

# Monthly Economist Report

2026年1月

## 物価の落ち着きが消費拡大につながるかに注目

### 目次

I. 2026年1月のまとめ：物価の落ち着きが消費拡大につながるかに注目	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2025年11月)	3
2. 国際収支統計(2025年11月)	5
3. 企業物価指数(2025年12月速報)	7
4. 機械受注統計(2025年10月)	9
5. 貿易収支(通関統計)(2025年12月)	11
6. 消費者物価指数(2025年12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. 2026年の展望—「停滞の40年」から「転換・発展の40年」へ(1月5日(月)～1月9日(金))	21
2. AI版Jカーブ効果で復活する日本経済—デジタル赤字の克服—(1月12日(月)～1月16日(金))	24
3. 寛政の改革とサナエノミクス(1月19日(月)～1月23日(金))	27
4. ダボス会議から考える日本経済と日本企業(1月26日(月)～1月30日(金))	30

## I. 2026年1月のまとめ：物価の落ち着きが消費拡大につながるかに注目

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、家計調査では、実質消費支出が11月に前年比+2.9%、前月比+6.2%と増加したものの、12月は前年比-2.6%、前月比-2.9%と減少に転じた。傾向をみるために四半期の動きでみると、7-9月期は前期比-0.2%、10-12月期が同-0.8%と2四半期連続での減少となった。実質可処分所得(勤労者世帯)は、11月に前年比-2.5%の減少となった。12月には同+1.2%と増加に転じている。一方、12月の商業動態統計では、小売業販売額は前年比-0.9%、前月比-2.0%と減少した。減少は4か月ぶり。次に設備投資動向をみておこう。11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-11.0%と3か月ぶりに減少した。「外需」は、同+5.3%と増加した。次に12月の鉱工業生産は、前月比-0.1%と2か月連続で減少した。1月調査では生産計画見込みが1月に前月比+9.3%、2月に同-4.3%となっている。生産実績とのズレを考慮した補正值では1月は同+7.2%と減少に転じる見込み。次に対外関係に目を向けると、12月の貿易収支では、名目輸出金額は前年比+5.1%となり、4か月連続で増加した。輸出数量は、前年比-1.3%と2か月ぶりに減少した。関税の影響が大きいとみられる自動車の輸出金額は、12月に前年比-3.1%となった。自動車の地域別輸出をみると、米国向けは12月に前年比-7.1%と減少した。なお、12月の自動車の輸出平均価格は419.0万円、前年比-4.3%となっている。価格は1月の448.3万円から30万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。景気動向指数における一致指数は11月の改定値で114.9となった。速報値の115.2から下方修正となり、3か月ぶりに悪化した。夏場からやや回復していたが、再び悪化している。物価面をみると、12月の国内企業物価指数は前月比+0.1%(前年比+2.4%)となった。輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.7%(前年比+4.9%)、契約通貨ベースで同+1.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+1.1%(前年比+0.0%)、契約通貨ベースで同+0.6%となった。輸出入物価指数は前年比で上昇傾向を強めている。12月の消費者物価指数(全国)は、総合で前年比+2.1%、生鮮除く総合で同+2.4%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.9%となり、いずれも伸びが弱まった。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+1.5%と、先月からわずかに減少した。エネルギー価格の前年比は-3.1%と11月の同+2.5%から一転して減少している。なお、食料については、生鮮食品が前年比-2.7%と5月以来の前年比マイナスとなった。米類の価格は前年比+34.4%と依然として高いものの、緩やかに伸びは弱まってきている。2026年に入ると、ガソリンの旧暫定税率廃止に加え、政府の物価高対策が主にエネルギー価格に影響して、物価は2%前後となると予想される。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。

日本経済は消費低迷が継続する中で、物価は落ち着きをみせ始めている。企業収益は、トランプ関税の影響を受けつつも、AI関連投資拡大を受けて増加基調を保っている。今後の春闘での賃上げ動向が注目される。今後は実質所得が増加に転じる中で消費が拡大に転じるかが注目される。海外では、米国経済が堅調に推移する中で、追加利下げが実施されるかが注目される。欧州ではドイツがプラス成長に転じ、緩やかに拡大している。中国では関税の影響を受けつつ、デフレ圧力が強まっており、今後の政策対応の有無などを注視したい。

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	物価高対策による物価抑制が、実質消費を増加させるかが焦点。利上げを受けた企業・家計の金融環境悪化の影響も注視すべき。	2025年7-9月期の実質GDPは消費を中心に前期比年率+4.4%増加となった。失業率は緩やかに悪化しているものの、消費は堅調さを維持している。	2025年10-12月期のユーロ圏の実質GDPは前期比年率+1.3%となった。ドイツのプラス成長が寄与。中国の実質GDPは2025年に+5.0%成長を達成した。
物価	物価高対策の効果等により、落ち着きをみせ始めている。需要が強くない中で、賃金と物価の好循環が弱まり2%以下での推移となる可能性がある。	インフレ率・予想インフレ率ともにやや鈍化している。一方、インフレ再加速がないか、米大統領と新FRB議長の関係を含めた金融政策動向に注目。	1月のユーロ圏の消費者物価(総合)は、エネルギー価格下落もあり、前年比+1.7%と2%を割り込んだ。中国では2025年12月の同指標は同+0.8%となった。
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的となっている。利下げが継続するか注目される。	欧州は5会合連続で政策金利据え置きを決定。中国では経済成長の減速基調への対応があるかが注目される。
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。	経済・物価が安定している中で、利下げが実施されており、追加利下げによってインフレが再加速することがないかが注目される。	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いつつある。中国は不動産不況を受けたマクロ経済低迷が回復に迎えるかが注目される。

(出所) 筆者作成。

## II. Daily Macro Economic Insights

### 1. 家計調査(2025年11月)

#### 名目・実質消費ともに前月比で増加

#### 名目・実質消費は前月比で増加、今後の政策効果の発現を期待しつつ、更なる財政政策の余地も

総務省から2025年11月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比+2.9%、前月比(季節調整)では+6.2%、名目消費支出が前年比+6.3%、前月比(季節調整)で+6.4%となり、前年比、前月比ともに増加となった。実質消費の前年比変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費が含まれる交通・通信、家庭用耐久財、寝具類が含まれる家具・家事用品といった費目は増加に寄与したものの、家賃地代を含む住居といった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、11月は前年比-2.5%と3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+0.7%、実質で同-2.5%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-3.2%である。名目実収入は前年比+1.0%と増加した。実質実収入は-2.2%と2か月連続での減少である。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11月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は105.4(2020年=100)となり、10月から0.1ポイント増加した。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。11月の値を水準でみると、2023年のピーク(1、2月)は上回っているが、消費税増税を行う以前の2019年8月(106.0)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。2025年度補正予算案に盛り込まれた電気・ガス料金の支援やガソリン税の暫定税率廃止などの対策により、物価高による家計負担は2026年以降に緩和され、消費を一定水準で下支えする効果が期待される。一方で、実質可処分所得の回復がなお鈍い状況を踏まえると、必要に応じて可処分所得への更なる財政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	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
	11	6.3	6.4	2.9	6.2	-2.5	82.3

出所: 総務省より筆者作成。

## 基礎的支出は価格高止まりも減少幅が縮小、選択的支出は価格上昇と支出増加が両立

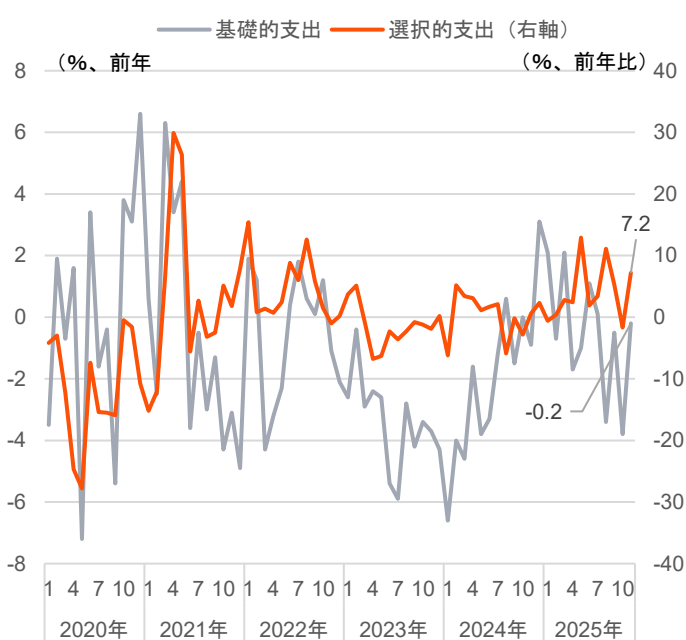
総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出(必需品的なもの)と選択的支出(ぜいたく品的なもの)に分類し、各品目の支出金額を合算した金額と名目、実質の変化率を毎月公表している。支出弾力性とは、消費支出総額の変化率に対する各費目の変化率の比を指しており、この比が1未満、つまり消費支出総額の変化ほど毎月の支出額に変化がない品目を基礎的支出としている。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなどの支出が該当する。一方、選択的支出とは、支出弾力性が1以上の費目を指し、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

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、11月は-0.2%とマイナス幅は縮小した。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。11月は+7.2%と10月と比較して増加に転じている。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11月は前年比+3.9%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10月と同水準で11月は同+2.6%となっている。

11月の結果は、基礎的支出については価格変化率の高止まりと実質支出の軟調な動きが続く一方で、選択的支出については価格変化率が2%台半ばにとどまりつつも、実質支出の増加が観察される。実質所得の回復が十分でないなかでは、価格上昇の抑制を通じて基礎的支出の増加が促されることで、選択的支出の拡大もより持続的なものになっていくと考えられる。今後は、電気・ガス料金の支援やガソリン税の暫定税率廃止を受けて、基礎的支出にかかる価格上昇率がどこまで落ち着くかが焦点となる。こうした要因が基礎的支出の拡大をどの程度下支えし得るかに注目したい。

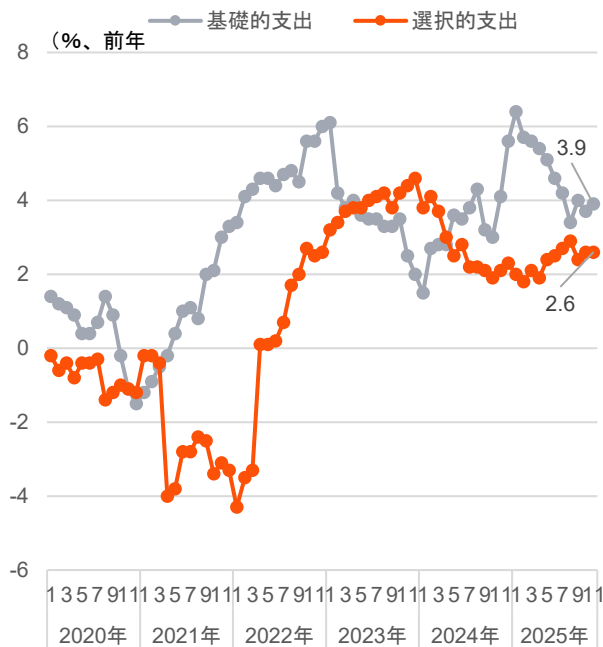
(PwC Intelligence シニアアソシエイト、永野 督和)

図表2: 基礎的支出・選択的支出の実質前年比推移



出所: 総務省より筆者作成。

図表3: 基礎的支出、選択的支出の価格変化率



## 2. 国際収支統計(2025年11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11月の国際収支統計が公表された。11月の経常収支(季節調整値、以下同)は、3兆1,378億円(前月比+6,614億円)と増加した(図表1)。原数値では+3兆6,741億円(前年同月比+3,352億円)となった。

輸出(原数値)は9兆3,908億円(前年同月比+4,589億円)と3か月連続で増加した。商品別には半導体等電子部品、医薬品、非鉄金属が増加した。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8兆7,655億円(同-473億円)と減少した。商品別では原動機、半導体等電子部品、医薬品が増加した。地域別ではアジア、西欧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71.21米ドル/バレル(前年同月比-8.9%)、円ベースでは6万8,598円/キロリットル(同-8.8%)とそれぞれ減少した。

原数値でみたサービス収支は11月に-441億円のマイナス(前年同月比-3,118億円)とマイナスに転化した。11月の訪日外国人旅行者数は351万8,000人(前年比+10.4%)と伸びが鈍化した。出国日本人数は133万人(前年比+13.2%)と増加が加速している。

原数値でみた第一次所得収支は、+3兆3,809億円(前年同月比+65億円)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+3兆2,844億円(前月差+2,714億円)となった。

季節調整済み値でみると、輸出拡大と第一次所得収支拡大が、経常収支増加に寄与した。

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								
	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	貿易収支		輸出	輸入			
			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	
1月	19,470	▲16,738	▲15,289	85,180	100,469	▲1,449	40,236	▲4,028	
2025年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	17,729	▲8,273	▲3,048	85,704	88,752	▲5,225	31,629	▲5,627	
8月	22,717	▲2,641	515	88,903	88,388	▲3,156	29,747	▲4,389	
9月	42,857	▲296	3,074	92,832	89,758	▲3,371	47,365	▲4,211	
10月	24,764	▲1,571	856	90,005	89,148	▲2,427	30,130	▲3,796	
11月	31,378	1,678	4,507	94,792	90,285	▲2,829	32,844	▲3,144	
前月差	6,614	3,249	3,651	4,787	1,137	▲402	2,714	652	

出所:財務省「国際収支状況」より筆者作成。

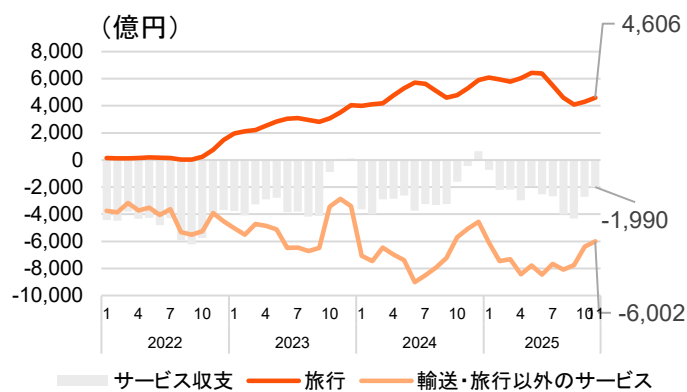
## 知的財産のプラス幅拡大を受けて、サービス収支のマイナス幅が縮小

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。11月のサービス収支は-1,990億円(前月比+733億円)とマイナス幅が縮小した。内訳をみると、旅行収支は+4,606億円(同+300億円)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-6,002億円(同+387億円)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。

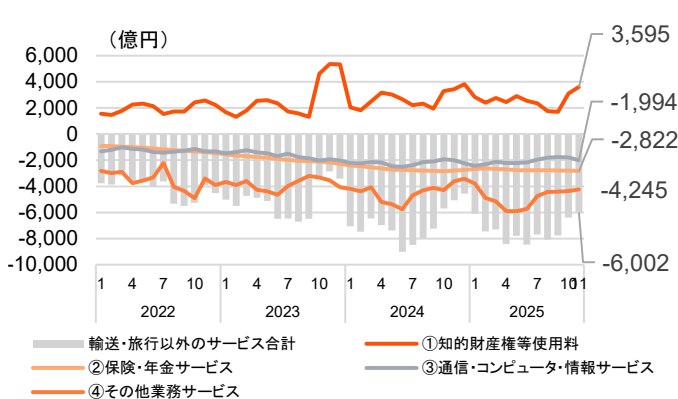
- ① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億~+3,500億円程度で推移していた。11月は+3,595億円(同+508億円)となった。足元で受取が増加している。
- ② 11月の保険・年金サービスは、-2,822億円(前月比-19億円)となった。2019年1月の-453億円から、2024年10月の-2,748億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大していた。足元でも緩やかにマイナス幅が拡大している。
- ③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億~-2,500億円程度の間で推移していた。11月は-1,994億円(同-201億円)となった。マイナス幅がやや拡大したが、レンジ圏内にある。
- 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。11月は-4,245億円(同+106億円)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、11月の技術・貿易関連・その他業務は-1,103億円(前月比+9億円)とマイナス幅が縮小した。研究開発は-1,654億円(同-189億円)となった。本統計開始以来、もともとマイナス幅が拡大した。専門・経営コンサルティングは-2,110億円(同+4億円)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)



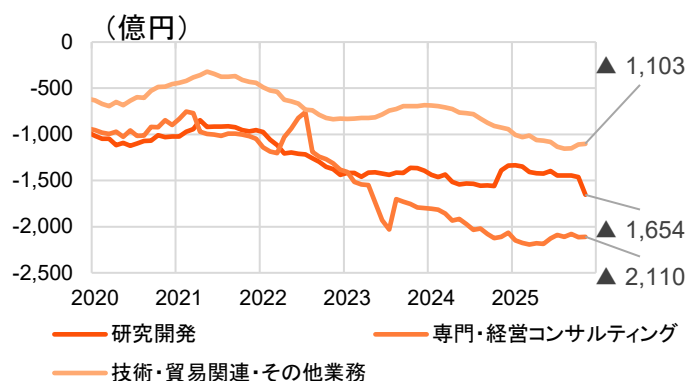
図表3: 輸送・旅行以外のサービス収支推移 (3か月移動平均)



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. 企業物価指数(2025年12月速報)

#### 輸出入物価は上昇トレンドが加速

国内企業物価指数は前月比+0.1%、前年比は+2.4%、輸出入価格指数は上昇トレンドが続く

日本銀行から12月の企業物価指数が公表された。結果をみると、国内企業物価指数が前月比+0.1%(前年比+2.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.7%(前年比+4.9%)、契約通貨ベースで同+1.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+1.1%(前年比+0.0%)、契約通貨ベースで同+0.6%となった。輸出入物価指数は前年比で上昇傾向を強めている。

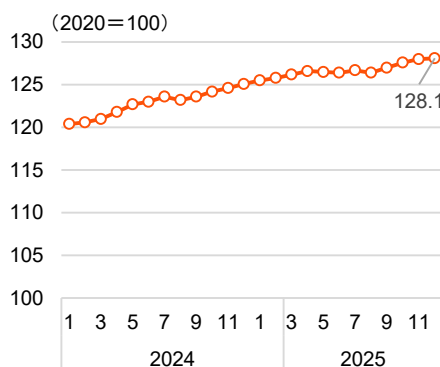
国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、非鉄金属(同+0.22%ポイント)、農林水産物(同+0.04%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に石油・石炭製品(同-0.31%ポイント)、電力・都市ガス・水道(同-0.03%ポイント)といった品目は下落している。図表2は企業物価指数の推移をみているが、9月以降は緩やかに上昇している。輸出入物価指数(図表3、4)は円ベース・契約通貨ベースともに下げ止まり、足元では伸びが強まっている。

図表1: 企業物価指数の概要

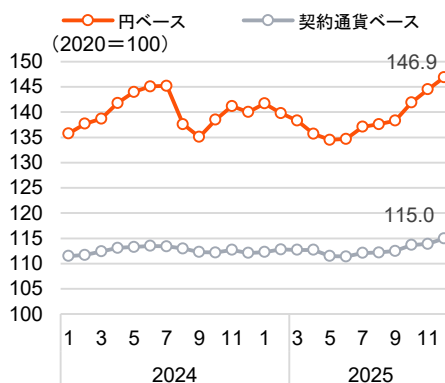
(単位: %)

	国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数				
			円ベース		契約通貨ベース		円ベース		契約通貨ベース		
			前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	
2024年	5	0.7	2.6	1.6	11.5	0.2	2.5	2.3	7.2	0.8	-2.9
	6	0.2	2.8	0.8	11.0	0.2	3.3	0.4	9.5	-0.3	0.3
	7	0.5	3.3	0.1	10.9	-0.1	3.1	0.4	10.6	0.2	1.3
	8	-0.3	2.7	-5.2	3.1	-0.4	2.3	-6.2	2.3	-0.4	1.4
	9	0.3	3.2	-1.8	-0.7	-0.6	0.9	-2.9	-2.7	-1.4	-0.6
	10	0.5	3.8	2.5	1.2	-0.1	0.9	2.9	-2.5	-0.3	-2.5
	11	0.3	3.9	1.9	2.9	0.4	1.4	1.6	-1.4	-0.4	-3.0
	12	0.4	4.1	-0.8	4.8	-0.5	1.1	-0.7	1.2	-0.6	-3.3
2025年	1	0.3	4.2	1.2	4.3	0.2	0.7	1.5	2.1	0.1	-2.6
	2	0.2	4.3	-1.3	1.5	0.4	1.0	-1.9	-1.2	0.3	-2.1
	3	0.3	4.3	-1.1	-0.3	-0.1	0.3	-1.6	-2.5	-0.2	-2.0
	4	0.3	3.9	-1.9	-4.3	0.0	-0.4	-2.9	-7.3	-0.6	-2.8
	5	-0.1	3.1	-0.9	-6.6	-1.1	-1.6	-1.0	-10.3	-1.2	-4.7
	6	-0.1	2.8	0.1	-7.2	-0.1	-1.9	-1.5	-12.0	-1.3	-5.7
	7	0.2	2.5	1.8	-5.6	0.6	-1.1	2.0	-10.6	0.7	-5.3
	8	-0.2	2.6	0.4	0.0	0.1	-0.7	0.4	-4.3	0.0	-4.9
	9	0.5	2.8	0.5	2.4	0.3	0.2	0.3	-1.2	0.0	-3.6
	10	0.5	2.7	2.6	2.5	1.1	1.3	2.4	-1.6	0.7	-2.6
	11	0.3	2.7	1.8	2.3	0.2	1.1	1.5	-1.7	-0.4	-2.6
	12	0.1	2.4	1.7	4.9	1.0	2.6	1.1	0.0	0.6	-1.5

図表2: 国内企業物価指数の推移



図表3: 輸出物価指数の推移



図表4: 輸入物価指数の推移

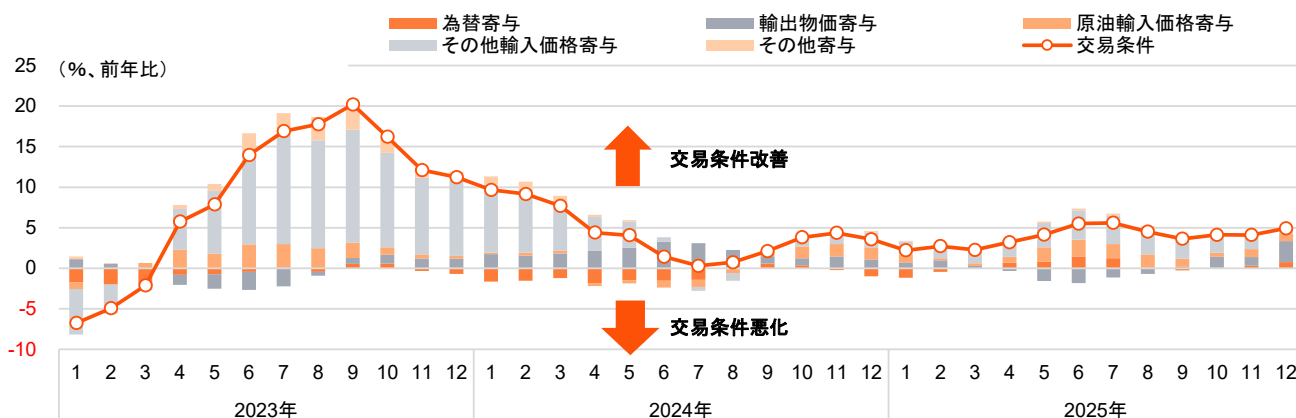


出所: 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

## 輸出価格上昇が交易条件改善の下支えに、為替の影響もじわじわと強まる

図表5は交易条件(輸出物価指数÷輸入物価指数)の前年比を折れ線で、交易条件に影響する輸出物価指数、輸入物価指数(いずれも契約通貨建て)、さらに為替レートの影響を寄与度の形で示している。交易条件は2023年4月に前年比プラスとなり、2024年7月に一旦前年比+0%程度となった。2025年12月は前年比+4.9%と8月以来の伸びとなった。12月の交易条件変化の内訳をみると、輸出価格上昇の寄与が+2.6%ポイント、原油輸入価格の低下の寄与が+0.9%ポイントと交易条件改善に大きく寄与している。また、為替の寄与は+0.8%ポイントと4月以降、交易条件の改善に寄与しており、その影響は強まっている。なお、輸入物価指数前年比は契約通貨建てでみると前年比-1.5%、円建てでは同+0.0%と下落度合いが弱まっている。契約通貨建てと円建ての輸入価格前年比の差分1.5%ポイントが円安による輸入物価の押し下げ分である。7月までは為替要因は円高が強まることで輸入物価の押し下げに寄与していたが、8月以降は円安の動きが強まることで輸入物価の上昇要因となっている。もともとその程度は2022年後半(20%程度)や2023年前半(3%から10%程度)と比べても大きくはないことに留意すべきだろう。

図表5: 交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



## 乗用車輸出価格(北米向け)は持ち直すも、10月以降の上昇は緩慢

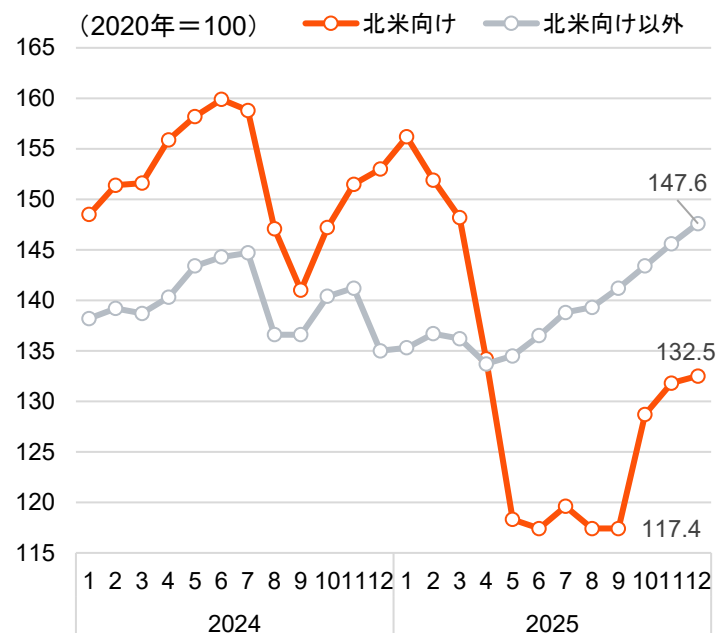
企業物価指数では、乗用車の輸出価格に関して、北米向けと北米向け以外の指数を公表している。図表6はこの結果をまとめている。

図表をみると、2025年3月の乗用車輸出価格指数(北米向け)は148.2(前年比-2.2%)であったが、4月に入ると134.2(前年比-13.9%)と急落し、5月は118.3(同-25.22)と低下が進んだ。12月は132.5(同-13.4%)となり、価格指数の低下に歯止めがかかっているものの、その動きは弱い。10月から12月においても輸出価格は対前年比-13%程度となっており、輸出価格の転嫁はうまく進んでいないことが見て取れる。

4月以降の北米向け乗用車輸出価格の急落は、日本企業にとっては大きなダメージであったが、この動きは長期化することになるだろう。心配なところだ。

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

図表6: 乗用車(北米向け)、乗用車(北米向け以外)の輸出価格比較



出所: 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

#### 4. 機械受注統計(2025年11月)

##### コア民需が減少、幅広い業種が減少

##### 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11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+8.5%(前月:同-6.8%)となり、3兆3,519億円となった。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11月に前月比-11.0%(前月:+7.0%)と3か月ぶりに減少し8,839億円となった。3か月移動平均では+0.1%となった。内閣府は前月に「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」と上方修正した基調判断を維持した。3か月移動平均で微増にとどまり、設備投資の基調は力強さに欠けている。11月の製造業からの受注は-10.8%(前月:同-13.3%)の3,982億円となり、2か月連続で減少した。製造業17業種のうち、増加したのは情報通信機械、石油製品・石炭製品の2業種のみであった。一方、非鉄金属、電気機械、鉄鋼業など15業種で減少した。船舶・電力を除く非製造業は、11月は同-10.7(前月:+28.8%)で4,929億円となった。2か月ぶりに減少した。非製造業12業種のうち、電力業、その他非製造業、建設業など4業種で増加し、運輸業・郵便業、金融業・保険業、農林漁業など8業種で減少した。製造業・非製造業ともに幅広い業種で減少した。「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。

「官公需」は、11月に同+67.8%(前月:同+22.9%)と3か月連続で増加し、6,912億円となった。防衛省で増加し、「その他官公需」、地方公務等で減少した。

「外需」は、11月に同+5.3%(前月:同-21.8%)と2か月ぶりに増加し、1兆4,613億円となった。内容をみると、航空機、重電機等で減少したものの、産業機械、船舶等で増加した。3月以降増減を繰り返し、8月~9月は増加となっていた。

「代理店」は、11月に同-2.8%(前月:+11.4%)と2か月ぶりに減少し、1,381億円となった。工作機械で増加したものの、原動機、重電機等で減少した。

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、%)			
		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)		
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	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	
	4月	▲2.3	▲4.0	▲9.1	▲0.6	▲11.8	▲12.4	6.8	▲1.3	
	2025年	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	
11月		8.5	▲7.2	▲11.0	▲10.8	▲10.7	67.8	5.3	▲2.8	

出所:内閣府「機械受注統計」より筆者作成。

## コア民需の予想外の増加継続、非製造業は 2 桁台の伸びが寄与

11 月のコア民需は 2 か月ぶりに減少したものの、前月上方修正した内閣府の基調判断は維持された。改めて 10-12 月期の見通しを踏まえ、7-9 月期平均から 10-11 月平均(以下、7-9 月期から 10-11 月期)の実績値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 10-11 月期の実績値は +3.7%の伸びとなっている。製造業の減少幅は拡大したものの、非製造業の 2 桁台の伸びが寄与した。

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 10-11 月期の実績値も -7.0%と減少した。製造業 17 業種のうち、電気機械、その他輸送用機械、食品製造業など 5 業種で増加し、化学工業、はん用・生産用機械、その他製造業など 12 業種で減少した。なお、関税の影響が注目される自動車・同部品は 7-9 月期の 385 億円から 10-11 月期は 382 億円に 3 億円の減少となった。

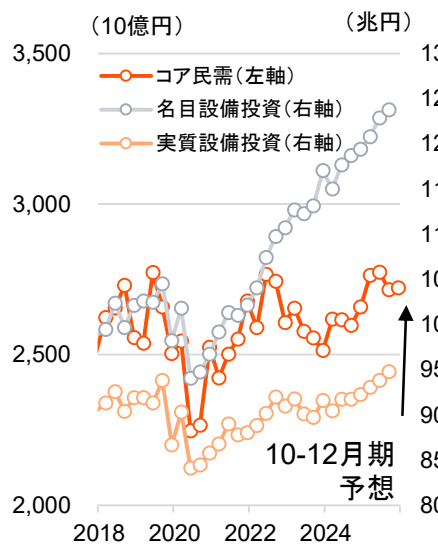
非製造業は 2025 年 1-3 月期に同 +5.7%、4-6 月期に同 +0.9%、7-9 月期に同 -5.0%となった(図表 3)。10-12 月期は、前期比 +0.5%と微増が見込まれていたが、7-9 月期から 10-11 月期の実績値は +12.0%となった。前月よりは伸びが鈍化したものの、2 桁増は維持している。非製造業 12 業種のうち、電力業、その他非製造業、建設業など 4 業種で増加し、運輸業・郵便業、金融業・保険業、農林漁業など 8 業種で減少した。

「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 10-11 月期の実績値では -8.1%と予想以上の大幅な減少となった。

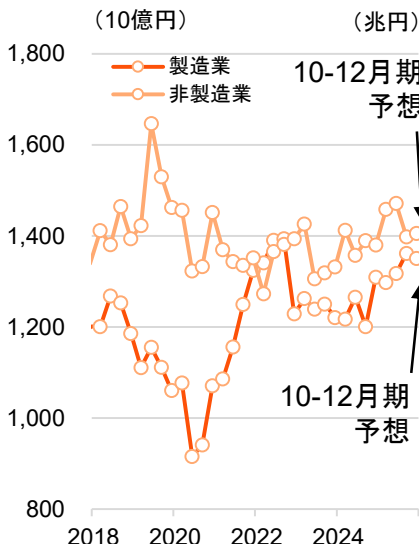
11 月はコア民需の伸びが鈍化した。製造業・非製造業ともに幅広い業種で減少した。7-9 月期から 10-11 月期のコア民需は増加基調は維持されているものの、11 月の弱さが 12 月以降に反発に向かうか、慎重にみる必要がある。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

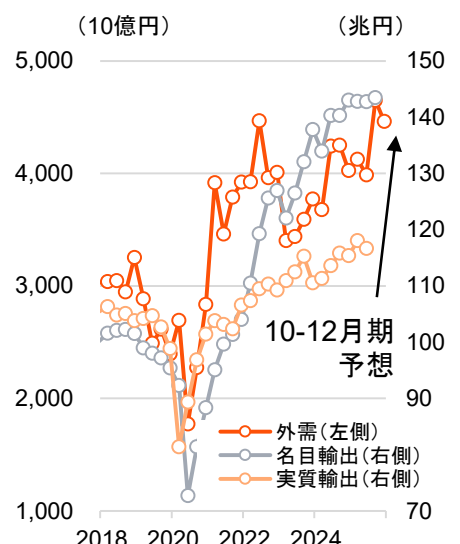
図表 2: コア民需(船舶・電力除く)



図表 3: 製造業・非製造業



図表 4: 外需



出所:内閣府「機械受注統計」「四半期 GDP 統計」より筆者作成。

## 5. 貿易収支(通関統計)(2025年12月)

### 輸出金額が4か月連続で増加、輸出数量は2か月ぶりに減少

#### 輸出金額が4か月連続で増加、米国以外の地域で増加

財務省から、2025年12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10兆4,115億円、前年比+5.1%となり、4か月連続の増加となった。品目別では、半導体等電子部品、非鉄金属、原料品で増加した。商品別にみると、輸送用機器は前年比-5.0%(寄与度-1.1%ポイント)と減少した。米国向け自動車が減少した。一般機械は同-0.1%(寄与度-0.0%ポイント)となった。電気機器は前年比+11.3%(寄与度+1.9%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10兆3,058億円となり、前年比+5.3%と4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、電気機械、化学製品が増加した。貿易収支(原数値)は+1,057億円となり、2か月連続で黒字となった。なお、季節調整済み値では輸出が9兆4,952億円(前月比-0.5%)、輸入が9兆7,037億円(同+1.8%)となり、貿易収支は-2,085億円となった。

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。12月の米国向けは前年比-11.1%となり2か月ぶりに減少した。商品別には、輸送用機器が前年比-16.3%(寄与度-6.1%ポイント)となった。一般機械は前年比-12.9%(寄与度-3.0%ポイント)となった。輸送用機器と一般機械で米国向けマイナスの大半を占める。12月のEU向け輸出は前年比+2.6%となり、5か月連続で増加した。輸出額は12月として過去3位となった。商品別では輸送用機器・電気機器で幅広く増加した。中国向け輸出は、12月に前年比+5.6%となり2か月ぶりに増加した。化学製品・電気機器で増加した。中国以外のアジア向け輸出は、前年比+12.5%となり24か月連続で増加となった。米国向けが減少したものの、欧州・中国・アジア向けで増加した。

図表1:貿易収支の推移

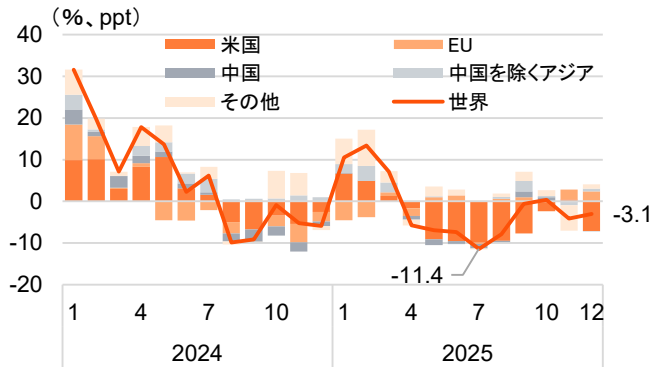
	名目(兆円)			名目・前年比(%)												
	輸出	輸入	収支	輸出総額				商品別			輸入総額	商品別				
				地域別	米国	EU	中国	中国以外のアジア	輸送用機器	一般機械		電気機器	鉱物性燃料	電気機器	化学製品	
2023年	12月	9.6	9.6	0.0	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.6	▲17.7	8.9	▲18.0
2024年	1月	7.3	9.1	▲1.8	11.9	15.6	13.7	29.3	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.6	▲22.4	▲8.6	▲12.3
	2月	8.2	8.7	▲0.4	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	▲2.2	▲13.1	2.9	▲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	▲20.7	▲4.0	5.7
	6月	9.2	9.0	0.1	▲0.5	▲11.4	3.6	▲4.7	4.9	▲3.6	1.7	▲3.2	0.2	▲19.1	9.3	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	▲7.5	▲20.7	▲11.6	▲3.9
	8月	8.4	8.7	▲0.3	▲0.1	▲13.7	5.6	▲0.5	2.7	▲5.9	▲1.3	0.1	▲5.5	▲19.5	5.2	▲18.9
	9月	9.4	9.7	▲0.2	4.2	▲13.3	5.0	5.8	10.7	0.1	3.5	5.5	3.0	▲14.4	9.9	5.5
	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	▲7.6	1.2	▲13.2
	11月	9.7	9.4	0.3	6.1	8.8	19.5	▲2.5	7.9	▲2.5	4.9	7.4	1.3	▲13.4	4.0	2.5
	12月	10.4	10.3	0.1	5.1	▲11.1	2.6	5.6	12.5	▲5.0	▲0.1	11.3	5.3	▲12.5	22.7	16.6

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2か月連続で減少／米向け自動車価格は6か月連続で前月比上昇

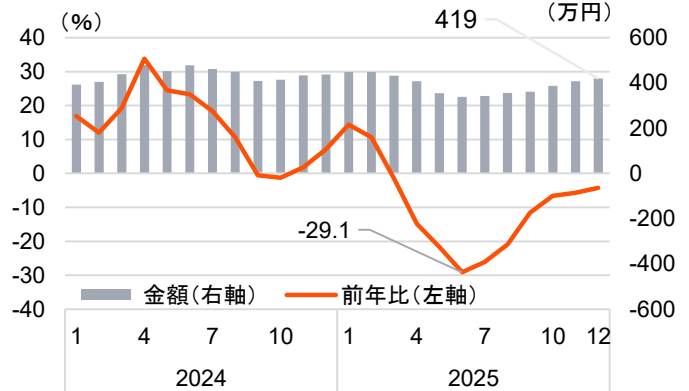
関税の影響を受けている自動車輸出は、12月に前年比-3.1%（前月：同-4.2%）となった（図表2）。4月から9月まで減少した後、10月にはわずかながら増加したものの、12月は2か月連続での減少となった。地域別に寄与度でみると、4月から10月まで減少寄与していた米国向けが11月に増加に転じたが、12月は-7.1%ポイントと再び減少寄与に転じた。一方、欧州向けは+2.4%ポイントと5か月連続での増加寄与となった。中国は微減、中国以外のアジア向けは増加寄与した。なお、12月の米国向け自動車の輸出平均価格は419.0万円、前年比-4.3%となっている（図表3）。価格は1月の448.3万円から30万円ほど下落した。

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



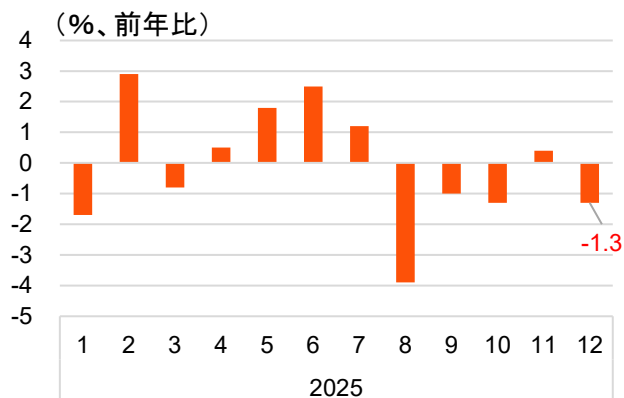
出所:財務省「貿易統計」より筆者作成。

## 輸出数量: 輸出数量は2か月ぶりに減少、米国・EU・中国向けが減少

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。12月の輸出数量(図表4)は、前年比-1.3%（前月：同+0.4%）と2か月ぶりに減少した。図表5で地域別にみると、12月は米国向けが前年比-9.3%（前月：同+14.0%）と3か月ぶりに減少となった。EU向けも同-7.5%（前月：同+16.0%）と3か月ぶりに減少した。中国向けは同-1.1%（前月：同-14.2%）となり、減少幅は大幅に縮小した。アジア向けは同+0.3%（同-2.6%）と3か月ぶりに増加した。前述の米国向け輸出金額は減少し、輸出数量でも減少となった。EU・中国向けは、名目では増加しているものの、価格上昇に支えられたものであり、数量は減少している。また、中国向けは前月より数量の減少幅は縮小したものの、最近の日中関係の摩擦による今後の貿易への影響が注目される。アジア向けは唯一増加した。

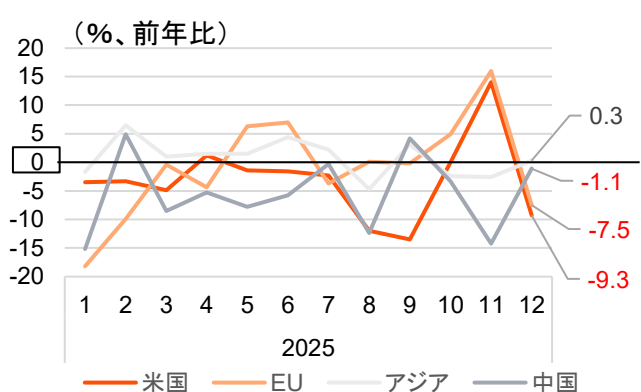
12月は名目輸出金額が4か月連続で増加した一方、輸出数量は2か月ぶりに減少した。輸出数量はアジア向けで増加し、それ以外の米国・EU・中国向けが減少した。（PwC Intelligence シニアアソシエイト 永野 督和）

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。

## 6. 消費者物価指数(2025年12月)

### 物価は鈍化、2026年は2%前後が視野に

#### 総合は前年比+2.1%へ大幅低下、エネルギー価格は低下へ

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2025年12月)は総合で前年比+2.1%、生鮮除く総合で同+2.4%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.9%となり、いずれも伸びが弱まった。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+1.5%と、先月からわずかに減少した。図表1のとおり、エネルギー価格の前年比は-3.1%と11月の同+2.5%から一転して減少している。内訳をみると、電気代が同-2.3%(11月は同+4.9%)、都市ガス代が同-3.9%(11月は同+0.9%)、ガソリン代が同-7.1%(11月は同-0.9%)と下落したことが影響した。なお、食料については、生鮮食品が前年比-2.7%と5月以来の前年比マイナスとなった。果物や野菜の価格が下がっていることが影響している。生鮮食品を除く食料の前年比は+6.7%と3月以来の6%台の伸びとなった。米類の価格は前年比+34.4%と依然として高いものの、緩やかに伸びは弱まってきている。

エネルギー価格については、11月に電気代・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上昇圧力がかかったが、12月はガソリンの旧暫定税率が年内に廃止されたことによる影響、前年の12月に電気代・ガス代補助金終了により価格が上昇したことによる影響が前年比でみた下落につながっている。2026年に入ると、ガソリンの旧暫定税率廃止に加え、政府の物価高対策が主にエネルギー価格に影響して、物価は2%前後となると予想される。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

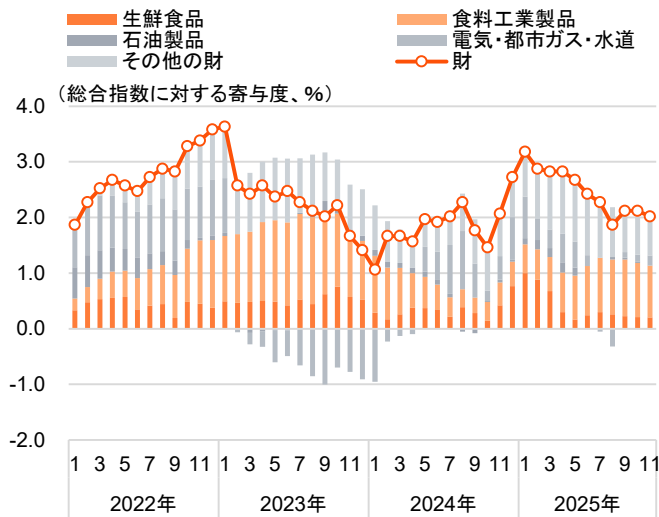
出所:総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算した値。

## 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

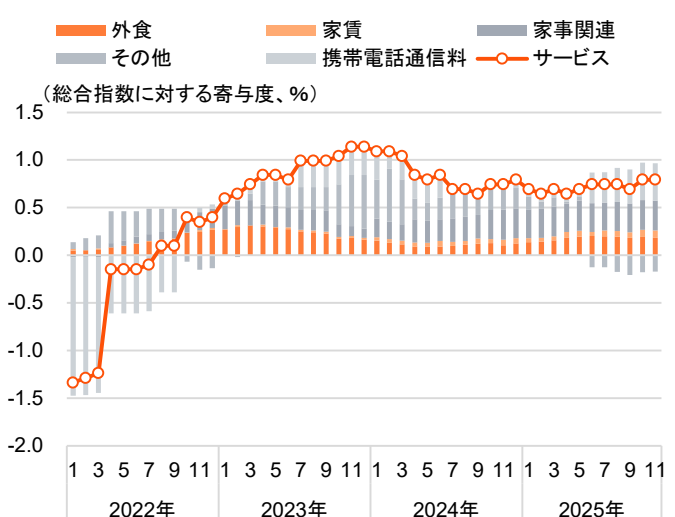
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は+2.0%ポイントと減少した。「食料工業製品」の下落が進む一方で、「電気・都市ガス・水道」は上昇した。サービスの寄与度は+0.79%ポイントと変わらずであった。10月と比べると、「外出」の寄与度は縮小したが、「その他」の寄与度が拡大している。

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)

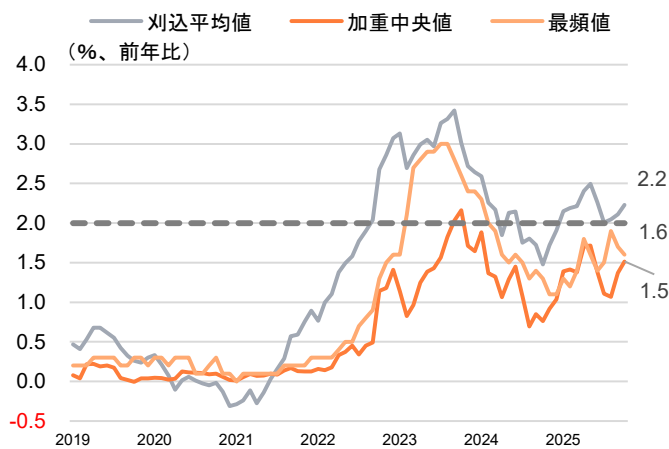
図表2: 消費者物価指数(財)の寄与度推移



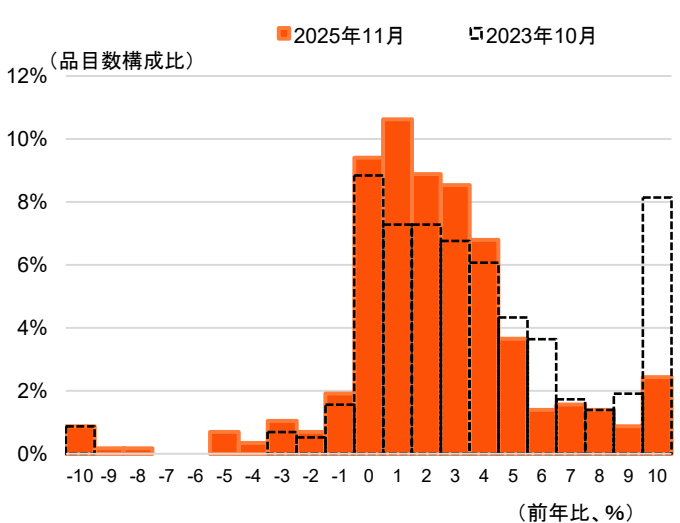
図表3: 消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



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。

## 7. 鉱工業生産(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

鉱工業生産(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: 鉱工業指数(生産・出荷・在庫・在庫率、生産能力実績、稼働率)の概要

(%、変化率)

		生産		出荷		在庫		在庫率		生産能力実績 (製造工業)	稼働率 (製造工業)	
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前月比	前年比
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。

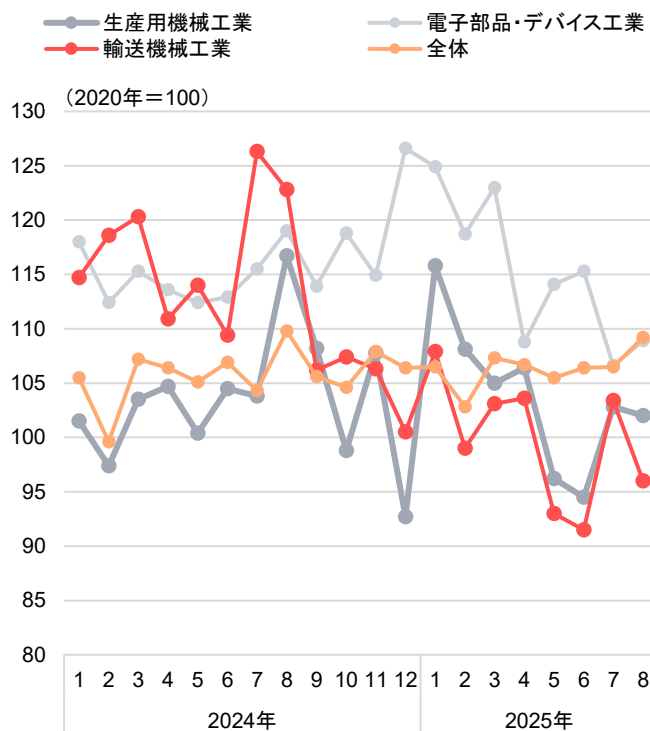
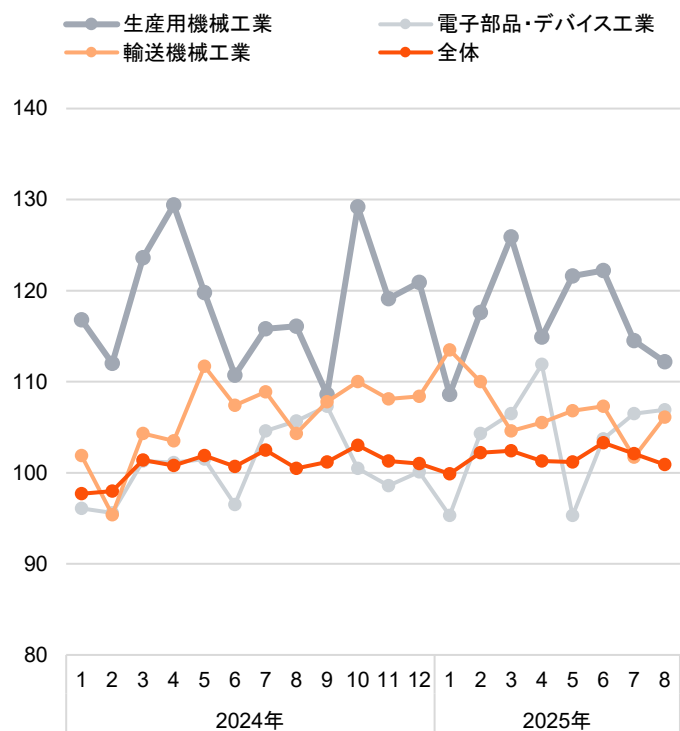
製造工業生産予測指数について産業別にみると、2025年9月については、電気・情報通信機械工業や化学・石油製品工業の増産が全体を牽引することで前月比+4.1%の増加を見込む。10月も同+1.2%と減少見込みだが、こちらは輸送機械工業の増産が全体を牽引する形である。輸送機械、電気・情報通信機械の動向が見通しの鍵を握る。

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

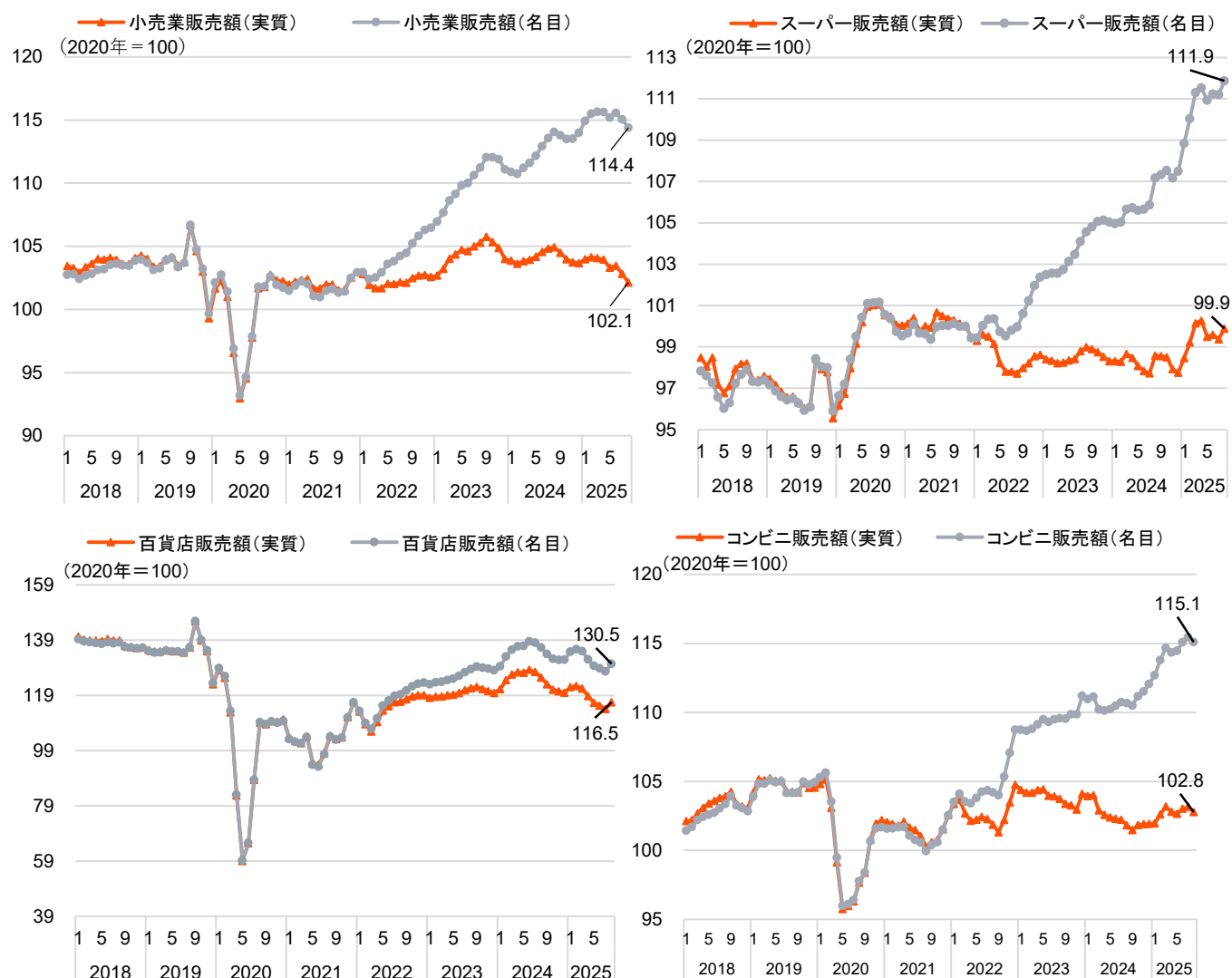
昨今の販売額の動きには価格上昇による影響が一定程度作用している。図表 2 では、試みに総務省「消費者物価指数」の総合指数(季節調整値、2020 年基準)で名目販売額指数(2020 年基準)をデフレートし、後方 3 か月間移動平均をとった実質販売額指数と名目販売額指数の推移をみている。

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れると、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	有効求人倍率			労働力人口			失業率 ⑦=⑥/④ %	求人率 ⑧=②/④ %	均衡失業率 ⑨= √⑦+⑧ %	失業率 ギャップ ⑩=⑦-⑨ %ポイント	求人数・ 失業者数 比率 ⑪=②/⑥ 倍
	①=②/③ 倍	有効 求人数 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					
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

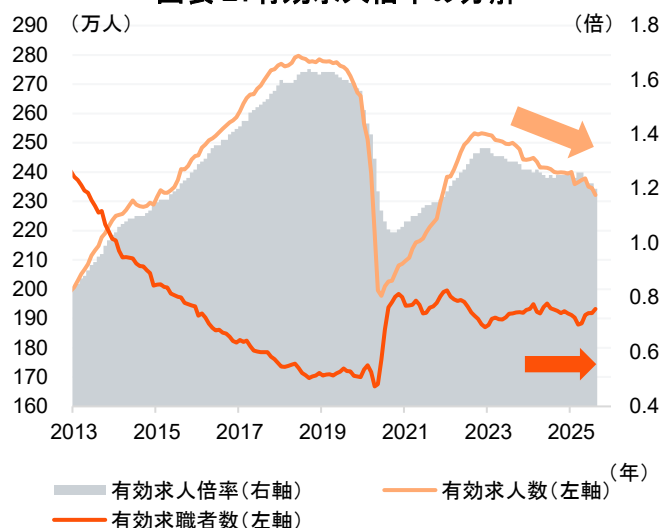
前ページでみた有効求人倍率は、景気の先行指標とされる。昨年(2024年)4月以降、1.24倍~1.26倍で横ばい圏での推移となっていたが、ここ4か月悪化傾向にあり8月は1.20倍まで低下した。有効求人倍率とは、企業が働き手を探している有効求人数を、職を得たい有効求職者数で割ったものである。図表2を参照すると、有効求人数は、COVID-19前には280万人弱で推移し、COVID-19の影響を受けて2020年には一時200万人割れまで落ち込んだ。その後、COVID-19後の経済活動の再開などの動きを受けて2023年初には250万人強まで増加した。その後は企業側で労働需要が満たされつつある影響から減少に転じ、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。

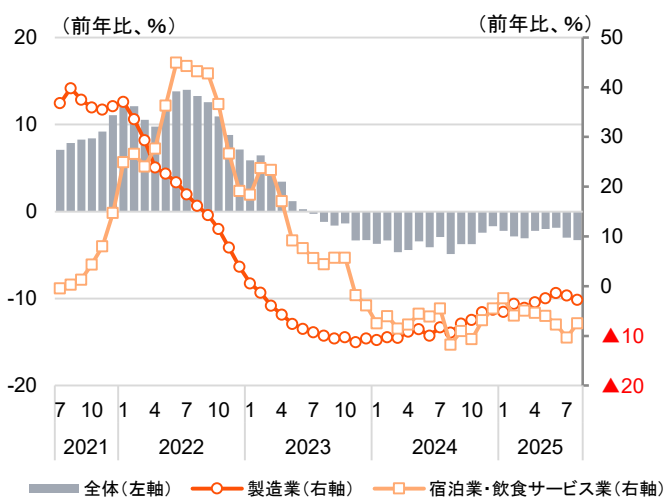
(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表2: 有効求人倍率の分解



出所: 厚生労働省「一般職業紹介状況」より筆者作成。

図表3: 新規求人数の推移



注: 前年比、3か月移動平均。

出所: 厚生労働省「一般職業紹介状況」より筆者作成。

## 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. 2026年の展望—「停滞の40年」から「転換・発展の40年」へ(1月5日(月)~1月9日(金))

以下、年初にあたり、筆者が重要と考えている3つの点について論じつつ、2026年の展望とさせていただきます。

まず第1の点は、2026年という年は、新たな転換に向けた40年の始まりであるということだ。コラム「日本経済と80年循環」で述べたとおり、1865年以降の日本は拡大40年、縮小40年の80年をサイクルとして推移していると考えられる。つまり、1865年から1905年までの40年は、明治維新から日露戦争で日本がポーツマス条約を締結するまでの時期であり、幕藩体制から転換して日本が列強の仲間入りを果たす拡大期である。そして1905年から1945年にかけての40年は2度の世界大戦を経て、日本は敗戦を経験する時期である。経済面では日本は第1次大戦時の好況に沸いた後に、不況に突入し、関東大震災、昭和恐慌といった苦境を経験した停滞期だ。そして1945年から1985年に至る時期は戦後の焼け野原からの復興の時期である。高度経済成長を経験した日本は世界第2位の経済大国となり、第1次オイルショック後に戦後初のマイナス成長を経験するも、5%前後の安定成長を続けた再びの拡大期である。そして1985年から2025年の時期は、プラザ合意による円高に始まり、バブル景気とその崩壊、1990年代以降の長期停滞、2008年のリーマンショックに代表される世界金融危機を経て、2013年から開始されたアベノミクス以降、日本の物価はデフレではない状態にはなったものの、需要拡大を起点とした2%物価目標の完全達成には至っていない。これは再びの停滞期である。2026年はこの「停滞の40年」からいよいよ脱却し、転換の40年へと向かう最初の年である。この点を重々頭に留めておくべきである。

第2の点は新たな転換の始まりにはつきものの混乱に伴う話題に関連する。世界経済が統合から分断に向かうというトレンドは、世界秩序が新たな相貌を露わにするまでは続く。こうした混乱を引き起こす主役は言うまでもなく世界第1位の経済大国である米国と同2位の中国である。米中貿易戦争は2025年の世界経済の主要な攪乱要因であったが、米国トランプ大統領の関税引き上げ策による世界経済への悪影響は、当初想定と比べて軽微であった。これには米中間の貿易戦争が世界経済を破綻に追い込むほどの深刻さにはならなかったことが大きい。米国は今年は中間選挙を控えており、トランプ大統領にとって景気の維持拡大は至上命題である。また住宅バブル崩壊の傷が癒えておらず、投資・輸出主導経済から消費主導経済への転換の糸口がみえない中国にとっても米中貿易戦争の深刻化は避けたい課題であったろう。もともと米国にとっては関税引き上げの物価への影響と実体経済の悪化度合いの見極めは財政・金融政策の成否にかかわる課題である。物価が高まる地合いでFRBが安易に利下げを継続すれば、それは物価上昇という形で米国経済の不安定材料となるだろう。FRB次期議長がどのような金融政策を行うかという点も含め、2026年は財政・金融政策のかじ取り・バランスの重要性が増す1年となるはずだ。中国に関しては、過剰投資と貿易環境の悪化に伴う過剰供給と、住宅バブル崩壊に伴う需要不足という2つの課題に直面している。確かにAI、ロボット、半導体といった分野の競争優位は他国を圧する勢いがあるものの、日本を上回るスピードで進む少子高齢化の悪影響が本格化する前に課題解決が図られなければ、経済成長の絵姿が大きく軌道修正を迫られるリスクもあり得るだろう。年初早々、米国がベネズエラに軍事行動を行ったように、長引くウクライナ紛争はいうに及ばず、中東、南米、アジアと国際的な紛争の芽は世界中に残存している。「午尻下がり」の相場格言通り、地政学的リスクが相場を揺らすリスクには注意が必要だろう。

第3の点は日本に関してである。経済指標をみると、物価、株価、雇用・賃金、投資といった指標は長期停滞前の状況に復帰しつつあるが、消費や金利については未だ回復が遅れている。所得と支出の好循環を隅々まで行き渡らせることを通じ、消費の拡大を進めて総需要の拡大を主因とした2%のインフレ率が持続する状況に復帰することが2026年にまず達成すべき目標である。政府は総需要の動向を見極めながら引き続き弾力的な財政刺激策を行い、併せて日本銀行は景気を腰折れさせないよう、細心の注意を払った金融政策運営が求められる。高市政権の財政運営のスタンスがどのようなものか、といった点については今年の骨太方針の中身が重要となる。併せて策定される日本成長戦略での投資刺激策と合わせ、中長期的な観点から、失われた設備投資を復活・拡大させ、日本のビジネスを強く元気なものにするために官民が一致して発展する礎を作るのが2026年の目標だ。

デフレの時代は賃金の低下や雇用の悪化を通じ、人が自らの持つ力を存分に活かして働くことを抑圧する時代である。デフレ、つまり貨幣愛の高まりはカネの価値を高め、相対的にモノの価値、そしてモノを作り出すヒトの価値を下げることになった。「転換の40年」とは、こうしたデフレの時代が根本的に転換すること——インフレの時代に転換することで、ヒト重視の視点が復活することを意味する。インフレの時代を持続可能なものとするには、ヒト重視の経営コンセプト、ヒトを活かすテクノロジー、それらを活かす投資を駆使することでヒトが主役となる新たな形での企業改革が必須である。課題先進国である日本だからこそやらねばならぬ取り組みである。

PwCコンサルティングのシンクタンク部門であるPwC Intelligence(PI)の発足から3年が経過した。PIは様々な「情報」を様々な専門知の掛け合わせで文脈を伴う「統合知」に変え、「統合知」をベースに社会を考察し、社会の発展に寄与する「理」を提言する組織である。今年も様々な試みを計画・実行する予定である。引き続きご支援のほど、よろしく願いいたします。

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

**先々週・先週(12月22日(月)～1月2日(金))の振り返り: 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)**

先々週・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、12月中旬値)は総合で前年比+2.0%、生鮮除く総合は同+2.3%、生鮮・エネ除く総合は同+2.6%、食料・エネ除く総合は同+1.5%となった。いずれも先月と比べて伸びは縮小した。伸びの縮小には生鮮食品が21年8月以来の前年比マイナス(-4.4%)となったこと、さらに政府の経済対策を受けてエネルギーが前年比マイナス(-3.4%)となったことが影響している。図表1のとおり、12月の全国CPIコア(生鮮除く総合)は11月が前年比+3.0%だったが、同+2%台半ばとなる公算が高まっている。

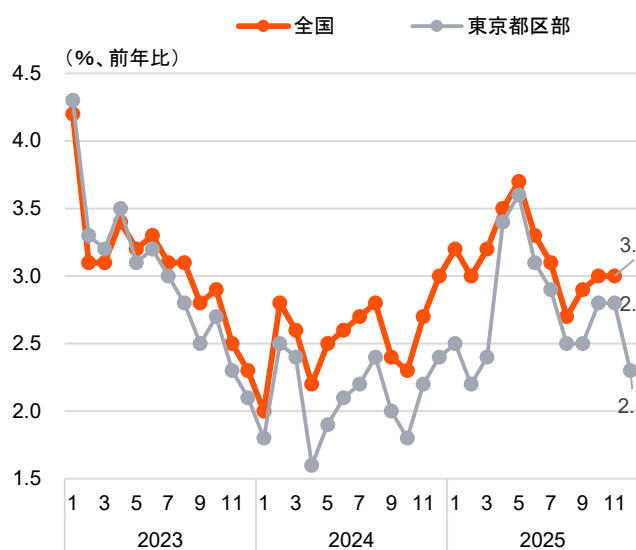
鉱工業生産(25年11月速報)は前月比-2.6%と3か月ぶりの減少、前年比も-2.1%と3か月ぶりの減少となった。経済産業省は「総じてみれば、生産は一進一退」と引き続き基調判断を据え置いている。業種別生産は全15業種のうち12業種が減少、3業種が増加という結果となり、特に電気・情報通信機械工業(前月比-10.1%)、自動車工業(同-6.6%)の減少が目立つ。出荷は前月比-1.6%、前年比-1.7%、在庫は前月比-3.0%、前年比-4.1%となった。稼働率(10月)は前月比・前年比ともに増加となった。生産能力実績は24年3月以降、前年比で減少が続いている点是不変である。

商業動態統計(25年11月速報)の結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は53兆1,810億円、前年比-1.0%となった。卸売業は39兆835億円、同-1.7%、小売業は13兆346億円、同+1.0%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-1.4%、小売業が+0.6%である。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「弱含み傾向にある」から「一進一退」に戻している。

完全失業率(11月)は2.6%と先月と変わらず。就業者数は6,862万人と前年比+48万人、完全失業者数は171万人と前年比+7万人となった。求職理由をみると「新たに求職」による失業者数が先月よりも増加した。就業率(就業者数÷15歳以上人口)は62.5%となり、前年と比べ+0.5ポイントとなった。有効求人倍率(11月)をみると1.18倍となり10月と同水準である。ただし有効求人数、有効求職者数とも減少している。新規求人倍率は2.14倍となり、10月から0.02ポイント増加したが、新規求人数は前年比-10.4%である。正社員有効求人倍率は0.98倍と10月から0.01ポイント下回り1割を割り込む状況であるのは気がかりな点だ。

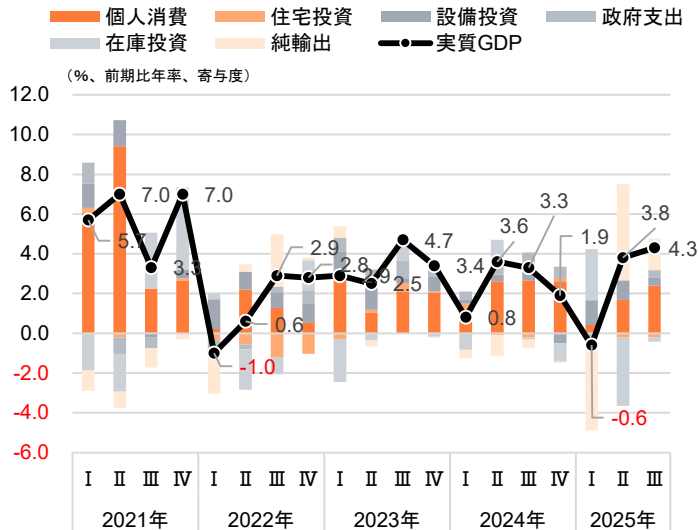
東京都区部・消費者物価指数(11月中旬速報値)は総合前年比+2.7%(前月(11月):同+2.7%、以下同)、生鮮食品除く総合は同+2.8%(同+2.8%)、生鮮食品及びエネルギーを除く総合は同+2.8%(同+2.8%)、食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合は同+1.6%(同+1.6%)となった。前年比の変化でみると光熱・水道、被服及び履物、住居が押し上げた一方、食料、交通・通信で押し下げた。

**図表1: CPI コア(全国、東京都区部)の比較**



(出所)総務省より筆者作成

**図表2: 米国 GDP 成長率と各項目の寄与度**



(出所)米商務省より筆者作成

**米国: GDP(2025年7-9月期速報値)、鉱工業生産(11月)、リッチモンド連銀製造業指数(12月)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(12月)**

続いて米国経済である。GDP(2025年7-9月期速報値)は、実質GDPが前期比年率で+4.3%と事前見通しを上回る成長率となった。図表2は折れ線が実質GDP成長率、棒グラフが各需要項目の寄与度を示しているが、高い成長率の背景には好調な個人消費(寄与度+2.4%pt)が影響していることが見て取れる。さらに設備投資、政府支出、純輸出といった項目も全てプラスの寄与を示しており、軟調な労働市場と比べ、総需要の動きは強いことが改めて示された結果と言えるだろう。

もっとも足元の各種統計の動きは緩慢である。鉱工業生産(11月)は前月比+0.2%の101.8(2017年=100、季調済指数)となった。9月は同+0.1%、10月は同-0.1%であり、一進一退の状況となっている。業種別の動きをみると、11月は製造業

の生産は前月と変わらずだったが、自動車・同部品は同-1.0%、機械-0.1%、コンピューター・エレクトロニクスは同+0.8%であった。

リッチモンド連銀製造業指数(12月)は-7となり、11月の-15からは上昇したものの、依然としてマイナスとなった。新規受注(11月の-22から12月は-8)、雇用(11月の-7から12月は-1)を中心に改善が進んでいる。

コンファレンスボード消費者信頼感指数(12月)は89.1と11月から3.8ポイント低下し、市場予想の91.0を下回った。雇用及び所得に対する不安が依然として高いことが低下の背景にある。

**中国: 製造業 PMI(12月)、非製造業 PMI(12月)、RatingDog 製造業 PMI(12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12月の製造業PMIは50.1となり、前月の49.2から0.9ポイント改善し、好不調の境目となる50を9か月ぶりに上回った。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(51.7)は前月の50.0から上昇したほか、新規受注(50.8)も前月の49.2からさらに改善した。外需の先行きを占う輸出受注(49.0)は前月の47.6から上昇した一方、輸入(47.0)は前月の47.0から横ばいとなり、21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、12月の非製造業PMIは50.2となり、前月の49.5から0.7ポイント上昇し2か月ぶりに50を上回った。このうち建設業(52.8)は前月の49.6から大幅に上昇し、5か月ぶりに50を上回った。一方で、中国経済の下支えが期待されるサービス業(49.7)は前月の49.5から上昇しつつも、2か月連続で50を割り込んで着地した。製造業と非製造業を合わせた12月の総合PMIは50.7となり、前月の49.7から改善した。

また、12月のRatingDog製造業PMI(旧財新製造業PMI)は50.1となり、前月の49.9から0.2ポイント上昇した。好不調の境目となる50を2か月ぶりに上回ったが、小幅な改善に止まっている。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。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(1月5日(月)~1月9日(金))のポイント**

図表3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日に毎月勤労統計と消費者態度指数の最新値が、9日には家計調査と景気動向指数の最新値が公表される。中でも毎月勤労統計における実質賃金の動き、そして大きく悪化した10月の結果を受けて11月がどうなるかが気になり家計調査の結果が注目だろう。米国に関しては、ADP雇用者数、JOLTS求人件数、そして雇用統計といった労働市場の最新動向が一番の注目点である。併せて1月のミシガン大学消費者信頼感指数、さらに安定化の流れにある期待インフレ率の先行きも要注目だろう。ユーロ圏・中国については消費者物価指数、生産者物価指数の動向が気になるところである。ユーロ圏に関しては物価が引き続き2%近傍で安定化するのか否か、中国については実体経済の弱さを反映して物価の動きがさらに弱まることになるかが注目点となる。

**図表 3: 今週の重要指標・主な予定**

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
1/5 (月)			・中国RatingDogサービス業PMI(12月)
1/6 (火)		・ISM製造業景気指数(12月)	・ユーロ圏サービス業PMI(12月改定値)
1/7 (水)		・ADP雇用者数(12月) ・JOLTS求人件数(11月)	・ユーロ圏消費者物価指数(12月速報)
1/8 (木)	・消費者態度指数(12月) ・毎月勤労統計(11月速報)	・ISM非製造業景気指数(12月) ・貿易収支(10月)	・ユーロ圏失業率(11月)
1/9 (金)	・家計調査(11月) ・景気動向指数(11月速報)	・失業率(12月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(1月速報)	・ユーロ圏小売売上高(11月) ・中国消費者物価指数(12月) ・中国生産者物価指数(12月)

## 2. AI版Jカーブ効果で復活する日本経済—デジタル赤字の克服—(1月12日(月)~1月16日(金))

**AIによる経済成長期待** AI普及による経済成長期待が高まっている。昨年(2024年)の日本経済は、トランプ関税による悪影響が懸念されたものの、生成AIの普及やデータセンターの建設加速など、AI関連設備投資が経済成長のけん引役となる期待が高まった。日経平均株価は、2024年末から2025年末にかけて1万円以上の上昇となり5万円を超え、1月14日には5万4,341円と史上最高値を更新した。2022年後半からの生成AIの普及に続き、昨年(2025年)はエージェントAI元年といわれ、パソコン上での業務のAIによる代替が進み、今後はパソコンを飛び出してロボットなどの物理空間で活躍するフィジカルAIへの期待が高まっている。一方でサイバー攻撃や偽情報、著作権侵害などAI普及による負の側面も拡大している。こうした中、政府は昨年12月23日に「人工知能(AI)基本計画」を閣議決定し、AIの利活用の推進、「危機管理投資」・「成長投資」の中核としていく方向性を打ち出した。では、こうしたAI関連投資は経済成長率を押し上げるのだろうか。

**AIモデルもデジタル赤字拡大要因** 一方、日本企業・家計は、米国企業の提供するクラウド・動画配信・アプリ等を含むデジタルサービスのサブスクリプション料金を支払っている。この中には、海外企業の作成したAIモデルの利用料も含まれており、その支払い増加はいわゆる「デジタル赤字」の増加として貿易・サービス収支、経常収支の押し下げ要因となり、長期的な経済成長を下押しするのではないかと、との懸念がある。長期的な経済成長率は、労働と資本をいかに効率的に活用するかの生産性による。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。

**2つのJカーブ効果(貿易版、AI版)** AI投資は、当初こそ生産性を押し下げるものの、長期的には生産性を押し上げるAI版Jカーブ効果があるとの研究結果がある。これは国際貿易におけるJカーブ効果からきている(図表1・左側)。貿易版のJカーブ効果とは、円安(自国通貨安)は短期的には輸入物価の上昇を通じて貿易収支を悪化(マイナス幅拡大)させるが、時間の経過とともに輸出数量が増加し、最終的には貿易収支が改善(プラス幅拡大)する、というものだ。ポイントは、短期的には円安に伴う輸出増・収支改善の効果が出なくても、時間の経過とともに数量調整が進んで輸出増・収支改善につながる点である。同様の関係は、AI投資と生産性の関係でも観察される(図表1・右側)。AI投資は導入初期には、コスト増加や業務の進め方が変更になることで、一時的に生産性の低下や損失が発生する。しかし、AIを活かすためのデータ基盤の整備・職務内容の再設計(組織再編投資)や職員のリスクリング(人的投資)などの無形資産投資が伴ってくると、徐々に生産性が向上するという流れである。

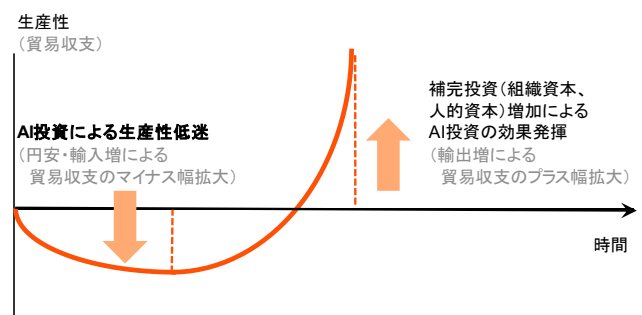
**AI版Jカーブ効果のメカニズム** AI版Jカーブ効果の本質は、AIやデジタル技術が単独では生産性向上に直結しない点にある。生成AIは、その波及効果が非常に大きい汎用技術(General Purpose Technology:GPT)であるとの見方が強まっている。ここで汎用技術とは、電気が蒸気機関に置き換わってその後の経済・産業が大きく変貌したように、単独ではなく広範な変化を伴う技術のことである。例えば蒸気機関から電気への転換は、今でこそ生産性の向上に大きく寄与したことは明らかであろう。しかし、電気の導入当初の工場では、蒸気機関に伴って動力の近くに機械を密集させたまま、動力源のみを電気に切り替えたため、生産性の向上はみられなかったという。それが次第に電気は動力源として分散化でき、組み立て・製造などの流れに沿って機械を配置し、その近くに小型化した電動機(モーター)を置けばよいことが次第に明らかとなったことで初めて生産性向上が実現した。こうした工場の配置転換、製造工程の見直しは、機械への投資、生産工程という組織的な投資に該当し、無形資産への投資である。この蒸気から電力への転換と同様に、AIは汎用技術として、今後の経済・産業の在り方を大きく変化させる公算が非常に大きい。もっとも、それはAI投資に伴う組織や業務プロセス、人材のリスクリングや役割分担の見直しなどが行われて初めて実現する。

図表1：2つのJカーブ効果(貿易版/AI版)

項目	貿易のJカーブ効果	AI版Jカーブ効果
対象	為替変動と貿易収支	AI・IT投資と生産性
初期段階	輸入物価上昇で収支悪化	投資コスト増で生産性低迷
短期(調整過程)	価格・数量調整	組織改革・人材育成
中長期	輸出増で収支改善	無形資産投資(組織再編・人的投資)の効果により成長
典型的誤解	短期悪化=政策失敗	初期低迷=AIは無効

(出所)筆者作成

図表2：Jカーブ効果のイメージ(貿易版/AI版)



(出所)筆者作成

**日本企業や政策への含意** この視点からみると、AIの導入でも同様なことが起きつつある公算が大きい。つまり、電力と同様、単にAIを導入する、社員に生成AIへのアクセス権を付与し、その利用料を支払うだけでは生産性の向上は実現しない。AIを利用するための人材投資、AIの価値を発揮するための既存業務の抜本的な見直し、意思決定、人事制度の改革などを伴って初めて実現する。こうした議論を踏まえると、日本におけるいわゆる「デジタル赤字」の示唆も大きく変化する。問題の本質は、AIモデル利用などの海外サービスへの支払いそのものではなく、AIの利用が組織改革や人材育成と十分に結び付かず、国内での価値創出につながっていない点にある。企業にとって重要なのは、AI投資を単に既存業務の効率化にとどめず、業務の前提を問い直す取り組みとして位置付けることである。短期的なROI（投資収益率）やPoC（概念実証）の成功に過度にこだわると、AI版Jカーブ効果の初期局面で投資が中断され、結果として中長期の競争力を損なうリスクが高まる。政策面においても、海外サービス利用の抑制や国産化を急ぐ議論は、問題の本質を見誤りかねない。必要とされるのは、AIを活かすための補完的無形資産投資を、短期的な生産性低迷を織り込んだうえで支える視点である。組織改編や人的資本への投資が競争力を左右する点は、無形資産の国際比較データや生産性Jカーブの議論とも整合的である。デジタル赤字の克服とは、支払いを抑制することではなく、補完的無形資産投資を通じてAIの効果を引き出し、国内での価値創出を高めることと整理できる。AI版Jカーブ効果を前提にすれば、デジタル赤字などの初期の低迷は乗り越えるべき調整局面であり、その先に日本経済の中長期的な成長余地を見出すことができる。なお、本議論の詳細については重要な論点であるため、今後のレポートでも議論していく予定である。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

(参考文献)

Brynjolfsson, E., Rock, D., & Syverson, C. (2021) “The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(1), 333-372.

Bounfour, A. et al (2024) “The Productivity J-curve from an International Perspective: Is the U.S. a unique case?,” *RIETI Discussion Policy Discussion Paper Series 24-P-009*.

エリック・プリニオルフソン(2004)『インタンジブル・アセット「IT投資と生産性」関連の原理』(ダイヤモンド社)

## 先週(1月5日(月)~1月9日(金))の振り返り:消費者態度指数(12月)、毎月勤労統計(11月速報)、家計調査(11月)、景気動向指数(11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。12月の消費者態度指数(二人以上の世帯)は、37.2となり、前月よりも0.3ポイント低下した。耐久消費財の買い時判断、暮らし向き、雇用環境で悪化し、収入の増え方が若干増加した。7月からの回復基調は維持されているものの、依然としてコロナ禍後のピークである40は下回っている。

毎月勤労統計では11月の現金給与総額は、前年比+0.5%と前月(10月)の同+2.5%から伸びが鈍化した。特別に支払われた給与が-17.0%と大きく減少したことが響いた。前年同月(2024年11月)の同+24.9%と大幅に増加した反動が出た。消費者物価のうち、持家の帰属家賃を除く総合で実質化すると同-2.8%、総合で実質化すると同-2.4%と大きく落ち込んだ。調査対象である事業所の連続性にある共通事業所ベースの現金給与総額は同+0.9%となり、特別給与が同-13.4%と落ち込んだことが大きく押し下げた。

11月の家計調査は、実質消費支出が前年比+2.9%、前月比(季節調整)では+6.2%、名目消費支出が前年比+6.3%、前月比(季節調整)で+6.4%となり、名目前年比、前月比ともに増加となった。実質消費の前年比変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費が含まれる交通・通信、家庭用耐久財、寝具類が含まれる家具・家事用品といった費目は増加に寄与したものの、家賃地代を含む住居といった費目は減少に寄与した。

11月の景気動向指数では、CI一致指数は115.2となり前月の115.9より0.7ポイントの悪化となった。輸出数量指数、投資財出荷指数(除輸送機械)が増加したものの、生産指数、生産財出荷、商業販売額で大きく減少した。基調判断は「下げ止まりを示している」で維持された。

## 米国:ISM製造業景気指数(12月)、ISM非製造業景気指数(12月)、ADP雇用者数(12月)、JOLTS求人件数(11月)、雇用統計・失業率(12月)、貿易収支(10月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(1月)

続いて米国経済である。ISM製造業景気指数は、12月に47.9となり、前月の48.2から0.3縮小した。製造業の拡大・縮小の節目となる50は10か月連続で下回った。12月は輸入、在庫、顧客向け在庫が悪化した。在庫受注、供給配達、雇用で改善した。12月は2024年10月以来の低水準であった。12月のISM非製造業総合指数は、54.4となった。前月の52.6から1.8ポイント改善した。年内で最も高い水準かつ拡大圏入りが通年で10か月目となった。新規輸出受注、新規受注、雇用が押し上げる一方、受注残、サプライヤー納入、価格は悪化した。

12月のADP雇用者数は前月から4万1,000人増となった。教育、ヘルスケア、レジャー・ホスピタリティで増加した。JOLTS(求人・労働移動統計)において、求人件数11月の求人件数は710万件で前月からほぼ横ばいにとどまった。前年と比較すると、88万5,000件減少した。求人率は4.3%で、前月からほとんど変化がなかった。業種別では、宿泊・飲食サービス、運輸・倉庫・公益事業、卸売業で求人が減少した。建設業では求人が増加した。12月の雇用統計において、非農業部門雇用者数(NFP)は前月から5万人の増加にとどまり、予想を下回った。増加した業種をみると、ADP統計と同様、娯楽・ホスピタリティ、医療などであった。また、前月(11月)のNFPは速報値の6万4,000人増から5万6,000人増へと下方修正された。一方、家計調査によると、12月の完全失業率は4.4%へと低下した。前月(11月)の値は速報値の4.6%から4.5%へと下方修正された。

10月の貿易収支のマイナス幅は、294億ドルとなった。前月(9月)は481億ドルに改定され、10月は188億ドルの縮小となった。輸出は3,020億ドル(前月比+2.6%)、輸入は3,314億ドル(同-3.2%)となった。

ミシガン大学消費者信頼感指数は、1月に54.0となった。12月の52.9から上昇した。1年先の予想インフレ率は4.2%と横ばいとなった。5年先は3.4%となり、前月の3.2%から上昇した。

### ユーロ圏:消費者物価指数(12月速報)、失業率(11月)、小売売上高(11月)

次にユーロ圏である。消費者物価指数(HICP、12月)は、総合で前年比+2.0%となり、前月の+2.1%から伸びが鈍化した。エネルギーが押し下げに寄与した。エネルギー・食料・アルコール・タバコを除く総合(欧米型コア)は同+2.4%と、前月の同+2.3%から鈍化した。食料・アルコール・タバコは、伸びを強めた。サービスも伸びが鈍化した。11月の完全率業率は6.3%となり、前月の6.4%から低下した。主要国ではスペイン・イタリアで低下し、ドイツ・フランスは横ばいとなった。11月の小売売上高は、前月比+0.2%、前年比+2.3%と増加した。前月比では食料品・飲料・たばこ、専門店での自動車燃料で減少したものの、非食品(自動車燃料を除く)が増加した。

### 中国:消費者物価指数(12月)、生産者物価指数(12月)

最後に中国経済についてみよう。消費者物価指数(12月)は前年同月比+0.8%となり、3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、野菜や果物も前月から加速し、食品価格全体が上昇した。また、生活用品およびサービスや医療保健、教育・文化・娯楽も上昇した。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12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(12月)は同-1.9%となり、前月の同-2.2%からマイナス幅は拡大しつつ、2022年10月以降39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。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(1月12日(月)~1月16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、13日に国際収支統計と景気ウォッチャー調査の最新値が、15日には国内企業物価指数の最新値が公表される。国際収支統計では、一服感の出ているインバウンド需要、先月増加のみられた知財受取の動向が注目される。国内企業物価では、前月比で国内企業物価、輸出物価、輸入物価が強含んでおり、その動向を確認したい。

米国での最大の注目は消費者物価指数(CPI)である。前月分は予想外の低下となった。米連邦準備理事会(FRB)による利下げが後押し要因となっており、最新の状況が注目される。また、物価関連では卸売物価指数(PPI)といった物価関連の動きであろう。前月は横ばいであった小売売上高も注目される。新築住宅販売件数、中古住宅販売件数といった住宅関連、さらに地区連銀の製造業指数も公表される。また、中国では貿易収支、ユーロ圏では鉱工業生産、貿易収支が公表される。

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
1/12 (月)			
1/13 (火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国際収支(11月)</li> <li>景気ウォッチャー調査(12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費者物価指数(CPI、12月)</li> <li>新築住宅販売件数(10月)</li> </ul>	
1/14 (水)		<ul style="list-style-type: none"> <li>小売売上高(11月)</li> <li>卸売物価指数(PPI、11月)</li> <li>経常収支(7-9月期)</li> <li>中古住宅販売件数(12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国貿易収支(12月)</li> </ul>
1/15 (木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内企業物価指数(12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィラデルフィア連銀製造業景気指数(1月)</li> <li>ニューヨーク連銀製造業景気指数(1月)</li> <li>輸入物価指数(11月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏鉱工業生産(11月)</li> <li>ユーロ圏貿易収支(11月)</li> </ul>
1/16 (金)			

### 3. 寛政の改革とサナエノミクス(1月19日(月)~1月23日(金))

松平定信と言えば、老中として「寛政の改革」を主導し、儉約令によって人々の消費を抑制し、風俗統制令によって人々の生活に干渉し、さらには出版統制令による言論統制で息苦しい社会を作ってしまった人というのが一般的なイメージなのかもしれない。しかし大場(2025)、藤田(1993)など様々な研究に基づけばこうした「松平定信」像は正しくない。以下では定信の経済政策を紹介しつつ考えてみたい。

定信が老中に就任し、「寛政の改革」が始まったのは、田沼意次が老中を辞職した1786年(天明6年)8月27日から約10か月後の1787年(天明7年)6月19日のことである。この10か月の間に、田沼派と定信擁立派(当時の將軍徳川家斉の実父で御三卿の一橋治済と御三家)との間で政治的争いが生じたが、当初、意次についていた老中達は、意次の失脚で責任を回避し、大奥と結びついて勢力維持を狙っていた。定信への政権交代が図られたのは、こうした状況に業を煮やした庶民の怒りが「天明の打ち壊し」につながり、特に江戸では群衆の破壊行動で5日間の都市機能停止という社会的混乱が生じたためである。もっとも、定信が政権を担当したからといって抵抗勢力が即座に排除されたわけではなかった。定信が実権を握ってからも田沼派の老中の交代は慎重に進められたし、定信は有能な人間を積極的に登用し、自らの改革の同調者(サポーター)を拡大する努力を怠ることはなかった。儉約令(歳出削減)の直接的影響を受けた大奥の抵抗は熾烈を極めていた。「風俗統制令」の実行は当時のメディアの猛反発を受けていた。こうした中で寛政の改革は進められた。

そして定信が老中首座・將軍補佐として政権を担当した当時の日本が置かれていた状況は、①商業経済の発達による都市への人口流入と風紀の悪化、②地方から都市への人口流出・災害頻発による地方の困窮化、③株仲間(業種ごとの同業者組合)の奨励とそこから得た財政収入を通じた財政再建策の破綻、④大商人に新規ビジネスの事業計画を作らせ、見返りに幕府から委託発注する仕組みが構造的な賄賂の温床となっていた。

定信はこうした状況に対して大きく2つの経済政策を行っていく。1つ目は国民生活を安定させる仕組みを作ることであった。定信はまず質素儉約や既存の業務の無駄を削減することを通じて徹底的な合理化を行った。そして、合理化によって得られた余剰資産を国民の生活再建に全て投資する仕組みを整える。国民の生活の基盤は衣食であり、衣食を生産するためには原資が必要である。原資となる食糧や金銭はあらかじめ給付されるか貸し付けられる必要があり、そのためには備蓄体制が重要であると定信は考えた。具体的には、囲籾(米を籾の形で保存すること)や囲穀(米を貯蓄すること)を全国に義務付けるのだが、この際、飢饉に際して米の買い占めを行った大商人が保有していた資産を没収したり、幕府の合理化によって得た余剰金を原資とし、さらに運用することで、誰も追加的な負担を伴わずに備蓄体制を構築することに成功する。江戸で食料備蓄体制を構築するために行われたのが「七分積金」の制度である。これは江戸に存在する「町」(自治組織)に自治にかかる費用の削減を行わせ、そこで得た余剰資金を元手に70%を積立金、10%を自治予備費、20%を地主の手取りとする制度である。積立金の一部は囲籾(備蓄)の購入費用や中小業者への低利貸し付け(これは積立金の運用益となり、中小業者への支援策ともなる)、災害時の給付金や貧困救済の費用として用いられた。

2つ目に行った政策は都市と地方との格差を解消し、バランスを取り戻す施策である。都市の再生策は、拡大する都市人口の是正(旧里帰農令による江戸の余剰労働力の地方へのUターン促進)、貧困層の救済策(人足寄場の設置による江戸の無宿人・犯罪者厚生)、物価高対策といったものが代表的だ。物価高対策に関しては、儉約令や風俗統制令の強化による堅実な商工業の確立と消費欲抑制策もあるが、「丁銀」という銀貨の増鑄を行うことで貨幣流通量を増やし、金銀レートの正常化と経済活性化を行うという貨幣改革、そして棄捐令を通じ、旗本・御家人の債務放棄(1784年以前の借金は帳消しにするものの、1784年以降6年間の借金については年利がつく)と、猿谷町会所や町会所の設置を通じ、大商人の余剰資金を徴収の上で、それを元手に札差(当時の高利貸し)に貸し出すことで、札差から旗本・御家人への貸し渋りを是正するという施策が重要である。地方再生策に関しては、公金貸付・豪商・豪農からの献金を運用し、農地再開発(荒地起返)を行ったり、小児養育手当を給付することで農家の間引き抑制と人口増加を狙う。そして年貢聴取の際に代行業者が入り手数料ビジネスを行うこと(納宿)を撤廃して農家の負担を減らし、関東での名産品開発の奨励も行った。これは災害の影響もあり、東日本の人口減が進み、産業構造が東低西高となっていた状況を是正する目的もあった。要は産業振興を通じ地域格差是正を図ったのである。

定信が行った「囲籾・囲穀」「七分積金」「棄捐令」は、無駄削減や富を有するものからの資金を原資に、それを運用することを通じ成長・生活資金として活用するという方法であり、明治時代に残っていた定信の七分積金170万両(800億円)を使い渋沢栄一が東京の近代化に用いたことは広く知られるべきである。武者小路実篤が「世界の人が知らぬは恥」と称した二宮尊徳も儉約による資金を資産運用で活かし、農業の発展に奔走した。高市政権の経済政策においても財源がしばしば話題とされる。インフレの時代となり、金利が付く世の中になるのであれば、余剰資金を集め、それを運用し、官民連携の下で国民の利益となる政策を実行することは意味をもつ施策と言えるだろう。

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

### 先週(1月12日(月)~1月16日(金))の振り返り:景気ウォッチャー調査(12月)、国際収支(11月)、国内企業物価指数(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。景気ウォッチャー調査(12月)の結果をみると、景気の現状判断DI(季節調整値)は11月から0.1ポイント低下して48.6となった。低下は2か月連続である。家計動向関連のうち小売、企業動向関連のうち非製造業のDIが低下したことが影響している。景気の先行き判断DI(季節調整値)は50.5と、11月から0.2

ポイント上昇した。50を上回るのは10月以降3か月連続である。家計動向関連は悪化するとの見通しだが、製造業・非製造業といった企業動向関連、雇用関連での先行き上昇の期待が大きい。

**国際収支(11月)**についてみると、11月の経常収支(季節調整値、以下同)は、3兆1,378億円(前月比+6,614億円)と増加した。輸出(原数値)は9兆3,908億円(前年同月比+4,589億円)と3か月連続で増加した。商品別には半導体等電子部品、医薬品、非鉄金属が増加した。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8兆7,655億円(同-473億円)と減少した。商品別では原動機、半導体等電子部品、医薬品が増加した。地域別ではアジア、西欧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71.21米ドル/バレル(前年同月比-8.9%)、円ベースでは6万8,598円/キロリットル(同-8.8%)とそれぞれ減少した。サービス収支は11月に-441億円のマイナス(前年同月比-3,118億円)とマイナスに転化した。11月の訪日外国人旅行者数は351万8,000人(前年比+10.4%)と伸びが鈍化した。出国日本人数は133万人(前年比+13.2%)と増加が加速している。第一次所得収支は、+3兆3,809億円(前年同月比+65億円)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+3兆2,844億円(前月差+2,714億円)となった。

**国内企業物価指数(12月)**は前月比+0.1%(前年比+2.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.7%(前年比+4.9%)、契約通貨ベースで同+1.0%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+1.1%(前年比+0.0%)、契約通貨ベースで同+0.6%となった。輸出入物価指数は前年比で上昇傾向を強めている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、非鉄金属(同+0.22%ポイント)、農林水産物(同+0.04%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に石油・石炭製品(同-0.31%ポイント)、電力・都市ガス・水道(同-0.03%ポイント)といった品目は下落している。輸出入物価指数は円ベース・契約通貨ベースともに下げ止まり、足元では伸びが強まっている。

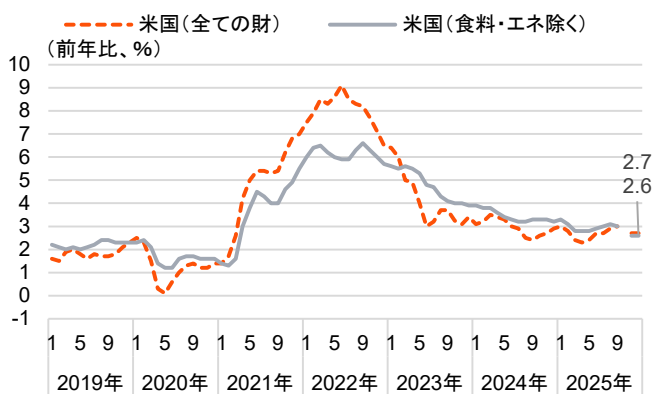
**米国:消費者物価指数(12月)、卸売物価指数(11月)、新築住宅販売件数(10月)、中古住宅販売件数(12月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(1月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(1月)**

続いて米国経済である。消費者物価指数(12月)は全ての財を含む総合で前年比+2.7%(前月比+0.3%)となった。食料・エネルギーを除く総合指数では前年比+2.6%(前月比+0.2%)であり、**図表1**のとおり、伸びを強める様子はなく2%台半ばで推移している。卸売物価指数(11月)は前月比+0.2%とわずかに上昇した。

新築住宅販売件数(10月)は73.7万件となり、9月の73.8万件からわずかに減少した。もともと**図表2**のとおり、FRBの利下げの影響もあって30年住宅ローン金利は6%台前半に低下している。住宅ローン金利の低下の影響により、新築住宅販売件数の拡大が続く可能性は高い。中古住宅販売件数(12月)は435万户(季節調整済み、年率換算)となり、前月比+5.1%となった。販売価格の伸びは前年比+0.4%と緩やかな中、金利低下も相まって中古住宅市場は好調である。

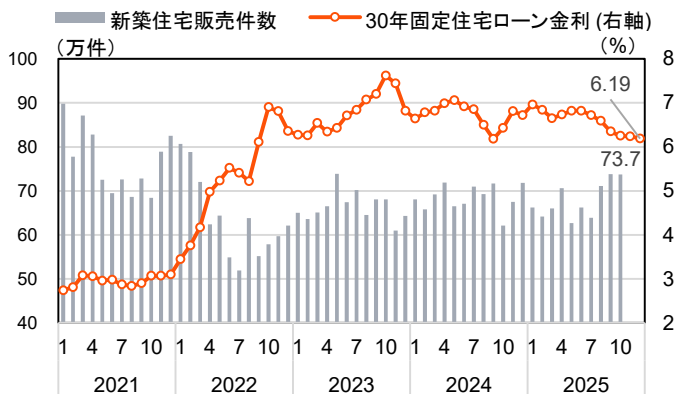
フィラデルフィア連銀製造業景気指数(1月)は12.6となり、12月の-8.8から大幅な改善となった。新規受注と輸送動向の改善が全体に寄与している。将来指数は25.5となり、12月の38.1から引き続き低下した。ニューヨーク連銀製造業景気指数(1月)も12月の-3.7から7.7へと大きく改善した。こちらも新規受注や輸送を中心に改善している。将来指数は30.3となり12月の33.5から低下した。

**図表1: 米国消費者物価指数の推移**



(出所)BLS

**図表2: 新築住宅販売件数・住宅ローン金利の推移**



(出所)FRED

**ユーロ圏: 鉱工業生産(11月)、貿易収支(11月)**

次にユーロ圏である。ユーロ圏鉱工業生産(11月)は前月比+0.7%と3か月連続の増加となった。資本財が同+2.8%と増加したものの、エネルギーや耐久消費財、非耐久消費財は減少した。主要国ではドイツ、スペイン、イタリアが増加したが、フランス、オランダ、ベルギーは減少した。ユーロ圏貿易収支(11月)は前年差+154億ユーロとなった。輸出は前年比-3.4%、輸入は同-1.3%である。エネルギー部門の輸入額の減少が影響している。

## 中国:実質 GDP 成長率(2025 年 10-12 月期)、小売売上高(12 月)、固定資産投資(1-12 月)、鉱工業生産(12 月)、貿易収支(12 月)

最後に中国経済についてみよう。2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.5%で着地した。2025 年通年では前年比+5.0%となり、政府当局の目標である「+5.0%前後」の経済成長を達成した。政府当局の景気刺激策に支えられた最終消費のほか、トランプ関税の影響から大幅減少している米国以外のアジアなど他地域向け貿易の伸びに伴う純輸出が寄与した。2025 年 12 月の小売売上高は前年同月比+0.9%となり、7 か月連続で減速した(2025 年通年では前年比+3.7%)。足元で減速基調を強めている「外食」は同+2.2%と前月の同+3.2%から減速した。また、「商品」は同+0.7%となり、2025 年 5 月(同+6.5%)を直近のピークに 7 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がマイナス推移を続けたほか、酒・たばこや石油類、建築用装材などが水面下で推移した。2025 年 1-12 月の固定資産投資は前年同期比-3.8%と、同 1-11 月の同-2.6%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-17.2%)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+0.6%)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-2.2%)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 12 月の鉱工業生産は前年同月比+5.2%となり、前月の同+4.8%から反転した(2025 年通年では前年比+5.9%)。分野別にみると、製造業(同+5.7%)は前月から加速し、鉱工業生産全体の伸びを支えた。鉱業(同+5.4%)は前月の同+6.3%から減速したほか、エネルギー関連(同+0.8%)は前月の同+4.3%から大幅に減速した。貿易収支(12 月)は、輸出が前年同月比+6.6%の 3,577.8 億米ドルとなり、2 か月連続でプラス推移した。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-30.0%となり、9 か月連続で大幅なマイナスで推移した(2025 年通年では前年比-20.0%)。一方で、EU(前年同月比+11.6%)のほか、ASEAN(同+11.6%)や中国香港(同+31.3%)、中国台湾(同+11.2%)、インド(同+22.1%)など米国以外の国・地域向けの堅調な伸びが輸出全体の伸びを支えた。輸入は同+5.7%の 2,436.4 億米ドルとなり、前月の同+1.9%から加速しつつ 7 か月連続でプラス推移した。なお、2025 年通年では、輸出は前年比+5.5%、輸入は同±0.0%となり、貿易黒字は 1 兆 1,889.8 億米ドルと、統計史上初めて通年で 1 兆米ドルを超えた。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。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中、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だろう。

### 今週(1月19日(月)~1月23日(金))のポイント

図表 3 は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では、19 日に機械受注統計、22 日に通関統計、23 日に消費者物価指数の最新値が公表される。中でも注目されるのが消費者物価指数の結果だが、昨年末に公表された東京都区部の結果を参考にすると、前年比+3%程度から同+2%台半ば程度まで物価上昇率は低下すると予想される。22 日・23 日には日銀政策決定会合も予定されている。12 月に政策金利を 0.75%に上げているため、連続での利上げはないと予想されるが、足元及び先行きの経済・物価動向と金融政策についての植田総裁の発言には注目だ。米国では 22 日に公表される 11 月の個人消費支出と PCE デフレーターの結果が注目だろう。ユーロ圏では 20 日公表の ZEW 景況感指数、23 日公表の PMI から足元の景況感を確認したいところだ。

図表 3: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
1/19 (月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>機械受注(11月)</li> <li>第3次産業活動指数(11月)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏消費者物価指数(12月)</li> <li>中国GDP(2025年10-12月期)</li> <li>中国小売売上高(12月)</li> <li>中国鉱工業生産(12月)</li> </ul>
1/20 (火)			<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏ZEW景況感指数(1月)</li> </ul>
1/21 (水)			
1/22 (木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通関統計(12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中古住宅販売成約指数(11月)</li> <li>実質GDP(25年7-9月期確報)</li> <li>個人消費支出(11月)</li> <li>PCEデフレーター(11月)</li> </ul>	
1/23 (金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀政策決定会合(22日・23日)</li> <li>消費者物価指数(全国、12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ミシガン大学消費者信頼感指数(12月確報、24日公表)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏PMI(1月)</li> </ul>

#### 4. ダボス会議から考える日本経済と日本企業(1月26日(月)~1月30日(金))

**グリーンランドに波及するドロー主義** 今回は23日に閉幕したダボス会議に連なる動きから、日本経済・日本企業について考えてみたい。2026年は、トランプ政権によるベネズエラへの軍事介入で幕を開けた(注)。世界に衝撃を与えた今回の軍事介入は、昨年12月に更新された国家安全保障戦略(NSS: National Security Strategy)において示された、米国が西半球で影響力を強める方針に沿ったものであることが明らかとなった。19世紀に、米国が欧州の問題に関与せず、欧州から米国への介入を回避することを意図した孤立主義的なモンロー主義に、トランプ大統領自身の名前であるドナルドをかけた「ドロー主義」という言葉が使われるようになってきている。トランプ大統領は、西半球での影響力を強める意図が明確になる中、デンマーク領グリーンランドの取得・支配を主張しはじめ、反発する欧州8か国(デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、フランス、ドイツ、英国、オランダ、フィンランド)に関税を課す構えをみせた。これらの国は北大西洋条約機構(NATO)の加盟国でもある。

(注) 最近のベネズエラ情勢については、富澤寿則、吉武希恵、枝元美紀「マドゥーロ拘束後の中南米リスクと日本企業がとるべき備えーベネズエラの顕在化 リスクと周辺国の潜在リスクー」(PwC Intelligence, World Trend Foresight, 2026年1月)も参照のこと。

**欧州の米国債投資の減少** こうした中、デンマークの年金基金が米国政府の財政状況の悪化を理由に米国債の売却を示唆した。米長期金利(10年国債利回り)は4.15%で推移していたが、1月20日には4.30%へと急激に上昇した。米国経済は、財政赤字と貿易収支(経常収支)の双子の赤字を抱えている。米国政府は、資金不足を国内でファイナンスすることができず、海外からの借り入れによって資金を調達している。欧州を含む海外投資家の米国債投資が減少すれば、より高い金利での借り入れが求められ、金利は上昇するということだ。なお、グリーンランドを巡る米国と欧州の対立は、ダボスに持ち込まれ、そこでNATOのルッテ事務総長の仲介によって欧州8か国への課税は撤回された。

**関税引き上げによる影響が消滅した世界経済見通し** そのダボスでは、IMFが世界経済見通しを公表しているのので、**図表1**で内容を確認しておこう。まず世界経済の成長率は、2026年は3.3%となり、昨年10月時点から0.2%ポイントの上方修正となった。先進国、新興国・途上国ともに上方修正となった。先進国では米国の回復が主導している。米国は2026年は0.3%ポイント上方修正され2.4%となった。2024年10月からのIMFの見通しの推移をみると、昨年春にかけては関税の影響で0.7%ポイント程度下方修正されていた。その後は、関税引き上げによる経済下押しへの懸念が和らぎ、雇用はやや減速したものの消費や設備投資などの需要の強さは維持され、今回は2024年10月時点の見通しから0.1%ポイントの上方修正となった。ユーロ圏は、2026年は1.3%となった。昨年10月よりも0.1%ポイントの上方修正となった。ドイツ、フランス、スペインで上方修正となった。利下げを受けた最近の緩やかな回復を反映したものであろう。また、日本の2026年は0.7%となった。こちらは昨年10月よりも0.1%ポイントの上方修正となった。昨年策定された経済対策の効果を織り込んだものとみられる。一方、新興国・途上国では中国が0.3%ポイント改善して4.5%、インドが0.2%ポイント改善して6.4%と見込まれている。このように、世界経済は現状ではトランプ政権による関税引き上げによる経済の下押し圧力に対する抵抗力(レジリエンス)をみせている。

図表1: IMFによる世界経済見通し

	推計		予測		2025年10月からの修正幅	
	2024	2025	2026	2027	2026	2027
1 世界	3.3	3.3	3.3	3.2	0.2	0
2 先進国	1.8	1.7	1.8	1.7	0.2	0.0
3 米国	2.8	2.1	2.4	2.0	0.3	-0.1
4 ユーロ圏	0.9	1.4	1.3	1.4	0.1	0.0
5 ドイツ	-0.5	0.2	1.1	1.5	0.2	0.0
6 フランス	1.1	0.8	1.0	1.2	0.1	0.0
7 イタリア	0.7	0.5	0.7	0.7	-0.1	0.1
8 スペイン	3.5	2.9	2.3	1.9	0.3	0.2
9 日本	-0.2	1.1	0.7	0.6	0.1	0.0
10 新興国・途上国	4.3	4.4	4.2	4.1	0.2	-0.1
11 中国	5.0	5.0	4.5	4.0	0.3	-0.2
12 インド	6.5	7.3	6.4	6.4	0.2	0.0

(出所)IMF「World Economic Outlook (2026年1月)」

しかし、見方によっては関税による経済への負の影響が顕在化していないため、上述のような関税の武器化による交渉が継続してしまっている、との見方もできよう。

**米金利の上昇要因** ベッセント財務長官はダボス会議にて、米金利上昇の要因はデンマーク問題ではなく、日本の金利上昇にあるとした。日本の長期金利は、衆議院選挙を巡る食料品にかかる消費税の軽減税率をゼロ%とする案が浮上したことを背景に、20日に一時2.38%まで上昇した。減税による財政赤字拡大が懸念されているようだが、ポイントは2つあると考える。

**デフレ下で痛みの大きかった消費税の引き上げ** 中長期的な消費税引き上げ議論の背景にあるのは、欧州の付加価値税と比較して日本の消費税率が低く、これを欧州なみに引き上げる余地が大きいとのナラティブがあったとみている。しかし、そもそも欧州で付加価値税の水準が高かったのは、インフレ率がプラスであった欧州で付加価値税(消費税)を引き上げてその効果はインフレ率上昇に紛れるからである。一方、デフレが続いていた日本では、例えば自動販売機の飲料の値段は長らく100円、110円、120円と消費税の引き上げ時にしか上がってこなかった。物価停滞と賃金停滞が併存していたこともあり、こうした中では消費税の負担感は、欧州よりも格段に大きかったといえよう。経済情勢に合わせた財政政策の議論が重要である。

**需要拡大による物価上昇なき利上げ** 第2に、そもそも長期金利は、将来の日本銀行の政策金利の予想から成り立っている。日本銀行は物価が2%で推移するように政策金利を決定している。現状では需要拡大に伴う物価上昇はみられていない。もっともエネルギー価格の上昇をきっかけとした物価上昇をきっかけに、賃金・物価は30年ぶりの上昇となっている。筆者は、これに応じて政策金利を引き上げることは時期尚早であると考えているが、日本銀行は需要拡大に伴うかよりも、賃金と物価の循環に注目して利上げを実施している。しかし、賃金と物価の循環は、需要拡大を伴ってこそ持続するものであり、単に物価上昇をきっかけとした賃金上昇に着目した利上げは、需要を冷やして物価が2%を下回って推移するリスクを高めよう。

**CEO意識調査が裏付けるAI版Jカーブの議論** さて、PwCはダボス会議において、毎年恒例となっている「世界CEO意識調査」を公表した。同調査では、AIは広範に導入されているにもかかわらず、コスト削減と売上成長の両面で成果を上げていると回答したCEOは8人に1人(12%)となった。また、全体として、33%がコストまたは売上のいずれかで成果を上げているとしている一方、56%がこれまでのところ大きな利益を上げていないと回答している。報道等では、この「56%がAIで成果を上げていない」という点に注目したものが多く、これは以前のレポート、「AI版Jカーブ効果で復活する日本経済—デジタル赤字の克服—」で議論したように、AIが生産性の改善や新規事業による付加価値創造などの成果を上げる前の一次的な問題である公算が大きい。AIがコスト削減と売上増加の両方につながっていると回答したCEOは、製品およびサービス、需要創出、戦略的意思決定の領域全般でAIを広範に実装しているとする割合が2~3倍となっている。これは組織投資、人的投資など、長期的にAIに補完的な無形資産投資が重要であるとの見方を裏打ちする内容となっているといえよう。国内では責任ある積極財政がテーマとなっており、予算の単年度主義を脱却し、複数年度の予算制度への変更が検討されている。こうした予算制度が実現すれば、民間企業の予見可能性が高くなり、AIへの補完的な無形資産投資が増加する取り組みを後押ししよう。財政の規模だけでなく、官民一体となって中長期的にAIへの投資を通じて、企業が付加価値を創造していくことが重要である。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

**先週(1月19日(月)~1月23日(金))の振り返り:機械受注(11月)、通関統計(12月)、消費者物価指数(全国、12月)、日銀金融政策決定会合(22日・23日)**

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。機械受注統計(11月)の受注額合計(季節調整済み)は前月比+8.5%(前月:同-6.8%)となり、3兆3,519億円となった。民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア民需)は11月に前月比-11.0%(前月:+7.0%)と3か月ぶりに減少し8,839億円となった。3か月移動平均では+0.1%となった。内閣府は前月に「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」と上方修正した基調判断を維持した。3か月移動平均で微増にとどまり、設備投資の基調は力強さに欠けている。

通関統計(12月)では、輸出金額(名目、原数値)は10兆4,115億円、前年比+5.1%となり、4か月連続の増加となった。品目別では、半導体等電子部品、非鉄金属、原料品で増加した。品目別では、半導体等電子部品、非鉄金属、原料品で増加した。12月の輸出数量は、前年比-1.3%(前月:同+0.4%)と2か月ぶりに減少した。

消費者物価指数(全国、2025年12月)は総合で前年比+2.1%、生鮮除く総合で同+2.4%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.9%となり、いずれも伸びが弱まった。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+1.5%と、先月からわずかに減少した。エネルギー価格の前年比は-3.1%と11月の同+2.5%から一転して減少している。

日本銀行の金融政策決定会合が開催され、政策金利は0.75%程度と現状維持となった。「経済・物価情勢の展望」、いわゆる展望レポートの経済見通しをみると、海外経済について「減速」から「成長経路に服する」と上方修正された上で、国内経済についても経済対策の効果が盛り込まれて上方修正されている。この中で所得と支出の好循環が継続するとの見方が強調されている。また、物価見通しではガソリン税の「旧暫定税率」の廃止、電気・ガス代負担の緩和策、高校授業料や小学校給食の無料化などの施策を受けて、2025年度と2026年度を中心に物価の前年比を押し下げるとした。もっともその後は賃上げを受けた価格の引き上げ、価格の引き上げが賃上げに反映されるという好循環が続くとの見方から、物価上昇が継続する見通しが示された。

**米国:中古住宅販売成約指数(11月)、実質GDP(25年7-9月期確報)、個人消費支出(11月)、PCEデフレーター(11月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(12月確報)**

続いて米国経済である。12月の中古住宅販売成約指数は、前月比-9.3%となった。水準は71.8となり、昨年7月以来、5月ぶりの低水準となった。住宅ローン金利は低下したものの、新規住宅による供給過剰の一方、中古住宅は在庫不足が継

続している。7-9 月期の実質 GDP の確報値では、前期比年率+4.4%となった。同+4.3%から上方修正となった。消費はやや下方修正となったものの、投資と輸出の上方修正が寄与した。11 月の個人消費支出(PCE)の価格指数は、前年比+2.8%となった。前月の同+2.7%からやや伸びが加速した。前月比でみると、11 月は+0.2%と横ばいとなった。食品・エネルギーを除く総合(欧米型コア)は、前年比+2.8%(前月:+2.7%)、前月比+0.2%(前月:+0.2%)となった。実質個人消費支出は前月比+0.3%と、前月と同じ伸びとなった。財・サービスともに増加した。ミシガン大学消費者信頼感指数(1 月、確報値)は、56.45 となった。速報値の 54.0 から上方修正となった。1 年先の予想インフレ率は 4.0%となり、速報値の 4.2%から下方修正となった。

**ユーロ圏:消費者物価指数(HICP、12 月)、ZEW 景況感指数(1 月、ユーロ圏・ドイツ)、製造業 PMI(1 月)、サービス業 PMI(1 月)**

次にユーロ圏である。12 月の消費者物価指数(HICP)は、総合で前年比+1.9%となった。2.0%以下となるのは 2025 年 5 月以来となった。エネルギーの減少率拡大が寄与した。12 月の食料・アルコール・タバコ・エネルギーを除く総合(欧米型コア)では同+2.3%となった。前月の同+2.4%から減速した。非エネルギー工業品、サービスの伸びが鈍化した。また、1 月の ZEW 景況感指数は 40.8 となった。前月の 33.7 から 7.1 ポイントの上昇となった。2024 年 7 月以来の最高値を記録した。なお、ドイツの ZEW 景況感指数は 59.6 となり、前月の 45.8 から 13.7 ポイントと大幅に改善した。ドイツが回復をけん引している。ユーロ圏の製造業 PMI は、1 月に 48.7 と前月の 47.0 から改善した。同月のユーロ圏のサービス業 PMI は、51.9 と前月の 52.4 より悪化した。

**今週(1 月 26 日(月)~1 月 30 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。日本では、26 日に景気動向指数、27 日に企業向けサービス価格指数、30 日に月末の経済指標が公表され、労働市場、鉱工業生産、商業動態統計、さらに東京都区部消費者物価指数の最新値が明らかとなる。このうち、鉱工業生産の生産動向が注目される。12 月の予測調査は前月比+1.3%、過去の傾向を踏まえた補正值では同-0.6%であった。仮にこの通りとなると、7-9 月期から 10-12 月期の生産は前期比+0.7%と増加する見込みである。

米国で最も注目されるのは、日本時間 29 日早朝に公表される米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果となろう。政策金利は現状維持が見込まれている。政府閉鎖の影響で統計公表が遅れており、パウエル議長や FOMC メンバーの経済・物価の認識、先行きの見通しが注目される。ユーロ圏では、前週の中国に続き、10-12 月期の実質 GDP が公表される。足元ではやや回復が強まる動きもみられるが、10-12 月期の経済動向が注目される。また、中国では 31 日に公表される PMI から 1 月の経済実態を把握したい。

**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
1/26 (月)	・ 景気動向指数(11月)	・ 耐久財受注(11月)	
1/27 (火)	・ 企業向けサービス価格指数(12月) ・ 日銀・金融政策決定会合(12月分)議事要旨	・ リッチモンド連銀製造業指数(1月) ・ コンファレンス・ボード消費者信頼感指数(1月)	
1/28 (水)		・ 米連邦公開市場委員会(FOMC)結果 ・ パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長・定例記者会見	
1/29 (木)	・ 消費者態度指数(1月)	・ 新規失業保険申請件数(前週分) ・ 貿易収支(11月) ・ 耐久財受注(11月、確報)	・ ユーロ圏・消費者信頼感(1月)
1/30 (金)	・ 有効求人倍率・失業率(12月) ・ 東京都区部消費者物価指数(1月中旬) ・ 鉱工業生産(12月、速報値) ・ 商業動態統計(12月)	・ 卸売物価指数(PPI、12月) ・ シカゴ購買部協会景気指数(1月)	・ ユーロ圏・実質GDP(10-12月期、速報値) ・ ユーロ圏・失業率(12月) ・ (31日)中国・製造業購買担当者景気指数(PMI、1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

永野 督和

シニアアソシエイト  
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](http://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