

公表時間  
1月24日(水) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2018年1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（2018年1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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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、物価ともに、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> 1月22日、23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、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。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、1%程度となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

## 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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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、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、既往の経済対策による押し上げ効果が緩やかに減衰するものの、オリンピック関連需要など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、金融緩和の効果が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もあって、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。

今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、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、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している。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さらに拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、2015年夏以降、弱含みの局面が続

---

<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）。

いていたが、最近では横ばい圏内で推移している。先行きについては、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。この理由としては、①「適格的な期待形成」<sup>7</sup>の面では、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、現実の物価上昇率も着実に伸びを高め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が挙げられる。

第3に、輸入物価についてみると、2016年春以降の原油価格の持ち直しは、消費者物価のエネルギー価格の押し上げ要因として作用してきたが、その影響は緩やかに減衰すると予想される。一方、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、2016年秋以降の為替相場の円安方向への動きが、当面は、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、以下の3点がある。

第1に、海外経済の動向である。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EU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが考えられる。

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題への取り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

---

<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ると考えられる。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。

つながる惧れがある。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、このところ横ばい圏内で推移しており、

---

<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。



先行き、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。

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。

(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	+1.8～+2.0 <+1.9>	+0.7～+1.0 <+0.8>	
10月時点の見通し	+1.7～+2.0 <+1.9>	+0.7～+1.0 <+0.8>	
2018 年度	+1.3～+1.5 <+1.4>	+1.3～+1.6 <+1.4>	
10月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.4>	+1.1～+1.6 <+1.4>	
2019 年度	+0.7～+0.9 <+0.7>	+2.0～+2.5 <+2.3>	+1.5～+2.0 <+1.8>
10月時点の見通し	+0.7～+0.8 <+0.7>	+2.0～+2.5 <+2.3>	+1.5～+2.0 <+1.8>

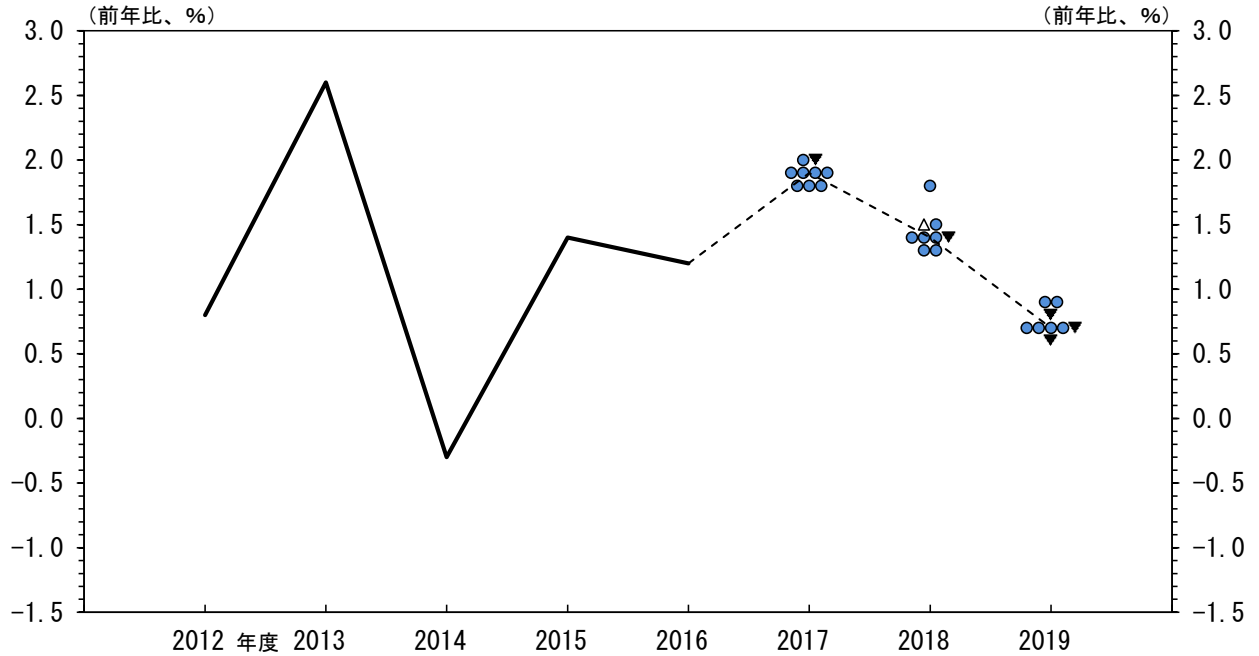
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

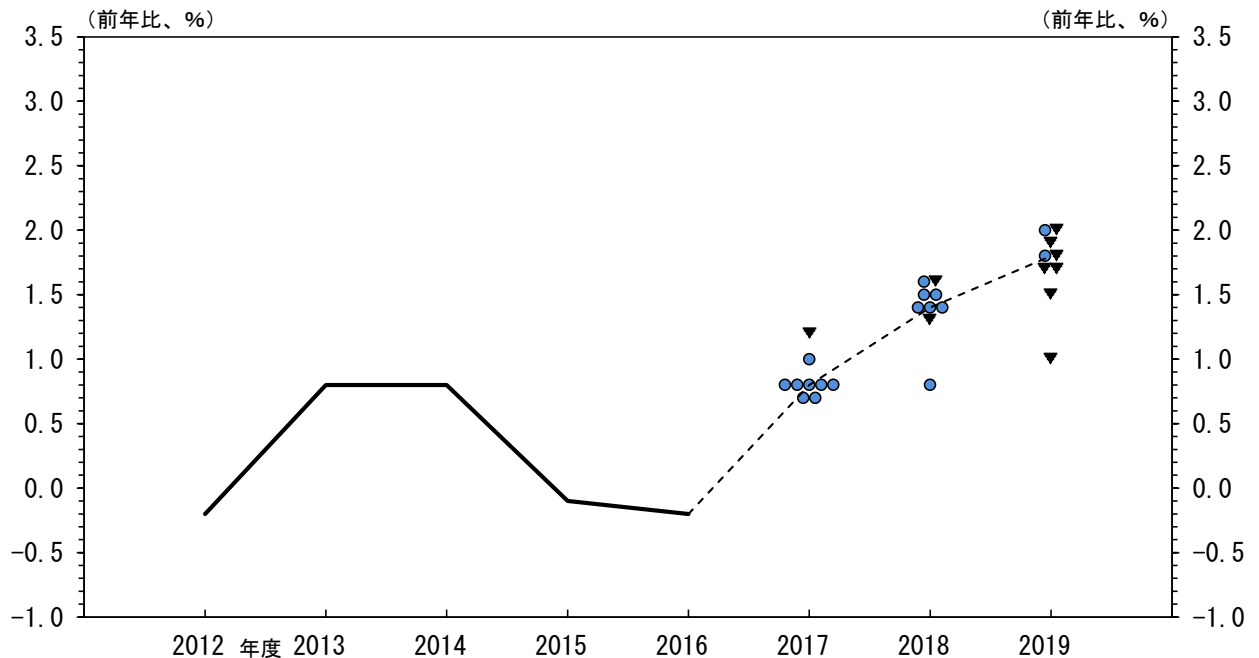
(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2019年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+0.5%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

## 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>9</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し

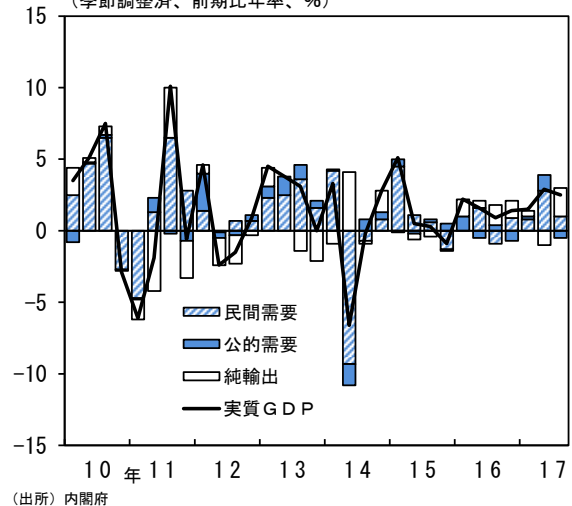
#### 1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、2017年7～9月の実質GDPは、前期比+0.6%（同年率+2.5%）となり、7四半期連続のプラス成長となった（図表1）。公共投資は高めの伸びとなった4～6月から減少に転じたものの、輸出は情報関連を中心に増加に転じた。また、国内民間需要は、設備投資などを中心にしっかりと増加した。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、7～9月は1%台半ばのプラスとなっている（図表4）<sup>10</sup>。10月以降の月次指標をみても、需給ギャップのプラス基調は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、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、2018年度までは、①きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどに加えて、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い。2019

図表1：実質GDP

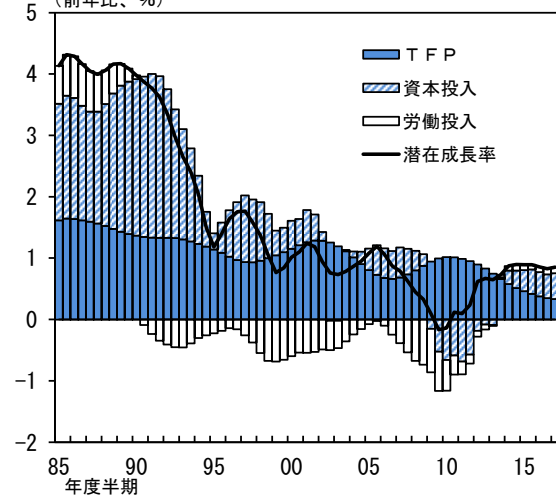
（季節調整済、前期比年率、%）



（出所）内閣府

図表2：潜在成長率

（前年比、%）



（出所）日本銀行

（注）日本銀行スタッフによる推計値。

<sup>9</sup> 1月22、23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。

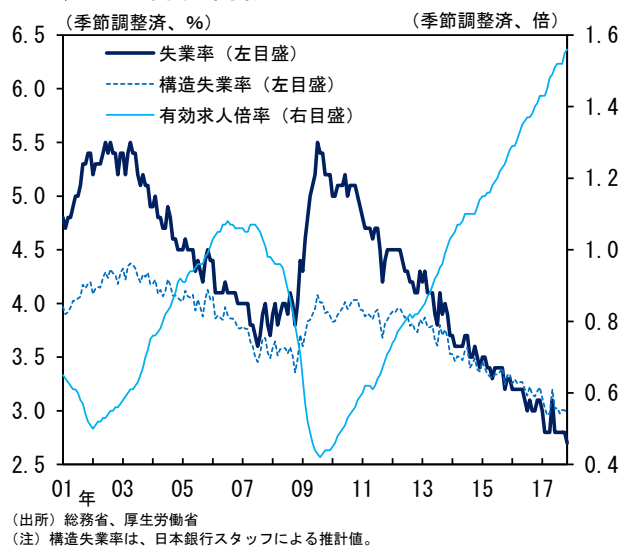
<sup>10</sup> 日本銀行調査統計局では、2017年4月に需給ギャップと潜在成長率について、推計方法の見直しを行った。技術的な面も含む詳細は日本銀行調査論文「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」（2017年4月）を参照。

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>11</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。

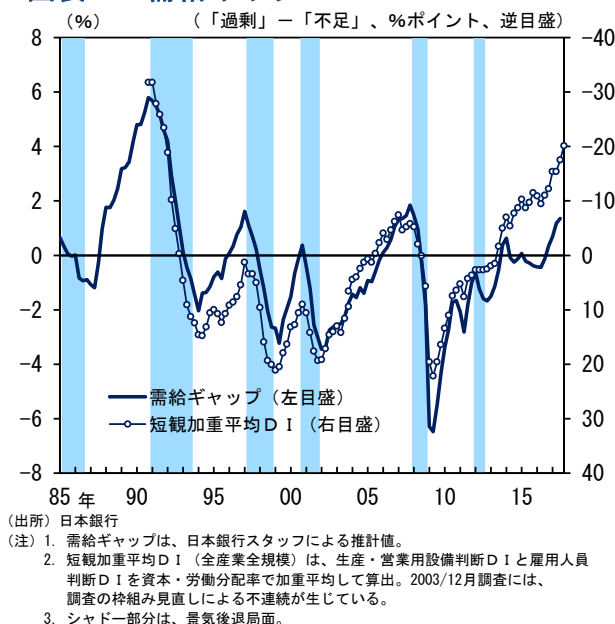
見通し期間の各年度の特徴をみると、2017年度下期は、海外経済の成長と既往の経済対策による下支えを背景に、内外需要が増加するもとで、堅調な景気拡大が続くと見込まれる。すなわち、輸出は、世界的な製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するなかで、資本財や情報関連を中心に、緩やかな増加傾向を続けると予想される。そうしたもとで、設備投資は、金融緩和効果に加えて、オリンピック・都市再開発関連の建設投資や人手不足に対応した省力化投資の増加にも支えられて、増加を続ける可能性が高い。この間、公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きが続くと想定している。また、個人消費は、可処分所得の増加や、株価上昇の資産効果に加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

<sup>11</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中となるため、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



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 年度下期は、潜在成長率を上回る成長となり、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、既往の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などが下支えとなり、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、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している(図表5)。先行きについては、2016年度の大型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などが下支えとなり、高めの水準を維持すると想定している<sup>12</sup>。

### (海外経済)

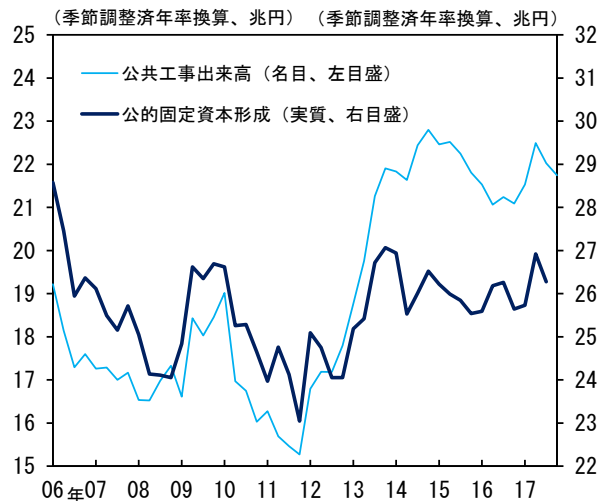
海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている(図表6)。グローバルな製造業の業況感は改善傾向を一段と強めているほか、世界貿易量も回復している(図表7、後掲図表12)。主要地域別にみると、米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けている。欧州経済も、着実な回復を続けている。中国経済は、当局による景気下支え策の効果もあって、総じて安定した成長を続けている。中国以外の新興国・資源国経済については、輸出の増加や各国の景気刺激策の効果などから、全体として緩やかに回復している。

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、

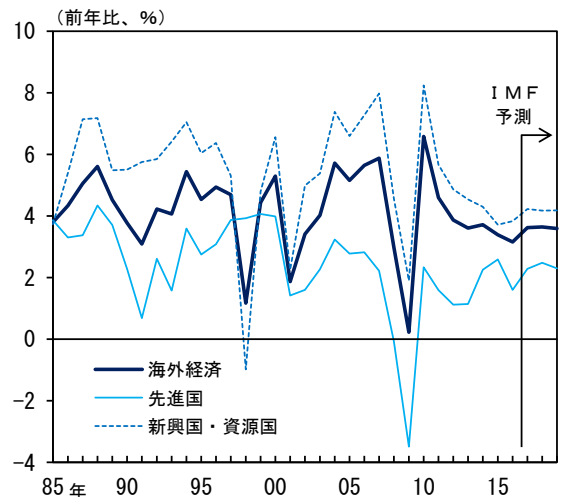
<sup>12</sup> この間、政府は2017年度補正予算及び2018年度当初予算を閣議決定した(2017年12月22日)。公共投資関連をみると、2017年度補正予算では、「災害復旧、防災・減災」対策を中心に1.3兆円が計上され(2016年度第2次補正予算では2.0兆円)、2018年度を中心に執行される見込みである。また、2018年度当初予算では、公共事業関係費として前年度当初予算並みの6.0兆円が計上された。

図表5：公共投資



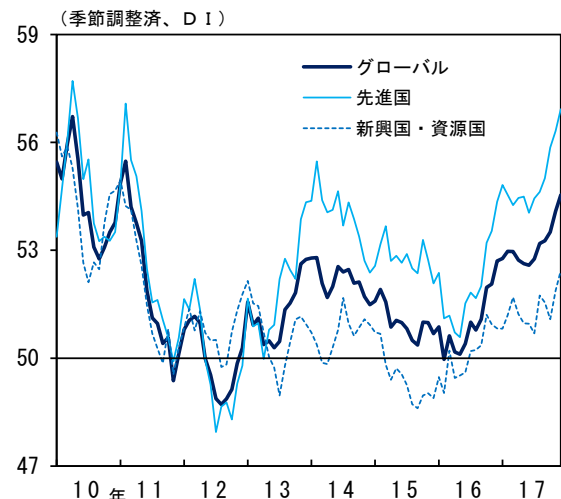
(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2017/4Qは、10~11月の値。

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月および2018/1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 2018. 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。

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離脱交渉の展開などを巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、緩やかな回復を続ける可能性が高い。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くると予想している。

### (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、振れを均せば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)、資本財など幅広く持ち直している(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、増加基調を続けている(図表11)。情報関連は、電子部品(データセンター、車載、中国での新型スマートフォン向け)を中心に、増加している。資本財も、半導体製造装置や産業用ロボットを中心に、しっかりと増加している。

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資本財や情報関連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

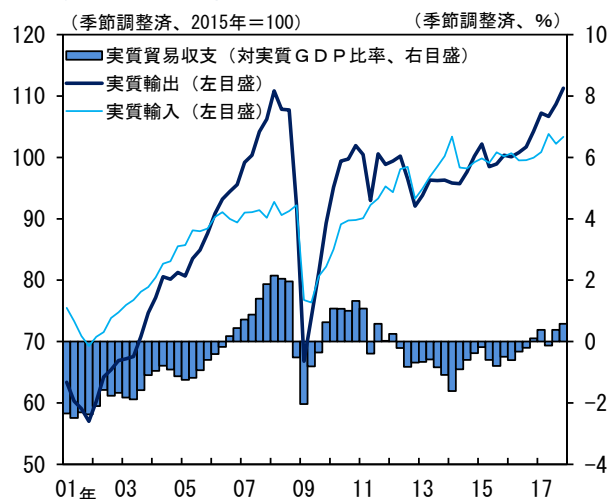
<sup>13</sup> ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

図表8：実効為替レート



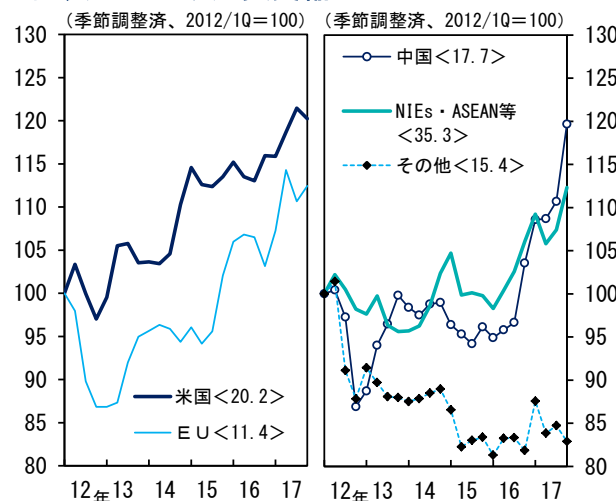
(出所) BIS、日本銀行  
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。  
 2. 2018/1月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

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。2017/4Qは、10~11月の値。

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・地域のウェイト。2017/4Qは、10~11月の値。



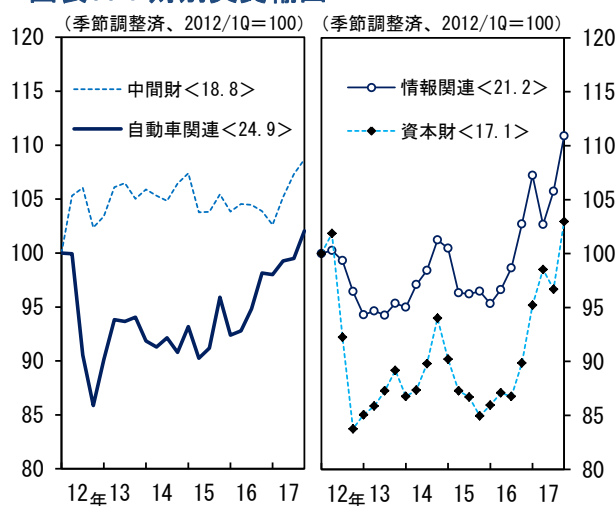
ては緩やかな増加を続ける、と予想している<sup>14</sup> (図表 12、13)。

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、新興国経済が回復するもとの、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、振れを伴いつつも世界経済成長率並みとなる——世界貿易量/世界 GDP 比率は横ばい圏内で推移する——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資本財や情報関連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、新興国経済の回復を背景に、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。  
2017/4Qは、10~11月の値。

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。2017/4Qは、10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)。2017/4Qは、10月の値。

<sup>14</sup> BOX 1 では、最近の世界貿易量の回復とわが国の輸出動向を整理している。

## (対外収支)

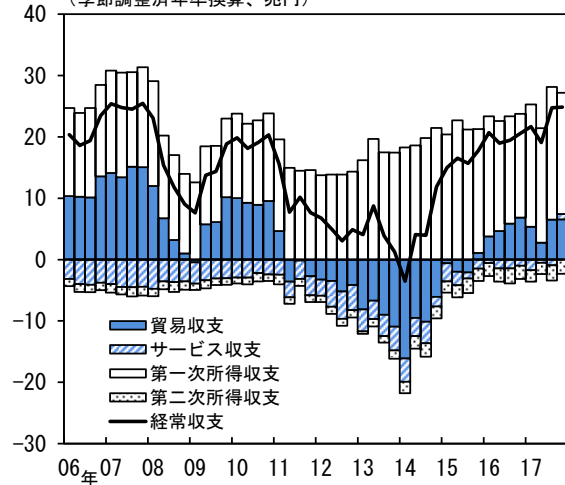
名目経常収支の黒字幅は、第一次所得収支や貿易収支を中心に、増加基調にある（図表 14）。

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などを背景に、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とで<sup>15</sup>、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) 2017/4Qは、10～11月の値。

<sup>15</sup> 近年の企業貯蓄に関する事実整理はBOX 2、企業貯蓄増加の背景と設備投資への影響についてはBOX 3を参照。

## （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、供給面での問題によって振れがやや大きくなっているが、基本的には、海外から国内への生産拠点の移管などを背景に増加を続けている。「電子部品・デバイス」は、スマートフォン向けに加えて、データセンターや車載向け部品需要もあり、増加基調を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」も、半導体製造装置が高水準を維持するなかで、足もとでは金属工作機械や産業用ロボットなどが増加しており、緩やかな増加基調にある。「化学」は、振れは大きいですが、均してみると化粧品を中心に増加している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、出荷の伸びが在庫の伸びを上回って推移していたが、10～11月、両者の差はほぼゼロとなった（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で、基調としては緩やかな増加を続けるの見込んでいます。

## （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改善を続けており、既往最高圏内で推移している。そうしたもとで、企業の業況感は、改善している（図表 18）。12月短観の全産業全規模ベースの業況判断DIをみると、6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。

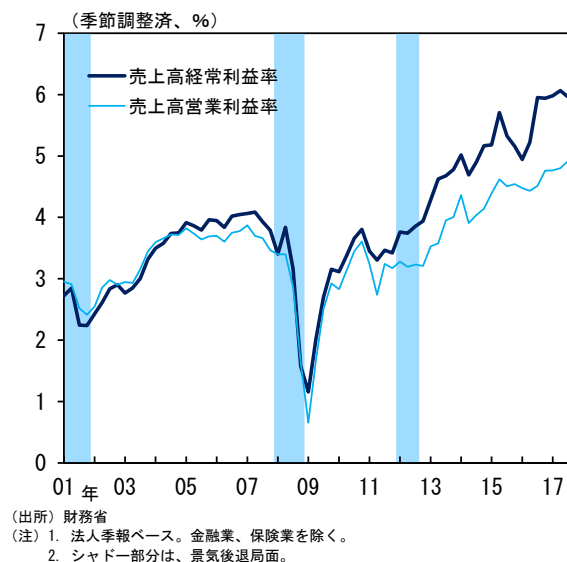
図表 15： 鉱工業生産・出荷・在庫



図表 16： 出荷・在庫バランス



図表 17： 企業収益



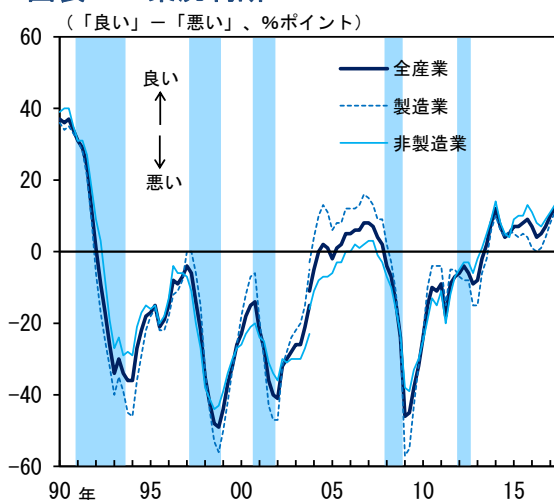
先行きの企業収益は、内外需要の増加を背景に、着実な改善を続けると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、消費増税の影響もあって景気が減速方向に向かうもとで、人件費の増加など家計への分配がより進んでいくため、収益の伸び率は低下していくと考えられる。

### (設備投資)

設備投資は、企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている(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、振れを伴いながらも増加している。12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+7.7%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財政投融資や投資促進税制の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、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、③成長分野への研究・開発(R&D)投資な

図表18：業況判断



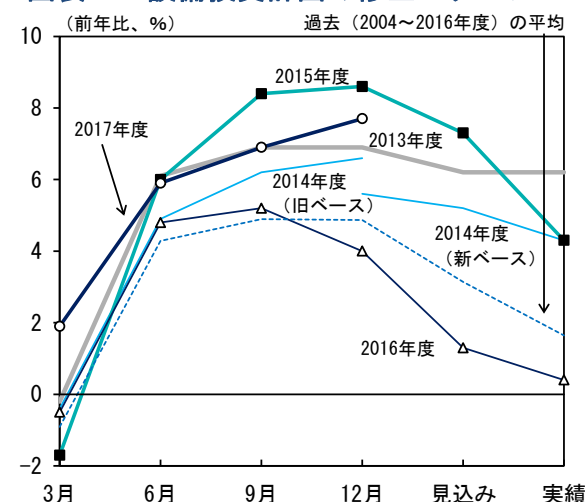
(出所) 日本銀行  
 (注) 1. 短観の業況判断D1。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
 2. シャド部分は、景気後退局面。

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. 2017/4Qは、10~11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。

どが増加すると見込まれる<sup>16</sup>。

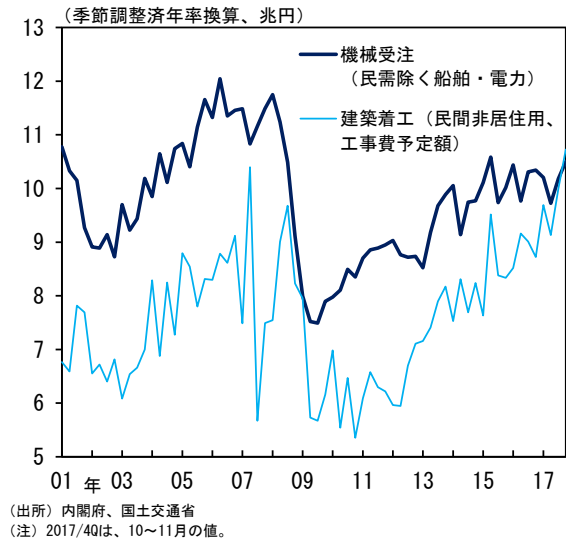
こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資動向を評価する（図表 22）。これによると、2016 年度には、資本ストックは、「0%台後半」と推計される潜在成長率を幾分上回る期待成長率を前提としたペースで、緩やかに増加した。2017 年度以降も、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとできわめて緩和的な金融環境が続き、オリンピック関連需要も本格化していくことから、資本ストックは、潜在成長率を上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていくとみられる<sup>17</sup>。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。

<sup>16</sup> 12 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+3.4%の増加と、2016 年度（同+1.3%）から加速する計画にある。

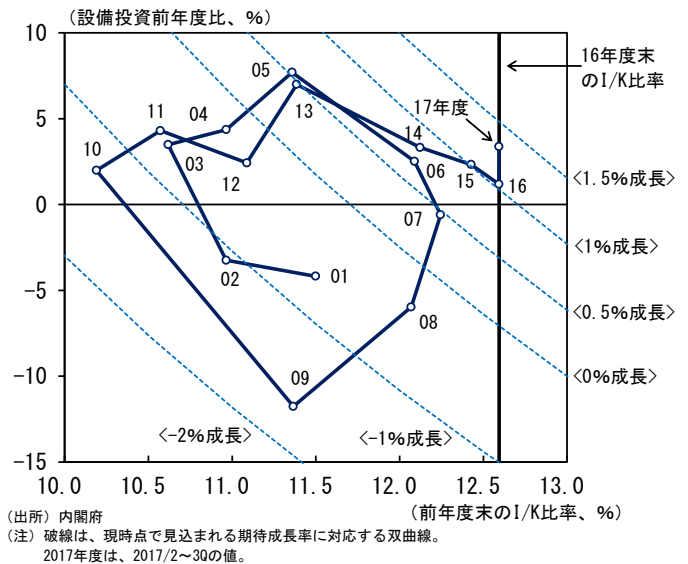
<sup>17</sup> 足もとの名目設備投資・GDP 比率を、過去の景気拡大局面の水準と比較しても、過熱感はさほど窺われず（図表 23）、設備投資の増加余地は、相応に残っていることが示唆される。

<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。

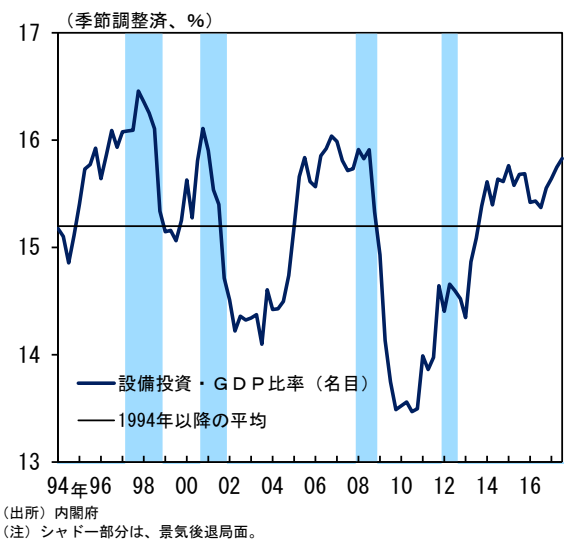
図表21：設備投資先行指標



図表22：資本ストック循環図



図表23：設備投資・GDP比率（名目）



## （雇用・所得環境）

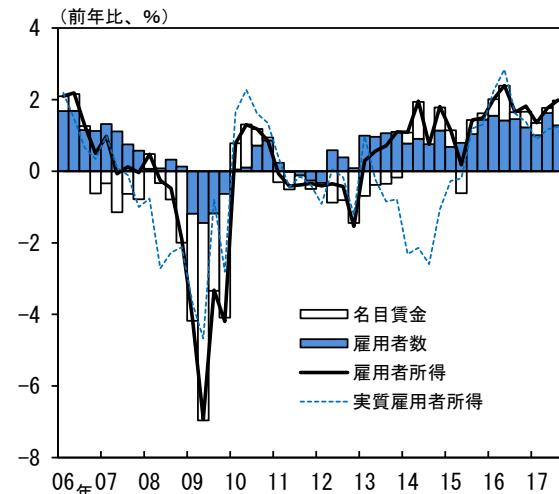
雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、1%台前半の伸びを続けている（図表24）。そうしたもとで、有効求人倍率は着実に上昇しているほか（前掲図表3）、短観の雇用人員判断D Iでみた人手不足感も強まっている。失業率も、足もとでは構造失業率をやや下回る2%台後半となっている<sup>19</sup>。これらの労働需給指標は、1990年代前半もしくは1970年代前半以来の引き締まり度合いとなっている。この間、労働力率は、2012年末頃をボトムに、女性や高齢者を中心に上昇傾向を続けている<sup>20</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で、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は着実な引き締まりが続く可能性が高い。

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%程度と高めの伸びとなっている（図表28）。この間、実質賃金の前年

<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の動向については、2017年10月展望レポートの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。

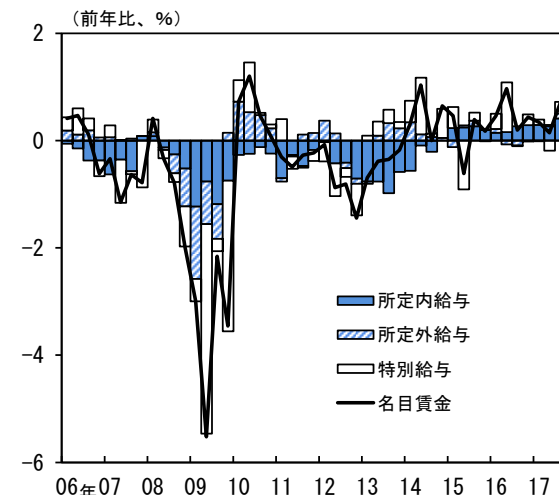
### 図表25：労働力率



（出所）総務省

（注）2017/4Qは、10～11月の値。

### 図表26：名目賃金



（出所）厚生労働省

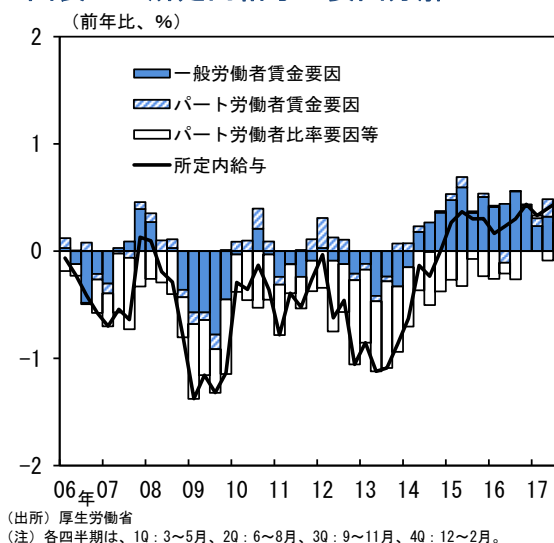
（注）各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。

比は、生鮮食品やエネルギーの価格変動による振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きとなっている。

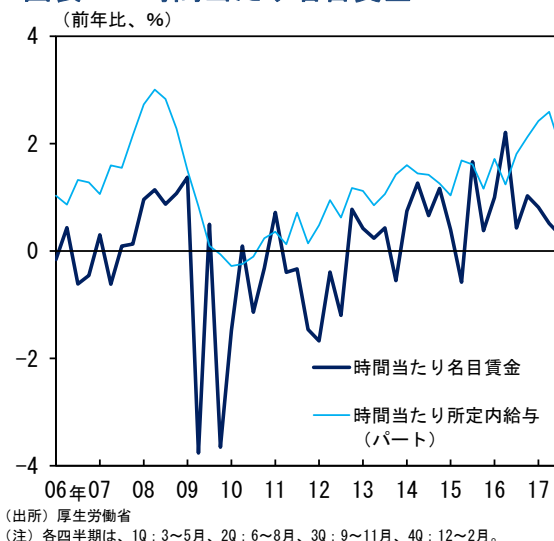
先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、過年度のインフレ率が高まり、労働生産性の向上がより明らかになるにつれて、ベースアップが伸びを高めることから、緩やかに伸び率を高めていくと予想している。先行きのパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の更なる引き締めや最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる。以上を総合した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上昇したのち、見通し期間後半には、伸び率を高めていくと考えられる<sup>21</sup>。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、緩やかな増加傾向にある(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> この間、2018年度税制改正の大綱(2017年12月22日閣議決定)では、条件を満たした企業に対して、賃金増加分の一定割合を法人税から控除するという所得拡大促進税制の拡充措置が盛り込まれた。

## (家計支出)

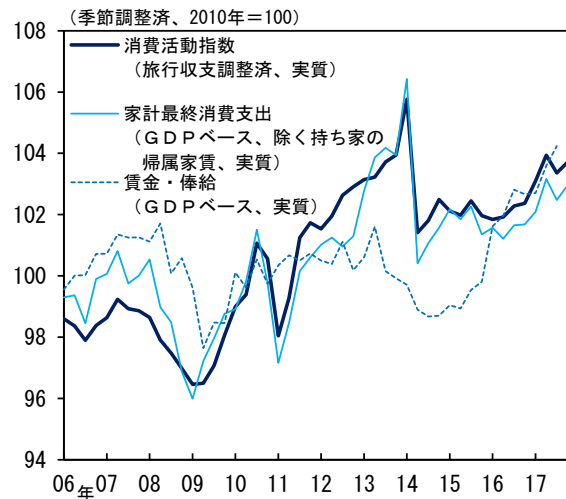
個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)<sup>22</sup>をみると、天候要因等の振れを伴いながらも増加している(図表30)。形態別にみると、耐久財は、自動車や家電の買い替え需要を主因に、緩やかな増加傾向にあるが、足もとでは、自動車メーカーの一時的な供給問題もあって減少した。非耐久財は、昨年の夏場には天候不順を背景に、飲食料品などで弱めの動きとなったが、足もとでは持ち直している。この間、サービスは、振れを伴いつつも、通信や医療福祉の趨勢的な増加を反映して、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、2017年4~6月の大幅増の反動もあって、7~9月に減少したあと、10~11月の7~9月対比は、供給面の問題を受けた自動車と好調な輸入耐久財(携帯電話機)が相殺しあうかたちで、概ね横ばいの動きとなった。各種の販売統計をみると、小売業販売額(実質)は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、振れを伴いつつも、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、このところ比較的高い水準を維持してきたが、足

<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



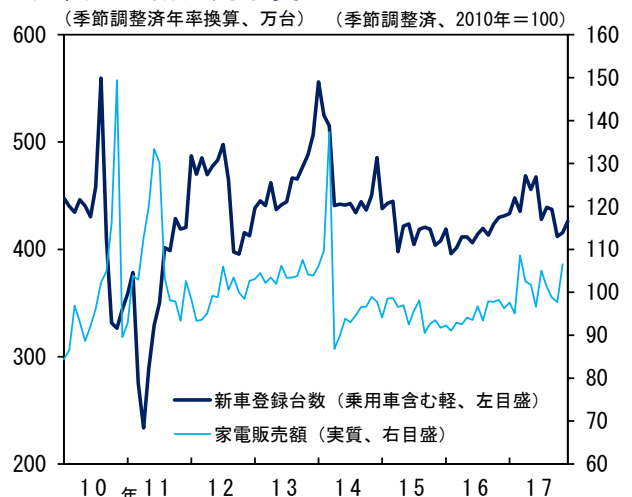
(出所) 日本銀行、内閣府等  
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出、1/16日時点の値)。2017/4Qは、10~11月の値。  
 2. 家計最終消費支出の2017/4Qは、消費総合指数(11月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。  
 3. 賃金・俸給の2017/2Q以降は、雇用者所得(名目賃金×雇用者数)を用いて日本銀行スタッフが試算。

### 図表31：消費関連指標(販売側・供給側)

	(季節調整済、前期比、%)			
	17/1Q	17/2Q	17/3Q	17/4Q
<b>消費活動指数</b>				
実質・旅行収支調整済	0.7	0.8	-0.6	0.3
実質	0.8	0.9	-0.5	0.4
<b>小売業販売額</b>				
名目	-0.2	0.7	-0.1	0.8
実質	0.3	1.0	-0.1	-0.2
百貨店売上高(既存店)	1.4	0.4	0.0	0.2
スーパー売上高(既存店)	-0.3	0.5	-0.2	0.4
コンビニエンスストア売上高	0.6	0.4	0.0	0.5
消費財総供給	0.1	4.0	-3.5	-0.4

(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(1/16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. 2017/4Qは、10~11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。



もとでは上記の供給問題もあって減少した。家電販売は、白物家電が底堅く推移し、テレビやパソコンなどの買い替え需要がみられるも、携帯電話機の好調さもあって、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、2017年入り後、持ち直してきたが、地政学的リスクの影響などから、足もとでは持ち直しの動きが一服している。外食は増加している。

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、緩やかな持ち直し基調にある。景気ウォッチャーは、このところ改善している。

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



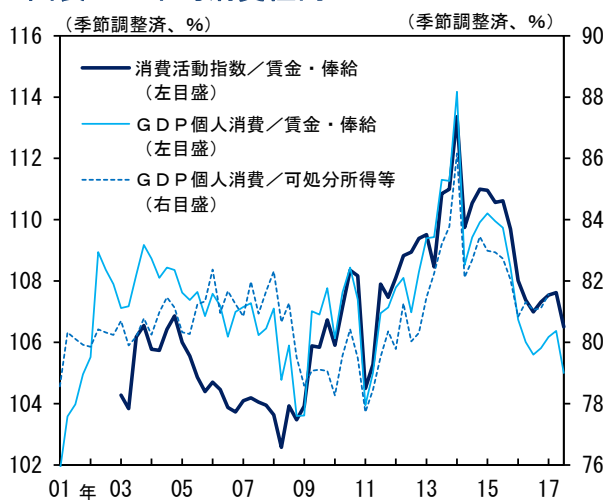
(出所) 観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」  
(注) 旅行取扱額は、外国人旅行を除く。

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2017/20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) 2017/4Qは、10~11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、上昇している（図表37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、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）の前年比は小幅のプラスにとどまっている（図表38）。これは、携帯電話通信料の値下げや他業態との競争激化等を受けた大手スーパー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。この結果、実質賃金の労働生産性からの乖離率として計算される実質賃金ギャップは、引き続き低位で推移しており、物価下押しに寄与している（図表39）<sup>23</sup>。

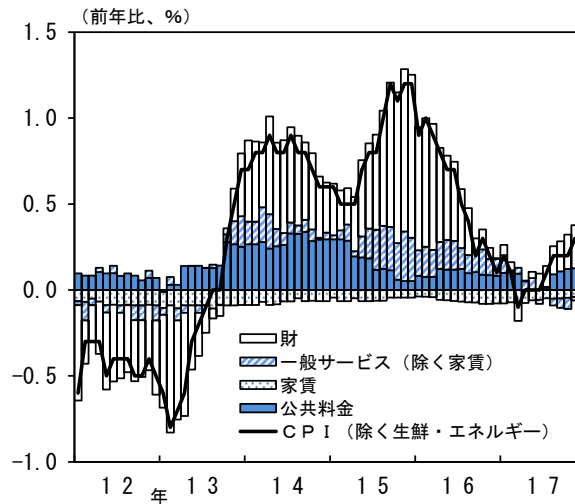
もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた物価上昇圧力は着実に高まっている。例えば、外食においては、一部チェーンで人件費や食材費の上昇を転嫁する動きなどがみられている。また、既往の為替円安を反映して、食料工業製品や耐久消費財の価格は上がりつつある。こうしたことを

図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	17/1Q	17/2Q	17/3Q	17/4Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	0.2	0.4	0.6	0.9
除く生鮮・エネルギー	0.1	0.0	0.1	0.3
国内企業物価指数（前期比）	1.6	0.4	0.2	1.2
企業向けサービス価格指数	0.7	0.7	0.7	0.7
GDPデフレーター	-0.9	-0.4	0.1	
内需デフレーター	-0.0	0.3	0.5	

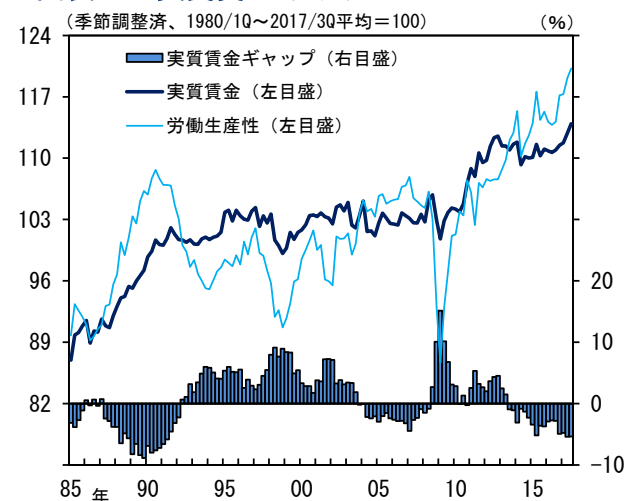
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府  
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。  
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。  
 3. CPIと企業向けサービス価格指数の2017/4Qは、10～11月の値。

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。

図表39：実質賃金ギャップ



(出所) 財務省、内閣府  
 (注) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。  
 2. 実質賃金 = 人件費 ÷ 人数 ÷ GDPデフレーター  
 3. 労働生産性 = (営業利益 + 人件費 + 減価償却費) ÷ 人数 ÷ GDPデフレーター  
 4. 人件費等は、法人季報ベース（金融業、保険業を除く）。

<sup>23</sup> 実質賃金ギャップと物価の関係については、2017年7月展望レポートのBOX3を参照。

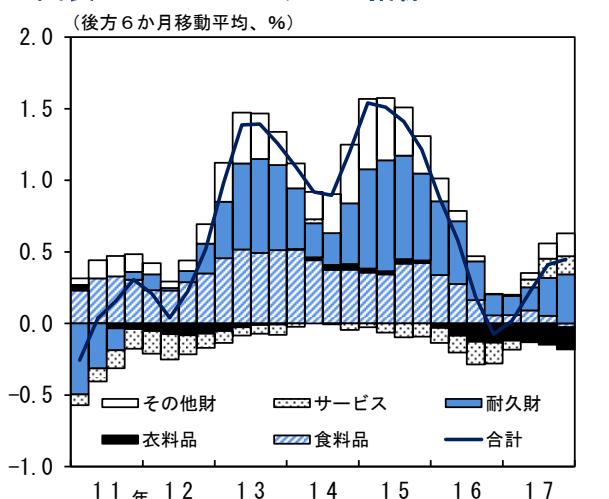
受けて、コスト面からみた足もとの価格上昇圧力を定量的に測る「コストプッシュ指標」をみると、耐久財などを中心に圧力は着実に高まっている（図表40）<sup>24</sup>。

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、1%程度となっている（図表41）。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表42）、刈込平均値は、このところ0%台半ばとなっている<sup>25</sup>。最頻値や加重中央値は、足もと0%台前半で推移している<sup>26</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、下げ止まりから上昇に転じつつある（図表43）。

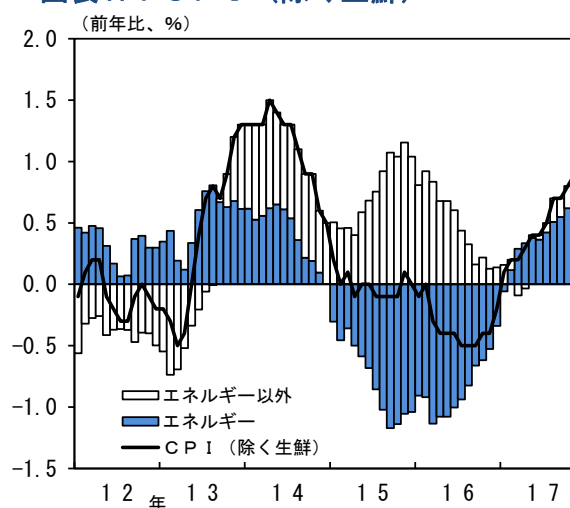
GDPデフレーターの前年比は、国際商品市況の持ち直しに伴い輸入デフレーターがマイナスに寄与したものの、全体では0%程度となっている（前掲図表37）。内需デフレーターの前年比は、2016年はマイナスで推移してきたが、足もとでは0%台半ばのプラスとなっている。

図表40：コストプッシュ指標



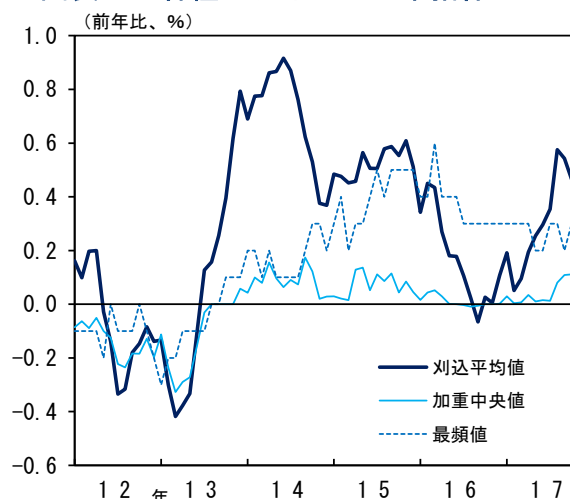
(出所) 総務省等  
 (注) 1. コストプッシュ指標は、CPI品目別価格指数を対応するコスト指標（国内企業物価指数等）に回帰し、得られた残差をCPIウエイトで加重平均したものの。  
 2. 2017/4Qは、10~11月の値。

図表41：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42：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。

<sup>24</sup> コストプッシュ指標の詳細については、2017年10月展望レポートのBOX3を参照。

<sup>25</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通信料が、前者では控除されたこと等による。

<sup>26</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)

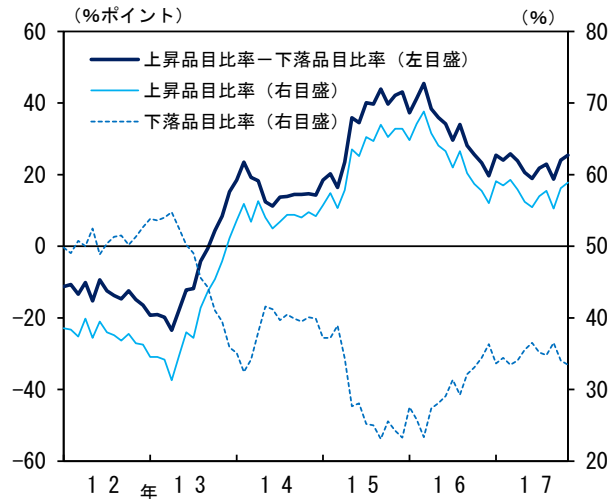
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、着実に改善しており、2017年7～9月に1%台半ばのプラスとなったあと、10～12月は、短観加重平均DIや資本や労働の稼働状況を表す各種月次指標の改善を踏まえると、プラス幅を幾分拡大した可能性が高い(前掲図表4、図表44)<sup>27</sup>。先行きも、2017年度は、輸出・生産の増加による資本稼働率の改善が一段と明確になるとともに、労働需給の着実な引き締まりが続くことから、プラス幅を拡大し、その後も、内外需要の増加を反映して、資本・労働の両面でプラス幅の緩やかな拡大が続くと見込まれる。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、2015年夏以降、弱含みの局面が続いていたが、最近は横ばい圏内で推移している(図表45、46)。先行きについては、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。この理由としては、①「適合的な期待形成」の面では、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、現実の物価上昇率も着実に伸びを高め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が挙げられる。

第3に、輸入物価についてみると(図表47)、

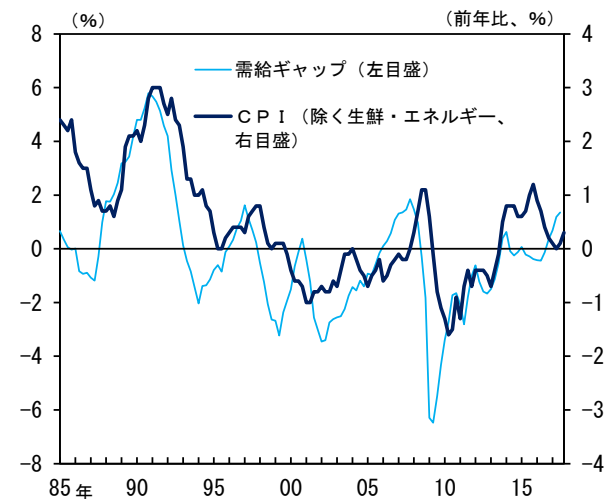
<sup>27</sup> この間、短観の国内製商品・サービス需給判断DI(製造業・大企業)は1991年2月調査以来の高い水準となった。

図表43：上昇・下落品目比率



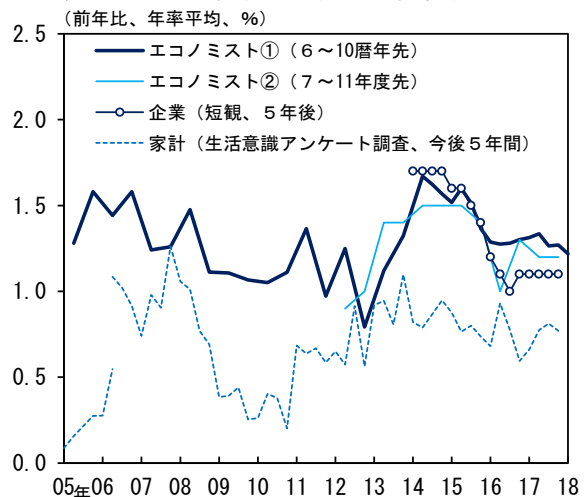
(出所) 日本銀行、総務省  
(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合(CPI除く生鮮、消費税調整済み)。日本銀行スタッフ算出。

図表44：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。2017/4Qは、10～11月の値。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表45：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」、JCER「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、修正カルソソ・パーキン法による。  
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)。

2017 年初までの原油価格の上昇が電気代・都市ガス代、足もとの上昇が石油製品というかたちで、2017 年度下期の消費者物価のエネルギー価格の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やか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。

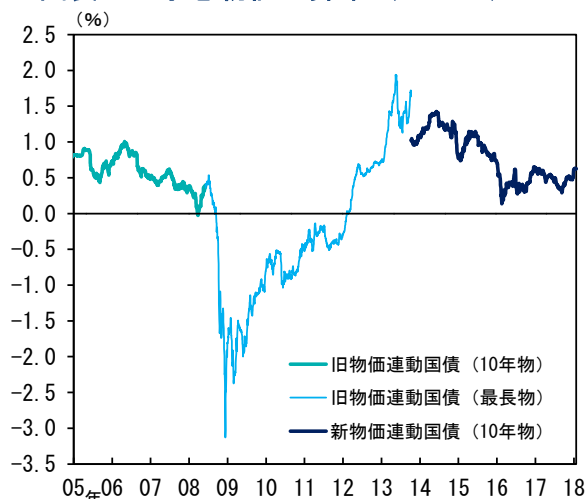
### （物価の先行き）

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で、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ごく緩やかとはいえ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で、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。

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緩やかに減衰するものの、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い。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、

図表46：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。

図表47：国際商品市況



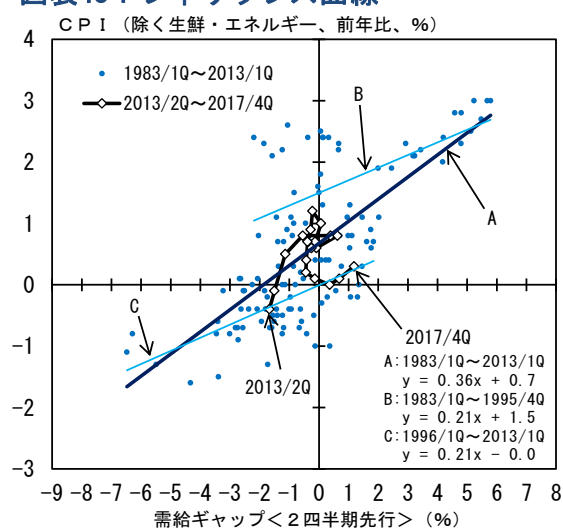
（出所）日本経済新聞社、Bloomberg

①物価上昇率は、「フィリップス曲線」に沿いながら、需給ギャップの改善につれて高まっていく、  
 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り（図表 48）。

なお、今回の消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを前回展望レポート時点と比べると、概ね不変となっている。

この間、物価と名目賃金のバランスで決まる実質賃金は、長い目でみれば、労働生産性に見合ったものになるという関係がある（前掲図表 39）。以上の中心的な見通しでは、実質賃金は、労働生産性の向上に追い付くかたちで、徐々に上昇ペースを高めていくことが想定されている。すなわち、企業収益が既往最高圏内にある中、タイトな労働需給を反映して、名目賃金の伸びが上記の消費者物価の伸びを上回っていくことを見込んでいる。こうした実質賃金の上昇は、家計所得の改善を通じて消費を押し上げ、ひいては消費者物価の上昇に資すると思われる。

図表48：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。2017/4Qは、10~11月の値。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

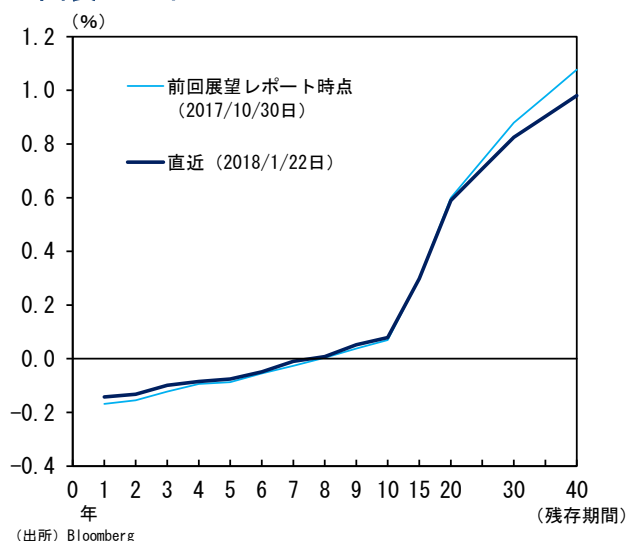
わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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49）。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%近傍のプラス領域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割台前半の高い伸びを続けており、12月末時点の残高は480兆円（対名目GDP比率は87%<sup>28</sup>）となっている。

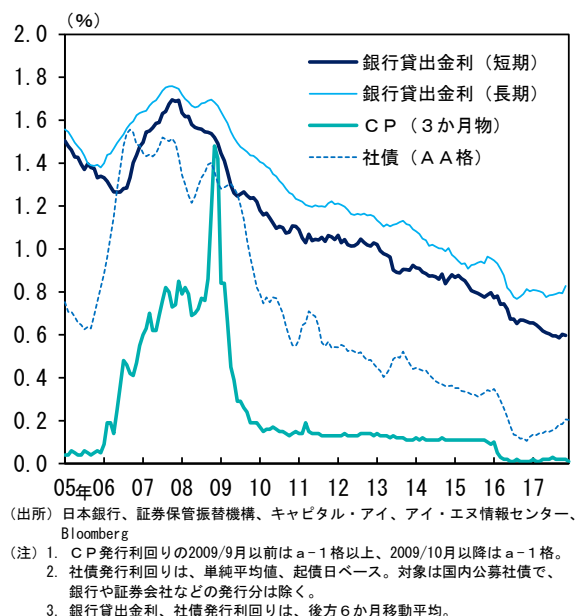
こうした長短金利のもとで、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表50）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。CPの発行環境をみると、短観のDIが、調査が開始された2008年以降の最高値圏で推移するなど、良好である。社債の発行金利も、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

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51）。また、企

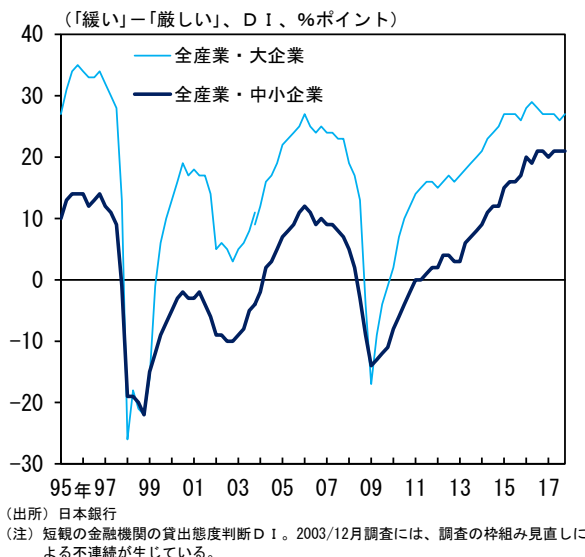
図表49：イールドカーブ



図表50：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表51：企業からみた金融機関の貸出態度



<sup>28</sup> 名目GDPは、2017年7～9月期の値を用いている。

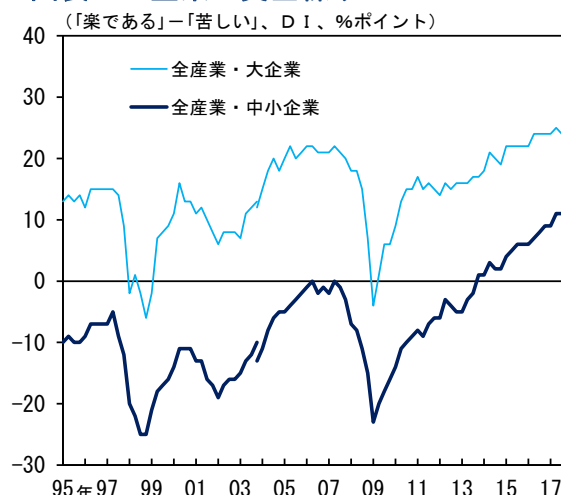


業の資金繰りを短観のD Iでみると、大企業、中小企業ともに1990年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である(図表52)。

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、2%台半ばのプラスとなっている(図表53)。CP・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。

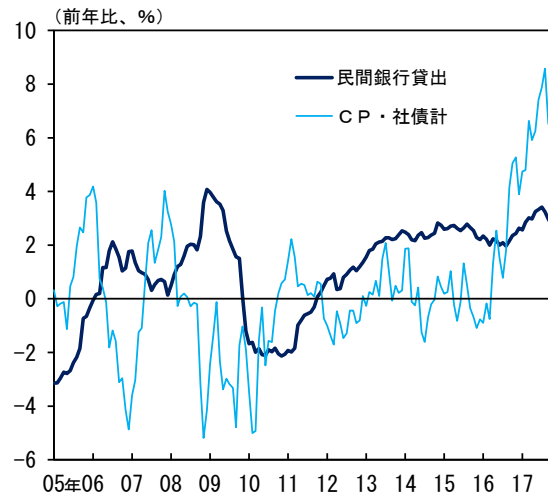
マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出増加などを背景に、3%台後半の伸びとなっている(図表54)。

図表52：企業の資金繰り



(出所) 日本銀行  
(注) 短観の資金繰り判断DI。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53：貸出残高とCP・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、CP・社債計は末残前年比。

図表54：マネーストック



(出所) 日本銀行

## (金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、主要国の長期金利は、総じて狭いレンジ内での動きが続いたあと、12月半ば以降、米国の税制改革に対する期待などから、幾分上昇している。主要国の株価は、堅調な企業業績などに支えられて、引き続き高値圏で推移しており、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、堅調な経済指標の公表が続くなかであっても、先行きの物価上昇ペースは緩やかなものになるとの見方などから、12月半ばまでは横ばい圏内の動きが続いた。もっとも、その後は、同国の税制改革に対する期待などから、幾分上昇している(図表55)。ドイツでは、同国の連立政権協議を巡る不透明感や弱めの物価指標などを背景に、12月半ばまでは幾分低下したが、その後は、同国政府による2018年の国債発行額の増額方針の発表や、米国の長期金利の上昇などを背景に、幾分上昇している。

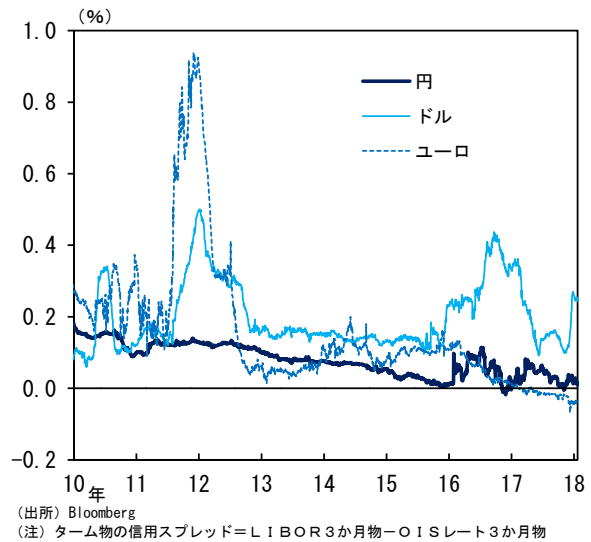
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、決算期末を意識した大手金融機関のバランスシート圧縮の動きもあって、年末にかけて拡大したあと、年明け後は小幅に縮小している(図表56)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、需給環境のタイト化から、年末にかけて上昇したが、年明け後は低下している(図表57)。この間、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない。

米欧の株価をみると、米国では、堅調な企業業績や税制改革に対する期待などを背景に、史上最

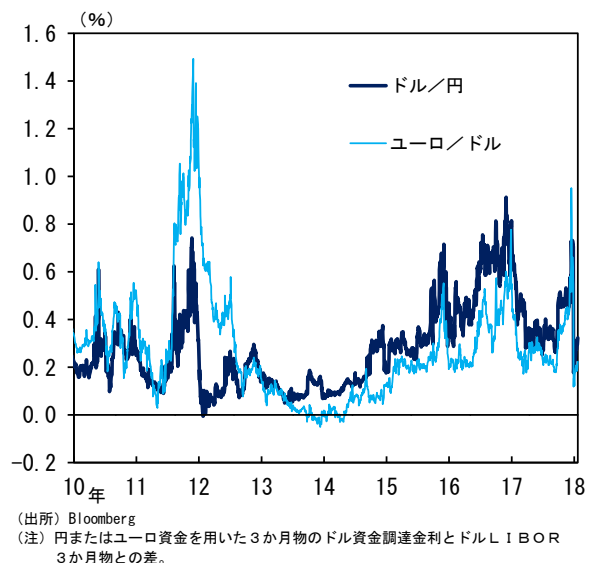
図表55：主要国の長期金利（10年物国債）



図表56：ターム物の信用スプレッド



図表57：ドル資金調達プレミアム



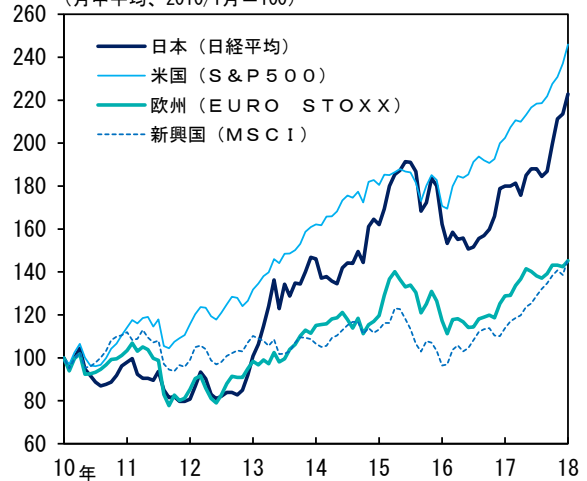
高値を更新する形で上昇している（図表 58）。欧州では、ユーロ高の進行の影響を受けつつも、引き続き高値圏で推移している。わが国の株価は、利益確定の動きなどから下落する局面もみられたが、米国株価の上昇や企業業績への期待などから上昇し、約 26 年ぶりの高値圏で推移している。わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT 価格は小幅に上昇している（図表 59）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、円高ドル安方向に振れる局面もみられたが、均してみれば横ばい圏内で推移している（図表 60）。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。

以 上

図表58：主要株価指数

（月中平均、2010/1月=100）



（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59：主要REIT指数

（月中平均、2010/1月=100）



（出所）Bloomberg

図表60：円ドル・円ユーロ相場

（月中平均、円/ドル、円/ユーロ）



（出所）Bloomberg

## (BOX 1) 世界貿易量の回復とわが国の輸出動向

世界貿易量が、2016 年後半より、力強く回復してきている。「世界貿易量」が、2011 年以降、「世界GDP」成長率よりも低い伸びを続けてきたことは、「スロー・トレード」と呼ばれ、その背景が幅広く議論されてきた<sup>29</sup>。もっとも、足もとでは世界貿易量の伸びが世界GDP成長率を再び上回るまで、回復してきている（前掲図表12）。

こうした最近の動きだけをもって、スロー・トレードをもたらした要因がなくなったと判断するのは、なお時期尚早と思われるが、最近の世界貿易量の力強さには、新興国経済の回復が影響していることは確かである。世界貿易量（各国の実質輸入の合計値として捕捉）の動向を地域別にみると、2015～2016 年にかけて弱めに推移してきた「新興アジア」<sup>30</sup>が、ここにきて大きく増加していることが分かる（図表 B1-1）。

こうしたもとで、わが国からの輸出も、中国および NIEs・ASEAN 等向けの資本財や情報関連を中心に、増加している（図表 B1-2、B1-3）。

中国向けの資本財輸出の内訳を仔細にみると、リーマン・ショック後に中国政府が行った大規模な経済対策を受けて建設・鉱山用機械が伸びを高めた 2010 年頃とは異なり、足もとでは、半導体製造装置や産業用ロボットなどが大きく増加している。スマートフォン、データセンター向け電子部品の需要増加や、中国における人件費上昇を背景とした省力化投資の高まりなどが、わが国から

<sup>29</sup> 日本銀行調査論文「スロー・トレード：世界貿易量の伸び率鈍化」（2016 年 10 月）を参照。

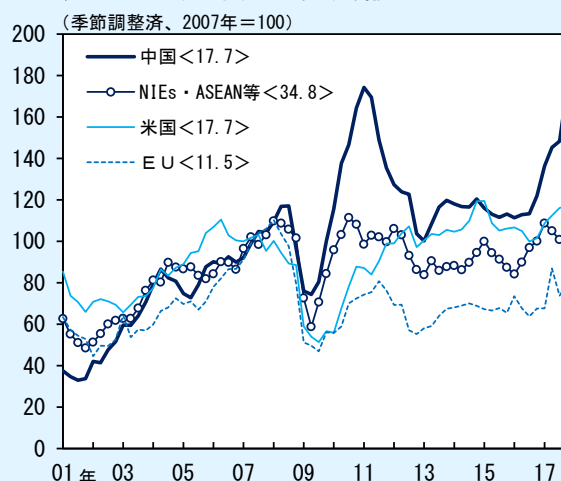
<sup>30</sup> ここでいう「新興アジア」には、中国、NIEs・ASEAN 4、インド等が含まれる。

### 図表B1-1：地域別の世界貿易量



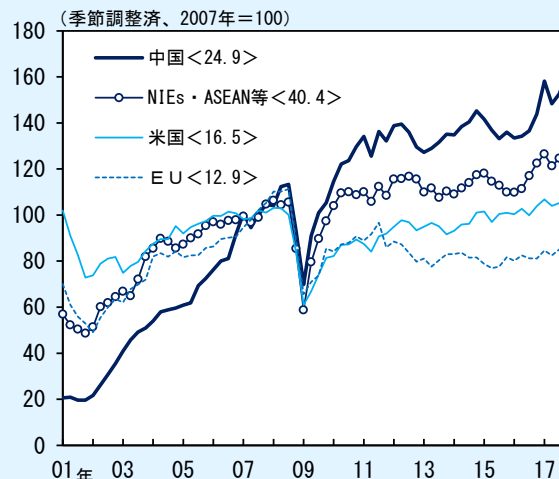
(出所) オランダ経済政策分析局  
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2017/4Qは、10月の値。  
2. 新興アジアは、中国、NIEs・ASEAN4、インド等。

### 図表B1-2：資本財の実質輸出（地域別）



(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（資本財）に占める各国・地域のウエイト。2017/4Qは、10～11月の値。

### 図表B1-3：情報関連の実質輸出（地域別）



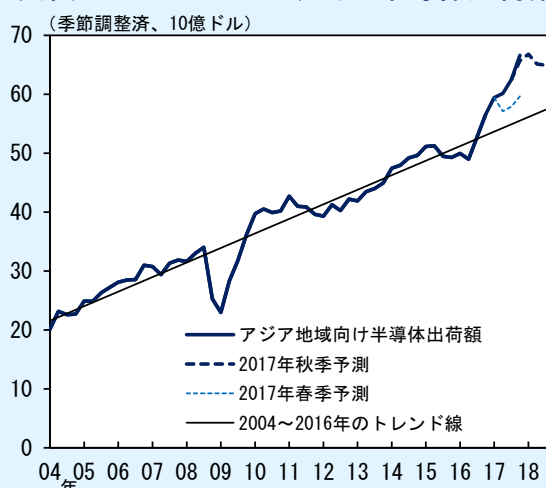
(出所) 日本銀行、財務省  
(注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2016年通関輸出額（情報関連）に占める各国・地域のウエイト。2017/4Qは、10～11月の値。

の資本財輸出が堅調な理由となっている<sup>31</sup>。

情報関連輸出については、これと相関の高い世界半導体出荷額（WSTS<sup>32</sup>ベース）のうち、アジア地域向けをみると、過去のトレンドや WSTS の 2017 年春季予測を大幅に上回って推移している（図表 B1-4）。

資本財や情報関連の輸出は、各種受注統計や業界予測などを踏まえると、先行きもしっかりと増加するものと考えられる。わが国からの資本財輸出に先行する外需向けの機械受注は、増加基調にある（図表 B1-5）。内訳をみると、半導体製造装置が含まれる電子・通信機械や産業機械が堅調に推移しているほか、工作機械も増加している。また、半導体出荷額について、WSTS の 2017 年秋季予測をみると、2017 年は大幅な増加で着地する見込みであり、2018 年もしっかりと増加が見込まれている（前掲図表 B1-4）。

図表B1-4：アジア地域向け半導体出荷額



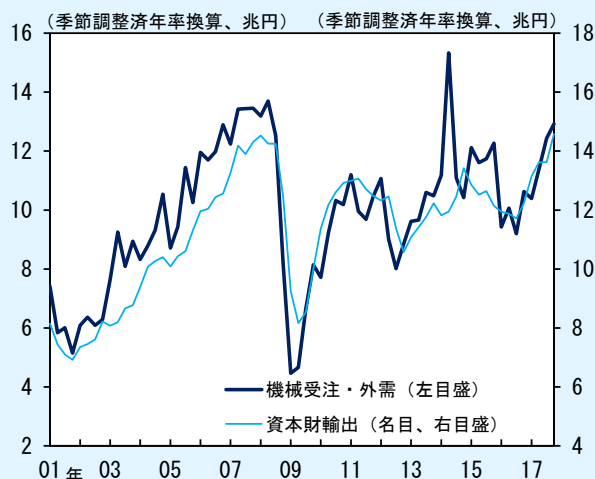
(出所) WSTS

(注) 1. WSTS を用いて日本銀行スタッフが算出。

2. アジア地域は、アジア太平洋地域（除く日本）。

3. アジア地域向け半導体出荷額の2017/4Qは、10～11月の値。

図表B1-5：機械受注・外需と資本財輸出



(出所) 財務省、内閣府

(注) 2017/4Qは、10～11月の値。

<sup>31</sup> 中国では、政府による「中国製造 2025」などの方針のもとで、ファクトリー・オートメーション関連投資や半導体製造装置への投資が積極化している。

<sup>32</sup> World Semiconductor Trade Statistics。

## (BOX 2) 近年の企業貯蓄に関する事実整理

企業収益が既往最高圏内の水準に達しているにもかかわらず、企業は設備投資や賃金引き上げに対して慎重な姿勢を崩さないため、企業貯蓄が過度な水準にまで高まっているのではないかとの見方がある。ここでは、企業貯蓄が過度かどうかはさておき、やや長い目でみた企業貯蓄の水準について、事実整理を行いたい。

営業利益が既往最高を更新するなか、営業キャッシュフローも既往ピークの水準にまで増加している(図表 B2-1)。

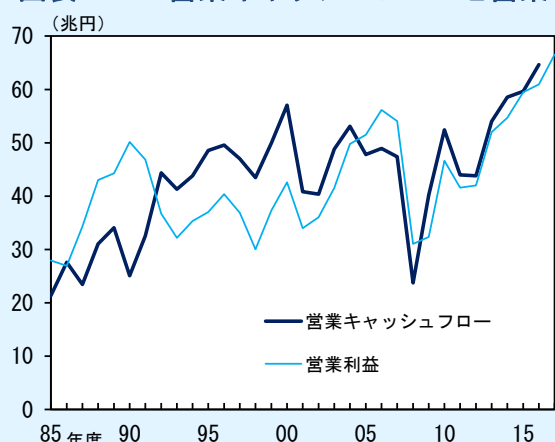
一方、企業の支出スタンスをみると、総じて慎重な姿勢を崩していないように見受けられる。「営業キャッシュフロー+人件費」を分母にして、設備投資比率をみると、最近上昇してきているとはいえ、1990年代半ば以降で見れば、横ばい圏内の動きにとどまっている(図表 B2-2 太線)。人件費比率に至っては、正社員を中心に賃金引き上げの動きが限定的なことを背景に、ここにきて下落している<sup>33</sup>。この間、配当性向は、コーポレート・ガバナンスの強化もあって上昇してきているが、上昇幅は小幅にとどまっている(図表 B2-3)。

この結果、企業貯蓄は、歴史的にみても高い水準にまで高まっている。企業貯蓄には幾通りかの指標があるが、内部留保の変化幅に対応する「当期末分配利益」(=当期純利益-配当金)は、「営業キャッシュフロー+人件費」との対比でみて、既往最高の水準にまで高まっている<sup>34</sup>(図表

<sup>33</sup> 労働需給がバブル期並みまで引き締まっているにもかかわらず、足もとの賃金上昇率が、バブル期に比べると弱めであることに関する事実整理と背景分析については、2017年7月展望レポートのBOX 1、2を参照。

<sup>34</sup> 他の企業貯蓄をあらわす指標の例として、実物面における貯蓄と投資の関係をみた「貯蓄投資バランス」がある。

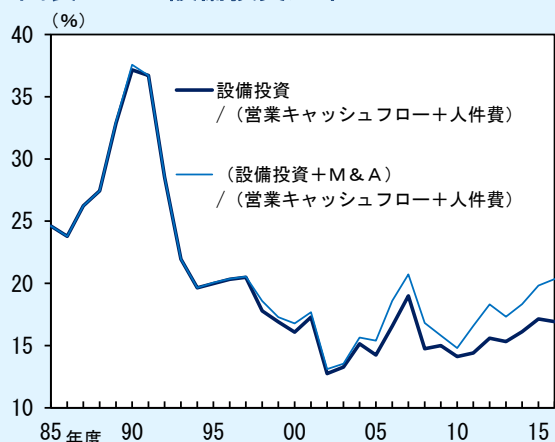
図表B2-1：営業キャッシュフローと営業利益



(出所) 財務省

- (注) 1. 営業利益は法人季報、営業キャッシュフローは法人年報ベース。金融業、保険業を除く。  
2. 営業キャッシュフローは、当期純利益-配当金+減価償却費+引当金-在庫投資-企業間信用-ネットその他流動資産と定義。  
3. 営業利益の2017年度は、季節調整済系列の上期の年率換算値。

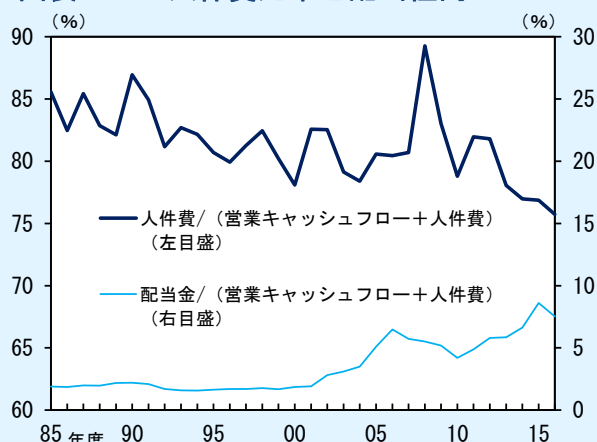
図表B2-2：設備投資比率



(出所) 財務省、Bloomberg

- (注) 1. 営業キャッシュフロー、人件費、設備投資は、法人年報ベース。金融業、保険業を除く。  
2. 営業キャッシュフローの定義は、図表B2-1と同じ。  
3. 設備投資は、土地投資額を含み、ソフトウェア投資額・研究開発投資額は含まない。M&A額は、日本企業による外国企業の買収が対象。

図表B2-3：人件費比率と配当性向



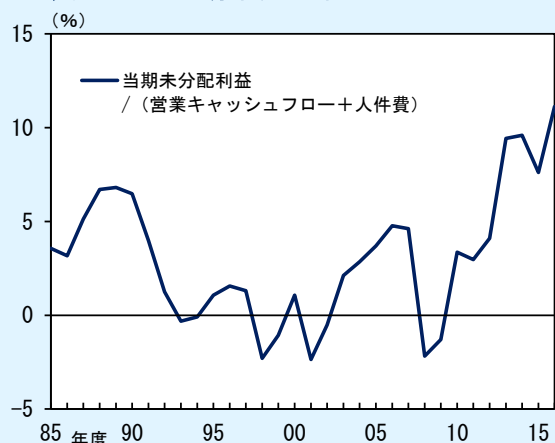
(出所) 財務省

- (注) 1. 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。  
2. 営業キャッシュフローの定義は、図表B2-1と同じ。

B2-4)。

こうしたフローが積み上がった結果、内部留保のストックにあたる「利益剰余金」はここに来て急速に増加しており、それに比べれば緩やかなペースではあるが、「現預金」もこのところ増加傾向が明確化している（図表 B2-5、B2-6）。

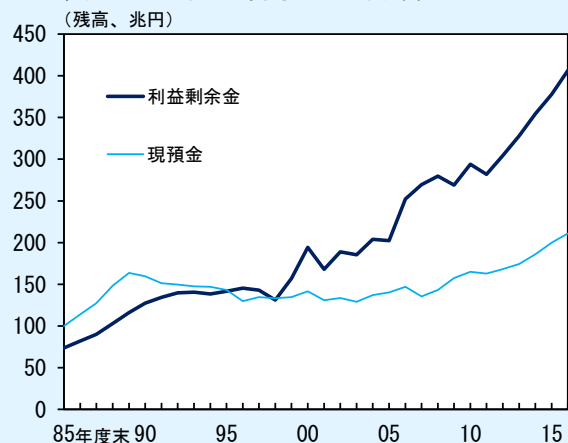
図表B2-4：当期未分配利益



(出所) 財務省

- (注) 1. 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. 当期未分配利益＝当期純利益－配当金。なお、会計基準変更の影響を調整するため2006年度以前の計数は、役員賞与を追加的に控除している。  
 3. 営業キャッシュフローの定義は、図表B2-1と同じ。

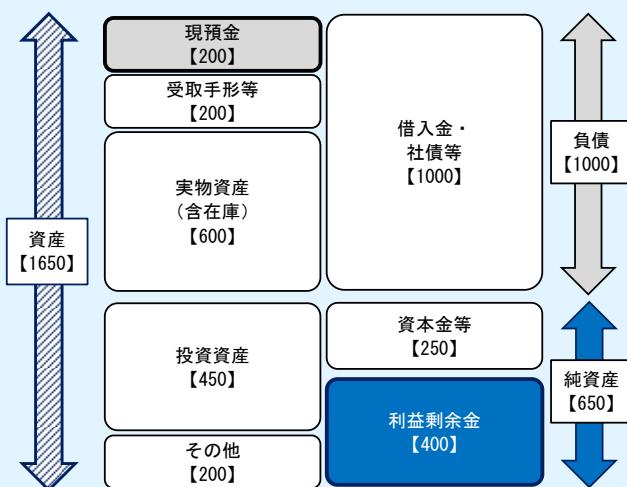
図表B2-5：利益剰余金と現預金



(出所) 財務省

- (注) 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。

図表B2-6：企業部門のバランスシート



(出所) 財務省

- (注) 1. 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. 計数は、2016年度末の概算値 (兆円)。

これをみても、企業貯蓄は増加傾向にある。

### (BOX 3) 企業貯蓄増加の背景と設備投資への影響

BOX 2では、このところ企業貯蓄が増加してきていることを確認した。ここでは、その背景を、①海外投資の拡大、②予備的動機の高まり、③期待成長率の低下、④タイムラグ、の4つの要因に分けて考察する。

#### ①海外投資の拡大

前掲図表 B2-2 の太線でみた設備投資比率は単体ベースであるため、海外での設備投資や（国内案件も含めた）企業買収は含まれていない。そこで、例えば、国内での設備投資に日本企業による外国企業M & Aの金額も加えてみると、企業の投資スタンスはより積極化したものにみえる（図表 B2-2 細線）。こうしたことを勘案していない分だけ、見た目上、企業貯蓄が高まっている面はある。

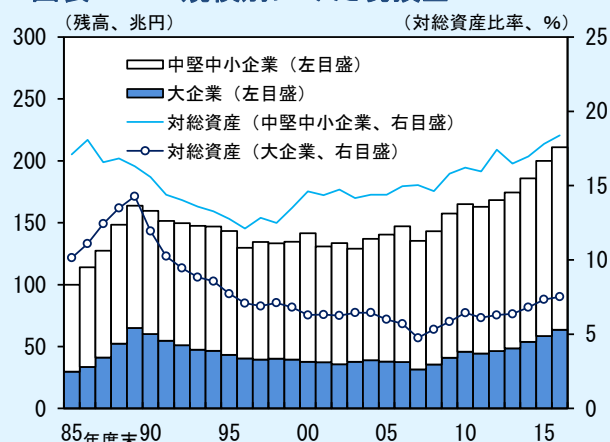
#### ②予備的動機の高まり

リーマン・ショック時の資金繰りの厳しさがなお記憶に残るなか、将来の危機に備えて、稼いだキャッシュは取敢えず手元流動性として積むという企業の声が今でも聞かれる。現預金比率の動向を企業規模別にみると、ここに来て上昇が目立つのは、大企業よりも中堅中小企業である（図表 B3-1）。こうした企業の方が、危機時のバッファが必要であるということからすると、根強い予備的動機が、企業貯蓄増加の背景にあることは考えられる。しかしながら、その一方で、ここに来て特に不確実性指標が高まってきている訳でもなく（図表 B3-2）、予備的動機の「高まり」が、ごく最近の企業貯蓄増加の主因とは考え難い。

#### ③期待成長率の低下

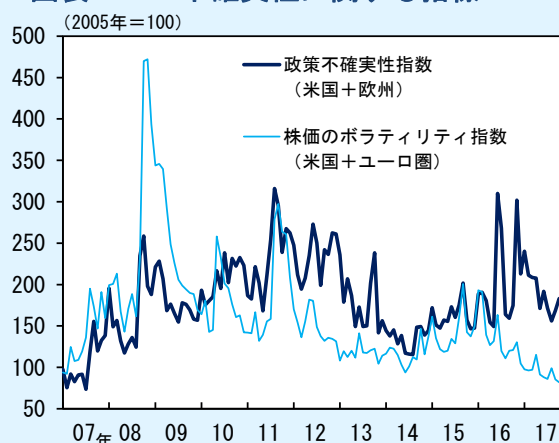
上述の海外投資拡大と裏表の関係で、国内の期待成長率の低さが、企業貯蓄増加に寄与していることも考えられる。現に、(国内) 設備投資/キャ

図表B3-1：規模別にみた現預金



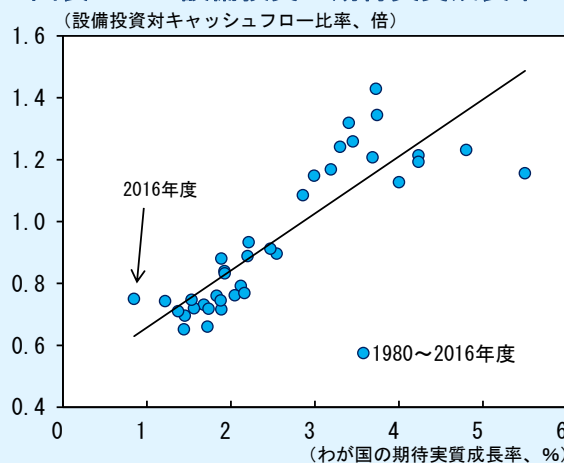
(出所) 財務省  
(注) 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。大企業：資本金10億円以上、中堅中小企業：同10億円未満。

図表B3-2：不確実性に関する指標



(出所) 財務省、Economic Policy Uncertainty、Bloomberg  
(注) 政策不確実性指数(米国+欧州)、株価のボラティリティ指数(米国+ユーロ圏)は、わが国の2016年の米国とEUの通関輸出ウエイトで加重平均したもの。

図表B3-3：設備投資と期待実質成長率



(出所) 内閣府  
(注) 1. わが国の期待実質成長率は、企業行動に関するアンケート調査のわが国の実質経済成長率見通しに基づいて算出した、5年後の期待実質成長率。  
2. 設備投資対キャッシュフロー比率は、SNAベース。1993年度以前は、1993SNA(2000年基準)。  
キャッシュフロー=固定資本減耗+(営業余剰+ネット財産所得)÷2。



キャッシュフロー比率は、企業の期待成長率と相関があることが知られている（図表 B3-3）。中堅中小企業で現預金比率が高まっているのは、上記の予備的貯蓄のほか、こうした企業の方が期待成長率はより低いという、大企業のような海外進出の機会が乏しいということも影響していると考えられる。

#### ④タイムラグ

最近の企業収益は上昇テンポが急なだけに、企業にしてみると、予想外（windfall）なものであったことが推察される。こうした予想外な収益の高まりは、取敢えず企業貯蓄として滞留しても、先々設備投資の増大につながる可能性が高い。また、現在進行中の労働生産性の高まりが、潜在成長率の高まりを通じて、期待成長率を押し上げれば、投資スタンスは次第に積極化するものとみられる。加えて、実質賃金が労働生産性見合いに引き上げられれば、人件費比率も上昇するはずである。こうしたことからすると、最近の企業貯蓄の高まりはあくまでも一過性のものに過ぎず、先行き、徐々に低下に向かっていくとも考えられる。

こうした点を検証するため、売上高営業利益率、設備投資比率、ネット現預金比率の3変数からなる多変量自己回帰（VAR）モデルを推計すると（図表 B3-4）、2016 年後半からの売上高営業利益率は、モデルの予測を上回り、誤差項がプラスとなる（図表 B3-5）。こうした収益の上振れは、ネット現預金比率からやや遅れて設備投資比率を押し上げる傾向がある<sup>35</sup>（図表 B3-6）。こうしたことからすると、2016 年後半からの予想外の収益増大は、短期的には企業貯蓄を高めるものの、長期的には設備投資につながると考えられる。

<sup>35</sup> ネット現預金比率が長期的に負となるのは、設備投資増加に伴う総資産拡大や借入増が影響していると考えられる。

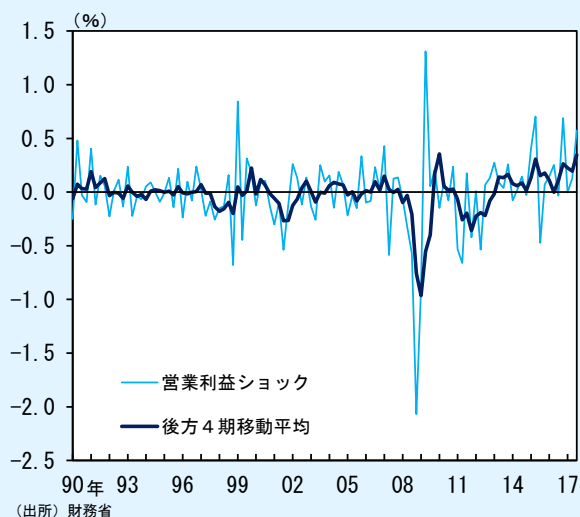
図表B3-4：VARモデルの概要

**【3変数VAR】**

- ・以下の3変数からなるVARモデルを推計。
- ①営業利益（対売上高比率、%）
- ②設備投資（対有形固定資産比率、%）
- ③ネット現預金（対総資産比率、%）  
 —— ネット現預金＝現預金－借入金・社債

- ・いずれの変数も季節調整値
- ・ショックの識別：上記の順のコレスキー分解
- ・ラグ：4期
- ・対象：大企業全産業  
 （法人季報ベース、金融業、保険業を除く）
- ・推計期間：1985/1Q～2017/3Q

図表B3-5：識別された営業利益ショック



図表B3-6：営業利益ショックに対する反応

