

Weekly Macro Economic Insights

3月23日(月)～3月27日(金)

2026年3月24日

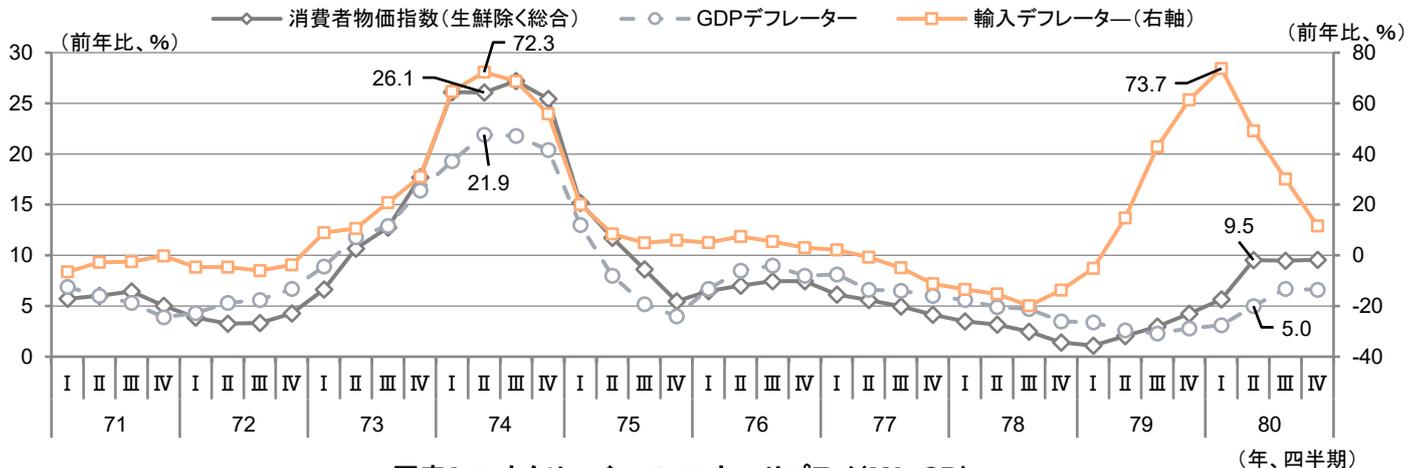
原油価格上昇と大インフレ—1970年代の二度の石油危機からの教訓

中東情勢が深刻化・長期化することでインフレが深刻化することが懸念されている。中東情勢の深刻化・長期化は、原油価格を含む輸入価格の上昇を伴うコストプッシュインフレにつながることは真かもしれないが、国内物価の上昇を伴うホームメイドインフレになるかと言えそうではないことは二度の石油危機の教訓から明らかである。図表1は1970年代の消費者物価指数、GDPデフレーター、輸入デフレターの推移を、図表2はマネタリーベースとマネーサプライ(M2+CD)の推移をまとめている。

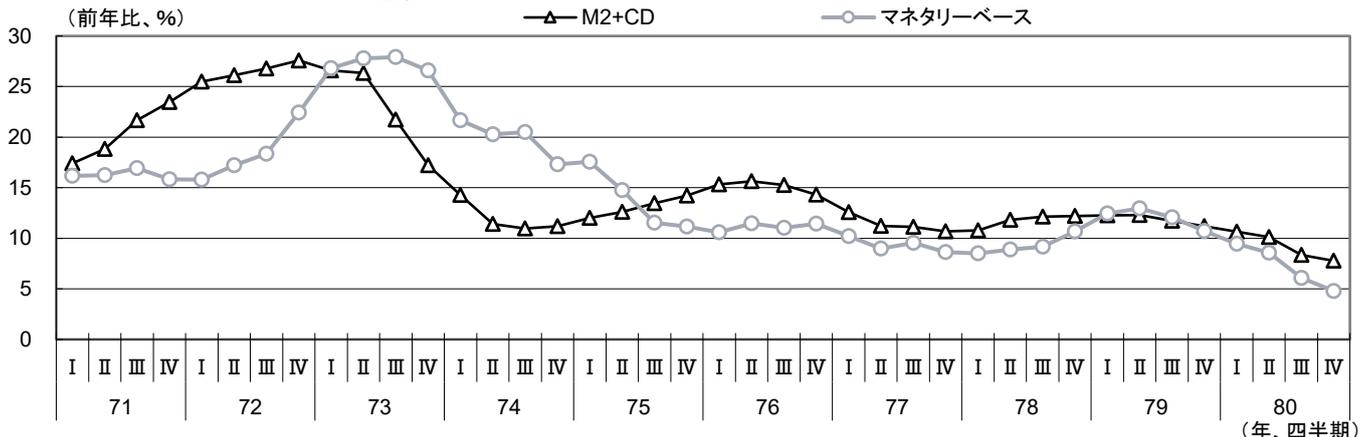
図表1のとおり、1973年10月の第四次中東戦争を契機に生じた第一次石油危機と、1979年1月のイラン革命を契機に生じた第二次石油危機で輸入物価(輸入デフレーター)は前年比70%を超えて大きく上昇した。ただし、消費者物価指数やGDPデフレーターといった物価の動きは第一次石油危機と第二次石油危機とは異なっている。つまり、第一次石油危機の際には消費者物価指数やGDPデフレーターは前年比20%を超える大幅上昇となったのに対し、第二次石油危機の際にはGDPデフレーター、消費者物価指数ともに前年比10%未満の伸びに抑制されたのである。その秘密は図表2にあり、第一次石油危機当時の日銀は金融緩和を行うことで日銀がお金の供給(マネタリーベース)を大きく増やし、その結果、日本国内の企業や家計が保有するお金の総量(マネーサプライ)が大幅に増えた。逆に第二次石油危機の日銀はマネタリーベースの伸びを抑制し、結果、マネーサプライの伸びもマイルドであった。輸入価格の上昇は、中央銀行がマネーを供給することでホームメイドインフレに転化しない限り、深刻なインフレにはつながらないのである。先週の本レポートの通り、現在の日銀は利上げを進め、結果としてマネタリーベースの前年比はマイナスとなり、マネーストックの伸びも1%台である。輸入価格上昇が即、深刻なインフレとはならない点に留意が必要だ。

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

図表1: 消費者物価、GDPデフレーター、輸入デフレーター



図表2: マネタリーベース、マネーサプライ(M2+CD)



(出所)総務省、内閣府、日本銀行より筆者作成

先週(3月16日(月)~3月20日(金))の振り返り:第三次産業活動指数(1月)、通関ベース貿易収支(2月)、機械受注(1月)、日銀政策決定会合

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。第三次産業活動指数(1月)は前月比+1.7%、前年比+1.5%となった。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」との基調判断を維持している。内訳をみると、広義対個人サービスは前月比+1.0%、広義対事業所サービスは同+2.6%であり、対事業所サービスの改善度合いが大きい。業種別にみていくと、情報通信業が前月比+4.0%、小売業が同+4.8%、金融業、保険業が同+3.9%となりこれらの改善が全体を大きく押し上げている。他方で娯楽業や自動車整備業といった生活娯楽関連サービスは同-2.0%、不動産業は同-0.7%と全体の押し下げに影響した。

通関ベース貿易収支(2月)は、輸出金額(名目、原数値)は9兆5,716億円、前年比+4.2%となり、6か月連続の増加となった。品目別では、半導体等電子部品、鉱物性燃料、建設用・鉱山用機械で増加した。商品別にみると、輸送用機器は前年比+1.5%(寄与度+0.3%ポイント)と増加した。欧州向け自動車が増加した。一般機械は同-2.3%(寄与度-0.4%ポイント)となった。電気機器は前年比+10.3%(寄与度+1.7%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9兆5,143億円となり、前年比+10.2%と2か月ぶりに増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料が減少したものの、電気機器、原料別製品、輸送用機器が増加した。貿易収支(原数値)は+573億円となり、2か月ぶりのプラスとなった。なお、季節調整済み値では輸出が10兆257億円(前月比-5.4%)、輸入が10兆3,999億円(同+3.0%)となり、貿易収支は-3,742億円となった。輸出は米国・中国向けが減少したものの、欧州・アジア向けで増加した。特に中国向けでは2025年は1月下旬からであった春節が、2026年は2月中旬にずれただことで、2月の輸出は減少したとみられる。なお中国向け輸出の2026年1、2月を均すと前年比+7.6%となる。

機械受注(1月)についてみると、受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-2.0%(前月:同+19.8%)となり、3兆9,421億円となった。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1月に前月比-5.5%(前月:+16.1%)と2か月ぶりに減少し9,824億円となった。内閣府は、1月に減少した要因として先月の大型案件の剥落を挙げている。3か月移動平均でみると-0.1%と小幅な減少にとどまっていることを踏まえ、基調判断を「持ち直しの動きがみられる」で据え置いた。1月の製造業からの受注は-12.5%(前月:同+20.6%)の4,358億円となり、2か月ぶりに減少した。「官公需」は、1月に同-13.1%(前月:同-4.7%)と2か月連続で減少し、5,753億円となった。「外需」は、1月に同+0.2%(前月:同+35.5%)とほぼ横ばいとなった。3か月連続の増加となり、1兆9,654億円となった。「代理店」は、1月に同-3.0%(前月:+1.9%)と2か月ぶりに減少し、1,371億円となった。

3月18日・19日に開催された日銀政策決定会合で日本銀行は政策金利を0.75%に維持した。中東情勢に伴う経済・物価への影響の不確実性を考慮すれば妥当な判断だろう。先週の本レポートでも述べたとおり、政府の物価高対策もあり、エネルギー価格を中心に日本の物価上昇率の伸びは低下しており、予想インフレ率、需給ギャップ、マネタリーベースやマネーストックといった物価の基調を左右する指標の変化からも一刻も早くさらなる利上げが必要という状況ではない。なお、公表文で示された物価の見通しについて高田委員は既に物価安定の目標に達する水準にあるとして、田村委員は基調的な物価上昇率が見通し期間後半ではなく2026年度入り後以降、物価安定目標と整合的な水準で推移するとして反対した。高田委員は、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、政策金利を1%へと引き上げる旨の議案を提出して反対した。4月以降の会合でも足元および将来の経済・物価動向を踏まえて政策金利を追加的に引き上げるか否かの議論は活発化することになるだろう。

米国:ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景況指数(3月)、鉱工業生産(2月)、中古住宅販売件数(2月)、卸売物価指数(2月)、FOMC

続いて米国経済についてみよう。ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)は-0.2と、2月の7.1から大幅に悪化した。先行きに関しても31.0と2月の34.7から悪化した。新規受注、輸送、未処理注文数、在庫といった項目が悪化要因として作用した。フィラデルフィア連銀製造業景況指数(3月)は現状指数が18.1となり、2月の16.3から増加した。増加は3か月連続である。新規受注はわずかに悪化した。輸送状況の改善が大きく寄与した。設備稼働率についてみると、回答企業の51.8%が改善と回答しており、稼働率80%以上と回答した割合が増加している。先行きの稼働率を下げる要因としては不確実性の高まりや労働供給の動きが大きな割合を占めた。

鉱工業生産(2月)は前月比+0.2%となり、1月の同+0.7%に続き増加した。内訳をみると、鉱業はエネルギー価格の上昇もあって同+0.8%と高い伸びを維持し、製造業も同+0.2%を増加を維持した。製造業の中では自動車・同部品、電気設備・機器・同部品、木材製品、化学といった産業が高い伸びとなっている。

中古住宅販売件数(2月)は409万戸(季調済年率換算)となり、前年比+1.7%であった。増加は2か月ぶりである。住宅ローン金利の低下と販売価格の上昇が拡大の追い風となった。中古住宅販売件数の改善には、住宅ローン金利の低下に加えて世帯所得の上昇や住宅価格上昇が緩やかになっていることにより、住宅取得能力の改善が影響しているとの指摘もある。

卸売物価指数(2月)は前月比+0.7%、前年比+3.4%と伸びが大きく加速した。食品(同+2.4%)、エネルギー(同+2.3%)の伸びが顕著である。また食料・エネルギーを除いたコア指数は前年比で同+3.7%となり、改めて米国のインフレ率の基調が強いことを印象付ける結果となった。

3月17日・18日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)で、米連邦制度理事会(FRB)は政策金利(FF金利)を3.50%~3.75%に据え置くことを決定した。ミラン理事のみ0.25%の利下げを主張して反対したが、他の参加者は賛成した。声明文をみると、「中東での動向が米国経済に与える影響は不透明」との文言が追加されている。今回の会合では参加者による先行きの経済見通しも公表された。12月時点の見通しと比較すると、経済成長率の見通し中央値は2025年12月の見通しよりも改善(2026年:+2.3%→2.4%、2027年:2.0%→2.3%、2028年:1.9%→2.1%)し、PCEデフレーターでみたインフレ率見通し中央値も上昇(2026年:+2.4%→2.7%、2027年:2.1%→2.2%、2028年:2.0%→2.0%)している。このあたりは原油価格上昇がインフレ率を押し上げる可能性を考慮したものと思われる。先行きの金利見通しについては前回とほぼ変わらず、FRBは2026年内に1度、2027年内に1度の利下げ見通しには変わりがない。先行きの原油価格の動きを見極めつつ、利下げのタイミングを検討するというところだろう。

ユーロ圏: ZEW景況感指数(3月)、消費者物価指数(2月改定値)、経常収支(1月)、ECB政策理事会

最後にユーロ圏についてみよう。ZEW景況感指数(3月)はユーロ圏で-8.5、ドイツで-0.5となり、いずれも2月の結果から47.9ポイント、58.8ポイントの悪化となった。これは中東情勢の悪化が影響していると考えられる。インフレ率の見通しはユーロ圏で+79.0、ドイツで79.2とゼロ近傍もしくはマイナスであった2月から大幅上昇して、上昇するとの回答が圧倒的となった。こうした状況を受けて金利見通しも短期・長期ともに上昇している。以上からは物価・金利上昇と景気悪化への懸念が急速に増していることが見て取れる。

消費者物価指数(2月改定値)は前年比+1.9%となり、1月の同+1.7%からやや加速した。飲食料・エネルギーを除いたコア指数は同+2.4%となり、こちらも1月の同+2.2%からやや加速している。総合で前年比+2%弱、コア指数で同+2%台半ばというのがユーロ圏の物価上昇率の現状といえよう。総合のインフレ率を主要国別にみていると、ドイツが前年比+2.0%、フランスが同+1.1%、イタリアが同+1.5%、スペインが同+2.5%である。中東情勢の悪化を受け、3月の消費者物価指数は伸びを強める公算大である。

経常収支(1月)は+379億ユーロとなり、12月の+133億ユーロからプラス幅が拡大した。拡大の理由は貿易収支のプラス幅の拡大だが、今後はエネルギー価格の上昇に伴う輸入増が経常収支のプラス幅を減少させると見込まれる。

欧州中央銀行(ECB)は3月18日・19日に開催した理事会で政策金利を2.0%に維持することを決定した。政策金利の据え置きは6会合連続である。ECBのスタッフ作成の経済・物価見通し(リンク先のTable 1)をみると、ベースラインシナリオの実質GDP成長率は2026年+0.9%、2027年+1.3%、2028年+1.4%と2025年12月時点の見通しよりも2026年、2027年を下方に修正している。物価見通しについては、2025年12月時点と比較してエネルギー価格の上昇が進むと見込まれるため、ベースラインシナリオの物価上昇率(食料・エネルギー除くコアインフレ率)は2026年+2.3%、2027年+2.2%、2028年+2.1%と2026年および2027年を中心に2%を上回ることが予想されている。試算されている中東情勢の悪化を織り込むと、2026年、2027年を中心に実質GDP成長率はさらに悪化(2026年+0.4%、2027年+0.9%)し、物価上昇率はさらに強まる(2026年+2.6%、2027年+3.9%)とのことである。これは、エネルギー価格の上昇と先行きの不確実性の上昇が家計の購買力を弱め、家計や企業のマインドを悪化させるためである。ラガルド総裁は今後の政策運営について特段の見通しを示さなかったが、物価上昇率の安定化と経済成長率の維持をどう両立させるかは、各国の財政政策の動きと合わせ難しい課題となろう。

今週(3月23日(月)~3月27日(金))のポイント

図表3は今週の指標・主な予定をまとめている。日本では2月の消費者物価指数の結果が注目だ。もともと1月に続き、エネルギー価格の伸びはマイルドな形で抑制されると予想される。米国は、製造業およびサービス業PMI、さらにリッチモンド連銀製造業指数から3月の景気動向をどうみるかが注目点。ユーロ圏も製造業・サービス業PMIが注目だろう。

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
3/23 (月)			
3/24 (火)	・ 消費者物価指数(全国、2月)	・ リッチモンド連銀製造業指数(3月) ・ 製造業PMI(3月速報値) ・ サービス業PMI(3月速報値)	・ ユーロ圏製造業PMI(3月速報値) ・ ユーロ圏サービス業PMI(3月速報値)
3/25 (水)		・ 経常収支(2025年10-12月期)	
3/26 (木)		・ 新規失業保険申請件数(前週分)	
3/27 (金)		・ ミシガン大学消費者信頼感指数(3月確報)	

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

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