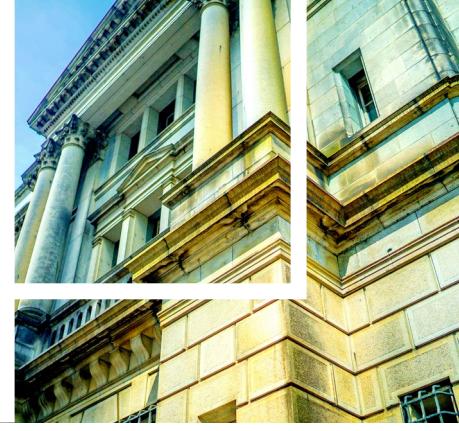


# Weekly Macro Economic Insights

2024年6月17日(月)～6月21日(金)：  
日銀政策決定会合(6月)の結果とコメント



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

## 日銀政策決定会合(6月)の結果とコメント

6月13日・14日の金融政策決定会合で、日銀は当面の金融政策については無担保コールレート(オーバーナイト物)を0～0.1%で推移するように促す一方、長期国債は月間6兆円のペースで買い入れ、ETFおよびJ-REITは新規買入れを行わない、CPおよび社債については買入れを段階的に減額し、2025年3月を目途に買入れを終了するという従来の政策方針を維持した。なお、長期国債の買入れについては、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債を減額していく方針を決定した。市場参加者の意見を確認し、次回7月の決定会合にて、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定するとのことだ。

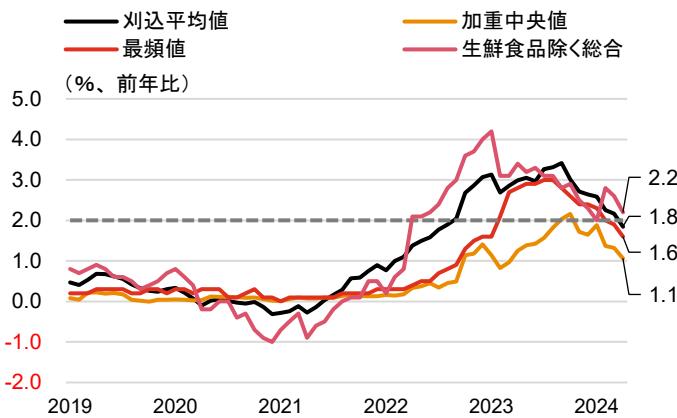
筆者は2%の物価安定目標を日銀が達成・維持する観点から、今回の決定は問題をはらんでいると考える。まず問題となるのは(3月の政策変更も同様だったが)7月会合における展望レポートの経済・物価見通しの検討を待たずに、7月会合前にあらかじめ長期国債買入れ額の減額方針を明らかにしたことだ。植田総裁は記者会見で減額は「相応の規模になる」と述べ、かつ「望ましい状態まで1～2年で到達できるとは思っていない」としたが、これは円安へのけん制材料にはなったものの、しっかりと説明がないまま、少なくとも今後1～2年の金融政策の方針を引き締めであると明示したことに等しいともとれる。

勿論、こうした方針の明確化は、足元の日本経済が力強く推移し、物価の基調も2%程度で安定的に推移すると見通される限りにおいて正当化されるだろう。だが**図表1**のとおり消費者物価指数は2%を超えて推移するものの、基調的なインフレ率はいずれの指標でも2023年10月以降伸びは減速を続けて2%を割り込んでいる。「所得と支出の好循環」への期待はあるものの、先行きの物価上昇要因として明らかなのは再エネ賦課金の停止や電力料金の上昇といったコストプッシュ要因であって、総需要の動きは鈍い。2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比マイナス成長となったが、**図表2**の実質GDPの推移を見れば明らかにCOVID-19以降の日本の総需要の拡大ペースは米国やユーロ圏を遥かに下回っており、その主因は植田総裁が底堅いとした家計消費の停滞にある。あえて今、国債買入れを減額して長期金利の上昇をさらに促す必要性はないのではないか。

日銀が保有する長期国債の前年比は5月時点で+0.9%と、長期国債の前年比がマイナスであった2009年5月以来の伸びにとどまっている。日銀保有国債の償還のタイミングもあるが、長期国債の減額ペースいかんでは長期国債の前年比はマイナスに突入する可能性もあるし、日銀のバランスシートも本格的に縮小する可能性もある。米国の出口政策の経験に照らせば、急激なバランスシートの縮小は株価の下落を通じて経済に悪影響を及ぼすリスクもある。バランスシート縮小局面で日銀財務への影響を抑制するには、短期金利の本格上昇前にバランスシートの縮小を進め、短期金利よりも長期金利の上昇ペースを高めることでイールドカーブをステイプル化させること、さらに再投資を進めることができると考えられるが、長期金利はインフレ基調が定着・拡大しない限り安定的に上昇することはないだろう。次回会合で日銀は長期国債の減額の目的・意図を明確化し、減額スケジュールが経済・物価に過度に悪影響を及ぼさないことをしっかりと説明することが求められる。急いで仕事を仕損じるという言葉を肝に銘ずるべきだ。

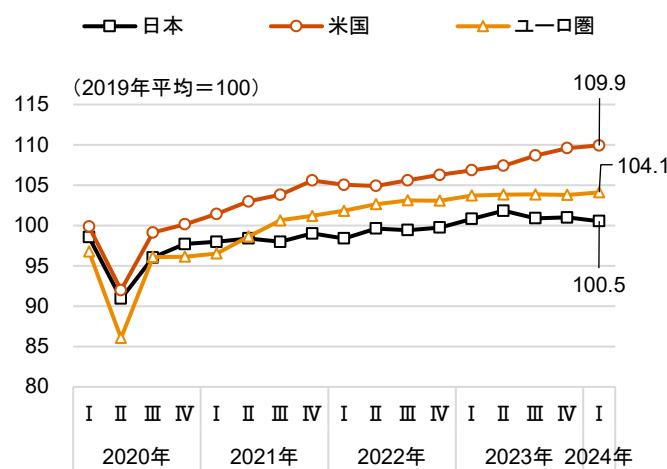
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士)

図表1:消費者物価指数(生鮮除く総合)と  
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、内閣府、BEA、ユーロスタットより筆者作成。

図表2:COVID-19以降の日米ユーロ圏の実質GDPの推移



## 先週(6月10日(月)～6月14日(金))の振り返り：国際収支(4月)、国内企業物価(5月)、第三次産業活動指数(4月)、稼働率(4月)

先週の動向を振り返っておこう。国際収支(4月)、国内企業物価(5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月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+2兆5,241億円となり、前月(3月)から+5,135億円プラス幅が拡大した。経常収支の内訳をみると、貿易収支・サービス収支が-5,529億円(前月比+2,994億円)となった。貿易収支は-4,151億円(同+1,589億円)となり、3か月連続でマイナスとなったものの、マイナス幅は縮小した。輸出は8兆5,143億円(同一2,107億円)と減少した。原数値の前年比でみると、商品別では自動車・半導体等製造装置・半導体等電子部品が増加した。地域別ではアジア向け、北米向けが増加した。輸入(季節調整済み)は8兆9,294億円(同一3,697億円)となった。原数値の前年比でみると、商品別では、原粗油、航空機類、電算機類で輸入金額が増加した。原油価格(財務省産出値)は、ドルベースでは85.73ドル/バレル(前年比+2.7%)、円ベースでは8万1,722円/キロリットル(同+17.7%)と上昇した。輸入の落ち込みの減少幅の方が大きく、貿易収支のマイナス幅が縮小した。また、サービス収支は季節調整値では-1,378億円(前月比+1,405億円)とマイナス幅が縮小した。原数値の前年比ではマイナス幅が拡大した。訪日外国人旅行者数は304.2万人(前年比+56.1%、2019年同月比+4.0%)、出国日本人数は88万8,800人(前年比+58.7%、2019年同月比-46.7%)となった。旅行収支のプラス幅拡大よりも、その他サービスのマイナス幅拡大が大きかった。

第一次所得収支は、+3兆4,330億円(前月比+2,805億円)となった。原数値でも前年比でプラス幅を拡大した。証券投資収益の押し上げが寄与した。2022年11月以来の高い水準となった。貿易収支・サービス収支・第一次所得収支の押し上げにより、経常収支のプラス幅が拡大した。

国内企業物価(5月)の結果をみると、国内企業物価指数が前月比+0.7%(前年比+2.4%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比+1.5%(前年比+10.9%)、契約通貨ベースで同+0.1%、輸入物価指数は、円ベースで前月比+2.5%(前年比+6.9%)、契約通貨ベースで同+0.9%となった。輸入物価指数の前年比は円ベースで伸びを強めている。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、電気・都市ガス・水道(寄与度+0.31%ポイント)、非鉄金属(同+0.25%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、電気機器(同-0.03%ポイント)の影響が大きくなっている。企業物価指数と消費者物価指数との間に半年程度のラグがあると考えると、消費者物価指数への下押し圧力は今年の夏場あたりまで続き、その後は薄れていいくだろう。輸出物価指数・輸入物価指数も前年比で伸びがじわじわと高まっていく公算大である。

第三次産業活動指数(4月)は前月比+1.9%と2か月ぶりの上昇となった。11業種中、運輸業、郵便業、卸売業、医療・福祉といった7業種が前月比上昇となり、全体として上昇した。一方、電気・ガス・熱供給・水道業や技術サービス業などが含まれる事業者向け関連サービス、不動産取引業は第三次産業活動指数の下押し要因として作用した。対事業所サービスのうち、製造業依存型事業所サービス活動は2019年10月以降減少トレンドが続き89.4(2015=100)、非製造業依存型事業所サービス活動指数は106.7となり2019年10月のピークに近づきつつある。

稼働率(4月)は99.7と前月比0.3%の上昇となった。化学工業、電気・情報通信機械工業、金属製品工業といったところが上昇している。生産能力指数(4月)は97.9と前月比-0.3%の低下となった。電子部品・デバイス工業の低下が大きい。

## 米国：6月FOMC、消費者物価指数(5月)、生産者物価指数(5月)、ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)

続いて米国についてみよう。連邦準備制度理事会(FRB)は6月11日・12日に開催したFOMCにおいて、政策金利(FF金利)を現在の5.25～5.50%の誘導目標に据え置くことを決定した。据え置きは7会合連続となり、参加者の全会一致で決定された。会合参加者による経済金利見通しをみると、3月時点と比較して、実質GDP成長率の見通しは2.0%程度とほぼ変わらず、失業率の見通しについては2025年4.2%、2026年4.1%と0.1%ポイントずつ悪化、物価(コアPCEデフレーター)は2024年が2.8%(3月時点は2.6%)、2025年が2.3%(3月時点は2.2%)とやや上振れたものの、2026年は2%と同率であった。変更があったのは政策金利の動きであり、利下げ回数は2024年は1回(3月見通しでは3回)、2025年は4回(3月見通しでは3回)、2026年は4回(3月見通しでは3回)と、それぞれ後ずれする形となっている。

FOMC終了後のパウエル議長の記者会見からは、今後のインフレ率の動向次第では2024年中の利下げ回数が増える可能性もある。政治サイドから財政支出が強まる形となれば、それはインフレ圧力が強まるることを意味するため、これはFRBにとっては利下げ回数を減らす形で作用するだろう。足元の経済動向と政府の動きにより今後の金融政策は影響を受けることになりそうだ。

消費者物価指数(5月)は総合で前年比+3.3%(4月は同+3.4%)、食料及びエネルギーを除くコア指数で同+3.4%(4月は同+3.6%)と上昇率はともに鈍化した。前月比では総合は横ばい、コア指数は+0.2%とこちらも鈍化している。品目別みると、エネルギーは上昇幅が拡大したが、食料品や外食、自動車の価格は下落した。サービスについてみると、住居費を除くサービス価格は前年比+5.0%と5か月連続で上昇幅が拡大した。住居費は同+5.4%と2か月連続で伸びが鈍化している。利上げの影響をあまり受けない住居を除くサービス価格の動きは依然として強く、このあたりが物価の高止まりの背景にある。

一方、生産者物価指数(5月)は前年比+2.2%、前月比-0.2%と弱めの動きとなった。食料とエネルギーを除いたコア指数は前年比+2.3%、前月比は横ばいと落ち着いている。

ミシガン大学消費者態度指数(6月速報)は65.6となり5月の69.1から低下した。インフレ期待が1年先が3.3%、5年先が3.1%とほぼ変わらない状況の中、消費者マインドはやや低下している。

## ユーロ圏：鉱工業生産指数(4月)、貿易収支(4月)

続いてユーロ圏についてみよう。鉱工業生産指数(4月)は前月比-0.1%となった。財別にみると、中間財は同一0.4%、耐久消費財は同一0.3%、エネルギー同+0.4%、資本財同+0.7%、非耐久消費財同+3.4%であり、非耐久消費財の伸びが大きくなっている。EU全体では前月比+0.5%となった。

貿易収支(4月)は150億ユーロの黒字となった。輸出は前年比+14.0%の2,476億ユーロとなり、輸入は同+1.8%増の2,325億ユーロであった。

## 中国：消費者物価指数(5月)、生産者物価指数(5月)

最後に中国経済についてみよう。消費者物価指数(5月)は前年比+0.3%となり、4月の前年比と伸びは同じとなった。前月比でみると5月は前月比-0.1%となり、4月の同+0.1%からやや減速した。食料とエネルギーを除くコア指数の前年比は+0.6%であり、特に食料品価格の低下が物価の伸びを押し下げている。生産者物価指数(5月)は前年比-1.4%となった。4月の同-2.5%からはややマイルドとなったものの、2022年9月以降前年比でマイナスの状況は続いている。

## 今週(6月17日(月)～6月21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17日に機械受注(4月)、19日に貿易収支(5月)、そして21日に全国消費者物価指数が公表される。それぞれDaily Macro Economic Insightsで取り上げる予定である。消費者物価指数に関しては、食料及びエネルギーを除く総合指数(米国型コア)の伸びが前年比+2%を下回るかが注目点だ。

米国では、17日にNY連銀製造業景気指数、20日にフィラデルフィア連銀景況指数が公表される。いずれも6月の最新の景況を把握する上で有用だ。米国経済はやや陰りが見えてきているとはいっても、内需、特に消費動向は力強く推移している。小売売上高は米国の内需の動きをみる上で要注目の指標と言えよう

ユーロ圏はZEW景況感指数、PMIの最新値が公表される。また中国は小売売上高と鉱工業生産の最新値が公表される。弱めの内需と拡大する生産という構図に変化がみられるのか否かは注目材料である。

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
6/17 (月)	・機械受注(4月)	・NY連銀製造業景気指数(6月)	・中国小売売上高(5月) ・中国鉱工業生産指数(5月)
6/18 (火)		・小売売上高(5月)	・ユーロ圏ZEW景況感指数(5月)
6/19 (水)	・貿易収支(5月)		
6/20 (木)		・住宅建築許可件数(5月) ・住宅着工件数(5月) ・フィラデルフィア連銀景況指数(6月)	
6/21 (金)	・全国消費者物価指数(5月)	・中古住宅販売件数(5月)	・ユーロ圏製造業PMI(6月) ・ユーロ圏非製造業PMI(6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](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.