

Monthly Economist Report

7-9 月期のマイナス成長の可能性が高まる 日本経済

2024 年 9 月

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



(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(9 月総集編)

I. 2024 年 9 月のまとめ: 7-9 月期のマイナス成長の可能性が高まる日本経済.....	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2024 年 7 月)ー所得拡大は続くも家計消費の拡大は未だ不十分ー	3
2. 景気動向指数(2024 年 7 月分速報)ー7 月一致指数は一旦増加したが、先行きは心配な情勢ー	5
3. 国際収支統計(2024 年 7 月): 経常収支のプラス幅が拡大、第一次所得収支・旅行収支が過去最大	7
4. 企業物価指数(2024 年 8 月速報)ー国内企業物価は伸びが鈍化ー	9
5. 機械受注統計(2024 年 7 月)ー製造業が落ち込みコア民需は微減ー	11
6. 貿易収支(通関統計)(2024 年 8 月)ー米国向け輸出が約 3 年ぶりに前年比減少ー	13
7. 消費者物価指数(全国、2024 年 8 月)ー食料価格の上昇で消費者物価はやや加速ー	15
8. 商業動態統計(2024 年 8 月速報)ー小売業販売額は増加が続くー	17
9. 鉱工業生産(24 年 8 月速報)ー台風の影響もあるが、全体として弱い動きー	19
III. Weekly Macro Economic Insights.....	21
1. 2024 年 9 月 2 日(月)~9 月 6 日(金): 株価と為替動向、金融政策の目標の整理	21
2. 2024 年 9 月 9 日(月)~9 月 13 日(金): 日米中央銀行の金融政策にあたり考慮すべきポイント.....	25
3. 2024 年 9 月 16 日(月)~9 月 20 日(金): 労働市場改革において考慮すべきポイント.....	28
4. 2024 年 9 月 23 日(月)~9 月 27 日(金): 自民党総裁候補 3 氏の政策から先行きを考える	32
5. 2024 年 9 月 30 日(月)~10 月 4 日(金): 総選挙後の日本経済の見通し	38

I. 2024 年 9 月のまとめ： 7-9 月期のマイナス成長の可能性が高まる日本経済

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

日本経済の足元の動向につき確認していこう。まず国内消費をみると、7 月の[家計調査](#)において、実質消費支出が前年比 +0.1%、前月比では -1.7%、名目消費支出が前年比 +3.3%、前月比で -1.5% となり、実質消費は前年比で微増となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比 +10.7%、実質で同 +7.3% となった。賃上げやボーナス、定額減税は実収入や可処分所得の伸びにプラスに働くだらう。この動きが引き続き続くかがポイントだ。消費と価格の動きをみると、価格上昇が進む中で必需財等の基礎的支出の消費は減少し、ぜいたく品等の選択的支出は増加が続くものの、これらの財の価格変化は弱まりつつある。消費者物価の基調的变化は着実に弱まっており、その背景には消費支出の動きが弱いことが影響している。所得拡大は続くも、家計消費の拡大は未だ不十分な状態にある。一方、8 月の[商業動態統計](#)では、名目の小売業販売額は前年比、前月比ともに増加した。業態別の前年比でみると、特に家電大型専門店やドラッグストア・ホームセンターで大きめの伸びとなり、持ち直しが継続している。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ものの、これまで増加基調にあった百貨店は 8 月に下落に転じ、スーパー・コンビニは引き続き弱めの動きとなっている。

次に設備投資動向をみておこう。7 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 0.1% 減となり 2 か月ぶりに減少した。また、外需向けは同 8.0% 増と 4 か月連続で増加した。8 月の[鉱工業生産](#)では、生産が前月比 -3.3% となり 2 か月ぶりに減少した。生産予測調査では 9 月・10 月に増加する見込みであるものの、増加した業種は一部に偏っている。過去の傾向を踏まえた補正值でみると 9 月に前月比 0.3% 増が見込まれ、仮にこの通りに推移すると 7-9 月期は 4-6 月期対比で 0.8% の減少が見込まれる。台風による生産停止などが影響しているものの、基調としては弱めの動きとなっており、7-9 月期の GDP は 2 四半期ぶりに減少する可能性が高まっている。外需に目を転じると、8 月の[貿易統計](#)では、名目輸出金額は前年比 +5.6% となり、9 か月連続で増加した。中国・アジア向けが増加したものの、米国向けが約 3 年ぶりに減少した。輸出数量は前年比 -2.7% となり 7 か月連続で減少した。

以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。7 月の[景気動向指数](#)における一致指数は 117.1 となり、前月(6 月)から 3.0 ポイント拡大した。投資財出荷指数(除輸送機械)、商業販売額(卸売業)、生産出荷指数が伸びた。

物価面をみると、8 月の[企業物価指数](#)では、国内企業物価指数が前月比 -0.2% となり、10 か月ぶりに減少に転じた。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。8 月の[全国消費者物価](#)は、総合で前年比 +3.0% となり伸びが拡大し、7 月から上昇した。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% となり、4 か月連続で 2% を下回って推移している。現時点では所得の増加が消費の増加に結び付く、いわゆる好循環の動きは確認できていない。今後は、賃金の拡大が進む中で実質消費が増加という好循環が生じていくのか、米国を中心とする海外経済の減速による輸出や設備投資の動向、金融引き締めによる金融環境の悪化が注目ポイントとなろう。

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	台風の影響もあるが 7-9 月期の GDP は減少見込み。所得拡大が消費増加に結び付いておらず、好循環は生じず。	4-6 月期の実質 GDP は前期比 +3.0% と堅調も、労働市場は減速するなどほころびもみえる。	ユーロ圏はドイツなど中心国主導で弱い動き。中国は不動産不況による経済停滞が継続。
物価	企業物価は円高の影響もあり、減少に転じる。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。	労働市場の軟化により、物価のプラス幅縮小傾向は継続し、2% まで低下圧力が高まっている。	9 月のユーロ圏 HICP 総合はエネルギー価格低下で前年比 +2% 割れ。中国 CPI は食料価格上昇 0.6% 増。
政策	石破新政権の下で、緊縮的な財政金融政策実施により経済の不安定化のリスクが高まる。	9 月は大幅利下げとなったが、経済は堅調。追加の利下げを慎重に探る展開。	ユーロ圏は追加利下げを探る展開となっている。中国は対策の実施で経済の押し上げ期待が高まる。
先行き	補正予算編成前の解散実施により、経済対策実施による景気の下支えは先送り。所得増が消費増に結び付かず、10-12 月期以降の不透明感が高まる。	大統領選挙が近づき、財政拡大が見込まれる。利下げと財政拡大が経済・物価に与える影響によって、日本経済にも波及効果が出よう。	ユーロ圏はエネルギー価格下落も景気は脆弱。中国は金融緩和等の効果を慎重に見極める必要があろう。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2024 年 7 月)ー所得拡大は続くも家計消費の拡大は未だ不十分ー

実質家計消費は前年比 0.1%増、前月比 1.7%減、所得の拡大が消費の拡大に結び付いていない

総務省から 7 月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比+0.1%、前月比では-1.7%、名目消費支出が前年比+3.3%、前月比で-1.5%となり、実質消費は前年比で微増となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕・維持ないし教養娯楽用耐久財の支出は増加したが、自動車以外の輸送機器の購入や交際費への支出は減少した。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7 月は前年比+7.3%と、3 か月連続で前年比+5%を上回る増加となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+10.7%、実質で同+7.3%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-3.4%である。物価上昇に伴う押し下げ効果は 3%台が続くが、実収入の伸びは 5 月に前年比プラスに浮上して堅調に推移している。賃上げやボーナス、定額減税は実収入や可処分所得の伸びにプラスに働くだらう。この動きが引き続き続くかがポイントだ。

総務省による、SNA ベースの家計最終支出に相当する 7 月の実質消費支出総額(CTI マクロ)は 103.8(2020 年=100)となり、6 月の値と同じとなり、4-6 月期の値(103.7)を下回った。わずかではあるが拡大を続けている。

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 月以降はじわじわと拡大している。今のところ、可処分所得や実収入の伸びは加速しているが、こうした所得の拡大が消費の拡大には結びついていない模様だ。

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	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	1.9	1.7	-1.2	1.2	-0.1	84.3
	4	3.4	-0.2	0.5	-1.2	-2.6	76.2
	5	1.4	0.0	-1.8	-0.3	5.3	84.7
	6	1.9	0.3	-1.4	0.1	8.5	36.9
	7	3.3	-1.5	0.1	-1.7	7.3	55.0

(出所) 総務省より筆者作成。

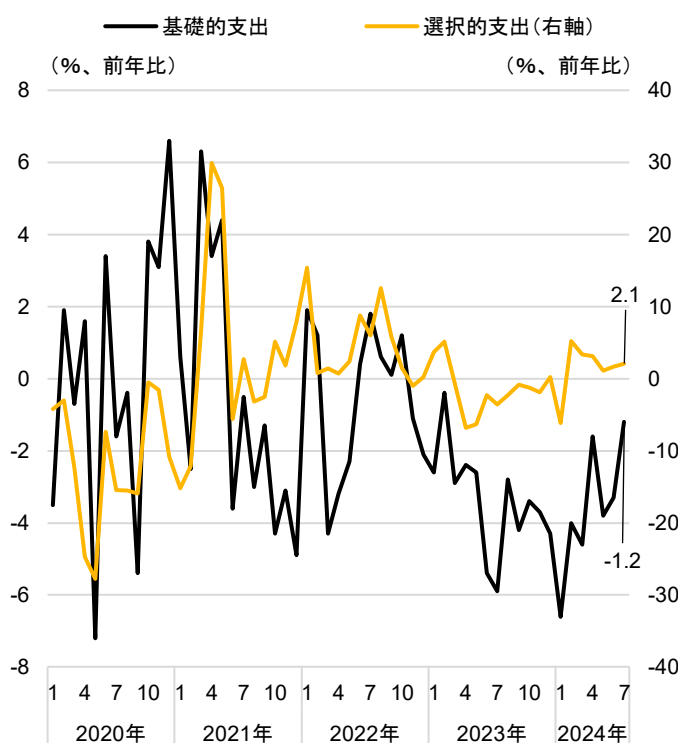
基礎的支出は消費減と価格上昇、選択的支出は消費増と価格変化の弱まりという構図が明確に

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。

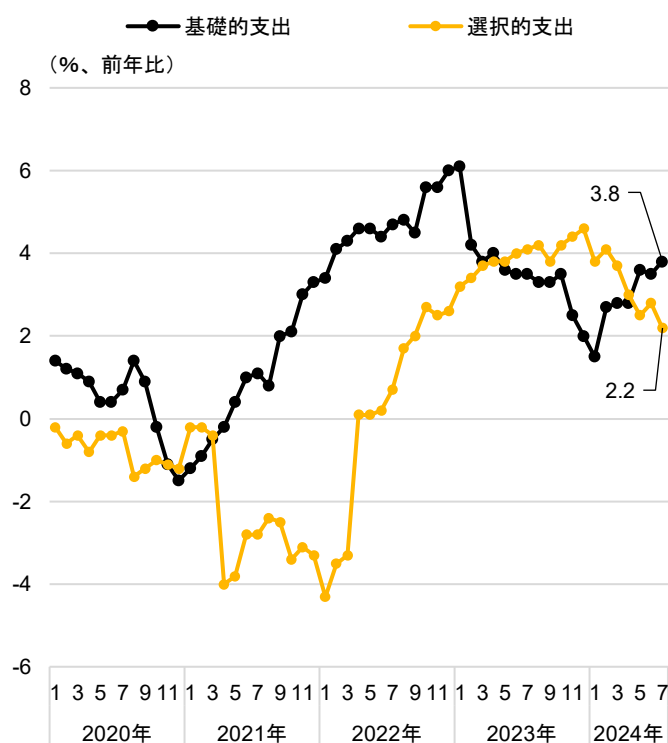
図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。2022年11月以降、基礎的支出の落ち込みが続き、2024年1月は-6.6%と落ち込みが最も深刻となった。7月は-1.2%と下落率は弱まった。選択的支出は2024年1月に-6.2%と減少が進んだが、2月以降は増加に転じ、6月は2.1%増となった。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、2024年1月は同+1.5%と伸びを弱めた。2月は再び同+2.7%と伸びが加速したが、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、5月は3.6%ともう一段伸びが拡大したが、再エネ賦課金の見直し等が影響している。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7月は前年比+2.2%と伸びの縮小は止まらない。

基礎的支出の場合はコストプッシュ要因から対象の価格上昇率がより強まる中で支出の減少基調が続く。選択的支出の拡大は続いているものの、増加度合いは弱まっており、それは価格変化率の低下を伴っている。消費者物価の基調的变化は着実に弱まっているが、その背景には消費支出の動きが弱いことが影響している。やはり所得拡大の動きが本格化して、消費支出の増勢が強まり、所得拡大と物価上昇が両立する状態になるかどうか今後のポイントとなるだろう。

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 7 月分速報)ー7 月一致指数は一旦増加したが、先行きは心配な情勢ー

7 月一致指数は 6 月の落ち込みから改善

内閣府から 2024 年 7 月の景気動向指数が公表された。7 月の CI 速報値(2020 年=100)は先行指数 109.5、一致指数 117.1、遅行指数 107.9 となった。先行指数は 6 月から 0.4 ポイント上昇して 5 か月ぶりの上昇、一致指数は 6 月から 3.0 ポイント上昇して 2 か月ぶりの上昇、遅行指数は 6 月から 0.5 ポイント上昇して 2 か月ぶりの上昇となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3 か月後方移動平均や 7 か月後方移動平均の前月差をみると、CI 一致指数の 3 か月後方移動平均は 0.56 ポイント上昇と 2 か月ぶりの上昇、7 か月後方移動平均は 0.18 ポイント上昇し、こちらは 2 か月ぶりの上昇となった。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「下げ止まりを示している」と維持された。

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。7 月の前月差は 5 月以来のプラスとなった。これは一致指数を構成する 10 指標のうち 8 指標がプラスであり、特に 6 月に減少した生産指数、生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数がプラスに転じたことが大きい。

今回大きく改善した生産・出荷指数は、生産予測調査の結果を踏まえると再び 8 月、9 月と減少する可能性が高い。一致指数も上昇となったが、再び下落が続く可能性が高いだろう。

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											
2022年	3	111.8	0.4	-0.04	-0.05	-0.07	0.24	0.04	0.16	-0.10	-0.19	0.28	0.05
	4	112.0	0.2	-0.05	-0.08	-0.11	0.14	0.25	0.25	-0.03	0.03	0.15	-0.33
	5	111.3	-0.7	-0.33	-0.35	-0.50	-0.13	-0.08	0.06	0.30	0.03	0.15	0.14
	6	113.4	2.1	0.53	0.52	0.67	0.18	0.25	-0.23	-0.13	0.03	0.29	0.06
	7	113.9	0.5	0.08	0.03	0.26	-0.18	0.19	0.09	-0.23	-0.08	0.29	0.03
	8	115.0	1.1	0.20	0.00	-0.14	0.13	0.42	0.18	0.31	-0.08	0.29	-0.19
	9	114.4	-0.6	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.07	-0.10	-0.09	0.15	-0.06
	10	114.0	-0.4	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.22	0.16	0.15	0.10
	11	113.9	-0.1	0.00	-0.09	0.25	0.05	-0.28	-0.20	-0.10	0.16	0.29	-0.18
12	113.5	-0.4	-0.08	-0.23	-0.08	0.01	0.15	0.14	-0.06	0.15	0.02	-0.41	
2023年	1	112.5	-1.0	-0.37	-0.12	0.14	-0.08	-0.55	0.12	-0.19	0.17	0.02	-0.09
	2	114.6	2.1	0.47	0.35	0.16	0.13	0.43	0.24	0.09	0.17	-0.11	0.14
	3	114.5	-0.1	0.06	-0.07	0.29	0.00	-0.05	-0.04	-0.13	0.16	-0.24	-0.10
	4	114.5	0.0	0.04	-0.08	0.11	-0.02	-0.10	-0.19	-0.12	0.13	0.03	0.24
	5	115.2	0.7	-0.15	-0.09	0.21	0.34	0.05	0.07	0.14	0.13	0.03	-0.06
	6	115.2	0.0	0.13	0.17	-0.05	-0.12	-0.05	-0.02	-0.24	0.13	-0.10	0.10
	7	114.9	-0.3	-0.20	-0.12	-0.23	-0.25	-0.24	0.15	0.09	0.25	-0.09	0.36
	8	115.1	0.2	-0.05	0.19	0.04	0.21	-0.01	0.00	0.05	0.24	0.04	-0.45
	9	115.5	0.4	0.02	0.02	0.06	-0.08	-0.08	-0.08	-0.05	0.24	-0.09	0.45
	10	115.6	0.1	0.17	-0.08	-0.05	0.03	0.09	-0.22	0.09	0.03	0.05	-0.07
	11	114.8	-0.8	-0.08	0.07	0.05	-0.02	-0.13	0.14	-0.10	0.03	-0.22	-0.53
	12	115.8	1.0	0.17	0.02	0.13	-0.08	0.46	-0.32	0.06	0.03	0.05	0.58
2024年	1	113.0	-2.8	-0.59	-0.61	-0.75	-0.14	-0.58	-0.03	0.05	0.13	0.05	-0.42
	2	112.4	-0.6	-0.08	-0.13	-0.41	0.30	-0.29	0.27	0.18	0.13	-0.08	-0.44
	3	114.4	2.0	0.61	0.27	0.32	-0.11	0.51	-0.23	-0.18	0.13	0.32	0.32
	4	115.4	1.0	-0.12	-0.07	0.16	0.23	0.13	0.10	0.55	0.22	-0.22	0.08
	5	117.5	2.1	0.47	0.49	0.62	0.59	0.02	0.09	0.14	0.22	-0.22	-0.37
	6	114.1	-3.4	-0.61	-0.52	-0.44	-0.79	-0.92	0.11	-0.42	0.19	-0.08	0.08
7	117.1	3.0	0.50	0.66	0.01	-0.01	0.84	-0.16	0.80	0.07	0.23	0.15	

(出所) 内閣府より筆者作成。

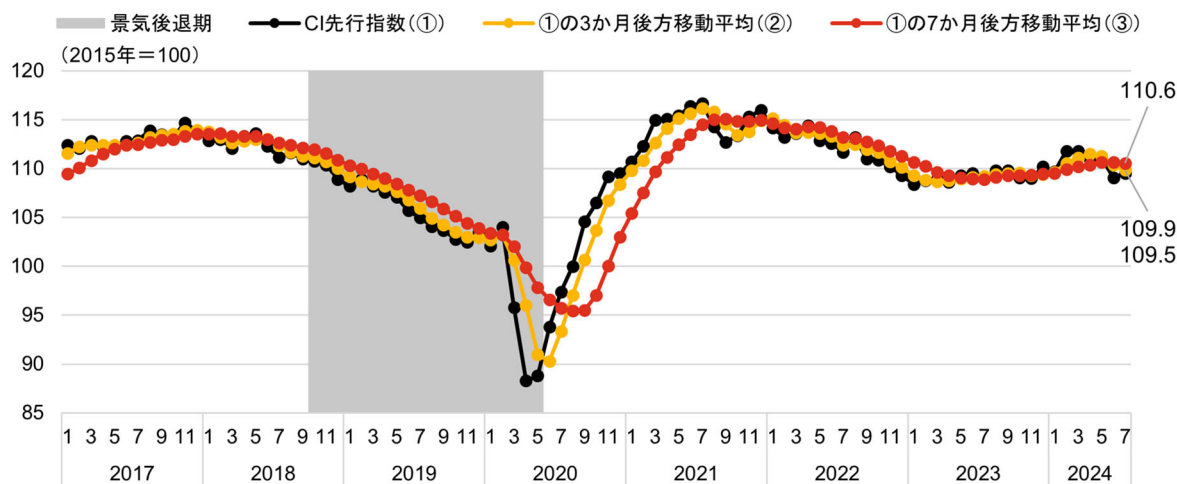
先行指数は下降ペースが強まる

前頁でふれたとおり、7月の先行指数は5か月ぶりの上昇となったが、3か月後方移動平均は0.5ポイント下降と3か月連続の下降となり、7か月後方移動平均は0.1ポイント下降して、こちらは12か月ぶりの下降に転じた。図表2のとおり、先行指数のトレンドは反転して下降の動きが強まっている。

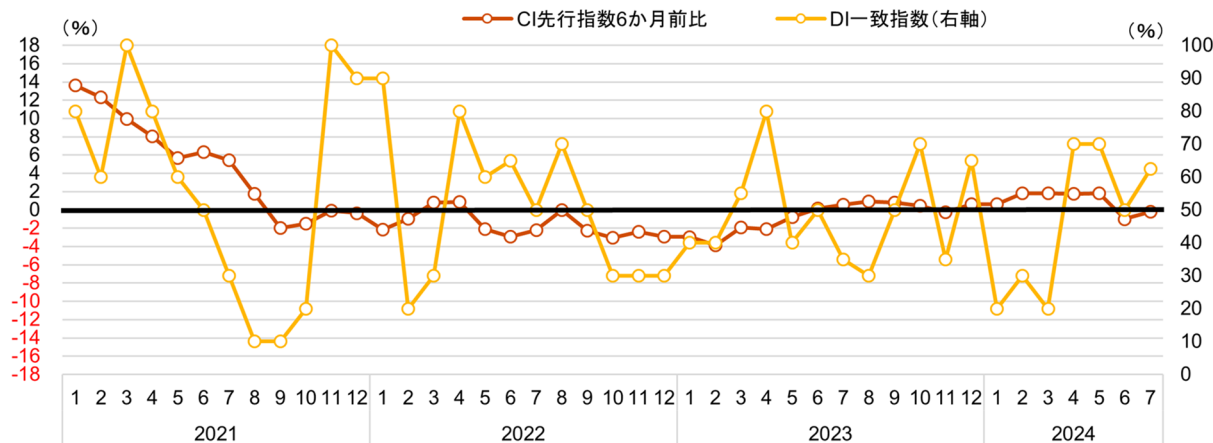
図表3は図表2のCI先行指数の6か月前との変化率と、DI一致指数の推移を示している。CI先行指数6か月前比は景気が今後改善基調に向かうのかどうかを意味しており、この値のプラスが続けば、景気の勢いが強いことを意味する。DI一致指数は50%を上回れば、現在の景気は改善しており、50%を下回れば、現在の景気は悪化していることを意味する。以上から、CI先行指数6か月前比がマイナスとなり、DI一致指数が50%を下回る状態が続けば、景気は悪化している可能性が高いということになる。

図表3をみていくと、2021年9月から2023年5月にかけて、CI先行指数6か月前比は概ねマイナスで推移し、2023年6月以降はプラスとなる期間が増えているものの、最大でも2%強のプラスと弱めの動きが続いた。だが2024年6月、7月の値は-1.0%、-0.2%と2か月連続のマイナスである。DI一致指数は2021年9月以降、50%を下回る期間が多く、特に2024年以降は4月に漸く50%を上回った(66.7%)後、7月も62.5%と50%を上回って推移している。先行指数の動きに加え、足元の景気も弱めの動きとなっている点には留意すべきだろう。

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 7 月): 経常収支のプラス幅が拡大、第一次所得収支・旅行収支が過去最大 経常収支のプラス幅が拡大、第一次所得収支が過去最大

財務省から、2024 年 7 月の国際収支統計が公表された(図表 1)。7 月の経常収支(季節調整済値、以下同)は+2 兆 8,029 億円となった。前月(6 月)から 1 兆 266 億円のプラス幅拡大となった。7 月の経常収支の内訳をみると、貿易・サービス収支が-6,985 億円(前月比+1,078 億円)となった。貿易収支は-3,927 億円となり、6 か月連続でマイナスとなった。前月からは 479 億円のマイナス幅縮小となった。輸出は 9 兆 1,488 億円(同+986 億円)と増加した。原数値の前年比でみると、商品別では半導体等電子部品・自動車・半導体等製造装置が増加した。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 9 兆 5,415 億円(同+508 億円)となった。原数値の前年比でみると、商品別では医薬品、通信機、原油等が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは 87.93 米ドル/バレル(前年比+9.2%)、円ベースでは 8 万 8,326 円/キロリットル(同+22.5%)と上昇した。輸出の拡大幅の方が大きく、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-3,058 億円(前月比+600 億円)とマイナス幅が拡大した。原数値でみたサービス収支は-5,328 億円(前年同月比+86 億円)となった。旅行収支拡大が寄与した。7 月の訪日外国人旅行者数は 329 万 2,500 人(前年比+41.9%、2019 年同月比+10.1%)、出国日本人数は 104 万 8,800 人(前年比+17.6%、2019 年同月比-36.8%)となった。

第一次所得収支(季節調整値)は、+3 兆 7,123 億円(前月比+7,557 億円)となった。原数値では前年比でプラス幅を拡大し、現行統計で最大となった。直接投資収益の拡大が押し上げた。

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。8 月以降、円高が継続しており、輸出、サービス収支、第一次所得収支に押し下げの影響が出てくるかに注目である。

図表 1: 経常収支(季節調整済み値)の内訳

(単位: 億円)

		経常収支	貿易・サービス収支				第一次 所得収支	第二次 所得収支	
				貿易収支					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	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	24,348	▲ 3,599	64	83,693	83,629	▲ 3,663	32,488	▲ 4,541
	2月	13,729	▲ 8,769	▲ 6,735	83,063	89,799	▲ 2,033	24,970	▲ 2,473
	3月	19,824	▲ 9,009	▲ 6,324	87,342	93,666	▲ 2,685	31,697	▲ 2,864
	4月	25,241	▲ 5,529	▲ 4,151	85,143	89,294	▲ 1,378	34,330	▲ 3,560
	5月	24,062	▲ 7,234	▲ 4,747	86,467	91,214	▲ 2,487	33,577	▲ 2,281
	6月	17,763	▲ 8,063	▲ 4,406	90,502	94,907	▲ 3,658	29,566	▲ 3,740
	7月	28,029	▲ 6,985	▲ 3,927	91,488	95,415	▲ 3,058	37,123	▲ 2,109

(出所) 財務省より筆者作成。

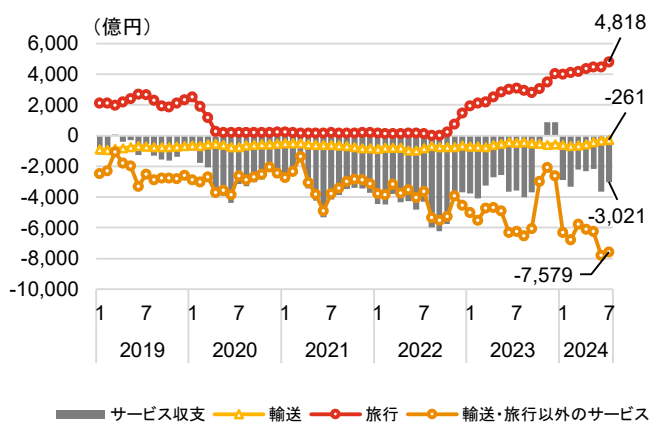
旅行収支が過去最大を更新

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・デジタル関連の動向が注目されるサービス収支を確認しておこう。趨勢的な動きをみるため、原数値を3か月移動平均でみたのが図表2である。7月のサービス収支は-3,021億円(前月比+629億円)となり、マイナス幅が縮小した。同収支の内訳をみると、旅行収支は+4,818億円(同+356億円)と増加した。2か月ぶりに前月比で増加し、過去最大となった。「輸送・旅行以外のサービス」は-7,579億円(同+230億円)と前月よりもマイナス幅が縮小した。しかし、前月(6月)の落ち込みが大きくマイナス幅は依然として大きい。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。

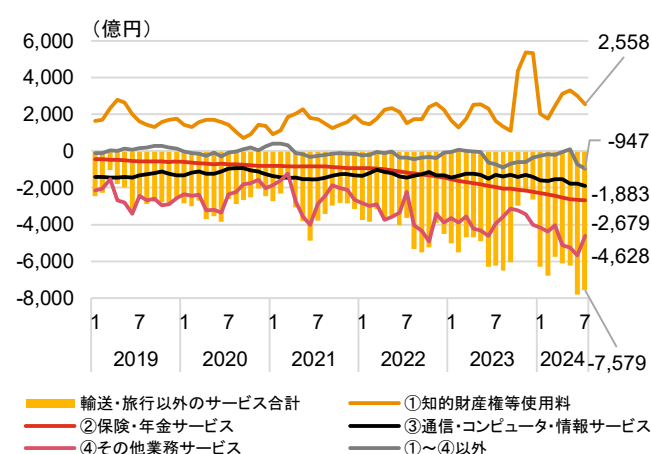
- ① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億～+3,300億円程度で推移していた。7月は+2,558億円(同-437億円)となった。昨年後半以降の一時的な増加要因が剥落し、過去の水準に回帰しつつある。
- ② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2024年7月の-2,679億円(前月比-33億円)までほぼ一貫してマイナス幅が拡大している。マイナス幅の拡大傾向に一向に歯止めがかからない状態にある。
- ③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億～-1,900億円程度の間で推移していた。7月は-1,883億円(同-98億円)となった。変動は小さいものの、過去の傾向対比で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～-5,500億円程度で推移していた。7月は-4,628億円(同+1,037億円)とマイナス幅が縮小した。この「その他業務サービス」の内訳を図表4でみると、7月の技術・貿易関連・その他業務は-759億円(前月比-14億円)と弱含みとなっている。研究開発は-1,504億円(同-0.4億円)となり、横ばい圏での推移となっている。専門・経営コンサルティングは-2,026億円(同-68億円)となった。2021年以降のマイナス幅拡大傾向が継続している。

7月は円安の影響もあり第一次所得収支、旅行収支が過去最大にまで拡大した。7月末以降、日銀の利上げ、米国経済の減速に伴うFRBの利下げ見通し等から円高・ドル安となっている。円高が継続すれば、旅行・輸送以外のサービス収支のマイナス幅拡大に歯止めをかける要因となる、という逆の因果関係もある。また、円高の継続は先の第一次所得収支やインバウンド需要を押し下げるとみられ、これらの点を冷静にみる必要があるであろう。

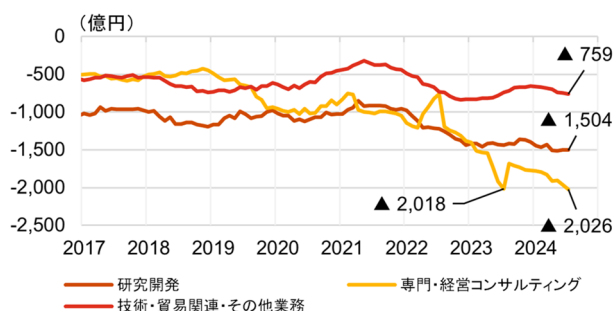
図表2: サービス収支の推移(3か月移動平均)



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 8 月速報)－国内企業物価は伸びが鈍化－

国内企業物価指数は前月比－0.2%、前年比＋2.5%、円高が影響

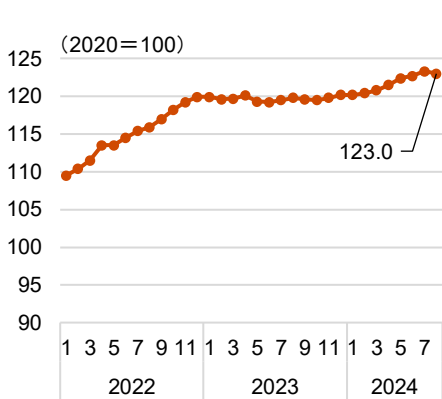
日本銀行から 8 月の企業物価指数が公表された。結果をみると、国内企業物価指数が前月比－0.2%（前年比＋2.5%）、輸出物価指数は、円ベースで前月比－5.1%（前年比＋2.6%）、契約通貨ベースで同－0.4%、輸入物価指数は、円ベースで前月比－6.1%（前年比＋2.6%）、契約通貨ベースで同－0.3%となった。輸入物価指数の前年比は円高が進んだことにより円ベースで大きく伸びを弱めている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、石油・石炭製品（同＋0.03%ポイント）、農林水産物（同＋0.03%ポイント）といった品目の伸びが大きい。逆に非鉄金属（同－0.22%ポイント）、スクラップ類（同－0.05%ポイント）の下落が大きい。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たものの、8 月の伸びはマイナスとなり、やや頭打ちとなりつつある。円高の進行度合いによっては、円建ての輸出入物価や国内企業物価の下落が加速する可能性もある。先行きには留意が必要だ。

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			
				円ベース		契約通貨ベース		円ベース		契約通貨ベース	
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
2023年	1	0.1	9.6	-2.1	9.0	0.0	1.1	-4.5	16.9	-1.8	6.5
	2	-0.2	8.4	1.5	9.3	0.4	0.5	0.9	15.0	-0.6	3.6
	3	0.1	7.4	0.7	7.0	0.4	-0.3	-1.6	9.3	-2.2	0.0
	4	0.5	6.1	0.3	1.8	0.3	-1.2	-2.9	-3.7	-2.6	-7.3
	5	-0.7	5.4	1.7	2.1	-0.2	-1.8	2.1	-5.4	-0.2	-9.6
	6	0.0	4.5	1.2	0.6	-0.5	-2.2	-1.7	-11.7	-3.5	-14.6
	7	0.1	3.7	0.2	-0.3	0.1	-2.2	-0.6	-14.7	-0.8	-16.3
	8	0.3	3.5	2.0	4.1	0.5	-0.5	1.4	-11.6	-0.5	-15.8
	9	-0.2	2.4	1.9	3.0	0.7	0.7	2.1	-14.3	0.6	-15.8
	10	-0.2	1.2	0.6	2.5	-0.1	1.1	2.6	-11.8	1.6	-12.6
	11	0.3	0.6	0.3	4.9	-0.1	1.2	0.5	-6.4	0.2	-10.0
	12	0.3	0.3	-2.6	5.6	-0.2	1.2	-3.2	-5.0	-0.2	-9.6
2024年	1	0.1	0.2	1.3	9.2	0.2	1.4	0.6	-0.1	-0.8	-8.7
	2	0.2	0.7	1.3	9.1	0.2	1.2	1.3	0.4	-0.1	-8.2
	3	0.3	0.9	0.7	9.0	0.5	1.4	-0.2	1.7	-0.3	-6.5
	4	0.5	0.9	2.2	11.1	0.7	1.8	2.1	7.0	0.1	-3.9
	5	0.7	2.3	1.6	11.0	0.1	2.1	2.3	7.1	0.9	-2.9
	6	0.2	2.6	0.8	10.5	0.2	2.8	0.6	9.7	-0.2	0.5
	7	0.5	3.0	0.0	10.3	-0.1	2.6	0.4	10.8	0.3	1.6
	8	-0.2	2.5	-5.1	2.6	-0.4	1.8	-6.1	2.6	-0.3	1.7

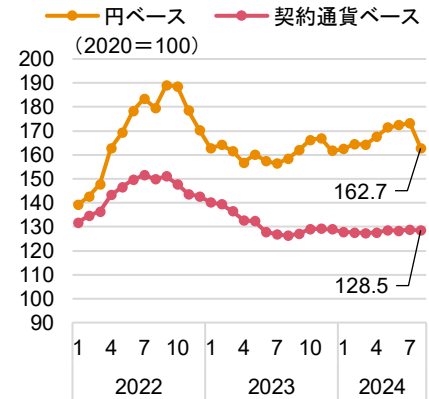
図表 2: 国内企業物価指数の推移



図表 3: 輸出物価指数の推移



図表 4: 輸入物価指数の推移

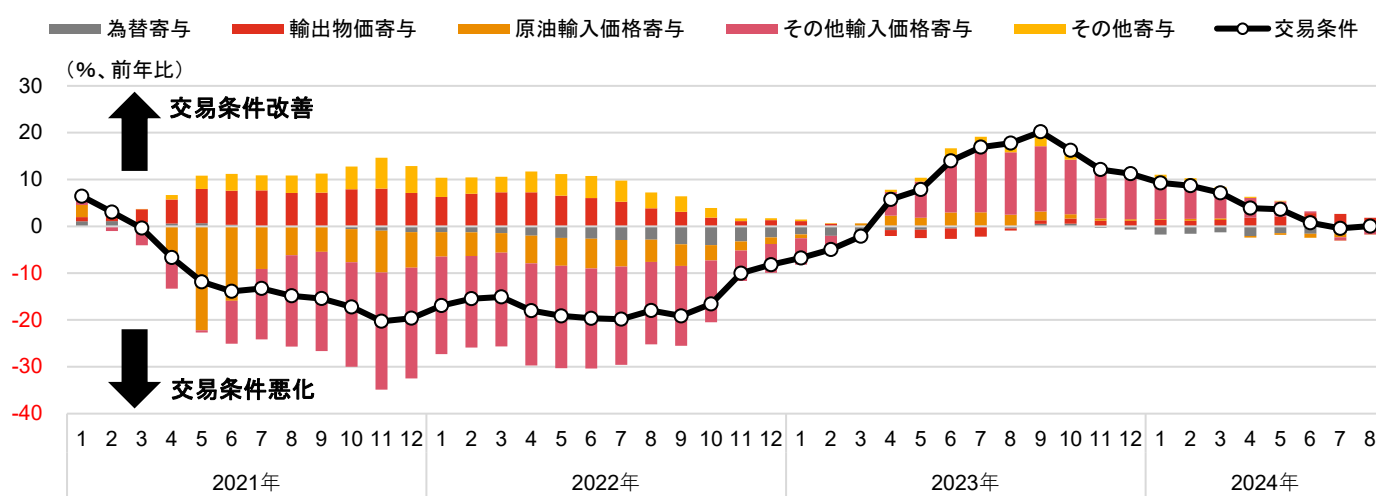


(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

交易条件は再び改善、為替の寄与は円高が進んだことでごくわずかに

図表 5 は交易条件(輸出物価指数÷輸入物価指数)の前年比を折れ線で、交易条件に影響する輸出物価指数、輸入物価指数(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 7 月に前年比マイナスとなった。8 月は前年比+0.04%とわずかに改善している。8 月の交易条件変化の内訳をみると、その他輸入価格の寄与が-1.25%ポイント、原油輸入価格の寄与が-0.5%ポイント(プラスは輸入価格の低下を示す。いずれも逆符号)と、その他輸入価格の上昇が交易条件の悪化に寄与している。また、為替の寄与は-0.03%ポイントと 7 月の-1.5%ポイントから大きく縮小し、交易条件への寄与はほぼゼロとなった。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+1.7%と増加が進んだが、円建てでは同+2.6%と 7 月の同+10.8%から伸びがマイルドとなった。契約通貨建てと円建ての輸入価格前年比の差分 0.9%が円安による輸入物価の押し上げ分ということだが、7 月の値が 9.2%であったことを考えると、影響は随分とマイルドとなった。

図表 5: 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



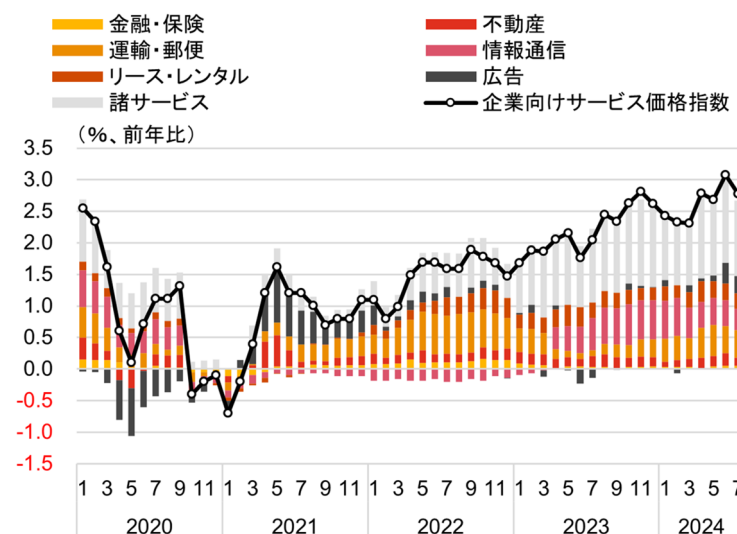
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウェイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

7 月企業向けサービス価格は前年比+2.8%と 2%台後半の伸びを維持

企業向けサービス価格指数は、企業間で取引されるサービスについての物価指数である。これは需給ギャップとの相関が高く、景気変動に対し敏感に動く傾向が強いことが知られている。図表 6 は企業向けサービス価格指数の前年比を折れ線グラフで、企業向けサービス価格指数を構成する各サービスの寄与度を棒グラフで示したものである。7 月の総平均は前年比+2.8%となり、前年比+3.1%となった先月からややマイルドな伸びとなったものの、2%台後半の伸びを維持している。

内訳をみていくと、前月と比較して、不動産、情報通信、諸サービスの伸びが弱まっている。諸サービスの中では、専門サービスや職業紹介・労働者派遣サービスの伸びが低下した。サービス価格の拡大が続くことが日銀が掲げる物価安定目標達成のためにも必要だろう。

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 7 月)－製造業が落ち込みコア民需は微減－

製造業が落ち込みコア民需は微減

内閣府から、2024 年 7 月の機械受注統計が公表された(図表 1)。受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比 0.0%と前月から横ばいとなり、3 兆 535 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 7 月に前月比－0.1%(前月(6 月)：+2.1%)となり、8,749 億円となった。非製造業は増加したものの、製造業が押し下げた。内閣府は、6 月の基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」で維持した。7 月の製造業からの受注は同－5.7%となり、2 か月連続の減少となった。製造業の 17 業種中、非鉄金属、電気機械等の 10 業種で増加し、造船業、化学工業等の 7 業種で減少した。造船業は前月の内燃機関などの大幅増の反動減が押し下げた。船舶・電力を含む非製造業は、7 月は同－7.0%(前月：－27.9%)となった。7 月は非製造業 12 業種のうち、鉱業・採石業・砂利採取業、自動料金収受システム(ETC)の発注があった運輸業・郵便業等の 9 種類で増加し、電力業、通信業等の 3 業種で減少した。電力業は前月比－28.1%(前月：－62.3%)と 2 か月連続で大きく落ち込んだ。図表 1 にある船舶・電力を除く非製造業は、6 月に同+7.5%(前月：+2.4%)となり 2 か月連続で増加した。
- ② 「官公需」は、7 月に前月比－5.6%(前月：同+13.9%)となった。2 か月ぶりに減少した。防衛省、国家公務等で増加した一方、「その他官公需」、地方公務等で減少した。
- ③ 「外需」は、7 月に同+8.0%(前月：+2.0%)となり 4 か月連続で増加した。電子・通信機械、原動機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、7 月に前月比+15.3%(前月：－0.5%)となり、4 か月ぶりに増加した。工作機械、鉄道車両で減少したものの、道路車両、産業機械等で増加した。

図表 1:機械受注(季節調整済み値)の推移

							(前期(月)比、%)		
		受注額合計	民需		製造業	非製造業 (船舶・電力を除く)	②官公需	③外需	④代理店
			①(船舶・電力を除く)						
2022年	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	7.4	16.4	▲ 0.1	2.8	▲ 3.7	▲ 33.6	21.7	▲ 7.3
	7-9月期(見通し)	▲ 3.8	▲ 7.0	0.2	2.4	1.1	35.3	▲ 8.2	▲ 3.0
2023年	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
	1月	▲ 2.9	▲ 11.0	▲ 1.7	▲ 13.2	6.5	24.4	▲ 4.4	0.7
2024年	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
	5月	7.2	17.4	▲ 3.2	1.0	▲ 7.5	▲ 2.0	9.1	▲ 5.3
	6月	▲ 6.0	▲ 20.6	2.1	▲ 0.3	2.4	13.9	2.0	▲ 0.5
	7月	0.0	▲ 4.1	▲ 0.1	▲ 5.7	7.5	▲ 5.6	8.0	15.3

(出所) 内閣府より筆者作成。

4-6 月期の名目設備投資は過去最高を更新、外需は 7-9 月期に減少見込みも 7 月実績では増加

5 月のコア民需は、2 か月連続で減少した。内閣府の基調判断も下方修正されたように、弱めの動きとなっている。そこで、主要項目について、1-3 月期から、4-5 月の平均までの実績の伸びを確認しておこう。

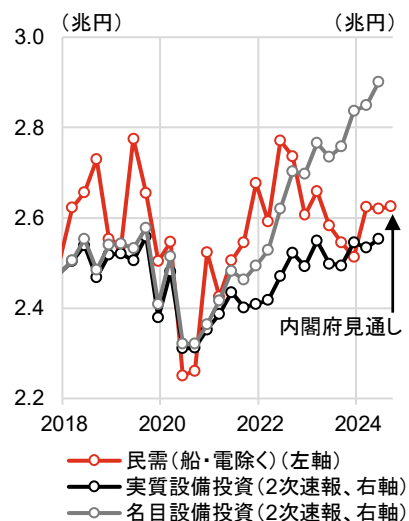
- ① コア受注は、GDP ベースの名目設備投資の先行指標とされる。2024 年 4-6 月期(2 次速報)の名目設備投資は、前期比 +1.9%と増加し 106.3 兆円となった。現行統計では過去最高を更新した(図表 2)。4 四半期連続で増加した。一方、4-6 月期の実質設備投資(図表 2)は、前期比 +0.8%と増加した。過去 4 四半期は増減を繰り返している。名目では増加基調にあるものの、インフレの影響で実質設備投資額は緩やかな増加傾向にとどまっている。

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。名目でみると、輸送用機械は認証不正問題による影響で 1-3 月期に前期比 -3.5%と減少した。4-6 月期には同 +6.1%と反動増以上に回復した。「その他の機械設備等」も、1-3 月期の前期比 -0.5%から 4-6 月期には +2.4%と大幅に反発した。また、「住宅以外の建物・構築物」は、4-6 月期に同 +3.8%となり、大きめの伸びを示した。なお、7-9 月期のコア民需の見通しは同 +0.2%となっている。見通し通りに推移すれば、年初から横ばいでの推移となる。

- ② 製造業の受注額(図表 3)は、2024 年 7-9 月期に前期比 +2.4%となることが見込まれている。1-3 月期の同 +0.9%、4-6 月期の同 +2.8%に続き、3 四半期連続での増加となる見込みである。
- ③ 船・電を除く非製造業の受注額(図表 3)は、7-9 月期に前期比 +1.1%(前期(4-6 月期):同 -3.7%)と 2 四半期ぶりに増加する見込みである。昨年末から今年にかけて大幅に増加した後はやや横ばい圏での推移となっている。
- ④ 「外需」の受注額(図表 4)は、GDP の名目輸出額の先行指標とされる。4-6 月期の名目輸出は前期比 +3.7%の 137.9 兆円、実質輸出は 1.5%増の 111.4 兆円となり、それぞれ 2 四半期ぶりの増加となった(図表 4)。名目輸出は 2023 年 10-12 月期の 138.2 兆円に近づいたものの、実質輸出は 111.4 兆円となり、昨年(2023 年)の水準にとどまっている。こうした中、7-9 月期の外需は前期比 -8.2%と落ち込むことが見込まれている。もっとも 7 月の外需は前述のとおり前月比 +8.0%となって増加しており、外需の伸びが継続している。これまで輸出を牽引してきた米国経済は労働市場の悪化など経済に減速感がみられる。しかし、外需の受注は堅調であり、しっかりと動きを確認したい。

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 7-9 月期のコア受注は横ばいが見込まれていることに加えて、今後は 7 月末の利上げおよび今後の利上げ継続見通しによって企業を巡る金融環境は引き締めめとなっている。今後とも設備投資について注意深くみていく必要がある。

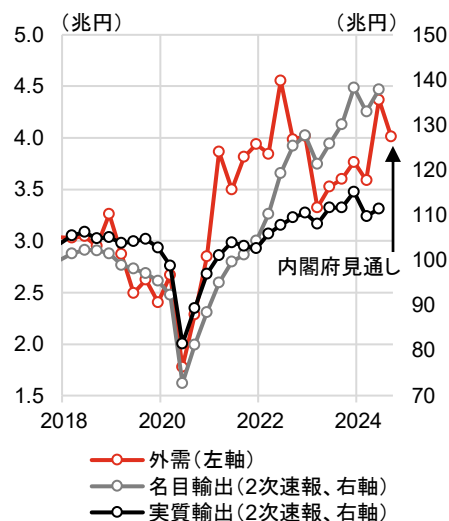
図表 2:①コア民需(船舶・電力除く)の受注額



図表 3:②製造業・③非製造業の受注額



図表 4:④外需の受注額



(注)見通しは内閣府による。(出所)内閣府より筆者作成。

6. 貿易収支(通関統計)(2024 年 8 月)－米国向け輸出が約 3 年ぶりに前年比減少－ 輸送用機械が約 2 年ぶりに減少に転じる

財務省から、2024 年 8 月の貿易統計が公表された(図表 1)。輸出金額(名目、原数値)は 8 兆 4,419 億円、前年比＋5.6%となった。9 か月連続で増加した。品目別では、輸送用機器が前年比－5.1%(寄与度－1.2%pポイント(以下、ppt))となった。輸送用機器は 2 年 3 か月ぶりに減少に転じた。2023 年 2 月から 2 桁増が継続していたが、2024 年 6 月・7 月に 1 桁台の伸びに鈍化し 8 月に減少に転じた。電気機器は同＋8.7%の増加となった。寄与度では＋1.5ppt となり、うち半導体等電子部品は＋0.9ppt 押し上げた。また、一般機械が同＋7.9%(寄与度＋1.4ppt)となり、半導体等製造装置が寄与度＋1.5ppt と増加した。一般機械、電気機器はそれぞれ 9 か月連続で増加した。

輸入金額(同)は 9 兆 1,372 億円となり、前年比＋2.3%と 5 か月連続で増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料は同＋0.8%(同＋0.2ppt)と 2 か月連続で増加した。それ以外にも医薬品が増加した化学製品が前年比＋12.7%(寄与度＋1.3ppt)、電算機類(含周辺機器)が増加した一般機械が同＋7.2%(同＋0.6ppt)となった。一方、電気機器が同－4.5%(同－0.7ppt)となった。輸入はエネルギー関連の寄与が大きかったが、最近はそれ以外の中間財・資本財などの占める割合が増加している。

貿易収支(原数値)は－6,953 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 7,586 億円(前月比－3.9%)、輸入が 9 兆 3,545 億円(同－4.4%)となり、貿易収支は－5,959 億円(同－12.0%)となった。

米国向けが約 3 年ぶりに減少に転じる／欧州向けは減少継続／中国・アジア向けは回復継続

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。8 月の米国向けは前年比－0.7%となった。2021 年 9 月以来、約 3 年ぶりに減少に転じた。商品別には、自動車を含む輸送用機器が前年比－9.1%、寄与度－3.4ppt と押し下げた。それ以外では電気機器、一般機械は増加した。8 月の EU 向けは、前年比－8.1%と 5 か月連続で減少した。商品別では輸送用機器が前年比－19.0%、一般機械が同－18.0%、電気機器が同－3.4%と押し下げた。中国向けは、8 月に前年比＋5.2%と増加した。9 か月連続での増加となり、半導体等製造装置を中心とする一般機械が押し上げた。中国以外のアジア向けは、前年比＋14.7%となり、8 か月連続での増加となった。

図表 1: 貿易収支の推移

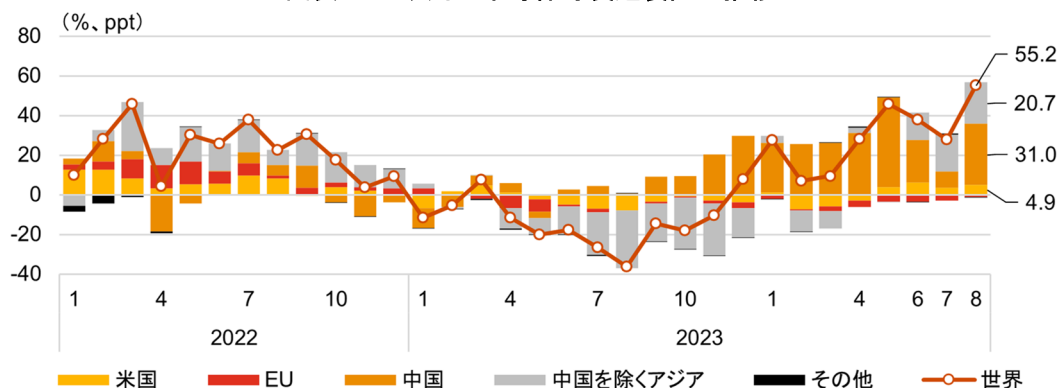
		名目(兆円)			名目・前年比(%)											
		輸出	輸入	収支	輸出総額									輸入総額		
					地域別				商品別					商品別	鉱物性 燃料	電気 機器
米国	EU	中国	中国以外 のアジア	輸送用 機器	一般 機械	電気 機器										
2022年	8月	8.1	10.9	▲2.8	22.0	33.8	16.7	13.4	20.9	30.8	17.0	13.0	49.3	119.3	38.4	27.0
	9月	8.8	10.9	▲2.1	28.9	45.2	33.2	17.0	22.6	75.0	23.8	19.5	46.1	118.1	38.5	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	9.5	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.4	5.5	1.4	▲1.3
	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	0.9	5.2
	6月	9.2	9.0	0.2	5.4	11.0	▲13.4	7.2	7.9	0.8	3.5	7.4	3.3	▲2.2	1.7	1.4
	7月	9.6	10.2	▲0.6	10.2	7.3	▲5.3	5.4	19.6	5.7	5.0	14.2	16.6	12.0	13.4	22.8
	8月	8.4	9.1	▲0.7	5.6	▲0.7	▲8.1	5.2	14.7	▲5.1	7.9	8.7	2.3	0.8	▲4.5	12.7

(出所) 財務省より筆者作成。

半導体製造装置輸出：前年の反動増もあり、大幅な増加

上記でみたように輸出のうち輸送用機械が減少に転じ、半導体関連の製造装置、電子部品が増加している。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 8 月は前年比 +55.2% となった。前年同月 (2023 年 8 月) に同 -36.3% と大きく落ち込んだ反動増もあるが、輸出金額は 3,429 億円となり 2020 年平均の輸出額 2,000 億円程度よりも高水準での輸出が継続している。地域別にみると、8 月は中国向けが寄与度 +31.0ppt となった。前月 (7 月) を除き寄与度 20ppt 以上の伸びが継続している。中国を除くアジア向けが +20.7ppt と押し上げた。半導体以外でも、産業政策・関税政策等を用いた貿易摩擦が高まっている。米国の大統領選挙をはじめ、各国の選挙結果などの影響を受けた政策対応を注視したい。

図表 2：地域別の半導体等製造装置の推移



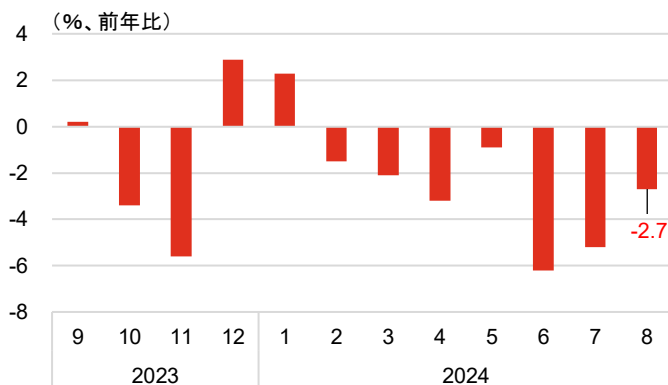
(出所) 財務省より筆者作成。

輸出数量：2 か月連続で米国向けの輸出減少が加速

以上は名目値での議論であるが、足元の輸出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。8 月の輸出数量 (図表 3) は、前年比 -2.7% となった。7 月の同 -5.2% よりは下落幅が縮小したもの、依然減少傾向が継続し、7 か月連続での減少となった。図表 4 で地域別にみると、8 月は米国向けが前年比 -7.7% となった。6 月の -2.9%、7 月の -5.0% に続き 3 か月連続で減少となり、かつ減少幅が拡大している。EU 向けは同 -12.3% (前月：同 -13.8%) となり、6 か月連続で減少し、弱い動きが継続している。中国向けは同 -4.9% (前月：同 -10.9%) と 5 か月連続の減少となり、弱い動きが継続している。アジア向けは同 +2.1% (前月：同 -4.3%) となり、3 か月ぶりに増加した。過去 2 か月は主要 4 地域すべてが減少していたが、8 月はかろうじてアジア向けのみ増加した格好だ。

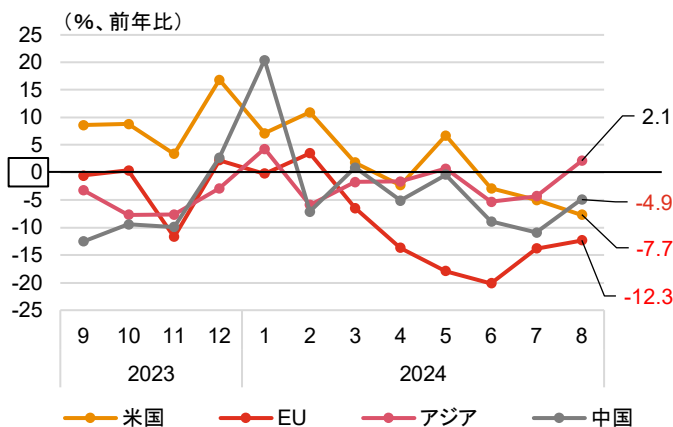
輸出金額の増加は継続しているものの、輸出数量は減少している。これまで輸出を牽引していた米国向け輸出については、6 月以降輸出数量が前年よりも減少していたが、8 月には名目輸出金額でも減少に転じた。8 月の貿易統計からは財輸出の弱含みの動きは継続しているとみられ、今後の日本経済の下押し要因とならないか慎重にみていく必要がある。

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 8 月) ―食料価格の上昇で消費者物価はやや加速―

8 月の消費者物価指数はやや加速、食料価格の上昇が主に影響

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024 年 8 月)は総合で前年比+3.0%、生鮮除く総合で同+2.8%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.0%となり、いずれも 7 月から伸びを強めた。食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.7%と 7 月から伸びが強まるものの、引き続き 2%を下回っている。物価の高まりには野菜など生鮮食品の価格上昇に加え、穀類や肉類、外食といった食料、さらに家庭用耐久財の価格が伸びたことも影響した。

図表 1 にあるとおり、エネルギー価格の前年比は+12.0%と 7 月と同じく二桁台の伸びとなった。内訳をみると、電気代、都市ガス代の前年比がそれぞれ 7 月の+22.3%、+10.8%から 8 月には+26.2%、+15.1%と加速したことが大きい。他方で灯油やガソリン価格は 7 月の+3.7%、+1.9%から 8 月には-0.7%、-3.8%と減少した。上昇分と減少分をともに考慮すると前年比でみたエネルギー価格の伸びは変わっていない。

欧米型コア指数の前年比は+1.7%となり、2024 年 5 月以降 2%を下回る状態が続き、かつその伸びは緩やかとなっている。エネルギー価格上昇の影響もあり、エネルギー価格を含む総合や生鮮除く総合でみた物価の伸びは 2%後半から 3%程度となっている。だが、食料やエネルギー価格の動きを除き、需給バランスをより直接的に反映する欧米型コア指数でみると物価の伸びは弱まっている。物価上昇に占める食料やエネルギー価格上昇のウエイトは高まっており、今後もこうした傾向は続くだろう。

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	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
	6	2.8	0.3	2.6	0.4	2.2	0.3	1.9	7.7
	7	2.8	0.2	2.7	0.3	1.9	0.1	1.6	12.0
	8	3.0	0.5	2.8	0.4	2.0	0.5	1.7	12.0

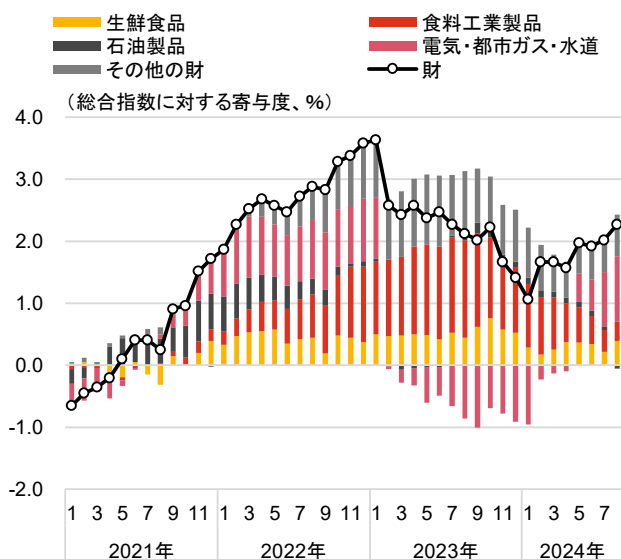
(出所) 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算された値。

財価格の寄与が拡大、基調的なインフレ率の伸びは弱まる

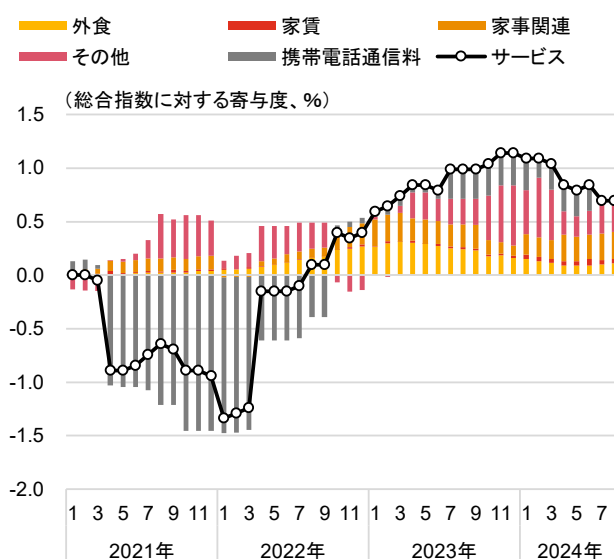
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は先月から上昇して+2.3%ポイントとなった。「生鮮食品」「電気・都市ガス・水道」「その他の財」の寄与の拡大が押し上げに影響している。サービスの寄与度は+0.69%ポイントと先月と同様であった。7月と比べると、「外食」の寄与はわずかに拡大したが、「その他」の寄与低下で打ち消された形である。寄与度は1%を明確に下回っており、サービス価格の上昇を中心として消費者物価指数が前年比2%を安定的に維持するという形を見通すことは困難である。

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7月はすべての指標が2%を割り込む形となった。8月の結果は後日公表されるが、7月と大きく傾向は変わらないだろう。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8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2%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0%以上2%未満の価格品目割合が大きく上昇し、全体として0%~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。ヒストグラムからは価格上昇率が高い品目が減り、全体として分布の形状が左側に寄る傾向は続いている。以上からは、物価上昇ではなく、想定外の物価下落のリスクが増してきているとも言えよう。

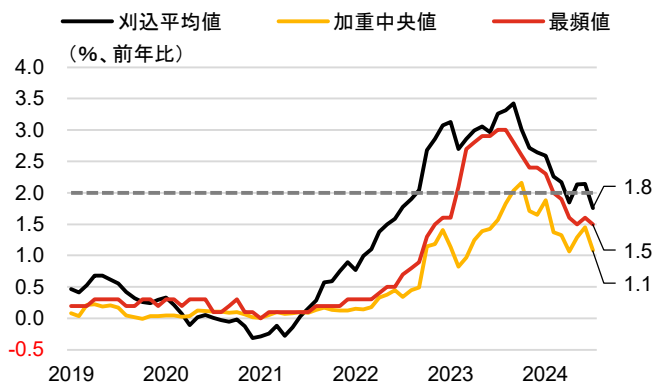
図表2: 消費者物価指数(財)の寄与度推移



図表3: 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移

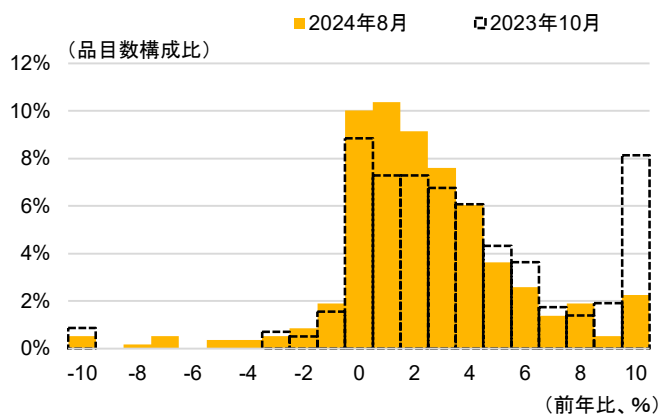


図表4: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標
(24年7月まで)



(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



8. 商業動態統計(2024 年 8 月速報) ―小売業販売額は増加が続く―

小売業販売額は前年比+2.8%、前月比は+0.8%とやや加速

経済産業省から商業動態統計(2024 年 8 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 49 兆 810 億円、前年比+2.0%となった。卸売業は 35 兆 3,080 億円、同+1.7%、小売業は 13 兆 7,720 億円、同+2.8%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-2.6%、小売業が+0.8%である。卸売業は医薬品・化粧品、食料・飲料、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、医薬品・化粧品含むその他、自動車が大きく増加した。経済産業省は 7 月に続き、小売業販売額の基調判断を「上昇傾向にある」としている。

図表 1 は卸売業、小売業の季節調整済前月比に加えて、業態別の販売動向について記載している。百貨店販売額は前年比+3.4%、スーパーは同+0.4%、コンビニは同+0.7%、家電大型専門店は同+3.6%、ドラッグストアは同+7.4%、ホームセンターは同+7.9%と、前年比で増加している。百貨店は前月比で-0.6%、コンビニも前月比で-0.2%とわずかに低下した。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の基調が続いている。定額減税などの追い風が小売業販売額の増加に影響している可能性がある。

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	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	2.6	7.1	1.6	2.8	6.0	13.7	-1.1	2.3	1.5	1.3	0.6	6.8	1.0
	6	-1.9	1.7	0.6	3.8	0.5	13.5	1.1	0.8	-1.2	1.6	10.3	7.5	4.6
	7	2.8	9.5	0.2	2.7	-6.5	5.1	0.4	-1.0	0.7	0.7	1.6	4.5	-1.5
	8	-2.6	1.7	0.8	2.8	-0.6	3.4	2.6	0.4	-0.2	0.7	3.6	7.4	7.9

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

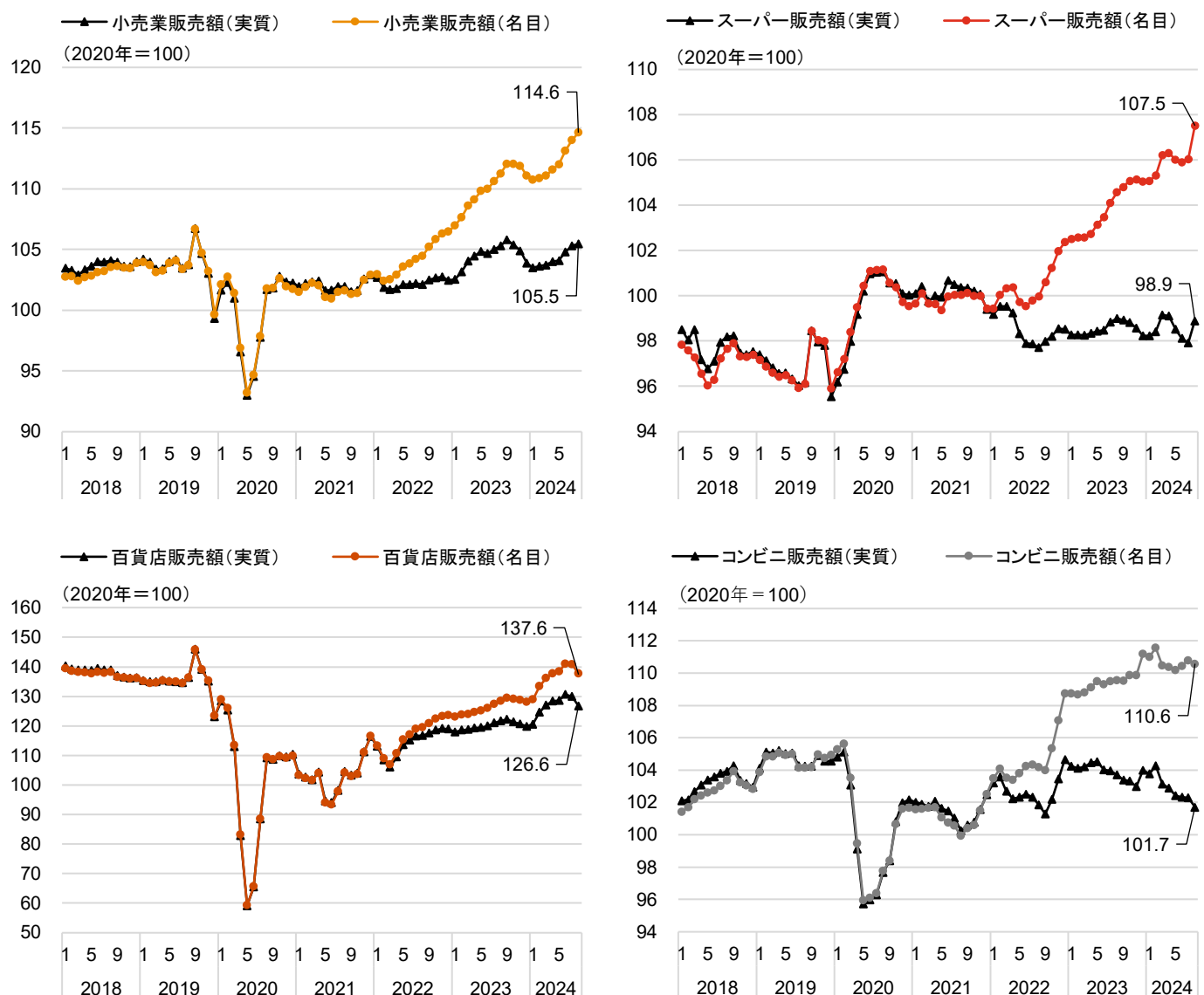
実質小売業販売額は拡大基調が強まる／スーパー、コンビニの実質販売額は引き続き弱めの動き

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おり、名目指数はピークを更新している模様である。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増加を続けて既往ピークに到達する勢いである。百貨店販売額指数(左下)は横ばいから下落に転じつつある。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)は横ばい圏内の動きだが、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 年に入って拡大基調が続いている。引き続き拡大基調を維持できるかがポイントとなるだろう。

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。

9. 鉱工業生産(24 年 8 月速報) ー台風の影響もあるが、全体として弱い動きー

8 月の生産は前月比マイナス、7-9 月期の生産もマイナスの可能性大

鉱工業生産(24 年 8 月速報)は前月比－3.3%と 2 か月ぶりの減少に転じた。製造工業生産予測調査の同＋2.2%、補正値の同－0.9%と比較しても弱く、7 月の増分を打ち消した形である。前年比でも－4.9%と 2 か月ぶりの減少となった。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、今後も弱めの動きが続くと見込まれる。業種別生産は 15 業種中 12 業種で低下という結果になった。特に台風に伴う工場稼働停止の影響を受けた自動車工業、電気・情報通信機械工業、生産用機械工業の低下が大きい。出荷は前月比－4.0%、前年比－6.4%と低下し、在庫は前月比－0.6%、前年比－2.0%となった。稼働率(7 月)は前月比は増加、前年比はわずかに低下した。

製造工業生産予測調査をみると、2024 年 9 月は前月比＋2.0%、10 月は同＋6.1%と上昇が続くことが見込まれている。9 月は輸送機械工業、汎用・業務用機械工業、化学工業の増加が全体の増加に寄与するが、10 月は生産用機械工業の大幅増(前月比＋33.4%)が全体の増加に寄与する形となっており、その他の業種の拡大度合いは乏しい。生産実績との間で生じるズレを補正した補正値は 9 月が前月比＋0.3%とマイルドな増加に留まる。

仮に補正値の見通し通りのペースで生産が推移すると想定すると、7-9 月期の生産は 4-6 月期対比で 0.8%の低下となる。7-9 月期の GDP もマイナス成長の可能性が強まっている。先月の同レポートで 8 月の生産は低下の可能性もあると述べたが、現実懸念した通りとなった。台風に伴う工場稼働停止の影響は 9 月の生産にとっては追い風だが、この点を考慮しても生産の動きは弱く、10 月も半導体の動向次第である。全体の基調は引き続き弱いと言えるだろう。

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

(%, 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	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	3.6	1.1	3.9	1.3	0.9	-2.1	-1.2	-1.5	-0.3	4.1	-1.8
	6	-4.2	-7.9	-4.7	-8.1	-0.7	-2.7	1.7	4.8	-0.6	-3.1	-10.0
	7	3.1	2.9	2.7	2.0	0.4	-2.5	-2.4	-3.9	-0.8	2.5	-0.1
	8	-3.3	-4.9	-4.0	-6.4	-0.6	-2.0	5.2	5.8	-	-	-

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

企業のアニマルスピリッツはピークアウトした可能性

業種別生産の動き(図表2)をみると、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6月は再び減少、7月は再び増加、8月は再び減少、という形で上下しつつ、2023年と比べて引き続きやや低い水準で推移している。輸送機械工業については、2024年8月は台風の影響もあり再び大きく減少した。電子部品・デバイス工業はじりじりと増加が続く。生産用機械工業は8月に再び減少し、緩やかな下落トレンドの中にある模様だ。鉱工業生産全体の動きは弱い。

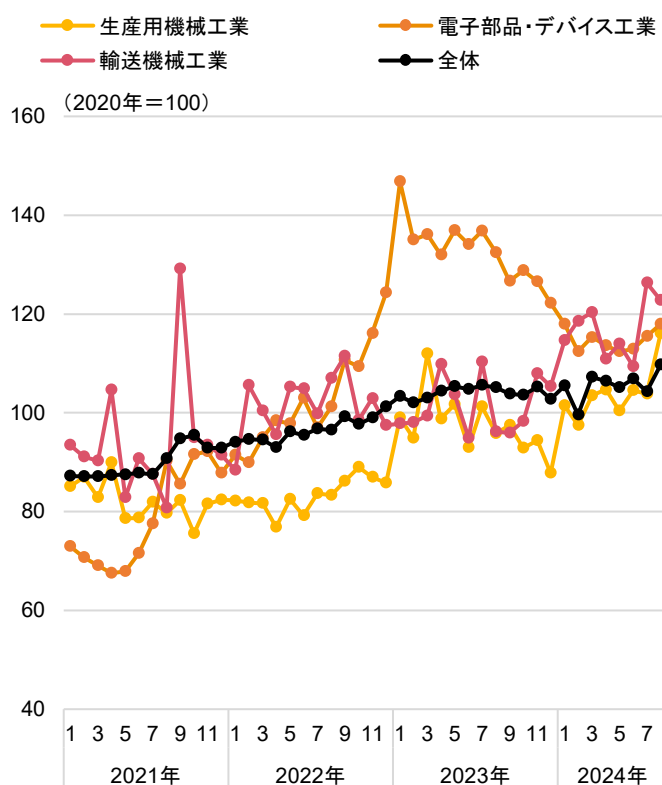
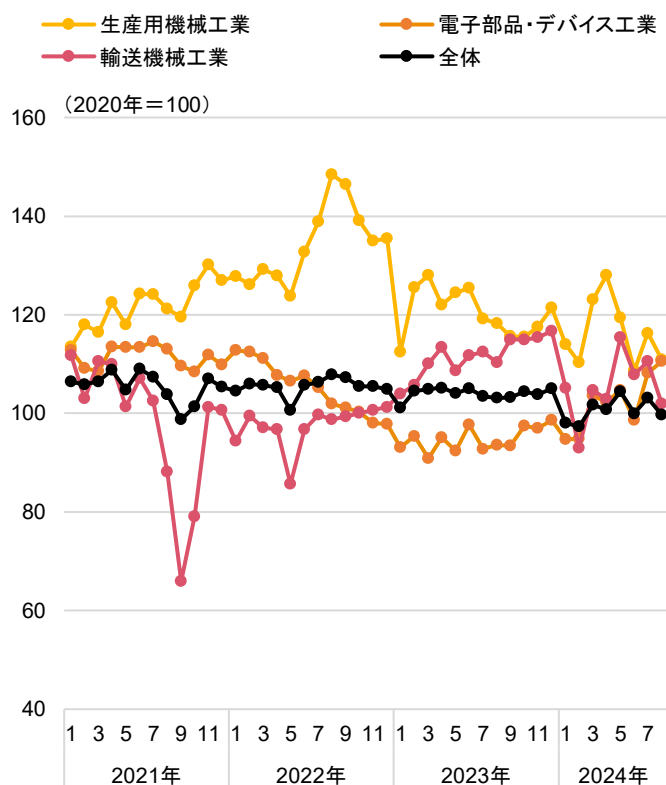
図表3は業種別在庫率の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率はじわじわと上昇している。8月の電子部品・デバイス工業、生産用機械工業の在庫率は上昇、輸送機械工業の在庫率はわずかに低下という結果になった。

製造工業生産予測指数について産業別にみると、9月に関しては、輸送機械工業、汎用・業務用機械工業、化学工業の拡大が前提となっている。また10月は生産用機械工業、輸送機械工業の拡大が前提だ。特にこの中では10月に大幅増産が見込まれている生産用機械工業(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引き続き要注意である。

企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、8月のDI(原系列)は-6.5%と7月に続き弱気が上回る結果となった。変動を均したトレンドでもDIは-0.2%と減少に転じた。景気後退の分水嶺ともいわれる-5%を上回ってはいるものの、企業が先行きに対して強気になっている様子はみえず、先行きへの強気期待はピークアウトした公算が高いだろう。

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。

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 2024 年 9 月 2 日(月)～9 月 6 日(金): 株価と為替動向、金融政策の目標の整理

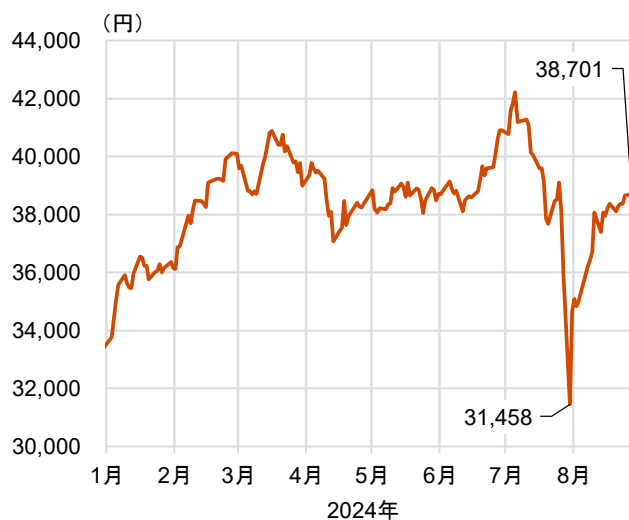
株価と為替動向、金融政策の目標の整理

9 月 2 日の日経平均株価は一時 3 万 9,000 円台を回復した。図表 1 にある通り、日経平均株価は 7 月初には 4 万 2,000 円台まで上昇していたが、7 月 31 日の 3 万 9,102 円から 8 月 5 日の 3 万 1,458 円まで 7,643 円と過去最大の下落幅を記録した。7 月 11 日に記録した 4 万 2,224 円からは 1 万円以上の下落となり、2024 年初来の上げ幅が帳消しとなった。その後、日本銀行から金融市場が不安定なうちには利上げを見送る発言があったことや米国の利下げ期待からやや落ち着きを取り戻した。一方、図表 2 でドル円レートをみると、7 月初に一時 160 円を超える水準まで円安が進んだものの、7 月下旬から大幅な円高ドル安となり一時 143 円半ばとなった。その後やや円安に戻したものの、150 円を割り込む水準で推移している。

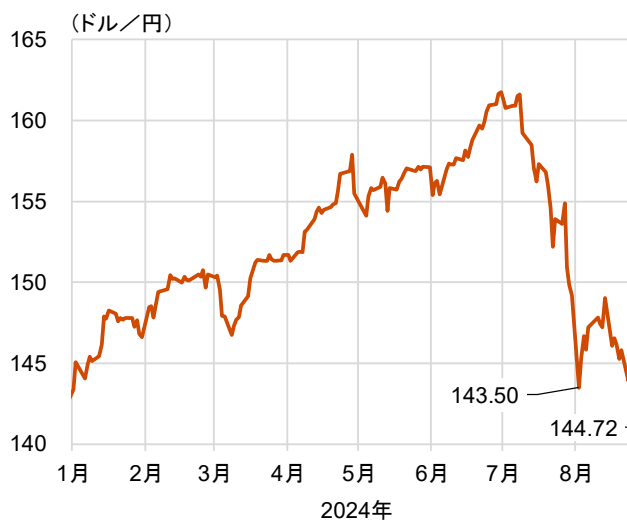
ドル円の戻りの鈍さの背景には、米国の利下げ期待、日米金利差の縮小予想があろう。米国の物価上昇率低下、労働市場における失業増加や求人減少などの弱めの動きが出ていることが、米国の利下げ期待を高めている。もっとも米国の消費動向は依然として堅調である。住宅市場も利下げの織り込んだ金利低下を受け、手堅さをみせている。FRB は経済指標を確認しながら利下げを進めていくとみられ、ドル円レートもその影響を受けよう。これらを慎重にみていくことが重要となろう。

一方、株価については日銀の利上げ見通しが後退したこと、8 月の落ち込み分のかかりを戻した。しかし、筆者は今後も日本銀行の経済・物価対比引き締めの金融政策によって、株価の下落、経済への下押し圧力が増すリスクを警戒すべきだと考えている。7 月末から 8 月初にかけての急激な円高・株安の背景には、経済・物価動向およびその見通しについて、金融市場・企業・家計と、日本銀行との間で大きなギャップがあったと考えている。足元の経済状況を確認すると 4-6 月期の GDP は前期比年率 +3.1% のプラス成長であったが、内閣府の公表する同期の需給ギャップは -0.6% と 4 四半期連続でのマイナスの状態にある。このような状況で家計や企業は、消費や設備投資の活発化による需要拡大に伴う物価上昇や、それに伴う金融引き締めを予想していなかった。しかし、日銀は 7 月の金融政策決定会合、その後の植田総裁の記者会見において、経済・物価動向は見通し通りに推移していることを強調した上で、家計や企業の予想よりも、引き締めの利上げ見通しを示した。このギャップの背景には 2020 年以降、特に本年 4 月以降の円安進展の存在が考えられる(図表 2)。すなわち円安が輸入コストの上昇を通じて実質所得を押し下げており、物価見通しの達成前であっても金融引き締めによって円安を是正しようという考えである。事前の説明では物価上昇率を目標として金融政策を運営するとしており、それに基づいて金融市場・企業・家計は金融政策を予想していたものの、突如として円安を是正するという目的のために金融引き締めが実施された側面があろう。この結果、需要拡大に伴う物価上昇が起きるかを重視していた金融市場・家計・企業との間にミス・コミュニケーションが生じ、急激な円高や株安につながったとみている。このギャップは、株価の急落・回復、円高の定着を経てなお埋まっていない。このため、今後とも経済・物価動向を巡る見方が埋まらなければ、日銀の利上げが経済・物価を押し下げよう。

図表 1: 日経平均株価の推移



図表 2: ドル円レートの推移



(資料) 日銀、FRB、ECB、FRED、財務省より筆者作成。

金融政策の目標としては、為替よりも物価の方が経済の安定に寄与することが知られている。このため、金融引き締めの実施はあくまでも物価安定を重視することが重要となる。円安は正を目的として金融引き締めを実施することは適切ではなく、経済・物価を不安定化をもたらす危険性が高い。円安の影響を財政政策で緩和しつつ、緩やかな利上げを実施していくことが、日本がようやくつかんだデフレからの完全脱却を果たすための鍵となろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(8月26日(月)～8月30日(金))の振り返り：鉱工業生産(7月)、商業動態統計(7月)、完全失業率・有効求人倍率(7月)、消費者物価指数(東京都部、8月中旬値)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では鉱工業生産(7月)、商業動態統計(7月)、完全失業率・有効求人倍率(7月)が公表された。それぞれ [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているので以下概要について述べよう。

鉱工業生産(24年7月速報)は前月比+2.8%と2か月ぶりの増加となった。製造工業生産予測調査の同+6.5%、補正値の同+4.0%と比較しても弱く、6月の落ち込みを取り戻せていない。前年比では+2.7%と2か月ぶりの増加となった。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、今後も弱めの動きが続くと見込まれる。業種別生産は15業種中石油・石炭製品工業を除く14業種で増加という結果になった。出荷は前月比+2.4%、前年比+1.7%と増加し、在庫は前月比+0.4%、前年比-2.5%となった。稼働率(6月)は前月比、前年比はともに低下した。製造工業生産予測調査をみると、2024年8月は前月比+2.2%、9月は同-3.3%と一進一退の動きが見込まれている。

商業動態統計(2024年7月速報値)の結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は53兆4,400億円、前年比+7.8%となった。卸売業は39兆1,310億円、同+9.9%、小売業は14兆3,090億円、同+2.6%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+3.1%、小売業が+0.2%である。卸売業は医薬品・化粧品、食料・飲料、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、医薬品・化粧品含むその他、自動車が大きく増加した。経済産業省は6月に続き、小売業販売額の基調判断を「上昇傾向にある」としている。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、拡大基調が続いている。8月以降も増加基調が維持できるかがポイントとなるだろう。

7月の有効求人倍率(季節調整値)は1.24倍となり、前月(6月)の1.23倍から0.1ポイントの改善、前年から0.06ポイントの悪化となった。しかし、水準としては依然として2年ぶりの低水準にある。内容をみていくと、有効求人数は240.2万人となり、前年比-3.5%となった。有効求職者数は193.7万人となり、前年比では+0.9%となった。新規求人(原数値)は前年比+1.2%となり、11か月ぶりに増加した。7月の労働力人口は6,954万人(前年比+28.0万人)、就業者数は6,766万人(同+22.0万人)、完全失業者数は187万人(同+5.0万人)となった。7月の完全失業率(季節調整値)は2.7%となり、昨年3月の2.7%以来の高水準となった。求人数を失業者数で割った比率をみると、7月は1.28倍となり、前月から0.08ポイント悪化(下落)した。2022年2月の1.28倍以来、2年5か月ぶりの低水準となった。労働市場の需給は悪化している。

消費者物価指数(東京、2024年8月中旬速報値)は総合で前年比+2.6%(前月：同+2.2%)、生鮮除く総合で同+2.4%(前月：同+2.2%)となり、伸びを強めた。食料品は野菜・海藻、飲料、外食などで伸びを強めた。政府のエネルギー補助が減少したため、光熱・水道代が押しあげた。生鮮・エネルギー除く総合で同+1.6%(前月：同+1.5%)となった。食料・エネルギー除く総合(欧米型コア指数)の前年比は同+1.3%(前月：同+1.1%)となった。教養娯楽が押し上げた。欧米型コア指数は2024年5月以降2%を下回る状態が続き、かつその伸びは緩やかとなっている。

米国：PCEデフレーター(7月)、耐久財受注(7月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(8月確報値)、耐久財受注(8月)

続いて米国についてみよう。米国の7月の個人消費支出(PCE)の価格指数は、前年比+2.5%となり、前月(8月)の同+2.5%から変わらずとなった。食料とエネルギーを除く欧米型コア指数では、前年比+2.6%となった。こちらは5月・6月と同水準となった。所得・支出動向をみると、所得は前月比+0.3%となり、前月の同+0.2%よりも加速した。7月の実質可処分所得は前年比+1.1%、実質消費は同+2.7%となった。2024年3月から7月までを均すと実質可処分所得は+1.0%、実質消費は+2.7%と一定の伸びが堅持されている。実質消費は1月・2月は2.0%まで落ち込んでいたが、足元では2%台後半まで盛り返している。

8月のミシガン大学消費者信頼感指数(確報値)は、67.9となり、5か月ぶりに改善した。1年後の予想インフレ率は2.8%となった。7月の2.9%から低下し、2020年12月以来の低水準となった。また、コンファレンスボードの7月の米消費者信頼感指数は103.3となった。前月(7月)の101.9から改善した。先行きでは労働市場に対する楽観的な見方がやや弱まったものの、ビジネス環境については楽観的となった。

7月の耐久財受注は、前月比+9.9%となった。前月(6月)の同-6.9%から増加に転じた。GDPベースの民間設備投資の先行指標となる航空機を除く非国防資本財(コア資本財)の受注は同-0.1%となった。6月は同+0.9%から同+0.5%へと下方修正された。勢いがやや鈍化している。

物価の落ち着きや労働市場の弱さから9月に0.25%の利下げ見込まれ、利下げ幅が0.5%へと拡大するとの見方もある。しかし、PCEの消費支出からは消費の堅調さがうかがえる。今後の経済指標を丹念に確認することが重要となろう。

欧州: ユーロ圏消費者物価指数(HICP、8月)、ユーロ圏失業率(7月)

次に欧州経済である。8月のユーロ圏消費者物価指数は、総合で前年比+2.2%となり前月の同+2.6%から減速した。エネルギーの下落が寄与した。エネルギー・食料・アルコール・タバコを除くコア総合では、同+2.8%となった。エネルギーを除く工業財は同+0.4%と前月の同+0.7%から伸びが鈍化した一方、サービスは同+4.2%と前月の同+4.0%から加速した。国別にみると、ドイツが同+2.0%(7月:2.6%)、フランスが2.2%(同:+2.7%)、イタリアが1.3%(同:+1.6%)と主要国で伸びが鈍化している。ユーロ圏の失業率は、6.4%と前月の6.5%から一段と低下した。国別にはイタリア、ポルトガル等で低下(改善)し、リトアニア、ギリシャ等で上昇(悪化)した。

中国: 製造業 PMI(8月)

最後に中国経済についてみよう。中国国家統計局が発表した8月の製造業PMIは49.1となった。前月の49.4から0.3ポイント低下し、好不調の境目となる50を4か月連続で下回った。生産が6か月ぶりに50を割り込んだほか、新規受注・原材料在庫・雇用・サプライヤーの納期も50を下回った。輸出受注および輸入も、前月に続いて50を割り込んで着地した。また、8月の非製造業PMIは50.3となり、前月の50.2から戻したが、低水準で推移している。このうち建設業(50.6)は4か月連続で下落したほか、中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.2)は8か月連続で50を辛うじて維持しているが、勢いに乏しい状況が続いている。製造業および非製造業を含めた8月の中国総合PMIは50.1と、前月の50.2から0.1ポイント低く着地しており、5か月連続で低下した。足元の中国経済は相変わらず長引く不動産不況に伴う需要不足に直面しており、弱含みの動きが続いている。物価にも下押し圧力がかかりやすい状況が続いているだけに、引き続き今後の回復に向けたトレンドを丁寧に見極めていく必要があろう。

今週(9月2日(月)~9月6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。9月に入り、日本では4-6月期の法人企業統計季報、7月の毎月勤労統計、家計調査、景気動向指数が公表される。法人企業統計では、4-6月期の企業の売上・利益・設備投資動向が注目となる。家計調査では、実質所得の改善を受けた実質消費の変化が注目される。景気動向指数は、7月の生産の持ち直しなどを受けた動向がポイントとなる。また、毎月勤労統計は6月は夏のボーナスが伸びたことで現金給与総額が押し上げられた。この効果が剥落するとみられる7月の給与動向を確認しておきたい。米国は月初の雇用関連の統計が公表される。7月のJOLTS求人統計、8月の雇用統計が公表される。労働市場の弱さが継続しているかの確認が重要となろう。欧州では、ユーロ圏の小売売上高、生産者物価指数(PPI)が公表される。PMI、GDPの確報値も注目となる。中国では財新材製造業PMIが公表される。欧州、中国は景気動向が芳しくないが足元の状況をしっかりと確認したい。

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
9/2 (月)	<ul style="list-style-type: none">法人企業統計季報(4-6月期)		<ul style="list-style-type: none">中国・財新製造業PMI(8月)
9/3 (火)		<ul style="list-style-type: none">ISM製造業景気指数(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏製造業PMI(7月確報値)
9/4 (水)		<ul style="list-style-type: none">貿易収支(7月)JOLTS求人統計(7月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏サービス業PMI(7月確報値)ユーロ圏生産者物価指数(PPI)
9/5 (木)	<ul style="list-style-type: none">毎月勤労統計(7月速報値)	<ul style="list-style-type: none">ADP雇用統計(8月)ISM非製造業景気指数(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏小売売上高(7月)
9/6 (金)	<ul style="list-style-type: none">家計調査(7月)景気動向指数(7月)	<ul style="list-style-type: none">雇用統計(8月)失業率・平均時給(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏GDP(4-6月期確報値)

2. 2024 年 9 月 9 日(月)～9 月 13 日(金): 日米中央銀行の金融政策にあたり考慮すべきポイント

日米中央銀行の金融政策にあたり考慮すべきポイント

来週の 9 月 19 日・20 日のタイミングで日銀金融政策決定会合が、そして 9 月 17 日・18 日のタイミングで FOMC(連邦公開市場委員会)が開催される。日米両中央銀行の金融政策会合にあたりどんな点に留意したらよいのだろうか。以下述べることにしよう。

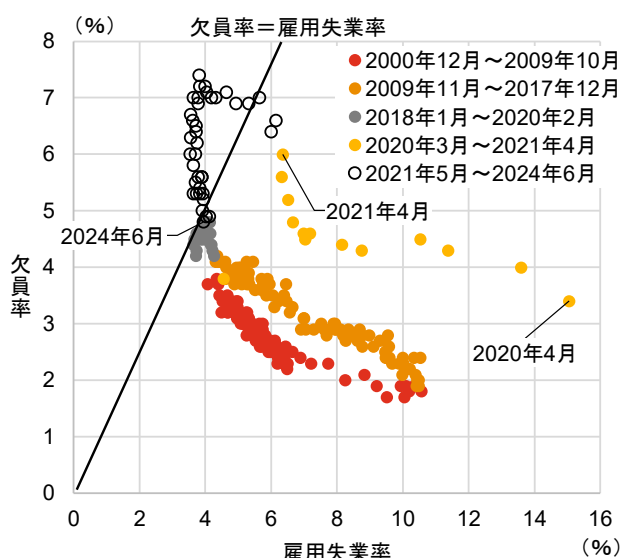
まず米国についてである。来週の FOMC のポイントは FRB が利下げを決定するかではなく、どの程度の利下げを行うかに焦点が移りつつあり、次頁でふれる雇用統計(8 月)の結果に鑑みると、FRB は 0.25% の利下げを決定する可能性が高いだろう。FRB の金融政策を読み解く鍵は、物価動向と実体経済の関係をどう考えるかにある。米国のインフレ率は 2021 年 4 月以降大きく 2% を上回って推移して、2022 年半ばにピークとなり、その後緩やかに伸びが低下するという道のりをたどった。米国の物価上昇率が急騰した時期は、図表 1 に示した欠員率と雇用失業率の関係において、欠員率 > 雇用失業率を満たした時期である。米国の物価高騰の原因は労働市場の超過需要にあり、労働市場の超過需要がサービス業の賃金上昇とサービス価格の高止まりにつながることで米国のインフレ率を高めた。FRB は 2022 年 3 月以降利上げを続けたが、図表 1 に従えば、これは雇用失業率の悪化(上昇)を伴うことなく、欠員率を下げるフェーズであったことを意味する。今回、FRB が利下げに転じる背景には、労働市場が欠員率 = 雇用失業率を満たす状況にあり、現状維持を続けられ、労働市場(景気)の悪化が 2% の物価安定を危うくするリスクが強まるからと言えよう。

日本についてはどうだろうか。7 月会合で日銀は 0.25% への利上げとともに国債買入れ額減額の具体策を決め、今後も日銀政策委員の経済・物価見通しに概ね沿って日本経済が推移すれば、引き続き政策金利を上げていく考えを示した。株価や為替の状況はようやく 7 月会合前の水準に届こうかというところであるが、米国が利下げスタンスを明確にしていることもあり、来週にかけて株安や円高が進む展開になりやすい情勢だ。

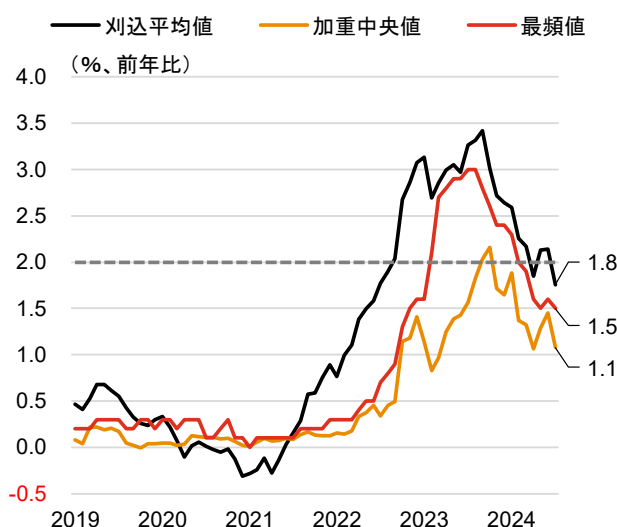
今回の会合で日銀が追加的な利上げを行う可能性は低いと筆者は考える。そしておそらくは経済的な目線でみれば、さらなる利上げを今後行う可能性は乏しいであろう。理由は図表 2 にあるとおり、基調的なインフレ率は 2% を割り、かつ伸び率は低下基調にあるからである。つまり、日銀政策委員の経済・物価見通しに沿わない展開となりうる蓋然性が増しているということだ。そしてこうした状況下でさらなる利上げを日銀が行うとすれば、再びそうした決定は、株安と円高という形で市場の批判にさらされるであろうし、一定のタイムラグを経て総需要の悪化を通じて日本経済の景況をさらに悪化させることになるだろう。2% の物価安定目標を達成するには性急な利上げ路線は止めるべきということだ。

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

図表 1: 雇用失業率と欠員率の関係(米国)



図表 2: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標(日本)



(注) 雇用失業率 = 完全失業者数 / (完全失業者数 + 雇用者数)、欠員率 = (有効求人数 - 就職件数) / (有効求人数 - 就職件数 + 雇用者数)

(出所) 米労働省、日銀より筆者作成。

先週(9月2日(月)～9月6日(金))の振り返り：家計調査(7月)、景気動向指数(7月)、法人企業統計季報(2024年4-6月期)、毎月勤労統計(7月速報値)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では家計調査(7月)、景気動向指数(7月)が公表された。それぞれ [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているので以下概要について述べよう。

家計調査(7月)については、実質消費支出が前年比+0.1%、前月比では-1.7%、名目消費支出が前年比+3.3%、前月比で-1.5%となり、実質消費は前年比で微増となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕・維持ないし教養娯楽用耐久財の支出は増加したが、自動車以外の輸送機器の購入や交際費への支出は減少した。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7月は前年比+7.3%と、3か月連続で前年比+5%を上回る増加となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+10.7%、実質で同+7.3%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-3.4%である。物価上昇に伴う押し下げ効果は3%台が続くが、実収入の伸びは5月に前年比プラスに浮上して堅調に推移している。賃上げやボーナス、定額減税は実収入や可処分所得の伸びにプラスに働くだらう。この動きが引き続き続くかがポイントだ。

景気動向指数(7月)についてみると、7月のCI速報値(2020年=100)は先行指数109.5、一致指数117.1、遅行指数107.9となった。先行指数は6月から0.4ポイント上昇して5か月ぶりの上昇、一致指数は6月から3.0ポイント上昇して2か月ぶりの上昇、遅行指数は6月から0.5ポイント上昇して2か月ぶりの上昇となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3か月後方移動平均や7か月後方移動平均の前月差をみると、CI一致指数の3か月後方移動平均は0.56ポイント上昇と2か月ぶりの上昇、7か月後方移動平均は0.18ポイント上昇し、こちらも2か月ぶりの上昇となった。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「下げ止まりを示している」と維持された。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、7月の前月差は5月以来のプラスとなった。これは一致指数を構成する10指標のうち8指標がプラスであり、特に6月に減少した生産指数、生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数がプラスに転じたことが大きい。今回大きく改善した生産・出荷指数は、生産予測調査の結果を踏まえると再び8月、9月と減少する可能性が高い。一致指数も上昇となったが、再び下落が続く可能性が高いだろう。

法人企業統計(2024年4-6月期)についてみよう。金融・保険業を除く全産業をみると、売上高は前年比+3.5%(前期(1-3月期):+2.3%)、経常利益が同+13.2(前期:+15.1%)となり6四半期連続の増収増益となった。売上高を業種別にみると、4-6月期は製造業が前年比+2.6%(前期:+2.8%)と伸びがやや鈍化したものの、非製造業が同+3.9%(同:+2.1%)と加速した。季節調整済みの売上高では前期比+1.7%と2四半期ぶりに増加した。経常利益は、製造業が前年比+13.0%(同:+23.0%)と大きく伸びが鈍化した。非製造業が同+13.3%(同:+11.5%)と増加した。全産業のソフトウェアを含む設備投資は前年比+7.4%(前期:+6.8%)となった。業種別にみると製造業は+1.4%、非製造業は+10.9%となった。製造業では情報通信機械、電気機械で増加した。非製造業ではサービス業、電気業で増加した一方、卸売・小売業で減少した。

毎月勤労統計(7月速報)については、調査対象企業により連続性のある共通事業所ベースの現金給与総額は、前年比+4.8%となり、前月(6月)の同+5.1に続き高い伸びとなった。加速の背景は夏のボーナスを含む特別給与が同+10.0%と大幅に伸びたことが主因である。毎月の基本給に相当する所定内給与は同+2.9%となった。また、雇用形態別でパートを除く一般でも+3.0%となった。今後、ボーナスの効果が剥落した後にでも名目所得の伸びが持続していくか、実質所得のプラス転換の動きが継続するかがカギとなろう。

米国:ISM 景気指数(8月)、JOLTS 求人統計(7月)、雇用統計(8月)

続いて米国についてみよう。ISM 景気指数(8月)は製造業で47.2となり、7月の46.8から0.4%ポイント上昇したものの、分水嶺の50を下回る結果となった。各項目をみると、新規受注が44.6と7月の47.4から大きく減少、生産も44.8と7月の45.9を下回り減少していることが悪化に寄与している。一方で50を上回るのは価格、在庫、サプライヤーの輸送動向といった指標である。サービス業の動向をみると、8月は51.5と7月の51.4からわずかに増加して分水嶺の50を上回っている。改善には製造業の場合と同じく在庫やサプライヤーの輸送動向が寄与している。50を上回るものの、在庫センチメントの落ち込みが目立つ。

JOLTS 求人統計(7月)は求人数が767.3万件と前月の791.0万件を下回った。低下基調は続いており、ピークの1,200万人台から、2019年平均の700万人に近づいている。

雇用統計(8月)をみると、非農業部門雇用者数は前月差+14.2万人となり、7月の結果(同+8.9万人)を上回った。もともと、市場予想中央値を下回り、また6月、7月の結果も下方修正されたことを受けて、3か月移動平均値では同+11.6万人と

着実に雇用増の動きは鈍化している。業種別に雇用者数の動きをみると、製造業や小売業で減少が進むものの、建設業やサービス業の雇用はしっかりしている。失業率は 4.2%となり、前月からわずかに低下した。また労働参加率は 62.7%と変わらず、自発的失業率は 11.9%と横ばいである。さらに平均時給は前年比・前月比ともに 8 月は 7 月からやや改善といった結果である。以上から労働市場の調整は進むものの、急激な悪化には至っていないと言えるだろうし、来週予定されている FOMC での利下げ幅は 0.25%となる可能性が高いと筆者は予想している。

欧州: ユーロ圏 PMI(8 月改定)、小売売上高(7 月)、GDP(2024 年 4-6 月期改定値)

次に欧州経済である。ユーロ圏 PMI(8 月改定値)は 51.0 となり、7 月の 50.2 から上昇した。速報値は 51.2 であったため、小幅に下方改定された形ではあるが、6 か月連続で分水嶺の 50 を上回る結果となった。この結果にはパリ五輪の影響も一定程度寄与しているだろう。部門別にみると、サービス部門 PMI 改定値は 52.9 となり、7 月の 51.9 から上昇し製造業部門の落ち込みを相殺している。今後、サービス部門については楽観的な期待はあるものの、オリンピック効果の剥落が懸念されており、全体としては緩やかな拡大が持続すれば御の字といったところだろう。

欧州の経済動向を占う上では、高止まりする物価環境の中で、消費が堅調に推移するかが重要である。ユーロ圏小売売上高(7 月)は前月比+0.1%と微増にとどまった。食料・飲料・たばこは同+0.4%であった一方、自動車燃料は同-1.0%であった。ユーロ圏 GDP(2024 年 4-6 月期改定値)は速報段階から 0.1%ポイント下方修正されて、前期比+0.2%、年率+0.8%となった。輸出は上方修正されたものの、企業の設備投資や公共投資を含む総固定資本形成は前期比-2.2%、家計最終消費支出も同-0.1%となり、内需は振るわなかった。主要国別にみると、ドイツはマイナス成長、フランスおよびイタリアは+0.2%、スペインは+0.8%とプラス成長となった。

中国: 財新製造業 PMI(8 月)

最後に中国経済についてみよう。財新 PMI(8 月)は 50.4 と 7 月の 49.8 から上昇して分水嶺の 50 を上回った。国内新規受注および生産の上昇が影響した。だが新規輸出受注は弱先行きについては懸念が残る内容である。

今週(9 月 9 日(月)~9 月 13 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、9 日(月)に GDP の 2 次速報値と国際収支、そして 13 日(金)に稼働率指数及び鉱工業生産の確報値が公表される。米国の場合は 11 日に公表される消費者物価指数の結果が今週の大きな山場だろう。後は雇用動向という意味で新規失業保険申請件数の結果も重要となろう。欧州では 12 日に行われる ECB 政策会合の結果・内容が注目される。来週は日本、米国ともに金融政策決定会合が行われる。日本は金融引き締め、米国・欧州は金融緩和の傾向がよりはっきりする形となるだろうが、そうした状況を占う意味でも要注目だ。最後に中国については物価、貿易収支、小売売上高、鉱工業生産といった形で主要統計の公表が相次ぐ。弱い物価と国内需要のトレンドが持続するの可否かといった点に注目したい。

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
9/9 (月)	<div><div>• 実質GDP (2024年4-6月期2次速報値)</div><div>• 国際収支(7月)</div></div>		<div><div>• 中国消費者物価指数(8月)</div><div>• 中国生産者物価指数(8月)</div></div>
9/10 (火)			<div><div>• 中国貿易収支(8月)</div></div>
9/11 (水)		<div><div>• 消費者物価指数(8月)</div></div>	
9/12 (木)		<div><div>• 生産者物価指数(8月)</div><div>• 新規失業保険申請件数(8月)</div></div>	<div><div>• ECB政策会合</div></div>
9/13 (金)	<div><div>• 稼働率指数(7月)</div><div>• 鉱工業生産(7月確報)</div></div>	<div><div>• 輸入物価指数(8月)</div><div>• ミシガン大学消費者信頼感指数(8月)</div></div>	<div><div>• ユーロ圏鉱工業生産(7月)</div><div>• 中国小売売上高(8月、14日公表)</div><div>• 中国鉱工業生産(8月、14日公表)</div></div>

3. 2024年9月16日(月)～9月20日(金):労働市場改革において考慮すべきポイント

労働市場改革において考慮すべきポイント

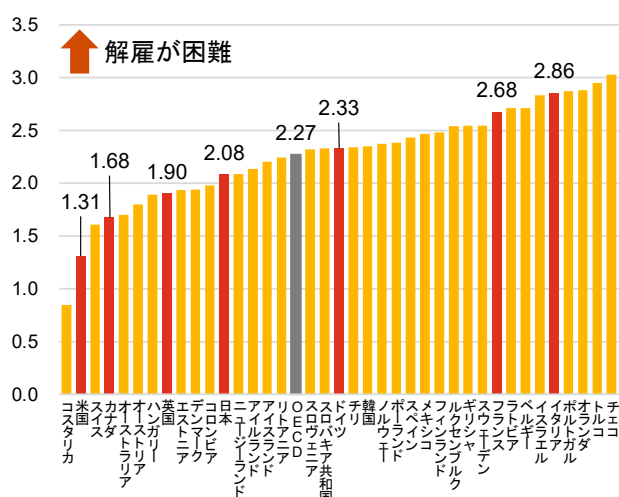
自民党の総裁選挙が9月12日の告示、27日の投開票、立憲民主党の代表選挙が9月7日の告示、21日の投開票の日程で実施されている。その中では、解雇規制をはじめとして、労働市場改革が論点に上がっている。その目的としては、解雇が困難である日本の解雇規制を見直して大企業からスタートアップ企業への労働者の移動、正規雇用・非正規雇用の賃金格差の解消といったことが挙げられている。企業経営にも影響を与えるため、みるべきポイントを整理しておこう。

日本の解雇の困難さはどの程度であろうか。この点について、OECD（経済協力開発機構）による調査をみたのが図表 1 である。この指標は、雇用を保護する法制の強さを示しており、高いほど解雇が困難となる。正規社員・非正規社員について、個別・集団での解雇の両方に対応している。法律や団体の協約、判例などに加え、OECD 加盟国の政府や専門家からのヒアリング結果も踏まえている。雇用保護は、労働者や企業の一部を対象としているに過ぎないことに留意が必要であるが、数値が 6 に近いほど解雇が困難であることを示している。この指標によると、OECD 平均は 2.27 であり、G7 の国をみるとイタリアが 2.86、フランスが 2.68、ドイツが 2.33 と欧州で高くなっている。日本は 2.08 となっており、米国の 1.31、カナダの 1.68、英国の 1.90 に次いで雇用が保護されていないという結果となっている。この指標からは日本で解雇が困難とは言い難いであろう。

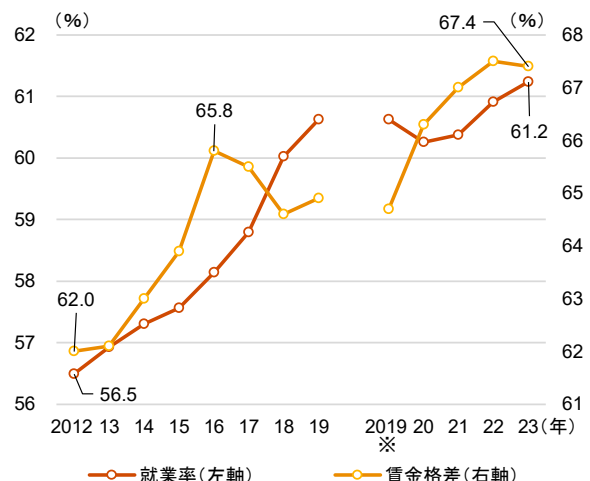
次に労働市場改革の目的の一つとして、正規・非正規の賃金格差の解消も論点に挙がっている。そこで、改めて現状をみたのが、**図表 2**である。正規雇用を 100 とした非正規雇用の賃金水準をみると、2012 年には 62.0 であったが、直近の 2023 年には 67.4 まで 5.4 ポイント格差が縮小している。この背景を考えると、2013 年以降の景気拡大局面で企業は人材採用を進め、女性や高齢者を中心に就業率が上がった。**図表 2**で就業率の推移をみると、2012 年の 56.5%から、2023 年には 67.4%に到達している。この間、企業が景気拡大に伴い積極的に採用を進め、より良い人材を確保するために正規雇用と比較した非正規雇用の賃金も向上させたことがうかがえる。またこの間に解雇規制の緩和等は実施されておらず、拡張的な財政金融政策によって景気が安定的に拡大したことが労働市場の需給を改善させて、非正規雇用の賃金改善に結び付いた公算が非常に大きい。労働市場や賃金動向を決めるのは、制度だけではなくマクロ経済政策も大きな影響を与える、ということだ。マクロ経済政策については、今後の金利上昇を見越した拙速な財政引き締めや、円安による物価高などを懸念した金融引き締め路線が取られれば、労働市場の悪化をもたらす可能性が高い。このため、上記の議論で労働市場改革を考えるにあたっては労働市場に関する規制などの制度改革が本当に必要であるのか、各候補者の目指すマクロ経済政策が景気拡張的なものであるかを見極めることも重要なポイントとなろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 1:雇用失業率と欠員率の関係(米国)



図表 2: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標(日本)



(注 1) 賃金格差は、正社員・正職員以外を 100 とした正社員・正職員以外の賃金の割合を示している。

(注2) 2018年以前は、調査対象産業「宿泊業、飲食サービス業」のうち「バー、キャバレー、ナイトクラブ」を除外している。

(注3) 2019年より有効回答率を考慮した推計方法に変更している。「2019年※」は、2019年と同じ推計方法で集計した2019年の数値を参考として掲載したものである。

(出所)厚生労働省、総務省より筆者作成。

先週(9月9日(月)～9月13日(金))の振り返り：国際収支統計(7月)、実質 GDP(2024 年 4-6 月期 2 次速報値)、稼働率指数(7月)、鉱工業生産(7月確報)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では実質 GDP(2024 年 4-6 月期 2 次速報値)、国際収支統計(7月)、稼働率指数(7月)、鉱工業生産(7月確報)が公表された。国際収支統計については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているので以下概要について述べよう。

7月の経常収支(季節調整済値、以下同)は+2兆8,029億円となり、前月(6月)から1兆266億円のプラス幅拡大となった。7月の経常収支の内訳をみると、貿易・サービス収支が-6,985億円(前月比+1,078億円)となった。貿易収支は-3,927億円となり、6か月連続でマイナスとなった。輸出は9兆1,488億円(同+986億円)と増加した。また、サービス収支は-3,058億円(前月比+600億円)とマイナス幅が拡大した。第一次所得収支は、+3兆7,123億円(前月比+7,557億円)となった。8月以降、円高が継続しており、輸出、サービス収支、第一次所得収支に押し下げの影響が出てくるかに注目である。

GDP改定値(2024 年 4-6 月期 2 次速報値)は個人消費、設備投資が下方修正されたことで、実質 GDP 成長率は前期比+0.7%(年率+0.8%:1次速報)へと下方修正された。7月の製造工業稼働率指数は前月比+2.5%の103.1となった。業種別にみると、電気・情報通信機械工業、化学工業、電子部品・デバイス工業で上昇した。生産用機械工業、石油・石炭製品工業で低下した。鉱工業生産の7月確報値は、前月と比べて生産が+3.1%(速報値+2.8%)、出荷が+2.7%(同+2.4%)、在庫+0.4%(同+0.4%)、在庫率-2.4%(同-2.3%)となった。生産・出荷が上方修正、在庫は変わらずとなった。在庫率は若干の下方修正となった。

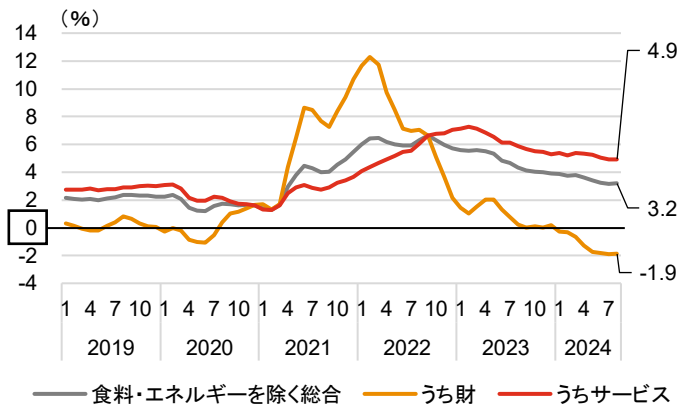
米国：消費者物価指数(8月)、生産者物価指数(8月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(8月)

続いて米国についてみよう。8月の消費者物価指数は、総合で前年比+2.5%となり、前月の同+2.9%から伸びを弱め、うち食料は同+2.1%(前月：同+2.2%)とやや減速した。また、エネルギーは同-4.0%(同+1.0%)と6か月ぶりに減少に転じた。これらの食料・エネルギーを除いたベースでは、前年比+3.2%となった(図表3)。このうち財は同-1.9%(前月：同-1.9%)、うちサービスは同+4.9%(前月：同+4.9%)と前月から変わらずであった。前月比でみると、総合で+0.2%となり、前月の同+0.2%から変わらずであった。一方、食料とエネルギーを除く総合では前月比+0.3%となり、前月の同+0.2%から伸びが加速した。

8月の生産者物価指数は、前月比では0.2%増となった。前月(7月)は横ばいに下方修正された。変動の大きい食品・エネルギーを除いたコアPPIは、前月比では0.3%増、前年比では2.4%増となった。財価格は前月比0.0%と横ばいとなった。食料・エネルギーを除く財が押し上げたが、エネルギーの押し下げによって相殺された。エネルギー価格は2か月ぶりの減少となった。また、サービス価格は前月比0.4%増となり、前月の同0.3%減から上昇に転じた。発表元の労働省労働統計局(BLS)によると、客室料金の値上げが大きな要因となった。

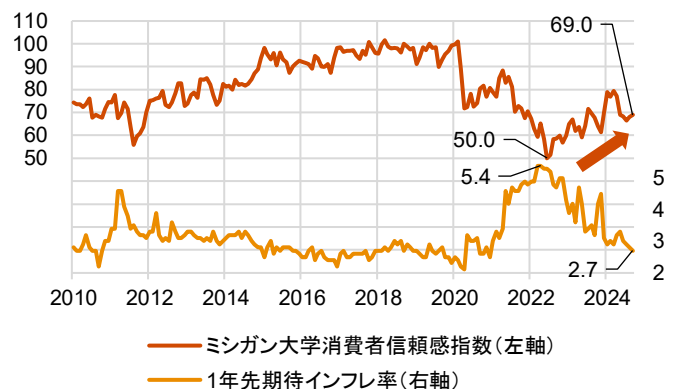
9月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は、69.0となった。前月の67.9から上昇し、4か月ぶりの高水準となった。前月比では+1.6%、前年比では+1.8%となった。図表4で過去の動きを振り返ると2018～2019年にかけて100前後で推移した後、COVID-19後に80割れ、インフレ進行もあって2022年6月に50まで落ち込んだ。その後は振れを伴いながらも、回復基調が継続している。もっとも水準としては2021年7月以降、80を下回っている。また、9月の1年先期待インフレ率は2.7%となり、2020年5月以来の低水準となった。2022年前半から予想インフレの低下と消費者信頼感指数の回復が続いている。

図表 3: 米消費者物価の推移



(出所)BLS より筆者作成。

図表 4: 米ミシガン大学消費者信頼感指数・期待インフレ率の推移



(出所)米ミシガン大学より筆者作成。

欧州: ECB 会合(9 月会合)、ユーロ圏鉱工業生産(7 月)

次に欧州経済である。ECB は 9 月の会合で、経済見通しを小幅に下方修正した上で、0.25%の利下げを実施した。経済見通しでは実質 GDP が 2024 年 0.8%(前回比-0.1%)、2025 年 1.3%(前回比-0.1%)、2026 年 1.5%(前回比-0.1%)とした。その上で政策金利(預金金利)を 0.25%引き下げ 3.50%とした。7 月のユーロ圏の鉱工業生産は、前月比-0.3%となった。中間財、資本財、耐久消費財で減少し、エネルギー、非耐久消費財で増加した。主要国では、ドイツ、スペイン、フランスで減少した。なお、鉱工業生産の指数(2021=100)でみると、2023 年 6 月の 100.9 をピークとして、2024 年 7 月の 96.4 まで緩やかな減少傾向にある。今後も弱含みの展開が継続すれば、追加の利下げが実施されるため、今後の確認が重要となる。

中国: 小売売上高(8 月)、固定資産投資(8 月)、鉱工業生産(8 月)、貿易収支(8 月)、消費者物価指数(8 月)、生産者物価指数(8 月)

最後に中国経済についてみよう。8 月の小売売上高は前年同月比+2.1%となり、前月の同+2.7%から減速した。足元の消費の伸びを牽引する「外食」は同+3.3%と前月の同+3.0%から加速した。「商品」は、食品や飲料が堅調に推移したが、アパレルや化粧品、自動車類のほか、建築内装材などもマイナス推移した結果、前月(同+2.7%)から減速し、同+1.9%となった。1-8 月期の固定資産投資は前年同期比+3.4%となり、5 か月連続で減速した。最大のネックである不動産(同-10.2%)が大幅なマイナスを続ける一方、インフラ(同+4.4%)のほか、製造業(同+9.1%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ策に支えられ、高水準を維持している。8 月の鉱工業生産は前年同月比+4.5%となり、4 か月連続で低下した。分野別にみると、鉱業(同+3.7%)および製造業(同+4.3%)が減速した一方、エネルギー関連(同+6.8%)が盛り返して全体を支えた。貿易収支(8 月)は、輸出が同+8.7%となり、5 か月連続プラスで推移した。輸入は同+0.5%増と 2 か月連続プラスで推移したが、伸び率は大幅に低下した。消費者物価指数(8 月)は同+0.6%となり、低水準ながら 6 か月連続のプラスとなった。高温や降雨の影響から野菜が大幅に上昇したほか、果物が 9 か月ぶりにプラスに転じるなど、食品価格の回復に支えられた。生産者物価指数(8 月)は同-1.8%となり、前月の同-0.8%からマイナス幅が拡大し、2022 年 9 月以降 23 か月連続でマイナス推移した。国内の需要が伸び悩むなか、デフレ圧力がさらに高まる可能性もあり、物価動向を注視していく必要がある。

今週(9 月 16 日(月)~9 月 20 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、18 日(水)に機械受注統計、通関貿易収支、20 日(金)に全国消費者物価指数が公表される。これらは Daily Macro Economic Insights でまとめる予定である。また、週末にかけて日本銀行の金融政策決定会合が開催される。追加の利上げが実施できる状況ではないとみているが、日本銀行が賃金上昇から消費拡大のシナリオを崩していなければ今後の利上げが実施される可能性があるため、しっかりと内容を確認したい。

米国では 17~18 日の日程で FOMC が開催される。利下げ実施が見込まれており、焦点は利上げ幅が 0.25%か 0.50%となるかに焦点が集まっている。軟調な労働市場と堅調な消費といった経済指標からすると 0.25%が見込まれるが、一部報

道では 0.50%となる可能性が示唆され、見方が交錯している。利下げ幅に加えて、こうした経済・物価動向に関する FRB の見方も注目となろう。FOMC の前後で、小売売上高、住宅関連指標、地区連銀の景気指数も公表される。ユーロ圏では、ZEW 景況感指数、消費者信頼感指数、貿易収支・経常収支、消費者物価が公表される。最初の利下げが実施されたのは 6 月であり、利下げの効果で景気回復に向かうか、停滞が継続するかの確認がポイントとなろう。

図表 5: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
9/16 (月)		・ ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月)	・ ユーロ圏貿易収支(8月)
9/17 (火)	・ 第3次産業活動指数(7月)	・ 小売売上高(8月)	・ ユーロ圏ZEW景況感指数(8月)
9/18 (水)	・ 機械受注統計(7月) ・ 通関貿易収支(8月)	・ 住宅建築許可件数(8月) ・ 住宅着工件数(8月) ・ FOMC(17日～18日)	・ ユーロ圏消費者物価指数 (8月確報値)
9/19 (木)		・ 経常収支(8月) ・ フィラデルフィア連銀製造業景気指数 (9月)	・ ユーロ圏経常収支(8月)
9/20 (金)	・ 全国消費者物価指数(8月) ・ 日本銀行金融政策決定会合 (19日～20日)	・ 中古住宅販売件数(8月)	・ ユーロ圏消費者信頼感(8月速報値)

4. 2024 年 9 月 23 日(月)～9 月 27 日(金): 自民党総裁候補 3 氏の政策から先行きを考える

自民党総裁候補 3 氏の政策から先行きを考える

9 月 27 日に予定されている自由民主党の総裁選の動向への注目度が高まっている。9 名が立候補しているが、メディア報道によれば石破茂、小泉進次郎、高市早苗の 3 氏の争いとみて良さそうだ。以下では 3 氏の政策をまとめつつ議論してみたい。

図表 1 は自由民主党 HP から各氏の政策に関する所見を主に参照し、筆者なりの目線でまとめたものだ。まず一番最初の行にあるポイントは各氏が掲げる政策主張のメッセージを記載している。石破氏の場合は、「5 つの『守る』で未来を守る、未来を創る」「日本の未来を守る」といった記載が目を引く。保守派として様々な観点から「守る」を強調しつつ自身の政策観を披露している。小泉氏の場合は「決着 新時代の扉をあける」という言葉が強調されている。自民党が本当に変わるか、変えられるのは何かが問われ、世界情勢も変化する中で日本の政治を変え、答えを出していない課題に決着をつけたいとの思いが綴られる。高市氏の場合は、強い自民党、成長する日本をつくる、とあり、外交力・防衛力・経済力・技術力・情報力・人材力からなる「総合的な国力」を強化することが必要と述べられている。そしてこうした力すべてを強くするには、何よりも経済成長が必須であると述べられている。

3 氏のポイントからは、「守る」から政策論を組み立てる石破氏、政治を変え、決断を行うことを重視する小泉氏、そして経済成長が必須であり、経済成長を起点として国力を強化すると主張する高市氏といった特徴が見て取れる。続いて経済・財政の分野をみると、石破氏の場合は、デフレ脱却最優先の経済・財政運営実行が掲げられているが、メリハリのある法人税体系の構築というのは、おそらくは必要に応じ法人税増税も含むという趣旨であろうし、経済を冷やさない程度での正常化を日銀に期待するというのは、日銀の判断で金融引き締めを進めることを認めるという趣旨だろう。戦略的な財政出動により強い経済を実現し、2%物価目標完全達成まで金融緩和を継続することを主張する高市氏と比べると、財政・金融政策のスタンスは石破氏の方が緩和的でないと考えられる。小泉氏の場合は財政や金融といったマクロ経済政策のスタンスは判然としない。強調されているのは、総理になった場合に早期に補正予算(物価高対策)を講じること、そして規制改革を実施することでイノベーション、スタートアップ支援、ライドシェアの完全解禁などのミクロの産業振興を経済成長につなげる視点である。ミクロの産業振興策は重要ではあるが、マイルドなインフレを起点とした良好なマクロ経済環境なくして規制改革は成功せず、却って分断を加速させるだけであろう。

マクロ経済政策のスタンスからは、石破氏が首相になった場合には、緊縮政策スタンスが日本経済をオーバーキルする懸念があり、小泉氏が首相になった場合には、マクロ経済政策の方向性が不確実であることが日本経済にとって懸念事項となるだろう。高市氏の場合には、経済成長がすべての主張の起点にある。戦略的な財政出動により、消費マインド改善、雇用と所得拡大、強い経済を実現すること、日銀に 2%物価目標完全達成まで金融引き締めを封印させること、こうした政策をしっかりと実行し、経済成長を実現できるか否かが重要なポイントとなるのではないかな。

マクロ経済政策以外の個別の政策についてみておこう。社会保障に関しては、石破氏が生活保護、貧困対策は現物支給を柱にすべきと主張している点、小泉氏の場合は働き手に原則厚生年金が適用されるようにすること、高市氏の場合は全世代の安心感醸成を日本の活力につなげるとしている点が特徴である。3 氏が政権を担う際には社会保障制度をどうするか、特に負担をどう分配するかの方策が重要なポイントとなるだろう。人口減少対策は今後の日本を考える上で最重要課題である。石破氏は子育て世代への生活安定・質向上施策といった従来の施策を踏襲する模様だ。小泉氏の場合は具体的施策の言及はなかったが、選択的夫婦別姓についての議論喚起という点は目を引く。高市氏の場合は、人材力を高め、成長投資を進めることで、人口減少対策の成否にかかわらず当面は減少が続く日本の人材の質的強化を重視している印象だ。地方振興策については 3 氏ともに大枠で違いがない印象である。高市氏がいう「地方の大きな伸び代」とは何か。筆者は円安による製造業の国内回帰、インバウンド拡大といった道をいかに長く、かつ広くできるかが「地方の大きな伸び代」と考える。高齢化が進む中で個々人が蓄積したビジネススキルを地方振興にどうつなげるかといった点は、今後日本が直面する少子高齢化のさらなる進展といった事態をビジネスチャンスと捉えられるか否かといった点にも関係するだろう。外交・安全保障に関しては、石破氏が主張するアジア版 NATO 構築、また小泉氏の主張する首脳レベルの戦略的外交や拉致問題の解決が実現可能かが問われるだろう。高市氏が主張する新たな戦争の態様(宇宙・サイバー・電磁波領域、無人機、極超音速兵器、自律型 AI 兵器)に対応できる国防態勢の構築といった主張は重要なポイントである。その他については、石破氏による防災省の創設、小泉氏の令和の政治改革、高市氏の様々な観点からの安全保障の強化といった点が印象に残る。

その他に関しては、石破氏が党改革・政治改革の言及の比重が比較的高く、小泉氏の場合も同様の傾向がある。高市氏の場合は安全保障を起点に、食料、エネルギー・資源、国土強靱化、サイバーセキュリティ、健康医療といった具体的分野を幅広くフォローしており、また省庁再編や憲法改正といった話題についても大胆な指摘が多い。首相になった場合の具体的政策の不確実性は石破氏が最も高いだろう。これは他の政治家や官僚を含めた様々なプレイヤーの関与余地が高いことを意味する。小泉氏は規制緩和のイメージは明確だが、その他の政策が不明である。高市氏は目的と手段のロジックが明確であるし、宇宙政策を含めた個々の政策の知見も豊富だ。リーダーシップを発揮して政策を実行できるかがポイントとなるだろう。

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

図表 1: 石破茂、小泉進次郎、高市早苗各氏の主要政策比較

	石 破 茂	小 泉 進 次 郎	高 市 早 苗
ポイント	5つの「守る」で、未来を守る、未来を創る。 日本の未来を守り抜く。	決着 新時代の扉をあける	強い自民党、成長する日本を作る。 日本列島を、強く豊かに。
経済・財政	<ul style="list-style-type: none"> 経済あつての財政、デフレ脱却最優先の経済・財政運営実行 メリハリのある法人税体系の構築 日銀の独立性を尊重しつつ、経済を冷やさない速度での正常化を期待する 実質賃金・生産性の向上 リスキングやデジタルインフラ整備の政策的後押し 	<ul style="list-style-type: none"> 世界が群雄割拠へと向かう中、「強い経済」を取り戻すことが不可欠。 聖域なき規制改革を実施（イノベーション、スタートアップ支援） ただちに物価高対策の検討に着手。 年金生活世帯、低所得世帯への支援、幅広い産業 等に対するきめ細かい支援などを実現 大企業正社員の解雇規制の見直し ライドシェアの完全解禁 	<ul style="list-style-type: none"> 外国力・防衛力・経済力・技術力・情報力・人材力からなる「総合的な国力」を強化するには何よりも経済成長が必須 戦略的な財政出動により、消費マインド改善、雇用と所得拡大、強い経済を実現する。 2%物価目標完全達成まで金融緩和を継続
社会保障	<ul style="list-style-type: none"> 高齢者・女性・障害者・外国人の就労促進など、支え手を最大限増やす取り組みを進める。 データに基づく医療行政のメリハリ強化 医療DXによる医療の質向上、医療機関の負担低減 生活保護・貧困対策は現物支給を柱に 次世代に不公平を先送らせないセーフティネット構築 	<ul style="list-style-type: none"> 年収の壁の撤廃 多様な人生、選択肢を支える仕組みを構築する 働いている方には原則、厚生年金が適用されるように制度を見直す 労働者の健康確保を大前提に、残業機関規制の柔軟化を検討 	<ul style="list-style-type: none"> 「全世代の安心感」を日本の活力に 経済的事情によって進学を諦めない、結婚や出産・子育ての希望を諦めない、介護離職等でキャリアを諦めない、更年期や高齢期特有の不調・障害や難病によって社会活動を諦めない、以上を諦めない環境の整備 在職老齢年金制度の見直し等「働く意欲を阻害しない、努力をした人が報われる制度を整備
人口減少対策	<ul style="list-style-type: none"> 「手当より無償化へ」、支援のあり方見直し 子育て世代の生活安定・質向上施策の拡大 ヒト・モノ・カネの東京一極集中をデジタルインフラや税制によって抜本的に解消し、地域に複数の文化都市を構築して多様で強靱な国と地方を創る 	<ul style="list-style-type: none"> 選択的夫婦別姓についての議論を喚起 	<ul style="list-style-type: none"> 成長投資と人材力の強化 日本に強みがある多くの技術の社会実装、勝ち筋となる産業分野につき、国際競争力強化と人材育成に関する戦略的支援を行う
地方振興策	<ul style="list-style-type: none"> 日本経済の起爆剤としての大規模な地方創生策を講じる 地方における起業、事業承継などへのインセンティブ構築 中央省庁の地方移転の推進 	<ul style="list-style-type: none"> インバウンド観光、農産品輸出、製造業の国内回帰など、地方の特性に応じてグローバルとつながることを応援し、地方に新しい成長を実現。 国土強靱化のための首都機能再編について議論 	<ul style="list-style-type: none"> 全国どこに住んでいても、安全に生活でき、必要な医療・福祉、高度な教育を受けることができ、働く場所がある状況を目指す日本の姿。 地方の大きな伸び代を活かし、日本列島の隅々まで活発な経済活動が行き渡る国を創る
食料安全保障	<ul style="list-style-type: none"> 農林水産業の生産者が安心して再生産できる環境構築 スマート農林水産業の実現 		<ul style="list-style-type: none"> 全ての田畑をフル活用できる環境づくりと成長産業化を急ぎ、植物工場や陸上養殖施設の初期投資支援を強化
外交・安全保障	<ul style="list-style-type: none"> 安全保障基本法制定など抑止力の基盤整備 アジア版NATO構築 北朝鮮との交渉の足掛かり構築 拒否的抑止力の飛躍的向上 	<ul style="list-style-type: none"> 強い経済を基盤として、厳しい国際情勢を乗り切る「強い外交」を推進 首脳レベルの戦略的外交の推進 拉致問題の解決、中国や北朝鮮との直接対話もオープンに取り組む 防衛費対GDP比2%を速やかに実現する 日米同盟を基軸に、豪州など同志国の関与も得た「自由で開かれたインド太平洋」のためのネットワークを強化 	<ul style="list-style-type: none"> 新たな戦争の態様（宇宙・サイバー・電磁波領域、無人機、極超音速兵器、自律型AI兵器）に対応できる国防態勢の構築 「自由で開かれたインド太平洋」に米国を強く関与させ続けることは日本の責任 主体的外交で同盟国や同志国の絆を強化
その他	<ul style="list-style-type: none"> 党改革（政治資金不記載議員に反省を求めルールを守る倫理観確立に全力を、総裁選挙における党员投票のウエイトを大幅に引き上げ） 政治改革（政治資金のルール見直し、有権者目線で選挙制度を見直す改革リード） 国家公務員の人事評価の徹底、早期選抜・中途採用を推進しつつ、処遇の大幅改善を行う 防災省の創設・事前防災の徹底 子供への教育は無償化する 女性活躍を官民共通の目標とし、そのためのコストは国が負担するシステムを構築する 	<ul style="list-style-type: none"> 令和の政治改革（政治資金の透明化の徹底、実力主義の人事、非効率な国会運営の抜本改革） 政治資金の透明化、自民党改革、国会改革を三位一体で進め、政治への信頼を取り戻す 時代の変化に合わせ憲法を改正する必要がある（自衛隊の明記、緊急事態対応、合区解消、教育充実の4項目は改正に含めるべき） 	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー・資源安全保障の強化 「現在と未来の生命」を守る令和の国土強靱化対策 サイバーセキュリティ対策の強化 健康医療安全保障の構築 令和の省庁再編（インテリジェンス関係省庁の司令塔、懸念国からの投資審査、能動的サイバー攻撃やセキュリティ対策、これらの機能を持つ機関を整備） 情報通信省、環境エネルギー省への改編 技術革新、安全保障環境や社会生活の変化など、時代の要請に応えられる「日本人の手による新しい日本国憲法」を制定する 男系皇統を守るため皇室典範を改正 包括的な宇宙政策（安全保障、技術振興）

先週(9月16日(月)～9月20日(金))の振り返り：機械受注統計(7月)、通関貿易収支(8月)、全国消費者物価指数(8月)、第3次産業活動指数(7月)、日銀政策会合

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。機械受注統計、通関貿易収支、全国消費者物価指数については [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめているので概要を述べたい。

機械受注統計(7月)についてみると、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比0.0%と前月から横ばいとなり、3兆535億円となった。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7月に前月比-0.1%(前月(6月):+2.1%)となり、8,749億円となった。非製造業は増加したものの、製造業が押し下げた。内閣府は、6月の基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」で維持している。「官公需」は、7月に前月比-5.6%(前月:同+13.9%)と2か月ぶりに減少した。「外需」は、7月に同+8.0%(前月:+2.0%)となり4か月連続で増加した。「代理店」は、7月に前月比+15.3%(前月:-0.5%)となり、4か月ぶりに増加した。以上の通り、官公需及び民需(製造業)の減少を他の受注増で補っている状況である。

貿易統計(8月)についてみると、輸出金額(名目、原数値)は8兆4,419億円、前年比+5.6%となり、9か月連続で増加。品目別では、輸送用機器が前年比-5.1%(寄与度-1.2%ポイント)と2年3か月ぶりに減少に転じた。輸入金額(同)は9兆1,372億円となり、前年比+2.3%と5か月連続で増加した。これまで輸入はエネルギー関連の寄与が大きかったが、最近はその以外の中間財・資本財などの占める割合が増加している。貿易収支(原数値)は-6,953億円となり、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8兆7,586億円(前月比-3.9%)、輸入が9兆3,545億円(同-4.4%)となり、貿易収支は-5,959億円(同-12.0%)となった。

消費者物価指数(8月)は総合で前年比+3.0%、生鮮除く総合で同+2.8%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.0%となり、いずれも7月から伸びを強めた。食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.7%と7月から伸びが強まるものの、引き続き2%を下回っている。物価の高まりには野菜など生鮮食品の価格上昇に加え、穀類や肉類、外食といった食料、さらに家庭用耐久財の価格が伸びたことも影響した。

第3次産業活動指数(7月)は前月比+1.4%となり、2か月ぶりの上昇となった。上昇をけん引するのは運輸業・郵便業、卸売業、医療・福祉である。他方で情報通信業、生活娯楽関連サービス、物品賃貸業は減少した。これまで製造業依存型事業所向けサービスの低下が進んでいたが、ようやく下げ止まりの兆しがみえつつある。

日銀金融政策決定会合(9月)は現状維持となった。日銀が公表する基調的なインフレ率を捕捉するための指標([リンク先図表4](#))をみる限り、利上げを急ぐ根拠は乏しい。むしろ2%の物価安定目標を上回る物価上昇率が継続して生じることを確認してから利上げを進めるべき情勢である。日銀はフォワードルッキングではなく、ビハインドザカーブで政策運営を行う必要があるだろう。

米国:FOMC、住宅建築許可件数(8月)、住宅着工件数(8月)、中古住宅販売件数(8月)小売売上高(8月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(9月)

続いて米国についてみよう。9月17日から18日にかけて開催されたFOMCでFRBは0.5%の利下げを決定した。図表2はFOMC参加者の物価、失業率、政策金利見通しをまとめたものだ。7月会合から9月会合にかけ、2024年・2025年を中心に物価見通しは低下し、失業率見通しは上昇した。物価が2%に落ち着く蓋然性が高まるとともに、失業率悪化という形で労働市場への悪影響が懸念されたため、FRBは政策金利を7月会合時点の見通しから1%強下げることによりコミットした格好である。2024年内に後0.5%ほど、2025年内にさらに1%ほど、政策金利を引き下げる構えであるが、新大統領の下で財政支出拡大が見込まれるため、見通し通りに金利が下がる可能性は低いと考えられる。今後の政策の動きに要注目だ。

住宅建築許可件数(8月)は前月比+4.9%の年率147.5万戸、住宅着工件数は同+9.6%の年率135.6万戸となった。金融緩和への期待もあり住宅ローン金利が低下していることが背景にある。一方で中古住宅販売件数(8月)は同-2.5%の386万戸と10か月ぶりの低水準となった。

図表 2: FOMC 参加者見通し(中央値)

(年、%)

	直近値	2024	2025	2026	2027
コアPCEインフレ率(9月会合)	2.6	2.6	2.2	2.0	2.0
コアPCEインフレ率(7月会合)	2.6	2.8	2.3	2.0	—
失業率(9月会合)	4.2	4.4	4.4	4.3	4.2
失業率(7月会合)	4.2	4.0	4.2	4.1	—
政策金利(9月会合)	5.5	4.4	3.4	2.9	2.9
政策金利(7月会合)	5.5	5.1	4.1	3.1	—

(注) 各数値は 7 月会合及び 9 月会合の FOMC 参加者の見通し中央値を示す。

直近値の値は、PCE インフレ率は 7 月の値、失業率は 8 月、

政策金利は 9 月会合前の値を示す。

(資料) [FRB 資料](#)より作成。

小売売上高(8月)は前月比+0.1%の7,108億ドルとなった。6月の値が大幅に下方修正され、7月は上方修正、8月も拡大の流れを引き継いでいる。ただ消費者がより低価格帯の商品を好み、ぜいたく品への支出を絞り必需財消費へのウエイトを高める傾向は強まっている。

ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月)は現況指数+11.5、予測指数+30.6と先月から伸びを強めた。フィラデルフィア連銀製造業景気指数は+1.7となり、8月の-7.0からプラスに改善した。これら9月のデータからは、製造業の業況は改善が進んでいる模様だ。

欧州: ユーロ圏貿易収支・経常収支(7月)、消費者物価指数(8月確定値)、消費者信頼感(9月)、ZEW 景況感指数(9月)

最後に欧州経済についてみていこう。ユーロ圏貿易収支(7月)は+212億ユーロとなった。輸出は前年比+10.2%の2,520億ユーロ、輸入は同+4.0%の2,308億ユーロであった。経常収支(7月、季節調整済)は+396億ユーロとなり、貿易収支のプラス幅の縮小や一時所得の減少もあってプラス幅は6月の505億ユーロから縮小した。

ユーロ圏消費者物価指数(8月)は前年比+2.2%となり、7月の同+2.6%から伸びは低下した。品目別にみると、エネルギー価格が低下する一方で、サービス価格は同+4.1%、食品・アルコール・たばこは同+2.3%と上昇している。食料・エネルギーを除くコア指数は同+2.8%となり、7月と同じ伸びとなった。

ユーロ圏消費者信頼感指数(9月速報)は-12.9となり、8月の-13.4から0.5ポイント改善した。依然としてマイナス圏での動きが続く。ZEW 景況感指数(9月)はドイツの景気期待指数が3.6ポイントとなり、8月の19.2ポイントからさらに低下した。ドイツの先行きの景況感悪化はより進んでいる。現況指数も9月は-84.5となり、8月の-77.3からさらに悪化して2020年5月以来の低水準となった。現状、先行き含めて明るい兆しがみえない状況である。

今週(9月23日(月)~9月27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、23日(月)に立憲民主党の代表選挙が行われ、野田佳彦元首相が12年ぶりに選出された。27日(金)には自民党の総裁選挙が行われるが、石破、小泉、高市各氏の争いとなりそうだ。与党・野党の新たな代表がどのような政治を行っていくのかは注目である。また27日(金)は消費者物価指数(東京都都区部)の最新値が公表される。円高等の影響が物価にどの程度作用していくのか注目である。

米国は27日(金)に公表されるPCEデフレーター及び個人支出が最も注目されるだろう。物価は2%台半ばへと着実に減速しているが、8月の結果もこうした流れを引き継ぐのか否かが注目される。米国経済の底堅さを推し量る上では、コンファレンスボードが提供する消費者信頼感指数(9月)やミシガン大学消費者信頼感指数(9月)といった消費者マインドの最新動向も気になるところである。欧州については、23日(月)公表のPMI(9月)が総合で8月の51.0から48.9と分水嶺の50を下回り悪化した。オリンピック景気の影響は剥落するものの、50は上回るだろうというのが大方の見方であり、状況はよくない。製造業PMIが44.8と悪化して引き続き50を下回る一方、サービス業PMIも8月の52.9から9月は50.5と大きく低下した。欧州景気は悪化している。

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
9/23 (月)	<ul style="list-style-type: none">立憲民主党代表選挙		<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏製造業PMI(9月)ユーロ圏サービス業PMI(9月)
9/24 (火)		<ul style="list-style-type: none">コンファレンスボード消費者信頼感指数(9月)	
9/25 (水)		<ul style="list-style-type: none">新築住宅販売件数(8月)	
9/26 (木)		<ul style="list-style-type: none">GDP(2024年4-6月期確報)耐久財受注(8月)新規失業保険申請件数(8月)中古住宅販売成約指数(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏マネーサプライ(7月)
9/27 (金)	<ul style="list-style-type: none">消費者物価指数(東京都区部、9月中旬値)自民党総裁選挙	<ul style="list-style-type: none">個人支出(8月)PCEデフレーター(8月)ミシガン大学消費者信頼感指数(9月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏消費者信頼感(8月)