

# Weekly Macro Economic Insights

2024年6月10日(月)～6月14日(金):

黄色信号が灯っている「2%の物価安定目標」と好循環



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

## 黄色信号が灯っている「2%の物価安定目標」と好循環

以前本稿でも指摘した通り、昨年の日本経済のキーワードは「30年ぶり」であった。物価上昇率、設備投資、失業率、賃金上昇率が30年前の水準・動きまで改善し、好調な企業利益も相まって、賃金上昇が総需要の拡大を生み、需要拡大を起点とした物価上昇につながることを期待されたのである。だが、消費者物価指数(総合)は前年比+2%を超える伸びを2年以上続けているにもかかわらず、賃金上昇が総需要拡大につながり、需要拡大を起点とした物価上昇につながる道筋はみえていない。むしろ今、みえてきているのは、基調的な消費者物価指数の動きが徐々に弱まってきており、短期的には電気代上昇や再エネ賦課金終了といったコストプッシュ要因での物価の押し上げはありうるものの、そうした要因が剥落すれば物価の伸びが想定以上に落ち込むといった事態ではないか。

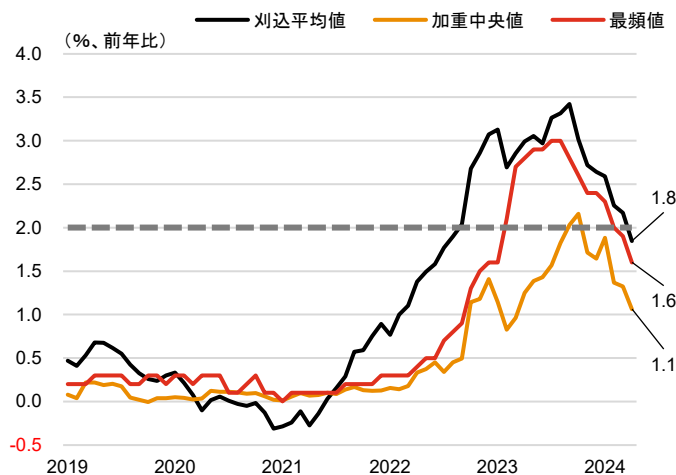
インフレ率は需給バランスだけではなく、日本が輸入に多くを頼る食料やエネルギー価格の上昇によっても高まる。図表1はこうした様々な一時的変動要因の影響を取り除いた基調的な物価変動の指標を3つ(刈込平均値、加重中央値、最頻値)取り上げてそれらの推移をみたものだ。図表からもわかる通り、基調的な物価変動の目線からは、これら3つの指標のピークは2023年後半であり、以降は緩やかに伸びを減じて2024年4月は3つの指標すべてで2%を割り込み、その勢いは止まっている。これは基調的な物価変動は2%を下回り、前年比の動きからはいつ下げ止まるかが不明ということを示している。こうした状況が続く中で実際に観測される物価が2%を上回って推移しているとすれば、その物価の動きは一時的な要因で生じているということになり、一時的な要因が剥落すれば物価の上昇は止まることになる。

図表2は消費者物価指数を構成する品目の中で一時的な変動にさらされやすい食料とエネルギーを除いた品目それぞれについて価格上昇率を計算して、それが全体の品目の中でどの程度の割合となっているのかをヒストグラムの形で示したものだ。図表1における基調的な物価変動の指標が3つとも2%を上回っていた時期(2023年10月)のヒストグラムをみると、10%以上の価格上昇率を示す品目の割合が0%～1%未満の価格上昇率を示す品目割合とほぼ同程度であり、ヒストグラムは2つのコブのような形状である。また2024年4月のヒストグラムは価格変化率が1%～2%の品目の割合が最も大きく1%以上4%未満の価格上昇率の品目割合が2023年10月と比べ高まっている。さらに価格上昇率がマイナスとなる品目数も増えているのも気がかりな動きである。

以上みた通り、足元では基調的なインフレ率の低下という形で「2%の物価安定目標」の達成に黄色信号が灯っている。こうした中では企業の賃上げの動きだけではなく、政府が積極的に減税を行うことで家計の可処分所得を高めることが必要だ。エネルギー関連の値上げの中行われる一人あたり4万円の定額減税の効果は実質GDPを0.1～0.2%押し上げるに過ぎず焼け石に水である。好循環を担保するため、政府はより積極的・持続的な形で減税策を行う必要がある。円安を懸念して利上げする暇はないということだ。

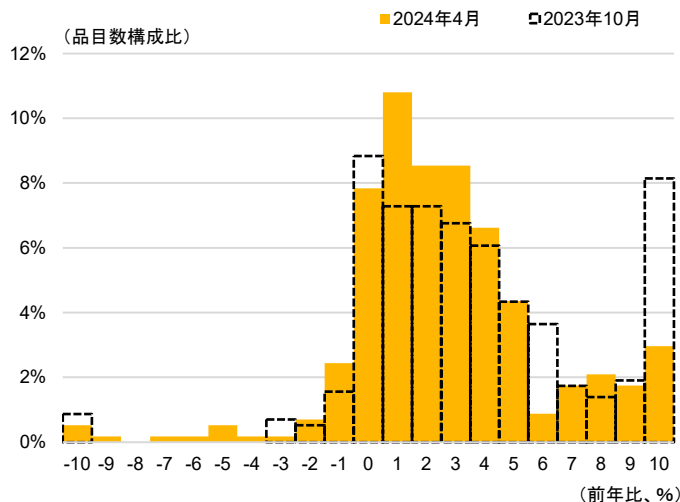
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士)

図表1: 基調的なインフレ率を捕捉するための指標の推移



(出所) 日本銀行、総務省より筆者作成。

図表2: 食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布の比較



(前年比、%)

## 先週(5月27日(月)~5月31日(金))の振り返り：家計調査(4月)、景気動向指数(4月)、毎月勤労統計(4月)

先週の動向を振り返っておこう。家計調査(4月)、景気動向指数(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、家計調査(4月)は実質消費支出が前年比+0.5%、前月比では-1.2%、名目消費支出が前年比+3.0%、前月比で-0.2%となり、物価上昇が続く中、減少に転じた。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、自動車等関係費などの交通・通信、教養娯楽サービス、野菜・海藻などの食料が消費支出の減少に寄与した。一方で授業料や婚礼・葬儀関係費などの支出は拡大した。

実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、4月は前年比-2.6%と2022年10月以来19か月連続の前年比減少となり、減少が続いている。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比0.2%、実質で同一-2.6%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-2.8%となる。物価上昇に伴う押し下げ効果はややマイルドとなったが、実収入の伸びは拡大していない。以上から実質可処分所得の減少の勢いは再び加速している。総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する4月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は102.9(2020年=100)となり、3月の値を0.1だけ上回ったものの、1-3月期の値(103.0)を下回った。ほぼ横ばいの状況である。

景気動向指数(4月)は、4月のCI速報値(2020年=100)は先行指数111.6、一致指数115.2、遅行指数105.8となった。先行指数は3月から0.1ポイント下降して3か月ぶりの下降、一致指数は3月から1.0ポイント上昇して2か月連続の上昇、遅行指数は3月から0.8ポイント下降して3か月ぶりの下降となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3か月後方移動平均や7か月後方移動平均の前月差をみると、CI一致指数の3か月後方移動平均は0.77ポイント上昇と4か月ぶりの上昇、7か月後方移動平均は0.06ポイント下降し、こちらは4か月連続の下降となった。今回の結果を受けて、CI一致指数から機械的に導かれる基調判断は「下方への局面変化を示している」と引き続き据え置かれた。

一致指数の前月差と一致指数を構成する各指標の寄与度をみると、4月の前月差が3月に続きプラスとなったのは、一致指数を構成する10指標のうち6指標がプラスであり、特に3月に減少した商業販売額(卸売業、小売業)が4月にプラスとなったことが大きく影響している。5月は改善、6月は低下という製造工業生産予測調査の結果を念頭におくと、一致指数の増加は少なくとも来月も続くことになるはずだ。もっとも、「下方への局面変化を示している」という基調判断を覆す形になるかどうかは未知数と言えよう。

毎月勤労統計(4月速報値)は現金給与総額は前年比+2.1%、物価上昇率を考慮した実質の現金給与総額の伸びは-0.7%となった。3月と比べ物価の伸びがややマイルド(3月：前年比+3.1%→4月：同+2.9%)になったのに加え、現金給与総額の伸びが3月と比べ1%強拡大したことが、実質の現金給与総額の伸びがマイナスではありながらも抑制されたことの理由である。速報から確報にかけて賃金水準の低いパートタイム労働者の回答割合が高まるために、確報段階の結果は速報と比べてマイルドとなりやすいこと、共通事業所ベースでの現金給与総額、所定内給与の伸びは3月と同様であることから、賃金の伸びが加速したとは言えない。春闘での賃上げ率の拡大といった賃金上昇の動きが、統計にどの程度反映されているかは今後公表される統計の結果をみつつ慎重に判断する必要があるだろう。

## 米国：ISM製造業・非製造業景気指数(5月)、貿易収支(4月)、雇用統計(5月)

続いて米国についてみよう。ISM製造業景気指数(5月)は48.7となり、4月の49.2から低下して、分水嶺の50を2か月連続で下回った。新規受注指数は45.4となり1年ぶりの低水準。価格指数は57.0と高水準であるものの、4月の60.9からは低下している。他方で雇用指数は50を下回っていたが、51.1となり、昨年9月以来の結果となった。

一方、ISM非製造業景気指数(5月)は4月の49.4から上昇して53.8と分水嶺の50を上まわった。新規受注指数は54.1と増加し、価格指数も58.1と高止まりしている。雇用指数は47.1と昨年後半以降50割れが続くものの、改善基調にある。製造業とは好対照の結果と言えるだろう。

貿易収支(4月)はマイナス幅が前月から8.7%増加して-746億ドルとなった。3月のマイナス額は686億ドルと前回公表時の694億ドルからわずかに減少した。輸出入についてみると、輸出は0.8%増の2,637億ドルとなり、資本財および消費財の輸出は増加したものの、工業用資材と原材料輸出は減少した。サービス輸出も減少した。輸入は2.4%増の3,382億ドルとなり、自動車・部品、コンピューター周辺機器・通信機器といった機械製品の輸入が増えるとともに、原油などのエネルギー輸入も増加した。サービス輸入は輸出の場合と同様にわずかに減少した。

雇用統計(5月)は、非農林業雇用数が事前予想の18万人増を上回る27.2万人増となり、また時間当たり賃金も4月から伸びが加速して、前月比+0.4%と事前予想を上回った。これらの結果はいずれも物価上昇率2%への道のりが遠いことを示唆しており、FRBが今後行うであろう利下げのペースがより遅れることを示唆している。尤も、雇用統計の結果を除くと最近の労働市場についての統計結果は芳しくないとも言え、FRBは引き続き慎重な判断が求められると言えよう。

## ユーロ圏：ECB理事会(6月)、生産者物価指数(4月)、小売売上高(4月)

続いてユーロ圏についてみよう。欧州中央銀行(ECB)は6月の理事会で、約5年ぶりとなる利下げを決定した。インフレ率の先行き(減速トレンド)に確信が持たたというのが判断の根拠である。これにより、政策金利(預金ファシリティ金利)は3.75%となった。他方で、今後の金融政策の道筋については明確な示唆はなかった。

なお、インフレ率の先行きについては、確かに5月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.6%と一時10%を超えた状況からは落ち着いたものの、エネルギー価格の伸びは再びプラスとなる可能性が高く、サービス価格も同+4.1%とこのところ4%近傍で推移している。インフレ率が高まり始める以前の状況と比べると物価上昇率は未だ強めである。足元のGDPも一頃の停滞から回復しつつあり、利下げによる景気刺激効果が物価高止まりに寄与する可能性もある。今後はより注意深い対応が必要となろう。

生産者物価指数(4月)は前月比-1.0%、前年比-5.7%となった。予想対比でやや下落幅が大きい結果となった。小売売上高(4月)は前月比-0.5%となった。自動車燃料が同-2.2%と下落幅が大きい。食料・飲料・たばこ、食品以外の財もそれぞれ前月比で減少した。主要国ではドイツが同-1.2%と減少幅が大きくなった。

## 中国: 製造業財新PMI(4月)、貿易収支(5月)

最後に中国経済についてである。製造業財新PMI(4月)は51.7と4月の51.4から上昇した。生産と新規受注が全体を引っ張っている。貿易収支(5月)は、輸出が前年比+7.6%の3,023.5億ドル、輸入が同+1.8%増の2197.3億ドルとなり、ともに2か月連続のプラスとなった。製造業PMIおよび貿易収支ともに、政府の景気対策の影響により工業生産が拡大していることがうかがえる結果と言えるだろう。

## 今週(6月10日(月)~6月14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14日に政策決定会合が開催される。今回は現状維持とみているが、国債買い入れ策につき減額の方向感をより強く打ち出すなど、引き締め方向でのアナウンスを行う可能性もある。前日にFOMCを控え、為替レートや株価が大きく変動することも予想される。市場の動きにも要注目だ。統計では、GDP2024年1-3月期2次速報値が10日に公表され、前期比-0.5%、年率-1.8%と設備投資を中心にぐくわずかに上方改定された。国内企業物価(5月)および国際収支(4月)はDaily Macro Economic Insightsで取り上げる予定である。第3次産業活動指数や稼働率の結果にも注目だ。

米国では、13日に6月のFOMCが開催される。物価の動きをみると、4月のPCEデフレーターは総合で前年比+2.7%、食料やエネルギーを除くコア指数で同+2.8%と3%を下回って推移しているが、これまで物価を押し下げてきたエネルギー価格の下落はほぼ剥落しており、サービス価格の勢いも衰えていない。雇用情勢はやや悪化が進んでいる模様だが、利下げを行うのは時期尚早だろう。こちらも日銀と同様現状維持とみる。今週公表される消費者物価指数の結果も市場のかく乱要因となりうるだろう。

ユーロ圏は4月の鉱工業生産指数、貿易収支の結果が公表される。中国経済では、5月の物価統計が公表される。特に消費者物価指数で前年比プラスの結果が続くかどうか注目だろう。

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
6/10 (月)	<ul style="list-style-type: none"><li>実質GDP (2024年1-3月期2次速報値)</li><li>国際収支(4月)</li></ul>		
6/11 (火)			
6/12 (水)	<ul style="list-style-type: none"><li>国内企業物価(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>消費者物価指数(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>中国消費者物価指数(5月)</li><li>中国生産者物価指数(5月)</li></ul>
6/13 (木)		<ul style="list-style-type: none"><li>FOMC(6月)</li><li>生産者物価指数(5月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ユーロ圏鉱工業生産指数(4月)</li></ul>
6/14 (金)	<ul style="list-style-type: none"><li>日銀政策決定会合(6月)</li><li>第3次産業活動指数(4月)</li><li>稼働率(4月)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ユーロ圏貿易収支(4月)</li></ul>

### 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.