

経済・物価情勢の展望

2024年4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(2024年4月)

【基本的見解】 1

〈概要〉

- 先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な 金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まること から、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024 年度に2% 台後半となったあと、2025 年度および2026 年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、2025 年度にかけては、このところの原油価格上昇の影響や政府による経済対策の反動が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- 2025 年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、2023 年度と 2024 年度は、個人消費を中心に下振れているが、2025 年度は概ね不変である。消費者 物価(除く生鮮食品)の前年比については、2024 年度が上振れているが、2025 年度は 概ね不変である。
- リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定 行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い。そのもとで、金融・為替 市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2024年度以降、概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2024年度は上振れリスクの方が大きいが、その後は概ね上下にバランスしている。

¹ 本基本的見解は、4月 25、26 日開催の政策委員会・金融政策决定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。 海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出は 横ばい圏内の動きとなっている。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動 きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響 もあって減少している。企業収益は改善しており、業況感は良好な水準を維持 している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所得 環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メー カーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移し ている。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きと なっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者 物価(除く生鮮食品)の前年比をみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価 格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の 緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばとなっている。予想物価上昇 率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し2

(1)経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかに成長していくもとで、 緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが 徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

2025年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2023年度は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって、個人消費を中心に下振れており、2024年度も、前年度後半の下振れが大きかった影響もあって幾分下振れている。2025年度は概ね不変である。

家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなってくるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もっとも、こ

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

のことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。 そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくと みられ、雇用者所得は増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費 は、当面は、物価上昇の影響を受けつつも、賃金上昇率の高まりやマインドの 改善などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。政府によるガソリン代 の負担緩和策の継続や所得税・住民税減税なども、個人消費を下支えすると考 えられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、海外経済が緩やかに成長していくにつれて、グローバルな IT 関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと考えられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善傾向をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。

この間、公共投資は、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

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

(2)物価の中心的な見通し

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024年度に2%台後半となったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。 既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、2025年度

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

にかけては、このところの原油価格上昇の影響や政府による経済対策の反動が 前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調 的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が 引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高 まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的 な水準で推移すると考えられる。

2025年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、 2024年度が、このところの原油価格上昇の影響などから上振れているが、 2025年度は概ね不変である。

消費者物価(除く生鮮食品)の見通しは、原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、昨年度までの消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を押し下げる方向に作用してきた。2024年度と2025年度については、負担緩和策の段階的な縮小・終了が、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が徐々に減衰することから伸び率が低下したあと、2%程度で推移するとみられる。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、見通し期間終盤にかけては、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まり、賃金の上昇圧力は強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の賃金・価格設定行動には、

従来よりも積極的な動きがみられており、本年の春季労使交渉では、昨年を上回るしっかりとした賃上げが実現する可能性が高い。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも強まってきている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動が変化するもと、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみられる。

これらの点検を踏まえると、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを受けて徐々に高まり、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。もっとも、こうした見通しには引き続き不確実性があり、企業の賃金・価格設定行動などを丁寧に確認していく必要がある。

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、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米欧の物価上昇率は振れを伴いつつも低下傾向をたどっており、各国中央銀行からは、先行きの利下げを示唆する動きも窺われる。もっとも、依然として世界的にインフレ圧力は残存しており、賃金上昇等を介してインフレ率が高止まりする場合には引き締め的な金融政策運営が長引くリスクがあるほか、これまでの利上げが急速であっただけに、その影響がラグを伴いつつ、実体経済面・金融面にどのように及ぶかについても不確実性がある。これらのリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。また、中国経済についても、労働市場や不動産市場における調整圧力が残るなか、先行きの持ち直しペースを巡る不確実性が高いほか、一部の財における在庫調整圧力が海外経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

第2に、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向である。資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。また、輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進むもとで、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、資源・穀物価格が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目でみたリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。

(2)物価のリスク要因

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

第1に、企業の賃金・価格設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。本年の春季労使交渉では、労働需給が引き締まり、人材確保の必要性も意識されるもとで、高めの賃上げ率が実現することが見込まれる。賃金に物価動向を反映する動きは強まってきているが、今後、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるかには、引き続き不確実性がある。中心的な見通しで

は、賃金と物価の好循環が引き続き強まっていくことを想定しているが、中小企業を中心に賃金上昇の価格転嫁は容易ではないとの声も多く聞かれており、販売価格の上昇が限られる可能性もある。わが国では長期にわたり賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきただけに、先行き、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとで、賃金上昇分を含め販売価格への転嫁の動きが弱まることがないかも注視していく必要がある。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、労働需給が引き締まっていくもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。世界的なインフレ率の動向や為替相場の変動といった点も含め、それらがわが国物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2 つの「柱」 による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

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、2024年度に2%台後半となったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、<u>第2の柱</u>、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。わが国経済・物価を巡る不確実性は上下双方向で引き続き高く、

⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政 策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」(2013年1月22日)参照。

金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、2024年度以降、概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2024年度は上振れリスクの方が大きいが、その後は概ね上下にバランスしている。

金融面のリスクについてみると、株価がやや速いペースで上昇する局面がみられたほか、不動産市場の一部に割高感は窺われるものの、全体としてみれば、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある5。

金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い。以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」(2024年4月)を参照。

(参考)

2023~2026 年度の政策委員の大勢見通し

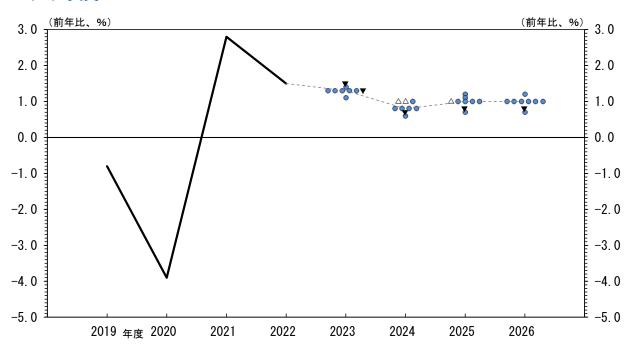
――対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023 年度	+1.3 ~ +1.4 <+1.3>	+2.8	+3.9
1月時点の見通し	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+2.8 ~ +2.9 <+2.8>	+3.7 ~ +3.9 <+3.8>
2024 年度	+0.7 ~ +1.0 <+0.8>	+2.6 ~ +3.0 <+2.8>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 <+1.2>	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
2025 年度	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2026 年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.1 <+2.1>

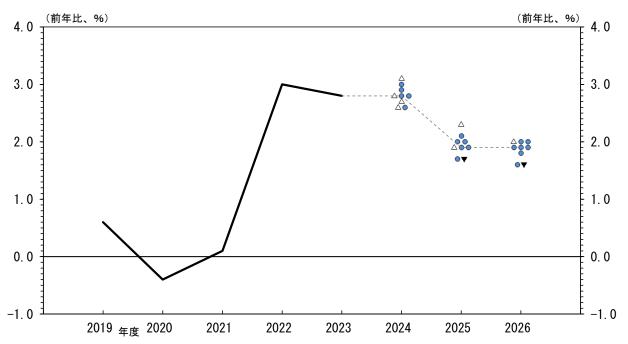
- (注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値 を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限 を意味しない。
- (注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。
- (注3) 2023 年度の消費者物価指数は、実績値。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

【背景説明】6

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられる が、緩やかに回復している。

実質GDPは、2023年7~9月に前期比-0.8%(年率-3.2%)と減少したあと、10~12月は同+0.1%(同+0.4%)となり、2四半期ぶりのプラス成長となった(図表1)。個人消費が前期から小幅に減少したものの、設備投資がはっきりとした増加となった。このほか、サービス輸出の大型案件もあって、輸出も大幅に増加した。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、10~12月は、製造業の稼働率の回復を主因に前期から幾分改善している(図表2)。

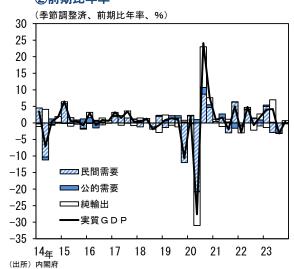
その後の月次指標や高頻度データをみると、一部に弱めの動きもみられるが、景気の回復傾向は続いていると考えられる。企業部門では、輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、横ばい圏内の動きとなっている。生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している。企業収益は改善しており、業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にあり、3月短観の設備投資計画をみると、2023年度の着地見通しが前年比+10%程度のはっきりとしたプラスとなったあと、2024年度の当初計画もしっかりとしたプラスとなった。家計部門では、

図表1:実質GDP

①水準



②前期比年率



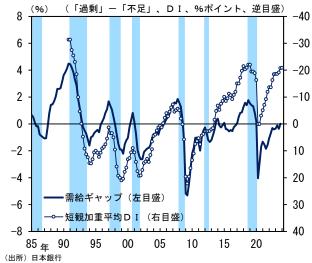
^{6 4}月 25、26 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で 決定された「基本的見解」について、その背景を説明する ためのものである。

雇用・所得環境は緩やかに改善している。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響に加え、 一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している。

わが国経済の先行きを展望すると、海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる⁷。前回の展望レポート時点と比較すると、2023 年度は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって、個人消費を中心に下振れている。2024 年度は、2023 年度後半の下振れにより、2023 年度から2024 年度にかけての発射台――いわゆる統計上の「ゲタ」――が下振れることから、幾分下振れている。2025 年度は、概ね不変である。

潜在成長率は、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下などは引き続き進んでいるものの、全要素生産性(TFP)の伸び率が緩やかに高まっているもとで、足もとでは0%台後半で推移しているとみられる(図表3)。先行きについては、就業者数の増加余地は縮小していくものの、①デジタル化の進展やそれに伴う資源配分の効率化、人的資本投資の拡大などを背景に、TFPの伸びが続くもとで、②働き方改革の影響一巡を受けて労働時間が減少から下げ止まりに向かい、③資本ストックも伸びを高めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうし

図表2:需給ギャップ



- 主) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 - 2 短親加重平均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。

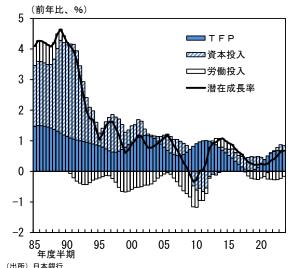
⁷ 政府は、2023 年3月に「物価高克服に向けた追加策」を、11月に「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を、それぞれ策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

た動きを後押しすると考えられる8。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、 2024 年度は、海外経済が緩やかに成長し、緩和 的な金融環境が継続するもとで、経済対策の効果 もあって、緩やかな回復を続けるとみられる。財 輸出は、海外経済が緩やかに成長していくもとで、 緩やかに増加すると見込まれる。インバウンド需 要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、 緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続け るとみられる。家計部門では、内外需要の増加を 背景に雇用が増加していくほか、本年の春季労使 交渉の結果を反映する形で賃金も高めの伸びを続 けることから、名目雇用者所得は増加を続けると 見込まれる。また、政府によるガソリン代の負担 緩和策の継続や所得税・住民税減税なども、可処 分所得を上押す方向に働くとみられる。こうした もとで、個人消費は、物価高の影響を受けつつも、 緩やかに増加していくと考えられる。

2025~2026 年度は、内外需ともに増加するもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。財輸出は、海外経済が成長を続けるもとで、緩やかに増加すると見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素関連投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を中心に増加を続けるものの、資本ストックの調

図表3:潜在成長率



(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2023年度下半期は、2023/4Qの値。

⁸ ただし、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってみておく必要がある。例えば、労働面では、人口動態の変化が進むもとで、女性や高齢者を含め、感染症や賃金・物価上昇の経験も踏まえて、先行きどのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、感染症の経験や人手不足を背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みの進展などは、経済・産業構造を変化させるとみられるが、それに向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについて、引き続き不確実性が高い。

整圧力が下押しに働くこともあって、そのペースは幾分鈍化すると考えられる。家計部門では、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給は徐々に見込みにくくなっていくものの、賃金・物価の相互連関がさらに強まるもとで賃金が高めの伸びを続け、名目雇用者所得は、着実な増加を続けると見込まれる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとみられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとで、横ばい圏内の動きとなっている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している。

先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると 予想される⁹。政府消費は、医療・介護費の趨勢的 な増加を受けて、緩やかな増加が続くと考えられ る。

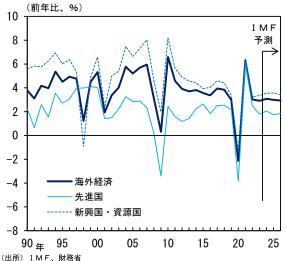
(海外経済)

海外経済は、回復ペースが鈍化している(図表5)。やや詳しくみると、米国経済は、利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速傾向が続いているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、ASEAN経済は、内需の改善が続くなか、輸出が下げ止まっており、緩やかに改善している。NIEs経済は、内需の改善ペースが鈍化してい

図表4:公共投資



図表5: 海外経済見通し



(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。2024年以降はIMF予測(2024/4月時点)。 先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

^{9 2020} 年 12 月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策 (事業規模15兆円程度を目途)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021~2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2023年11月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

るものの、IT関連財を中心に輸出が持ち直すも とで、緩やかに改善している。

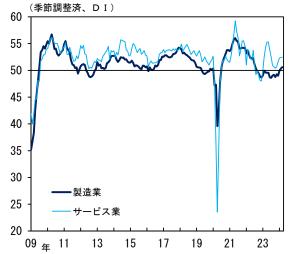
以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみ ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点とな る 50 をはっきりと上回っている。製造業は、こ れまで 50 を下回っていたが、足もとでは幾分改 善し、50 近傍となっている(図表6)。

先行きの海外経済は、回復ペースが鈍化した状 態から徐々に脱し、緩やかに成長していくとみら れる。当面の動きを地域別にみると、米国経済は、 引き続き、底堅く推移するとみられる。中国経済 は、政策面の下支えにより、減速局面を徐々に脱 していくとみられる。欧州経済は、減速傾向が続 くとみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、 外需が持ち直していくもとで、緩やかな改善を続 けるとみられる。

(輸出入)

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受 けつつも、横ばい圏内の動きとなっている(図表 8)。地域別にみると(図表9)、米国や欧州向け は、振れを伴いつつも高めの水準で推移している。 中国向けは、半導体製造装置などが増加するもと で、緩やかに持ち直している。NIEs・ASE AN等向けは、グローバルなIT関連財の調整進 捗を背景に、下げ止まりつつある。財別にみると (図表 10)、自動車関連は、一部自動車メーカー の生産・出荷停止の影響や中国での販促効果の一 巡などから、足もとでは減少している。資本財は、 半導体製造装置が中国向けを中心に増加する一方、 船舶が減少したことなどから、均してみれば横ば い圏内で推移している。情報関連は、車載向けり チウムイオン蓄電池が弱めの動きとなっているも のの、グローバルな I T関連財の調整進捗を背景

図表6:グローバルPMI



- (出所) Copyright © 2024 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.
- (注) 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業 P.M.I.。サービス業は、J.P. Morgan グローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表7:実効為替レ



(注) 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。

図表8:実質輸出入



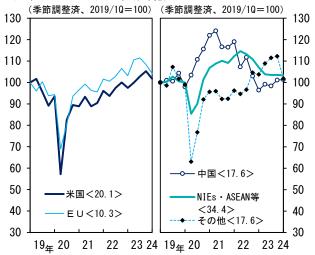
に、下げ止まりつつある。この間、中間財は、中 国の不動産市場の弱さなどを受けて、低めの水準 で推移している。

先行きの輸出は、海外経済が緩やかに成長していくにつれて、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込まれる。

輸入は、中東情勢の緊迫化を受けた、欧州から の船舶の航行時間長期化などの影響から、足もと では大きめに減少している(図表8)。

先行きの輸入は、国内需要や輸出の増加に伴う 誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向を たどるとみられる。

図表9:地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2023年通関輸出額に占める各国・地域の

2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表10:財別実質輸出



(注)日本銀行スタッフ算出。< >内は、2023年通関輸出額に占める各財のウエイト。

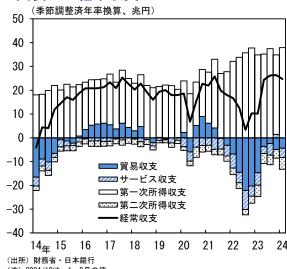
(対外収支)

名目経常収支は、高水準で推移している(図表 11)。貿易収支は、ひと頃よりも赤字幅をはっきり と縮小し、小幅の赤字となっている。サービス収 支は、インバウンド需要の回復を受けて旅行収支 が黒字で推移している (図表 12) ものの、デジタ ル関連の支払が振れを伴いつつも高水準で推移す るもとで、小幅の赤字基調が続いている。この間、 第一次所得収支は、高水準の黒字が続いている。

先行きの名目経常収支は、第一次所得収支が緩 やかに黒字幅を拡大していくもとで、財輸出の増 加などから貿易収支の赤字幅が緩やかに縮小する ほか、インバウンド需要の増加に伴ってサービス 収支の赤字幅も縮小していくことから、緩やかな 改善傾向をたどると見込まれる。

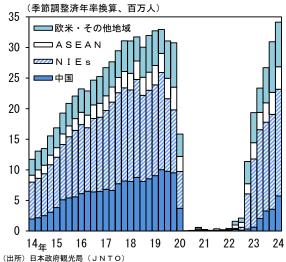
貯蓄投資バランスをみると、わが国経済全体の 貯蓄超過幅は、財政収支の改善ペースが民間部門 の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩 やかな拡大傾向をたどると考えられる(図表 13)。

図表11:経常収支



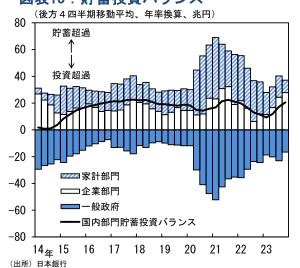
(注) 2024/10は、1~2月の値。

図表12:入国者数



(注) 欧米・その他地域は、季節調整誤差を含む。

図表13:貯蓄投資バランス



(鉱工業生産)

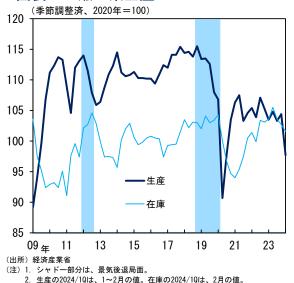
鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動き となっているが、足もとでは、一部自動車メーカ 一の生産・出荷停止の影響もあって減少している (図表 14)。主な業種についてみると、「輸送機械」 は、車載向け半導体の供給制約は解消したものの、 一部自動車メーカーの牛産・出荷停止の影響から、 足もとでは大きく減少している。「はん用・生産用・ 業務用機械」は、半導体製造装置に底打ち感がみ られるものの、建設機械の需要に一服感がみられ ることに加え、自動車の減産の影響などもあって、 足もとでは減少している。「電気・情報通信機械」 も、車載向けリチウムイオン蓄電池が弱めの動き となっていることに加え、自動車の減産の影響か ら、足もとでは減少している。「電子部品・デバイ ス」は、在庫調整が進捗するもとで、下げ止まっ ている。この間、「化学(除く医薬品)」は、中国 の不動産市場の弱さや化粧品の弱さなどを受けて、 低水準で推移している。

先行きの鉱工業生産は、海外経済が緩やかに成 長していくにつれて、グローバルな I T関連財の 持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込 まれる。

(企業収益)

企業収益は、改善している。法人企業統計の経 常利益 (全産業全規模ベース) をみると、2023 年 10~12 月は、一部先での海外子会社からの配当 減少などから、小幅の減益となったが、引き続き 改善傾向を維持している(図表15)。業種別・規 模別の経常利益をみると、製造業について、大企 業は、価格転嫁の進展などから、営業利益段階で は小幅の増益となったものの、前期にみられた一 部先での海外子会社からの大口配当の剥落などを

図表14:鉱工業生産



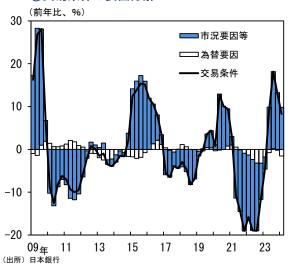
図表15:企業収益関連指標

①売上高と経常利益



- (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
 - 2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く 3. シャドー部分は、景気後退局面。

②交易条件の要因分解



- 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される 部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の 乖離から算出。
 - 2. 交易条件=輸出物価指数 (円ベース) ÷輸入物価指数 (円ベース)

受けて減益となった。中堅中小企業は、前期から 概ね横ばいとなった。非製造業について、大企業 は、情報通信におけるデジタル関連の売上増加な どを受けて営業利益段階では増益となったものの、 市況下落に伴い海運等で海外子会社からの配当金 が減少したことなどから若干の減益となった。中 堅中小企業は、個人消費の伸び悩みを映じて小売 やサービスなどで減益となった。

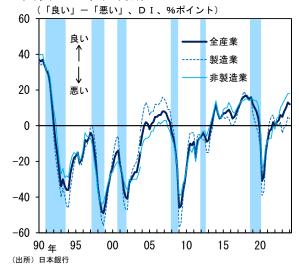
企業の業況感は、良好な水準を維持している。 短観の業況判断 D I をみると、3月は、幾分悪化 したものの、全体として良好な水準を維持してい る (図表 16)。業種別にみると、製造業は、一部 自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などから、 幾分悪化した。悪化した業種をみると、自動車減 産の影響により、輸送機械が悪化したほか、関連 業種である鉄鋼や非鉄金属の悪化にも波及した。 一方、改善した業種をみると、価格転嫁の進展に より、食料品やはん用機械、窯業・土石製品が改 善した。また、化学では、グローバルな I T 関連 需要の持ち直しが改善方向に作用した。非製造業 は、経済活動の回復やインバウンド需要の増加、 価格転嫁の進展から、個人消費関連業種を中心に 幅広い業種で改善を続けた。一方、物品賃貸(リ ース) や対事業所サービス(中小企業) では人件 費の上昇や人手不足感の強まりが、電気・ガスで はコスト高が、それぞれ業況の悪化に寄与した。

企業収益の先行きを展望すると、内外需要が緩 やかに増加するなか、価格転嫁の進展もあって、 改善傾向をたどると見込まれる。

(設備投資)

設備投資は、緩やかな増加傾向にある(図表 17)。 機械投資の一致指標である資本財総供給は、デジ タル・省力化関連の資本財需要が堅調なものの、

図表16:業況判断



- (注) 1. 短観の業況判断 D I (全規模ベース)。2003/12月調査には、調査の枠組み 見直しによる不連続が生じている。
 - 2. シャドー部分は、景気後退局面。

一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などから、足もとでは大幅に減少している。建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、物流施設や都市再開発案件などの進捗はみられるものの、建設資材高などを背景に投資を先送りする動きもみられるなかで、大型案件の剥落などもあって、このところ弱めの動きとなっている。

機械投資の先行指標である機械受注は、ひと頃 よりは水準を切り下げているものの、引き続き高 めの水準で推移している (図表 18)。 業種別にみ ると、製造業では、一部業種における大型案件の 剥落が下押し方向に作用しているものの、グロー バルなIT調整の影響もあって弱めの動きが続い てきた電気機械・情報通信機械が下げ止まりつつ ある。非製造業は、デジタル・省力化関連が増加 基調をたどるなか、大型案件による振れを伴いつ つも、緩やかに増加している。建設投資の先行指 標である建築着工・工事費予定額(民間非居住用) は、物流施設の建設や再開発案件が引き続きみら れるなか、工場の新設・増設などもあって、この ところ大幅に増加している。3月短観における設 備投資計画をみると(図表 19)、GDPの概念に 近い「全産業全規模+金融機関」の、土地投資を 除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、 2023 年度は前年比+10.4%と、前回 12 月調査 時点からは下方修正されたものの、製造業・非製 造業ともに、大幅なプラスでの着地が見込まれて いる。また、2024年度は、同じベースで前年比+ 4.9%と、3月時点としては例年対比高めの増加 計画となっている。

先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向をた どるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増 加傾向を続けると予想される。見通し期間終盤に かけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調

図表17:設備投資一致指標



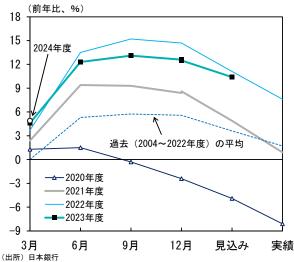
(出所)内閣府、経済産業省、国土交通省 (注)1.2024/10は、1~2月の値。

建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが賃出。

図表18:設備投資先行指標



図表19:設備投資計画の修正パターン



(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. 2021/12月調査および2023/12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。

整圧力を受けて減速しつつも、景気循環とは独立 した投資の増加もあって、増加を続けると見込ま れる(図表 20)。見通し期間を通じてみた具体的 な投資案件としては、①内外需要の増加に誘発さ れた投資に加えて、②人手不足対応の省力化・効 率化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報 関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建 設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設 投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投 資、⑤政府支援も背景とした、サプライチェーン 強靱化等を企図した半導体関連の投資等が考えら れる。

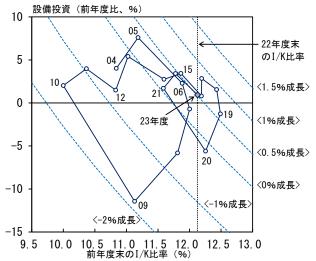
(雇用・所得環境)

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある(図表 21)。非正規雇用は、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。一人当たり労働時間は、平日数による振れを均せば、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、低水準で推移している(図表 22)。有効求人倍率は、経済活動正常化や実質所得の減少に伴う高齢者などの求職者数の増加もあって幾分弱めの動きが続いてきたが、足もとでは横ばい圏内で推移している(図表 23)。この間、労働力率は、振れを均してみると、女性を中心に緩やかな上昇基調にある(図表 22)。

先行きの雇用者数については、情報通信などの 人手不足業種を中心に正規雇用が緩やかに増加す るとみられるほか、内外需要の増加に伴い、対面 型サービス業などを中心に非正規雇用の増加も続 くと予想される。ただし、これまで女性や高齢者

図表20:資本ストック循環図



(出所) 内閣府

(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。 Iは設備投資、Kは資本ストック。2023年度は、2023/2~40の値。

図表21: 就業者数



(注) 2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。2024/1Qは、1~2月の値。

図表22:失業率と労働力率



の労働参加が相応に進んできたなかで、人口動態 の変化も反映して労働供給が増えにくくなること もあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していく とみられる。こうしたもとで、先行きの失業率は、 緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

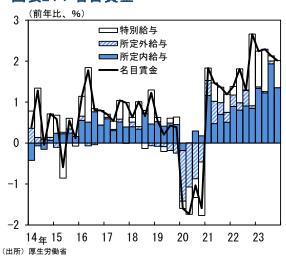
賃金面をみると、一人当たり名目賃金の前年比 は、経済活動の回復や昨年の春季労使交渉の結果 を反映して、緩やかに増加している (図表 24) 10。 内訳をみると、所定内給与は、緩やかな増加を続 けている(図表 25)。このうち、一般労働者の所 定内給与は、労働時間の変動等による振れを伴い つつも、高い伸びとなった昨年の春季労使交渉の 結果を受けて、前年比で2%程度の伸びが続いて いる。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、 労働需給の引き締まった状態が続くもとで、最低 賃金の引き上げもあって、足もとでは3%程度の 高い伸びを続けている。所定外給与は、このとこ ろ横ばい圏内で推移している。特別給与の前年比 は、前年、一部企業における物価上昇を受けた一 時金(いわゆる「インフレ手当」)の支給で高い伸 びとなったあとでも、はっきりとした増加となっ ている。

先行きの賃金動向を展望すると、まず、本年の 春季労使交渉では、高い伸びとなった昨年をさら に大きく上回る賃金改定率(ベースアップ)で着 地することが見込まれる¹¹。これを受けて、所定 内給与は、夏場にかけてはっきりと伸びを高める とみられる。また、2025年度以降も、女性や高齢 者による労働参加ペースの鈍化もあって労働需給 が引き締まった状態が続くもとで、物価上昇も反

図表23: 求人倍率



図表24:名目賃金



(注) 1. 各四半期は、1Q:3~5月、2Q:6~8月、3Q:9~11月、4Q:12~2月。 2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

図表25: 所定内給与の要因分解



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

¹⁰ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

¹¹ BOX2では、本年の春季労使交渉の動向をまとめている。

映する形で、しっかりとした増加が続くと考えら れる。所定外給与は、内外需要の増加を反映して 緩やかに増加していくとみられる。特別給与は、 企業収益が改善傾向をたどるもとで、増加が続く と予想される。以上を総合すると、一人当たり名 目賃金は、はっきりとした増加が続くとみられる。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を 反映して、名目ベースでは改善している(図表 26)。 実質ベースでは、物価上昇率の低下と名目所得の 改善が相まって、マイナス幅の縮小傾向が続いて いる。先行きの名目雇用者所得は、名目賃金の伸 び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続け ると考えられる。こうしたもとで、実質ベースで も、エネルギー価格の影響を受けつつも、徐々に プラスに転化していくと見込まれる。

(家計支出)

個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メー カーの出荷停止による自動車販売の減少などがみ られるものの、底堅く推移している¹²。

わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、 各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅 行収支調整済) ¹³をみると、2024 年1~2月の 2023 年 10~12 月対比は、暖冬による暖房器具 や電気代・燃料等の支出の減少に加えて、一部自 動車メーカーの生産・出荷停止の影響から新車販 売台数が大きく落ち込んだこともあって、小幅に 減少した(図表 27、28)。その後の個人消費の動 向について、各種の高頻度データや業界統計、企 業からのヒアリング情報などから窺うと(図表

図表26:雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省

- 各四半期は、10:3~5月、20:6~8月、30:9~11月、40:12~2月。
 - 雇用者所得=名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査)
 - 毎月勤労統計の2016/1Q以降は、共通事業所ベース
 - 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。

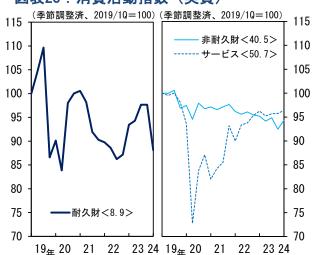
図表27:実質個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府等

- 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)。2024/10は、1~2月の値
 - 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費 支出デフレーターを用いて実質化。

図表28:消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等

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

¹² BOX1では、個人消費の現状と先行きについてまとめ ている。

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

29)、こうした一時的な下押し要因を除いてみれば、物価上昇の影響を受けるもとでも、所得環境の改善もあって、底堅く推移しているとみられる。

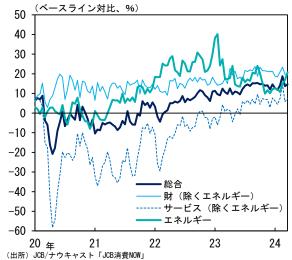
形態別にみると、耐久財消費は、大幅に減少したあと、足もとでは幾分持ち直しているとみられる(図表 28)。乗用車の新車販売台数は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などから1~2月に大幅に減少したあと、足もとにかけて小幅に反発しているとみられる。家電販売額は、感染症拡大下で需要の前倒しがみられた反動に加え、暖冬によるエアコンなどの暖房器具の販売不振もあって、弱めの動きが続いている。

非耐久財消費(飲食料品・衣料品等)は、物価高の影響に加えて、暖冬により冬物衣料の販売や電気代・燃料等の支出に弱さがみられたことなどから、減少傾向をたどっている。ただし、足もとでは、気温上昇等を受けて衣料品などに動意がみられている模様であるほか、この間の株価上昇もあって、百貨店では富裕層の高額消費が好調となっている。

サービス消費は、伸びを鈍化させながらも基調としては緩やかに増加している(図表 28、29)。 外食は、物価高の影響に加え、消費者の生活様式の変化の影響や営業時間・店舗数の制約から伸びを鈍化させつつも、緩やかな増加基調にある。国内旅行は、旅行需要の回復を受けて高めの水準で推移している。海外旅行は、割高感がみられるもとで、回復に一服感がみられている。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表30)、消費者の先行きに対する意識を調査する消費者態度指数は、ひと頃と比べて物価上昇のペースが落ち着いていることに加え、名目所得の増加期待などを受けて、このところ改善が続いている。

図表29:カード支出に基づく消費動向



- (注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。ベースラインは、2016~2018年度の 当該半日の平均。
 - 総合とサービスは、通信を除く。エネルギーは、燃料小売業および電気・ガス 熱供給・水道業。日本銀行スタッフ算出。

図表30:個人消費関連のマインド指標



図表31:平均消費性向



(注) 平均消費性向=家計最終消費支出÷可処分所得等 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。 企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断 D I (家計動向関連)は、個人消費が底堅く推移するもとで、判断の基準となる 50 近傍で推移している。

先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を 受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、 政府による経済対策(所得税・住民税減税等)の 効果もあって、緩やかに増加していくと予想され る。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、 緩やかな増加を続けると考えられる。先行きの消 費性向は、経済対策の影響による振れを伴いなが らも、徐々に感染症拡大前の平均的な水準に戻っ ていくと想定している(図表 31)。

住宅投資は、弱めの動きとなっている(図表 32)。 住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、住宅価格の上昇を受けて減少傾向をたどっている。先行きの住宅投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇や人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表32: 住宅投資

(注) 2024/10は、1~2月の値。



2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状をみると、国内企業物価(夏季電力 料金調整後)の前期比は、既往の資源高の影響が 和らぐなか、足もとでは小幅のプラスとなってい る(図表33)。企業向けサービス価格(除く国際 運輸)の前年比は、経済活動の回復や人件費上昇 等を背景に、2%程度の伸びを続けている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、 既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響 は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けた サービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足も とは2%台半ばとなっている(図表34)。

除く生鮮食品・エネルギーについて、全国旅行 支援等の一時的な要因を除いたベースの前年比は、 前年の値上げの影響の一巡などから、プラス幅を 着実に縮小している(図表35)14。内訳をみると、 財は、前年の値上げの影響が一巡し、ひと頃より も原材料コストの価格転嫁圧力が減衰するもとで、 幅広い品目でプラス幅を縮小している。一般サー ビスは、外食や家事関連サービス(住居工事等) 等を中心に、ひと頃よりも原材料コストの価格転 嫁圧力が減衰するもとで、プラス幅を幾分縮小し ている。ただし、補習教育や習い事の月謝等では、 人件費の上昇を価格に転嫁する動きが緩やかに進 んでいる。この間、宿泊料では、高めの伸びが続 いている。公共料金は、前年の火災・地震保険料 の引き上げの反動などが現れている一方、鉄道料 金等の値上げがみられていることから、足もとで は横ばいとなっている。

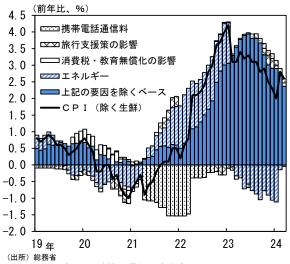
図表33:物価関連指標

			(前年比	, %)
	23/2Q	23/3Q	23/40	24/1Q
消費者物価指数(CPI)				
除く生鮮	3. 3	3.0	2. 5	2. 5
一時的な要因を除く	3. 3	2. 9	2. 1	2. 3
除く生鮮・エネルギー	4. 2	4. 3	3.8	3. 2
一時的な要因を除く	4. 3	4. 2	3. 4	3.0
国内企業物価指数(前期比)	-0. 2	-0. 1	0. 3	0. 5
企業向けサービス価格指数	2. 1	2. 3	2. 5	2. 1
GDPデフレーター	3. 7	5. 2	3. 9	
内需デフレーター	2. 7	2. 5	2. 1	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

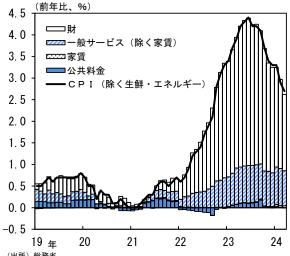
- (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く 国際運輸。
 - CPI (一時的な要因を除く) は、携帯電話通信料、旅行支援策の影響を除いた 日本銀行スタッフによる試算値。

図表34: CPI (除く生鮮)



- エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
 - 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も 加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表35: CPI (一時的な要因を除く)



- (出所) 総務省
- 公共料金(除くエネルギー)=「公共サービス」+「水道料」
 - CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

^{14 「}一時的な要因を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生 鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・ 教育無償化政策、②旅行支援策、③携帯電話通信料の影響 を除いたベース。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するための指標をみると(図表 36) ^{15, 16, 17}、刈込平均値は、前年の値上げの影響が一巡するもとで、2%台前半のプラスとなっている。最頻値や加重中央値は、それぞれ、2%程度、1%台前半となっている。除く生鮮食品を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、「上昇」超幅は緩やかに縮小している(図表 37)。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%程度となっている(図表33)。内訳をみると、個人消費デフレーターの前年比は、2%台後半となっている。設備投資等のデフレーターは、伸び率が緩やかに縮小している。GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターが幾分鈍化しつつも高めの伸びを続けるもとで、既往の原油価格高の影響の減衰などを反映して輸入デフレーターが前年比マイナスとなっていることから、足もとでは4%程度となっている。

(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

図表36:各種コアインフレ率指標



(注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く)を用いて 日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も 除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表37:上昇・下落品目比率



(出所)日本銀行、総務省

¹⁵ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、 品目別価格変動分布の両端の一定割合(上下各 10%)を機 械的に控除した値。最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。加重中央値とは、価格上 昇率の高い順にウエイトを累積して 50%近傍にある値。各 指標とも、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援 策の影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

¹⁶ 最頻値については、ここでは、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率と定義している。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとで、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化している。そのため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

¹⁷ 今次局面における「物価の基調」の捉え方については、 BOX4を参照。

⁽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、 消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く)。日本銀行 スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた 日本銀行スタッフによる試算値。

昇率を規定する主な要因について点検する。第 1 に、マクロ的な需給ギャップについては、見通し期間終盤にかけて、プラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(図表 2、38)。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やか に上昇している(図表39)。短観における企業の 物価全般の見通しも高水準となっている。適合的 予想形成の強いわが国において、これまでの物価 上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想 物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の 賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動 きがみられており、本年の春季労使交渉では、昨 年を上回るしっかりとした賃上げが実現する可能 性が高い。また、賃金の上昇を販売価格に反映す る動きも強まってきている。先行きについては、 需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設 定行動が変化するもと、予想物価上昇率は緩やか に上昇していくと考えられる。こうしたもと、物 価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃 金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、 賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみ られる。

第3に、輸入物価の前年比は、既往の資源高の減衰によりマイナスが続いていたが、それが一巡し、足もとではゼロ%近傍の動きとなっている(図表41、42)。最終需要・中間需要物価指数(FD-ID指数)をみると、川上に位置する「ID指数(ステージ1)」は、昨年秋頃と比べると水準を切り下げているものの、その後の原油価格の上昇や為替円安を受けて、このところ小幅に上昇している(図表43)。「ID指数(ステージ2)」は、緩やかな上昇傾向が続いている。もっとも、相対的に川下に位置する「ID指数(ステージ3~4)」は、横ばい圏内の動きが続いており、ひと頃と比

図表38: CPIと需給ギャップ



- (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
 - 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表39:予想物価上昇率

①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、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・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)。

2BEI



(出所) Bloomberg

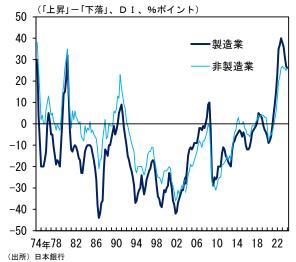
(注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に 発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動 国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。 べると、既往の輸入物価上昇を起点とした消費者 物価の押し上げ圧力は弱まっている。

この間、エネルギー価格(ガソリン・電気代等)の前年比は、政府のガソリン・電気・ガス代の負担緩和策によってマイナスが続いてきたが、足もとでは、電気・ガス代の割引が、価格を押し下げる方向に寄与しているものの、前年対比で補助が縮小していることなどから、ゼロ%近傍となっている¹⁸。先行きについては、このところの原油価格上昇の影響が前年比を押し上げる方向に作用するほか、政府による負担緩和策が段階的な縮小を経て終了することを前提とすれば、前年の押し下げ効果の反動が現れることから、前年比で大きめのプラスとなる可能性が高い^{19,20}。こうした反動の影響が一巡したあとは、先物市場の動向を踏まえると、小幅のマイナスで推移すると想定される。

(物価の先行き)

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの 消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年 比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁

図表40:販売価格判断

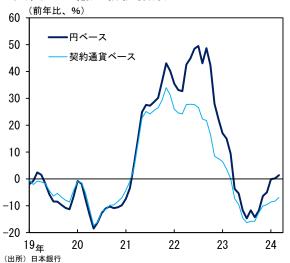


(注) 短観の販売価格判断DI。全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み

図表41:国際商品市況



図表42:輸入物価指数



¹⁸ エネルギーに関する政府の経済対策をみると、燃料油補助金については、ガソリン価格が基準価格(168円)を超えている間、石油元売・輸入事業者に価格の急激な上昇を抑える原資として補助金を支給する政策が導入されている。同補助金について、政府は、2023年1月以降、段階的に縮小したあと、原油価格の再上昇を受けて、9月上旬から規模を拡大する形で見直した。電気代については、負担緩和策によって、2023年2~9月の間は1kWhあたり7円(標準的な世帯で2割程度の引き下げ)、2023年10月以降は同3.5円が割り引かれている(検針月ベース)。また、都市ガス代についても、概ね同様の負担緩和策が導入されている。

¹⁹ 政府は、燃料油補助金については2024年4月末までとしていた期限を一定期間延長し、電気・ガス代の負担緩和策については2024年5月まで現行の割引率を続けたあと、6月に割引率を半減させ、同月末で終了する(検針月ベース)との方針を示している。

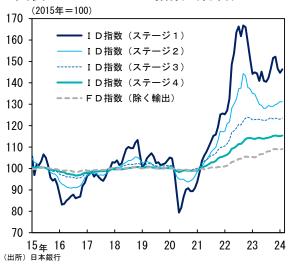
²⁰ 再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き上げも、 2024 年度のエネルギー価格の押し上げに作用する見通し。

の影響が徐々に減衰することからプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、緩やかに上昇率を高め、2%程度で推移していくとみられる(図表 44)²¹。

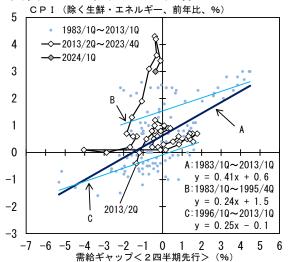
前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024年度に2%台後半となったあと、2025年度および 2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。見通し期間の前半については、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、このところの原油価格上昇の影響や政府の経済対策の反動が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。その後は、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の動きを映じて2%程度で推移すると予想される。

ただし、賃金と物価の連関が強まり、基調的な物価上昇率が高まっていくかについては、引き続き不確実性があると考えられる。本年の春季労使交渉では高めの賃上げ率が実現すると見込まれるが、今後、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるか、注視していく必要がある。一方で、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、労働需給が引き締まっていくもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価ともに上振れていくことも考えられる。

図表43: FD-ID指数(総合)



図表44:フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

²¹ BOX3では、消費者物価を巡る最近の動きに関して、 賃金と物価の相互連関の現状を整理している。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

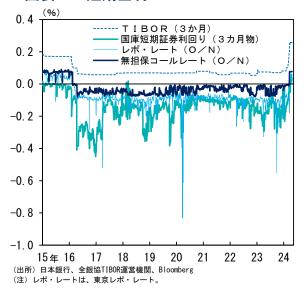
わが国の金融環境は、緩和した状態にある22。

短期金利をみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで-0.1~0%の範囲で推移したあと、3月の金融政策決定会合における金融政策の枠組みの見直し以降は、0~0.1%の範囲で推移している(図表 45)。ターム物金利は、上昇している。

企業の資金調達コストは、足もとでは上昇しているが、なお低水準で推移している(図表 46)。 貸出金利(新規約定平均金利)は、2月まで、きわめて低い水準で推移した。なお、3月以降、短期の貸出の基準金利は一部で上昇している。CPの発行金利は、足もとでは上昇しているが、なお低水準で推移している。社債の発行金利は、振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きとなっている。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している(図表 47)。短観のCP発行環境判断DIは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金繰りを短観のDIでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている(図表 48)。

図表45:短期金利

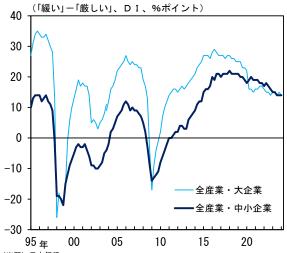


図表46:貸出金利とCP・社債発行利回り



- (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. 銀行貸出金利は、後方6か月移動平均。

図表47: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 D I。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。

²² BOX5では、金利面からみた金融緩和度合いの評価について考え方を整理している。

企業の資金需要面では、経済活動の回復や企業 買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。 こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3% 台半ばとなっている(図表 49)。CP・社債の発 行残高の前年比は、1%台後半となっている。

マネタリーベースの前年比は、1%台半ばとなっている。マネーストック(M2)の前年比は、 貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続く もとで、2%台半ばとなっている(図表 50)。

図表48:企業の資金繰り



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

図表49:貸出残高とCP・社債発行残高



(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター (注) 民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

図表50:マネーストック



(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などを受けて3月にかけて上昇傾向をたどった。もっとも、その後は、米国において金融引き締めの長期化が意識され、長期金利が大きく上昇するなか、中東における地政学的リスクの高まりもあって、多くの国で株価は下落に転じている。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、 堅調な経済指標などを受けて、とくに4月入り後 は金融引き締めの長期化が意識されたことから、 大きく上昇している(図表51)。欧州の長期金利 は、米国金利に連れる形で上昇している。わが国 の長期金利も、同様に、上昇している²³。

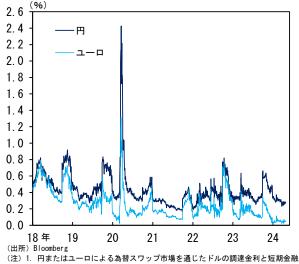
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、総じて低水準で推移している(図表 52)。

株式市場をみると、米国の株価は、堅調な経済 指標やハイテク関連の新技術の需要拡大に伴う成 長期待を背景に上昇したあと、足もとでは長期金 利の上昇や中東における地政学的リスクの高まり などを受けて下落に転じている(図表 53)。欧州 の株価は、米国株価に連れる形で、大きく上昇し たあと、下落している。わが国の株価は、米国株 価の上昇や堅調な企業決算を受けて大幅に上昇し たあと、足もとでは米国株価に連れる形で下落し ている。新興国の株価は、中国経済の持ち直しな どを背景に上昇したあと、米国金利の上昇などを 受けて下落している。

図表51:主要国の長期金利(10年物国債)



図表52:ドル資金調達プレミアム



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

図表53:主要株価指数



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

²³ BOX6では、国債買入れがイールドカーブに及ぼす影響について考察している。

³⁴

為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差などが意識されるもとで、振れを伴いつつも、ドル高・円安方向の動きとなっている(図表 54)。 円の対ユーロ相場も、振れを伴いつつも、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

(地価)

地価は、経済の回復を受けて、上昇している。 2024年の地価公示(1月1日時点)で地価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大している(図表55、56)。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大した。地方圏では、住宅地のプラス幅が横ばいとなった一方、商業地のプラス幅は拡大した。

以 上

図表54:ドル円・ユーロ円相場

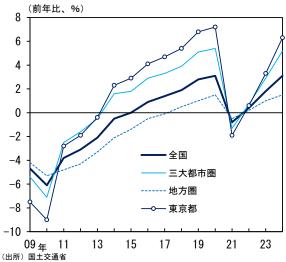


図表55:地価(住宅地)



- (注) 1. 公示地価ベース(1月1日時点)。
 - 2. 三大都市圏とは、東京圏(東京、神奈川、埼玉、干葉、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56:地価(商業地)



- (注) 1. 公示地価ベース(1月1日時点)。

(BOX1) 個人消費の現状と先行き

最近の個人消費をみると、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などの一時的な要因が下押しに作用している。また、物価上昇の影響については、実質所得の減少が長期化するなかで、家計の生活防衛意識は徐々に強まっているといえる。形態別では、値上げが続いた食料品等(非耐久財)の緩やかな減少が続いている(前掲図表 28)。消費者マインドは、後述の所得改善期待もあって、全体として緩やかに回復しているものの、相対的に、低所得層や高齢層で弱めの動きとなっている(図表 B1-1)。高齢層では、感染症拡大前と比較して、購入数量を抑制する動きが広がっている(図表 B1-2)。

もっとも、先行きの個人消費は、自動車販売な どの一時的な下押し要因が和らぐことに加え、以 下の要因から、緩やかに増加していくとみられる。

第1に、物価面については、既往の輸入物価上昇を起点とするコストプッシュ圧力の影響は、はっきりと減衰してきている。このところの原油価格上昇の影響には注意が必要であるが、当面、食料品価格などの前年比は、プラス幅を着実に縮小していくとみられ、この面からの消費下押し圧力は和らいでいくと考えられる。

第2に、所得面では、勤労者については、本年の春季労使交渉の結果が、夏場にかけて実際に支給される給与に反映され、名目賃金ははっきりと増加していくとみられる²⁴。年金受給者については、2024年度の年金改定率は2%台後半のプラス改定となっている。また、政府の経済対策による所得税・住民税の減税も、可処分所得を下支え

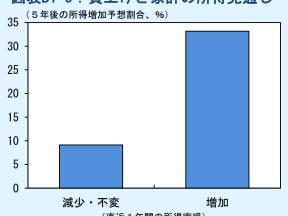


(注) 消費動向調査の暮らし向きDI (二人以上の世帯ベース)。各年間世帯収入・ 世帯主の年齢別の値を集計世帯数を用いて加重平均して算出。

図表B1-2:年齢別消費 (ベースライン対比、実質、%) 0 -2 -4 -6 □□2023/10月 -8 ■2024/1月 -10 25~64歳 65歳以上 25~64歳 65歳以上 財 サービス

(出所)総務省、JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」
 (注) 1. JCB消費NOWの一人当たり消費金額の系列をもとに、対応するCPIで実質化。
 2. ベースラインは、2016~2018年度の当該月の平均。

図表B1-3:賃上げと家計の所得見通し



(出所)連合総研 (直近1年間の所得実感)

(注) 「5年後の自身の賃金が、同じ会社の5年先輩の現在の賃金をかなり上回る・ やや上回る」と回答した人の割合。2023/4月調査の集計値。

²⁴ 2024 年の春季労使交渉については、BOX2も参照。

すると見込まれる。

加えて、2 年連続で高水準のベア率が実現する 見通しであることは、家計において「先行きも賃 金が上昇していく」という恒常所得の増加期待に つながり、個人消費を支えると期待される。この 点、家計に対するアンケート調査の個票を分析す ると、まず、足もとの所得が改善した家計では、 先行きも所得が増加すると予想する割合が高い (図表 B1-3)。そのうえで、先行きも所得改善が 続くとの見方が強まると、足もとの消費を押し上 げる効果が確認できる(図表 B1-4)。このほか、 この間の株価上昇は、資産効果を通じて、個人消 費を押し上げる方向に作用すると考えられる(図 表 B1-5)。

なお、こうした所得改善のペースや度合いは、 世帯区分(勤労者世帯・年金受給者世帯等)や勤め先のベア率、金融資産の保有状況など、家計の 属性によって異なる。先行きの消費動向について は、属性による違いにも留意しつつ、引き続き、 丁寧にみていく必要がある。

図表B1-4:賃上げの消費押し上げ効果 ①推計式

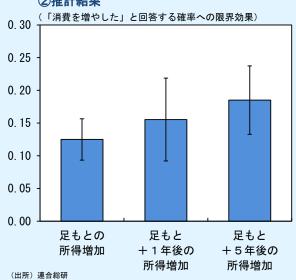
(順序プロビットモデル)

被説明変数:前年対比の消費増減

説明変数:

- ①足もとの所得増加ダミー
- ②足もとの所得増加ダミー×1年後の所得増加予想ダミー
- ③足もとの所得増加ダミー×5年後の所得増加予想ダミー

②推計結果



- (注) 1. 誤差範囲は、95%信頼区間。推計期間は、2013~2023年(4月調査)。
 - 横軸は、限界効果の計算に利用した所得増加・増加予想ダミーの組み合わせ。
 2. 1年後の所得増加予想ダミーは、「1年後の自身の賃金が、現在と比べてかなり増える・や増える」と回答したダミー。5年後の所得増加予想ダミーは、「5年後の自身の賃金が、同じ会社の5年先輩の現在の賃金をかなり上回る・やや上回る」と回答したダミー。
 - 3. 所得、物価、経済に関する実感・見通し、および年齢層、所得層、就業状況等をコントロール。

図表B1-5:株価と家計保有資産残高



(注)株式・投資信託は、家計が保有する上場株式と投資信託受益証券の合計。

(BOX2) 2024 年春季労使交渉

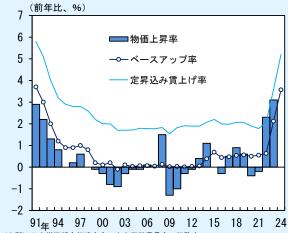
今春の労使交渉の動向をみると、多くの企業に おいて、高めの伸びとなった前年を上回る妥結と なっており、賃上げの動きが一段と加速している ²⁵。大企業の労働組合を中心とする連合加盟先に おける正社員の平均的な賃金改定率は、1991年 以来、33年ぶりの高水準となっている(図表 B2- $1(1))_{0}$

企業規模別にみると、組合員数が 1,000 人以上 の先だけでなく、それより規模が小さい先におい ても、前年を大きく上回る改定率となっている(図 表 B2-1②)。さらに、昨年大幅に改定されたパー ト従業員の賃金も、伸び率を高めている。物価上 昇や社会的な賃上げ機運のさらなる高まりなどに 加え、人手不足感の強まりと転職市場の拡大とい う労働市場の構造的な変化が続くもとで、大企業 の賃上げスタンスは一段と積極化している。

労働組合の組織率の低い中小企業については、 4月以降に賃金交渉を行う先が少なくないことも あって、現時点では、賃金改定の全容は判明して いないが、人手不足感は大企業よりも強く、賃上 げの必要性を強く意識している先が多い(図表 B2-2)。また、中小企業では、大企業の春季労使 交渉の妥結動向を見極めたうえで賃上げを判断し ていきたいといった声も多く聞かれており、大企 業の妥結結果は、中小企業の賃上げにもプラス方 向に作用するとみられる。この間、中小企業や飲 食などのサービス業では、正社員の賃金改定が必 要な理由として、労働市場の変化に加え、最低賃 金の存在を指摘する先も多い。こうした先では、 正社員とパートの賃金水準の差が小さく、最低賃

図表B2-1:2024年春季労使交渉(連合集計)

①時系列推移



- ++ (出所)日本労働組合総連合会、中央労働委員会、総務省 (注) 1. 物価上昇率は、CPI(除く生鮮食品、消費税率引き上げ等の影響を除く)。 ベースアップ率および定昇込み賃上げ率は、2013年までは中央労働委員会、 2014~2024年は、連合の公表値(2024年は第4回集計)。

②就業形態·規模別

-スアップ率、%) 2022年 2023年 2024年 正社員 0.6 2.1 3.6 1,000人以上 0.6 2.2 3.6 300~999人 0.7 2.1 3.6 100~299人 0.7 2.0 3.4 99人以下 0.8 1 9 2.9 2.3 5 1 6.1

- (出所) 日本労働組合総連合会
- (注) 2024年は、第4回集計の値。正社員の内訳は、組合員の人数別集計値。 パートは、有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率。

図表B2-2:雇用人員判断 D I



(注) 短観ベース (全産業)。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。

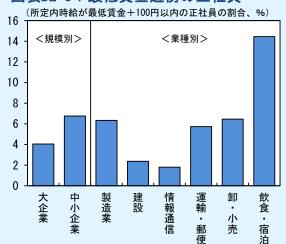
^{25 2023} 年の春季労使交渉は、2023 年4月展望レポート BOX1や2023年10月展望レポートBOX1を参照。

金の引き上げが、パートだけでなく、正社員の賃上げを促しているとみられる(図表 B2-3)²⁶。このほか、BOX3のとおり、中小企業を含め、人件費を販売価格に転嫁する動きが広がっていることも、賃上げを後押しするとみられる。こうしたなか、中小企業に対する事前アンケートをみると、賃金改定スタンスの積極化(賃上げ実施先の広がりと賃上げ率の加速)が窺える(図表 B2-4)。

この点、日本銀行の4月の支店長会議でも、多くの支店から、労働需給が引き締まり、人手不足感の強まりに企業が直面するなかで、地域の中小企業でも、昨年並み、あるいはそれ以上の賃上げの動きが広がることが期待できる情勢にあるとの報告がなされている。ただし、収益の厳しさから慎重姿勢の先や、他社動向を踏まえて賃上げ率等を決定するべく、様子見姿勢を取っている先も相応に存在しており、今後の動きを注意深くみていく必要性もあわせて指摘された²⁷。実際、中小企業では、企業収益の改善ペースや労働分配率の低下ペースが大企業と比べて緩やかとなっており、それぞればらつきも大きい(図表 B2-5)²⁸。このことは、中小企業の賃金上昇率を抑制する方向に作用する可能性がある点には注意が必要である。

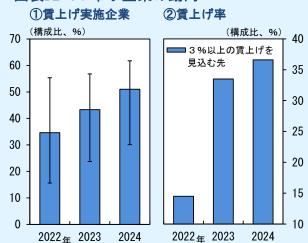
賃金交渉の結果は、夏場にかけて実際の給与に 反映されることになる。中小企業における賃金改 定の動向等に不確実性は残るものの、所定内給与 の伸び率は一段と高まっていくとみられ、BOX 1のとおり、個人消費を下支えすると考えられる。

図表B2-3: 最低賃金近傍の正社員



- (出所) 厚生労働省
- 注)1. 2023年賃金構造基本統計調査の調査票情報を使用して作成。
 - 2. 大企業は常用労働者数が1,000人以上、中小企業は同5~99人の企業。

図表B2-4:中小企業の動向



- (出所) 帝国データバンク、東京商エリサーチ、日本商工会議所・東京商工会議所、 日本政策金融公庫
- (注) 1. ①は中小企業に対するベースアップの実施予定に関する各種調査の平均値。バンドは、それぞれ最も高い・低い調査結果を示す。
 - 2. ②は日本商工会議所・東京商工会議所の調査で、賃上げ実施予定企業のうち、定期昇給等を含む賃上げ率に対する回答の割合。

図表B2-5:企業収益等

①売上高経常利益率 ②労働分配率 (%) 110 14 大企業 12 100 中小企業 10 90 8 80 6 4 70 2 60 0 50 -2 ┷┸ 40 -4 05年度10 15 20 95_{年度} 05

(出所) 財務省 (注) 1. 大企業・中小企業は年間平均値。シャドーは法人企業統計季報の個票を用いた 中小企業の25~75%タイルの分布。

大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1,000万円以上1億円未満。金融 業、保険業、純粋持株会社(2009年度以降)を除く。

²⁶ 政府は、最低賃金 (時給、全国平均) を 1,500 円へ引き 上げていく目標を掲げている。

²⁷ 詳しくは、日本銀行「各地域からみた景気の現状 (2024年4月支店長会議における報告)」を参照。

²⁸ なお、2024年1月展望レポートBOX2では、労働分配率が高い企業は賃上げが容易でない可能性があるものの、こうした先でも、人手不足感の強まりや値上げによる収益改善を受けて賃上げする傾向があると指摘している。

(BOX3)賃金・物価の相互連関:人件費上昇を販売価格に転嫁する動きの広がり

賃金と物価の前年比は、2000年代以降、ゼロ%近傍で硬直的に推移してきたが、このところ伸び率が高まってきている(図表 B3-1)。先行きの物価動向を考えるうえでは、これまでの展望レポートでも指摘してきたとおり、賃金と物価の相互連関が徐々に強まっていくか、という論点の重要性が増している²⁹。本BOXでは、相互連関の現状について、アップデートを行う。

第1に、物価から賃金への波及については、B OX2のとおり、本年の春季労使交渉において、 2年連続で高水準の賃金改定が実現する見込みと なっている。

第2に、賃金から物価への波及については、産 出価格に占める人件費の比率が高いサービス価格 の動向がとくに重要となる。この点、以下では、 定性・定量面から、人件費を販売価格に転嫁する 動きの現状を確認する。

まず、企業からは、「人件費の転嫁は消費者に受け入れられにくい」との声が引き続き聞かれるものの、サービス価格については、人手不足が賃金上昇圧力となるもとで、人件費の転嫁が広がっている(図表 B3-2)。なかには、先々の賃金上昇を見越して、その原資を得るべく、フォワードルッキングに値上げする例も存在する。財価格については、「人件費の上昇圧力は、生産性の向上で吸収」との考え方が製造業で根強いものの、足もとでは、価格転嫁の動きが徐々に広がっている模様である。

次に、サービス価格の品目別の変動分布をみると、右方へシフトしている(図表 B3-3)。これは、

図表B3-1:賃金と物価の推移



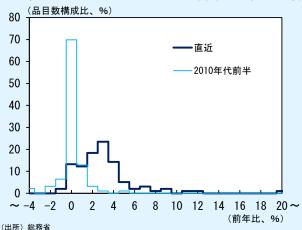
- 四所) 総務省、厚生労働省 注)1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた 日本銀行スタッフによる試算値。名目賃金は、1990年度以前は30人以上の 事業所、1991年度以降は5人以上の事業所が対象。2016年度以降は、共通事業所 ベース。
 - 2. 2023年度は、2月までの値。

図表B3-2:企業からの声

- ・人件費の価格転嫁は、消費者に受け入れられにくい (メーカー)。
- ・人手確保のために賃上げを実施し、会費の 値上げに踏み切った(スポーツクラブ)。
- ・労働需給のひっ迫は今後も続くだろう。政府による最低賃金の継続的な引き上げ方針も、正社員給与の上昇圧力となる。これらを見据えて、先行きの賃上げ原資を確保する観点から、値上げを実施(飲食店)。
- ・人件費上昇は、生産性の向上で吸収するのが基本だと考えている。ただし、足もとでは、仕入れの際の価格交渉で、賃金動向も配慮するスタンスに転換(メーカー)。

(出所) 日本銀行によるヒアリング情報 (注) () 内はヒアリング先企業等の業種名。

図表B3-3:一般サービスの品目分布・全体



- (注) 1. CPIの一般サービス(除く家賃・旅行支援策の影響)。
 - 2. 2010年代前半、直近は、それぞれ2012/3月、2024/3月の値。

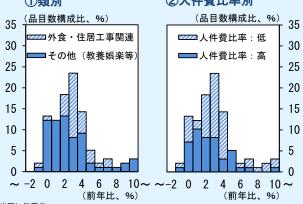
²⁹ 賃金と物価の相互連関については、2023 年 10 月展望レポートBOX3や2024年1月展望レポートBOX3も参照。

外食や住居丁事サービスにおいて、既往の輸入物 価上昇の影響を強く受ける形で物価上昇率が高ま っていることが主因であり、この影響が減衰する につれて、これらの伸び率は縮小していくと考え られる(図表 B3-4)。一方、足もとでは、教養娯 楽サービス(習い事の月謝等)や「コストに占め る人件費比率」が高い品目でも、分布の右方の裾 野が相応に厚くなってきており、人件費を販売価 格に転嫁する動きが広がっていることが窺える。

さらに、これまでの展望レポート等で示してき た手法で定量的な分析を試みる。図表 B3-5 で、 賃金上昇時の消費者物価の反応である弾性値をみ ると、СРІ (除く生鮮食品) では、徐々に上昇 しているとはいえ、統計的に有意な変化は観察さ れないが、サービス価格では足もと有意に上昇し ている。また、賃金・物価の相互連関に由来する 物価上昇圧力を示す「低変動品目」や「賃金要因」、 「サービスのトレンド」は、いずれも伸びを高め ている (図表 B3-6) 30。本年の春季労使交渉で高 水準の賃金改定が実現する見込みにあることは、 先行き、賃金から物価への波及をさらに強める方 向に作用すると期待される。

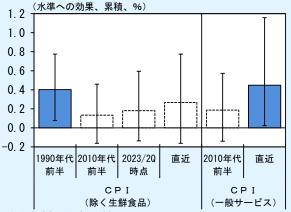
以上のように、時間の経過とともに、企業の前 向きな賃金・価格設定行動が広がっている。足も との企業行動の変化が継続するか、引き続き、幅 広い観点から丁寧にみていく必要がある。なお、 足もと、「原材料コスト上昇という、多くの先に共 通する外生ショックの影響が残るもとで、人件費 等も一緒に転嫁しやすい」という声も存在する。 今後、既往の原材料コストト昇の影響が一段と減 衰するもとで人件費の転嫁が続くか、とくに注視 していく必要がある。

図表B3-4:一般サービスの品目分布・内訳 ②人件費比率別 ①類別



- (注) 1. CPIの一般サービス(除く家賃・旅行支援策の影響)。2024/3月の値。2. ②は、CPIの品目を2015年産業連関表の分類とマッチングした上で、国内生産 額に占める「賃金・俸給」等の割合をもとにグルーピング。 一般サービスの中で、上位(下位)50%に該当する品目の分布。

図表B3-5:賃金+1%上昇時の物価の反応



(出所) 総務省、内閣府、日本銀行

- (注) 1. 需給ギャップ、名目賃金. 、CPI (一時的な要因を除く) からなる、時変パラ メーターVARモデルを推計。輸入物価を外生変数としてコントロール。 2. 4四半期後の累積インパルス応答を表示。誤差範囲は75%信頼区間、点線は
 - 有意でないことを示す。1990年代前半、2010年代前半、直近は、それぞれ 1991/20、2012/20、2023/40時点の値。

図表B3-6: CPIと所定内給与



83_年87 91 95 99

- (出所)総務省、厚生労働省、日本銀行 (注)1. CPI(低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI(サービス) のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の
 - 1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。 CPIの変動要因(賃金要因)は、輸入物価(円ベース)、需給ギャップ、 賃金(一般労働者の所定内給与)、CPI(低・中・高変動)からなる4変数 VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、 CPIと賃金の関係性を用いて、算出。
 - ービス)のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与 を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレン ドを算出・合成したもの。

³⁰ 各指標の詳細は、日銀レビュー「賃金・物価の相互連関 を巡る最近の状況について」(2024-J-2)を参照。

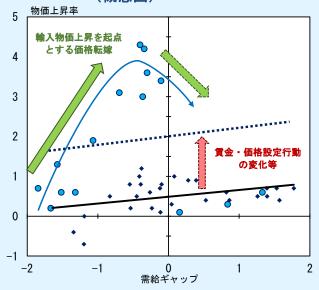
(BOX4)「物価の基調」の捉え方

先行きの消費者物価を予測していくうえでは、 物価変動を規定する要因を見極め、原材料価格の 一時的な変動の影響などを取り除いた、「物価の基調」を捉えていくことが重要である。

物価の基調を捕捉することは常に容易ではない が、とくに、今次局面では難しくなっている。こ れは、今次局面では、①輸入物価の大幅上昇を起 点とした物価上昇――コストプッシュによる物価 上昇――と、②こうしたもとでの企業の賃金・価 格設定行動の変化を受けた賃金上昇を伴う物価上 昇――賃金と物価の好循環の強まり――、という 2つの変化が生じているためである(図表 B4-1)。 ①については、輸入物価上昇が一服すれば、その 直接的な影響は減衰していくと見込まれ、その意 味で一時的な変動とみなすことができる(図表 B4-2)。一方、②については、物価の需給環境へ の感応度や予想物価上昇率の高まりを通じて、長 い目でみて、物価を押し上げていくと考えられる。 そのため、今次局面では、②の動きを抽出するこ とが、物価の基調を捉えるうえで重要である。以 下では、こうした今次局面の特徴を踏まえたうえ で、物価の基調を把握していくための取り組みを、 3つのアプローチに大別し、紹介する。

第1は、物価統計から、①輸入物価などの一時 的な変動の影響を受けにくい指標や、②人件費の 変動などの動きを反映した指標を作成するアプロ ーチである。前者については、日本銀行では、従 来より、消費者物価から変動の大きい品目(生鮮 食品やエネルギー)を除く指標や、分布情報を用 いた指標(刈込平均値、加重中央値、最頻値)を 用いてきたが、今次局面では、輸入物価の上昇を 起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇

図表B4-1:今次局面における物価変動 (概念図)



図表B4-2:輸入物価と消費者物価



(出所)日本銀行、総務省(注) 絵 3 物価 に 数は、 四 ベース の ロ

(注)輸入物価指数は、円ベース。 CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

したため、これらの指標も、消費者物価指数その ものと同様に、大幅に上昇した31。そこで、日本銀 行では、新たに、品目別に変動率の高低に応じて 分類し、一時的な要因の影響をより受けにくい「低 変動品目」を抽出して分析している(図表 B4-3①) ³²。この指標は、過去 25 年程度にわたりゼロ%近 傍の低水準で推移してきたが、このところ緩やか に上昇している。

後者については、例えば、一定のモデルで消費 者物価の変動のうち「賃金要因」とみなしうる部 分を抽出する方法や、コスト構造に占める人件費 の割合が高いサービス価格のトレンドを抽出する 方法が考えられる(図表 B4-3②)。これらの指標 は、このところ緩やかに上昇しているほか、賃金 (一般労働者の所定内給与) と似た動きをしてお り、賃金と物価の相互連関を捉えるうえで有益と 考えられる。

第2は、人々の物価観を示す予想物価上昇率に 関する指標に着目するアプローチである³³。ただ し、これらインフレ予想指標には、様々な経済主 体・年限のものがあり、それぞれが有する意味付 けや統計的な特徴・バイアスなどが異なる。そこ で、日本銀行では、それら個別の指標を丁寧に点 検するとともに(前掲図表39)、各指標が有する

図表B4-3:物価統計からみた物価の基調

① 一時的な変動の影響を受けにくい指標



(出所) 日本銀行、総務省

- (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の
 - 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。 2. 低変動品目は、CPI (除く生鮮) の長期時系列を用いて、変動率に基づき、 CPI品目を3つのグループに分けることで作成。

② 賃金変動を反映しやすい指標



(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行

- (注) 1. CPI (低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI (サービス) のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の 1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所べ
 - 2. CPIの変動要因(賃金要因)は、輸入物価(円ペース)、需給ギャップ、 賃金(一般労働者の所定内給与)、CPI(低・中・高変動)からなる4変数 VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、 CPIと賃金の関係性を用いて、算出。
 - 3. CPI (サービス) のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与 を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレン ドを算出・合成したもの。

³¹ 日本銀行では、従来より、基調的な物価上昇率を把握す るための様々な指標を作成しており、その一部はウェブサ イトにおいても定期的に公表している。具体的には、日本 銀行ホームページ・分析データ「基調的なインフレ率を捕 捉するための指標」を参照。

³² 詳しくは日銀レビュー「賃金・物価の相互連関を巡る最 近の状況について」(2024-J-2)を参照。そこでは、消費 者物価を構成する品目のコスト情報に着目し、「コストに 占める輸入比率」の低い品目や、「コストに占める人件費比 率」の高い品目の動きも紹介している。

³³ 中長期的なインフレ予想は、概念的には、図表 B4-1 に 示したフィリップス曲線と縦軸の交点(切片)に対応する と考えられる。

情報を、統計的手法を用いて集約した合成指標も作成している³⁴。この合成予想物価上昇率の指標は(図表 B4-4①)、いずれの年限でも、最近は既往ピーク圏で推移している。子細にみると、1年後予想は、実際の物価上昇率の低下を受けた適合的な動きから幾分低下している一方で、長めの予想については緩やかな上昇が続いている。また、10年後の予想物価上昇率の指標を、家計・企業・専門家別にみると、このところいずれも上昇している姿が窺われる(図表 B4-4②)。

第3は、経済モデルを構築したうえで、統計的 手法を用いて推計したトレンドインフレ率指標を 用いるアプローチである。ここで、トレンドイン フレ率は、「経済に追加的なショックが生じない場 合の、物価上昇率の長期収束値」と定義される。 トレンドインフレ率については様々な先行研究が あるが、ここでは3つのモデルを紹介する。1つ 目は、トレンドインフレ率を、時変パラメータを もつフィリップス曲線の切片として推計する方法 (モデル1)、2つ目と3つ目は、物価と景気の関 係だけでなく、物価と賃金の関係にも着目したモ デルであり、それぞれ、時の経過とともに変化す る物価と賃金、景気の関係を描写したVARモデ ル(モデル2)と、物価と賃金、インフレ予想に ついて短期的・長期的な関係を仮定した準構造モ デル(モデル3)を用いてトレンドインフレ率を 推計する方法である。

推計結果をみると(図表 B4-5)、いずれのモデルでも、トレンドインフレ率が徐々に高まってきたことがみてとれる。ただし、こうした結果は、

図表B4-4:インフレ予想からみた物価の基調 ①年限別にみた合成予想物価上昇率



②10年後の合成予想物価上昇率(主体別)



(出所) 日本銀行、QUICK 「QUICK月次調査<债券>」、Consensus Economics

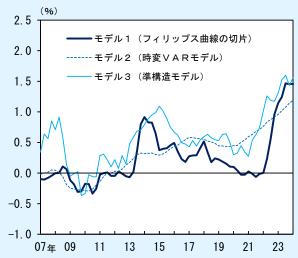
³⁴ 具体的には、主成分分析の手法を用いて各指標の共通成分を抽出している。また、合成指標の平均とばらつきは、水準バイアスが相対的に小さい専門家のインフレ予想を基準としている。詳細は、日銀レビュー「期間構造や予測力からみたインフレ予想指標の有用性」(後日公表予定)を参照。

[「]コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
(注)年限別にみた合成予想物価上昇率は、企業(短観)、家計(生活意識に関する
アンケート調査、質的質問シー的質問シ)、専門家 (QUICK調査、コンセンサス・
フォーキャスト、インフレ・スワップ・レート)による年限ごとのインフレ予想
について、主成分分析を用いて共通成分を抽出したもの(4/12日時点の情報を
用いた推計値)。企業の2013年以前の値は、以下の文献に基づく推計値を利用。
Nakajima, J. (2023) "Estimation of Firms' Inflation Expectations Using the Survey DI." IER Discussion Paper Series A. 749、Hitotsubashi University.

前提としているモデルの仮定によるところが大きいことや、新たなデータが更新されるたびに推計 結果が変わりうる点も踏まえ、幅をもってみる必要がある。

以上の3つのアプローチからの分析は、程度の差こそあるものの、いずれも、わが国の物価の基調が、高まってきているとの見方をサポートしている。ただし、本BOXで示した手法は、いずれも特定の仮定に基づくなどの限界がある。とくに、個々の推計値やその短期的な変化については、かなりの幅をもって解釈する必要がある。物価の基調については、これらの分析に加え、企業からのヒアリング情報なども踏まえつつ、多様な観点から総合的に捉えていく必要がある。

図表B4-5:経済モデルからみた物価の基調 (推計されたトレンドインフレ率)



- (出所)日本銀行、厚生労働省、総務省、内閣府、Google Trends、QUICK「QUICK月次調査 <債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
- (注) 1. モデル1は、フィリップス曲線の切片と傾きが離散的なレジームを推移するモデルを推掛し、切片をトレンドインフレ率としている。モデルの詳細は、Nakajima, J. (2023) "Estimating Trend Inflation in a Regime-Switching Phillips Curve," IER Discussion Paper Series A. 750, Hitotsubashi University.を参照。
 - University. を参照。

 2. モデル2は、インフレ率、需給ギャップ、輸入物価、賃金上昇率からなる4変数の時変パラメータ付きVARモデルを推計し、各時点におけるインフレ率の長期収束値をトレンドインフレ率としている。モデルの詳細は、Rudd、J. B. (2020) "Underlying Inflation: Its Measurement and Significance," FEDS Notes, September 18. を参照。

 3. モデル3は、インフレ率、短期および長期インフレラ想、賃金上昇率の4変数をおれる場所は大きに表しまった。
 - モデル3は、インフレ率、短期および長期インフレ予想、賃金上昇率の4変数を 内生変数とする準構造モデルを推計し、各時点におけるインフレ率の長期収束値 (400四半期先のシミュレーション結果)をトレンドインフレ率としている。 モデルの詳細は、Nakamura, K., et al. (2024) "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-1.を参照。

(BOX5) 金利面からみた金融緩和度合いの評価

中央銀行による金融緩和政策は、一般に、緩和的な金融環境をつくりだすことを通じて、総需要や雇用を刺激し、それが労働需給の引き締まりなどを介して賃金や物価を押し上げていくことを企図して実施される。金融緩和度合いは、金利動向に加え、資金調達環境、市場動向などから、多角的に把握・評価すべき概念である。本BOXでは、その中でも金利面からみた金融環境の緩和度合いの評価方法に着目して、考え方を整理する。

金利面から金融緩和度合いを評価するに当たっては、理論面では、3つのポイントが存在する。第1に、名目金利が低いことは、必ずしも緩和度合いが高いことを意味しない。わが国の短期金利は、90年代後半以降、長期にわたり0%に近い水準で推移してきたが、2000年から2010年代前半にかけての物価上昇率は平均すると0%を下回って推移していた(図表 B5-1)。人々が、先行き物価が下落していくと予想する場合、借り入れを行ってまで消費や投資を行うインセンティブは乏しくなる。こうした経済主体の意思決定の観点からは、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた「実質金利」をみていくことが重要となる。

BOX 4 でみたように、予想物価上昇率には、 様々な指標があり、幅をもってみる必要がある。 そのうえで、一定の仮定に基づき多くのインフレ 予想の指標を合成した指標を用いて実質金利の水 準を試算すると(図表 B5-2)、「短期(1年)」で は、名目金利の変動幅は小幅にとどまるもとでも、 予想物価上昇率の高まりを背景に、①2013 年の 「量的・質的金融緩和」の導入以降、概ねマイナ スで推移し、②2022 年以降は一段とマイナス幅 が拡大した。「長期(10 年)」については、①2013



(注) CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B5-2:年限別の実質金利 ① 1 年金利 (%) 1.5 実質金利 1.0 名目金利 0.5 0.0 -0.5 -1.0 -1.5 -2. 0 -2. 5 10 年 12 14 16 18 20 22 24 210年金利 1.5 実質金利 1.0 名目金利 0.5 0.0 -0.5-1.0-1.5 10 年 12 16 18 20 22 (出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics 「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg (注) 各年限の実質金利は、対応する年限の国債利回りから予想物価上昇率(日本銀行

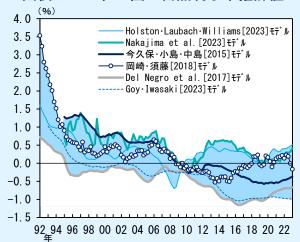
スタッフによる推計値)を差し引くことにより算出。

年以降、名目金利の大幅低下を主因に、2022 年 頃まで、はっきりとしたマイナスで推移してきた。 また、②2022 年以降は、名目金利は緩やかに上 昇したが、同時に中長期の予想物価上昇率も高ま っていたことを主因に、実質金利は概ね横ばいで 推移してきたことがわかる。

第2に、同じ実質金利水準であっても、資金需 要が強い経済と弱い経済では、その影響は異なる。 例えば、潜在的な成長力が高い経済では、その景 気や物価に中立的な実質金利水準――いわゆる自 然利子率――も高くなり、実質金利水準が同じで あったとしても、その緩和効果は大きくなる。こ うしたことから、金融緩和度合いを評価する際に は、実質金利から自然利子率を差し引いた「実質 金利ギャップ | が用いられることが多い35。実質 金利ギャップのマイナス幅が大きいほど、緩和度 合いが高いことを意味することとなる。

ただし、自然利子率は、現実の世界で直接観察 することができないため、何らかの経済モデルに 基づいて推計する必要がある。図表 B5-3 で、様々 な手法を用いて自然利子率を推計した結果をみる と、長い目でみればいずれの指標も低下してきた 点は一致している。ただし、推計手法によって大 きなばらつきがあり、足もとの自然利子率の水準 をピンポイントで把握することは容易ではないこ とに留意する必要がある36。

図表B5-3:わが国の自然利子率推計値



- (出所) 日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、Bloomberg、Consensus
- Economics 「コンセンサス・フォーキャスト」
 (注) 各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値 から最大値のバンド。

³⁵ 標準的なマクロモデルでは、実質金利ギャップで計測さ れる金融緩和度合いが高まると、需給ギャップにプラスの 影響が生じることが想定される。以下の先行研究では、こ の関係に基づき、自然利子率の推計を行っている。

Laubach, T. and J. C. Williams (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest," The Review of Economics and Statistics, Vol.85 (4), pp.1063-1070.

³⁶ 推計手法については、「金融政策の多角的レビューに関 する第1回ワークショップ(2023年12月)」における日 本銀行企画局の報告資料「非伝統的金融政策の効果と副作

第3に、実体経済への影響も踏まえながら、金 融緩和度合いを評価していくことが重要である。 2016 年に日本銀行が示した「総括的検証」の分 析では、実体経済に及ぼす影響は、短中期ゾーン の金利の効果が相対的に大きく、年限が長くなる につれて小さくなることが示されている(図表 B5-4)。このように、金利低下が実体経済にもた らす影響は、年限別に異なる可能性がある点に留 意する必要がある。また、冒頭でも指摘したよう に、金融緩和度合いは、金利動向以外の要素、例 えば、銀行の融資姿勢や信用リスクプレミアムと いった資金調達環境や、株価や為替などの金融市 場の動向などによっても変わりうる。

以上でみてきたように、わが国の金融環境を把 握していくうえでは、名目金利だけでなく、予想 物価上昇率を勘案した実質金利や、自然利子率の 動向を踏まえつつ、金融環境が実体経済に与えて いる影響を丁寧に点検していくこと等を含めて、 総合的に評価していくことが重要である。

図表B5-4:年限別の金利低下が 需給ギャップに及ぼす影響



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics

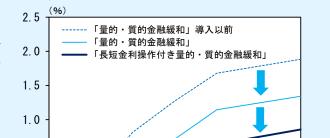
「コンセンサス・フォーキャスト」、Blomberg (注)推計方法の詳細は、「総括的検証」(2016年9月)の補論8を参照。足もとまでの データを用いて再推計した値。

用」等を参照。

(BOX6) 国債買入れがイールドカーブに及ぼす影響

日本銀行による国債買入れは、イールドカーブ 全体を押し下げ、それを起点として経済・物価に 影響を与えてきたと考えられる(図表 B6-1)。本 BOXでは、従来の「長短金利操作付き量的・質 的金融緩和」の枠組みのもとで、大規模な国債買 入れや長期金利目標の設定、指値オペ等の実施と いった要因が長期金利形成に与えてきた影響を定 量的に捉えることを試みる。

中央銀行による大規模な国債買入れが長期金利 に影響を及ぼす経路は、概念的には、①フロー効 果と②ストック効果にわけて整理されることが多 い。ここで、フロー効果とは、中央銀行が流通市 場で国債を買い入れることで、直接的に、買入れ 対象となった銘柄にかかる金利を押し下げる効果 である。また、ストック効果とは、中央銀行が国 債を大規模に保有することにより、市中のリスク 配分に影響を与えることを通じて、様々な年限の 金利を押し下げる経路である。最近の実証研究で は、両者のうち、ストック効果の方が、より持続 的な効果がみられると指摘するものが多い³⁷。需 要・供給曲線の枠組みで整理すると(図表 B6-2)、 中央銀行の保有国債残高(ストック)の増加は、 市中の金利リスク量を減少させ、市場参加者の新 たなリスクテイクを通じて金利(タームプレミア ム)を低下させると考えられる。こうした影響は、 市場参加者が先行きの国債買入れを予想すること によって、実際の買入れが行われる前に――いわ



図表B6-1: イールドカーブ

(出所) Bloomberg

012345678910

0.5

0.0

-0.5

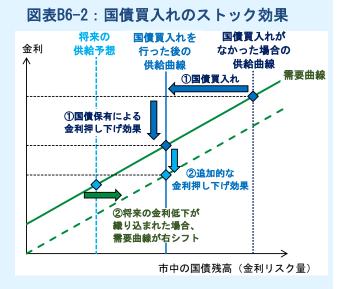
(注)「量的・質的金融緩和」導入以前は2012/1/3日~2013/4/3日、「量的・質的金融 緩和」は2013/4/4日~2016/9/20日、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は 2016/9/21日~2024/3/18日の平均値。

15

20

30

(残存期間)



Bernanke, B. S. (2020), "The New Tools of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol.110 (4), pp.943-983.

Sudo, N. and M. Tanaka (2021), "Quantifying Stock and Flow Effects of QE," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.53 (7), pp.1719-1755.

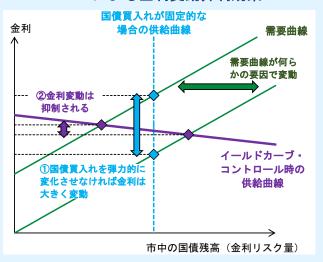
³⁷ 例えば、以下の文献を参照。

ゆるアナウンスメント効果が――生じる面もある。

2016 年 9 月に導入した「長短金利操作付き量 的・質的金融緩和」は、大規模な国債買入れを通 じて市場の金利形成に影響を与える点は国債買入 れの一類型と呼ぶことも可能であり、長期金利に 影響を及ぼす経路としてはストック効果が重要と 考えられる。ただし、長短金利操作(イールドカ ーブ・コントロール)のもとで、長期金利水準そ のものを直接の目標とする枠組みであるため、そ の影響の仕方はいくつかの点で異なる(図表 B6-3)。第1に、「買入れ量」を定める従来の枠組みで は、国債需要が変動した場合、金利の変動も大き くなるが、「長期金利の変動幅」を固定化するイー ルドカーブ・コントロールでは、国債需要の変動 に応じて、内生的に買入れ量が決まることから、 金利の変動は小さくなると考えられる。第2に、 イールドカーブ・コントロールが、変動上限や下 限を設定する形で運用される場合、それが市場に 織り込まれ、実際の買入れの増減がなくとも、自 己実現的に金利がその範囲内に収まるようになる 可能性がある³⁸。

こうした効果の一方で、イールドカーブ・コントロールが、市場の価格発見機能や流動性を低下させるなど、市場機能度を悪化させる面があることには留意が必要である。2022 年半ば頃から2023 年初にかけて厳格な運用のもとでその上限近くまで金利が上昇した際には、市場機能度への影響が強まったほか、為替市場を含む他の金融市場のボラティリティを高めた面もある。

図表B6-3: イールドカーブ・コントロール による金利変動抑制効果



³⁸ イールドカーブ・コントロールの導入後に、10 年金利の変動が抑制されてきたことは、以下の先行研究でも指摘されている。

Hattori, T. and J. Yoshida (2023), "Yield Curve Control," *International Journal of Central Banking*, December 2023, pp.403-438.

図表 B6-4 は、以上の考え方を踏まえて構築し た、シンプルな長期金利関数を推計した結果であ る。第1に、国債買入れのストック効果について は、市場参加者が織り込む将来予想の影響も含め て捉えるために、一定の仮定のもと「将来の国債 保有割合予想」という変数を作成して説明変数と している。第2に、イールドカーブ・コントロー ルにおける変動幅設定の効果を捉えるため、オプ ション市場に織り込まれている「変動幅上限や連 続指値オペ水準を超える確率」を用いた。同確率 が高まると、先行き、日本銀行による金利上昇を 抑制する対応が強化されるとの見方が、金利形成 に織り込まれることが考えられる。推計結果をみ ると、その他のコントロール変数を含め、いずれ の変数も、統計的に有意な影響が確認される。こ の結果を用いて、長期金利の変動要因を分解する と(図表 B6-5)、シンプルな関数による試算値で あり、かなりの幅をもってみる必要がある点は留 意する必要があるが、ストック効果を中心に、均 してみれば、概ね▲1%程度の長期金利の押し下 げ効果がみられたことが示唆された³⁹。また、同 様の推計を年限別金利に適用すると(図表 B6-6)、 大規模な金融緩和が、10年金利のみならず、イー ルドカーブ全体を押し下げてきたことがみてとれ る。

日本銀行は、2024年3月に、「長短金利操作付 き量的・質的金融緩和」の枠組みを含む大規模な 金融緩和を見直し、短期金利の操作を主たる政策 手段とする金融政策の枠組みに移行することとし

図表B6-4:長期金利関数の推計結果

	モデル 1		モデル2	
被説明変数:	10年金利		10年金利 (予想短期金利成分とターム プレミアム別推計値の合算)	
将来の国債保有割合予想	-0. 024	***	-0. 021	***
変動幅上限を超える確率 (~2022/4月、2023/11月~)	-0. 008	**	-0. 037	***
連続指値水準を超える確率 (2022/5月~2023/10月)	-0. 023	***	-0. 053	***
変動幅下限を超える確率	-0. 002		0. 028	***
米10年金利	0. 230	***	0. 246	***
CPI (除く生鮮・エネルギー)	0. 055	***	0. 083	***
コールレート	0. 583	***	0. 777	***
定数項	0. 537	***	0. 473	***
自由度修正済み決定係数	0. 936		0. 919	
推計期間	1997/1月~2023/12月			

(出所) 日本銀行、総務省、Bloomberg、LSEG Eikon

- (注) 1. ***は1%有意、**は5%有意を示す。2. 将来の国債保有割合予想は、各時点において同月の買入れ額(2016/10月以降は 買入れ予定額)を2年間継続した場合に実現する、2年後の日本銀行の国債保 有割合(リスク量ベース)。変動幅上限・下限、連続指値水準を超える確率は、 オプション価格から算出された3カ月後の長期金利が各水準を超過する確率。
 - モデル2の係数は、長期金利を予想短期金利成分とター -ムプレミアムに分解し. それぞれについて回帰した係数を合算した値。

図表B6-5:長期金利の変動要因



(出所) 日本銀行、総務省、Bloomberg、LSEG Eikon

(注) 図表B6-4のモデル1・2に基づく寄与度分解の平均値。「将来の国債保有割合 予想」の寄与度を「国債買入れ量」の効果、「変動幅上限・下限、連続指値水 準を超える確率」の寄与度合計を「変動幅等設定」の効果とした。

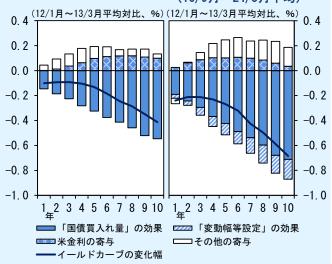
³⁹ 日本銀行が 2021 年 3 月に実施した「より効果的で持 続的な金融緩和を実施していくための点検しでも、本BO Xとはやや異なる定式化のもとで、日本銀行の国債買入れ が、長期金利の押し下げに有意に影響しており、均してみ れば概ね▲1%程度の下押し効果があったことを示して いる。

⁵¹

た。そのもとでは、長期金利は金融市場で形成されることが基本となり、図表 B6-5 中の「変動幅等設定」が長期金利を下押しする効果は縮小しているとみられる⁴⁰。一方、日本銀行の保有国債は、当面、高水準で推移することが見込まれる。このことは、本BOXの整理や推計結果を踏まえると、ストック効果を中心に、イールドカーブの形成に作用し続けることになると考えられる。本稿で示した定量的な結果については、その効果が局面によって変化する可能性等もあり、かなりの幅をもってみていくことが重要と考えられるが、日本銀行では、こうした状況を前提としたうえで、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価情勢に応じた適切な金融環境を実現していくことになる。

図表B6-6:イールドカーブの変動要因

①量的・質的金融緩和 ②長短金利操作付き (13/4月~16/8月平均) 量的・質的金融緩和 (16/9月~24/3月平均)



(出所) 日本銀行、総務省、Bloomberg、LSEG Eikon

⁽注) 図表86-4のモデル1・2について、被説明変数を1~9年の金利とした上で同様の回帰分析を行い、その結果も用いて各年限の金利変化幅を寄与度分解したもの(モデル1とモデル2の平均値)。なお、説明変数の米国金利については、被説明変数の国債金利に対応する年限を利用している。

^{40 3}月の金融政策決定会合では、長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額などの対応を実施することとした。特定の水準を事前に示しているわけではないため、本BOXの分析枠組みによる定量化は困難だが、こうした声明は、「変動幅上限の設定」と似た経路で、長期金利の安定的な形成に寄与している面があると思われる。

