

経済・物価情勢の展望（2016年1月）

【基本的見解】¹

＜概要＞

- わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。2017年度までを展望すると、家計、企業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、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。
- 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。この間、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していくが、2016年度末まではマイナス寄与が残ると試算される²。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」³である2%程度に達する時期は、2017年度前半頃になると予想される⁴。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。
- 従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、概ね不変である。物価の見通しは、2016年度は下振れ、2017年度は概ね不変である。物価見通しの下振れおよび2%程度に達する時期の後ずれは、原油価格の想定を下振れさせたことによるものである。
- 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。日本銀行は、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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

¹ 1月28、29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 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格（ドバイ）は、1バレル35ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.9%ポイント程度、2016年度で-0.7～-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年度前半中には概ねゼロになると試算される。

³ 日本銀行は「物価安定の目標」を消費者物価指数（総合ベース）の前年比上昇率で2%としている。そのうえで、見通しは、天候など予測しがたい要因に左右される生鮮食品を除くベースの消費者物価指数で作成している。

⁴ 2017年度については、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース。消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられること（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること）を前提としている。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている。わが国の金融環境は、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%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

先行きのわが国経済を展望すると、家計、企業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、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。

すなわち、わが国経済は、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される⁵。2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持す

⁵ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「0%台前半ないし半ば程度」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。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。

ると予想される。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が、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「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」⁶を継続するなかで、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している⁷。

第2に、海外経済については、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくと予想している。

第3に、公共投資は、現在の高めの水準から緩やかな減少傾向をたどったあと、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっていくと想定している。

第4に、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と内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2015年度下期から2016年度にかけては、輸出は、当面持ち直しを続けたあと、新興国経済が減速した状態から脱していくもとの、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加していくと考えられる。設備投資は、輸出・生産の持ち直しに伴って設備稼働率が上昇するとともに、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用するなか、国内向け投資の積極化などもあって、増加を続けるとみられる。個人消費は、雇用環境の着実な改善が続き、賃金が上昇していくことや、エネルギー価

⁶ 「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」（2016年1月29日）。

⁷ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、また、本日の決定が及ぼす影響を勘案して、想定している。

格下落による実質所得の押し上げ効果が働くことなどから、緩やかに増加すると予想される。鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響が和らぎ、在庫調整が進捗するにつれて持ち直しに転じ、その後は、内外需要を反映して緩やかに増加していくとみられる。

2017年度にかけては、2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとみられる⁸。もっとも、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、国内民間需要も、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて底堅く推移すると予想される。この間、潜在成長率は、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。こうしたもとの、2017年度は、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると見込まれる。

今回の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

(2) 物価情勢

先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。この間、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していくが、2016年度末まではマイナス寄与が残ると試算される。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、2017年度前半頃になると予想される⁹。その後は、平均的にみて、2%程度

⁸ 2回の消費税率の引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.5%ポイント程度、2014年度-1.2%ポイント程度、2015年度+0.3%ポイント程度、2016年度+0.3%ポイント程度、2017年度-0.7%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当の幅をもってみる必要がある。

⁹ 2017年4月に予定される消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に機械的に試算すると、2017年度の消費者

で推移すると見込まれる。

今回の見通しを従来の見通しと比べると、2016年度は下振れ、2017年度は概ね不変である。物価見通しの下振れおよび2%程度に達する時期の後ずれは、原油価格の想定を下振れさせたことによるものである。

こうした見通しの背景として、物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、新興国経済の減速を背景とした生産のもたつきの影響などを受けつつも、労働面を中心として、着実に改善傾向をたどっている¹⁰。すなわち、失業率が緩やかに低下し、3%台前半で推移するなど、労働需給は引き締め傾向が続いている¹¹。設備の稼働率は、輸出・生産の持ち直しに伴い、上昇していくと考えられる。先行きについては、マクロ的な需給バランスは、本年度末にかけてプラス（需要超過）に転じたあと、2016年度にプラス幅が一段と拡大し、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。その後、2017年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになると見込まれる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。すなわち、マーケット関連指標やアンケート調査のなかには弱めの指標もみられているが、企業の価格・賃金設定スタンスは、特に本年度入

物価の前年比は+1.0%ポイント押し上げられる。

¹⁰ マクロ的な需給バランスについては、①潜在GDPを推計のうえ、実際のGDPとの乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスの計測は、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に1対1の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの値は、計測方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

¹¹ 労働需給の引き締め度合いを測る際のひとつの目安として「構造失業率」がある。労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches が常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。構造失業率は、こうした mismatches に起因する失業の存在を前提に、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率にあたる。構造失業率を一定の手法で推計すると、最近の水準は3%台前半となる。ただし、構造失業率の推計値は、時間の経過などに伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。

り後、明確に変化している。消費者も、雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとみられる。こうしたもとの、価格改定の動きは拡がりを持続性を伴っている。また、労使間の賃金交渉においては、一昨年以來、企業業績や労働需給に加え、物価動向を賃金に反映する動きが拡がっており、今年もこうした動きが継続することが見込まれる。このように、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは着実に作用している。もっとも、企業収益が過去最高水準にあり、失業率が3%台前半まで低下していることとの対比でみると、これまでのところ賃金の改善の程度が鈍く、労働分配率も低下傾向を続けている点には留意する必要がある。

先行きについては、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。こうしたもとの、企業の価格・賃金設定スタンスは積極化していくと考えられる。

第3に、輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、物価の下押し圧力となる。なお、円安が物価に与える影響については、輸入物価の上昇を通じた直接的な物価押し上げ効果に加え、マクロ的な需給バランスの改善を通じて実際の物価を押し上げ、さらに予想物価上昇率を押し上げるというより持続的な効果もある。

3. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、海外経済の動向に関する不確実性がある。中国をはじめとする新興国や資源国については、引き続き不透明感が強いことに加え、資源価格下

落の影響もあって、その成長ペースと世界経済への影響には不確実性がある。また、米国経済の動向やそのもとでの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、地政学的リスクなどもリスク要因として挙げられる。

第2は、2017年4月に予定される消費税引き上げの影響である。軽減税率の導入によって、駆け込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響は幾分減殺されるとみられるが、実際のインパクトは、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、規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・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。この点、企業が過去最高の収益に伴う潤沢なキャッシュフローをより効率的に設備・人材投資などに活用していくことが期待される。

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ような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した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、人々の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) 物価情勢

上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、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。中心的な見通しでは、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高まっていくなかで、人々の予想物価上昇率も一段と上昇し、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく姿を想定しているが、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、エネルギー価

格下落の影響が長引き、現実の消費者物価の前年比が高まりにくい状況が長期間続くことによって、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクがある。また、賃金と物価の関係を考えると、今春の労使交渉において、既往の基調的な物価上昇や先行きの物価見通しが賃金上昇に適切に反映されていくことが重要である。さらに、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安的な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している。

第2に、マクロ的な需給バランス、とくに労働需給の動向がある。中心的な見通しでは、近年の高齢者や女性による労働参加の高まりや最近みられているパート労働の正規雇用化が労働供給を下支えしていくことを前提としているが、この点を巡っては上下双方向の不確実性がある。

第3に、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度が挙げられる。すなわち、海外経済の動向など経営環境を巡る不確実性から企業の賃上げの動きが拮抗を欠く場合や、そうしたもとで消費者の物価上昇に対する抵抗感が強まる場合には、物価の上昇ペースが下振れるリスクがある。また、食料工業品や耐久消費財などの価格が需給ギャップの改善に比較的強く反応する一方、公共料金や一部のサービス価格、家賃などの反応はこれまでのところ鈍く、先行きも消費者物価の上昇率の高まりを抑制する要因となる可能性がある。

第4に、原油価格といった国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への波及の状況によっても、上振れ・下振れ双方の可能性がある。

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¹²。

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、わが国経済は、2017年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

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と、中心的な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が大きい。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。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、現時点では、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ない。もともと、政府債務残高が累増するなかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。日本銀行は、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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

以 上

¹² 「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。

(参考)

▽2015～2017 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015 年度	+1.0～+1.3 <+1.1>	0.0～+0.2 <+0.1>	
10 月時点の見通し	+0.8～+1.4 <+1.2>	0.0～+0.4 <+0.1>	
2016 年度	+1.0～+1.7 <+1.5>	+0.2～+1.2 <+0.8>	
10 月時点の見通し	+1.2～+1.6 <+1.4>	+0.8～+1.5 <+1.4>	
2017 年度	+0.1～+0.5 <+0.3>	+2.0～+3.1 <+2.8>	+1.0～+2.1 <+1.8>
10 月時点の見通し	+0.1～+0.5 <+0.3>	+2.5～+3.4 <+3.1>	+1.2～+2.1 <+1.8>

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

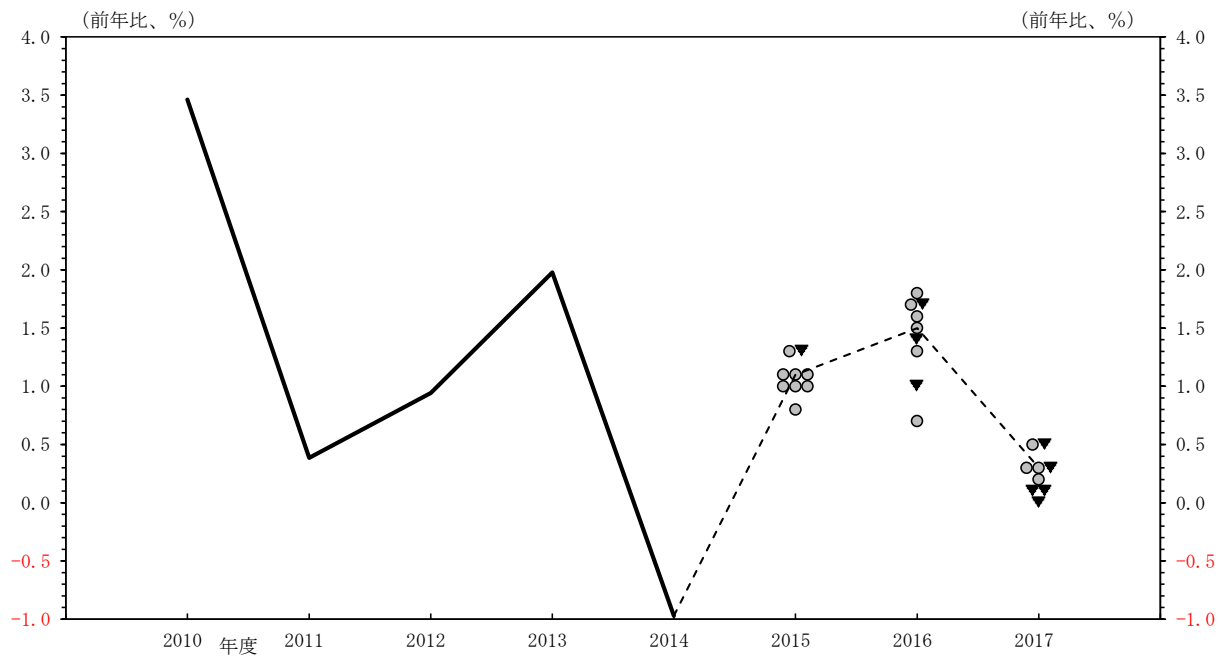
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、また、本日の決定が及ぼす影響を勘案して、想定している。

(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル35ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.9%ポイント程度、2016年度で-0.7～-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年度前半中には概ねゼロになると試算される。

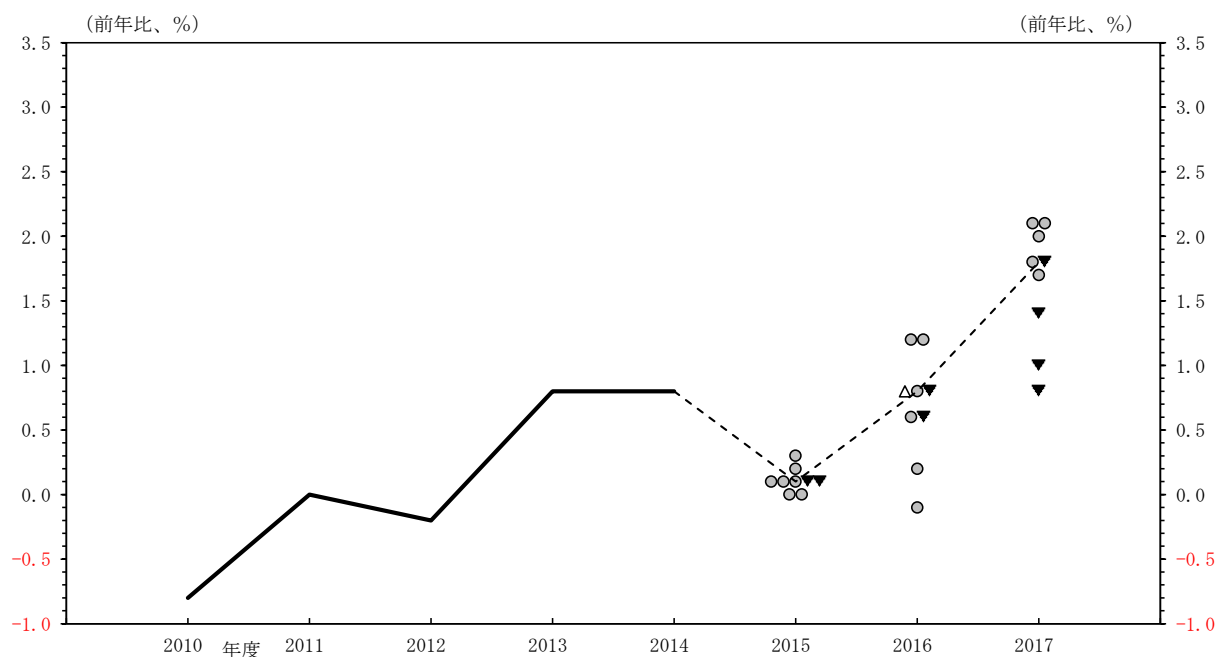
(注4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017年4月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.0%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

▽政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

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