

2023 年 11 月 27 日

## 通貨ニュース

# G4 PMI 速報値: サービス分野でインフレが 下げ渋る兆候が見て取れるユーロ圏

S&P Global 社が集計する購買担当者指数 (PMI) によれば、11 月分の G4 (米国、ユーロ圏、英国、日本) のコンポジット PMI (速報値、以下同様) は 49.7 と前月 (49.5) から小幅に上昇した (図表 1)。もっとも、4 か月連続で拡大/縮小の目安となる 50 を下回っており、力強さはない。内訳を確認すると、製造業 PMI は 47.1 と前月 (47.1) から横ばいとなり、14 か月連続で中立水準割れを記録するなど非常に軟調な推移を継続している。他方、非製造業 PMI に関しては 50.2 と前月 (49.9) から上昇し、2 か月ぶりに中立水準を回復した。コンポジット PMI は、8 月以降 49.5～49.7 の狭い範囲で推移しており、次の展開がレンジの上下どちらに向くかが注目だ。この点、底入れの局面から、踊り場で停滞している製造業がどれだけ回復傾向を維持できるかが重要だろう。

まず、製造業 PMI の構成項目別に確認したい。製造業 PMI の生産指数は、47.5 と前月 (47.5) から横ばい推移、7 か月連続で中立水準を割り込んでいる (図表 2)。また、サブ指数の生産見通し指数は、60.5 と前月 (58.9) から上昇、10 月にはまとまった幅で悪化したが、一時的だった可能性がある (図表 3)。他方、非製造業 PMI の活動見通し指数は、62.0 と前月 (63.1) から低下した。

次に、製造業 PMI の新規受注指数は 46.0 と前月 (45.6) から上昇も、18 か月連続の中立水準割れであり、短期的な見通しは依然として暗い (図表 4)。また、サブ指数の新規輸出受注指数も 46.8 と前月 (45.3) から上昇、こちらは 19 か月連続で中立水準割れを継続 (図表 5)。製造業の見通しには底入れ感も確認できるが、水準として弱いことには変わりがない。FRB をはじめ、高水準の政策金利がより長く続くという向きが台頭しており、需要下押し懸念を加速させていそう。デリスッキングなど、世界貿易活動停滞も影響していよう。また、非製造業 PMI の新規受注指数、新規輸出受注指数は 9 月に大きく水準を切り下げたが、以降は一部水準を戻している。こうした動きが定着するかに注目が集まる。

また、製造業 PMI の原材料在庫指数は 46.2 と前月 (46.4) から低下した (図表 7)。13 か月連続で中立水準割れを続けており、継続的な消費者需要の縮小を反映し、企業が在庫を圧縮させ続けていることが確認できる。在庫調整の一服を背景に景気の底入れを予見する向きもあるが、それには距離がありそう。

続いて製造業 PMI の雇用指数を確認すると、48.1 と前月 (48.2) から低下した (図表 8)。2 か月連続で中立水準を割り込んでおり、製造業の採用意欲はいよいよ縮小局面に入っている。一方、非製造業 PMI の雇用指数は 50.3 と前月 (51.4) から大きく低下も、40 か月連続の中立水準超えを維持している。非製造業に関しても低下基調にあり、縮小局面入りまであと僅かだ。もっとも、製造業対比で雇用環境が良好なことに違いはなく、賃金上昇圧力の緩和にはまだ時間がかかりそう。

金融市場部

長谷川 久悟

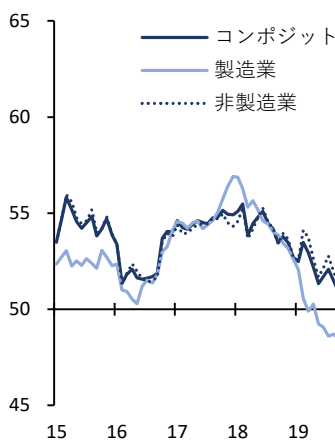
03-3242-7065

[kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp](mailto:kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp)

製造業 PMI の最後の構成項目である入荷遅延指数(逆インデックス)は、52.0 と前月(51.6)から上昇し、10 か月連続で中立水準超えを維持している(図表 9)。もっとも、需要減退がサプライチェーンの目詰まり改善に寄与してきたが、この効果も徐々に通減しつつあり、入荷遅延の改善にも一服感がみられる。また、サブ指数である仕入れ価格指数は 49.8 と前月(51.4)から低下、3 か月ぶりに中立水準割れを記録した。他方、出荷価格指数に関しては 50.6 と前月(50.6)から横ばい推移となった(図表 10、11)。今後川下の出荷価格下落が予想されることに加え、非製造業 PMI の価格指数に目を移しても順調に水準を切り下げており、インフレ再燃が強く懸念されるような状況ではない。

コンポジット PMI に関し G4 各国を国・地域別に確認すると、まちまちの結果となった(図表 12～18)。気になるのは、相変わらずの景気の弱さ見せつつも、一部で物価の下げ止まりすら確認されるユーロ圏経済の動向だろう。ユーロ圏の 11 月コンポジット PMI は、47.1 と 10 月の 46.5 からは上昇したが、6 か月連続で中立水準を割り込んでいる。域内の GDP 成長率は、7～9 月期に▲0.1%(前期比、改定値)とマイナス成長に転落しているが、公表元のコメントに目を移しても、テクニカルリセッションの可能性を指摘する声が上がっている。23 日に公表された ECB 政策理事会議事要旨(10 月会合分)においても、同様の指摘が確認できた。むろん、累次の利上げの効果が発揮されているという観点では嫌気されるような内容ではないのかもしれないが、より重要なのは、サービス分野で物価の下げ渋りの兆候が見て取れることだ。サービス業 PMI の仕入・出荷価格指数は 11 月に反転の兆しを見せており、公表元もその要因として、「賃金上昇の強さ」を指摘した。これはすなわち、ECB がさんざん懸念を発信してきた、物価と賃金の負のスパイラルが収束しきっていないことを示唆する。こもと、複数の ECB 高官が追加利上げを排除しない姿勢を強調していることも整合的だろう。もちろん、経済情勢に鑑みれば利上げ再開はリスクシナリオの範疇だが、物価・賃金動向を考えれば、少なくとも早期の利下げ転換が支持される状況にはない。

図表 1: G4 PMI



出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

※パンデミック期の下限は意図的にカットしている。以下図も同様

図表 2: 生産/活動指数



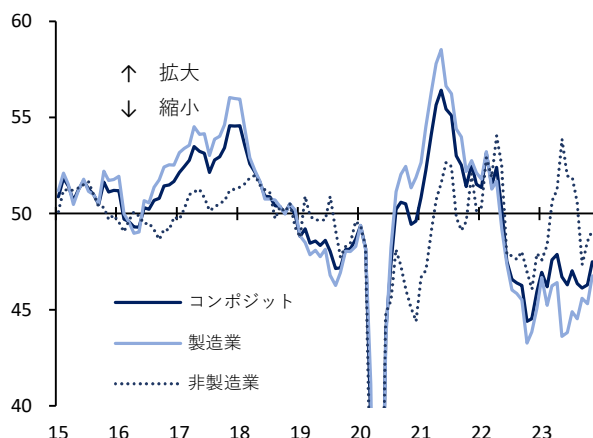
出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 3: 生産/活動見通し指数**

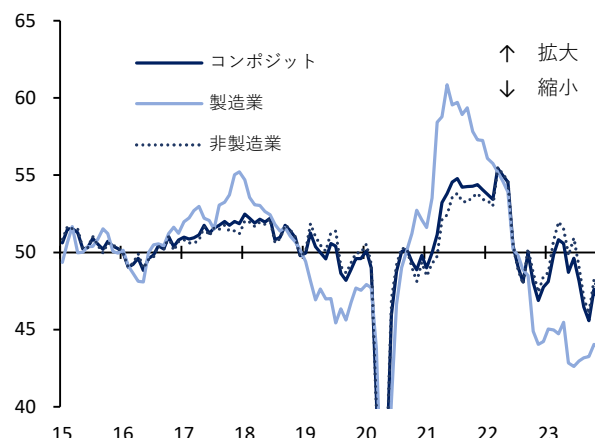

出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 4: 新規受注指数**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 5: 新規輸出受注指数**


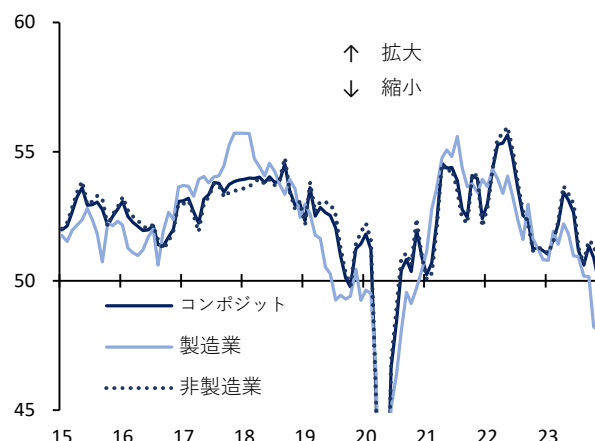
出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 6: 受注残指数**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 7: 製造業 PMI-在庫関連指数**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 8: 雇用指数**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 9: 製造業 PMI・入荷遅延指数**

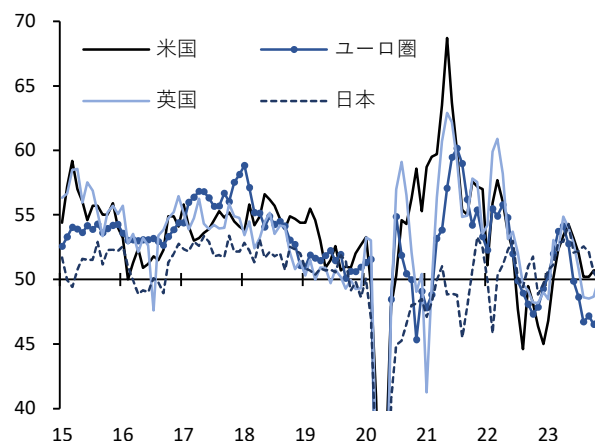

出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 10: 仕入れ価格指数**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 11: 出荷価格指数**

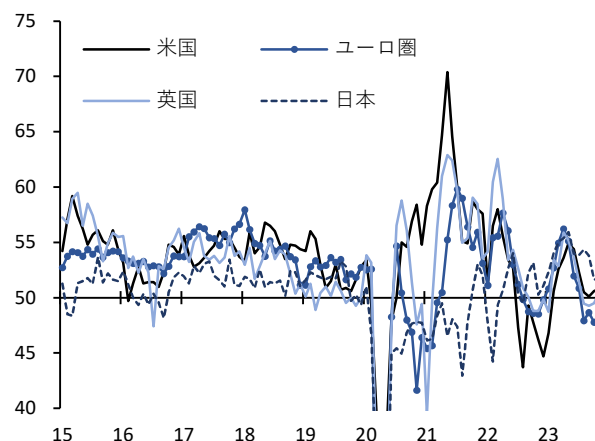

出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 12: コンボジット PMI・国別**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 13: 製造業 PMI・国別**


出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

**図表 14: 非製造業 PMI・国別**


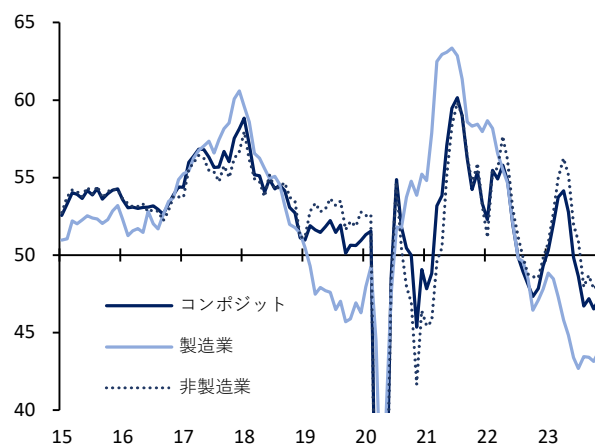
出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

図表 15: 米国



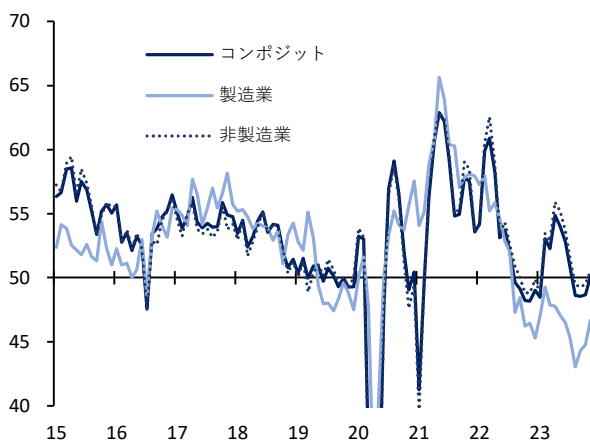
出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

図表 16: ユーロ圏



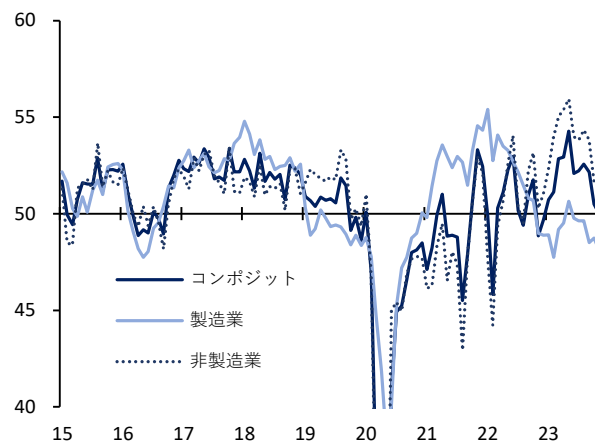
出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

図表 17: 英国



出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

図表 18: 日本



出所: S&amp;P Global、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。