

# Weekly Macro Economic Insights

2024年5月6日(月)～5月10日(金):  
円安を止めるための特効薬とは

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



## 円安を止めるための特効薬とは

円安が進行している。4月に入った段階では1ドル=151円台だったドル円レートは、米長期金利の上昇と軌を一にしつつじわじわと円安が進んでいき、4月26日の日銀の金融決定会合前後に円安の勢いが一段と加速して一時1ドル=160円を突破した。その後、ドル円レートは大幅な調整を伴いつつ、GW明けの5月7日時点では1ドル=154円程度で推移している。

米国の経済指標が予想以上に堅調であったことが米FRBの利下げへの転換を遅らせるとの観測につながり、それが米長期金利の上昇を通じ、グローバルなドル高要因となって円安を加速させた側面は当然ある。だが4月26日からの円安のさらなる加速は、植田総裁の市場との対話の失敗が生み出した結果であろう。つまり、4月18日のG20会議後の記者会見で、円安が急速に進む場合には金融政策で対応する可能性もありうることを植田総裁は示唆したが、これは4月金融政策決定会合で利上げを行うのではないかという憶測を生み出した。4月金融政策決定会合で日銀は政策金利を据え置いて現状維持としたのだが、その後の記者会見で、植田総裁は、円安によって一時的に物価上昇率が高まるだけであれば金融政策で対応することはないと説明した。政策金利を据え置いたとの判断も相まって、こうした説明が円安容認と受け止められて、さらに円安が加速したというわけである。

円安はどうしたら止まるのだろうか。為替介入の効果は永続的ではない。結局、日本と米国の金利および金融政策のスタンスの違いが鍵を握ることになる。米国の経済動向をみると、本レポートの次頁でも述べている通り、FRBは物価を沈静化させようとするも、まだ2%への物価安定の道のりは遠く、利下げモードへの転換はしばらくかかりそうである。他方、日本の場合は、物価は2%を超えているものの、所得および支出の拡大を伴った形で安定的・持続的に2%を維持できる状況にはない。内閣府が公表するGDPギャップはマイナス(供給超過)が続いているし、日銀が公表している**物価の基調を捕捉するための指標**は軒並み勢いが弱まっている。金利差を是正しようと日銀が早期に金融引き締めを強行すれば、2%の物価安定目標の達成が逆に危うくなるのである。それこそ本末転倒であろう。

円安とは海外発のインフレの影響を日本が輸入物価の上昇という形で受けていることを意味する。円安を止めるには、逆説的かもしれないが、輸入物価の上昇を国内物価に転嫁させ、それを持続させるようにすることが肝要である。つまりコスト上昇分を売値に転嫁するとともに、賃金を上げ、家計の負担を下げることで国民の購買力を上げ、総需要を高めて一刻も早く2%の物価安定目標の完全達成を成し遂げることが必要である。そうすれば、日銀は経済動向に応じて政策金利を引き上げることが可能となり、円安は沈静化に向かうだろう。円安の急激な進展を通貨危機、もしくは日本の国力の低下と嘆く向きもあるが、そうした主張は何の役にも立たない。円安を活かして経済をどう浮揚させるかが問われているのである。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

## 先々週・先週(4月22日(月)～5月3日(金))の振り返り：東京都区部CPI(4月中旬)、鉱工業生産(3月速報)、商業動態統計(3月速報)、完全失業率(4月)、有効求人倍率(4月)

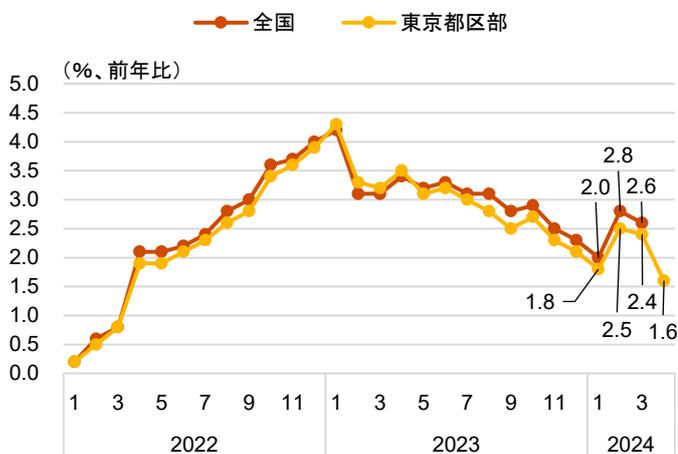
先週はGWのためレポート作成はお休みさせていただいた。そのため、先々週・先週の動向について振り返っておこう。まず東京都区部CPI(4月中旬)についてみると、総合は前年比+1.8%、生鮮除く総合は同+1.6%、食料及びエネルギーを除く総合は同+1.4%といずれも3月から伸びを減じて1%台となった。伸びの低下に影響したのは高等学校授業料の低下や生鮮食品除く食料の低下である。次頁の**図表1**の通り、4月全国CPI(生鮮除く総合)は前年比で2%を下回る可能性がある。5月以降は、電気・都市ガス代の補助金の終了や再エネ賦課金の影響もあり、再び物価の伸びは強まるだろう。

鉱工業生産(3月速報)は前月比+3.8%と3か月ぶりに増加した。出荷は同+4.3%と3か月ぶりの上昇、在庫指数も同+1.1%と2か月連続の上昇となった。生産の動きを業種別にみると、不正問題発覚に伴う生産停止の影響により1月(前月比-15.9%)、2月(同-8.1%)と落ち込んだ自動車と同+9.6%と回復に転じたことや、フラットパネル・ディスプレイ製造装置、半導体製造装置を含む生産用機械、電子部品・デバイスが大きく増加した。2024年1-3月期の生産は2023年10-12月期の前月比+1.1%から、同-5.4%と2四半期ぶりの減産となった。以上から2024年1-3月期のGDP成長率は前期比マイナスとなる公算が高い。

商業動態統計(3月速報)についてみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は53兆5,770億円、前年比-1.7%となった。卸売業は38兆8,860億円、同-2.7%、小売業は14兆6,910億円、同+1.2%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-0.9%、小売業が-1.2%である。卸売業は家具・建具・じゅう器卸売業、建築材料卸売業が大きく増加した。一方で産業機械器具卸売業、自動車卸売業が大きく減少している。また小売業について業種別にみると、燃料小売業が大きく増加した。経済産業省は小売業販売額の基調判断を「一進一退の状況にある」と据え置いた。

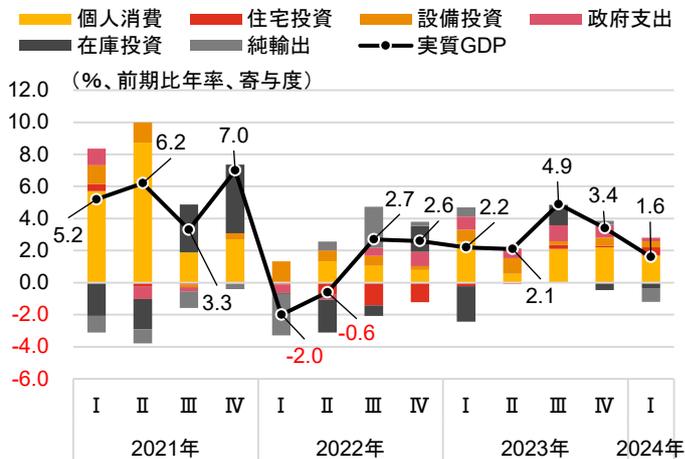
完全失業率(3月、季節調整値)は2.6%となり、2月から横ばいであった。就業者数は6,726万人であり、前年から27万人の増加、20か月連続の前年比増である。なお季節調整値でみた就業者数は前月比23万人の低下である。完全失業者数は185万人となり、前年と比べて8万人の減少となった。なお、季節調整値で前月と比較すると、完全失業者数は前月と同数となり、非自発的な離職が2万人の増加と、2月の8万人増に続き増加を続けている。前月比でみた労働市場は、就業者数の減少、完全失業者数は横ばい(ただし非自発的な失業者数は増加が続く)、非労働力人口は31万人の増加と内容はよくない。有効求人倍率(3月)は1.28倍と2月の1.26倍から改善したが、やや割り引いて考えておく必要があるだろう。

図表1: 生鮮食品除く総合指数の比較(全国、東京都区部)



(出所)総務省より筆者作成。

図表2: 実質GDP成長率と寄与度の推移



(出所)米BEAより筆者作成。

米国: GDP(2024年1-3月期)、ISM製造業・非製造業景気指数(4月)、雇用統計(4月)、FOMC

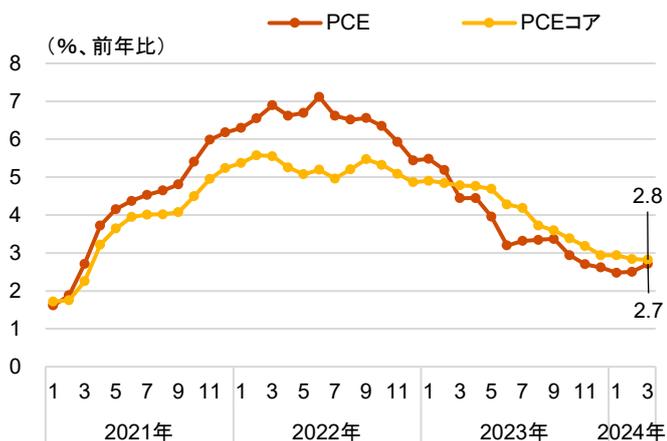
続いて米国についてみよう。GDP(2024年1-3月期)は実質GDP成長率が前期比年率1.6%と2023年10-12月期からやや減速した。図表2は実質GDP成長率と寄与度の推移を見ているが、2022年7-9月期以降GDPは前期比プラス成長を維持しているものの、2023年1-3月期の成長率が最も低くなっている。だが中身を見ると、個人消費を中心とした内需は底堅く、マイナス寄与となっているのは輸入の増加に伴う外需の低下と需要超過を反映した在庫の寄与の減少であって、米国は堅調な成長を続けていると言えるだろう。

こうした動きを反映してか、PCEデフレーター(3月)の値は物価の減速が止まったことを示唆する内容となった。図表3はPCEデフレーターおよび食料とエネルギーを除くPCEコアデフレーター(3月)の推移をみたものだが、PCEコアは前年比+2.8%と2月と同じ伸びとなり、PCE全体は同+2.7%と2か月連続で伸びを強めている。こうした堅調な物価上昇率の背景には、図表4にある通り、サービス価格の前年比が同+4.0%と下げ止まっていること、さらに耐久財や非耐久財の価格も下げ止まっていることが背景にある。

雇用統計(4月)の結果をみると、非農業雇用者数は前月比+17.5万人と事前予想の同+24万人を下回った。増加ペースは1-3月と比べて落ちてきている。また失業率は3.9%、時間当たり賃金は前月比+0.2%と、いずれも事前予想を下回った。ISM製造業・非製造業景気指数(4月)から足元の景気動向を確認すると、製造業は49.2、非製造業は49.4とともに50を下回って悪化に転じた。以上の通り、4月の景気は、1-3月と比べて減速している模様である。

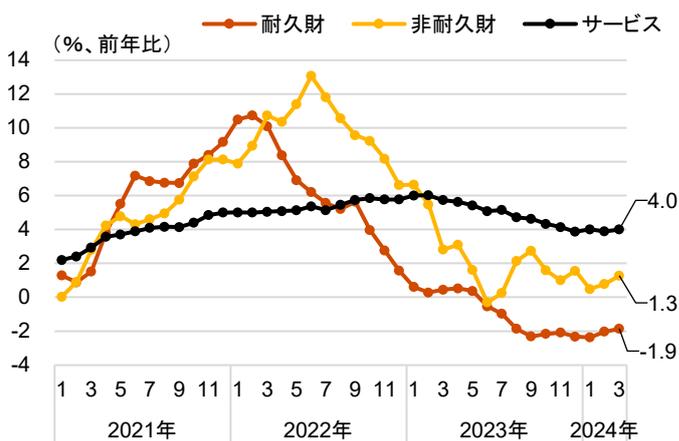
FOMCは市場予想通り、政策金利を6回連続となる5.25%から5.5%のレンジで据え置いた。声明文では2%の物価目標に向けた進展がみられないとの表現が追加され、利下げ時期の後ズレが意識されている。FEDは経済・物価情勢をみながら柔軟な対応を続けるだろう。

図表3: PCEデフレーター前年比の推移



(出所)米BEAより筆者作成。

図表4: 財・サービス別価格上昇率の推移



(出所)米BEAより筆者作成。

## ユーロ圏: GDP(2024年1-3月期)、CPI(4月)、失業率(3月)、PMI(4月)

続いてユーロ圏についてみよう。2024年1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.3%(年率+1.3%)、前年比+0.4%となり、いずれも2023年10-12月期から改善した。主要国の動きをみると、前期比はドイツ+0.2%、フランス+0.2%、イタリア+0.3%、スペイン+0.7%となり、2023年10-12月期にマイナス成長であったドイツを含め、プラス成長に復帰している。

CPI(4月)は、総合で前年比+2.4%、食料・エネルギーを除く総合は同+2.7%となった。じわじわと減速しているものの、物価上昇率が2%程度に落ち着くにはまだしばらくかかるだろう。失業率(3月)は前月と同じく6.5%であった。PMI(4月)は総合で51.7と、3月の50.3から上昇し、2023年5月以来の高水準となった。サービス部門PMIが53.3と上昇し、全体をけん引した。

## 中国: PMI(4月)

最後に中国経済である。4月の財新PMIは製造業が51.4と3月の51.1から上昇して、2023年2月以来の高水準となった。4月は生産と新規受注の拡大が加速する一方、原材料価格の上昇もあって投入コストは6か月ぶりの高水準となった。製造業の収益性は低下している。サービス部門PMIは52.5となり、3月の52.7からわずかに低下した。製造業と同様、新規受注の伸びは大きいものの、コスト上昇圧力が先行きの制約となっている模様である。製造業とサービス業を合わせた総合PMIは52.8となり、2023年5月以来の高水準となった。

## 今週(5月6日(月)~5月10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9日に景気動向指数(3月速報)、毎月勤労統計(3月速報)が公表される。景気動向指数は一致指数が2か月連続の下降となり、基調判断は2か月連続の下方修正となった。3月鉱工業生産は前月比増加となったため、景気動向指数も3か月連続の下降は回避できたとみられる。毎月勤労統計は所定内給与の動向が、10日の国際収支統計では経常収支のプラス基調が続くかどうかのポイントだろう。

米国では新規失業保険申請件数、ミシガン大学消費者信頼感指数の最新値が公表される。特に4月の消費者マインドの動きを見る上でミシガン大学消費者信頼感指数の結果に注目だ。

欧州では小売売上高の結果が公表される。また中国の統計では消費者物価指数、生産者物価指数の最新値が公表される。中国の物価統計の弱さに変化がみられるのかどうか注目点だろう。

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
5/6 (月)			
5/7 (火)			・ ユーロ圏小売売上高(3月)
5/8 (水)			
5/9 (木)	・ 景気動向指数(3月速報) ・ 毎月勤労統計(3月速報)	・ 新規失業保険申請件数(4月)	・ 中国貿易収支(4月)
5/10 (金)	・ 国際収支統計(3月)	・ ミシガン大学消費者信頼感指数 (4月、速報)	・ 中国消費者物価指数(4月、11日) ・ 中国生産者物価指数(4月、11日)

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.