

Weekly Macro Economic Insights

2024年8月5日(月)～8月9日(金)：
日銀政策決定会合(7月30日・31日)についてのコメント



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

日銀政策決定会合(7月30日・31日)についてのコメント

7月30日・31日にわたって開催された政策決定会合において、日銀は前回会合で決定済であった国債買入れ額の減額の具体策(2024年7月実績で月5.7兆円の買入予定額を4半期毎に4,000億円ずつ段階的に減らし、2026年1-3月期に月2.9兆円と半減させる)に加え、政策金利を0.25%へ引き上げることを決定した。今回の日銀の決定は3月の決定(「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の撤廃)に続き、消費を中心に弱々しい動きが続く日本経済、そして食料・エネルギーを除く消費者物価が前年比2%を下回る物価状況を念頭におけば行うべき政策ではなかった。

今回の日銀の決定を受けて、31日から週明け5日にかけて日経平均株価は7,000円超下落して3万1,458円となった。2日の大幅安(2,216円(5.8%)安)は歴代3番目の下げ幅、そして5日の下げ幅は4,400円を超え過去最大の下げ幅となった。併せてドル円レートは8月2日時点で1ドル=150円を割り込み、その後5日夜の時点で142円台前半まで円高が進んでいる。FOMCにてパウエル議長から9月利下げを示唆する発言もあり、米国経済の悪化についての懸念が広がったことも背景にはあるが、日銀の政策決定が日本の株価・為替に激震をもたらしたことは日本の株価下落率が米国のそれを上回っていることから明らかであろう。

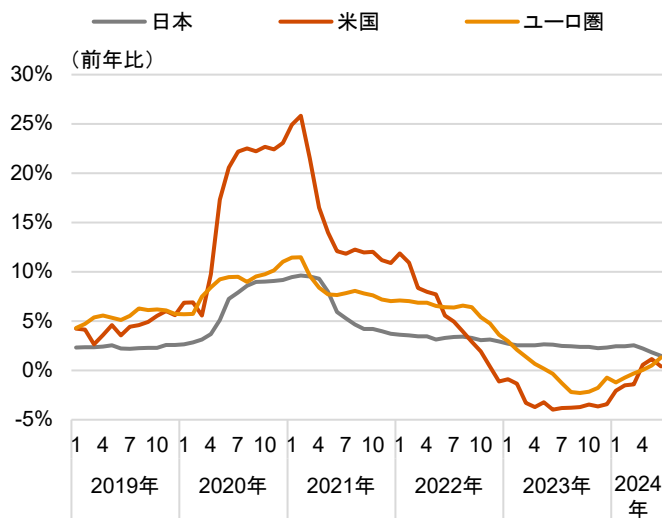
図表1はマネースtock(M2)の前年比の推移を、図表2は日米長期金利差とドル円レートの推移を示している。マネーの量的側面に着目すると、日銀が政策変更を行った3月は日本のマネースtockの伸びが減速を始め、米国やユーロ圏のマネースtockが前年比でプラスに転換する転換期にあった。日米長期金利差で見ても、既に4月をピークに金利差は縮小過程に入っている。つまり3月の日銀の政策転換で為替が円高に転換する種は既に蒔かれていた。そうした種が今回の日銀の決定で株安・円高という形で具体的な形となったということではないか。

日銀は、国債買入れ計画につき、予見可能な形での減額が適切とし、2026年3月まで一定ペースで買入れ額を減らすことを(柔軟性の確保を明示しつつも)明言した。また植田総裁は記者会見にて今回示した国債保有残高の姿は長期的に望ましい水準よりも高いこと、さらに0.5%という政策金利は壁とは言えず、経済・物価見通し通りであれば、引き続き金利を上げていく考えを示した。金融政策は、その政策スタンスの変化が市場参加者の期待(予想)の変化を促すことで資産市場を変化させ、一定のタイムラグを経て実体経済に影響を及ぼす。今回の日銀の決定はまさに明確な引き締めスタンスの強化を市場にさらに浸透させることで株価や為替といった資産価格を悪化させたと言える。

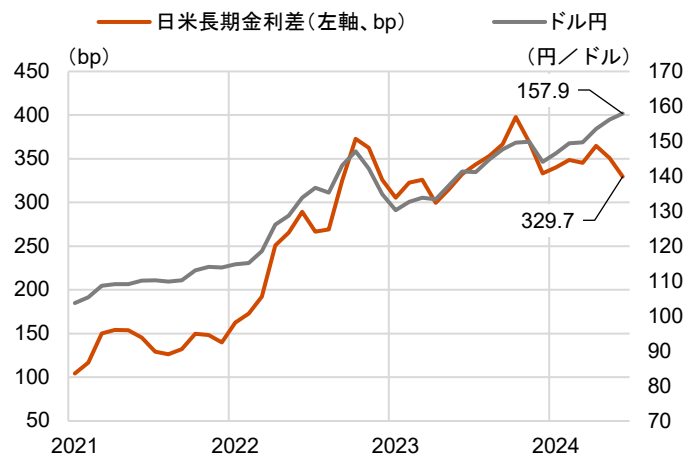
0.25%への政策金利引き上げは3月のマイナス金利解除とは異なり、家計・企業が直面する金利の上昇を通じて金利負担を高める。こうした金利負担の高まりは総需要の低下を伴いつつ、物価に対してもネガティブな影響をもたらすことになろう。冴えない経済状況が続く中であればなおさらである。日銀は一刻も早く軌道修正を図るべきである。

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

図表1: マネースtock(M2)前年比の推移



図表2: 日米長期金利差とドル円レートの推移



(資料)日銀、FRB、ECB、FRED、財務省より筆者作成。

先週(7月29日(月)~8月2日(金))の振り返り：鉱工業生産(6月速報)、商業動態統計(6月速報)、完全失業率・有効求人倍率(6月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本の動向についてである。日本では鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率の最新値が公表された。いずれも[Daily Macro Economic Insights](#)で取り上げているので詳細はそちらを参照されたい。

概要について述べると、鉱工業生産(6月速報)は前月比-3.6%と2か月ぶりの減少となった。製造工業生産予測調査の同一-4.8%、補正值の同一-6.0%よりはマイルドではあったが5月の増加分をほぼ失う形である。前年比では-7.3%と2か月ぶりの減少である。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、引き続き7月以降も上下を繰り返す展開となろう。業種別生産はすべての業種で低下という結果になったが、特に大きなインパクトをもたらしたのは普通自動車などの自動車工業、半導体製造装置などの生産用機械工業、そして汎用・業務用機械工業である。製造工業生産予測調査をみると、2024年7月は+6.5%、8月は+0.7%とともに上昇が見込まれている。4月から6月にかけて生産は一進一退で推移するも、1-3月期の水準が低いこともあって4-6月の前期比は2.9%と当初想定していた2%強からやや高めで着地することとなった。夏場に向け持ち直しが期待されるが、自動車の工場稼働の動向や半導体製造装置などの動向、世界経済の動きに左右される展開となるだろう。

商業動態統計(6月速報)は、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は前年比+2.0%、卸売業は同+1.3%、小売業は同+3.7%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-2.3%、小売業が+0.6%である。経済産業省は小売業販売額の基調判断を「上昇傾向にある」と上方修正した。業態別の販売動向についてみると、百貨店販売額は前年比+13.5%、スーパーは同+0.8%、コンビニは同+1.6%、家電大型専門店は同+10.3%、ドラッグストアは同+7.5%、ホームセンターは同+4.6%と、一様に拡大するとともに、5月と比べその度合いも増した。百貨店は強めの動きが続いている。コンビニ販売額は昨年9月に前月比で減少した後に一進一退で推移している。家電大型専門店やドラッグストア・ホームセンターの前年比は持ち直しの基調が続いている。これらは定額減税などの追い風が小売業販売額の増加に影響している可能性を示唆する。なお、物価上昇率を加味した実質値の動向を試算してみると、小売業販売額は2024年に入りやや持ち直しており、特に百貨店販売は堅調だが、スーパーやコンビニといった日用品を多く扱う業態の実質値は低調であると見込まれる。

有効求人倍率(6月、季節調整値)は1.23倍となり、前月の1.24倍から低下した。3か月連続の悪化となり、COVID-19の影響が大きかった2020年3月の1.23倍以来、約4年ぶりの低水準となった。特に有効求人数、新規求人数の低下が続いており、人手不足のトレンドは持続していると考えられるものの、短期的・景気循環的には企業の求人意欲が低下しており、今後の景気悪化を示唆している可能性もある。6月の労働力人口は6,963万人(前年比+38.0万人)、就業者数は6,786万人(同+35.0万人)、完全失業者数は176万人(同+2.0万人)となった。6月の完全失業率(季節調整値)は2.5%となり、5月からわずかに低下した。

米国：FOMC、雇用統計(7月)、JOLTS求人統計(6月)、ISM製造業景気指数(7月)

続いて米国についてみよう。FRBは7月30日・31日(現地時間)にFOMC(米連邦公開市場委員会)を開催し、政策金利であるFF(フェデラル・ファンド)レートの誘導目標を5.25~5.50%で据え置くことを8会合連続、全会一致で決定した。また保有債券の縮小ペース(国債で月250億ドル、MBSで月350億ドル)も維持した。[声明文](#)では、2%インフレ目標に向けたさらなる進展が幾分か進んだとの記述があった一方で、雇用環境含む実体経済に対する懸念についても言及された。

FRBは2%インフレ目標の確度が高まるまでは利下げを行う意思はないと考えられるものの、記者会見でも示された通り「早ければ9月に利下げは検討される」というパウエル議長の発言もあり、FRBは雇用と物価の両面をにらみつつ、利下げのタイミングを慎重に判断する構えと言えよう。

そうした意味で注目されたのが、雇用統計(7月)の結果である。非農業部門雇用者数は前月から11.4万人増となった。市

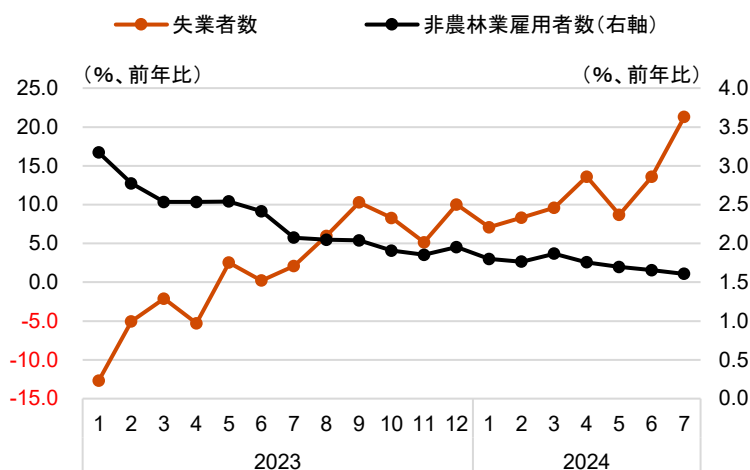
場予想(17~19万人増)よりも弱く、失業率は4.3%と2021年9月以来3年ぶりの高水準となった。[図表3](#)は失業者数、非農業雇用者数の前年比の動きをみているが、失業者数は2024年4月以降、前年比で10%を超える増加が続いて7月には21.3%増となっていること、非農業雇用者数の伸びは7月に1.6%まで低下していることがわかる。

JOLTS求人統計(6月)は求人数が818.4万件と800万件を上回ったが、5月分823万件からはやや低下して、低下基調は続いている。

ISM製造業景気指数(7月)は46.8と6月の48.5から低下して2023年11月以来の低水準、かつ分水嶺の50を4か月連続で下回った。

以上の7月データの結果からすると、FRBが9月に利下げを選択する可能性は高まっていると言えるだろう。

図表3：失業者数・非農林業雇用者数前年比の推移



(資料)FREDより筆者作成。

ユーロ圏: GDP (2024年4-6月期)、消費者物価指数(7月)、失業率(6月)

続いてユーロ圏についてみよう。4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.3%と1-3月期の成長率と同じだった。前年比は+0.6%となり、1-3月期の同+0.5%からはわずかに上昇した。外需および個人消費の増加が影響した。主要国ではドイツが前期比-0.1%となり、ラトビアとともに前期比マイナス成長となった。フランスは前期比+0.3%、イタリア同+0.2%、スペイン同+0.8%である。ドイツの成長率の弱さが目立つ結果である。

ユーロ圏消費者物価指数(7月)は総合が前年比+2.6%、コア指数が同+2.9%となった。財価格の伸びの減衰は止まり、伸びは横ばいである。失業率(6月)は6.5%と5月の6.4%からやや上昇した。

中国: 製造業PMI、財新製造業PMI

最後に中国経済についてみよう。中国国家統計局が発表した7月の製造業PMIは49.4となった。前月の49.5から0.1ポイント低下し、好不調の境目となる50を3か月連続で下回った。生産は50を辛うじて上回ったが、新規受注・原材料在庫・雇用・サプライヤーの納期は50を下回ったほか、輸出受注および輸入も、前月に続いて50を割り込んで着地した。また、7月の非製造業PMIは50.2となり、4か月連続で低下しており、昨年11月以来の低水準となった。このうち建設業(51.2)は3か月連続で下落したほか、中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.0)は7か月連続で50を辛うじて維持しているが、勢いに乏しい。また、財新の7月の製造業PMIは49.8と、昨年10月以来9か月ぶりに50を割り込んだ。財新のPMIにおける調査対象は、輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、新規受注の減少を反映した着地となった。足元の中国経済は相変わらず長引く不動産不況に伴う需要不足に直面しており、弱含みの動きが続いている。物価にも下押し圧力がかかりやすい状況が続いているだけに、今後の回復に向けたトレンドを丁寧に見極めていく必要がある。

今週(8月5日(月)~8月9日(金))のポイント

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では6日に家計調査、毎月勤労統計が公表される。6月は定額減税の影響が顕在化し始めるタイミングであり、消費や賃金への影響がどの程度出てくるのか注目である。さらに国際収支の動向も重要だ。

米国ではISM非製造業景気指数、貿易収支、新規失業保険申請件数、卸売在庫が公表される。景気減速が意識される中、ISM非製造業景気指数の動きに特に注意してみたい。

欧州ではユーロ圏サービス業PMI、生産者物価指数、小売売上高が公表される。中国は貿易収支に加え、最新の消費者物価指数、生産者物価指数が公表される予定だ。中国の消費者物価はプラスとはなったものの、生産者物価指数の動きは鈍く、内需の弱さもあって強いとは言えない。こうした動きに変化があるのかどうか注目点だろう。

図表4: 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
8/5 (月)		・ ISM非製造業景気指数(7月)	・ ユーロ圏サービス業PMI(7月) ・ ユーロ圏生産者物価指数(5月)
8/6 (火)	・ 家計調査(6月) ・ 毎月勤労統計(6月)	・ 貿易収支(6月)	・ ユーロ圏小売売上高(5月)
8/7 (水)	・ 景気動向指数(6月)		・ 中国貿易収支(6月)
8/8 (木)	・ 国際収支(6月)	・ 新規失業保険申請件数(6月) ・ 卸売在庫(6月)	
8/9 (金)			・ 中国消費者物価指数(7月) ・ 中国生産者物価指数(7月)

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員
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

藺田 直孝

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.