151億円(同+1,589億円)となり、3か月連続でマイナスとなったものの、マイナス幅は縮小した。輸出は8兆5,143億円(同-2,107億円)と減少した。原数値の前年比でみると、商品別では自動車・半導体等製造装置・半導体等電子部品が増加した。地域別ではアジア向け、北米向けが増加した。輸入(季節調整済み)は8兆9,294億円(同-3,697億円)となった。原数値の前年比でみると、商品別では、原粗油、航空機類、電算機類で輸入金額が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは85.73ドル/バレル(前年比+2.7%)、円ベースでは8万1,722円/キロリットル(同+17.7%)と上昇した。輸入の落ち込みの減少幅の方が大きく、貿易収支のマイナス幅が縮小した。また、サービス収支は季節調整済みでは-1,378億円(前月比+1,405億円)とマイナス幅が縮小した。原数値の前年比ではマイナス幅が拡大した。訪日外国人旅行者数は304.2万人(前年比+56.1%、2019年同月比+4.0%)、出国日本人数は88万8,800人(前年比+58.7%、2019年同月比-46.7%)となった。旅行収支のプラス幅拡大よりも、その他サービスのマイナス幅拡大が大きかった。

第一次所得収支は、+3兆4,330億円(前月比+2,805億円)となった。原数値でも前年比でプラス幅を拡大した。証券投資収益の押し上げが寄与した。2022年11月以来の高い水準となった。貿易収支・サービス収支・第一次所得収支の押し上げにより、経常収支のプラス幅が拡大した。

国内企業物価(5月)の結果をみると、国内企業物価指数が前月比+0.7%(前年比+2.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.5%(前年比+10.9%)、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+2.5%(前年比+6.9%)、契約通貨ベースで同+0.9%となった。輸入物価指数の前年比は円ベースで伸びを強めている。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、電気・都市ガス・水道(寄与度+0.31%ポイント)、非鉄金属(同+0.25%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、電気機器(同-0.03%ポイント)の影響が大きくなっている。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、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き、その後は薄れていくだろう。輸出物価指数・輸入物価指数も前年比で伸びがじわじわと高まっていく公算大である。

第三次産業活動指数(4月)は前月比+1.9%と2か月ぶりの上昇となった。11業種中、運輸業、郵便業、卸売業、医療・福祉といった7業種が前月比上昇となり、全体として上昇した。一方、電気・ガス・熱供給・水道業や技術サービス業などが含まれる事業者向け関連サービス、不動産取引業は第三次産業活動指数の下押し要因として作用した。対事業所サービスのうち、製造業依存型事業所サービス活動は2019年10月以降減少トレンドが続く89.4(2015=100)、非製造業依存型事業所サービス活動指数は106.7となり2019年10月のピークに近づきつつある。

稼働率(4月)は99.7と前月比0.3%の上昇となった。化学工業、電気・情報通信機械工業、金属製品工業といったところが上昇している。生産能力指数(4月)は97.9と前月比-0.3%の低下となった。電子部品・デバイス工業の低下が大きい。

**米国:6月FOMC、消費者物価指数(5月)、生産者物価指数(5月)、ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)**

続いて米国についてみよう。連邦準備制度理事会(FRB)は6月11日・12日に開催したFOMCにおいて、政策金利(FF金利)を現在の5.25~5.50%の誘導目標に据え置くことを決定した。据え置きは7会合連続となり、参加者の全会一致で決定された。会合参加者による[経済金利見通し](#)をみると、3月時点と比較して、実質GDP成長率の見通しは2.0%程度とほぼ変わらず、失業率の見通しについては2025年4.2%、2026年4.1%と0.1%ポイントずつ悪化、物価(コアPCEデフレーター)は2024年が2.8%(3月時点は2.6%)、2025年が2.3%(3月時点は2.2%)とやや上振れたものの、2026年は2%と同率であった。変更があったのは政策金利の動きであり、利下げ回数は2024年は1回(3月見通しでは3回)、2025年は4回(3月見通しでは3回)、2026年は4回(3月見通しでは3回)と、それぞれ後ずれする形となっている。

FOMC終了後のパウエル議長の記者会見からは、今後のインフレ率の動向次第では2024年中の利下げ回数が増える可能性もある。政治サイドから財政支出が強まる形となれば、それはインフレ圧力が強まることを意味するため、これはFRBにとっては利下げ回数を減らす形で作用するだろう。足元の経済動向と政府の動きにより今後の金融政策は影響を受けることになりそうだ。



消費者物価指数(5月)は総合で前年比+3.3%(4月は同+3.4%)、食料及びエネルギーを除くコア指数で同+3.4%(4月は同+3.6%)と上昇率はともに鈍化した。前月比では総合は横ばい、コア指数は+0.2%とこちらも鈍化している。品目別に見ると、エネルギーは上昇幅が拡大したが、食料品や外食、自動車の価格は下落した。サービスについてみると、住居費を除くサービス価格は前年比+5.0%と5か月連続で上昇幅が拡大した。住居費は同+5.4%と2か月連続で伸びが鈍化している。利上げの影響をあまり受けない住居を除くサービス価格の動きは依然として強く、このあたりが物価の高止まりの背景にある。

一方、生産者物価指数(5月)は前年比+2.2%、前月比-0.2%と弱めの動きとなった。食料とエネルギーを除いたコア指数は前年比+2.3%、前月比は横ばいと落ち着いている。

ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)は65.6となり5月の69.1から低下した。インフレ期待が1年先が3.3%、5年先が3.1%とほぼ変わらない状況の中、消費者マインドはやや低下している。

### ユーロ圏：鉱工業生産指数(4月)、貿易収支(4月)

続いてユーロ圏についてみよう。鉱工業生産指数(4月)は前月比-0.1%となった。財別にみると、中間財は同-0.4%、耐久消費財は同-0.3%、エネルギー同+0.4%、資本財同+0.7%、非耐久消費財同+3.4%であり、非耐久消費財の伸びが大きくなっている。EU全体では前月比+0.5%となった。

貿易収支(4月)は150億ユーロの黒字となった。輸出は前年比+14.0%の2,476億ユーロとなり、輸入は同+1.8%増の2,325億ユーロであった。

### 中国：消費者物価指数(5月)、生産者物価指数(5月)

最後に中国経済についてみよう。消費者物価指数(5月)は前年比+0.3%となり、4月の前年比と伸びは同じとなった。前月比でみると5月は前月比-0.1%となり、4月の同+0.1%からやや減速した。食料とエネルギーを除くコア指数の前年比は+0.6%であり、特に食料品価格の低下が物価の伸びを押し下げている。生産者物価指数(5月)は前年比-1.4%となった。4月の同-2.5%からはややマイルドとなったものの、2022年9月以降前年比でマイナスの状況は続いている。

### 今週(6月17日(月)~6月21日(金))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17日に機械受注(4月)、19日に貿易収支(5月)、そして21日に全国消費者物価指数が公表される。それぞれ [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定である。消費者物価指数に関しては、食料及びエネルギーを除く総合指数(米国型コア)の伸びが前年比+2%を下回るかが注目点だ。

米国では、17日にNY連銀製造業景気指数、20日にフィラデルフィア連銀景況指数が公表される。いずれも6月の最新の景況を把握する上で有用だ。米国経済はやや陰りが見えてきているとはいえ、内需、特に消費動向は力強く推移している。小売売上高は米国の内需の動きをみる上で要注目の指標と言えよう

ユーロ圏はZEW景況感指数、PMIの最新値が公表される。また中国は小売売上高と鉱工業生産の最新値が公表される。弱めの内需と拡大する生産という構図に変化がみられるのか否かは注目材料である。

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
6/17 (月)	・ 機械受注(4月)	・ NY連銀製造業景気指数(6月)	・ 中国小売売上高(5月) ・ 中国鉱工業生産指数(5月)
6/18 (火)		・ 小売売上高(5月)	・ ユーロ圏ZEW景況感指数(5月)
6/19 (水)	・ 貿易収支(5月)		
6/20 (木)		・ 住宅建築許可件数(5月) ・ 住宅着工件数(5月) ・ フィラデルフィア連銀景況指数(6月)	
6/21 (金)	・ 全国消費者物価指数(5月)	・ 中古住宅販売件数(5月)	・ ユーロ圏製造業PMI(6月) ・ ユーロ圏非製造業PMI(6月)

#### 4. 2024 年 6 月 24 日(月)～6 月 28 日(金): 日本銀行の長期国債残高見通し

##### 日本銀行の長期国債残高見通し

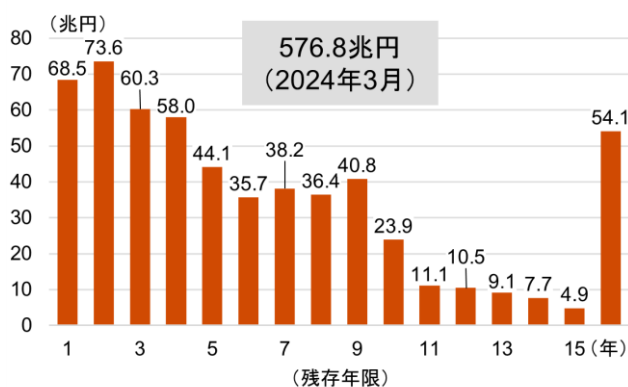
日本銀行は 6 月 13～14 日の金融政策決定会合において、長期国債の買入れ額につき、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、減額していく方針を決定した。次回 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、今後 1～2 年程度の具体的な減額計画を決定するとされる。そこで日本銀行の長期国債の現状と、先行きの見通しを確認しておこう。

2023 年度末時点の日本銀行の長期国債保有額は 576.8 兆円となっており、満期を迎える年限別にみたのが図表 1 である。今後 1 年以内で満期を迎える長期国債の残高は 68.5 兆円である。現在の月額为国債買入れペースは月額で 6 兆円、年間で 72 兆円となる。2013 年 4 月に大規模な金融緩和が実施される以前の買入れペースは月 2 兆円以下であった。これらを参考に、2024 年 4 月以降、月額の国債買入れペースを 2 兆円から現状の 6 兆円と仮定した場合の、日銀の長期国債残高見通しを示したのが図表 2 である。なお、新たに買入れる国債の年限は現状と同じと仮定した。現状の国債買入れペースである 6 兆円が継続した場合、今後 3 年程度、2024 年度末～2026 年度末では 570 兆円以上となり、現状程度の規模が維持される。2024 年度以降は緩やかな減少となり、2023 年度末の 576.8 兆円から 10 年後の 2033 年度末には 506 兆円となる。70 兆円の減少となり、見通し期間で均してみると年平均 7 兆円の国債残高の減少となる。この減少ペースは、図表 2 の角括弧・斜体で示している。今後数年程度、現状程度が維持されるのであれば、それほど急激な変化にはみえないかもしれない。しかし、過去の長期国債残高の推移を振り返ると、大規模緩和の始まった 2012 年度末から 2023 年度末の国債の増加ペースは 50 兆円程度の増加であった。このため、増加ペースとしては 50 兆円の減額となるため、日銀のバランスシート拡大は急激なブレーキがかかると言ってよいだろう。このような減額はマネーの縮小、経済・物価の下押し圧力となる。しかし、植田総裁は 6 月の記者会で相応の規模の減額を表明している。このため、7 月に示される国債の買入れ額は 6 兆円よりも小さくなり、バランスシートの規模縮小のペースはより速くなる公算が大きい。仮に月額の国債の買入れ額が 5 兆円となった場合には、2024 年度末で 568.4 兆円となり、2023 年度末の 576.8 兆円から 8.4 兆円の減額、2033 年度までに年平均 14 兆円の減額となる。

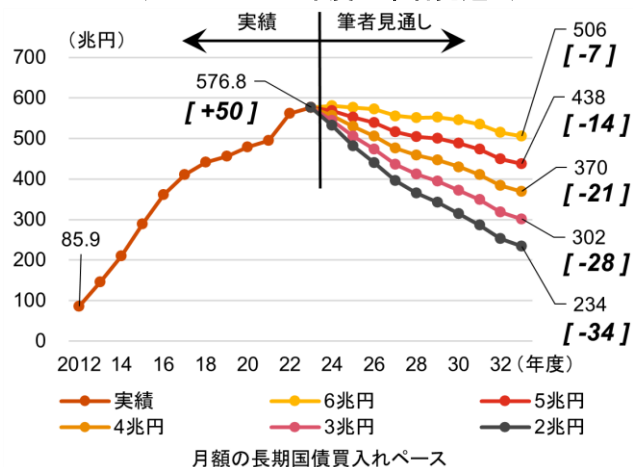
このように、現状の月額 6 兆円の国債買入れペースを維持した場合でも、3 年程度バランスシートの規模が維持されるにとどまり、昨年度までの緩和ペースからは急激な引き締めとなる。更に月額 5 兆円以下とした場合には、2024 年度からバランスシート規模縮小が開始される。足元の日本経済の状況は、春闘賃上げ率は高いものの、物価の上昇等もあって実質可処分所得の増加に結び付いておらず、消費は脆弱なままである。このような状況で国債残高の縮小を急げば、ようやくつかんだデフレからの完全脱却の機会を逃しかねない。かつ、日本経済にとって金融引き締めは、2006 年以来ほぼ 20 年ぶりの出来事である。引き締めによる経済・物価への影響が不透明な中、7 月に一気に先 1～2 年の減額ペースを示すことは、本来機動的に運営できる金融政策のメリットを自ら放棄することになるのではないか。減額や市場の予見性を高めることにこだわらず、経済・物価状況を踏まえた慎重な国債買入れの実施、金融政策運営が強く望まれる。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 1: 日銀が保有する長期国債の年限別残高



図表 2: 日銀の国債買入れ額ごとの長期国債残高見通し (2024～2033 年度は筆者見通し)



(注) 図表 2 の角括弧・斜体は、国債残高の年平均変化額。実績期間は 2012 年度末から 2023 年度末の平均値、見通し期間は 2023 年度末から 2033 年度末の平均値。(出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」より筆者作成。

## 先週(6月17日(月)～6月21日(金))の振り返り:機械受注統計(4月)、貿易収支(5月)、全国消費者物価指数(5月)

先週の動向を振り返っておこう。機械受注統計(4月)、貿易収支(5月)、全国消費者物価指数(5月)については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめている。

概要を述べると、4月の機械受注では、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-3.6%と3か月ぶりに減少した。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、4月に前月比-2.9%(3月:同+2.9%)となった。業種別にみると、製造業が同-11.3%の4,194億円、非製造業(船舶・電力を除く)が同+5.9%の4,753億円となった。内閣府は、「持ち直しの動きがみられる」との基調判断を維持した。「外需」は、4月に+21.6%(3月:同-9.4%)と2か月ぶりに増加した。電子・通信機械、産業機械等で増加したものの、航空機、鉄道車両等で減少した。

5月の貿易統計では、輸出金額(名目、原数値)は8兆2,766億円、前年比+13.5%と6か月連続で増加した。業種別では、輸送用機器が前年比+16.9%(寄与度+3.6%ポイント(以下、ppt))となった。輸出の増加は、輸送用機器だけでなく、電気機器・一般機械にも広がる構図が続いている。輸入金額(同)は9兆4,979億円となり、前年比+9.5%と2か月連続で増加した。寄与度がもっとも大きかったのは一般機械で、前年比+17.2%(寄与度+1.6ppt)となった。また、食料品、化学製品、原料別製品も増加した。貿易収支(原数値)は-1兆2,213億円となり、2か月連続のマイナスとなった。

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024年5月)は総合で前年比+2.8%、生鮮除く総合で同+2.5%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.1%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)で同+1.7%と2%を下回る結果となった。4月と比べ総合指数と生鮮除く総合指数の伸びは高まったが、生鮮・エネルギーを除く総合、食料・エネルギー除く総合の伸びは弱まっている。これは5月からの再エネ賦課金引き上げによる電気代上昇と天然ガス価格上昇に伴うガス料金値上げの影響によるものである。5月の結果は、欧米型コア指数が前年比+1.7%と明確に2%を下回った。2024年1月以降、欧米型コア指数の伸びは低下を続けており、どこで踏みとどまるのかは不明である。2%物価安定目標の持続的・安定的達成には黄色信号が灯っていると言える。

## 米国:小売売上高(5月)、住宅建築許可件数(5月)・住宅着工件数(5月)・中古住宅販売件数(5月)、NY連銀製造業景気指数(6月)、フィラデルフィア連銀景況指数(6月)

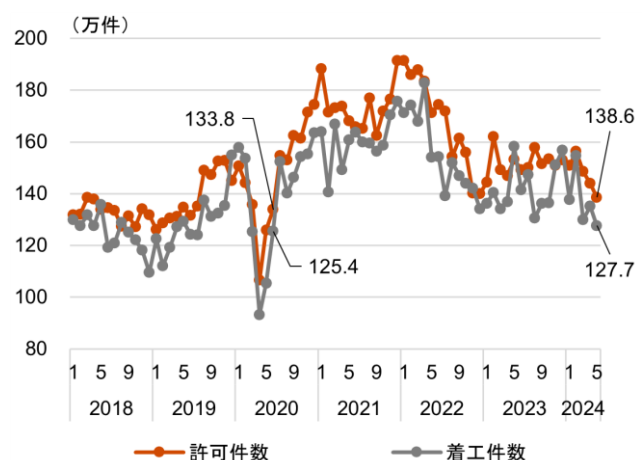
続いて米国についてみよう。5月の小売売上高は、前月比+0.1%となった。前月(4月)分は横ばいから-0.2%へ、前々月(3月)分も、若干の下方修正となった。前年比でみると、ここ2か月では伸びが鈍化した(図表3)。GDP統計における消費と関係の深い自動車・ガソリン・建築資材・外食を除くコア売上高は前月比+0.4%となった。4月分は-0.3%から-0.5%へと下方修正された。原油価格が下落し、ガソリンスタンドは同-2.2%となった。建築資材・園芸用品、家具、飲食店は減少した。

図表3:米・小売売上高(前年比)



(出所)BLS より筆者作成

図表4:米・住宅着工件数、住宅許可件数





次に5月の住宅着工件数は、前月比-5.5%、127.7万件となった(図表4)。ここ3か月は低迷が続いている。2020年6月の125.4万件以来、4年ぶりの低水準となった。先行きの先行指標とされる住宅許可件数についても、前月比-3.8%、138.6万件となった。3か月連続での減少となり、2020年6月の133.8万件以来の低水準となった。また、5月の中古住宅販売件数は、前月比-0.7%となり、411万戸となった。住宅の販売価格は、前年比+5.8%となり、41.93万ドルとなった。金利上昇や価格上昇を受けた住宅取得余力の減少が市場の下押し要因となっている可能性がある。

6月のNY連銀製造業景気指数は、-6.0となった。前月の-15.6から9.6の改善となった。過去3か月の低迷からやや回復した。新規受注、出荷、配達時間が改善した一方、労働時間、受取価格、支払価格が悪化した。6月のフィラデルフィア連銀指数は、1.3となった。前月の4.5から3.2ポイントの悪化となった。4月は15.5と一時的な回復がみられたものの、それ以降は低迷している。雇用関係が悪化した。受取価格、支払価格は上昇した。

#### ユーロ圏: ユーロ圏 ZEW(6月)、ユーロ圏製造業 PMI(6月)、ユーロ圏非製造業 PMI(6月)

続いてユーロ圏についてみよう。6月のユーロ圏 ZEW は 51.3 となった。前月(5月)の 47.0 から改善した。昨年9月からの改善傾向が続いており、景気の節目となる 50 を超えた。

6月の製造業 PMI は、45.6 となった。前月(5月)の 47.3 から減速した。非製造業 PMI は、52.6 となった。こちらも前月(5月)の 53.2 から減速した。6月6~9日に実施された欧州議会選挙で、フランスの極右政党とされる国民連合が議席を伸ばした。これを受けて仏・マクロン大統領が下院である国民議会を解散し、総選挙を実施する意向を示した。フランスの政権枠組みの変化にともなう不透明感が懸念され、センチメントの悪化要因となったとみられる。

#### 中国: 鉱工業生産(5月)、小売売上高(5月)

最後に中国経済についてみよう。5月の鉱工業生産は、前年比+5.6%となった。前月(4月)の同+6.7%から減速した。一方、5月の小売売上高は+3.7%となった。前月(4月)の同+2.3%から加速した。これまで鉱工業生産が拡大するものの、国内消費に弱さがみられた。このため、国内であまった分が欧米向け輸出に向かっていた。これを受けて、EV 製品や電池などの製品に対して、欧米で中国からの輸入品に対する関税の引き上げが決定された。こうした状況下で、中国の生産・消費動向が注目されている。5月の結果はやや国内消費の回復を示すものであったものの、その内容は脆弱であり、引き続き警戒が必要であろう。

今週(6 月 24 日(月)～6 月 28 日(金))のポイント

図表 5 に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では 27 日に商業動態統計(5 月)、28 日に完全失業率・有効求人倍率(5 月)、鉱工業生産(5 月)が公表される。それぞれ Daily Macro Economic Insights で取り上げる予定である。更に東京都消費者物価指数(6 月上旬)、住宅着工件数(5 月)が公表される。

米国では、6 月の経済指標として、25 日にコンファレンスボード消費者信頼感指数、リッチモンド連銀製造業指数、28 日にシカゴ PMI、ミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。5 月の経済指標として、26 日に新築住宅販売件数、27 日に耐久財受注、中古住宅販売成約指数、28 日に PCE 所得・支出・デフレーターが公表される。米国経済は、雇用や住宅で弱めの動きがみられている。もっとも、物価上昇圧力は依然として残っており、経済・物価動向が注目される。

ユーロ圏は 6 月の消費者信頼感指数が公表される。中国では 6 月の製造業 PMI が公表される。両国・地域の経済動向をしっかり確認しておきたい。

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
6/24 (月)			
6/25 (火)		<div><div>・ コンファレンスボード消費者信頼感指数 (6 月)</div><div>・ リッチモンド連銀製造業指数(6 月)</div></div>	
6/26 (水)		<div><div>・ 新築住宅販売件数(5 月)</div></div>	
6/27 (木)	<div><div>・ 商業動態統計調査(5 月)</div></div>	<div><div>・ 実質 GDP(1-3 月期、3 次速報値)</div><div>・ 耐久財受注(5 月)</div><div>・ 中古住宅販売成約指数(5 月)</div></div>	<div><div>・ ユーロ圏消費者信頼感指数 (6 月、確報)</div></div>
6/28 (金)	<div><div>・ 完全失業率・有効求人倍率(5 月)</div><div>・ 東京都消費者物価指数(6 月上旬)</div><div>・ 鉱工業生産(5 月)</div><div>・ 住宅着工件数(5 月)</div></div>	<div><div>・ PCE 所得・支出・デフレーター(5 月)</div><div>・ シカゴ PMI(6 月)</div><div>・ ミシガン大学消費者信頼感指数 (6 月、確報)</div></div>	<div><div>・ 中国製造業 PMI(6 月)</div></div>

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