

## 経済・物価情勢の展望（2016年10月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

- わが国経済は、海外経済の回復に加えて、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。
- リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。
- 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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

#### 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、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。国内需要の面では、設

<sup>1</sup> 10月31日、11月1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。

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、一部に弱めの動きがみられるが、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。住宅投資は持ち直しを続けており、公共投資は下げ止まっている。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。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持している。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、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

## 2. わが国の経済・物価の中心적인見通し

### (1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していくと予想している。まず国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境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受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。雇ユーザー所得の改善が続き、個人消費は緩やかに増加していくとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから 2017 年度にかけて増加し、その後は、オリンピック関連需要もあつて高めの水準で推移すると考えられる。この間、海外経済は、幾分減速した状態が暫く続いたのち、先進国の着実な成長が続き、新興国経済も、その好影響の波及や各国の政策効果から減速した状態を脱していくにしたがつて、徐々に成長率を高めていくと予想している。このため、輸出は、緩やかな増加に転じるとみられる。

以上のもとで、わが国経済は、2018 年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる<sup>2</sup>。今回の成長率の見通しを従

---

<sup>2</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のもの

来の見通しと比べると、概ね不変である。

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される<sup>3</sup>。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらるゝと考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される<sup>4</sup>。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもと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、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。

## (2) 物価の中心的な見通し

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、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、やや下振れている。なお、2%程度に達する時期は見通し期間の終盤(2018年度頃)になる可能性が高い。

こうした見通しの背景を述べると、第1に、中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期

---

であるため、相当の幅をもってみる必要がある。

<sup>3</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。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。

<sup>4</sup> 金融面の動向については、日本銀行「金融システムレポート」(2016年10月)も参照。

待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成される<sup>5</sup>。中長期的な予想物価上昇率は、現実の物価上昇率がゼロ%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、2015年夏場以降の弱含みの局面が続いている。先行きについては、上記の経済見通しのもとで、個人消費が緩やかな増加に向かうにつれて、企業の価格設定スタンスが再び積極化していくほか、労働需給のタイト化が賃金設定スタンスを強める方向に影響すると考えられる。これらを背景にしつつ、①「適合的な期待形成」の面では、今後エネルギー価格による下押しの剥落もあって、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。

第2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、新興国経済の減速などを背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締めは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、経済対策の効果もあって、労働需給の引き締めは続き、設備の稼働率も、輸出・生産の持ち直しに伴い、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、2016年度末にかけてプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大していくと見込まれる。

第3に、輸入物価についてみると、原油価格など国際商品市況の既往の下落は、当面、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となるが、その影響は減衰していくと予想される。為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、本年入り後の円高もあって、価格上昇圧力を抑制する方向に作用すると考えられる。

---

<sup>5</sup> 予想物価上昇率の形成メカニズムについては、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（2016年9月）参照。

### 3. 経済・物価の上振れ要因・下振れ要因

#### (1) 経済の上振れ・下振れ要因

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。具体的には、中国をはじめとする新興国・資源国経済の動向、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市場に及ぼす影響、英国のEU離脱問題の帰趨やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクなどが挙げられる。

第2に、企業や家計の中長期的な成長期待は、少子高齢化など中長期的な課題への取り組みや労働市場をはじめとする規制・制度改革の動向に加え、企業のイノベーション、雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

第3に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下する場合、人々の将来不安の強まりやそれに伴う長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

#### (2) 物価の上振れ・下振れ要因

以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。海外経済を中心とした景気の先行きに関する不透明感が強い中で、現実の物価上昇率の動向に強く影響されて、企業の価格・賃金設定スタンスが慎重なものにとどまるリスクがある。この点に関して、とくに来春の賃金改定交渉に向けた動きが注目される。

第2に、マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目があることが挙げられる。とくに、公共料金や一部のサービス価格などは、労働需給が引き締まる中でも依然鈍い動きを続けているほか、家賃は最近下落幅が拡大しており、想定以上に物価上昇率を抑制する可能性がある。

第3に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向およびその輸入物

価や国内価格への波及の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。

#### 4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する<sup>6</sup>。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、見通し期間の後半には、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。

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

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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

以 上

---

<sup>6</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

(参考)

▽2016～2018 年度の政策委員の大勢見通し

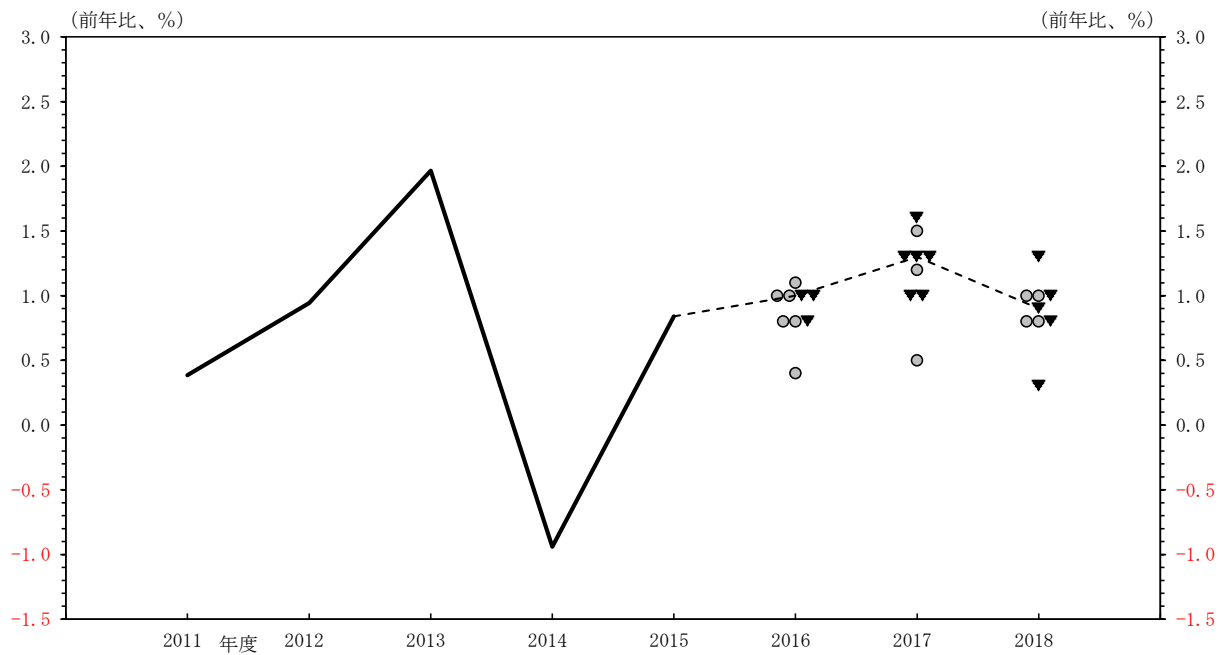
——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2016 年度	+0.8～+1.0 <+1.0>	-0.3～-0.1 <-0.1>
7月時点の見通し	+0.8～+1.0 <+1.0>	0.0～+0.3 <+0.1>
2017 年度	+1.0～+1.5 <+1.3>	+0.6～+1.6 <+1.5>
7月時点の見通し	+1.0～+1.5 <+1.3>	+0.8～+1.8 <+1.7>
2018 年度	+0.8～+1.0 <+0.9>	+0.9～+1.9 <+1.7>
7月時点の見通し	+0.8～+1.0 <+0.9>	+1.0～+2.0 <+1.9>

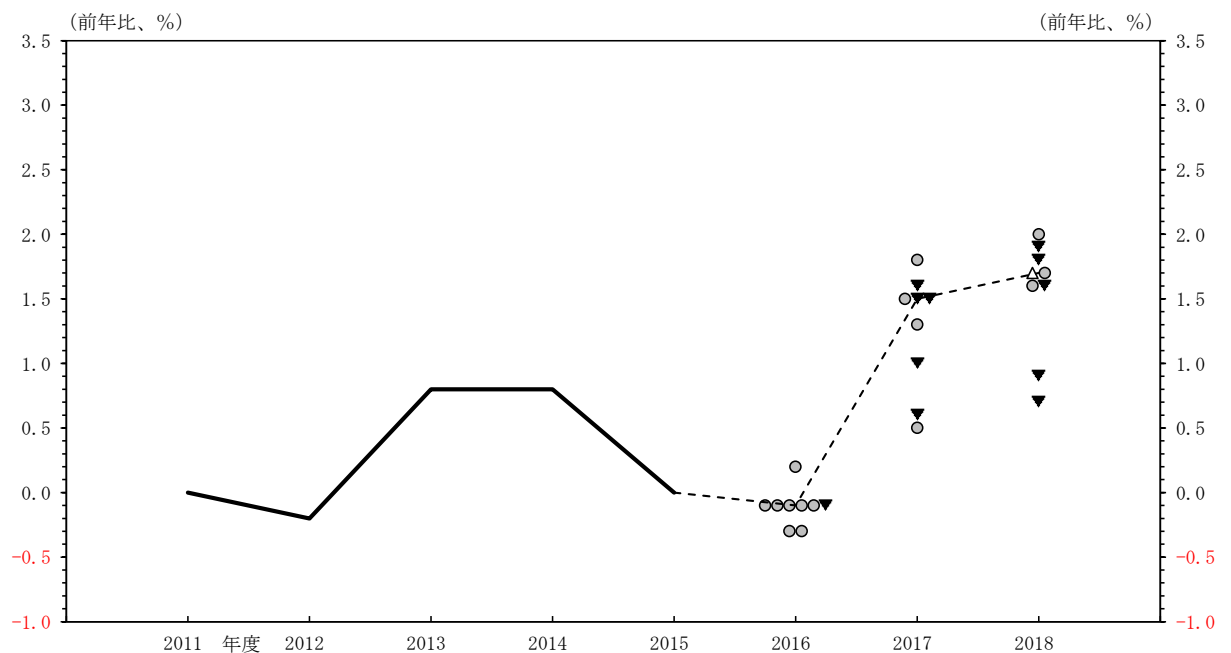
- (注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。
- (注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味して、想定している。
- (注3) 原油価格（ドバイ）については、1バレル 50 ドルを出発点に、見通し期間の終盤である 2018 年度にかけて 50 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-0.6%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016 年度下期にかけてマイナス幅を縮小し、2017 年初に概ねゼロになると試算される。
- (注4) 各政策委員は、消費税率については、2019 年 10 月に 10%に引き上げられることを前提として、見通しを作成している。

▽政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、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。