

公表時間
7月30日(土)14時00分

2016年7月30日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2016年7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。

【基本的見解】¹

＜概要＞

- わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。先行きを展望すると、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられる。その後は、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、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうことから、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、当面小幅のマイナスないし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、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい。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、成長率については、財政面での景気刺激策の効果もあって、見通し期間の前半を中心に上振れている。なお、2017年4月に予定されていた消費増税の延期に伴い、駆け込み需要とその反動減は均される。物価見通しについては、こうした成長率の上振れの一方、為替円高や中長期的な予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどにより、2016年度について下振れているが、2017年度、2018年度については概ね不変である。
- 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、「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 7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45ドルを出発点に、見通し期間の終盤である2018年度にかけて50ドル程度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、2016年度で-0.6～-0.7%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年度初に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。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとで、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。住宅投資は再び持ち直しており、公共投資は下げ止まっている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持しているが、このところ慎重化している。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、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、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が、このところ弱含んでいる。

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、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられる。その後は、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きな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、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうことから、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。見通し期間中の成長率は、潜在成長率を上回って推移すると予想される⁴。

⁴ 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」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。

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」を継続するもとの、実質金利は見通し期間を通じてマイナスで推移するなど、金融環境はきわめて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⁵。

第2に、海外経済については、幾分減速した状態が暫く続くともみられ、英国のEU離脱問題などを巡って不透明感も強い。しかし、先行き、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果により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、このところ下げ止まっており、先行きは、2016年度予算の早期執行や近日中に取りまとめられる予定の経済対策の効果などから増加に転じるとみられる。見通し期間の中盤以降は、オリンピック関連投資の本格化もあって、高めの水準を維持すると想定している。

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、2016年度については、輸出は、暫く鈍さが残るとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうと考えられる。また、企業収益は、前年度に比べて減益となるものの、非製造業を中心に高水準で推移するとみられる。そのもとの、設備投資は、金融緩和

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。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

に伴う実質金利の一段の低下効果もあって、増加基調を続けると考えられる。個人消費は、株価下落に伴う負の資産効果もあってこのところ弱めの動きがみられるが、雇用・所得環境の着実な改善が続くことなどから、緩やかに増加すると予想される。この間、公共投資も、2016年度予算の早期執行や近日中に取りまとめられる予定の経済対策の押し上げ効果などから、緩やかな増加に転じると考えられる。こうした内外需要のもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。

2017年度から2018年度にかけては、輸出は、海外経済の成長率の高まりを背景に緩やかな増加を続けると考えられる。内需面では、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。個人消費も、雇用者所得の改善を背景に、緩やかな増加を続けると予想される。この間、公共投資は、近日中に取りまとめられる予定の経済対策による押し上げ効果などから2017年度にかけて増加し、その後は、経済対策の効果は減衰するものの、オリンピック関連需要もあって、高めの水準で推移すると考えられる。こうしたもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。

この間、潜在成長率については、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。

今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、財政面での景気刺激策の効果もあって、見通し期間の前半を中心に上振れている。なお、2017年4月に予定されていた消費増税の延期に伴い、駆け込み需要とその反動減は均される⁶。

(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、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる

⁶ 政府は、2017年4月に予定されていた消費税率の引き上げを2019年10月まで2年半延期する方針を、6月2日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2016」で示している。このため、今回の見通しは、この方針を踏まえて作成している。

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、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。

今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、成長率が上振れる一方、為替円高や中長期的な予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどにより、2016年度について下振れているが、2017年度、2018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に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横這い圏内の動きとなっている⁷。先行きは、経済対策の効果もあって、失業率が低下するなど、労働需給の引き締まりは続き、そうしたもとの、パート時給をはじめとする賃金への上昇圧力は強まっていくとみられる。設備の稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられる。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度末にかけてプラスに転じていくと見込まれる。すなわち、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。

⁷ 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。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、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が、このところ弱含んでいる。とくに、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、低下している。その背景としては、実際の消費者物価が1年以上にわたって前年比0%程度で推移したため、その影響を受ける形で、予想物価上昇率が低下したものと考えられる（予想物価上昇率に関する「適合的な形成メカニズム」）。また、このところの個人消費の弱めの動きを背景に、新年度入り後の価格改定においては、食料工業製品や耐久消費財など「財」を中心に改定を見送る動きがみられる。

先行きについては、前述の見通しに基づけば、個人消費の持ち直しに伴って、企業の価格設定スタンスは再び積極化していくとみられる。賃金設定スタンスについても、今春の賃金改定交渉においては、伸び率は昨年を下回ったものの、3年連続でベースアップが実現したほか、中小企業にも賃上げの動きが広がっている。さらに、労働需給の影響を強く受ける傾向のある非正規労働者の賃金は、はっきりと上昇している。こうした点を踏まえると、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いながら、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、引き続き作用していると考えられる。また、今後、エネルギー価格による下押しの剥落もあって、実際の物価上昇率は高まっていくと予想される。以上を踏まえると、中長期的な予想物価上昇率は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の実現を目指して「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

第3に、輸入物価についてみると、原油価格をはじめとする国際商品市況の既往の下落は、当面、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となるが、その影響は減衰していく。この間、為替が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、最近の円高もあって、価格上昇圧力を抑

制する方向に作用すると考えられる。

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。英国のEU離脱問題を巡る不透明感が国際金融資本市場や世界経済に及ぼす影響には注意が必要である。また、中国をはじめとする新興国や資源国についても、先行き不透明感が強い。さらに、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、金融セクターを含む欧州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。こうした海外経済や国際金融資本市場の動向については、わが国の輸出入を通じた直接的な影響に加え、企業や家計のコンフィデンスに影響を与え、設備投資や消費などの支出行動に抑制的に作用する可能性に注意する必要がある。

第2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、企業が高水準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3に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、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、先行き個人消費の持ち直しが明確になるにつれて、企業の価格設定スタンスも再び積極化し、労働需給の改善に伴う賃金の上昇が続くことと相俟って、中長期的な予想物価上昇率が「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。しかしながら、既往のエネルギー価格下落の影響から、総合ベースでみた消費者物価の伸びが当面低位で推移することが、「適合的な形成メカニズム」を通じて予想物価上昇率の伸びをどの程度抑制するかという点や、海外経済を中心とした景気の先行きに関する不透明感が、企業の価格・賃金設定スタンスにどのような影響を与えるかという点を巡っては、不確実性がある。

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。とくに、公共料金や一部のサービス価格、家賃などは依然鈍い動きを続けており、先行きも消費者物価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、わが国

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。

経済は、2017年度中に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、先行きの海外経済に関する不透明感や、そのもとでの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ていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している。もっとも、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」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。

(参考)

▽2016～2018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
2016年度	+0.8～+1.0 <+1.0>	0.0～+0.3 <+0.1>	
4月時点の見通し	+0.8～+1.4 <+1.2>	0.0～+0.8 <+0.5>	
2017年度	+1.0～+1.5 <+1.3>	+0.8～+1.8 <+1.7>	
4月時点の見通し	0.0～+0.3 <+0.1>	+1.8～+3.0 <+2.7>	+0.8～+2.0 <+1.7>
2018年度	+0.8～+1.0 <+0.9>	+1.0～+2.0 <+1.9>	
4月時点の見通し	+0.6～+1.2 <+1.0>	+1.0～+2.1 <+1.9>	

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

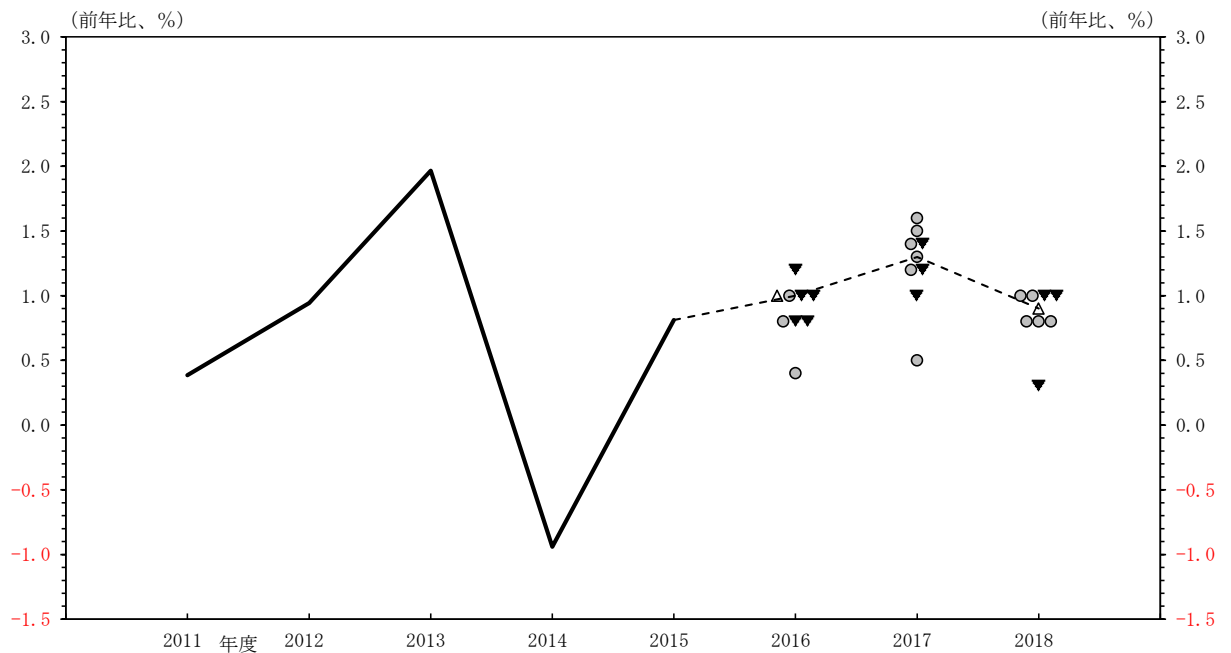
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味して、想定している。

(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル45ドルを出発点に、見通し期間の終盤である2018年度にかけて50ドル程度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、2016年度で-0.6～-0.7%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年度初に概ねゼロになると試算される。

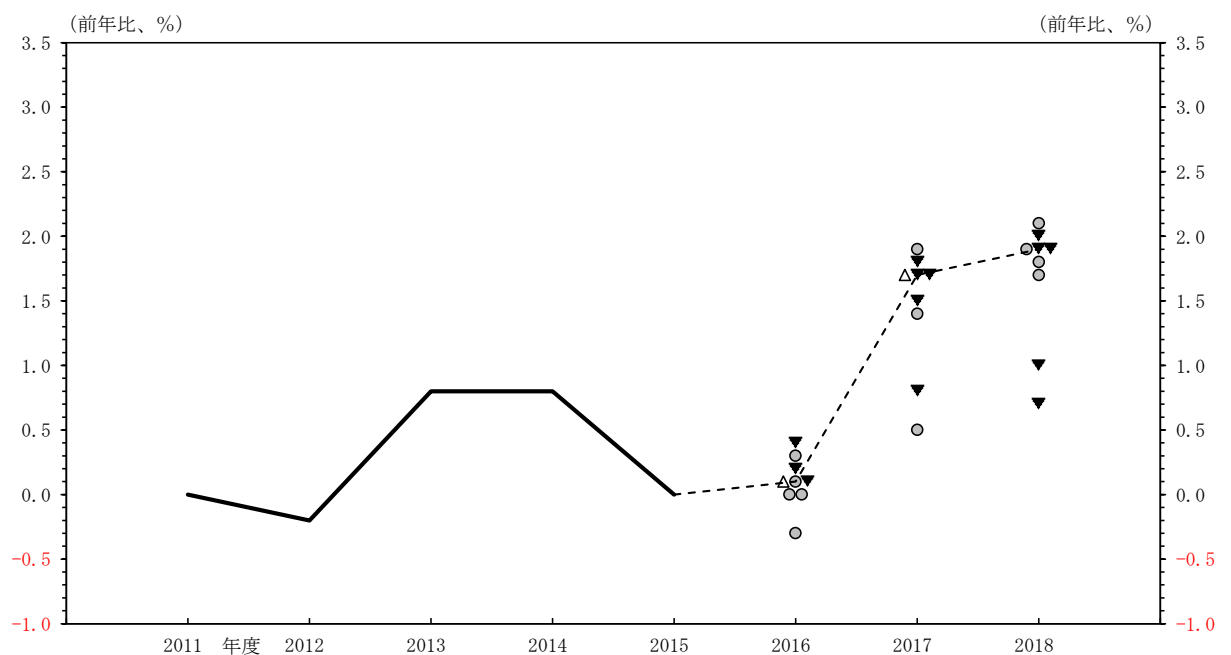
(注4) 4月時点の見通しでは、消費税率について、2017年4月に10%に引き上げられることを前提として、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成した。今回の展望レポートでは、政府が6月2日に閣議決定した「経済財政運営と改革の基本方針2016」の中で、2017年4月に予定されていた消費税率の引き上げを2019年10月まで2年半延期する方針が示されているため、その方針を踏まえて見通しを作成している。

▽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同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

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

【背景説明】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、新興国経済の減速や熊本地震の影響などから輸出・生産面を中心に鈍さがみられたものの、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとの、基調としては緩やかな景気回復が続いた。実質GDPは、昨年10～12月に前期比年率－1.8%のマイナス成長となったが、1～3月は同+1.9%とプラス転化しており、振れを均せば概ね潜在成長率並みの成長となった（図表1）。また、マクロの所得形成を表す実質GNIも、緩やかに増加してきた（図表2(1)(2)）。この間、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、労働需給の引き締めから労働投入ギャップは緩やかな改善基調にあるものの、新興国経済の減速などに伴う資本投入（製造業稼働率）ギャップのマイナスが下押しとなり、全体としてはゼロ%近傍で横ばい圏内の動きとなっている（図表3）。

景気の先行きを展望すると、最近の円高・原油高傾向は、海外からの所得の純受取の下押しや交易条件の悪化を通じて、わが国のマクロ的な所得形成力を、弱める方向に作用すると考えられる。もっとも、財政政策は、消費税率引き上げの再延期や今回の大型経済対策の押し上げ効果などを反映して、従来の見通しよりもかなり景気刺激的に作用することが見込まれるほか¹⁰、金融環境についても、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、きわめて緩和的な状態が維持され、国内民間需

⁹ 7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「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。

¹⁰ 消費税率引き上げの再延期が実質GDPに及ぼす影響については、BOX1を参照。

要の増加をしっかりと後押ししていくと考えられる。こうした財政拡張・金融緩和の景気刺激効果を踏まえると、わが国経済で働き続けてきた前向きの循環は、現状程度の為替相場・原油価格のもとでも途切れず、見通し期間を通じて潜在成長率を上回る成長が続く可能性が高い。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2016年度は、海外経済の減速が続くもとで、円高・原油高が下押し圧力となり、景気の改善テンポは鈍化した状態が続くと見込まれる。すなわち、輸出と鉱工業生産は、地震の影響による振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きを続けると予想される。企業収益は、製造業は海外経済の減速と円高が下押しとなり減益となるが、全体としては高水準で推移するとみられる。そうしたもとで、設備投資は、非製造業が牽引するかたちで緩やかな増加基調を維持するものの、製造業の増勢は一服するとみられる。この間、個人消費は、雇用者所得の増加と年金生活者への給付金支給に支えられて、持ち直しが徐々に明確になっていくと見込まれる。公共投資も、熊本地震の復旧復興対策などから緩やかな増加に転じ、景気を下支えすると予想される。年度末にかけては、①海外経済の減速と既往の為替円高の影響が和らぐもとで、輸出・生産は次第に改善基調に復するとともに、②国内需要も、今回の大型の経済対策の後押しもあって、増勢が強まることから、景気回復の足どりは徐々にしっかりしていくと考えられる。以上の景気展開を反映して、需給ギャップは、ゼロ%近傍で横ばい圏内の動きを続けたあと、年度末にかけてプラスに転じていくとみられる。

2017年度は、経済対策の効果などから、内需主導で堅調な景気拡大が続くと見込まれる。内需面では、公共投資が、経済対策に含まれると予想される各種インフラ整備や地震の復興対策などから、増加を続けると想定している。また、個人消費は、可処分所得の改善を反映して緩やか

に増加するとともに、設備投資も、金融緩和を含む各種の政策効果に支えられて、しっかりとした増加基調を続ける可能性が高い。この間、輸出は、海外経済の改善を受けて、緩やかな増加に転じると見込まれる。以上の景気展開を反映して、2017年度は、潜在成長率をはっきりと上回る成長となり、需給ギャップはプラス幅を拡大していくとみられる。

2018年度も、内外需要がバランスよく増加するもとの、緩やかな景気拡大が続くと考えられる。すなわち、輸出は緩やかに伸びを高めるとともに、国内民間需要も、緩和的な金融環境やオリンピック関連需要を背景に、着実な増加を続けるとみられる。この間、公共投資は、経済対策の押し上げ効果が減衰することにより、前年度からは減少するものの、オリンピック関連需要が下支えとなり高水準を維持すると想定している。こうしたもとの、2018年度の成長率は、前年度から減速しつつも引き続き潜在成長率を上回り、需給ギャップの改善は続くと考えられる。

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、2015年度補正予算による災害復旧・防災・減災事業や2016年度予算の前倒し執行などから、足もとの下げ止まっている(図表4)。先行きについては、①5月中旬に成立した2016年度補正予算による熊本地震の復旧工事に加え、②今回の大型経済対策が押し上げに作用することから、見通し期間の中盤にかけて、緩やかに増加すると想定している。その後は、上記の経済対策の押し上げ効果が減衰することにより、減少に転じるものの、オリンピック関連投資が徐々に本格化するため高水準を維持すると考えている。

(海外経済)

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している（図表5）。PMIや貿易量などでみた世界的な製造業の経済活動についても、新興国・資源国を中心に、このところ弱めの動きとなっている（図表6、後掲図表10(1)）。主要地域別にみると、米国経済は、鉱工業部門が力強さをなお欠いているが、家計支出の堅調さを背景に、回復傾向を続けている。欧州経済も、個人消費の増加に支えられて、緩やかな回復を続けている。中国経済は、過剰設備を抱える製造業部門を中心に、幾分減速した状態が続いている。中国以外の新興国・資源国経済についても、一部では景気刺激策の効果がみられるが、中国経済の減速の波及やIT関連需要の鈍さなどから、全体としては減速した状態が続いている。

先行きの海外経済は、幾分減速した状態が暫く続くともみられ、英国のEU離脱問題などを巡って不透明感も強い。しかし、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果により新興国も減速した状態から脱していくともみられることから、緩やかに成長率を高めていく、と想定している。4月の展望レポート時点と比べると、IMFの成長率見通しは、英国のEU離脱問題の影響を反映して、欧州を中心に幾分下方修正されている（前掲図表5）。

主要地域別にみると、米国経済については、当面鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境が下支えとなり、国内民間需要を中心にしっかりと成長が続くと見込まれる。欧州経済については、英国のEU離脱問題などを巡る不透明感から、企業や家計のマインドが慎重化するもとの、景気の改善ペースは一旦鈍化したあと、緩やかな回復経路に復するとみられる。中国経済は、製造業部門に鈍さを残しつつも、

当局が財政・金融の両面から景気下支えに積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると想定している。その他の新興国・資源国経済については、暫く減速した状態が続いたあと、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、徐々に成長率は高まっていくと予想している。

(輸出入)

輸出は、先進国向けが振れを均せば自動車関連を中心に着実な増加を続ける一方、新興国向けが資本財・部品や情報関連、鉄鋼等の素材を中心に鈍い動きとなっており、全体としては横ばい圏内の動きを続けている(図表7、8、9)。

輸出の先行きについては、2016年度は、地震の影響による振れを伴いつつも、基調としては、海外経済の減速や最近の円高進行の影響もあって、横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。見通し期間の中盤以降は、海外経済の減速や円高の影響が徐々に和らぐなかで、「世界貿易量」とそれに占める「日本の輸出シェア」はともに改善に向かうことから¹¹、わが国の輸出も緩やかに増加していく、と予想している(図表10)。

仔細にみると、「世界貿易量」は、2011年以降、振れを伴いつつも、世界経済成長率よりも低めの伸びを続けており、その結果、世界貿易量/GDP比率は低下傾向をたどっている。先行きは、新興国経済の期待成長率の低下や、英国のEU離脱問題を巡る不透明感などを背景に、世界的に設備投資に対する抑制的な支出スタンスが続くと見込まれることから、世界貿易量/GDP比率は暫く低下傾向をたどる可能性が高い。もともと、見通し期間の終盤にかけては、新興国のストック調整が進み、

¹¹ 世界貿易量は、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

英国を巡る不透明感も緩和されていくなかで、同比率は徐々に下げ止まりに向かう姿を想定している。他方、「日本の輸出シェア」の先行きについては、円高進行による相対的な競争力の低下もあって、暫くの間、低水準で横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。見通し期間の中盤以降は、①国内に移管された自動車工場の生産本格化や②円高による下押し圧力の減衰、③わが国が比較優位を持つ資本財輸出の持ち直しなどを背景に、ごく緩やかに上昇していくと予想している。

この間、サービス輸出に分類される旅行収支の受取をみると、訪日外国人数の増勢鈍化に加え、訪日客一人当たりの消費額もやや減少していることから、足もとでは改善傾向が一服している（図表 11(1)(2)）。これには、熊本地震や為替円高、中国の関税強化の動きが影響している。先行きの旅行収支の受取は、ひと頃に比べると改善ペースが鈍化するものの、基調としては、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策にも支えられて緩やかな改善傾向をたどり、輸出全体の下支えとして作用していく可能性が高い。

輸入は、このところ横ばい圏内の動きとなっている（前掲図表 7(1)）。先行きは、国内需要の動きなどを反映して、緩やかに増加していくと予想される。

(対外収支)

名目経常収支は、2014 年以降、黒字幅の拡大傾向を続けてきた。もともと、円高進行を反映した第一次所得収支の黒字幅縮小を主因に、このところ黒字幅の拡大ペースが鈍化している（図表 11(3)）。先行きは、為替円高や原油価格の上昇の影響などから、経常黒字幅は一旦縮小するが、見通し期間の中盤以降は、海外経済の回復を反映して、貿易収支、所得収支ともに改善に向かうことから、経常黒字幅は再び緩やかに拡大して

いく可能性が高い¹²。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている（図表 12(1)、13）。業種別にみると（図表 12(2)）、輸送機械は、製鉄所事故や熊本地震によるサプライチェーン問題や燃費不正問題の影響がみられるが、基調としては、米欧向けの出荷増や国内への生産移管の動きもあって持ち直している。一方、はん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイスは、新興国経済の減速の影響や世界的なIT関連需要の鈍さなどから、このところ弱めの動きとなっている。

先行きについては、海外経済の減速の影響が続くもとの、鉱工業生産は、暫く横ばい圏内の動きを続けるが、本年度末以降は、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかな増加に向かうと見込まれる¹³。

(企業収益)

企業収益は、高水準で推移している。法人企業統計の利益率をみると（図表 14）、経常利益率は、円高による直接投資収益の悪化に加え、一時的な下押し要因もあって¹⁴、足もとでは大企業を中心に低下しているが、

¹² 概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスの先行きを展望すると、民間部門の貯蓄超過幅は、①円高に伴う直接投資収益の悪化や②原油高に伴う交易条件の悪化などから企業部門を中心に一旦小幅に縮小するが、見通し期間の中盤以降は、大きめのプラスで横ばい圏内の動きとなる見通し。一方、一般政府の赤字幅は、消費増税の再延期を前提としても、民間部門の社会保障負担増を主因に、ごく緩やかに縮小すると想定している。この結果、わが国全体の貯蓄超過幅は、一旦小幅に縮小したあと、ごく緩やかな拡大傾向をたどるとみられる。

¹³ 企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月の鉱工業生産は、地震後の輸送機械の挽回生産と、その関連業種への誘発効果を主因に、前期比でみてしっかりと増加となる見通し。

¹⁴ 足もとの経常減益には、一部大手製造企業のリストラ費用や、大手商社の資源関連事

営業利益率は、既往の原油安による交易条件の改善を背景に、総じて高水準を維持している。企業の業況感は、高水準の企業収益を反映して、総じてみればなお良好な水準を維持しているが、①熊本地震や②個人消費における一部の弱めの動き、③為替円高の影響などから、このところ慎重化している（図表 15）。

企業収益の先行きについては、2016 年度は、①海外経済の減速と②為替円高が製造業を中心にマイナスに作用するほか、③原油価格上昇による交易条件の悪化も非製造業を含め下押しとなり、全体として高水準を維持しつつも、改善傾向が一服すると予想される。その後は、内外需要の増加を受けた景気の拡大を反映して、再び着実な改善傾向をたどるとみられる。

（設備投資）

設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。一致指標をみると、法人企業統計の設備投資（名目ベース）は、緩やかな増加傾向にある一方、資本財総供給は、受注から出荷までのラグの長い機械投資案件が増加していることもあって、振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きを続けている（図表 16）¹⁵。6月短観をみると、2016年度の設備投資計画は、想定為替レートの円高化により収益計画がひと頃に比べ悪化した製造業大企業を含めて、総じてしっかりとした計画となっている（図表 17、18）。例えば、GDPの概念に近い、全産業全規模＋金融機関の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地投資除く）をみる

業の損失といった一時的な要因の影響も大きく、この点はある程度割り引いて評価する必要がある。

¹⁵ 資本財総供給は、出荷が完了した段階で、設備投資を捕捉するのに対し、法人企業統計は、出荷が完了していない段階であっても、建設仮勘定に計上されていれば、これを設備投資とする。

と、2015 年度は前年比+4.3%の増加で着地したあと、2016 年度も同+4.8%と、設備投資の増加が続いた過去5年間の平均並みの伸びとなっている（図表 18(2)）。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、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けている（図表 19）。

設備投資の先行きについては、2016 年度末にかけて、海外経済の減速や為替円高の影響により、製造業を中心に一旦下押し圧力がかかるものの、見通し期間を通してみれば、①高水準の企業収益や、②低金利や緩やか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財政面からの各種政策効果、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、緩やかな増加基調が続けると見込まれる。企業を取り巻く収益環境は、上述のとおり、為替円高や原油価格上昇により、ひと頃に比べ悪化するが、企業の設備投資スタンスは、そうした収益面の変化の影響をさほど受けない姿を想定している。これは、①企業は、為替レートや原油価格といった「価格」面の環境変化に伴う収益の変動を一時的とみなす傾向が強く、かつそうした一時的な収益の増減に対する支出性向は高くないこと、②近年活発な維持・更新投資や効率化・省力化投資、成長分野への投資は、短期的な収益動向に左右されにくい「独立投資」的な性格が強いこと、といった考え方に基づく。

こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資動向を評価する（図表 20）。これによると、資本ストックは、このところ「0%台前半」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで、緩やかに増加している。先行きは、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の

もとで、きわめて緩和的な金融環境が続き、オリンピック関連需要も徐々に本格化していくことから、資本ストックは、潜在成長率をやや上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていく姿を見込んでいる。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、このところ伸びを高めている(図表 21(1))。そのもとで、有効求人倍率は着実な上昇を続けているほか、短観の雇用人員判断D I でみた人手不足感も基調的に強まっており、これらの指標はいずれも 1991~92 年頃と同程度となっている(図表 21(2)(3))。失業率も、振れを伴いつつ緩やかな改善傾向を続けており、このところ構造失業率近傍である 3% 台前半で推移している(図表 22(1)(2))¹⁶。この間、労働力率は、高齢化に伴う構造的な低下圧力にもかかわらず、2012 年頃をボトムに、女性や高齢者を中心に緩やかな上昇傾向が続いている(図表 22(3))。先行きも、潜在成長率を上回るペースでの経済成長が続くもとで、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は一段と引き締まっていく可能性が高い。

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 23(1))。仔細にみると、所定内給与の前年比は、パート比率の上昇が引き続き下押し方向に作用しているが、一般労働者が緩やかに伸びを高めるもとで、全体でも緩やかにプラス幅を拡大している(図表 23(2))。時間当たり名目賃金でも、振れを均せば、緩や

¹⁶ 構造失業率には様々な定義があるが、図表 22(1)では、所謂「ベバリッジ曲線」の考え方にに基づき、失業率と欠員率が一致する(=ミスマッチを勘案したマクロ的な労働需給が均衡する)場合の失業率として定義している。したがって、ここでの構造失業率は、NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) の概念と異なり、物価や賃金との直接的な関係を表す訳ではない。

かな改善傾向を続けている（図表 23(3)）。とくに、労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり名目賃金は、1%台後半の高めの伸びを続けている。この間、実質賃金も、名目賃金と同様に緩やかに上昇している（図表 25(1)）。

先行きの賃金動向を展望するにあたり、一般労働者の賃金に大きな影響を及ぼすベースアップを巡る今春の労使交渉の状況をみると¹⁷、2016年度は、3年連続のプラス改定となったものの、エネルギーを含む総合ベースの消費者物価の低迷を主因に、昨年よりも小幅に伸びが低下した¹⁸。先行きについては、エネルギー価格の下げ止まりにも影響されたインフレ予想の上昇を背景として、ベースアップは再び伸びを高めていくとともに、パートの時給も、労働需給の引き締まりの明確化や最低賃金の引き上げに伴い、さらに上昇すると考えられる。そうしたもとの、労働者全体の時間当たり名目賃金は、名目ベースでみた潜在的な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想定している（後掲図表 42(2)）¹⁹。

以上のような雇用・賃金情勢のもとで、雇用者所得は緩やかに増加している（図表 24(1)、25(2)）。先行きの雇用者所得も、見通し期間を通じて、名目GDP成長率並みのペースで、緩やかな増加を続けると考えられる。

¹⁷ 労使間の賃金交渉とインフレ予想の関係に関し、欧米との対比でみたわが国の特徴点についてはBOX 2を参照。

¹⁸ 連合の集計によれば、2016年度のベースアップは前年比+0.44%と、2015年度と同+0.69%から小幅にプラス幅が低下した。

¹⁹ その結果、労働分配率は、見通し期間を通じて、過去の長期平均を幾分下回る水準で、横ばい圏内で推移するとみられる（図表 24(2)）。

(家計支出)

個人消費は、株価下落による負の資産効果が下押しとなり、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、基調的な底堅さを維持している²⁰。

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）をみると（図表 26、27(1)）²¹、昨年末にかけて一旦減少したが、足もとでは耐久財（自動車販売）や非耐久財（飲食料品）を中心に持ち直しに向かっている。個別の指標をみると、供給側統計である消費財総供給は、振れを伴いつつ横ばい圏内の動きを続けている（図表 27(2)）。各種の販売統計をみると（図表 28）、百貨店売上高は、①株価下落を受けた富裕層の消費意欲の減退や、②円高傾向や中国の関税強化の動きを受けた訪日外国人需要の伸び悩みを背景に、このところ弱めの動きとなっている。他方、スーパーやコンビニエンスストアの売上高は、底堅く推移している。耐久財をみると（図表 29(1)）、乗用車は、サプライチェーン障害や燃費不正問題による振れを均せば、横ばい圏内の動きを続けている一方、家電は、このところやや弱めの動きとなっている。外食や旅行などのサービス消費は、総じて底堅く推移している（図表 29(2)）。この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 30）、消費者態度指数は横ばい圏内の動きを続ける一方、景気ウォッチャーや短観の個人消費関連業種の業況感は、熊本地震の影響や訪日外国人需要の伸び悩み、および英国のEU離脱問題を巡る不透明感の高まりもあって、このところ慎重化している。

²⁰ 2014 年 4 月の消費税率引き上げ以降、個人消費が力強さを欠く状態が長引いている背景については、BOX 3 を参照。

²¹ 詳しくは、日本銀行調査論文「消費活動指数について」（2016 年 5 月）を参照。

先行きの個人消費については、負の資産効果が次第に剥落していくなかで、年金生活者向けの給付金も含む実質可処分所得の改善や各種の政策効果に支えられて、次第に底堅さを増していくと予想される。とくに、2016年度は、①自動車販売で、サプライチェーンの復旧に伴う挽回生産が押し上げに作用するほか、②非耐久財（季節性商品）でも、昨年度の天候不順による落ち込みの反動増が予想されるため、個人消費は実質可処分所得の伸びを幾分上回り、消費性向は持ち直しに転じる可能性が高い（図表 26(2)）。その後は、個人消費は概ね実質可処分所得並みのペースで増加し、消費性向は、過去10年の平均値程度で次第に安定化していく姿を想定している。

住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、資産運用・節税ニーズの強い貸家系を中心に、再び持ち直している（図表 31）。先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、住宅ローン金利の低下も後押しとなり、持ち直しが続くと予想される。

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）は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、3か月前比でみて下落幅が縮小傾向にある（図表 32、33(1)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、販売管理費関連が伸びを高めているものの、設備投資関連を中心に伸びが低下しており、足もとでは0%台前半ないし0%台半ばとなっている（図表 33(2)）。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、個人消費の一部の弱めの動きを背景に、企業の価格設定スタンスがやや慎重化するな

かで、このところプラス幅が幾分縮小している（図表 35(1)、38(2)）。この結果、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、①既往の原油価格下落により下落幅が拡大したエネルギー価格のマイナス寄与が（図表 32(3)）、②エネルギー以外（除く生鮮食品・エネルギー）のプラス寄与を幾分上回り、全体では小幅のマイナスとなっている（図表 38(1)）。仔細にみると（図表 34、後掲BOX図表 5(1)）、財は、昨年同時期に値上げが行われた食料工業製品や耐久消費財、その他財（生活関連財）を中心に、今年は価格改定を見送る動きが目立っており、伸びが低下している。他方、一般サービスは、人手不足に伴う賃金上昇を背景とした値上げの動きが家事関連サービスなどで散見されるが、財の伸び率低下を打ち消すまでには至っていない。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の下落を主因に、大きめのマイナスとなっている。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 35）²²、刈込平
均値は²³、このところプラス幅が小幅に縮小している。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、歴史的にみれば高水準を維持
しているものの、足もとではやや低下している。この間、最頻値は、こ
のところプラス幅を小幅に縮小しているほか、加重中央値も足もとでは
ゼロ%程度となっている（図表 36）²⁴。

²² ここで取り上げる各種の物価指標のより詳しい解説は、日銀レビュー「消費者物価コア指標とその特性 ― 景気変動との関係を中心に ―」（2015-J-11）、同「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」（2015-J-12）を参照。

²³ 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。

²⁴ 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。

GDPデフレーターの前年比は、既往の原油価格下落に伴う輸入デフレーターの下落を主因に、足もとでは+1%程度の上昇となっている(図表37)。内需デフレーターの前年比は、エネルギー価格下落の影響もあって、若干のマイナスとなっている。

(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は、このところゼロ%近傍で横ばい圏内の動きとなっている(前掲図表3(1)、図表38(2))。先行きも、暫くの間、製造業稼働率ギャップの改善の鈍さを主因に横ばい圏内の動きを続けるが、海外経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果が顕在化し始めると予想される2016年度末にかけて、プラスに転じていくとみられる。2017年度以降は、内外需要がともに増加するも、需給ギャップは資本・労働両面でプラス幅の着実な拡大を続けるとみられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、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が、このところ弱含んでいる。とくに、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、低下している。また、このところの個人消費の弱めの動きを背景に、新年度入り後の価格改定においては、食料工業製品や耐久消費財など「財」を中心に改定を見送る動きがみられる。先行きについては、個人消費の持ち直しに伴って、企業の価格設定スタンスは再び積極化していくとみられる。賃金設定スタンスについても、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いながら、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、引き続き作用していると考えられる。また、今後、エネルギー価格による下押しの剥落もあって、実際の物価

上昇率は高まっていくと予想される。以上を踏まえると、中長期的な予想物価上昇率は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の実現を目指して「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

第3に、輸入物価についてみると（前掲図表32）、先行きの原油価格（ドバイ）は、1バレル45ドルを出発点に、先物カーブに概ね沿うかたちで緩やかに上昇し、見通し期間の終盤である2018年度には50ドル程度に達すると想定している。そうした前提のもと、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（石油製品・電気代・都市ガス代）の寄与度をみると、2016年度上期に-1%程度のマイナスとなったあと、同下期にはマイナス幅がゼロ%台前半まではっきりと縮小し、2017年度初には概ねゼロになると試算される。為替相場の動向が消費者物価に及ぼす影響についてみると、最近の円高進行は、食料工業製品や耐久消費財、生活関連財など為替感応的な品目を中心に、仕入価格の引き下げを通じて、暫くの間、価格上昇圧力を抑制する方向に作用する可能性が高い。

（物価の先行き）

以上を踏まえ、先行きの物価情勢を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、暫くの間、個人消費の一部で見られる弱めの動きや、為替円高の影響もあって、財を中心に上昇モメンタムの鈍化した状態が続き、現状程度のプラス幅で推移すると予想される。その後は、①個人消費の持ち直しを伴いながら、需給ギャップが着実に改善し、②そのもとで、企業の価格設定スタンスが再び積極化し、既往のエネルギー価格下落の影響も剥落することなどから、インフレ予想の高まりが一段と明確になるため、2%程度に向けて着実に上昇率を高め

ていくと考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比についてみると²⁵、2016年度上期中は、エネルギー価格のマイナス寄与が、エネルギー以外（除く生鮮食品・エネルギー）のプラス寄与を上回り、小幅のマイナスで推移すると予想される。その後は、エネルギーのマイナス寄与がはっきりと縮小するとともに、除く生鮮食品・エネルギーは上昇率を高めていくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、しっかりと伸びを高め、2017年度末にかけて2%程度に近づいていく可能性が高い。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると考えられる。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、①インフレ率は、過去の局面に比べれば、需給ギャップの改善に比較的明確に反応する、②中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映して、「フィリップス曲線」自体も徐々にシフトアップしていく、との基本的な考え方がある（図表 41）。ただし、4月展望レポート時点と比べると、消費者物価の見通しは、①最近の円高進行や②ベースアップの伸び悩みなどに表れているインフレ予想の下振れにより、2016年度について下方修正している²⁶。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表 42(1)）、消費者物価と時間当たり名目賃金との間には、長い目でみれば、概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。すなわち、企業は、名目賃金が増加すると、そのコストを転嫁すべく販売価格を引き上げる一方、家計は、物価が増加すると、実質購買力を維持すべく賃上げ要求を強め

²⁵ 消費者物価は、8月に、2010年基準から2015年基準に切り替えられるとともに、2016年1月に遡って前年比が改定される予定となっている。ラスパイレス連鎖指数の最近の動きや7月に公表された新基準のウェイトなどを踏まえると、除く生鮮食品の前年比は、新旧基準でほとんど変わらない可能性が高い。

²⁶ また、消費者物価指数において相応のウェイトを有する公共料金や家賃が、価格の伸び悩みを続けていることも、全体の物価上昇率の高まりを抑制する方向に作用している。この点について詳しくは、BOX 4を参照。

るという相互作用が働く。上記の見通しでは、時間当たり賃金が、労働需給の引き締めりと予想物価上昇率の高まりを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇していくとともに、消費者物価もこれと整合的ななかたちで徐々に基調的な上昇率を高めていく姿を見込んでいる。

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。

日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで、マネタリーベースの前年比は、2割台半ばの高い伸びを続けている（図表 43）。

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。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している²⁷（図表 44(1)）。CPの発行環境は、良好であり、短観のDIをみると、調査が開始された2008年以降で最も高い水準となっている。社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移している（図表 44(2)）。貸出金利については、新規約定平均金利が低下し、既往ボトム圏の水準となっている（図表 45(1)）。こうしたもとで、企業の支払金利は、収益力に比べて大幅に低い水準で推移している（図表 45(2)）。

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みると、大企業、中小企業ともに、大幅に緩和した状態にある（図表 46(1)）。短観のDIは、大企業については、1990年代後半以来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

²⁷ CPの発行金利については、2016年3月下旬以降、証券保管振替機構による統計の公表が中断されている。もっとも、報道・ヒアリング情報等によれば、CPの発行金利は、全体としてきわめて低い水準で推移している模様である。

水準となっている。また、企業の資金繰りは、大企業、中小企業ともに、良好である（図表 46(2)）。短観のD Iは、大企業、中小企業ともに、1990年頃と同程度の高水準に達している。

企業の資金需要面をみると、引き続き、企業買収関連や設備投資向けの資金需要が緩やかに増加している。こうしたもとの、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスで推移している（図表 47(1)）。この間、C P・社債合計の発行残高の前年比は、プラスとなっている（図表 47(3)）。C Pは、発行環境は良好であるが、資源関連企業等の運転資金調達の減少もあって、発行残高の前年比はゼロ%近傍となっている。社債は、長い年限の金利が一段と低下するなか、超長期債の発行が大幅に増加している。

マネースtock（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、3%台半ばの伸びとなっている（図表 48(1)）。対名目GDP比率は、緩やかな上昇傾向にある（図表 48(2)）。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、6月上旬までは、米国の利上げが緩やかなペースになるとの見方や原油価格の上昇などを背景に、投資家心理が下支えされていたが、6月下旬に行われた英国の国民投票がEU離脱を支持する結果となったことを受けて、世界経済の先行き不透明感が高まり、投資家のリスク回避姿勢が急激に強まった。もっとも、その後は、幾分落ち着きを取り戻しつつある。

主要国の金融資本市場の動向をみると、株価は、振れを伴いながら概ね横ばい圏内で推移した後、6月下旬には、英国の国民投票の結果を受けて、大きく下落した（図表 49(1)）。その後は、市場が徐々に落ち着きを取り戻すなか、米国では、2015年半ばの既往ピークを上回って上昇し

ている一方、欧州では、英国のEU離脱の帰趨を巡る不透明感等が意識され、米国と比べて弱めの動きとなっている。

長期金利（10年物国債利回り）は、米国では、5月頃まで概ね横ばい圏内で推移したが、6月に入って、事前予想を大きく下回る雇用関連の経済指標や、英国の国民投票の結果などを受けて、FRBによる利上げが緩やかなペースになるとの見方が一段と強まったことなどから、一時は2012年半ばの既往ボトムを下回るなど、低下している（図表50(1)）。ドイツでは、ECBによる国債買入れが行われていることに加え、英国のEU離脱が欧州経済に与える影響への懸念などから、初めてマイナス領域まで低下している。

米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドは、全体として低水準で推移している（図表51(3)）。この間、円を見合いとしたドル調達プレミアムは、タイトな需給環境などを背景に、昨年夏場以前と比べて高めの水準で推移しているが、現状、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない（図表51(2)）。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、翌日物、ターム物とも、ゼロ%近辺ないしマイナス圏で推移している（図表51(1)）。短期国債の利回りは、マイナス領域での推移が続いている。この間、銀行間取引にかかる信用スプレッドは、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとで、安定的に推移している（前掲図表51(3)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、日本銀行による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、マイナス領域での推移が続いているが、英国の国民投票の結果などを受けて、長期金利のマイナス幅は一段と拡大している（前掲図表50）。

株価は、6月上旬までは、振れを伴いつつも、概ね横ばい圏内で推移した（前掲図表 49(1)）。その後、為替円高の進行などを背景に、大きく下落したが、7月中旬以降は、市場が徐々に落ち着きを取り戻すなかで回復しており、均してみれば、概ね横ばいとなっている。不動産投資信託（J-REIT）市場では、J-REIT 価格が、大きく下落する場面もみられたが、長期金利の低下が下支えとなっていることもあって、均してみれば、小幅の下落となっている（図表 49(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、米国の利上げが緩やかなペースになるとの見方や、英国のEU離脱の影響への警戒感などから、大きく円高ドル安方向に推移した後、7月中旬以降は、円安ドル高方向に戻す動きとなっている（図表 52）。円の対ユーロ相場は、円高ユーロ安方向に推移している。

以 上

(BOX 1) 消費税率引き上げの再延期が実質GDPに及ぼす影響

今回の展望レポートでは、6月2日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2016」を踏まえ、消費税率の10%への引き上げは、2019年10月まで2年半延期されることを前提としている。

こうした消費増税の再延期が実質GDP成長率に及ぼす影響についてみると(BOX図表1(1))、2016年度は、消費増税前に見込んでいた駆け込み需要が発生しなくなることから、家計支出中心に-0.4%ポイント下振れる。一方、2017年度は、駆け込み需要の反動減が生じないうえ、消費増税に伴う実質所得の減少も回避されることから、+0.6%ポイント上振れる。2018年度は、これまで織り込んでいた反動減の剥落による押し上げ効果はなくなる一方、2019年10月の増税を見据えた駆け込み需要が一部で発生し始めることから、成長率への影響は不変となっている。駆け込み需要と反動減の消滅は、実質GDPの振れを均すだけである一方、負の実質所得効果の消滅は実質GDPの水準を底上げするため、見通し期間中盤以降の実質GDPと需給ギャップの水準は、前回の展望レポートの想定よりも切り上がることになる。

なお、前回の4月展望レポートでは、2014年4月の消費増税時に、既に10%への引き上げを見据えた耐久財の駆け込み需要が、一部で発生していた可能性を勘案し、次回増税前の駆け込みは、税率が示すよりも規模が幾分小さくなる(前回増税時の2/3ではなく1/2程度になる)と想定していた(BOX図表1(2))²⁸。もっとも、今回の増税延期により、前回増税から次回増税まで5年以上の間隔が空くことから、2019年にかけては、前回増税時に積み上がった耐久財のストック調整は、相応に進捗している可能性が高い。このため、2019年10月の増税前の駆け込み需要の規模については、税率の変化幅と比例的に前回増税時の2/3程度になると考えている。

²⁸ 2016年4月の展望レポートのBOX1を参照。

(BOX 2) 労使間の賃金交渉とインフレ予想

わが国の賃金交渉は、欧米と比較すると、エネルギー価格の変動も含めたインフレ実績の影響を受けやすい。これは、わが国の賃金決定過程が、欧米よりもバックワード・ルッキングな性格が強いことを意味する。

この点を定量的に確認するため、日米独の労使間交渉で決定される名目賃金を被説明変数、①中長期のインフレ予想、②過去のインフレ実績、③失業率ギャップの3つを説明変数とするシンプルな「ハイブリッド型賃金版フィリップス曲線」を推計した²⁹。推計結果をみると、米独では中長期のインフレ予想にかかる係数（BOX図表2(1)の α_1 ）はかなり大きい反面、インフレ実績にかかる係数（ $1 - \alpha_1$ ）の統計的な有意性は低い。一方、わが国のベースアップについては、中長期のインフレ予想に加え、過去のインフレ実績が統計的に有意となっており、かつ後者の影響力が前者を幾分上回っている。

2014年末以降、日米独いずれの国でも、ヘッドラインのインフレ実績は、原油価格下落の影響から大きく低下している（BOX図表2(2)）。こうした原油価格の下落による実績インフレ率の低下は、わが国のベアに対し明確な下押し圧力となった一方、米独の賃金に及ぼした影響は限定的となっている（BOX図表2(3)）。こうした違いが生じるのは、米独では交渉賃金の適用期間がわが国よりも長いため、労使交渉において中期的な物価動向が考慮されやすく、その際に、中央銀行のインフレ目標が重要な要素となっていることも影響している（BOX図表2(4)）。例えば、ドイツの労働組合の多くは、企業との賃金交渉に際し、インフレ実績の動きよりも、ECBのインフレ目標（2%未満かつ2%近傍）を重視することが知られている³⁰。

²⁹ 中長期のインフレ予想が企業の賃金設定行動に与える影響については、日本銀行ワーキングペーパー「企業のインフレ予想と賃金設定行動」（2016年6月）も参照。

³⁰ この点については、例えば Deutsche Bundesbank Monthly Report April 2016 “The Phillips curve as an instrument for analyzing prices and forecasting inflation in Germany.” を参照。

(BOX 3) 個人消費の周波数分析

個人消費は、全体として底堅さを維持しているとはいえ、2014年4月の消費税率引き上げ以降、力強さに欠ける状態が長引いているのは事実である（BOX図表3(1)）。この背景としては、①耐久財のストック調整、②消費税率引き上げや食料品価格等の上昇に伴う実質可処分所得の目減り、③株価下落等に伴う負の資産効果、④天候不順、⑤年金等の社会保障制度に関する不安など、様々な要因が指摘されてきている。

ここでは、どの要因がどの程度、個人消費の下押しに効いているのかについて、定量的な感触を得るため、周波数分析の手法を用いた要因分解を試みた。周波数分析とは、大雑把に言って、時系列データを様々な周期のサイクルに置き換えることにあたる（BOX図表3(2)）。①の耐久財のストック調整であれば、耐久財の使用年数を踏まえると、デジタル家電等であれば2年～7年周期の中期循環、自動車や白物家電であれば7年～12年周期の長期循環で、その動きを捉えることが出来るはずである（BOX図表4(1)(2)）。一方、④の天候不順の効果は、一時的であるため、短期循環（ここでは2年以下の周期のサイクル）で捕捉されると考えるのが自然である。また、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動も、本分析の枠組みでは、短期循環として把握される。②の所得要因や、③の（負の）資産効果がどの周期に表れるかは必ずしも明らかではないが、雇用者報酬の動きは景気循環に概ね沿っていること、また、株価等の資産価格はかなりボラタイルな動きを示すことから、②の所得要因は中期循環、③の株価変動に伴う資産効果は短期循環でそれぞれ捉えられると考えられる（BOX図表4(3)）。なお、⑤の社会保障不安は、循環的なものとは考え難く、ここでの分析では残差として求められるトレンド成分に現れるとみられる。

以上の要因別にみたサイクルの周期を念頭に、最近の個人消費の前期比を要因分解すると（BOX図表4(4)）、短期循環成分は、2014年中は駆け込み需要とその反動により大きな振幅を示したあと、最近では2015年10～12月、2016年1～3月ともに下押しとなっている。この点、2015年10～12月は天候不順による落ち込み、2016年1～3月は年初来の株価下落を受けた負の資産効果を捉えていると考えられる。中期循環成分をみると、実質可処分所得の動向を反映して、2014年中は下押しに寄与していたが、ここにきて押し上

げ方向に作用している。この間、長期循環成分は、耐久財のストック調整により、一貫して下押しに寄与している。なお、トレンド成分は一貫して押し上げ方向に作用していることから、長期的な視野でみた社会保障不安要因が、個人消費の大きな下押し要因となっているようには窺われない。

(BOX 4) 消費者物価における公共料金と家賃の動向

消費者物価指数で相応のウェイトを持つ公共料金と家賃は、長期にわたって、価格の伸び迷みが続いており、「量的・質的金融緩和」開始以降、財や一般サービスが上昇する中であっても、目立った改善を示していない（BOX 図表 5 (1)）³¹。直近 2015 年度の食料・エネルギーを除く消費者物価の前年比を、日米独の 3 か国で比較してみると、わが国の上昇率が最も低くなっている。これにも、わが国の公共料金や家賃の伸びが米独よりも低いことが大きく影響しており、それ以外の品目のわが国の上昇率はむしろ米国を大きく上回っている（BOX 図表 5 (2)）。このように公共料金、家賃の伸びが低い背景には、わが国の場合、予想物価上昇率が 2% にアンカーされている訳ではないといった、物価一般に関するインフレ予想の差が何がしか影響していることは考えられる。加えて、わが国の公共料金、家賃固有の原因として、以下に挙げる事情も影響しているとみられる。

わが国の公共料金が欧米対比上昇しにくい原因の一つとしては³²、公営企業の収益に対する補助金の投入が常態化し、営業費用や設備の減価償却費用が、料金に反映されにくいことが挙げられる（BOX 図表 6 (1)）。これに対し、欧米では、政府が、直接、公共料金の価格決定過程に関与する割合が小さく、独立の規制委員会が、費用構造を踏まえつつ、補助金の投入を前提としないような公共料金の価格設定を行っている（BOX 図表 6 (2)）。因みに、2020 年度の財政健全化に向けて、公営企業の赤字も解消されるとの前提のもと、それに必要な公共料金の値上げ率を大雑把に試算してみると、2010 年度以降、実績（年率 +0.9%）の 1.5 倍強の伸びが必要になるとの結果が得られる（BOX 図表 6 (3)）。

他方、わが国の家賃が上昇しにくい背景としては、第 1 に、消費者物価の民営家賃は、賃貸住宅の経年による品質劣化の調整を行っていないことが挙げられる。同じ賃貸住宅に住み続けた場合、毎年同じ家賃を支払ったとしても、住宅の品質は毎年劣化していくため、住民の「不便さ」の度合いは毎年

³¹ ただし、2014 年度の公共料金は、高速道路料金の各種割引措置の縮小などから、一時的に伸びが高まっている。

³² この点について詳しくは、日銀レビュー「わが国の公共料金の特徴～制度面における欧米との比較を中心に～」(2016-J-12)を参照。

高まっていくことになる。こうした「不便さ」を甘受することは、事実上、毎年、実質的な値上げを受け容れていることに等しい。米国では、こうした「不便さ」を値上げとみなして、品質調整を行った家賃の価格指数が作成されている。わが国でも、こうした賃貸住宅の品質劣化を考慮した場合には、家賃の動きは、現在公表されている価格指数に比べて、高めになると考えられる³³。第2に、相続税節税ニーズによる貸家建設の増加が、もともと高い貸家の空室率の一段の上昇につながり、これが民営家賃の下押し圧力になっている。これら2つの要因は、いずれも、消費者物価（除く生鮮食品）に占めるウエイトが2.8%に過ぎない民営家賃に当てはまるものである。しかし、民営家賃の価格は、消費者物価の中で16.2%のウエイトを持つ持ち家の帰属家賃にも適用されるため、消費者物価全体に及ぼす影響は小さくない。

³³ 家賃の経年劣化に関する品質調整については、昨年の統計委員会でも消費者物価の精度向上にとって重要な問題として取り上げられた（詳しくは、第88～91回の統計委員会の議事録および第57～60回のサービス統計・企業統計部会の議事録を参照）。こうした審議を踏まえて、総務省統計局は、2017年度の可能な限り早期に試算結果を含めた研究成果を公表するとともに、継続的かつ幅広い検討・情報提供に努めることになっている。

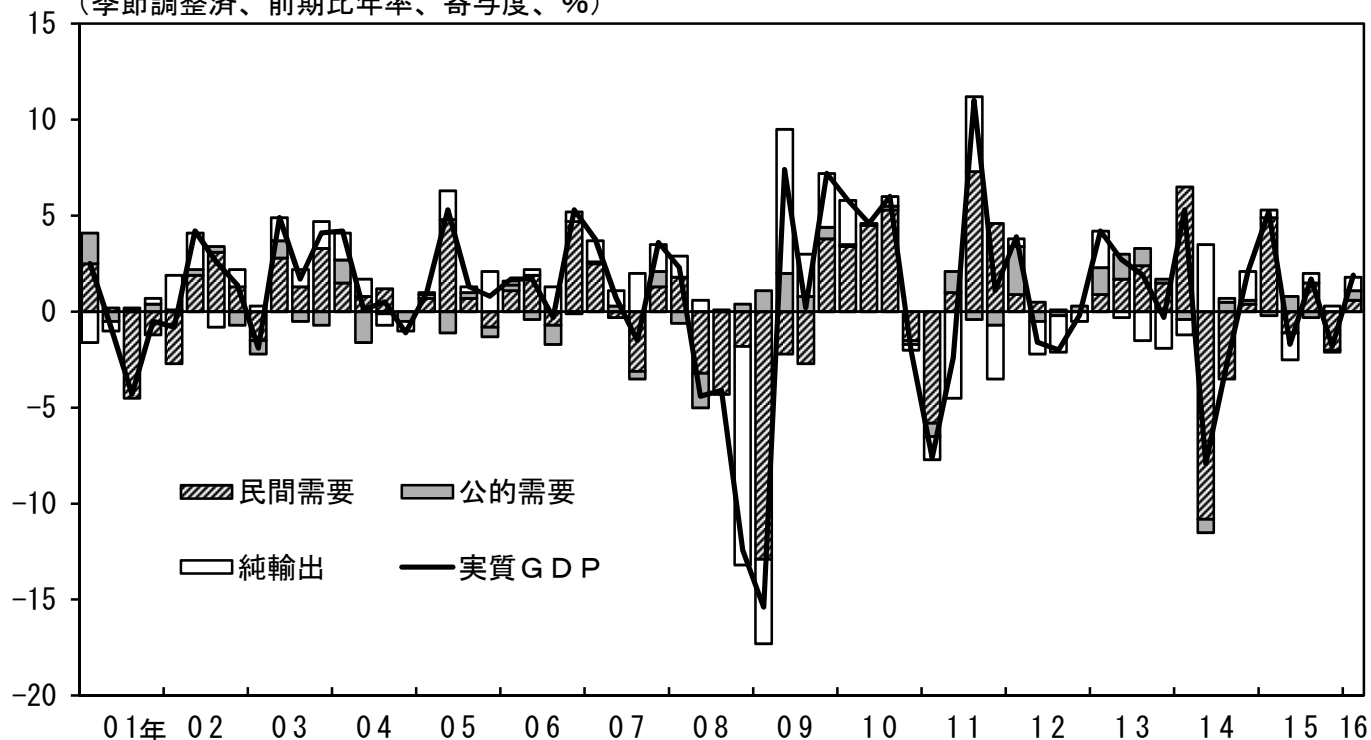
経済・物価情勢の展望（2016年7月）参考計表

- | | |
|-------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) 実質GDP | (図表 32) 輸入物価と国際商品市況 |
| (図表 2) マクロの所得形成と景気動向指数 | (図表 33) 国内企業物価と企業向けサービス価格 |
| (図表 3) 需給ギャップと潜在成長率 | (図表 34) 消費者物価 |
| (図表 4) 公共投資 | (図表 35) 消費者物価の基調的な変動 |
| (図表 5) 海外経済見通し | (図表 36) 品目別価格変動分布と基調的なインフレ率 |
| (図表 6) 輸出を取り巻く環境 | (図表 37) GDPデフレーター |
| (図表 7) 実質輸出入 | (図表 38) 消費者物価と需給ギャップ |
| (図表 8) 実質輸出の内訳 | (図表 39) 予想物価上昇率(1) |
| (図表 9) 海外の自動車販売と資本財輸出 | (図表 40) 予想物価上昇率(2) |
| (図表 10) 世界貿易量と日本のシェア | (図表 41) フィリップス曲線 |
| (図表 11) サービス収支と経常収支 | (図表 42) 物価と賃金 |
| (図表 12) 鉱工業生産・出荷・在庫 | (図表 43) マネタリーベースと長期国債買入れ |
| (図表 13) 出荷・在庫バランス | (図表 44) CP・社債発行環境 |
| (図表 14) 業種別・規模別の企業収益 | (図表 45) 貸出金利 |
| (図表 15) 業況判断 | (図表 46) 企業金融 |
| (図表 16) 設備投資一致指標 | (図表 47) 貸出残高とCP・社債発行残高 |
| (図表 17) 設備投資計画(業種別・規模別) | (図表 48) マネーストック |
| (図表 18) 設備投資計画と実績 | (図表 49) 株価・REIT価格 |
| (図表 19) 設備投資先行指標 | (図表 50) 長期金利 |
| (図表 20) 期待成長率と資本ストック循環 | (図表 51) 短期金利 |
| (図表 21) 雇用と労働需給 | (図表 52) 為替相場 |
| (図表 22) 失業率と労働力率 | (BOX図表1) 消費税率引き上げ再延期の影響 |
| (図表 23) 名目賃金 | (BOX図表2) 労使交渉賃金とインフレ予想 |
| (図表 24) 雇用者所得 | (BOX図表3) 個人消費の周波数分析(1) |
| (図表 25) 実質賃金・所得 | (BOX図表4) 個人消費の周波数分析(2) |
| (図表 26) 個人消費 | (BOX図表5) 公共料金と家賃の動向 |
| (図表 27) 形態別消費と供給側・需要側統計 | (BOX図表6) わが国の公共料金の特徴 |
| (図表 28) 販売統計(商業動態統計) | (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告) |
| (図表 29) 耐久財・サービス消費 | |
| (図表 30) 個人消費関連のマインド指標 | |
| (図表 31) 住宅投資 | |

実質GDP

(1) 実質GDP

(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



(2) 需要項目別の動向

(季節調整済、前期比、内訳は寄与度、%)

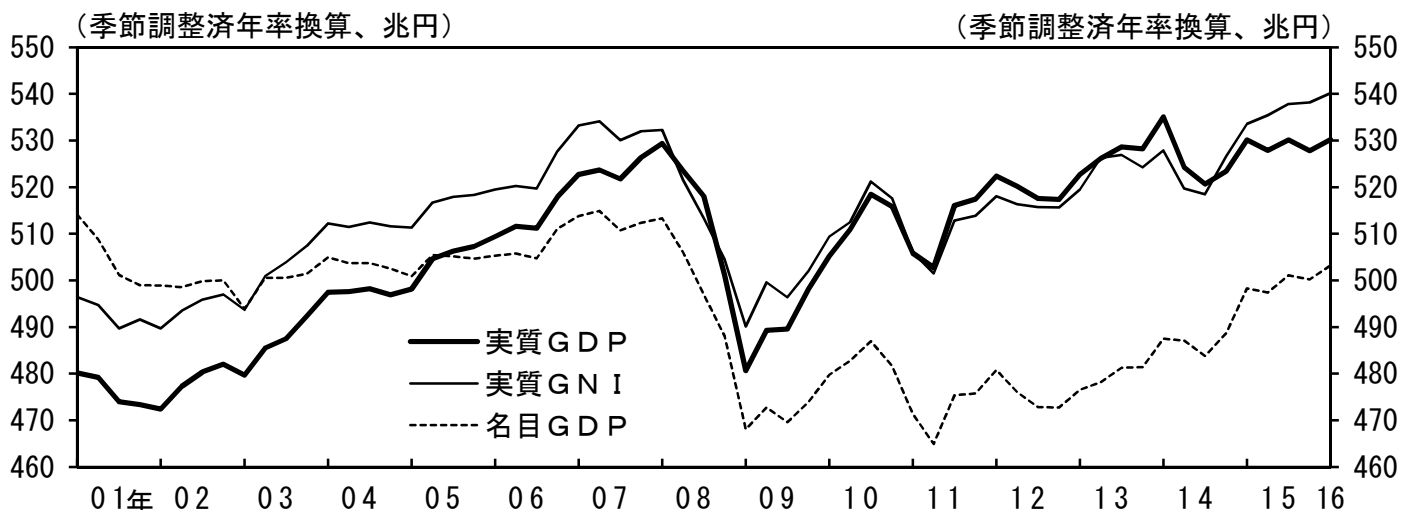
	2015年				2016年
	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
実質GDP	1.3	-0.4	0.4	-0.4	0.5
[前期比年率]	[5.2]	[-1.7]	[1.7]	[-1.8]	[1.9]
国内需要	1.2	-0.1	0.3	-0.5	0.3
民間需要	1.2	-0.3	0.4	-0.5	0.2
民間最終消費支出	0.1	-0.5	0.3	-0.5	0.4
民間企業設備	0.4	-0.2	0.1	0.2	-0.1
民間住宅	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0
民間在庫品増加	0.6	0.3	-0.1	-0.2	-0.1
公的需要	-0.0	0.2	-0.1	-0.0	0.1
公的固定資本形成	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.0
純輸出	0.1	-0.4	0.1	0.1	0.2
輸出	0.4	-0.9	0.5	-0.1	0.1
輸入	-0.3	0.5	-0.3	0.2	0.1
名目GDP	2.0	-0.2	0.8	-0.2	0.6

(前年比、%)

	2015年				2016年
	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
GDPデフレーター	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9
内需デフレーター	1.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.5

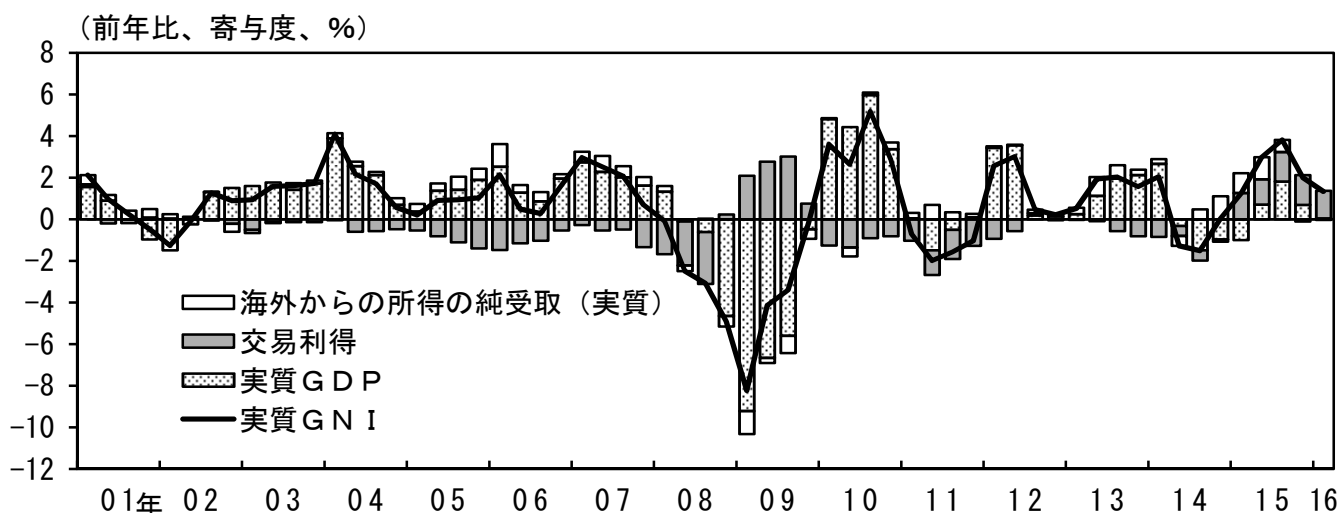
マクロの所得形成と景気動向指数

(1) GDP (国内総生産) と GNI (国民総所得)

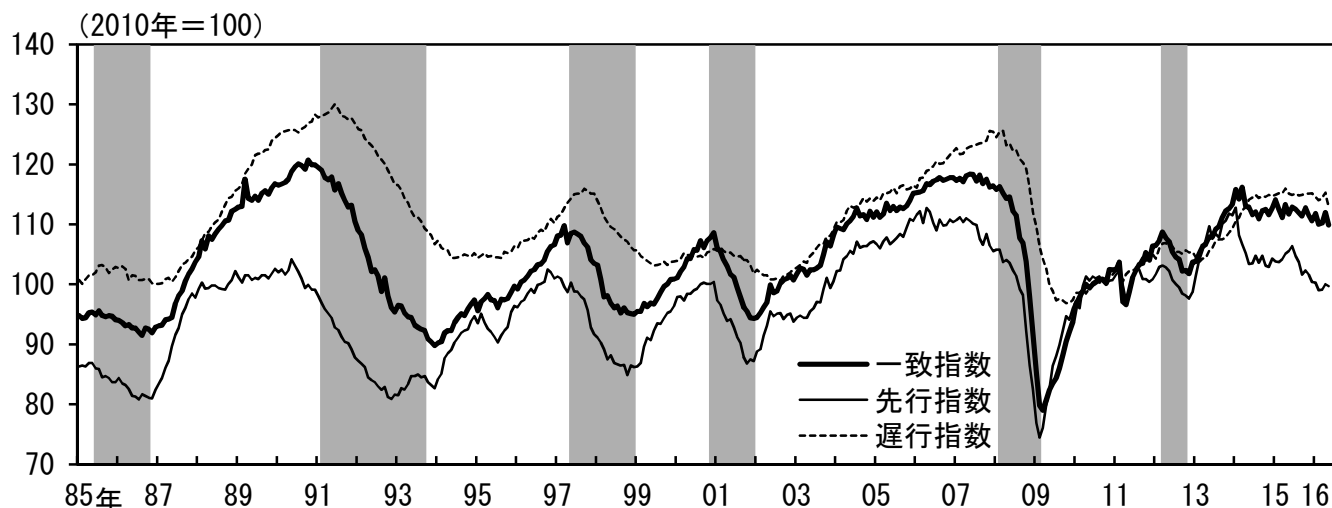


(注) 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (実質)
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター の加重平均 - 実質純輸出

(2) GNI の要因分解



(3) 景気動向指数

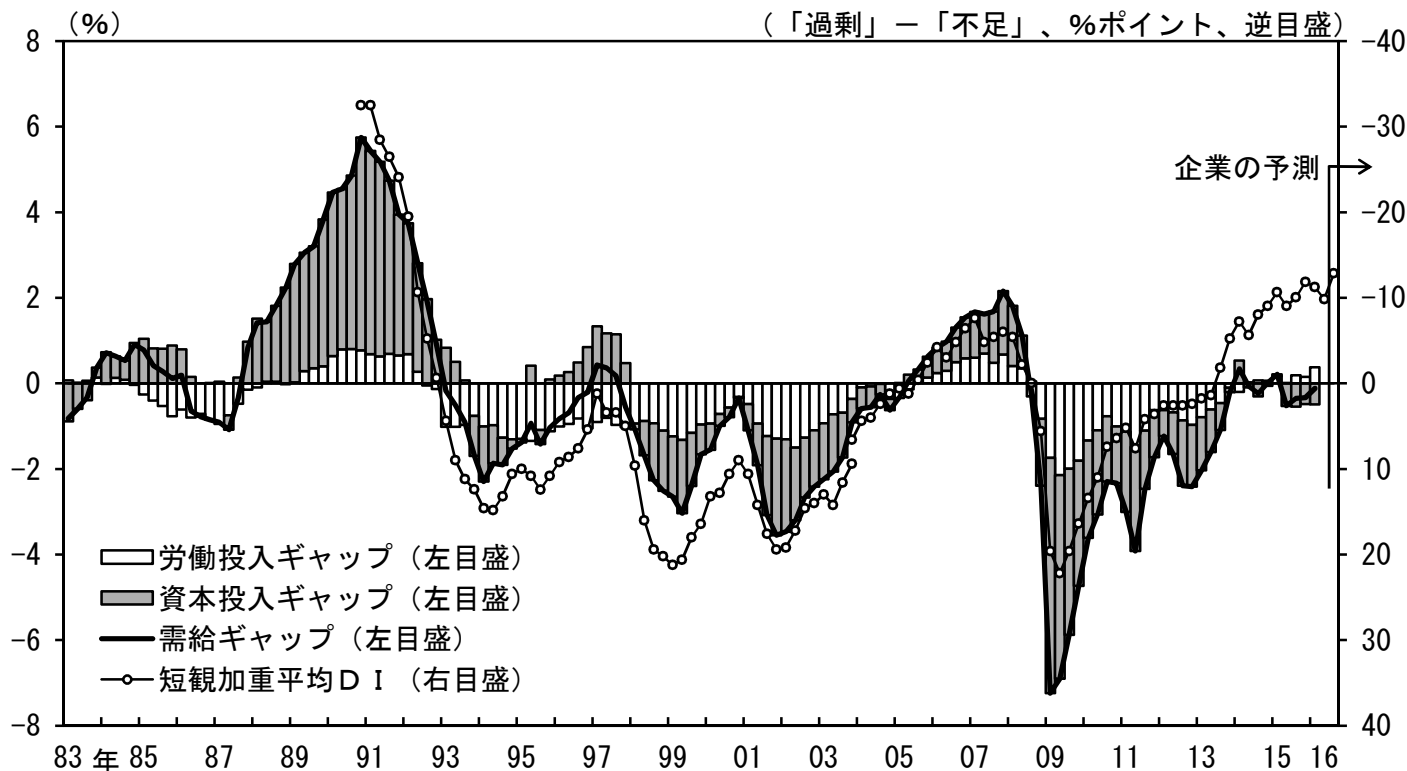


(注) シェード部分は、景気後退局面。

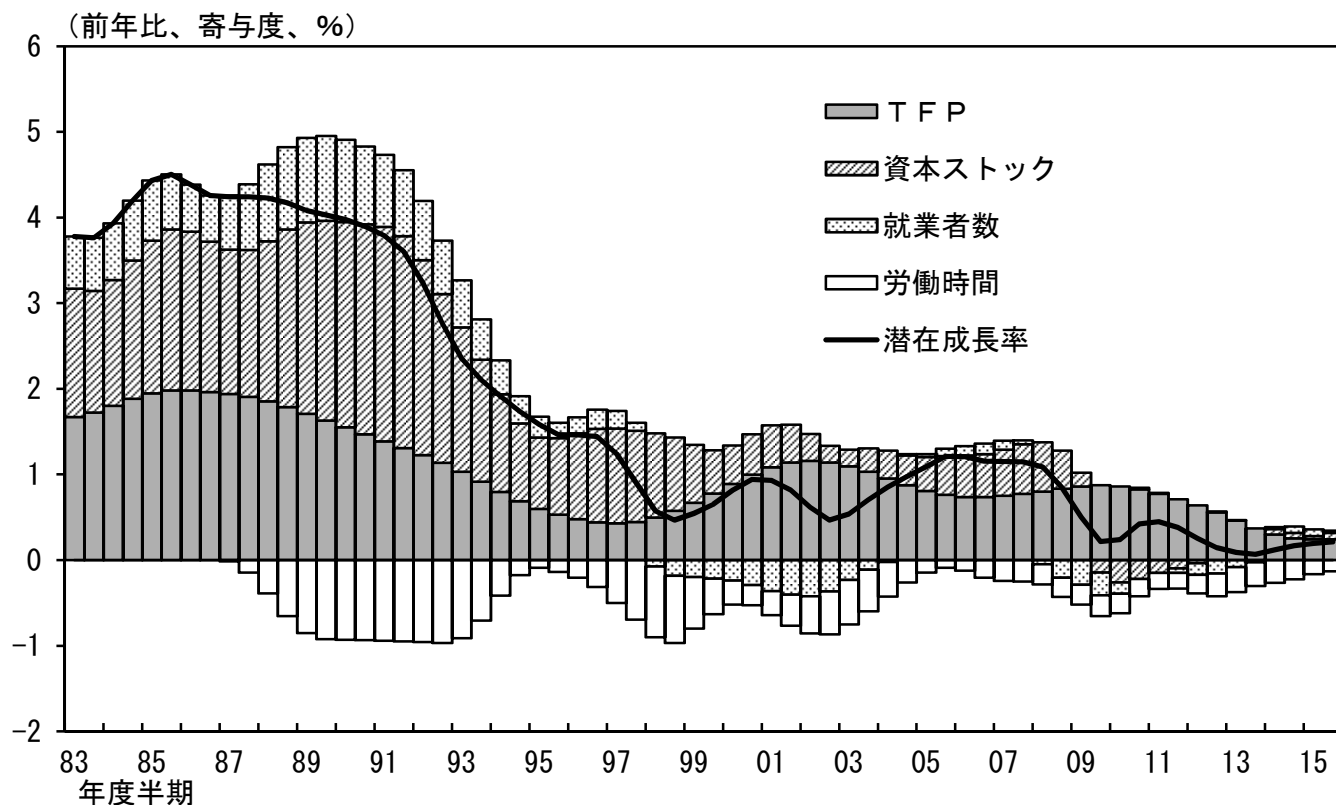
(出所) 内閣府

需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(2) 潜在成長率



(注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
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。なお、短観の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。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

公共投資

(1) GDP公共投資

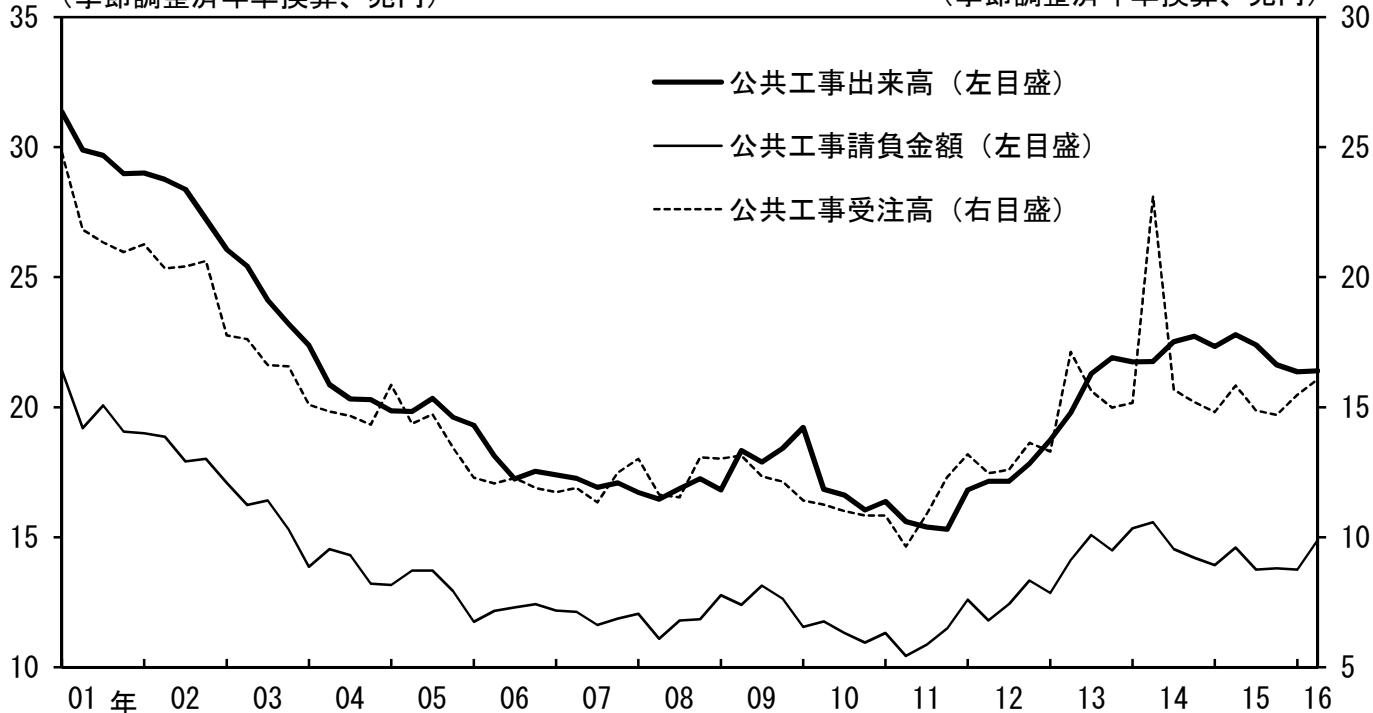
(季節調整済年率換算、兆円)



(2) 公共工事関連指標

(季節調整済年率換算、兆円)

(季節調整済年率換算、兆円)



(注) 1. 公共工事受注高、公共工事出来高の2016/2Qは、4~5月の値。
2. 公共工事受注高の2011/4Q以前は、推計方法変更による段差を調整。

(出所) 内閣府、国土交通省、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」

海外経済見通し

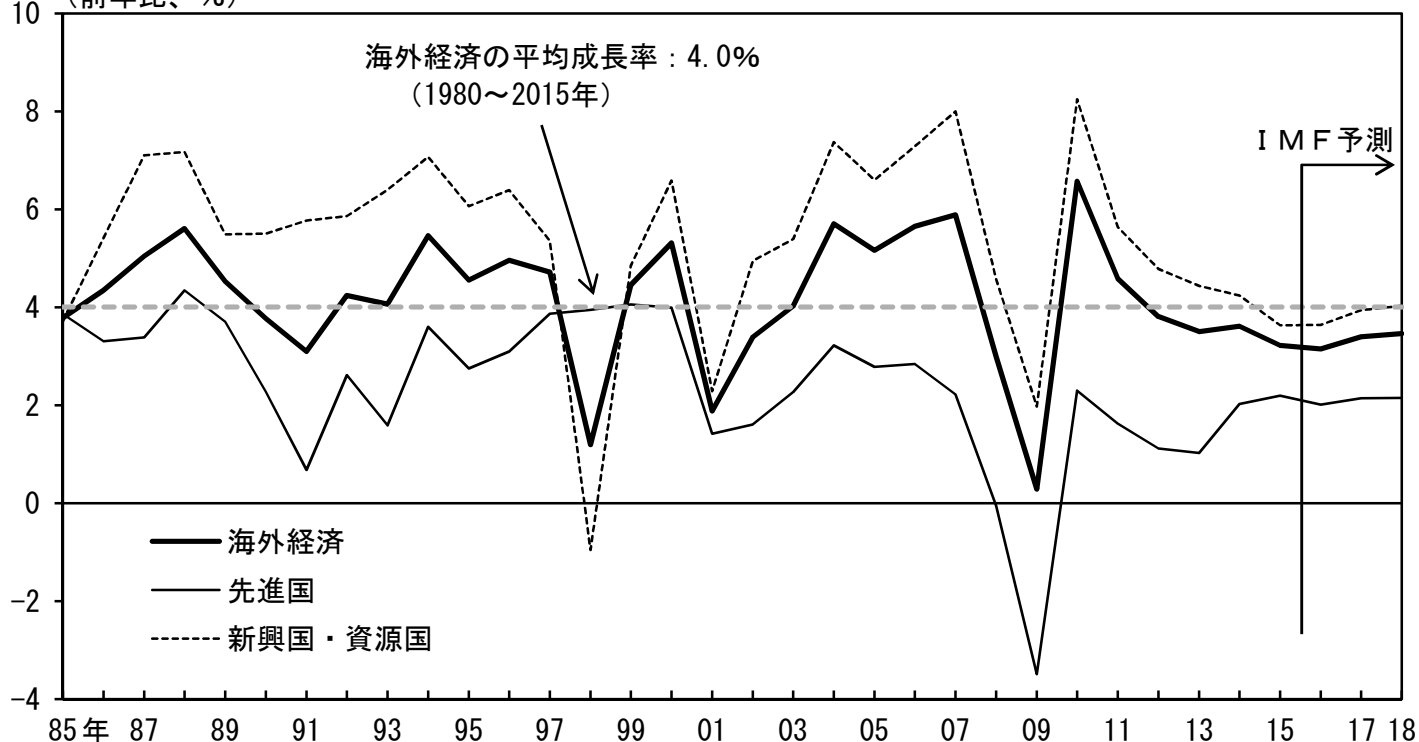
(1) 主要国・地域別の成長率の見通し

(実質GDP、%、()内は2016/4月時点、< >内は2015年通関輸出ウエイト)

	四半期 (実績、前期比年率)					暦年 (実績+予測、前年比)			
	2015年		2016年			2015年	2016年	2017年	2018年
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	(実績)	(IMF予測)		
海外経済						3.2	3.1	3.4	n.a.
							(3.2)	(3.4)	(3.5)
主要国・地域 <78.7>	3.2	3.6	3.2	2.4	n.a.	3.5	3.3	3.4	n.a.
							(3.3)	(3.5)	(3.4)
米国 <20.1>	3.9	2.0	1.4	1.1	n.a.	2.4	2.2	2.5	n.a.
							(2.4)	(2.5)	(2.4)
ユーロ圏+英国 <9.5>	1.5	1.4	1.9	2.1	n.a.	1.8	1.6	1.4	n.a.
							(1.6)	(1.7)	(1.7)
東アジア <49.0>	3.2	4.6	4.2	3.0	n.a.	4.2	4.1	4.2	n.a.
							(4.1)	(4.2)	(4.2)
中国 <17.5>	7.4	7.4	6.1	4.9	7.4	6.9	6.6	6.2	n.a.
							(6.5)	(6.2)	(6.0)
NIEs <21.7>	-0.6	2.3	2.2	1.1	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.
							(2.1)	(2.5)	(2.7)
ASEAN4 <9.8>	3.9	4.5	5.0	4.0	n.a.	4.1	4.1	4.4	n.a.
							(4.1)	(4.4)	(4.4)
その他 <21.3>						2.2	2.5	3.3	n.a.
							(2.5)	(3.3)	(3.6)

(2) 海外経済の実質成長率の見通し

(前年比、%)



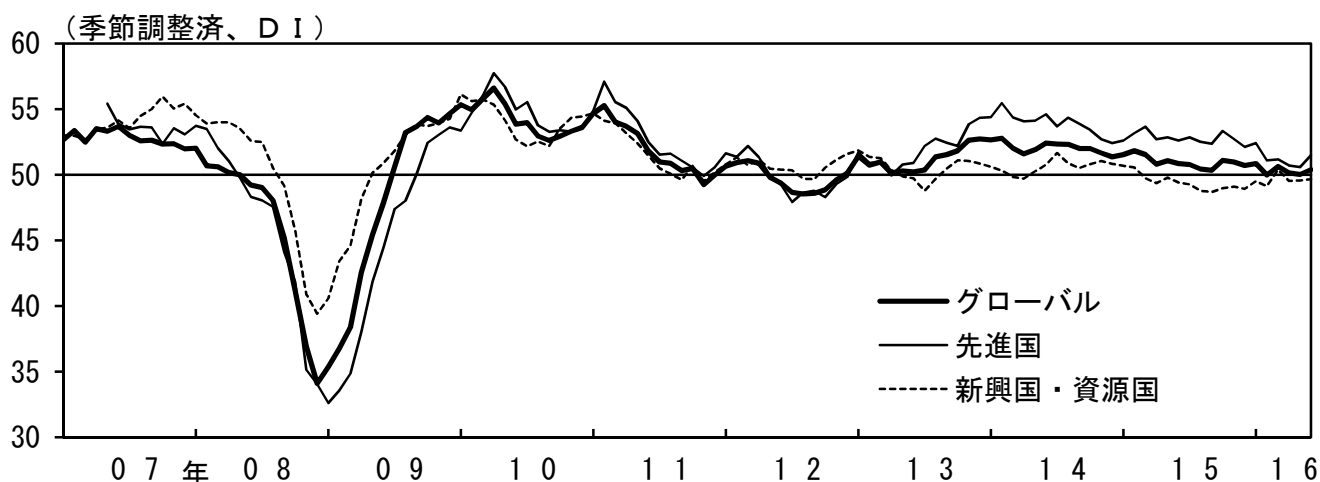
(注) 1. IMFによる各国・地域のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。
IMF予測は、2016/7月時点。一部の国・地域について、7月時点の値は非公表のため、4月時点の値を用いて試算している。

2. (2)の先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

(出所) IMF、財務省、BEA、欧州委員会、中国国家統計局等

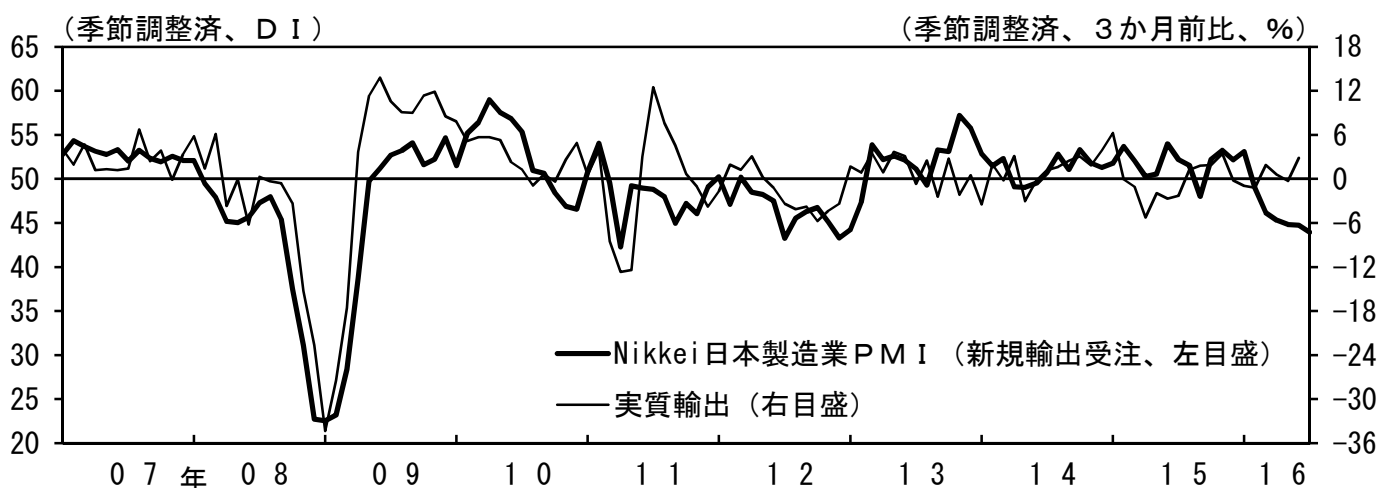
輸出を取り巻く環境

(1) 企業の景況感 (製造業PMI)

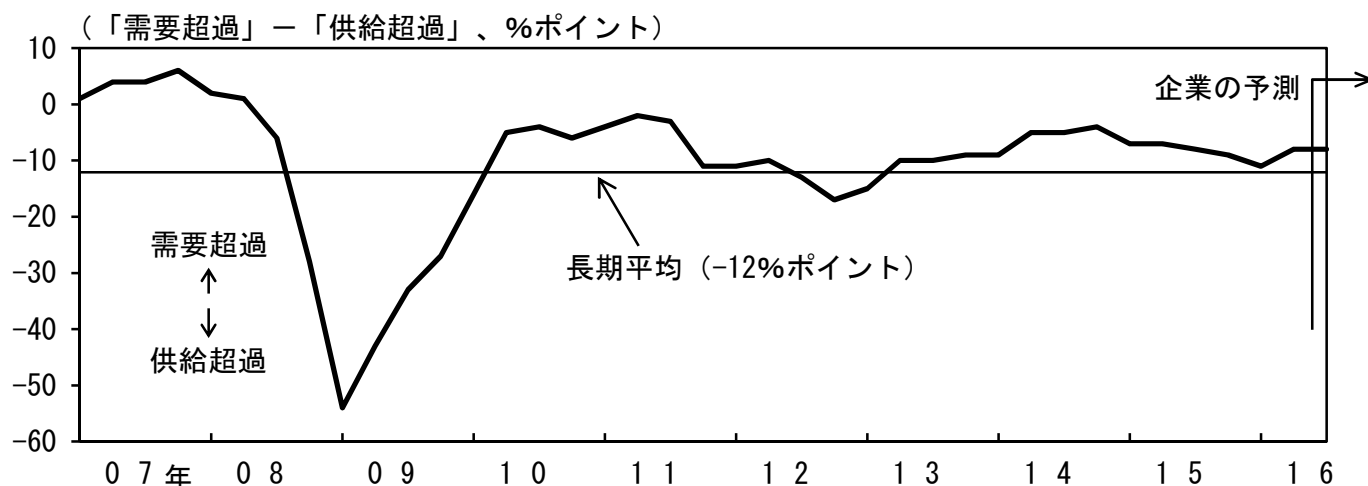


(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は17か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIを、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(2) 新規輸出受注PMIと日本の実質輸出



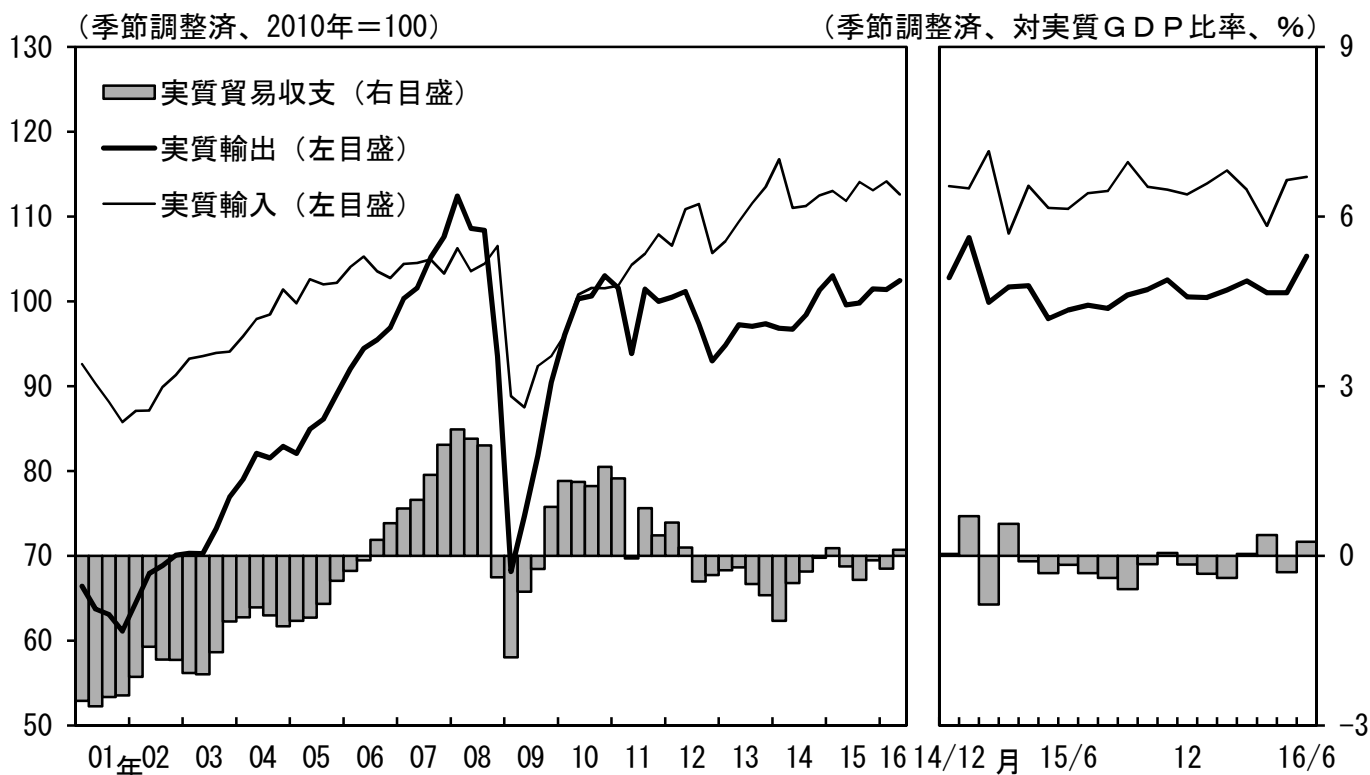
(3) 海外需給判断DI (短観・製造業大企業)



(出所) IHS Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2016. All rights reserved.), IMF、財務省、日本銀行

実質輸出入

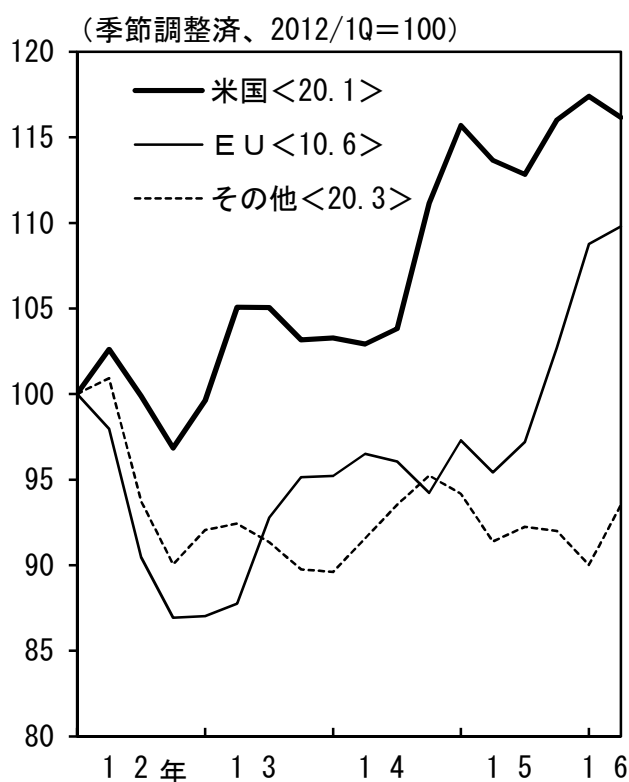
(1) 実質輸出入



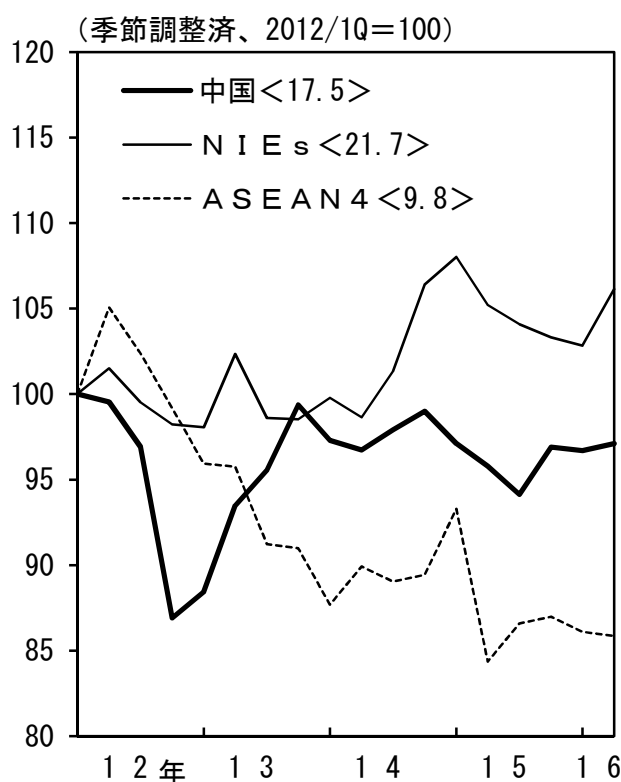
(注) 実質貿易収支 (対実質GDP比率) の2016/4月以降は、1~3月の実質GDPを用いて算出。

(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

① 米国・EU・その他



② 中国・NIEs・ASEAN 4



(注) < >内は、2015年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

(出所) 財務省、日本銀行、内閣府

実質輸出の内訳

(1) 地域別

(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

		暦年		2015年			2016年		2016年		
		2014年	2015年	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	4月	5月	6月
米国	<20.1>	1.8	9.1	-1.8	-0.7	2.8	1.2	-1.0	-1.0	-2.9	5.5
EU	<10.6>	5.2	3.0	-1.9	1.9	5.7	5.9	0.9	-3.5	-5.1	3.7
東アジア	<49.0>	1.1	0.6	-3.6	-0.6	0.8	-0.5	1.5	1.3	0.9	0.7
中国	<17.5>	3.5	-2.0	-1.4	-1.7	2.9	-0.2	0.4	3.6	-5.0	3.7
NIEs	<21.7>	2.0	3.6	-2.6	-1.1	-0.7	-0.5	3.2	-1.1	5.5	1.5
ASEAN4	<9.8>	-4.7	-1.4	-9.6	2.6	0.5	-1.0	-0.3	2.3	1.7	-6.6
その他	<20.3>	1.2	-0.0	-2.9	0.9	-0.3	-2.1	3.9	1.1	-3.3	13.9
実質輸出計		1.7	2.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1	1.1	-1.4	0.0	4.3

(2) 財別

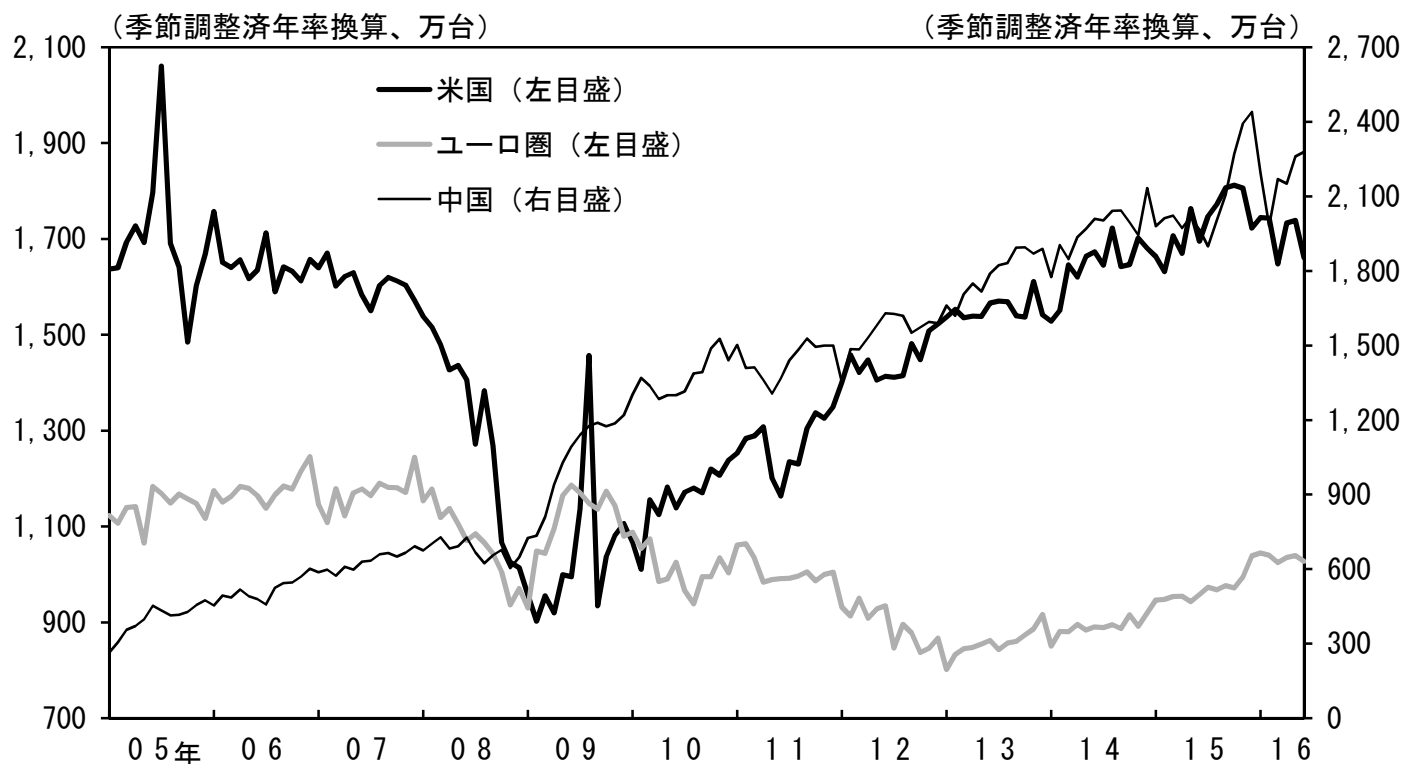
(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

		暦年		2015年			2016年		2016年		
		2014年	2015年	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	4月	5月	6月
中間財	<19.8>	0.1	-0.3	-3.8	0.0	1.4	-1.6	0.8	3.0	0.2	2.2
自動車関連	<24.4>	-1.4	1.3	-2.2	2.3	4.8	-5.0	1.9	-1.9	-0.1	5.9
情報関連	<10.6>	3.6	-1.4	-4.1	-2.0	-0.9	0.3	0.1	1.7	-4.8	4.3
資本財・部品	<27.5>	3.1	-1.5	-4.0	-0.9	-0.6	1.0	1.9	-0.3	1.2	1.9
実質輸出計		1.7	2.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1	1.1	-1.4	0.0	4.3

- (注) 1. < >内は、2015年通関輸出入額に占める各国・地域または各財のウエイト。
 2. 情報関連は、電算機類、通信機、IC等電子部品、映像機器、音響機器、科学光学機器。
 3. 資本財・部品は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。

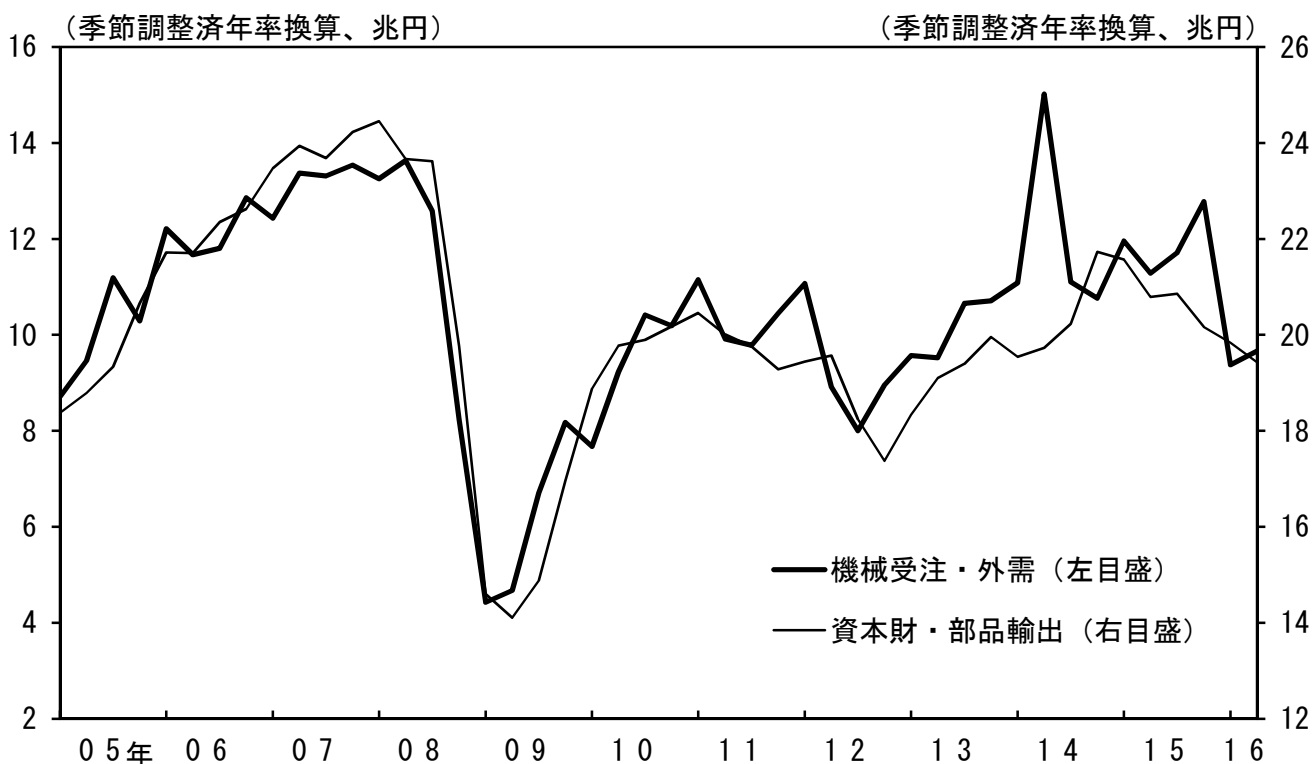
海外の自動車販売と資本財輸出

(1) 主要国・地域の自動車販売



(注) 米国は、自動車販売台数 (除く大型トラック)。ユーロ圏は、乗用車登録台数。中国は、乗用車販売台数。

(2) 機械受注・外需と資本財・部品輸出 (名目)



(注) 機械受注・外需の2016/2Qは、4~5月の値。

世界貿易量と日本のシェア

(1) 世界の貿易量/GDP

(季節調整済、2010年=100)



(2) 日本の輸出シェア (実質)

(季節調整済、%)



(注) 1. 2016/2Qは、4~5月の値。

2. (1) は、世界実質輸入を世界実質GDPで割って算出。実質GDPの2016/2Qは、1Qの実績とIMFによる2016年の予測値を用いて試算。

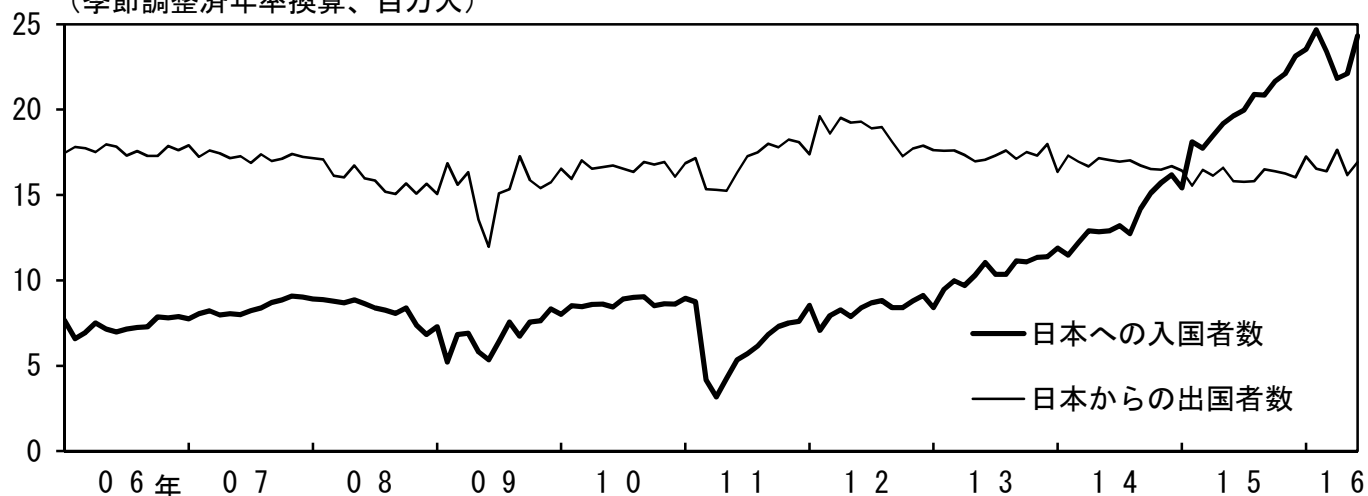
3. (2) は、世界貿易量に占める日本の輸出シェア (日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2005年基準)。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等

サービス収支と経常収支

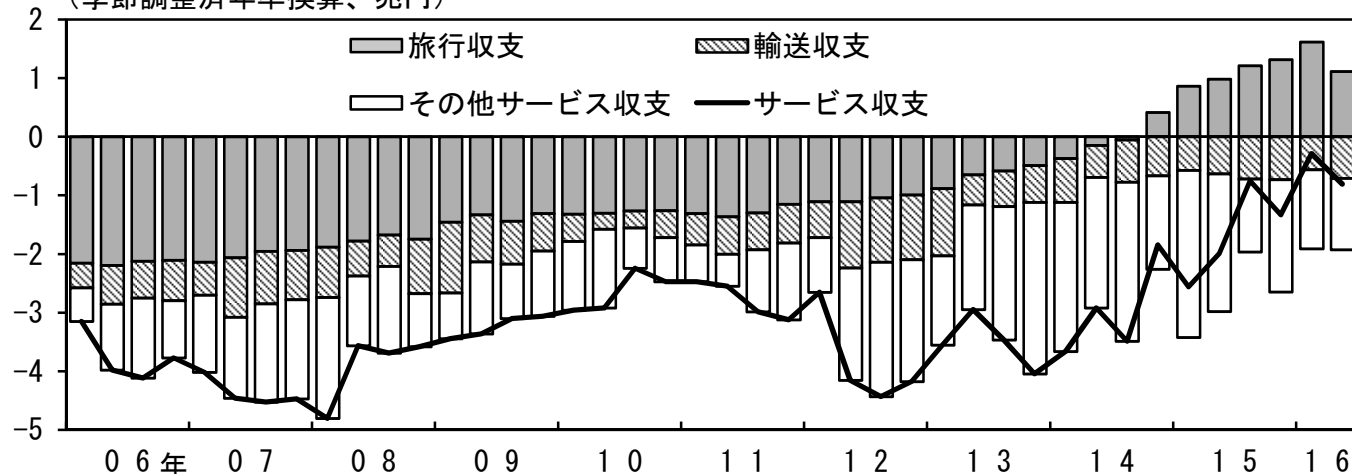
(1) 出入国者数

(季節調整済年率換算、百万人)



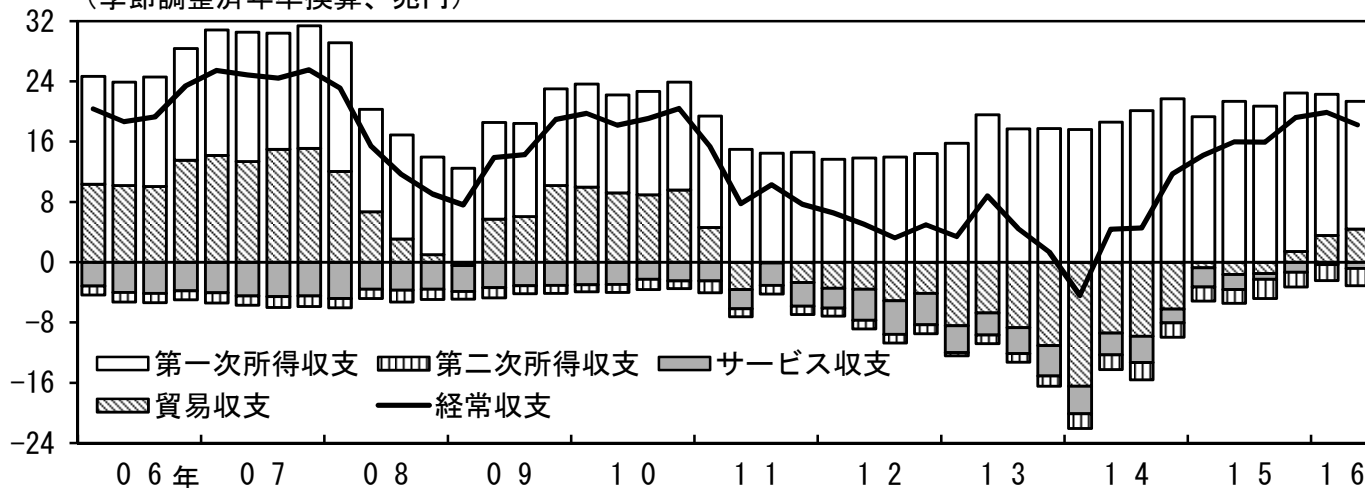
(2) サービス収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(3) 経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)

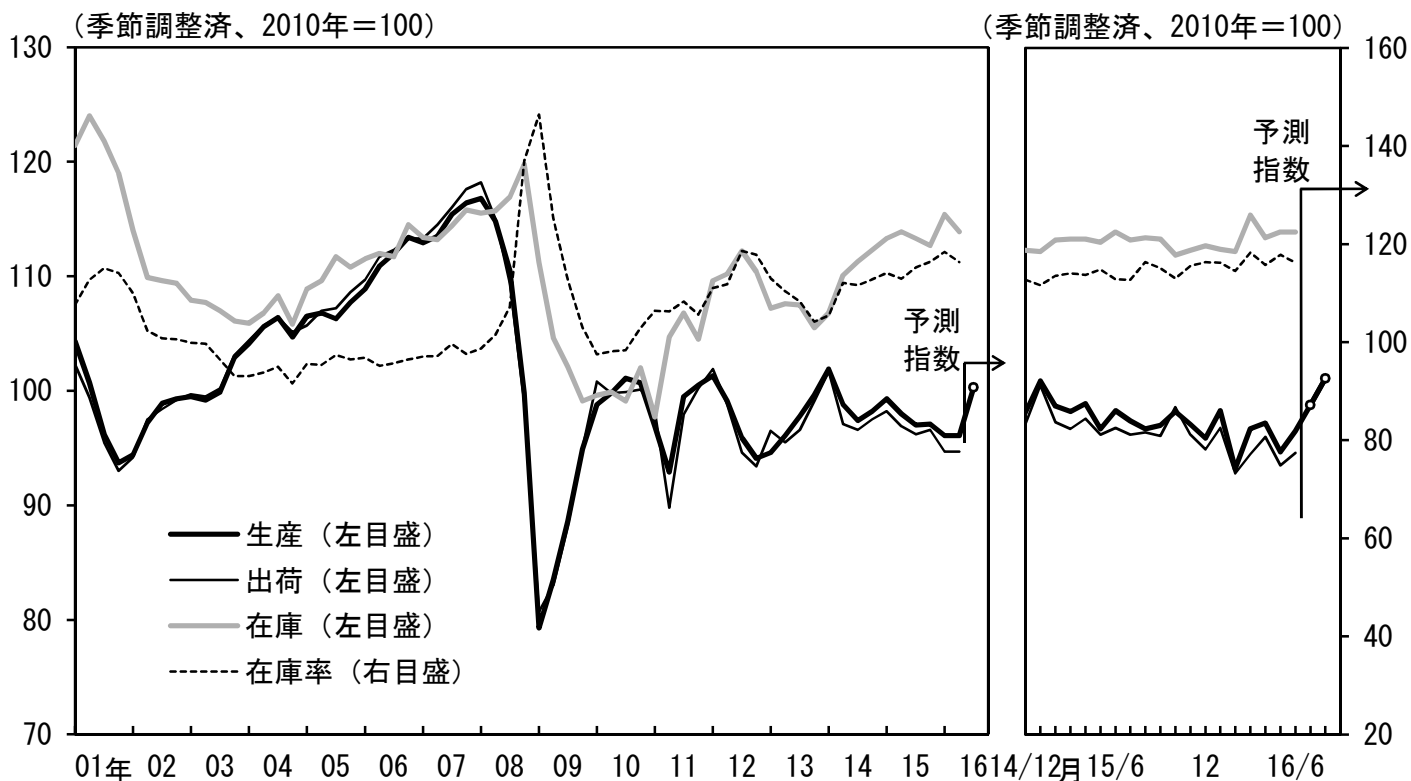


(注) 2016/2Qは、4~5月の値。

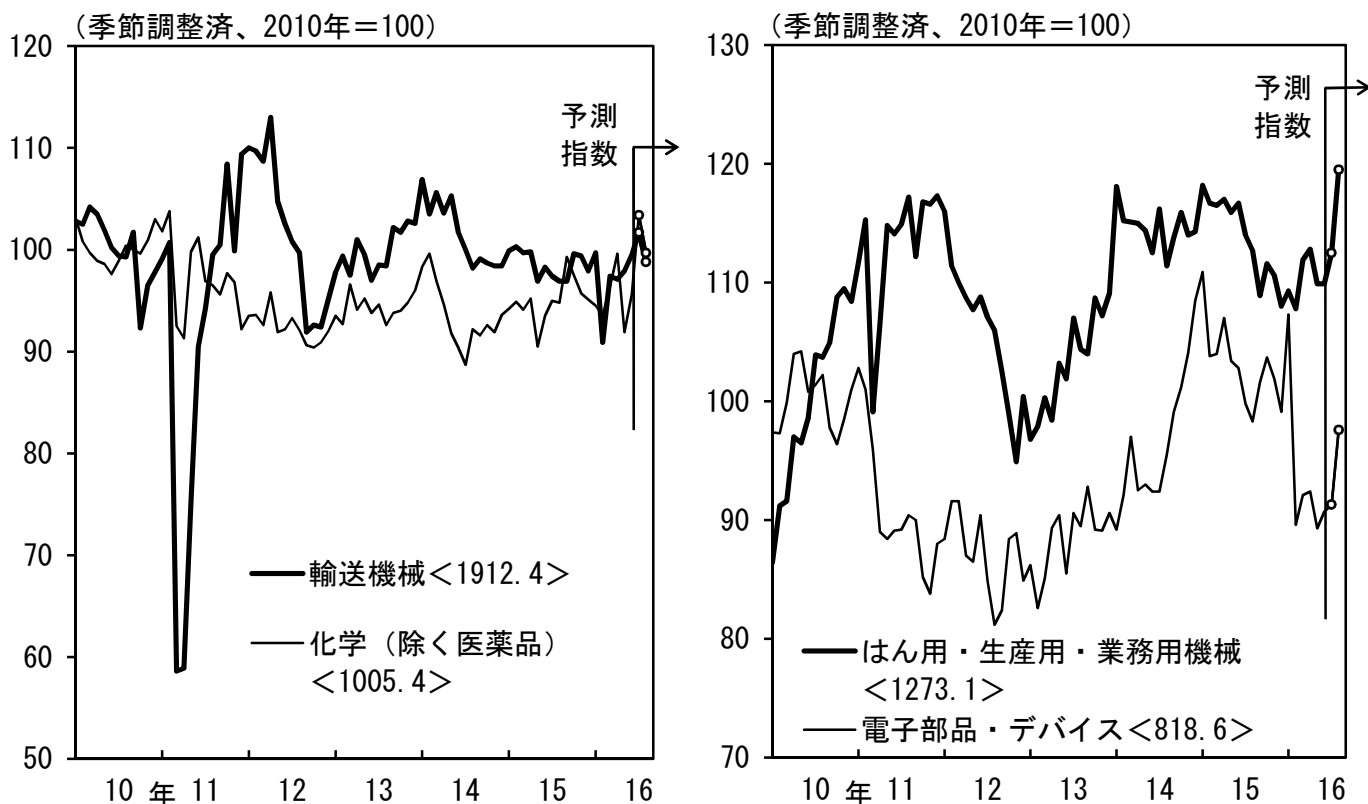
(出所) 日本政府観光局 (JNTO)、財務省・日本銀行

鋳工業生産・出荷・在庫

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



(2) 業種別の生産

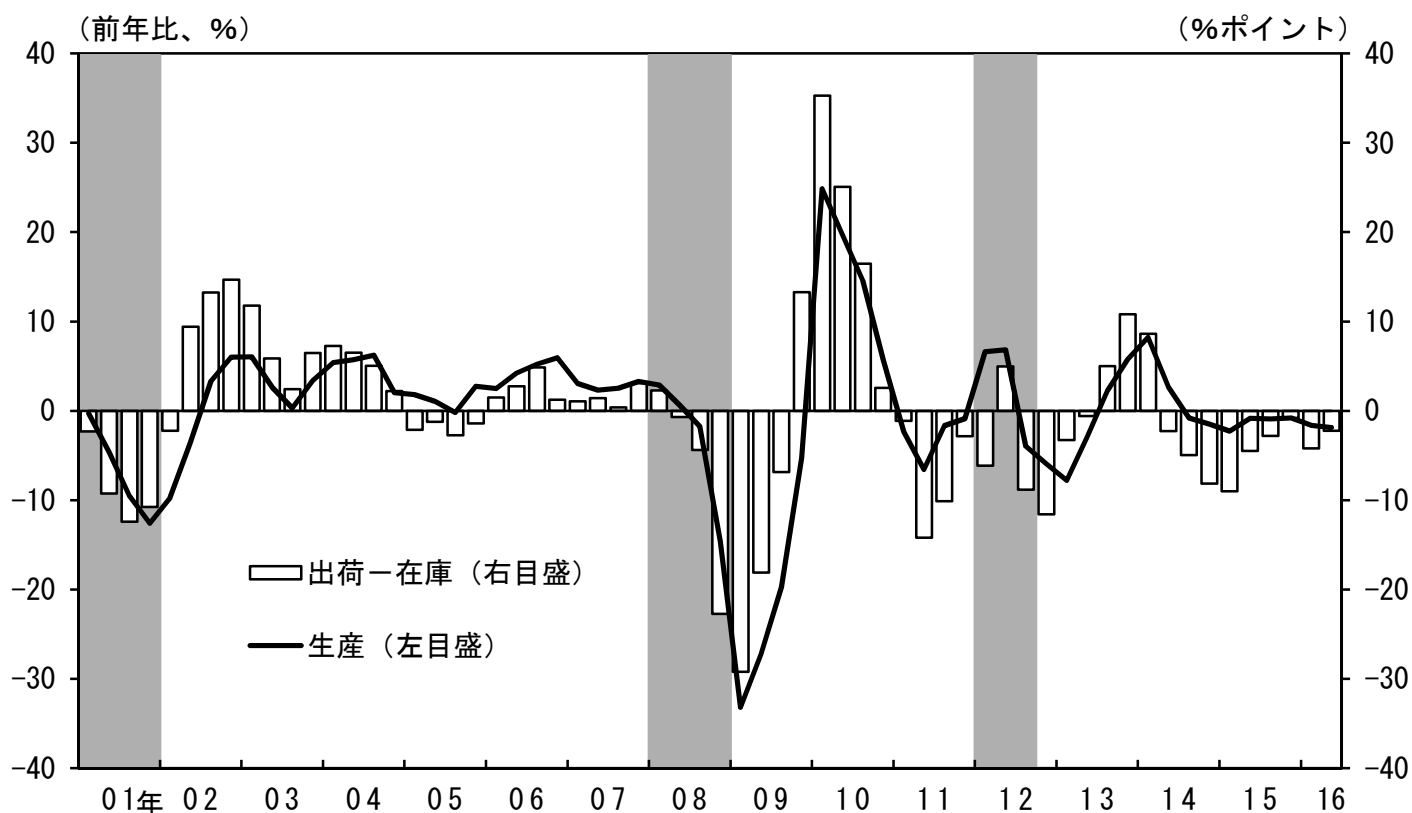


(注) 1. 2016/3Qおよび2016/7、8月は、予測指数を用いて算出。
2016/3Qは、9月を8月と同水準と仮定して算出した値。
2. < >内は、生産(付加価値額)ウエイト(万分比)。

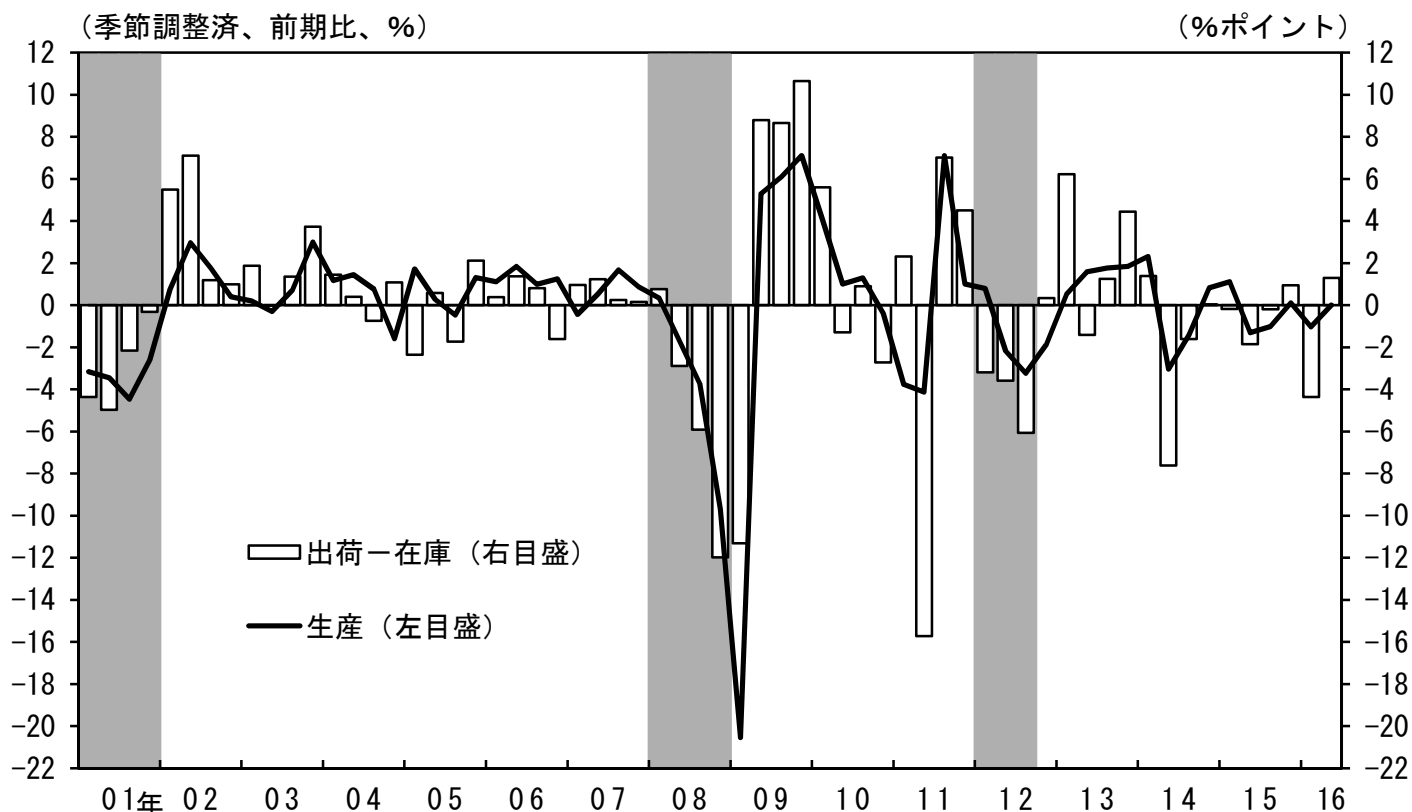
(出所) 経済産業省

出荷・在庫バランス

(1) 前年比



(2) 前期比



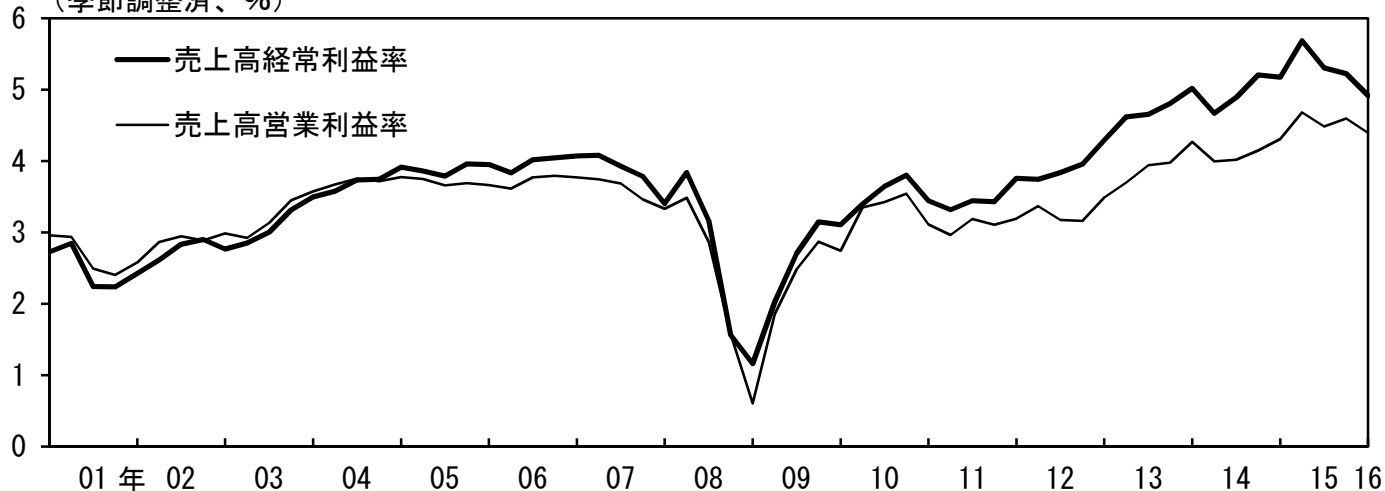
(注) シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 経済産業省

業種別・規模別の企業収益

(1) 全産業全規模

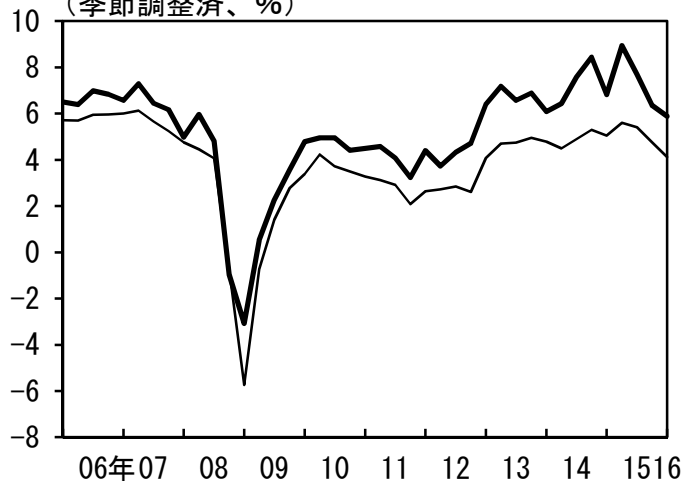
(季節調整済、%)



(2) 製造業

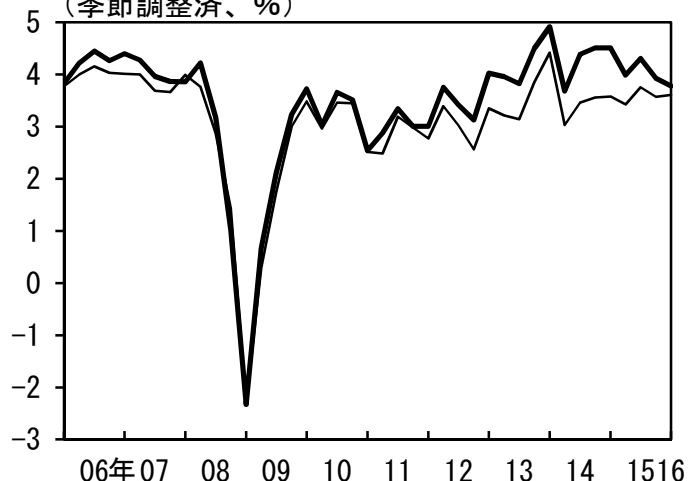
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)



(3) 非製造業

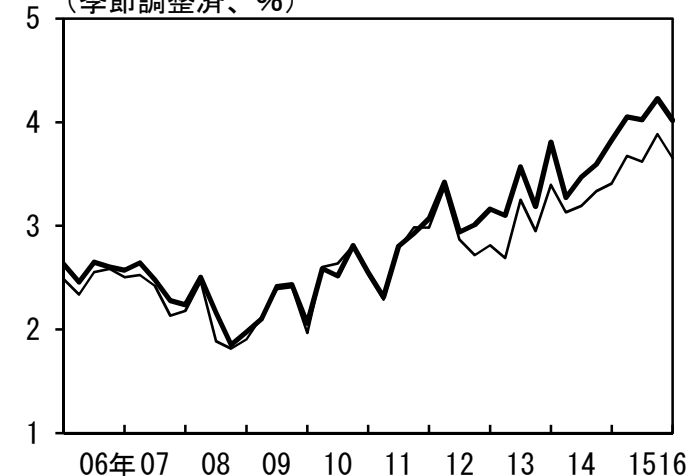
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)

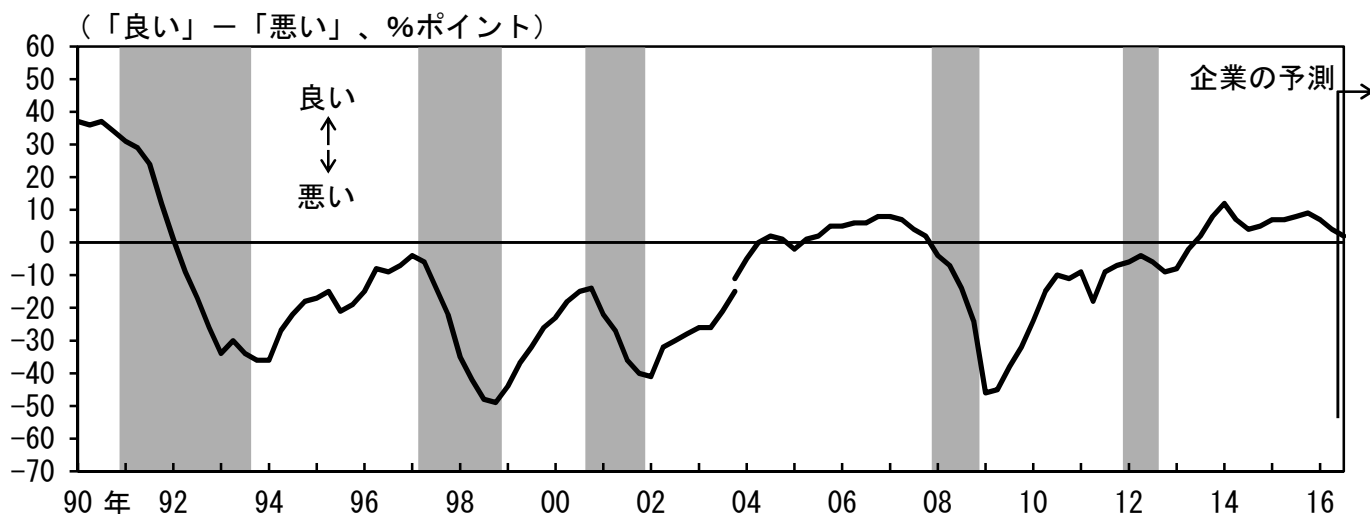


(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

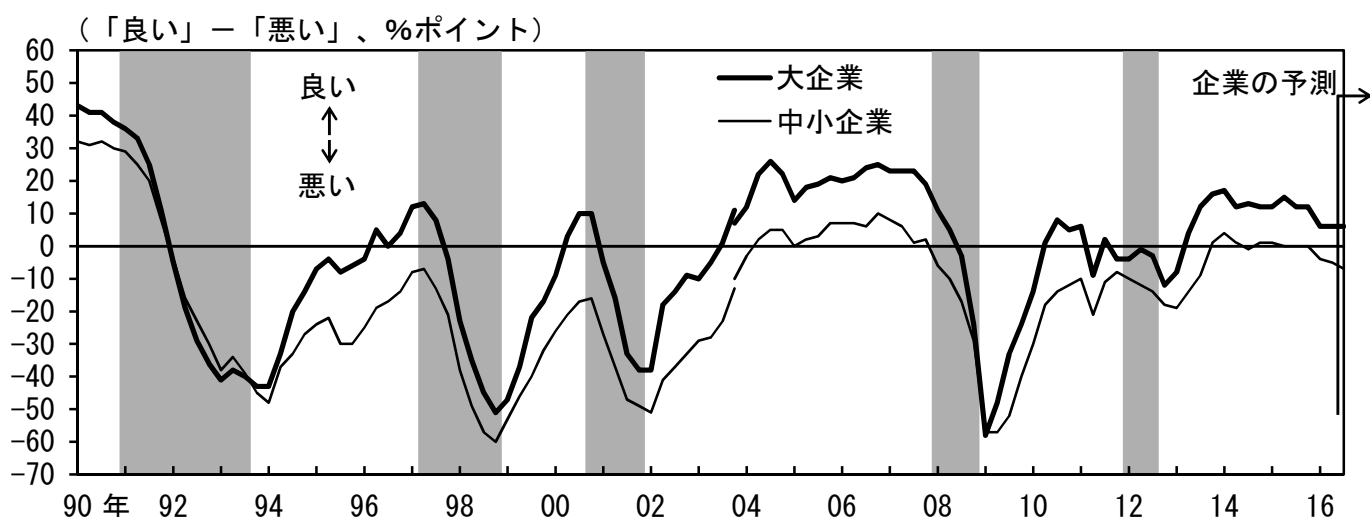
(出所) 財務省

業況判断

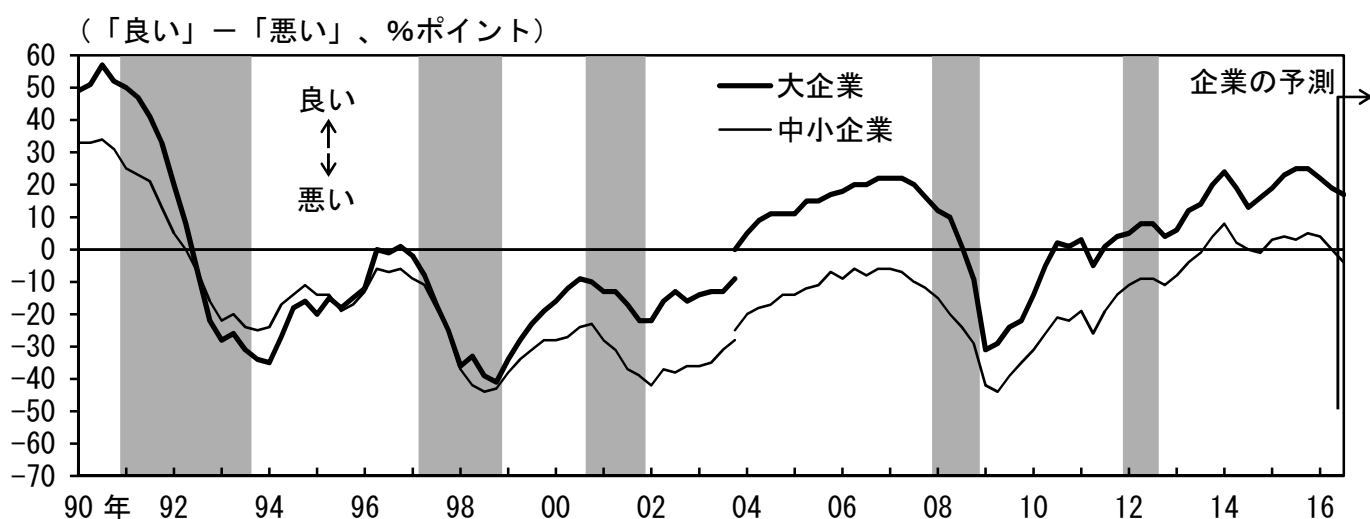
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

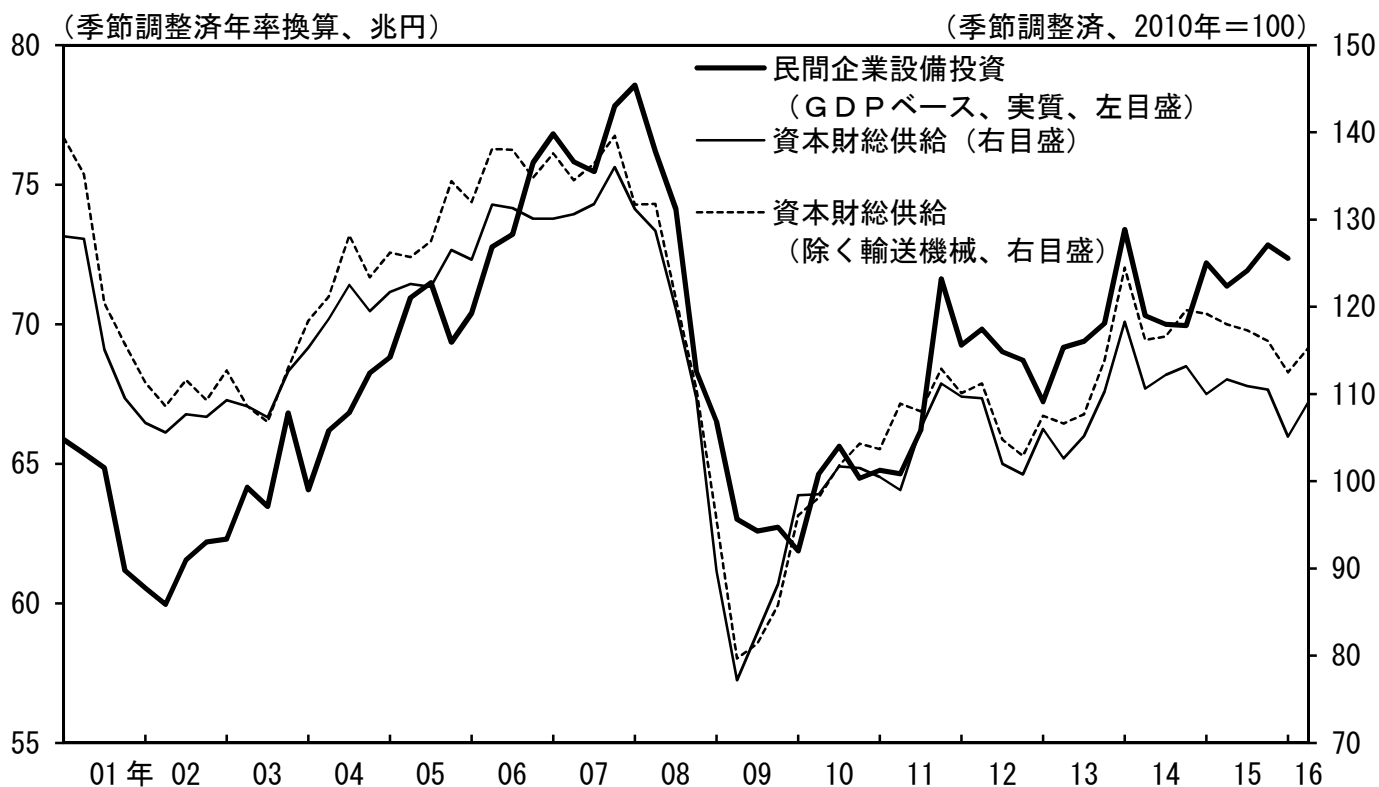


(注) 1. 短観の業況判断DI。シャド一部分は、景気後退局面。
2. 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行

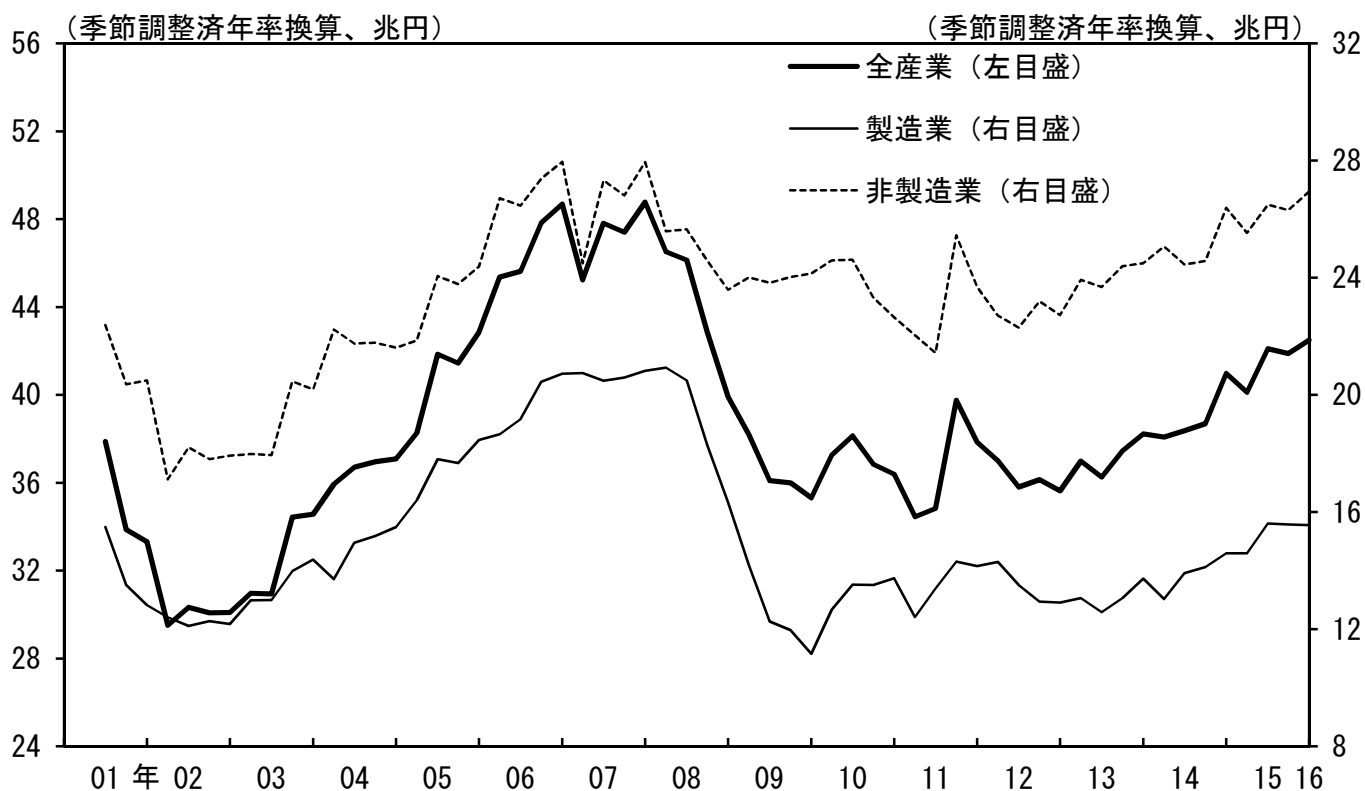
設備投資一致指標

(1) GDP設備投資と資本財総供給



(注) 2016/2Qは、4~5月の値。

(2) 法人季報の設備投資額 (全規模、除くリース業)

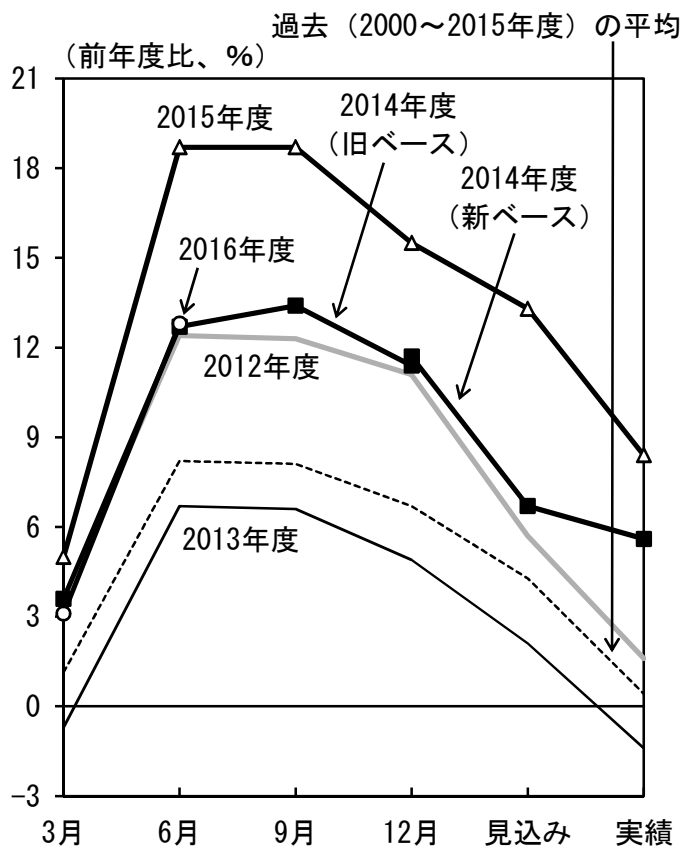


(注) 金融業、保険業、リース業を除く。ソフトウェア投資額を含む。

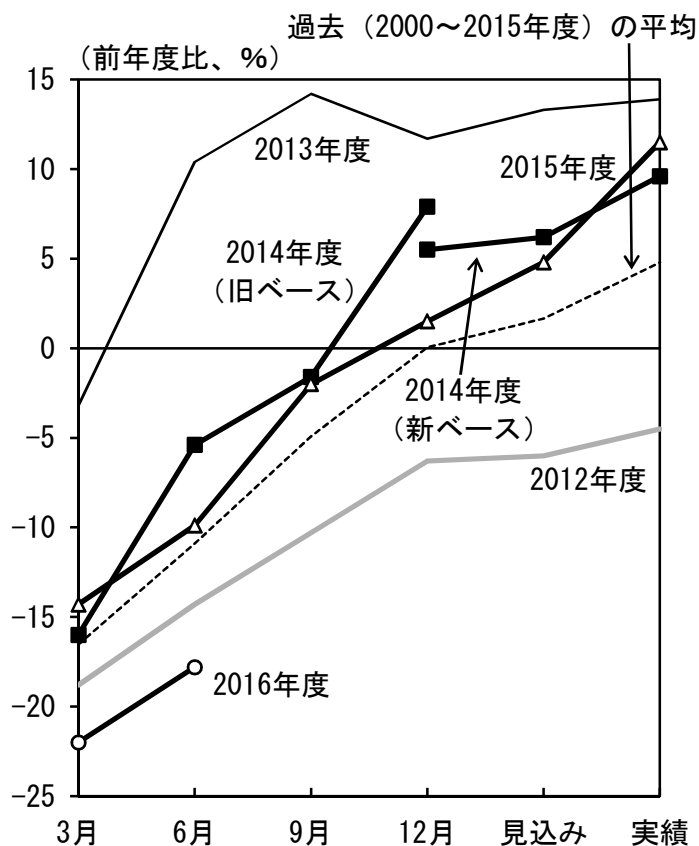
(出所) 内閣府、経済産業省、財務省

設備投資計画（業種別・規模別）

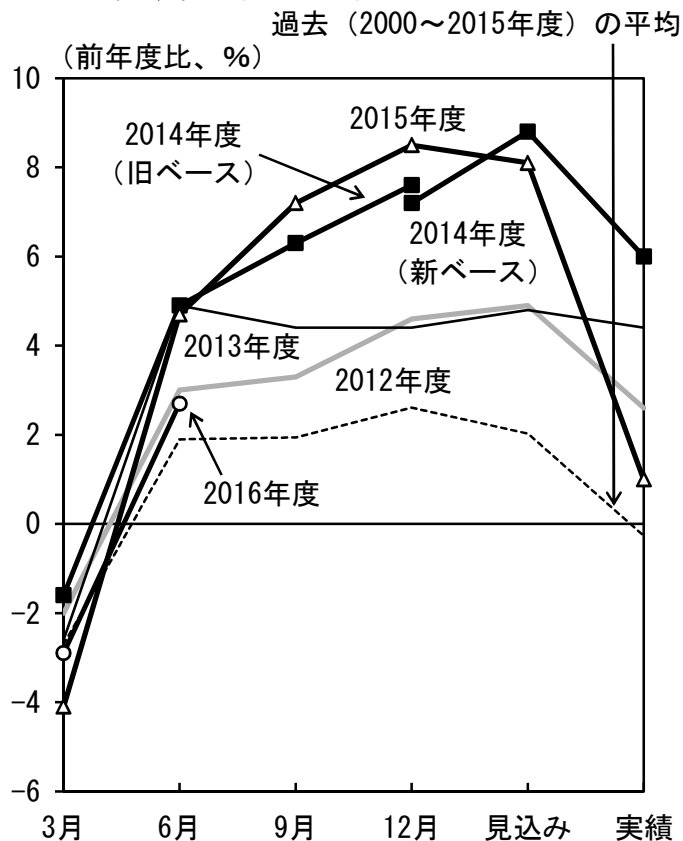
(1) 製造業大企業



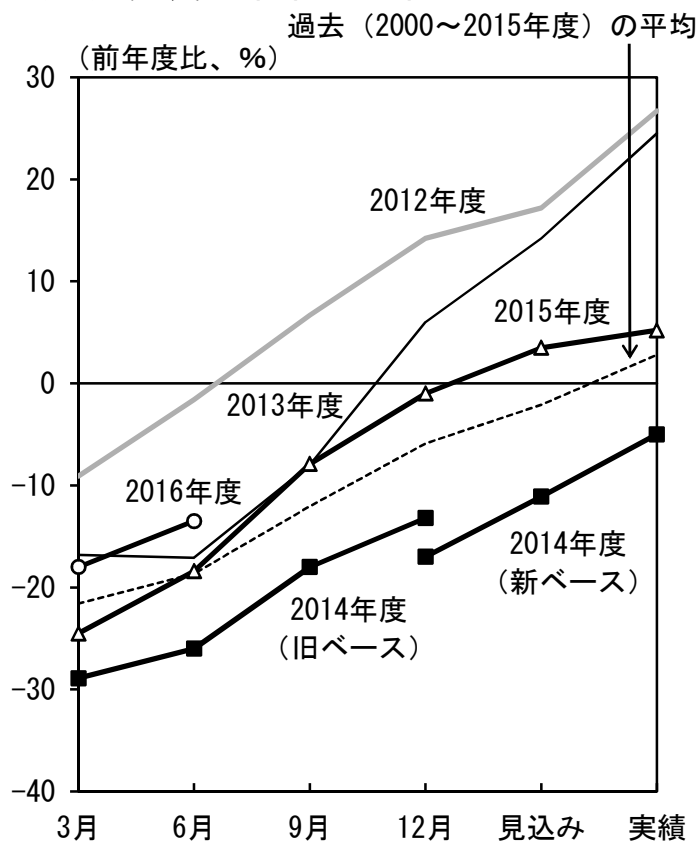
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



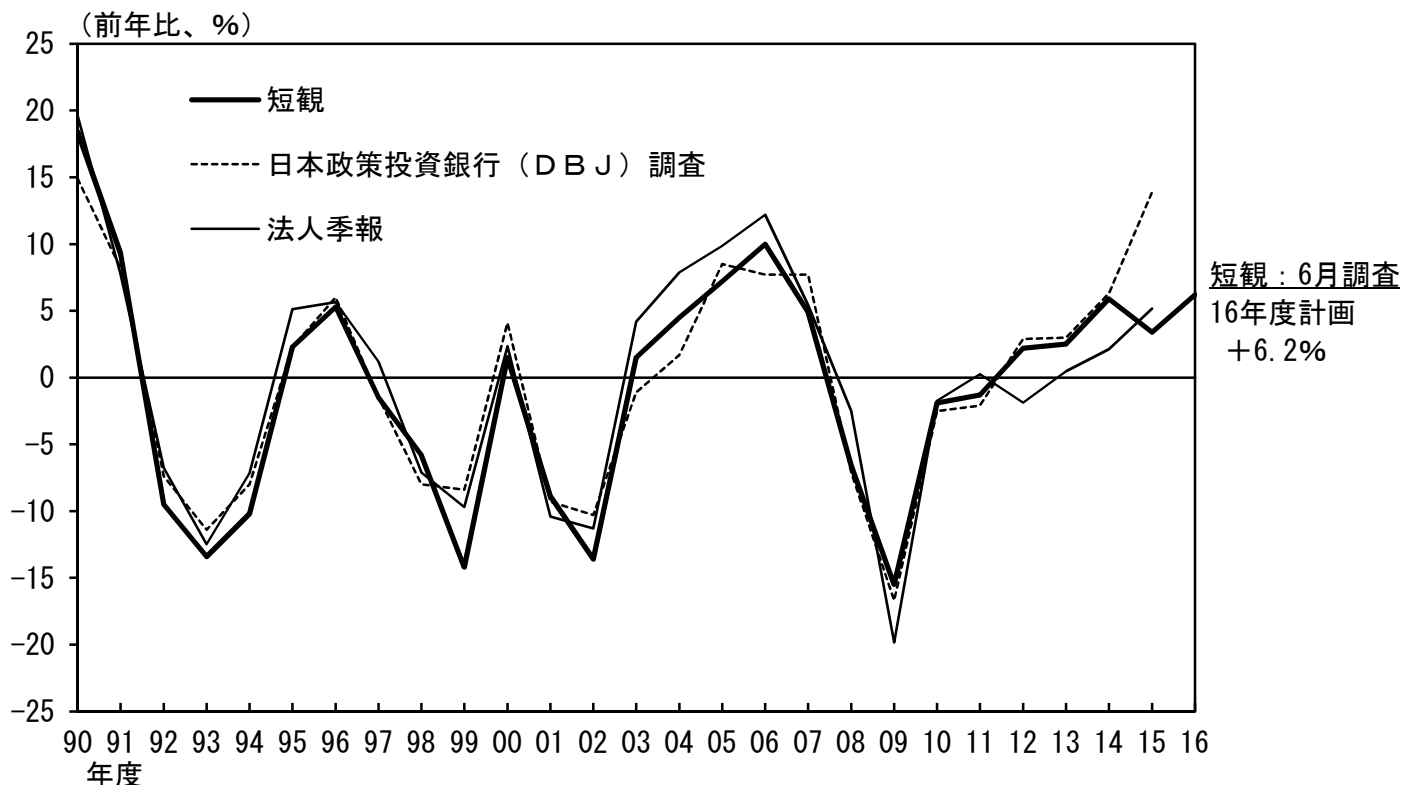
(注) 1. 短観の設備投資計画。土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。

2. 2014/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行

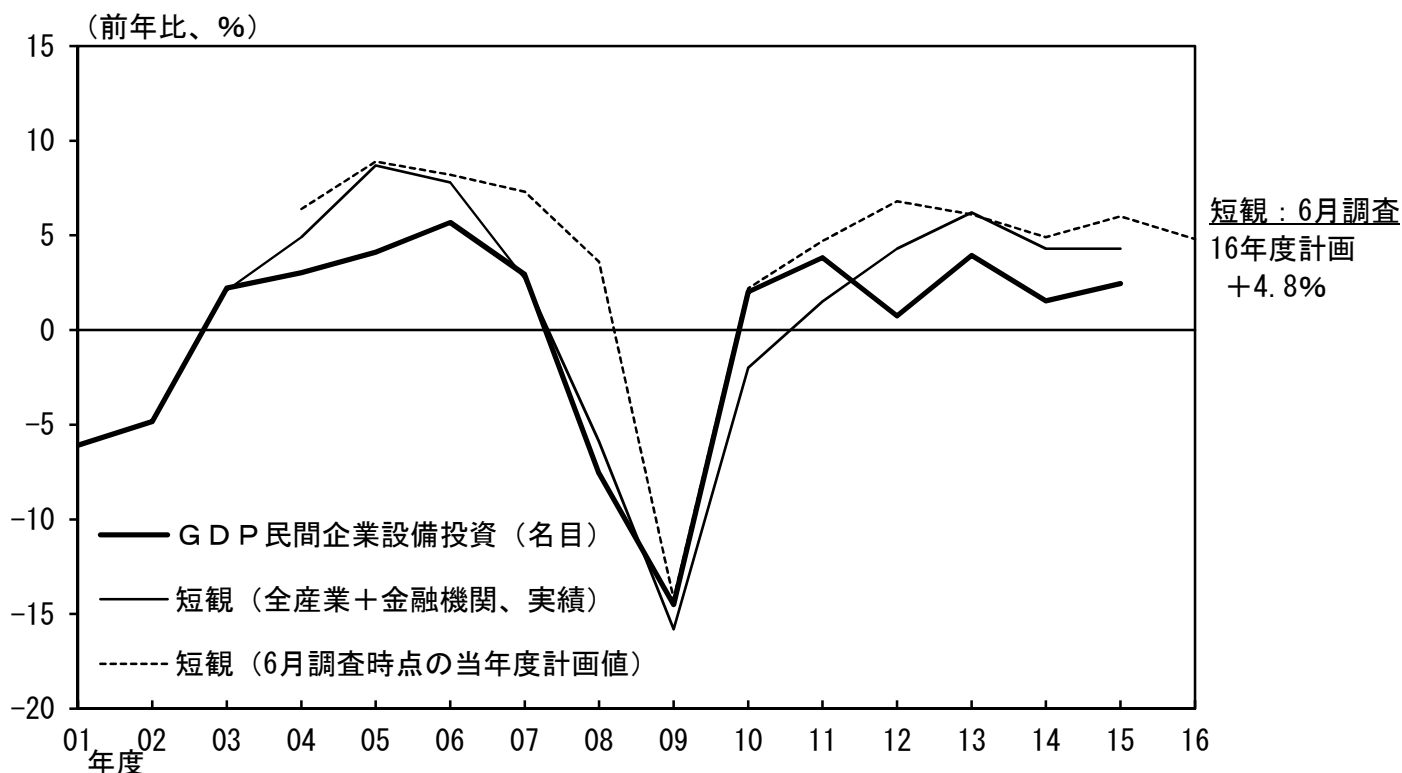
設備投資計画と実績

(1) 大企業の設備投資計画と実績



(注) DBJ調査の2015年度および短観の2016年度は計画値。全産業（金融業、保険業を除く）ベース。ソフトウェア投資額は含まない。短観およびDBJ調査は、土地投資額を含む。法人季報は、リース業を除く。

(2) マクロでみた設備投資計画と実績

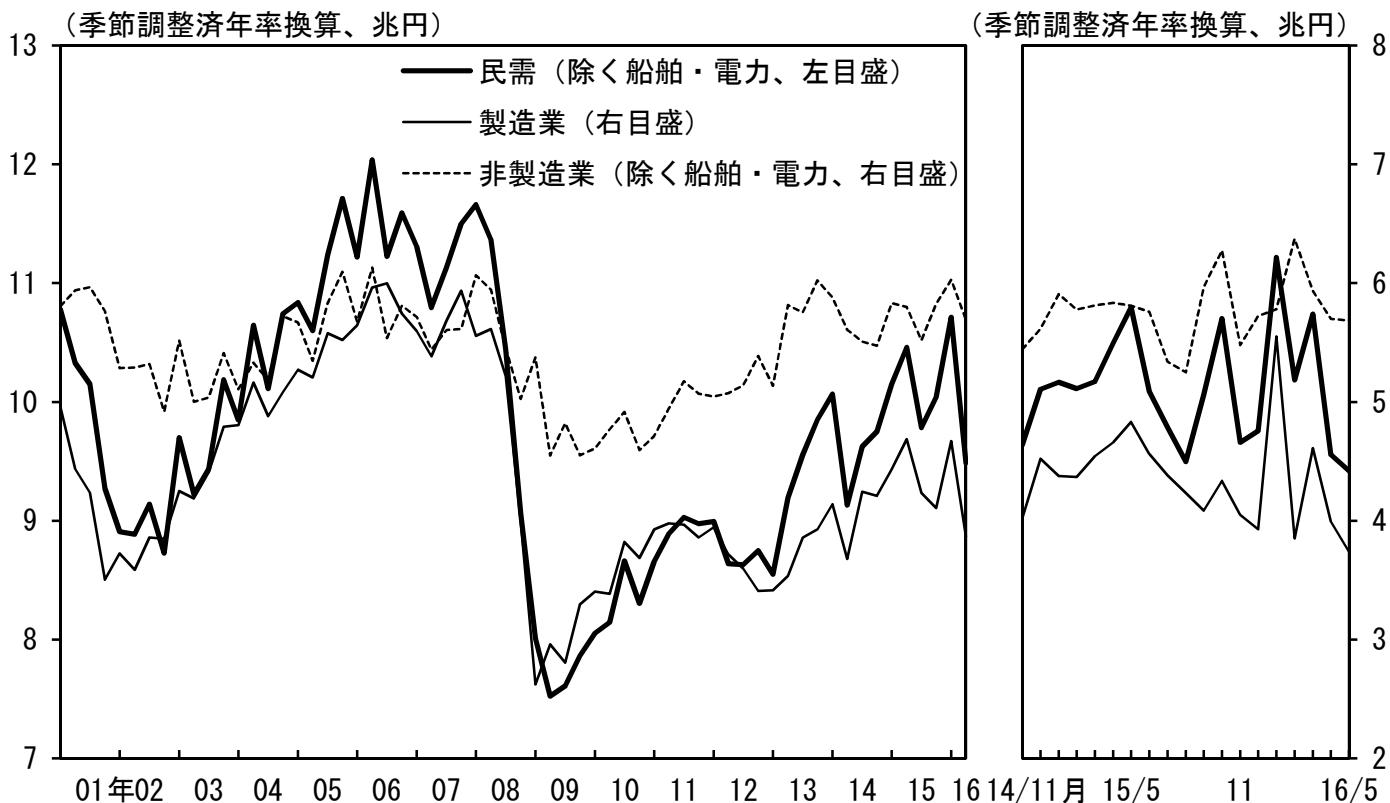


(注) 短観は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(出所) 日本銀行、日本政策投資銀行、内閣府、財務省

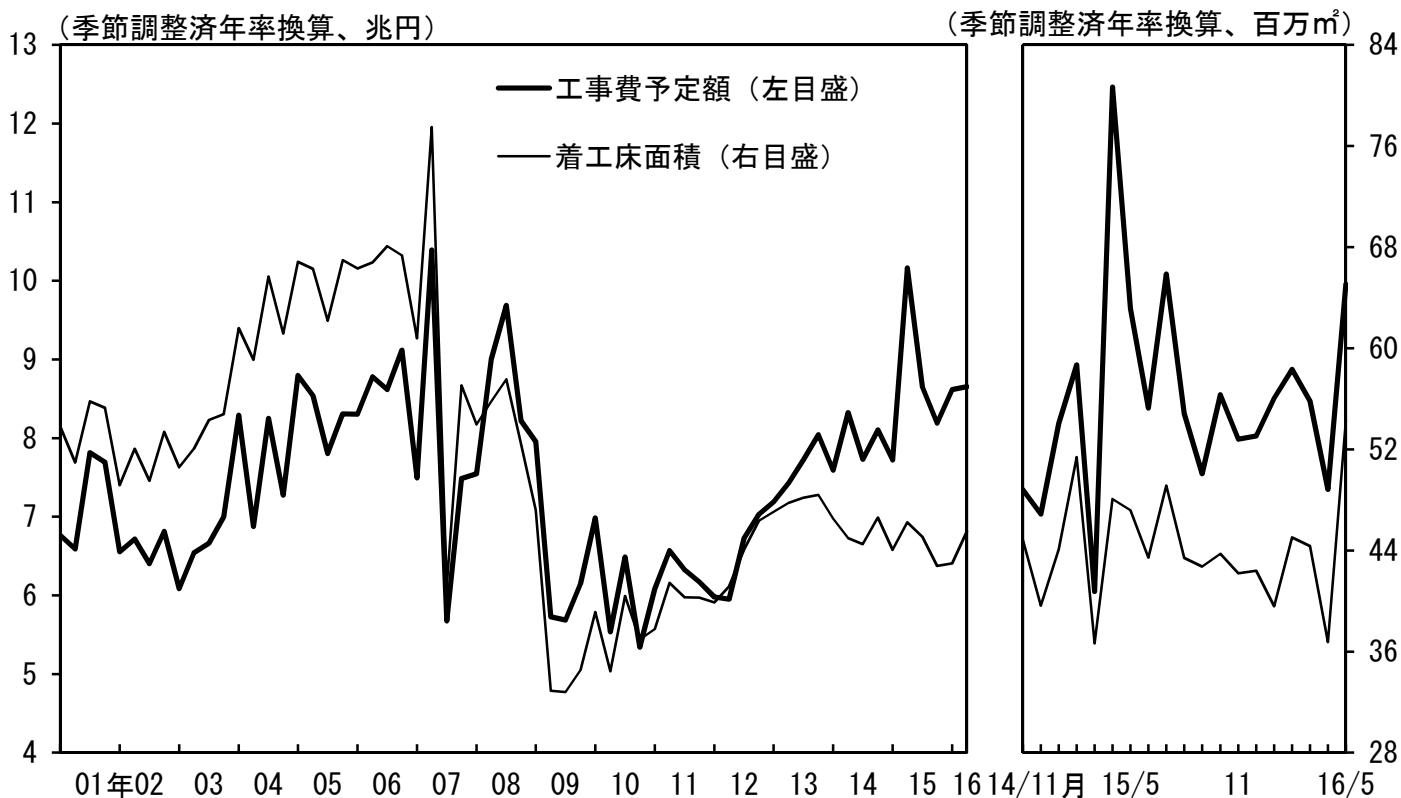
設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 2016/2Qは、4~5月の値 (下の図表も同じ)。

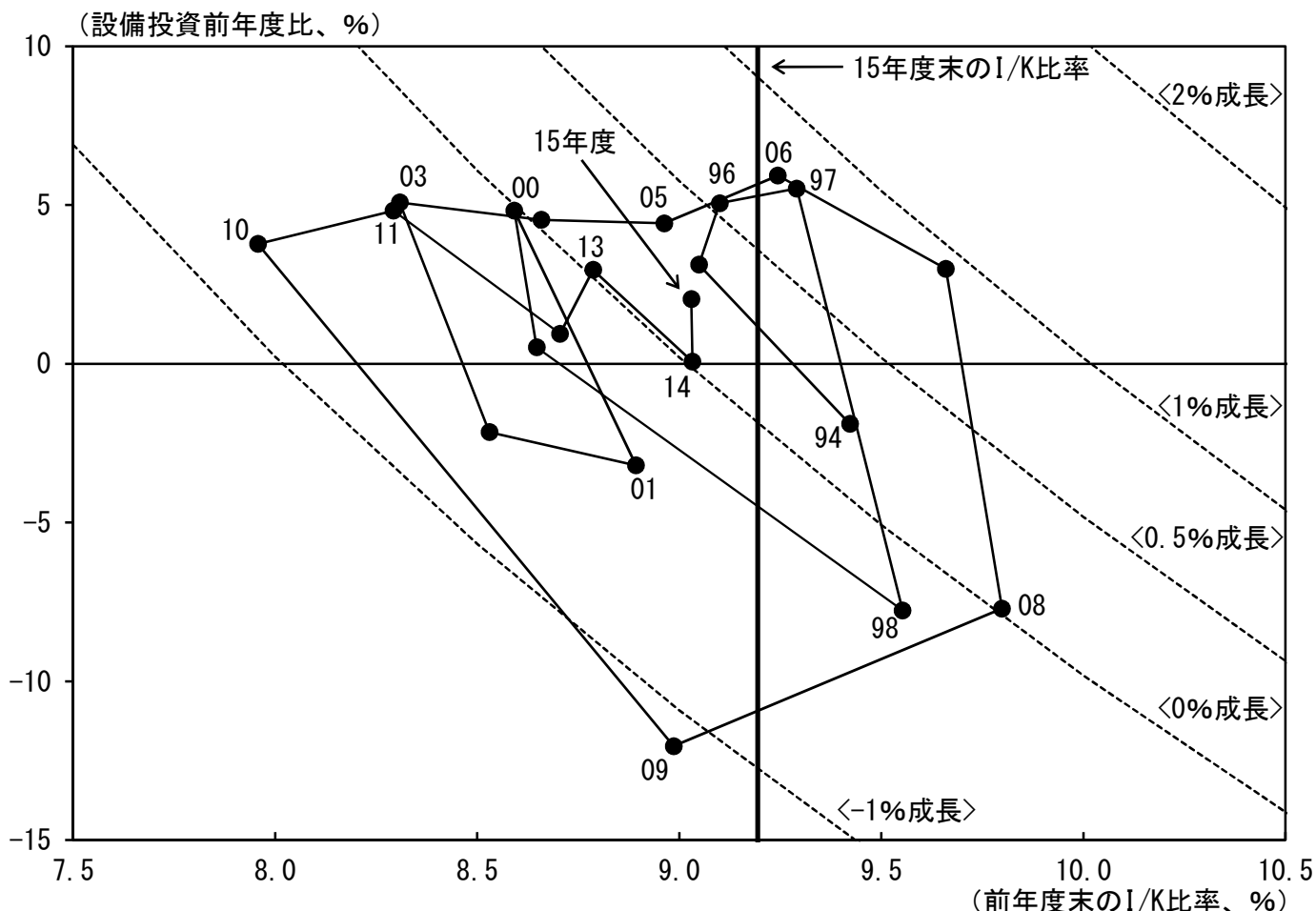
(2) 建築着工 (民間非居住用)



(出所) 内閣府、国土交通省

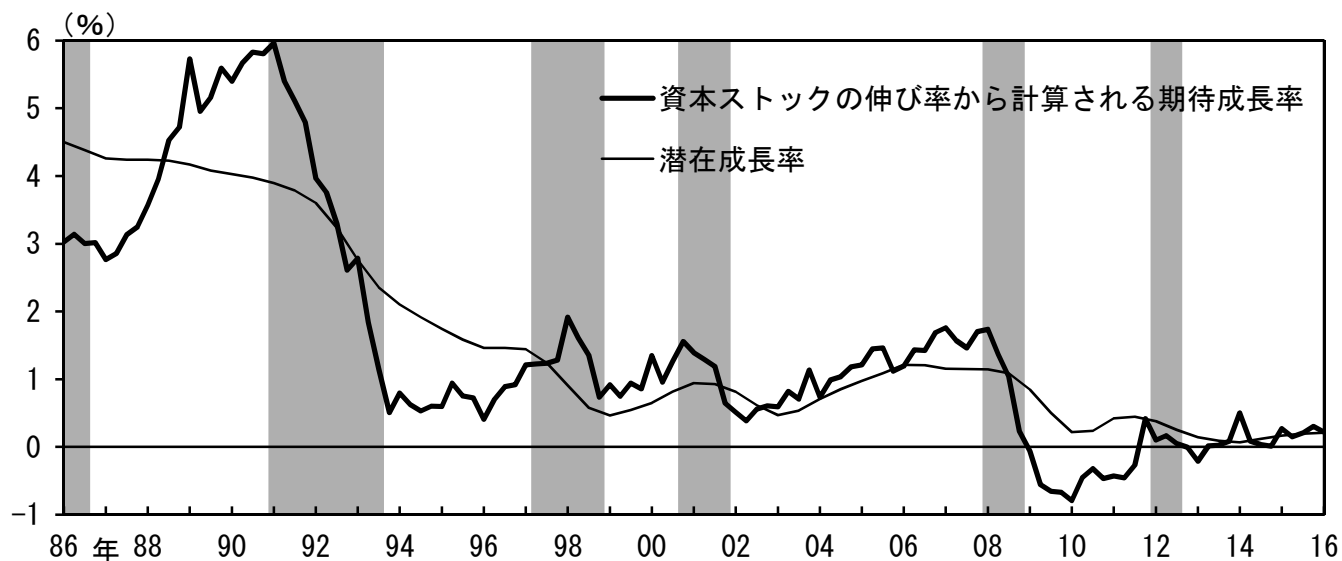
期待成長率と資本ストック循環

(1) 資本ストック循環図



(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。詳細は、日銀レビュー「近年の製造業の設備投資増加について」(2006年11月)を参照。

(2) 資本ストックの伸び率から計算される期待成長率



(注) 1. 資本ストックの伸び率から計算される期待成長率は、各時点の設備投資、I/K比率、減耗率、資本係数のトレンド成長率を用いて試算。潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。

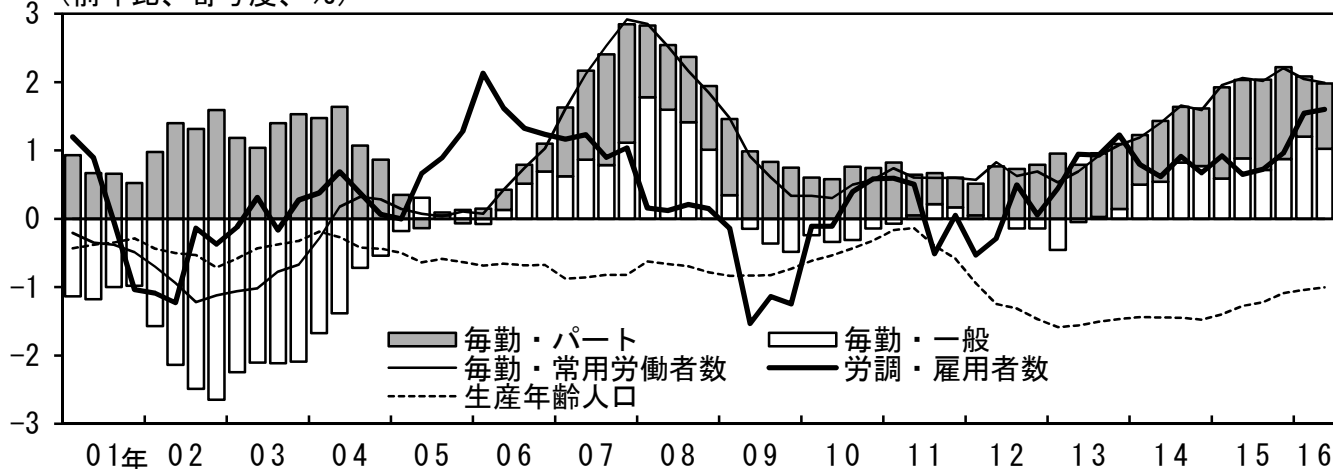
2. シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 内閣府、経済産業研究所等

雇用と労働需給

(1) 雇用者数

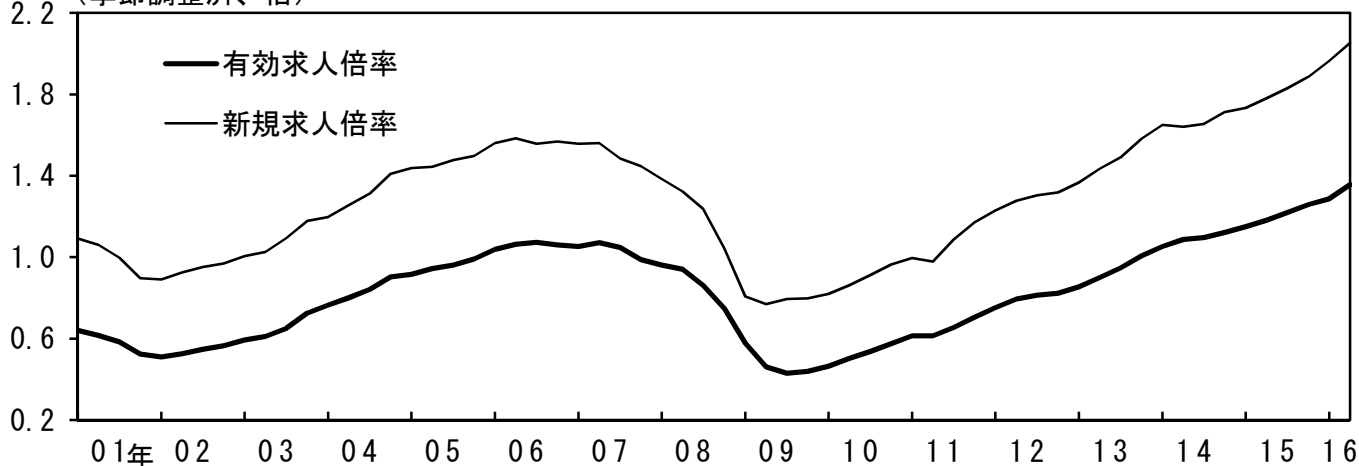
(前年比、寄与度、%)



(注) 毎月勤労統計の2016/2Qは、4~5月の値。

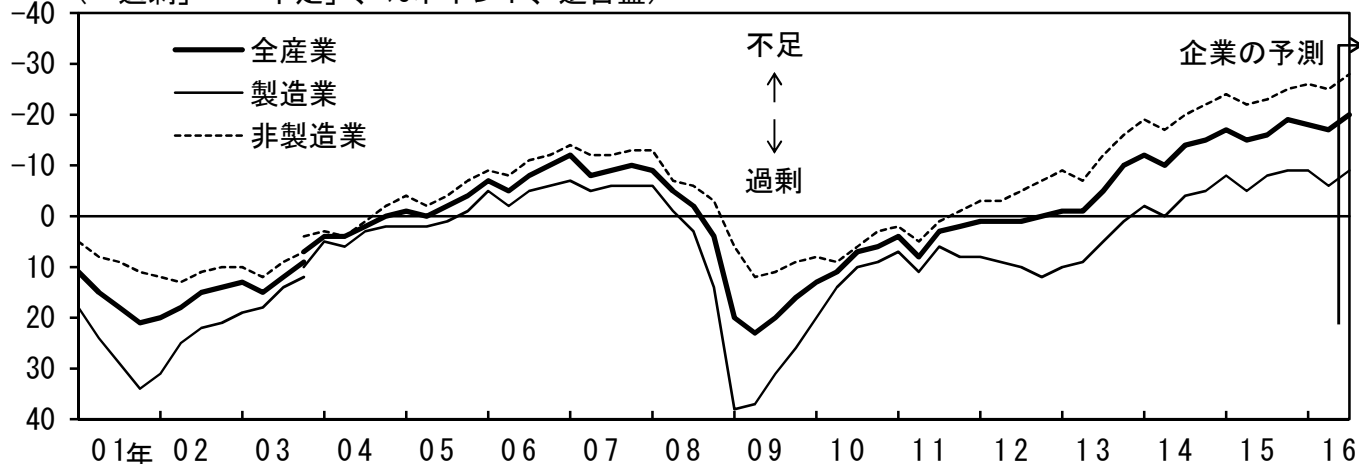
(2) 求人倍率

(季節調整済、倍)



(3) 雇用人員判断D I (短観・全規模)

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)

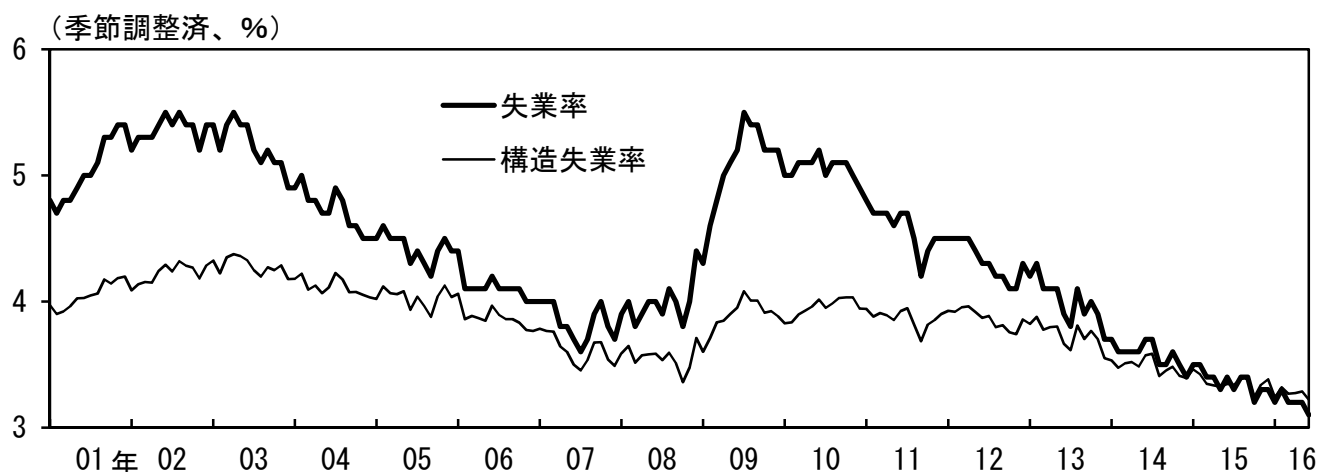


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行

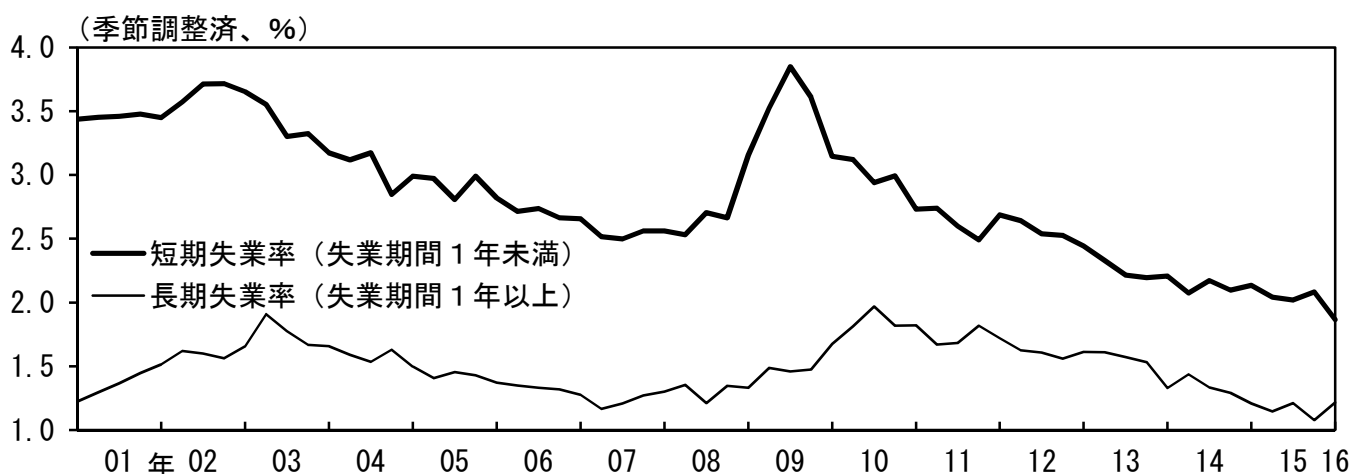
失業率と労働力率

(1) 失業率



(注) 構造失業率は、日本銀行調査統計局の試算値。

(2) 期間別失業率

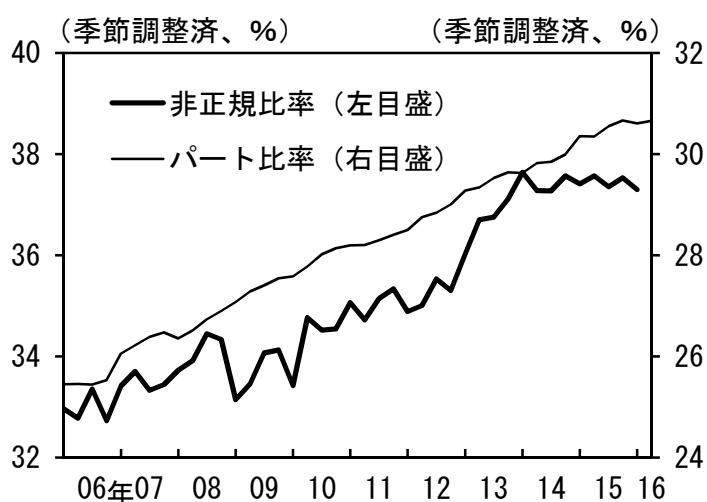


(注) 期間別失業者数の2001年は、半期データのため、季節調整前の値。

(3) 労働力率



(4) 非正規比率とパート比率

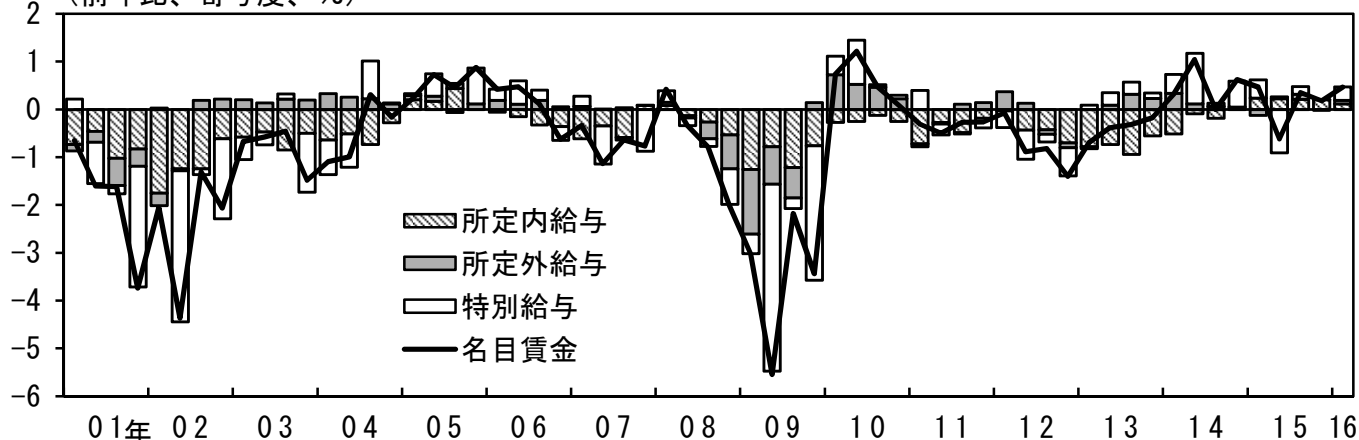


(注) 1. (4) の非正規比率は、労働力調査詳細集計ベース。
2. (4) のパート比率の2016/2Qは、4~5月の値。

名目賃金

(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)

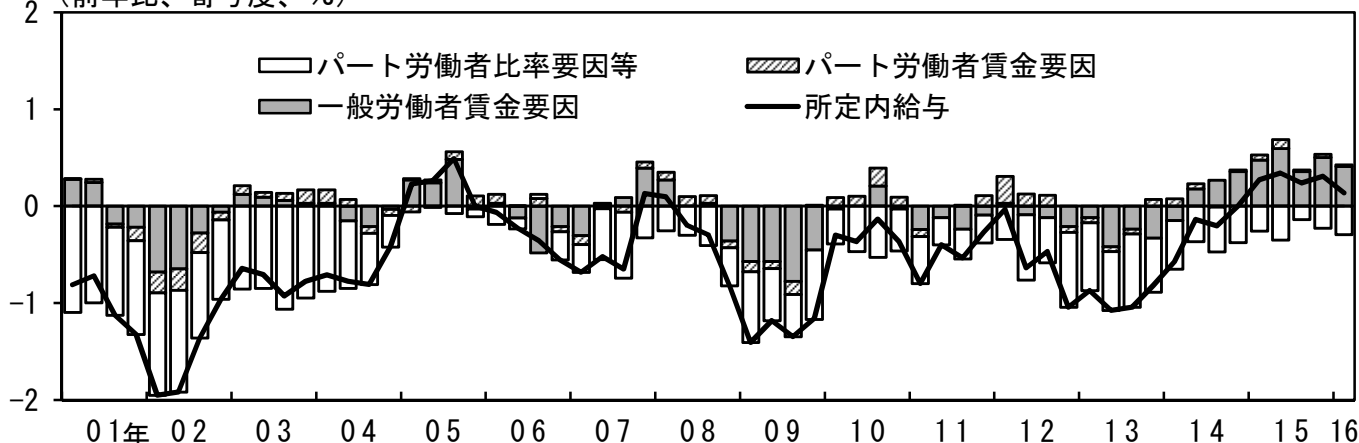


(注) 四半期は、以下のように組替えている。

第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月（下のいずれの図表も同じ）。

(2) 所定内給与の要因分解

(前年比、寄与度、%)



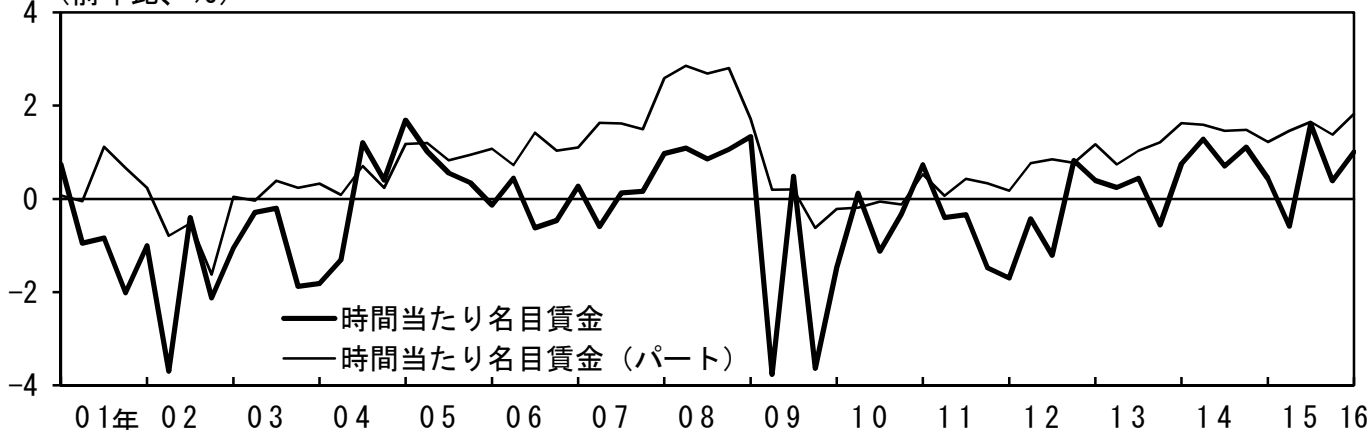
(注) 一般労働者賃金要因＝一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合

パート労働者賃金要因＝パート所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占めるパートの割合

パート労働者比率要因等＝所定内給与前年比－一般労働者賃金要因－パート労働者賃金要因

(3) 時間当たり名目賃金

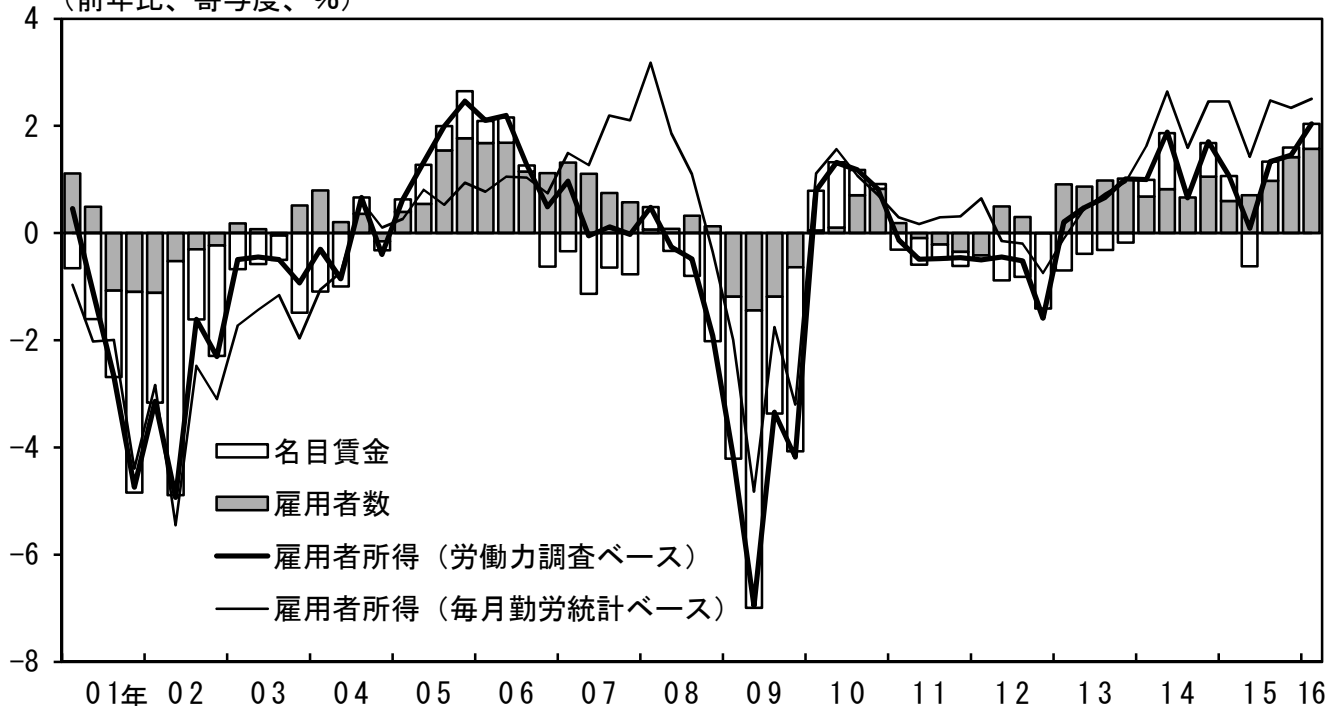
(前年比、%)



雇用者所得

(1) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。

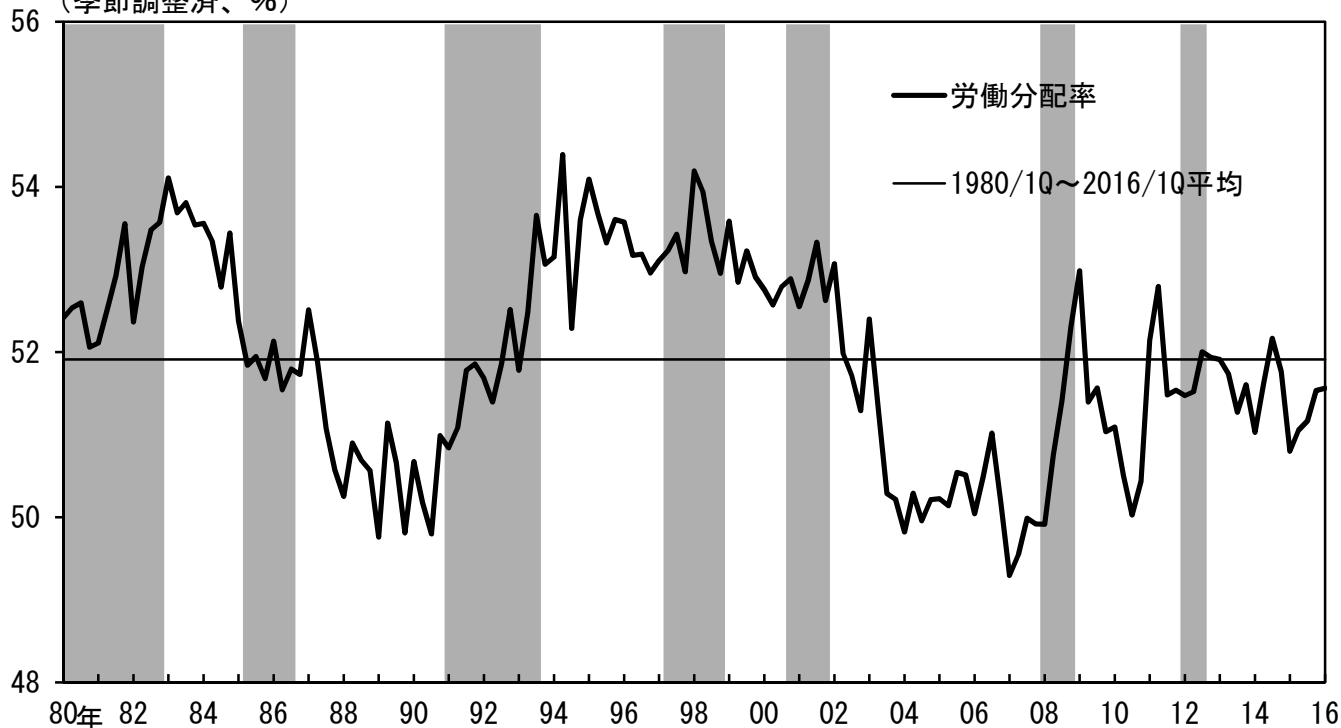
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

2. 雇用者所得 (労働力調査ベース) = 雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金

雇用者所得 (毎月勤労統計ベース) = 常用労働者数 (毎月勤労統計) × 名目賃金

(2) 労働分配率 (GDPベース)

(季節調整済、%)



(注) 1. 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

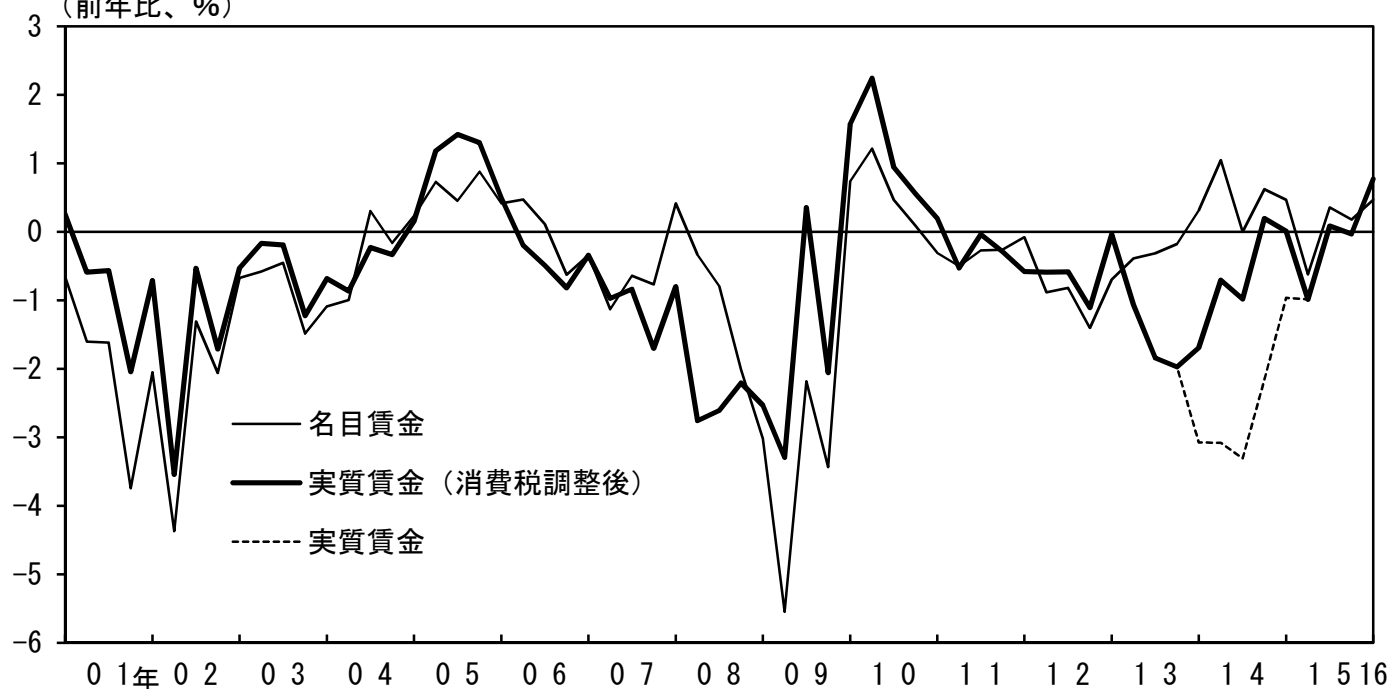
2. シャド一部分は、景気後退局面。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府

実質賃金・所得

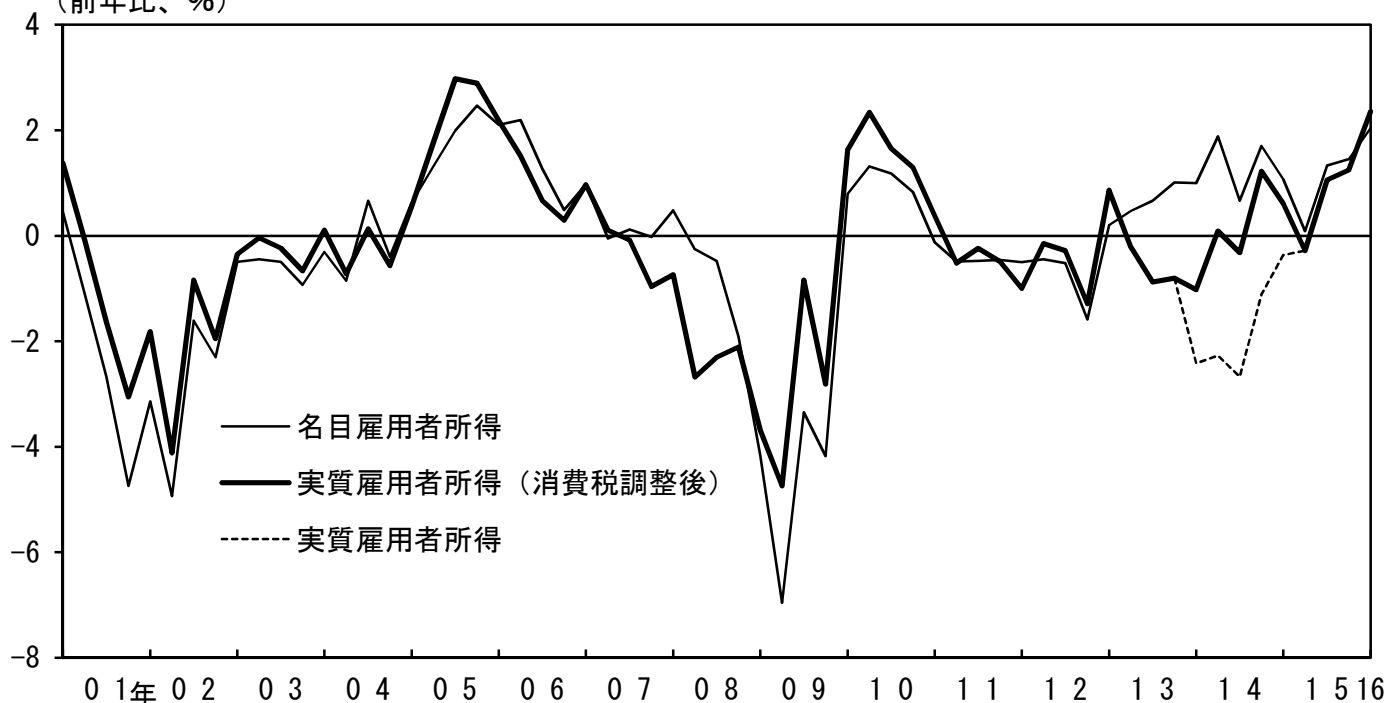
(1) 実質賃金

(前年比、%)



(2) 実質雇用者所得

(前年比、%)



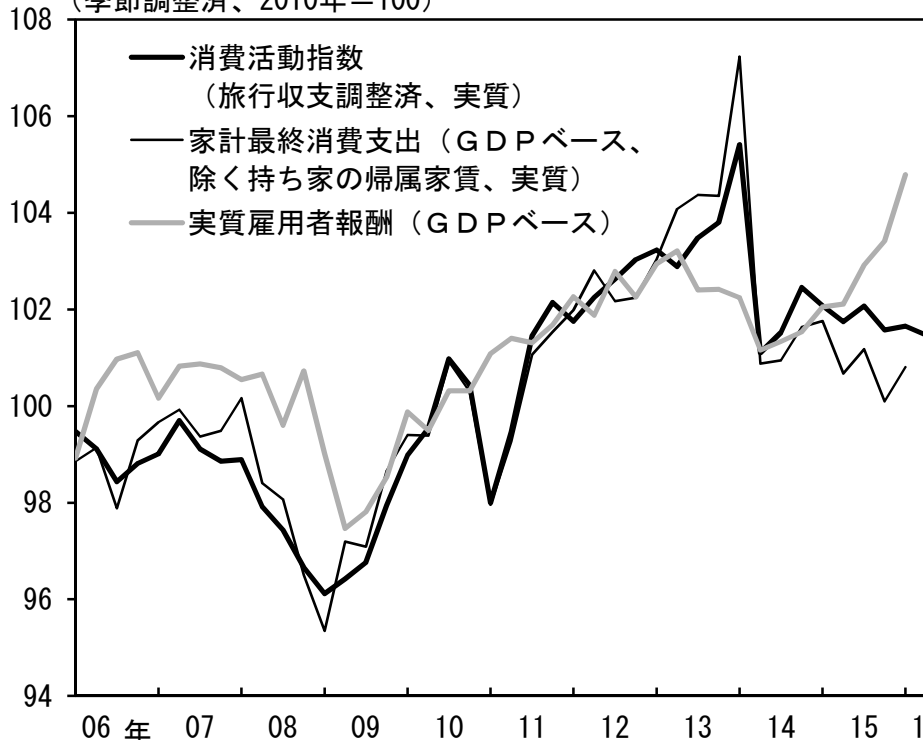
- (注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。
 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 実質賃金は、CPI総合除く持家の帰属家賃で実質化（厚生労働省公表ベース）。
3. 名目（実質）雇用者所得は、名目（実質）賃金に雇用者数（労働力調査）を乗じて算出。
4. 消費税調整後の実質賃金・実質雇用者所得は、消費税調整済みのCPI総合除く持家の帰属家賃（試算値）を用いて実質化。

(出所) 厚生労働省、総務省

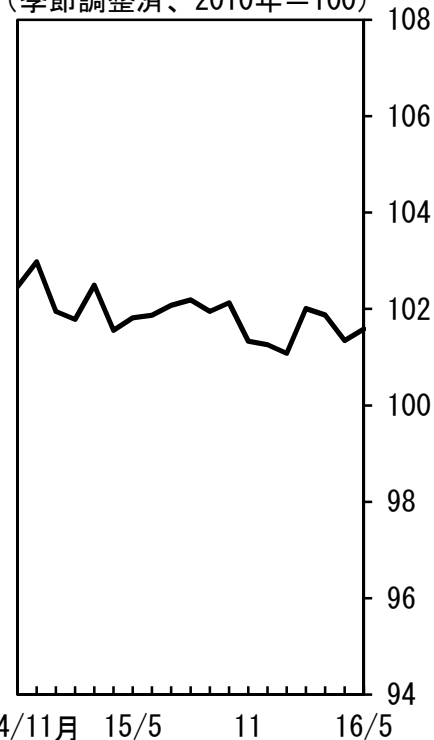
個人消費

(1) 個人消費と実質雇用者報酬

(季節調整済、2010年=100)



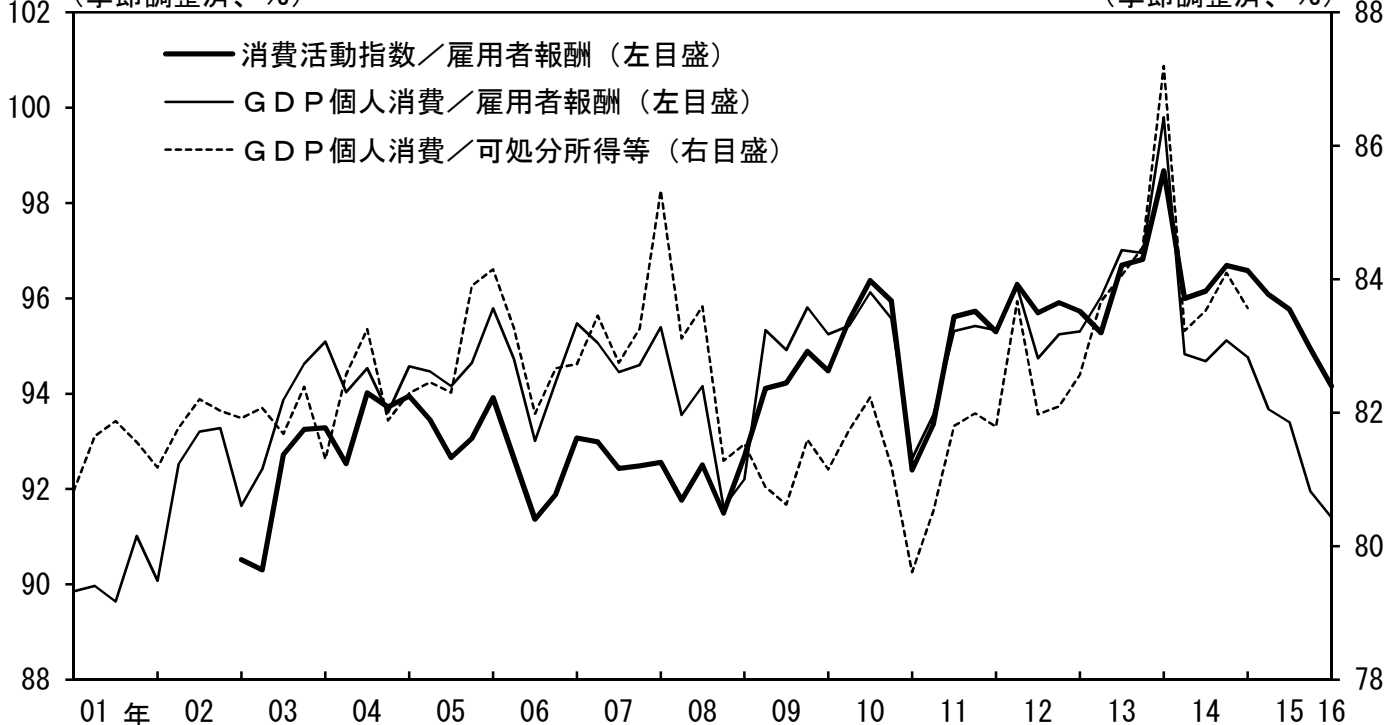
(季節調整済、2010年=100)



- (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 (7/28日時点の値)。
- 2. 2016/2Qは、4~5月の値。

(2) 平均消費性向

(季節調整済、%)



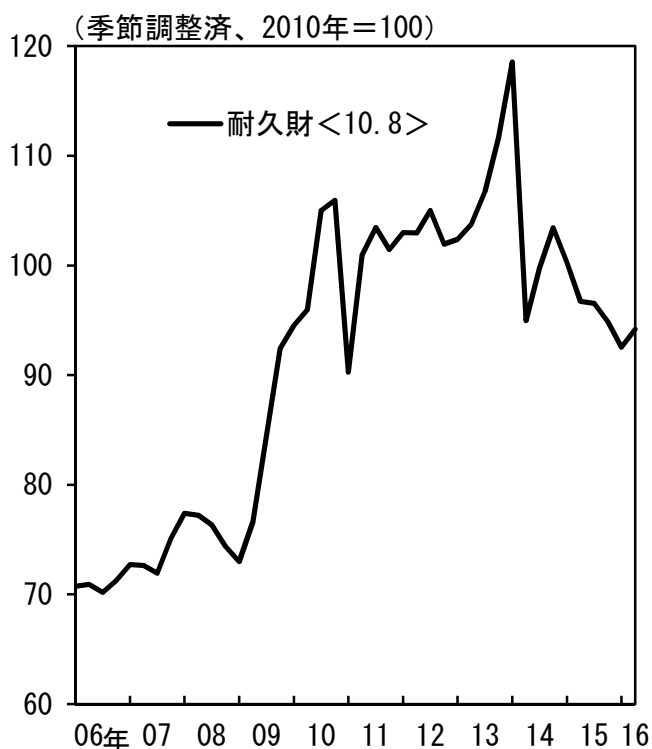
- (注) 1. 消費活動指数は、2010年のGDP個人消費額を用いて名目指数 (除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費) を金額に換算。
- 2. GDP個人消費は、家計最終消費支出 (除く持ち家の帰属家賃)。
- 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金基金年金準備金の変動を加えたもの。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

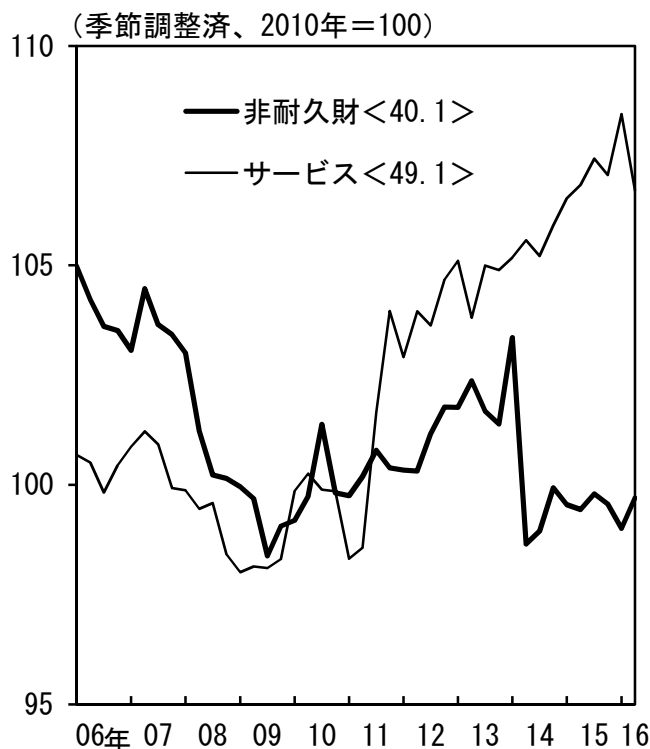
形態別消費と供給側・需要側統計

(1) 消費活動指数における形態別消費 (実質)

① 耐久財

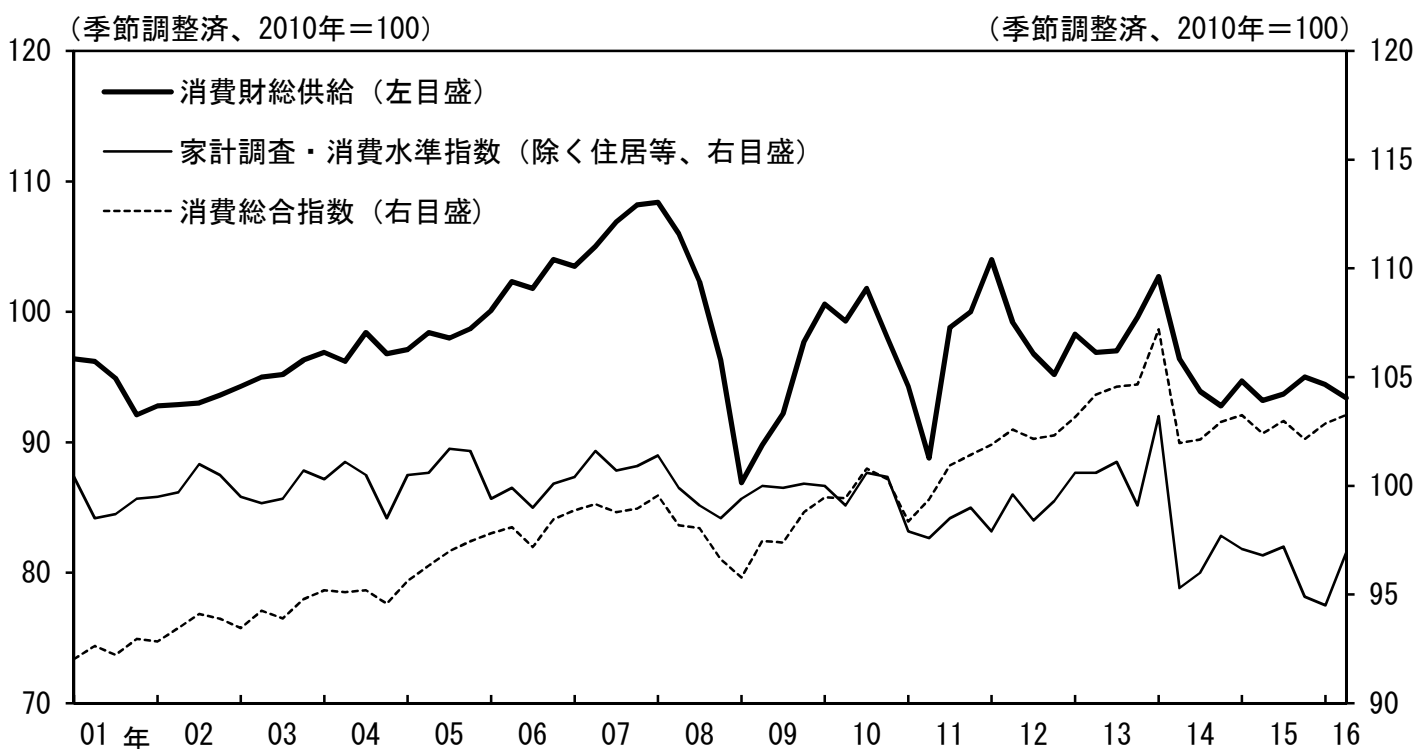


② 非耐久財・サービス



- (注) 1. < >内は、消費活動指数におけるウェイト。
2. ②の非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。
3. 2016/2Qは、4~5月の値。

(2) 消費財総供給・家計調査・消費総合指数

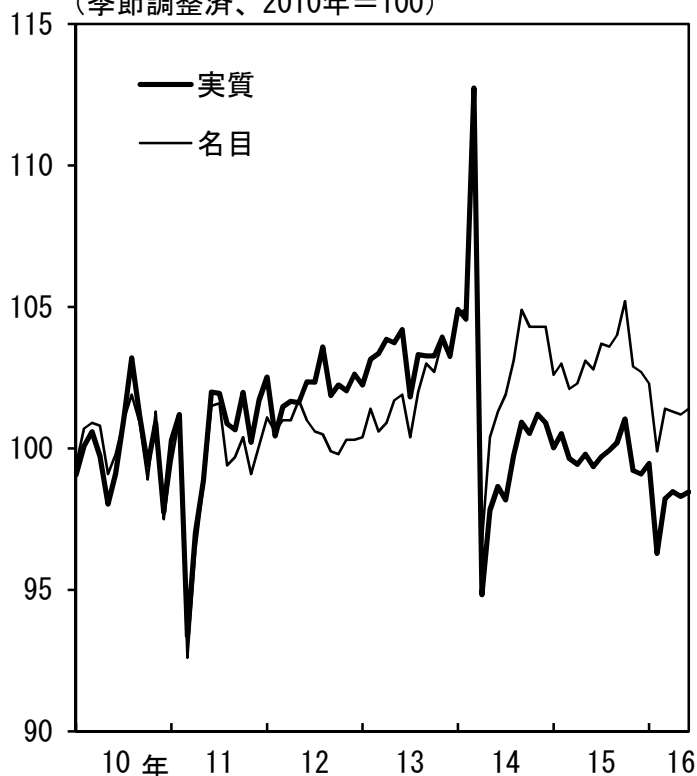


- (注) 1. 消費水準指数は、二人以上の世帯 (世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済) の計数。
2. 消費財総供給、消費総合指数の2016/2Qは、4~5月の値。

販売統計（商業動態統計）

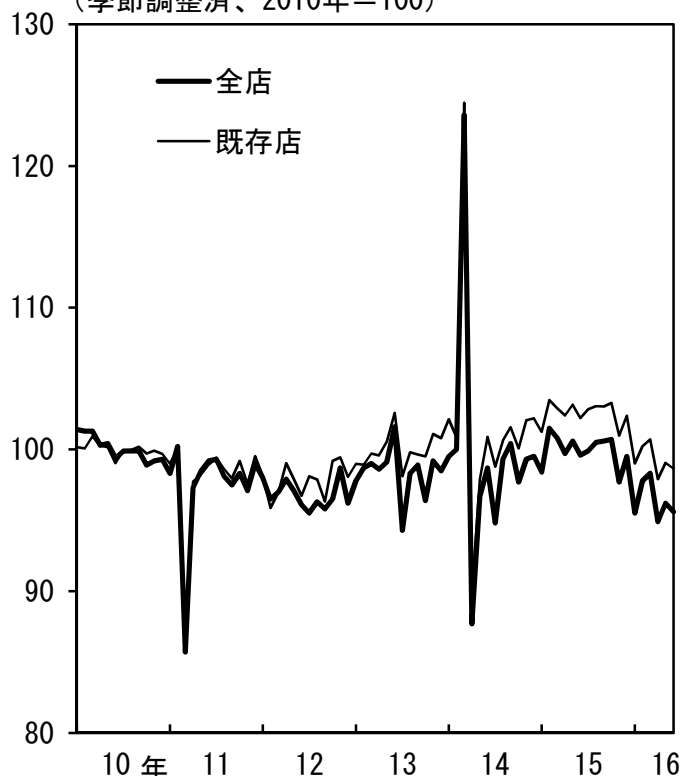
(1) 小売業販売額

(季節調整済、2010年=100)



(2) 百貨店売上高

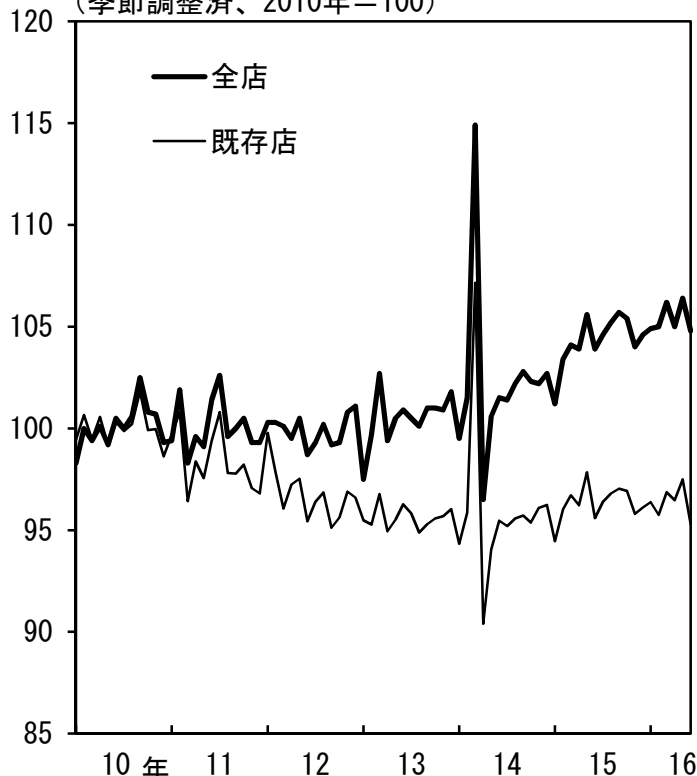
(季節調整済、2010年=100)



(注) 実質小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

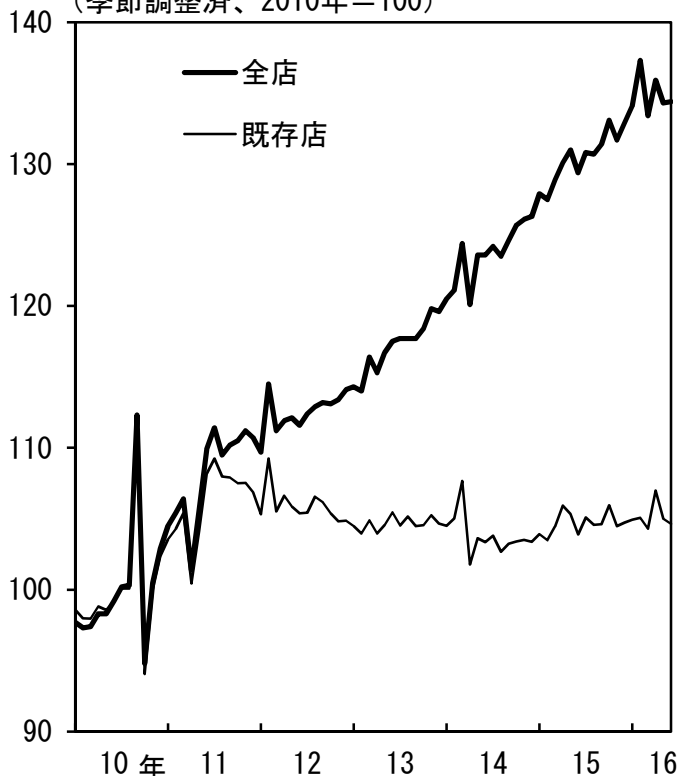
(3) スーパー売上高

(季節調整済、2010年=100)



(4) コンビニエンスストア売上高

(季節調整済、2010年=100)



(注) コンビニエンスストア売上高（既存店）は、協会ベース。

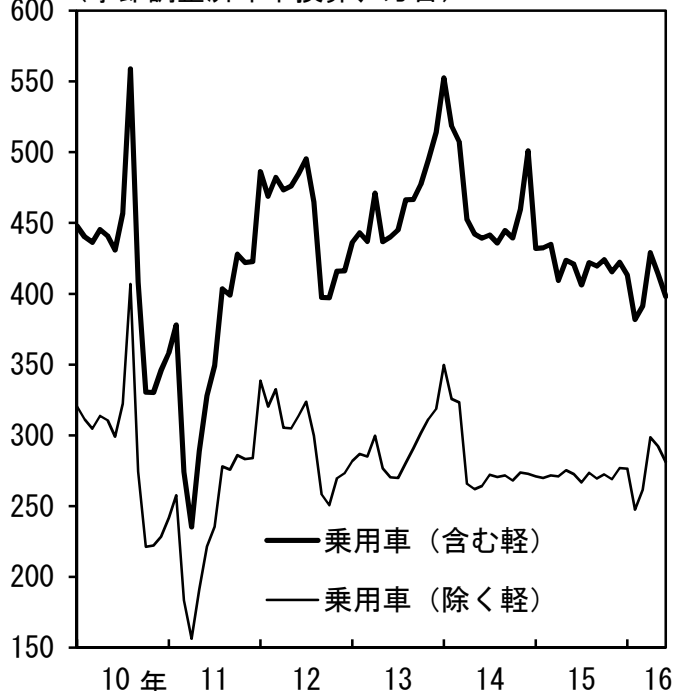
(出所) 経済産業省、総務省、日本フランチャイズチェーン協会「コンビニエンスストア統計調査」

耐久財・サービス消費

(1) 耐久財消費

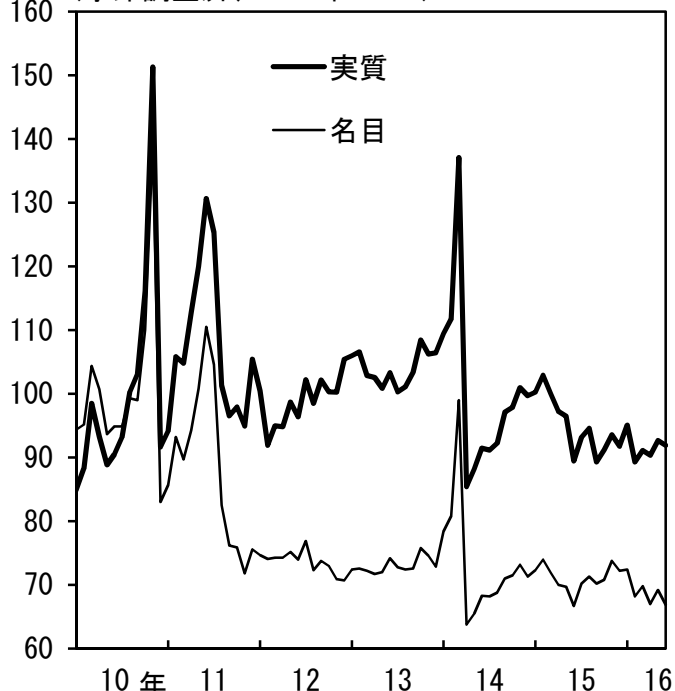
①新車登録台数

(季節調整済年率換算、万台)



②家電販売額 (商業動態統計)

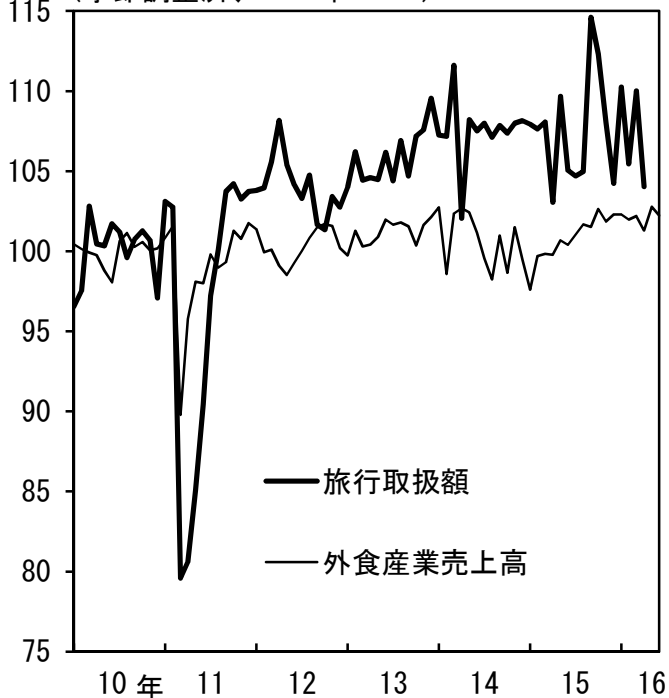
(季節調整済、2010年=100)



(2) サービス消費

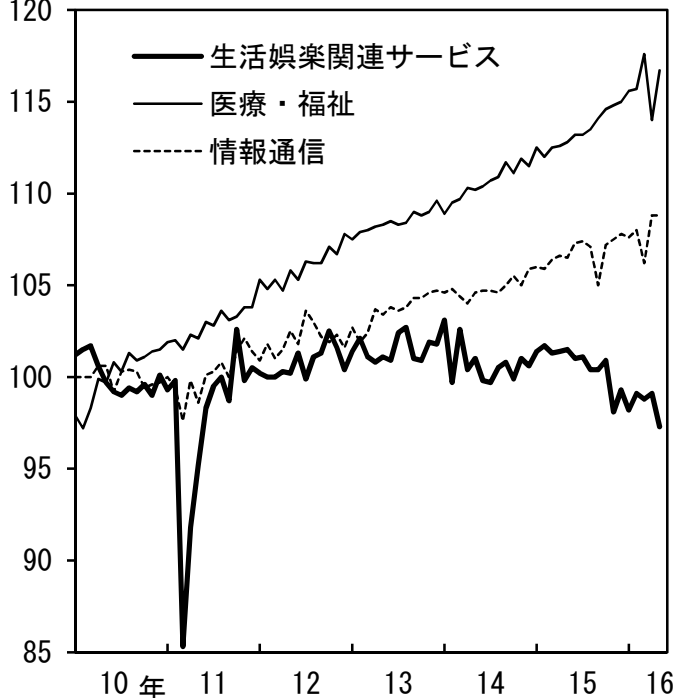
①旅行、外食 (名目)

(季節調整済、2010年=100)



②第3次産業活動指数のサービス消費

(季節調整済、2010年=100)

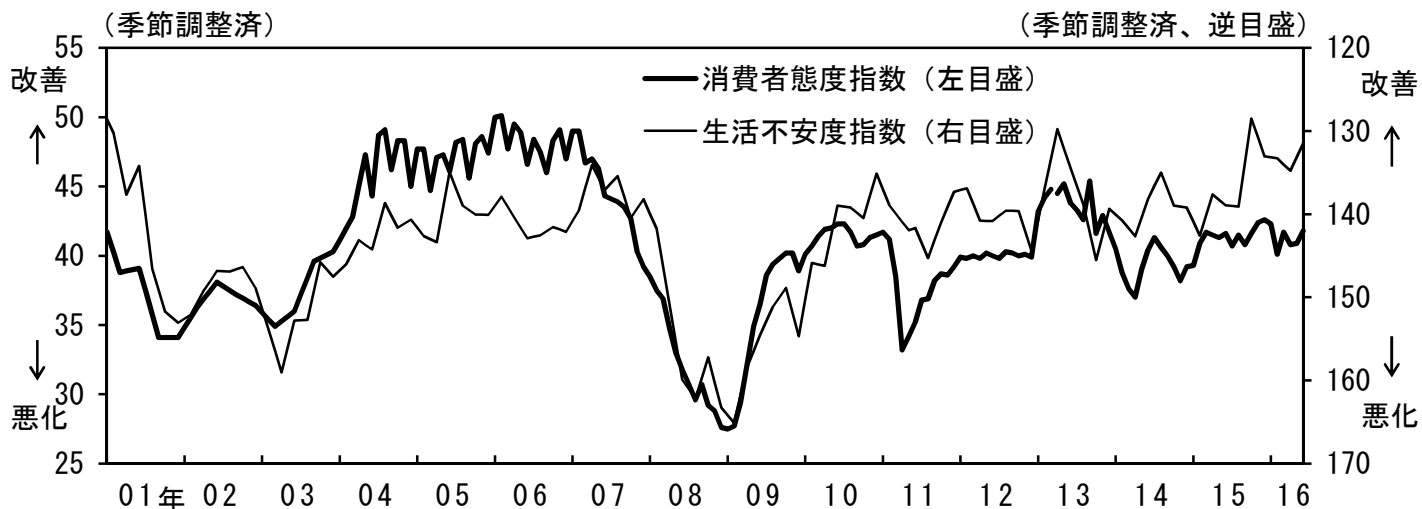


(注) 1. (1) ②は、機械器具小売業販売額指数。実質値は、各種家電関連商品のCPIを用いて算出。
 2. (2) ①の旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。
 3. (2) ①の外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(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、観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

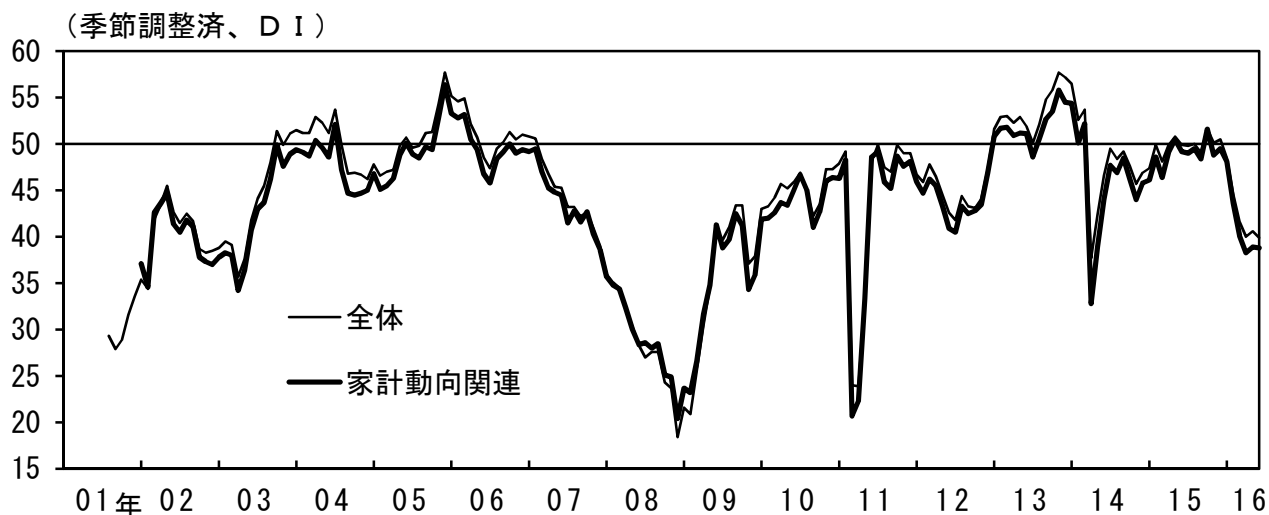
個人消費関連のマインド指標

(1) 消費者態度指数と生活不安度指数

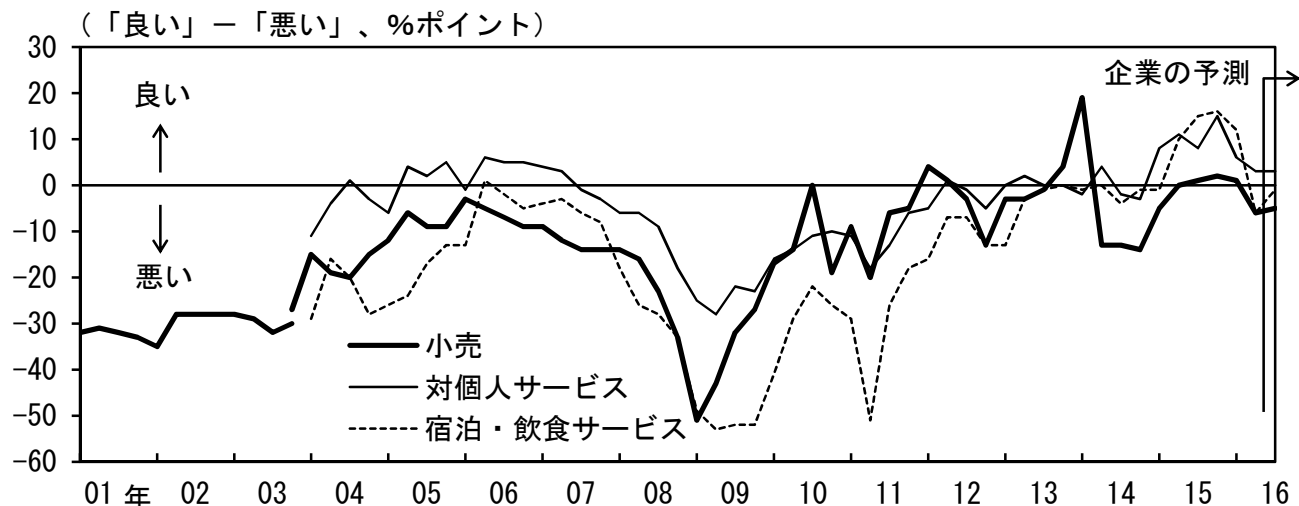


(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

(2) 景気の現状判断DI (景気ウォッチャー調査)



(3) 個人消費関連業種の業況感 (短観・全規模)

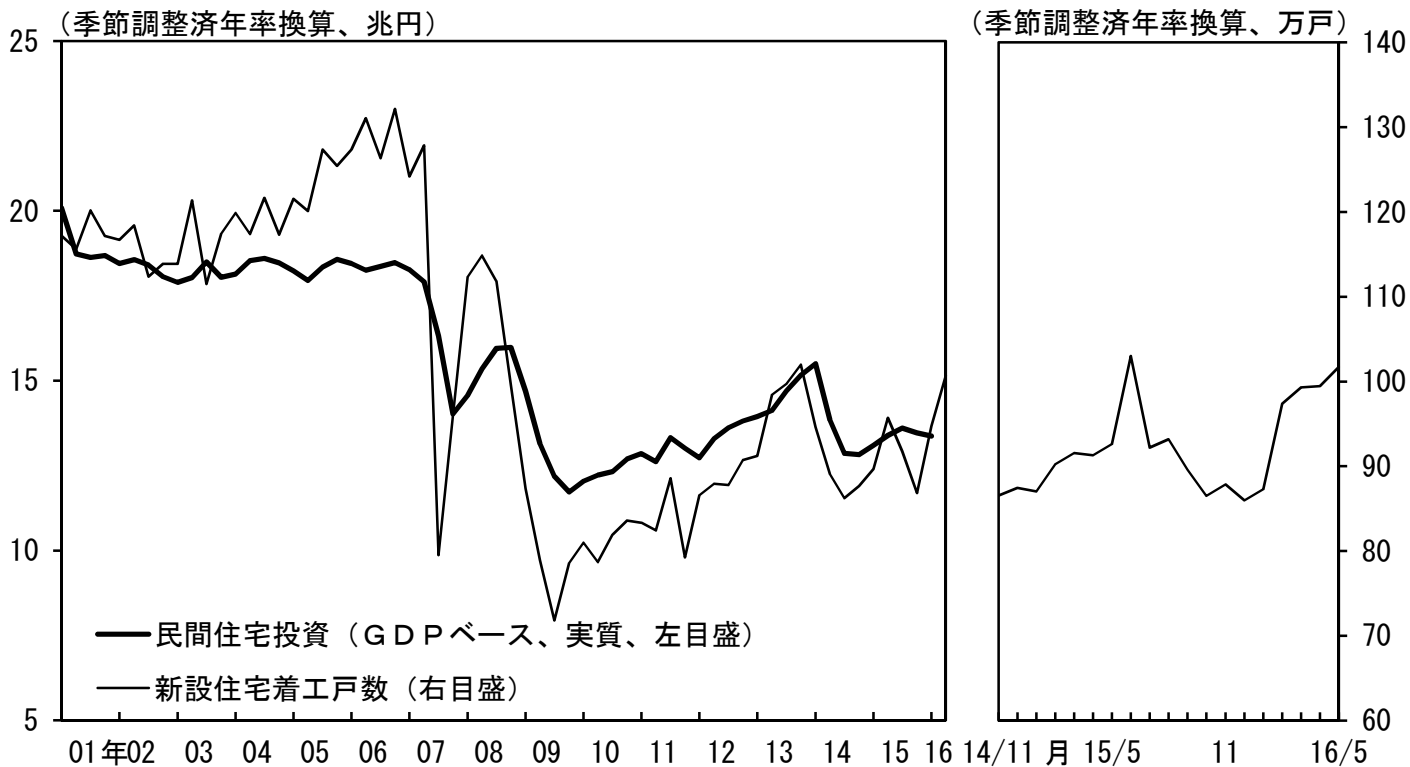


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

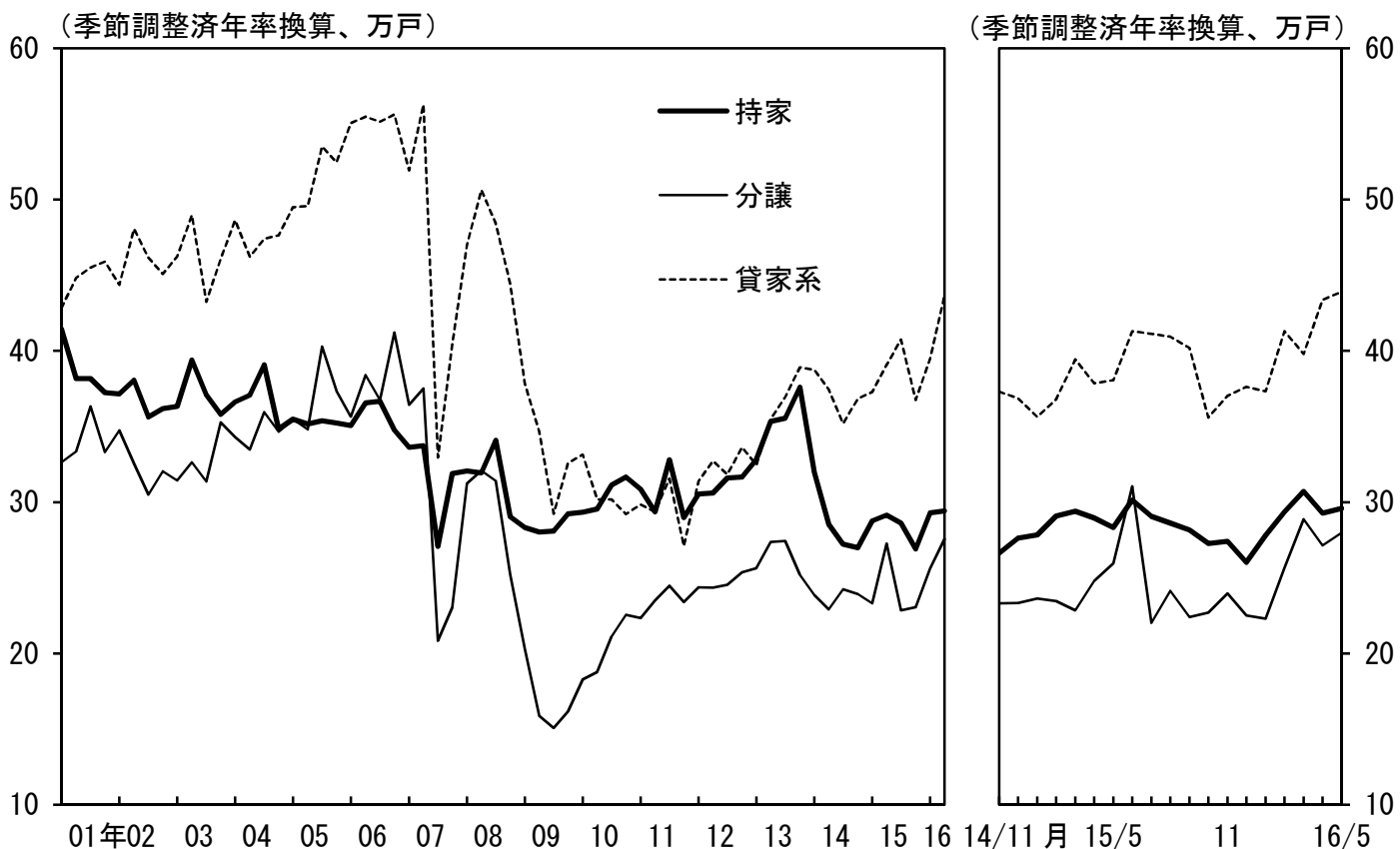
(出所) 内閣府、日本銀行、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数



(2) 新設住宅着工戸数の内訳

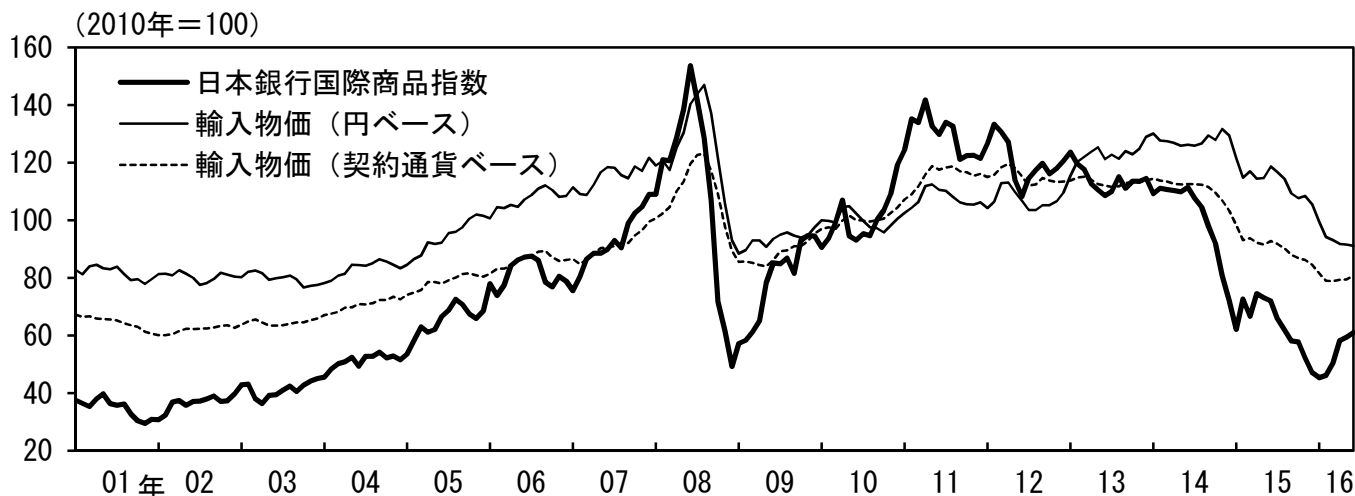


(注) 新設住宅着工戸数の2016/2Qは、4~5月の値。

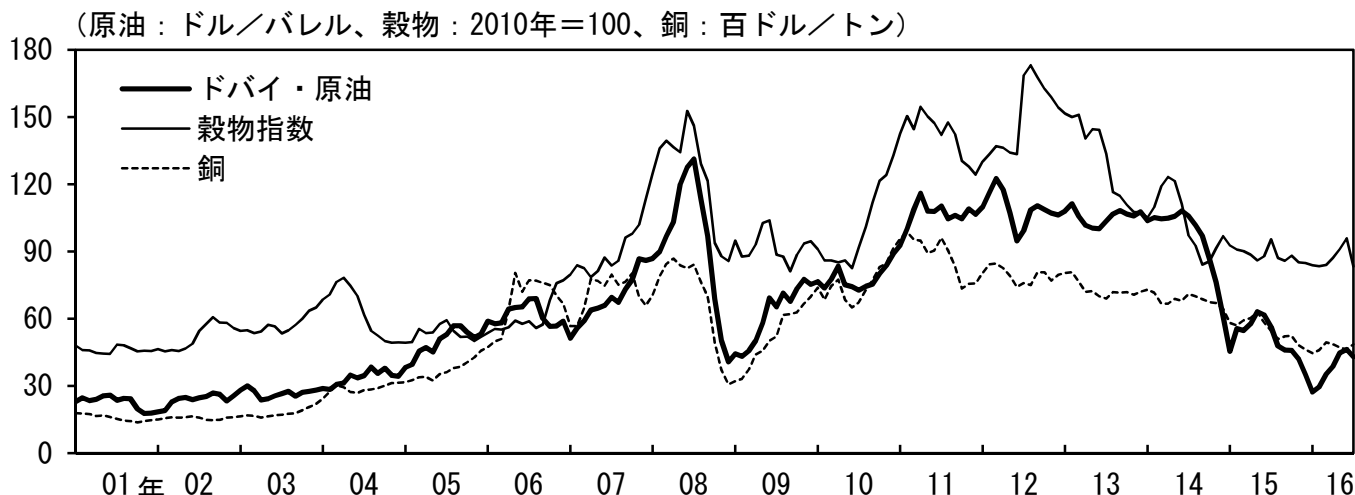
(出所) 内閣府、国土交通省

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

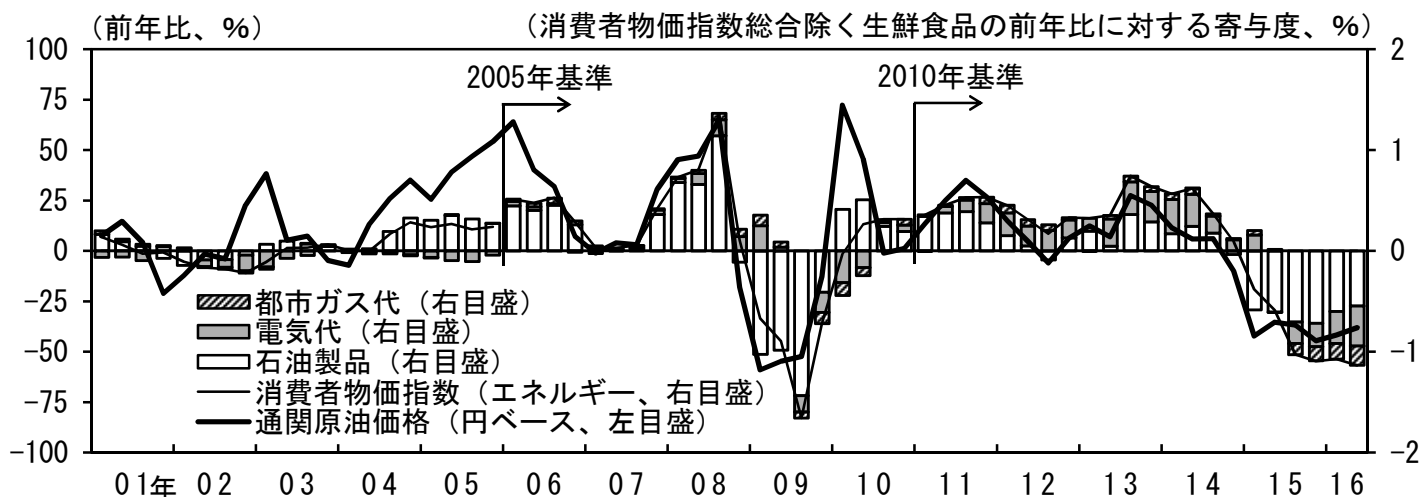


(2) 国際商品市況



(注) いずれも月中平均。穀物指数は、穀物（小麦・大豆・トウモロコシ）の国際商品市況を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは貿易統計の輸入金額から算出。

(3) 通関原油価格とエネルギー価格

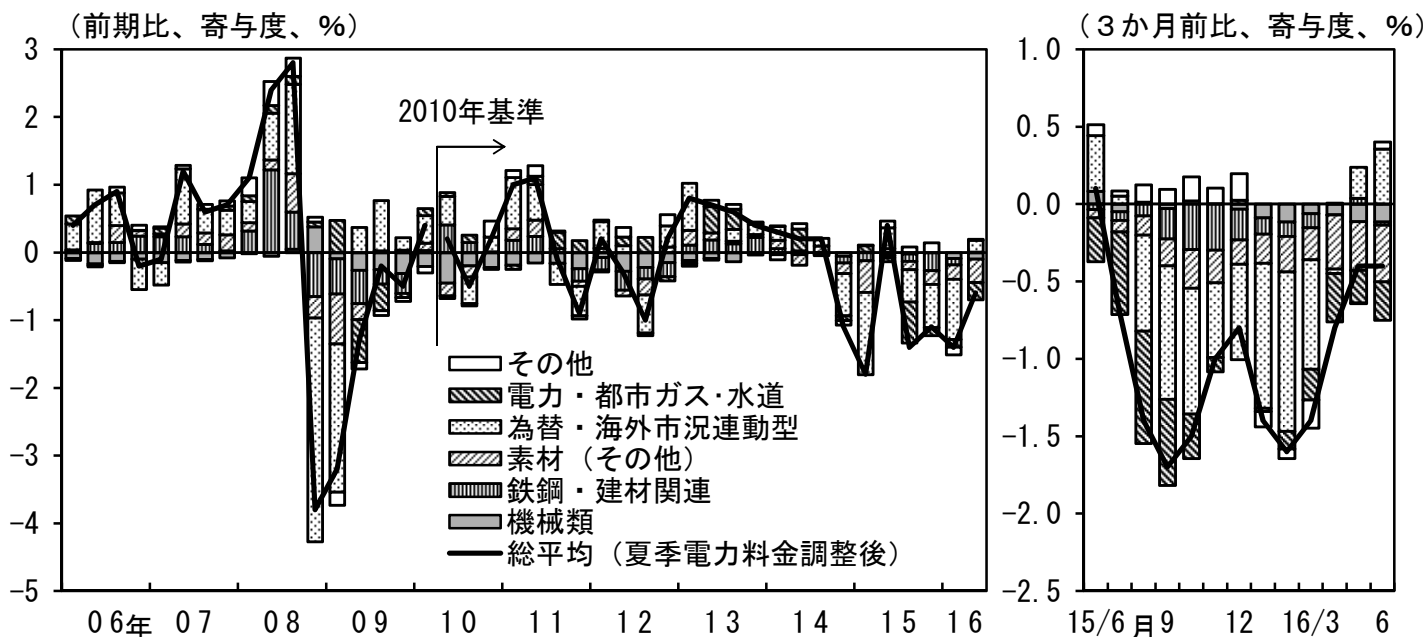


(注) 1. 消費者物価指数（エネルギー）の2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(出所) 総務省、財務省、日本経済新聞社、Bloomberg、日本銀行

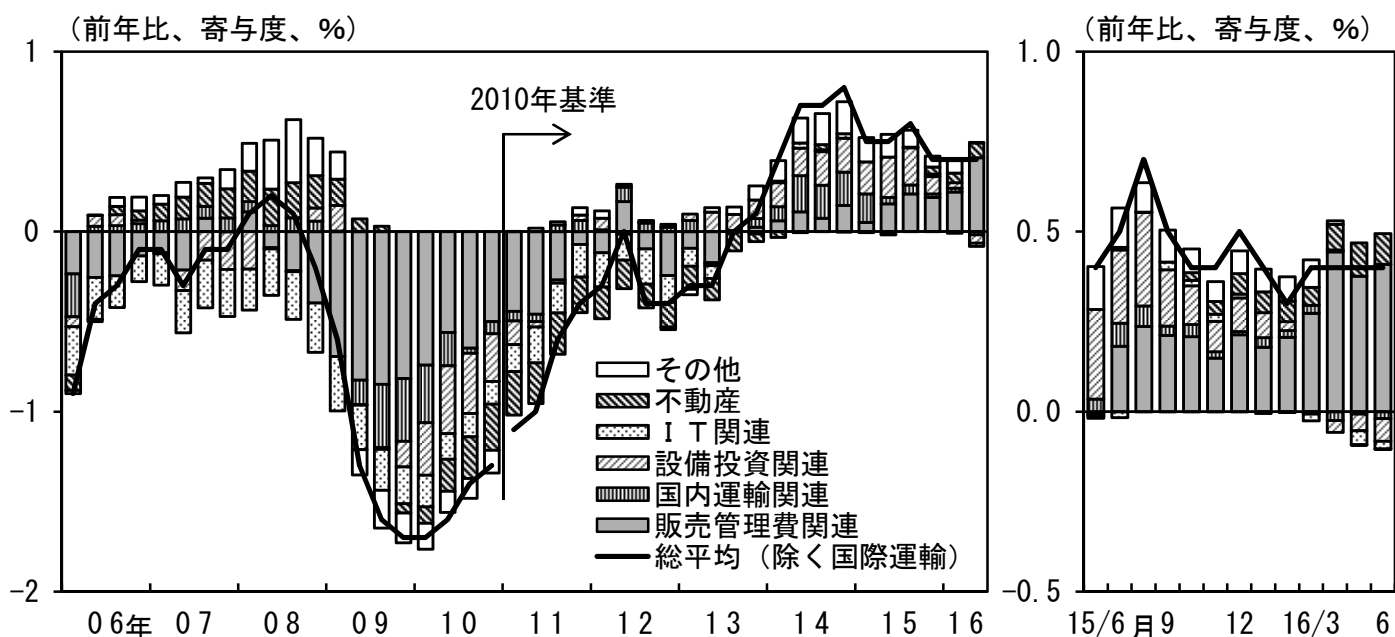
国内企業物価と企業向けサービス価格

(1) 国内企業物価



- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
3. 素材（その他）：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
4. 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器
5. 毎年7～9月にかけて適用される夏季割り増し電力料金の影響を除いて算出。
6. 消費税調整済み（下の図表も同じ）。

(2) 企業向けサービス価格

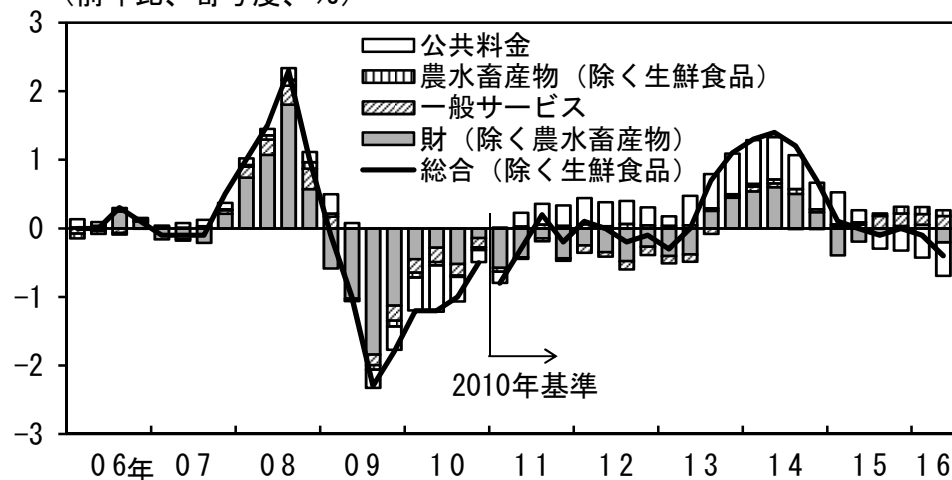


- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信（除く新聞・出版）、広告、諸サービス（除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス）
2. 国内運輸関連：運輸・郵便（除く国際運輸、旅客輸送）
3. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル
4. 設備投資関連：リース・レンタル（除くIT関連）、土木建築サービス

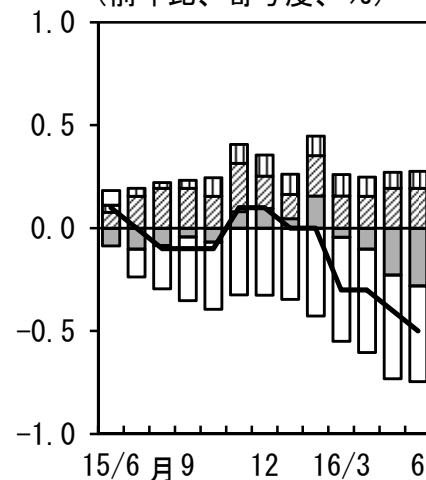
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

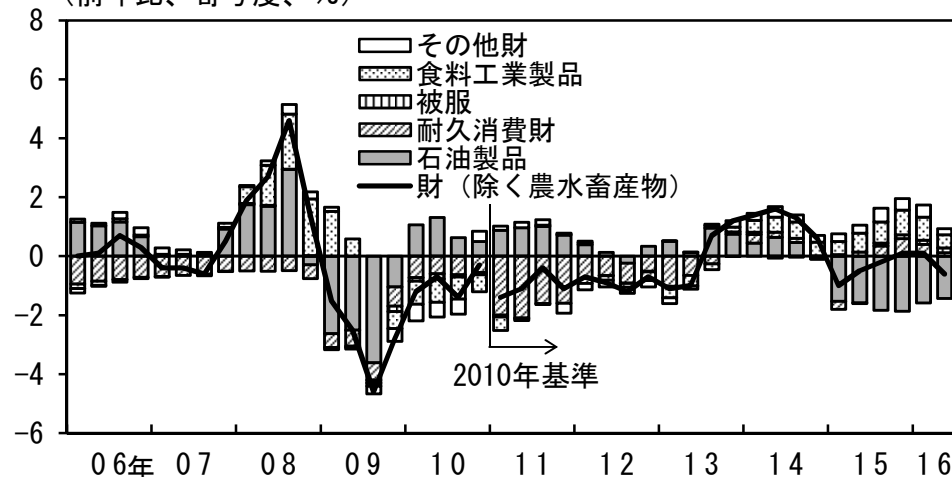


(前年比、寄与度、%)

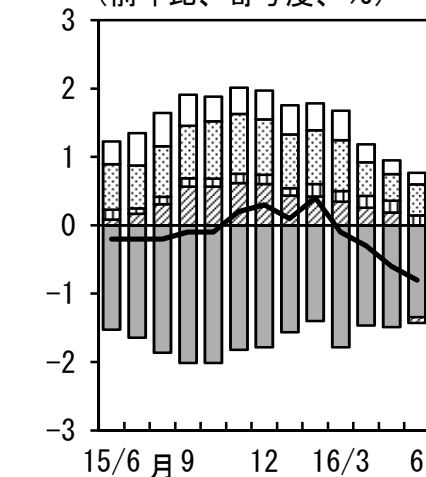


(2) 財 (除く農水畜産物)

(前年比、寄与度、%)

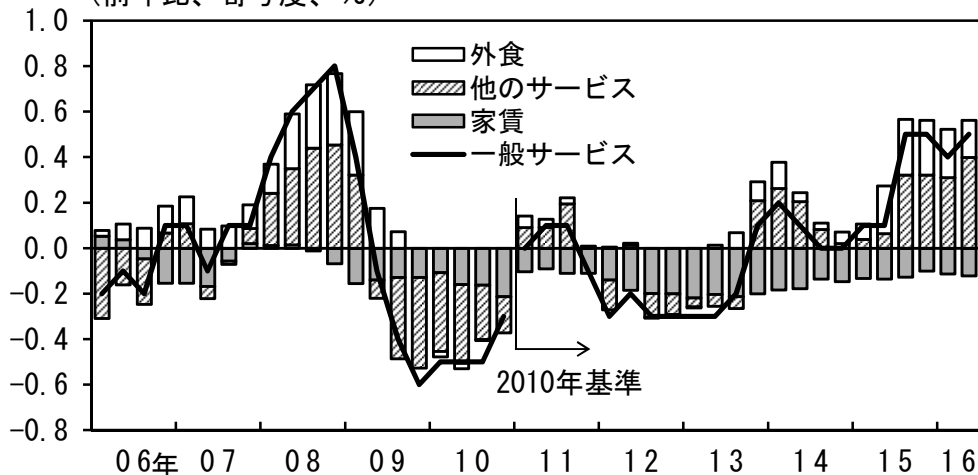


(前年比、寄与度、%)

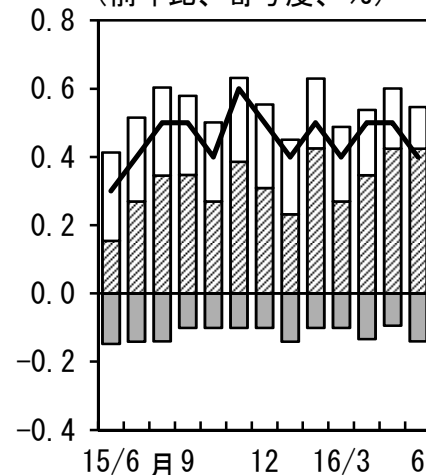


(3) 一般サービス

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)

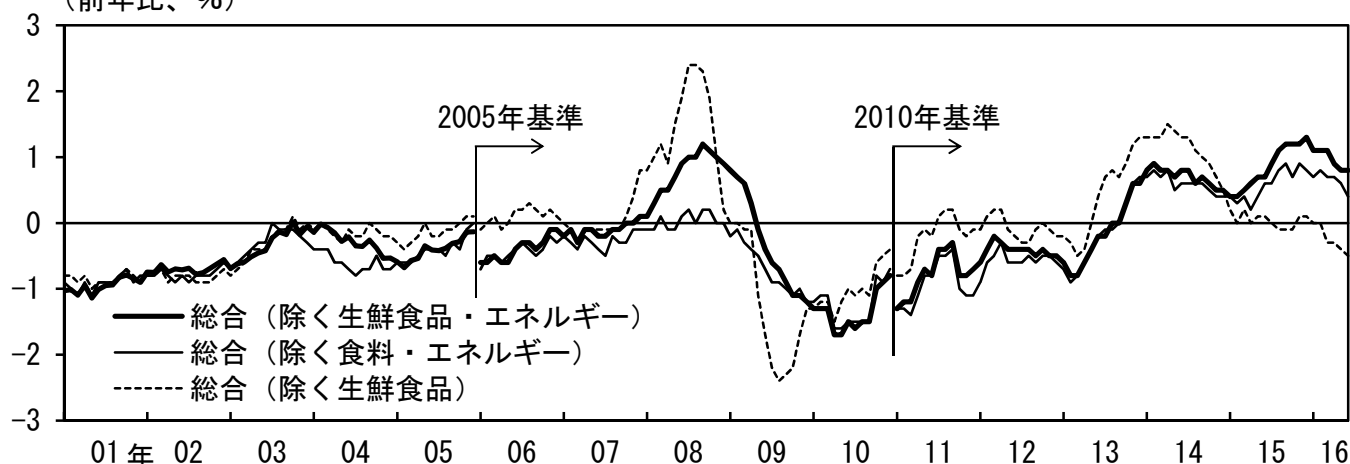


(注) 1. 以下の分類は組み替えて定義 (「」内は総務省公表ベース)。財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」、公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」、被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」、家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

消費者物価の基調的な変動

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）・総合（除く食料・エネルギー）

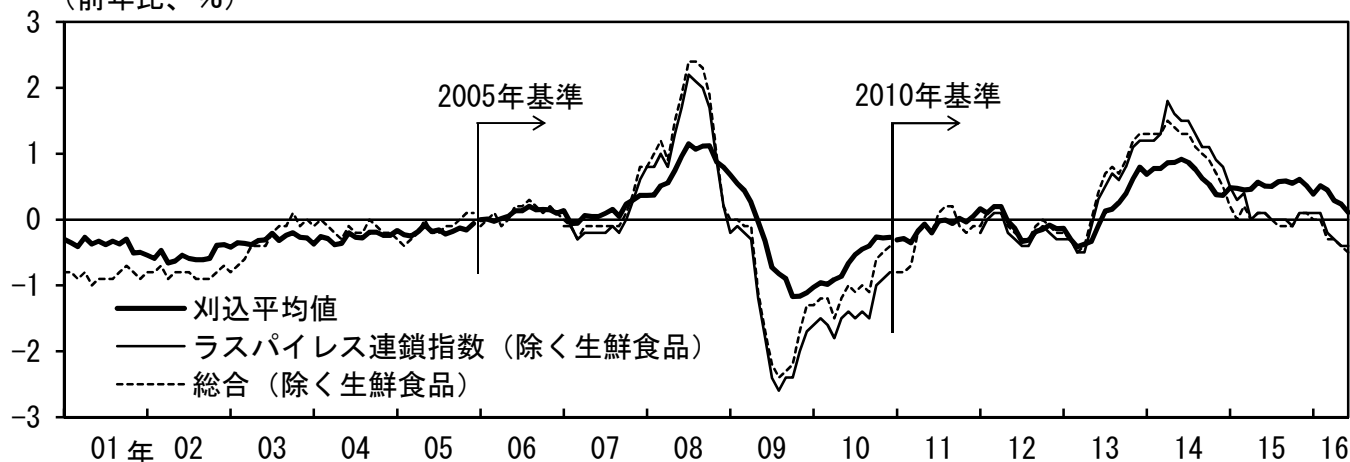
(前年比、%)



(注) 1. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値、下のいずれの図表も同じ）。

(2) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数

(前年比、%)

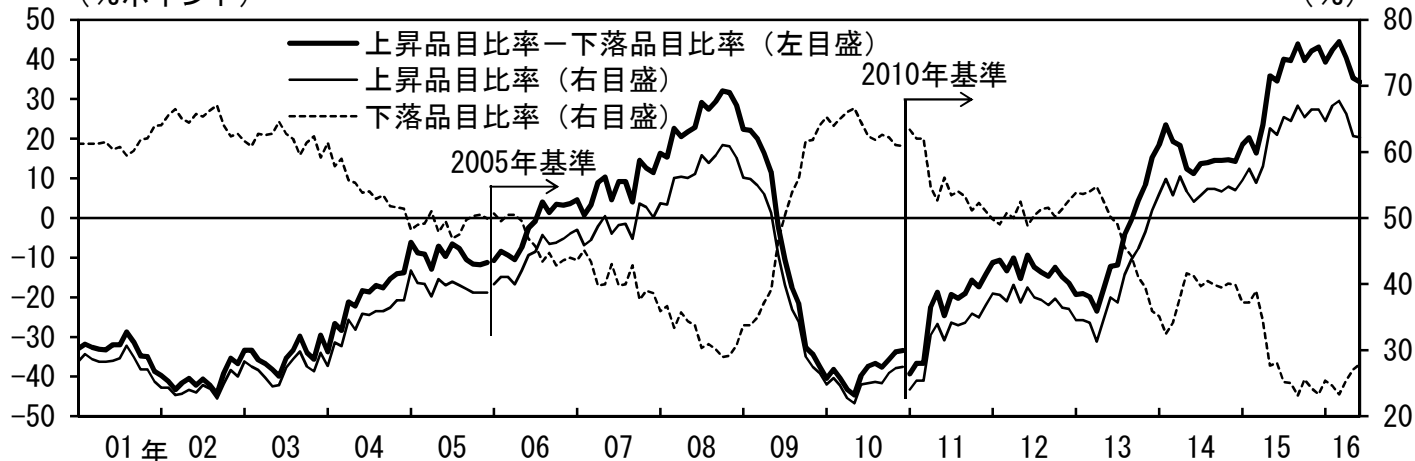


(注) 刈込平均値は、全個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。

(3) 上昇・下落品目比率

(%ポイント)

(%)

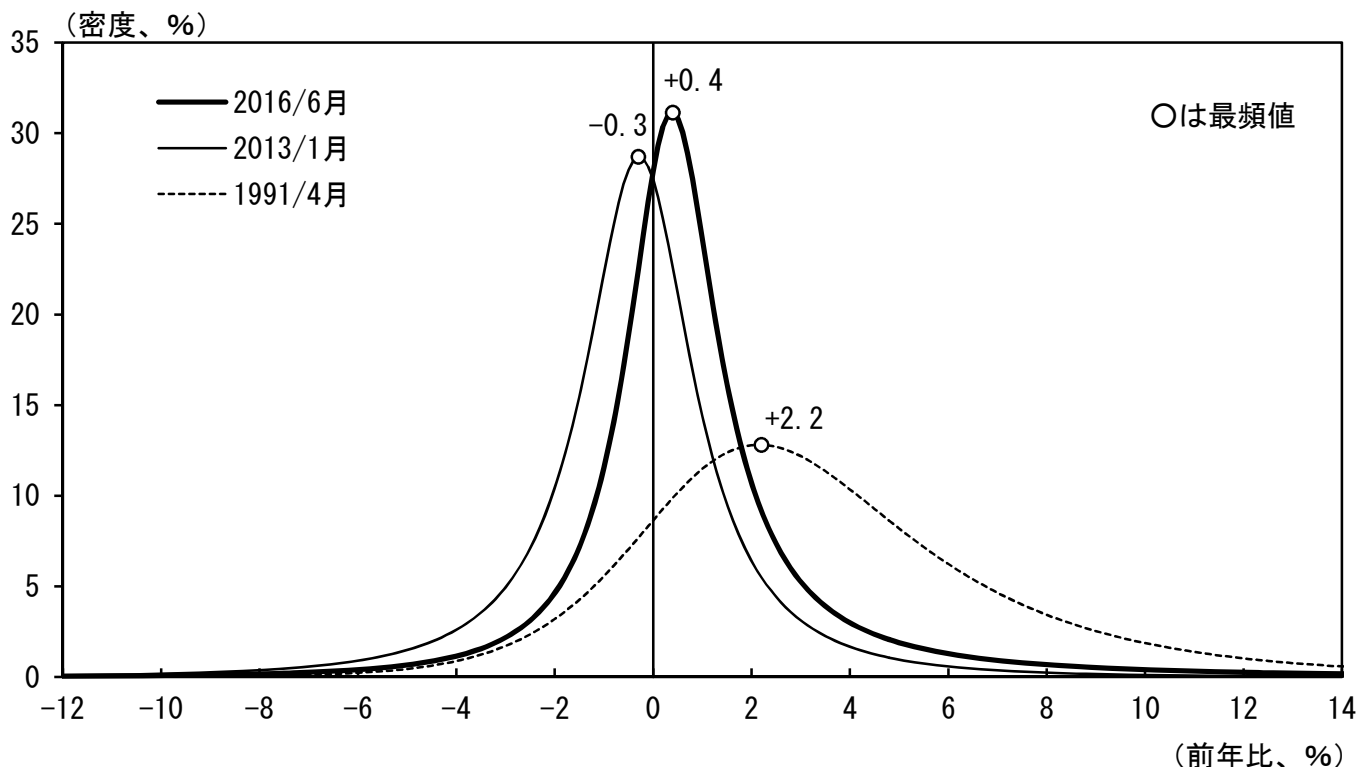


(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合（除く生鮮食品）。

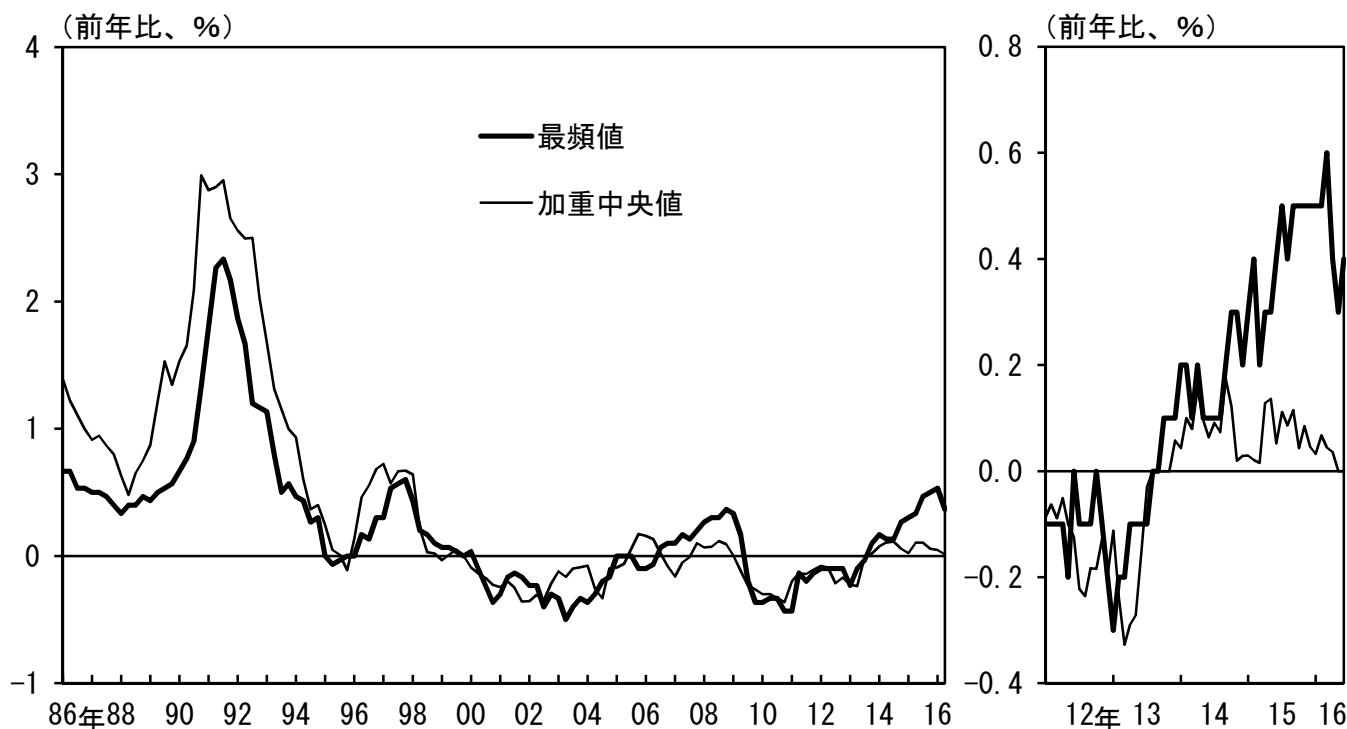
(出所) 総務省

品目別価格変動分布と基調的なインフレ率

(1) 消費者物価の個別品目の前年比の分布



(2) 各種コア指標

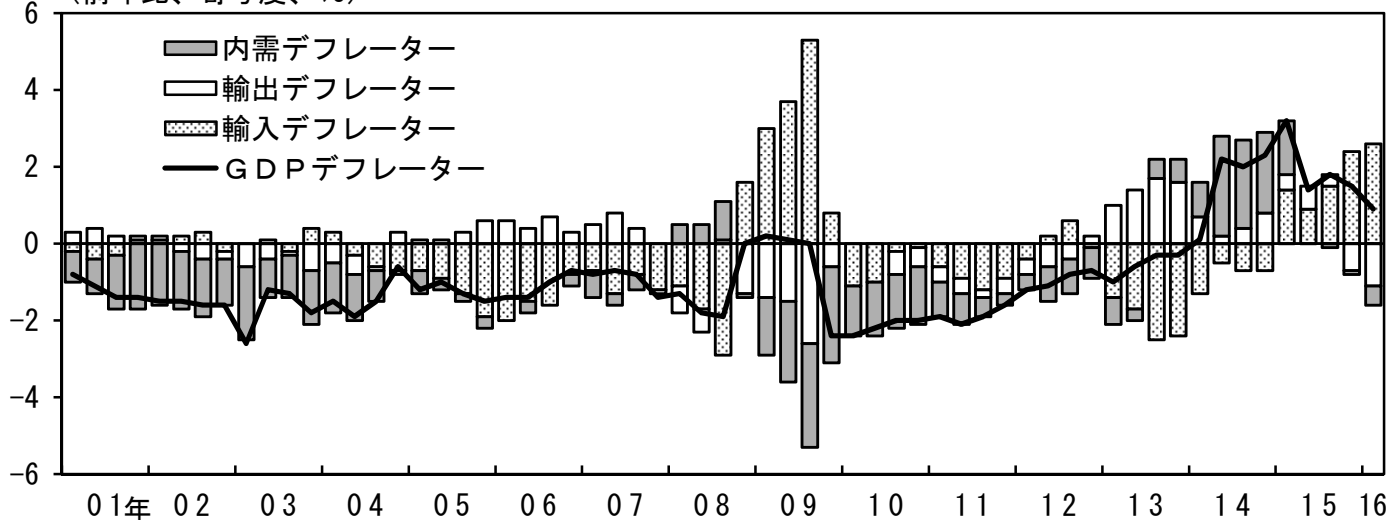


- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。
2. 加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウェイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。
4. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

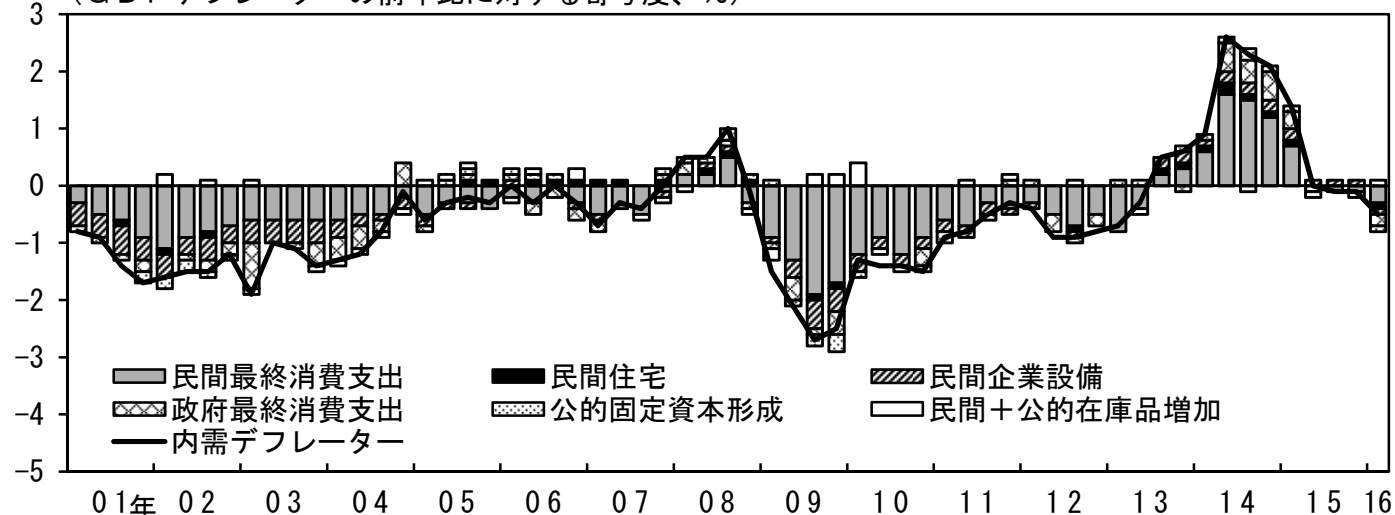
(出所) 総務省

GDPデフレーター

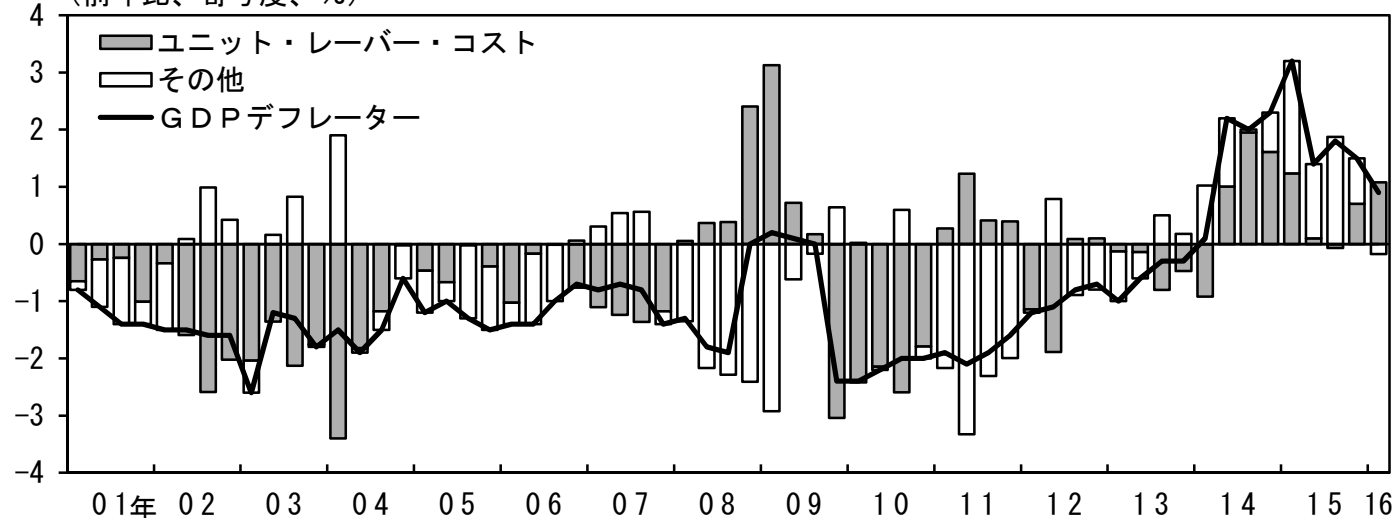
(1) GDPデフレーター
(前年比、寄与度、%)



(2) 内需デフレーター
(GDPデフレーターの前年比に対する寄与度、%)



(3) GDPデフレーターとユニット・レーバ・コスト
(前年比、寄与度、%)



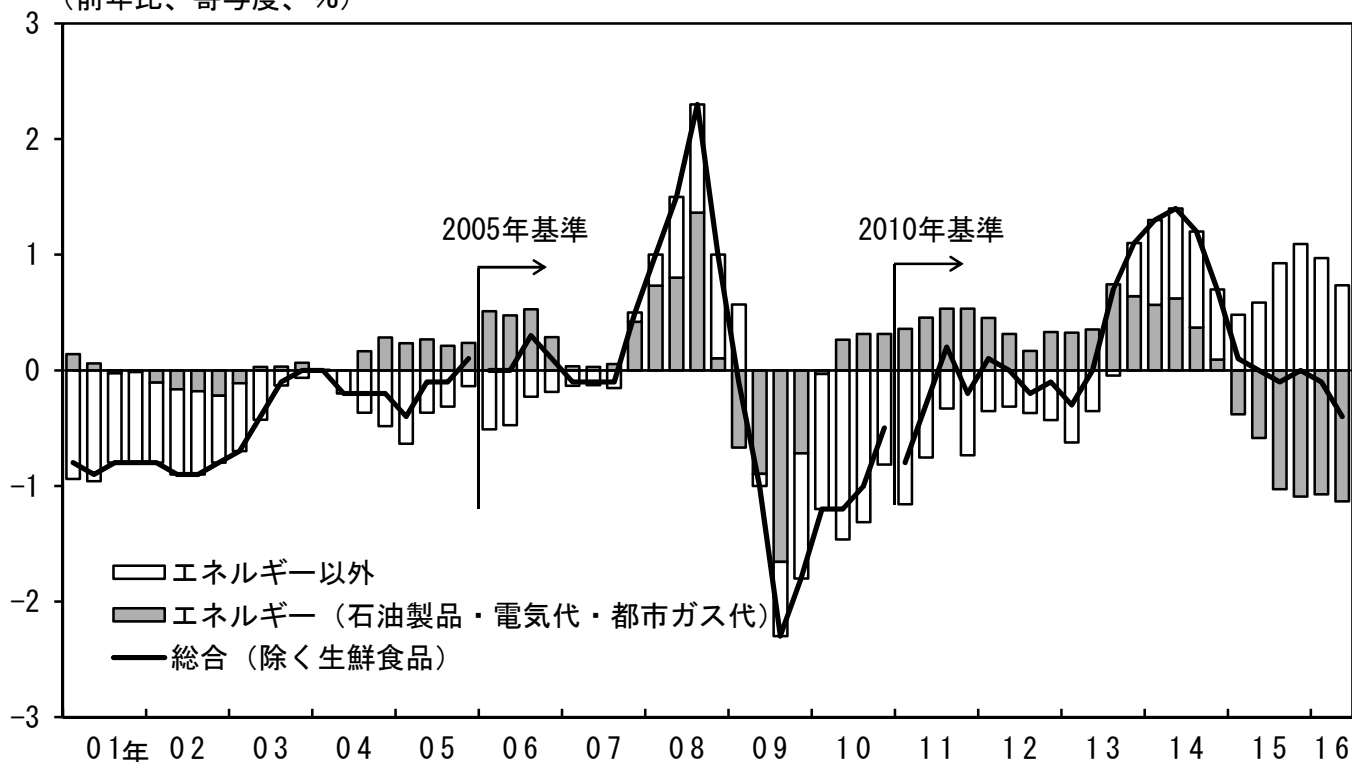
(注) ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬/実質GDP

(出所) 内閣府

消費者物価と需給ギャップ

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)

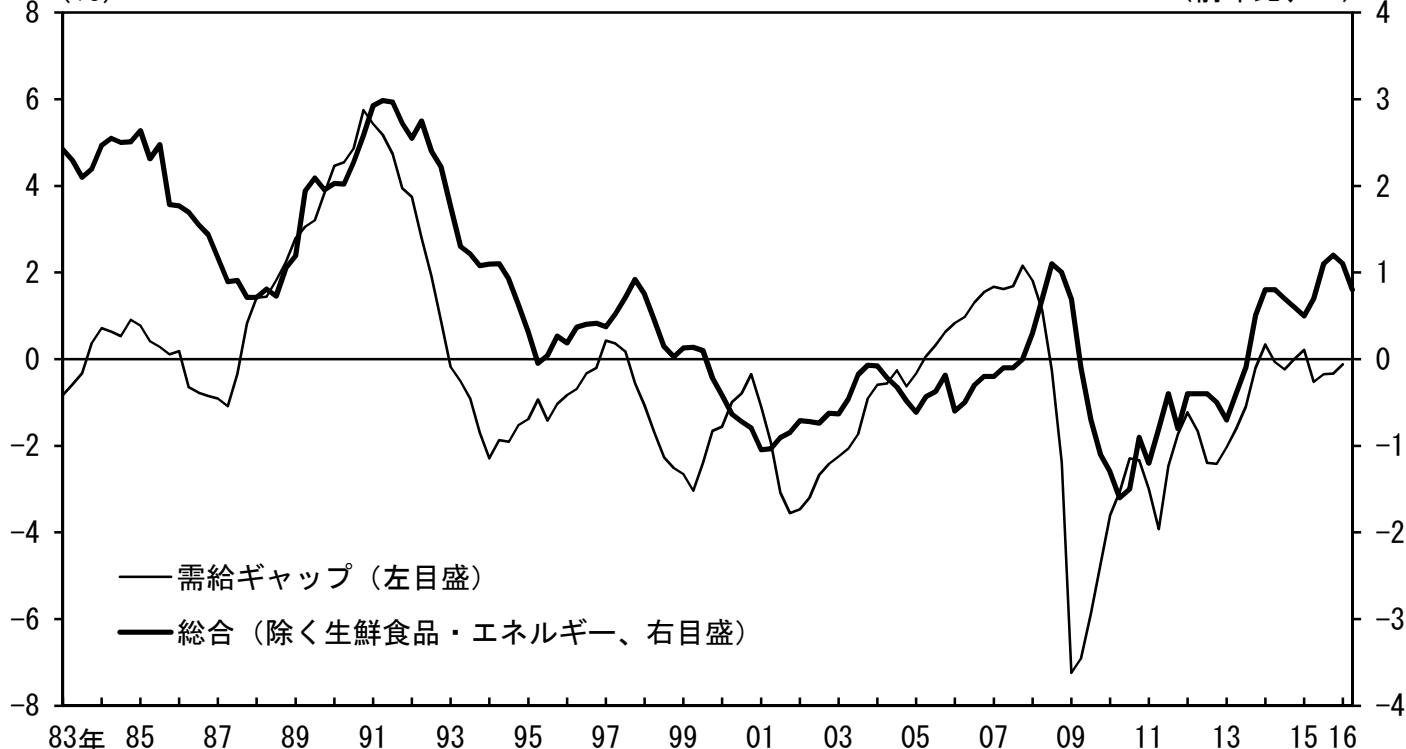


(注) 1. エネルギーの2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値、下の図表も同じ)。

(2) 需給ギャップとの関係

(%)

(前年比、%)

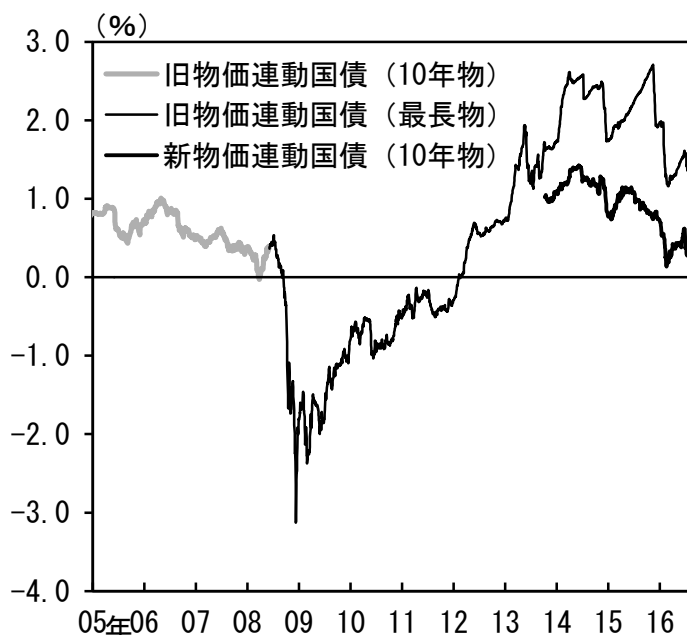


(注) 1. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

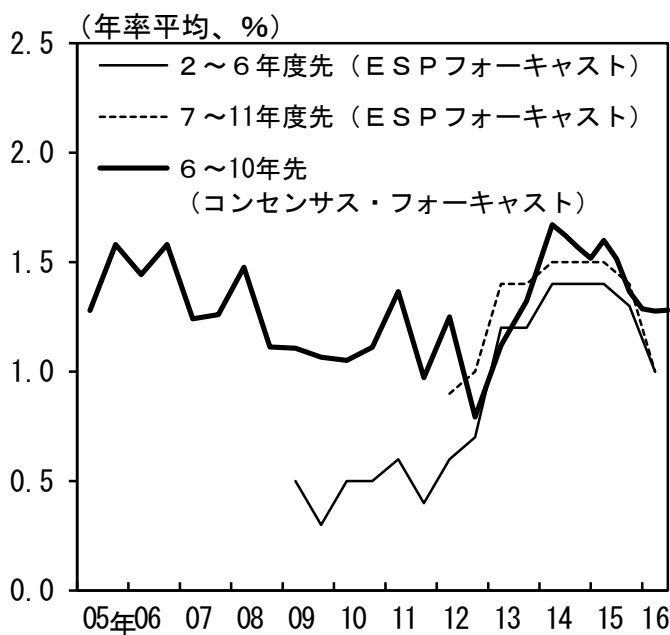
(出所) 総務省、内閣府等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)



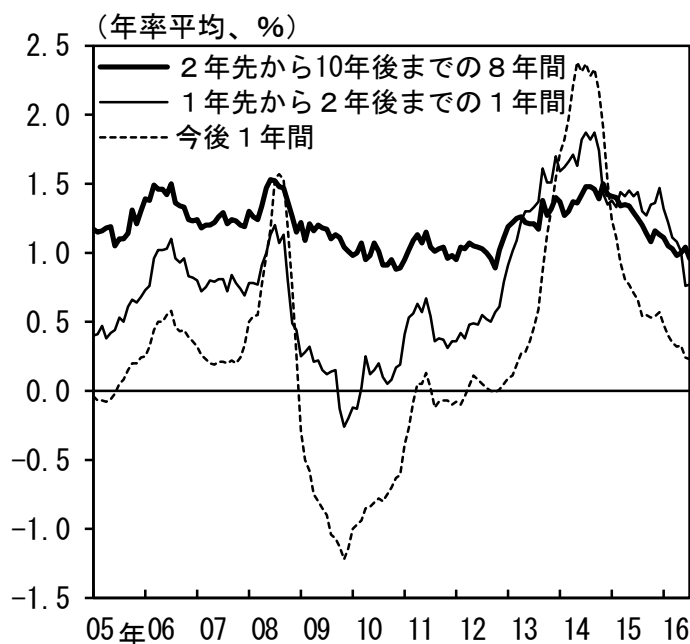
(2) エコノミストの予想物価上昇率



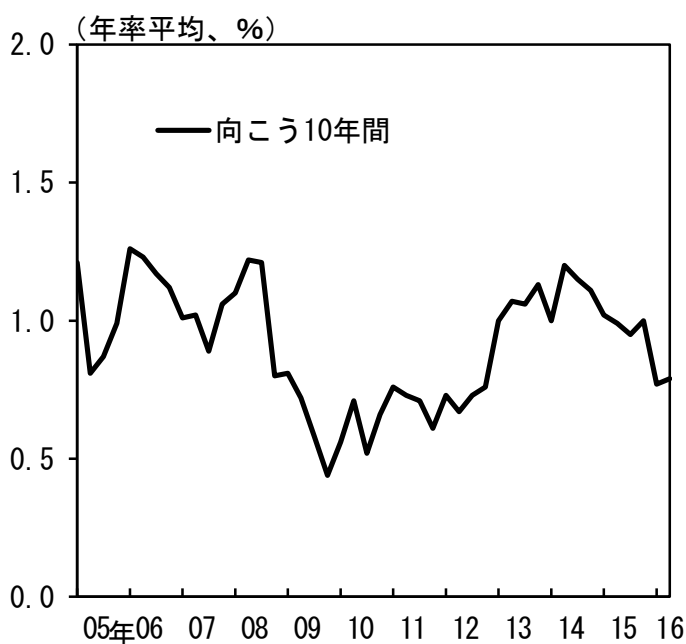
- (注) 1. (1)のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
- 2. (2)のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
- 3. (2)の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1,4,7,10月(ただし、2014/4月以前は4,10月)。ESPフォーキャストは6,12月。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率

①QUICK調査



②みずほ証券調査



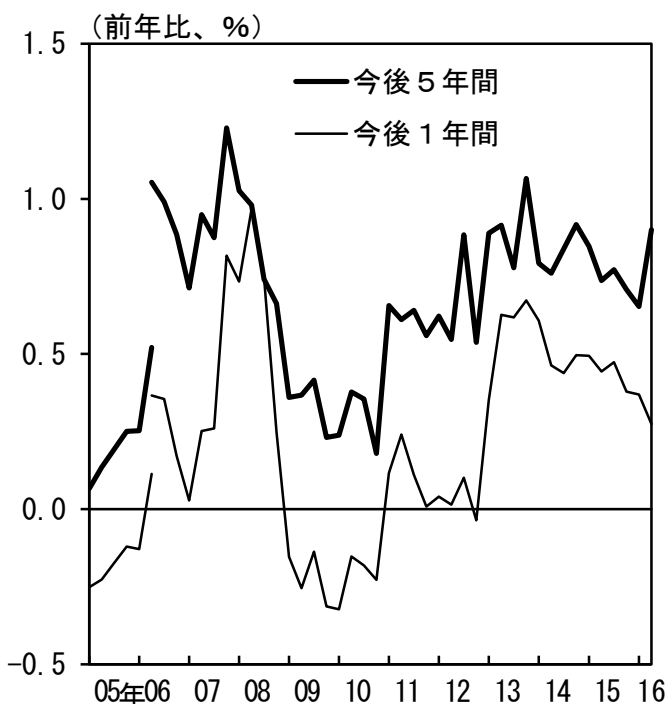
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JGER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、みずほ証券「Investor Survey」、Bloomberg

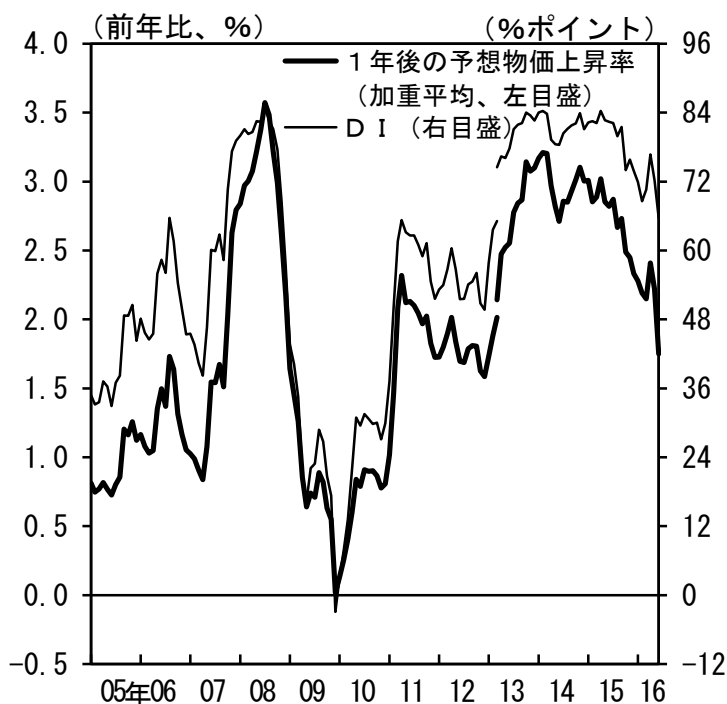
予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

①生活意識に関するアンケート調査



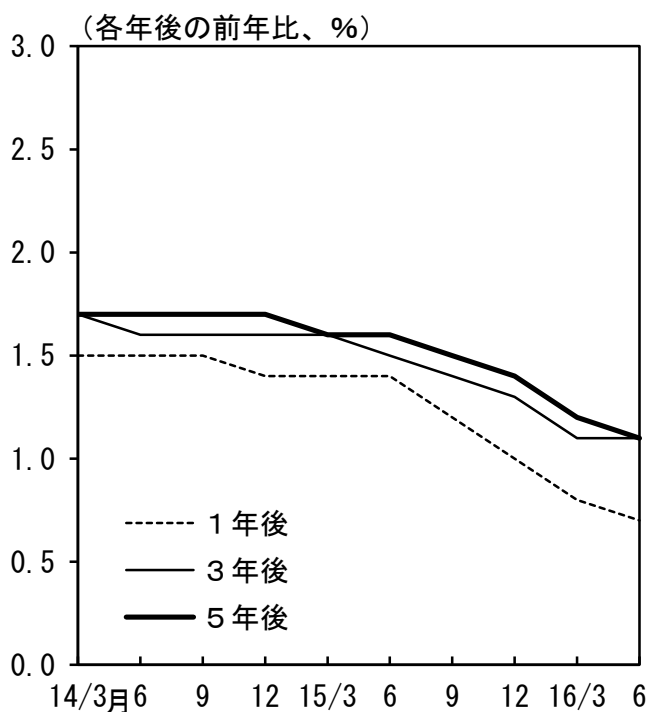
②消費動向調査



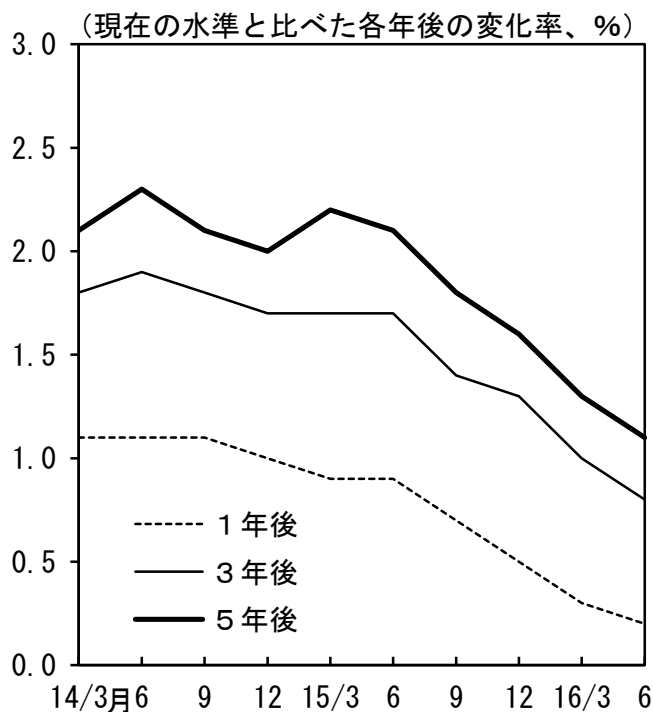
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。DIは、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



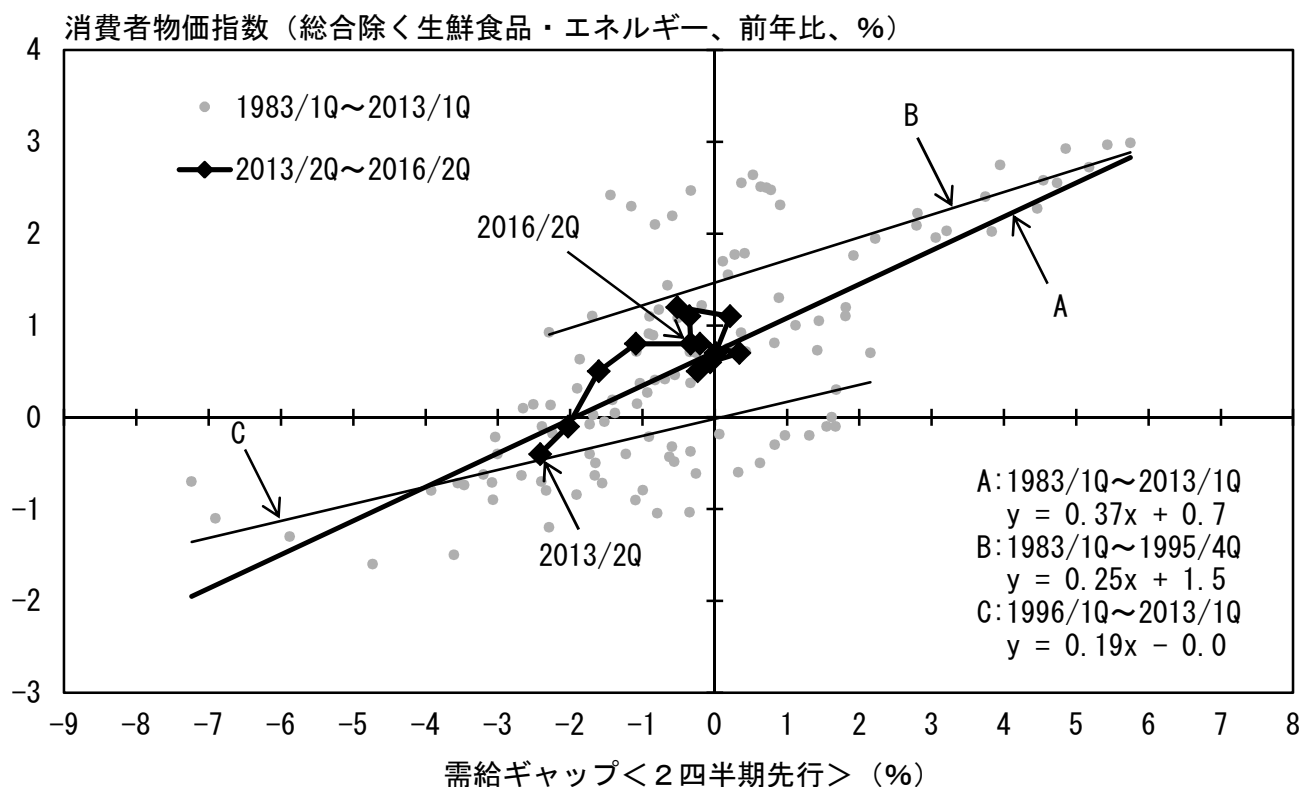
②販売価格の見通し



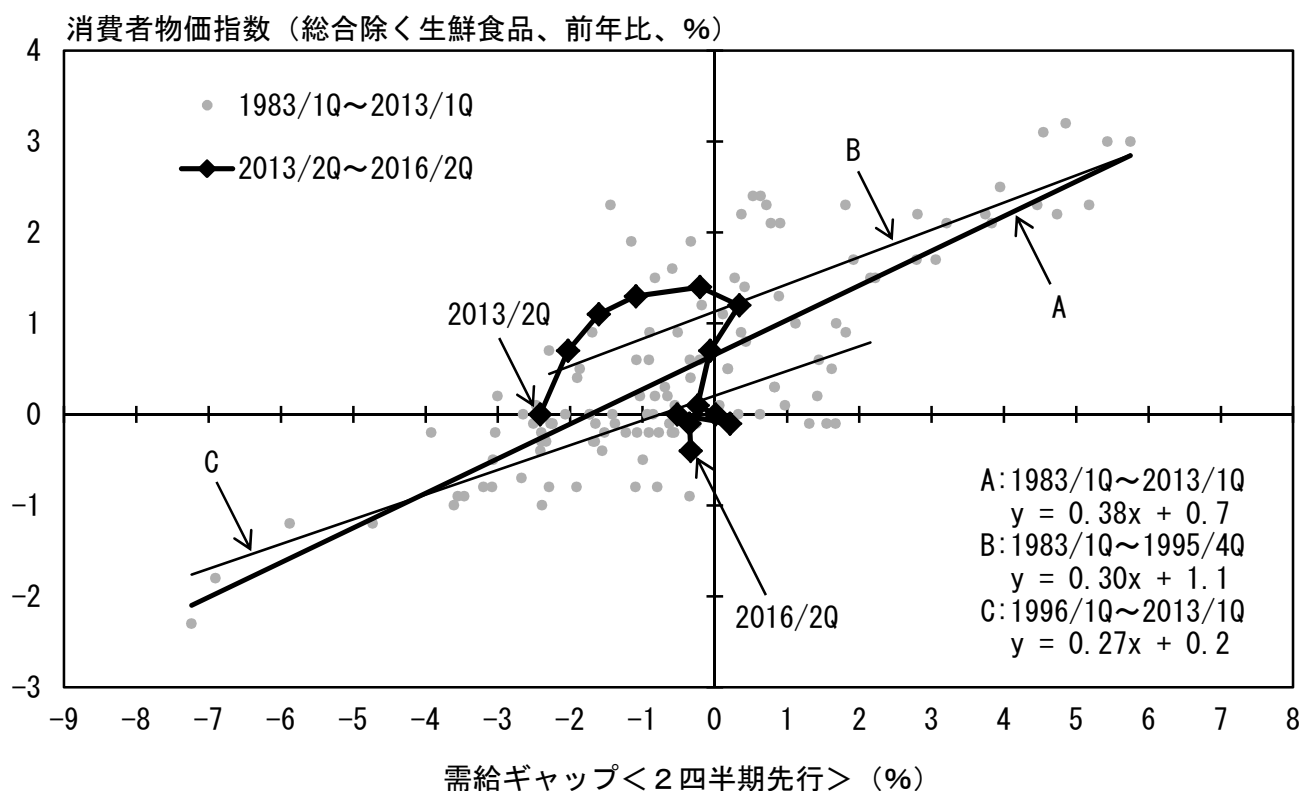
- (注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。
(出所) 日本銀行、内閣府、総務省

フィリップス曲線

(1) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー)



(2) 総合 (除く生鮮食品)

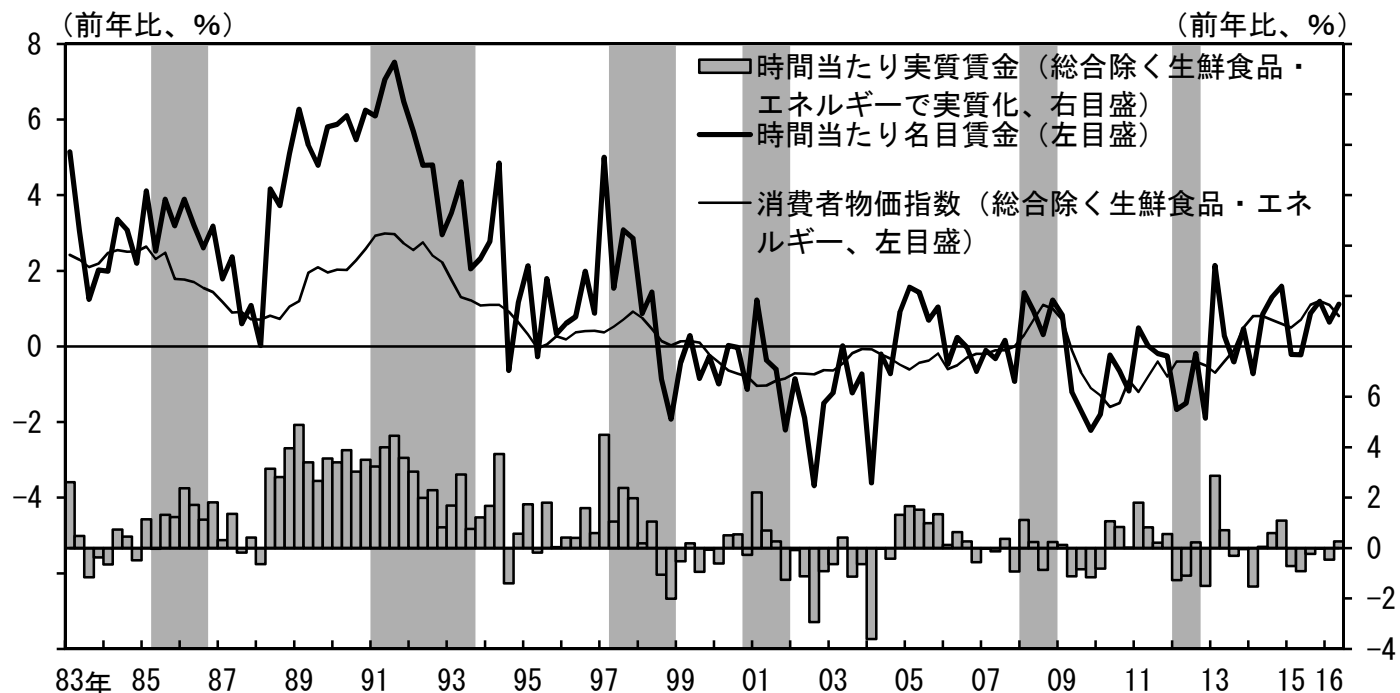


- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
- 2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
- 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(出所) 総務省、内閣府等

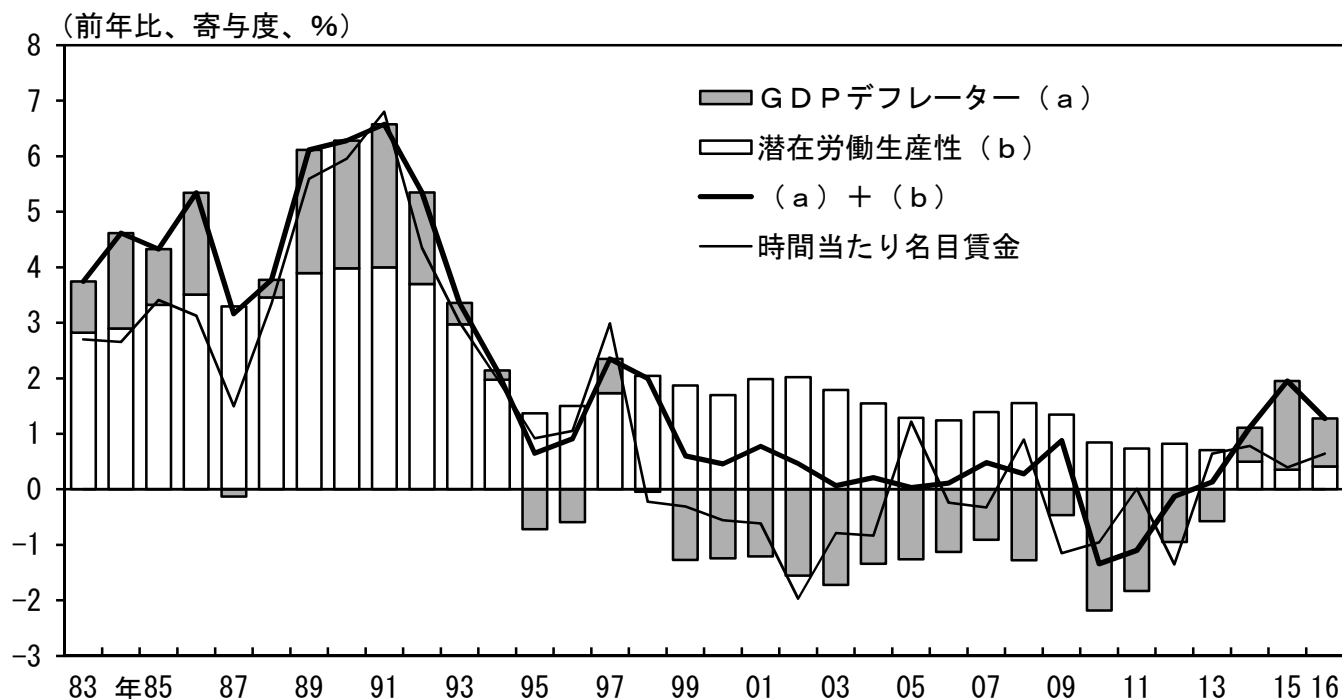
物価と賃金

(1) 消費者物価と名目賃金



- (注) 1. 毎月勤労統計の1990/4Qまでは、事業所規模30人以上の計数 (下の図表も同じ)。
- 2. 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み (試算値)。
- 3. シャドー部分は、景気後退局面。
- 4. 2016/2Qは、4~5月の値。

(2) 潜在労働生産性と時間あたり名目賃金

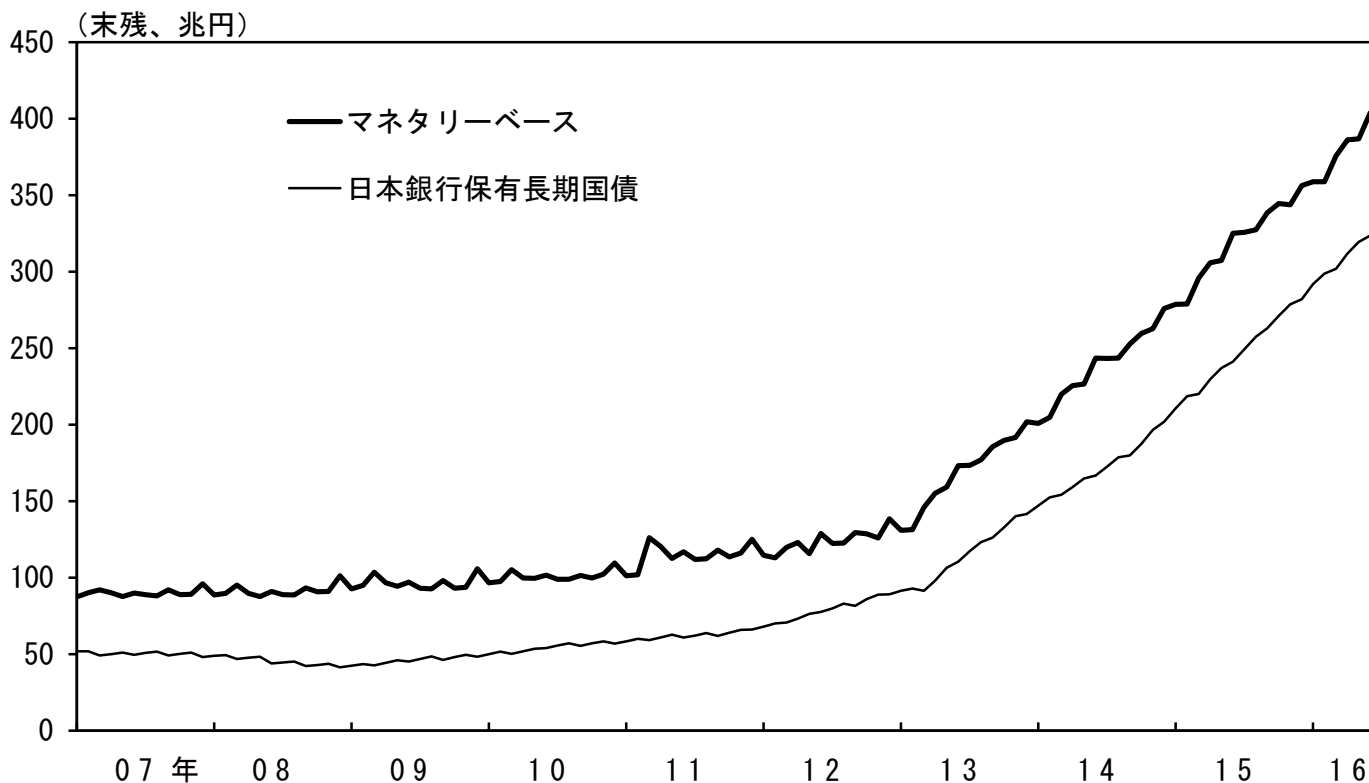


- (注) 1. 潜在労働生産性は、日本銀行調査統計局の試算値。
- 2. GDPデフレーターは、内閣府試算 (2016/1月) の計数を用いて、2014年の消費税率引き上げの影響を調整している。
- 3. 2016年は、1Qの値。

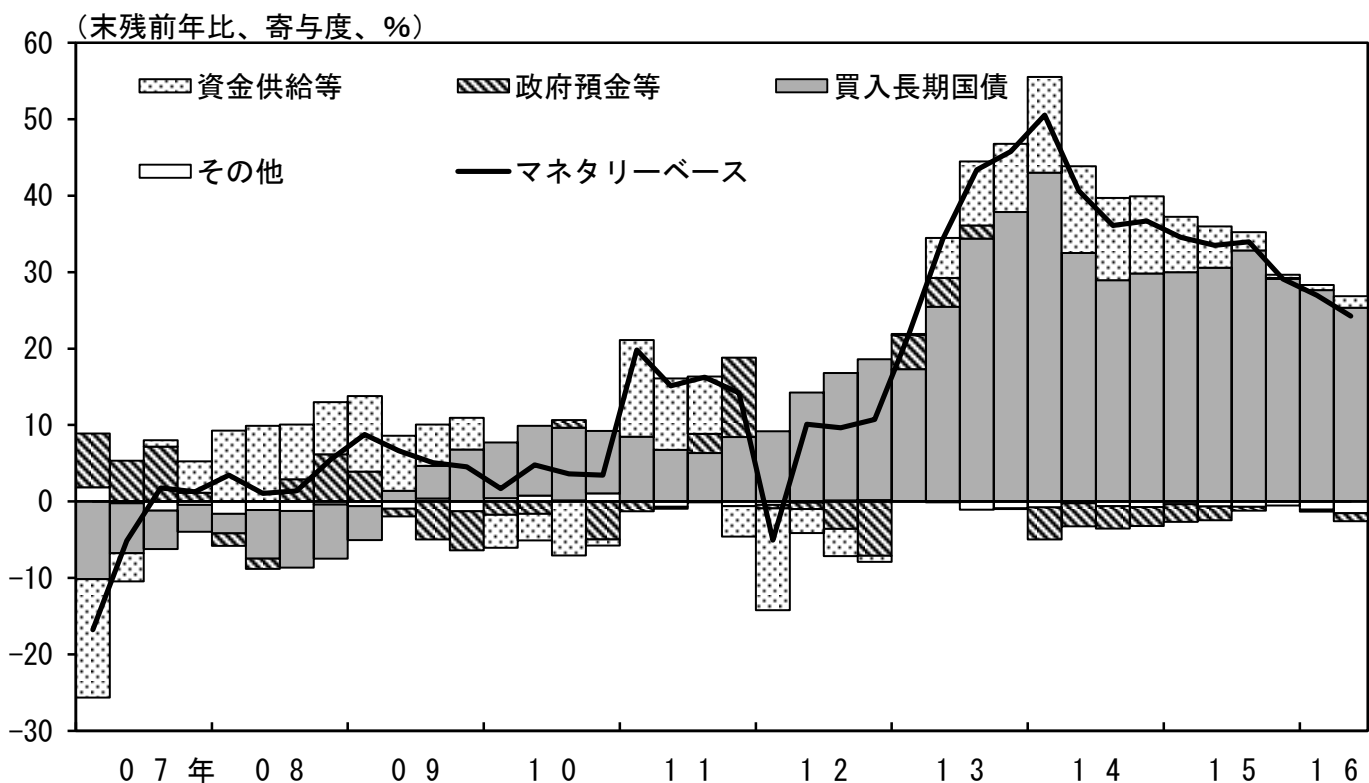
(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



(2) マネタリーベースの前年比

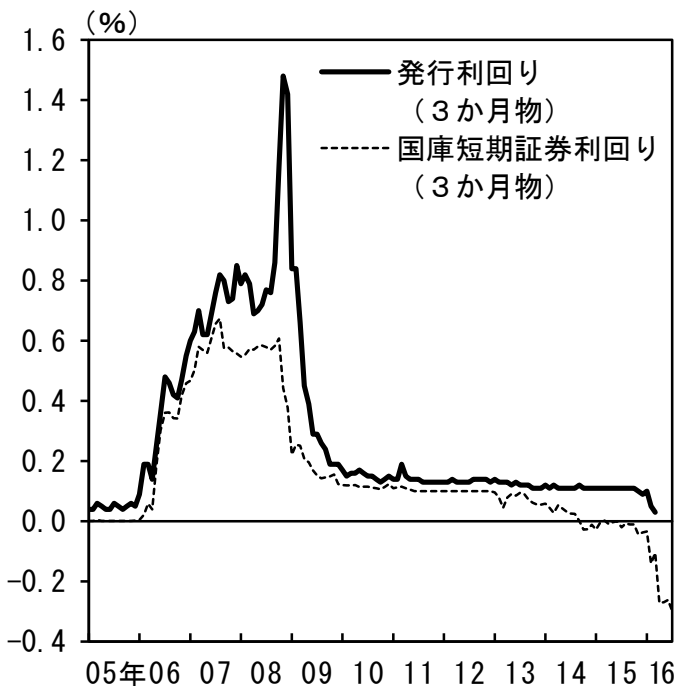


(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には、対政府長期国債売現先、引受国庫短期証券等を含む。
(出所) 日本銀行

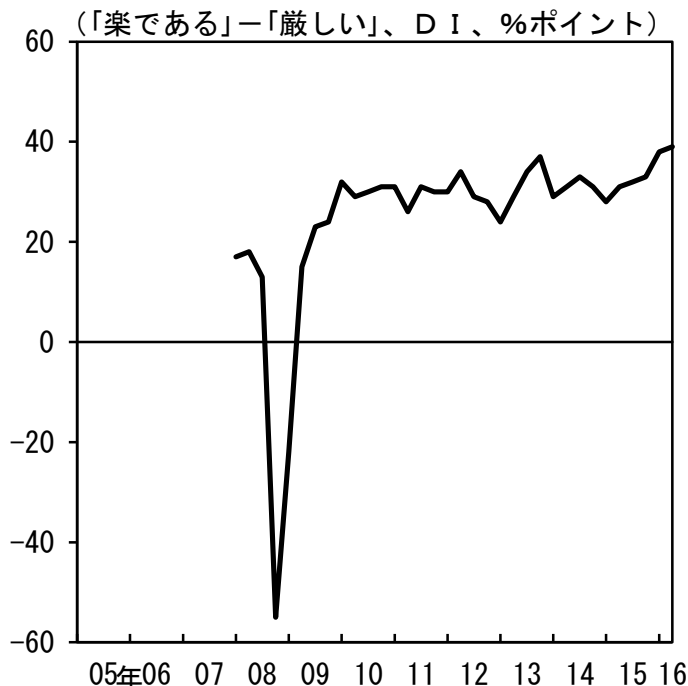
CP・社債発行環境

(1) CPの発行利回りと企業からみた発行環境

①発行利回り



②企業からみた発行環境

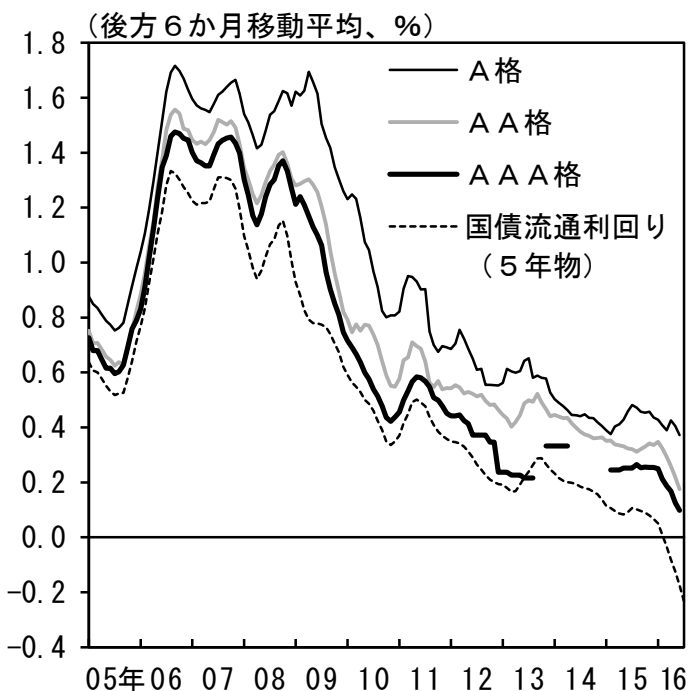


(注) 1. 発行利回りは、2016/3月まで掲載(2016/3月は第3週までの平均値)。2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

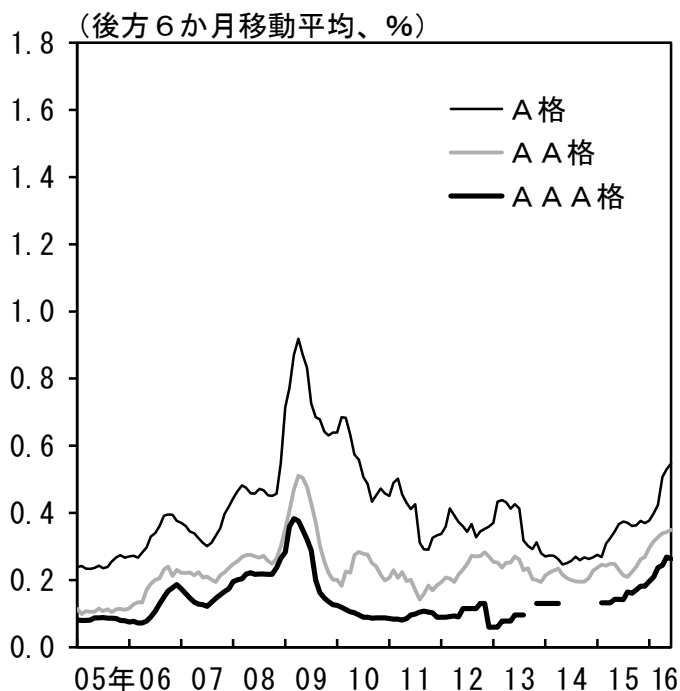
2. 企業からみた発行環境は、短観のCP発行環境判断DI。全産業・大規模、発行企業ベース。

(2) 社債の発行利回りとスプレッド

①発行利回り



②発行スプレッド



(注) 1. 発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。

2. 発行スプレッド=発行利回り-同年限の国債流通利回り

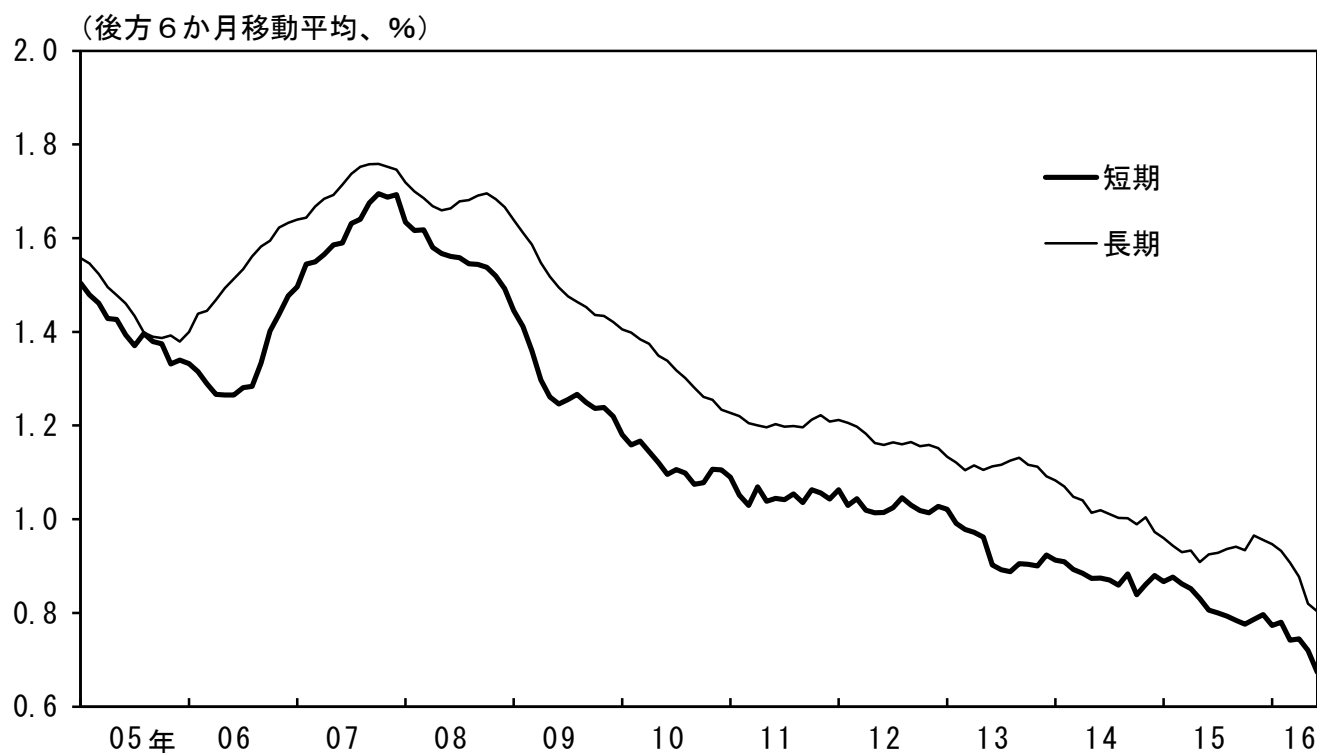
3. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。

4. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

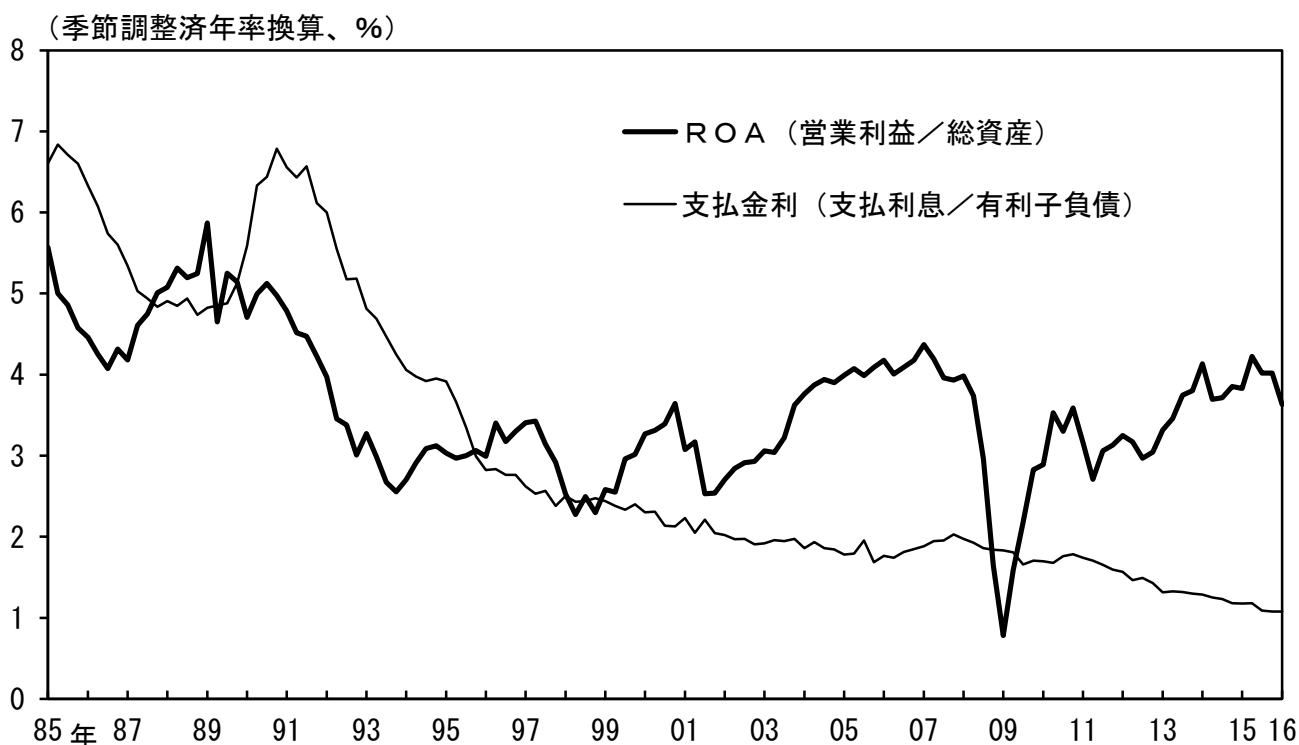
(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



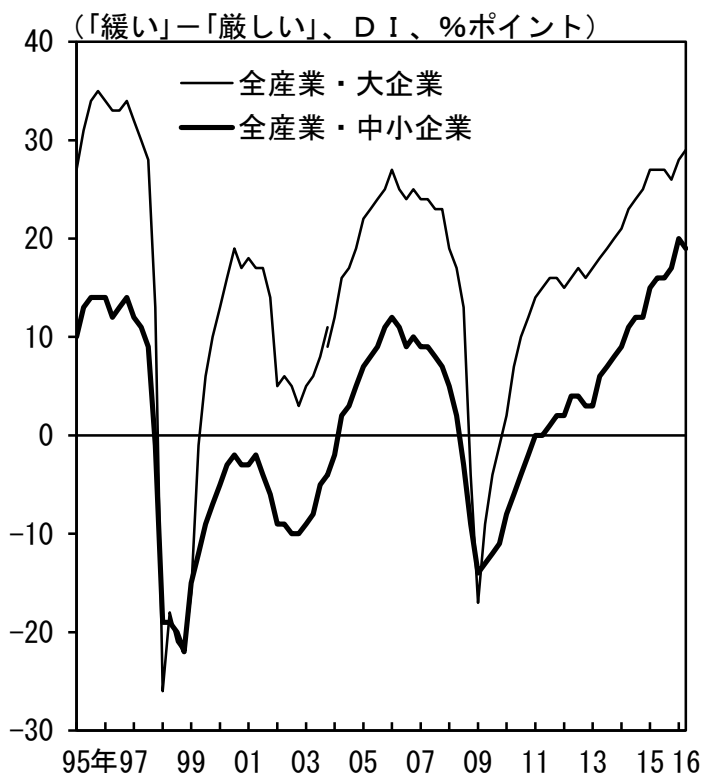
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(出所) 日本銀行、財務省

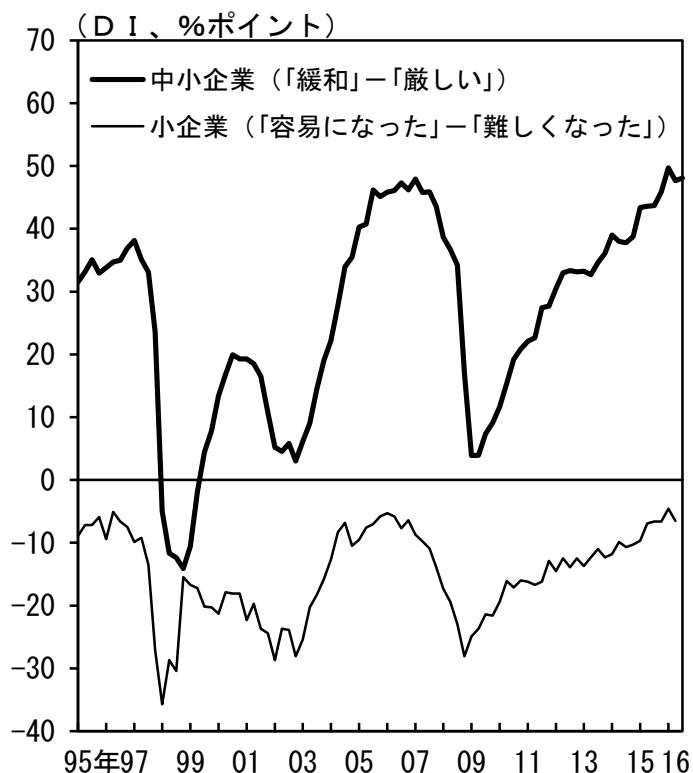
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

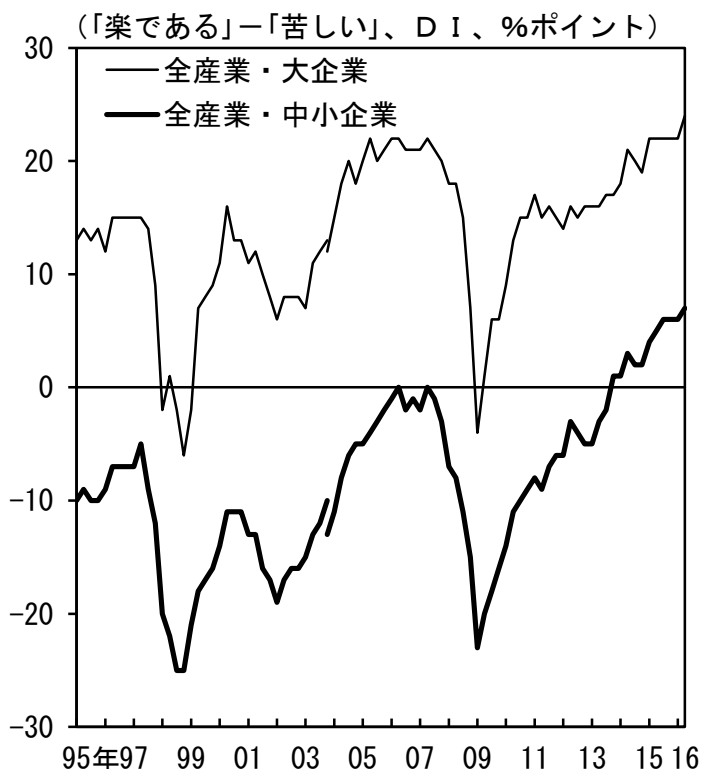


<日本公庫>

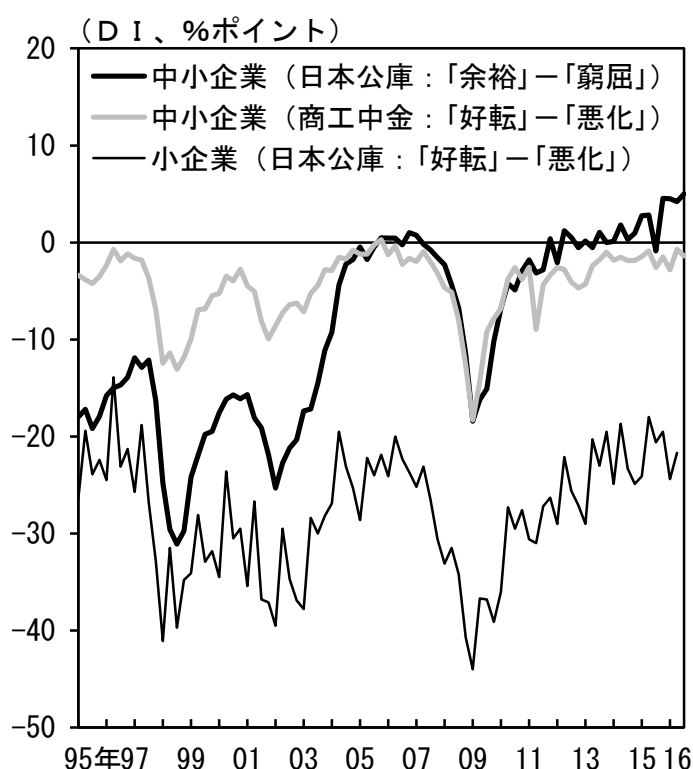


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

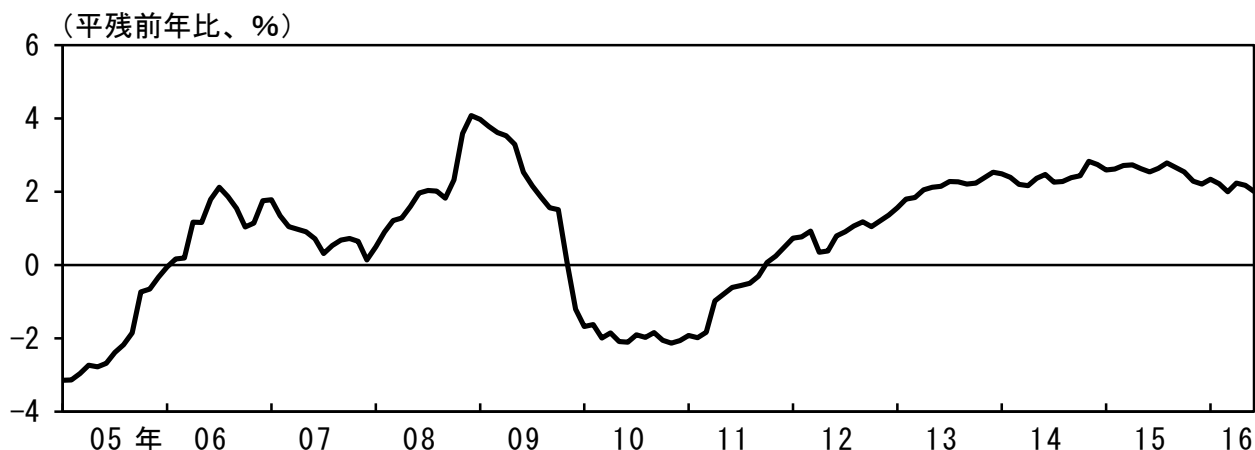


(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 2016/3Qは、7月の値。

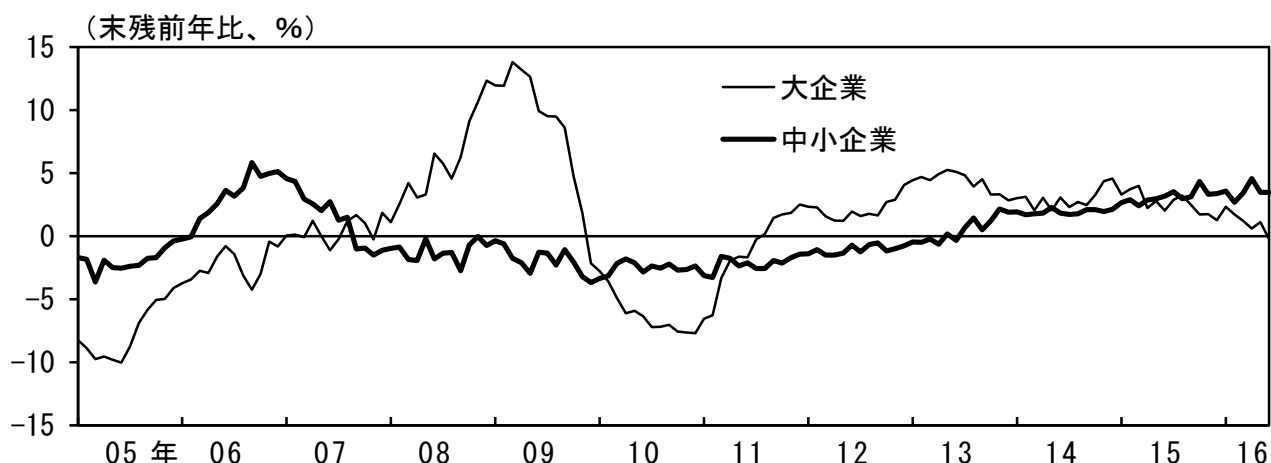
(出所) 日本銀行、商工中金、日本政策金融公庫

貸出残高と CP・社債発行残高

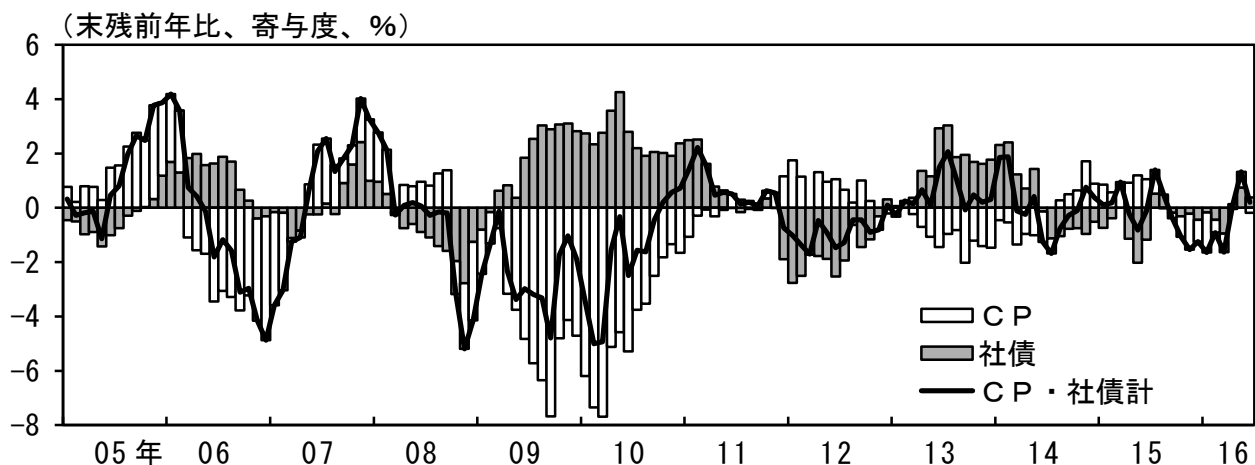
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) 企業規模別の銀行貸出残高 (国内銀行)



(3) CP・社債発行残高



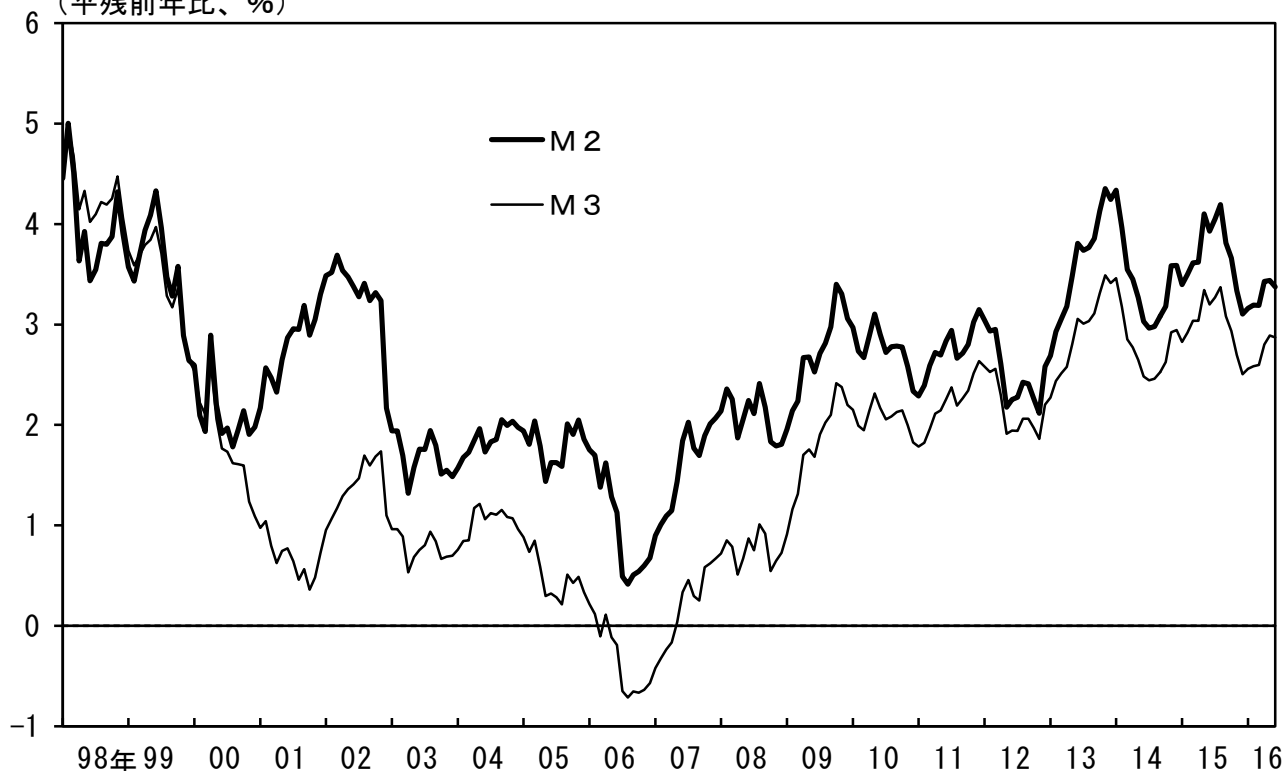
- (注) 1. CPは、短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行、保険会社による発行分を含まない。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(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

マネーストック

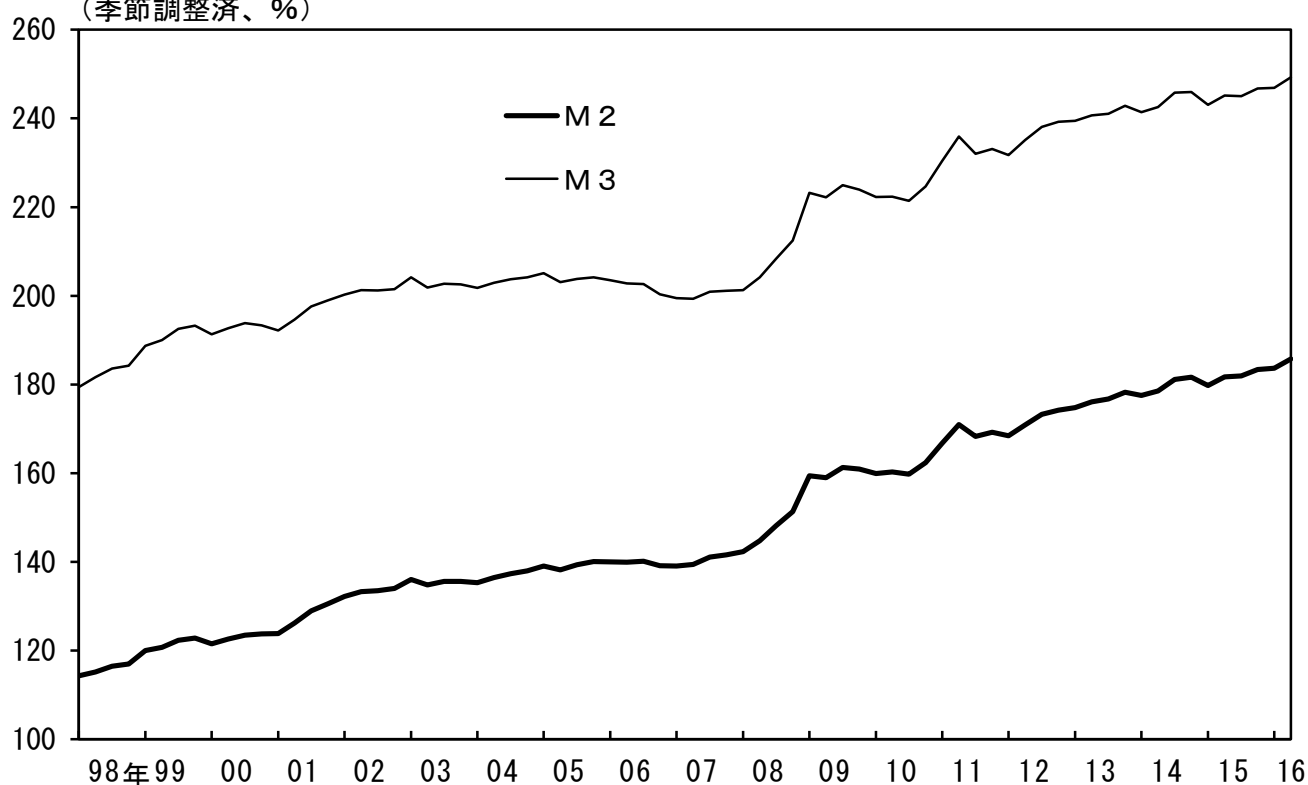
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目GDP比率

(季節調整済、%)

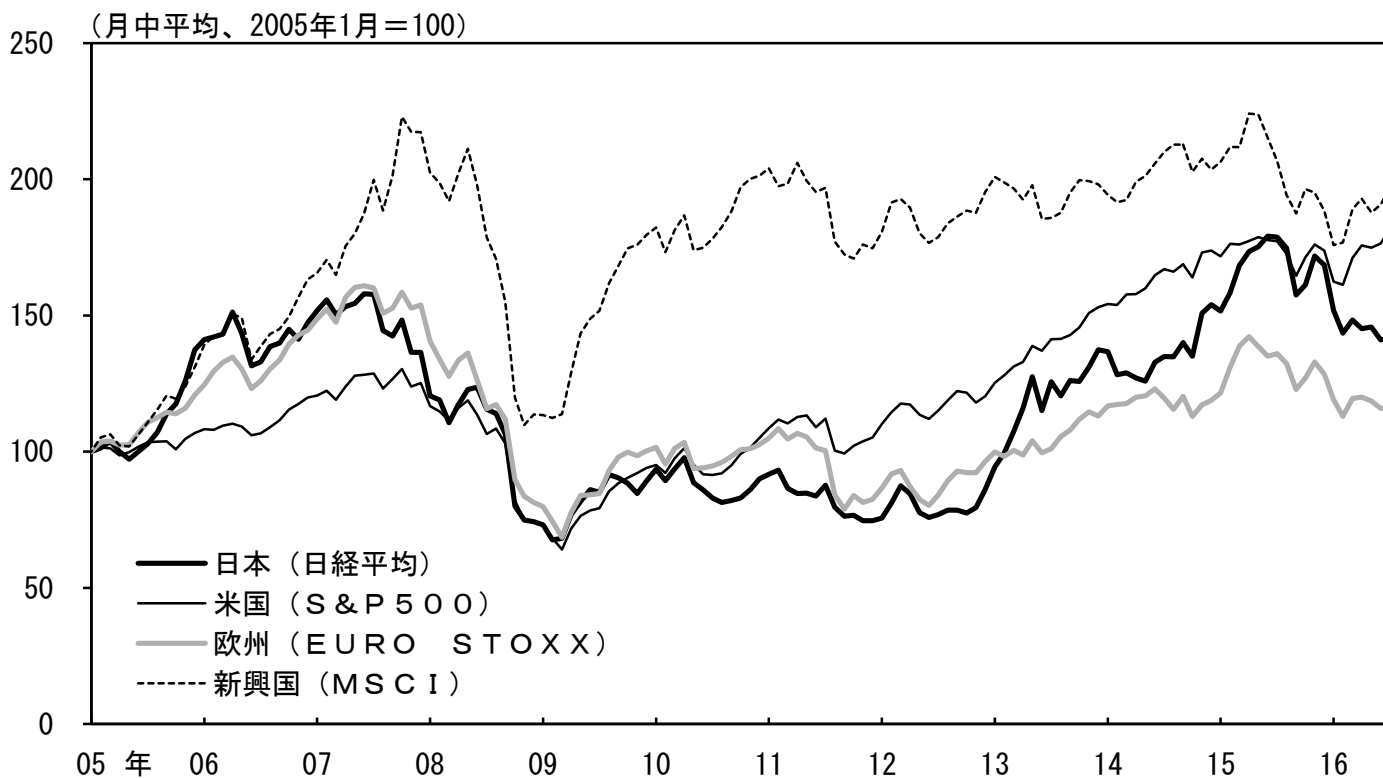


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2016/2Qの名目GDPは、2016/1Qの値。

(出所) 日本銀行、内閣府

株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 主要REIT指数

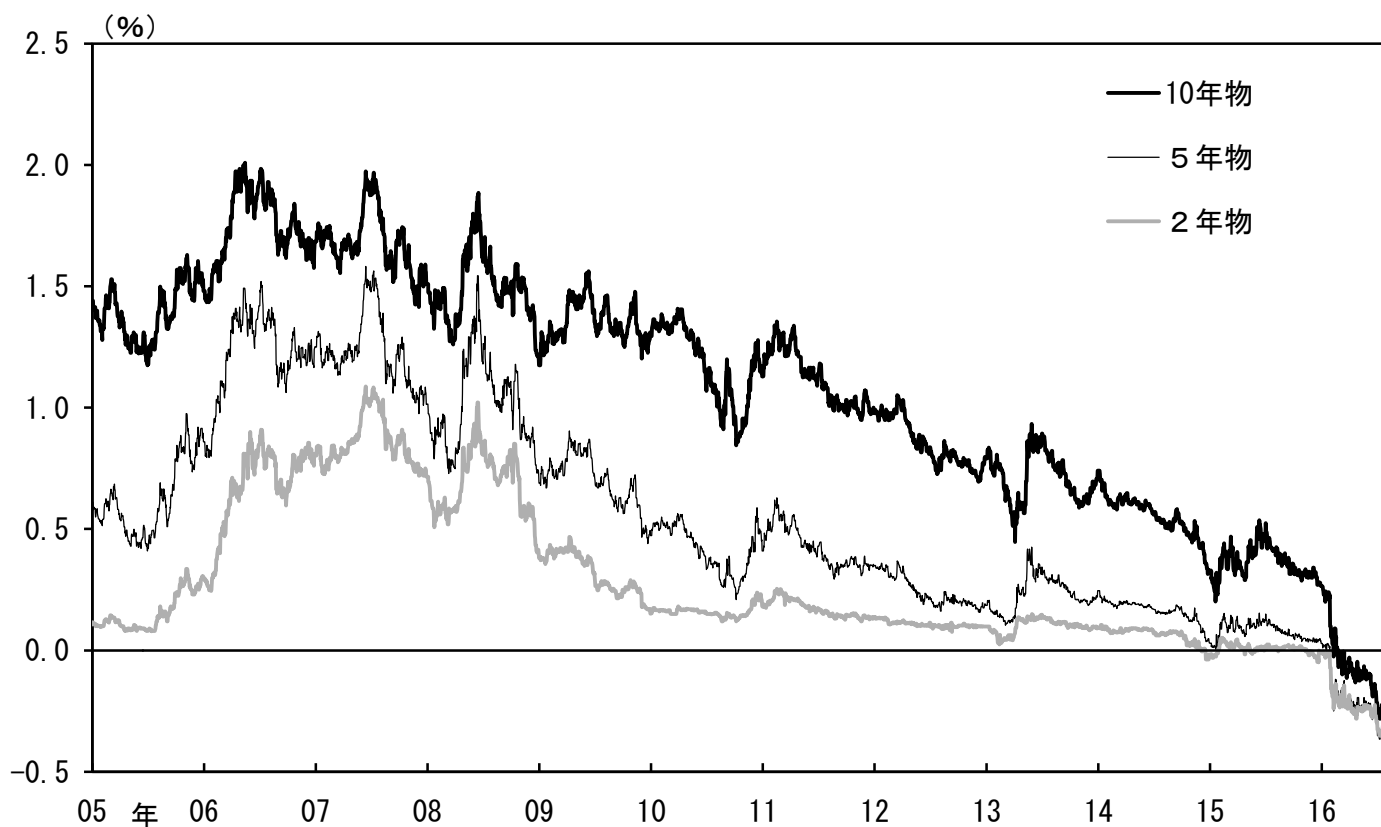


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

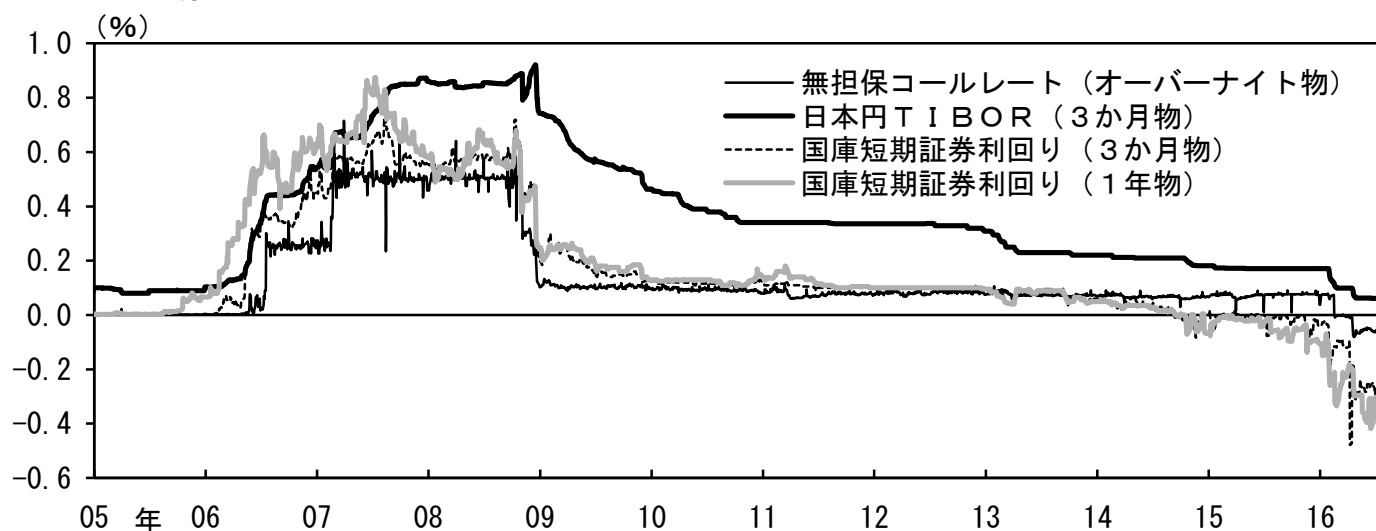


(2) 日本の国債利回り

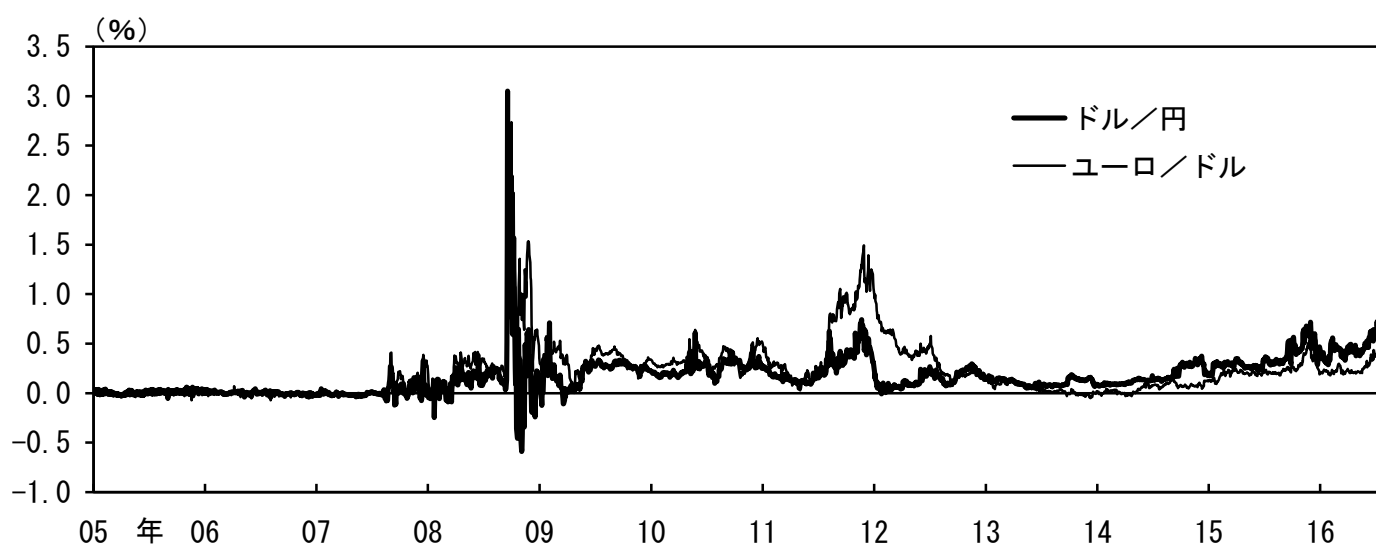


短期金利

(1) 短期金利

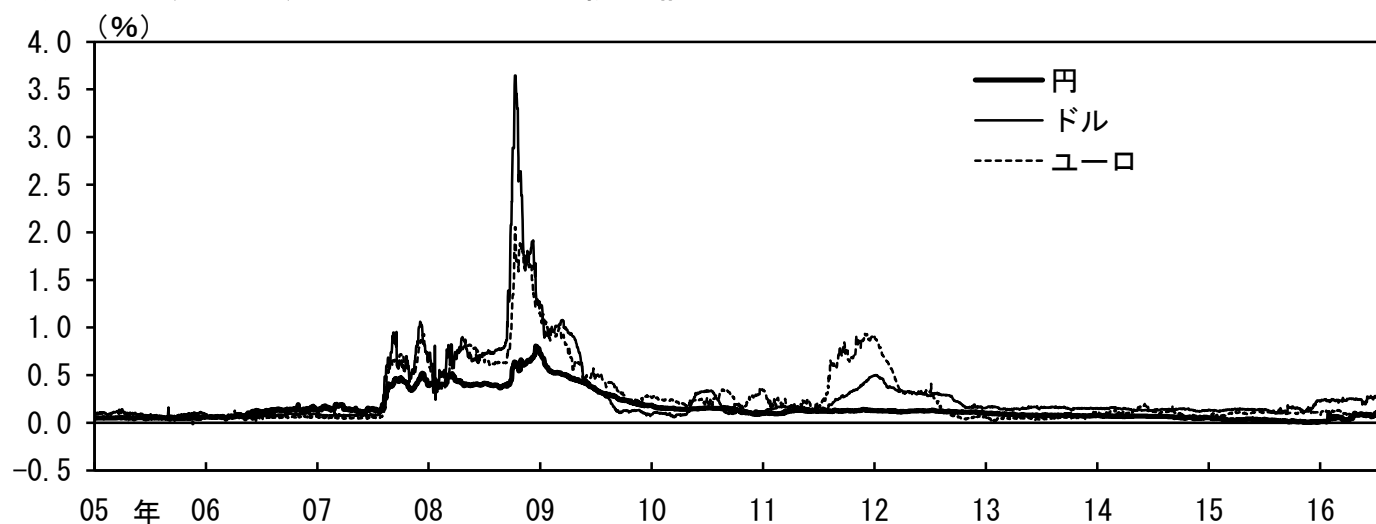


(2) ドル資金調達プレミアム



(注) 円またはユーロ資金を用いた3か月物のドル資金調達金利とドルLIBOR3か月物との差。

(3) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド

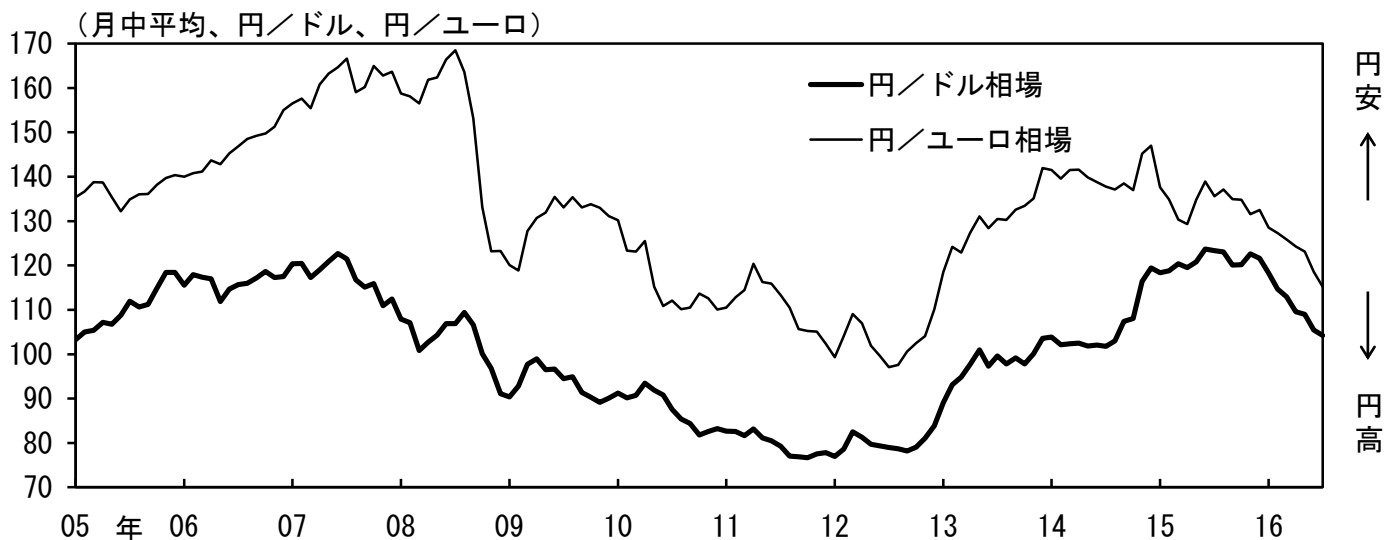


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

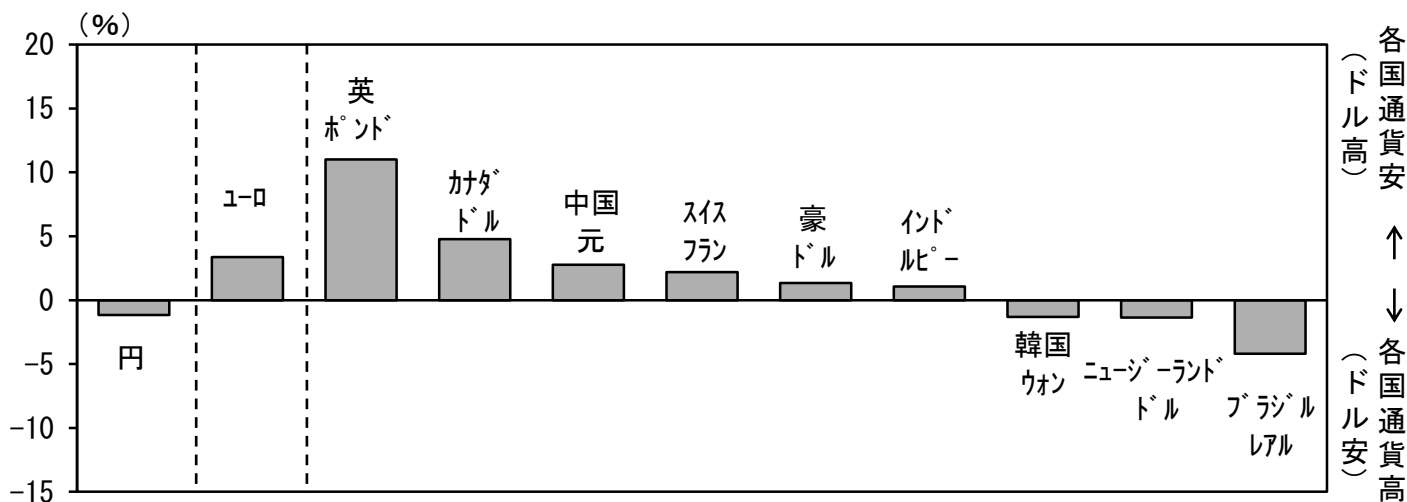
(出所) 日本銀行、Bloomberg

為替相場

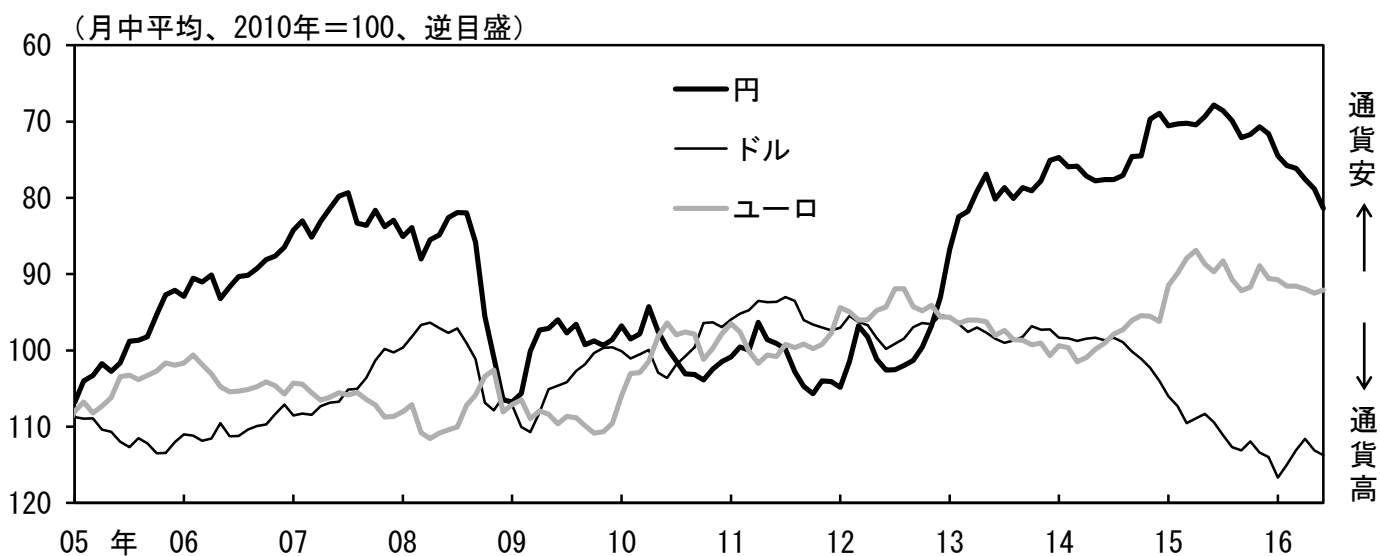
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2016年4月末対比)



(3) 実質実効為替レート



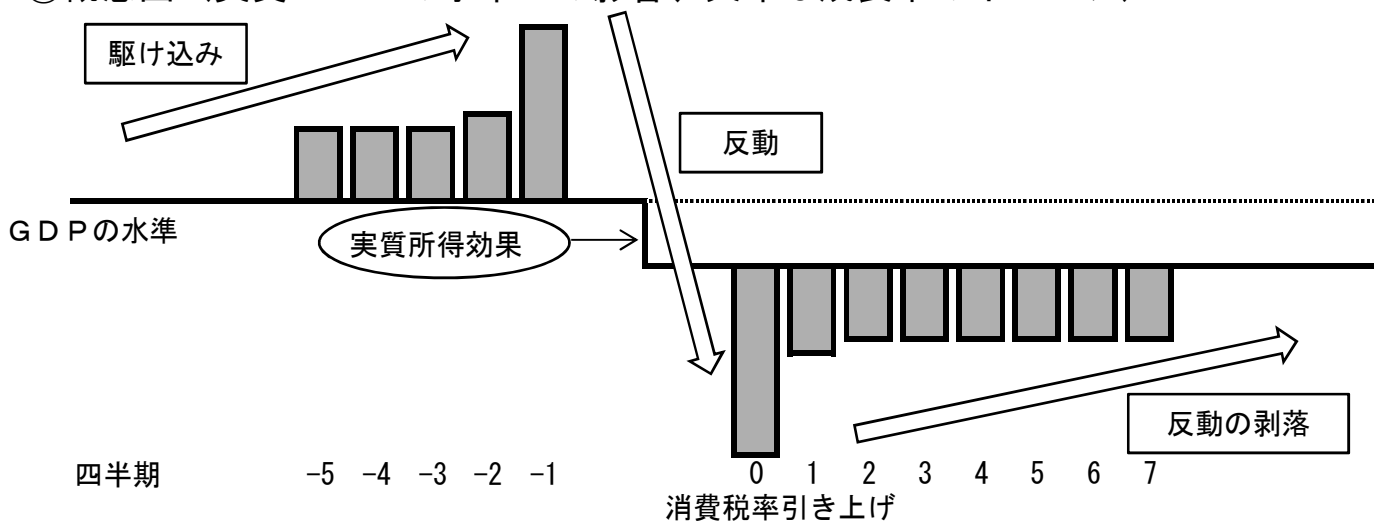
(注) 実質実効為替レートは、B I Sのブロードベース。

(出所) B I S、Bloomberg

消費税率引き上げ再延期の影響

(1) 実質GDPへの影響

①概念図 (実質GDPの水準への影響、矢印は成長率のイメージ)



②年度別にみた影響度の試算

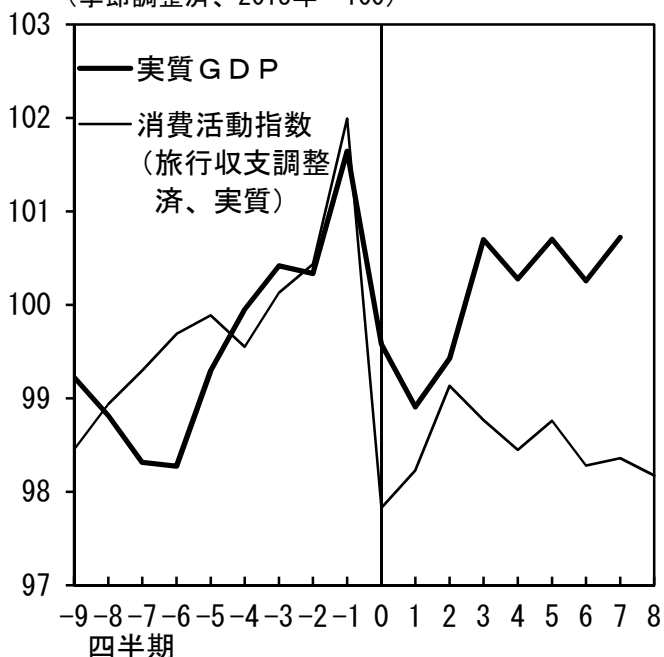
(実質GDP成長率への寄与度、%ポイント)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
今回	0.8	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.1
前回 (4月時点)	0.8	-1.3	0.0	0.4	-0.6	0.1
今回-前回	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.6	0.0

(2) 2014年度消費税率引き上げ前後の推移

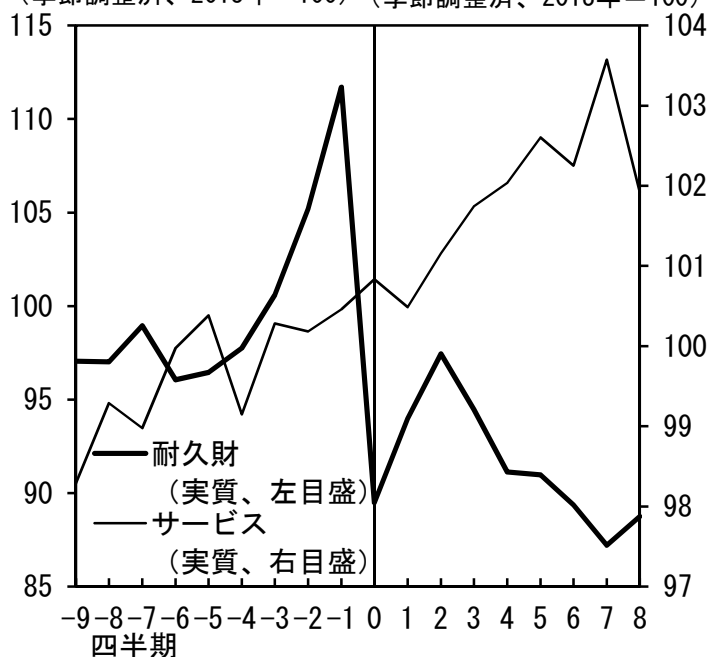
①GDP・個人消費

(季節調整済、2013年=100)



②耐久財・サービス (消費活動指数)

(季節調整済、2013年=100) (季節調整済、2013年=100)



(注) 1. (2) の0四半期は、消費税率引き上げ月 (2014/4月) を含む四半期 (2014/2Q) を示す。8四半期 (2016/2Q) は、4~5月の値。

2. (2) ①の消費活動指数 (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 (7/28日時点の値)。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

労使交渉賃金とインフレ予想

(1) ベースアップ率とインフレ予想

<推計式>

ベースアップ率 (%)

= α_0 (定数項)

+ α_1 × 中長期のインフレ予想

(6~10年先、%)

+ $(1 - \alpha_1)$ × 過去1年のインフレ実績 (%)

+ α_2 × 失業率ギャップ (%)

<推計結果>

	α_0	α_1	$1 - \alpha_1$	α_2	標準誤差
日本	-0.10	0.38**	0.62***	0.05	0.47
米国	0.23***	0.86***	0.14*	-0.05	0.56
ドイツ	0.52***	0.86***	0.14	-0.51***	0.69

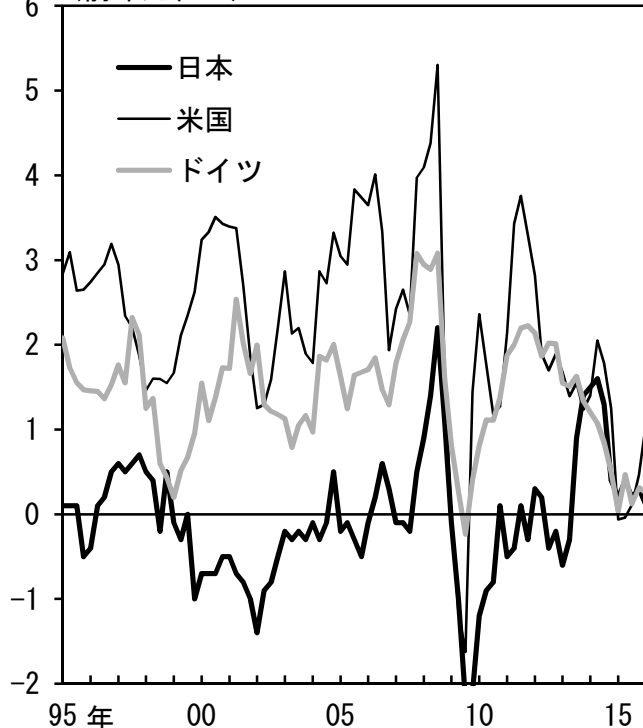
推計期間：1991-2016年度 (日本)

1995/10-2015/4Q (米国、ドイツ)

***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。

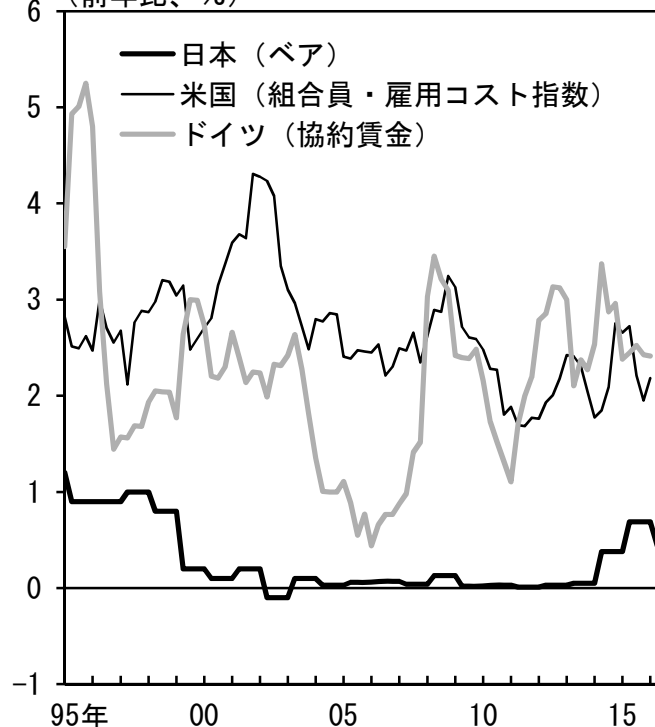
(2) 各国のインフレ実績 (CPI)

(前年比、%)



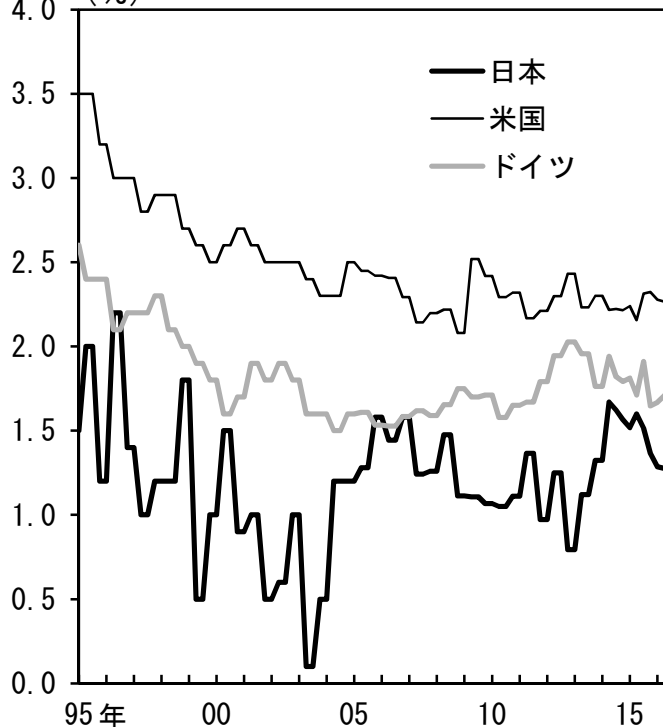
(3) 各国のベースアップ率

(前年比、%)



(4) 各国の中長期のインフレ予想

(%)

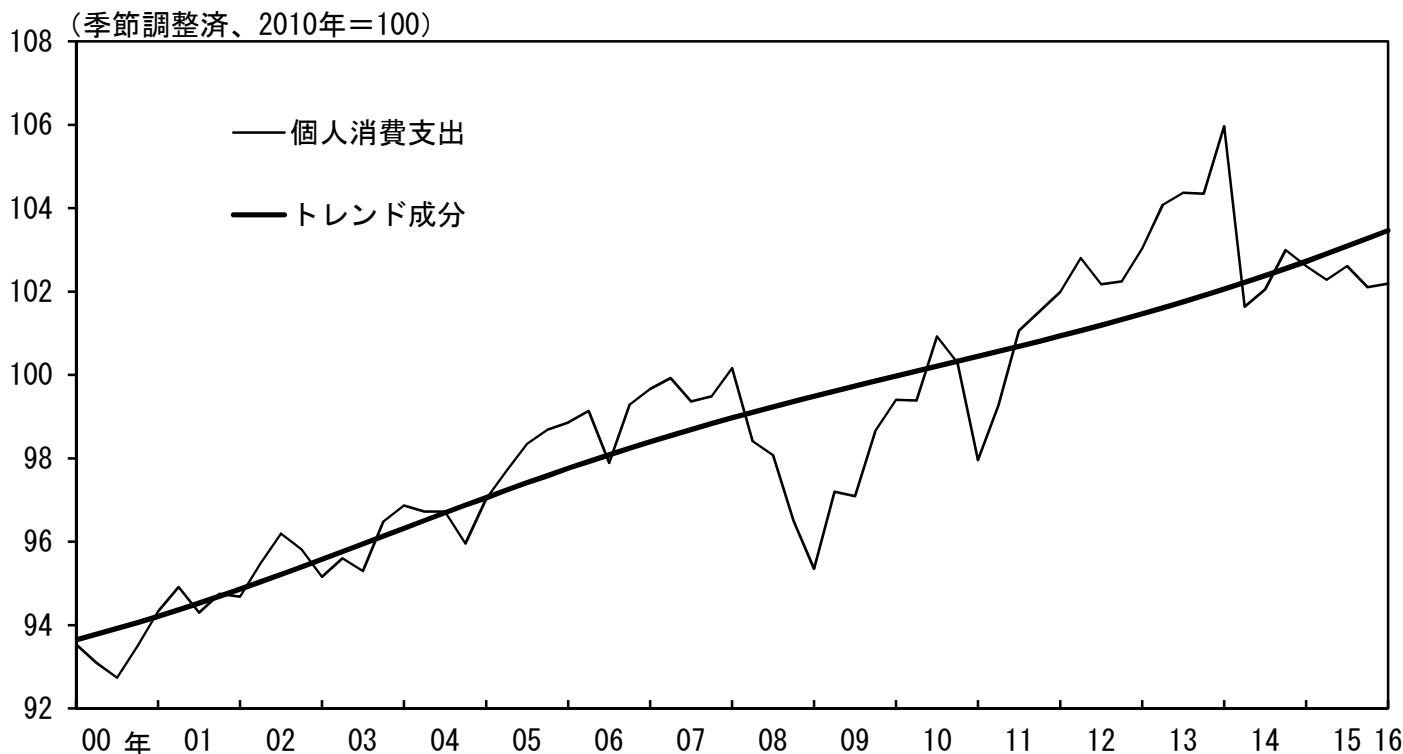


- (注) 1. 中長期のインフレ予想は、コンセンサス・フォーキャストにおけるCPIの6~10年先予測。
 2. インフレ実績は、CPI総合の前年比(日本は消費税調整済み、試算値)。
 3. 失業率ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
 4. 米国の雇用コスト指数は、賃金・俸給ベース(ボーナスを含む)。

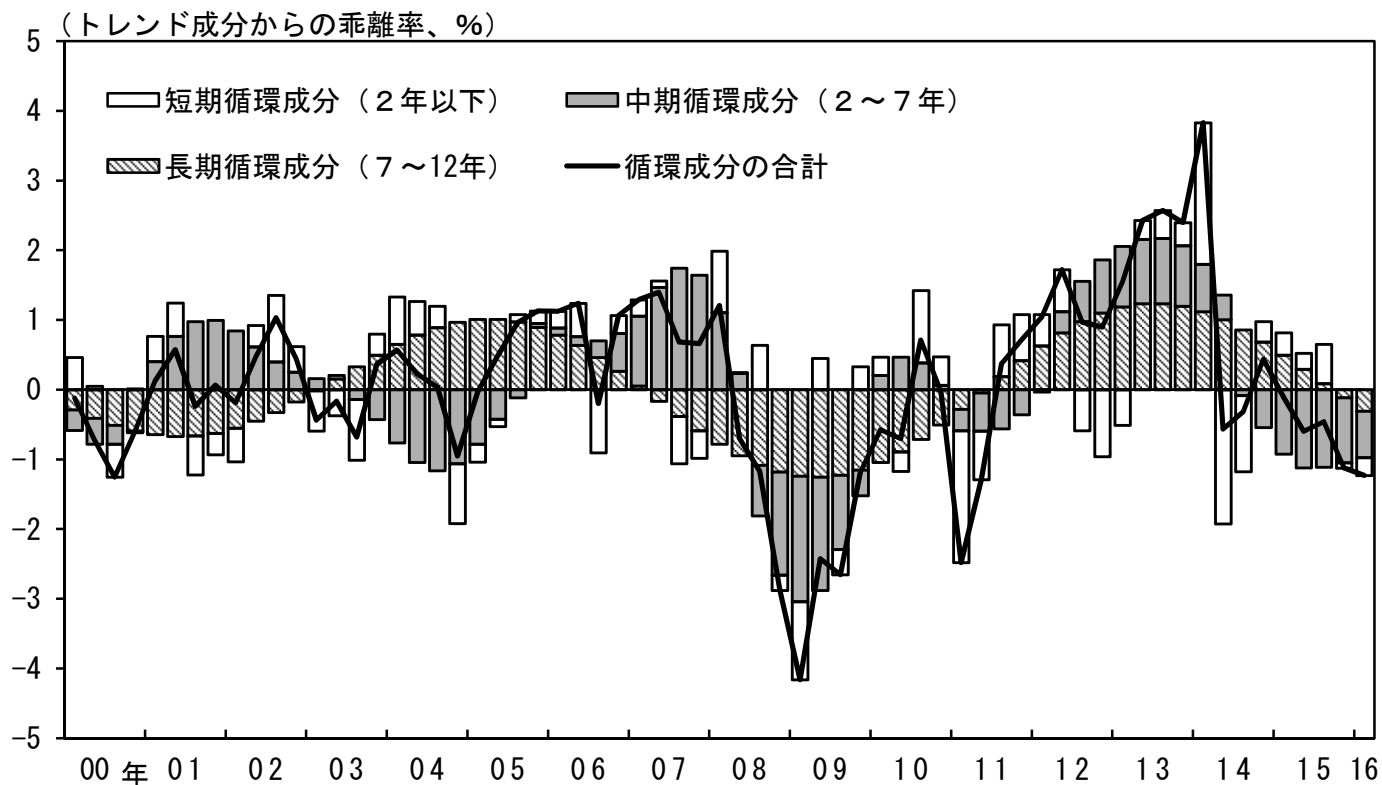
(出所) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省、BLS、CBO、ドイツ連邦統計局、ドイツ連邦銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

個人消費の周波数分析 (1)

(1) 個人消費支出とトレンド (実質)



(2) 個人消費支出の循環成分

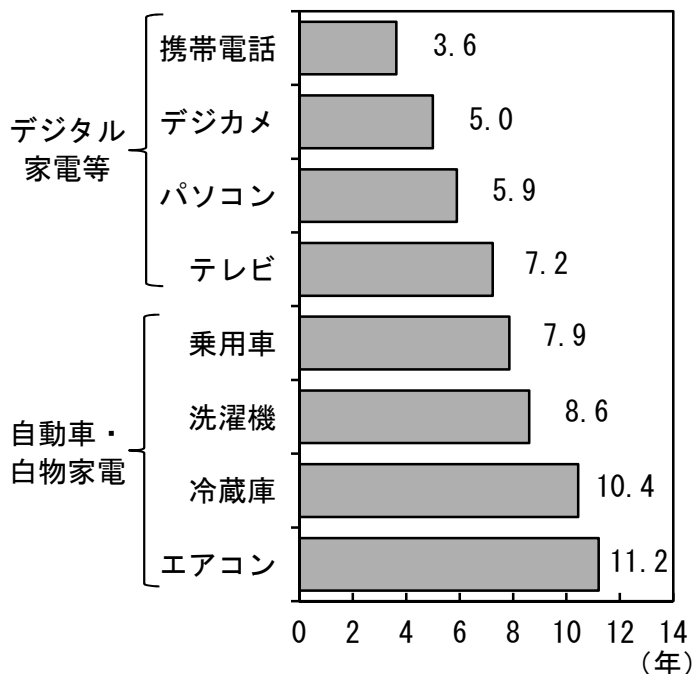


- (注) 1. 循環成分は、CFフィルター (Christiano and Fitzgerald) による周波数分解を用いて算出。トレンド成分は、原データから循環成分を差し引いたもの。推計期間は、1980/1Q~2016/1Q。
2. 個人消費支出は、家計最終消費支出 (除く持ち家の帰属家賃) のGDP確々報値 (2013/4Qまでの値) を、消費活動指数 (除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費) の前期比で延長したもの。

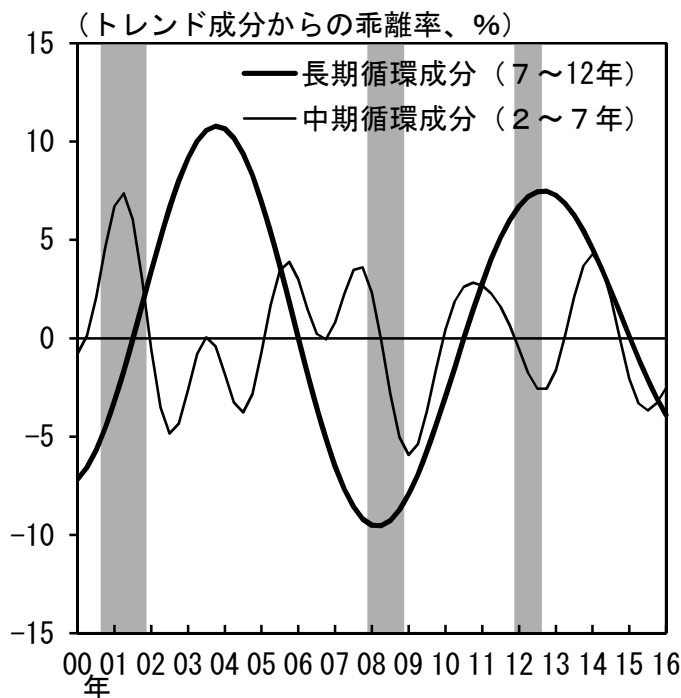
(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

個人消費の周波数分析(2)

(1) 耐久財の平均使用年数

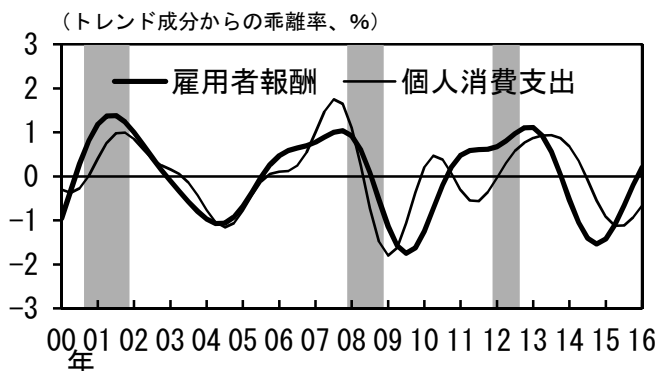


(2) 耐久財消費の長期循環成分と中期循環成分

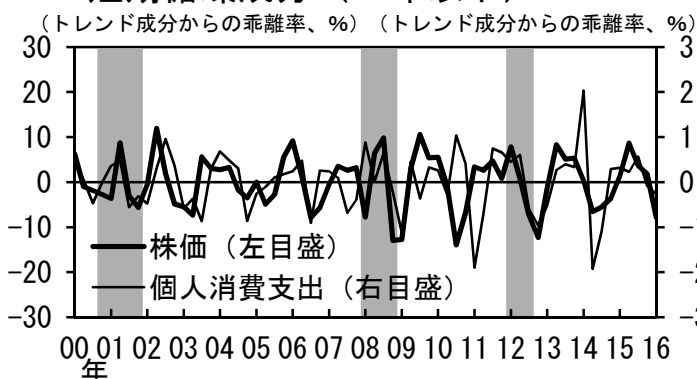


(3) 雇用者報酬と株価の循環成分

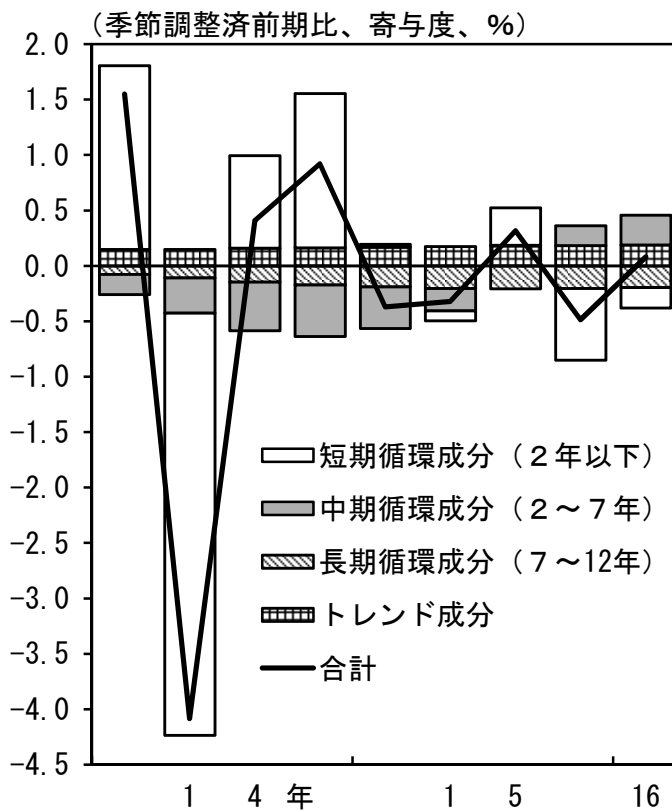
① 雇用者報酬と個人消費支出の中期循環成分 (2~7年)



② 株価と個人消費支出の短期循環成分 (2年以下)



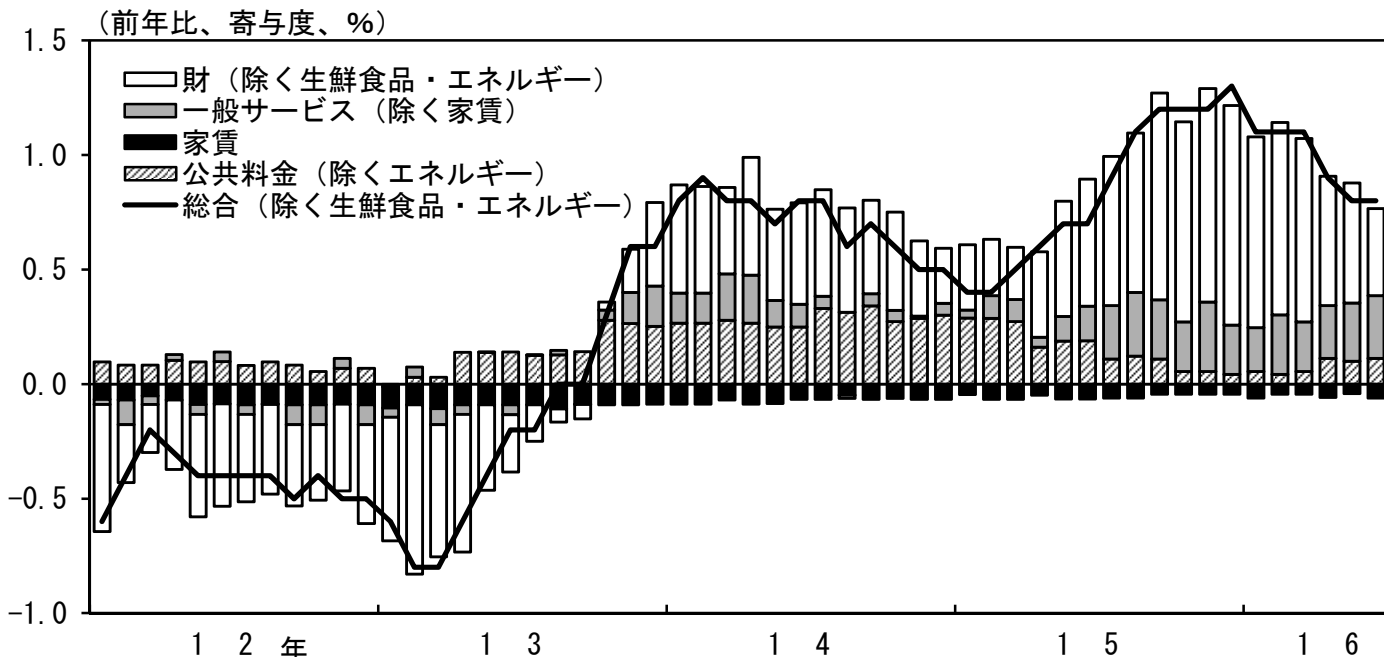
(4) 個人消費支出の近年の動きの要因分解



(注) 1. 耐久財の平均使用年数は、2013~2015年度の平均(内閣府「消費動向調査」)。
 2. 循環成分およびトレンド成分は、BOX図表3と同様の方法で算出。
 3. シャドー部分は、景気後退局面。

公共料金と家賃の動向

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）の寄与度分解

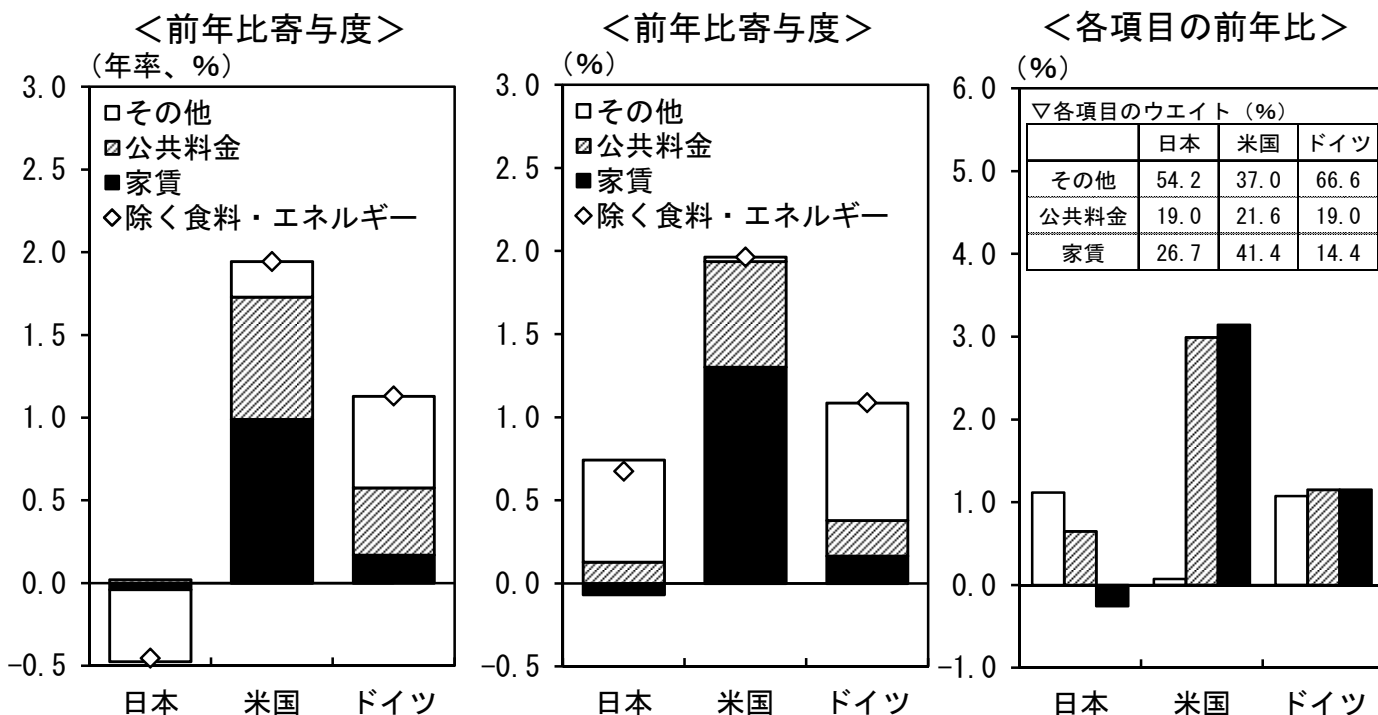


- (注) 1. 以下の分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。
 財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」、家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」
 2. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(2) 総合（除く食料・エネルギー）の日米欧比較

①2001～2014年度

②2015年度



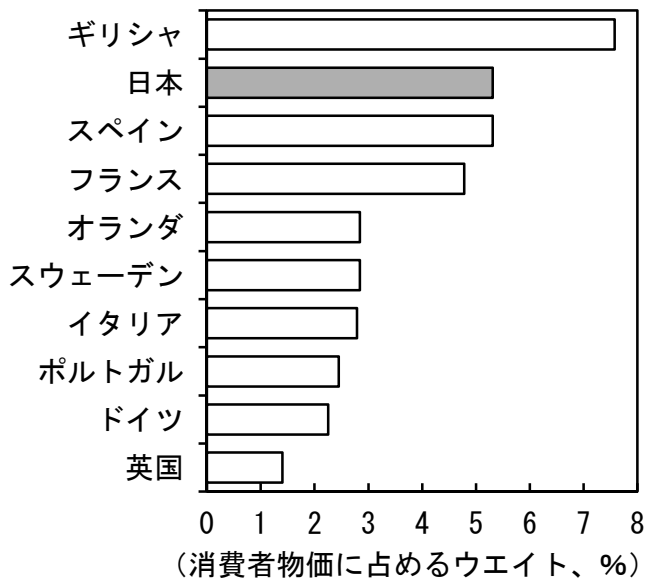
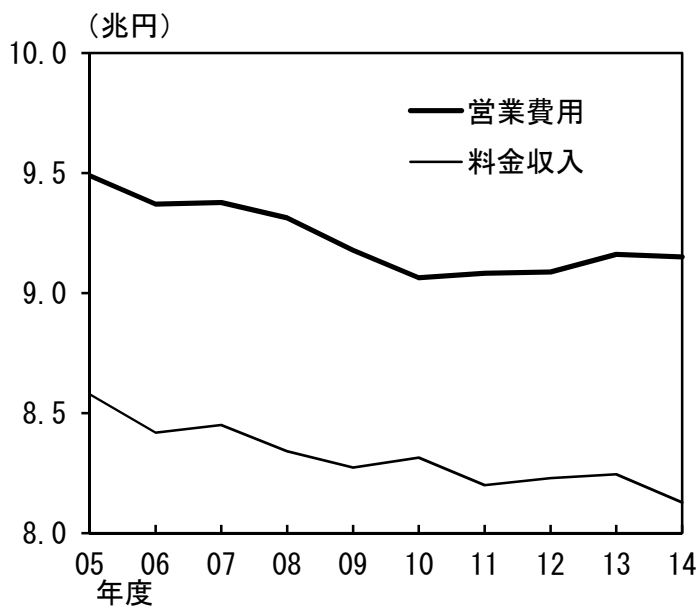
- (注) 1. 米国の公共料金は、Dexter et al. (2002) が規制価格と分類した品目を集計。
 2. ドイツの公共料金は、HICPIにおけるAdministered Price。
 3. 日本は、消費税調整済み（試算値）。

(出所) 総務省、HAVER, Dexter, Levi, and Nault (2002) "Sticky Prices: The Impact of Regulation," *Journal of Monetary Economics*

わが国の公共料金の特徴

(1) わが国公営企業の料金収入と費用

(2) 政府が直接価格を決める品目の割合

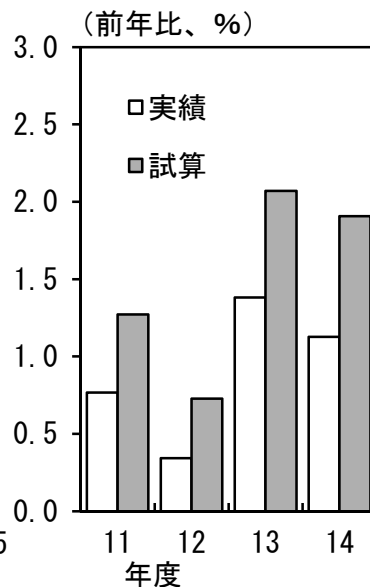
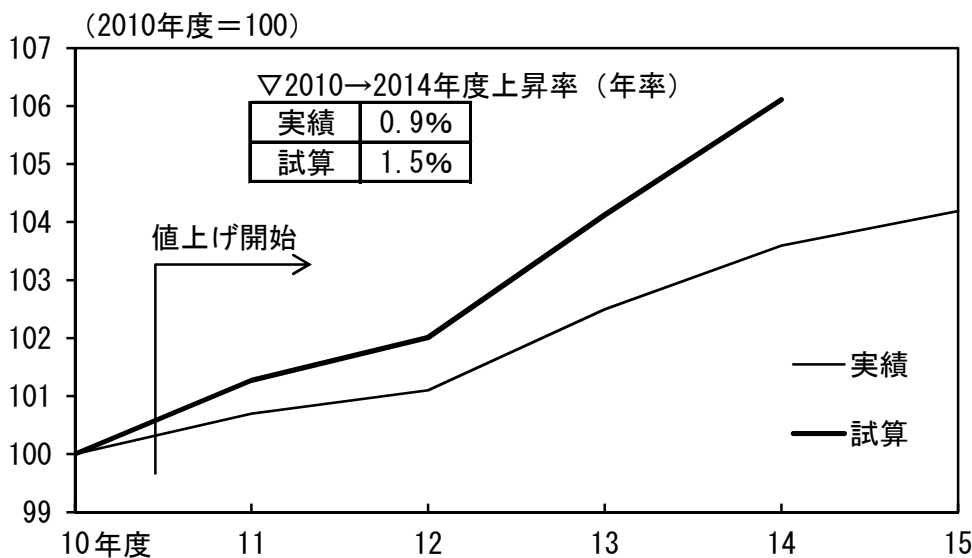


(注) 公営企業は、上水道、下水道、病院、介護、交通事業を営む地方公営企業。分類や計算方法の詳細については、日銀レビュー「わが国の公共料金の特徴～制度面における欧米との比較を中心に～」(2016年7月)を参照(以下の図表も同じ)。

(3) 公営企業が2020年度に向けて経営の健全化に着手した場合の公共料金

① 指数水準

② 前年比



③ 試算の前提

- ① 収益に対する補助金がない場合に生じる公営企業の営業赤字を、2011年度から2020年度にかけて解消するための料金収入の増加率を「要値上げ率」として試算(価格変化による数量変化は無いと仮定)。
- ② 公共料金のうち公営企業が運営主体の品目について「品目指数×要値上げ率」として、指数を試算。

(注) 高速道路料金、公立高校授業料、電気代、都市ガス代を除くベース。消費税調整済み(試算値)。

(出所) 総務省、Eurostat等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	2016年4月判断	前回との比較	2016年7月判断
北海道	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
東北	新興国経済の減速に伴う影響などから生産面で弱含んだ状態が続いている中、基調としては緩やかな回復を続けている	⇒	生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている
北陸	回復を続けている	⇒	一部に鈍さがみられるものの、回復を続けている
関東甲信越	輸出・生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている
東海	自動車関連での生産停止の影響から輸出・生産が一時的に減少したとみられるものの、基調としては緩やかに拡大している	⇒	自動車関連での工場事故や熊本地震の影響から輸出・生産面で振れがみられるものの、基調としては緩やかに拡大している
近畿	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、緩やかに回復している	⇒	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、緩やかに回復している
中国	緩やかに回復している	⇩	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかな回復基調を続けている
四国	緩やかな回復を続けている	⇒	緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	新興国経済の減速などの影響を受けながらも、緩やかな回復を続けている	⇩	熊本地震の影響により急速に下押しされた後、観光面などで弱い動きが続いているものの、供給面の制約は和らいできており、緩やかに持ち直している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer160707.pdf> を参照。

(出所) 日本銀行