

Monthly Economist Report

2025 年 9 月

円安・株高だが実体経済の動きは弱めの動き

目次

I. 2025 年 9 月のまとめ： 円安・株高だが実体経済の動きは弱めの動き.....	2
II. Daily Macro Economic Insights.....	3
1. 日銀短観 (2025 年 9 月)	3
2. 景気動向指数 (2025 年 7 月速報)	5
3. 国際収支統計 (2025 年 7 月)	7
4. 貿易収支 (通関統計) (2025 年 8 月)	9
5. 機械受注統計 (2025 年 7 月)	11
6. 消費者物価指数 (2025 年 8 月)	13
7. 鉱工業生産 (2025 年 8 月速報)	15
8. 商業動態統計 (2025 年 8 月速報)	17
9. 一般職業紹介・労働力調査 (2025 年 8 月)	19
III. Weekly Macro Economic Insights	21
1. 中央銀行はどの程度テイラールールから逸脱できる／すべきなのか (9 月 1 日 (月) ~ 9 月 5 日 (金))	21
2. 石破首相退陣表明・4-6 月期 (2 次速報) を受けた経済見通し (9 月 8 日 (月) ~ 9 月 12 日 (金))	25
3. 9 月の日米金融政策のポイント (9 月 15 日 (月) ~ 9 月 19 日 (金))	29
4. 自民党総裁選と日本経済のゆくえ (9 月 22 日 (月) ~ 9 月 26 日 (金))	33
5. 米 GDP でデータセンター項目新設、AI 投資動向と日本企業の勝ち筋 (9 月 29 日 (月) ~ 10 月 3 日 (金))	37

I. 2025 年 9 月のまとめ：円安・株高だが実体経済の動きは弱めの動き

日本経済の足元の動向を確認していこう。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+1.4%、前月比+1.7%となった。可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7 月は前年比-4.9%と 2 か月連続の減少となった。一方、8 月の商業動態統計では、名目の小売業販売額は前月比-1.1%となり、2 か月連続で減少した。また、実質化した小売業販売額は物価高を反映して 2025 年 4 月以降減少傾向にあり、足元では頭打ちから下落の状況にある。次に設備投資動向をみておこう。7 月の機械受注統計では、「船舶・電力を除く民需」(コア受注)が前月比-4.6%と 2 か月ぶりに減少した。「外需」は、7 月に同-8.4%(前月:同+8.8%)と 2 か月ぶりに減少した。3 月以降、増減を繰り返しつつ横ばいの動きとなっている。次に 8 月の鉱工業生産は、前月比-1.2%と 2 か月連続で減少した。9 月の生産計画は前月比+4.1%と上昇が見込まれており、生産実績とのズレを考慮した補正值でも同+2.3%と上昇が見込まれている。次に対外関係に目を向けると、8 月の貿易収支では、名目輸出金額は前年比-0.1%となり、4 か月連続で減少した。輸出数量は、前年比-3.9%と 5 か月ぶりに減少した。関税の影響を受けている自動車輸出は、8 月に前年比-7.9%となった。1~3 月に駆け込み輸出で増加の後、4~8 月は 5 か月連続で減少した。地域別にみると、米国向けは前年比寄与度-9.5%ポイントと減少の大半を占めている。なお、8 月の自動車の輸出平均価格は 355.7 万円、前年比-20.9%となっている。前年からは下落したものの、前月(7 月)よりは価格が上昇している。今後、価格を引き上げるかどうか注目される。

以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。9 月の日銀短観における業況判断 DI(「良い」-「悪い」)は大企業製造業で 14 と 6 月から 1 ポイント改善した。大企業非製造業は 34 と横ばいであった。以上の製造業の業況改善、非製造業の業況維持を受けて、大企業全産業は 24 と 6 月から 1 ポイント改善した。販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」-「下落」)をみると、大企業の販売価格判断、仕入価格判断はともに下降した。先行はやや上昇する見通しだ。中小企業では最近の判断は低下、先行きは上昇といった結果になった。7 月の景気動向指数における一致指数は 105.9 となった。6 月から 2.6 ポイント上昇して 2 か月ぶりに下降した。物価面をみると、8 月の国内企業物価指数は前月比-0.2%(前年比+2.7%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+0.2%(前年比-0.3%)、契約通貨ベースで同-0.1%となった。8 月の消費者物価指数(全国)は総合で前年比+2.7%、生鮮除く総合で同+2.7%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.3%となり、総合、生鮮除く総合では 4 か月連続で伸びが弱まった。また食料(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、1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。エネルギー価格の前年比は-3.3%と 7 月の同+0.3%からさらに減速した。内訳をみると、電気代、灯油の前年比が-7.0%、-5.0%と政府による電気・都市ガス代の補助の復活により先月からさらにマイナス度合いを強めたことが影響している。なお、食料については、生鮮野菜は前年比+2.1%、野菜・海藻は同+4.1%といった形で先月よりも伸びは明確に弱まっているほか、米を中心とした穀類も同+22.7%と 20%を上回る価格上昇率を維持しているものの、6 月以降伸びは鈍化している。食料全体としては前年比+7.2%と引き続き伸びは高く、注意は必要であるが、一旦はピークを過ぎたとも解釈できよう。

高市新総理による拡張的な財政・金融政策、投資拡大への期待から円安・株高となっているものの、実体経済では弱めの動きが続いている。今後の政策対応が消費・投資拡大につながるかが注目される。

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	実質所得の動きは鈍く、政府から可処分所得を増やす政策が期待される状態。長期金利上昇が進み、企業の借り入れ環境が悪化している。	2025 年 4-6 月期の実質 GDP は消費を中心に上方修正された。9 月に利下げに転じたが、雇用減速がつかめず消費への影響の有無が注目される。	欧州では物価高を受けた消費の低迷、中国では不動産不況に伴う需要の低迷といった構図に加えて、米国からの関税引き上げにより米国向け輸出が急減している。
物価	食料・エネルギー主導の物価上昇が継続、需要の弱さを反映した欧米型コアは前年比 2%以下で推移している。	関税の影響は、輸出元企業による輸出価格引き下げで吸収され、現状では消費者物価には反映されていない。	ユーロ圏の食料・エネルギーを除く総合 CPI は前年比+2.3%で横ばい。中国 CPI の欧米型コアは同+0.9%で上昇した
政策	所得税・消費税、エネルギー関連での減税が期待される一方、財政拡大による長期金利の動向も注目される。	関税の不透明感は低下しているものの、財政政策は景気刺激に不足している。利下げが継続するか注目される。	ユーロ圏は 7 月の利下げで打ち止めとなる見込みが高まる。中国は追加対策の効果がみられていない。
先行き	米国の関税引き上げを受けた輸出価格の引き下げを受けて、企業の売上・利益が減少した。今後、米国経済・価格戦略により景気動向に影響を与えよう。	関税引き上げが消費者物価に転化され、物価上昇を受けた需要減少により、スタグフレーション的な状況となり政策対応が困難となるリスクがある。	ユーロ圏は関税引き上げの影響もあり、年内の追加利下げはなしの方向。中国の追加の経済対策でも内需回復は困難で、さらに輸出減少が顕在化している。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 日銀短観(2025 年 9 月)

トランプ関税の影響が懸念される中、企業の業況は概ね堅調に推移

業況判断は大企業全産業でわずかに増加、業種別にみると、製造業は改善、非製造業は横ばい

日本銀行から短観(2025 年 9 月)が公表された。回答期間は 8 月 27 日～9 月 30 日、企業が想定する 2025 年度の為替レートは 1ドル=145.68 円(上期 145.94、下期 146.41)と 2024 年度の想定為替レート 148.44 円と比べると円高の見立てである。1ドル=147 円台で推移する足元の為替レートの動向と比べても、やや円高気味で企業が想定していることがわかる。

図表 1 は今回の結果の概要についてまとめている。まず業況判断 DI(「良い」-「悪い」)は大企業製造業で 14 と 6 月から 1 ポイント改善した。業種別にみると、窯業・土石、造船・重機等、電気機械といった産業で改善している。悪化が進んだのは鉄鋼、木材・木製品、石油・石炭製品である。大企業非製造業は 34 と横ばいであった。建設、物品賃貸、情報サービス、電気・ガスといった産業を中心に改善している。悪化したのは宿泊・飲食サービス、通信、運輸・郵便、不動産である。以上の製造業の業況改善、非製造業の業況維持を受けて、大企業全産業は 24 と 6 月から 1 ポイント改善した。

販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」-「下落」)をみると、大企業の販売価格判断、仕入価格判断はともに下降した。先行はやや上昇する見通しだ。中小企業では最近の判断は低下、先行きは上昇といった結果になった。

図表 1: 日銀短観の概要

		業況判断						販売価格判断				仕入価格判断			
		大企業			中小企業			大企業		中小企業		大企業		中小企業	
		全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業
2022年	3	11	14	9	-6	-4	-6	24	13	23	12	58	35	70	48
	6	11	9	13	-2	-4	-1	34	19	35	21	65	43	79	58
	9	11	8	14	0	-4	2	36	23	37	23	65	49	77	59
	12	13	7	19	4	-2	6	41	28	38	26	66	53	76	60
2023年	3	10	1	20	3	-6	8	37	29	37	27	60	48	72	60
	6	13	5	23	5	-5	11	34	28	36	27	52	44	66	57
	9	17	9	27	5	-5	12	32	27	30	27	48	43	61	58
	12	21	12	30	9	1	14	26	26	26	25	43	41	56	54
2024年	3	22	11	34	7	-1	13	25	27	26	26	42	43	56	53
	6	22	13	33	7	-1	12	29	29	30	28	47	47	61	55
	9	23	13	34	8	0	14	26	29	29	26	41	46	57	53
	12	23	14	33	10	1	16	25	29	29	27	39	44	58	53
2025年	3	23	12	35	10	2	16	28	32	27	30	41	48	57	57
	6	23	13	34	10	1	15	25	34	27	30	39	45	54	54
	9	24	14	34	9	1	14	24	28	25	28	38	41	52	52
	先行き	21	12	28	5	-1	10	25	32	31	33	39	46	56	57

		国内での製商品・サービス需給判断				雇用人員判断				生産・営業用設備判断		資金繰り判断		金融機関の貸出態度判断	
		大企業		中小企業		大企業		中小企業		全規模		全規模		全規模	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業
2022年	3	1	-9	-12	-14	-10	-18	-21	-32	0	-1	11	9	18	17
	6	2	-7	-10	-11	-10	-22	-19	-33	1	-1	10	12	17	18
	9	0	-8	-10	-10	-11	-26	-22	-38	0	-3	9	12	16	17
	12	0	-7	-12	-9	-14	-28	-24	-41	1	-4	7	12	16	17
2023年	3	-4	-5	-14	-9	-14	-33	-24	-43	1	-4	5	11	14	17
	6	-9	-5	-18	-9	-13	-34	-21	-43	1	-4	7	14	15	17
	9	-9	-4	-21	-10	-15	-36	-21	-44	2	-4	7	13	14	17
	12	-9	-3	-20	-10	-16	-37	-23	-47	2	-4	6	13	14	16
2024年	3	-11	-1	-20	-9	-17	-37	-24	-47	2	-4	7	13	14	17
	6	-10	-1	-20	-9	-18	-39	-23	-45	2	-4	8	15	13	16
	9	-8	1	-20	-8	-19	-39	-23	-47	3	-4	9	14	14	15
	12	-10	1	-20	-8	-18	-39	-24	-48	2	-4	9	13	14	15
2025年	3	-9	0	-19	-8	-17	-39	-24	-48	1	-4	7	12	13	14
	6	-10	0	-18	-9	-18	-39	-23	-46	1	-4	8	13	12	14
	9	-10	2	-18	-9	-19	-39	-25	-46	1	-5	7	13	12	14
	先行き	-9	0	-18	-9	-22	-40	-31	-50	-1	-6	—	—	—	—

出所：日本銀行「短観」より筆者作成。

国内での製商品・サービス需給判断(「需要超過」―「供給超過」)は大企業製造業で－10と6月調査から変わらず、大企業非製造業は2とわずかに拡大した。中小企業製造業は－18と変わらず、中小企業非製造業も－9と変化はなかった。製造業・非製造業ともに需給バランスは6月調査から変わっていない模様だ。

雇用人員判断、生産・営業用設備判断(「過剰」―「不足」)をみると、雇用人員判断は大企業製造業で－19、大企業非製造業で－39と雇用不足の状況が続く。投資の需給動向を示す生産・営業用設備判断は製造業は1と変わらず、非製造業は－5と不足度合いが強まった。雇用・設備は概ね2019年半ば頃の状況にあると判断できよう。

企業金融の動向として、資金繰り判断(「楽である」―「苦しい」)、金融機関の貸出態度判断(「緩い」―「厳しい」)をみると、資金繰り判断は製造業で7、非製造業は13であった。金融機関の貸出態度判断は製造業は12、非製造業は14となり、資金繰り判断・貸出判断態度ともに、大きな変化は観察されない。

借入金利水準判断は製造業が48、非製造業が49とやや低下した。借入金利水準判断(全産業)は2024年9月以降大きく上昇しており、2025年3月調査までは上昇の動きが加速していたが、6月以降は落ち着いている。利上げの動きが一服する中、足元での企業金融を取り巻く環境は安定的に推移している。

製造業と非製造業で異なる需給判断、価格判断、物価見通しの動き

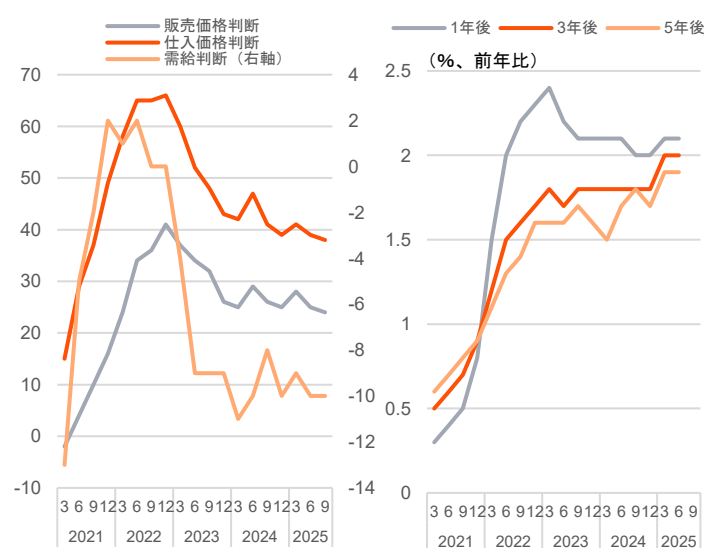
企業の物価見通しは全規模・全産業で1年後が2.4%、3年後が2.4%、5年後が2.4%となった。5年後のみ前回調査から0.1%ポイント上昇したが、2%台前半の伸びで安定して推移している。

図表2は大企業製造業が直面している価格判断と需給判断、企業の物価見通しについてまとめている。2023年以降、需給判断DIが再びマイナス(供給超過)に突入する中で、販売価格判断・仕入価格判断は低下し、企業の物価見通しも落ち着いていた。9月も需給判断の悪化は継続し、引き続きマイナスが続く状態。その中で価格判断や企業の物価見通しが2%程度に落ち着きつつある。

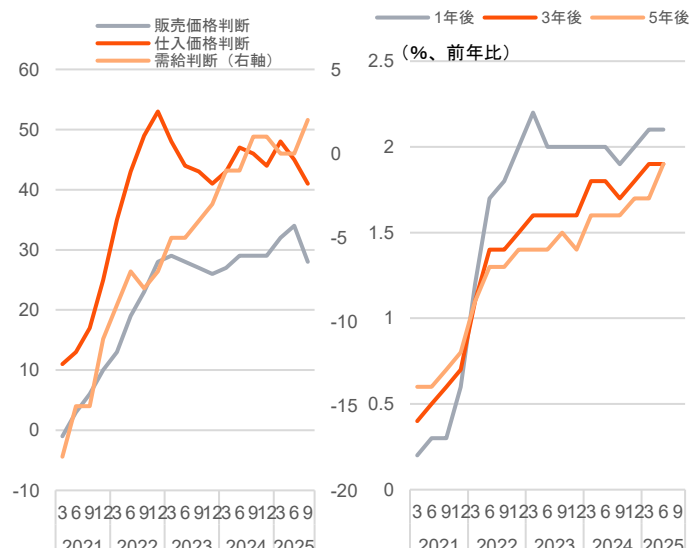
図表3は大企業非製造業について、価格判断と需給判断の動きと物価見通しを比較したものである。図表2と同様、価格判断は9月に入り鈍化している。一方で需給判断をみると、2025年3月時点では一旦ピークアウトしたかと思われたが、その後再び需給バランスのタイト化が進んでいることがうかがわれる。こうした状況を踏まえてか、企業の物価見通しも緩やかに上昇を続けている状況である。トランプ関税の影響が顕在化するにつれ、製造業の物価見通しが下振れするの否か、非製造業の需給バランスのタイト化がさらに進み、物価見通しが上振れするの否か、こうした点は今後の注目材料と言えるだろう。

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

図表2: 価格判断と需給判断、企業の物価見通し
(大企業製造業)



図表3: 価格判断と需給判断、企業の物価見通し
(大企業非製造業)



出所: 日本銀行「短観」より筆者作成。

2. 景気動向指数(2025 年 7 月速報)

一致指数の判断は「下げ止まり」となったが、先行きは引き続き要警戒

7 月 CI 一致指数は 2.6 ポイントの大幅悪化、先行きは予断を許さず

内閣府から 2025 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 105.9、一致指数 113.3、遅行指数 114.2 となった。先行指数は 6 月から 0.8 ポイント上昇し 3 か月連続の上昇、一致指数は 6 月から 2.6 ポイント下降して 2 か月ぶりの下降、遅行指数は 6 月から 0.8 ポイント上昇して 2 か月連続の上昇となった。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 0.34 ポイント上昇して 4 か月ぶりの上昇、7 か月後方移動平均は 0.23 ポイント上昇し、11 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「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 月の前月差はマイナスとなった。マイナスとなったのは、一致指数を構成する 10 指標のうち生産指数、鉱工業用生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数、商業販売額、有効求人倍率、輸出数量指数が減少したことが影響している。トランプ関税の影響が今後本格化していく中、特に鉱工業生産の改善が続くかどうかは予断を許さない状況である。

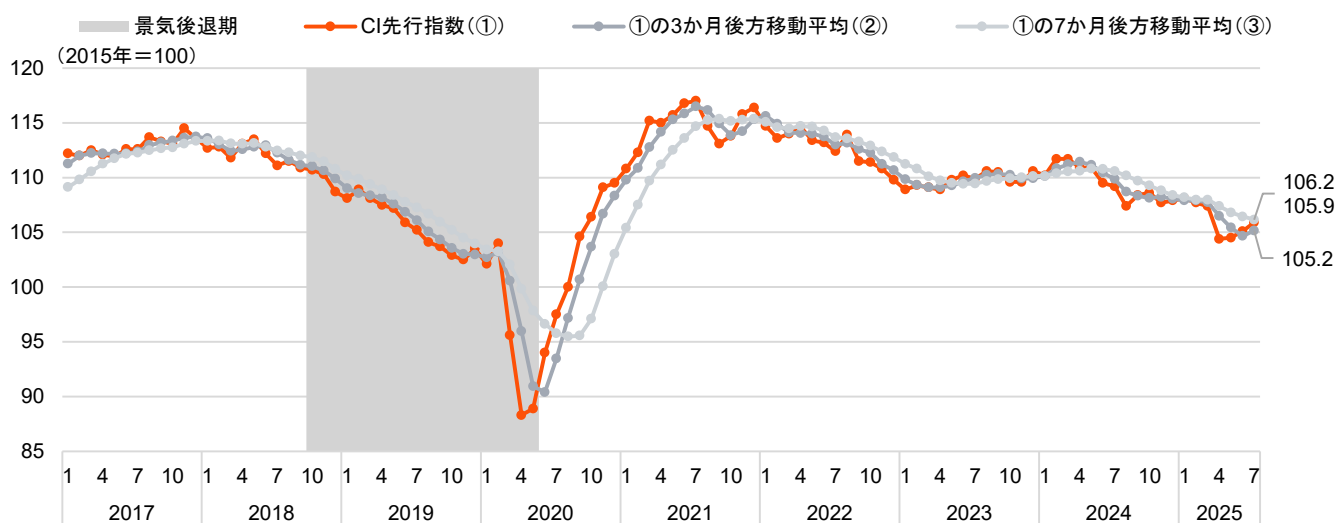
図表 1: 一致指数の推移とその内訳

		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									
2023年	3	114.7	0.10	0.06	-0.06	0.28	0.08	-0.05	-0.04	-0.12	0.13	-0.10	-0.07
	4	114.8	0.10	0.04	-0.08	0.10	0.00	-0.10	-0.19	-0.12	0.15	0.03	0.20
	5	115.4	0.60	-0.14	-0.09	0.20	0.22	0.05	0.07	0.13	0.15	0.03	0.04
	6	115.3	-0.10	0.12	0.17	-0.05	-0.16	-0.05	-0.02	-0.23	0.15	-0.10	0.05
	7	115.2	-0.10	-0.20	-0.12	-0.23	-0.08	-0.24	0.15	0.09	0.30	-0.09	0.27
	8	115.4	0.20	-0.05	0.18	0.04	0.10	-0.01	0.00	0.05	0.29	0.04	-0.40
	9	115.9	0.50	0.02	0.02	0.06	-0.04	-0.08	-0.08	-0.05	0.29	0.05	0.28
	10	115.8	-0.10	0.17	-0.08	-0.06	0.08	0.09	-0.22	0.09	-0.04	-0.09	-0.07
	11	114.9	-0.90	-0.08	0.07	0.05	-0.08	-0.13	0.14	-0.10	-0.04	-0.22	-0.45
	12	116.0	1.10	0.16	0.02	0.12	0.14	0.45	-0.31	0.06	-0.04	0.05	0.44
2024年	1	113.0	-3.00	-0.63	-0.59	-0.77	-0.40	-0.48	-0.03	0.05	0.07	0.05	-0.26
	2	112.8	-0.20	0.05	-0.24	-0.17	0.24	-0.18	0.27	0.17	0.07	-0.08	-0.36
	3	113.8	1.00	0.47	0.21	0.21	-0.04	0.31	-0.32	-0.27	0.07	0.18	0.25
	4	114.6	0.80	-0.08	-0.05	0.12	-0.04	-0.04	0.09	0.53	0.28	-0.08	0.04
	5	115.7	1.10	0.15	0.36	0.21	0.28	-0.06	0.08	0.14	0.28	-0.08	-0.29
	6	114.7	-1.00	-0.16	-0.33	-0.04	-0.18	-0.31	0.11	-0.40	0.27	-0.08	0.13
	7	115.8	1.10	0.25	0.23	-0.04	-0.02	0.11	-0.11	0.60	-0.18	0.18	0.05
	8	114.1	-1.70	-0.27	-0.40	-0.07	0.06	-0.14	0.04	-0.55	-0.19	-0.08	-0.08
	9	114.4	0.30	0.10	0.32	0.22	-0.14	-0.11	-0.25	-0.08	-0.19	0.18	0.26
	10	115.9	1.50	0.25	-0.12	0.23	0.18	0.39	0.06	0.34	0.25	0.05	-0.11
	11	115.3	-0.60	-0.23	-0.17	-0.17	-0.06	-0.09	0.16	-0.10	0.24	0.04	-0.23
	12	116.4	1.10	-0.04	0.09	0.04	0.08	0.09	0.07	0.00	0.24	0.04	0.53
2025年	1	116.4	0.00	-0.15	0.36	0.16	-0.18	-0.41	0.10	0.24	0.09	0.16	-0.42
	2	117.1	0.70	0.32	-0.01	0.16	0.10	0.50	-0.33	-0.37	0.10	-0.26	0.51
	3	115.9	-1.20	0.03	-0.46	-0.56	-0.41	-0.27	0.19	0.11	0.10	0.28	-0.26
	4	115.8	-0.10	-0.16	0.21	0.22	0.24	-0.26	0.05	-0.12	-0.09	-0.01	-0.17
	5	115.6	-0.20	-0.02	-0.15	0.17	0.19	0.33	-0.16	-0.17	-0.08	-0.31	-0.01
	6	115.9	0.30	0.25	-0.13	-0.11	-0.09	0.21	0.00	0.20	-0.08	-0.31	0.40
	7	113.3	-2.60	-0.30	-0.16	-0.60	0.01	-0.82	-0.21	-0.20	0.16	-0.04	-0.48

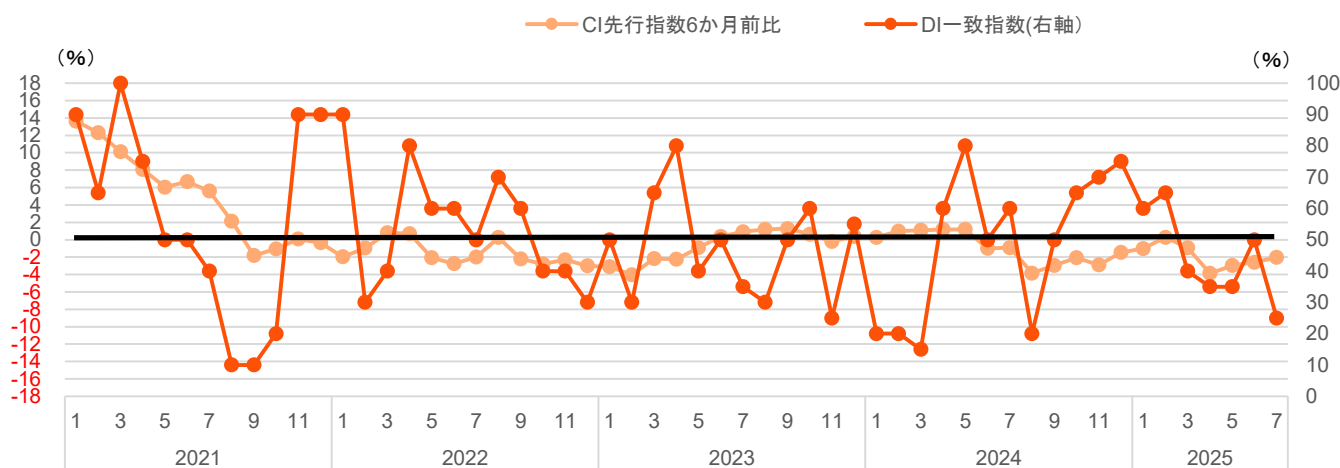
出所：内閣府より筆者作成。

7月の先行指数は5月、6月に続き0.8ポイント上昇した(図表2)。2020年4月以来の大幅減となった4月からやや戻した格好である。引き続き先行指数の増加が続く中で、3か月後方移動平均、7か月後方移動平均で見ても拡大基調が明確になることが必要だ。まだそうした局面には至っていない。

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(2025 年 7 月)

経常収支のプラス幅縮小傾向、貿易・サービス収支のマイナス幅拡大

財務省から、2025 年 7 月の国際収支統計が公表された。7 月の経常収支(季節調整値、以下同)は、1 兆 8,828 億円(前月比－5, 151 億円)と減少した(図表 1)。原数値では＋2 兆 6,843 億円(前年同月比－6,354 億円)となった。

輸出(原数値)は 9 兆 63 億円(前年同月比－4,597 億円)と減少した。商品別には自動車、鉄鋼、自動車の部分品が減少した。地域別では対北米・中南米向けで減少した。米国の関税引き上げの影響が出ている。輸入(原数値)は 9 兆 1,956 億円(同－7,297 億円)と減少した。商品別では原粗油、石炭、液化天然ガスが減少した。地域別ではアジア、中東からの輸入が減少した。原油価格(財務省算出値)は、ドルベースでは 71.28 米ドル／バレル(前年同月比－19.0%)、円ベースでは 65,297 円／キロリットル(同－26.2%)とそれぞれ減少した。

原数値でみたサービス収支は 7 月に－6,956 億円(前年差－1,142 億円)とマイナス幅が拡大した。7 月の訪日外国人旅行者数は 343 万 7,000 人(前年比＋4.4%)、出国日本人数は 120 万 5,500 人(前年比＋14.9%)と増加している。

原数値でみた第一次所得収支は、＋4 兆 746 億円(前年差－5, 347 億円)とプラス幅が縮小した。直接投資収益が黒字幅を縮小したこと等から、第一次所得収支は黒字幅を縮小した。季節調整値では＋3 兆 1,736 億円(前月差＋907 億円)となった。

季節調整済み値でみると、輸出減少、サービス収支のマイナス幅拡大が経常収支減少に寄与した。

図表 1:経常収支(名目・季節調整値)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						
2023年度		90,941	▲ 232,681	▲ 178,716	997,898	1,176,615	▲ 53,964	353,971	▲ 30,349
2024年度		261,664	▲ 69,174	▲ 36,866	1,020,694	1,057,560	▲ 32,307	373,388	▲ 42,550
2025年度		303,771	▲ 66,247	▲ 40,480	1,062,390	1,102,870	▲ 25,767	417,114	▲ 47,095
	前年差	42,107	2,927	▲ 3,614	41,696	45,310	6,540	43,726	▲ 4,545
2024年	5月	24,625	▲ 7,830	▲ 4,279	87,061	91,340	▲ 3,551	35,602	▲ 3,147
	6月	21,497	▲ 6,752	▲ 4,030	89,542	93,571	▲ 2,722	32,135	▲ 3,886
	7月	28,305	▲ 7,186	▲ 4,023	90,894	94,917	▲ 3,163	38,177	▲ 2,686
	8月	29,670	▲ 4,651	▲ 2,322	87,612	89,934	▲ 2,329	38,808	▲ 4,487
	9月	14,514	▲ 6,759	▲ 3,151	86,938	90,089	▲ 3,608	25,874	▲ 4,600
	10月	23,545	▲ 1,772	▲ 1,452	87,677	89,129	▲ 321	30,051	▲ 4,734
	11月	29,716	356	567	87,260	86,693	▲ 211	33,858	▲ 4,498
	12月	28,823	190	704	90,353	89,648	▲ 514	32,527	▲ 3,894
2025年	1月	20,214	▲ 16,738	▲ 15,289	85,180	100,469	▲ 1,449	40,980	▲ 4,028
	2月	29,260	▲ 932	2,299	95,949	93,650	▲ 3,231	33,371	▲ 3,179
	3月	27,883	▲ 5,189	▲ 2,074	90,469	92,543	▲ 3,115	37,524	▲ 4,452
	4月	23,068	▲ 3,279	▲ 1,560	87,889	89,449	▲ 1,719	30,968	▲ 4,621
	5月	28,181	▲ 1,745	▲ 1,390	85,932	87,322	▲ 355	35,385	▲ 5,459
	6月	23,979	▲ 70	1,209	88,494	87,285	▲ 1,279	30,829	▲ 6,779
	7月	18,828	▲ 7,289	▲ 2,782	85,638	88,421	▲ 4,507	31,736	▲ 5,618
	前月差	▲ 5,151	▲ 7,219	▲ 3,991	▲ 2,856	1,136	▲ 3,228	907	1,161

出所:財務省「国際収支状況」より筆者作成。

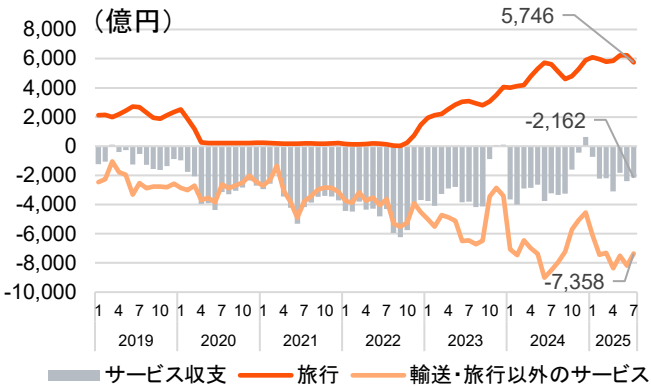
サービス収支のマイナス幅が縮小

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。7月のサービス収支は-2,162億円(前月比+242億円)とマイナス幅が縮小した。内訳をみると、旅行収支は+5,746億円(同-486億円)となった。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」収支は-7,358億円(同+836億円)と2か月ぶりにマイナス幅が縮小した。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～+3,500億円程度で推移していた。7月は+2,325億円(同-66億円)となった。2,000億円台での推移となっている。
- ② 7月の保険・年金サービスは、-2,771億円(前月比-8億円)となった。2019年1月の-453億円から、2024年10月の-2,748億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大していた。その後4か月連続でマイナス幅が縮小していたが、足元では再びマイナス幅が拡大傾向にある。
- 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～-2,500億円程度の間で推移していた。7月は-1,903億円(同+227億円)となった。ややマイナス幅が大きめに縮小した。
- ④ その他業務サービスは、-1,200億～-5,800億円程度で推移している。7月は-4,596億円(同+842億円)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-1,087億円(前月比-59億円)とマイナス幅が拡大した。過去最大のマイナス幅となった。研究開発は-1,429億円(同-41億円)となった。専門・経営コンサルティングは-2,083億円(同+37億円)となった。趨勢的には2021年以降のマイナス幅は拡大傾向にある。

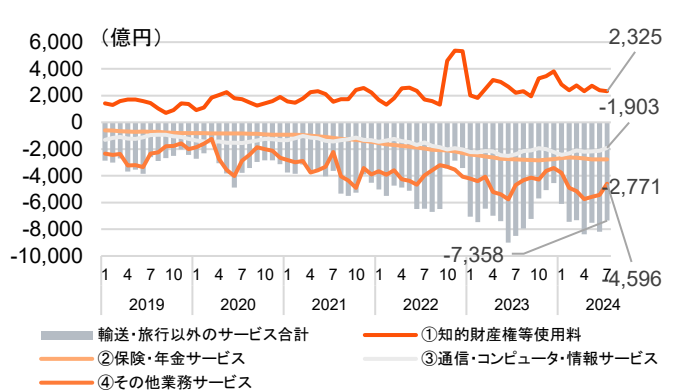
(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 2: サービス収支の推移 (3か月移動平均)



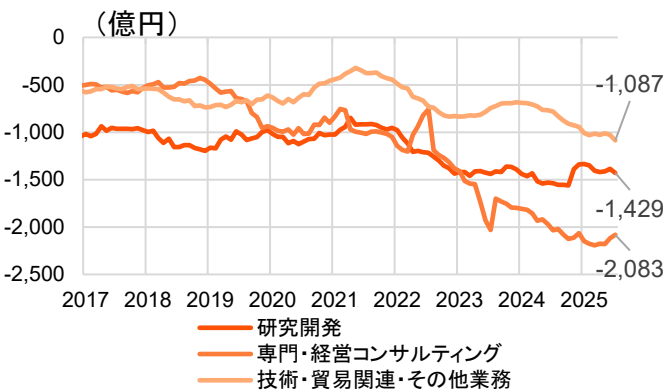
出所:財務省「国際収支状況」、日本銀行「国際収支統計」より筆者作成。

図表 3: 輸送・旅行以外のサービス収支推移 (3か月移動平均)



出所:財務省「国際収支状況」、日本銀行「国際収支統計」より筆者作成。

図表 4: その他業務サービスの内訳 (12か月移動平均)



出所:財務省「国際収支状況」、日本銀行「国際収支統計」より筆者作成。

4. 貿易収支(通関統計)(2025 年 8 月)

輸出数量が減少に転じる、米中向けが 1 割以上減少

輸出金額が 4 か月連続で減少、米中向け輸出減少が継続

財務省から、2025 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 4,252 億円、前年比－0.1%となり、4 か月連続の減少となった。品目別では、自動車、鉄鋼、自動車部品で減少した。商品別にみると、輸送用機器は前年比－5.9%(寄与度－1.2%ポイント)となり、輸出を押し下げた。一般機械は同－1.3%(寄与度－0.2%ポイント)となった。電算機類の部分品、金属加工機械、ポンプ・遠心分離機、建設用・鉱山業機器で減少した。電気機器は前年比＋0.1%(寄与度＋0.0%ポイント)となり、うち半導体等電子部品は増加したが、音響映像機器等で減少した。輸入金額(同)は 8 兆 6,677 億円となり、前年比－5.2%と 2 か月連続の減少となった。エネルギー関連の鉱物性燃料は同－19.6%(寄与度－2.2%ポイント)と 7 か月連続で減少した。医薬品が減少した化学製品は前年比－18.9%(寄与度－2.2%ポイント)となった。貿易収支(原数値)は－2,425 億円となり、2 か月連続でマイナスとなった。なお、季節調整済み値では輸出が 8 兆 9,167 億円(前月比－0.1%)、輸入が 9 兆 668 億円(同＋1.6%)となり、貿易収支は－1,501 億円(同－48.7%)となった。

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－2.1%となり、5 か月連続での減少となった。商品別には、輸送用機器が前年比－22.8%(寄与度－7.9%ポイント)と減少の半分程度を占めた。高い関税のかかる自動車、同部品の落ち込みが大きかった。また、半導体等製造装置を含む一般機械が－17.6%(寄与度－4.2%ポイント)と大きな落ち込みとなった。8 月の EU 向けは前年比＋5.5%となり、2 か月ぶりに増加した。商品別では輸送用機器、一般機械で増加した。中国向けは、8 月に前年比－0.5%となり 6 か月連続で減少した。輸送用機器、電気機器、原料別製品が減少した。中国以外のアジア向けは、前年比＋2.7%となり 20 か月連続で増加となった。

図表 1:貿易収支の推移

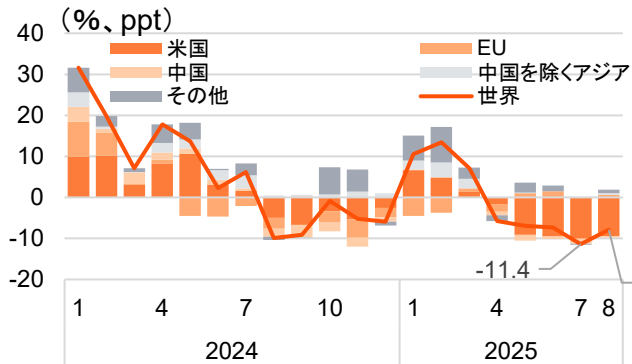
		名目(兆円)			名目・前年比(%)												
		輸出総額			輸入総額												
														地域別			
					輸出	輸入	収支	米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械	電気機器	鉱物性燃料	電気機器	化学製品
2023 年	8月	8.0	8.9	▲1.0	▲0.8	5.1	12.7	▲11.0	▲7.6	25.6	▲9.6	0.2	▲17.7	▲35.9	▲6.1	▲15.5	
	9月	9.2	9.2	0.0	4.3	13.0	12.9	▲6.2	▲3.3	21.2	▲1.4	▲4.0	▲16.2	▲38.0	▲7.6	▲21.8	
	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	13.7	29.3	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.6	▲22.4	▲8.6	▲12.2	
	2月	8.2	8.7	▲0.4	7.8	18.4	14.6	2.5	2.2	20.1	3.7	7.7	0.8	▲14.2	0.4	▲7.8	
	3月	9.5	9.1	0.3	7.4	8.5	3.0	12.6	3.8	10.6	3.9	9.9	▲4.7	▲11.5	▲3.1	▲8.9	
	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	5.8	1.5	▲1.7	
	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	1.0	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	3.2	▲2.2	1.9	1.5	
	7月	9.6	10.2	▲0.6	10.2	7.3	▲5.3	7.2	19.4	5.7	5.0	14.2	16.5	12.1	13.4	22.4	
	8月	8.4	9.1	▲0.7	5.5	▲0.7	▲9.1	5.1	14.7	▲5.1	7.9	8.7	2.2	0.6	▲4.3	12.4	
	9月	9.0	9.3	▲0.3	▲1.8	▲2.4	▲9.0	▲7.3	4.2	▲7.5	▲3.3	0.8	1.9	▲3.6	2.5	2.7	
	10月	9.4	9.9	▲0.5	3.1	▲6.2	▲11.3	1.4	11.0	▲4.4	2.2	0.4	0.5	▲11.4	0.2	5.6	
	11月	9.2	9.3	▲0.1	3.8	▲8.0	▲12.5	4.1	11.5	▲6.0	5.1	1.0	▲3.8	▲18.1	▲2.7	▲1.6	
	12月	9.9	9.8	0.1	2.7	▲2.1	0.5	▲3.2	10.7	▲7.6	3.7	4.7	1.8	▲8.4	▲7.0	2.1	
2025 年	1月	7.9	10.6	▲2.7	7.3	8.1	▲15.0	▲6.1	12.1	12.0	0.8	▲0.6	16.3	4.0	18.3	26.1	
	2月	9.2	8.6	0.6	11.4	10.5	▲7.7	14.0	16.5	11.7	11.6	9.7	▲0.7	▲11.1	6.7	6.1	
	3月	9.9	9.3	0.6	4.0	3.1	▲1.1	▲4.8	11.1	4.2	3.7	1.4	1.9	▲12.5	10.6	11.3	
	4月	9.2	9.3	▲0.1	2.0	▲1.8	▲5.2	▲0.6	9.3	▲5.9	▲0.5	6.1	▲2.2	▲13.0	2.8	0.7	
	5月	8.1	8.8	▲0.6	▲1.7	▲11.0	4.9	▲8.8	5.5	▲8.1	3.1	▲3.5	▲7.7	▲20.7	▲4.1	5.8	
	6月	9.2	9.0	0.2	▲0.5	▲11.4	3.6	▲4.7	9.3	▲3.6	1.7	▲3.2	0.2	▲19.1	9.2	4.7	
	7月	9.4	9.5	▲0.1	▲2.6	▲10.1	▲3.4	▲3.5	1.4	▲11.5	1.2	0.4	▲7.5	▲20.7	▲11.7	▲3.7	
8月	8.4	8.7	▲0.2	▲0.1	▲2.1	5.5	▲0.5	2.7	▲5.9	▲1.3	0.1	▲5.2	▲19.6	5.1	▲18.9		

出所:財務省「国際収支状況」、日本銀行「国際収支統計」より筆者作成。

自動車輸出：5 か月連続で減少、米向け自動車価格は 2 か月連続で前月比上昇

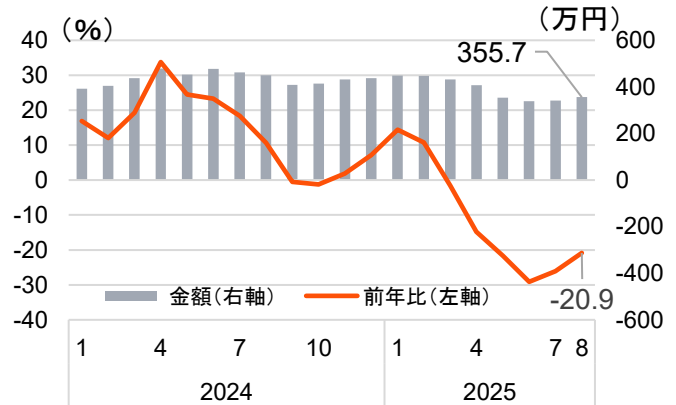
関税の影響を受けている自動車輸出は、8月に前年比 -7.9% （前月（6月）：同 -11.4% ）となった（図表2）。1～3月に駆け込み輸出で増加の後、4～8月は5か月連続で減少した。地域別にみると、米国向けは前年比寄与度 -9.5% ポイントと減少の大半を占めている。なお、8月の自動車の輸出平均価格は355.7万円、前年比 -20.9% となっている（図表3）。前年からは下落したものの、前月（7月）から価格が上昇している。今後、価格を引き上げられるかどうか注目される。

図表 2：地域別の自動車輸出の推移



出所：財務省「貿易統計」より筆者作成。

図表 3：米国向け自動車価格の推移



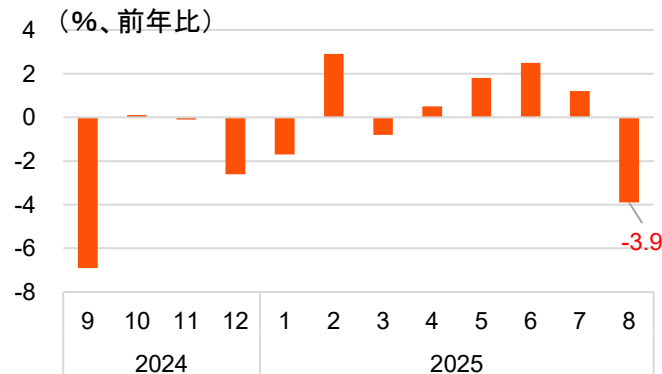
出所：財務省「貿易統計」より筆者作成。

輸出数量：輸出数量は 5 か月ぶりに減少に転じる

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4）は、前年比 -3.9% （前月（7月）：同 $+1.2\%$ ）と5か月ぶりに減少した。図表5で地域別にみると、8月は米国向けが前年比 -12.0% （前月：同 -2.3% ）となり、二桁の減少となった。中国向けは同 -12.4% （同 -0.3% ）と6か月連続で減少し、こちらも二桁の減少となった。一方、EU向けは同 0.0% （同 -3.7% ）となった。中国以外のアジア向けは同 -4.7% （同 $+2.2\%$ ）となり、7か月ぶりに減少した。米中向けがそれぞれ1割を超える減少となり、増加していたアジア向けも横ばいとなり輸出は弱含んでいる。

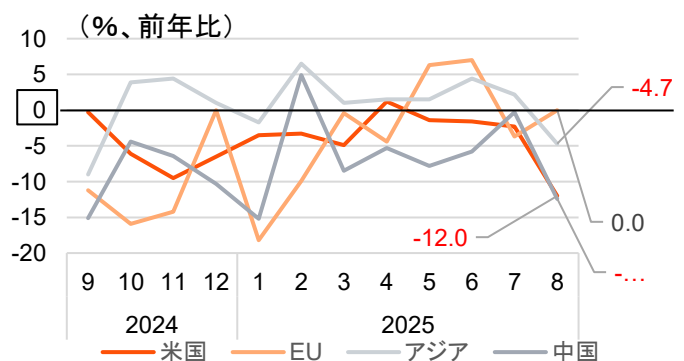
5～7月では名目輸出金額は前年より減少したものの、輸出数量は増加していた。しかし、8月には輸出数量も減少に転じた。米中向けの輸出が減速している。米国向け輸出の減少は、関税の影響や米国労働市場の軟化といった短期的な需要減少に加えて、長期的に関税率決定を受けて輸出先を米国から他の地域へ変更しようとする動きが出ている可能性がある。このため、欧州・中国・アジアなど米国以外の国向け輸出・生産動向が注目される。（PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤）

図表 4：輸出数量の推移



出所：財務省「貿易統計」より筆者作成。

図表 5：地域別の輸出数量の推移



出所：財務省「貿易統計」より筆者作成。

5. 機械受注統計(2025 年 7 月)

全体としては弱含み：非製造業は増加も、製造業・外需が弱含み

コア民需・外需ともに減少

内閣府から、2025 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－4.2%(前月：＋0.3%)となり、2 兆 9,713 億円となった。次に各需要者別に確認しておこう。

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－4.6%(前月(6 月)：＋3.0 %) と 2 か月ぶりに減少し 8,980 億円となった。内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」で維持した。据え置きは 8 か月連続となる。7 月の製造業からの受注は＋3.9%(前月：同－8.1%)の 4,284 億円となり、4 か月ぶりに増加した。製造業 17 業種のうち、はん用・生産用機械、造船業、その他輸送用機械など 13 業種で増加し、非鉄金属、電気機械、その他など 4 業種で減少した。船舶・電力を除く非製造業は、7 月は同－3.9%(前月：＋8.8%)で 5,214 億円となった。3 か月ぶりに減少した。7 月は船舶・電力を含む非製造業 12 業種のうち、電力業、運輸業・郵便業、卸売業・小売業など 8 業種で増加し、金融業・保険業、不動産業、通信業など 4 業種で減少した。

「官公需」は、7 月に同＋21.3%(前月：同－11.9%)と 2 か月ぶりに増加し、5,332 億円となった。地方公務、「その他官公需」で減少したものの、防衛省、国家公務等で増加した。

「外需」は、7 月に同－8.4%(前月：同＋8.8%)と 2 か月ぶりに減少し、1 兆 2,592 億円となった。電子・通信機械、工作機械等で増加したものの、船舶、原動機等で減少した。3 月以降、増減を繰り返しつつ横ばいの動きとなっている。

「代理店」は、7 月に同＋5.1%(前月：＋0.6%)と 3 か月連続で増加し、1,495 億円となった。電子・通信機械、原動機等で減少したものの、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			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	10-12月期	0.6	▲ 6.2	▲ 1.6	▲ 2.3	1.0	▲ 1.5	5.1	5.4
2024年	1-3月期	5.1	▲ 1.6	4.1	▲ 0.3	6.1	40.9	▲ 2.5	2.1
	4-6月期	5.9	12.5	▲ 0.1	3.9	▲ 3.9	▲ 22.7	15.3	▲ 5.4
	7-9月期	▲ 2.6	▲ 12.9	▲ 0.7	▲ 5.1	2.4	24.8	0.2	6.3
	10-12月期	5.4	9.9	2.3	9.0	▲ 0.7	31.3	▲ 5.3	▲ 2.5
2025年	1-3月期	2.4	1.3	3.9	▲ 0.9	5.7	4.1	2.5	2.8
	4-6月期	▲ 5.3	3.5	0.4	1.5	0.9	▲ 31.2	▲ 3.3	9.3
	7-9月期(見通し)	3.7	▲ 5.7	▲ 4.0	▲ 2.0	▲ 5.8	13.4	10.6	4.6
2024年	4月	▲ 5.3	▲ 0.0	▲ 3.0	▲ 8.5	1.9	▲ 32.9	15.3	▲ 5.7
	5月	6.5	20.6	▲ 2.2	4.0	▲ 3.3	▲ 1.3	6.5	▲ 1.8
	6月	▲ 2.3	▲ 18.7	1.7	▲ 4.0	2.3	12.2	2.4	▲ 1.1
	7月	▲ 2.5	▲ 4.7	▲ 0.0	▲ 1.5	5.5	▲ 3.3	8.2	11.4
	8月	▲ 0.2	▲ 2.0	▲ 1.4	▲ 4.1	▲ 5.7	25.9	▲ 13.3	▲ 5.7
	9月	▲ 1.3	1.2	▲ 0.3	1.6	1.3	6.9	▲ 6.3	1.8
	10月	15.6	20.0	1.6	8.8	▲ 1.5	45.0	4.6	▲ 2.5
	11月	▲ 10.7	▲ 10.5	2.6	5.3	1.3	▲ 24.9	▲ 3.8	4.8
	12月	▲ 2.6	▲ 5.0	▲ 0.8	▲ 8.4	3.3	▲ 10.2	6.5	▲ 6.8
2025年	1月	9.8	3.5	▲ 3.5	▲ 1.3	▲ 7.4	59.7	1.9	6.6
	2月	3.0	12.1	4.3	3.0	11.4	▲ 20.4	3.4	▲ 3.9
	3月	▲ 9.4	▲ 7.0	13.0	8.0	9.6	▲ 31.0	▲ 13.1	6.5
	4月	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 9.1	▲ 0.6	▲ 11.8	▲ 12.4	6.8	▲ 1.3
	5月	3.8	19.8	▲ 0.6	▲ 1.8	1.8	25.2	▲ 6.4	11.1
	6月	0.3	▲ 10.3	3.0	▲ 8.1	8.8	▲ 11.9	8.8	0.6
	7月	▲ 4.2	3.7	▲ 4.6	3.9	▲ 3.9	21.3	▲ 8.4	5.1

出所：内閣府「機械受注統計」より筆者作成。

非製造業は増加も、製造業・外需が弱く、全体としては弱含み

7月のコア民需は2か月ぶりに減少し、外需は3月以降、増減を繰り返している。

コア受注は、2024年10-12月期に前期比+2.3%、2025年1-3月期に同+3.9%、同年4-6月期に+0.4%の微増となり、3四半期連続での増加となった(図表2)。内閣府の見通しでは7-9月期は前期比-4.0%と減少が見込まれている。4-6月期から7月にかけての実績値では-2.9%の減少となった。

製造業は2024年10-12月期に前期比+9.0%、2025年1-3月期に同-0.9%、4-6月期は+1.5%となった(図表3)。内閣府の見通しでは7-9月期は前期比-2.0%と減少が見込まれている。4-6月期から7月にかけての実績値では-2.4%の減少となった。米国の関税率の決定を受けて、国際的なサプライチェーン構築に動きが出てくる可能性がある。米国の関税率引き上げに対し米国での生産増加、国内生産の縮小で対応すれば、国内での自動車向けの機械受注額がさらに減少する可能性がある。

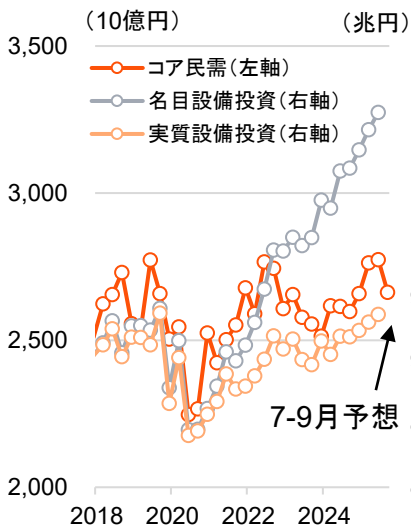
非製造業は2024年10-12月期に前期比-0.7%、2025年1-3月期に同+5.7%、4-6月期に+0.9%と僅かではあるが増加した(図表3)。内閣府の見通しでは7-9月期は前期比-5.8%と減少が見込まれている。4-6月期から7月にかけての実績値では+2.9%と予想外の増加となった。

「外需」は2024年10-12月期に前期比-5.3%、2025年1-3月期に同+2.5%、4-6月期に-3.3%と減少した(図表4)。内閣府の見通しでは7-9月期は前期比+10.6%と増加が見込まれている。4-6月期から7月にかけての実績値では-5.3%と予想外の減少となった。なお、GDPベースの輸出のうち、機械受注の外需とより関連の深い財輸出は、2025年4-6月期において名目値で前期比-1.1%、実質輸出は前期比+1.9%となった。自動車の価格引き下げが影響している。

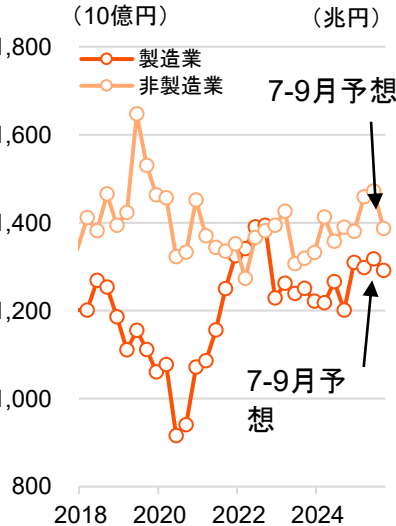
足元の機械受注は非製造業は増加しているものの、製造業と外需で弱く、弱含みで推移している。国内ではコストプッシュインフレが継続して国内需要は弱いままである。米国では、雇用者数の増加ペースは鈍化して雇用好調の目安とされる20万人の増加ペースを割り込んでいる。しかし、米国への移民流入数も減少しているため、労働市場はそれほど悪化してはいない。長期的なAIの活用、データセンター需要などを見込んだ設備投資は継続するとみられるものの、内外の需要要因にも注意が必要であろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

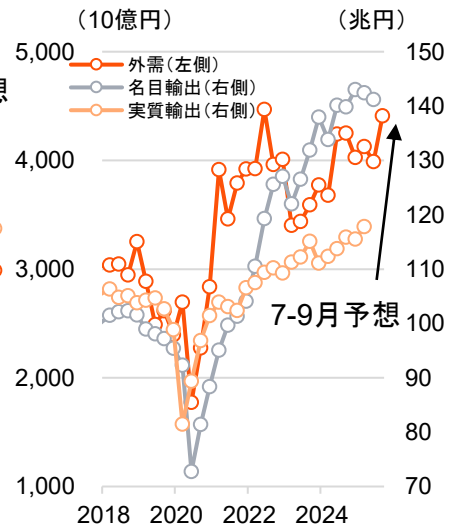
図表 2: コア民需(船舶・電力除く)



図表 3: 製造業・非製造業



図表 4: 外需



出所:財務省「貿易統計」より筆者作成。

6. 消費者物価指数(2025 年 8 月)

エネルギー価格の低下と食料品価格の鈍化から物価上昇率は 2% 台へ

電気代・都市ガス代のさらなる下落と食料品価格の鈍化から物価上昇率は 2% 台へ

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2025 年 8 月)は総合で前年比+2.7%、生鮮除く総合で同+2.7%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.3%となり、総合、生鮮除く総合では 4 か月連続で伸びが弱まった。また食料(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、引き続き 1% 台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。図表 1 のとおり、エネルギー価格の前年比は-3.3%と 7 月の同-0.3%からさらに減速した。内訳をみると、電気代、都市ガス代の前年比が-7.0%、-5.0%と、政府による電気・都市ガス代の補助の復活により先月からさらにマイナス度合いを強めたことが影響している。なお、食料については、生鮮野菜は前年比+2.1%、野菜・海藻は同+4.1%といった形で先月よりも伸びは明確に弱まっているほか、米を中心とした穀類も同+22.7%と 20%を上回る価格上昇率を維持しているものの、6 月以降伸びは鈍化している。食料全体としては前年比+7.2%と引き続き伸びは高く、注意は必要であるが、一旦はピークを過ぎたとも解釈できよう。

先述のとおり、欧米型コア指数の前年比は+1.6%となり、引き続き 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な状況が続いている。物価上昇率は電気代、都市ガス代、高等学校授業料の低下、さらに食料価格の伸び鈍化によって前年比 2% 台へと鈍化したが、9 月以降は一旦 3% 台に乗せる可能性がある。だがガソリンの旧暫定税率が実際に廃止されることになれば、エネルギー価格については下押し圧力がかかるだろう。米についても現在の価格水準が続けば前年比の伸びは鈍化していくと予想される。全体として消費者物価指数の伸びは弱まる形になるのではとみている。

図表 1: 消費者物価指数(全国)の概要

		(%、変化率)							
		総合		生鮮除く総合		生鮮エネ除く総合		食料エネ除く総合	エネルギー
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比
2023年	9	3.0	0.4	2.8	0.1	4.2	0.2	2.6	-11.7
	10	3.3	0.6	2.9	0.5	4.0	0.1	2.7	-8.7
	11	2.8	-0.2	2.5	0.0	3.8	0.1	2.7	-10.1
	12	2.6	0.0	2.3	0.1	3.7	0.2	2.8	-11.6
2024年	1	2.2	0.1	2.0	0.2	3.5	0.2	2.6	-12.1
	2	2.8	0.2	2.8	0.1	3.2	0.1	2.5	-1.7
	3	2.7	0.3	2.6	0.1	2.9	0.1	2.2	-0.6
	4	2.5	0.2	2.2	0.2	2.4	0.0	2.0	0.1
	5	2.8	0.4	2.5	0.4	2.1	0.1	1.7	7.2
	6	2.8	0.3	2.6	0.4	2.2	0.2	1.9	7.7
	7	2.8	0.2	2.7	0.3	1.9	0.1	1.6	12.0
	8	3.0	0.4	2.8	0.4	2.0	0.4	1.7	12.0
	9	2.5	-0.1	2.4	-0.3	2.1	0.2	1.7	6.0
	10	2.3	0.4	2.3	0.4	2.3	0.3	1.6	2.3
	11	2.9	0.4	2.7	0.4	2.4	0.3	1.7	6.0
	12	3.6	0.6	3.0	0.5	2.4	0.2	1.6	10.1
2025年	1	4.0	0.5	3.2	0.4	2.5	0.3	1.5	10.8
	2	3.7	-0.1	3.0	-0.1	2.6	0.2	1.5	6.9
	3	3.6	0.3	3.2	0.3	2.9	0.3	1.6	6.6
	4	3.6	0.1	3.5	0.5	3.0	0.2	1.6	9.3
	5	3.5	0.3	3.7	0.5	3.3	0.3	1.6	8.1
	6	3.3	0.1	3.3	0.1	3.4	0.4	1.6	2.9
	7	3.1	0.1	3.1	0.1	3.4	0.1	1.6	-0.3
	8	2.7	0.1	2.7	0.0	3.3	0.3	1.6	-3.3

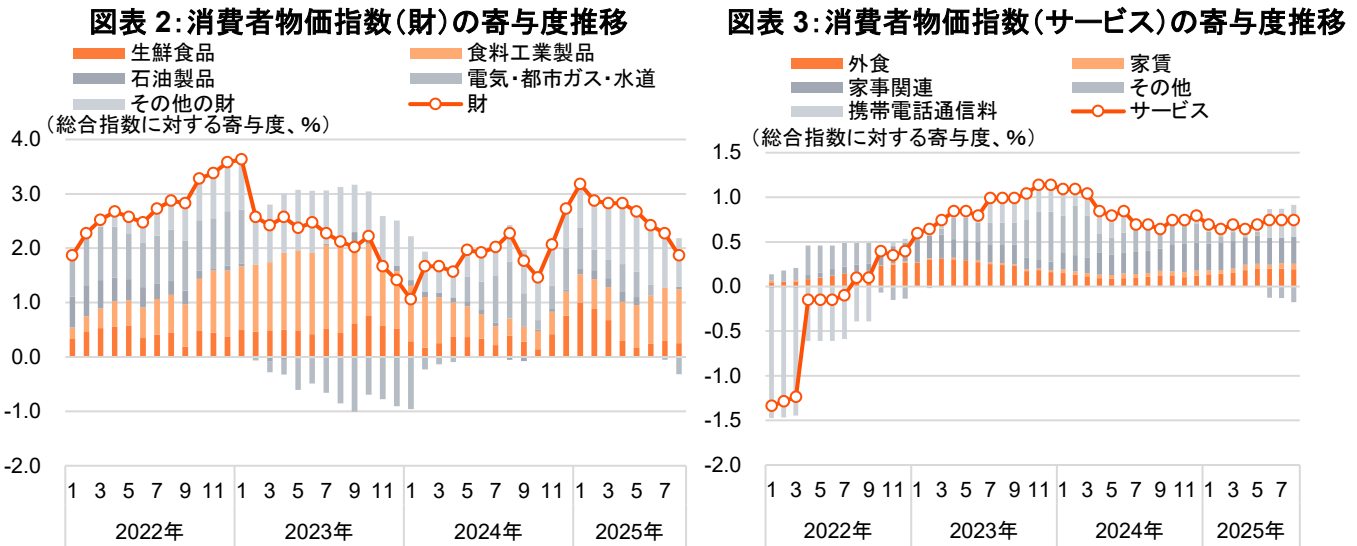
出所：総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算した値。

基調的なインフレ率の伸びは一服、ヒストグラムや財別インフレ率は物価の鈍化を示唆

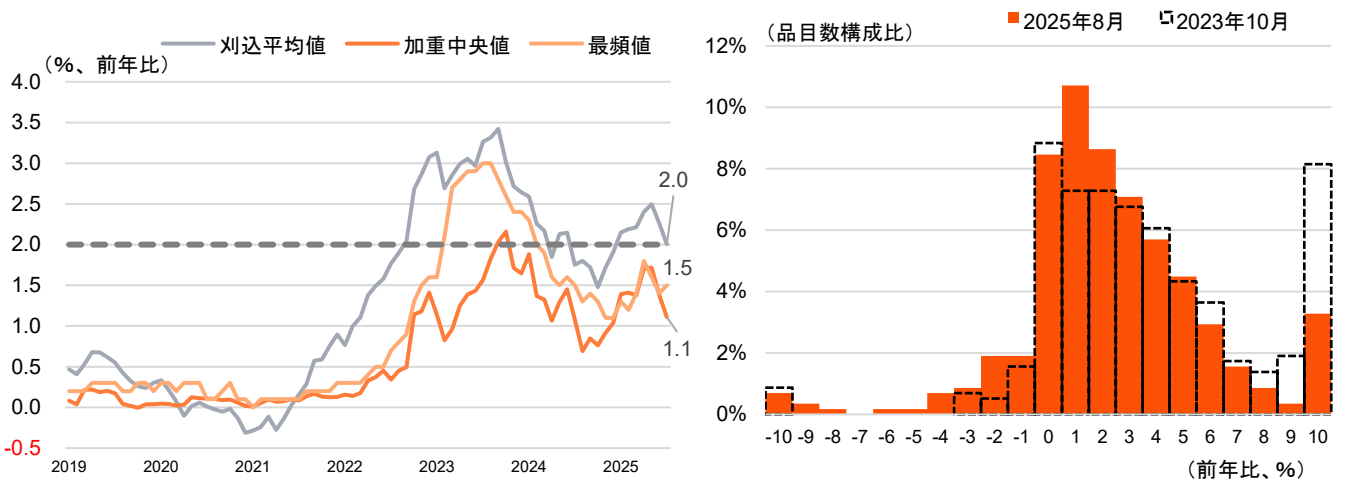
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は減少が続き+1.9%ポイントとなった。「生鮮食品」「その他の財」「電気・都市ガス・水道」の下落が進む。サービスの寄与度は+0.74%ポイントと先月と同じ伸びであった。7月と比べると、「携帯電話通信料」が拡大しているが、「家賃」や「その他」の寄与度は低下している。

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ていたものの、2024年12月以降は刈込平均値、加重中央値、最頻値いずれも下げ止まりの動きがみられる。直近ではエネルギー価格の低下も作用してか、基調的なインフレ率の伸びは再び鈍化している。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2025年7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みて取れる。先月の動きと比較すると、1%から2%未満の価格上昇率を示す品目割合が最も高い傾向は変わらないものの、価格上昇率がマイナスとなる品目が増えてきている。分布が左側に寄る傾向は進み、物価上昇率の伸びと近いヒストグラムが形成される傾向は続くだろう。

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



図表4: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標(25年7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。

7. 鋳工業生産(2025 年 8 月速報)

生産は 2 か月連続の低下、9 月以降は増加見通しだが…

8 月生産は前月比－1.2%と 2 か月連続の低下

鋳工業生産(25 年 8 月速報)は前月比－1.2%と 2 か月連続の低下、前年比も－1.3%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」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全 15 業種のうち 9 業種が低下、6 業種が増加という結果となり、特に電気・情報通信機械工業が前月比－8.7%、寄与度－0.70%ポイントと低下に寄与した。一方で増加品目は先月大きく減少した自動車工業、輸送機械工業(除く自動車工業)、鉄鋼・非鉄金属工業といったところである。出荷は前月比＋0.5%、前年比－1.0%、在庫は前月比－1.0%、前年比－2.8%となった。稼働率(7 月)は前月比・前年比ともに減少となった。生産能力実績は 24 年 3 月以降、前年比で減少が続いている点は不変である。

4-6 月生産平均値の対 1-3 月平均比伸び率は＋0.4%と微増にとどまっている。2 か月連続の減少で、8 月生産は 4-6 月期平均値よりも低い水準にある。8 月の生産予測調査は輸送機械工業の増加を前提に前月比＋2.8%が見込まれていたが、実際の結果はバイアスを考慮した補正值(同－1.7%)をやや上回る結果に落ち着いた。9 月の生産計画は前月比＋4.1%と上昇が見込まれており、生産実績とのズレを考慮した補正值でも同＋2.3%と上昇が見込まれている。

米国との関税交渉は一旦決着し、相互関税 15%、自動車関税 15%という措置が実行されることとなった。関税率引き上げが日本の輸出にどのような影響を及ぼしうるかについては今後の動きをしっかりと見極めることが必要である。引き続き、輸送機械、電気機械の生産動向には注意が必要といえよう。

図表 1: 鋳工業指数(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
2023年	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	-7.0	-1.5	-7.5	-1.7	-1.7	-1.8	2.6	0.8	0.1	-7.9	-4.6
	2	0.3	-3.9	-0.7	-4.7	0.6	-1.7	-5.6	1.9	0.1	-0.5	-6.2
	3	3.5	-6.2	4.7	-6.8	1.0	-1.0	7.6	6.8	-0.2	1.3	-11.2
	4	-0.6	-1.8	-0.4	-1.4	-0.2	-2.4	-0.7	0.5	-0.2	0.3	-6.8
	5	1.1	1.1	3.9	1.3	0.9	-2.1	-1.2	-1.5	-0.3	4.1	-1.8
	6	-1.2	-7.9	-4.7	-8.1	-0.7	-2.7	1.7	4.8	-0.6	-3.1	-10.0
	7	1.8	2.9	2.7	2.0	0.4	-2.5	-2.4	-3.9	-0.8	2.5	-0.1
	8	-2.0	-4.9	-4.1	-6.5	-0.8	-2.2	5.3	5.9	-1.0	-5.3	-9.9
	9	0.7	-2.6	2.4	-4.2	0.1	-1.3	-3.8	3.0	-1.1	4.4	-5.1
	10	1.8	1.4	2.6	0.4	0.0	-1.3	-0.9	-0.4	-1.1	2.6	-0.1
	11	-1.7	-2.7	-2.5	-3.6	-1.0	-2.2	3.2	2.7	-1.6	-1.9	-5.0
	12	-0.3	-1.6	0.2	-2.7	-0.7	-2.0	-1.4	2.1	-1.6	-1.8	-2.8
2025年	1	-1.1	2.2	-1.5	2.0	2.0	0.7	0.1	1.2	-1.9	4.5	4.2
	2	2.3	0.3	3.0	1.6	-1.7	-1.4	-3.5	0.4	-2.2	-1.1	1.1
	3	0.2	1.0	-1.8	-0.3	1.2	-0.7	4.4	0.6	-1.9	-2.4	0.8
	4	-1.1	0.3	0.1	0.0	-0.8	-1.1	-0.6	0.5	-2.0	1.3	2.3
	5	-0.1	-2.8	2.4	-2.5	-1.8	-3.1	-1.1	1.7	-2.3	2.0	-1.2
	6	2.1	4.0	-0.8	3.5	-0.3	-3.0	0.9	-1.5	-1.9	-1.8	3.8
	7	-1.2	-0.7	-2.1	-1.9	0.9	-2.3	0.1	1.5	-1.6	-1.1	-0.5
	8	-1.2	-1.3	0.5	-1.0	-1.0	-2.8	2.5	0.9	—	—	—

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。

生産の動きは一進一退、輸送機械、電気・通信機械の動向が全体の動きの鍵を握る

業種別生産の動き(図表 2)をみると、8 月の生産は前月比で減少したものの、引き続き横ばい圏内で推移する状況は変わっていない。主要業種別にみると、輸送機械工業は乗用車の動きが寄与して 8 月は前月比+4.3%と増加したが、7 月の落ち込みを取り戻すまでには至っていない。電子部品・デバイス工業は 2025 年 1 月以降増加を続け、4 月には 2024 年の水準を一旦上回ったが、5 月以降は停滞が続き、8 月も微増である。生産用機械工業は 1 月は大きく減少したが、2 月以降は横ばい圏内の動きにとどまっている。全体として、鉱工業生産の動きは横ばい圏内にある。

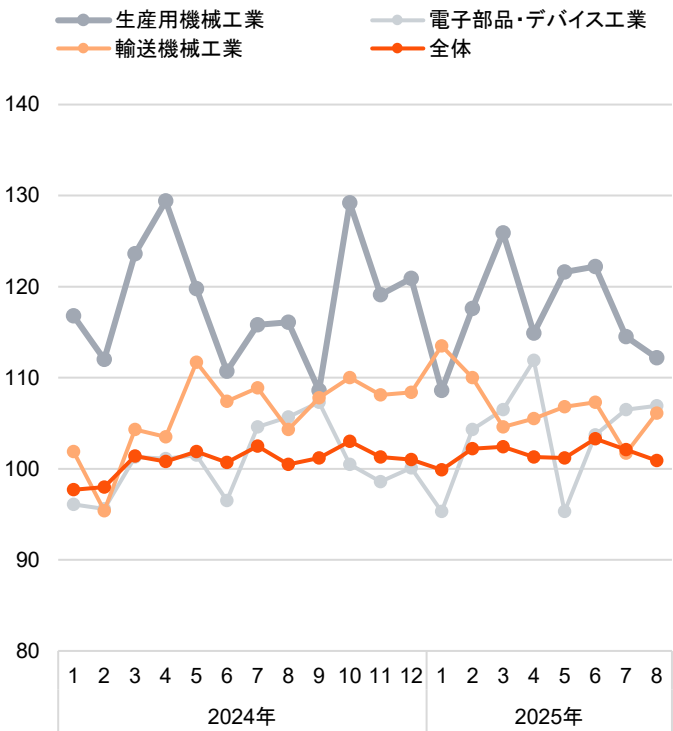
図表 3 は業種別在庫率の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率はやや拡大基調である。だが電子部品・デバイス工業の在庫率は 4 月以降低下が進む。輸送機械の在庫率の低下トレンドも引き続き健在である。

製造工業生産予測指数について産業別にみると、2025 年 9 月については、電気・情報通信機械工業や化学・石油製品工業の増産が全体を牽引することで前月比+4.1%の増加を見込む。10 月も同+1.2%と減少見込みだが、こちらは輸送機械工業の増産が全体を牽引する形である。輸送機械、電気・情報通信機械の動向が見通しの鍵を握る。

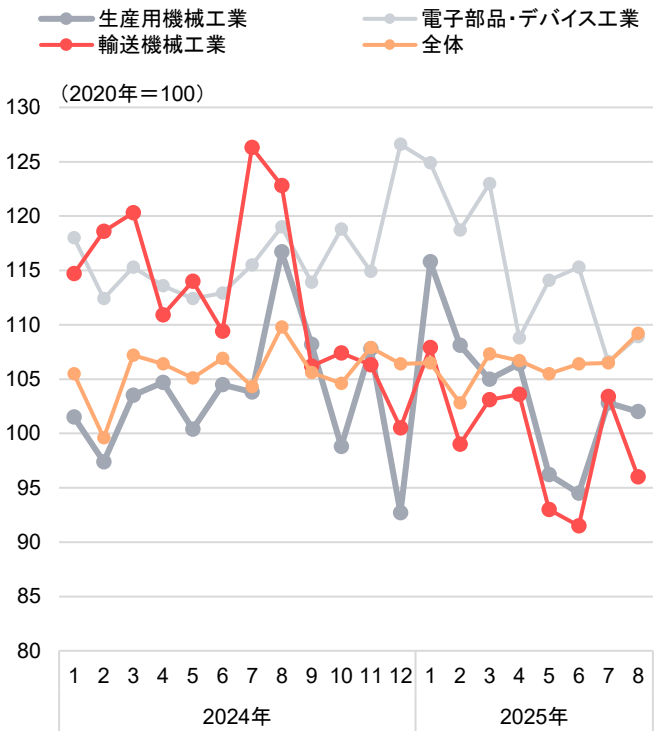
企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、8 月の DI(原系列)は-5.4%と景気後退期の分水嶺として意識される-5%を 7 月に続き下回った。変動を均したトレンドでも、DIは-3.5%と低下が進む。トレンドの動きをみる限り、アニマルスピリッツ指標は今年 2 月以降悪化が進んでいる。不確実性悪化によるマインド悪化がさらに進む中で生産の停滞がよりはっきりとした形で進むのかどうかも懸念材料といえよう。

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

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。

8. 商業動態統計(2025 年 8 月速報)

小売業販売額は 2 か月連続で前月比減少に

小売業販売額は前年比－1.1%、前月比－1.1%、減少が続く

経済産業省から商業動態統計(2025 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 4,110 億円、前年比－1.8%となった。卸売業は 36 兆 7,270 億円、同－2.0%、小売業は 12 兆 6,830 億円、同－1.1%であった。季節調整済前月比は、卸売業が－0.8%、小売業が－1.1%である。卸売業は食料・飲料、農畜産物・水産物、電気機械器具といった業種で増加した。他方で各種商品、繊維品、衣服・身の回り品、建築材料といった幅広い業種で減少している。また小売業について業種別にみると、各種商品、自動車、燃料、無店舗は減少したが、織物・衣服・身の回り品、医薬品・化粧品、その他小売業の売上が増加している。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「一進一退」と引き続き維持した。

図表 1 は卸売業、小売業の季節調整済前月比に加えて、業態別の販売動向について記載している。百貨店販売額は前年比＋2.4%、スーパーは同＋3.6%、コンビニは同＋3.3%、家電大型専門店は同＋5.4%、ドラッグストアは同＋3.4%、ホームセンターは同－3.5%となり、百貨店、家電大型専門店を除く業種の販売動向は前年比で伸びが弱まっている。特に食料品を扱うスーパー、コンビニといった業態の低下はじわじわと進んでいる。

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
2023	9	0.3	-0.6	0.2	6.2	0.2	8.1	-0.9	4.8	-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	3.9	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	4.4	-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	1.8	2.3	4.2	-3.4	5.8	-2.2
2024	1	-2.4	0.7	0.6	2.1	3.1	5.9	1.7	2.3	-2.4	1.6	-6.0	7.3	-1.0
	2	1.5	3.0	0.5	4.7	5.5	13.5	-0.2	5.2	0.6	5.4	-1.4	11.4	1.3
	3	0.9	-1.7	0.2	1.1	-2.8	9.6	0.3	5.3	-0.7	0.4	6.3	8.9	2.5
	4	1.3	5.4	0.4	2.0	0.1	8.3	0.1	0.7	-0.1	0.3	3.5	6.1	0.9
	5	2.0	7.1	0.9	2.8	3.2	13.7	-0.8	0.9	1.1	1.3	0.6	6.7	1.0
	6	-1.2	1.7	0.7	3.8	0.1	13.5	0.9	4.1	-0.4	1.6	10.3	7.5	4.6
	7	1.5	9.5	0.1	2.7	-4.1	5.1	0.5	-0.4	0.0	0.7	1.6	4.5	-1.5
	8	-1.3	2.1	0.5	3.1	0.2	3.4	2.3	4.9	0.2	0.7	3.6	7.4	7.9
	9	-0.7	1.0	-1.3	0.7	-1.2	1.7	-2.3	1.8	-0.6	0.6	0.2	3.8	2.2
	10	0.8	5.4	0.0	1.3	-2.9	-1.3	0.6	-0.3	2.3	2.0	-2.4	4.3	-3.3
	11	0.3	4.0	1.4	2.8	3.4	2.8	0.7	3.6	-0.7	1.9	3.3	6.2	2.8
	12	-0.3	3.9	-0.2	3.5	-0.1	2.2	-0.4	3.0	0.0	-0.9	4.8	9.3	3.2
2025	1	2.2	6.9	1.2	4.4	3.4	4.4	3.3	5.1	2.4	4.1	5.0	6.3	0.6
	2	0.7	2.0	0.4	1.3	-1.2	-2.0	0.4	3.4	0.5	0.3	5.6	3.4	0.3
	3	-1.8	3.4	-1.2	3.1	-3.7	-3.2	-0.2	5.3	-0.6	4.1	5.3	7.6	0.9
	4	-0.4	1.6	0.7	3.5	-1.8	-4.9	0.4	5.6	-0.8	3.4	1.1	6.7	-0.5
	5	0.9	-0.9	-0.6	1.9	0.3	-7.3	-1.9	5.4	1.8	4.2	4.7	6.5	0.6
	6	-1.6	1.6	0.9	1.9	-0.6	-8.0	2.3	4.8	0.6	5.1	5.6	6.5	2.3
	7	0.2	-0.9	-1.6	0.4	-2.3	-6.6	-0.4	4.9	-1.4	3.6	-4.8	5.7	1.0
	8	-0.8	-2.0	-1.1	-1.1	9.6	2.4	0.0	3.6	-0.1	3.3	5.4	3.4	-3.5

注: 前月比は季節調整済指数の前月比である。出所: 経済産業省より筆者作成。

小売業販売額は名目・実質ともに低下基調が強まる

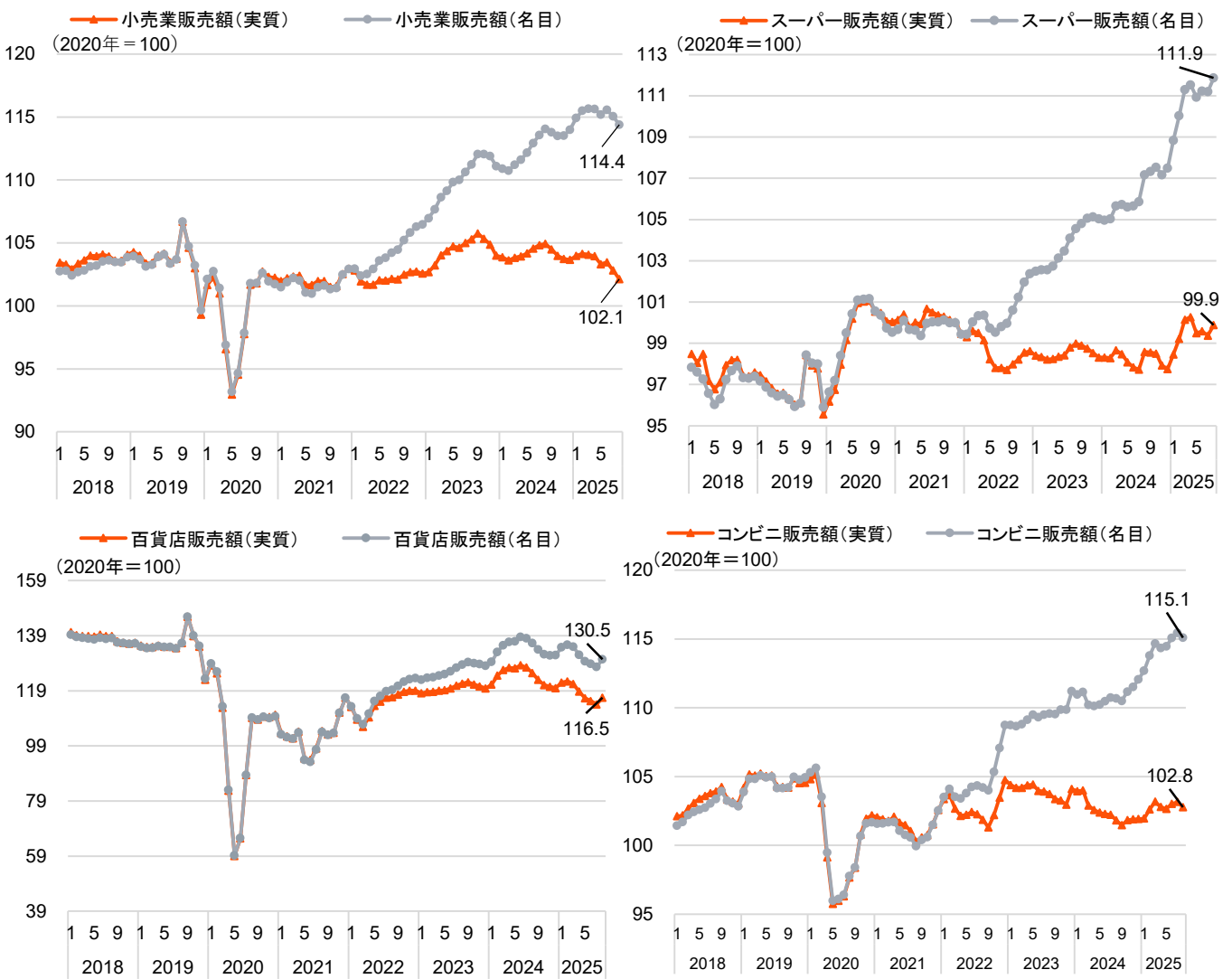
昨今の販売額の動きには価格上昇による影響が一定程度作用している。図表 2 では、試みに総務省「消費者物価指数」の総合指数(季節調整値、2020 年基準)で名目販売額指数(2020 年基準)をデフレートし、後方 3 か月間移動平均をとった実質販売額指数と名目販売額指数の推移をみている。

名目の小売業販売額指数(左上)は 2025 年 1 月以降は持ち直していたが、6 月以降は下落基調で推移している。実質指数は物価高を反映して 2025 年 4 月以降は減少傾向にある。百貨店販売額指数(左下)は実質でみると 2024 年初から夏場にかけて増加したが、その後緩やかな下落トレンドが続いている。8 月は持ち直したが、この動きが続くかが注目だ。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ると、ピークである 2020 年 8 月の水準を上回ることができていない。今年に入り販売額は踊り場にあるようだ。コンビニ販売額指数(右下)は 2024 年 9 月以降増加を続けているが、物価水準を加味すると、2025 年 3 月以降は概ね横ばい圏内にある。

以上のとおり、名目でみた小売業販売額は 2025 年に入り 3 月までは拡大を続けていたが、4 月以降は低下が続き、足元では頭打ちから下落傾向にある。実質でみると低下基調が強まっており、昨年のピーク(2024 年 7 月)を超えるには至っていない。物価の影響を除いた実質でみて、緩やかな下落トレンドが進んでいる模様だ。

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

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. 一般職業紹介・労働力調査(2025年8月)

有効求人倍率の悪化継続に加えて、失業率も悪化

失業率が悪化に転じる化

8月の有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.20となり、前月から0.02ポイント低下した(図表1①)。COVID-19からの回復期にあった2022年1月の1.19倍以来、3年4か月ぶりの低水準が継続している。内容をみていくと、有効求人数(同②)は232.2万人(前月比-1.0%、前年比-3.2%)となった。有効求職者数(同③)は193.2万人(前月比+0.7%、前年比+0.1%)となった。新規求人(原数値)は前年比-6.2%と4か月連続で減少した。産業別では、11業種すべてで減少し、特に生活関連サービス業・娯楽業、卸売業・小売業、教育・学習支援業で二桁台の減少となった。求人数は弱い状況が継続している。

8月の労働力人口は6,989万人(季節調整済値(以下同)、前年差+27.0万人、前月差-4.0万人)、就業者数は6,810万人(前年差+20.0万人、同-21.0万人)、完全失業者数は179万人(前年差+7.0万人、前月差+15.0万人)と大幅な悪化となった(同④~⑥)。原数値でみると、労働力人口は7,017万人(前年同月差:+27万人)、就業者数は6,835万人(同:+20万人)、完全失業者数は182万人(同:+7万人)となった。このうち、産業別の就業者数(原数値)をみると、サービス業(他に分類されないもの)、医療・福祉、教育・学習支援業で増加し、卸売業・小売業、農業・林業、製造業で減少した。8月の完全失業率(季節調整値)は2.6%となり、前月から0.3%ポイント悪化した(同⑦)。失業者数の増加が寄与した。求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.3%となり、13か月ぶりに悪化した。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、8月に2.94%となった。8月の失業率は2.6%と、均衡失業率を0.34%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、8月は1.30倍となり前月から0.13ポイント悪化(縮小)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	有効 求人数 ② 万人	有効 求職者数 ③ 万人	④ 万人	就業者数 ⑤ 万人	失業者数 ⑥ 万人					
	①＝②／③ 倍										
2023年8月	1.30	249.9	191.8	6,932	6,748	183	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.37
9月	1.30	249.0	192.0	6,936	6,758	178	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.40
10月	1.29	247.7	192.1	6,930	6,752	177	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.40
11月	1.27	244.3	192.0	6,949	6,770	179	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.36
12月	1.27	244.2	192.9	6,932	6,758	174	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.40
2024年1月	1.27	244.4	193.2	6,935	6,762	173	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.41
2月	1.26	244.9	194.9	6,957	6,775	181	2.6	3.5	3.03	-0.43	1.35
3月	1.27	243.5	192.2	6,944	6,763	180	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.35
4月	1.26	241.6	191.7	6,939	6,758	181	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
5月	1.25	241.5	193.8	6,946	6,765	181	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
6月	1.24	241.5	195.1	6,959	6,783	176	2.5	3.5	2.95	-0.45	1.37
7月	1.25	241.0	193.4	6,956	6,774	183	2.6	3.5	3.00	-0.40	1.32
8月	1.24	240.0	193.0	6,962	6,790	172	2.5	3.4	2.94	-0.44	1.40
9月	1.25	239.8	192.6	6,954	6,785	170	2.4	3.4	2.88	-0.48	1.41
10月	1.25	239.9	191.8	6,967	6,794	172	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
11月	1.25	239.8	192.4	6,978	6,805	173	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
12月	1.25	239.5	191.8	6,988	6,814	172	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
2025年1月	1.26	240.0	191.2	7,001	6,827	174	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.38
2月	1.24	235.9	190.3	6,986	6,816	168	2.4	3.4	2.85	-0.45	1.40
3月	1.26	236.5	187.9	6,981	6,808	173	2.5	3.4	2.91	-0.41	1.37
4月	1.26	237.3	188.3	6,979	6,804	176	2.5	3.4	2.92	-0.42	1.35
5月	1.24	237.9	191.1	7,008	6,837	172	2.5	3.4	2.91	-0.41	1.38
6月	1.22	235.0	191.8	7,004	6,832	172	2.5	3.4	2.90	-0.40	1.37
7月	1.22	234.6	191.8	6,993	6,831	164	2.3	3.4	2.78	-0.48	1.43
8月	1.20	232.2	193.2	6,989	6,810	179	2.6	3.3	2.94	-0.34	1.30
前年差	-0.04	-7.8	0.2	27.0	20.0	7.0	0.1	-0.1	0.00	0.10	-0.10
前月差	-0.02	-2.4	1.4	-4.0	-21.0	15.0	0.3	-0.0	0.16	0.14	-0.13
前月比	-	-1.0	0.7	-0.1	-0.3	9.1	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.2	0.1	0.4	0.3	4.1	-	-	-	-	-

出所：総務省、厚生労働省、Barnichon (2010)より筆者作成。

参考文献：Regis Barnichon (2010) , “Building a composite Help-Wanted Index,” Economic Letters 109, pp.175-178

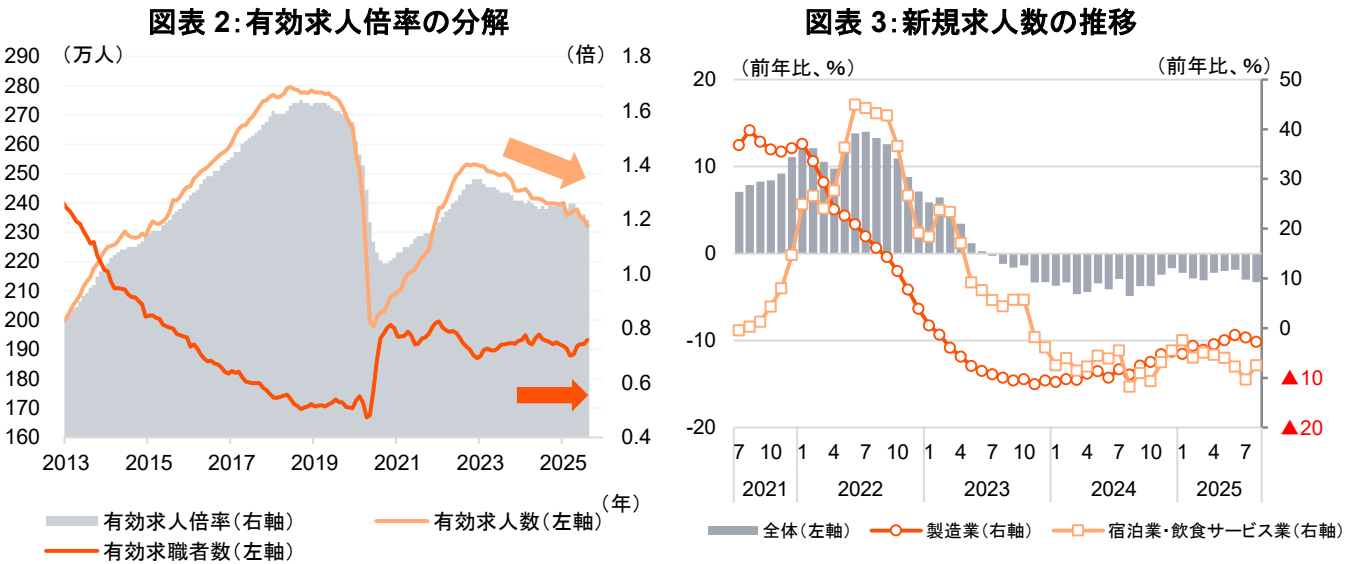
有効求人倍率の振り返り: 求人数の減少傾向が継続

前ページでみた有効求人倍率は、景気の先行指標とされる。昨年(2024年)4月以降、1.24倍～1.26倍で横ばい圏での推移となっていたが、ここ4か月悪化傾向にあり8月は1.20倍まで低下した。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。図表2を参照すると、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、7月は232.2万人まで減少した。人手不足といわれているものの、ここでの企業の求人数は減少している。一方、求職者数の方は2021年以降187万人～200万人で推移している。最近はやや緩やかな減少傾向にあったが、8月は193.2万人まで増加した。

新規求人数の動向: 製造業・宿泊業・飲食サービス業ともに悪化傾向

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。8月単月の新規求人数は、前述の通り前年比-6.2%と4か月連続で減少した。図表3にある過去3か月平均では-3.3%となった。減少が2年以上継続している。業種別にみると、製造業は8月単月で前年比-6.7%となり、4か月連続で減少した。3か月平均では-2.7%となった。6月まで減少幅が縮小していたが、減少幅が再び拡大に転じている。次に宿泊業・飲食サービス業は8月単月では前年比-10.7%となり(前月:-9.7%)、3か月平均では-7.5%となった。弱めの傾向が続いている。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)



先行指標の有効求人倍率、遅行指標の失業率がともに悪化

有効求人倍率は、景気動向指数の一致指数に採用されており、6月から8月の有効求人倍率の低迷は、今後の一致指数の下押し要因となる。もともと有効求人倍率は、ハローワーク経由の求人を扱っており、民間の転職サービス会社、スポットワークの会社を通じた求人等の状況を十分に織り込めていない可能性がある。生産や輸出など他の景気の先行指標と併せてみていく必要があろう。

一方、景気の遅行指数である失業率は8月に2.6%まで上昇した。これまで労働市場は先行指標である有効求人倍率が悪化する中で、遅行指数である失業率が改善していた。しかし、8月は有効求人倍率のさらに悪化する中で、失業者数の増加を背景に失業率も悪化している。来年度の賃上げや今後の雇用情勢に影響がないか、慎重にみていく必要があろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

III. Weekly Macro Economic Insights

1. 中央銀行はどの程度テイラールールから逸脱できる／すべきなのか(9月1日(月)～9月5日(金))

金融政策を一定のルールに基づいて行うべきか、もしくはその時々状況に基づいて行うべきか、といった話題は、「ルール対裁量」という形で長らく論争の種となってきた。そして金融政策ルールとして最も名高いのはテイラールールである。テイラールールは、ジョン・テイラー教授が提唱した金融政策ルールであり(Taylor(1993))、中央銀行は自らが操作できる政策金利を、①現実のインフレ率と目標インフレ率との差、②現実のGDPと潜在GDPの差(GDPギャップ)に基づき上下させるというルールを指す。つまり、現実のインフレ率が目標インフレ率を上回っている場合、ないし現実のGDPが潜在GDPを上回っている場合には、政策金利を上昇させることで経済を引き締め現実のインフレ率を目標インフレ率に安定化させる。逆に現実のインフレ率が目標インフレ率を下回っている場合、ないし現実のGDPが潜在GDPを下回っている場合には政策金利を低下させることで経済を刺激し、現実のインフレ率を目標インフレ率に安定化させるということである。

さて最近、このテイラールールを巡って興味深い議論があった。それは、先日開催されたジャクソンホール会合における Emi Nakamura 氏の論文(Beyond the Taylor Rule)を巡ってである。この論文は、FRB がポスト COVID-19 期(2021 年以降)のインフレ率の高進を部分的に見過ごしつつも、最終的には理想的な形で物価を沈静化させた点に着目する。この間、テイラールールから計算された政策金利は COVID-19 後のペントアップ需要の高まりや物価上昇率の高進もあって 10%を上回る高率となっていた(論文中の Figure 3)。だが、PCE デフレーターが前年比+5%を超えても(図表 1)FRB は政策金利を 0%～0.25%に維持し、利上げを開始したのは 2022 年 3 月以降であった。また、政策金利は利上げ開始から 1 年半弱の 2023 年 7 月に 5.25%～5.5%に引き上げられた後維持され、テイラールールと比べてもマイルドな上昇に留まった。米国はグリーンズパン議長の時代(1987 年から 2006 年)には概ねテイラールールに沿った政策運営を行っていた。だがリーマンショック以降はテイラールールで示唆される政策金利と実際の政策金利の差が大きくなっていく。もちろん、こうした状況だからといって金融政策がルールから逸脱しているのではない。フォワードガイダンスという形で将来の金融政策方針を事前にあらかじめ示し、ゼロ金利に突入しても量的緩和などの政策手段を積極的に講じることで予想インフレ率を目標インフレ率にしっかり固定することが可能であった、つまりインフレ制御に関して FRB の行動が信認されていたからこそ、結果的に少ない利上げでインフレ率をコントロールすることができたということである。

もちろん、インフレ率をうまくコントロールできるか否かを考えるにあたっては、中央銀行の行動のみならず、物価上昇を規定する要因がどのようなものかを把握・判断することも重要だ。FRB はトランプ政権による関税率引き上げが物価上昇圧力につながるリスクを懸念している。こうした物価上昇圧力は当面じわじわと強まることが予想されるが、注意すべきは、関税引き上げによるコストプッシュインフレはコロナショック同様、一時的なショックという点だ。Emi Nakamura 論文が示唆するポイントは、物価上昇圧力が一時的である場合、FRB はその動きを適度にスルーすることが肝要であるということだろう。つまり市場の利下げ期待をスルーして新たに更新されるデータを見据えながら、現状維持を基本戦略に据えて行動すれば良いということだ。

こうした議論、つまりテイラールールが示唆する政策金利をどこまで考慮すべきかという話題は、日本の金融政策にとっても示唆的である。先日、ベッセント財務長官がメディアで日銀の金融政策についてビハインド・ザ・カーブであると述べたことが話題となった。テイラールールから計算される日本の政策金利は、現在の政策金利(0.5%)を優に上回る。ベッセント財務長官の発言はこうした状況を捉えたものであり、もっと政策金利を上げるべきという意味であらう。

だが日本には政策金利を早急に上げることができない真つ当な理由がある。まずトランプ関税による日本経済への影響には不確実な要素がある。そして日本は政策金利の引き上げを許容できるほど力強い経済状態にはない。確かに消費者物価は総合で前年比+3%台を維持しているが、その多くは食料品ないしエネルギー価格の上昇に基づくコストプッシュインフレである。20 年もの間デフレが続き、価格メカニズムが十分に働いていない日本の状況は他国とは異なる。テイラールールから逸脱することを正当化するには、現在の行動の背景にある意図を確りと説明し、自らの行動を通じて物価安定への信認を高めることにある。それが日本銀行が今行うべきことだろう。

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

先週(8月25日(月)～8月29日(金))の振り返り:完全失業率・有効求人倍率(7月)、鉱工業生産(7月)、商業動態統計(7月)、消費者物価指数(東京都区部、8月中旬値)、消費者態度指数(8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。完全失業率・有効求人倍率(7月)についてみると、7月の有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.22倍となり、前月と同水準。COVID-19からの回復期にあった2022年2月の1.21倍以来、3年4か月ぶりの低水準が継続している。7月の労働力人口は6,993万人(季節調整値(以下同)、前年差+37.0万人、前月差-11.0万人)、就業者数は6,831万人(前年差+57.0万人、同-1.0万人)、完全失業者数は164万人(前年差-19.0万人、前月差-8.0万人)となった。7月の完全失業率(季節調整値)は2.3%となり、2019年12月の2.2%以来の低水準となった。

鉱工業生産(7月)は前月比-1.6%と2か月ぶりに低下、前年比も-1.3%と5月以来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」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全15業種のうち9業種が低下、6業種が増加という結果となり、特に自動車工業が前月比-6.7%、寄与度-0.87%ポイントと低下に寄与した。一方で増加品目は電気・情報通信機械工業、化学工業、電子部品・デバイス業といったところである。出荷は前月比-2.5%、前年比-2.3%、在庫は前月比+0.8%、前年比-2.4%となった。稼働率(6月)は前月比は減少、前年比は増加となった。生産能力実績は24年3月以降、前年比で減少が続いている点是不変である。

商業動態統計(7月)については、卸売業と小売業を合わせた商業販売額が54兆3,030億円、前年比-0.3%となった。卸売業は40兆9,680億円、同-0.6%、小売業は3兆3,350億円、同+0.3%であった。季節調整前月比は、卸売業が+0.6%、小売業が-1.6%である。卸売業は食料・飲料、農畜産物・水産物、電気機械器具といった業種で増加した。他方で各種商品、繊維品、衣服・身の回り品、建築材料といった幅広い業種で減少している。また小売業について業種別にみると、各種商品、自動車、燃料、無店舗は減少したが、織物・衣服・身の回り品、医薬品・化粧品の上が増加している。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「一進一退」と維持した。

消費者物価指数(東京都区部、8月中旬値)は総合が前年比+2.6%、生鮮除く総合が同+2.5%、生鮮・エネルギー除く総合が同+3.0%となった。いずれも先月と比べて伸びが縮小している。伸び縮小に大きく影響したのはエネルギー価格が前年比-5.3%と先月(同-0.8%)からさらに減速したことである。なお、食料・エネルギーを除く総合も同+1.5%と先月(同+1.7%)から伸びを弱めている。以上から推測する限り、全国の8月の消費者物価指数はエネルギー価格の減少が進むことでさらに減速する可能性が濃厚である。その後は政府の電気代・ガソリン代対策の規模が縮小することも相まって再びエネルギー価格の伸びは高まりそうだ。

消費者態度指数(8月)は34.9となり、7月から1.2ポイント上昇した。消費者態度指数を構成する各指標(暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断)はいずれも上昇している。内閣府は消費者マインドの基調判断を「持ち直しの動きがみられる」として据え置いた。

米国:耐久財受注(7月)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(8月)、個人支出(7月)、PCEデフレーター(7月)

続いて米国についてみよう。耐久財受注(7月)は前月比2.8%減の3,028億ドルとなり、6月の修正値(9.4%減)からは改善したものの、市場予想の4%減よりは緩やかな減少に留まった。非防衛航空機・部品向けが32.7%減と大幅に落ち込む一方、機械(1.8%増)、原材料(1.5%増)、コンピュータ関連製品(3.5%増)などは増加し、分野により違いが分かれる結果となった。

コンファレンスボード消費者信頼感指数(8月)は97.4となり、先月の98.7(7月修正値)から1.3ポイントの低下。現状判断指数は4月以来の低水準となり、期待指数も低下した。雇用や所得に対する慎重な見方が家計に広がっていると考えられる。

個人支出(7月)は前月比+0.3%となり、6月の同+0.1%に続き2か月連続で増加した。内訳をみると、財が同+0.9%と耐久用家庭機器や自動車の支出が増えたことで4か月ぶりに増加、サービスは同+0.1%と5か月連続の増加となった。PCEデフレーター(図表1)は総合で前年比+2.6%、食料・エネルギーを除くコアで同+2.9%となった。財・サービス別に動きをみていくと、耐久財価格は個人支出の増加もあって同+1.1%と先月の同+0.9%から伸びを強めた。一方、非耐久財価格は同+0.2%と先月の同+0.5%から減速した。サービス価格は同+3.6%であり4月以降に伸びを強めている。

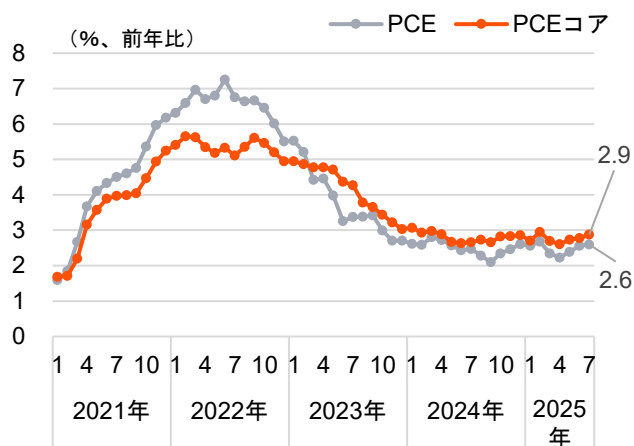
関税率上昇への価格転嫁が進めば、PCEデフレーターへの伸びはより強まるだろう。

中国:製造業PMI(8月)、非製造業PMI(8月)、財新製造業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49.4となり、前月の49.3から0.1ポイント改善したが、好不調の境目となる50を5か月連続で下回った。中国では政府当局による景気刺激策が強化されているなか、生産(50.8)は前月の50.5から改善したほか、新規受注(49.5)も前月の49.4から上昇した。米中両国が関税措置の一時停止期間をさらに90日延長するなど貿易摩擦を巡る対立が一服しており、外需の先行きを占う輸出受注(47.2)は前月の47.1から上昇したほか、輸入(48.0)も前月の47.8から上昇したが、17か月連続で50を割り込んで推移した。在庫や雇用も50を下回り、低水準で推移を続けている。また、8月の非製造業PMIは50.3となり、前月の50.1から改善した。このうち建設業(49.1)は前月の50.6からさらに低下し、50を下回った。中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.5)は前月の50.0から改善し、11か月連続で50を上回って着地した。製造業と非製造業を合わせた8月の総合PMIは50.5と、前月の50.2から改善した。

財新が発表した8月の製造業PMIは50.5となり、前月の49.5から1.0ポイント上昇し、好不調の境目となる50を上回った。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、企業の生産活動や新規受注が回復したことを反映したものと考えられる。足元の中国経済は不動産不況や雇用不安が続くなか需要不足に直面しており、回復に向けた力強さは乏しい状況にある。また、足元ではトランプ米大統領による対中強硬スタンスが続いており、米国による中国製品への30%の追加関税は当面継続されるなか、外需へのマイナスの影響がもう一段顕在化することも見込まれる。今後も引き続き中央政府主導による消費拡大はじめ景気テコ入れに向けた追加施策の効果を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要があるだろう。

図表3:財別インフレ率の推移



出所: 米 BEA

今週(9月1日(月)～9月5日(金))のポイント

図表 2 は今週の指標についてまとめている。日本では 1 日に法人企業統計(2025 年 4-6 月期)が公表された。経常利益は製造業が前年比-11.5%と 2 四半期連続の減少、非製造業が同+6.6%だったため全産業では同+0.2%と減少は避けられた。全産業の売上高は同+0.8%と微増、設備投資は全産業で同+7.6%と増加が続いている。5 日には家計調査、毎月勤労統計、景気動向指数の 7 月値が公表されるがいずれも注目だ。米国は 5 日に公表される雇用統計(8 月)の結果が要注目だろう。前回 7 月の結果は弱かったが、同様の傾向が続いているかどうかが焦点だ。欧州は失業率と消費者物価指数、小売売上高の結果が注目である。中国について 1 日公表の財新製造業 PMI の結果は既述のとおりだが、50 をわずかに上回って増加した。中国政府による追加施策の景気刺激効果をしっかり確認していくことが必要といえよう。

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
9/1 (月)	<ul style="list-style-type: none">法人企業統計(2025年4-6月期)		<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏製造業PMI(8月)ユーロ圏失業率(7月)中国財新製造業PMI(8月)
9/2 (火)		<ul style="list-style-type: none">ISM製造業景気指数(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏消費者物価指数(8月)
9/3 (水)		<ul style="list-style-type: none">耐久財受注(7月)JOLTS統計(7月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏非製造業PMI(8月)ユーロ圏生産者物価指数(7月)
9/4 (木)		<ul style="list-style-type: none">貿易収支ISM非製造業景気指数(8月)ADP雇用統計(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏小売売上高(7月)
9/5 (金)	<ul style="list-style-type: none">家計調査(7月)毎月勤労統計(7月速報)景気動向指数(7月速報)	<ul style="list-style-type: none">雇用統計(8月)	<ul style="list-style-type: none">ユーロ圏GDP(2025年4-6月期改定値)

2. 石破首相退陣表明・4-6 月期(2 次速報)を受けた経済見通し(9 月 8 日(月)～9 月 12 日(金))

石破首相の退陣表明 9 月 7 日、石破首相が米国の関税交渉に目途が経ったことを踏まえて退陣を表明した。昨年 10 月の衆議院選挙で与党過半数割れとなったことを受け、国民民主党の掲げる「103 万円の壁」の政策の一部採用や、日本維新の会の掲げる高等教育の無償化の実施などにより、少数与党でありながらも法案成立率は高い水準であった。7 月 20 日の参議院選挙でも、物価高の対策として野党の掲げる減税などの積極的な財政政策に対して、一時的な給付金の支給など限定的な対策にとどまったこともあり、与党が過半数割れする結果となった。特に主食であるコメ価格やガソリン価格の高騰など物価高による実質所得の減少が継続した。また、インフレにより政府の税収は増加したものの、その分の還元を求める声に対しても、与党の政策は一時的な給付金にとどまり、財政再建が重視されている。その後も、7 月下旬に合意した米国との関税交渉が継続していること等を理由として続投の意思を見せていた。9 月 5 日には関税に関する米大統領令が発出され、8 日には事実上の自民党総裁のリコールに相当とされる自民党総裁選の前倒しの記名方式での届け出開始が予定されていた。各種報道によれば、国会議員、都道府県連の票数は過半数を届く勢いであり、仮にそのまま実施されれば、どの議員・県連が退陣を求めているかが表面化して、党が分裂状態となることが懸念されていた。7 日の退陣表明は、それをぎりぎりのところで回避するタイミングであったといえよう。今後、自民党総裁選が 9 月下旬から 10 月上旬にかけて実施される見込みであり、今後の政策動向が注目される。

GDP(4-6 月期、2 次速報)は 2%へ上方修正 今後の経済政策を考える前に、まずは足元の経済動向を確認しておこう。4-6 月期(2 次速報)の四半期 GDP (図表 1)では、名目で前期比+1.6%(年率+6.6%)、実質で同+0.5%(同+2.2%)、デフレーターは前年同期比+3.0%となった。実質 GDP は 1 次速報の同+0.3%→2 次速報+0.5%へと上方修正された。設備投資は予想通り下方修正となったものの、在庫寄与度は-0.3%ポイント→0.0%ポイントと上方修正された。また、民間最終消費支出は 2025 年 1-3 月期は同+0.1%→同+0.0%と下方修正となった一方、4-6 月期は同+0.2%→同+0.4%と上方修正となった。消費は、サービス消費のうち情報通信、不動産などが増加したことが反映された。

7-9 月期予測は輸出減少によりマイナス成長へ もっとも 7-9 月期(1 次速報)の実質 GDP 予測では、前期比-0.9%(年率-3.4%)とマイナス成長に転じる見込みである。輸出は、前期比-2.0%と減少に転じる。トランプ関税は決着したもの、焦点の自動車への課税は従来の 2.5%の水準から 15%へと引きあがることには変わりはない。また、次項でみるように米国経済・労働市場は減速しており、米国向け輸出は減少する見込みである。また、国内需要に目を転じると、消費・設備投資はプラスの伸びとなるものの、住宅市場が規制強化後の反動減でやや大きな落ち込みとなる見込みである。内需はほぼ横ばいとなる。

図表 1: GDP の推移(%)

		(実績値)						(1次速報
		2024年	2024年				2025年	予測値)
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
1	実質・国内総生産(前期比)	-0.2	0.5	0.6	0.5	0.1	0.5	-0.9
2	同(前期比・年率)	-0.9	1.9	2.3	2.1	0.3	2.2	-3.4
3	内需(寄与度)	-0.4	1.0	0.7	-0.2	0.7	0.3	0.0
4	民需(寄与度)	-0.4	0.7	0.7	-0.3	0.8	0.3	0.0
5	民間最終消費支出	-0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	0.4	0.2
6	民間住宅	-3.0	1.6	0.8	-0.1	1.3	0.5	-4.0
7	民間企業設備	-1.2	1.6	-0.1	0.6	0.7	0.6	0.5
8	民間在庫変動(寄与度)	0.2	-0.1	0.3	-0.4	0.7	0.0	-0.1
9	公需(寄与度)	0.0	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0
10	政府最終消費支出	0.4	1.0	0.0	0.2	-0.5	0.0	-0.1
11	公的固定資本形成	-1.2	2.6	0.1	-0.8	0.2	-0.6	0.9
12	外需(寄与度)	0.1	-0.5	-0.2	0.8	-0.8	0.3	-0.8
13	輸出	-3.5	1.1	1.3	1.9	-0.3	2.0	-2.0
14	輸入	-3.8	3.1	2.0	-1.5	2.9	0.6	2.0
15	名目GDP	0.0	2.0	0.9	1.2	0.9	1.6	-0.2
16	GDPデフレーター(前年同期比)	3.1	3.1	2.5	2.8	3.4	3.0	3.3
17	実質GDP(前年同期比)	-0.8	-0.7	0.8	1.2	1.8	1.2	0.3

(出所) 内閣府「四半期 GDP」資料

このように 4-6 月期は年率 2%の日本としては高めの成長となったものの、7-9 月期にはマイナス成長に転じる見込みである。米 FRB は 9 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では利下げに転じるとみられるものの、金融緩和効果が出てくるのは半年程度かかるとされる。また、仮に利下げが実施され、企業や家計にとっての借り入れコストが減少しても、関税引き上げを受けた価格転嫁が進めば、消費や投資の下押し要因となる。

以上の内外の経済動向を踏まえ、日本経済が持続的な成長を遂げていくためには、家計の可処分所得を増やすことが最低条件であり、インフレで増加した分の税収分を減税として還元することが必要となろう。また、家計では可処分所得が増加しても将来の国民負担増の懸念も消費を抑えている要因となっている公算が大きい。税・社会保障を併せた見通しを示すことも必要となろう。さらにデフレで賃金が上がらない、という状況は変化しつつあるものの、少子高齢化による国内市場縮小懸念、米国の製造業復活のための国内回帰政策の影響で、日本国内向け投資に向きづらくなっている。日本は、IoT 化が進む中で日本の製造業の強みを活かしつつ、徹底的した AI (無形資産)の活用とモノづくり・ロボティクス(有形資産)の融合・拡大を促す投資・成長戦略を打ち出すことが求められよう。少数与党での新総裁・首相選出を経て、こうした政策の進展が期待される。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(9 月 1 日(月)~9 月 5 日(金))の振り返り:家計調査(7 月)、景気動向指数(7 月速報)、毎月勤労統計(7 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(7 月)では、実質消費支出が前年比+1.4%、前月比では+1.7%、名目消費支出が前年比+5.1%、前月比で+1.8%となり、堅調な動きと言える。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費を含む「交通・通信」の支出が大きく寄与した。「食料」は名目で前年比+5.7%だが、実質では同-1.8%である。名目と実質の伸びの差分である 7.5%が価格上昇率ということになり、インパクトは大きい。可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、7 月は前年比-4.9%と 2 か月連続の減少となった。

次に景気動向指数(7 月)では、7 月の CI 速報値(2020 年=100)は先行指数 105.9、一致指数 113.3、遅行指数 114.2 となった。先行指数は 6 月から 0.8 ポイント上昇し 3 か月連続の上昇、一致指数は 6 月から 2.6 ポイント下降して 2 か月ぶりの下降、遅行指数は 6 月から 0.8 ポイント上昇して 2 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「下げ止まりを示している」と維持された。

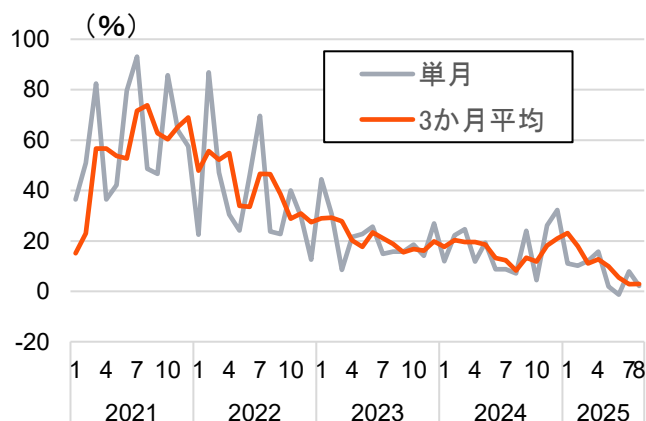
毎月勤労統計(7 月)では、現金給与総額は前年比+4.1%(前月:同+3.1%)と伸びが加速した。所定内給与が同+2.5%(前月:同+2.0%)、ボーナスなどの特別に支払われた給与が同+7.9%(前月:同+4.4%)伸びた。実質賃金は、報道等で注目されやすい「持ち家の帰属家賃を除く総合」ベースでは同+0.5%(前月:同-0.8%)、物価上昇率が実感に近い「総合」ベースでは同+1.0%(同-0.1%)とプラスに転換した。共通事業所ベースでは、7 月に前年比+2.9%(前月+3.4%)と減速した。

米国: JOLTS 統計(7 月)、ADP 雇用統計(8 月)、雇用統計(8 月)、貿易収支(8 月)、ISM 製造業景気指数(8 月)、ISM 非製造業景気指数(8 月)

続いて米国についてみよう。まず注目度の高い雇用関係の統計をみると、7 月雇用動態調査(JOLTS)は求人数が718.1万件と6月から17.6万件減少した。解雇件数が増加して、失業者数が求人数を上回っている。ADP 民間雇用統計では、前月より5万4,000人の増加となった。前月の増加数は2,000人上方修正されて10万6,000人増となった。賃金は前年比+4.4%と前月の+4.5%から鈍化した一方、転職者賃金は同+7.1%と前月と同じとなった。また、雇用統計では非農林部門雇用者数(NFP)は、前月よりも2万2,000人の増加にとどまった。業種別にみると、情報、金融、製造業、連邦政府、ビジネスサービスなどで減少し、増加したのは医療、娯楽・ホスピタリティに集中した。過去3か月の平均では2万9,000人にとどまった(図表2)。年初の20万人平均から明らかに減速傾向にあり、COVID-19の回復が始まった以降でもっとも減速している。

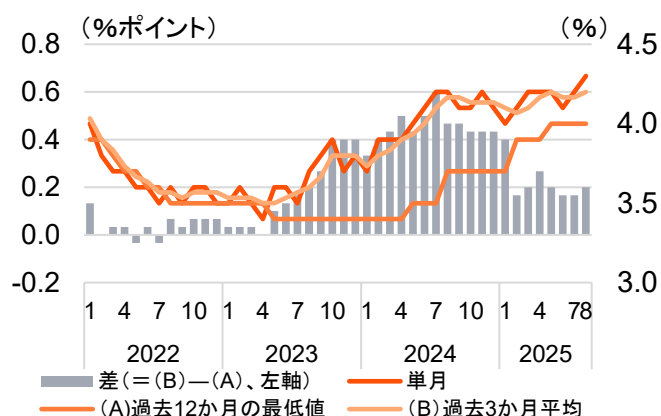
また、失業率は4.3%となり、前月の4.2%から悪化し、COVID-19からの回復期で最悪となった(図表3)。完全失業率を巡っては、金融市場で景気後退を示唆する経験則として注目されるサム・ルールがある。これは、過去3か月平均の完全失業率が、過去12か月でもっとも低い失業率から0.5%ポイント以上悪化すると景気後退に陥る、というものである。この法則にしたがうと2024年6月から同年9月に0.5%ポイント以上の悪化となった。直近(2025年8月)は0.2%ポイントの悪化にとどまっており、同ルールからは景気後退局入りには該当しないこととなる。もっとも、2023年後半以降の失業率の悪化局面は継続している。関税の影響もこれまではなかった負の経済ショックとなりうるため、今後の労働市場の動きを注視すべきであろう。

図表2: 消費支出と可処分所得の比較(世帯主所得: 第1分位)



(出所)BLS から作成

図表3: 消費支出と可処分所得の比較(世帯主所得: 第5分位)



(出所)BLS から作成

7月の米貿易収支は、783億ドルのマイナスとなり、前月から192億ドル、32.5%のマイナス幅拡大となった。マイナス幅拡大の主因は財輸入拡大(184億ドル)であった。そのうち、産業資材(125億ドル)、資本財(47億ドル)、消費財(13億ドル)となった。自動車車両輸入は14億ドルの減少となった。

ISM 製造業指数(8月)は48.7となり先月(48.0)からわずかに上昇したものの、分水嶺の50を下回っている。新規受注指数は51.4と上昇するも、生産指数は先月の51.4から47.8へと低下している。ISM 非製造業指数は前月から1.9ポイント拡大して52.0となった。半年ぶりの高水準となっている。新規受注、経済活動・生産が押し上げた。仕入価格指数は69.2となり、トランプ関税の影響を受けて高水準となっている。雇用指数も46.5と3か月連続の縮小圏となった。業種別では、情報、卸売業、芸術、娯楽などで拡大し、4業種で縮小した。在庫は改善しており、比較的良好な状態を保っている。

ユーロ圏: 失業率(7月)、消費者物価指数(8月)、生産者物価指数(7月)、小売売上高(7月)

ユーロ圏失業率(7月)は6.2%となり、前月の6.3%から低下。失業者数は1080.5万人となり前月から17万人減少。ドイツ、フランスがやや失業者が増えたのに対し、スペイン、イタリアが減少している。ユーロ圏消費者物価指数(CPI、8月)をみると、総合は前年比+2.1%、総合から飲食料・エネルギーを除いた指数は同+2.3%。概ね目標近傍に位置している。ユーロ圏生産者物価指数(PPI、7月)は前年比+0.2%、前月比+0.4%。いずれも先月と比べて伸びは緩やかである。7月の小売売上高は、前月比-0.5%、前年比+2.2%となった。前月と比較して、非食品(自動車燃料を除く)で+0.2%と増加したものの、食料・飲料・タバコ、自動燃料で減少した。

今週(9月8日(月)～9月12日(金))のポイント

図表 4 は今週の指標についてまとめている。日本では 4-6 月期の GDP が公表されたのは、冒頭で触れた通りである。また、国際収支統計、景気ウォッチャー調査が公表される。国際収支では、サービス収支のうちインバウンド需要が横ばいで推移する中、その他のサービスのマイナス幅が拡大しており、その動向が注目される。前月の景気ウォッチャー調査では、企業動向関連が悪化していたものの、家計動向関連は改善したことで微増となった。国内企業物価では、輸出物価のうち北米向け自動車は前月(7月)に 1 月以来、半年ぶりに前月比で増加した。7 月の関税率の決定を受けて、8 月に入りこの動きが継続しているかが注目である。

米国では 8 月の生産者物価、消費者物価が公表される。物価動向に落ち着きがみられていることが米国の利下げ予想につながっているが、中国を除く主要国向けの関税率が決着をみる中で、8 月の価格動向に変化がみられるかが注目される。また、ミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。欧州では、9 月の ECB 政策理事会が実施される。2024 年 6 月から始まった利下げ局面が終了に近付いているとの見方が強まっており、経済・物価動向、それを踏まえた金融政策に対する見方が注目される。

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
9/8 (月)	・ 四半期GDP速報(2025年4-6月期、2次速報) ・ 国際収支統計(7月) ・ 景気ウォッチャー調査(8月)		
9/9 (火)			
9/10 (水)	・ 生産者物価(PPI、8月)		
9/11 (木)	・ 国内企業物価(8月)	・ 消費者物価指数(CPI、8月) ・ 新規失業保険申請件数(前週)	・ ECB政策理事会(9月)
9/12 (金)	・ 鉱工業生産(7月確報)	・ ミシガン大学消費者信頼感指数(9月速報)	

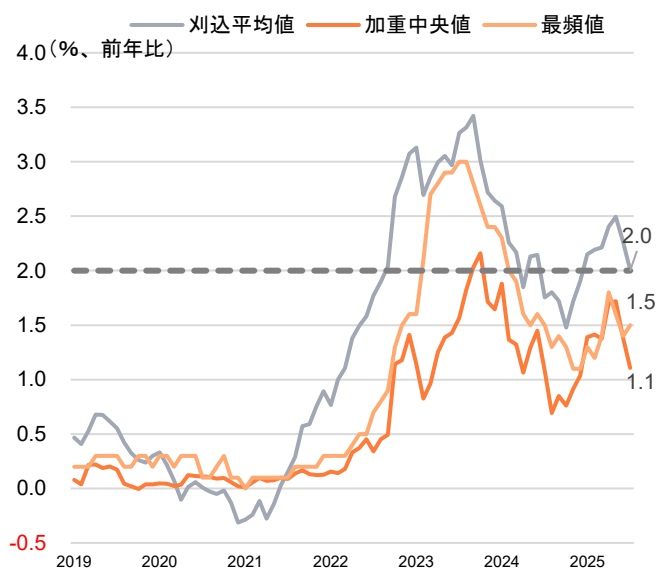
3. 9月の日米金融政策のポイント(9月15日(月)~9月19日(金))

今週は日米で当面の金融政策が決定される。以下注目点について述べてみたい。まずは日本についてだ。日銀は18日・19日にわたり金融政策決定会合を開催する。消費者物価は総合で見ても前年比+3%を上回るインフレ率を続けているが、食料やエネルギー価格の上昇によるところが大きい。図表1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の推移だが、物価上昇率の基調的な動きは消費者物価の結果とは異なり足元では弱めの動きが続いている。特に、加重中央値や最頻値でみた基調的な物価上昇率は2%を下回り、かつ5月以降は伸びを弱めている。トランプ関税に伴う先行きの不確実性は後退したもの、相互関税15%、自動車関税15%、銅・銅派生品、鉄鋼、アルミニウム関税50%といった関税率の適用は、30年ぶりの賃上げの起点にもなった輸出産業の利益を低下させ、総需要の低下を通じてデフレ圧力として作用しうる。2025年4-6月期のGDP(2次速報値)は前期比年率+2.2%と上方修正されたが、7-9月期は輸出の低下が作用してマイナス成長に落ち込むことが予想されている。石破総理の退陣発表に伴う自民党総裁選で誰が次期総裁になるかという政治面の不確実性も相まって、今回会合は現状維持となる可能性が高い。次回会合では政治面の不確実性は後退するものの、経済面の悪影響が顕在化する可能性が高い。当面、少なくとも利上げといった政策変更を行う可能性は低いと考えられる。

米国についてはどうだろうか。FRBは16日・17日にわたってFOMCを開催する。物価上昇率(図表3)や期待インフレ率(図表4)の動きはトランプ関税による物価上昇率の強まりが着実に進み、かつ物価上昇率の強まりは中長期の期待インフレ率の高止まりを誘発していることを示唆する。利下げを行うことはこうした動きを助長することにもつながるため、雇用環境が明確に悪化しているかどうかは鍵となるだろう。図表2は以上の点を見るため、雇用失業率と欠員率の関係を図示している。米国の物価上昇率が加速した時期は図中の欠員率>雇用失業率となった2021年5月以降の時期と一致する。足元の状況は欠員率と雇用失業率がほぼ同じ値となっているが、2000年12月から2017年12月までのように、明確に欠員率<雇用失業率となっているわけではない。以上からは、今後労働市場がさらに悪化して、欠員率<雇用失業率となる蓋然性が高くない限り、今回のFOMCで利下げを行ってしまうとFRBが物価上昇率の高まりや中長期期待インフレ率の高止まりを助長することになる。トランプ政権からの圧力もあり、今回のFOMCで利下げを予想する声が多いが、安易に利下げを行うことは物価安定を更に困難にすることになる。FRBは難しい判断に迫られることになるだろう。

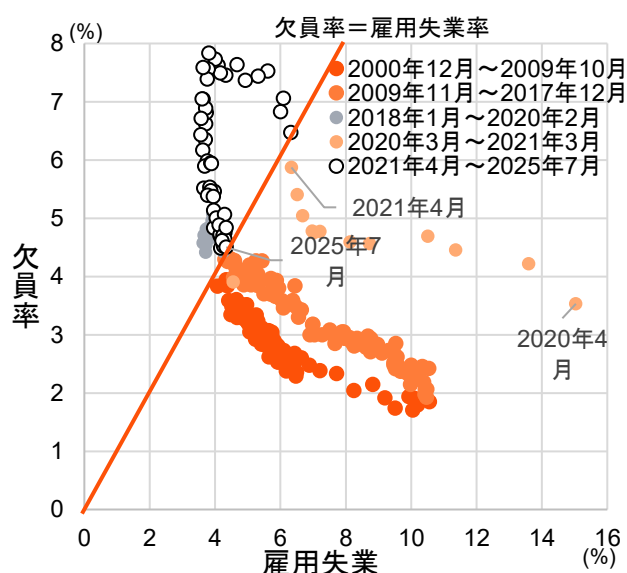
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1:消費支出と可処分所得の比較(世帯主所得:第1分位)



(注)データは2025年7月まで。
(出所) 日本銀行より筆者作成

図表2:消費支出と可処分所得の比較(世帯主所得:第5分位)



(注)欠員率=欠員数/雇用者数、雇用失業率=失業者数/(失業者数+雇用者数)(出所) FREDより筆者作成

先週(9月8日(月)～9月12日(金))の振り返り:国際収支統計(7月)、景気ウォッチャー調査(8月)、企業物価指数(8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。国際収支統計(7月)についてみると、7月の経常収支(季節調整値、以下同)は、1兆8,828億円(前月比-5,151億円)と減少した。以下原数値でみると、輸出は9兆63億円(前年同月比-4,597億円)と減少。商品別には自動車、鉄鋼、自動車の部分品が減少し、地域別では対北米・中南米向けで減少した。米国の関税引き上げの影響が出ている。輸入は9兆1,956億円(同-7,297億円)と減少した。商品別では原粗油、石炭、液化天然ガスが減少した。地域別ではアジア、中東からの輸入が減少した。原油価格(財務省算出値)は、ドルベースでは71.28米ドル/バレル(前年同月比-19.0%)、円ベースでは65,297円/キロリットル(同-26.2%)とそれぞれ低下した。サービス収支は7月に-6,956億円(前年差-1,142億円)とマイナス幅が拡大した。7月の訪日外国人旅行者数は343万7,000人(前年比+4.4%)、出国日本人数は120万5,500人(前年比+14.9%)と増加している。第一次所得収支は、+4兆746億円(前年差-5,347億円)とプラス幅が縮小した。直接投資収益が黒字幅を縮小したこと等から、第一次所得収支は黒字幅を縮小した。季節調整値では+3兆1,736億円(前月差+907億円)となった。

景気ウォッチャー調査(8月)は、現状判断DIが46.7と7月の45.2から1.5ポイント増加した。今年の4月以降、じりじりと増加が続くものの、全体としては減少過程の中にあるといえるだろう。先行き判断DIは47.5となり、こちらも今年の4月以降じわじわと増加が続いている。判断項目をみると、家計動向のうち、飲食・サービス・住宅関連は低下したものの、小売関連の増加により家計全体では前月と比べて増加、企業動向関連も製造業・非製造業ともに増加している。現状判断DI、先行き判断DI、ともに拡大トレンドに転換できるかがポイントだ。

企業物価指数(8月速報)をみると、国内企業物価指数が前月比-0.2%(前年比+2.7%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+0.2%(前年比-0.3%)、契約通貨ベースで同-0.1%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+0.5%(前年比-3.9%)、契約通貨ベースで同+0.0%となった。輸出入物価指数は下げ止まりつつある。注目の乗用車輸出価格(北米向け)については、8月は117.4(前年比-20.2%)と停滞が続いている。5月以降、前年比で20%以上の下落が継続していることは、日本企業が乗用車の関税率を輸出価格に上乗せすることで米国の消費者に転嫁するのではなく、自らの企業努力により輸出価格の低下という形で吸収していることを意味する。こうした日本企業の行動がいつまで続くのかといった点は、トランプ関税がどの程度米国の物価を押し上げるのかといった点と合わせ、当面の注目材料と言えるだろう。

米国:生産者物価指数(8月)、消費者物価指数(8月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(9月速報)、新規失業保険申請件数(前週分)

続いて米国についてみよう。生産者物価(8月)は全ての品目で前年比+2.6%、食品・エネルギーを除くコア指数で同+2.8%となり、7月の同+3.3%、同+3.7%からいずれも減速した。

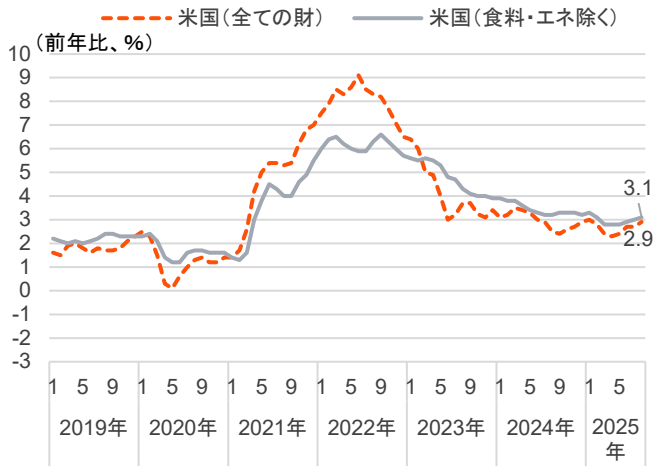
消費者物価(8月)(図表3)は総合で前年比+2.9%となり、7月の同+2.7%から加速した。食品・エネルギーを除くコア指数は前年比+3.1%となり、7月と同様の伸びである。先ほど、日本の乗用車輸出価格(北米向け)の8月の値が前年比-20.2%と引き続き低下している点にふれたが、一部で価格転嫁は進んでいないものの、消費者物価への影響をみる限りにおいては、全体としてトランプ関税による消費者物価への価格転嫁はじわじわ進んでいると言えるだろう。

ミシガン大学消費者信頼感指数(9月速報)は55.4となり、8月の58.2から4.8%の低下、前年比では21.0%の低下となった。経済の現状及び先行きの評価も大きく減少が続いている。図表4は掲載されている期待インフレ率の動きをみている。1年後の消費者の期待インフレ率は4.8%と8月と同じとなったが、5年後の期待インフレ率は3.9%と8月の3.5%から加速している。

新規失業保険申請件数(前週分)は26.3万件と2021年10月以来の高水準となった。労働市場の需給が緩和していることを示唆する。

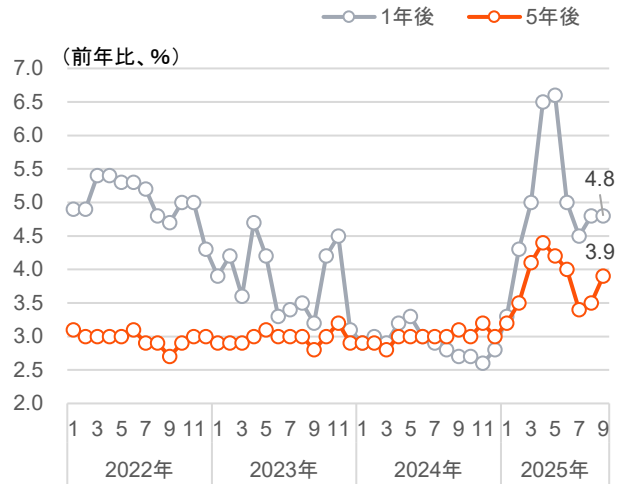
今週のFOMCでFRBは当面の金融政策につき議論する予定だが、インフレ率・期待インフレ率が上昇している中、実体経済の悪影響がどのような形で物価に影響を及ぼすのかをしっかりと検討することが求められる。

図表 3: 米国消費者物価指数の推移



(出所)米商務省から作成

図表 4: 米期待インフレ率の動向



(出所)ミシガン大学データから作成

欧州: ECB 理事会(9 月)

続いてユーロ圏についてみよう。欧州中央銀行(ECB)は11日の理事会で7月会合に続き2会合連続で政策金利を据え置いた。ECB スタッフによる経済・物価見通しも併せて公表されているが、インフレ見通しについては前回とほぼ変わらず、経済見通しについては米国との貿易合意を受けての下方リスクは縮小しているものの、リスク自体は消滅していないといった評価である。

中国: 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。貿易収支(8月)は、輸出が前年同月比+4.4%の3,218.1億ドルとなり、前月の同+7.2%から伸びは減速しつつも、6か月連続のプラスとなった。主要輸出国・地域の米国向けが、トランプ関税の影響を受けて同-33.1%と前月の同-21.7%からマイナス幅が拡大した一方で、EU(同+10.4%)のほか、ASEAN(同+22.5%)や中国香港(同+17.2%)、中国台湾(同+17.5%)などの伸びに支えられ、輸出全体の伸びは拡大した。輸入は同+1.3%の2,194.8億ドルとなり、前月の同+4.1%から減速しつつも、3か月連続でプラス推移した。なお、輸出から輸入を差し引いた貿易収支は1,023.3億米ドルの黒字で着地した。また、物価動向をみると、消費者物価指数(8月)は前年同月比-0.4%となり、3か月ぶりにマイナスとなった。食肉需要の約6割を占める豚肉のほか、野菜のマイナス幅が拡大しており、食品価格が水面下での推移を続けている。自動車やバイクなど交通工具やガソリンなど交通燃料の値下がりも足を引っ張っている。食品やエネルギー価格の影響を除くコアCPIは8月に同+0.9%となり、前月の同+0.8%から拡大したが、引き続き同+1.0%未満で低位の推移を続けている。生産者物価指数(8月)は同-2.9%となり、前月の同-3.6%からマイナス幅は縮小しつつも、2022年10月以降35か月連続でマイナスとなった。

足元の中国経済は不動産不況や雇用不安が続くなか需要不足に直面しており、回復に向けた力強さは乏しい状況にある。また、トランプ米大統領による対中強硬スタンスが続いており、米国による中国製品への30%の追加関税は当面継続されるなか、今後は外需へのマイナスの影響がもう一段顕在化することも見込まれる。こうしたなか、中国国内では生産過剰の問題がさらに深刻化し、デフレ圧力がさらに高まる可能性もあるだけに、引き続き中央政府主導による消費拡大はじめ景気テコ入れに向けた追加施策の効果を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要があろう。

今週(9月15日(月)～9月19日(金))のポイント

図表5は今週の指標・主な予定についてまとめている。日米ともに今週の注目はまず金融政策であるが、筆者の見立ては既述のとおりである。指標に関して言えば、日米ともに物価上昇率の動きが気になるところだ。19日に公表される消費者物価指数は東京都区部の結果を念頭におけば総合で前年比+3%を下回る可能性がある。もともと物価上昇率の低下は一時的であり、食料・エネルギー価格の上昇によるコストプッシュインフレの傾向は強いだろう。食料・エネルギーを除く物価指数の動きに引き続き注目である。米国の消費者物価指数に関しては、トランプ関税の影響がどの程度財価格の上昇に寄与しているのかが注目点である。

15日公表の中国小売売上高(8月)は前年比+3.4%となり、7月の同+3.7%からわずかに鈍化した。中国鉱工業生産は前年比+5.2%とこちらも7月の伸び(同+5.7%)から鈍化した。ユーロ圏に関しては、16日公表のZEW景況感調査と17日公表の消費者物価指数の結果が気になるところだ。

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
9/15 (月)		・ ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月)	・ 中国小売売上高(8月) ・ 中国鉱工業生産(8月)
9/16 (火)	・ 第三次産業活動指数(7月)	・ 小売売上高(8月) ・ 鉱工業生産(8月)	・ ZEW景況感調査(9月) ・ ユーロ圏鉱工業生産(7月)
9/17 (水)	・ 通関ベース貿易統計(8月)	・ 住宅着工件数(8月) ・ 建築許可件数(8月) ・ FOMC	・ ユーロ圏消費者物価指数(8月)
9/18 (木)	・ 機械受注(7月)	・ 消費者物価指数(CPI、8月) ・ 新規失業保険申請件数(前週)	
9/19 (金)	・ 日銀政策決定会合 ・ 消費者物価指数(全国、8月)	・ フィラデルフィア連銀製造業景気指数(9月)	

4. 自民党総裁選と日本経済のゆくえ(9月22日(月)～9月26日(金))

9月22日に自民党総裁選が告示され、10月4日(土)の議員投票・開票を経て新たな総裁が任命される予定だ。今回は、小林鷹之、茂木敏充、林芳正、高市早苗、小泉進次郎の5人が争う形となる。以下では各候補者の経済政策について2つのポイントを挙げて議論することにした。

まず1つ目のポイントは可処分所得拡大策についてである。所得拡大は、名目賃金(年収)拡大策と、減税や給付といった負担削減策の2つの側面に分けることが可能だ。小林氏の所見は、減税や給付といった負担削減策に重点が置かれている。ガソリン税暫定税率廃止、時限的措置としての定率減税の早期実施、その上で所得税制の抜本的見直し(恒久措置)、そして現役世代の社会保険料負担削減といった政策が特徴である。茂木氏の所見は、新たな成長戦略により3年で平均年収を50万円増加するといった所得拡大策、「増税ゼロ」の政策推進、林氏の所見は、1%程度の実質賃金上昇の定着、国民所得と経済生産性の向上による成長と分配の好循環、社会保障に関し、日本版ユニバーサル・クレジットの創設を通じて低所得層世帯への支援を行うといった政策が特徴だ。そして高市氏の所見では、税制・補助金施策を総動員することでコスト高から中小企業・小規模事業者を守り、賃上げと設備投資を可能にする環境整備を行うとともに、ガソリン税暫定税率廃止、年収の壁引き上げ、中低所得層の負担に関し、「給付付き税額控除」の制度設計着手といった政策が、最後に小泉氏の所見では賃金上昇と投資拡大に取り組むことで物価上昇を上回る国民所得を実現、負担軽減策としてのガソリン暫定税率廃止、インフレ時代に対応した所得税制の見直しを検討するとまとめられている。

名目賃金拡大策としては、参院選時の自民党公約(GDP1,000兆円実現、実質1%、名目3%の賃金上昇率達成、2030年度に賃金が約100万円増)と同様の目標が念頭となっているであろう林・小泉氏、伸びて考えると自民党公約と比べてややマイルドな提案とも言える茂木氏という印象だ。林・小泉・茂木の3氏にはどのようにして名目賃金(実質賃金)を上げ、成長を確保していくのかの具体的な説明はないが、おそらくこれは5人に共通する設備投資拡大策が鍵となるのだろう。この点については後述したい。

また負担削減策については、小林、高市、小泉の各氏が共に言及しているのが、ガソリン税暫定税率廃止である。小林氏が念頭においているのは定率減税や社会保障負担減といった若者・現役層にフォーカスした負担軽減策、高市氏の場合は年収の壁引き上げに加え、中長期的に「給付付き税額控除」の制度設計着手、小泉氏の場合はインフレ時代に対応した所得税制の見直しといったポイントだ。筆者は3氏が主張している政策を全てミックスした政策を行うべきだと考える。つまり、ガソリン税暫定税率廃止と年収の壁引き上げは即座に実行した上で、追って定率減税や各候補者が言及していない消費税減税を組み合わせ、当面の家計負担を下げる。その上でインフレに連動した所得税制を構築して現役世代の実質税負担の高まりを極力抑制し、中長期的には給付付き税額控除に基づく所得捕捉と給付・控除の仕組みや社会保障制度の検討を進めるということだ。

続いて2つ目のポイントは、各候補者が様々な形で主張している投資拡大策である。少子高齢化・人口減少が続く日本において生産性を高め、持続的成長を確保するには投資拡大が必須である。これは総需要を拡大させるとともに、資本ストックとして蓄積されることで供給力拡大にも寄与する点が重要だ。そして投資は様々な分野に及ぶ。耐用年数が超過したインフラの再整備や、AIや半導体のみならず量子・核融合、バイオ、宇宙、等々の様々な分野の技術革新を後押しし、日本の技術優位性を再び高めるには官民連携の産業政策が欠かせない。各氏の所見を比較する限り、こうした産業振興策としての投資拡大の網羅性・具体性は高市氏が抜きん出ている印象だ。高圧経済政策を進め、設備投資をより高めるには、日銀の金融政策面からのサポートも重要だ。高市氏の場合、政府と日銀の関係について、物価安定目標は共有しつつも政策手段については日銀には独立性があるという理解が明確である点も好材料だ。他の各候補者は日銀との関係についての言及はなく、財政政策と金融政策のポリシーミックスにつき、自民党ないし政府としてのしっかりした方針を確立すべく議論が行われることが望ましい。デフレマインドからの払拭が進む中で強固なのが、日本企業が根強く持つ日本経済のポテンシャルへのネガティブな視線である。政府がありとあらゆる分野の投資を促進するサポートを行い、投資拡大を通じて人手不足を乗り越え、地方活性化や新エネルギー開発といった課題解決に結びつけていく必要がある。各候補者に求められるのは、日本のポテンシャルを説得力を持って伝え、着実に好循環に結びつけていく意思と実行力だろう。

現状では小泉氏と高市氏が争う展開が軸となる模様だ。自民党が安定的に政権を担うには野党の政策の良い部分を吸収し、大胆な財政政策を行うことがまず必須となる。石破政権の経済政策は参院選で国民からNoを突き付けられている現状から考えれば、いかに現状維持の政策メニューを脱し、野党が主張する減税を取り入れ、財政政策・金融政策・成長政策の3つをうまく使うことが肝要だろう。こうした政策を大胆に行うには財政運営の基本方針をアップデートすることも必要である。つまり財源に過度にこだわるのではなく、成長とそこから得られる税収にコミットすることが重要ということだ。参院選以降の政治空白を埋めるに足るだけの実効性のある議論がなされ、早期に実行に移されることを期待したい。

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

先週(9月15日(月)～9月19日(金))の振り返り:第三次産業活動指数(7月)、通関貿易統計(8月)、機械受注(7月)、消費者物価指数(全国、8月)、日銀政策決定会合

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。第三次産業活動指数(7月)は105.0となり、前月比+0.5%となった。広義対個人サービスは低下したが、広義対事業所サービスは持ち直している。経済産業省は「全体として一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動きが続いている」との評価を維持している。

通関貿易統計(8月)は、輸出額は前年比-0.1%と4か月連続の減少。自動車・鉄鋼・自動車部品で減少している。輸入額は同-5.2%と2か月連続の減少。輸出数量は前年比-3.9%と5か月ぶりの減少となった。米国向け、中国向けの輸出額減少が10%を超えている。機械受注(7月)についてみると、民間投資の先行指標である、「船舶・電力除く民需」は前月比-4.6%と2か月ぶりの減少となった。業種別にみると製造業は前月比+3.9%と増加に転じたが、非製造業は同-3.9%と減少。官公需は同+21.3%、外需は同-8.4%、代理店は同+5.1%となった。

消費者物価指数(全国、8月)は、総合で前年比+2.7%、生鮮除く総合で同+2.7%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.3%となり、総合、生鮮除く総合では4か月連続で伸びが弱まった。また食料(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、引き続き1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。エネルギー価格の前年比は-3.3%と7月の同-0.3%からさらに減速した。食料については、生鮮野菜は前年比+2.1%、野菜・海藻は同+4.1%といった形で先月よりも伸びは明確に弱まっているほか、米を中心とした穀類も同+22.7%と20%を上回る価格上昇率を維持しているものの、6月以降伸びは鈍化している。食料全体としては前年比+7.2%と引き続き伸びは高く、注意は必要であるが、一旦はピークを過ぎたとも解釈できよう。

日銀は18日・19日に開催した金融政策決定会合で、前回会合と同じく、政策金利(無担保コールレート(オーバーナイト物))を0.5%程度で維持することを決定した。かねてから利上げに前向きな田村委員、高田委員が利上げをすべきとして反対したが、賛成多数で現状維持が決まった形である。田村委員は、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためという理由で、高田委員は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたというのが主張の理由である。先週のコラムでも述べた通り、日銀が公表する物価上昇率の基調的な動きは2%を下回り弱めな動きが続いており、物価上振れリスクが広がっているという証拠は見当たらない。また物価上昇についての認知は広がったとはいえ、粘着的なサービス価格の上昇率が強まり、かつ様々な財に広がっているかと言えばそうとは言えない。物価が上がらないノルムが転換したとは言えても、それが持続的かどうかは疑問が残る。政策金利を30年ぶりの水準となる0.75%へ引き上げるとなれば尚更慎重であるべきだ。

併せて、日銀は自らが保有するETF及びJ-REITにつき、ETFは年間3,300億円程度のペースで、J-REITについては年間50億円程度のペースで売却を行うことを決定した。日銀が保有する資産を売却することは、資産市場に対して価格下落圧力を与えることになる。今回の決定は、株価が好調さを維持する中で、市場への影響に最大限配慮しながら行われるものであり、影響は限定的と言えるだろう。

米国:住宅建築許可件数(7月)、住宅着工件数(7月)、中古住宅販売件数(7月)、フィラデルフィア連銀景況指数(8月)、ジャクソンホール会議

続いて米国についてみよう。ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月)は-8.7となり、8月の+11.9から20ポイントを超える下落となった。「新規受注」や「出荷」を中心に落ち込みが大きい。逆にフィラデルフィア連銀製造業景気指数(9月)は23.2と予想を上回って大きく増加し、今年1月以来の水準となった。先行き指数は31.5となり、やや勢いを取り戻している。

小売売上高(8月)は前月比+0.6%となり3か月連続での増加となった。物価上昇が売上高増加の一因ではあるものの、消費の勢いは衰えていない。

住宅着工件数(8月)は前月比-8.5%の130.7万戸(年率換算)となり、5月以来の低水準となった。一戸建て住宅の着工件数、集合住宅の着工件数が減少したことが低水準の背景にある。建築許可件数(8月)は前月比率-3.7%の131.2万戸となり、こちらも減少した。図表1は2021年以降の動きをみているが、住宅ローン金利が6%台後半に留まる中、着工件数・許可件数は緩やかな低トレンドに入っている。

さて9月FOMCで、FRBは政策金利の0.25%引き下げを9か月ぶりに決めた。経済・物価・金利についての政策委員見通しをみると、6月時点と比較して成長率はやや高まり、物価も2026年を中心に高まる見込みである。FRBは年内残り2回の会合を残しているが、政策委員見通しの通りだとすると、2度の利下げが予想されていることになる。ただ、今回0.5%の利下げを主張したミラン委員のように、政策委員間の意見相違が大きく、こうした意見・予想を含んだ結果であることには留意する必要がある。つまり、年内2回の利下げが実際に行われるかといった点については留保が必要であるということだ。

パウエル議長は政策決定については会合時の経済・物価動向を見て判断していく旨を改めて強調した。以上紹介したとおり、製造業の景況評価にばらつきがある中、小売売上高は堅調で、住宅市場も緩やかな悪化に留まっている。物価も上振れる可能性がある。金融政策の先行きに関しては、予断を持たず、時々の経済指標の動きをみて判断するスタンスが重要と言えよう。

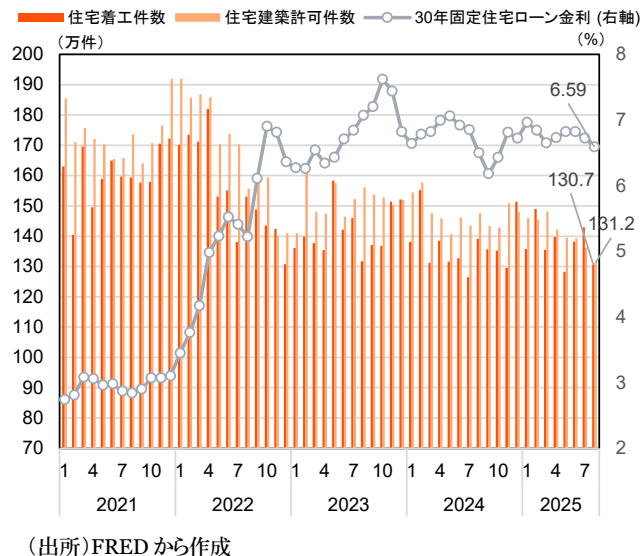
欧州:ZEW 景況感調査(9月)、ユーロ圏消費者物価指数(8月確定値)

続いてユーロ圏についてみよう。ZEW 景況感調査(9月)から現況指数は-76.4となり、8月の-68.6から悪化した。一方で期待指数は+37.3と8月の+34.7から改善した。ユーロ圏消費者物価指数(8月確定値)は、総合で前年比+2.0%、飲食料とエネルギーを除く総合で同+2.3%となった。概ね2%の物価上昇率を維持していると言えるだろう。

中国:小売売上高(8月)、固定資産投資(1-8月)、鉱工業生産(8月)

最後に中国経済についてみよう。2025年8月の小売売上高は前年同月比+3.4%となり、前月の同+3.7%から減速した。これまで消費の伸びを牽引してきた「外食」は同+2.1%と前月の同+1.1%から加速したが、低水準で推移した。「商品」は同+3.6%となり、前月の同+4.0%から減速した。買替需要を喚起する「以旧換新」策に支えられている家電製品や通信機材のほか、オフィス用品や家具の伸びが鈍化したほか、石油類や建築内装材の伸びがマイナスとなった。2025年1-8月の固定資産投資は前年同期比+0.5%と、同1-7月の同+1.6%からさらに減速した。最大のネックである不動産(同-12.9%)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。また、製造業(同+5.1%)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、伸びが減速しつつも高水準を続けているほか、インフラ(同+2.0%)も政府当局による公共投資の後押しに支えられつつも減速して着地した。2025年8月の鉱工業生産は前年同月比+5.2%となり、前月の同+5.7%から減速した。分野別にみると、製造業(同+5.7%)が前月から減速しつつも鉱工業生産全体の伸びを支えたほか、鉱業(同+5.1%)は前月からやや加速しつつ5.0%超の水準を維持した。エネルギー関連(同+2.4%)は伸びを減速させつつ低い水準となった。足元の中国経済は不動産不況や雇用不安が続く中、需要不足に直面している。政府当局による消費刺激策が打ち出されている家電製品や通信機材の伸びも足元で減速するなど、回復に向けた力強さは乏しい状況にある。また、足元ではトランプ米大統領による対中強硬スタンスが続いており、米国による中国製品への30%の追加関税は当面継続される中、外需へのマイナスの影響がもう一段顕在化することも見込まれる。今後も引き続き中央政府主導による消費拡大はじめ景気テコ入れに向けた追加施策の効果を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要があるだろう。

図表1:米国住宅着工件数・建築許可件数・住宅ローン金利の推移



今週(9月22日(月)～9月26日(金))のポイント

図表5は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では22日(月)に自由民主党総裁選挙が告示された。10/4(土)までの各候補者による論争、選挙の帰結は今後の日本経済を考える上でも重要だ。25日(木)には7月日銀政策決定会合の議事録、26日(金)に消費者物価指数(東京都区部、9月中旬)が公表される。消費者物価指数に関しては、8月と同様、食料・エネルギーの価格上昇が和らぐのかどうか注目点である。米国については、26日(金)公表の個人支出、PCEデフレーター(8月)の最新値が注目だろう。トランプ関税の影響で物価上昇率がどうなるか、個人支出に目立った変化があるのかといった点が気になる点である。ユーロ圏についてはPMIの最新値から9月の景気動向を確認しておきたい。

図表 5: 今週の重要指標・主な予定

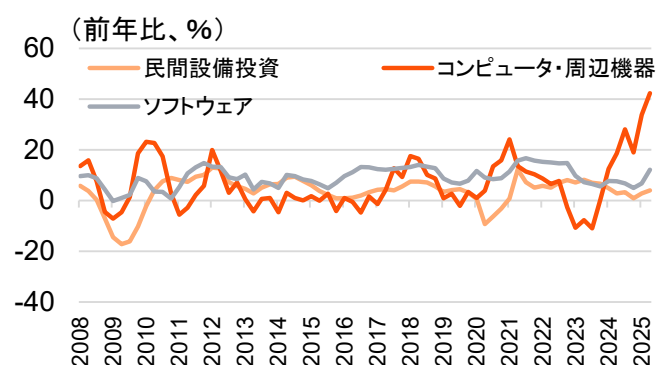
日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
9/22 (月)	・ 自由民主党総裁選告示(10/4開票)		・ ユーロ圏消費者信頼感(9月速報)
9/23 (火)		・ リッチモンド連銀製造業景気指数(9月) ・ 経常収支(2025年4-6月期) ・ PMI(9月速報)	・ ユーロ圏PMI(9月速報)
9/24 (水)		・ 住宅着工件数(8月) ・ 建築許可件数(8月)	
9/25 (木)	・ 7月日銀政策決定会合議事要旨	・ GDP(2025年4-6月期確報値) ・ 新規失業保険申請件数(9月) ・ 耐久財受注(8月) ・ 中古住宅販売件数(8月)	
9/26 (金)	・ 消費者物価指数(東京都区部、9月中旬)	・ 個人支出(8月) ・ PCEデフレーター(8月)	

5. 米 GDP でデータセンター項目新設、AI 投資動向と日本企業の勝ち筋(9月29日(月)～10月3日(金))

消費の大幅上方修正で利下げの正当性に陰り 9月25日に公表された2025年4-6月期の米実質GDP(3次速報)は前期比年率+3.8%となり、2次速報段階の同+3.3%から上方修正となった。主因は個人消費の上方修正。2次速報の+1.4%から3次速報では+2.5%へと大幅な上方修正となった。金融・保険、情報といったサービス消費が大きく押し上げた。FRBは9月16～17日の連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げ再開に踏みきったものの、4-6月期の消費は雇用減速の影響は軽微であったとみられる。雇用減少と同時に米国への移民も減少しているため、雇用増加ペースが鈍化しても労働市場の需給のバランスは悪化していない可能性があろう。金融市場では年内2回の追加利下げが織り込まれているものの、その通り実施されるかどうかは、今週末の雇用統計を含め、経済・物価動向をしっかりと見定める必要がある。

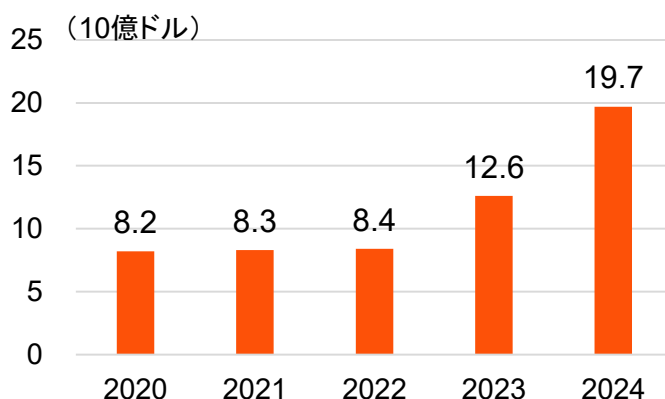
新設されたデータセンターは2年で2.3倍の急増 また、足元の景気や金融政策動向以外に、中長期の経済成長、企業経営にとっては生成AIをはじめとするAI関連の投資動向も気になるところである。実質GDPのうち、設備投資に目を転じると、4-6月期は前期比年率+7.3%となった。内訳をみると、構造物は同-7.5%と減少したものの、コンピュータ・周辺機器を主因とする設備が同+8.5%、ソフトウェアを含む知的財産物が同+15.0%と大幅に伸びた。また、**図表1**で傾向をみるために前年からの伸びをみると、コンピュータ・周辺機器は+42.3%、ソフトウェアが+12.2%と大幅に増加している。特にコンピュータ・周辺機器は、2007年の現行統計開始以来の高い伸びとなっている。背景には生成AI関連の設備投資が増加していることが挙げられよう。AIの利用頻度の増加に応じて計算処理能力が急激に必要となり、データセンターの増設が必要となる。これは非常に大きいため、発表元である米商務省経済分析局(BEA)によると、新たに年次ベースの中でデータセンター投資額の項目が新設された(**図表2**)。2022年の84億ドルから、2023年には50.0%増加して126億ドル、2024年にはさらに56.3%増加して197億ドルとなった。2022年から2024年で2.3倍と急激に増加している。

図表1: 米国消費者物価指数の推移



(出所) 米商務省から作成

図表2: 米期待インフレ率の動向



(出所) ミシガン大学データから作成

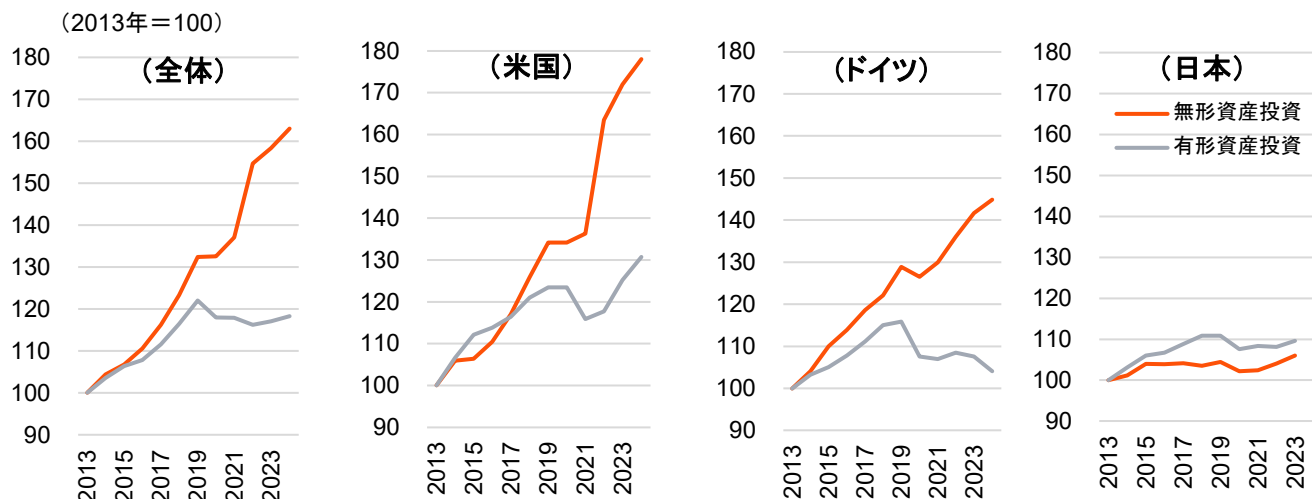
米国と中国のAI投資動向 データセンターの急増に表れているように、AI関連の投資は急激に増加し、この分野で米国と中国の競争が激化している。スタンフォード大学のAI Indexレポートによると、2024年の米国のAI関連投資額は1,091億ドル(1ドル150円換算で16.3兆円、以下同)となり、中国の93億ドル(1.4兆円)の11.7倍の規模となっている(同レポートp.252、以下同)。また、生成AI(2024年)に限っても米国は290億ドル(4.4兆円)となり、中国の21億ドル(0.3兆円)の13.8倍となっている(p.255)。また、世界のAI関連論文数(2023年)に占める割合は米国が9.2%の一方、中国は23.2%となっている(p.34)。もともと引用数上位の論文数では論文数では米国が中国を上回っている(p.39)。次にAI関連の特許件数でみると、中国は69.70%となり、14.16%の米国の約5倍となっている(p.39)。特許として公開した場合には、一定期間は保護されるものの、その後は特許の保護がなくなる。また、技術仕様などを公開するため、他国に情報が開示されるデメリットがある。米国は公開を限定するクローズ戦略をとっている一方で、中国は特許としてオープンにしていける戦略をとっている可能性がある。

各国動向からみる日本の特徴 図表3で各国の有形・無形資産の投資動向をみると、特に米国を中心にデータセンター・PCを含む有形資産投資以上に、ソフトウェアを含む無形資産投資が急激に増加している。

また、こうした傾向は日本と同様製造業が強いとされるドイツや、フランス、イギリスにも共通している。一方、日本ではそもそもの設備投資の伸びが弱いことに加えて、無形資産よりも有形資産の伸びが高く、最近になってようやく無形資産への投資が増加している状況にある。今後、あらゆる産業・企業の調達・研究開発・設計・財の製造(サービスの提供)・廃棄などに関する数値・画像・音声などの多様な種類の情報がデータとして保存・利用されるようになっていくであろう。企業はそれらのデータについて、特許や標準化によってオープン化していきエコシステムを形成する部分と、自社の競争力の源泉としてクローズにしていける部分と切り分けていくことが重要となろう。前者のオープン化されたデータにより、従来にはなかった産業や企業同士での連携が促進され、産業アーキテクチャも変化していこう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表 3: 各国の無形資産・有形資産投資



(注)全体は、ブラジル、EU-22(ブルガリア、クロアチア、チェコ共和国、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、オランダ王国、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン)、インド、英国、米国の経済圏が含まれる。(出所) 世界知的所有権機関(WIPO)、WIPO-LBS Global INTAN-Invest Database、2025年7月)より作成。

先週(9月22日(月)～9月26日(金))の振り返り: 消費者物価指数(東京都区部、9月中旬)

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。消費者物価指数(東京都区部、9月中旬)は、総合で前年比+2.5%(前月(8月):+2.5%、以下同)、生鮮除く総合で同+2.5%(+2.5%)と伸びが同じとなった。一方、生鮮食品・エネルギー除く総合で同+3.0%(+2.5%)、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+1.5%(+1.0%)と0.5ポイントずつ伸びが鈍化した。エネルギー価格の前年比は+2.7%と7月の同-5.3%から大幅な増加に転じた。夏場の東京都のエネルギー補助政策の終了が影響している。それ以外では、9月1日から0～2歳の第1子の保育料を無償化する制度が開始された影響で、保育所保険料の押し下げ幅が総合を0.28ポイント押し下げた。なお、食料については、米を中心とした穀類は9月の同+15.5%と前月の同+19.8%から鈍化した。野菜・海藻も9月の同+2.9%と前月の同+5.0%と、こちらも伸びが鈍化している。食料全体としては前年比+6.1%(前月:+6.7%)となった。

米国: GDP(2025年4-6月期確報値)、リッチモンド連銀製造業景気指数(9月)、PMI(9月速報)、PCEデフレーター(8月)、個人支出(8月)、耐久財受注(8月)、住宅着工件数(8月)、建築許可件数(8月)、中古住宅販売件数(8月)、経常収支(2025年4-6月期)

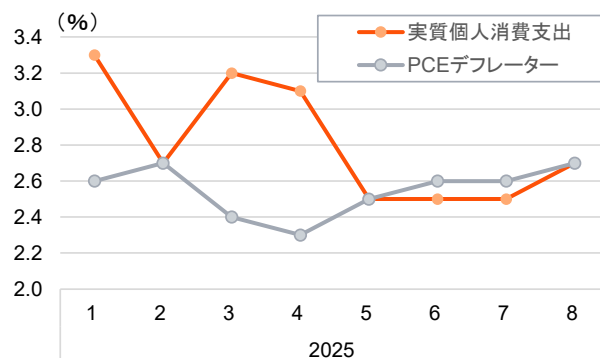
続いて米国についてみよう。リッチモンド連銀製造業景気指数(9月)は-17となり、8月の-7から10ポイントの下落となった。すべての項目で下落し、特に出荷や稼働率を中心に落ち込みが大きい。5月以降、増減を繰り返しており、景気の方角感が定まらない展開が続いている。総合PMI(9月)は、53.6となり、前月の54.6から1ポイントの低下となった。内訳をみると、製造業PMI(9月)は52.0となり、前月の53.0から1ポイントの低下となった。販売の伸びが鈍化し、在庫が増加した。完成品在庫は、統計が開始された2007年以降で最大の増加となった。サービス業PMI(9月)は53.9と、前月の54.5から0.6ポイントの悪化となった。

小売売上高(8月)は前月比+0.6%となり3か月連続での増加となった。物価上昇が売上高増加の一因ではあるものの、消費の勢いは衰えていない。

住宅着工件数(8月)は前月比-8.5%の130.7万戸(年率換算)となり、5月以来の低水準となった。一戸建て住宅の着工件数、集合住宅の着工件数が減少したことが低水準の背景にある。建築許可件数(8月)は前月比率-3.7%の131.2万戸となり、こちらも減少した。図表1は2021年以降の動きをみているが、住宅ローン金利が6%台後半に留まる中、着工件数・許可件数は緩やかな低トレンドに入っている

PCEデフレーターは7月の前年比+2.6%→8月の同+2.7%と加速した(図表4)。財価格は0.6%→8月:0.9%と伸びが加速した。耐久財・非耐久財ともに伸びが加速した。サービス価格も7月:3.5%→8月:3.6%へと伸びを強めている。一方、個人消費支出(8月)は、前月比+0.4%となり、前月と同じ伸びとなった。8月の内訳をみると、財は同+0.7%(前月:+0.7%)となった。財の内訳をみると、耐久財は7月に同+1.8%→8月に同+0.9%と伸びが鈍化する一方、非耐久財は7月+0.1%→8月+0.5%と伸びが加速した。8月のサービスは前月比+0.2%と前月と同じとなった。個人消費を前年比でみると、7月+2.5%→2.7%と伸びが加速した。サービスの伸びはやや鈍化したものの、財の伸びが加速した。インフレの割に個人消費は堅調に推移しているといえよう。

図表4:個人消費支出(PCE)デフレーターおよびPCE(個人消費)



(出所) 米経済分析局(BEA)より作成。

8月の耐久財受注は、民間設備投資の先行指標とされるコア資本財(非国防資本財から航空機を除く)の受注が、前月比+0.6%となった。前月(7月)は同+1.0%から+0.8%へと下方修正された。もっとも、本統計はインフレによる上昇分を含む名目値であるため、輸入品に対する関税引き上げの影響を反映しており、数量では減少している可能性もある。

8月の新築住宅販売は、80万戸となった。前月比+20.5%、前年比+15.4%となった。在庫は現在の販売ペースで7.4か月分の供給量に相当し、先月(7月)の9.0か月から17.8%減少した。8月に新築住宅販売の販売価格は41万3,500ドルとなり、前月比+4.7%、前年比+1.9%となった。8月の建築許可件数は、133万件となった。前月の136万2,000件から3万2,000件減少した。住宅市場の弱さを反映している。8月の米中古住宅販売件数は前月比-0.2%の400万戸となった。中古住宅の販売価格は42万2,600ドルとなり、前年から+2%となった。FRBが利下げを再開するとの見通しから米金利は低下していたものの、COVID-19以降価格は50%上昇しており、住宅市場は弱含んでいる。

4-6月期の経常収支のマイナス幅は、前期の4,398億ドルから1,885億ドル縮小して2,513億ドルとなった。財輸入減少による貿易収支縮小が主因。輸入の関税引き上げ前の駆け込み増とその反動減の動きをならすために、2025年前半の平均でみると、経常収支のマイナス幅は1-6月期平均で3,455億ドルとなった。10-12月期の3,120億ドルから336億ドルのマイナス幅拡大となっており、関税引き上げは経常収支のプラスに寄与していない。

欧州:ユーロ圏消費者信頼感(9月速報)、ユーロ圏PMI(9月速報)

続いてユーロ圏についてみよう。ユーロ圏の消費者信頼感指数は-14.9となった。前月の-15.5よりも0.6ポイントの改善となった。9月のユーロ圏PMIは51.2となった。1年4か月ぶりの水準に上昇した。前月は51であったが、若干増加した。フランスでは首相交代を受けて、歳出削減で合意ができず景況感を押し下げた。その一方、ドイツではサービス業が本年最高に並ぶ水準となった。

今週(9月29(月)~10月3日(金))のポイント

図表5は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では30日に鉱工業生産、商業動態統計、10月1日には日銀短観、3日に有効求人倍率・完全失業率の最新値が公表される。生産は関税の影響を受けて弱含みにあり、商業動態統計でもインフレの影響で消費にも弱めの動きがみえている。また、労働市場では失業率が改善する一方で、有効求人倍率は低迷している。こうした最新の動きはDaily Macro Economic Insightsでまとめる予定である。

日銀短観では冴えない国内消費の中、企業の景況感の変化が注目される。トランプ関税が当初の想定よりも低い水準で決着したことや、AI投資への盛り上がりの影響を受けて株価は連日最高値を更新している。企業の販売価格引き

上げが収益拡大につながっている。なお、製造業では引き上げの動きが一服している一方、非製造業では引き上げの動きが継続しており、こうした動きの変化が注目される。設備投資や人件費のスタンスが変化していないか注目される。

米国では9月の雇用関連指標が公表される。雇用減少と同時に移民も減少しているため、失業率は低水準で維持されている。米経済では消費が堅調な中で、FRBが利下げ再開に踏み切った。雇用減速が主因であるため、年内の追加利下げを巡り、9月の雇用状況がどうなっているかが注目される。また、コンファレンスボード消費者信頼感指数では消費の動向を確認したい。ユーロ圏では、8月の消費者物価指数(HICP)が注目される。ECBでは利下げの打ち止め感が強まっているが、今後の金融政策の行方を見る上でも重要となろう。最後に中国では製造業PMIが公表される。

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
9/29 (月)			・ ユーロ圏消費者信頼感(9月確報)
9/30 (火)	・ 鉱工業生産(8月) ・ 商業動態統計(8月)	・ シカゴ購買部協会景気指数(PMI)(9月) ・ コンファレンスボード消費者信頼感指数(9月)	・ 中国・製造業PMI(9月)
10/1 (水)	・ 日銀短観(9月調査)	・ ADP雇用者数(9月) ・ ISM製造業景気指数(9月)	・ ユーロ圏製造業PMI(9月確報値) ・ ユーロ圏消費者物価指数(HICP、8月速報)
10/2 (木)		・ 耐久財受注(8月確報)	・ ユーロ圏失業率(8月)
10/3 (金)	・ 有効求人倍率・完全失業率(8月)	・ 雇用統計・失業率・平均時給(9月) ・ ISM非製造業景気指数(9月)	・ ユーロ圏サービス業PMI(9月確報値) ・ ユーロ圏生産者物価指数(PPI、8月)

片岡 剛士

チーフエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

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

©2025 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