

Monthly Economist Report

所得拡大の動きが一服する日本経済

2024年11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 藺田 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(11月総集編)

I. 2024年11月のまとめ：所得拡大の動きが一服する日本経済	2
1. 家計調査(2024年9月)－実質消費の動きは一服－	3
2. 景気動向指数(2024年9月分速報)－CI一致指数は増加、だが勢いは弱い－	5
3. 国際収支統計(2024年9月)：経常収支のプラス幅が縮小、円高もあり第一次所得収支が減少	7
4. 企業物価指数(2024年10月速報)－輸入価格前年比下落が続く中、交易条件は改善が進む－	9
5. 機械受注統計(2024年9月)－コア民需は3か月連続減少、先行きも特殊要因を除くと横ばい見込み－	11
6. 貿易収支(通関統計)(2024年10月)－名目輸出金額が2か月ぶりの減少、輸出数量も弱い動き－	13
8. 商業動態統計(2024年10月速報)－やや弱めの動きが続く－	17
9. 鉱工業生産(2024年10月速報)－10月生産は2か月連続の増加、懸念は先行き－	19
10. 一般職業紹介・労働力調査(2024年10月)：有効求人倍率は横ばい圏内で推移、新規求人数の減少は継続	21
有効求人倍率は1.25倍、過去数か月からやや回復も、依然横ばい圏内の動き	21
III. Weekly Macro Economic Insights	23
1. 2024年11月4日(月)～11月8日(金)：「103万円の壁」引き上げは、税収減だけでなく労働供給や賃金の間接効果にも注目	23
2. 2024年11月11日(月)～11月15日(金)：米大統領選後の政治・経済のゆくえ	26
3. 2024年11月18日(月)～11月22日(金)：7-9月期GDP結果と可処分所得を巡る議論のポイント	29
4. 2024年11月25日(月)～11月29日(金)：石破政権の総合経済対策についてのコメント	33

I. 2024年11月のまとめ：所得拡大の動きが一服する日本経済

(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、9月の[家計調査](#)において、実質消費支出が前年比-1.1%、前月比では-1.3%と前年比・前月比で減少となった。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、9月は前年比-1.8%と5か月ぶりの減少となった。一方、実質でみた実収入は今年4月以来の前年比マイナスとなった。物価上昇率が2%台半ばから後半を維持する中、所得拡大の動きが一服していることが背景にある。SNAベースの家計最終支出に相当する9月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は104.2(2020年=100)となり、8月から0.1ポイント増加した。7-9月期は前期比+0.5%となった。可処分所得拡大の動きが一服している。所得と支出の好循環実現のためには手取り収入を増やすための政策の実施が求められている。一方、10月の[商業動態統計](#)では、名目の小売業販売額は前年比+0.5%、前月比-2.3%となった。業態別の前年比でみると、特に百貨店、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、9月、10月は2か月連続で下落した。次に設備投資動向をみておこう。9月の[機械受注統計](#)は、「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は9月に前月比-0.7%(前月(8月):-1.9%)と3か月連続で減少し8,520億円となった。コア受注は、4-6月期に前期比-0.1%の後、7-9月期は同-1.3%となり2四半期連続での減少となった。内閣府の見通しによると、10-12月期のコア受注は5.7%の増加が見込まれている。9月の[鉱工業生産](#)では、生産は前月比+3.0%と2か月連続の増加、前年比でも+1.6%と3か月ぶりの増加となった。7-9月期生産の対4-6月期比は-0.4%であったが、10月期生産の対7-9月期比は+2.9%である。製造工業生産予測調査の結果を代入すると10-12月生産の対7-9月期比は+1.2%となる。1%台の生産拡大が確認できるかが当面の焦点となるだろう。外需に目を転じると、10月の[貿易統計](#)では、名目輸出金額は前年比+3.1%となり、2か月ぶりに増加した。欧米向けの自動車関連が弱いものの、アジア向けの改善で増加となった。輸出数量は、前年比+0.1%となり、9か月ぶりに増加した。アジア向けが持ち直した。以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。8月の[景気動向指数](#)における一致指数は115.7となった。8月から1.7ポイント上昇して2か月ぶりに上昇した。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0.53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0.47ポイント上昇し、こちらは3か月連続の上昇となった。物価面をみると、10月の[企業物価指数](#)では、国内企業物価指数が前月比+0.2%(前年比+3.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+2.6%(前年比+1.0%)、契約通貨ベースで同+0.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+3.0%(前年比-2.2%)、契約通貨ベースで同-0.2%となった。10月の[全国消費者物価](#)は、総合で前年比+2.3%、生鮮除く総合で同+2.3%となり、9月から伸びが強まった。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+1.6%と9月からわずかに減速し、2%を下回って推移している。

図表 1: 各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・中国等
経済	7-9月期のGDPベースの消費増加は、定額減税、天候不順といった一時的な要因によるもの。好循環の実現までには至っていない。	11月の雇用統計は増加も、10月の落ち込みを取り戻すほどではなく、失業率も悪化し、労働市場にやや陰りがみられる。	ユーロ圏はPMI総合が50を割り込む弱い動き。製造業・サービス業ともに50割れ。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、低下に転じる。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。	労働市場の軟化が物価を押し下げる一方、トランプ新大統領の関税引き上げ、減税により、物価上昇圧力が加わりやすい。	10月のユーロ圏HICP総合は2.3%へ伸び拡大も、サービス価格の伸びは鈍化。中国CPIは0%台前半での推移。
政策	少数与党での予算・税制成立にむけ、国民民主党の「103万円の壁」の引き上げをきっかけとした大規模な減税実施の可能性。	2期目のトランプ大統領による関税や減税策の不透明感が大きい。12月のFOMCでは0.25%の利下げ実施の方向。	ユーロ圏は12月に3回目の利下げを実施見込み。経済物価動向次第で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	基礎控除の引き上げ可能性、現状の103万円から、1995年以降の最低賃金の引き上げ幅に合わせた178万円とするか、同期間の基礎的支出や食費に合わせた130~140万円とするか等に不透明感がある。	経済が堅調なまま、拡張財政となれば経済が過熱。FRBが利下げ方向ではなく、利上げ方向に転じる可能性があり、今後のFOMCに注目。	ユーロ圏の景気は脆弱。中国は経済対策の表明後も、軟調な経済指標が続き、追加の対策を模索する展開であろう。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2024年9月)－実質消費の動きは一服－

実質可処分所得の動きが一服し、実質消費は前月比－1.3%と再び減少

総務省から9月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比－1.1%、前月比では－1.3%、名目消費支出が前年比＋1.8%、前月比で－2.2%となり、実質消費は前年比・前月比で減少となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、シャツ・セーター類、和服などの被服及び履物、授業料等の教育、電気代や上下水道料などの光熱・水道は増加したが、自動車等関係費などの交通・通信は減少した。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、9月は前年比－1.8%と5か月ぶりの減少となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比＋1.0%、実質で同一－1.8%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%である。名目実収入は前年比＋1.3%と今年2月以降8か月連続で増加したが、伸びは着実に鈍化している。以上も相まって、再び実質でみた実収入は今年4月以来の前年比マイナスとなった。物価上昇率が2%台半ばから後半を維持する中、所得拡大の動きが一服していることが背景にある。

総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する9月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は104.2(2020年=100)となり、8月から0.1ポイント増加した。7-9月期は前期比＋0.5%となり、4-6月期の同＋0.3%からわずかに伸びが加速した形である。実質消費支出総額の動きを概観すると、2024年4月以降は拡大基調にあるが、そこから1年前の2023年4月の水準(104.4)には届いておらず、消費税増税を行う以前の2019年8月(106.0)の水準を上回るにはまだ時間がかかる模様である。消費の増加ペースが強まるには、可処分所得の拡大が必須である。可処分所得の拡大が一巡する中で、政府は早期に手取り所得を増やす方策を行う必要性が増していると言えよう。

図表 1: 家計調査の概要

(単位: %)

		名目消費支出		実質消費支出		実質可処分所得 (勤労者世帯)	平均消費性向 (勤労者世帯)
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	可処分所得に対する割合
2022年	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
	8	1.5	2.6	-1.9	2.0	3.7	66.1
	9	1.8	-2.2	-1.1	-1.3	-1.8	76.6

(出所) 総務省より筆者作成。

基礎的支出、選択的支出の伸びが弱まる中、価格変化率の鈍化も進む

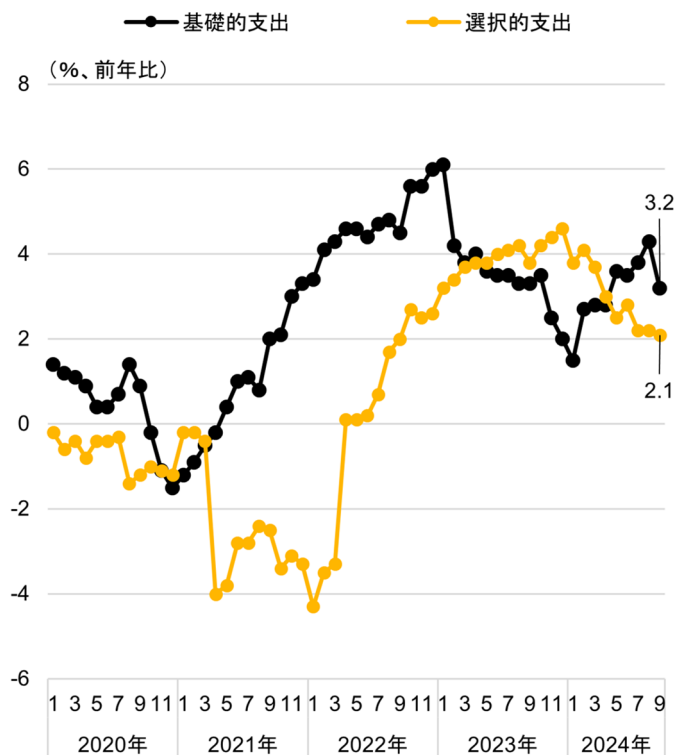
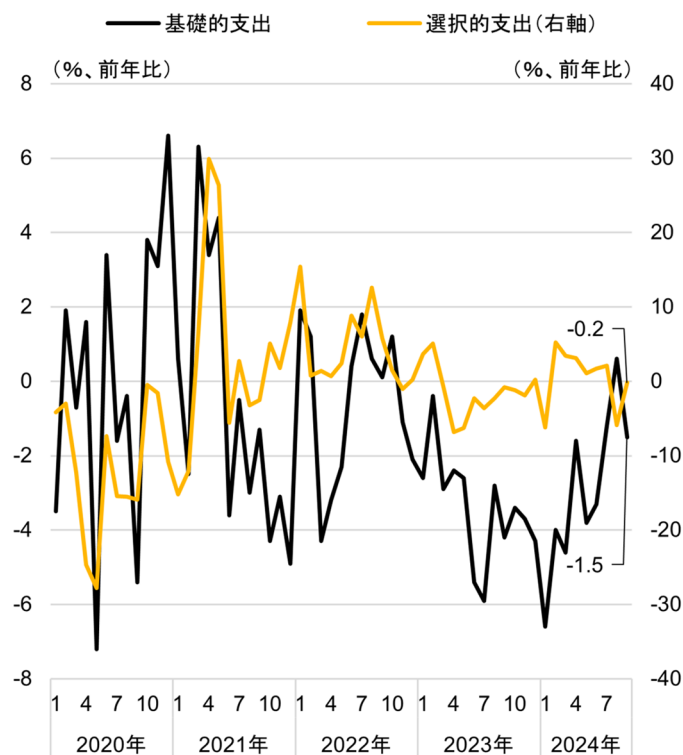
総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出(必需品的なもの)と選択的支出(ぜいたく品のもの)に分類し、各品目の支出金額を合算した金額と名目、実質の変化率を毎月公表している。支出弾力性とは、消費支出総額の変化率に対する各費目の変化率の比を指しており、この比が1未満、つまり消費支出総額の変化ほど毎月の支出額に変化がない品目を基礎的支出としている。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなどの支出が該当する。一方、選択的支出とは、支出弾力性が1以上の費目を指し、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

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。基礎的支出に関しては、2024年8月に前年比+0.6%と2022年9月以来の前年比プラスとなったが、9月は-1.5%と再び前年比でマイナスとなった。選択的支出は2024年1月に-6.2%と減少が進んだ後、2月から7月まで前年比でプラスを維持したが、8月は同-5.9%と下落した。9月も同-0.2%と下落が続いている。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、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。9月は同+3.2%となった。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、2023年中は着実に伸びを強めていたものの、2024年に入り伸びは弱まり、9月は前年比+2.1%と8月からわずかに伸びが低下した。

図表2及び図表3を見るかぎり、基礎的支出、選択的支出の実質消費の伸びが低下基調で推移する中、基礎的支出、選択的支出の価格変化率も着実に弱まっている。消費が力強く拡大するといったことがない限りは、価格変化率の停滞も着実に進行することになるだろう。

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9月分速報) - CI 一致指数は増加、だが勢いは弱い -

景気動向指数は生産・出荷指数の改善を受け、再び増加

内閣府から2024年9月の景気動向指数が公表された。9月のCI速報値(2020年=100)は先行指数109.4、一致指数115.7、遅行指数106.4となった。先行指数は8月から2.5ポイント下降して2か月ぶりの上昇、一致指数は8月から1.7ポイント上昇して2か月ぶりの上昇、遅行指数は8月から1.5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0.53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0.47ポイント上昇し、こちらは3か月連続の上昇となった。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引き続き「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。9月の前月差は再びプラスとなった。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8月に下降した生産指数、生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数がプラスに転じたことが大きい。

今回再び上昇した生産・出荷指数は、生産予測調査の結果を踏まえると10月は引き続き上昇、11月は下落に転じる可能性が高いものの、半導体需要の盛り上がり大きく依存している。引き続き生産・出荷の動きが景気指数に大きく影響することになるだろう。

図表1: 一致指数の推移とその内訳

	一致指数												
	指数	前月差	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	
			前月差の 寄与度										
2022年	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	117.2	3.1	0.49	0.62	0.01	0.36	0.74	-0.13	0.68	0.07	0.21	0.13
	8	114.0	-3.2	-0.53	-0.79	-0.46	0.03	-0.57	0.05	-0.64	0.07	-0.09	-0.31
	9	115.7	1.7	0.25	0.70	0.37	-0.00	-0.06	-0.34	-0.14	0.07	0.23	0.64

(出所) 内閣府より筆者作成。

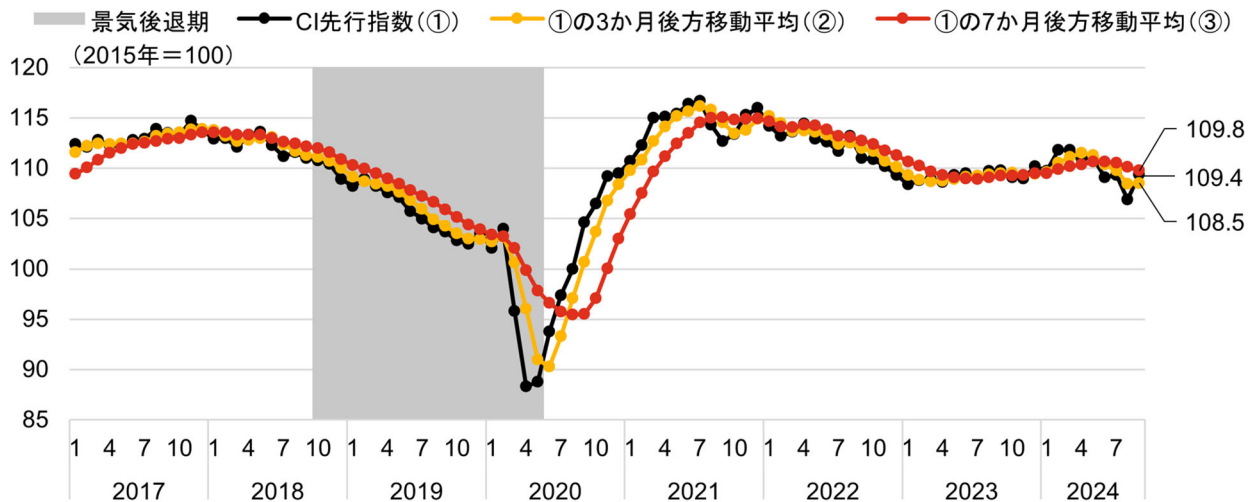
在庫率の改善もあって先行指標は持ち直しへ

図表2のとおり、8月までは、先行指数の下落が続いたことで、3か月後方移動平均でみた先行指数も下落が続いていたが、特に生産財在庫の改善を受けて9月の先行指数が大きく上昇したことを反映して、3か月後方平均で見た先行指数は下げ止まった。こうした動きが一致指数の改善等、全体的に広がるかどうか要注目である。

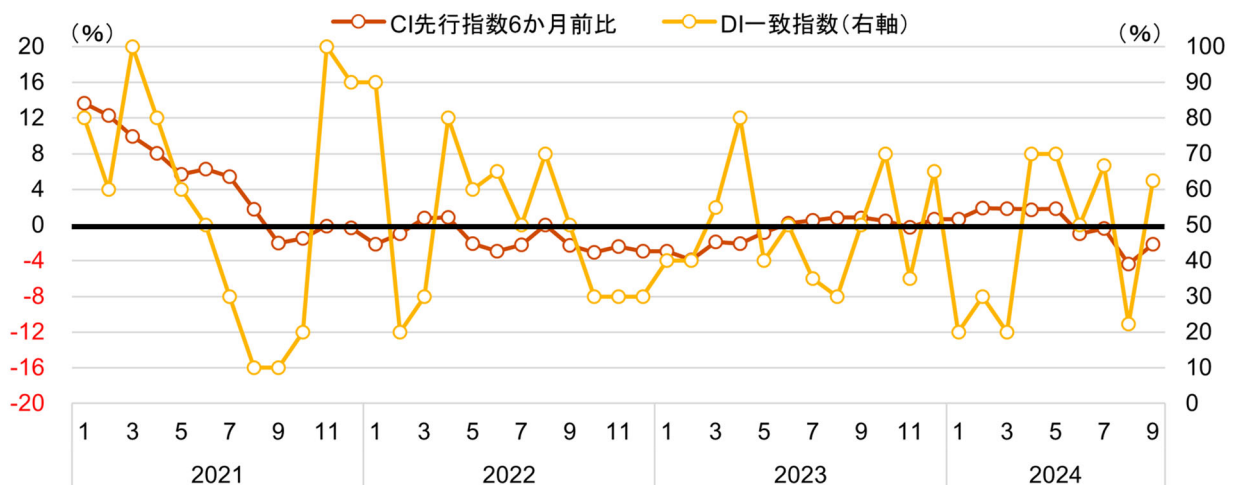
今後改善基調に向かうのかどうかを意味しており、この値のプラスが続けば、景気の勢いが強いことを意味する。DI一致指数は50%を上回れば、現在の景気は改善しており、50%を下回れば、現在の景気は悪化していることを意味する。以上から、CI先行指数6か月前比がマイナスとなり、DI一致指数が50%を下回る状態が続けば、景気は悪化している可能性が高いということになる。

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月から8月にかけ3か月連続のマイナスとなり、9月も-2.1%と依然として下落度合いが大きい。DI一致指数は2021年9月以降、50%を下回る期間が多かったが、9月は62.5%と8月から持ち直した。やや改善の動きはあるものの、依然として景気の勢いは弱いことに留意すべきである。

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9月): 経常収支のプラス幅が縮小、円高もあり第一次所得収支が減少

経常収支のプラス幅が縮小、円高もあり第一次所得収支が減少

財務省から、2024年9月の国際収支統計が公表された(図表1)。9月の経常収支(季節調整済値、以下同)は+1兆2,717億円となった。前月(8月)から1兆8,742億円のプラス幅縮小となった。9月の経常収支の内訳をみると、貿易・サービス収支が-7,030億円(前月比-2,902億円)となった。貿易収支は-3,242億円となり、8か月連続でマイナスとなった。前月からは492億円のマイナス幅拡大となった。輸出は8兆6,831億円(同-435億円)と減少した。原数値の前年比で見ると、商品別には自動車、鉱物性燃料、建設用・鉱山用機械が増加した。地域別では対西欧・対太平洋向けで減少した。輸入(季節調整済値)は9兆73億円(前月比+57億円)となった。原数値の前年比で見ると、商品別では電算機類(含周辺機器)、半導体電子部品、医薬品等が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは82.78米ドル/バレル(前年同月比-4.4%)、円ベースでは7万5,141円/キロリットル(同-5.8%)と下落した。

また、サービス収支は季節調整済値では-3,788億円(前月比-2,410億円)とマイナス幅が大きく拡大した。原数値でみたサービス収支は-2,563億円(前年同月比+113億円)となった。旅行収支のプラス幅拡大が寄与した。9月の訪日外国人旅行者数は287万2,200人(前年比+31.5%、2019年同月比+26.4%)、出国日本人数は121万2,600人(前年比+20.7%、2019年同月比-30.8%)となった。

第一次所得収支(季節調整済値)は、+2兆4,518億円(前月比-1兆5,658億円)の大幅な減少となった。原数値では2兆7,745億円(前年比-4,660億円)と前月から減少した。直近は2か月連続で現行統計で最大値を更新していたが、9月はプラス幅拡大の動きが一服した。

貿易収支・サービス収支・第一次所得収支の押し下げにより、経常収支のプラス幅が縮小した。8月以降の円高傾向を受けて、特に9月の第一次所得収支が経常収支を押し下げたとみられる。

図表1: 経常収支(季節調整済値)の内訳

(単位: 億円)

	経常収支							第一次 所得収支	第二次 所得収支
	経常収支	貿易・サービス収支					サービス収支		
		貿易収支	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	7月	23,750	▲ 4,378	▲ 1,453	84,956	86,409	▲ 2,925	31,574	▲ 3,445
	8月	18,886	▲ 7,812	▲ 3,837	82,625	86,462	▲ 3,975	30,010	▲ 3,312
	9月	22,301	▲ 5,104	▲ 1,283	86,795	88,078	▲ 3,821	31,125	▲ 3,719
	10月	29,969	2,666	▲ 3,683	87,771	91,454	6,349	30,716	▲ 3,413
	11月	21,177	▲ 6,873	▲ 4,744	84,579	89,323	▲ 2,129	31,033	▲ 2,983
	12月	19,042	▲ 5,865	▲ 3,013	89,801	92,814	▲ 2,852	28,628	▲ 3,721
2024年	1月	25,642	▲ 3,599	64	83,693	83,629	▲ 3,663	33,782	▲ 4,541
	2月	15,023	▲ 8,769	▲ 6,735	83,063	89,799	▲ 2,033	26,264	▲ 2,473
	3月	21,118	▲ 9,009	▲ 6,324	87,342	93,666	▲ 2,685	32,991	▲ 2,864
	4月	26,465	▲ 5,459	▲ 4,253	84,994	89,247	▲ 1,206	35,460	▲ 3,536
	5月	24,997	▲ 7,765	▲ 4,810	86,548	91,358	▲ 2,955	35,067	▲ 2,305
	6月	19,762	▲ 7,657	▲ 4,487	90,456	94,944	▲ 3,169	31,174	▲ 3,755
	7月	29,323	▲ 6,985	▲ 3,927	91,488	95,415	▲ 3,058	38,417	▲ 2,109
	8月	31,459	▲ 4,128	▲ 2,750	87,266	90,016	▲ 1,378	40,176	▲ 4,589
	9月	12,717	▲ 7,030	▲ 3,242	86,831	90,073	▲ 3,788	24,518	▲ 4,772

(出所) 財務省より筆者作成。

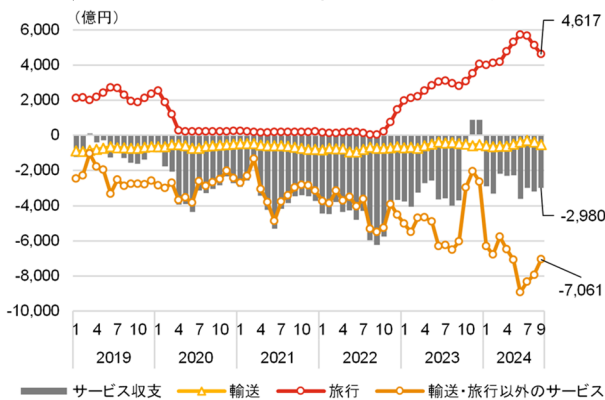
サービス収支：旅行収支のプラス幅が縮小、輸送・旅行以外のサービスのマイナス幅が縮小

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。9月のサービス収支は-2,980億円(前月比+227億円)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+4,617億円(同-514億円)と2か月連続でプラス幅が縮小した。知的財産・デジタル関連などを含む「輸送・旅行以外のサービス」は-7,061億円(同+886億円)と3か月連続でマイナス幅が縮小した。しかしマイナス幅の水準は依然として大きい。この「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。

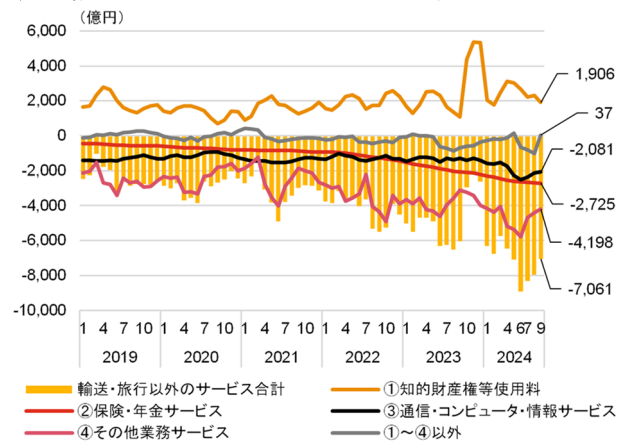
- ① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億~+3,300億円程度で推移していた。9月は+1,906億円(同-404億円)となった。本年2月以来の2,000億円割れとなった。
- ② 保険・年金サービスは、2019年1月の-453億円から、2024年9月の-2,725億円(前月比-24億円)までほぼ一貫してマイナス幅が拡大している。マイナス幅の拡大傾向に一向に歯止めがかからない状態にある。
- ③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億~-2,000億円程度の間で推移していた。9月は-2,081億円(同+51億円)となった。変動は小さいものの、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。9月は-4,198億円(同+205億円)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、9月の技術・貿易関連・その他業務は-890億円(前月比-56億円)と弱含みとなっている。研究開発は-1,540億円(同+3億円)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-2,073億円(同-60億円)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。

9月は第一次所得収支が縮小に転じた。ドル円レートは、10月後半から再び150円台での推移となっている。米国経済が堅調な中でトランプ新大統領の財政政策・関税政策、それを受けたFRBの金融政策によって大きな影響を受けよう。日本では、103万円の壁や社会保険料負担の拡大などの影響で可処分所得が変動し、経済も影響を受けよう。10月以降の国際収支は、日米の実体経済、経済政策の影響が注目される。

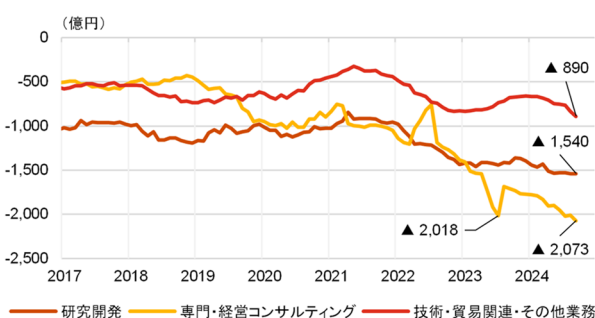
図表2: サービス収支の推移(3か月移動平均)



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10月速報)－輸入価格前年比下落が続く中、交易条件は改善が進む－ 国内企業物価指数は前月比+0.2%、前年比は+3.4%と加速

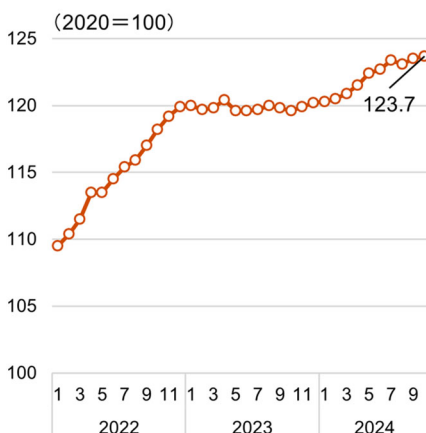
日本銀行から10月の企業物価指数が公表された。結果をみると、国内企業物価指数が前月比+0.2%(前年比+3.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+2.6%(前年比+1.0%)、契約通貨ベースで同+0.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+3.0%(前年比-2.2%)、契約通貨ベースで同-0.2%となった。輸入物価指数の前年比は円高が進んだことにより円ベースで引き続き伸びを弱めている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、農林水産物(寄与度+0.21%ポイント)、非鉄金属(同+0.14%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に石油・石炭製品(同-0.19%ポイント)、電力・都市ガス・水道(同-0.08%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、7月以降は伸びが鈍化している。輸出入物価指数(図表3、4)は契約通貨ベースでみるとやや緩やかな低下基調にあるが、円高から円安にふれたことで、10月の円建て輸出入物価指数は再び上昇している。

図表1: 企業物価指数の概要

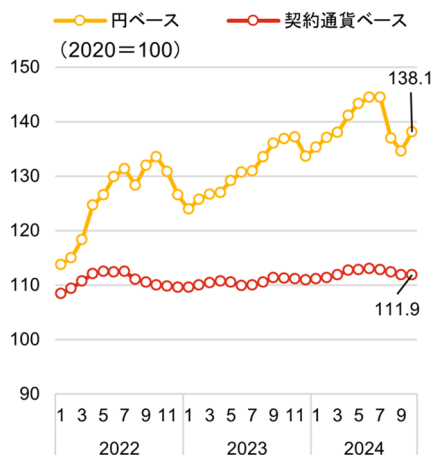
(単位: %)

	国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数					
			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	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	9.6	-0.2	0.5	
7		0.5	3.0	0.0	10.3	-0.2	2.5	0.4	10.7	0.2	1.5	
8		-0.2	2.6	-5.2	2.5	-0.4	1.7	-6.2	2.5	-0.4	1.6	
9		0.0	2.8	-1.7	-1.0	-0.4	0.5	-2.9	-2.6	-1.3	-0.4	
10		0.2	3.4	2.6	1.0	0.0	0.6	3.0	-2.2	-0.2	-2.1	

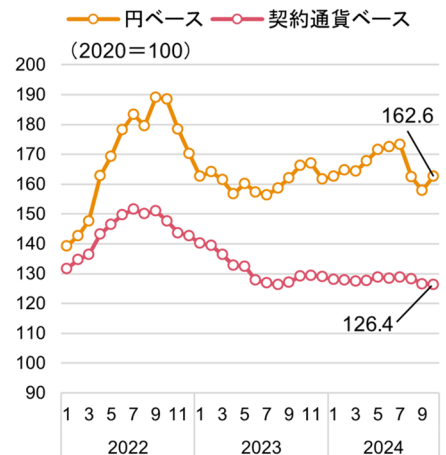
図表2: 国内企業物価指数の推移



図表3: 輸出物価指数の推移



図表4: 輸入物価指数の推移

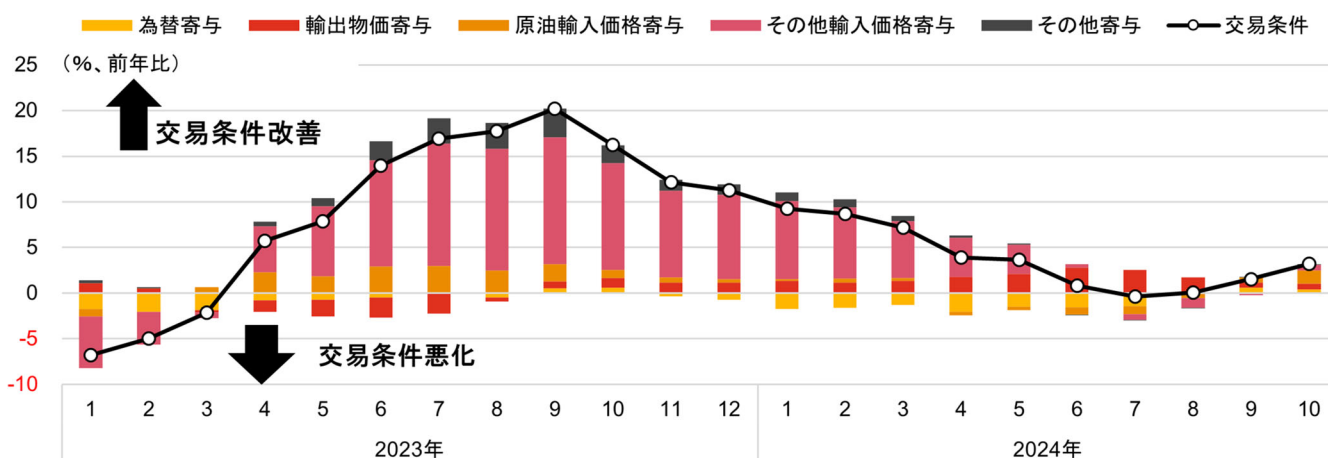


(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

輸入価格減少と円高の影響により、交易条件は改善が進む

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2023年4月に前年比プラスとなり、2024年7月に一旦前年比マイナスとなった。10月は前年比+3.2%と改善度合いを強めている。10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+0.6%ポイント、原油輸入価格の寄与が+1.5%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、原油価格の下落が交易条件の改善に寄与している。また、為替の寄与は+0.4%ポイントと9月の+0.6%ポイントに続き、交易条件の改善に寄与している。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-0.1%と減少が続く。円建てでは同-2.2%と9月に続けて2%台の低下となった。契約通貨建てと円建ての輸入価格前年比の差分2.1%が円高による輸入物価の押し下げ分であり、円高が輸入物価にマイナスに寄与している。

図表5: 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



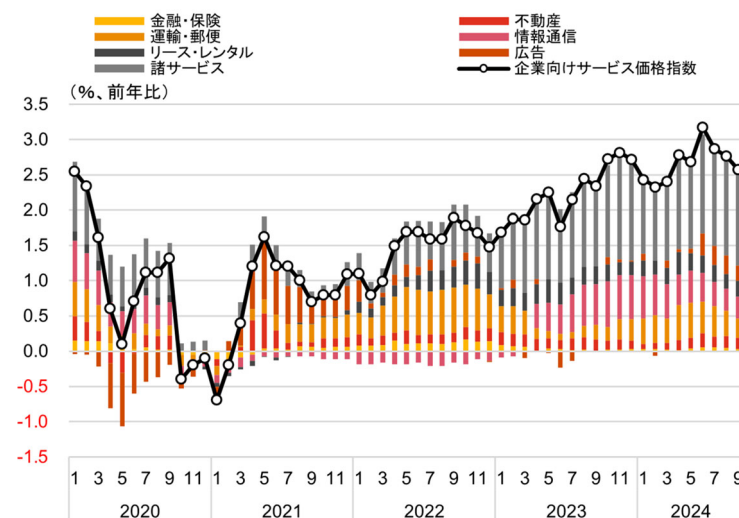
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウエイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

9月企業向けサービス価格は前年比+2.6%と鈍化が続く

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。9月の総平均は前年比+2.6%となり、前年比+2.8%となった8月からややマイルドな伸びとなったが、依然として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、広告の伸びが強まっているが、大きな変化はない。サービス価格の拡大幅が広がり、そのトレンド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である。そうした兆候はあるものの、企業向けサービス価格の上昇がさらに強まる必要があると言えよう。

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9月)ーコア民需は3か月連続減少、先行きも特殊要因を除くと横ばい見込みー

コア民需が3か月連続で減少、外需も2か月連続で減少

内閣府から、2024年9月の機械受注統計が公表された(図表1)。受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-2.9%となり、2兆8,764億円となった。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9月に前月比-0.7%(前月(8月):-1.9%)と3か月連続で減少し8,520億円となった。内閣府は、9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。9月の製造業からの受注は同-0.0%(前月:-2.5%)となり、4か月連続の減少となった。製造業の17業種中、窯業・土石製品、石油製品・石炭製品等の8種類で増加し、パルプ・紙・紙加工品、化学工業等の9種類で減少した。船舶・電力を含む非製造業は、9月は同-0.9%(前月:-2.3%)となった。9月は非製造業の12業種のうち、鉱業・採石業・砂利採取業、リース業等の7業種で増加し、情報サービス業、卸売業・小売業等の5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、9月に同+1.5%(前月:-7.7%)となり2か月ぶりに増加した。
- ② 「官公需」は、9月に前月比+13.6%の増加となった(前月:同+33.1%)。2か月連続で増加した。防衛省で減少した一方、その他官公需、地方公務等で増加した。
- ③ 「外需」は、9月に同-10.3%(前月:-15.3%)となり、2か月連続で減少した。航空機、産業機械等で増加したものの、電子・通信機械、道路車両等で減少した。
- ④ 「代理店」は、9月に前月比+4.9%(前月:-8.7%)となり、2か月ぶりに増加した。重電機、産業機械等で減少したものの、道路車両、工作機械等で増加した。

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			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)				
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	▲4.7	▲15.8	▲1.3	▲7.1	1.4	30.7	▲2.1	8.0
	10-12月期(見通し)	6.0	15.0	5.7	0.9	12.2	27.0	▲5.0	▲0.4
2023年	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
	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
	8月	▲3.0	▲4.2	▲1.9	▲2.5	▲7.7	33.1	▲15.3	▲8.7
	9月	▲2.9	1.1	▲0.7	▲0.0	1.5	13.6	▲10.3	4.9

(出所) 内閣府より筆者作成。

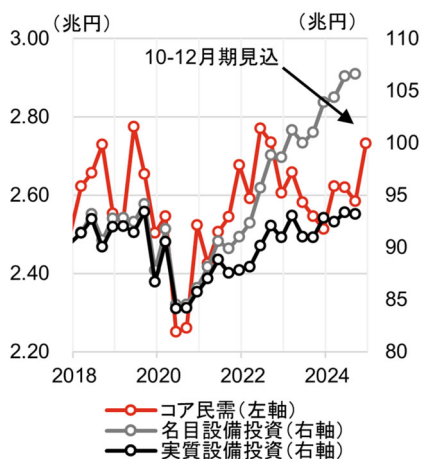
10-12月期のコア受注は非製造業の特殊要因による増加見込み

9月のコア民需は3か月連続で減少し、外需も2か月連続で減少しており、全般的に弱めの動きとなっている。先行きについて、今回示された10-12月期の見通しを確認しておこう。

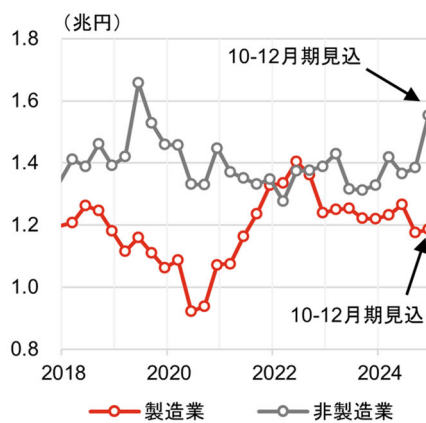
- ① コア受注は、GDPベースの名目設備投資の先行指標とされる。機械受注統計のコア受注は、4-6月期に前期比-0.1%の後、7-9月期は同一-1.3%となり2四半期連続での減少となった。7-9月期は非製造業で増加したものの、製造業の落ち込みが大きかった。GDPベースでみると、7-9月期の設備投資は名目で前期比+0.2%、実質で同一-0.2%となった。実質では増減を繰り返している。実質設備投資の前年比では2四半期連続で2%台の伸びとなり、やや持ち直しの動きがみられる。内閣府の見通しによると、10-12月期のコア受注は5.7%の増加が見込まれている。
- ② 製造業は4-6月期の前期比+2.8%の後、7-9月期に-7.1%となり、2四半期ぶりに減少した。7-9月期は、石油製品・石炭製品、窯業・土石製品等の6業種で増加し、パルプ・紙・紙加工品、食品製造業の11業種で減少となった。また、10-12月期の見通しは+0.9%と微増が見込まれている。製造業の動きは停滞している。
- ③ 非製造業は4-6月期に-3.7%の後、7-9月期は+1.4%となった。2四半期ぶりの増加であった。さらに10-12月期の見通しは+12.2%と増加が見込まれているものの、内閣府によると、一部の特殊要因とされる。非製造業全体で投資が盛り上がっているわけではない点に留意が必要だろう。
- ④ 「外需」は、4-6月期は+21.7%の後、7-9月期には-2.1%となった。7-9月期は電子・通信機械、産業機械等で増加したものの、船舶、道路車両等で減少した。10-12月期も-5.0%が見込まれており、2四半期連続での減少が見込まれている。

名目設備投資の伸びが継続し、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月期の機械受注では、コア民需で2四半期連続で減少した。10-12月期は5.7%の増加が見込まれているものの、製造業は低迷し、一部の非製造業頼みとなっている。内閣府によると、非製造業の特殊要因がなければほぼ横ばいとの見込みとのことである。今後、国内での財政政策が拡張的となるか、利上げによる金融環境の引き締めが強まるか等の不透明感がある。これらに加えて、米国では第二期のトランプ大統領の経済政策の影響を受けた経済・金融政策動向の影響も注目されよう。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だろう。

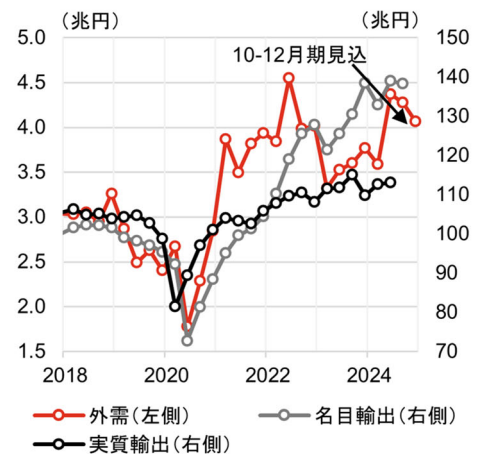
図表 2: ①コア民需(船舶・電力除く)の受注額



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10月)一名目輸出金額が2か月ぶりの減少、輸出数量も弱い動き一名目輸出金額が2か月ぶりの減少

財務省から、2024年10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9兆4,267億円、前年比+3.1%となった。2か月ぶりに増加した。欧米向けの自動車関連が弱いものの、アジア向けの改善で増加となった。品目別では、輸送用機器が前年比-4.4%(寄与度-1.1%ポイント(以下、ppt))となった。輸送用機器は3か月連続での減少となった。電気機器は同+0.4%の増加となった。寄与度では+0.1pptとなり、うち半導体等電子部品は+0.1ppt押し上げた。また、一般機械が同+2.2%(寄与度+0.4ppt)となり、2か月ぶりに増加した。このうち、半導体等製造装置が前年比+42.6%、寄与度+1.3pptと増加したものの、建設用・鉱山用機械、原動機などが押し下げた。

輸入金額(同)は9兆8,879億円となり、前年比+0.4%と7か月連続で増加した。原料品が前年比+12.8%(寄与度+0.7ppt)、電算機類(含周辺機器)を含む一般機械が前年比+12.5%(寄与度+1.1ppt)、医療品を含む化学製品が前年比+5.6%(寄与度+0.6ppt)と押し上げた。食料も増加した。一方、エネルギー関連の鉱物性燃料は同-11.5%(寄与度-2.6ppt)と2か月連続で減少した。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・資本財など増加が寄与している。

貿易収支(原数値)は-4,612億円となり、4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8兆8,815億円(前月比-0.7%)、輸入が9兆2,392億円(同+0.2%)となり、貿易収支は-3,577億円(同+30.3%)となった。

地域別輸出:米欧向けの自動車関連の減少は継続、中国・アジア向けは増加

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。10月の米国向けは前年比-6.2%となり、3か月連続の減少となった。商品別には、自動車を含む輸送用機器が前年比-13.1%、寄与度-4.9pptと押し下げた。一般機械、原料品製品も減少した。10月のEU向けは、前年比-11.3%と7か月連続で減少した。商品別では輸送用機器が同-22.6%、一般機械が同-24.3%と押し下げた。中国向けは、10月に前年比+1.5%と増加し、2か月ぶりに増加した。輸送用機械は減少したものの、一般機械、その他で増加した。中国以外のアジア向けは、前年比+11.0%となり、10か月連続での増加となった。米欧向けの減少が続く一方で、中国を含むアジア向けは増加した。

図表1:貿易収支の推移

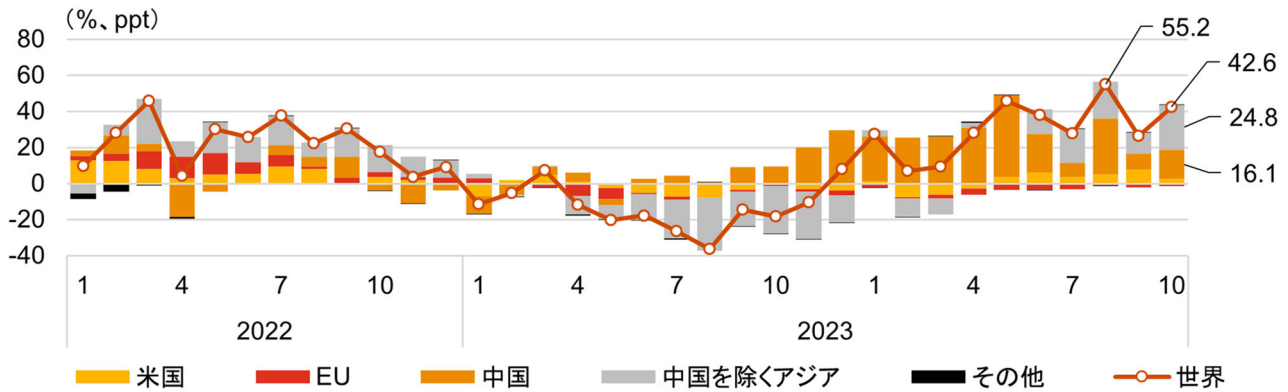
	名目(兆円)			名目・前年比(%)												
	輸出	輸入	収支	輸出総額						輸入総額						
				地域別				商品別			商品別					
				米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械	電気機器	鉱物性燃料	電気機器	化学製品			
2022年	10月	9.0	11.2	▲2.2	25.3	36.5	28.1	7.7	21.9	61.4	17.6	17.9	54.1	107.9	45.7	53.1
	11月	8.8	10.9	▲2.1	20.0	32.6	32.0	3.5	16.4	33.8	18.9	11.4	30.6	60.8	24.2	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	8.8	▲0.5	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	▲1.0	▲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	9.2	0.0	4.3	13.0	12.9	▲6.2	▲3.3	21.2	▲1.4	▲4.0	▲16.2	▲38.0	▲7.6	▲21.8
	10月	9.1	9.8	▲0.7	1.6	8.5	8.9	▲4.0	▲6.1	27.5	▲6.4	▲3.9	▲12.1	▲27.8	5.7	▲16.8
	11月	8.8	9.6	▲0.8	▲0.2	5.4	▲0.0	▲2.2	▲5.1	11.3	▲10.2	▲0.4	▲11.6	▲25.3	4.7	▲18.5
	12月	9.6	9.6	0.0	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.6	▲17.7	8.9	▲18.0
2024年	1月	7.3	9.1	▲1.8	11.9	15.6	13.8	29.2	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.8	▲22.5	▲8.7	▲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	0.4	▲14.2	0.3	▲8.0
	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	▲3.3	▲9.1
	4月	9.0	9.5	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.0	5.7	1.5	▲2.0
	5月	8.3	9.5	▲1.2	13.5	23.9	▲10.1	17.8	11.4	16.9	9.8	16.9	9.4	6.4	0.9	4.9
	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	▲2.1	1.7	1.3
	7月	9.6	10.2	▲0.6	10.2	7.3	▲5.3	7.3	19.4	5.7	5.0	14.2	16.5	12.1	13.5	22.4
	8月	8.4	9.1	▲0.7	5.5	▲0.7	▲9.1	5.2	14.7	▲5.1	7.9	8.7	2.2	0.6	▲4.4	12.4
	9月	9.0	9.3	▲0.3	▲1.7	▲2.4	▲9.0	▲7.3	4.2	▲7.5	▲3.3	0.8	1.8	▲3.7	2.3	2.7
	10月	9.4	9.9	▲0.5	3.1	▲6.2	▲11.3	1.5	11.0	▲4.4	2.2	0.4	0.4	▲11.5	▲0.0	5.6

(出所) 財務省より筆者作成。

半導体製造装置輸出:アジア・中国向けがけん引し、高い伸びが継続

上記でみたように輸出のうち輸送用機械の減少が継続する一方、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装置の輸出をみると、世界全体向けでは10月は前年比+42.6%となった。輸出金額は4,076億円となり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、10月は中国向けが前年比+33.4%、寄与度+16.1pptとなった。中国を除くアジア向けが前年比+87.8%、寄与度+24.8pptと中国以上に押し上げた。米国向けは前年比+15.2%、寄与度+2.7pptと若干の押し上げにとどまっている。米国では、2025年1月の第2期トランプ政権発足に向けて、半導体に関する規制をこれまでと大きく変化させる可能性がある。それを踏まえて、規制変化前に半導体製造装置の輸出の増加が継続する可能性もある。もっとも規制変更前の駆け込みの動き以降は規制や半導体産業の動向によっては、急激に輸出が減少するリスクもあり、動向に注意が必要であろう。

図表2:地域別の半導体等製造装置の推移



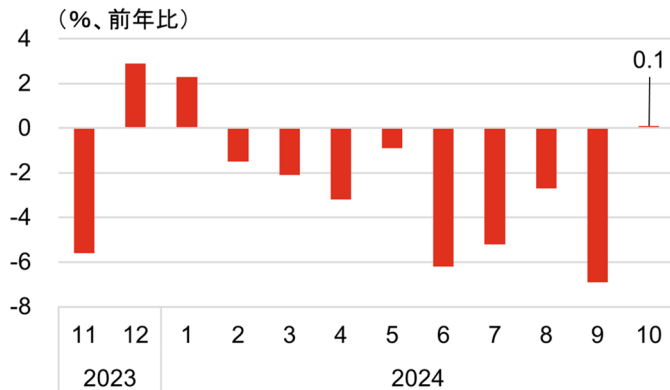
(出所) 財務省より筆者作成。

輸出数量:米欧中向けの減少が継続で弱い動き

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。10月の輸出数量(図表3)は、前年比+0.1%となり、9か月ぶりに増加した。図表4で地域別にみると、10月は米国向けが前年比-6.1%(前月:同-0.3%)となった。6か月連続でのマイナスとなり、減少幅も拡大している。EU向けは同-15.9%(前月:同-11.2%)となり、8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-4.4%(前月:同-15.1%)と7か月連続の減少となっている。アジア向けは同+3.9%(前月:同-9.0%)となり、2か月ぶりに増加した。

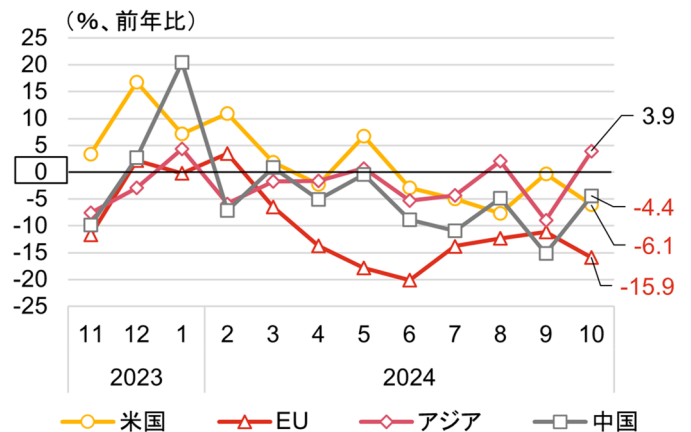
輸出数量は前年より微増となった。もっとも地域別にみると米欧中向けが減少している。10月の貿易統計では財輸出が弱含みのままであり、今後の日本経済の下押し要因とならないか慎重にみていく必要がある。

図表3:輸出数量の推移



(出所) 財務省より筆者作成。

図表4:地域別の輸出数量の推移



(出所) 財務省より筆者作成。

7. 消費者物価指数(全国、2024年10月)－価格改定の影響は限定的、力強さに欠ける内容－

10月の価格改定の影響は2023年、2022年と比較して限定的

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2024年10月)は総合で前年比+2.3%、生鮮除く総合で同+2.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.3%となり、生鮮・エネルギー除く総合では9月から伸びが強まった。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+1.6%と9月からわずかに減速し、2%を下回って推移している。総合ないし生鮮除く総合でみたインフレ率の減速にはエネルギー価格の減速が影響している。図表1にあるとおり、エネルギー価格の前年比は+2.3%と9月から伸びが鈍化した。内訳をみると、電気代、都市ガス代の前年比がそれぞれ9月の+15.2%、+8.3%から10月には+4.0%、+1.2%と減速したことが大きい。また灯油とガソリン価格の前年比は9月の-4.6%、-4.8%から10月は-1.1%、-0.4%と減速が進む。11月、12月は電気・ガス代補助金の縮小・廃止の影響で一時的に伸びは拡大するものの、来年2月以降は再び伸びは縮小することになろう。引き続き、政府の政策が大きく影響を及ぼす見込みだ。

欧米型コア指数の前年比は+1.6%となり、9月からわずかに減速した。引き続き2024年5月以降2%を下回る状態が続く、かつその伸びは緩やかな状況が続いている。10月は価格改定の時期であり、値上げ動向が注目された。食料品のうち、「生鮮食品」と「生鮮食品を除く食料」の上昇率は前月比でみると2022年、2023年と大差ないものの、前年比では+2.1%、+3.8%であり、2023年10月の+14.1%、+7.8%、さらに2022年10月の+8.1%、+5.9%と比べて明らかに減速している。後述するとおり、サービス価格の伸びはやや高まるものの、力強さには欠ける状況だ。

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	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
	9	2.5	-0.3	2.4	-0.3	2.1	0.2	1.7	6.0
	10	2.3	0.4	2.3	0.3	2.3	0.4	1.6	2.3

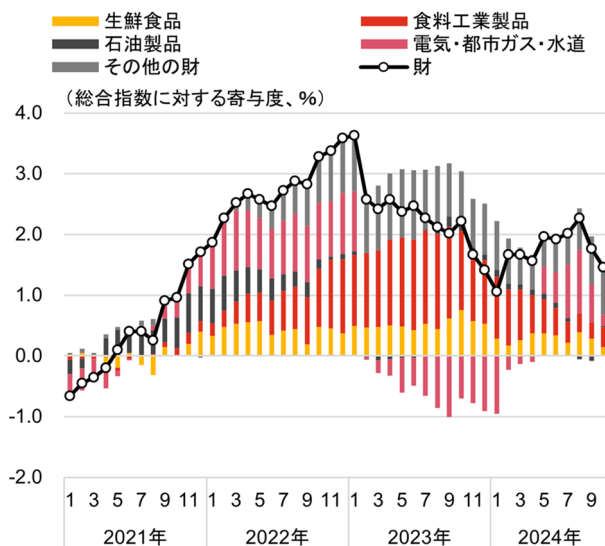
(出所) 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算した値。

財価格の寄与度は低下、サービス価格の寄与度は上昇

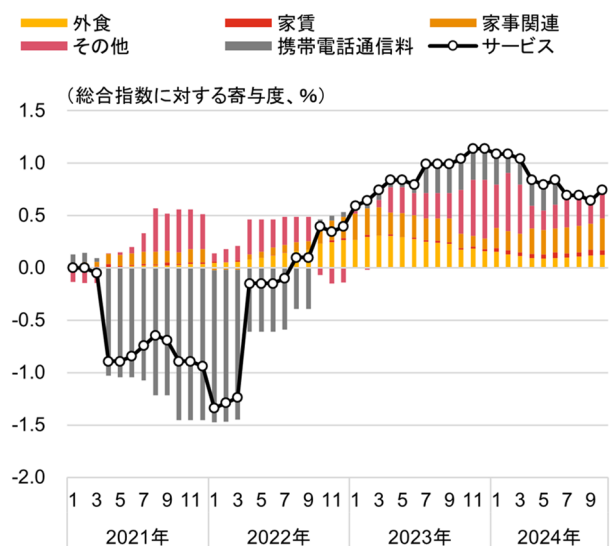
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は低下が進み+1.5%ポイントとなった。「生鮮食品」「電気・都市ガス・水道」の寄与の縮小が大きく影響している。サービスの寄与度は+0.74%ポイントと先月から拡大した。9月と比べると、「家賃」や「携帯電話通信料」の値が低下する一方で、「外食」、「家事関連」、外国パック旅行費などの「その他」の寄与が増加し、全体として拡大した形である。サービス価格の寄与度拡大が持続するかがポイントだ。

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9月は7月、8月に続きすべての指標が2%を割り込む形となっていることがわかる。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10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。先月の動きと比較すると、0%から1%未満、1%から2%未満の価格上昇率を示す品目割合が拡大して、0%から1%未満の価格上昇率を示す品目割合が最も高くなった。分布が左側に寄る傾向は変化しない。10月の価格改定の中においてもヒストグラムの分布が着実に左側に寄っている事実は、近い将来、物価が急騰する可能性は極めて低いことを示唆している。むしろ今後のリスクという観点からは、物価が目標の2%を安定的・持続的に達成できない可能性こそ懸念すべきといえよう。

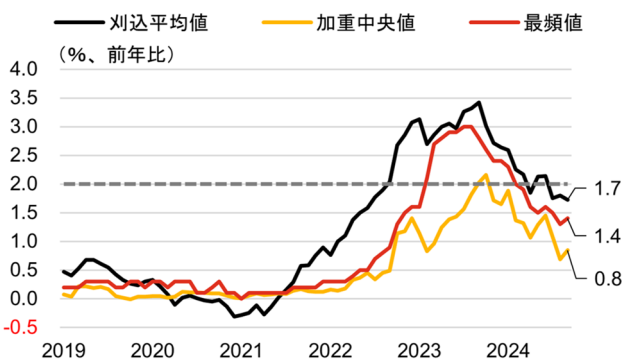
図表2:消費者物価指数(財)の寄与度推移



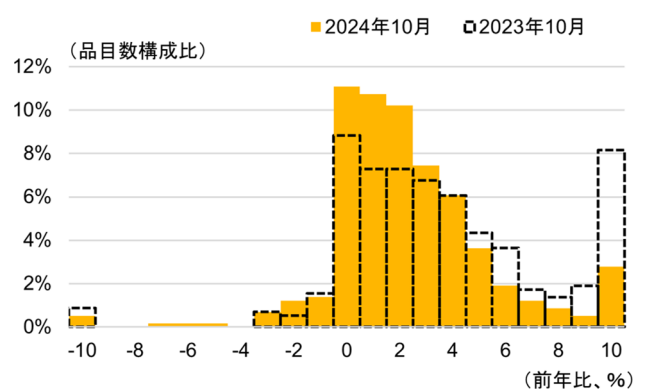
図表3:消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4:基調的なインフレ率を捕捉するための指標 (24年9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、日銀より筆者作成。

8. 商業動態統計(2024年10月速報)ーやや弱めの動きが続くー

小売業販売額は前年比+1.6%、前月比は+0.1%

経済産業省から商業動態統計(2024年10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52兆6,410億円、前年比+4.8%となった。卸売業は38兆7,820億円、同+6.0%、小売業は13兆8,590億円、同+1.6%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.0%、小売業が+0.1%である。卸売業は各種商品、衣服・身の回り品が減少、電気機械器具、その他の機械器具は増加した。また小売業について業種別にみると、自動車、機械器具が大きく増加した。経済産業省は先月に続き、小売業販売額の基調判断を「一進一退」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-1.3%、スーパーは同-0.3%、コンビニは同+2.0%、家電大型専門店は同-2.4%、ドラッグストアは同+4.3%、ホームセンターは同-3.3%と、前年比ではばらつきのある動きとなった。百貨店は前月比で-4.3%と7月以降減少が続いている。家電大型専門店やホームセンターの前年比はマイナスとなった。ドラッグストアは前年比で増加している。小売業は先月からわずかに持ち直したものの、百貨店、スーパーを中心に弱い動きが続いている。

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	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
	9	-1.2	1.0	-2.2	0.7	-1.6	1.7	-2.9	0.4	-1.3	0.6	0.2	3.8	2.2
	10	2.0	6.0	0.1	1.6	-4.3	-1.3	0.3	-0.3	3.5	2.0	-2.4	4.3	-3.3

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

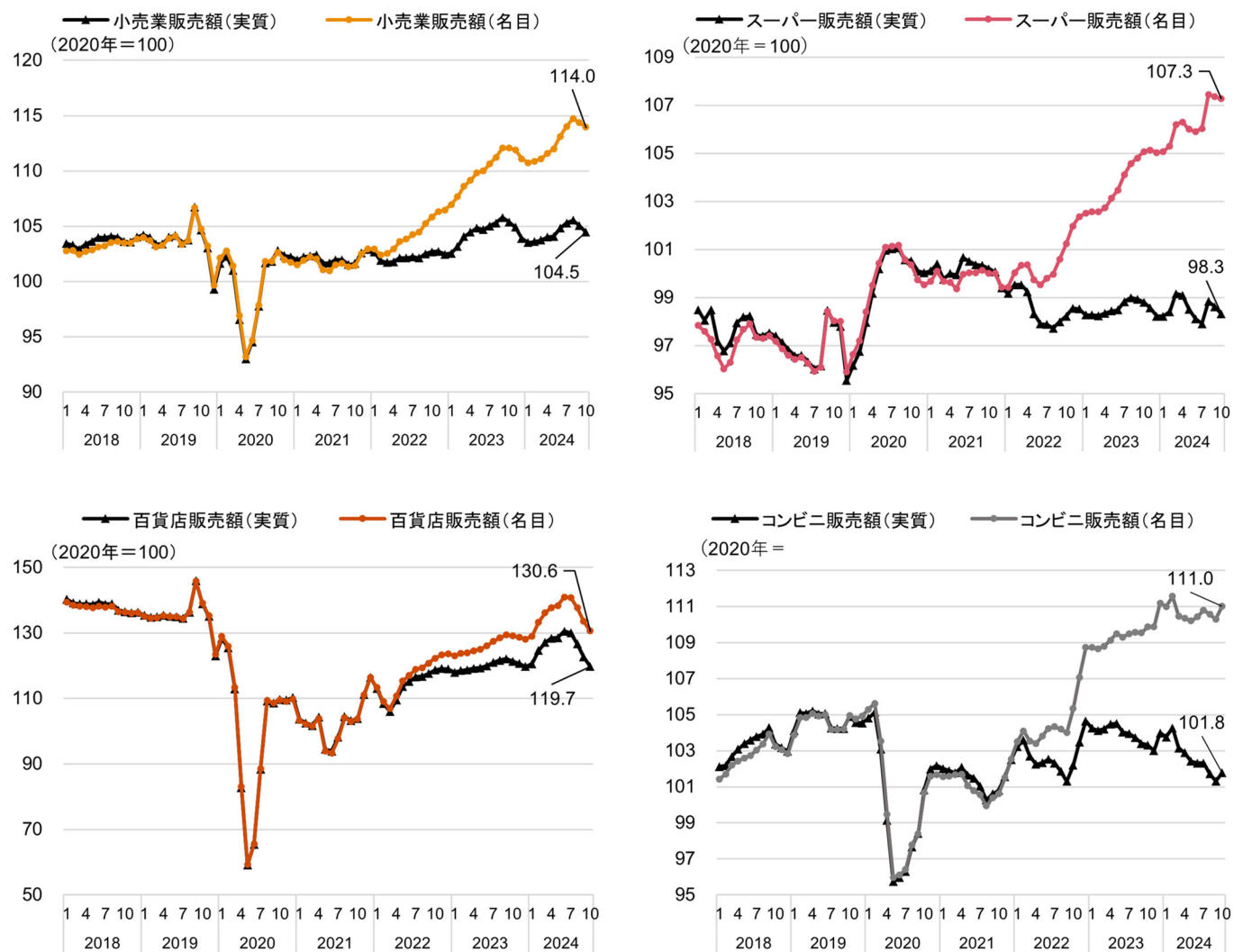
小売業販売額は弱めの動きが続く。名目・実質ともに年末に向け反転するかがポイント

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)は緩やかながら増加が続いていたが、10月の名目指数は9月に続き低下となった。実質指数は、2022年末まではCOVID-19に伴う公衆衛生措置の影響もあり、2020年8月以降は横ばい圏内で推移していたが、2023年に入り9月まで増加基調が続いた。10月以降は減少に転じたが足元では増加を続けて既往ピークに到達し、名目指数と同様に再び低下が続く。百貨店販売額指数(左下)は実質で見ると2024年初から夏場にかけて増加したが、その後下落に転じている。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)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2024年に入り拡大を続け、8月までは拡大を続けていたが、10月の値は9月に続き名目・実質ともに低下した。年末にかけて再び持ち直す形になるかが注目といえよう。

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(2024年10月速報) -10月生産は2か月連続の増加、懸念は先行き-
10月生産は前月比+3.0%と堅調な増加、懸念は11月以降の生産落ち込み見通し

鉱工業生産(24年10月速報)は前月比+3.0%と2か月連続の増加、前年比でも+1.6%と3か月ぶりの増加となった。経済産業省は「生産は一進一退」と基調判断を維持したが、業種別生産は全15業種のうち11業種が増加、4業種が低下という結果となり、特に半導体製造装置やフラットパネルなどの生産用機械工業、普通自動車などの自動車工業の増加が全体をけん引した。低下業種はメモリなどが含まれる電子部品・デバイス工業、航空機用発動部品などの輸送機械(自動車除く)といったところである。出荷は前月比+2.8%、前年比+0.6%、在庫は前月比-0.1%、前年比-1.4%となった。稼働率(9月)は前月比は上昇、前年比は低下した。生産能力実績は3月以降、前年比で減少が続いている。

7-9月期生産の対4-6月期比は-0.4%であったが、10月期生産の対7-9月期比は+2.9%である。10月単月でみた生産の拡大は7-9月の状況と比べると強いともいえるが、来年1月に本格始動するトランプ新政権での関税率引き上げなどの政策を考えると楽観視はできない。また半導体メモリの生産が弱いところも心配材料といえよう。

製造工業生産予測調査をみると、2024年11月は前月比-2.2%、12月は同-0.5%と減少が続くと見込まれている。11月及び12月の生産縮小には、10月に増加した生産用機械工業や輸送機械工業に加え、電子部品・デバイス工業の減少が続くことが考慮されている。生産予測調査に伴うバイアスを考慮した11月の生産見通しは前月比-4.1%となる。生産予測調査の結果を代入すると10-12月生産の対7-9月期比は+1.2%となる。1%台の生産拡大が確認できるかが当面の焦点となるだろう。

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	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	-4.1	-6.5	-0.8	-2.2	5.3	5.9	-1.0	-5.3	-9.9
	9	1.6	-2.6	2.4	-4.2	0.1	-1.3	-3.8	3.0	-1.1	4.4	-5.1
	10	3.0	1.6	2.8	0.6	-0.1	-1.4	-1.4	-0.9	-	-	-

(出所) 経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は9月確報値の結果である。

半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置の動向に左右される傾向は変わらず

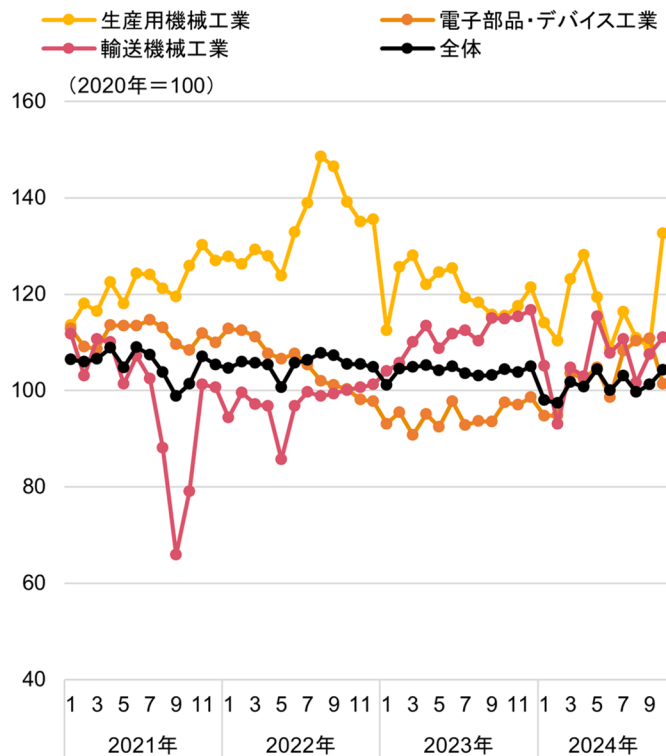
業種別生産の動き(図表2)をみると、10月の生産の拡大は前月比+3.0%と強いものの、依然として2023年と比べてやや低い水準で推移している状況は変わっていない。輸送機械工業については、台風の影響もあり再び大きく減少した2024年8月から持ち直している。電子部品・デバイス工業は9月までじりじりと増加基調であったが、10月は前月比-8.5%と大きめの低下となった。生産用機械工業はここ数か月下落トレンドを打ち消す勢いで大きく増加した。全体として、鉱工業生産の動きは強いとは言えない。

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2か月連続の低下となった。生産が減少した電子部品・デバイス工業の在庫率は上昇しているが、輸送機械や生産用機械の在庫率は低下しており、鉱工業全体の在庫率低下に寄与している。

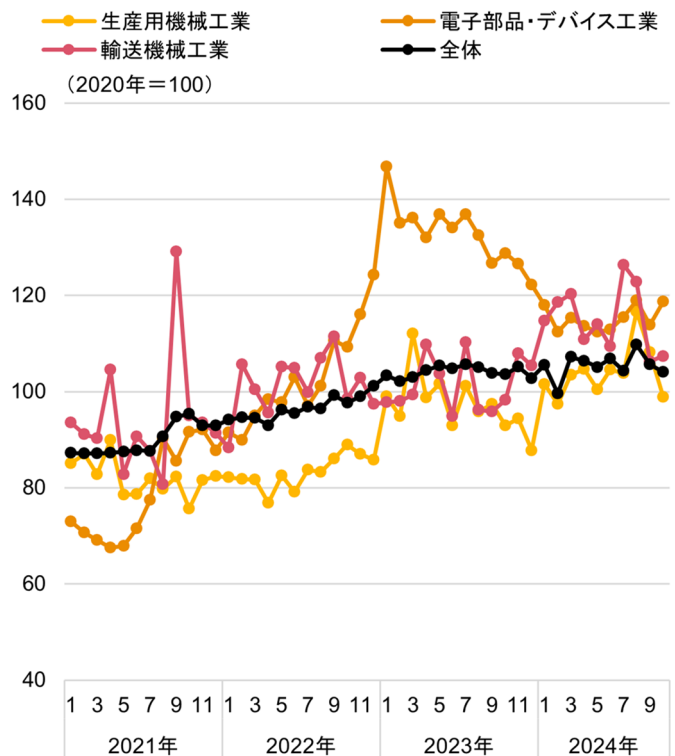
製造工業生産予測指数について産業別にみると、11月については、生産用機械工業(半導体及びフラットパネルディスプレイ)の大幅減に加え、輸送機械工業、電子部品・デバイス工業、電気・情報通信機械工業といった産業の生産減が生じる見込みである。一方、化学工業や汎用・業務用機械工業の生産は増加する見通しである。鉱工業全体の生産見通しは、半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置の動向に左右される状況には変化がない。

企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、10月のDI(原系列)は+2.4%と2か月連続で強気が弱気を上回る結果となった。ただ変動を均したトレンドでみると、DIは+1.0%と拡大基調は弱まっている。プラスであることは心強い材料であるとは言え、その勢いは7月以降弱まってきていることに留意が必要だろう。

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10月):有効求人倍率は横ばい圏内で推移、

新規求人数の減少は継続

有効求人倍率は1.25倍、過去数か月からやや回復も、依然横ばい圏内の動き

10月の有効求人倍率(季節調整値)は1.25倍(図表1①)となり、前月(9月)の1.24倍から0.01ポイントの改善、前年からは0.04ポイントの悪化となった。今年5月から1.23倍~1.24倍で推移していたが、やや改善した。もともと依然として横ばい圏内での推移といえよう。内容をみていくと、有効求人数(同②)は239.1万人となり、前年比-3.3%となった。有効求職者数(同③)は191.4万人となり、前年比では-0.2%となった。新規求人(原数値)は前年比+1.2%と3か月ぶりに増加した。主要産業別にみると、学術研究、専門・技術サービス業、情報通信業、医療、福祉などで増加した。一方、宿泊業・飲食サービス業、教育・学習支援業で減少した。

10月の労働力人口は6,967万人(前年比+37.0万人)、就業者数は6,798万人(同+43.0万人)、完全失業者数は171万人(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、情報通信業、医療・福祉は増加し、製造業・建設業は減少した。10月の完全失業率(季節調整値)は2.5%となり、前月より0.1%ポイント上昇した(同⑦)。求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.4%となり、前月から横ばいとなった。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、10月に2.93%となった。10月の失業率は2.5%と、均衡失業率を0.43%ポイント下回った(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、10月は1.40倍となり前月から0.02ポイント低下(悪化)した。前月からの失業者数の増加が寄与した。

図表1:一般職業紹介状況・労働力調査(有効求人倍率・完全失業率等)の概要

季節調整値	有効			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
	求人倍率 ①=②/③ 倍	有効 求人数 ② 万人	有 求職者数 ③ 万人	④ 万人	就業者数 ⑤ 万人	失業者数 ⑥ 万人					
2022年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
6月	1.23	241.1	195.5	6,963	6,786	176	2.5	3.5	2.94	-0.44	1.37
7月	1.24	240.2	193.7	6,954	6,766	187	2.7	3.5	3.05	-0.35	1.28
8月	1.23	238.3	193.0	6,961	6,791	172	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
9月	1.24	238.6	192.8	6,949	6,782	168	2.4	3.4	2.87	-0.47	1.42
10月	1.25	239.1	191.4	6,967	6,798	171	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.40
前年差	-0.04	-8.1	-0.5	37.0	43.0	-5.0	0.0	-0.1	-0.06	0.06	-0.01
前月差	0.01	0.5	-1.3	18.0	16.0	3.0	0.1	-0.0	0.06	0.04	-0.02
前月比	-	0.2	-0.7	0.3	0.2	1.8	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.3	-0.2	0.5	0.6	-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、求人者数・失業者数比率は悪化し、景気の先行指標とされる有効求人倍率は1.23倍～1.25倍で横ばいでの推移となっている。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 の影響を受けて 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、10 月は 239.1 万人まで減少した。人手不足といわれているものの、ここで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おり、10 月は 191.4 万人となった。**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。

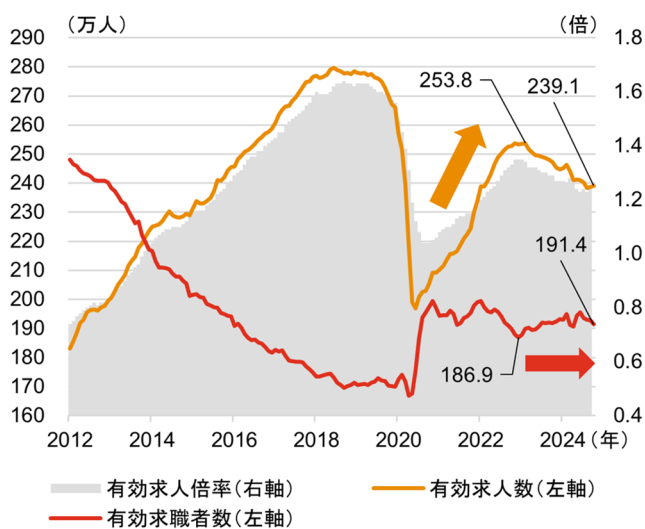
新規求人数の動向: 減少傾向が継続

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前年比推移をみたのが、**図表 3** である。10 月単月の新規求人数は、前述の通り前年比+1.2%と増加したものの、**図表 3** にある 3 か月平均では-3.7%となった。新規求人数は 2023 年 7 月以来、減少傾向が継続している。業種別に見ると、製造業は 10 月単月で前年比-0.8%となり、3 か月平均では-6.8%となった。2023 年 8 月以降の減少傾向が継続している。宿泊業・飲食サービス業が 10 月単月では前年比-6.5%となった。3 か月平均でも-10.7%と 2 桁を超える減少が継続している。

長期的には人手不足も、短期的な求人は悪化している可能性

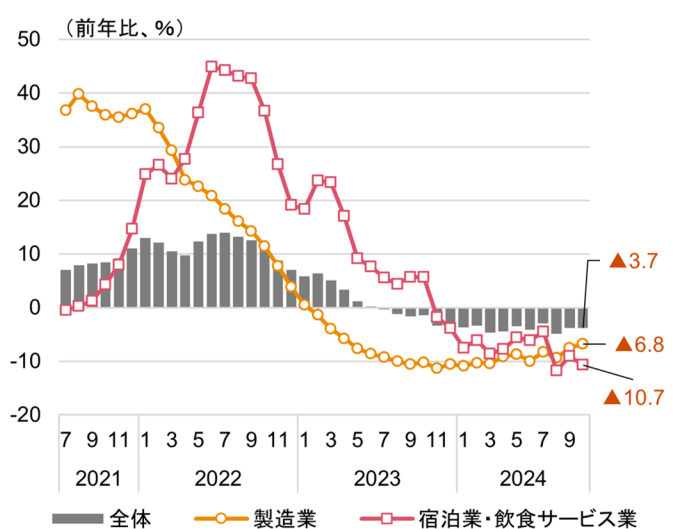
長期的に日本経済を考えるにあたっては人口減少から人手不足が課題となり、企業は労働力を確保するために求人を増加させよう。しかし、短期的・景気循環的な動きはそれとは分けて見定めていくべきである。有効求人倍率は景気の先行指標とされ、足元では COVID-19 後の回復が一服して 2 年半前の水準まで悪化している。短期的・景気循環的には企業の求人意欲が低下しており、今後の景気悪化を示している可能性がある。企業が賃金を上げ、所得の増えた家計が消費を増やすと企業の利益も拡大する。しかし、現状では賃上げ・所得拡大はみられたものの、消費が増加していない。企業からみると高い賃金で人を雇っても、十分な利益を出せないと見込んで求人を絞っている可能性があり、好循環が生じていないことを示唆しているように。このように日本の労働市場をみるにあたっては時間軸をしっかりと分けた上で、他の経済指標と合わせて状況を確認していくことが重要となろう。

図表 2: 新規求人数の推移



(出所) 厚生労働省「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「一般職業紹介状況」より筆者作成。

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 2024年11月4日(月)～11月8日(金):「103万円の壁」引き上げは、税収減だけでなく労働供給や賃金の間接効果にも注目

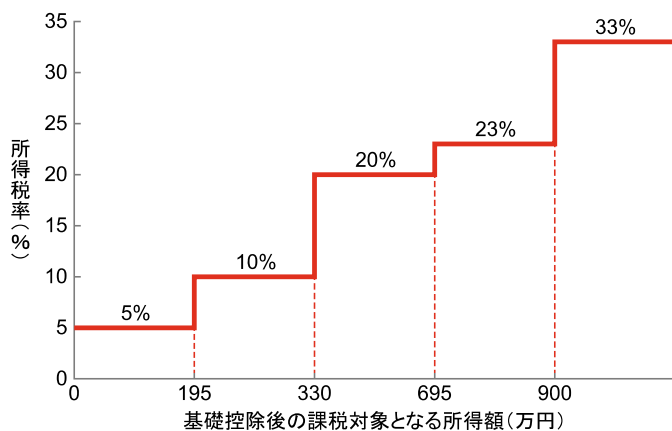
「103万円の壁」引き上げは、税収減だけでなく労働供給や賃金の間接効果にも注目

10月27日(日)の衆議院選挙の結果、自民・公明両党は215議席に留まり、予算や法案の可決に必要な過半数の233を18議席下回った。自民党は、選挙時には政治資金問題を理由に何人かの候補者を非公認とした。選挙後、衆議院選挙で勝利した議員数名に衆議院の会派入りを打診しているものの、過半数の議席を確保するまでには至らないとみられる。このため、衆議院での予算や法案の可決には28議席を獲得した国民民主党や他の野党との協力が不可欠な情勢となっている。国民民主党は、「手取りを増やす」という政策を第一に掲げ、特に20代、30代の有権者からの支持が高かった。この点は、**20代、30代の所得の増加の割に消費が増加していない**点を踏まえても納得できる。その中で所得課税の課税最低限を103万円から178万円に引き上げることが焦点となっており、国民民主党の玉木代表は年末の来年度税制改正での対応を求めている。この背景には主にパートタイムで勤務する労働者が、年収が103万円を超えると手取り収入が減ることを懸念して労働時間を減少させる「働き控え」を引き起こしており、これを緩和する目的とされている。

改めて所得税の仕組みを確認しておこう。所得税は、給与や配当などの収入から一定額を除いた金額に税率をかける。所得から差し引けるのは、納税者全員が対象の基礎控除が48万円、会社などに努める給与所得控除が最低55万円とされている。両者の合計が103万円となり、基礎控除とよばれる。収入が103万円までの場合、基礎控除を除くと課税所得はゼロになり非課税となる。収入が103万円以上となると、ある基準額を超えると課せられる税率が上がっていく仕組みとなっている。この基礎控除を除いた所得に応じて**図表1**の税率が掛けられて所得税額が決定される。なお、実際には給与所得ごとの控除額や復興特別所得税があるがここでは簡単のため、割愛している。国民民主党の主張するように課税最低限を引き上げると、この課税対象となる所得が減少する。この際、さらに**図表1**の縦線で示した税率が変わる境界を超えれば、適用される税率も引き下げられる。政府試算ではこうした減税効果の合計が7兆円から8兆円になるとしている。もっとも、これは労働者が現在の働き方を一切変更しない場合である。以下でみるように、パートタイム労働者は時給の上昇に合わせて、労働時間を調整している公算が大きい。減税後に労働供給が拡大した場合、所得税の税収額はこれほど大きな減少とならない可能性もある。

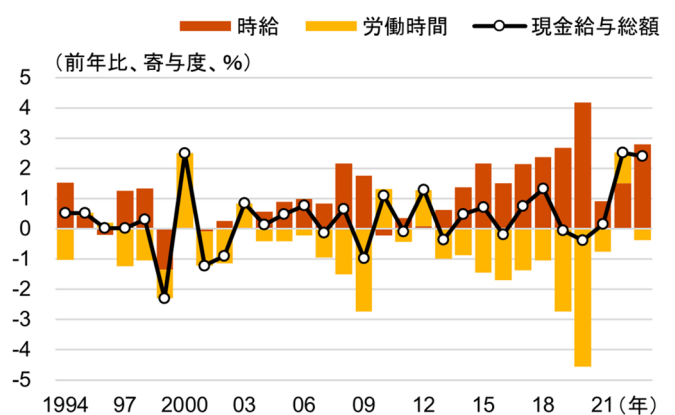
次に1995年から2023年のパートタイム労働者の労働時間と時給の推移を確認しておこう。この間、時給は1995年の968円から2023年の1,319円まで約4割増(36.2%増)となった一方、労働時間は1995年の1,174時間から2023年の952時間まで約2割増(18.9減)となった。**図表2**で、時給と労働時間の推移を見ると、時給の上昇に合わせて労働時間が減少する関係がみられる。1995年から大幅な賃金上昇となる前の2021年の間では-0.74となっており、パートタイム労働者は時給が上昇した分の75%程度の労働時間を短縮させて対応させていたことになる。

図表1: 所得課税の概要



(出所) 国税庁、報道より筆者作成。

図表2: パートタイム労働者の現金給与総額の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」より筆者作成。

もっとも2022年は時給が伸びる中で労働時間も伸びている。このように、時給が伸びる一方、労働時間を減少させてきたことがうかがわれ、103万円の壁が労働供給の制約となっていた可能性を示唆している。また、可処分所得を見込むに当たっては、所得税だけでなく社会保険料などの負担も労働時間の決定に当たっての大きな要素となっていることには注意が必要であろう。なお、103万円を2002年の最低賃金である663円で割ると、労働時間は1,553時間である。同様に103万円を2023年の最低賃金1,004円で割ると、労働時間は1,025時間となる。仮に103万円の枠の範囲内で働こうとした場合の労働時間は527時間減、比率にして33.9%の減少となった。

短時間労働を選考したパートタイム労働者が相応にいれば、103万円の壁引き上げは、長期的な人手不足感が強まる日本経済において貴重な労働供給源となろう。ただし、労働供給が増加した場合には現状の人手不足が緩和され賃金の低下圧力となる効果も考えられる。「103万円の壁」の引き上げを巡っては、直接的な効果である7~8兆円の税収減が目ざされているが、このように減税後の労働供給や賃金の変化などの間接的な効果や労働市場を取り巻くマクロ的環境を踏まえて検討していくことが重要であろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(10月28日(月)~11月1日(金))の振り返り:有効求人倍率・完全失業率(9月)、鉱工業生産(9月)、商業動態統計(9月)

先週の動向を振り返っておこう。まずは日本についてである。9月の有効求人倍率(季節調整値)は1.24倍となり、前月(8月)の1.23倍から0.01ポイントの改善、前年からは0.05ポイントの悪化となった。今年5月から1.23倍~1.24倍の横ばいで推移している。内容をみていくと、有効求人数は238.6万人となり、前年比-3.8%となった。有効求職者数は192.8万人となり、前年比では+0.4%となった。9月の完全失業率(季節調整値)は2.4%となり、前月より0.1%ポイント低下した。求人数を労働力人口で割った求人率は3.4%となり、前月から横ばいとなった。

9月の鉱工業生産(速報値)は前月比+1.4%と2か月ぶりの増加となった。増分は製造工業生産予測調査の前月比+2.0%をわずかに下回る。前年比では-2.8%と2か月連続の減少となった。経済産業省は「生産は一進一退」と基調判断を維持した。9月の結果を用いて7-9月期生産の対4-6月期比を計算すると-0.4%となる。内閣府から11月15日に公表予定の実質GDP成長率は前期比マイナス成長となる可能性が大だろう。

9月の商業動態統計(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50兆8,260億円、前年比+0.6%となった。卸売業は37兆3,370億円、同+0.7%、小売業は13兆4,890億円、同+0.5%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-1.6%、小売業が-2.3%である。卸売業は各種商品、建築材料が減少、食料・飲料、農畜産物・水産物は増加した。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。経済産業省は今回、小売業販売額の基調判断を「一進一退」と下方修正した。

米国:実質GDP(24年7-9月期速報値)、失業率・非農業部門雇用者数(10月)、PCEデフレーター・個人支出(9月)、ISM製造業景気指数(10月)

米国経済の指標を振り返っておこう。7-9月期の実質GDPは、前期比年率で+2.8%となった。前期(4-6月期)の同+3.0%よりも若干低下したものの、堅調な伸びで推移している。7-9月期の消費は前期比年率で+3.7%と、前期の+2.8%から加速した。内訳をみると、財消費は同+6.0%となり、前期の同+3.0%から伸びが大幅に加速した。耐久財・非耐久財ともに伸びが加速した。次に民間投資は前期比年率+0.3%と前期の同+8.3%から減速した。内訳をみると、在庫投資が前期には寄与度+1.05%ポイントと大幅な押し上げ要因となったが、今期は同-0.17%ポイントと減少に転じた。固定設備投資が同+1.3%となり、前回の同+2.3%から減速した。構造物(Structures)が減少したものの、設備(Equipment)が加速した。純輸出は0.56%減となり、3期連続の減少となった。輸出は財輸出、輸入は財輸入が増加した。前期から実質GDPの伸びは若干低下したものの、前期は在庫の伸びが大きかったのに対し今期は民間消費の伸びが牽引しており、米国経済は堅調に推移しているといえよう。

10月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数(NFP)は前月差1.2万人増となった。8月・9月から11.2万人分の下方修正となった。もっとも10月のNFPはハリケーンによる休業により雇用者数が下押しされているとみられ、11月にはもとに戻るとみられる。また、10月の失業率は4.1%で前月から変化はなかった。平均賃金は前月比0.4%増と前月(9月)の

0.3%増から加速した。前年比では10月に4.0%増と、前月の3.9%増から加速した。このように、一時悪化が懸念された労働市場は、ハリケーンの影響による一時的な下押しがあるものの、明確な悪化はみられていない。

米個人消費支出(PCE)統計では、9月の個人所得は前月比0.3%増となり、前月(8月)の0.2%増から加速した。実質可処分所得は前月比0.1%増と4か月連続で同じ伸びとなった。個人消費支出は0.4%増となり、前月の0.2%増から加速した。PCEデフレーターは総合で前月比0.2%増、前年比2.1%増となった。食料とエネルギーを除く総合(欧米型コア)では、前月比0.3%増、前年比2.7%増となった。前年比では3か月連続で同じ2.7%増での伸びが継続する一方、前月比では7月・8月の0.2%から伸びが加速しており、物価の押し上げ圧力が残っていることが示された。

10月のISM製造業景況指数は46.5となり、前月(9月)の47.2から0.7減少した。2023年7月以来の低水準となった。内訳をみると、支払価格や新規受注は押し上げ要因となったものの、生産、顧客在庫、在庫受注、在庫など広範な項目で減少した。

ユーロ圏:実質GDP(7-9月期)、消費者物価指数(10月)、消費者信頼感指数(10月)

次にユーロ圏を確認しておこう。7-9月期の実質GDPは、前期比0.4%増、前年比0.9%増となった。前期(4-6月期)は前期比0.2%増、前年比0.6%増であった。前年比でみると、2023年10-12月期の0.1%から緩やかにではあるものの、伸びを強めている。前年比0.9%増の内訳をみると、スペインが3.4%増、フランスが1.3%増と増加した一方、ドイツは-0.2%と減速した。

10月のユーロ圏のインフレ率は、前年比2.0%増となった。前月(9月)は1.7%増と3年3か月ぶりに2%割れとなったものの、10月は再び2.0%に戻した。食料・アルコール・タバコで伸びを強め、エネルギーの減少幅縮小が寄与した。サービス価格の伸びは前年比3.9%となり、2か月連続で同じ伸びとなった。4%台からは伸びを弱めたものの、依然として高い伸びとなっている。

また、10月の消費者信頼感指数(確報値)は、速報値と同じ-12.5となった。2022年10月の-28.8から改善傾向が続いているものの、その改善ペースは非常に緩やかなものにとどまっている。さらに9月の完全失業率は6.3%となり、現行統計で過去最低(最良)となった。

中国:製造業PMI(10月)、非製造業PMI(10月)、財新製造業PMI(10月)

最後に中国経済についてみよう。中国国家统计局が発表した10月の製造業PMIは50.1となった。前月の49.8から0.3ポイント改善し、好不調の境目となる50を6か月ぶりに上回った。生産および新規受注は50を上回ったものの、原材料在庫・雇用・サプライヤーの納期は引き続き50を下回ったほか、外需の先行きを占う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、10月の非製造業PMIは50.2となり、前月の50.0から0.2ポイント改善した。このうち建設業(50.4)は前月の50.7から低下した一方で、今年の中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.1)は低水準ながら再び50を上回って着地した。製造業と非製造業を合わせた10月の総合PMIは50.8と、前月の50.4から0.4ポイント高く着地し、2か月連続で改善した。また、財新の10月の製造業PMIは50.3と、前月の49.3から改善し、好不調の境目となる50を2か月ぶりに上回った。財新のPMIにおける調査対象は、輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、9月以降に政府当局が打ち出した景気刺激策に伴い新規受注が増加し、生産が拡大したものとみられる。足元の中国経済では消費や投資など一部で底打ちの兆しもうかがえるが、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。今後も政府当局による景気刺激策の効果を確認しつつ、景気の本格回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要がある。

今週(11月11日(月)~11月15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7日(木)に9月の毎月勤労統計が公表される。夏のボーナス後の賃金動向を確認しておきたい。9月の家計調査、景気動向指数が公表される。9月の商業動態統計では、実質の小売業販売が減少に転じた。家計調査での消費動向を確認したい。首相を指名する特別国会は11日に開催される。それまで、日本経済安定化のための政策議論が進展することを期待したい。

米国については、5日に米大統領選挙の投開票が実施される。開票自体は日本時間の6日にかけて実施されるとみられるが、結果の確定まで時間がかかる可能性もあろう。また、FOMCが6日~7日にかけて開催される。最近の経済指標は堅

調さみせており、利下げについての見方がどのように変化しているのかが注目されよう。欧州については、生産者物価指数、小売売上高が公表される。足元の消費・物価動向をしっかりと確認しておきたい。ECBの利下げパスにも影響を与えよう。また、中国では貿易収支、消費者物価指数・生産者物価指数が公表される。中国の外需、物価動向によって、今後の財政出動の議論などにも影響を与えよう。

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
11/4 (月)			・ 中国全国人民代表大会常務委員会 (~10日)
11/5 (火)		・ 米大統領選挙	
11/6 (水)		・ ISM非製造業景気指数(10月) ・ FOMC(1日目)	・ ユーロ圏生産者物価指数(9月)
11/7 (木)	・ 毎月勤労統計(9月)	・ FOMC(2日目)	・ ユーロ圏小売売上高(9月) ・ 中国貿易収支(10月)
11/8 (金)	・ 家計調査(9月) ・ 景気動向指数(9月)	・ ミシガン大学消費者信頼感指数(11月)	・ 9日(中国消費者物価指数(10月)) ・ 9日(中国生産者物価指数(10月))

2. 2024年11月11日(月)~11月15日(金): 米大統領選後の政治・経済のゆくえ

米大統領選後の政治・経済のゆくえ

11月5日に投票が行われた米大統領選挙は、共和党のトランプ氏が民主党のハリス氏に大差をつけ、次期米国大統領となることで決着した。トランプ氏は全米の選挙人のうち、過半数の270人を超える312人を獲得し、ハリス氏の226人を大きく上回る大差での勝利を得た。共和党の候補者が総得票数で民主党候補者を上回るのは20年ぶりである。大統領選挙と同日に行われた連邦議会選挙の結果をみると、上院では共和党が過半数を獲得し、下院でも共和党が過半数を獲得する可能性が高い情勢である。結果が確定するのはしばらくかかるものの、大統領選、上院・下院すべてで共和党が主導権を握る「トリプルレッド」となる可能性が極めて高い。

なぜトランプ氏はハリス氏に大差をつけることができたのか。インフレの高まりや移民問題といった現状への改善を求める声をトランプ氏がうまく吸収し、従来の支持基盤である白人男性や高卒以下、地方在住者に加え、ヒスパニック系男性や若者にも支持を増やしたといった指摘がなされるが、これらはトランプ氏勝利の現象をなぞったに過ぎない。以前本欄で紹介した、[トマ・ピケティ『資本とイデオロギー』](#)で指摘されているとおり、本来は下層労働者階級の代表でもあった民主党が変質する中で、ノーベル賞受賞学者でもあるアンガス・ディートンらの『[絶望死のアメリカ](#)』で活写される、白人及び黒人の大卒未満の層の「絶望死」の思い、下層階級の思いを代弁する政党がなくなり、その間隙をトランプ氏が衝いたということなのではないか。

トランプ政権第2幕では何が生じるのか。まず米国経済への影響だが、いわゆるトランプ減税の延長・恒久化(法人税率を21%へ、所得税最高税率を39.6%から37%へ引き下げ、設備投資の即時償却、基礎控除倍増等:減税規模GDP比1%)に加えて、さらに法人税率を引き下げるといった追加措置が適用されることになれば、これらは米国の内需を刺激することになるだろう。他方でこうした減税策の財源確保のために行われる予定の関税率引き上げ(中国からの輸入品に対し一律60%、その他の国・地域からの輸入品には10~20%の基本関税の適用)は、移民排除施策も相まって、輸入品から国内品への代替と物価上昇、中低所得者の実質負担増による消費悪化を伴いながら米国の内需を低下させることになるはずだ。

FRBは現在、物価ではなく景気・雇用を優先した政策運営を行っている。2024年内はこれまで行った0.75%の利下げに加え、0.25%の利下げを追加して行うことで合計1%分の利下げを行う可能性が高いが、こうした金融緩和策は来年前半の米国経済の下押しを抑制することにも寄与する。来年以降の金融政策運営についてパウエル議長は時々の経済・物価動向を判断しながら行うことを明言している。インフレ圧力が2%インフレ目標の安定化にとって無視できない程強まれば利上げ、逆であれば利下げを行うことになる。来年のFRBの金融政策には、トランプ政権の財政政策の規模とタイミングという新たなファクターが加わるのは疑いがないところだ。

世界への影響はどうか。前回のトランプ政権が誕生した2017年以降、米中間の貿易摩擦が激化し、ヒト・モノ・カネでみた世界経済の分断が進んだ。バイデン政権においても米中間の貿易、移民、对外投资の縮小トレンドに変化はない。トランプ政権第2幕でこの流れが加速する可能性は高いだろう。高関税も相まって世界貿易の停滞が続くことで、世界経済全体の成長率も停滞が続く。米中間の分断が進む中、それを埋めようとする動きが、グローバルサウスの影響力拡大や中国・インド・ロシアを含めた新興国の関係性強化といった形で広がることになるだろう。結果として、世界は統合から多極化に向かっていくのではないのか。

米国は経済活動に必要なエネルギーや食糧の多くを自給でき、家計の旺盛な需要と、生産に必要な技術・人材を維持できる唯一の経済大国である。これは輸入という形で必要な要素を補わなくては成り立たない各国とは異なり、分断のデメリットを最小化できる唯一の国であることも意味する。米台関係の弱体化、ロシアにとって有利な形でウクライナ戦争の終結、中東紛争の長期化・深刻化といった展開になれば、世界における米国の優位性・孤立化は強まる一方、欧州や日本といった国々の位置づけは大きく後退することになるだろう。内需に弱さを抱える中国の対米輸出が減少すれば、中国からの輸出品はアジアや欧州を含むその他の国・地域に向かうことにもなる。トランプ政権第2幕が、世界の分断・多極化への動きを本格的に後押しすることになるか、違う動きが生じるのか、ここが当面のポイントとなると筆者はみる。

日本はどう対峙したら良いのか。トランプ政権のビジネス親和的な政策が好感され、ドル高基調が定着することは、株高、名目金利上昇、円安という形で短期的には日本経済に影響を及ぼすはずだ。財政政策を適切に講じることでデフレ経済から完全に決別し、短期的には、優位性を増す米国経済とのつながりを外交・経済両面で維持しながら、アジアとの協調・連帯を強め、分断・多極化の時代を生き残ることが必要となるだろう。

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

先週(10月28日(月)~11月1日(金))の振り返り:家計調査(9月)、景気動向指数(9月)、毎月勤労統計(9月速報)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。家計調査(9月)は実質消費支出が前年比-1.1%、前月比では-1.3%、名目消費支出が前年比+1.8%、前月比で-2.2%となり、実質消費は前年比・前月比で減少となった。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、9月は前年比-1.8%と5か月ぶりの減少となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+1.0%、実質で同-1.8%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%である。名目実収入は前年比+1.3%と今年2月以降8か月連続で増加したが、伸びは着実に鈍化している。総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する9月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は104.2(2020年=100)となり、8月から0.1ポイント増加した。7-9月期は前期比+0.5%となり、4-6月期の同+0.3%からわずかに伸びが加速する形である。可処分所得の拡大が一巡する中で、政府は早期に手取り所得を増やす方策を行う必要性が増していると言えよう。

景気動向指数(9月)についてみると、CI先行指数は8月から2.5ポイント下降して2か月ぶりの下降、CI一致指数は8月から1.7ポイント上昇して2か月ぶりの上昇、CI遅行指数は8月から1.5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0.53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0.47ポイント上昇し、こちらは3か月連続の上昇となった。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引き続き「下げ止まりを示している」が維持された。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、9月の前月差は再びプラスとなった。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8月に下降した生産指数、生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数がプラスに転じたことが大きい。今回再び上昇した生産・出荷指数は、生産予測調査の結果を踏まえると10月は引き続き上昇、11月は下落に転じる可能性が高いものの、半導体需要の盛り上がりにより大きく依存している。引き続き生産・出荷の動きが景気指数に大きく影響することになるだろう。

毎月勤労統計(9月速報)は、現金給与総額が前年比+2.8%、共通の事業所同士で比較した場合が同+2.9%となった。特別に支払われた給与の伸びが大きいこともあって一般労働者の賃金の伸びがパートタイム労働者よりも大きい。総実労働時間は前年比-2.5%と減少しており、パートタイム労働者の所定外労働時間を除き、減少傾向にある。

消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で現金給与総額の伸びをデフレートした実質賃金の伸びは前年比-0.1%となり、8月に続きマイナスの伸びとなった。実質賃金は6月に前年比でプラスとなり、7月もプラスを維持したが、賃上げやボーナスの増加といった要因が一服した8月以降は現金給与総額の伸びが2%台後半となったことから、マイナスの動きが続く

ている。実質賃金が安定的にプラスを維持するにはあと一息、名目賃金が上昇する必要がある。家計調査の結果についても同様だが、賃金の側面からも手取り所得を増やす追加的な方策が政府には求められていると言えよう。

米国:FOMC(11月)、ISM非製造業景気指数(10月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(11月)

続いて米国についてみよう。11月6日・7日の両日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)で、FRBは政策金利を0.25%引き下げ、4.5%~4.75%とすることを決めた。パウエル議長は、FRBの金融政策は政策金利を中立的な水準に引き下げるプロセスの途上にあるとし、その中で経済成長と労働市場が堅調さを維持すると述べている。トランプ政権が本格軌道に乗る来年1月までは少なくとも緩和モードを続けることを明らかにしたと言えよう。

ISM非製造業景気指数(10月)は56.0となり、9月の54.9を上回り、2022年7月以来の最高値となった。改善ペースが加速している。内訳をみていくと、雇用の改善度合いが加速し、新規受注やビジネス活動、新規輸出受注といった要素の改善が続いていることがわかる。製造業景気指数が46.5となり、分水嶺の50を下回り、かつ先月と比べても悪化しているのとは対照的である。

ミシガン大学消費者信頼感指数(11月速報値)は73.0となり、10月の70.5から上昇して7か月ぶりの高水準となった。期待指数は78.5となり、2021年7月以来の高さである。1年先の期待インフレ率は2.6%となり、10月の2.7%からわずかに低下した。5年先の期待インフレ率は3.1%であり、10月の3.0%からわずかに上昇した。期待インフレ率の視点でみると、米国の物価が2%にアンカーできているとはいまだ言い難いところはある。

ISM非製造業景気指数やミシガン大学消費者信頼感指数といった指標からは、利下げを進める中、米国経済の景気動向が着実に改善していることがわかる。トランプ新政権の政策が実行される中で、FRBは毎月の経済動向の推移を見極めながら柔軟に金融政策を運営していくことになるだろう。

ユーロ圏:生産者物価指数(9月)、小売売上高(9月)

次にユーロ圏を確認しておこう。生産者物価指数(9月)は、前年比-3.4%となった。同指数は、2023年12月の前年比-9.4%から2024年7月の同-2.2%まで下落幅が縮小していたが、ここ2か月は下落幅が再び拡大に転じている。これは一定のタイムラグを経て消費者物価の引き下げ圧力となるため、ECBの利下げ政策を後押しすることになるだろう。

小売売上高(9月)は前月比+0.5%、前年比+2.9%となり、併せて8月も前月比+0.2%から同+1.1%に改定された。7月以降、増加度合いが加速している。インフレ率が沈静化するにつれ、エネルギー等の生活必需財を中心に家計負担が抑制されたことで実質賃金上昇が家計消費につながりやすくなっているとみられる。消費に加え、設備投資が拡大基調となるのが今後の注目点と言えよう。

中国:貿易収支(10月)、消費者物価指数(10月)、生産者物価指数(10月)

最後に中国経済についてみよう。貿易収支(10月)は、輸出が前年同月比+12.7%の3,090.6億ドルとなり、前月の同+2.4%から大幅に加速し、7か月連続のプラスとなった。輸入は同-0.3%の2,133.4億ドルとなり、4か月ぶりのマイナスとなった。輸出は米大統領選の結果を見据えつつ駆け込みの動きもうかがえる一方で、輸入は中国国内の長引く不動産不況に伴う需要不足や商品市況の調整の動きを反映し、弱い展開が続いている。

物価動向をみると、消費者物価指数(10月)は前年同月比+0.3%となった。9か月連続のプラスとなったが、前月の同+0.4%から伸びは鈍化した。主に食品とエネルギー価格の下落に伴うもので、高温や降雨の影響から高水準で推移している野菜や果物など食品価格の伸びが鈍化したほか、ガソリンなど交通燃料が値下がりした。衣類や医療保健も前月から減速した。食品やエネルギー価格の影響を除くコアCPIは10月に同+0.2%となり、前月の同+0.1%から加速したが、1%を下回る低水準を続けている。生産者物価指数(10月)は同-2.9%となり、前月の同-2.8%からマイナス幅が拡大し、2022年10月以来25か月連続で水面下で推移した。国内の需要が伸び悩む中、供給過剰の状態からデフレ圧力がさらに高まる可能性もあり、政府による景気刺激策の効果を含め、物価動向を注視していく必要がある。

今週(11月11日(月)~11月15日(金))のポイント

図表1に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では11日(月)に国際収支、景気ウォッチャー調査の最新値が、また10日銀政策決定会合についての「主な意見」が公表される。今後の利上げを意識した発言がどの程度表明されるのが注目だ。併せて特別国会が始まる。少数与党となった石破政権がどんな政策を行っていくのかも注目だろう。15日(金)は実

質 GDP の 2024 年 7-9 月期の値が公表される。夏の賞与や定額減税の影響がどの程度反映されるのかが注目だが、前期比成長率はゼロ近傍、消費を含めた内需の動きは緩慢であることが予想される。

米国では 13 日公表の消費者物価指数(10月)の結果が注目である。またユーロ圏では 12 日公表の ZEW 景況感指数から足元の景気動向が確認できる。それから中国については 15 日公表の小売売上高と鉱工業生産の動向から、過剰生産と停滞する内需の動きに変化があるか否かが重要となろう。

図表 1: 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
11/11 (月)	<ul style="list-style-type: none"> 国際収支(9月) 景気ウォッチャー調査(10月) 日銀金融政策決定会合主な意見(10月) 特別国会開始 		
11/12 (火)			<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏ZEW景況感指数(10月)
11/13 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 国内企業物価(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 消費者物価指数(10月) 	
11/14 (木)		<ul style="list-style-type: none"> 生産者物価指数(10月) 新規失業保険申請件数(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏鉱工業生産(9月) ユーロ圏GDP(2024年7-9月期改定値)
11/15 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 実質GDP(2024年7-9月期速報) 第3次産業活動指数(9月) 設備稼働率(9月) 鉱工業生産(9月確報) 	<ul style="list-style-type: none"> 小売売上高(10月) 設備稼働率(10月) 鉱工業生産(10月) ニューヨーク連銀製造業景気指数(11月) 	<ul style="list-style-type: none"> 中国小売売上高(10月) 中国鉱工業生産(10月)

3. 2024年11月18日(月)～11月22日(金): 7-9月期 GDP 結果と可処分所得を巡る議論のポイント

7-9月期 GDP 結果と可処分所得を巡る議論のポイント

内閣府より、2024年7-9月期の実質 GDP が公表され、前期比+0.2%、年率換算では+0.9%となった。弊社予想対比でみると、予想よりも消費が堅調で、輸出が下振れた。

図表 1 で実質 GDP の内容を確認すると、7-9月の民間最終消費は、前期比+0.9%、前年比+0.7%となった。図表 2 にある通り、前期比では 2 四半期連続の増加となった。前期比で消費の内訳をみると、半耐久財は減少したものの、耐久財・非耐久財・サービスが増加した。耐久財には自動車が含まれ、年初の認証不正問題を受けた生産停止によって 1-3 月期に大きく減少していた。その後の生産再開を受けて、4-6 月期に続き、7-9 月期も耐久財消費の増加は継続した。また、非耐久財には食料品が含まれ、夏場の台風の影響による備蓄用購入などが押し上げた。旅行・宿泊・外食などを含むサービス消費は、7-9 月期に+0.2%となった。夏場の旅行シーズンを直撃した台風や地震に関する情報が旅行需要を押し下げたとみられるものの、サービス消費は若干の増加を確保した。台風で旅行ができなかった分、食料や防災用品の支出に回った格好とみられる。最後に家具、被服・履物を含む半耐久財は減少した。次に消費を支える所得面の動きを確認しておこう(図表 2)。名目雇用者報酬は、1-3 月期の前年比+2.1%から、4-6 月期に同+3.8%、7-9 月期に+3.6%と伸びが加速した。これには春闘賃上げ率を受けた給与所得の増加、6 月の定額減税による可処分所得の増加が寄与している。物価上昇分を差し引いた実質雇用者報酬は、前年比で 2024 年 1-3 月期まで 10 四半期連続で減少した後、4-6 月期+0.8%、7-9 月期+0.9%と 2 四半期連続で増加した。この実質雇用者報酬の伸びが、実質消費を支えたとみられる。

消費以外の需要項目をみると、住宅投資は前期比-0.1%、前年比-2.5%となり、予想どおりの減少となった。また、民間設備投資は、前期比では-0.2%と 2 四半期ぶりに減少した。しかし、前年比では+2.4%と 2 四半期連続での増加となり、やや持ち直しの動きがみられる。また、民間在庫変動は、前期比寄与度+0.1%、前年比寄与度+0.3%となった。消費の強さを踏まえると、在庫を積み増している可能性がある。政府消費は前期比+0.5%となり、2 四半期連続での増加となった。公的資本形成は前期比-0.9%となり、2 四半期ぶりに減少に転じた。実質輸出は、前期比+0.4%、前年比では+1.5%となった。内

訳をみると、財輸出が+1.9%と増加したものの、サービス輸出が-4.2%となった。財輸出は2四半期連続で増加したものの、勢いは強くない。またインバウンド需要を含むサービス輸出は前期比でみて増減を繰り返しており、一本調子での増加とはなっていない。実質輸入は+2.1%となり、財輸入・サービス輸入ともに増加した。

以上を踏まえて、寄与度別には内需が前期比+0.6%ポイント、前年比+1.2%ポイントと押し上げた。外需の寄与度は輸入の伸びが高く、前期比-0.3%ポイント、前年比-0.8%ポイントとGDPを押し下げた。また、名目GDPは前期比+0.5%（前期：+1.7%）、前年比+2.9%（前期：+2.0%）となった。GDPデフレーターは前年比+2.5%となり、前期の+3.1%から伸びが鈍化した。3%を割り込んだのは2023年1-3月期以降初となる。前期比でみても7-9月期は+0.3%と勢いが鈍化した。

図表 1: 実質 GDP の概要

		(7-9月期、実績値)	
		前期比	前年比
1	実質・国内総生産	0.2	0.3
2	同(年率)	0.9	1.2
3	内需(寄与度)	0.6	1.2
4	民需(寄与度)	0.6	0.9
5	民間最終消費支出	0.9	0.7
6	民間住宅	▲0.1	▲2.5
7	民間企業設備	▲0.2	2.4
8	民間在庫変動(寄与度)	0.1	0.3
9	公需(寄与度)	0.1	0.2
10	政府最終消費支出	0.5	0.8
11	公的固定資本形成	▲0.9	0.6
12	外需(寄与度)	▲0.3	▲0.8
13	輸出	0.4	1.5
14	輸入	2.1	4.9
15	名目GDP	0.5	2.9
16	GDPデフレーター(前年同期比)	0.3	2.5

図表 2: 消費・所得の推移

		実質民間最終消費支出				雇用者報酬		
		耐久財	半耐久財	非耐久財	サービス	名目	実質	
		前期比				前年比		
2022	Q1	-1.2	-0.2	-1.3	-0.6	-1.7	1.3	-1.2
	Q2	1.9	0.5	7.3	-0.1	2.7	2.2	-1.1
	Q3	0.1	0.7	3.6	-1.0	0.2	2.1	-1.4
	Q4	0.2	2.2	-0.3	0.1	1.1	3.3	-1.0
2023	Q1	0.8	5.3	-3.5	2.1	0.6	1.6	-2.0
	Q2	-0.7	-1.0	2.1	-2.9	0.5	2.6	-0.9
	Q3	-0.4	-4.4	-2.3	-0.3	0.3	1.5	-2.2
	Q4	-0.3	7.1	-1.1	-0.3	-0.3	1.3	-2.0
2024	Q1	-0.6	-11.5	0.3	0.1	0.9	2.1	-0.9
	Q2	0.7	9.2	2.0	0.9	-0.2	3.8	0.8
	Q3	0.9	3.7	-2.8	0.9	0.2	3.6	0.9

(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」より筆者作成。

(注)Q1 = 1-3 月期、Q2 = 4-6 月期、Q3 = 7-9 月期、Q4 = 10-12 月期。

(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」より筆者作成。

7-9月期の実質GDPは消費が予想以上に堅調であったものの、消費増加を起点とした物価上昇はみられていない。上記でみたように2024年7-9月期のGDPベースの実質消費増加は、賃上げと定額減税の効果によるところが大きい。賃上げの流れは現状では継続しているものの、定額減税の効果は一時的なもので剥落する。また、総選挙後に浮上した所得税を巡るいわゆる「103万円の壁」の撤廃が実現すれば減税が実施されることになる。しかし、その一方で厚生年金への加入拡大、厚生年金の財源を利用した国民年金の給付拡大、年金世帯を含む住民税非課税世帯への給付金など負担増となる政策も検討されている。注目度の高い「年収の壁」見直しや電気・ガス補助金給付の一方で、こうした隠れ負担増で現役世代の可処分所得が縮小すれば、経済と物価の好循環は生じない。現役世代の可処分所得が増加すれば、マクロ経済スライドによって退職世代の年金給付も拡大するため、経済の安定化に寄与することになる。こうした方向での議論の進展を期待したい。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(11月11日(月)~11月15日(金))の振り返り: 国際収支統計(9月)、国内企業物価(10月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。2024年9月の国際収支統計が公表され、経常収支(季節調整済値、以下同)は+1兆2,717億円となった。前月(8月)から1兆8,742億円のプラス幅縮小となった。9月の経常収支の内訳は、貿易・サービス収支が-7,030億円(前月比-2,902億円)となった。貿易収支は-3,242億円となり、8か月連続でマイナスとなった。輸出は8兆6,831億円(同-435億円)と減少した。輸入は9兆73億円(同+57億円)となった。また、サービス収支は-3,788億円(同-2,410億円)とマイナス幅が大きく拡大した。第一次所得収支は、+2兆4,518億円(同-1兆5,658億円)と大幅な減少となった。

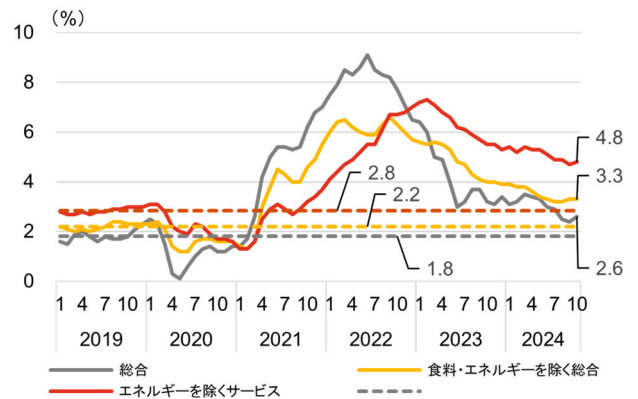
10月の企業物価指数では、国内企業物価指数が前月比+0.2%(前年比+3.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+2.6%(前年比+1.0%)、契約通貨ベースで同+0.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+3.0%(前年比-2.2%)、契約通貨ベースで同-0.2%となった。輸入物価指数の前年比は円高が進んだことにより円ベースで引き続き伸びを弱めている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、農林水産物(寄与度+0.21%ポイント)、非鉄金属(同+

0.14%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に石油・石炭製品(同-0.19%ポイント)、電力・都市ガス・水道(同-0.08%ポイント)の下落が大きい。企業物価指数の推移は、今年に入り水準が切りあがったものの、7月以降は伸びが鈍化している。

米国: 消費者物価指数(10月)、小売売上高(10月)、生産者物価指数(10月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(11月)

続いて米国についてみよう。10月の消費者物価指数は、総合が前年比で+2.6%となった。前月の同+2.4%から伸びを強めた。食料価格は下落したものの、ガソリンを中心としたエネルギー価格の上昇が寄与した。食料・エネルギーを除く総合では、前年比+3.3%となり前月と同じ伸びとなった。このうち、エネルギーを除く財では、衣料・メディアが上昇したものの、新車自動車の下落が大きく、欧米型コアを押し下げた。一方、エネルギーを除くサービスは、同+4.8%となった。前月の+4.7%から伸びが加速した。教育・通信は下落したものの、メディアの押し上げが大きかった。図表3で過去の推移を振り返ると、足元の物価はプラス幅が縮小傾向にあるものの、物価が2%で安定した時期(2019年平均)とは異なる様相を呈している。具体的には、総合は足元(2024年10月)で前年比2.6%であるが、2019年平均では1.8%にとどまっている。食料・エネルギーを除く総合では、2024年10月に3.3%までプラス幅を拡大し、2019年平均の2.2%を1.1%ポイント上回っている。

図表3: 米消費者物価の概要



(出所)米 BLS 資料より筆者作成。

10月の小売売上高は前月比+0.4%となった。市場予想を上回った。内訳をみると、自動車部品、電化製品で増加し、ハリケーン被害の復興需要により建築資材も増加した。一方、家具、ヘルスケア、スポーツ用品・趣味・楽器・書籍は減少した。前月(9月)は前月比+0.8%へ上方修正となった。自動車・ガソリン、建築資材、食品サービスを除くコア小売売上高は-0.1%となった。前月(9月)が前月比+0.7%から+1.2%へ上方修正された。消費は堅調さを維持している。

10月の生産者物価指数は、前年比+2.4%となった。前月(9月)の同+1.9%から加速した。前月比では+0.2%となり、9月は上方修正された。物価の押し下げ圧力は依然として残っているため、今後の利下げペースは鈍化する可能性がある。

11月のニューヨーク連銀製造業景気指数は、31.2となった。前月(10月)の-11.8より43.1ポイントの大幅な改善となった。内訳をみると、新規受注、出荷が大幅に改善しており、トランプ新政権発足後の関税の大幅引き上げ前の駆け込み需要が発生しているとみられる。過去数か月の選挙の不透明感払しょくが背景にあるが、今後は駆け込み需要の反動減が生じる可能性もあり、注意が必要だろう。

ユーロ圏: 生産者物価指数(9月)、GDP(7-9月期改定値)

次にユーロ圏を確認しておこう。生産者物価指数(9月)は、前年比-3.4%となった。同指数は、2023年12月の前年比-9.4%から2024年7月の同-2.2%まで下落幅が縮小していたが、ここ2か月は下落幅が再び拡大に転じている。これは一定のタイムラグを経て消費者物価の引き下げ圧力となるため、ECBの利下げ政策を後押しすることになるだろう。

7-9月期のユーロ圏実質GDP(改定値)は前期比+0.4%となり、速報値と一致した。同期の雇用者数は前期比+0.2%となり、予想を上回った。前年比では+1.0%となり、前四半期(4-6月期)の+0.9%から加速した。

中国: 小売売上高(10月)、固定資産投資(10月)、鉱工業生産(10月)

最後に中国経済についてみよう。10月の小売売上高は前年同月比+4.8%となり、前月の同+3.2%から拡大して着地した。「外食」は同+3.2%と前月の同+3.1%から加速し、2024年1-10月通算では前年同期比+5.9%と高水準で推移し、足元の消費の伸びを牽引している。「商品」も前年同月比+5.0%となり、前月の同+3.3%から加速した。食品や日用品、通信機材などが堅調に伸びたほか、買替需要を喚起する「以旧換新」策の効果により家電が大幅プラスとなったことによる。1-10

月期の固定資産投資は前年同期比+3.4%と、1-9月期の同+3.4%から横ばいで推移した。最大のネックである不動産(同-10.3%)のマイナス幅は拡大し、引き続き深く水面下で推移している。インフラ(同+4.3%)は政府当局による公共投資の後押しに支えられつつ8か月ぶりに加速したほか、製造業(同+9.3%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、高水準を続けている。10月の鉱工業生産は前年同月比+5.3%となり、前月の同+5.4%から鈍化した。消費や投資と比較すると高水準で推移している。分野別にみると、鉱業(同+4.6%)および製造業(同+5.4%)が前月から加速した一方で、鉱工業生産全体の伸びを牽引するエネルギー関連(同+10.1%)の伸びは鈍化した。足元の中国経済は、個人消費の伸び悩みと長引く不動産不況の影響から停滞しており、2024年のGDP成長率「5%程度」の目標達成が危ぶまれる状況にある。今後も中央政府主導による製造業やインフラ投資の促進のほか、消費拡大に向けた追加施策の動向が注目される。

今週(11月18日(月)~11月22日(金))のポイント

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では機械受注統計(9月)、貿易収支統計(10月)、全国消費者物価指数(10月)が公表される。また、19日のG20終了後に石破首相の記者会見、21日に植田総裁の講演・質疑応答がある。最近の内外の経済動向を踏まえた財政・金融政策や国際関係を巡る発言が注目される。米国では住宅関連で、建築許可件数・着工件数・中古住宅販売件数が公表される。また、11月のフィラデルフィア連銀景況指数、製造業PMI、サービス業PMIも公表される。上記のニューヨーク連銀製造業景況指数ではトランプ政権による関税引き上げを見越した動きがみられた。他の11月の経済指標において、どのような動きが出てくるのかが注目されよう。ユーロ圏では、10月の消費者物価指数、11月の製造業PMI、サービス業PMIなどが公表される。経済・物価動向が弱含んでいるが、利下げによる押し上げ効果などが確認できるか、要注目である。

図表4:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
11/18 (月)	<ul style="list-style-type: none"> 機械受注統計(9月) G20首脳会議 		<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏貿易収支(9月)
11/19 (火)	<ul style="list-style-type: none"> 石破首相・内外記者会見 (G20終了後) 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅建築許可件数(10月) 住宅着工件数(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏経常収支(9月) ユーロ圏消費者物価指数 (HICP、10月) ユーロ圏消費者信頼感(11月)
11/20 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 貿易収支統計(10月) 訪日外客数(10月) 		
11/21 (木)	<ul style="list-style-type: none"> 植田日銀総裁講演 	<ul style="list-style-type: none"> フィラデルフィア連銀景況指数(11月) 	
11/22 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 全国消費者物価指数(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 中古住宅販売件数(10月) ミシガン大学消費者信頼感指数 (11月、確報) 製造業・サービス業PMI(11月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏製造業PMI(11月) ユーロ圏サービス業PMI(11月)

4. 2024年11月25日(月)～11月29日(金):石破政権の総合経済対策についてのコメント

石破政権の総合経済対策についてのコメント

政府は11月22日(金)に、物価高対策などを柱とする総合経済対策(国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策)を閣議決定した。今後、政府は総合経済対策の裏付けとなる2024年度補正予算を臨時国会に提出し、年内成立を目指すとのことである。総合経済対策は様々な観点に基づき評価が可能である。ここでは財政規模に絞って議論したい。

総合経済対策は、現下の経済環境に応じ、弾力的に実行される財政政策である。よって景気の下支えという意味では、中身も重要だが、総需要の不足分を補い、物価と支出の好循環を達成するための財政規模がどれくらいかが重要となる。

図表1は今回の経済対策と過去の経済対策を比較したものだ。図中の財政支出は国および地方による支出と財政投融資の合計値である。今回の総合経済対策を財政支出の規模で比較すると、昨年11月の岸田政権の時に行われた経済対策(デフレ完全脱却のための総合経済対策)とほぼ同じ規模であり、財政支出に加え、民間等による支出や貸付を含む事業規模でみると39.0兆円となり、昨年11月の事業規模37.4兆円をわずかに上回る。

だが以上から石破政権の総合経済対策は昨年とほぼ同じの規模感と判断するのは妥当でない。その理由は、財政支出や事業規模は新たにGDPの増加につながりうる金額ではないためである。この金額を把握するのは困難だが大まかに目星をつけることは可能だ。経済対策の財政的裏付けは補正予算によりなされるが、各経済対策に対応した補正予算をみると、経済対策として支出される一般会計ベースの国費と、それがどのような形で捻出されるかがわかる。岸田政権の時に行われた経済対策の国費は13.1兆円であるが、これは2023年度一般会計補正予算フレームをみると、経済対策以外の支出と合わせて、2022年度の剰余金受入(3.4兆円)、税収および税外収入(1兆円)、公債金(8.9兆円)により捻出されている。剰余金や税収・税外収入は既に国民が政府に支払ったカネであるため、新たに支出されるカネは公債金の8.9兆円である。つまり新たな付加価値としてGDPに影響する金額は8.9兆円ということだ。

本稿執筆時点(11月25日)では、石破政権の経済対策に対応した補正予算フレームは公表されていない。昨年との比較という観点からすれば、8.9兆円をどの程度上回るかといったところがポイントになる。なお、以上の岸田政権の経済対策パッケージには定額減税および給付金(総額5兆円程度)は含まれていないが、定額減税および給付金の財源は予備費で賅われているため、追加の歳出を伴っていない。今回、国民民主党が主張する年収103万円の壁を178万円に引き上げる政策を行うと7兆円～8兆円の税収減(言うまでもなくこれは家計にとっては増収となる)を伴うと政府は試算している。この税収減を公債で全て賅うことになれば、新たな付加価値として7兆円～8兆円がGDPに影響することになる。「トリガー条項」の凍結解除や食料品価格に対する消費税負担を減らすといった政策を行えばさらに家計の可処分所得拡大を後押しして景気刺激効果が大きくなる。景気刺激効果が強まれば税収も増えることになる。財政支出と税収のバランスを考える必要がある。

以上のように財政支出の量的側面に着目するのであれば、①補正予算フレームの中身(公債金の額)、②103万円の壁をどこまで引き上げるか、③その他の可処分所得拡大策がとられるのか否か、④②および③の政策に必要な支出がどのような形で捻出されるかがポイントとなるはずだ。そしてこれらの政策を行うことによる財政への影響も併せてアップデートされることになる。プライマリーバランスの黒字化のタイミングやその後の財政運営についての議論にも変化が生じるだろう。こうした点についても併せて注目したいところだ。

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

図表1:過去の経済対策(兆円)

	時期	財政支出	うち国費 (一般会計)	事業規模	公債金 (一般会計)
国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策	2024年11月	21.9	13.9	39.0	未公表
デフレ完全脱却のための総合経済対策	2023年11月	21.8	13.1	37.4	8.9
物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策	2022年10月	39.0	29.1	71.6	22.9
コロナ克服・新時代開拓のための経済対策	2021年11月	55.7	31.6	78.9	22.6

(注)「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」の財政フレームは、本稿執筆時点(11月25日)では未公表である。

表中の「うち国費(一般会計)」は各経済対策に対応する補正予算フレーム(一般会計)における経済対策への支出額であり、表中の「財政支出」の内数である。

(出所)内閣府資料、財務省各年度予算データから筆者作成。

先週(11月18日(月)~11月22日(金))の振り返り:機械受注(9月)、貿易収支(10月)、消費者物価指数(全国、10月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。機械受注(9月)は、受注額合計(季節調整済み)で2兆8,764億円となり、前月と比べて2.9%の減少となった。内訳をみていくと、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は9月に前月比-0.7%(前月(8月):-1.9%)と3か月連続で減少し8,520億円となった。内閣府は、9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、9月に前月比+13.6%(前月:+33.1%)となり、2か月連続で増加した。「外需」は、9月に同-10.3%(前月:-15.3%)となり、2か月連続で減少した。「代理店」は、9月に前月比+4.9%(前月:-8.7%)となり、2か月ぶりに増加した。

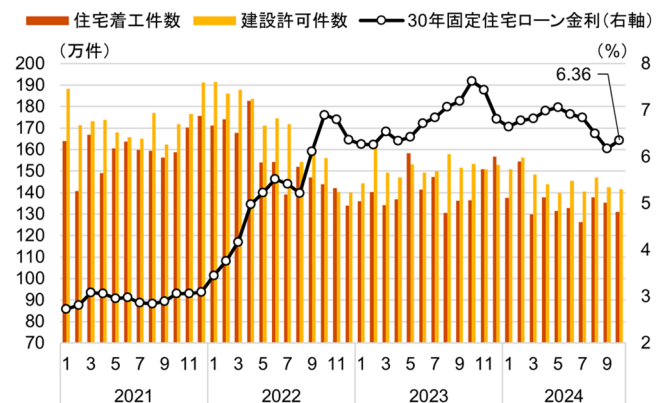
貿易収支(10月)から輸出金額(名目、原数値)をみると9兆4,267億円、前年比+3.1%と2か月ぶりに増加した。欧米向けの自動車関連が弱いものの、アジア向けが改善したことで増加している。品目別では、輸送用機器が前年比-4.4%と3か月連続での減少となった。他方で半導体等製造装置が前年比+42.6%と増加した。輸入金額(同)は9兆8,879億円となり、前年比+0.4%と7か月連続で増加した。原料品が前年比+12.8%、電算機類(含周辺機器)を含む一般機械が前年比+12.5%、医療品を含む化学製品が前年比+5.6%と押し上げた。一方、エネルギー関連の鉱物性燃料は同-11.5%と2か月連続で減少した。貿易収支(同)は-4,612億円となり、4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8兆8,815億円(前月比-0.7%)、輸入が9兆2,392億円(同+0.2%)となり、貿易収支は-3,577億円(同+30.3%)となった。

消費者物価指数(全国、10月)は総合で前年比+2.3%、生鮮除く総合で同+2.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.3%となり、生鮮・エネルギー除く総合では9月から伸びが強まった。食料(酒類除く)およびエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.6%と9月からわずかに減速し、2%を下回って推移している。総合ないし生鮮除く総合でみたインフレ率の減速にはエネルギー価格の減速が影響している。エネルギー価格の前年比は+2.3%と9月から伸びが鈍化した。内訳をみると、電気代、都市ガス代の前年比がそれぞれ9月の+15.2%、+8.3%から10月には+4.0%、+1.2%と減速したことが大きい。また灯油とガソリン価格の前年比は9月の-4.6%、-4.8%から10月は-1.1%、-0.4%と減速が進む。11月、12月は電気・ガス代補助金の縮小・廃止の影響で一時的に伸びは拡大するものの、来年2月以降は再び伸びは縮小することになる。引き続き、政府の政策が大きく影響を及ぼす見込みだ。10月は価格改定の時期であり、値上げ動向が注目された。食料品のうち、「生鮮食品」と「生鮮食品を除く食料」の上昇率は前月比でみると2022年、2023年と大差ないものの、前年比では+2.1%、+3.8%であり、2023年10月の+14.1%、+7.8%、さらに2022年10月の+8.1%、+5.9%と比べて明らかに減速している。サービス価格の伸びはやや高まるものの、力強さには欠ける状況だ。

米国:住宅建築許可件数(10月)、住宅着工件数(10月)、中古住宅販売件数(10月)、フィラデルフィア連銀製造業指数(11月)、PMI(11月)

続いて米国についてみよう。図表2は建築許可件数、住宅着工件数、長期住宅ローン金利として30年固定住宅ローン金利の推移をみたものである。住宅着工件数は2022年4月の183万件、建築許可件数は2022年1月の192万件を付けたのち、ともに緩やかに減少しつつ推移し、2024年10月はそれぞれ131万件、142万件まで減少した。件数の減少の背景には住宅ローン金利の上昇に伴う住宅需要の減少がある。FRBは2024年9月に政策金利を0.5%引き下げ、さらに11月に0.25%の利下げを行った。こうした影響は2024年9月以降、金利の低下という形で反映される一方、住宅需要の下支えや期待インフレ率の上昇を通じ、一定程度金利を押し上げる影響も作用すると見込まれる。おそらく一進一退を繰り返しながら住宅ローン金利が減少する中で建築許可件数、住宅着工件数は緩やかな増加基調を辿ることになるのではないかと。

図表2:住宅建築許可件数、住宅着工件数、30年固定住宅ローン金利の推移



(出所)米 BLS、FRED より筆者作成。

10月の中古住宅販売件数は396万戸(季節調整済、年率換算)となり、2021年7月以来、3年3か月ぶりに前年の実績を上回った。図表の通り、8月および9月の住宅ローン金利の低下が件数増加に寄与した可能性はあるが、住宅ローン金利は10月に再び上昇している。以上からは中古住宅販売件数の増加が一過性でとどまる可能性が高い。

フィラデルフィア連銀製造業指数(11月)は-5.5と10月の+10.3から大幅な落ち込みとなった。個別の指標をみると、新規受注を中心に落ち込みがやや大きかった。6か月後の先行きについての期待指数は56.6となり、10月の36.7から大きく増加した。

総合PMI(11月)は55.3と10月から1.2ポイント上昇し、かつ分水嶺の50を22か月連続で上回る結果となった。新規受注が54.9と10月の52.8から増加していることが背景にある。製造業は48.8と10月から0.3ポイント上昇。縮小ペースの鈍化が続く。サービス業は57.0と10月から2.0ポイント上昇し、拡大ペースは加速している。以上から、足元の米国経済の景況は堅調さを引き続き維持していると言えよう。

ユーロ圏: 貿易収支(9月)、経常収支(9月)、消費者信頼感(11月)、製造業・サービス業PMI(11月)

最後にユーロ圏につき確認しておこう。貿易収支(9月)は125億ユーロのプラスとなった。輸出は前年比+0.6%の2378億ユーロ、輸入は同-0.6%の2253億ユーロである。経常収支(9月、季節調整値)は+370億ユーロとなり、8月からわずかに増加した。消費者信頼感(11月)は-13.7となり、10月の-12.5から1.2ポイント悪化した。2022年9月を底にトレンドとしては改善基調にあるものの、2023年9月の1.7ポイント悪化以来の大幅な落ち込みである。来月以降再び改善基調に戻るかどうかは心配なところである。PMI(11月)の結果は製造業、サービス業含めた総合で48.1と10月の50を下回って悪化へと転じた。製造業は45.2と10月の46.0を引き続き下回る結果となり、サービス業は49.2と10月の51.6から大きく下回って分水嶺の50も下回り10か月ぶりの水準まで低下した。以上の通り、サービス業の大幅悪化が目立つ内容であり、景気後退が本格化していると判断できよう。ECBが12月会合で大規模な利下げに踏み込む可能性は強まっている。

今週(11月25日(月)~11月29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25日(月)に企業向けサービス価格指数、そして29日(金)には完全失業率、有効求人倍率、鉱工業生産、商業動態統計が公表される。これらは随時 Daily Macro Economic Insights でもまとめる予定だ。併せて住宅着工件数、消費者態度指数、東京都区部消費者物価指数も公表される。これら3つの統計の中では特に東京都区部消費者物価指数の動向が注目だ。米国についても様々な統計が公表される予定だが、特に10月の個人消費とPCEデフレーターの結果が注目である。10月CPIの結果と同様、伸びが再び高まる形となるか。ユーロ圏では消費者信頼感の11月確定値および11月の消費者物価指数が、中国では11月の製造業PMIの最新値が公表される予定である。中国については既往の経済対策の影響が強まるのかが注目点である。

図表3:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
11/25 (月)	・ 企業向けサービス価格指数(10月)		
11/26 (火)			
11/27 (水)		・ 新築住宅販売件数(10月) ・ CB消費者信頼感指数(11月) ・ リッチモンド連銀製造業指数(10月) ・ GDP改定値(2024年7-9月期) ・ 耐久財受注(10月)	
11/28 (木)		・ 個人消費(10月) ・ PCEデフレーター(10月)	・ ユーロ圏消費者信頼感 (11月確定値)
11/29 (金)	・ 完全失業率・有効求人倍率(10月) ・ 消費者物価指数(東京都区部、11月) ・ 鉱工業生産(10月) ・ 商業動態統計(10月) ・ 住宅着工件数(10月) ・ 消費者態度指数(10月)		・ ユーロ圏消費者物価指数 (HICP、11月) ・ 中国製造業PMI (11月、30日公表)

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

藺田 直孝

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

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.