

公表時間
4月29日(金)14時00分

2016年4月29日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望 (2016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。

【基本的見解】¹

＜概要＞

- わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。2018年度までを展望すると、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、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の、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、2017年度の初め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年度中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。
- 2017年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率については、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れている。物価見通しは、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下振れている。
- 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

¹ 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。

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、見通し期間の終盤である2018年度にかけて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、2016年度で-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年央に概ねゼロになると試算される。

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

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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとで、輸出は、足もとでは持ち直しが一服している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。一方、住宅投資はこのところ持ち直しが一服しており、公共投資も高水準ながら緩やかな減少傾向にある。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けているが、足もとでは、地震による影響もみられる。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持しているが、新興国経済の減速の影響などから慎重化している。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

先行きのわが国経済を展望すると、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、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。

見通し期間中の成長率については、2017年4月に予定される消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動による振れはあるとみられるが、基

調として、潜在成長率を上回ると予想される⁵。

見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続するもとの、実質金利は見通し期間を通じてマイナスで推移するなど、金融環境はきわめて緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している⁶。

第2に、海外経済については、幾分減速した状態が当面続くとみられるが、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、緩やかな減少傾向にあるが、先行きは、2016年度予算の早期執行の影響などから徐々に下げ止まり、見通し期間の中盤以降は、オリンピック関連投資の本格化もあって、横ばい圏内の動きになると想定している。

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

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2016年度については、輸出は、当面鈍さが残るとみられるが、その後は、新興国経

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」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。

⁶ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

済が減速した状態から脱していくことから、緩やかな増加に向かうと考えられる。また、企業収益は、非製造業を中心に増益基調を続け、過去最高水準で推移するとみられる。そのもとで、設備投資は、金融緩和に伴う実質金利の一段の低下効果もあって、増加基調を続けると考えられる。個人消費も、労働需給の引き締まりが続くなど雇用・所得環境が着実に改善していくことや、エネルギー価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。また、年度後半にかけては、2017年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要が国内民間需要を押し上げると見込まれる⁷。こうした内外需要のもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。

2017年度については、家計支出は駆け込み需要の反動の影響を受けるものの、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、設備投資も、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などをを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。こうしたもとで、成長率は、潜在成長率を下回るものの、若干のプラスを維持すると予想される。

2018年度については、輸出が緩やかに増加するとともに、国内民間需要も、駆け込み需要の反動の影響が剥落することもあって、増加すると考えられることから、成長率は、再び潜在成長率を上回ると予想される。

この間、潜在成長率については、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。

2017年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れている。

⁷ 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について、2014年度のGDP統計の確報化などを踏まえて改めて定量的に試算すると、2013年度+0.8%ポイント程度、2014年度-1.3%ポイント程度、2015年度+0.0%ポイント程度、2016年度+0.4%ポイント程度、2017年度-0.6%ポイント程度、2018年度+0.1%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。

(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、2017年度の初め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年度中になると予想される⁸。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。

2017年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下振れている。

こうした見通しの背景として、物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、新興国経済の減速を背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横這い圏内の動きとなっている⁹。先行きは、失業率が緩やかに低下するなど、労働需給の引き締まりは続き、そうしたもとの、パート時給をはじめとする賃金への上昇圧力は強まっていくとみられる。設備の稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられる。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度後半以降、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要に

⁸ 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年度の消費者物価の前年比は+1.0%ポイント押し上げられる。

⁹ 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。

よる振れを伴いつつも、緩やかにプラス幅を拡大していくと見込まれる。すなわち、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。すなわち、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、このところ弱含んでいる。一方、企業は、昨年度以降、エネルギー価格の下落から総合ベースの消費者物価上昇率が低迷するなかにあっても、前向きな価格設定スタンスを維持しており、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、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は、30か月連続でプラスを続けており、最近では1%を上回る水準で推移している。この間、今年の労使間の賃金交渉においては、3年連続でベースアップが実現する見込みにあるものの、総合ベースの物価上昇率の低迷などを背景に、改定率は、大企業を中心に昨年を幾分下回った模様である。もともと、賞与などによる収益の還元が行われているほか、労働需給の引き締まりを背景に、中小企業においても賃上げの動きが広がっている。こうしたことを踏まえると、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いつつ、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と考えられる。ただし、企業収益が過去最高水準で推移しており、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、原油価格をはじめとする国際商品市況の低迷が、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となる。この間、既往の為替円安による直接的な消費者物価の押し上げ効果は、次第に減衰していくとみられるが、マクロ的な需給バランスの改善や予想物価上昇率の上昇を通じた間接的な消費者物価の押し上げ効果は、より持続的なものと考えられる。

3. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、海外経済の動向に関する不確実性がある。中国をはじめとする新興国や資源国については、資源価格低迷の影響もあって、不透明感が強い。そうしたもとで国際金融資本市場は不安定な動きが続いており、企業コンフィデンスなどに影響を及ぼす可能性については引き続き留意する必要がある。また、米国経済の動向やそのもと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。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、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、企業が過去最高水準の収益に伴う潤沢なキャッシュフローをより効率的に設備・人材投資などに活用していくことが期待される。

第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、エネルギー価格の低迷により、総合ベースでみた消費者物価の前年比が高まりにくい状況が長引くもとで、賃金や予想物価の上昇ペースにどのように影響していくか不確実性がある。この点では、企業の本年度における価格改定が、賃金の動向も受けた消費者の値上げに対するスタンスも踏まえつつ、どのように進んでいくかが重要である。

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

第3に、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度が挙げられる。とくに公共料金や一部のサービス価格、家賃などは依然鈍い動きを続けており、先行きも消費者物価の上昇率の高まりを抑制する要因となる可能性がある。

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

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する¹⁰。

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年度中に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している¹¹。もっとも、政府債務残高が累増するなかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

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

¹⁰ 「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。

¹¹ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2016年4月）を参照。

(参考)

▽2015～2018年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015年度	+0.7～+0.7 <+0.7>		0.0
1月時点の見通し	+1.0～+1.3 <+1.1>		0.0～+0.2 <+0.1>
2016年度	+0.8～+1.4 <+1.2>		0.0～+0.8 <+0.5>
1月時点の見通し	+1.0～+1.7 <+1.5>		+0.2～+1.2 <+0.8>
2017年度	0.0～+0.3 <+0.1>	+1.8～+3.0 <+2.7>	+0.8～+2.0 <+1.7>
1月時点の見通し	+0.1～+0.5 <+0.3>	+2.0～+3.1 <+2.8>	+1.0～+2.1 <+1.8>
2018年度	+0.6～+1.2 <+1.0>		+1.0～+2.1 <+1.9>

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

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

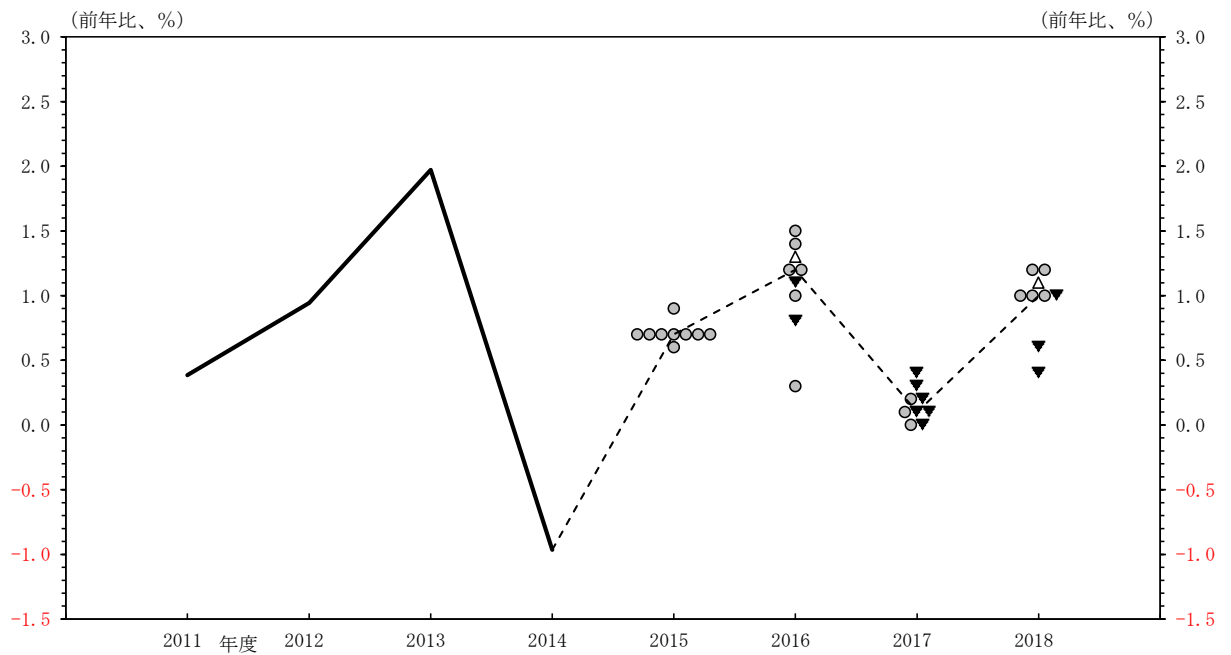
(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル35ドルを出発点に、見通し期間の終盤である2018年度にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2016年度で-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年央に概ねゼロになると試算される。

(注4) 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。

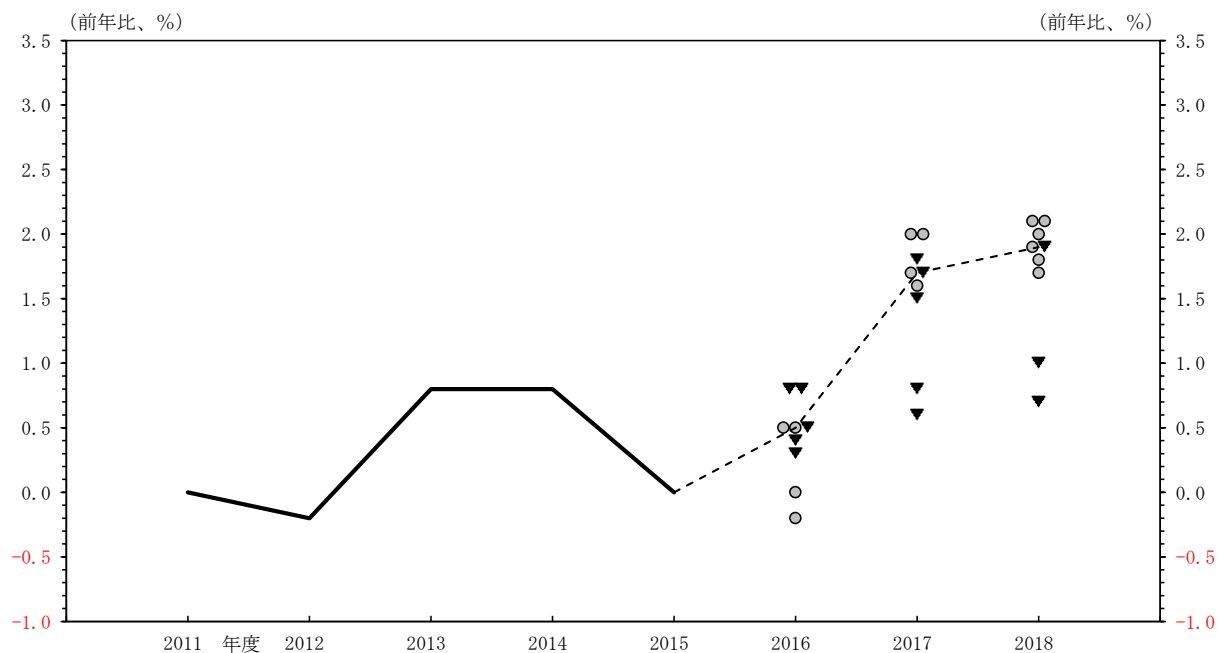
(注5) 2015年度の消費者物価(除く生鮮食品)は実績値。

▽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。

(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】¹²

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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられたものの、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとの、基調としては緩やかな景気回復が続いた。実質GDPは、昨年7～9月に、前期比年率+1.4%のプラス成長となったあと、10～12月は、主として個人消費と輸出が下押しとなり、同-1.1%のマイナス成長となった（図表1）¹³。この間、労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、労働需給の引き締めから労働投入ギャップは緩やかな改善基調にあるものの、新興国経済の減速などに伴う資本投入（製造業稼働率）ギャップのマイナスが下押しとなり、全体としてはゼロ%近傍で横ばい圏内の動きとなっている（図表3）。

景気の先行きについて、今回の見通しでは、新興国経済を中心とする海外経済の下振れに加え、為替円高や株価下落などの金融市場の不安定な動きの影響も念頭に、前回の展望レポート時点から、2016年度を中心に、成長率を幾分下方修正している。もっとも、原油安に支えられた過去最高水準の企業収益を起点として、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に伴う実質金利の一段の低下とオリンピック関連需要が後押しと

¹² 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。

¹³ GDPを需要項目別にみると、①個人消費が、暖冬による季節商材の販売不振と家計調査のサンプル要因から、大きめのマイナスとなったほか、②輸出も、資本財・部品とIT関連（スマートフォンの新モデル関連の部品）を中心に弱めの動きとなった。この間、実質GNIは、原油安に伴う交易利得の改善等を背景に、実質GDPを上回るペースで増加している（図表2）。

なり、景気の前向きな循環は続く、という基本的な考え方は従来から不変である。このように、外需・製造業部門を中心とした計数面での下方修正は行ったが、わが国経済は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも¹⁴、内需・非製造業部門を中心に、基調としては潜在成長率を上回る成長経路をたどると予想している。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2016 年度の上期は、新興国を中心とした海外経済の減速を主因に、景気改善のテンポが鈍化した状態が続くと予想される。すなわち、輸出・鉱工業生産は、地震や自動車のサプライチェーン問題の影響による振れを伴いつつ、基調としては横ばい圏内の動きとなり、企業収益は、高水準を維持しつつも、製造業を中心に改善ペースが一旦鈍化するとみられる。そのもとで、設備投資は、非製造業に支えられて緩やかな増加基調を維持するものの、製造業では一旦鈍めの動きになると見込まれる。この間、個人消費は、雇用者所得の改善とエネルギー価格の下落、年金生活者向けの給付金の支給に支えられて、底堅く推移すると予想される。同年度下期には、新興国経済の減速の影響が徐々に和らぐもとで、輸出や企業収益は次第に改善基調に復するとともに、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が、家計支出（個人消費と住宅投資）と設備投資の一部で発生することから、成長率は前期から加速するとみられる。以上の景気展開を反映して、需給ギャップは、暫くゼロ%近傍で横ばい圏内の動きとなったあと、年度末にかけてプラス幅を拡大していくと予想される。

¹⁴ 消費税率については、①2017 年 4 月に 10%に引き上げられること、②その際には、「酒類と外食を除く飲食料品」および「新聞」に対し、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実質 GDP を押し下げる効果が発生する。この点について詳しくは、BOX 1 を参照。

2017 年度については、輸出は、海外経済の回復を背景に、緩やかな増加を続け、設備投資も、金融緩和効果やオリンピック関連需要に支えられて、緩やかな増加基調を維持すると考えられる。一方、家計支出は、駆け込み需要の反動減と実質所得の減少効果から、はっきりと減少すると予想される。このため、全体の成長率は、前年度から大きく鈍化し、潜在成長率を下回る若干のプラスにとどまる可能性が高い。こうした動きを反映して、需給ギャップは、プラスを維持しつつも、上期を中心に一旦小幅に悪化すると見込まれる。

2018 年度については、輸出は、海外経済の改善を反映して、小幅に伸びを高めるとともに、国内民間需要も、金融緩和とオリンピック関連需要による押し上げ効果に消費増税後の反動減の剥落も加わり、しっかりと増加すると考えられる。こうした内外需要の増加を受けて、成長率は再び潜在成長率を上回り、需給ギャップもプラス幅を拡大すると見込まれる。

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）。先行きについては、2015 年度補正予算の災害復旧工事の進捗や 2016 年度本予算の早期執行の動きを反映して、振れを伴いつつも、徐々に下げ止まっていくと想定している。その後は、社会インフラの維持更新ニーズが緩やかに高まるもとの、オリンピック関連投資も本格化することから、振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きを続けると考えている。

(海外経済)

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速

している（図表5）。PMIや貿易量などでみた世界的な製造業の経済活動も、新興国・資源国を中心に、このところ弱めの動きとなっている（図表6、後掲図表10(1)）。主要地域別にみると、米国経済は、鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境に支えられた家計支出の堅調さを背景に、回復傾向にある。欧州経済も、個人消費の増加に支えられて、緩やかな回復を続けている。中国経済は、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も、一部では景気刺激策の効果がみられるが、資源価格の低迷が長期化し、IT関連需要も伸び悩むなかで、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、2016年度上期にかけて、新興国を中心に幾分減速した状態が続くとみられる。その後は、先進国の景気回復の好影響が新興国にも波及し、新興国における過剰設備の調整も徐々に進捗するもとので、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、①新興国の潜在（期待）成長率がひと頃よりも低下していることや、②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¹⁵、見通し期間の後半にかけて、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。1月の展望レポート時点と比べると、IMFの成長率見通しは、下方修正されている（前掲図表5）。

主要地域別にみると、米国経済については、当面鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境が下支えとなり、国内民間需要を中心にしっかりと成長が続くと見込まれる。欧州経済は、雇用・所得環

¹⁵ 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。

境の改善と緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けると考えられる。中国経済は、製造業部門を中心に幾分減速しつつも、当局が財政・金融の両面から景気下支えに積極的に取り組むもとの、非製造業部門を中心に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、当面減速した状態が続いたあと、先進国の景気回復の波及や景気刺激策の効果などから、徐々に成長率は高まっていくと予想している。

(輸出入)

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、足もとでは持ち直しが一般している(図表7(1))。仔細にみると、自動車関連は、製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題による振れを除いてみれば、米欧向けを中心に堅調に増加している。一方、資本財は、中国をはじめとする新興国・資源国の資本ストック調整の動きから、弱めの動きを続けているほか、IT関連も、東アジア向けのスマートフォンの部品を中心に、このところ伸び悩んでいる(図表7(2)、8、9)。

輸出の先行きについては、2016年度上期にかけて、海外経済の減速や最近の円高進行、地震の影響などから、全体では横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。財別にみると、①自動車関連が、振れを伴いつつも、国内への生産移管の動きや先進国向けの出荷増を背景に、引き続きしっかりと増加するものの、②資本財やIT関連は、新興国・資源国向けを中心に、弱めに推移すると予想される(前掲図表9)。2016年度下期以降は、新興国経済の減速の影響が徐々に和らぐなかで、「世界貿易量」とそれに占める「日本の輸出シェア」はともに改善に向かうことから¹⁶、わが

¹⁶ 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。

国の輸出も緩やかに増加していく、と予想している（図表 10）。

仔細にみると、「世界貿易量」は、2011年以降、振れを伴いつつも、世界経済成長率よりも低めの伸びを続けており、その結果、世界貿易量／GDP比率は低下傾向をたどっている。先行きも、中国をはじめとする新興国・資源国の過剰設備問題とそれに伴う世界的な製造業部門の鈍さを背景に、暫くの間、同比率は低下を続ける可能性が高い。見通し期間の終盤にかけては、中国経済の「投資・製造業主導」から「消費・サービス業主導」へのリバランスが進捗し、資源国におけるストック調整圧力も徐々に減退すると考えられることから、同比率は下げ止まりに向かうと見込まれる。他方、「日本の輸出シェア」については、わが国が比較優位を有する資本財が世界的に弱めの動きとなるなかで、当面横ばい圏内の動きが続くと考えられる。その後は、新興国経済の減速の影響が徐々に和らぐなかで、世界的に資本財部門が回復することに加え、自動車メーカーによる国内生産移管の動きも下支えに作用することから、「日本の輸出シェア」はごく緩やかに上昇していくと予想される。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・エネルギー関連の過剰設備の存在を踏まえると、輸出は、資本財を中心に、見通し期間を通じて、上方に弾みにくく下方に振れやすい状態が続くと予想される。

この間、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は、訪日外国人数の堅調な増加を背景に、明確な改善傾向をたどっている（図表 11(1)(2)）。先行きも、旅行収支の受取は、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策にも支えられて¹⁷、緩やかな改善傾向を続け、輸出全体の下支えに作

¹⁷ 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。

用していく可能性が高い。

輸入は、緩やかな増加基調を続けている（前掲図表 7 (1)）。先行きも、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)）、所得収支¹⁸が大幅な黒字で推移するなかで¹⁹、原油安による名目貿易収支の改善を反映して、黒字幅の拡大基調が続いている。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とともに、所得収支の黒字幅も緩やかに拡大することから、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。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きや製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題の影響もあって、横ばい圏内の動きが続いている（図表 12(1)、13）。また、足もとでは、地震による影響もみられる。業種別にみると（図表 12(2)）、輸送機械は、足もとでは、地震や製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題の影響もみられるが、基調としては、米欧向けの出荷増や国内への生産移管の動きもあって、持

¹⁸ 所得収支は、雇用者報酬や投資収益（配当、利息等）を含む第一次所得収支と、政府や個人間の所得移転（資金贈与、送金等）を含む第二次所得収支から構成される。近年の所得収支の改善に寄与しているのは、投資収益の拡大に伴う第一次所得収支である。

¹⁹ ただし、所得収支の黒字幅は、最近の為替相場の動きを反映して、ひと頃よりもやや縮小している。

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の先行きを展望すると、民間部門は、企業部門を中心に、大きめの貯蓄超過幅で横ばい圏内の動きを続ける一方、一般政府の赤字幅は、消費税率引き上げによる税収増もあって、はっきりと縮小すると見込まれる。このため、わが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。

ち直している。一方、はん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイスは、新興国経済の減速の影響などから、このところ鈍めの動きとなっている。

先行きについては、新興国経済の減速の影響が続くもとで、当面は横ばい圏内の動きを続けるが、その後は、内外の最終需要の増加を反映して、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たどると見込まれる。

(企業収益)

企業収益は、高水準で推移している。法人企業統計の経常利益率をみると（図表 14）、製造業は海外経済の減速や足もとの為替円高の影響などから改善に一服感がみられるものの、非製造業は原油価格下落による交易条件の改善などを背景に明確な増益傾向を続けていることから、全体では過去最高水準で推移している。企業の業況感は、高水準の企業収益を反映して、総じてみれば良好な水準を維持しているが、新興国経済の減速の影響などから製造業大企業を中心に慎重化している（図表 15）。

企業収益の先行きについては、2016 年度上期にかけて、海外経済の減速による輸出のもたつきや、最近の円高進行に伴う海外部門からの配当・利息の受取の伸び悩みから、製造業を中心に、これまでの改善ペースが一旦鈍化すると予想される。その後は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、既往の原油安による交易条件の改善が引き続き下支えとして作用するもとで、内外需要の増加に伴い売上数量が伸びを高めることから、企業収益は改善傾向をたどると予想される。

(設備投資)

設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調

にある。一致指標をみると、法人企業統計の設備投資（名目ベース）は、緩やかな増加傾向にある一方、資本財総供給は、受注から出荷までのラグの長い機械投資案件が増加していることもあって、振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きを続けている（図表 16）²¹。3月短観をみると、新興国経済の減速の影響は製造業の業況感や収益動向を中心にみられるものの、設備投資計画はそうした製造業も含めて総じて堅調さが維持されている（図表 17、18）。例えば、GDP の概念に近い、全産業全規模＋金融機関の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地投資除く）をみると、2015 年度は前年比＋7.3%の着地が見込まれており、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 18(2)）。また、3月短観で新たに明らかになった 2016 年度の設備投資計画も、総じて過去平均並みとなっている（前掲図表 17）。そうした企業の前向きな設備投資スタンスを反映して、先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、振れを均せば、しっかりとした増加基調を維持している（図表 19）。

設備投資の先行きについては、2016 年度上期にかけて、海外経済の減速により、製造業大企業を中心に下押し圧力がかかるものの、見通し期間を通してみれば、①高水準の企業収益や、②低金利や緩和的な貸出スタンスといったきわめて投資刺激的な金融環境、③期待成長率の改善などを背景に、緩やかな増加基調を続けると見込まれる²²。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

²¹ 資本財総供給は、出荷が完了した段階で、設備投資を捕捉するのに対し、法人企業統計は、出荷が完了していない段階であっても、建設仮勘定に計上されていれば、これを設備投資とする。

²² 規模別にみた設備投資の動向については、BOX 2 を参照。

的な増加テンポは徐々に鈍化していくと考えられる。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²³、見通し期間の後半にかけては、期待成長率のごく緩やかながらも上昇するもとで、投資スタンスも徐々に積極化していくと考えられる。

こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資動向を評価する（図表 20）。これによると、資本ストックは、このところ「0%台前半」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで、緩やかに増加している。先行きは、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとできわめて緩和的な金融環境が続き、オリンピック関連需要も徐々に本格化していくことから、資本ストックは、潜在成長率を若干上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていくと見込んでいる。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している（図表 21、22、24、25）。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、このところ高めの伸びとなっている。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でみた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

²³ 企業が、過去最高水準にある収益との対比でみて、慎重な設備投資行動を続けてきた背景については、日銀レビュー「企業収益と設備投資 ― 企業はなぜ設備投資に慎重なのか? ―」（2016-J-4）を参照。

しており、このところ構造失業率近傍である3%台前半で推移している²⁴。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続くもとで、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は一段と引き締まっていく可能性が高い。

賃金面をみると（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²⁵。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、一般労働者が緩やかに伸びを高めるもとで、全体でも緩やかにプラス幅を拡大している。時間当たり名目賃金でも、特別給与の振れを除いてみれば、緩やかな改善傾向を続けている。とくに、労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり名目賃金は、最低賃金引き上げの動きにも支えられて、高めの伸びを続けている。

先行きの賃金を展望するにあたり、一般労働者の賃金に大きな影響を及ぼすベースアップを巡る今春の労使交渉の状況をみると、2016年度は、3年連続のプラス改定が見込まれるものの、エネルギーを含む総合ベ-

²⁴ 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」という概念がある。労働市場では、求人と求職の間にある程度のミスマッチ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、こうしたミスマッチ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。

なお、長期失業の動向については、日銀リサーチラボ「わが国の長期失業者の現状」（16-J-2）を参照。

²⁵ 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、各種の賞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も併せて考慮すると、2015年度の冬季賞与を含め、賃金の上昇基調に大きな変化はないと考えられる。

スの消費者物価上昇率の低迷を主因に、大企業を中心に昨年を幾分下回る伸びで着地する可能性が高い。もっとも、①企業は、賞与などのかたちで高水準の収益を雇用者に還元することには積極的であること、②中小企業の一般労働者の賃金やパート労働者の時給は、労働需給の状況により感応的であることを踏まえると²⁶、2016年度の労働者全体の名目賃金は、1月の展望レポート時点から幾分下振れしつつも、緩やかな上昇を続ける可能性が高い。その後については、エネルギー価格の下げ止まりにも影響されたインフレ予想の改善を背景として、ベースアップは再び伸びを高めるとともに、パートの時給も、労働需給の引き締まりの明確化に伴い、さらに上昇すると考えられる。そうしたもとで、労働者全体の時間当たり名目賃金は、緩やかに上昇率を高め、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。

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（前掲図表 24(1)）。

（家計支出）

個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善に加え、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。昨年末以降、個人消費関連では弱めの指標

²⁶ 産業別・規模別にみた一般労働者の賃金の決定要因については、BOX 3を参照。

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と予想される（前掲図表 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。

が散見されるが、これには、①家計調査のサンプル要因という統計の振れに加え、②暖冬による季節商材の販売不振や、③製鉄所事故に伴う自動車のサプライチェーン問題といった一時的な要因も大きく影響しており、これらの要因を除いてみれば、個人消費の基調的な底堅さに大きな変化はない、と考えられる。

消費活動を包括的に捉える観点から、内閣府の「消費総合指数」や、各種の販売・供給統計を合成した「消費活動指数」をみると（図表 26）²⁸、前述の天候などの一時的な要因を除けば、このところ横ばい圏内で推移している。個別の指標をみると、供給側統計である消費財総供給は、緩やかに増加している（図表 27(2)）。百貨店やスーパー、コンビニエンスストアなどの小売店売上高は、暖冬の影響がなお一部で残っているほか²⁹、消費者マインドの慎重化や株価下落の影響がみられている（図表 28）³⁰。耐久消費財については、乗用車はサプライチェーン問題の影響がみられているが、家電は、振れを均せば、横ばい圏内の動きを続けている（図表 29(1)）。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)）。一方、家計調査の消費水準指数（除く住居等）は、サンプル要因から、供給側統計や販売統計と乖離するかたちで、弱めの動きを続けている（前掲図表 27(2)）。この間、個人消費関連のマインド指標は、年初来の株価下落の影響などから、幾分悪化している（図表 30）。

²⁸ 詳しくは、日本銀行調査論文「消費活動指数について」（2016年5月公表予定）を参照。

²⁹ 天候要因が個人消費に及ぼす影響については、BOX 4を参照。

³⁰ 全体の小売業販売額にはディーラーによる自動車販売も含まれているため、自動車のサプライチェーン問題は小売業販売額にも影響する。

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均せば概ね横ばいで推移するもとの、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（前掲図表 26）。見通し期間の年度毎にみると、2016 年度は、①年初来の株価下落による負の資産効果がマイナスに作用するものの、②雇用者所得の増加や年金生活者向けの臨時給付金の支給、エネルギー価格の下落に支えられて、実質可処分所得が増加することに加え、③下期を中心に、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が拡大することから、個人消費は高めの伸びとなる可能性が高い。2017 年度は、駆け込みの反動減が生じるとともに、実質所得減少の効果が顕在化することから、2014 年度ほどでないとはいえ、減少に転じると予想される。2018 年度は、実質可処分所得が雇用者所得を中心に再び増加するもとの、個人消費も着実に増加すると考えられる。

住宅投資は、マンション価格高騰による分譲需要の伸び悩みなどから、このところ持ち直しが一服している（図表 31）。先行きは、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に加え、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入に伴う住宅ローン金利の低下も後押しとなり、再び持ち直していくと予想される³¹。

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

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小さくなると考えられる。

以降、3か月前比でみて下落を続けている（図表 32、33(1)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、設備投資関連を中心にひと頃よりもプラス幅を幾分縮小しており、足もとでは0%台前半となっている（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、食料工業製品や耐久消費財、被服などがプラス寄与を続けるもとの、石油製品がこのところ小幅ながらマイナス寄与を縮小していることもあって、全体では緩やかに改善している。一般サービスは、家賃が小幅の下落を続けているものの、賃金上昇などを背景とした他のサービス（宿泊料や家事関連サービス）の値上げの動きなどから、振れを伴いつつも、緩やかなプラス幅の拡大傾向を続けている。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、昨春以降、プラス幅の着実な拡大傾向を続けたあと、最近では1%を上回る水準で推移している。刈込平均値は³³、振れを伴いつつも、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、2008年

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。

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。

の直近ピークを明確に上回る高めの水準で推移している。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、小幅のプラスで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、このところ 1% 台半ばから後半で推移している（図表 37）。内需デフレーターは、エネルギー価格下落の影響もあって、0% 程度の伸びが続いている。

（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))、このところ、ゼロ% 近傍で横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面は、資本投入（製造業稼働率）ギャップの鈍さを主因に横ばい圏内の動きを続けるものの、2016 年度後半には、輸出・生産面の改善に加え、消費増税前の駆け込み需要による内需の押し上げもあって、労働・資本の両面から、プラス幅をはっきりと拡大する。2017 年度上期には、駆け込み需要の反動減から、需給ギャップは、一旦小幅に悪化するものの、同下期以降は、潜在成長率を上回る経済成長を反映して、再びプラス幅を拡大していくと考えられる。

第 2 に、中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。すなわち、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、このところ弱含んでいる（図表 39、40）。一方、消費者物価の基調

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。

的な動きを示す指標に窺われるように、企業は、昨年度以降、エネルギー価格の下落から総合ベースの消費者物価上昇率が低迷するなかにあっても、前向きな価格設定スタンスを維持しており、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。すなわち、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と考えられる。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。

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、見通し期間の終盤である2018年度には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年度上期に-1%強のマイナスを続けたあと、同下期にはマイナス幅縮小に転じ、2017年央には概ねゼロになると試算される。為替相場の動向が消費者物価に及ぼす影響についてみると、既往の為替円安が食料工業製品や耐久消費財など為替感応的な品目の価格を「直接的」に押し上げる効果（1次的な波及効果）は、足もとの円高進行の影響もあって、先行き緩やかに減衰していく可能性が高い。一方、既往の為替円安が、需給ギャップやインフレ予想の改善といった「間接的」な経路を含めて、物価を押し上げる効果（出尽くしベースの波及効

果)は、持続的に作用すると考えられる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、現状程度のプラス幅を暫く続けたあと、需給ギャップの改善とインフレ予想の高まりを背景に、賃金上昇によるコスト増を転嫁する動きがサービス価格も含め幅広く進んでいくことから、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³⁷、2016年度上期中は、除く生鮮食品・エネルギーのプラス寄与と、エネルギー価格のマイナス寄与が概ね相殺し、振れを伴いつつも0%程度で推移すると予想される。その後は、エネルギーのマイナス寄与ははっきりと縮小するとともに、除く生鮮食品・エネルギーは上昇率を高めていくことから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、しっかりと伸びを高め、2017年度中には2%程度に達する可能性が高い。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると考えられる。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、①インフレ率は、過去の局面に比べれば、需給ギャップの改善に比較的明確に反応する、②中

³⁵ 為替相場が消費者物価に及ぼす影響については、2016年1月の展望レポートのBOX4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。

³⁷ 消費者物価は、本年8月に、2010年基準から2015年基準に切り替えられるとともに、2016年1月に遡って前年比が改定される予定となっている。2015年家計調査ウエイトを用いたラスパイレース連鎖指数の最近の動きなどを踏まえると、除く生鮮食品の前年比は、新旧基準でほとんど変わらない可能性が高い。

長期的な予想物価上昇率の高まりを反映して、「フィリップス曲線」自体も徐々にシフトアップしていく、との基本的な考え方がある（図表 41）。ただし、1月展望レポート時点と比べると、消費者物価の見通しは、成長率（需給ギャップ）の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下方修正となっている。

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、名目賃金が増加すると、そのコストを転嫁すべく販売価格を引き上げる一方、家計は、物価が増加すると、実質購買力を維持すべく賃上げ要求を強め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とともに、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姿を見込んでいる。

3. わが国の金融情勢

（金融環境）

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。CP・社債の発行金利は、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで一段と低下し、きわめて低い水準で推移している（図表 44）。貸出金利については、新規約定平均金利が既往ボトム圏の低い水準

で推移するなか、足もとでは、企業向け貸出の基準となる金利は低下しているほか、短観のD Iも、幅広い企業で借入金利の水準がはっきりと低下したことを示している（図表 45(1)(2)(3)）。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(4)）。

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、一段と改善している（図表 46(1)）。短観のD Iは、大企業については、直近のピークであった 2006 年頃を上回り、1990 年代後半の水準まで改善しているほか、中小企業については、1980 年代末以来の高水準となっている。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%程度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、金利低下により発行環境は改善しているが、資源関連企業の運転資金調達の減少などから、引き続きマイナスとなっている。社債は、金利低下を受けて、超長期債の発行などがみられているが、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、前年比は引き続き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、2月中旬までは、原油価格の下落や中国経済を巡る不透明感などから、リスク回避姿勢が強まる展開が続いたが、その後は、原油価格が上昇に転じたことや、中国当局の政策に対する不透明感が後退したこと、米国の利上げペースがより緩やかになるとの思惑などから、幾分落ち着きを取り戻している。

各市場の動向をみると、株価は、2月中旬までは、リスク回避姿勢の強まりを受けて下落したが、その後は、原油価格の反転上昇や、米国における堅調な経済指標、米国の利上げペースがより緩やかになるとの思惑などを背景に、総じてみれば上昇した（図表 49(1)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、米国では、2月中頃にかけて低下したあと、原油価格が反転上昇したことや、リスク回避姿勢が幾分後退したことを受けて3月中頃にかけて幾分上昇した。その後はFRBによる先行きの利上げペースが意識されたことなどから、足もとでは1月下旬よりも低い水準で推移している（図表 50(1)）。ドイツでは、振れを伴いつつも、ECBによる追加緩和が行われるもとの、低下している。米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドは、全体として低水準で推移している（図表 51(3)）。この間、円を見合いとしたドル調達プレミアムは、需給環境のタイト化から昨年夏場以前と比べて高めの水準で推移しているが、現状、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない（図表 51(2)）。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を受けて、翌日物、ターム物

ともに低下し、ゼロ%近辺ないしマイナス圏で推移している(図表 51(1))。短期国債の利回りも低下し、マイナス領域での推移が続いている。この間、銀行間取引にかかる信用スプレッドは、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとの、安定的に推移している(前掲図表 51(3))。

長期金利(10年物国債利回り)は、日本銀行による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を受けて低下し、マイナス領域で推移している(前掲図表 50)。

株価は、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて、2月中頃にかけてやや大きく下落したが、その後は、振れを伴いつつも、海外株価の上昇などを受けて上昇した(前掲図表 49(1))。不動産投資信託(J-REIT)市場では、J-REIT 価格が、長期金利の低下などを受けて、上昇した(図表 49(2))。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、投資家のリスク回避姿勢の強まりや米国の利上げペースがより緩やかになるとの思惑などから、円高ドル安方向の動きとなった(図表 52)。円の対ユーロ相場は、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて、円高ユーロ安方向の動きとなった。

(地価)

地価は、全体ではほぼ下げ止まり、商業地などでは上昇に転じている。2016年の地価公示(1月1日時点)をみると(図表 53)、商業地が8年振りに上昇に転じた。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地は上昇幅を拡大し、住宅地は小幅の上昇を続けている。地方圏では下落が続いているものの、商業地・住宅地ともに下落幅は縮小している。

以 上

(BOX 1) 消費税率引き上げが実質GDPに及ぼす影響

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、実質GDPに影響を及ぼす（BOX図表1(1)）。このうち、①の駆け込みと反動が個人消費に及ぼす影響に関し、今回の展望レポートでは、2014年度GDPの確報化を含め、最近までのデータの蓄積を踏まえた再推計を行い、その結果に基づいて計数面で小幅の修正を行った。

具体的には、駆け込みと反動の影響を最も受ける実質耐久財消費を被説明変数、①実質所得、②実質純金融資産、③駆け込み・反動ダミー（駆け込みと反動減の金額が同じになるよう係数制約を課したダミー変数）を説明変数とするシンプルな消費関数を推計した（BOX図表1(2)）。この結果、耐久財については、①2014年の消費増税時の駆け込みと反動減は、1997年の消費増税時と比べ、税率の引き上げ幅の違いを勘案してもなお大きかったこと、②さらに、2014年増税時の反動減の期間は、2年程度と、従来 of 想定よりもかなり長期に及んだこと、が示唆された。このように、2014年増税時の駆け込みの規模が大きく、かつその後の反動減も長期化した背景には、①今回の消費増税が、一部ソフトウェアのサポート期限切れと重なったことに加え、②当時は、2015年10月に8%から10%への再増税が予定されており、これを見越した駆け込み需要も一部前倒しで発生したことの影響が大きい、と考えられる。いずれの要因も、次回消費増税前の駆け込みを抑制する方向に作用するとみられる。

以上を踏まえ、今回の展望レポートでは、従来 of 想定に比べ、耐久財消費を中心に、①2014年4月の消費税率引き上げの際の駆け込みと反動の規模を幾分大きく見積もる、②その分、2017年4月の再引き上げの際に予想される駆け込みと反動の規模を小さく見積もる³⁸、③さらに、反動減の期間を長期化させる、といった修正を行った（前掲BOX図表1(1)）。この結果、消費税率引き上げによる見通し期間の成長率への影響は、2016年度+0.4%ポイ

³⁸ 具体的には、税率の引き上げ幅の違いだけを考えれば、2014年増税時の2/3程度とすべきところ、今回の展望レポートでは金額ベースで概ね1/2程度になると考えることとした。

ント（1月時点+0.3%ポイント）³⁹、2017年度-0.6%ポイント（同-0.7%ポイント）、2018年度+0.1%ポイントと考えた。なお、①上記推計は、利用可能なデータ面の制約が大きく、誤差も相応に存在することに加え、②家計の消費増税への反応は、その時々消費者マインドや製品動向、各種の制度要因にも依存することから、2017年4月の消費増税の影響を巡る不確実性はかなり大きく、上記試算値も相当な幅を持ってしておく必要がある。

³⁹ 2016年度の成長率の押し上げ効果が1月時点よりも大きくなるのは、前回増税の反動減の剥落効果のうち2015年度から後ズレした分が、次回増税の駆け込み需要の下方修正幅を、幾分上回るため。

(BOX 2) 規模別にみた最近の設備投資の動向

設備投資は、大規模な金融緩和に伴い実質金利が均衡実質金利との対比で大きく低下するもとで、ここ3年ほど着実な増加を続けている（BOX図表2(1)）。規模別にみると、海外経済との結びつきが相対的に強い大企業の設備投資はやや伸び悩む一方で、内需との結びつきが強い中小企業の設備投資は、しっかりとした増加を続けている（BOX図表2(2)）。資金調達面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度が1989年のバブル期以来の緩和的な状態となるなかで（前掲図表46）、設備投資向けの銀行貸出は非製造業の中小企業向けを中心にはっきりと増加している（BOX図表2(3)）。

本年4月の「地域経済報告—さくらレポート—」の「地域の視点」でも取りまとめたとおり、中小企業は、大企業対比で深刻な人手不足を背景に、各種の投資補助金や投資促進税制も活用しながら、所要人員の削減につながる省力化投資を積極化している模様である（BOX図表2(4)）。こうした中小企業の前向きな設備投資スタンスは、先行きも、オリンピック関連需要や訪日観光需要が地域的な拡がりを伴いながら増加するもとで、マイナスの実質金利にも後押しされて、一段と強まっていくと考えられる。

(BOX 3) 産業別・規模別にみた所定内賃金の決定要因

賃金は、労働需給やインフレ予想といった様々な要因の影響を受ける。ここでは、産業別・規模別にみた賃金の決定要因を定量的に考察するため、一般労働者の所定内給与（賃金構造基本統計調査）を被説明変数として、①労働需給（短観の雇用人員判断D I）、②前年度のインフレ率（消費者物価の除く生鮮食品の前年比）、③マージン（短観の販売価格判断D Iと仕入価格判断D Iの差）の3つを説明変数とするシンプルな賃金関数を推計した（BOX 図表 3 (1)）。

推計結果をみると、誤差が相応に大きい点には注意する必要があるが、①製造業、非製造業ともに、転職等の労働移動が比較的活発な中堅・中小企業では、労働需給が賃金に対し統計的に有意な影響を及ぼす一方で、大企業では労働需給は有意でないこと、②前年度のインフレ率は、製造業で有意であること、③マージンは、産業、規模を問わず有意であること、が確認できる。

このことは、全雇用者の6割程度を占める非製造業の中堅・中小企業を中心に（BOX 図表 3 (2)）、労働需給の引き締めや交易条件の好転に伴うマージンの改善によって、賃金上昇圧力が着実に強まっていく可能性が高いことを示唆している（BOX 図表 3 (3)）。

(BOX 4) 天候要因と個人消費

気温や雨量といった天候要因は、被服やエアコンといった季節商材の消費動向に相応の影響を及ぼす。実際、企業からの聞き取り調査や景気ウォッチャー調査のコメントなどでも、天候はその時々の消費動向を左右する重要な要因としてしばしば指摘されている。

この点を定量的に確認するため、ここでは、地域別の実質小売業販売額を被説明変数、賃金等に加え、地域別の気温（平年差）および降水量（平年比）を説明変数とするシンプルな消費関数を推計した（BOX図表4(1)）。実際の推計にあたっては、気温が平年対比で高い場合と低い場合、あるいは降水量が平年対比で多い場合と少ない場合で、それぞれ個人消費が非対称的な反応を示す可能性も考慮に入れた。

推計結果をみると、季節の変わり目である6月、9月、11月では、とくに天候要因が統計的に有意な影響を及ぼすことが確認された。この結果を元に、過去の天候要因のインパクトをラフに試算すると、2015年は、4～6月、10～12月ともに、天候不順が個人消費の下押しに作用したことがわかる（BOX図表4(2)）。とくに、10～12月の天候要因は、実質小売業販売額の前期比でみて-0.7%ポイント程度と、過去10年で最大のマイナス寄与となっており、この時期の高温多雨が、相応の規模で個人消費を下押ししたことが確認できる。

小売業販売額に対応する財消費は、個人消費（帰属家賃を除くベース）の約5割を占めるため、この時期の実質個人消費（同）は、天候不順の影響により-0.4%ポイント程度下押しされた計算になる。この下押し分を、前述の消費活動指数の10～12月の前期比-0.5%から取り除いた場合、天候不順の影響を除くベースでみた実勢の実質個人消費は、前期比-0.1%となり、前期からほぼ横ばい圏内の動きであったことが分かる。

(BOX 5) 個人消費の資産効果

資産効果とは、株価などの資産価格の上昇（下落）が、個人消費を増加（減少）させる効果を指す。具体的には、「株価の変動によって家計の保有する金融資産の価値が100円変化した場合、これに伴って個人消費は何円変化するか」という限界消費性向のかたちで計測されるのが一般的である。

わが国家計を対象にした金融資産の資産効果に関する先行研究をみると（BOX図表5(1)）、100円の資産価値の増減に対し、個人消費は2～4円程度変化するとの結果が得られている。この結果を元に、株価変動による資産効果の大きさをラフに試算すると、例えば、10%程度の株価下落に伴い、株式・投資信託残高（2015年12月末時点で195兆円）が20兆円程度減少した場合（BOX図表5(2)）、個人消費は、それがなかった場合に比べ、4,000～8,000億円程度下振れる計算となる（年間の個人消費は280～290兆円程度）。

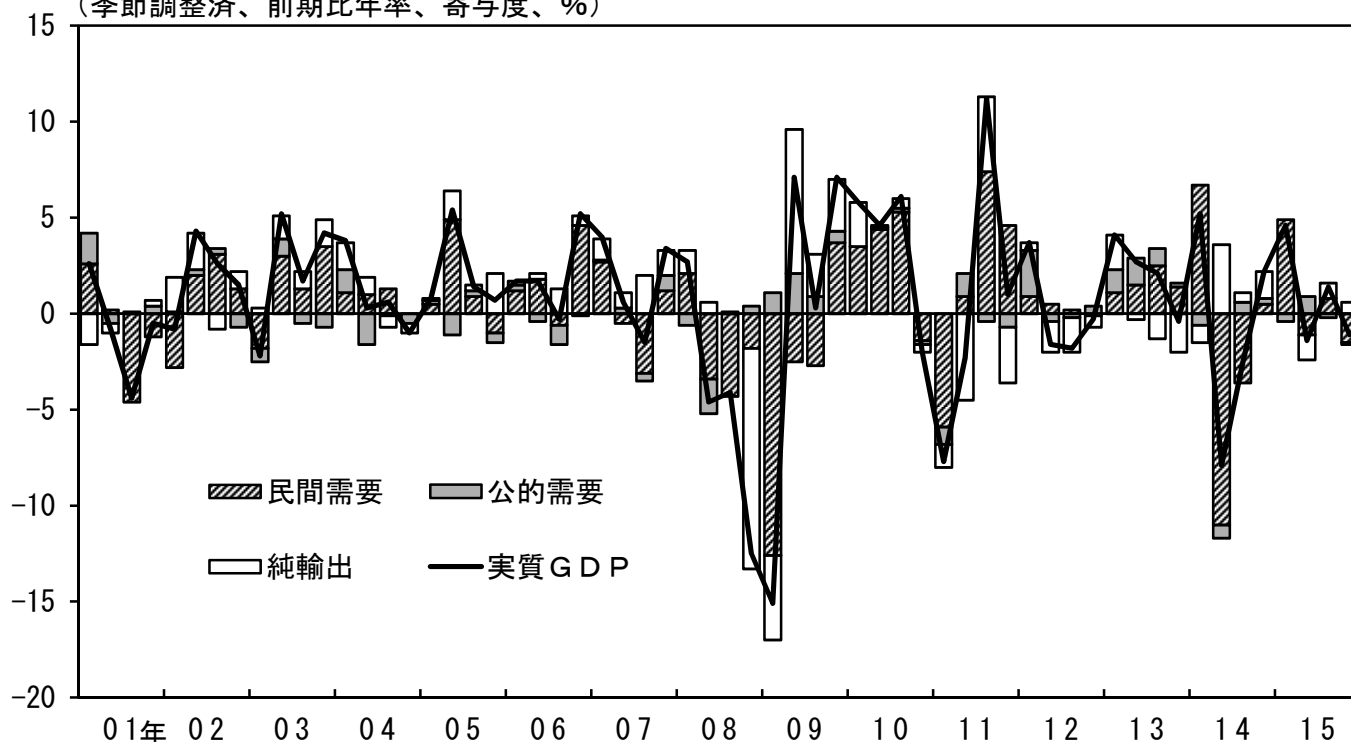
経済・物価情勢の展望（2016年4月）参考計表

- | | |
|-------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) 実質GDP | (図表 32) 輸入物価と国際商品市況 |
| (図表 2) マクロの所得形成と景気動向指数 | (図表 33) 国内企業物価と企業向けサービス価格 |
| (図表 3) 需給ギャップと潜在成長率 | (図表 34) 消費者物価 |
| (図表 4) 公共投資 | (図表 35) 消費者物価の基調的な変動 |
| (図表 5) 海外経済見通し | (図表 36) 品目別価格変動分布と基調的なインフレ率 |
| (図表 6) 輸出を取り巻く環境 | (図表 37) GDPデフレーター |
| (図表 7) 実質輸出入 | (図表 38) 消費者物価と需給ギャップ |
| (図表 8) 実質輸出の内訳 | (図表 39) 予想物価上昇率(1) |
| (図表 9) 海外の自動車販売と資本財輸出 | (図表 40) 予想物価上昇率(2) |
| (図表 10) 世界貿易量と日本のシェア | (図表 41) フィリップス曲線 |
| (図表 11) サービス収支と経常収支 | (図表 42) 物価と賃金 |
| (図表 12) 鉱工業生産・出荷・在庫 | (図表 43) マネタリーベースと長期国債買入れ |
| (図表 13) 出荷・在庫バランス | (図表 44) CP・社債発行利回り |
| (図表 14) 業種別・規模別の企業収益 | (図表 45) 貸出金利 |
| (図表 15) 業況判断 | (図表 46) 企業金融 |
| (図表 16) 設備投資一致指標 | (図表 47) 貸出残高とCP・社債発行残高 |
| (図表 17) 設備投資計画(業種別・規模別) | (図表 48) マネーストック |
| (図表 18) 設備投資計画と実績 | (図表 49) 株価・REIT価格 |
| (図表 19) 設備投資先行指標 | (図表 50) 長期金利 |
| (図表 20) 期待成長率と資本ストック循環 | (図表 51) 短期金利 |
| (図表 21) 雇用と労働需給 | (図表 52) 為替相場 |
| (図表 22) 失業率と労働力率 | (図表 53) 地価 |
| (図表 23) 名目賃金 | (BOX図表1) 消費税率引き上げの実体経済への影響 |
| (図表 24) 雇用者所得 | (BOX図表2) 規模別にみた設備投資の動向 |
| (図表 25) 実質賃金・所得 | (BOX図表3) 産業別・規模別にみた賃金の決定要因 |
| (図表 26) 個人消費 | (BOX図表4) 天候要因と個人消費 |
| (図表 27) 形態別消費と供給側・需要側統計 | (BOX図表5) 個人消費の資産効果 |
| (図表 28) 販売統計(商業動態統計) | (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告) |
| (図表 29) 耐久財・サービス消費 | |
| (図表 30) 個人消費関連のマインド指標 | |
| (図表 31) 住宅投資 | |

実質GDP

(1) 実質GDP

(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



(2) 需要項目別の動向

(季節調整済、前期比、内訳は寄与度、%)

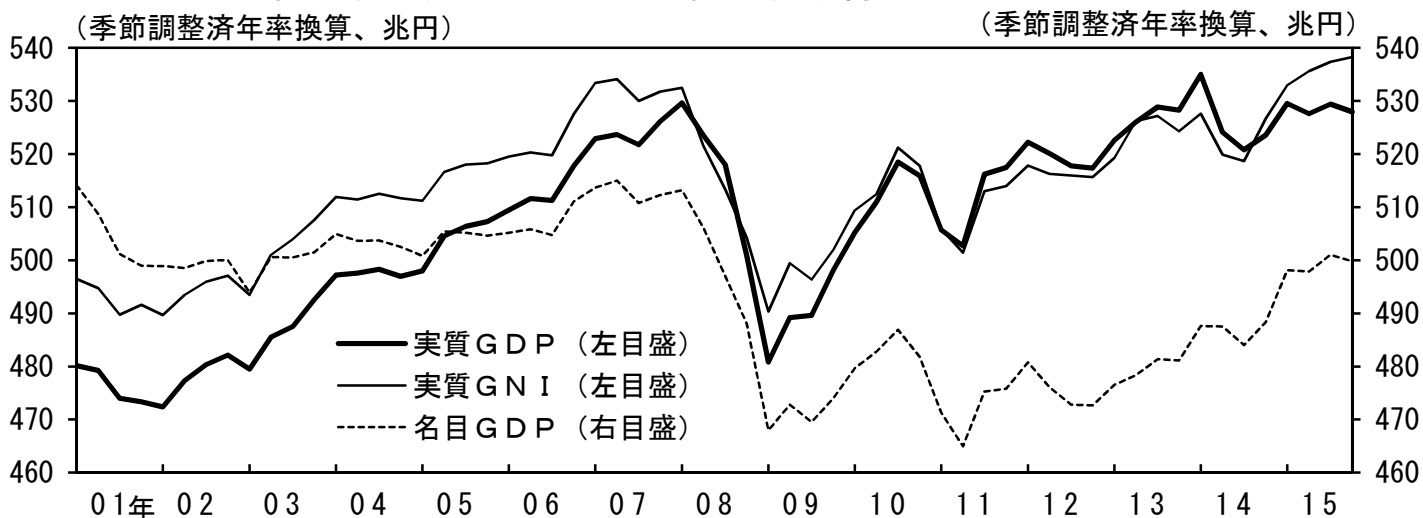
	2014年	2015年			
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
実質GDP	0.5	1.1	-0.4	0.3	-0.3
[前期比年率]	[2.2]	[4.6]	[-1.4]	[1.4]	[-1.1]
国内需要	0.2	1.1	-0.1	0.1	-0.4
民間需要	0.1	1.2	-0.3	0.2	-0.4
民間最終消費支出	0.4	0.1	-0.5	0.2	-0.5
民間企業設備	-0.0	0.4	-0.2	0.1	0.2
民間住宅	-0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0
民間在庫品増加	-0.3	0.6	0.3	-0.2	-0.0
公的需要	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.0
公的固定資本形成	0.0	-0.1	0.2	-0.1	-0.2
純輸出	0.3	-0.0	-0.3	0.2	0.1
輸出	0.6	0.4	-0.9	0.5	-0.2
輸入	-0.2	-0.4	0.5	-0.3	0.3
名目GDP	0.9	2.0	-0.1	0.6	-0.2

(前年比、%)

	2014年	2015年			
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
GDPデフレーター	2.3	3.3	1.5	1.8	1.5
内需デフレーター	2.1	1.4	0.0	0.0	-0.2

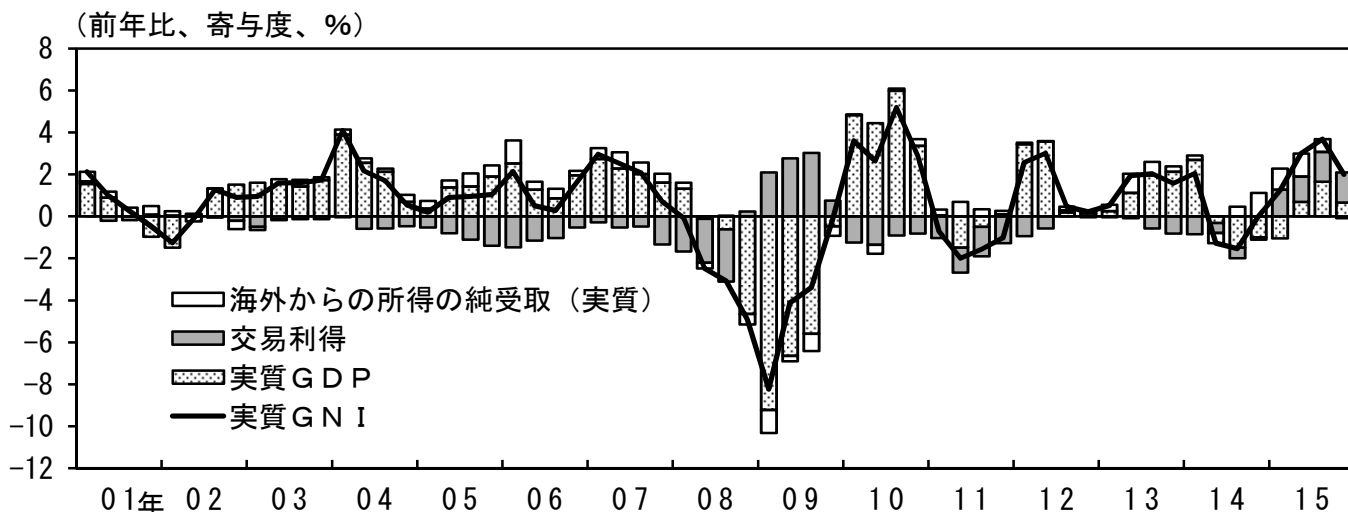
マクロの所得形成と景気動向指数

(1) GDP (国内総生産) と GNI (国民総所得)

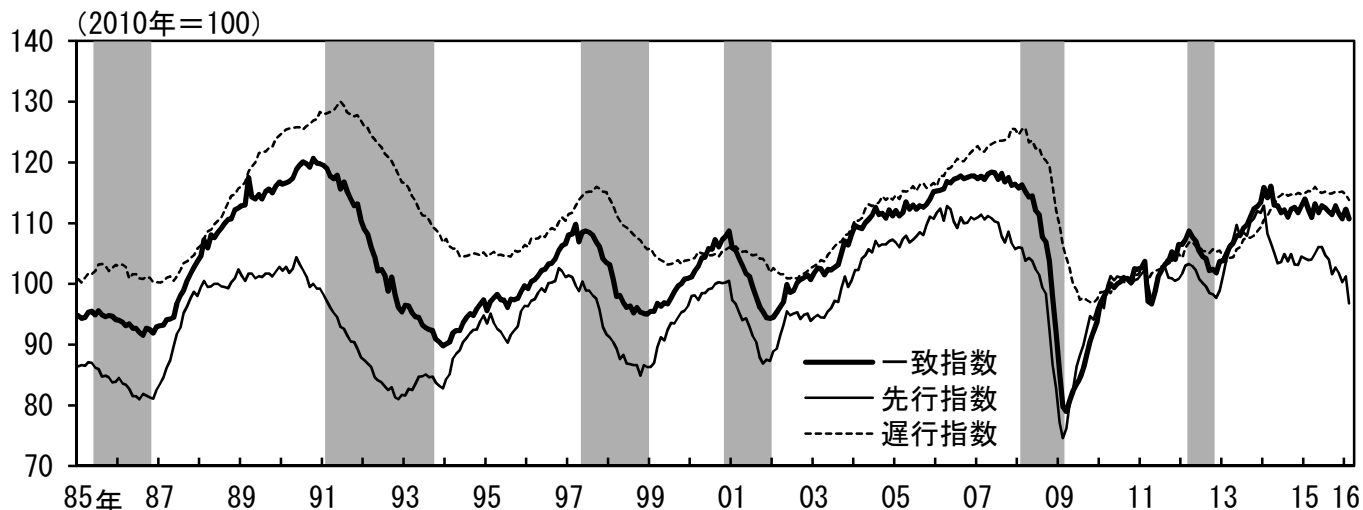


(注) 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (実質)
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター の加重平均 - 実質純輸出

(2) GNI の要因分解



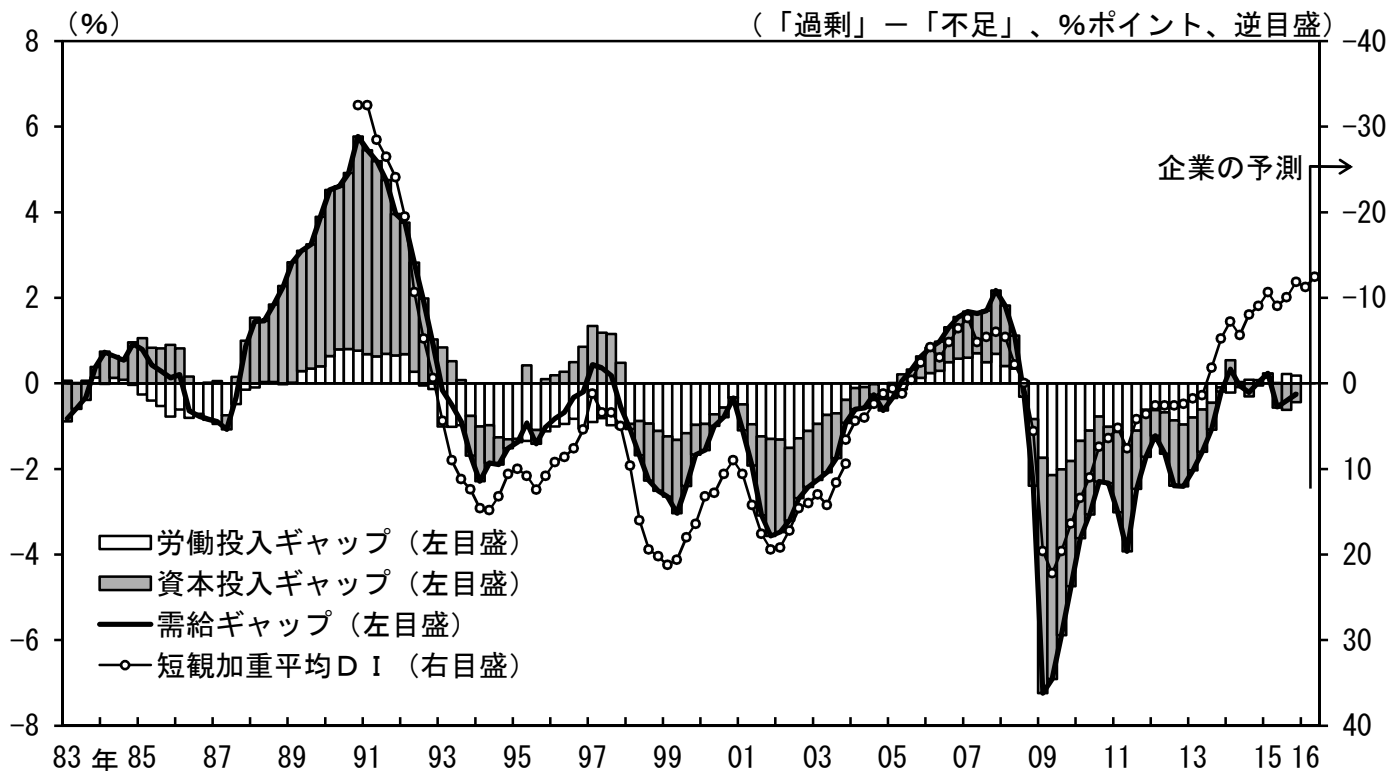
(3) 景気動向指数



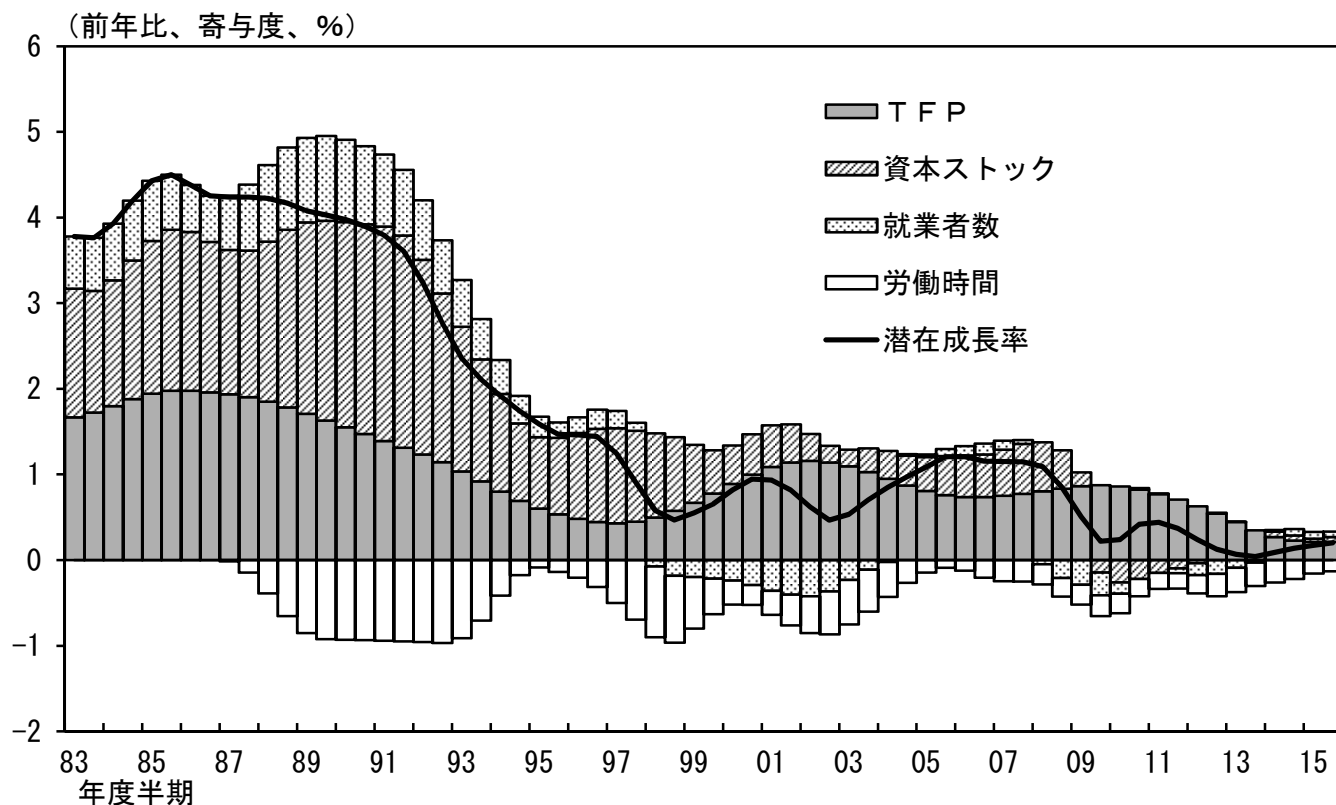
(注) シェード一部分は、景気後退局面。

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。
- 3. 2015年度下半期は、2015/4Qの値。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

公共投資

(1) GDP公共投資

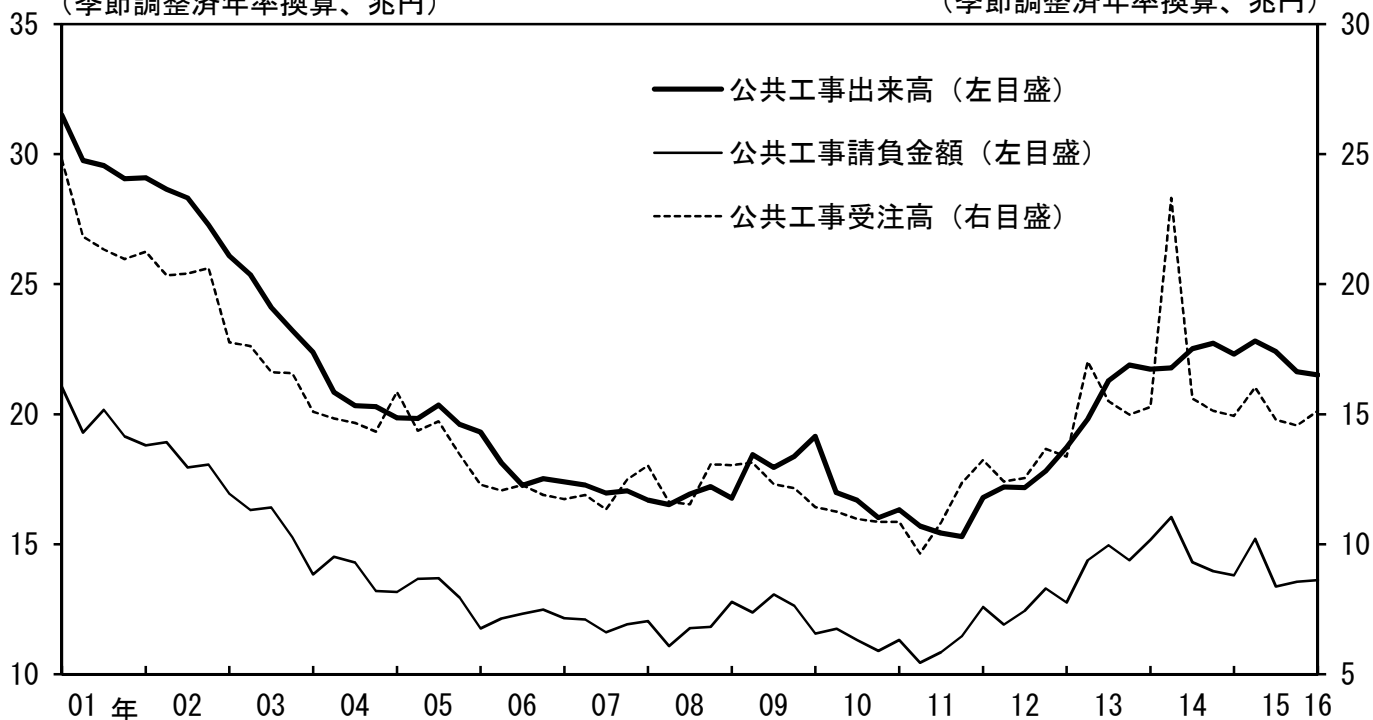
(季節調整済年率換算、兆円)



(2) 公共工事関連指標

(季節調整済年率換算、兆円)

(季節調整済年率換算、兆円)

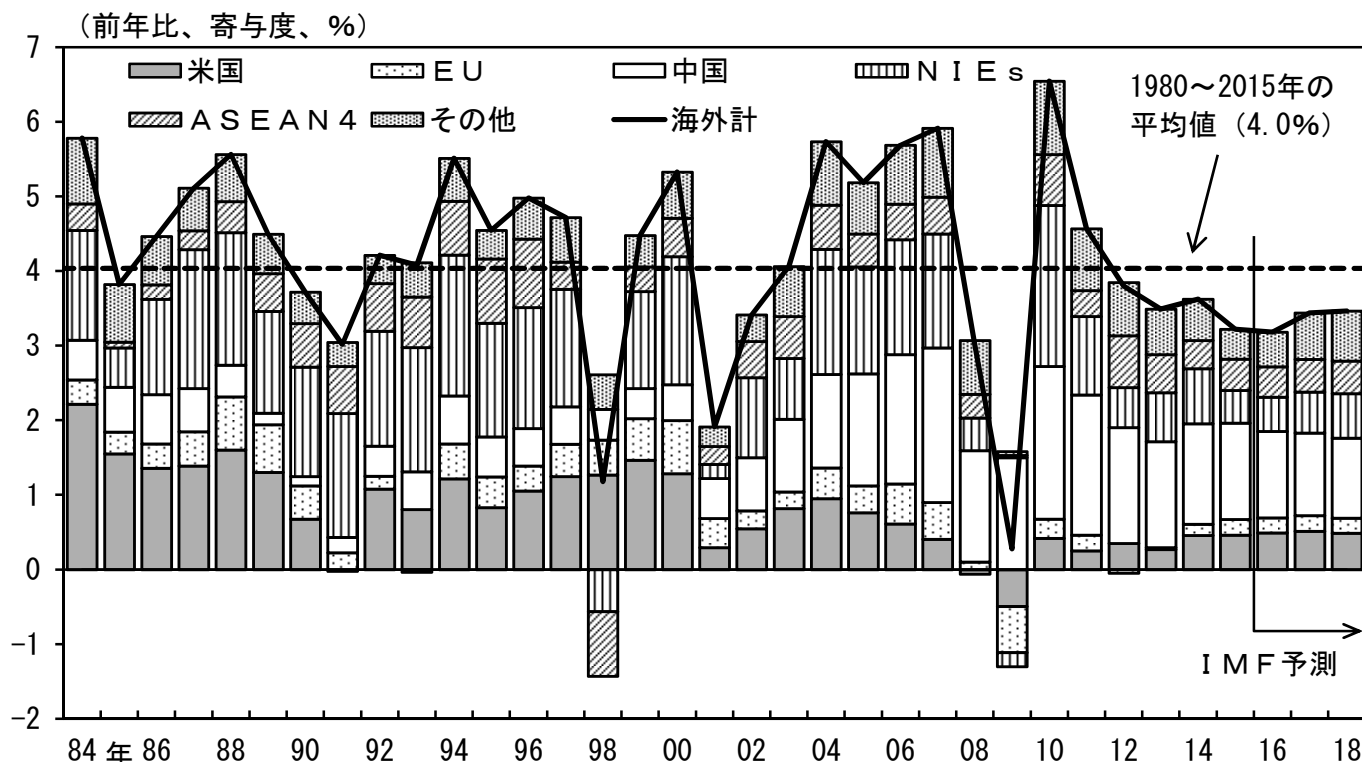


(注) 1. 公共工事受注高、公共工事出来高の2016/1Qは、1~2月の値。
2. 公共工事受注高の2011/4Q以前は、推計方法変更による段差を調整。

(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2016/1月時点、< >内は2015年通関輸出ウエイト)

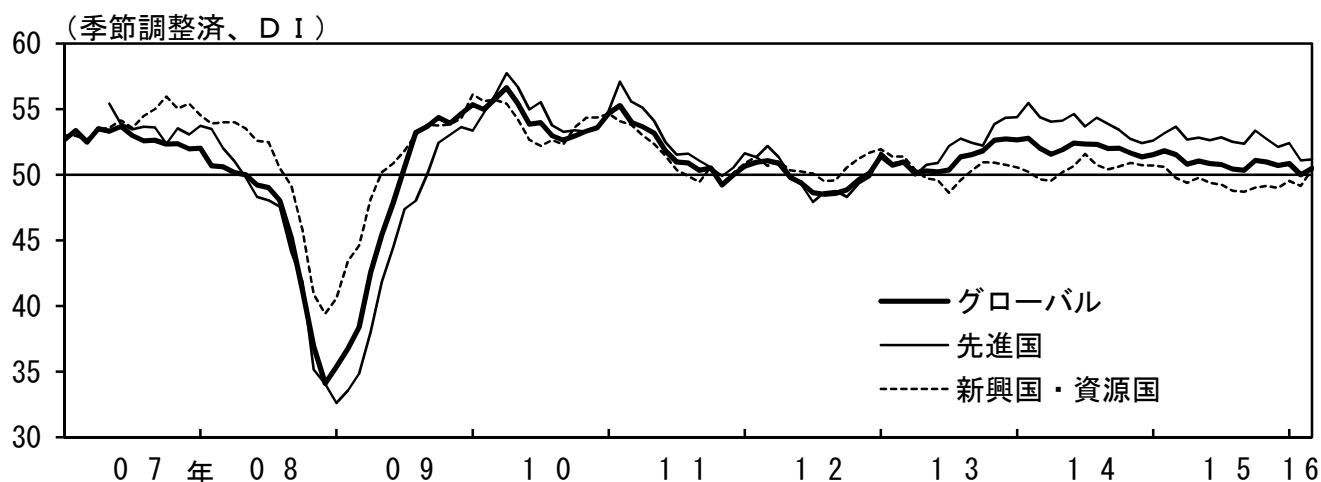
	四半期 (実績、前期比年率)					暦年 (実績+予測、前年比)			
	2015年		2016年			2015年	2016年	2017年	2018年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(実績)	(IMF予測)		
海外経済						3.2	3.2	3.4	3.5
							(3.5)	(3.6)	
主要国・地域 <79.7>	2.8	3.2	3.6	3.3	n.a.	3.5	3.3	3.5	3.4
							(3.6)	(3.6)	
米国 <20.1>	0.6	3.9	2.0	1.4	n.a.	2.4	2.4	2.5	2.4
							(2.6)	(2.6)	
EU <10.6>	2.4	1.8	1.5	1.6	n.a.	1.9	1.8	1.9	1.9
							(2.0)	(2.0)	
東アジア <49.0>	3.7	3.2	4.7	4.4	n.a.	4.2	4.1	4.2	4.2
							(4.4)	(4.4)	
中国 <17.5>	5.7	7.4	7.4	6.1	4.5	6.9	6.5	6.2	6.0
							(6.3)	(6.0)	
NIEs <21.7>	2.4	-0.7	2.5	2.6	n.a.	2.0	2.1	2.5	2.7
							(2.9)	(3.1)	
ASEAN 4 <9.8>	3.0	4.0	4.4	5.0	n.a.	4.1	4.1	4.4	4.4
							(4.2)	(4.5)	
その他 <20.3>						2.1	2.5	3.3	3.6
							(2.9)	(3.6)	

(注) 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、2016/4月時点。一部の国・地域について、1月時点の値は非公表のため、2015/10月時点の値や4月時点の予測修正幅を用いて試算している。

(出所) IMF、財務省、BEA、欧州委員会、中国国家統計局等

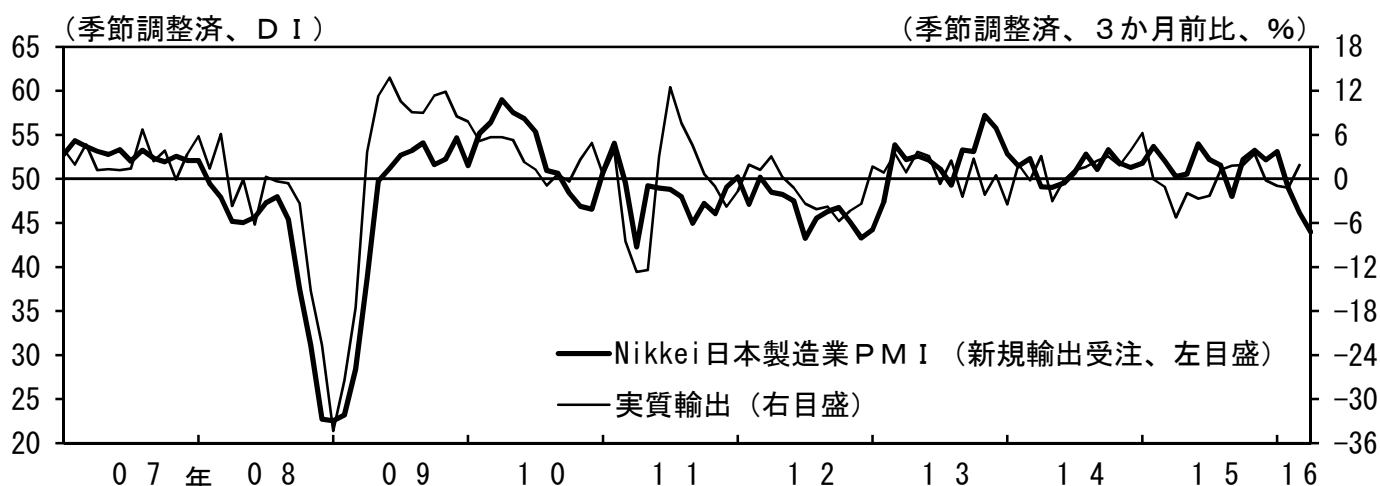
輸出を取り巻く環境

(1) 企業の景況感 (製造業PMI)

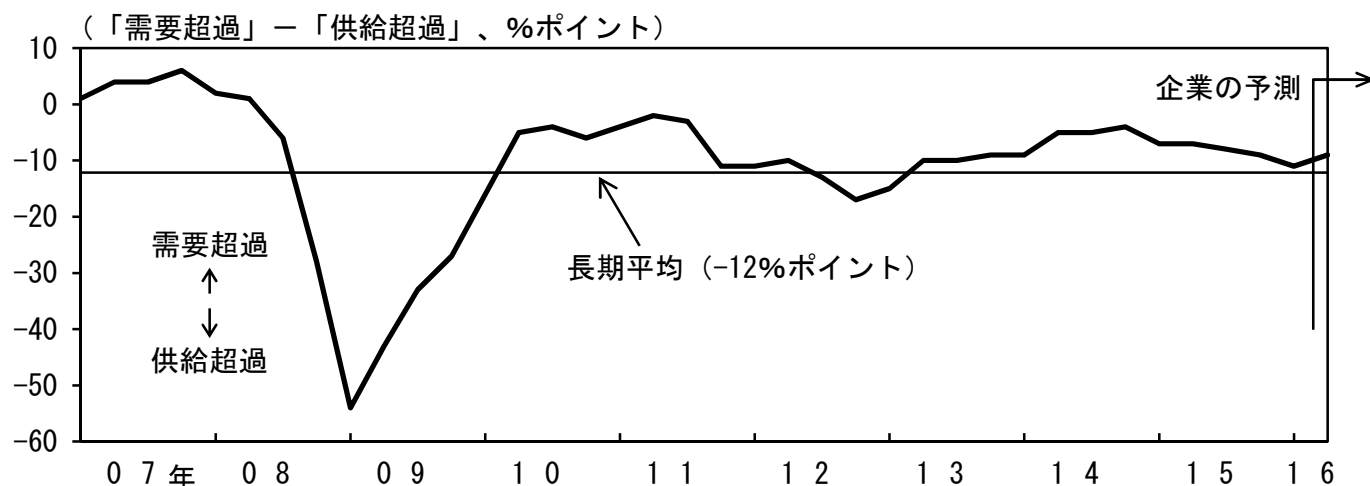


(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は15か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIを、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(2) 新規輸出受注PMIと日本の実質輸出



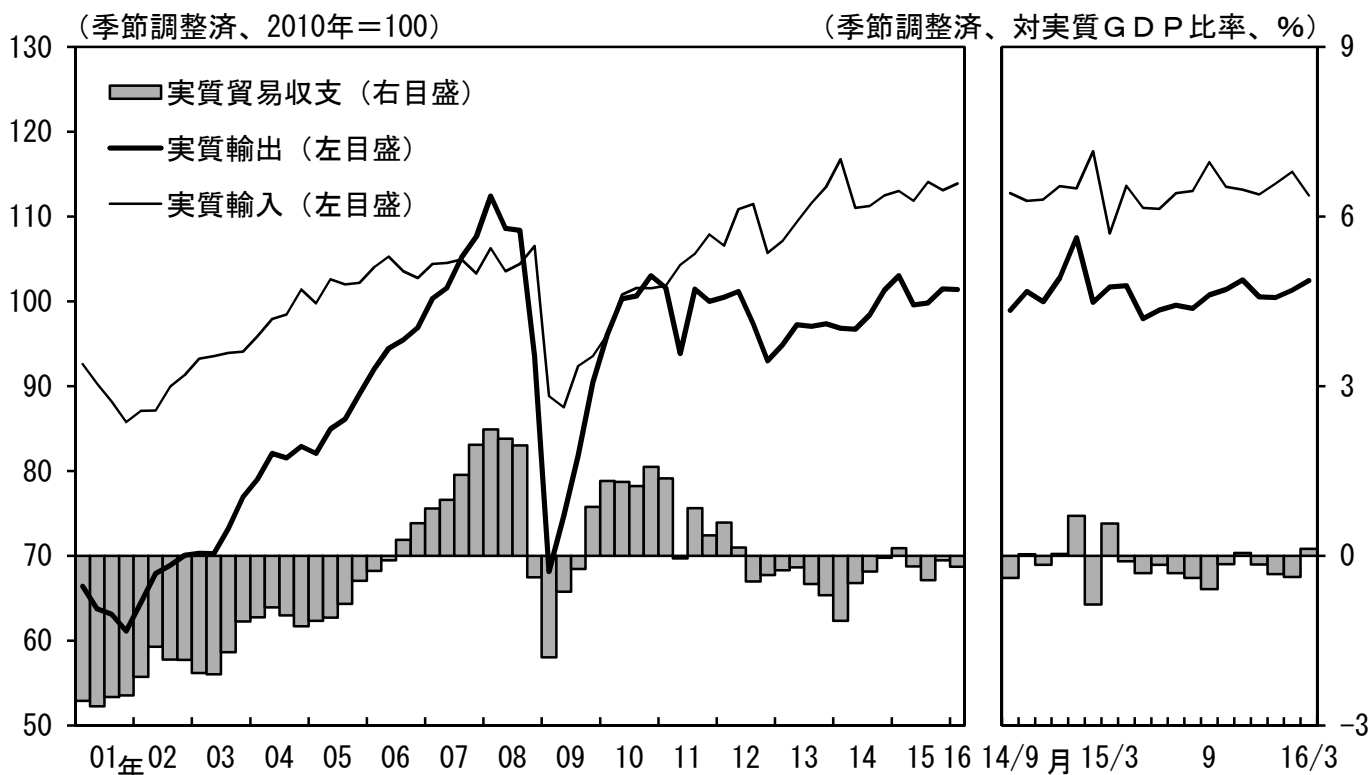
(3) 海外需給判断DI (短観・製造業大企業)



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

実質輸出入

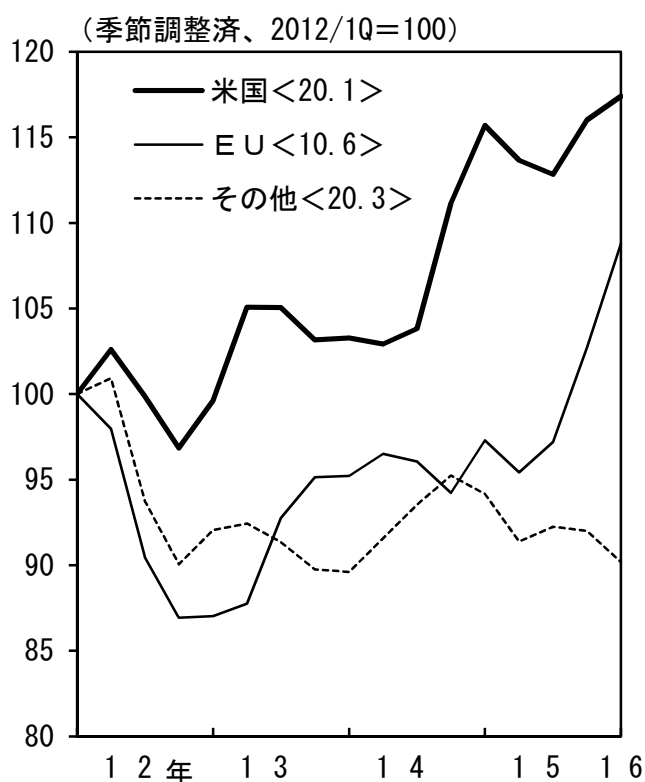
(1) 実質輸出入



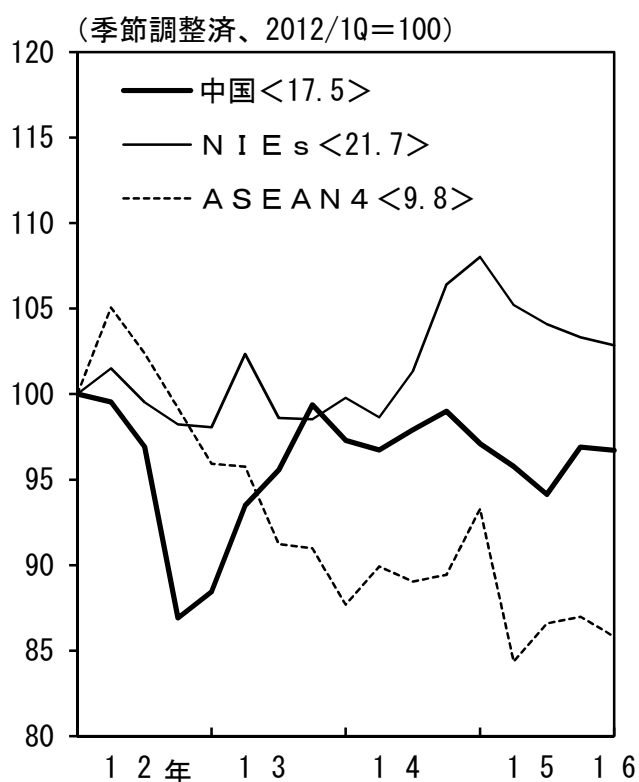
(注) 実質貿易収支 (対実質GDP比率) の2016/1月以降は、2015/10~12月の実質GDPを用いて算出。

(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

① 米国・EU・その他



② 中国・NIEs・ASEAN 4



(注) < >内は、2015年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。

(出所) 財務省、日本銀行、内閣府

実質輸出の内訳

(1) 地域別

(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

	暦年 2014年 2015年	2015年				2016年		2016年		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	1月	2月	3月	
米国 <20.1>	1.8 9.1	4.1	-1.8	-0.7	2.8	1.2	-0.0	0.1	0.2	
EU <10.6>	5.2 3.0	3.2	-1.9	1.9	5.7	5.9	-1.0	5.5	8.0	
東アジア <49.0>	1.1 0.6	0.8	-3.6	-0.6	0.8	-0.5	1.8	-0.8	-0.5	
中国 <17.5>	3.5 -2.0	-1.9	-1.4	-1.7	2.9	-0.2	1.1	-0.5	-1.1	
NIEs <21.7>	2.0 3.6	1.5	-2.6	-1.1	-0.7	-0.5	2.1	-1.4	1.1	
ASEAN4 <9.8>	-4.7 -1.4	4.3	-9.6	2.6	0.5	-1.3	2.3	0.0	-3.0	
その他 <20.3>	1.2 -0.0	-1.1	-2.9	0.9	-0.3	-2.0	-0.2	0.4	1.0	
実質輸出計	1.7 2.7	1.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1	-0.1	0.9	1.1	

(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				2016年		2016年		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	1月	2月	3月	
中間財 <19.8>	0.1 -0.3	1.2	-3.8	0.0	1.4	-1.6	0.7	-0.1	-4.3	
自動車関連 <24.4>	-1.4 1.3	0.8	-2.2	2.3	4.8	-5.0	-5.1	0.3	2.8	
情報関連 <10.6>	3.6 -1.4	-0.1	-4.1	-2.0	-0.9	0.2	5.7	-4.1	2.6	
資本財・部品 <27.5>	3.1 -1.5	-1.5	-4.0	-0.9	-0.6	1.0	0.4	3.4	-0.8	
実質輸出計	1.7 2.7	1.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1	-0.1	0.9	1.1	

- (注) 1. < >内は、2015年通関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。

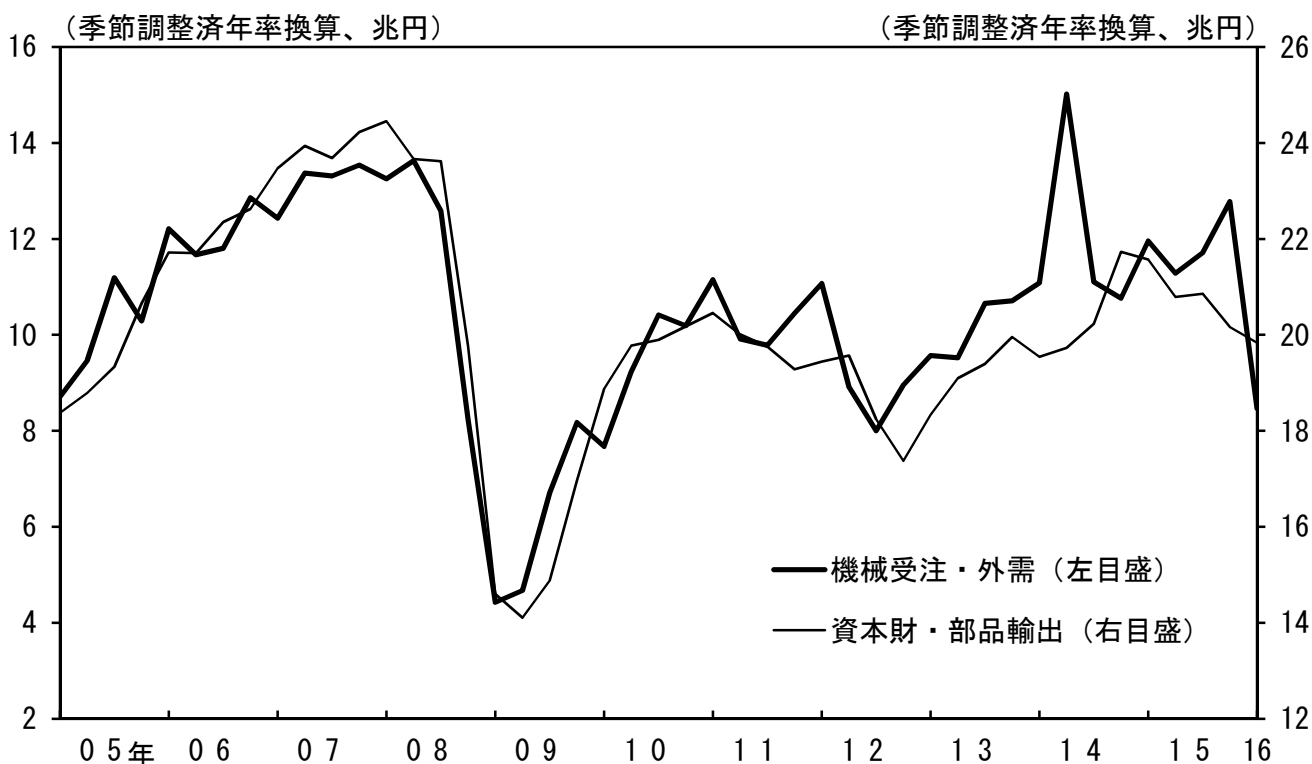
海外の自動車販売と資本財輸出

(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2016/1Qは、1~2月の値。

世界貿易量と日本のシェア

(1) 世界の貿易量/GDP

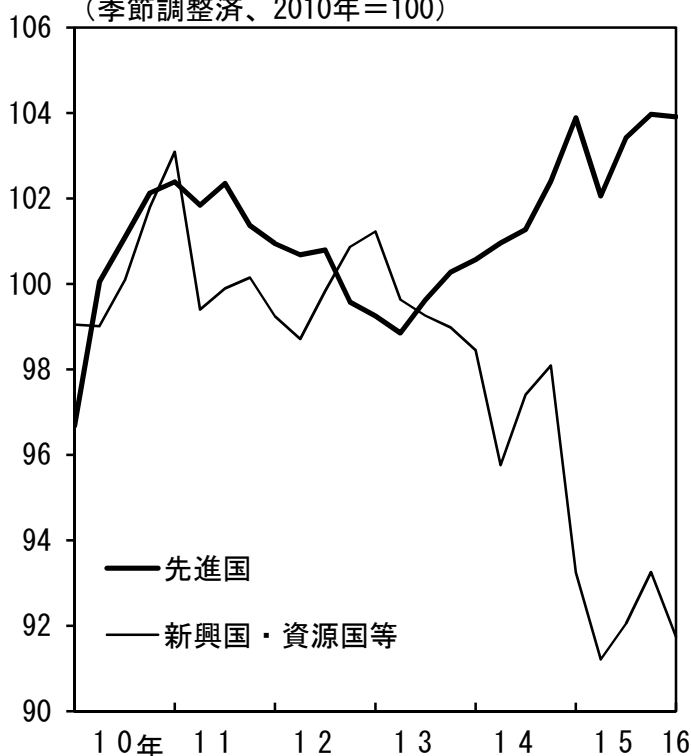
① 世界計

(季節調整済、2010年=100)



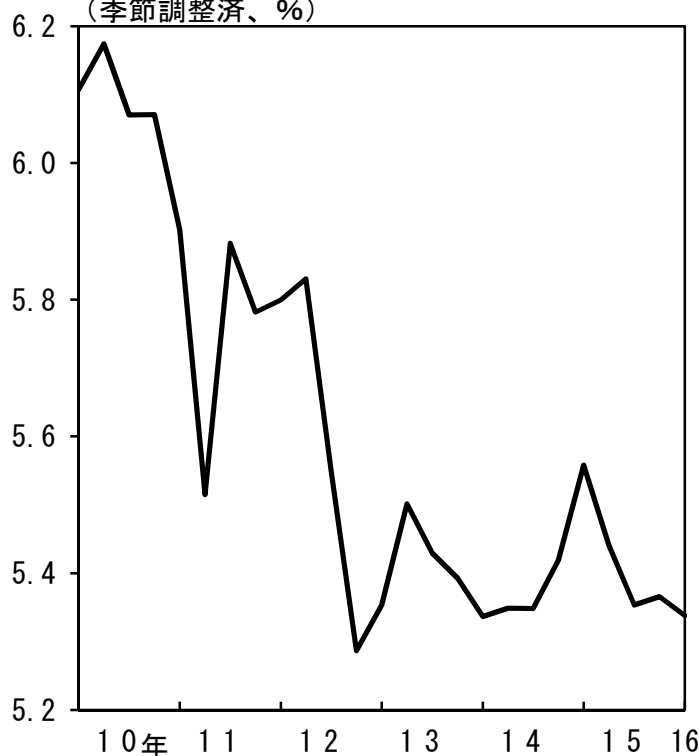
② 先進国、新興国・資源国等

(季節調整済、2010年=100)



(2) 日本の輸出シェア (実質)

(季節調整済、%)



(注) 1. 2016/1Qは、1~2月の値。

2. (1) は、実質輸入を実質GDPで割って算出。先進国は米国、EU、日本。新興国・資源国等はそれ以外。実質GDPの2016/1Qは、IMFによる2016年の予測値を用いて試算。

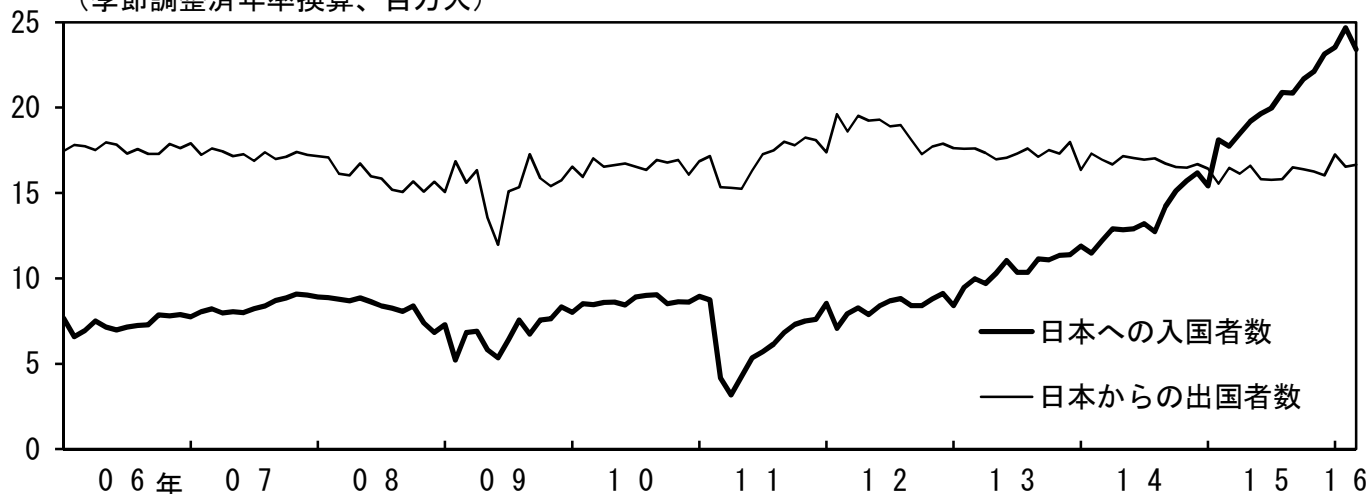
3. (2) は、世界貿易量に占める日本の輸出シェア(日本の実質輸出を世界の実質輸入で割って算出、2005年基準)。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Eurostat等

サービス収支と経常収支

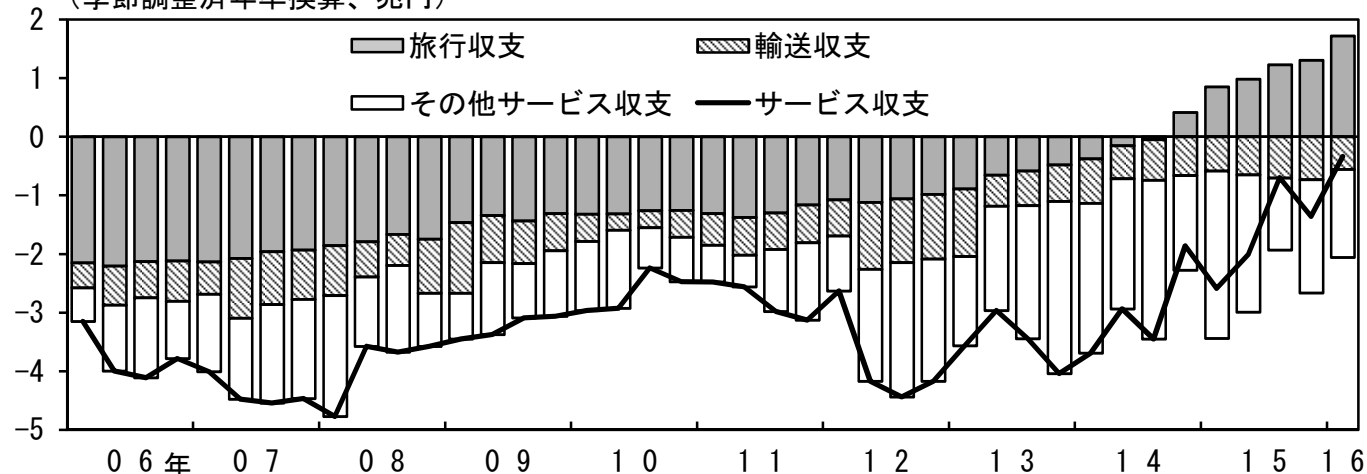
(1) 出入国者数

(季節調整済年率換算、百万人)



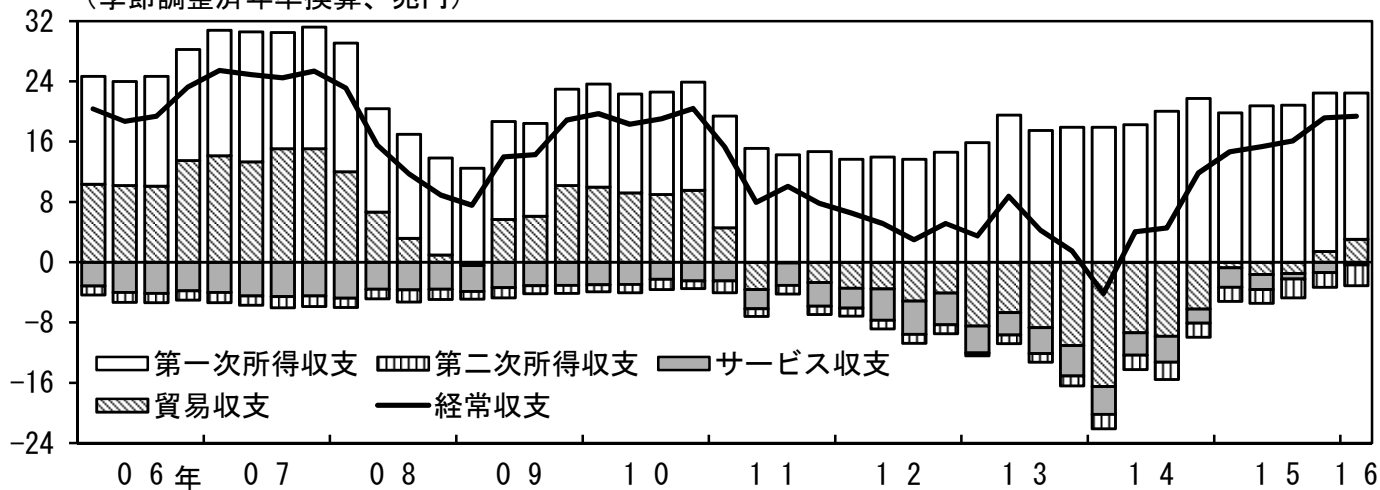
(2) サービス収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(3) 経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)

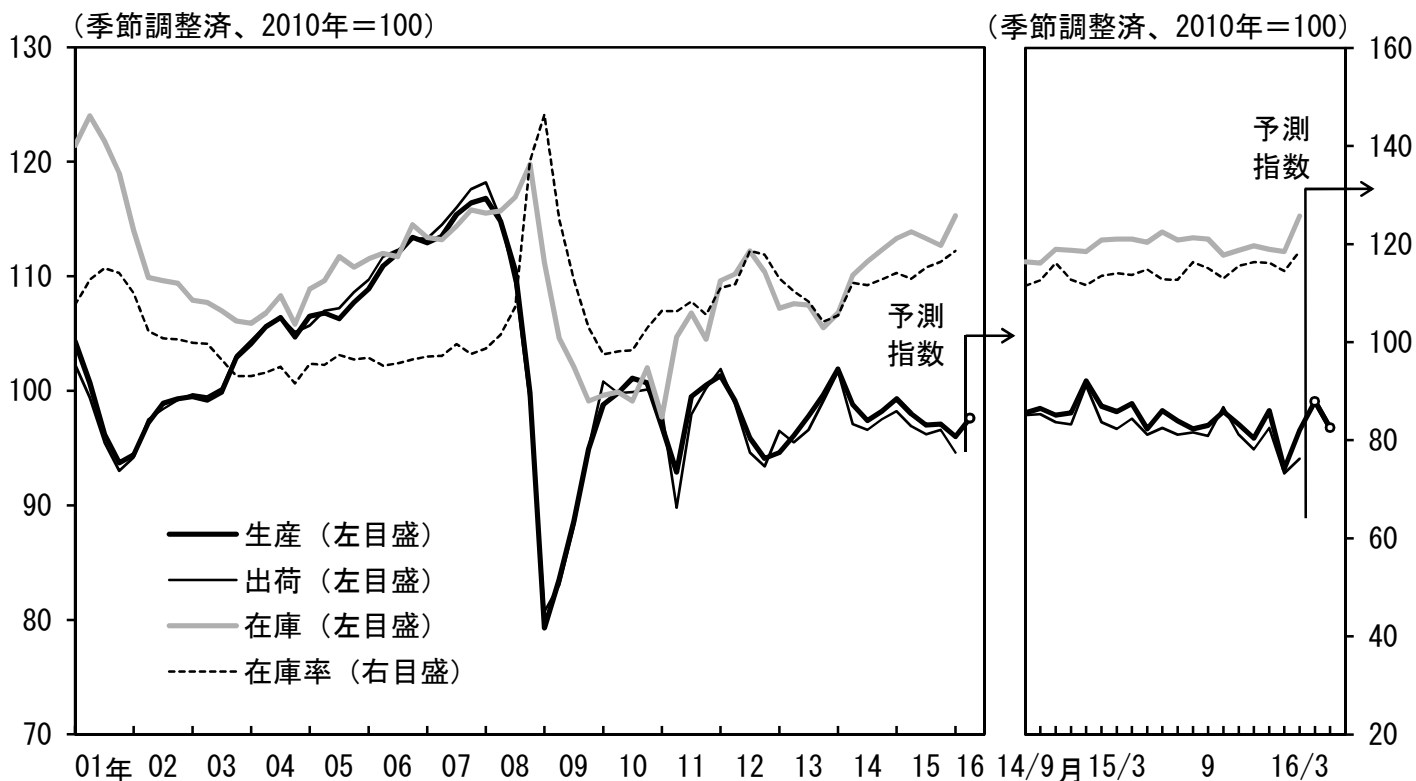


(注) 2016/1Qは、1~2月の値。

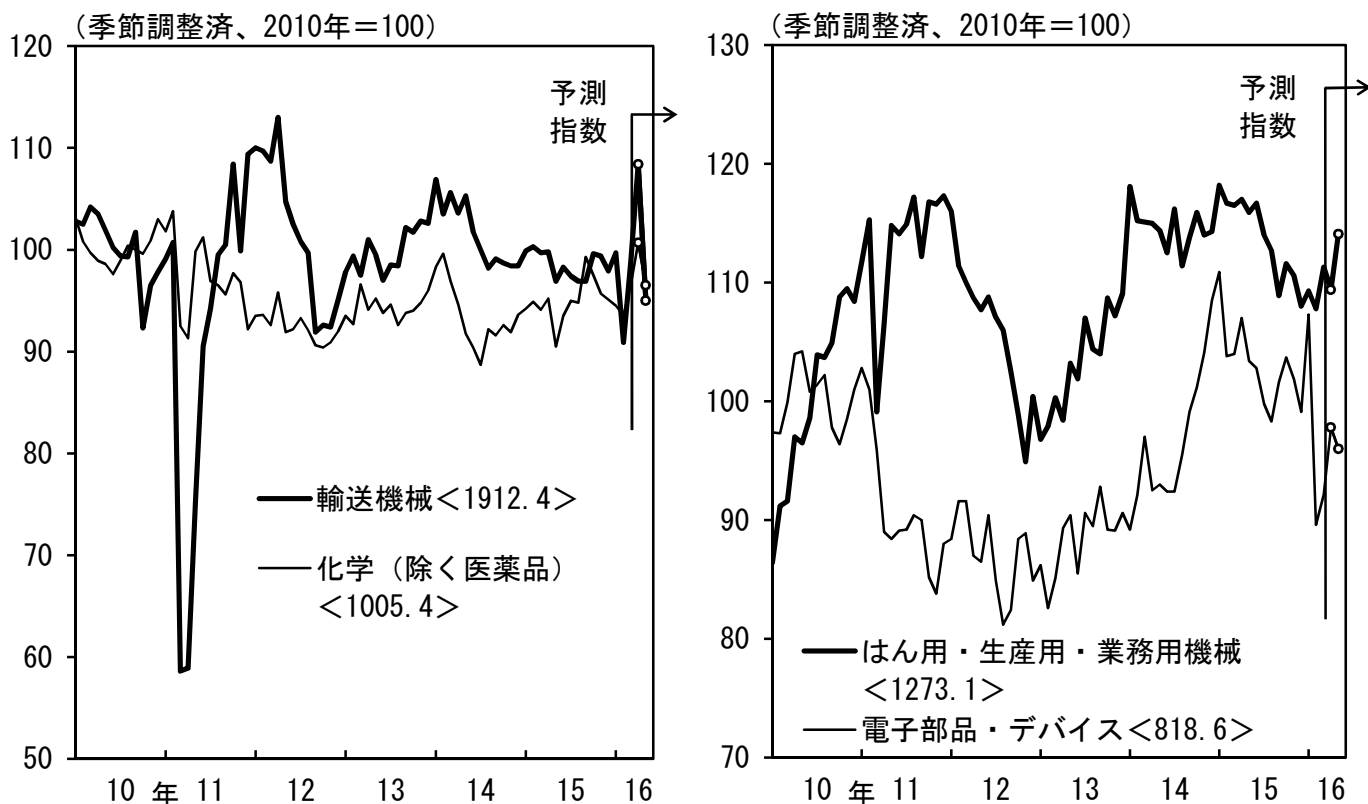
(出所) 日本政府観光局 (JNTO)、財務省・日本銀行

鉍工業生産・出荷・在庫

(1) 鉍工業生産・出荷・在庫



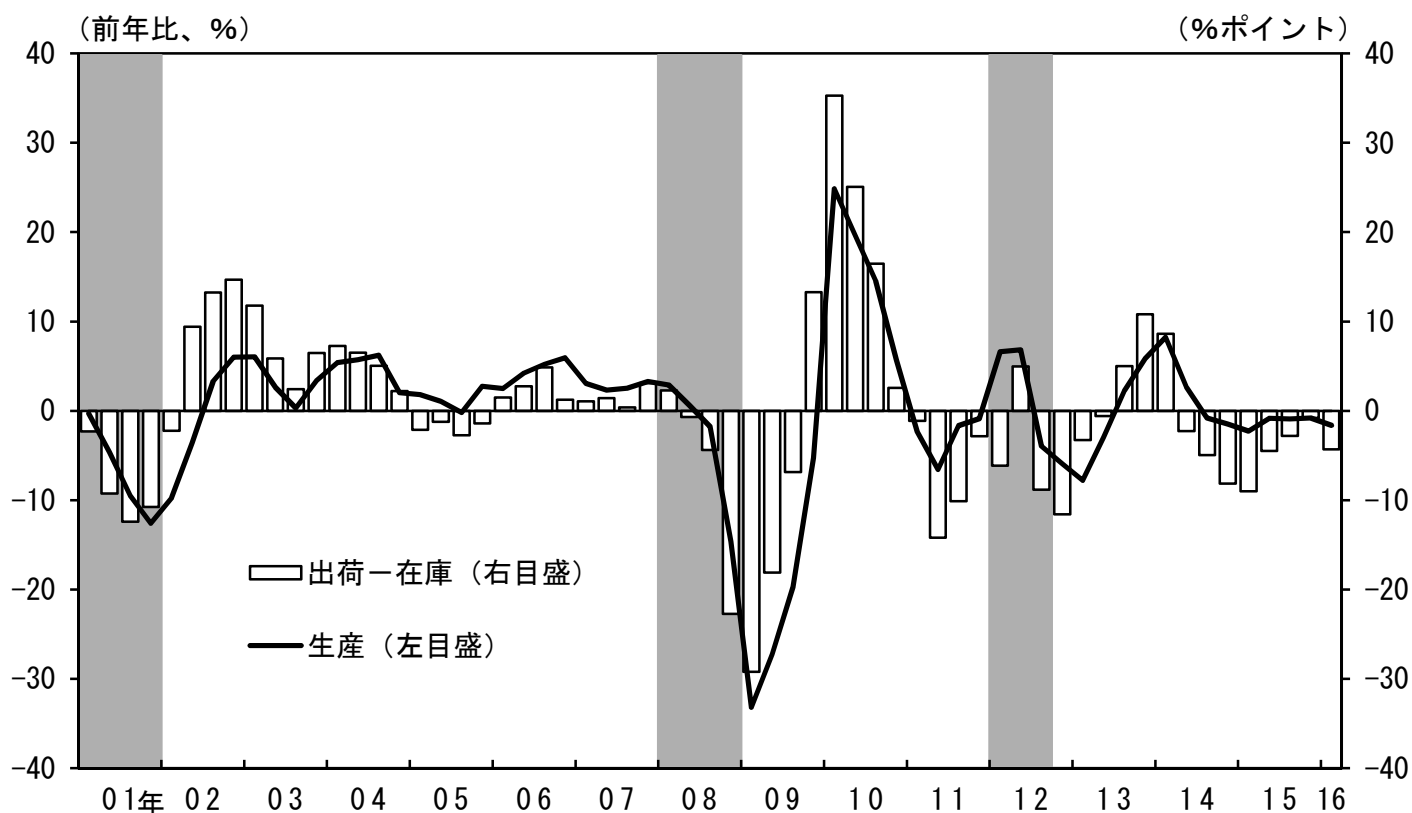
(2) 業種別の生産



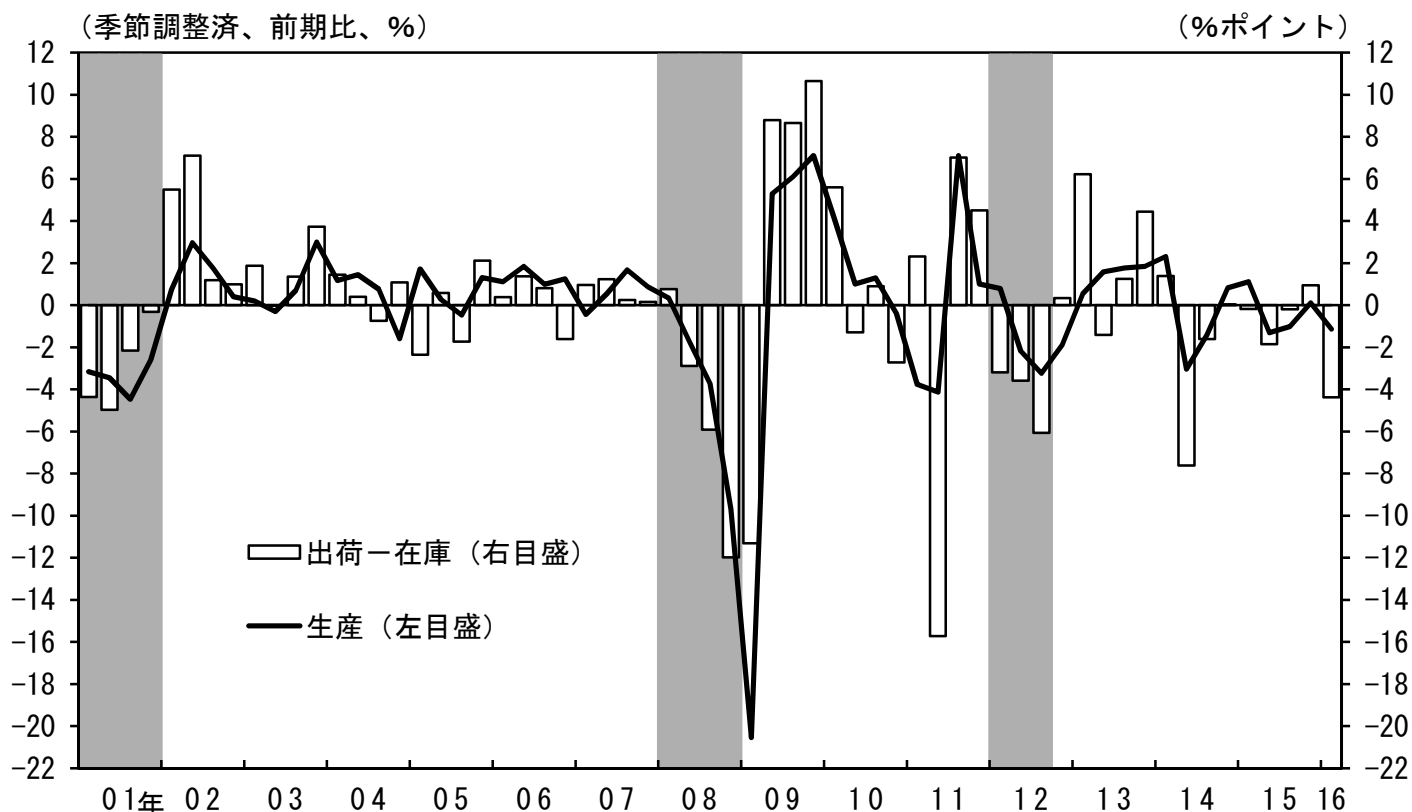
(注) 1. 2016/2Qおよび2016/4、5月は、予測指数を用いて算出。
2016/2Qは、6月を5月と同水準と仮定して算出した値。
2. < >内は、生産 (付加価値額) ウェイト (万分比)。
(出所) 経済産業省

出荷・在庫バランス

(1) 前年比



(2) 前期比



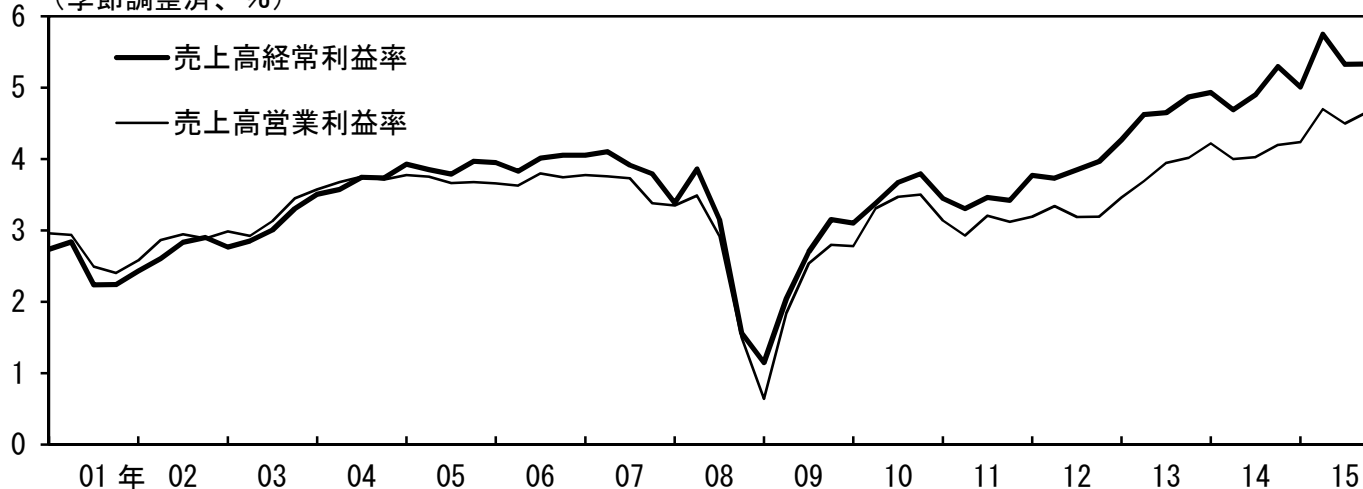
(注) シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 経済産業省

業種別・規模別の企業収益

(1) 全産業全規模

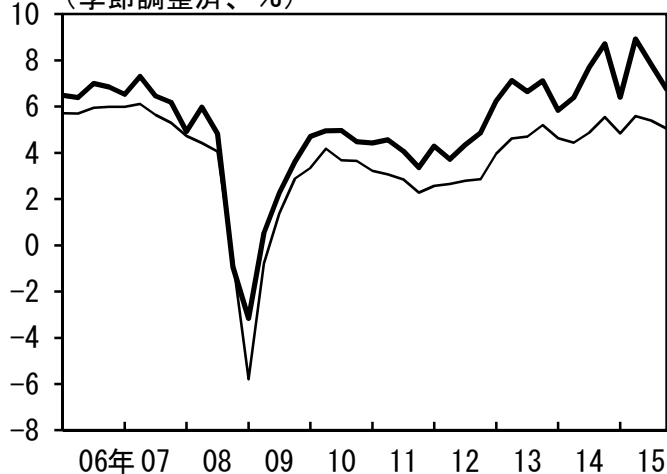
(季節調整済、%)



(2) 製造業

① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)



(3) 非製造業

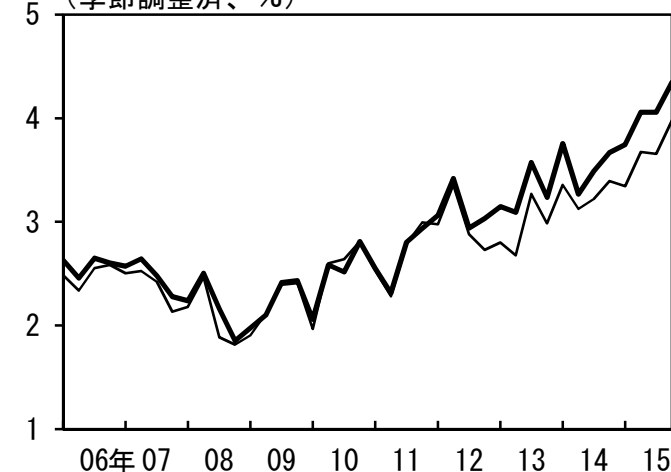
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)

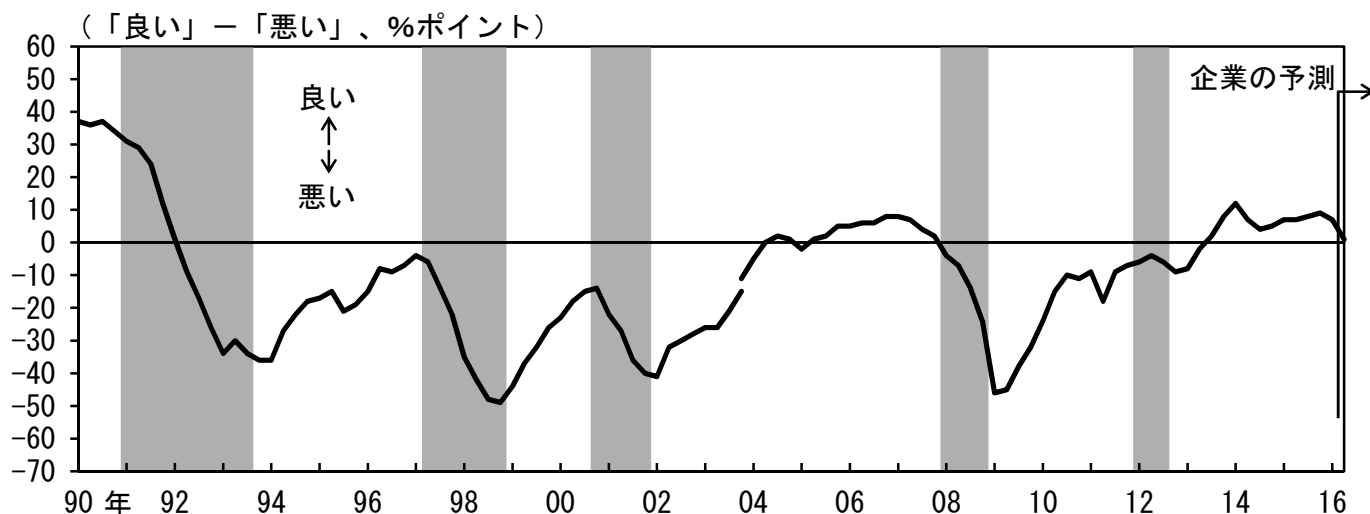


(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

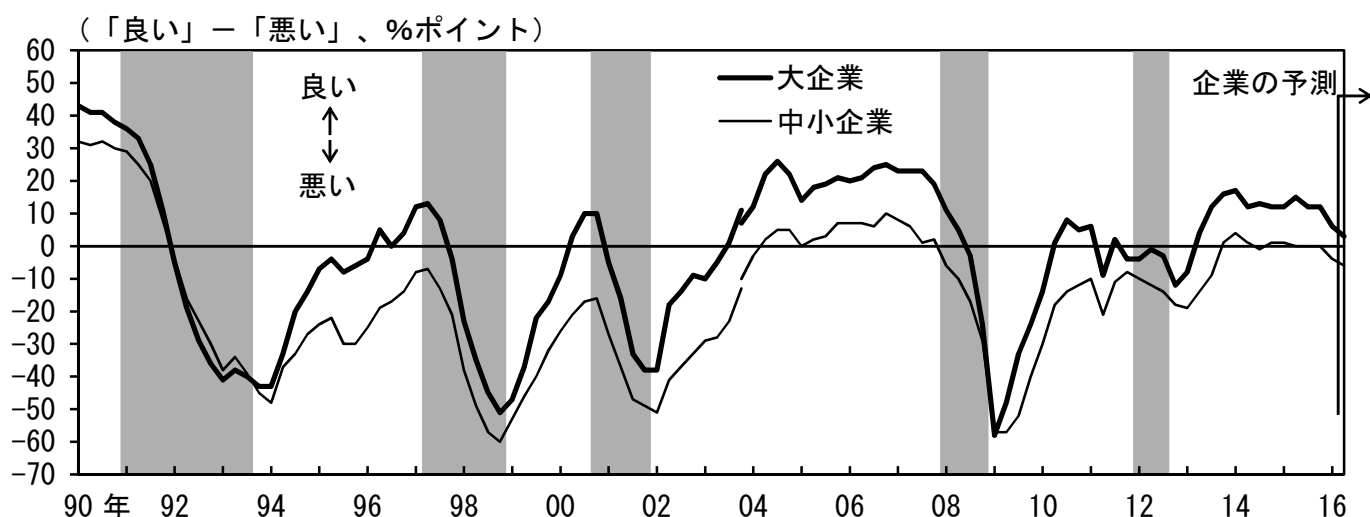
(出所) 財務省

業況判断

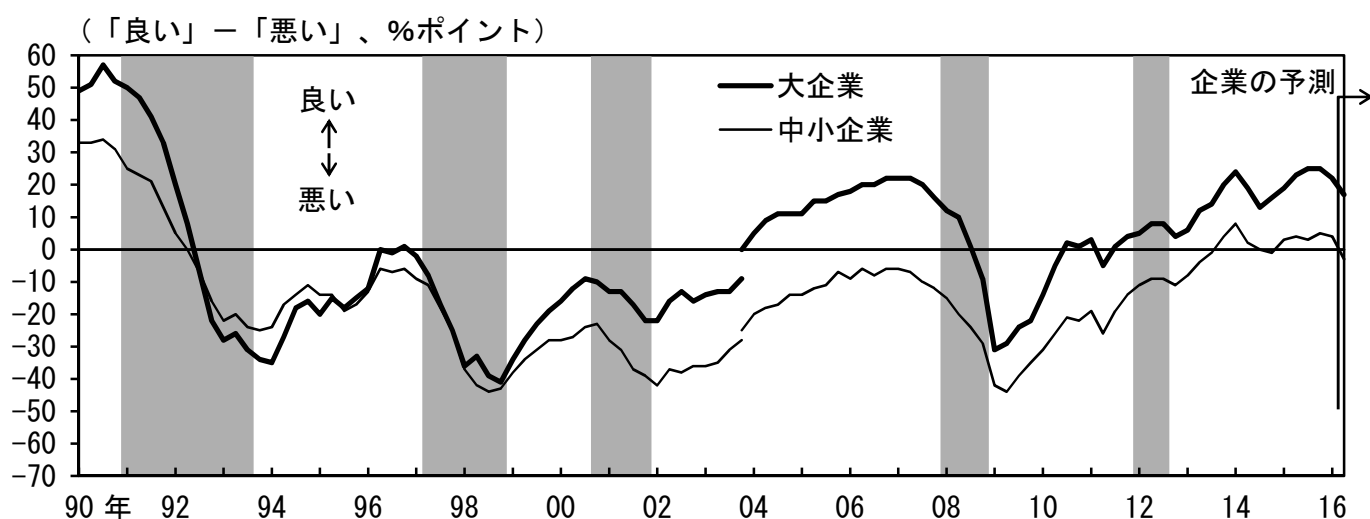
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

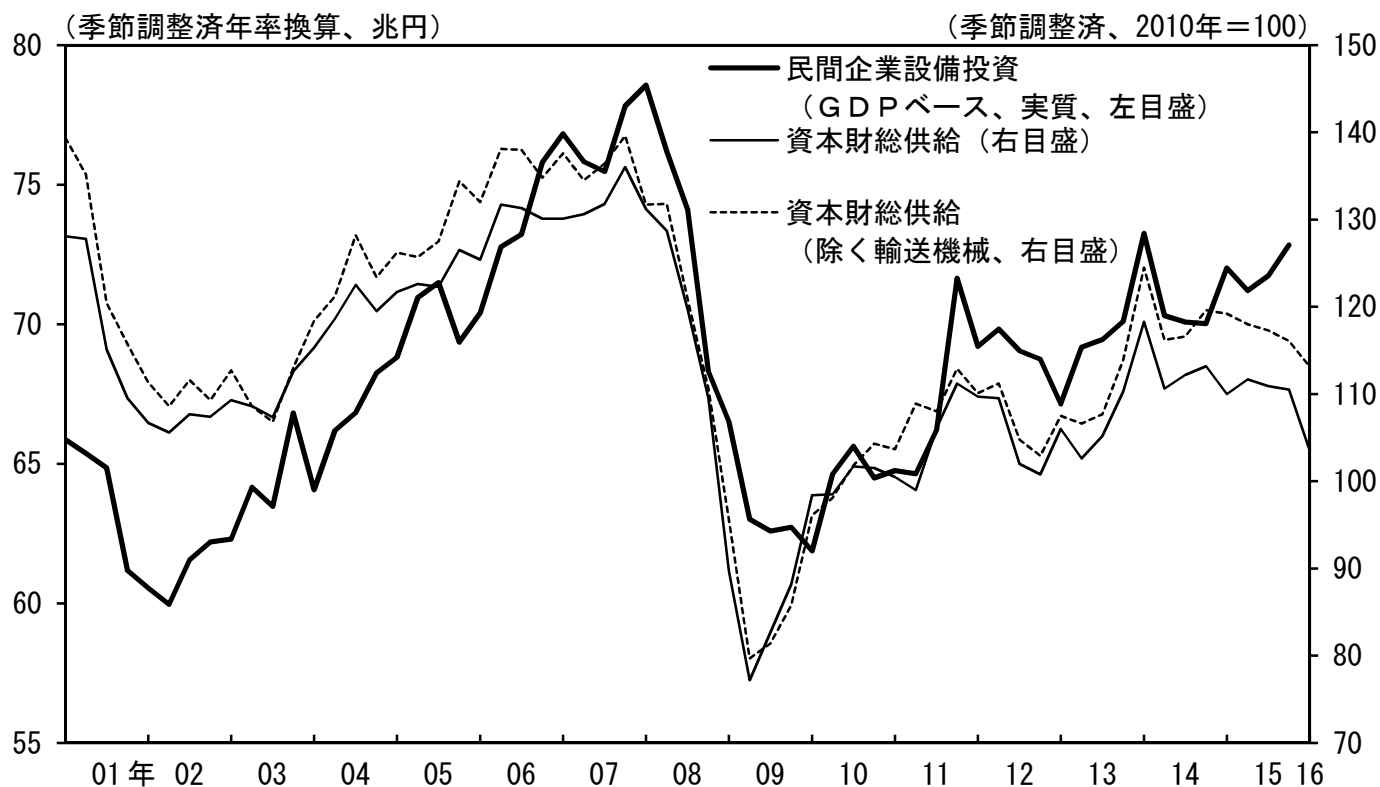


(注) 1. 短観の業況判断DI。シャド一部分は、景気後退局面。
2. 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行

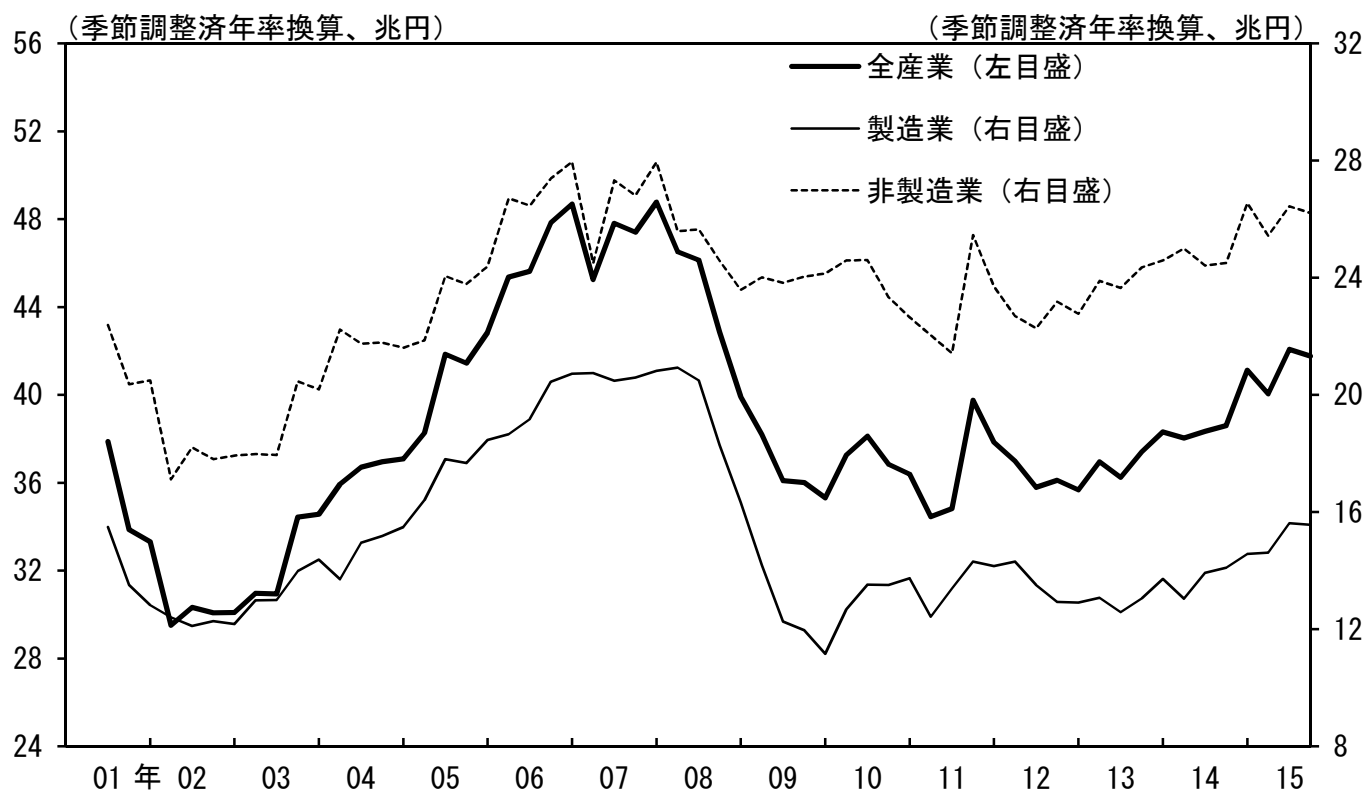
設備投資一致指標

(1) GDP設備投資と資本財総供給



(注) 2016/1Qは、1~2月の値。

(2) 法人季報の設備投資額 (全規模、除くリース業)

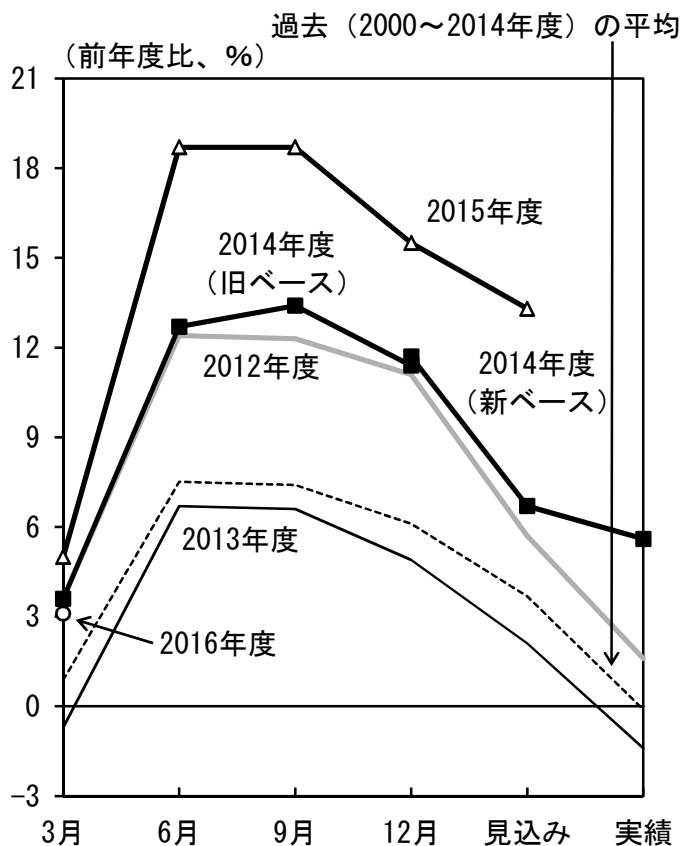


(注) 金融業、保険業、リース業を除く。ソフトウェア投資額を含む。

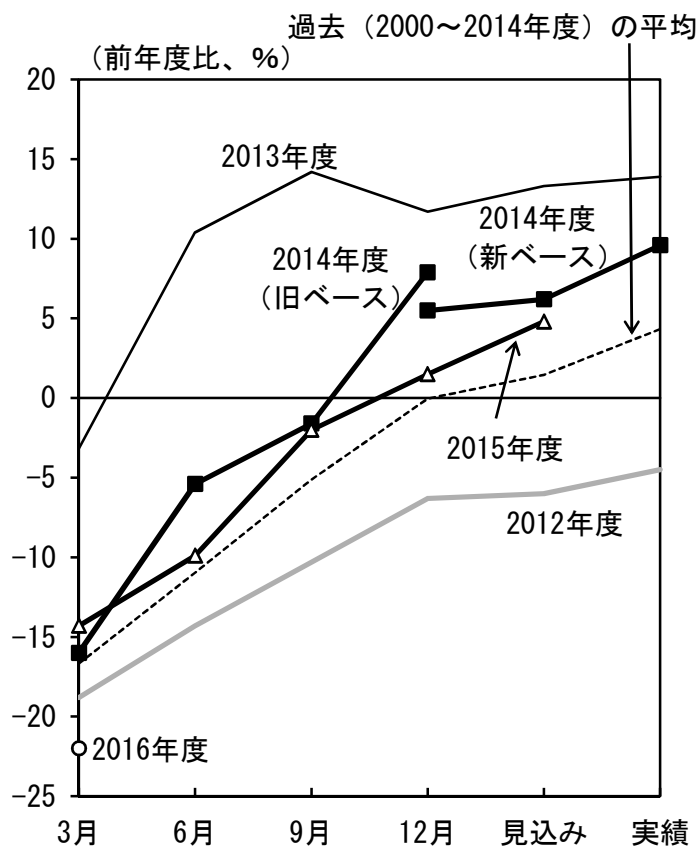
(出所) 内閣府、経済産業省、財務省

設備投資計画（業種別・規模別）

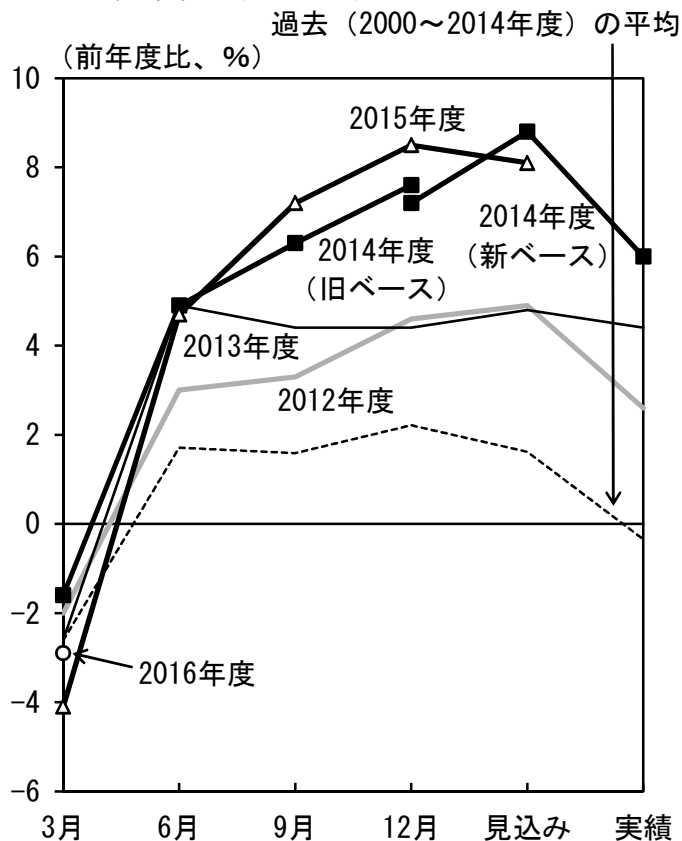
(1) 製造業大企業



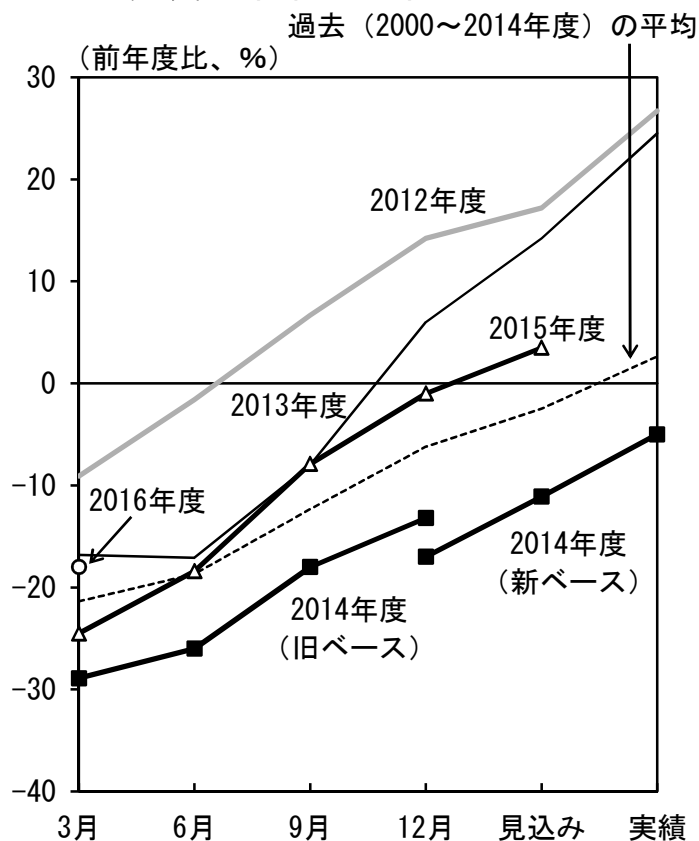
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



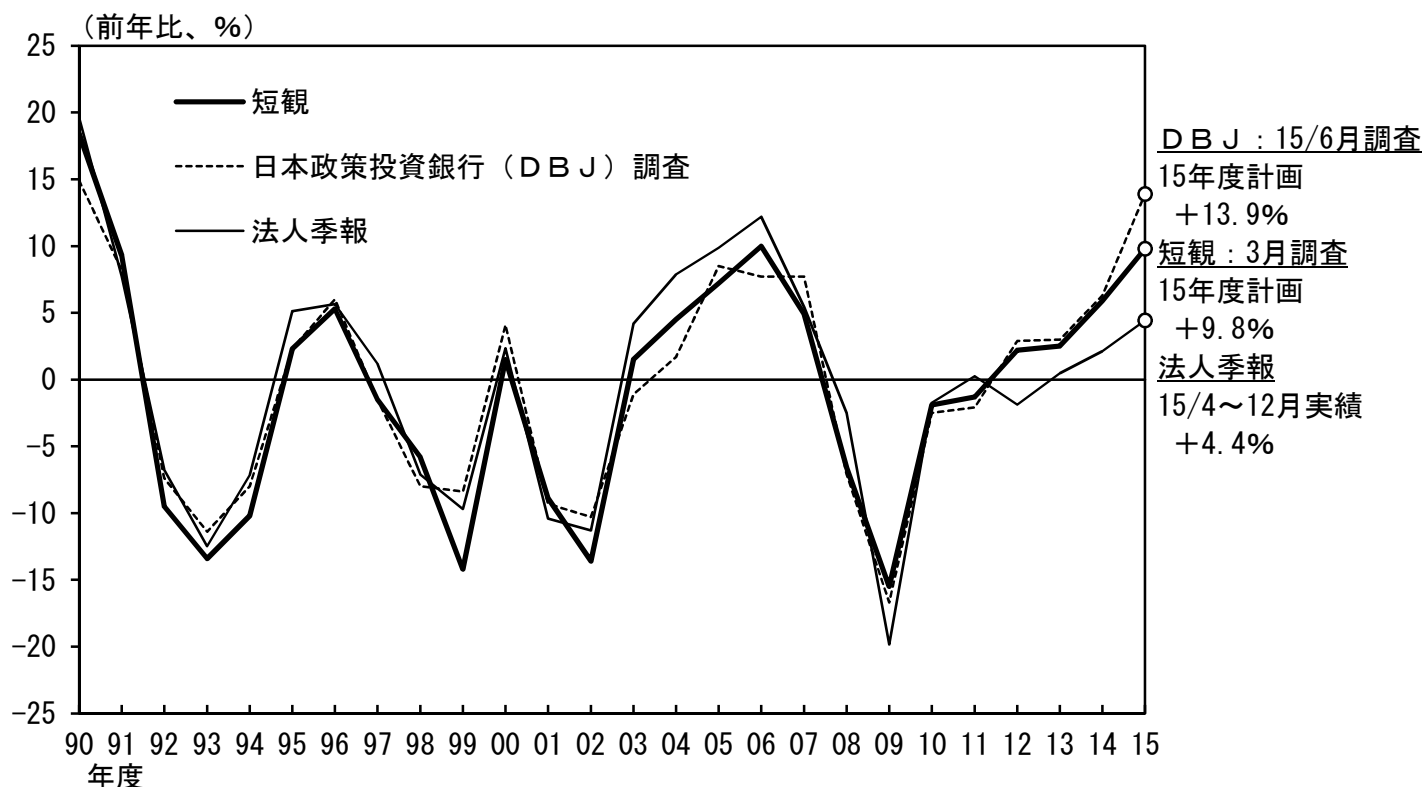
(注) 1. 短観の設備投資計画。土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。

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

(出所) 日本銀行

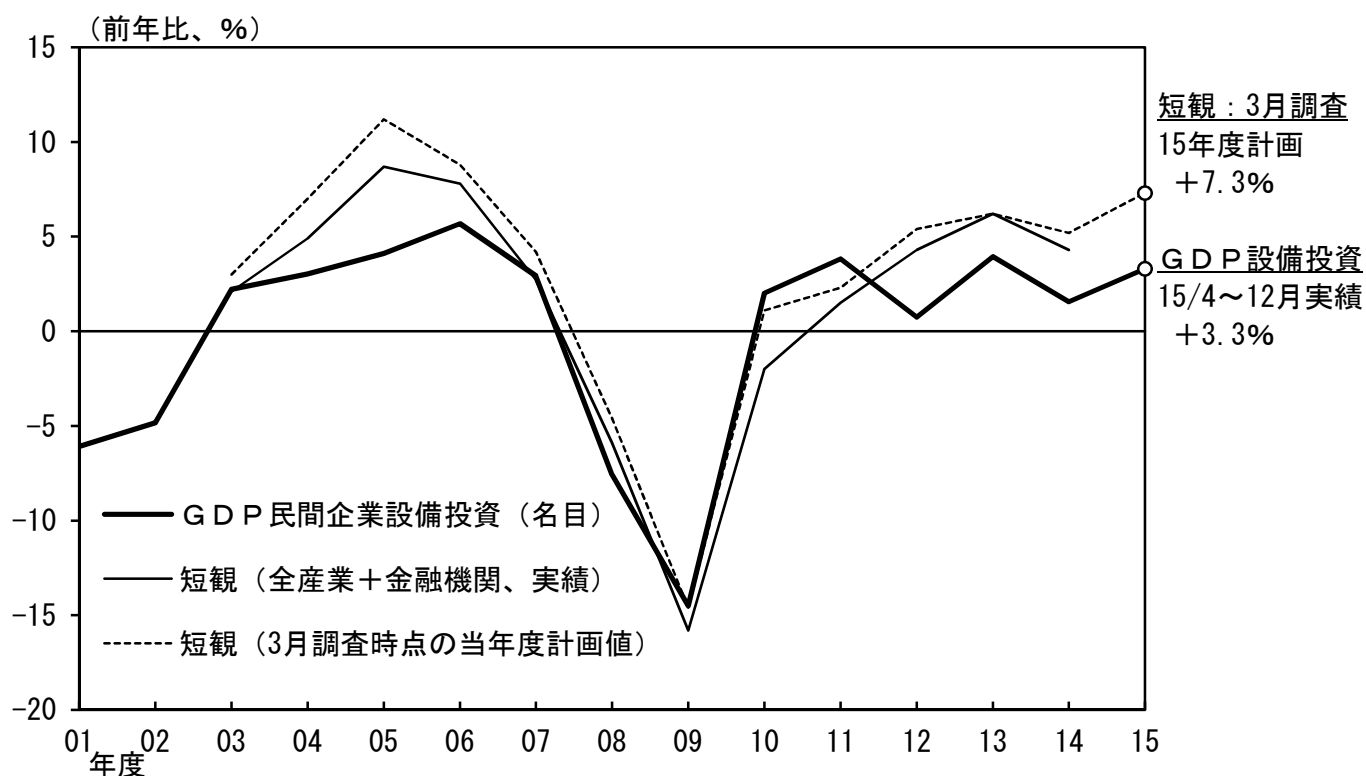
設備投資計画と実績

(1) 大企業の設備投資計画と実績



(注) 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

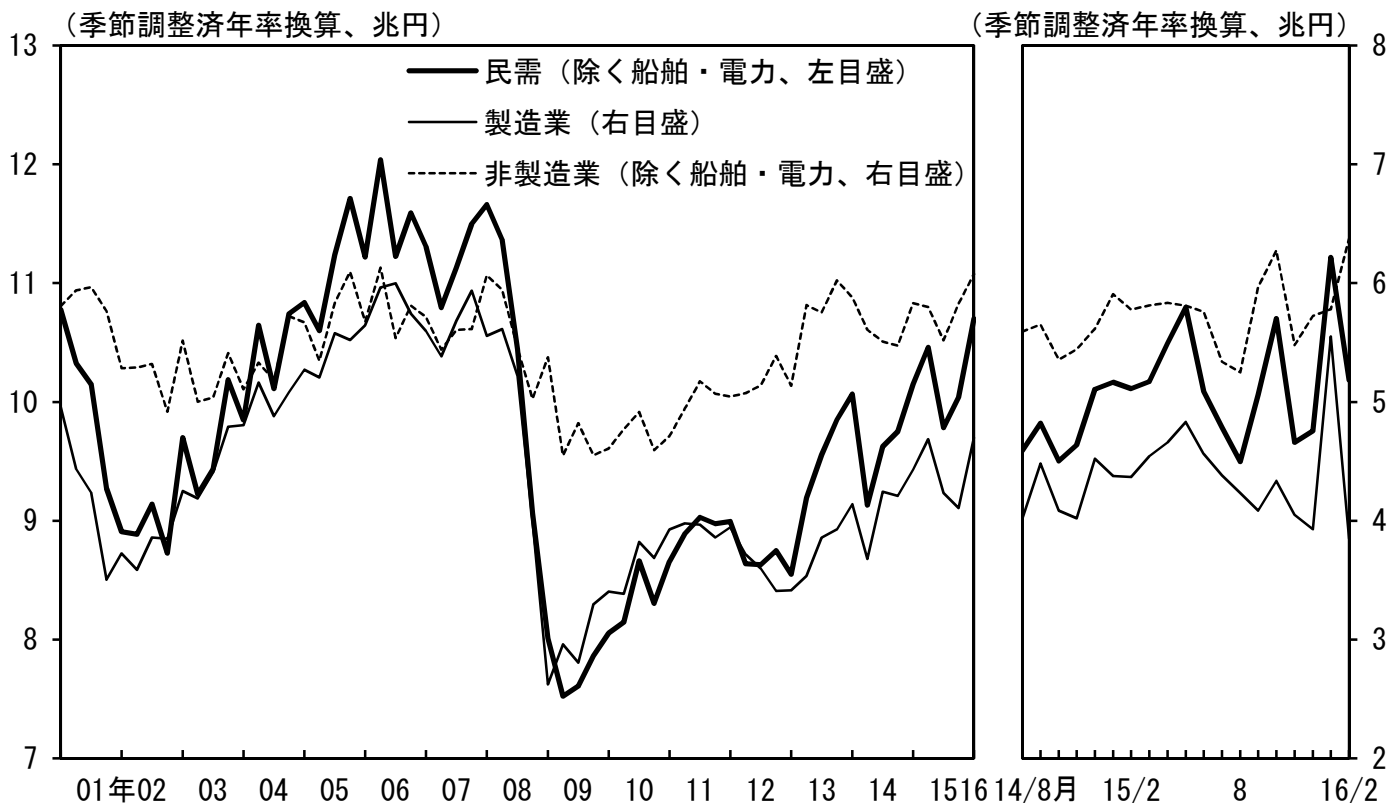


(注) 短観は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(出所) 日本銀行、日本政策投資銀行、内閣府、財務省

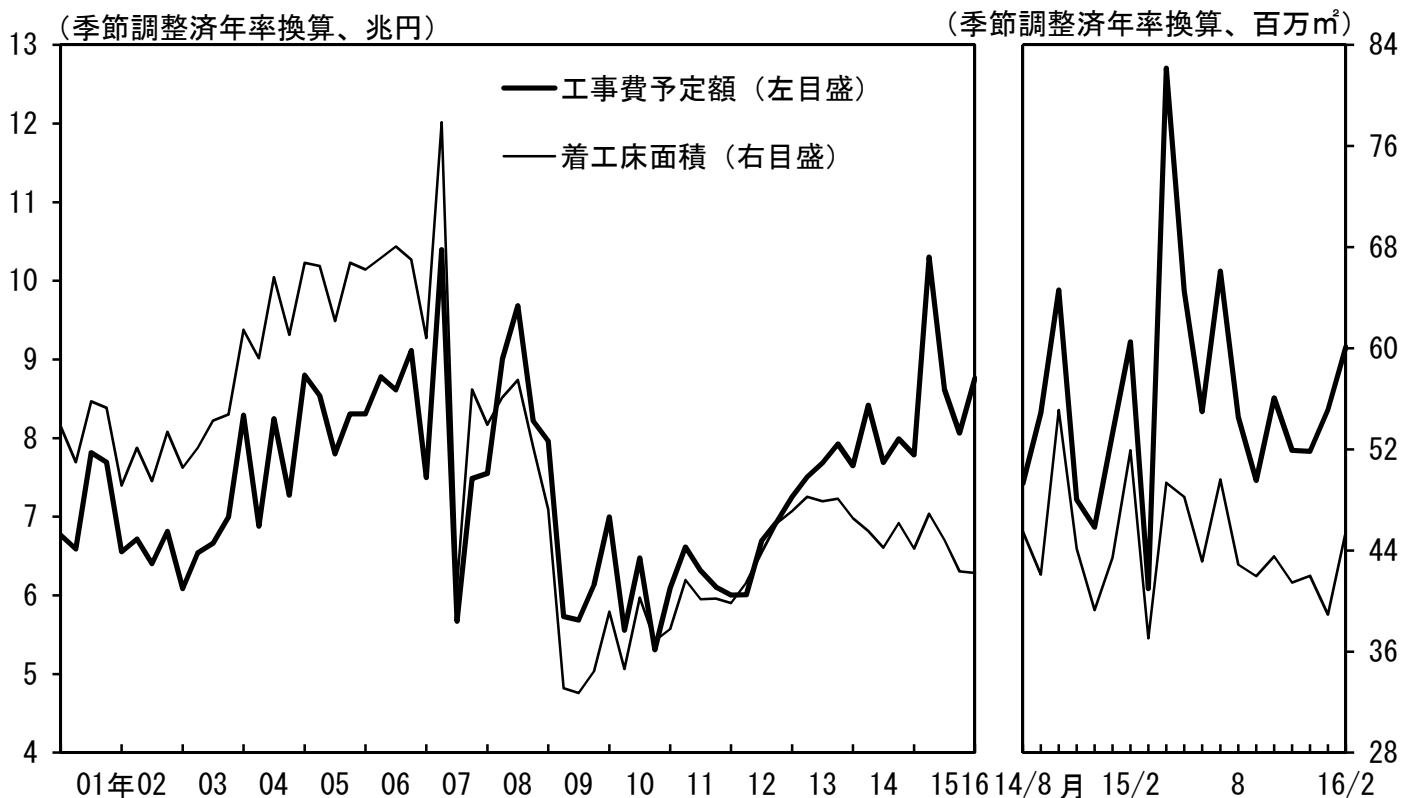
設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 2016/1Qは、1~2月の値 (下の図表も同じ)。

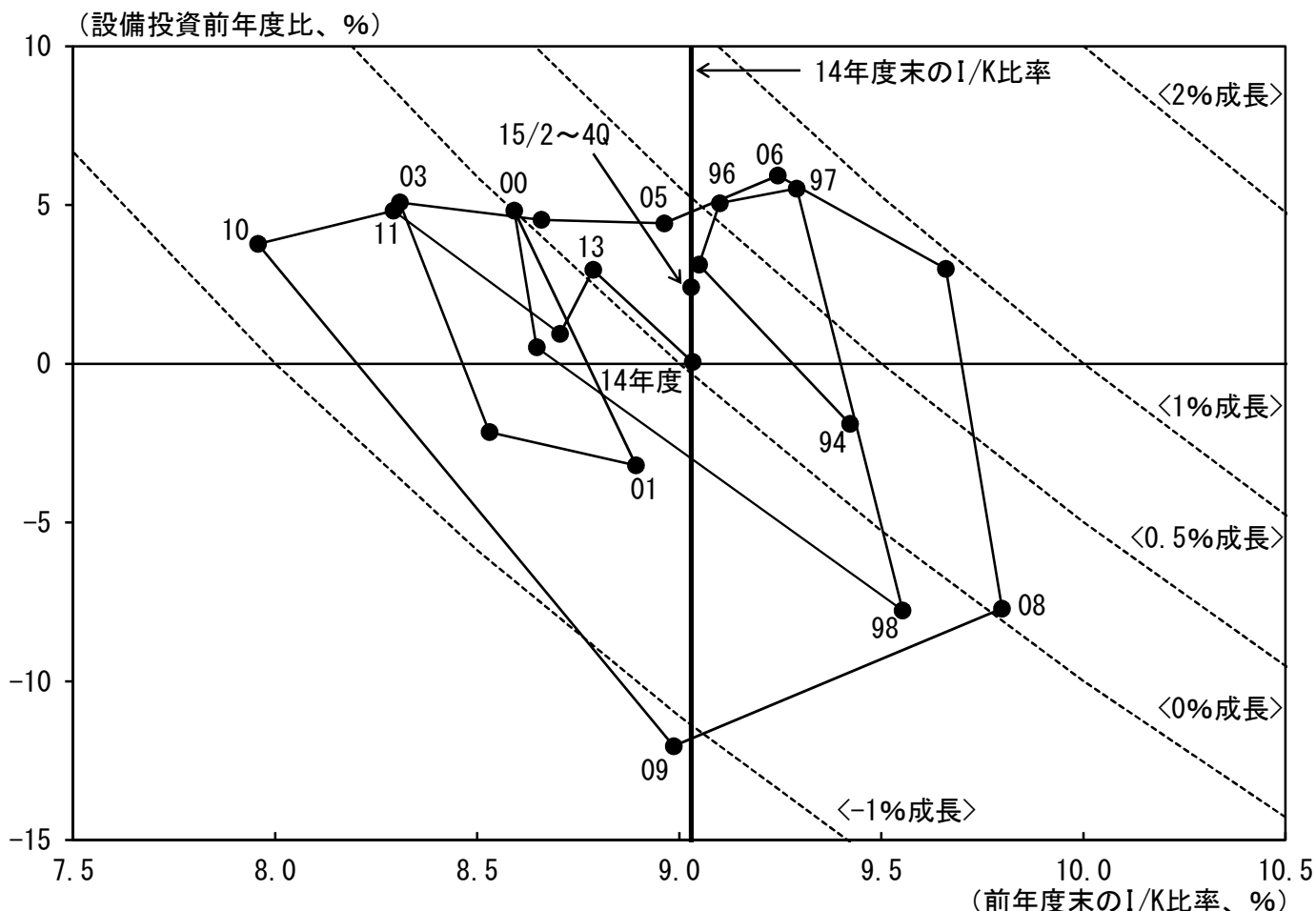
(2) 建築着工 (民間非居住用)



(出所) 内閣府、国土交通省

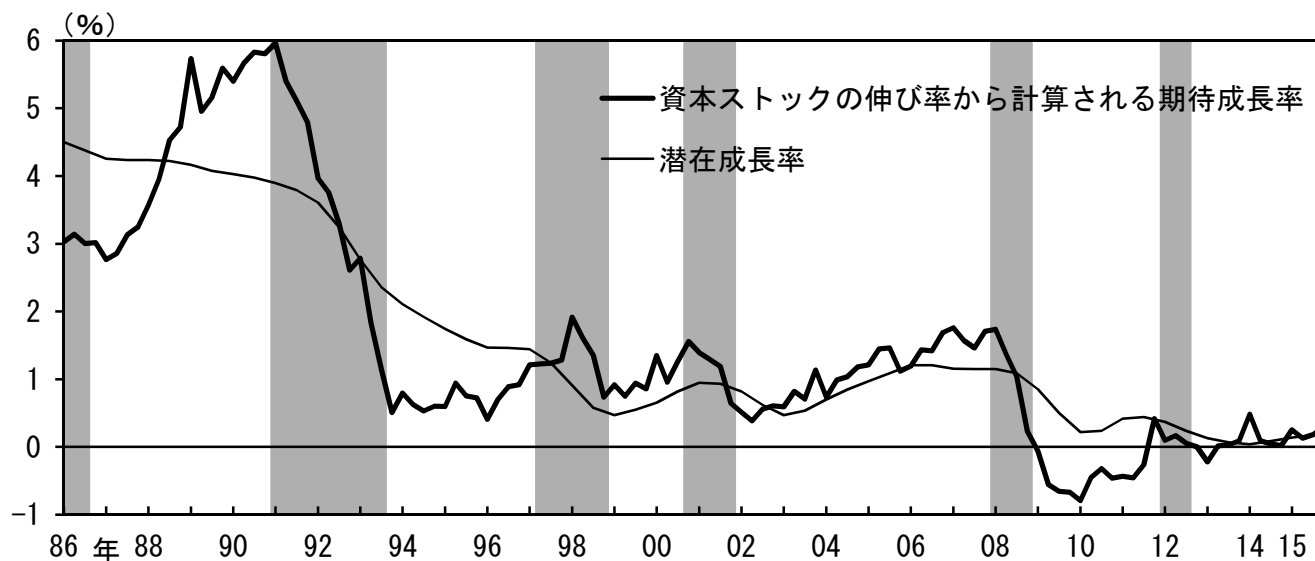
期待成長率と資本ストック循環

(1) 資本ストック循環図



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

(2) 資本ストックの伸び率から計算される期待成長率



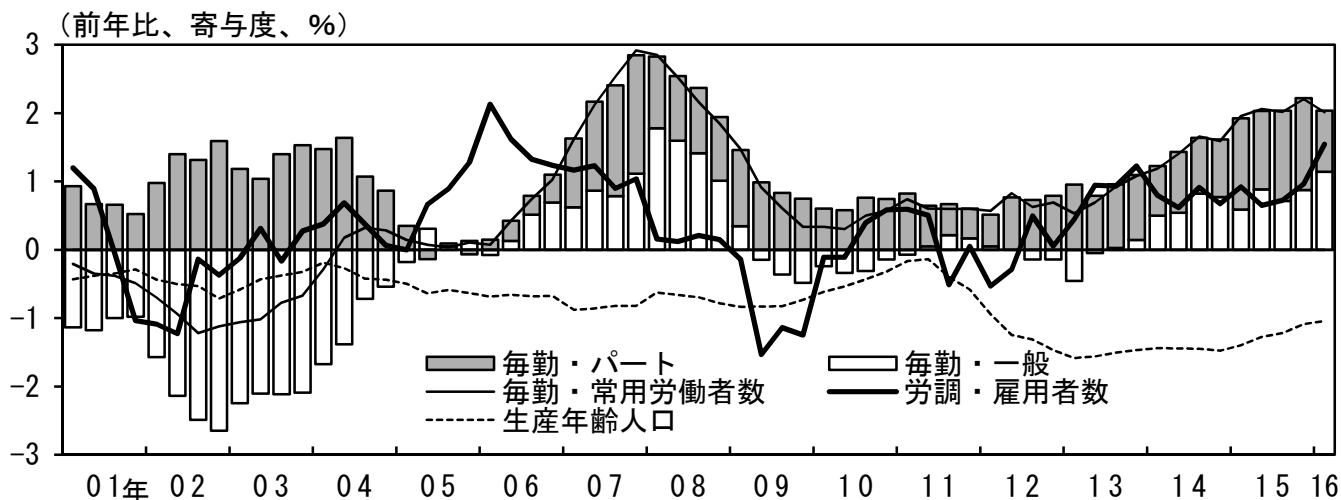
(注) 1. 資本ストックの伸び率から計算される期待成長率は、各時点の設備投資、I/K比率、減耗率、資本係数のトレンド成長率を用いて試算。潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。

2. シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 内閣府、経済産業研究所等

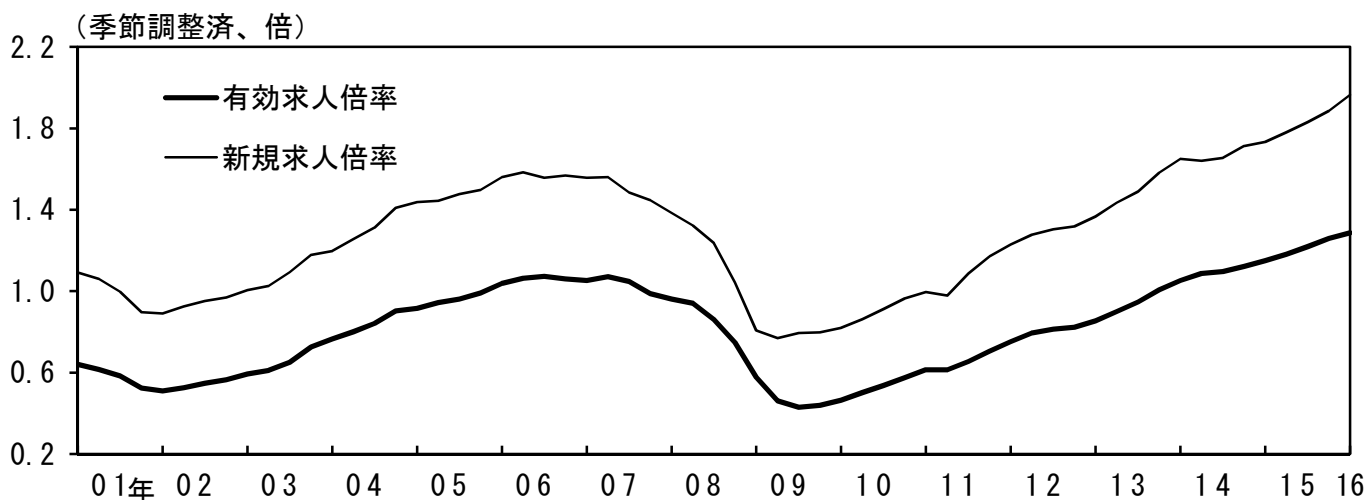
雇用と労働需給

(1) 雇用者数

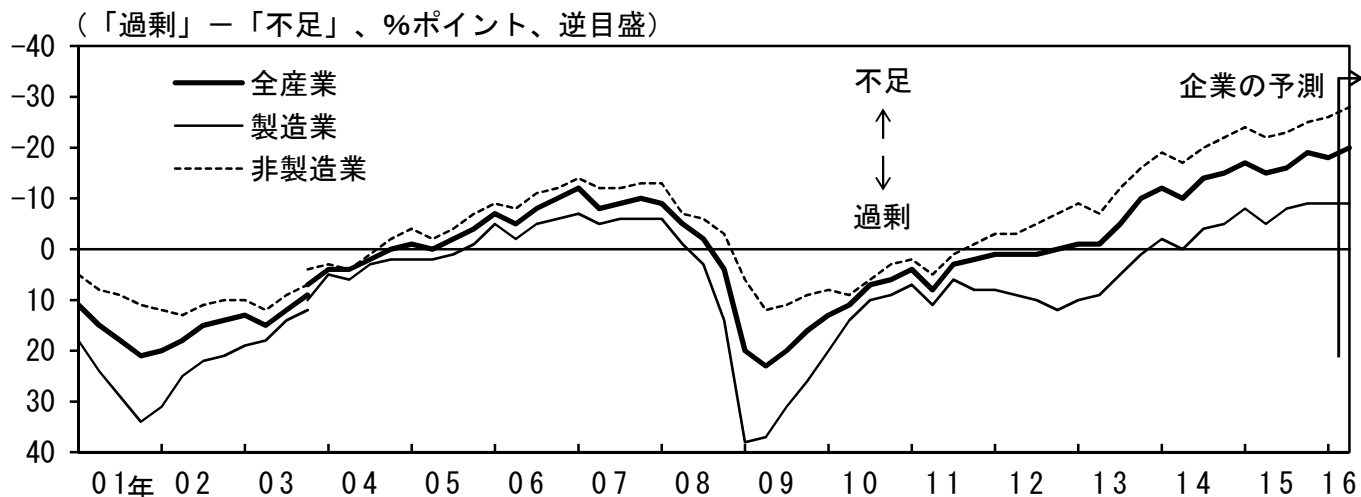


(注) 毎月勤労統計の2016/1Qは、1~2月の値。

(2) 求人倍率



(3) 雇用人員判断D I (短観・全規模)



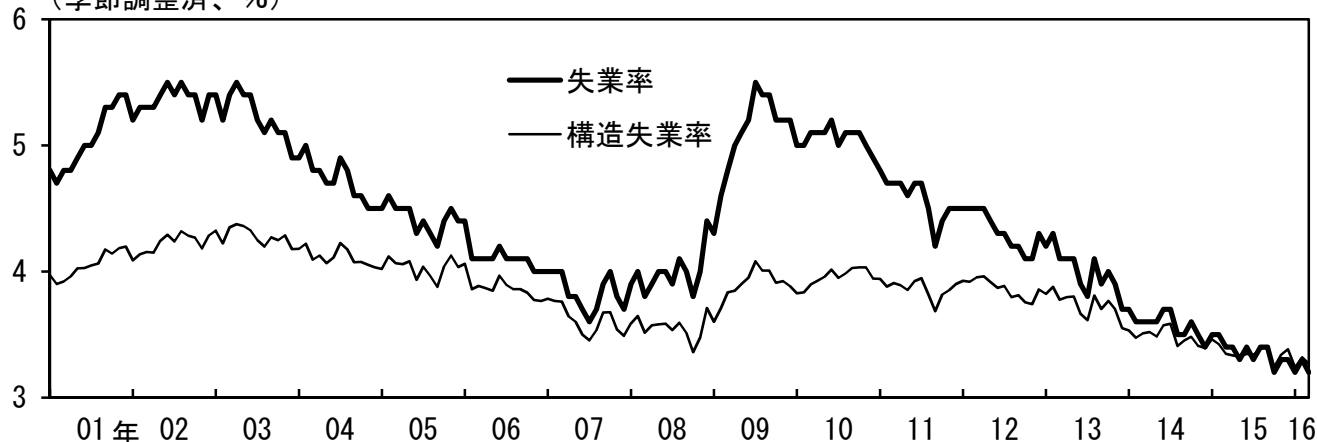
(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行

失業率と労働力率

(1) 失業率

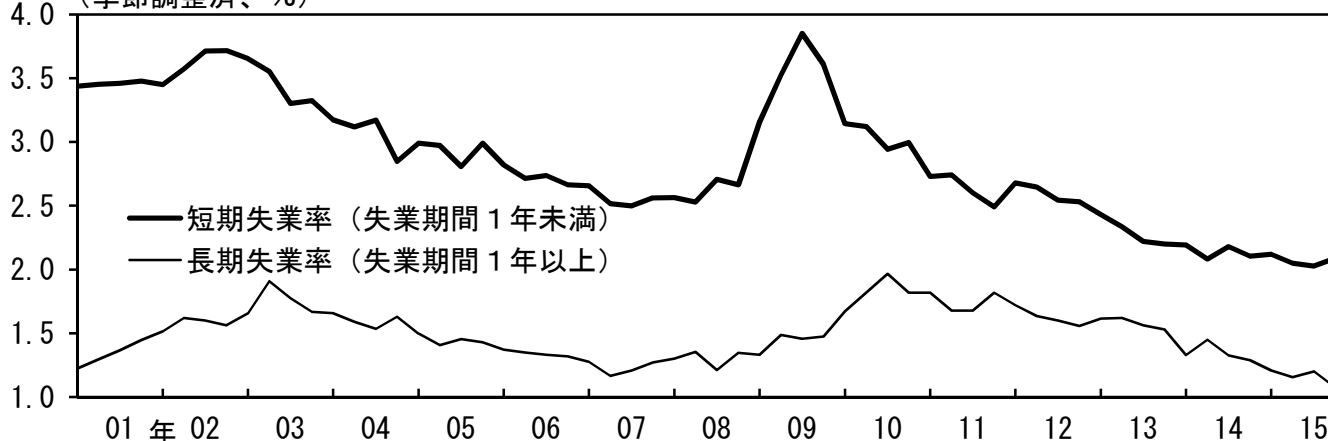
(季節調整済、%)



(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

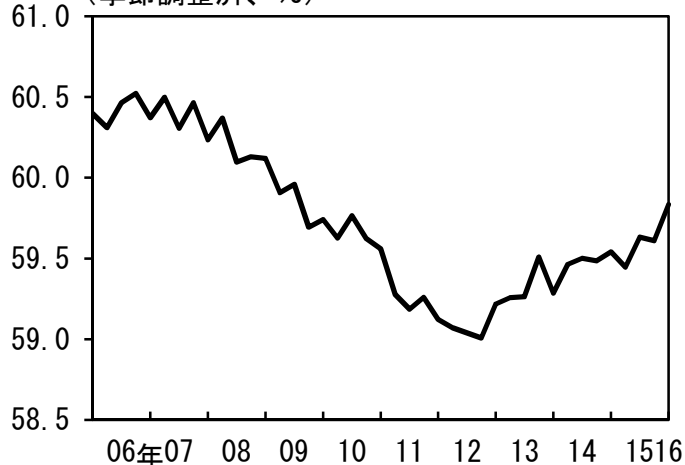
(季節調整済、%)



(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

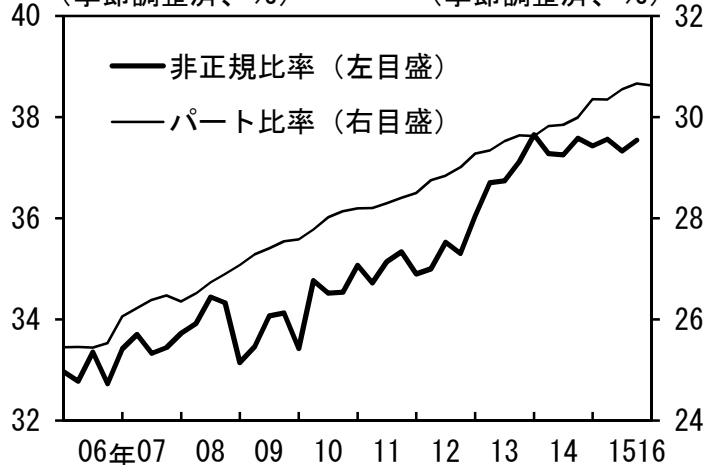
(季節調整済、%)



(4) 非正規比率とパート比率

(季節調整済、%)

(季節調整済、%)



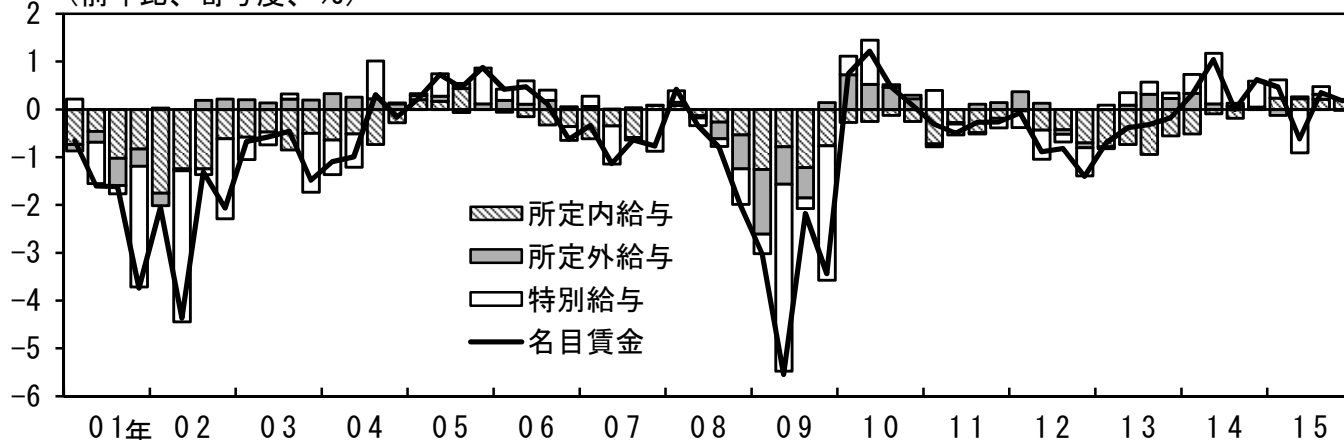
(注) 1. (4) の非正規比率は、労働力調査詳細集計ベース。

2. (4) のパート比率の2016/1Qは、1~2月の値。

名目賃金

(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)

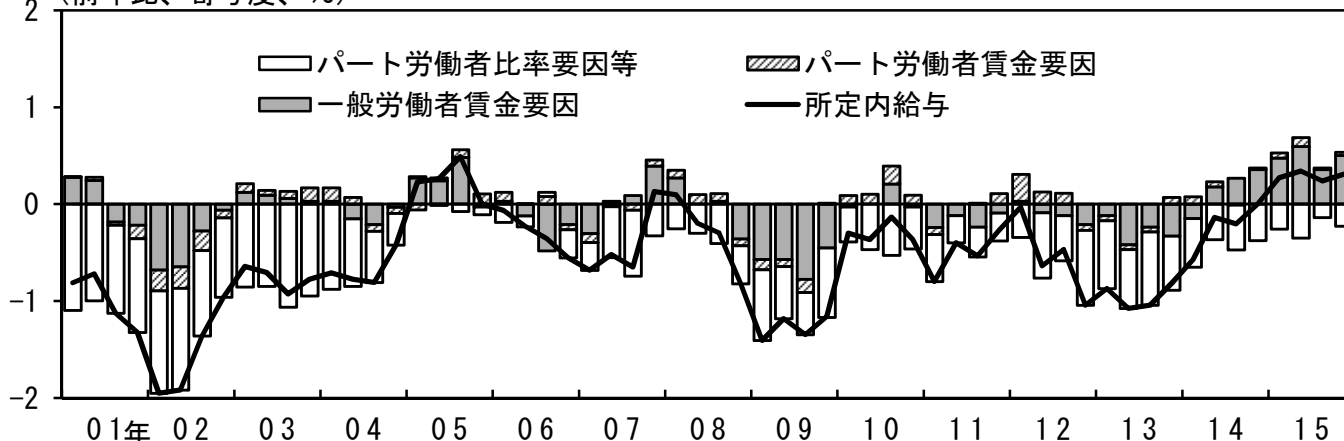


(注) 四半期は、以下のように組替えている。

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

(2) 所定内給与の要因分解

(前年比、寄与度、%)



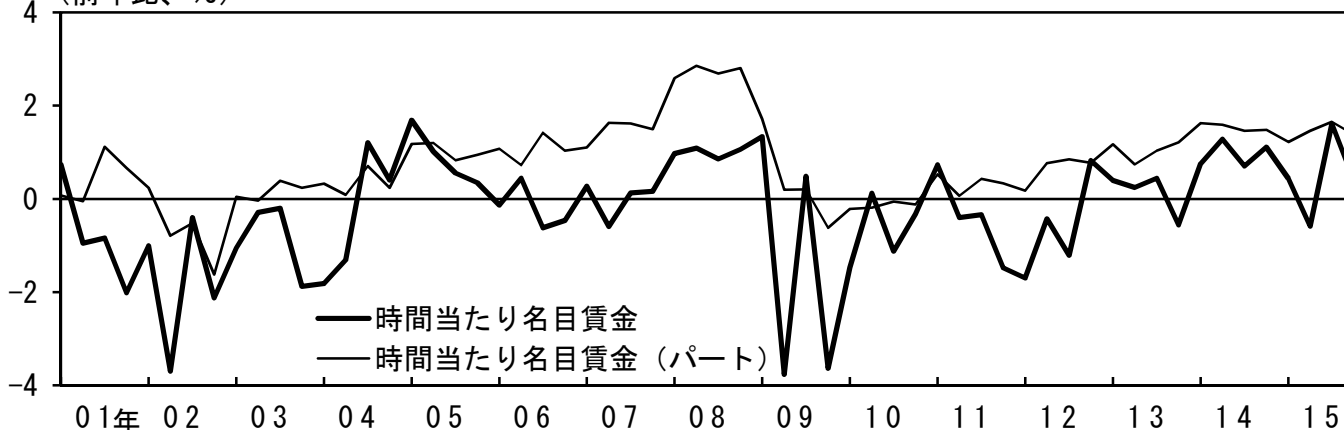
(注) 一般労働者賃金要因＝一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合

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

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

(3) 時間当たり名目賃金

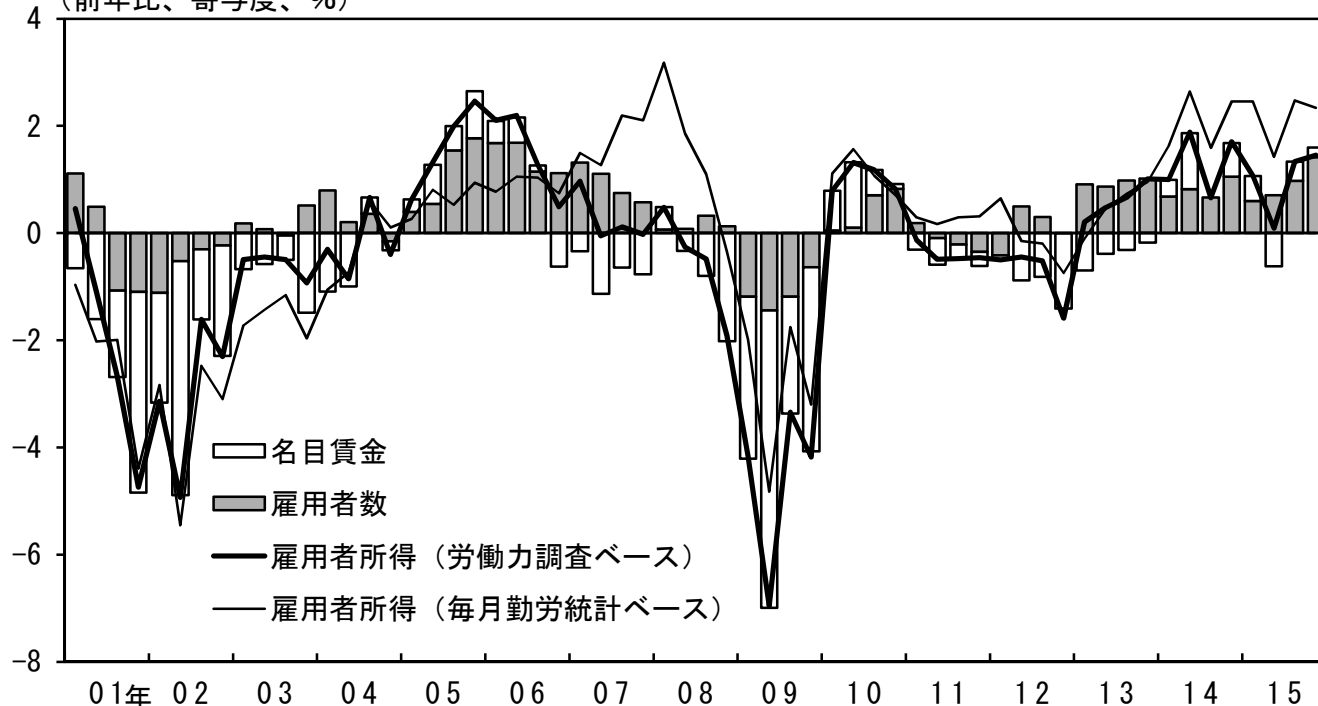
(前年比、%)



雇用者所得

(1) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。

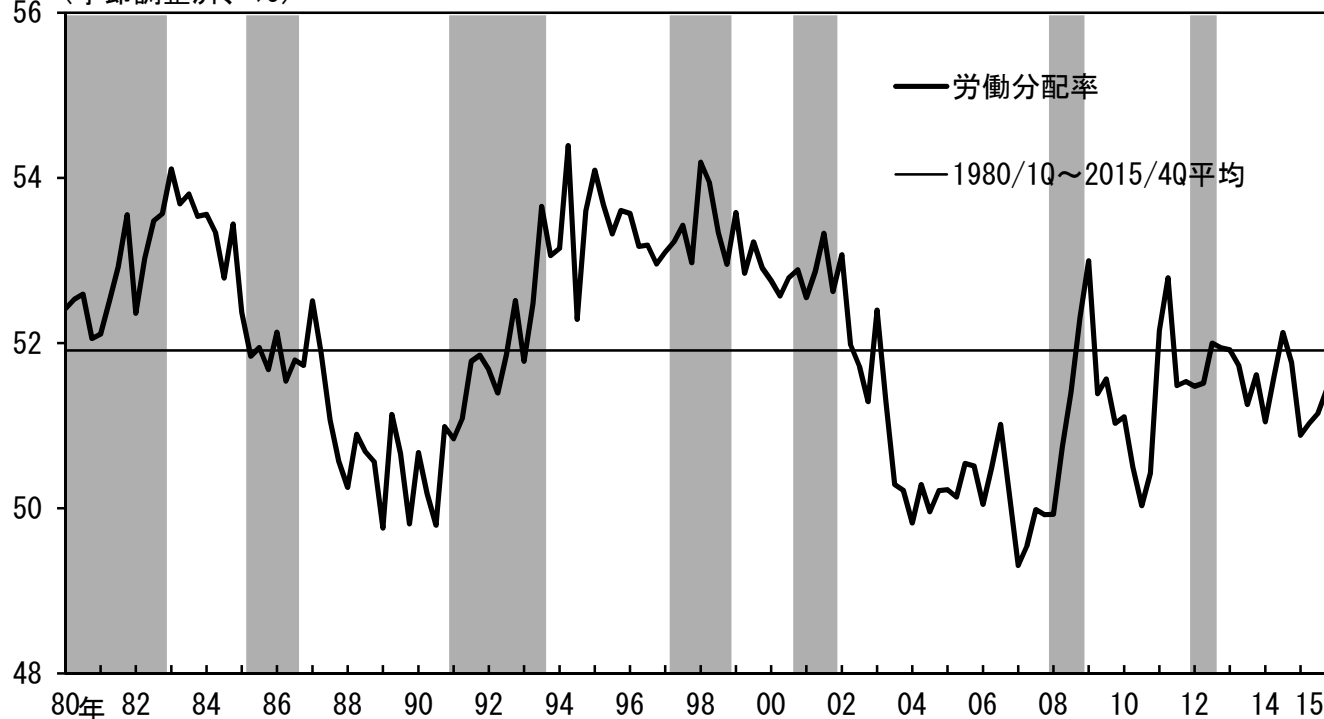
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

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

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

(2) 労働分配率 (GDPベース)

(季節調整済、%)



(注) 1. 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

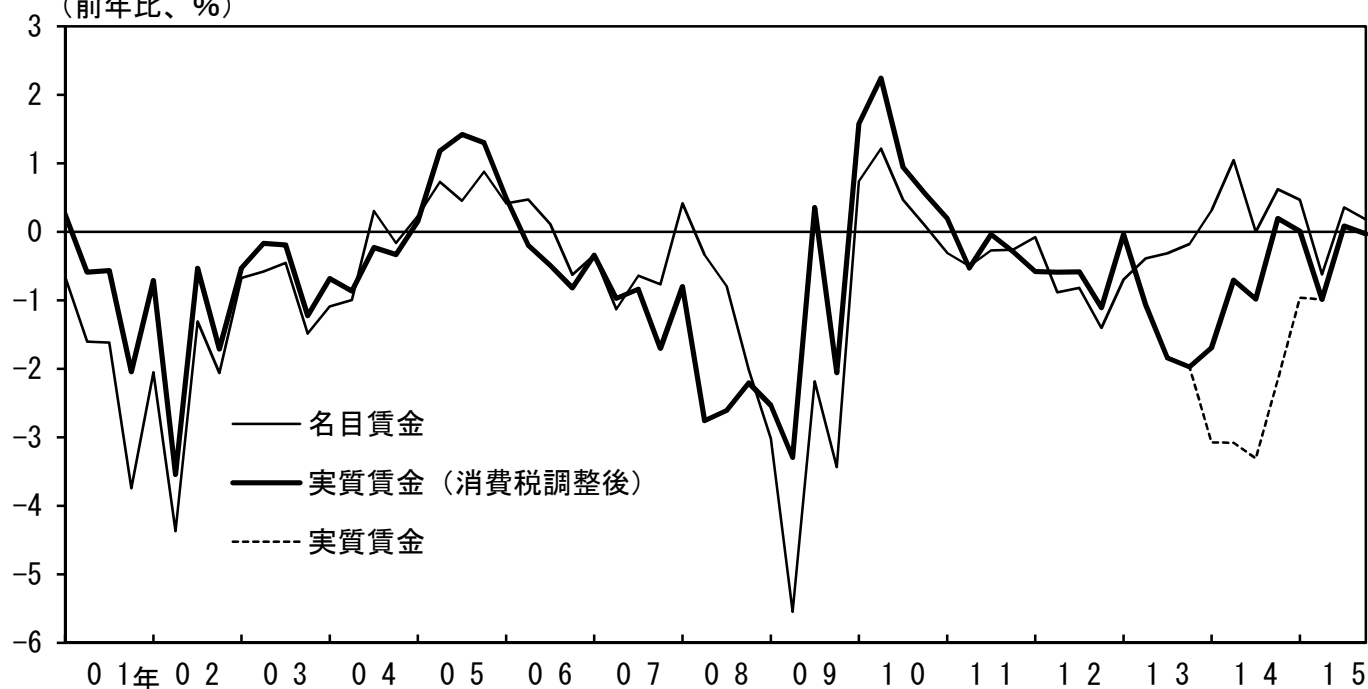
2. シャド一部分は、景気後退局面。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府

実質賃金・所得

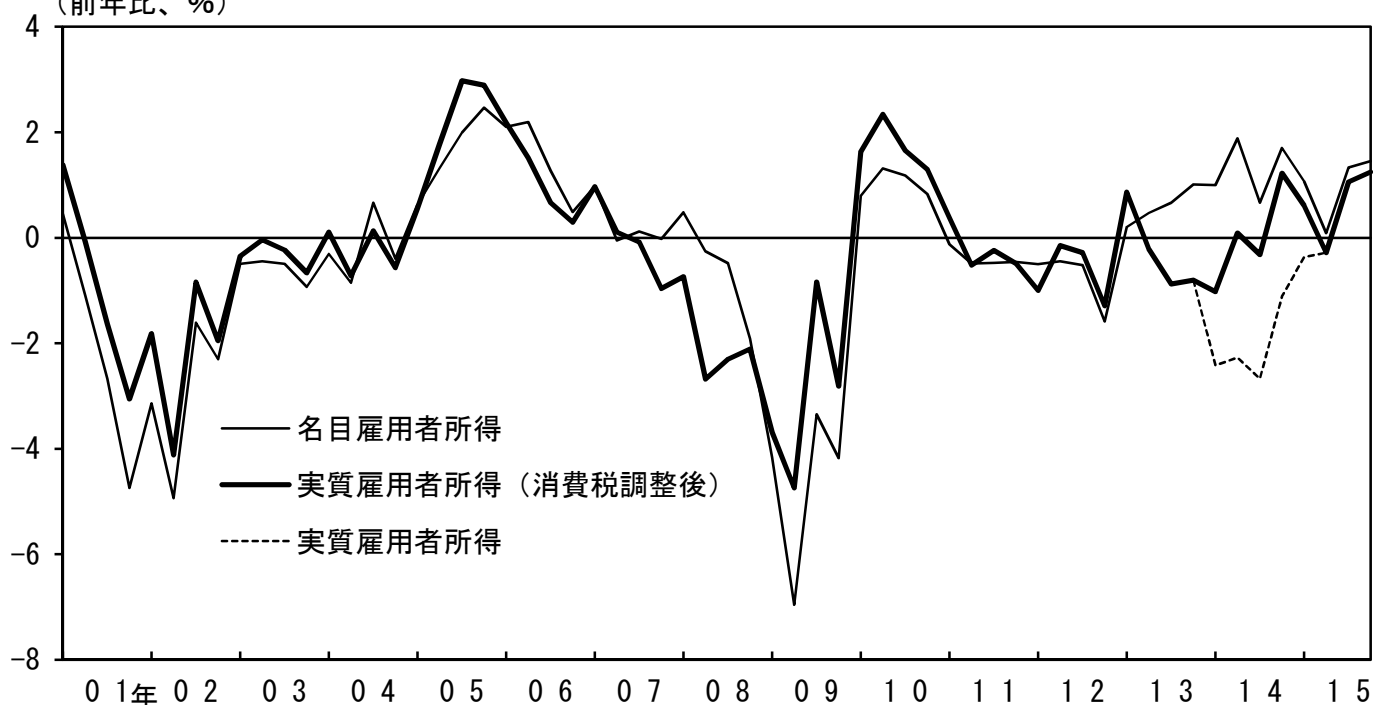
(1) 実質賃金

(前年比、%)



(2) 実質雇用者所得

(前年比、%)

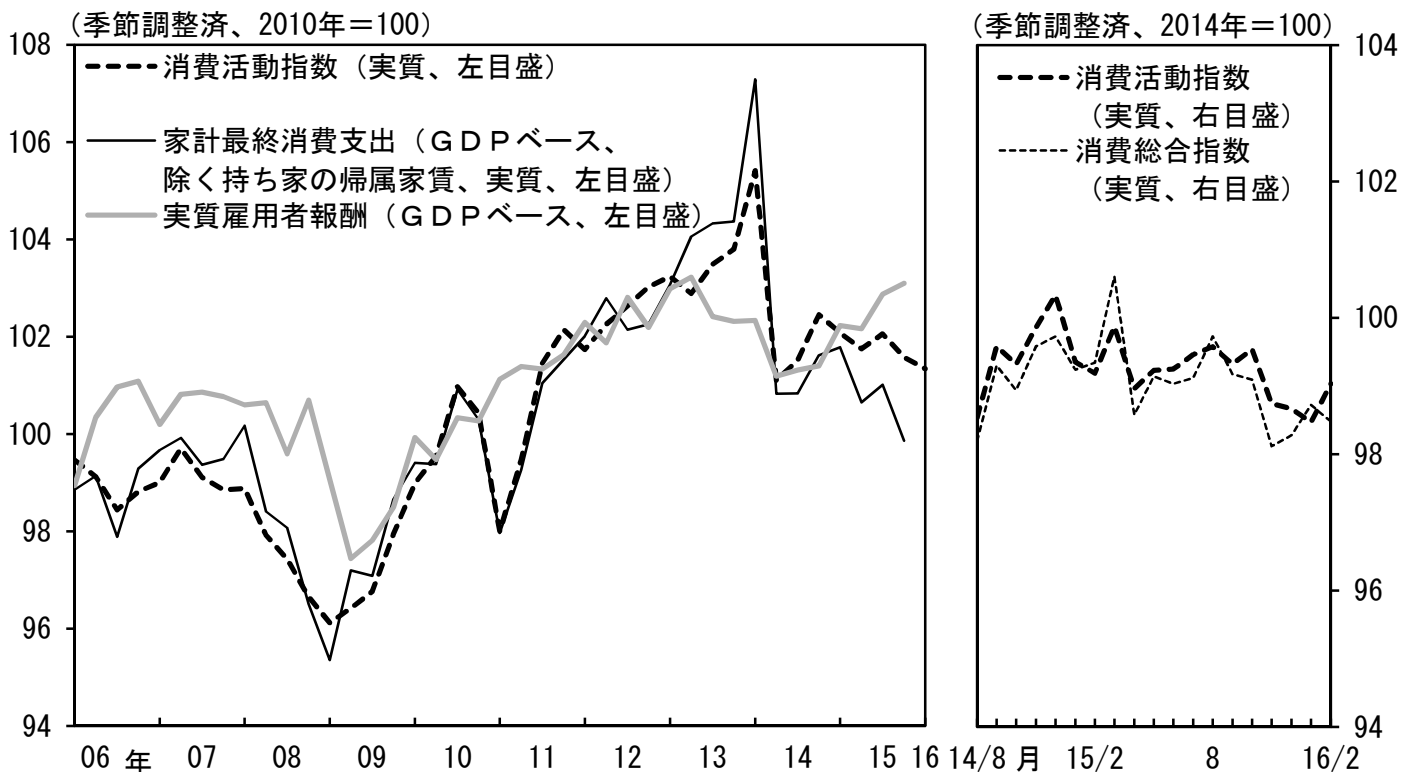


- (注) 1. 四半期は、以下のように組替えている。
 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 実質賃金は、CPI総合除く持家の帰属家賃で実質化（厚生労働省公表ベース）。
3. 名目（実質）雇用者所得は、名目（実質）賃金に雇用者数（労働力調査）を乗じて算出。
4. 消費税調整後の実質賃金・実質雇用者所得は、消費税調整済みのCPI総合除く持家の帰属家賃（試算値）を用いて実質化。

(出所) 厚生労働省、総務省

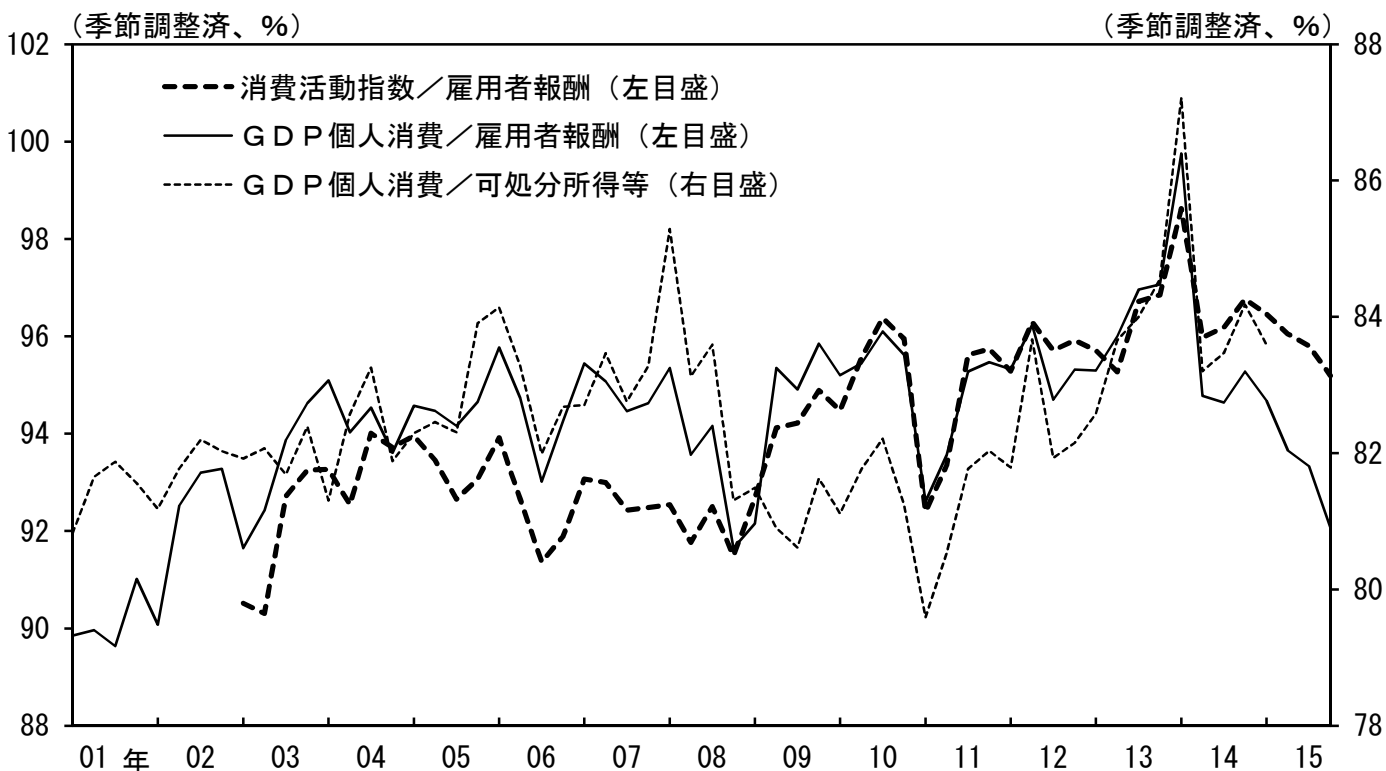
個人消費

(1) 個人消費と実質雇用者報酬



(注) 1. 消費活動指数は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費。
 2. 2016/1Qは、1~2月の値。

(2) 平均消費性向



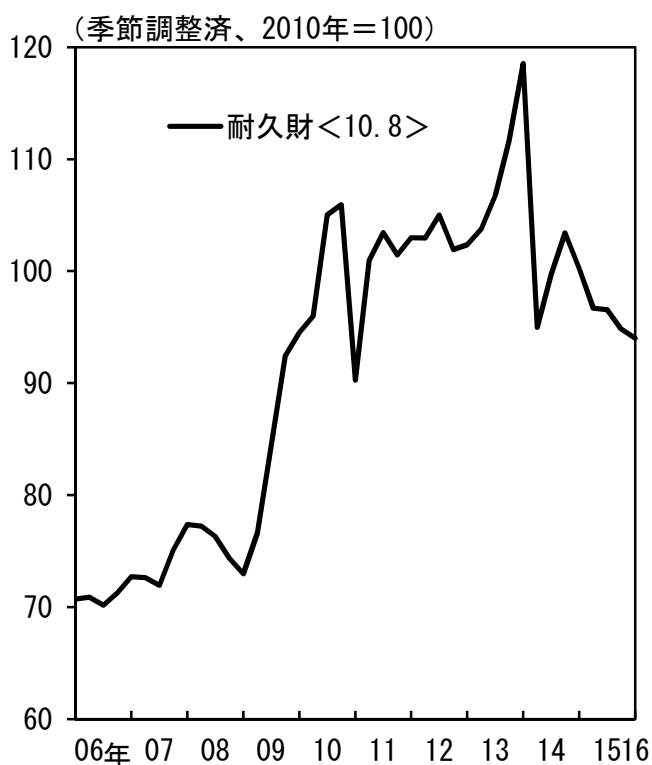
(注) 1. 消費活動指数は、2010年のGDP個人消費額を用いて名目指数 (除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費) を金額に換算。
 2. GDP個人消費は、家計最終消費支出 (除く持ち家の帰属家賃)。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金基金年金準備金の変動を加えたもの。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

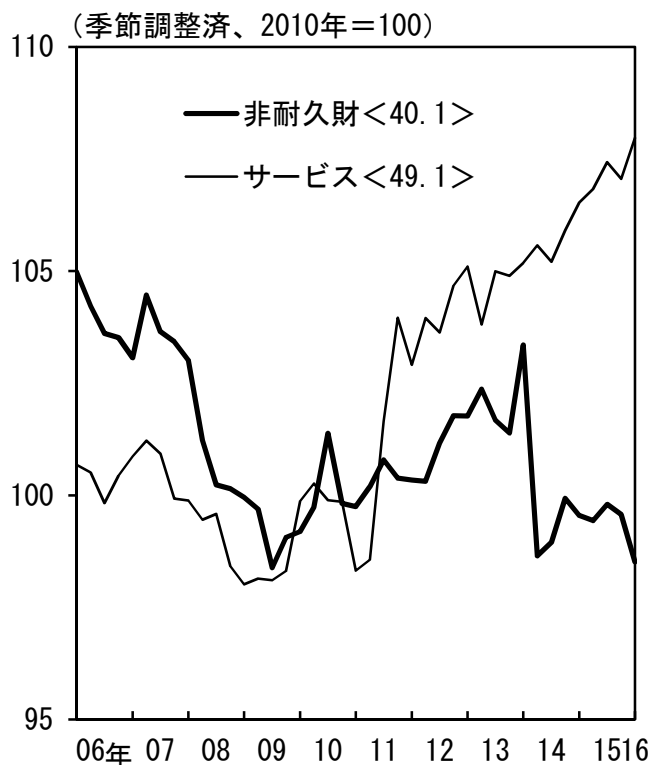
形態別消費と供給側・需要側統計

(1) 消費活動指数における形態別消費 (実質)

① 耐久財

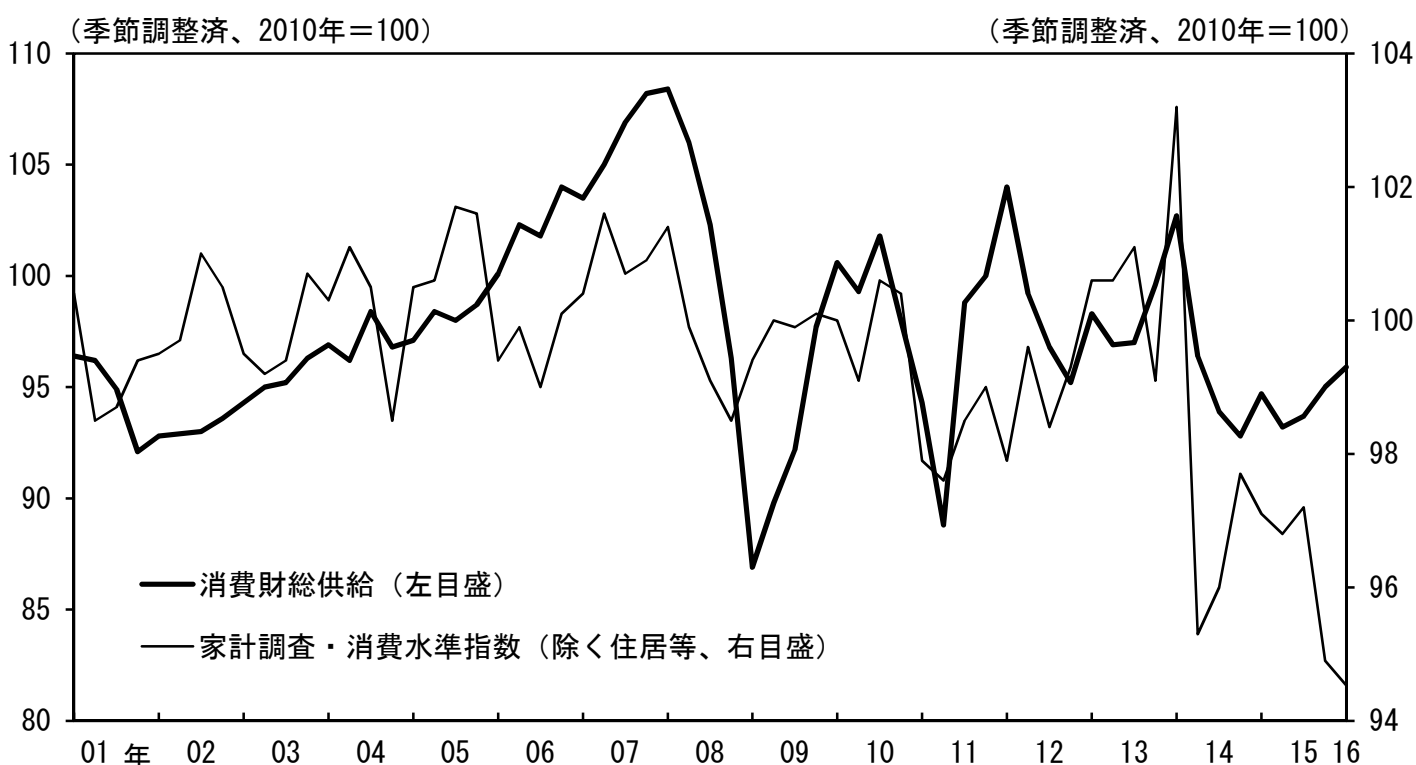


② 非耐久財・サービス



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

(2) 消費財総供給・家計調査



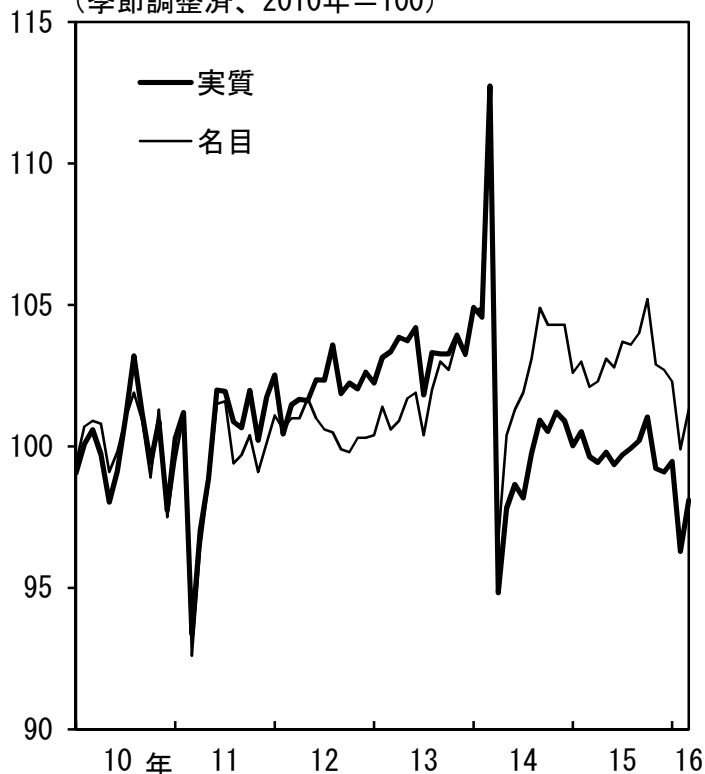
- (注) 1. 消費水準指数は、二人以上の世帯 (世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済) の計数。
2. 消費財総供給の2016/1Qは、1~2月の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

販売統計（商業動態統計）

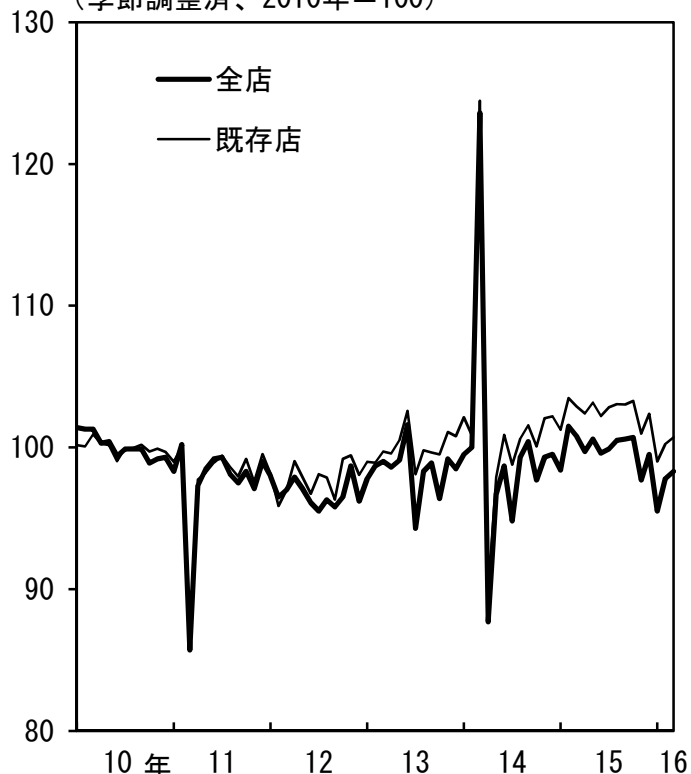
(1) 小売業販売額

(季節調整済、2010年=100)



(2) 百貨店売上高

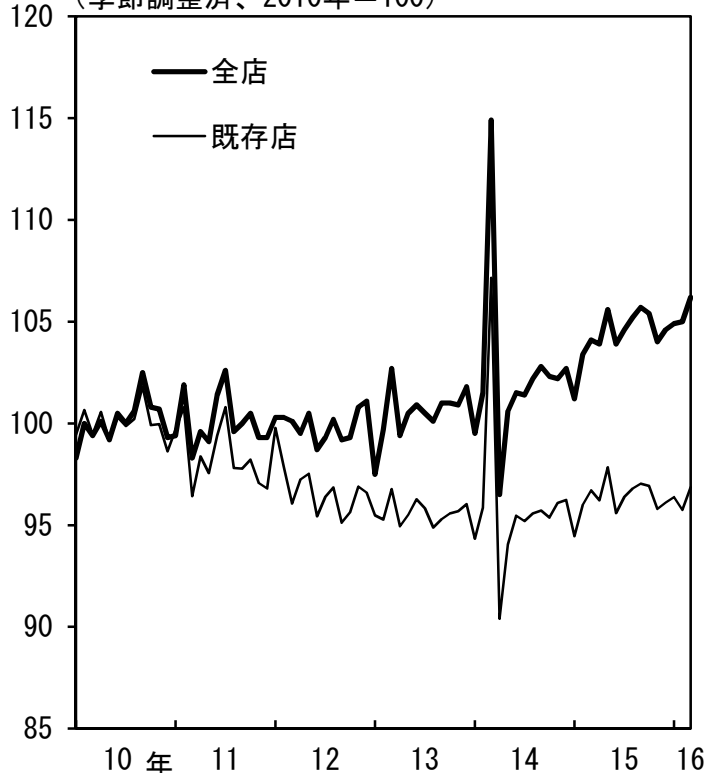
(季節調整済、2010年=100)



(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。

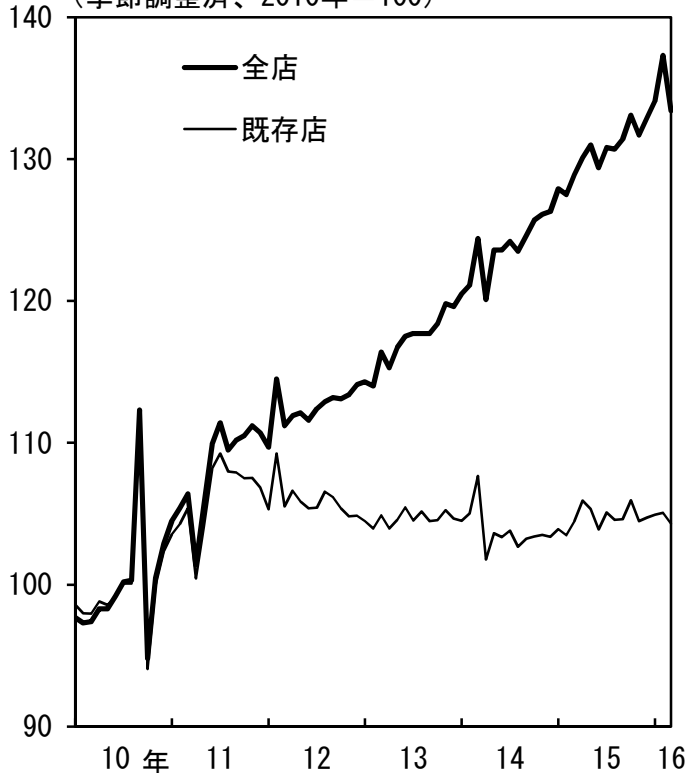
(3) スーパー売上高

(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。

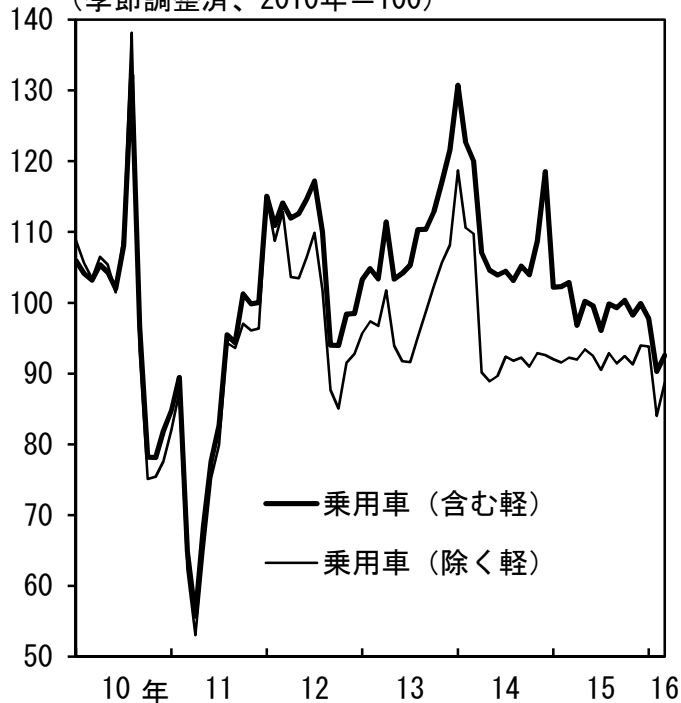
(出所) 経済産業省、総務省、日本フランチャイズチェーン協会「コンビニエンスストア統計調査」

耐久財・サービス消費

(1) 耐久財消費

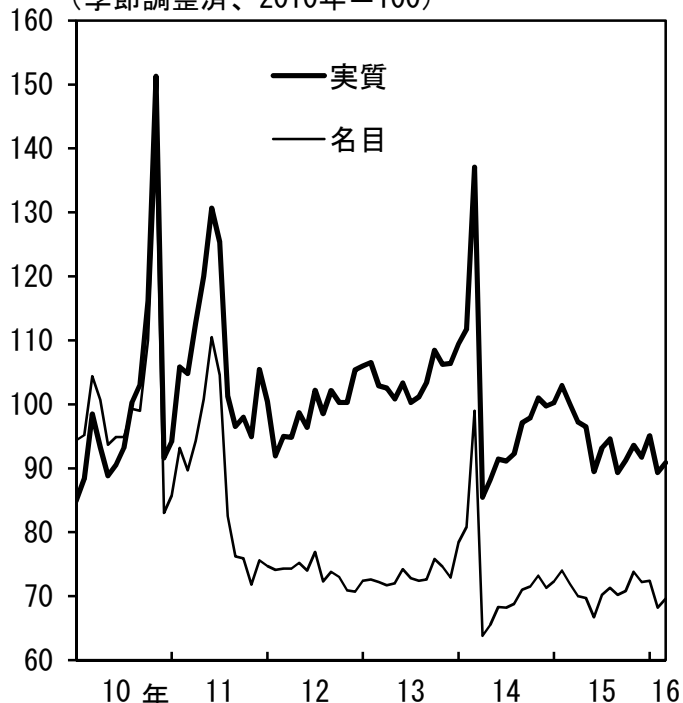
①新車登録台数

(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

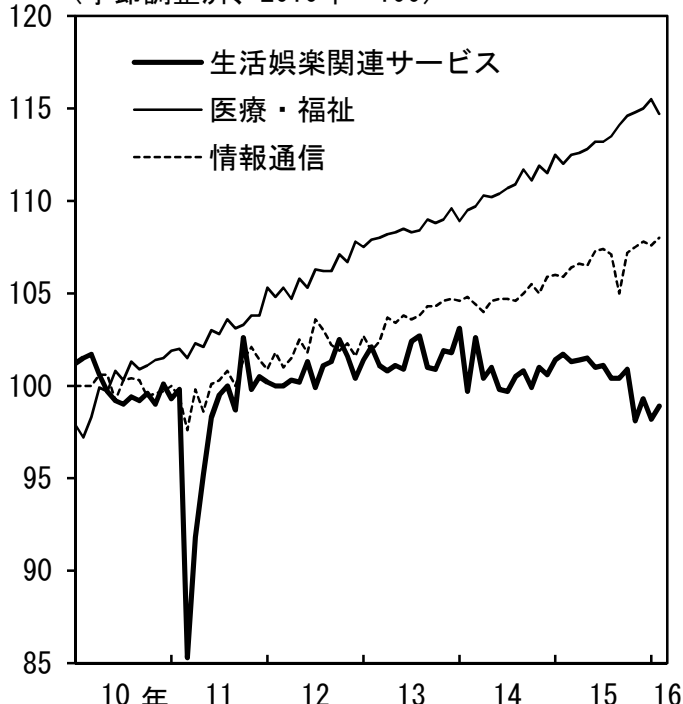
①旅行、外食 (名目)

(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)

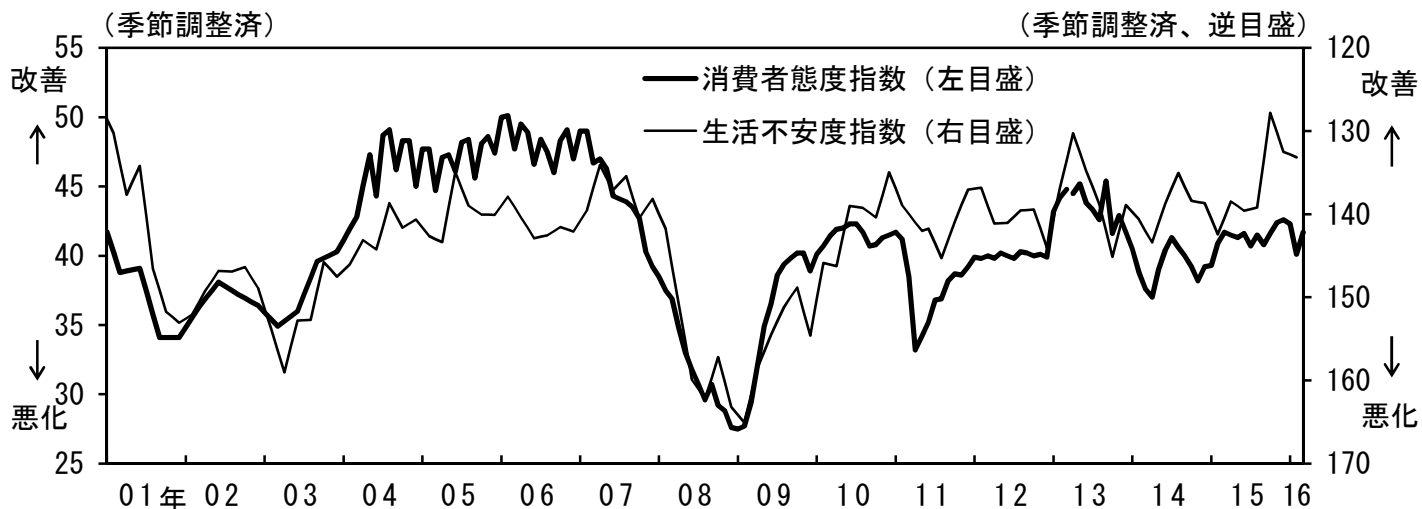


(注) 1. (1) ②は、機械器具小売業販売額指数。実質値は、各種家電関連商品のCPIを用いて算出。
 2. (2) ①の旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。
 3. (2) ①の外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

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

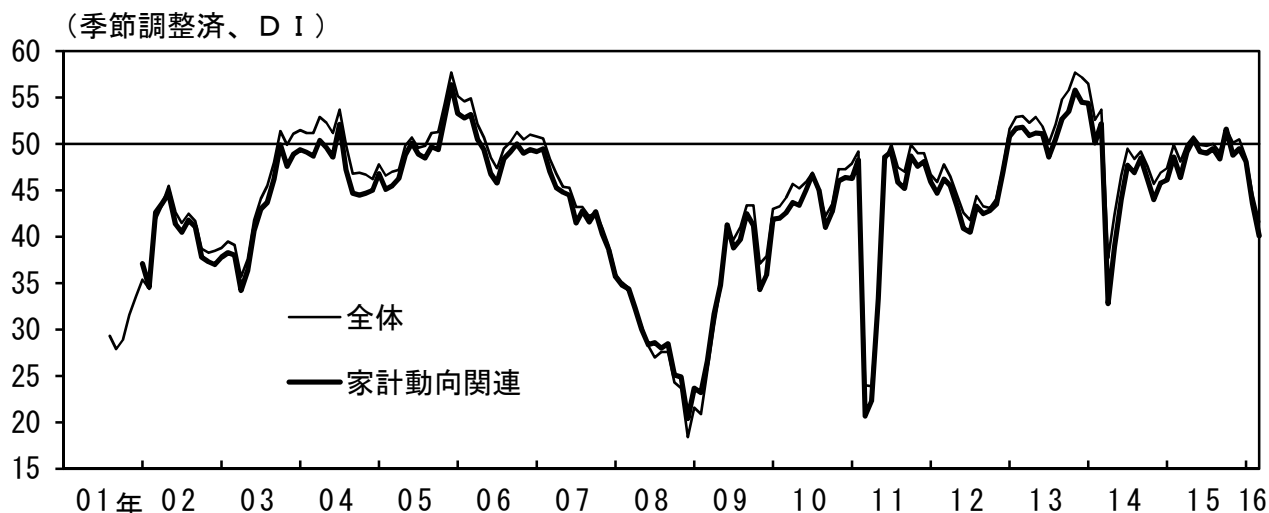
個人消費関連のマインド指標

(1) 消費者態度指数と生活不安度指数

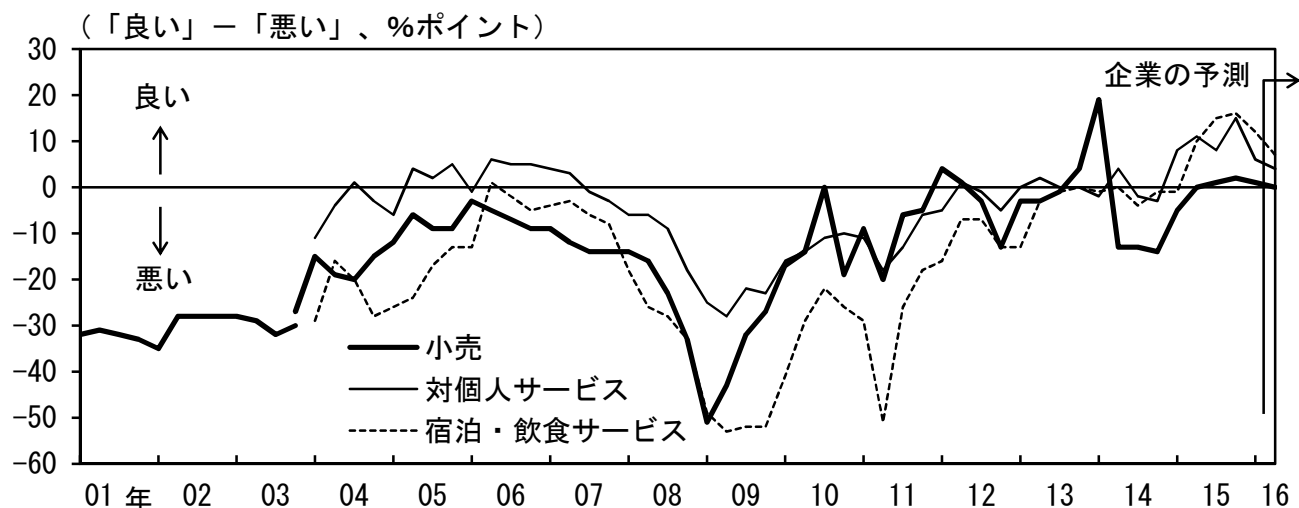


(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

(2) 景気の現状判断DI (景気ウォッチャー調査)



(3) 個人消費関連業種の業況感 (短観・全規模)

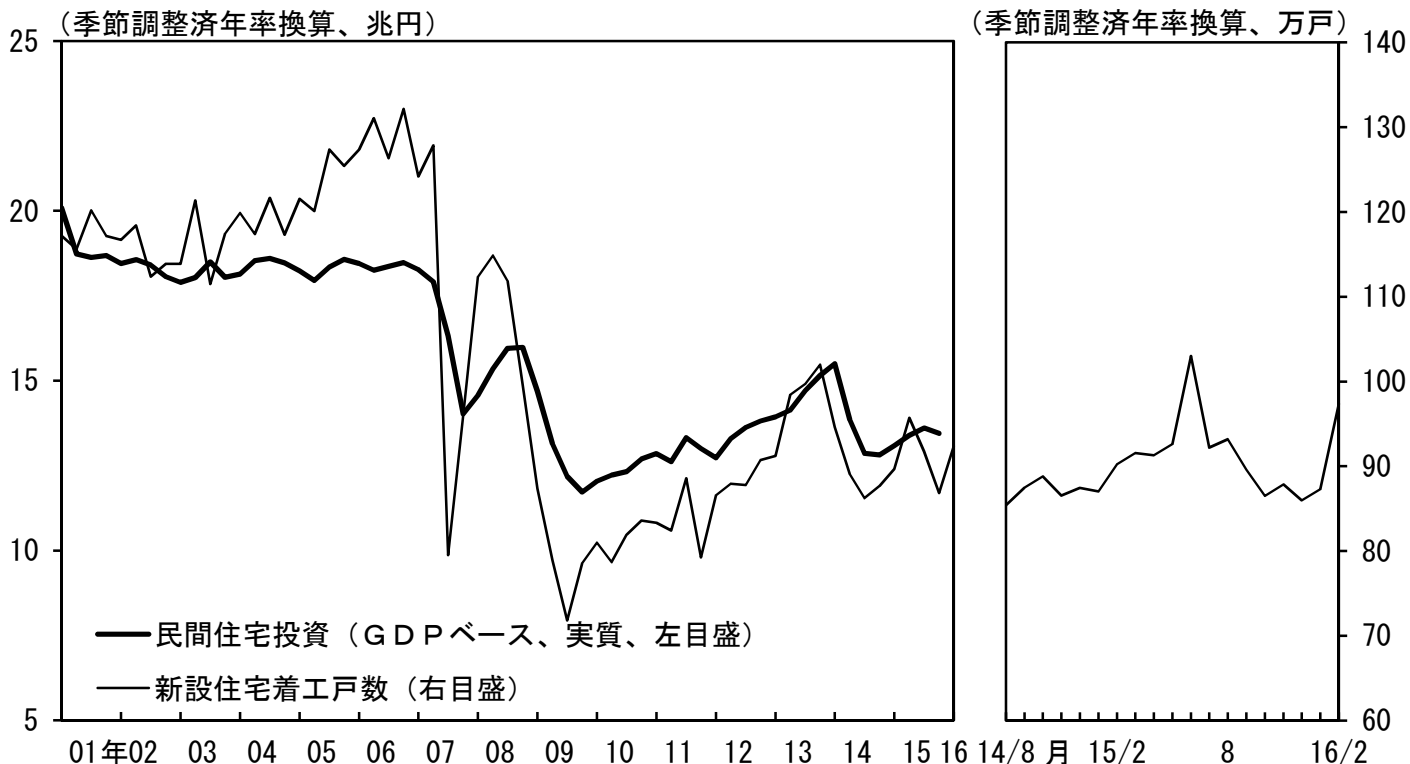


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

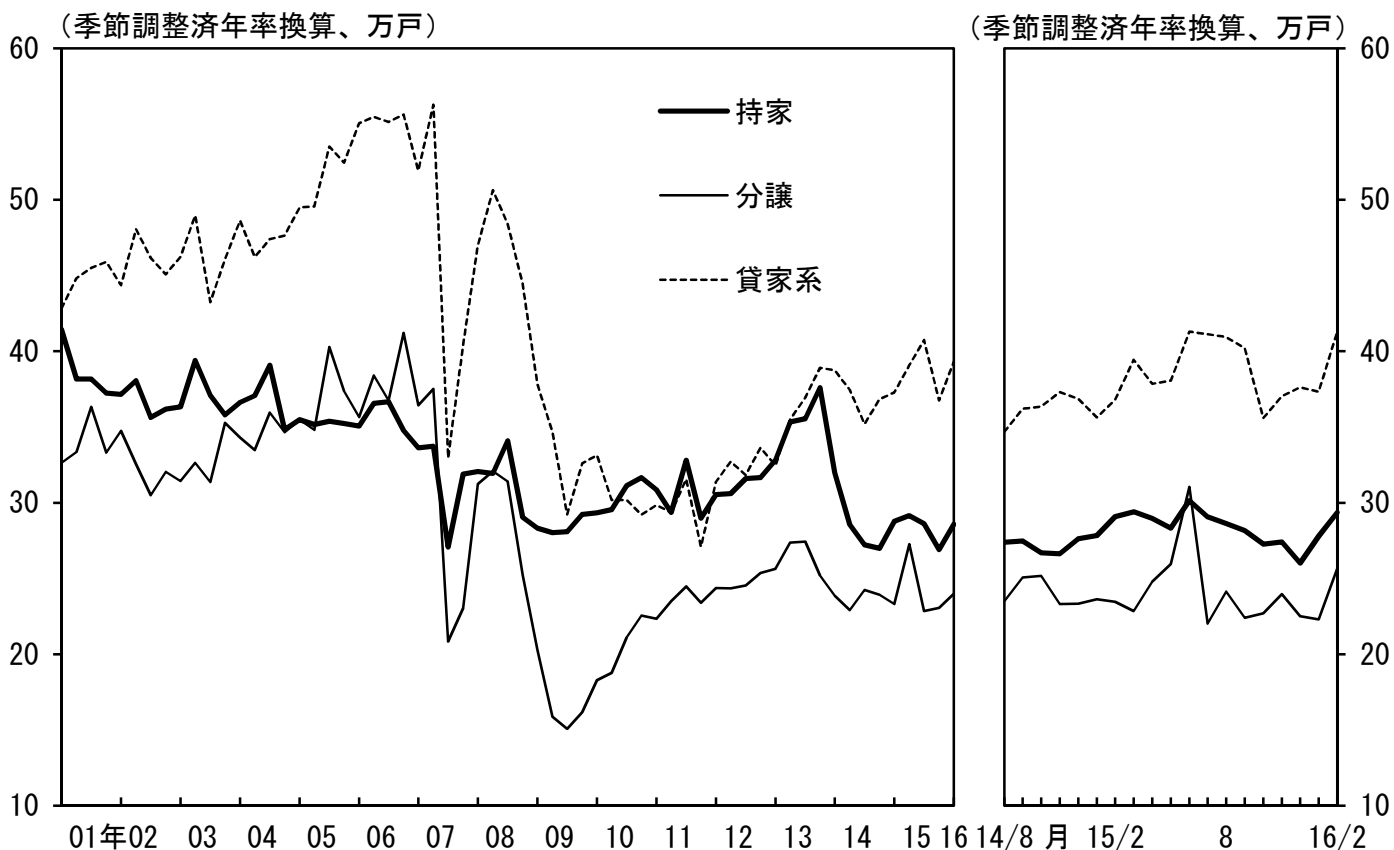
(出所) 内閣府、日本銀行、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数



(2) 新設住宅着工戸数の内訳

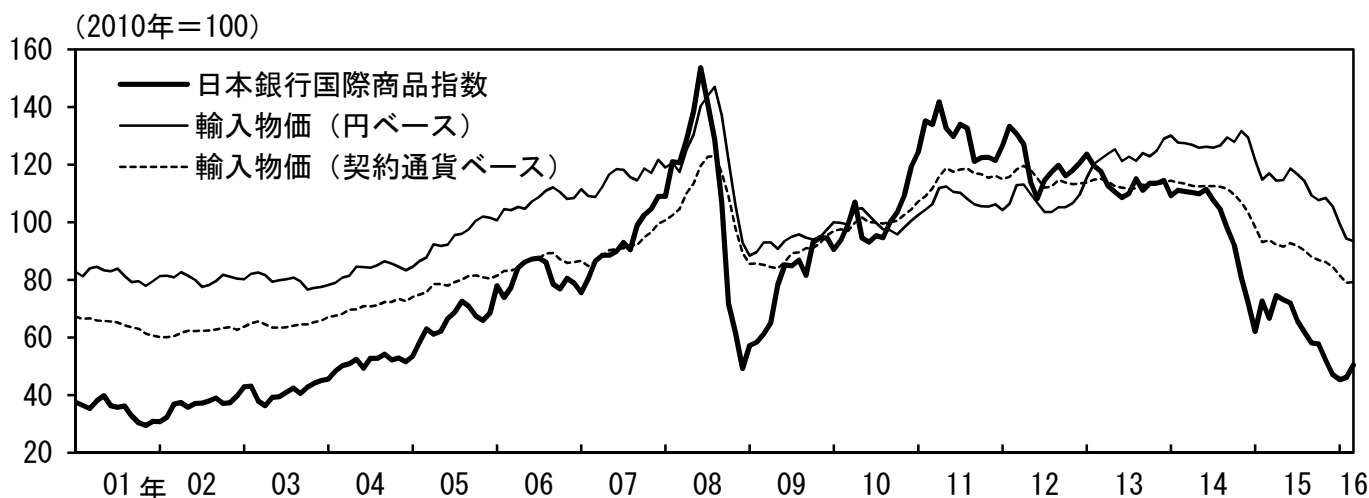


(注) 新設住宅着工戸数の2016/1Qは、1~2月の値。

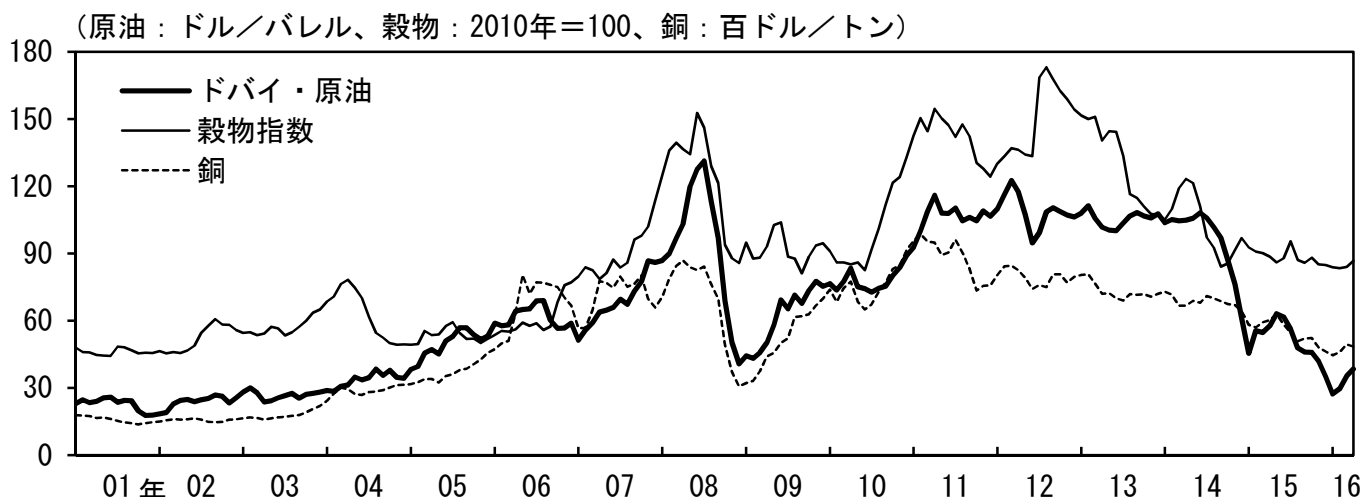
(出所) 内閣府、国土交通省

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

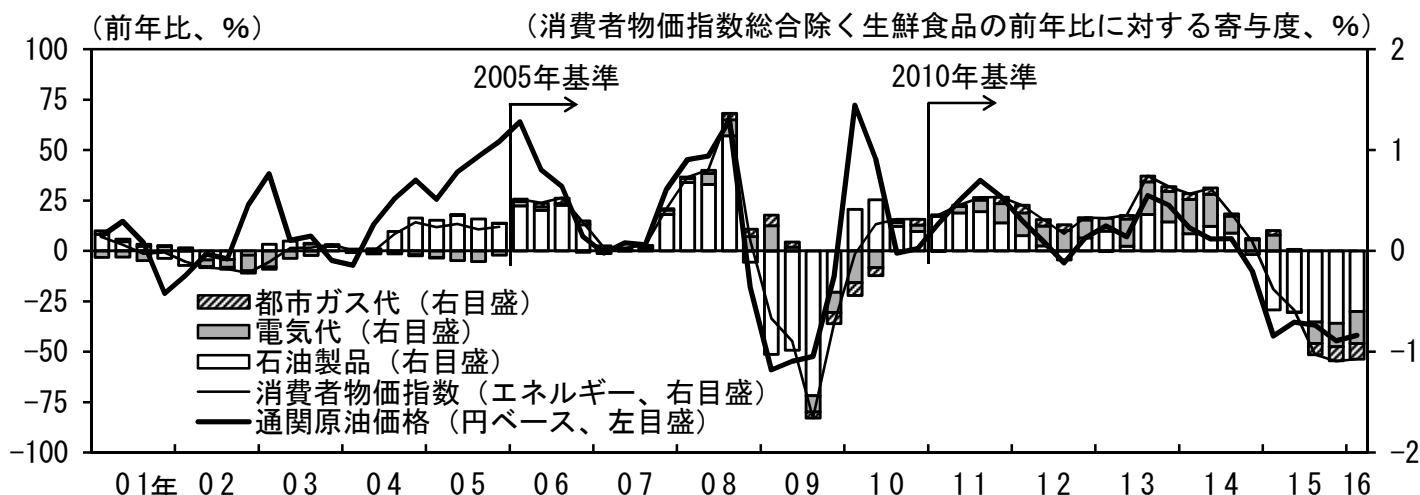


(2) 国際商品市況



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

(3) 通関原油価格とエネルギー価格

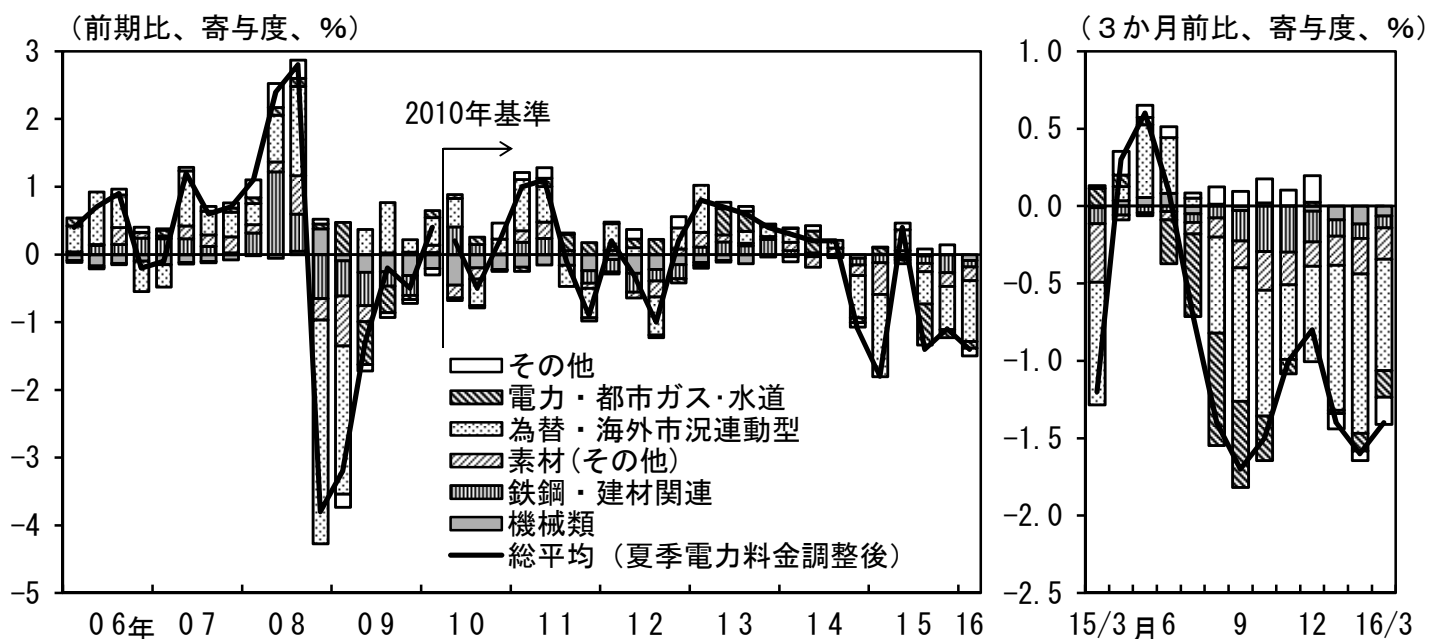


(注) 1. 消費者物価指数（エネルギー）の2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(出所) 総務省、財務省、日本経済新聞社、Bloomberg、日本銀行

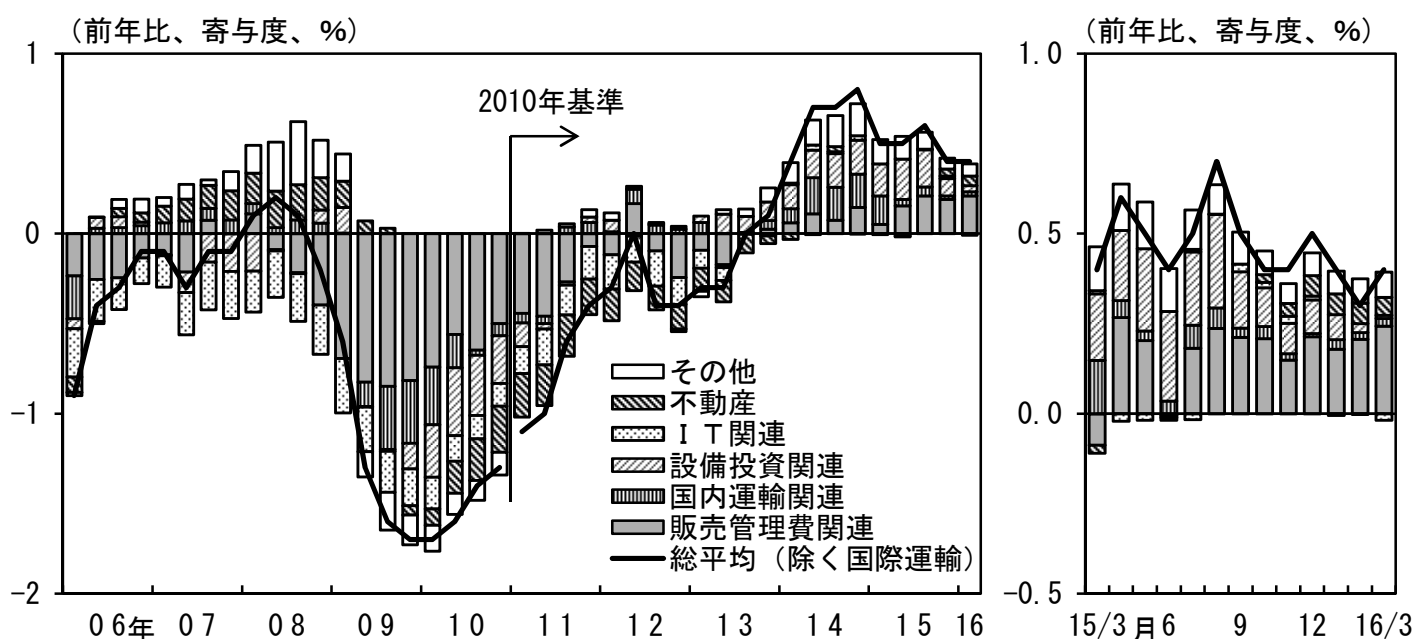
国内企業物価と企業向けサービス価格

(1) 国内企業物価



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

(2) 企業向けサービス価格

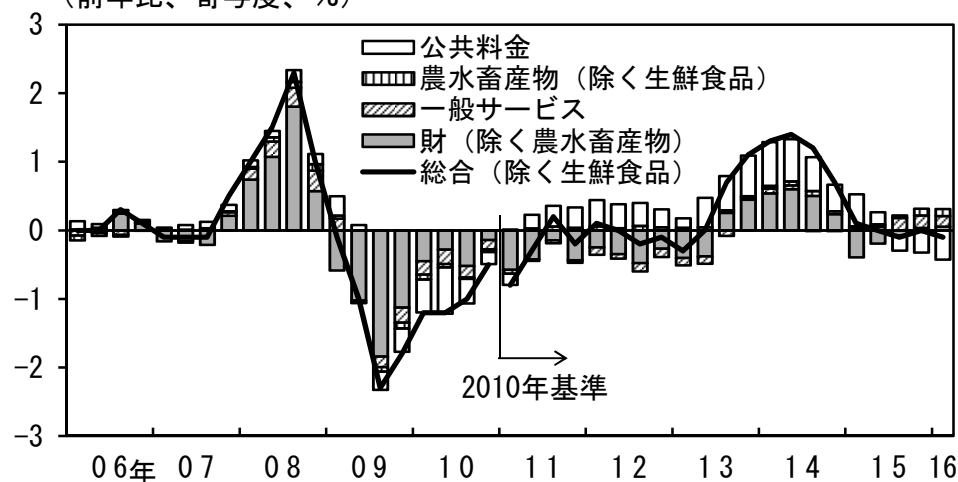


- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信(除く新聞・出版)、広告、諸サービス(除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス)
2. 国内運輸関連：運輸・郵便(除く国際運輸、旅客輸送)
3. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル
4. 設備投資関連：リース・レンタル(除くIT関連)、土木建築サービス

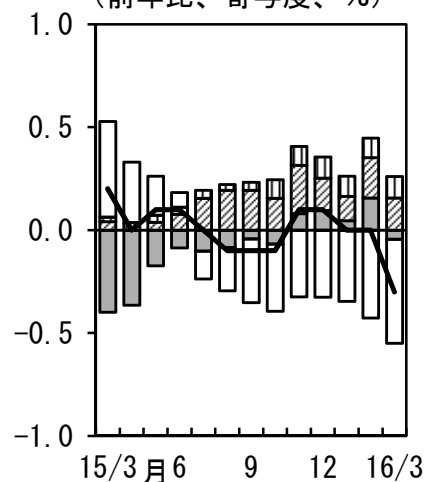
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

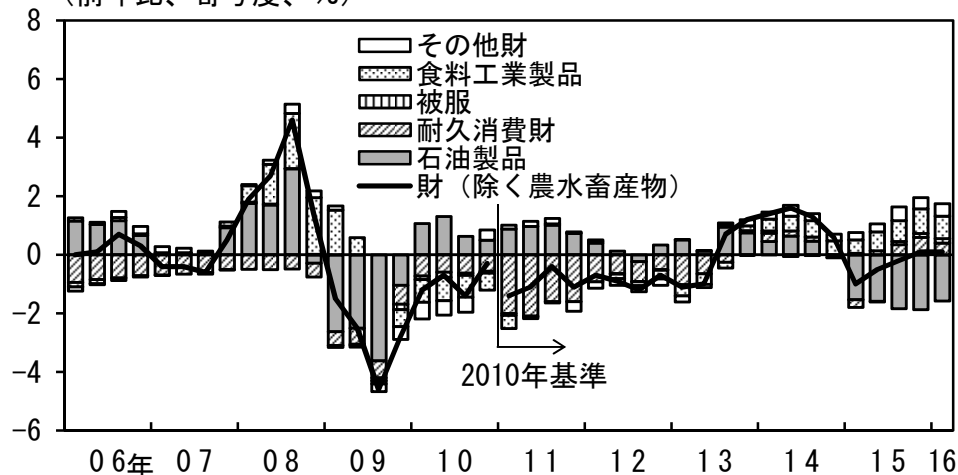


(前年比、寄与度、%)

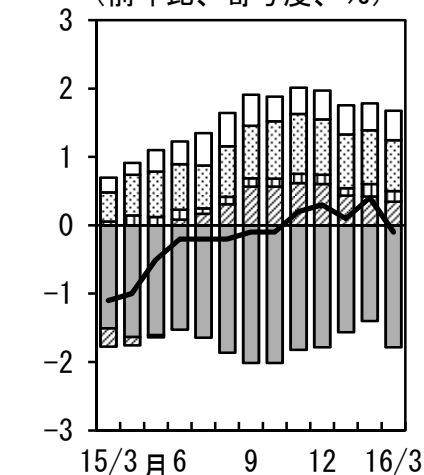


(2) 財 (除く農水畜産物)

(前年比、寄与度、%)

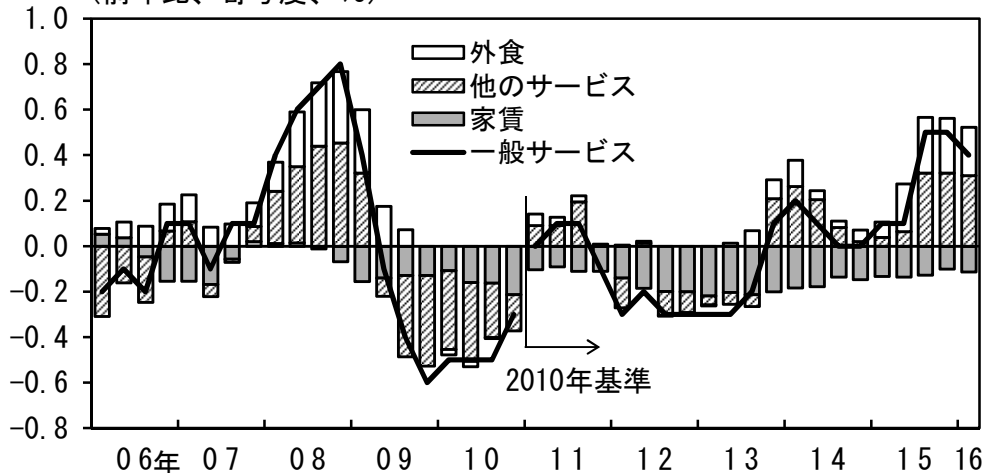


(前年比、寄与度、%)

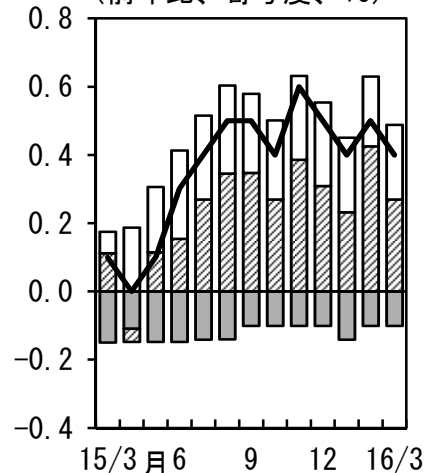


(3) 一般サービス

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)



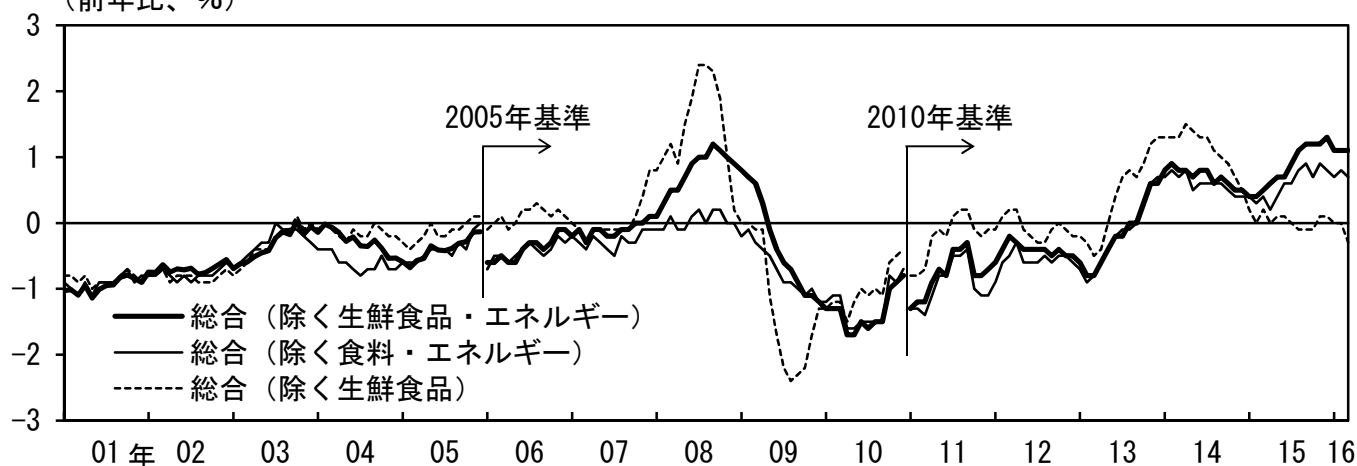
(注) 1. 以下の分類は組み替えて定義(「」内は総務省公表ベース)。財=「財」-「電気・都市ガス・水道」、公共料金=「公共サービス」+「電気・都市ガス・水道」、被服=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」、家賃=「民営家賃」+「持家の帰属家賃」
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(出所) 総務省

消費者物価の基調的な変動

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）・総合（除く食料・エネルギー）

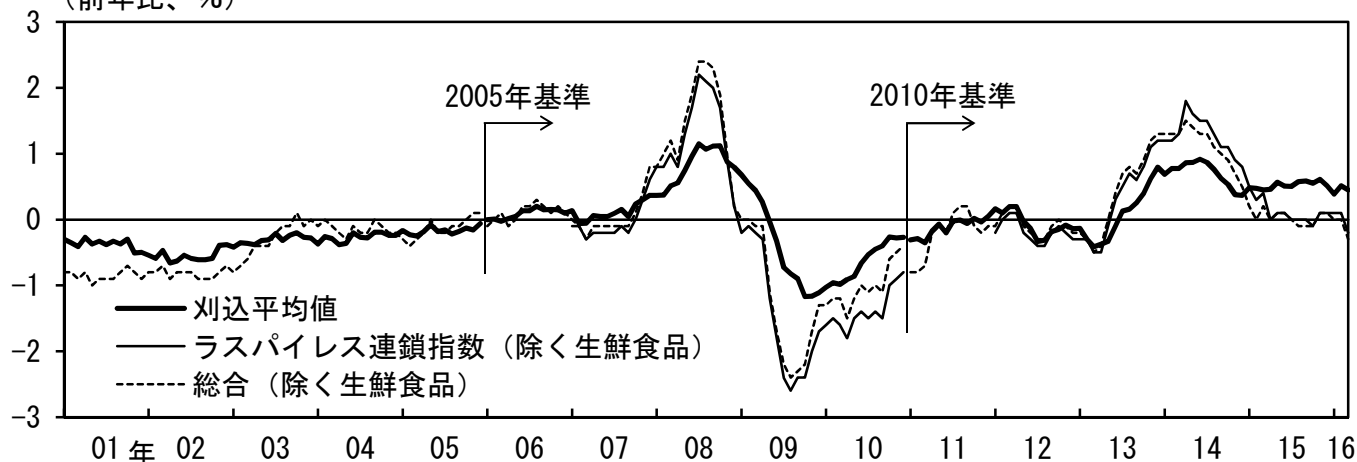
(前年比、%)



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

(2) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数

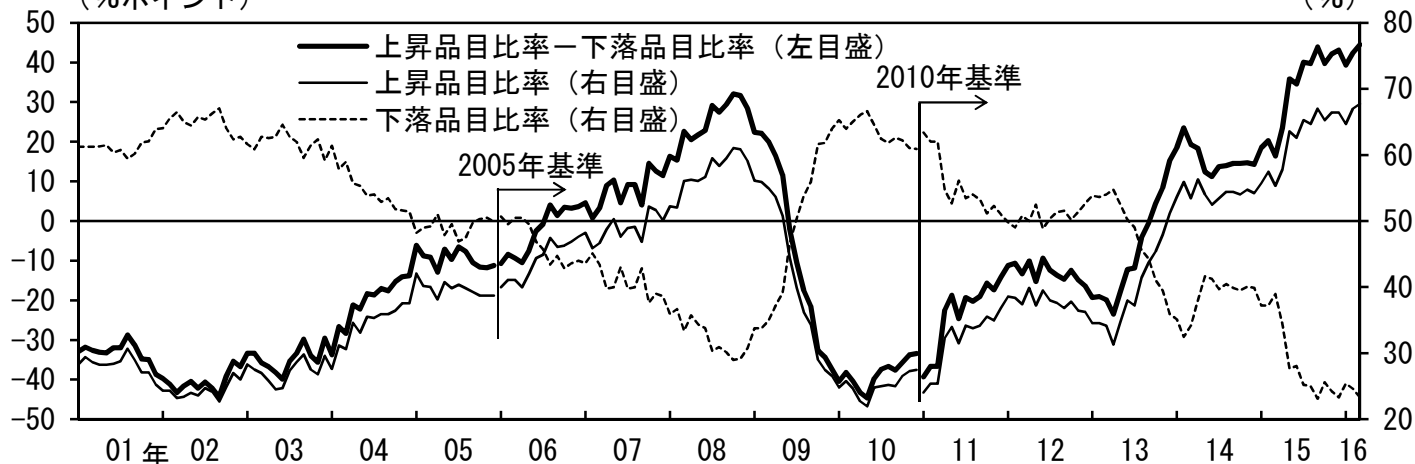
(前年比、%)



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

(3) 上昇・下落品目比率

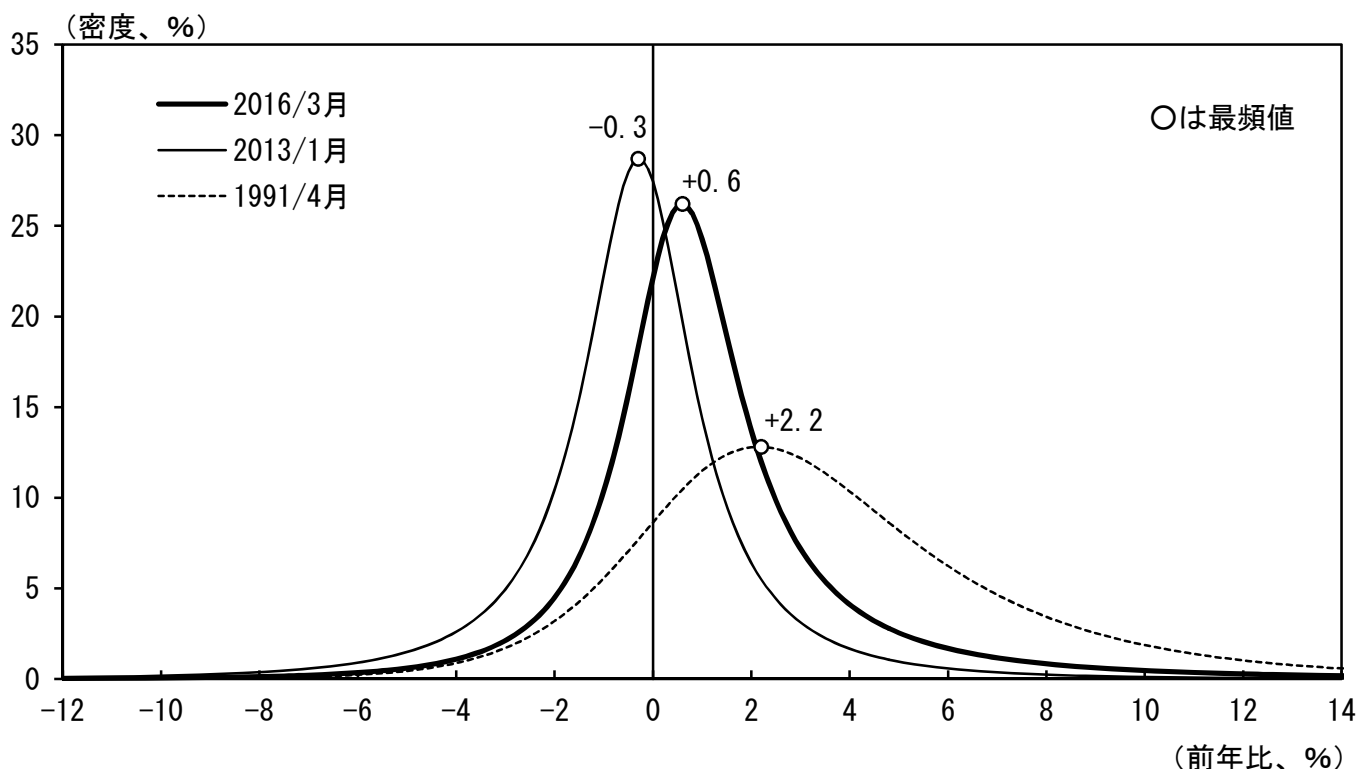
(%ポイント)



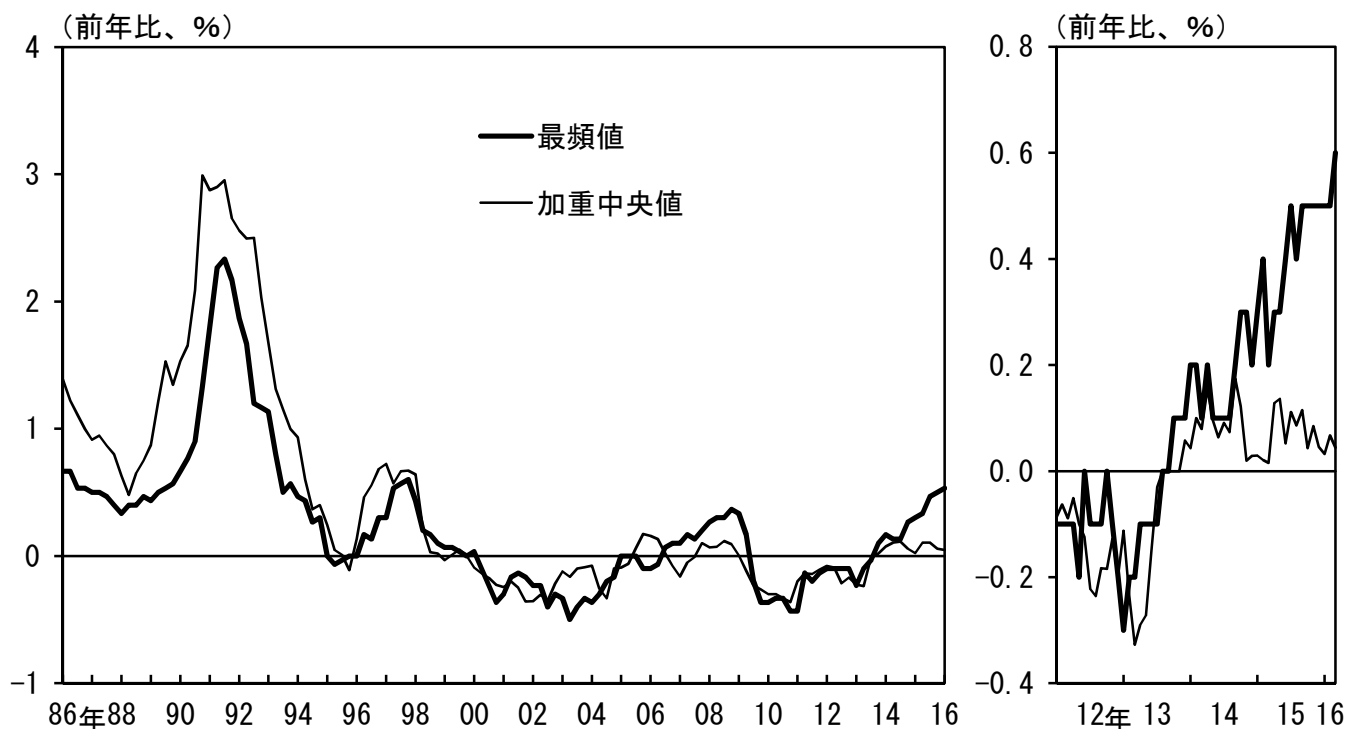
(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合（除く生鮮食品）。
(出所) 総務省

品目別価格変動分布と基調的なインフレ率

(1) 消費者物価の個別品目の前年比の分布



(2) 各種コア指標



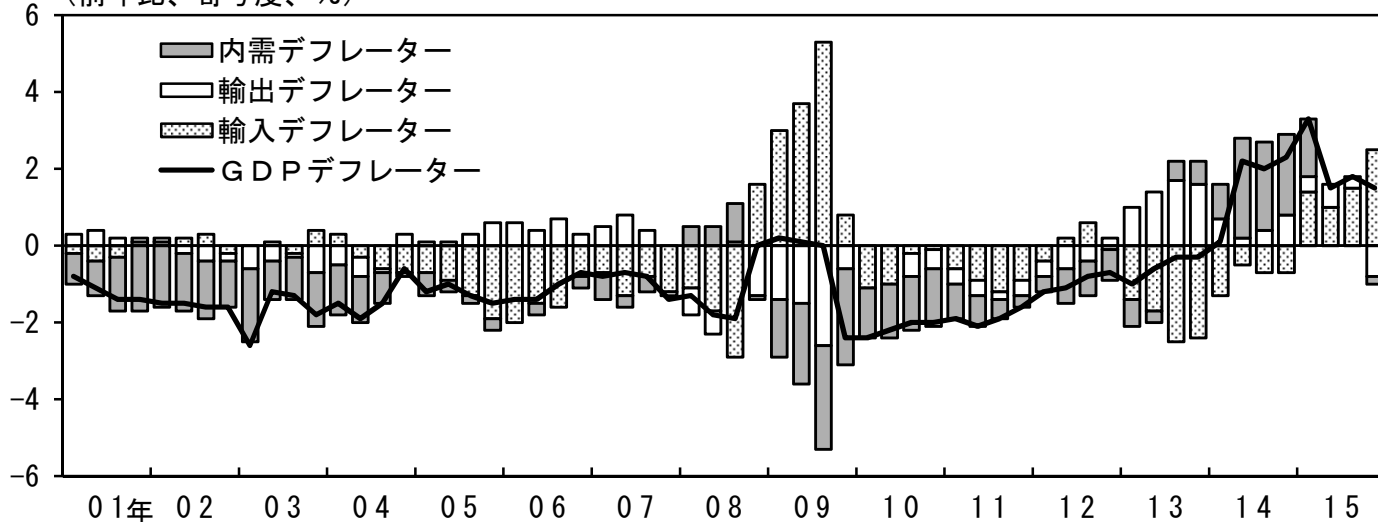
- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。
2. 加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウェイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。
4. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

(出所) 総務省

GDPデフレーター

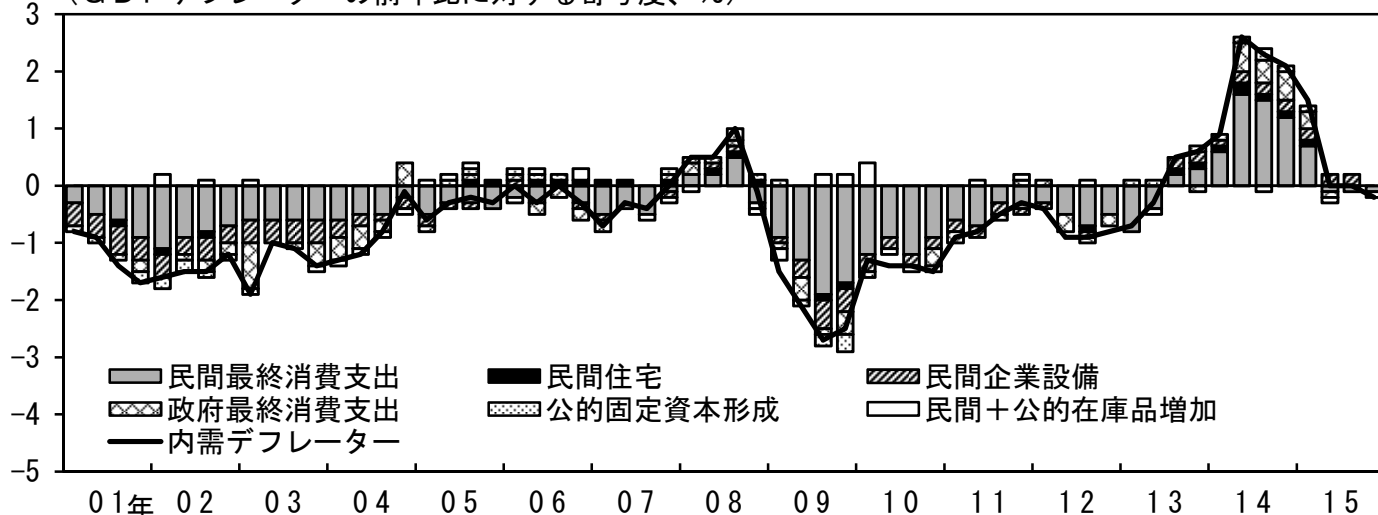
(1) GDPデフレーター

(前年比、寄与度、%)



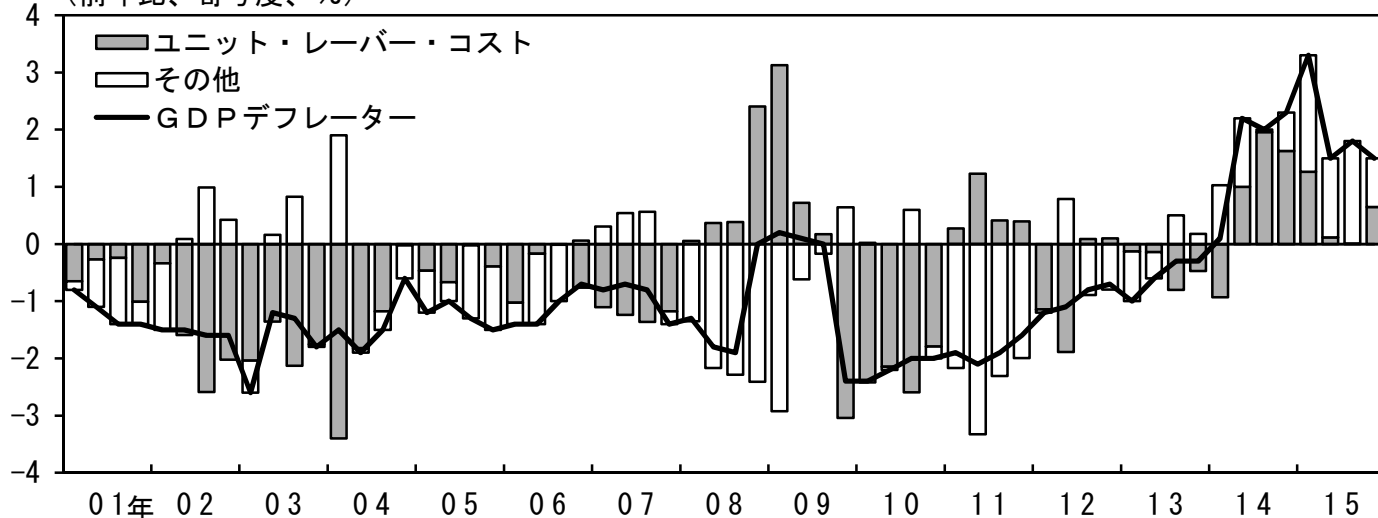
(2) 内需デフレーター

(GDPデフレーターの前年比に対する寄与度、%)



(3) GDPデフレーターとユニット・レーバ・コスト

(前年比、寄与度、%)



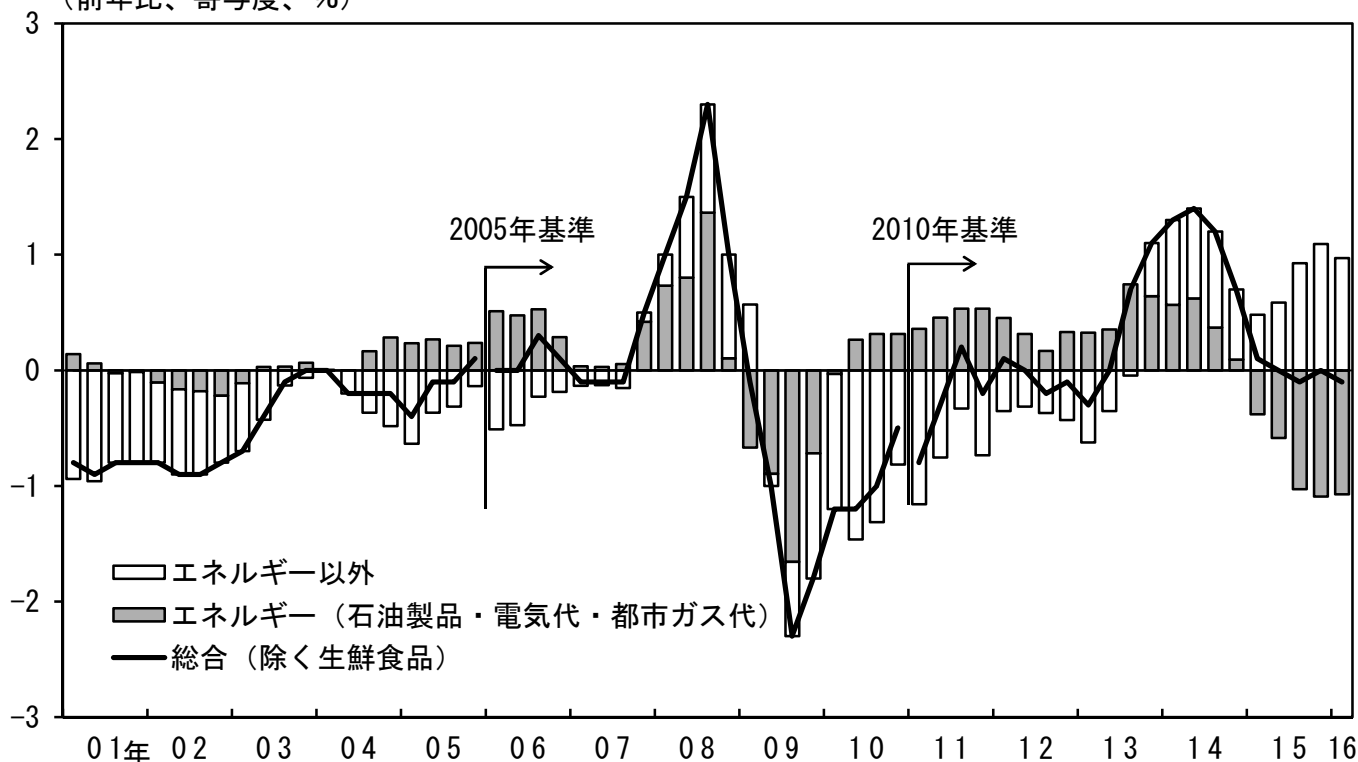
(注) ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬/実質GDP

(出所) 内閣府

消費者物価と需給ギャップ

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)

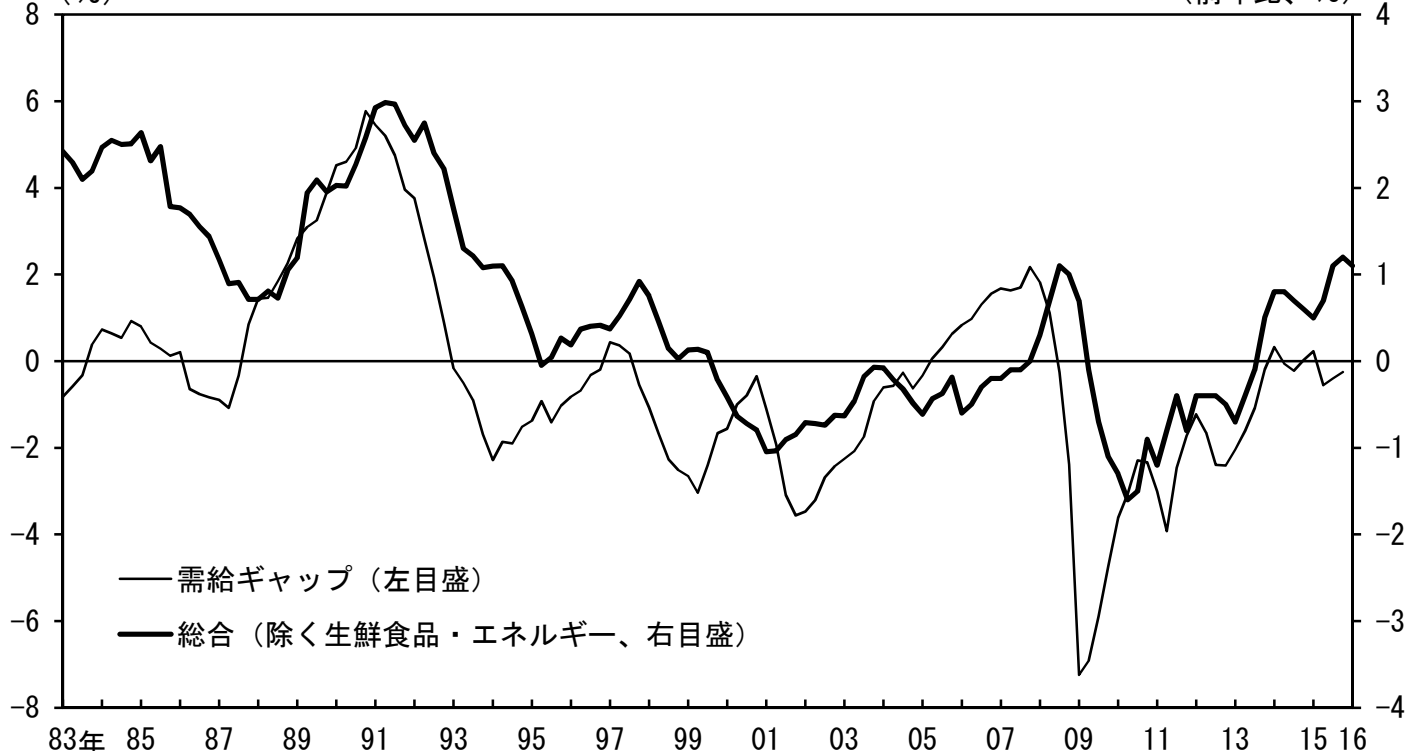


(注) 1. エネルギーの2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値、下の図表も同じ)。

(2) 需給ギャップとの関係

(%)

(前年比、%)

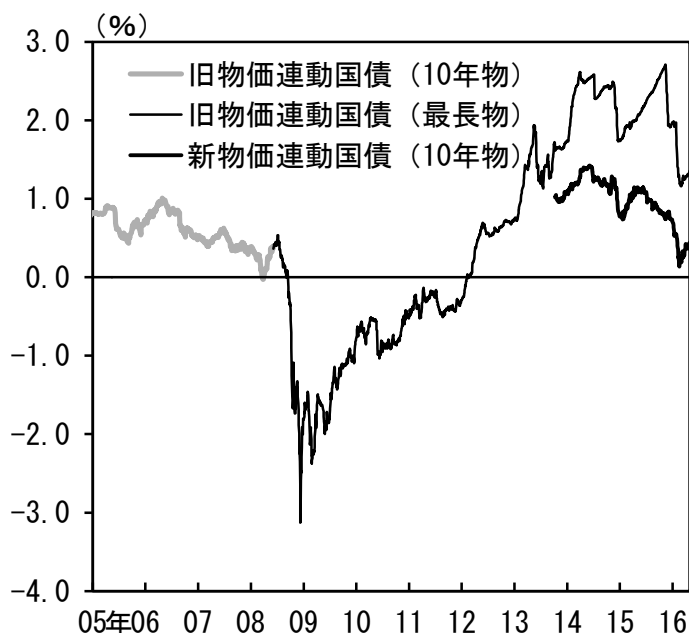


(注) 1. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

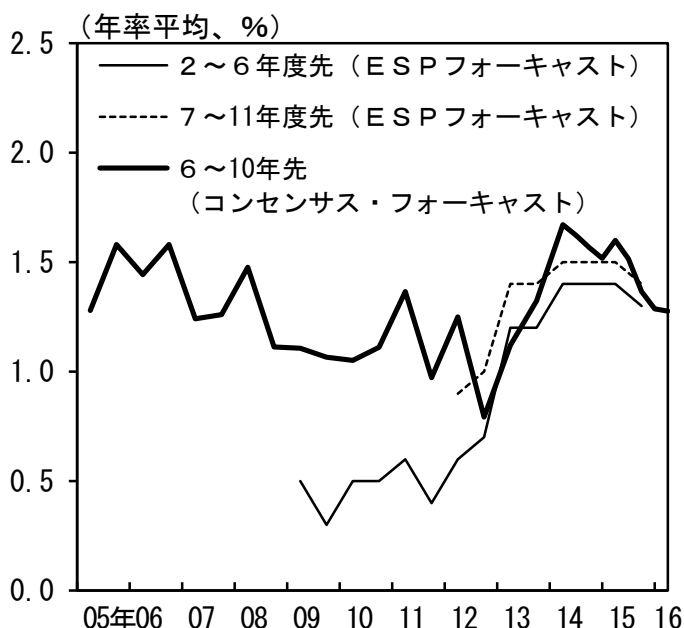
(出所) 総務省、内閣府等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)



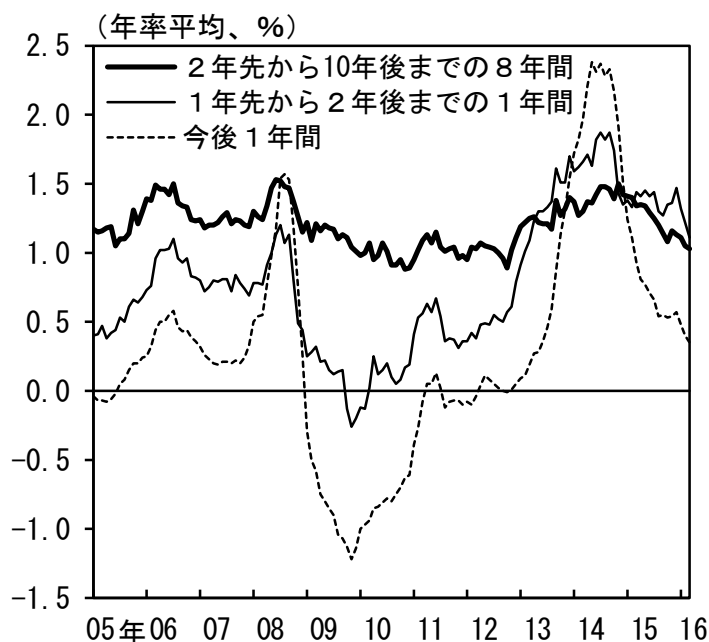
(2) エコノミストの予想物価上昇率



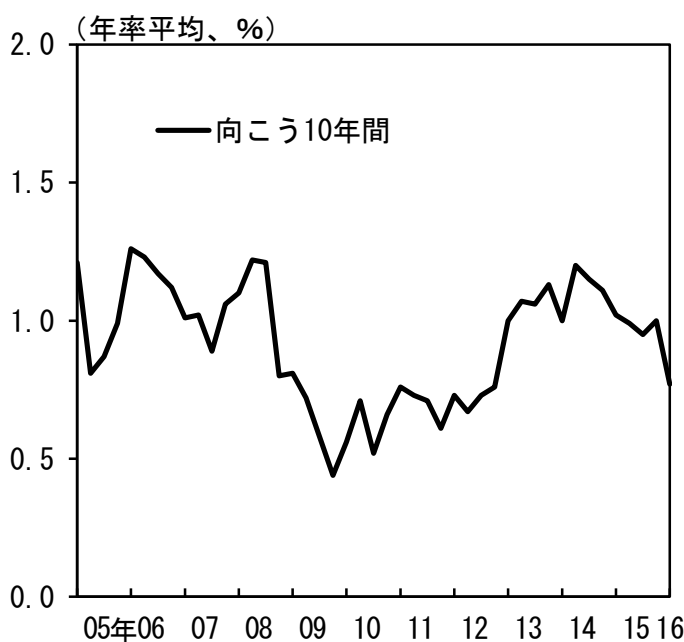
- (注) 1. (1)のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
- 2. (2)のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
- 3. (2)の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1,4,7,10月(ただし、2014/4月以前は4,10月)。ESPフォーキャストは6,12月。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率

①QUICK調査



②みずほ証券調査



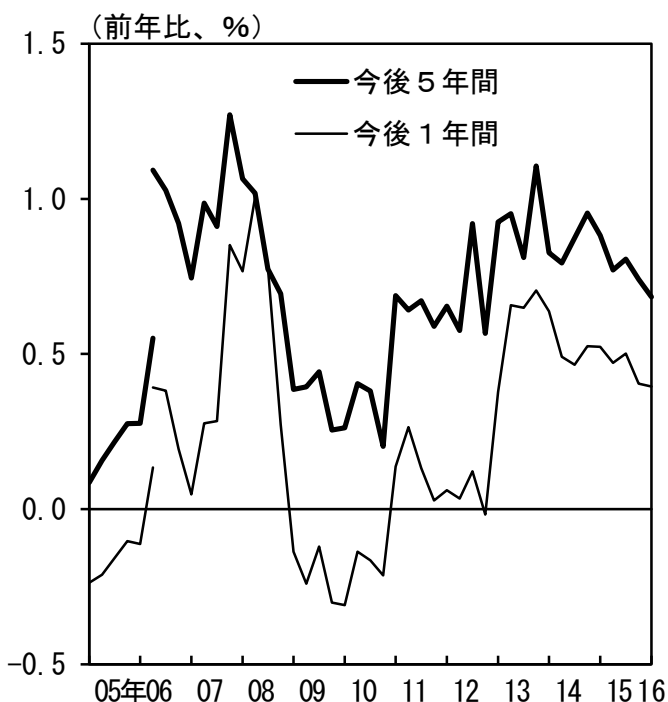
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

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

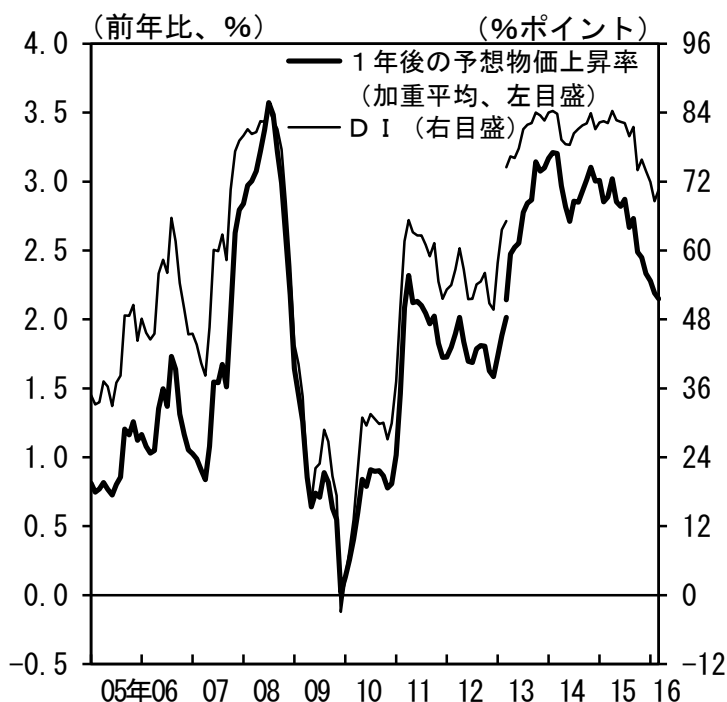
予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

①生活意識に関するアンケート調査



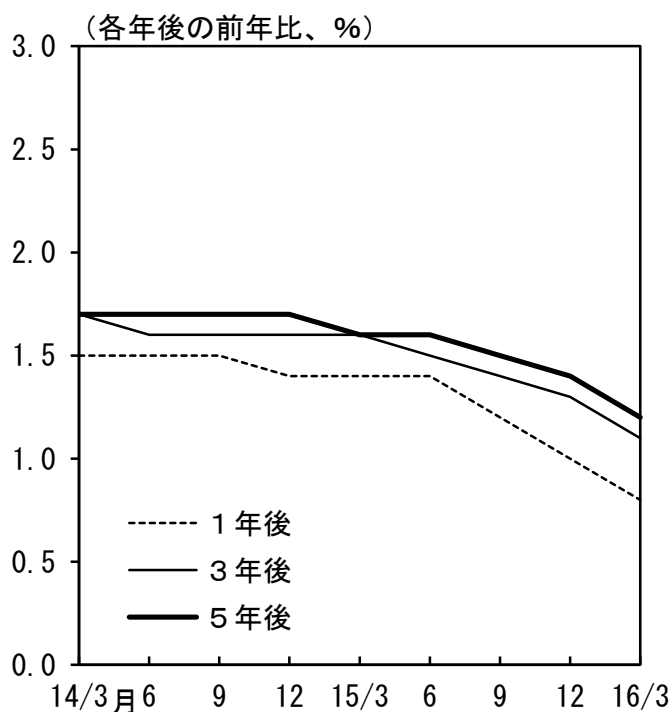
②消費動向調査



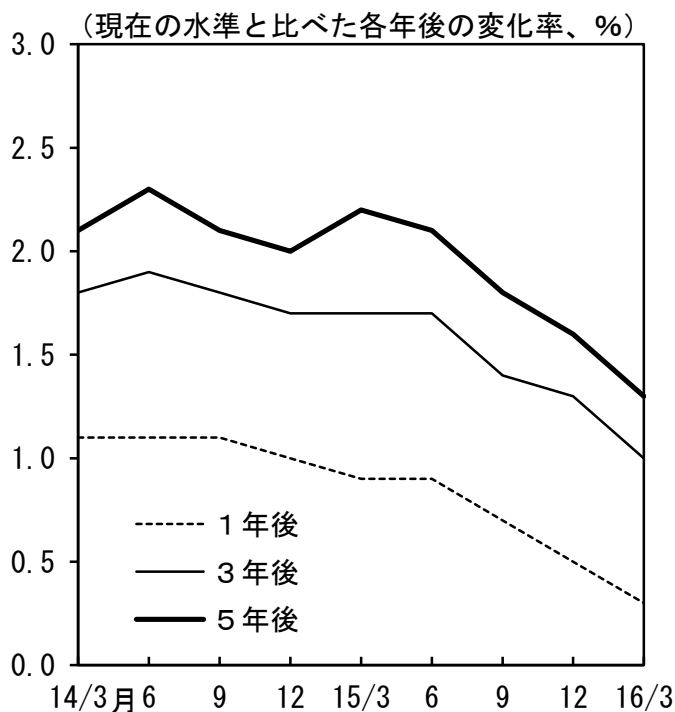
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
 2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。DIは、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



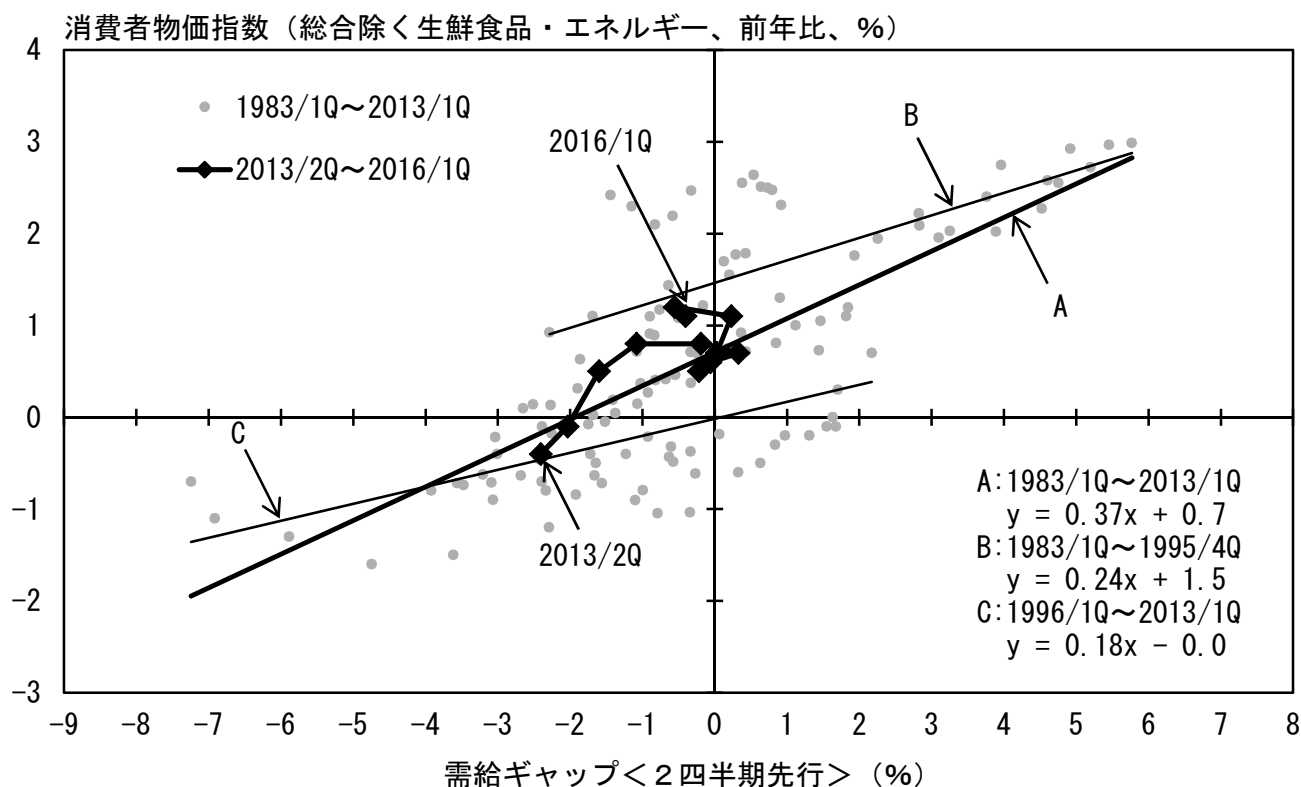
②販売価格の見通し



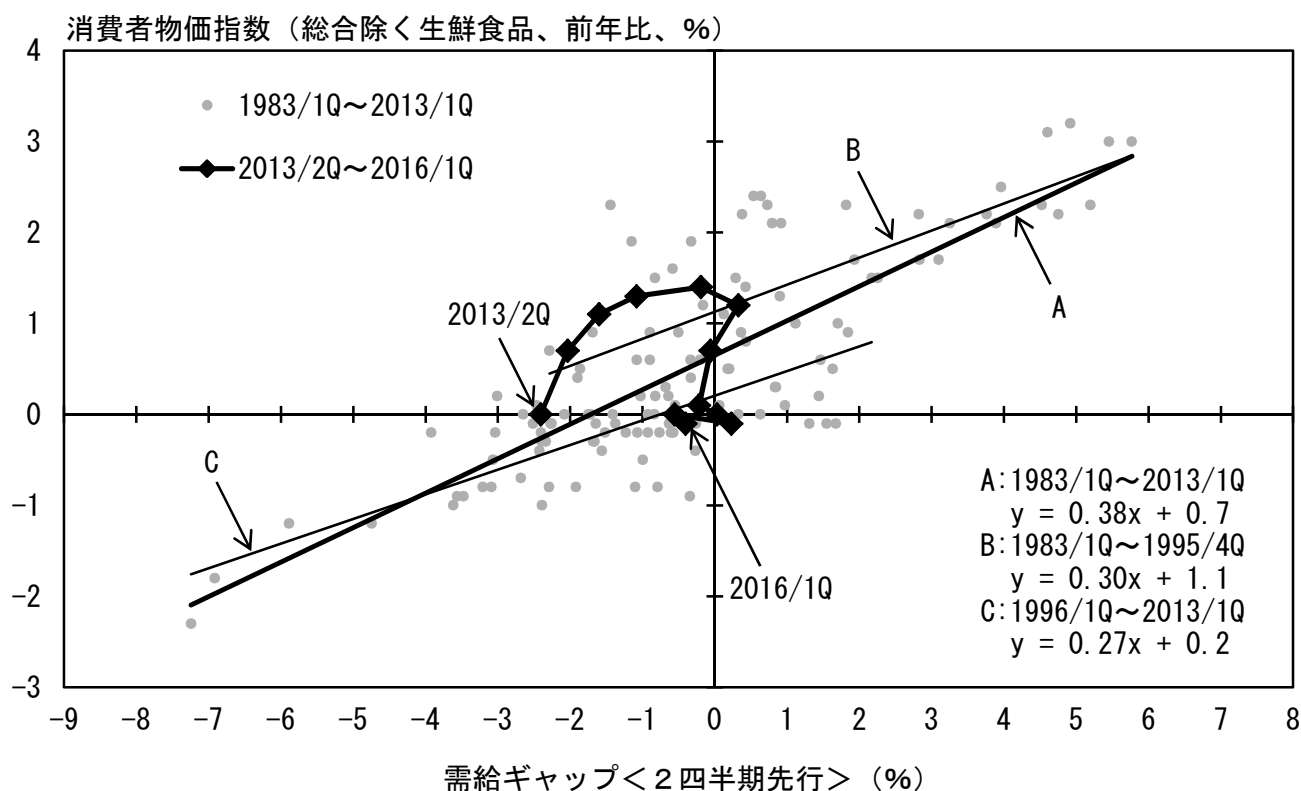
- (注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。
 (出所) 日本銀行、内閣府、総務省

フィリップス曲線

(1) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー)



(2) 総合 (除く生鮮食品)

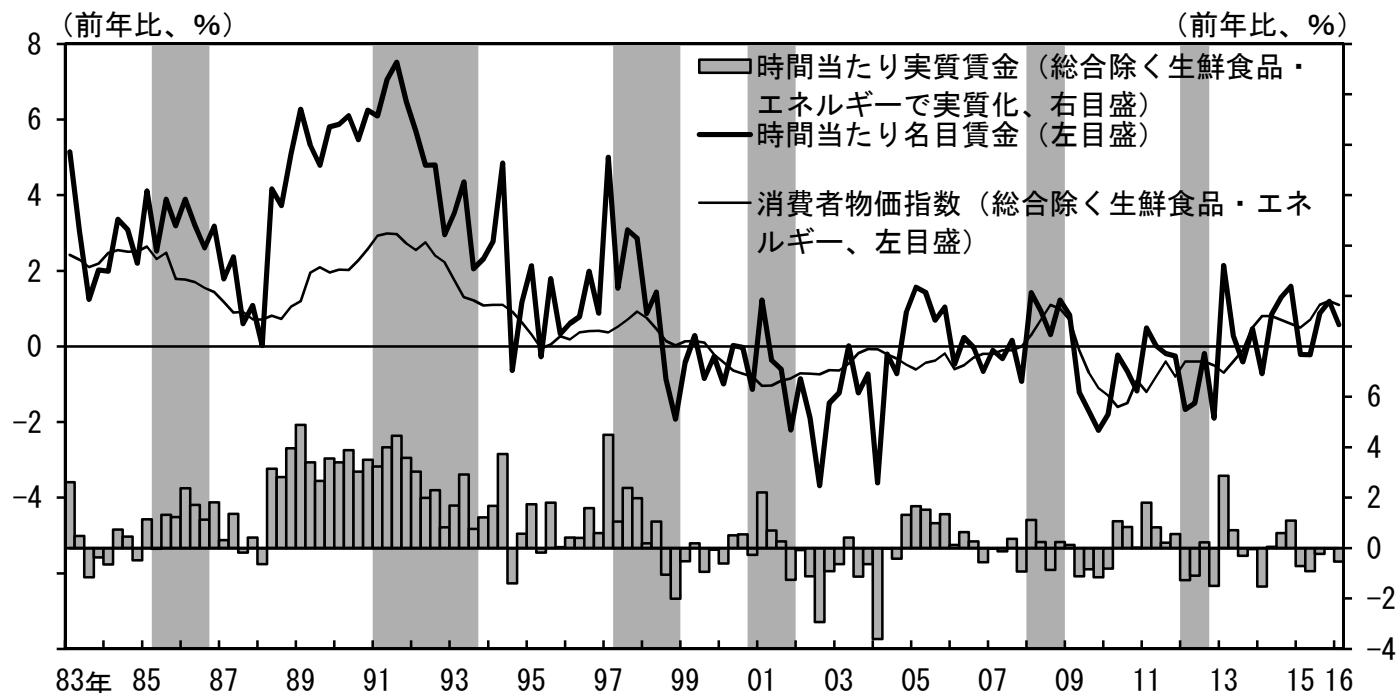


- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(出所) 総務省、内閣府等

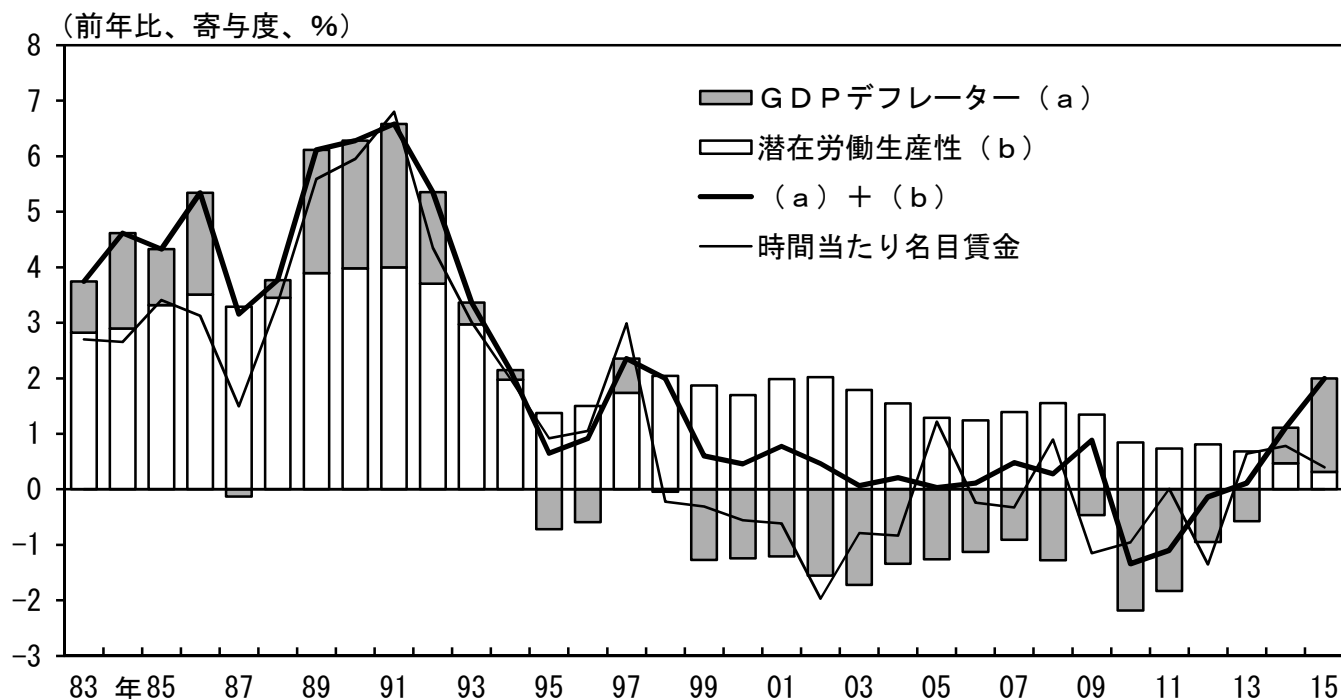
物価と賃金

(1) 消費者物価と名目賃金



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

(2) 潜在労働生産性と時間当たり名目賃金

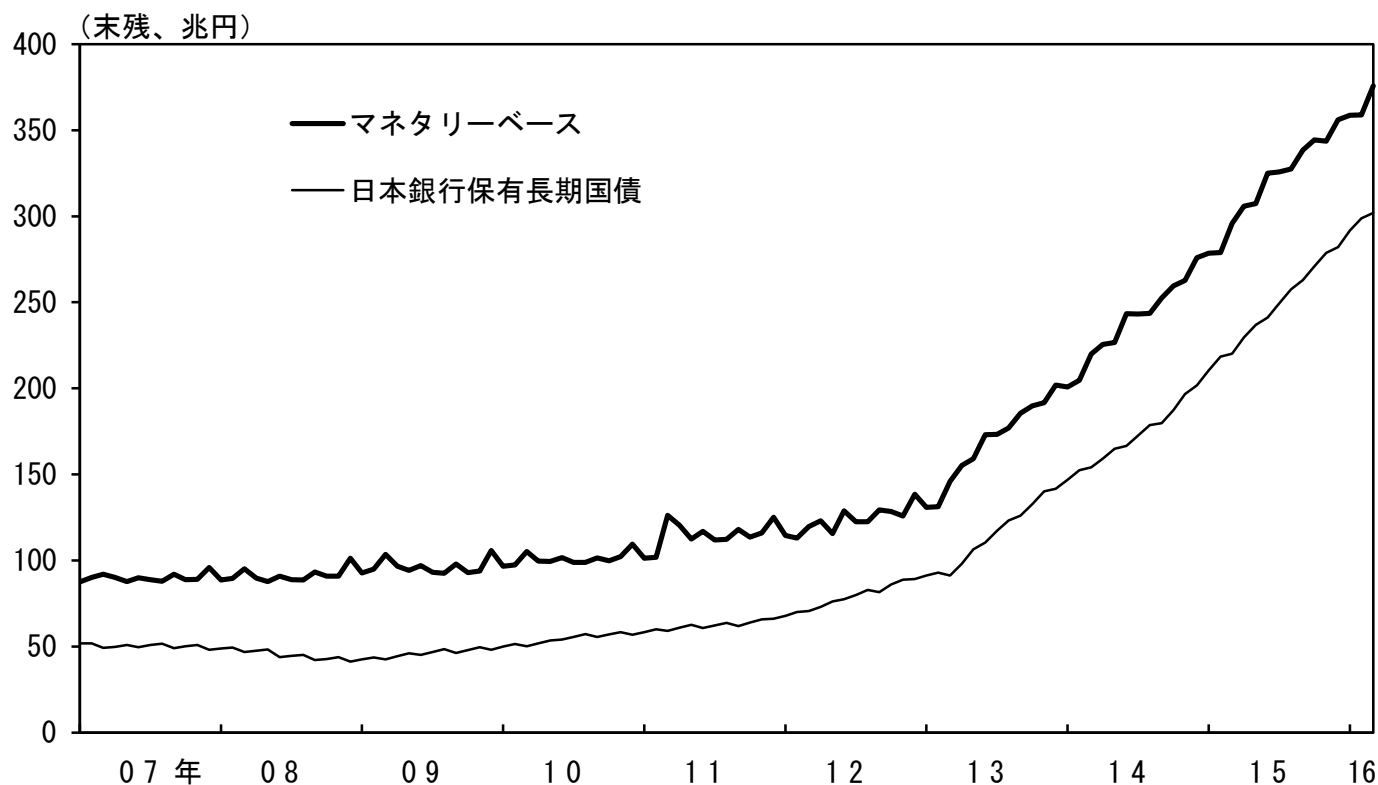


- (注) 1. 潜在労働生産性は、日本銀行調査統計局の試算値。
- 2. GDPデフレーターは、内閣府試算（2016/1月）の計数を用いて、2014年の消費税引き上げの影響を調整している。

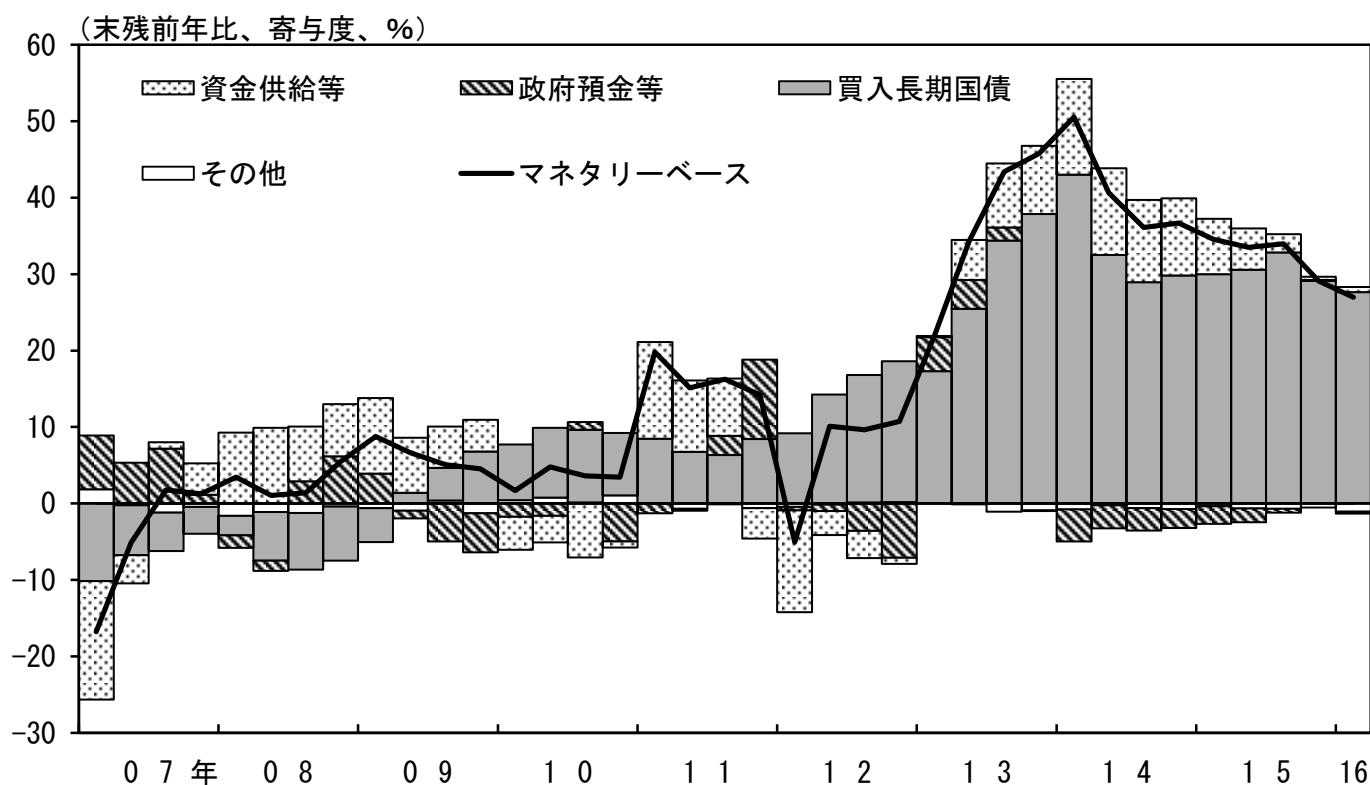
(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



(2) マネタリーベースの前年比

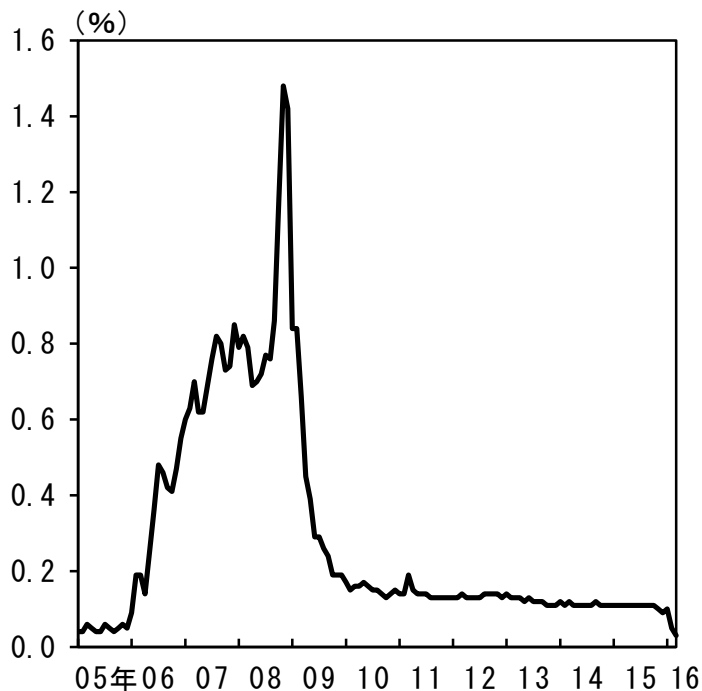


(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には、対政府長期国債売現先、引受国庫短期証券等を含む。
(出所) 日本銀行

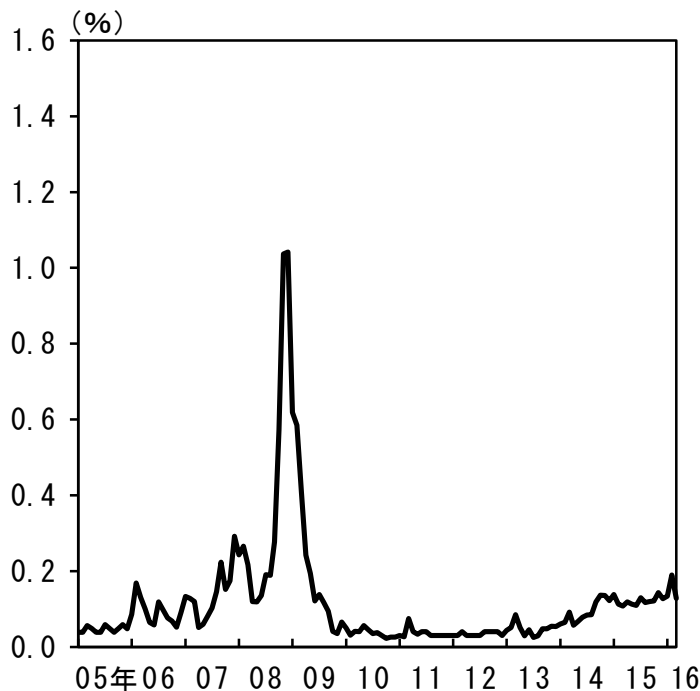
CP・社債発行利回り

(1) CPの発行利回りとスプレッド

①発行利回り (3か月物)



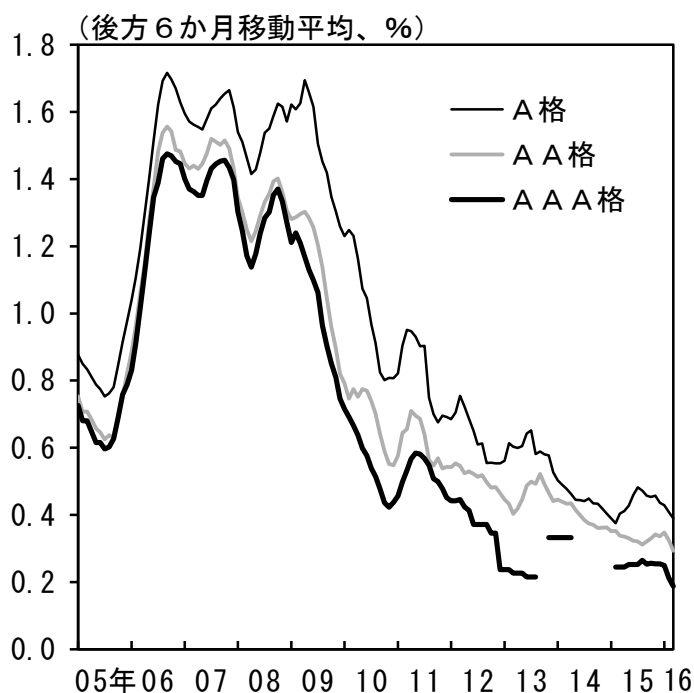
②発行スプレッド



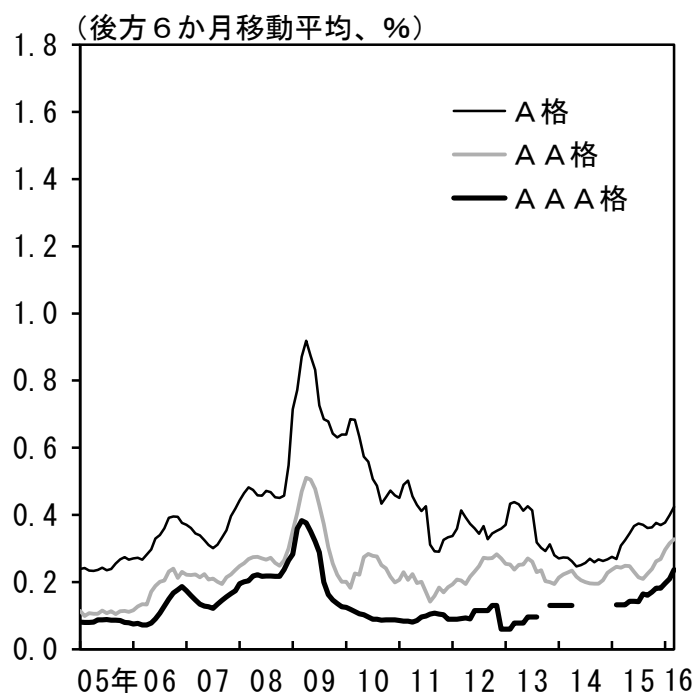
(注) 発行スプレッド=発行利回り (3か月物) - 国庫短期証券流通利回り (3か月物)
2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。2016/3月は第3週までの平均値。

(2) 社債の発行利回りとスプレッド

①発行利回り



②発行スプレッド

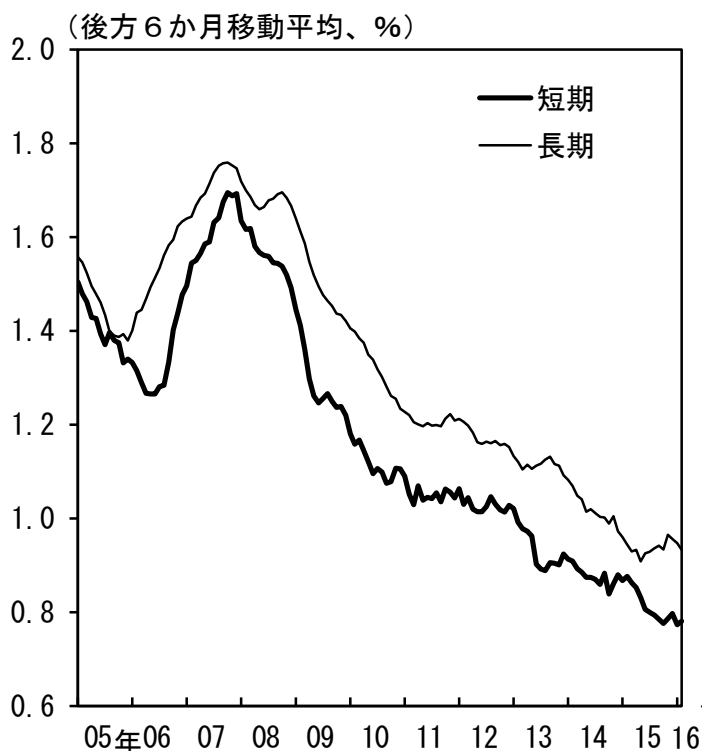


(注) 1. 発行利回りは単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 発行スプレッド=発行利回り-同年限の国債流通利回り
3. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
4. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

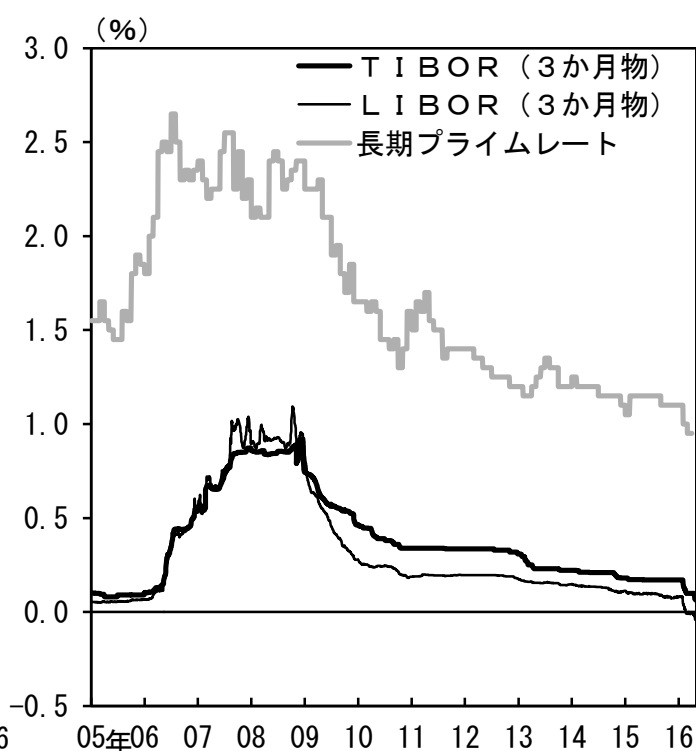
(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

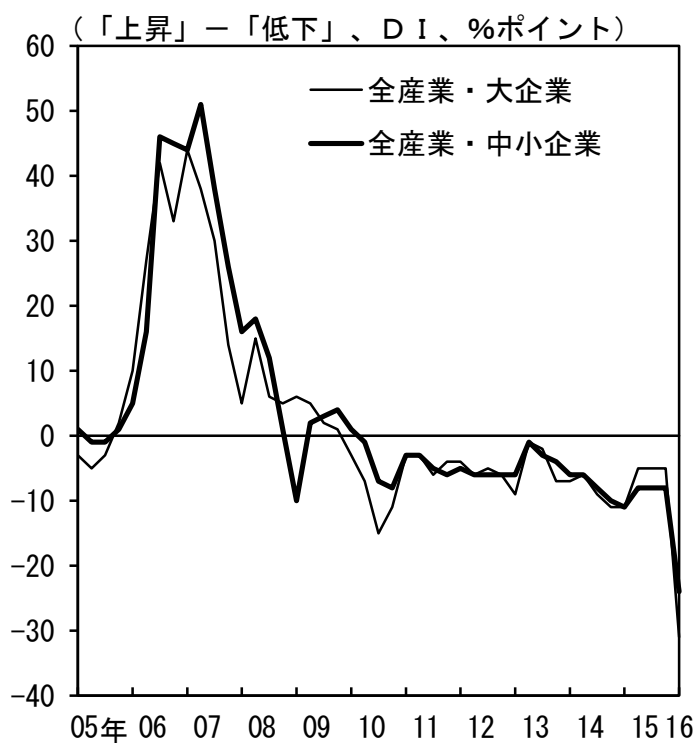
(1) 新規貸出約定平均金利



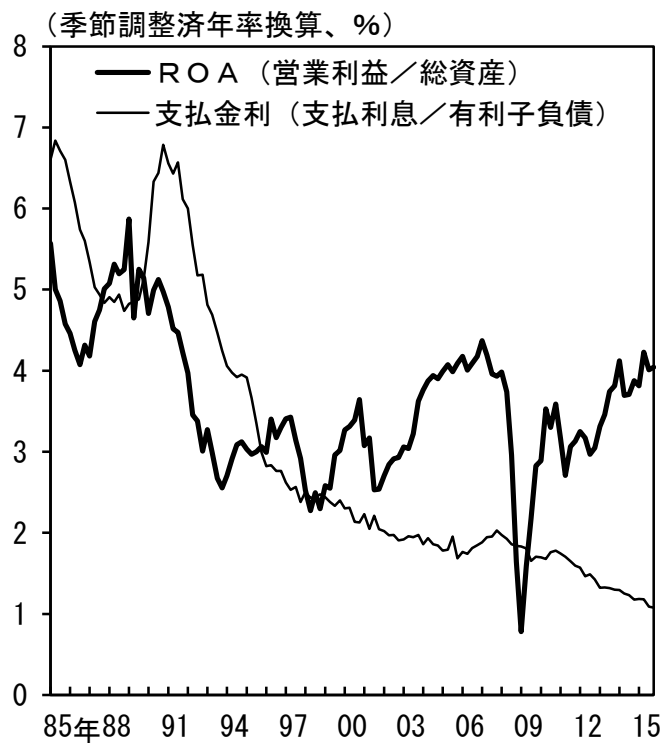
(2) 貸出の基準となる金利



(3) 企業の借入金利水準 (短観)



(4) 企業のROAと支払金利



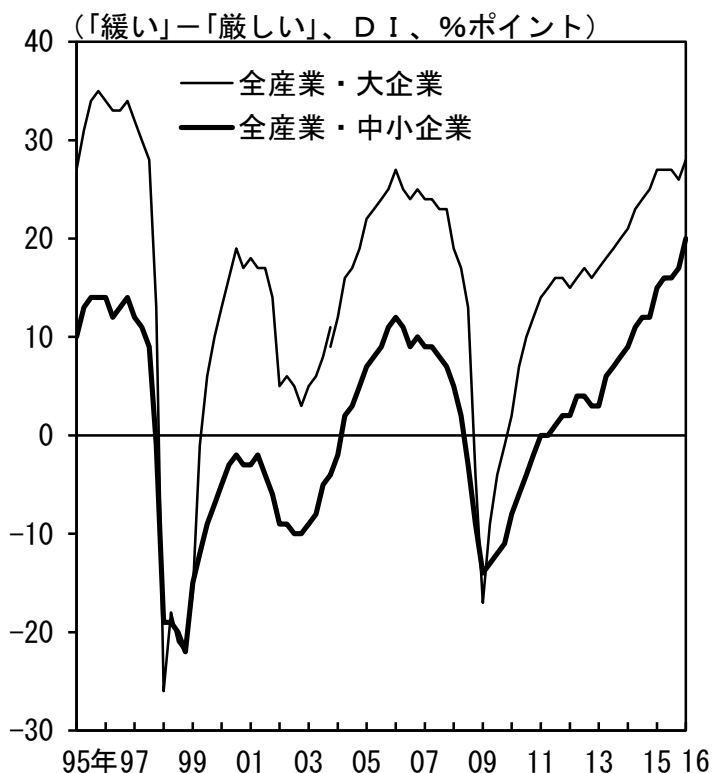
(注) 1. (2) の長期プライムレートは月末時点。
2. (4) は法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(出所) みずほ銀行、日本銀行、財務省、Bloomberg

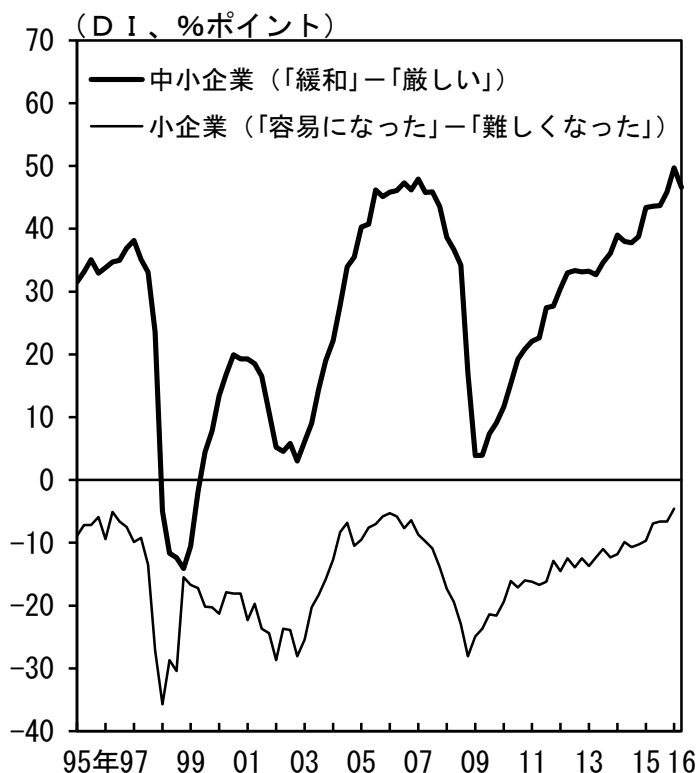
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

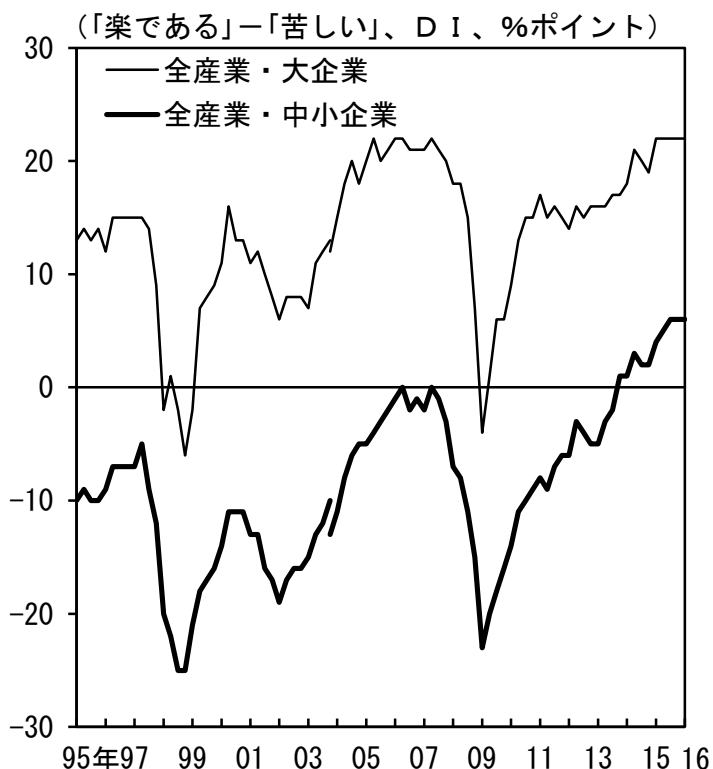


<日本公庫>

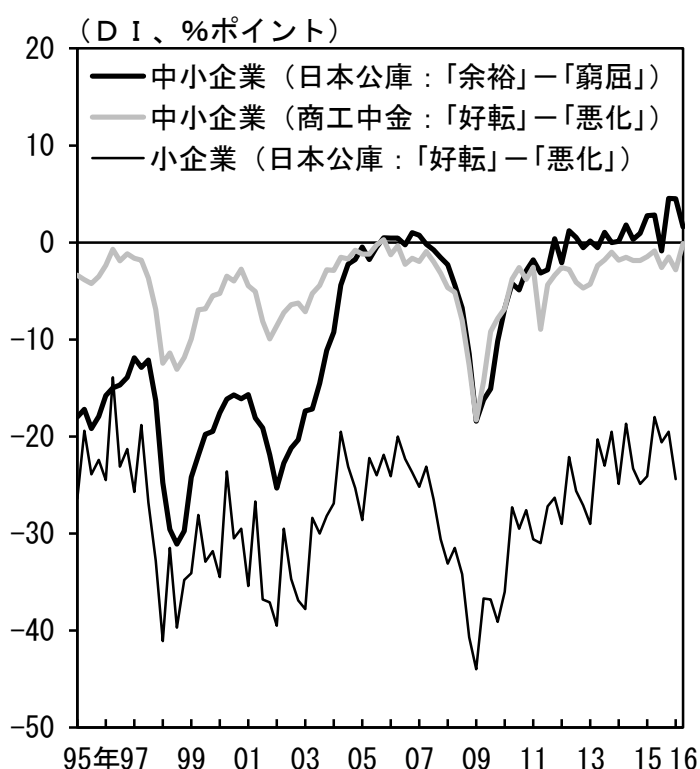


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

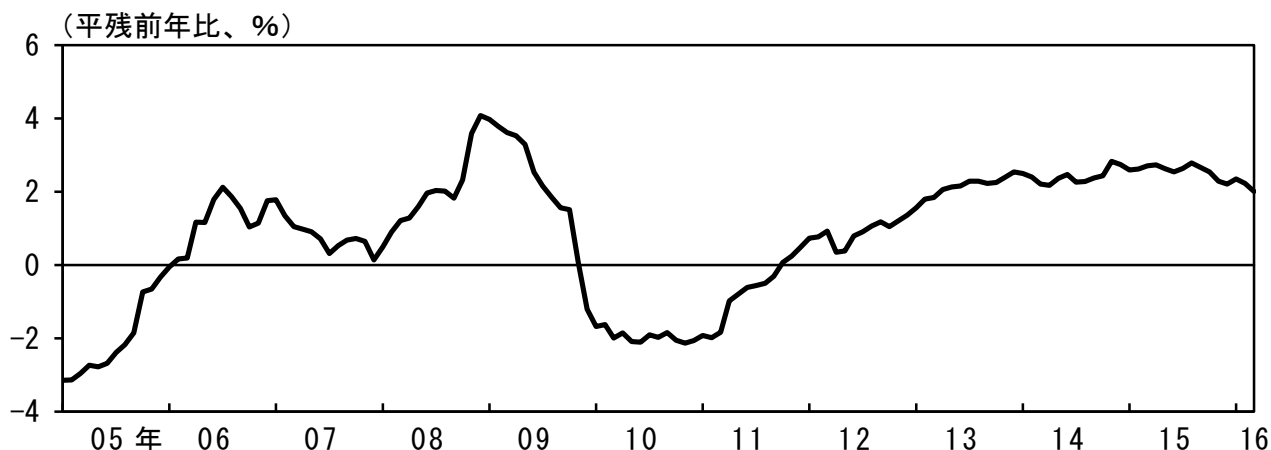


(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 2016/2Qは、4月の値。

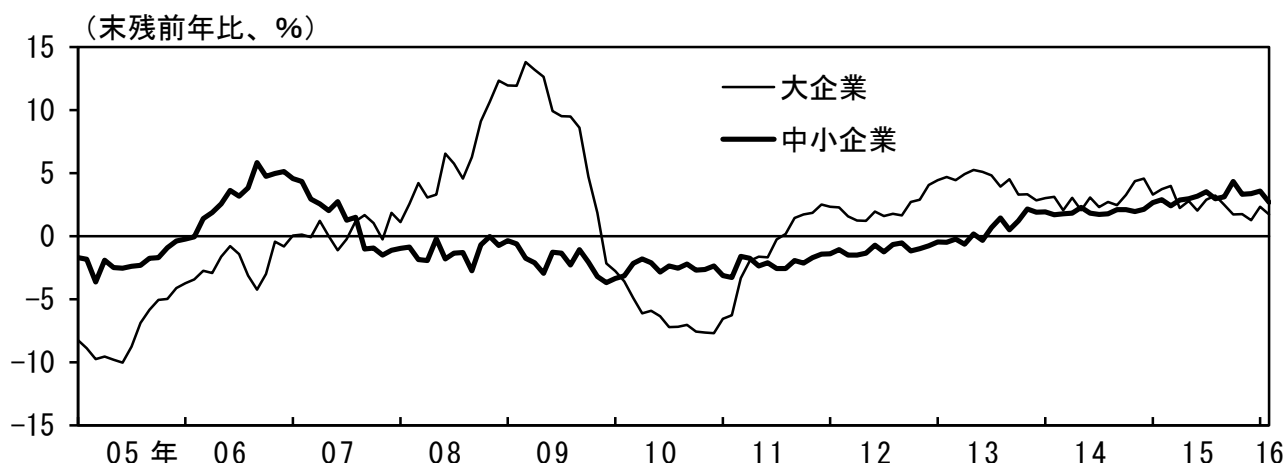
(出所) 日本銀行、商工中金、日本政策金融公庫

貸出残高と CP・社債発行残高

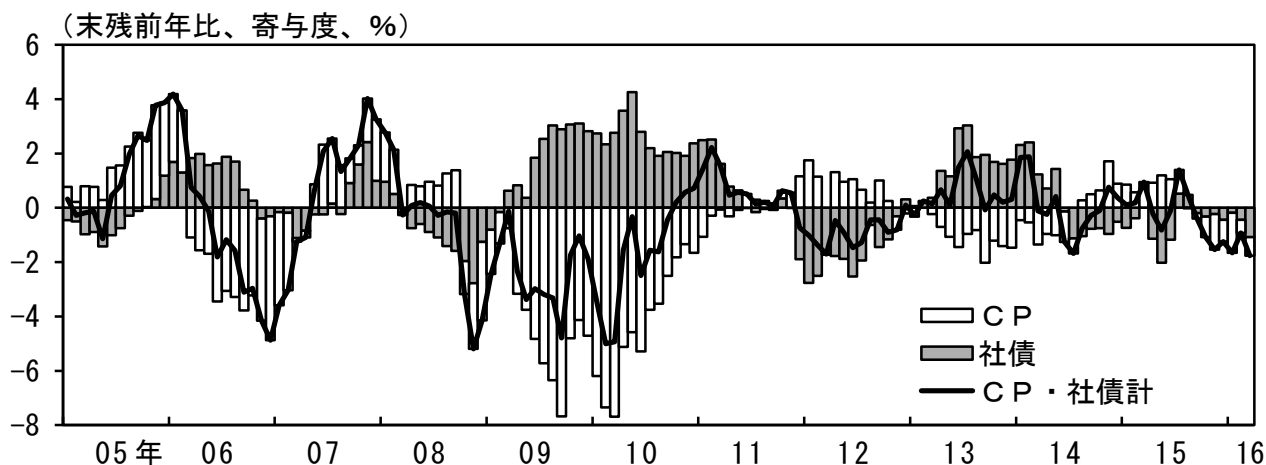
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) 企業規模別の銀行貸出残高 (国内銀行)



(3) CP・社債発行残高



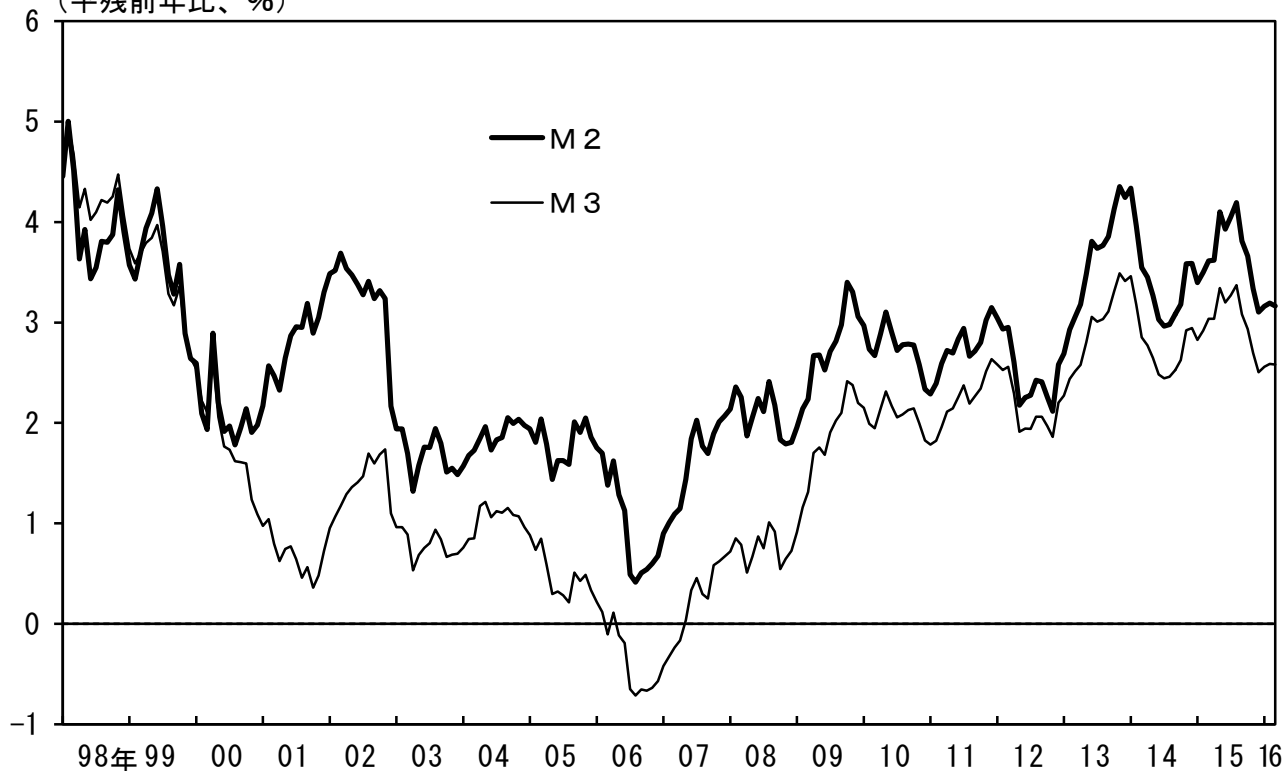
- (注) 1. CPは、短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行、保険会社による発行分を含まない。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

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

マネーストック

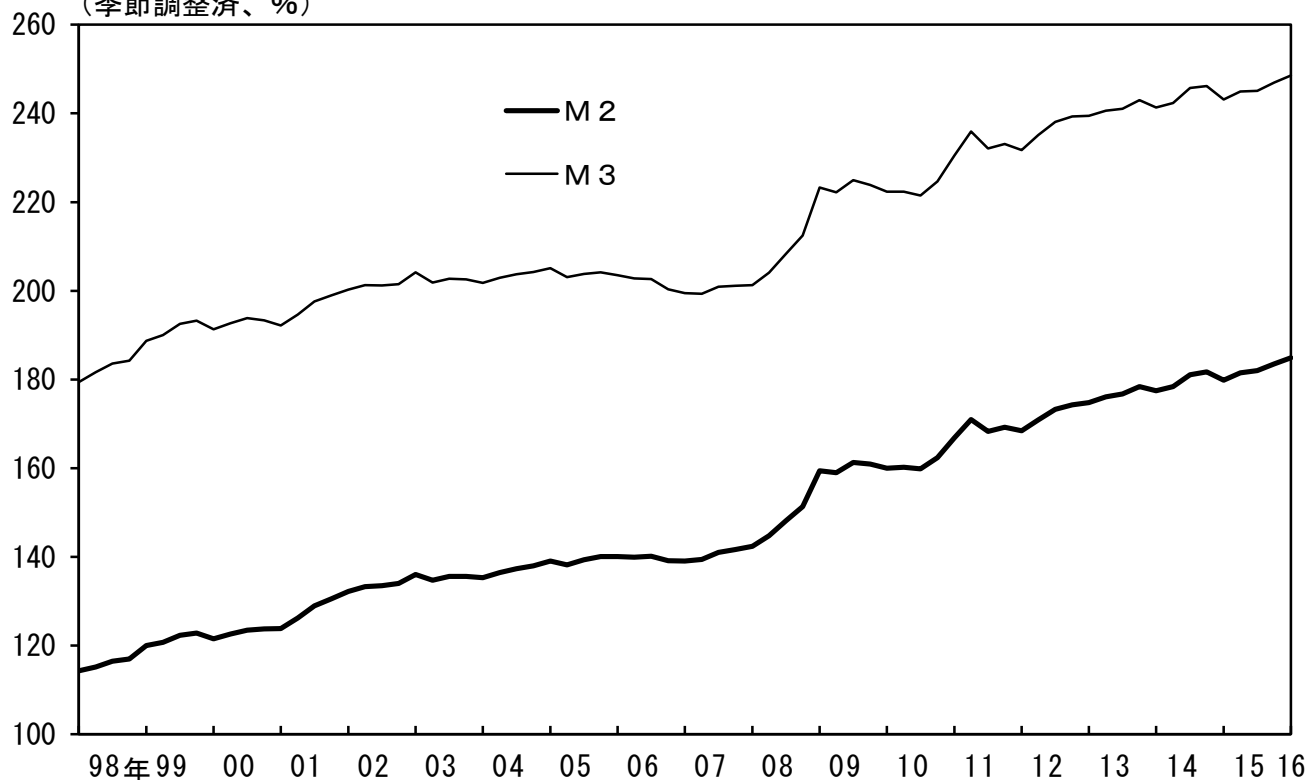
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目GDP比率

(季節調整済、%)

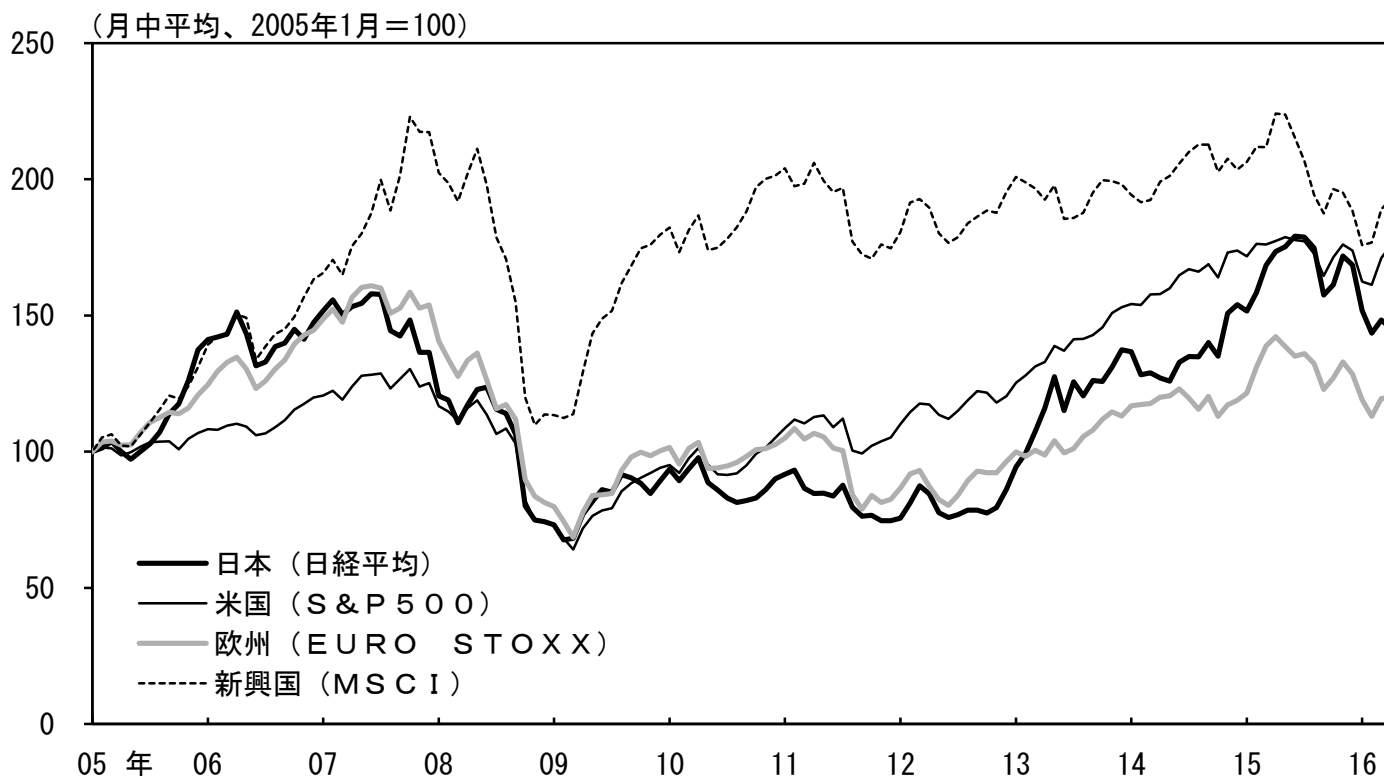


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、
「M3 + CD - 金銭信託」を利用。2016/1Qの名目GDPは、2015/4Qの値。

(出所) 日本銀行、内閣府

株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 主要REIT指数

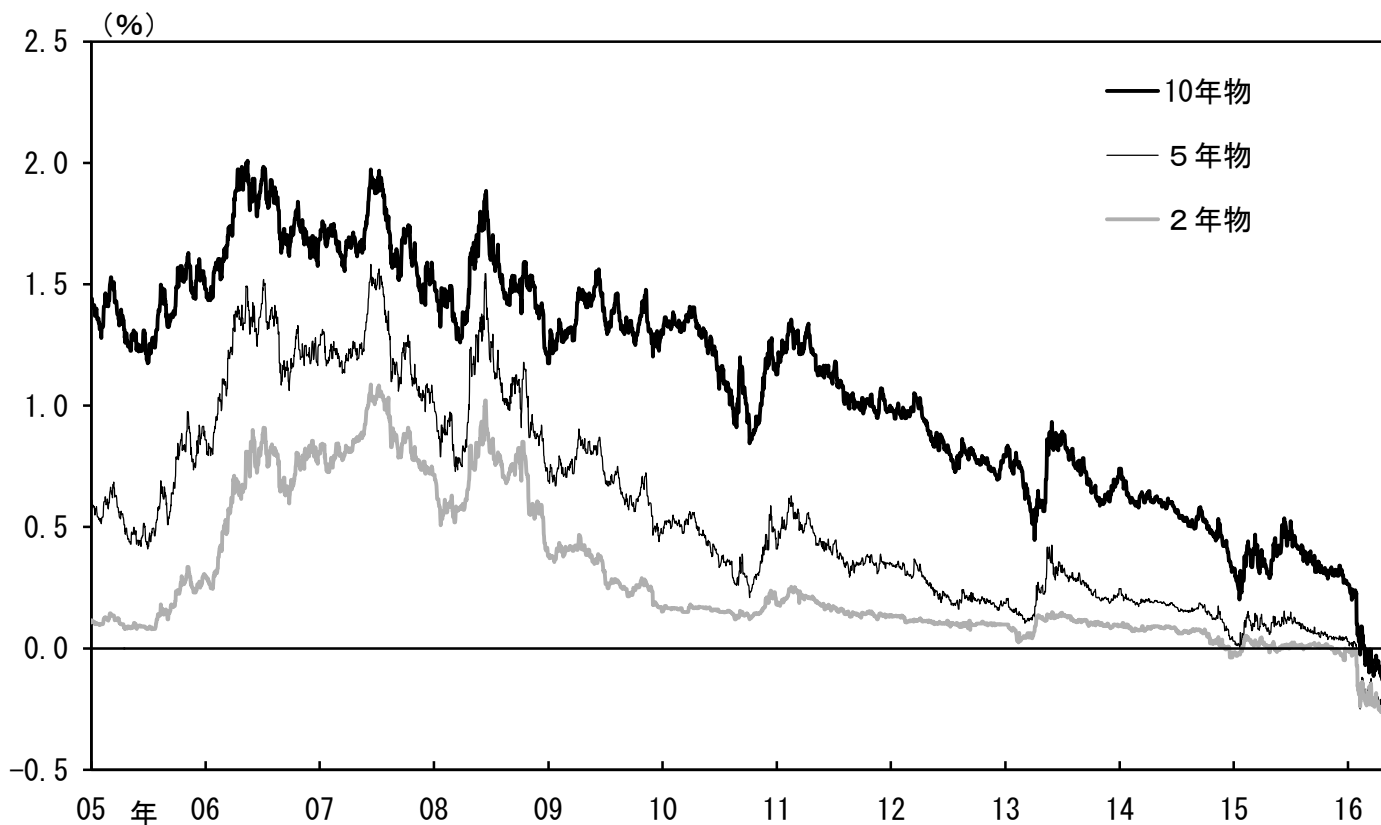


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

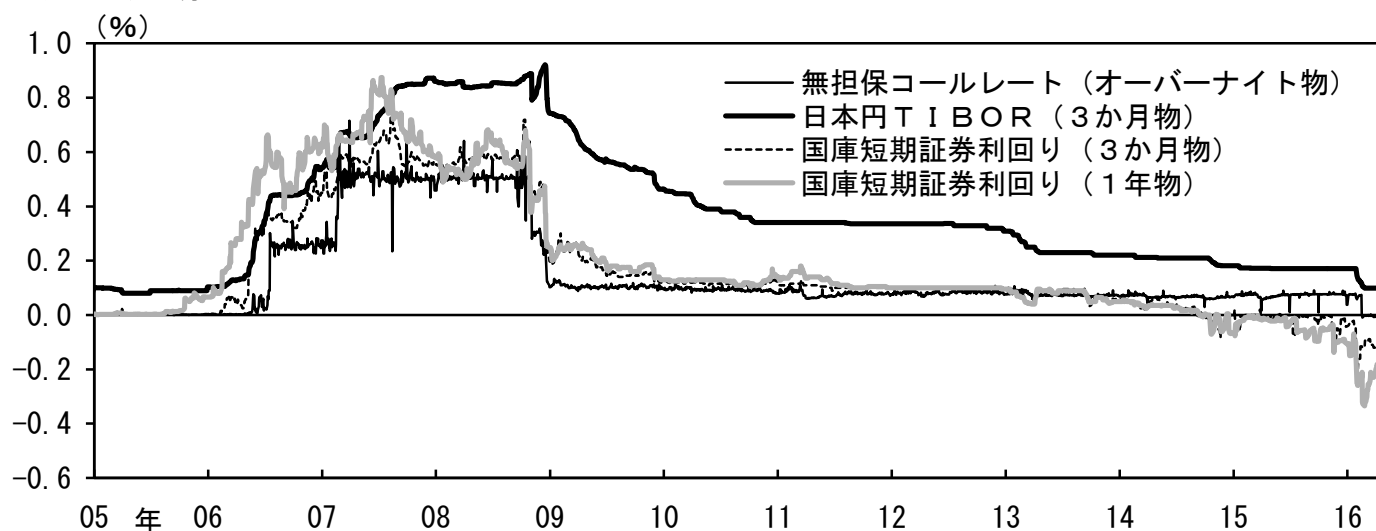


(2) 日本の国債利回り

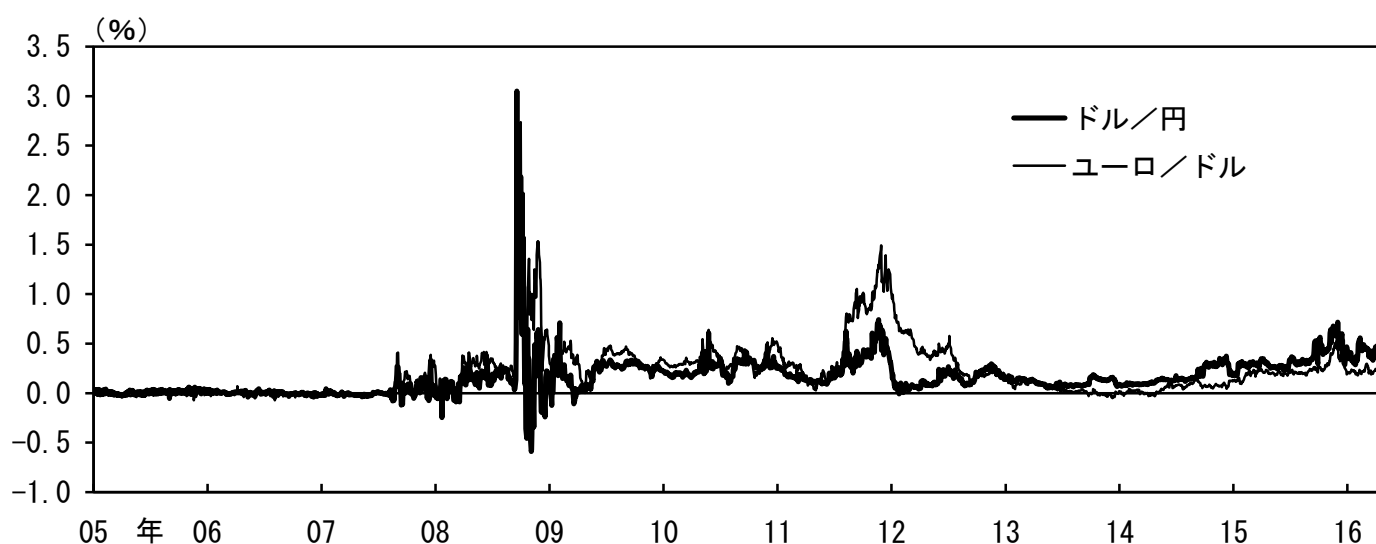


短期金利

(1) 短期金利

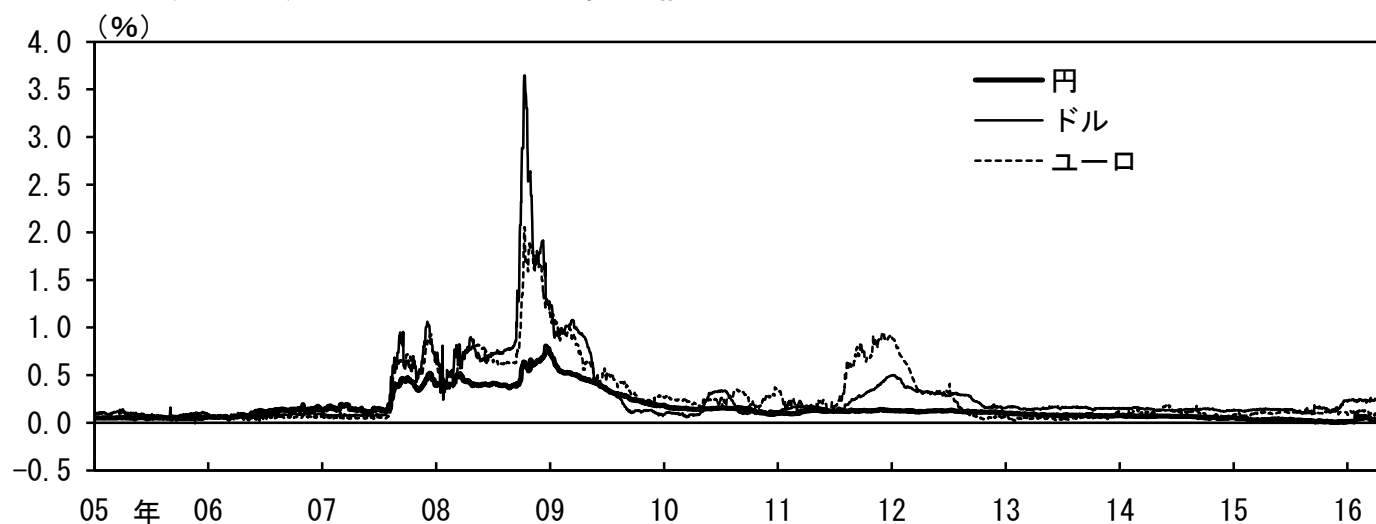


(2) ドル資金調達プレミアム



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

(3) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド

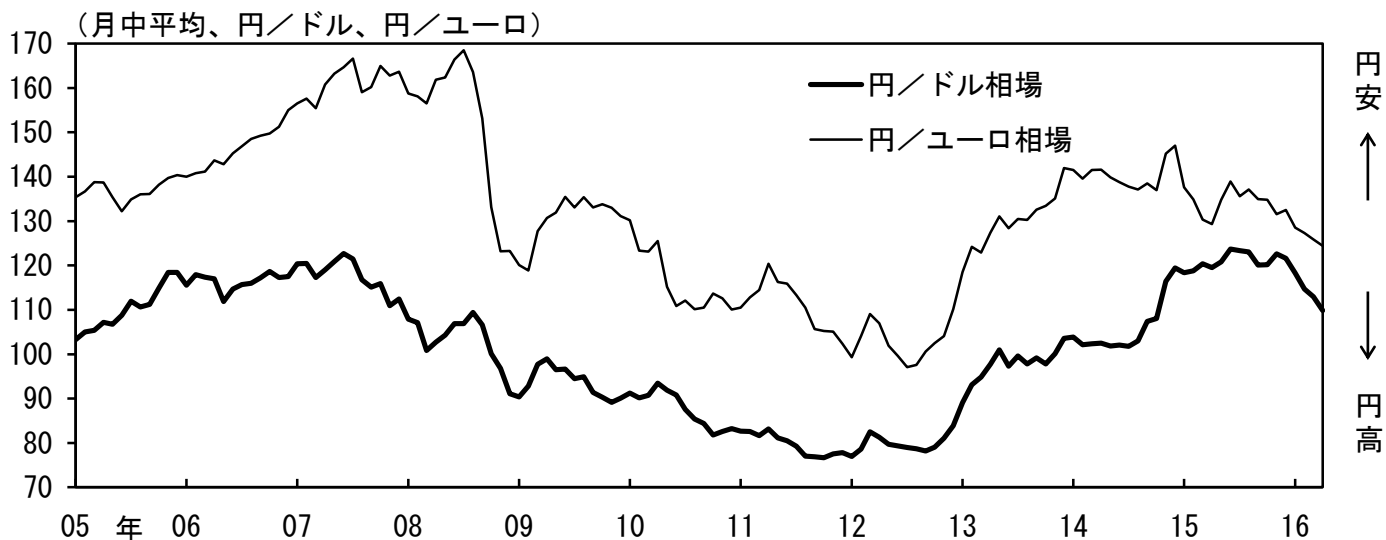


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

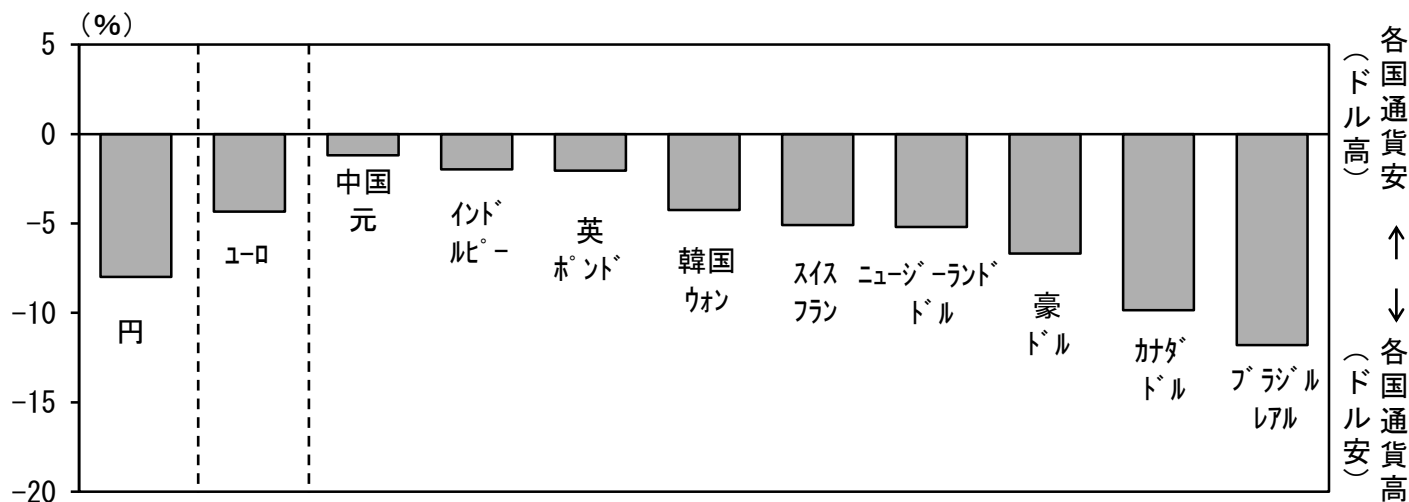
(出所) 日本銀行、Bloomberg

為替相場

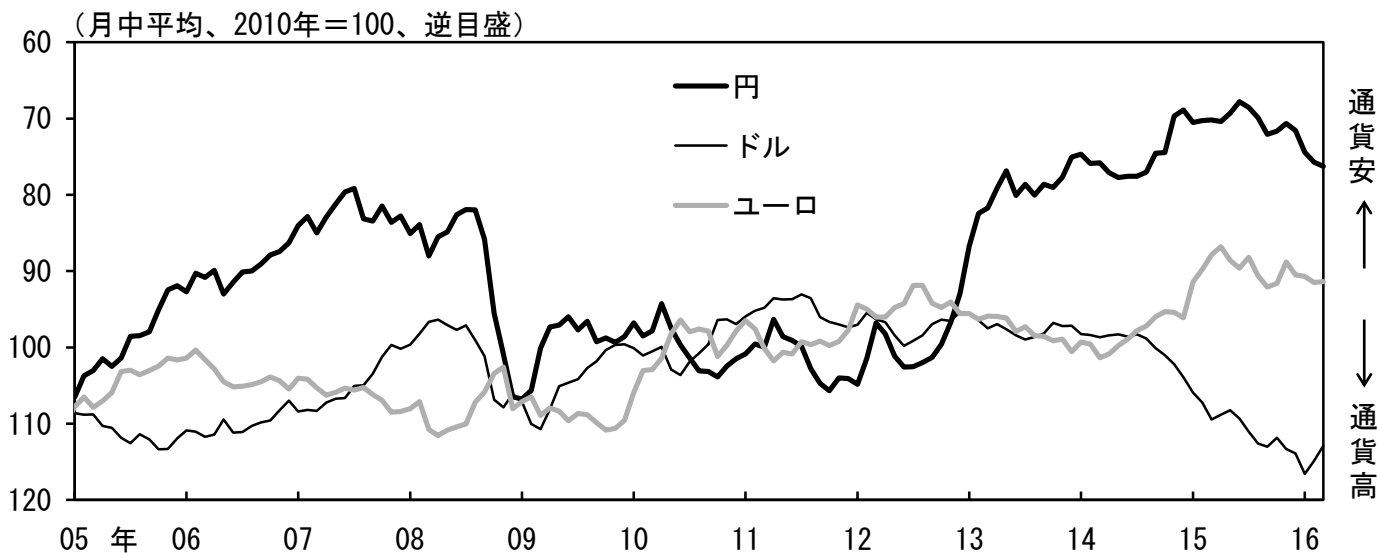
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2016年1月末対比)



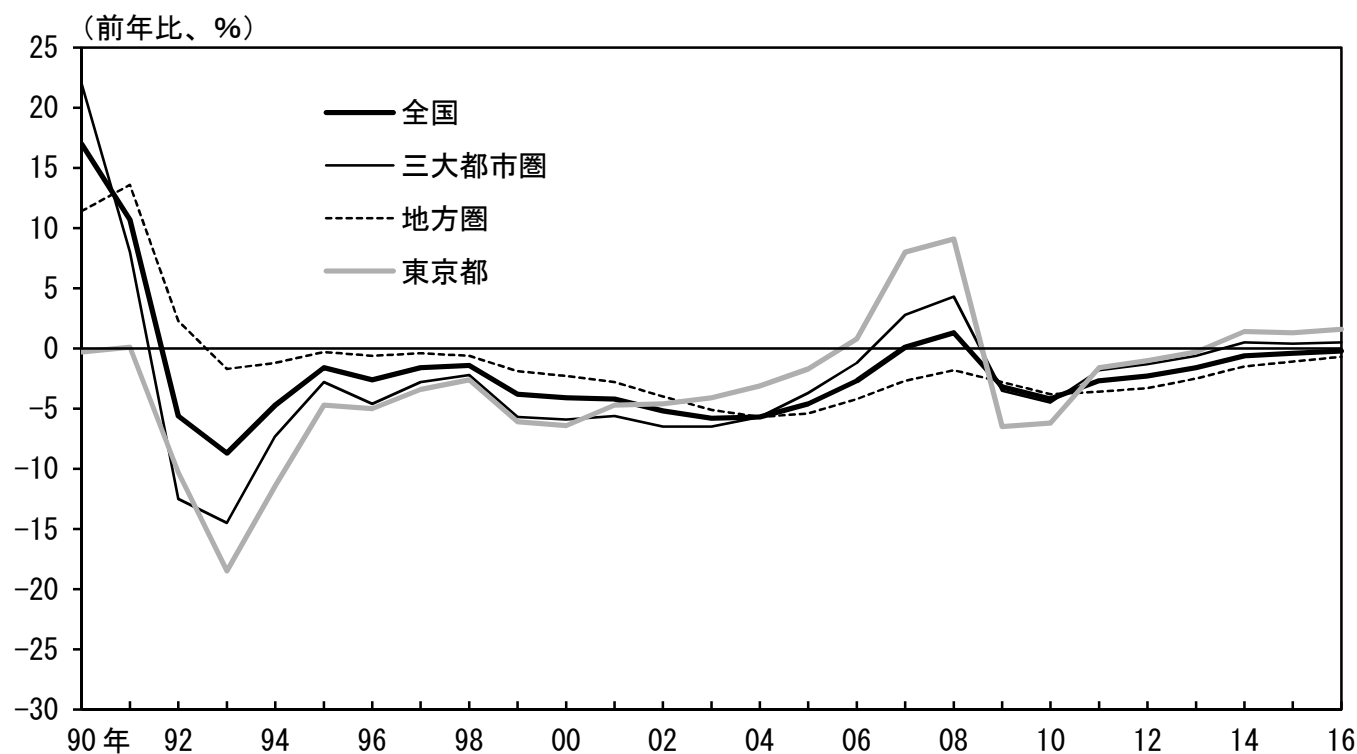
(3) 実質実効為替レート



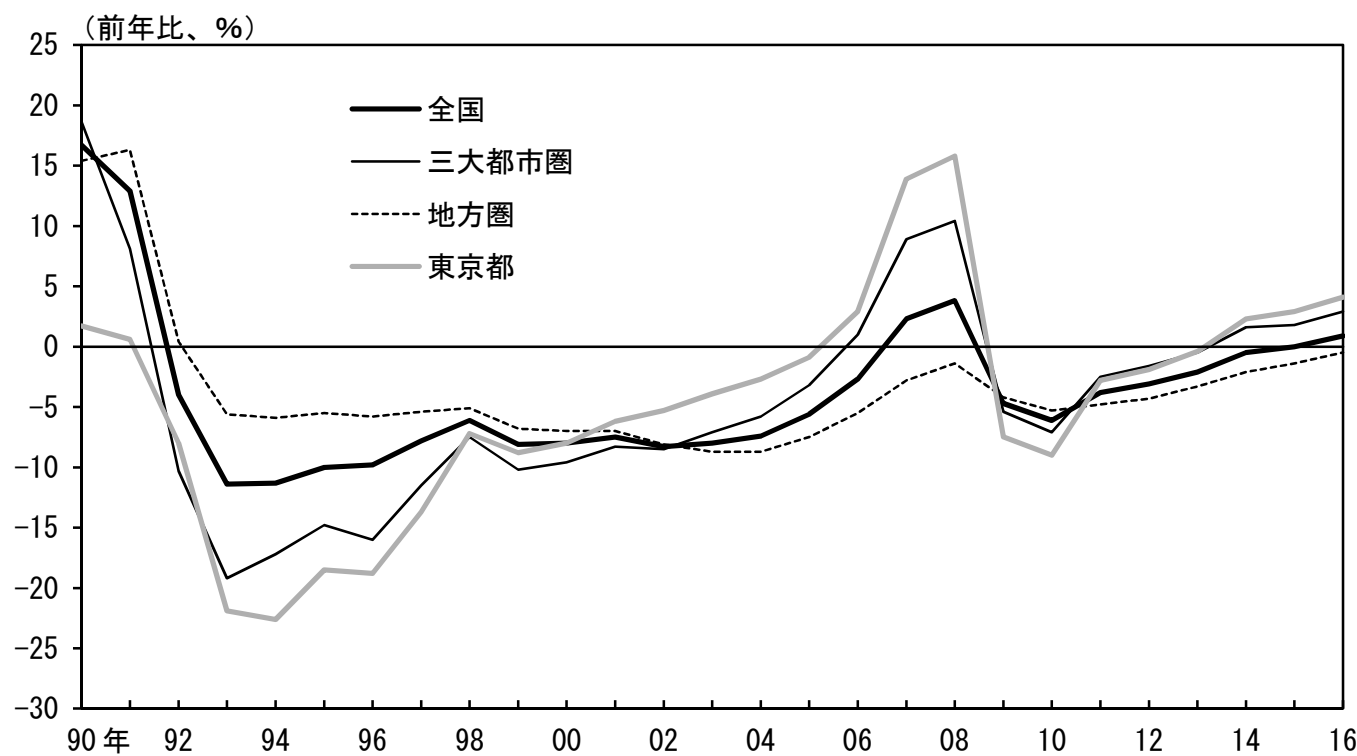
(注) 実質実効為替レートは、B I Sのブロードベース。
(出所) B I S、Bloomberg

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



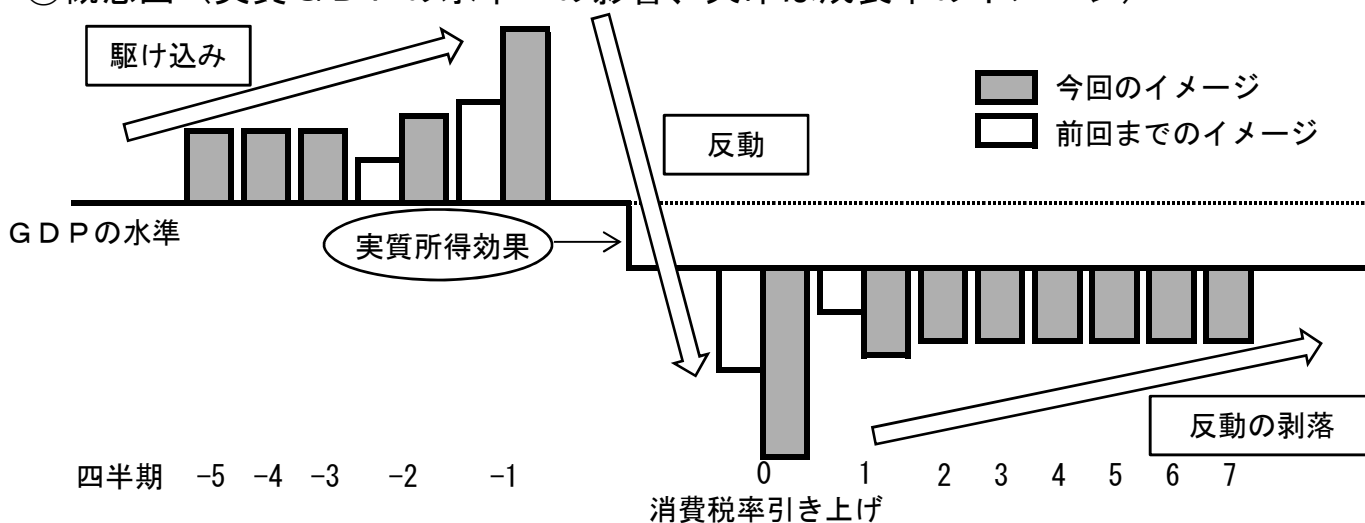
(注) 1. 公示地価ベース (1月1日時点)。
2. 三大都市圏とは、東京圏 (東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城)、大阪圏 (大阪、兵庫、京都、奈良)、名古屋圏 (愛知、三重) を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(出所) 国土交通省

消費税率引き上げの実体経済への影響

(1) 実質GDPへの影響

①概念図 (実質GDPの水準への影響、矢印は成長率のイメージ)



②年度別にみた影響度の試算

(実質GDP成長率への寄与度、%ポイント)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
今回	0.8	-1.3	0.0	0.4	-0.6	0.1
前回 (1月時点)	0.5	-1.2	0.3	0.3	-0.7	

(2) 耐久財消費への影響試算

①試算方法

実質耐久財消費 (対数値) を次の変数に回帰

- ①実質所得
- ②実質純金融資産
- ③駆け込みダミー
- ④反動ダミー

— 駆け込みと反動の金額が等しくなるように係数制約を設定

②試算結果

	係数	t値
実質所得	0.2	1.6
実質純金融資産	1.5	23.4
駆け込みダミー① (2013/1Q~2013/4Q)	0.1	1.7
駆け込みダミー② (2014/1Q)	0.2	2.5
反動ダミー (2014/2Q~2015/4Q)	-0.1	-2.9
推計期間	1980/2Q~2015/4Q	

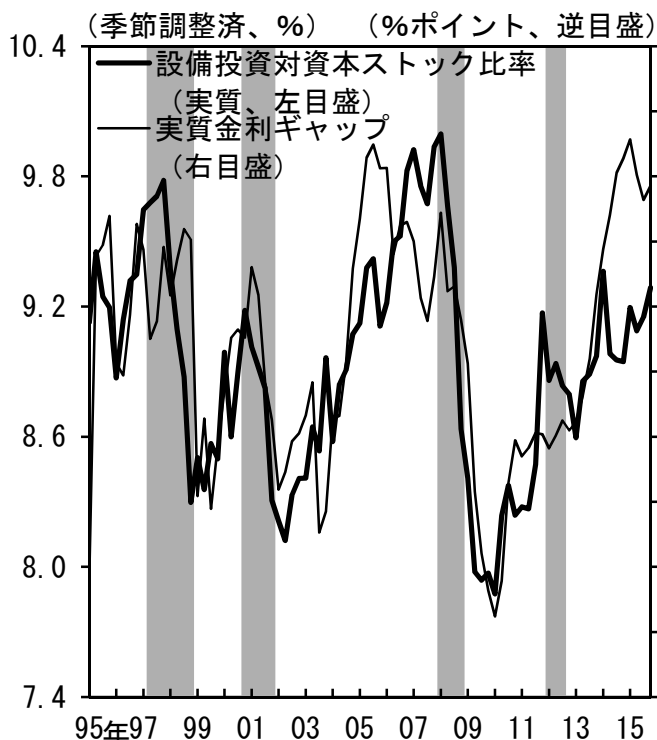
(注) 1. (2) ②の試算では、表中に掲載している変数に加えて、1997年の消費税率引き上げにかかる駆け込みダミー・反動ダミーと定数項を説明変数としている。

2. (2) ②の試算では、 $4 \times$ (駆け込みダミー①の係数) と (駆け込みダミー②の係数) の和が $8 \times$ (反動ダミーの係数) と等しくなるように係数制約を設定。

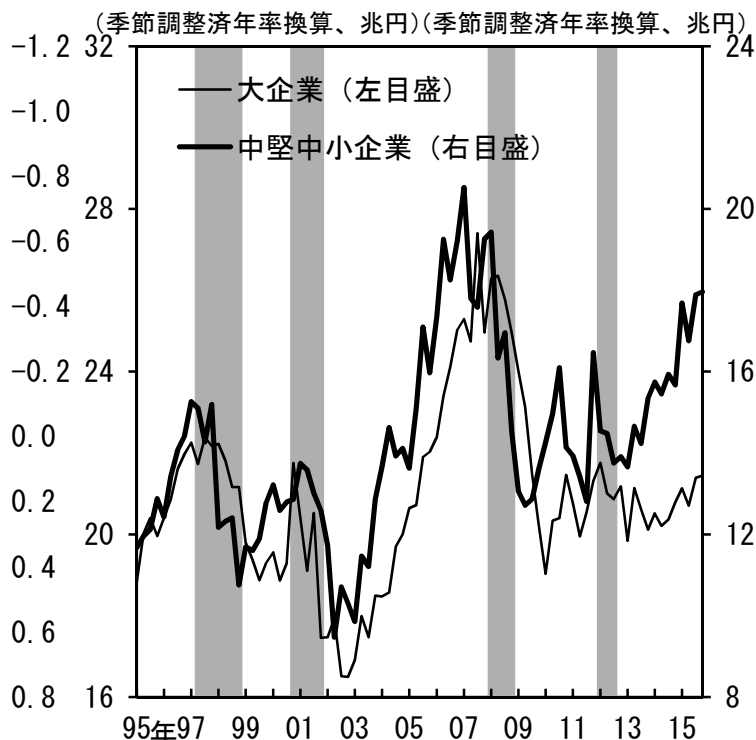
(出所) 内閣府、日本銀行等

規模別にみた設備投資の動向

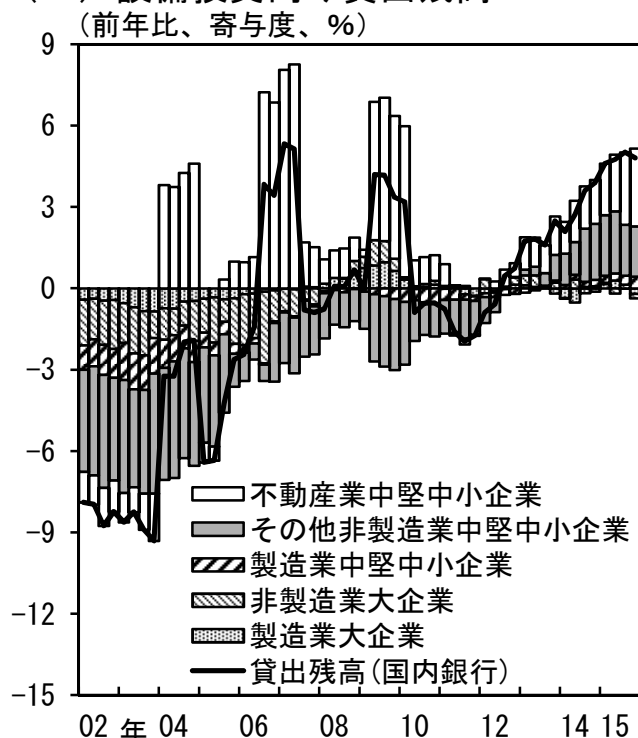
(1) 設備投資と実質金利ギャップ



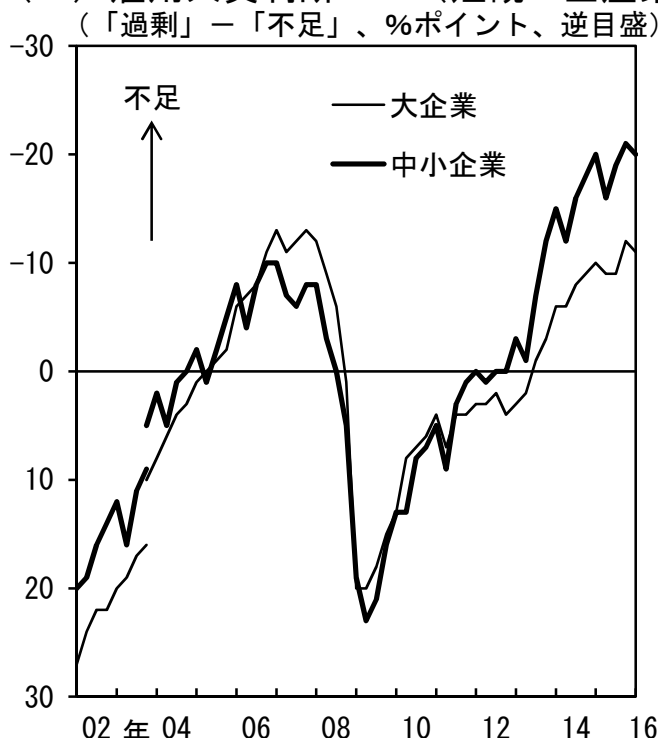
(2) 規模別の実質設備投資



(3) 設備投資向け貸出残高



(4) 雇用人員判断DI (短観・全産業)



- (注) 1. (1) の実質金利ギャップは、実質金利-均衡実質金利 (いずれも10年物国債利回りに基づく)。詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「均衡イールドカーブの概念と計測」(2015年6月)を参照。
2. (2) は、法人季報に基づく規模別・全産業(金融業、保険業、リース業を除く)の名目設備投資額(ソフトウェア投資額を含まない)をGDP民間企業設備投資デフレーターで実質化。
3. (1)、(2)のシャドー部分は、景気後退局面。
4. (3)は貸出先別貸出金に基づく。不動産業は、個人による貸家業向け貸付を含む。2004/1Q、2006/3Q、2009/2Qには、調査先による区分変更に伴う不連続が生じている。
5. (4)の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行、財務省、内閣府等

産業別・規模別にみた賃金の決定要因

(1) 賃金の決定要因

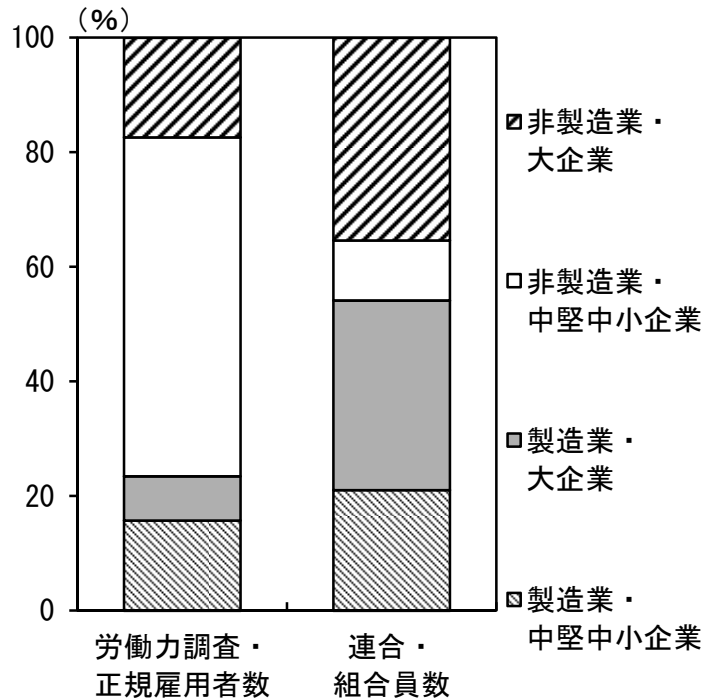
被説明変数：一般労働者・所定内給与（賃金構造基本統計調査）の前年比

説明変数：

1. 労働需給（短観の雇用人員判断DI、「不足」－「過剰」）
2. インフレ率（前年度、CPI除く生鮮）
3. マージン（短観の販売価格判断DIと仕入価格判断DIの差）

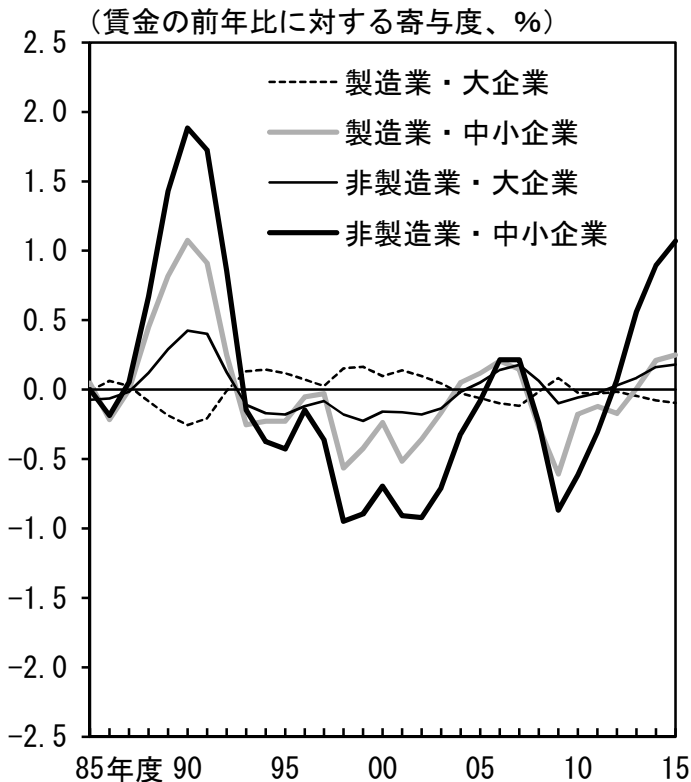
	推計期間：1985～2015年度			
	製造業		非製造業	
	大	中堅中小	大	中堅中小
労働需給	-0.11 (0.27)	0.39* (0.21)	0.17 (0.26)	0.76*** (0.19)
インフレ率 (前年度、%)	0.59** (0.26)	0.46** (0.20)	0.17 (0.27)	0.28 (0.20)
マージン	1.39** (0.66)	1.22*** (0.42)	1.84*** (0.43)	1.09*** (0.24)
	自由度修正済み決定係数			0.53
	標準誤差			1.34

(2) 労調・正規雇用者と連合の組合員

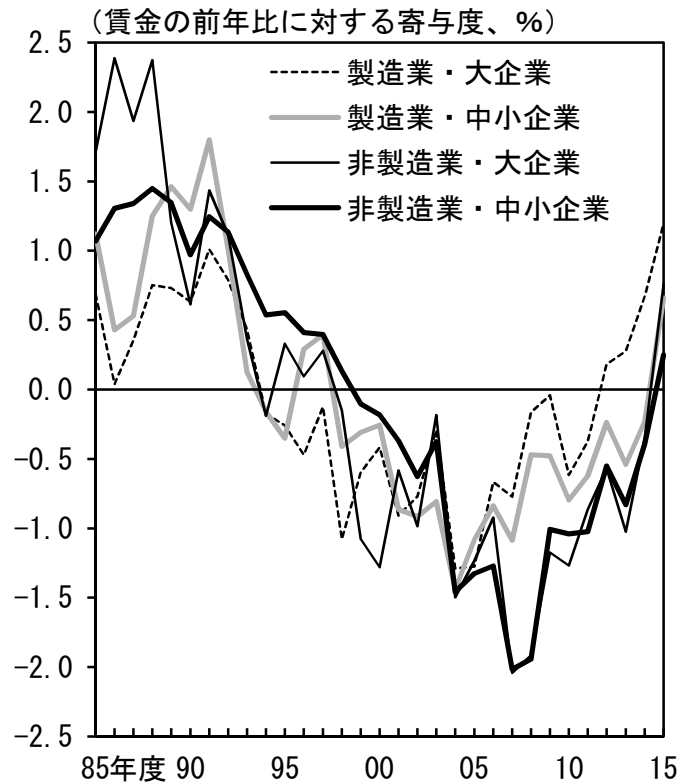


(3) 各決定要因の推移

① 労働需給要因



② マージン要因



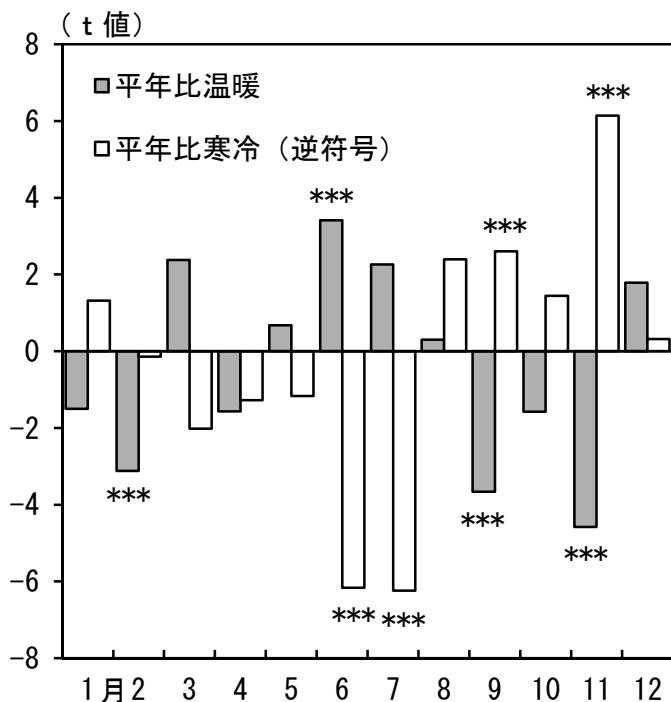
- (注) 1. 短観以外の計数について、大企業は従業者規模1,000人以上、中堅企業は100～999人、中小企業は99人以下（賃金構造基本統計調査の従業者規模別の計数は、事業所ベース）。
2. (1) の表中の括弧内は、標準誤差。***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。
3. (2) の労働力調査は、2015年平均（詳細集計ベース）。連合は2015年度春闘の最終集計対象。
4. 短観の計数は、産業別・規模別に平均0、標準偏差1に正規化。

(出所) 厚生労働省、日本銀行、総務省、日本労働組合総連合会

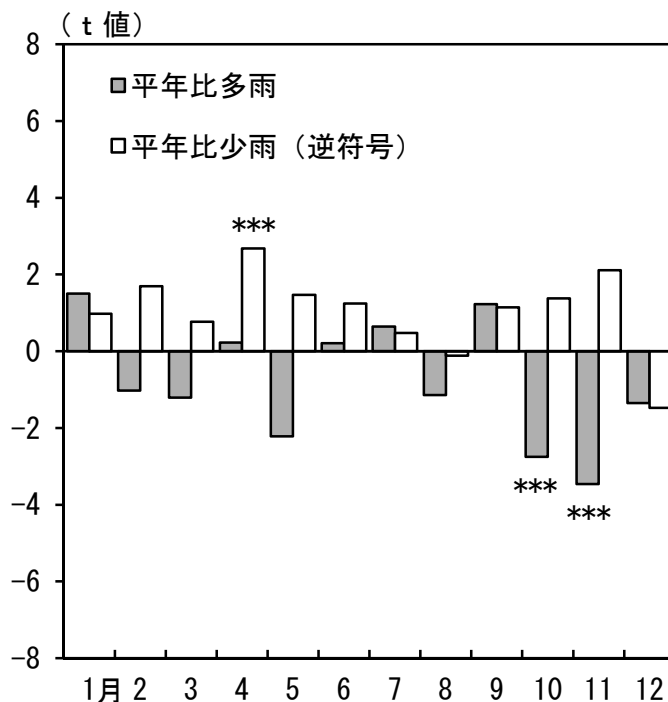
天候要因と個人消費

(1) 気温・降水量のパラメータの有意性

① 気温



② 降水量



<推計式>

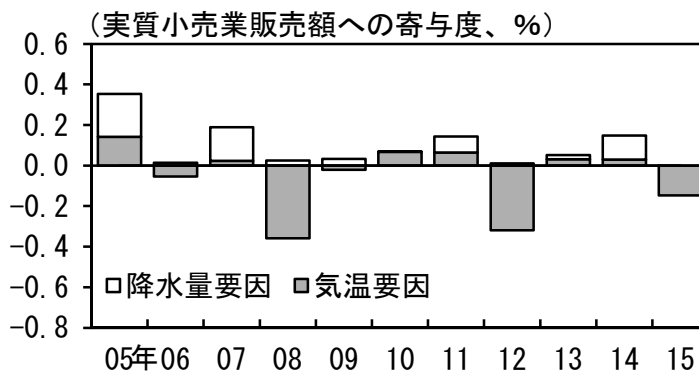
$$\begin{aligned} & \text{実質小売業販売額 (log レベル)}_{j,t} \\ &= \rho \cdot \text{自己ラグ}_{j,t-1} \\ &+ \sum_{m=1}^{12} \beta_m^+ \cdot \text{気温}_{j,t}^{\text{平年差}+} + \sum_{m=1}^{12} \beta_m^- \cdot \text{気温}_{j,t}^{\text{平年差}-} \\ &+ \sum_{m=1}^{12} \gamma_m^+ \cdot \text{降水}_{j,t}^{\text{平年比}+} + \sum_{m=1}^{12} \gamma_m^- \cdot \text{降水}_{j,t}^{\text{平年比}-} \\ &+ A \cdot Z_t \end{aligned}$$

定数項、地域別固定効果、
実質賃金(前期比、アーモンラグ)、 $\in Z$
消費税増税ダミー、震災ダミー

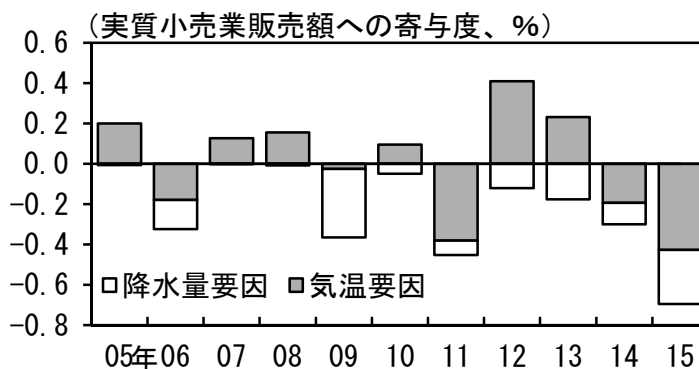
- ・ 添字jは地域、tは時点、mは月を表す。
- ・ 地域は、北海道、東北、関東、中部、近畿、中国、四国、九州、沖縄の9区分。
- ・ 推計期間は、1991/2月～2015/12月。
- ・ 実質小売業販売額は、百貨店・スーパー売上高をCPI財(「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの)で実質化。

(2) 過去の天候要因

① 4～6月



② 10～12月



- (注) 1. 気温平年差をとる際の平年値については、温暖化の影響を考慮し、過去10年間の平均値を利用。
2. (1)の***は、1%有意を表す。
3. (2)は、(1)で推計した気温と降水量にかかるパラメータのうち、1%有意なもの、過去の気象データから計算。

(出所) 経済産業省、総務省、厚生労働省、気象庁

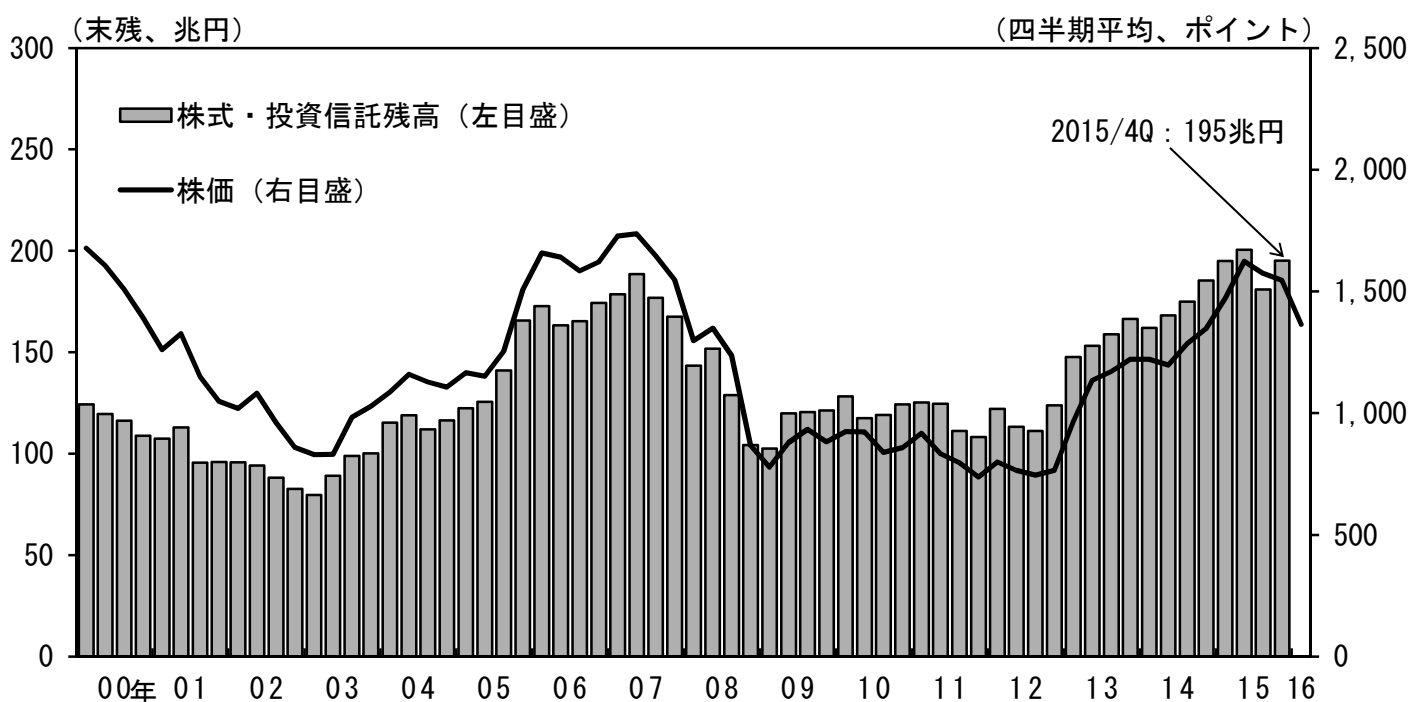
個人消費の資産効果

(1) わが国における金融資産効果に関する先行研究

	推計期間	金融資産効果
武藤・河井・佐野 (1993)	1955年～1991年	0.0
Horioka (1996)	1955年～1993年	2.9
Boone, Giorno and Richardson (1998)	1979/1Q～1996/2Q	3.8
小川・北坂 (1998)	1980、1985、1990年	4.9
Ludwig and Slok (2002)	1960/1Q～1999/4Q	4.0
内閣府 (2009)	1980年～2006年	3.5
宇南山・古村 (2014)	2012/11月～2013/5月	2.2

- (注) 1. 「金融資産効果」は、家計が保有する金融資産の価値が100円変化した場合に、消費が何円変化するかを表したもの。
 2. 消費の資産価値に対する弾性値を報告しているものは、消費と資産価値の比率を用いて資産効果に変換。

(2) 株価 (TOPIX) と家計が保有する株式・投資信託の残高



(注) 株式・投資信託残高＝上場株式＋投資信託受益証券 (資金循環統計ベース)

(出所) 武藤・河井・佐野 (1993) 「消費と逆資産効果」、小川・北坂 (1998) 「資産市場と景気変動」、内閣府 (2009) 「平成21年度年次経済財政報告」、宇南山・古村 (2014) 「株価が消費に与える影響：アベノミクス期を用いた資産効果の計測」、Horioka (1996) "Capital Gains in Japan: Their Magnitude and Impact on Consumption"、Boone, Giorno and Richardson (1998) "Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence"、Ludwig and Slok (2002) "The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries"、Bloomberg、日本銀行

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	2016年1月判断	前回との比較	2016年4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	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	⇩	新興国経済の減速に伴う影響などから生産面で弱含んだ状態が続いている中、基調としては緩やかな回復を続けている
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	緩やかに拡大している	⇒	自動車関連での生産停止の影響から輸出・生産が一時的に減少したとみられるものの、基調としては緩やかに拡大している
近畿	輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかに回復している	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかに回復している
中国	緩やかに回復している	⇒	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	⇒	新興国経済の減速などの影響を受けながらも、緩やかな回復を続けている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer160407.htm/>を参照。

(出所) 日本銀行