

Weekly Macro Economic Insights

7月7日(月)～7月11日(金):

日本の財政状況:純資産はリーマンショック時まで大幅改善

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
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 蘭田 直孝



日本の財政状況:純資産はコロナ後46.5%ポイントの大幅改善

7月20日投開票の参議院選挙に向けて、各党の政策議論が継続している。[先週の当レポート](#)では各党の公約について整理したが、改めて日本経済を巡る内外の動向を確認しておきたい。国内の景気動向を巡っては、5月の[景気動向指数のレポート](#)でみたようにCI一致指数から機械的に導かれる基調判断は「下げ止まりを示している」から「悪化を示している」へと下方修正された。先行指標でも悪化しており、日本の景気の先行きが懸念される状況にある。トランプ関税前の駆け込み的な生産後には弱い動きとなり、名目賃金の上昇が消費拡大に結びついていない。

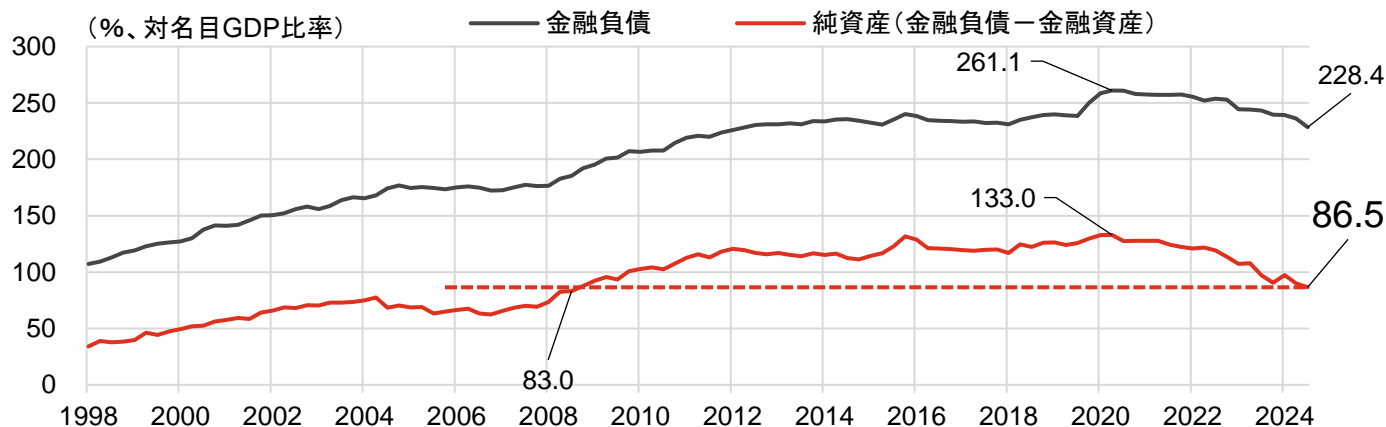
また、日本時間8日に入り、米トランプ大統領は日本・韓国からの輸入品に対して自動車・鉄鋼などを除く関税率を25%へと引き上げることを発表した。日韓以外ではマレーシア、インドネシア、タイ等を含む12か国の関税率が発表され、4月の相互関税率からほぼ据え置きか低下となった。日本については4月の24%から若干引き上がったものの、トランプ大統領が一時示唆していた30%～35%よりは低い水準となった。7月9日に交渉期限を控えていた米国の関税率の引き上げについては、8月1日に延期された。しかし、7月20日の参議院選挙で与党の過半数割れの可能性を指摘する報道もあることから、選挙後の状況を踏まえると、交渉にかかる時間は非常に限られていよう。自動車・同部品には25%、鉄鋼・アルミニウムには50%であり、今回の25%との重複適用はないとされている。もっとも、日本では米国向け輸出の3割を占める自動車の関税率の引き下げが期待されていたため、今回の決定は日本経済に重しとなろう。

一方、米国では4日にトランプ減税法案(「大きく美しい1つの法案」)が成立した。同法案には第1期トランプ減税の延長、バイデン政権で導入されたグリーンエネルギー対策の廃止、低所得層向けの公的医療保険「メディケイド」の削減が含まれる。10年間でおよそ3兆4,000億ドル(名目GDP比11.3%)の財政収支のマイナス幅が拡大する見込みである。関税の影響で悪化が懸念された米国経済については物価上昇率自体は落ち着いているものの、予想インフレ率・ISMなどの価格指数は上昇している。労働市場も後述の通り、失業率は低下したが雇用の伸びには鈍化の兆しがみられる。今後輸入関税の引き上げを受けて、企業の価格転嫁が進めば雇用・消費が落ち込む可能性がある。

以上を踏まえて改めて日本経済に必要な点を考えると、国内では所得(賃金)と支出(消費・投資)の好循環が生じておらず、海外では米国向け輸出を中心に厳しい環境にある。与党からは来年度の春闘に期待する指摘もある。しかし、春闘をリードする自動車産業の利益が関税の影響で落ち込めば、人手不足が継続していても春闘の伸びは限定的となろう。参議院選挙を巡っては物価高対策としての減税や給付金に関する議論に注目が集まっている。その際、米国の大規模減税法案の成立や内外での金利上昇もあり財源や財政への影響が注視されている。財政政策を考える前提として図表1で財政状況、具体的には一般政府の債務を対名目GDP比率で確認しておこう。国債・借入等を合計した金融負債は2020年12月末の261.1%から228.4%まで32.6%ポイント低下した。また、金融負債から金融資産を除いた純資産では2020年12月末の133.0%から2025年3月末の86.5%まで46.5%ポイントの大幅な改善がみられる。これは名目GDPの拡大が大きく寄与している。今や2009年3月末の83.0%、つまりリーマンショック直後の水準に近付いている。足元生じつつある所得と支出の好循環を確実に軌道に乗せるためには、こうした経済・財政状況を踏まえ積極的な財政政策により景気を下支えすることが期待される。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1:一般政府の債務の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「四半期GDP速報」より筆者作成。

先週(6月30日(月)～7月4日(金))の振り返り: 鉱工業生産(5月)、日銀短観(6月調査)、家計調査(5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。鉱工業生産(5月)は前月比+0.5%と2か月ぶりに増加、前年比は-1.8%と5か月ぶりの減少となった。経済産業省は「生産は一進一退」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全15業種のうち9業種が増加、5業種が減少、1業種が横ばいという結果となった。特にフラットパネルや半導体製造装置を含む生産用機械工業、汎用・業務用機械工業、自動車工業等で増加した。一方で減少した業種は輸送用機械工業(除く自動車工業)、無機・有機化学工業、電子部品・デバイス業等であった。出荷は前月比+2.2%で2か月連続の増加、在庫は前月比-1.9%で2か月連続で減少した。また、製造工業生産予測指数は6月に+0.3%と増産、7月に-0.7%と減少が見込まれている。もっとも過去の傾向を踏まえた補正值では前月比-1.9%と減少する見込み。仮に6月の生産がこの通りになると生産は1-3月期から4-6月期にかけて-0.5%となる。4-6月期の実質GDPは2四半期連続のマイナス成長となる可能性がある。

7月の日銀短観が公表された。回答期間は5月28日～6月30日、企業が想定する為替レートは1ドル=148.44円(上期148.31、下期148.57)と前回調査と比べて50銭程度の円安の想定となり、足元の為替レート(1ドル=144円程度)と比べると円安となっている。まず業況判断DI(「良い」-「悪い」)は大企業製造業で13と前回(4月調査)から1増加した。業種別にみると、鉄鋼、紙・パルプ、石油・石炭製品が増加し、金属製品、自動車、汎用機械で悪化した。大企業非製造業は34と-1ポイント悪化した。不動産、物品賃、通信などで悪化した。情報サービス、対事業所サービス、対個人サービスでは改善した。以上の製造業の業況改善、非製造業の業況悪化を受けて、大企業全産業は23と4月から変わらずとなった。

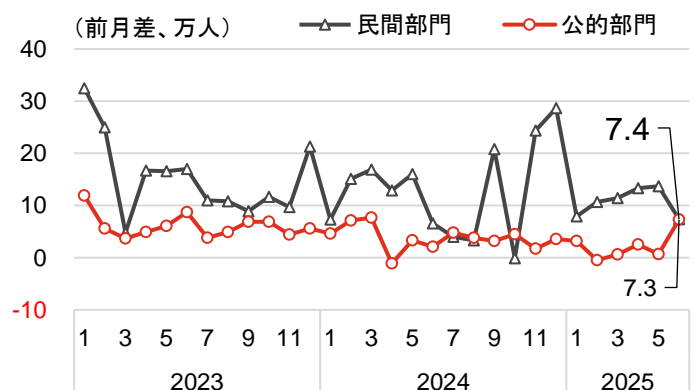
家計調査(5月)では実質消費支出が前年比+4.7%、前月比では+4.6%、名目消費支出が前年比+8.9%、前月比で+5.0%となり、4月から一転して堅調な結果となった。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車購入を含む「交通・通信」、家庭用耐久財などの「家具・家事製品」、外国パック旅行費、国内パック旅行費が含まれる「教養娯楽」といった品目への支出が大きい。他方で交際費や補習教育(高校補修教育・予備校)、携帯電話通信料への支出は減少している。4月の同調査についてのレポートでは、2025年前半は前年の裏が出て特に前年比ではプラスの地合いが続きやすいと述べたが、そうした点を考慮しても今回の結果は堅調と言えるだろう。

米国: シカゴ購買部協会景気指数(PMI)(6月)、ISM製造業景気指数(6月)、ISM非製造業景況指数(6月)、ADP雇用統計(6月)、雇用統計・失業率・平均時給(6月)、貿易収支(5月)

続いて米国についてみよう。シカゴ購買部協会景気指数(PMI、6月)は40.4となった。5月より0.1ポイント低下、3月の年初来高値の47.6ポイントから減少し、50を下回るのは19か月連続となった。サプライヤー納期、生産、雇用、在庫受注で減少した一方、新規受注が大きく増加した。ISM製造業景気指数(6月)は、49.0となった。前月の48.5から改善したものの、依然として景気の水増しとされる50は下回っている。生産の増加、在庫減少が寄与した。一方、雇用、受注が悪化した。価格上昇も継続している。6月のADP雇用統計によると、民間雇用者数は3万3,000人の減少となった。減少となったのは2023年3月以来、2年3月ぶり。専門・ビジネスサービス、教育・医療サービス、金融業の各部門で減少した一方、レジャー・ホスピタリティ、製造部門、建設部門で増加した。ISM非製造業(6月)は50.8となり、前月の49.9から0.9拡大した。内訳をみると、新規受注、ビジネス活動・生産、輸入で拡大した一方、雇用、サプライヤー納入指数で悪化した。6月の全米雇用報告によると、民間ADP雇用者数は3万3,000人減となり、予想外の減少となった。減少は2023年3月以来、2年超ぶり。

6月の雇用統計では非農業部門雇用者数(NFP)が前月差+14.7万人と予想を上回った。うち、民間部門が+7.4万人、公的部門が+7.3万人と同程度の伸びとなった。もっとも1～5月の平均でみると、民間部門が11.4万人、公的部門が1.3万人と民間部門が10倍程度の伸びであった(図表2)。民間部門はサービスの伸びが大きく鈍化した。6月は民間部門の伸びが鈍化し公的部門が大きく寄与した。公的部門は2月から連邦政府の前月差減少が継続する中、6月は州政府、地方政府の伸びが大きく寄与した。6月の完全失業率は4.1%へと前月(5月)の4.2%から低下(改善)した。事前予想では4.3%へと上昇(悪化)が見込まれていただけに、予想外の改善となった。内訳をみると労働力人口は1億7,038万人(前月差-13.0万人)、失業者数は701万人(同-22.0)となり失業者数の減少が失業率低下に寄与した。

図表2: 雇用者数の推移(民間部門・公的部門)



(出所) BLSより筆者作成。

5月の財・サービス収支は、輸出が2,790.0億ドル(前月差-115.7億ドル、前月比-4.0%)と減少した。輸入は3,505.2億ドル(前月差-3.1億ドル、前月比-0.1%)と若干の減少となった。この結果、輸出の落ち込みにより財・サービス収支は-715.2億ドル(前月差-112.6億ドル)とマイナス幅が拡大した。関税前の輸入拡大で広がった3月の-1,383億ドルからは大幅にマイナス幅が小さい水準にとどまっている。

ユーロ圏: 消費者物価指数(HICP、6月)、生産者物価指数(PPI、6月)、失業率(5月)

続いてユーロ圏経済につきみていこう。6月のユーロ圏・消費者物価指数(HICP)は、総合で前年比+2.0%となり、前月の同+1.9%から伸びを強めた。サービスの伸びが主因で、サービス価格は5月の同+3.2%から6月は同+3.3%となった。また、食料・アルコール・タバコ・エネルギーを除く総合では同+2.3%となり前月と変わらずであった。

欧州中央銀行(ECB)による利下げが継続する中、物価は2%近傍で推移となりつつある。ECBは6月5日に過去7回連続となる利下げを決定し、ラガルド総裁は利下げの小休止を示唆していた。次回7月23~24日には利下げ停止となる可能性が高まっている。6月の生産者物価指数(PPI)は、前年比+0.3%、前月比-0.6%となった。それぞれ前月(5月)の前年比+0.7%より伸びが鈍化し、前月比-2.2%よりも減少幅が縮小した。3月から伸びが鈍化傾向にある。また、5月のユーロ圏の失業率は6.3%となり、前月の6.2%から0.1%ポイントの悪化となった。主要国ではイタリアが悪化した。

中国：製造業PMI(6月)、非製造業PMI(6月)、財新製造業PMI(6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6月の製造業PMIは49.7となり、前月の49.5から0.2ポイント上昇したが、好不調の境目となる50を3か月連続で下回った。政府当局による景気刺激策が強化されているなか、米中間で輸入関税引き下げが一時的に合意に至った後に悲観的な見方はやや後退したとみられ、生産(51.0)は前月の50.7から改善したほか、受注(50.2)は前月の49.8から改善し50を上回った。しかし、外需の先行きを占う輸出受注(47.7)は前月の47.5から上昇したほか、輸入(47.8)も前月の47.1から上昇したが、14か月連続で50を割り込んで推移した。在庫や雇用も50を下回り、低水準で推移を続けている。また、6月の非製造業PMIは50.5となり、前月の50.3から上昇した。このうち建設業(52.8)は前月の51.0から上昇した。中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.1)は前月の50.2から低下しつつ、9か月連続で50を上回って着地した。製造業と非製造業を合わせた6月の総合PMIは50.7と、前月の50.4から上昇した。財新が発表した6月の製造業PMIは50.4となり、前月の48.3から2.1ポイント上昇し、好不調の境目となる50を2か月ぶりに上回った。財新のPMIにおける調査対象は輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、企業の生産活動や新規受注が回復したことを反映したものと思われる。中国経済は相変わらず長引く不動産不況に伴う需要不足に直面している。昨年からの個人消費テコ入れを狙い続けている「両新」政策により特定品目の需要拡大が実現しているが、需要先食いや反動減の不安は払拭されない状況にある。加えて、足元ではトランプ米大統領による対中強硬スタンスが続いているなか、外需へのマイナスの影響も想定され、今後も楽観しがたい経済環境が続くものとみられる。引き続き製造業および非製造業ともに回復に向けたトレンドを丁寧に見極めていく必要がある。

今週(7月7日(月)~7月11日(金))のポイント

図表3に今週の重要指標、主な予定をまとめている。今週は景気動向調査、国際収支統計、企業物価指数の最新値が公表される。これらの内容はDaily Macro Economic Insightsでまとめる予定である。別途、毎月勤労統計、景気ウォッチャー調査が公表される。米国については、主要な経済指標の公表はなく、週次の新規失業保険申請件数が公表がある。欧州については、ユーロ圏小売売上高が公表される。また、中国では消費者物価指数(CPI)、生産者物価指数(PPI)が公表される。

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
7/7 (月)	・ 毎月勤労統計(5月) ・ 景気動向指数(5月)		・ ユーロ圏小売売上高(5月)
7/8 (火)	・ 国際収支統計(5月) ・ 景気ウォッチャー調査(6月)		
7/9 (水)			・ 中国・消費者物価指数(CPI、6月) ・ 中国・生産者物価指数(PPI、6月)
7/10 (木)		・ 新規失業保険申請件数(前週分)	
7/11 (金)	・ 国内企業物価(6月)		

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