

公表時間
10月31日(月) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2022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（2022年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
 - 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
 - 前回の見通しと比べると、成長率については、夏場の感染拡大や海外経済の減速の影響から、2022年度を中心に幾分下振れている。物価は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、2022年度を中心に上振れている。
 - リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
 - リスクバランスをみると、経済の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。
-

¹ 本基本的見解は、10月27、28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。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる。輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%程度となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。

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

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。

海外経済は、世界的なインフレ圧力やそれを受けた各国中央銀行の利上げが続くもとで、減速の動きがみられている。また、原油等の資源価格や小麦等の穀物価格は総じて下落に転じているものの、既往の資源・穀物価格の上昇は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出（交易利得の悪化）をもたらし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用している。わが国経済は、こうした海外経済の減速や海外への所得流出といった下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続することから、回復していくと考えられる。政府による各種の施

策も、所得面へのマイナスの影響を和らげるものと見込まれる。

家計部門をみると、雇用面では、正規雇用の増加が続くほか、対面型サービス部門の回復に伴って、非正規雇用の増加も明確化していくとみられる。加えて、労働需給の改善を反映して賃金上昇率も高まることから、雇用者所得は緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。企業部門をみると、海外経済が先進国を中心に減速するものの、輸出や生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとみられる。また、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくと予想される。企業収益は、原材料コスト高が下押し圧力として作用するものの、ペントアップ需要の顕在化などに伴う経済活動の改善が続くもとで、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、感染症関連の支出動向を映じて、次第に減少していくと想定している。

見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。

家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は緩やかに増加すると考えられる。インバウンド需要も増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が増加し、原材料コスト高に

よる下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとの、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。

以上の見通しの背景にあ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」を推進するもとの、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している²。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとの、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。

この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

(2) 物価の中心的な見通し

物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。これを年度毎の推移でみると、2022年度に3%程度の高めの伸びとなったあと、2023年度および2024年度は1%台半ばの伸びになる。この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、食料品や耐久財などの価格動向を反映し、相対的に変動幅は小さくなるものの、動きとしては消費者物価（除く生鮮食品）の前年比と同様になると

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、見通しを作成している。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとの「0%台前半」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左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかとくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

見込まれる。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、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、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとの、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとの、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締めは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まってくると考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは、一段と上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につなが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を巡っては、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、不確実性がきわめて高い。とくに、以下のような上振れないし下振れの可能性（リスク要因）に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。世界的にインフレ圧力が続くもとの、各国中央銀行は速いペースで利上げを進めており、当面、金融緩和縮小ないし金融引締め傾向が続くとみられる。この点、中心的な見通しでは、各国のインフレ率は徐々に低下し、海外経済は減速しつつも緩やかな成長を続けると想定している。もっとも、先進国を中心に、賃金と物価のスパイラルに対する警戒感が高まっている。また、国際金融資本市場では、インフレの抑制と経済成長の維持が両立できるかが懸念されている。急速な利

上げが続くもとで、資産価格の調整や為替市場の変動、新興国からの資本流出を通じて、グローバルな金融環境が一段とタイト化し、ひいては海外経済が下振れるリスクがある。こうしたリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

第2に、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向である。ウクライナ情勢の帰趨次第では、ユーロ圏を中心に海外経済が一段と下押しされる可能性がある。また、資源・穀物価格は、ひと頃に比べて下落しているが、ウクライナ情勢の展開等によっては、再び上昇するリスクがある。資源輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。こうした交易条件の悪化は、企業収益や家計の実質所得を圧迫するため、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。一方、資源・穀物価格が下落基調を強めれば、経済が上振れる可能性もある。この点、資源価格は、中心的な見通しでは、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて総じて緩やかに低下していくと想定しているが、ウクライナ情勢を始めとする地政学的な要因や世界的な気候変動問題への対応などを巡って、先行きの不確実性はきわめて高い。

第3に、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響である。わが国では夏場に感染が再拡大したものの、過去の感染拡大局面と比べてその影響は小幅にとどまっており、感染抑制と消費活動の両立は着実に進展している。もっとも、今後の感染症の動向次第では、ペントアップ需要による押し上げ圧力が想定よりも弱まるリスクがある。一方で、感染症への警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もある。また、一部でなお供給制約が残るもとで、内外で感染症が再拡大した場合、サプライチェーン障害などを通じて、供給制約が再び強まる可能性もある。こうした場合、わが国の輸出・生産が下振れるとともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがある。

第4に、やや長い目で見たリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待がある。ポストコロナやデジタル化、脱炭素化に向けた動きは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。また、地政学的リスクの高

まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。そうした変化への家計や企業の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶ可能性がある。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の価格・賃金設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。足もと、原材料コスト高を背景に、これまで価格改定に慎重な姿勢をとっていた企業においても、競合他社の動向も眺めつつ、値上げを進める事例が広くみられている。今後の原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、価格転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れる可能性がある。また、労使間の賃金交渉を通じて、賃金に物価動向を反映させる動きが広がっていくことで、賃金と物価が想定以上に上昇する可能性がある。一方で、わが国では、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、賃上げの動きが強まらず、物価も下振れる可能性がある。

第2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は、上振れ・下振れ双方の要因となる。ウクライナ情勢の展開等を巡る不確実性の高さを反映して、国際商品市況の変動が大きくなっていくほか、世界的なインフレ率の高止まりや為替市場における急激な変動がみられる。これらがわが国物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要がある。

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⁴。

⁴ 「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。

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、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、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や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に基調的な上昇率を高めていくと考えられる。

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。リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。先行き、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。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、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある⁵。

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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2022年10月）を参照。

緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

(参考)

2022～2024 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。

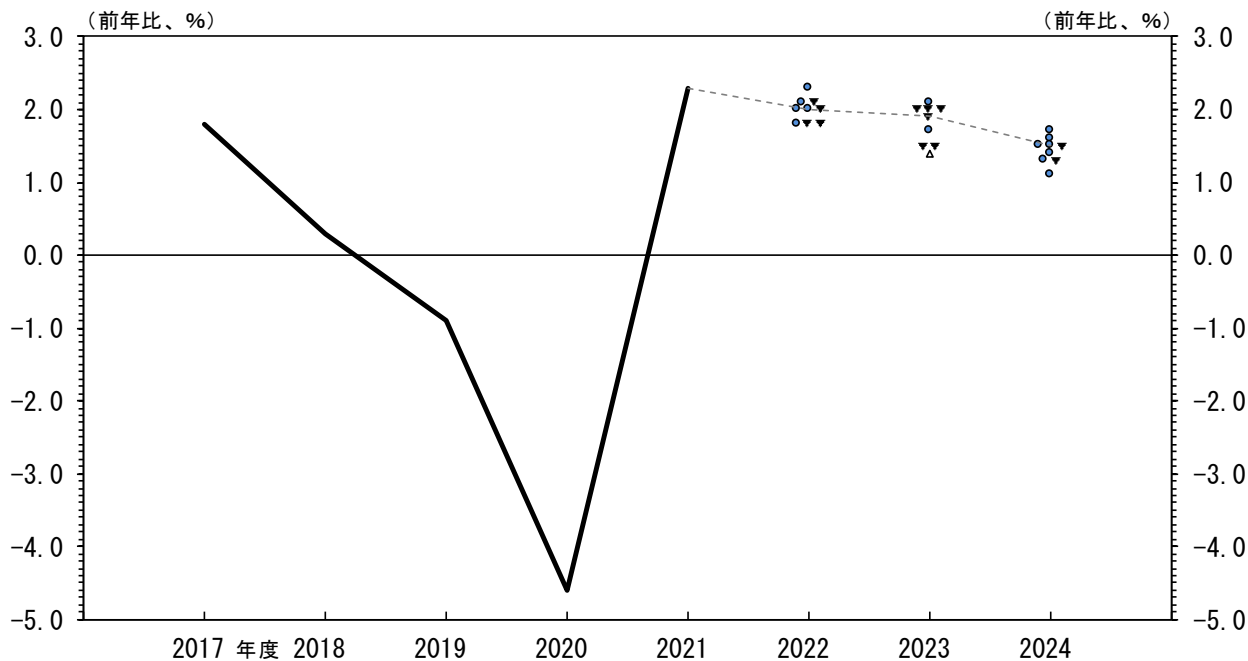
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022 年度	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+2.8 ~ +2.9 <+2.9>	+1.8 ~ +1.9 <+1.8>
7月時点の見通し	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+2.2 ~ +2.4 <+2.3>	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>
2023 年度	+1.5 ~ +2.0 <+1.9>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.7 ~ +2.1 <+2.0>	+1.2 ~ +1.5 <+1.4>	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>
2024 年度	+1.3 ~ +1.6 <+1.5>	+1.5 ~ +1.9 <+1.6>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.4 ~ +1.7 <+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。

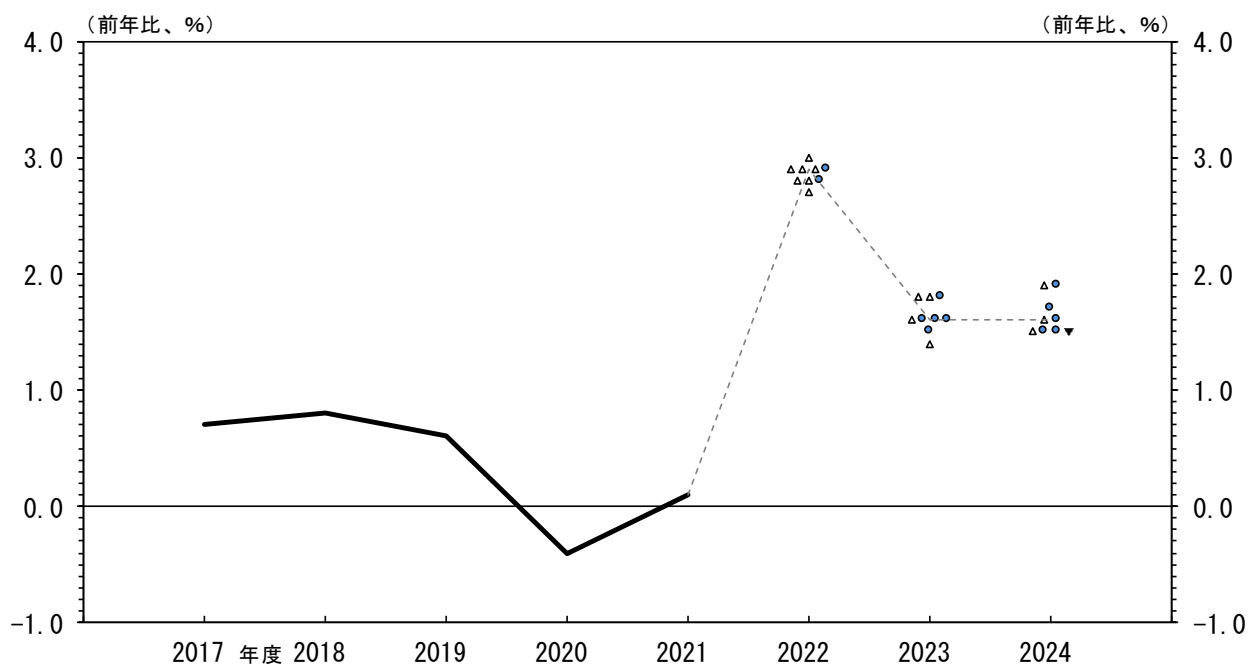
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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。

【背景説明】⁶

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。

実質GDPは、2022年1～3月に横ばい圏内の動きとなったあと、4～6月は前期比+0.9%（年率+3.5%）のはっきりとした増加となった（図表1）。内訳をみると、個人消費が、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に増加したほか、設備投資が増加に転じた。これまで減少を続けてきた公共投資も、国土強靱化関連の支出が進捗し、横ばいの動きとなった⁷。この間、純輸出は、上海などでのロックダウンに伴う物流遅延や供給制約が輸出入双方を下押しするもとで、概ね横ばいとなった。こうしたもとで、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は、4～6月は、前期からマイナス幅を縮小した（図表2）。

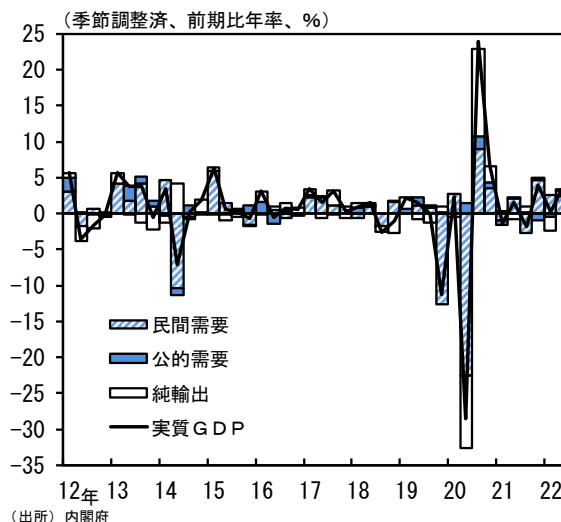
その後の月次指標や高頻度データをみると、海外経済において先進国を中心に減速の動きがみられているものの、供給制約の影響が和らぎ、感染抑制と経済活動の両立が進むもとで、景気は持ち直している。企業部門では、輸出は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。

図表1：実質GDP

①水準



②前期比年率



⁶ 10月27、28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。

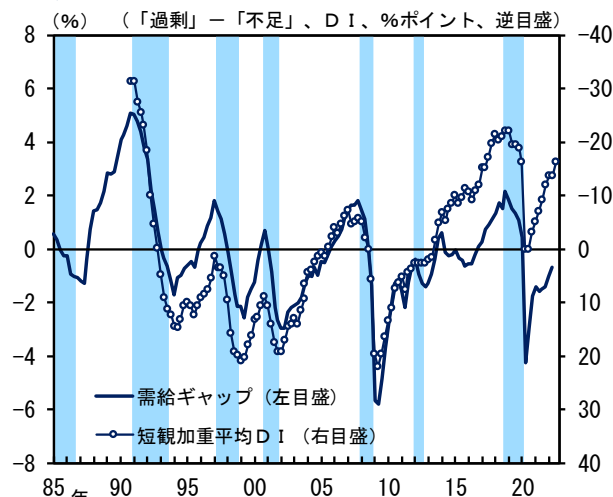
⁷ GDP統計に関して、国土交通省の建設工事受注動態統計調査の不適切処理に係る遡及改定が2022年4～6月のGDP速報の公表に合わせて実施された。その結果、2021年度の公共投資が上方修正されたが、GDP（名目）の前年比への影響は+0.1%ポイントと小幅であった。

企業収益は資源高の影響を受けつつも全体として高水準を続けており、企業の業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しており、9月短観における2022年度計画ははっきりとした増加見通しとなっている。家計部門をみると、7月後半から8月前半にかけて感染症が再拡大した局面でも過去と比べてサービス消費の下押し幅が小幅にとどまり、その後は増加しているなど、個人消費は、感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、緩やかに増加している。この間、景気の持ち直しが続くなかで労働需給は引き締まりつつあり、雇用・所得環境は全体として緩やかに改善している。

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩やかな金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて⁸、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まってくなかで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。

見通し期間のわが国経済の動きを年度別にみると、2022年度下期は、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けつつも、感染症や供給制約の影響が緩和するもとで、緩やかな金融環境や政

図表2：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D I (全産業全規模) は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D I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. シャドー部分は、景気後退局面。

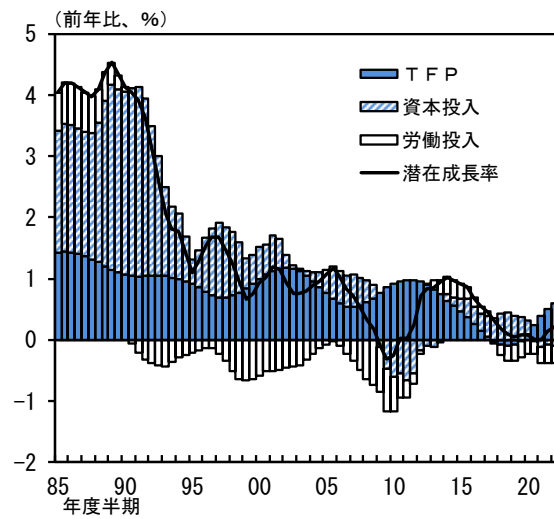
⁸ 政府は、2021年11月に、事業規模78.9兆円程度、財政支出55.7兆円程度となる「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。また、本年4月に「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」を、9月に「足元の物価高騰に対する追加策等」を、それぞれ策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくと見込まれる。2023年度は、海外経済減速の影響が残るもとでペースを幾分鈍化させつつも、緩和的な金融環境にも支えられて、高めの成長が続くとみられる。2024年度も、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、夏場の感染拡大や海外経済の減速の影響から、2022年度を中心に幾分下振れている。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）の伸び率は小幅に上昇しているものの、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとで、既往の設備投資減少による資本ストック減速の影響も加わり、足もとでは0%台前半で推移しているとみられる（図表3）。先行きについては、①デジタル化や人的資本投資の進展、それに伴う資源配分の効率化などを背景に、TFP成長率が緩やかに上昇することに加え、②「働き方改革」の影響一巡から労働時間の減少ペースが鈍化し、③資本ストックも循環的に伸びを高めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。ただし、労働面では、感染抑制と経済活動の両立のなかで、在宅勤務を含め、どのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、デジタル化や気候変動への対応を含め、ポストコロナの経済・産業構造に向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについても、引き続き不確実性が高い。こうした情勢下では、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってしておく必要がある。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、

図表3：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。2022年度上半期は、2022/2Qの値。

2022 年度下期は、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けつつも、感染症によるサービス消費への影響が和らぎ、供給制約の影響も緩和するも、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、景気は回復していくと予想される。すなわち、財輸出は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けると考えられる。サービス輸出であるインバウンド需要は、増加すると考えられる。個人消費は、物価上昇が実質所得の悪化を通じて下押し要因となるものの、感染抑制と消費活動の両立が一段と進み、雇用環境も改善していくも、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると考えられる。設備投資については、企業収益が全体として高水準で推移するも、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと考えられる。政府支出については、経済対策の策定もあって感染症関連の支出が高水準で続くものの、公共投資が年度上期に予算が前倒しで執行された影響で減少すると見込まれることから、全体では幾分減少すると想定している。

2023 年度は、緩和的な金融環境にも支えられて、高めの成長が続くとみられる。もっとも、そのペースは、海外経済減速の影響が残るも、ペントアップ需要の鈍化や経済対策の効果の減衰などを受けて、幾分鈍化すると見込まれる。財輸出については、海外経済減速の影響を引き続き受けるものの、供給制約の影響が解消に向かうことから、増加基調を続ける見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・環境対応の投資を含め、増加を続けるとみら

れる。個人消費は、雇用者所得の改善が続くも
とで、ペントアップ需要がペースを鈍化させつつも
引き続き顕在化することから、増加を続けると考
えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事の進
捗や医療・介護費の趨勢的な増加が下支えとなる
ものの、感染症関連の支出減少を反映して、減少
すると予想される。

2024 年度は、ペントアップ需要の減衰などか
ら成長ペースは鈍化するものの、緩和的な金融環
境が維持されるもとで、潜在成長率を上回る成長
を続けるとみられる。財輸出は、海外経済が持ち
直すもとで、緩やかに増加すると見込まれる。イン
バウンド需要は、増加を続けると考えられる。
設備投資は、資本ストックの蓄積に伴う調整圧力
が作用するもとでペースを鈍化させつつも、増加
を続けると考えられる。個人消費は、ペントアッ
プ需要は減衰するが、雇用者所得が引き続き改善
するもとで、着実な増加を続けると考えられる。
政府支出は、国土強靱化関連工事が進捗するも
とで、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩や
かな増加に転じると考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

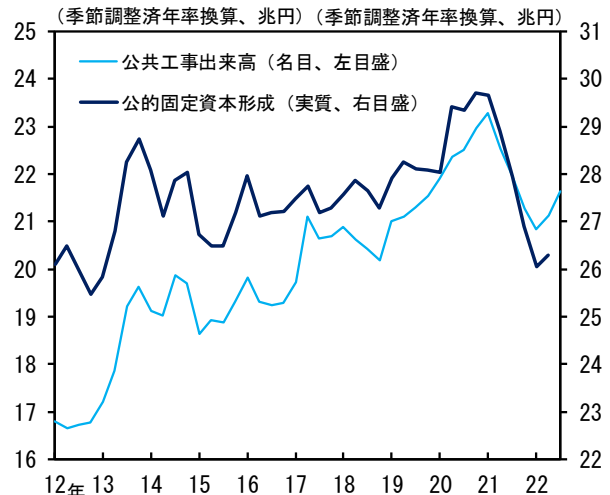
公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、災害復旧関連工事の減少などから減少傾向をたどってきたが、足もとでは政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、横ばい圏内の動きとなっている。先行指標である公共工事受注高は、予算の前倒し執行の影響から増加したあと、減少に転じている。公共工事請負金額も、同様に、足もとでは減少に転じている。

先行きの公共投資は、当面、予算の前倒し執行の反動から減少するものの、その後は国土強靱化関連の支出が続くもとの、横ばい圏内で推移すると予想される⁹。政府消費は、ワクチン接種関連費用など感染症関連の支出を反映して高水準を続けたあと、これらの支出の減少からいったん水準を切り下げると想定している。もっとも、その後、見通し期間の終盤にかけては、医療・介護費の趨勢的な増加を反映した増加トレンドに復していくと考えられる。

(海外経済)

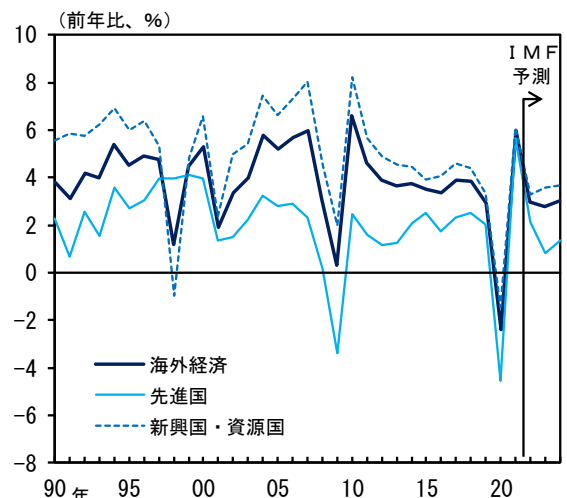
海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる(図表5)。やや詳しくみると、米国経済は、大幅な物価上昇や利上げの継続を受けて、幾分減速している。欧州経済は、経済活動の再開に伴って緩やか

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/3Qは、7～8月の値。

図表5：海外経済見通し



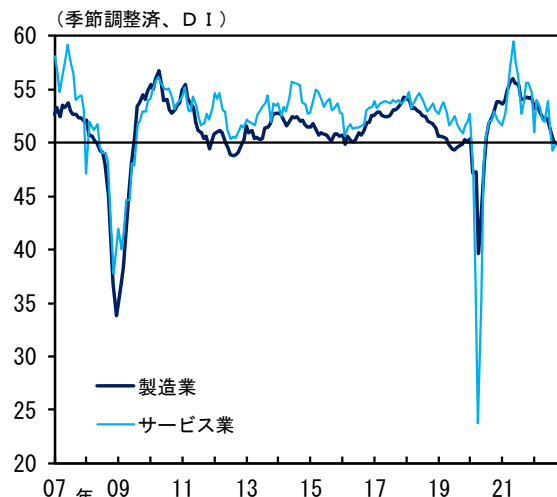
(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2022年以降はIMF予測(2022/10月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

⁹ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目標)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021～2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2021年11月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

に回復しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、減速の動きがみられる。中国経済は、厳格な感染抑制策継続の影響は一部でみられるものの、春頃の上海などでのロックダウンの影響が概ね解消するもとで、下押しされた状態から回復している。中国以外の新興国・資源国経済は、一部に弱さがみられるが、総じてみれば持ち直している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、NIEs・ASEAN経済は、IT関連財を中心に輸出の増勢が鈍化しているものの、経済活動の再開が進展するもとで内需の改善が続いており、総じてみれば回復している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、製造業、サービス業ともに低下しており、改善・悪化の分岐点となる50近傍で推移している(図表6)。世界貿易量をみると、こうした先進国を中心とした景気減速の影響を受けつつも、物流の世界的な混乱の緩和などを背景に、増加している(図表7)。

先行きの海外経済については、感染症や供給制約の影響は和らいでいくものの、グローバルなインフレ圧力や各国中央銀行による利上げ、ウクライナ情勢の影響を受けて、見通し期間の中盤にかけて、国・地域ごとのばらつきを伴いつつ減速していくとみられる。地域別にみると、米国経済は、物価上昇による実質可処分所得の低下や利上げの影響により、減速が続くと見込まれる。欧州経済は、ロシアからの天然ガス供給の減少やそれを受けたエネルギー価格の高騰、利上げなどを受けて、減速すると見込まれる。中国経済は、当面はインフラ投資等を通じた財政刺激策が成長率を押し上げるものの、その後は、雇用・所得面や不動産市場における調整圧力の残存などから、成長ペースが緩やかになると見込まれる。中国以外の新興国・資源国経済は、経済活動の再開が内需を下支えす

図表6：グローバルPMI



(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.
(注) 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表7：世界貿易量



(出所) オランダ経済政策分析局
(注) 世界貿易量は、世界実質輸入。2022/3Qは、7~8月の値。

図表8：実効為替レート



(出所) BIS
(注) フロッドベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

るものの、外需の減速や物価上昇に伴い、改善ペースが徐々に鈍化していくとみられる。

このように、海外経済は、見通し期間の中盤にかけて減速するものの、その後は各国中央銀行による利上げなどを受けてインフレ率が徐々に低下していくも、経済へ下押し圧力が次第に和らいでいくと見込まれる。このため、海外経済は、先進国を中心に持ち直していくとみられる。また、新興国についても、中国では各種の調整圧力が次第に和らいでいくと考えられるほか、先進国・中国経済の改善が中国以外の新興国・資源国経済にも波及していくことなどを通じて、徐々に成長率を高めていくと考えられる。

(輸出入)

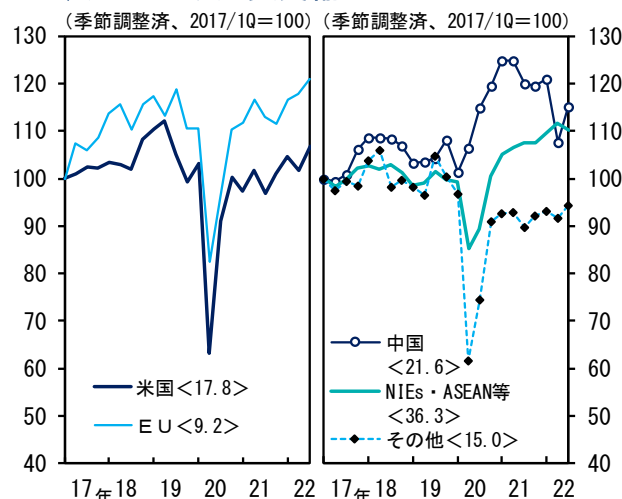
輸出は、供給制約の影響が和らぐも、基調として増加している(図表9)。地域別にみると(図表10)、先進国向けは、供給制約の影響が和らぐも自動車関連や資本財を中心に増加している。新興国向けは、中国向け、NIEs・ASEAN等向けともに、中間財や情報関連の一部に弱さがみられている。財別にみると(図表11)、自動車関連は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫は改善しつつも継続しているが、上海などでのロックダウンの影響が概ね解消し、はっきりとした増加に転じている。資本財は、世界的な機械投資の堅調さに加え、中長期的なデジタル関連需要の拡大観測を背景とした半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、増加している。一方、情報関連は、自動車やデータセンター関連の需要は引き続き堅調であるものの、グローバルな需要減速を受けて、スマートフォンやパソコン向けの半導体などに弱めの動きがみられている。中間財は、中国における不動産投資の減少などを背景に、減少している。

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) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2021年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

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、2021年通関輸出額に占める各財のウエイト。

先行きの輸出は、見通し期間の中盤にかけて、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調をたどるとみられる¹⁰。その後は、海外経済が持ち直すもとで、緩やかに増加すると見込まれる。

この間、世界貿易量に占める日本の輸出シェアをみると、このところ、わが国の自動車輸出が供給制約の影響が残るもとで低水準にとどまっていることなどから低下している（図表 12）。先行きは、これら一時的な要因が剥落するもとで、日本の輸出シェアは徐々に高まっていくと想定している。

輸入は、国内需要の持ち直しを反映して増加基調を続けている（図表 9）。先行きは、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

（対外収支）

名目経常収支は、資源高の影響などから、足もとでは赤字となっている（図表 13）。内訳をみると、資源高などに伴い、名目貿易収支はこのところ赤字幅が拡大している。サービス収支は、旅行収支がインバウンド需要を中心に低迷していることなどを背景に（図表 14）、赤字が継続している。一方、第一次所得収支は、為替円安もあって受取配当金等が増加するもとで、黒字幅が拡大傾向にある。

先行きの名目経常収支は、財輸出の増加などから貿易収支の赤字幅が緩やかに縮小するもとで、為替円安が第一次所得収支を押し上げる方向に作用するほか、やや長い目でみればインバウンド需

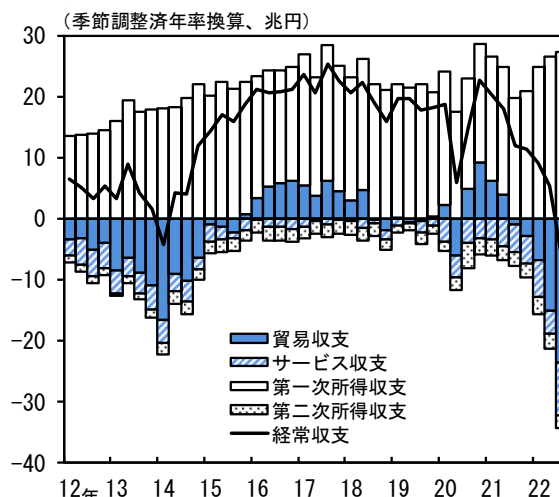
¹⁰ BOX 1 では、海外経済の減速が日本経済に及ぼす影響を整理している。

図表 12：日本の輸出シェア



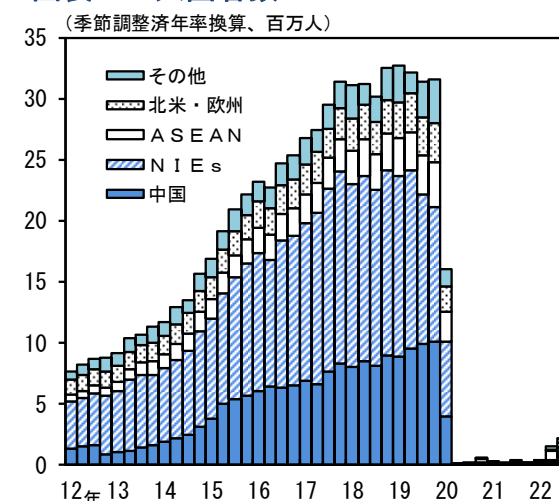
(出所) オランダ経済政策分析局
(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア（日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準）。2022/3Qは、7～8月の値。

図表 13：経常収支



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2022/3Qは、7～8月の値。

図表 14：入国者数



(出所) 日本政府観光局（JNTO）
(注) 北米・欧州は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

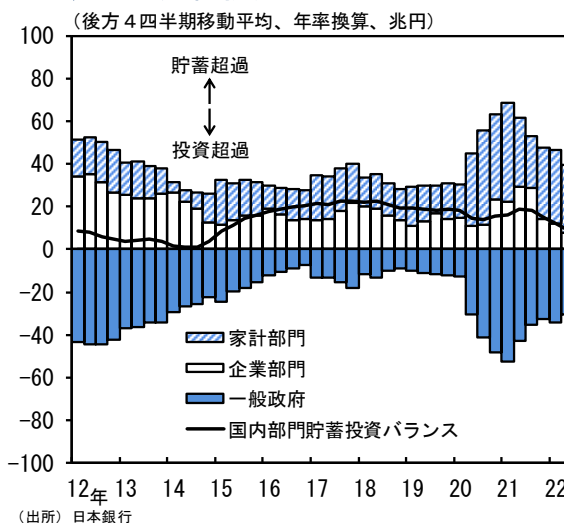
要が次第に回復してサービス収支の赤字幅も縮小していくことから、緩やかな改善傾向をたどると見込まれる。貯蓄投資バランスをみると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、目先、縮小した状態が続くが、その後は財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向をたどると考えられる（図表15）。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとの、基調として増加している（図表16）。主な業種についてみると、「はん用・生産用・業務用機械」は、供給制約の影響が和らぐもとの、半導体製造装置や建設機械を中心に増加している。「輸送機械」は、自動車向け半導体の世界的な需給ひっ迫は改善しつつも継続しているが、上海などでのロックダウンに伴う部品調達難が概ね解消するもとの自動車が増加していることなどから、増加に転じている。「電気・情報通信機械」も、供給制約の影響が和らぐもとの、家電や基地局通信装置が増加に転じている。一方、「電子部品・デバイス」は、データセンターや自動車向けは堅調に推移しているが、グローバルな需要減速を受けて、スマートフォンやパソコン向けが大幅に減少している。「化学（除く医薬品）」や「鉄鋼」は、在庫が高めの水準で推移するもとの、中国向け輸出がやや弱めとなっていることとあって、幾分弱めの動きとなっている。

先行きの鉱工業生産は、見通し期間の中盤にかけて、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調をたどるとみられる。その後も、内外需要が増加するもとの、緩やかに増加すると見込まれる。

図表15：貯蓄投資バランス



図表16：鉱工業生産



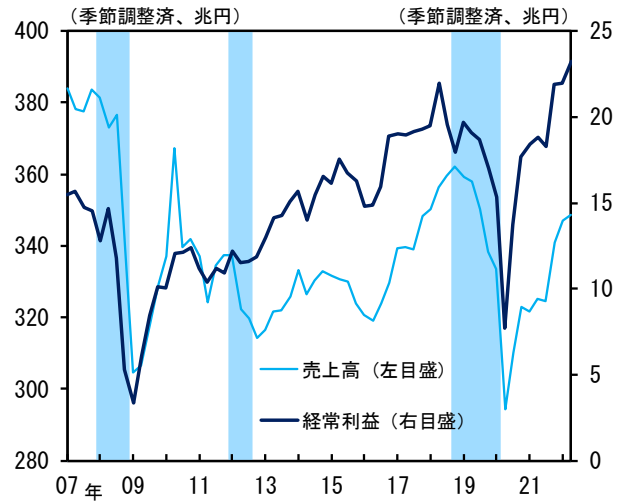
（企業収益）

企業収益は、全体として高水準で推移している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2022年4～6月は、前期から増益となり、感染症前のピーク（2018年4～6月）を上回っている（図表17①）。原材料コスト上昇に伴う交易条件の悪化（図表17②）や供給制約の影響が押し下げ要因として作用したものの、国内における感染症の影響緩和に加え、為替円安が製造業を中心とした大企業の収益を押し上げたことや、卸売や運輸の収益が資源価格・海運市況の上昇から増加したことが、全体を上押しした。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、中堅中小企業が、交易条件の悪化や供給制約の影響から減益となった一方、大企業では円安に伴う利益率の改善や為替差益などから大幅な増益となった。非製造業については、交易条件の悪化の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぎ、個人消費が増加するなかで、中堅中小企業は概ね横ばいとなったが、大企業では、資源価格や海運市況の上昇を受けて、卸売や運輸の増益が続いた。

企業の業況感は、全体として横ばいとなっている。短観の業況判断DI（全産業全規模ベース）は、9月は概ね横ばいとなった（図表18）。業種別にみると、製造業は、供給制約の影響は幾分和らいだものの、原材料コスト上昇の影響がみられるも、概ね横ばいとなった。輸送機械は、上海などでのロックダウンによる部品調達難が概ね解消するも改善したが、自動車向け半導体の世界的な需給ひっ迫が改善しつつも継続し、原材料コストも上昇するも、改善幅は小幅にとどまった。生産用機械やはん用機械などは、内外の設備投資需要の堅調さを背景に高めの水準を続けた。非製造業は、電気・ガスや小売などで仕入価

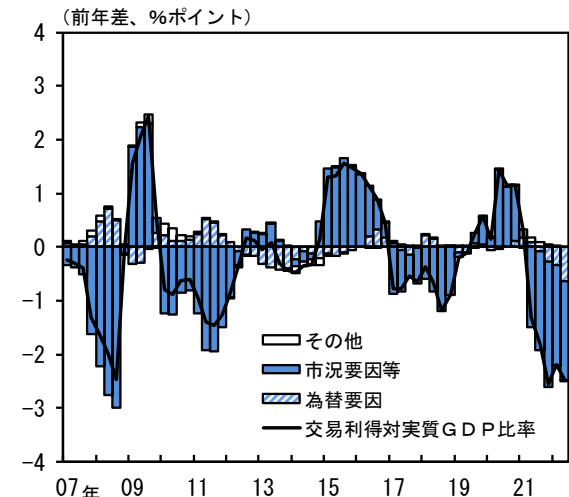
図表17：企業収益関連指標

①売上高と経常利益



(出所) 財務省
(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
2. 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。

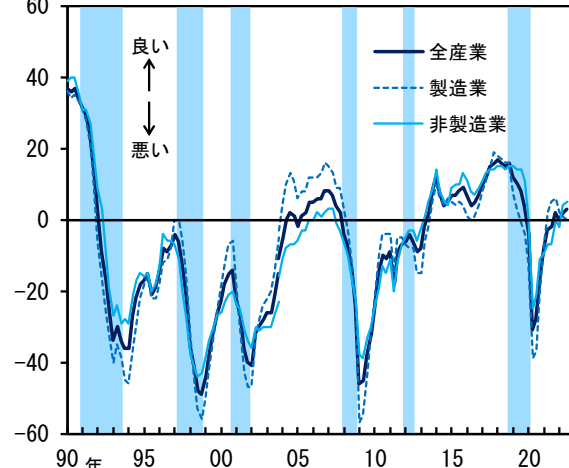
②交易利得の要因分解



(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
2. 交易利得 = (名目純輸出 ÷ 輸出・輸入デフレーターの加重平均) - 実質純輸出

図表18：業況判断

（「良い」－「悪い」、DI、%ポイント）



(出所) 日本銀行
(注) 1. 短観の業況判断DI（全規模ベース）。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。

格上昇の影響がみられた一方、物品賃貸や運輸・郵便などでは価格転嫁が進んだほか、宿泊・飲食サービスなどでは感染症が再拡大するもでも幾分改善したことから、全体としては小幅に改善した。

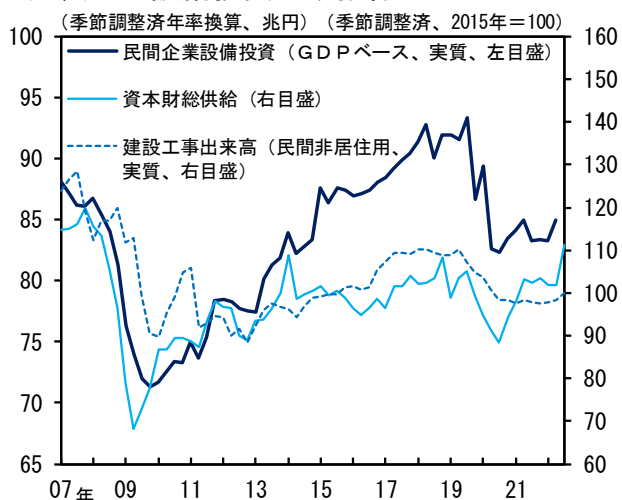
企業収益の先行きを展望すると、引き続き高水準で推移すると見込まれるが、資源高等による原材料コスト高や海外経済減速の影響が顕在化することなどから、足もとの水準からは、いったん弱含む可能性が高い。その後は、資源価格上昇による交易条件悪化の影響が徐々に減衰するもとで、経済活動水準の回復を反映して、再び改善していくと予想される。

（設備投資）

設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している（図表 19）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、旅客輸送関連での車両投資等はおも低水準にとどまっているが、供給制約の影響が和らぐもとで、デジタル・省力化関連等に牽引されて増加基調にある。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、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗などから名目ベースでは緩やかな増加を続けているものの、資材価格が急速に上昇するもとで、実質ベースでは横ばい圏内で推移している。

機械投資の先行指標である機械受注は、振れを伴いつつも、増加している（図表 20）。業種別にみると、製造業は、中長期的にみたデジタル関連需要の増加観測などを背景に、電気機械やはん用・生産用・業務用機械を中心に、増加基調にある。非製造業は、このところ運輸業（鉄道）での車両更新とその反動によって大きく振れているものの、

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. 2022/3Qは、7~8月の値。
 2. 建設工事出来高の実質値は、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：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 2022/3Qは、7~8月の値。

均してみれば、デジタル関連・省力化投資の進展に支えられて、横ばい圏内で推移している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額(民間非居住用)をみると、物流施設等が増加傾向にあることに加え、都市再開発案件の進捗もあって、振れを伴いつつも、増加している。9月短観における設備投資計画をみると(図表21)、GDPの概念に近い「全産業全規模+金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2022年度は前年比+15.2%と、前回6月調査時点と同様、製造業・非製造業ともに、はっきりと増加する計画となっている。

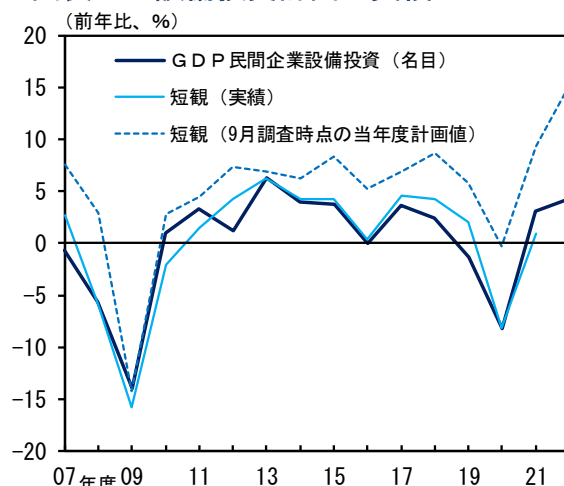
先行きの設備投資は、企業収益が資源高の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するも、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けて減速しつつも、中長期的な観点から実施される投資の増加もあって、増加を続けると見込まれる(図表22)。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資等が考えられる。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。

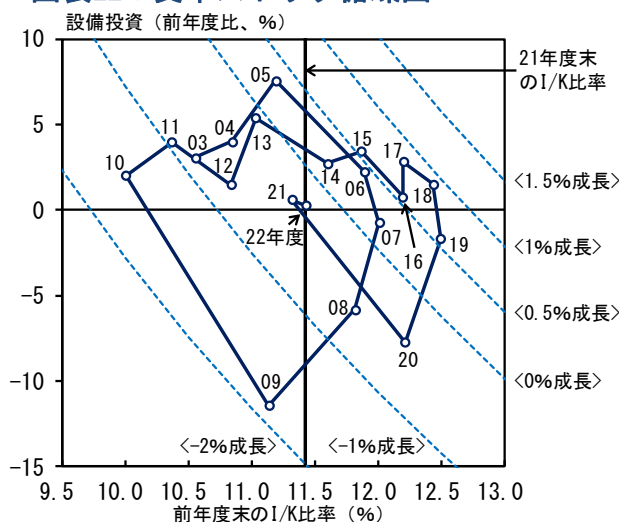
就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心とした緩やかな増加傾向を引き続きたどっているほか、非正規

図表21：設備投資計画と実績



(出所) 日本銀行、内閣府
 (注) 1. 短観は、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)。全産業+金融機関の値。
 2. GDP民間企業設備投資の2022年度は、2022/20の値。

図表22：資本ストック循環図



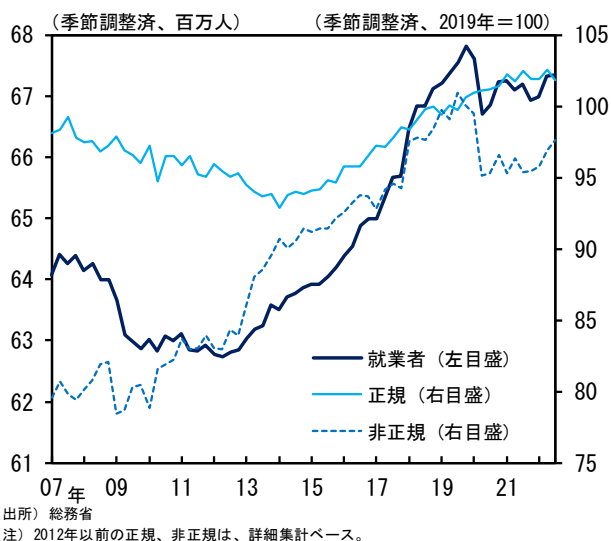
(出所) 内閣府
 (注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。
 Iは設備投資、Kは資本ストック。2022年度は、2022/20の値。

雇用も、このところ対面型サービス業を含め緩やかに増加している（図表 23）。一人当たり労働時間の前年比は、平日数による振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、振れを伴いつつも、緩やかに低下しており、足もとでは2%台半ばとなっている（図表 24）。有効求人倍率も、正社員求人が人手不足業種で堅調に推移しているほか、パート求人も対面型サービス業等で増加していることから、緩やかに上昇している（図表 25）。この間、労働力率は、振れを均してみると、女性を中心に緩やかに上昇している（図表 24）。

先行きの雇用者数については、医療・福祉、情報通信、建設などの人手不足業種を中心に正規雇用の増加が続くほか、感染症の影響が和らぐにつれて、対面型サービス業などにおける非正規雇用の増加もより明確化していくと予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、成長率が鈍化していくもとで、人口動態の変化などを反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していくとみられる。こうしたもとで、先行きの失業率は、経済活動の回復を背景に、緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加している（図表 26）¹¹。所定内給与は、緩やかな増加を続けている（図表 27）。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、人手不足感が続くことが意識されるもとで、前年比では1%台前半のプラスで推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、対面型サービス業における労働需

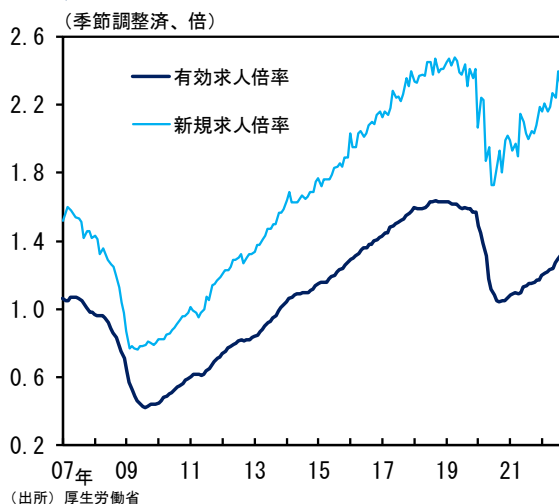
図表23：就業者数



図表24：失業率と労働力率



図表25：求人倍率



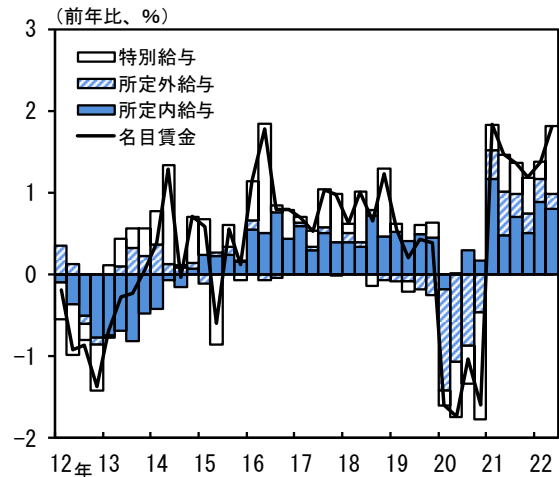
¹¹ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

給が徐々に改善するもとの、足もとでは1%程度となっている。所定外給与は、経済活動の改善を反映して増加しており、前年比も高めのプラスとなっている。特別給与は、高水準の企業収益を反映して、前年比で3%程度のはっきりとしたプラスとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、労働需給の改善や最低賃金の引き上げが押し上げに作用し、緩やかな増加が続くと予想される。その後は、労働需給の引き締めや物価上昇率の高まりなどを背景に、労使交渉における賃上げ率の高まりを伴いつつ、伸び率を高めていくと考えられる。所定外給与は、「働き方改革」の進展等を受けた所定外労働時間の下方トレンドの影響を受けつつも、経済活動の改善を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与（賞与）は、企業収益が改善傾向をたどるもとの、増加していくと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、伸び率を高めていくとみられる。

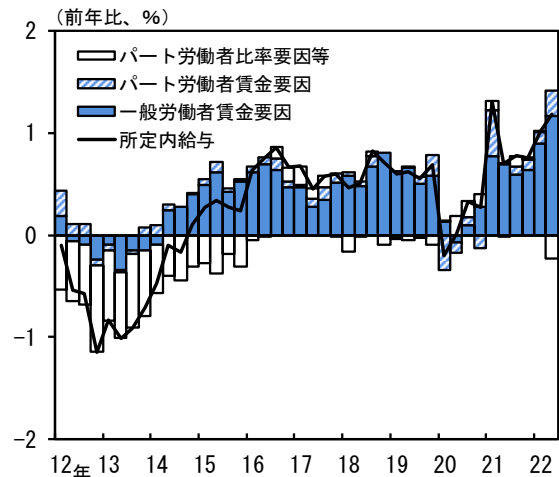
雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、名目ベースでは改善しているが、実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比で小幅のマイナスとなっている（図表28）。先行きの名目雇用者所得は、景気の改善に伴って増加を続けると考えられる。実質ベースでは、物価上昇を反映して、見通し期間の中盤にかけて前年比マイナスで推移するが、その後は、賃金が伸び率を高めるもとの、緩やかに増加していくと見込まれる。

図表26：名目賃金



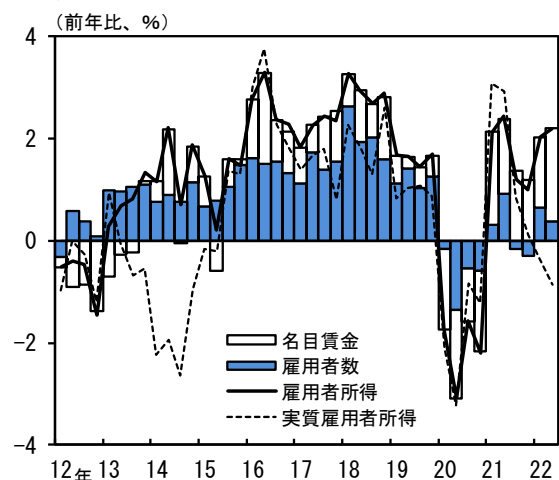
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

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：雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 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2016/10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。

（家計支出）

個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している¹²。

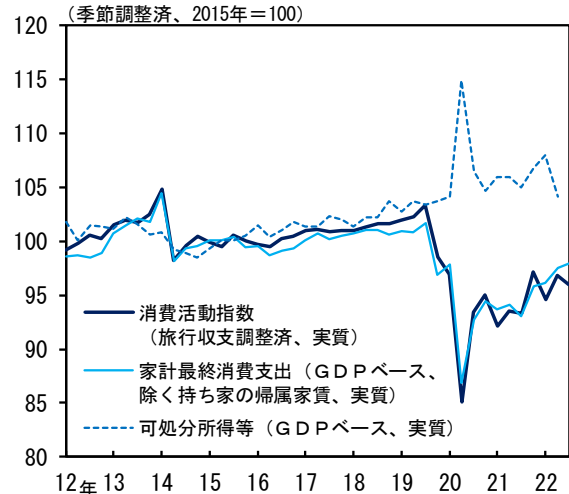
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（旅行収支調整済）¹³をみると、4～6月にはっきりと増加したあと、7～8月の4～6月対比は、耐久財消費がスマートフォンなどを中心に減少した一方、非耐久財消費が飲食料品を中心に増加したほか、感染再拡大によるサービス消費の下押し幅も小幅となったことから、全体としては小幅の減少にとどまった（図表 29、30）。9月以降の個人消費は、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると（図表 31）、感染状況が落ち着くにつれて、緩やかに増加しているとみられる。

形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和が押し上げ方向に作用しているものの、7～8月は減少した。もっとも、足もとでは全体として堅調に推移しているとみられる（図表 32）。乗用車の新車登録台数は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫の影響が残るものの、上海などでのロックダウンに伴う部品調達難が概ね解消するもとの、振れを伴いつつも、緩やかに持ち直している。家電販売額は、7～8月については、感染症拡大で増加したパソコン等の需要に陰りがみられていることに加え、スマートフォンが減少した。もっとも、足もとでは、スマートフォンの新製品発売を主因に、持ち直している模様である。非耐久財消費は、人々の外出意欲の持ち直しや気温上昇

¹² BOX 2では、感染症と個人消費の最近の関係を整理している。

¹³ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」（2021年7月）を参照。

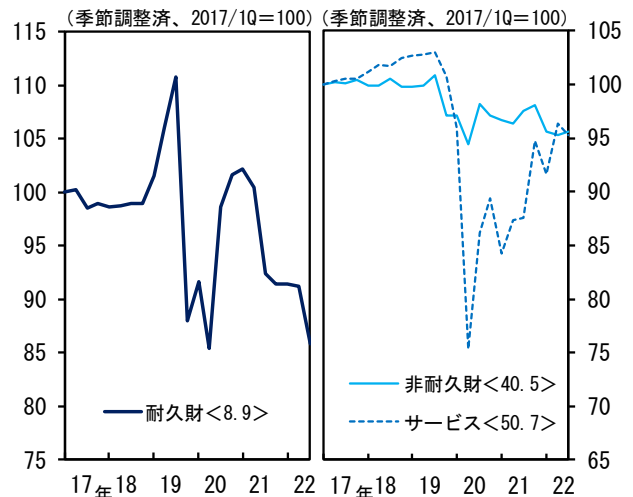
図表29：個人消費



(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）。2022/3Qは、7～8月の値。
2. 家計最終消費支出の2022/3Qは、消費総合指数（7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。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

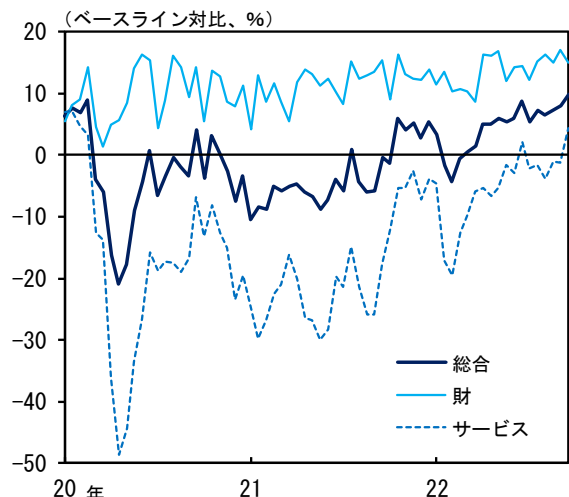
図表30：消費活動指数（実質）



(出所) 日本銀行等

- (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、消費活動指数におけるウエイト。2022/3Qは、7～8月の値。
2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

図表31：カード支出に基づく消費動向



(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」

- (注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。総合とサービスは、通信を除く（日本銀行スタッフ算出）。
2. ベースラインは、2016～2018年度の当該半月の平均。

を背景に飲食料品を中心に堅調に推移している。

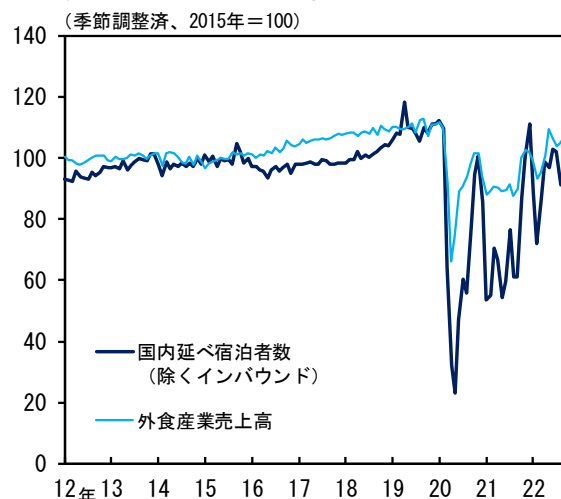
サービス消費は、感染再拡大の影響から、7～8月は小幅に減少したが、足もとでは緩やかに増加しているとみられる(図表31、33、34)。外食は、感染再拡大を背景に、7～9月は小幅の減少となったが、その後は、感染状況が落ち着くにつれて、増加傾向にあるとみられる(図表35)。国内旅行は、7～8月は幾分減少したが、その後は回復傾向にあるとみられ、足もとでは全国旅行支援も押し上げに作用している模様である。海外旅行は、皆減に近い状態が続いてきたが、足もとでは渡航制限の緩和等から、幾分増加している。

図表32：耐久財消費



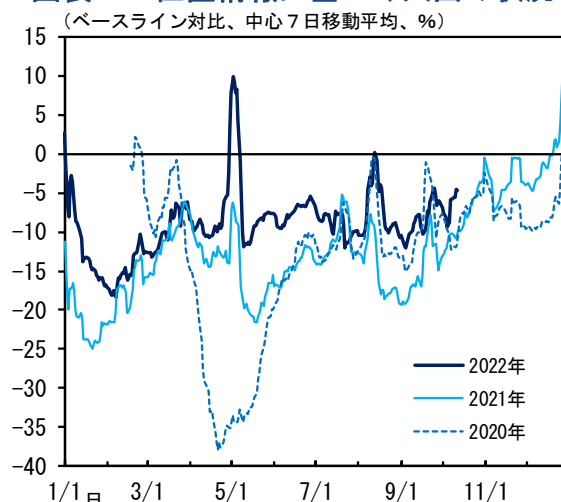
(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省
(注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

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」

図表34：位置情報に基づく人出の状況



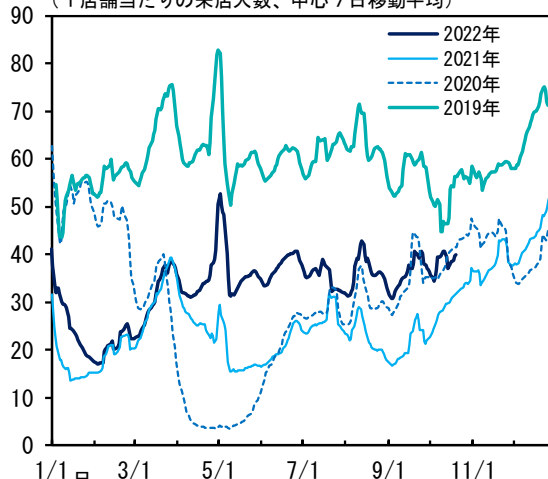
(出所) Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports."
<https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2022/10/19.
(注) 1. ベースラインは、2020/1/3～2/6日の該当曜日の中央値。
2. レストラン、ショッピングセンター、テーマパーク等の訪問者数。
3. 直近値は、10/9～15日の平均値。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表36）、消費者態度指数は、物価上昇が意識されるもとで、「暮らし向き」などの判断が悪化しており、低水準にとどまっている。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断D I（家計動向関連）は、感染状況が落ち着くなかで、飲食関連やサービス関連を中心に上昇した。同調査における各ウォッチャーのコメントをみると、物価高の影響に対する警戒感が引き続き強くみられる一方、全国旅行支援による個人消費の押し上げや水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復を期待する声もみられている。

先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進み、雇用環境も改善していくもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると予想される。その後は、ペントアップ需要の顕在化ペースは緩やかになるものの、雇用者所得の改善が続くもとで、着実な増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、感染症の影響緩和に伴って上昇傾向をたどり、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しもあって、見通し期間終盤にかけて感染症拡大前の平均的な水準を幾分上回っていくと想定している（図表37）。

図表35：飲食店への来店人数

（1店舗当たりの来店人数、中心7日移動平均）

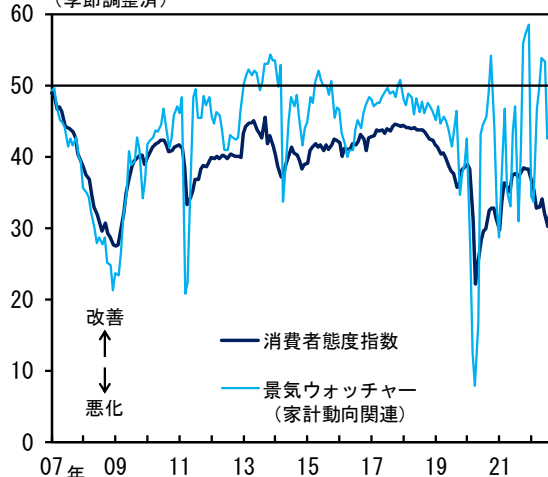


（出所）TableCheck

- （注）1. 集計対象は、TableCheckが提供する飲食店予約顧客管理システムを導入している、約6,300店舗。
2. 直近値は、10/17～23日の平均値。

図表36：個人消費関連のマインド指標

（季節調整済）

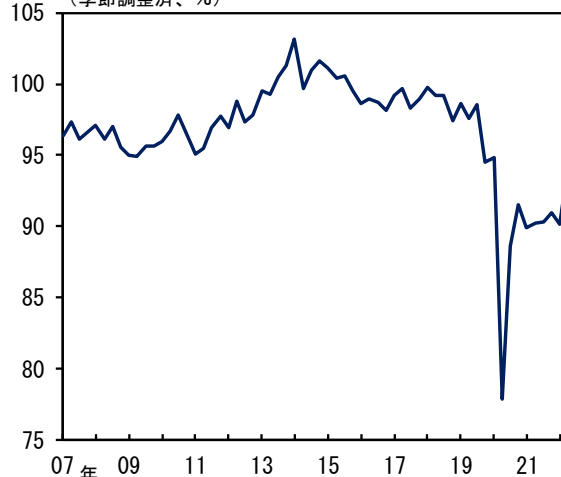


（出所）内閣府

（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断D I。

図表37：平均消費性向

（季節調整済、%）



（出所）内閣府

（注）平均消費性向＝家計最終消費支出÷可処分所得等
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、pent-up需要の一巡などから、弱めの動きとなっている（図表 38）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、足もとでは、持家を中心に弱めの動きとなっている。先行きの住宅投資は、見通し期間の中盤にかけて、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、pent-up需要が一巡したもて、住宅価格の上昇も重石となり、弱めの動きを続けるとみられる。その後も、見通し期間の終盤にかけて、人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表38：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/3Q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、国際商品市況の動向や為替相場の動きを反映して、伸び率を鈍化させつつも、高めの伸びを続けている（図表39）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、感染症の影響が和らぐもとで、経済活動の持ち直しや人件費上昇を背景に、1%台半ばのプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%程度となっている（図表40）。除く生鮮食品・エネルギーについて、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースの前年比は¹⁴、原材料コスト上昇等の価格転嫁の動きから、プラス幅を拡大しており、足もとでは2%程度となっている（図表41）。

除く生鮮食品・エネルギー（携帯電話通信料等の一時的な要因を除く）の前年比の内訳をみると、財ではプラス幅の拡大が続いているほか、一般サービスでもプラス幅は緩やかな拡大を続けている。公共料金の前年比は、マイナス幅が幾分拡大している（図表41）。財は、食料品や日用品、耐久財でコスト転嫁の動きが強まっており、プラス幅の拡大が続いている。一般サービスでは、外食や家事関連サービス（住居工事等）を中心に原材料コストを転嫁する動きが強まっており、プラス幅が緩やかに拡大している。公共料金については、自動車保険料や一部自治体の水道料・下水道料が幾

¹⁴ 「携帯電話通信料等の影響を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・教育無償化政策、②Go To トラベル、③携帯電話通信料の影響を除いたベース。

図表39：物価関連指標

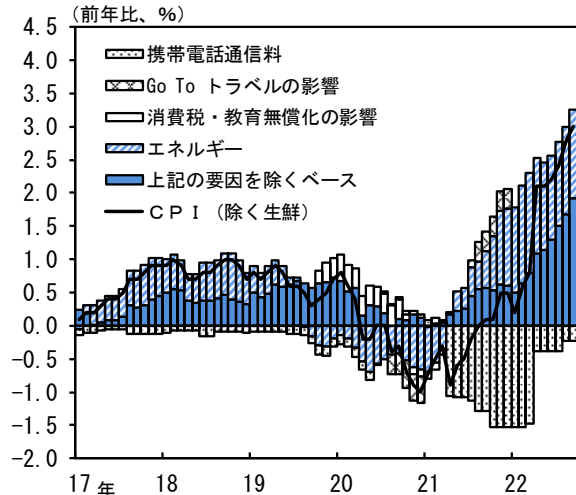
	(前年比、%)			
	21/4Q	22/1Q	22/2Q	22/3Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.4	0.6	2.1	2.7
携帯電話通信料等の影響を除く	1.7	2.1	2.6	3.1
除く生鮮・エネルギー	-0.7	-0.9	0.9	1.5
携帯電話通信料等の影響を除く	0.6	0.7	1.3	1.9
国内企業物価指数 (前期比)	2.6	2.0	2.8	1.7
企業向けサービス価格指数	0.9	0.9	1.3	1.5
GDPデフレーター	-1.3	-0.5	-0.3	
内需デフレーター	1.1	1.8	2.6	

(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。企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

2. CPI (携帯電話通信料等の影響を除く) は、携帯電話通信料、Go To トラベルの影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表40：CPI (除く生鮮)

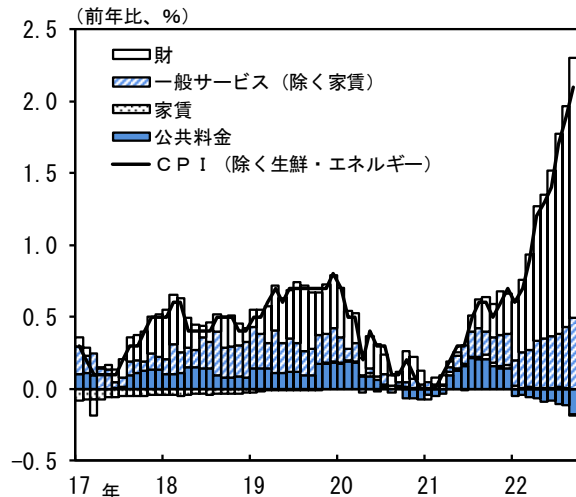


(出所) 総務省

(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

2. 2020/4月以降の消費税率引き上げ・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表41：CPI (一時的な要因を除く)



(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」

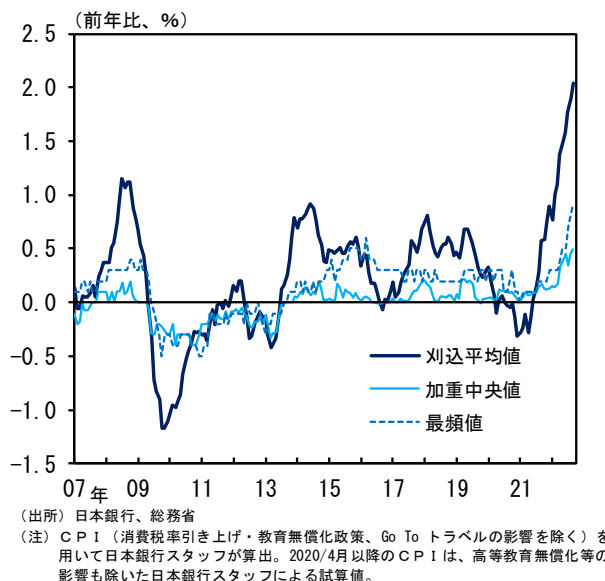
2. CPI は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

分低下している。

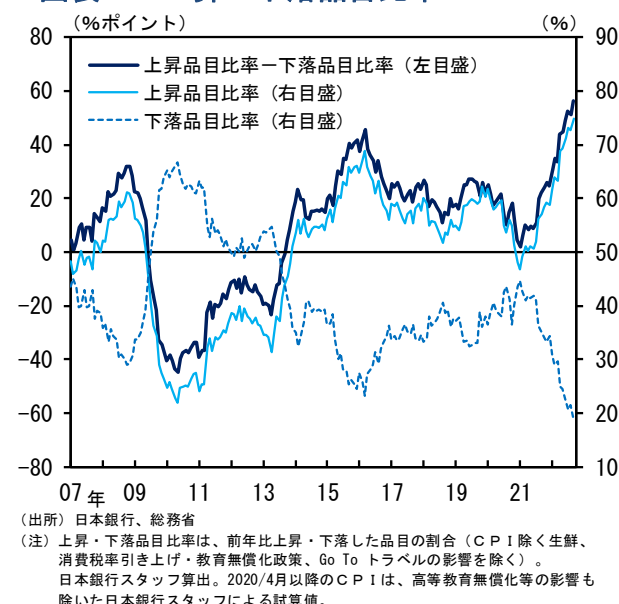
消費者物価の基調的な動きを捕捉するための指標をみると（図表 42）¹⁵、刈込平均値は、食料品などが幅広く上昇するもとの、2%程度まで上昇している。一物品目の動きに左右されにくい最頻値や加重中央値も上昇傾向にある。もっとも、家賃を含む一般サービスやエネルギー以外の公共料金の多くの品目の価格変動が小さいことを反映して、刈込平均値との対比で見れば、上昇幅は小幅となっている。除く生鮮食品を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、多くの財・サービスで原材料コスト等の価格転嫁の動きがみられていることから、「上昇」超幅は拡大を続けている（図表 43）。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%台半ばのプラスとなっている（図表 39）。内訳をみると、個人消費デフレーターが前年比で2%台前半のプラスとなっているほか、資材価格等の上昇を反映して設備投資や住宅投資等のデフレーターがはっきりと上昇している。一方、GDPデフレーターの前年比は、原油価格などの動きを反映した輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、-0%台前半のマイナスとなっている。

図表42：各種コアインフレ率指標



図表43：上昇・下落品目比率



¹⁵ 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。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ェイトを累積して 50%近傍にある値。いずれの指標も、消費税率引き上げ・教育無償化政策、G o T o トラベルの影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

(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については、経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもて、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(図表2、44)。

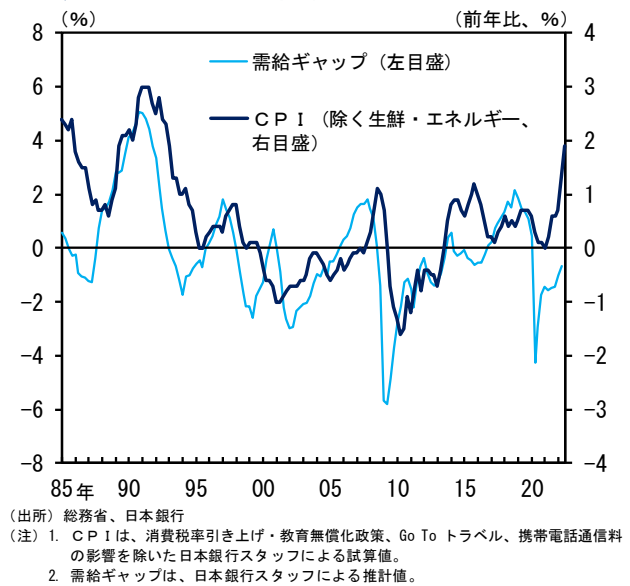
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは、一段と上昇している(図表45)。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている(図表46)¹⁶。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

第3に、輸入物価は、グローバルな景気減速懸念を受けてドルベースでみた原油価格などが下落に転じているが(図表47)、既往の輸入コストの上昇、最近の為替円安、そのもとでの国内企業物価の上昇は、川上から川下へと徐々に転嫁され、消費者物価を押し上げる要因となっている¹⁷。石油製品や電気代・都市ガス代などのエネルギー価

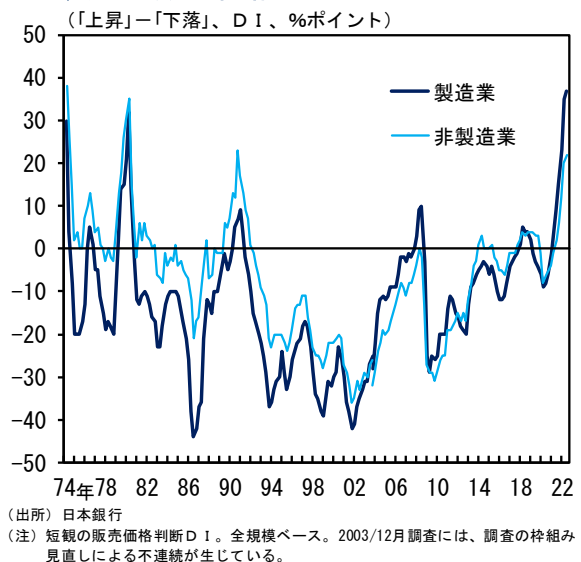
¹⁶ 図表46の家計の予想物価上昇率は、生活意識アンケート調査における「5年後の物価に対する見方」について、5択選択肢(かなり上がる、少し上がる、ほとんど変わらない、少し下がる、かなり下がる)への回答割合情報を用いた修正カルソン・パーキン法により算出。手法の詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「物価・賃金予想と家計の支出行動—『勤労者短観』を用いた分析—」(No.16-J-4)を参照。

¹⁷ BOX3では、最近の企業の価格設定スタンスについて、整理している。

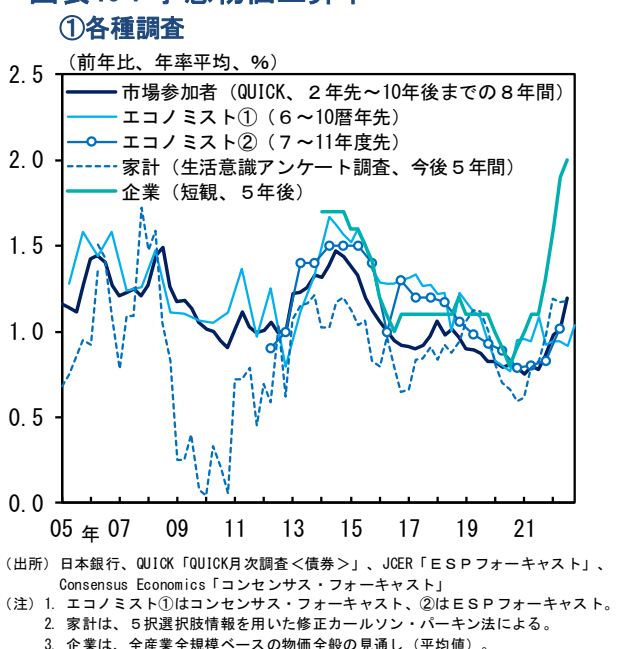
図表44：CPIと需給ギャップ



図表45：販売価格判断



図表46：予想物価上昇率



格は、政府の燃料油補助金や燃料費調整制度のもとでの電力料金上限の影響で抑制されつつも高水準で推移しているが、先行きについては前年比プラス幅を緩やかに縮小していくと見込まれる¹⁸。こうしたもとで、当面、食料品などの財に加え、外食や家事関連などのサービスにおいては、既往のコスト上昇を価格に転嫁する動きが継続するとみられる。耐久消費財などでは、原材料コストの上昇に加え、為替円安による輸入製品価格の上昇も、ラグを伴いつつ消費者物価に波及していくと予想される。

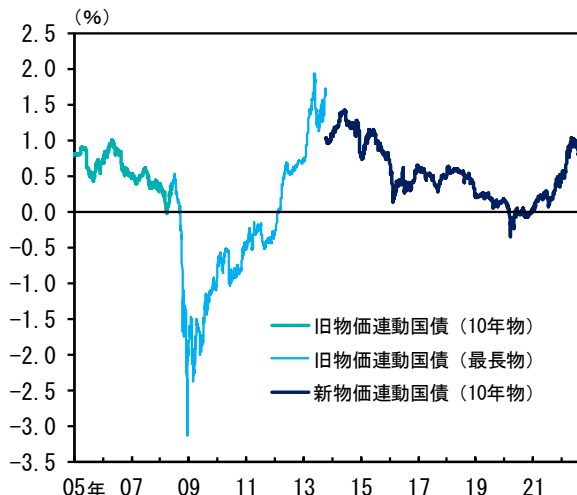
(物価の先行き)

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、①エネルギー価格による押し上げが継続し、②食料品や耐久財、外食などでコスト上昇の価格転嫁が一段と進んでいくほか、③10月には昨年の携帯電話通信料引き下げの影響が剥落することから、本年末にかけて、プラス幅を拡大すると見込まれる。その後、来年度半ばにかけては、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと考えられる。来年度半ば以降は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、食料品や耐久財などの価格動向を反映し、動きとしては除く生鮮食品と同様になると見込まれる。

¹⁸ 政府は、ガソリン価格が高水準となっている期間について、石油元売・輸入事業者に価格の急激な上昇を抑える原資として補助金を支給する政策を導入している。こうした政府の補助金や、電力料金の燃料費調整制度の詳細については、2022年4月展望レポートのBOX 2を参照。

②BEI



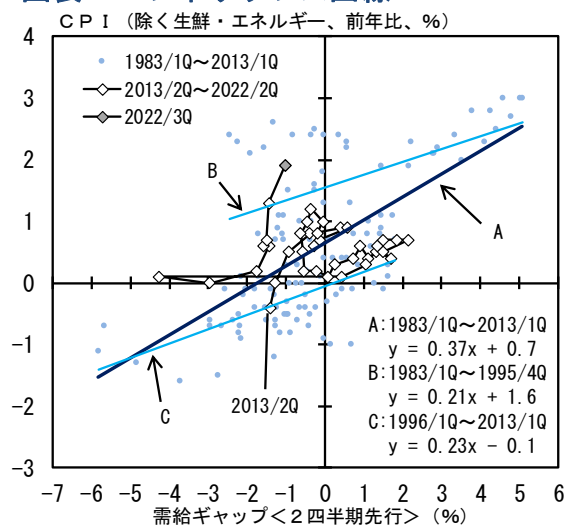
(出所) Bloomberg
 (注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りをを用いて算出。

図表47：国際商品市況



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

図表48：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
 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)

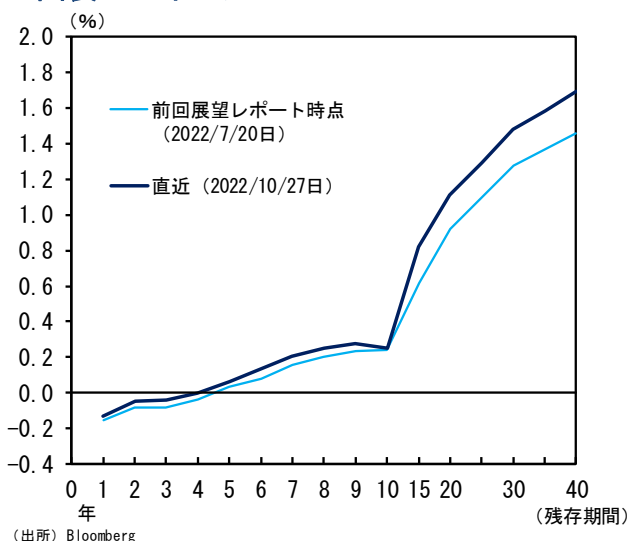
わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

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年物国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形状となっている（図表49）。すなわち、日本銀行が、長期国債、短期国債ともに、連続指値オペも含め上限を設けず必要な金額の買入れを弾力的に実施するも、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は、0%±0.25%程度の範囲内で推移している。この間、20年物国債金利は、前回展望レポート時点から上昇し、足もとでは1%台前半で推移している。

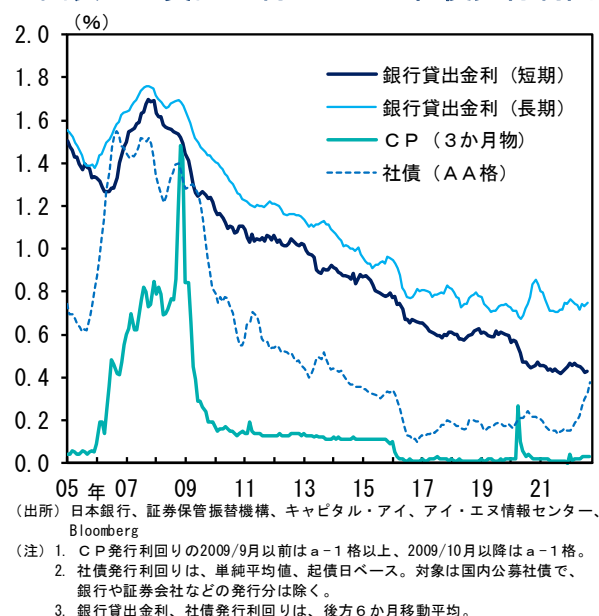
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表50）。CPの発行金利をみると、良好な発行環境が維持されるも、きわめて低い水準で推移している。短観のCP発行環境判断DIは、資源高を受けた運転資金需要の高まりから低下したものの、引き続き「楽である」超となっている。社債市場では、総じて良好な発行環境が維持されており、発行金利も低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表51）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて改善傾向が続いている（図表52）。

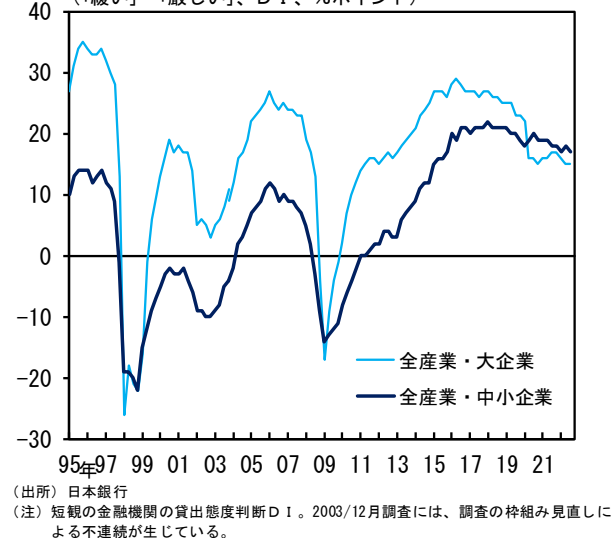
図表49：イールドカーブ



図表50：貸出金利とCP・社債発行利回り



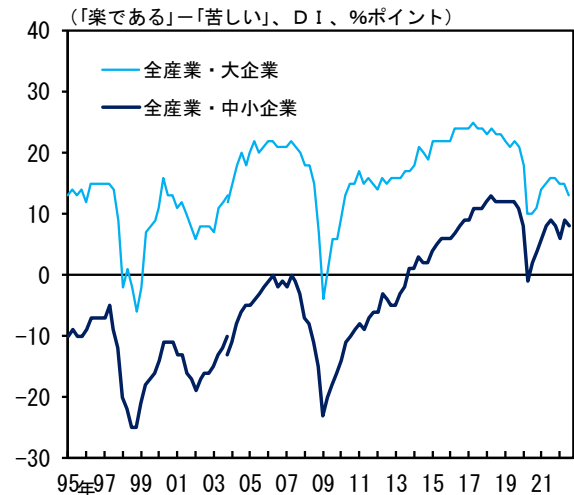
図表51：企業からみた金融機関の貸出態度
（「緩い」-「厳しい」、DI、%ポイント）



企業の資金需要面では、経済活動の再開や原材料コスト上昇を受けた運転資金需要の高まりがみられている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は、前年比7%程度のペースで増加している（図表53）。また、銀行貸出残高は、前年比2%台半ばの伸びとなっている。

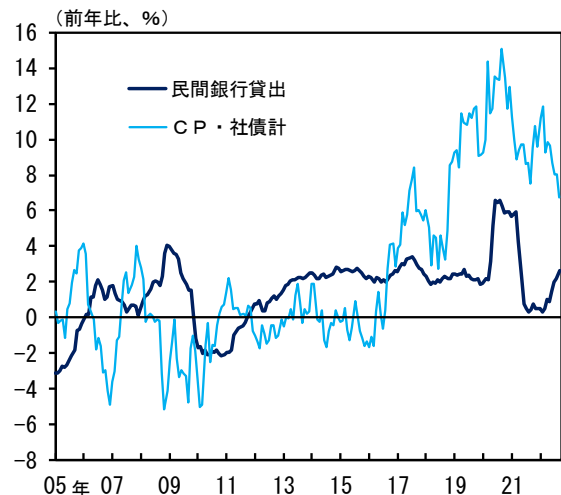
マネタリーベースをみると、「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の残高減少から、足もとでは小幅の前年比マイナスとなっており、残高は618兆円(対名目GDP比率は113%¹⁹)となっている。マネーストック(M2)の前年比は、財政支出による押し上げや貸出残高の増加などを背景に、3%台前半のプラスとなっている（図表54）。

図表52：企業の資金繰り



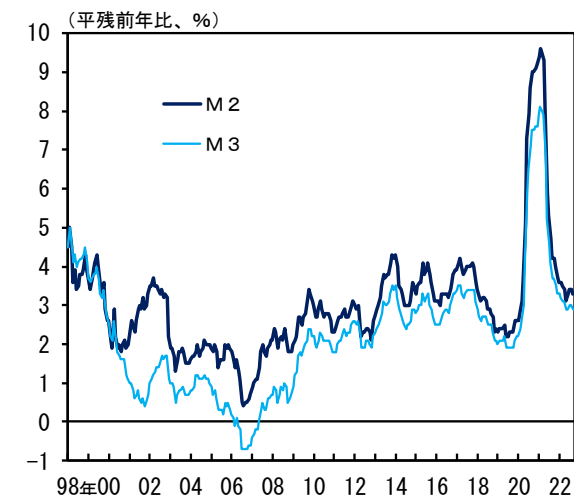
(出所) 日本銀行
(注) 短観の資金繰り判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

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

¹⁹ マネタリーベースは2022年9月末時点、名目GDPは2022年4~6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、世界的なインフレ率の高止まりを受けて、米欧を中心に各国中央銀行が早いペースで利上げを進めるもとで、世界経済の減速懸念が強まるなど、市場センチメントは慎重化している。

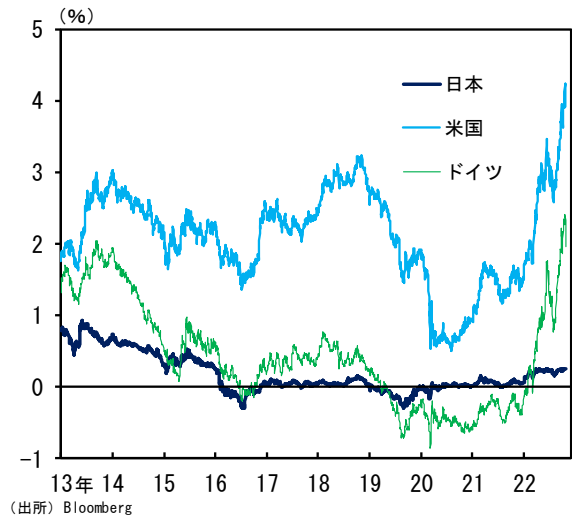
米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米欧の物価上昇率が市場予想を上回って推移するなか、FRBやECBのインフレ抑制に対する強いスタンスが改めて意識されたことなどから上昇している(図表55)。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した動きなどから、9月末以降拡大している(図表56)。

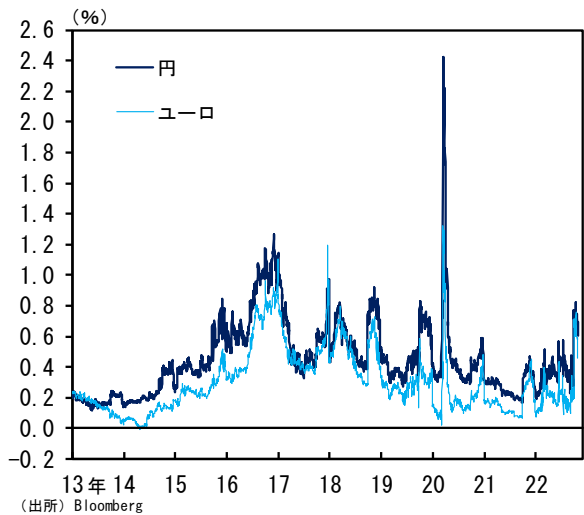
株式市場をみると、米欧の株価は、長期金利の上昇や、景気減速への警戒感から下落し、ボラティリティも上昇した(図表57、58)。その後、足もとにかけては、利上げペースの鈍化観測から、株価が上昇する動きもみられている。わが国の株価も、米欧株に連れた動きとなっている。新興国株価は、米欧金利の上昇などを受けて下落している。

わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、経済再開への期待感などが下支え要因として意識されているものの、米国長期金利の上昇から米国REIT価格が大きく下落するなかで、下落している(図表59)。

図表55：主要国の長期金利（10年物国債）

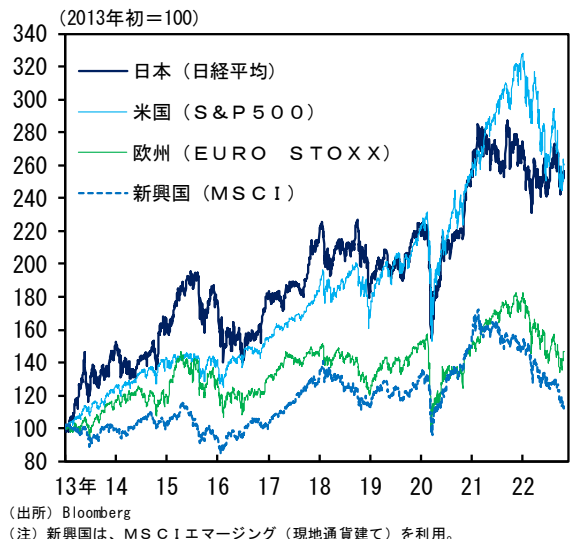


図表56：ドル資金調達プレミアム



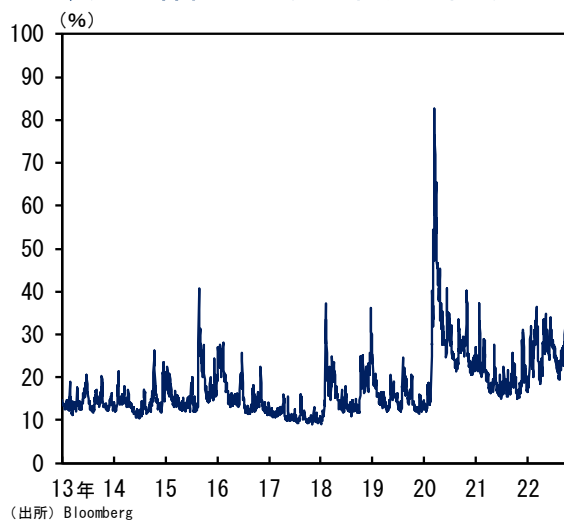
(注) 1. 円またはユーロによる為替スワップ市場を通じたドルの調達金利と短期金融市場でのドルの調達金利の差（いずれも3か月物）。
2. 円金利はOIS、ユーロ金利は19/10/3日以前はOIS（EONIAベース）、19/10/4日以降はOIS（€STRベース）、ドル金利は19/1/2日以前はOIS、19/1/3日以降はSOFRを使用。

図表57：主要株価指数



為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、本邦輸入企業のドル買いなどもあって、ドル高・円安の動きとなっている（図表 60）。この間、円の対ユーロ相場は、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

図表58：株価のボラティリティ（VIX）



図表59：主要REIT指数



図表60：ドル円・ユーロ円相場

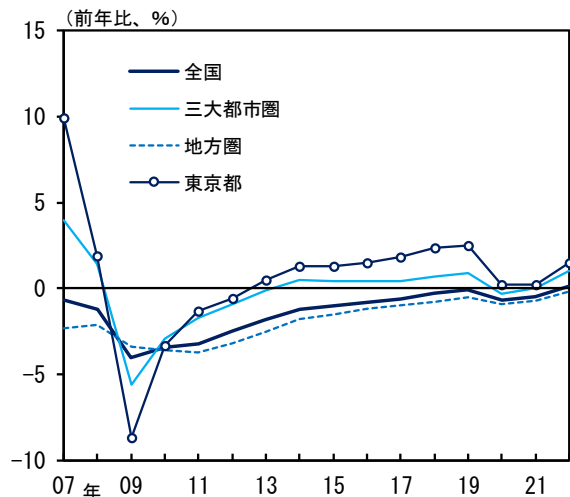


(地価)

地価は、感染症の影響から小幅に下落したあと、足もとでは、経済の持ち直しを受けて上昇に転じている。2022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、住宅地、商業地ともに小幅のプラスに転じている（図表61、62）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏をみると、住宅地は横ばいから上昇に転じたほか、商業地は上昇幅が拡大した。地方圏では、住宅地、商業地ともに下落幅が縮小した。

以上

図表61：地価（住宅地）

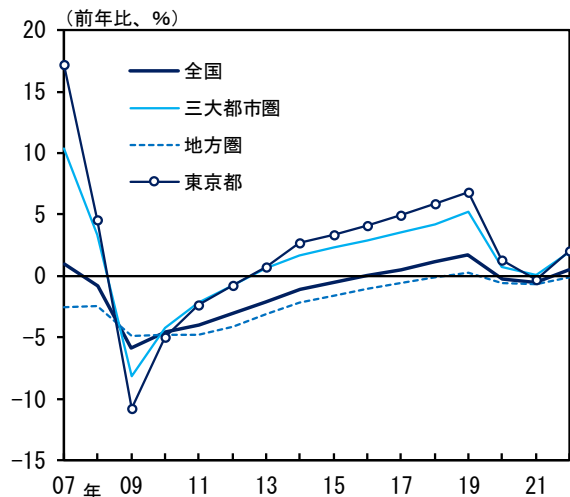


(出所) 国土交通省

(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62：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) 海外経済の減速とそれが日本経済に及ぼす影響

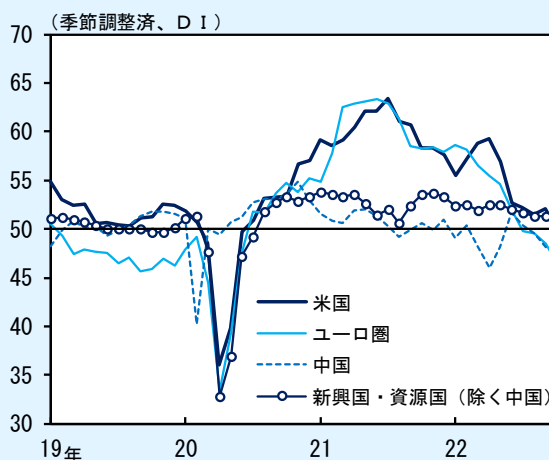
本BOXでは、海外経済減速が日本経済に及ぼす影響について整理する。

グローバルな生産活動の状況を製造業の業況感の動きから確認すると、先進国では、ユーロ圏を中心に減速の動きがみられている。新興国でも、中国では感染拡大の影響が残るもとの、輸出受注の鈍化もあって業況感の悪化がみられるほか、中国以外の新興国も、先進国や中国経済の動向を受けて、改善ペースが幾分鈍化している(図表 B1-1)。

この背景としては、ウクライナ情勢の影響もあって、多くの国・地域でエネルギーや食料品価格を中心にインフレ圧力が続いていること、また、それに伴って利上げが進められていることが挙げられる(図表 B1-2)。これらは、先進国を中心に、次第に需要や生産を下押しし、海外経済を減速させる要因となる。実際、IMFやOECDの最新の経済見通しをみても、世界経済成長率は来年にかけて低下することが見込まれている。

こうした海外経済の減速は、わが国の輸出・生産に対して下押し圧力となるが、当面の輸出・生産は、自動車や資本財を中心に増加基調をたどると見込まれる。自動車では、世界的に半導体等の部材不足から販売が抑制された状態にあり、先行き供給制約が緩和すれば、販売を後押しする方向に作用すると考えられる(図表 B1-3)。こうしたもとの、米国等では自動車在庫が低水準となっており、先行き、その復元も見込まれる(図表 B1-4)。また、資本財では、半導体製造装置を中心に受注が出荷を大幅に上回る状況が続いており、わが国企業が抱える受注残は高水準となっている(図表 B1-5)。こうした供給制約の緩和や高水準

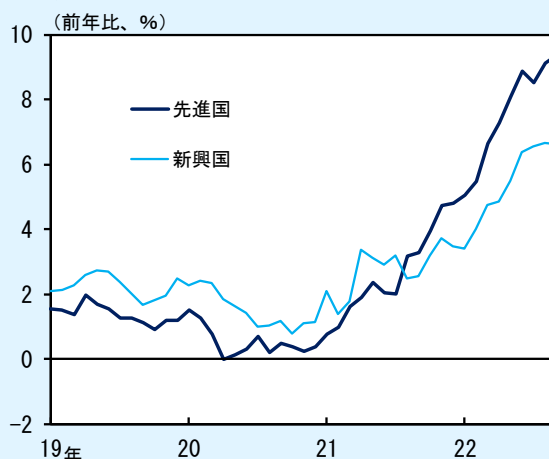
図表B1-1：製造業PMI



(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved. Haver, IMF

(注) 1. 中国は、Caixin中国PMI。
2. 新興国・資源国(除く中国)は、20か国・地域をIMF公表のGDPウエイトによって加重平均したもの。

図表B1-2：先進国・新興国のインフレ率



(出所) Haver, CEIC

(注) 先進国は、米国や欧州などの17か国における消費者物価の前年比の中央値。新興国は、中国を除くアジアやラ米の12か国・地域における消費者物価の前年比の中央値。

図表B1-3：サプライヤー納期PMI



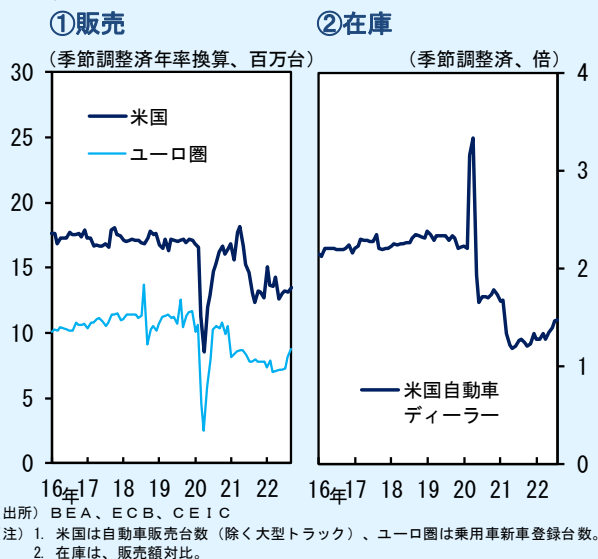
(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

(注) サプライヤー納期PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMIのサプライヤー納期指数。

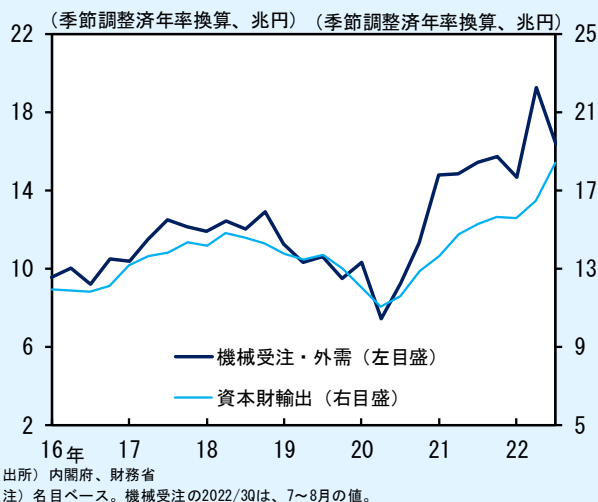
の受注残は、海外経済の減速に伴う輸出・生産への下押し圧力を緩和する方向に作用すると考えられる。

ただし、海外経済に関する不確実性はきわめて高く、当面、わが国の輸出・生産を巡るリスクは下方に厚い。海外経済の減速が強まったり、持ち直し時期が大幅に遅れたりすることがあれば、現在は堅調な自動車や資本財の輸出が受注キャンセル等を通じて急速に減少したり、一部でみられているIT関連財の調整が広範化することも考えられる。また、感染動向や地政学的リスク次第で、グローバルなサプライチェーン障害が再度強まり、輸出・生産を下押しする可能性にも、引き続き、注意が必要である。

図表B1-4：自動車のグローバル需要



図表B1-5：機械受注・外需と資本財輸出



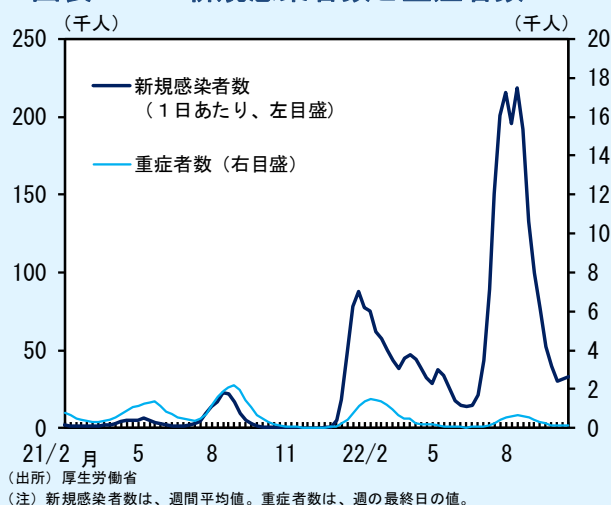
(BOX 2) 新型コロナウイルス感染症と個人消費の最近の関係

本年7月後半から8月前半にかけて、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は大幅に増加し（図表 B2-1）、旅行や外食などのサービス消費には下押し圧力が加わった。もっとも、その下押しの程度は、過去の感染拡大局面と比べれば、人出の顕著な減少がみられないもとで小幅にとどまった（図表 B2-2、前掲図表 33、34、35）。

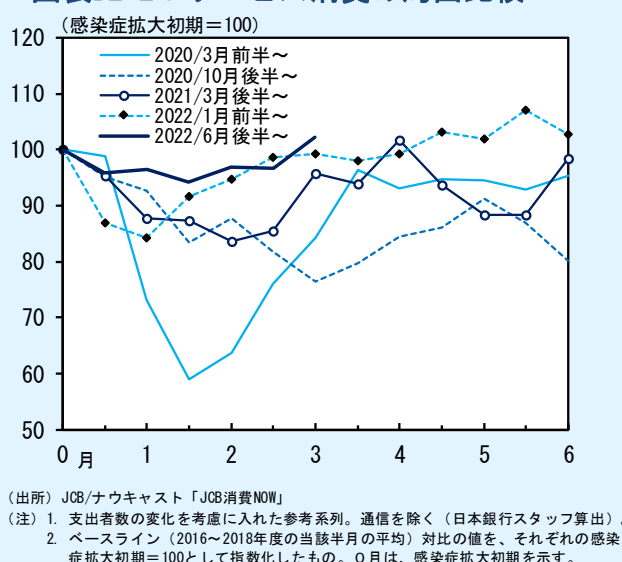
このように感染拡大下での人出や個人消費の急減を回避しつつ、8月下旬以降は、新規感染者数が減少傾向をたどっていることを踏まえると、わが国でも、感染抑制と消費活動の両立が進展していると考えられる。

先行きの個人消費を展望すると、物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立がさらに進み、雇用・所得環境も改善していくもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられて、ペントアップ需要が顕在化していくと考えられる。感染症下で控えられてきた旅行や外食などへの潜在的な需要は強いとみられ、政府による需要喚起策もこうした需要の顕在化を後押しする方向に作用するとみられる（図表 B2-3）。ただし、今後の感染症の動向次第では、高齢者を中心に感染症への警戒感が根強く残る可能性がある。さらに、最近の物価上昇も踏まえると、ペントアップ需要が顕在化する時期やその大きさを巡る不確実性が高い点には留意する必要がある。

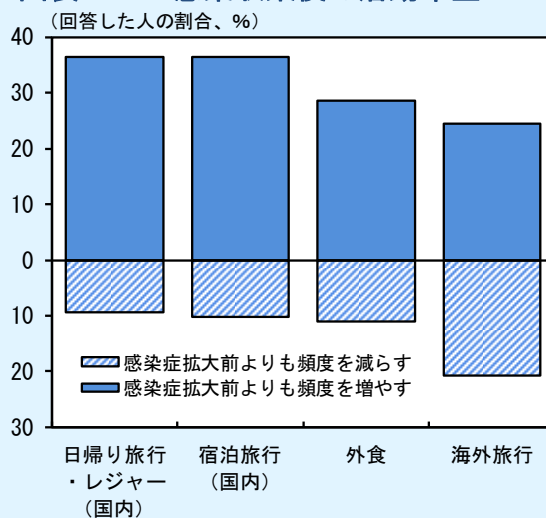
図表B2-1：新規感染者数と重症者数



図表B2-2：サービス消費の局面比較



図表B2-3：感染収束後の活動希望



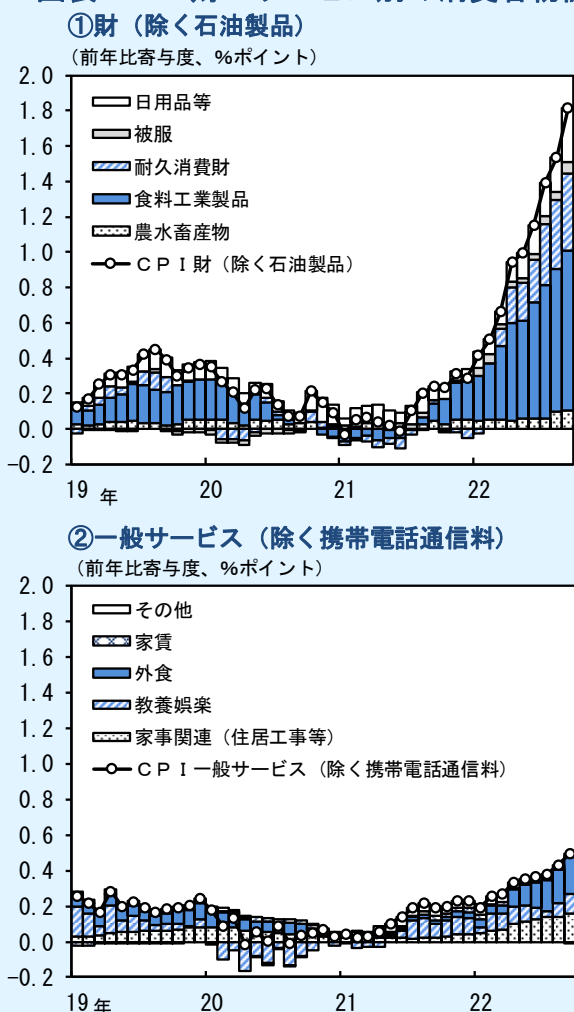
(BOX 3) 企業の価格設定スタンスの動向

消費者物価の現状を確認すると、財・サービスともに前年比プラス幅が拡大しており、刈込平均値や上昇・下落品目比率も 1990 年代前半以来の水準まで上昇している。こうした最近の物価上昇には、資源高や為替円安による輸入物価上昇を起点としたコストプッシュ圧力の高まりが、強く影響している。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の内訳を確認すると、財では食料工業製品に加え輸入比率の高い耐久消費財で大きく上昇しているほか、サービスでもコストに占める材料費のウエイトが高い外食や家事関連サービス（住居工事等）で高い上昇率が続いている（図表 B3-1）。

企業が原材料コスト等の上昇を販売価格に反映する動きには、足もと、強まりや広がりがみられている。品目別の価格変動分布をみても、ゼロ% 近傍の「山」が一番高い状況は続いているが、右方（物価上昇方向）の裾野は明確に広がっている（図表 B3-2）。以下では、こうした点について、短観の個票データを用いて、企業の価格設定スタンスを子細に確認する。

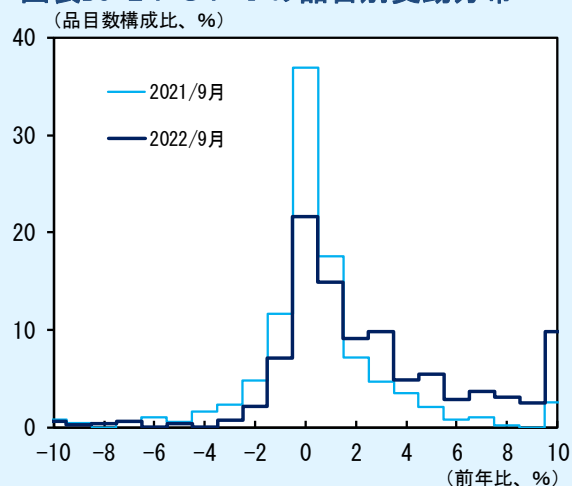
まず、短観の消費関連業種の販売価格判断 D I を、業種別（スーパー・コンビニ等）と企業規模別のより詳細な 37 分類に細分化して再集計すると、9 月短観では、全ての分類で同 D I がゼロ以上となった（図表 B3-3）。2008 年頃の物価上昇局面では、同 D I が「下落」超となっていた分類がかなり存在していたことと比べても、足もと値上げの動きが業種や企業規模を問わず広がっているといえる。次に、短観の個票から、「販売価格判断の変更に慎重な企業」の同 D I を集計すると、今次局面では、こうした先でも上昇が顕著であり、従来、販売価格の変更に慎重だった先でも、値上

図表B3-1：財・サービス別の消費者物価



（出所）総務省
（注）CPI（除く生鮮・エネルギー）に対する寄与度。消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B3-2：CPIの品目別変動分布



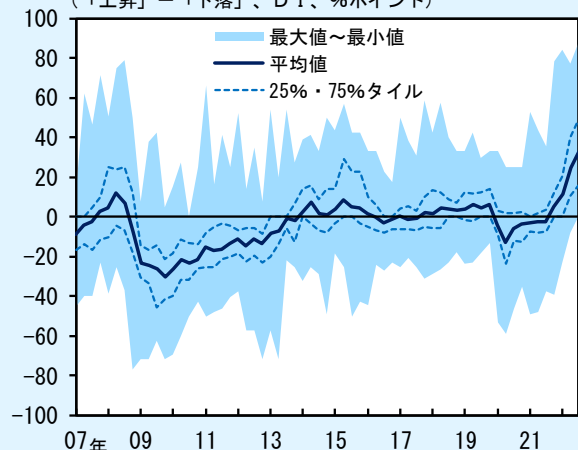
（出所）総務省
（注）1. Go To トラベルの影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。生鮮・エネルギーを除くベース。
2. 左端は-9.5%未満の品目、右端は+9.5%以上の品目を含む。

げに踏み切っていることが確認できる（図表 B3-4）。

個別の企業は、価格設定スタンスを変化させる際には、競合他社の行動も意識しているとみられる。この点、各企業について、前期の競合先の販売価格の設定状況²⁰と、そのもとでの当期の自社の価格転嫁状況²¹との関係を見ると、仕入価格の上昇局面では、競合先の値上げが広がるにつれて、コスト転嫁を進める先が非線形的に増加する関係性が窺える。足もとでも同様の関係はみられており、競合先の多くが値上げに踏み切っていることが、企業が仕入価格上昇を販売価格に転嫁する傾向を強める方向に作用していることが示唆される（図表 B3-5）。

以上のように、競合先の動向も眺めつつ、企業が原材料コストの上昇を販売価格に転嫁する傾向を強めている基本的な背景としては、前回展望レポートで指摘したように²²、①最近のコストプッシュ圧力が過去対比大きいこと、②足もとの景気局面が感染症による大幅な落ち込みからの回復過程にあること、③一部の財では、グローバルな需要急拡大やサプライチェーン障害の影響もあって、製商品レベルでみた需給がタイトになっていること、があると考えられる。

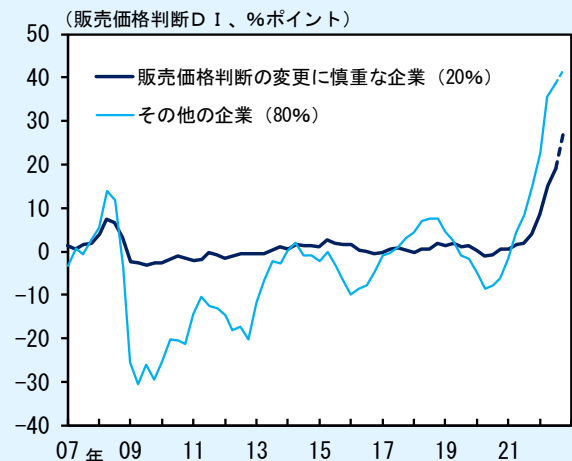
図表B3-3：個人消費関連の販売価格判断D I
（「上昇」－「下落」、D I、%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）短観ベース。個人消費関連企業（小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービス）を、詳細な業種別・規模別で計37分類に細分化し、販売価格判断D Iを再集計したもの。

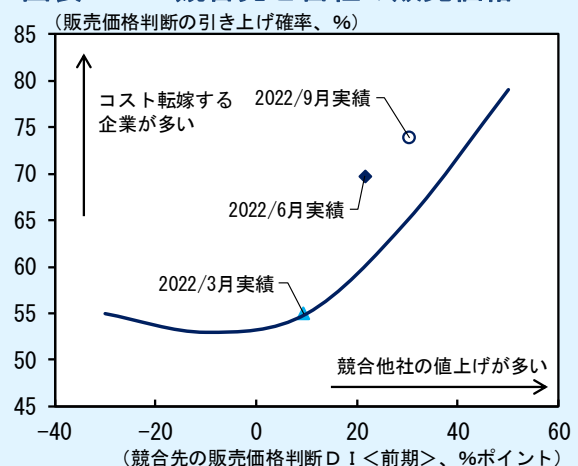
図表B3-4：販売価格設定スタンスの変化
（販売価格判断D I、%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）短観ベース（全産業全規模）。「販売価格判断の変更に慎重な企業」は、1991～2019年の約95%以上の期間において、販売価格判断を「もちあい」と回答した先。点線は、2022/9月調査における予測値。

図表B3-5：競合先と自社の販売価格
（販売価格判断の引き上げ確率、%）



（出所）日本銀行

（注）1. 短観ベース。分析対象は、1991～2022年の小売業（10業種）。
2. 「競合先の販売価格判断D I」は、同一業種に属する自社以外の企業を競合先と定義し、これらのD Iを計算したもの。
3. 「販売価格判断の引き上げ確率」は、当期に仕入価格判断を引き上げた企業のうち同時期に販売価格判断を引き上げた企業の割合を計算。図中ではD Iの水準毎に引き上げ確率の中央値を算出し、それを近似線でつないだものを表示している。

²⁰ 図表 B3-5 の横軸に相当。

²¹ 図表 B3-5 の縦軸に相当。

²² 詳細は、2022年7月展望レポートのBOX3を参照。

