

2019年10月31日  
日 本 銀 行

「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価  
【背景説明資料\*】

(資料1) 海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れる背景

(資料2) 財別にみた輸出動向

(資料3) 輸出環境とそのリスク評価

(資料4) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力(1):  
機械・ソフトウェア投資と研究開発投資

(資料5) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力(2):  
建設投資

(資料6) 消費税率引き上げ前の家計支出の動向

(資料7) 予想物価上昇率の動向

---

\* 10月30日、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価を決定する際の、背景となる一連の分析を取りまとめたものである。なお、本背景説明資料は、「経済・物価情勢の展望」全文(11月1日14時公表)に、BOXとして掲載することを予定している。

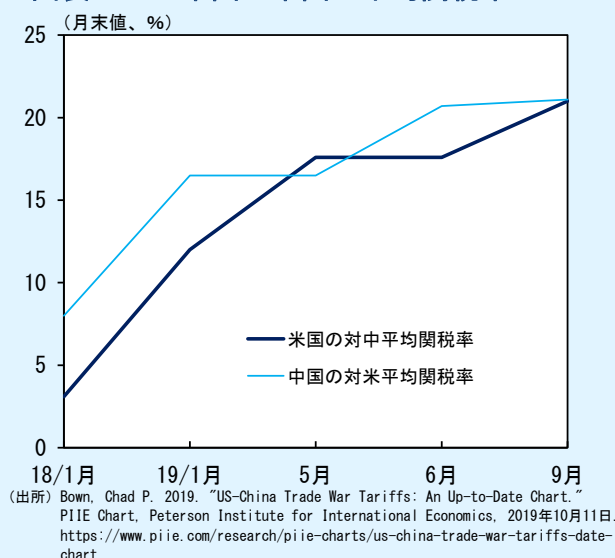
## (資料1) 海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れる背景

今回の展望レポートの中心的な見通しでは、海外経済について、減速の動きが続いたあと、成長ペースが持ち直していくとみている。もっとも、前回の展望レポートの時点と比べて、持ち直しの時期は遅れると想定している。この背景には、①米中貿易摩擦の拡大・長期化による影響、②中国の財政政策が効果発現にやや時間を要していること、などが挙げられる。

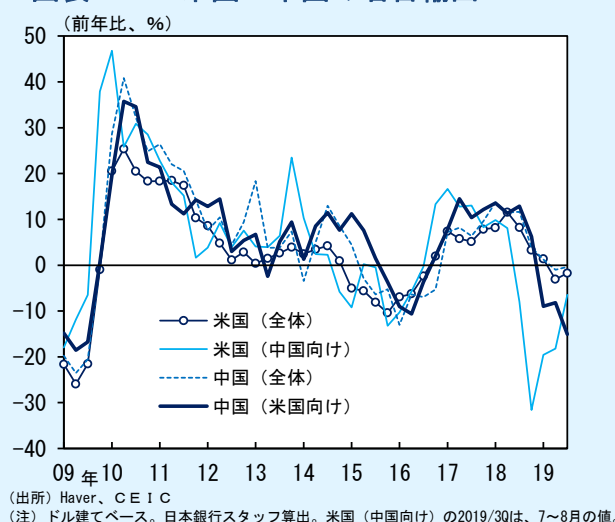
米中貿易摩擦については、米中双方が追加関税の規模を段階的に上げてきており、拡大・長期化の様相を呈している(図表B1-1)。こうしたもとで、米国および中国では、貿易活動が、両国間での縮小を背景に、横ばい圏内の動きにとどまっている(図表B1-2)。また、通商政策などを巡る不確実性が高まるなか、製造業の業況感は悪化しており、設備投資も弱めの動きとなっている(図表B1-3、B1-4)。このような米中貿易摩擦による製造業への影響については、前回の展望レポートでもグローバルな現象として指摘した。米中貿易摩擦の拡大・長期化は、景気の下押し圧力として、これまでの想定以上に長く作用し、海外経済が持ち直す時期を後ずれさせるとみられる。

中国の財政政策については、当局は、米中貿易摩擦など景気下押し圧力の緩和に向け、本年入り後から、拡張的な政策対応を実施してきている。主な施策としては、減税など企業負担の軽減策や、インフラ投資の拡大などが挙げられる。企業負担軽減策は、製造業の設備投資を後押しすると見込まれる。もっとも、上述した不確実性の高まりなどを背景に、これまでのところ、設備投資が弱めの動きを示すなど、その効果は限定的なものにとどまっている。インフラ投資については、同投資

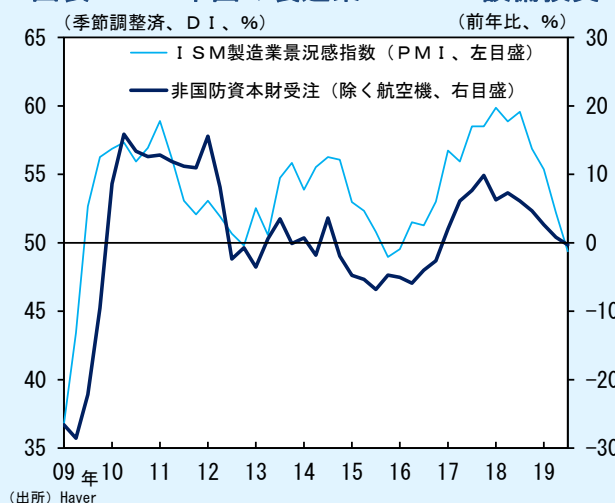
図表B1-1：米国・中国の平均関税率



図表B1-2：米国・中国の名目輸出



図表B1-3：米国の製造業PMI・設備投資



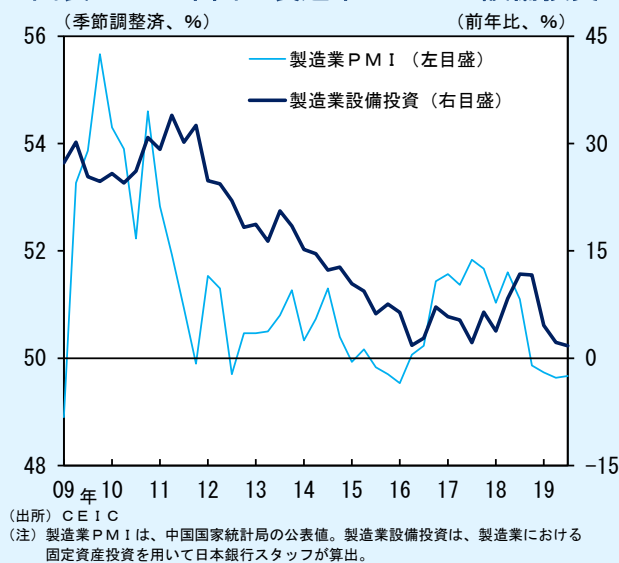
プロジェクトの資本金に充てられてきたとみられる地方政府の土地所有権の譲渡収入が、債務抑制や不動産価格の安定を重視する中央政府の姿勢を背景に、落ち込んでいる（図表 B1-5）。同じくインフラ投資の資金調達手段である地方専項債の発行は増加しているが、投資プロジェクトの資本金としての活用が制限されるなど、資金使途に制約があるため、必ずしもインフラ投資の伸び率の拡大につながっていない（図表 B1-6）。

このように、中国における拡張的な財政政策の効果は、その発現にやや遅れがみられているものの、先行き、次第に現れてくるとみている。足もとでは、中央政府が、資本金としての活用を部分的に許可するなど、地方専項債に係る制約を緩和している。また、不確実性の高まりなどを背景に、製造業で設備投資に対する姿勢が慎重化するなか、金融政策でも、預金準備率の引き下げや、銀行が貸出の際に参照する金利（ローン・プライム・レート）の見直しなど、製造業への貸出の増加に向けた施策が段階的に実施されている。

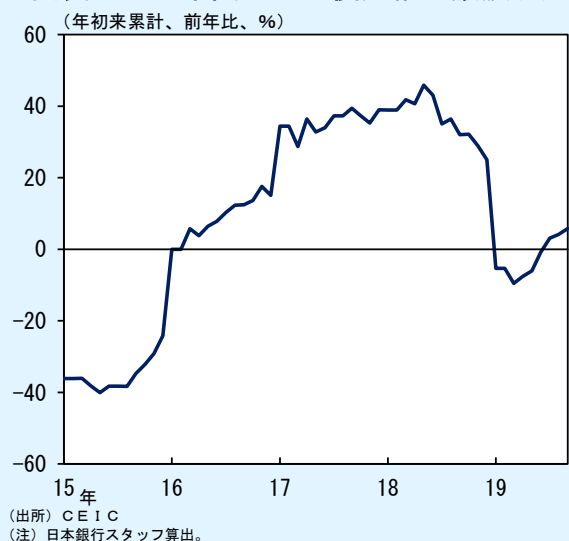
さらに、中国以外の国・地域におけるマクロ経済政策の効果発現や、IT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に、海外経済は、成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくと予想される。

ただし、米中貿易摩擦のさらなる拡大・長期化の下振れリスクについては、米中をはじめ海外経済にこれまで以上の影響を及ぼすと考えられるため、今後も、注意深く点検していく必要がある。

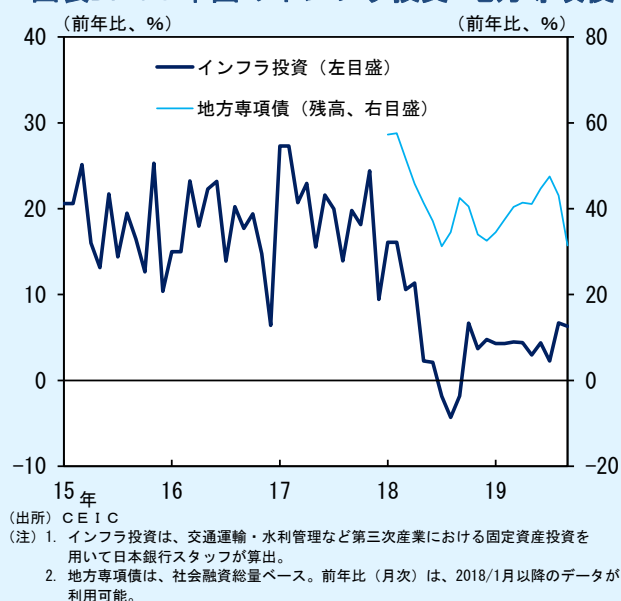
図表B1-4：中国の製造業PMI・設備投資



図表B1-5：中国の土地所有権の譲渡収入



図表B1-6：中国のインフラ投資・地方専項債



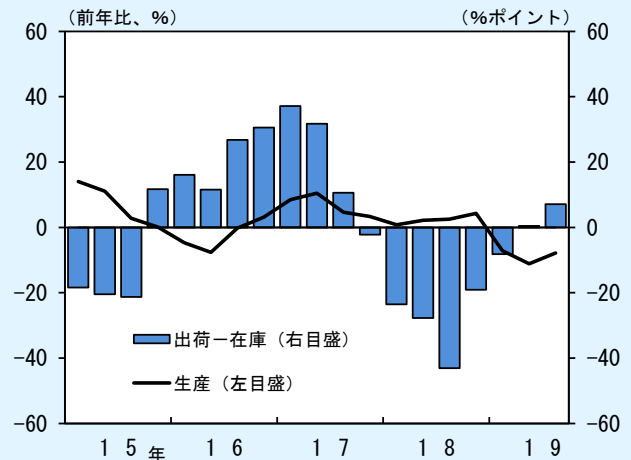
## (資料2) 財別にみた輸出動向

資料2では、輸出の現状と先行きについて、①情報関連、②資本財、③自動車関連、の財別に分けて、考え方を整理する。

わが国の情報関連輸出は、2018年後半以降、グローバルなITサイクルの悪化を受けて、減少傾向を続けてきた。もっとも、足もとでは、在庫調整の進捗を背景に、グローバルなITサイクルは下げ止まりつつあるとみられ、わが国の情報関連輸出も2019年4～6月以降、小幅ながら増加に転じている。わが国の電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスをみても、在庫削減局面は概ね終了しており、出荷の増加が生産の増加に結び付きやすい状態となっている(図表B2-1)。ITサイクルは、過去の平均的なパターンによれば、ピークから5～6四半期程度で下げ止まり、調整局面が終了している<sup>1</sup>。直近のITサイクルのピークは、2018年4～6月頃であるため、足もとにかけてITサイクルが下げ止まりつつある姿は、過去のパターンと整合的と考えられる(図表B2-2)。先行きについては、マイクロ情報なども踏まえると、年末にかけて、ITサイクルが徐々に上昇局面に移行していくなかで、わが国の情報関連輸出も、スマートフォン向けやデータセンター向けを中心に持ち直すと思われる。2020年入り後は、5G通信関連需要の本格化も予想されるため、情報関連輸出はしっかりとした増加基調に復していくと考えられる。

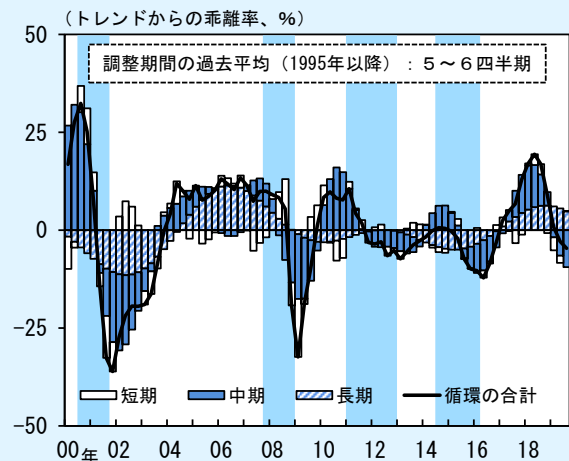
次に、資本財輸出をみると、中国およびその周辺国の設備投資に減速感がみられるなかで、弱めの動きとなっている。グローバルな経済政策不確実性指数は、米中貿易摩擦の拡大・長期化に伴う

図表B2-1：IT関連の出荷・在庫バランス



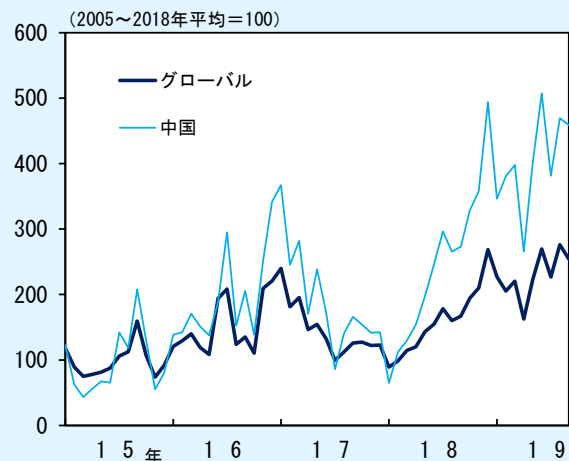
(出所) 経済産業省  
 (注) 1. IT関連は、電子部品・デバイス。  
 2. 生産と出荷の2019/3Qは、7～8月の値。在庫の2019/3Qは、8月の値。

図表B2-2：世界半導体出荷額の周波数分解



(注) 1. 推計期間は、1995/1Q～2019/3Q。2019/3Qは、7～8月の値。  
 2. シャドローは、ITサイクルの調整期間。調整期間は、循環の合計がゼロを跨いだ時点の直前の山から谷の1四半期前までとした。  
 3. WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表B2-3：経済政策不確実性指数



(出所) Baker, Scott, Nicholas Bloom, Steven J. Davis and Sophie Wang 2013. "Economic Policy Uncertainty in China." <http://www.policyuncertainty.com>  
 (注) グローバルは、世界20か国の経済政策不確実性指数をPPPウエイトで加重平均したもの。

<sup>1</sup> 詳しくは、2019年4月展望レポートのBOX4を参照。

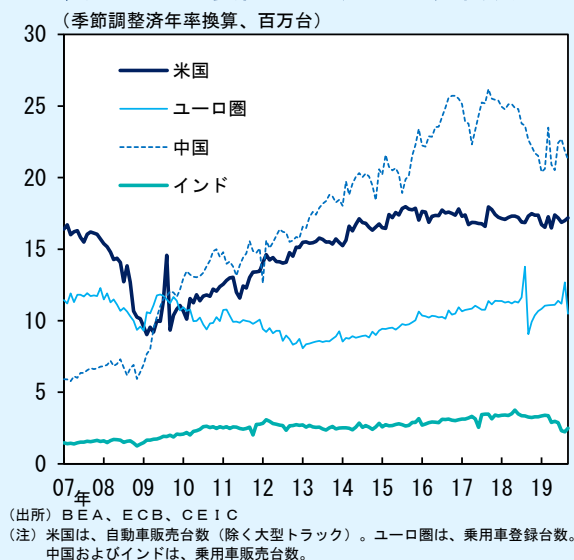
不確実性の高まりを背景に、このところ中国を中心に大きく水準が切り上がっている(図表 B2-3)。こうした不確実性の上昇は、中国をサプライチェーンに組み込んでいる企業を中心に設備投資を先送りする動きにつながっており、これが最近の資本財の世界貿易量の減速をもたらしていると思われる。先行きについても、わが国資本財輸出の先行指標である機械受注・外需の減少傾向が続いていることを踏まえると、当面は、弱めの動きを続ける可能性が高い(図表 B2-4)。やや長い目でみれば、保護主義的な動きの一段の高まりが回避され、グローバルな不確実性も低下傾向をたどるとして、資本財の貿易量は徐々に回復に向かい、わが国の資本財輸出も緩やかな増加基調に復していくと考えられる。もっとも、こうした見通しを巡っては、米中間の通商交渉の帰趨次第で、下振れリスクは大きい。

この間、わが国の自動車関連輸出は、高付加価値化や環境性能の高さなどを背景に増加を続けてきたが、足もとでは、グローバルな自動車販売の減少が影響し、弱含みに転じている。グローバルな自動車販売は、①法人需要の弱さや②一部新興国の金融環境の引き締め、③環境規制の厳格化などから、新興国を中心に弱めの動きとなっている(図表 B2-5)。自動車関連輸出の内訳をみると、これまで堅調に推移してきた先進国向けの完成車が、米国における日系メーカーの在庫調整の動きから、頭打ち感が強まっているうえ、自動車部品も、2018 年末以降、景気減速や環境規制の影響を受けた中国向けを中心に、減少を続けている(図表 B2-6)。先行きも、わが国の自動車関連輸出は、当面、減少傾向をたどるとみられるが、その後は、グローバルな設備投資の回復に伴い法人需要が持ち直すなかで、環境規制への対応も徐々に進捗することから、次第に回復に向かうと見込まれる。

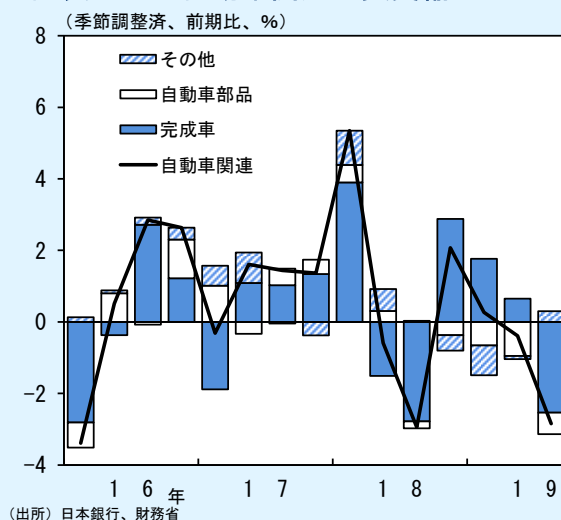
図表B2-4：機械受注（外需）と資本財輸出



図表B2-5：主要国・地域の自動車販売



図表B2-6：自動車関連の実質輸出



### (資料3) 輸出環境とそのリスク評価

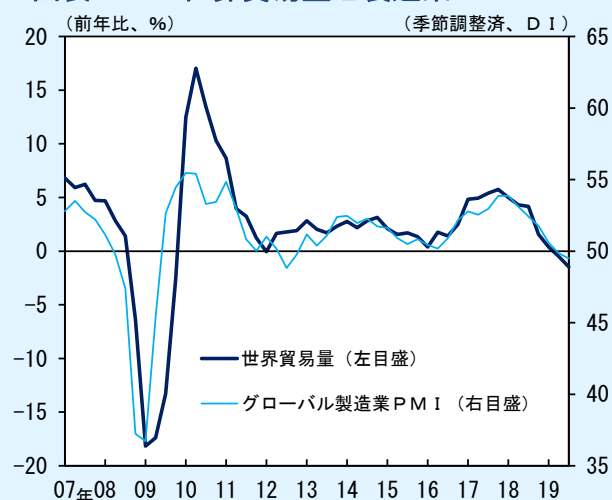
今回の展望レポートの中心的な見通しでは、海外経済の成長ペースが持ち直す時期は、従来の見通しから後ずれすると想定している。これに伴い、わが国輸出が、弱めの動きを脱し、増加基調に復する時期も後ずれするとみられるが、総じて海外経済の緩やかな成長が維持されるもとの、輸出の底割れは回避されると見込んでいる。資料3では、こうした輸出見通しを巡るリスクについて定量的に点検しておく。

2018年後半以降、中国をはじめとする新興国の設備投資の減速や、ITサイクルの悪化などを背景に、グローバルな製造業の業況感や生産・貿易活動は、アジア地域を中心に弱めの動きとなっている。こうしたもとの、世界貿易量の水準は概ね横ばいで推移しており、前年比は、足もとではゼロ%程度まで落ち込んでいる(図表B3-1)。先行きの世界貿易量は、暫くの間、低迷を続けるとみられるが、その後は、徐々に伸びを高め、世界経済成長率並みに復していく姿を想定している。

こうした世界貿易量の見通しは、「海外経済全体について、製造業の業況感や生産・貿易活動の悪化が、非製造業に大きく波及せず、全体として、一段の減速が回避される」ことを前提としている。この点、新興国も含めグローバルにみて、総じて緩和的な金融環境が維持されていることは、各国で国内需要を下支えし、外需の弱さの悪影響を和らげるうえで重要な役割を果たしていると考えられる。

一方、資料1で概観したとおり、米中貿易摩擦は拡大・長期化の様相を呈しているほか、中国における財政政策の効果発現も遅れているため、当面は、海外経済の一段の減速に伴い、輸出が下振

図表B3-1：世界貿易量と製造業PMI



(出所) オランダ経済政策分析局、IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)  
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2019/3Qは、7~8月の値。  
2. グローバル製造業PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。

れるリスクを意識しておく必要がある。こうしたリスクの大きさについて、わが国輸出の早期警戒指標である「SCOPE」(Surveillance Indices for Critical Overseas Perils to Exports)で確認すると(図表B3-2)<sup>2</sup>、輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、9月は、全18指標のうち7指標と、4割程度にまで増加している(図表B3-3)。前回の展望レポートの公表以降の動きをみると、既に悪化シグナルを発していた、①グローバル製造業PMI：新規輸出受注指数、②OECD製造業景況感指数、③WSTS世界半導体出荷額、④世界自動車販売台数、⑤日本製造業PMI：新規輸出受注指数の5指標に加えて、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国経済の減速の影響などから、足もとでは、⑥ISM製造業景況感指数：新規輸出受注指数と⑦中国金属加工機械生産台数も、追加的に悪化シグナルを発している。この輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、過去に輸出が大きく減少した4つの局面——実質輸出が一定の期間にわたって1標準偏差を超えてトレンドから下方に乖離した局面：①アジア通貨危機時、②ITバブル崩壊時、③リーマン・ショック時、④欧州債務危機時——と比べれば、なお少ない状態が維持されている(図表B3-4)。ただし、2015年後半～2016年前半の所謂「チャイナ・ショック」の時期を明確に上回ってきており、輸出下振れのリスクは高まりつつあると評価される。

こうした輸出の下振れリスクを定量的に評価するため、上記のSCOPEのシグナル発生割合を説明変数として分位点回帰を行い、3か月先のわが国輸出の伸び率の確率分布(Exports at Risk)を推計した(図表B3-5①)。これは、統計学的に

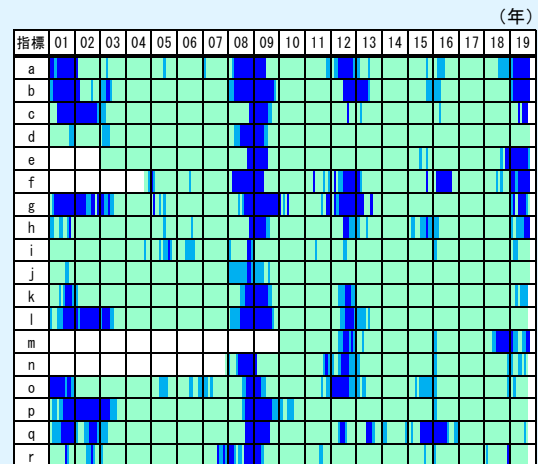
<sup>2</sup> SCOPEの詳細については、2019年1月展望レポートのBOX1を参照。

図表B3-2：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 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 フライデー・ワイルド連銀製造業景況感指数：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。日本製造業PMIは、じぶん銀行日本製造業PMI。

図表B3-3：SCOPE



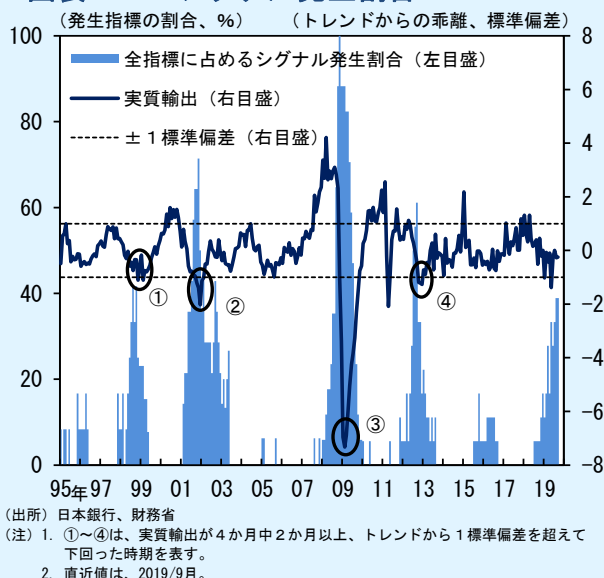
(出所) Haver、Bloomberg、内閣府、WSTS、Wards Intelligence、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)

(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。

例えば、「SCOPEのシグナル発生割合を所与とした時の、3か月先の輸出の伸び率に関する条件付き確率分布」を計測することを意味している。推計結果をみると、足もとの分布は、欧州債務危機時ほどではないが、1年前やチャイナ・ショック時と比べ、下方の裾野が厚くなっていることが確認できる（図表B3-5②）。

このように、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国をはじめとする新興国・資源国経済の減速の動きを背景に、グローバルな製造業の生産・貿易活動が減速するもて、わが国輸出の下振れリスクは高まりつつある。こうした状況において、仮に、過去4回の輸出の急減局面でみられたように、株価の大幅な下落や信用リスクプレミアムの上昇など金融環境の引き締まりが追加的に生じる場合には、輸出が大幅に減少するリスクが一段と高まる可能性もあるため、注意が必要である。

図表B3-4：シグナル発生割合

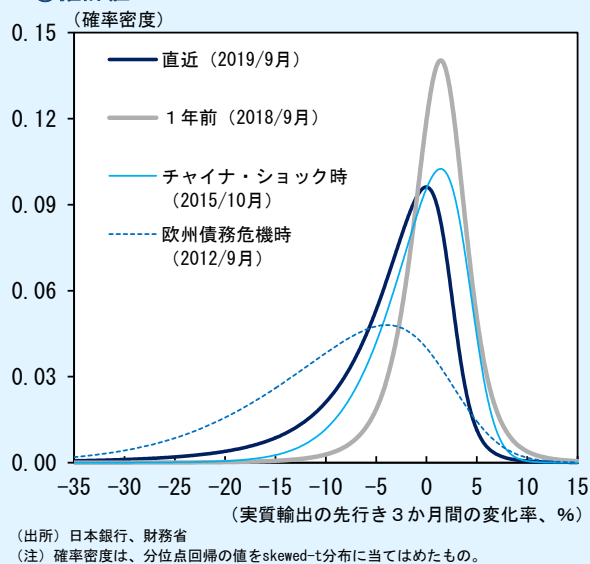


図表B3-5：Exports at Risk

①推計の概要

- (分位点回帰)
- ・被説明変数：実質輸出の先行き3か月間の変化率
  - ・説明変数：1. 当月のシグナル発生割合（前月までの半年間の最高値未満の場合は0とする）  
2. 実質輸出の過去3か月間の変化率  
3. 定数項

②推計値





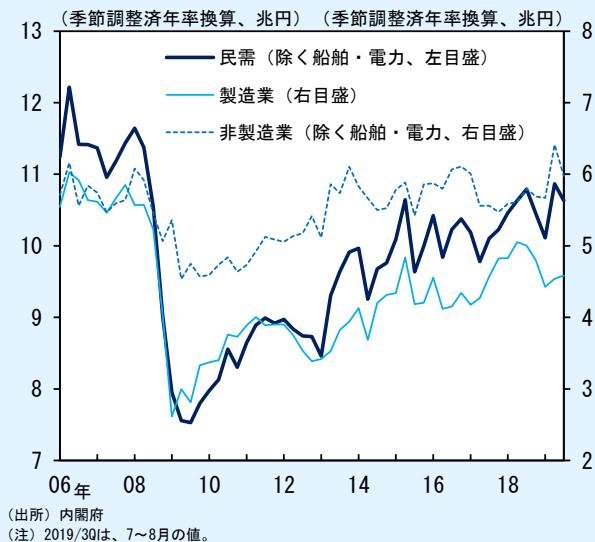
**(資料4) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力(1) :**  
**機械・ソフトウェア投資と研究開発投資**

海外経済の減速の影響は、輸出面に加え、製造業の業況感や企業収益にも表れているが、設備投資は全体として増加基調を維持している。以下、2つの資料では、海外経済の減速にもかかわらず設備投資がこれまでのところ底堅さを維持している背景について、設備投資を形態別に分けて考察する。資料4では、まず、機械・ソフトウェア投資と研究開発(R&D)投資を取り上げる。

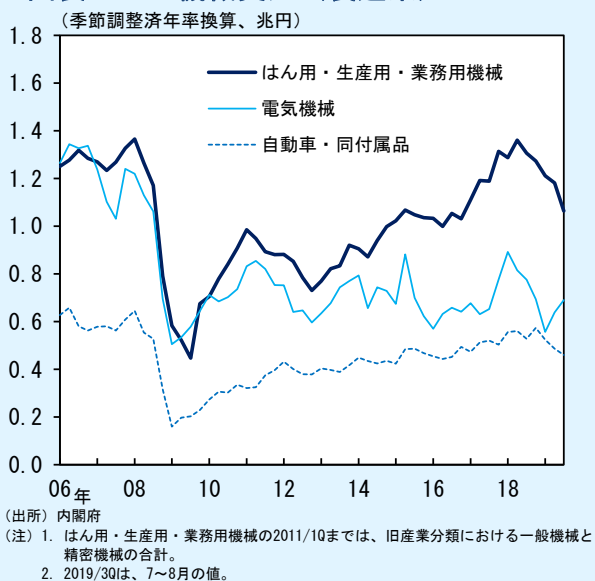
機械投資について、先行指標である機械受注をみると、製造業はこのところ弱めの動きを続けている(図表B4-1)。業種別にみると、はん用・生産用・業務用機械が、資本財輸出の弱さを反映して、はっきりと減少している(図表B4-2)。電気機械も、足もとでは幾分持ち直しているが、やや長い目でみれば、低水準で推移している。自動車・同付属品は、緩やかな増加基調をたどってきたが、足もとでは工作機械を中心に弱含んでいる。製造業の機械投資は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるもとの、暫くの間、弱めの動きを続ける可能性が高い。

一方、非製造業の機械受注は、振れを伴いつつも、堅調さを維持している。業種別にみると、運輸業・郵便業や建設業では、人手不足に対応した効率化・省力化ニーズの強さを反映して、産業機械(運搬機械等)や電子・通信機械(コンピュータ等)を中心に、このところ増勢を強めている(図表B4-3)。効率化・省力化ニーズの強さは、非製造業のソフトウェア投資の増加にもつながっている。短観のソフトウェア投資をみると、労働集約的で人手不足がビジネスの制約になりやすい小売や宿泊・飲食サービス、建設等を中心に、近年は

**図表B4-1 : 機械受注**



**図表B4-2 : 機械受注(製造業)**



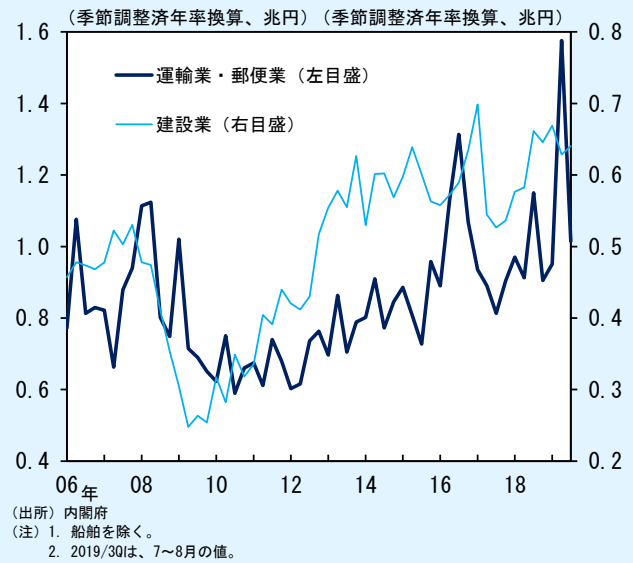
つきりと増加している（図表 B4-4）。2019 年度についても、消費税率引き上げに伴う複数税率やキャッシュレス決済導入への対応もあって、堅調な増加が続く計画となっている。

この間、成長分野に対する研究開発投資は、増加傾向が続いている（図表 B4-5）。日本政策投資銀行の調査を業種別にみると、2019 年度は、全体の4割以上を占める輸送用機械が、グローバルな自動車販売の減少にもかかわらず、運転支援・自動運転機能、電動化など将来に向けた先端技術開発を目的に、増勢を維持する計画となっている。輸送用機械に次いでウエイトの大きい化学も、自動車・エレクトロニクス分野での新素材開発や医薬品・バイオ関連の開発案件を中心に、大きく増加する計画となっている。

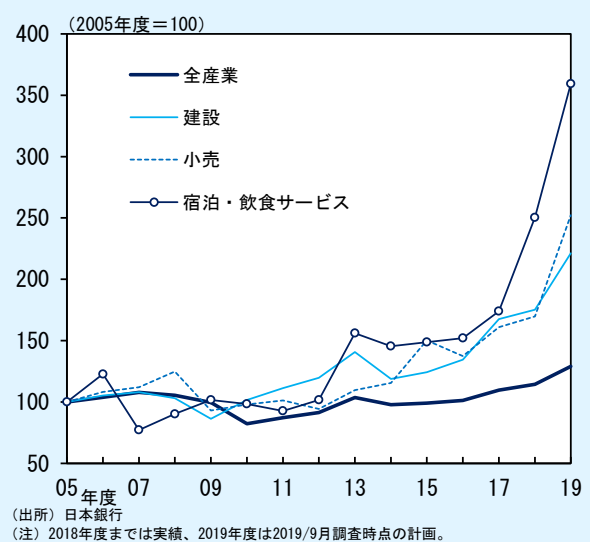
以上のような人手不足に対応した効率化・省力化を目的とする機械・ソフトウェア投資や成長分野に対する研究開発投資は、海外経済の変動などの短期的な景気動向に左右されにくく、設備投資全体を下支えする役割を果たしているとみられる。やや長い目でみれば、これらの投資は、資本装備率の上昇による労働生産性の向上や、新製品開発等による全要素生産性の上昇などを通じて、潜在成長率の押し上げにもつながっていくと考えられる。

ただし、海外経済の減速がさらに長期化したり、海外経済の成長率が一段と落ち込んだりした場合には、企業の業況感や収益のさらなる悪化を通じて、企業の投資スタンスが慎重化する可能性があることには、注意しておく必要がある。

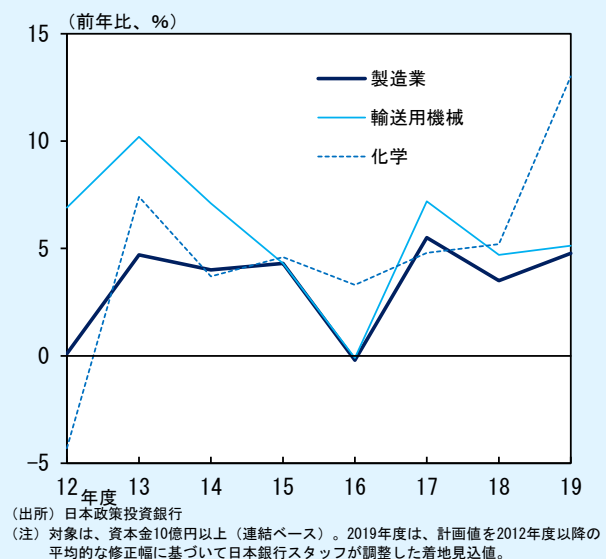
図表B4-3：機械受注（非製造業）



図表B4-4：ソフトウェア投資額（短観）



図表B4-5：研究開発費



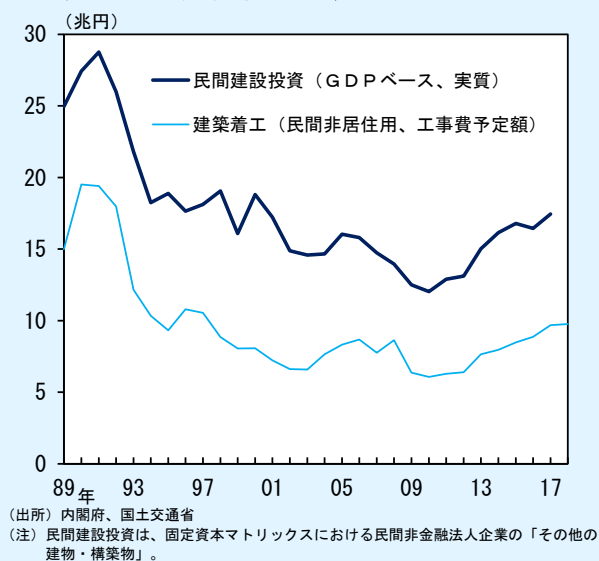
## (資料5) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力(2) : 建設投資

資料5では、このところ堅調な増加を続けている建設投資に焦点を当てる。

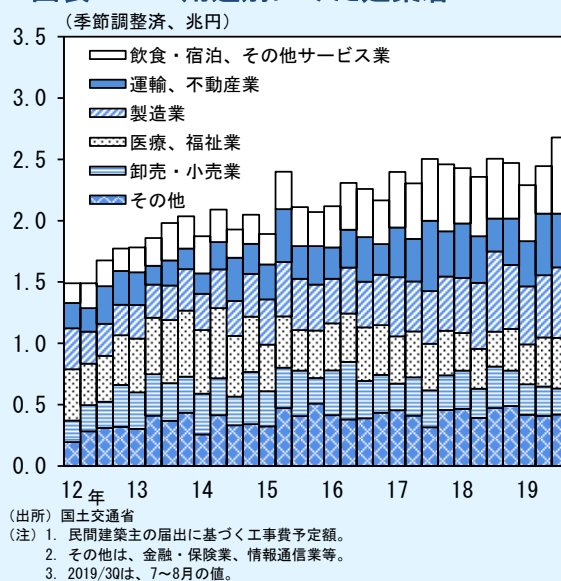
民間建設投資の長期的な推移をみると、1980年代後半～1990年代初のバブル期にかけて大きく盛り上がったあと、リーマン・ショック頃まで長期的な減少トレンドをたどってきた(図表B5-1)。その後、民間建設投資は、既存建築物の老朽化や震災発生に伴う建て替え需要の高まりもあって、2010年代初頭をボトムに、緩やかな上昇トレンドに転じ、足もとまで増勢を維持している。先行指標である建築着工(民間非居住用、工事費予定額)をみても、2018年頃まで押し上げ要因となっていたオリンピック関連需要が一巡したあとも、増加傾向が続いている(図表B5-2)。こうしたなか、建設業者の受注残に相当する「手持ち工事高(民間非居住用建築)」は、受注の増加に加え、人手不足や供給制約に伴う工事進捗の遅れもあって、歴史的な高水準に積み上がっている(図表B5-3)。さらに、各種のミクロ情報によれば、今後1～2年以内に着工段階に入る予定ながら、現時点で建築着工統計に計上されていない東京都心を中心とする大型再開発案件も少なくないとみられる。以上を踏まえると、人手不足の影響から建設工事が従来対比ゆっくりと進捗していくも、先行きの建設投資は、緩やかながらも息の長い増加傾向を維持する可能性が高いとみられる。

このように、民間建設投資が近年、堅調に推移している背景には、①オフィスの空室率が既往ボトム圏内まで低下するなど(図表B5-4)、安全・防災対策のしっかりした都市部の高機能オフィスに対する需要が高まっていることや、②長期的に

図表B5-1 : 建設投資の長期時系列



図表B5-2 : 用途別にみた建築着工



インバウンド需要の堅調な増加が見込まれるなか、訪日客の取り込みなどを目的とした投資需要が強まっていること、さらには、③きわめて緩和的な金融環境が長期間にわたり続くもとで、支払金利が低下していること（図表 B5-5）、などが複合的に作用しているとみられる。

建築着工を用途別にみると（前掲図表 B5-2）、運輸・不動産業は、電子商取引の拡大を背景とした物流施設の整備に加え、鉄道の高速化や空港施設の拡充、国際ビジネス拠点や大型複合施設などの都心部開発といった案件を中心に、増加傾向にある。また、飲食・宿泊やその他サービス業も、堅調なインバウンド需要の取り込みを目的とした商業施設やテーマパーク、ホテルの建設案件を中心に、このところ増勢が強まっている。この間、製造業も、一部にみられる国内への生産回帰の動きに加えて、最先端技術の開発や高付加価値な新製品の製造を目的とした工場の新設需要に支えられて、着実な増加傾向を続けている。

こうした建設投資の増加は、先行きも、製造業における機械投資の減少の影響をある程度相殺し、設備投資全体を下支えする役割を果たしていくと予想される。

図表B5-3：非居住用建築の手持ち工事高

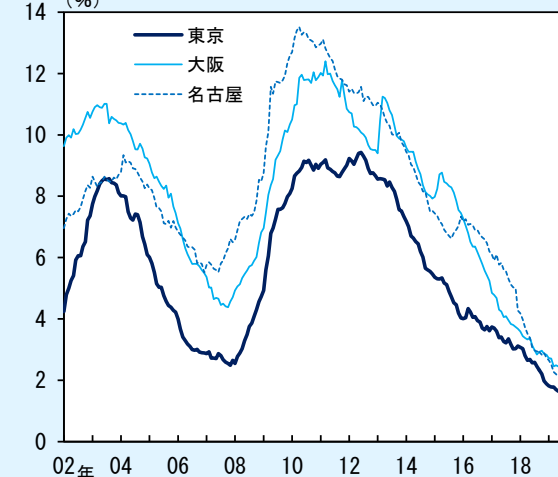
（季節調整済、兆円）



（出所）国土交通省  
（注）1. 民間建築主の届出に基づく工事費額ベース。  
2. 2019/3Qは、7～8月の値。

図表B5-4：オフィス需要の動向（空室率）

（%）



（出所）三鬼商事

図表B5-5：不動産・建設業の資金調達環境

（季節調整済年率換算、%）



（出所）財務省  
（注）1. 法人季報ベース（大企業）。  
2. 有利子負債＝金融機関借入金＋その他の借入金＋社債

## (資料6) 消費税率引き上げ前の家計支出の動向

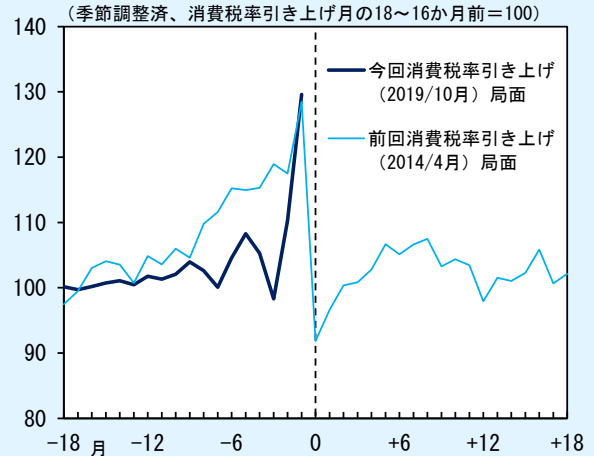
消費税率引き上げは、①税率引き上げ前は、家計支出を中心とする需要増加を通じて、成長率の押し上げ要因となる一方、②税率引き上げ後は、それまでの需要増の反動減と、物価上昇に伴う家計の実質可処分所得の減少を通じて、成長率を押し下げる要因となる。資料6では、2019年10月に実施された消費税率引き上げの影響に関し、①耐久財消費、②非耐久財消費、③住宅着工について、2014年4月の前回増税時と比較しながら、税率引き上げ前の需要変動の状況を点検する。

まず、耐久財全体の動きをみると、前回増税時との対比では、需要の盛り上がりは、税率引き上げ直前の9月に集中しており、それ以前の数か月も含めてみると限定的となっている(図表B6-1①)。より仔細にみると、自動車販売は、このところ増勢が強まっているが、前回増税時と比べると、今回の需要増は抑制されている(図表B6-1②)。自動車の需要増が小幅にとどまった背景には、①自動車取得税の廃止や自動車税の引き下げといった政策対応に加え、②新車投入スケジュールを10月以降に設定するといった自動車メーカー各社の販売戦略も、影響しているとみられる。家電販売では、消費税率引き上げ直前の9月にテレビやパソコンなどを中心に需要増がみられたものの、7月に天候不順によってエアコン販売が落ち込んだことから、家電全体の需要増加の規模は、前回対比小幅にとどまったとみられる(図表B6-1③)。

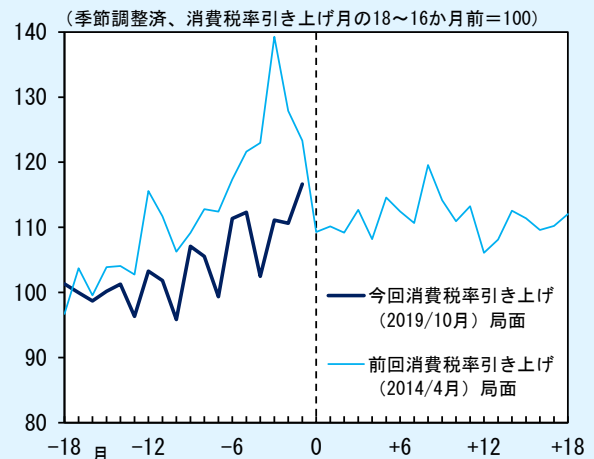
非耐久財では、高額品(化粧品やブランド品)や生活関連財、酒類などを中心に、相応の規模で需要増がみられた(図表B6-1④)。月次の動きをみると、8月までは目立った需要の増加は窺われなかったが、税率引き上げ直前の9月には、月末

図表B6-1：消費活動指数(実質)

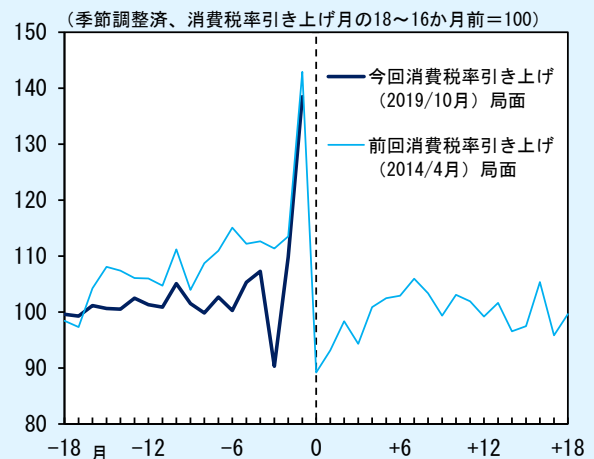
### ①耐久財(自動車+家電)



### ②自動車



### ③家電



にかけて相応の需要増が生じたものとみられる。

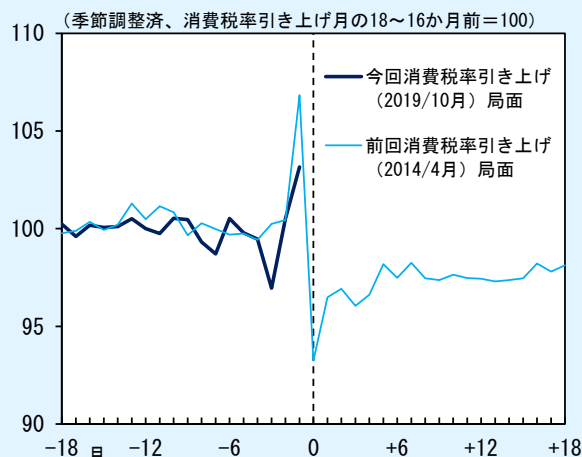
次に住宅投資について、先行指標である新設住宅着工戸数をみると、持家と分譲戸建では、6月頃にかけて税率引き上げ前の需要増の影響から着工が増加したあと、足もとでは既に反動減が生じ始めている（図表 B6-2②）<sup>3</sup>。もっとも、前回増税前には大幅に増加した貸家が、今次局面では、節税・資産運用目的の需要が減退していることに加え、金融機関の融資スタンスがひと頃には比喩重化していることもあって、減少傾向を続けていることから、総戸数でみると、税率引き上げ前の需要増は観察されていない（図表 B6-2①）。

先行きを展望すると、税率引き上げ前の需要増が相応の規模で発生した非耐久財では、目先、比較的大きめの落ち込みが予想されるが、財の特性（耐久性の低さ）を踏まえると、減少局面は一時的なものにとどまる可能性が高い。また、買い替えサイクルの長い耐久財や住宅着工については、需要増加の規模が小幅であったことを踏まえると、反動減に起因する下押し圧力も、前回対比で限定的にとどまると予想される。

もっとも、先行き予想される個人消費の落ち込みについて、税率引き上げ前の需要増の反動による影響と、実質所得減少による影響をリアルタイムに峻別することは難しいうえ、消費動向はその時々の家計のマインドにも大きく左右される。このため、個人消費の先行きの不確実性は大きく、今後ともミクロ情報も含めて注意深い点検を行っていく必要がある。

<sup>3</sup> 住宅については、2019年3月までの契約であれば、引き渡しが10月以降であっても、8%の旧税率が適用される。このため、住宅メーカーの受注には、3月にかけて駆け込みの契約増がみられ、4月以降はその反動減が生じている。住宅着工統計には、こうした受注の動きが、ややラグを持って表れている。

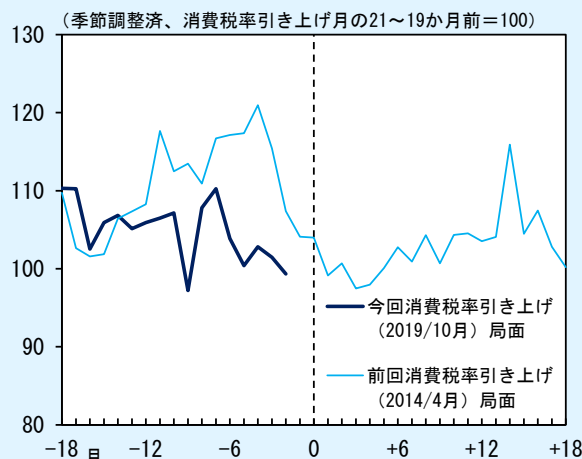
#### ④非耐久財



（出所）日本銀行等  
（注）1. 0月は、消費税率引き上げ月（前回：2014/4月、今回：2019/10月）。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/9月（日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値）。  
2. GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

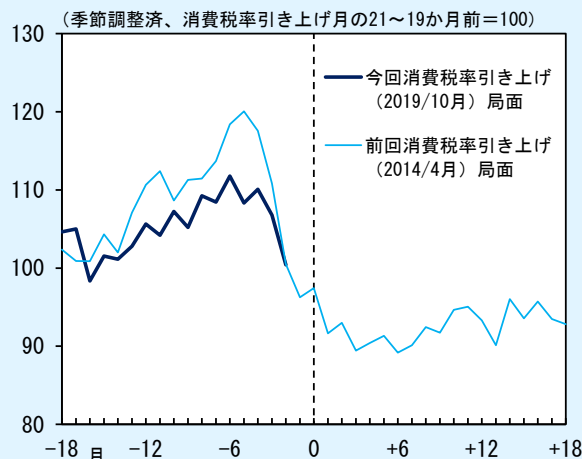
図表B6-2：新設住宅着工戸数

#### ①全体



（出所）国土交通省  
（注）0月は、消費税率引き上げ月（前回：2014/4月、今回：2019/10月）。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/8月。

#### ②持家＋分譲戸建



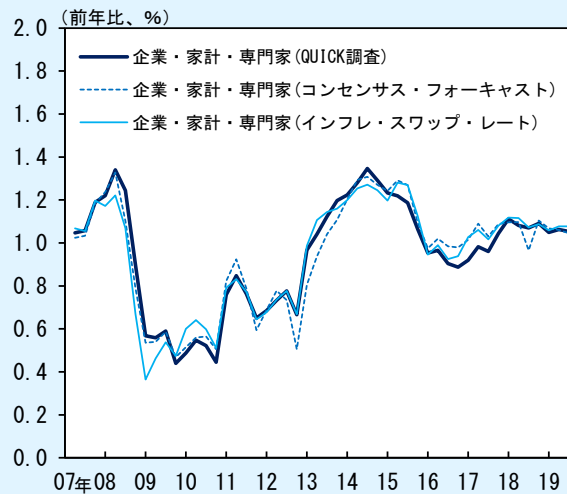
（出所）国土交通省  
（注）1. 0月は、消費税率引き上げ月（前回：2014/4月、今回：2019/10月）。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/8月。  
2. 分譲戸建は、日本銀行スタッフが算出。

## (資料7) 予想物価上昇率の動向

一般物価の動向を規定する主たる要因の一つに、人々の予想物価上昇率がある。資料7では、最近の予想物価上昇率を示す指標の動向と、家計や企業の物価に対するスタンスについてみていく。

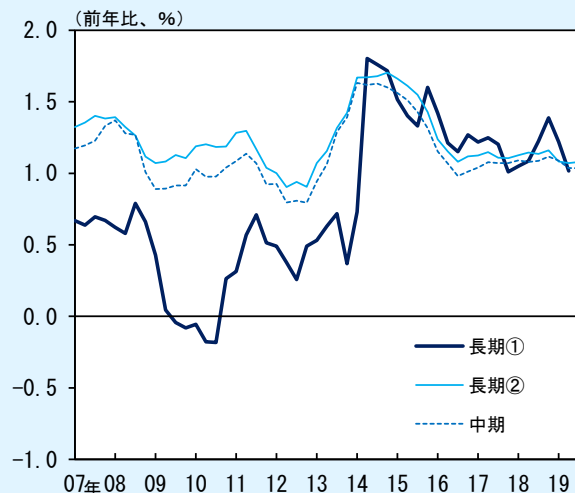
予想物価上昇率を把握するための手段としては、まず、家計や企業、専門家（エコノミスト、市場参加者）などを対象とするアンケート調査に基づく指標（サーベイデータ）や、マーケット関連指標を直接的に観測する方法がある。ただし、こうした各種の指標は、それぞれの特性を反映して幾分異なった動きとなっているほか、ノイズによる振れも含まれている。実際、最近の動きをみると、一部の指標で弱めの動きがみられる一方で、上昇の動きを示す指標もみられている。そこで、家計、企業、専門家のサーベイデータやマーケット関連指標から、主成分分析の手法<sup>4</sup>を用いて、共通の変動部分を抽出・合成することで予想物価上昇率の推移をみてみると、2015年夏以降、弱含みの局面を続けたあと、2018年にかけて幾分持ち直し、その後は横ばい圏内で推移していることがわかる（図表B7-1）。また、経済モデルを用いて、各種経済指標から予想物価上昇率を推計する手法<sup>5</sup>もあるが、そうした推計値からも、総じて、横ばい圏内で推移していることが示されている（図表

図表B7-1：合成予想物価上昇率



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査（債券）」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg  
 (注) 1. 各主体の予想物価上昇率を主成分分析によって合成したもの。  
 2. 各主体の予想物価上昇率として、企業は短観（販売価格判断D1）、家計は生活意識に関するアンケート調査（今後5年間、+5%以上および-5%以下の回答を除く）、専門家はQUICK調査（今後10年間）、コンセンサス・フォーキャスト（6～10年先）、インフレ・スワップ・レート（5年先5年）をそれぞれ使用。

図表B7-2：各種推計による予想物価上昇率



(出所) 日本銀行ワーキングペーパー（No.18-J-1、No.19-J-2）、日本銀行、内閣府、財務省、総務省、QUICK「QUICK月次調査（債券）」「QUICK短観」、JCER「E S Pフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Wolters Kluwer「Blue Chip Economic Indicators」、Bloomberg  
 (注) 推計手法について、長期①は日本銀行ワーキングペーパー（No.18-J-1）、長期②および中期は同（No.19-J-2）を参照。

<sup>4</sup> 主成分分析による予想物価上昇率の抽出・合成に関する詳細は、日銀レビュー「量的・質的金融緩和」の3年間における予想物価上昇率の変化（2016-J-17）を参照。

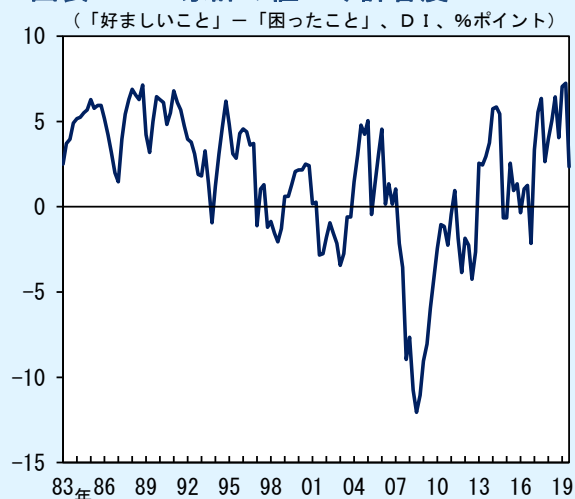
<sup>5</sup> 経済モデルを用いた予想物価上昇率の推計には、短期的な物価上昇率の予測誤差が長期的な予想物価上昇率に与える影響（ラーニング）を考慮したモデルに基づく推計や、サーベイデータやマーケット関連指標に対して、経済学的な関係をベースにした状態空間モデルを用いる推計などがある。詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「日本におけるインフレ予想のアンカー：ラーニング・アプローチ」（No.18-J-1）、同「日本のインフレ予想カーブの推計」（No.19-J-2）を参照。

B7-2)。

人々の予想物価上昇率の動向を把握するためには、上述の各種指標や経済モデルによる推計に加え、家計や企業の物価に対するスタンスの変化をみることも重要である。例えば、生活意識に関するアンケート調査における「物価上昇についての感想」を家計の値上げ許容度を表す指標として捉えると<sup>6</sup>、2013年の「量的・質的金融緩和」導入以降に許容度が高まったあと、いったん低下する局面もみられたが、2017年以降は振れを伴いながらも2000年代半ば以降の平均を上回る許容度を維持している(図表B7-3)。また、家計消費と関係の深い企業の価格設定スタンスをみるために、小売業、対個人サービス業、宿泊・飲食サービス業の短観における販売価格判断DIを合成してみると、プラス圏で緩やかながら改善傾向が続いている(図表B7-4)。このように、家計の値上げに対する許容度や、企業の価格設定スタンスは、依然として慎重さは残るものの、積極化の兆しもみられている。先行きも景気の拡大基調が続き、マクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくことで、雇用・所得環境の改善が続いていけば、家計の値上げ許容度は徐々に高まり、企業も価格設定を次第に積極化していくことが見込まれる。

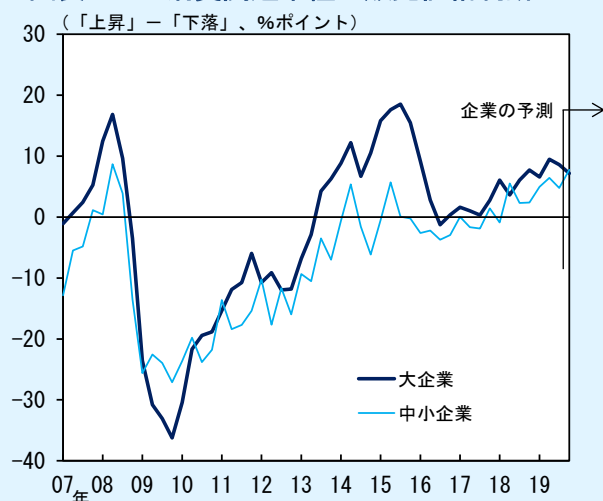
もっとも、家計の値上げ許容度や企業の価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適切的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりが遅れる可能性がある。こうした可能性は、海外経済を巡る下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、経済のリスク要因が顕在化し、需給ギャップが下押しされた場合にはより高くなるため、留意が必要である。

図表B7-3：家計の値上げ許容度



(出所) 日本銀行、内閣府  
(注) 1. 2004年10～12月以降は生活意識に関するアンケート調査。同年7～9月以前は消費動向調査の暮らし向きDIで置き換えて作成。  
2. 2004年10～12月以降の平均値を0に基準化。

図表B7-4：消費関連業種の販売価格判断DI



(出所) 日本銀行  
(注) 小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスの販売価格判断DIを有効回答社数で加重平均して算出。

<sup>6</sup> 詳細は、2018年7月展望レポートのBOX2を参照。