

Monthly Economist Report

2025年12月

経済対策により実質の所得・消費拡大に向かうかが焦点

目次

I. 2025年12月のまとめ：経済対策により実質の所得・消費拡大に向かうかが焦点	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2025年10月)	3
2. 国際収支統計(2025年10月)	5
3. 日銀短観(2025年12月)	7
4. 貿易収支(通関統計)(2025年11月)	9
5. 機械受注統計(2025年10月)	11
6. 消費者物価指数(2025年11月)	13
III. Weekly Macro Economic Insights	15
1. 賃上げ定着には「高圧経済」が必要：失業率ギャップの示唆(12月1日(月)～12月5日(金))	15
2. 物価高対策と脱デフレ—なぜこの二つが両立するのか？(12月8日(月)～12月12日(金))	18
3. 日本経済停滞の核心は「投資不足」—AI時代の無形資産へ大転換を(12月15日(月)～12月19日(金))	21
4. 2025年の回顧—変化の年、課題への対処の始まり	24

I. 2025年12月のまとめ：経済対策により実質の所得・消費拡大に向かうかが焦点

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、10月の家計調査では、実質消費支出が前年比-3.0%、前月比-3.5%となった。実質可処分所得(勤労者世帯)は、前年比-0.4%の減少となった。一方、11月の商業動態統計では、小売業販売額は前年比+1.0%、前月比+0.6%となった。総じて消費は弱い動きを示している。次に設備投資動向をみておこう。10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+7.0%と2か月連続で増加した。「外需」は、同-21.8%と大幅な減少となった。次に11月の鉱工業生産は、前月比-2.6%と3か月ぶりに減少した。12月の生産計画見込みは前月比+1.3%と上昇が見込まれている。生産実績とのズレを考慮した補正值では同-0.6%と減少に転じる。次に対外関係に目を向けると、11月の貿易収支では、名目輸出金額は前年比+6.1%となり、3か月連続で増加した。輸出数量は、前年比+0.5%と4か月ぶりに増加した。関税の影響が大きいとみられる自動車輸出は、11月に前年比-4.1%となった。4月から9月まで減少した後、10月にはわずかながら増加したものの、11月に再び減少となった。自動車の地域別輸出をみると、米国向けは前年比+1.5%と増加に転じた。なお、11月の自動車の輸出平均価格は408万円、前年比-5.7%となっている。1月から6月にかけて減少した後、増加に転じたものの、年初を40万円ほど下回っている。

以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。12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15と9月から1ポイント改善した。大企業非製造業は34と引き続き横ばいであった。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9月から横ばいとなった。大企業製造業の需給判断DIがわずかに改善する中で、販売価格DI・仕入価格DIもわずかに改善した。景気動向指数における一致指数は10月速報で115.4となった。9月から0.5ポイント上昇して2か月連続での上昇となった。物価面をみると、11月の国内企業物価指数は前月比+0.3%(前年比+2.7%)、輸出物価指数は円ベースで前月比+2.0%となり2か月連続で2%台の伸びとなった。11月の消費者物価指数(全国)は総合で前年比+2.9%(前月+3.0%)、生鮮除く総合で同+3.0%(同+3.0%)、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.0%(3.1%)となり、総合、生鮮・エネルギー除く総合では伸びが弱まった。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+2.5%と10月の同+2.1%からさらに加速した。だがガソリンの旧暫定税率が年内に廃止され、あわせて2025年度補正予算においても電気・ガス料金の補助が適用されることにより、エネルギー価格については2026年以降再び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着実に鈍化する。以上から、全体として消費者物価指数の伸びは弱まる形になる。物価安定の観点からは、引き続き欧米型コア指数の伸びが2%程度でアンカーできるかが鍵となるだろう。

昨年(2025年)はトランプ関税による景気押し下げ効果が懸念されていたものの、企業収益は好調さを維持するなどそれほど顕在化していない。このまま賃上げの動きが継続し、国費21兆円規模の経済対策の効果と相まって実質所得がプラスに転じて実質消費が拡大するかが焦点となろう。さらに中長期的には高市政権の掲げる「危機管理投資」・「成長投資」の17分野への投資拡大の動きが広がるかに注目したい。

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	25年度補正予算により、可処分所得を増やす政策が実質消費を増加させるかが焦点。長期金利上昇が進み、企業・家計の借入れ環境は悪化している。	2025年7-9月期の実質GDPは消費を中心に4.3%増加となった。雇用の減速はみられるので、消費は増加を続けている。	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。	インフレ率は高止まりするが利下げが継続しており、インフレ再加速がないか、新FRB議長の経済物価・政策動向に注目。	ユーロ圏の食料・エネルギーを除く総合CPIは前年比+2.4%で横ばい。中国CPIの欧米型コアは同+1.2%で低迷。
政策	所得税、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。	ECBは4会合連続で政策金利据え置きを決定。中国は5%前後の成長達成見込みで対策実施はない見込み。
先行き	短期的には経済対策の効果を受けた実質の所得・消費動向、長期的には成長17分野の投資拡大の動きが焦点。	関税引き上げが消費者物価に転嫁され、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。	ユーロ圏は緩やかな回復基調。不振だったドイツが回復に向かうかが注目される。中国は不動産不況を受けたマクロ経済の不振と、AI等の成長が継続していく見込み。

(出所) 筆者作成。

II. Daily Macro Economic Insights

1. 家計調査(2025年10月)

名目・実質消費ともに前月比で引き続き減少

名目・実質消費とも9月に続き前月比で減少、政策効果を考慮しつつ更なる対策も

総務省から2025年10月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比-3.0%、前月比では-3.5%、名目消費支出が前年比+0.3%、前月比で-3.0%となり、名目前年比では辛うじて増加となったが、前月比では2か月連続の減少となった。実質消費の前年比変化に寄与した品目の内訳をみると、授業料等の教育、保健医療、被服及び履物といった費目は増加に寄与したものの、設備修繕・維持といった住居、自動車等関係費が含まれる交通・通信、酒類・飲料を中心に食料、これらの費目は減少に寄与した。

可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、10月は前年比-0.4%と2か月連続の減少となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+3.0%、実質で同-0.4%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-3.4%である。名目実収入は前年比+3.3%と増加した。実質実収入は-0.1%と3か月ぶりの減少である。世帯主収入や他の世帯主の収入は名目の伸びが鈍いこともあって実質での減少が続いている。

総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する10月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は105.0(2020年=100)となり、9月から0.3ポイント低下した。実質消費支出総額の動きを概観すると、2024年以降は緩やかな拡大基調にあったが、足元ではピークアウトの様相だ。10月の値を水準でみると、2023年のピーク(3月)は上回っているが、消費税増税を行う以前の2019年8月(105.8)の水準にはまだ届かない。実質可処分所得の前年比はマイナスが続く。これまで当レポートで述べているとおり、定期収入の伸びが鈍い状況であれば、物価上昇率を考慮した実質値はマイナスとなる。政府は2025年度補正予算を取りまとめているが、2026年以降の政策効果の発現を見定めつつ、必要に応じ更なる政策を講じる必要があるだろう。

図表 1: 家計調査の概要

		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
2023年	11	0.3	-0.5	-2.9	-0.4	-4.2	74.7
	12	0.4	-0.6	-2.5	-1.2	-7.4	38.4
2024年	1	-4.0	-0.7	-6.3	-0.9	-1.7	76.7
	2	2.8	1.0	-0.5	1.1	-2.8	66.1
	3	1.9	1.1	-1.2	1.1	-0.1	84.3
	4	3.4	-0.1	0.5	-1.1	-2.6	76.2
	5	1.4	0.1	-1.8	-0.2	5.3	84.7
	6	1.9	0.1	-1.4	-0.1	8.5	36.9
	7	3.3	-0.6	0.1	-0.7	7.3	55.0
	8	1.5	1.7	-1.9	1.1	3.7	66.1
	9	1.8	-1.9	-1.1	-1.3	-1.8	76.6
	10	1.3	2.8	-1.3	2.5	1.9	67.6
	11	3.0	0.7	-0.4	0.4	1.2	74.9
	12	7.0	3.3	2.7	1.6	3.0	38.9
2025年	1	5.5	-3.8	0.8	-4.5	-1.7	78.9
	2	3.8	2.8	-0.5	3.5	-2.3	66.2
	3	6.4	0.8	2.1	0.4	-2.5	89.9
	4	4.0	-1.3	-0.1	-1.8	0.9	76.4
	5	8.9	5.0	4.7	4.6	2.6	87.6
	6	5.2	-5.3	1.3	-5.2	-8.1	41.6
	7	5.1	1.8	1.4	1.7	-4.9	60.5
	8	5.5	0.4	2.3	0.6	1.9	68.6
	9	5.3	-1.0	1.8	-0.7	-0.6	82.1
	10	0.3	-3.0	-3.0	-3.5	-0.4	67.9

出所: 総務省より筆者作成。

基礎的支出・選択的支出ともに価格低下と支出低下が進む

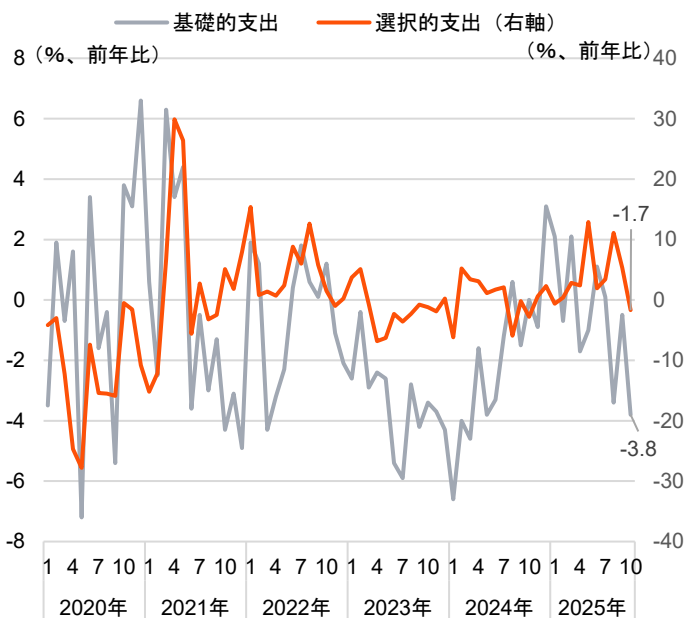
総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出(必需品的なもの)と選択的支出(ぜいたく品的なもの)に分類し、各品目の支出金額を合算した金額と名目、実質の変化率を毎月公表している。支出弾力性とは、消費支出総額の変化率に対する各費目の変化率の比を指しており、この比が1未満、つまり消費支出総額の変化ほど毎月の支出額に変化がない品目を基礎的支出としている。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなどの支出が該当する。一方、選択的支出とは、支出弾力性が1以上の費目を指し、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。基礎的支出に関しては、2025年は上下しながら推移し、ほぼ0%の伸びを挟む形で推移して、10月は-3.8%と減少が進んだ。選択的支出は2025年1月、2月は前年比でプラスマイナス0%台の弱めの動きが続いていたが、4月は同+2.4%とやや持ち直し、5月は同+12.9%と大幅に増加した。10月は-1.7%と減少に転じている。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。2025年1月は伸びを強めて2023年1月の伸びを上回ったが、2月以降は再び伸びがマイルドとなって10月は前年比+3.7%となっている。また選択的支出の価格上昇率をみると、2022年4月以降プラスとなり、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った。2025年に入り停滞していたが、足元では伸びを強めて10月は同+2.6%となっている。

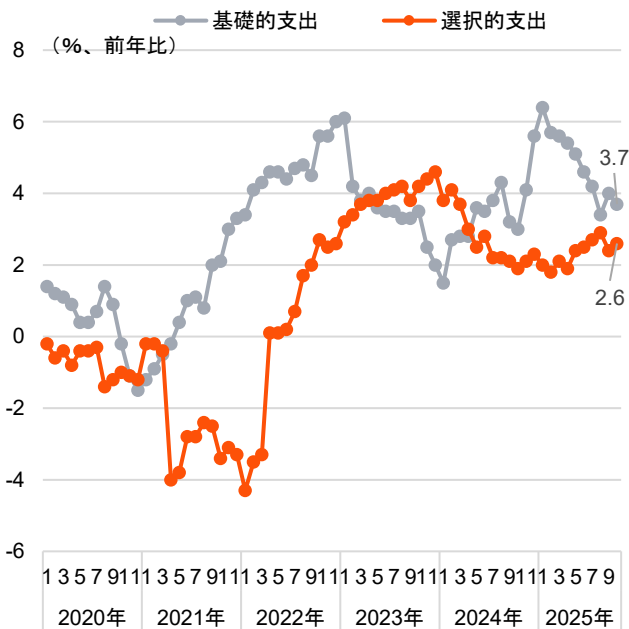
10月の結果は、基礎的支出に関しては価格変化率の高止まりと支出の減少が続く中、選択的支出に関しても価格変化率のプラス度合いの強まりと支出の減少が観察される。食料価格の高止まりやガソリン税の暫定税率廃止を受けて、基礎的支出の価格上昇率は落ち着いていくと期待されるが、現状ではそうした道のりは遠そうだ。選択的支出の価格上昇率は2%台半ばで推移している。消費が前月比で減少を続ける中、価格上昇がどの程度両立するのかという点には引き続き注目だ。

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

図表2: 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. 国際収支統計(2025年10月)

経常収支は前月並みへ減少、知財増でサービス収支のマイナス幅縮小

財務省から、2025年10月の国際収支統計が公表された。10月の経常収支(季節調整値、以下同)は、2兆4,764億円(前月比-1兆8,712億円)と減少した(図表1)。原数値では+2兆8,335億円(前年同月比+3,796億円)となった。

輸出(原数値)は9兆6,570億円(前年同月比+2,619億円)と2か月連続で増加した。商品別には半導体等電子部品、原動機、原料品が増加した。地域別では対アジア・西欧向けで増加した。米国の関税引き上げの影響で米国向けは低迷が続く。輸入(原数値)は9兆5,586億円(同+109億円)と増加した。商品別では航空機類、原動機、電算機類(含周辺機器)で増加した。地域別では北米、アジアからの輸入が増加した。原油価格(財務省算出値)は、ドルベースでは74.29米ドル/バレル(前年同月比-7.4%)、円ベースでは6万9,889円/キロリットル(同-5.0%)とそれぞれ減少した。

原数値でみたサービス収支は10月に-2,946億円のマイナス(前年同月比-2,080億円)とマイナス幅が拡大した。10月の訪日外国人旅行者数は389万6,300人(前年比+17.6%)、出国日本人数は124万3,600人(前年比+8.3%)と増加している。

原数値でみた第一次所得収支は、+3兆4,646億円のプラス(前年同月比+2,746億円)とプラス幅が拡大した。直接投資収益が黒字幅を拡大したことが要因。季節調整値では+3兆130億円(前月差-1兆7,151億円)となった。

季節調整済み値で見ると、第一次所得収支縮小が経常収支減少に大きく寄与した。

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								
	経常収支	貿易・サービス収支					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 8月	28,926	▲ 4,651	▲ 2,322	87,612	89,934	▲ 2,329	38,064	▲ 4,487	
9月	13,770	▲ 6,759	▲ 3,151	86,938	90,089	▲ 3,608	25,129	▲ 4,600	
10月	22,800	▲ 1,772	▲ 1,452	87,677	89,129	▲ 321	29,307	▲ 4,734	
11月	28,971	356	567	87,260	86,693	▲ 211	33,113	▲ 4,498	
12月	28,078	190	704	90,353	89,648	▲ 514	31,782	▲ 3,894	
2025年 1月	19,470	▲ 16,738	▲ 15,289	85,180	100,469	▲ 1,449	40,236	▲ 4,028	
2月	28,515	▲ 932	2,299	95,949	93,650	▲ 3,231	32,626	▲ 3,179	
3月	27,139	▲ 5,189	▲ 2,074	90,469	92,543	▲ 3,115	36,779	▲ 4,452	
4月	21,876	▲ 3,049	▲ 1,675	88,132	89,806	▲ 1,374	29,769	▲ 4,844	
5月	26,997	▲ 2,283	▲ 1,245	86,592	87,836	▲ 1,039	34,748	▲ 5,467	
6月	23,000	▲ 452	1,028	88,375	87,346	▲ 1,480	30,223	▲ 6,771	
7月	18,084	▲ 7,289	▲ 2,782	85,638	88,421	▲ 4,507	30,991	▲ 5,618	
8月	23,890	▲ 1,419	912	88,746	87,834	▲ 2,331	29,684	▲ 4,375	
9月	43,476	384	3,255	92,865	89,610	▲ 2,871	47,281	▲ 4,189	
10月	24,764	▲ 1,571	856	90,005	89,148	▲ 2,427	30,130	▲ 3,796	
前月差	▲ 18,712	▲ 1,955	▲ 2,399	▲ 2,860	▲ 462	444	▲ 17,151	393	

出所: 財務省「国際収支状況」より筆者作成。

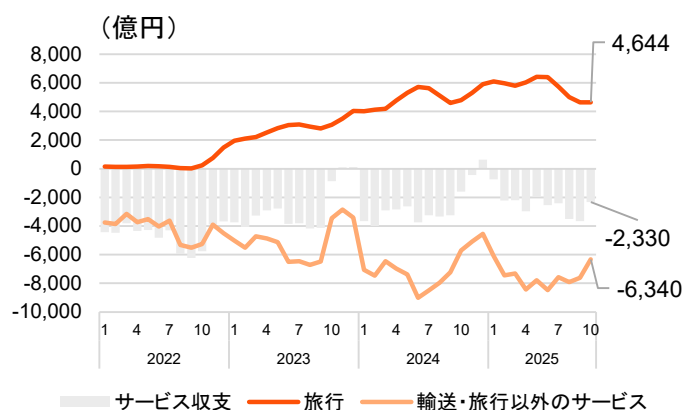
知的財産のプラス幅拡大を受けて、サービス収支のマイナス幅が縮小

貿易収支のゼロ近傍でプラスマイナスをたどる動きが長期化する中、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。10月のサービス収支は-2,330億円(前月比+1,337億円)とマイナス幅が縮小した。内訳をみると、旅行収支は+4,644億円(同+2億円)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-6,340億円(同+1,278億円)と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。

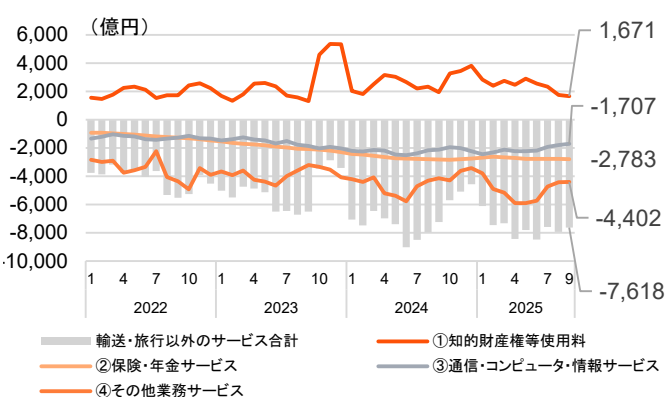
- ① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億~+3,500億円程度で推移していた。10月は+3,056億円(同+1,385億円)となった。3,000億円台に拡大した。
- ② 10月の保険・年金サービスは、-2,800億円(前月比-17億円)となった。2019年1月の-453億円から、2024年10月の-2,748億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大している。
- ③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億~-2,500億円程度の間で推移していた。10月は-1,774億円(同-67億円)となった。マイナス幅がやや拡大した。
- ④ 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)



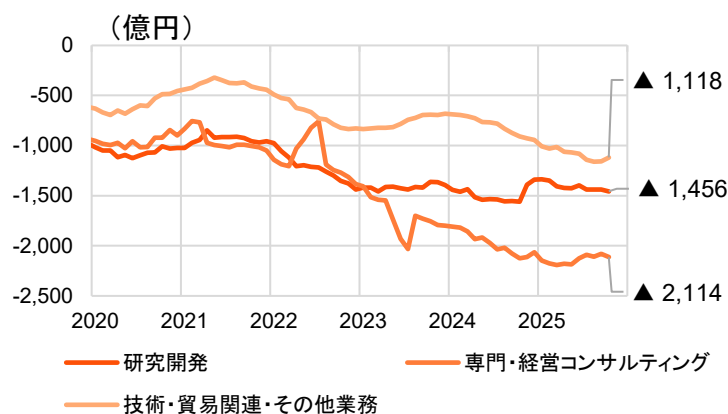
図表 3: 輸送・旅行以外のサービス収支推移 (3か月移動平均)



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。

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。

3. 日銀短観(2025年12月)

トランプ関税の影響が懸念される中、企業の業況は引き続き堅調に推移

業況判断は大企業全産業で変わらず、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12月)が公表された。回答期間は11月11日~12月12日、企業が想定する2025年度の為替レートは1ドル=147.06円(上期146.80、下期147.33)と2024年度の想定為替レート148.44円と比べると引き続き円高の見立てである。1ドル=155円台で推移する足元の為替レートの動向と比べても、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15と9月から1ポイント改善した。業種別にみると、石油・石炭製品、紙・パルプ、金属製品といった産業で改善している。悪化が進んだのは非鉄金属、窯業・土石製品、業務用機械である。大企業非製造業は34と引き続き横ばいであった。対事業所サービス、通信を中心に改善している。悪化したのは物品賃貸、情報サービス、電気・ガス、卸売、宿泊・飲食サービスである。以上の製造業の業況改善、非製造業の業況維持の中、大企業全産業は24と9月から横ばいとなった。

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上昇した。先行きはやや上昇する見通しだ。中小企業においても同様の傾向にある。

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	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
2024年	12	21	12	30	9	1	14	26	26	26	25	43	41	56	54
	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
2025年	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
	3	23	12	35	10	2	16	28	32	27	30	41	48	57	57
2025年	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
	12	24	15	34	12	6	15	25	31	26	26	40	44	54	51
	先行き	21	15	28	7	2	10	26	32	32	32	43	46	59	54

		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	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
2024年	12	-9	-3	-20	-10	-16	-37	-23	-47	2	-4	6	13	14	16
	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
2025年	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
	3	-9	0	-19	-8	-17	-39	-24	-48	1	-4	7	12	13	14
2025年	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
	12	-9	0	-17	-7	-19	-38	-27	-48	0	-5	7	12	12	14
	先行き	-8	-2	-17	-10	-21	-40	-32	-52	-2	-7	-	-	-	-

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-9と9月調査から1ポイント増加、大企業非製造業は0とわずかに減少した。中小企業製造業は-17と1ポイント増加、中小企業非製造業も-7と2ポイント増加した。製造業・非製造業ともに需給バランスは9月調査からややタイト化している模様だ。

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-38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0とわずかに不足度合いが強まり、非製造業は-5と変化はなかった。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12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46、非製造業が45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。12月の金融政策決定会合で利上げの可能性が報じられる中、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・非製造業ともに需給判断、価格判断、物価見通しには大きな変化なし

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。引き続き2%台前半の伸びで安定して推移している。

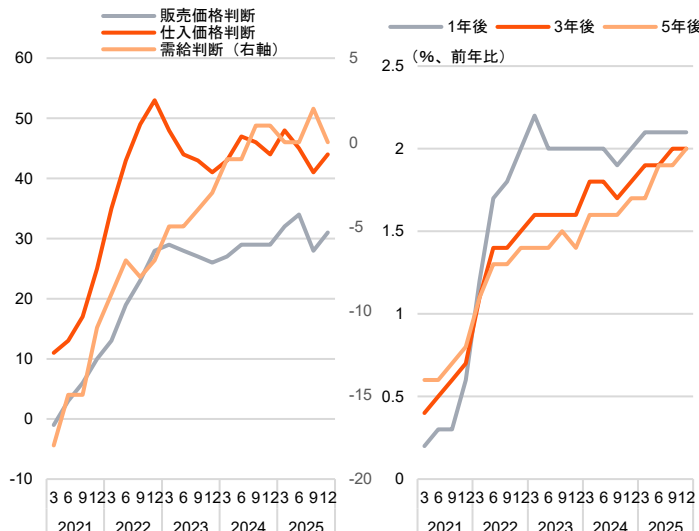
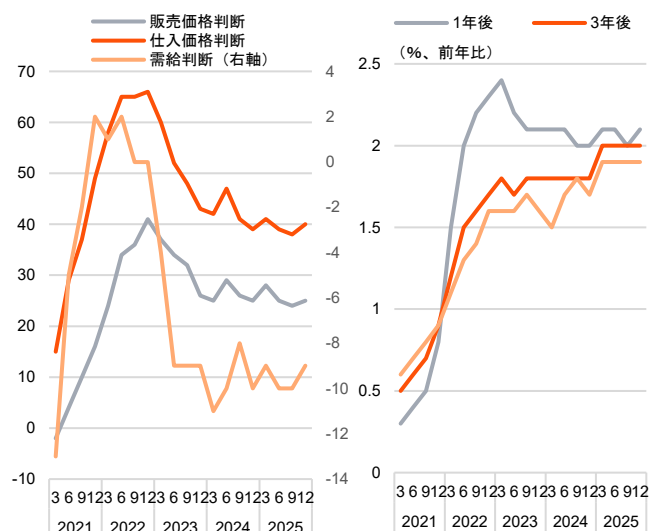
図表2は大企業製造業が直面している価格判断と需給判断、企業の物価見通しについてまとめている。2023年以降、需給判断DIが再びマイナス(供給超過)に突入する中で、販売価格判断・仕入価格判断は低下し、企業の物価見通しも落ち着いていた。12月は需給判断はわずかに改善するものの、引き続きマイナスが続く状態。その中で価格判断や企業の物価見通しが2%程度に落ち着きつつある。

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2%程度で落ち着いている。需給判断を見ると、足元では概ねゼロ近傍で推移している状況だ。トランプ関税の悪影響が懸念される中、短観の結果は大きな変化はなく、物価見通しが2%程度を維持する中で、需給バランスにも変化がない状況が続いていると言えるだろう。

(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。

4. 貿易収支(通関統計)(2025年11月)

輸出金額が3か月連続で増加、輸出数量は4か月ぶりに増加

輸出金額が3か月連続で増加、中国以外の地域で増加

財務省から、2025年11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9兆7,147億円、前年比+6.1%となり、3か月連続の増加となった。商品別にみると、輸送用機器は前年比-2.4%(寄与度-0.6%ポイント)と減少した。中国・アジア向け自動車が増加した。一般機械は同+5.1%(寄与度+0.9%ポイント)となった。半導体等製造装置、原動機、建設用・鉱山業機器が押し上げた。電気機器は前年比+7.4%(寄与度+1.2%ポイント)となり、うち半導体等電子部品が増加した。輸入金額(同)は9兆3,924億円となり、前年比+1.3%と3か月連続で増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料、原料品が減少したものの、一般機械、電気機器が増加した。貿易収支(原数値)は+3,223億円となり、5か月ぶりにプラスとなった。なお、季節調整済み値では輸出が9兆5,476億円(前月比+3.4%)、輸入が9兆4,847億円(同+3.5%)となり、貿易収支は+629億円(同-15.0%)となった。

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。11月の米国向けは前年比+8.8%となり、8か月ぶりに増加した。商品別には、輸送用機器が前年比+0.7%(寄与度+0.3%ポイント)となった。増加はしているものの、増加幅は4月以降もつとも小さくなった化学製品、その他が押し上げた。11月のEU向け輸出は前年比+19.6%となり、4か月連続で増加した。増加幅としては2025年で最も高い伸びとなった。商品別では輸送用機器・一般機械・電気機器で幅広く増加した。中国向け輸出は、11月に前年比-2.4%となり3か月ぶりに減少した。原料別製品・一般機械・輸送用機器で減少した。中国以外のアジア向け輸出は、前年比+8.0%となり23か月連続で増加となった。中国向けが減少したものの、米国・欧州・アジア向けで増加した。

図表1:貿易収支の推移

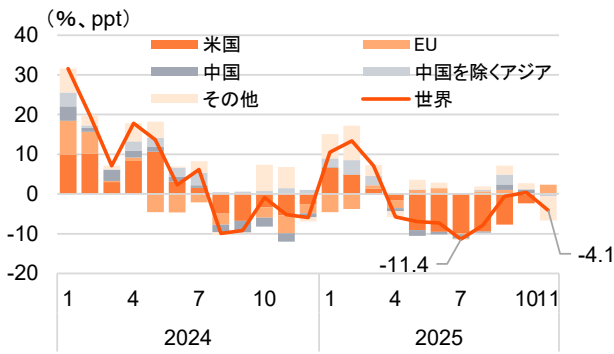
	名目(兆円)			名目・前年比(%)									輸出総額			輸入総額		
	輸出	輸入	収支	地域別				商品別			輸出総額	輸入総額	商品別					
				米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械	電気機器			鉱物性燃料	電気機器	化学製品			
2023年	11月	8.8	9.6	▲0.8	▲0.2	5.4	▲0.0	▲2.2	▲5.1	11.3	▲10.2	▲0.4	▲11.6	▲25.3	4.7	▲18.5		
	12月	9.6	9.6	0.0	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.6	▲17.7	8.9	▲18.0		
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	▲12.3		
	2月	8.2	8.7	▲0.4	7.8	18.4	14.6	2.5	2.2	20.1	3.7	7.7	1.0	▲14.2	0.4	▲7.6		
	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	▲8.7		
	4月	9.0	9.5	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.5	5.8	1.6	▲1.0		
	5月	8.3	9.5	▲1.2	13.5	23.9	▲10.1	17.8	11.3	16.9	9.8	16.9	9.5	6.3	1.0	5.0		
	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	1.9	1.6		
	7月	9.6	10.3	▲0.6	10.2	7.3	▲5.3	7.2	19.4	5.7	5.0	14.2	16.6	12.2	13.5	22.6		
	8月	8.4	9.2	▲0.7	5.5	▲0.7	▲9.1	5.1	14.7	▲5.1	7.9	8.7	2.6	0.6	▲4.2	12.8		
	9月	9.0	9.4	▲0.3	▲1.8	▲2.4	▲9.0	▲7.3	4.2	▲7.5	▲3.3	0.8	2.2	▲3.6	2.6	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	0.8	▲11.4	0.2	5.8		
	11月	9.2	9.3	▲0.1	3.8	▲8.0	▲12.5	4.1	11.5	▲6.0	5.1	1.0	▲3.7	▲18.1	▲2.6	▲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	▲6.9	2.0		
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	16.2	4.0	18.3	26.2		
	2月	9.2	8.6	0.6	11.4	10.5	▲7.7	14.0	16.5	11.7	11.6	9.7	▲0.9	▲11.1	6.6	5.8		
	3月	9.9	9.3	0.6	4.0	3.1	▲1.1	▲4.8	11.1	4.2	3.7	1.4	1.8	▲12.5	10.6	11.0		
	4月	9.2	9.3	▲0.1	2.0	▲1.8	▲5.2	▲0.6	9.3	▲5.9	▲0.5	6.1	▲2.3	▲13.0	2.8	▲0.0		
	5月	8.1	8.8	▲0.6	▲1.7	▲11.0	4.9	▲8.8	5.5	▲8.2	3.1	▲3.5	▲7.7	▲20.8	▲4.1	5.7		
	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	▲19.2	9.2	4.6		
	7月	9.4	9.5	▲0.1	▲2.6	▲10.1	▲3.4	▲3.5	1.4	▲11.5	1.2	0.4	▲7.6	▲20.7	▲11.7	▲3.9		
	8月	8.4	8.7	▲0.2	▲0.1	▲13.7	5.6	▲0.5	2.7	▲5.9	▲1.3	0.1	▲5.6	▲19.5	5.0	▲19.1		
	9月	9.4	9.6	▲0.2	4.2	▲13.3	5.0	5.8	10.7	0.1	3.5	5.5	3.0	▲14.5	9.8	5.4		
	10月	9.8	10.0	▲0.2	3.6	▲3.1	9.2	2.1	5.3	1.1	2.3	5.8	0.7	▲7.3	1.0	▲13.2		
	11月	9.7	9.4	0.3	6.1	8.8	19.6	▲2.4	8.0	▲2.4	5.1	7.4	1.3	▲13.4	4.0	2.5		

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。

自動車輸出は減少幅が拡大／米向け自動車価格は5か月連続で前月比上昇

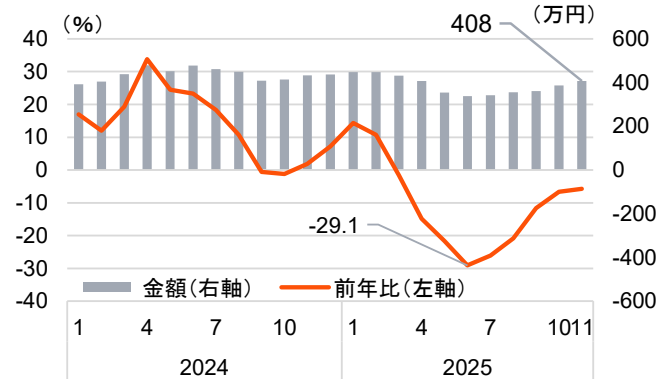
関税の影響を受けている自動車輸出は、11月に前年比-4.1%(前月(10月):同+0.4%)となった(図表2)。4月から9月まで減少した後、10月にはわずかながら増加したものの、11月に再び減少となった。地域別にみると、4月から9月まで減少していた米国向けが、前年比+1.5%ポイントと増加に転じた。欧州向けも+25.7%と大幅な増加となった。中国、中国以外のアジア向けが減少した。なお、11月の自動車の輸出平均価格は408万円、前年比-5.7%となっている(図表3)。価格は1月の448.3万円から6月に339万円へ100万円ほど下落した。その後回復に転じ、60万円ほど回復したものの、依然として年初の水準を40万円ほど下回り、デフレ的に作用している。

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3か月連続で減少、EU向けが増加、中国・アジア向けが減少

以上は名目値での議論であるが、足元の輸出入は価格変化の影響を大きく受けているため、その影響を除いた輸出数量指数(財務省公表値)を確認しておこう。11月の輸出数量(図表4)は、前年比+0.5%(前月(10月):同-1.2%)と4か月ぶりに増加した。図表5で地域別にみると、11月は米国向けが前年比+14.0%(前月:同-0.0%)と大幅な増加に転じた。一方、EU向けは同+16.0%(同+4.9%)と伸びが加速した。中国向けは同-14.0%(同-3.3%)となり、大幅な減少となった。中国以外のアジア向けは同-2.5%(同-2.4%)と2か月連続で減少した。前述の輸出金額では増加に転じたものの、輸出数量では米国向けが大幅に増加した。中国向けは8月以来の大幅な落ち込みとなった。最近の日中関係の摩擦などを受けたものか、今後の動向が注目される。アジア向けは、名目では増加しているものの、それは価格上昇に支えられたものであり、数量は減少している。

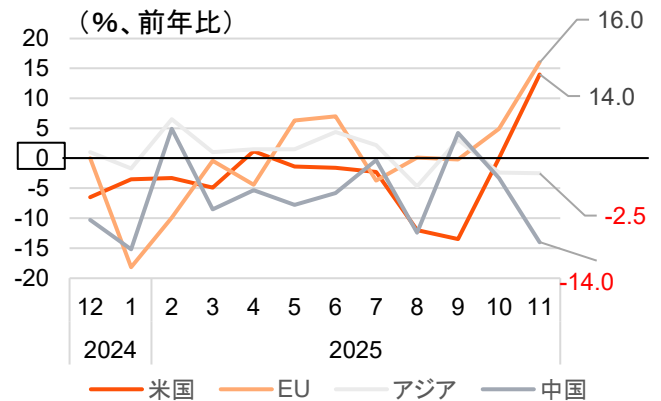
11月は名目輸出金額が3か月連続で増加した一方、輸出数量は4か月ぶりに増加した。輸出数量は米欧向けで増加し、中国・中国以外のアジア向けが減少した。(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

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10月)

非製造業の内需関連が押し上げ、基調判断を上方修正

コア民需は2か月ぶりに増加、外需は2か月連続の増加

内閣府から、2025年10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-6.8%(前月:同+3.9%)となり、3兆3,137億円となった。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」(コア民需)は10月に前月比+7.0%(前月:+4.2%)と2か月連続で増加し9,929億円となった。3か月移動平均でみても+3.5%と5か月ぶりの増加となった。これらの動きを踏まえ、内閣府は基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に上方修正した。10月の製造業からの受注は-13.3%(前月:同+23.3%)の5,517億円となり、2か月ぶりに減少した。製造業17業種のうち、電気機械、その他輸送用機械、鉄鋼業など10業種で増加し、化学工業、はん用・生産用機械、情報通信機械など7業種で減少した。船舶・電力を除く非製造業は、10月は同+28.8%(前月:-8.7%)で5,517億円となった。4か月ぶりに増加した。船舶・電力を含む非製造業12業種のうち、運輸業・郵便業、情報サービス業、金融業・保険業など9業種で増加し、電力業、鉱業・採石業・砂利採取業、建設業など3業種で減少した。

「官公需」は、10月に同+22.9%(前月:同+7.3%)と2か月連続で増加し、4,120億円となった。防衛省で減少したものの、「その他官公需」、地方公務等で増加した。

「外需」は、10月に同-21.8%(前月:同+9.7%)と3か月ぶりに減少し、1兆3,871億円となった。内容をみると、原動機、電子・通信機械等で減少し、産業機械、工作機械等で増加した。3月以降増減を繰り返し、8月~9月に増加となっていた。

「代理店」は、10月に同+11.4%(前月:-3.7%)と3か月ぶりに増加し、1,421億円となった。道路車両、産業機械で増加し、原動機、工作機械で減少した。

図表1:機械受注(季節調整済み値)の推移

		受注額合計					(前期(月)比、%)			
		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)					
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	3.4	▲2.6	▲2.1	3.4	▲5.0	▲11.7	16.6	▲0.3	
	10-12月期(見通し)	5.7	5.7	0.2	▲0.8	0.5	▲7.0	▲4.0	▲3.3	
2024年	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	
	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	
	2025年	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
8月		7.3	▲10.7	▲0.9	▲2.4	▲6.4	▲41.4	28.4	▲11.5	
9月		3.9	8.2	4.2	23.3	▲8.7	7.3	9.7	▲3.7	
10月		▲6.8	2.3	7.0	▲13.3	28.8	22.9	▲21.8	11.4	

出所:内閣府「機械受注統計」より筆者作成。

コア民需が予想外の増加、非製造業のインバウンド関連が押し上げ

10月のコア民需は2か月連続で増加し、基調判断も上方修正された。改めて10-12月期の見通しを踏まえ、7-9月期から10月の実績の動きを確認しておきたい。

コア受注は、2025年7-9月期に、前期の4-6月期から-2.1%の減少となった(図表2)。4四半期ぶりの減少であった。10-12月期は、前期比+0.2%の微増が見込まれているが、7-9月期から10月の実績値は+9.7%と大幅な伸びとなった。製造業は若干減少したものの、非製造業の大幅な伸びが寄与した。

製造業は2025年4-6月期に前期比+1.5%、7-9月期は同+3.4%と2四半期連続での増加となった(図表3)。10-12月期は、前期比-0.8%と減少が見込まれており、7-9月期から10月の実績値も-1.6%と減少した。製造業17業種をみると、化学工業、はん用・生産用機械、造船業が押し下げた一方、電気機械、非鉄金属、その他輸送用機械が増加した。なお、関税の影響が注目される自動車・同部品は7-9月期平均の385億円から10月の395億円へと9億円の増加となった。

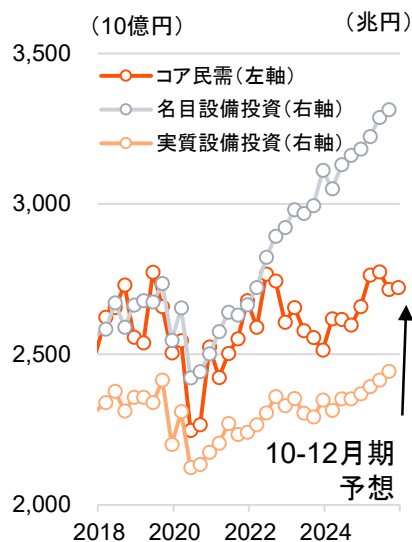
非製造業は2025年1-3月期に同+5.7%、4-6月期に同+0.9%、7-9月期に同-5.0%となった(図表3)。10-12月期は、前期比+0.5%と微増が見込まれていたが、7-9月期から10月の実績値は+18.4%と予想外の大幅増となった。非製造業12業種のうち、運輸業・郵便業、金融業・保険業、農林漁業で増加した。その一方、電力業、リース業、卸売業・小売業で減少した。運輸業・郵便業はインバウンド需要による旅行需要対応での増加が考えられる。

「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月期に同-3.3%、7-9月期は+16.6%と一進一退での推移となった(図表4)。10-12月期は前期比-4.0%の減少が見込まれているが、7-9月期から10月の実績値では-10.5%と予想以上の大幅減となった。

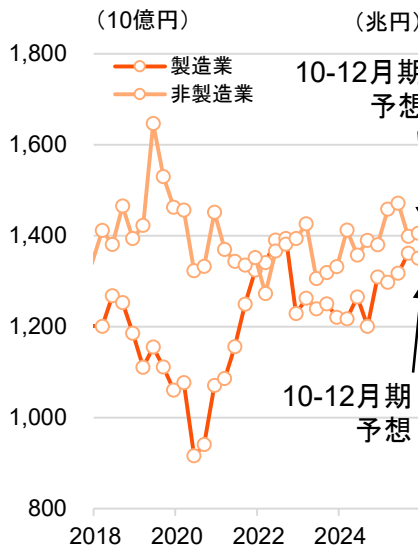
コア民需は、非製造業のインバウンド需要関連とみられる運輸業の伸びが寄与した。短期的には10月には中国による日本への渡航自粛要請を受けて、中国から日本への観光客の伸びが鈍化したものの、中長期的なニーズは依然として根強いとみられ、今度の動向に注目したい。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

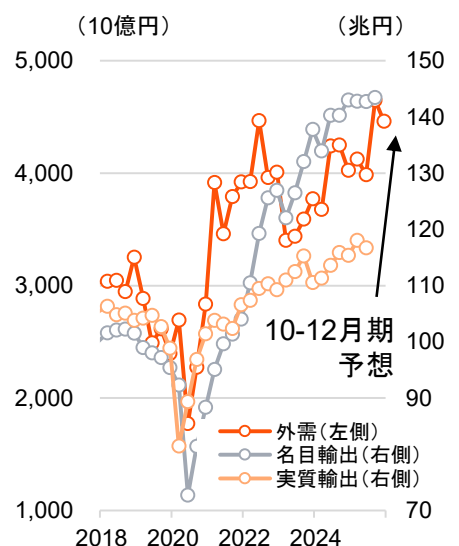
図表 2: コア民需(船舶・電力除く)



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11月)

総合指数、生鮮エネ除く総合指数の伸びはわずかに鈍化

総合は前年比+2.9%へ小幅低下、食料価格は鈍化するもエネルギー価格はやや上昇

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2025年11月)は総合で前年比+2.9%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.0%となり、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、先月と同じ伸びであった。図表1のとおり、エネルギー価格の前年比は+2.5%と10月の同+2.1%から引き続き上昇している。内訳をみると、電気代は同+4.9%(10月は同+3.5%)、プロパンガス代が同+0.4%(10月は同-0.2%)と伸びが強まったことが影響した。都市ガス代、灯油、ガソリンは伸びが縮小し、特にガソリンは同-0.9%と減少に転じた。なお、食料については、果物が前年比-2.7%と2022年12月以来のマイナスとなった他、米を中心とした穀類も同+15.8%と6月以降価格上昇率は着実に鈍化している。食料全体としては前年比+6.1%と高い伸びを続けているが、鈍化傾向は続いている。

エネルギー価格については、電気代・都市ガス代補助金による価格押し下げ効果が切れたことではエネルギー価格に上昇圧力がかかっている。だがガソリンの旧暫定税率が年内に廃止され、あわせて2025年度補正予算においても電気・ガス料金の補助が適用されることにより、エネルギー価格については2026年以降再び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着実に鈍化する。以上から、全体として消費者物価指数の伸びは弱まる形になる。物価安定の観点からは、引き続き欧米型コア指数の伸びが2%程度でアンカーできるかが鍵となるだろう。

図表1:消費者物価指数(全国)の概要

(%、変化率)

		総合		生鮮除く総合		生鮮エネ除く総合		食料エネ除く総合	エネルギー
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比
2023年	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
	9	2.9	0.1	2.9	-0.1	3.0	0.0	1.3	2.3
	10	3.0	0.4	3.0	0.4	3.1	0.4	1.6	2.1
	11	2.9	0.4	3.0	0.3	3.0	0.2	1.6	2.5

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。

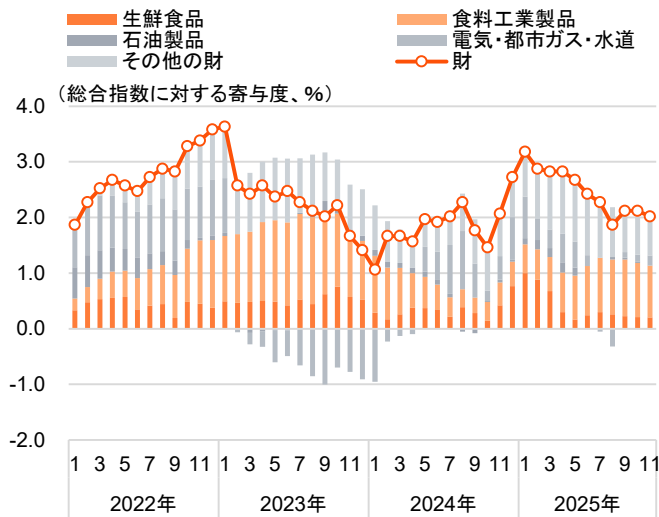
サービス価格の伸びは変わらず、ヒストグラムの動きも物価の低下を示唆

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+2.0%ポイントと減少した。「食料工業製品」の下落が進む一方で、「電気・都市ガス・水道」は上昇した。サービスの寄与度は+0.79%ポイントと変わらずであった。10月と比べると、「外出」の寄与度は縮小したが、「その他」の寄与度が拡大している。

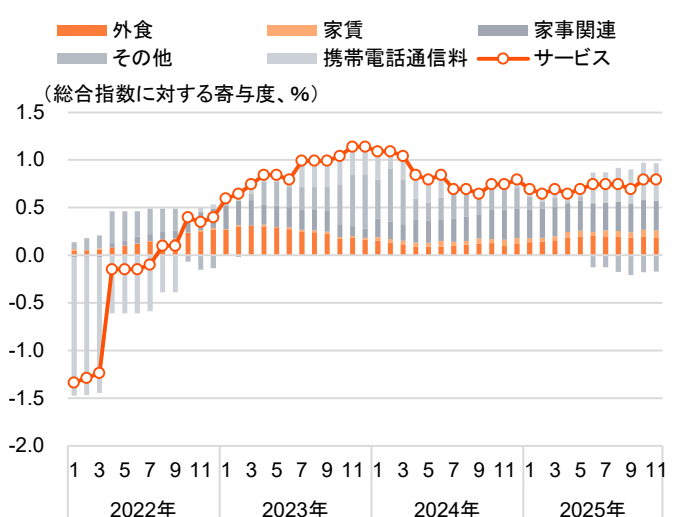
図表4は日銀が公表している基調的なインフレ率を捕捉するための指標を示している。図表からは、2023年10月あたりを境に刈込平均値、加重中央値、最頻値といった基調的なインフレ率を捕捉するための指標の伸びは低下を続けていたものの、2024年12月以降は刈込平均値、加重中央値、最頻値いずれも下げ止まりの動きがみられる。直近ではエネルギー価格の変化も作用してか、基調的なインフレ率の伸びは横ばい傾向にある。図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いた結果である。図表からもわかるとおり、基調的な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11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。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くなり、階段状の分布が明確となってきたことがポイントだ。また価格上昇率がマイナスとなる品目も増えてきている。引き続き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さらに続くだろう。着実に価格低下は進んでいる。

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

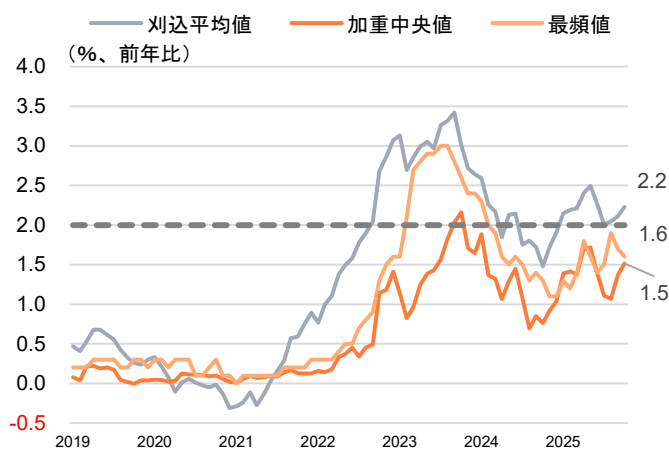
図表2: 消費者物価指数(財)の寄与度推移



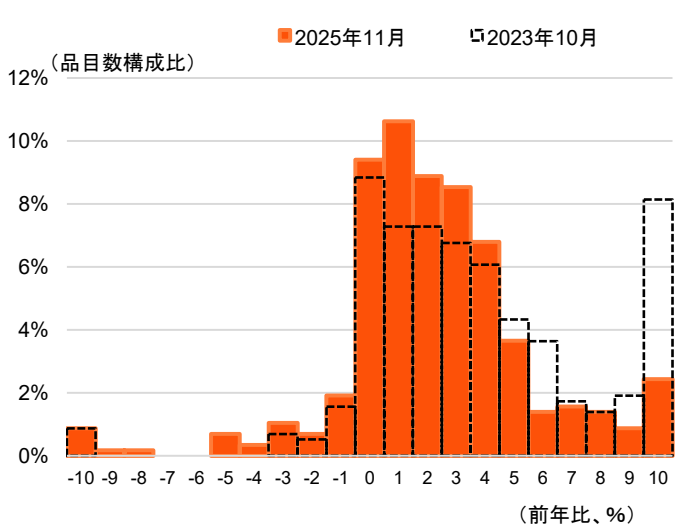
図表3: 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標(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。

III. Weekly Macro Economic Insights

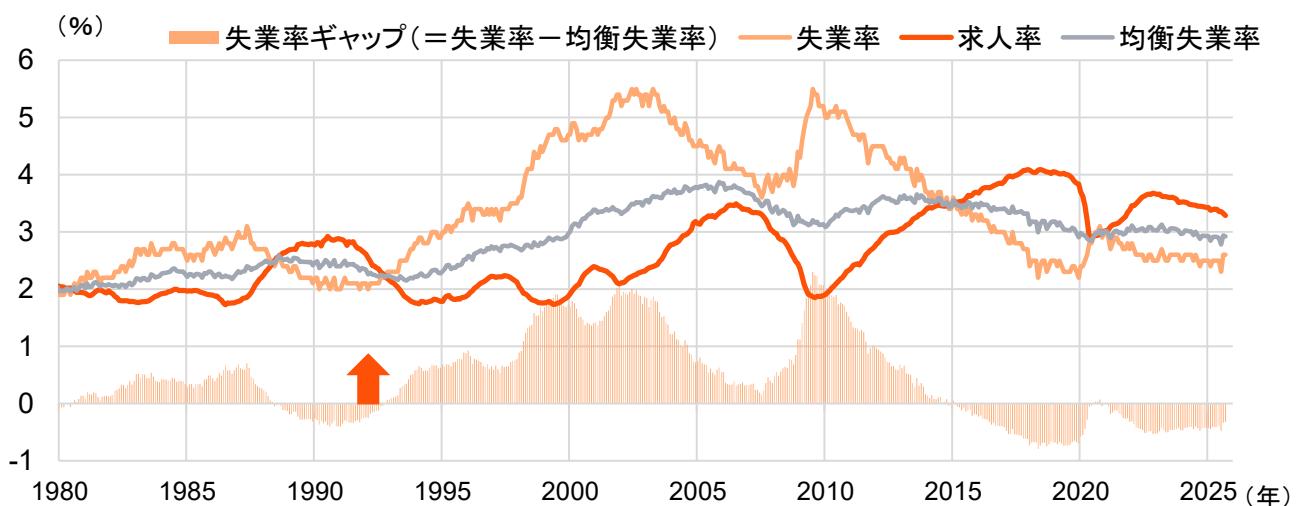
1. 賃上げ定着には「高圧経済」が必要: 失業率ギャップの示唆(12月1日(月)~12月5日(金))

12月18日~19日に開催される日本銀行の金融政策決定会合において、にわかに政策金利の引き上げの可能性が高まっている。きっかけは1日の植田総裁の発言。名古屋市で開いた金融経済懇談会において、企業の賃上げスタンスについての情報収集を進め、内外の経済・物価情勢や金融資本市場の動向を点検した上で、利上げの是非を判断したい、という内容であった。日銀は本年1月に0.5%への利上げを決定したが、その前に氷見野副総裁が類似する発言をしていたことが材料視されている。

改めて日本の経済・物価動向を確認すると、2025年7-9月期のGDP(1次速報値)は、前期比年率-1.8%とマイナス成長となった。このうち輸出の減少寄与が大きいとみられ、一時的な外的要因によるものだと見方もある。しかし、実質雇用者報酬が前期比+0.6%である一方、実質消費の伸びは同+0.1%にとどまっている。実質所得の伸び以上に家計は消費に慎重である。来期の春闘の要素となる利益について7-9月期の法人企業統計をみると、全規模・全産業の経常利益は前年比+19.7%となった。4-6月期の同+0.2%と加速したものの、春闘をけん引する自動車産業を含む輸送用機械は4-6月期は同-29.7%、7-9月期は同-14.0%と減益が継続しており、賃上げ動向は不透明といえよう。また、物価は、需給動向を反映するとみられる「食料・エネルギーを除く総合」が2024年4月の2.0%を最後に2%を下回って推移している。このように、需要起点とした物価上昇とはなっていないことが確認できる。

さらに図表1で労働市場の動きをみると、10月の完全失業率は2.6%と比較的低い水準にあるものの、これは景気の運行指数である。景気の先行指標である新規有効求人倍率は1.18倍となり、COVID-19からの回復期にあった2021年11月の1.17倍以来、約4年ぶりの低水準まで低下している。これを反映し、図表1にある企業の求人率も3.2%と2010年代後半からの低下傾向が続いている。この間に、企業は採用を進めており、ある程度求人需要が満たされつつあるうえ、最近の賃上げによる人件費上昇から採用を手控えつつあるといえよう。図表1には失業率と求人率から計算され労働市場の需給がバランスしているとみられる均衡失業率の推移も掲載しており、10月の均衡失業率は2.89%となった。前述の通り、10月失業率は2.6%であり、均衡失業率を0.29%ポイント下回って良好な状態にある。米国では失業率と均衡失業率との差で示される失業率ギャップがゼロ近傍でプラスとマイナスを循環的に行き来しており、マイナスとなって労働市場が良好となると利上げの一つのサインとされる。しかし、日本の場合はバブル崩壊後の1992年11月から2014年10月までの22年間にわたり、恒常的に失業率が均衡失業率を上回って労働市場は悪化した状態にあった。いわば、長期入院を余儀なくされたような状態にある。この間の失業率ギャップの累積値は+264%ポイントとなる。2014年11月以降は概ね失業率が均衡失業率を下回っているものの、失業率ギャップの累積値はマイナス53%ポイントに過ぎない。過去の悪化分の一部しか癒えていないといえよう。失業率ギャップがプラスで労働市場が買い手市場だった時代には、定期昇給以外の賃上げは望めず、家計は望まない長時間労働や賃金・業務内容であっても働かざるを得ない状況にあったとみられる。

図表1: 過去20年以上は悪化、足元の改善は限定的—日本の労働市場の推移



(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," *Economics Letters* 109, pp.175-178

こうした厳しい環境にあったことを踏まえ、所得が伸びつつも消費が弱い要因を考えると、労働者は足元の賃上げは、ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとした食料・エネルギー価格の上昇を反映した一時的なものであり、そうした外的な動きが落ち着けば再び賃上げが実施されない可能性を考慮に入れてみるとみられる。つまり、過去20年以上の冷え切った労働市場での経験から先行きに楽観的になれず実質消費拡大に慎重になっているとみられる。このため、現状ではようやく動き出した賃上げの動きを着実なものとし、物価2%と整合的な賃上げが持続し、労働者・家計が賃上げの持続に確信が持てるようになるまで、経済環境を緩和的にしておくことが求められよう。この点が失業率ギャップや需給ギャップがゼロ近傍で循環的に

推移している米国と異なり、日本では過去の負の経験を払拭できるまで緩和的な環境を維持する「高圧経済」が求められる理由でもあろう。
(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(11月24日(月)～11月28日(金))の振り返り:失業率・有効求人倍率(10月)、鉱工業生産(10月)、商業動態統計(10月)、消費者物価指数(東京都区部、11月中旬値)

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。鉱工業生産(25年10月速報)は前月比+1.4%と2か月連続の増加、前年比も+1.5%と2か月連続の増加となった。経済産業省は「総じてみれば、生産は一進一退」と引き続き基調判断を据え置いている。業種別生産は全15業種のうち10業種が増加、5業種が減少という結果となり、特に電子部品・デバイス工業が前月比-6.7%、寄与度-0.42%ポイントと低下に寄与した。一方で増加品目は自動車工業(普通乗用車、軽乗用車)、電気・情報通信機械工業、輸送機械工業(除自動車工業)といったところである。出荷は前月比+1.3%、前年比+0.8%、在庫は前月比+0.6%、前年比-1.7%となった。稼働率(9月)は前月比は増加、前年比も増加となった。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は不変である。

商業動態統計(2025年10月速報値)の結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は54兆8,400億円、前年比+2.4%となった。卸売業は41兆7,870億円、同+2.5%、小売業は13兆520億円、同+1.7%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.7%、小売業が+1.6%である。卸売業は各種商品、農畜産物・水産物、食料・飲料、電気機械器具といった業種で増加した。他方で繊維品、衣服・身の回り品、化学製品といった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、機械器具、医薬品・化粧品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先月に続き「弱含み傾向にある」と維持した。

10月の有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.18となり、前月の1.20から0.02%ポイントの低下となった。COVID-19からの回復期にあった2021年11月の1.17倍以来、約4年ぶりの低水準まで低下している。10月の労働力人口は7,030万人(前年差+63.0万人、前月差+16.0万人)、就業者数は6,846万人(前年差+52.0万人、同+12.0万人)と増加が継続している。完全失業者数は185万人(前年差+13.0万人、前月差+4.0万人)と小幅悪化した。原数値でみると、労働力人口は7,047万人(前年同月差:+52万人)、就業者数は6,865万人(同:+52万人)、完全失業者数は183万人(同:+13万人)となった。このうち、産業別の就業者数(原数値)をみると、医療・福祉、学術研究・専門サービス業、サービス業(他に分類されないもの)で増加し、農業・林業、製造業、卸売業・小売業で減少した。10月の完全失業率(季節調整値)は2.6%となり、前月と同水準となった。

東京都区部・消費者物価指数(11月中旬速報値)は総合前年比+2.7%(前月(11月):同+2.7%、以下同)、生鮮食品除く総合は同+2.8%(同+2.8%)、生鮮食品及びエネルギーを除く総合は同+2.8%(同+2.8%)、食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合は同+1.6%(同+1.6%)となった。前年比の変化でみると光熱・水道、被服及び履物、住居が押し上げた一方、食料、交通・通信で押し下げた。

米国:小売売上高(9月)、生産者物価指数(PPI、9月)、リッチモンド連銀製造業指数(11月)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(11月)、耐久財受注(9月)

続いて米国経済である。9月の小売売上高は前月比+0.2%となった。前月(8月)は+0.6%へと上方修正された。ガソリンスタンド、ヘルスケア、家具などで増加し、自動車・同部品、スポーツ・趣味・書籍、医療、電気機器などで減少した。自動車は、9月末に電気自動車(EV)の税額控除が終了することを前に増加し、8月は前月比+0.6%であったが、9月は同-0.3%となり早くも反動減が生じた。9月の生産者物価指数(PPI)は、総合で前年比+2.7%(前月(8月):同+2.7%、以下同)、食料・エネルギーを除く総合では同+2.9%(+2.9%)と横ばいとなった。財は食料・エネルギーの上昇を受けて増加した。一方、サービスでは卸売・小売、その他サービスなどが下落し減少した。関税の引き上げの影響で財が上昇した一方、サービス価格は減少した。11月のリッチモンド連銀製造業指数は-11となり、前月の-4から悪化した。原材料在庫、サービス支出、納入リードタイムが改善した一方、地域のビジネス環境、集荷、新規受注量が悪化した。コンファレンスボードの消費者信頼感指数は、11月に88.7となった。前月(10月)の95.5から6.8ポイントの低下となった。7か月ぶりの大幅悪化となった。物価高、関税への価格転嫁、労働市場の減速を受けて、消費は弱含んでいる。9月の耐久財受注では、民間設備投資の先行指標となるコア資本財(非国防資本財から航空機を除く)受注は、前月比+0.9%となった。前月(8月)も同+0.9%へと上方修正された。9月は市場予想を上回り、設備投資は堅調に推移している。

欧州:ラガルド ECB 総裁発言、ユーロ圏消費者信頼感(11月確定値)、ECB 理事会議事要旨(10月)

次に欧州経済である。ラガルド ECB 総裁は28日、現在の政策金利は妥当な水準にあり、当面の据え置き方向を示唆した。インフレ抑制に成功して、インフレリスクが低下したものの、米国の関税引き上げやサプライチェーンの混乱が上振れ要因となりうる点を指摘した。ユーロ圏の景気は想定以上に底堅く、2025年の実質GDP成長率は年初の+0.9%から+1.2%へと上方修正された。ECBは10月議事要旨では、現在の政策金利は妥当であるとの見方を示した。上振れ・下振れ両リスクを踏まえ利下げを急がない方向とみられる。一部では「利下げサイクル終了」と主張する一方、目標未達が続けば利下げを排除すべきでないとの意見も。来年には利下げが再開される可能性がある。

中国：製造業 PMI(11月)、非製造業 PMI(11月)、RatingDog 製造業 PMI(11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11月の製造業 PMIは49.2となり、前月の49.0から0.2ポイント改善しつつも、好不調の境目となる50を8か月連続で下回った。中国では長引く不動産不況に伴う消費伸び悩みなどが続くなか、政府当局による景気刺激策が強化されており、生産(50.0)は前月の49.7から上昇したほか、新規受注(49.2)も前月の48.8から改善した。外需の先行きを占う輸出受注(47.6)は前月の45.9から上昇したほか、輸入(47.0)も前月の46.8から上昇しつつも、20か月連続で50を割り込んで推移した。在庫や雇用も引き続き50を下回り、低水準で推移を続けている。また、11月の非製造業 PMIは49.5となり、前月の50.1から0.6ポイント低下し50を割り込んだ。このうち建設業(49.6)は前月の49.1から上昇しつつも、4か月連続で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(49.5)は前月の50.2から低下し、50を割り込んで着地した。製造業と非製造業を合わせた11月の総合 PMIは49.7となり、前月の50.0から低下した。

また、11月のRatingDog 製造業 PMI(旧財新製造業 PMI)は49.9となり、前月の50.6から0.7ポイント低下し、好不調の境目となる50を4か月ぶりに下回った。RatingDog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、貿易を巡る不確実性の高まりに伴う企業の生産活動や新規受注の伸び悩みを反映したものとみられる。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いる。また、外需環境をみると、足元ではトランプ米大統領による対中スタンスは厳しく、先行き楽観しがたい状況が続いており、今後は米中貿易摩擦の行方のほか、その他各国との貿易動向にも注意しておく必要がある。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(12月1日(月)～12月5日(金))のポイント

図表2は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本については、1日に法人企業統計が公表された。5日に家計調査、景気動向指数の最新値が公表される。家計調査では所得・消費動向のうち、9月の実質消費が3か月ぶりに減少したことを踏まえ、10月がどうなるかが注目される。また、9月の景気動向指数(改定値)は、先行指数は速報値の108.0の108.6へと上方修正、一致指数は114.6で速報値から変わらず、遅行指数は速報値の113.2から改定値では112.4へと下方修正となった。

米国については、ISMの製造業・非製造業などの景況感指数、ADP雇用統計・チャレンジャー人員削減数といった雇用関係、個人消費支出(PCE)・ミシガン大学消費者態度指数といった消費、輸出入物価指数といった物価関連の指標が公表される。また、パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長の発言も予定されている。政府機関閉鎖は解除され、経済指標の公開が再開された。しかし、雇用減速と消費堅調・物価高止まりという複雑な状況を正確に把握するには材料が不足しており、こうした状況をパウエル議長がどう評価しているか、金融政策をどう運営しようとしているかが注目される。次に、ユーロ圏では製造業とサービス業の PMI、消費者物価指数(HICP)・卸売物価、小売売上高、失業率といった指標が公表される。中国では PMI が公表される。

図表 2: 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
12/1 (月)	<ul style="list-style-type: none"> 法人企業統計調査(7-9月期) 	<ul style="list-style-type: none"> ISM製造業景況指数(11月) PMI製造業景気指数(11月、改定値) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・製造業購買担当者景気指数(PMI、11月改定値) 中国・RatingDog製造業購買担当者景気指数(PMI、11月)
12/2 (火)	<ul style="list-style-type: none"> 消費動向調査(11月調査) 	<ul style="list-style-type: none"> パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長・発言 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・消費者物価指数(HICP、11月) ユーロ圏・失業率(10月)
12/3 (水)		<ul style="list-style-type: none"> ISM非製造業景況指数(11月) ADP雇用統計(11月) 輸出入物価指数(9月) 鉱工業生産(9月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・サービス部門購買担当者景気指数(PMI、11月改定値) ユーロ圏・卸売物価指数(PPI、10月)
12/4 (木)		<ul style="list-style-type: none"> チャレンジャー人員削減数(11月) 失業保険申請件数(前週分) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・小売売上高(10月)
12/5 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 家計調査(10月) 景気動向指数(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 個人消費支出(PCE)(9月) ミシガン大学消費者態度指数(12月、速報値) 	

2. 物価高対策と脱デフレなぜこの二つが両立するのか？(12月8日(月)～12月12日(金))

政府が物価高対策を行っている一方で、政府はデフレ脱却宣言を出しておらず、日銀は利上げを進めるものの、「2%の物価安定目標」が達成できたとは述べていない。こうした一見矛盾するような話がなぜ生じているのだろうか。以下では物価高対策と脱デフレの2つがなぜ日本において両立するのかを考えてみることにしたい。

図表1は日本と米国の消費者物価指数の動きをみたものである。折れ線グラフは総合の前年比を示し、棒グラフは、総合に占める食料品価格の変化の寄与、エネルギー価格の変化の寄与、そしてその他の品目の変化の寄与を示している。食料品価格、エネルギー価格、その他の品目価格の寄与を全て足し合わせれば、総合の物価上昇率になるように図表は作図している。

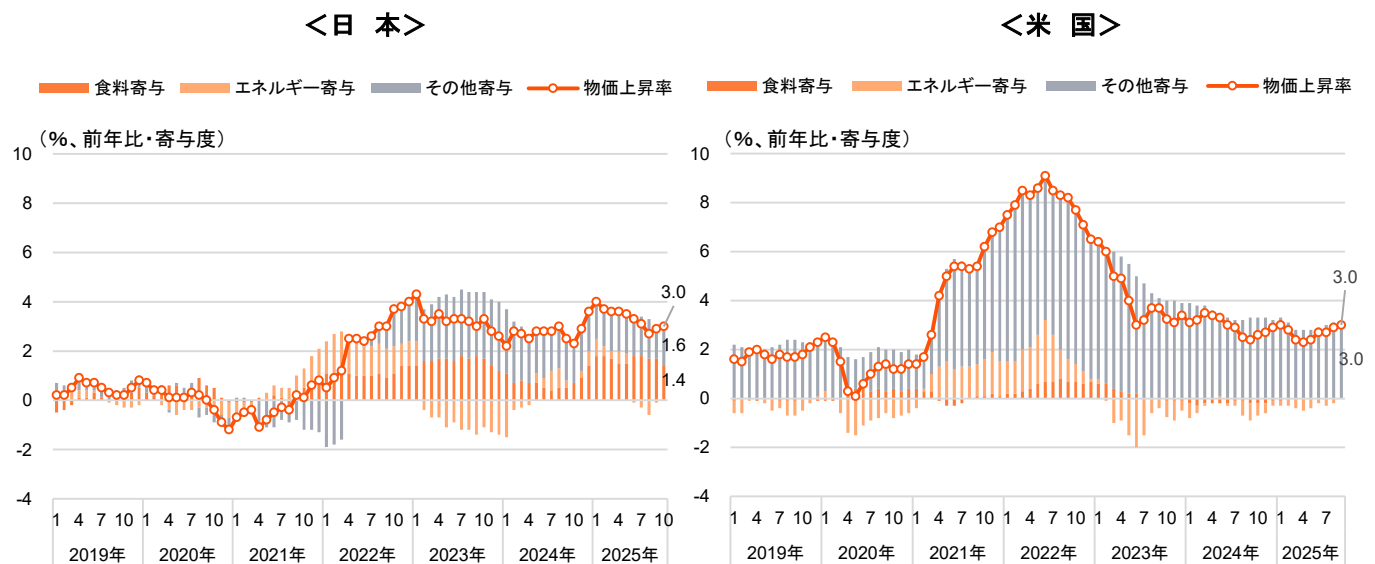
まず折れ線グラフの変化、つまり日本と米国の物価上昇率の変化に着目しよう。日本の場合、物価上昇率がプラスとなったのは2021年9月以降であり、その後、2023年1月には前年比で+4.3%まで物価上昇率は高まった。その後2024年終わりにかけて物価上昇率は前年比+2%台から+3%台のレンジで推移した。2025年に入ると一時前年比+4%となったものの、2025年10月には前年比+3%となっている。一方、米国の場合は2021年3月以降、物価上昇率は前年比+2%を明確に上回るようになり、2022年6月には前年比+9.1%まで上昇した。その後物価上昇率は減速するも、2023年6月以降は2%台から3%台で推移して、2025年9月には前年比+3%となり、やや拡大気味で推移している。

そして日米の物価上昇率に影響しているのが食料とエネルギー価格の動きだ。これは日米双方で観察されるものの、図表からもわかる通り、日本の方が物価上昇率に与える寄与が大きいことは一目瞭然である。日本の物価上昇率が上昇に転じたきっかけは食料品やエネルギー価格の上昇を通じてであった。こうした傾向は米国においても共通であるが、全体の物価上昇率に占める食料やエネルギーの寄与は日本の場合は半分程度を占め、かつ食料品の価格上昇が根深く影響している点の違いである。直近時点の物価上昇率は日米ともに前年比+3%だ。だが食料価格の寄与は日本の場合は+1.4%、米国の場合は+0%である。

日本の物価高に大きな影響を及ぼすのが食料品やエネルギー価格の上昇であり、これを政府が負担することで下げるか、政府が家計に給付や減税の形で所得補填することで家計の実質負担を緩和するのが「物価高対策」である。他方で脱デフレというのは、米国のようにその他の価格の上昇を起点とした形で所得の拡大と支出の拡大、そして2%程度の物価上昇率が両立するような状況を持続的に作り出すことである。日本のその他の財の寄与は2%を下回り、米国よりも低い。「物価高対策」としては短期的には以上の政策を進め、長期的には供給力や市場調達力を高める政策が必要になる。脱デフレのための需要刺激策は供給力拡大を続けるための需要下支えの余地も作り出す。二つを両立して進めていくことが必要ということだ。

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

図表1: 日米消費者物価指数の比較



(注)日本の場合は2025年10月まで、米国の場合は2025年9月まで

(出所) 総務省、米国労働省労働統計局(BLS)より筆者作成

先週(12月1日(月)～12月5日(金))の振り返り: 法人企業統計調査(7-9月期)、消費動向調査(11月調査)、家計調査(10月)、景気動向指数(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。法人企業統計調査(2025年7-9月期)についてみると、全産業(金融・保険業除く)の経常利益は前年比+19.7%の27兆5,385億円となった。2024年7-9月期以降、4四半期連続で前年比プラスとなったが、2024年7-9月期は前年比マイナス(製造業は同-15.1%)であった点もやや加味しておく必要がある

だろう。設備投資は前年比+2.9%と3四半期連続のプラスとなり、13兆8,063億円であった。季節調整済前期比をみると、経常利益は前期比+3.3%となり、特に製造業が同+5.9%と増加している点が印象的だが、売上高は同-0.1%（製造業同-0.5%、非製造業同+0.0%）、設備投資は同-1.4%（製造業同-5.1%、非製造業同+0.7%）と減少しており、特に製造業の設備投資の勢いが弱まっている点には留意が必要だ。

消費動向調査(11月調査)についてみると、消費者態度指数(11月)は37.5と前月と比較して1.7ポイント増加した。消費者態度指数は4か月連続の増加である。内閣府は「消費者マインドは持ち直している」との基調判断を維持している。もともと、消費者マインドの改善度合いは弱いものである。37.5という数字は直近の景気後退期の直前期(2018年10月)の43.0を大きく下回り、景気後退期が終了した2020年5月以降でも40を上回ったことはない。消費者態度指数を構成する意識指標をみていくと、雇用環境や収入の増え方といった項目を中心に増加していることがわかるが、持ち直しの度合いは十分ではない。物価見通しについてみると、「上昇する」と回答した割合は90.6%と10月から2%ポイント低下したが9割を維持している。「低下する」「変わらない」と回答した割合がそれぞれ上昇している。

家計調査(10月)についてみると、実質消費支出が前年比-3.0%、前月比では-3.5%、名目消費支出が前年比+0.3%、前月比では-3.0%となり、名目前年比では辛うじて増加となったが、前月比では2か月連続の減少となった。可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、10月は前年比-0.4%と2か月連続の減少となった。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+3.0%、実質で同-0.4%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-3.4%である。名目実収入は前年比+3.3%と増加した。実質実収入は-0.1%と3か月ぶりの減少である。世帯主収入や他の世帯主の収入は名目の伸びが鈍いこともあって実質での減少が続いている。総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する10月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は105.0(2020年=100)となり、9月から0.3ポイント低下した。政府は2025年度補正予算を取りまとめているが、2026年以降の政策効果の発現を見定めつつ、必要に応じ更なる政策を講じる必要があるだろう。

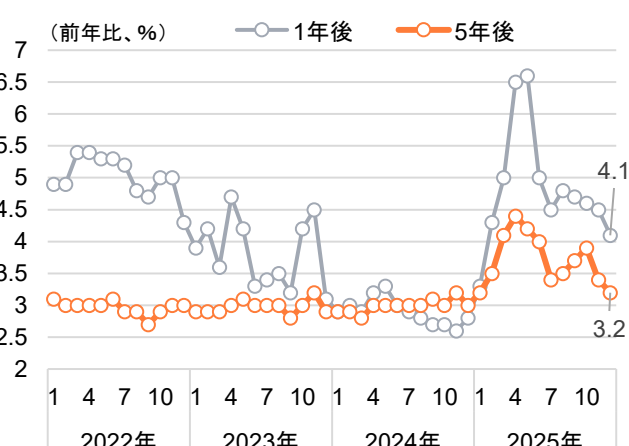
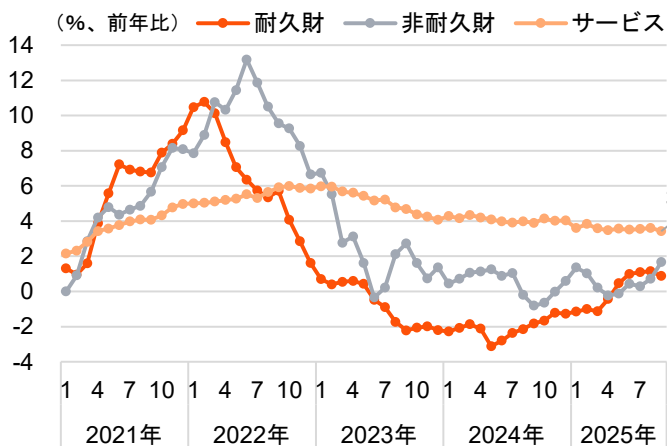
景気動向指数(10月)はCI先行指数が110.0(前月比+1.8ポイント)、CI一致指数が115.4(同+0.5ポイント)、CI遅行指数が112.6(同+0.3ポイント)となった。一致指数を構成する個別系列の動きをみると、投資財出荷指数、有効求人倍率、輸出数量指数は9月と比べ悪化したものの、生産指数(鉱工業)、耐久消費財出荷指数、商業販売額といった系列が改善したことが指数増加に影響した。一致指数から機械的に導かれる基調判断は「下げ止まりを示している」と維持された。CI一致指数を構成する主要系列である鉱工業生産は11月、12月と前月比でマイナスの見込みであり、基調判断が改善へと向かうかは不確実性が大きい状況である。

米国:ISM景況指数(11月)、ADP雇用統計(11月)、個人消費支出(PCE、9月)、ミシガン大学消費者態度指数(12月速報値)

続いて米国経済である。ISM景況指数(11月)は製造業が48.2となり、10月の48.7から低下して9か月連続で分水嶺の50を下回った。輸入関税率引き上げの悪影響が持続している模様だ。サービス業は52.6となり、10月から0.2%ポイント上昇した。業況が改善しているのはサービス業であるという状態は変わっていない。ADP雇用統計(11月)は民間雇用者数が3.2万人減となり、10月の4.2万人増から一転して減少という結果になった。小規模事業所の雇用削減が大きく、関税に伴うコスト増に対処するため、雇用削減の動きが進んでいる。個人消費支出(PCE、9月)は前月比+0.3%、可処分所得は同+0.3%と4か月連続の増加となったが、伸びはともに減少している。PCEデフレーターは総合で前年比+2.8%、食料・エネルギー除く総合で同+2.8%となった。図表2は財別の価格上昇率を示している。5月以降、財の価格上昇率が上昇に転じており、伸びが高まっていけば3%台となるのも時間の問題だろう。図表3はミシガン大学消費者態度指数(12月速報値)から期待インフレ率の推移をみたものだが、短期(1年後)の期待インフレ率は高止まっているものの、中長期(5年)の期待インフレ率は3%程度に戻りつつある。これはFRBの利下げをサポートする材料と言えるだろう。

図表2:財・サービス別価格上昇率の推移

図表3:米期待インフレ率(1年後、5年後)の推移



(出所)BLSから作成

(出所)BLSから作成

欧州：ユーロ圏消費者物価指数(11月)、ユーロ圏失業率(10月)、ユーロ圏小売売上高(10月)

最後に欧州経済である。ユーロ圏消費者物価指数(11月)は総合で前年比+2.2%となり、10月の同+2.1%から加速した。総合からエネルギーと飲食料を除いた指数は同+2.4%となり、10月と同じ伸びであった。失業率(10月)は6.4%となり、9月と同じであった。ユーロ圏小売売上高(10月)は前月比で横ばいとなり、9月の前月比+0.1%から減速した。全体として、ユーロ圏経済は安定的に推移している。

今週(12月8日(月)~12月12日(金))のポイント

図表4は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では、8日(月)に毎月勤労統計、GDP2次速報、国際収支、景気ウォッチャー調査が公表された。

毎月勤労統計(10月)をみると、現金給与総額(規模5人以上)は前年比+2.6%と9月の同+2.1%から伸びが拡大した。他方で実質賃金(消費者物価指数(総合)でデフレートした値)は同-0.4%となり、前年比でマイナスの状態が続いている。共通事業所ベースの現金給与総額の伸びは前年比+2.4%となり、9月の同+2.5%からわずかに伸びは減速した。政府の物価対策もあり、来年以降の消費者物価指数の前年比は現在の3%程度から2%未満まで緩やかに低下すると予想される。名目賃金が2%台を維持する状況が続けば、プラスの実質賃金が定着する可能性もあるだろう。そのためには、政府・日銀ともに緊縮的な政策を行わないことが必要だ。特に日銀は次回会合にて利上げに踏み込むとの観測もあるが、現下の経済動向はそうした動きに耐えられるのだろうか。疑問である。GDP(2025年7-9月期、2次速報)は実質GDP成長率が前期比-0.6%(前期比年率-2.3%)と1次速報値の同-0.4%から下方修正となった。下方修正には民間企業設備投資が前期比+1.0%から同-0.2%、公的固定資本形成が同+0.1%から同-0.1%といずれも減少に転じたことが影響している。国際収支(10月)は、経常収支が前年比+15.5%の+2兆8,335億円となった。貿易収支は+983億円、輸出は前年比+2.8%の9兆6,570億円、輸入は同+0.1%の9兆5,586億円であった。景気ウォッチャー調査(11月)をみると、現状判断DIは48.7となり、10月の49.1を下回って引き続き分水嶺の50を下回った。家計動向関連、企業動向関連、雇用関連、いずれも低下している。特に10月に50.7と改善していた企業動向関連は再び49.5と50を下回った。内訳をみると、非製造業は52.2と10月の51.9を上回っているものの、製造業が46.6と10月の49.3を下回ったのが影響した。2~3か月先の景気の先行きに関するDIは50.3となった。現状判断DIと同じく全ての判断項目で低下している。特に企業動向関連、雇用関連は分水嶺の50を下回っており、この点は今後を考える際にも不安材料と言えるだろう。

その他の指標では企業物価指数(11月)の動きに注目だろう。交易条件(輸出物価/輸入物価)は前年比でみて改善が続くものの、輸出入物価指数や国内企業物価指数は増加基調にある。こうした動きがどうなっているかが注目である。

米国では9日・10日にFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、当面の金融政策が議論される。市場参加者の多くは今回で0.25%の利下げを見込んでいるが、雇用状況について懸念が広がる一方、インフレ率についても上昇基調にある。おそらく賛否が分かれる形となるだろう。今後の政策スタンスについての発言にも注目だ。

中国に関しては消費者物価(11月)の動きが注目だろう。先月と比較して物価の騰勢が強まるかどうかといった点が気になる所だ。

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
12/8 (月)	<ul style="list-style-type: none"> 毎月勤労統計(10月) GDP(2025年7-9月期・2次速報) 国際収支(10月) 景気ウォッチャー調査(11月) 		<ul style="list-style-type: none"> 中国貿易収支(11月)
12/9 (火)			
12/10 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 企業物価指数(11月) 	<ul style="list-style-type: none"> FOMC(9日・10日) 雇用動態調査(JOLTS、9月、10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 中国消費者物価(11月) 中国生産者物価(11月)
12/11 (木)	<ul style="list-style-type: none"> 四半期別法人企業景気予測調査(2025年10-12月期) 	<ul style="list-style-type: none"> 新規失業保険申請件数(11月) 貿易収支(9月) 	
12/12 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 設備稼働率(10月) 鉱工業生産(10月確報) 		

3. 日本経済停滞の核心は「投資不足」—AI時代の無形資産へ大転換を(12月15日(月)~12月19日(金))

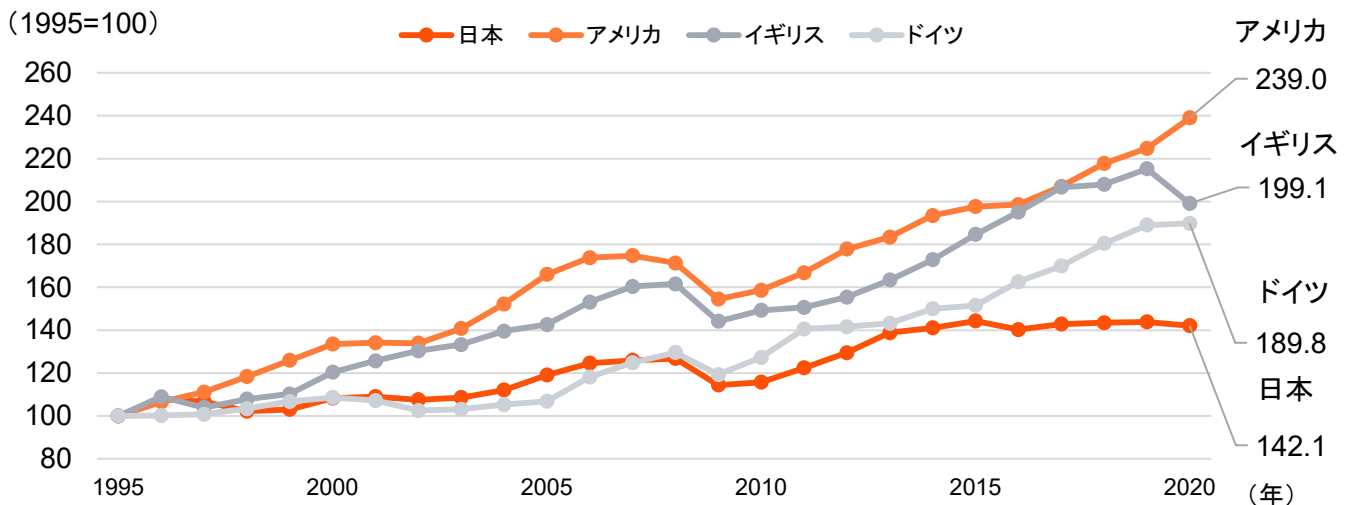
日本経済は、この30年あまりの間に、決定的な問題を抱え込んできた。それは、日本企業が投資をしなくなったことである。1人あたりの設備投資額を欧米先進国と比べると、その差は歴然としている。欧米では過去30年で約2倍に増えたのに対し、日本はわずか4割増にとどまっている(図表1)。結果として、日本の労働者は旧式の設備を使いながら、最新の設備と技術を備えた欧米企業と国際競争を強いられるという、極めて不利な環境に置かれている。近年、日本企業の利益は値上げの進展もあり過去最高水準に達している。しかし、その利益は将来への投資には十分に向けられていない。先行きへの不安が強く、稼いだ利益を設備投資や成長投資に回す割合は、むしろ低下を続けている。

「儲かっているのに投資しない」という状況こそが、日本経済停滞の核心である。この問題を考える上で重要なのが、無形資産という視点である。米国の株式市場をみると、企業価値のうち工場や設備といった有形資産が占める割合は1割程度に過ぎない。残りの9割は、グローバルなプラットフォームが持つデータ、ソフトウェア、ブランド、人材、組織能力といった無形資産の価値である。近年のAI関連投資に牽引された米国株式市場の動きは、この事実を端的に示している。一方、日本企業の無形資産価値は全体の3割程度にとどまり、7割は製造業の研究開発投資などを中心とする有形資産が占めている。米国が関税引き上げという強硬策をとってまで国内製造業の復活を目指していることを踏まえれば、「有形資産の多い日本は有利なのではないか」と考えたくなるかもしれない。

しかし、その見方は楽観的に過ぎる。ロボットや機械をソフトウェアで制御するOT(Operational Technology)が高度化し、その稼働データが蓄積・活用されるフィジカルAIが主流となる世界では、製造業であってもデータやAIといった無形資産の影響を強く受けることは避けられない。工場や設備を持っているだけでは競争力にならず、それらをどうデータ化し、どう知識として蓄積し、どう価値に変えるかが決定的に重要になる。

日本企業は、AIの利用率という点では米国や欧州、中国と比べて大きく見劣りしているわけではない。しかし、その活用の多くは、既存業務の効率化にとどまっている。一方で、AIによって期待以上の成果を上げている企業ほど、AIを単なる省力化ツールではなく、事業そのものを再構築するための手段として位置づけている。そこでは、経営トップの強い関与と、リスクを取った意思決定が共通してみられる。

図表1: 主要国の1人あたりの設備投資額(=資本装備率)の推移



(出所)OECD.Stat, EU KLEMS & INTANProd より筆者作成

こうした現状を踏まえると、日本に必要なのは、既存事業をそのままAIで置き換えることではない。AIを前提に、産業や事業のあり方そのものを組み替えるための無形資産投資である。もともと、無形資産投資はこれまで正当に評価されてこなかった。人的投資をはじめとする無形資産への支出は、企業・財務会計上では経費として扱われ、短期的には利益を押し下げるとみなされてきた。人的資本については開示に向けた取り組みが進みつつあるが、ブランド価値やデータの価値といった他の無形資産については、いまだ十分な可視化や開示が行われているとは言い難い。

政府や関連団体には、人的資本にとどまらず、データやブランド、知的資産といった無形資産全般について、開示や評価の枠組みを整備していくことが求められる。また、日本企業はデータを整備しても、その多くを社内利用にとどめ、外部との連携やデータの販売といった取り組みを十分に進められていない。個社の内部に閉じるのではなく、外部との連携を促すためにも、データや技術の標準化を進める意義は大きい。

さらに重要なのは、形式的な開示や制度対応に終わらせないことだ。無形資産への投資が、実際に顧客への付加価値向上や新たな事業機会の創出につながっているかどうかについて、資本市場や政府が継続的に確認していくことも欠かせない。このような官民一体の取り組みを通じて、AIを核とした無形資産への投資と産業アーキテクチャの転換が進めば、日本経済は

長期停滞から脱却できる可能性を十分に持っている。キャッチアップとフロンティア対応を同時に実現する、「日本版リープフロッグ」は、決して絵空事ではない。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(12月8日(月)~12月12日(金))の振り返り:企業物価指数(11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。企業物価指数(11月速報)は、前月比+0.3%と3か月連続で増加した。前月(10月)は同+0.3%から同+0.5%に上方修正された。11月に増加したのは電力・都市ガス・水道などのエネルギー・公共料金、銅などの非鉄金属、緑茶・菓子パン・和生菓子などの飲食料品が増加した一方、石油・石炭製品が減少した。輸出物価は円ベースで前月比+2.5%と増加した。北米向け自動車と同+9.6%と増加した。4月以来で最大の増加となった。もともと、前年比では2割以上の落ち込みとなっていたが、10月は同-12.6%と落ち込んでいる。また、輸入物価(円ベース)は前月比+1.5%(前月:+2.4%)と伸びが鈍化した一方、為替相場は前月比+2.6%(前月:+2.2%)となった。

米国:FOMC(9日・10日)、雇用動態調査(JOLTS、10月)、貿易収支(9月)

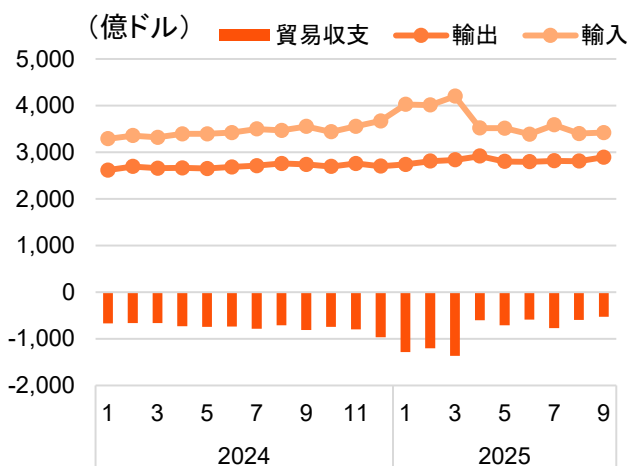
続いて米国経済である。FRBは12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、3会合連続となる0.25%の利下げを決定し、政策金利の指標であるフェデラルファンド(FF)金利は3.5~3.75%となった。内部には意見対立が残り、3人が反対票を投じた。経済・物価見通しでは、実質GDPは2025年が1.6%から1.7%、2026年は1.8%から2.3%、2027年は1.9%から2.0%へとそれぞれ上方修正となった。一方、コアPCEインフレ率は、2025年は3.1%から3.0%へ、2026年が2.6%から2.5%へと下方修正された。また、政策金利について、参加者の予想(中央値)では2026年にあと1回の追加利下げを実施する見通しが示された。

雇用動態統計(JOLTS)によると、10月の求人率は4.6%(前月:4.6%)と前月から変わらずとなった。求人数は767万件となり、前月から1万2,000件増となった。このうち、求人増加の大部分は貿易・運輸・公益事業部門で、特に小売業で伸びた。専門・ビジネスサービス業は減少した。一方、採用率は3.2%となり、前月の3.4%から縮小した。離職率は3.2%となり、こちらも前月の3.3%から縮小した。労働市場は冷え込んでいる。

9月の貿易収支は、輸出が2,893億ドル(前月差+84億ドル、前月比3.0%)と増加した。輸入は3,421億ドル(前月差+19億ドル、前月比+0.6%)となった。この結果、貿易収支は-528億ドルとなり、マイナス幅は前月から64億ドル縮小した(前月比-10.9%)**(図表2)**。トランプ関税の引き上げから半年が経過したことから、関税が引き上げられた4月から直近の9月までの貿易収支、輸出、輸入を昨年同期と比較したのが**図表3**である。本年4月から9月までの貿易収支は、-633億ドルとなった。前年からは122億ドルのマイナス幅縮小となったが、要因は輸出の増加である。同期の輸出は139億ドル増加し、輸入は17億ドルの増加となった。貿易収支のマイナス幅はやや減少したものの、収支は依然としてマイナスのままである。関税率引き上げの対象国・対象品目が追加・拡大されるリスクは、2026年も継続していくといえよう。

図表2:米貿易収支の推移

図表3:米貿易収支の推移



(億ドル)	貿易収支	輸出	輸入
2024年4-9月期	-755	2,700	3,455
2025年4-9月期	-633	2,839	3,472
	122	139	17

(出所)BEA(米経済分析局)より筆者作成

(出所)BEA(米経済分析局)より筆者作成

中国:貿易収支(11月)、消費者物価指数(11月)、生産者物価指数(11月)

最後に中国経済についてみよう。貿易収支(11月)は、輸出が前年同月比+5.9%の3,303.5億ドルとなり、再びプラスに転じた。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-28.6%と引き続き大幅なマイナスとなり、8か月連続で水面下で推移した。一方で、EU(同+14.8%)のほか、ASEAN(同+8.2%)や中国香港(同+18.4%)、中国台湾(同+12.8%)、インド(同+8.0%)など米国以外の国・地域向けの堅調な伸びに加えて、日本(同+4.3%)や韓国(同+1.9%)が再びプラスに転じて輸出全体の伸びを支えた。輸入は同+1.9%の2,186.7億ドルとなり、前月の同+1.0%から加速しつつ6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900.7億米ドルの黒字で着地した。2025年1-11

月通算では1兆759億米ドルとなり、統計史上初めて1兆米ドルを超えた。消費者物価指数(11月)は前年同月比+0.7%となり、2か月連続のプラスとなった。食肉需要の約6割を占める豚肉のマイナス幅が縮小したほか、野菜や果物もプラスとなり、食品価格全体でプラスに転じた。また、衣類や生活用品およびサービス、医療保健も上昇した。しかし、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足は足を引っ張っており、物価全体として低水準の推移を続けている。食品やエネルギー価格の影響を除くコアCPIは11月に同+1.2%となり、前月から横ばいを維持したが、引き続き低位の推移を続けている。生産者物価指数(11月)は同-2.2%となり、前月の同-2.1%からマイナス幅は拡大しつつ、2022年10月以降38か月連続でマイナスとなった。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いる。また、外需環境をみると、足元ではトランプ米大統領による対中スタンスは厳しく、先行き楽観しがたい状況が続いており、今後は米中貿易摩擦の行方のほか、その他各国との貿易動向にも注意しておく必要がある。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。

今週(12月15日(月)~12月19日(金))のポイント

図表4は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では、15日に日銀短観、第3次産業活動指数が公表された。また、17日には貿易統計、機械受注の最新値が公表される。19日には消費者物価指数(全国)の最新値に加えて、日本銀行の金融政策決定会合の結果が公表される。最近の植田総裁の発言を踏まえて、金融市場では利上げの実施が見込まれているが、消費拡大によるディマンドプル・インフレが実現していない中では慎重な判断が求められる。

米国では、16日には公表の遅れていた雇用統計に加えて、小売売上高、PMIと重要指標が集中的に公表される。先週のFOMCでは利下げが決定されていたものの、特に雇用・消費については公表が遅れていることで把握が困難となっていた面がある。利下げを正当化するほどの経済・物価状況にあるのか、しっかりと確認したい。また、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀の製造業景気指数も公表される。ユーロ圏では、鉱工業生産、PMI製造業、PMIサービス業、ZEW、貿易収支が公表される。中国に関しては11月の小売売上高、鉱工業生産が公表される。最近の中国の景気動向を確認したい。

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
12/15 (月)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀短観(12月調査) 第3次産業活動指数(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・鉱工業生産(10月) 中国・小売売上高(11月) 中国・鉱工業生産(11月)
12/16 (火)		<ul style="list-style-type: none"> 非農業部門雇用者数変化(NFP、11月) 失業率・平均時給(11月) 小売売上高(11月) PMI製造業景気指数(12月、速報値) PMIサービス業景気指数(12月、速報値) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・PMI製造業景気指数(12月、速報値) ユーロ圏・PMIサービス部門景気指数(12月、速報値) ユーロ圏・ZEW景況感調査(12月) ユーロ圏・貿易収支(10月)
12/17 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 通関貿易収支(11月) 機械受注(10月) 		<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏・消費者物価指数(HICP、11月改定値)
12/18 (木)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀・金融政策決定会合(1日目) 	<ul style="list-style-type: none"> 新規失業保険申請件数(前週分) 11月消費者物価指数(CPI、11月) 前週分新規失業保険申請件数 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月) 	
12/19 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 全国消費者物価指数(11月) 日銀・金融政策決定会合(2日目) 		

4. 2025年の回顧－変化の年、課題への対処の始まり

早いもので2025年も師走の季節となった。今回は2025年の回顧ということで、1月に執筆したコラム「2025年の展望－3つの視点」で指摘した3つの視点を足掛かりに議論してみることにしたい。

1つ目の視点は2025年の干支は巳であり、干支が巳である年は、2013年のアベノミクス開始、2001年には同時多発テロ、さらに1989年はバブル経済と昭和天皇崩御というようにこれまでの状況が大きく変化し、その後の流れを形作る節目であったとみなされる年となっていることだ。近代以降の日本は概ね拡大40年、縮小40年の80年サイクルで推移するとみることできる。2025年は1945年の終戦から数えて80年でもあり、次の拡大40年への節目の年ともいえる。つまり様々な意味で変化が意識された年であった。国内政治の動向をみれば、高市政権の誕生は大きな変化である。それは日本初の女性総理という意味でもそうだし、少数与党となった自民党が維新の会と新たな連立を組んで政治を行うという意味でもそうだ。そして経済政策に関して「強い経済」を目指し、「責任ある積極財政」を掲げている点もそうといえよう。

日本経済の動きをみると、2025年7-9月期の実質GDP成長率は前期比-0.6%（年率-2.3%）のマイナス成長となった。マイナス成長の主因はトランプ関税に伴う輸出の減少と特殊要因による住宅投資の減少だが、GDP成長率に対する寄与度がわずかに+0.2%となった民間最終消費、寄与度がマイナスとなった民間企業設備投資と公的固定資本形成（公共投資）といった要因、つまり内需の勢いが弱々しいことも影響している。

2022年以降の3年間は、消費者物価が前年比+3%台を付け、株価は5万円台となり、春闘の賃金上昇率（定期昇給分含む）は5%台と、30年ぶりの動きが持続している。これはバブル経済崩壊以降の長期停滞の状態から日本経済が復活を始めていることを示唆するが、先に述べた内需の動きは30年前の状況から回復していない。また名目長期金利（国債10年物利回り）も2%程度まで上昇しているが、こちらも30年前の状況に到達していない。物価も確かに前年比では3%程度だが、内訳をみると食料品やエネルギー価格の上昇による部分が全体の動きの半分程度を占め、食料品やエネルギー価格を除いた場合の物価上昇率は1.6%程度で2%の物価安定目標からはやや足りない。可処分所得、消費や投資といった内需、そして名目金利の動きが30年ぶりとなってくれば、総需要の拡大を伴いつつ物価安定目標を達成する道がみえてくる。ここは引き続きの課題である。

さて2つ目の視点は世界経済の分断化というトレンドについてである。世界経済の潮流である統合から分断というトレンドに関しては、2025年の世界経済はトランプ政権の関税政策に翻弄された年といえるだろう。米国が貿易相手国に対して相互関税を課すと表明した4月頃、世界経済の見通しは最も深刻化した。ただし結果的には、米国と中国が互いに100%以上の関税率を課するという状況は長続きせず、相互関税も軽微なものとなった。懸念されたほど、米国の物価上昇と景気悪化は深刻化していない。もちろん物価や景気への影響は今後徐々に悪影響を及ぼす可能性はあるものの、米国経済は先進国の中で最も高い経済成長率を維持するという状況は変わらなかったといえよう。トランプ政権にとっては来年は中間選挙を控えており、経済動向にこれまで以上に配慮することになるはずだ。FRBの利下げ路線は変わらず、トランプ政権も現金給付を含めた景気刺激策を講じるスタンスを変えないだろう。これは世界経済の下支え要因として機能するはずだ。他方で中国経済は輸出や設備投資主導の経済から内需主導の経済への脱却は十分進んでいない模様である。こうした点は、中国による世界各国への圧力として顕在化しているようにも思われる。統合から分断が進むということは、世界が新たな体制へと形を変えつつあるということの意味する。日本は欧米・アジアの結節点として独自の立ち位置を保持している。こうした強みを生かして、様々な国々と連携をしていくことがより求められるだろう。

日本が政治・経済両面において存在感を発揮し、世界と主体的にかかわっていくには経済力が不可欠である。第3の視点は短期的・中長期的に経済政策は何をすべきかという点だ。可処分所得拡大策としては、高市政権により、ガソリン・軽油税の暫定税率の廃止などの減税策、さらに国民民主党との協調の下で所得税の非課税枠が178万円へと引き上げられた。もちろんこれらは十分とはいえないが、経済対策として講じられた物価高対策も相まって、内需の低迷を変えようとする動きは進んでいる。短期的にはこうした可処分所得拡大策をさらに強めて、需要主導（ディマンドプル）の形で2%の物価安定目標を達成できるようにすることが必要だ。そして中長期の目線では、日本経済の供給力を高めていく政策をしっかりと行うことが必要である。供給力を高めるのに必要な3つの要素は労働投入、資本投入、生産性である。労働投入の観点では、今後も人口減少が続くことで、近い将来労働力人口が本格的に減少することは避けられないだろう。こうした状況の中で成長率を高めていくには、労働者個々の能力を高め、人が関与する必要がある領域に労働が行き渡るような制度整備が必要となる。また労働生産性を高めるには設備投資を通じた大胆な機械化が不可欠である。さらに摩耗した資本ストックを元に戻すためには大胆な設備投資を官民挙げて行うことも必要である。AI・半導体、エネルギーといった経済を動かすために必要な基幹的分野と最終財・サービス分野を連動して維持促進することができれば、設備投資の拡大と連動した生産性向上が生じることも期待できる。2025年の来るべき変化の萌芽を1つでも多く良い変化として具現化していくことが今後の経済政策の課題といえるだろう。（PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士）

先週(12月15日(月)～12月19日(金))の振り返り: 日銀短観(12月)、第3次産業活動指数(10月)、通関貿易収支(11月)、機械受注(10月)、消費者物価指数(11月)、日銀政策決定会合(12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。日銀短観(12月調査)は業況判断DI(「良い」-「悪い」)が大企業製造業で15と9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上昇した。先行きはやや上昇する見通しだ。中小企業においても同様の傾向にある。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-9と9月調査から1ポイント増加、大企業非製造業は0とわずかに減少した。製造業・非製造業ともに需給バランスは9月調査からややタイト化している模様だ。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・設備は概ね2019年半ば頃の状況にあると判断できよう。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46、非製造業が45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。

第3次産業活動指数(10月)は前月比+0.9%(季節調整済指数)となった。内訳をみると広義対個人サービスが同-0.4%、広義対事業所サービスが同+1.5%である。経済産業省は「一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動き」と判断を据え置いた。通関貿易収支(11月)についてみると、輸出金額(名目、原数値)は9兆7,147億円、前年比+6.1%となり、3か月連続の増加となった。輸入金額(同)は9兆3,924億円となり、前年比+1.3%と3か月連続で増加した。季節調整済み値では輸出が9兆5,476億円(前月比+3.4%)、輸入が9兆4,847億円(同+3.5%)となり、貿易収支は+629億円(同-15.0%)となった。11月の米国向け輸出は前年比+8.8%となり、8か月ぶりに増加した。商品別には、輸送用機器が前年比+0.7%(寄与度+0.3%ポイント)となった。増加はしているものの、増加幅は4月以降もつとも小さくなった。

機械受注(10月)についてみると、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア民需)は10月に前月比+7.0%(前月:+4.2%)と2か月連続で増加し9,929億円となった。3か月移動平均でみても+3.5%と5か月ぶりの増加となった。これらの動きを踏まえ、内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」に上方修正した。「官公需」は、10月に同+22.9%(前月:同+7.3%)と2か月連続で増加し、4,120億円。「外需」は、同-21.8%(前月:同+9.7%)と3か月ぶりに減少し、1兆3,871億円となった。「代理店」は、10月に同+11.4%(前月:-3.7%)と3か月ぶりに増加し、1,421億円となった。

消費者物価指数(11月)は総合で前年比+2.9%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.0%となり、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、先月と同じ伸びであった。食料については、果物が前年比-2.7%と2022年12月以来のマイナスとなったほか、米を中心とした穀類も同+15.8%と6月以降価格上昇率は着実に鈍化している。食料全体としては前年比+6.1%と高い伸びを続けているが、鈍化傾向は続いている。エネルギー価格については、電気代・都市ガス代補助金による価格押し下げ効果が切れたことではエネルギー価格に上昇圧力がかかっている。だがガソリンの旧暫定税率が年内に廃止され、あわせて2025年度補正予算においても電気・ガス料金の補助が適用されることにより、エネルギー価格については2026年以降再び下押し圧力がかかるだろう。物価安定の観点からは、引き続き欧米型コア指数の伸びが2%程度でアンカーできるかが鍵となるだろう。

日銀政策決定会合(12月)において、日銀は政策金利を0.75%へ引き上げることを決定した。政策金利は1995年9月以来の高水準となった。タイムラグを伴いつつ、家計・企業が直面する金利が上昇することになる。これらは日本経済にとってマイナスとなる公算が高い。来年以降影響すると考えられる政府の経済対策のプラス効果がどの程度減少することになるかも注目だ。

米国: ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月)、PMI(12月速報値)、小売売上高(10月)、失業率・平均時給(11月)

続いて米国経済である。ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月)は-3.9となり、11月の18.7から22.6ポイント減少となった。新規受注や輸送といった項目で悪化が大きい。6か月後の先行きについては35.7と11月の19.1から増加した。フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月)は-10.2となり11月の-1.7から悪化した。6か月後の先行きは41.6と11月49.6からやや減少した。製造業景気指数からは足元の製造業の業況が悪化していることが読み取れる。

PMI(12月速報値)は53.0となり、分水嶺の50を上回るものの、11月の54.2から低下して半年ぶりの低水準となった。新規受注が低調であったことが影響した。サービス業PMIは52.9となり、11月の54.1から減少して6か月ぶりの低水準、製造業生産PMIは53.0となりこちらも11月の54.4から低下して3か月ぶりの低水準となった。連銀製造業景気指数とは異なり、PMIの結果は50を上回り改善を続けている。だが改善度合いは縮小している。

小売売上高(10月)は前月から横ばいとなった。9月の前月比+0.1%からやや減速している。他方で自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除くコア小売売上高は前月比+0.8%となり、9月の同-0.1%から改善している。小売売上高の動きからは、生活コストの上昇が進んでいることがうかがわれ、特に低中所得層にとっての負担は増大していると考えられる。

失業率・平均時給(11月)についてみると、失業率は4.6%となり、9月の4.4%から上昇して2021年9月以来の高水準となった。広義の失業率(失業者に加え、現在は仕事を探していないが過去12か月の間に求職活動を行っていた人、フルタイムを希望するも現在はパートタイムを選択している人を考慮した場合の失業率)も8.7%と9月の8.0%から上昇している。新規失業者の増加や再就職が困難となっている状況がうかがえる。非農業部門新規雇用者数は-10.5万人(10月)、+6.4万人(11月)となった。政府部門の雇用者数減少分も含まれているが、状況は芳しくない。平均時給は前月比+0.1%(前年比+3.5%)と、いずれも伸びは弱まっている。以上から米国の労働市場は軟調が続いているといえよう。

ユーロ圏: PMI(12月速報値)、ZEW 景況感調査(12月)

続いて欧州経済についてみよう。ユーロ圏PMI(12月速報値)は51.9と、11月の52.8から低下して3か月ぶりの低水準となった。業種別にみると、サービス業PMIが52.6と11月の53.6から低下して3か月ぶりの低水準、製造業生産PMIが49.7

と11月の50.4から低下して分水嶺の50を下回った。ZEW景況感調査(12月)はユーロ圏についての現状指数が-28.5と11月から1.2ポイント悪化する一方で、期待指数は33.7と11月から8.7ポイント改善した。期待指数の改善にはドイツ経済の期待指数の増加が影響している。

中国:小売売上高(11月)、固定資産投資(1-11月)、鉱工業生産(11月)

最後に中国経済についてみよう。2025年11月の小売売上高は前年同月比+1.3%となり、6か月連続で減速した。足元で減速基調を強めている「外食」は同+3.2%と前月の同+3.8%から減速した。また、「商品」は同+1.0%となり、2025年5月(同+6.5%)を直近のピークに6か月連続で減速した。買替需要を喚起する「以旧換新」策の効果が一巡するに伴い、家電製品や自動車類のマイナス幅が拡大したほか、酒・たばこや家具、日用品などはマイナスに転じた。2025年1-11月の固定資産投資は前年同期比-2.6%と、同1-10月の同-1.7%からマイナス幅を拡大して着地した。最大のネックである不動産(同-15.9%)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。製造業(同+1.9%)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相対的に高い水準を続けている。インフラ(同-1.1%)は悪天候による影響や政府当局による公共投資の後押しに息切れ感もうかがえ、マイナス幅が拡大した。2025年11月の鉱工業生産は前年同月比+4.8%となり、前月の同+4.9%から減速した。分野別にみると、鉱業(同+6.3%)は前月の同+4.5%から盛り返し5.0%超の水準となり、鉱工業生産全体の伸びを支えた。エネルギー関連(同+4.3%)および製造業(同+4.6%)は前月から減速して着地した。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いる。先般開催された「中央経済工作会議」では内需拡大を最優先課題としており、政府当局の本気度が示されているが、先行き楽観しがたい状況にある。また、外需環境をみると、足元ではトランプ米大統領による対中スタンスは厳しい状況が続くなか、今後は米中貿易摩擦の行方のほか、その他各国との貿易動向にも注意しておく必要がある。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。

今週(12月22日(月)~12月26日(金))のポイント

図表は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では、26日(金)に消費者物価指数(東京都区部)、鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率の最新値が公表される。特に予測調査で2か月連続の減産が見通されている鉱工業生産の動きがどうなるかが注目だ。米国については、23日(火)に公表される7-9月期GDP統計の結果と鉱工業生産の最新値が注目だ。結果が芳しいものでなければ、さらなる金融緩和の期待も高まるだろう。24日(水)公表のコンファレンスボード消費者信頼感指数の消費者マインドの動きも気になる所だ。

本年のレポート公開はこちらで最後となります。来年のウィークリーレポートは1月6日(火)に公表予定です。引き続きどうぞよろしくお願い申し上げます。

図表:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
12/22 (月)			
12/23 (火)		<ul style="list-style-type: none"> GDP(2025年7-9月期速報値) 個人消費(7-9月期) PCEデフレーター(7-9月期) 耐久財受注(10月) 鉱工業生産(11月) 	
12/24 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 景気動向指数(10月改定値) 	<ul style="list-style-type: none"> リッチモンド連銀製造業指数(11月) コンファレンスボード消費者信頼感指数(12月) 新規失業保険申請件数(前週分) 	
12/25 (木)	<ul style="list-style-type: none"> 住宅着工件数(11月) 		
12/26 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 消費者物価指数(東京都区部、12月中旬値) 鉱工業生産(11月) 商業動態統計(11月) 完全失業率・有効求人倍率(11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

©2026 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