

公表時間

4月30日(木) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2026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（2026年4月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、2026年度については、中東情勢の影響を受けた原油価格上昇が、交易条件の悪化などを通じて企業収益や家計の実質所得に対する下押し要因となることから、成長ペースは減速すると考えられる。もっとも、企業部門で高水準の収益が続いてきたことなどに加え、政府による各種施策や緩和的な金融環境などが経済を下支えするため、わが国経済は、伸び率を縮小しつつも、緩やかな成長を続けるとみられる。2027年度以降は、原油高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まっていくことから、わが国経済は成長率を緩やかに高めていくと考えられる。
- 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、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、原油価格上昇が、エネルギー価格や財価格を中心に押し上げ方向に作用することから、2026年度は2%台後半になると予想される。その後は、原油高の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小していき、2027年度は2%台前半、2028年度は2%程度になると予想される。この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。
- 2027年度までの見通しを前回の見通しと比べると、原油価格上昇を受けて、成長率の2026年度が下振れているほか、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の2026年度が大幅に上振れている。
- リスク要因としては様々なものがあるが、当面は、今後の中東情勢の展開が、金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、2026年度を中心に、経済の見通しについては下振れリスク、物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい。これらのリスクがともに高まることも考えられるが、基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、とくに、物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう、十分に留意する必要がある。

<sup>1</sup> 本基本的見解は、4月27、28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。

## 1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、中東情勢の影響もあって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、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において米国の関税政策による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。業況感も、中東情勢の影響を受けつつも良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少傾向にある。公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。この間、労働需給は、引き締まった状態が続いている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、1%台後半となっている。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적인見通し<sup>2, 3</sup>

### (1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、2026年度については、原油価格上昇に伴う交易条件の悪化などが、企業収益や家計の実質所得に対する下押し要因となることから、成長ペースは減速すると考えられる。

すなわち、中東情勢の影響を受けて、原油価格は大幅に上昇しており、とりわけドバイ原油が高騰している。このことは、中東産の原油への依存度が高い

---

<sup>2</sup> 今回の展望レポートの中心적인見通しは、足もと不透明な状況となっている中東情勢について、今後、その影響が和らぐもとで、原油価格が下落し、サプライチェーンの大規模な混乱は生じないことを前提に作成している。こうした前提のもとで、原油価格（ドバイ原油）については、先物市場の動向などを参考に、1バレル105ドル程度を出発点に、見通し期間の終盤にかけて、70ドル台程度まで下落していくと想定している。なお、今後の中東情勢の帰趨次第では、経済・物価の見通しが大きく変化し得る点には注意が必要である。

<sup>3</sup> 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。

わが国の交易条件の悪化につながり、エネルギーや原材料の価格上昇を通じて、企業収益や家計の実質所得に対する下押し要因として作用する。もっとも、企業部門で高水準の収益が続いてきたことや、本年の春季労使交渉において、これまでのところしっかりとした賃上げが実現していることに加え、政府による各種施策（燃料油補助金などのエネルギー負担緩和策や教育無償化政策等）や緩和的な金融環境などが経済を下支えするため、わが国経済は、伸び率を縮小しつつも、緩やかな成長を続けるとみられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、グローバルなAI関連需要の強さが続くものの、中東情勢の影響により、中東向け自動車輸出等に下押し圧力がかかることから、当面は横ばい圏内の動きになると見込まれる。企業収益は、高水準を維持しつつも、交易条件悪化の影響から減少するとみられる。そうしたもとで、設備投資の増勢は鈍化すると見込まれるが、既往案件の受注残の存在に加え、政府の経済対策や緩和的な金融環境が下支え要因として作用すると考えられる。

家計部門をみると、雇用面では、景気減速の影響を受けつつも、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたなか、名目賃金は、企業収益の減少の影響を受けるものの、本年の春季労使交渉の結果などを反映して現状程度の伸びが続くと見込まれる。個人消費は、賃金の増加に加えて、政府による各種施策を通じた家計への所得移転が下支え要因となるものの、エネルギーを中心とした物価上昇の影響から、横ばい圏内の動きになるとみられる。住宅投資は、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、緩やかな減少傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加や防衛関連支出の増加などを反映し、緩やかに増加していくと想定している。

2027年度以降は、原油高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まっていくことから、わが国経済は成長率を緩やかに高めていくと考えられる。輸出や生産は、中東情勢の影響が和らぎ、海外経済の緩やかな成長が続くなか、緩やかに増加していくと考えられる。企業収益は、原油価格の下落に伴う交易条件の改善や内外需要の増加に支えられて、改善していくとみられ、そうしたもとで、設備投資は、人手不足対応の省力化投資や能力増強投資に加え、貿易構造やサプライチェーンの変容に適合す

るための投資案件なども押し上げ要因となり、増加傾向を維持すると考えられる。雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状況が続き、名目賃金は着実な増加が続くとみられる。これに加え、物価の上昇ペースが徐々に落ち着いていくと見込まれるなか、個人消費は、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

2027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、2026年度は、原油価格の大幅な上昇を受けて下振れているが、2025年度と2027年度は概ね不変となっている。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、資本ストックの着実な増加などを背景に、小幅のプラスが続くとみられる<sup>4</sup>。

## （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、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、原油価格上昇が、エネルギー価格や財価格を中心に押し上げ方向に作用することから、2026年度は2%台後半になると予想される。その後は、原油高の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小していき、2027年度は2%台前半、2028年度は2%程度になると予想される。この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点からは、基調的な物価上昇率が2%程度の水準で定着するかどうか確認していく必要がある。

2027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、原油価格上昇の影響から、2026年度が大幅に上振れているほか、2027年度

---

<sup>4</sup> 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%台半ばから後半」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、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

も幾分上振れている。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、原油価格上昇が財を中心に価格を押し上げる方向に作用することから、2%を超える水準で推移したあと、原油高の影響が減衰していくもとで、プラス幅を縮小すると見込まれる。

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おり、足もとでは小幅のプラスとなっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、2026年度にいったんプラス幅を縮小したあと、2027年度以降は、再び緩やかに改善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っている。こうしたもと、労働集約的な業種を中心に企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかりやすくなっているとみられる。

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。先行きについては、労働需給の引き締めなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が続き、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想される。その水準は、2026年度後半から2027年度にかけて2%程度となり、その後も同程度で推移すると考えられる。

### 3. 経済・物価のリスク要因

前述したとおり、上記の経済・物価の中心的な見通しは、今後、中東情勢の影響が和らぐもとで、原油価格が下落し、サプライチェーンの大規模な混乱は生じないことなどを前提としている。もっとも、今後の中東情勢の帰趨次第でこうした見通しが大きく変化し得ることを踏まえ、以下では、まず、中東情勢を巡るリスクとその経済・物価の見通しに及ぼす影響を整理する。その後、中東情勢以外のリスク要因を確認する。

## (1) 中東情勢を巡るリスク

第1に、中東情勢を巡る混乱が長期化し、原油価格が高止まりすることで、  
交易条件の悪化などのマイナスの影響が想定以上に大きくなるリスクがある。  
中心的な見通しでは、わが国経済は、原油高による下押し圧力を受けつつも、  
大きな調整局面には至らないと考えているが、原油価格が想定以上に高止まり  
した場合には、企業収益や家計の実質所得が大きく下振れることで、経済が一  
段と減速する可能性がある。こうした経済の下振れは、需給ギャップの悪化や  
企業におけるコスト削減の動きの強まりなどを通じて、基調的な物価上昇率を  
下押し方向に作用し、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していく  
メカニズムを弱める可能性がある。

もっとも、物価面については、以下のとおり、上振れリスクの方が大きいと  
考えられる。原油は、様々な産業の上流から下流にかけて広く原材料として使  
われているため、原油価格の高止まりは、エネルギー価格だけではなく、幅広  
い財を中心に、価格を押し上げる方向に作用する。加えて、現在のわが国では、  
例えばロシアによるウクライナ侵攻後の資源価格上昇時と比べ、企業の賃金・  
価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、原油価格の上昇は、こ  
れまで以上に様々な財・サービスの値上げに波及しやすくなっている可能性が  
ある。また、そうした動きが、予想物価上昇率の上昇を通じて、基調的な物価  
上昇率の押し上げにつながりやすくなっている可能性があることにも留意が  
必要である。

このほか、農作物の生産に不可欠な肥料の原料が相当程度中東で生産されて  
いることを踏まえると、中東情勢を巡る混乱が続き、物流が長期にわたって滞  
った場合には、原料の市況高を通じて、食料品価格が想定以上に上昇する可能  
性にも注意が必要である。

第2に、サプライチェーンの大規模な混乱が生じ、わが国企業の生産活動に  
大きな影響をもたらすリスクがある。物流への影響が長期化した場合には、原  
油だけでなく、中東からの輸入ウエイトの大きい素原料・中間財等の供給が滞  
る可能性がある。この点、一部の素材メーカーではプラントの稼働率を引き下  
げる動きが既にみられており、こうした動きが一段と広がる可能性には留意が  
必要である。このように、サプライチェーンの大規模な混乱が発生すると、企  
業の生産活動を低下させ、経済の大幅な下振れにつながる可能性がある。また、

こうした経済の下振れが、基調的な物価上昇率を下押す方向に作用することも考えられる。一方で、供給制約が顕在化すると、関連する製商品の価格が大きく上昇し、物価の上振れリスクが一段と高まるとともに、基調的な物価上昇率の押し上げにもつなげる可能性がある。

上記の2つのリスクは、中東情勢の影響が長期化することを想定しているが、逆に、中東情勢を巡る緊張が急速に和らぎ、市場の見方以上に原油価格が速いスピードで下落すれば、企業収益や家計の実質所得に対する下押し圧力が弱まるほか、物価の押し上げ圧力も低下すると考えられる。その場合には、中心的な見通しと比べて、成長率は上振れ、消費者物価（除く生鮮食品）は下振れる可能性もある。

## （2）その他のリスク要因

中東情勢以外の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、A I 関連需要を含む海外の経済・物価動向である。A I 関連については、グローバルに需要拡大が続いており、旺盛な設備投資が世界経済を押し上げる可能性がある一方、投資に見合った形で収益の拡大が実現しない場合には、資産価格の変動なども伴って、調整圧力が生じる可能性もある。この間、米国の関税政策の影響を巡る不確実性は低下しているものの、米国経済については、関税による企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等には、引き続き、注意が必要である。このほか、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済・物価に影響を及ぼす可能性にも留意する必要がある。中国経済については、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・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、今後の為替相場の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響である。これについては様々な経路が考えられるが、例えば、原油価格の上昇などが為替円安につながる場合には、グローバル企業の収益などにプラスの影響を及ぼす一方、輸入物価の上昇などを通じて、家計の実質所得を下押しするほか、中小企業などの収益にマイナスに作用する面がある。また、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼ

しやすくなっている面があることや、そうした動きが、予想物価上昇率の変化を通じて基調的な物価上昇率に影響する可能性があることにも留意が必要である。

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。人口動態の構造的な変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化やAIの利活用などによる省力化投資の動きを加速させる可能性があり、政府の取り組みと相俟って、成長期待や潜在成長率を押し上げることも考えられる。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、供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。また、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしている面があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

#### 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<sup>5</sup>。

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（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、原油価格上昇が、エネルギー価格や財価格を中心に押し上げ方向に作用することから、2026年度は2%台後半になると予想される。その後は、原油高の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小していき、2027年度は2%台前半、2028年度は2%程度になると予想される。この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスク要因としては様々なものがあるが、

---

<sup>5</sup> 「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。

当面は、今後の中東情勢の展開が、金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある。この点、中東情勢の影響が長期化した場合には、原油価格が高止まりするほか、サプライチェーンの大規模な混乱を通じて企業の生産活動に下押し圧力がかかることも考えられる。こうしたことなどから、リスクバランスは、2026年度を中心に、経済の見通しについては下振れリスク、物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい。これらのリスクがともに高まることも考えられるが、前述したとおり、基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、とくに、物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう、十分に留意する必要がある。

金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には引き続き留意が必要であるものの、貸出などの金融仲介活動は円滑に行われており、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。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。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。そのうえで、今後の中東情勢の展開や、AI関連投資の収益性、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧に見ていく必要がある<sup>6</sup>。

金融政策運営については、基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、調整のタイミングやペースについては、中東情勢の展開がわが国経済・物価に及ぼす影響を注視したうえで、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度やリスクを点検しながら、検討していく方針である。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、適切に金融政策を運営していく。

---

<sup>6</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2026年4月）を参照。

(参考)

## 2025～2028 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)
2025 年度	+1.0 ~ +1.0 <+1.0>	+2.7	+3.0
1月時点の見通し	+0.8 ~ +0.9 <+0.9>	+2.7 ~ +2.8 <+2.7>	+2.9 ~ +3.1 <+3.0>
2026 年度	+0.4 ~ +0.7 <+0.5>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>	+2.5 ~ +2.7 <+2.6>
1月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.9 ~ +2.0 <+1.9>	+2.0 ~ +2.3 <+2.2>
2027 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+2.3 ~ +2.4 <+2.3>	+2.6 ~ +2.7 <+2.6>
1月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0 <+0.8>	+1.9 ~ +2.2 <+2.0>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>
2028 年度	+0.7 ~ +0.8 <+0.8>	+2.0 ~ +2.2 <+2.0>	+2.1 ~ +2.4 <+2.2>

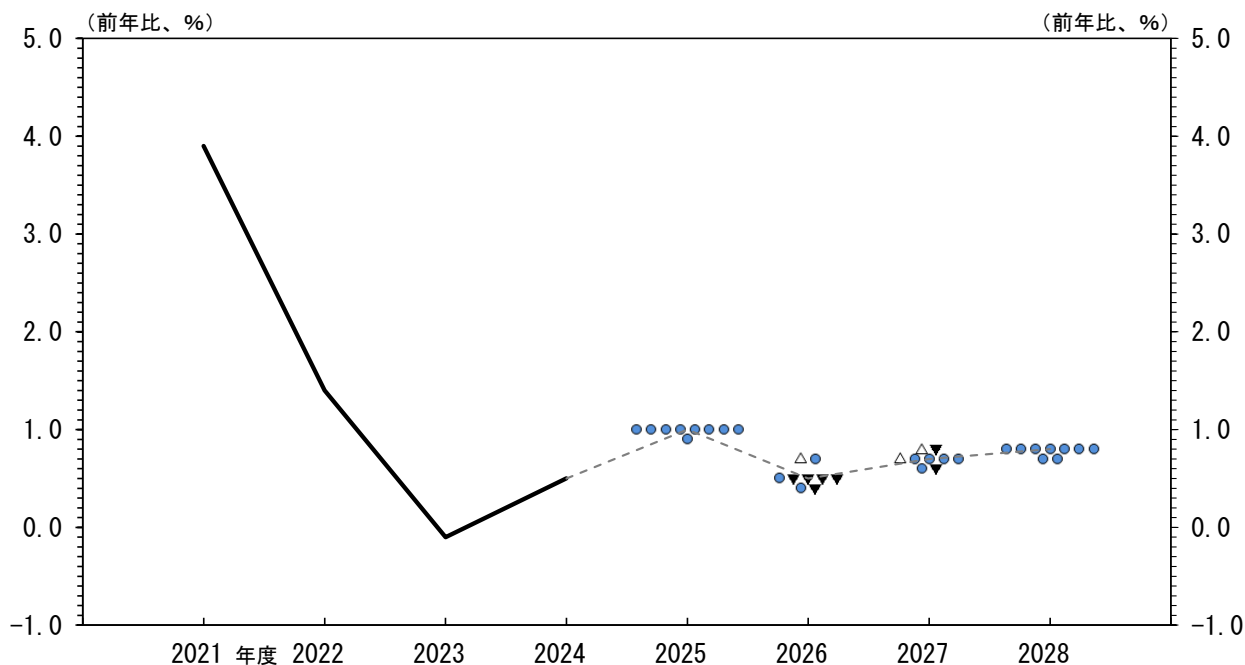
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

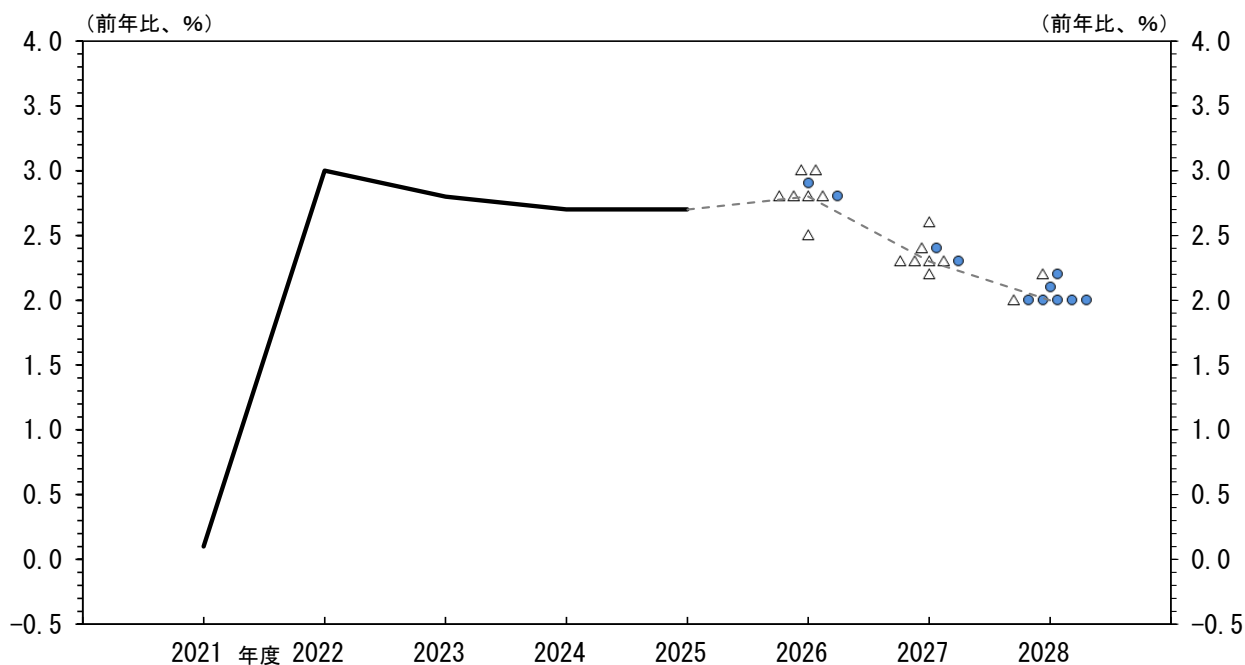
(注3) 2025年度の消費者物価指数は、実績値。

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

## 【背景説明】<sup>7</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し<sup>8</sup>

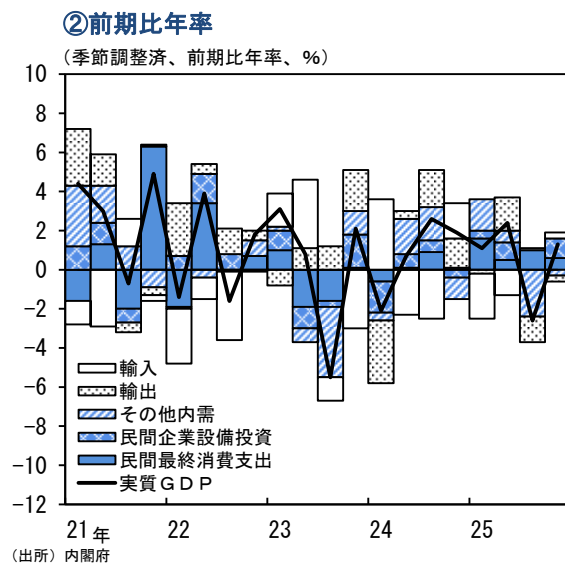
#### 1. 1 景気動向

わが国の景気は、中東情勢の影響もあって一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

2025年10～12月の実質GDPは、前期比+0.3%（年率+1.3%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。建築基準法等の改正に伴う住宅投資の反動減の影響が一巡するも、個人消費や設備投資といった国内需要が着実に増加した。こうしたも、労働需給は引き締まった状態が続いており、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ても、10～12月は、プラス幅を小幅に拡大した（図表2）<sup>9</sup>。

年始以降の月次指標や高頻度データをみると、中東での紛争が勃発する前の2026年2月頃までは、経済活動はしっかりとした改善基調が続いていたとみられる。すなわち、グローバルなAI関連需要の一段の増加と、わが国自動車セクターの増産の影響が重なり、輸出・生産は増加傾向にあった。そうしたも、3月短観では、業況判断DIは1991年8月以来の良好な水準で推移し、2025年度の設備投資計画も着実な増加傾向を維

図表1：実質GDP



<sup>7</sup> 4月27、28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。

<sup>8</sup> 原油価格をはじめとする先行きの資源価格の前提については、BOX1を参照。

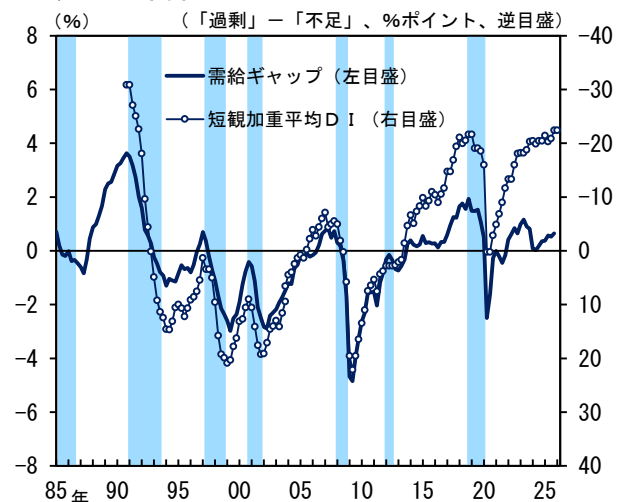
<sup>9</sup> 需給ギャップや潜在成長率は、生産要素のトレンドに関して一定の仮定を置いて推計・算出した値であるため、相当の幅をもってしておく必要がある。推計方法の詳細については、日本銀行調査統計局「需給ギャップ・潜在成長率の見直しと労働需給関連指標の補完的活用について」、日本銀行調査論文（2026年3月）を参照。

持した。家計部門をみると、雇用者数は減速しつつも増加を続け、名目賃金も着実な上昇を続ける中で、食料品価格の上昇がひと頃に比べて落ち着いてきたことから、個人消費は消費者マインドの改善を伴いつつ底堅さを幾分増してきていた。以上のような内外需要を反映して、3月短観の雇用人員判断D I（全産業全規模）は、非製造業を中心に1990年代初頭と同程度の「不足」超となった。この結果、生産・営業用設備判断と雇用人員判断の加重平均D Iでも、大幅な「不足」超が続いた（図表2）。

もっとも、3月以降は、中東情勢の不安定化に伴う原油価格の上昇と物流の停滞を受けて、わが国景気には下押し圧力が加わり始めている。すなわち、ホルムズ海峡の事実上の封鎖により中東からの原材料の輸入調達に支障が生じている石油化学企業等では、政府による石油備蓄の放出や代替調達は下支えとなっているものの、プラントの稼働率低下を余儀なくされている。また、自動車セクターでも、中東向け完成車の海上輸送が困難となっており、同地域向けの輸出・生産が減少している。家計部門をみても、エネルギー価格等の上昇は、実質購買力や家計マインドへの悪影響を通じて、個人消費の下押しに作用し始めているとみられる。

わが国経済の先行きを展望すると、当面は、グローバルなA I関連需要の堅調さや政府による各種施策は下支えとなるものの、物流の停滞による生産調整の動きやエネルギー・原材料価格の高騰による交易条件悪化が下押しに作用することから、成長率は潜在成長率を幾分下回るペースまで減速するとみられる<sup>10</sup>。その後は、原油価格の下落基

図表2：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D I（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D I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。

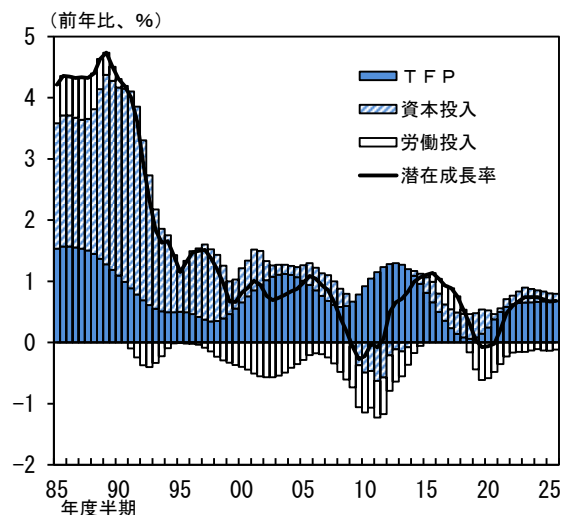
<sup>10</sup> 交易条件悪化のわが国経済への影響についてはBOX 1を、原油価格高騰がわが国物価に与える影響はBOX 2を参照。

調が続くという前提のもとで、わが国経済は、深い調整局面に陥ることなく、潜在成長率並みの成長経路に復していくと考えられる<sup>11</sup>。前回の展望レポート時点と比較すると、成長率の見通しは、中東情勢の影響から 2026 年度が下振れている。

潜在成長率の推計値をみると、コロナ禍からの回復以降、「0%台半ばから後半」で推移しており、先行きも同程度の伸びが続くと想定している（図表 3）。潜在成長率の内訳については、①働き方改革の影響一巡から潜在労働時間は減少から下げ止まりに向かうものの、女性・高齢者の労働参加が徐々に頭打ちとなり、潜在就業者数の伸びは鈍化することから、潜在労働投入量は若干のマイナスで推移する、②資本ストックは、経済的価値の減耗が速い無形固定資産投資のウエイト上昇を反映して従来よりもペースは鈍化するが、政府の各種の施策もあって着実な増加を続ける、③全要素生産性（TFP）は、AI等の活用による生産性改善や生産要素の効率的な再配分に支えられて現状程度のプラスを続ける、と考えている。以上の景気展開と潜在成長率の想定のもとで、先行きの需給ギャップは、いったんプラス幅を縮小するが、見通し期間中盤以降は再び改善傾向をたどり、小幅のプラスで推移する姿を見込んでいる。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2026 年度は、輸出はグローバルな AI 関連需要の堅調さを背景に緩やかな増加傾向をたどるものの、エネルギー・原材料価格の高騰によって、企業収益は下押しされ、家計の実質購買力も低下するもとの、国内民間需要の増勢は鈍化することから、成長率は前年度からはっきりと減速すると見込まれる。ただし、高水準の企業収益がバッファ

図表 3：潜在成長率



（出所）日本銀行  
（注）日本銀行スタッフによる推計値。2025年度下半期は、2025/4Qの値。

<sup>11</sup> 中東情勢の影響に関するリスク・シナリオ分析はBOX 3を参照。

ーとして作用するほか、政府による施策や緩和的な金融環境も下支えとなるため、成長率は潜在成長率を下回りつつも、プラスを維持すると予想される。財輸出は、当面は、中東情勢の影響による自動車関連や中間財への下押し圧力から横ばい圏内の動きにとどまるが、中東情勢の影響が緩和するのに伴い、A I 関連を中心に緩やかな増加傾向をたどると予想される。設備投資は、エネルギー価格上昇による企業収益の悪化や建設コストの上昇から増勢は鈍化しつつも、既往の投資案件の受注残を解消する動きが下支えとなり、底堅く推移すると考えられる。名目賃金は、前年並みのベースアップが実現するも、最低賃金の引き上げによるパート賃金の上昇の影響も加わり、着実な上昇を続けるほか、雇用者数も緩やかな増加を続ける可能性が高い。個人消費は、こうした雇用者所得の増加に加え、「緊急的激変緩和措置」による燃料油補助金も含む政府の各種施策は一定の下支えとなるものの、エネルギー価格を中心とした物価上昇による実質購買力低下の影響は大きく、いったん減速する可能性が高い。この間、住宅投資は、住宅価格上昇や人口動態等を反映して減少傾向をたどるとみられる。

2027 年度の成長率は、上期を中心に物価上昇による下押しの影響が残るものの、原油価格下落に伴う交易利得の改善に支えられて、国内民間需要の増加基調は徐々に明確となることから、成長率は潜在成長率並みに回復すると考えられる。財輸出は、中東情勢の影響が和らぐも、自動車関連やA I 関連を中心に緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。企業収益は、エネルギー・原材料価格の下落を主因に、再び増益基調へと回復すると予想される。そのも、設備投資は、人手不足対応の省力化投資や能力増強投資に加え、貿易構造やサプライチェーンの変容に適合するため

の投資案件なども押し上げ要因となり、増加傾向に復すると考えられる。名目賃金は既往の企業収益減少がタイムラグを伴って下押しとなり、上昇率が幾分鈍化するとみられる。そうした中であっても、個人消費は、物価上昇率の低下に伴う実質可処分所得の回復に支えられて、緩やかな増加基調に復していくと見込まれる。

2028年度は、原油価格が横ばい圏内で推移するなかで、潜在成長率並みの成長ペースが続くと考えられる。財輸出は、海外経済の緩やかな成長に伴い、緩やかな増加を続けると見込まれる。設備投資は、企業収益の改善が続くもとで、着実な増加傾向を維持すると考えられる。名目賃金が企業収益の改善に伴い再び伸びを高めるもとで、雇用者所得はしっかりと増加するとみられる。そうしたもとで、実質可処分所得も改善を続けることから、個人消費は緩やかな増加傾向をたどると考えられる。

## 1. 2 主要支出項目の動向とその背景

### (政府支出)

公共投資は、横ばい圏内の動きを続けている(図表4)。GDPの公的固定資本形成(実質)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、振れを均せば横ばい圏内の動きを続けている。一致指標である公共工事出来高(名目)は、建設工事費の上昇を反映して緩やかな増加基調にある。

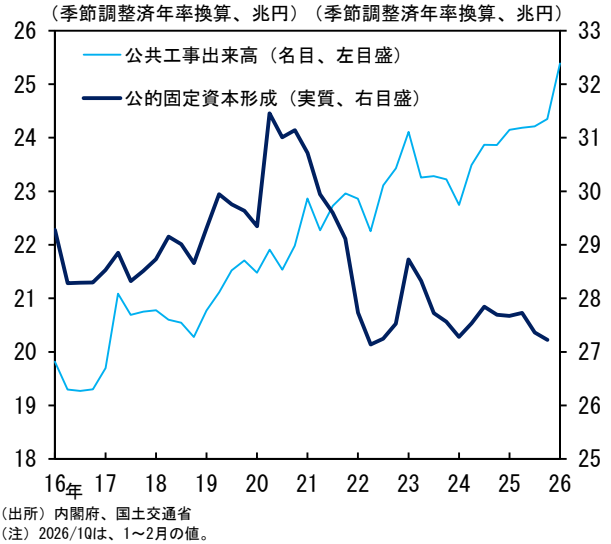
各種の先行指標の動きも踏まえると、先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると予想される。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加に加え、経済対策や防衛関連の支出増も反映して、着実な増加が続くと考えられる。

### (海外経済)

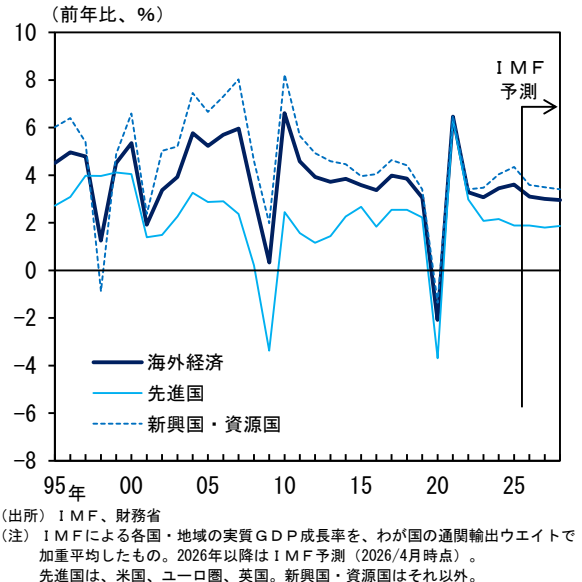
海外経済は、中東情勢の影響もあって一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)。地域別にみると、米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、一部に弱めの動きもみられるが、内需を中心に底堅さを維持している。中国経済は、消費に力強さを欠きつつも、輸出の増加などに支えられて、このところ持ち直している。中国以外の新興国・資源国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、N I E s・A S E A N経済は、グローバルなIT需要がA I関連に牽引されるかたちで拡大するもとで改善しているが、中東情勢の影響を受けて一部では経済活動の下押しがみられている。

以上の世界経済の現状をグローバルPMIのみ

図表4：公共投資



図表5：海外経済見通し



ると、サービス業では、中東情勢の影響もあって、足もと改善・悪化の分岐点となる 50 近傍まで低下している。この間、製造業は、50 を小幅に上回って推移している（図表 6）。

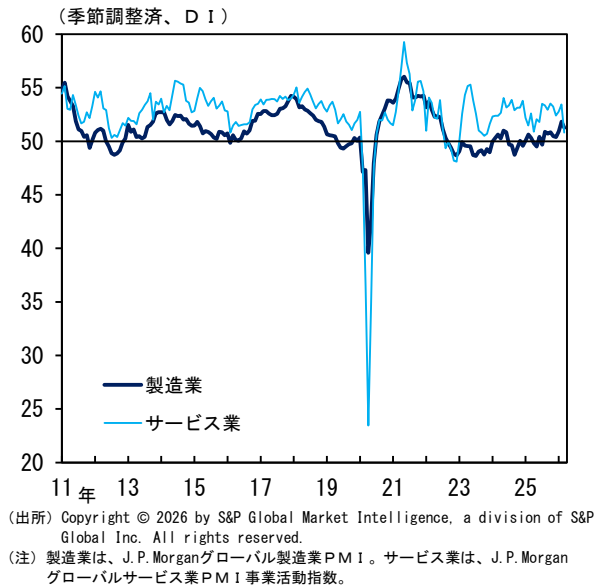
先行きの海外経済は、当面、中東情勢等の影響が下押し圧力となるものの、その後は、中東情勢の影響が和らぐとの前提のもとで、グローバルな A I 関連需要にも支えられて、緩やかな成長を続けると考えられる。地域別にみると、中東へのエネルギー輸入依存度の高いアジア諸国を中心に、当面、中東情勢の影響が下押し圧力になるとみられる。その後は、中東情勢の影響が和らぐとの前提のもとで、米国経済は、A I 関連需要や政策面の下支えもあって、潜在成長率並みの成長ペースに復していくと考えられる。欧州経済は、政策面の下支えもあって、徐々に成長率を高めていくと考えられる。中国経済は、政策面の下支えもあって、緩やかに改善していくと考えられる。中国以外の新興国・資源国経済は、グローバルな A I 関連需要にも支えられて、緩やかに改善していくと考えられる。

### （輸出入）

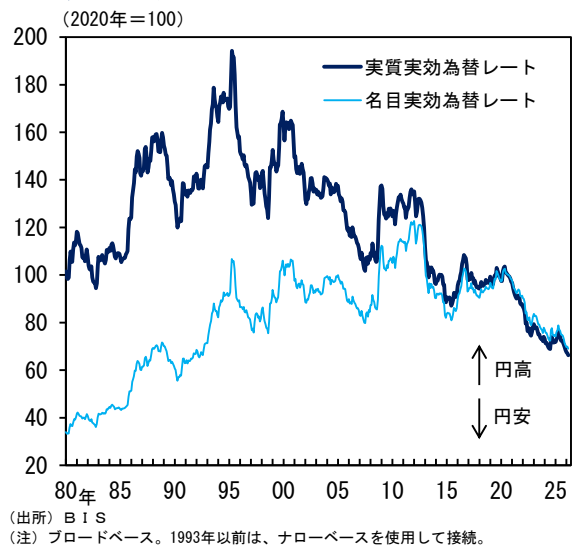
輸出は、基調としては横ばい圏内の動きを続けている（図表 8）<sup>12</sup>。地域別にみると（図表 9）、米国向けは、一部完成車メーカーにおける生産ラインの再開等を受けて持ち直している。欧州向けは、現地の国内需要の回復を反映して、自動車関連を中心に持ち直している。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景に自動車や情報関連等の内製化が進むもとで、半導体製造装置の需要一巡も下押し要因となり、低水準で推移している。N I E s・A S E A N等向けは、グローバル

<sup>12</sup> A I 関連需要の増加がわが国輸出に及ぼす影響については、BOX 4 を参照。

図表 6：グローバル PMI



図表 7：実効為替レート



図表 8：実質輸出入

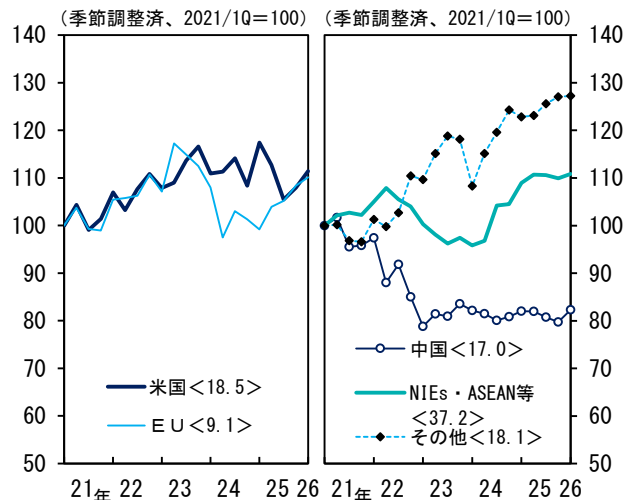


なA I 関連需要の堅調さはプラスに作用しているものの、新型スマートフォン向けの部材作り込みの一巡から伸び悩んでいる。その他地域向けは、緩やかな増加傾向にあるが、足もとでは中東向けの自動車輸出の減少が下押し要因となっている。財別にみると（図表 10）、自動車関連は、昨年未まで米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動と一部完成車メーカーの生産ライン停止の影響等から減少してきたが、年明け以降は生産ラインの再開等を受けて持ち直している。資本財は、グローバルなA I 関連需要の増加を背景に、半導体製造装置や電力設備向けを中心に足もとで増加している。情報関連は、データサーバー向けなどのA I 関連需要は堅調に推移しているものの、新型スマートフォン向けの部材作り込みの一巡などから、減少している<sup>13</sup>。この間、中間財は、中国の過剰生産能力を背景にアジアを中心に供給過剰状態が続くもとで、低水準で横ばい圏内の動きを続けてきたが、足もとでは中東情勢の影響による素材産業の稼働率低下も下押し方向に作用している。

先行きの輸出は、グローバルなA I 関連需要の堅調さは情報関連や資本財を中心に押し上げ要因となる一方、中東情勢の不安定化を受けて、中東向けの自動車輸出が減少するほか、素材産業の稼働率低下も関連財輸出の下押しに作用することから、当面は、横ばい圏内の動きを続けると考えられる。その後は、中東情勢の影響が和らぐもとで、自動車関連やA I 関連財を中心に緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

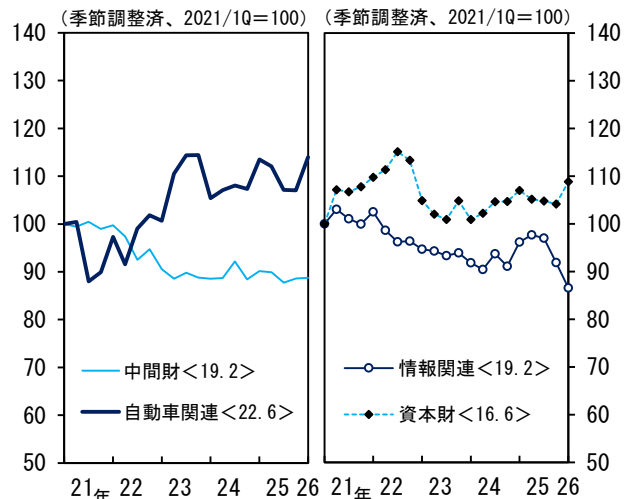
輸入は、このところ弱めの動きとなっている（図表 8）。先行きは、当面、中東情勢を受けた素原料や中間財の輸入停滞や、交易条件悪化に伴う国内

図表 9：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、2025年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

図表 10：財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省  
(注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2025年通関輸出額に占める各財のウエイト。

<sup>13</sup> 情報関連の実質輸出の減少には、メモリ市況価格の上昇によって押し上げられている輸出物価ほどには、名目輸出額が伸びていないことも影響している。

需要の減速を背景にいったん減少すると見込まれる。その後は、中東情勢の緊張緩和に伴う物流の正常化に加え、国内需要の持ち直しも後押しとなり、緩やかな増加基調に転じると考えられる。

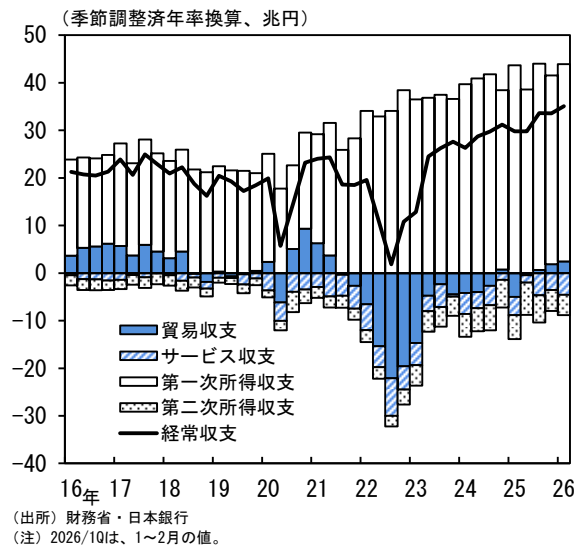
### (対外収支)

名目経常収支の黒字幅は、高水準で推移している(図表11)。貿易収支は、小幅の赤字基調を続けてきたが、既往の原油価格の下落もあってこのところ若干の黒字基調となっている。サービス収支をみると、旅行収支はインバウンド需要に支えられて黒字で推移しているものの(図表12)、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、振れを伴いつつも、直接投資収益や証券投資収益の受取等に押し上げられて高水準の黒字が続いている。

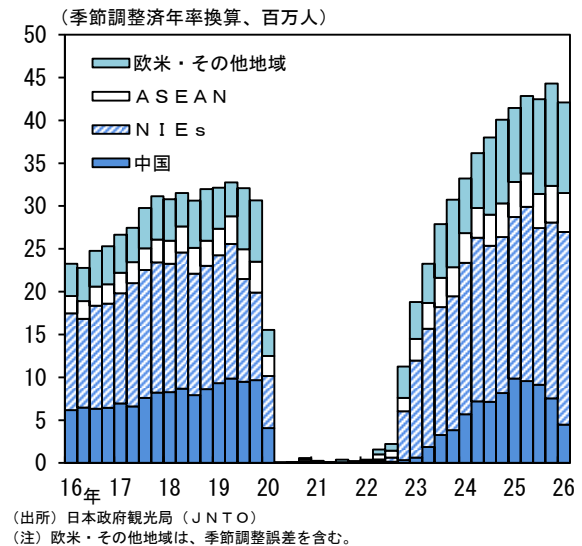
先行きの名目経常収支は、当面は原油価格上昇等を背景とした貿易収支の悪化により、いったん黒字幅を縮小するが、その後は、原油価格下落による貿易収支の回復と、海外経済の改善に伴う第一次所得収支の黒字幅拡大を反映して、黒字幅が再び緩やかに拡大していくと見込まれる。

この間、経常収支と表裏の関係にあるわが国の貯蓄投資バランスをみると、企業収益の増加と一般政府の赤字幅縮小を反映して、貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向を続けてきたあと、このところ高水準で横ばい圏内の動きとなっている(図表13)。先行きは、エネルギー価格の上昇を主因に家計部門の貯蓄超過が縮小することに加え、政府部門の財政赤字も燃料油補助金の再開などにより拡大することから、全体として貯蓄超過幅は縮小すると見込まれる。その後は、原油価格下落に伴う企業収益の回復や政府部門における財政赤字の縮小を

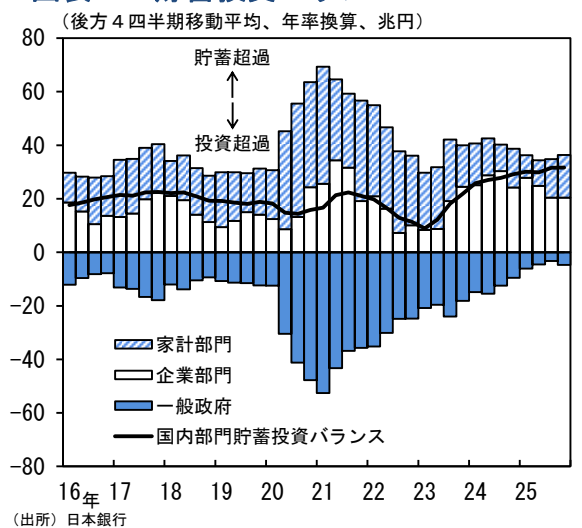
図表11：経常収支



図表12：入国者数



図表13：貯蓄投資バランス



背景に、全体の貯蓄超過幅は緩やかに拡大すると考えられる。

### (鉦工業生産)

鉦工業生産は、やや長い目でみれば、横ばい圏内の動きを続けている(図表14)。主な業種についてみると、「輸送機械」は、内外需要が底堅く推移するも、一部完成車メーカーにおける生産ラインの稼働再開などから、このところしっかりと増加している。「はん用・生産用・業務用機械」は、半導体製造装置による振れの影響を受けつつも、グローバルなAI関連需要の増加が品目の裾野を広げつつ波及するも、増加している。「電子部品・デバイス」は、堅調なAI関連需要を背景に増加を続けてきたが、足もとでは新型スマートフォン向けの部材作り込みの一巡から増勢が鈍化している。この間、「電気・情報通信機械」は、車載用リチウムイオン蓄電池の増加と、一部OSのサポート切れを受けたパソコンの更新需要一巡によるマイナスの影響が相殺し、横ばい圏内で推移している。「化学(除く医薬品)」は、アジアを中心とした供給過剰による根強い下押し圧力から、低水準で推移している。この間、在庫は、AI関連需要が企業の想定を上回って堅調に推移するも、生産財の在庫調整の進捗の影響も加わり、このところははっきりと減少している。

先行きの鉦工業生産は、グローバルなAI関連需要の堅調さや経済対策にも支えられた設備投資需要の底堅さは下支え要因となるものの、中東情勢の不安定化に伴う素材産業の稼働率低下や輸送機械の生産調整が下押し要因として作用することから、全体としては横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。

図表14：鉦工業生産

(季節調整済、2020年=100)



(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2026/1Qは、1~2月の値。在庫の2026/1Qは、2月の値。

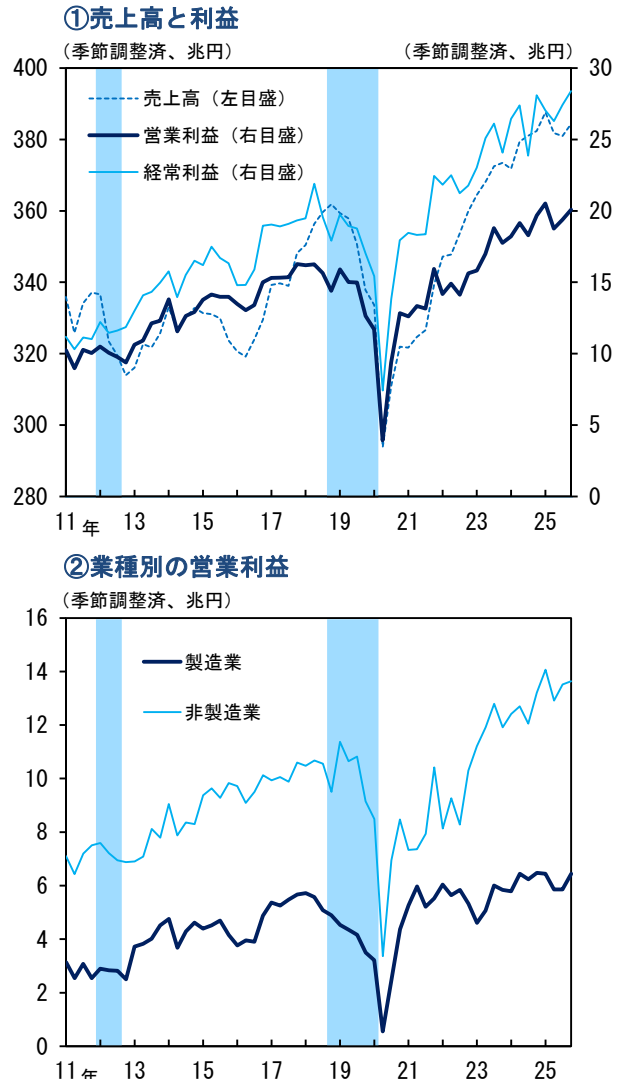
## (企業収益)

企業収益は、製造業において米国の関税政策による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。法人企業統計の営業利益(全産業全規模ベース)をみると、米国の関税引き上げによる製造業の輸出採算悪化の影響が引き続き下押しとなっているものの、A I 関連需要の増加や価格転嫁の進展がプラスに作用するも、既往ピーク並みの高水準となっている(図表 15)。業種別の営業利益をみると、製造業は、関税引き上げによる輸出採算悪化が大企業・輸送機械を中心に下押し圧力となっているものの、足もとではA I 関連需要の堅調さに支えられて持ち直している。非製造業は、価格転嫁の進展や建設・不動産関連の堅調さもあって、高水準で横ばい圏内の動きを続けている。

企業の業況感は、中東情勢の影響を受けつつも全体として良好な水準で推移している。3月短観の業況判断D I (全産業全規模)をみると、「良い」超幅は+18 と 1991 年 8 月以来の良好な水準となったが、先行きについては中東情勢への懸念から+11 とやや大きめの悪化が見込まれている(図表 16)。業種別にみると、製造業の業況判断D I は、A I 関連需要の増加や米国通商政策の不透明感の後退などを背景に、改善傾向にあるが、先行きは幅広い業種で中東情勢の影響から悪化が見込まれている。非製造業の業況判断D I は、底堅い国内需要や価格転嫁の進展に支えられて高水準で推移してきたが、先行きはエネルギー価格上昇による悪影響が懸念されている。

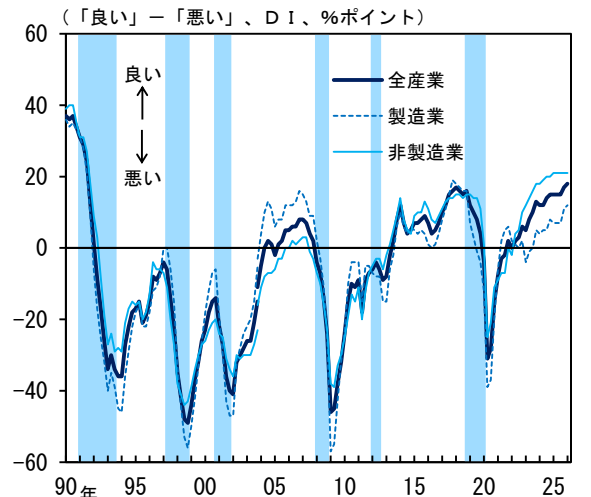
企業収益の先行きを展望すると、政府による燃料油補助金や名目輸出の増加は下支えとなるものの、原油価格上昇や物流の停滞の影響は大きく、非製造業を中心に減益となると見込まれる。その

図表 15 : 企業収益関連指標



(出所) 財務省  
(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
2. シャドウ部分は、景気後退局面。

図表 16 : 業況判断



(出所) 日本銀行  
(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. シャドウ部分は、景気後退局面。

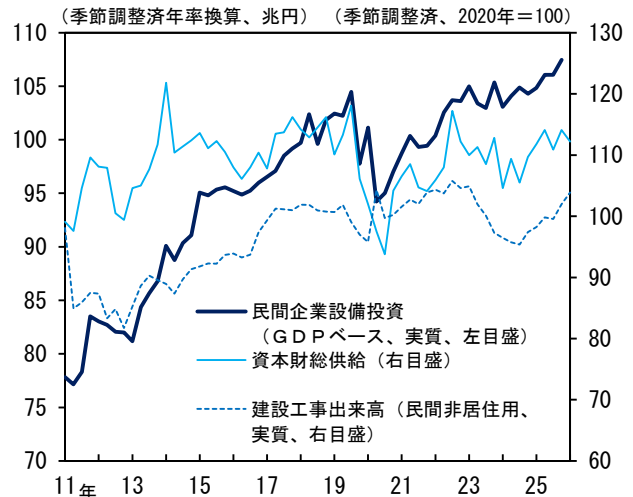
後は、原油価格が緩やかに低下していくとの前提のもとで、交易条件の改善と内外需要の増加に支えられて、再び増益基調に転じるとみられる。

### (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、半導体製造装置等の振れを伴いつつも、AI関連や省力化関連の投資需要に支えられて、底堅く推移している。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、実質)をみると、建設資材高や人手不足を背景とした工事後ずれの影響がみられるものの、物流施設や都市再開発関連、電力関連を中心とした旺盛な建設需要に支えられて、緩やかな増加傾向を続けている。

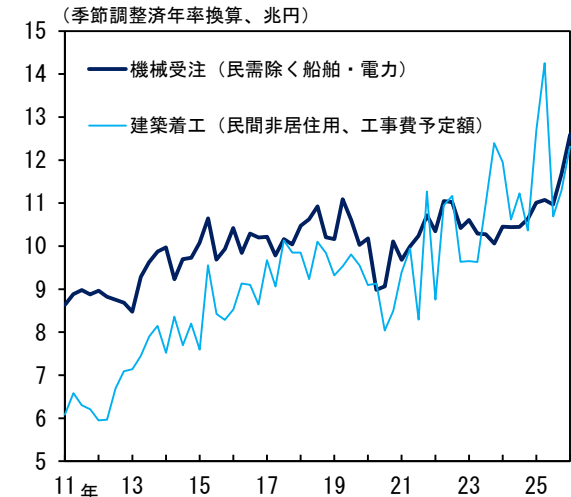
機械投資の先行指標である機械受注は、大型案件の影響もあって大幅に増加している(図表18)。業種別にみると、製造業は、半導体部材等の成長分野向けの投資需要の底堅さに加え、化学や非鉄金属、造船の大型投資にも支えられて、しっかりと増加している。非製造業は、旺盛なデジタル・省力化関連の投資需要が基調的な押し上げ要因として作用するも、情報サービスや金融・保険等を中心にはっきりと増加している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額(民間非居住用)は、大型案件による振れを伴いつつも、堅調な都市再開発関連需要や物流施設・データセンター等の新設需要に支えられて、非製造業を中心に増加基調にある。3月短観における設備投資計画(名目ベース)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、2025年度は前年比+7.9%と、前年度並みのしっかりとした増加で着地する見込みとなっている。2026年度は、同じベースで前年比+

図表17：設備投資一致指標



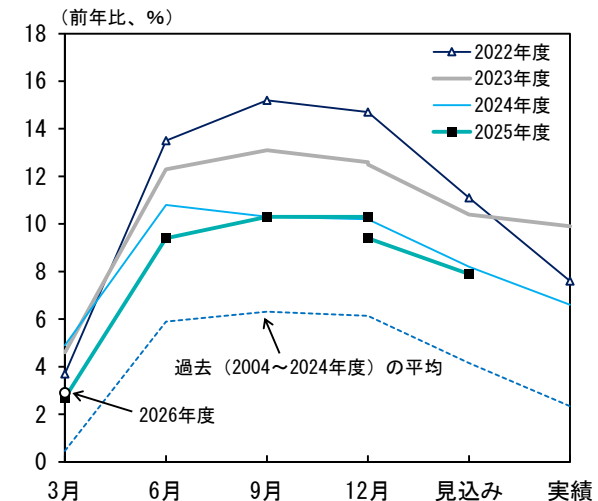
(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省  
 (注) 1. 2026/10は、1~2月の値。  
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表18：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2026/10は、1~2月の値。

図表19：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. 2023/12月調査および2025/12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。

2.9%と増加計画となっているが、中東情勢の帰趨次第で今後大きく修正される可能性がある。

先行きの設備投資は、既往の投資案件の受注残を解消する動きが下支えに作用するものの、エネルギー価格上昇を受けた企業収益の悪化や建設コストの上昇による下押し圧力が強まってくることから、増勢は徐々に鈍化していく可能性が高い。その後は、企業収益がエネルギー価格の下落を背景に回復するも、既往の経済対策の効果にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると考えられる。見通し期間を通じて設備投資を下支えする中長期的な案件としては、①構造的な人手不足に対応するための省力化・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、②Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、都市再開発に関連するオフィスや商業施設の建設投資、③成長分野や脱炭素化関連の研究開発投資、④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や科学技術支援関連の投資等が挙げられる。

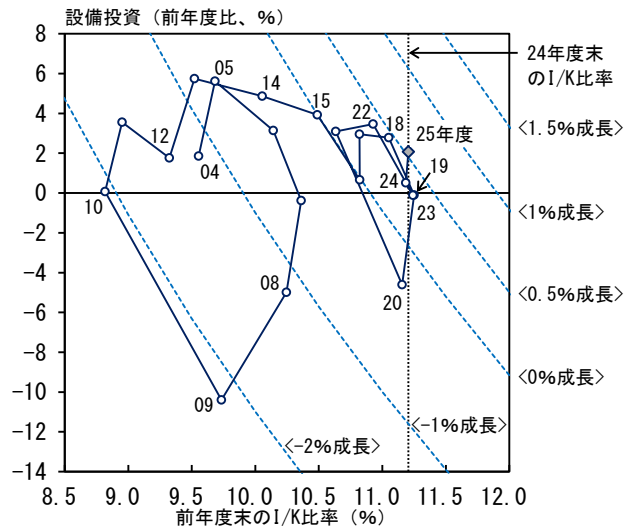
資本ストックの増加ペースから逆算される企業の期待成長率は、0%台半ば程度と潜在成長率と概ね整合的な伸び率となっている（図表20）。先行きは、設備投資の増加傾向を反映して資本ストックは積み上がっていきとみられるが、減耗率の高い無形固定資産投資のウエイト上昇もあって、ストックの増加ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

### （雇用・所得環境）

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

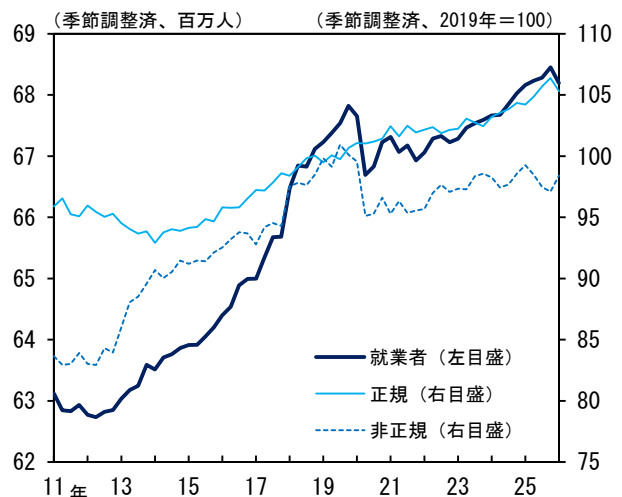
就業者数は、雇用者数の増勢が鈍化するも、自営業者の減少も下押しとなり、足もとでは伸び率が低下している（図表21）。雇用者数のうち、

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。2025年度は、2025/2~40の値。

図表21：就業者数



(出所) 総務省  
(注) 2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。

図表22：失業率と労働力率



(出所) 総務省

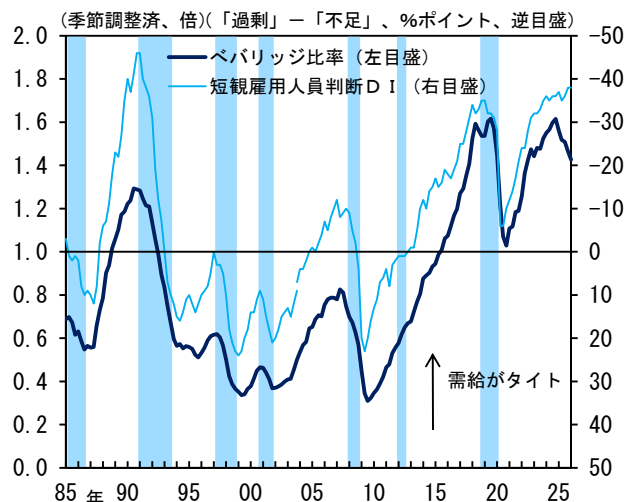
正規雇用は、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心にしっかりと増加を続けてきたが、足もとではそうした動きが一服している。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとで水準をやや切り下げてきたが、足もとでは卸売・小売を中心に持ち直している。

労働需給は、引き締まった状態が続いている。失業率は、最低賃金の上昇を眺めた求職者数の増加と企業の新規雇用スタンスの慎重化などから幾分上昇しているが、引き続き2%台半ばから後半の低水準で推移している（図表22）。実際の失業率と労働市場のミスマッチ等を示す構造失業率の差から算出した就業率ギャップの推計値をみても、若干低下しているが、歴史的にみれば引き締まった状態を維持している（図表23②）。短観の雇用人員判断DIは、1991年8月以来の「不足」超となっており、企業の手不足感は強い状態が続いている。こうしたもとで、事業所における入職率と離職率の乖離をみた入離職ギャップは、足もとで幾分上昇しており、企業の労働需要の強さが窺われる（図表23③）。一方、ベバリッジ比率をみると、引き続き高水準となっているものの、企業の欠員数の減少から幾分水準を切り下げている（図表23①）。この間、労働力率は、振れを伴いつつも、女性を中心に緩やかな上昇基調が続いている（図表22）。

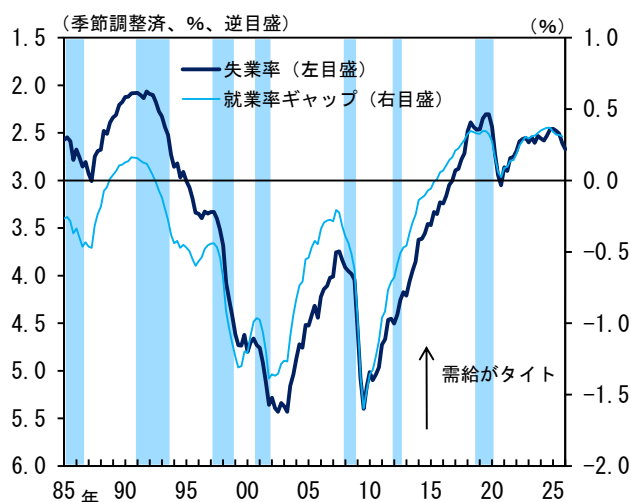
先行きの雇用動向を展望すると、当面の景気減速の影響を受けつつも、人手不足感の強い業種の正規雇用を中心に緩やかな増加を続けると予想される。ただし、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできた中で、人口動態面から労働供給が増えにくくなっていることから、雇用者数の増加ペースは鈍化していく可能性が高い。こうしたもとで、先行きの失業率は、景気減速の影響が

図表23：労働需給関連指標

①ベバリッジ比率、短観雇用人員判断DI



②失業率、就業率ギャップ



③入離職ギャップ



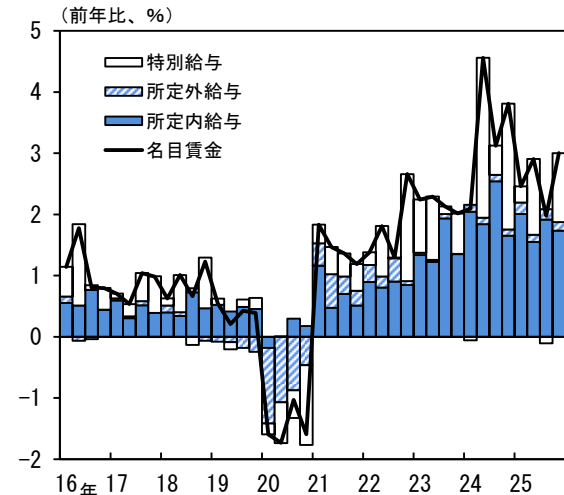
(出所) 日本銀行、総務省、厚生労働省

- (注) 1. ベバリッジ比率=欠員率÷雇用失業率。2019/40までは職業安定業務統計、2020/10以降は労働経済動向調査より算出した欠員率を用いて算出。2025/30以降は、同調査の労働者過不足判断DIを用いた試算値。  
2. 短観雇用人員判断DIは、全産業全規模ベース。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。  
3. 入離職ギャップ（1989年以前は、事業所規模30人以上）は、中心3四半期移動平均。2026/10は、1～2月の値。  
4. シャドー部分は、景気後退局面。

らいったん足踏みするが、その後は、ごく緩やかな低下傾向をたどる姿を想定している。

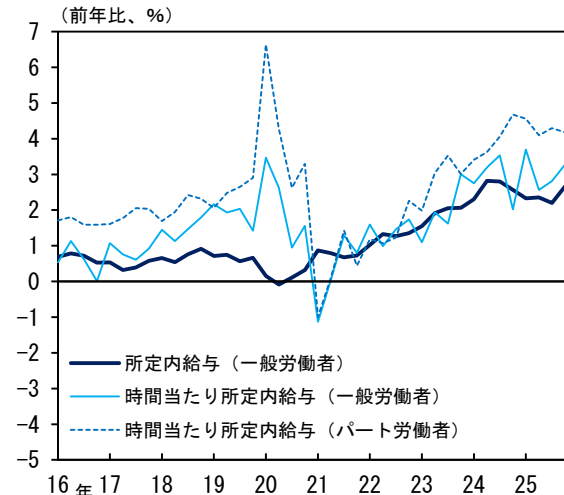
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けている(図表 24)<sup>14</sup>。内訳をみると、所定内給与の前年比は、2%前半で推移していたが、足もとでは3%程度まで伸びが高まっている(図表 25)。一般労働者の所定内給与(一人当たり)の前年比は、サンプル要因とみられる卸売・小売等の弱さからひと頃に比べ伸び率が低下していたが、足もとではサンプル要因の剥落から3%程度まで伸びが高まっている。同給与を時間当たりベースでみると、振れを均せば、一人当たりベースを幾分上回る上昇率で推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給の引き締まりが押し上げ要因として作用しているもとで、最低賃金の引き上げを受けた賃金改定の動きを反映して、4%台の高めの伸びが続いている<sup>15</sup>。一方で、アルバイト・パートの募集時平均時給の前年比は、企業による新規求人慎重化もあって、このところ伸び率が低下している。所定外給与の前年比は、残業手当の時給上昇を主因に、プラス基調が続いている。この間、冬季賞与に相当する11~1月の特別給与の前年比をみると、前年度からは伸びは低下したものの、高水準の企業収益とベースアップ率の上昇を反映して、しっかりとした伸びを維持している。

図表24：名目賃金



(出所) 厚生労働省  
(注) 1. 各四半期は、1Q: 3~5月、2Q: 6~8月、3Q: 9~11月、4Q: 12~2月。  
2. 共通事業所ベース。

図表25：所定内給与



(出所) 厚生労働省  
(注) 1. 各四半期は、1Q: 3~5月、2Q: 6~8月、3Q: 9~11月、4Q: 12~2月。  
2. 共通事業所ベース。  
3. 時間当たり所定内給与(一般労働者)は、季節調整済の値。

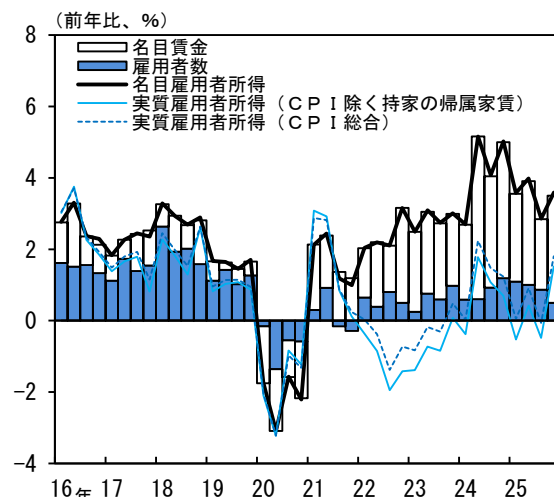
<sup>14</sup> 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価しているが、それでもなお500人未満の事業所ではサンプル替えの影響が相応にみられる。

<sup>15</sup> 2025年度の最低賃金は、全国加重平均で前年比+6.3%と、2024年度(+5.1%)の伸びをはっきりと上回っている。例年、最低賃金の改定は10月頃に発効されていたが、2025年度については、引き上げ幅が大きくなったことを受けて、企業側の円滑な対応を確保する観点から、発効タイミングを11月~3月に遅らせる自治体が過半となった。

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については、概ね前年並みとなる3%台半ばの賃金改定率（ベースアップ）で着地すると見込まれる。これを反映するかたちで、今年度の一人当たり所定内給与は、当面、3%程度の上昇率で推移する可能性が高い。来年度については、エネルギー・原材料価格の上昇を受けた企業収益の減少が下押しに作用するも、春季労使交渉における賃金改定率は前年度から幾分伸びが低下し、それに伴って所定内給与も若干減速すると見込まれる。もっとも、見通し期間終盤にかけては、内外需要の回復を背景とした企業収益の改善と労働需給の引き締まりに伴い、賃金改定率と所定内給与は再び上昇率を高めていくと考えられる。この間、特別給与は、企業収益の変動からタイムラグを伴って、今年度後半から来年度前半にかけて伸び率がいったん鈍化すると見込まれるが、見通し期間後半にかけては再び増勢が強まるとみられる。

名目雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、前年比+3~4%程度のペースで着実な増加を続けている（図表26）。消費者物価（総合除く持家の帰属家賃）で実質化したベースの前年比は、ゼロ%近傍で推移していたが、昨年末以降は物価上昇率の低下等を受けて前年比+1~2%程度まで持ち直している。先行きの名目雇用者所得は、当面、現状程度のペースで増加を続けたあと、見通し期間中盤には、企業収益の悪化からややタイムラグを伴って、いったん伸びがやや低下するとみられる。見通し期間終盤にかけては、企業収益の回復を反映して、名目雇用者所得の増勢も幾分強まると考えられる。実質ベースでみると、物価上昇率の高まりからいったんはつきりと減速するとみられるが、見通し期間終盤にかけては、物価上昇の落ち着きに伴い、再び

図表26：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. 名目雇用者所得=名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）

3. 毎月勤労統計は、共通事業所ベース。

4. 雇用者所得の実質値は、( )内の各物価指標を用いて日本銀行スタッフが算出。

伸び率を高めていくと想定している。

### (家計支出)

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。

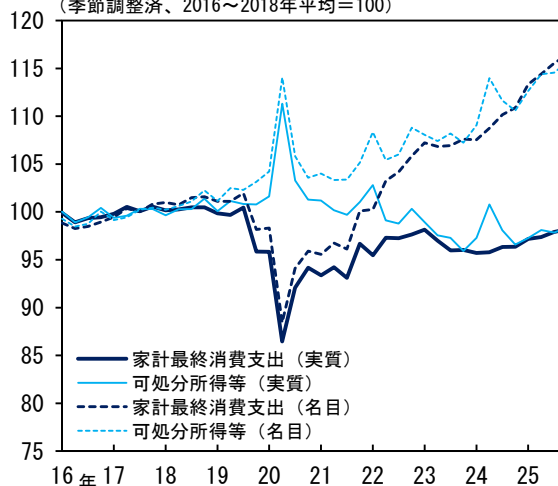
各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）<sup>16</sup>をみると、このところ緩やかな増加傾向にある（図表 27、28）。形態別にみると、耐久財消費は、昨年末にかけて増加してきたが、足もとでは幾分減少している（図表 28）。自動車販売は、新モデル投入効果はプラスに作用しているものの、足もとでは、本年4月の環境性能割の廃止を見越した買い控えの動きが一部でみられたこともあって、弱めの動きとなっている。一方、家電販売額は、一部OSのサポート切れを受けたパソコンの更新需要は一服しつつあるが、エアコン販売が一部自治体の購入補助拡大等を背景に堅調に推移するも、高水準を維持している。非耐久財消費（飲食料品・衣料品等）は、消費者の節約志向を背景に減少傾向が続いてきたが、足もとでは食料品価格の上昇率低下を受けて下げ止まりつつある。

サービス消費は、緩やかに増加している（図表 28、29）。外食は、内食から外食への基調的なシフトが続くも、実質所得の改善にも支えられて緩やかに増加している。国内旅行は、賃金上昇の恩恵を受ける就労世帯の旅行意欲の強さに支えられて、高めの水準で推移している。海外旅行は、為替要因等による割高感を主因に、引き続き弱めの動きが続いている。

<sup>16</sup> 消費活動指数については、今般、その推計方法の一部見直しを実施した。詳細は、日本銀行調査論文「GDP統計の2020年基準への改定に伴う消費活動指数の見直し」（2026年4月）を参照。

図表27：個人消費と可処分所得

(季節調整済、2016~2018年平均=100)

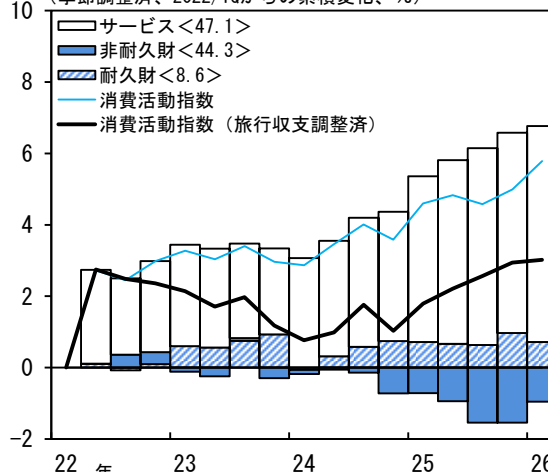


(出所) 内閣府

(注) 1. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。  
2. 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。実質値は、家計最終消費支出デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表28：消費活動指数（実質）

(季節調整済、2022/1Qからの累積変化、%)

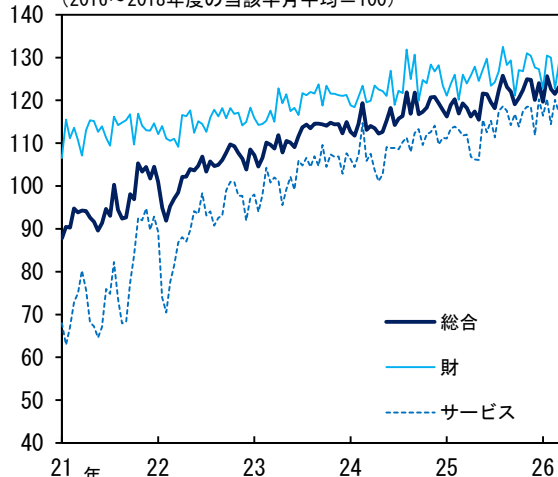


(出所) 日本銀行等

(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）。2026/1Qは、1~2月の値。  
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。  
3. < >内は、消費活動指数におけるウエイト。

図表29：カード支出に基づく消費動向

(2016~2018年度の当該半月平均=100)



(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」

(注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。  
2. 通信とエネルギー（燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業）を除く。日本銀行スタッフ算出。

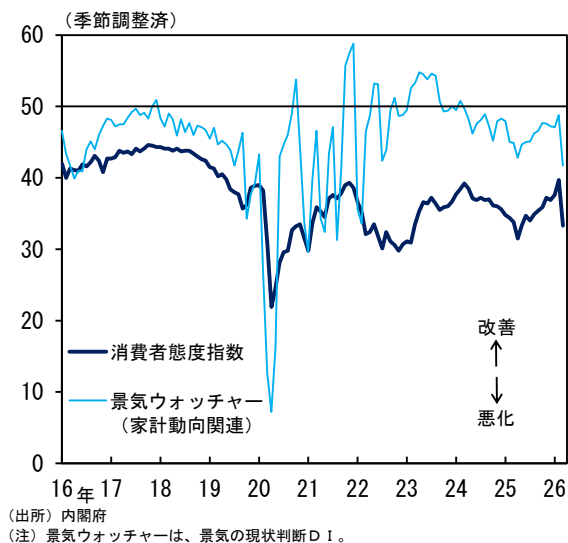
個人消費関連のマインド指標をみると（図表30）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費動向調査の消費者態度指数は、食料品価格の上昇率低下や政府によるエネルギー負担緩和策を背景に改善してきたが、足もとでは不安定な中東情勢やガソリン価格上昇を受けて急激に悪化している。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）も、個人消費の底堅さに支えられて緩やかな改善基調を続けてきたが、足もとでは、中東情勢を受けたエネルギー価格上昇に伴う収益悪化や個人消費への悪影響に対する懸念から、急激に悪化している。

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足もとの状況を窺うと（図表29）、上記のようなマインドの悪化にもかかわらず、消費の底堅さは維持されている模様である。ただし、これには、先行きの物価上昇を予想する消費者による前倒し需要が一部に影響している可能性もあるため、今後の動きを注意してみていく必要がある。

先行きの個人消費を展望すると、当面は、既往の経済対策や燃料油補助金の再開といった施策は下支えとなるものの、エネルギー価格を中心とした物価上昇による実質購買力の低下を主因に、減速した状態が続く可能性が高い。その後は、物価上昇率の低下に伴い実質可処分所得が回復するもとで、緩やかな増加基調に復すると考えられる。

住宅投資は、減少傾向にある（図表31）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動減からの回復の動きはほぼ一巡しており、やや長い目でみれば、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、減少傾向をたどっている。先行きについても、緩やかな減少傾向をたどると考えられる。

図表30：個人消費関連のマインド指標



図表31：住宅投資



## 2. 物価の現状と見通し

### (物価の現状)

国内企業物価の前年比は、既往の原油価格下落や米などの食料品価格上昇ペースの鈍化を主因に低下傾向にあったが、3月は中東情勢を受けた石油・石炭製品（ガソリン等）や化学製品（ベンゼン等）の値上がりを主因に、上昇率がはっきりと高まっている（図表 32、33）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を価格に転嫁する動きが続くも、前年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている（図表 32、39）。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品・エネルギーは、賃金や物流費等の上昇を販売価格に転嫁する動きは続いているが、昨年夏場以降、米などの食料品価格の上昇率低下を主因にプラス幅が縮小しており、足もとでは2%台半ばとなっている（図表 32、34）。除く生鮮食品の前年比は、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、足もとでは1%台後半まで低下している（図表 32、35）。この間、食料品やエネルギーの価格変動の影響を受けない除く食料・エネルギーの前年比は、1%台半ばで推移している（図表 32、35）。

除く生鮮食品・エネルギーについて内訳をみると（図表 34）、財は、食料品価格の上昇率低下を主因にプラス幅が縮小している。一般サービスは、賃金上昇の販売価格への転嫁が続くも、このところ2%程度の上昇率で推移している。公共料金（除くエネルギー）の前年比は、足もとでは一部自治体による水道料金引き下げの動きもあって幾分低下しているが、小幅のプラスで推移している。

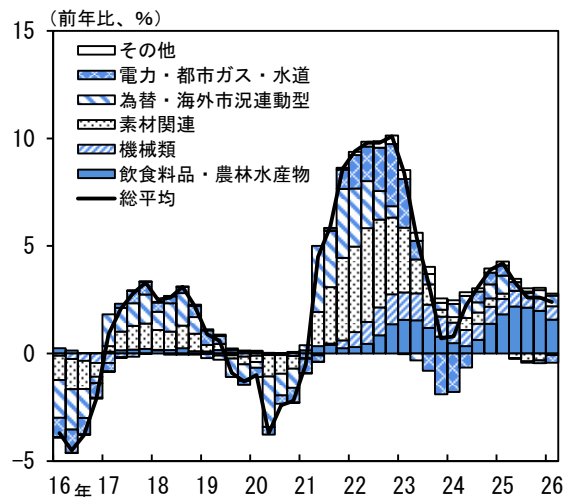
図表32：物価関連指標

	(前年比、%)			
	25/2Q	25/3Q	25/4Q	26/1Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	3.5	2.9	2.8	1.8
除く特殊要因	2.9	2.9	2.7	2.3
除く生鮮・エネルギー	3.2	3.2	3.0	2.5
除く特殊要因	3.4	3.4	3.2	2.7
除く食料・エネルギー	1.6	1.5	1.5	1.4
除く特殊要因	1.9	1.8	1.8	1.7
国内企業物価指数	3.3	2.6	2.6	2.4
企業向けサービス価格指数（SPPI）	3.2	2.9	2.7	2.7
GDPデフレーター	3.2	3.5	3.4	
内需デフレーター	2.6	2.8	2.6	

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行等

(注) 1. CPIの食料は、酒類を除く。特殊要因＝教育無償化政策＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。  
2. SPPIは、除く国際運輸。

図表33：国内企業物価

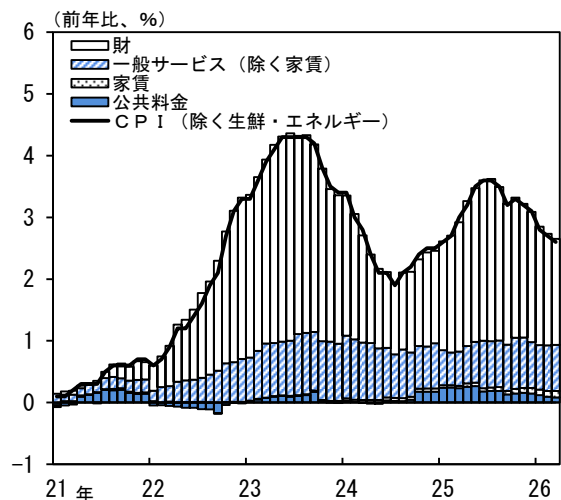


(出所) 日本銀行

(注) 1. 消費税率の変更の影響を除く。

2. 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品、非鉄金属。

図表34：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、消費税率の変更・教育無償化政策、2021年の携帯電話通信料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

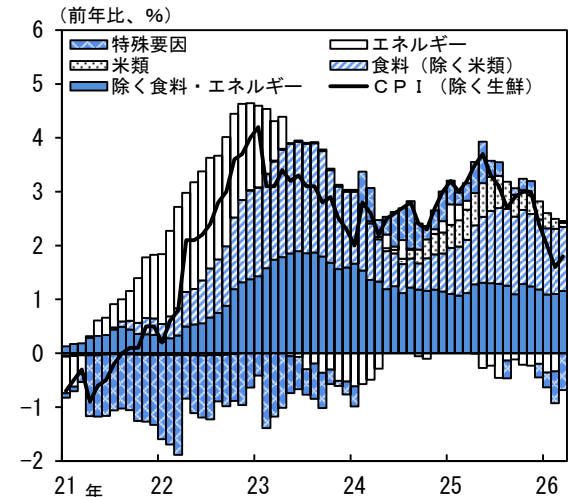
消費者物価の基調的な動きを捕捉する観点から、エネルギー負担緩和策や教育無償化等の「特殊要因」<sup>17</sup>を除いたベースのコア指標をみると（図表36）、除く生鮮食品・エネルギー、除く生鮮食品とともに、食料品価格の上昇鈍化を主因にプラス幅を縮小しているが、いずれも2%をなお上回っている。一方、特殊要因調整後の除く食料・エネルギーの前年比は、1%台半ばから後半で推移している。品目別の価格変動分布等から算出したコア指標をみると（図表37）<sup>18</sup>、刈込平均値は、最近の食料品のプラス幅縮小を主因に、1%台半ばまで低下している。加重中央値は、ウエイトの大きい電気代が政府の負担緩和策の影響により前年比マイナスに転化したことなどから、ゼロ%台後半までプラス幅が縮小している。最頻値も、上昇品目数の減少の影響から、1%台半ばまで伸び率が低下している。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、食料品などの値上げの動きがひと頃よりも落ち着きつつあるなかで、「上昇」超幅は縮小傾向にある（図表38）。この間、賃金とサービス価格の関係をみると、賃金上昇のサービス価格への転嫁が幅広い品目で進むもとで、ともに緩やかな上昇傾向にある（図表39）。

次に、人々の物価観を示す中長期の予想物価上昇率に関連する諸指標をみると、全体として、2%

<sup>17</sup> 特殊要因とは、消費税率の変更・教育無償化政策、ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、2021年の携帯電話通信料の引き下げ、旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

<sup>18</sup> 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、消費税率の変更・教育無償化政策、旅行支援策の各影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

図表35：CPI（除く生鮮）

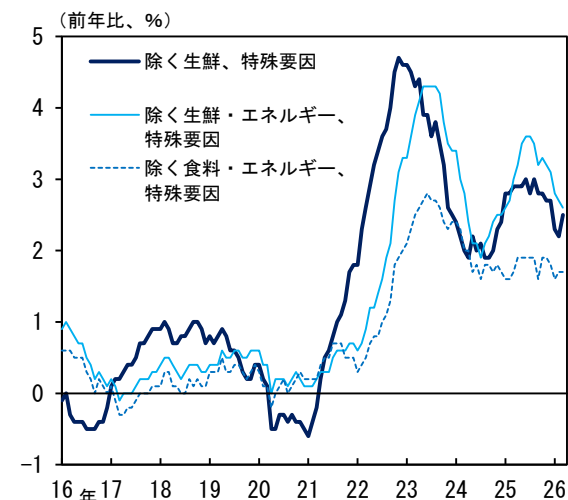


（出所）総務省等

（注）1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。食料（除く米類）は、生鮮食品・酒類を除く。

2. 特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋2021年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

図表36：CPI（除く特殊要因）



（出所）日本銀行等

（注）特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋2021年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

図表37：CPIの刈込平均値等



（出所）日本銀行等

（注）CPIを用いて日本銀行スタッフが算出。CPIは、消費税率の変更・教育無償化政策、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

に向けて緩やかに上昇している（図表 40）<sup>19</sup>。主体別にみると、企業の予想物価上昇率は、上昇傾向が続いており、2%を上回って推移している。家計や専門家の予想物価上昇率は、引き続き2%を下回っているものの、全体として緩やかな上昇が続いている。物価連動国債から算出されるBEIも、振れを伴いつつ、2%に向けて緩やかに上昇している。このほか、経済モデルから推計したトレンドインフレ率は、いずれのモデルでも、緩やかに上昇しており、足もとでは1%台後半から2%近傍となっている（図表 41）<sup>20</sup>。

この間、GDPデフレーターを分配面からみると、2023年は、価格転嫁の進展を受けてユニット・プロフィット（UP）主導で上昇率が高まっていたが、2024年以降は、賃金の上昇を反映してユニット・レーバ・コスト（ULC）の寄与も高まっており、UPとULCがバランスよく上昇している（図表 42）。

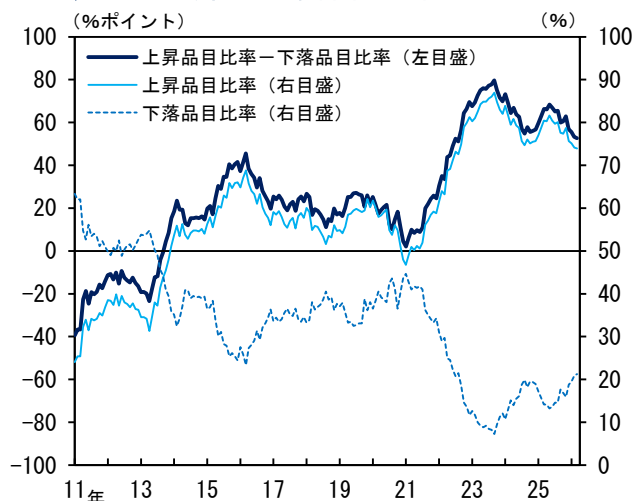
### （物価を取り巻く環境）

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、先行きのマクロ的な需給ギャップは、当面は原油価格上昇に伴う景気減速からプラス幅をいったん縮小するが、見通し期間中盤以降は、成長率の高まりを反映して再び改善傾向をたどり、小幅のプラスで推移する姿を見込んでいる（図表 2）。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などから、労働需給はマクロ的な需給ギ

<sup>19</sup> 物価の基調の概念とそれを捉えるための指標の詳細については、日本銀行企画局「基調的な物価上昇率の概念と捉え方」、日銀レビュー・シリーズ（2026年3月）を参照。

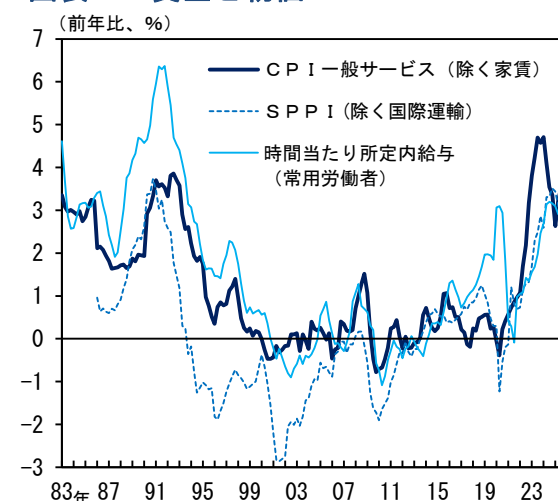
<sup>20</sup> トrendインフレ率は、①推計値が足もとのデータに引きずられやすいことや、②推計に利用されるデータが更新されると、過去の推計値が相応に改定される、いわゆるリアルタイム問題が存在することなどの留意点を踏まえると、ある程度幅をもって見る必要がある。

図表38：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行等  
（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）を用いて日本銀行スタッフが算出。CPIは、消費税率の変更・教育無償化政策、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

図表39：賃金と物価



（出所）総務省、厚生労働省、日本銀行  
（注）1. CPI一般サービス（除く家賃）は、消費税率の変更・教育無償化政策、2021年の携帯電話通話料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。  
2. S P P I（除く国際運輸）は、消費税率の変更の影響を除いた試算値。  
3. 時間当たり所定内給与（常用労働者）は、季節調整済の値（中心3四半期移動平均）。2016/1Q以降は、共通事業所ベース。  
4. 時間当たり所定内給与（常用労働者）の2026/1Qは、1～2月の値。

ギャップ以上に引き締まっているとみられる（図表23）。こうしたもとで、労働集約的な非製造業を中心に、人手不足が供給面からの制約となりつつある現状を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかけやすくなっているとみられる。

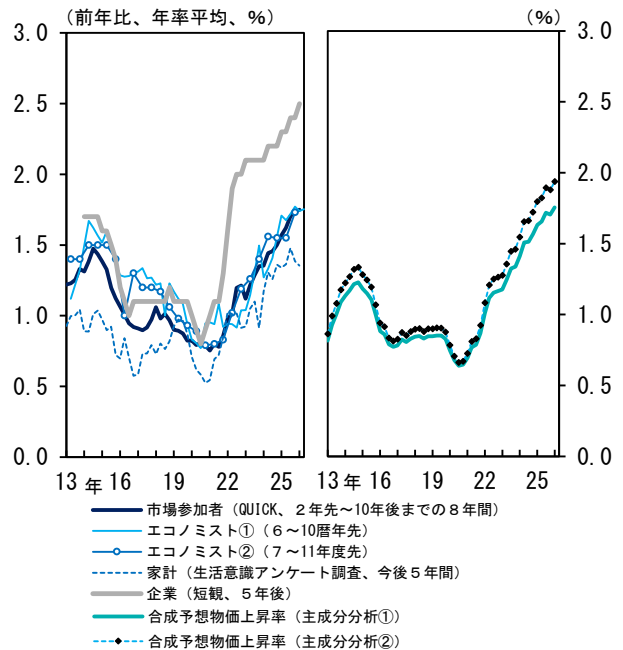
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇している（図表40）。先行きについては、労働需給の引き締めなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が続き、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想される。その水準は、2026年度後半から2027年度にかけて2%程度となり、その後も同程度で推移すると考えられる。

第3に、輸入物価（円ベース）の前年比をみると、非鉄金属やメモリの上昇等から契約通貨ベースで前年比プラス転化するもとで、前年対比のみた為替円安の影響も加わり、プラス幅がはっきりと拡大している（図表44、45）。先行きの輸入物価は、中東情勢を受けた原油等の資源価格の高騰を反映して、目先大幅に上昇したあと、見通し期間終盤にかけて低下していくと想定している。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、ガソリンの「旧暫定税率」の廃止や電気・ガス代などのエネルギー負担緩和策の効果から、足もとではマイナスとなっている。3月以降の原油価格高騰とそれを受けた政府による「緊急的激変緩和措置」、及び現状程度の為替相場を前提とすると、先行きのエネルギー価格の前年比は、本年末頃にかけて、電気・ガス代の上昇を主因にプラス幅がはっきりと拡大すると見込まれる。その後は、原油価格が低下していくという前提のもとで、エネルギーの前年比は、振れを伴いながらも低下傾向をたどり、来年半ば以降はマイナスに転化すると想定される。

図表40：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」、Bloomberg  
 (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)。  
 4. 合成予想物価上昇率は、10年後。家計、企業、専門家の予想物価上昇率の共通成分を抽出した、日本銀行スタッフによる試算値。主成分分析①、②の詳細は、日本銀行企画局「基礎的な物価上昇率の概念と捉え方」(2026年3月)を参照。

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)の利回りをを用いて算出。

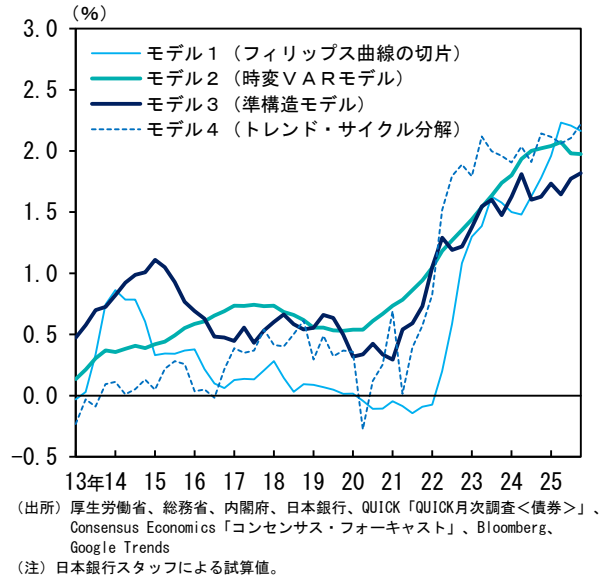
## (物価の先行き)

以上の物価を取り巻く環境を踏まえると、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、当面は、教育無償化等の制度要因に加え、米などの食料品価格の前年比上昇率の低下も下押しに作用することから、2%台前半で推移すると見込まれるが、来年度初にかけては、昨年秋以降の為替円安の価格転嫁に加え、足もとの原油価格高騰が食料・耐久財・日用品等の財価格や一部サービス価格を押し上げる動きが強まることから、3%を超える水準まで伸びが加速するとみられる。見通し期間中盤には、消費の減速にややタイムラグを伴うかたちで企業の価格設定スタンスが慎重化するのに伴い、物価上昇率は低下していくとみられる。見通し期間終盤にかけては、景気の回復基調と労働需給の引き締まりが明確化することで、財・サービスともに幅広い品目で賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが定着することから、2%台前半で推移すると考えている（図表46）。

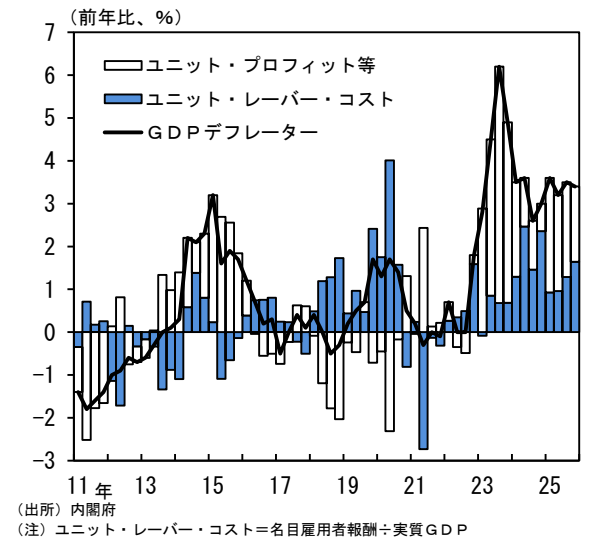
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、政府による燃料油補助金はガソリン価格の上昇を抑制するものの、LNG輸入価格上昇を受けた夏場以降の電気・ガス代上昇によるエネルギー価格のプラス寄与拡大の影響は大きく、いったん4%程度までプラス幅を拡大するとみられる。見通し期間中盤以降は、原油価格の低下が続くとこの前提のもとで、エネルギー価格がマイナス寄与に転じることから、消費者物価（除く生鮮食品）の伸び率は低下傾向をたどり、振れを均せば2%前後の上昇率で推移すると考えている。

企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しで想定している景気展開のもとでは、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると考えられる。

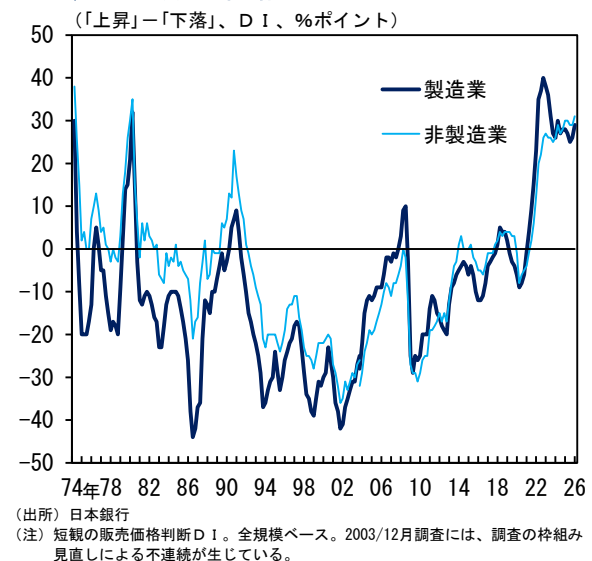
図表41：トレンドインフレ率



図表42：GDPデフレーター



図表43：販売価格判断



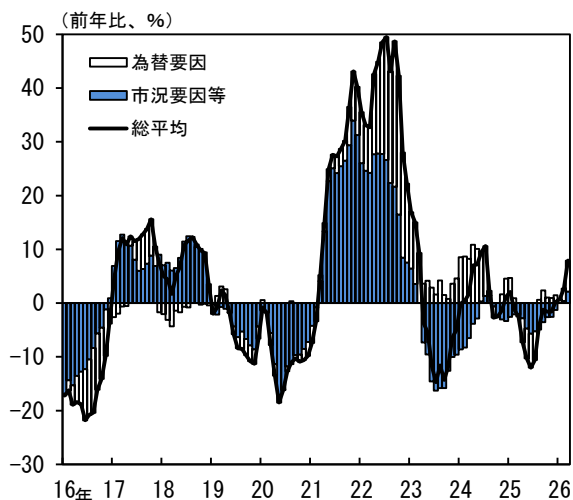
ただし、輸入ペネトレーション比率の上昇もあって、為替レートの変動が国内物価に与える影響が強まっているだけに、原油価格の上昇などが為替円安につながる場合には、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価の上昇率とともに上振れる可能性も考えられる。一方、交易利得の悪化による企業収益への下押しの影響等が長引いた場合には、企業がコスト削減に注力する傾向が想定以上に強まり、賃金上昇圧力が弱まるとともに、やや長い目でみた物価上昇率も低下する可能性も考えられる。

図表44：国際商品市況



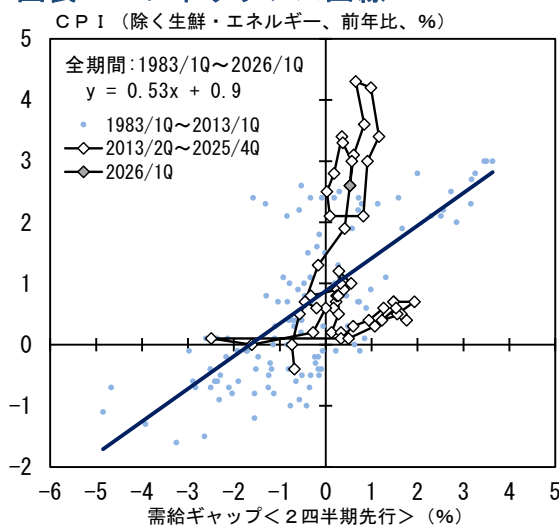
(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg、F A O  
 (注) F A O食料価格指数は、肉類、乳製品、穀物、植物油、砂糖から構成される価格指数 (2014~2016年平均=100)。

図表45：輸入物価 (円ベース)



(出所) 日本銀行  
 (注) 市況要因等は、輸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。

図表46：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行  
 (注) 1. C P Iは、消費税率の変更・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通話料の各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。

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

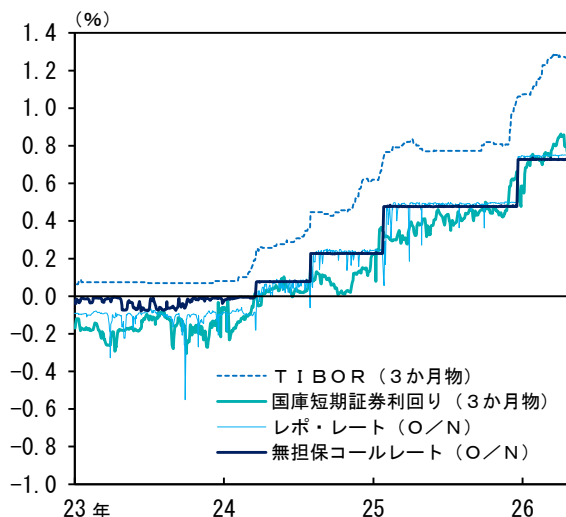
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、0.75%程度で推移している（図表47）。ターム物金利については、TIBOR（3か月物）、国庫短期証券利回り（3か月物）ともに上昇している。

実質金利は、マイナスで推移している（図表48）。

企業の資金調達コストは、上昇している（図表49）。貸出金利（新規約定平均金利）は、基準金利として参照される市場金利や短期プライムレートの上昇を受けて、短期、長期ともに上昇している。CPの発行金利は、短期金利の上昇につれて、上昇している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を映じて、上昇している。

図表47：短期金利



(出所) 日本銀行、全銀協TIBOR運営機関、Bloomberg  
(注) レポ・レートは、東京レポ・レート。

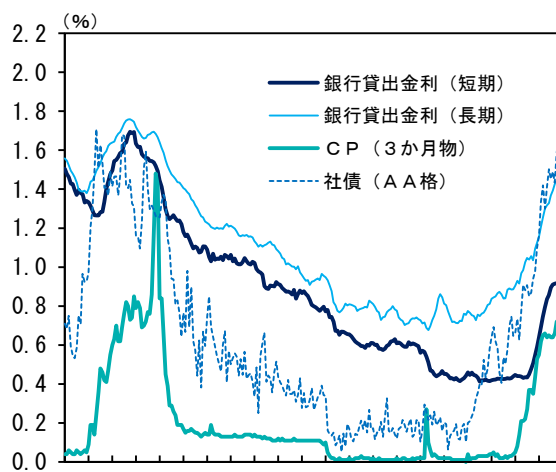
図表48：実質金利（1年）



(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) 実質金利は、国債利回り（1年物）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。

図表49：貸出金利とCP・社債発行利回り



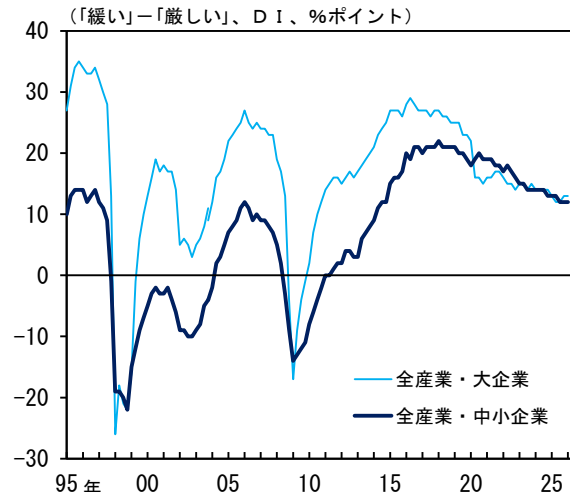
(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

(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。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のD Iでみると、全体として緩和的な水準を維持している(図表50)。短観のC P発行環境判断D Iは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、C P市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、中東情勢の緊迫化の影響で、一部で起債延期の動きがみられたものの、良好な発行環境となっている。この間、企業の資金繰りを短観のD I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51)。

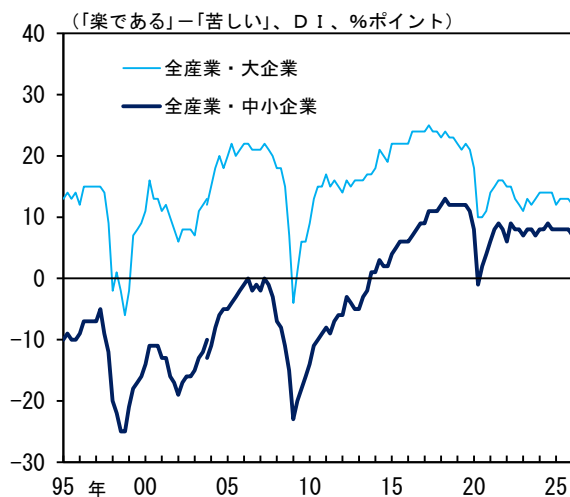
企業の資金需要は、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、5%台前半となっている(図表52)。C P・社債の発行残高の前年比は、既往の大口の発行案件が押し上げに寄与していることもあり、6%台半ばとなっている。

図表50：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。

図表51：企業の資金繰り



(出所) 日本銀行  
(注) 短観の資金繰り判断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。

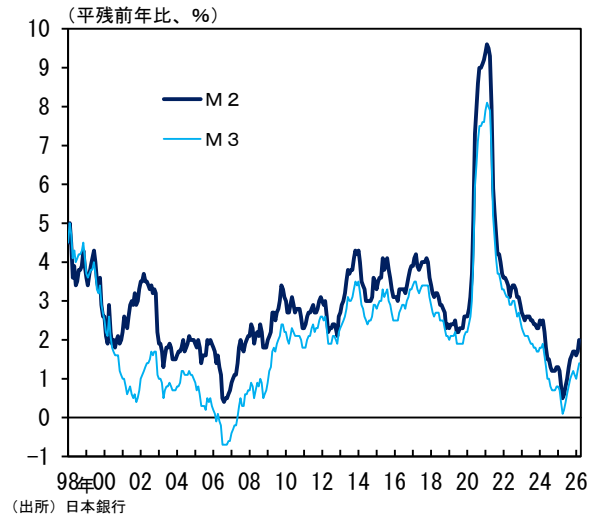
図表52：貸出残高とC P・社債発行残高



(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、C P・社債計は末残前年比。

マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高の増加による押し上げが続くもとで、2%程度となっている（図表53）。

図表53：マネーストック



## (金融市場動向)

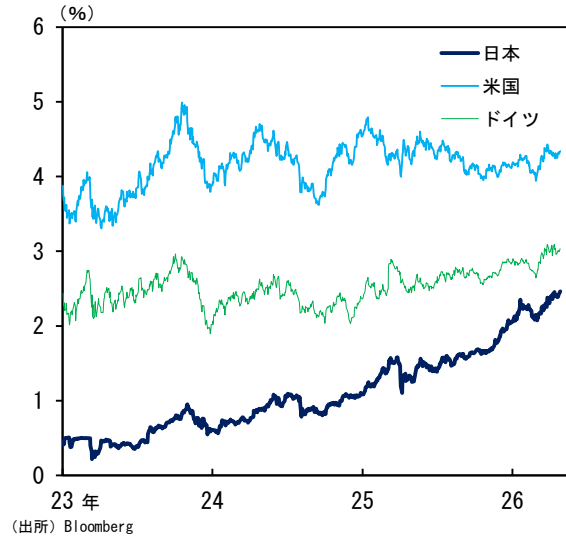
国際金融市場の動向をみると、中東情勢の緊迫化を受けて原油価格が大きく上昇するなか（図表44）、2月末から3月下旬にかけて、市場のセンチメントは急速に慎重化した。足もとでは、中東情勢の緊張緩和への期待感から株価が反発するなど、センチメントは幾分改善しているものの、先行きの不透明感が意識された状況が続いている。

米国の長期金利（10年物国債利回り）をみると、雇用関連の経済指標の下振れを受けて、2月下旬にかけて低下した。その後は、中東情勢が緊迫化するもとで、原油価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりが意識され、上昇している（図表54）。欧州の長期金利は、米国金利と概ね同様の動きとなり、2月末以降、上昇している。わが国の長期金利は、衆議院選挙後に投資家による国債買戻しの動きがみられたことから、2月下旬にかけて低下した。その後は、米欧の金利と同様、原油価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりが意識されるもとで、国内投資家の慎重な投資スタンスが続いたこともあり、大きく上昇している。

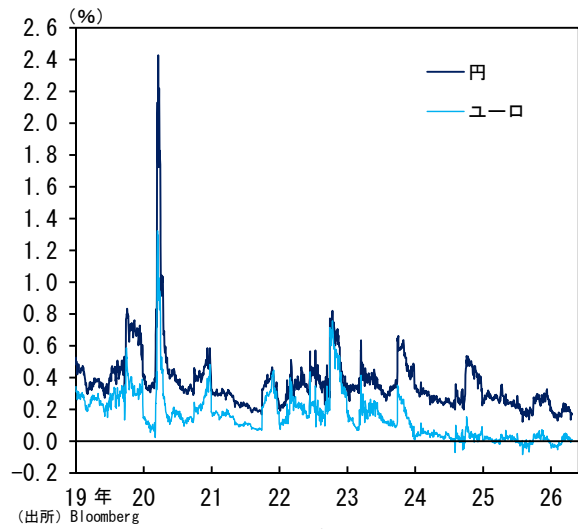
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年度末越えを意識した季節的な動きのほか、中東情勢の緊迫化を受けて幾分拡大する動きがみられたものの、総じて低水準で推移している（図表55）。

株式市場をみると、米国と欧州の株価は、中東情勢の緊迫化を受けて、市場のセンチメントが慎重化するなか、3月末にかけて大きく下落した。もっとも、足もとでは、中東情勢の緊張緩和への期待感に加えて、AI関連需要の堅調さも引き続き意識され、大きく上昇している（図表56）。わが国の株価は、政府の経済対策に対する期待感の

図表54：主要国の長期金利（10年物国債）



図表55：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）。  
2. 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56：主要株価指数



高まりなどから、2月下旬にかけて上昇した。その後は、米欧の株価と同様、中東情勢の影響等を受ける形で、3月下旬にかけて大きく下落し、足もとでは大きく上昇している。この間、新興国の株価は、先進国株と同様の動きとなっている。

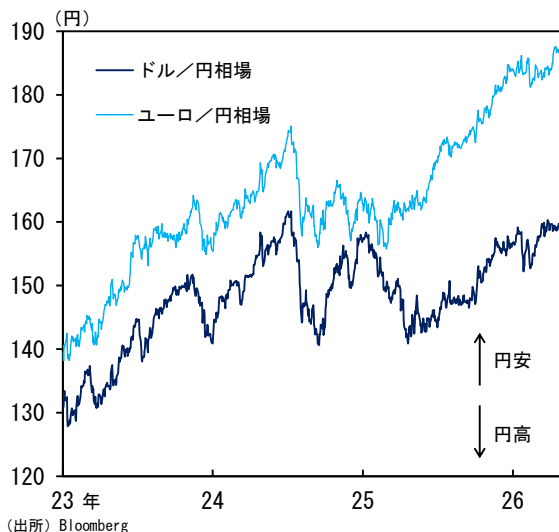
為替市場をみると、円の対ドル相場は、FRBの利下げ観測の後退に加え、原油価格上昇に伴い、わが国の貿易赤字が拡大するとの見方もあって、ドル高・円安方向の動きとなっている(図表57)。円の対ユーロ相場は、ECBの利上げ観測の高まりから、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

### (地価)

地価は、経済の回復を受けて、三大都市圏を中心に上昇している。2026年の地価公示(1月1日時点)で地価の前年比をみると、住宅地はプラス幅が横ばいとなった一方、商業地はプラス幅を拡大した(図表58、59)。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、住宅地はプラス幅を縮小した一方、商業地はプラス幅が横ばいとなった。

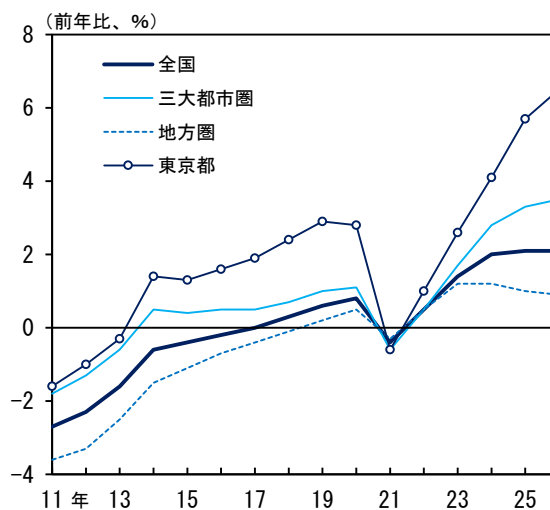
以上

図表57：ドル円・ユーロ円相場



(出所) Bloomberg

図表58：地価(住宅地)

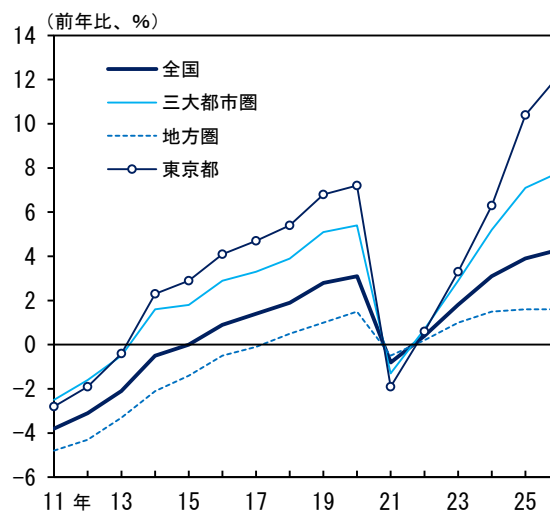


(出所) 国土交通省

(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、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59：地価(商業地)



(出所) 国土交通省

(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、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) 中心の見通しにおける原油価格の前提と交易条件悪化のわが国経済への影響

本BOXでは、まず、今回展望レポートの中心の見通しで前提となっている先行きのドバイ原油価格の想定に関する考え方を説明する。そのうえで、原油価格上昇に伴う海外への所得流出がわが国の実体経済に及ぼす影響について考察する。

ドル建てのドバイ原油価格（スポット価格、月中平均、1バレル当たり）は、本年1～2月に平均65ドル程度で推移したあと、中東情勢を受けて、3月は130ドル程度と紛争前の約2倍の水準まで上昇した。ショック直後の価格上昇率としては、第1次オイルショック（1973年）ほど大きくはないが、第2次オイルショック（1979年）やロシアによるウクライナ侵攻時（2022年）にも匹敵する大きさとなっている（図表B1-1）<sup>21</sup>。さらに、中東産原油の供給減少に伴うドバイとブレントの現物同士の価格差拡大と、現物需給の引き締めを受けた直物と先物の価格差の拡大から、ドバイ原油スポット価格とブレント先物価格とのスプレッドは大幅に拡大した（図表B1-2）。

今回の中心の見通しでは、先行きの原油価格は、2026年4月の1バレル105ドル程度を出発点に低下を続け、見通し期間終盤には70ドル台程度で推移すると想定している（図表B1-3）。こうした想定は、①先行きの北海ブレント価格は、先物カーブに沿って下落する、②スプレッドは縮小傾向をたどり、見通し期間終盤には解消される、

<sup>21</sup> 第1次オイルショック時は、1973年9月の2.9ドル/バレルから、1974年1月の10.9ドル/バレルへと3.8倍、第2次オイルショック時は1978年12月の12.8ドル/バレルから、1980年11月の32.3ドル/バレルへと2.5倍上昇した。ロシアによるウクライナ侵攻時は、2021年12月の72.7ドル/バレルから、2022年6月の113.0ドル/バレルへと1.6倍上昇した。

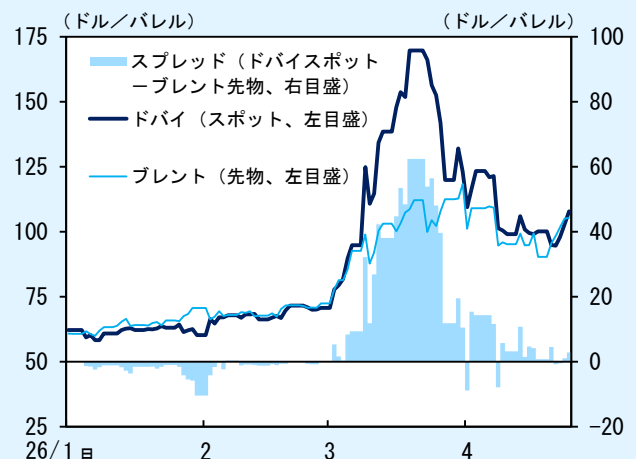
図表B1-1：原油価格と過去の供給ショック



(出所) 日本経済新聞社、総務省、Bloomberg等

(注) 1. 実質円建てドバイ原油は、ドル円レートで円換算したドバイ原油をCPI総合（除く特殊要因）で実質化。ドバイ原油の1986/10月以前は、アラビアンライト価格の変化率を用いて適して作成。直近は、ドバイ原油が2026/4月（月中平均、24日まで）、実質円建てドバイ原油が2026/3月の値。  
2. 縦線は、第1次・第2次オイルショックの発生時点を表す。

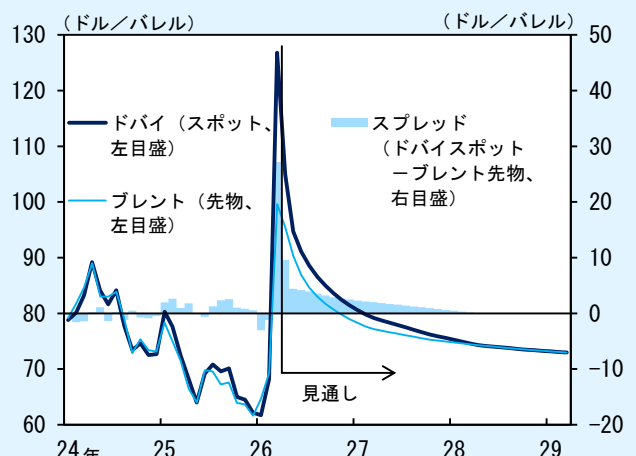
図表B1-2：ドバイ・ブレント原油価格



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

(注) 直近は、4/24日の値。

図表B1-3：原油価格の先行きの想定



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

(注) 見通しは、ブレント先物カーブ（4/20日時点の値）を参考に作成。

という考え方に基づく<sup>22</sup>。

足もとまでの原油先物市場の価格形成には、今後、中東情勢を巡る緊張が和らぎ、中東産原油の供給も徐々に回復していく、という市場参加者の見方が織り込まれているとみられる。今回展望レポートの中心的な見通しでも、足もとまでに生じている原油等の中東からの輸入の停滞やそれに伴う素材産業におけるプラントの稼働率低下などは一定程度織り込んでいるものの、石油備蓄放出や在庫取り崩しにより必要な原材料の調達が賄われている間に、原油等の中東からの輸入が回復することから、経済活動の数量面に大きなマイナスの影響を与えるような大規模なサプライチェーンの混乱は生じないことを前提としている。ただし、こうした前提は、中東情勢の今後の展開次第で大きく変わり得るものであり、前提条件を巡る不確実性が通常時の見通し以上に高い点には注意する必要がある。

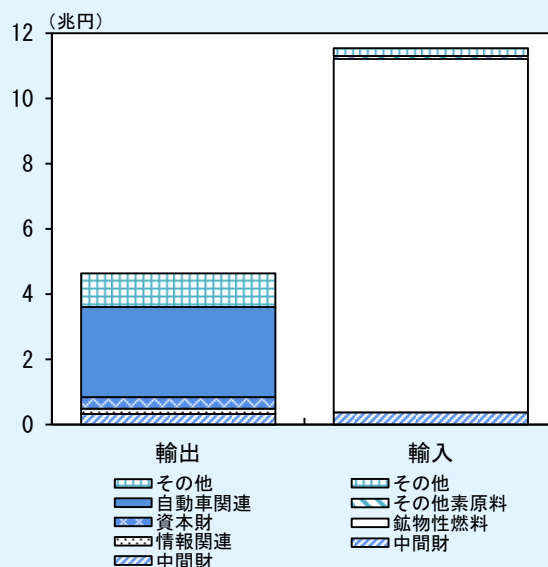
その他の国際商品市況について、先行きの液化天然ガス（LNG）輸入価格は、原油市況に半年程度のラグを伴って上昇し、その後は原油価格下落につれて緩やかに低下していくと想定している。グローバルな肥料価格や食料品価格についても、これらの原油価格との連動性の高さや、最近の中東からの肥料輸出の停滞も踏まえ、先行き上昇していくことを基本的な考え方としている（図表 B1-4）。

わが国の中東地域からの輸入をみると、約9割が鉱物性燃料であり、そのうち8割が原油、1割がナフサなどの石油製品となっている（図表 B1-

図表B1-4：原油価格と肥料・食料品価格



図表B1-5：中東向け輸出・中東からの輸入



<sup>22</sup> 先行きのドバイ原油価格を想定するに当たり、本来であれば、ドバイ先物価格を用いることが望ましいが、ドバイはスポット取引が中心であるため、ここでは多くの市場参加者に参照される代表的な先物市場価格である北海プレントの先物価格を用いている。

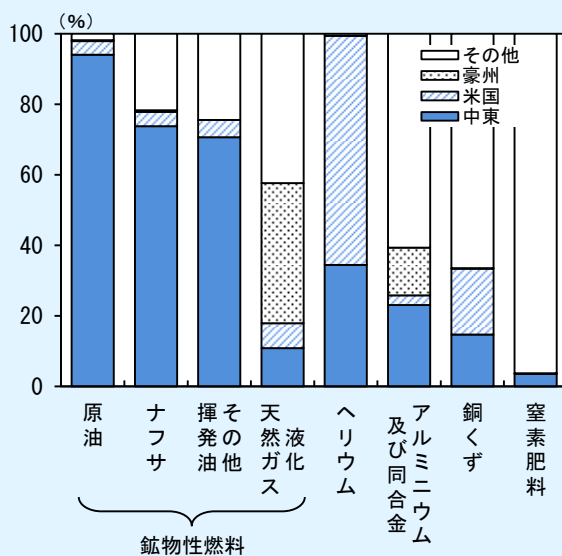
5)。とくに原油については、わが国の年間輸入量のうち9割以上が中東産となっており、わが国の原油輸入の中東依存度は、韓国、中国、欧州等と比べても高い。また、ナフサ、ヘリウムなど他の素原料や中間財の一部についても、中東依存度の高い品目が散見される(図表B1-6)。他方、中東地域への輸出をみると、自動車関連輸出がその大半を占めている(前掲図表B1-5)。以上のような中東地域との貿易活動の停滞は、目先、わが国の輸出や生産の下押し要因として作用するとみられる。

原油価格をはじめとする資源価格の上昇は、わが国のような資源の純輸入国にとっては、海外への所得流出につながる。2025年のわが国原油輸入の対名目GDP比率は1.4%、ナフサやLNG等も含んだ鉱物性燃料輸入の対名目GDP比率は3.3%となっている。前述の原油価格想定に基づき海外への所得流出の規模を一定の仮定を置いて試算すると、2026年度平均でみて原油だけでGDP比0.5%、原油市況連動の輸入資源価格や基礎化学製品も含めるとGDP比1.4%程度となる(図表B1-7)。

こうした交易利得の悪化は、収益・所得の減少や支出額の増加というかたちで、企業・家計・政府の各部門によって負担されることになるため、わが国経済への下押し圧力として働く。なお、今般の政府による「緊急的激変緩和措置」は、企業や家計の直面する燃料価格の抑制を通じて、両部門の負担を軽減させる方向に作用する。

企業部門は、輸入物価上昇による投入コスト上昇に対し、輸出先・家計部門への価格転嫁やエネルギー原単位の改善等により収益マージンの圧縮を可能な限り回避しようとすると考えられるものの、当面の営業利益は相応の下押し圧力を受ける

図表B1-6：品目別輸入の中東依存度



(出所) 財務省  
(注) 2025年の名目値。中東の定義は、図表B1-5と同じ。

図表B1-7：鉱物性燃料輸入の対GDP比

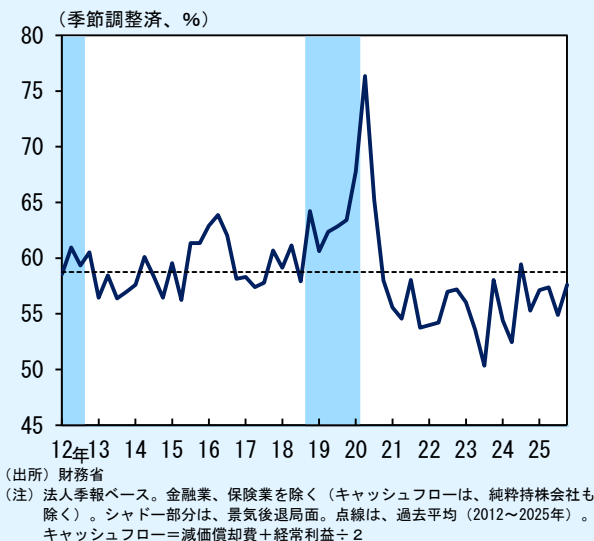


(出所) 財務省、内閣府  
(注) 1. 鉱物性燃料は、原油、石油製品、液化天然ガス、石炭など。×印および○印はそれぞれ鉱物性燃料、原油における1973年および1974年の値。  
2. 縦線は、第1次・第2次オイルショックの発生時点を表す。

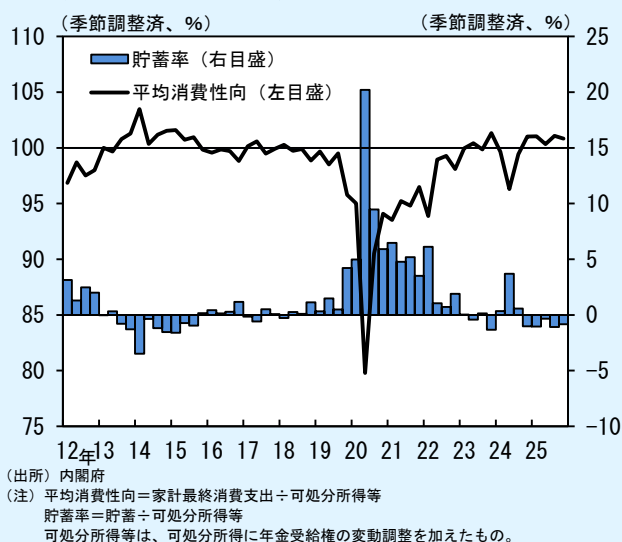
可能性が高い（前掲図表 15）。もっとも、歴史的にみて高水準の収益は、原材料コスト上昇に対する一定のバッファ機能を果たすと考えられるうえ、建設投資を中心に供給制約の影響から進捗が遅れている既往の投資案件も下支えとなることから、設備投資は減速しつつも底堅さを維持する可能性が高い（図表 B1-8）。

他方、家計部門の所得環境をみると、2024 年後半以降の食料品価格の上昇に続き、今回の中東情勢の影響により電気・ガス代等のエネルギー価格の上昇も加わることから、必需品への支出ウエイトの高い低所得者を中心に実質購買力への下押し圧力は強まるとみられる。こうしたなか、消費性向は既に 100%を超える水準まで上昇（貯蓄率は小幅のマイナスまで低下）していることから、家計部門の物価上昇に対する耐性は、ロシアによるウクライナ侵攻時と比べて低下しているとみられる（図表 B1-9）。このため、個人消費は、物価上昇の影響から減速し、暫くの間足踏みした状態が続く可能性が高い。

図表B1-8：設備投資／キャッシュフロー比率



図表B1-9：平均消費性向



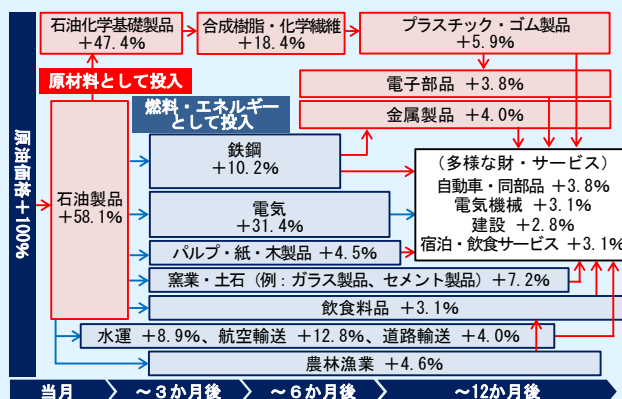
## (BOX 2) 原油価格高騰がわが国物価に与える影響

原油価格の上昇は、①投入コスト増の销售价格への直接的な転嫁（1次的波及効果）に加えて、②これに誘発された収益マージンの拡大や賃金上昇による間接的な物価上昇圧力（インフレ予想の高まりに伴う2次的波及効果）を通じて、財・サービス価格全般を押し上げると考えられる。本BOXでは、原油価格高騰がわが国の物価動向に与える影響について、過去の原油価格上昇局面の経験も踏まえつつ、1次的・2次的波及効果に分けて考察する。

まず、1次的波及効果については、企業間取引を通じて、川上の原油輸入企業から川中の中間財企業、川下の最終財・サービス企業へと順次転嫁されていく。ここでは、産業連関表を用いて、原油価格上昇が産業間の投入産出構造を通じて国内の財・サービス価格に及ぼす影響について、過去に観察された価格転嫁のタイムラグも踏まえ、定量的な把握を試みた（図表B2-1）。例えば、原油価格が+100%上昇した場合、石油化学基礎製品がショック発生の翌月辺りから+47%程度引き上げられ、合成樹脂・化学繊維など原油由来の中間財も3～5か月後を中心に+18%程度上昇するなど、川上から川中にかけて比較的速やかに価格転嫁されていくとみられる。ショック発生の3か月から半年後には、プラスチック・ゴム製品の値上げにつながるほか、石油製品を燃料として用いる電気や水運・航空輸送へもコスト上昇圧力が波及していく。さらには、1年程度をかけて、自動車・同部品や電気機械、建設、宿泊・飲食サービスといった最終財・サービス段階でも、コスト上昇の価格転嫁が行われるとみられる。

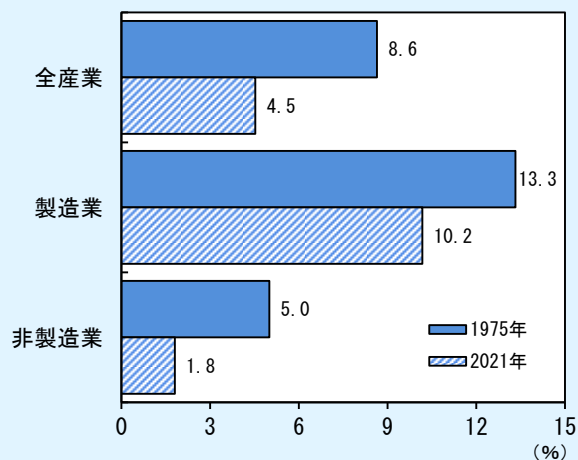
ただし、こうした産業連関を通じた原油価格上

### 図表B2-1：企業間取引価格の波及ラグ



(出所) 経済産業省、日本銀行、日本経済新聞社NEEDS-Financial QUEST  
 (注) 1. 数字は「石炭・原油・天然ガス」部門の価格が100%上昇した場合の価格上昇率。  
 2. 原油価格上昇の波及期間は、2020年基準・企業物価指数および企業向けサービス価格指数と原油価格を用いた計量分析の結果等から概算。  
 3. 「電気」の波及期間については、一部電力会社における最新の燃料費調整方法を反映している。

### 図表B2-2：原油価格の産出価格への影響



(出所) 経済産業省  
 (注) 1. 「石炭・原油・天然ガス」部門の価格が100%上昇した場合の価格上昇率。  
 2. 製造業は、電気・ガス・熱供給を含む。非製造業は、建設、金融・保険、農林水産、鉱業を除く。

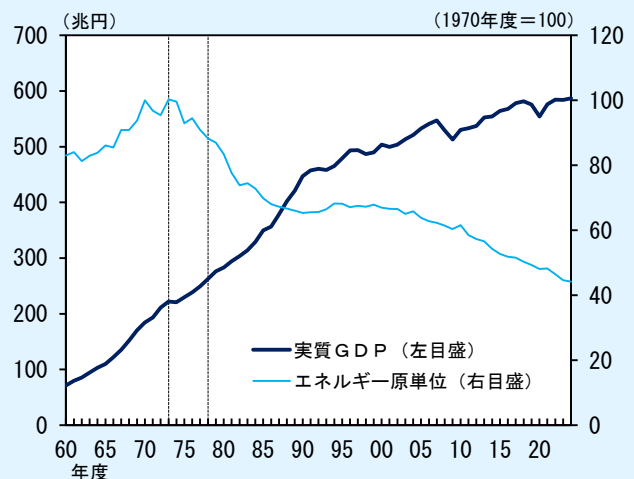
昇の1次的波及効果は、1970年代のオイルショック時と比べて小さくなっているとみられる。すなわち、+100%の原油価格上昇を受けた近年の産出価格の上昇率は、全産業で1970年代から半減、製造業では4分の3程度にまで縮小していると試算される(図表B2-2)。これには、1970年代のオイルショック以降、重厚長大産業のシェア低下といった産業構造の変化に加え、各産業の省エネ技術の発展によって、エネルギー原単位が緩やかな改善を続けてきたことが影響していると考えられる(図表B2-3)。

価格転嫁のスピードについて、2021~2022年の輸入物価上昇局面の経験を振り返ると、輸入物価上昇のピークの半年後に国内企業物価がピークをつけ、1年後に消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)がピークを迎えた(図表B2-4)。今次局面では、企業の価格設定行動が従来よりも積極化する中で、①事業者向け電力の燃料費調整制度のフォーミュラ見直しや、②化学産業におけるサーチャージ制の導入、③中小受託取引適正化法(取適法)の施行等の影響もあって、川上から川中・川下への価格転嫁のスピードは、当時よりも速くなる可能性が高いとみられる。

今次局面における2次的波及効果については、企業の価格設定行動が従来よりも積極化する中で、原材料コストの上昇に直面する企業が収益マージンを一定程度確保しようとする動きは、物価上昇圧力を強める方向に作用するとみられる。もっとも、賃金上昇率の加速がさらなる物価上昇率の高まりにつながる可能性は、現時点ではさほど高くないと考えられる。

この点、1970年代の2度のオイルショックの経験を振り返ると、1973年の第1次オイルショック時は、OPECによる減産等をきっかけに原

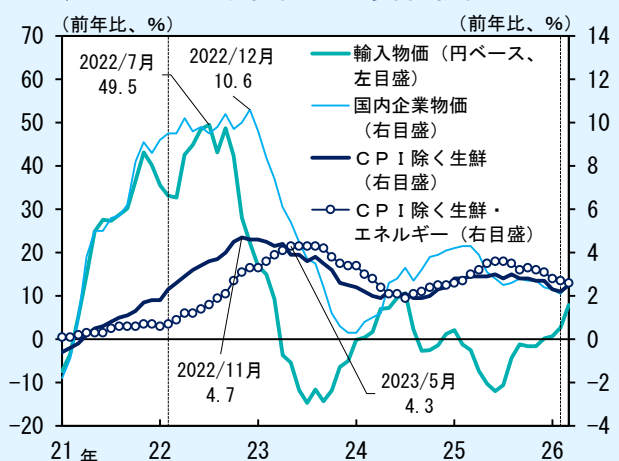
図表B2-3：エネルギー原単位



(出所) 経済産業省、内閣府

- (注) 1. エネルギー原単位=一次エネルギー国内供給(原油換算)÷実質GDP  
一次エネルギー国内供給の1990年度には、計算方法の変更による不連続が生じている。  
2. 縦線は、第1次・第2次オイルショックの発生時点を表す。

図表B2-4：企業物価と消費者物価



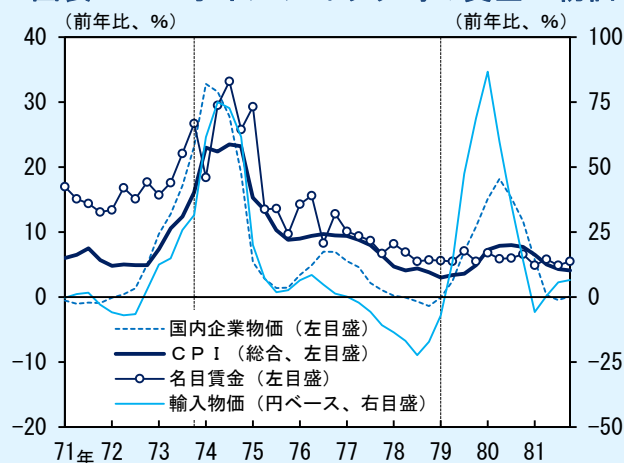
(出所) 総務省、日本銀行等

- (注) 1. CPIは、消費税率の変更・教育無償化政策、ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、2021年の携帯電話通話料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。  
2. 縦線は、2022/2月と2026/2月。

油価格が急騰し、輸入物価も大きく上昇した結果、企業は当時の景気過熱に伴うモノ不足もあって積極的な値上げを行った。こうしたもとで、1974年の賃上げ率は、労働組合の要求賃上げ率の高まりを企業側が受け入れ、+33%と消費者物価上昇率(+25%程度)をはっきりと上回る空前の高水準に達し、その後のさらなる物価上昇圧力につながった(図表B2-5)。一方、1979年の第2次オイルショック時は、第1次オイルショックの教訓も踏まえ、財政・金融政策が緊縮的に運営されるもとで、労使の協調姿勢により賃上げ率が抑制され、1980年の実質賃金の上昇率もマイナスとなったことから、その後の物価上昇圧力も限定的となった。2次的波及効果を端的に表すGDPデフレーターの分配面をみると、第1次オイルショック時は、それ以前から加速していたU L Cの伸びがショック発生を契機に一段と加速したのに対し、第2次オイルショック時は、U L Cの伸びが抑制されたことが確認できる(図表B2-6)。こうしたオイルショック時の経験を踏まえると、今次局面において2次的波及効果がどの程度強まるかは、賃金上昇率やU L Cの反応次第と考えられる。先行き景気が減速し、企業収益も減益となる可能性が高いとみられる中で、賃金上昇率が大幅に加速し、そのことがさらなる物価上昇率の高まりにつながる可能性は高くないと考えられる。

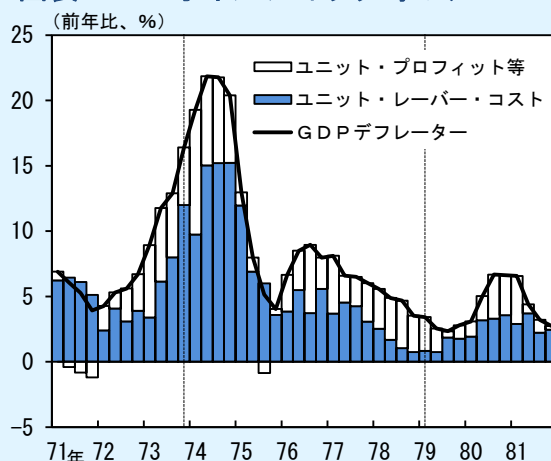
2022年のロシアによるウクライナ侵攻時を振り返ると、当時の輸入物価の大幅な上昇は、その後の賃金と物価の相互連関的な緩やかな上昇の起点となったという意味で、マイルドな2次的波及効果を持ったと考えられる(図表B2-7)。これは、当時の輸入物価の上昇が、原油等の国際商品市況の上昇だけでなく、円安進行によっても引き起こされる中で(前掲図表45)、当時の企業収益の大幅な増加が、コロナ禍後のペントアップ需要と人

図表B2-5：オイルショック時の賃金・物価



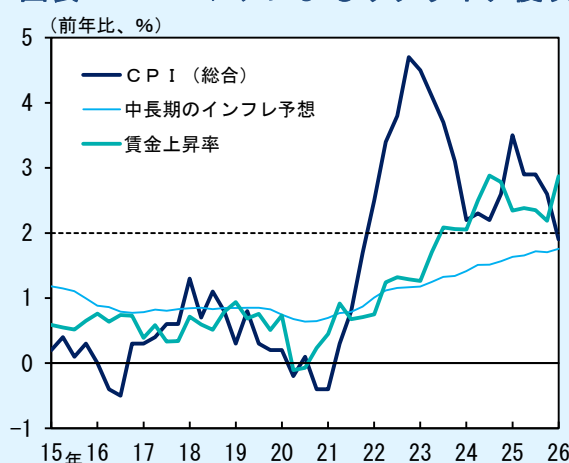
(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行  
 (注) 1. 名目賃金は、常用労働者の現金給与総額、事業所規模30人以上。  
 2. 縦線は、第1次・第2次オイルショックの発生時点を表す。

図表B2-6：オイルショック時のデフレーター



(出所) 内閣府  
 (注) 1. ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬÷実質GDP  
 2. 縦線は、第1次・第2次オイルショックの発生時点を表す。

図表B2-7：ロシアによるウクライナ侵攻時



(出所) 総務省、厚生労働省、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等  
 (注) 1. CPI(総合)は、消費税率の変更・教育無償化政策、ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、2021年の携帯電話通信料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。  
 2. 中長期のインフレ予想は、図表40の合成予想物価上昇率(主成分分析①)。  
 3. 賃金上昇率は、一般労働者の所定内給与。2016/10以降は、共通事業所ベース。2026/10は、1~2月の値。

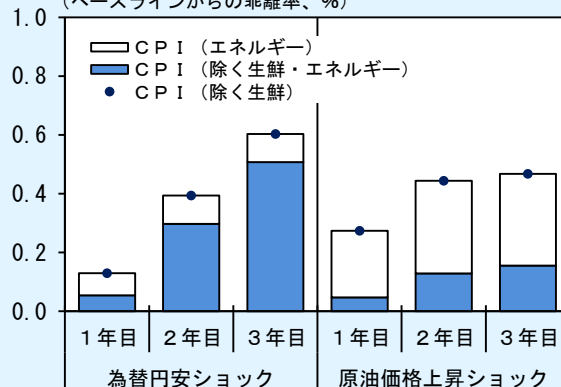
手不足の強まりによる需給ギャップ改善と相俟って、賃金上昇を後押ししたため、と考えられる（前掲図表2、15）。

最後に、原油価格上昇と為替円安の2次的波及効果の違いを確認するため、日本銀行調査統計局のマクロ計量モデル（Q-JEM）を用いて、同じサイズの輸入物価上昇をもたらす為替円安ショックと原油価格上昇ショックを与えた場合の物価への影響をシミュレーションによって比較する。結果をみると、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は、累積的にみると、円安ショックの方が大きくなっている（図表B2-8①）。これは、為替円安は、近年の輸入ペネトレーション比率の上昇も反映して、幅広い財・サービスの価格上昇を通じて、除く生鮮食品・エネルギー全体の上昇率をより大きく押し上げるためである。一方、原油価格の上昇は、エネルギー価格を中心に、比較的狭い範囲で大きめの価格上昇圧力をもたらすが、除く生鮮食品・エネルギーの上昇率はさほど大きくないことがわかる。GDPデフレーターは、為替円安ショックと原油価格上昇ショックで大きく異なっている（図表B2-8②）。すなわち、円安ショックは、賃上げや収益マージンの拡大を通じて、GDPデフレーターの上昇につながりやすい一方で、原油価格上昇ショックは、交易利得の悪化（海外への所得流出）を受けた収益マージンと賃金の圧縮を通じて、GDPデフレーターの下落につながりやすいことが確認できる<sup>23</sup>。今次局面では、原油高が貿易収支の悪化等を通じて為替円安につながる可能性があるなど、原油高と為替円安のショックが同時に生じることもあり得る。中東情勢の物価面への影響については、本BOXでの議論も踏まえ、丁寧にみていく必要がある。

図表B2-8：為替円安・原油価格上昇と物価の反応

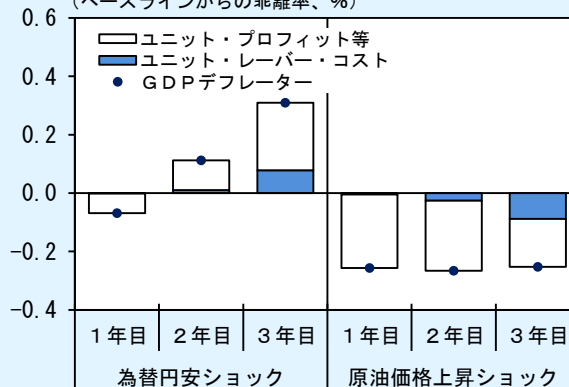
①CPI（除く生鮮）

（ベースラインからの乖離率、%）



②GDPデフレーター

（ベースラインからの乖離率、%）



（出所）総務省、内閣府、日本銀行等

（注）1. ドル円レート5%円安化、原油価格18%上昇によって輸入デフレーターが同程度上昇するショックを付与した場合のCPIとGDPデフレーターの変化を、マクロ計量モデル（Q-JEM）を用いて推計。

2. ユニット・レーバ・コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

<sup>23</sup> この点は、2026年1月展望レポートBOX3（輸入物価上昇の国内物価へのパススルー）を参照。

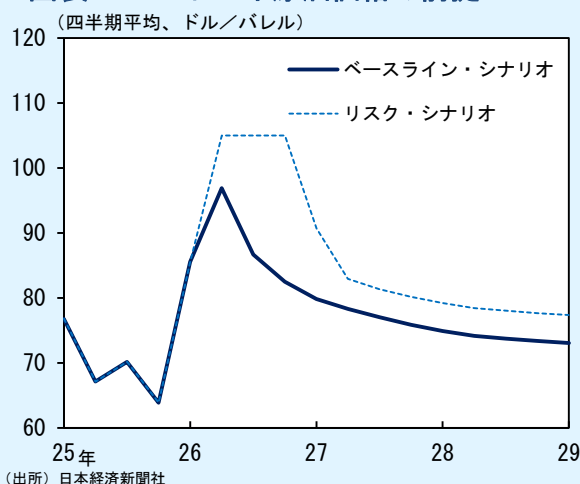
### (BOX 3) 中東情勢の影響に関するリスク・シナリオ分析

今回の展望レポートの中心的見通しでは、先行き、中東情勢の緊張が緩和していくのに伴い、ドバイ原油価格は足もとの水準から低下することを前提としている。もっとも、今後の中東情勢の展開を巡る不透明感は強く、中東情勢を巡る混乱が長期化するリスクがある。本BOXでは、こうしたリスクが顕在化し、原油価格の高止まりが続いた場合のわが国の経済・物価への影響を、定量的に試算する。

具体的には、①原油価格が2026年4月の水準(105ドル程度)で、本年末まで高止まりするリスク・シナリオを想定する(図表B3-1)。そうしたもとの、②貿易収支の悪化に伴う円売り圧力の増大等から、為替レートは足もとの水準対比で+10%円安が進行する、さらに、③世界的な景気減速懸念の強まりから、株価が-20%下落することも、外生的な条件として前提とする。以上のようなリスク・シナリオを想定した場合、実質GDPと消費者物価(除く生鮮食品)の見通しがベースライン(政策委員見通しの中央値)からどの程度乖離するかを、日本銀行調査統計局のマクロ計量モデル(Q-JEM)を用いてシミュレーションを行う。なお、本シナリオでは、石油備蓄放出や代替調達等により、年内は原油関連資源の不足に起因するサプライチェーンの大規模な混乱は生じないことを仮定している。

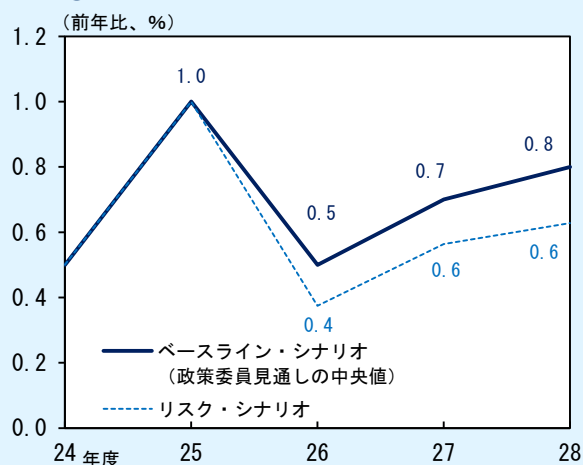
シミュレーション結果をみると、実質GDP成長率は、原油価格の高止まりに伴う海外への所得流出の拡大(交易利得の悪化)を背景に、2026年度0.4%、2027年度0.6%、2028年度0.6%と、各年度の成長率はベースライン対比で-0.1~-0.2%ポイント下振れる(図表B3-2①)。見通し

図表B3-1：ドバイ原油価格の前提

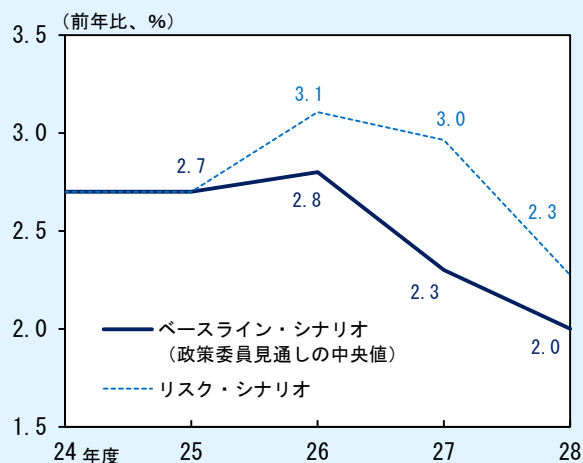


図表B3-2：シナリオごとの経済・物価見通し

#### ①実質GDP



#### ②消費者物価(除く生鮮)



(出所) 総務省、内閣府、日本銀行等  
 (注) GDPの2024年度、消費者物価の2025年度以前は実績値。リスク・シナリオは、マクロ計量モデル(Q-JEM)を用いたシミュレーションの結果。

期間累積で見ると、 $-0.5\%$ ポイント程度の下振れとなる。他方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2026年度 $3.1\%$ 、2027年度 $3.0\%$ 、2028年度 $2.3\%$ と、エネルギーや財価格を中心に、見通し期間を通じて相応の上振れとなる（累積では $+1.2\%$ ポイント程度の上振れ）。とくに、2026年度と2027年度は、2年連続で $3\%$ 程度の上昇率が続く姿になる（図表B3-2②）。こうした消費者物価の上振れは、適切的な期待形成を通じて、中長期的な予想物価上昇率の押し上げ要因となり得る。

以上の原油価格の高止まりを通じた影響に加えて、サプライチェーンの大規模な混乱が生じる場合には、企業の生産活動が一段と低下し、実質GDPの下振れ幅は大きく拡大する惧れがある。そうしたボトルネックの発生により、インフレ率が非線形的に上昇するリスクも考えられる。

いずれにせよ、今後の中東情勢の帰趨次第では、経済・物価情勢は今回の展望レポートで提示した中心の見通しから大きく乖離し得るだけに、通常時にも増して、様々なリスク要因を丹念に点検していく必要がある。

## (BOX 4) AI 関連需要の増加がわが国輸出に及ぼす影響

グローバルなAI関連需要の堅調さを背景に、世界半導体出荷額は大幅に増加している(図表B4-1)。前回の展望レポートで指摘したとおり<sup>24</sup>、AI関連需要がわが国輸出を押し上げる効果は台湾・韓国等と比べると小さい(図表B4-2)。そうした中であっても、わが国企業からは、最近の輸出・生産の増加の背景としてAI関連需要を挙げる先が、業種の広がりを伴いつつ着実に増えてきている<sup>25</sup>。本BOXでは、貿易統計の品目別データを用いて、グローバルなAI関連需要がわが国輸出に及ぼす影響について掘り下げて分析する。

まず、AI関連需要に誘発されているわが国の輸出品目(以下、「AI関連財」)を、次のとおり特定する(図表B4-3)。すなわち、中間財・資本財・情報関連財に含まれる品目のうち、(A)世界貿易機関(WTO)が公表するAI関連財リスト(AI-Enabling Products)に掲載されている品目、または、(B)その輸出額前年比がWSTS世界半導体出荷額の前年比と高い相関を示す品目、のいずれかに含まれる品目を「AI関連財」とする。(B)は、ITサイクルと連動する汎用的な品目や、(WTO定義には含まれていないが)AI関連需要に誘発されやすい品目を抽出するために設定した条件である<sup>26</sup>。この方法で特定されたAI関連財は、2025年の名目輸出額の約2割を占める。

AI関連財に分類された具体的な品目をみると、

<sup>24</sup> 2026年1月展望レポートBOX1(関税政策の米国経済への影響とグローバルなAI関連需要の堅調さ)を参照。

<sup>25</sup> 2026年4月地域経済報告(さくらレポート)参照。

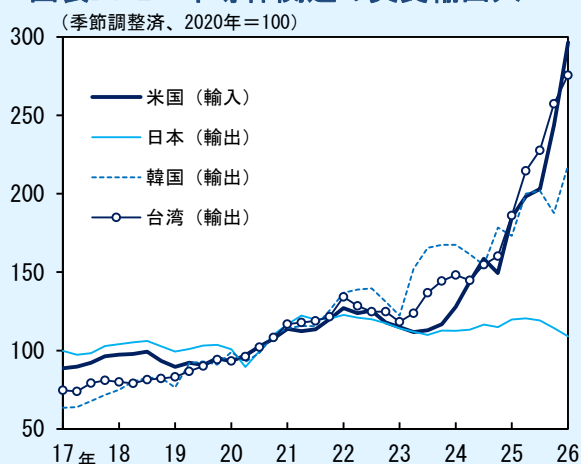
<sup>26</sup> 具体的には、①輸出額前年比と世界半導体出荷額前年比の相関係数が0.5以上、かつ②景気要因をコントロールするため、輸出額前年比と世界半導体出荷額前年比の相関係数が、輸出額前年比とOECD景気先行指数との相関係数よりも大きい、という条件を満たした品目を抽出している。

図表B4-1: 世界半導体出荷額



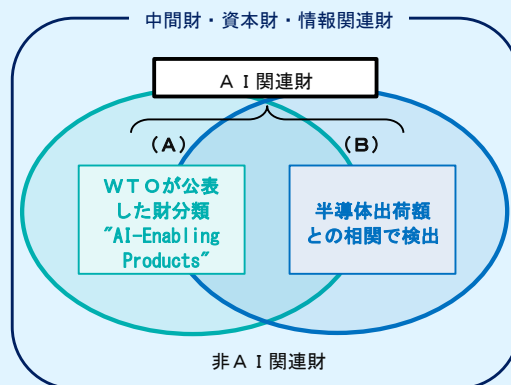
(出所) WSTS  
(注) 1. WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。  
2. 世界半導体出荷額の2026/10月は、1~2月の値。  
3. 各時点の予測は、それぞれ2024/5月、11月、2025/5月、11月時点。

図表B4-2: 半導体関連の実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、Haver, CEIC  
(注) 1. 米国は、資本財のうち、半導体、PC及び周辺機器、通信機器の輸入の合計。日本は、情報関連と半導体製造装置の全世界向け輸出の合計。韓国は、半導体の輸出数量指数。台湾は、機械・電気機器の輸出数量指数。  
2. 米国の2026/10月は、1~2月の値。

図表B4-3: AI関連財の定義



①半導体製造装置やメモリ、電力設備・インフラ関連のように、輸出全体に占めるウエイトが大きく、従来からA I 関連と認識されていた品目に加え、②光ファイバーケーブルや感光性フィルム等のように、輸出全体に占めるウエイトは小さいものの、このところ輸出が急増している品目も含まれており、全体として裾野は相応に広いことが確認できる（図表 B4-4）。もっとも、一部の品目を除けば、A I 関連財はウエイトが小さいものが大半を占めるため、集計しても全体の押し上げ寄与はさほど大きくならない。この点は、先端半導体（GPU等）やデータサーバーなどA I 関連の基幹となる特定品目の輸出ウエイトが大きく、これら比較優位のある財の輸出を大幅に伸長させている台湾・韓国とは対照的な輸出構造となっている。

輸出全体を、A I 関連財と非A I 関連財、自動車関連に分けてみると（図表 B4-5）、A I 関連財は増加傾向を続けている一方、非A I 関連財は、緩やかな減少傾向をたどっている。これを地域別にみると（図表 B4-6）、A I 関連財は、近年、N I E s・A S E A N等向けや中国向けを中心に緩やかな増加傾向を続けている。一方、非A I 関連財は、コロナ禍直後にペントアップ需要から大きく増加したあと、産業政策等により現地メーカーの内製化が急速に進む中国向けの大幅減少を主因に、減少傾向をたどっている。先行きも、グローバルなA I 関連需要の堅調さはA I 関連財の輸出を押し上げるとみられるが、非A I 関連需要の基調的な弱さは下押しに作用するため、輸出全体で見れば、世界貿易量との対比では力強さに欠ける展開が続く可能性が高い。さらに、ハイパースクーラーのデータセンター投資の一巡により、A I 関連需要が急減した場合、非A I 関連財の弱さが浮き彫りになり、輸出全体も大きく下振れるリスクにも注意が必要である。

図表B4-4：財別の伸び率・輸出ウエイト

<伸び率が高い財>

	主要な品目	前年比 (%)	ウエイト (%)	分類
1	光ファイバーの接続子	70.3	0.04	B
2	タンタルコンデンサ	65.4	0.02	B
3	測定用又は検査用の機器	63.7	0.01	A
4	液体冷却装置	60.7	0.04	B
5	光ファイバーケーブル	57.0	0.04	A
6	冷却用装置	53.8	0.00	B
7	感光性フィルム	40.7	0.06	A
8	発電機	30.1	0.02	A

<ウエイトが高い財>

	主要な品目	前年比 (%)	ウエイト (%)	分類
1	半導体製造装置 (SPE)	-2.4	2.5	A・B
2	メモリ	9.5	1.9	A・B
3	SPEの部分品	8.4	0.8	A
4	ウエハー	5.5	0.6	A
5	セラミックコンデンサー	3.4	0.6	B

(出所) 財務省、WTO、OECD、WSTS、Trade Map、International Trade Centre: <https://marketanalysis.intracen.org>  
 (注) 2025年の名目ドルベース。分類は、図表B4-3内の区分を参照。

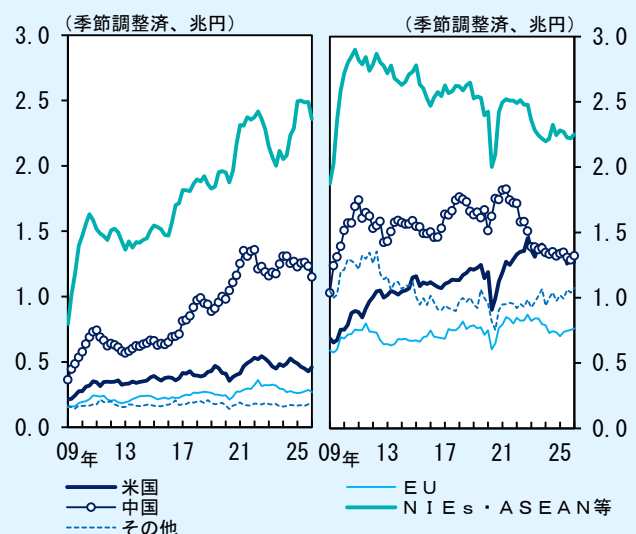
図表B4-5：A I・非A I 関連財輸出 (実質)



(出所) 財務省、日本銀行、WTO、OECD、WSTS  
 (注) 1. 非A I 関連財は、中間財、資本財、情報関連財のうち、A I 関連財を除いたもの。  
 2. <>内は、2025年通関輸出額に占める各財のウエイト。2026/1Qは、1~2月の値。

図表B4-6：地域別実質輸出

①A I 関連財 ②非A I 関連財



(出所) 財務省、日本銀行、WTO、OECD、WSTS  
 (注) 1. 非A I 関連財は、中間財、資本財、情報関連財のうち、A I 関連財を除いたもの。  
 2. 2026/1Qは、1~2月の値。

