

公表時間

1月24日(木) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2019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（2019年1月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くと見込まれる²。
- 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。これには、①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根強く残るもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどが明確に転換するには至っていないことに加え、②企業の生産性向上に向けた動きや近年の技術進歩なども影響している。こうした物価の上昇を遅らせたきた諸要因の解消に時間を要している中で、中長期的な予想物価上昇率も横ばい圏内で推移している。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に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、2018年度は下振れているが、2019年度、2020年度は概ね不変である。物価については、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている。
- リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、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。

¹ 各政策委員の見通しを踏まえた経済・物価情勢の展望や金融政策運営の考え方について、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。

² 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、総じてみれば着実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、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとで、設備投資は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。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も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、0%台後半となっている。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・物価の中心的な見通し

(1) 経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済は、2020年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。海外経済は、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとで、総じてみれば着実な成長を続けると考えられる。こうしたもとで、わが国の輸出は、基調として緩やかな増加を続けると見込まれる。国内需要は、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出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、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、増加を続けると予想される。2020年度にかけては、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、増勢が徐々に鈍化していくとみられるが、輸出の増加に支えられた投資需要もあって、増加基調は維持されるものと考えられる。個人消費も、2019年10月に予定さ

れている消費税率の引き上げの影響³から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続くもとで、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から増加していくと予想している。

こうしたもとで、わが国の経済は、潜在成長率⁴並みの成長を続けると見込まれる。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、2018年度については昨夏の自然災害の影響などから下振れているが、2019年度、2020年度については概ね不変である。

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想定している⁵。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中で、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。

(2) 物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。

この背景としては、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などが

³ 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、下押し効果は、2014年度の前回増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

⁴ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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。

⁵ 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。

ら、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根強く残っており、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重なスタンスを維持することを可能にしている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。なお、足もとでは、昨秋以降の原油価格下落を受けて、エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果が縮小している。

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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている⁶。

消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向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均してみればプラス幅を拡大してきており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こうしたもとの、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、

⁶ 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年度と2020年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、2019年度と2020年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

企業の価格設定スタンスも積極化していけば、実際に価格引き上げの動きが広がっていくと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%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」⁷の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。

第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格上昇は2018年度の消費者物価を押し上げてきたが、昨秋以降、原油価格は下落に転じており、これが2019年度の消費者物価の前年比を押し下げる要因として作用すると予想される。

この間、最近の女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みの強化は、長い目でみれば、物価上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長力の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、以下の4点がある。

第1に、海外経済の動向である。具体的には、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも

⁷ 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「適合的な期待形成」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。

含めた新興国・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。こうした海外経済を巡る下振れリスクは、このところ強まっているとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。

第2は、2019年10月に予定される消費税率引き上げの影響である。これについては、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得る。

第3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4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) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因による影響のほか、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予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適合的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりも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挙げられる。企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みが長期にわたり継続したり、近年の技術進歩や流通形態の変化等によって企業の競争環境が一段と厳しくなったりする場合には、こうした面からの価格押し下げ圧力が予想以上に長く作用する可能性がある。また、公共料金や家賃などの鈍い動きが、先行きも、長期間にわたって、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性もある。

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⁸。

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%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因について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プラスの状態が続くもとで、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、横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高ま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、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。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。もともと、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視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。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生

⁸ 「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。

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、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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)

2018～2020 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)	(参考) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2018 年度	+0.9～+1.0 <+0.9>	+0.8～+0.9 <+0.8>	
10月時点の見通し	+1.3～+1.5 <+1.4>	+0.9～+1.0 <+0.9>	
2019 年度	+0.7～+1.0 <+0.9>	+1.0～+1.3 <+1.1>	+0.8～+1.1 <+0.9>
10月時点の見通し	+0.8～+0.9 <+0.8>	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.3～+1.5 <+1.4>
2020 年度	+0.7～+1.0 <+1.0>	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.2～+1.4 <+1.4>
10月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.4～+1.6 <+1.5>

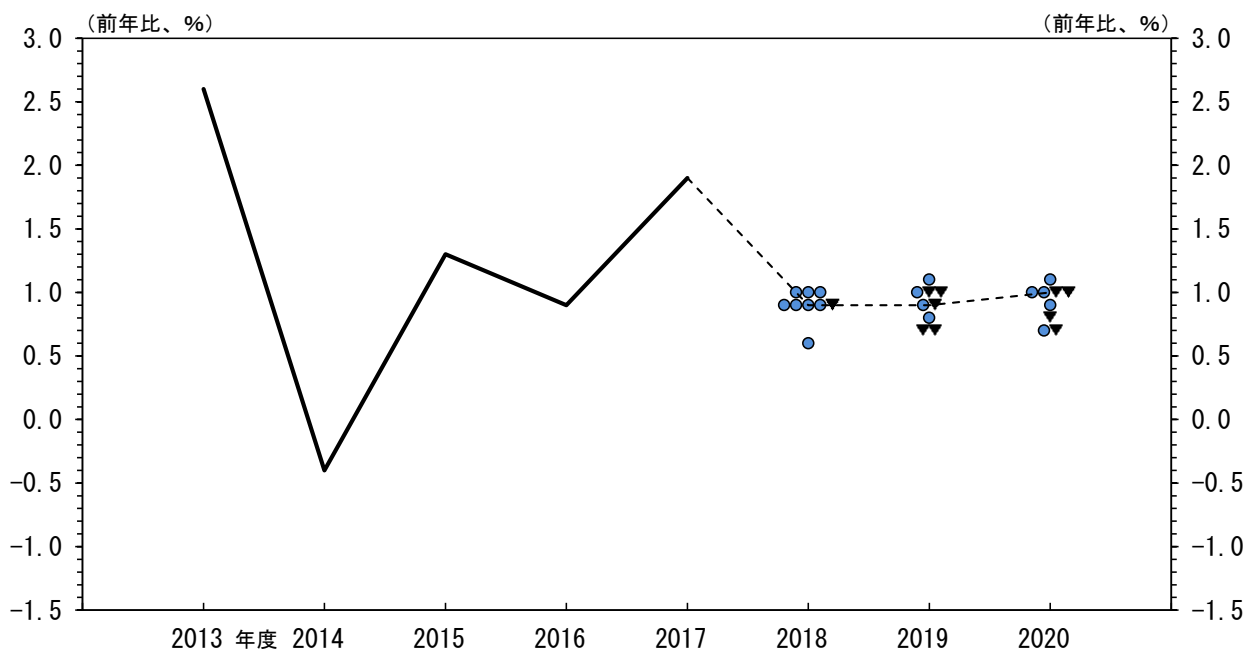
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

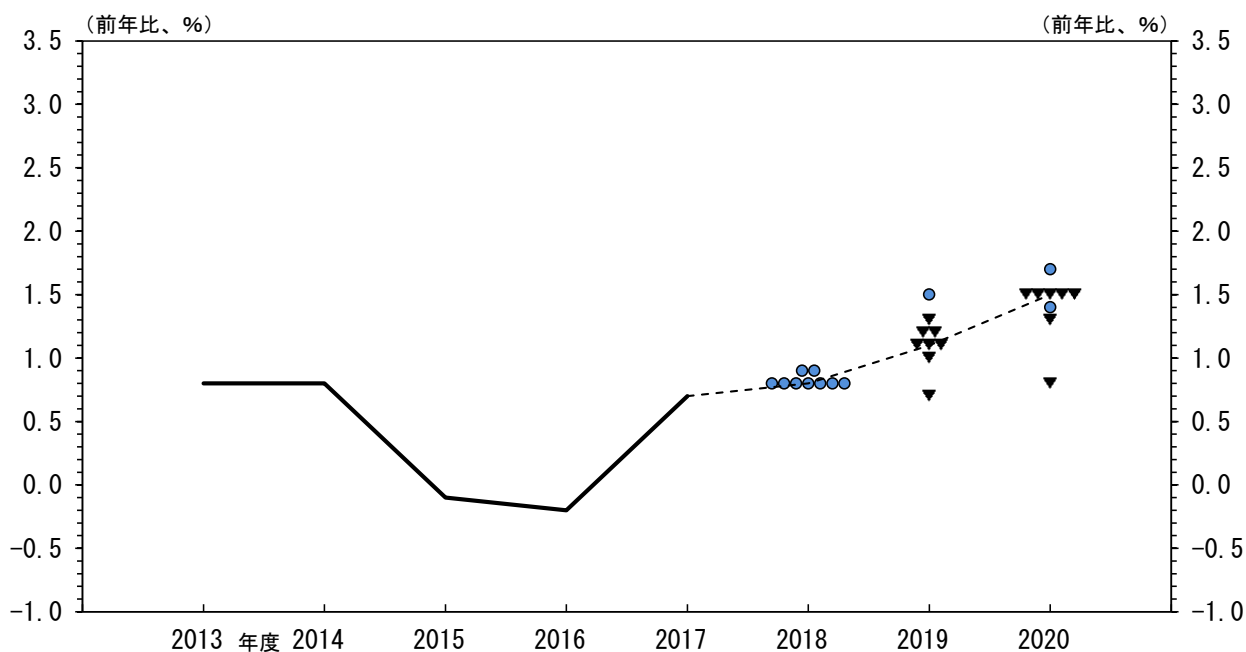
(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)、教育無償化政策については、幼児教育無償化が2019年10月に、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。なお、消費税率引き上げの2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提としたうえで機械的に計算すると、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策の2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイントとなる。

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ともに、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、2014年度、2015年度については、2014年4月の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】⁹

1. 経済活動の現状と見通し

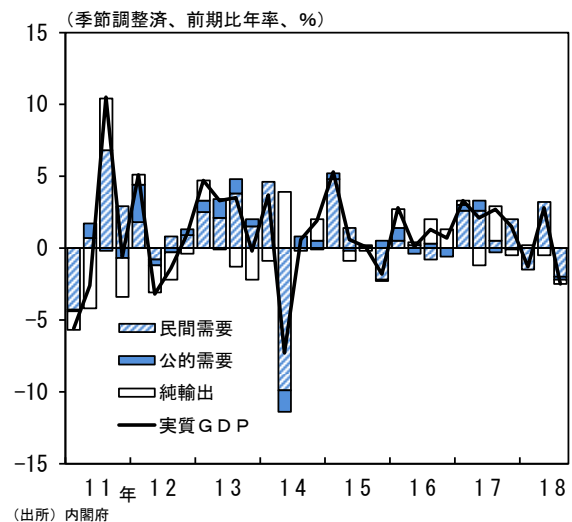
1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、2018年7～9月の実質GDPは、前期比-0.6%（同年率-2.5%）となり、2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。自然災害の影響により、個人消費が減少したほか、この間に生じた生産や物流への影響を通じて、設備投資、輸出も減少した。しかしながら、10月以降の各種指標をみると、こうした自然災害の影響は一時的なものにとどまったとみられる。

こうしたもとの、労働需給は着実な引き締まりを続けており（図表2）、就業者数はしっかりと増加している（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、7～9月はプラス幅を縮小したものの、引き続きはつきりとしたプラスを維持している（図表4）。10月以降の指標をみても、需給ギャップのプラス基調は続くと思われる、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、緩やかな景気拡大が続いている。

わが国経済の先行きを展望すると、2018年度は、相次ぐ自然災害が上期の成長率を下押ししたものの、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えと、海外経済が総じてみれば着実に成長することを背景に、下期は成長率が高まり、年度を通してみれば、「0%台後半」とみられる潜在成長率並みの成長となるとみられる（図表5）。

図表1：実質GDP



図表2：労働需給



⁹ 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。

2019 年度から 2020 年度については、①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と、②消費税率引き上げによる個人消費の下押しが重なるものの¹⁰、教育無償化政策など、消費税率の引き上げに伴う政府の対応が下支えに作用することに加え、国土強靱化政策による政府支出や外需にも支えられて、景気の拡大基調は続くと考えている¹¹。今回の見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、2018 年度が下振れているが、2019 年度と 2020 年度は概ね不変である。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2018 年度下期は、内外需要がともに増加するも、緩やかな景気拡大が続くとみられる。すなわち、輸出は、自然災害からの反動に伴い高めの伸びとなったあとは、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。設備投資も、緩和的な金融環境の

図表 3：労働参加と就業



¹⁰ 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。

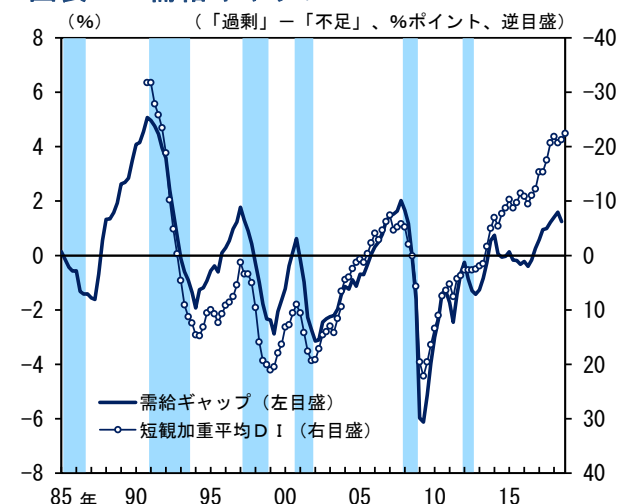
¹¹ 2019 年 10 月の消費税率引き上げは、家計支出を中心に、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果という 2つの経路を通じて、成長率に相応の影響を及ぼすとみられるが、現時点では、消費増税による 2019 年度および 2020 年度の成長率の下押し幅は、2014 年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまると考えている。これは、①今回の消費増税のタイミングが 2019 年度中となるため、駆け込み需要とその反動が、2020 年度では成長率の下押しとなるものの、2019 年度内では均されるほか、実質所得の減少効果も 2019 年度と 2020 年度で分散して発生するという技術的な要因に加え、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教育無償化の導入に加え、各種の負担軽減策や税率引き上げ前後の需要を平準化するための支援策が講じられること、④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、不確実性があることに留意する必要がある。また、価格転嫁の柔軟化の影響については、企業の対応方針等、現時点では見通し難いものがある。

とで、景気拡大に沿った能力増強投資、都市再開発関連投資、人手不足に伴う省力化投資などで、増加を続けると見込まれる。個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、増勢を維持する可能性が高い。この間、公共投資は、オリンピック関連需要や 2018 年度補正予算が下支えとなるもとで、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移すると想定している。こうしたもとで、2018 年度を通してみた成長率は、潜在成長率並みとなると見込まれる。

2019 年度は、国内民需は減速するものの、政府支出と外需に支えられて、景気の拡大基調は維持されると考えられる。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に働くとみられる。もっとも、輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けること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。この間、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、徐々に減速するとみられるが、輸出の増加に支えられた投資需要もあって、増加基調は維持されるものと予想される。また、公共投資は、自然災害を受けた補正予算の執行のほか、国土強靱化政策などから、はっきりと増加するとみられる。以上の動きを反映して、2019 年度は、景気の拡大基調が続くと見込まれる。

2020 年度は、個人消費や住宅投資が、2019 年度下期の落ち込みから徐々に回復に向かうとみられる。また、輸出は、増加基調を続けると予想される。一方、設備投資は、輸出増が投資需要を支え続けるものの、資本ストックの蓄積に伴い調整圧力が高まるため、幾分減速する可能性が高い。

図表 4：需給ギャップ

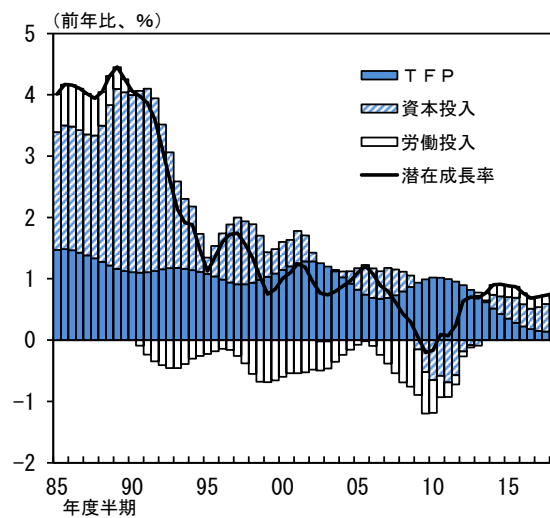


(出所) 日本銀行
 (注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 2. 短観加重平均DI (全産業全規模) は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

この間、公共投資は、国土強靱化政策などに伴い増加を続けるほか、オリンピック開催に伴う仮設施設向けなどの経費支出は、景気を下支えすると考えられる。こうしたもとで、2020 年度も、景気の拡大基調は続くと見込まれる。

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なかで、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。

図表 5：潜在成長率



(出所) 日本銀行
(注) 日本銀行スタッフによる推計値。

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6)。先行きについては、オリンピック関連工事に加え、2018年度補正予算や国土強靱化政策などを背景に、増加すると想定している¹²。

(海外経済)

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている(図表7)。グローバルな製造業の業況感は、国・地域間でばらつきつつも、全体としては改善基調を維持している(図表8)。主要地域別にみると、米国経済は拡大している。欧州経済は、減速しつつも、回復傾向が続いている。中国経済は、一部で弱めの動きがみられるものの、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¹³。

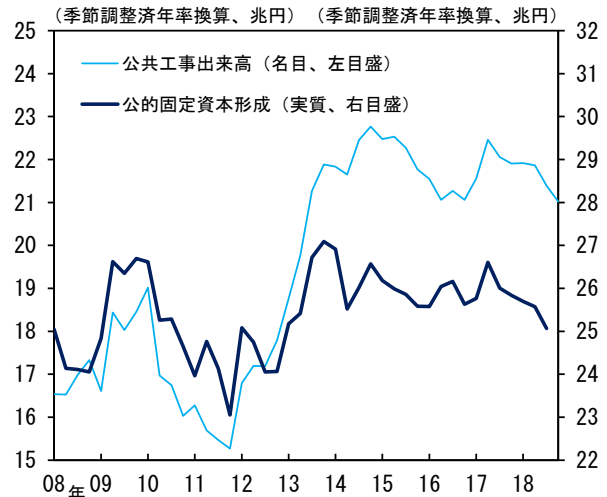
先行きの海外経済については、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するなか、その好影響が貿易活動を通じて相互に波及し、総じてみれば着実な成長を続けると考えられる。

主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、拡大を続けると見込まれる。欧州経済は、回復傾

¹² 政府は、2018年12月14日に、「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」を閣議決定した。同対策では、総事業規模約7兆円程度を目標に、2018年度第2次補正予算の編成や2019年度および2020年度の当初予算を通じて、重要インフラ等の機能維持対策が3年間で集中的に実施される計画となっている。

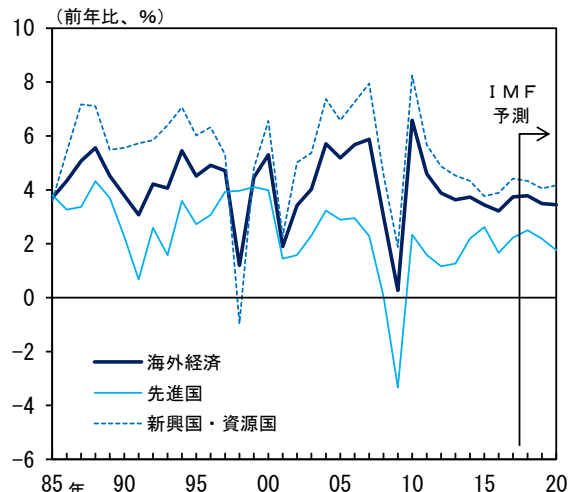
¹³ 貿易摩擦激化を含む海外経済を巡る不確実性の影響については、2018年10月展望レポートのBOX1を参照。

図表6：公共投資



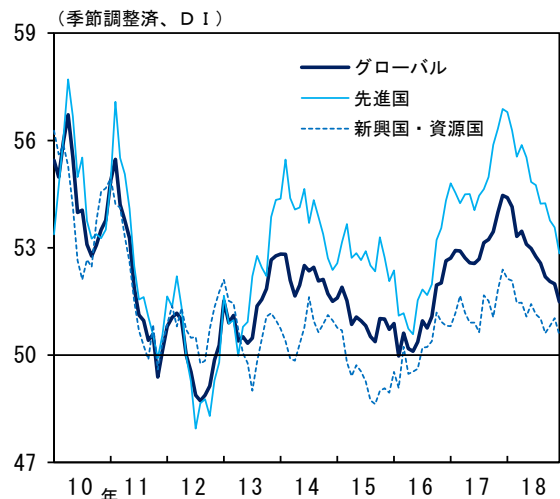
(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2018/4Qは、10~11月の値。

図表7：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。2018年以降はIMF予測(2018/10月および2019/1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8：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. 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17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。

向を続けるとみられる。中国経済は、米中貿易摩擦や債務抑制政策による影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとで、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、全体として緩やかな回復を続けると予想している。

(輸出入)

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、増加基調にある(図表10)¹⁴。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、総じてみれば持ち直している(図表11)。財別にみると、情報関連は増加基調にあり、足もとでは、自然災害による物流障害が解消したことも上押しに作用している(図表12)。資本財は、振れの大きい船舶などの影響を均してみれば、増加基調にある。この間、自動車関連は、輸出車の高付加価値化もあって、増加を続けており、足もとでは、自然災害による供給制約が解消したことを受けて、幅広い地域向けで増加している。

輸出の先行きを展望すると、海外経済の成長に伴って「世界貿易量¹⁵」が緩やかな増加基調を続けるとともに、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13、14)。

すなわち、「世界貿易量」は、アジアや米欧を中心に、高めの伸びが続いている。先行きの世界貿易量の成長率は、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するなか、その好影響が貿易活動にも波

¹⁴ BOX 1では、輸出環境を包括的にモニタリングする指標を用いて、足もとの状況を評価している。

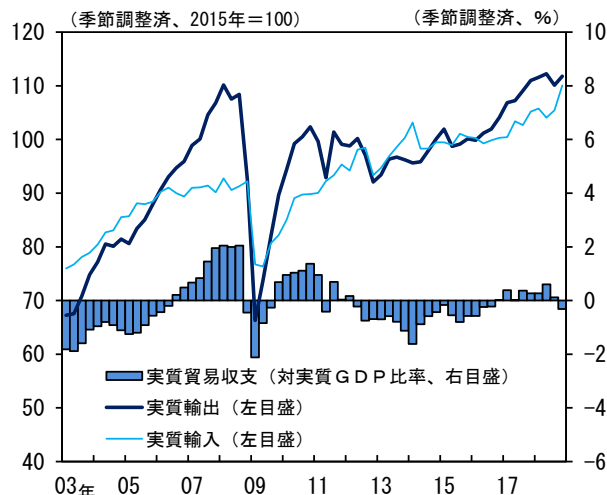
¹⁵ ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

図表9：実効為替レート



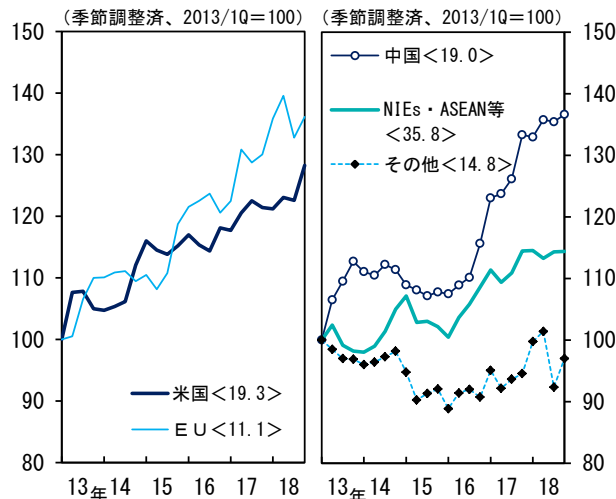
(出所) BIS、日本銀行
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。
 2. 2019/1月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表10：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。2018/4Qは、10~11月の値。

図表11：地域別実質輸出



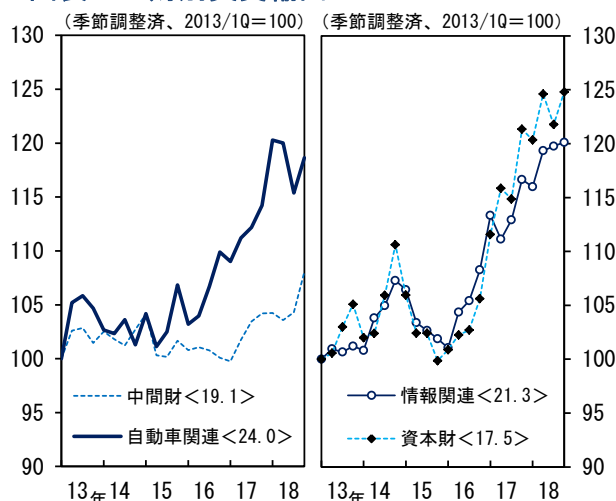
(出所) 日本銀行、財務省
 (注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2017年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。2018/4Qは、10~11月の値。

及していくとみられることから、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情報関連や資本財への需要増加もあって、上昇傾向にある。先行きも、世界的な設備投資需要の回復を背景に、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、四半期ベースでは消費財（新型スマートフォン等）の振れを伴いながらも、均してみれば緩やかな増加基調にある（前掲図表10）。先行きも、国内需要の増加を反映して、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12：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、2017年通関輸出額に占める各財のウエイト。2018/4Qは、10~11月の値。

図表13：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。2018/4Q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14：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）。2018/4Qは、10月の値。

(対外収支)

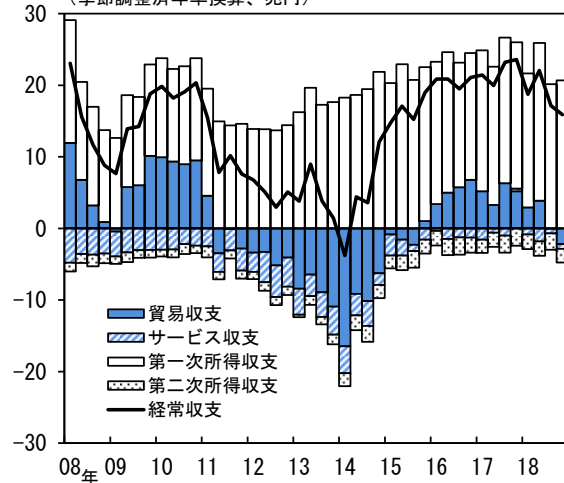
名目経常収支の黒字幅は、既往の原油高を受けて交易条件が悪化するもとで、緩やかに縮小している（図表 15）。

先行きは、原油価格の下落もあって貿易収支が改善することに加え、海外経済の成長に伴う第一次所得収支の改善、入国者数の増加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¹⁶。

これを貯蓄投資バランスでみると、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、家計部門の貯蓄超過幅は、2018 年度は雇用者報酬の増加もあって幾分拡大したのち、2019 年度には緩やかに縮小し、その後は消費増税の影響もあって、均してみれば横ばいとなると見込まれる。企業部門の貯蓄超過幅は、設備投資の増加が収益の伸び率を上回ることから、高水準を維持しつつも緩やかに縮小していくとみられる。この間、消費増税や景気拡大に伴う税収の増加から、一般政府の投資超過幅は縮小していくことが予想される。

図表15：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) 2018/4Qは、10~11月の値。

¹⁶ 旅行収支の黒字幅は、自然災害等の影響により、外国人観光客が減少したことから、いったん縮小した。その後は、入国者数が回復するにつれて、再び拡大している。

（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 16）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、自然災害の影響が和らぎ、工場が通常稼働に復するもとの、足もとでは増加している。「電子部品・デバイス」は、用途が拡大するもとの、増加基調を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」は、自然災害による供給制約の解消から建設・鉱山機械が増加している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、自然災害に伴う物流障害が解消されるもとの、改善した（図表 17）。

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、増加を続ける可能性が高い。その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けると見込んでいる。

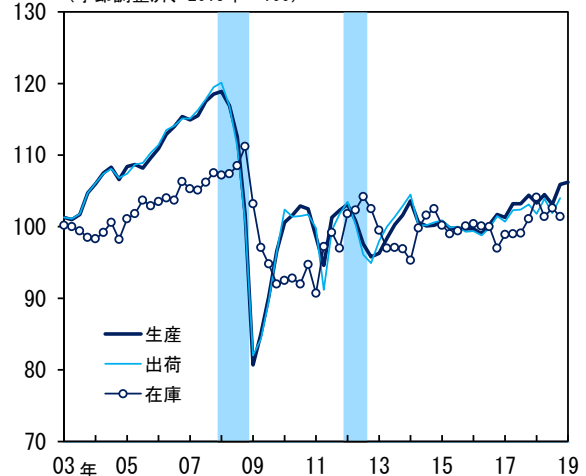
（企業収益）

企業収益は、高水準で推移している。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 18）、堅調な内需や海外経済の成長に支えられて、振れを伴いつつも高水準で推移している。そうしたもとの、企業の業況感も、良好な水準を維持している（図表 19）。12月短観の全産業全規模ベースの業況判断DIをみると、引き続き「良い」超幅は大きく、3期ぶりに小幅に改善した。自然災害からの回復や復旧・復興需要が幅広い業種で改善をもたらした。

先行きの企業収益は、原油価格の下落もあって交易条件が改善するもとの、内外需要の増加を背景に、改善傾向をたどると予想される。ただし、2020年度にかけては、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

図表16：鉱工業生産・出荷・在庫

（季節調整済、2015年=100）



（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2018/40および2019/10は、2018/12、2019/1月の予測指数を用いて算出。出荷の2018/40は、10～11月の値。在庫の2018/40は、11月の値。

図表17：出荷・在庫バランス

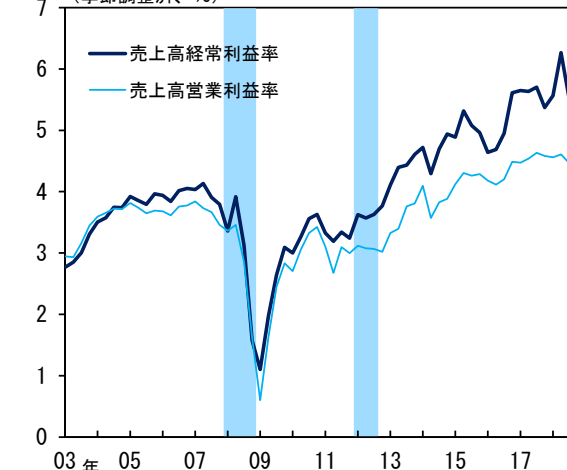


（出所）経済産業省

（注）生産と出荷の2018/40は、10～11月の値。在庫の2018/40は、11月の値。

図表18：企業収益

（季節調整済、%）



（出所）財務省

（注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。

3. シャド一部分は、景気後退局面。

下していくと考えられる。

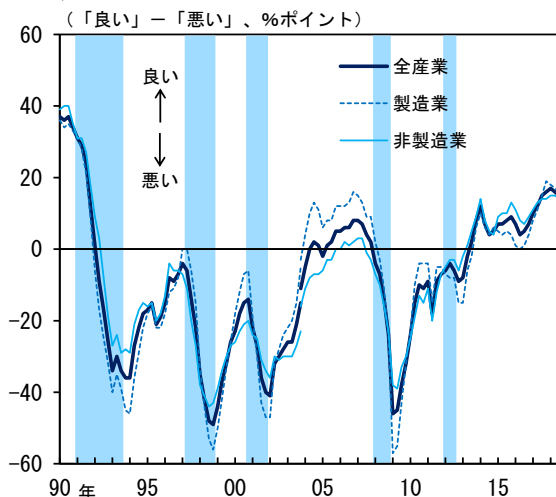
（設備投資）

設備投資は、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、増加傾向を続けている（図表 20）。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、ともに増加基調を続けている。12月短観をみると、2018年度の設備投資計画は、大企業を中心に過去の平均を大幅に上回る伸び率となっている。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、2018年度に前年比+8.9%の増加が見込まれている（図表 21）。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、振れは大きいものの、増加傾向を続けている（図表 22）。

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財政投融资の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、来年度以降も増加を続けていくとみられる。具体的な案件としては、①景気拡大に沿った能力増強投資に加えて、②都市再開発に関連した投資や、③人手不足等に対応した効率化・省力化投資、④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。

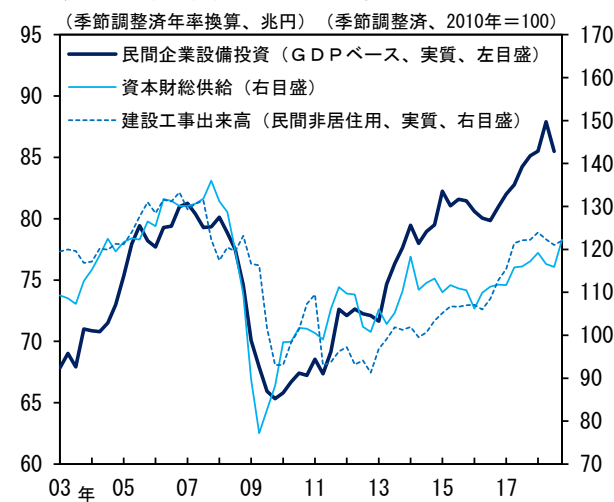
名目設備投資・GDP比率については、上述の設備投資の先行き見込みのもとで、高水準を維持するものと考えられる（図表 23）。もっとも、同比率はバブル崩壊後におけるいくつかの設備投資循環のピーク前後にまで達している。こうしたこ

図表19：業況判断



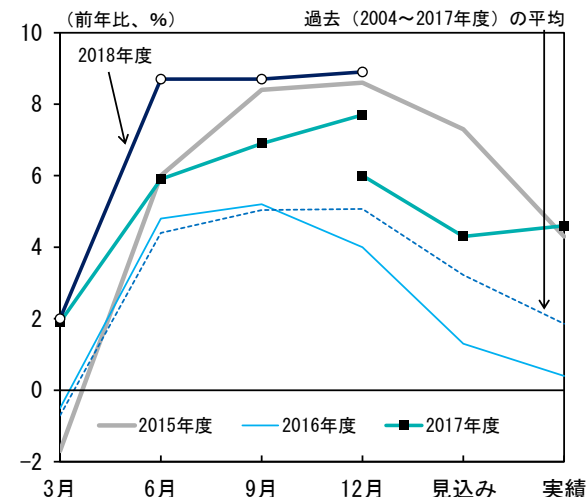
（出所）日本銀行
 （注）1. 短観の業況判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 2. シャド一部分は、景気後退局面。

図表20：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. 2018/4Q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。

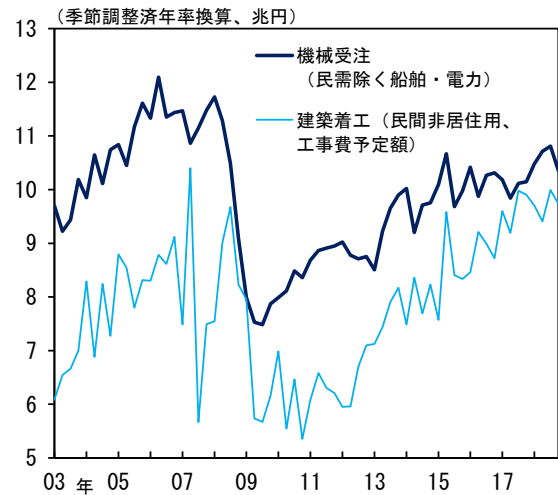
図表21：設備投資計画の修正パターン



（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. 2017/12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。

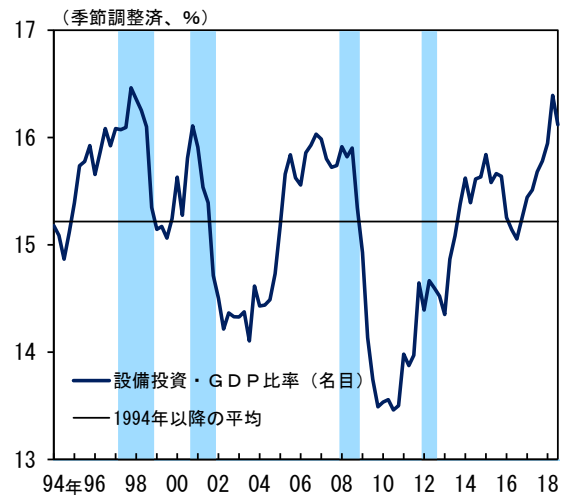
とを考えると、見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる¹⁷。

図表22：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2018/4Qは、10~11月の値。

図表23：設備投資・GDP比率（名目）



(出所) 内閣府
(注) シャド一部分は、景気後退局面。

¹⁷ BOX 2では、足もとの資本ストックの調整圧力について、評価をしている。

（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、雇用者所得も高めの伸び率となっている¹⁸。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、2%程度となっている（図表24）。そうしたもとで、有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか（前掲図表2）、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2%台半ばとなっている。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が続いている（図表25）。先行きも、景気の拡大基調が続くもとで、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）¹⁹。ただし、過去の長期にわたる雇用調整の経験や、近年の女性・高齢者を中心とした弾力的な労働供給などから、労働需給の引き締まりに比べると、賃金上昇は弱めにとどまっている²⁰。

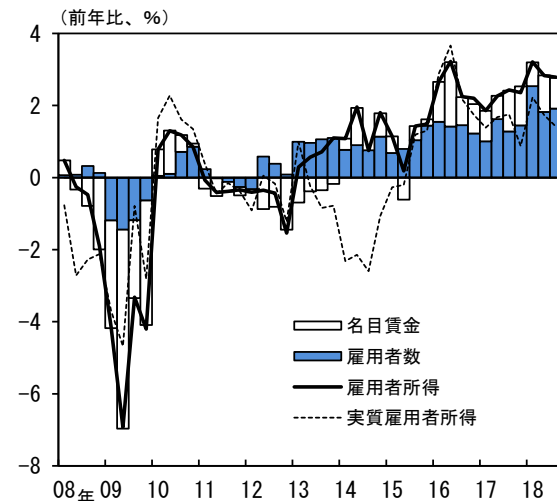
名目賃金の内訳をみると、所定内給与全体は、一般労働者とパート労働者の双方の賃金上昇を背

¹⁸ 厚生労働省は、1月23日、毎月勤労統計の再集計値を公表したが、本展望レポートにおける同統計を用いた図表は、従来の公表データを用いて、作成している。

¹⁹ 毎月勤労統計では、2018年1月の確報分から、30人以上の事業所について、調査対象のサンプルの半分を入れ替えているほか、2014年経済センサスの情報を反映して、過去に遡って常用労働者数の改訂が行われたことから、5～29人と30人以上の事業所のウエイトやパート比率が変更されている。ここでは、毎月勤労統計の調査対象における標本入れ替えの影響を除いてみるため、共通事業所ベースで評価している。

²⁰ 女性と高齢者の労働供給の増加と賃金動向の関係については、2018年7月展望レポートのBOX1を参照。

図表24：雇用者所得



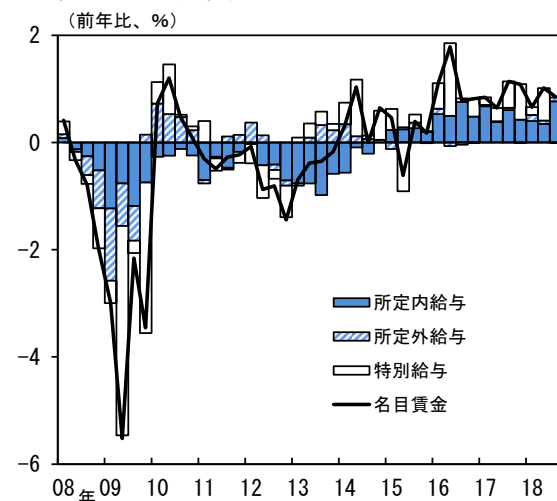
（出所）厚生労働省、総務省
 （注）1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
 3. 毎月勤労統計の2016/1Q以降は、共通事業所ベース。
 4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

図表25：労働力率



（出所）総務省
 （注）2018/4Qは、10～11月の値。

図表26：名目賃金



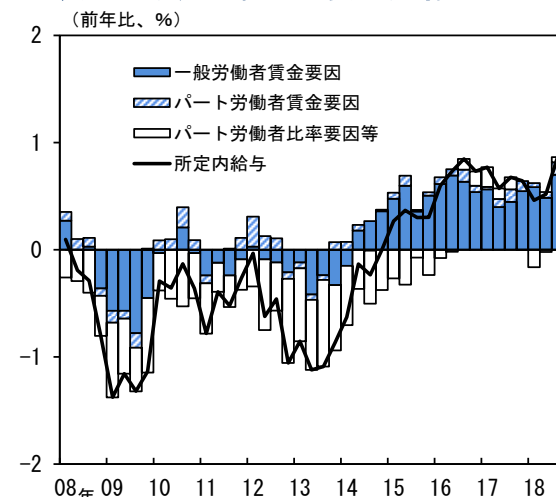
（出所）厚生労働省
 （注）1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。
 2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

景に、緩やかな上昇を続けている（図表 27）。一般労働者の所定内給与の前年比は、0%台後半にとどまっている一方、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、2%台半ばの高めの伸びとなっている（図表 28）。この間、一人当たり実質賃金の前年比は、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。

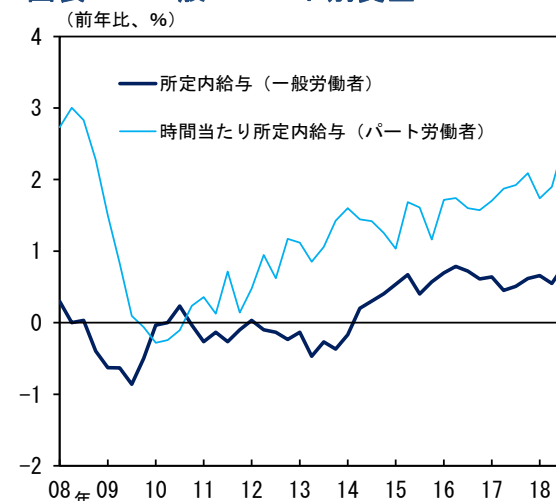
上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、高めの伸び率となっている（前掲図表 24）。先行きの雇用者所得は、着実に増加し、名目 GDP 成長率並みのペースで増加していくと考えられる。

図表27：所定内給与の要因分解



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表28：一般・パート別賃金



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表29：労働分配率



(出所) 内閣府
 (注) 1. 労働分配率＝名目雇用者報酬÷名目 GDP×100
 2. シャド一部分は、景気後退局面。

(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)²¹をみると、振れを伴いながらも増加している(図表30)²²。形態別にみると、耐久財は、白物家電の販売が堅調なもとで、乗用車が持ち直し、緩やかな増加傾向にある。非耐久財は、たばこや衣料品などを中心に緩やかな減少傾向にある。この間、サービスは、通信や医療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。

各種の販売統計をみると(図表31)、小売業販売額(名目)は増加傾向を続けている。百貨店売上高は、訪日外国人需要の増加や既往の株高による富裕層向け販売の持ち直しなどを受けて、持ち直している。スーパー売上高は、生鮮食品の価格変動や天候要因などによる振れを伴いつつも、緩やかな増加傾向にある。コンビニエンスストア売上高も、2018年10月のたばこ増税に伴う駆け込み需要と反動減の影響を均してみれば、増加基調を続けている。

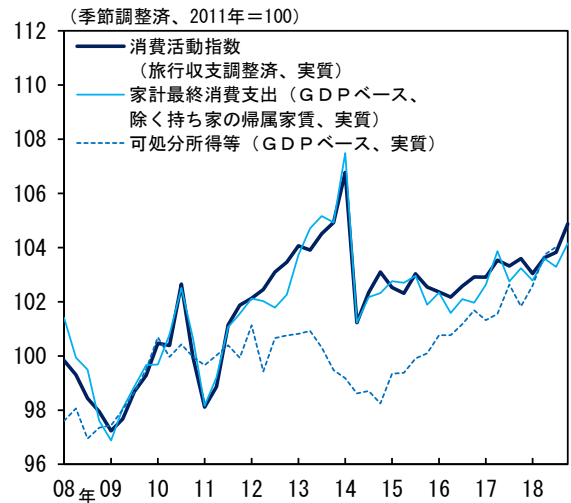
耐久財消費をみると(図表32)、乗用車販売は、新車投入効果もあって、持ち直している。家電販売は、白物家電が堅調に推移しているもとで、緩やかな増加傾向にある。

サービス消費をみると(図表33)、旅行は、持ち直しの動きを続けている。足もとでは、自然災

²¹ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の08SNA対応と精度向上を企図した見直し」(2018年4月)を参照。

²² 図表30および図表35で用いている可処分所得等の試算については、2018年10月展望レポートのBOX2を参照。

図表30：個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府、厚生労働省等
 (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)。2018/4Qは、10~11月の値。
 2. 家計最終消費支出の2018/4Q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. 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。2018/2Q以降は、毎月勤労統計(共通事業所ベース)等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、%)			
	18/1Q	18/2Q	18/3Q	18/4Q
消費活動指数				
実質・旅行収支調整済	-0.5	0.6	0.2	1.0
実質	-0.5	0.6	0.1	1.1
小売業販売額(名目)	-0.6	0.4	1.1	1.1
百貨店売上高(既存店)	-0.2	1.5	-3.5	3.0
スーパー売上高(既存店)	0.0	-1.4	1.8	-2.3
コンビニエンスストア売上高	1.0	0.2	1.1	-1.2

(出所) 日本銀行、経済産業省
 (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. 2018/4Q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。

害の影響が和らぐもとで、国内旅行、海外旅行ともに回復した。外食は、ファーストフードを中心に、増加基調にある。

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、幾分弱含んでいる。景気ウォッチャーは、このところ改善してきたが、足もとでは暖冬による冬物衣料品などの販売不振や株価下落などを受けて悪化した。

先行きの個人消費は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、基調としては、雇用者所得の増加と既往の株価上昇による資産効果に支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。この間、消費性向は、2014 年の消費税率引き上げ後に大きく落ち込んだあと、概ね横ばい圏内で推移している（図表 35）。先行きも、2019 年の消費増税による振れを均せば、横ばい圏内で推移する姿を想定している²³。

図表33：サービス消費



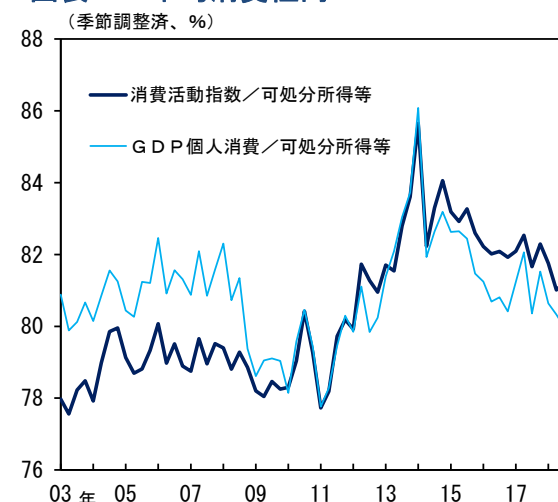
(出所) 観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
(注) 旅行取扱額は、外国人旅行を除く。

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、厚生労働省等
(注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出。
2. GDP個人消費は、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。
3. 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。
2018/2Q以降は、毎月勤労統計（共通事業所ベース）等を用いて日本銀行スタッフが試算。

²³ BOX 3では、年齢階層別にみた賃金、可処分所得、消費性向の変化について、分析している。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している（図表36）。先行きについては、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) 2018/4Q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、0%台半ばの伸びとなっている（図表37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）は、年度初に人件費の増加を価格に転嫁する動きが幅広い品目でみられたあと、前年比のプラス幅が緩やかな拡大基調にあり、足もとでは1%台前半の上昇となっている（図表37）²⁴。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は0%台前半となっている（図表39）。景気の拡大や労働需給の引き締めりと比べると、弱めの動きを続けている。この背景として、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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などが引き続き影響している²⁵。こうしたもて、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていない。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²⁶。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40）

²⁴ こうした中で、短観の仕入価格判断DI、販売価格判断DIは、「上昇」超幅が拡大傾向にあったが、足もとでは増勢が一服している（図表38）。

²⁵ 家計の値上げに対する許容度や企業の慎重な価格設定スタンスについては、2018年7月展望レポートのBOX2およびBOX3を参照。

²⁶ 企業による生産性向上に向けた取り組みについては、2018年7月展望レポートのBOX4を参照。

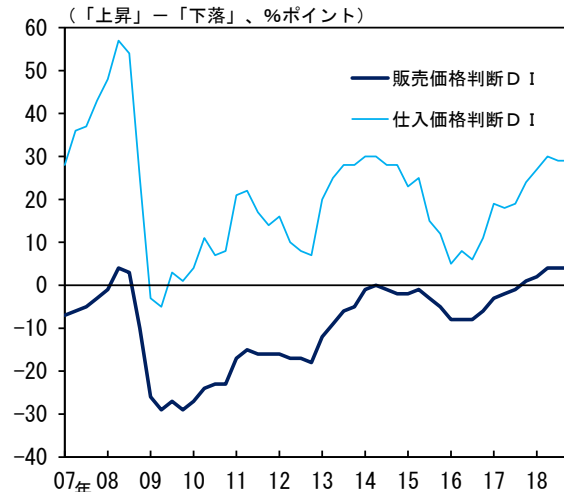
図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	18/1Q	18/2Q	18/3Q	18/4Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.9	0.7	0.9	0.9
除く生鮮・エネルギー	0.5	0.3	0.3	0.3
国内企業物価指数 (前期比)	0.6	0.6	0.7	0.4
企業向けサービス価格指数	0.7	1.0	1.1	1.2
GDPデフレーター	0.5	0.0	-0.3	
内需デフレーター	0.9	0.5	0.7	

(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. 企業向けサービス価格指数の2018/4Qは、10~11月の値。

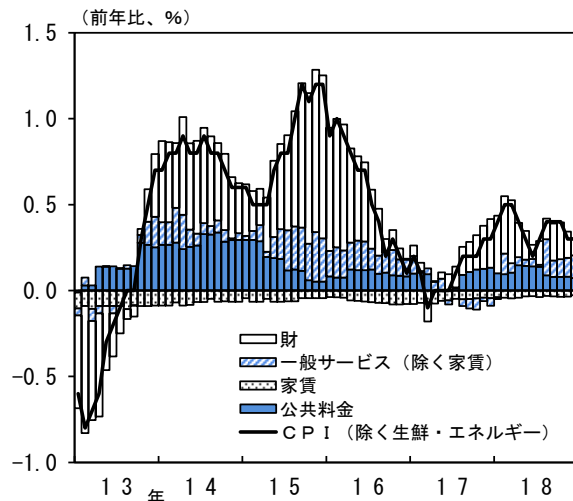
図表38：企業の価格判断



(出所) 日本銀行

(注) 短観ベース (全産業全規模)。

図表39：CPI (除く生鮮・エネルギー)



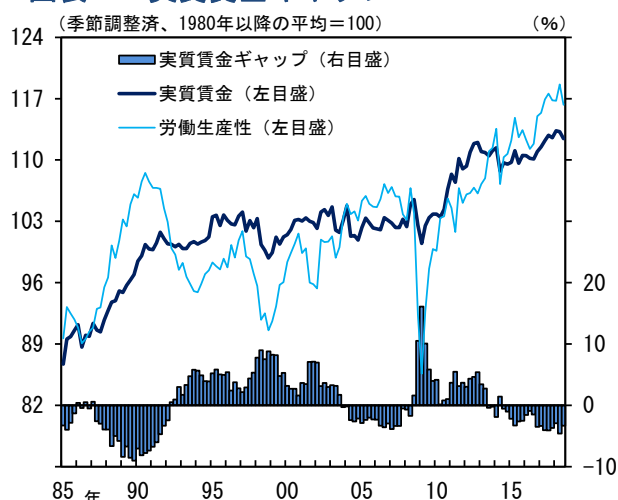
(出所) 総務省

(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。

27。また、他業態との競争激化を受けたスーパーなどの値下げといった部門ショックや、公共料金や家賃が鈍い動きを続けていることなども物価の上昇を抑制する要因として作用している²⁸。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には、時間を要している。

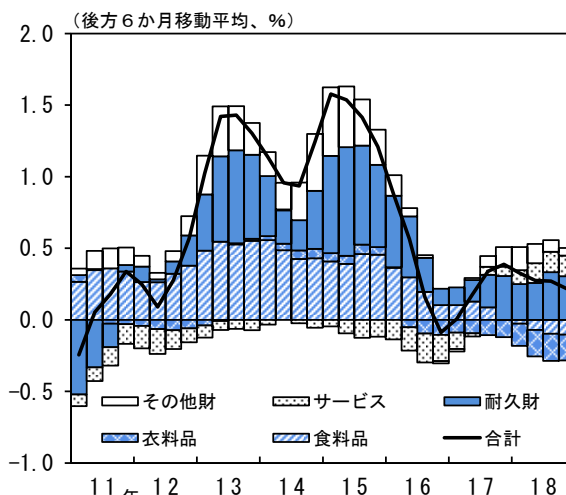
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、除く生鮮食品・エネルギーが0%台前半で推移するなか、既往のエネルギー価格の上昇を反映して、0%台後半となっている（図表42）。

図表40：実質賃金ギャップ



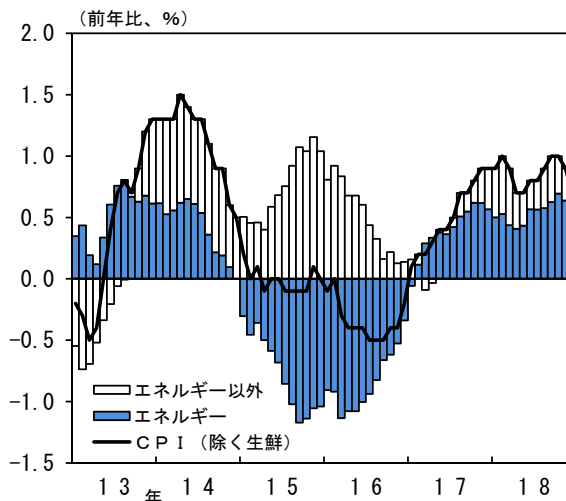
(出所) 財務省、内閣府
 (注) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。
 2. 実質賃金=人件費÷人数÷GDPデフレーター
 3. 労働生産性=(営業利益+人件費+減価償却費)÷人数÷GDPデフレーター
 4. 人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。
 5. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。

図表41：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. 2018/4Qは、10~11月の値。

図表42：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。

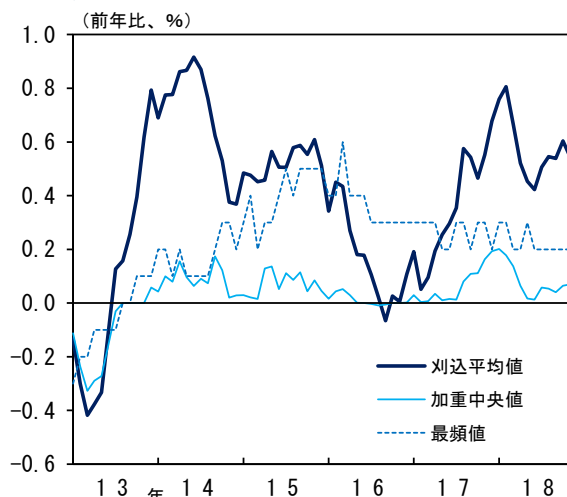
²⁷ 実質賃金ギャップと物価の関係については、2017年7月展望レポートのBOX3を参照。

²⁸ 競争激化と部門ショックについては、2018年7月展望レポートのBOX5を参照。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 43）、刈込平均値は、このところ 0%台半ばで推移している²⁹。最頻値は、足もと 0%台前半で推移している一方、加重中央値は、ほぼ 0%となっている³⁰。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、足もとでは上昇傾向にある（図表 44）。

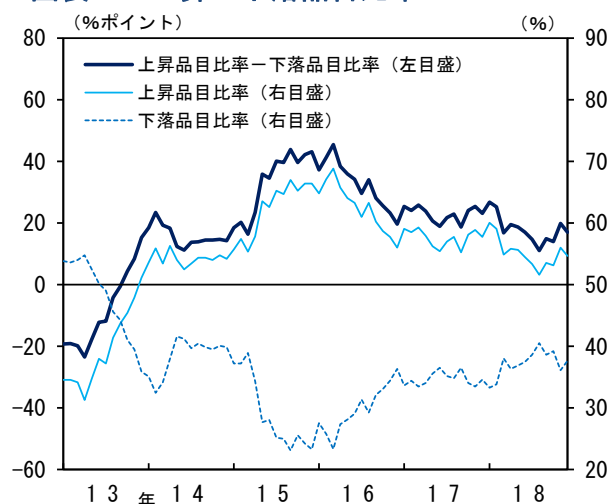
GDPデフレーターの前年比は、既往の国際商品市況の上昇に伴い輸入デフレーターがマイナスに寄与したことから、全体では 0%台前半のマイナスとなっている（前掲図表 37）。内需デフレーターの前年比は、個人消費デフレーターや設備投資デフレーターを中心に、0%台後半のプラスとなっている。

図表43：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44：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。

²⁹ 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。

³⁰ 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。

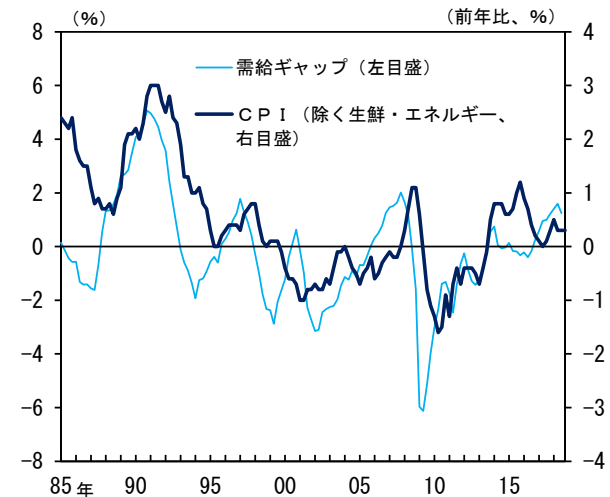
(物価を取り巻く環境)

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、2018年7～9月は、自然災害の影響を主因に一時的にプラス幅が縮小したものの、労働需給の着実な引き締まりなどを背景に、1%台前半のプラスとなっている(前掲図表4、図表45)³¹。先行きは、2019年度上期にかけては、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基調が続くと見込まれる。その後は、消費増税の影響などから、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、足もとは横ばい圏内で推移しているが(図表46、47)、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%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、まず、「適合的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「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、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になると考えられる。

第3に、輸入物価についてみると(図表48)、既往の原油価格の上昇は2018年度の消費者物価を押し上げてきたが、昨秋以降、原油価格は下落に転じており、これが2019年度の消費者物価の

図表45：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行

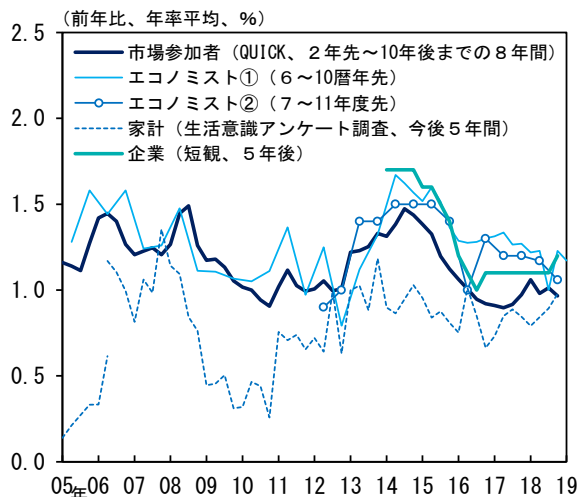
(注) 1. CPIは、消費税調整済み。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

³¹ 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月調査並みの高い水準となっている。

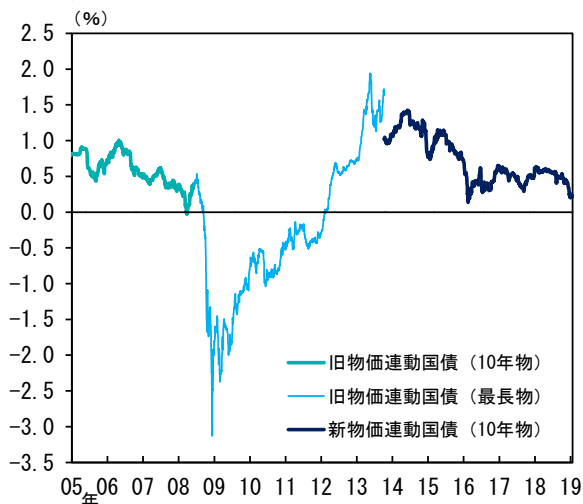
前年比を押し下げる要因として作用すると予想される。

図表46：予想物価上昇率（各種調査）



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JGER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・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。
 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47：予想物価上昇率 (BEI)



(出所) Bloomberg
 (注) 固定利付国債利回りー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。

（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、②一般サービスでも、家賃の下落が引き続き下押しに作用するものの、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、プラス幅を拡大していくと見込まれる。その後は、需給ギャップがプラスの状態を続けることに加え、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、予想物価上昇率が次第に伸びを高めていくとともに、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、2%に向けて徐々に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、当面、エネルギー価格の下落を受けて、プラス幅が縮小する局面もみられるものの、その後は、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、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

こうした見通しの背景には、①需給ギャップが、比較的大幅なプラスで推移するもとの、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が徐々にシフトアップしていく³²、との基本的な考え方がある（図表49）。

なお、今回の消費者物価（除く生鮮食品）の見

図表48：国際商品市況

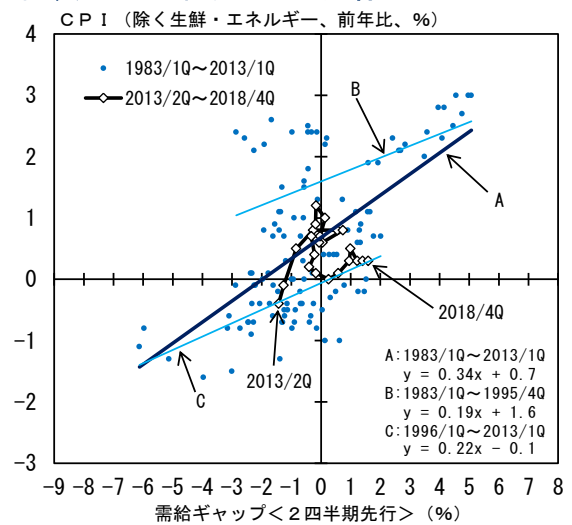


³² 予想物価上昇率の「適合的な期待形成」のメカニズムについては、2018年7月展望レポートのBOX7を参照。

通しを前回展望レポート時点と比べると、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている。

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40）。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なか、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るほか、家計の値上げに対する許容度を高め、ひいては消費者物価の上昇に資すると考えられる。

図表49：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。

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。

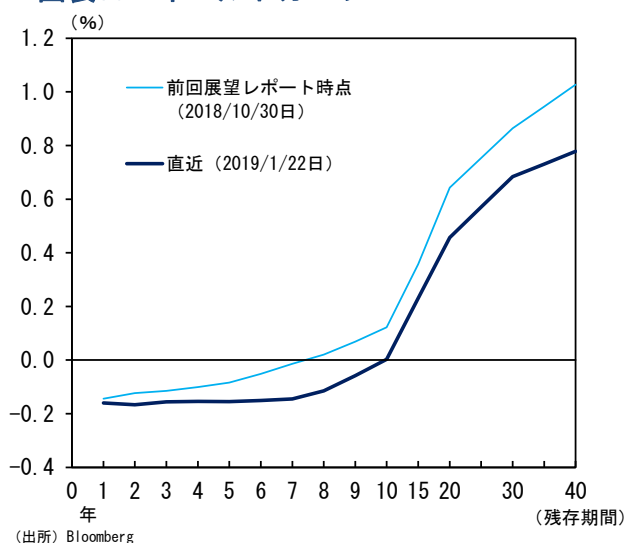
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表50）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍で推移している。この間、20年物は概ね0%台半ばで推移している。なお、日本銀行が強力な金融緩和を進めるもとで、国債の取引高は引き続き低めの水準にあるが、昨年7月末以降は、幾分増加してきている³³。

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51）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移しており、短観のDIなどをみると、その発行環境は良好である。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。

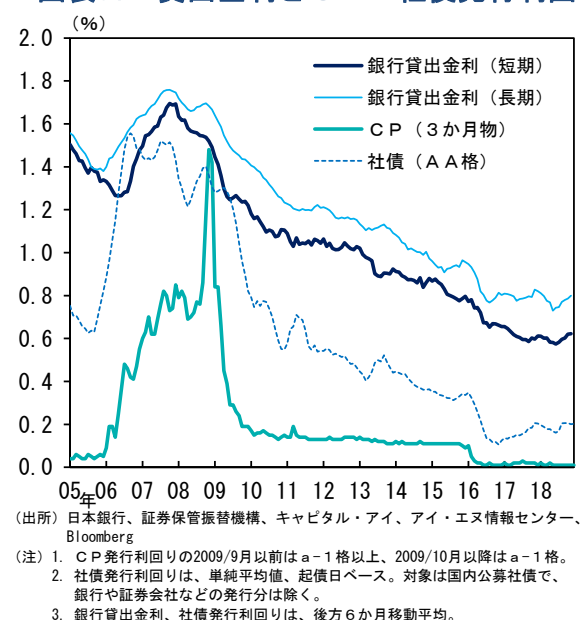
企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業については2000年代半ばのピークと同程度の高水準で推移しているほか、中小企業については1980年代末以来の高水準となっており、大幅に緩和した状態にある（図表52）。また、企業の資金繰りを短観のDIでみると、大企業、中

³³ 国債市場の流動性や市場参加者からみた債券市場の機能度の状況等については、日本銀行「国債市場の流動性指標」（2018年12月）や、同「債券市場サーベイ」（2018年11月調査）を参照。

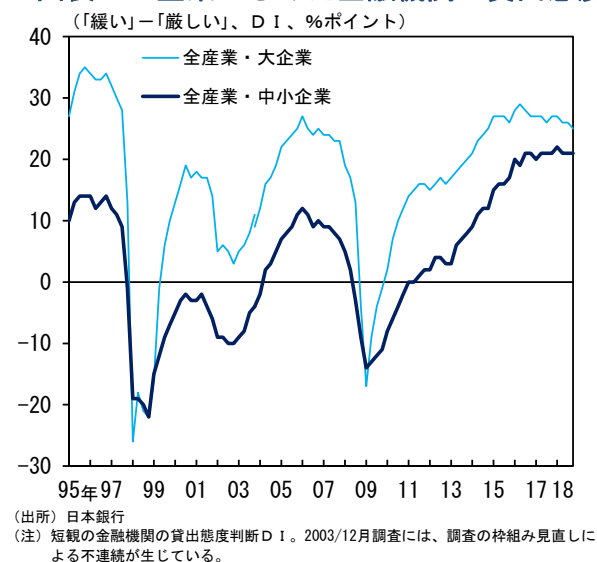
図表50：イールドカーブ



図表51：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表52：企業からみた金融機関の貸出態度

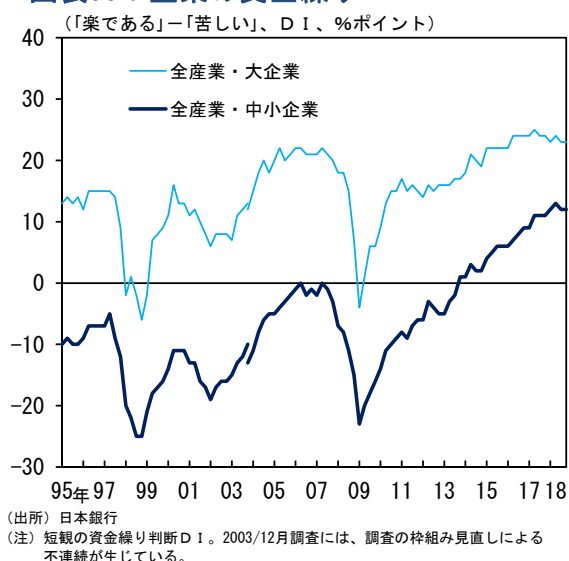


小企業ともに 1990 年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である（図表 53）。

企業の資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連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 54）。CP・社債合計の発行残高の前年比は、プラス幅が拡大している。

マネタリーベースは、前年比で 5%程度の伸びとなっており、12 月末時点の残高は 504 兆円（対名目 GDP 比率は 92%³⁴）となっている。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、2%台半ばの伸びとなっている（図表 55）。

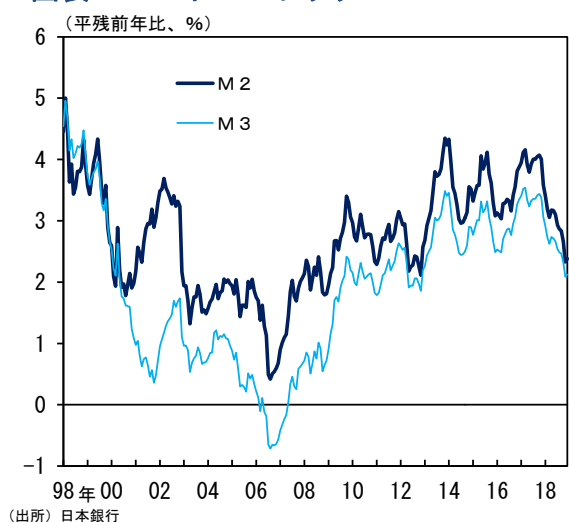
図表53：企業の資金繰り



図表54：貸出残高とCP・社債発行残高



図表55：マネーストック



³⁴ 名目GDPは、2018年7～9月期の値を用いている。

(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、米中間の通商問題や欧州の政治情勢を巡る不透明感に加え、中国の弱めの経済指標などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり、米欧の長期金利が低下したほか、株価は、多くの国で下落する場面がみられるなど、振れの大きい展開が続いている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、米中間の通商問題を巡る不透明感や、原油価格の下落に伴う予想物価上昇率の低下などを背景に、2%台後半まで低下している(図表56)。ドイツの金利は、米国の金利動向に加えて、英国のEU離脱交渉の難航やイタリア情勢への懸念などを背景に、低下している。

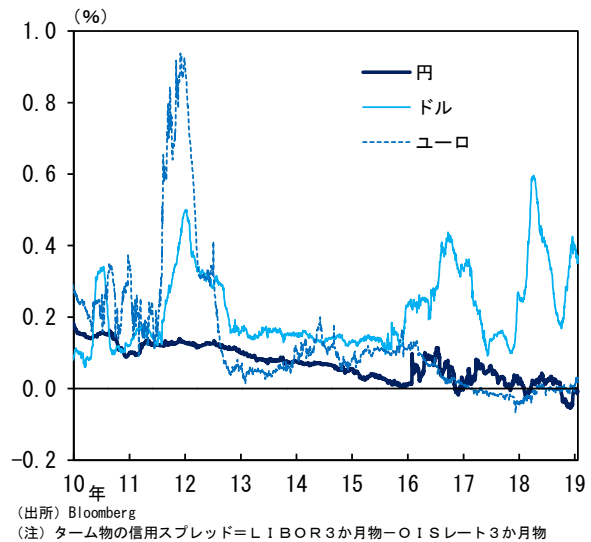
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、年末越えを意識した動きなどから上昇したあと、横ばい圏内で推移している(図表57)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、需給環境のタイト化が一服したことなどから、低下している(図表58)。

米欧の株価をみると、米国では、米中間の通商問題を巡る不透明感や中国の弱めの経済指標などを背景に、一時2017年4月以来の水準まで下落したが、米国経済指標の上振れなどから、足もとにかけて上昇している(図表59)。欧州の株価は、米国株価の動向に加えて、英国のEU離脱交渉の難航や欧州の経済指標の下振れなどが材料となり、振れの大きい展開が続いている。わが国の株価も、米国株価の下落や米中間の通商問題を巡る不透明感などを背景に下落したあと、足もとでは、幾分水準を戻している。

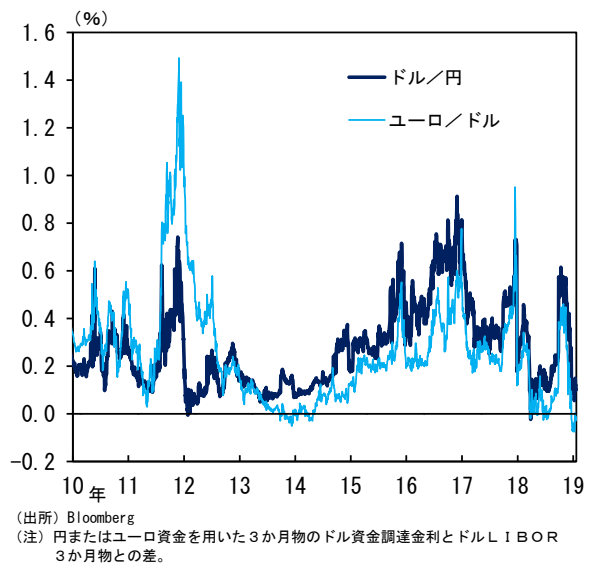
図表56：主要国の長期金利（10年物国債）



図表57：ターム物の信用スプレッド



図表58：ドル資金調達プレミアム

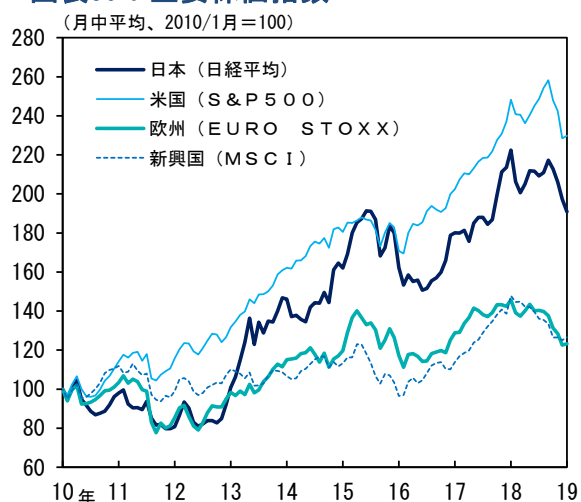


わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まるもとの、12月下旬に下落する場面もみられたが、均してみれば、横ばい圏内で推移している（図表60）。

為替市場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、12月中旬にかけて横ばい圏内の動きとなったが、その後は、米中間の通商問題を巡る不透明感や中国経済の減速懸念などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとの、幾分円高方向に推移している（図表61）。

以上

図表59：主要株価指数



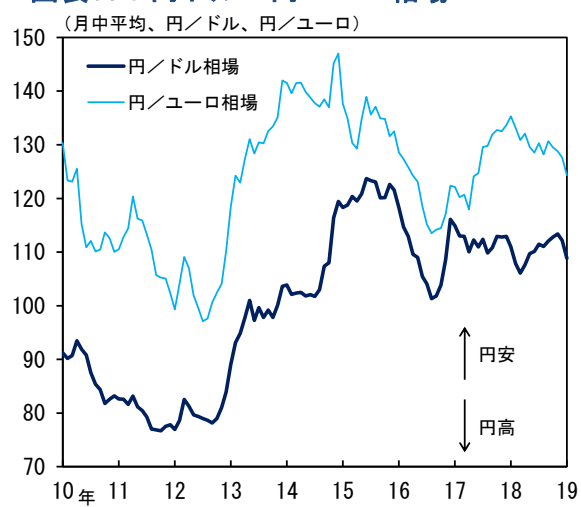
(出所) Bloomberg
 (注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

図表60：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表61：円ドル・円ユーロ相場



(出所) Bloomberg

(BOX 1) 輸出環境のモニタリング指標

海外経済を巡る不確実性が高く、警戒が必要な状況が続いている。輸出・生産の動向や業況判断DIなどの企業サーベイをみる限り、保護主義的な動きなど海外経済を巡る不確実性がわが国経済に与える影響は、なお限定的なものにとどまっていると評価できる³⁵。しかしながら、本支店・事務所を通じた企業ヒアリングでは、海外経済に対する懸念の声が高まっているのも事実である³⁶。

こうした状況において、輸出環境を包括的にモニタリングする指標「SCOPE」(Surveillance Indices for Critical Overseas Perils to Exports)を開発した。SCOPEは、本行の金融システムレポートで用いられている「金融活動指標」と同様の考え方で、実質輸出が大幅に落ち込む可能性を可視的に示したものである。

具体的には、まず、候補となる約250種類の経済指標を収集する。次に、トレンドから一定の閾値を超えて悪化している場合に、近い将来に実質輸出が大きく落ち込むとのシグナルを発しているとし、指標ごとに、過去に発生した大きな落ち込みを予測するための最適な閾値を算出する。最後に、とくに予測パフォーマンスに優れる18の指標を、幅広い地域をカバーすることなどにも配慮しつつ選定した(図表B1-1)。

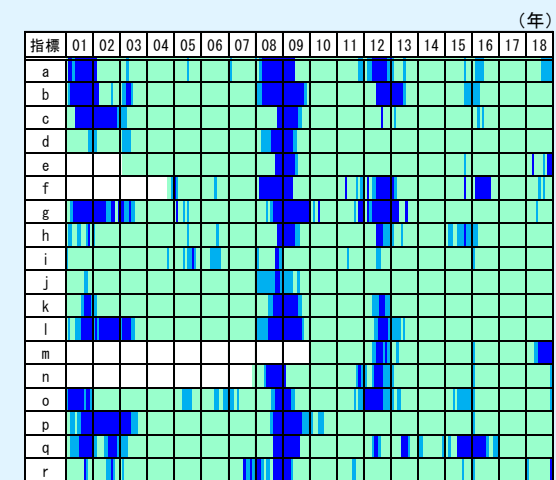
選定された18指標のシグナルの推移をまとめた輸出環境のヒートマップをみると、ITバブルが崩壊した2001年やリーマン・ショックが発生

図表B1-1：モニタリング指標

指標		
世界		
企業	a	グローバル製造業PMI：新規輸出受注指数
	b	OECD製造業景況感指数
	c	WSTS世界半導体出荷額
家計	d	OECD消費者景況感指数
	e	世界自動車販売台数
日本		
企業	f	Nikkei日本製造業PMI：新規輸出受注指数
	g	機械受注外需：電子・通信機械
米国		
企業	h	ISM製造業景況感指数：新規輸出受注指数
	i	フィデラルワイド製造業景況感指数：先行き出荷
家計	j	ミシガン大学消費者態度指数：現状
欧州		
企業	k	ユーロ圏製造業景況感指数：生産期待
	l	ユーロ圏サービス業景況感指数：需要期待
アジア		
企業	m	中国金属加工機械生産台数
	n	中国製造業PMI
総合	o	台湾景気総合判断指数
金融	p	MSCI先進国株価指数
	q	MSCI新興国株価指数
	r	VIX指数

(注) グローバル製造業PMIは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。

図表B1-2：輸出環境のヒートマップ



(出所) Haver、Bloomberg、内閣府、WSTS、IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)

- (注) 1. 実質輸出が先行き大幅に減少する可能性を、指標ごとにそれぞれの閾値との対比で可視化したもの。日本銀行スタッフ算出。
2. 図中の色は指標ごとに設定した閾値との対比で以下の通り表示、青色：閾値を超過、水色：閾値～閾値の1/2、緑色：閾値の1/2未満、白色：データなし。

³⁵ 保護主義的な動きなど海外経済を巡る不確実性の影響については、2018年10月展望レポートのBOX1を参照。そこでは、海外経済発のリスクシナリオが実現しているか否かの判断をする際のチェックポイントを議論している。

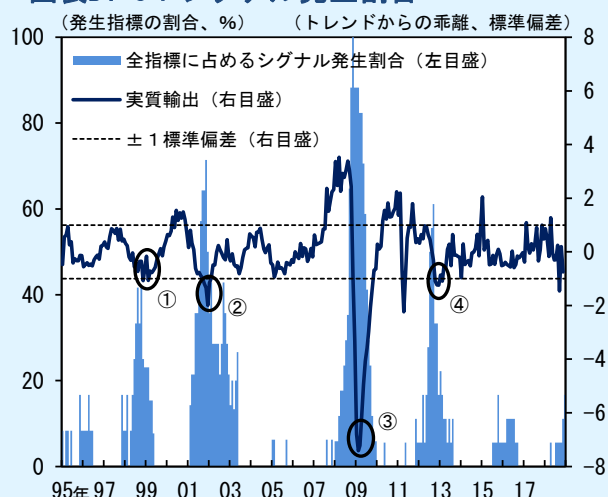
³⁶ こうした企業ヒアリングの一端は、さくらレポート(2019年1月)でとりまとめられている。

した2008年に、多くの指標がシグナルを発していたことがわかる(図表B1-2)。シグナルを発した指標の割合をみると、とりわけリーマン・ショック時は大きくなっていったほか、ITバブル崩壊時や欧州債務問題が深刻化した2012年も、割合が高まっていたことが確認できる(図表B1-3)。

足もとの状況を見ると、シグナルを発している指標の割合は、なお低い水準にとどまっている。ただし、中国の金属加工機械生産などは閾値をはっきりと下回っているほか、グローバル製造業の新規輸出受注PMIも、閾値近くにまで低下している(図表B1-4)。

なお、実質輸出は昨夏にトレンドから1標準偏差を超える落ち込みをみせているにもかかわらず、事前にシグナルを発した指標はない。これは、その当時の実質輸出の減少が、自然災害等による供給制約に基づくものであったためと考えられる。同様の事象は、2011年の東日本大震災の際にも生じている。SCOPEが、こうした供給制約による変動に対してシグナルを発していない点は、海外経済の需要動向をモニタリングするツールとして適していることを示している。

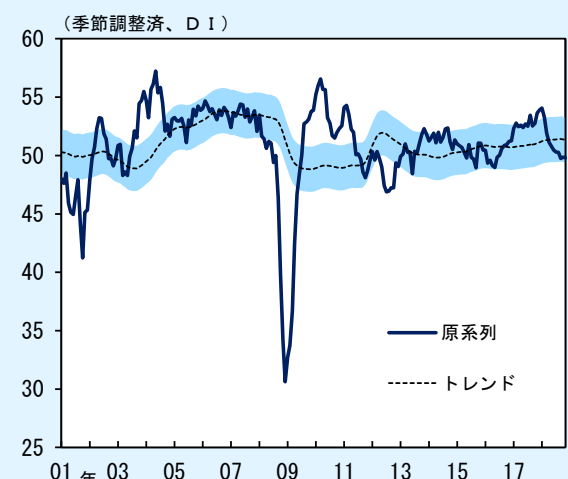
図表B1-3：シグナル発生割合



(出所) 日本銀行、財務省
 (注) ①～④は、実質輸出が4か月中2か月以上、トレンドから1標準偏差を超えて下回った時期を表す。

図表B1-4：個別指標の動向

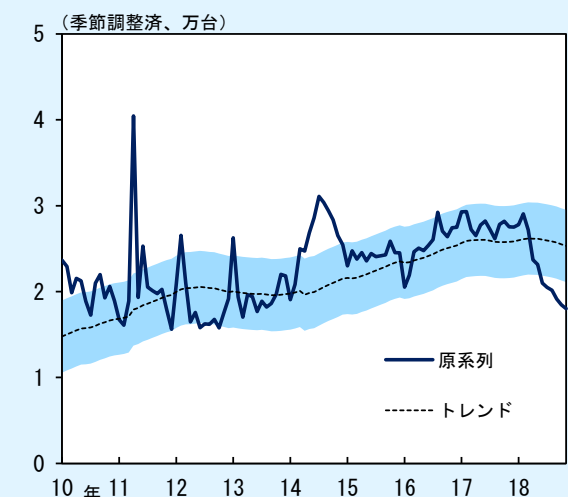
①グローバル新規輸出受注PMI



(出所) IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)
 (注) 1. グローバル新規輸出受注PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMIの新規輸出受注指数。

2. 「トレンド」は過去3年移動平均により算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根を0.5倍した範囲を表す。

②中国金属加工機械生産台数



(出所) Haver
 (注) 「トレンド」は過去3年移動平均により算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

(BOX 2) 設備投資のストック調整圧力

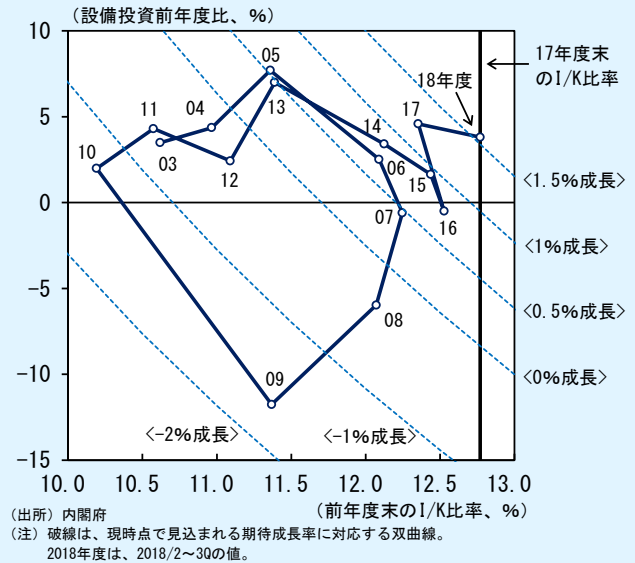
設備投資は足もと増加傾向にあり、短観における2018年度の設備投資計画をみても、過去平均を大幅に上回る伸び率となっている（前掲図表21）。こうした強い設備投資が実現すると、資本ストックが積み上がり、来年度以降の設備投資を下押しするのではないかとの見方がある。

この調整圧力を定量的に評価するための一つの方法として、資本ストック循環図がある（図表B2-1）。これは、「設備投資の対資本ストック比率（前年度末）」を横軸、「設備投資の前年度比」を縦軸として、両者の関係をプロットしたものである³⁷。これをみると、2018年度上期の設備投資の伸び率は、1.5%程度の期待成長率に見合うものとなっている。このため、期待成長率が、「0%台後半」と推計される潜在成長率を大きく上回っていかない限り、足もとの設備投資の伸び率は持続可能ではないことになる。

もっとも、資本ストック循環図には、留意が必要な点も多い。例えば、資本ストックは推計が難しく、計測誤差があるほか、資本ストック循環図では、設備投資の決定要因として資本コストを考慮していない。そこで、本BOXでは、先行研究に倣い、資本ストックを使用しない一方、資本コスト等を考慮した設備投資関数を推計した（図表B2-2）³⁸。

この関数では、設備投資の長期均衡値が、実質

図表B2-1：資本ストック循環図



図表B2-2：設備投資関数

【長期均衡式 (Bean (1981)に基づく)】

$$\ln(I_t) = \text{Const.} + \beta \times \ln(C_t) + \frac{g_t}{\delta_t} + \ln(Y_t)$$

I_t = 実質設備投資、 Y_t = 実質GDP

$C_t = \tau_t \times (p_t^k / p_t) \times (i_t + \delta_t - \Delta p_t^k / p_t^k)$

p_t^k = 設備投資デフレーター、 p_t = 内需デフレーター

i_t = 10年債金利、 δ_t = 減耗率の趨勢循環変動成分

g_t = 潜在成長率、 τ_t = 法人税要因

【短期動学式】

$$\begin{aligned} d\ln(I_t) = & \text{Const.} + \theta \times d\ln(\text{Exports}_t) \\ & + \sum_{i=1}^9 \gamma_i \times d\ln(\text{IIP}_{t-i}) + \varphi \times \text{誤差修正項}_{t-1} \end{aligned}$$

Exports_t = 実質輸出、 IIP_t = 鉱工業生産

※IIPはアーモラグ構造を仮定。

³⁷ 資本ストック循環図の見方については、日銀レビュー「近年の製造業の設備投資増加について」（2006-J-17）を参照。

³⁸ ここでの長期均衡式の考え方は、下記の論文を参照している。Bean, C. (1981) "An Econometric Model of Manufacturing Investment in the UK," *Economic Journal*, Vol. 91, 106-121.

GDP、資本コスト、潜在成長率などで決定される。理論的には、設備投資の長期均衡値からの乖離率は「ストック調整圧力」と同等のものと解釈でき、長い目でみれば、設備投資は長期均衡値に、ストック調整圧力はゼロに収束していくものと考えられる。

こうした考えを踏まえ、設備投資の動きを決定する短期動学式は、実質輸出と鉱工業生産の変化率に加えて、ストック調整圧力の関数となっている。短期動学式の推計結果をみると、ストック調整圧力にかかるパラメータが有意にマイナスとなっており、調整圧力が強い局面では、設備投資の伸び率が低下しやすいことが示されている（図表B2-3）。

足もとの設備投資は長期均衡値を上回っており、ストック調整圧力が設備投資の下押しに働く局面に入っている（図表B2-4、B2-5）。もっとも、ストック調整圧力の水準は、潜在成長率が大きく低下したリーマン・ショック前後の2006～2008年ごろと比べるとかなり小さい。また、ここで示した設備投資関数は、人手不足を受けて企業が省力化投資を積極化していることなどを十分にとらえ切れていない面がある。こうした点に加えて、輸出が緩やかな増加基調を続けると予想されることなども踏まえると、今後、設備投資の増勢は鈍化するにしても、なお増加基調を維持するものと見込まれる。

図表B2-3：推計結果

長期均衡式

被説明変数: $\ln(I)$

$\ln(\text{資本コスト})$	-0.193 ***
S.E. of regression	0.030
推計期間	1995/1Q～2018/3Q

短期動学式

被説明変数: $d\ln(I)$

ストック調整圧力	-0.175 ***
$d\ln(\text{実質輸出})$	0.146 ***
$d\ln(\text{鉱工業生産})$	0.707 ***
S.E. of regression	0.016
推計期間	1996/3Q～2018/3Q

(出所) 財務省、内閣府等

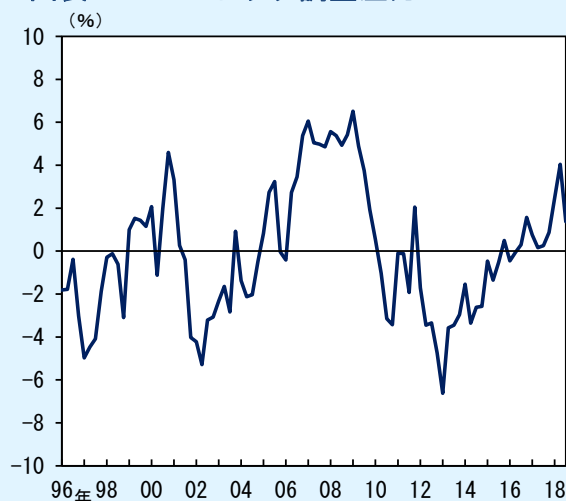
(注) ***は1%有意。 $d\ln(\text{鉱工業生産})$ は、ラグのパラメータの合計値。

図表B2-4：設備投資・GDP比率（実質）



(出所) 財務省、内閣府等

図表B2-5：ストック調整圧力



(出所) 財務省、内閣府等

(注) ストック調整圧力は、設備投資・GDP比率（実質）の長期均衡値からの乖離率。

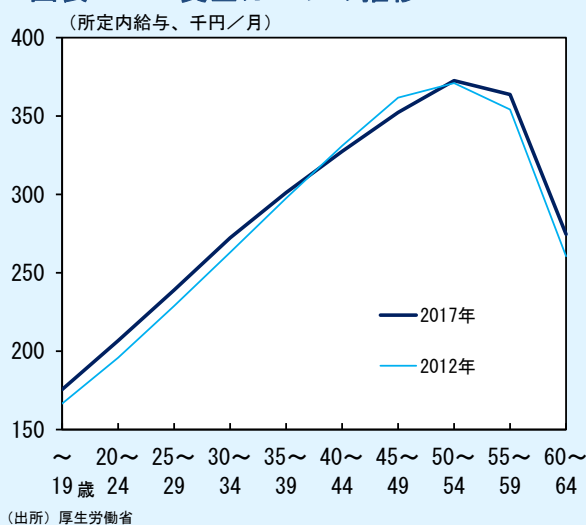
(BOX 3) 年齢階層別にみた賃金、可処分所得、消費性向の変化

年齢階層別に一般労働者の所定内給与をみると、2012年から2017年にかけて、若年層および高齢層の賃金が上昇する一方で、中年層の賃金は低下している(図表B3-1、B3-2)³⁹。本BOXでは、こうした賃金カーブの変化などを受けて、一世帯あたりの可処分所得や消費性向がどのように変化してきたかを年齢階層別に検証する。

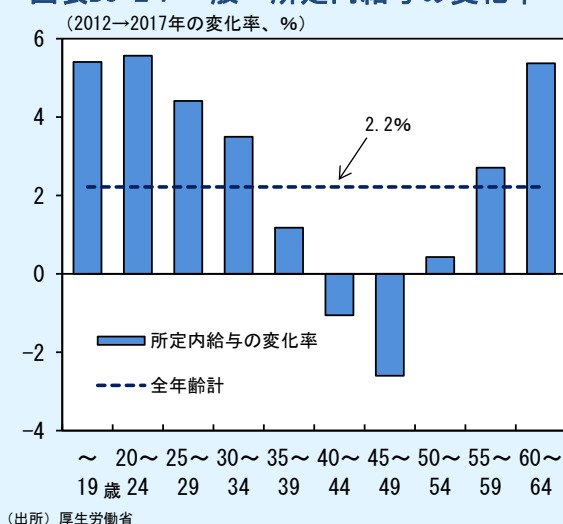
年齢階層別の可処分所得を試算するため、ここでは、厚生労働省「国民生活基礎調査」にある年齢階層別の総所得・所得税・社会保険料などの情報を利用した。2010～2012年から2014～2016年にかけての変化について、試算結果をみると(図表B3-3)、①賃金カーブが上昇した若年層の1世帯当たりの総所得(賃金・俸給、年金受給など)は、増加した。しかしながら、②賃金カーブが低下した中年層でも総所得が増加し、高齢層では、むしろ減少した⁴⁰。③こうした傾向は、税や社会保障負担を考慮した1世帯当たりの可処分所得でも、概ね同様となっている。

こうしたもとで年齢階層別に消費性向をみると、可処分所得の増えた若年層の消費性向は低下し、可処分所得の減少した高齢層の消費性向は上昇している(図表B3-4)。マクロの消費性向をみると、高齢層の消費性向の上昇のみならず、消費性向の

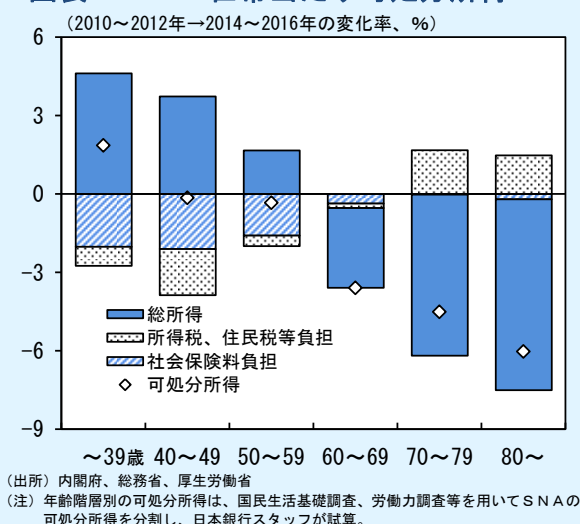
図表B3-1：賃金カーブの推移



図表B3-2：一般・所定内給与の変化率



図表B3-3：1世帯当たり可処分所得



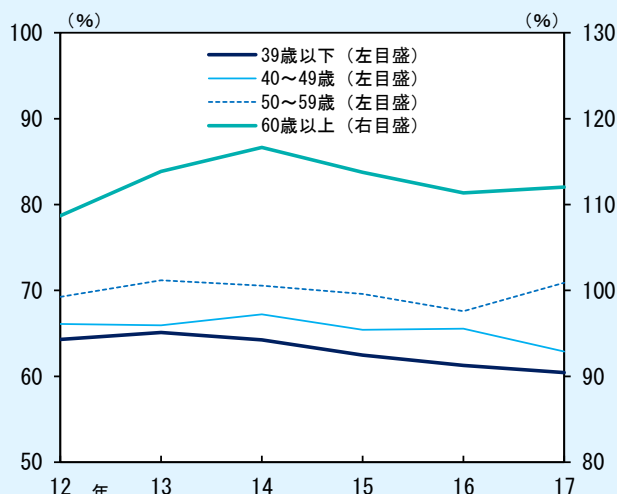
³⁹ 賃金カーブの変化に関する実例および背景は、さくらレポート別冊「人手不足のもとでの賃金動向と新たな給与体系の構築に向けた取り組み」(2018年12月)を参照。

⁴⁰ 中年層の総所得の増加には、この間、共働きが進み、配偶者の収入も世帯収入に含まれるようになったことが影響していると考えられる。一方、高齢層の総所得が減少した背景には、年金改革の結果、年金等の受取減少が賃金上昇の効果を上回ったことなどがある。高齢層の多くは、手取りの少ないパート労働に従事しているため、賃金が上昇したとはいえ、年金受取の減少をカバーするまでには至らなかったとみられる。

水準が高い高齢層の割合が増えていること（構成変化要因）も消費性向の押し上げに寄与している（図表 B3-5）⁴¹。しかしながら、若年層の消費性向低下が、そうした効果を打ち消すように働いている。

可処分所得の変化ほどには消費は変化しない傾向があるため（ラチェット効果）、可処分所得の増えた（減った）年齢階層の消費性向が低下（上昇）することも、不思議ではない。もっとも、若年層の消費性向低下には、ラチェット効果以外の、より長めの要因が影響していることも考えられる。例えば、共働き世帯の増加といった社会構造の変化が消費性向に影響している可能性がある^{42、43}。

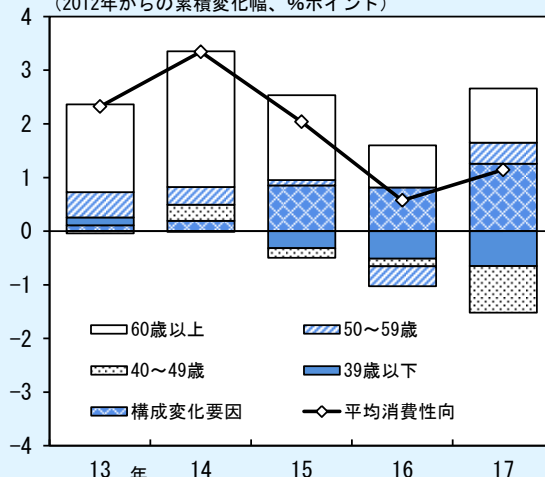
図表B3-4：年齢階層別に見た平均消費性向



(出所) 総務省、内閣府
 (注) 1. 平均消費性向は、個人消費÷可処分所得。個人消費は、GDPの家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。可処分所得は、SNA可処分所得。
 2. 個人消費、可処分所得をそれぞれ家計調査の年齢階層別ウエイトで分割することで算出。

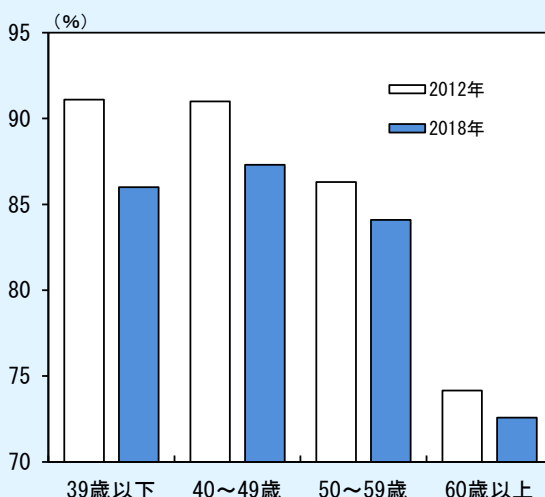
図表B3-5：平均消費性向の要因分解

(2012年からの累積変化幅、%ポイント)



(出所) 総務省、内閣府
 (注) 図表B3-4で算出した年齢階層別の平均消費性向を用いて算出。

図表B3-6：年齢階層別に見た将来不安



(出所) 金融広報中央委員会
 (注) 設問項目「老後の生活についての考え方」のうち、「心配である」と回答した割合。

⁴¹ ライフサイクル仮説によれば、高齢者は労働投入が難しく所得が低いものの、貯蓄も用いることで、所得対比でみて高めの消費を行う。この仮説からすれば、高齢層の消費性向が、若年・中年層に比べて高いのは、自然である。

⁴² 若年層において、将来の社会保障負担の増加が懸念されていることも、消費を抑制させる要因として指摘されているが、家計へのサーベイである「家計の金融行動に関する世論調査」をみると、老後の生活を心配している世帯の割合は、近年むしろ低下している（図表 B3-6）。

⁴³ 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）では、同じ所得階層で比較して、共働き世帯の消費性向はその他の世帯に比べて低いことが示されている。

