

公表時間

11月1日(木) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2018年10月



本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2018年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる²。
- 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。これには、①賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残るもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどが明確に転換するには至っていないことに加え、②企業の生産性向上余地の大きさや近年の技術進歩なども影響している。こうした中で、中長期的な予想物価上昇率の高まりも後ずれしている。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率については、概ね不変である。物価については、2018年度を中心に幾分下振れている。
- リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

¹ 各政策委員の見通しを踏まえた経済・物価情勢の展望や金融政策運営の考え方について、10月30日、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食物品および新聞に適用される）ことを前提としている。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策についても織り込んでいる。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が改善基調をたどり、業況感も良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、1%程度となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。2018年度についてみると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、オリンピック関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、オリンピック関連需要や補正予算もあって高めの水準を維持すると予想している。輸出についても、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。こうしたもとで、2018年度は、潜在成長率³を上回る成長を続けると見込まれる。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

2019年度と2020年度については、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。すなわち、個人消費は、2019年10月に予定されている消費税率の引き上げの影響⁴から一時的に減少に転じるなど、2019年度、2020年度ともに緩やかな増加ペースにとどまると予想される。もっとも、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けることを背景に、輸出は増加基調を維持すると見込まれる。この間、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、2020年度にかけて増勢が徐々に鈍化していくとみられるが、輸出の増加を起点とした投資需要の高まりもあって、増勢鈍化のペースは緩やかなものになると予想される。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると想定している⁵。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続く中で、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。

(2) 物価の中心的な見通し

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

この背景としては、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などが

⁴ 2019年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、2014年度の前回増税時と比べると、不確実性は大きいものの、小幅なものにとどまると予想される。

⁵ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

ら、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っており、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重なスタンスを維持することを可能にしている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうしたもとの、わが国では、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。なお、春先までの為替円高に伴うコスト上昇圧力の緩和も、短期的には消費者物価を押し下げていたが、足もと、こうした下押し圧力は弱まりつつある。

先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、2018年度を中心に幾分下振れている⁶。

消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景にプラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こうしたもとの、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、実際に価格引き上げの動きが広がっていくと考え

⁶ 2019年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、2019年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（2019年度と2020年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している。

られる。

第 2 に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収敛していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」⁷の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。

第 3 に、輸入物価についてみると、原油価格の上昇は、2018 年度の消費者物価の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していくと予想される。

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

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

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

第 1 に、海外経済の動向である。具体的には、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた新興国・資源国経済の動向、英国の E U 離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが考えられる。

⁷ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収敛していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の 2 つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（2016 年 9 月）参照。

第2は、2019年10月に予定される消費税率引き上げの影響である。駆け込み需要とその反動や実質所得減少の影響は、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得る。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、少子高齢化など中長期的な課題への取組みや労働市場をはじめとする規制・制度改革の動向に加え、企業のイノベーション、雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

第4に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下する場合、人々の将来不安の強まりやそれに伴う長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる恐れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価のリスク要因

以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。予想物価上昇率は、先行き上昇傾向をたどるとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適合的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがある。

第2に、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が挙げられる。企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みが長期にわたり継続したり、近年の技術進歩や流通形態の変化等によって企業の競争環境が一段と厳しくなったりする場合には、こうした面からの価格押し下げ圧力が予想以上に長く作用する可能性がある。また、公共料金や家賃などの鈍い動きが、先行きも、長期間にわたって、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性もある。

第3に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向およびその輸入物価や国内価格への波及の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」

による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁸。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられること、が背景である。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もともと、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある⁹。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運

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。

⁹ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2018年10月）を参照。

営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

(参考)

2018～2020 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
		消費税率引き上げの 影響を除くケース	
2018 年度	+1.3～+1.5 <+1.4>	+0.9～+1.0 <+0.9>	
7月時点の見通し	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.0～+1.2 <+1.1>	
2019 年度	+0.8～+0.9 <+0.8>	+1.8～+2.0 <+1.9>	+1.3～+1.5 <+1.4>
7月時点の見通し	+0.7～+0.9 <+0.8>	+1.8～+2.1 <+2.0>	+1.3～+1.6 <+1.5>
2020 年度	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.9～+2.1 <+2.0>	+1.4～+1.6 <+1.5>
7月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.9～+2.1 <+2.1>	+1.4～+1.6 <+1.6>

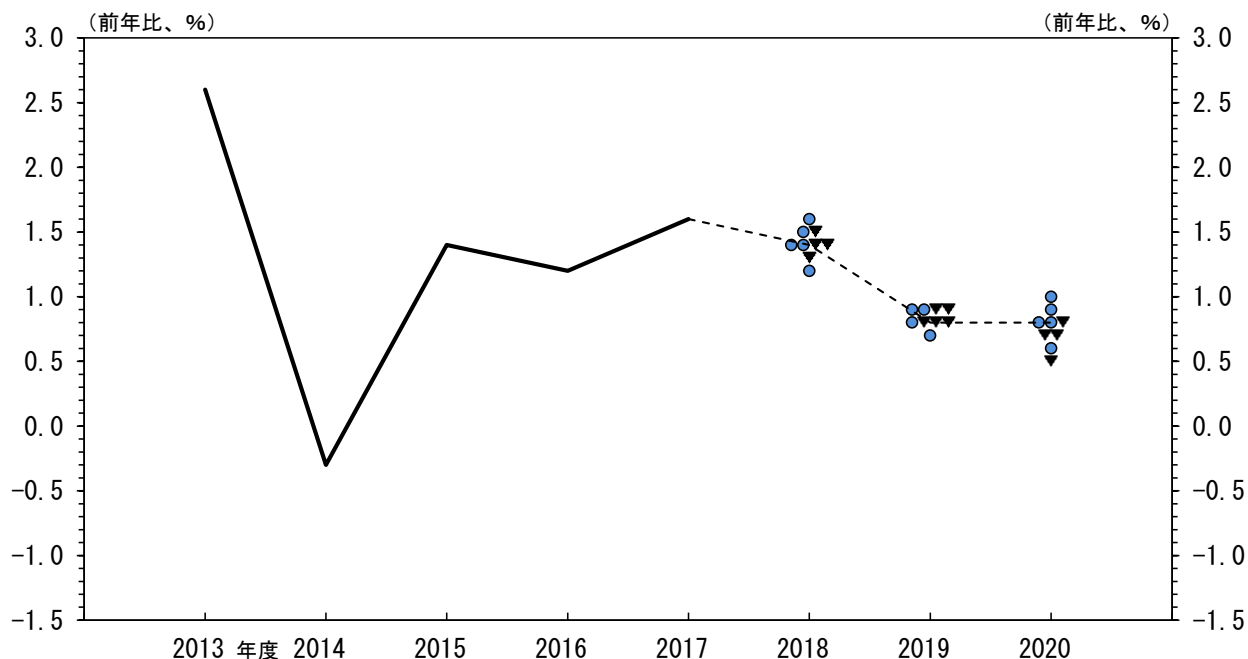
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

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

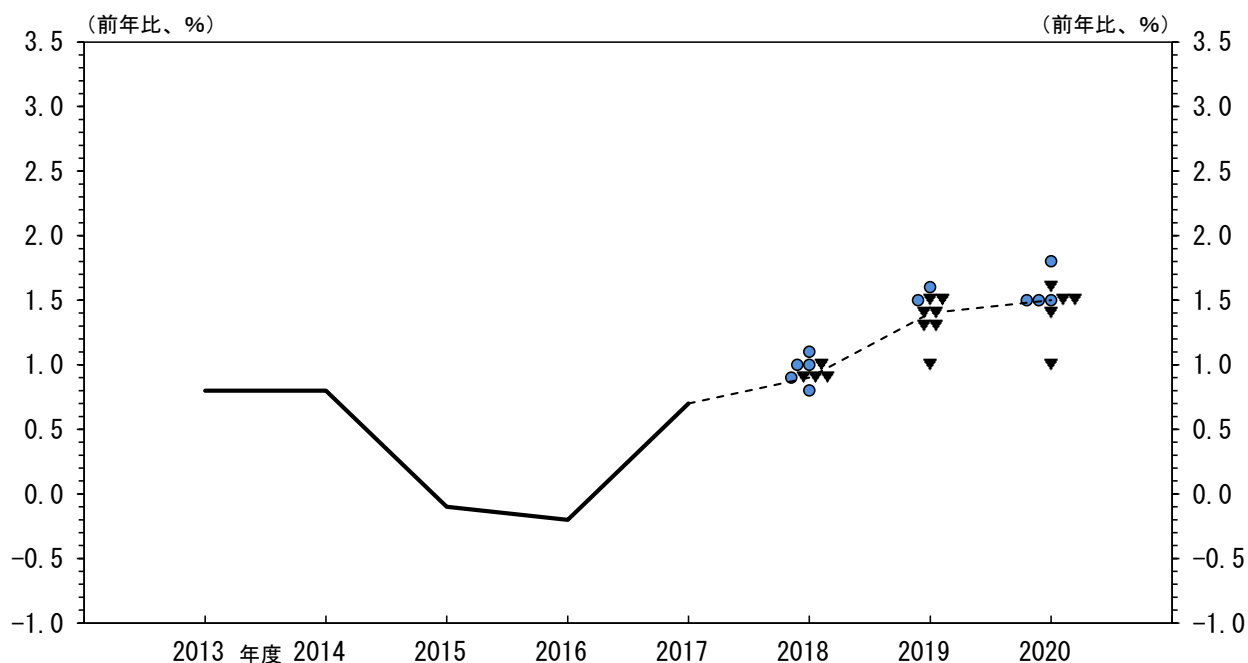
(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2019年度と2020年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(それぞれ+0.5%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している。一方、実質GDPの見通しについて、各政策委員は、現時点の情報をもとにその影響を織り込んでいる。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

(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】¹⁰

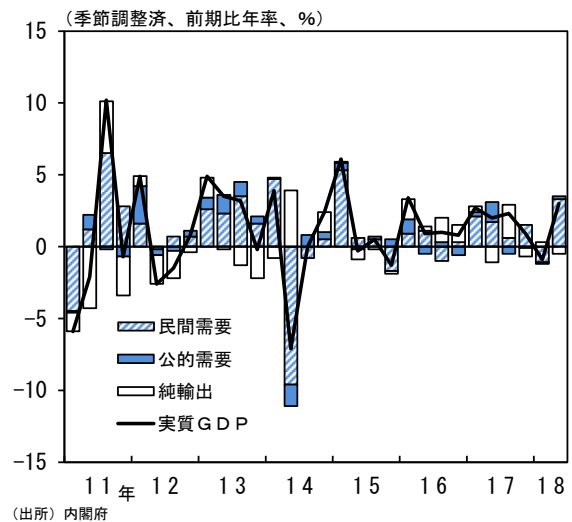
1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

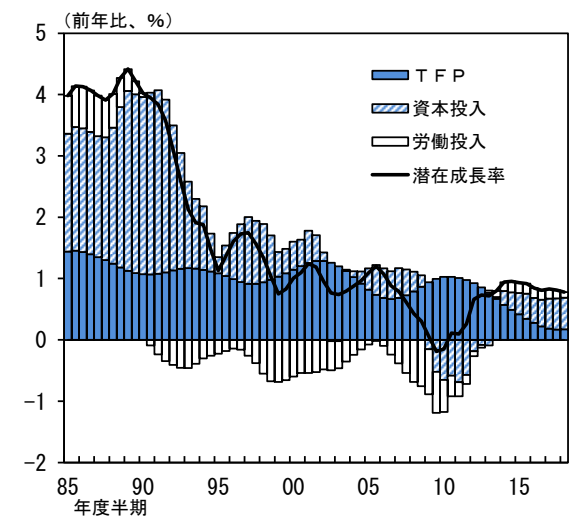
前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、2018年4～6月の実質GDPは、前期比+0.7%（同年率+3.0%）となり、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。純輸出や住宅投資が減少した一方、設備投資や個人消費が増加に寄与した。この結果、実質GDP全体では、「0%台後半」とみられる潜在成長率を上回る成長となった（図表2）。こうしたもとで、労働需給は着実な引き締まりを続けており（図表3）、就業者数はしっかりと増加している（図表4）。労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、プラス幅を拡大しており、4～6月は2%程度のプラスとなっている（図表5）。このように、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、緩やかな景気拡大が続いている。

わが国経済の先行きを展望すると、2018年度までは、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率をはっきりと上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度については、①資本ストックの蓄積やオリンピック関連投資の一巡による設備投資の減速と、②消費税率引き上げによる一時的な個人消費の落ち込みが重なるため¹¹、成長率は2018年度から減速するものの、外需にも支えら

図表1：実質GDP



図表2：潜在成長率



¹⁰ 10月30、31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。

¹¹ 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食品類および新聞に適用される）ことを前提としている。

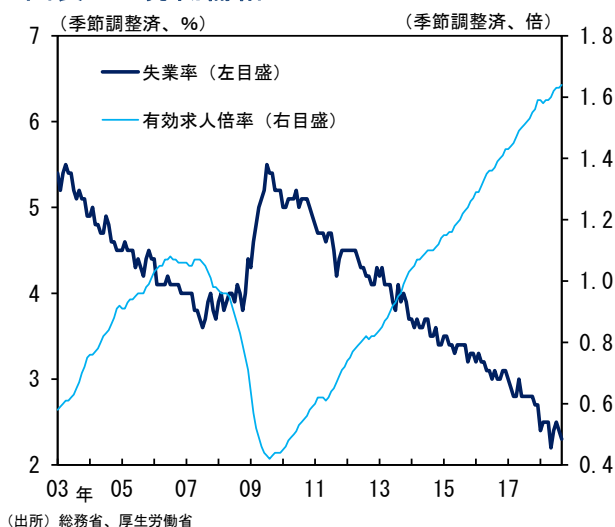
れて、景気の拡大基調は続くと考えている¹²。今回の見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、概ね不変となっている。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2018年度は、内外需要がともに増加するもとで、緩やかな景気拡大が続くとみられる。すなわち、輸出は、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。設備投資も、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、オリンピック関連投資、人手不足に伴う省力化投資などで、着実な増加を続けると見込まれる。個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、増勢を維持する可能性が高い。この間、公共投資は、オリンピック関連需要や補正予算が下支えとなり、高水準を維持すると想定している。こうしたもとで、2018年度の成長率は、潜在成長率を上回り、需給ギャップの改善は続く見込まれる。

2019年度は、内需の減速を主因に、成長ペースは鈍化すると考えられる。個人消費は、上期に、

¹² 2019年10月の消費税率引き上げは、家計支出を中心に、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果という2つの経路を通じて、成長率に相応の影響を及ぼすとみられるが、現時点では、消費増税による2019年度および2020年度の成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまると考えている。これは、①今回の消費増税のタイミングが2019年度央となるため、駆け込み需要とその反動が、2020年度では成長率の下押しとなるものの、2019年度内では均されるほか、実質所得の減少効果も2019年度と2020年度で分散して発生するという技術的な要因に加え、②税率の引き上げ幅は、前回よりも小さく、かつ一部品目には軽減税率も適用されること、③教育無償化や各種の負担軽減策が講じられること、④前回は2回目の増税を見据えた駆け込み需要が発生したと考えられること、などによる（消費増税前後における家計のネット負担の増加額については、2018年4月展望レポートBOX1を参照）。ただし、消費税率引き上げのインパクトは、その時々消費者マインドの動向に左右されるなど、不確実性が大きいことに留意する必要がある。

図表3：労働需給



図表4：労働参加と就業

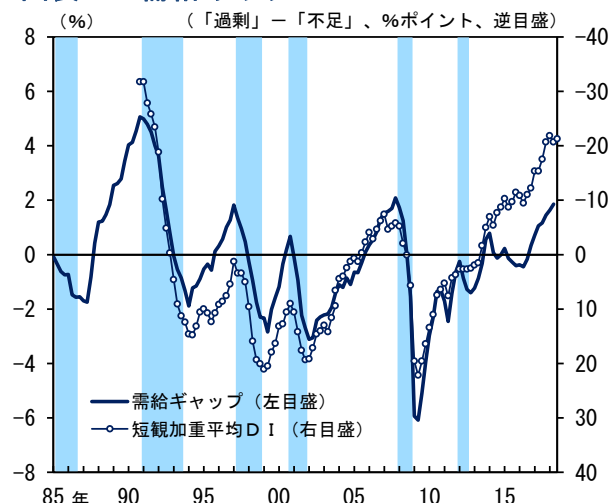


消費増税前の駆け込み需要から増勢を強めたあと、下期には、増税後の反動減と実質所得の減少効果が下押しに働き、減少に転じるとみられる。もともと、輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けることを背景に増加基調を維持し、景気を下支えすると考えられる。この間、設備投資は、資本ストックの蓄積に伴い循環的な減速圧力がかかるも、オリンピック関連投資の一巡の影響も加わり、徐々に減速するとみられるが、輸出の増加を起点とした投資需要の高まりもあって、増勢鈍化のペースは緩やかなものになると予想される。以上の動きを反映して、2019年度の成長率は、前年度からは減速するものの、景気の拡大基調は続くと思込まれる。

2020年度は、個人消費や住宅投資が、2019年度下期の落ち込みから徐々に回復に向かうとみられる。また、輸出は、増加基調を続けると予想される。一方、設備投資は、輸出増が投資需要を喚起し続けるものの、資本ストックの蓄積に伴い調整圧力が高まるため、幾分減速する可能性が高い。この間、オリンピック開催に伴う仮施設向けなどの経費支出は、景気を下支えすると考えられる。こうしたも、2020年度も、景気の拡大基調は続くと思込まれる。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続くなかで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。

図表5：需給ギャップ



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

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している(図表6)。先行きについては、オリンピック関連工事や補正予算などが下支えとなり、高めの水準を維持すると想定している¹³。

(海外経済)

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている(図表7)。グローバルな製造業の業況感は、足もと幾分低下しているものの、改善傾向を維持しているほか、世界貿易量は、回復を続けている(図表8、後掲図表13)。主要地域別にみると、米国経済が拡大しているほか、欧州経済は幾分減速しつつも回復を続けている。中国経済は、総じて安定した成長を続けている。中国以外の新興国・資源国経済については、輸出の増加や各国の景気刺激策の効果などから、全体として緩やかに回復している¹⁴。

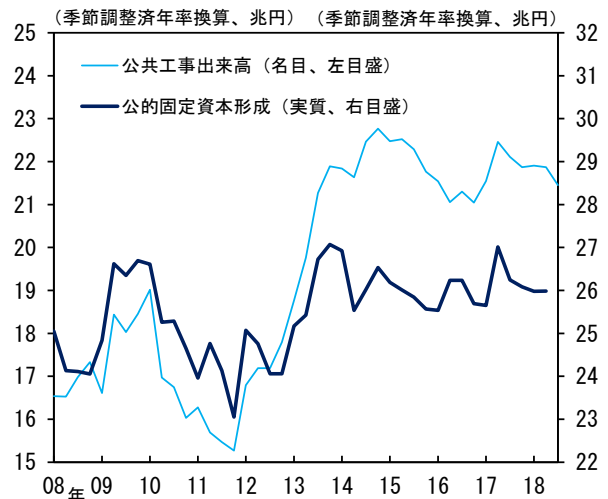
先行きの海外経済については、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するなか、その好影響が貿易活動を通じて相互に波及し、総じてみれば着実な成長を続けると考えられる。

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

¹³ 足もとでは、平成30年7月豪雨(西日本豪雨)をはじめとする自然災害を受けて、予備費や補正予算を用いた災害復旧関連の支出に向けた動きがみられている。

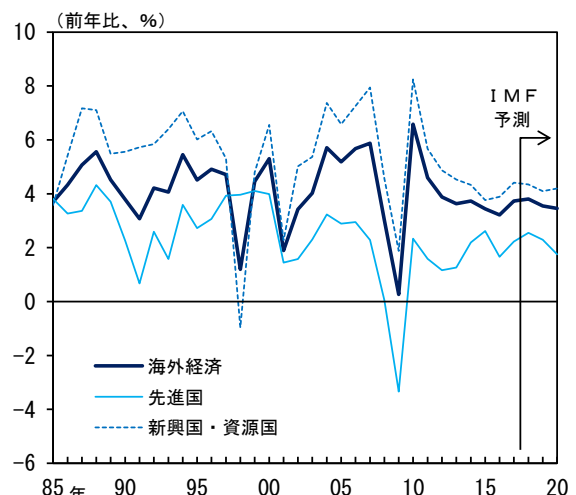
¹⁴ 米国は7月6日から9月24日にかけて、中国による知的財産権侵害を理由に、総計で年間2,500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税の適用を開始した(このうち2,000億ドルについては、2018年12月まで10%の追加関税を適用)。これに対して、中国も報復措置として、総計で年間1,100億ドル相当の米国製品に5~25%の追加関税を適用した。こうした貿易摩擦激化を含む海外経済を巡る不確実性の影響については、BOX1を参照。

図表6：公共投資



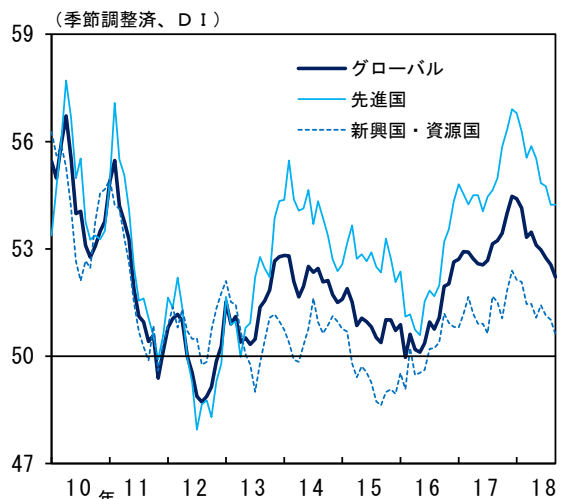
(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2018/3Qは、7~8月の値。

図表7：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2018年以降はIMF予測(2018/10月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

図表8：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit® and database right IHS Markit Ltd 2018. All rights reserved.)等
(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は17か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIをIMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

続けるとみられる。中国経済は、米国による対中関税率引き上げの影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとで、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。その他の新興国・資源国経済については、全体として緩やかな回復を続けると予想している。

(輸出入)

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、増加基調にある(図表10)。ただし、足もとでは、自然災害に伴う供給制約もあって、減少している。地域別にみると、先進国向けは、増加基調を続けているほか、新興国向けも、幅広く持ち直している(図表11)。財別にみると、情報関連は、データセンターや車載向けの電子部品需要が堅調なもとで、新型スマートフォン向けの電子部品需要も加わって、増加基調にある(図表12)。ただし、足もとでは、自然災害による物流障害が下押しに作用している。資本財は、振れの大きい船舶などの影響を均してみれば、増加基調にある。この間、自動車関連は、輸出車の高付加価値化もあって、増加を続けていたが、足もとは、自然災害の影響もあって、幅広い地域向けで減少している。

輸出の先行きを展望すると、海外経済の成長に伴って「世界貿易量¹⁵」が緩やかな増加を続けるとともに、それに占める「日本の輸出シェア」もわが国の競争力の改善を反映してごく緩やかな上昇傾向をたどることから、基調としては緩やかな増加を続ける、と予想している(図表13、14)。

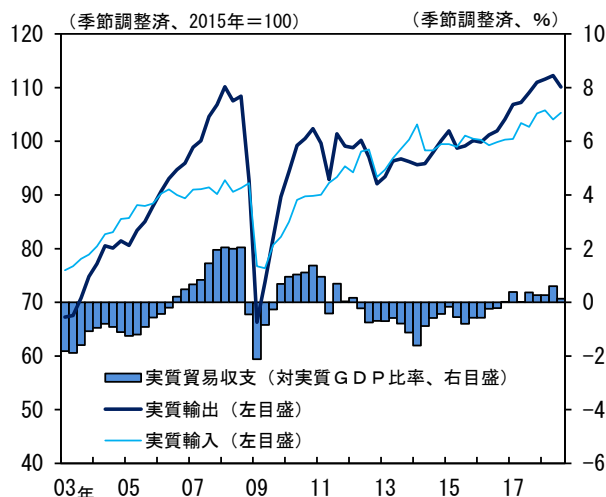
すなわち、「世界貿易量」は、アジアや米欧を中心に、高めの伸びが続いている。先行きの世界貿

図表9：実効為替レート



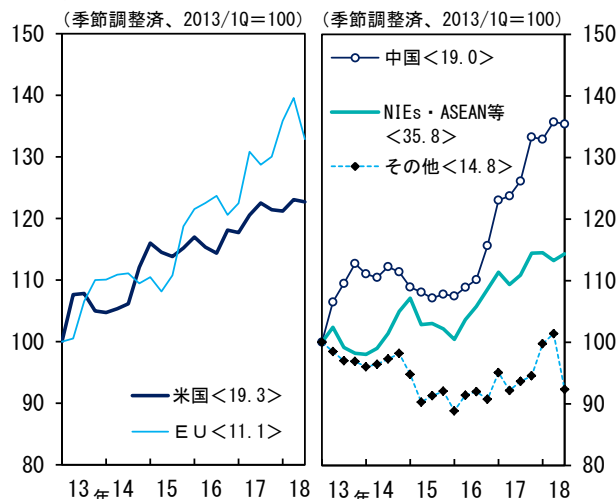
(出所) BIS、日本銀行
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。
 2. 2018/10月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表10：実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、内閣府
 (注) 日本銀行スタッフ算出。

図表11：地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
 (注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2017年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

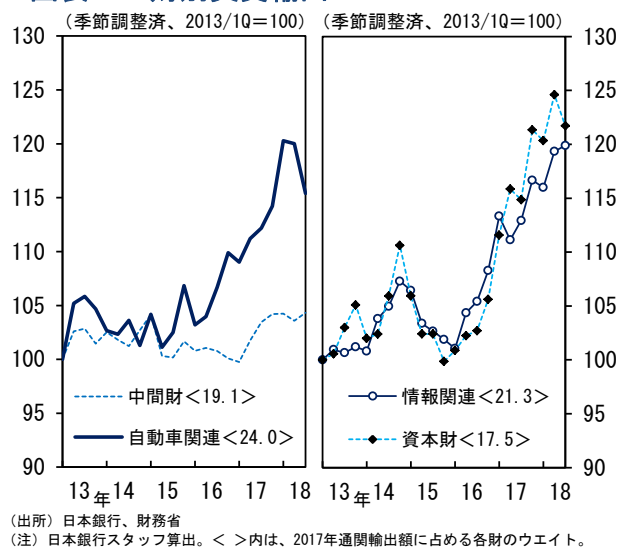
¹⁵ ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

易量の成長率は、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するなか、その好影響が貿易活動にも波及していくとみられることから、振れを伴いつつも世界経済成長率並みとなる——世界貿易量/世界GDP比率は横ばい圏内で推移する——姿を想定している。

他方、「日本の輸出シェア」は、わが国が比較優位を持つ情報関連や資本財への需要増加もあって、上昇傾向にある。先行きも、世界的な設備投資需要の回復を背景に、資本財輸出の増加基調が続くこともあって、ごく緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

輸入は、緩やかな増加基調にある(前掲図表10)。先行きも、国内需要の増加を反映して、増加基調をたどるものの、そのペースは、エネルギー効率の改善に伴う素原料輸入の減少トレンドを受けて、緩やかなものにとどまると予想される。

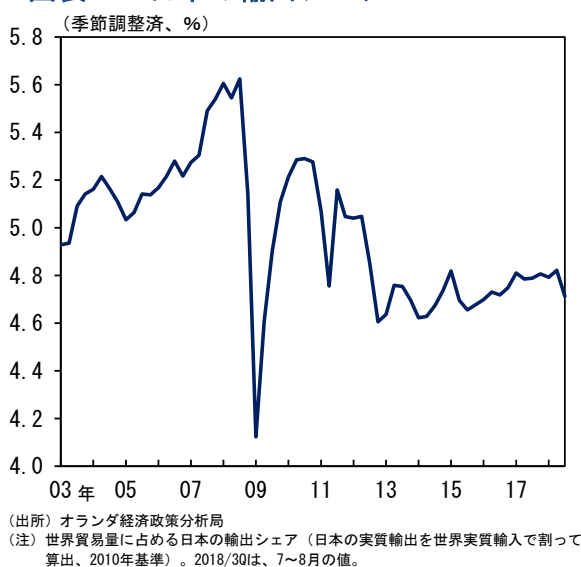
図表12：財別実質輸出



図表13：世界の貿易量と実質GDP



図表14：日本の輸出シェア



(対外収支)

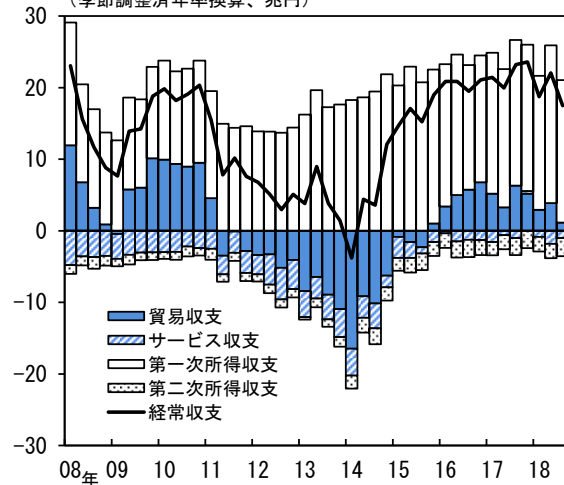
名目経常収支の黒字幅は、横ばい圏内で推移している（図表15）。

先行きは、上記の輸出入見通しを反映した貿易収支の改善傾向に加え、海外経済の成長に伴う第一次所得収支の改善、入国者数の増加に支えられた旅行収支の受取の増加などを背景に、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していく可能性が高い¹⁶。

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

図表15：経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2018/3Qは、7~8月の値。

¹⁶ 旅行収支の黒字幅は、入国者数の増加を背景に、拡大傾向を続けてきたが、足もとでは、自然災害の影響もあって、外国人観光客が減少したことから、改善が一服している。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある(図表16)。主な業種についてみると、「輸送機械」は、自然災害の影響もあって足もとでは減少しているものの、均してみれば、増加基調を続けている。「電子部品・デバイス」は、データセンターや車載向けの需要が引き続き旺盛なもとの、増加基調を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」は、足もとでは自然災害による供給制約の影響がみられている。「化学」は、振れは大きいですが、均してみると化粧品を中心に増加している。この間、出荷・在庫バランス(=出荷の伸び率-在庫の伸び率)は、自然災害に伴う物流障害が出荷を下押しするもとの、幾分悪化した(図表17)。

鉱工業生産の先行きを展望すると、当面は、内外需要の増加を反映して、増加を続ける可能性が高い。その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けると見込んでいる。

(企業収益)

企業収益は、改善基調を維持している。法人企業統計の売上高経常利益率(全産業全規模ベース)をみると(図表18)、堅調な内需や海外経済の成長に支えられて改善傾向にある。そうしたもとの、企業の業況感も、良好な水準を維持している(図表19)。9月短観の全産業全規模ベースの業況判断DIをみると、自然災害の影響もあって、2期連続で小幅に悪化したものの、引き続き「良い」超幅は大きい。

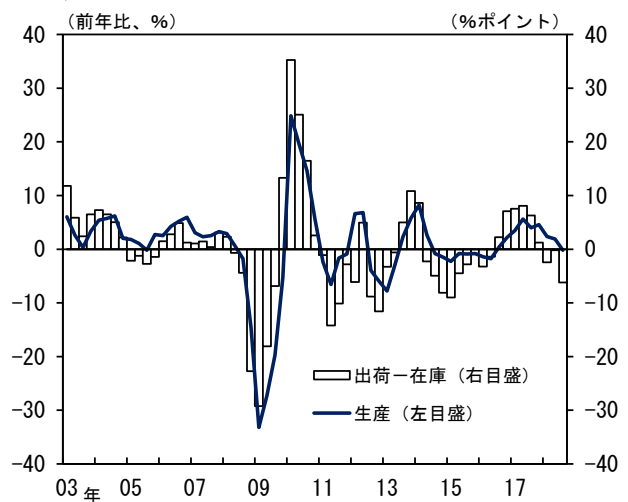
先行きの企業収益は、内外需要の増加を背景に、改善傾向を続けると予想される。ただし、2020年度にかけては、消費増税の影響もあって景気が

図表16：鉱工業生産・出荷・在庫



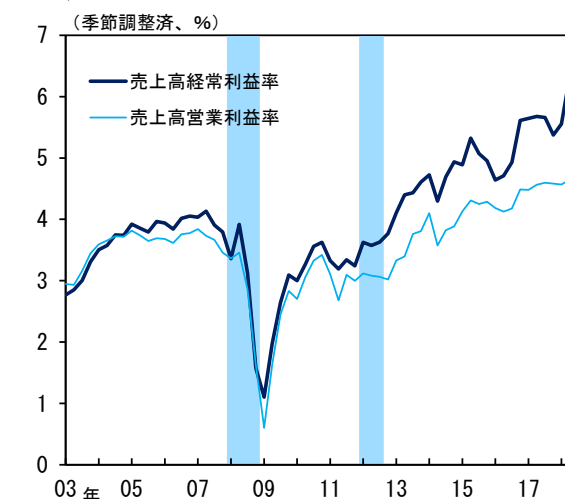
(出所) 経済産業省
 (注) 1. シャド一部分は、景気後退局面。
 2. 生産の2018/4Qは、10、11月の予測指数を用いて算出。

図表17：出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省

図表18：企業収益



(出所) 財務省
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
 2. 2009/2Q以降は、純粋持株会社を除く。
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

減速方向に向かうもとで、人件費の増加など家計への分配がより進んでいくため、収益の伸び率は低下していくと考えられる。

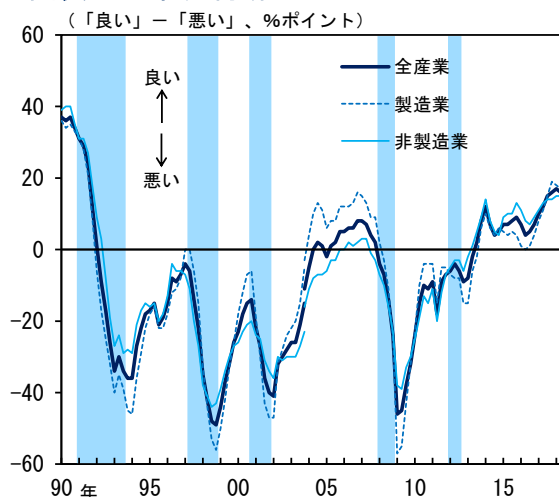
(設備投資)

設備投資は、企業収益が改善基調をたどり、業況感も良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている(図表 20)。機械投資の一致指標である資本財総供給や、建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、振れを均してみれば増加基調を続けている。9月短観をみると、2018年度の設備投資計画は、大企業を中心に過去の平均を大幅に上回る伸び率となっている。例えば、GDPの概念に近い、「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画(除く土地投資)は、2018年度に前年比+8.7%の増加が見込まれている(図表 21)。こうした企業の前向きな設備投資スタンスを反映して、先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額(民間非居住用)は、振れは大きいものの、増加傾向を続けている(図表 22)。

設備投資の先行きについては、①企業収益の改善や、②低金利や緩和的な貸出スタンスといったきわめて投資刺激的な金融環境、③財政投融資や投資促進税制の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、増加を続けていくとみられる。具体的な案件としては、①景気拡大に沿った能力増強投資に加えて、②オリンピック・都市再開発に関連した投資や、③人手不足等に対応した効率化・省力化投資、④成長分野への研究・開発(R&D)投資などが増加すると見込まれる。

名目設備投資・GDP比率については、上述の設備投資の先行き見込みのもとで、高水準を維持するものと考えられる(図表 23)。もっとも、同

図表19：業況判断



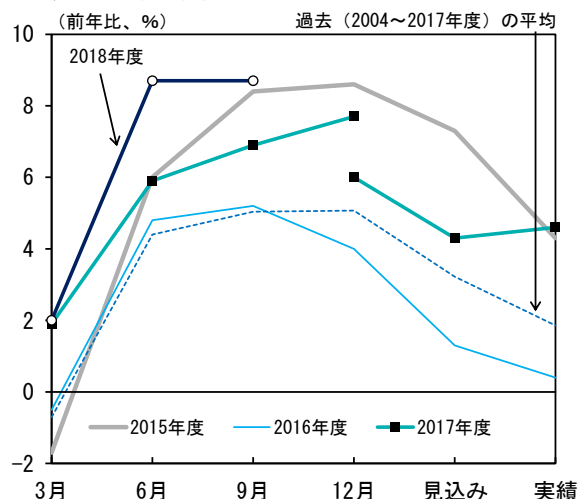
(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観の業況判断D1。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 2. シャド一部分は、景気後退局面。

図表20：設備投資一致指標



(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省
 (注) 1. 2018/3Qは、7~8月の値。
 2. 建設工事出来高(民間非居住用)の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

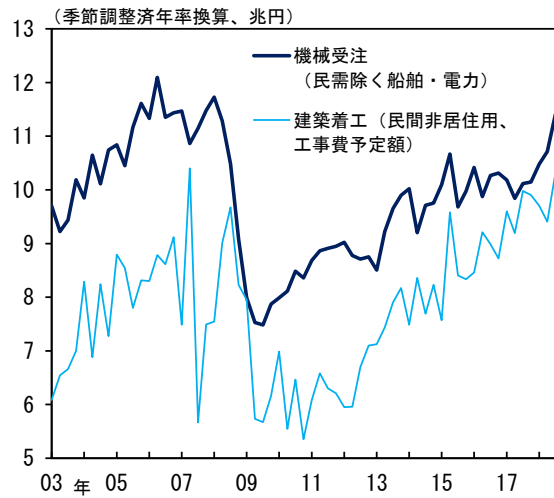
図表21：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。
 2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。
 3. 2017/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

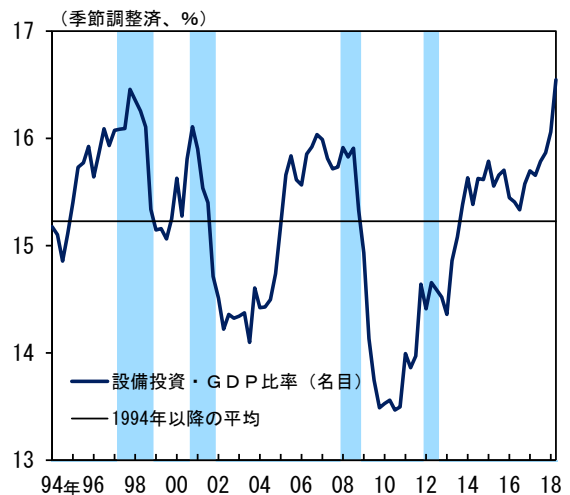
比率はバブル崩壊後におけるいくつかの設備投資循環のピークにまで達している。こうしたことを考えると、見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる。

図表22：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2018/3Qは、7~8月の値。

図表23：設備投資・GDP比率（名目）



(出所) 内閣府
(注) シャド一部分は、景気後退局面。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、2%程度となっている（図表24）。そうしたもとで、有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか（前掲図表3）、短観の雇用人員判断D Iでみた人手不足感も強まっている。失業率も、足もとでは2%台半ばとなっている。これらの労働需給指標は、1990年代前半もしくは1970年代前半以来の引き締まり度合いとなっている。この間、労働力率は、2012年末頃をボトムに、女性や高齢者を中心に上昇傾向が続いている（図表25）。先行きも、基調として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、労働需給は着実な引き締まりが続く可能性が高い。

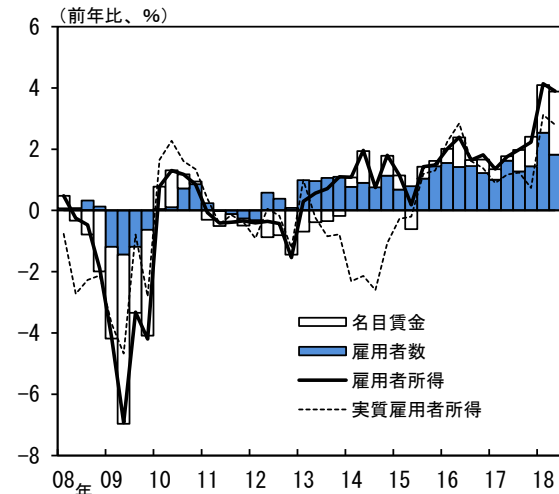
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇している（図表26）¹⁷。ただし、過去の長期にわたる雇用調整の経験や、近年の女性・高齢者を中心とした弾力的な労働供給などから、労働需給の引き締まりに比べると、賃金上昇は弱めにとどまっている¹⁸。

名目賃金の内訳をみると、所定内給与全体は、一般労働者とパート労働者の双方の賃金上昇を背景に、緩やかな上昇を続けている（図表27）。一般労働者の所定内給与の前年比は、0%台半ばにとどまっている一方、労働需給の状況に感応的な

¹⁷ 毎月勤労統計では、2018年1月の確報分から、30人以上の事業所について、調査対象のサンプルの半分を入れ替えているほか、2014年経済センサスの情報を反映して、過去に遡って常用労働者数の改訂が行われたことから、5～29人と30人以上の事業所のウエイトやパート比率が変更されている。

¹⁸ 女性と高齢者の労働供給の増加と賃金動向の関係については、2018年7月展望レポートのBOX 1を参照。

図表24：雇用者所得



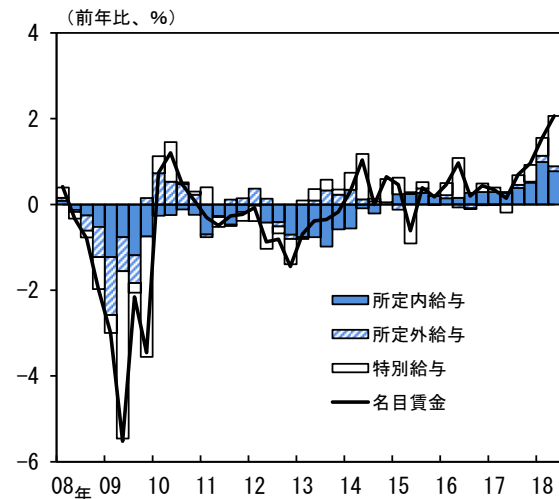
(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
 3. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

図表25：労働力率



(出所) 総務省

図表26：名目賃金



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

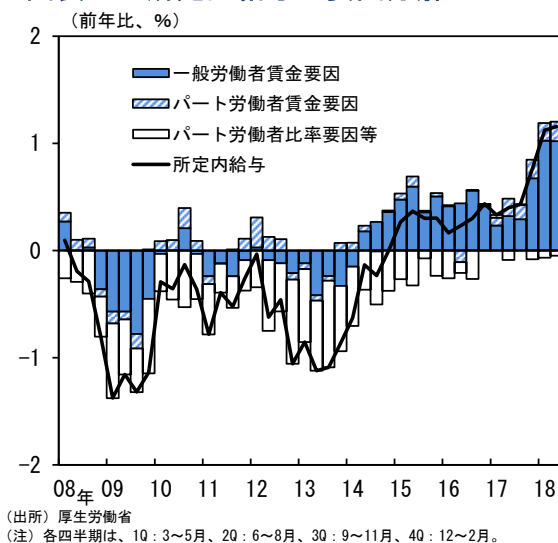
パートの時間当たり所定内給与の前年比は、均してみれば2%程度の高めの伸びとなっている(図表28)¹⁹。この間、一人当たり実質賃金の前年比は、生鮮食品やエネルギーの価格変動による振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、過年度のインフレ率が高まり、労働生産性の向上がより明らかになるにつれて、ベースアップが伸びを高めることから、緩やかに伸び率を高めていくと予想している。先行きのパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の更なる引き締まりや最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる。以上を総合した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上昇したのち、見通し期間後半には、伸び率を高めていくと考えられる。

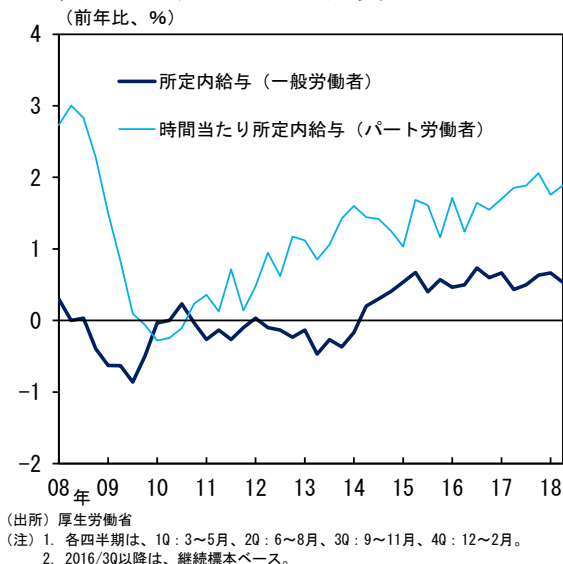
上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、このところ伸びを高めている(前掲図表24)。先行きの雇用者所得は、着実に増加し、見通し期間後半には、名目GDP成長率を若干上回るペースで増加していくと考えられる。その結果、労働分配率は、横ばい圏内で推移したあと、緩やかに上昇していくとみられる(図表29)。

¹⁹ ここでは、毎月勤労統計の調査対象における標本入れ替えの影響を除いてみるため、継続標本ベースで評価している。ただし、四半期の値は、日本銀行スタッフによる試算値である。継続標本ベースの所定内給与の前年比は、公表ベースと比べ、均してみても-0.5%ポイント程度低めとなっている。仮に継続標本ベースで計算すれば、2018年入り後の雇用者所得の増加(前掲図表24)、労働分配率の上昇(図表29)、消費性向の下落(後掲図表35)は、いずれもなだらかなものとなると考えられる。なお、内閣府は、こうした標本入れ替えなどを受けて、2018年7~9月期のGDP1次速報において、2009年7~9月から2018年4~6月の雇用者報酬の計数を遡及改定する方針にある。

図表27：所定内給与の要因分解



図表28：一般・パート別賃金



図表29：労働分配率



(家計支出)

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)²⁰をみると、振れを伴いながらも増加している(図表30)。形態別にみると、耐久財は、振れを伴いつつも、自動車や家電の買い替え需要などから、緩やかな増加傾向にある。非耐久財は、たばこや衣料品などを中心に緩やかな減少傾向にある。この間、サービスは、通信や医療の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加傾向を続けている。

各種の販売統計をみると(図表31)、小売業販売額(名目)は振れを均せば増加傾向を続けている。百貨店売上高は、株高による富裕層向け販売の持ち直しや、訪日外国人需要の増加などを受けて、持ち直している。もともと、足もとでは、自然災害を受けて客足が遠のいたこともあって、減少した。スーパー売上高は、生鮮食品の価格上昇や天候要因などによる振れを伴いつつも、緩やかな増加傾向にある。コンビニエンスストア売上高も、増加基調を続けている。

耐久財消費をみると(図表32)、乗用車販売は、新車投入効果もあって、持ち直している。家電販売は、白物家電が底堅く推移しているもとの、猛暑を受けてエアコンなどの販売が好調となったほか、テレビなどの買い替え需要がみられており、緩やかな増加傾向にある。

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

²⁰ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の08SNA対応と精度向上を企図した見直し」(2018年4月)を参照。

図表30：個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府等
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出、10/29日時点の値)。
 2. 家計最終消費支出の2018/3Qは、消費総合指数(8月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。
 3. 賃金・俸給の2017/2Q以降は、雇用者所得(名目賃金×雇用者数)を用いて日本銀行スタッフが試算。

図表31：消費関連指標(販売側・供給側)

	(季節調整済、前期比、%)			
	17/4Q	18/1Q	18/2Q	18/3Q
消費活動指数				
実質・旅行収支調整済	0.3	-0.5	0.6	0.4
実質	0.4	-0.5	0.6	0.2
小売業販売額(名目)	1.3	-0.6	0.4	1.0
百貨店売上高(既存店)	-0.2	-0.2	1.5	-3.5
スーパー売上高(既存店)	0.1	0.0	-1.4	1.8
コンビニエンスストア売上高	0.4	1.0	0.2	1.1

(出所) 日本銀行、経済産業省
 (注) 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出(10/29日時点の値)。

図表32：耐久財消費



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

害の影響から、国内旅行を中心に減少した。外食は、ファーストフードを中心に、増加基調にある。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 34）、消費者態度指数は、横ばい圏内で推移している。景気ウォッチャーは、自然災害の影響などから、幾分弱含んでいる。

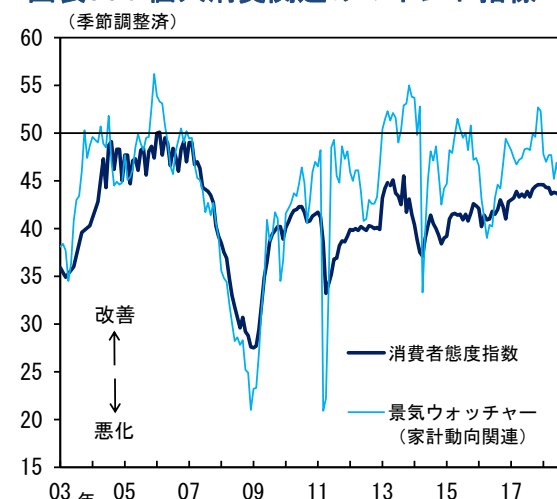
先行きの個人消費は、見通し期間の後半に消費税率引き上げに伴い一時的に減少に転じるものの、基調としては、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。この間、消費性向は、2014 年の消費税率引き上げ以降やや大きめに落ち込んでいるが（図表 35）、先行きは、資産効果や耐久財の買い替え需要などを反映して、ごく緩やかに持ち直していく姿を想定している²¹。ただし、2019 年の消費税率引き上げ後には、いったん横ばいになると予想される。

図表33：サービス消費



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

図表34：個人消費関連のマインド指標



(出所) 内閣府
(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表35：平均消費性向



(出所) 日本銀行、内閣府等
(注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出。
2. 賃金・俸給の2017/2Q以降は、雇用者所得(名目賃金×雇用者数)を用いて日本銀行スタッフが試算。
3. GDP個人消費は、家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)。
4. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

²¹ BOX 2では、SNAの概念に近い可処分所得を試算し、最近の消費性向の推移を評価している。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している（図表36）。先行きについては、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利は下支えとなるものの、貸家の相続税対策需要の一巡もあって、消費増税による振れを均せば、横ばい圏内の動きが続くと考えられる。

図表36：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2018/3Qは、7~8月の値。

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇している（図表37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）は、年度初に人件費の増加を価格に転嫁する動きが幅広い品目でみられたあと、前年比+1%程度の上昇となっている（図表37）²²。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は0%台半ばとなっている（図表39）。景気の拡大や労働需給の引き締めりと比べると、弱めの動きを続けている。この背景として、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることなどが引き続き影響している²³。こうしたもて、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていない。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている²⁴。この結果、実質賃金の労働生産性からの乖離率として計算される実質賃金ギャップは、引き続き低位で推移しており、物価下押しに寄与している（図表40）²⁵。また、他業態との競争激化を受けたスーパー

²² こうした中で、短観の仕入価格判断DI、販売価格判断DIは、「上昇」超幅が拡大傾向にある（図表38）。

²³ 家計の値上げに対する許容度や企業の慎重な価格設定スタンスについては、2018年7月展望レポートのBOX2およびBOX3を参照。

²⁴ 企業による生産性向上に向けた取り組みについては、2018年7月展望レポートのBOX4を参照。

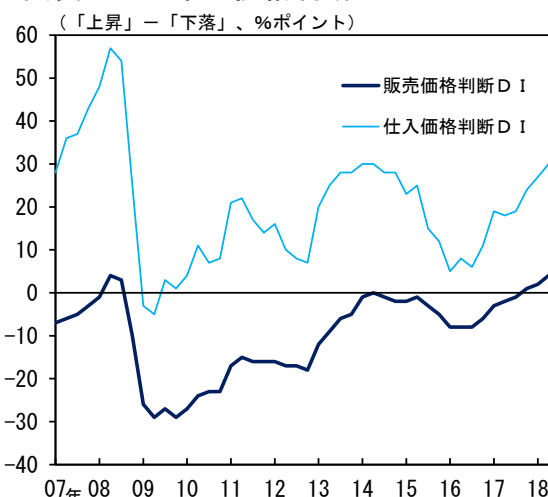
²⁵ 実質賃金ギャップと物価の関係については、2017年7

図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	17/4Q	18/1Q	18/2Q	18/3Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.9	0.9	0.7	0.9
除く生鮮・エネルギー	0.3	0.5	0.3	0.3
国内企業物価指数 (前期比)	1.1	0.6	0.6	0.7
企業向けサービス価格指数	0.7	0.7	1.0	1.1
GDPデフレーター	0.1	0.5	0.1	
内需デフレーター	0.6	0.9	0.5	

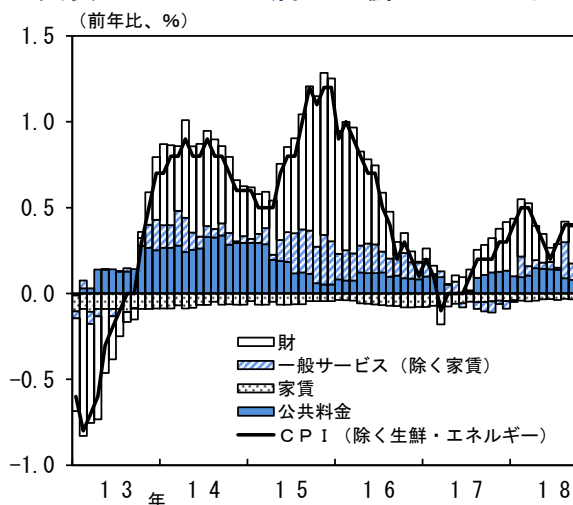
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

図表38：企業の価格判断



(出所) 日本銀行
 (注) 短観ベース (全産業全規模)。

図表39：CPI (除く生鮮・エネルギー)

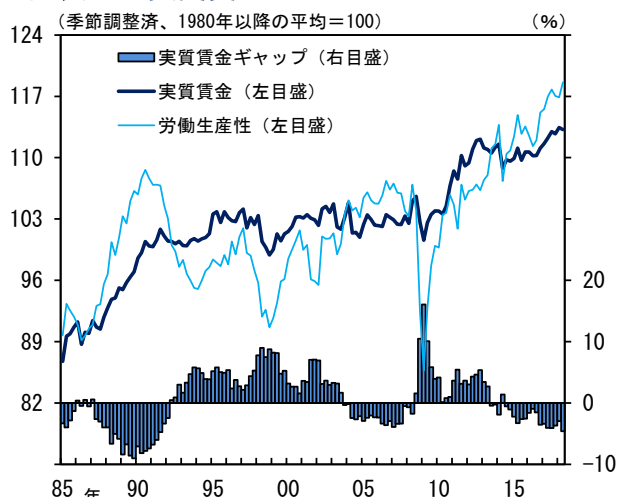


(出所) 総務省
 (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
 2. CPIは、消費税調整済み。

などの値下げといった部門ショックや、公共料金や家賃が鈍い動きを続けていることなども物価の上昇を抑制する要因として作用している²⁶。

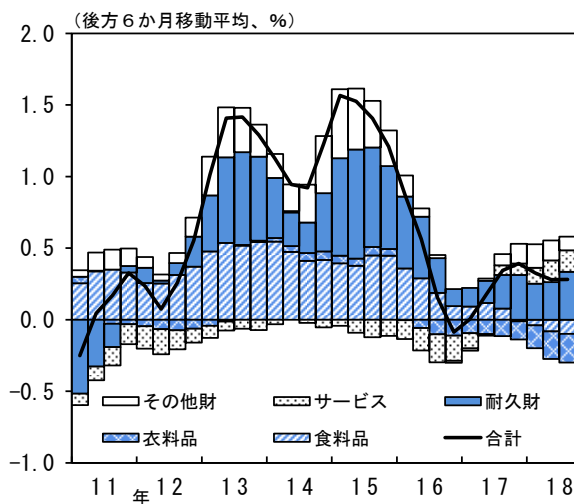
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、除く生鮮食品・エネルギーが0%台半ばで推移するなか、エネルギー価格の上昇を反映して、1%程度となっている（図表42）。

図表40：実質賃金ギャップ



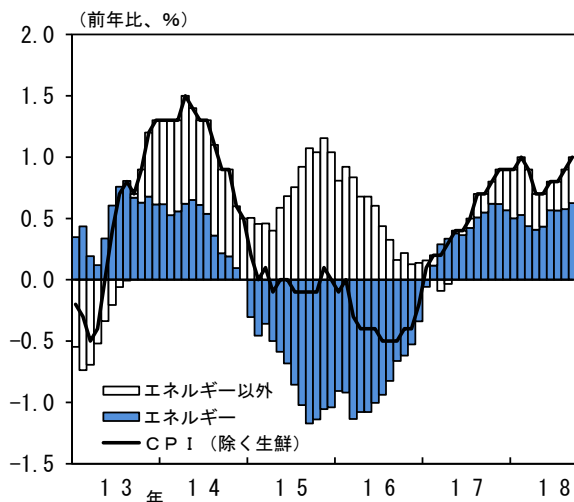
(出所) 財務省、内閣府
 (注) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。
 2. 実質賃金=人件費÷人員数÷GDPデフレーター
 3. 労働生産性=(営業利益+人件費+減価償却費)÷人員数÷GDPデフレーター
 4. 人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。
 5. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。

図表41：コストプッシュ指標



(出所) 総務省等
 (注) 1. コストプッシュ指標は、CPI品目別価格指数を対応するコスト指標(国内企業物価指数等)に回帰し、得られた残差をCPIウエイトで加重平均したものである。
 2. 2018/3Qは、7~8月の値。

図表42：CPI（除く生鮮）



(出所) 総務省
 (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
 2. CPIは、消費税調整済み。

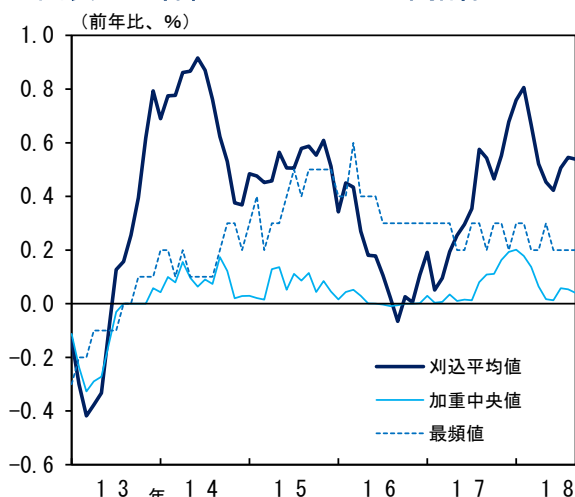
月展望レポートのBOX3を参照。

²⁶ 競争激化と部門ショックについては、2018年7月展望レポートのBOX5を参照。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 43）、刈込平均値は、このところ 0%台半ばで推移している²⁷。最頻値は、足もと 0%台前半で推移している一方、加重中央値は、ほぼ 0%となっている²⁸。この間、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、このところ低下気味にあるが、ごく足もとでは上昇に転じている（図表 44）。

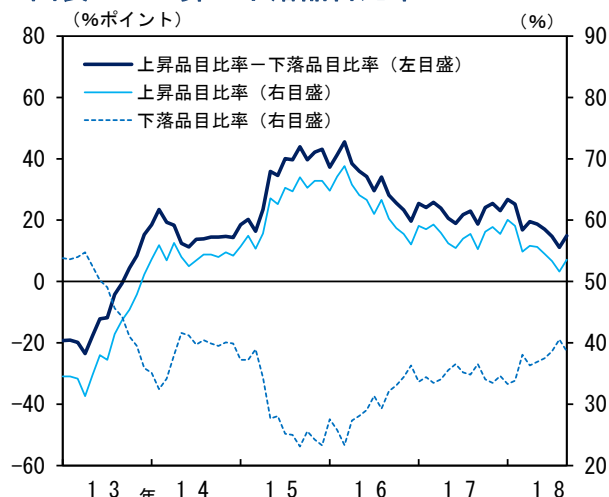
GDPデフレーターの前年比は、国際商品市況の持ち直しに伴い輸入デフレーターがマイナスに寄与したものの、全体では小幅のプラスとなっている（前掲図表 37）。内需デフレーターの前年比は、設備投資デフレーターを中心に、0%台半ばのプラスとなっている。

図表43：各種コアインフレ率指標



（出所）日本銀行、総務省
（注）CPI（消費税調整済み）を用いて日本銀行スタッフ算出。

図表44：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行、総務省
（注）上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合（CPI除く生鮮、消費税調整済み）。日本銀行スタッフ算出。

²⁷ 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。

²⁸ 最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率、加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して 50%近傍にある値。

(物価を取り巻く環境)

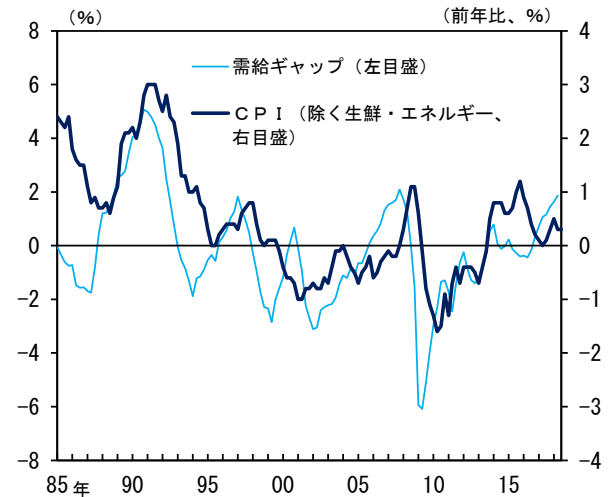
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、プラス幅を拡大しており、2018年4～6月に2%程度のプラスとなった(前掲図表5、図表45)²⁹。先行きも、2018年度は、内外需要の増加を反映して、資本・労働の両面でプラス幅の緩やかな拡大基調が続くと見込まれる。2019年度以降は、消費増税の影響などから、プラス幅の拡大は一服するものの、比較的大幅なプラスを維持すると予想される。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが(図表46、47)、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、まず、「適恰的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になると考えられる。

第3に、輸入物価についてみると(図表48)、原油価格の上昇は、2018年度のエネルギー価格の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していくと予想される。

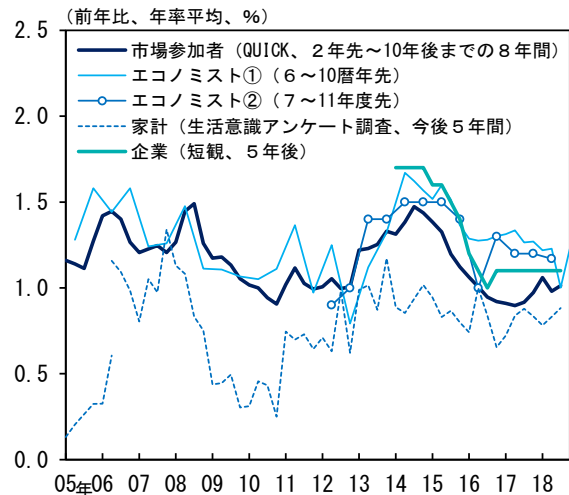
²⁹ この間、短観の国内製商品・サービス需給判断DI(製造業大企業)は1990年8月調査以来の高い水準となっている。

図表45：CPIと需給ギャップ



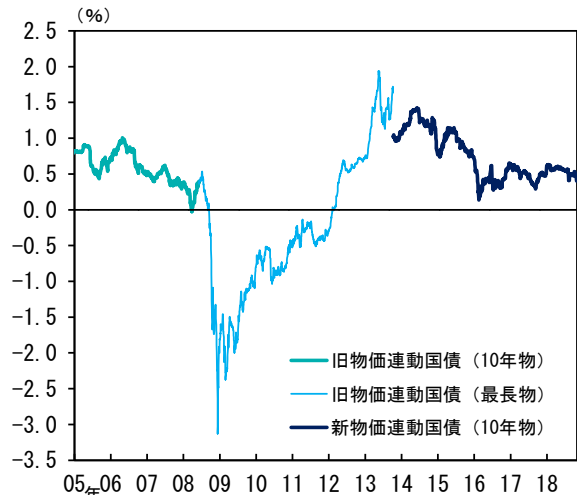
(出所) 総務省、日本銀行
(注) 1. CPIは、消費税調整済み。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表46：予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
(注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。
2. 家計は、修正カーelson・パーキン法による。
3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表47：予想物価上昇率(BEI)



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

（物価の先行き）

以上を踏まえ、先行きの物価情勢を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、目先、①食料工業製品や生活関連財をはじめとする景気感応的な財は、個人消費が緩やかに増加していくもとの、次第に伸びを高めていくとみられること、②一般サービスでも、家賃の下落が引き続き下押しに作用するものの、外食や家事関連サービス等を中心に人件費上昇を転嫁する動きが広がっていくと見込まれることなどから、プラス幅を拡大していくと見込まれる。その後は、需給ギャップがプラスの状態を続けることに加え、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、予想物価上昇率が次第に伸びを高めていくとともに、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、エネルギー価格の押し上げ圧力は緩やかに減衰するものの、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が伸びを高めていくことから、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、①物価上昇率は、「フィリップス曲線」に沿いながら、需給ギャップの改善につれて高まっていく、②予想物価上昇率が、「フォワードルッキング」、「適格的」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、フィリップス曲線自体も徐々にシフトアップしていく³⁰、との基本的な考えがある（図表 49）。

図表48：国際商品市況

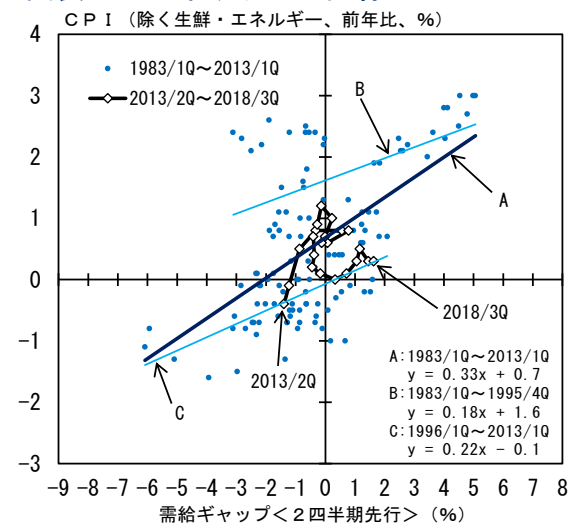


³⁰ 予想物価上昇率の「適格的な期待形成」のメカニズムについては、2018年7月展望レポートのBOX7を参照。

なお、今回の消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを前回展望レポート時点と比べると、2018年度を中心に幾分下振れている。

この間、物価と名目賃金のバランスで決まる実質賃金は、長い目でみれば、労働生産性に見合ったものになるという関係がある（前掲図表40）。以上の中心的な見通しでは、実質賃金は、労働生産性の向上に追い付くかたちで、徐々に上昇ペースを高めていくことが想定されている。すなわち、企業収益が既往最高圏内にあるなか、タイトな労働需給を反映して、名目賃金の伸びが上記の消費者物価の伸びを上回っていくことを見込んでいる。こうした実質賃金の上昇は、家計所得の改善を通じて消費を押し上げるほか、家計の値上げに対する許容度を高め、ひいては消費者物価の上昇に資すると考えられる。

図表49：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. CPIは、消費税調整済み。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

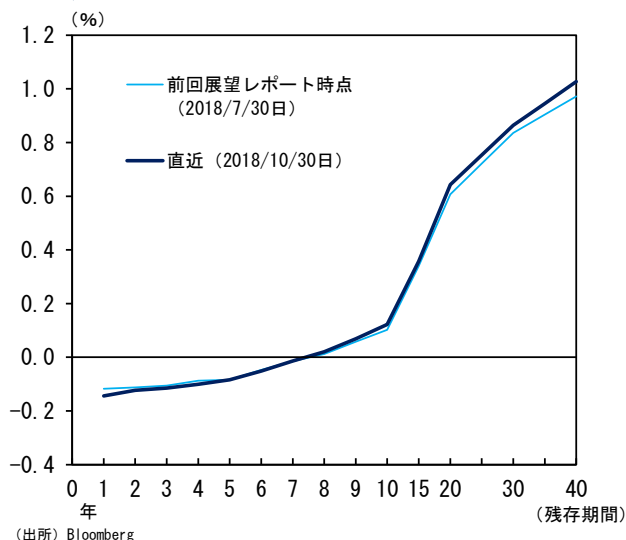
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表50）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍のプラス領域で推移している。この間、20年物は概ね0%台後半で推移している。なお、日本銀行が強力な金融緩和を進めるもとで、国債の取引高は引き続き低めの水準にあるが、7月末以降は、幾分増加している³¹。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表51）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。CPの発行環境をみると、短観のDIが、調査が開始された2008年以降の最高値圏で推移するなど、良好である。社債の発行金利も、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

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

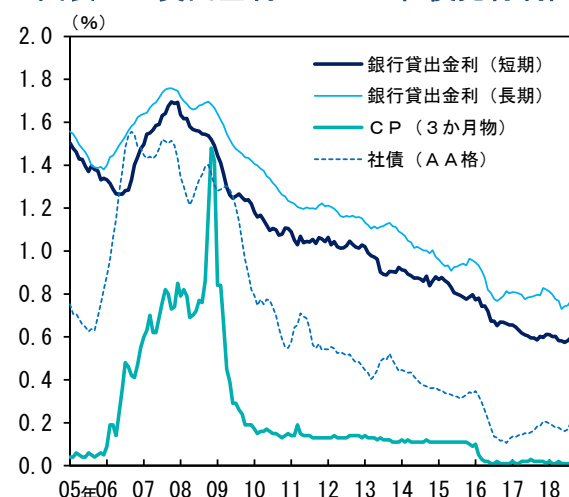
³¹ 国債市場の流動性や市場参加者からみた債券市場の機能度の状況等については、日本銀行「国債市場の流動性指標」（2018年9月）や、同「債券市場サーベイ」（2018年8月調査）を参照。

図表50：イールドカーブ



(出所) Bloomberg

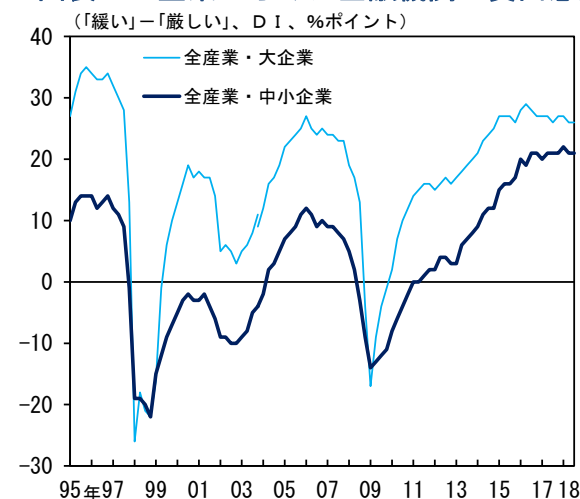
図表51：貸出金利とCP・社債発行利回り



(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

- (注) 1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
2. 社債発行利回りは、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。
3. 銀行貸出金利、社債発行利回りは、後方6か月移動平均。

図表52：企業からみた金融機関の貸出態度



(出所) 日本銀行

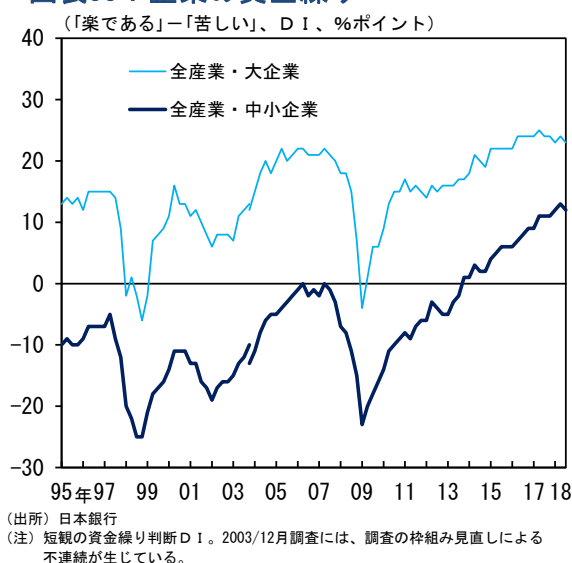
- (注) 短観の金融機関の貸出態度判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

業の資金繰りを短観のD Iでみると、大企業、中小企業ともに1990年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である(図表53)。

企業の資金需要面をみると、中小企業を中心に設備投資向けなどの資金需要が増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている(図表54)。CP・社債合計の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。

マネタリーベースは、前年比で6%程度の伸びとなっており、9月末時点の残高は505兆円(対名目GDP比率は91%³²)となっている。マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、3%程度の伸びとなっている(図表55)。

図表53：企業の資金繰り



図表54：貸出残高とCP・社債発行残高



図表55：マネーストック



³² 名目GDPは、2018年4～6月期の値を用いている。

(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、主要国の長期金利や株価は、米国の堅調な経済指標や良好な企業決算などから、10月上旬にかけて、総じて上昇傾向をたどった。もっとも、その後は、米国の長期金利上昇などを背景に、史上最高値を更新していた米国株価が下落し、これが、投資家のリスク回避姿勢の強まりを通じて多くの国の株価下落につながった。10月後半も、米中等の通商政策を巡る不透明感などが意識され、株価は振れの大きい展開が続いている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、堅調な経済指標などを背景に、10月上旬にかけて、2011年以來の3.2%台まで上昇したが、その後は横ばい圏内で推移している(図表56)。ドイツの金利は、米国の長期金利の動きに連れて上昇した後、イタリア情勢への懸念などを背景に低下している。

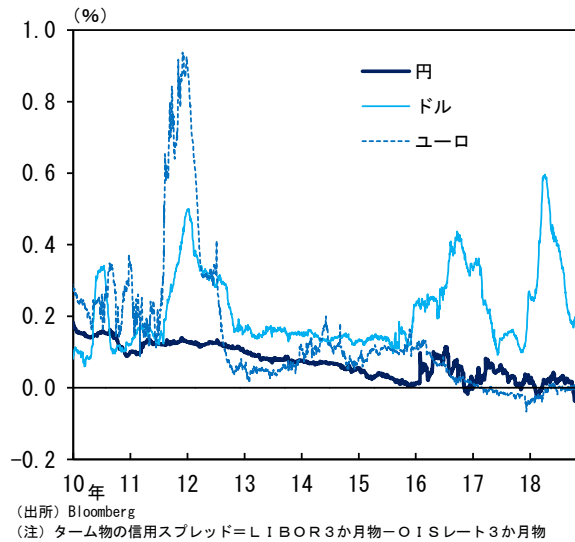
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、米国における短期国債増発が一服した影響などから、低下している(図表57)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、需給環境のタイト化から、9月下旬以降、上昇している(図表58)。

米欧の株価をみると、米国では、良好な企業決算などを背景に、10月上旬にかけて、上昇傾向をたどった。もっとも、その後は、長期金利の上昇などを背景に下落し、10月後半も、米中等の通商政策を巡る不透明感などが意識され、振れの大きい展開が続いている(図表59)。欧州の株価は、トルコ情勢やイタリア情勢への懸念なども意識さ

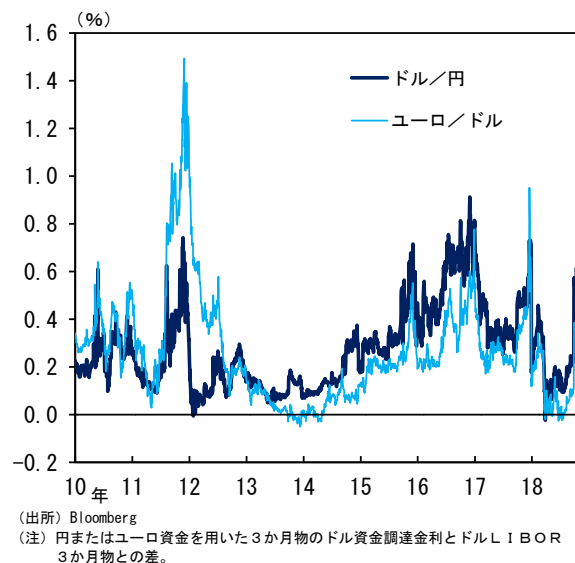
図表56：主要国の長期金利（10年物国債）



図表57：ターム物の信用スプレッド



図表58：ドル資金調達プレミアム

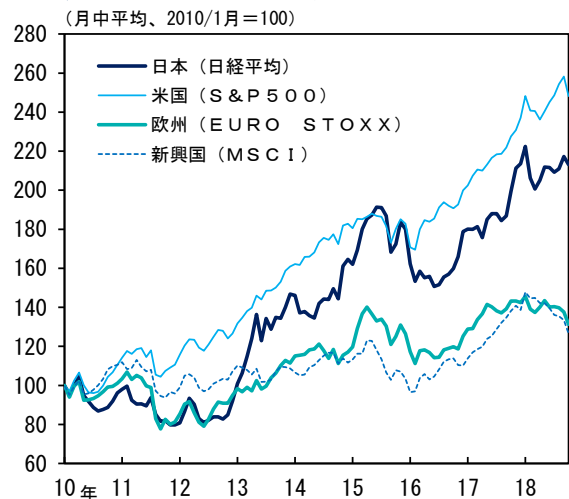


れ、下落傾向をたどっている。わが国の株価は、為替相場が円安・ドル高方向に推移するなか、企業業績の改善期待などから、10月上旬にかけて約26年ぶりの高値圏まで上昇したが、その後は、米国株価の動きにつれて下落している。

わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は概ね横ばいで推移している（図表60）。

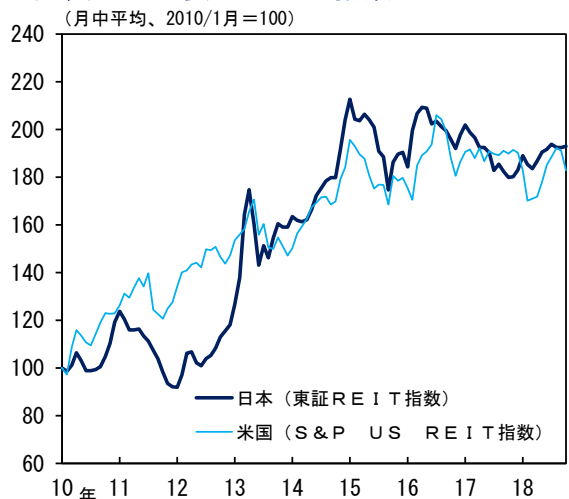
為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などを背景に、10月上旬にかけて、円安・ドル高方向で推移した。もっとも、その後は、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まるもとの、円高・ドル安方向に推移するなど、やや振れを伴う展開が続いている（図表61）。円の対ユーロ相場は、トルコ情勢やイタリア情勢への懸念などを背景に円高・ユーロ安方向で推移する場面もみられたが、総じてみれば、130円を挟むレンジ圏での動きとなっている。

図表59：主要株価指数



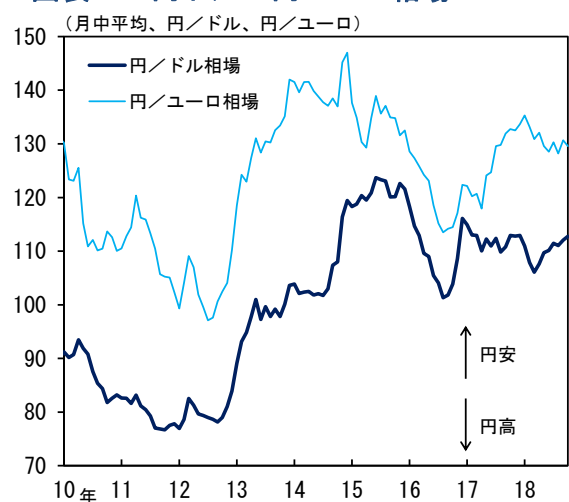
(出所) Bloomberg
(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

図表60：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表61：円ドル・円ユーロ相場



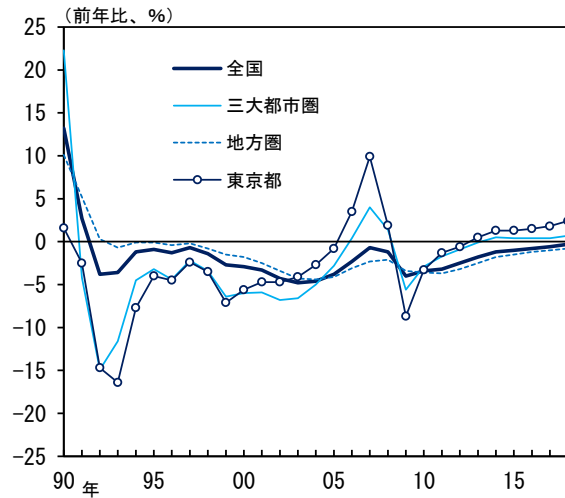
(出所) Bloomberg

(地価)

地価は、全体ではほぼ下げ止まっている。2018年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、商業地はプラス幅を拡大しているほか、住宅地もマイナス幅の縮小が続いている（図表 62、63）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともにプラス幅を拡大している。地方圏では、商業地、住宅地ともに、前年比マイナス幅の縮小が続いている。

以 上

図表62：地価（住宅地）

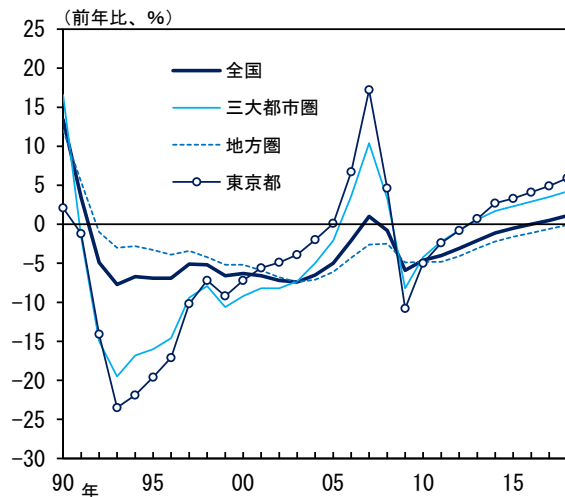


(出所) 国土交通省

(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

図表63：地価（商業地）



(出所) 国土交通省

(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(BOX 1) 保護主義的な動きなど海外経済を巡る不確実性の影響

本年半ば以降、保護主義的な動きの影響など、海外経済を巡る不確実性は増している。そこで、以下では、海外経済に関するリスクが顕在化した経験として、①リーマン・ショック前後の2008～2009年と、②中国をはじめとする新興国経済が減速した2015～2016年を振り返り、最近の動向を評価する。

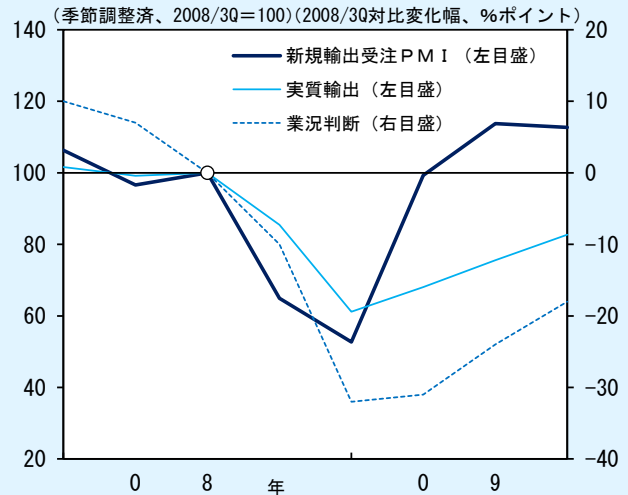
リーマン・ショック時をみると、まず新規輸出受注PMIが大幅に低下し、その後に短観・業況判断DIや実質輸出が急落した(図表B1-1①)。そうしたもとで、設備投資を見送る動きが広範化し、2008年度の設備投資計画は、大きく下方修正された(図表B1-2)。

一方、2015～2016年の新興国経済が減速した局面をみると、円高が進んだこともあって新規輸出受注PMIと業況判断DIは低下したものの、実質輸出は横ばい圏内で推移した(図表B1-1②)。これは、新興国向けの輸出減少を、先進国向け輸出の増加が補ったためである。そうしたもとで、2015年度の設備投資は、過去の平均的なパターンと比べ、高めの伸びで着地した(前掲図表B1-2)。

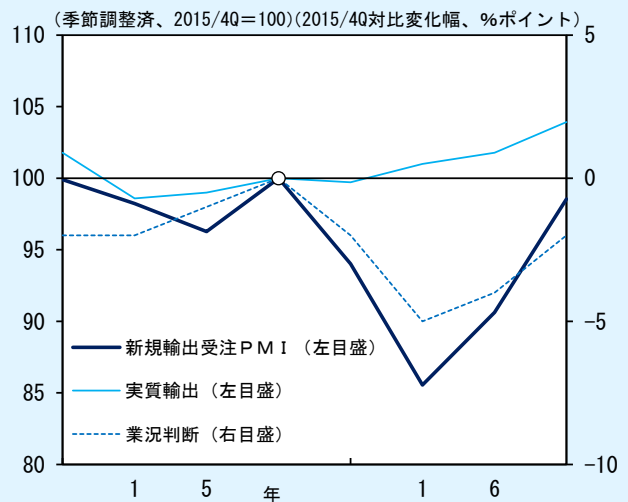
こうした経験からは、海外経済発のリスクシナリオが実現しているか否かの判断をする際には、第一のチェックポイントとして、公表時期が早い新規輸出受注PMIや業況判断DIといった企業サーベイで変調をきたしているかどうかをみるのが有用ということが示唆される。ただし、こうした企業サーベイが悪化しても、必ずしも実体経済に深刻な影響を与えるとは限らない。そこで、第二のチェックポイントとして、実質輸出の動向が重要になる。すなわち、実質輸出が落ち込んだ際には、設備投資などへの波及も含め、実体経済

図表B1-1：企業関連指標の動向

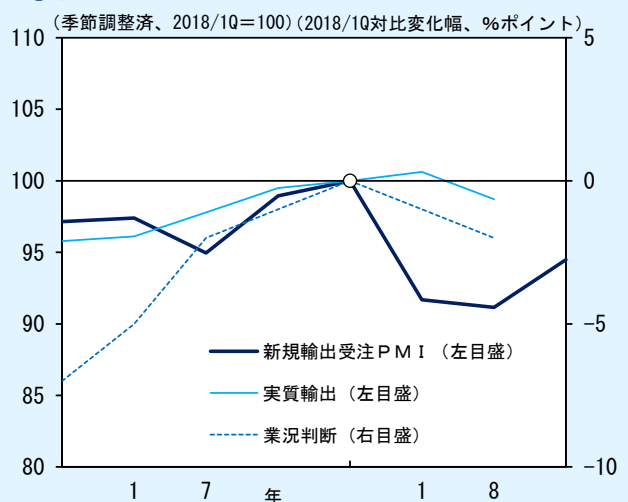
①2008～2009年



②2015～2016年



③最近



(出所) 日本銀行、財務省、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2018. All rights reserved.
 (注) 1. 業況判断は、短観の業況判断DI(「良い」-「悪い」)。全産業全規模。
 2. 新規輸出受注PMIは、Nikkei日本製造業PMIの新規輸出受注指数。2018/4Qは、10月の値。

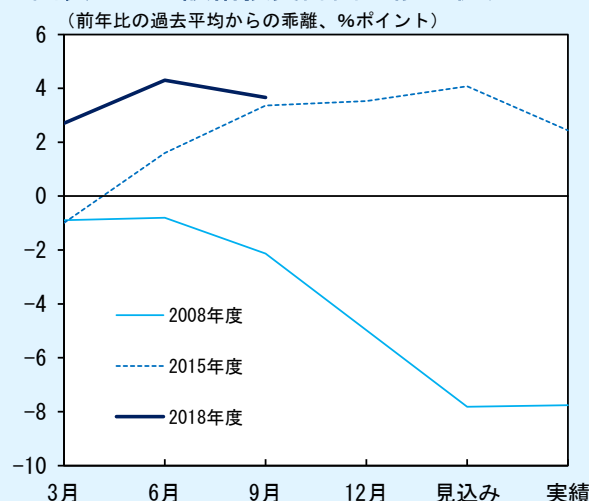
に対する悪影響が大きくなるため、警戒感を高める必要がある。

今次局面をみると、業況判断DIは、このところ改善傾向に一服感がみられるが、良好な水準を維持している。一方、新規輸出受注PMIは幾分低下しているほか、実質輸出も、足もとは冴えない動きとなっている（図表B1-1③）。ただし、これには、自然災害による供給制約が大きく影響している。また、2018年度の設備投資は、高い伸びの計画が維持されており、計画の先送りは特段みられていない（前掲図表B1-2）。

こうした今次局面に関する評価は、最近の本支店・事務所を通じた企業ヒアリングとも整合的である（図表B1-3）。すなわち、現時点で、米中貿易摩擦激化の影響を受けているという向きはさほど多くないうえ、実際に影響を受けたという先も、その度合いは限定的との回答が多くを占めている。

ただし、先行きについては懸念を深めているところが多い。そうしたなかで、「サプライチェーンが複雑なために、影響を試算できていない」という指摘も相応にみられる。これは、企業側としても、貿易摩擦の影響の経路や規模は、実際に受注が変調をきたすまではわからないということを示唆しているものと思われる。

図表B1-2：設備投資計画の修正状況



(出所) 日本銀行
(注) 1. 短期ベース。全産業+金融機関の値。過去平均は、2004~2017年度の平均。
2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。
2015年度以前は、研究開発投資額を含まない。

図表B1-3：企業からの声（さくらレポート）

【現状】

- ・米中貿易摩擦による顧客の設備投資マインドへの影響が懸念されるものの、現時点で投資を先送りする動きはみられていない（本店 [電気機械]）。
- ・米国の通商政策を巡る議論が進んでいるが、現時点ではグローバルな生産計画を抜本的に見直すことは考えていない（名古屋 [自動車関連]）。
- ・中国から米国へ供給している部品の関税が引き上げられたため、当面は米国向けの生産を日本やタイで行うなど供給ルートを変更する（広島 [生産用機械]）。

【先行きに対する懸念・警戒感】

- ・米中貿易摩擦の影響については、サプライチェーンが多国間にまたがって複雑化するもとで見極め難しくなっている。足もとで中国向け等の受注減少はみられていないものの、今後の受注減少を懸念している（大阪 [電気機械]）。
- ・米中貿易摩擦について、当社が生産する高付加価値品への影響はほとんどないが、安価な中国製品の流入による国内市況への影響を懸念している（下関 [鉄鋼]）。
- ・日米の交渉がまとまらず、米国による自動車・同部品への追加関税が課された場合、納入先から相応の負担を迫られる可能性が高い。それで採算割れとなれば、事業縮小や生産体制の見直しを行わなければならない（前橋 [電気機械]）。

(出所) 日本銀行
(注) 1. 2018/10月のさくらレポートより抜粋。
2. ()内は報告のあった店名、[]内はヒアリング先企業等の業種名。

(BOX 2) 最近の消費性向の推移について

個人消費の増加ペースは、賃金・俸給（主に雇
用者の給与所得）と比べれば、緩やかなものにと
どまっている（前掲図表 30）。もっとも、このこ
とは、家計の消費支出が、所得対比、慎重である
ことを必ずしも意味するわけではない。

マクロの消費行動の決定要因としては、雇
用者の「給与所得」だけでなく、そこから、税金・社
会保険料負担や年金受給等の社会給付を調整した
「可処分所得」も重要である。こうした調整をす
ることにより、勤労者世帯については、消費に使
える手取り額がより正確に捕捉できる。また、勤
労者世帯に加えて、社会給付を主な収入源にする
年金生活者等の所得動向も考慮に入れることがで
きる。

もっとも、SNAの可処分所得は、公表時期に
ラグがあるため、足もとまでの動向を把握するこ
とができない³³。そこで、ここでは、関連する各
種統計を用い³⁴（図表 B2-1）、SNAの概念に近
い可処分所得を試算した。

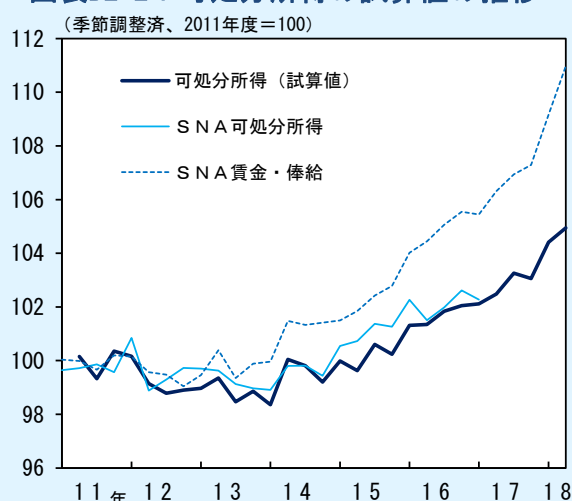
試算した可処分所得をみると、公表されている
SNA可処分所得を概ねトレースできていること
がわかる（図表 B2-2）。ここ数年、可処分所得と
賃金・俸給の間で乖離が広がっているのは、賃金・
俸給の増加を受けて所得税の支払が累進的に増加
していることや、年金保険料の引き上げに伴う社
会保険料負担の増加などを反映している。また、
2018 年以降、乖離がさらに拡大したことは、

図表B2-1：可処分所得の試算に用いた統計

賃金・俸給	厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」 毎月勤労統計の現金給与総額（名目賃金）に、労働力調査の雇用者数を乗じて算出。なお、可処分所得の試算にあたっては、現金給与総額の2016/9月以降は継続標本ベースの計数を利用。
年金受給	日本年金機構「主要統計」 国民年金、厚生年金の支給総額を利用。
所得税	財務省「租税及び印紙収入、収入額調」等 源泉所得税、申告所得税等の国庫納付額を利用（地方所得税は別途試算）。
社会保険料負担	財務省「財政資金対民間収支」等 年金特別会計の「受」を利用。その大半は家計・企業の年金保険料、健康保険料負担。
生活保護	厚生労働省「被保護者調査」 被保護世帯数を利用。
配当所得（株式）	東京証券取引所「株式平均利回り」「投資部門別株式売買状況」、日本銀行「資金循環統計」等 資金循環統計および株式売買状況等を基に家計の株式保有額を求め、分配金利回りを乗じて算出。
配当所得（投信）	投資信託協会「公募投資信託の資産増減状況」、日本銀行「資金循環統計」等 公募投信の分配金総額に、資金循環統計等から算出した家計の投信保有比率を乗じて算出。

（注）可処分所得の試算値は、指数化された上記の各月次データを実額に換算し、合計して日本銀行スタッフが算出。実額換算では、配当所得は2013年度、それ以外は2011年度のSNA年次推計値を使用。混合所得等は勘案していない。

図表B2-2：可処分所得の試算値の推移



（出所）内閣府、財務省、厚生労働省、総務省、日本年金機構等
（注）SNA賃金・俸給の2017/2Q以降は、雇用者所得（名目賃金×雇用者数）を用いて日本銀行スタッフが試算。

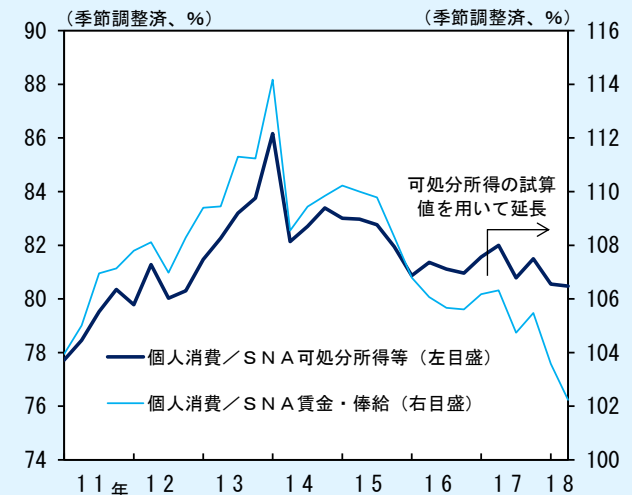
³³ 内閣府は、2018 年度中に家計の可処分所得の速報値を参考系列として公表することを目指して、検討を行っており、その試算結果を示している（統計委員会・国民経済計算体系的整備部会、2018 年 10 月 22 日）。

³⁴ データの限界により、可処分所得の構成項目のうち、混合所得等は、今回の試算では捨象した。

SNA賃金・俸給の日本銀行スタッフによる直近試算値には毎月勤労統計の全標本ベース、可処分所得の試算値には、継続標本ベースの現金給与総額を用いていることも寄与している³⁵。

可処分所得の試算値を用いて消費性向を計算すると、2014年の消費税率引き上げ後に大きく落ち込んだあと、概ね横ばい圏内で推移している(図表B2-3)。このことから、個人消費は、ここ数年、概ね可処分所得見合いで緩やかに増加してきたと理解できる。

図表B2-3：可処分所得でみた消費性向



(出所) 内閣府、財務省、厚生労働省、総務省、日本年金機構等

- (注) 1. 個人消費は、GDPの家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)。
 2. SNA可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。2017/20以降は、図表B2-2で試算した可処分所得を用いて日本銀行スタッフが試算。
 3. SNA賃金・俸給の2017/20以降は、雇用者所得(名目賃金×雇用者数)を用いて日本銀行スタッフが試算。

³⁵ 毎月勤労統計の標本入れ替え等の影響については、脚注19を参照。

