

公表時間

11月1日(水) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2017年10月



本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 経済・物価情勢の展望（2017年10月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

---

- わが国経済は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる<sup>2</sup>。
- 消費者物価（除く生鮮食品）は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっていることなどを背景に、エネルギー価格上昇の影響を除くと弱めの動きが続いている。もっとも、マクロ的な需給ギャップが改善を続けるもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も上昇するとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率については、概ね不変である。物価については、2017年度について幾分下振れているが、2018年度、2019年度については概ね不変である。
- リスクバランスをみると、経済については概ね上下にバランスしているが、物価については下振れリスクの方が大きい。物価面では、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も次第に上昇するとみられるもとで、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。
- 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

---

<sup>1</sup> 10月30日、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

<sup>2</sup> 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用される）ことを前提としている。

## 1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。この間、公共投資は増加しており、住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

## 2. わが国の経済・物価の中心적인見通し

### (1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。2018年度までの期間を展望すると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから2017年度に増加した後、2018年度は、経済対策効果の減衰に伴い減少に転じるものの、オリンピック関連需要もあって高めの水準を維持すると考えられる。この間、海外経済は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もはっきりとしたものになっていくとみられることから、緩やかな成長を続けると予想している。こうした海外経済の成長を背景として、輸出も、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。

2019年度については、内需の減速から成長ペースは鈍化するものの、外需

に支えられて、景気拡大が続くと予想される。すなわち、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、設備投資が減速すると見込まれる。また、家計支出も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じると予想される<sup>3</sup>。もっとも、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えするとみられる。

以上のもとで、わが国経済は、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる<sup>4</sup>。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される<sup>5</sup>。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続くもとで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。

---

<sup>3</sup> 2019年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、2019年度の成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまるとみられる。ただし、消費増税のインパクトは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きい点に留意する必要がある。

<sup>4</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

<sup>5</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

## (2) 物価の中心的な見通し

前回展望レポート以降、消費者物価の前年比はプラス幅を拡大しているが、エネルギー価格の影響を除くと小幅のプラスにとどまっており、なお弱めの動きが続いている。

この背景としては、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっている。

先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

従来の見通しと比べると、携帯電話通信料の値下げの影響等から2017年度について幾分下振れているが、2018年度、2019年度については概ね不変である。2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い<sup>6</sup>。

消費者物価の前年比が2%に向けて上昇率を高めていくメカニズムについて、物価上昇率を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは着実に改善している。特に、有効求人倍率がバブル期ピークを上回っているほか、失業率も2%台後半まで低下するなど、労働需給は一段と引き締まっている。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、マクロ的な需給ギャップは2018年度にかけてプラス幅を拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみ

---

<sup>6</sup> 2019年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、2019年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（2019年度で見れば、影響はその半分の+0.5%ポイントとなる）。

られる。

第 2 に、中長期的な予想物価上昇率は、一部には昨年夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられているが、弱含みの局面が続いている。先行きについては、①「適格的な期待形成」<sup>7</sup>の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

第 3 に、輸入物価についてみると、原油価格など国際商品市況の昨年春から本年初にかけての持ち直しは、2017 年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げると予想される。また、為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、既往の為替相場の円安方向への動きが、2017 年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

### 3. 経済・物価の上振れ要因・下振れ要因

#### (1) 経済の上振れ・下振れ要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第 1 に、海外経済の動向に関する不確実性がある。具体的には、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国の E U 離脱交渉の展開やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクなどが挙げられる。いずれも経済の下押し要因となる可能性がある。一方で、市場や経済主体がそうしたリスクをある程度意識していることを踏まえると、展開によっては上振れにつながる可能性もある。

第 2 に、企業や家計の中長期的な成長期待は、少子高齢化など中長期的な課

---

<sup>7</sup> 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適格的な期待形成」の 2 つの要素によって形成され则认为られる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」(2016 年 9 月) 参照。



題への取組みや労働市場をはじめとする規制・制度改革の動向に加え、企業のイノベーション、雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

第3に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下する場合、人々の将来不安の強まりやそれに伴う長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる恐れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

## (2) 物価の上振れ・下振れ要因

以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。予想物価上昇率は、先行き上昇傾向をたどるとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合には、予想物価上昇率の高まりが遅れるリスクがある。

第2に、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目があることが挙げられる。公共料金や一部のサービス価格、家賃などは依然鈍い動きを続けており、先行きも消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性がある。また、差別化の難しい財・サービスの価格についても、流通形態の変化や規制緩和等によって競争環境が一段と厳しくなる場合には、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性がある。

第3に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向およびその輸入物価や国内価格への波及の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。

## 4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する<sup>8</sup>。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。企業の賃金・価

---

<sup>8</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。



格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、下げ止まりから一部に上昇傾向を示す指標もみられており、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、が背景である。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している<sup>9</sup>。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

---

<sup>9</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2017年10月）を参照。

(参考)

## 2017～2019 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2017 年度	+1.7～+2.0 <+1.9>	+0.7～+1.0 <+0.8>	
7月時点の見通し	+1.5～+1.8 <+1.8>	+0.5～+1.3 <+1.1>	
2018 年度	+1.2～+1.4 <+1.4>	+1.1～+1.6 <+1.4>	
7月時点の見通し	+1.1～+1.5 <+1.4>	+0.8～+1.6 <+1.5>	
2019 年度	+0.7～+0.8 <+0.7>	+2.0～+2.5 <+2.3>	+1.5～+2.0 <+1.8>
7月時点の見通し	+0.7～+0.8 <+0.7>	+1.4～+2.5 <+2.3>	+0.9～+2.0 <+1.8>

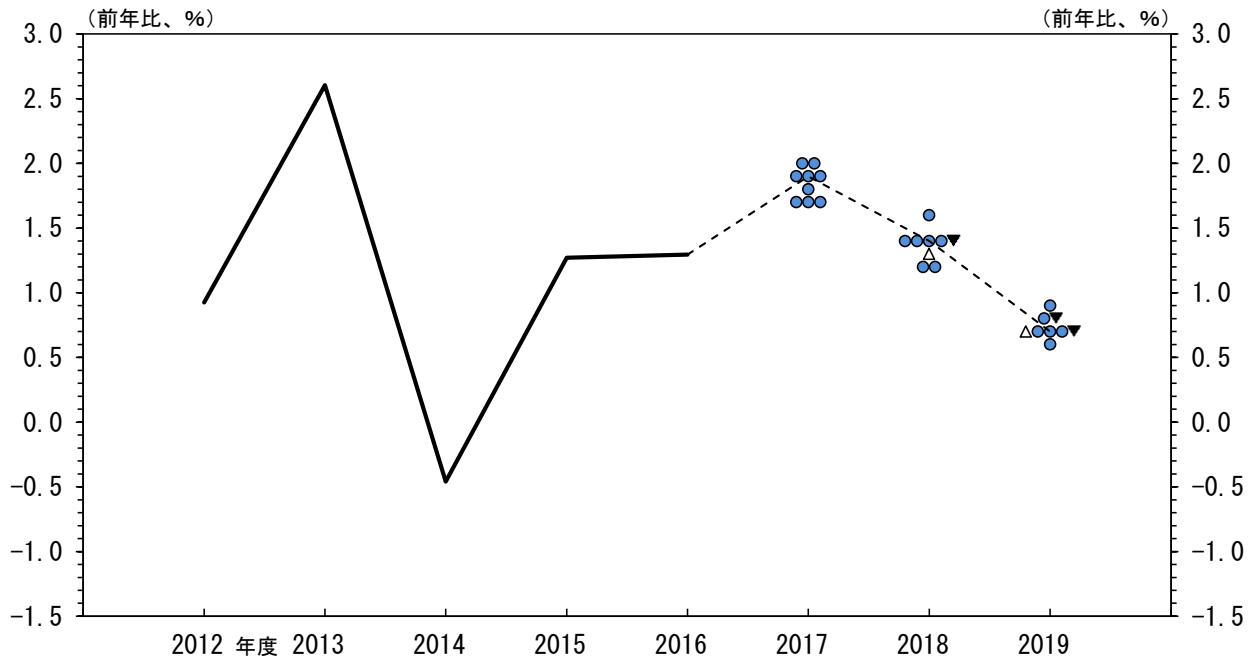
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味して、想定している。

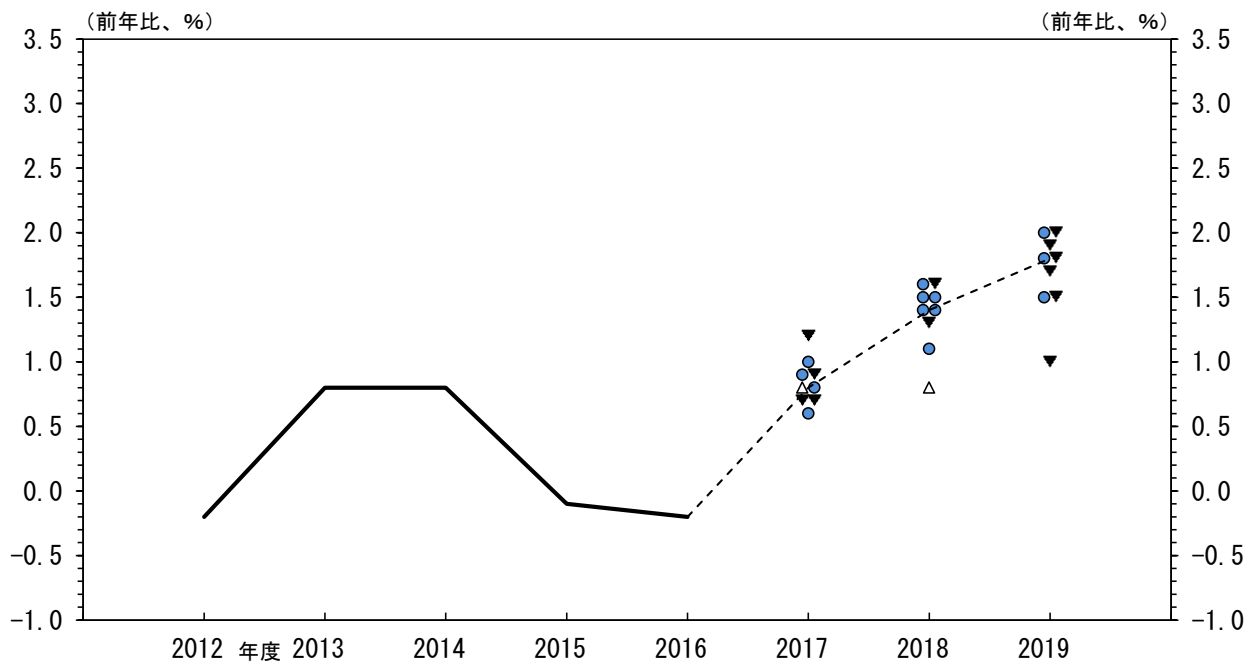
(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2019年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+0.5%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

## 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

### (1) 実質GDP



### (2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(注3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

## 【背景説明】<sup>10</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し

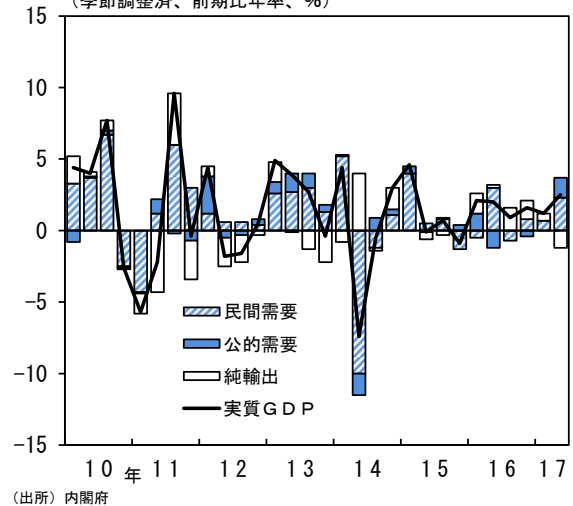
#### 1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、4～6月の実質GDPは、前期比+0.6%（同年率+2.5%）となり、6四半期連続のプラス成長となった（図表1）。外需は情報関連の輸出が一般化したことを主因に減少したものの、内需はしつかりと成長した。すなわち、国内民需は、個人消費を中心に増勢を強めたほか、公共投資も2016年度の経済対策の効果が顕在化した。この結果、実質GDP全体では、「0%台後半」とみられる潜在成長率を上回る成長となった（図表2）。こうした需要の増加を反映して、労働需給は着実な引き締まりを続けている（図表3）。労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、このところ、着実に改善しており、4～6月は1%台前半のプラスとなっている（図表4）<sup>11</sup>。7月以降の月次指標をみても、需給ギャップのプラス基調の定着が一段と明確になってきており、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとので、景気は緩やかに拡大している。

わが国経済の先行きを展望すると、2017～2018年度は、①財政・金融政策の景気刺激効果と、②海外経済が緩やかな成長を続けることを背景に、潜在成長率をはっきりと上回る成長を続ける、とのこれまでの基本的な考え方は変えていな

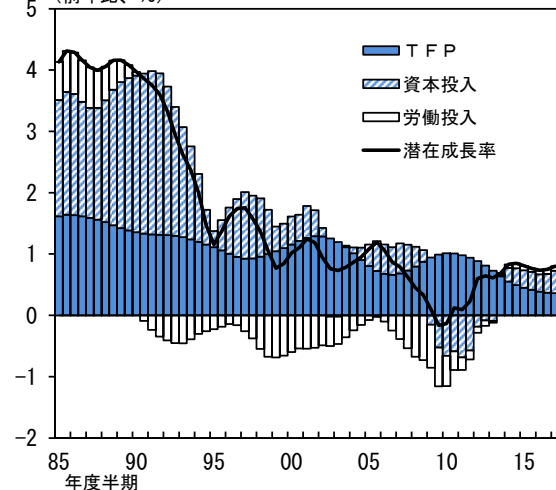
図表1：実質GDP

（季節調整済、前期比年率、%）



図表2：潜在成長率

（前年比、%）



<sup>10</sup> 10月30、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

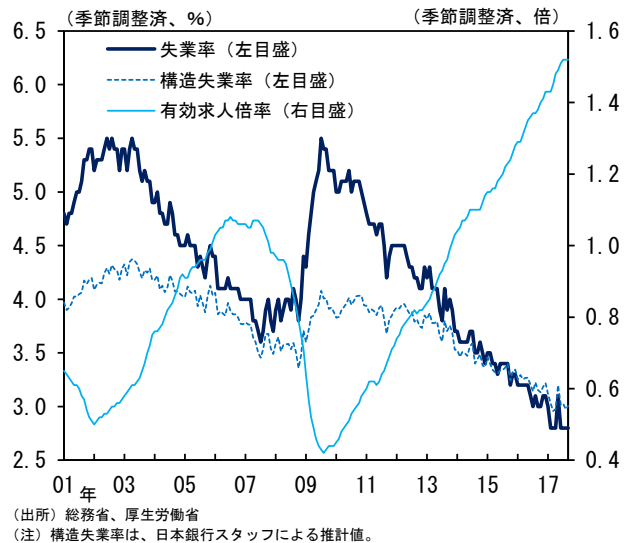
<sup>11</sup> 日本銀行調査統計局では、2017年4月に需給ギャップと潜在成長率について、推計方法の見直しを行った。技術的な面も含む詳細は日本銀行調査論文「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」（2017年4月）を参照。

い。2019年度については、かなり不確実性は高いが、①消費税率引き上げによる家計支出の落ち込みと、②資本ストックの蓄積やオリンピック関連投資の一巡による設備投資の減速が重なるため、成長率は前年度から減速するものの、外需に支えられて、景気拡大は続くと考えている<sup>12</sup>。今回の見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、概ね不変となっている。

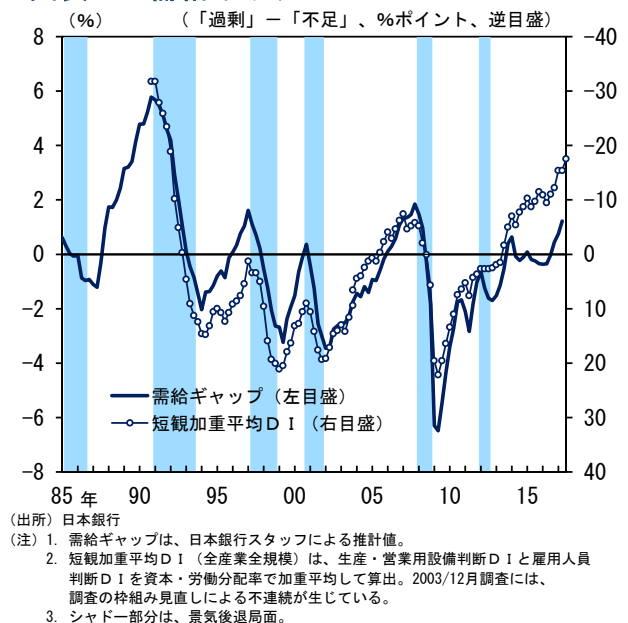
見通し期間の各年度の特徴をみると、2017年度は、海外経済の成長と経済対策の効果を背景に、内外需要が増加するもとの、堅調な景気拡大が続くと見込まれる。すなわち、輸出は、世界的な製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するなかで、情報関連や資本財を中心に、緩やかな増加傾向を続けると予想される。そうしたもとの、設備投資は、金融緩和効果に加えて、オリンピック・都市再開発関連の建設投資や人手不足に対応した省力化投資の増加にも支えられて、緩やかな増加を続ける可能性が高い。この間、公共投資は、経済対策などを受けて増加したあと、高水準で横ばい圏内の動きが続くと想定している。また、個人消費は、可処分所得の増加や、株価上昇の資産効

<sup>12</sup> 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用される）ことを前提としている。2019年10月の消費税率引き上げは、家計支出を中心に、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果という2つの経路を通じて、成長率に相応の影響を及ぼすとみられるが、現時点では、消費増税による2019年度成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまると考えている。これは、①今回の消費増税のタイミングが年度央となるため、駆け込み需要と反動が年度内で均されるほか、実質所得の減少効果は年度下期にのみ発生するといった技術的な要因に加え、②税率の引き上げ幅は、前回よりも小さく、かつ一部品目には軽減税率も適用されること、③前回は2回目の増税を見据えた駆け込み需要が発生したと考えられること、などによる。ただし、消費税率引き上げのインパクトは、その時々の消費者マインドの動向に左右されるなど、不確実性がかなり大きいことに留意する必要がある。

図表3：労働需給



図表4：需給ギャップ



果に加え、耐久財の買い替え需要の増加もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。以上の景気展開を反映して、2017年度は、潜在成長率をはっきりと上回る成長となり、需給ギャップはプラス幅を拡大していくと見込まれる。

2018年度も、内外需要がバランスよく増加するもとで、緩やかな景気拡大が続くとみられる。輸出は、海外経済の成長を反映して緩やかな増加を続けると予想される。設備投資も、緩和的な金融環境やオリンピック関連需要に加え、人手不足に伴う省力化ニーズの強まりを背景として、着実な増加を続けると見込まれる。個人消費は、ベースアップの高まりによる可処分所得の増加に支えられて、増勢を維持する可能性が高い。この間、公共投資は、経済対策効果の減衰により減少に転じるものの、オリンピック関連需要が下支えとなり、高水準を維持すると想定している。こうしたもとで、2018年度の成長率は、前年度から減速しつつも引き続き潜在成長率を上回り、需給ギャップの改善は続けると見込まれる。

2019年度は、内需の減速を主因に、成長ペースは鈍化すると考えられる。個人消費は、上期に、消費増税前の駆け込み需要から増勢を強めたあと、下期には、増税後の反動減と実質所得の減少効果が下押しとなり、減少に転じるとみられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴い循環的な減速圧力がかかるもとで、オリンピック関連投資の一巡の影響も加わり、減速する可能性が高い。もつとも、輸出は、海外経済の着実な成長を背景に増加基調を維持し、景気を下支えすると考えられる。以上の動きを反映して、成長率は、前年度からは減速するものの、景気拡大は続けると見込まれる。



## 1. 2 主要支出項目の動向とその背景

### (政府支出)

公共投資は、2016年度の経済対策の執行に伴い、増加している(図表5)。先行きについて、当面、熊本地震の復旧復興対策や各種インフラ整備事業もあって、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。その後は、経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事が下支えとなり、高めの水準を維持すると想定している。

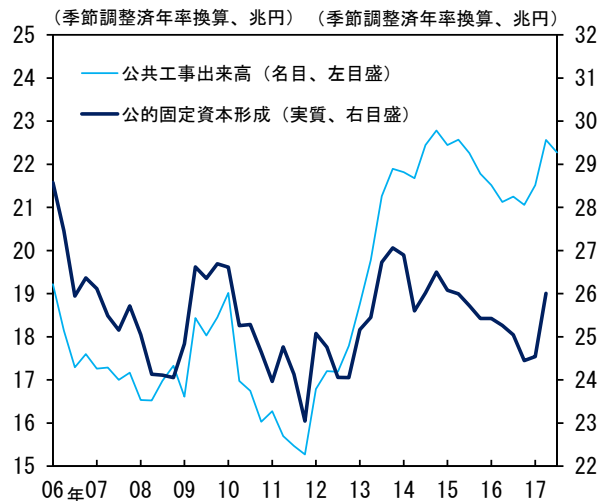
### (海外経済)

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている(図表6)。グローバルな製造業の業況感は改善傾向にあるほか、世界貿易量も回復している(図表7、後掲図表12)。主要地域別にみると、米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けている。欧州経済も、着実な回復を続けている。中国経済は、当局による景気下支え策の効果もあって、総じて安定した成長を続けている。中国以外の新興国・資源国経済については、輸出の増加や既往の資源価格の底入れ、各国の景気刺激策の効果などから、全体として持ち直している。

先行きの海外経済については、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっていくとみられることから、緩やかな成長を続けると予想している。

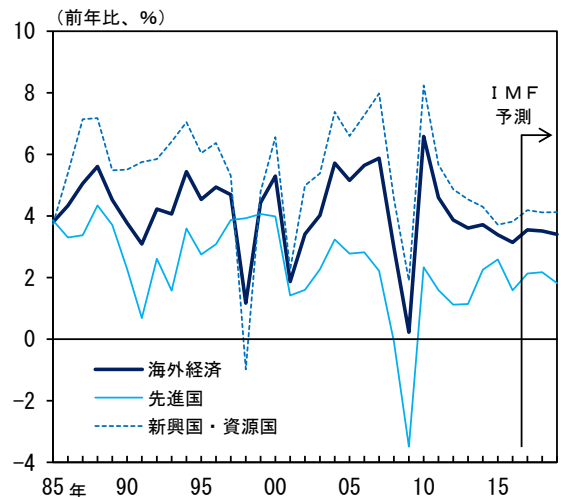
主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、国内民間需要を中心にしっかりした成長が続くと見込まれる。欧州経済については、英国のEU離脱交渉の展開をはじめとする政治情勢や金融セク

図表5：公共投資



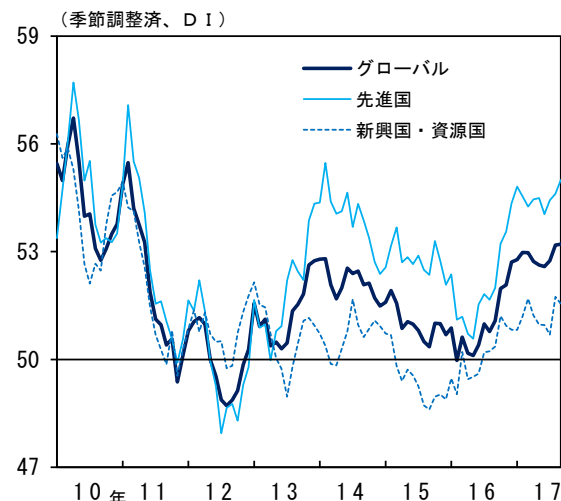
(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2017/30は、7~8月の値。

図表6：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省  
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2017年以降はIMF予測(2017/10月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

図表7：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2017. All rights reserved.等  
(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は16か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIをIMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

ターを含む債務問題を巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、基調としては緩やかな回復経路をたどる可能性が高い。中国経済は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するも、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。その他の新興国・資源国経済については、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、成長率は徐々に高まっていくと予想している。

### (輸出入)

輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調にある(図表9)。地域別にみると、先進国向けは、増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財(化学製品など)を中心に持ち直している(図表10)。財別にみると、自動車関連は、輸出車の高付加価値化もあって、増加を続けている(図表11)。情報関連は、データセンターや車載向けの需要がしっかりしているほか、増勢が一服していたスマートフォン向けの電子部品も再び増加しており、全体として増加している。資本財も、振れを伴いながら、緩やかに持ち直している。

輸出の先行きを展望すると、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するも、わが国が比較優位を持つ情報関連や資本財が堅調に推移すると見込まれることから、当面は、増加基調を続ける可能性が高い。その後は、海外経済の成長に伴って「世界貿易量<sup>13</sup>」が緩やかな増加を続けるとともに、それに占める「日本の輸出シェア」もわが国の競争力の改善を反映してごく緩やかな上昇傾向をたどることから、基調としては緩やかな増加を続ける、と予想している(図表12、13)。

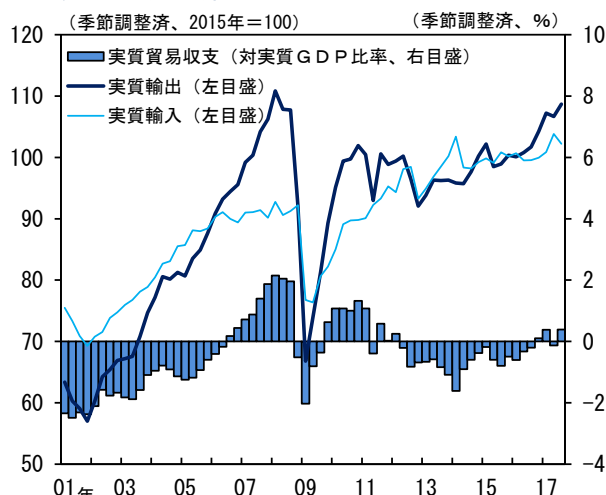
<sup>13</sup> ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

図表8：実効為替レート



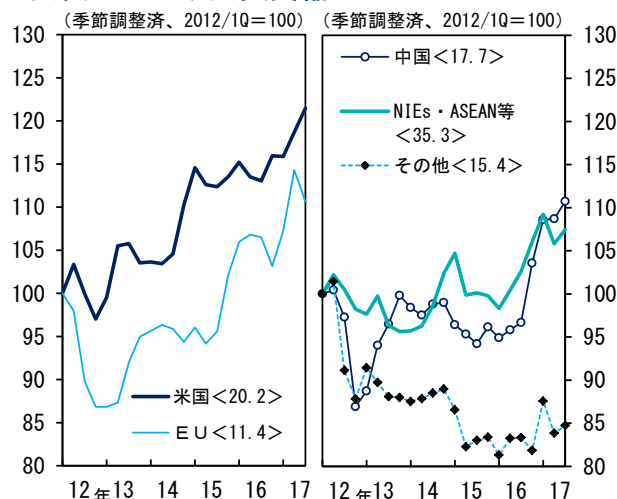
(出所) BIS、日本銀行  
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。  
 2. 2017/10月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表9：実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、内閣府  
 (注) 日本銀行スタッフ算出。

図表10：地域別実質輸出



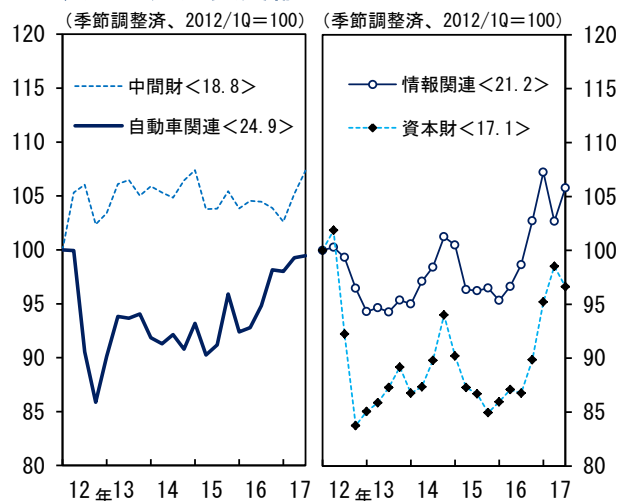
(出所) 日本銀行、財務省  
 (注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2016年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

すなわち、「世界貿易量」は、2011年以降、振れを伴いつつも、世界経済成長率よりも低い伸びを続けてきたが（所謂「スロー・トレード」）、足もとでは、アジアや米欧を中心に、伸びが高まっている。先行きの世界貿易量の成長率は、新興国の回復がしっかりしていくもとの、世界的な製造業の生産・貿易活動の回復は続くと思われることから、世界経済成長率並みとなる——世界貿易量／世界GDP比率は基調として下げ止まる——姿を想定している。

他方、「日本の輸出シェア」は、わが国が比較優位を持つ情報関連や資本財への需要増加もあって、このところ上昇傾向にある。先行きも、新興国の回復を背景に、資本財輸出の増加基調が続くこともあって、ごく緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

輸入は、持ち直している（前掲図表9）。先行きは、国内需要の増加を反映して、緩やかな増加基調をたどるものの、そのペースは、エネルギー効率の改善に伴う素原料輸入の減少トレンドを受けて、緩やかなものにとどまると予想される。

図表11：財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省  
(注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2016年通関輸出額に占める各財のウエイト。

図表12：世界の貿易量と実質GDP



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等  
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2017/3Qは、7~8月の値。  
2. 世界実質GDPは、IMF公表のGDPウエイトを用いて日本銀行スタッフ算出。

図表13：日本の輸出シェア



(出所) オランダ経済政策分析局  
(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア（日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準）。2017/3Qは、7~8月の値。

## (対外収支)

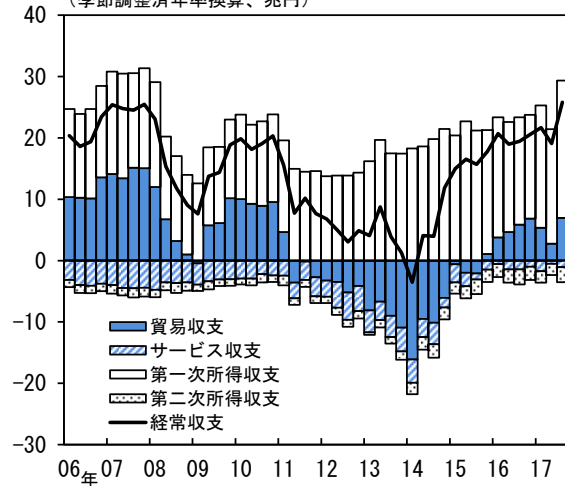
名目経常収支の黒字幅は、第一次所得収支や貿易収支を中心に、増加基調にある（図表 14）。

先行きは、上記の輸出入見通しを反映した貿易収支の改善傾向に加え、海外経済の成長に伴う第一次所得収支の改善や観光客誘致政策に支えられた旅行収支の受取の増加<sup>14</sup>を背景に、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していく可能性が高い。

これを貯蓄投資バランスで見ると、わが国全体の貯蓄超過幅が拡大することに対応している。部門別には、消費性向の上昇から家計部門の貯蓄超過幅はごく緩やかに縮小していくものの、企業部門が大幅な貯蓄超過を維持するも、経済対策効果の剥落や消費増税から一般政府が投資超過幅を縮小していくことが予想される。

図表14：経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行

(注) 2017/3Qは、7~8月の値。

<sup>14</sup> BOX 1では、最近の旅行収支の動向について、特徴点を整理している。

## （鉱工業生産）

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある（図表 15）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、昨年後半以降、海外から国内への生産拠点の移管などを背景に、振れを伴いつつも、しっかりとした増加を続けている。「電子部品・デバイス」は、スマートフォン、データセンター、車載向けの部品を中心に、増加を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」も、半導体製造装置が振れを伴いつつも高水準を維持するなかで、足もとでは金属工作機械などが増加しており、緩やかな増加基調にある。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、改善した状態にある（図表 16）。

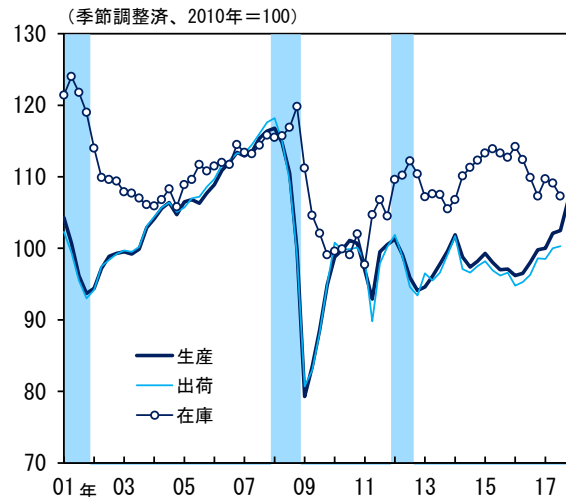
鉱工業生産の先行きを展望すると、当面は、内外需要の増加を反映して、しっかりとした増加を続ける可能性が高い。その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続ける見込んでいる。

## （企業収益）

企業収益は、改善している。法人企業統計の売上高経常利益率（全産業全規模ベース）をみると（図表 17）、堅調な内需や海外経済の成長に支えられて、このところはっきりと改善しており、4～6月は既往最高水準を更新した。そうしたもとの、企業の業況感は、改善している（図表 18）。9月短観の全産業全規模ベースの業況判断DIをみると、5期連続で改善しており、1991年8月調査以来の良好な水準となっている。

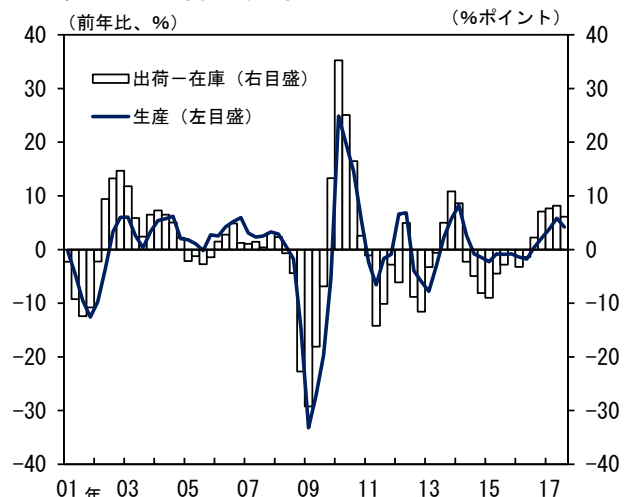
先行きの企業収益は、内外需要の増加を背景に、着実な増益傾向をたどるとみられる。ただし、見通し期間の終盤にかけては、消費増税の影響もあって景気が減速方向に向かうもとの、人件費の増

図表 15： 鉱工業生産・出荷・在庫



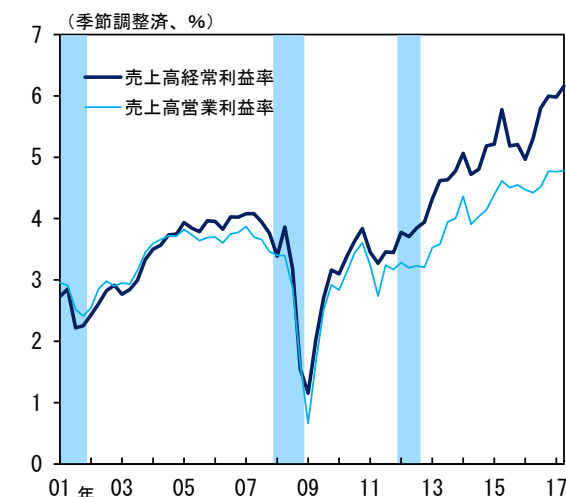
(出所) 経済産業省  
 (注) 1. シャド一部分は、景気後退局面。  
 2. 生産の2017/4Qは、10、11月の予測指数を用いて算出。

図表 16： 出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省

図表 17： 企業収益



(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. シャド一部分は、景気後退局面。



加など家計への分配がより進んでいくため、収益の伸び率は低下していくと考えられる。

### (設備投資)

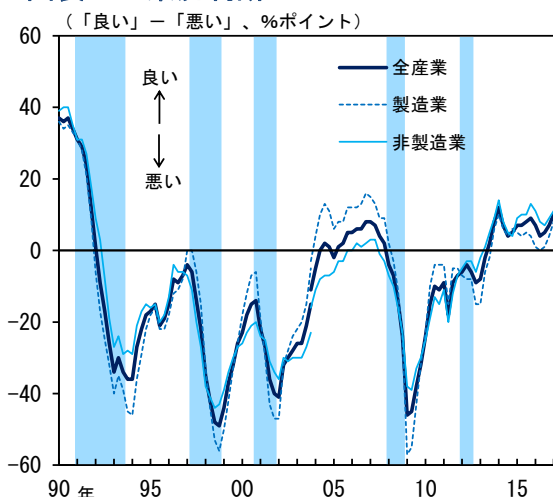
設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある(図表19)。機械投資の一致指標である資本財総供給や、建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、着実な増加を続けている。9月短観をみると、2017年度の設備投資計画は、大企業を中心に堅調なスタンスとなっている。例えば、GDPの概念に近い、「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画(除く土地投資)は、2016年度に前年比+0.4%で着地したあと、2017年度は同+6.9%のプラスとなっている(図表20)。こうした企業の前向きな設備投資スタンスを反映して、先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額(民間非居住用)は、月々の振れは大きいものの、増加基調を続けている(図表21)。

設備投資の先行きについては、①企業収益の改善や、②低金利や緩和的な貸出スタンスといったきわめて投資刺激的な金融環境、③財政投融資の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、緩やかな増加を続けていくとみられる。具体的な案件としては、能力増強投資に加えて、①オリンピック・都市再開発に関連した投資や、②人手不足等に対応した効率化・省力化投資<sup>15</sup>、③成長分野への研究・開発(R&D)投資などが増加すると見込まれる<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> こうしたことの一部は、人手不足感の強い中小企業のソフトウェア投資額が、9月短観において、2017年度は前年比+22.4%と大幅に増加する計画となっていることに表れている。

<sup>16</sup> 9月短観の全産業全規模の研究開発投資をみると、2017年度は前年比+2.9%の増加と、2016年度(同+

図表18：業況判断



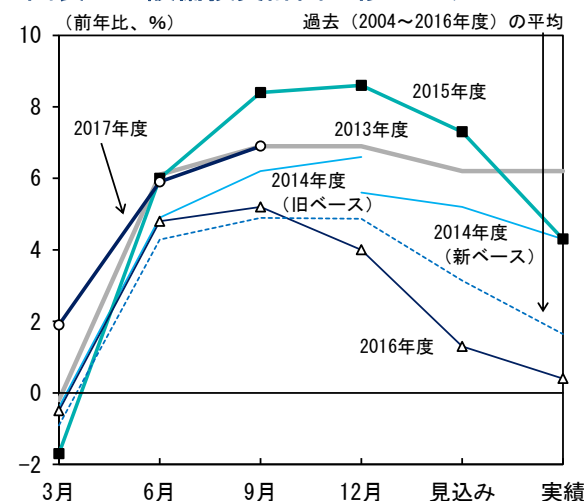
(出所) 日本銀行  
(注) 1. 短観の業況判断D1。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
2. シャド一部分は、景気後退局面。

図表19：設備投資一致指標



(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省  
(注) 1. 2017/3Qは、7~8月の値。  
2. 建設工事出来高(民間非居住用)の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表20：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行  
(注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。  
2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。  
3. 2014/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。



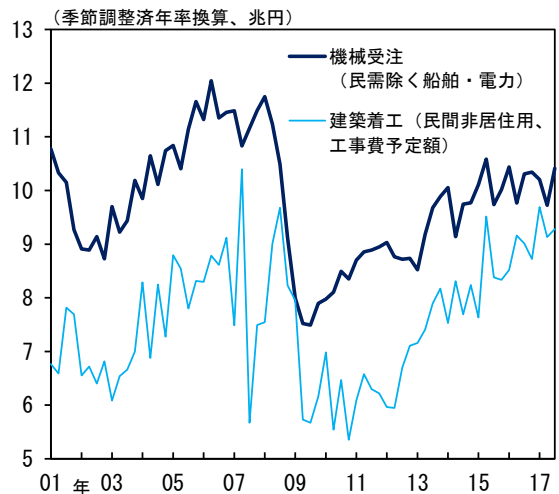
こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資動向を評価する(図表22)。これによると、2016年度には、資本ストックは、「0%台後半」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで、緩やかに増加した。2017年度以降は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとできわめて緩和的な金融環境が続き、オリンピック関連需要も本格化していくことから、資本ストックは、潜在成長率をやや上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていくとみられる<sup>17</sup>。ただし、見通し期間の終盤には、資本ストックの積み上がりが明確となることから、オリンピック関連投資の一巡とも相俟って<sup>18</sup>、期待成長率が大きく上振れない限り、設備投資には減速圧力が強まってくると考えられる。

1.3%) から加速する計画にある。

<sup>17</sup> 足もとの設備投資・GDP比率を、過去の景気拡大局面の水準と比較しても、過熱感はさほど窺われず(図表23)、設備投資の増加余地は、相応に残っていることが示唆される。

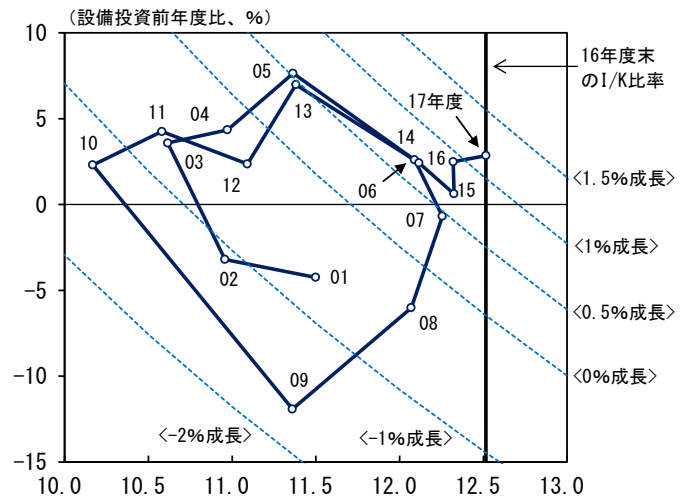
<sup>18</sup> 過去のオリンピック開催国の経験を踏まえると、オリンピック関連の建設投資は、2017~2018年度にかけて増加したあと、2020年度にかけてピークアウトしていくとみられる。この点について詳しくは、日本銀行調査論文「2020年東京オリンピックの経済効果」(2015年12月)を参照。

図表21：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2017/3Qは、7~8月の値。

図表22：資本ストック循環図



(出所) 内閣府  
(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。  
2017年度は、2017/2Qの値。

図表23：設備投資・GDP比率



(出所) 内閣府  
(注) シャドウ部分は、景気後退局面。

## （雇用・所得環境）

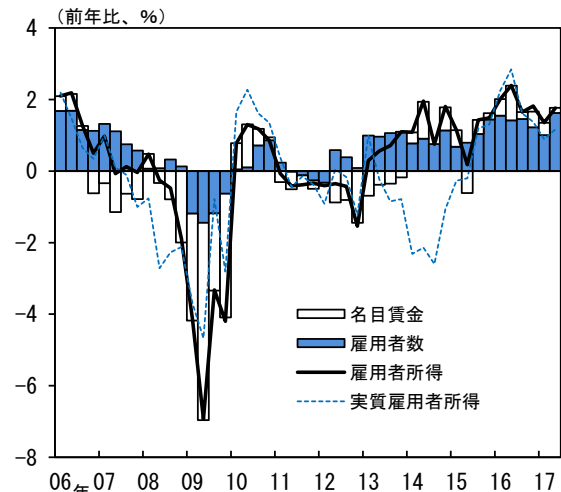
雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、1%台半ばの伸びを続けている（図表24）。そうしたもとの、有効求人倍率は着実な上昇傾向をたどっているほか（前掲図表3）、短観の雇用人員判断DIでみた人手不足感も強まっている。失業率も、足もとでは構造失業率をやや下回る2%台後半となっている<sup>19</sup>。この間、労働力率は、2012年末頃をボトムに、女性や高齢者を中心に上昇傾向を続けている<sup>20</sup>（図表25）。先行きも、基調として潜在成長率を上回るペースでの経済成長が続くもとの、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は一段と引き締まっていく可能性が高い。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇している（図表26）。このうち、所定内給与全体は、一般労働者とパート労働者の双方の賃金が上昇するなか、パート労働者比率上昇による押し下げ効果の減衰もあって、緩やかな上昇を続けている（図表27）。労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与の前年比は、足もとでは2%台半ばと高めの伸びとなっている（図表28）。この間、特別給与（6～8月分は夏季賞与に相当）は、大企業を中心に前年水準を下回った。なお、実質賃金の前年比は、

<sup>19</sup> 構造失業率には様々な考え方があるが、前掲図表3では、所謂「ベバリッジ曲線」の考え方に基づき、失業率と欠員率が一致する（＝ミスマッチを勘案したマクロ的な労働需給が均衡する）場合の失業率として定義している。したがって、ここでの構造失業率は、NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment）の概念と異なり、物価や賃金との直接的な関係を表す訳ではない。

<sup>20</sup> 女性と高齢者の労働参加については、BOX2を参照。

図表24：雇用者所得



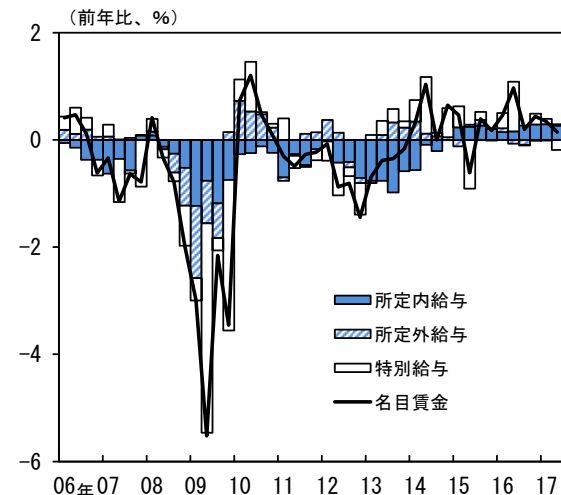
（出所）厚生労働省、総務省  
 （注）1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。  
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）  
 3. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

図表25：労働力率



（出所）総務省

図表26：名目賃金



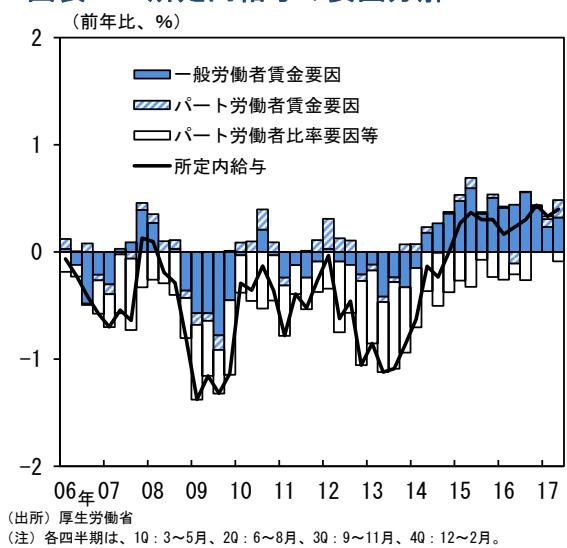
（出所）厚生労働省  
 （注）各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。

足もとではエネルギー価格の上昇により下押しされていることもあって、横ばい圏内の動きとなっている。

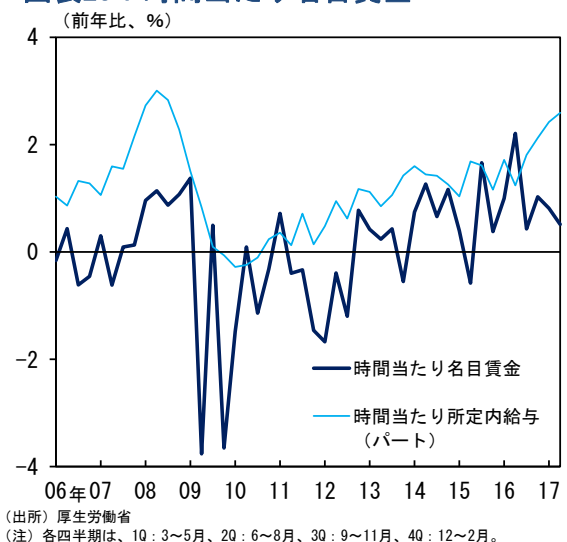
先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、インフレ予想の高まりが明確になるにつれてベースアップが伸びを高めるもとの、緩やかに伸び率を高めていくと予想している。先行きのパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の更なる引き締めや最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる<sup>21</sup>。以上を総合した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上昇したのち、見通し期間後半には、伸び率を高めていくと考えられる。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、振れを伴いつつも、緩やかに増加している（前掲図表 24）。先行きの雇用者所得は、緩やかに増加し、見通し期間後半には、名目 GDP 成長率を若干上回るペースで増加していくと考えられる。その結果、労働分配率は、過去の長期平均をはっきりと下回る水準で横ばい圏内で推移したあと、上昇していくとみられる（図表 29）。

図表27：所定内給与の要因分解



図表28：時間当たり名目賃金



図表29：労働分配率



<sup>21</sup> わが国の労働市場には、正規（一般労働者）と非正規（パート労働者）とで賃金決定メカニズムが異なるという特徴が存在する。この点については、2017年7月展望レポートのBOX 2を参照。

## (家計支出)

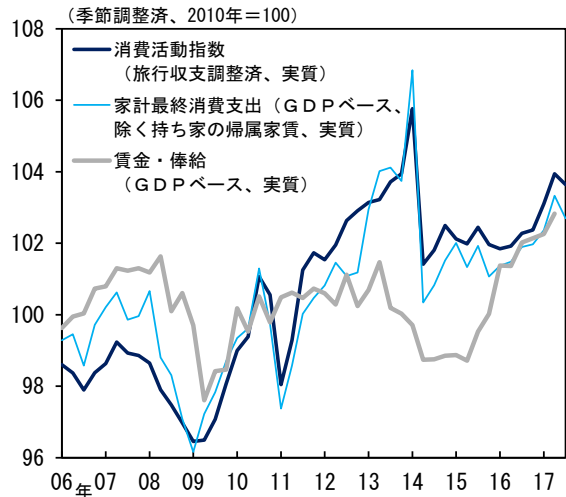
個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（旅行収支調整済）<sup>22</sup>をみると、天候要因等の振れを伴いながらも増加している（図表30）。形態別にみると、耐久財は、自動車や家電の買い替え需要を主因に、緩やかな増加傾向にある。非耐久財は、夏場の天候不順を背景に、飲食料品などで弱めの動きとなった。この間、サービスは、振れを伴いつつも、通信や医療福祉の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加傾向を続けている。

個別の指標をみると（図表31）、供給側統計である消費財総供給は、4～6月の大幅増の反動もあって、7～8月は減少している。各種の販売統計をみると、小売業販売額（実質）は、夏場の天候不順の影響等を受けながらも、増加傾向を続けている。百貨店売上高は、株高による富裕層向け販売の持ち直しや、訪日外国人需要の回復、衣料品の増加などを受けて、基調としては持ち直している。全国スーパー売上高は、緩やかな増加傾向にあり、コンビニエンスストア売上高も、増加基調を続けている。

耐久財消費をみると（図表32）、乗用車販売は、リーマン・ショック後のエコカー補助金・減税で購入された車の買い替え需要が新車投入効果によって喚起されるかたちで大きく増加したあとも、比較的高い販売水準を維持している。家電販売は、白物家電が底堅く推移していることに加えて、テ

<sup>22</sup> 消費活動指数について詳しくは、日本銀行調査論文「消費活動指数について」（2016年5月）および同「消費活動指数の公表内容の拡充と見直しについて」（2016年10月）を参照。

### 図表30：個人消費



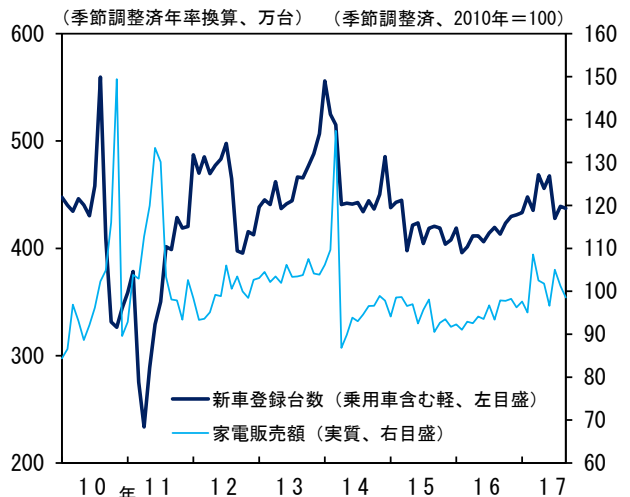
(出所) 日本銀行、内閣府等  
 (注) 1. 消費活動指数（旅行収支調整済）は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費（日本銀行スタッフ算出、10/20日時点の値）。2017/3Qは、7～8月の値。  
 2. 家計最終消費支出の2017/3Qは、消費総合指数（8月までの値）を用いて日本銀行スタッフが試算。  
 3. 賃金・俸給の2016/2Q以降は、雇用者所得（名目賃金×雇用者数）を用いて日本銀行スタッフが試算。

### 図表31：消費関連指標（販売側・供給側）

	(季節調整済、前期比、%)			
	16/4Q	17/1Q	17/2Q	17/3Q
<b>消費活動指数</b>				
実質・旅行収支調整済	0.1	0.7	0.8	-0.3
実質	0.0	0.8	0.9	-0.4
<b>小売業販売額</b>				
名目	1.5	-0.2	0.7	-0.1
実質	0.0	0.3	1.0	-0.1
百貨店売上高（既存店）	-0.4	1.4	0.4	0.0
スーパー売上高（既存店）	0.4	-0.3	0.5	-0.2
コンビニエンスストア売上高	1.3	0.6	0.4	0.0
消費財総供給	0.8	0.1	4.0	-3.8

(出所) 日本銀行、経済産業省、総務省  
 (注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出（10/20日時点の値）。  
 2. 小売業販売額の実質値は、CPIを用いて日本銀行スタッフが算出。  
 3. 消費活動指数と消費財総供給の2017/3Qは、7～8月の値。

### 図表32：耐久財消費



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省  
 (注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

レビやパソコンなどの買い替え需要から、緩やかな増加傾向にある。

サービス消費をみると（図表 33）、旅行は、本年入り後、海外旅行を中心に持ち直している。外食も増加している。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 34）、消費者態度指数は、振れを伴いつつも、株価上昇や良好な雇用環境を背景に、ごく緩やかな持ち直し基調にある。景気ウォッチャーは、緩やかに持ち直している。

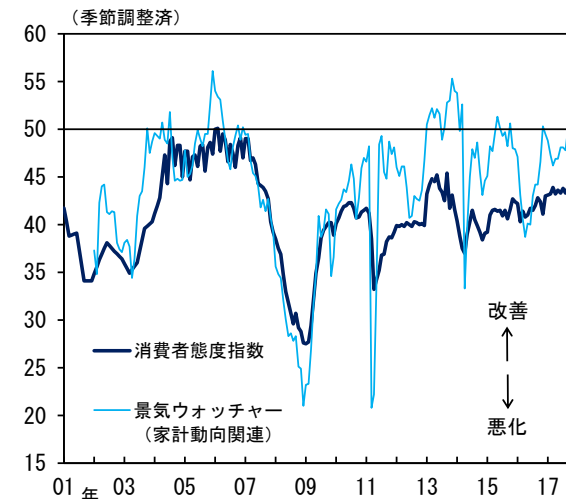
先行きの個人消費は、見通し期間の後半に消費税率引き上げに伴う振れを伴いつつも、基調としては、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。可処分所得ベースでみた消費性向は、消費税率引き上げ以降やや大きめに落ち込んでいたが（図表 35）、先行きは、資産効果や耐久財の買い替え需要などを反映して、ごく緩やかに持ち直していく姿を想定している。

図表33：サービス消費



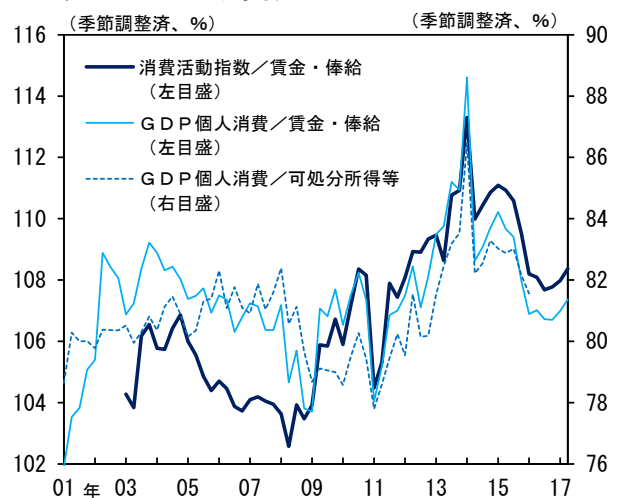
（出所）観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」  
（注）旅行取扱額は、外国人旅行を除く。

図表34：個人消費関連のマインド指標



（出所）内閣府  
（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表35：平均消費性向



（出所）日本銀行、内閣府等  
（注）1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出。  
2. 賃金・俸給の2016/20以降は、雇用者所得（名目賃金×雇用者数）を用いて日本銀行スタッフが試算。  
3. GDP個人消費は、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。  
4. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表 36)。先行きについても、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利は下支えとなるものの、貸家の相続税対策需要の一巡もあって、消費増税による振れを均せば、横ばい圏内の動きが続くと考えられる。

**図表36：住宅投資**



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2017/3Qは、7~8月の値。



## 2. 物価の現状と見通し

### (物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、小幅のプラスとなっている（図表 37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、国内運輸関連や設備投資関連がプラスの伸び率を維持するも、全体では0%台後半のプラスとなっている（図表 37）。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前期比は小幅のプラスにとどまっている（図表 38）。これは、携帯電話関連（携帯電話機+携帯電話通信料）の値下げといった部門ショックが働いていることも寄与している<sup>23</sup>が、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている<sup>24</sup>。

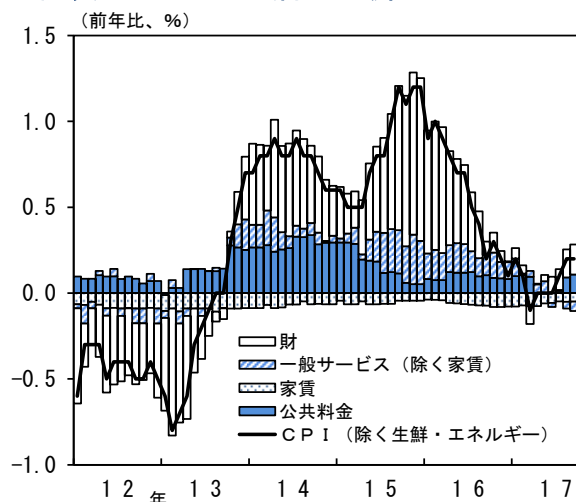
もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた物価上昇圧力は着実に高まっている<sup>25</sup>。より仔細にみると、例えば、外食においては、なお弱めの動きが続いているものの、一部チェーンで人件費や食材費の上昇を転嫁する動きなどがみられている。また、他業態との競争激化等を受けて、大

図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	16/4Q	17/1Q	17/2Q	17/3Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	-0.3	0.2	0.4	0.6
除く生鮮・エネルギー	0.2	0.1	0.0	0.1
国内企業物価指数 (前期比)	0.6	1.6	0.4	0.2
企業向けサービス価格指数	0.6	0.7	0.7	0.7
GDPデフレーター	-0.1	-0.8	-0.4	
内需デフレーター	-0.3	0.0	0.3	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府  
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。  
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

図表38：CPI（除く生鮮・エネルギー）



(出所) 総務省  
 (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」  
 2. CPIは、消費税調整済み。

<sup>23</sup> 携帯電話機や携帯電話通信料の下落といった携帯電話市場特有の部門ショックについては、2017年4月展望レポートのBOX4を参照。

<sup>24</sup> 企業の賃金上昇圧力への対応とその物価との関係については、2017年7月展望レポートBOX3を参照。

<sup>25</sup> 最近のコスト圧力の高まりについては、BOX3を参照。

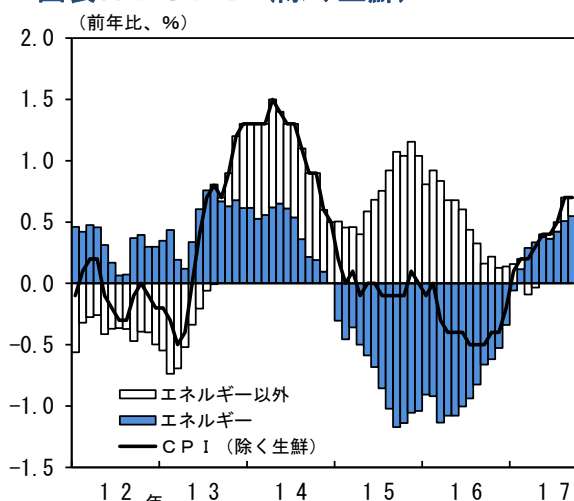
手スーパー等では値下げの動きもみられるものの、既往の為替円安を反映して、食料工業製品や白物家電等の耐久消費財の価格は上がりつつある。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、除く生鮮食品・エネルギーが小幅のプラスで推移するなか、エネルギー価格の上昇を反映して、0%台後半のプラスとなっている（図表39）。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表40）<sup>26</sup>、刈込平均値は、このところ0%台半ばとなっている<sup>27</sup>。最頻値は、このところ0%台前半で推移している一方、加重中央値は0%程度で推移している<sup>28</sup>。この間、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、+20%ポイント程度となっている（図表41）。

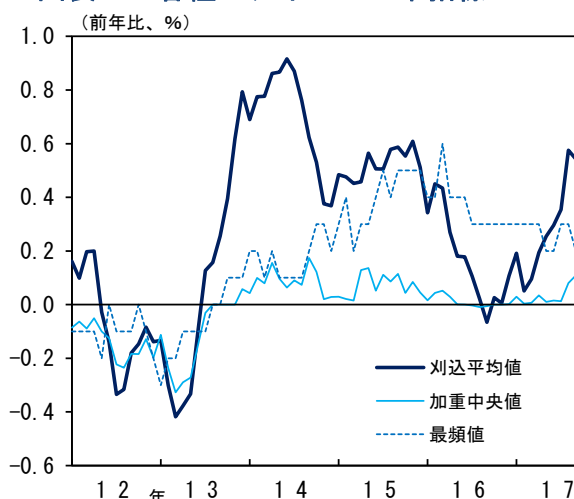
GDPデフレーターの前年比は、既往の国際商品市況の持ち直しに伴う輸入デフレーターの上昇を主因に、0%台半ばのマイナスとなっている（前掲図表37）。内需デフレーターの前年比は、昨年はマイナスで推移してきたが、足もとでは0%台前半のプラスとなっている。

図表39：CPI（除く生鮮）



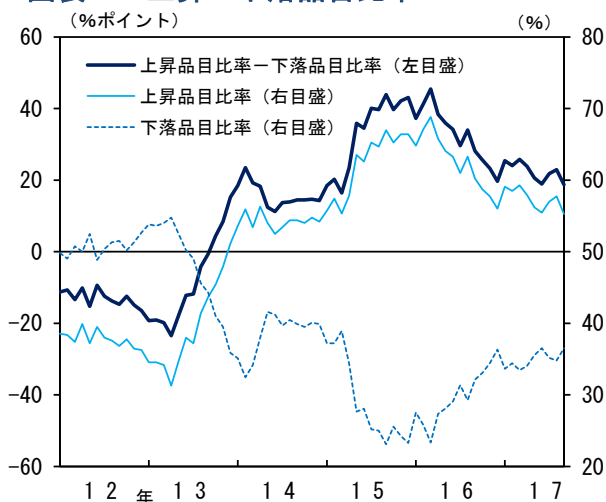
(出所) 総務省  
 (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。  
 2. CPIは、消費税調整済み。

図表40：各種コアインフレ率指標



(出所) 日本銀行、総務省  
 (注) CPI（消費税調整済み）を用いて日本銀行スタッフ算出。

図表41：上昇・下落品目比率



(出所) 日本銀行、総務省  
 (注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合（CPI除く生鮮、消費税調整済み）。日本銀行スタッフ算出。

<sup>26</sup> ここで取り上げる各種の物価指標のより詳しい解説は、日銀レビュー「消費者物価コア指標とその特性 — 景気変動との関係を中心に —」（2015-J-11）、同「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」（2015-J-12）を参照。

<sup>27</sup> 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値。このところ刈込平均値が消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）よりも強めの動きとなっているのは、後者の押し下げに寄与した携帯電話関連が、前者では控除されたこと等による。

<sup>28</sup> 最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率、加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

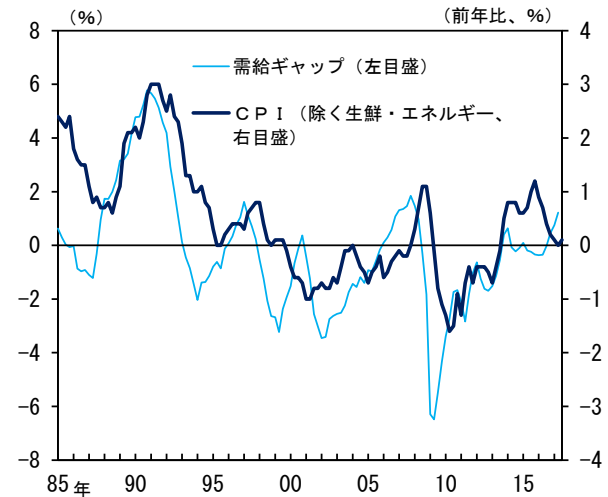
## (物価を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、着実に改善しており、4～6月に1%台前半のプラスとなったあと、7～9月は、短観加重平均D Iや資本や労働の稼働状況を表す各種月次指標の改善を踏まえると、プラス幅を幾分拡大した可能性が高い(前掲図表4、図表42)。先行きも、2017年度は、輸出・生産の増加による資本稼働率の改善が一段と明確になるとともに、労働需給の引き締まりも強まることから、プラス幅を一段と拡大し、その後も、内外需要の増加を反映して、資本・労働の両面でプラス幅の緩やかな拡大が続くと見込まれる。2019年度下期には、消費増税の影響から、プラス幅の拡大は一服するものの、比較的大幅なプラスを維持すると予想される。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、一部には昨年の夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられているが、弱含みの局面が続いている(図表43、44)。先行きについては、①「適合的な期待形成」の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

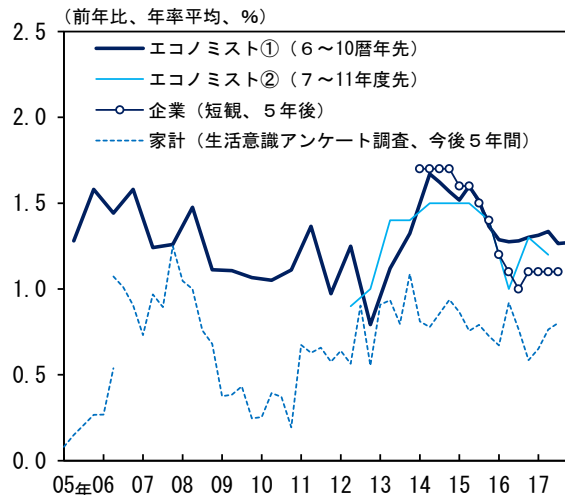
第3に、輸入物価についてみると(図表45)、昨年春から本年初にかけての原油価格の持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー価格(石

図表42：CPIと需給ギャップ



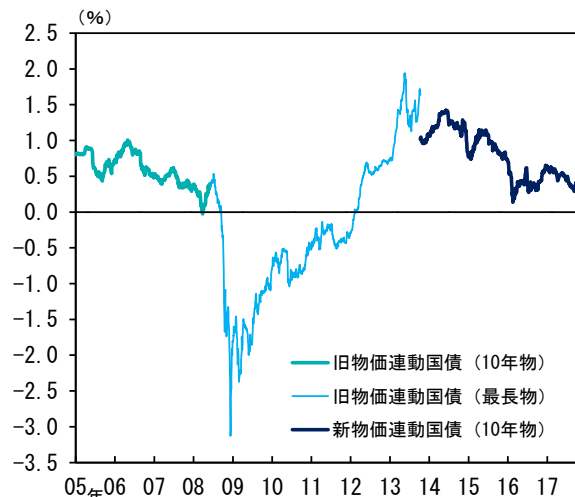
(出所) 総務省、日本銀行  
(注) 1. CPIは、消費税調整済み。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表43：予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、  
JOER「ESPフォーキャスト」  
(注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。  
2. 家計は、修正カールソン・パーキン法による。なお、2013年6月以降は、消費税引き上げの影響を除くベース。  
3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表44：予想物価上昇率(BEI)



(出所) Bloomberg  
(注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

油製品・電気代・都市ガス代)の押し上げ要因として作用するが、その影響は次第に減衰すると予想される。為替相場が消費者物価に及ぼす影響についてみると、既往の為替相場の円安方向への動きは、耐久消費財など為替感応的な品目を中心に、当面、価格上昇圧力を高める方向に作用する可能性が高い。

### (物価の先行き)

以上を踏まえ、先行きの物価情勢を展望すると、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、目先、①食料工業製品や生活関連財をはじめとする景気・為替感応的な財は、個人消費が緩やかに増加していくもとの、次第に伸びを高めていくとみられること、②耐久消費財は、既往の為替円安を反映して、改善傾向をたどると予想されること、③一般サービスでも、外食や家事関連サービス等を中心に人件費上昇を転嫁する動きが広がっていくと見込まれることなどから、徐々に持ち直しに転じていくと見込まれる。その後は、需給ギャップが改善するもとの、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化するとともに、予想物価上昇率も次第に伸びを高めていくことから、2%程度に向けて上昇率を高めていくと考えられる<sup>29</sup>。

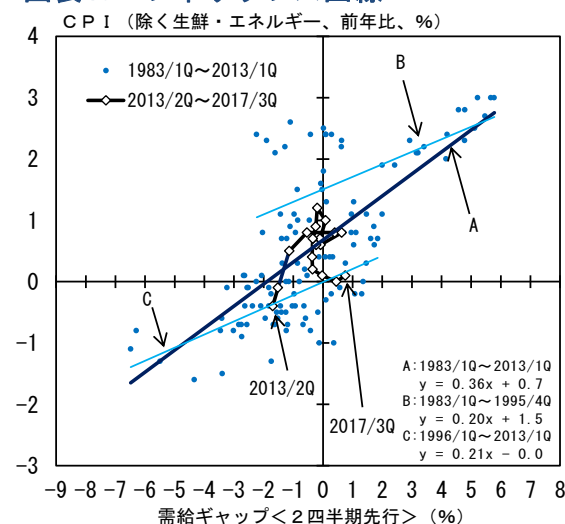
消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の先行きを展望すると、エネルギー価格の押し上げ圧力は次第に減衰するものの、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)が伸びを高めていくことから、2019年度頃には、2%程度に達する可能性が高

図表45：国際商品市況



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

図表46：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税調整済み。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

<sup>29</sup> なお、消費者物価指数において相応のウエイトを有する家賃と公共料金は、先行きも、暫く弱めの動きを続ける可能性が高く、このことは、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)全体の上昇を抑制する方向に作用するとみられる(前掲図表38)。この点について詳しくは、2016年7月展望レポートのBOX4を参照。

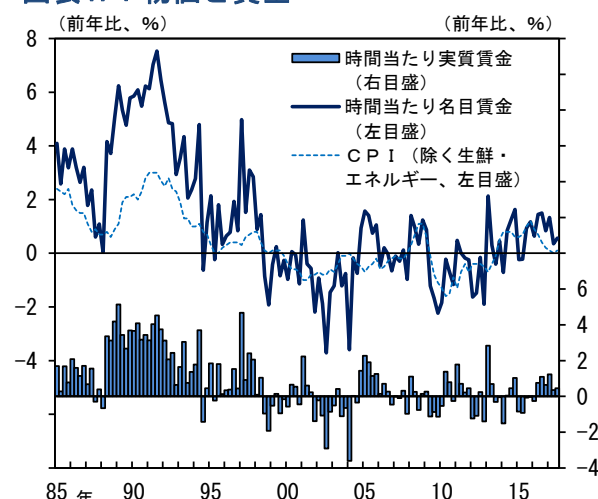
い。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、①物価上昇率は、過去の局面に比べれば、需給ギャップの改善に比較的明確に反応する、②予想物価上昇率が、「フォワードルッキング」、「適合的」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、「フィリップス曲線」自体も徐々にシフトアップしていく、との基本的な考え方がある(図表 46)。

ただし、前回展望レポート時点と比べると、消費者物価(除く生鮮食品)の見通しは、携帯電話通信料の値下げの影響等から、2017 年度について幾分下振れている。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく(図表 47)、消費者物価と時間当たり名目賃金との間には、長い目でみれば、概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。すなわち、企業は、名目賃金が上昇すると、そのコストを転嫁すべく販売価格を引き上げる一方、家計は、物価が上昇すると、実質購買力を維持すべく賃上げ要求を強めるという相互作用が働く。以上の中心的な見通しでは、時間当たり名目賃金が、労働需給の引き締めりと予想物価上昇率の高まりを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇していくとともに、消費者物価もこれと整合的なかたちで徐々に基調的な上昇率を高めていく姿を見込んでいる。

図表47：物価と賃金



(出所) 総務省、厚生労働省

(注) 1. CPIは、消費税調整済み。

2. 時間当たり名目賃金の1990年以前は、事業所規模30人以上の値。

3. 2017/3Qは、7~8月の値。



### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

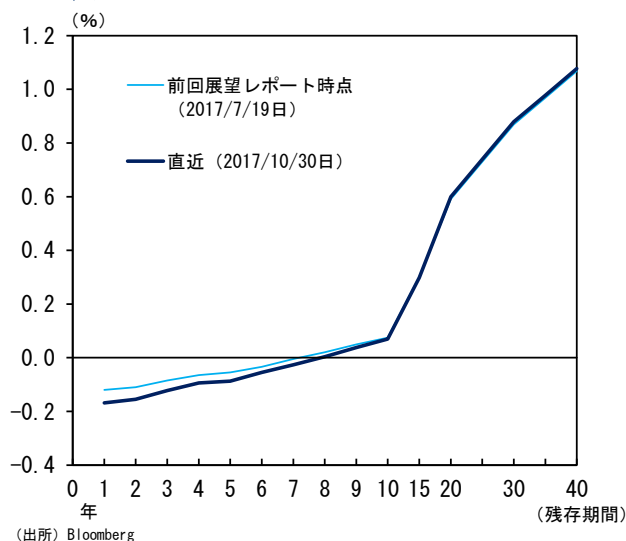
わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表48）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍で安定的に推移している。この間、20年物は概ね0%台後半で安定的に推移している。また、マネタリーベースは、前年比で1割台半ばの高い伸びを続けており、9月末時点の残高は475兆円（対名目GDP比率は87%<sup>30</sup>）となっている。

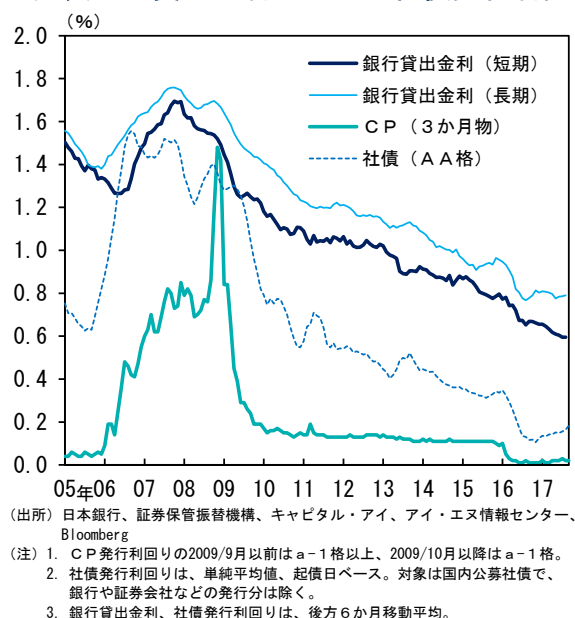
こうした長短金利のもとで、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表49）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。CPの発行環境をみると、短観のDIが、調査が開始された2008年以降の最高値圏で推移するなど、良好である。社債の発行金利も、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業については2000年代半ばのピークと同程度の高水準で推移しているほか、中小企業については1980年代末以来の高水準となっており、大幅に緩和した状態にある（図表50）。また、企業の資金繰りを短観のDIでみると、大企業、中

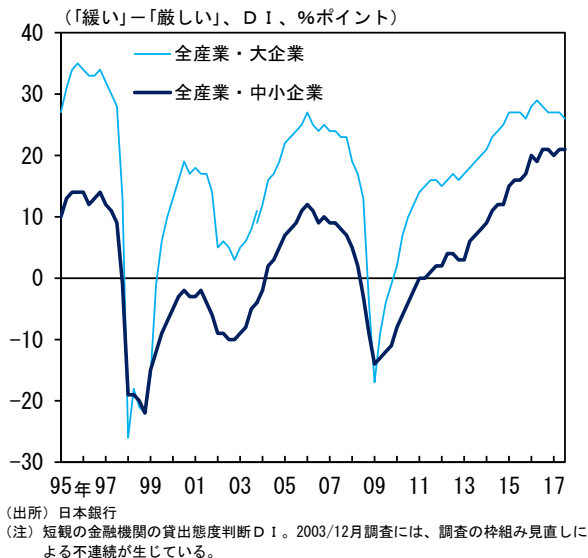
図表48：イールドカーブ



図表49：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表50：企業からみた金融機関の貸出態度



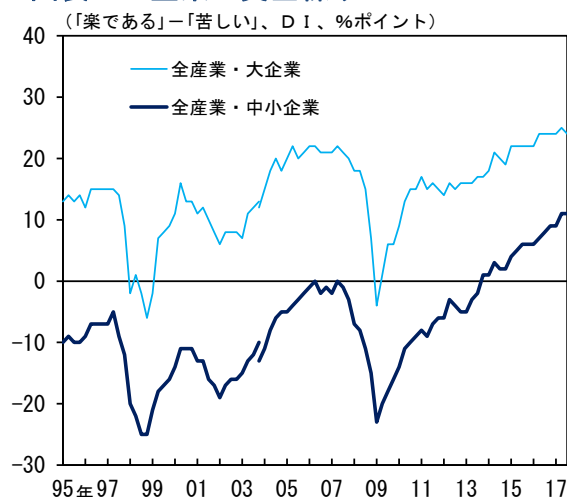
<sup>30</sup> 名目GDPは、2017年4～6月期の値を用いている。

小企業ともに 1990 年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である（図表 51）。

企業の資金需要面をみると、引き続き企業買収関連や、不動産を含む設備投資向けなどの資金需要が増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3%程度のプラスとなっている（図表 52）。C P・社債合計の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。

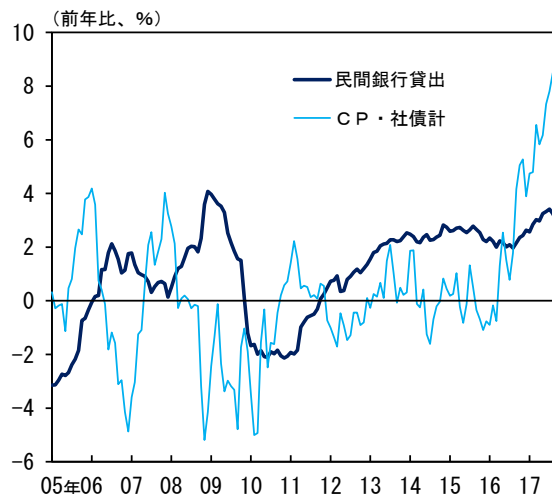
マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、4%程度の伸びとなっている（図表 53）。

図表51：企業の資金繰り



（出所）日本銀行  
（注）短観の資金繰り判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表52：貸出残高とC P・社債発行残高



（出所）日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター  
（注）民間銀行貸出は平残前年比、C P・社債計は末残前年比。

図表53：マネーストック



（出所）日本銀行



## (金融市場動向)

国際金融市場では、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクへの警戒感などから、9月上旬にかけて、主要国の長期金利は低下し、株価は弱めの動きとなった。もっとも、その後は、投資家のリスク回避姿勢が幾分和らぐもとの、長期金利は上昇しており、株価も堅調に推移している。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、北朝鮮情勢の緊迫化や物価指標の弱めの動きなどから、9月上旬にかけて低下した(図表54)。もっとも、その後は、北朝鮮情勢を巡る懸念が幾分後退するもとの、上昇している。ドイツでは、米国の長期金利に概ね連れる動きとなっている。

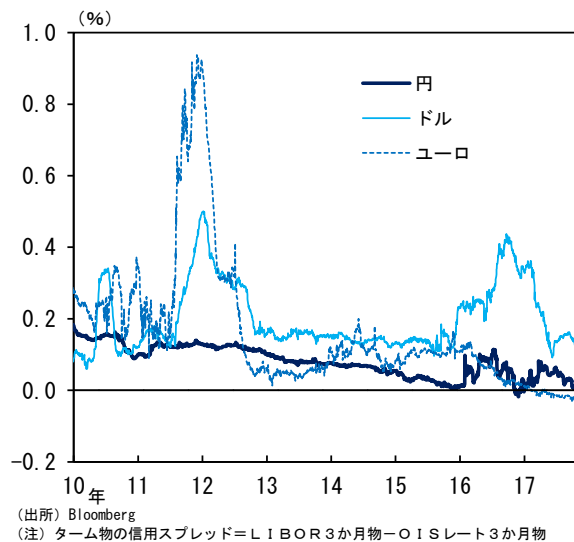
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、米国におけるMMF改革の適用を受けて、昨年秋頃から今年半ばにかけて縮小したあと、このところ横ばい圏内で推移している(図表55)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年初から今年半ばにかけて低下したあと、夏場は横ばい圏内で推移していたが、9月下旬以降は、需給環境のタイト化から幾分上昇している(図表56)。この間、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない。

米欧の株価をみると、米国では、地政学的リスクの高まりなどを受けて弱含む局面もみられたが、堅調な企業業績などを背景に、史上最高値圏で推移している(図表57)。欧州では、ユーロ高の進行の影響を受けつつも、引き続き高値圏で推移している。わが国の株価は、やや振れの大きい展開となったが、9月中旬以降は、地政学的リスクに

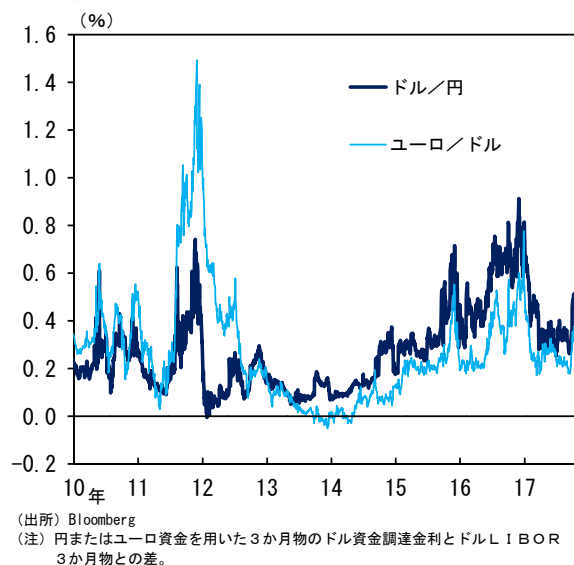
図表54：主要国の長期金利（10年物国債）



図表55：ターム物の信用スプレッド



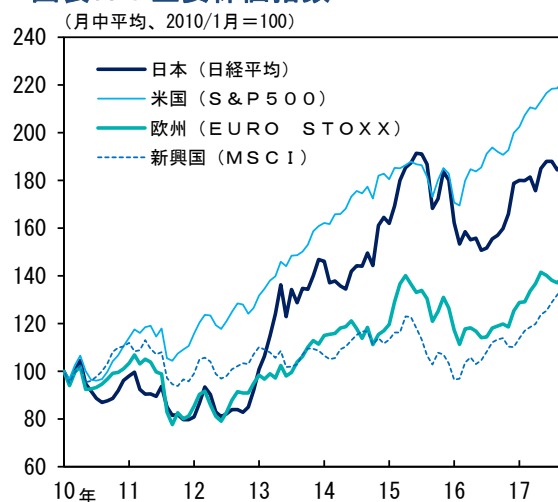
図表56：ドル資金調達プレミアム



対する懸念が幾分後退し、為替相場が円安ドル高方向に推移するなか、企業業績の改善期待などから、大きく上昇している。わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は幾分下落している（図表58）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、米国の長期金利の低下や安全資産需要の高まりなどから、9月上旬にかけて円高ドル安方向に推移した。もっとも、その後は、米国の長期金利が上昇に転じ、投資家のリスク回避姿勢が幾分和らぐなか、円安ドル高方向に戻す動きとなっている（図表59）。円の対ユーロ相場は、円安ユーロ高方向の動きとなっている。

図表57：主要株価指数



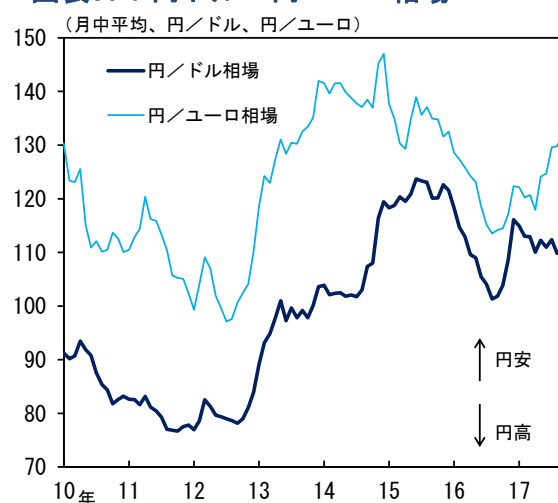
(出所) Bloomberg  
 (注) 新興国は、MSCIエマージング(現地通貨建て)を利用。

図表58：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表59：円ドル・円ユーロ相場



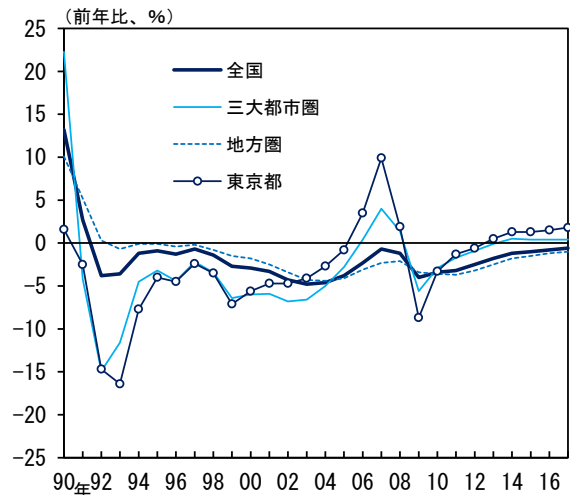
(出所) Bloomberg

## (地価)

地価は、全体ではほぼ下げ止まっている。2017年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、商業地は小幅ながら10年ぶりにプラスに転じたほか、住宅地もマイナス幅の縮小が続いている（図表60、61）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地の前年比はプラス幅が拡大しているほか、住宅地の前年比も小幅ながらプラスで推移している。地方圏では、商業地、住宅地ともに、前年比のマイナス幅の縮小が続いている。

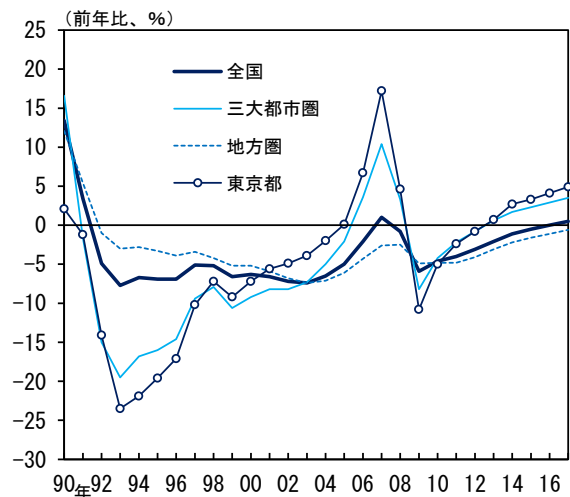
以上

### 図表60：地価（住宅地）



(出所) 国土交通省  
 (注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。  
 2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

### 図表61：地価（商業地）



(出所) 国土交通省  
 (注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。  
 2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

## (BOX 1) 最近の旅行収支の特徴

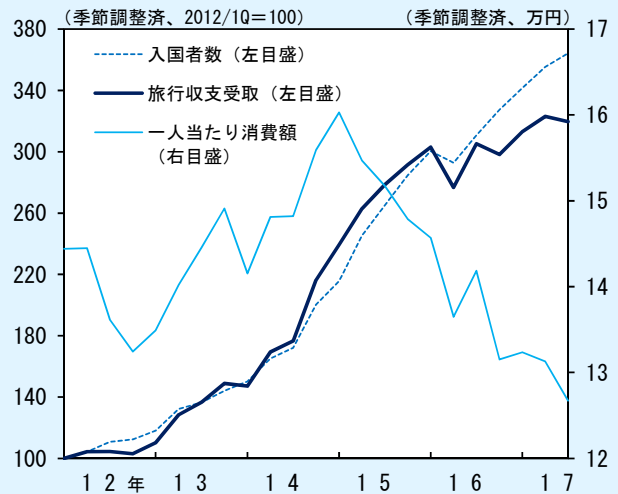
サービス輸出に分類される旅行収支の受取（インバウンド需要）は、オリンピックを見据えた観光客誘致政策にも支えられて、増加傾向をたどってきたが、2016年以降、増加ペースは幾分鈍化している（図表 B1-1）。

日本への入国者数をみると、NIEs（主として韓国）からを中心に、全体として増加を続けており、足もとでは、3,000万人弱（年率換算）に達している（図表 B1-2）<sup>31</sup>。中国からの入国者も、ペースは鈍化しているものの、増加基調にある。

一方、訪日外国人一人当たりの消費額は、このところ減少しており（図表 B1-3）<sup>32</sup>、これが旅行収支の受取の増加ペースが鈍化している背景にある。仔細にみると、「爆買い」がやや影をひそめるかたちで、中国からの旅行者一人当たりの消費額が減少している影響が目立つ。これは、入国者のすそ野が相対的に収入の低い層にまで広がっていることなどを反映したものとみられる。この間、地域別シェアの変化（図では「構成変化要因等」に含まれる）は、消費額が平均的に少ないNIEsやASEAN4からの旅行者の比率が高まってきたことから、下押し幅は緩やかな拡大傾向にある。

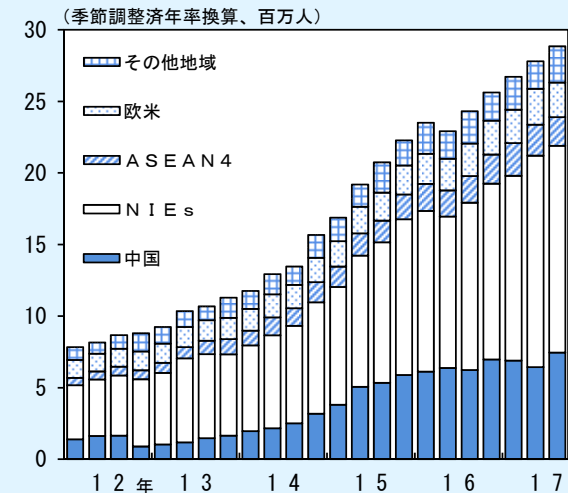
訪日外国人のうち、相対的に収入の低い層は、旅館やホテル以外の安価な宿泊施設を利用する傾向にあるとみられる（図表 B1-4）。訪日外国人の

図表B1-1：旅行収支の受取



(出所) 財務省・日本銀行、日本政府観光局（JNTO）  
 (注) 1. 2017/3Qは、7～8月の値。  
 2. 一人当たり消費額＝旅行収支受取÷入国者数

図表B1-2：入国者数（地域別）



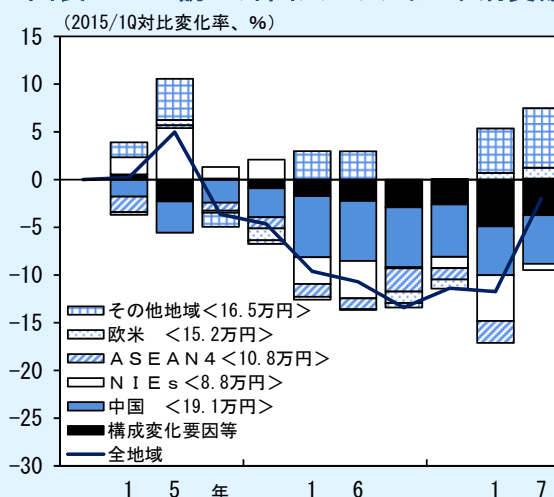
(出所) 日本政府観光局（JNTO）  
 (注) 欧米は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

<sup>31</sup> 政府は、観光立国推進基本計画（2017年3月）において、訪日外国人旅行者数を2020年に4,000万人とすることを目標と定めている。

<sup>32</sup> もっとも、2017年7～9月は、その他地域からの入国者が一人当たりの消費額を大きく押し上げたことから、全体でみた訪日外国人一人当たりの消費額は、2015年並みまで回復している。これが一時的な振れかどうかは、現段階では見極めがたい。

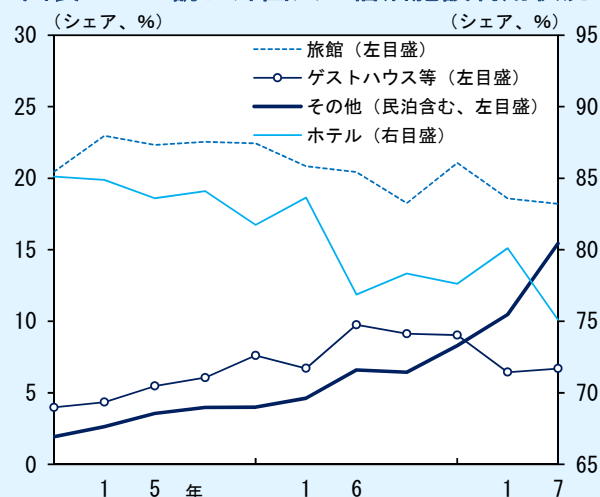
宿泊施設利用状況を見ると、このところ、民泊を含む「その他」の割合が高まっている。こうしたことからすると、民泊が利用しやすくなる環境づくりは、先行き一層の観光客増加に寄与すると予想される<sup>33</sup>。

図表B1-3：訪日外国人一人当たり消費額



(出所) 観光庁、日本政府観光局 (JNTO)  
 (注) 1. 「訪日外国人消費動向調査」等を用いて日本銀行スタッフが算出。  
 < >内は、地域別の一人当たり消費額 (2016年平均値)。  
 2. 欧米は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

図表B1-4：訪日外国人の宿泊施設利用状況



(出所) 観光庁  
 (注) 訪日外国人が日本滞在中に利用した各宿泊施設のシェア (複数回答可、「訪日外国人消費動向調査」ベース)。

<sup>33</sup> 民泊は、これまで主に、旅館業法に基づく許可が必要な「簡易宿泊所型民泊」と、一部地域だけで可能な「特区民泊」が法律で認められていた。2018年6月に予定されている「住宅宿泊事業法」の施行後は、全国において、比較的簡単な届出で民泊の提供が可能になる。

## (BOX 2) 女性・高齢者の労働参加

近年、政府や企業による取り組みもあって、女性と高齢者の雇用者数は増加しており、労働市場に参加する人数(労働力人口)も増加している<sup>34</sup>。ここでは、女性を中心に、労働参加の現状について考察する。

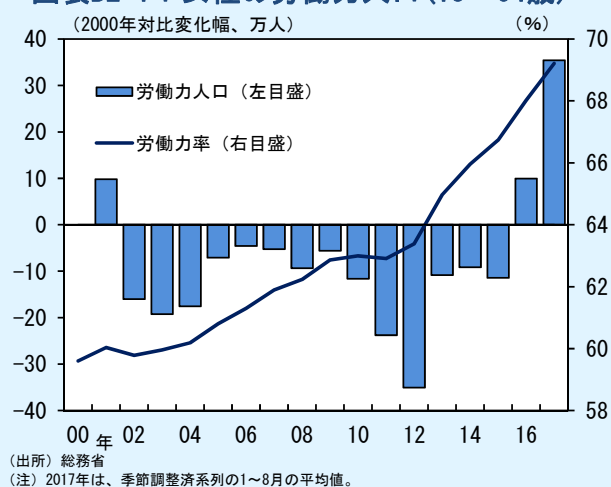
まず、労働力人口について概観すると、2000年から2017年にかけて、15～64歳の女性は約35万人、65歳以上の高齢者は約325万人増加した(図表B2-1、B2-2)。同期間において、15～64歳の男性の労働力人口が、対応する人口の減少を主因に約410万人減少した事実を勘案すると、女性・高齢者の労働参加がいかにかわが国の労働市場を下支えしてきたかがみとれる。

人口動態的には、15～64歳の女性にも、男性と同じぐらいの減少圧力が働いてきたにもかかわらず、実際には女性の労働参加が広がったため、労働力人口は増加した。これは、この間、女性の労働力率(=労働力人口/対応する層の人口)が10%ポイント近く上昇していることに表れている。一方、高齢者の労働力人口は、団塊の世代が65～69歳に達した2012年頃より、労働力率の上昇を伴うかたちで、増加ペースが加速した。

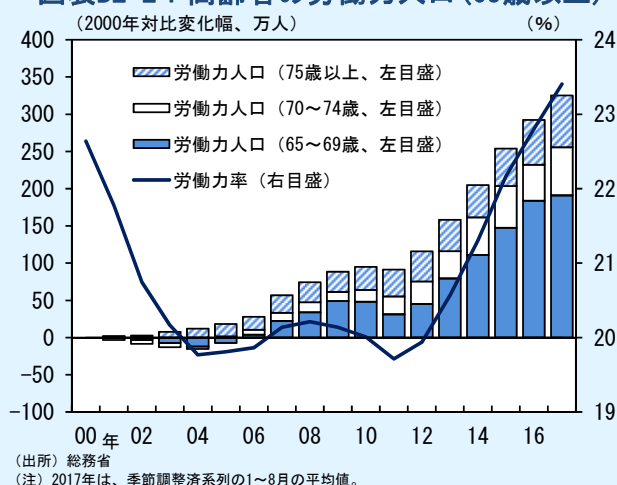
先行きを考えると、高齢者については、団塊の世代が70歳以上の年齢に達するにつれて、ある程度労働市場から退出する動きが進むと予想されるため、労働参加の増加ペースは鈍化していくも

<sup>34</sup> 女性や高齢者の活躍を促進する企業の取り組みについては、さくらレポート(別冊・地域の視点)「各地域における女性の活躍推進に向けた企業等の取り組み」(2017年6月)を参照。また、日銀レビュー「共働き世帯の増加の背景とその消費支出への影響」(2017-J-14)は、政府による環境整備を含め、とくに2012年以降に女性の雇用者が増加した要因を分析している。

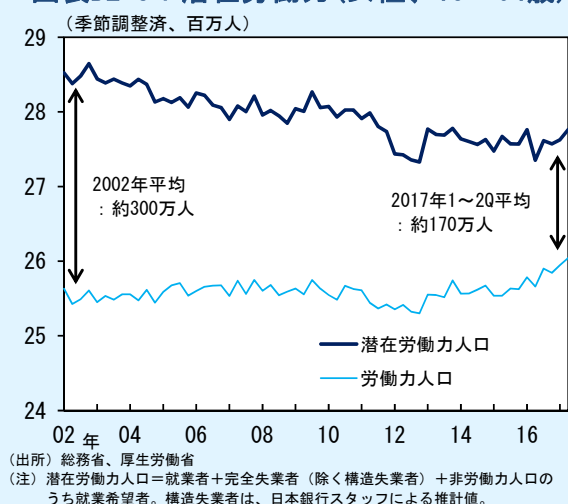
図表B2-1：女性の労働力人口(15～64歳)



図表B2-2：高齢者の労働力人口(65歳以上)



図表B2-3：潜在労働力(女性、15～64歳)





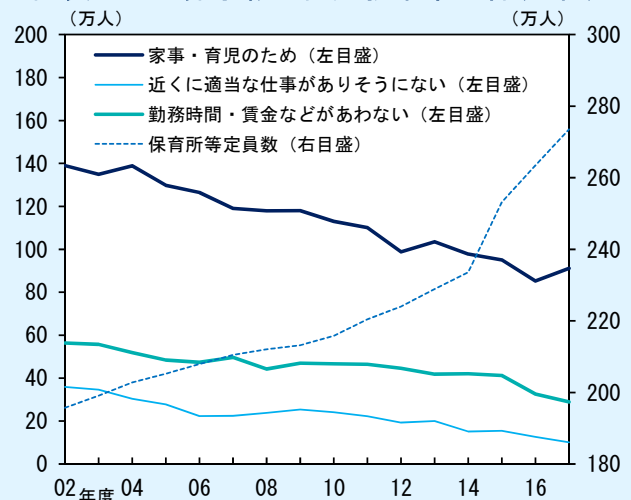
のとみられる。

一方、女性については、なお相応の労働力人口の増加が見込まれる。現在求職活動はしていないが、実は就業を希望している者も勘案して、潜在労働力人口を計算すると、同人口は未だに労働力人口を170万人程度上回っている(図表B2-3)。この差は、以前に比べれば小さくはなっているものの、女性が労働市場に参入する余地は引き続き多く残されていることを示している。

就業を希望しているにも関わらず求職していない女性の数を、その理由別にみると、「近くに適当な仕事がありそうにない」とする女性の数は大幅に減少しており、こうした層からの労働参加の余地は限られてきていることがわかる(図表B2-4)。また、「勤務時間・賃金などが希望にあう仕事がありそうにない」とする女性も、2015年度以降は減少ペースが加速している。この間、「家事・育児のため」と回答した女性の数は、減少トレンドを続けているものの、引き続き就業希望者の多くを占めており、今後の保育所定員数の増加などに伴って、さらに労働参加が進むものとみられる。

年齢層別の労働力率をみると、わが国では、出産・子育て期の女性の労働力率が低いことによるいわゆるM字カーブが、引き続き確認される(図表B2-5)。もっとも、家事・育児のために求職を諦めていた女性の労働参加が今後とも進んでいけば、M字カーブは解消されていくものとみられる。諸外国と比較すると、わが国における出産・子育て期の女性の労働力率は、スウェーデンやドイツには及ばないものの、近い将来に米国を上回る事が十分可能な水準にある。

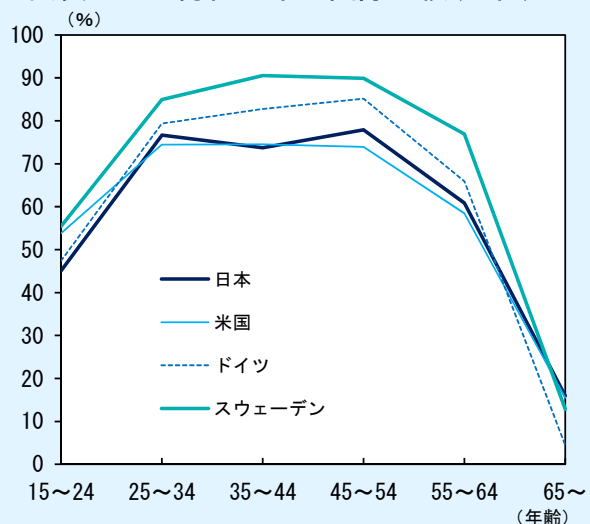
図表B2-4：非求職理由別就業希望者(女性)



(出所) 総務省、厚生労働省

(注) 1. 就業希望者の2017年度は、季節調整済系列の2Qの値。「家事・育児のため」は、2013/10の設問項目の変更以降、「出産・育児のため」の値。  
2. 保育所等定員数は、「保育所等関連状況取りまとめ」に基づく各年4月1日時点の値。

図表B2-5：労働力率の国際比較(女性)



(出所) 総務省、OECD

(注) 各国の労働力率は、2016年の値。

### (BOX 3) 最近のコスト圧力の高まり

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は弱めの動きが続いているものの、コスト面からみた物価上昇圧力を計測する「コストプッシュ指標」をみると、足もとでは物価上昇圧力が高まりつつある。

コストプッシュ指標とは、「まだ価格転嫁できていないコスト圧力」を定量的に捉えようとしたものである。過去の平均的な関係からして、企業が投入コストに見合う水準に販売価格を設定していれば、コストプッシュ指標はゼロとなる一方で、コストを価格に十分転嫁できていない場合にはプラスとなるように計算している。

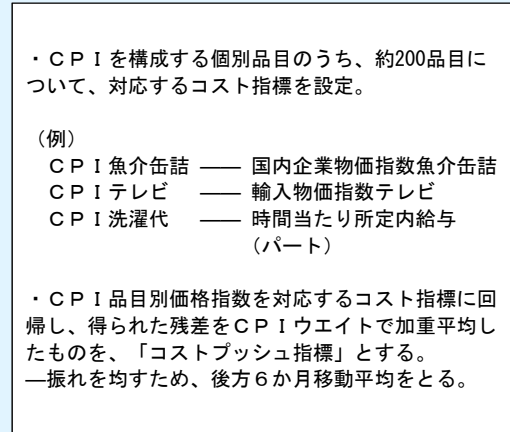
コストプッシュ指標の算出に当たっては、まず、消費者物価の個別品目ごとに、最も重要とみられる投入コスト指標（企業物価、輸入物価、賃金など）を選択する。そのうえで、品目ごとに、消費者物価をコスト指標に回帰して得られた残差を、消費者物価指数のウエイトで加重平均する<sup>35</sup>（図表 B3-1）。

こうして作成したコストプッシュ指標の動きをみると、2015 年初に高い水準をつけたあと、低下傾向をたどってきたが、2017 年入り後には、衣料品を除き、価格上昇圧力が高まっていることがわかる（図表 B3-2）。

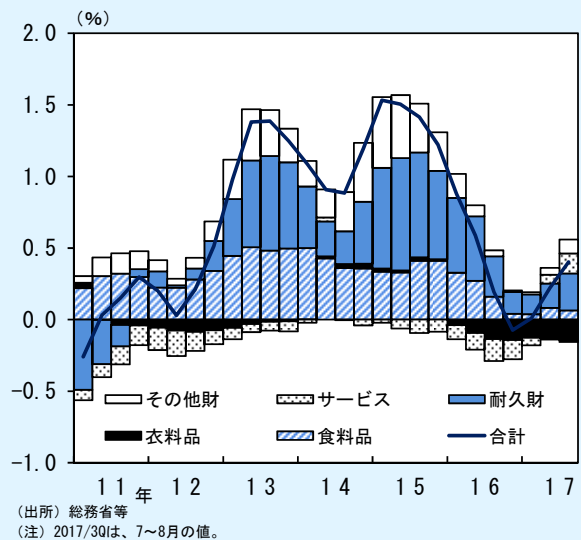
コストプッシュ指標は、約 520 品目で構成される消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）のう

<sup>35</sup> 品目によっては、単一の投入コスト指標でコスト全体の動きを捉えることが難しい。こうした指標作成上の問題への簡便な対応として、一部の品目では線形トレンドをコントロールしたうえで、残差を求めている。また、長期の時系列データが確保できなかったり、回帰した結果、パラメータの符号条件が満たされなかったりした品目は、加重平均の際に除外している。

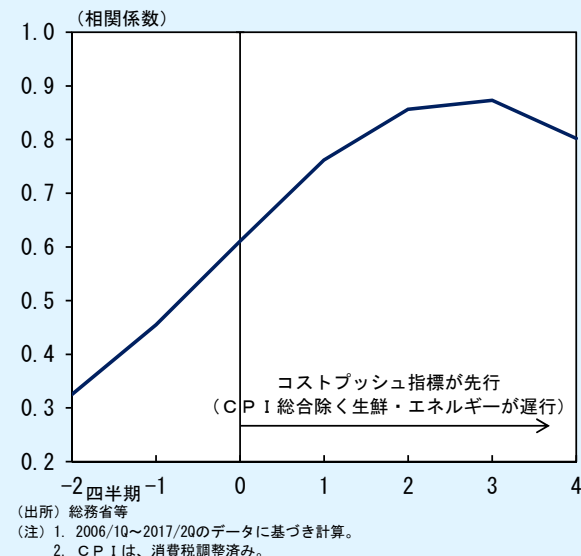
図表B3-1：コストプッシュ指標の概要



図表B3-2：コストプッシュ指標の推移



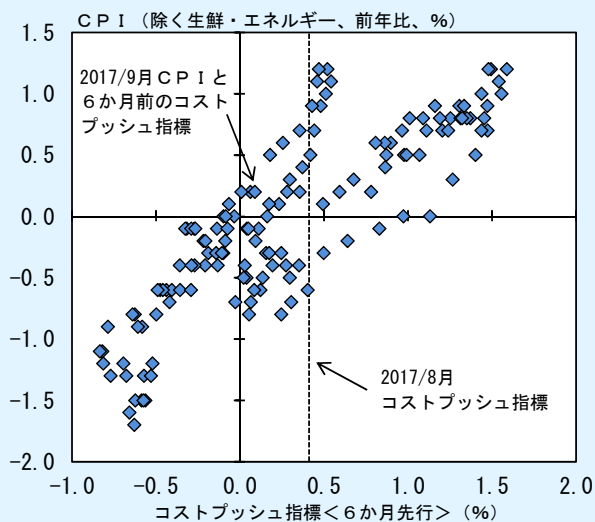
図表B3-3：CPIとの時差相関



ち、200 品目ほどしかカバーしていないものの、両者の間には高い相関があり、コストプッシュ指標が2～3四半期程度先行する（図表 B3-3）。この点は、コストプッシュ指標（6か月先行）と消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比を散布図で示すと、両者に正の相関がみられることから確認できる（図表 B3-4）。

こうしたアプローチは、需給ギャップと消費者物価の関係を捉えた「フィリップス曲線」の考え方を補完するものである。需給ギャップが着実に改善するもとの、コストプッシュ指標が高まると、企業の価格設定スタンスも次第に積極化するものと考えられる。

図表B3-4：コストプッシュ指標とCPI



（出所）総務省等  
 （注）1. サンプル期間は、2006/1～2017/9月。  
 2. CPIは、消費税調整済み。

