

Weekly Macro Economic Insights

2025年6月16日(月)～6月20日(金):
マネーの減少と物価上昇率の関係をどうみるか

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



マネーの減少と物価上昇率の関係をどうみるか

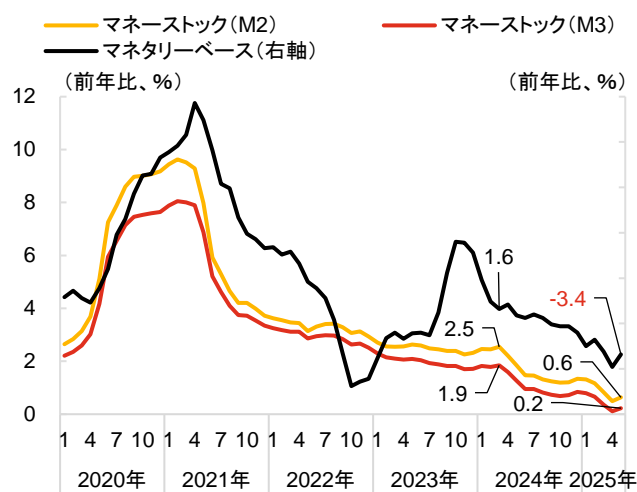
日本銀行は6月16日・17日に開催される政策決定会合で、足元の経済・物価情勢を考慮しつつ当面の金融政策運営方針を決定する見込みである。以下、筆者の目線で日本の経済・物価動向について気になる点にふれよう。

まず指摘したいのは、マネタリーベースの減少が進む中、マネースtock(M2、M3)の減速が進んでいるということである。図表1は2020年以降の推移をみているが、日銀がマイナス金利政策・YCC・オーバーシュート型コミットメントを解除し、短期政策金利主体の政策に移った2024年3月以降、日銀が市中に供給するお金であるマネタリーベースの前年比は低下を続け、2024年9月以降は前年比でマイナスの状況が続いている。この動きとタイミングを一にする形で金融部門から経済全体に供給されているお金の総量であるマネースtockの伸びも低下しており、ゼロ%の伸びに留まっている。

こうしたマネーの量の減少は物価に対して中長期的にネガティブな影響をもたらすと考えられるが、現実はそうっていない。図表2は基調的なインフレ率を示す指標の動きをみているが、これらの指標は緩やかに上昇している。予想インフレ率(BEI)は1.5%程度で概ね横ばいで推移し、マネーの動きも弱く、GDPギャップも需要超過ではない。筆者は実体経済と比べ物価が堅調に見えるのは食料やエネルギー価格上昇を起点にしたコストプッシュ要因による所が大とみるが、そうだとすると、物価上昇に根差した引き締め策をこれ以上行くと、そのことの悪影響は想定以上に大きくなる。相応の注意を払う情勢といえよう。

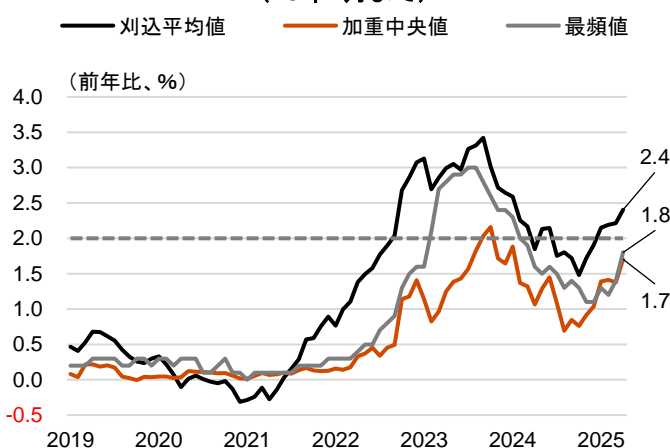
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1: マネタリーベースとマネースtockの推移



(出所) 日本銀行

図表2: 基調的なインフレ率を補足するための指標
(25年4月まで)



先週(6月9日(月)～6月13日(金))の振り返り: 国際収支(4月)、国内企業物価(5月)、景気ウォッチャー調査(5月)、第3次産業活動指数(4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。国際収支(4月)から4月の経常収支(季節調整値、以下同)をみると、2兆3,068億円(前月比-4,163億円)となった。輸出(原数値)は8兆7,691億円(前年同月比+3,369億円)と増加した。商品別には半導体等電子部品、食料品、医薬品が増加し、地域別では対アジア・アフリカ向けが増えた。輸入(原数値)は9兆2,728億円(同-2,115億円)と減少した。商品別では石炭、原油、航空機類が減り、地域別では北米、大洋州からの輸入が減少した。原数値でみたサービス収支は4月に-7,681億円(前年比-351億円)となった。4月の訪日外国人旅行者数は390万8,900人(前年比+28.5%)、出国日本人数は96万1,400人(前年比+8.2%)となっている。その他サービス収支のマイナス幅拡大が寄与した。原数値でみた第一次所得収支は、+3兆5,899億円(前月比-3,802億円)と減少した。直接投資収益が減少した。季節調整値では、+3兆968億円(前月比+6,388億円)となった。

国内企業物価(5月)についてみると、国内企業物価指数が前月比-0.2%（前年比+3.2%）、輸出物価指数は、円ベースで前月比-0.7%（前年比-6.4%）、契約通貨ベースで同-0.9%、輸入物価指数は、円ベースで前月比-1.1%（前年比-10.3%）、契約通貨ベースで同-1.2%となった。いずれも3月以降減速傾向が鮮明である。輸入価格の下落と為替が円高方向に振れることで、交易条件の改善が前年比+4.4%と加速している。

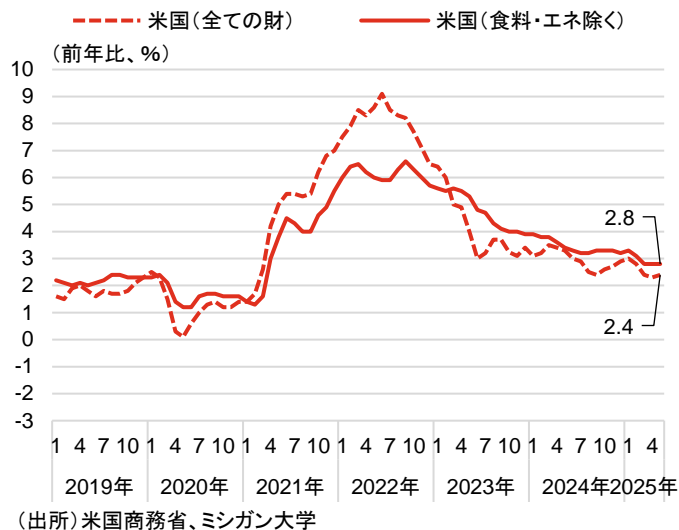
景気ウォッチャー調査(5月)は、現状判断DIが44.4と大きく減少した4月の値(42.6)からはやや持ち直した。持ち直しに寄与したのは小売り関連や住宅関連といった家計動向関連の改善による所が大きく、企業動向関連は製造業を中心に今年に入って悪化が止まっていなかった。先行き判断DIも44.8と4月から改善したものの、現状判断DI・先行き判断DIはともに減少トレンドの中にあるとみて差し支えないだろう。

第3次産業活動指数(4月)は104.1となり、3月から0.3%上昇となった。広義対個人サービスは前月比+0.3%、広義対事業所サービスは同+0.5%とそれぞれ上昇している。業種別にみると、金融・保険業や情報通信業は上昇に寄与しているが、他方で運輸・郵便業、不動産業といった所は低下している。現状の動きは2020年のCOVID-19を底とした回復過程にあり、2019年の消費税率引き上げ前の水準にようやく届いた形だ。今後も堅調な増加が維持できるかどうかのポイントと言えるだろう。

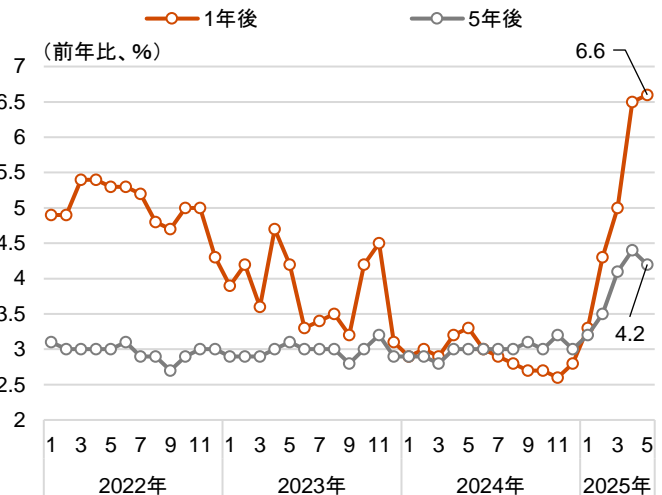
米国:生産者物価指数(5月)、消費者物価指数(5月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(6月速報)

続いて米国についてみよう。生産者物価指数(5月)は総合で前年比+2.6%、食品とエネルギーを除いたコアで同+3.0%となった。総合は4月の同+2.4%からわずかに加速、コアは4月の同+3.1%からわずかに減速という結果である。消費者物価指数(5月)は全ての財を含む総合で前年比+2.4%、食料・エネ除くコアで同+2.8%となった。図表3にもある通り、今年に入り消費者物価指数の伸びは安定しており、関税率引き上げに伴う物価上昇率の拡大はみられない。ミシガン大学消費者信頼感指数(6月速報)は消費者信頼感指数が60.5と6か月ぶりに改善した。全体としては2025年以降は下落トレンドの中にある。図表4は予想インフレ率(1年後・5年後)を示しているが、短期(1年後)の予想インフレ率は6.6%まで上昇、短期の予想インフレ率上昇が中長期(5年後)の予想インフレ率上昇に波及しており、現在は4.2%となっている。これらの数値は消費者物価指数が急騰した2022年よりも大きくなっている。フィリップス曲線の議論に照らして考えると、予想インフレ率が上昇しているのに物価上昇率が安定しているのは、需給ギャップ(景気動向)の悪化が生じているためとも考えられる。予想インフレ率の上昇が先行きの物価を加速させることも併せて考えられ、予想インフレ率の上昇が物価にどのような形で影響を及ぼすかは注目ポイントの一つといえよう。

図表3:米国消費者物価指数の推移



図表4: 予想インフレ率(1年後・5年後)の推移



ユーロ圏:貿易収支(4月)、鉱工業生産(4月)

続いてユーロ圏経済につきみていこう。ユーロ圏貿易収支(4月)は+99億ユーロと、3月の+373億ユーロから大きく縮小した。輸出は前年比-1.4%の2,430億ユーロ、輸入は同+0.1%の2,331億ユーロである。鉱工業生産(4月)は前月比-2.4%と市場予想を大きく上回る落ち込みとなった。4月は輸出と生産が大きく落ち込む結果となり、これはトランプ関税が影響していると考えられる。

中国:貿易収支(5月)、消費者物価指数(5月)、生産者物価指数(5月)

最後に中国経済についてみよう。貿易収支(5月)は、輸出が前年同月比+4.8%の3,161.0億米ドルとなり、前月の同+8.1%から伸びはさらに縮小した。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-34.5%と大幅なマイナスとなり、EU(同+12.0%)のほか、ASEAN(同+14.8%)やインド(同+12.5%)の大幅な伸びでは補いきれず、輸出全体の伸びは鈍化した。輸入は同-3.4%の2,128.8億米ドルとなり、前月の同-0.2%から大幅に鈍化し、3か月連続でマイナスとなった。なお、輸出から輸入を差し引いた貿易収支は1,032億米ドルの黒字で着地した。

また、物価動向をみると、消費者物価指数(5月)は前年同月比-0.1%となった。前月から横ばいで、4か月連続のマイナスとなった。食肉需要の約6割を占める豚肉の伸びがさらに鈍化したほか、野菜など食品価格がマイナス基調が続いている。自動車やバイクなど交通工具やガソリンなど交通燃料の値下がりも足を引っ張っている。食品やエネルギー価格の影響を除くコアCPIは5月に同+0.6%となり、前月の同+0.5%から拡大したが、引き続き同+1.0%未満で低位の推移が続いている。生産者物価指数(5月)は同-3.3%となり、前月の同-2.7%からマイナス幅は拡大し、2022年10月以降32か月連続で水面下で推移した。3月に開催された全人代では、より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の下で内需の拡大に向けた景気刺激策が打ち出されているが、現時点では具体的な効果は見極め難い状況にある。足元の中国経済は不動産不況や雇用不安が続くなか回復に向けた力強さは乏しいうえ、今後は米中貿易摩擦に伴うマイナスの影響がもう一段顕在化することも見込まれ、中国国内では生産過剰の問題がさらに深刻化し、デフレ圧力がさらに高まる可能性もある。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(6月16日(月)~6月20日(金))のポイント

図表5に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では16日・17日に6月の金融政策決定会合が開催され、当面の金融政策についての決定がなされる予定だ。当社では現状維持と見込んでいるが、話題となっている国債買い入れ額の縮小ペースの緩和も含めて、先行きの経済・物価情勢と金融政策の方向性を日本銀行がどのように見ているかが注目点だろう。18日には機械受注統計、通関貿易統計の最新値が、20日には消費者物価指数(全国)の最新値が公表される。これらの内容は後日 [Daily Macro Economic Insights](#) でまとめる予定である。

米国については、6月のFOMC(連邦準備制度理事会)のFRBの決定が注目される。足元の米国経済はやや弱さがみられるものの、物価や雇用は総じて堅調であり、FRBがここであえて利下げを行う理由は乏しい。他方で米トランプ政権による関税政策の先行きは不透明であり、米国政府の経済政策を起点とした不確実性は払しょくされていない。こうした不確実性が企業の意思決定(投資)や家計の意思決定(消費・貯蓄)に大きな影響を及ぼすことも懸念される。政策委員の経済・物価見通しや政策金利の先行きの見通しがこうした点を踏まえてどの程度変更されるかも注目点である。経済指標では景況指数や住宅市場に関する統計で多く公表される。

ユーロ圏についてはZEW景況感指数、中国については小売売上高が注目だろう。これらは米国の指標と合わせ来週の [Weekly Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定だ。

図表5: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
6/16 (月)		・ NY連銀製造業景気指数(6月)	・ 中国小売売上高(5月) ・ 中国鉱工業生産(5月)
6/17 (火)	・ 日銀政策決定会合(6月)	・ 小売売上高(5月) ・ 鉱工業生産指数(5月)	・ ユーロ圏ZEW景況感指数(6月)
6/18 (水)	・ 機械受注(4月) ・ 通関貿易統計(5月)	・ 住宅建築許可件数(5月) ・ 住宅着工件数(5月) ・ 新規失業保険申請件数(5月)	・ ユーロ圏経常収支(4月) ・ ユーロ圏消費者物価指数(5月改訂値)
6/19 (木)		・ FOMC(6月)	
6/20 (金)	・ 消費者物価指数(全国、5月)	・ フィラデルフィア連銀景況指数(6月)	・ ユーロ圏消費者信頼感(6月速報)

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員
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

蘭田 直孝

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

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

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

PwCコンサルティング合同会社

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

© 2025 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.