

Weekly Macro Economic Insights

2022年12月5日(月)～12月9日(金):「凍結経済」を溶かす
円安・インフレ、7-9月期GDP(2次速報)予測

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



「凍結経済」を溶かす円安・インフレ

師走に入り、本年を振り返ると、日本経済のサプライズは、円安とインフレの進展であろう。ドル円レートは、年初の115円程度からFRBが利上げを実施した3月頃より円安が進み、10月には150円まで35円・30%ほど減価した。その後は米国のインフレ率の伸びの鈍化や、為替介入の実施等を受けて138円ほどまで戻ったものの、依然として年初からは20円以上の円安の水準にある。また、全国の消費者物価指数(総合、前年同月比)も、1月の0.5%から10月には3.7%まで上昇した。一部ではインフレ手当を支給する企業もあるものの、全体としては賃金上昇が追いついていないことが懸念されている。国内では「悪い円安」という言葉が流行語に選ばれたように、負の側面が強調されることが多い。

しかし、より長い目で日本経済を振り返ると、違った側面が見えてくる。日米の企業物価水準からドル円レートをみると、1980年代後半からほぼ一貫してドル安・円高傾向にあり、ある経済学者は円高シンドロームと名付けた。均衡水準以上の円高にあったことで企業の収益環境は悪化し、1990年代半ば以降の国内労働市場は長年需要よりも供給の方が多く、賃金が増えにくい状況にあったとみている(注)。この間に企業が、賃金も物価も動かさない、いわば「凍結経済」が完成してしまった。2013年以降の大規模な金融緩和の効果を経て、今回の円安・インフレ局面では、一部企業は値上げで対応しており、物価上昇に見合う賃金上昇をすべき、との意見もみられる。今回の円安・インフレをきっかけとして、動かなくなった経済が解凍して安定的に推移するようになれば、後年、2022年の円安・インフレは、「Bravo!」という評価となろう。

(注) 詳細は、[Daily Macro Economic Insights 一般職業紹介・労働力調査\(2022年10月\):改善傾向が継続、過熱の続く労働市場](#)を参照。日本の労働市場が均衡する均衡失業率を計算し、1990年代後半から2013年頃まで、日本の労働市場は余剰があったことを示している。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤)

先週(11月28日(月)～12月2日(金))の振り返り

今週は、まず海外の動向を振り返った後、日本の動向を振り返っておきたい。米国では、12月1日に公表された10月の個人消費支出(PCE: Personal Consumption Expenditure)は、前月比+0.8%と、9月の+0.6%から加速した。フローの貯蓄率は低下しており、貯蓄の取り崩しで消費が堅調さを保っているとみられる。また、PCEの価格指数はエネルギー・食料価格の下落が下押し、前年同月比+6.0%と、前月(9月)の+6.3%から減速した。また、12月2日に雇用統計が公表され、非農業部門の雇用者数(対前月比)は26.3万人増となった。過去3か月平均では27.2万人増、同6か月平均では32.3万人増となった。完全失業率は+3.7%と前月と同じとなった。平均時給が前月比+0.6%と前月(10月)の+0.5%から加速した。一方、前年比では+5.1%となり、2020年からの5%前後の上昇率は維持されている。また、近年の米国労働市場では、求人数が多いことが注目されている。パスカル・ミカイラ米ブラウン大准教授は、求人数は10月の数字までしかわかっていないが、調査日が10月の最終日であるため、10月の数字を11月の求人数としている。労働力人口に対する求人比率は6.3%となっており、失業率3.7%の1.70倍となった。また、労働市場の需給が一致している失業率(均衡失業率)は4.8%であり、現在の失業率は3.7%と1.1%ポイント下回っている。前月は-1.2%ポイントであり、労働市場の逼迫度は若干緩和している。以上を踏まえると、米国の労働市場は3～4月頃から過熱度が収まりつつあるものの、依然として堅調であるといえよう。

11月29日に公表された11月のユーロ圏の消費者物価指数は、前年比+10.0%と、前月の同+10.6%から上昇幅が縮小した。主因は、同指数の約1割のウェイトを占めるエネルギーが10月の同+41.5%から11月には+34.9%に減速したことで、CPI全体を0.7%ポイント押し下げた。一方、食料・アルコール・タバコは、10月の同+13.1%から11月は同+13.6%へとプラス幅を拡大しており、エネルギー・加工食品を除いたコア指数では、前年比+6.6%と前月の同+6.4%からプラス幅が拡大している。こうした動きを踏まえて、米国や欧州での利上げ幅の縮小期待が生じているが、米国では依然として労働市場・消費は堅調に推移しているため、物価目標までの低下にどこまでの利上げが必要かは依然として慎重に見極める必要がある。

最後に中国では、11月の製造業PMIが公表され、国家统计局公表の数値では48.0と前月の49.2から悪化した。2か月連続で景気の水増しとなる50を下回り、水準としても4月の47.4以来の低水準となった。また、財新公表の製造業PMIでは49.4と前月の49.2からわずかに改善したものの、こちらは8月から4か月連続で50を下回っている。中国経済は11月に入っても停滞色を強めているようだ。

次に日本では10月の[商業動態統計](#)・[鉱工業生産](#)・[有効求人倍率](#)・[完全失業率](#)が公表された。これらは、Daily Macro Economic Insightsを参照されたい。また、7-9月期の法人企業統計が公表された。

7-9月期の法人企業統計：インフレで実質の売上は横ばい

12月1日に財務省より7-9月期の法人企業統計が公表され、全産業（金融業・保険業を除く、当社による季節調整済・前期比）の売上高は+1.1%と若干のプラスとなったが、売上原価は同+2.0%となり、コスト増が圧迫する形で営業利益は-1.7%の減益となった。また、経常利益も-3.1%となり、マイナス圏に沈んでいる。別途、7-9月期の消費者物価指数（季節調整済・前期比）は、総合+0.8%、生鮮食品除く総合+1.1%となっており、これらで売上高を割り引いた実質・売上高はほぼ横ばいであったことが窺える。

法人企業統計に戻り、全産業（金融業・保険業を除く、財務省による季節調整済・前期比）の設備投資は、+2.4%とプラスを維持した。製造業が-2.3%と減少し、前期（4-6月期）の+6.6%からブレーキがかかり、やや減速が意識される結果となった。非製造業は+5.1%と2四半期連続プラスとなった。

7-9月期の実質GDP（2次速報）予測：設備投資の下方修正により、GDPも下方修正へ

今週12月8日に、内閣府よりGDPの2次速報が公表される。当社は、設備投資が1次速報段階の+1.5%から+0.3%へと下方修正となり、GDPも同じく-0.3%から-0.5%へと下方修正を見込む。全体の構図としては、海外からの広告収入の増加によって増加した輸入の影響が依然として大きく、民需による緩やかな回復という構図はかろうじて保たれているとみている。GDP全体の-0.5%の内訳（寄与度）は、外需が-0.7%ポイント、民需・公需がそれぞれ+0.1%ポイントずつを見込む。外需は前述の輸入の押し下げが-1.1%ポイントであり、輸出は+0.4%ポイントの押し上げを見込む。民需は、消費・設備投資が若干のプラスであり、公需は公的資本形成による押し上げを見込んでいる。

また、年度の見通しでは2022年度を前回（2022年11月）予測の1.8%から1.5%へと下方修正した。2023年度に向けては、COVID-19の落ち着いた国内需要の回復、国境再開によるインバウンド需要の回復が期待される。その一方、早ければ2022年内にも欧州、来年前半には米国が景気後退期に入るとみていることから、2023年度の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

図表1 日本経済の見通し（2021年1-3月期～2022年7-9月期、7-9月期は当社2次速報予測）

		(実績値)							(予測値)
		2021年				2022年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	
1	実質・国内総生産(支出側)	-0.3	0.5	-0.6	1.0	0.1	1.1	-0.5	
2	内需(寄与度)	-0.4	0.6	-0.7	1.0	0.5	1.0	0.2	
3	民需(寄与度)	-0.3	0.6	-0.8	1.3	0.6	0.7	0.1	
4	民間最終消費支出	-0.6	0.5	-1.0	2.5	0.3	1.2	0.3	
5	民間住宅	0.7	1.6	-1.8	-1.4	-1.3	-1.9	-0.4	
6	民間企業設備	0.9	1.1	-2.3	0.3	-0.1	2.4	0.3	
7	民間在庫変動(寄与度)	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.5	-0.2	-0.1	
8	公需(寄与度)	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.1	
9	政府最終消費支出	-0.8	0.9	1.2	-0.3	0.4	0.8	0.0	
10	公的固定資本形成	-0.1	-2.4	-3.6	-3.7	-3.0	1.0	1.2	
11	外需(寄与度)	0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.5	0.2	-0.7	
12	輸出	3.4	-0.6	0.6	1.1	1.8	1.9	1.9	
13	輸入	4.2	-1.3	0.7	3.6	0.8	5.2	5.2	
14	GDPデフレーター(前年同期比)	-0.1	-1.1	-1.1	-1.2	-0.5	-0.4	-0.5	
15	名目GDP	-0.6	-0.2	-0.7	0.6	0.4	0.8	-1.1	

(出所)内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

図表2 日本経済の見通し（2022・2023年度）

	実質GDP			コアCPI			米国	ユーロ圏	中国	
	日銀	ESP	PwC	日銀	ESP	PwC				
2022年度	2.0	1.9	1.5	2.9	2.7	2.5	2022暦年	1.5	2.5	3.0
2023年度	1.9	1.2	0.6	1.6	1.5	1.4	2023暦年	-1.0	-1.0	4.5

(注)ESPは、日本経済研究センター集計の民間エコノミストの予測値。

(出所)日本銀行、日本経済研究センターより、筆者作成。

今週(12月5日(月)~12月9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。日本では前述の通り、7-9月期のGDP2次速報が公表される。それ以外では、10月の家計調査・毎月勤労統計が公表され、最近のインフレを受けた家計の所得・消費動向が注目される。また、10月の景気動向指数・国際収支、11月の景気ウォッチャー調査・マネーストックも公表される。最近の内需・インバウンドの回復度合いが注目される。国際収支統計は、7-9月期のGDPで特殊要因とされた広告などのサービス輸入増加が、10月になってどうなっているかが注目される。

米国については10月の耐久財受注が公表され、設備投資に利上げの影響がどの程度顕在化しているかが注目される。堅調であった非製造業について、PMI・ISMIによる業況感が確認される。また、12月のミシガン大学消費者信頼感指数が公表され、最近のインフレ予想がどうなっているかが注目される。ユーロ圏では、7-9月期GDP・小売売上高・非製造業PMIにより、景況感への影響が確認される。中国経済では、11月の貿易収支、物価指数が公表される。貿易統計では内外需要の動向、物価指数ではインフレの鈍化傾向に変化がみられるかに注目が集まる。

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
12/5 (月)		<ul style="list-style-type: none"> 非製造業PMI(11月確報) 耐久財受注(10月) ISM非製造業(11月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏非製造業PMI(11月確報) ユーロ圏小売売上高(10月)
12/6 (火)	<ul style="list-style-type: none"> 家計調査(10月) 毎月勤労統計(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 貿易収支(10月) 	<ul style="list-style-type: none"> 豪中銀 金融政策決定会合
12/7 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 景気動向指数(10月) 		<ul style="list-style-type: none"> 中国貿易収支(11月) ユーロ圏 GDP(7-9月期、確報) インド中銀 金融政策決定会合
12/8 (木)	<ul style="list-style-type: none"> GDP(7-9月期、2次速報) 国際収支(10月) 景気ウォッチャー調査(11月) 		
12/9 (金)	<ul style="list-style-type: none"> マネーストック(11月) 	<ul style="list-style-type: none"> 生産者物価指数(11月) ミシガン大学消費者信頼感指数(12月) 	<ul style="list-style-type: none"> 中国消費者物価指数(CPI、11月) 中国生産者物価指数(PPI、11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

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

©2022 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.