

公表時間
1月30日(土)14時00分

2016年1月30日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2016年1月)

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【基本的見解】¹

<概要>

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

¹ 1月28、29日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格(ドバイ)は、1バレル35ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.9%ポイント程度、2016年度で-0.7~-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年度前半中には概ねゼロになると試算される。

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

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

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

先行きのわが国経済を展望すると、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。

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

⁵ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「0%台前半ないし半ば程度」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

ると予想される。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」⁶を継続するなかで、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している⁷。

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

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

第4に、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

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

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

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

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

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

今回の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

(2) 物価情勢

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

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

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

で推移すると見込まれる。

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

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

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

物価の前年比は+1.0%ポイント押し上げられる。

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

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

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

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

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

3. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

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

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

第2は、2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響である。軽減税率の導入によって、駆け込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響は幾分減殺されるとみられるが、実際のインパクトは、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得る。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。この点、企業が過去最高の収益に伴う潤沢なキャッシュフローをより効率的に設備・人材投資などに活用していくことが期待される。

第4に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価情勢

上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。中心的な見通しでは、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高まっていくなかで、人々の予想物価上昇率も一段と上昇し、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく姿を想定しているが、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、エネルギー価

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

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

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

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

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの

「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する¹²。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、わが国経済は、2017年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もともと、政府債務残高が累増するなかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

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

¹² 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

(参考)

▽2015～2017 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

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

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

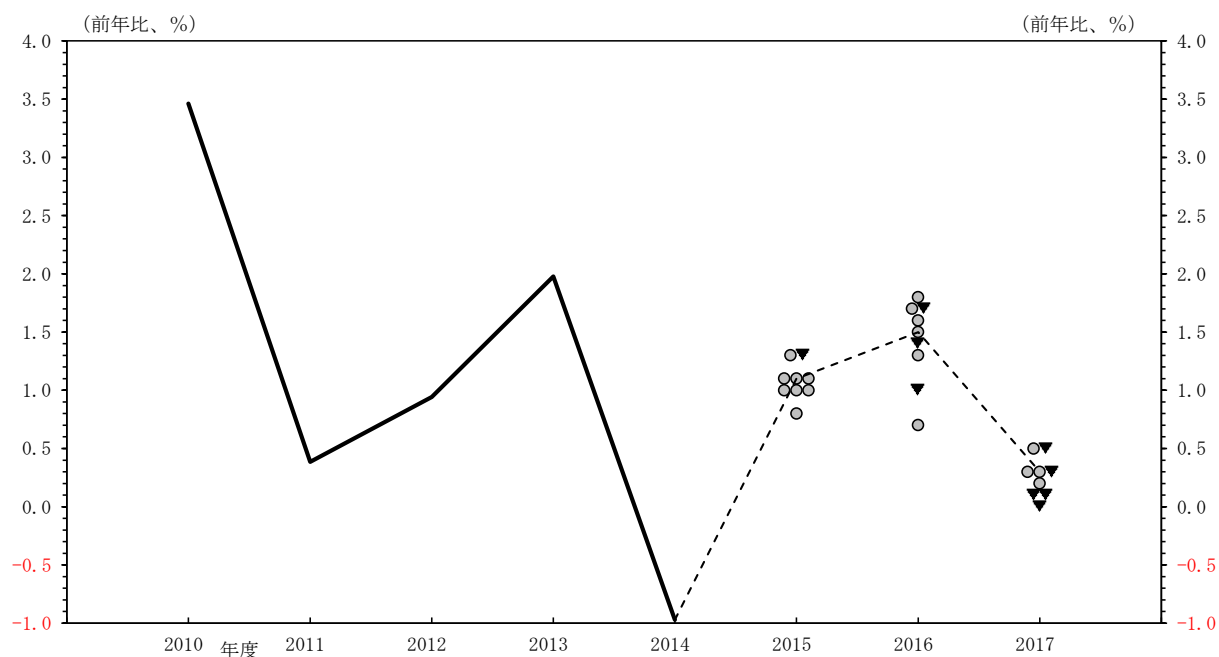
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、また、本日の決定が及ぼす影響を勘案して、想定している。

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

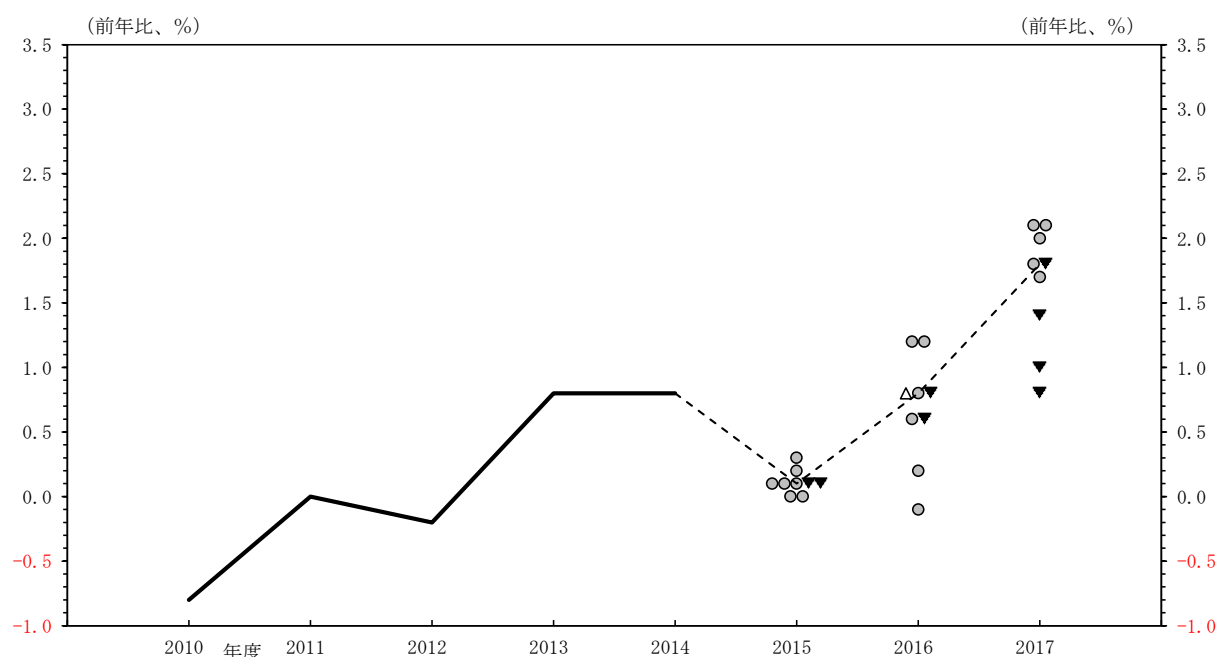
(注4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017年4月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.0%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

▽政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

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

【背景説明】¹³

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、新興国経済の減速が輸出・生産面の下押しに作用したものの、原油安や為替円安にも支えられた前向きの所得形成メカニズムが維持されるもとの、景気は緩やかな回復を続けた。こうした景気展開を反映して、実質GDPは、昨年4～6月に若干のマイナス成長となったあと、7～9月は国内民間需要の増加を主因に前期比年率+1.0%と潜在成長率を上回るプラス成長となった(図表1)¹⁴。また、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も、4～6月は製造業の資本稼働率低下の影響から一旦悪化したものの、7～9月は労働需給の引き締まりを背景に幾分改善した(図表3)。

先行きについては、前回の展望レポートで示した考え方を、基本的に維持している。すなわち、①原油安・円安という価格面からわが国の所得形成を支えてきた良好な外部環境が続くことに加えて、数量(輸出・生産)面でこれまでマイナスに作用してきた海外経済も緩やかに成長率を高めていくことから、企業収益の着実な改善は続く、②雇用者所得も、企業収益の改善や労働需給の引き締まりを背景に、緩やかな増加を続ける、と考えられる。こうした前向きの所得形成とその背後にもある金融緩和効果のもとで、支出面では国内民間需要が増加基調をたどることか

¹³ 1月28、29日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「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。

¹⁴ この間、実質GNIをみると、①原油安に伴う交易利得の改善と②円安にも支えられた海外からの所得の純受取の増加を背景に、このところ実質GDPを上回るペースで増加する傾向にある(図表2)。

ら、わが国経済は2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続ける可能性が高い。2017年度については、オリンピック関連需要が下支えに作用するものの、全体の成長率は、消費税率引き上げによる家計支出の落ち込みを主因に¹⁵、潜在成長率を幾分下回るという姿は前回から不変である。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2015年度末にかけては、新興国経済の減速の影響が徐々に和らぐもとで、輸出は持ち直しから緩やかな増加に向かうと予想される。上期にややもたついていた設備投資は、積み上がっている受注残が出荷に向かうなかで¹⁶、増加ペースを幾分増していくと見込まれる。個人消費は、需要側統計の弱さや天候不順の影響から10～12月は弱めの動きとなるものの、基調としては、雇用・所得環境の改善やエネルギー価格の下落、消費者マインドの改善に支えられて底堅く推移するとみられる。この間、公共投資は緩やかな減少傾向を続ける可能性が高い。以上の動きを反映して、実質GDPは振れを伴いつつも潜在成長率を上回る成長となり、需給ギャップは年度末にかけてプラスに転じていくと見込まれる。

2016年度については、公共投資は、前年度の補正予算の執行に伴って、減少ペースが緩やかになると想定している。輸出は、新興国経済が減速した状態から脱していくに伴い、緩やかに増加していくとみられる。国

¹⁵ 消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられるが、その際、「酒類と外食を除く飲食料品」および「新聞」に対しては、8%の軽減税率が適用されることを前提としている。消費税率引き上げ前には、駆け込み需要によって家計支出を中心に実質GDPを押し上げる効果が発生し、引き上げ後には、駆け込み需要の反動と実質所得の減少によってGDPを押し下げる効果が発生する。軽減税率の導入は、主として実質所得の減少幅を縮小させることを通じて、家計支出を下支えする方向に作用する。この点について、詳しくはBOX 1を参照。

¹⁶ 機械受注の受注残高をみると、出荷までのラグの長い品目を中心に、このところ積み上がり傾向が顕著となっている。この点について、詳しくはBOX 2を参照。

内民間需要も、原油安にも支えられた企業収益の改善や実質可処分所得の増加を背景に、しっかりと増加すると見込まれる。さらに、下期には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が、家計支出と設備投資の双方で再び発生することから、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと予想される。

2017 年度については、設備投資の循環的な増加ペースが次第に鈍化するなかで、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や実質所得の減少効果が発生するため、成長率は前年度から大きく低下するとみられる。ただし、輸出の緩やかな増加が続くほか、国内民間需要は、金融緩和効果に加え、成長期待の高まりやオリンピック関連投資による押し上げ効果もあって、基調的な底堅さを維持すると考えられる。このため、潜在成長率を幾分下回るもののプラス成長となり、年度平均でみれば需給ギャップは概ね前年度並みのプラス幅を維持すると見込まれる。

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、高水準ながら緩やかな減少傾向にある（図表4）。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、昨年春頃をピークに、水準を切り下げてきている。先行きについては、発注の動きを示す公共工事請負金額や公共工事受注高が、振れを伴いつつも減少している点を踏まえると、当面は緩やかな減少傾向を続ける可能性が高い。その後については、2015年度補正予算に含まれる災害復旧関連の公共工事が執行されるのに伴い、減少ペースはさらに緩やかとなり、2017 年度にかけてはオリンピック関連投資の増加も下支えとなり、次第に下げ止まっていくと想定している。

(海外経済)

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている（図表5）。昨年前半に落ち込んでいた世界的な製造業の生産・貿易活動についても、新興国には弱さを残しつつも、全体としては幾分持ち直している（図表6、後掲図表10(1)）。主要地域別にみると、米国では、家計支出の堅調さに支えられた回復が着実に続いているほか、欧州の景気も、緩やかな回復を続けている。中国経済については、製造業部門の過剰設備や在庫調整が下押し圧力となり、減速した状態が続いている。中国以外の新興国・資源国経済については、アジアの一部でIT関連需要が持ち直しているものの、中国経済の減速の影響が波及し、資源価格の下落も長期化するもとの、全体としては減速した状態が続いている。

先行きについては、先進国の景気回復の好影響が新興国にも徐々に波及するもとの、海外経済の成長率は緩やかに高まっていくと想定している。ただし、新興国の期待成長率がひと頃よりも低下していることや、資源価格の低迷が長期化していることを踏まえると、過去の高い期待成長率や資源価格のもとで蓄積された資本ストックを巡る過剰感は根強く¹⁷、見通し期間を通じて、世界的に設備投資に対する抑制的な支出スタンスは続く、と考えられる。

主要地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が下支えとなり、民間需要を中心にしっかりと成長が続くと見込まれる。欧州経済については、雇用・所得環境の改善と緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復が続けると考えられる。中国経済については、製

¹⁷ とりわけ、2000年以降の資源価格の上昇ないし高止まり局面のもとで積み上がったエネルギー関連設備の過剰感は強いと考えられる。

造業部門を中心に幾分減速しつつも、当局が景気下支えに積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると想定している。その他の新興国・資源国経済については、一部の資源国では減速した状態が当面続くものの、総じてみれば、先進国の景気回復の波及や景気刺激策の効果などから、徐々に成長率を高めていくと予想している。

(輸出入)

輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している(図表7(1))。仔細にみると、①中国をはじめとする新興国経済の減速の影響が残るもとで、資本財では弱めの動きが続いているものの、②昨年初以降減少を続けてきたIT関連は、スマートフォンの新商品向け部品の増加もあって、下げ止まっているほか、③自動車関連は、生産拠点の国内回帰の動きもあって、米欧向けを中心に、しっかりと増加している(図表7(2)、8)。

輸出の先行きについては、①製品サイクルの影響からIT関連は再び減少するものの、②機械受注の外需が示すとおり、資本財が下げ止まりから持ち直しに向かい、③自動車関連は、米欧や中国の堅調な販売動向を背景に、新車投入効果も加わって引き続き増加すると予想されることから、当面は持ち直しを続けると予想される(図表9)。その後については、一旦、新車投入効果の反動減が予想されるものの、先進国の着実な景気回復の好影響が新興国にも波及するなかで、「世界貿易量」は緩やかな増加を続け¹⁸、そのなかに占める「わが国輸出のシェア」も、既往の円安にも支えられて回復するとみられることから、輸出は緩やかな増加基調をたどると考えられる(図表10、後掲図表52)。ただし、新興国・資源国の期待成長率の低下や資源価格の低迷長期化、それに伴う素材・エ

¹⁸ 世界貿易量は、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

エネルギー関連の過剰設備の存在を踏まえると、輸出は、わが国が比較優位を有する資本財を中心に、上方に弾みにくく下方に振れやすい状態が続き、「わが国輸出のシェア」の回復ペースも、緩やかなものにとどまると予想される。

この間、新興国経済の減速にもかかわらず、アジアなどからの訪日外国人は大幅な増加を続けており、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は、明確な改善傾向をたどっている（図表 11(1)(2)）。先行きも、既往の為替円安に加え、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策にも支えられて、訪日外国人の増加傾向は続き、これは旅行収支の受取増加を通じて全体の輸出の下支えとして作用していくとみられる¹⁹。

輸入は、国内需要の動きなどを反映して、緩やかな増加基調を続けている（前掲図表 7(1)）。先行きについては、既往の為替相場の動向が当面抑制要因として作用するものの、国内需要の動きなどを反映して、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けていくと予想される。

（対外収支）

名目経常収支をみると（図表 11(3)）、昨年夏場にかけて一旦黒字幅がやや縮小したものの、足もとでは、輸出の持ち直しや原油価格の下落を主因に、再び黒字幅が拡大している。先行きも、上記の輸出入動向に沿って名目貿易収支が改善するうえ、為替円安にも支えられて所得収支の黒字幅が拡大することから、経常収支の黒字幅は、拡大傾向を続けていく可能性が高い²⁰。

¹⁹ 東京オリンピックの経済効果については、日本銀行調査論文「2020年東京オリンピックの経済効果」（2015年12月）を参照。

²⁰ 概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスについて考えると、見

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響が残るもとの、国内では軽乗用車や一部資本財の在庫調整が長引いていることもあって、横ばい圏内の動きを続けている（図表 12(1)、13）。ただし、足もとでは、IT関連が、スマートフォンの新商品向けの部品を中心に持ち直しているほか、輸送機械も、米欧向けの出荷増や国内生産回帰の動きなどもあって緩やかな増加傾向に転じるなど、明るい動きがみられ始めている（図表 12(2)）。

先行きについては、新興国経済の減速の影響が和らぎ、在庫調整が進捗するにつれて持ち直しに転じ²¹、その後は、内外の最終需要の増加を反映して緩やかな増加基調をたどっていくと考えられる。

(企業収益)

企業収益は、原油安や為替円安に支えられて、明確な改善を続けている。法人企業統計をみると、昨年7～9月の全産業全規模ベースの経常利益率は、前期の大幅増益の反動から幾分低下したとはいえ、なお過去最高に近い水準を維持している（図表 14）。企業の業況感は、新興国経済の減速や資源価格下落の影響から、先行きも含め、一部にやや慎重な動きもみられるが、企業収益の改善や国内民間需要の底堅さを背景に、総じて良好な水準を維持している（図表 15）。

企業収益の先行きについては、①原油安などによる交易条件の改善、②為替円安にも支えられた海外部門からの配当・利息の受取増加、③内

通し期間においては、民間部門の貯蓄超過幅は、消費増税による振れを伴いつつも、ごく緩やかな縮小傾向をたどる一方、一般政府の赤字幅は税収の増加もあってはっきりと縮小すると見込まれる。このため、国全体の貯蓄超過幅は、見通し期間を通じて拡大傾向をたどると考えられる。

²¹ 企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の鉱工業生産は、新車投入効果による輸送機械の増産と、その関連業種（鉄鋼・化学・金属製品等）への誘発効果を主因に、前期比でみてしっかりと増加となる見通し。

外需要の増加を受けた売上数量の持ち直しを背景に、明確な改善基調を続けると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、景気が循環的には減速方向に向かい、2017 年度には駆け込み需要の反動も予想されるなかで、人件費の増加など家計への分配も徐々に進んでいくため、収益の拡大ペースは次第に鈍化していくと考えられる。

(設備投資)

設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。一致指標をみると、法人企業統計の設備投資（名目ベース）は、振れを伴いつつも緩やかな増加傾向にある一方、資本財総供給は、受注から出荷までのラグの長い機械投資案件が増加していることもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている（図表 16）²²。12 月短観における本年度の事業計画をみると（図表 17、18）、新興国経済の減速にもかかわらず、設備投資計画は総じて堅調さが維持されており、例えば、GDP の概念に近い、全産業全規模＋金融機関の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地投資除く）をみると、前年比＋8.6%とこの時期としては 2006 年度以来の高い伸びとなっている（図表 17(2)）。そうした企業の前向きな設備投資スタンスを反映して、機械投資の先行指標である機械受注は、振れを均せば、しっかりとした増加基調をたどっている（図表 19(1)）²³。

先行きの設備投資は、①企業収益の明確な改善、②低金利や緩和的な貸出スタンスといった投資刺激的な金融環境、③円安傾向の定着を眺め

²² 最近の設備投資の特徴点については、BOX 2 を参照。

²³ 建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、横ばい圏内の動きとなっているが（図表 19(2)）、工事費予定額でみると、建設コストの高まりや高付加価値案件の増加による工事費単価の上昇もあって、しっかりとした増加傾向を続けている。

た製造業による国内投資の積極化を背景に、緩やかな増加を続けると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴って、設備投資の循環的な増加テンポは徐々に鈍化していくと想定している。企業収益やキャッシュフローとの対比でみると、企業はリーマン・ショック以降、期待成長率の伸び悩みから、抑制的な設備投資スタンスを維持してきたが、見通し期間の後半にかけては、期待成長率が緩やかに上昇し、収益力も持続的に改善するもとの、投資スタンスは徐々に積極化していくと考えられる（図表 20(1)）。

こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資の伸び率を評価する（図表 20(2)）。これによると、設備投資は、当面、「0%台前半ないし半ば程度」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで緩やかに増加するとみられる。その後は、①極めて緩和的な金融環境や、②オリンピック関連需要の顕在化、③収益力の持続的な改善などを背景に、企業は、期待成長率を0%台後半まで高めつつ、資本ストックを緩やかに積み増していく姿を想定している。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している（図表 21、22）。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、振れを均せば前年比で0%台後半から1%程度のペースで増加している。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇しているほか、短観の雇用人員判断DIにおける人手不足感も強まっており、これらの指標はいずれも1992年前半頃と同程度となっている。失業率も、振れを伴いつつも緩やかに低下しており、このところ3%台前半で推移

している。この間、労働力率は、高齢化に伴う構造的な低下圧力にもかかわらず、2012年頃をボトムに、女性や高齢者を中心に緩やかに上昇している。先行きも、潜在成長率を上回るペースでの経済成長が暫く続くもとの、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は着実な改善を続けていく可能性が高い。

賃金面をみると（図表23）、一人当たり名目賃金は、特別給与を除いてみれば、緩やかに上昇している²⁴。仔細にみると、所定内給与の前年比は、パート比率の上昇が引き続き下押し方向に作用しているものの、一般労働者がベースアップの影響などからプラス幅を緩やかに拡大するもとの、全体でも緩やかにプラス幅を拡大している。時間当たり名目賃金でも、夏季給与の影響を除いてみれば、緩やかな改善傾向を続けている。とくに、労働需給の影響を受けやすいパートの時間当たり名目賃金は、このところ改善が明確となっており、足もとでは最低賃金引き上げの動きもあって、前年比で+2%弱までプラス幅を拡大している²⁵。

先行きの賃金については、労働需給の引き締めりとインフレ予想の高まりが一段と明確になるにつれて、ベースアップの改善やパートの時給の上昇などを通じて、所定内給与を中心に基調的な上昇圧力がかかっていくと考えられる²⁶。そうしたもとの、労働者全体の時間当たり名目賃金は、次第に上昇率を高め、見通し期間の終盤には、名目ベースでみた潜

²⁴ 2015年1月の毎月勤労統計の30人以上事業所のサンプル替え以降、新旧サンプルの違いを反映したとみられる振れが特別給与を中心に大きくなっており、賃金の実勢がやや見極めがたくなっている。もっとも、各種の給与アンケートや毎月勤労統計以外の賃金関連指標の動き、消費者マインドの改善傾向も併せて考慮すると、賃金の上昇基調に大きな変化はないと考えられる。

²⁵ 最近の労働需給の引き締めりとパート賃金の関係について、詳しくはBOX3を参照。

²⁶ こうした点については、さくらレポート（2016年1月）の「地域の視点：各地域における企業の雇用・賃金設定スタンス」も参照。

在的な労働生産性上昇率と同程度まで、伸びを高めていく可能性が高い（後掲図表 42(2)）²⁷。また、賞与も、企業収益の改善を背景に増加していくと考えられる。

以上のような雇用・賃金の見通しのもと、先行きの雇用者所得は、増加ペースを緩やかに高め、見通し期間の後半にかけては、名目GDP成長率並みの伸びで次第に安定していくと考えられる（図表 24(1)）。

（家計支出）

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善に加え、エネルギー価格下落による実質購買力の改善にも支えられて、底堅く推移している。各種の販売統計は、足もとでは、暖冬による冬物衣料の販売不振から、やや弱めの動きとなっているが、基調としては緩やかに増加している（図表 28）。供給側統計である消費財総供給も、持ち直している（図表 27(2)）。外食や旅行などのサービス消費は、このところしっかりと増加している（図表 29(2)）。この間、家計調査の消費水準指数（除く住居等）は、サンプル要因とみられる振れから、供給側統計や販売統計と乖離するかたちで、弱めの動きとなっている（図表 27(2)）²⁸。GDPに近い方法で需要・供給両面の月次統計を合成した消費総合指数は、家計調査の弱さを反映して、足もとではやや弱めの動きとなっている（図表 26(1)）。もっ

²⁷ その結果、労働分配率は、見通し期間の終盤にかけて、徐々に下げ止まっていく姿を想定している（図表 24(2)）。ただし、企業は、期待成長率の上昇ペースが緩やかなものにとどまるなかで、固定費増大につながる人件費について抑制的な支出スタンスを維持している。こうした点を踏まえると、労働分配率は、見通し期間を通じて、過去の長期平均を下回って推移する可能性が高い。

²⁸ 家計調査の消費水準指数（除く住居等）は、足もとでは、駆け込み需要の反動減から大きく落ち込んだ 2014 年春の消費増税直後と、同程度の水準となっている。暖冬は消費支出の下押しに作用しているとみられるが、そうした要因を考慮してもなお、個人消費が実勢として消費増税直後と同程度まで落ち込んでいるとは考えがたく、最近の弱さにはサンプル要因が大きく影響している可能性が高いとみられる。

とも、①実質可処分所得は、賃金上昇や年金支給額の増額、エネルギー価格の下落に支えられて増加していること（図表 25）、②そのもとで、消費者マインドも緩やかな改善傾向にあることを踏まえると（図表 30）、天候要因による振れを除けば、個人消費の基調的な底堅さは維持されていると判断される。

先行きの個人消費については、消費性向が、消費税率引き上げによる振れを除けば、概ね横ばいで推移するもとで、実質可処分所得の動きを反映して、基調として底堅く推移するとみられる（図表 26）²⁹。すなわち、個人消費は、①実質可処分所得の増加や、②消費者マインドの改善を背景に、次第に底堅さを増していくと予想される³⁰。そうしたもとで、2016 年度後半には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も加わるため、個人消費は高めの伸びになる可能性が高い。一方、2017 年度については、駆け込みの反動とともに、実質所得減少の効果が現れることから、2014 年度ほどではないとはいえ、減少に転じると想定される。

住宅投資は、持ち直している（図表 31）。先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、低水準の住宅ローン金利も下支えとなり、持ち直しを続けると予想される³¹。

²⁹ 一時的には暖冬による下押しの影響が出るとみられる。また、需要側統計の振れによって GDP 個人消費が実勢よりも弱めに出る可能性には先行きも留意する必要がある。

³⁰ こうしたマクロ的な要因に加えて、携帯電話の新製品や人気車種の新型車発売といった要因によって、個人消費が一時的に押し上げられる可能性もある。

³¹ なお、2017 年 4 月の消費税率引き上げの影響については、住宅の駆け込み需要の一部は既に前回の引き上げ前にある程度前倒しで顕在化していた可能性があるほか、住宅取得資金の贈与に係る贈与税非課税の特例措置もあって、前回よりも駆け込みと反動の規模は幾分小さくなると想定している。

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）は、国際商品市況の下落や素材等のアジア需給の悪化を反映して、昨年7月以降、3か月前比でみて下落を続けている（図表 32、33(1)）。一方、企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、業績改善を背景とした企業の前向きな支出活動が続くもとの、0%台半ばのプラスで推移している（図表 33(2)）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、①原油価格の下落に伴うエネルギー価格の下落幅拡大と、②エネルギー以外のプラス幅拡大が概ね相殺し、全体として0%程度で推移している（図表 34、38(1)）。仔細にみると、財は、石油製品が大きめのマイナス寄与を続けているものの、個人消費が底堅く推移するもとの、為替円安によるコスト高を転嫁する動きもあって、食料工業製品や耐久消費財、被服などを中心に着実な改善を続けている。一般サービスは、家賃が小幅の下落を続けているものの、賃金上昇を背景とした外食や他のサービス（宿泊料や家事関連サービス）の値上げの動きなどから、緩やかなプラス幅の拡大を続けている。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の下落を主因に、このところマイナス幅が拡大傾向にある。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標として（図表 35）³²、生鮮食品とエネルギーを除く総合の前年比をみると、昨年1～2月の+0.4%をボトムに、プラス幅の着実な拡大傾向が続いており、12月は+1.3%となっ

³² ここで取り上げる各種の物価指標のより詳しい解説は、日銀レビュー「消費者物価コア指標とその特性 — 景気変動との関係を中心に —」（2015-J-11）、同「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」（2015-J-12）を参照。

ている。刈込平均値をみると³³、昨年初以降、振れを伴いつつもごく緩やかに上昇しており、このところ0%台半ばで推移している。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、昨年4月以降、振れを伴いつつもはっきりと上昇している。この間、最頻値は、2013年初をボトムに緩やかな上昇を続けている一方、加重中央値は、ウエイトの大きい家賃が下押しに作用するも、小幅のプラスながら横ばい圏内の動きを続けている（図表36）³⁴。

GDPデフレーターの前年比は、原油価格の下落に伴う輸入デフレーター下落を主因に、足もとでは前年比+2%弱のプラスとなっている（図表37）。内需デフレーターについては、消費税率引き上げの影響が剥落したことに加え、エネルギー価格下落の影響もあって、このところ0%程度で推移している。

（物価を取り巻く環境）

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは（前掲図表3(1)、図表38(2)）、2015年度末にかけて、輸出・生産の持ち直しを受けた製造業稼働率の上昇や労働需給の更なる改善などを反映して、過去の長期平均並みを表すゼロを上回り、小幅のプラスまで改善すると予想される。2016年度中は、下期には駆け込み需要による成長率の加速も見込まれるも、景気拡大に伴う生産要素の稼働状況の高まりを反映して、

³³ 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。

³⁴ 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。

プラス幅を着実に拡大していくとみられる。2017 年度には、消費増税の影響から成長率が潜在成長率を幾分下回る結果、需給ギャップはプラスを維持しつつも横ばい圏内の動きになると想定している。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。すなわち、マーケット関連指標やアンケート調査のなかには弱めの指標もみられているが、企業の価格・賃金設定スタンスは、特に本年度入り後、明確に変化している（図表 39、40）。消費者も、雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとみられる。こうしたもとの、価格改定の動きは拡がりを持続性を伴っている。また、労使間の賃金交渉においては、一昨年以来、企業業績や労働需給に加え、物価動向を賃金に反映する動きが拡がっている。先行きについても、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まってくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

第3に、輸入物価についてみると（前掲図表 32）、原油価格（ドバイ）は、1 バレル 35 ドルを出発点に、先物カーブに概ね沿うかたちで緩やかに上昇し、見通し期間の終盤には 40 ドル台後半に達すると想定している。そうした前提のもと、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格（石油製品・電気代・都市ガス代）の寄与度をみると、2016 年度前半は-1%程度のマイナスを続けたあと、次第にマイナス幅は縮小に転じるが、同年度末までマイナス寄与が残ると試算される。為替相場の動向が消費者物価に及ぼす影響については、個人消費が底堅さを増していくもとの、既往の為替円安によるコスト高を転嫁する動きは、緩

やかに減衰しつつも、暫くの間、続いていくと考えられる³⁵。

(物価の先行き)

以上を踏まえ、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢を展望すると³⁶、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、需給ギャップの改善とインフレ予想の高まりを背景に、円安や賃金上昇によるコスト増を転嫁する動きが進んでいくことから、足もとの1%台前半から2%程度に向けて、着実に上昇率を高めていくと考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2015年度中は、エネルギー価格の下押し効果と除く生鮮食品・エネルギーの改善効果が相殺し、0%程度ないし小幅のプラスで推移する。2016年度入り後も、エネルギー価格の下押し効果は、後半にかけて減衰しつつも、なお大きめのマイナスを続けるが、2017年度前半頃には、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落するもとの、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2%程度に達すると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると思われる。

上記の見通しを、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）でみたインフレ率とマクロ的な需給ギャップの関係を表す「フィリップス曲線」の枠組みで整理する(図表41)。昨年初以降、足もとまでの動きをみると、直前に円安が急速に進行した2013年度の動きと同様、川下へのコスト転嫁が進捗するなかで、需給ギャップの改善以上にインフレ率は高まってきており、足もとでは、ゼロ近傍の需給ギャップのもと、1%台前半の

³⁵ 為替円安が消費者物価に及ぼす影響については、BOX 4を参照。

³⁶ 前掲注のとおり、「酒類と外食を除く飲食料品」および「新聞」に対し、軽減税率が適用されることを前提に、2017年4月の消費税率引き上げが消費者物価の前年比に及ぼす影響を試算すると、除く生鮮食品は+1.0%ポイント、除く生鮮食品・エネルギーは+0.9%ポイント押し上げられる。詳しくは、BOX 1参照。

インフレ率が実現している。2016年度のインフレ率は、円安の押し上げ効果が徐々に剥落するものの、中長期的な予想物価上昇率が高まってくことから、概ね需給ギャップの改善に沿って、緩やかにプラス幅が拡大するとみられる。2017年度は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に収束していくなか、インフレ率は需給ギャップの横ばい圏内の動きを反映して、2%程度で推移すると考えられる。このように、中心的な見通しでは、消費者物価の前年比は、需給ギャップの改善に比較的明確に反応していくとともに、フィリップス曲線自体も中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映して、シフトアップを続けていくと想定している。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表 42(1)）、消費者物価と時間当たり名目賃金との間には、長い目でみれば、概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。すなわち、企業は、名目賃金が上昇すると、そのコストを転嫁すべく販売価格を引き上げる一方、家計は、物価が上昇すると、実質購買力を維持すべく賃上げ要求を強めるという相互作用が働く。上記の見通しでは、時間当たり賃金が、労働需給の引き締めや予想物価上昇率の高まりを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇していくなかで、消費者物価もこれと整合的なかたちで徐々に基調的な上昇率を高めていくと想定している。

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。

日本銀行が「量的・質的金融緩和」を進めるもとで、マネタリーベースの前年比は、3割程度の高い伸びを続けている（図表 43）。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。CP・社債の発行

スプレッドは、堅調な投資家の需要を背景にC P・社債市場において良好な発行環境が続くもとで、低い水準で推移している（図表 44）。新規の貸出金利をみると、既往ボトム圏の低い水準で推移している（図表 45(1)）。こうしたもとで、企業の支払金利は、収益力に比べて十分低い水準で推移している（図表 45(2)）。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いている（図表 46(1)）。短観のD Iは、直近のピークである 2006 年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る水準まで改善している。また、企業の資金繰りは、大企業、中小企業ともに、良好である（図表 46(2)）。各種のD Iは、直近のピークである 2006 年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る水準まで改善している。

企業の資金需要面をみると、引き続き、運転資金や企業買収に関連する資金需要が増加しているほか、設備投資向けの資金需要も緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出は、業種・地域や企業規模の面で拡がりを伴いつつ増加を続けており、残高の前年比は2%台前半から半ばのプラスで推移している（図表 47(1)）。企業規模別にみても、大企業向け・中小企業向けともに前年比プラスが続いている（図表 47(2)）。この間、C P・社債合計の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（図表 47(3)）。商品別に前年比をみると、C Pは、商品市況の下落に伴い、資源関連企業による運転資金確保のための資金調達が減少したことなどから、足もとマイナスとなっている。社債は、発行体の手元資金が潤沢であることや、銀行の貸出姿勢が積極的であることなどから、前年比はマイナスとなっている。

マネースtock（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、

3%台前半から半ばの伸びとなっている（図表 48(1)）。対名目GDP比率は緩やかな上昇傾向にある（図表 48(2)）。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、米欧における金融政策の方向性の違いが意識されるなか、昨年末から本年入り後にかけては、原油価格や中国株価の下落を受けて、リスク回避姿勢が強まる展開となった。

各市場の動向をみると、株価は、米国における堅調な経済指標などを背景に、昨年12月初旬までは底堅く推移したが、その後は、原油価格や中国株価の下落を受けて、大きく下落した（図表 49(1)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、米国では、FRBによる利上げが行われたが、市場で概ね織り込まれていたほか、最近では原油価格の下落もあって、幾分低下している（図表 50(1)）。ドイツでは、昨年12月におけるECBの追加緩和を巡る思惑などから振れを伴う展開となったが、最近では、原油価格の下落と、さらなる金融緩和観測を受けて、幾分低下している。この間、円を見合いとしたドル調達プレミアムが、需給環境のタイト化から昨年夏場以前と比べて幾分高めの水準で推移しているものの、邦銀の外貨資金の調達環境は、総じてみれば落ち着いた状況が続いている（図表 51(2)）。米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドをみても、全体として低水準で推移している（図表 51(3)）。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給が続くもとで、長めのターム物を含めて低位に抑制されている（図表 51(1)）。短期国債の利回りは、ゼロ近傍ないしマイナス領域での推移が続いている。銀行間取引にかかる信用スプレッドも、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとで、安定的に推移している（前掲図表 51(3)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、日本銀行による「量的・質的金融緩和」が継続するもとの、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に幾分低下し、最近では0.2%台前半となっている（前掲図表50）。

株価は、好調な企業決算などを背景に、昨年12月初旬までは上昇傾向を続けたが、その後は、海外株価の下落を受けて、大きく下落した（前掲図表49(1)）。不動産投資信託（J-REIT）市場では、J-REIT価格が、本年入り後の投資家のリスク回避姿勢の強まりを映じて、幾分下落した（図表49(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、FRBによる利上げ観測の高まりなどから幾分ドル高円安方向の動きとなる局面もみられたが、その後は原油価格や中国株価の下落などを背景とした投資家のリスク回避姿勢の高まりを受けて、幾分ドル安円高方向の動きとなり、最近では120円前後で推移している（図表52）。円の対ユーロ相場は、投資家のリスク回避姿勢の高まりを受けて、円高ユーロ安方向の動きとなっている。

以 上

(BOX 1) 消費税率引き上げと軽減税率導入の影響

消費税率の引き上げは、①税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）と、②税率上昇による物価上昇に伴う家計の実質可処分所得の減少、という2つの経路を通じて、実体経済に影響を及ぼすと考えられる（BOX図表1(1)）。このうち、①の駆け込み需要と反動の影響は、主として家計支出（個人消費と住宅投資）で発生すると考えているが、設備投資でも簡易課税・免税事業者（個人・零細企業が中心）などにおいて一部発生することを念頭に置いている³⁷。

2017年4月の消費増税が成長率に及ぼす影響については、税率の引き上げ幅の違いを踏まえ、2014年4月の増税時の2/3程度にとどまると見積もったうえで³⁸、追加的に軽減税率の導入の影響も勘案している。その結果、軽減税率が全く導入されない場合と比べると、①駆け込み需要とその反動、②実質所得の減少効果はともに縮小すると考えられる。この点、①今回軽減税率の対象となる飲食料品や新聞は、非耐久財であり、そもそも駆け込み需要とその反動の規模はかなり限定的とみられる一方、②後述のとおり、軽減税率導入による物価押し下げは、その分だけ家計の実質可処分所得を押し上げる効果を持つと考えられる。こうした点を踏まえると、2017年4月の消費増税が成長率に及ぼす影響は、実質所得の減少効果を中心に、軽減税率が全く導入さない場合と比べ、2017年度のマイナス効果が幾分小さくなると考えられる。具体的には、消費税率引き上げは、2016年度の実質GDP成長率を+

³⁷ 駆け込み需要が発生している間は、在庫が取り崩され、在庫投資はGDPの押し下げ方向に作用する。また、駆け込み需要の増加の一部は、GDPの控除項目である輸入の増加をもたらす。こうした在庫投資や輸入の動きは、GDP全体の振幅を小さくする方向に働くと考えられる。

³⁸ 2014年4月の消費増税が成長率に及ぼす影響については、2013年度に駆け込み需要から+0.5%ポイント程度の押し上げ効果があったあと、2014年度には反動減と実質所得減少双方の影響から-1.2%ポイント程度の下押し効果が発生し、2015年度には反動減の影響の剥落に伴う+0.3%ポイント程度の押し上げ効果があると試算される。もっとも、2014年4月の消費増税については、①一部ソフトウェアのサポート期限切れや排ガス規制の強化と重なったことや、②消費増税分を含む価格上昇が、実質所得の減少効果以上に消費者マインドの慎重化を通じて消費を下押しした可能性が高いことも踏まえると、消費増税の影響だけを定量的に取り出すことはかなり難しく、上記試算値は相当の幅をもってみる必要がある。

0.3%ポイント程度押し上げる一方、2017年度の実質GDP成長率を-0.7%ポイント程度押し下げると試算される。

2017年4月の消費税率引き上げが消費者物価に及ぼす直接的な影響については、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されると仮定して、機械的に算出すると、2017年度の消費者物価の前年比は、除く生鮮食品で+1.0%ポイント、除く生鮮食品・エネルギーで+0.9%ポイント押し上げられる（BOX図表1(2)）。これらの物価押し上げ効果を、軽減税率が全く導入されない場合と比べると、除く生鮮食品で-0.3%ポイント、除く生鮮食品・エネルギーで-0.4%ポイント縮小することになる。

(BOX 2) 最近の設備投資の特徴点

企業の中長期的な成長を見据えた投資スタンスに加え、これまで抑制されてきた投資のペントアップ需要が顕在化しつつあることもあって、計画から実現までの期間がやや長めの設備投資案件が増加している。この点について、機械受注の受注残高をみると（BOX図表 2 (1) (2)）、受注から出荷までのラグの長い機種（電力関連や航空機、鉄道車両など）を中心に、このところ積み上がり傾向が顕著となっており、最近は統計開始以来の高水準となっている。このように、長期の投資案件が増加している結果、最近では、機械受注との対比でみて、出荷に対応する資本財総供給ないしGDP設備投資が鈍めの動きとなっている（BOX図表 2 (3)）³⁹。一方で、こうした長期の設備投資案件の増加は、経済環境の急変等によるキャンセルが生じない限り、出荷ベースでみた設備投資を長期間にわたって押し上げる要因ともなる。したがって、資本ストック循環の観点から設備投資の増加ペースが鈍化しやすい見通し期間の後半にかけても、設備投資の増加基調が維持されやすいと考えられる。

なお、2015年度上期の設備投資のもたつきについては、新興国を中心とする海外経済の不透明感の高まりに伴う投資先送りの動きが、一部で影響している可能性も否定できないが、これまでのところ、その度合いは限定的と考えられる。この点、短観の製造業大企業における輸出計画と設備投資計画の修正パターンには、密接な相関があり、輸出の計画対比でみた下振れ幅が大きくなると、設備投資の下振れ幅も大きくなる、という関係が観察される（BOX図表 3 (1)）。こうした関係を念頭に、12月短観における今年度の輸出計画をみると、海外経済の減速から輸出が実績にかけて大きめに下方修正された2011年度や2012年度と比較しても底堅さを維持しているため、現時点では、この面からの設備投資の下押し圧力はさほど大きくないと推察される（BOX図表 3 (2) (3)）。

³⁹ なお、法人企業統計の設備投資額には、建設仮勘定（設備の建設のために支出した手付金、前渡金、材料費および設備の建設のために取得した機械等で、仮勘定として処理されたもの）も含まれている。このため、長期の投資案件で、出荷が完了していない段階であっても、建設仮勘定に計上されていれば、法人企業統計の設備投資額にはカウントされる扱いとなる。

(BOX 3) 労働需給とパート賃金の動向

パート労働者（ないし非正規労働者）の賃金は、一般労働者（ないし正規労働者）と異なり、長期雇用が前提となっていないため、その時々々の労働需給の影響を強く受ける。この点について、所定内給与と失業率ギャップ（＝失業率－構造失業率）の関係を、一般労働者とパートに分けてみると（BOX図表4(1)(2)）、最近のパートの時給は、労働需給の引き締まりが進むなかで、一般労働者の所定内給与よりも、上昇が明確となっている。また、ここ数年の最低賃金引き上げの動きも、パート時給の上昇を後押ししているとみられる。すなわち、近年の最低賃金の上昇を受けて、最低賃金改正後に最低賃金額を下回ることになる労働者の割合（所謂「影響率」）は着実に高まってきており、最低賃金が労働者の賃金水準に直接的に及ぼす影響度合いは従来よりも強まっている（BOX図表4(3)）。また、最低賃金の引き上げは、最低賃金水準に近い労働者の賃金だけでなく、それ以上の水準で働くパートの時給にも相応の影響を与える。この点、都道府県別のパート時給の分布データを用いて、最低賃金が賃金分布に及ぼす影響を推計すると、最低賃金の引き上げは、賃金水準で下位30%程度までの時給に対し、間接的な押し上げ効果を持つことが確認できる（BOX図表4(4)）。実際に、企業からの聞き取り調査によると、自社のパート従業員は最低賃金で働いている訳ではないが、それとのスプレッドを維持するために、賃金引き上げに踏み切ったという声が聞かれる。

こうしたパート時給の上昇は、外食をはじめとするパート比率の高いサービス部門を中心に、労働コストの上昇を通じて、直接的な物価押し上げ圧力につながっていく可能性が高い（BOX図表5）。実際、近年のパート比率の上昇トレンドを背景に、パートの所定内時給と消費者物価の一般サービス（家賃を除く）の相関は、外食をはじめとするサービス部門を中心に、従来よりも高まってきていることが確認できる。

(BOX 4) 為替相場が消費者物価に及ぼす影響

最近の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇率の高まりには、食料工業製品や耐久消費財、被服といった輸入品の割合の高い財の価格上昇が相応に寄与している（BOX図表6(1)）。こうした事実に着目し、「最近の除く生鮮食品・エネルギーの改善は、もっぱら円安効果によって支えられているため、ここにきて円安傾向が一服してきていることを踏まえると、除く生鮮食品・エネルギーの伸びは早晚減速する」との議論がしばしば聞かれる。しかし、食料工業製品や耐久消費財、被服といった品目は、為替要因の影響を受けやすいだけでなく、景気に対しても感応的であるため、需給ギャップやインフレ予想といったマクロ的な要因の影響も考慮したうえで、為替レートの上昇効果を定量的に抽出する必要がある。すなわち、今次局面で過度の円高が修正され為替レートが円安方向に変動したことの影響を評価するうえでは、インフレ率に対する直接的な効果である「1次的な波及効果」(first-round pass-through) と、需給ギャップやインフレ予想の改善といった間接的な経路も含めた「出尽くしベースの波及効果」(full pass-through) を区別することが重要である。

この点に関する先行研究をみると、消費者物価に対する「1次的な波及効果」は、エネルギー価格に対する影響を除くと、小さいことが知られている。実際、説明変数に為替相場を追加したフィリップス曲線を推計すると（BOX図表7(1)）、名目実効為替レートにかかる係数は0.10と比較的小さい。この推計結果に基づいて、除く生鮮食品・エネルギーの前年比に対する為替レートの寄与度を計算すると（BOX図表6(2)のSingle Equationアプローチ）、2014年度中頃をピークに緩やかに減衰しており、足もとでは+0.2%ポイント程度の押し上げ寄与となっている。先行きについて、上記の推計結果をベースに、名目実効為替レートが横ばいで推移すると仮定すると、為替円安の押し上げ寄与は、2016年度末にかけて残存しつつも、ごく緩やかに縮小していくと計算される。

一方、「出尽くしベースの波及効果」は、相応に大きくかつ持続性を持つものと考えられる。実際、マクロ変数のラグ構造や相互依存関係も考慮した3変数（名目実効為替レート、需給ギャップ、除く生鮮食品・エネルギー）のVAR（ベクトル自己回帰モデル）を推計し、10%の円安ショックの効果を

みると、需給ギャップ改善や（バックワード・ルッキングの）インフレ予想押し上げといった間接効果も考慮している分、円安のインフレ率の押し上げ効果は、「1次的な波及効果」だけの場合（Single Equation アプローチ）と比べて、大きくかつ持続的なものとなっている（BOX図表7(2)）。このVARの推計結果を用いて、除く生鮮食品・エネルギーの前年比について、根源的な要因による寄与度分解（ヒストリカル分解）を行うと（BOX図表6(3)）、為替円安は、2013年後半以降、かなり持続的にインフレ率を押し上げており、足もとでは0%台後半のプラス寄与となっている⁴⁰。これは、円安によって輸入物価が直接的に押し上げられたことによるコストプッシュの要因に加え、円安をきっかけとして、需給ギャップやインフレ予想が改善したことなどの間接的な影響が、持続的に物価を押し上げているためと考えられる。この点を勘案すると、先行きについても、既往の為替円安は持続的な物価押し上げ効果を持つと考えられる。

⁴⁰ VARに基づくヒストリカル分解では、根源的なショックが、他の変数に影響を与える間接的な効果も定量的に把握することが可能である。したがって、本分析における為替レート要因の寄与度には、「為替円安→需給ギャップやインフレ予想の改善→消費者物価の上昇」といった経路で物価が変化した動きも、為替レートの要因として寄与度分解に反映されている。

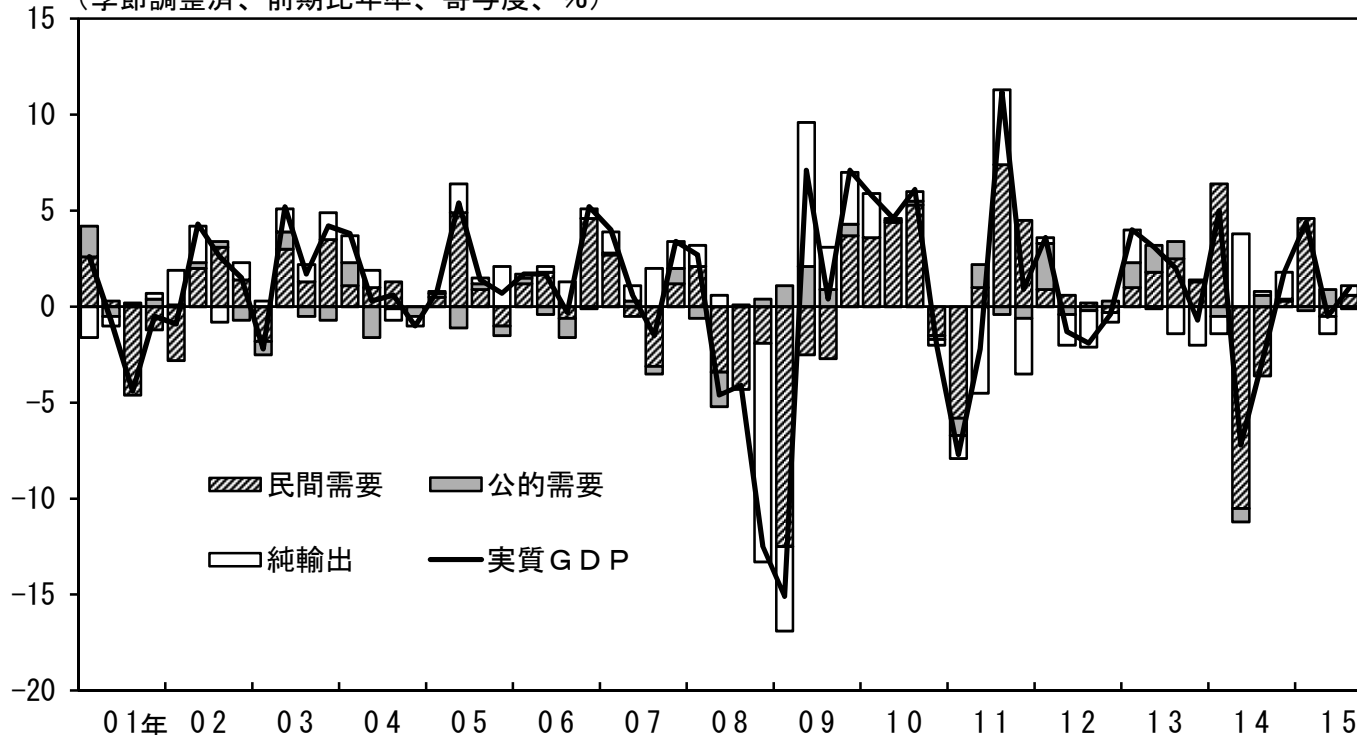
経済・物価情勢の展望（2016年1月）参考計表

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

実質GDP

(1) 実質GDP

(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



(2) 需要項目別の動向

(季節調整済、前期比、内訳は寄与度、%)

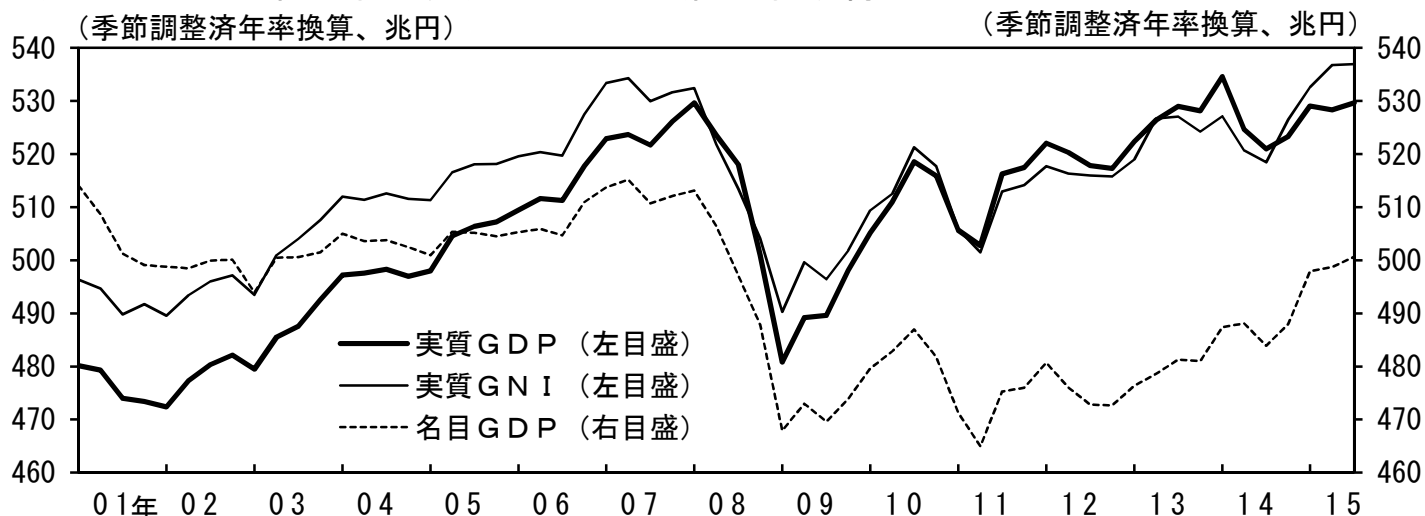
	2014年		2015年		
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
実質GDP	-0.7	0.5	1.1	-0.1	0.3
[前期比年率]	[-2.8]	[1.8]	[4.4]	[-0.5]	[1.0]
国内需要	-0.7	0.1	1.1	0.1	0.1
民間需要	-0.9	0.1	1.1	-0.1	0.2
民間最終消費支出	0.0	0.2	0.2	-0.3	0.2
民間企業設備	-0.1	0.0	0.4	-0.2	0.1
民間住宅	-0.2	-0.0	0.1	0.1	0.1
民間在庫品増加	-0.6	-0.1	0.5	0.3	-0.2
公的需要	0.2	0.0	-0.0	0.2	-0.0
公的固定資本形成	0.1	-0.0	-0.1	0.2	-0.1
純輸出	0.1	0.3	-0.0	-0.2	0.1
輸出	0.3	0.5	0.4	-0.8	0.5
輸入	-0.2	-0.2	-0.4	0.6	-0.4
名目GDP	-0.9	0.8	2.0	0.2	0.4

(前年比、%)

	2014年		2015年		
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
GDPデフレーター	2.0	2.3	3.3	1.5	1.8
内需デフレーター	2.3	2.1	1.4	0.0	0.0

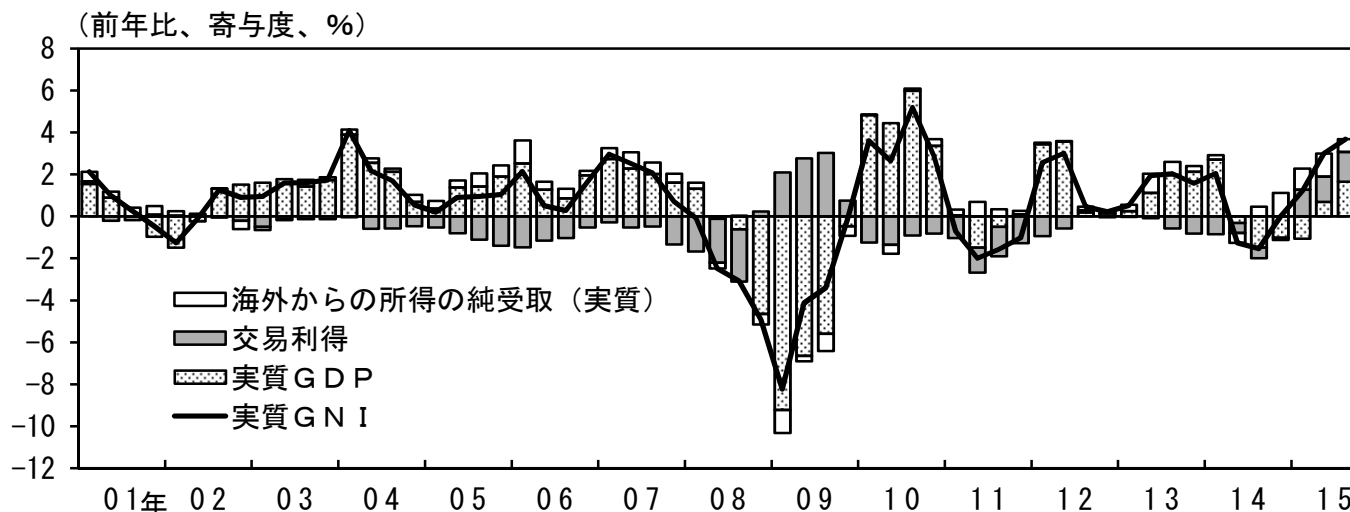
マクロの所得形成と景気動向指数

(1) GDP (国内総生産) と GNI (国民総所得)

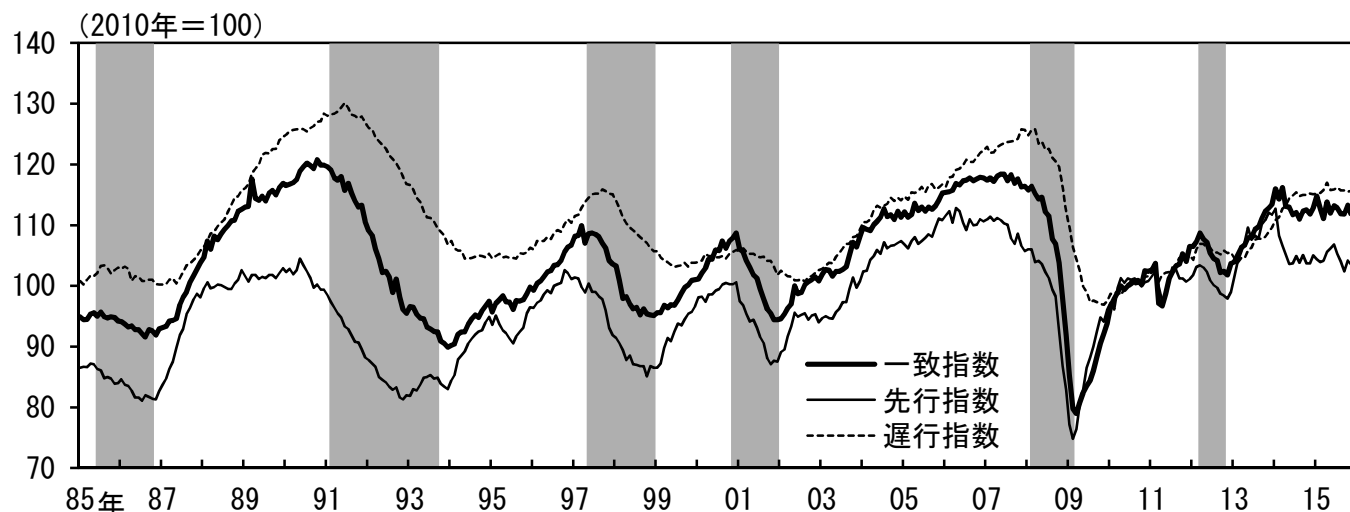


(注) 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (実質)
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター の加重平均 - 実質純輸出

(2) GNI の要因分解



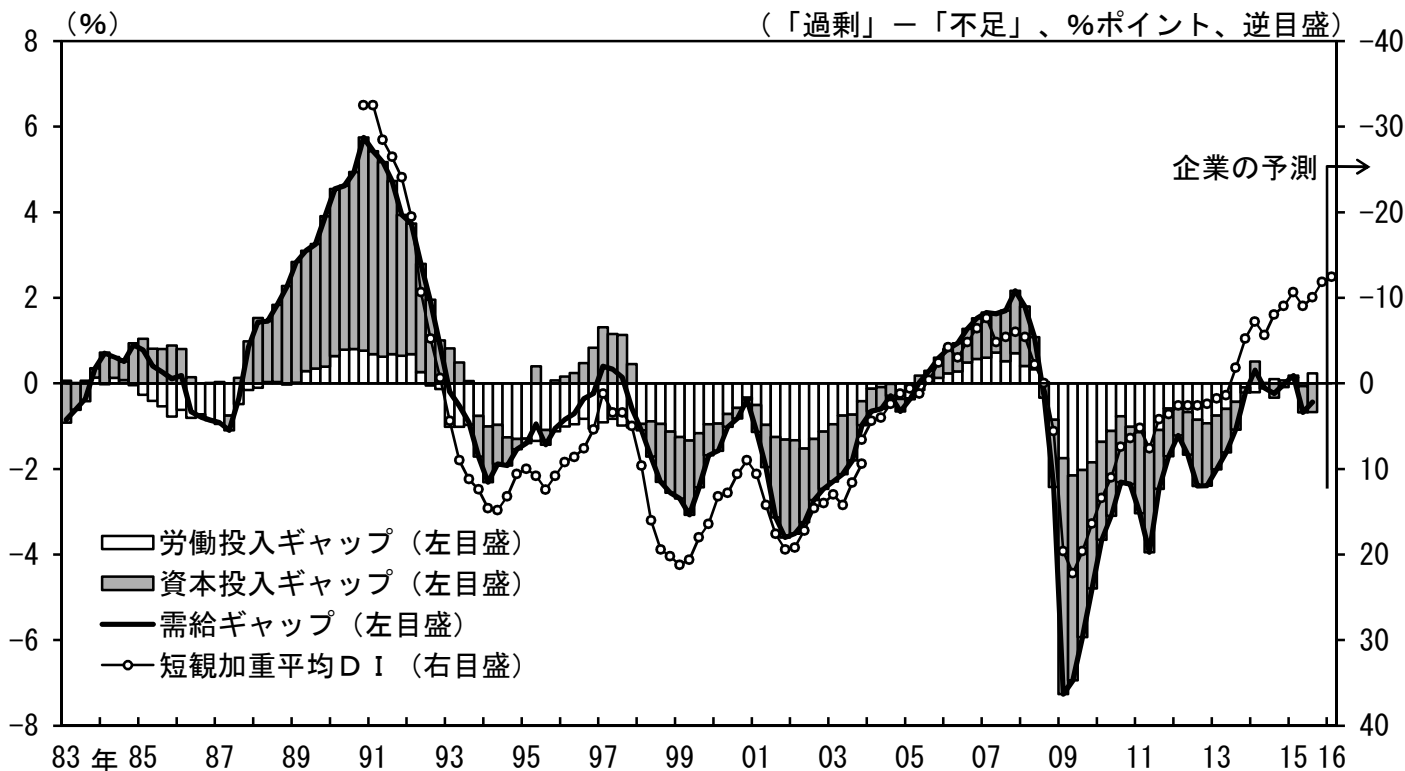
(3) 景気動向指数



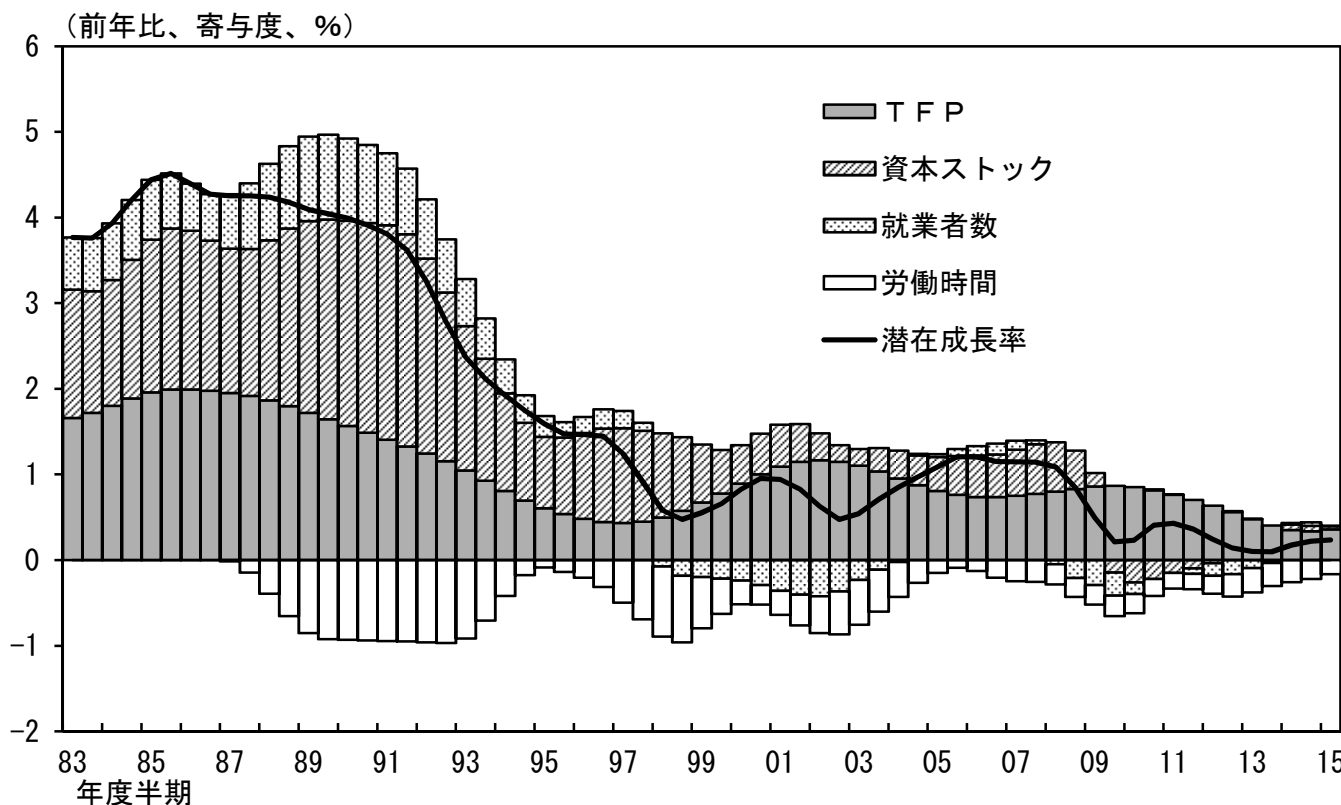
(注) シェード部分は、景気後退局面。

需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(2) 潜在成長率

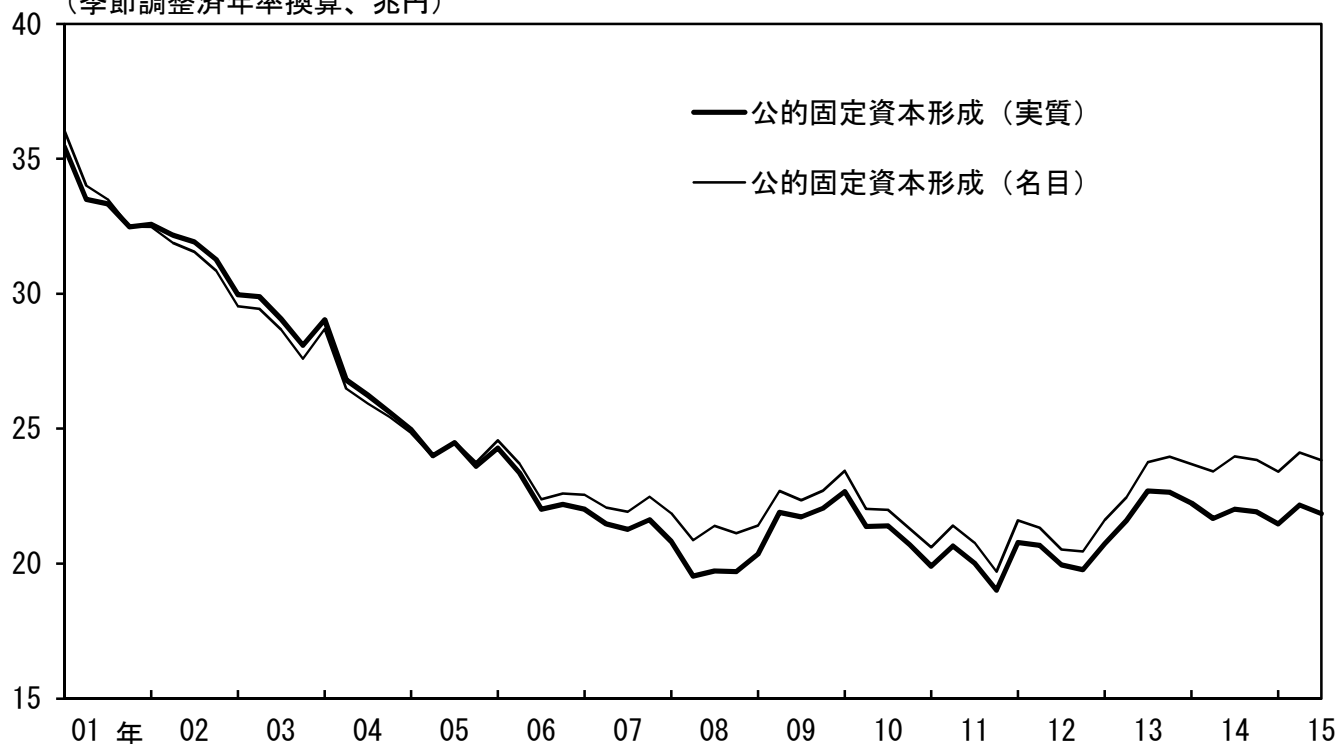


(注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
2. 短観加重平均DI（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

公共投資

(1) GDP公共投資

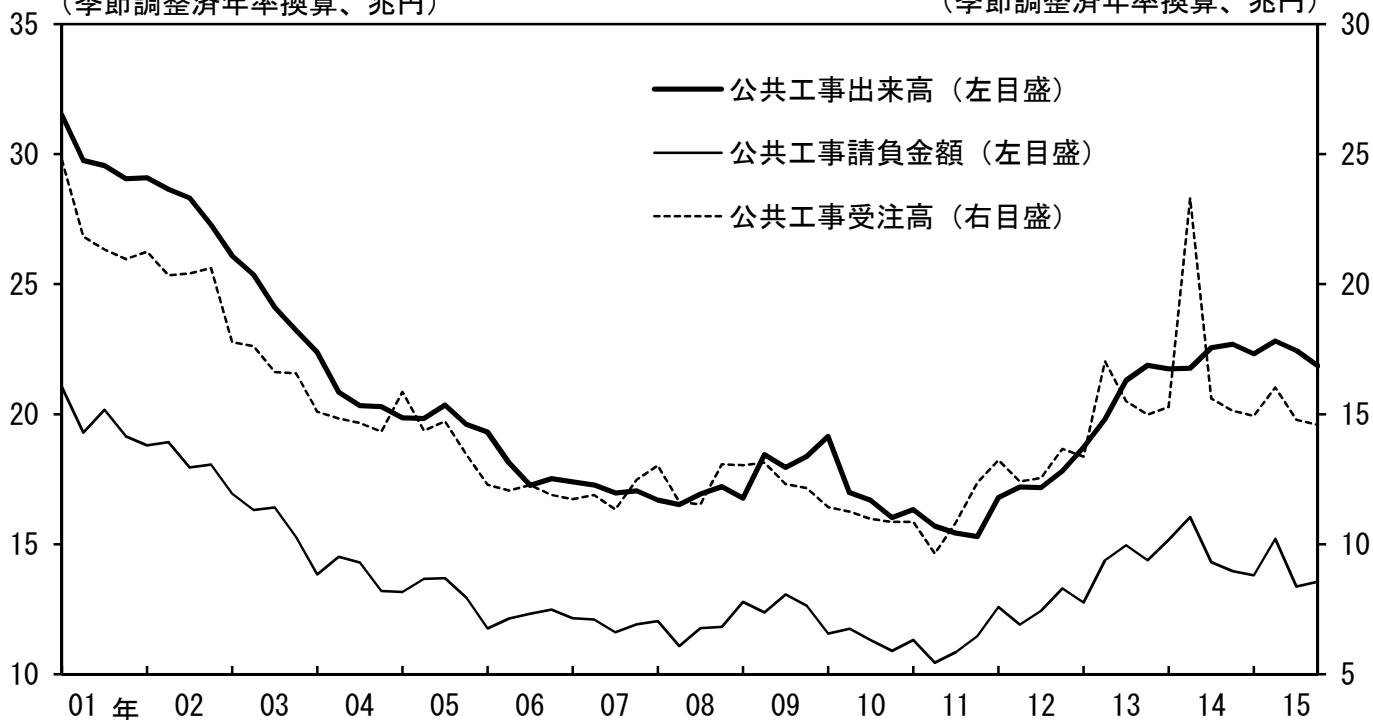
(季節調整済年率換算、兆円)



(2) 公共工事関連指標

(季節調整済年率換算、兆円)

(季節調整済年率換算、兆円)

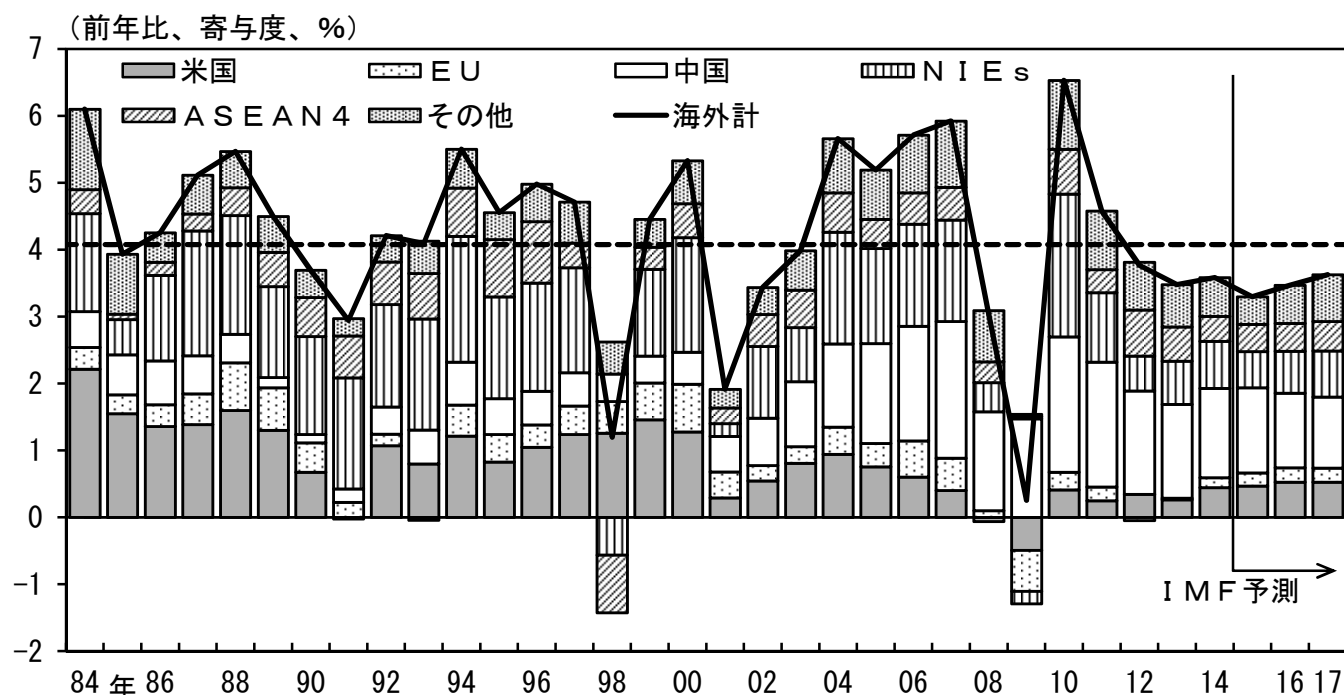


(注) 1. 公共工事受注高、公共工事出来高の2015/4Qは、10~11月の値。
2. 公共工事受注高の2011/4Q以前は、推計方法変更による段差を調整。

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

海外経済見通し

(1) 海外経済の実質成長率の見通し



(2) 主要国・地域別の成長率の見通し

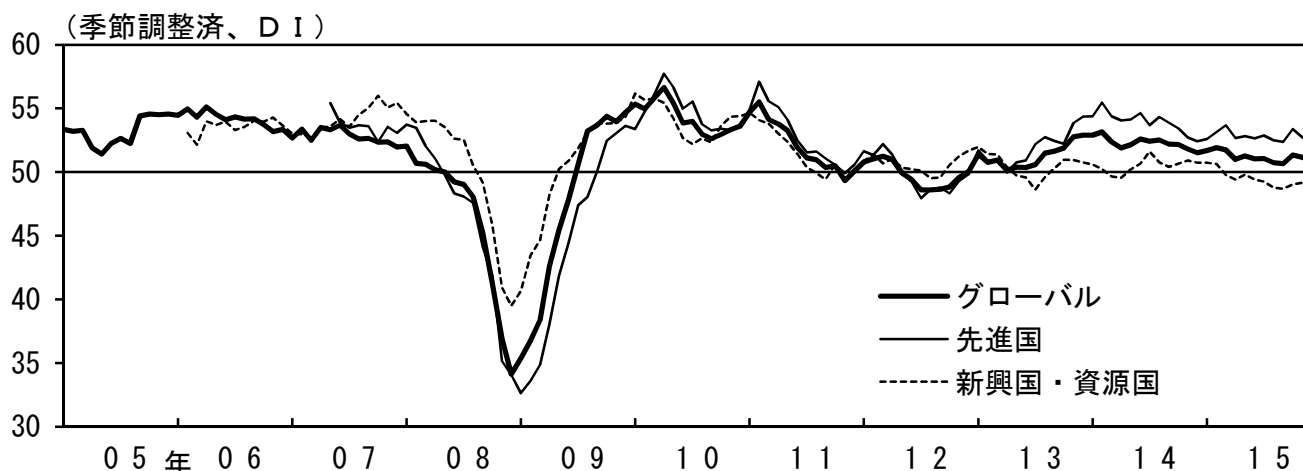
(実質GDP、%、()内は2015/10月時点、< >内は2015年通関輸出ウエイト)

	四半期 (実績、前期比年率)					暦年 (実績+予測、前年比)			
	2014年		2015年			2014年	2015年	2016年	2017年
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	(実績)	(IMF予測)		
海外経済						3.6	3.3	3.5	3.6
							(3.3)	(3.6)	(3.7)
主要国・地域 <79.7>	3.5	2.8	3.3	3.7	n.a.	3.8	3.6	3.6	3.6
							(3.6)	(3.7)	(3.8)
米国 <20.1>	2.1	0.6	3.9	2.0	n.a.	2.4	2.5	2.6	2.6
							(2.6)	(2.8)	(2.8)
EU <10.6>	1.9	2.3	1.9	1.5	n.a.	1.4	1.8	2.0	2.0
							(1.9)	(1.9)	(2.0)
東アジア <49.0>	4.4	3.7	3.3	4.7	n.a.	4.7	4.4	4.4	4.4
							(4.3)	(4.4)	(4.5)
中国 <17.5>	7.0	5.3	7.8	7.4	6.6	7.3	6.9	6.3	6.0
							(6.8)	(6.3)	(6.0)
N I E s <21.7>	1.5	2.9	-0.7	2.6	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.
							(2.5)	(2.9)	(3.1)
ASEAN 4 <9.8>	5.7	2.7	3.9	4.4	n.a.	3.4	4.0	4.2	4.5
							(3.9)	(4.3)	(4.7)
その他 <20.3>						2.9	2.1	2.9	3.6
							(2.1)	(3.0)	(3.6)

- (注) 1. IMFによる各国・地域のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。IMF予測は、2016/1月時点。一部の国・地域については、1月時点の値が非公表のため、2015/10月時点の値を用いて試算している。
2. (1)の破線は、1980~2014年の平均値(4.1%)。
3. (2)の主要国・地域は、米国、EU、東アジアの集計値。
- (出所) IMF、財務省、BEA、欧州委員会、中国国家統計局等

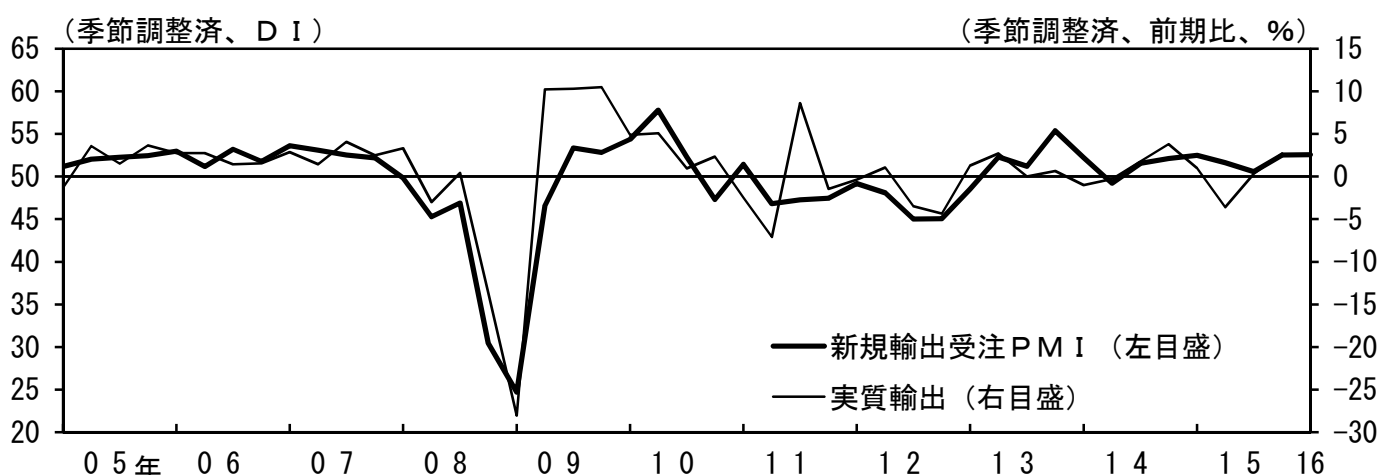
輸出を取り巻く環境

(1) 企業の景況感 (製造業PMI)



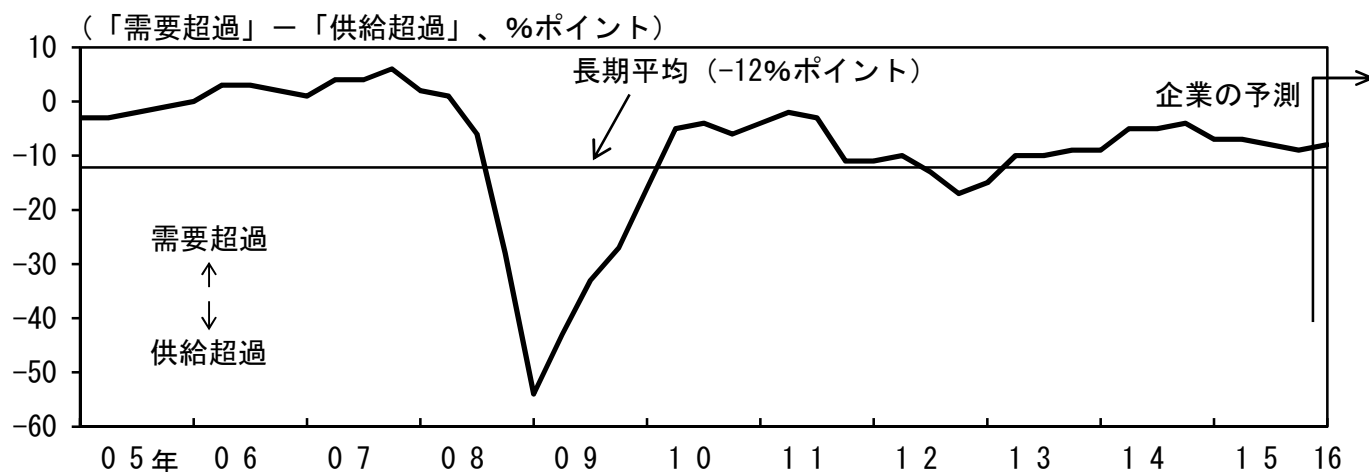
(注) グローバルはMarkitの公表値。先進国は、4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)を、新興国・資源国は、15か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)を、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(2) 新規輸出受注PMIと実質輸出



(注) 2016/1Qは、1月の値。

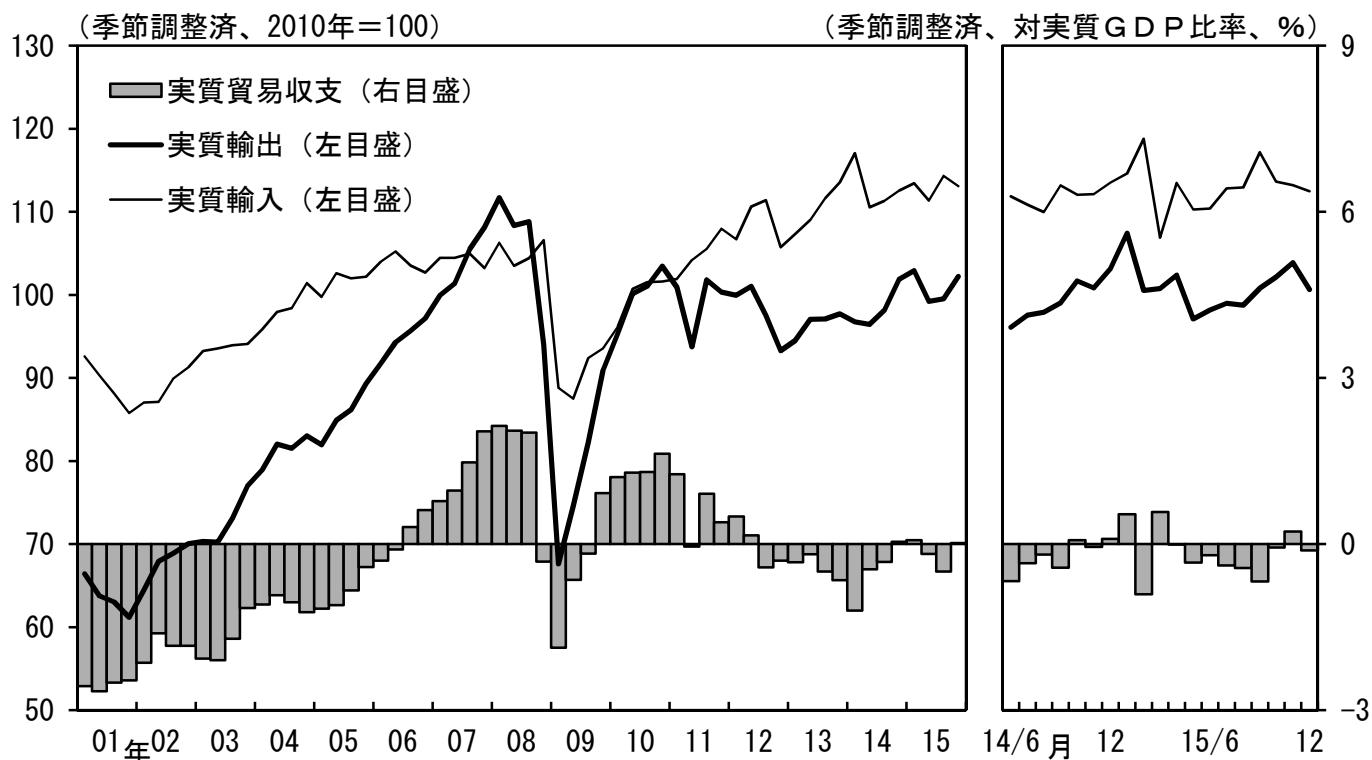
(3) 海外需給判断DI (短観・製造業大企業)



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

実質輸出入

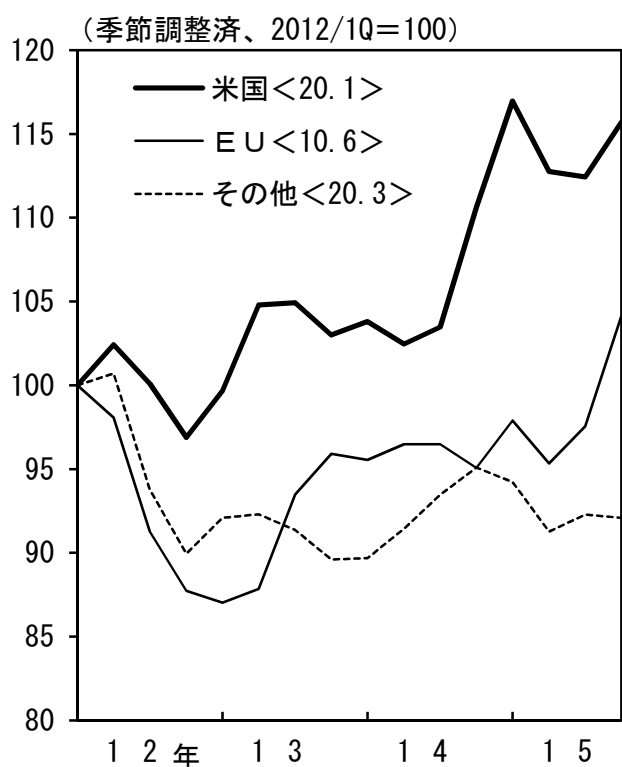
(1) 実質輸出入



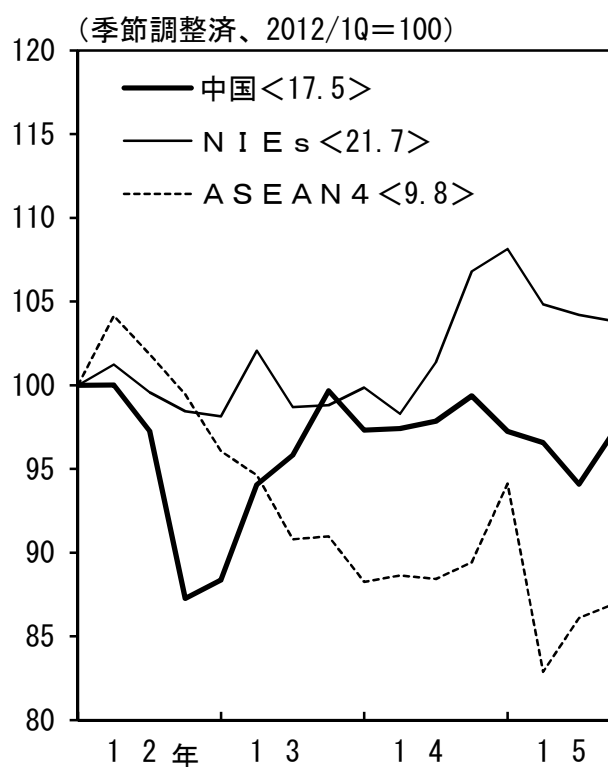
(注) 実質貿易収支 (対実質GDP比率) の2015/10月以降は、7~9月の実質GDPを用いて算出。

(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

① 米国・EU・その他



② 中国・NIEs・ASEAN4



(注) < >内は、2015年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

(出所) 財務省、日本銀行、内閣府

実質輸出の内訳

(1) 地域別

(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

		暦年		2014年 2015年					2015年		
		2014年	2015年	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月
米国	<20.1>	1.8	9.1	6.9	5.7	-3.6	-0.3	2.9	1.1	-0.0	0.2
EU	<10.6>	5.2	3.1	-1.5	3.0	-2.6	2.3	6.8	6.2	4.0	-2.2
東アジア	<49.0>	1.1	0.5	3.1	0.8	-4.0	-0.5	1.2	1.0	-1.0	-3.5
中国	<17.5>	3.5	-1.9	1.5	-2.1	-0.7	-2.6	3.4	2.6	-0.4	-2.2
NIEs	<21.7>	2.0	3.5	5.4	1.2	-3.0	-0.6	-0.4	-0.5	-4.2	-2.5
ASEAN4	<9.8>	-4.7	-1.4	1.1	5.3	-11.9	3.9	1.0	1.4	5.5	-7.9
その他	<20.3>	1.2	-0.0	1.7	-0.9	-3.1	1.1	-0.2	0.4	5.6	-6.7
実質輸出計		1.7	2.7	3.8	1.0	-3.6	0.3	2.7	1.3	1.7	-3.1

(2) 財別

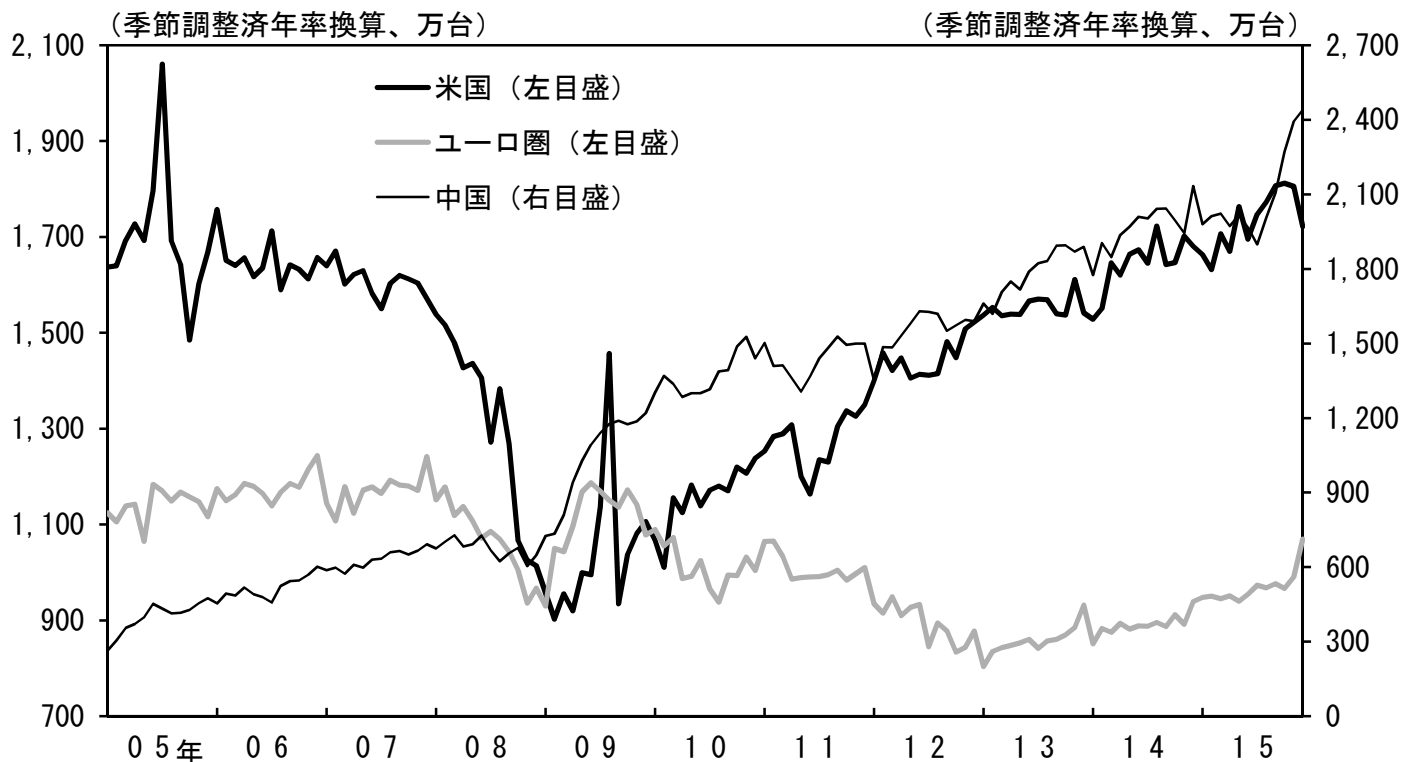
(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

		暦年		2014年 2015年					2015年		
		2014年	2015年	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	10月	11月	12月
中間財	<19.8>	0.1	-0.5	2.3	1.2	-4.5	-0.0	2.1	0.9	1.9	-2.4
自動車関連	<24.3>	-1.4	1.3	-0.9	-1.1	-1.5	2.6	6.2	2.4	5.9	-4.4
情報関連	<10.6>	3.6	-1.0	3.3	-0.3	-4.5	-1.4	0.2	-0.4	-2.7	-4.5
資本財・部品	<27.5>	3.1	-1.4	3.7	-1.8	-4.6	-0.0	-0.5	2.3	-0.5	-2.7
実質輸出計		1.7	2.7	3.8	1.0	-3.6	0.3	2.7	1.3	1.7	-3.1

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

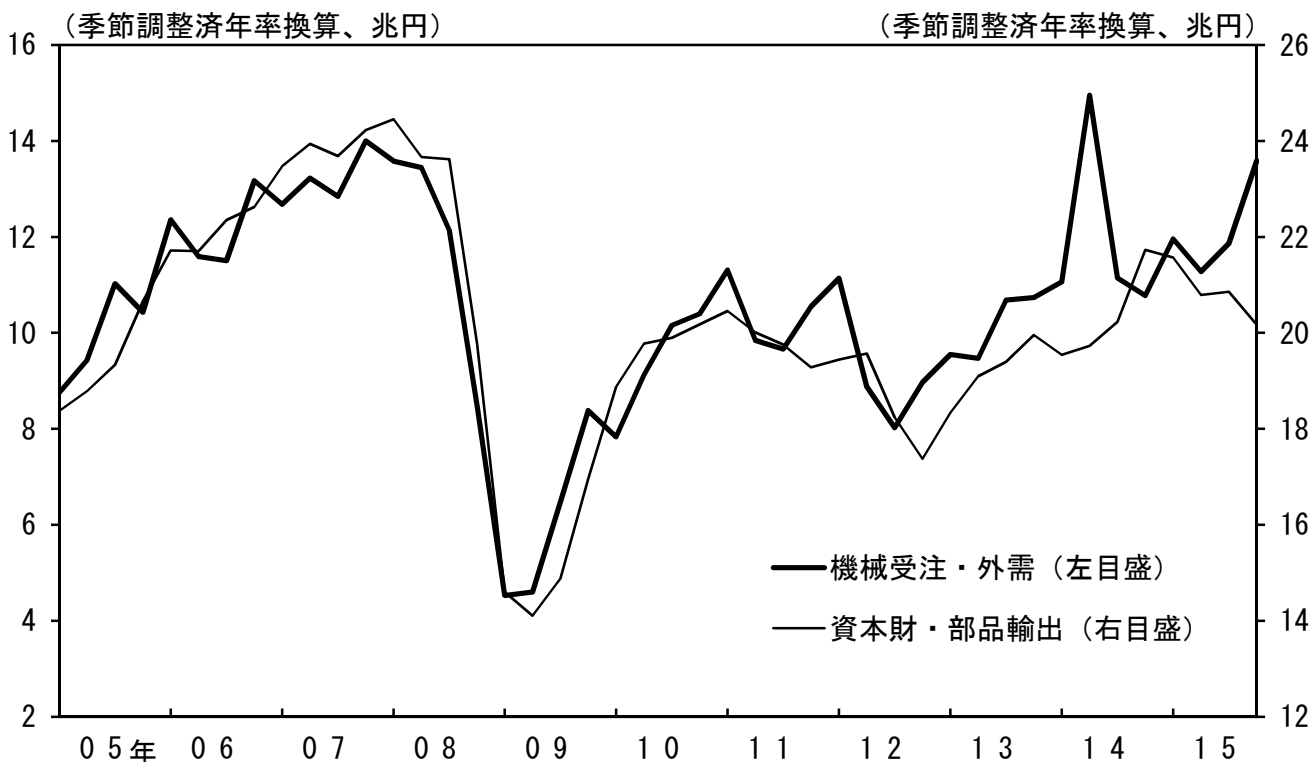
海外の自動車販売と資本財輸出

(1) 主要国・地域の自動車販売



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

(2) 機械受注・外需と資本財・部品輸出（名目）

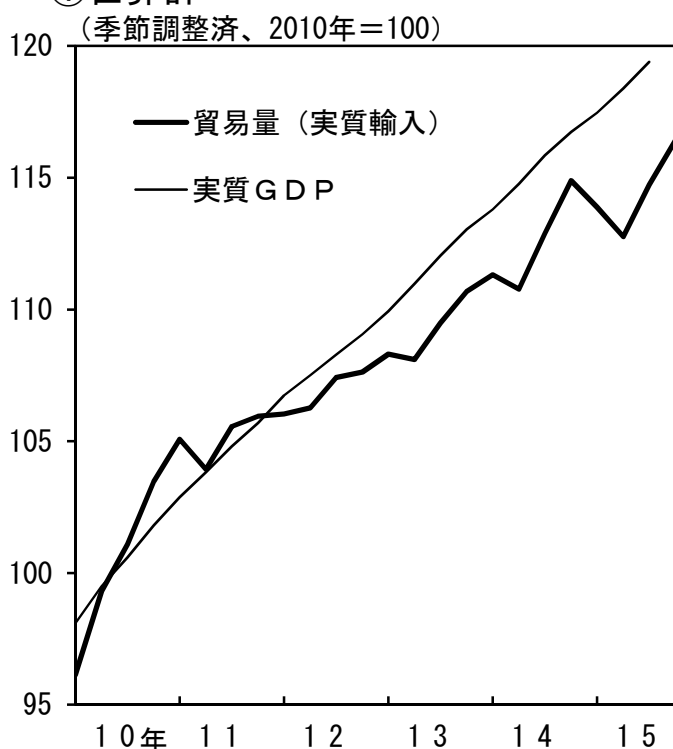


(注) 機械受注・外需の2015/4Qは、10～11月の値。

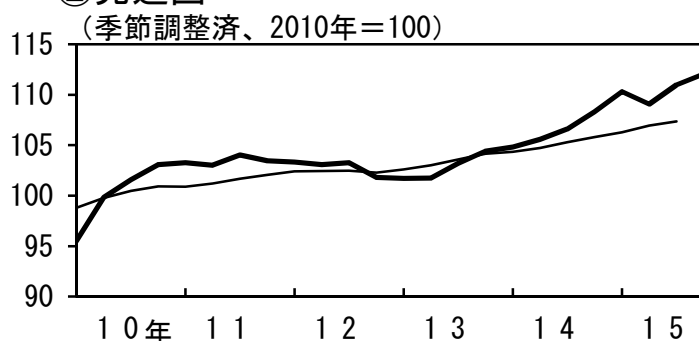
世界貿易量と日本のシェア

(1) 世界のGDPと貿易量

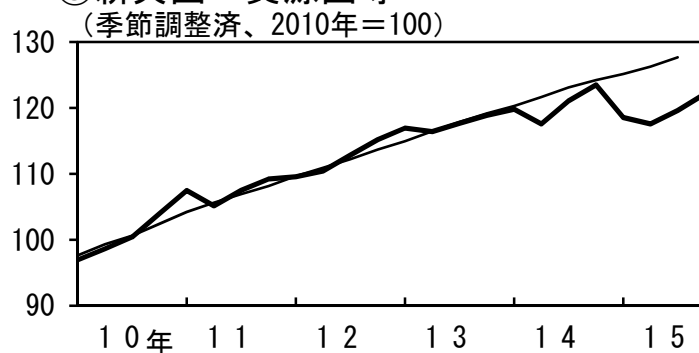
①世界計



②先進国

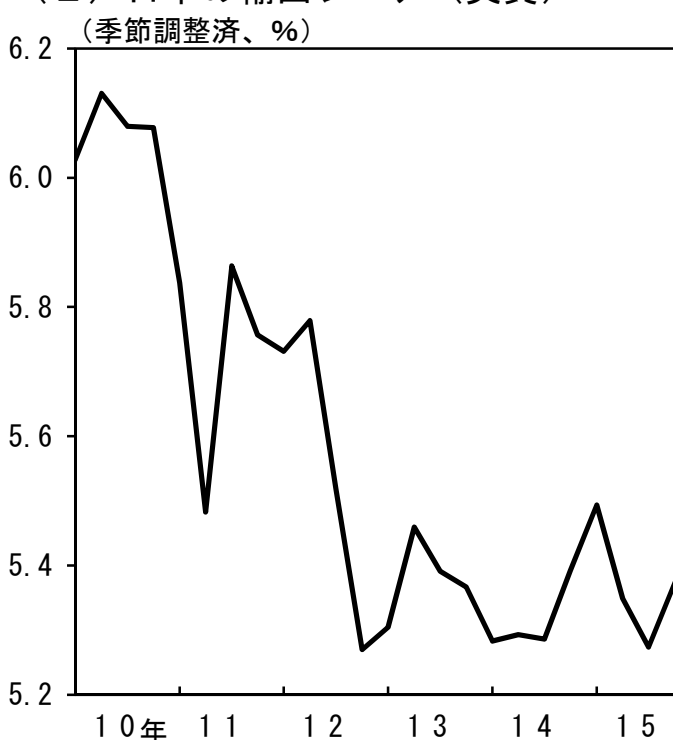


③新興国・資源国等

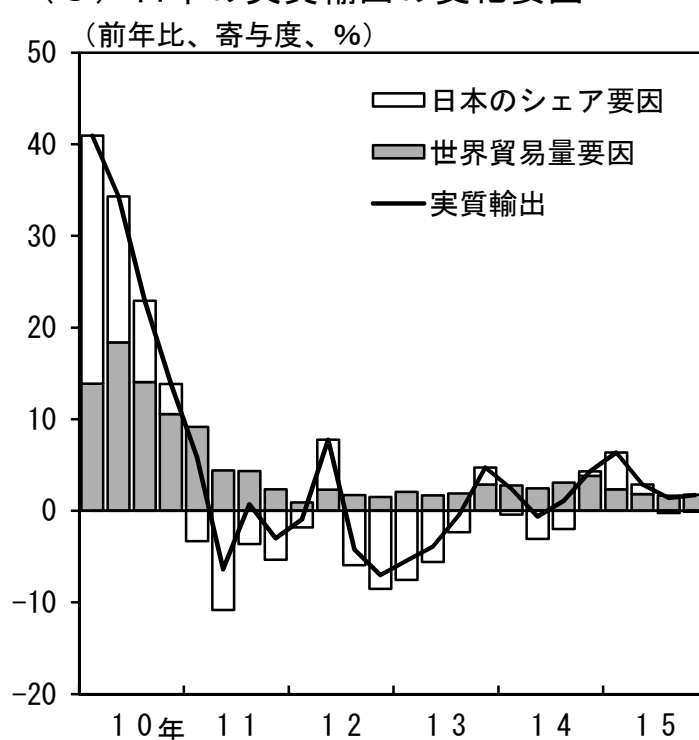


- (注) 1. 貿易量の2015/4Qは、10~11月の値。
2. 実質GDPは、成長率の年次データをもとに、四半期GDPを試算したものを含む。
3. 先進国は、日本、米国、EU。新興国・資源国等はそれ以外。

(2) 日本の輸出シェア (実質)



(3) 日本の実質輸出の変化要因



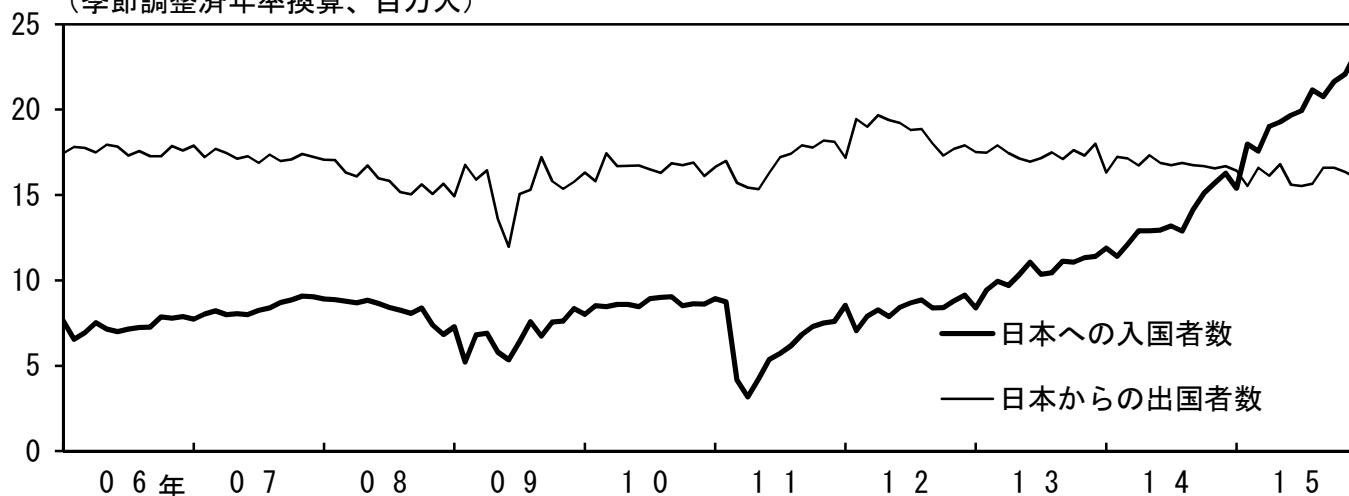
- (注) 1. (2)、(3)の2015/4Qは、10~11月の値。
2. (2)は、世界貿易量に占める日本の輸出シェア(日本の実質輸出を世界の実質輸入で割って算出、2005年基準)。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Eurostat、財務省、日本銀行等

サービス収支と経常収支

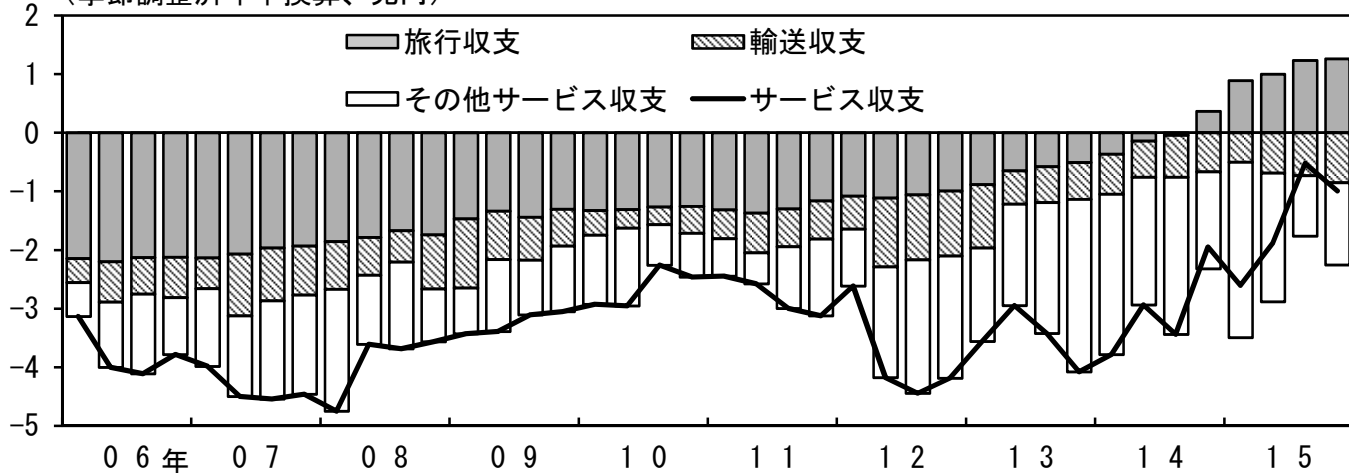
(1) 出入国者数

(季節調整済年率換算、百万人)



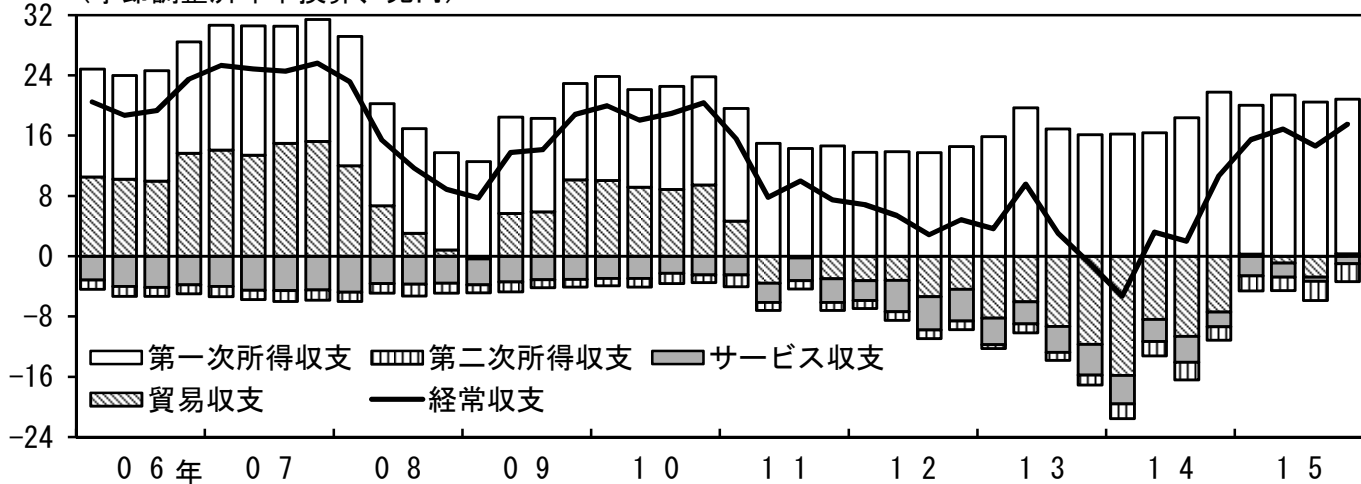
(2) サービス収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(3) 経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)

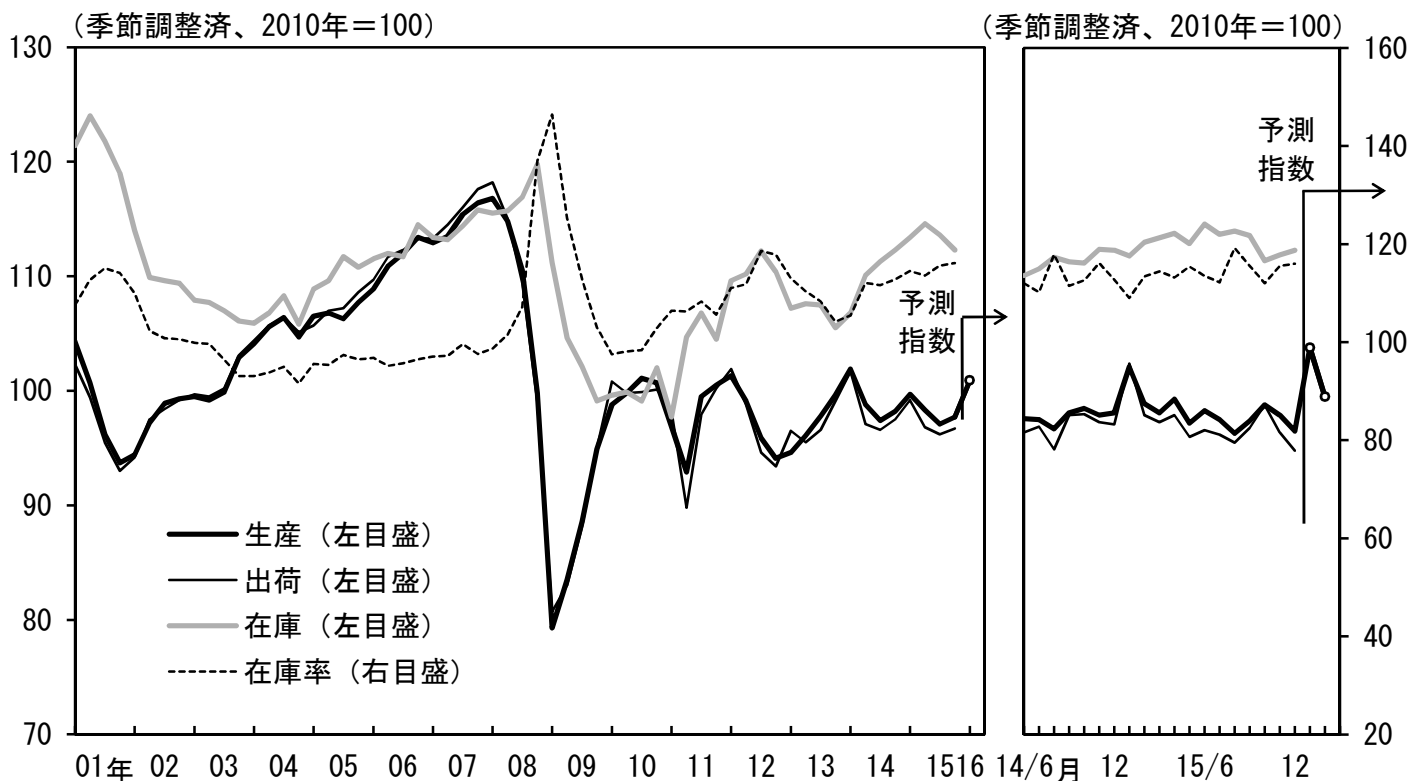


(注) 2015/4Qは、10~11月の値。

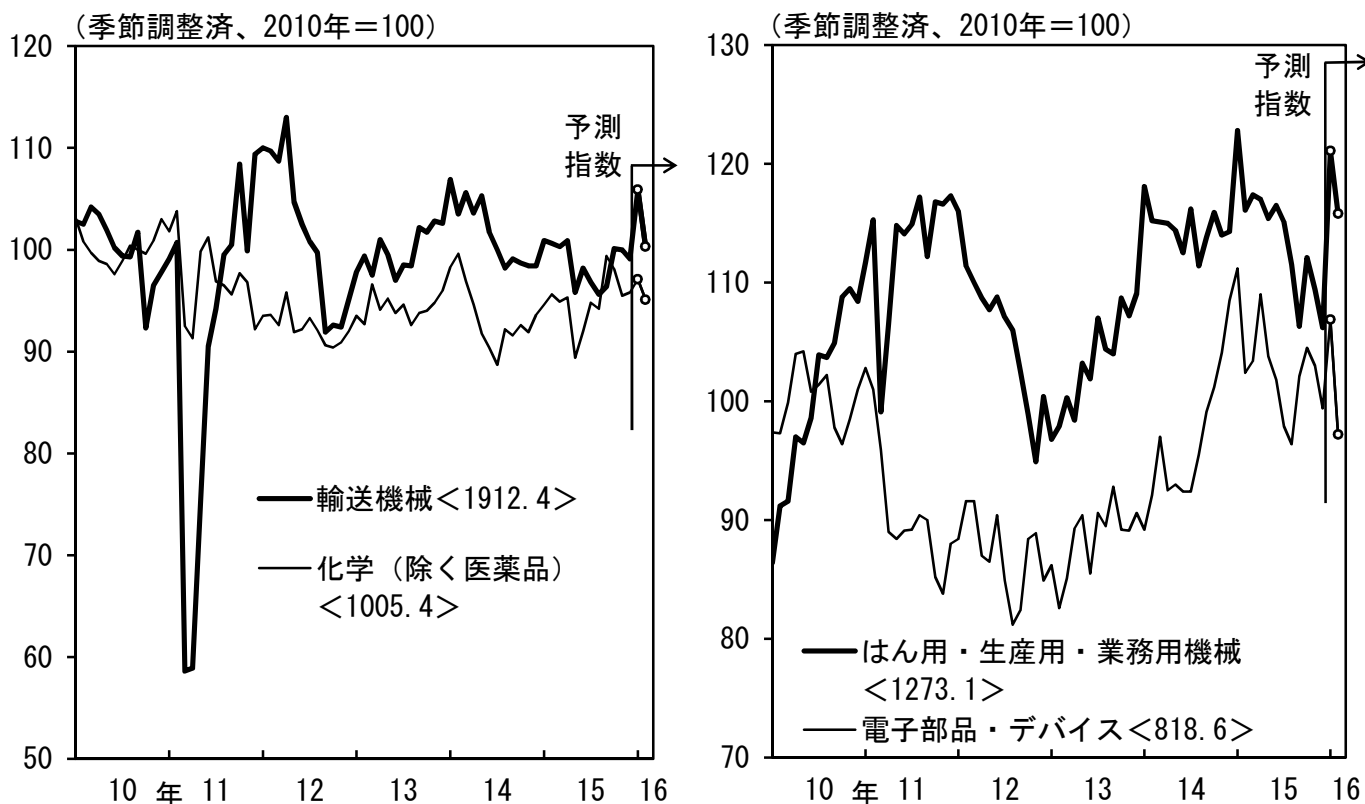
(出所) 日本政府観光局 (JNTO)、財務省・日本銀行

鉍工業生産・出荷・在庫

(1) 鉍工業生産・出荷・在庫



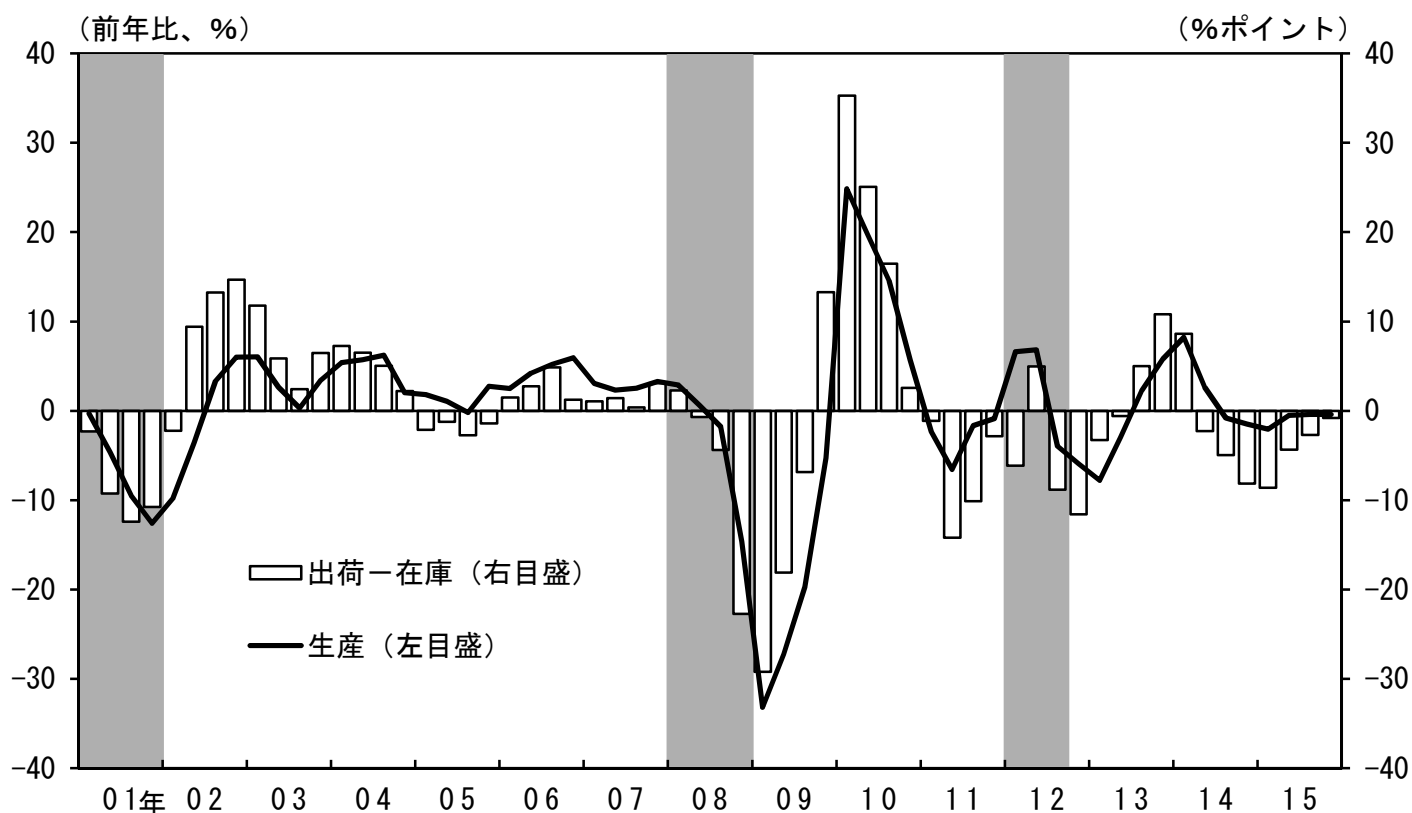
(2) 業種別の生産



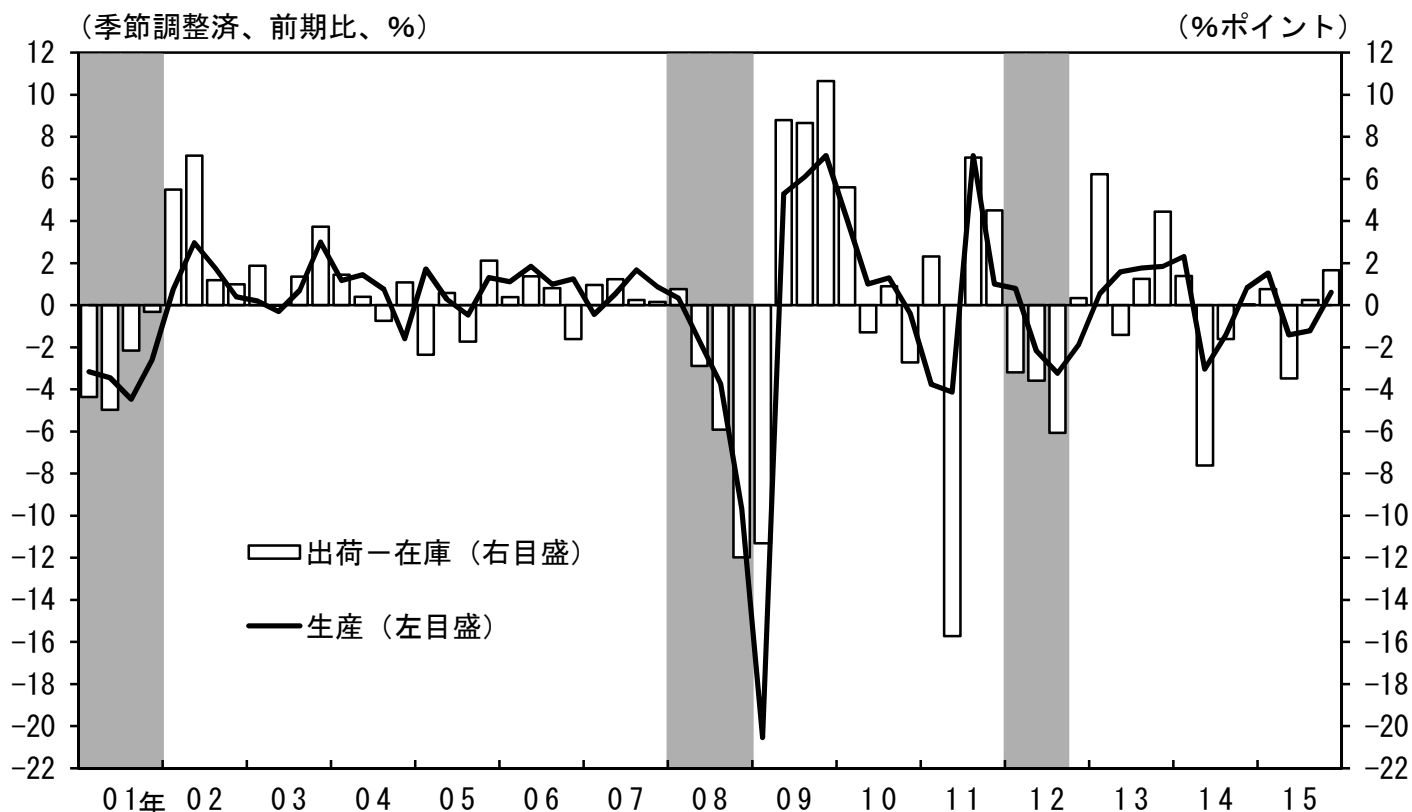
(注) 1. 2016/1Qおよび2016/1、2月は、予測指数を用いて算出。
2016/1Qは、3月を2月と同水準と仮定して算出した値。
2. < >内は、生産 (付加価値額) ウェイト (万分比)。
(出所) 経済産業省

出荷・在庫バランス

(1) 前年比



(2) 前期比



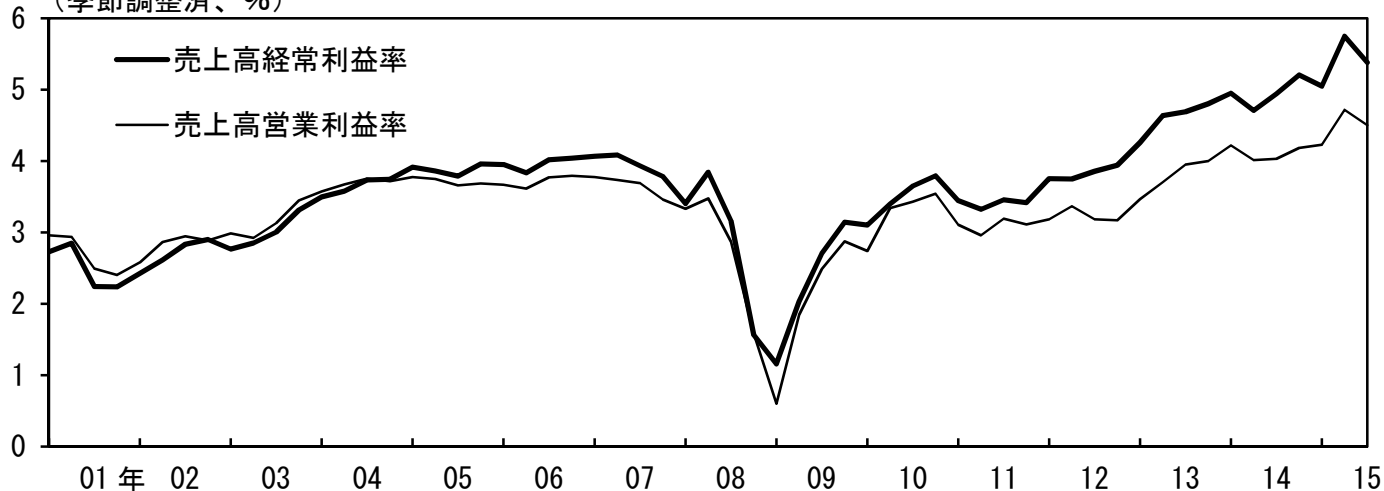
(注) シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 経済産業省

企業収益

(1) 全産業全規模

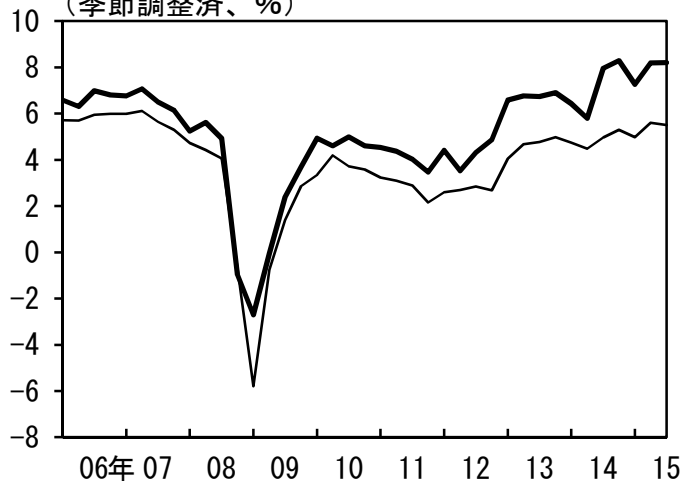
(季節調整済、%)



(2) 製造業

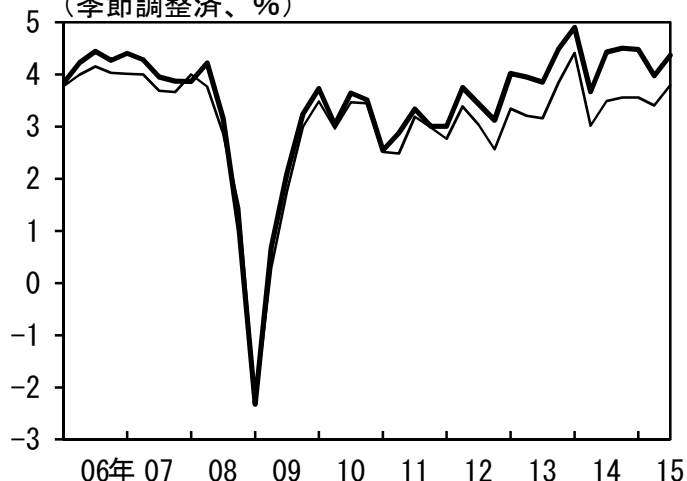
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)



(3) 非製造業

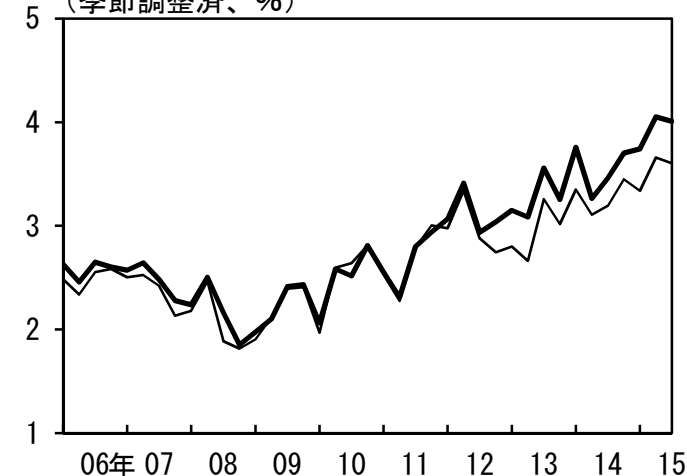
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)

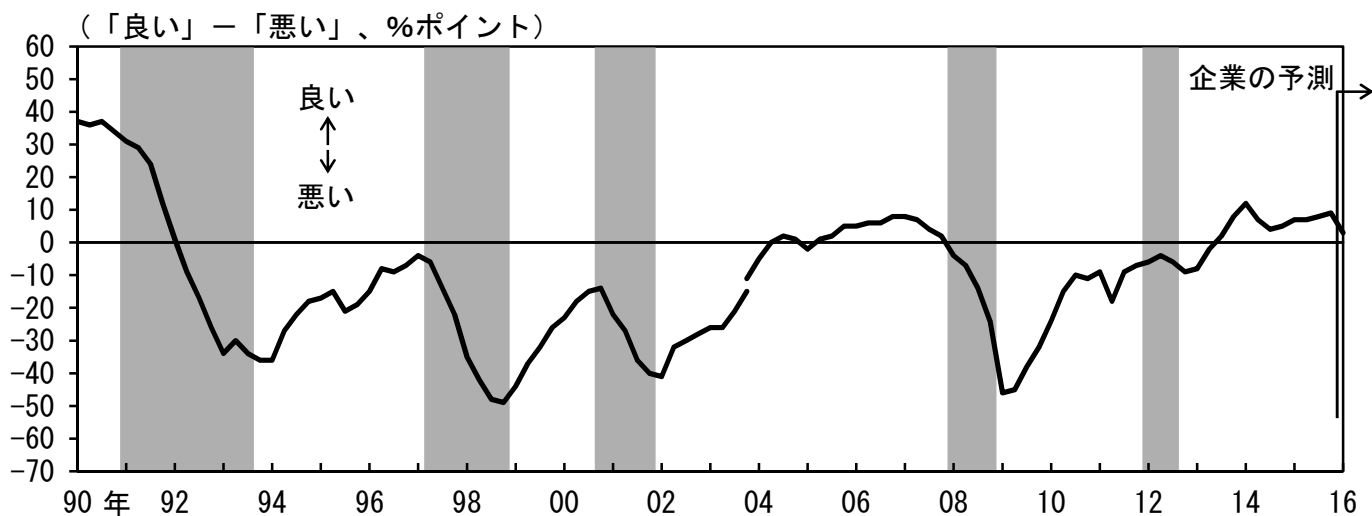


(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

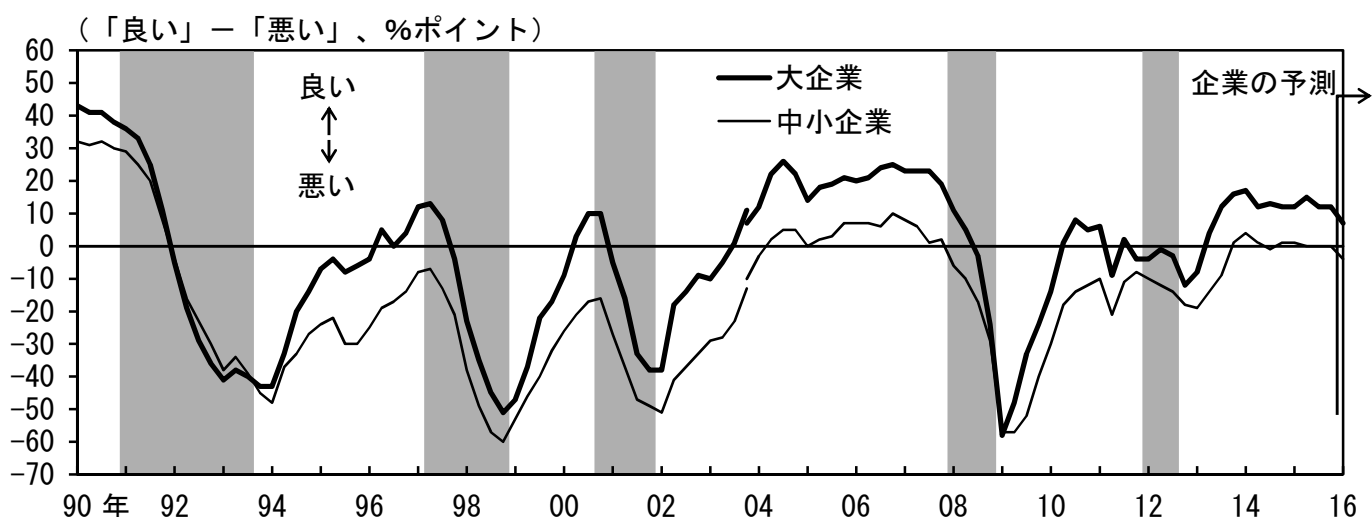
(出所) 財務省

業況判断

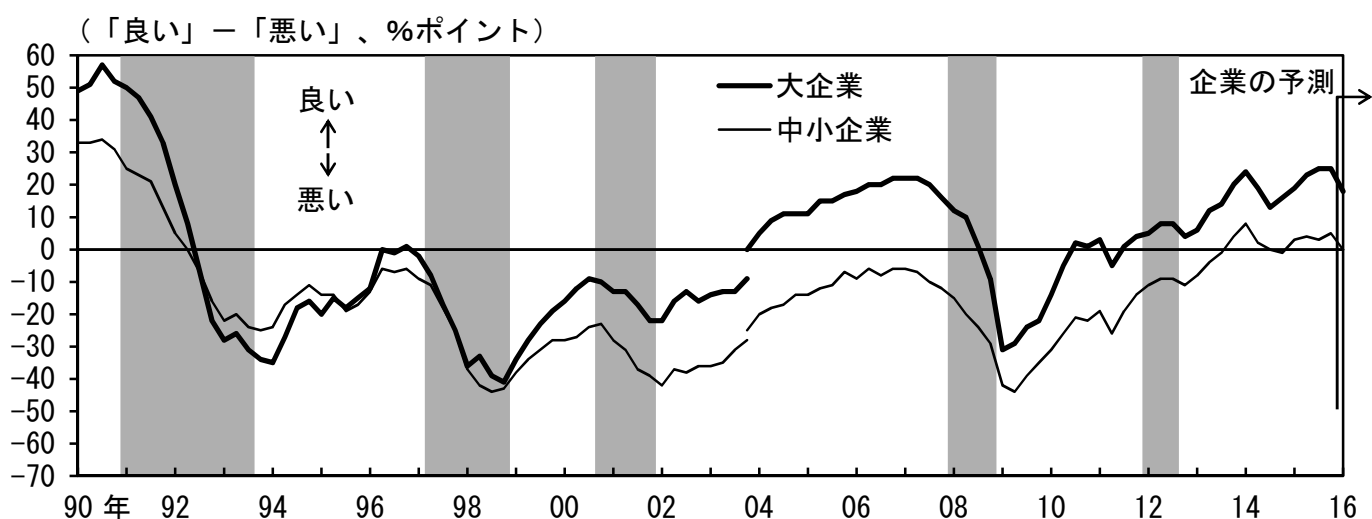
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

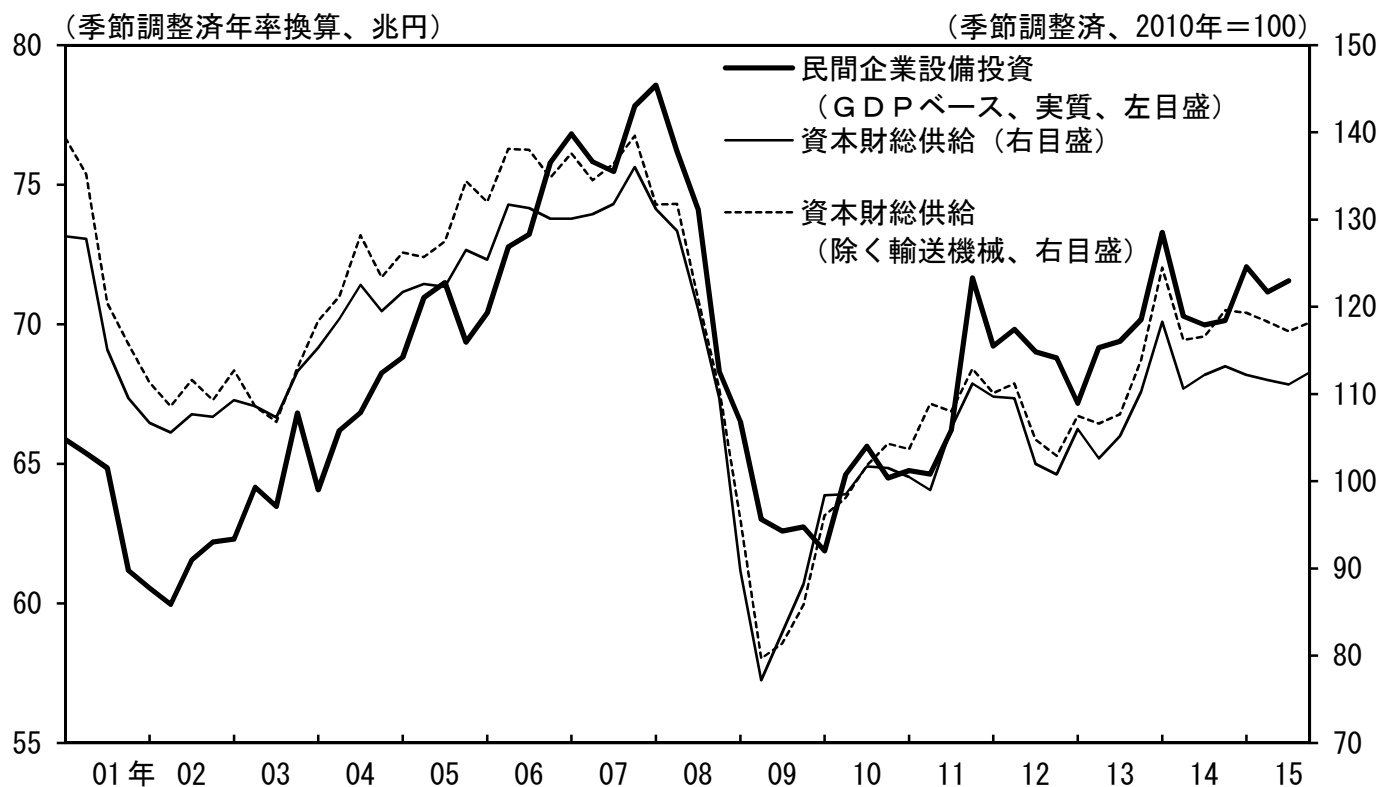


(注) 1. 短観の業況判断DI。シャド一部分は、景気後退局面。
2. 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行

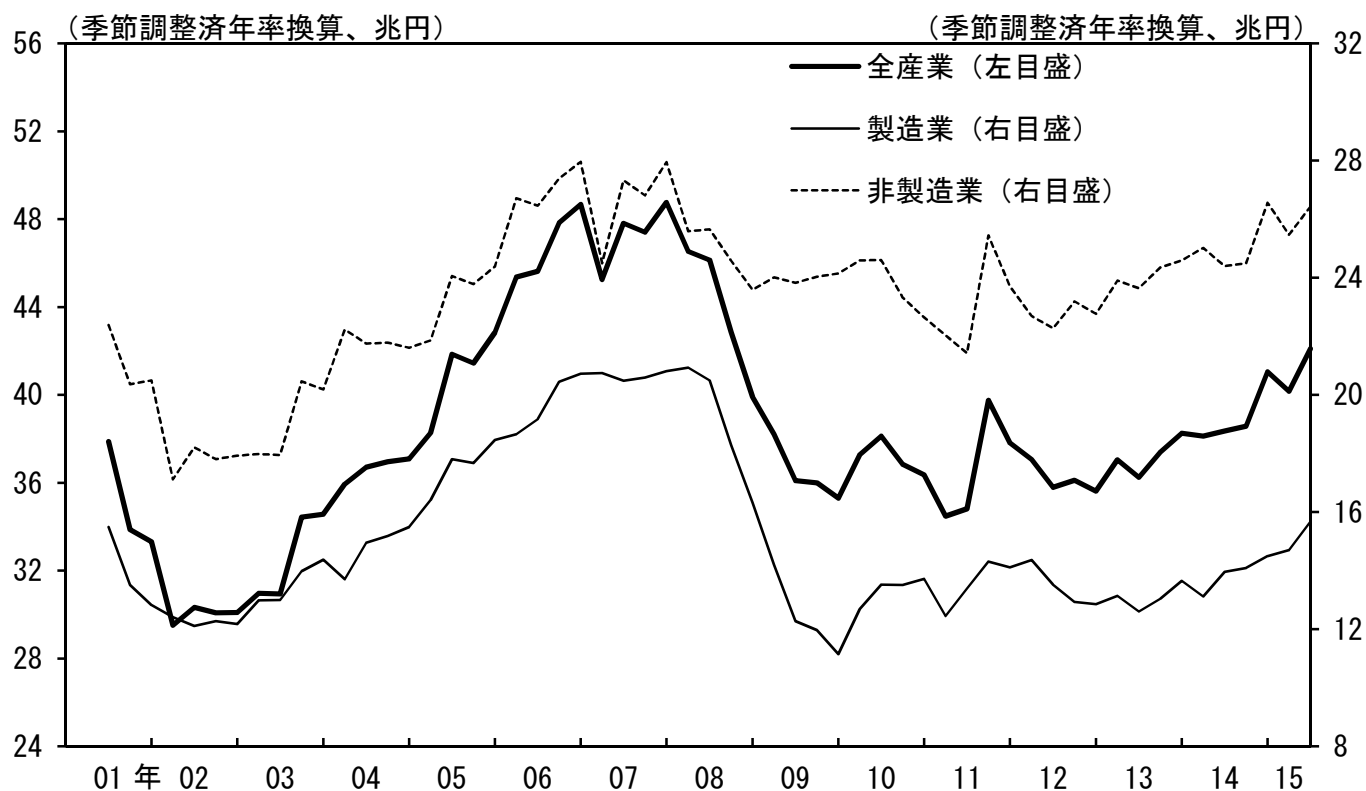
設備投資一致指標

(1) GDP設備投資と資本財総供給



(注) 2015/4Qは、10~11月の値。

(2) 法人季報の設備投資額 (全規模、除くリース業)

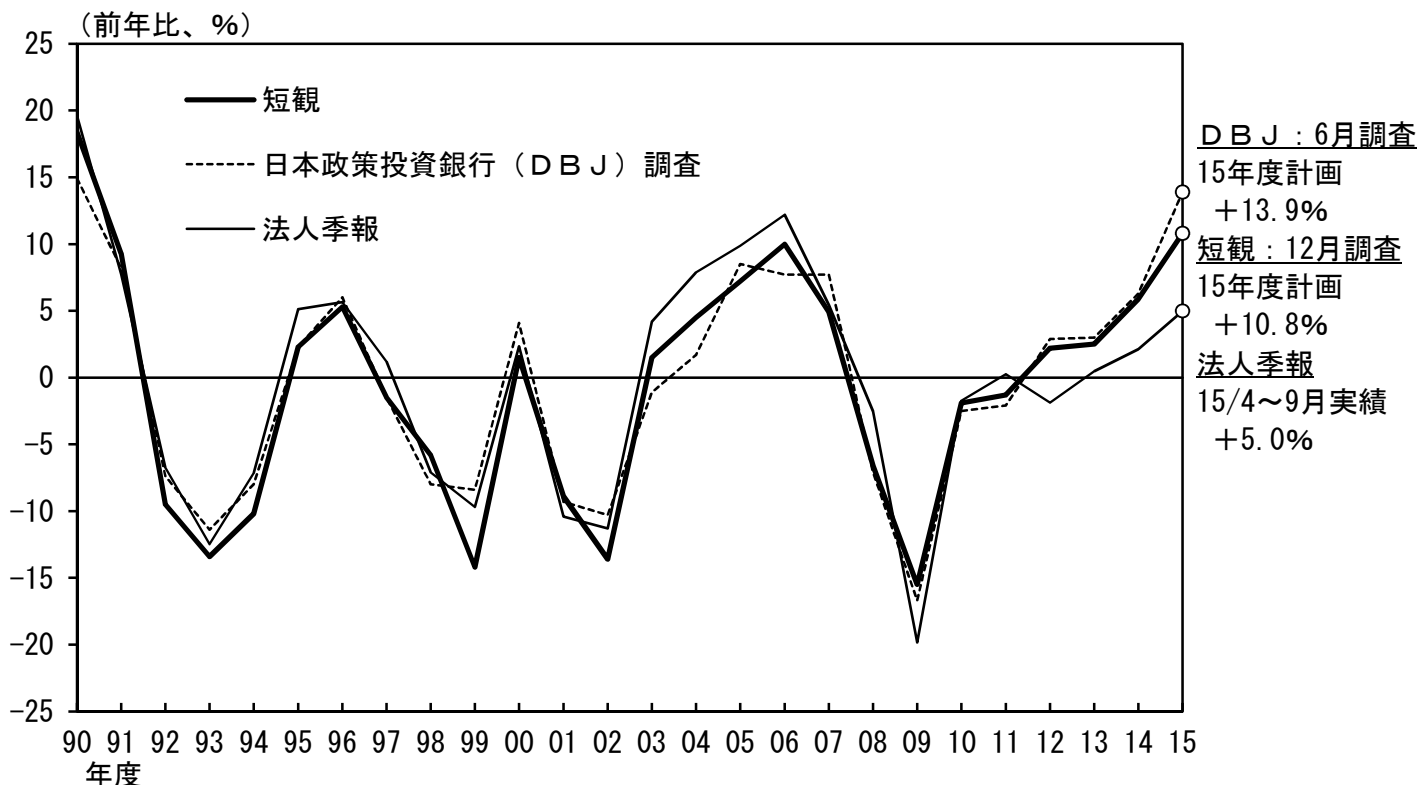


(注) 金融業、保険業、リース業を除く。ソフトウェア投資額を含む。

(出所) 内閣府、経済産業省、財務省

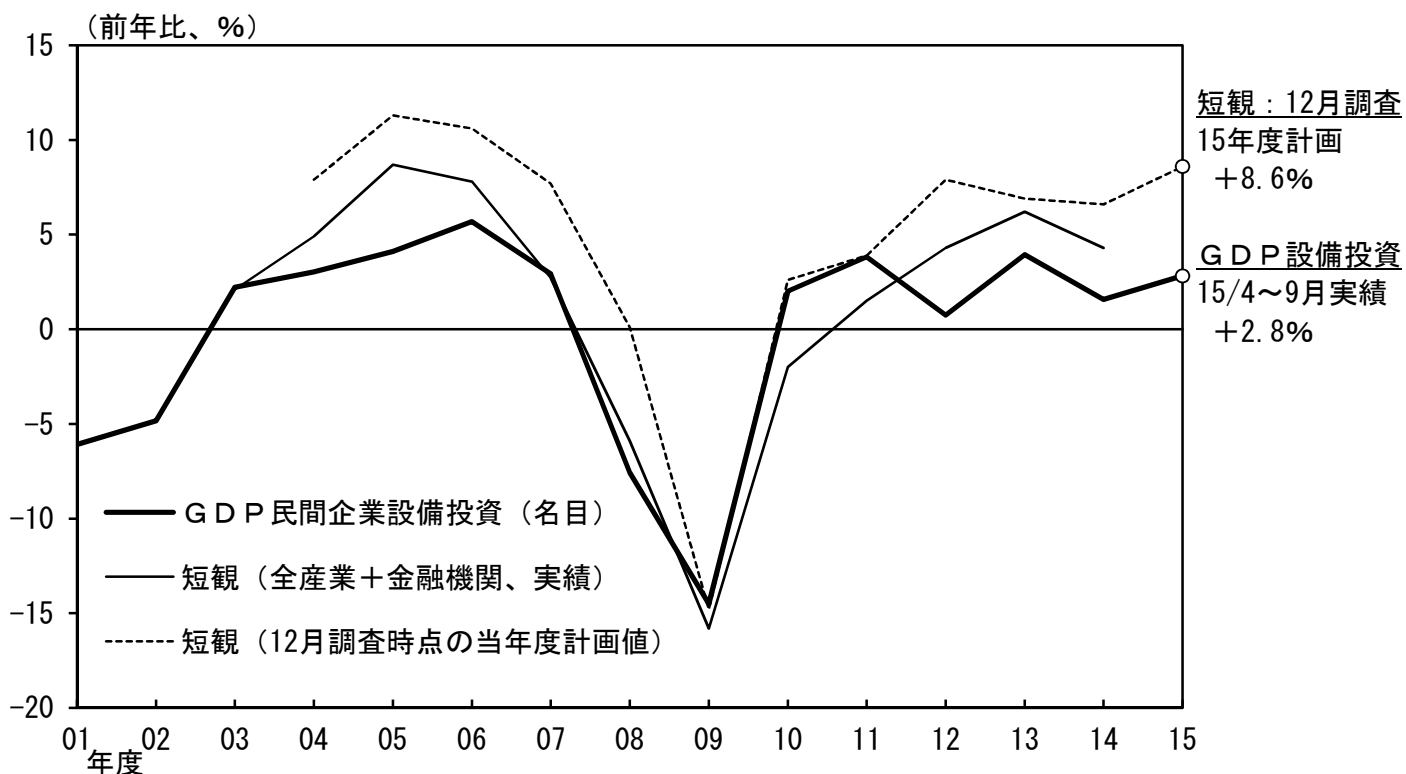
設備投資計画と実績

(1) 大企業の設備投資計画と実績



(注) 2014年度までは、いずれも実績値。全産業（金融業、保険業を除く）ベース。ソフトウェア投資額は含まない。短観およびDBJ調査は、土地投資額を含む。法人季報は、リース業を除く。

(2) マクロでみた設備投資計画と実績

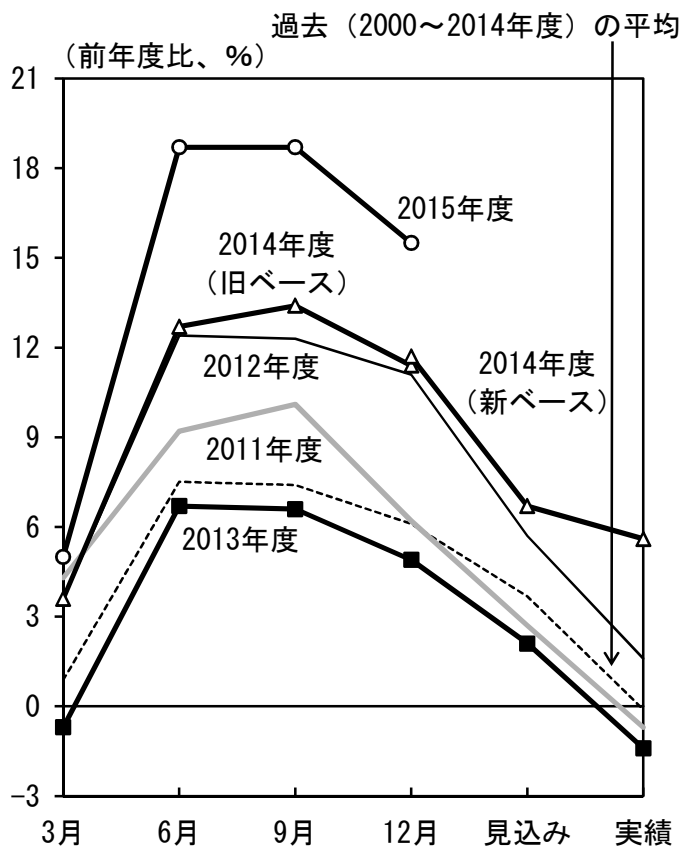


(注) 短観は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

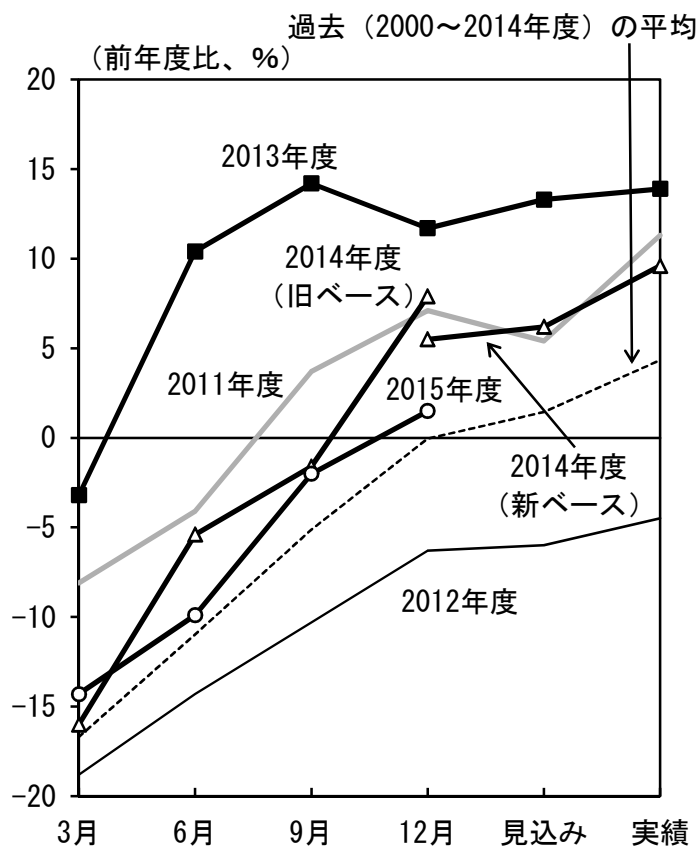
(出所) 日本銀行、日本政策投資銀行、内閣府、財務省

設備投資計画（業種別・規模別）

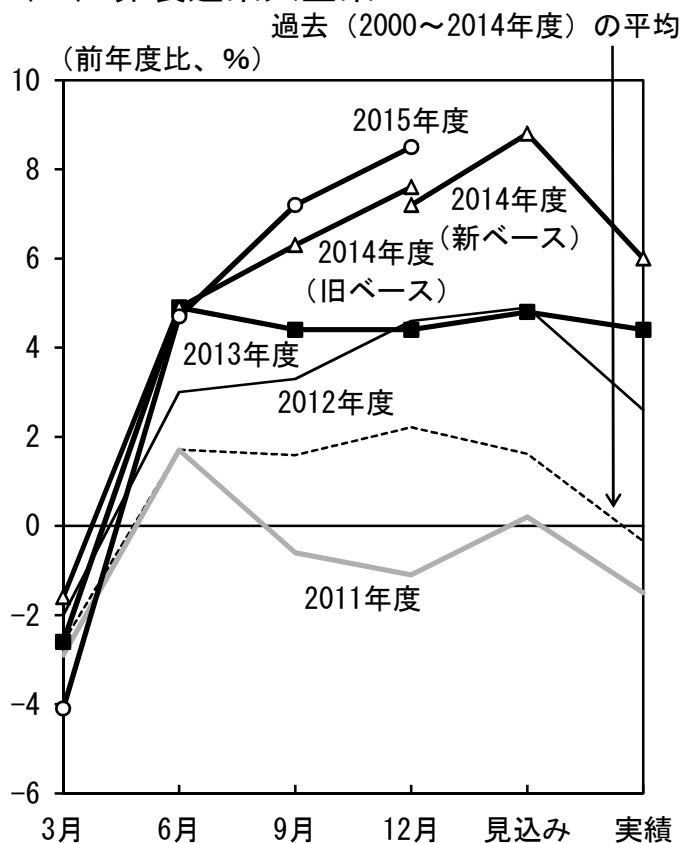
(1) 製造業大企業



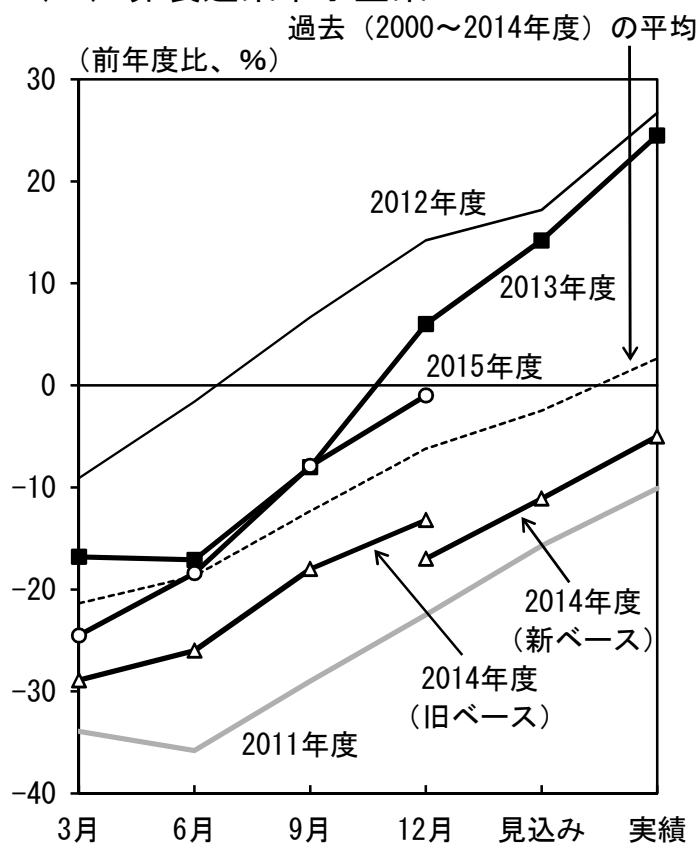
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



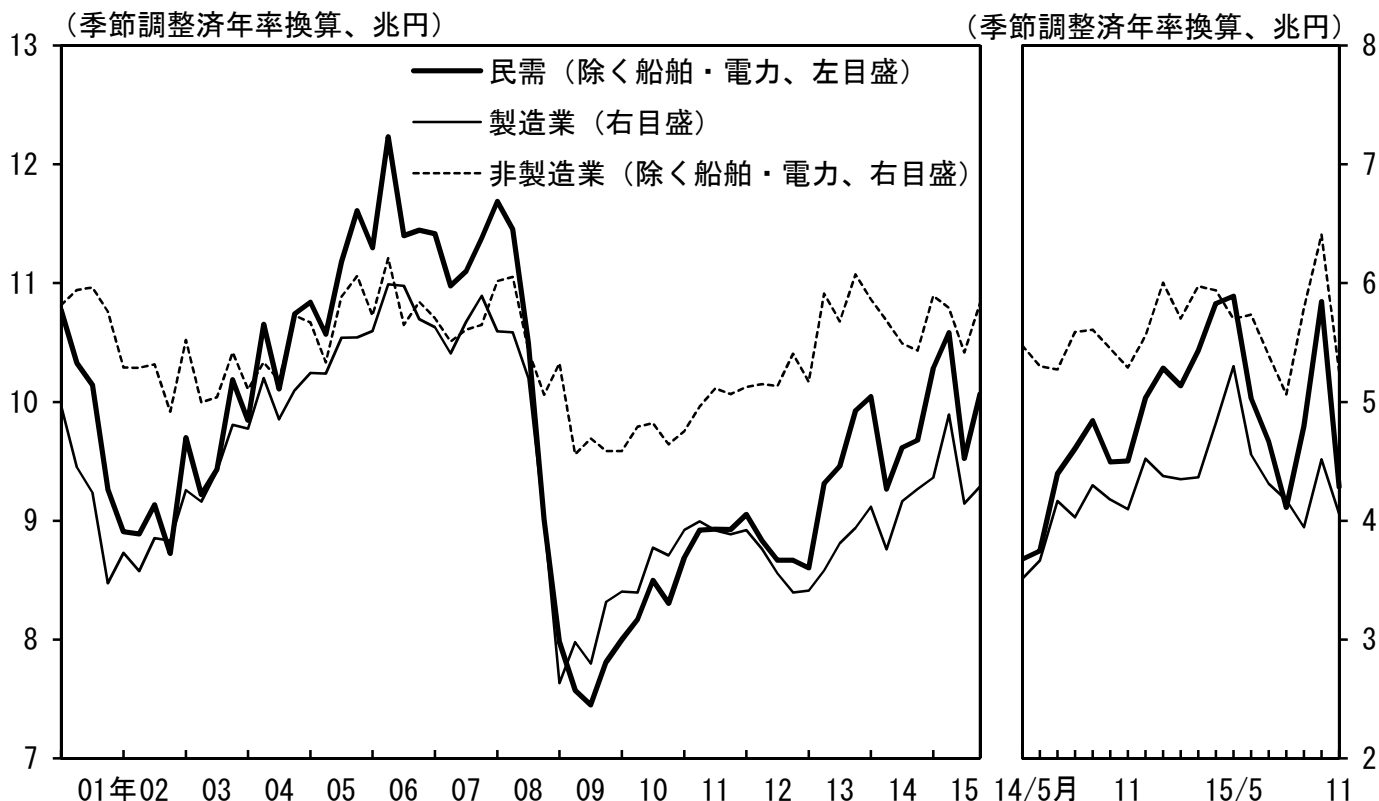
(注) 1. 短観の設備投資計画。土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。

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

(出所) 日本銀行

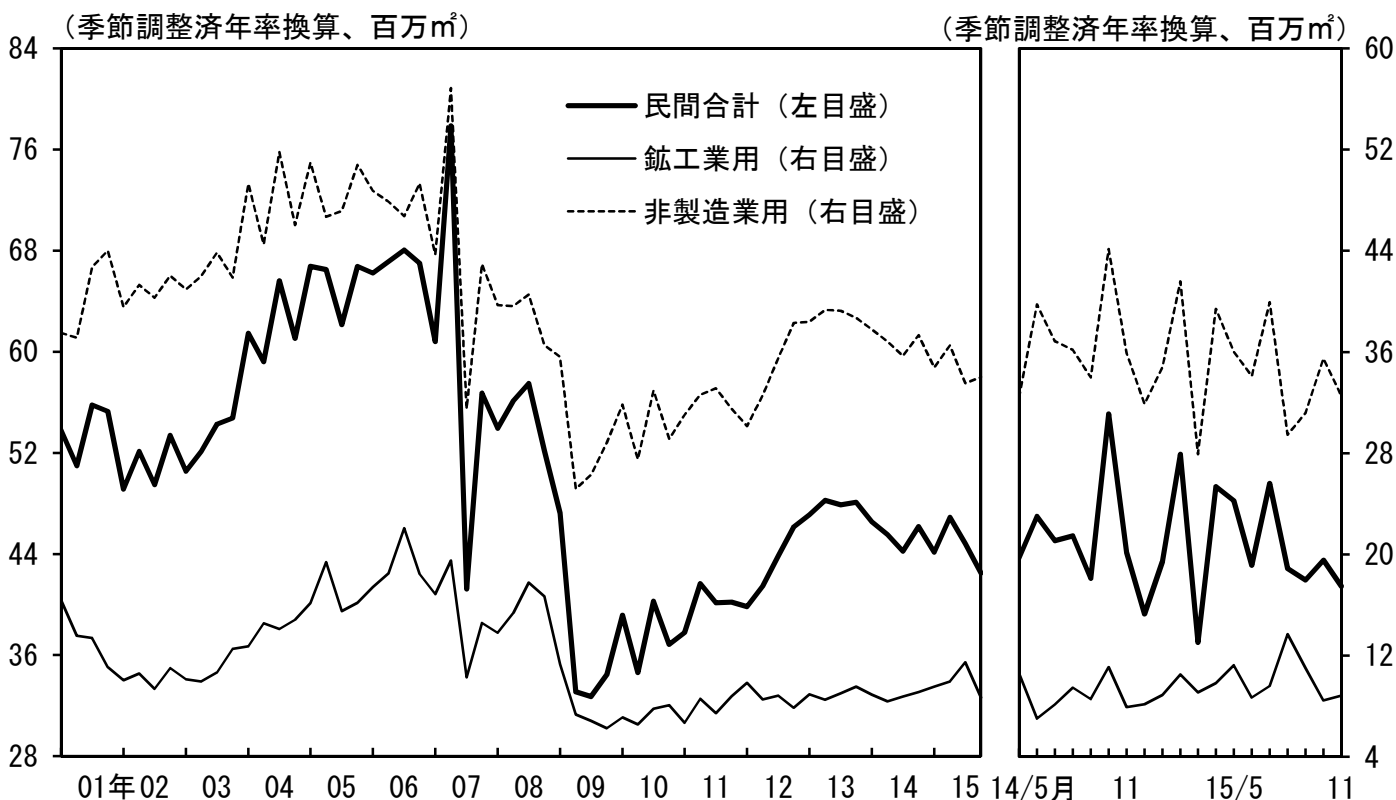
設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 2015/4Qは、10~11月の値 (下の図表も同じ)。

(2) 建築着工床面積 (民間非居住用)

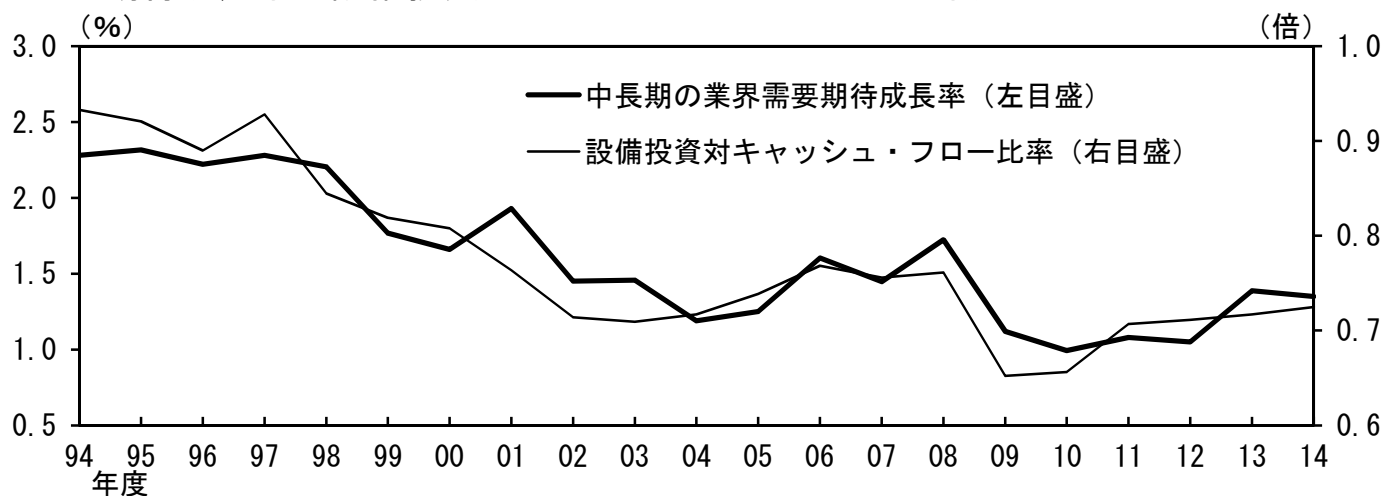


(注) 2002年度以前は、日本標準産業分類の変更による段差を調整。

(出所) 内閣府、国土交通省

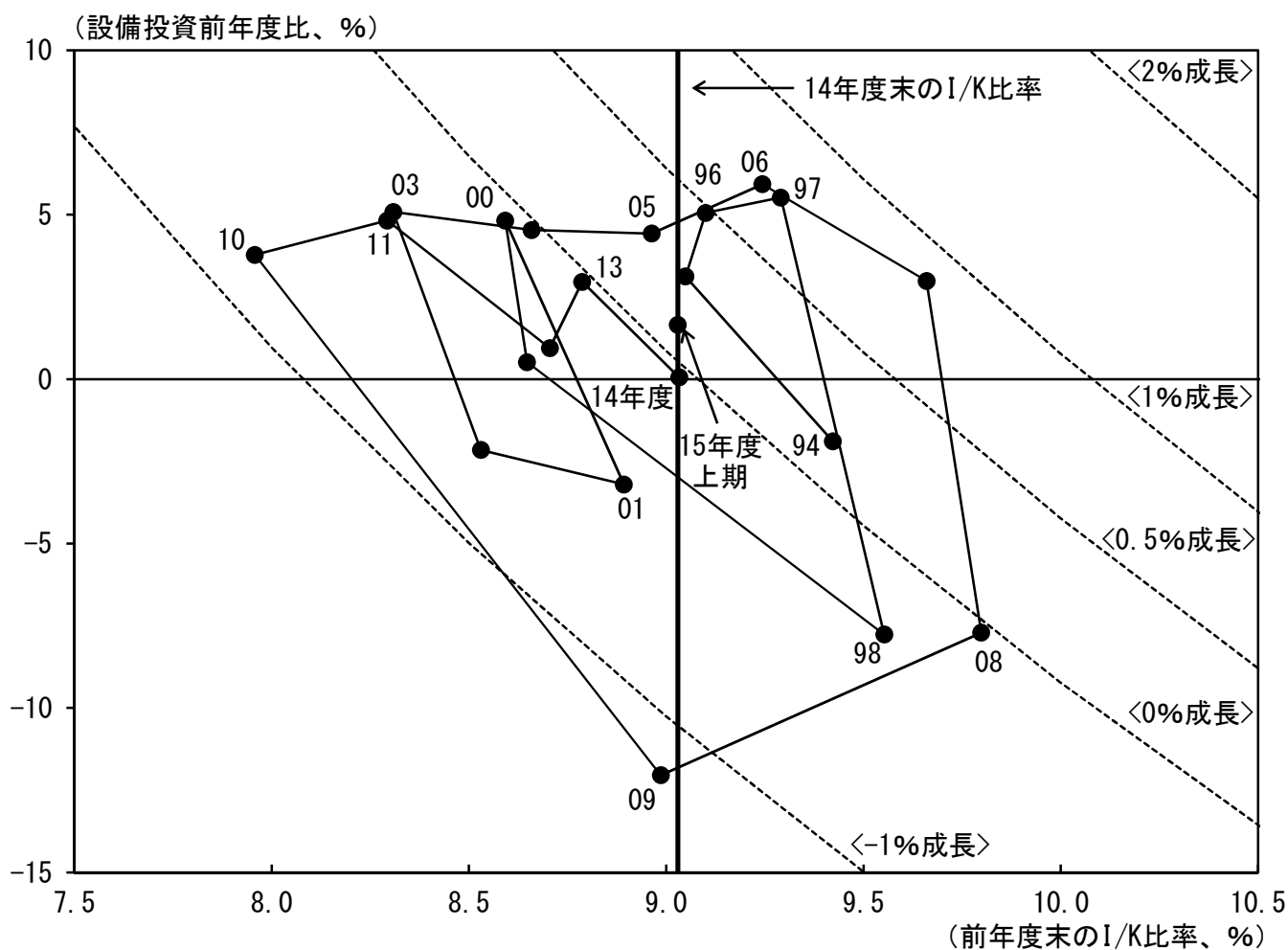
期待成長率と資本ストック循環

(1) 期待成長率と設備投資 (対キャッシュ・フロー比率)



- (注) 1. 中長期の業界需要期待成長率は、企業行動に関するアンケート調査の業界需要の実質成長率の見通し (次年度、今後3年間、今後5年間) に基づいて算出した、最終年の期待実質成長率。
2. キャッシュ・フローは (固定資本減耗 + (営業余剰 + ネット財産所得) × 1/2) として算出。

(2) 資本ストック循環図

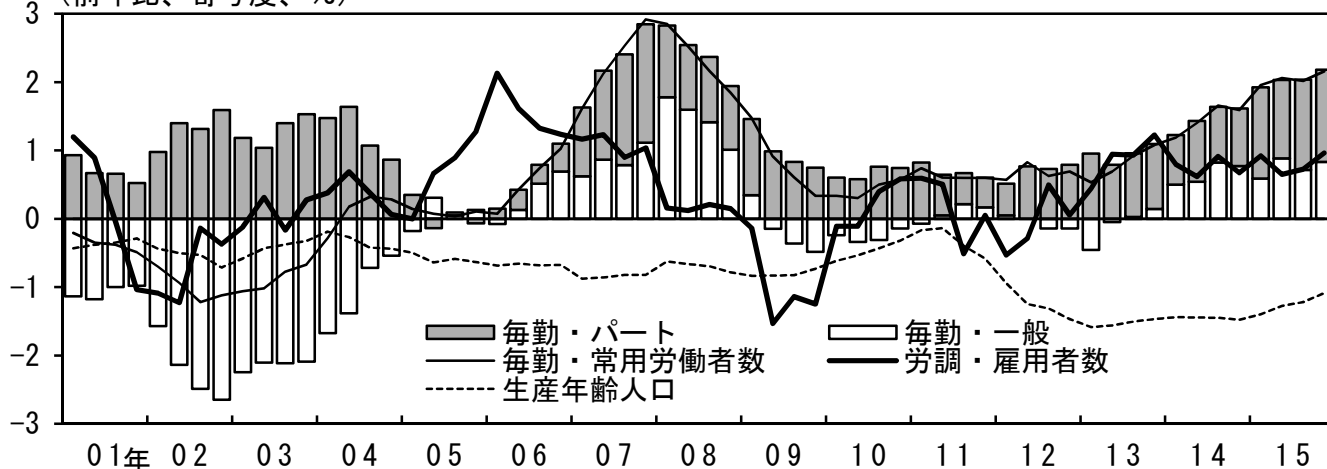


- (注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。詳細は、日銀レビュー「近年の製造業の設備投資増加について」(2006年11月)を参照。

雇用と労働需給

(1) 雇用者数

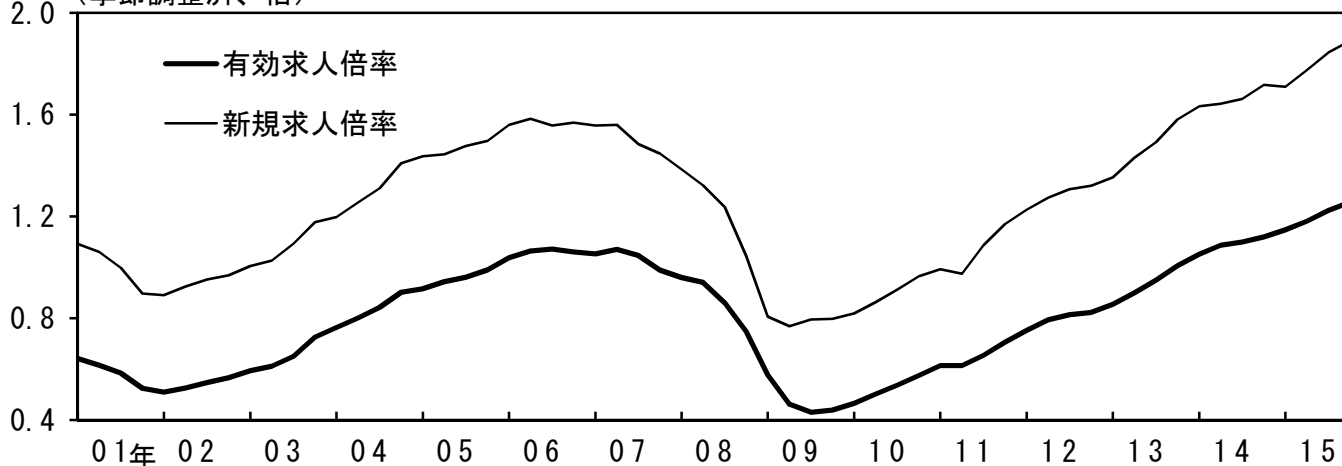
(前年比、寄与度、%)



(注) 毎月勤労統計の2015/4Qは、10~11月の値。

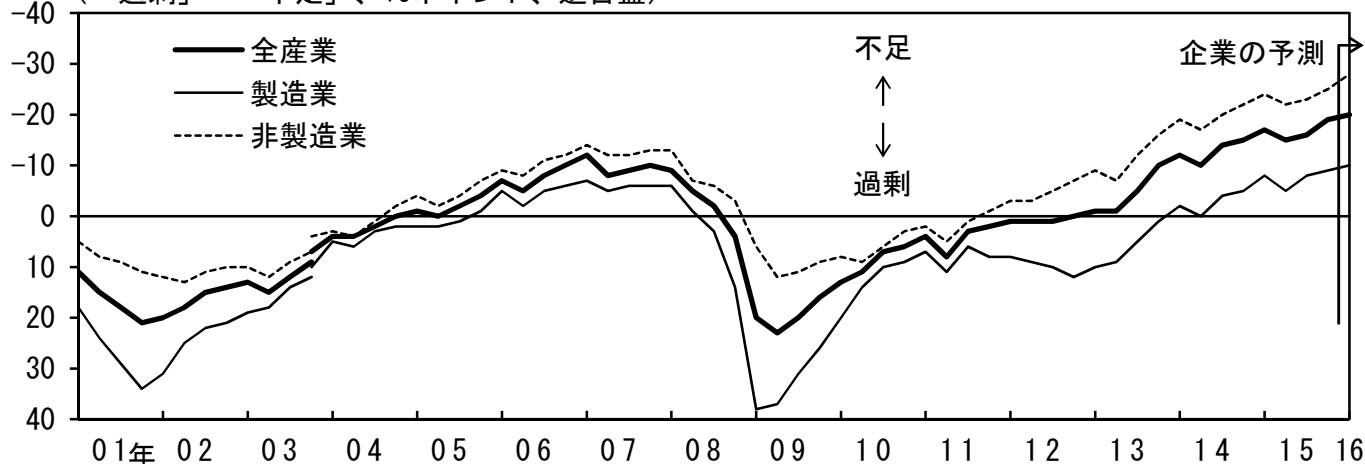
(2) 求人倍率

(季節調整済、倍)



(3) 雇用人員判断D I (短観・全規模)

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



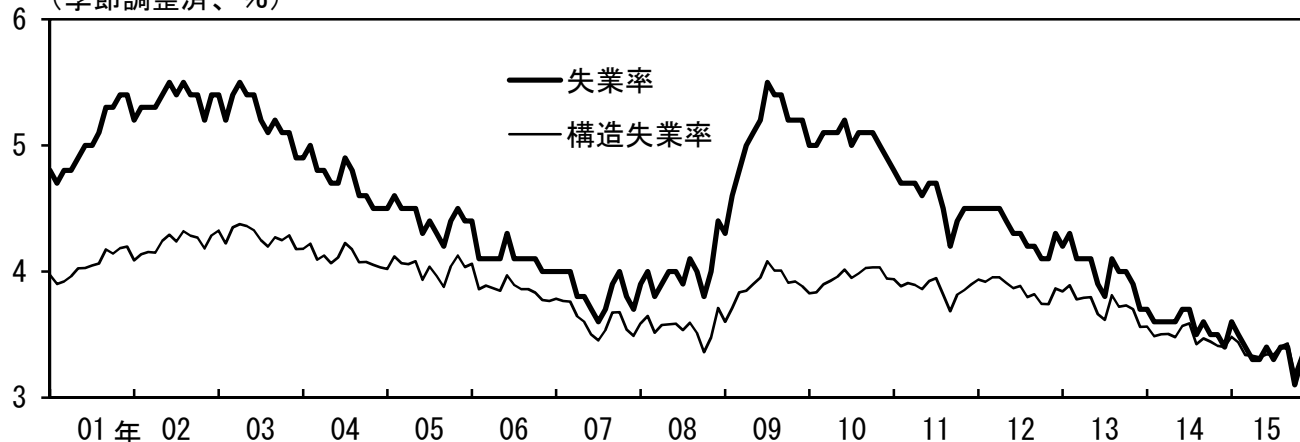
(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行

失業率と労働力率

(1) 失業率

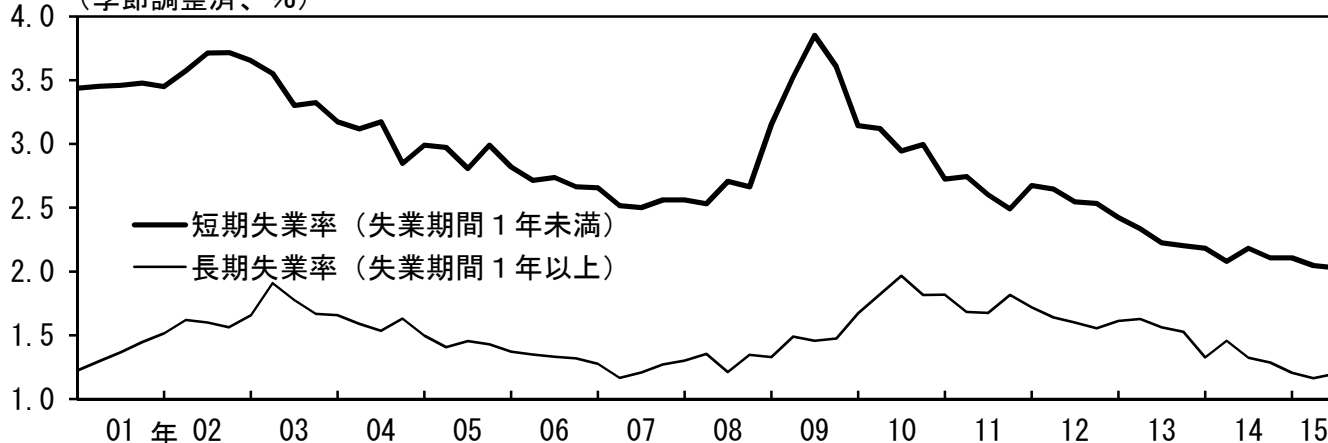
(季節調整済、%)



(注) 構造失業率は、日本銀行調査統計局の試算値。

(2) 期間別失業率

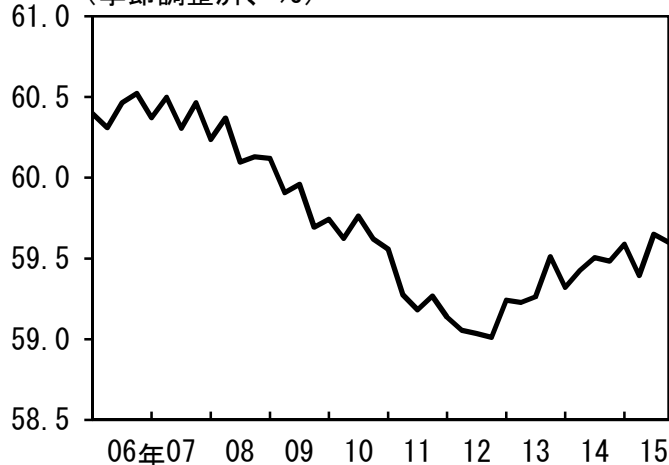
(季節調整済、%)



(注) 期間別失業者数の2001年は、半期データのため、季節調整前の値。

(3) 労働力率

(季節調整済、%)



(4) 非正規比率とパート比率

(季節調整済、%)

(季節調整済、%)

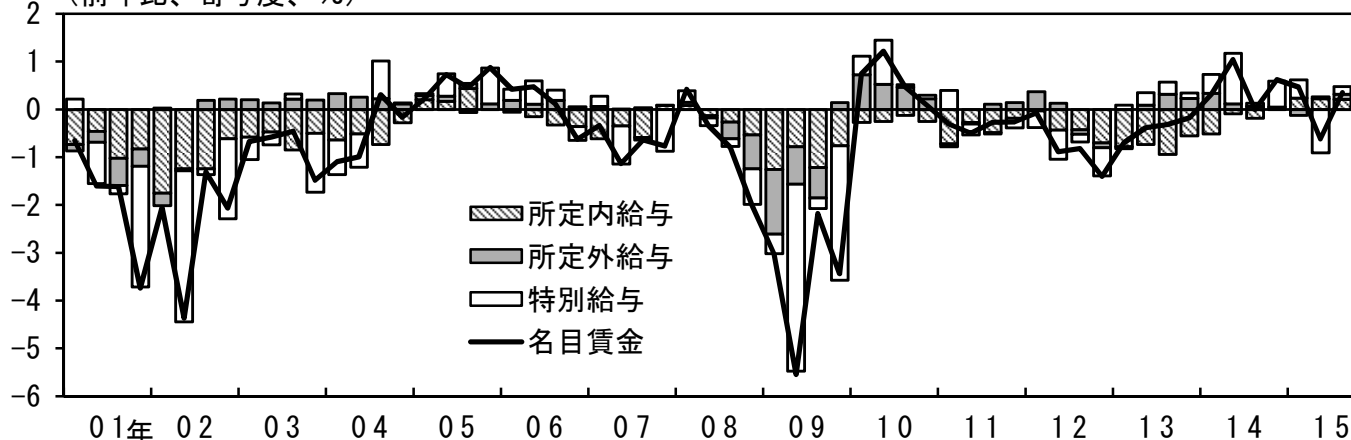


(注) 1. (4) の非正規比率は、労働力調査詳細集計ベース。
2. (4) のパート比率の2015/4Qは、10~11月の値。

名目賃金

(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)

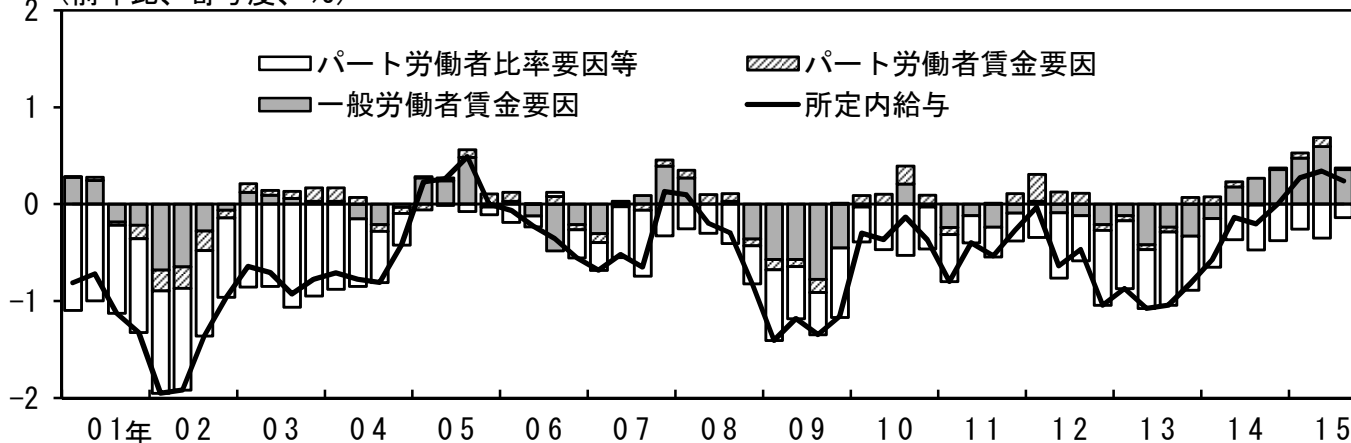


(注) 四半期は、以下のように組替えている。

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

(2) 所定内給与の要因分解

(前年比、寄与度、%)



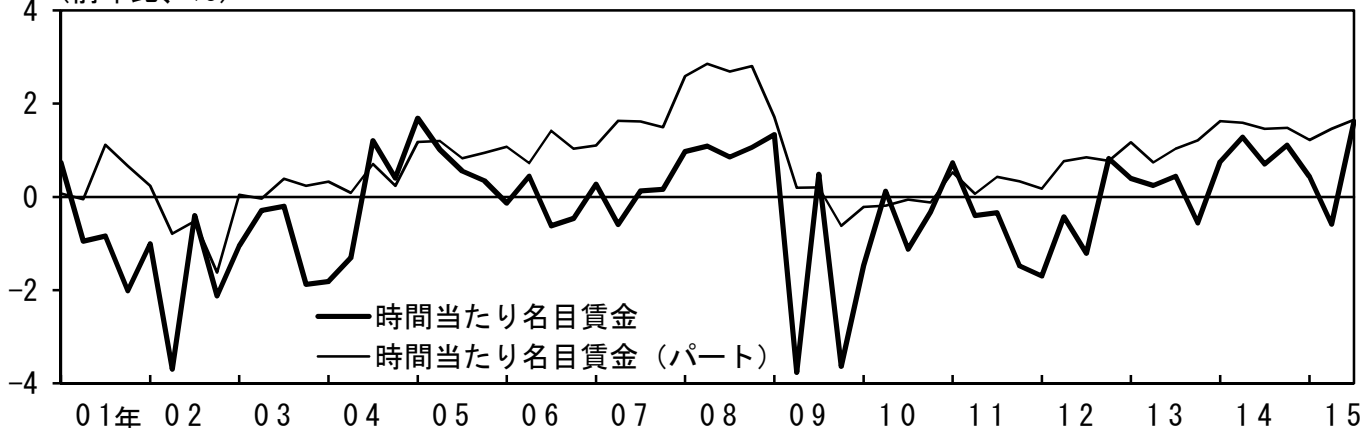
(注) 一般労働者賃金要因＝一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合

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

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

(3) 時間当たり名目賃金

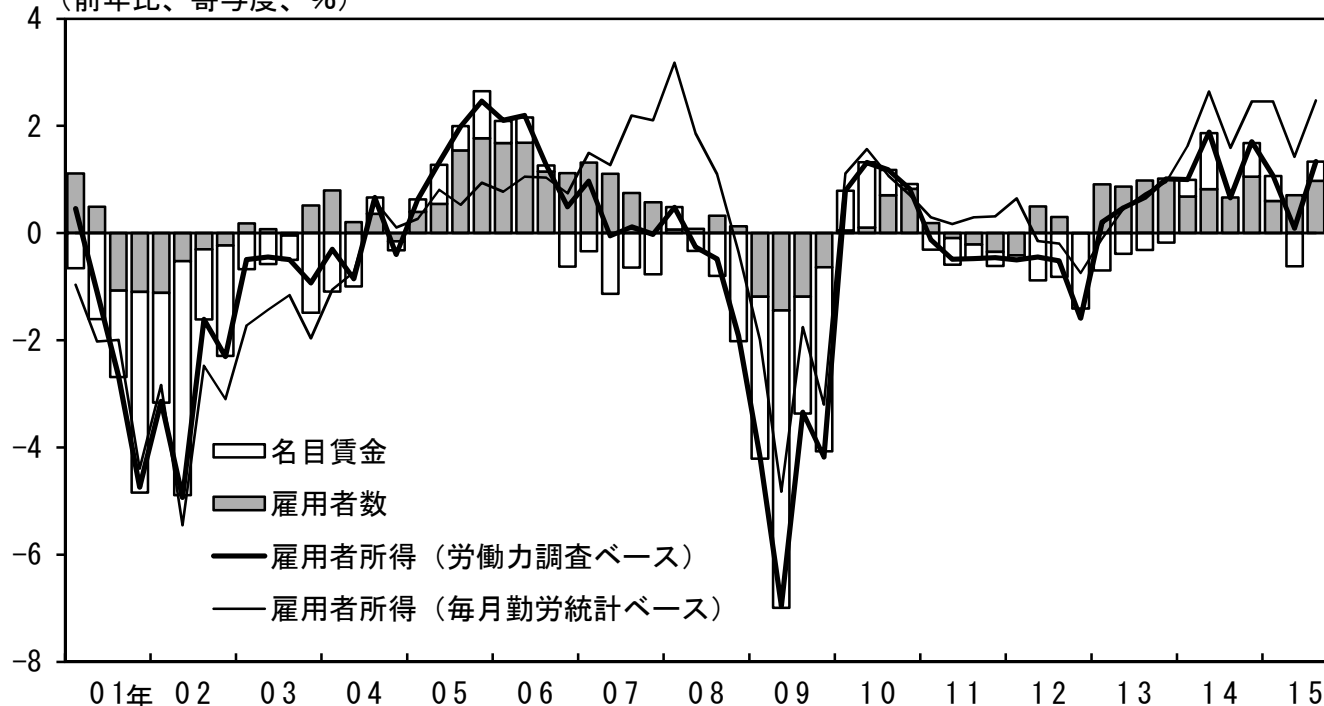
(前年比、%)



雇用者所得

(1) 雇用者所得

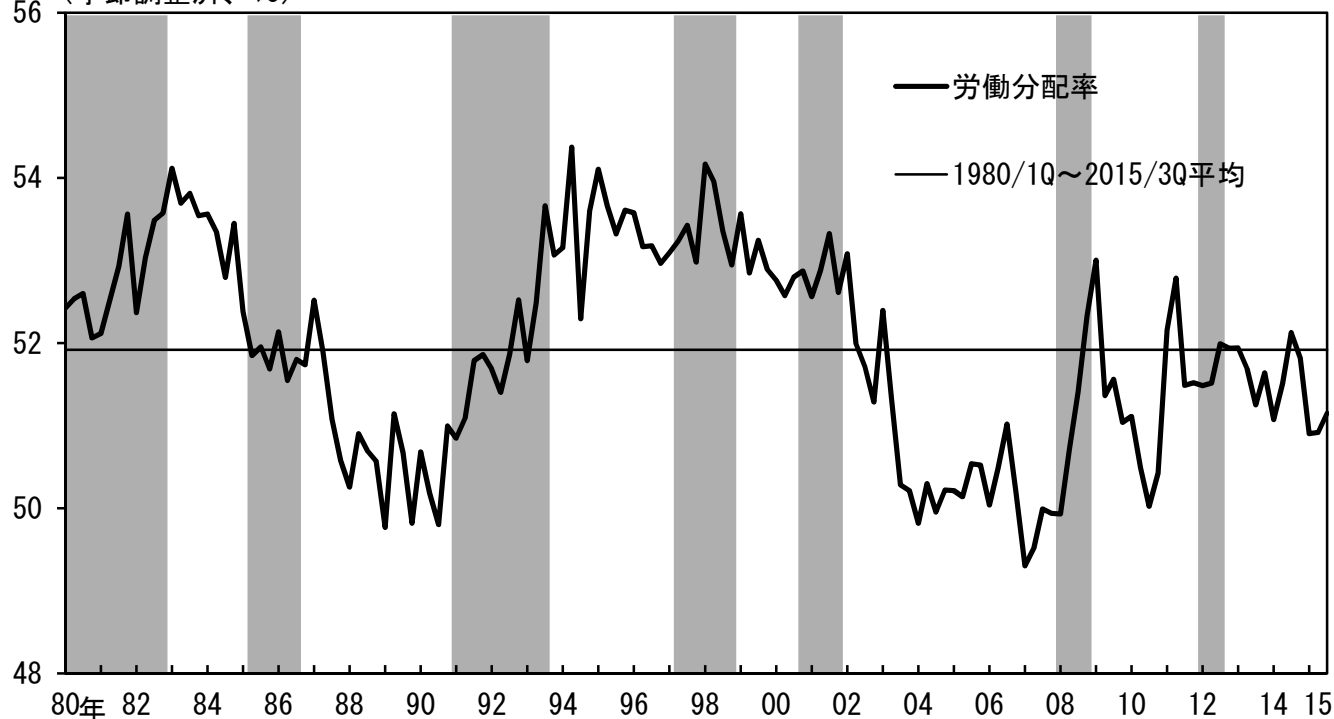
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 雇用者所得 (労働力調査ベース) = 雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金
雇用者所得 (毎月勤労統計ベース) = 常用労働者数 (毎月勤労統計) × 名目賃金

(2) 労働分配率 (GDPベース)

(季節調整済、%)



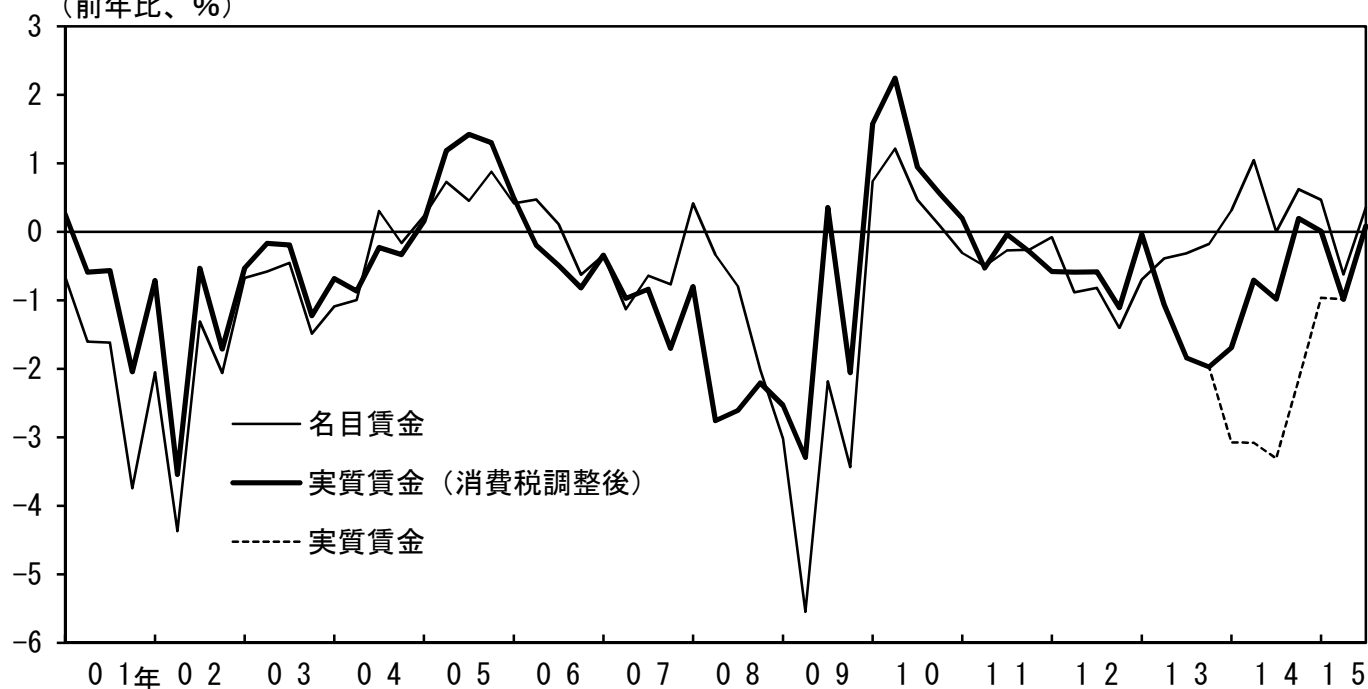
- (注) 1. 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100
2. シャド一部分は、景気後退局面。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府

実質賃金・所得

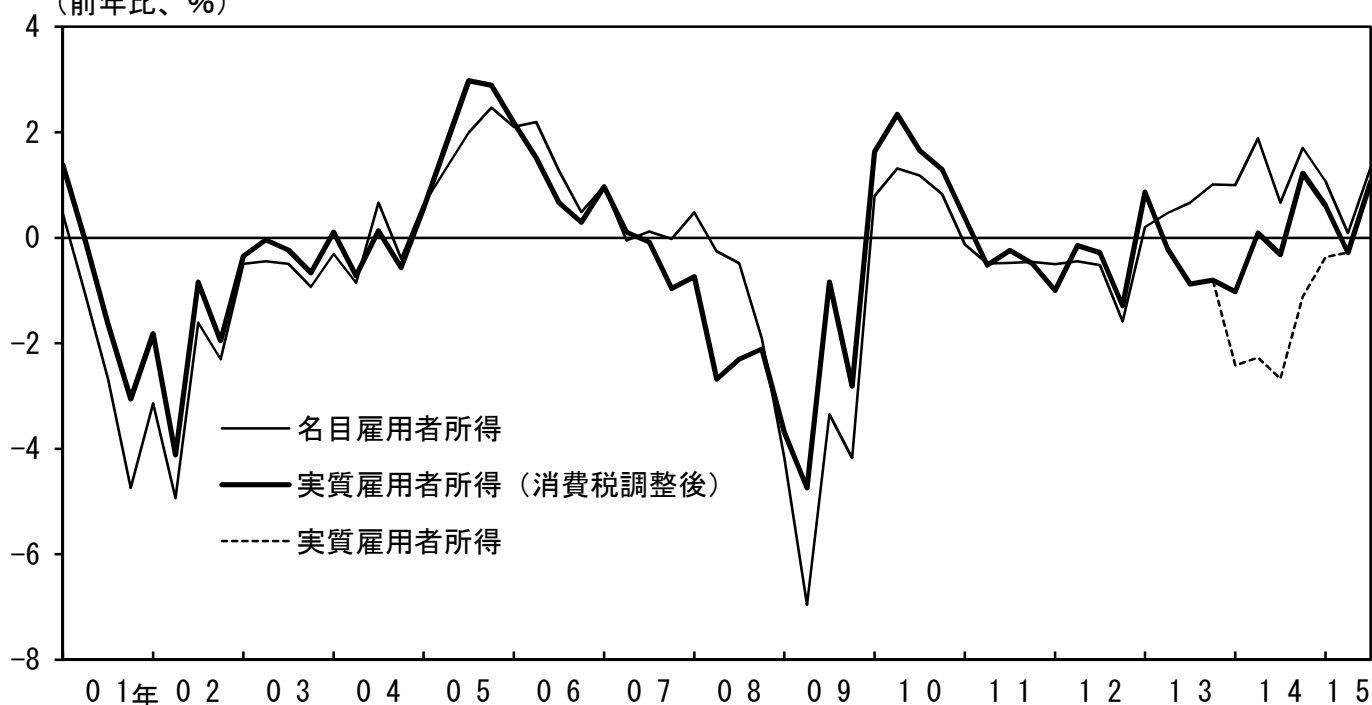
(1) 実質賃金

(前年比、%)



(2) 実質雇用者所得

(前年比、%)

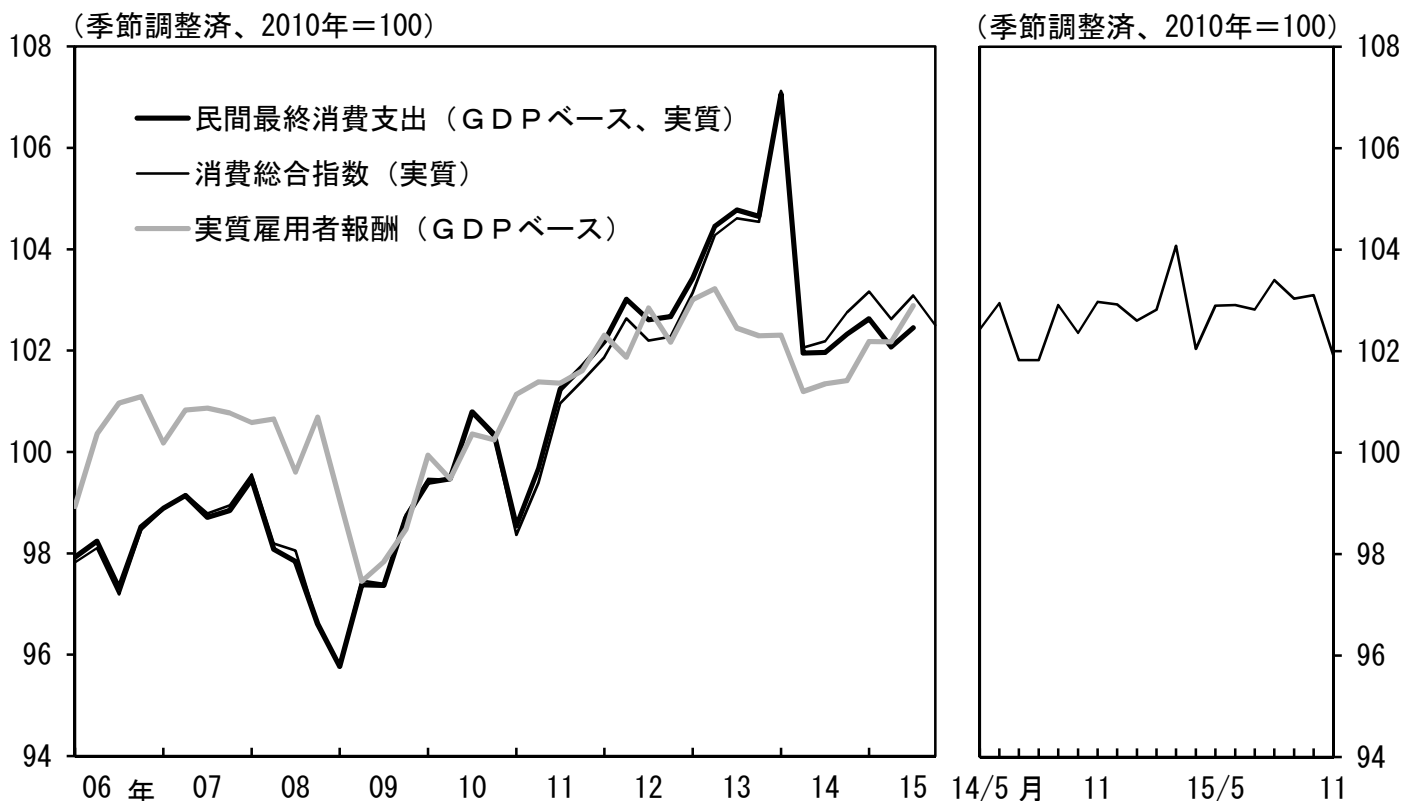


- (注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。
 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 実質賃金は、CPI総合除く持家の帰属家賃で実質化（厚生労働省公表ベース）。
3. 名目（実質）雇用者所得は、名目（実質）賃金に雇用者数（労働力調査）を乗じて算出。
4. 消費税調整後の実質賃金・実質雇用者所得は、消費税調整済みのCPI総合除く持家の帰属家賃（試算値）を用いて実質化。

(出所) 厚生労働省、総務省

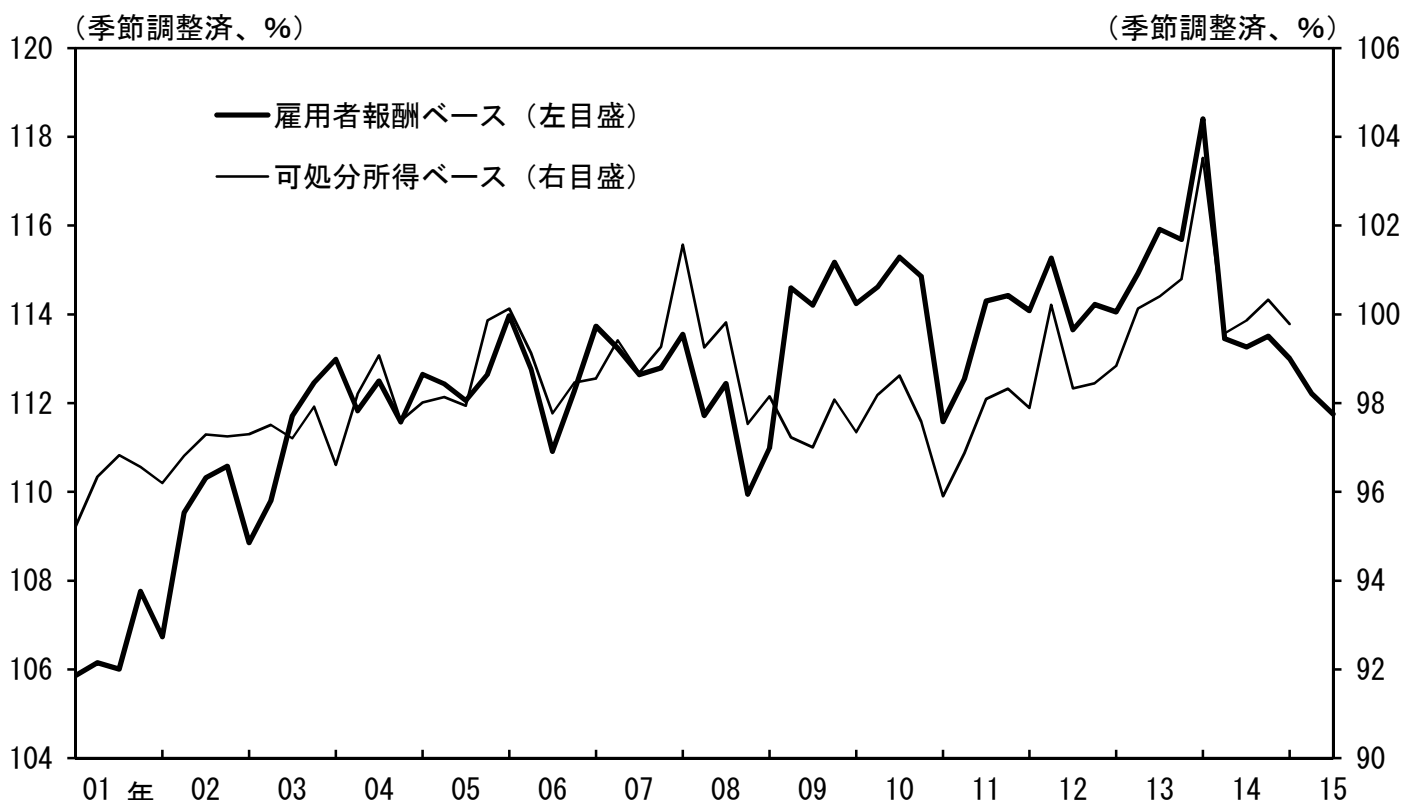
GDP個人消費

(1) GDP個人消費と実質雇用者報酬



(注) 2015/4Qは、10~11月の値。

(2) 平均消費性向



(注) 平均消費性向 (雇用者報酬ベース) = 家計最終消費支出 / 雇用者報酬
平均消費性向 (可処分所得ベース) = 家計最終消費支出 / (可処分所得 + 年金基金年金準備金の変動)

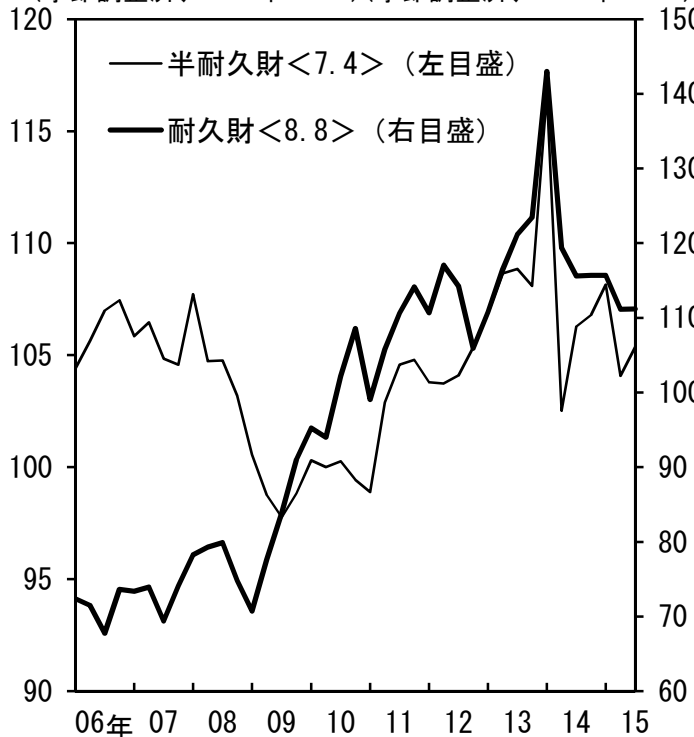
(出所) 内閣府

GDP形態別消費と供給側・需要側統計

(1) GDP形態別消費 (実質)

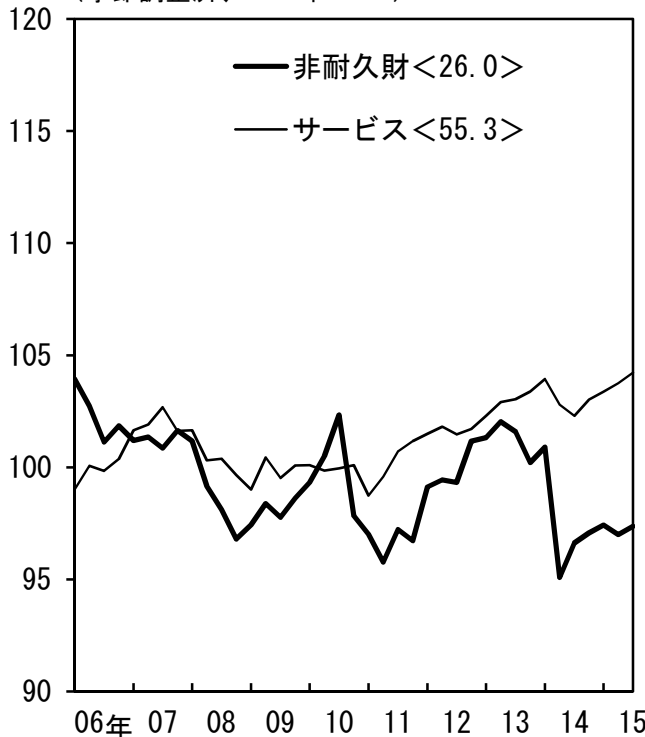
① 耐久財・半耐久財

(季節調整済、2010年=100)



② 非耐久財・サービス

(季節調整済、2010年=100)

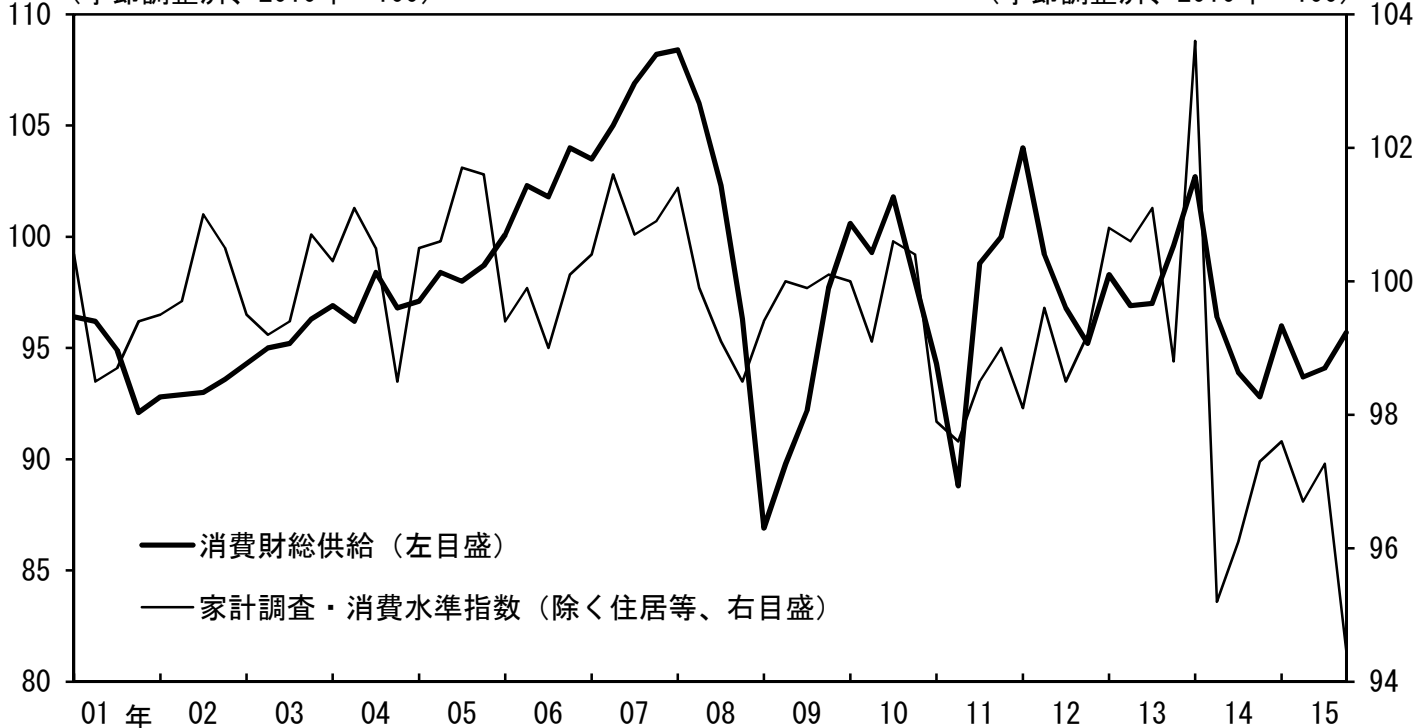


(注) < >内は、2014年の民間最終消費支出に占める割合。

(2) 消費財総供給・家計調査

(季節調整済、2010年=100)

(季節調整済、2010年=100)



(注) 1. 消費水準指数は、二人以上の世帯 (世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済) の計数。

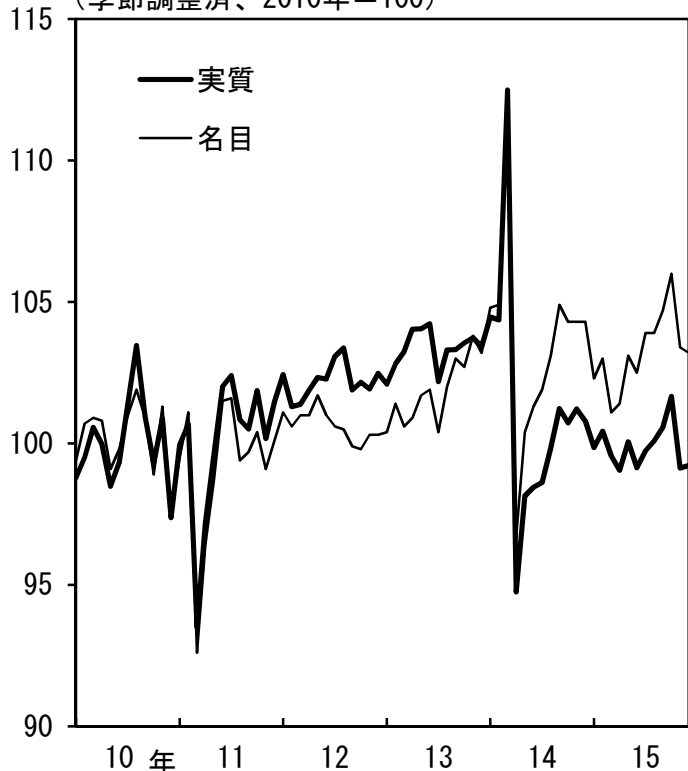
2. 消費財総供給の2015/4Qは、10~11月の値。

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省

販売統計（商業動態統計）

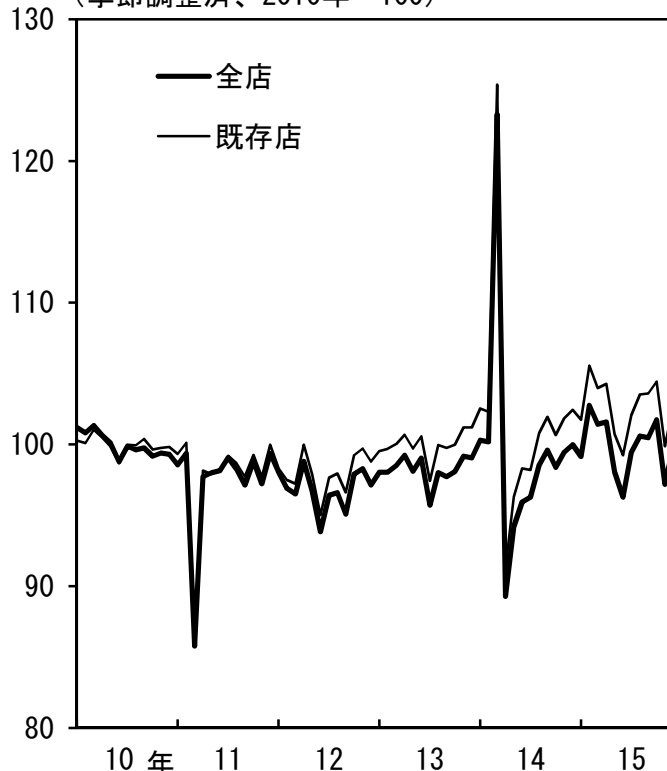
(1) 小売業販売額

(季節調整済、2010年=100)



(2) 百貨店売上高

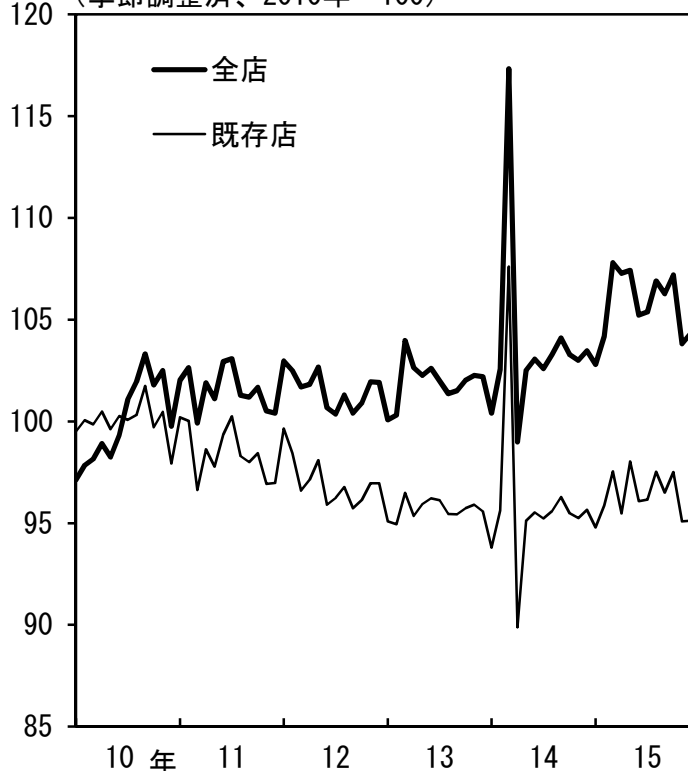
(季節調整済、2010年=100)



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

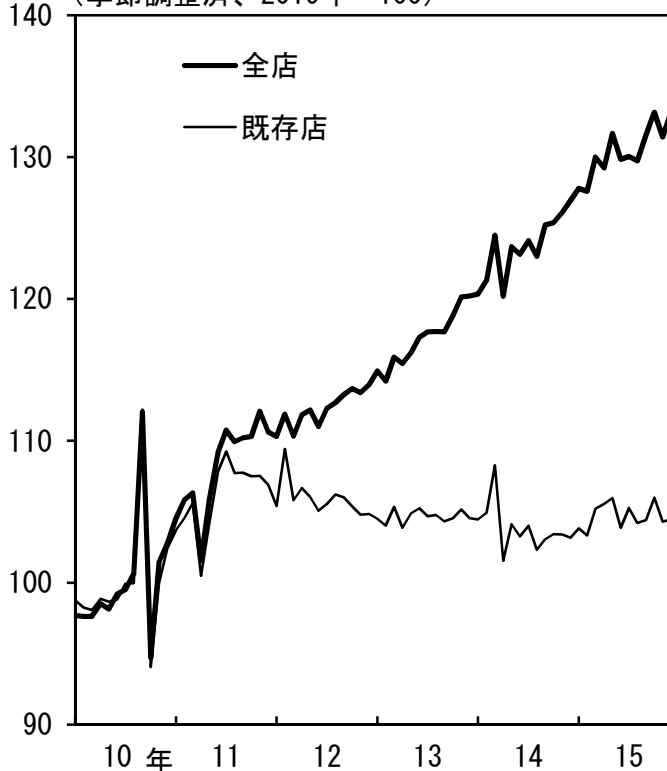
(3) スーパー売上高

(季節調整済、2010年=100)



(4) コンビニエンスストア売上高

(季節調整済、2010年=100)



(注) コンビニエンスストア売上高（既存店）は、協会ベース。

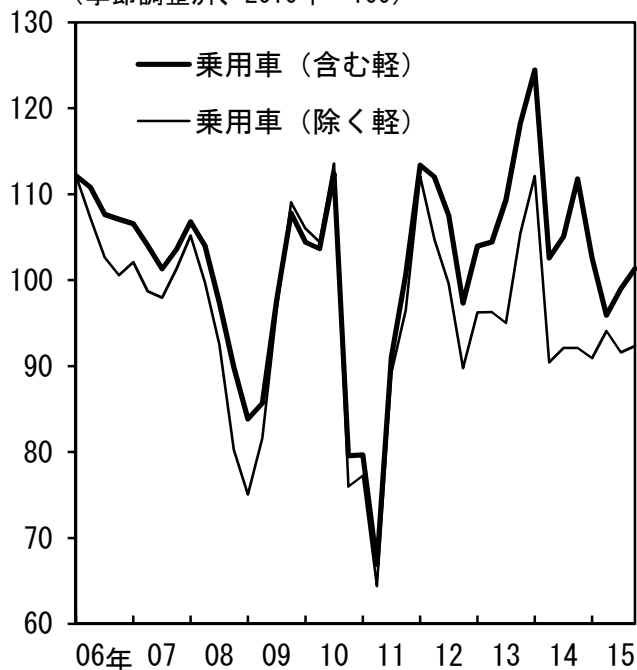
(出所) 経済産業省、総務省、日本フランチャイズチェーン協会「コンビニエンスストア統計調査」

耐久財・サービス消費

(1) 耐久財消費

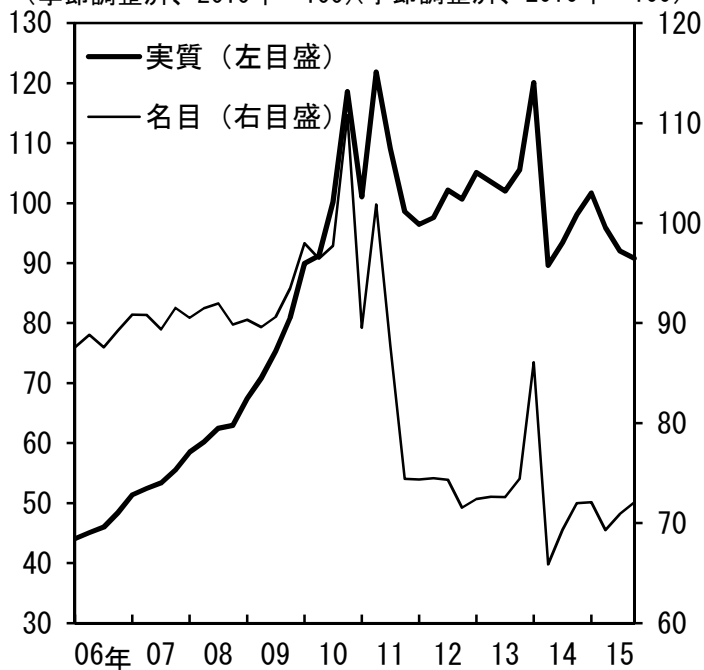
①新車登録台数

(季節調整済、2010年=100)



②家電販売額 (商業動態統計)

(季節調整済、2010年=100)



(2) サービス消費

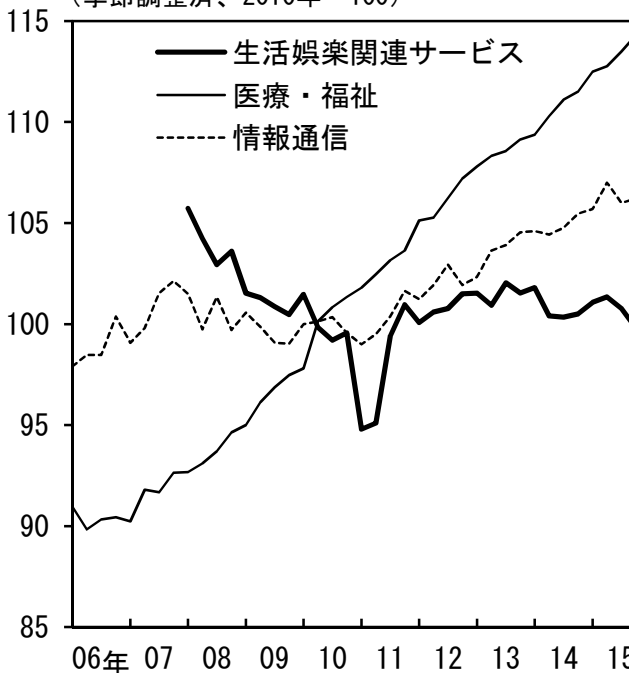
①旅行、外食 (名目)

(季節調整済、2010年=100)



②第3次産業活動指数のサービス消費

(季節調整済、2010年=100)

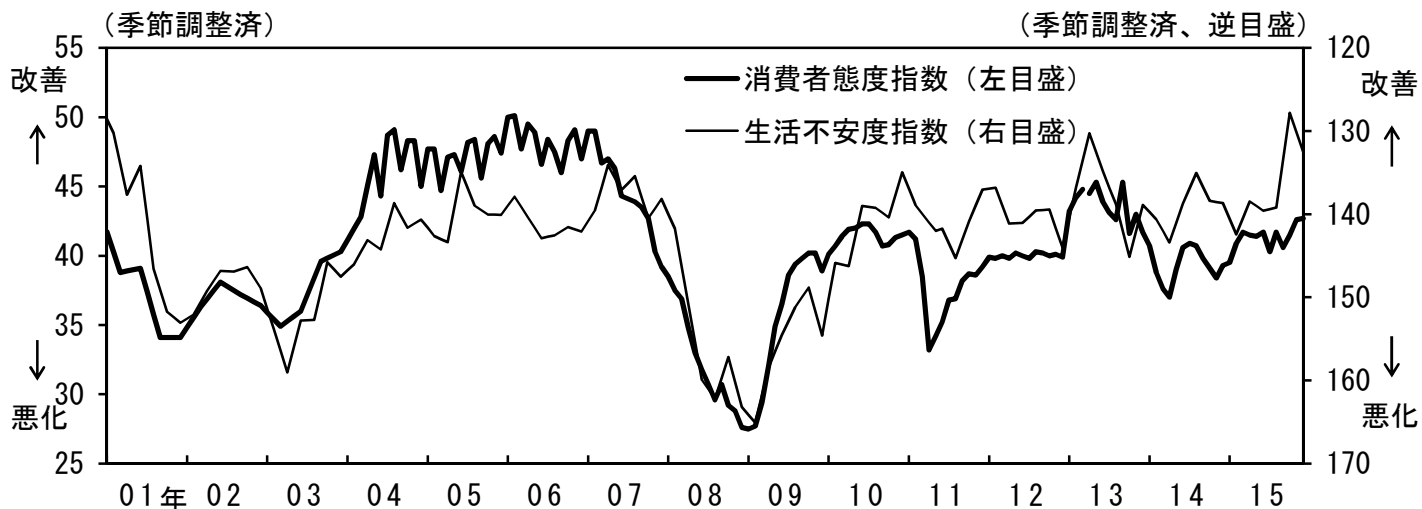


- (注) 1. (1) ②は、機械器具小売業販売額指数。実質値は、各種家電関連商品のCPIを用いて算出。
- 2. (2) ①の旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。
- 3. (2) ①の外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。
- 4. (2) ①の旅行取扱額、(2) ②の2015/4Qは10~11月の値。

(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省、観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

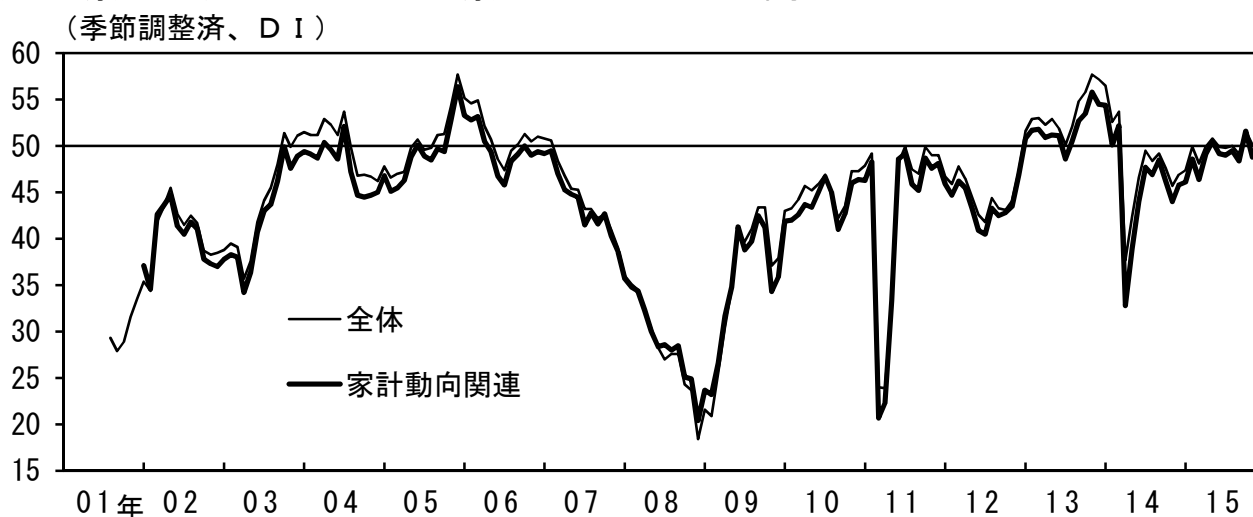
個人消費関連のマインド指標

(1) 消費者態度指数と生活不安度指数

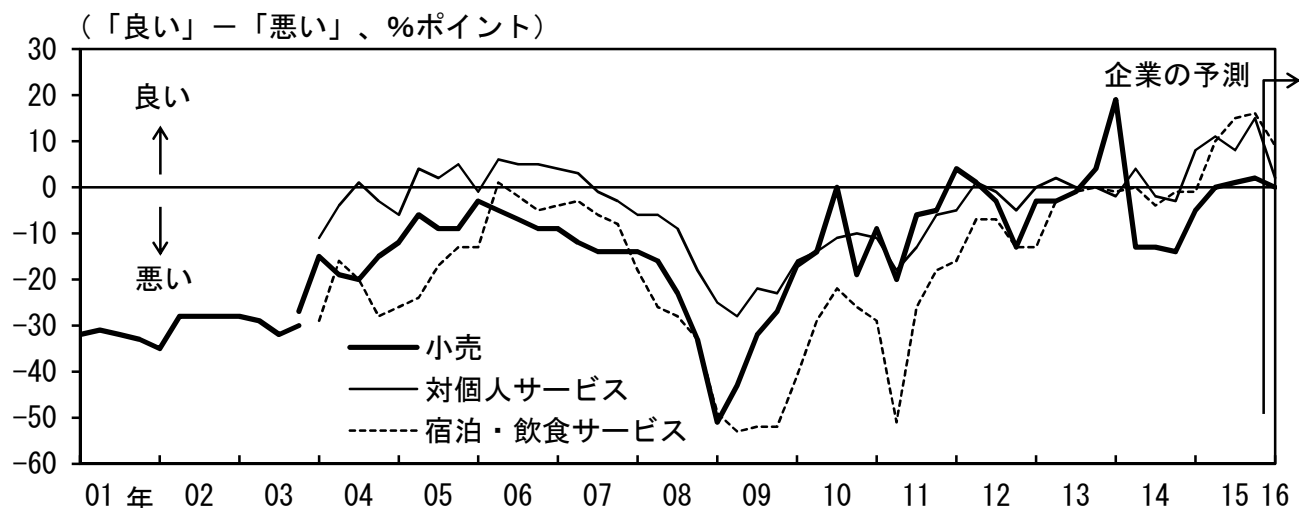


(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

(2) 景気の現状判断DI (景気ウォッチャー調査)



(3) 個人消費関連業種の業況感 (短観・全規模)

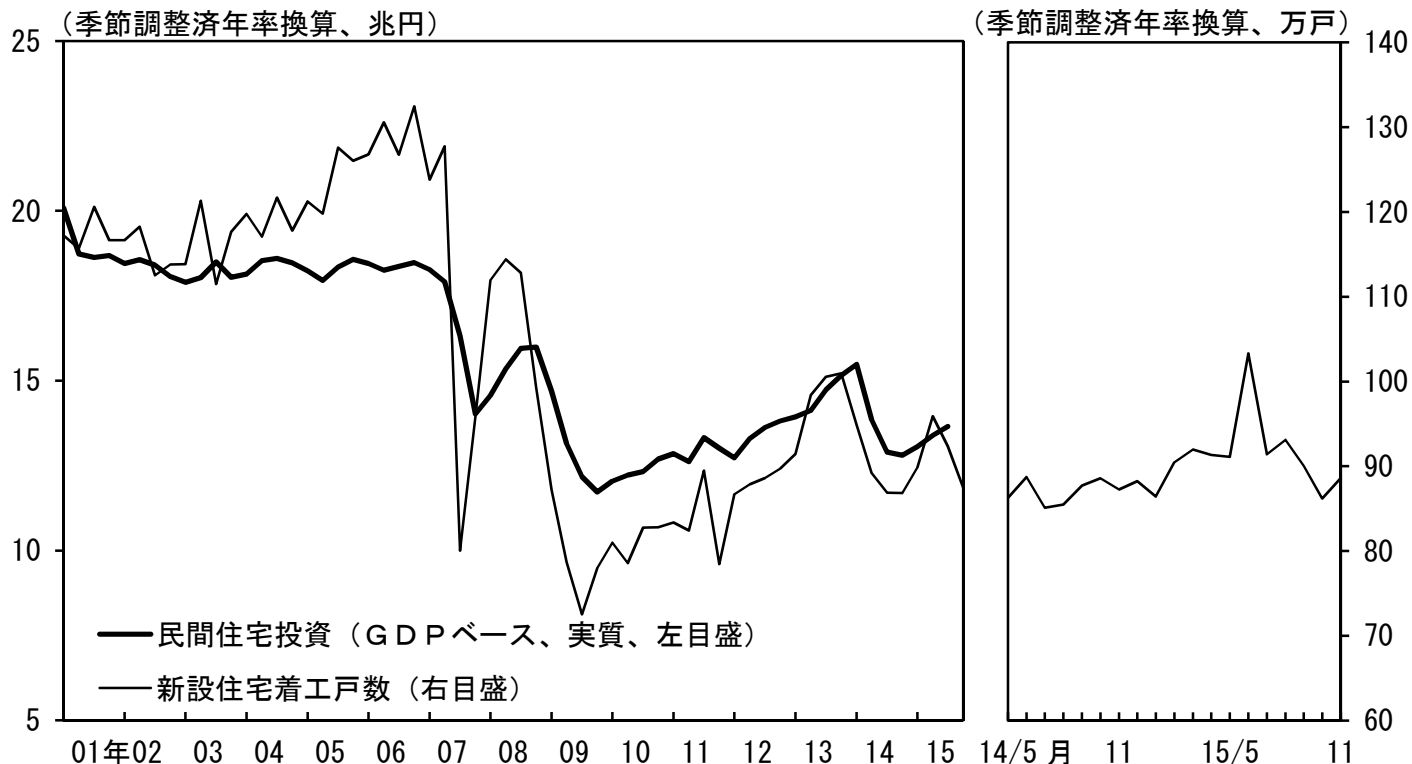


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

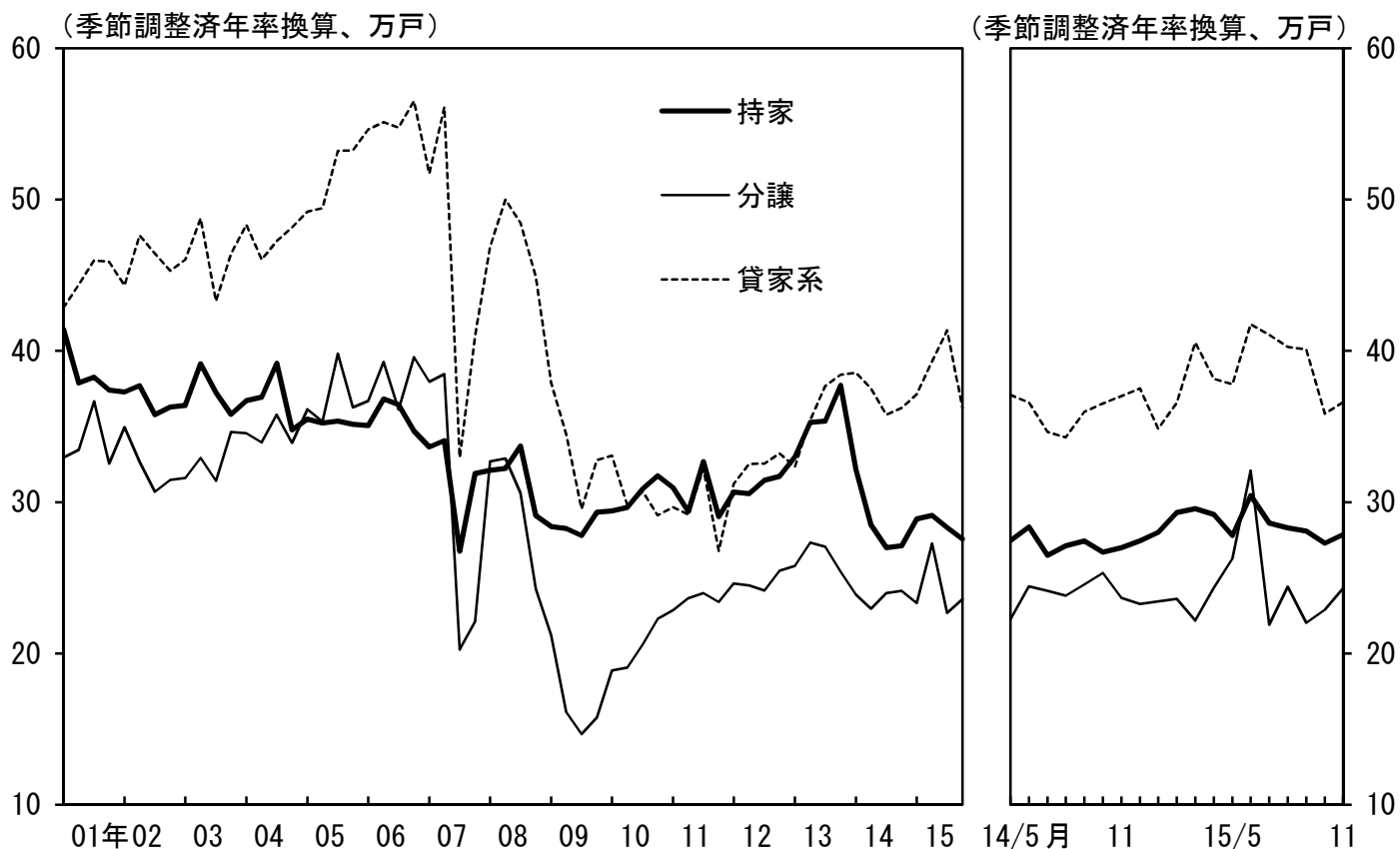
(出所) 内閣府、日本銀行、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数



(2) 新設住宅着工戸数の内訳

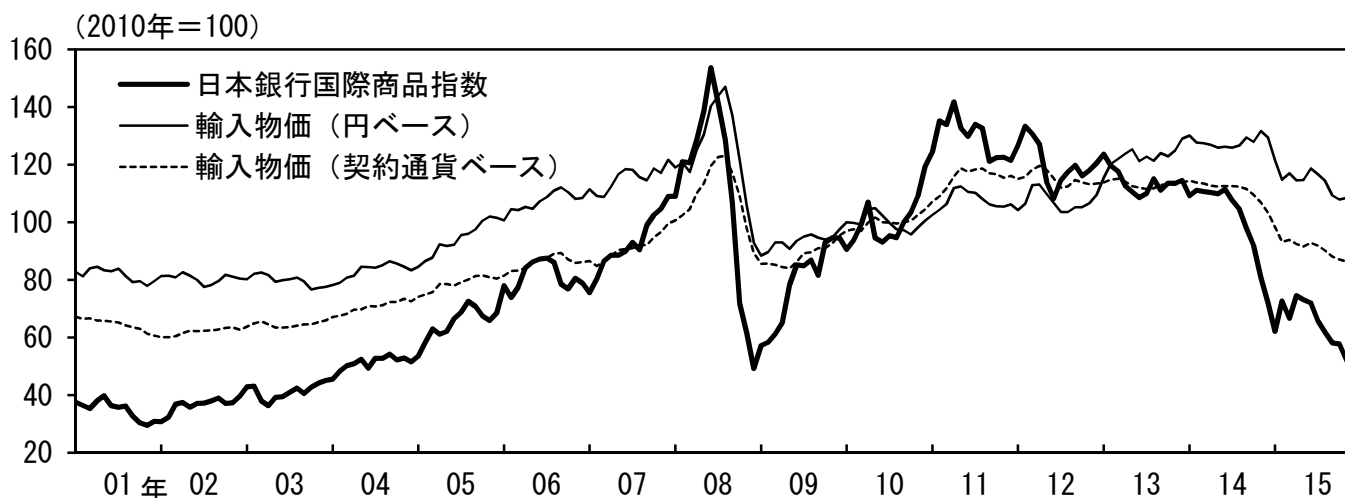


(注) 新設住宅着工戸数の2015/4Qは、10~11月の値。

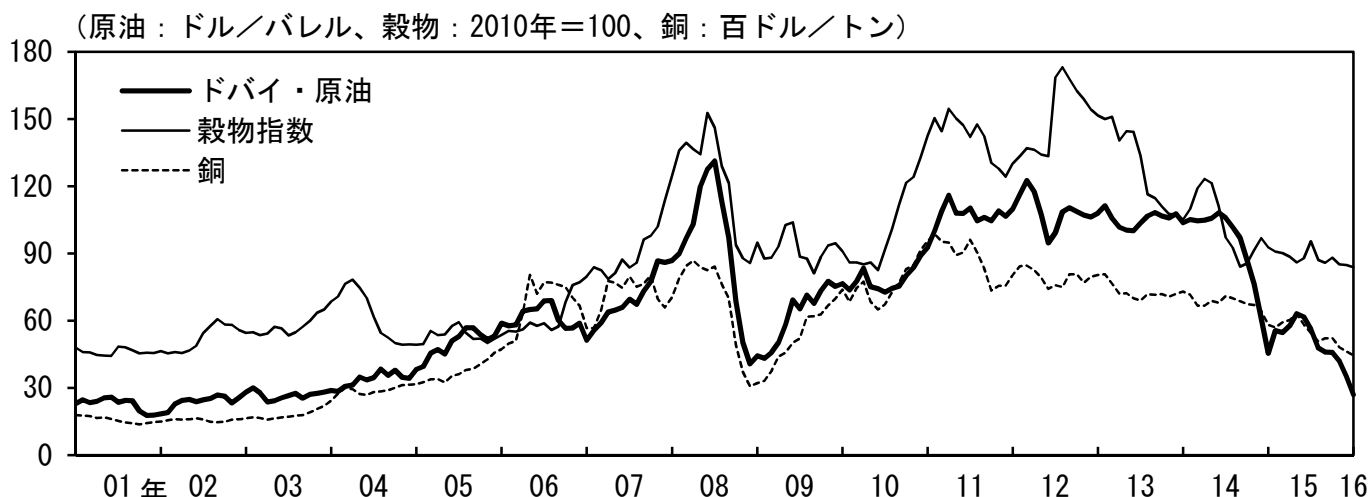
(出所) 内閣府、国土交通省

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

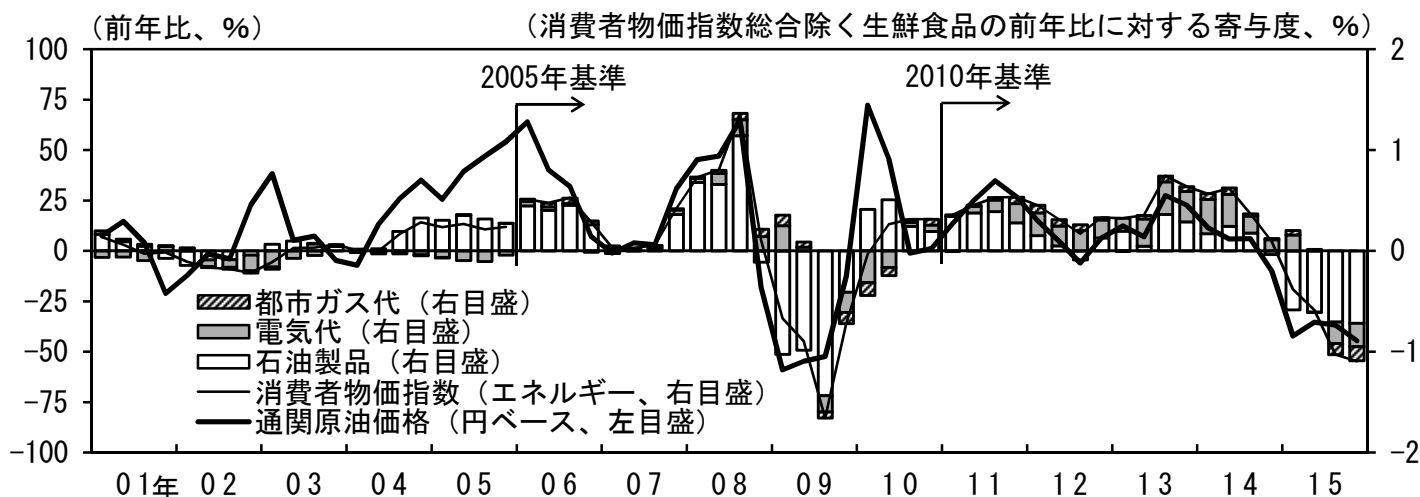


(2) 国際商品市況



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

(3) 通関原油価格とエネルギー価格



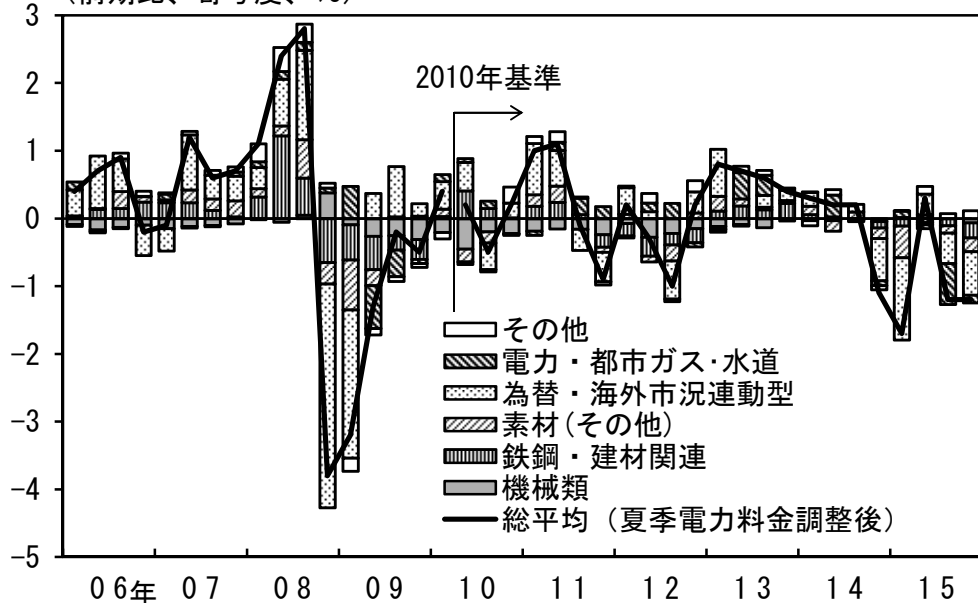
(注) 1. 消費者物価指数（エネルギー）の2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(出所) 総務省、財務省、日本経済新聞社、Bloomberg、日本銀行

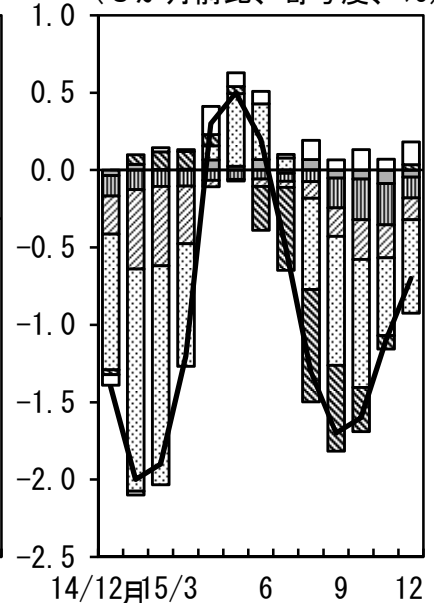
国内企業物価と企業向けサービス価格

(1) 国内企業物価

(前期比、寄与度、%)



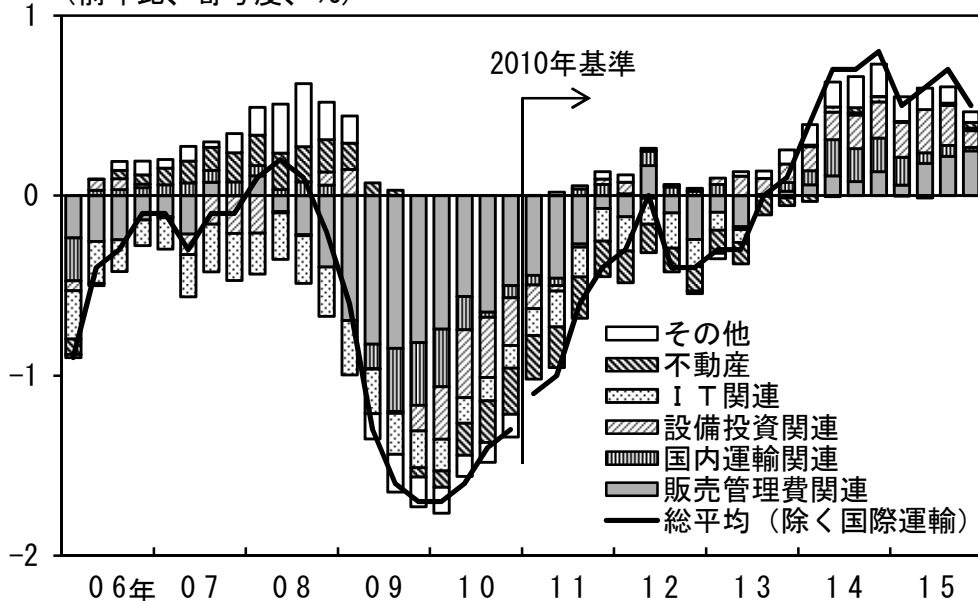
(3か月前比、寄与度、%)



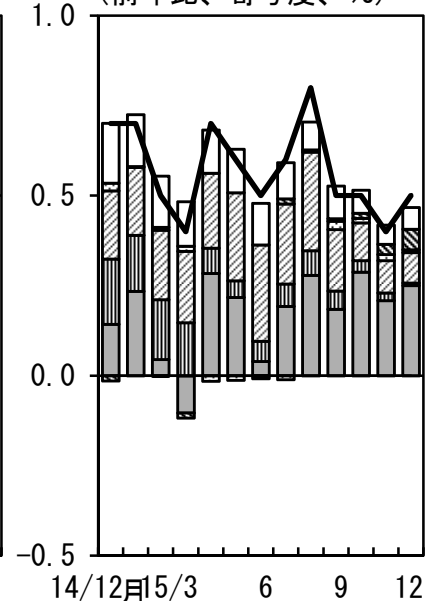
- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
4. 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器
5. 毎年7～9月にかけて適用される夏季割り増し電力料金の影響を除いて算出。
6. 消費税調整済み(下の図表も同じ)。

(2) 企業向けサービス価格

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)

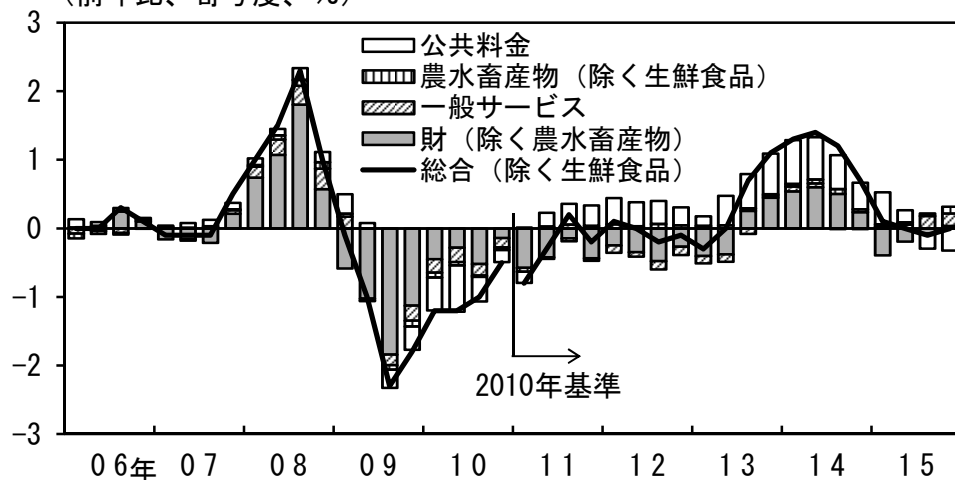


- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信(除く新聞・出版)、広告、諸サービス(除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス)
2. 国内運輸関連：運輸・郵便(除く国際運輸、旅客輸送)
3. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル
4. 設備投資関連：リース・レンタル(除くIT関連)、土木建築サービス

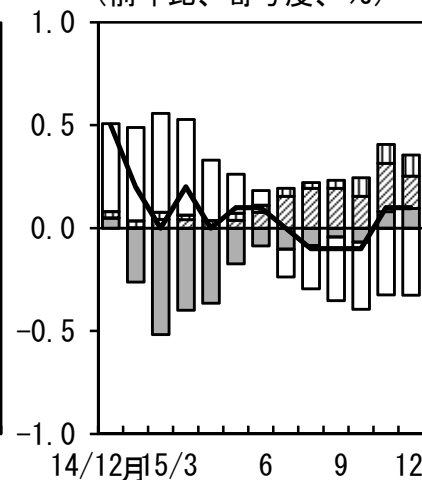
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

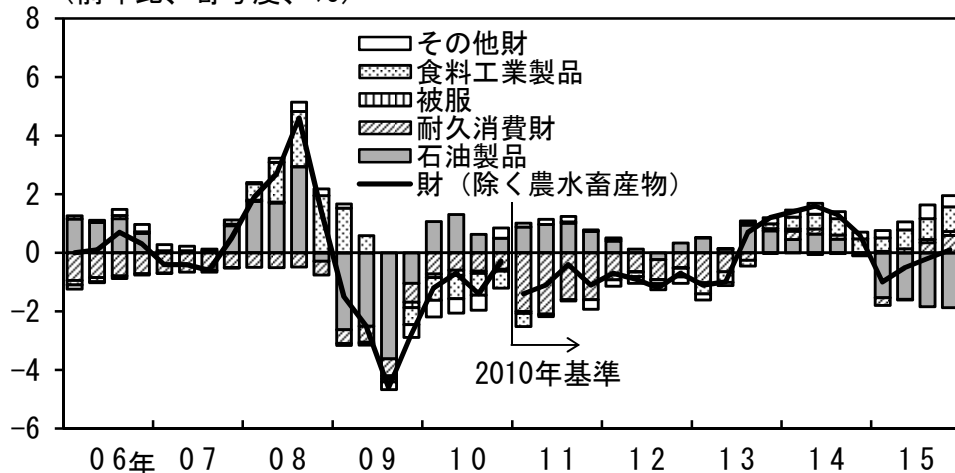


(前年比、寄与度、%)

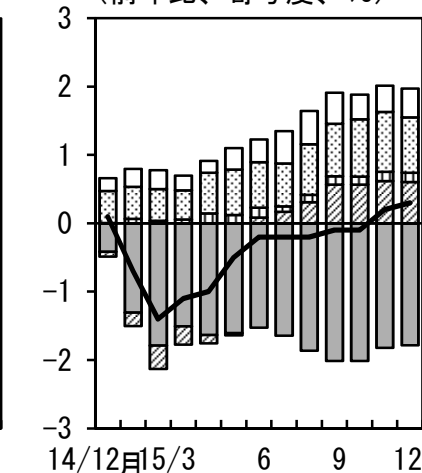


(2) 財 (除く農水畜産物)

(前年比、寄与度、%)

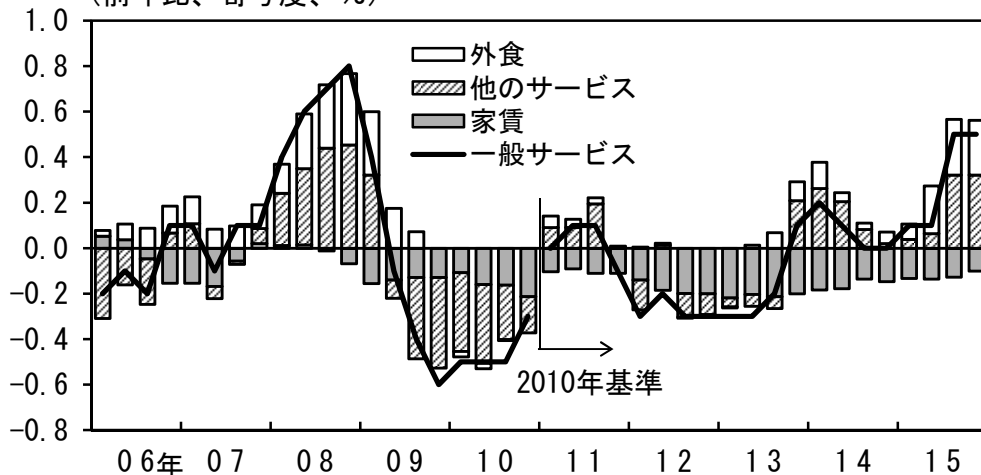


(前年比、寄与度、%)

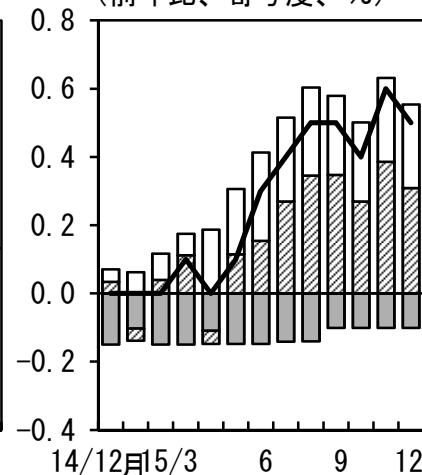


(3) 一般サービス

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)

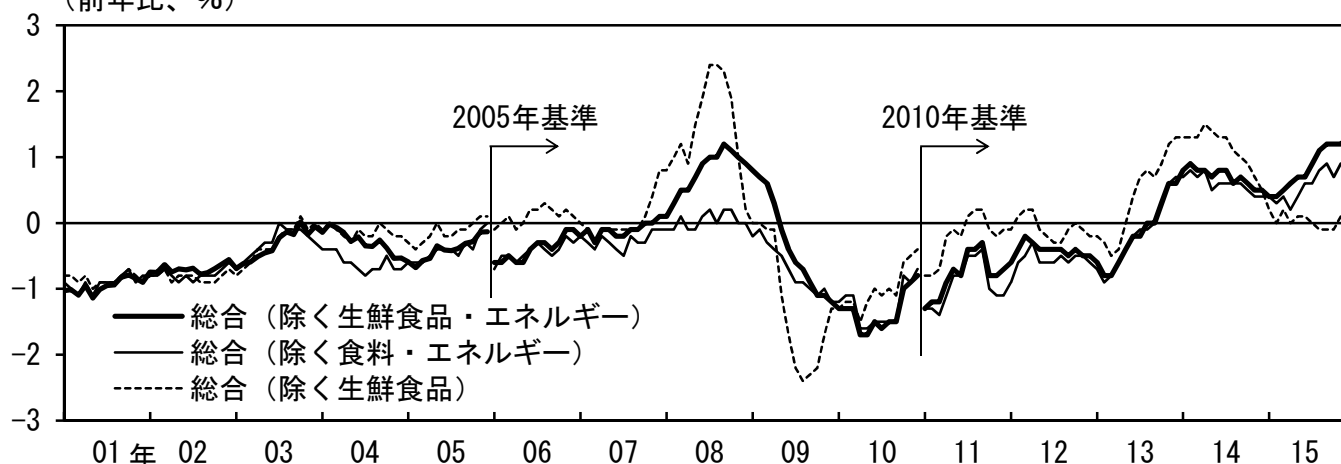


(注) 1. 以下の分類は組み替えて定義 (「」内は総務省公表ベース)。財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」、公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」、被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」、家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

消費者物価の基調的な変動

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）・総合（除く食料・エネルギー）

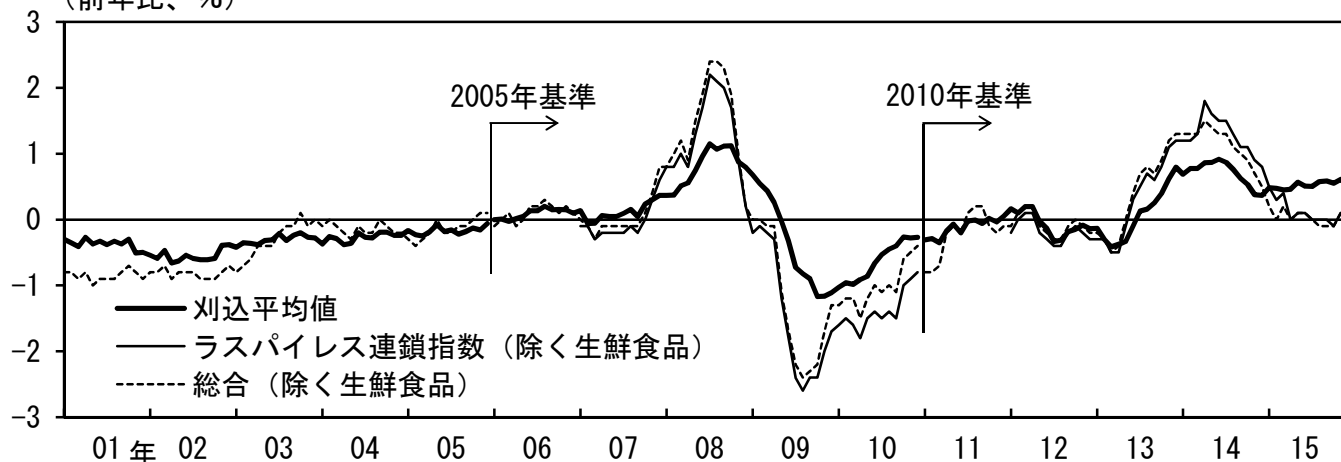
(前年比、%)



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

(2) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数

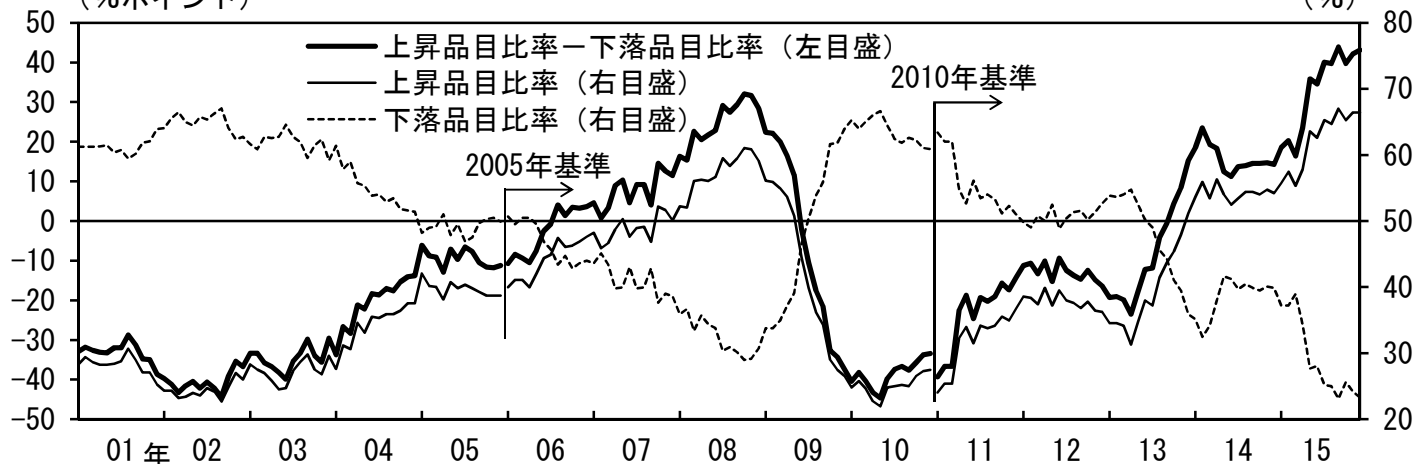
(前年比、%)



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

(3) 上昇・下落品目比率

(%ポイント)

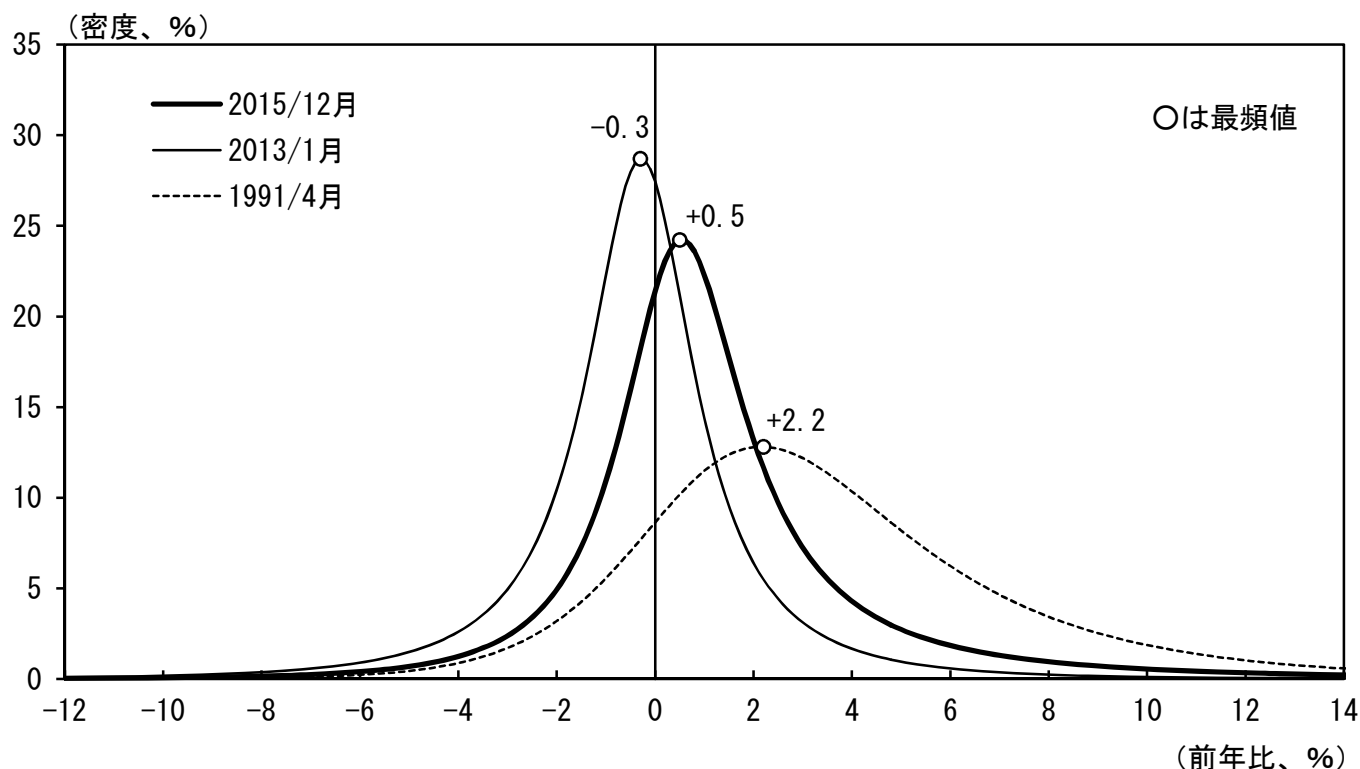


(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合（除く生鮮食品）。

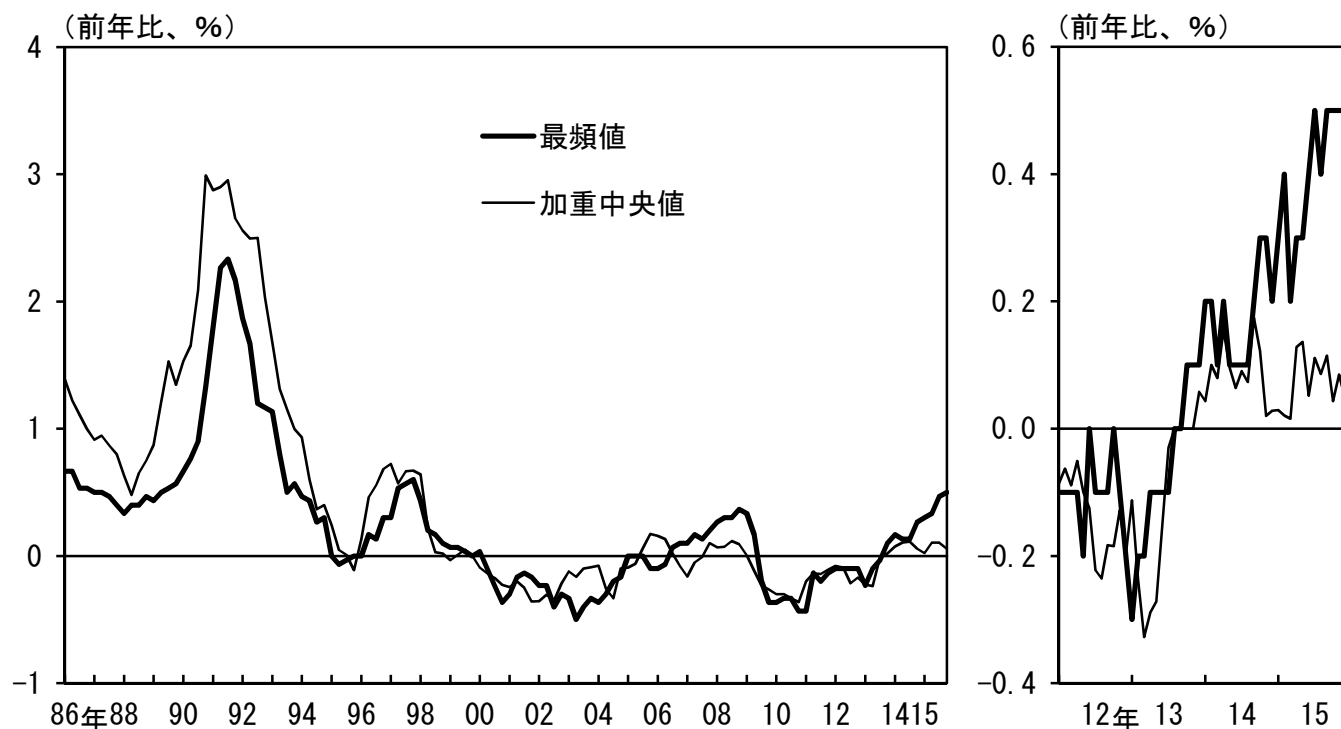
(出所) 総務省

品目別価格変動分布と基調的なインフレ率

(1) 消費者物価の個別品目の前年比の分布



(2) 各種コア指標



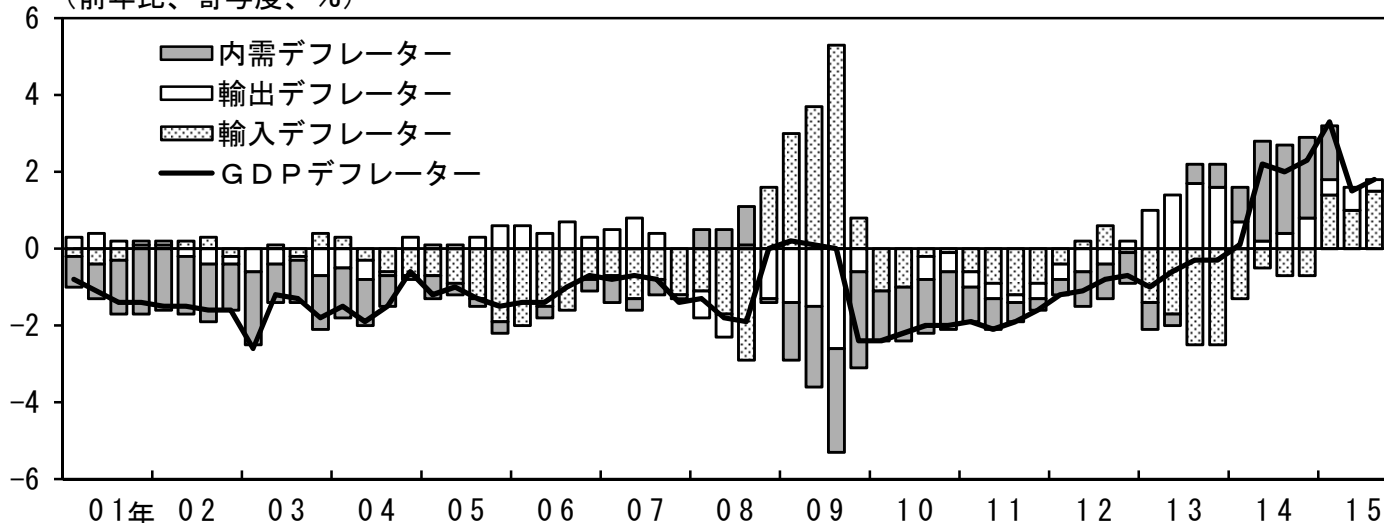
- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。
2. 加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウェイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。
4. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

(出所) 総務省

GDPデフレーター

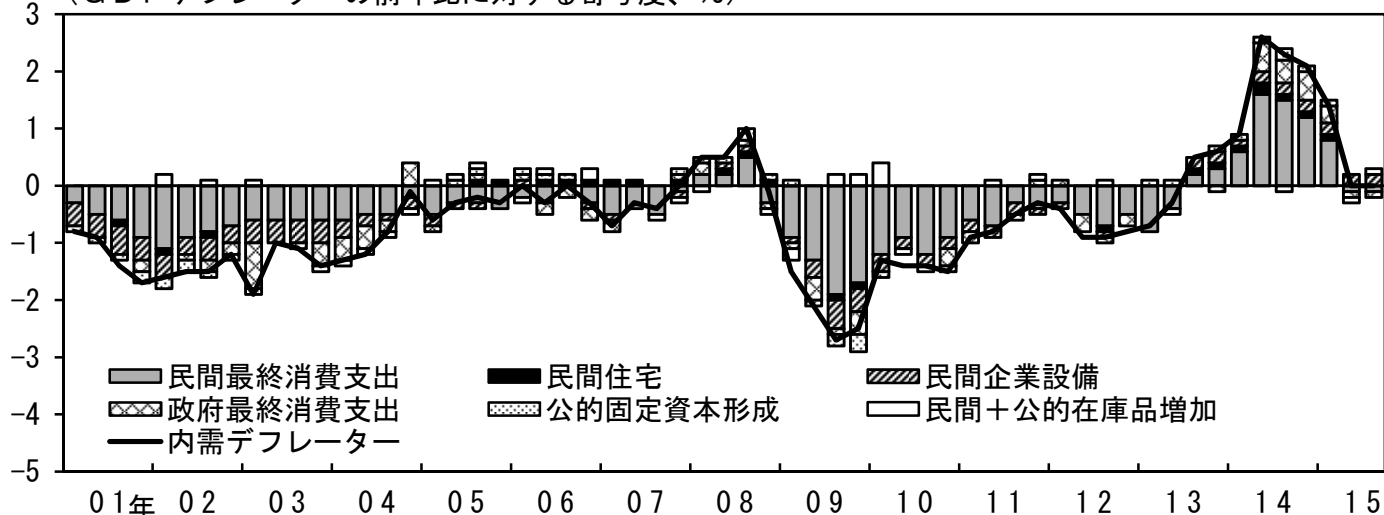
(1) GDPデフレーター

(前年比、寄与度、%)



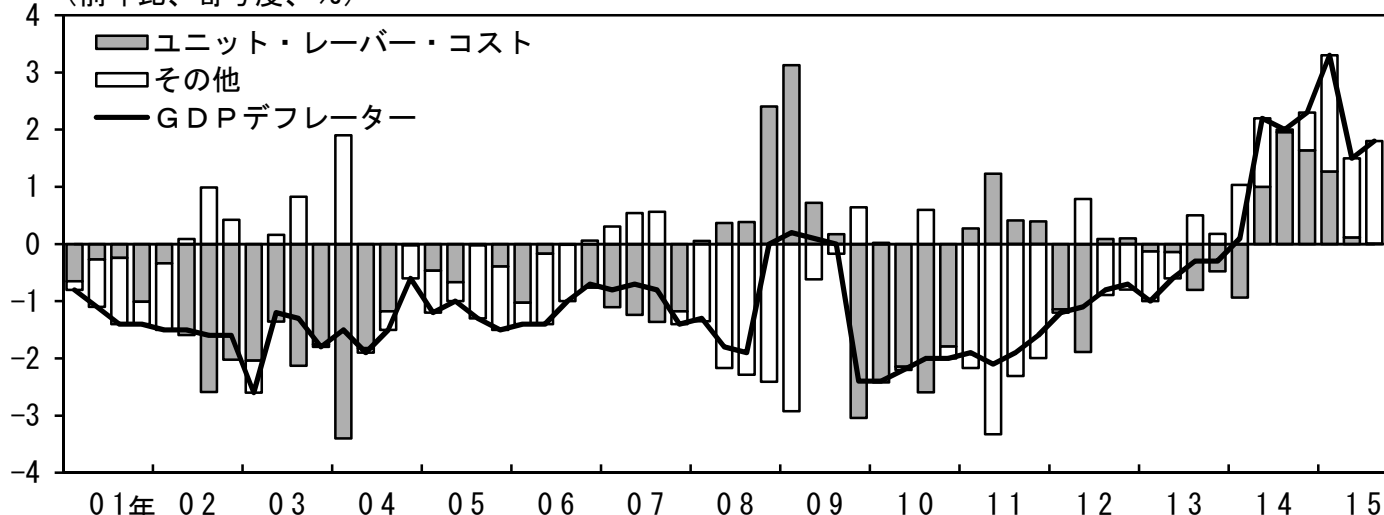
(2) 内需デフレーター

(GDPデフレーターの前年比に対する寄与度、%)



(3) GDPデフレーターとユニット・レーバ・コスト

(前年比、寄与度、%)



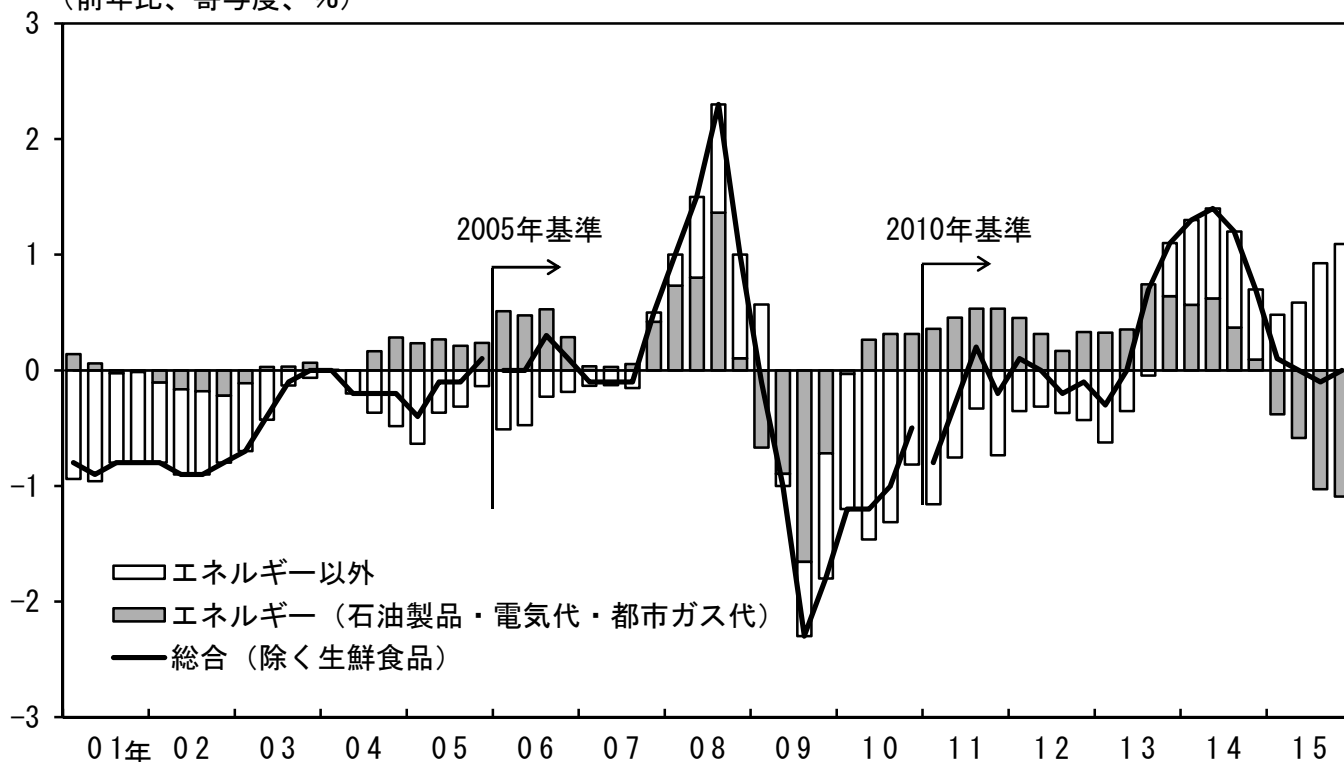
(注) ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬/実質GDP

(出所) 内閣府

消費者物価と需給ギャップ

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)

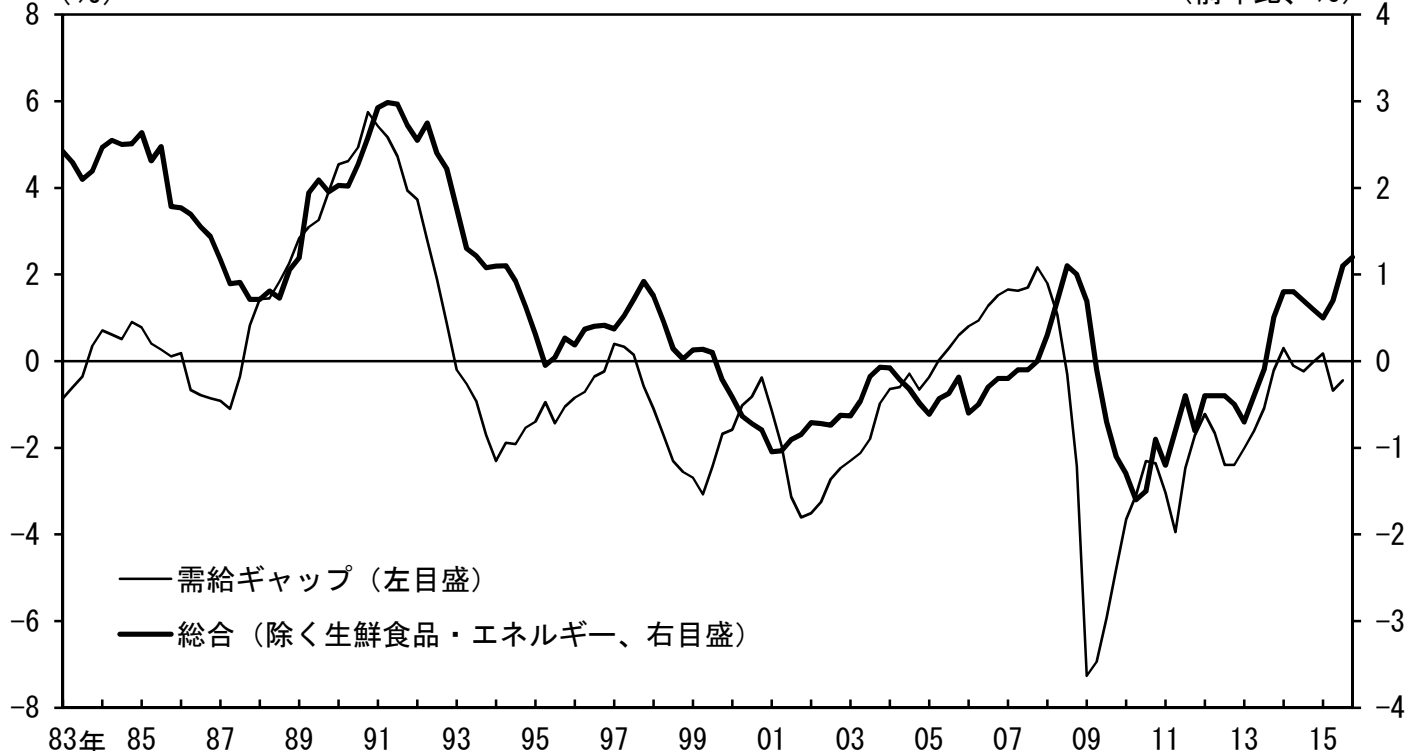


(注) 1. エネルギーの2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値、下の図表も同じ)。

(2) 需給ギャップとの関係

(%)

(前年比、%)

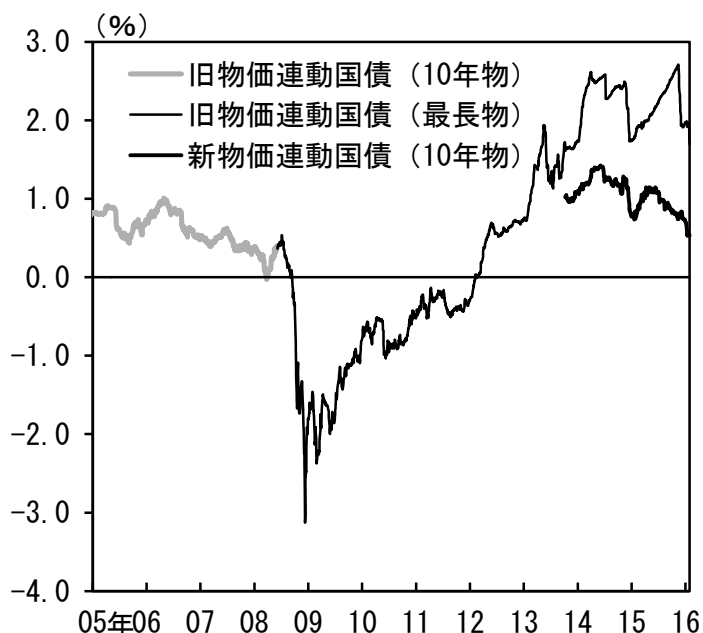


(注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

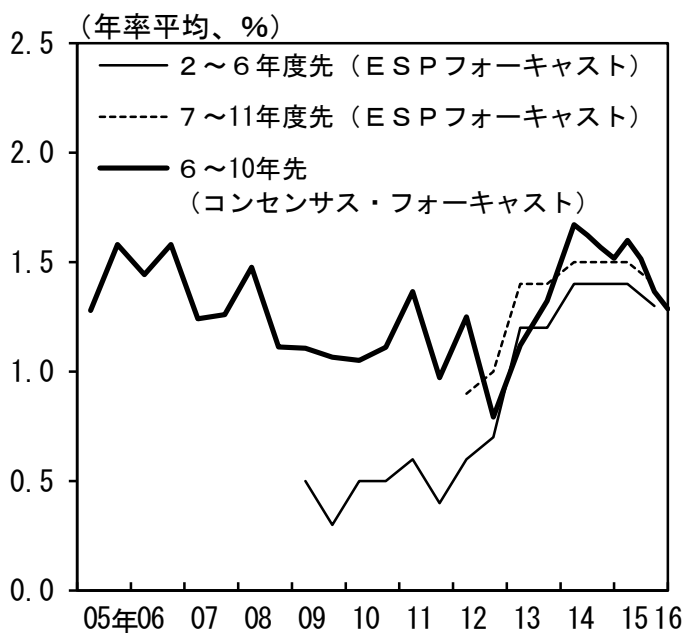
(出所) 総務省、内閣府等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)



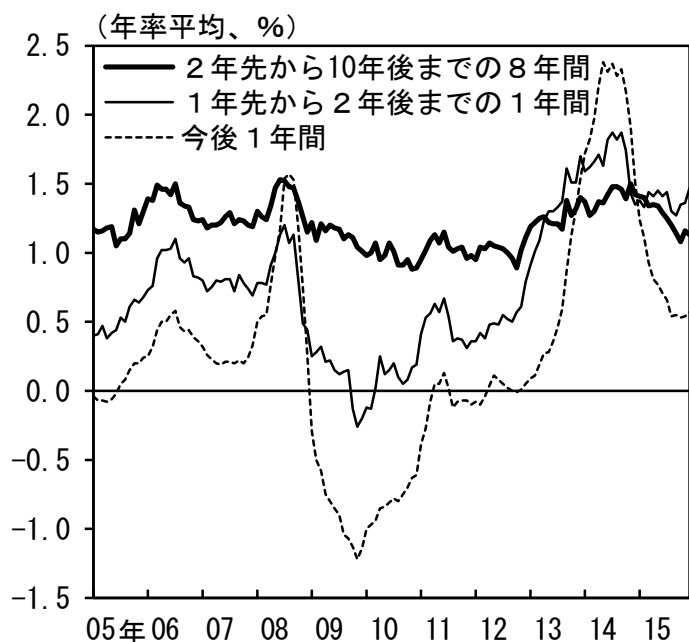
(2) エコノミストの予想物価上昇率



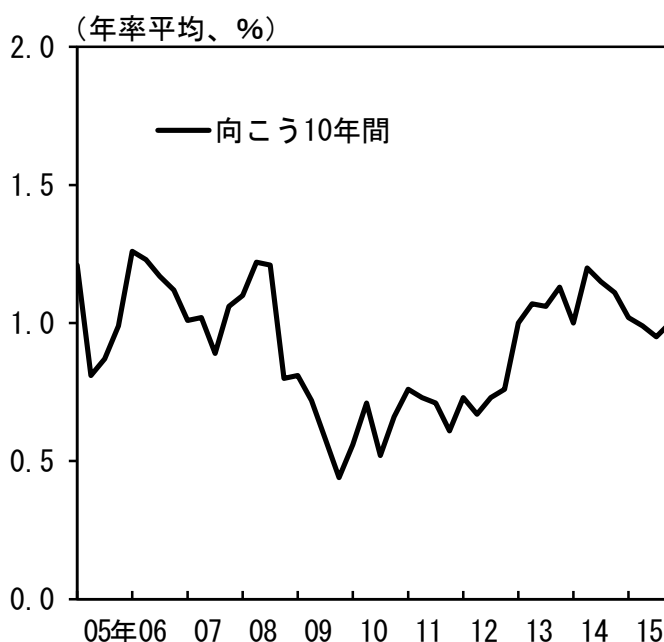
- (注) 1. (1)のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
2. (2)のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
3. (2)の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1、4、7、10月(ただし、2014/4月以前は4、10月)。ESPフォーキャストは6、12月。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率

①QUICK調査



②みずほ証券調査



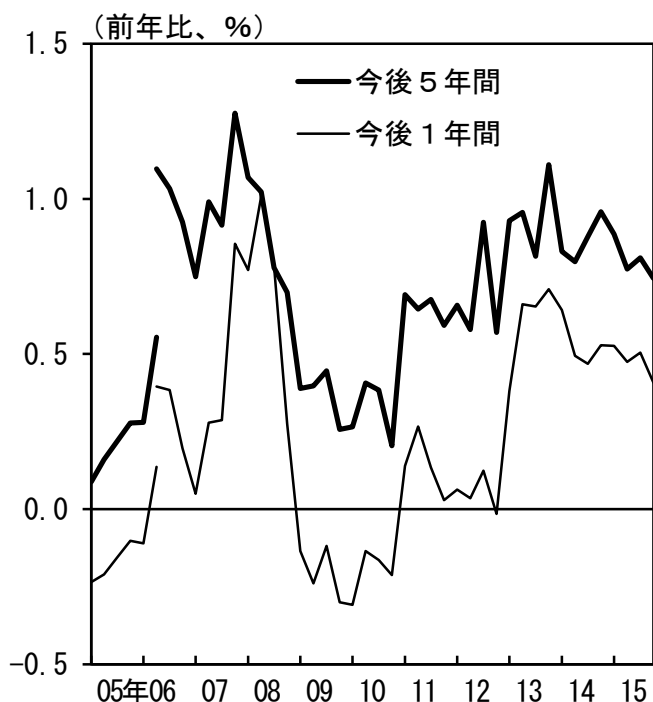
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

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

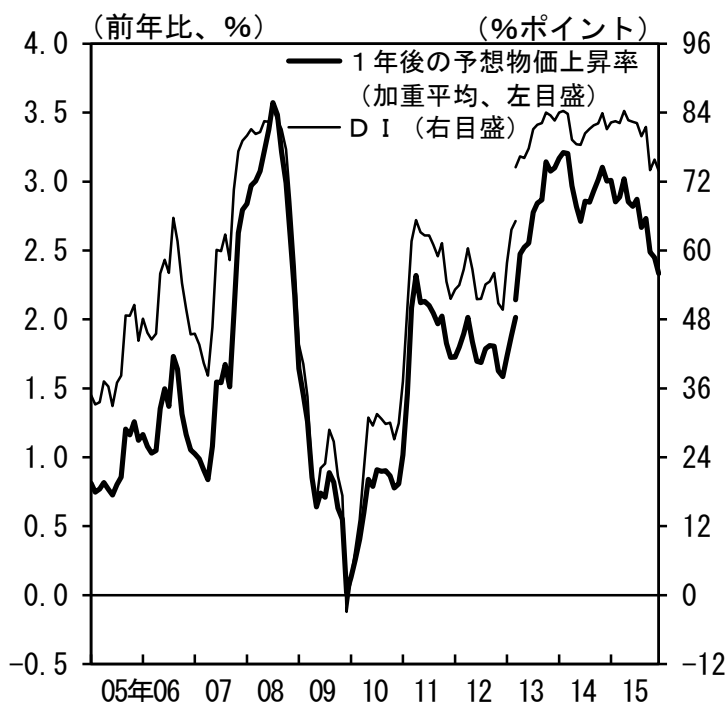
予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

①生活意識に関するアンケート調査



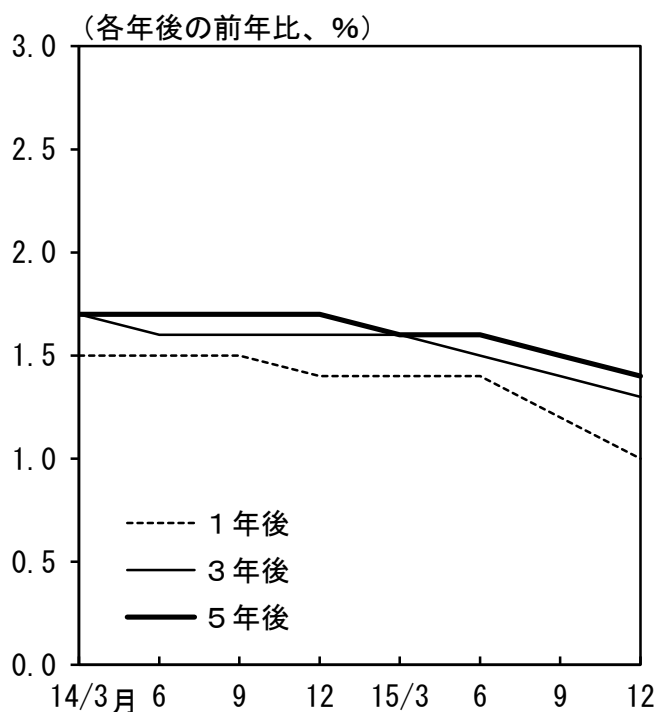
②消費動向調査



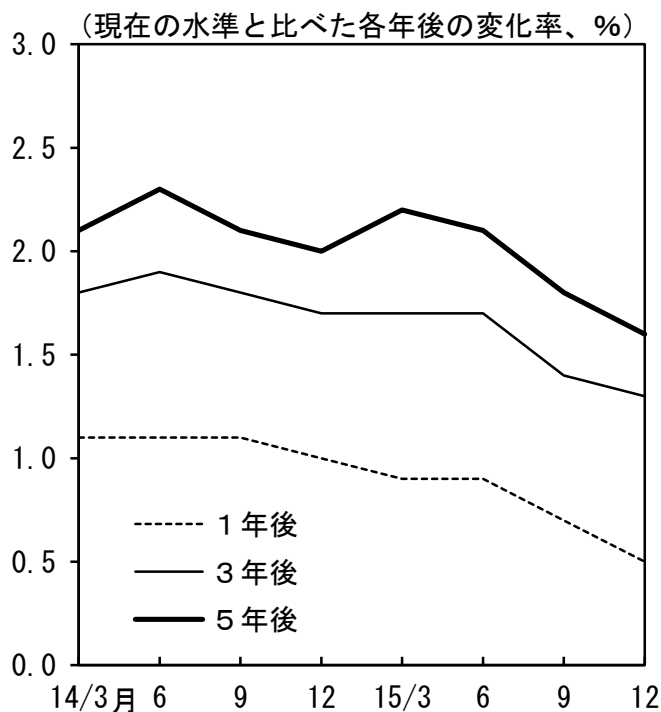
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。DIは、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



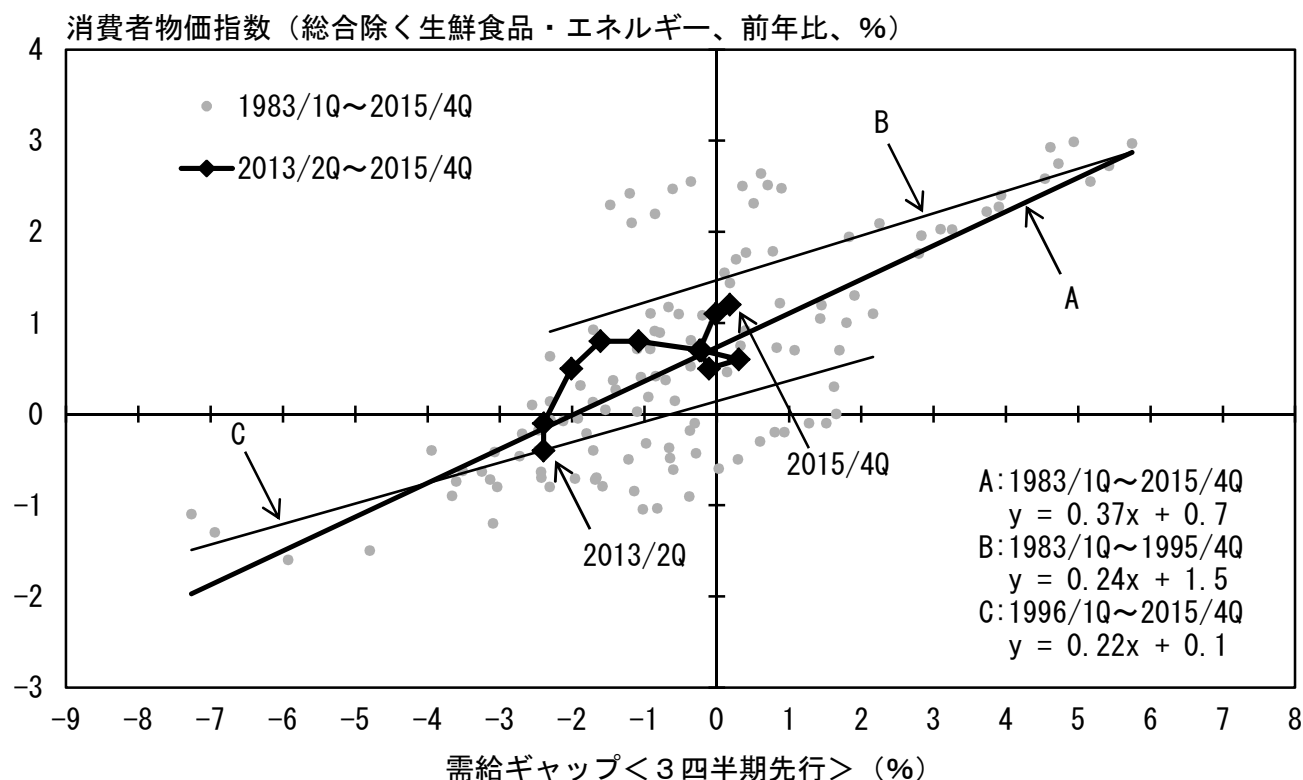
②販売価格の見通し



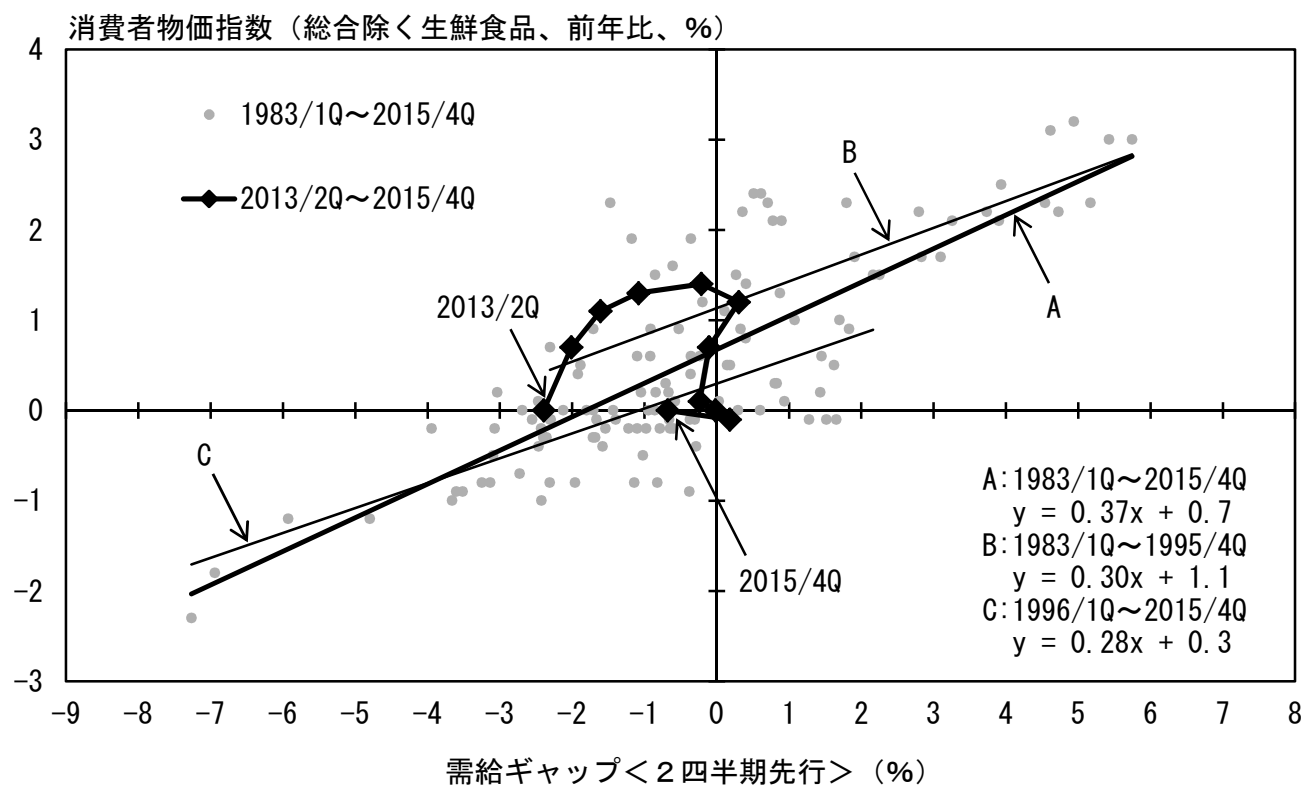
- (注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。
(出所) 日本銀行、内閣府、総務省

フィリップス曲線

(1) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー)



(2) 総合 (除く生鮮食品)

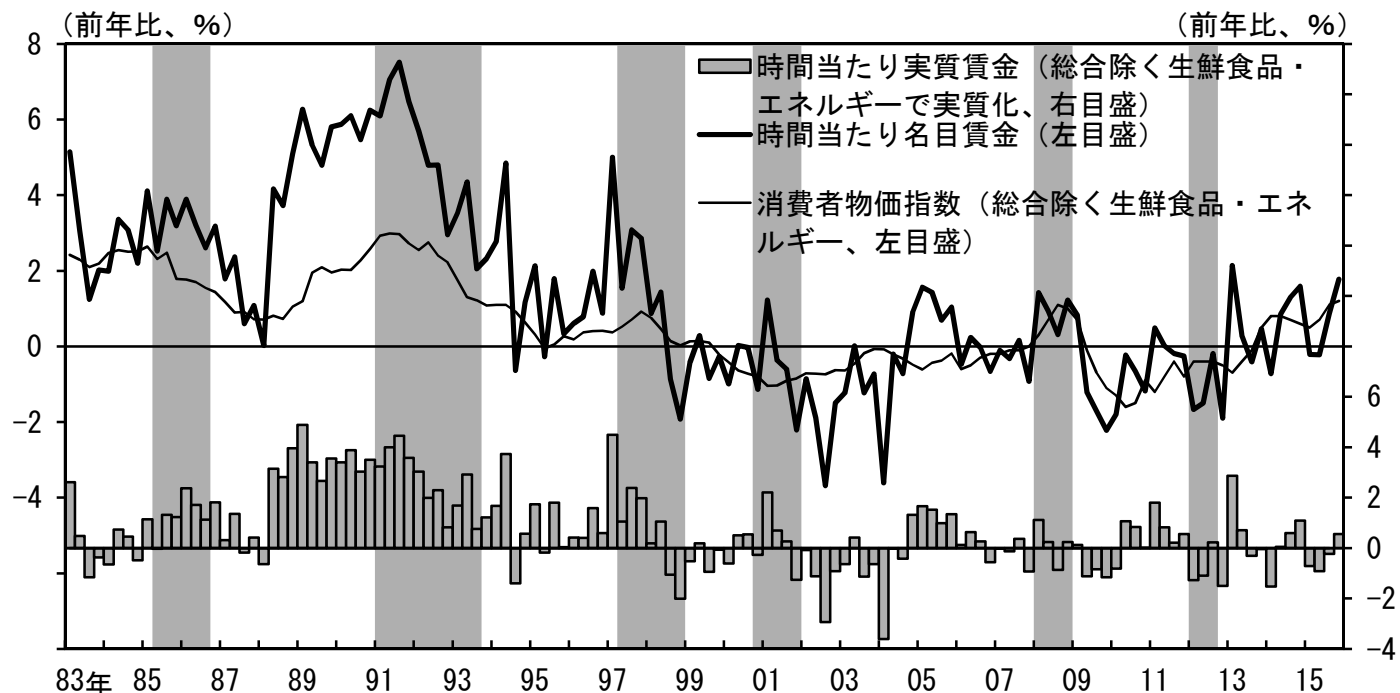


- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
3. 需給ギャップのラグは、消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択。
4. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(出所) 総務省、内閣府等

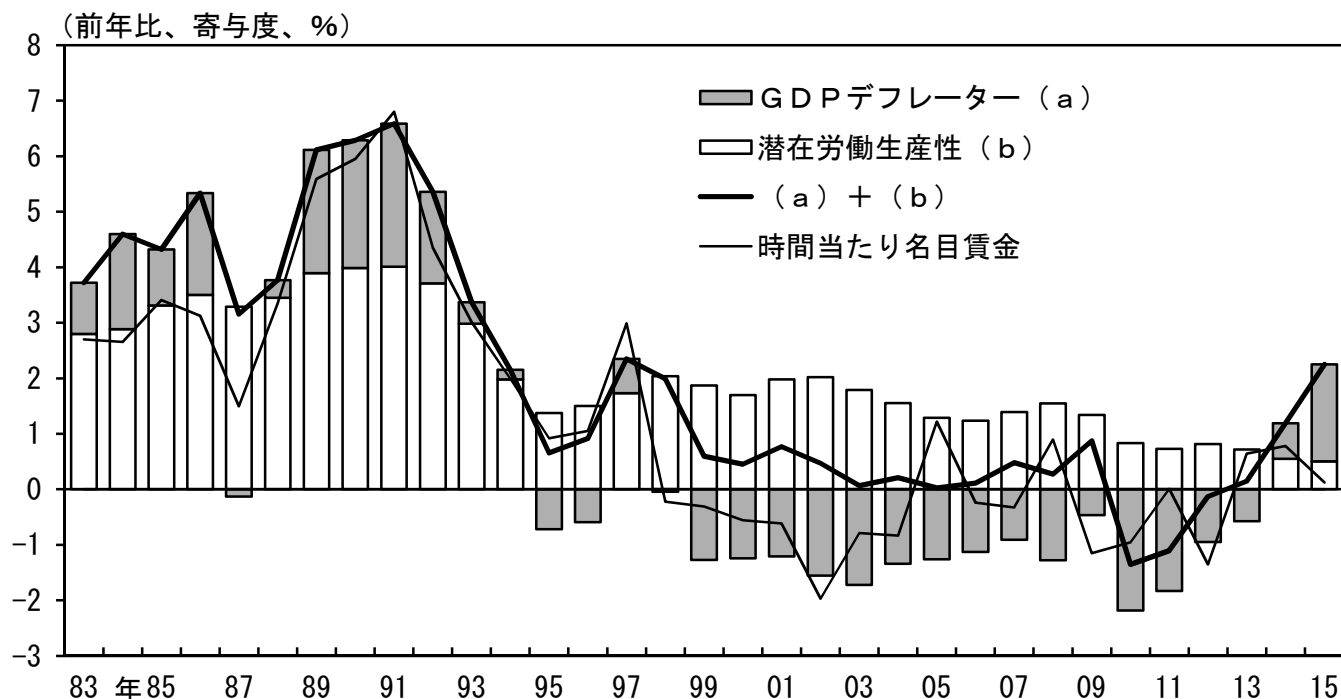
物価と賃金

(1) 消費者物価と名目賃金



- (注) 1. 毎月勤労統計の1990/4Qまでは、事業所規模30人以上の計数 (下の図表も同じ)。
- 2. 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み (試算値)。
- 3. シャド一部分は、景気後退局面。
- 4. 2015/4Qは、10~11月の値。

(2) 潜在労働生産性と時間当たり名目賃金

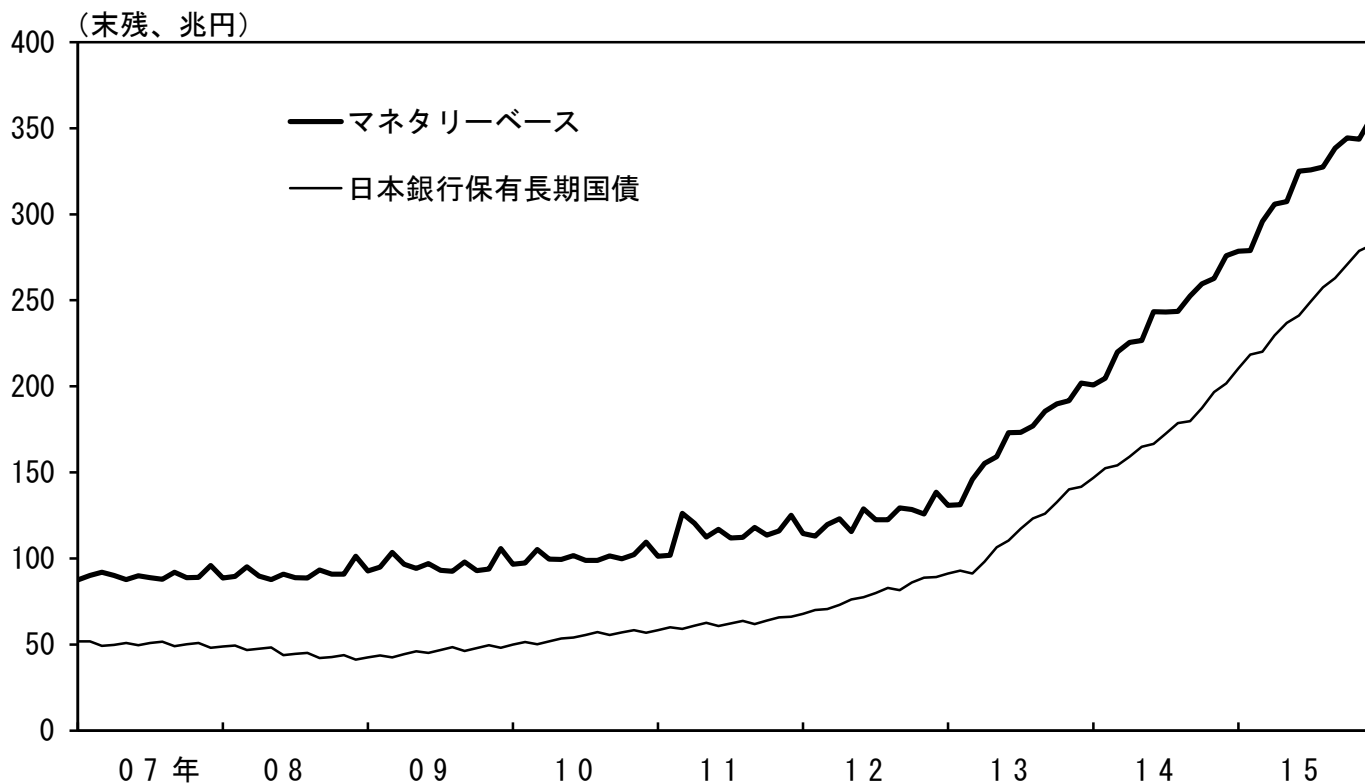


- (注) 1. 潜在労働生産性は、日本銀行調査統計局の試算値。
- 2. GDPデフレーターは、内閣府試算 (2015/12月) の計数を用いて、2014年の消費税率引き上げの影響を調整している。
- 3. 2015年は、1~3Qの値。

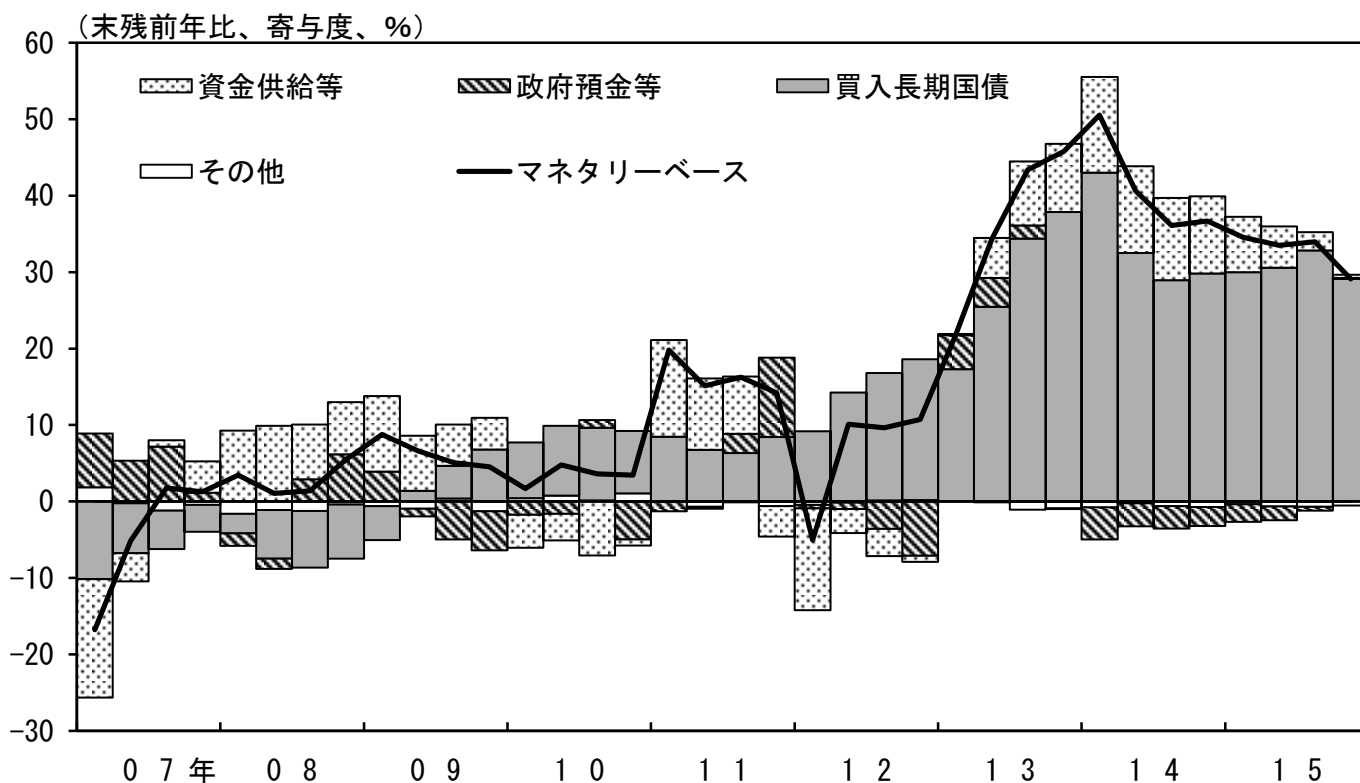
(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



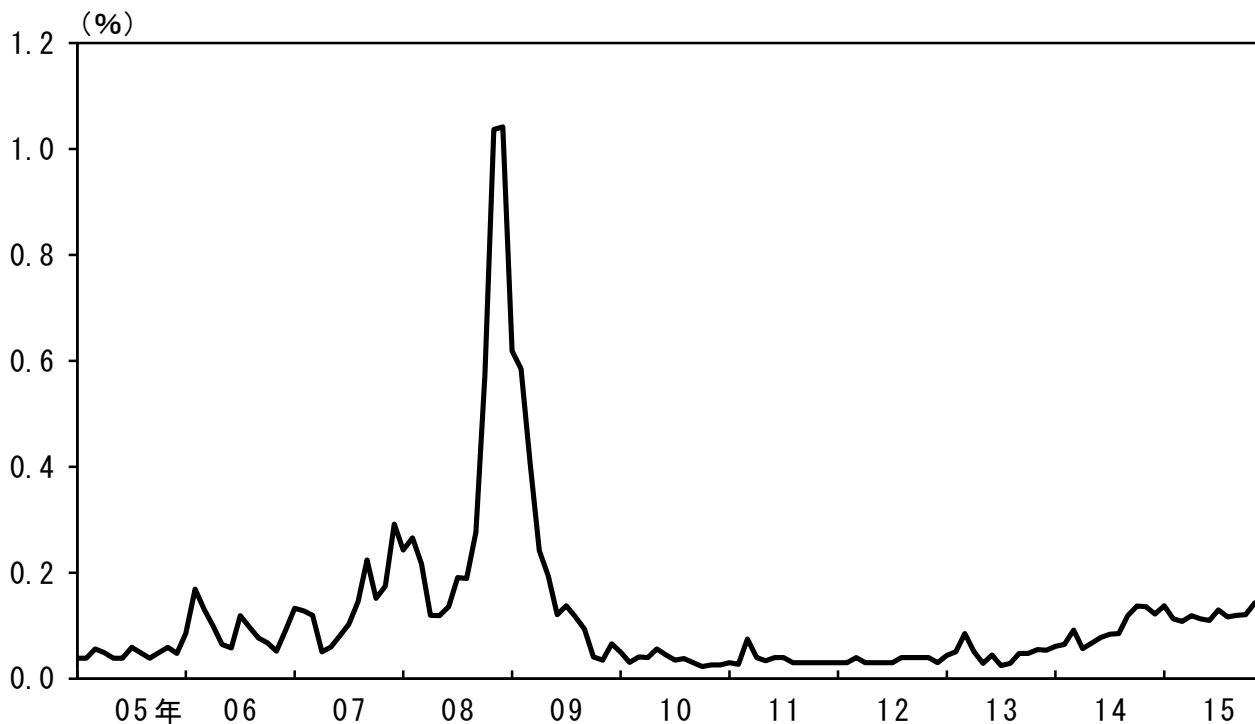
(2) マネタリーベースの前年比



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

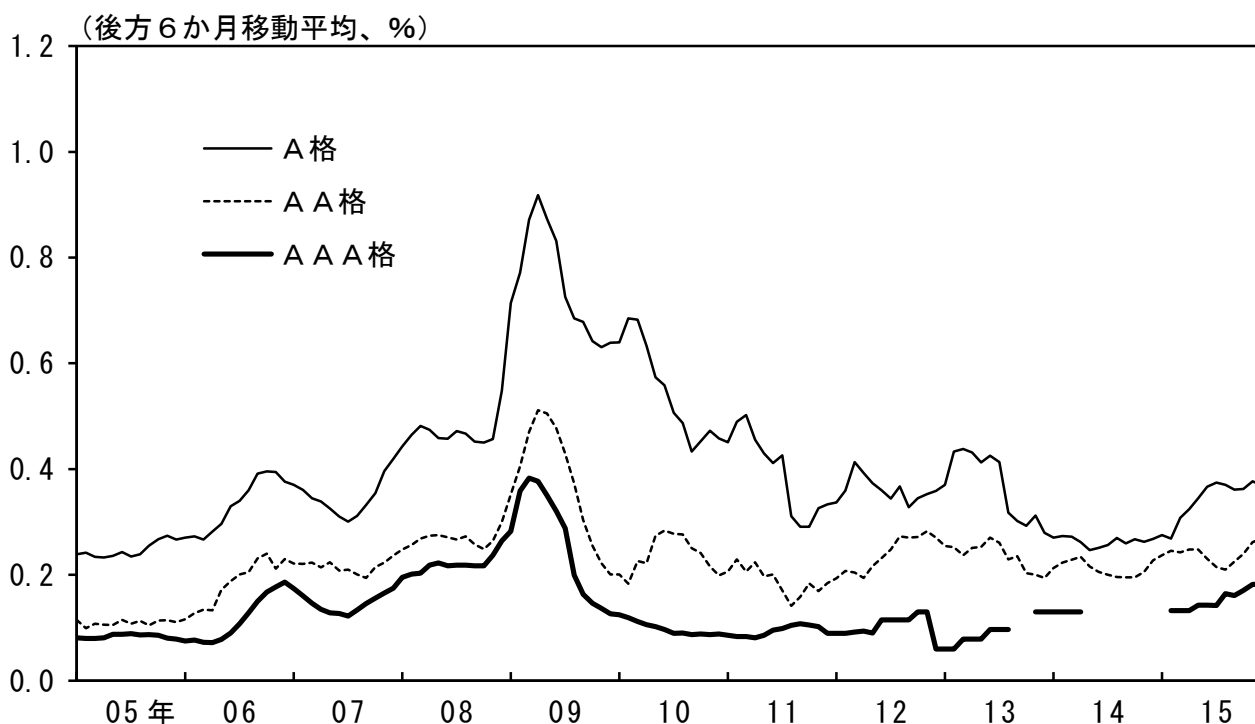
CP・社債スプレッド

(1) CPの発行スプレッド



(注) CPの発行スプレッド=CP発行レート(3か月物)−国庫短期証券流通利回り(3か月物)
CP発行レートは、2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

(2) 社債の発行スプレッド

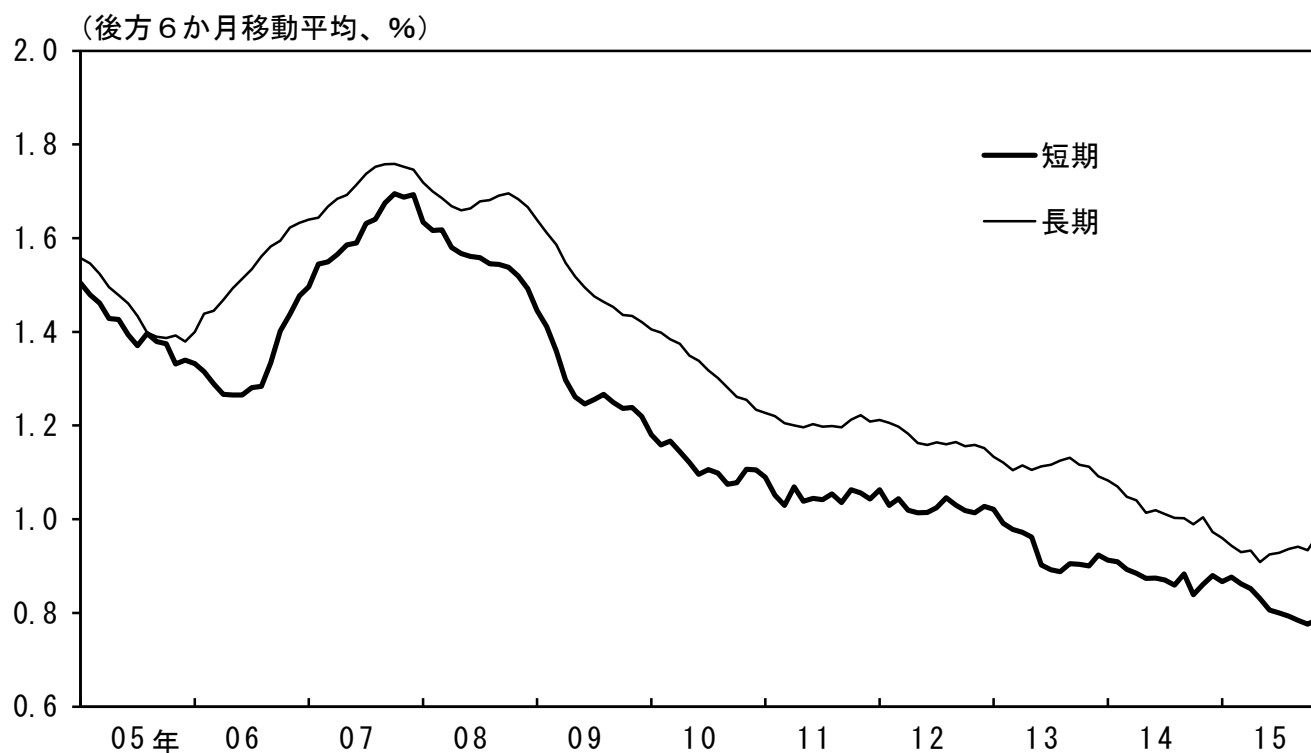


(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利−同年限の国債流通利回り
単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
3. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

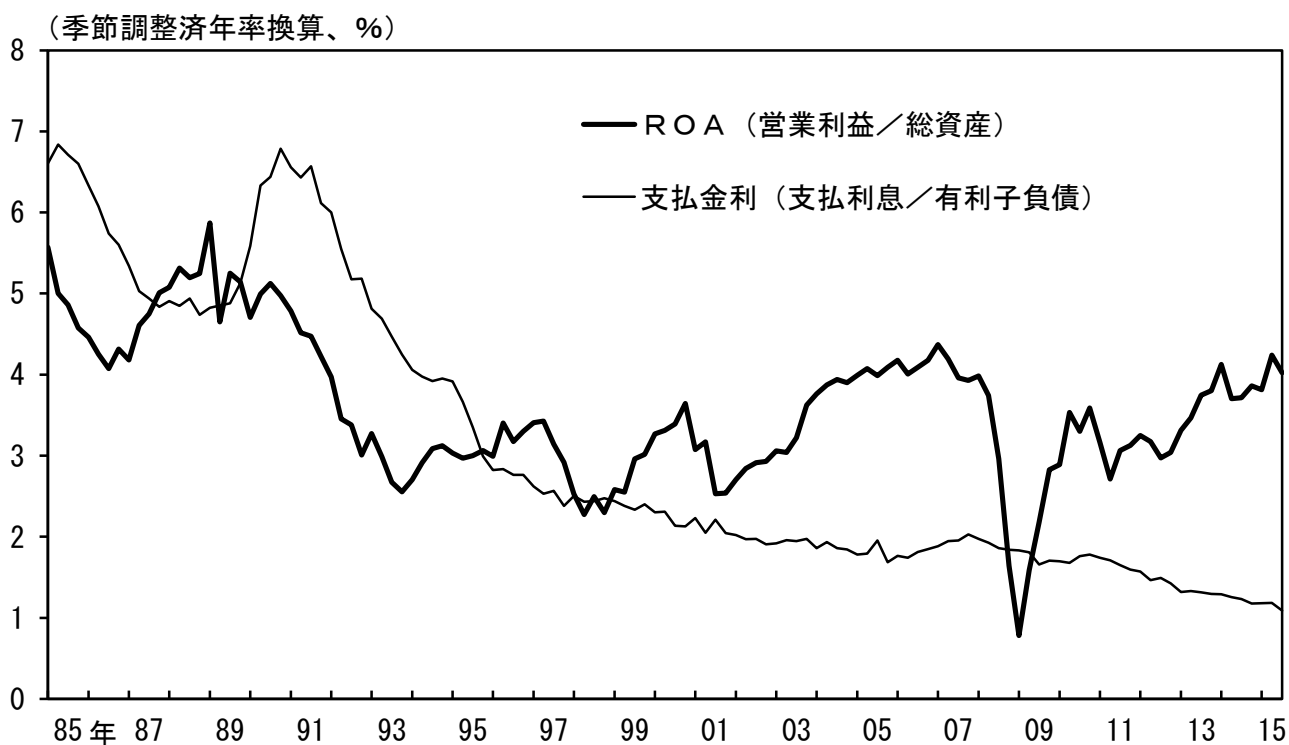
(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



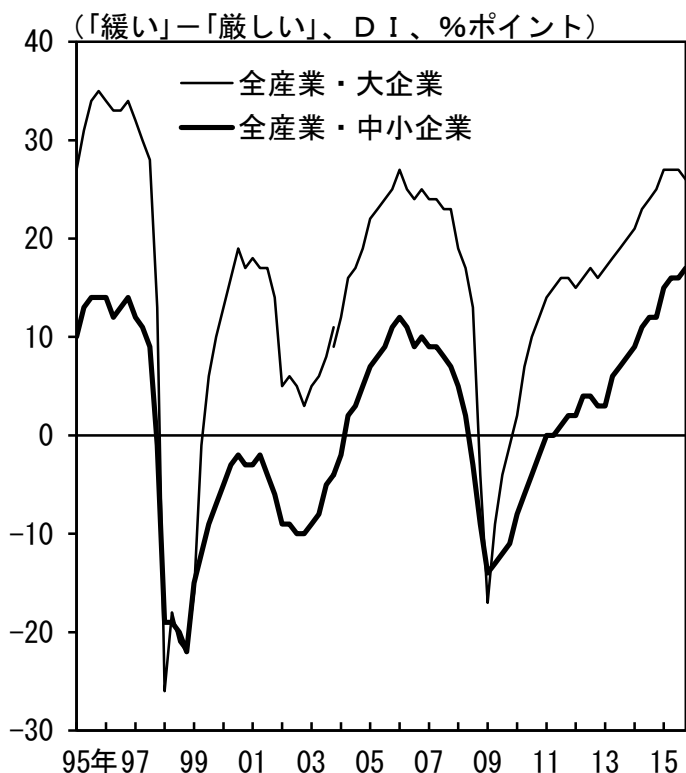
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(出所) 日本銀行、財務省

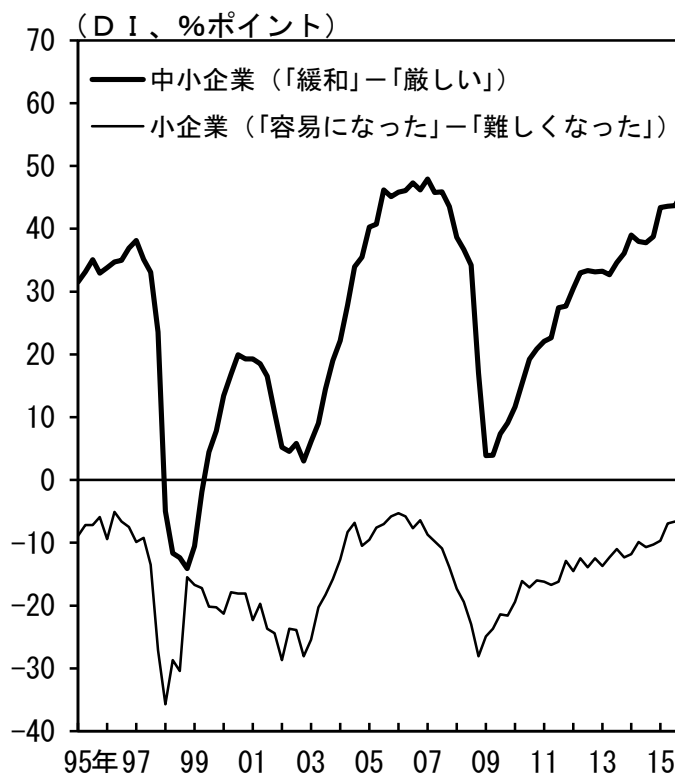
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

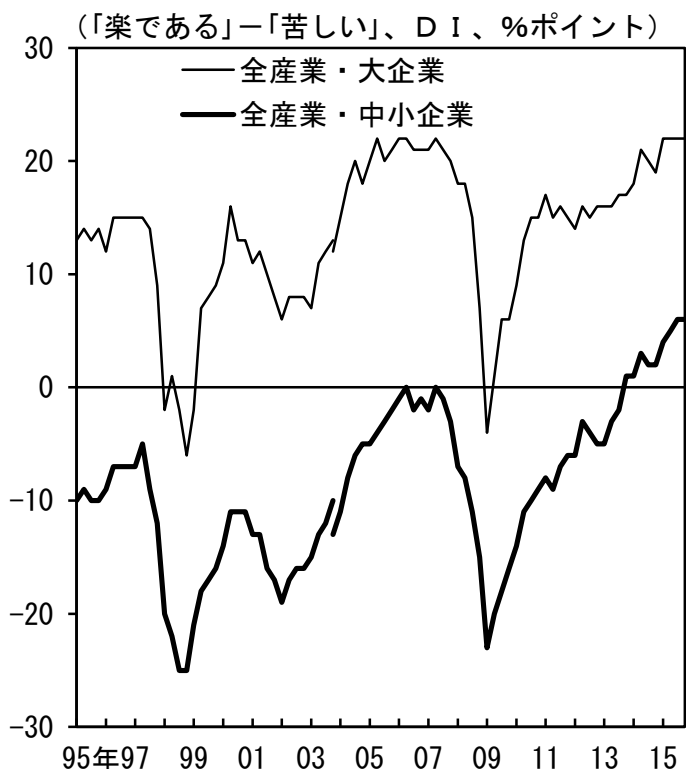


<日本公庫>

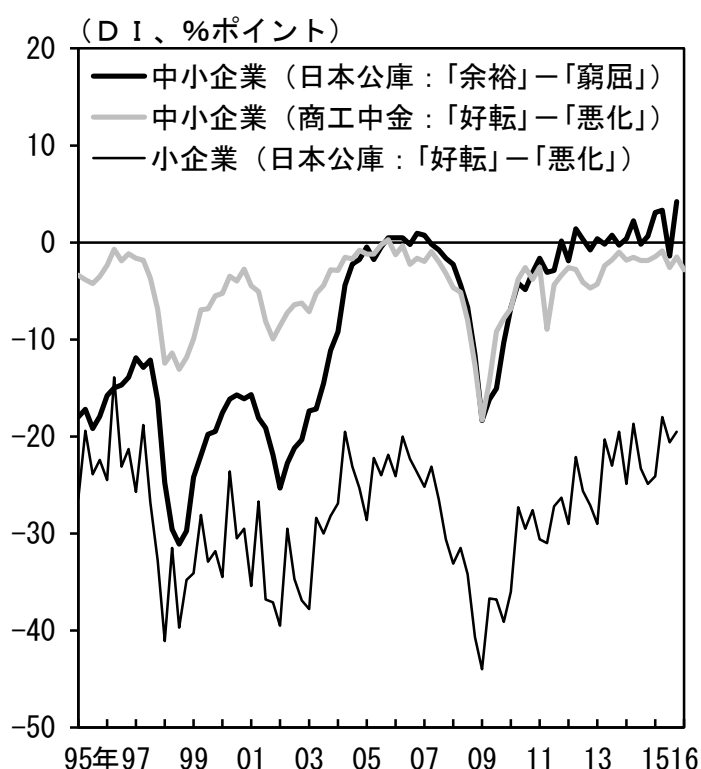


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

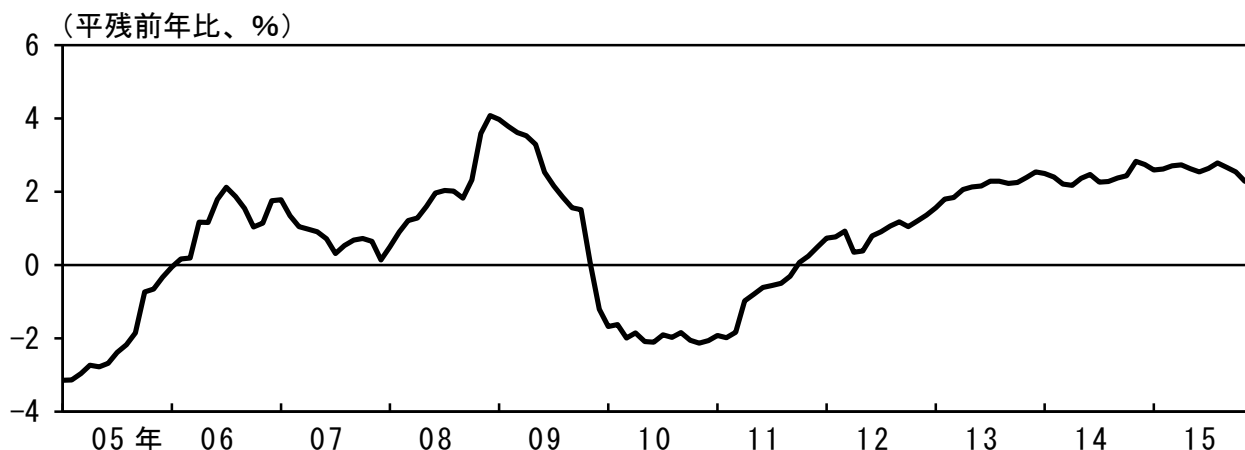


(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 2016/1Qは、1月の値。

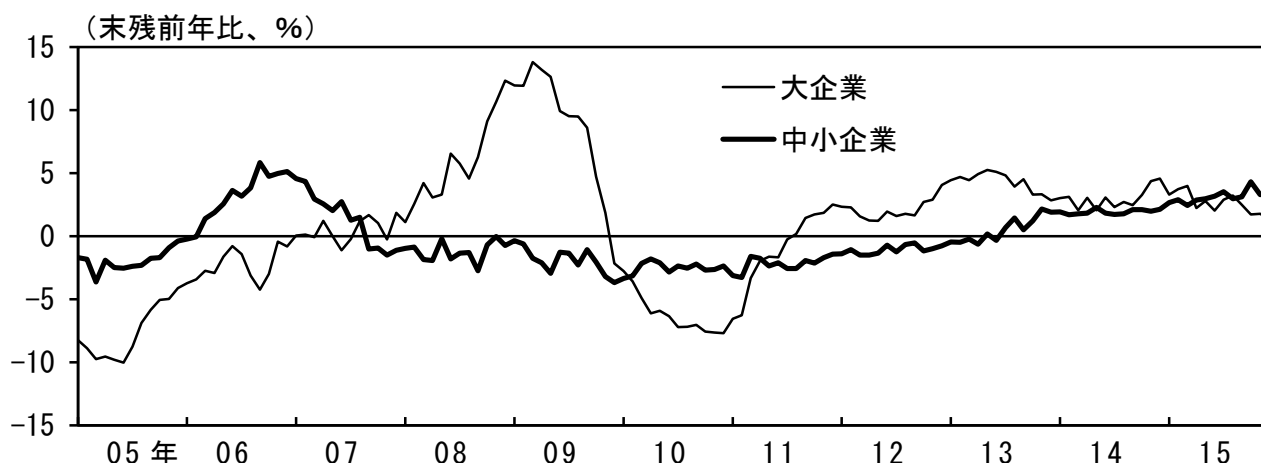
(出所) 日本銀行、商工中金、日本政策金融公庫

貸出残高と CP・社債発行残高

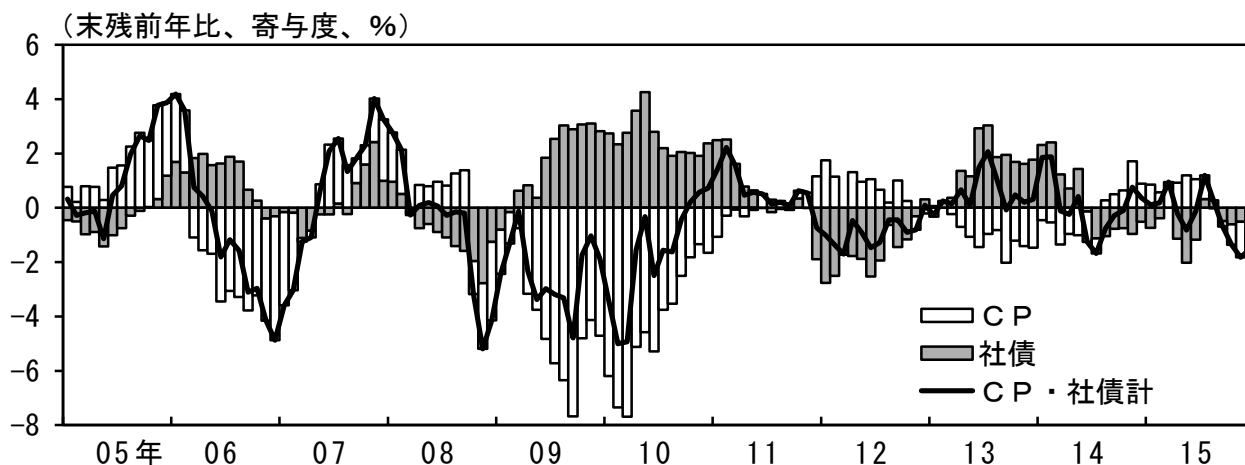
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) 企業規模別の銀行貸出残高 (国内銀行)



(3) CP・社債発行残高



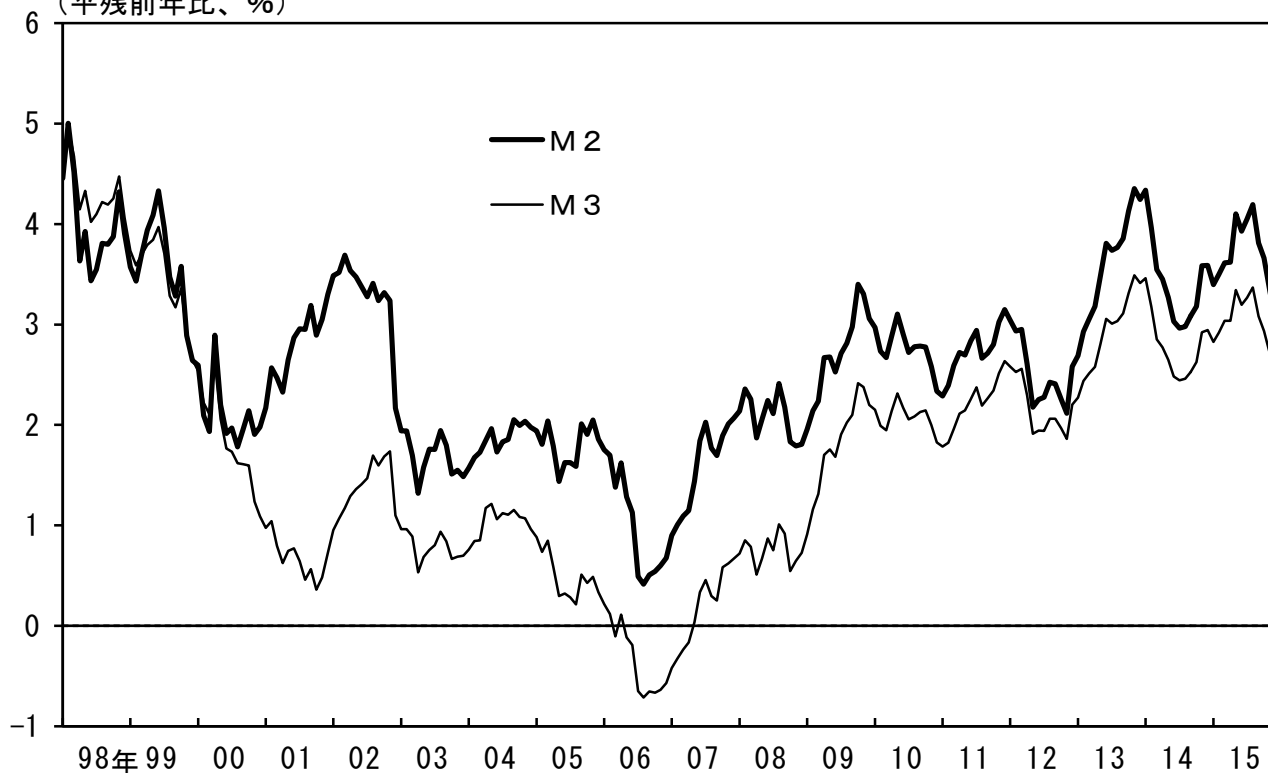
- (注) 1. CPは、短期社債 (電子CP) の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行、保険会社による発行分を含まない。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

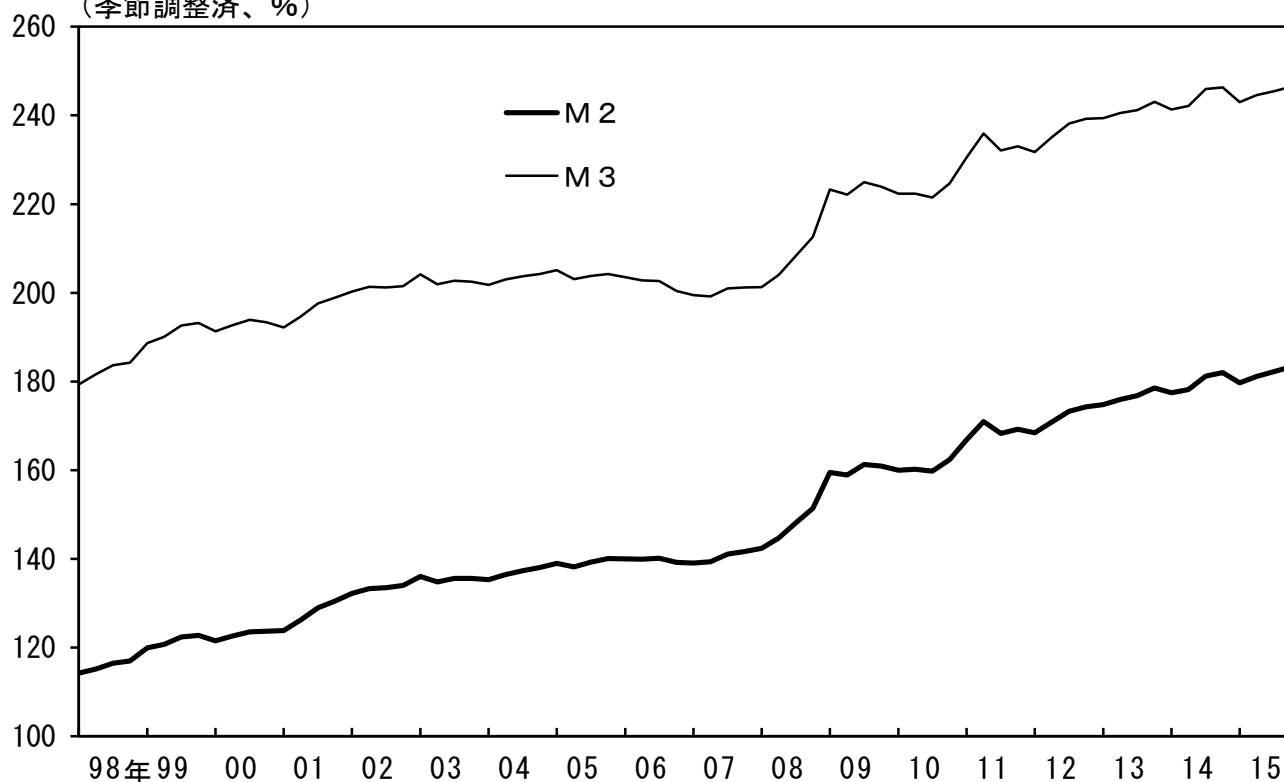
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目GDP比率

(季節調整済、%)

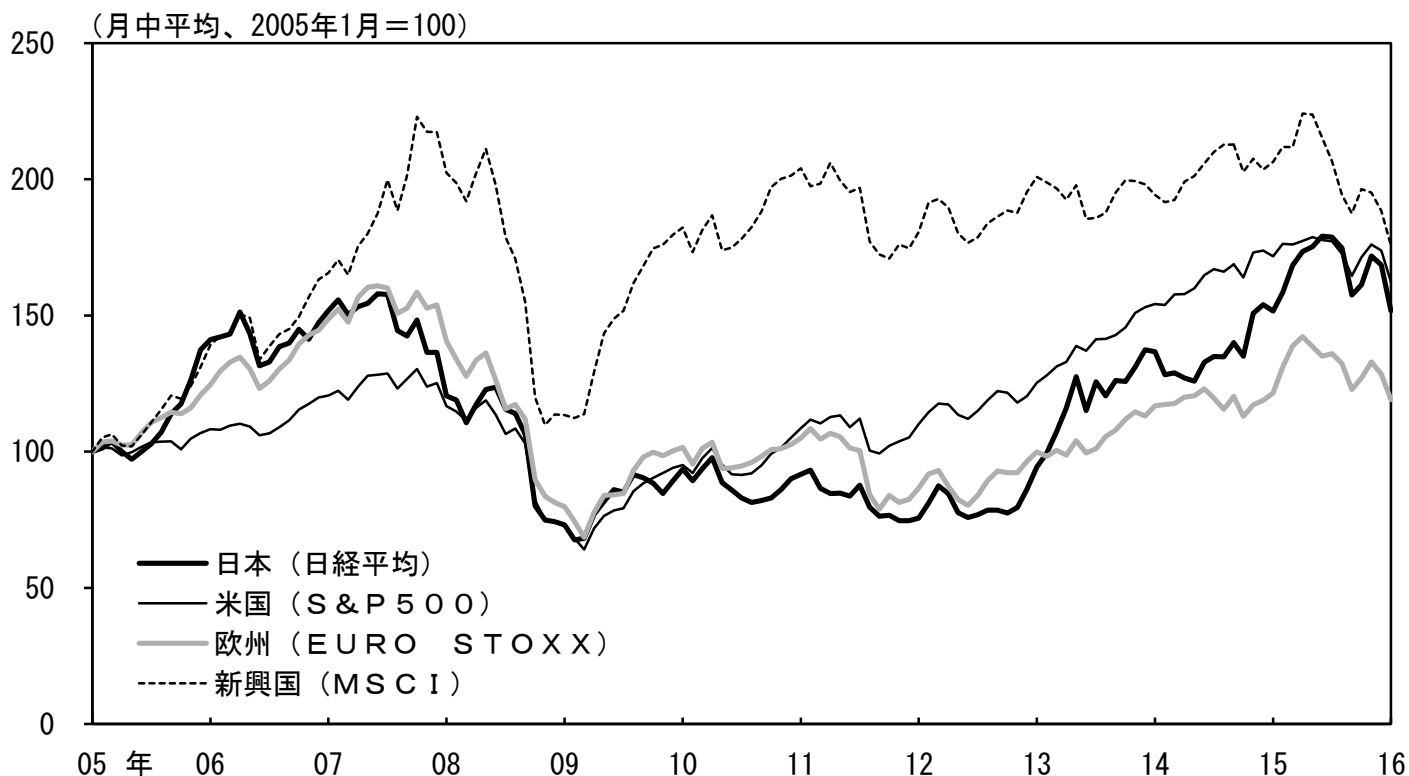


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2015/4Qの名目GDPは、2015/3Qの値。

(出所) 日本銀行、内閣府

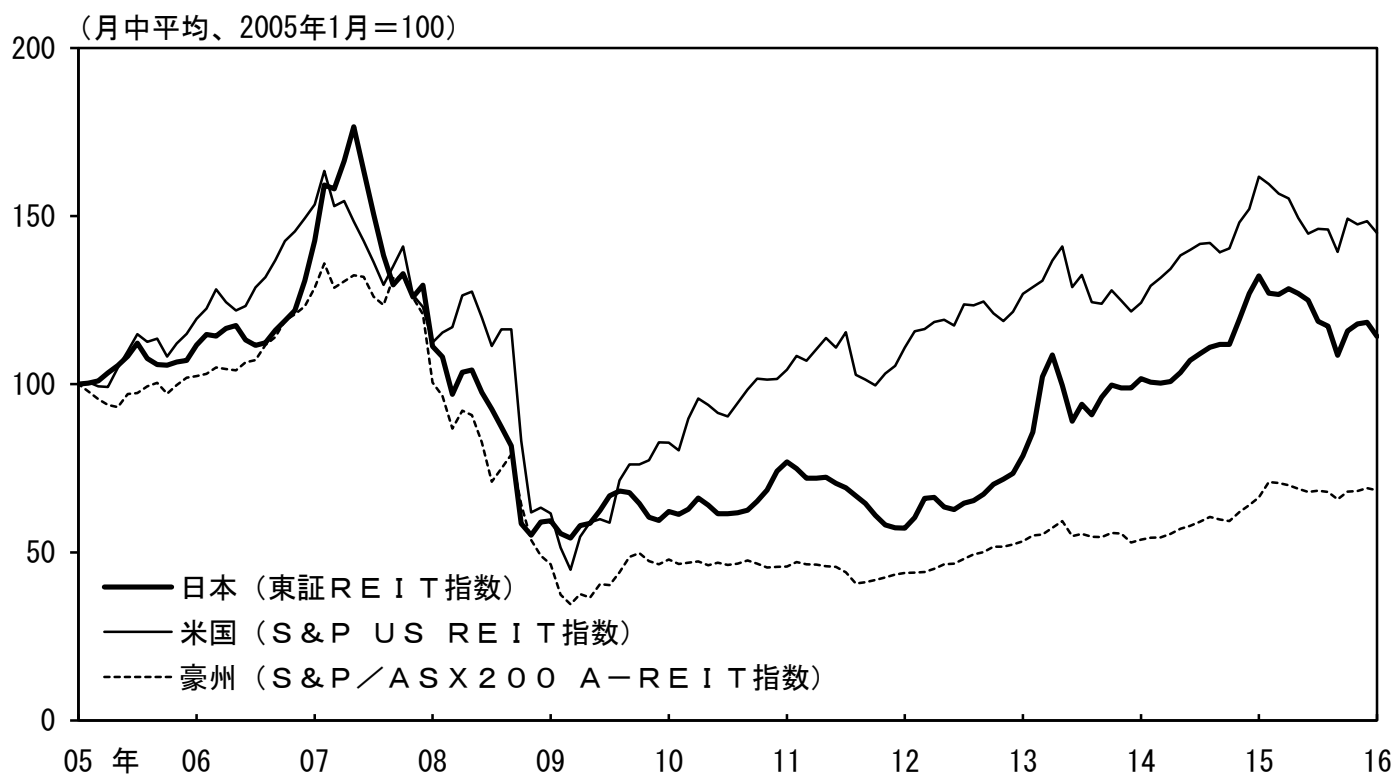
株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



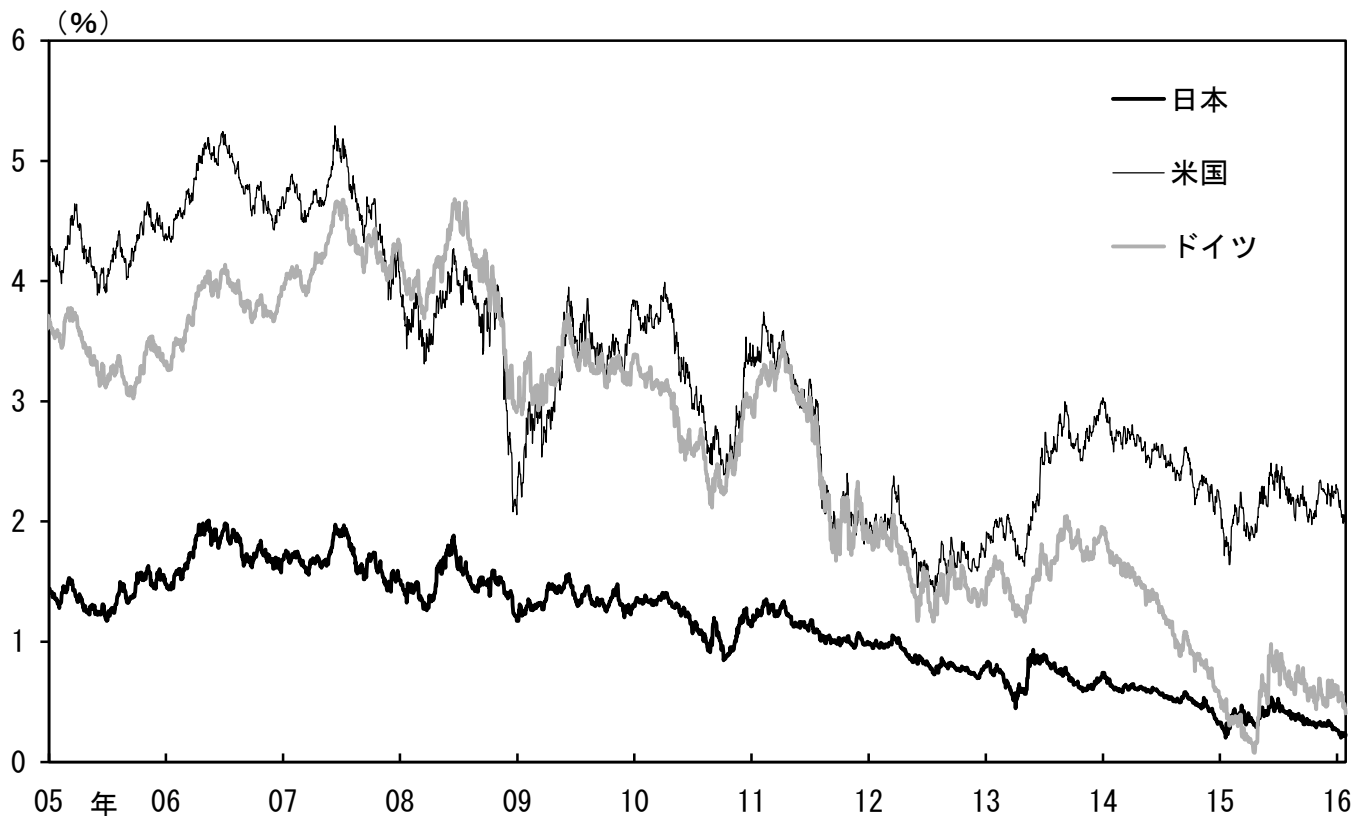
(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 主要REIT指数

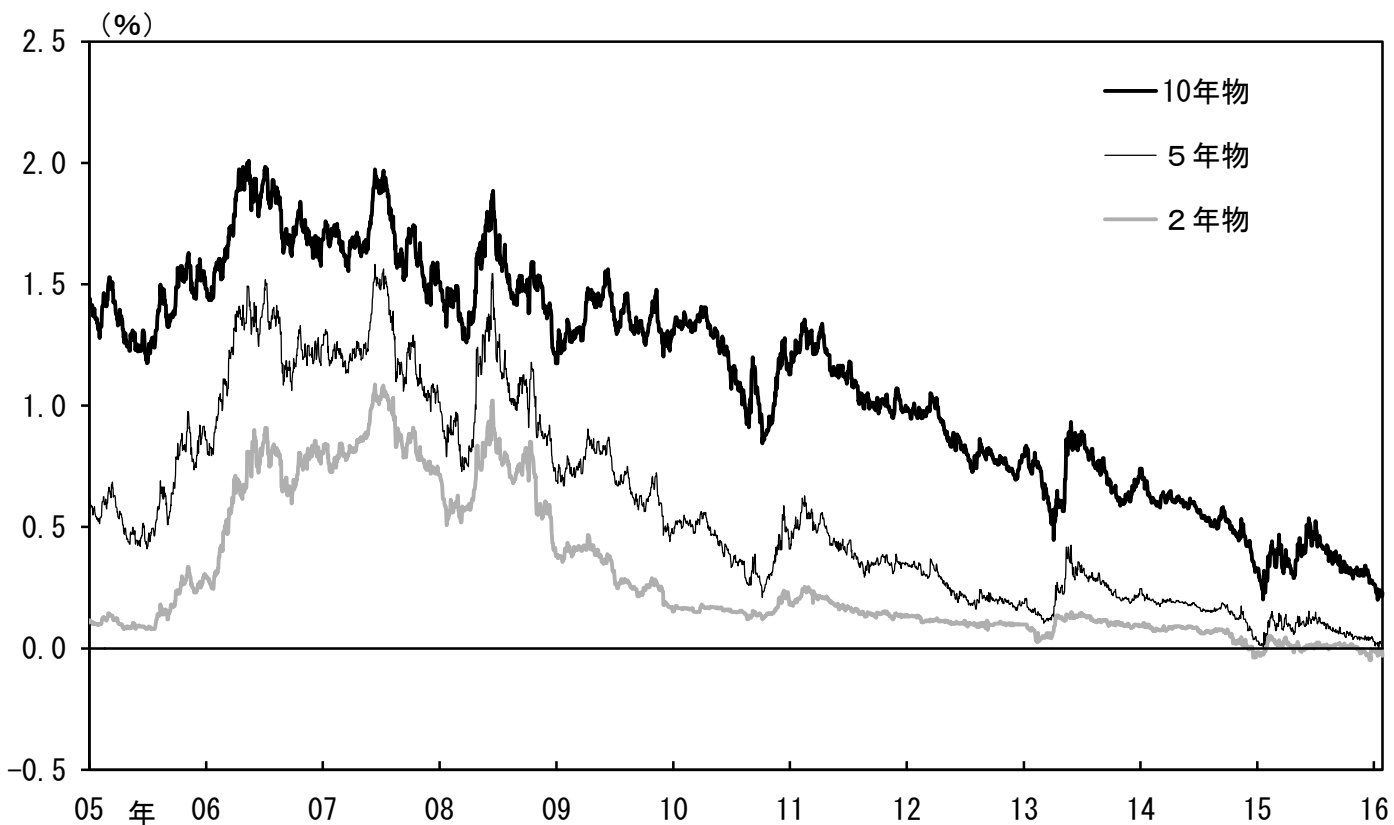


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

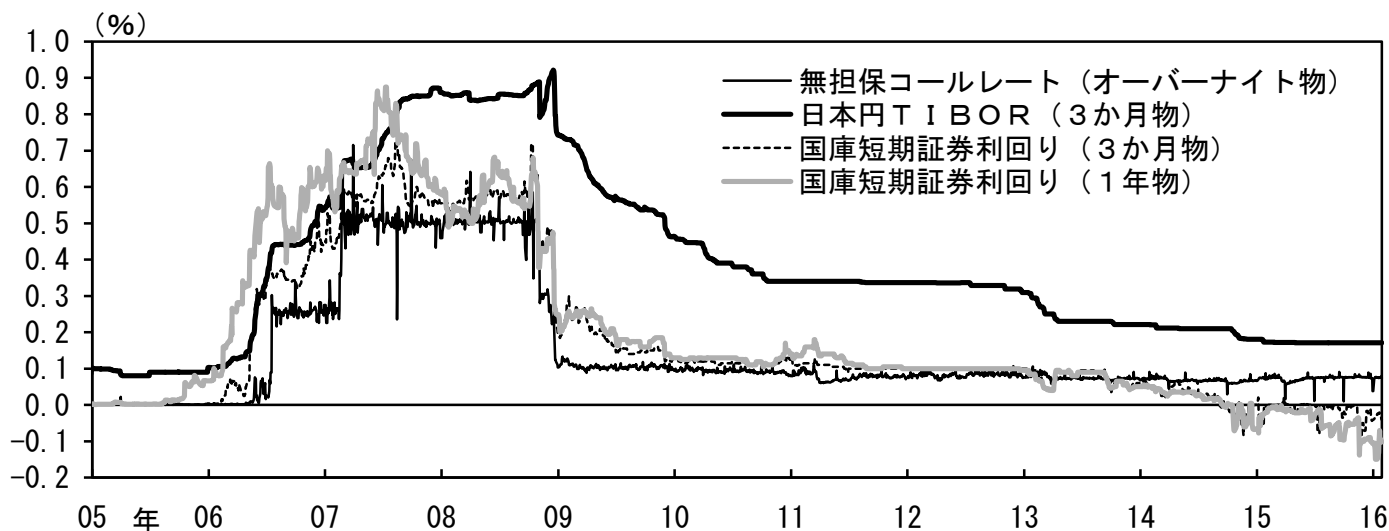


(2) 日本の国債利回り

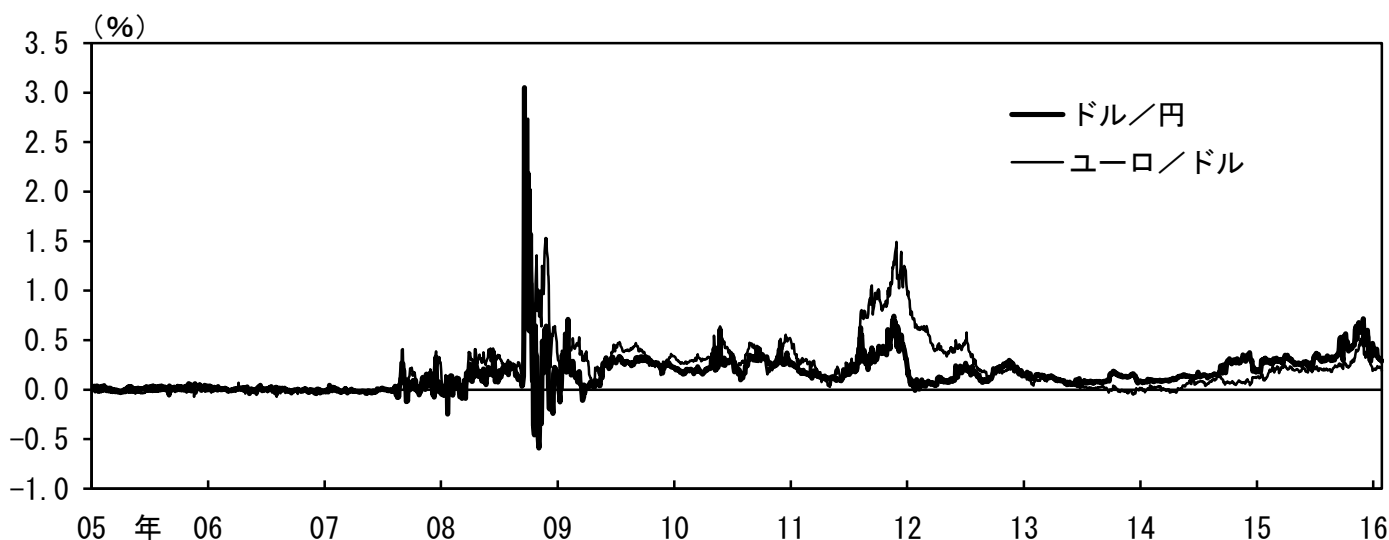


短期金利

(1) 短期金利

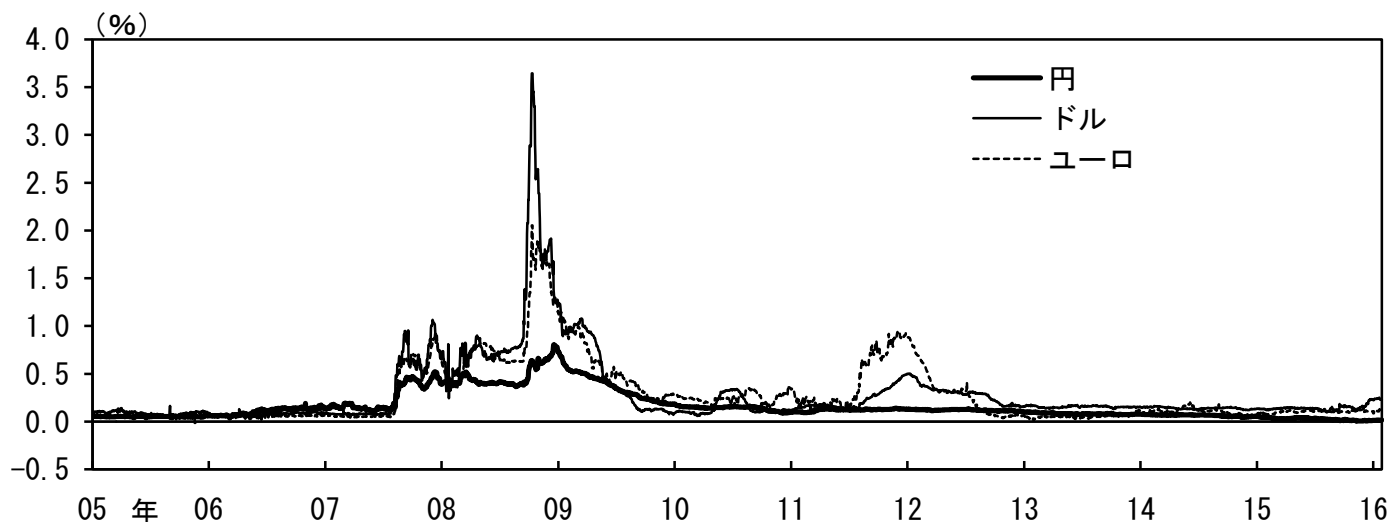


(2) ドル資金調達プレミアム



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

(3) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド

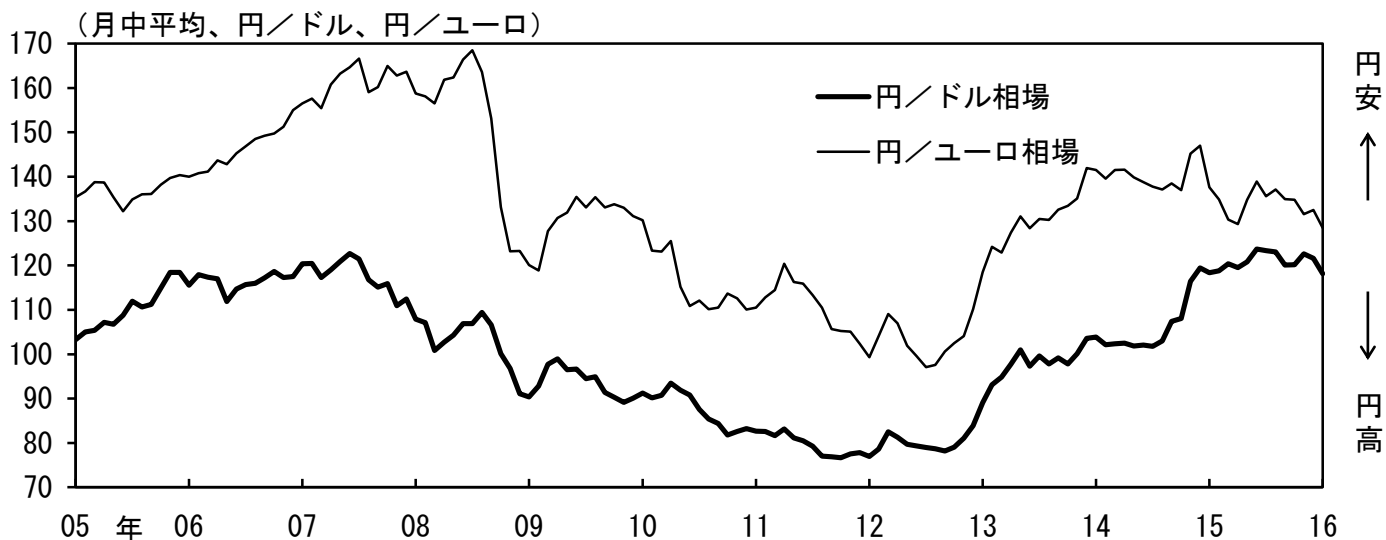


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

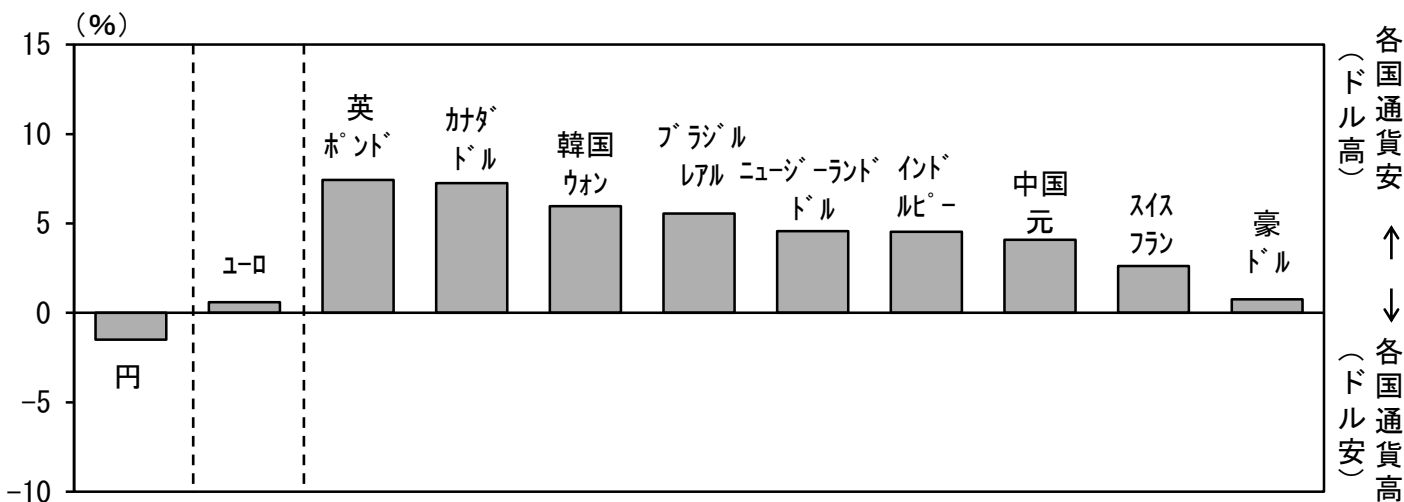
(出所) 日本銀行、Bloomberg

為替相場

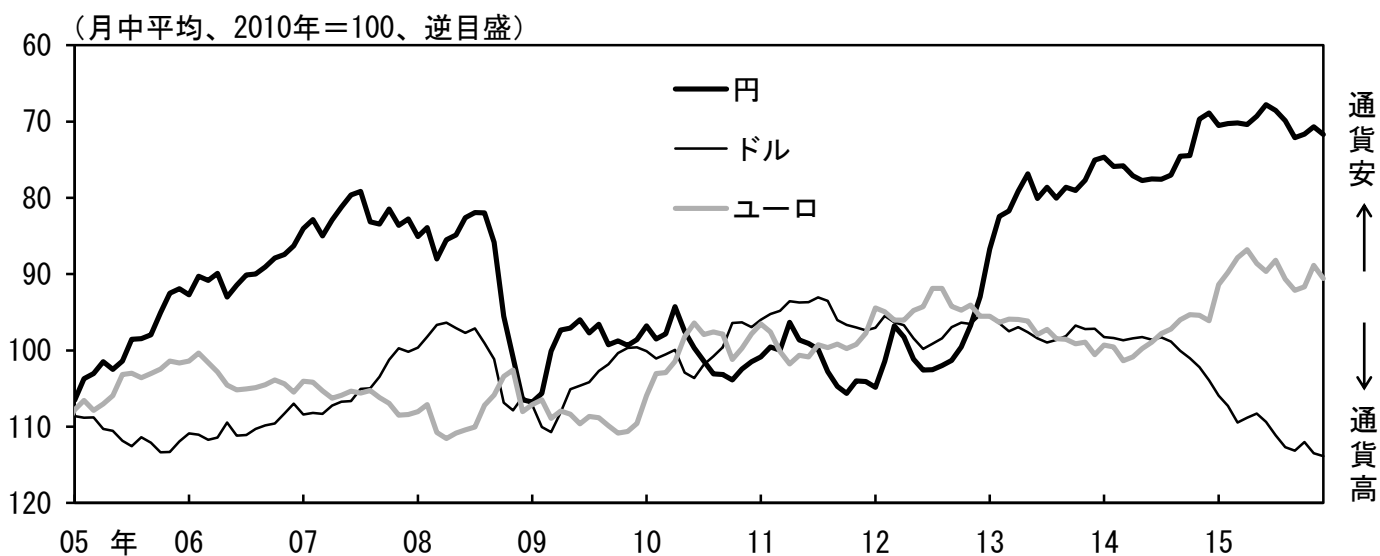
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2015年10月末対比)



(3) 実質実効為替レート



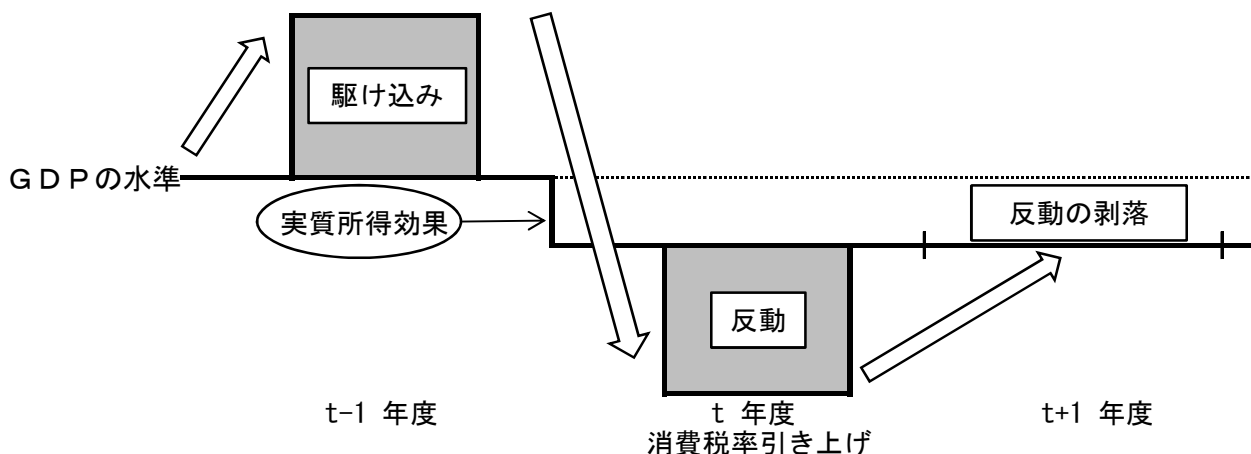
(注) 実質実効為替レートは、B I Sのブロードベース。

(出所) B I S、Bloomberg

消費税率引き上げと軽減税率の導入の影響

(1) 実質GDPへの影響

①概念図(実質GDPの水準への影響、矢印は成長率のイメージ)



②年度別にみた影響度の試算

(実質GDP成長率への寄与度、%ポイント)

軽減税率の有無	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
無	0.5	-1.2	0.3	0.3	-0.8
有				0.3	-0.7

(2) 物価への影響

①CPI(全国)における適用税率別ウエイトと押し上げ幅

軽減税率の有無	適用税率別ウエイト(%)			増税(8%→10%)による押し上げ幅(前年比、%ポイント)			
	10%	8%	非課税	総合	除く生鮮食品	除く生鮮食品・エネルギー	除く食料・エネルギー
無	72	—	28	1.3	1.3	1.3	1.1
有	52	20	28	1.0	1.0	0.9	1.1

②10%課税とならない分類・品目

軽減税率(8%)を適用	非課税
穀類、魚介類、肉類、乳卵類、野菜・海藻、果物、油脂・調味料、菓子類、調理食品、飲料(酒類を含まない)、新聞代	家賃、診療代、出産入院料、介護料、授業料等(国公立私立授業料、保育料、PTA会費等)、教科書、外国パック旅行、各種保険料、各種取得・手数料(印鑑証明、戸籍抄本、パスポート、自動車免許)

- (注) 1. (2)①は、増税分がフル転嫁されると仮定して試算したもの(2010年基準CPI)。
 2. (2)②で非課税とした分類・品目には、消費税法で定められた非課税取引に該当するものに加え、外国パック旅行(価格の対象となる役務の大部分が国内取引ではない)、PTA会費(対価性がないと考えた)を含めている。

設備投資の受注と出荷のラグ

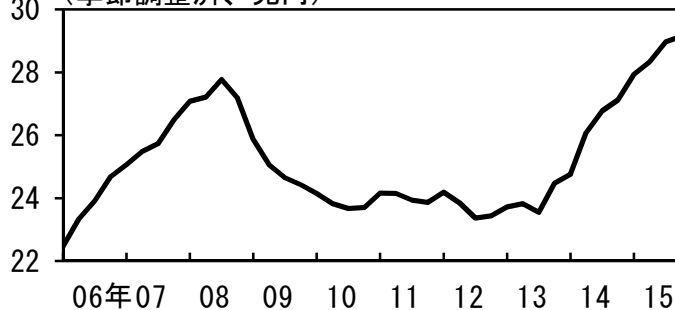
(1) 機械受注・機種別の出荷ラグ

分類	ラグ	機械受注の 主な機種	直近 ウエイト (2014年)
長期ラグ 機種	6か月以上	原動機、発電機、 航空機、船舶、 鉄道車両	46.9%
中期ラグ 機種	2～4か月	建設機械、工作機 械、内燃機関、半 導体製造装置	38.4%
短期ラグ 機種	0～1か月	電子応用装置、風 水力機械、道路車 両	14.8%

(2) 機械受注・総受注残

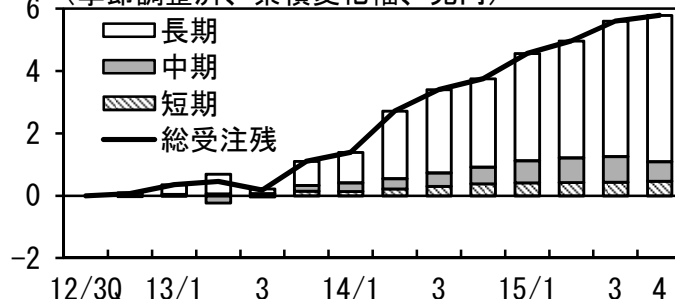
①水準

(季節調整済、兆円)



②直近ボトム(2012/3Q)からの累積変化

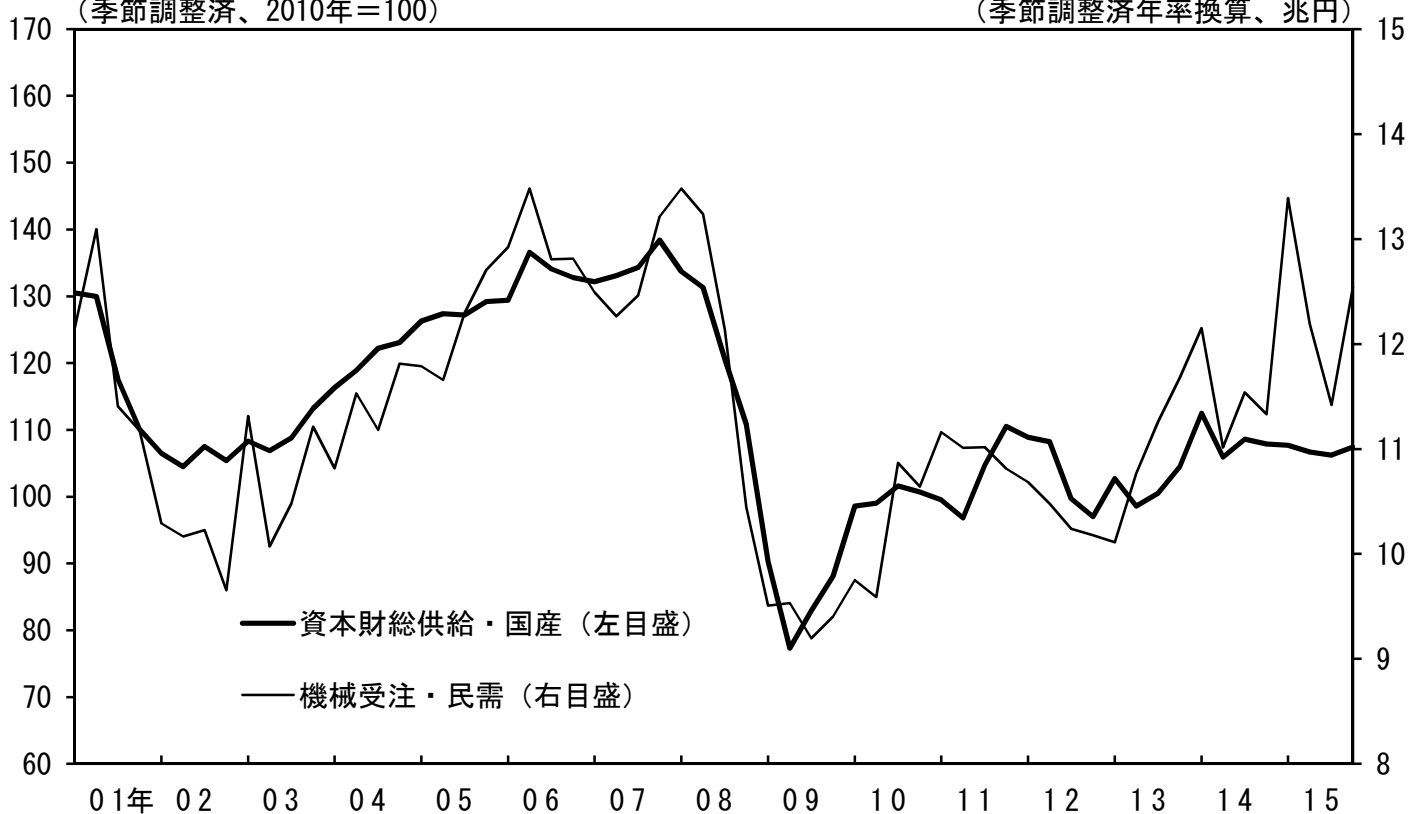
(季節調整済、累積変化幅、兆円)



(3) 機械受注(民需)と資本財総供給(国産)

(季節調整済、2010年=100)

(季節調整済年率換算、兆円)



(注) 1. (1)のラグの分類は、堀ほか(2014)「先行指標から見た設備投資」に基づく。

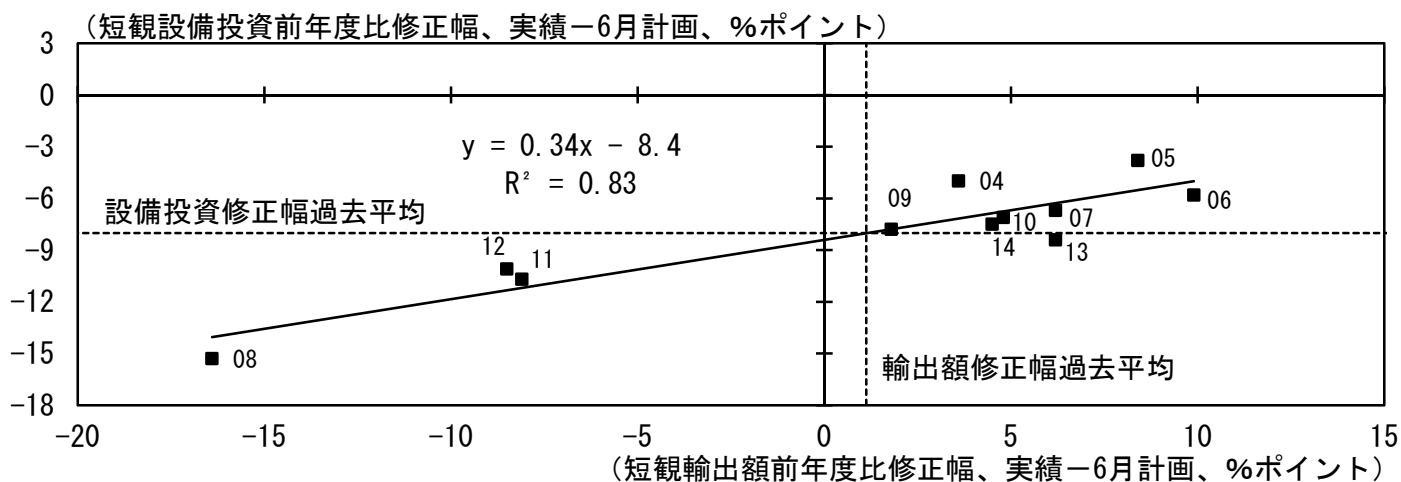
直近ウエイトは、2014年の総受注額に占める割合。

2. 2015/4Qは、10～11月の値。

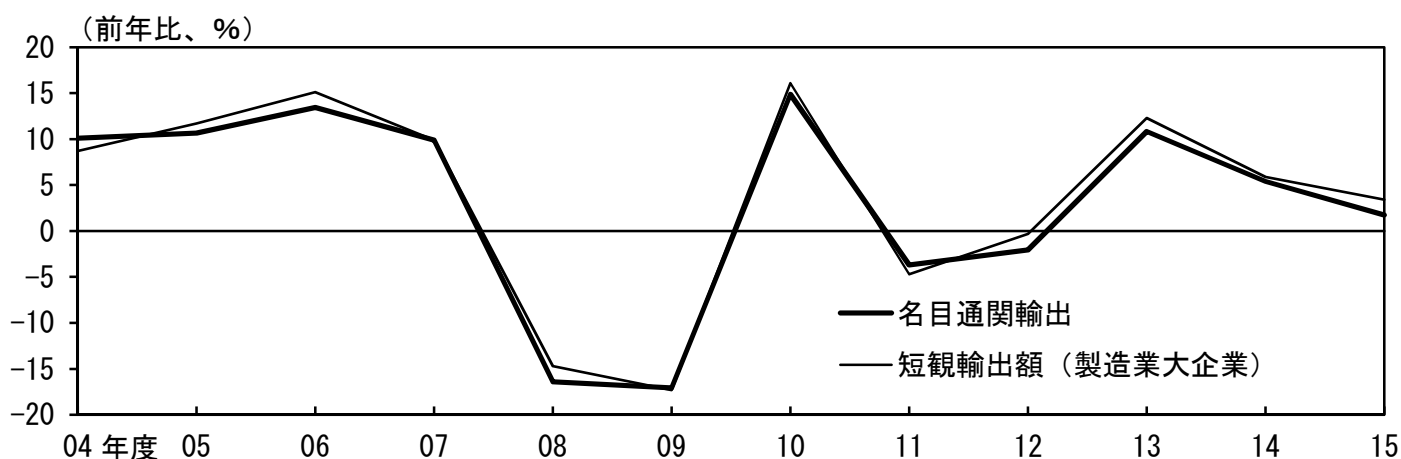
(出所) 内閣府、経済産業省、堀ほか(2014)「先行指標から見た設備投資」

輸出・設備投資計画の修正パターン（製造業大企業）

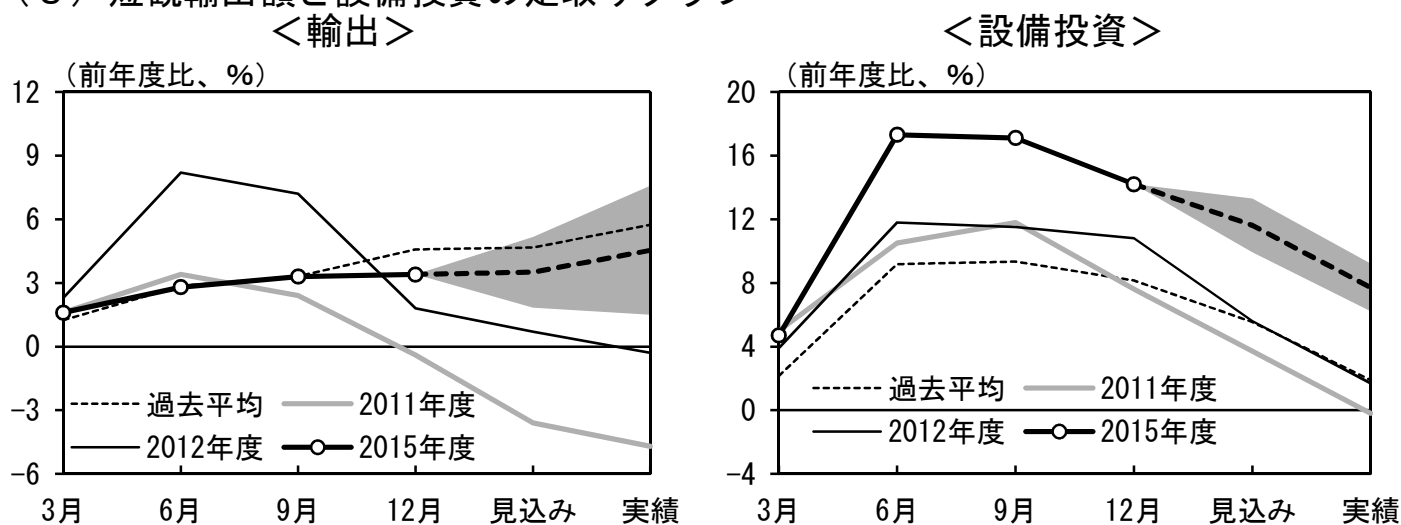
(1) 短観における輸出額と設備投資の修正パターン（2004～2014年度）



(2) 短観輸出額と名目通関輸出



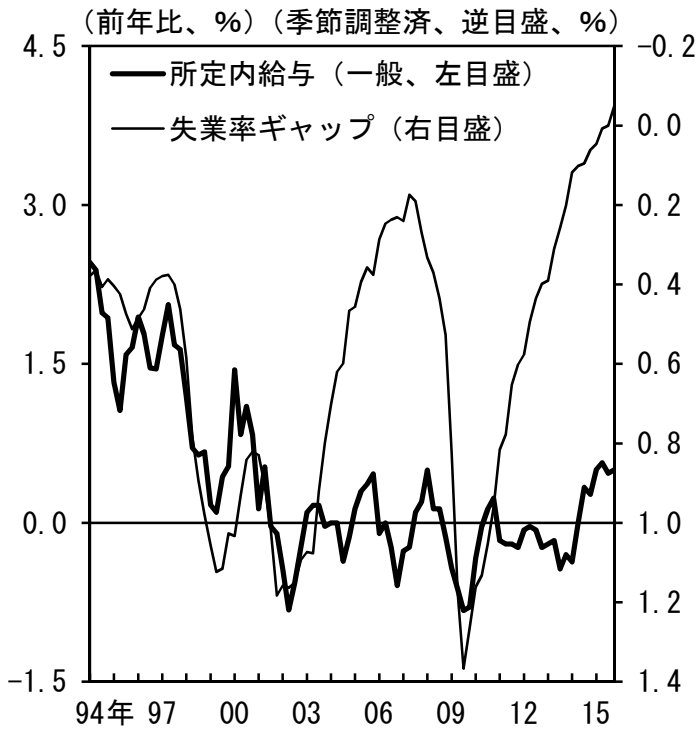
(3) 短観輸出額と設備投資の足取りグラフ



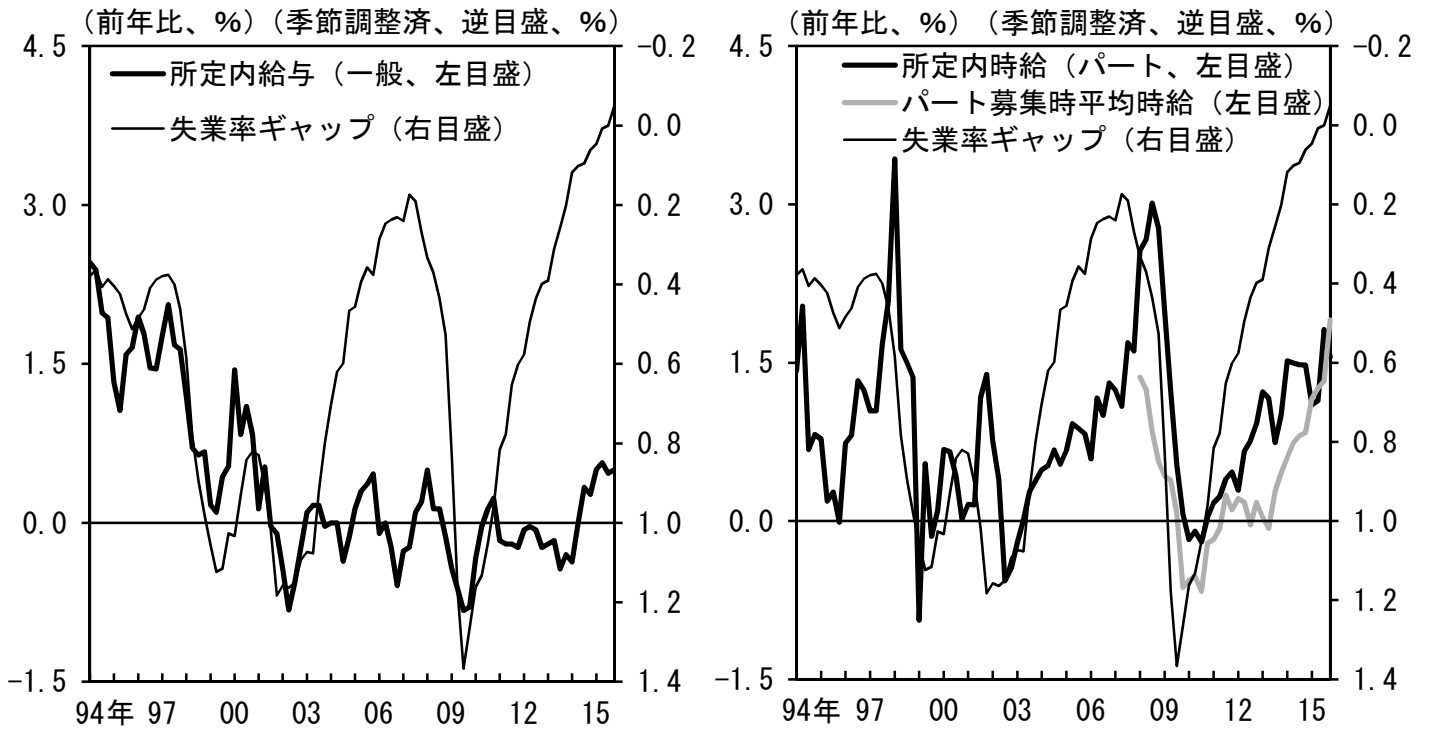
- (注) 1. 設備投資は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。
2. (2) の名目通関輸出の2015年度は、4～12月の値、短観輸出額は、12月短観計画値。
3. (3) の2015年度の見込み値および実績値は、被説明変数を見込み値（翌年3月短観）および実績値（翌年6月短観）、説明変数を12月短観の計画値とした回帰式の推計結果をもとに外挿。推計期間は2004～2014年度（2008年度は異常値として除去）。過去平均は推計期間の平均値。シャドーは、±1標準誤差範囲を表す。

労働需給と賃金

(1) 労働需給と一般・所定内給与

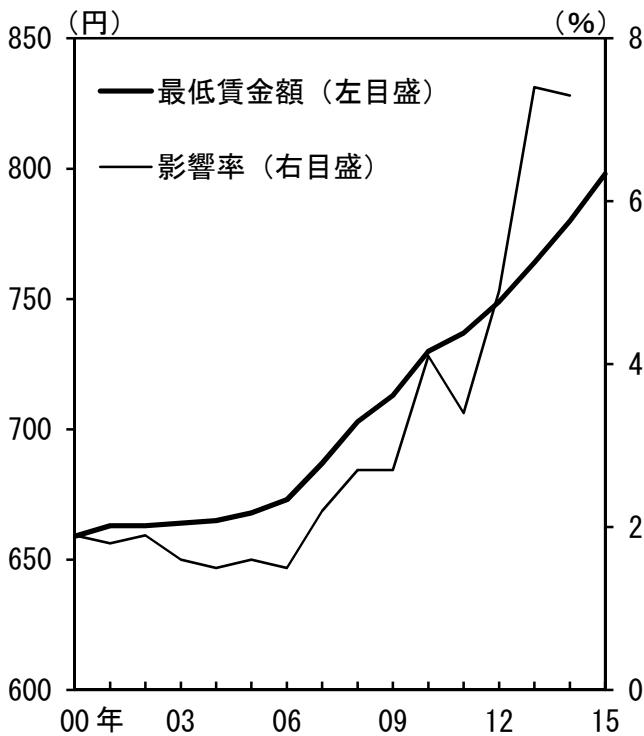


(2) 労働需給とパート・所定内時給



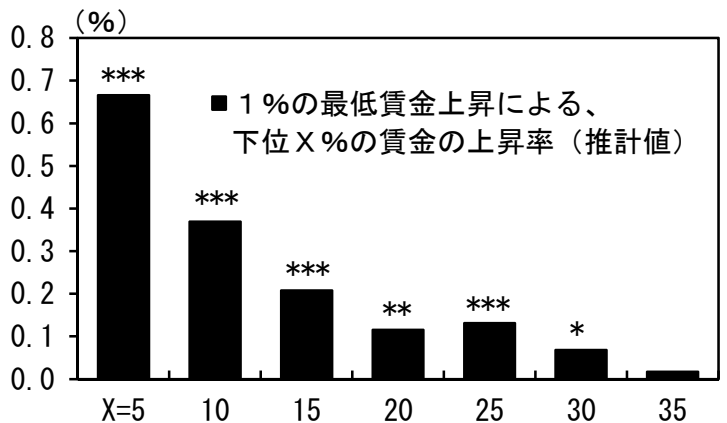
- (注) 1. 毎月勤労統計の2015/4Qは、10~11月の値。
 2. 失業率ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
 3. (2) のパート募集時平均時給は、リクルートジョブズ社による調査 (三大都市圏)。

(3) 最低賃金額と影響率



(4) 最低賃金の影響の試算

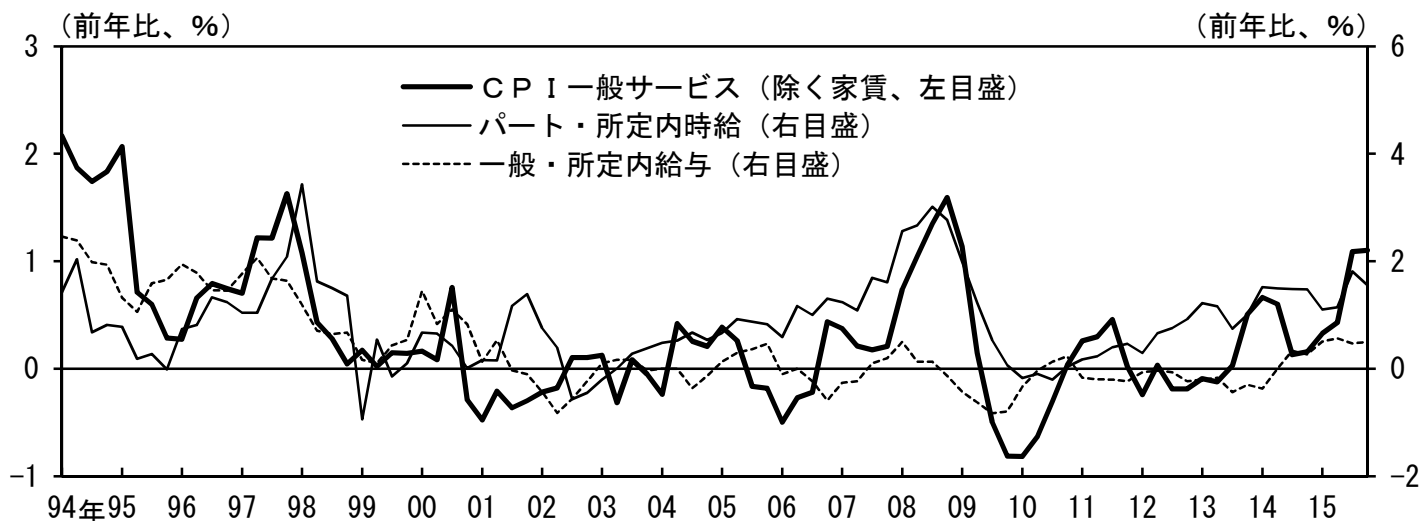
2014年の都道府県別パート時給の分布データを用いて、最低賃金が賃金分布に与える影響を推計。

$$\log\left(\frac{\text{下位}X\% \text{の賃金}}{\text{中央値}}\right) = \text{定数項} + \alpha \log\left(\frac{\text{最低賃金}}{\text{中央値}}\right)$$


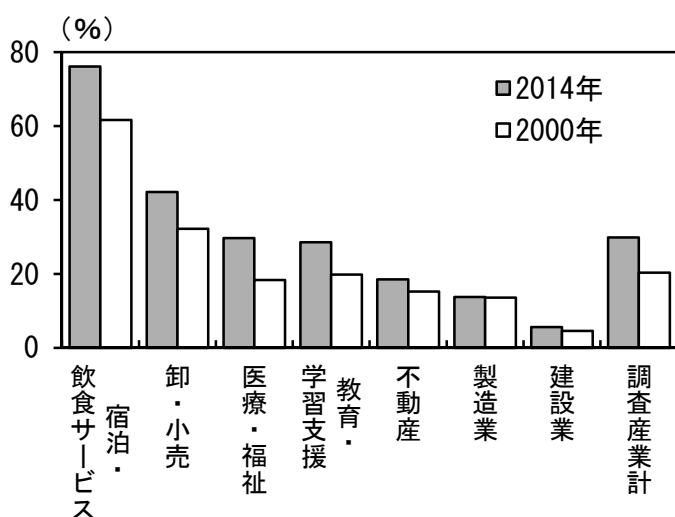
- (注) 1. (3) の影響率とは、各年における改正後の最低賃金額を下回ることとなる労働者の割合。事業所規模30人未満 (製造業等は100人未満)。
 2. (4) の図中の***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。
 (出所) 厚生労働省、総務省、リクルートジョブズ「アルバイト・パート募集時平均時給調査」

パート賃金とサービス価格

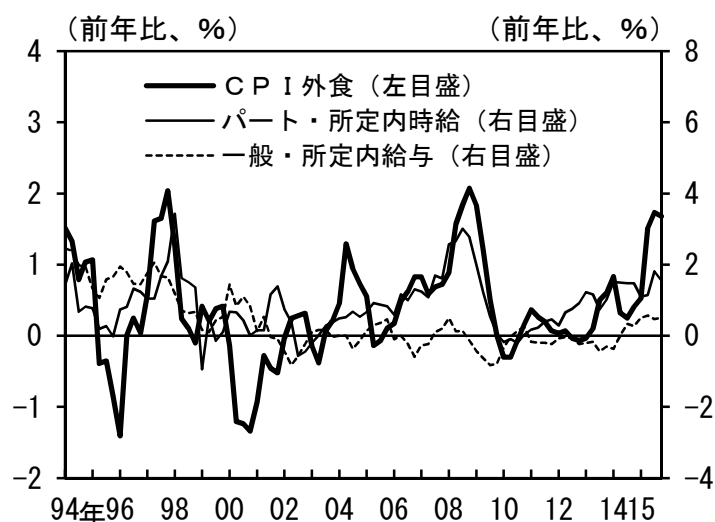
(1) 賃金とCPI一般サービス



(2) 業種別パート比率



(3) 賃金とCPI外食



(4) 賃金とCPI一般サービスの相関

CPI一般サービス 分類	ウェイト (万分比)	相関係数 (1994/1Q~2015/3Q)		相関係数 (2004/1Q~2015/3Q)	
		パート (所定内時給)	一般 (所定内給与)	パート (所定内時給)	一般 (所定内給与)
被服関連サービス	27	0.71	0.18	0.86	0.11
外食	532	0.59	0.04	0.72	0.05
入場・ゲーム代	138	0.42	0.35	0.41	0.13
工事その他のサービス	185	0.35	0.64	0.62	0.25
宿泊料	107	0.32	0.27	0.27	0.50
月謝類	106	0.25	0.64	0.79	0.08
補習教育	97	0.13	0.56	0.38	0.12
理美容サービス	118	0.12	0.86	0.17	0.16
一般サービス (除く家賃)	2,043	0.53	0.63	0.78	0.24

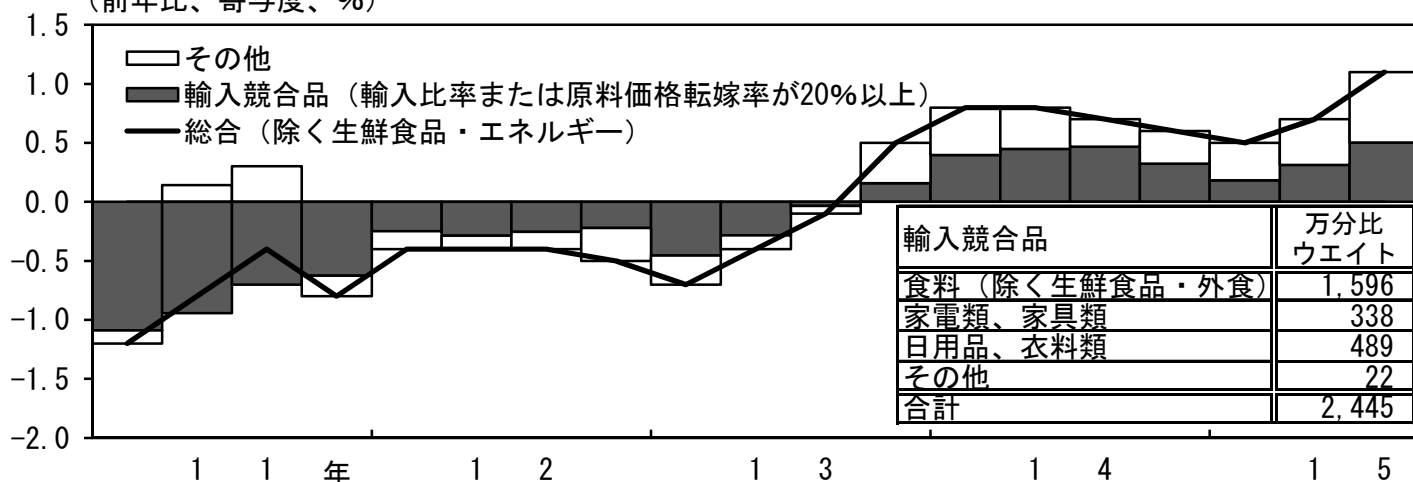
- (注) 1. (4) の相関係数は、CPI一般サービスの各分類と、パート・一般別の所定内給与 (調査産業計、パートのみ時間あたりに換算) の四半期の前年比を用いて算出。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。
3. 2015/4Qは、10~11月の値。

(出所) 総務省、厚生労働省

為替相場が消費者物価に与える影響(1)

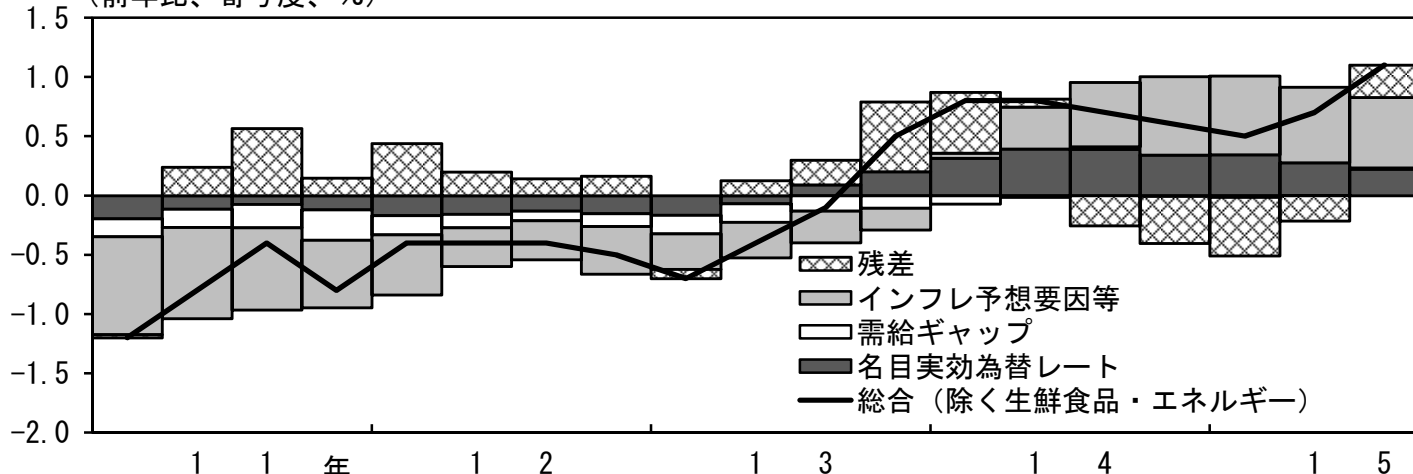
(1) 総合(除く生鮮食品・エネルギー)の寄与度分解

(前年比、寄与度、%)



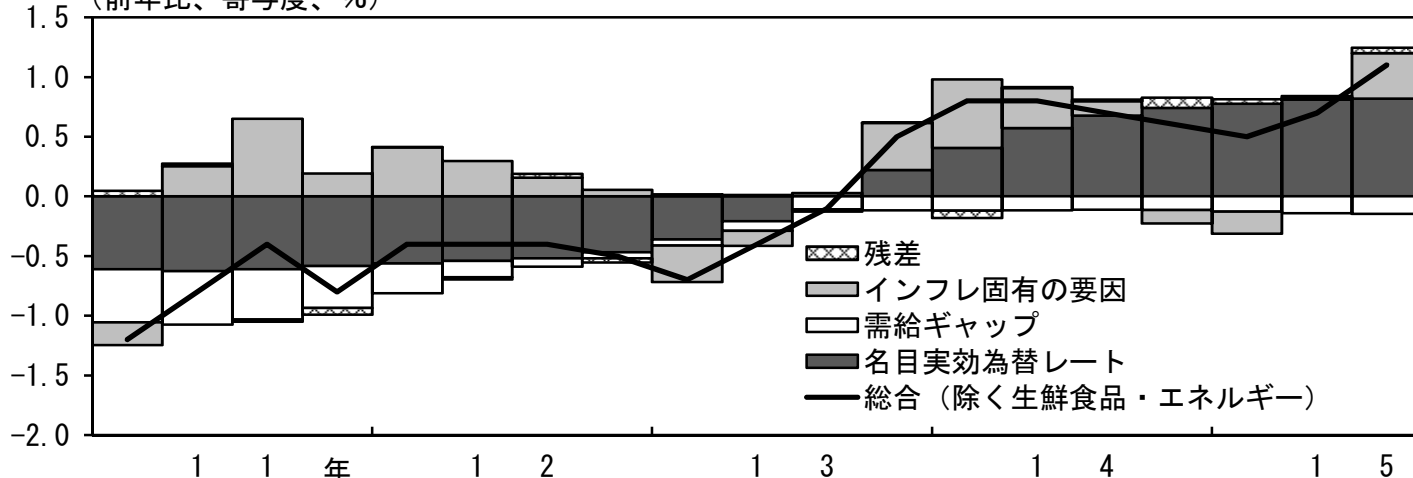
(2) Single Equationアプローチ

(前年比、寄与度、%)



(3) VARアプローチ

(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. (2)は、BOX図表7(1)で推計された式を用いて計算。
 インフレ予想要因等は、インフレ予想要因、インフレ実績要因、定数項の合計値。
 2. (3)は、BOX図表7(2)で推計されたVARを用いて計算。
 3. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。
 4. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(出所) 総務省、内閣府、BIS、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

為替相場が消費者物価に与える影響（2）

（1）Single Equationアプローチ

<推計式>

総合（除く生鮮食品・エネルギー）
（前年比、%）

$$\begin{aligned}
 &= c \text{ (定数項)} \\
 &+ \alpha \times \text{需給ギャップ (2期ラグ、\%)} \\
 &+ \beta \times \text{中長期の予想インフレ率 (6~10年先、\%)} \\
 &+ (1 - \beta) \times \text{過去1年の実績 (前年比、\%)} \\
 &+ \gamma \times (-1) \text{ 名目実効為替レート} \\
 &\quad \text{(前期比、アーモンラグ、\%)}
 \end{aligned}$$

<推計結果>

	総合 (除く生鮮食品・エネルギー)	
c	-0.31 ***	-0.37 ***
α	0.07 ***	0.11 ***
β	0.32 ***	0.37 ***
$1 - \beta$	0.68 ***	0.63 ***
γ	0.10 ***	—
決定係数	0.90	0.87
標準誤差	0.31	0.36

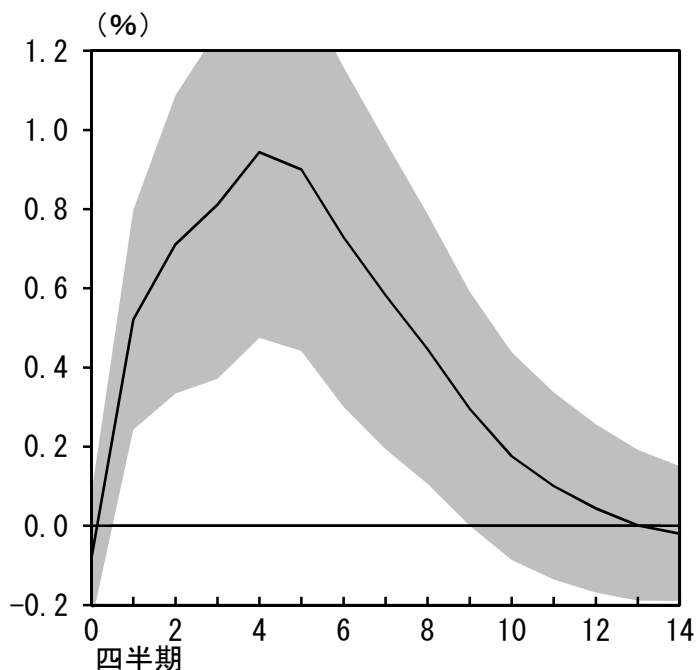
推計期間は、1991/1Q~2015/3Q。
***は、1%有意を表す。

（2）VARアプローチ

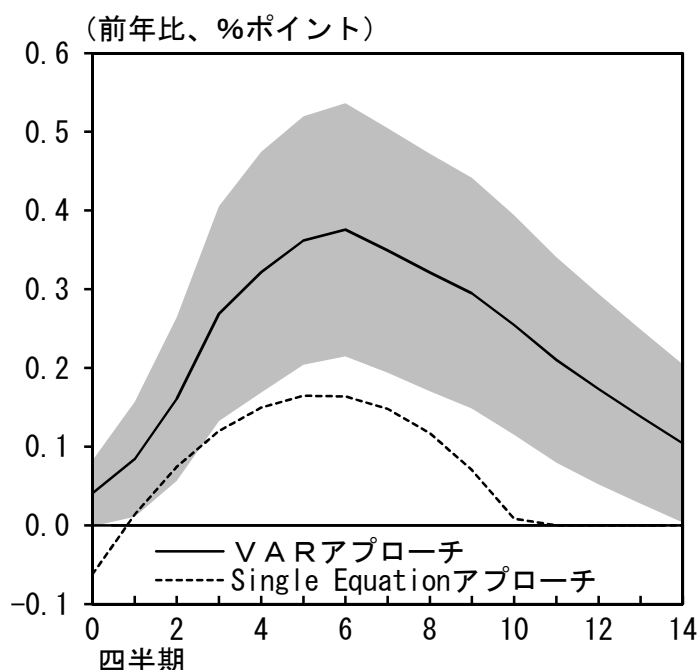
以下の3変数からなるVARを推計。ショックの識別は以下の順のコレスキー分解による。
【名目実効為替レート、需給ギャップ、総合（除く生鮮食品・エネルギー）】
推計期間は、1991/1Q~2015/3Q。

10%円安ショックへの反応

① 需給ギャップ



② 総合（除く生鮮食品・エネルギー）



- (注) 1. (1) の名目実効為替レートのラグは10四半期、 γ は0~10四半期ラグのパラメータの合計値。
決定係数は、自由度修正済み。
2. (2) のVARは、需給ギャップ以外は前期比(%)を用いて推計。
シャドローは75%タイルバンド。
3. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。
4. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(出所) 総務省、内閣府、B I S、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	2015年10月判断	前回との比較	2016年1月判断
北海道	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
東北	緩やかに回復している	⇒	生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている
北陸	回復を続けている	⇒	回復を続けている
関東甲信越	輸出・生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている
東海	輸出や生産に新興国経済の減速の影響などがみられるものの、設備投資が大幅に増加し、住宅投資・個人消費が持ち直していることから、着実に回復を続けている	⇒	緩やかに拡大している
近畿	輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、回復している	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかに回復している
中国	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
四国	緩やかな回復を続けている	⇒	緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer160118.htm/>を参照。

(出所) 日本銀行