

Weekly Macro Economic Insights

2024年6月3日(月)～6月7日(金):

日米物価から読み解く日本経済:現状は長期的な改善フェーズ



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

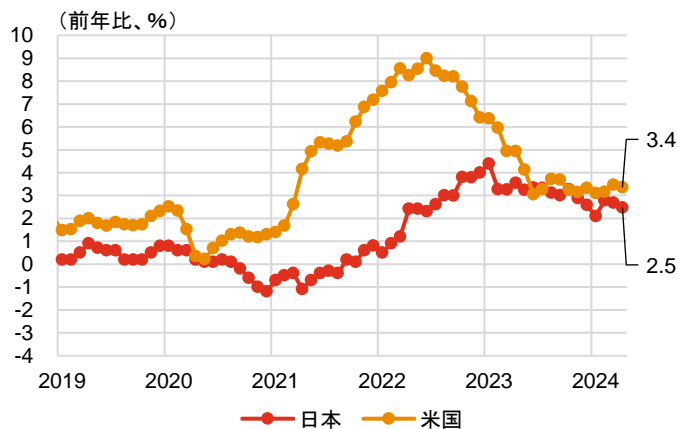
日米物価から読み解く日本経済:現状は長期的な改善フェーズ

日本経済を巡り、明るい動きと暗い動きが併存している。明るい動きとしては、企業収益が好調で株価も一時よりは下落したものの、高値を維持し、春闘は30年ぶりの5%の高さとなったことが挙げられよう。一方、暗い動きとしては、賃金を上回る物価上昇により、実質所得の減少が継続している。その影響もあり、COVID-19後のリバウンド消費は不発に終わり、実質消費は4四半期連続で減少を続けている。また、**過去最長となった円安**は、輸出企業を中心に企業収益を押し上げ、インバウンド需要の拡大に寄与しているものの、輸入・内需型の企業にとってはコスト高による企業収益の圧迫要因となっている。更に、生活に欠かせない食料・エネルギー価格の上昇が家計を圧迫しているうえ、政府によるエネルギー価格の支援策が打ち切りとなることも実質所得の低下要因となる。先行きは春闘・賃上げにより2024年度には実質所得がプラスに転換して消費や設備投資といった支出が増加することが期待されているが、食料・エネルギー価格の高止まり、円安による物価高の高止まりの懸念もあり、予断を許さない状況にある。

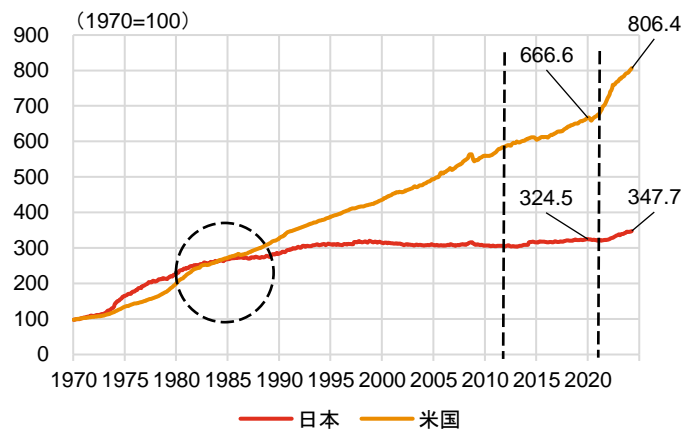
このような状況をどのように捉えればよいであろうか。日米の物価動向から今後の日本経済の見通しを考えてみたい。まずCOVID - 19前からの日米の物価の伸び率をみたのが、**図表1**である。足元では日米ともに2～3%前後で推移しているが、その内容は大きく異なっている。まず、米国の物価はCOVID-19後の金融緩和等によって、一時9%となった。その後、金融政策が引き締めへ転じたこと等から、物価は4%台を割り込んだものの、3%台は割り込んでいない。2024年に入ってから、軟調な経済・雇用・物価の指標がみられるものの、堅調さは維持されている。米国は景気が堅調で、2%の物価目標まで低下しないことが懸念されている。一方で、日本の物価上昇率は、COVID - 19前の0～1%程度の伸びから一時マイナス圏に落ち込んだ。2021年後半から伸びが加速して昨年は3%台前半、2024年に入り2%台後半で推移している。もっとも上記の通り、足元は消費をはじめとする内需が軟調であり、需要面からの物価の押し上げ圧力は弱い状況といえる。

次に前年からの伸びでなく、1970年を基準とした日米の物価水準をみたのが**図表2**である。まず日本の成長率が高かった1970年代半ばから1980年代前半にかけては日本の物価水準の上昇ペースが速かったことがわかる。1980年代半ばで260前後で同程度となった後、米国はCOVID - 19まではほぼ一定の伸びを続けた。COVID - 19を経て上振れた後に最近はやや伸びが鈍化したものの、COVID - 19前よりは高いペースでの伸びとなっている。一方、日本は1980年代半ばのプラザ合意以降伸びが大幅に鈍化した。特に1990年代半ばからCOVID - 19前まで30年以上の長期間にわたり、ほぼ横ばいとなった。この横ばいの動きからすると、足元の物価上昇率は急激に受け取る向きもあろうが、水準で見ると米国よりも緩やかな伸びにとどまっている。現状、物価上昇が名目賃金の上昇を上回って実質所得が減少している点に焦点が当たりがちであるものの、1990年代後半からCOVID - 19前まで30年ほど続いた横ばいの期間から、ようやく物価が上昇する経済に変化しつつある過渡期にあるといえよう。ドル円レートについても、長期的には日米の物価上昇率で決定されるとの購買力平価の考えに照らせば、日米の物価上昇率がともに2%で安定することが、すなわちそれを反映するドル円レートの安定につながる。米国の物価の伸びは長らく2%程度で一定であったが、日本銀行が2%の物価目標を掲げたのは2013年であり、そこからまだ10年程度である。30年程度の長期横ばい状態からの変化という意味では大きな変化だが、企業や家計も徐々に慣れていこう。

図表1: 日米の物価上昇率



図表2: 日米の物価水準の推移



(出所)総務省「全国消費者物価指数」、FREDより筆者作成。

現状の日本経済は長年のデフレの桎梏から脱却しつつあり、物価・賃金が動かない「凍結経済」からの解凍フェーズにある。日米の物価が毎年当然のように同程度で伸びていく経済となれば、賃金や消費の伸び、為替相場も安定していこう。足元の実質所得減少や円安を過度に悲観せず、こうした長期的な視点から現在起きていることを冷静に捉えることが肝要である。安定的な経済成長の実現のためには、企業や家計が長期的な成長に向けた前向きな投資を実施できるかがカギとなる。政府は特に実質所得減少や円安でダメージを受ける中小企業や家計を支える必要がある。

(PwC Intelligenceシニアエコノミスト 伊藤 篤)

先週(5月27日(月)~5月31日(金))の振り返り : 有効求人倍率・完全失業率(4月)、鉱工業生産(4月)、商業動態統計(全国、4月)、東京都区部消費者物価指数(5月)、消費者態度指数(5月)

先週の動向を振り返っておこう。有効求人倍率・完全失業率(4月)、鉱工業生産(4月)、商業動態統計(全国、4月)については[Daily Macro Economic Insights](#)でまとめている。

概要を述べると、4月の有効求人倍率(季節調整値)は1.26倍となり、前月の1.28倍から低下した。低下は2か月ぶりとなる。前年からは0.06ポイントの悪化となった。内容をみていくと、有効求人数は240.9万人となり、前年比-3.9%となった。有効求職者数は190.7万人となり、前年比では+0.7%となった。新規求人(原数値)は前年比-2.3%となり、8か月連続で減少した。主要産業別にみると、増加したのは生活関連サービス業・娯楽業、医療・福祉、情報通信業であった。また、製造業、教育・学習支援業、宿泊業・飲食サービス業で減少した。4月の労働力人口は6,934万人(前年比+11.0万人)、就業者数は6,751万人(同+8.0万人)となった。完全失業者数は183万人(同+3.0万人)となった。産業別の就業者数(原数値)をみると、宿泊業・飲食サービス業、情報通信業、教育・学習支援業で増加した一方、製造業、生活関連サービス業・娯楽業、金融業・保険業で減少した。

4月の鉱工業生産(速報値)は前月比-0.1%とわずかに低下した。製造工業生産予測調査の同+4.1%と補正值の同一1.0%の中間程度の動きで着地したこととなり、前年比では-1.1%と6か月連続の低下である。経済産業省は「生産は一進一退ながら弱含んでいる」と基調判断を維持したが、5月以降も上下を繰り返す展開となろう。業種別生産は15業種のうち7業種で低下、8業種で上昇という結果になった。低下業種で大きなインパクトをもたらしたのは航空機の部品などの輸送機械工業(除く自動車)、汎用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業である。上昇業種は半導体製造装置などの生産用機械工業、金属製品工業、無機・有機化学工業であった。出荷は前月比+0.2%、前年比-0.9%とほぼ横ばいの動きとなり、在庫は前月比-0.5%、前年比-2.7%と低下した。稼働率は前月比は上昇、前年比は低下となった。

4月の商業動態統計(速報値)では、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は50兆6,150億円、前年比+4.6%となった。卸売業は37兆860億円、同+5.4%、小売業は13兆5,290億円、同+2.4%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+2.1%、小売業が+1.2%である。卸売業は繊維品卸売業、鉱物・金属卸売業が大きく増加した。一方で産業機械卸売業、自動車卸売業が減少している。また小売業について業種別にみると、機械器具小売業、無店舗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。

5月の東京都区部消費者物価指数は、総合は前年比+2.2%となった。4月の+1.8%から0.4%ポイント伸びが加速した。押し上げの主因は電気料金の値上げの影響である。5月の電気料金は前年比+13.1%となり、総合+2.2%のうち寄与度+0.34%ポイント押し上げた。電気料金の値上げは、再生可能エネルギー発電促進賦課金(いわゆる、再エネ賦課金)の値上げによるものである。また、生鮮食品及びエネルギーを除く総合は同+1.7%(前月同+1.8%)とほぼ同程度で推移している。

5月の消費者態度指数は前月差2.1ポイント低下して36.2となった。悪化は2か月連続となった。消費者態度指数を構成する意識指標(暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財買い時判断)および資産価値はすべて悪化した。以上の結果を受けて内閣府は基調判断を「改善に足踏みがみられる」として下方修正している。物価の見通しについては「上昇する」と見込む割合が9割を超えている。

米国： 個人支出・PCEデフレーター(4月)、実質GDP(2024年1-3月期、改定値)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(5月)、リッチモンド連銀製造業指数(5月)、シカゴ購買部協会景気指数(5月)

続いて米国についてみよう。4月の米PCE価格指数は前年比+2.7%で2か月連続同じ伸びとなった。食料・エネルギーを除くベースでは同+2.8%で3か月連続で同じ伸びとなった。PCE(個人消費支出)は、前月比+0.2%となり、前月の同+0.7%から鈍化した。

1-3月期の実質GDP(改定値)は、前期比年率+1.3%となり、速報値の同+1.6%から下方修正された。主因は個人消費の引き下げである。個人消費は、速報値の同+2.5%から+2.0%へと下方修正された。もともと、在庫投資は寄与度-0.45%ポイント押し下げている。これは最終需要の強さから在庫が減少していることが反映されている。また、設備投資、住宅投資も上方修正されている。米国経済は減速はしているものの、堅調さは維持されている。

5月の米コンファレンスボードの消費者信頼感指数は102.0となった。前月(4月)は、97.5と前の97.0から上方修正された。年初からはやや勢いが鈍化しつつある。

リッチモンド連銀製造業指数は、5月は0となった。4月の-7から改善した。出荷が大幅に改善し、新規受注が改善した。しかし、雇用は悪化した。全体としては年初から改善傾向が継続している。一方、5月のシカゴ購買部協会景気指数は35.4となり、4月の37.9から低下した。2020年5月以来の低水準となった。

ユーロ圏：失業率(3月)、ユーロ圏消費者物価指数(5月)

続いてユーロ圏についてみよう。4月の失業率は、6.4%となった。前月の6.5%から0.1%ポイント低下した。失業者数の変化をみると、イタリアとフランスで大幅に減少した。スペイン、ドイツでも減少した一方、ベルギー、オランダ等で増加した。

ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は、4月に前年比+2.6%となった。前月(3月)の同+2.4%から加速した。食品・エネルギー・アルコール・たばこを除くインフレ率も、4月に同+2.9%(前月同+2.7%)と加速した。サービスは3月の同+3.7%から、4月には同+4.1%へと加速した。

中国：製造業PMI(4月)

5月の製造業PMIは、49.5となった。前月(4月)の50.4から低下し、好不況の分かれ目となる50を下回った。事前予想では改善が予想されていたため、予想外の悪化となった。小売売上高の弱さなど国内需要の弱さを反映している。非製造業PMIは、51.1となった。前月(4月)の51.2から鈍化した。

今週(6月3日(月)~6月7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4月の家計調査、景気動向指数が公表される。これらは [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げる予定である。他にも4月の毎月勤労統計が公表される。直近はインフレによる消費・需要の弱さが顕著となっており、各指標でしっかり確認していきたい。

米国では、5月の雇用関係の指標、ISM製造業・非製造業景気指数が公表される。また、4月の貿易収支も重要だ。

ユーロ圏は、1-3月期の実質GDPの確報値、4月の小売売上高、生産者物価指数が公表される。最近の持ち直し傾向が継続するかが注目だ。また、ECB政策理事会も開催される。ECBにおける経済・物価動向、利下げの実施、今後の見通しが注目される。

中国経済では、5月の財新製造業PMI、4月の貿易収支が公表される。

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
6/3 (月)		・ ISM製造業景気指数(5月)	・ 中国財新製造業PMI(5月)
6/4 (火)			
6/5 (水)	・ 毎月勤労統計(4月)	・ ADP雇用統計(5月) ・ ISM非製造業景気指数(5月)	・ ユーロ圏生産者物価指数(4月)
6/6 (木)		・ 貿易収支(4月)	・ ユーロ圏小売売上高(4月) ・ ECB政策金利
6/7 (金)	・ 家計調査(4月) ・ 景気動向指数(4月)	・ 雇用統計(5月) ・ 失業率・平均時給(5月)	・ ユーロ圏実質GDP (1-3月期、確報値) ・ 中国貿易収支(4月)

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 for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.