

# Weekly Macro Economic Insights

2024年5月27日(月)～5月31日(金):

デフレとの闘いは終わったのか？ 経済政策を巡る課題は続く

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

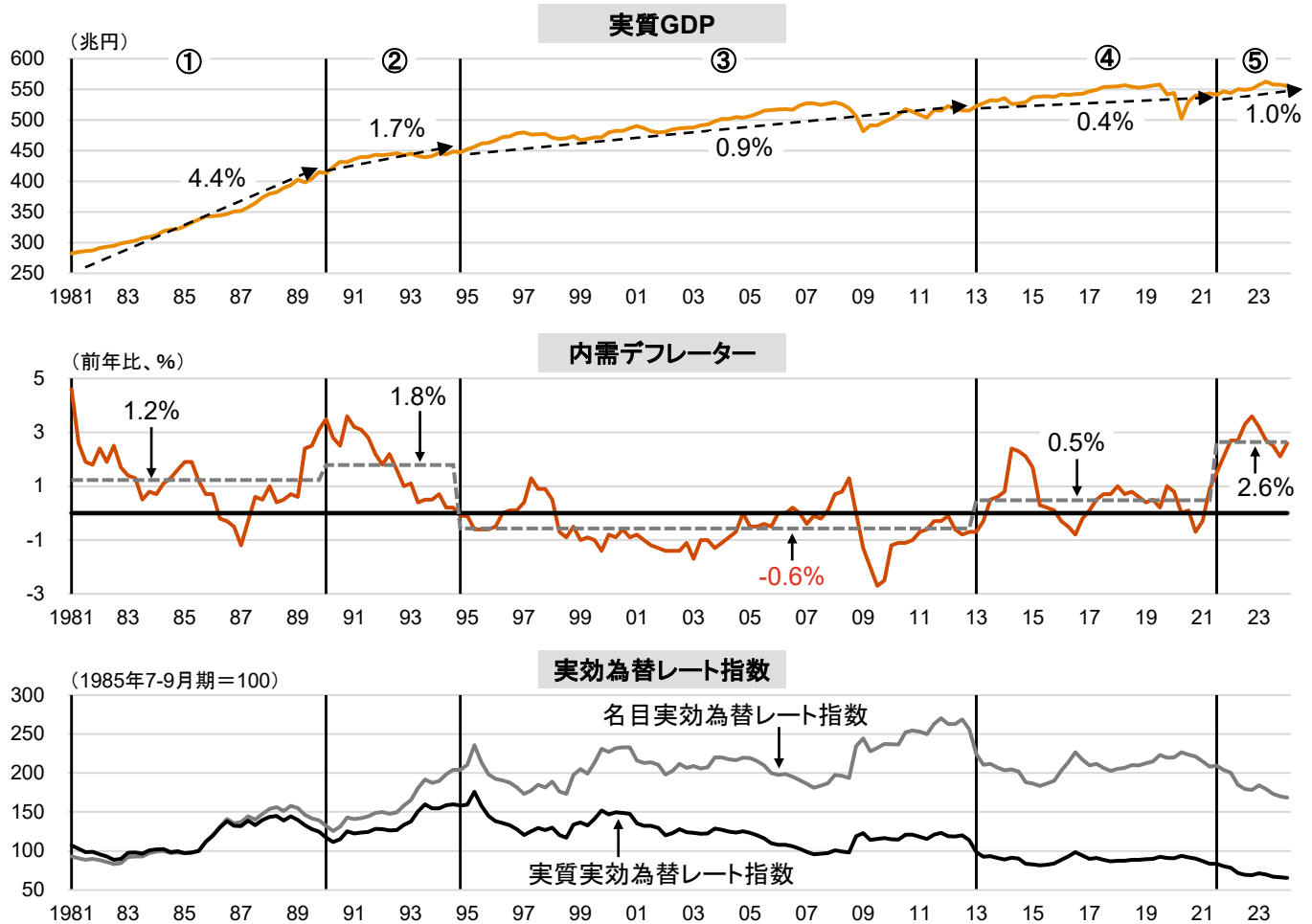


## デフレとの闘いは終わったのか？ 経済政策を巡る課題は続く

金融政策の多角的レビューおよび国際コンファレンスの場で過去25年間の物価変動につき議論がなされている。筆者は10年以上前に『日本の「失われた20年」』藤原書店(2010年)において、日本の長期停滞についての検討を行ったが、日銀は自らの政策の誤りの責任から逃げることなく、財政政策や成長政策も含め、しっかりと過去の政策につき総括すべきと考える。

図表1は、実質GDP、内需デフレーター、実効為替レートにつき、バブル崩壊前の①1981年～1989年、バブル崩壊後からデフレ直前の②1990年～1994年Q3、デフレ突入からアベノミクス前の③1994年Q4～2012年、アベノミクスから物価加速前の④2013年～2021年Q2、物価加速後の⑤2021年Q3～2024年Q1の5つの期間の推移をみている。プラザ合意の影響もあり、①の期間は円高が進んだものの、実質成長は平均して4%を超え、物価も1.2%とマイルドな伸びを維持した。だが、②におけるバブル崩壊以降、円高が加速して物価もゼロ近傍に突入する中で経済成長は1%台へと落ち込んでいく。そして③の時期のマイルドなデフレが続く中で、名目実効レートでみて円高が進み、実質実効レートは諸外国と比べて日本の物価が下落することで低下した。この中で経済成長は1%弱の伸びとなった。2013年に入りアベノミクスが本格的に実行されると、為替は政権誕生を予感して2012年末には大幅な円安となり、2013年以降はその水準を維持するとともに、物価はマイナスからマイルドなプラスへと復帰した。⑤2021年Q3以降はグローバルなインフレ率の高まりの影響もあって物価は上がり、円安は進んだ。雇用は大幅に改善したものの、実質GDPで見た経済成長は高まっていない。

図表1: 実質GDP、内需デフレーター、実効為替レート指数の推移



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「実効為替レート指数」より筆者作成。

②から③の期間にかけて物価は下がり、円高が進み、経済成長が低下したという事実をみれば、長期停滞にはデフレや円高という貨幣的現象が持続的に影響を及ぼした。だが、デフレおよび円高の悪影響が長期化すれば、総需要の停滞は資本・労働投入の低下や生産性の悪化を通じ総供給の停滞にも作用する、というのが日本が陥った長期停滞の意味である。

消費者物価指数で見た物価が2%を超えてから2年が経つ。マイルドなインフレを通じ、経済成長を高め、所得を増やすという観点からはデフレとの闘いは未だ終わっていない。財政政策・金融政策・成長政策、これらをどう駆使すべきかという課題から日本経済は未だ自由にはなっていないのである。(PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士)

## 先週(5月20日(月)~5月24(金))の振り返り：機械受注統計(3月)、貿易統計(4月)、消費者物価指数(全国、4月)、第三次産業活動指数(3月)

先週の動向を振り返っておこう。機械受注統計(3月)、貿易統計(4月)、消費者物価指数(全国、4月)については[Daily Macro Economic Insights](#)でまとめている。

概要を述べると、機械受注統計のうち、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、3月に前月比+2.9%(2月：同+7.7%)となり、2か月連続で増加した。業種別にみると、製造業が同+19.4%、非製造業(船舶・電力を除く)が同-11.3%で製造業の伸びが牽引した。「官公需」は、3月に同+12.0%と5か月連続で増加し、ここ3か月は2桁台の伸びが続いている。「外需」は、3月に-9.4%(2月：同+0.7%)と2か月ぶりに減少した。航空機、鉄道車両等で増加したものの、産業機械、原動機等での減少が大きかった。「代理店」は、3月に同+5.2%(2月：同-2.1%)となり2か月ぶりに増加した。電子・通信機械、道路車両等で増加した。

貿易統計(4月)については、輸出金額(名目、原数値)は8兆9,807億円、前年比+8.3%と5か月連続で増加した。財別では、輸送用機器が前年比+15.9%と押し上げた。電気機器は同+8.5%、うち半導体等電子部品(IC)が前年比+20.4%の増加となった。また、一般機械が同+5.8%となり、うち半導体等製造業装置が同+28.2%となった。一般機械、電気機器はそれぞれ5か月連続で増加した。輸出の増加は、輸送用機械だけでなく、電気機器・一般機械にも広がる構図が続いている。

輸入金額(同)は9兆4,433億円となり、前年比+8.3%と2か月ぶりに増加した。輸入増に最も大きく影響したのは一般機械で、前年比+22.8%となった。電算機類(含む周辺機器)、原動機が増加した。続いてエネルギー関連の鉱物性燃料が同+5.4%、3番目に輸送用機器が同+27.0%となった。うち航空機類の輸入が増加した。電気機器は携帯電話などの通信機が増加し、半導体等電子部品が押し下げたことで同+1.3%となった。貿易収支(原数値)は-4,625億円となり、2か月ぶりにマイナスに転じた。なお、季節調整済み値では、輸出が8兆8,425億円(前月比+0.9%)、輸入が9兆4,033億円(同-0.5%)となり、貿易収支は-5,609億円(同-17.8%)であった。輸出数量については、これまで輸出数量の伸びを牽引してきた米国向けが減少に転じ、主要4地域すべてで減少した。GDP統計での財貨輸出は、1-3月期に前期比-4.1%と落ち込んだ。自動車の生産停止の影響を受けた落ち込みとみられ、4-6月期には反動増が期待されていた。しかし、4月の輸出数量の動きからは反発の動きが弱いことが示唆される。輸出の反動増を注意深く見守る必要があるだろう。

消費者物価指数(全国、2024年4月)は総合で前年比+2.5%、生鮮除く総合で同+2.2%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.4%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+2.0%と、いずれも伸びが鈍化する結果となった。東京都区部の4月中旬値が高等学校授業料や生鮮食品除く食料の低下に伴い同+1%台まで低下したことを考慮すると、これは想定内の動きである。なお東京都区部の物価を大きく押し下げた高等学校授業料の低下の影響は全国では薄まっており、この点が東京都区部と比べ全国の物価の鈍化がマイルドであったことの主因である。

エネルギー価格の前年比は+0.1%となり、2023年2月から続いたエネルギー価格の下落フェーズは終わり、横ばいとなった。エネルギー価格の内訳をみると、わずかに下落が進んだ電気代を除き、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリンはいずれも伸びを強めている。5月は再エネ賦課金の終了に伴う電気料金の値上げ、6月以降は電気・ガス負担軽減策の終了・縮小の影響も相まって、エネルギー価格は今後伸びを強めることが予想される。

4月の結果をみる限り、年度替わりの価格改定の動きは鈍く、需給バランスをより反映する欧米型コア指数(食料エネ除く総合)の前年比は今年に入り着実に伸びを弱めている。5月以降の物価はエネルギー価格の上昇も相まって当面は2%後半で推移すると見込まれる。中長期に2%程度で物価が安定化するかは欧米型コア指数が2%台を維持できるかにかかっていると言える。

第三次産業活動指数(3月)は前月比-2.4%と2か月ぶりの低下となった。対個人サービスは同-2.3%、対事業所サービスが同-1.7%と、ともに低下している。業種別の動きをみると、第三次産業を構成する11業種中、運輸業・郵便業、情報通信業、卸売業、小売業を含む8業種の低下が大きく影響した。電気・ガス・熱供給・水道業を含む3業種は上昇となった。事業所向けサービスのうち、製造業の動向に依存するサービスは同-10.7%と2か月ぶりに大きく低下する一方で、非製造業の動向に依存するサービスは同-0.3%と比較的緩やかな落ち込みとなっている。

## 米国：新築住宅販売件数(4月)、耐久財受注(4月)

続いて米国についてみよう。新築住宅販売件数(4月)は63.4万戸(季節調整済み、年率換算)となり、先月比-4.7%と大きく減少して5か月ぶりの低水準となった。足元の住宅ローン金利上昇と中古住宅市場の供給量増加を受けて、新築向けの販売件数が大きく落ち込む結果となった。新築住宅販売件数は2023年以降、上下を繰り返しつつ、概ね横ばい基調で推移している。今回の落ち込みが一過性か否かを注視していくことが必要となるだろう。

耐久財受注(4月)は前月比+0.7%と、市場見通し(同-0.8%)に反して増加した。3月も同+0.8%と増加しており、設備投資の改善基調は続いている。民間設備投資の先行指標である、航空機を除く非国防資本財(コア資本財)受注は前月比+0.3%と増加に転じ、前年比は+1.2%となった。2024年1-3月期のGDP統計における設備投資は前期比年率+2.9%であったが、設備投資の増勢が強まる可能性が高まっていると言えるだろう。

## ユーロ圏: 経常収支・貿易収支(3月)、PMI(5月)、消費者信頼感(5月)

続いてユーロ圏についてみよう。経常収支(3月)は+357.7億ユーロとなり、2月の+288.9億ユーロからプラス幅が拡大した。一次所得の増加が全体の拡大に影響している。貿易収支(3月)は+241億ユーロ。輸出は前年比-9.2%の2,454億ユーロ、輸入は同一-12.0%の2,213億ユーロとなり、輸出入ともに減少したものの、輸入の減少の方が貿易収支に大きく影響した。

PMI(5月)は、総合速報値が52.3と、4月から0.6ポイント上昇して3か月連続で分水嶺の50を上回った。業種別にみると、製造業は47.4と50割れが続くものの、4月から1.7ポイント上昇し、サービス業は53.3と前回と同じ水準だった。サービス業主導での改善が続いている。国別では、ドイツが52.2と4月から1.6ポイント上昇して景気底入れの動きが強まっている。

消費者信頼感(5月)はマイナス14.3となり、4月のマイナス14.7から0.4ポイント改善した。2022年9月のマイナス28.8を底にジワジワと改善しているものの、2023年9月以降の改善度合いは緩やかであり、マイナスが続いている。

## 今週(5月27日(月)~5月31日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では完全失業率、有効求人倍率、鉱工業生産、商業動態統計の4月結果が公表される。これらはDaily Macro Economic Insightsで取り上げる予定である。他にも消費者態度指数の4月結果や東京都区部消費者物価指数の5月中旬値が公表される。消費者物価指数は食料やエネルギー価格の上昇の度合いが強まっているが、こうした傾向がより鮮明なものとなるかが要注目だ。

米国では、5月のコンファレンスボード消費者信頼感指数、シカゴ購買部協会景気指数が公表される。これらは5月の景気動向を押し量る意味で重要である。また4月のPCEデフレーターおよび個人支出の動きも注目だろう。

ユーロ圏は、失業率、消費者信頼感、消費者物価指数が公表される。中国は製造業PMIが要注目だろう。

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
5/27 (月)			
5/28 (火)		・ コンファレンスボード 消費者信頼感指数(5月)	
5/29 (水)	・ 消費者態度指数(4月)	・ リッチモンド連銀製造業指数(4月)	
5/30 (木)		・ GDP(2024年1-3月期、改定値)	・ ユーロ圏失業率(3月) ・ ユーロ圏消費者信頼感(4月確報)
5/31 (金)	・ 完全失業率(4月) ・ 有効求人倍率(4月) ・ 鉱工業生産(4月) ・ 商業動態統計(4月) ・ 東京都区部消費者物価(5月中旬)	・ 個人支出、PCEデフレーター(4月) ・ シカゴ購買部協会景気指数(5月)	・ 中国製造業PMI(4月) ・ ユーロ圏消費者物価指数(5月)

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

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

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

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