

公表時間
11月2日(水)14時00分

2016年11月2日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2016年10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

¹ 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・物価の中心的な見通し

(1) 経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済を展望すると、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。雇用人所得の改善が続き、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っ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って、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²。今回の成長率の見通しを従

² 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³。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⁴。

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。

³ 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。

⁴ 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⁵。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。

⁵ 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⁶。

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。

⁶ 「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。

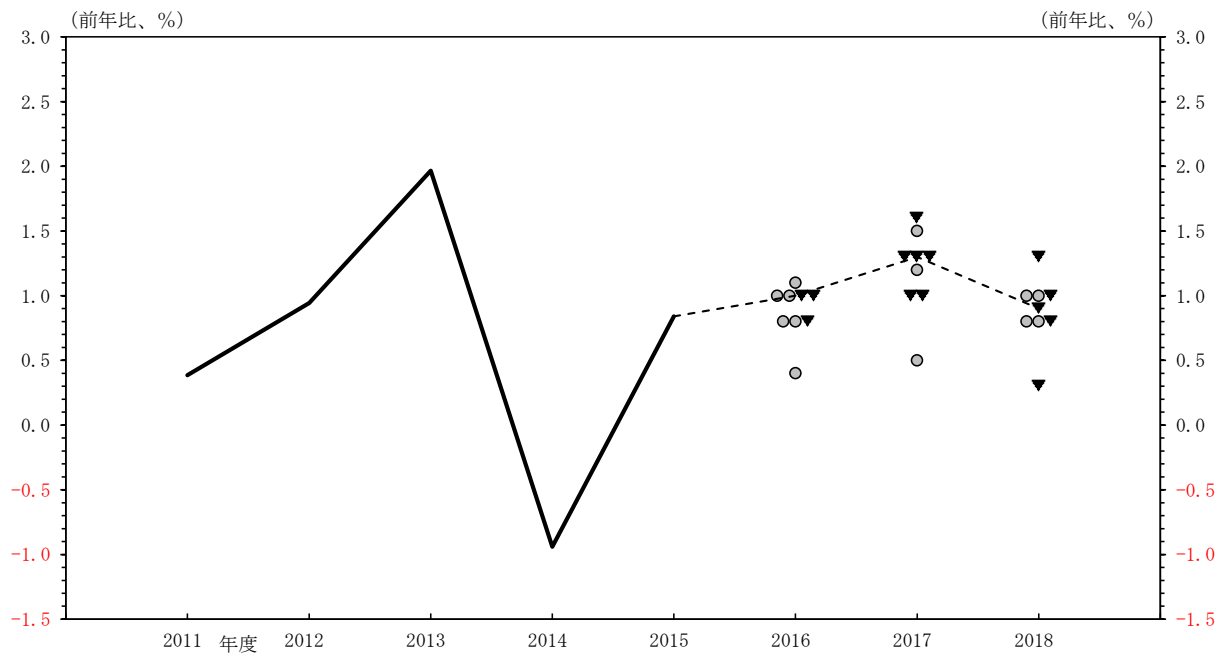
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味して、想定している。

(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。

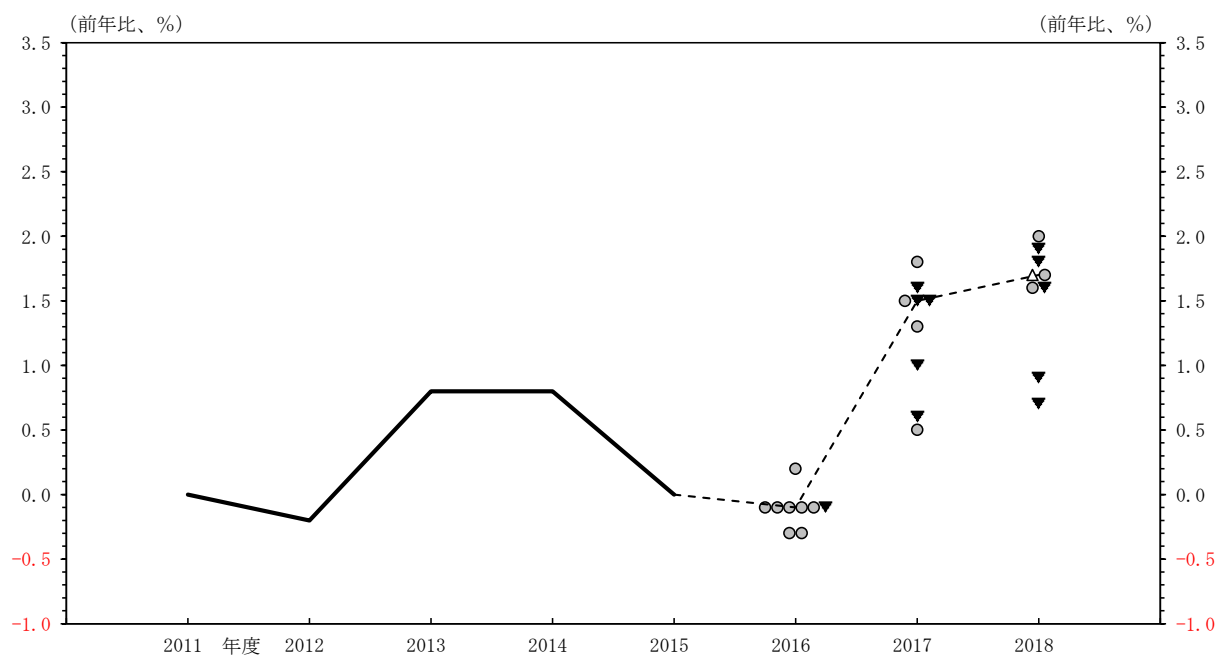
(注4) 各政策委員は、消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられることを前提として、見通しを作成している。

▽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。

【背景説明】⁷

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、新興国経済の減速などから輸出・生産面を中心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。4～6月の実質GDP成長率は1～3月から減速したが、振れを均せば、昨年以降、潜在成長率程度の成長が続いている（図表1）。他方、マクロの所得形成を表す実質GNIは、ひと頃に比べるとペースを鈍化させつつも、交易利得の改善を反映して、実質GDP成長率を上回る増加ペースを維持している（図表2(1)(2)）。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を背景とした資本投入ギャップ（製造業稼働率）のマイナスが下押しとなっており、全体としてはゼロ%程度ないし小幅のマイナスで横ばい圏内の動きとなっている（図表3(1)）⁸。景気動向指数の一致指数も、横ばい圏内の動きを続けている（図表2(3)）。

⁷ 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「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。

⁸ 仔細にみると、4～6月の需給ギャップは、前期からマイナス幅をやや拡大している。これは、同時期の製造業稼働率が、微増となった鉱工業生産と異なり、前期比-2.0%と大きめの低下となったことが主因である。稼働率指数は、生産指数よりもカバレッジが狭く、採用品目も限られるため、一部品目の動きに左右されて大きな変動を示すことがある。とくに、4～6月は、軽乗用車の生産が燃費不正問題の影響から大きく減少したが、稼働率指数の乗用車のウエイトは生産指数対比かなり大きくなっているため（乗用車の万分比ウエイト、生産：763.7、稼働率：1938.5）、これが稼働率全体の水準を大きく押し下げたとみられる。鉱工業生産の動きを踏まえると、需給ギャップは、実勢として横ばい圏内で推移していると判断される。

景気の先行きを展望すると、新興国経済の減速や既往の円高が暫くの
間下押しに作用するものの、大型経済対策による財政拡張と「長短金利
操作付き量的・質的金融緩和」による強力な金融緩和のもとで⁹、見通し
期間を通じて、潜在成長率を上回る成長が続く可能性が高い¹⁰。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2016年度は、新興国を中心に海
外経済の減速が続くもとで、既往の円高も下押し圧力となり、景気の改
善テンポは鈍化した状態が暫く続くと見込まれる。すなわち、輸出と鋳
工業生産は、目先、地震後の挽回生産の反動などもあって、均してみれ
ば横ばい圏内の動きを続けると予想される。企業収益は、製造業は既往
の円高が下押しとなり減益となるが、全体としては高水準で推移すると
みられる。そうしたもとで、設備投資は、製造業の増勢が一服するもの
の、全体では緩やかな増加基調を維持すると考えられる。この間、個人
消費は、天候の影響を受けつつも、賞与を含む雇用者所得の増加と年金
生活者向けの給付金に支えられて、基調として持ち直しが明確になって
いくと見込まれる。公共投資も、熊本地震の復旧復興対策などから緩や
かな増加に転じ、景気を下支えすると予想される。

同年度末にかけては、①海外経済の減速と既往の円高の影響が和らぐ
もとで、輸出・生産は次第に改善基調に復するとともに、②国内需要も、
大型経済対策の後押しもあって増勢が強まることから、景気回復の足ど

⁹ 金融政策と財政政策の組み合わせによる景気刺激効果については、BOX 1を参照。

¹⁰ 今回のGDP成長率見通しは、現行の1993SNA下の2005年基準で作成しているが、GDP統計は、本年12月に、①新たな国際基準である2008SNAに移行するとともに、②基準年も2011年へと切り替わる予定となっている。内閣府は、これまで中間消費として控除されてきた研究開発(R&D)投資を総固定資本形成として付加価値に計上し始めることを主因に、新たな基準年である2011年の名目GDPの「水準」は、+4.2%切り上がるとの試算結果を公表している。もっとも、現時点で、これらの変更が「成長率」に及ぼす影響は不明である。

りは徐々にしっかりしていくと考えられる。こうした景気展開を反映して、需給ギャップは、ゼロ%程度ないし小幅のマイナスで横ばい圏内の動きを続けたあと、年度末にかけてプラスに転じていくと予想される。

2017年度は、経済対策と金融緩和を背景に、内需主導で堅調な景気拡大が続くと見込まれる。内需面では、公共投資が、経済対策における地震の復旧復興対策や各種インフラ整備などから、増加を続けると想定している。また、個人消費は、可処分所得の改善を反映して緩やかに増加するとともに、設備投資も、金融緩和効果に加え、財政投融资や投資減税などの経済対策効果に支えられて、しっかりとした増加基調を続ける可能性が高い。この間、輸出は、海外経済の改善を背景に緩やかな増加に転じていくと見込まれる。以上の景気展開を反映して、2017年度は、潜在成長率をはっきりと上回る成長となり、需給ギャップはプラス幅を拡大していくとみられる。

2018年度も、内外需要がバランスよく増加するもとの、緩やかな景気拡大が続くと考えられる。すなわち、輸出は海外経済の改善を反映して緩やかに伸びを高めるとともに、国内民間需要も、緩和的な金融環境やオリンピック関連需要を背景に、着実な増加を続けるとみられる。この間、公共投資は、経済対策の押し上げ効果が減衰するため、前年度から減少するものの、オリンピック関連需要が下支えとなり高水準を維持すると想定している。こうしたもとの、2018年度の成長率は、前年度から減速しつつも引き続き潜在成長率を上回り、需給ギャップの改善は続くと考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、2015年度補正予算の押し上げ効果や2016年度本予算の早期執行の影響などから、下げ止まっている(図表4)。先行きについては、①2016年度第1次補正予算(5月成立)や、②今回の大型経済対策に対応した同年度第2次補正予算(10月成立)の執行などに伴い、見通し期間の中盤にかけて、緩やかに増加していくと想定している。その後は、経済対策の押し上げ効果の減衰を主因に減少に転じるものの、オリンピック関連投資が徐々に本格化するもとで高水準を維持すると考えている。

(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)。この間、世界貿易量は、新興国・資源国を中心になお弱めの動きを続けているものの(後掲図表10(1))、グローバル製造業PMIは、IT関連需要の循環的な回復などを反映して、足もとでは幾分持ち直している(図表6)。主要地域別にみると、米国経済は、鉱工業部門が力強さを欠いているが、雇用・所得環境の着実な改善が家計支出の堅調な増加をもたらす中で、回復傾向を続けている。欧州経済も、家計部門を中心に緩やかな回復を続けている。中国経済は、輸出・生産面を中心に幾分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、景気刺激策の効果やIT関連需要の回復を受けて前向きな動きもみられるが、全体としては減速した状態がなお続いている。

先行きの海外経済については、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って、徐々に成長率を

高めていく、と想定している。7月の展望レポート時点と比べると、IMFの成長率見通しは、概ね不変である（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した成長が続くと見込まれる。欧州経済については、英国のEU離脱問題などを巡る不透明感が重石となるが、基調としては緩やかな回復経路をたどるとみられる。中国経済は、製造業部門に鈍さを残しつつも、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、暫く減速した状態が続くものの、その後は、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、成長率は徐々に高まっていくと予想している。

（輸出入）

輸出は、先進国向けが振れを伴いつつも自動車関連を中心に着実な増加傾向を続ける一方、新興国向けが資本財（工作機械や船舶等）を中心に鈍い動きとなっており、全体としては横ばい圏内の動きを続けている（図表7、8、9）。

輸出の先行きについては、当面は、海外経済の減速や既往の円高が下押しに作用し、基調として横ばい圏内の動きを続けると予想される。2017年度入り後は、海外経済の減速や円高の影響が徐々に和らぐなかで、「世界貿易量¹¹」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、わが国の輸出も緩やかに増加していく、と予想している（図

¹¹ 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。

表 10) ¹²。

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、同比率は、新興国経済の減速の影響が残るもとで、暫くの間、緩やかな下落を続けるが、見通し期間の終盤にかけては、新興国におけるストック調整圧力が和らぐにつれて、徐々に下げ止まりに向かう姿を想定している。他方、「日本の輸出シェア」については、足もとでは輸送機械の挽回生産や新型スマートフォン向けの電子部品の作り込みなどを反映して幾分上昇しているが、基調としては、当面低水準で横ばい圏内の動きを続けると予想される。見通し期間の中盤以降は、新興国の減速の影響が和らぎ、わが国が比較優位を持つ資本財の輸出が徐々に持ち直すとともに、既往の円高の下押し圧力も減衰することから、ごく緩やかに上昇していくと見込まれる。

この間、サービス輸出に分類される旅行収支の受取（インバウンド需要）をみると、足もとでは、既往の為替円高や中国の関税強化、地震などの影響から増勢が一服している（図表 11(1)(2)）。先行きは、これらのマイナスの影響が一部減衰するとともに、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策もプラスに作用するとみられることから、再び増勢を取り戻していく可能性が高い。

輸入は、このところ横ばい圏内の動きとなっている（前掲図表 7(1)）。先行きは、国内需要の動きなどを反映して、緩やかに増加していくと予想される。

¹² 6月の英国の国民投票の結果判明後、グローバルに不確実性が一旦大きく高まった。こうした不確実性の高まりが、世界的な貿易活動やわが国輸出に及ぼす影響については、BOX 2を参照。

(対外収支)

名目経常収支は、黒字幅の拡大基調をたどってきたが、2016年入り後は、円高による第一次所得収支の黒字幅縮小を主因に、このところ黒字幅の拡大ペースが鈍化している(図表 11(3))。先行きは、当面、円高による所得収支の悪化や貿易収支の改善鈍化を背景に、経常黒字幅は縮小傾向をたどると予想される。見通し期間の後半以降は、海外経済の回復を反映して、貿易収支、所得収支ともに改善に向かうことから、経常黒字幅は再び緩やかに拡大していく可能性が高い。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、新興国・資源国経済が減速するもとの、横ばい圏内の動きを続けている(図表 12(1)、13)。業種別にみると(図表 12(2))、輸送機械は、先進国向けの出荷増や国内への生産移管の動きがプラスに作用するもとの、足もとでは、地震後の挽回生産も加わって増勢がやや強まっている。電子部品・デバイスは、本年前半に大きめの減産となったが、足もとでは新型スマートフォン向けの部品の作り込みから持ち直している。一方、はん用・生産用・業務用機械は、半導体製造装置は堅調に増加しているものの、新興国向けの資本財(工作機械等)が減少傾向にあることが下押しとなり、全体として弱めの動きを続けている。

鉱工業生産の先行きについては、当面、海外経済の減速の影響などから、基調として横ばい圏内の動きを続けると予想される¹³。2017年度入り後は、海外経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果も顕在化するのに伴い、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかな増加に向かうと見

¹³ 企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月に前期比+1%強の増産となったあと、10～12月は、①輸送機械における地震後の挽回生産の反動や②新型スマートフォン向けの電子部品の増勢一服などから、横ばい圏内の動きとなる見通し。

込んでいる。

(企業収益)

企業収益は、高水準で推移している。法人企業統計の利益率をみると(図表 14)、海外経済の減速や為替円高が製造業大企業の下押し要因となっているものの、全産業全規模ベースでは、原油安に伴う交易条件の改善などから、過去最高に近い水準で概ね横ばいとなっている。企業の業況感は、高水準の企業収益を反映して、総じてみればなお良好な水準を維持している(図表 15)。9月短観の業況判断D Iをみると、為替円高が下押しに作用する一方で¹⁴、熊本地震からの復旧・復興の動きはプラスに作用したことから、全体としては前回調査から横ばい圏内の動きとなっている。

企業収益の先行きについては、2016年度末頃までは、新興国経済の減速や既往の為替円高が下押しとなり、高水準で横ばい圏内の動きを続けるが、その後は、内外需要の増加に支えられた景気の拡大を反映して、再び着実な増益傾向をたどるとみられる。

(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。GDP設備投資(実質ベース)や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を続けている(図表 16)。9月短観をみると、2016年度の設備投資計画は、想定為替レートの円高化により収益計画がひと頃に比べ悪化した製造業大企業を含めて、総じてしっかりとした計画が維持されている(図表 17、18)。GDPの概

¹⁴ 小売や対個人サービスの一部では、例年以上の台風上陸などの悪天候も、業況感の下押しにつながった。

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年度の実績が前年比＋4.3%の増加で着地したあと、2016年度の9月時点の計画も同＋5.2%と相応のプラスとなっている（図表 18(2)）。こ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、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けている（図表 19）。

設備投資の先行きについては、2016年度末にかけて、海外経済の減速や既往の円高の影響により、製造業を中心に一旦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財政投融资や投資減税などの財政政策の効果、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、緩やかな増加基調を続けると見込まれる。企業収益との関係では、為替レートや原油価格に起因する短期的な収益変動に対し、比較的感応度の低い「独立投資」が、①東京オリンピックを見据えた成長分野への投資や、②人手不足等に対応した効率化・省力化投資、③設備老朽化に対応した維持・更新投資などを中心に、設備投資を下支えする姿を想定している。

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、「長短金利操作付き量的・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¹⁵、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、潜在成長率をやや上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていく姿を見込んでいる。

(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。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、このところ1%台半ばの高い伸びを続けている(図表 21(1))。そうしたもとの、有効求人倍率は着実な上昇傾向をたどっているほか、短観の雇用人員判断DIでみた人手不足感も基調として強まっており、これらの指標はいずれも1991~92年頃と同程度の引き締まりを示している(図表 21(2)(3))¹⁶。失業率も、振れを伴いつつ緩やかな低下傾向を続けており、足もとでは構造失業率近傍の3%程度となっている(図表 22(1)(2))¹⁷。この間、労働力率は、2012年末頃をボトムに、女性や高齢者を中心に上昇傾向を続けている(図表 22(3))。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の、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、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇している(図表 23(1))。仔細にみると、所定内給与は、パート比

¹⁵ 実質金利は、経済対策による財政拡張にもかかわらず、強力な金融緩和を受けて、自然利子率よりも低い水準で抑制される姿を想定している。

¹⁶ 足もとの有効求人倍率は、1991年8月の1.40倍以来の高水準。9月短観の雇用人員判断DI(全産業全規模)は、1992年5月(-19)以来の「不足」超幅。

¹⁷ 構造失業率には様々な考え方があるが、図表 22(1)では、所謂「ベバリッジ曲線」の考え方にに基づき、失業率と欠員率が一致する(=ミスマッチを勘案したマクロ的な労働需給が均衡する)場合の失業率として定義している。したがって、ここでの構造失業率は、NAIRU(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)の概念と異なり、物価や賃金との直接的な関係を表す訳ではない。

率上昇が引き続き下押し方向に作用しているが、緩やかな上昇を続けている（図表 23(2)）。このうち、一般労働者の所定内給与の前年比は、ベアを反映して前年度からやや伸びを鈍化させつつも、引き続きプラス基調で推移している。特別給与（6～8月分は夏季賞与に相当）は、昨年度後半の好調な企業業績を反映して、非製造業を中心にはっきりと増加している。時間当たり名目賃金でみると、振れを伴いつつも、伸びが高まっている（図表 23(3)）。このうち、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の前年比は、振れを均せば、1%台後半から2%程度の高めの伸びとなっている。この間、実質賃金をみると、足もとでは、名目賃金の上昇に加え、消費者物価の小幅の下落を反映して、プラス幅をはっきりと拡大している（図表 25(1)）。

先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の賃金については、企業収益の改善に加え、予想物価上昇率の高まりが明確になるにしたがって、伸びを高めていくと想定している。先行きのパートの時間当たり名目賃金についても、労働需給の引き締まりの明確化や最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる。以上を総合した労働者全体の時間当たり名目賃金は、名目ベースでみた潜在的な労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで、緩やかに上昇していくと想定している（後掲図表 43(2)）¹⁸。

以上のような雇用・賃金情勢のもとで、雇用者所得は、しっかりと増加しており、足もとでは2005年以来の高い伸びとなっている（図表 24(1)、25(2)）。先行きの雇用者所得も、見通し期間を通じて、名目GDP成長率並みのペースで増加を続けると考えられる。

¹⁸ その結果、労働分配率は、見通し期間を通じて、過去の長期平均を幾分下回る水準で、横ばい圏内で推移するとみられる（図表 24(2)）。

(家計支出)

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。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（旅行収支調整済）をみると（図表 26、27(1)）¹⁹、株価下落による負の資産効果や不確実性の高まりから、本年前半は弱めの動きとなったが、足もとでは、天候要因（台風や多雨）の影響を受けつつも、株価の底堅さや雇用者所得の着実な改善を背景に、持ち直しつつある。

個別の指標をみると、供給側統計である消費財総供給は、振れを伴いつつ横ばい圏内の動きを続けている（図表 27(2)）。各種の販売統計をみると（図表 28）、小売業販売額は、本年初をボトムに持ち直している。百貨店売上高は、①年初以降の株価下落を背景とした富裕層向けの販売減や、②円高傾向や中国の関税強化の動きを受けた訪日外国人需要の伸び悩みから弱めの動きを続けてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。他方、スーパーやコンビニエンスストアの売上高は、足もとでは悪天候が下押しとなっているが、総じて底堅く推移している。耐久財消費をみると（図表 29(1)）、乗用車は、振れを均せば、横ばい圏内の動きを続けている一方、家電は、猛暑によるエアコンの販売増やスマートフォンの新商品効果から、足もとでは増加している。サービス消費をみると（図表 29(2)）、外食は緩やかな増加傾向にある一方、旅行はテロへの懸念（海外）や地震の影響（国内）などから、このところ弱い動きとなっている。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 30）、消費者態度指

¹⁹ 消費活動指数については、10 月初に、公表内容を拡充するとともに、作成方法の一部も見直しを行った。詳しくは、日本銀行調査論文「消費活動指数の公表内容の拡充と見直しについて」（2016 年 10 月）を参照。

数は緩やかに持ち直しており、9月は消費税率引き上げ前の2013年9月以来の高水準となっている。景気ウォッチャーや短観の個人消費関連業種の業況感は、地震の影響や訪日外国人需要の伸び悩みから慎重化していたが、足もとでは、天候要因の影響を受けつつも、総じて持ち直している。

先行きの個人消費については、経済対策にも支えられた実質可処分所得の増加を背景に、緩やかに増加していくと見込まれる。やや仔細にみると、見通し期間を通じて、雇用者所得の着実な改善が続くことに加え、2016年度後半には、①低所得年金生活者向けの給付金や②昨冬の天候不順による落ち込みの反動（主として季節性商品）が、2017年度以降は、③雇用保険料率の引き下げや④簡素な給付金の支給などが、個人消費の押し上げに作用するとみられる²⁰。消費性向は、消費税率引き上げ以降の耐久財を中心とした消費の低迷を反映して大きく落ち込んできたが（図表26(2)）、先行きは、見通し期間を通じて、ごく緩やかに上昇していく姿を想定している。

住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、資産運用・節税ニーズの強い貸家系を中心に、持ち直しを続けている（図表31）。先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、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。

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）の

²⁰ 所得が低いほど限界消費性向は相対的に高くなる傾向があるため、低所得者向けの所得支援策は、相応の消費下支え効果を持つと考えられる。この点について詳しくは、BOX3を参照。

3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、振れを均せば下落幅が縮小傾向にある（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、販売管理費関連のプラス幅拡大と、それ以外（設備投資関連など）の伸び率低下が相殺し合い、全体としては0%台前半ないし0%台半ばで推移している（図表 33(2)）。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、昨年12月の+1.3%をピークに、このところプラス幅の縮小傾向が続いている（図表 35(1)）²¹。内訳をみると（図表 34、39(1)）、財については、①食料工業製品やその他財（生活関連財）で、個人消費のもたつきを背景に、今年は昨年よりも値上げ改定を見送る動きが多いほか、②家電を中心とする耐久消費財も、昨年央以降の円高進行を背景に、ここにきて明確な下落に転じていることから²²、全体の伸び率ははっきりと低下している。一般サービスについては、人手不足に伴う値上げの動きが家事関連サービスなどで散見されるものの、①訪日外国人数の増勢鈍化を受けた宿泊料の伸び鈍化や、②貸家需給の悪化や貸家ストックの老朽化による家賃の下落幅拡大が下押しとなり、年始以降、プラス幅が縮小傾向にある。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格がなお大きめのマイナスを続ける中、除く生鮮食品・エネルギーのプラス幅縮小を

²¹ 消費者物価指数が2010年基準から2015年基準へと切り替えられたのに伴い、2016年1月以降の前年比は遡及改定された。改定結果をみると、これまでの展望レポートで想定していたとおり、新旧基準の前年比に大きな差はなかった。具体的には、新基準の除く生鮮食品の前年比は、1～3月、4～6月ともに旧基準から不変となった。他方、除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、1～3月-0.2%ポイント、4～6月-0.1%ポイントの下方改定となった。除く生鮮食品との対比で、除く生鮮食品・エネルギーの改定結果がやや弱めとなったのは、後者では、①電気代の指数リセットによるマイナス寄与縮小効果が影響しないことに加え、②外国パック旅行費のモデル式変更によるプラス寄与縮小効果が大きめに出たことなどによる。

²² 為替レートが家電等の耐久消費財の価格に及ぼす影響については、BOX 4を参照。

反映して、昨年末の0%近傍から0%台半ばのマイナスへと伸びが低下している（図表 34、36）。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 35）²³、刈込平
均値は²⁴、年始以降プラス幅が縮小し、足もとではゼロ%程度となってい
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、歴史的
にみればなお高水準を維持しているものの、足もとでは低下傾向にある。
この間、最頻値は、年始以降、プラス幅を小幅に縮小しているほか、加
重中央値はゼロ%程度で推移している（図表 37）²⁵。

GDPデフレーターの前年比は、国際商品市況の下落に伴う輸入デフ
レーターの下落を主因に、足もとでは0%台後半のプラスとなっている
（図表 38(1)）。一方、内需デフレーターの前年比は、エネルギー価格下
落の影響もあって、0%台半ばから後半のマイナスとなっている（図表
38(2)）。

（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、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

²³ 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。

²⁴ 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。

²⁵ 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。

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、マクロ的な需給ギャップは、このところゼロ%程度ないし小幅のマイナスで横ばい圏内の動きとなっている（前掲図表3(1)、図表39(2)）。先行きも、当面は、製造業稼働率ギャップの改善の鈍さを主因に、ゼロ%程度ないし小幅のマイナスで横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、2016年度末頃には、海外経済の減速や既往の円高の影響が和らぐとともに、経済対策の効果も顕在化し始めることから、小幅のプラスに転じていくと予想される。2017年度以降は、内外需要がバランスよく増加するもとの、需給ギャップは資本・労働両面でプラス幅の着実な拡大を続けるとみられる。

第3に、輸入物価についてみると（前掲図表32、36(2)）、先行きの原油価格（ドバイ）は、1バレル50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50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%程度のマイナスとなったあと、同下期にかけてマイナス幅をはっきりと縮小し、2017年

初には概ねゼロになると試算される。為替相場が消費者物価に及ぼす影響についてみると、昨年以降の円高進行は、耐久消費財をはじめとする為替感応的な品目を中心に、仕入価格の引き下げを通じて、暫くの間、価格上昇圧力を抑制する方向に作用する可能性が高い。

(物価の先行き)

以上を踏まえ、先行きの物価情勢を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、食料工業製品や生活関連財を中心に、昨年の値上げの反動による減速圧力が強い中、既往の為替円高が耐久消費財や宿泊料を中心に下押しに作用することから、暫くの間、現状程度の伸びが続くと予想される。その後は、個人消費の持ち直しやパート賃金の上昇などを背景として、景気感応的な品目を中心に、徐々に持ち直しに転じていくと見込まれる。見通し期間の後半には、需給ギャップの改善と中長期的な予想物価上昇率の高まりによって、2%に向けて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）の前年比の先行きを展望すると、2016年未頃までは、エネルギー価格のマイナス寄与が、エネルギー以外（除く生鮮食品・エネルギー）のプラス寄与を幾分上回り、小幅のマイナスないしゼロ%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が剥落するとともに、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、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。

こうした見通しの背景には、これまでと同様、①物価上昇率は、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予想物価上昇率が、「フォワードルッキング」、「適合的」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、「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 39(2)、42）。ただし、7月展望レポート時点と比べると、消費者物価の見通しは、①既往の円高の影響や、②最近の家賃の弱さ²⁶、③適合的な予想物価上昇率の下振れを受けて幾分下方修正している。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表 43(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。以上の中心的な見通しでは、時間当たり名目賃金が、労働需給の引き締めと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。

日本国債のイールドカーブをみると、9月の金融政策決定会合で導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表 44(1)）。すなわち、短めのタームでは-0%台前半、10年物は概ねゼロ%近傍のマイナス領域で安定的に推移

²⁶ 消費者物価指数において相応のウェイトを有する公共料金や家賃が弱めの動きを続けていることは、全体の物価上昇率の高まりを抑制している（図表 39(1)）。この点について詳しくは、2016年7月展望レポートのBOX 4を参照。

している。この間、20年物は概ね0%台半ばで安定的に推移している。また、マネタリーベースは、前年比で2割台前半の高い伸びを続けており、9月末時点の残高は413兆円（対名目GDP比率は82%²⁷）となっている（図表44(2)）。

こうした長短金利のもとで、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の発行金利は、きわめて低い水準で推移している²⁸（図表45(1)）。CPの発行環境をみると、短観のDIが、調査が開始された2008年以降の最高値を更新するなど、良好である。社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移している（図表45(2)）。貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している（図表46(1)）。これらを背景に、企業の支払金利は、収益力に比べて大幅に低い水準で推移している（図表46(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、大幅に緩和した状態にある（図表47(1)）。短観のDIは、大企業については、1990年代後半以来の高水準で推移しているほか、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47(2)）。短観のDIは、大企業、中小企業ともに、1990年頃と同程度の高水準で推移している。

企業の資金需要面をみると、引き続き、企業買収関連や設備投資向けの資金需要が緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の

²⁷ 名目GDPは、2016年第2四半期の値を用いている。

²⁸ CPの発行金利については、2016年3月下旬以降、証券保管振替機構による統計の公表が中断されている。もっとも、ヒアリング情報等によれば、CPの発行金利は、全体としてきわめて低い水準で推移している模様である。

前年比は、2%程度のプラスで推移している（図表 48(1)）。この間、C P・社債合計の発行残高の前年比は、超長期債など社債の発行が大幅に増加していることなどから、プラス幅が拡大している（図表 48(3)）。

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%台半ばの伸びとなっている（図表 49(1)）。対名目GDP比率は、緩やかな上昇傾向にある（図表 49(2)）。

（金融市場動向）

国際金融市場では、6月下旬に行われた英国の国民投票の結果を受けて強まった投資家のリスク回避姿勢が次第に和らぐなか、米国の利上げ時期などに注目が集まる展開となっている。

こうしたもとで、米欧の長期金利（10年物国債利回り）は、米国では、投資家のリスク回避姿勢の後退や、FRBによる利上げへの思惑などを背景に、上昇している（図表 50(1)）。ドイツでは、マイナス領域での推移が続いたあと、ECBによる追加緩和観測の後退もあって、プラス圏に戻して推移している。

銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、米国におけるMMF改革の適用を背景に資金の出し手がやや慎重化したことから、幾分拡大しているが、ユーロおよび円は、低水準で推移している（図表 51(3)）。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、タイトな需給環境などから、昨年夏場以前と比べて高めの水準で推移している（図表 51(2)）。もっとも、現状、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない。

米欧の株価は、米国では史上最高値圏での推移となるなか、欧州では、為替相場が幾分ユーロ安ドル高となったこともあって、緩やかに上昇している（図表 52(1)）。わが国の株価は、投資家のリスク回避姿勢が後退

し、為替相場が円安ドル高方向に戻すなか、上昇している。わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場について、J-REIT価格をみると、長期金利がひと頃に比べて幾分上昇した水準で推移していることもあって、下落している（図表 52(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、円高ドル安方向に推移する場面もみられたが、米国における利上げの可能性が意識されるなかで、円安ドル高方向に戻す動きとなっている（図表 53）。円の対ユーロ相場は、横ばい圏内で推移している。

（地価）

地価は、全体ではほぼ下げ止まっている。2016 年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地はプラス幅が拡大したほか、住宅地も小幅ながらプラスでの推移となっている（図表 54）。地方圏では、商業地、住宅地ともに、5年連続で前年比のマイナス幅が縮小している。

以 上

(BOX 1) ポリシーミックスの効果

中心的な見通しでは、大型経済対策による財政拡張と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」による強力な金融緩和という組み合わせ（ポリシーミックス）が、相乗的に景気刺激効果を発揮するもとの、潜在成長率を上回る成長が続く、との考え方を基本としている。

一般に、政府が国債増発を通じて資金調達を行い、財政支出を増加させる場合には、長めの市場金利に上昇圧力がかかるため、民間投資が抑制される「クラウディング・アウト」が発生し、景気刺激効果が減殺される。他方、中央銀行が、財政拡張と同時に金融緩和を進める場合には、国債発行に伴う金利上昇が抑制されるため、財政拡張と金融緩和が相乗的にプラスに作用し、景気刺激効果がより強力なものとなる。この点について、中心的な見通しでは、経済対策による拡張的な財政政策のもとでも、実質長期金利は、強力な金融緩和を背景として、自然利子率よりもかなり低い水準で推移すると想定している。こうしたもとの、財政拡張によるクラウディング・アウトは発生せず、設備投資や住宅投資といった金利感応的な国内民間需要は、見通し期間を通じて、着実な増加を続ける姿を見込んでいる。

ここでは、ポリシーミックスの効果を実証的に検証するため、日本銀行調査統計局のマクロ経済モデル（Q-JEM）を用いて、公共投資の増額シミュレーションを行った。その際、名目長期金利を内生的に変動させる（金利上昇と為替円高が発生する）ケースと、名目長期金利を外生的に固定するケースに分けて、シミュレーションを実施した。結果をみると（BOX図表1）、名目金利が固定されたケースでは、設備投資に対しクラウディング・アウトを通じた抑制効果が働かないだけでなく、金利上昇に伴う円高進行も回避されるため、輸出の減少も生じない。このため、GDPの増加効果は金利内生ケースよりも大きく、消費者物価の押し上げ効果も幾分大きくなる。これを財政乗数（＝GDPの累積増加額／公共投資の増加額）でみると、公共投資拡大後2年間でみて、金利固定ケースでは1.4と、金利内生のケースである1.1よりも大きな値となっている²⁹。

²⁹ 財政政策の効果、とりわけ「財政乗数が1を超えるか否か」を巡っては、経済学界において数多くの論争が行われてきており、未だ決着はついていない。ただし、近年では、ゼロ金利制約下ではクラウディング・アウトが生じないために、財政乗数は1を上回る

(BOX 2) グローバルな不確実性の高まりが貿易活動に及ぼす影響

本年6月の英国の国民投票の結果判明後、グローバルに不確実性が大きく高まり、金融資本市場も一旦、不安定な動きを示した（BOX図表2(1)）。ただし、その後、不確実性は低下し、金融資本市場も夏場にかけて落ち着きを取り戻したように窺われる。

こうしたグローバルな不確実性の変動が、世界貿易量やわが国輸出にどのような影響を及ぼすかを実証的に検証するため、①米欧の「経済政策不確実性指数³⁰」、②米欧の金融環境指数（Financial Conditions Index）、③世界貿易量、④円の実質実効為替レート、⑤日本の実質輸出の5変数からなるVARを推計した（BOX図表2(2)）。推計されたインパルス応答をみると、米欧の不確実性の高まりは、世界的な設備投資や耐久財消費の先送りを通じて、世界貿易量の減少をもたらすと同時に、「安全通貨」とみなされやすい円相場の上昇（および金融環境の引き締め）につながることから、わが国輸出への下押し圧力が一時的に強まる姿がみてとれる。

という主張が、理論、実証の両面で、一定程度の支持を得ているように窺われる。

³⁰ 「経済政策不確実性指数（Economic Policy Uncertainty Index）」とは、主要新聞における経済政策の不確実性に関連する報道件数や、エコノミストの経済・物価見通しのバラツキなどに基づき、人々が感じる不確実性の度合いを定量的に測定した指標。作成方法の詳細は、Baker, S., N. Bloom and S. Davis (2016), “Measuring Economic Policy Uncertainty,” *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636. を参照。

(BOX 3) 所得階層別にみた限界消費性向

今回の経済対策では、①簡素な給付措置や、②年金受給資格期間の短縮をはじめとして、一億総活躍社会の実現の加速に向けた所得支援策が含まれている。これらの施策が、どの程度の消費押し上げ効果を持つかを考察するため、ここでは、大阪大学の家計パネルデータを用いて、所得階層別に限界消費性向の推計を試みた。具体的には、世帯の所得階層別に消費支出の所得弾性値を推計し、これに平均消費性向を掛け合わせて、限界消費性向を求めることとした (BOX図表 3 (1))。

推計結果をみると (BOX図表 3 (2) (3))、①所得の低い世帯ほど、限界消費性向が高く、例えば年収が 200 万円未満では 0.4 程度に達すること、②フローの所得だけでなく、金融資産の保有額も少ない家計に絞ると、限界消費性向は一段と高くなる傾向にあること、が確認された。近年、高齢化や非正規雇用の拡大などを背景に、世帯年収が 400 万円未満のウエイトは上昇傾向にあることも併せて考えると (BOX図表 3 (4))、限界消費性向が相対的に高い低所得者層を対象とした所得支援策は、相応の消費下支え効果を持つことが期待される。

(BOX 4) 為替レートと耐久消費財の価格

消費者物価の耐久消費財の価格は、足もとで下落に転じているが、これには昨年央以降に進行した為替円高の影響が大きいと考えられる（BOX図表4(1)(2)）。とりわけ、家電製品では、白物家電を中心に、①近年、技術革新の乏しさゆえに、製品差別化が難しく、新興国製品との競合も激しくなっているうえ、②輸入ペネトレーション比率は、リーマン・ショック以降に進行した急激な円高による海外生産シフトの拡大を背景に、大きく上昇している（BOX図表4(3)(4)）。この結果、家電製品では、近年、為替レートのパススルーが上昇しているように窺われ、実際、「量的・質的金融緩和」の導入以降にみられた2度にわたる円安局面では、はっきりとした価格上昇が観察された一方、昨年後半以降の円高局面では、逆に価格は下落傾向にある。

以上の点を実証的に確認するため、①原油価格、②為替レート、③需給ギャップ、④消費者物価の4変数からなるシンプルなVARを推計することにより、為替レートが消費者物価に及ぼす影響に近年どのような変化がみられるかを検証した。消費者物価の為替レート・ショックに対する反応を時系列的にみると（BOX図表5）、近年、為替レートの物価への影響が明確となっており（パススルー率の上昇）、その傾向は、とりわけ耐久消費財で顕著になっていることがわかる。

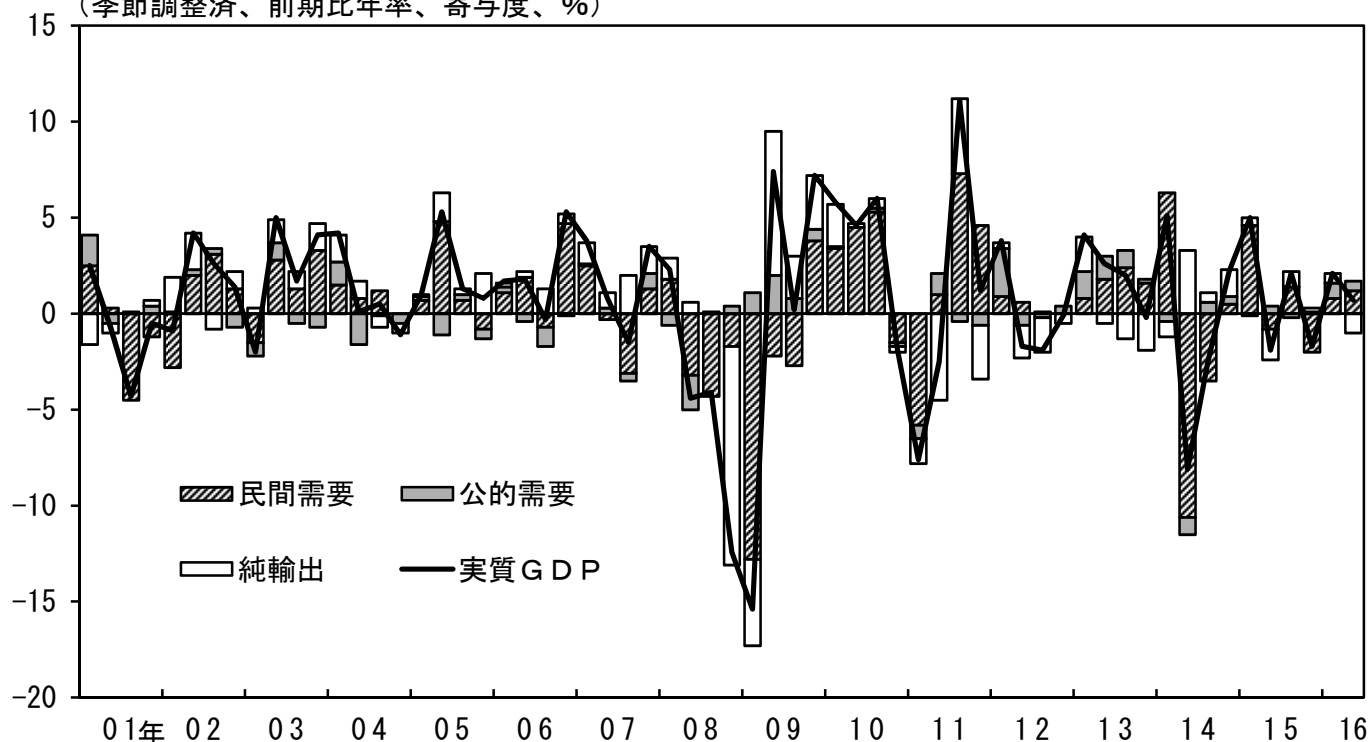
経済・物価情勢の展望（2016年10月）参考計表

- | | |
|-------------------------|-------------------------------------|
| (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) 消費者物価とエネルギー価格 |
| (図表 6) 輸出を取り巻く環境 | (図表 37) 品目別価格変動分布と基調的なインフレ率 |
| (図表 7) 実質輸出入 | (図表 38) GDPデフレーター |
| (図表 8) 実質輸出の内訳 | (図表 39) 消費者物価と需給ギャップ |
| (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(1) |
| (図表 10) 世界貿易量と日本のシェア | (図表 41) 予想物価上昇率(2) |
| (図表 11) サービス収支と経常収支 | (図表 42) フィリップス曲線 |
| (図表 12) 鉱工業生産・出荷・在庫 | (図表 43) 物価と賃金 |
| (図表 13) 出荷・在庫バランス | (図表 44) イールドカーブとマネタリーベース |
| (図表 14) 業種別・規模別の企業収益 | (図表 45) CP・社債発行環境 |
| (図表 15) 業況判断 | (図表 46) 貸出金利 |
| (図表 16) 設備投資一致指標 | (図表 47) 企業金融 |
| (図表 17) 設備投資計画(業種別・規模別) | (図表 48) 貸出残高とCP・社債発行残高 |
| (図表 18) 設備投資計画と実績 | (図表 49) マネーストック |
| (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) 株価・REIT価格 |
| (図表 22) 失業率と労働力率 | (図表 53) 為替相場 |
| (図表 23) 名目賃金 | (図表 54) 地価 |
| (図表 24) 雇用者所得 | (BOX図表1) マクロ経済モデルによる公共投資の増加シミュレーション |
| (図表 25) 実質賃金・所得 | (BOX図表2) グローバルな不確実性の高まりが貿易活動に及ぼす影響 |
| (図表 26) 個人消費 | (BOX図表3) 限界消費性向 |
| (図表 27) 形態別消費と供給側・需要側統計 | (BOX図表4) 為替レートと耐久消費財価格 |
| (図表 28) 販売統計(商業動態統計) | (BOX図表5) 為替レートが消費者物価に与える影響 |
| (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、%)

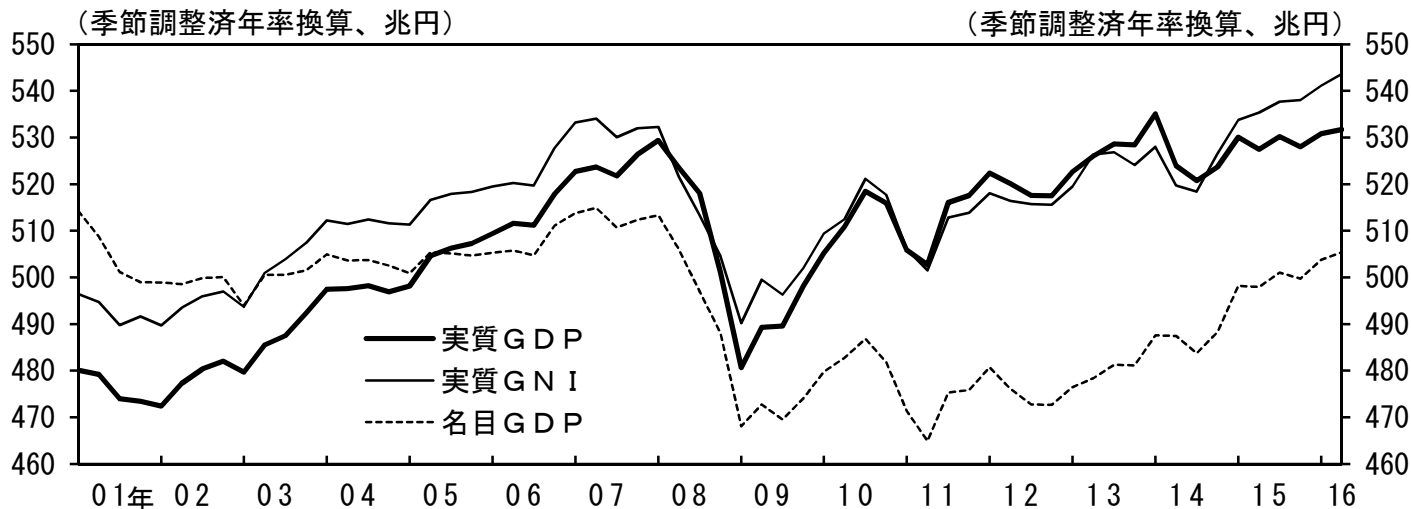
	2015年			2016年	
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
実質GDP	-0.5	0.5	-0.4	0.5	0.2
[前期比年率]	[-1.9]	[2.1]	[-1.7]	[2.1]	[0.7]
国内需要	-0.1	0.3	-0.5	0.4	0.4
民間需要	-0.2	0.4	-0.5	0.2	0.3
民間最終消費支出	-0.4	0.3	-0.5	0.4	0.1
民間企業設備	-0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.0
民間住宅	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.1
民間在庫品増加	0.3	-0.0	-0.2	-0.1	0.1
公的需要	0.1	-0.0	0.0	0.2	0.1
公的固定資本形成	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.1
純輸出	-0.4	0.2	0.1	0.1	-0.3
輸出	-0.8	0.5	-0.2	0.0	-0.3
輸入	0.4	-0.3	0.2	0.1	0.0
名目GDP	-0.1	0.6	-0.3	0.8	0.3

(前年比、%)

	2015年			2016年	
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
GDPデフレーター	1.4	1.8	1.5	0.9	0.7
内需デフレーター	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	-0.7

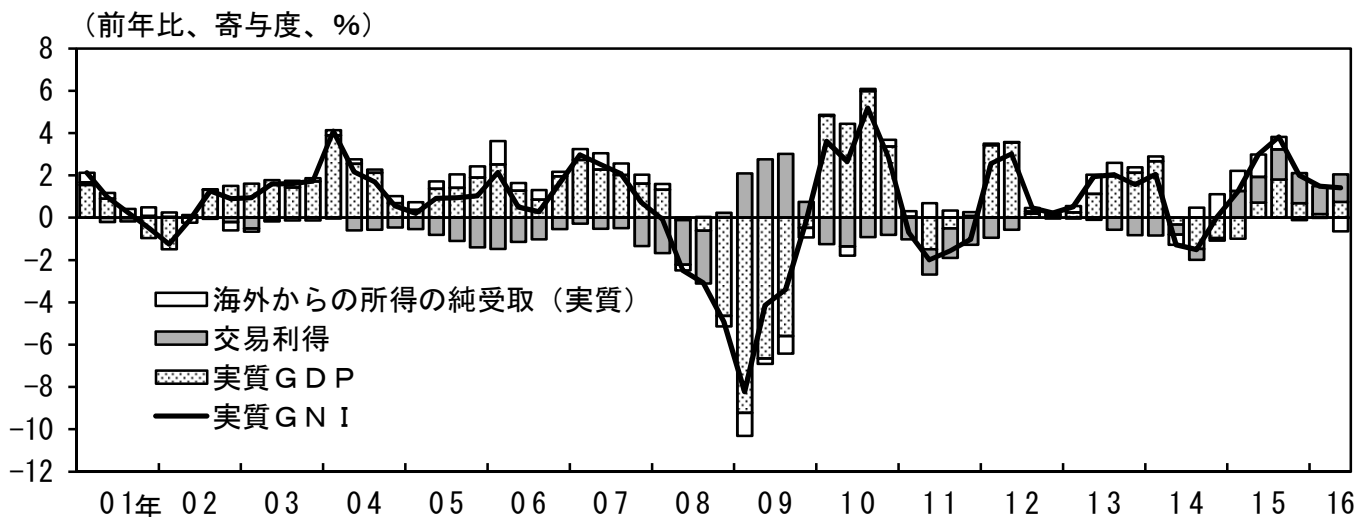
マクロの所得形成と景気動向指数

(1) GDP (国内総生産) と GNI (国民総所得)

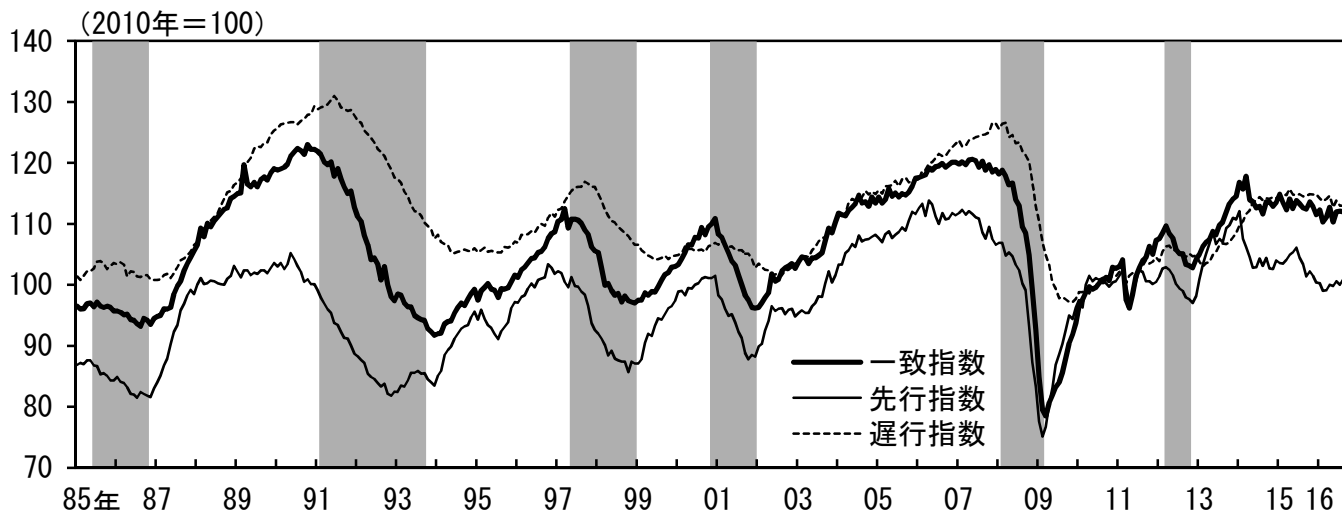


(注) 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (実質)
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター加重平均 - 実質純輸出

(2) GNIの要因分解



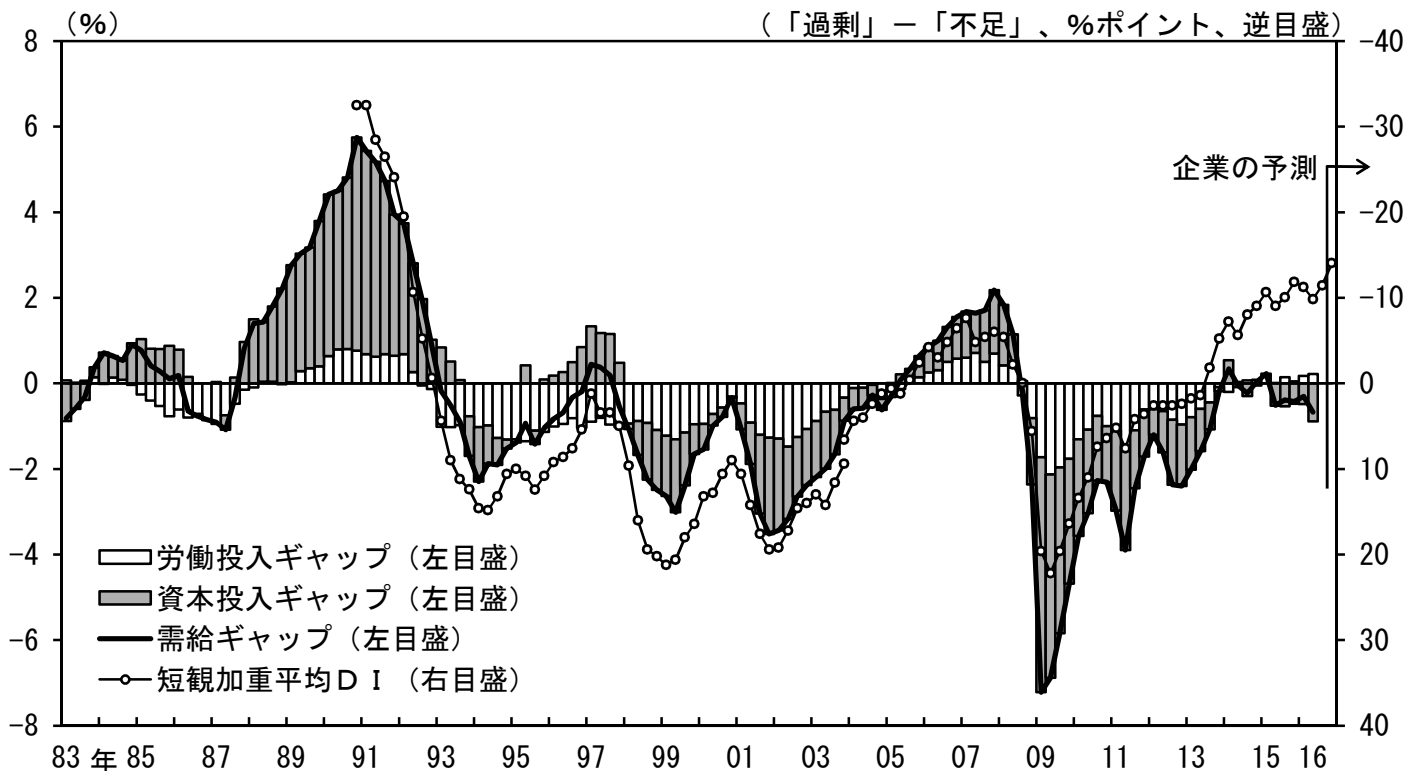
(3) 景気動向指数



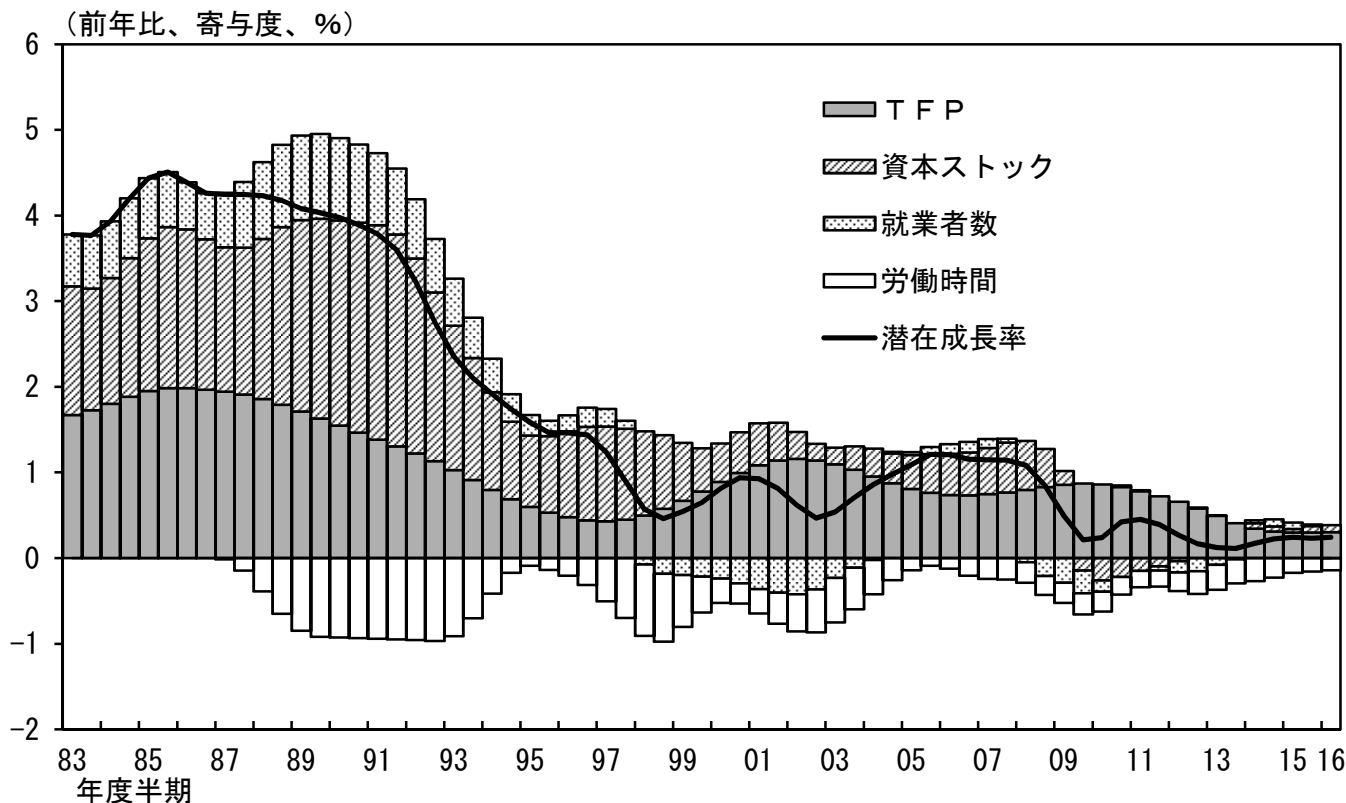
(注) シャドー部分は、景気後退局面。

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



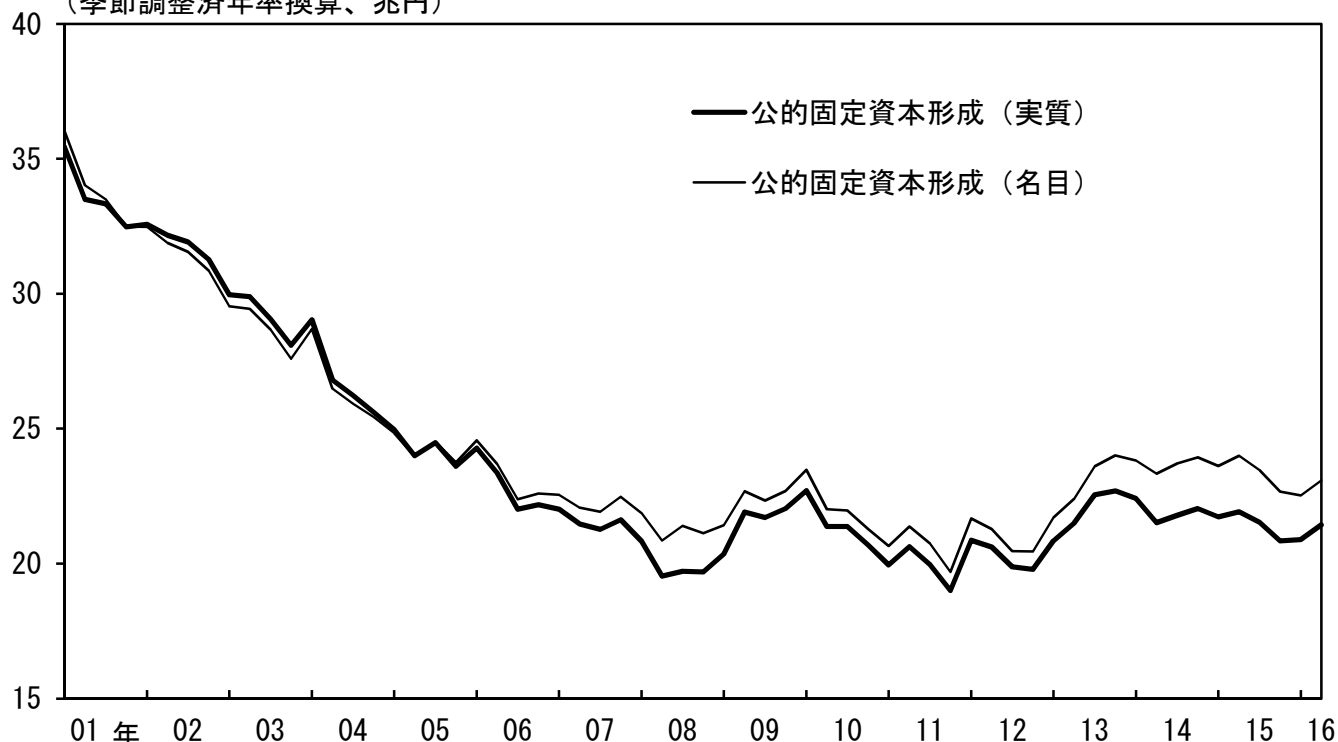
- (注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
2. 短観加重平均DI（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3. 2016年度上半期は、2016/2Qの値。

(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

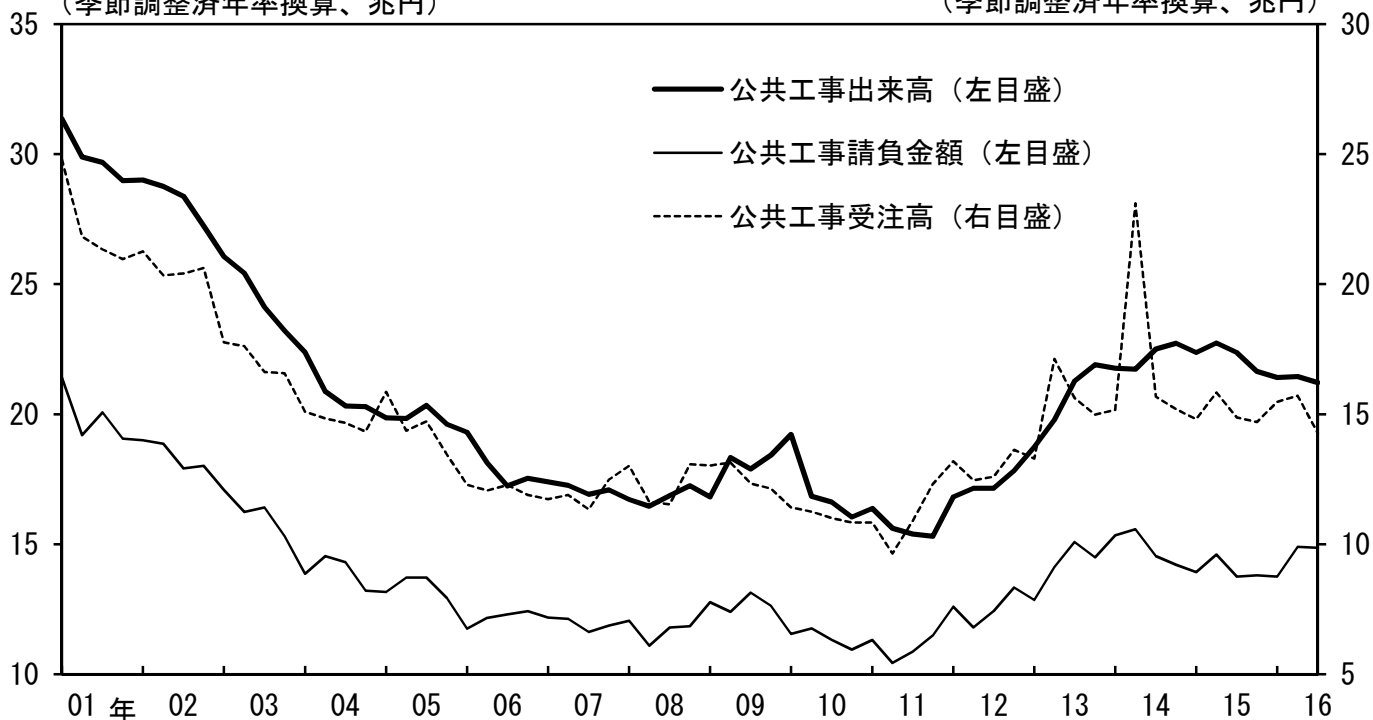
(季節調整済年率換算、兆円)



(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2016/3Qは、7~8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

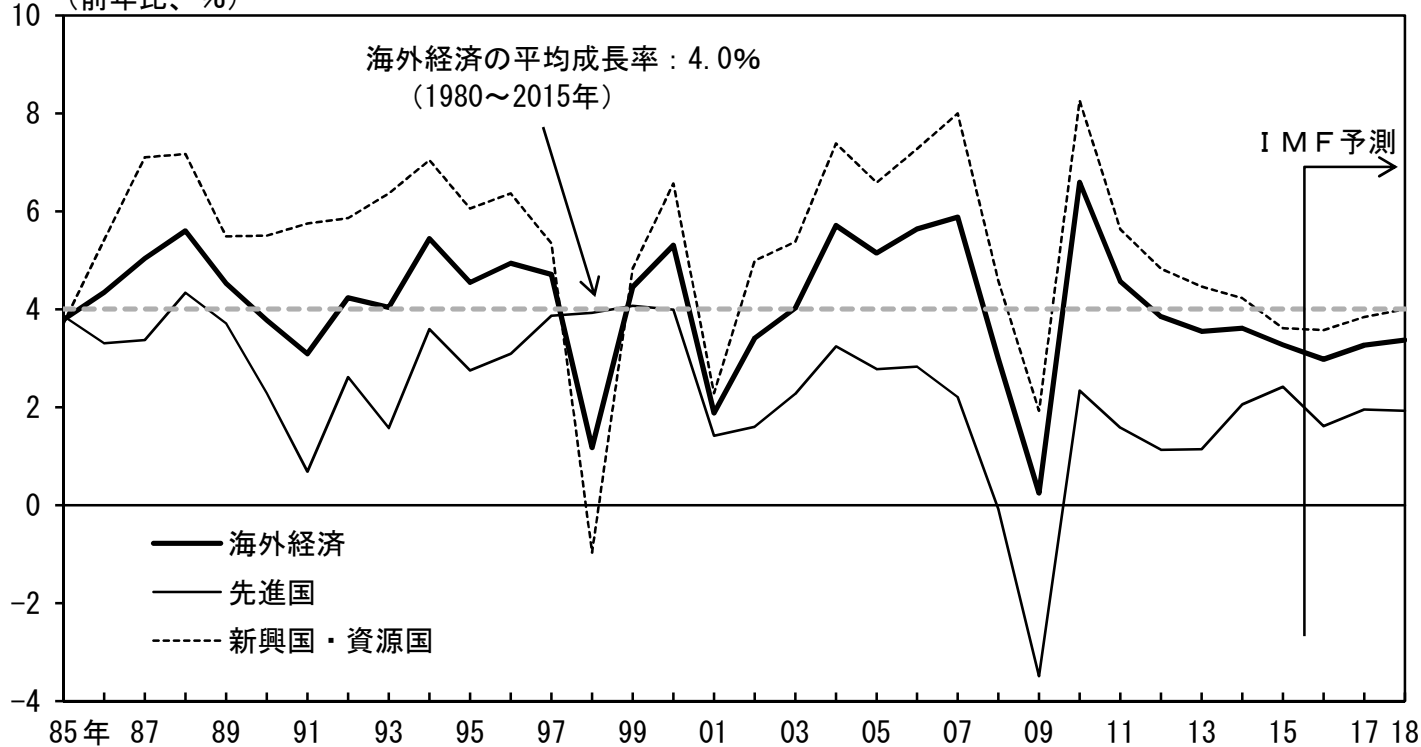
(1) 主要国・地域別の成長率の見通し

(実質GDP、%、()内は2016/7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 3Q	4Q	2016年 1Q	2Q	3Q	2015年 (実績)	2016年 (IMF予測)	2017年	2018年
海外経済						3.3	3.0 (3.1)	3.3 (3.4)	3.4
主要国・地域 <78.7>	3.5	3.2	2.3	3.6	n.a.	3.6	3.1 (3.3)	3.3 (3.4)	3.3
米国 <20.1>	2.0	0.9	0.8	1.4	2.9	2.6	1.6 (2.2)	2.2 (2.5)	2.1
ユーロ圏+英国 <9.5>	1.4	2.0	2.0	1.5	1.5	2.1	1.7 (1.6)	1.4 (1.4)	1.6
東アジア <49.0>	4.4	4.3	3.0	4.9	n.a.	4.2	4.0 (4.1)	4.1 (4.2)	4.2
中国 <17.5>	7.0	6.6	4.9	7.8	7.4	6.9	6.6 (6.6)	6.2 (6.2)	6.0
NIEs <21.7>	2.3	2.2	1.1	2.8	n.a.	2.0	1.8 (2.1)	2.2 (2.5)	2.6
ASEAN4 <9.8>	4.4	5.0	4.1	4.2	n.a.	4.1	4.3 (4.1)	4.5 (4.4)	4.4
その他 <21.3>						2.1	2.5 (2.5)	3.2 (3.3)	3.5

(2) 海外経済の実質成長率の見通し

(前年比、%)



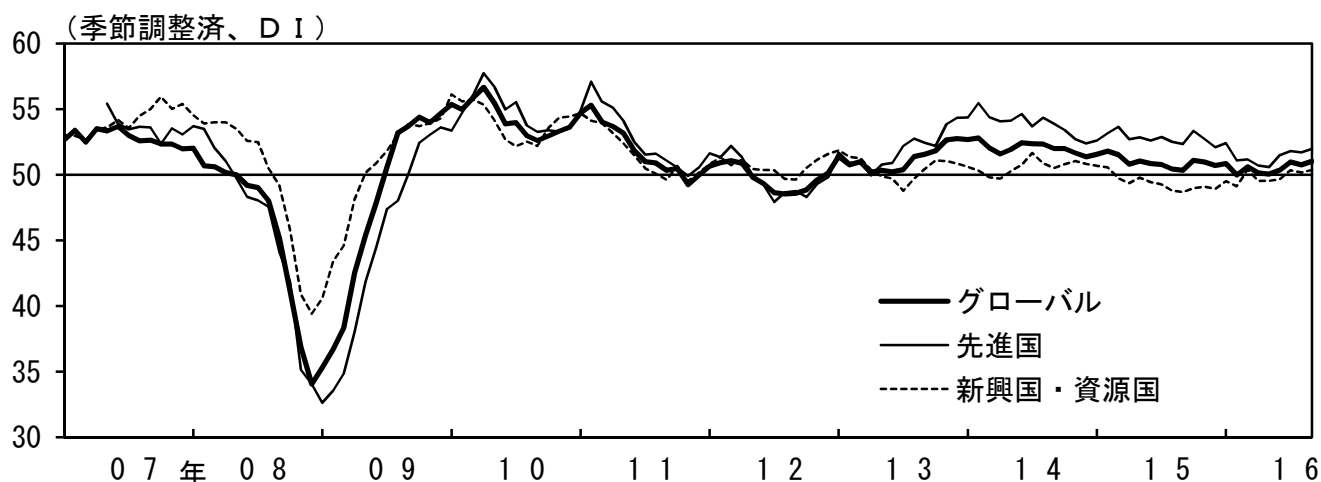
(注) 1. IMFによる各国・地域のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。
IMF予測は、2016/10月時点。一部の国・地域について、7月時点の値は非公表のため、4月時点の値を用いて試算している。

2. (2)の先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

(出所) IMF、財務省、BEA、欧州委員会、中国国家統計局等

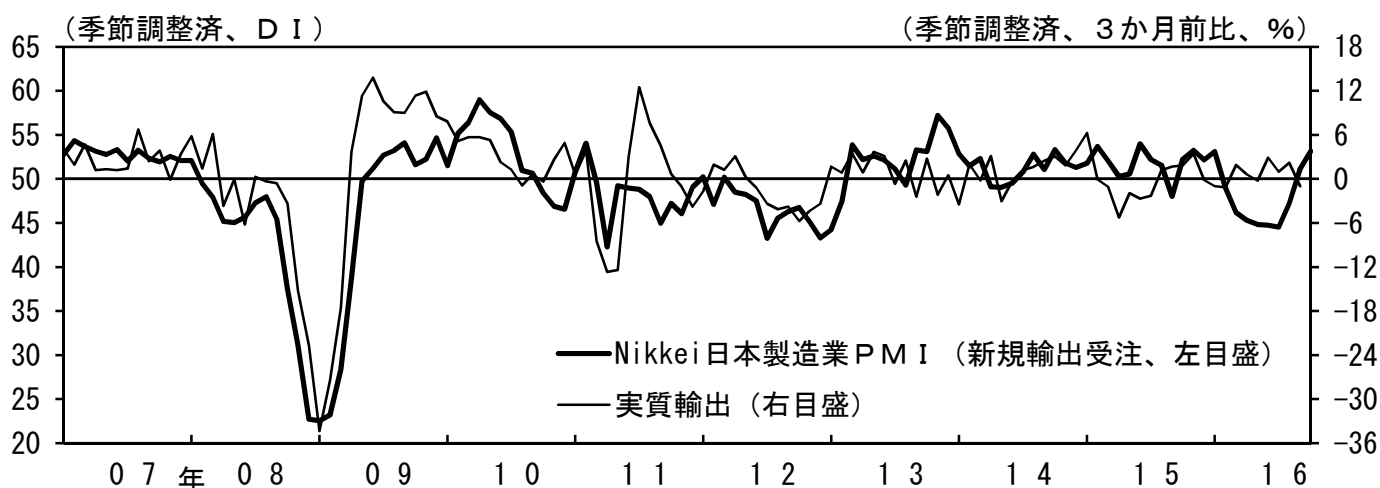
輸出を取り巻く環境

(1) 企業の景況感 (製造業PMI)

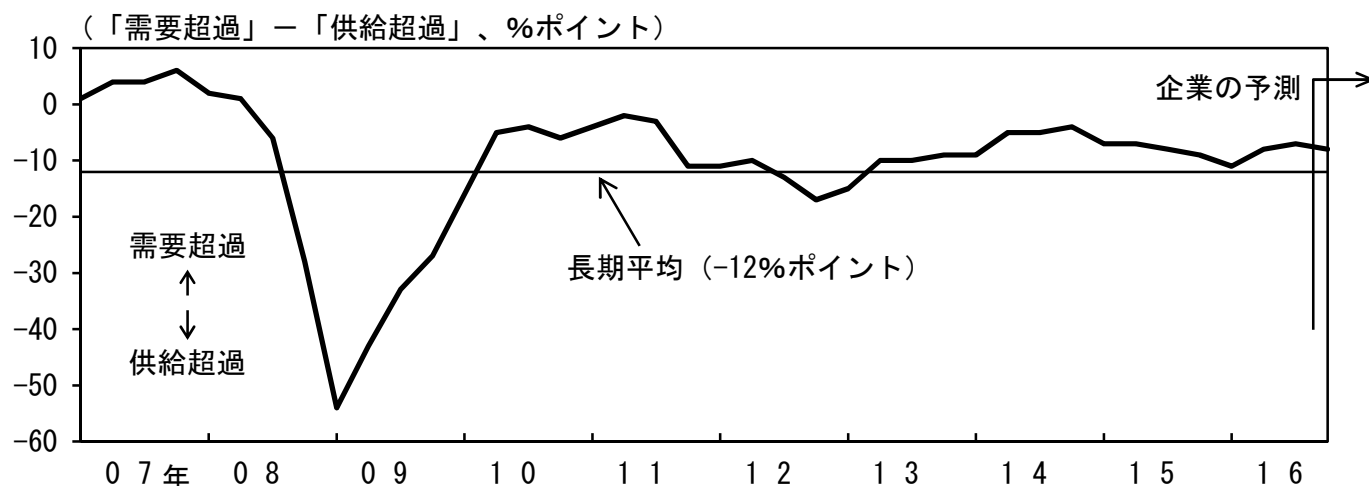


(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は17か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIを、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(2) 新規輸出受注PMIと日本の実質輸出



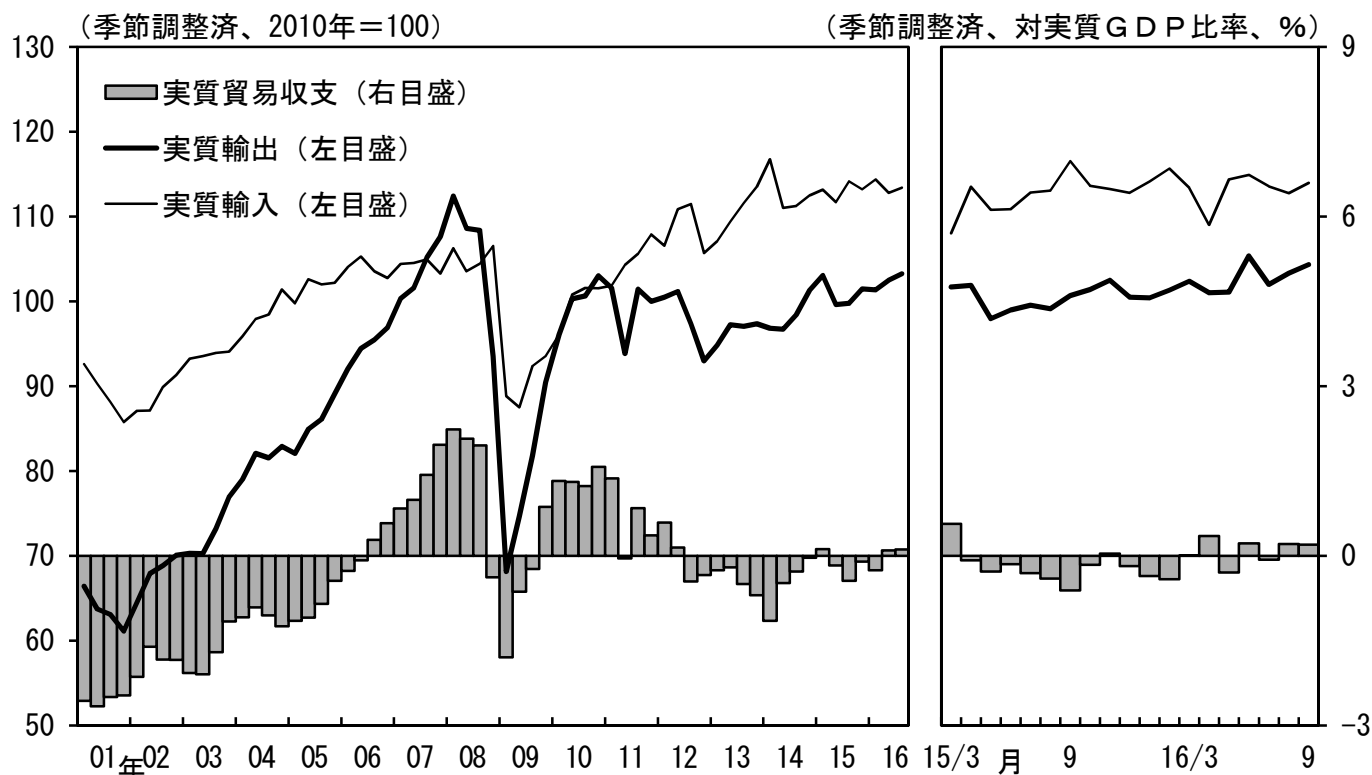
(3) 海外需給判断DI (短観・製造業大企業)



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

実質輸出入

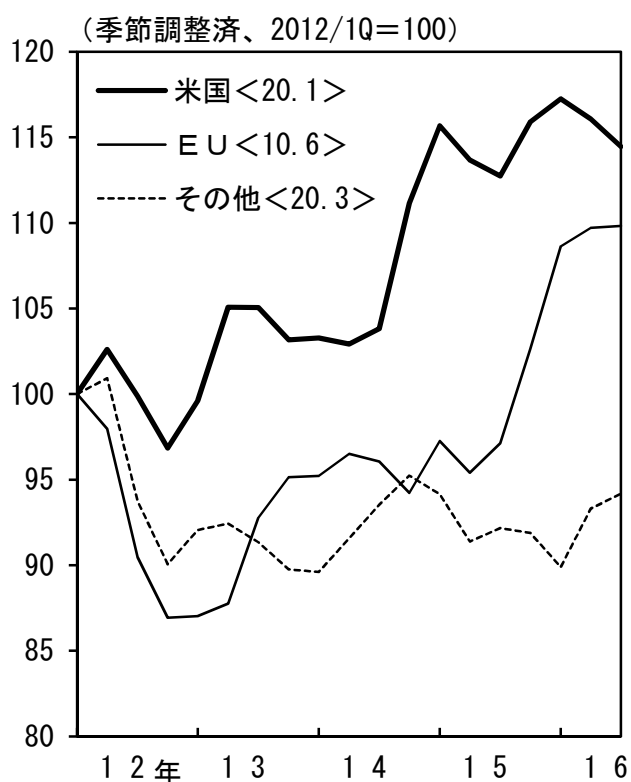
(1) 実質輸出入



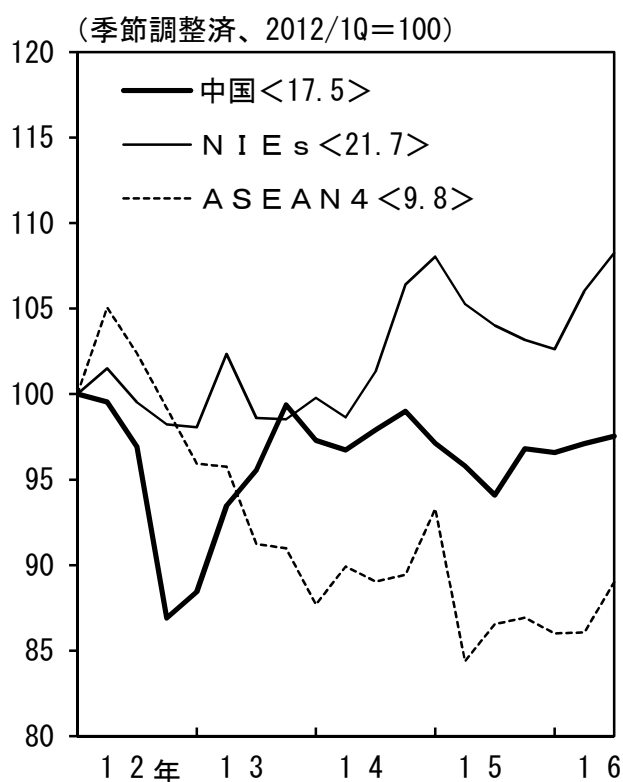
(注) 実質貿易収支 (対実質GDP比率) の2016/7月以降は、4~6月の実質GDPを用いて算出。

(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		2015年		2016年			2016年		
		2014年	2015年	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	7月	8月	9月
米国	<20.1>	1.8	9.0	-0.8	2.8	1.2	-1.0	-1.4	0.1	-7.5	3.3
EU	<10.6>	5.2	3.0	1.8	5.7	5.8	1.0	0.1	-0.2	-0.4	-0.6
東アジア	<49.0>	1.1	0.5	-0.7	0.7	-0.5	1.7	1.8	0.8	-0.2	0.5
中国	<17.5>	3.5	-2.0	-1.8	2.9	-0.2	0.5	0.4	2.1	-3.9	0.7
NIEs	<21.7>	2.0	3.5	-1.2	-0.8	-0.5	3.3	2.1	-2.5	2.2	1.1
ASEAN4	<9.8>	-4.7	-1.4	2.6	0.4	-1.0	0.1	3.4	6.6	1.3	-1.5
その他	<20.3>	1.2	-0.1	0.8	-0.3	-2.2	3.8	0.9	-13.3	12.2	0.2
実質輸出計		1.7	2.7	0.2	1.7	-0.1	1.1	0.7	-3.2	1.3	1.0

(2) 財別

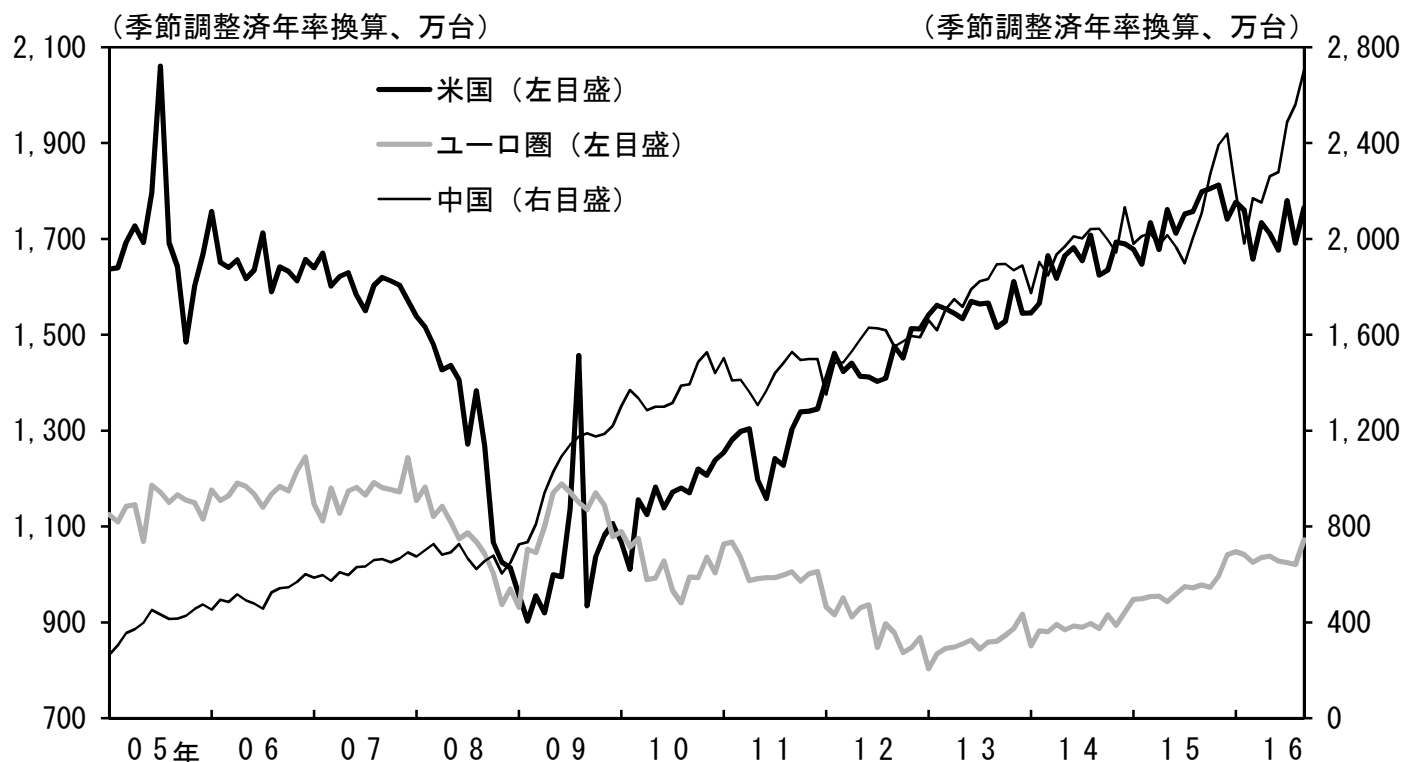
(前年比、季節調整済前期比・前月比、%)

		暦年		2015年		2016年			2016年		
		2014年	2015年	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	7月	8月	9月
中間財	<19.8>	0.1	-0.5	-0.0	1.4	-1.6	1.0	0.4	2.1	-4.7	-0.3
自動車関連	<24.4>	-1.4	1.3	2.2	4.8	-5.1	1.9	3.5	-1.0	-0.1	2.3
情報関連	<10.6>	3.6	-1.3	-2.1	-1.2	0.3	0.2	1.7	-0.8	2.6	-1.5
資本財・部品	<27.5>	3.1	-1.4	-0.9	-0.6	1.0	2.1	0.5	-3.8	4.2	-0.6
実質輸出計		1.7	2.7	0.2	1.7	-0.1	1.1	0.7	-3.2	1.3	1.0

- (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。

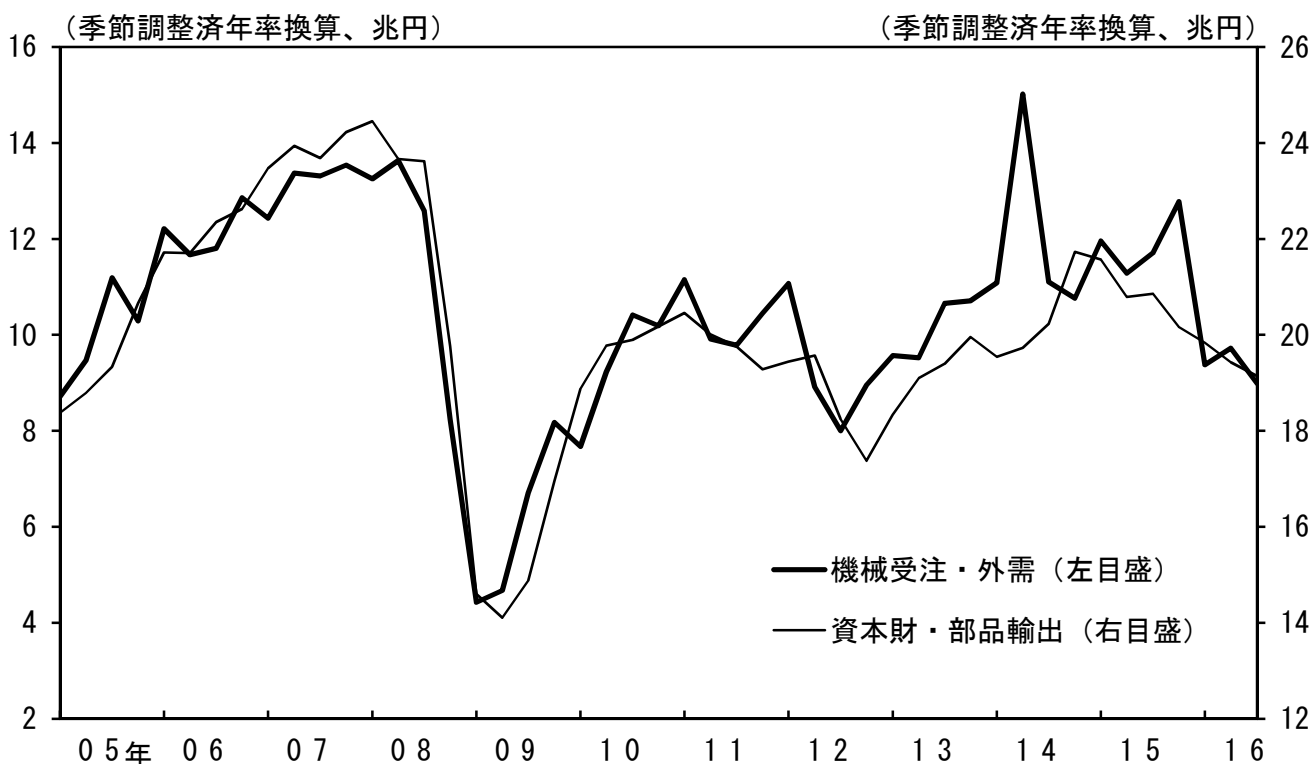
海外の自動車販売と資本財輸出

(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)

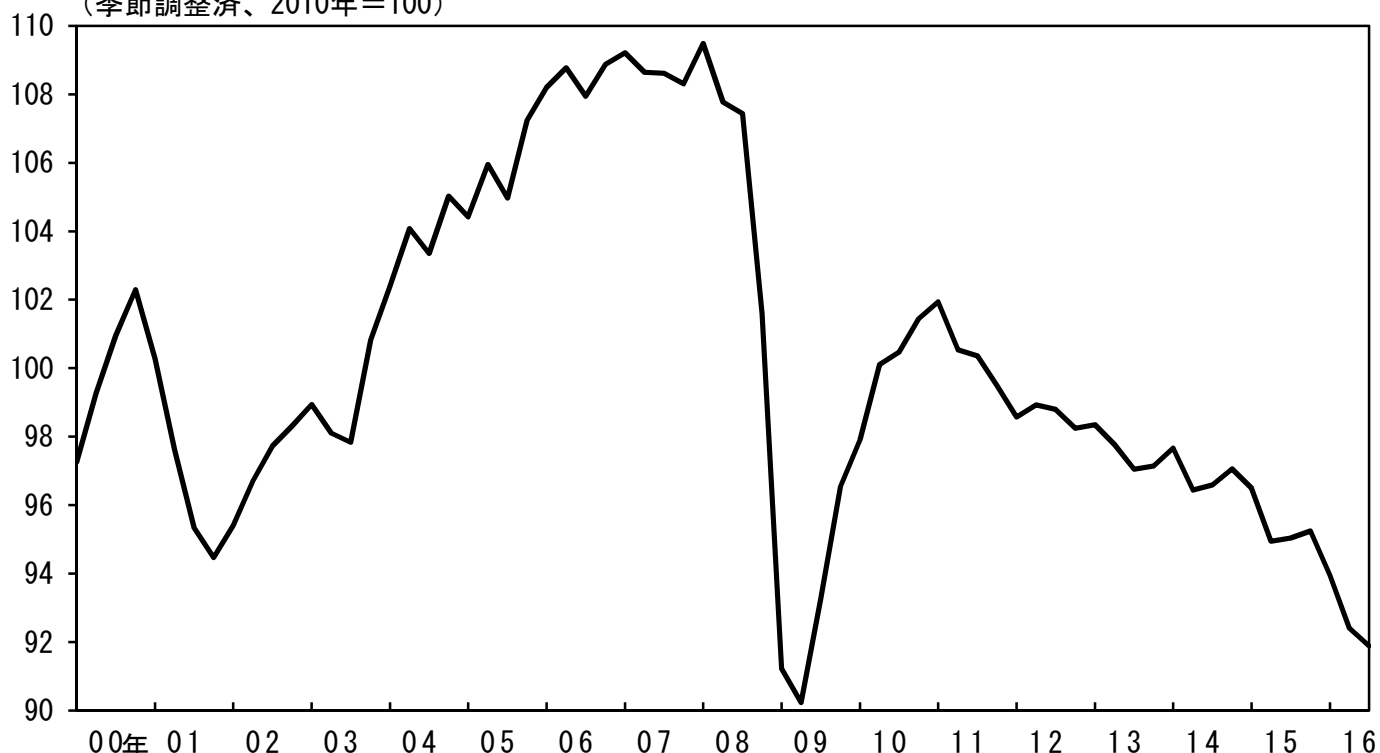


(注) 機械受注・外需の2016/3Qは、7~8月の値。

世界貿易量と日本のシェア

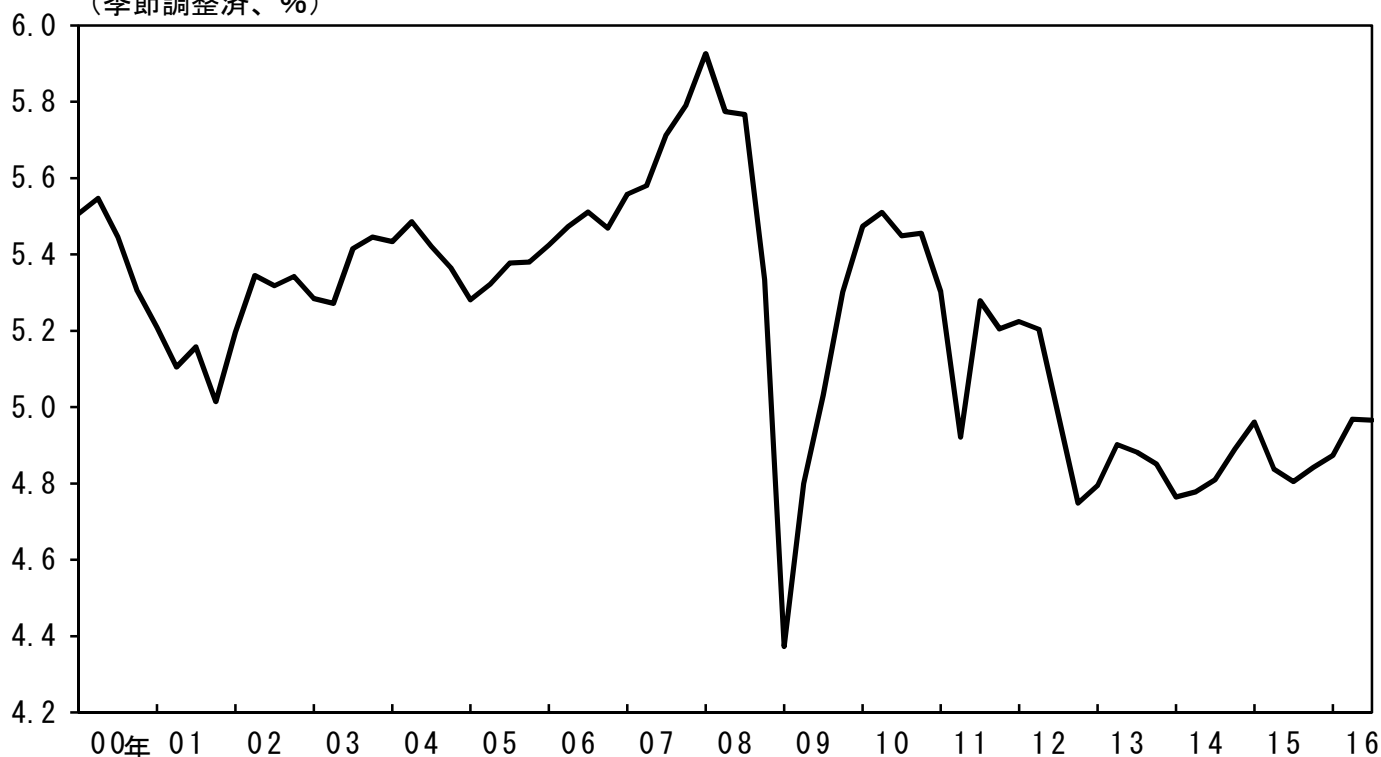
(1) 世界の貿易量/GDP

(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. 2016/3Qは、7~8月の値。

2. (1) は、世界実質輸入を世界実質GDPで割って算出。実質GDPの2016/3Qは、1~2Qの実績とIMFによる2016年の予測値を用いて試算。

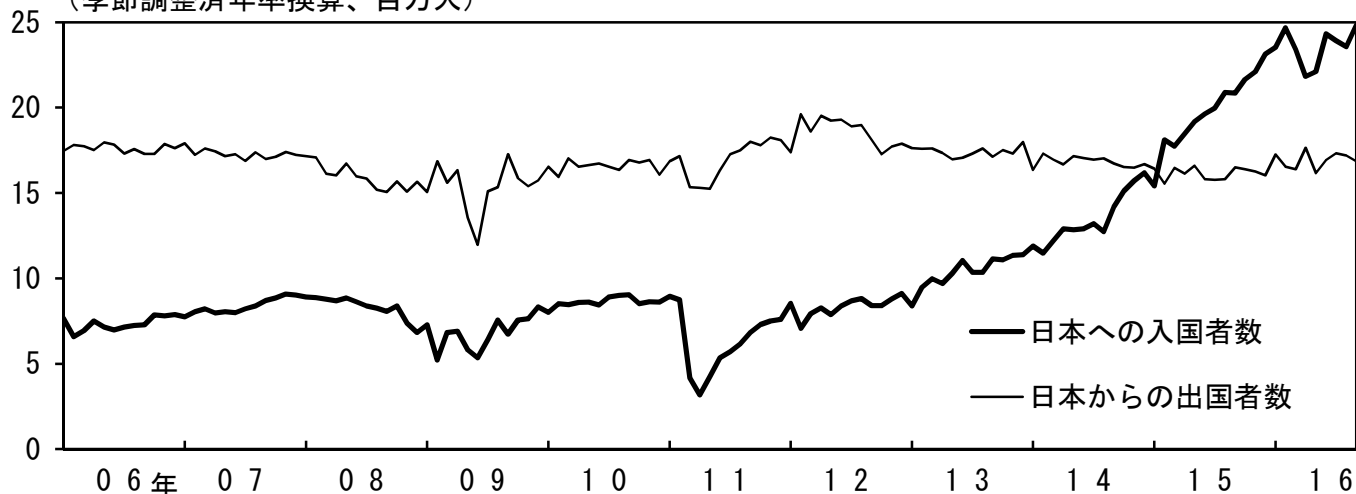
3. (2) は、世界貿易量に占める日本の輸出シェア (日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準)。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等

サービス収支と経常収支

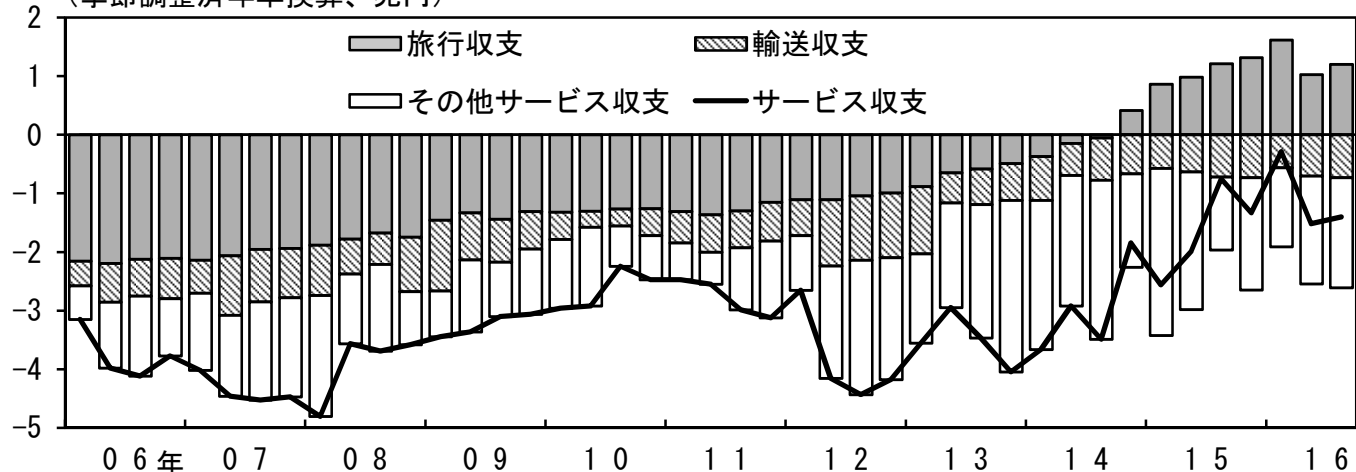
(1) 出入国者数

(季節調整済年率換算、百万人)



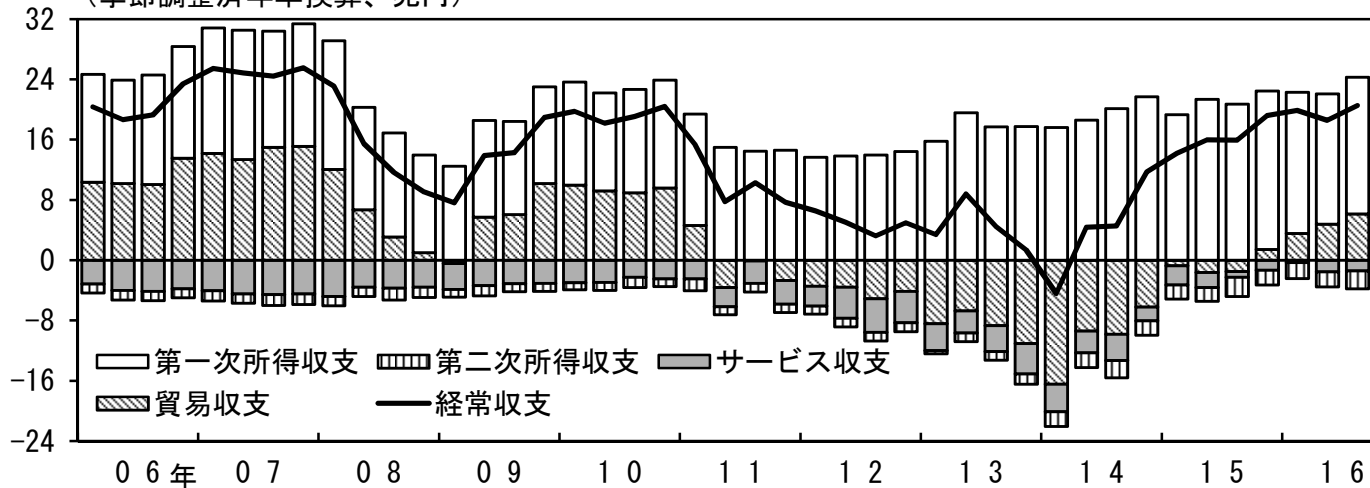
(2) サービス収支

(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)

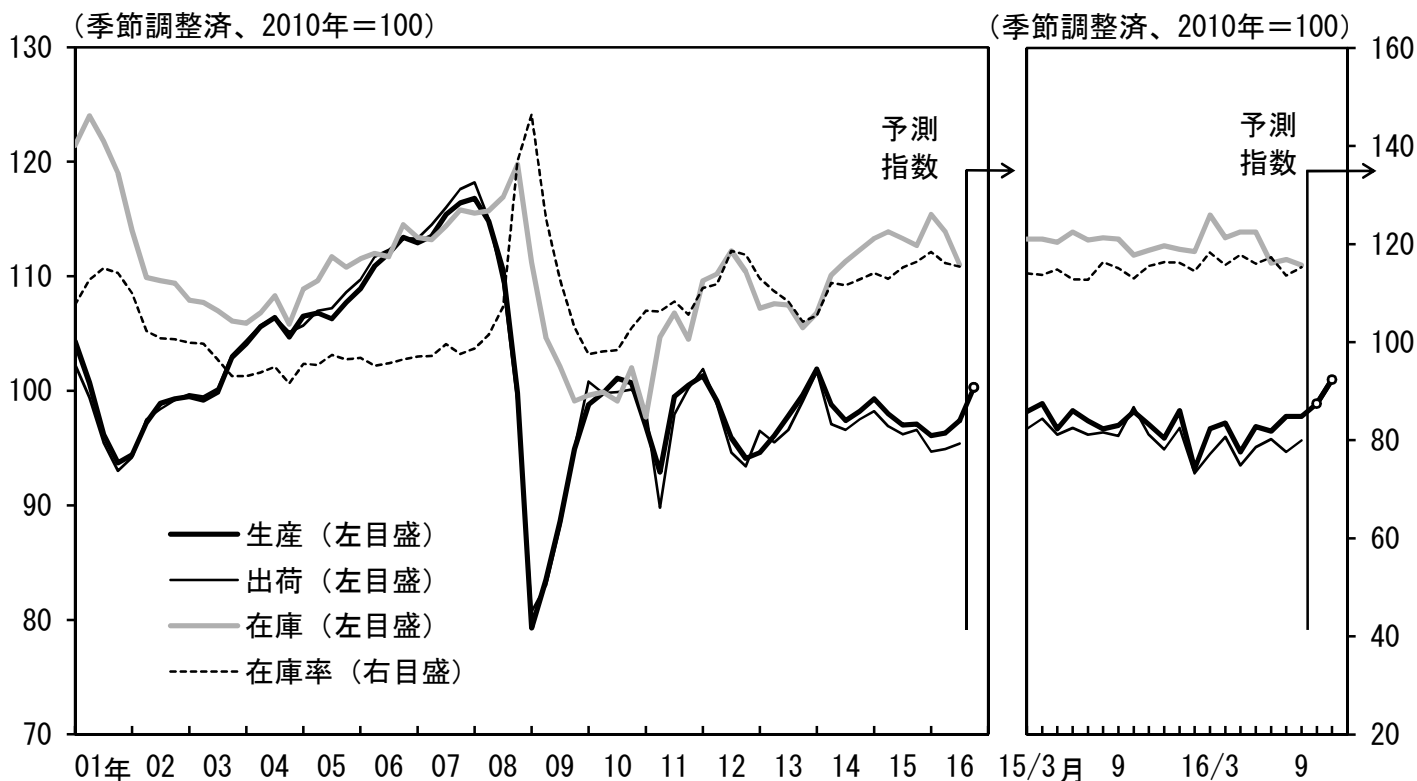


(注) 2016/3Qは、7~8月の値。

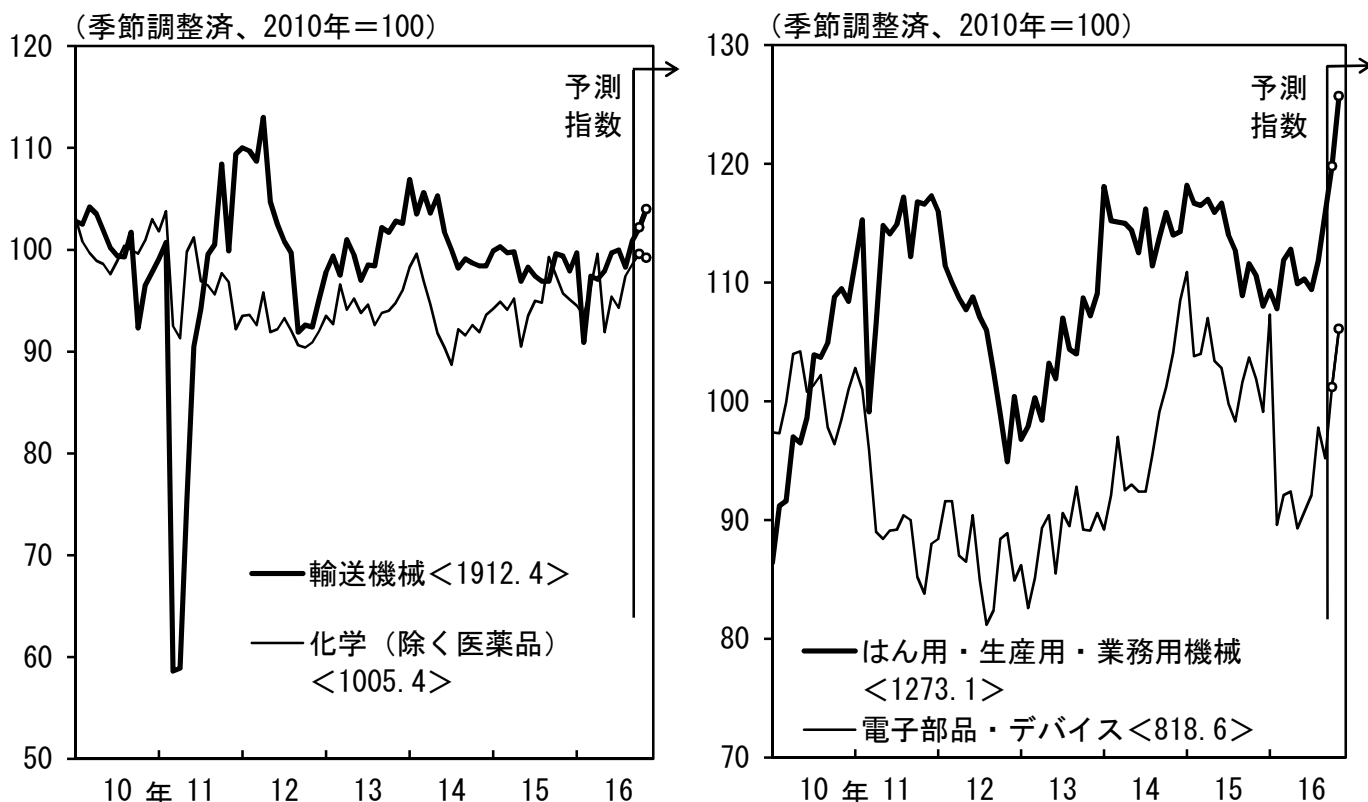
(出所) 日本政府観光局 (JNTO)、財務省・日本銀行

鋳工業生産・出荷・在庫

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



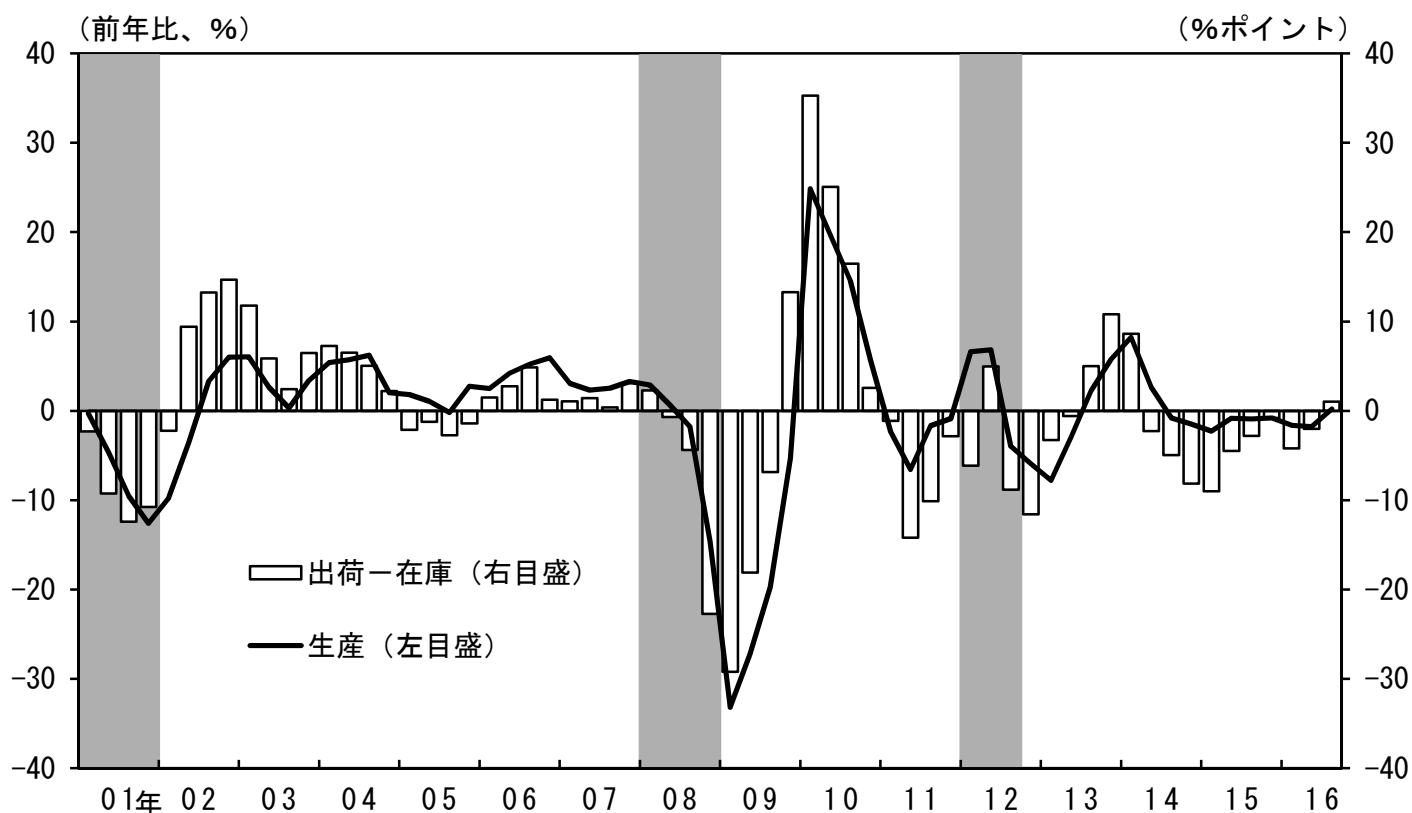
(2) 業種別の生産



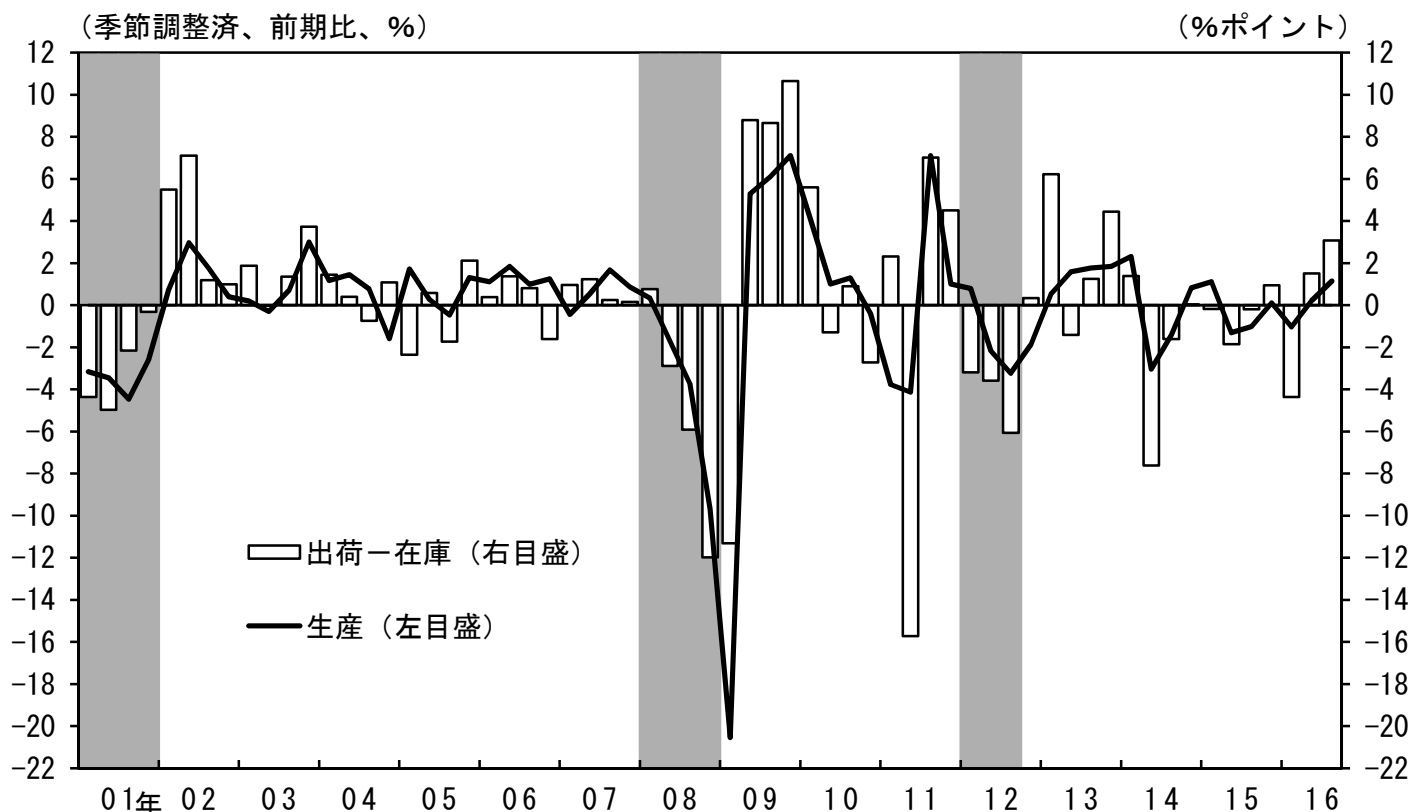
(注) 1. 2016/4Qおよび2016/10、11月は、予測指数を用いて算出。
2016/4Qは、12月を11月と同水準と仮定して算出した値。
2. < >内は、生産(付加価値額)ウエイト(万分比)。

出荷・在庫バランス

(1) 前年比



(2) 前期比



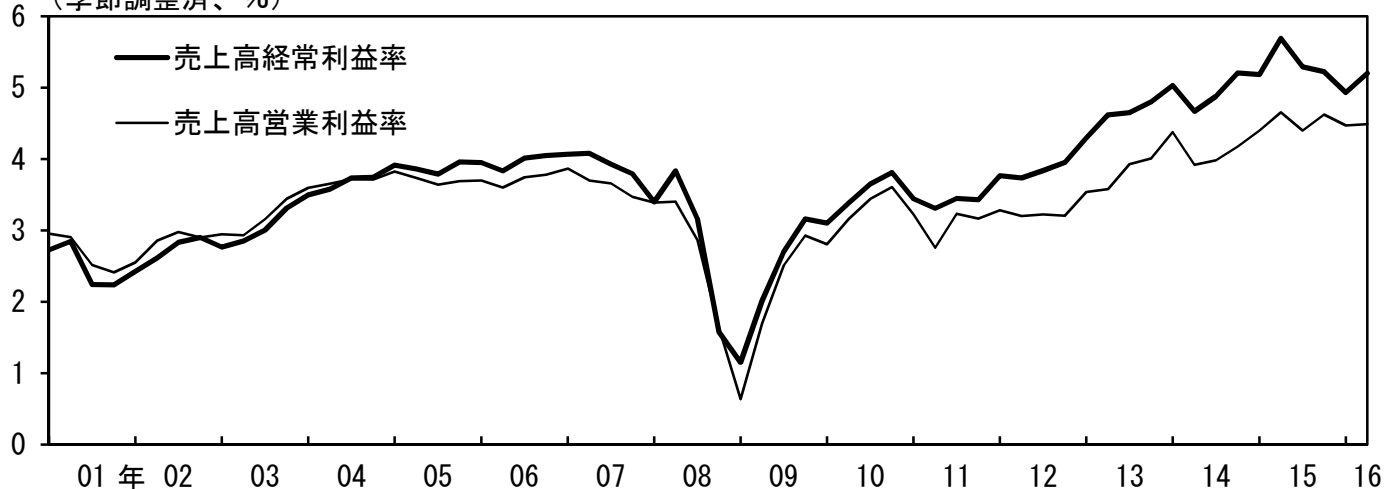
(注) シャドー部分は、景気後退局面。

(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

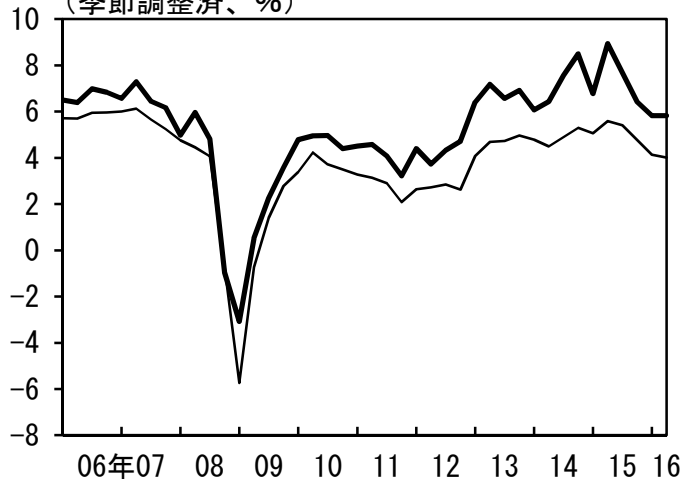
(季節調整済、%)



(2) 製造業

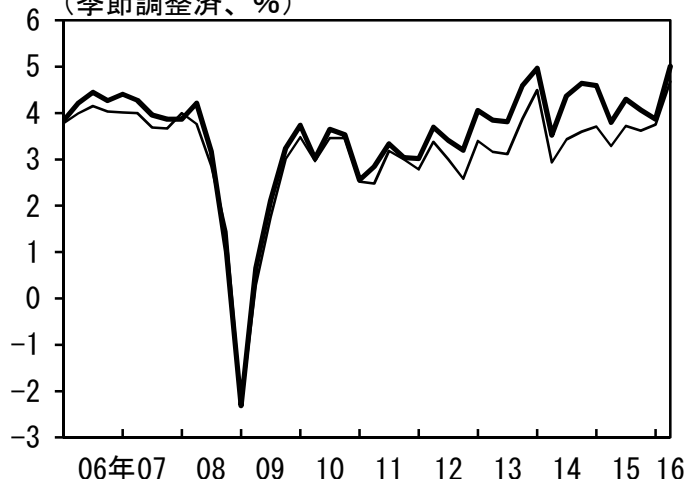
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

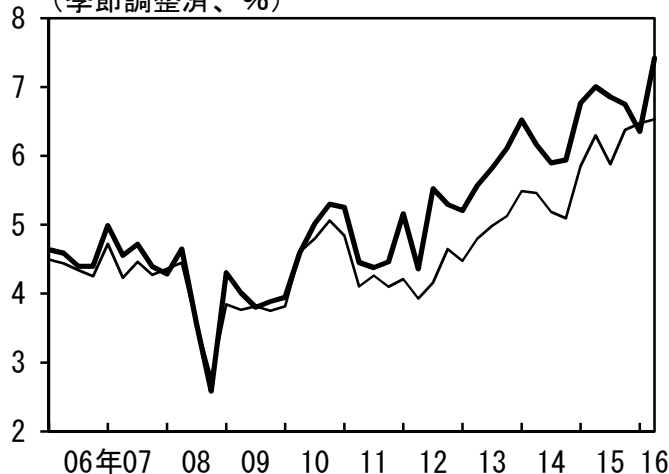
(季節調整済、%)



(3) 非製造業

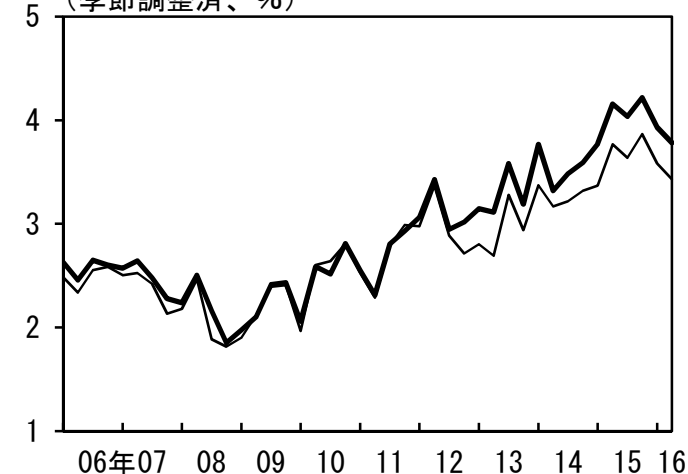
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)

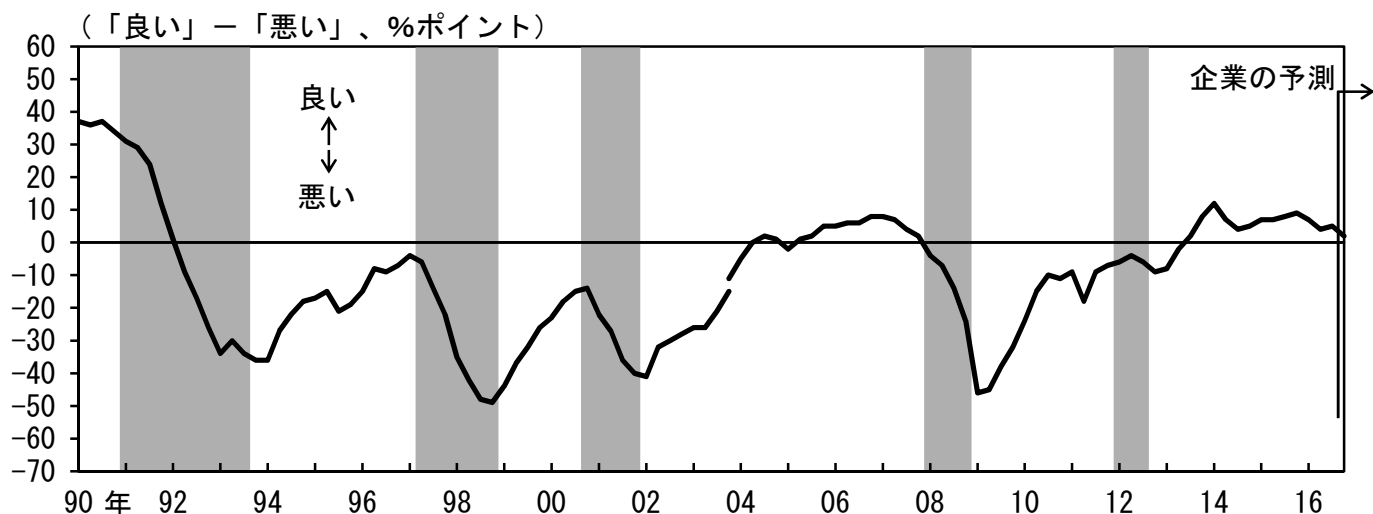


(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

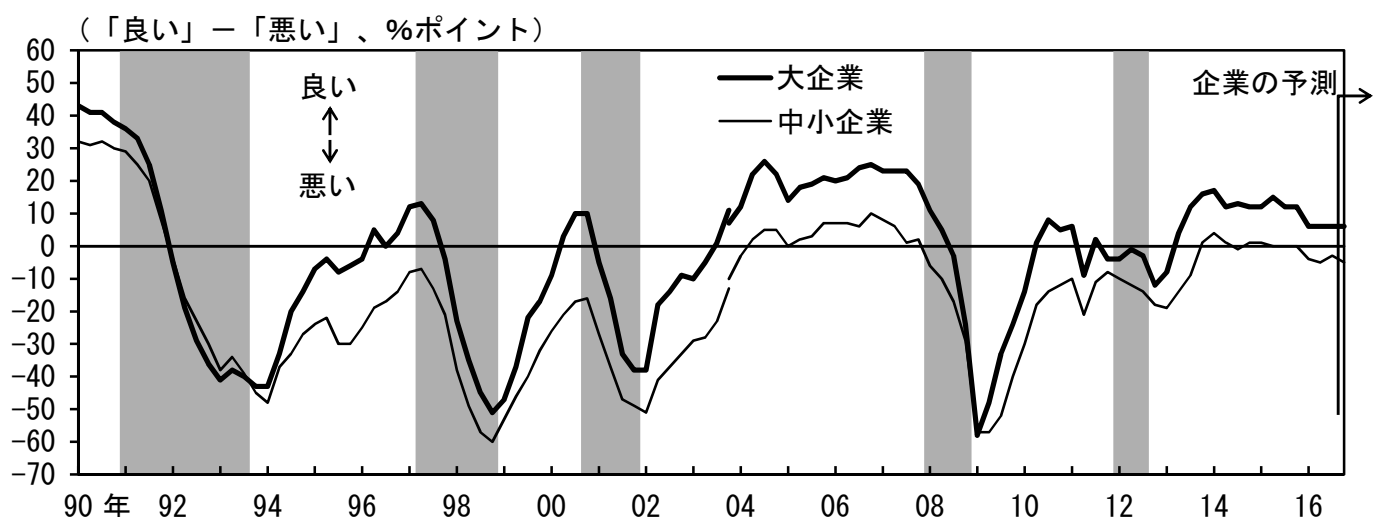
(出所) 財務省

業況判断

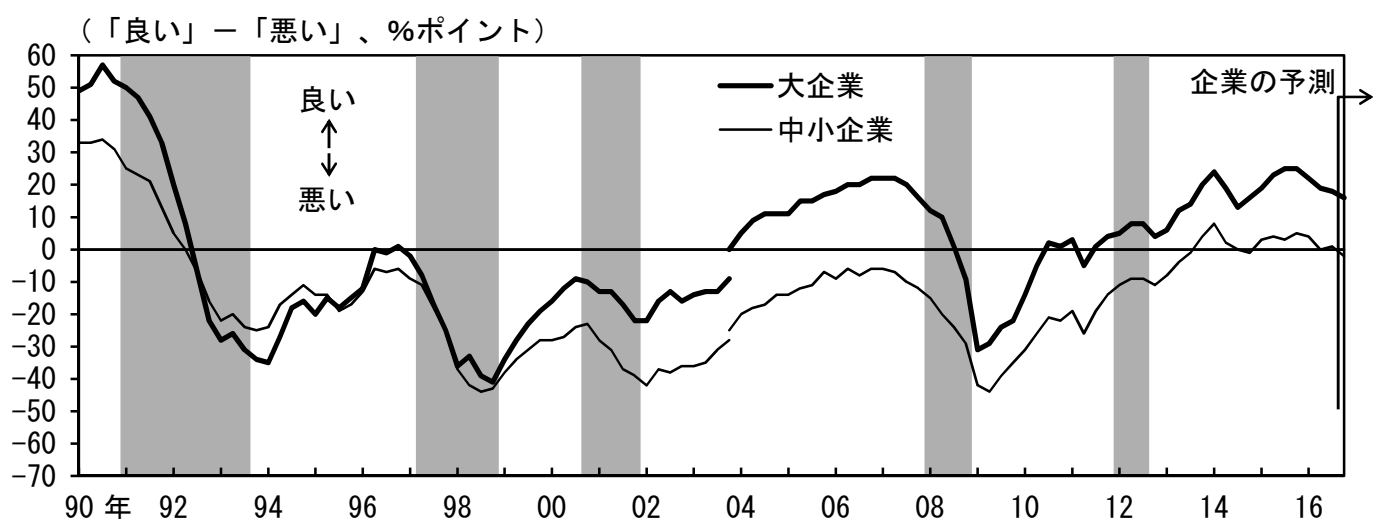
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

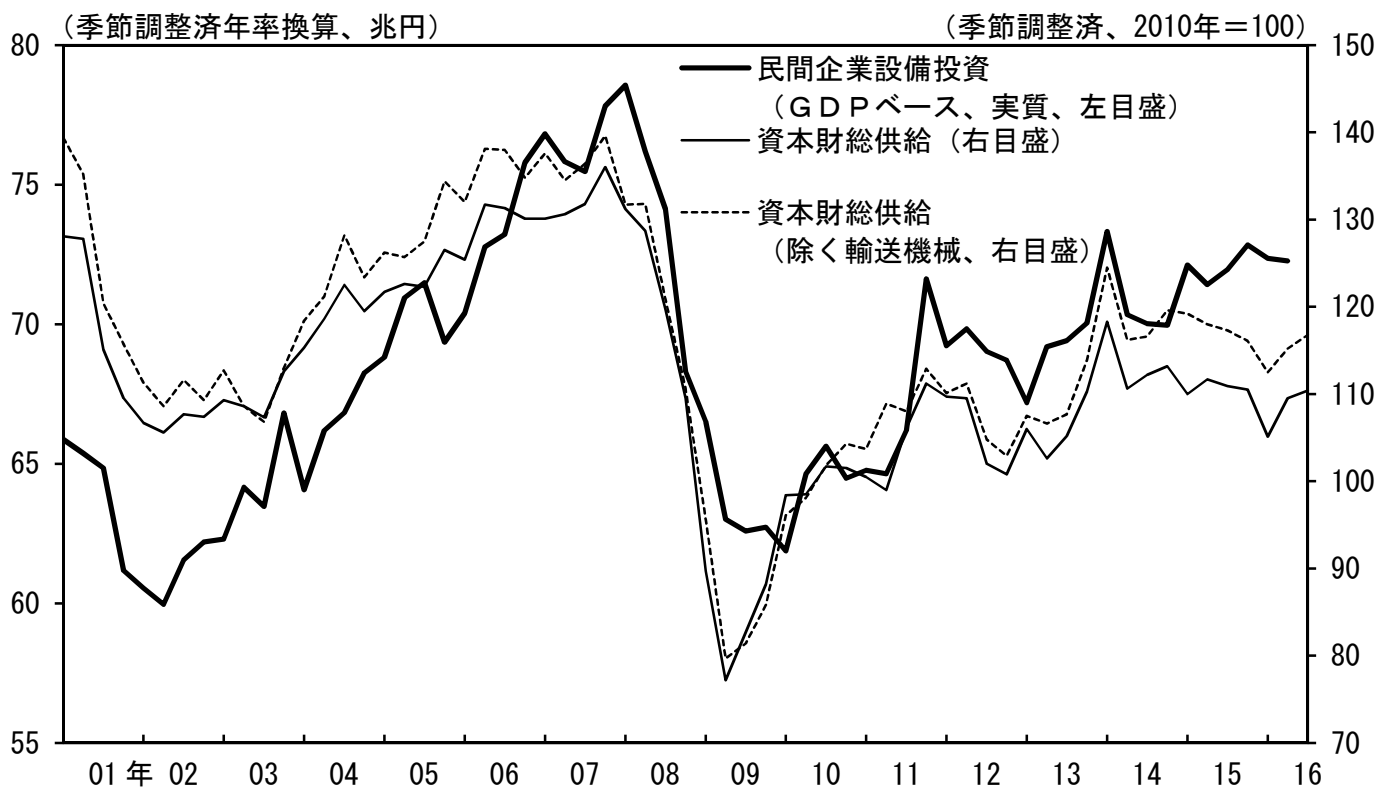


(注) 1. 短観の業況判断DI。シャド一部分は、景気後退局面。
2. 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 日本銀行

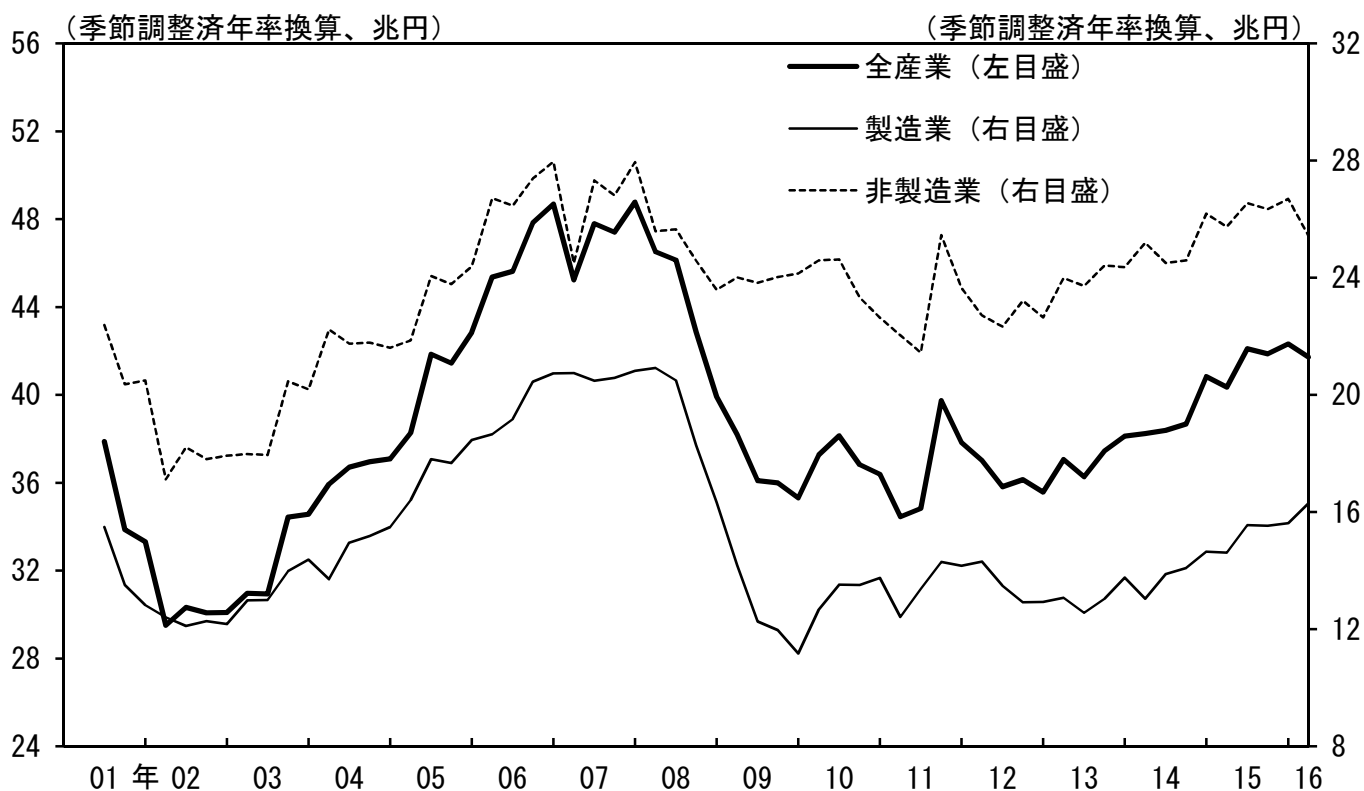
設備投資一致指標

(1) GDP設備投資と資本財総供給



(注) 2016/3Qは、7~8月の値。

(2) 法人季報の設備投資額 (全規模、除くリース業)

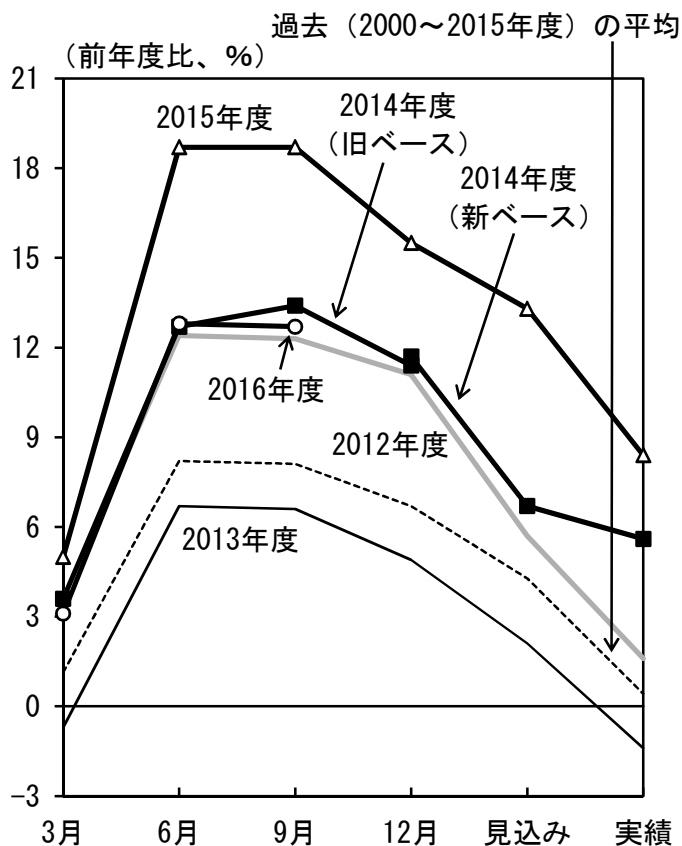


(注) 金融業、保険業、リース業を除く。ソフトウェア投資額を含む。

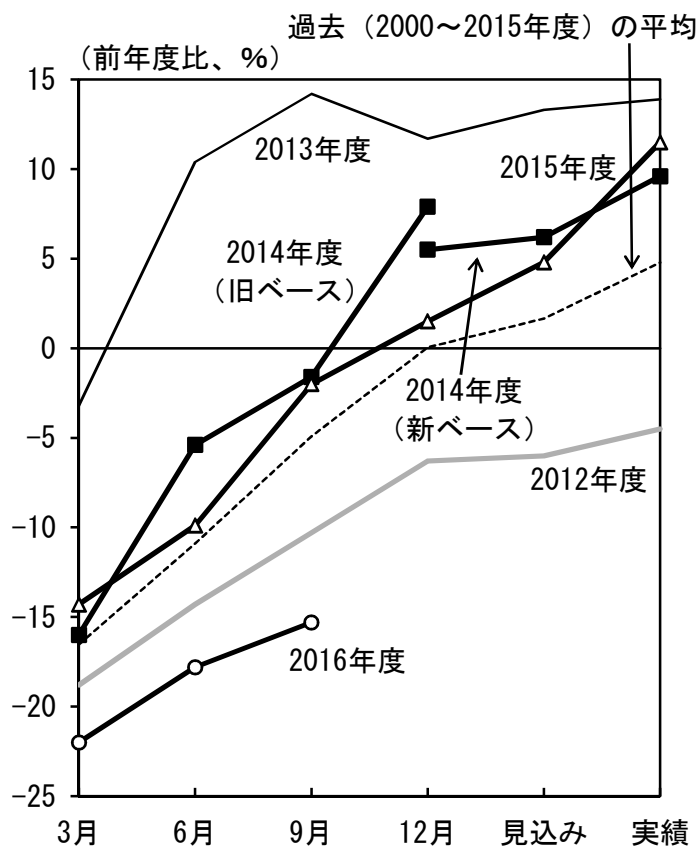
(出所) 内閣府、経済産業省、財務省

設備投資計画（業種別・規模別）

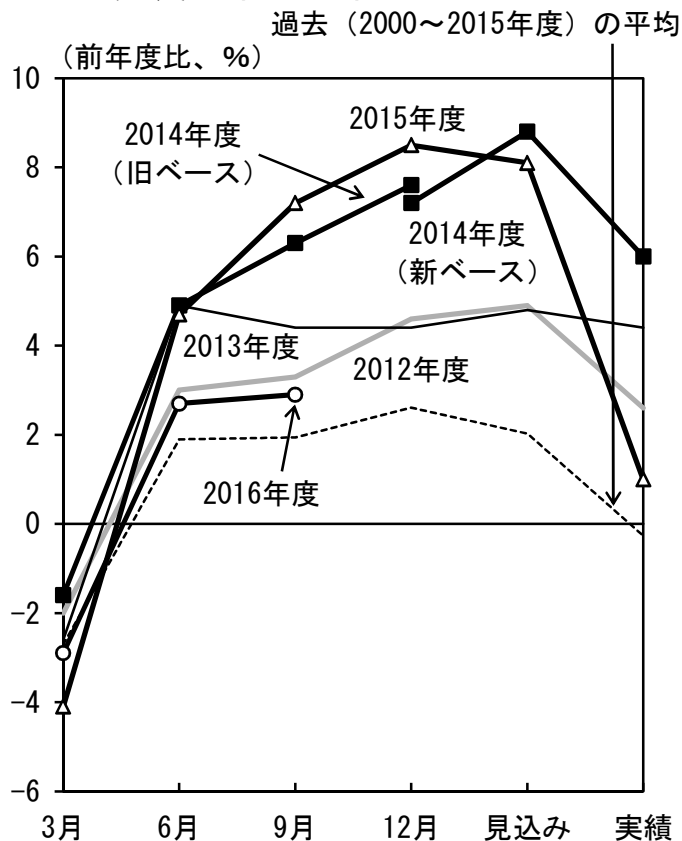
(1) 製造業大企業



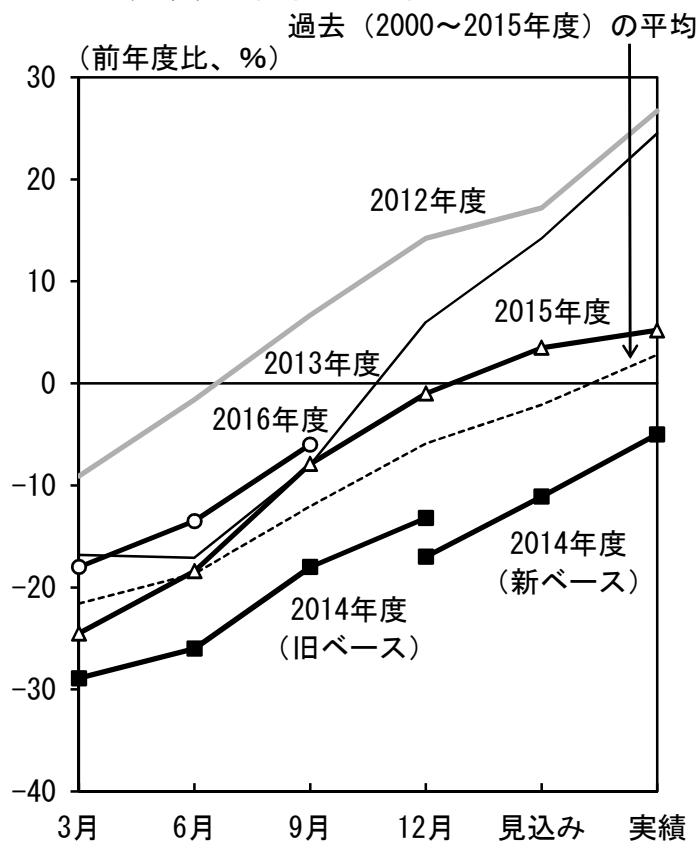
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



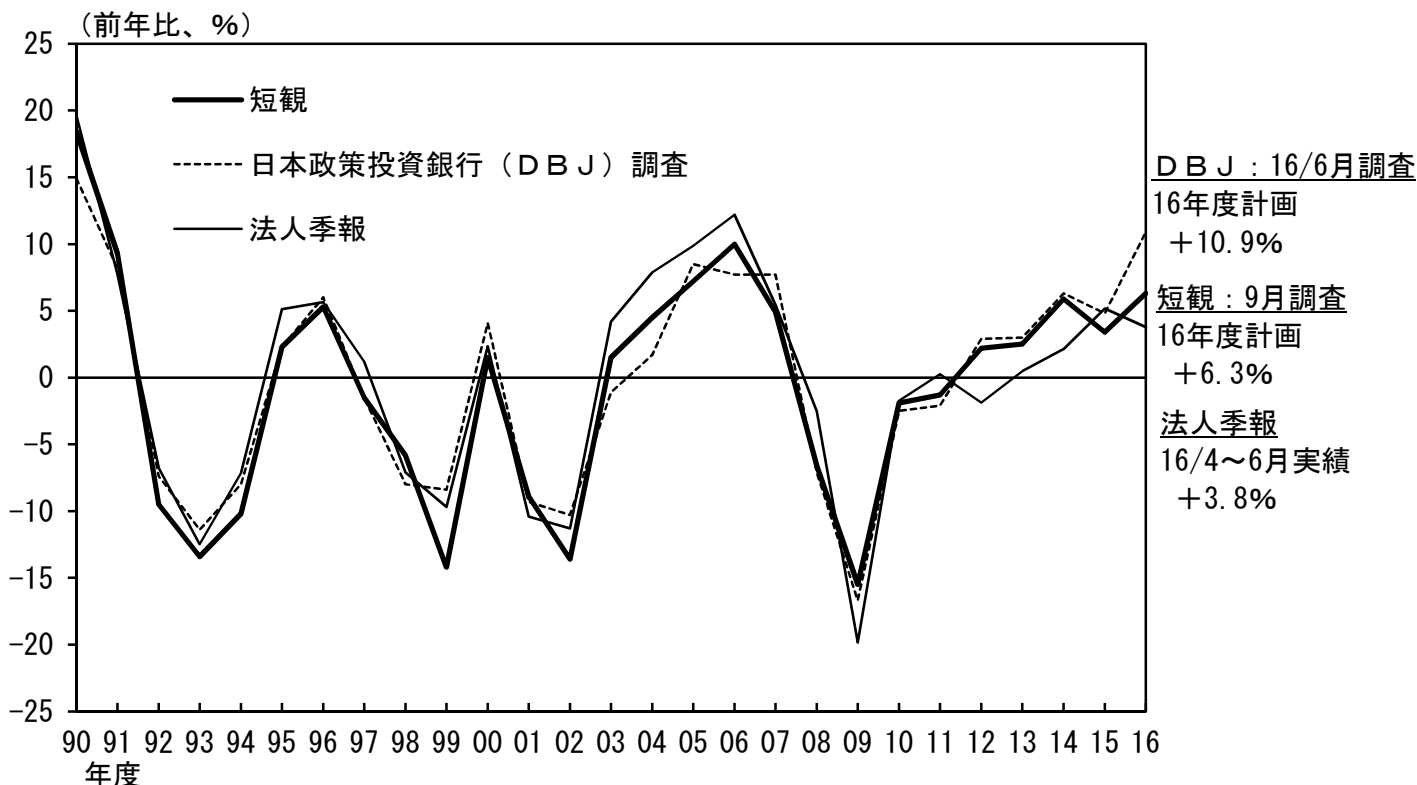
(注) 1. 短観の設備投資計画。土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。

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

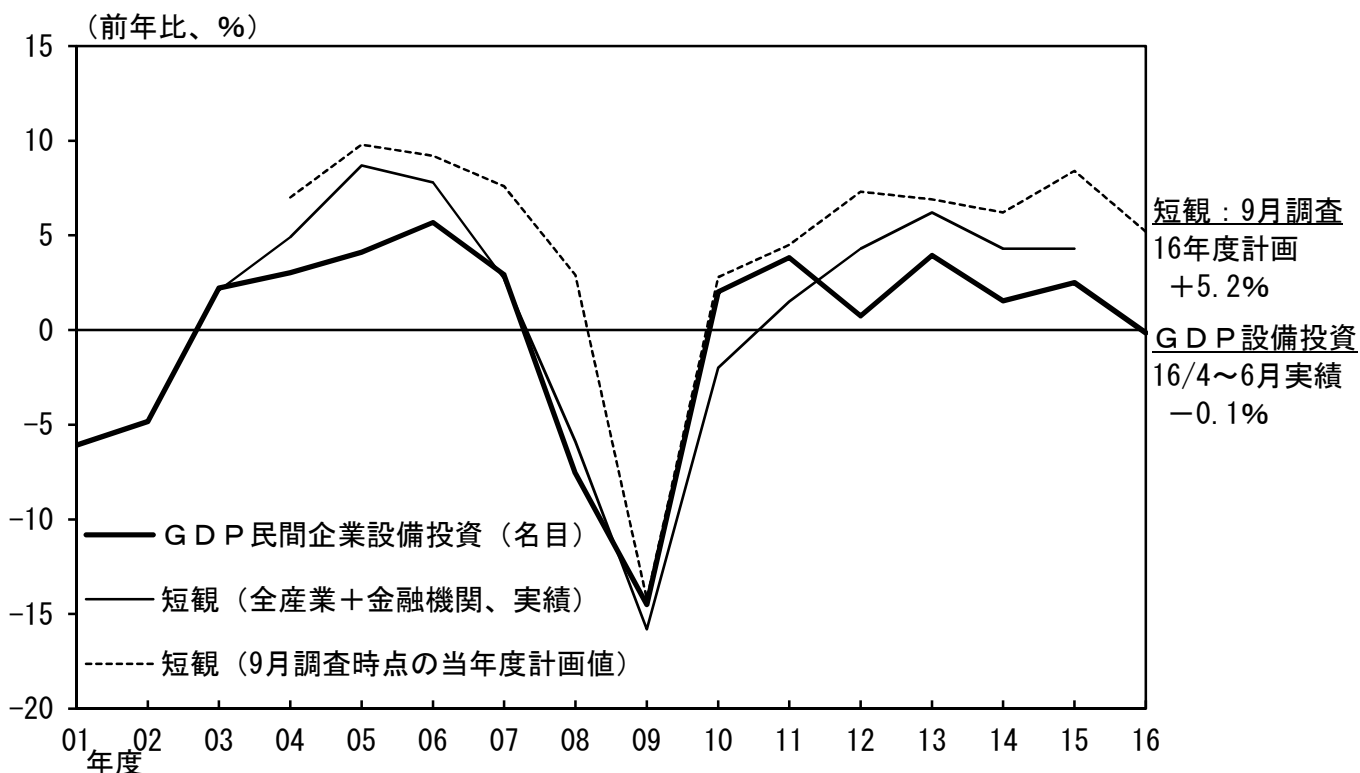
設備投資計画と実績

(1) 大企業の設備投資計画と実績



(注) 2015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

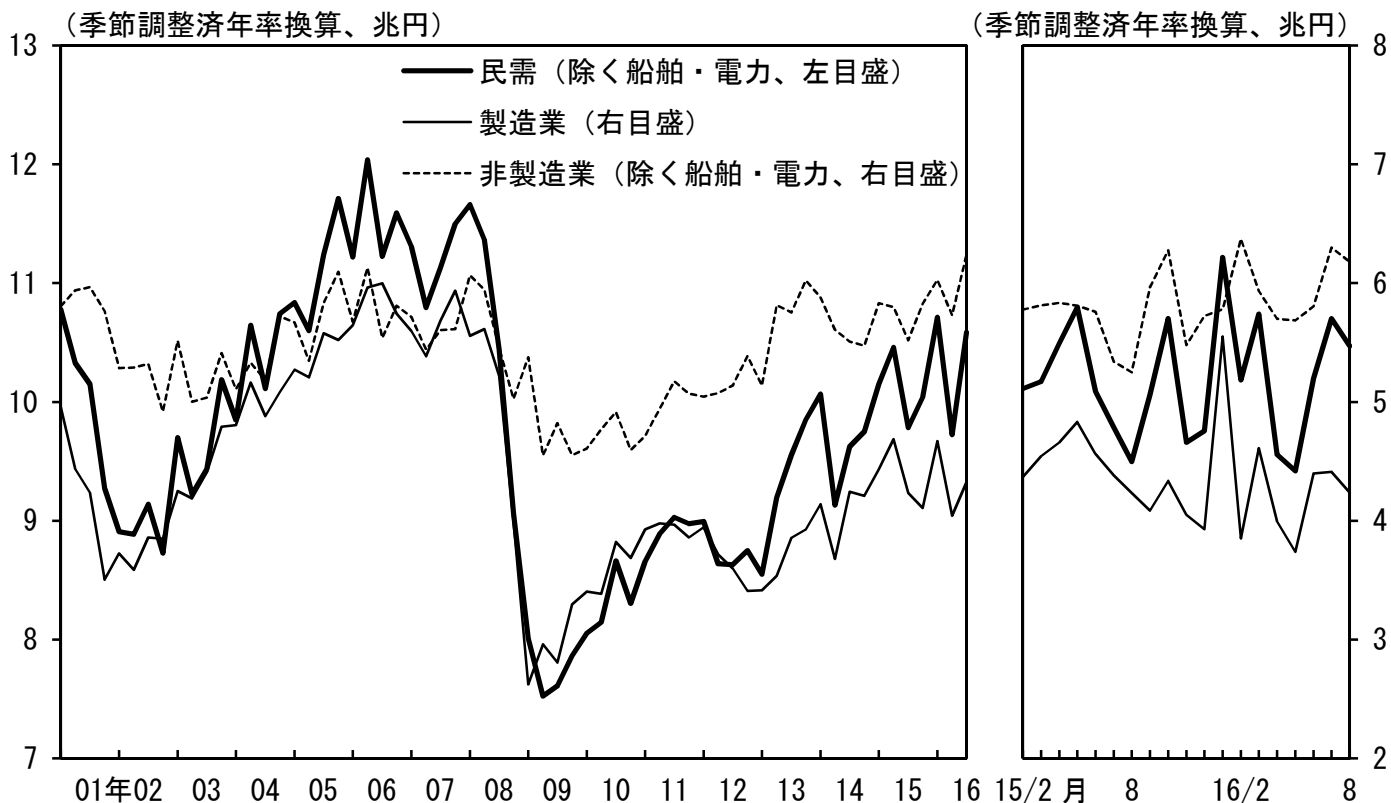


(注) 短観は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(出所) 日本銀行、日本政策投資銀行、内閣府、財務省

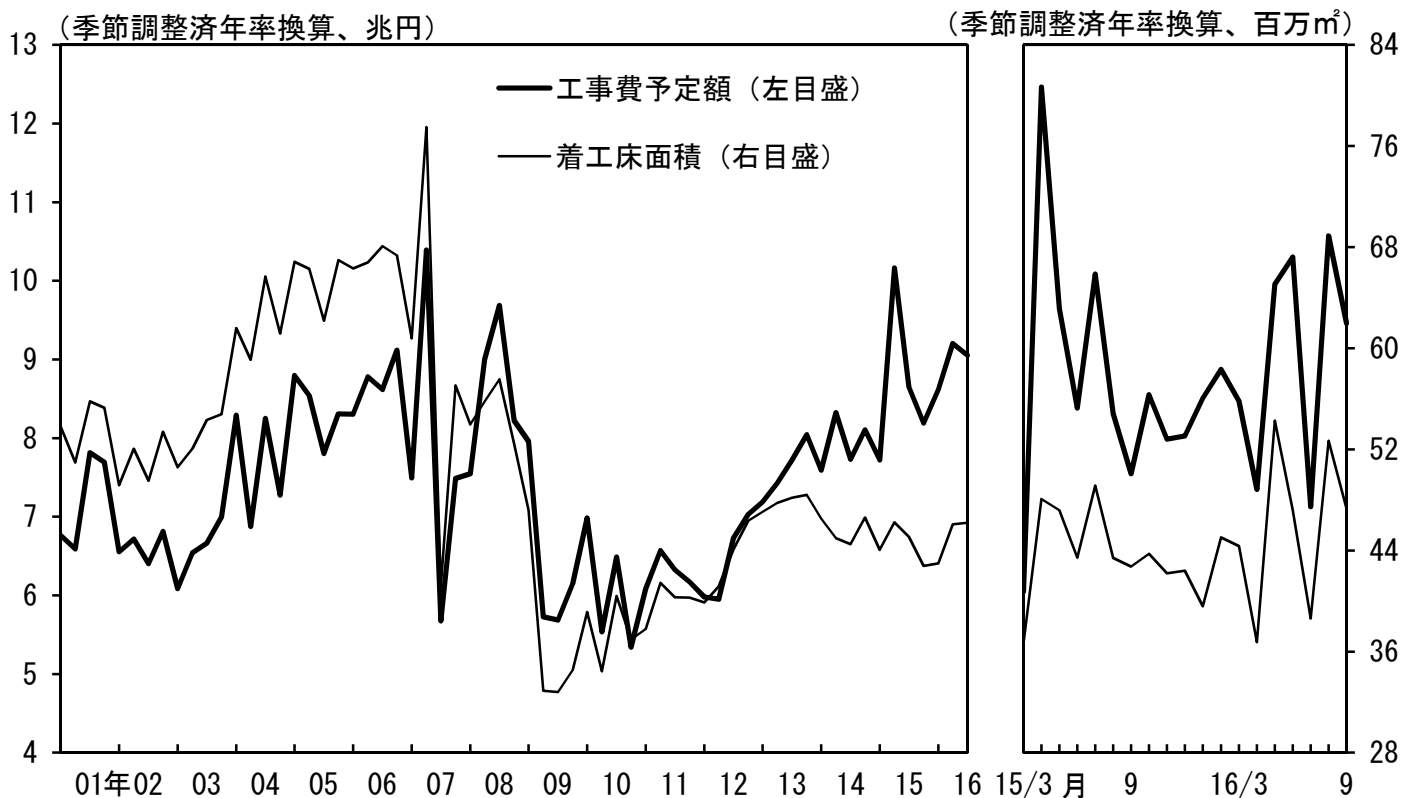
設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 2016/3Qは、7~8月の値。

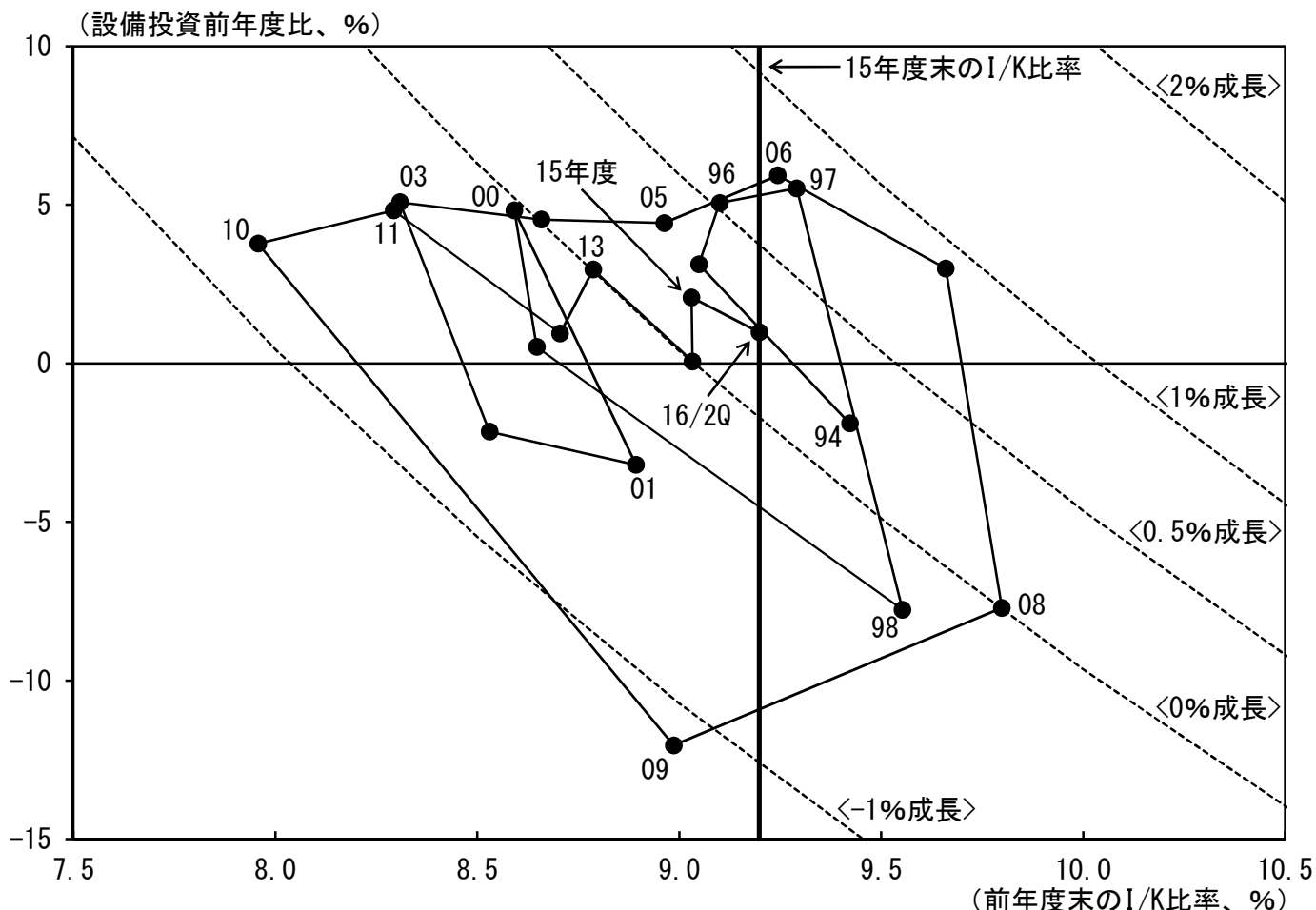
(2) 建築着工 (民間非居住用)



(出所) 内閣府、国土交通省

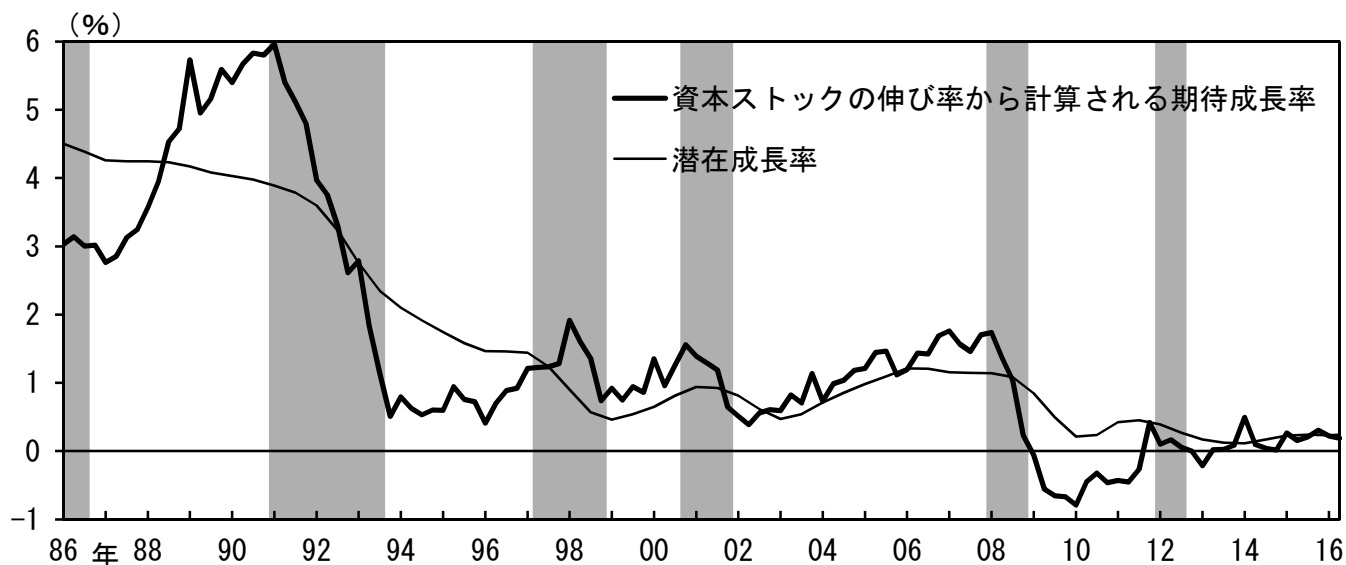
期待成長率と資本ストック循環

(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。

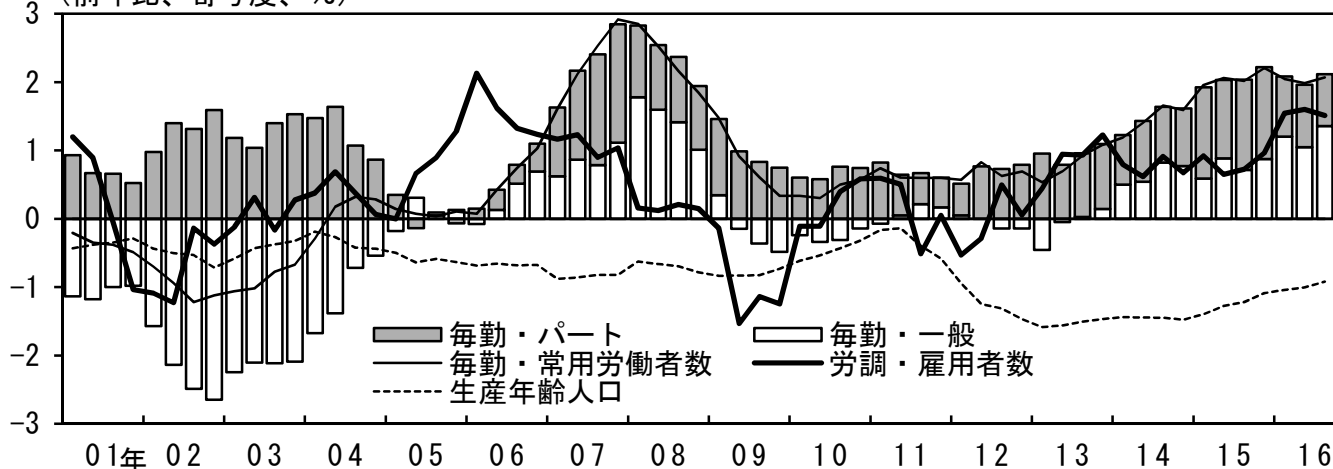
2. シャドー部分は、景気後退局面。

(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

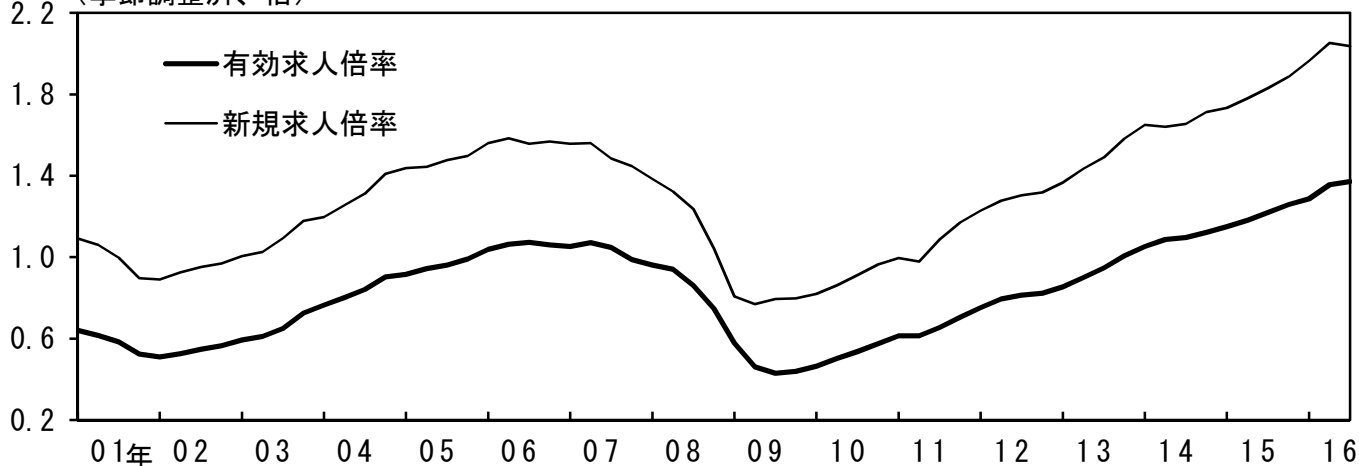
(前年比、寄与度、%)



(注) 毎月勤労統計の2016/3Qは、7~8月の値。

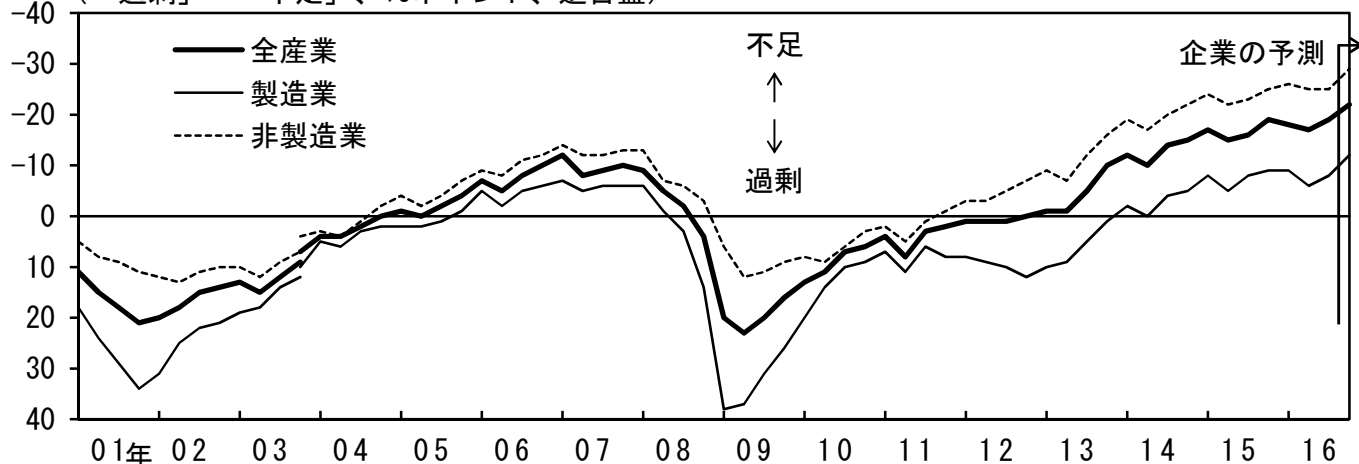
(2) 求人倍率

(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)



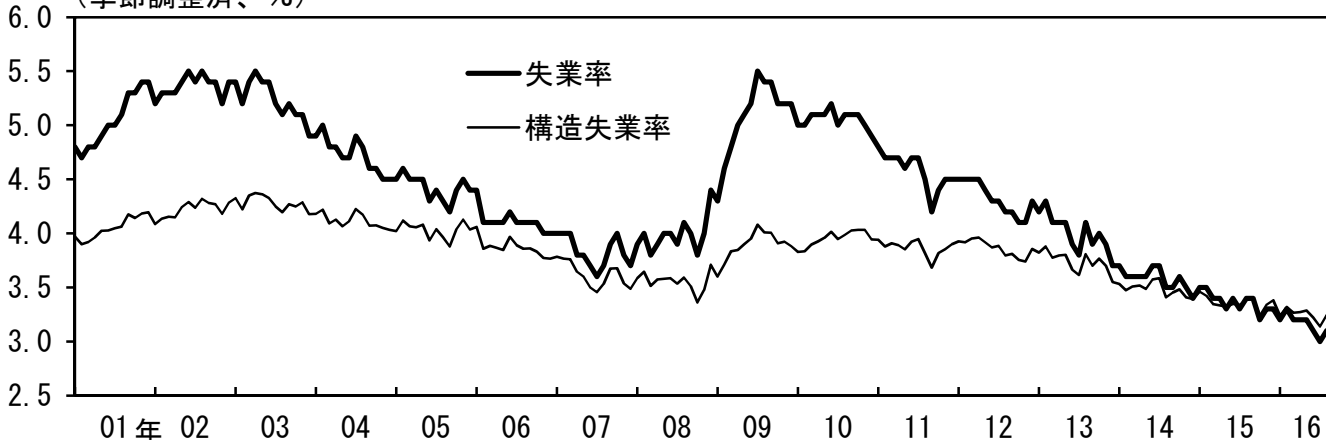
(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(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

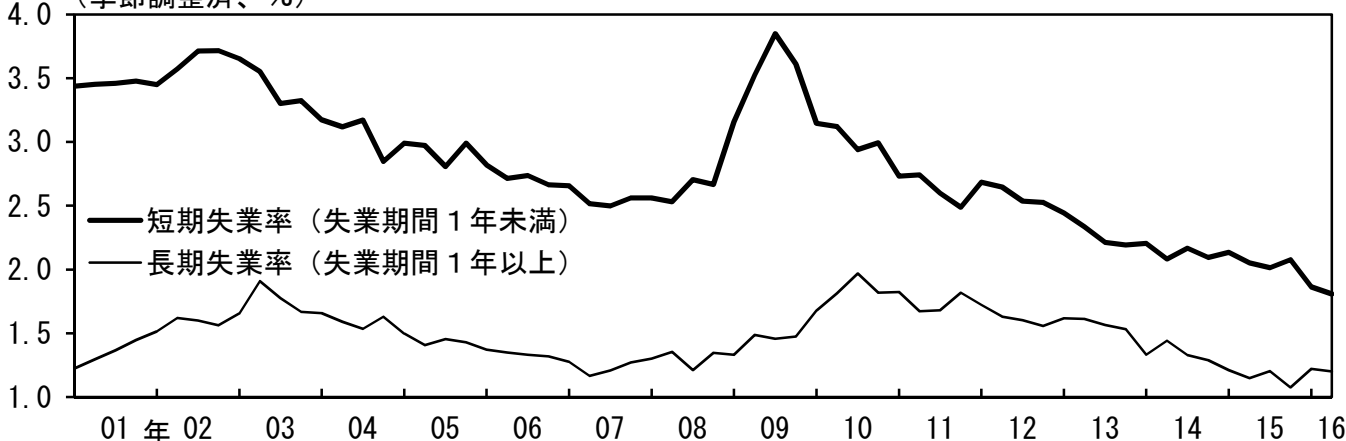
(季節調整済、%)



(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

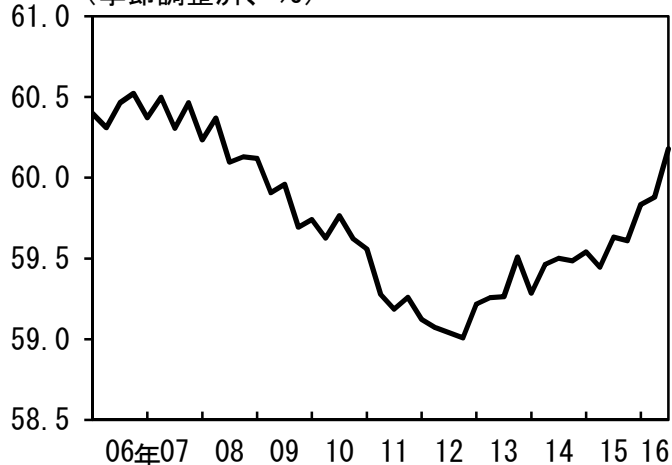
(季節調整済、%)



(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

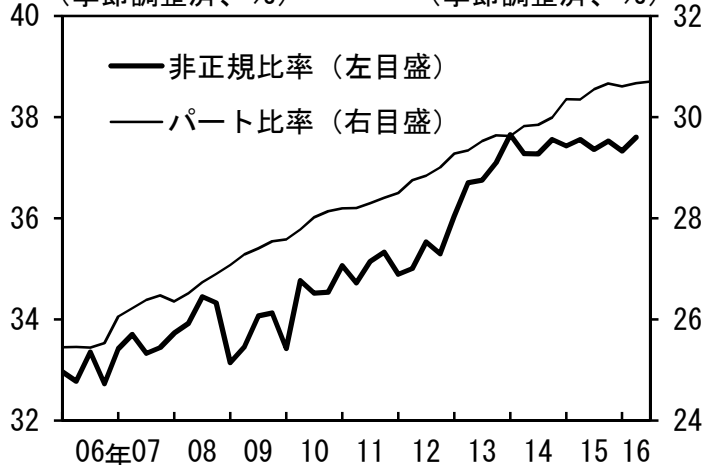
(季節調整済、%)



(4) 非正規比率とパート比率

(季節調整済、%)

(季節調整済、%)

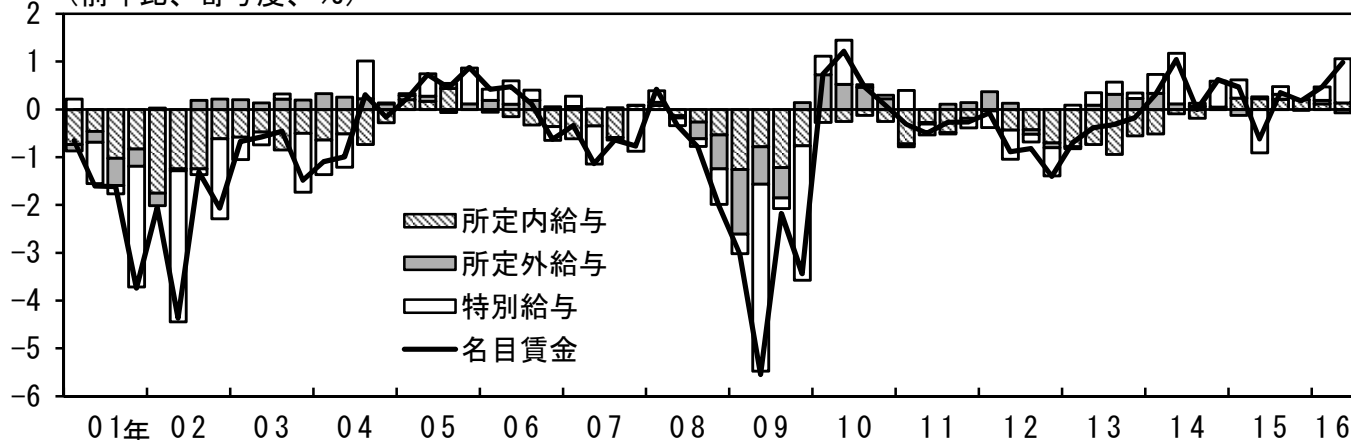


(注) 1. (4) の非正規比率は、労働力調査詳細集計ベース。
2. (4) のパート比率の2016/3Qは、7~8月の値。

名目賃金

(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)

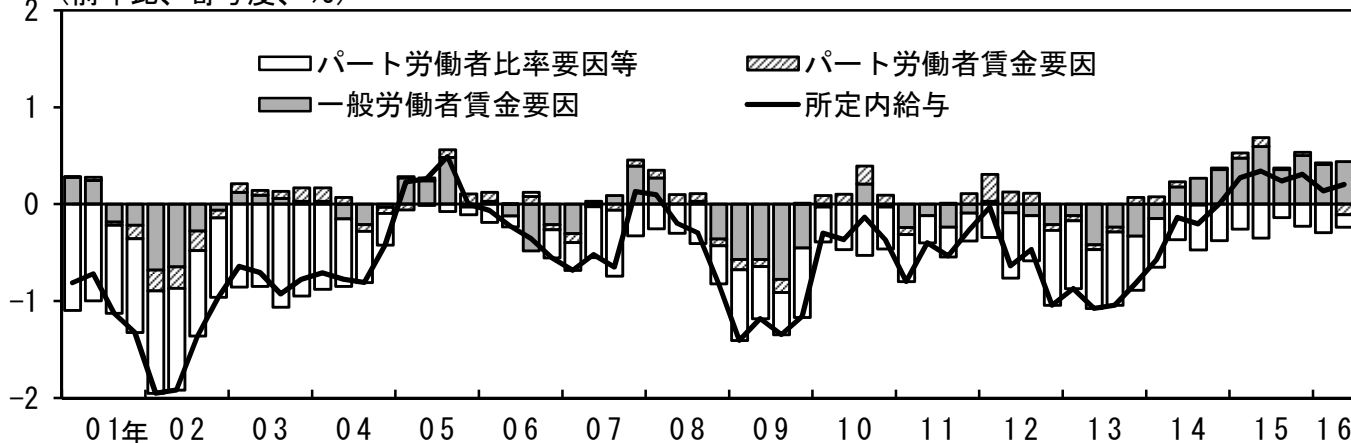


(注) 四半期は、以下のように組み替えている。

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、%)



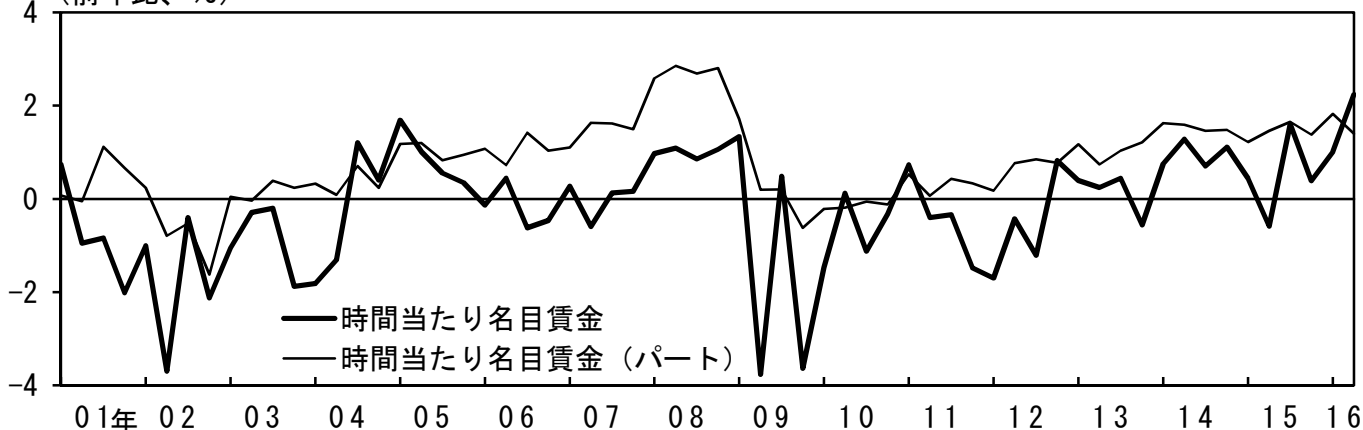
(注) 一般労働者賃金要因＝一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合

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

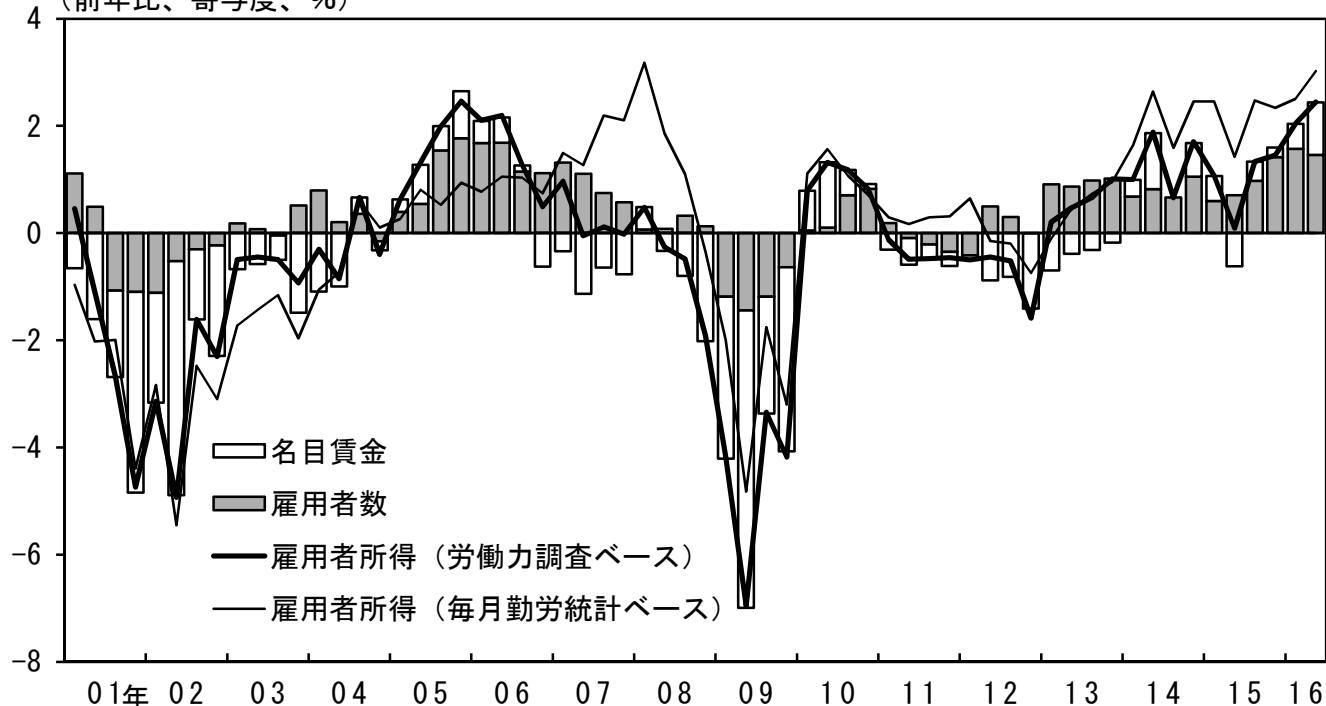
(前年比、%)



雇用者所得

(1) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 四半期は、以下のように組み替えている。

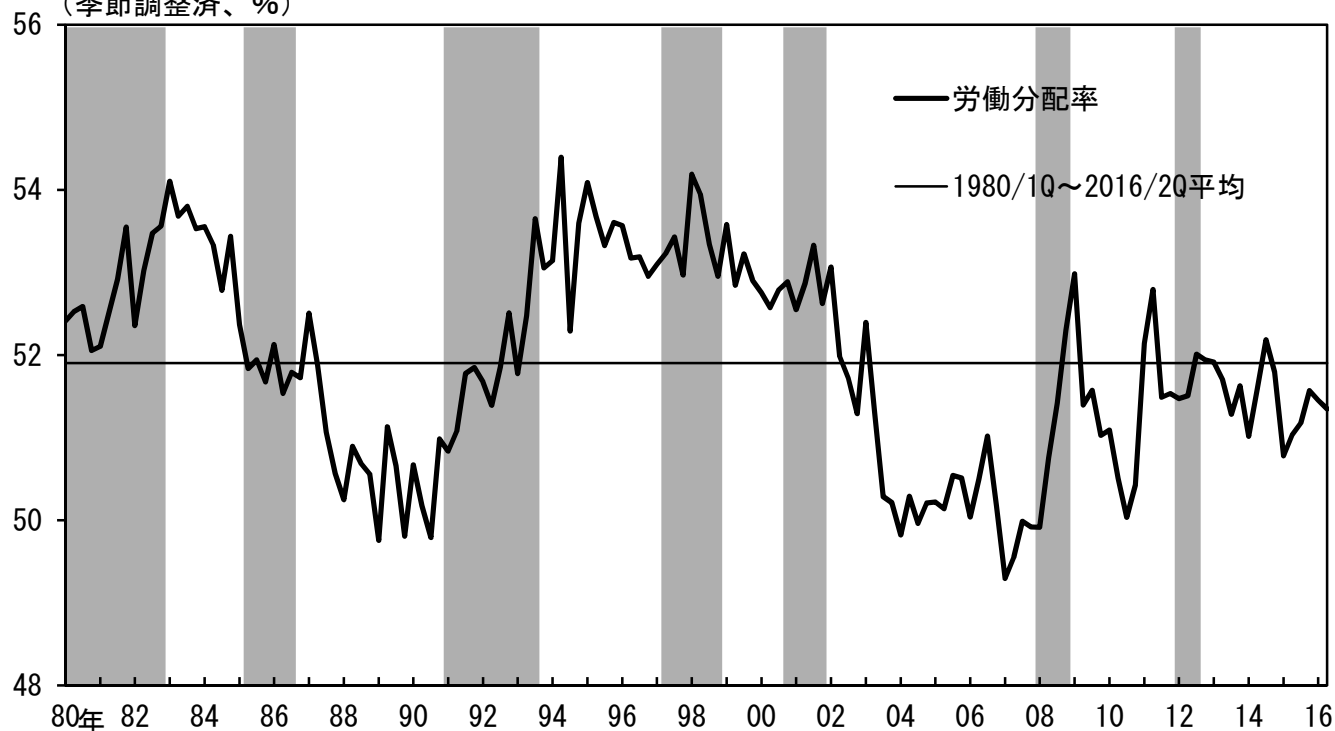
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

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

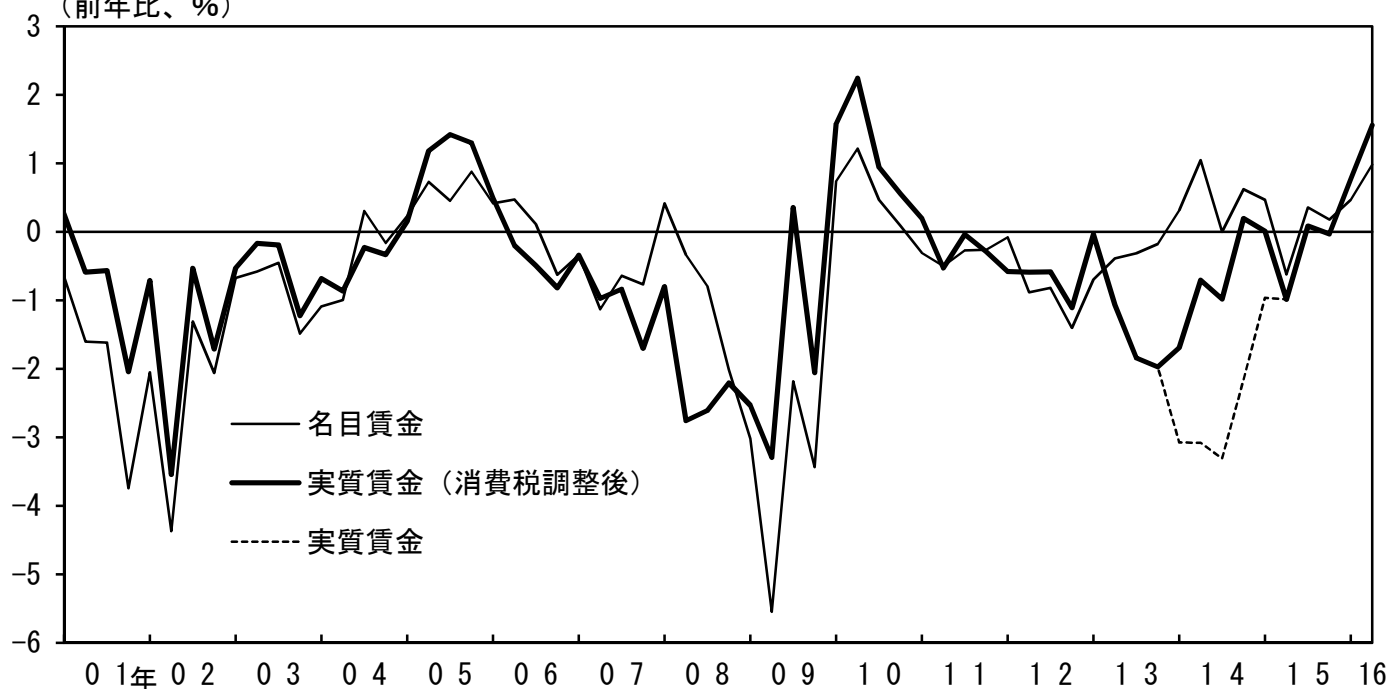
2. シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府

実質賃金・所得

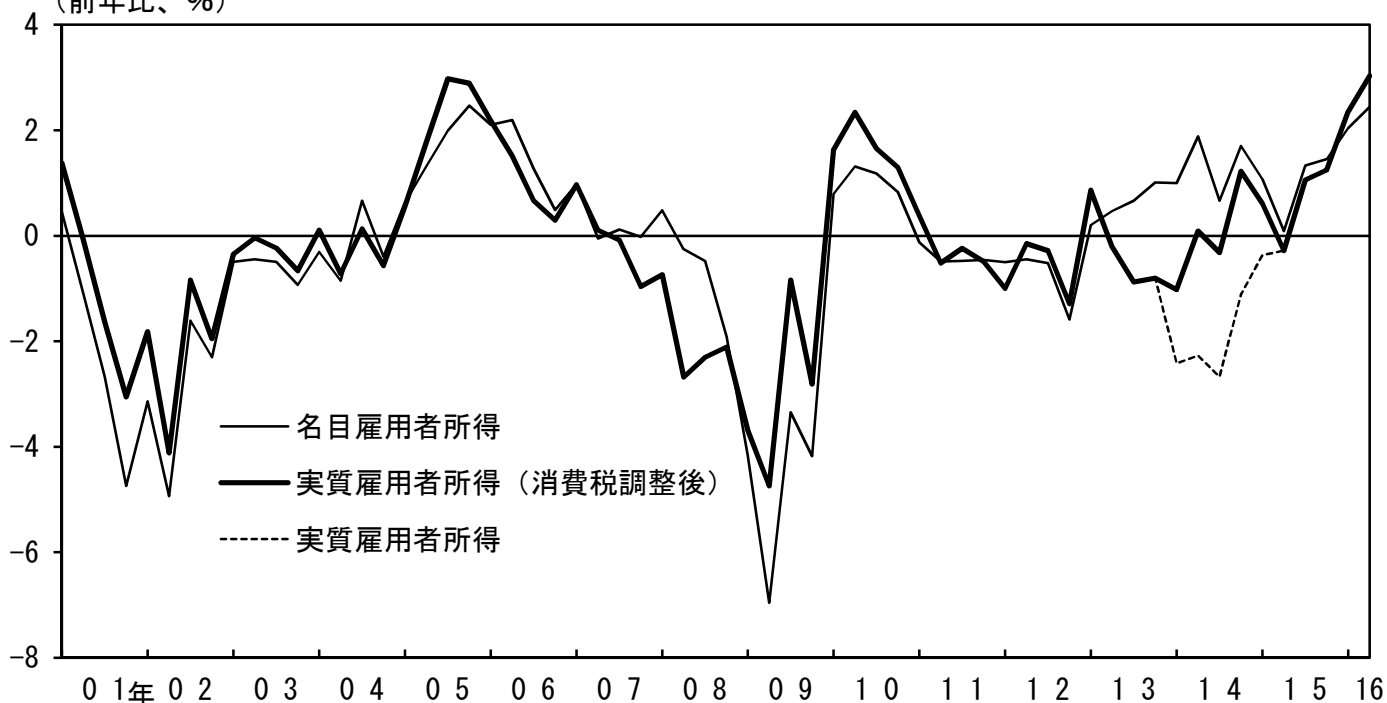
(1) 実質賃金

(前年比、%)



(2) 実質雇用者所得

(前年比、%)

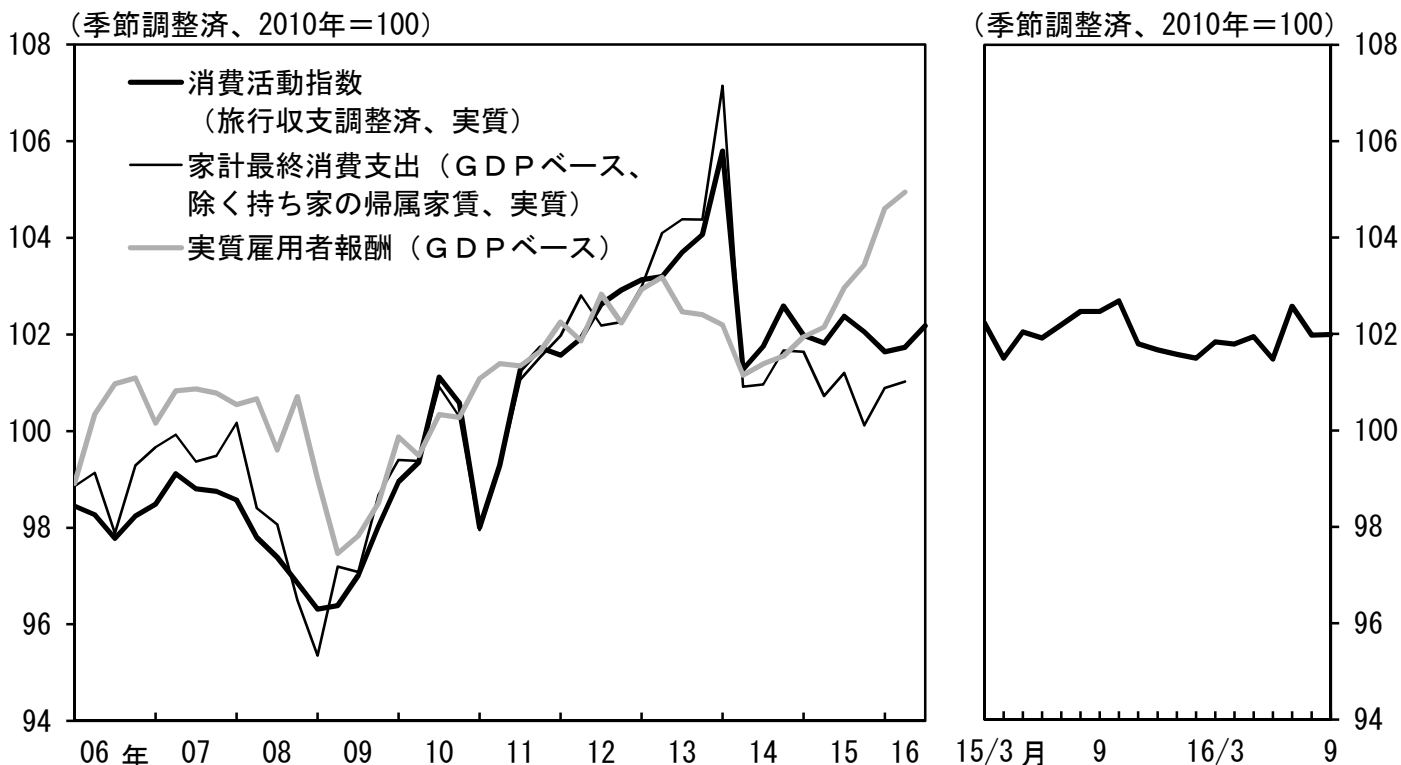


- (注) 1. 四半期は、以下のように組み替えている。
 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
 2. 実質賃金は、CPI総合除く持家の帰属家賃で実質化（厚生労働省公表ベース）。
 3. 名目（実質）雇用者所得は、名目（実質）賃金に雇用者数（労働力調査）を乗じて算出。
 4. 消費税調整後の実質賃金・実質雇用者所得は、消費税調整済みのCPI総合除く持家の帰属家賃（試算値）を用いて実質化。

(出所) 厚生労働省、総務省

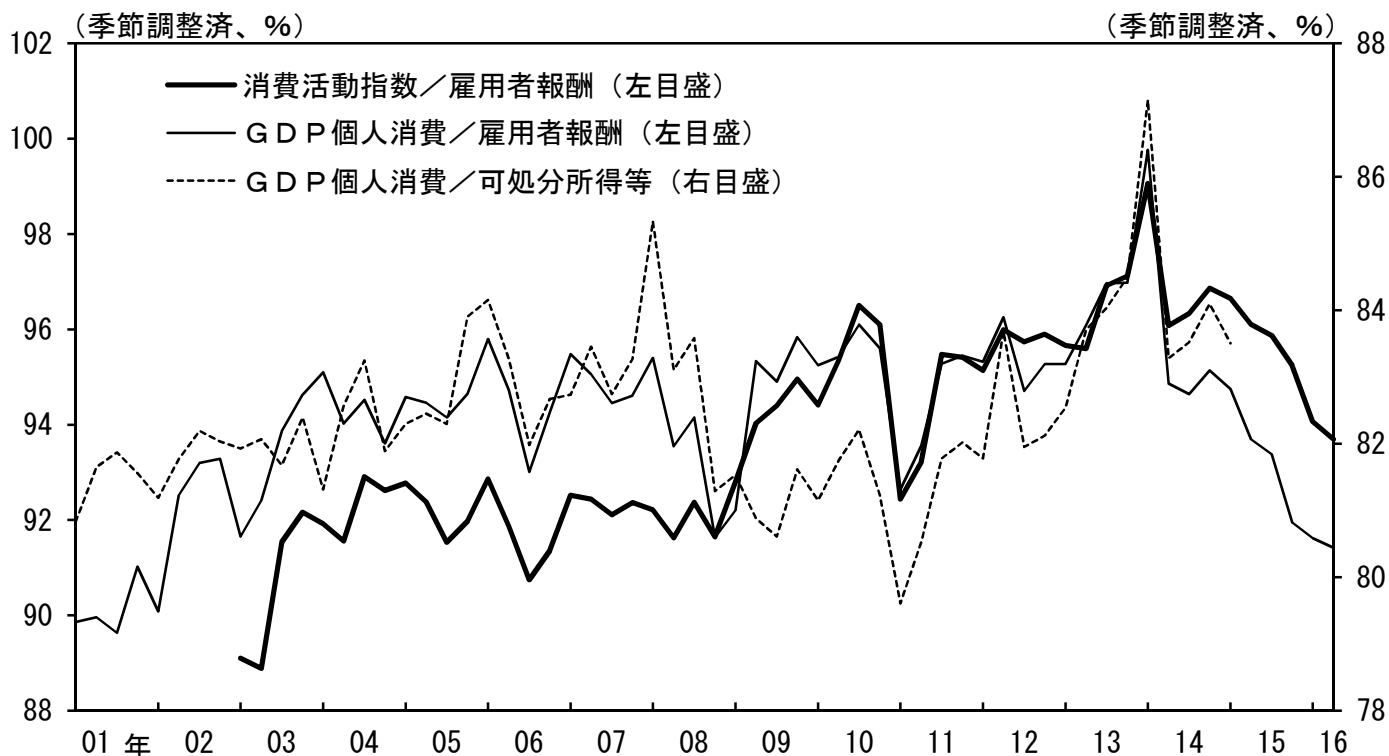
個人消費

(1) 個人消費と実質雇用者報酬



(注) 消費活動指数 (旅行収支調整済) は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費 (10/31日時点の値)。

(2) 平均消費性向



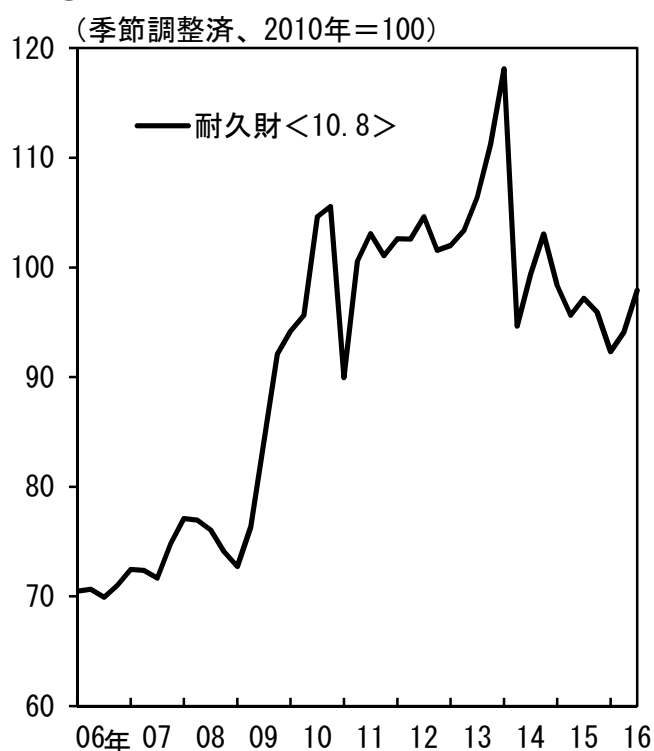
(注) 1. 消費活動指数は、2010年のGDP個人消費額を用いて名目指数 (除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費) を金額に換算。
 2. GDP個人消費は、家計最終消費支出 (除く持ち家の帰属家賃)。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金基金年金準備金の変動を加えたもの。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

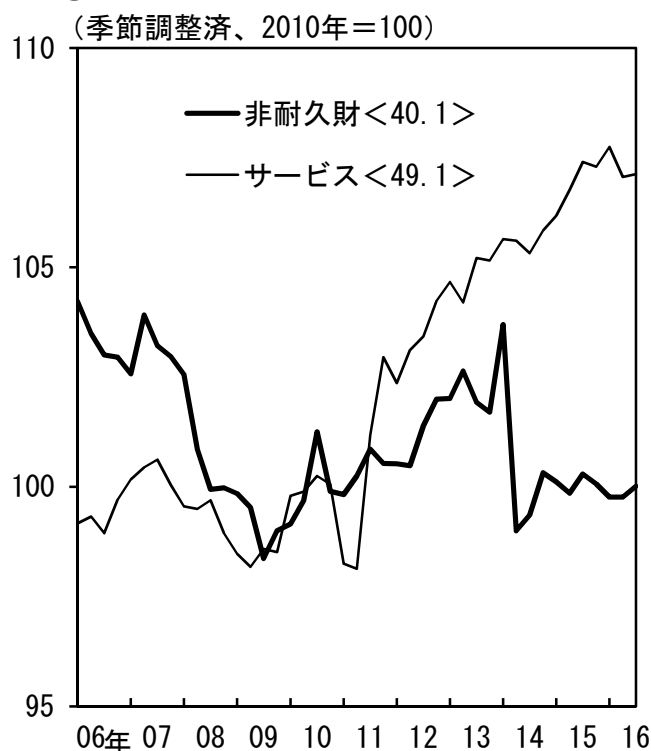
形態別消費と供給側・需要側統計

(1) 消費活動指数における形態別消費 (実質)

① 耐久財

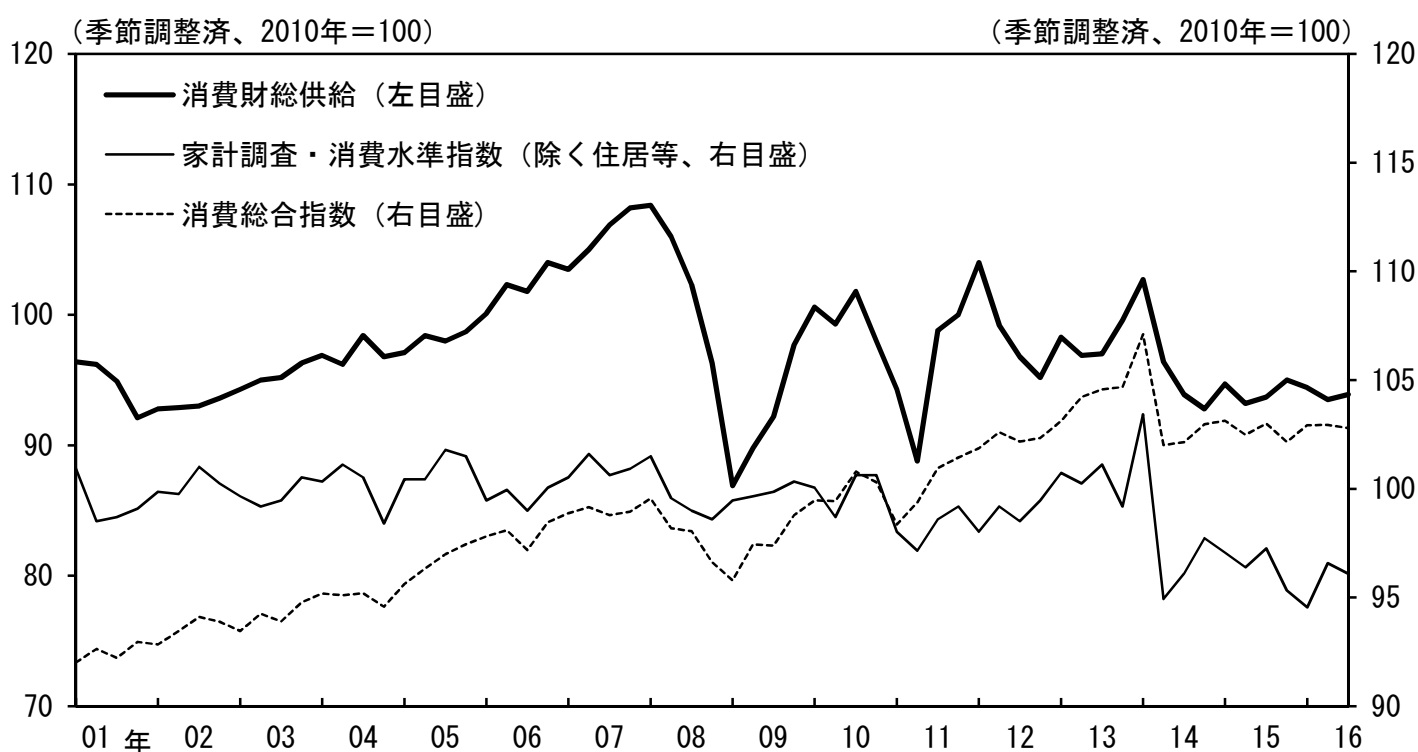


② 非耐久財・サービス



- (注) 1. 10/31日時点の値。< >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。

(2) 消費財総供給・家計調査・消費総合指数

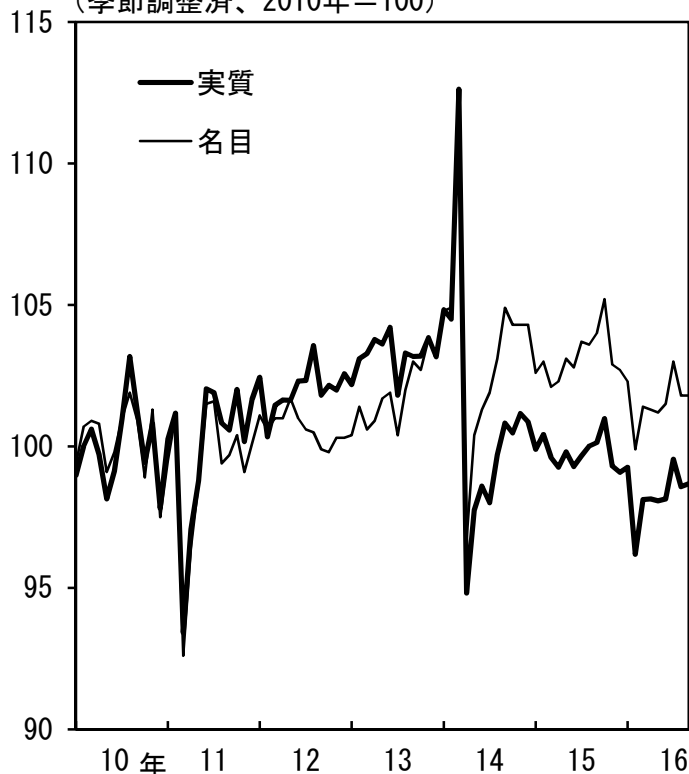


- (注) 1. 消費水準指数は、二人以上の世帯(世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済)の計数。
2. 消費財総供給、消費総合指数の2016/3Qは、7~8月の値。

販売統計（商業動態統計）

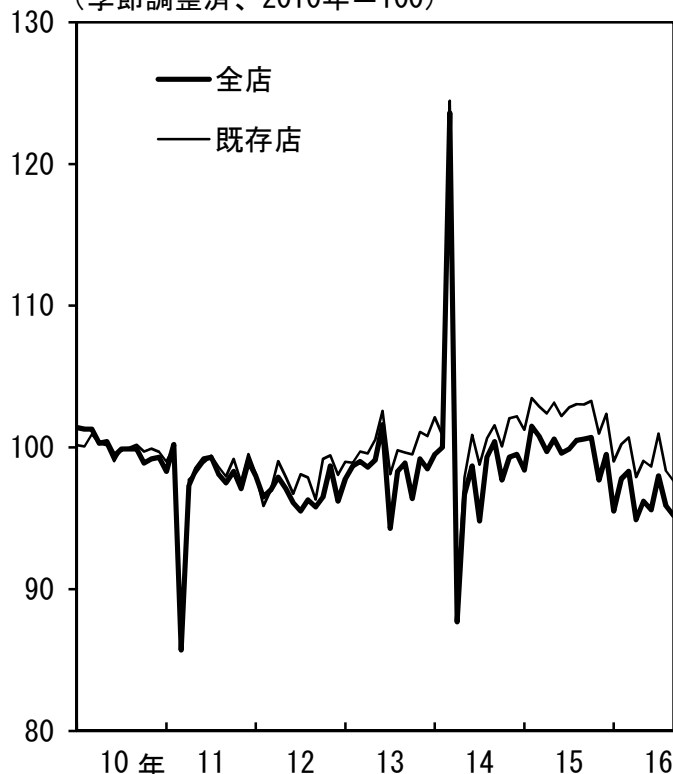
(1) 小売業販売額

(季節調整済、2010年=100)



(2) 百貨店売上高

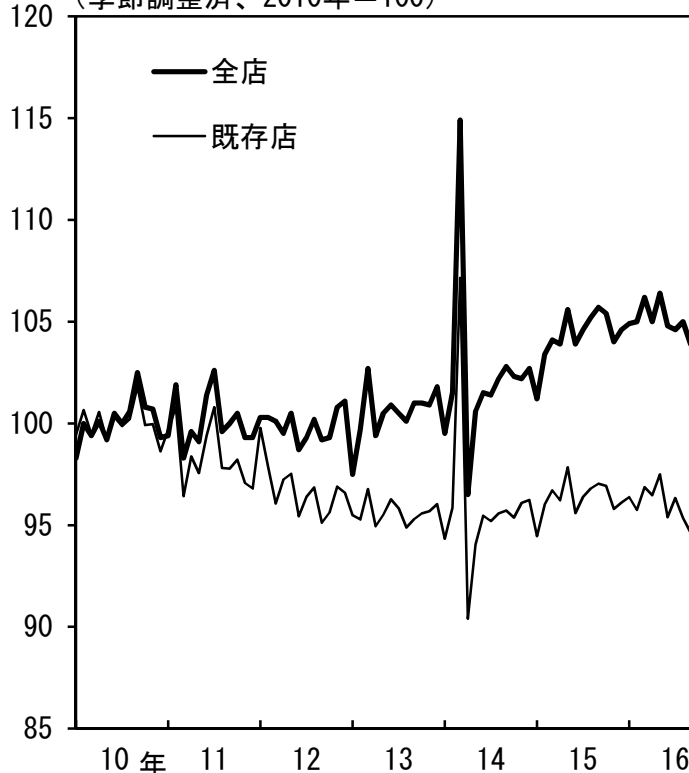
(季節調整済、2010年=100)



(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。

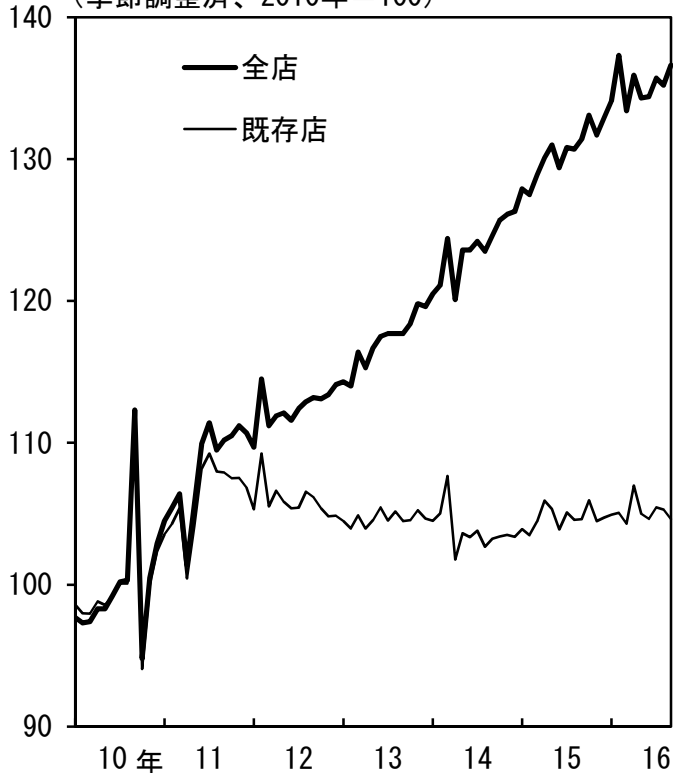
(3) スーパー売上高

(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。

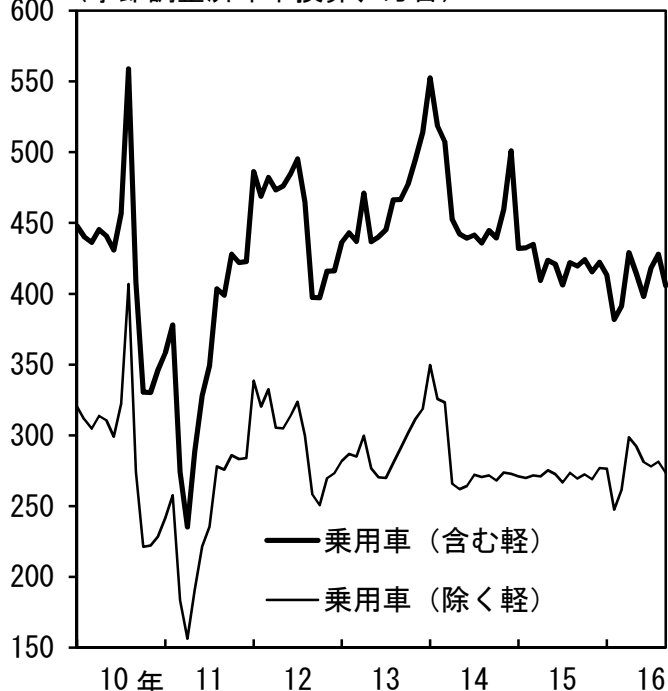
(出所) 経済産業省、総務省、日本フランチャイズチェーン協会「コンビニエンスストア統計調査」

耐久財・サービス消費

(1) 耐久財消費

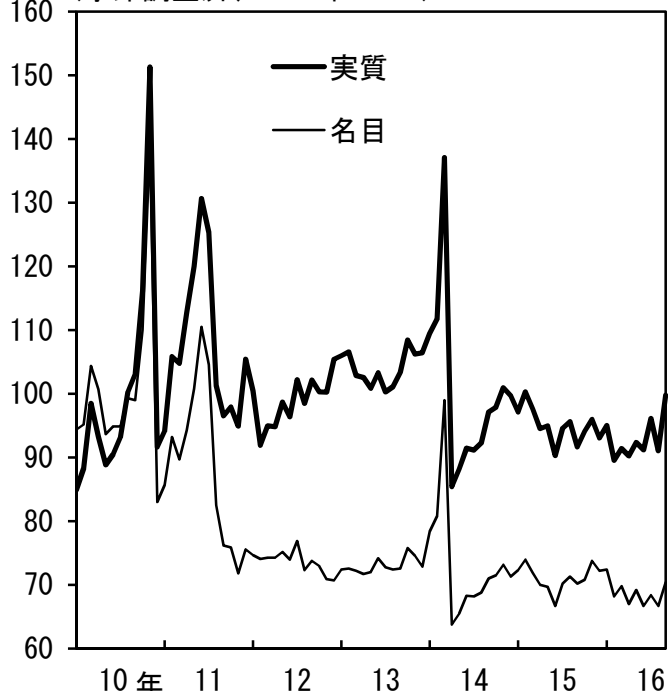
①新車登録台数

(季節調整済年率換算、万台)



②家電販売額 (商業動態統計)

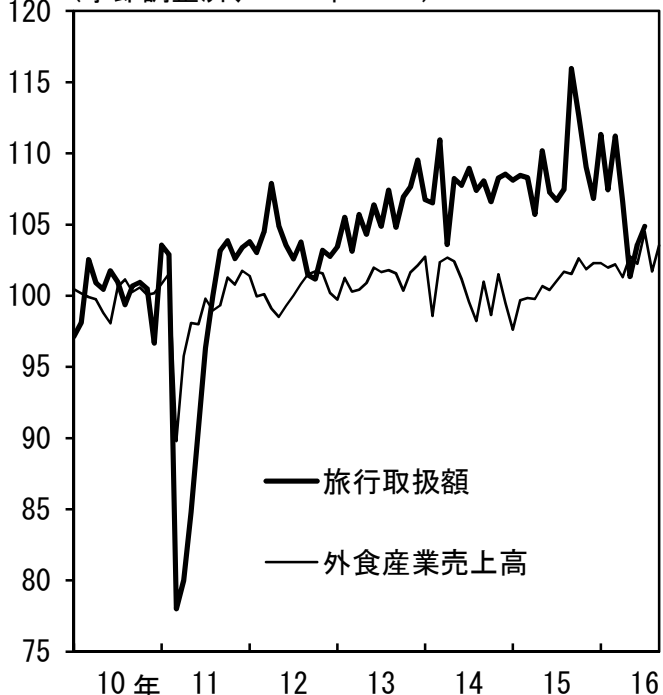
(季節調整済、2010年=100)



(2) サービス消費

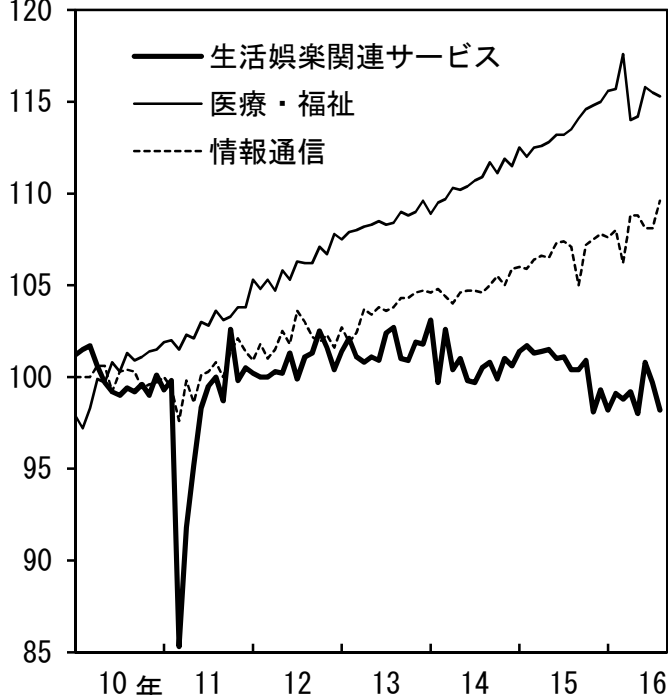
①旅行、外食 (名目)

(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)

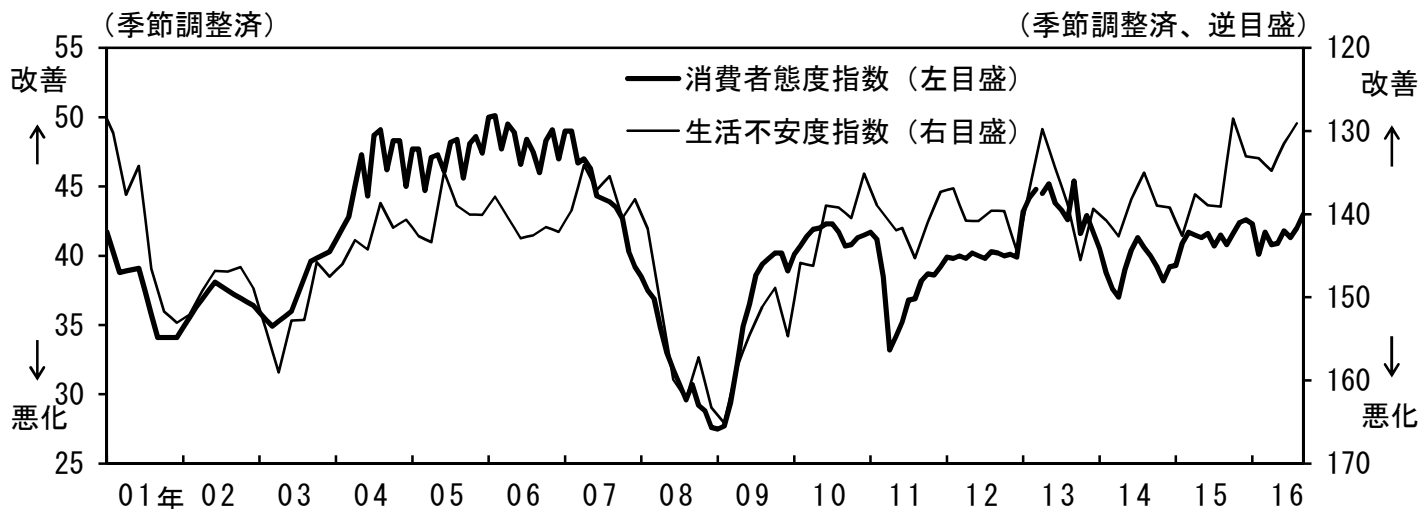


- (注) 1. (1) ②は、機械器具小売業販売額指数。実質値は、各種家電関連商品のCPIを用いて算出。
- 2. (2) ①の旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。
- 3. (2) ①の外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(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」

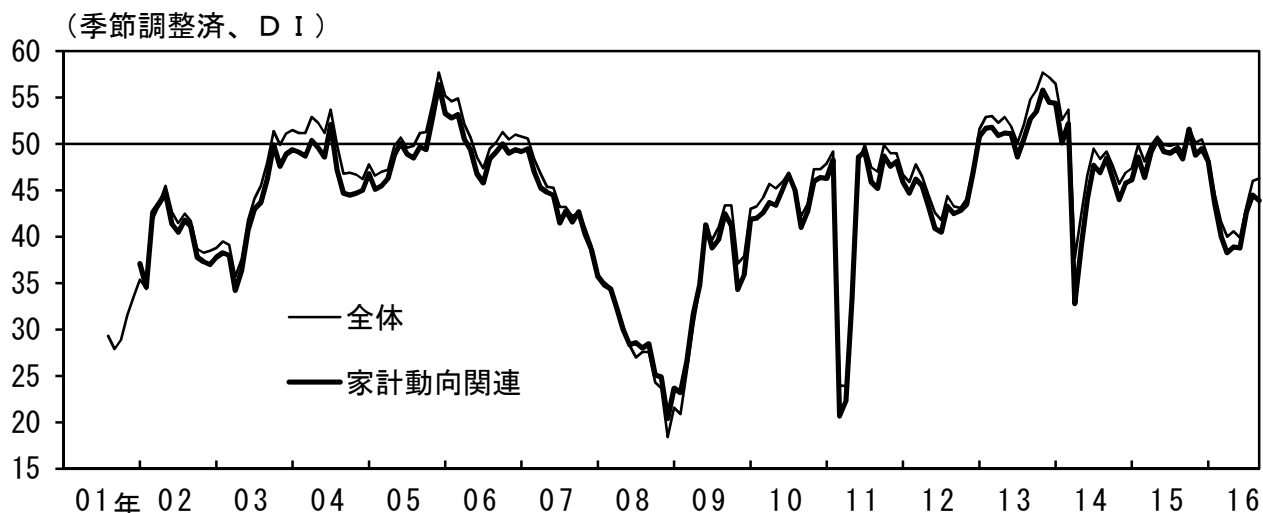
個人消費関連のマインド指標

(1) 消費者態度指数と生活不安度指数

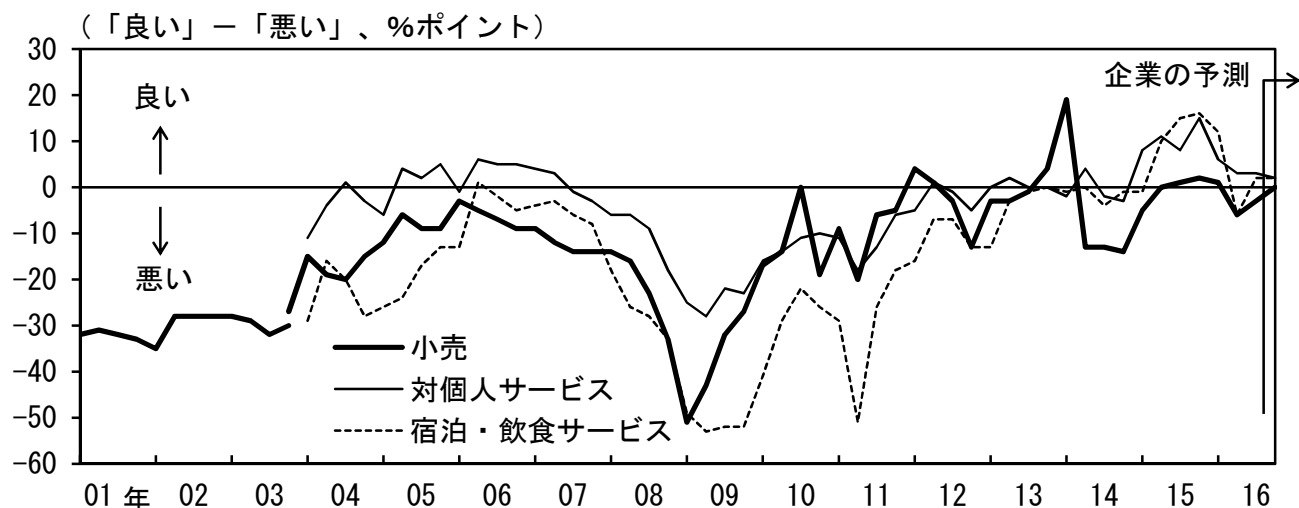


(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

(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)

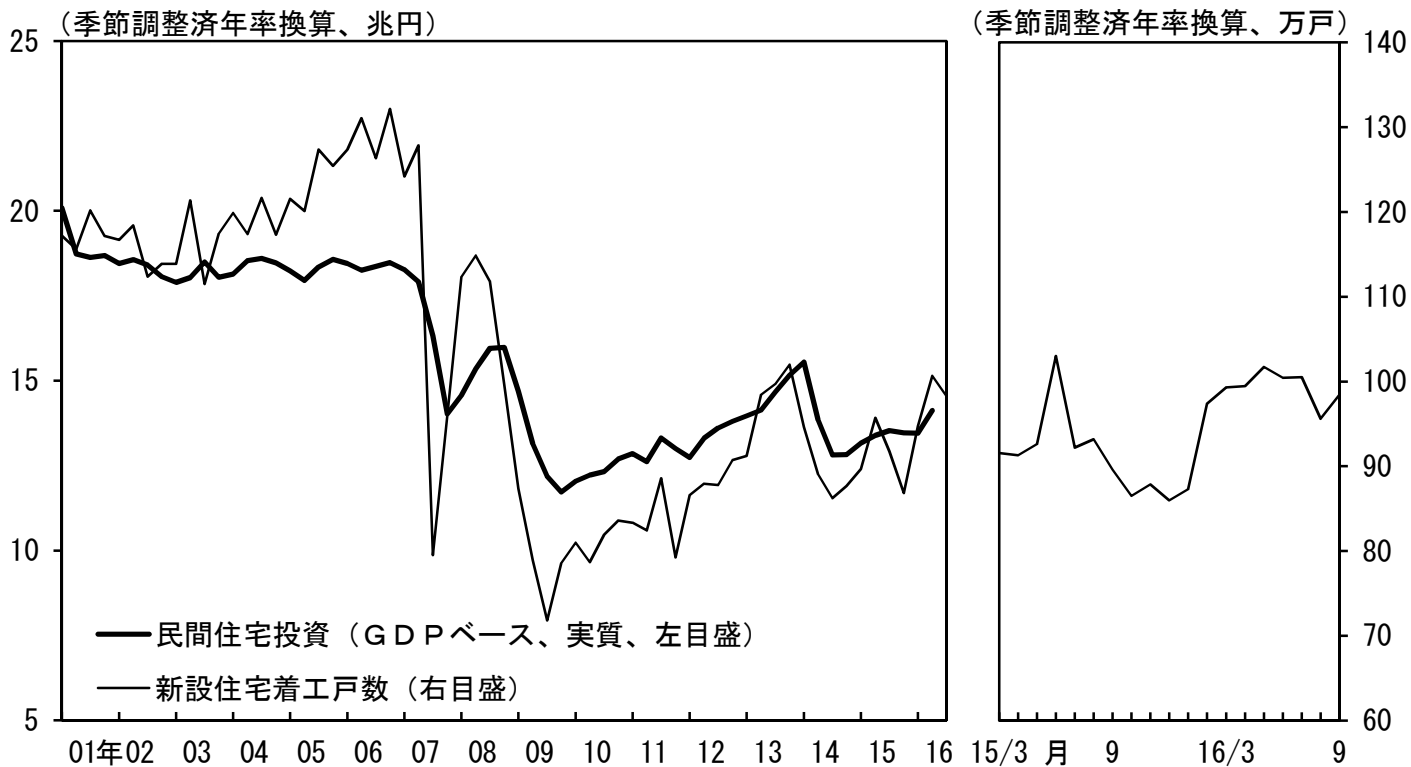


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

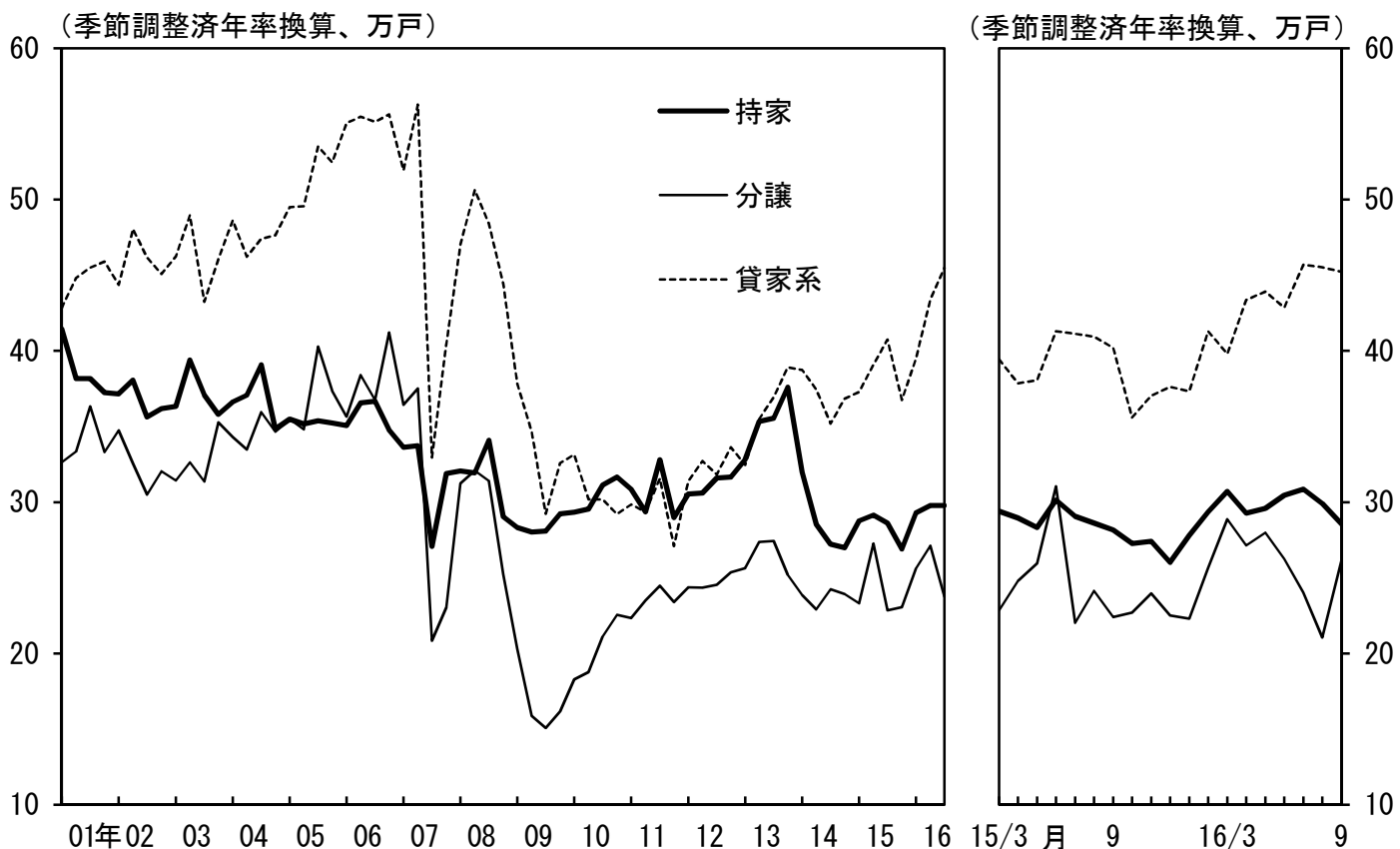
(出所) 内閣府、日本銀行、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数

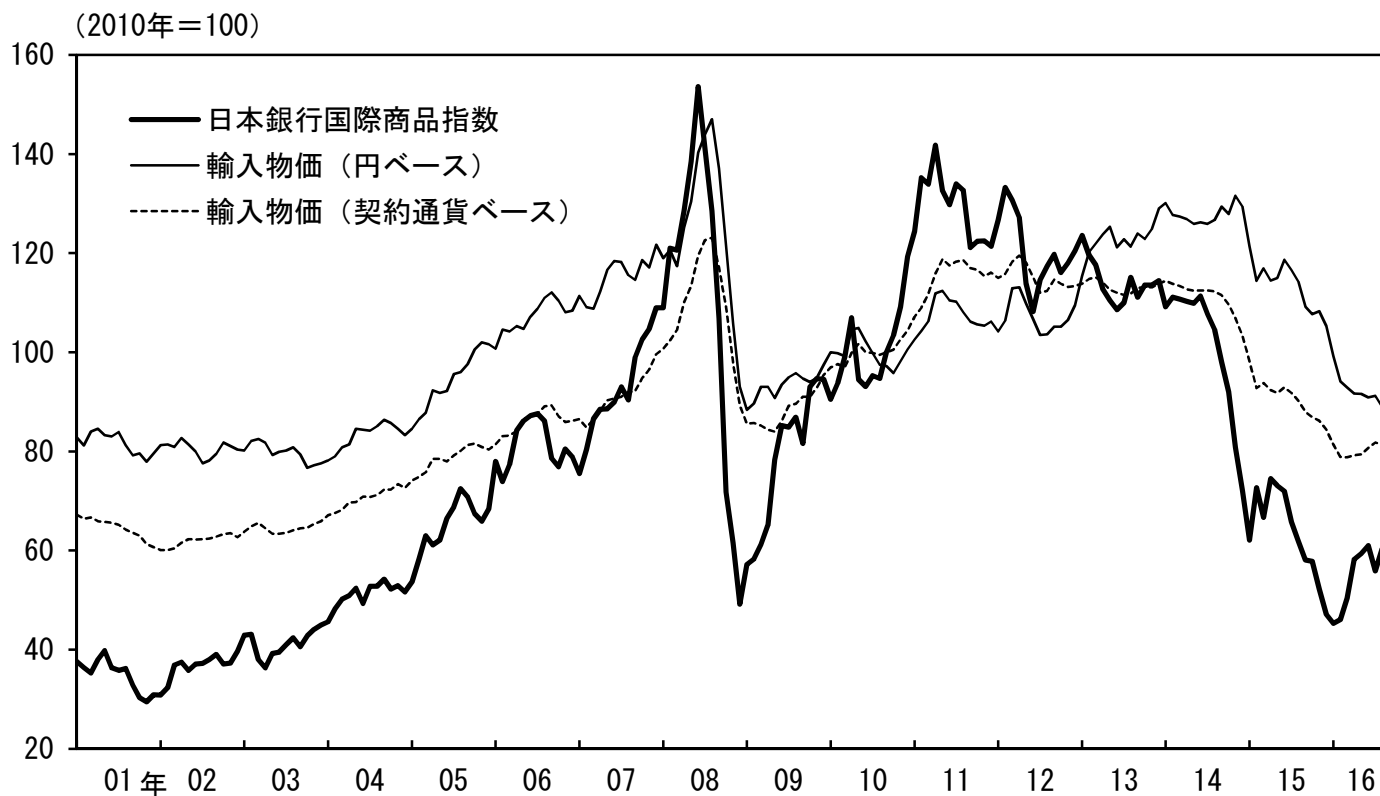


(2) 新設住宅着工戸数の内訳

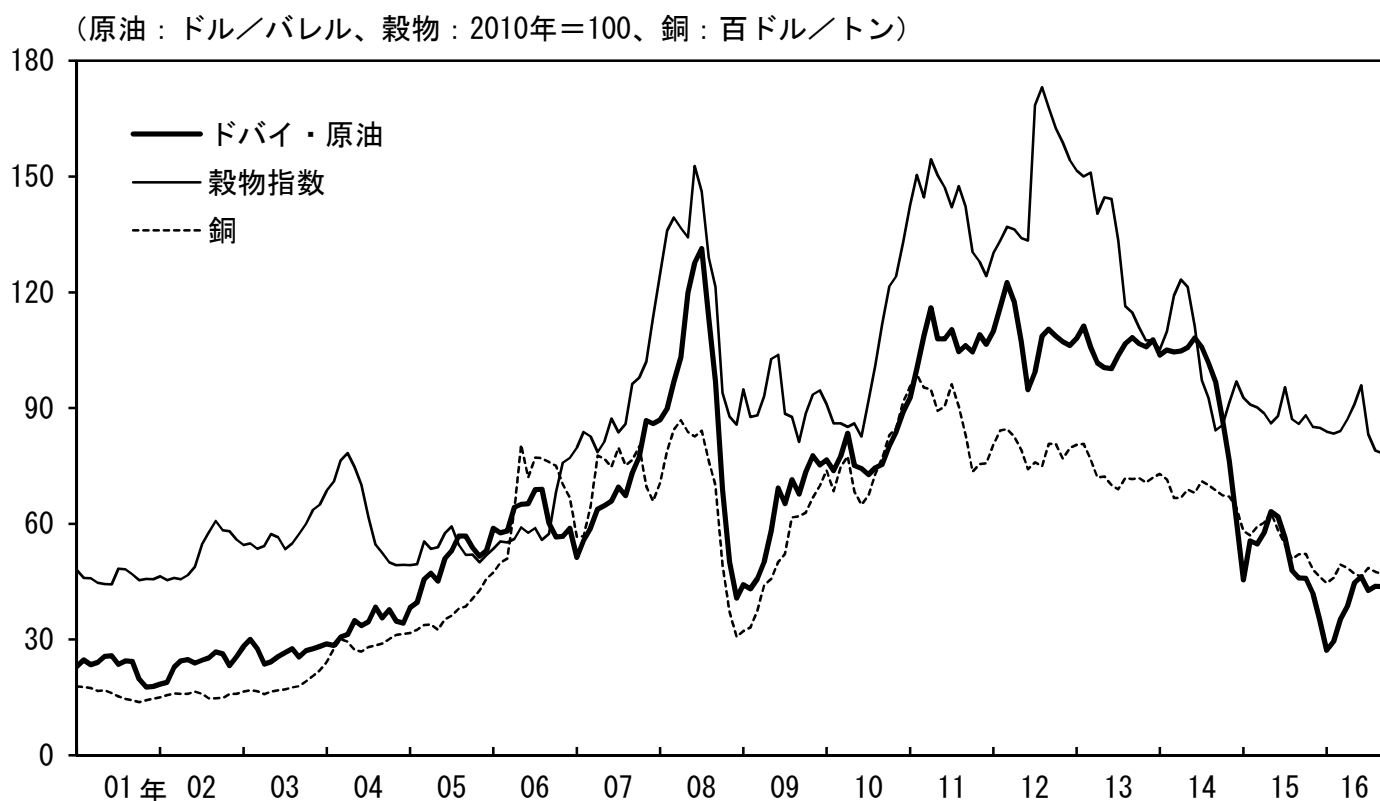


輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数



(2) 国際商品市況

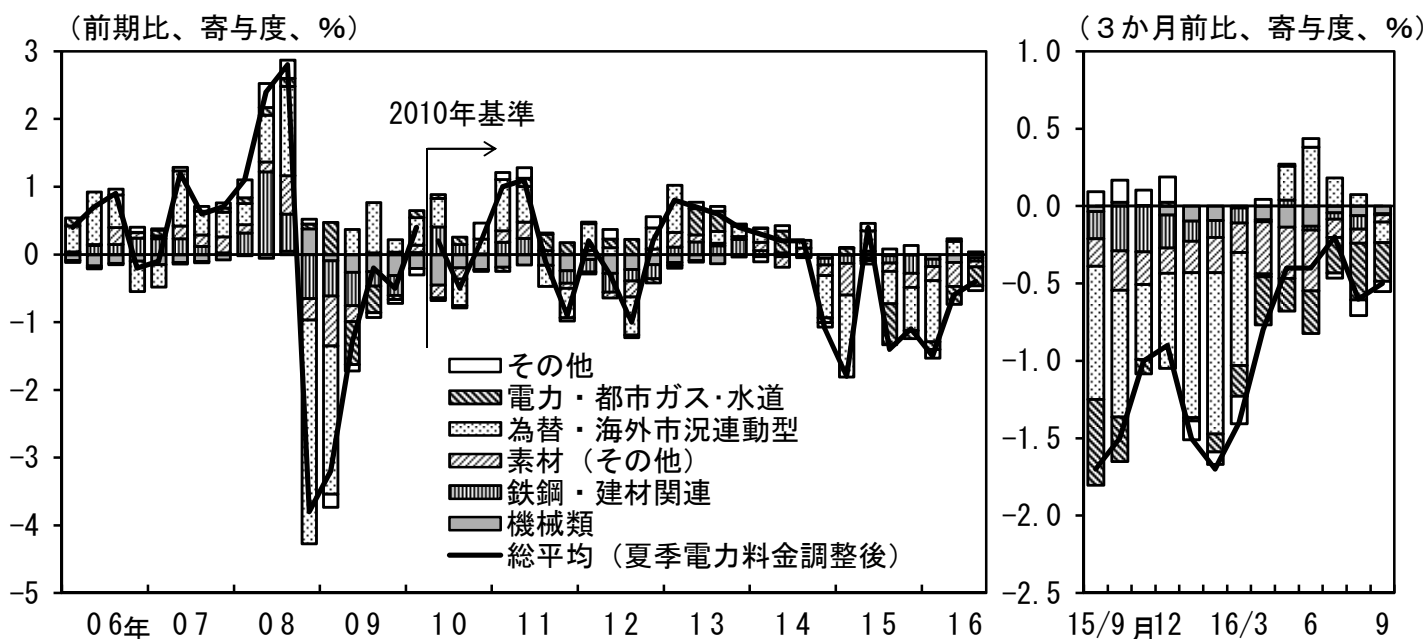


(注) いずれも月中平均。穀物指数は、穀物(小麦・大豆・トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは貿易統計の輸入金額から算出。

(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg、財務省、日本銀行

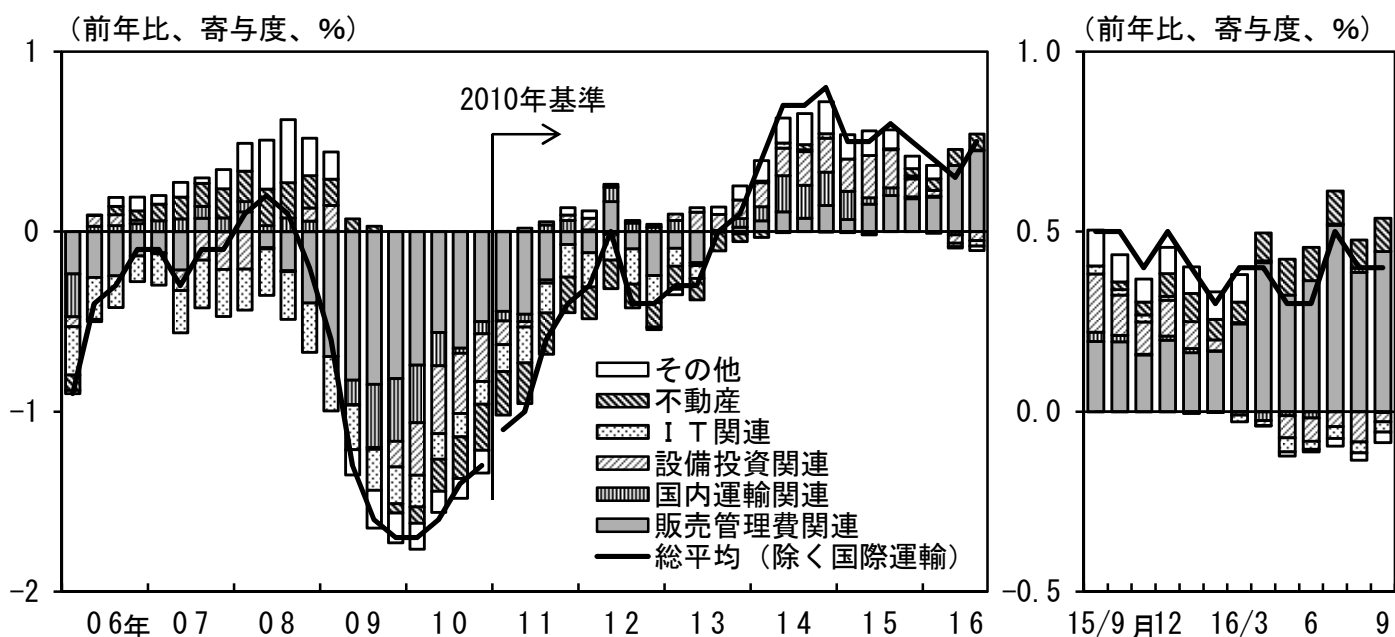
国内企業物価と企業向けサービス価格

(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

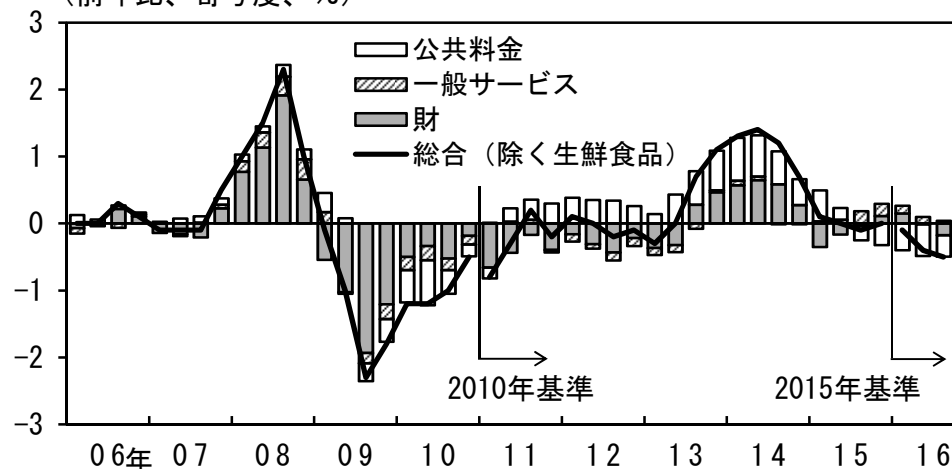


- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信(除く新聞・出版)、広告、諸サービス(除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス)
2. 国内運輸関連：運輸・郵便(除く国際運輸、旅客輸送)
3. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル
4. 設備投資関連：リース・レンタル(除くIT関連)、土木建築サービス

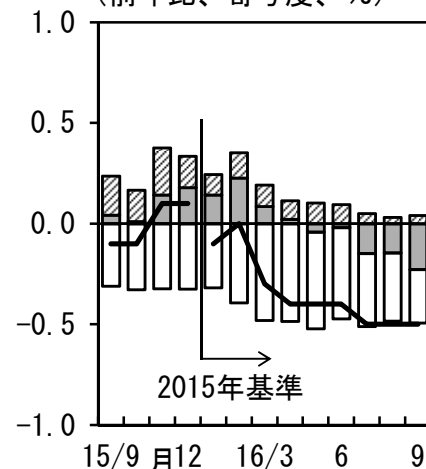
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

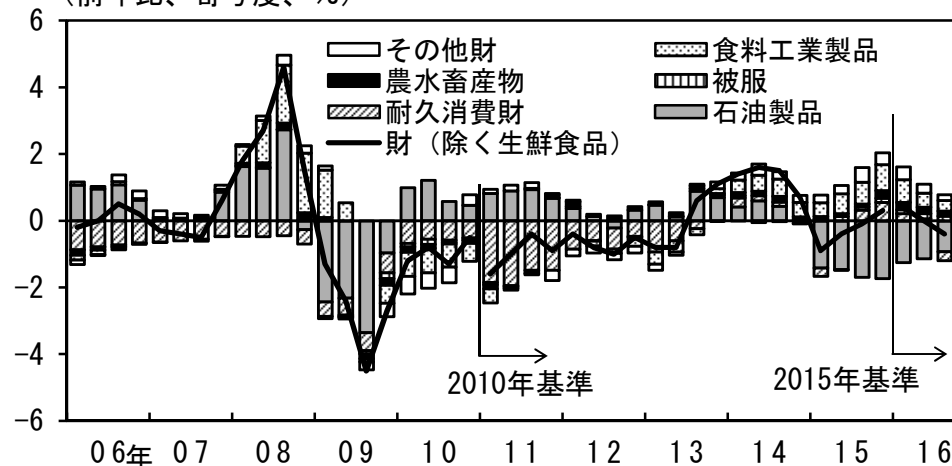


(前年比、寄与度、%)

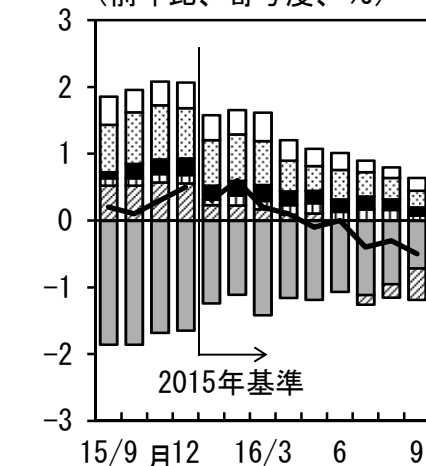


(2) 財 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

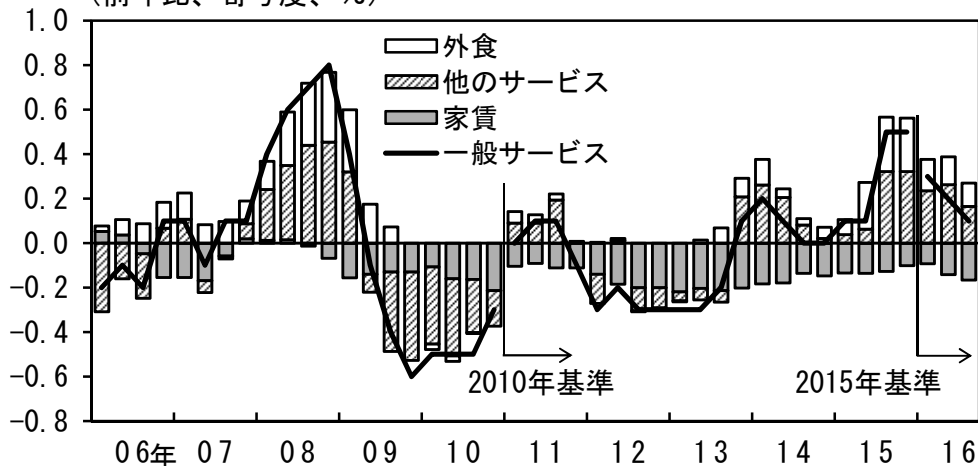


(前年比、寄与度、%)

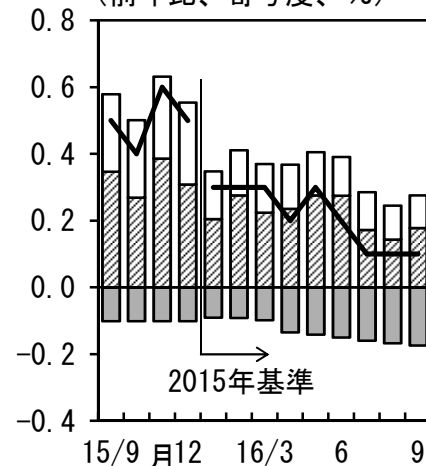


(3) 一般サービス

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)

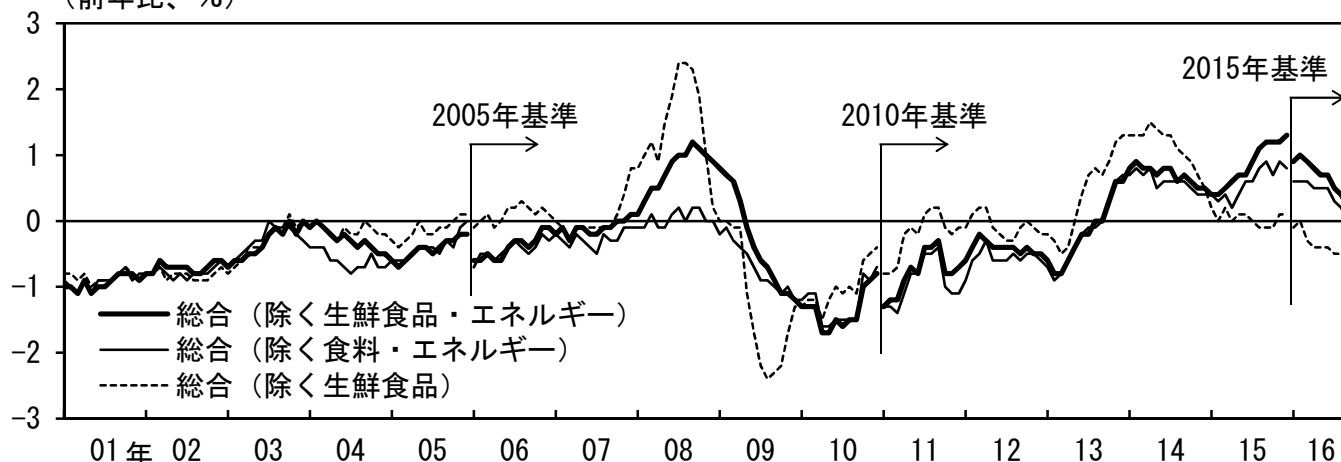


(注) 1. 以下の分類は組み替えて定義 (「」内は総務省公表ベース)。財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」、公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」、被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」、家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

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）

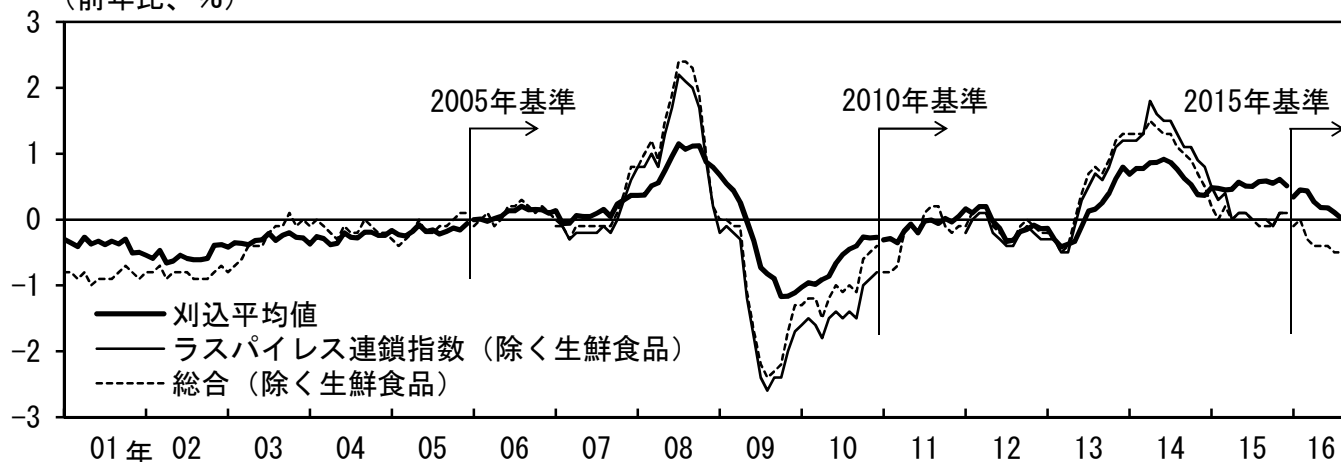
(前年比、%)



(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

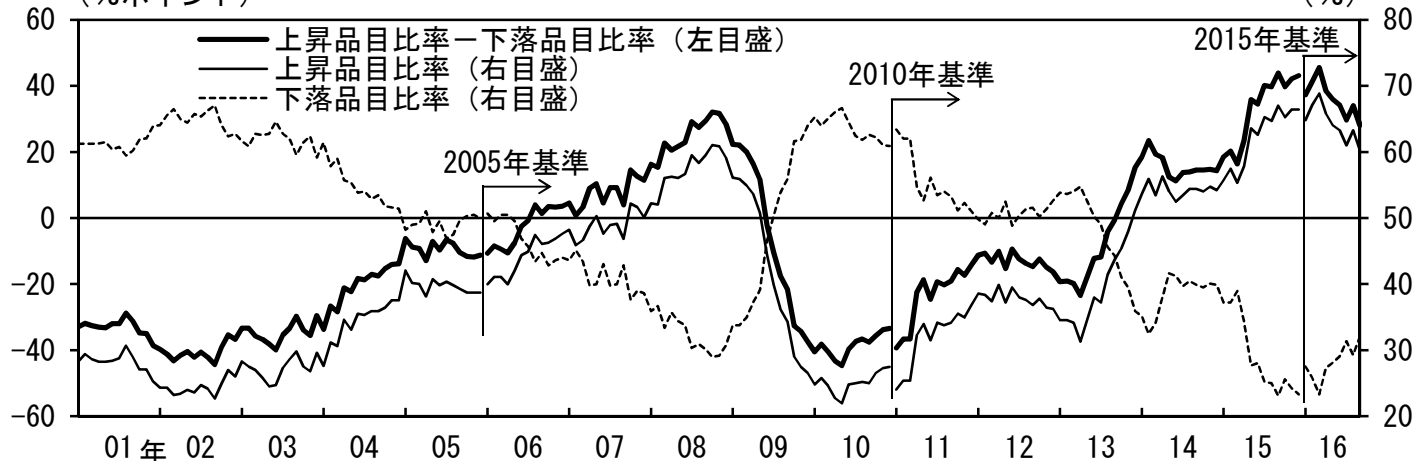
(前年比、%)



(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エイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(3) 上昇・下落品目比率

(%ポイント)

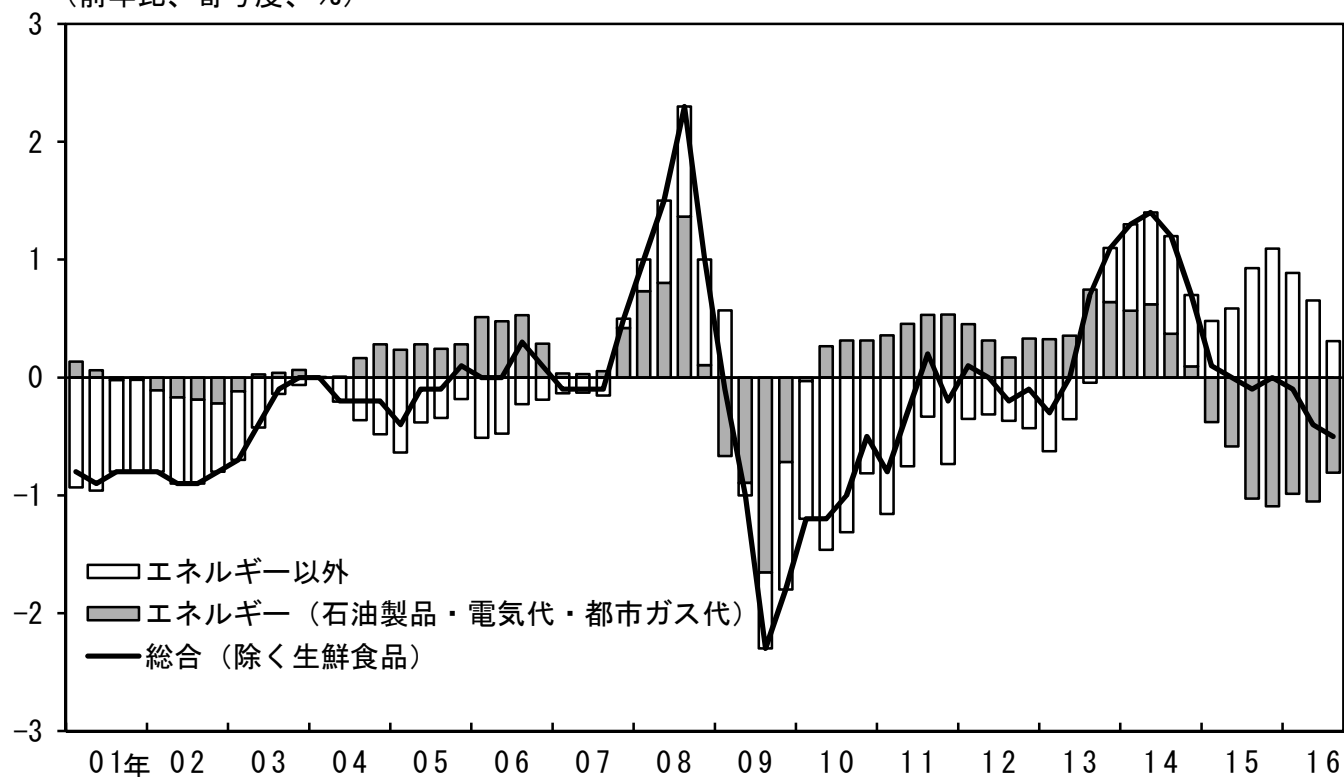


(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合（除く生鮮食品）。
(出所) 総務省

消費者物価とエネルギー価格

(1) 消費者物価

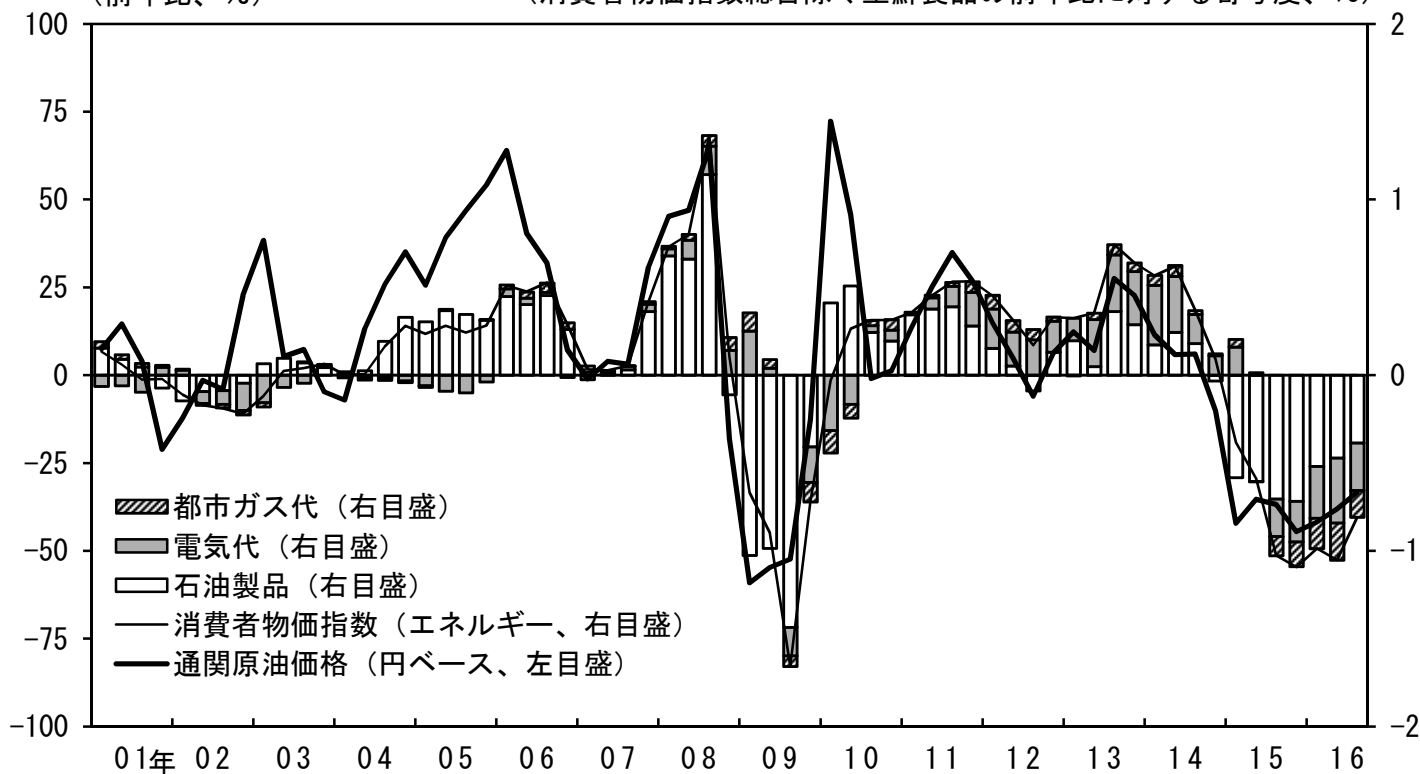
(前年比、寄与度、%)



(2) 通関原油価格とエネルギー価格

(前年比、%)

(消費者物価指数総合除く生鮮食品の前年比に対する寄与度、%)

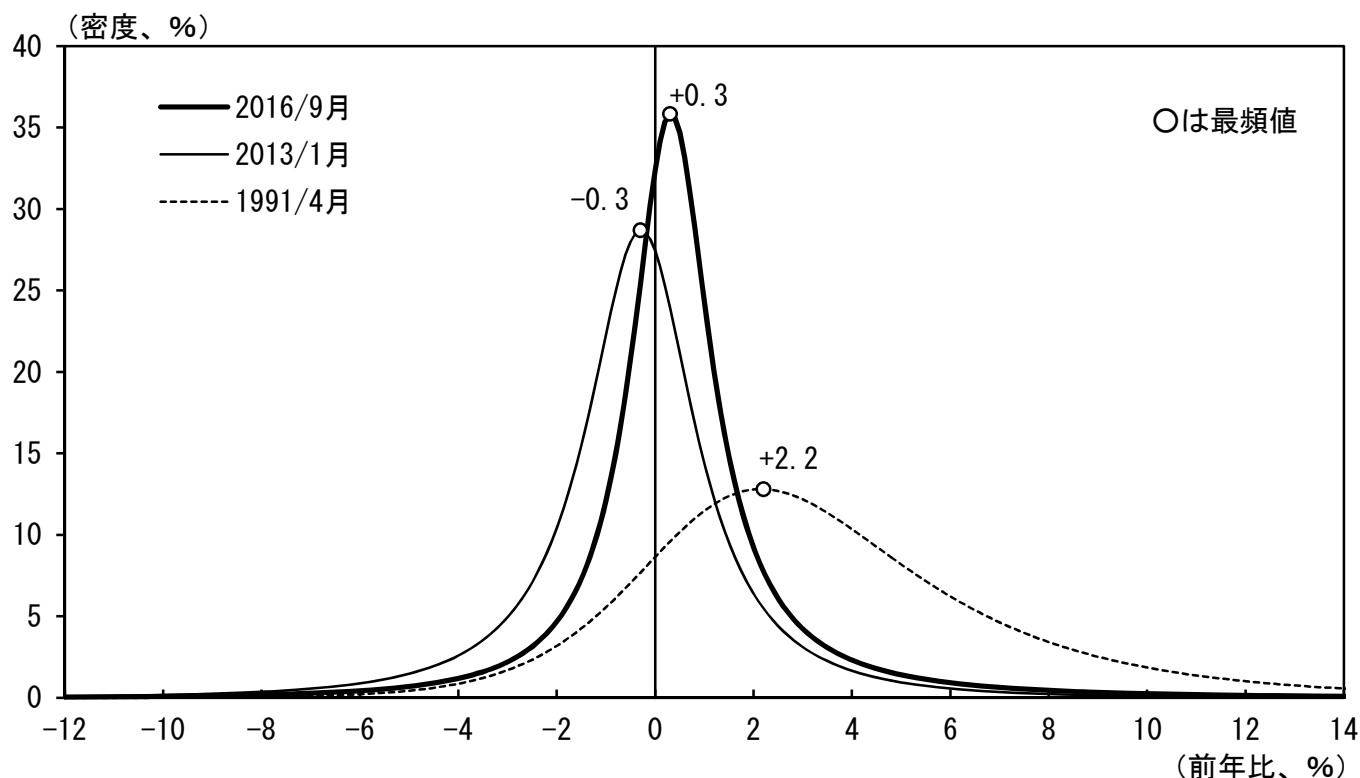


(注) 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

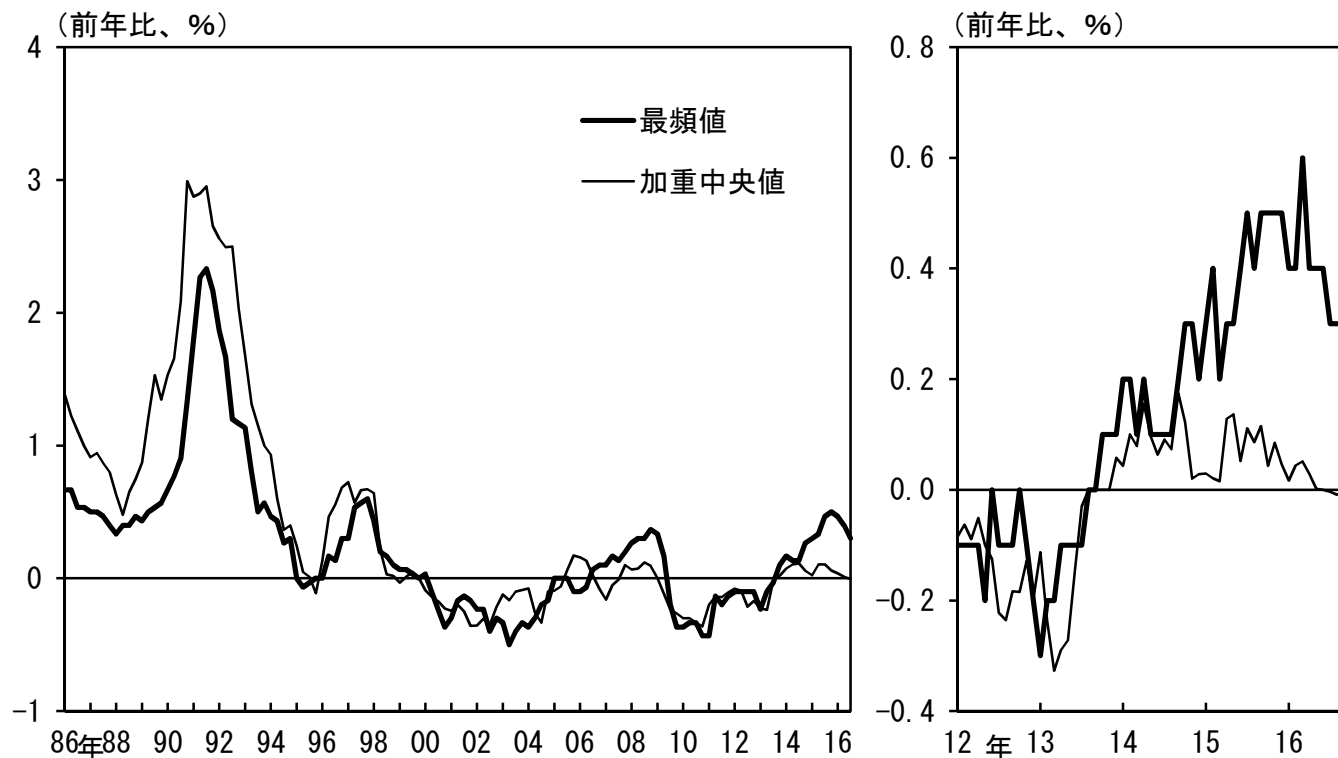
(出所) 総務省、財務省

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



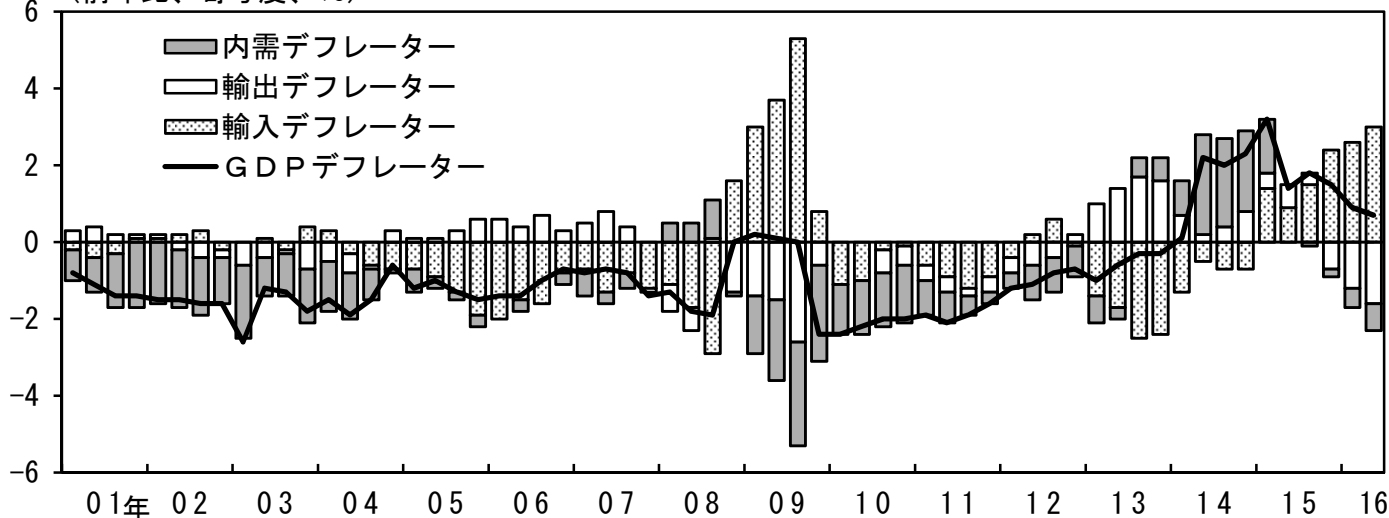
- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。
2. 加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウエイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。
4. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

(出所) 総務省

GDPデフレーター

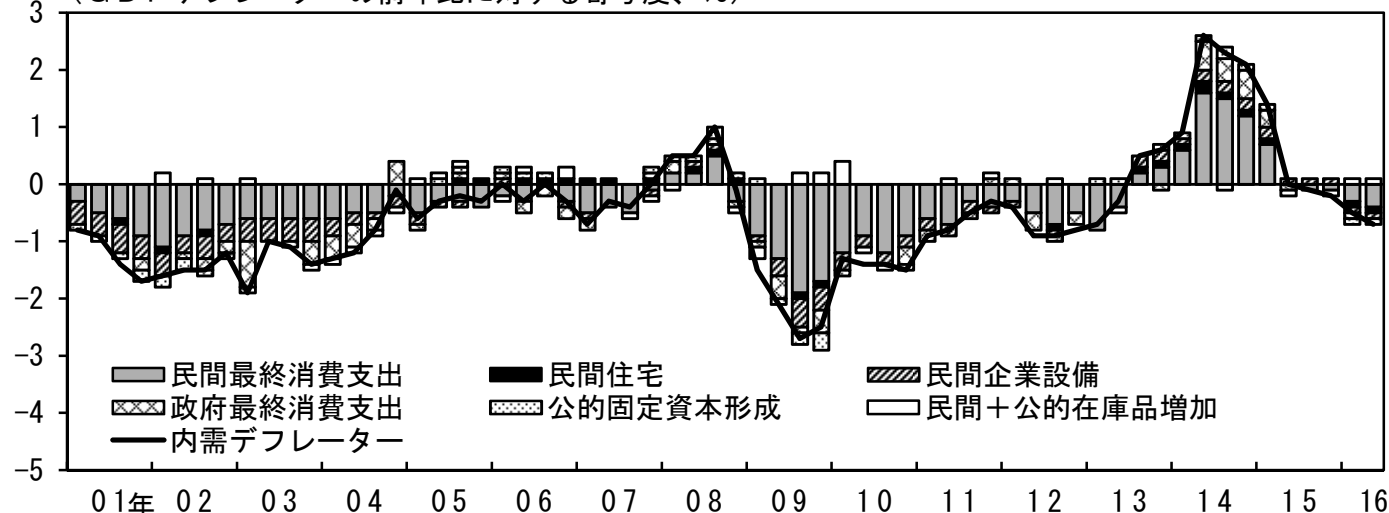
(1) GDPデフレーター

(前年比、寄与度、%)



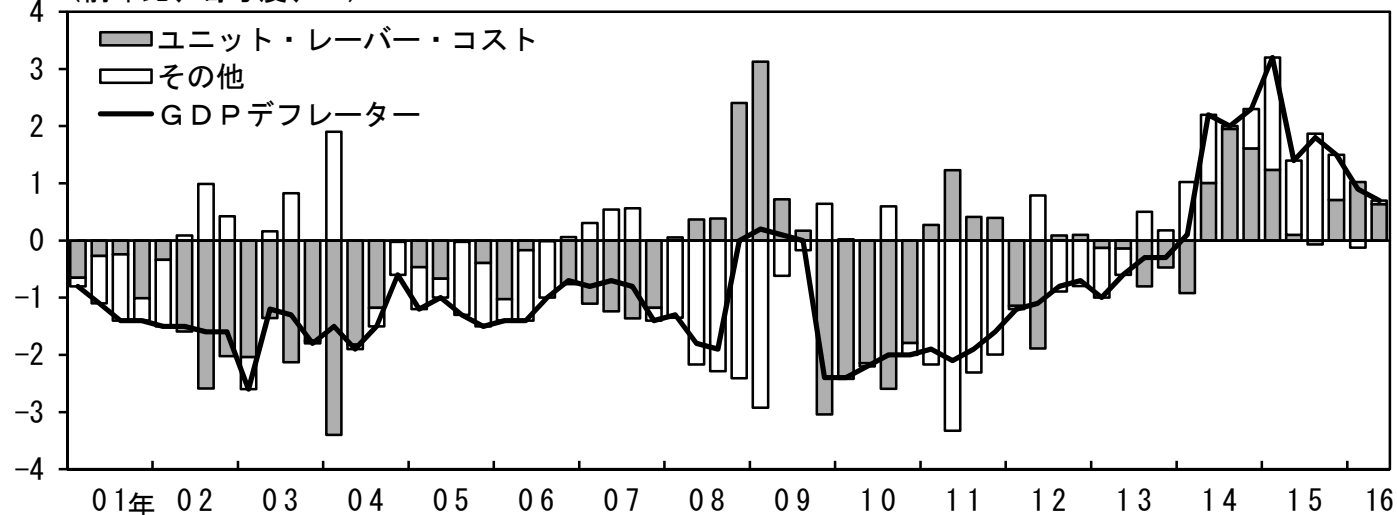
(2) 内需デフレーター

(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、%)



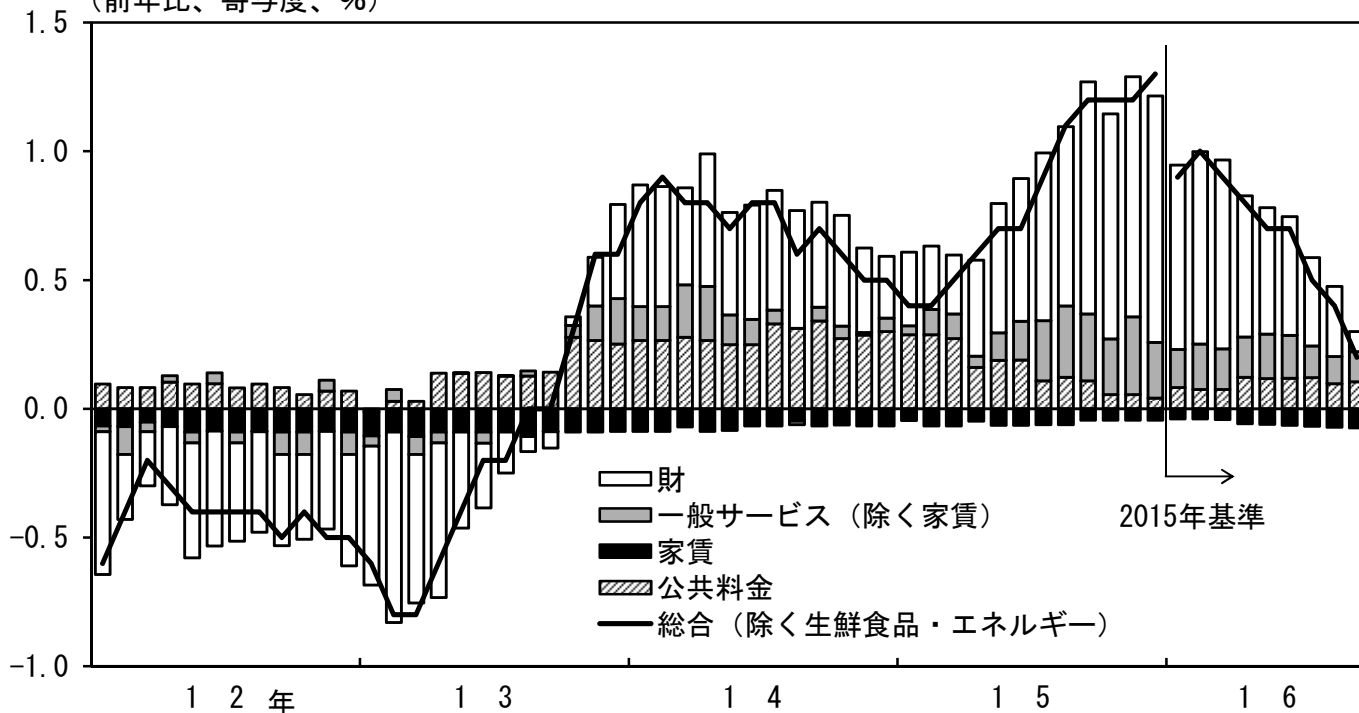
(注) ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬/実質GDP

(出所) 内閣府

消費者物価と需給ギャップ

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）の寄与度分解

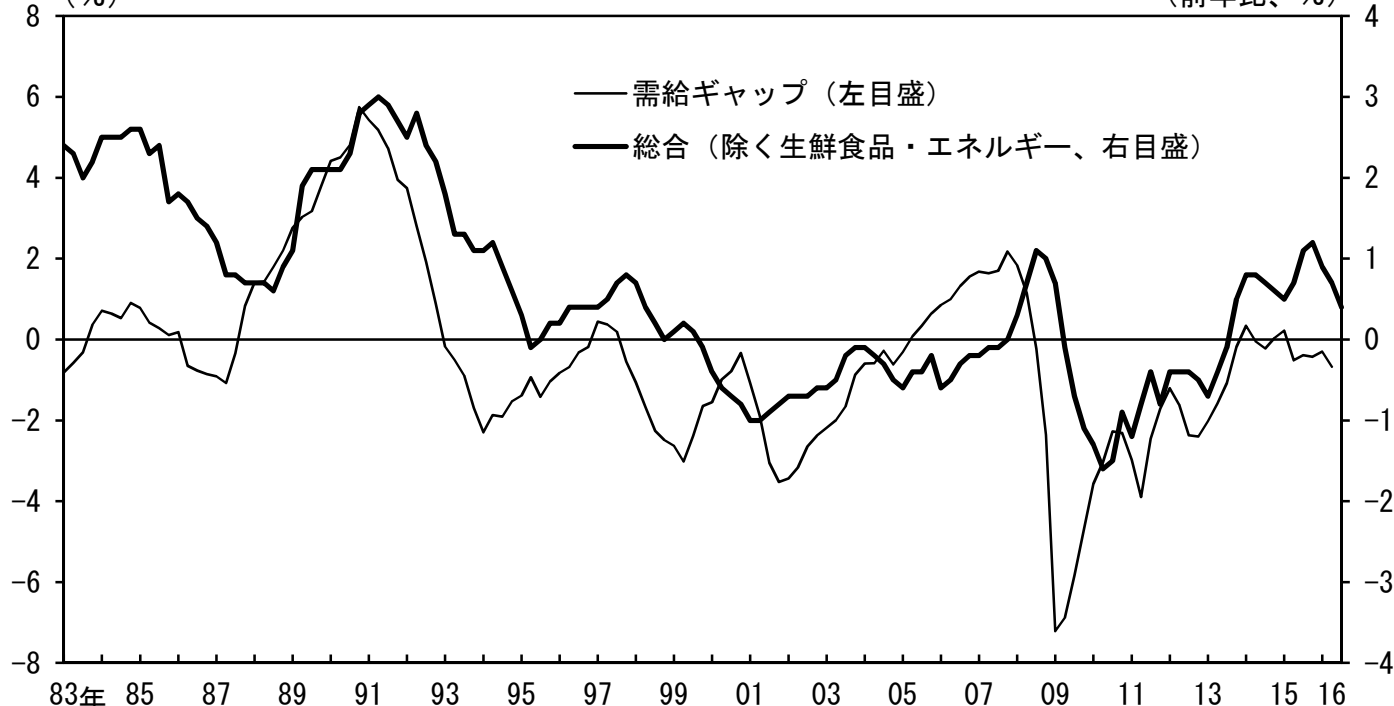
(前年比、寄与度、%)



- (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」、家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」
2. 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（下の図表も同じ）。
3. 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、%)

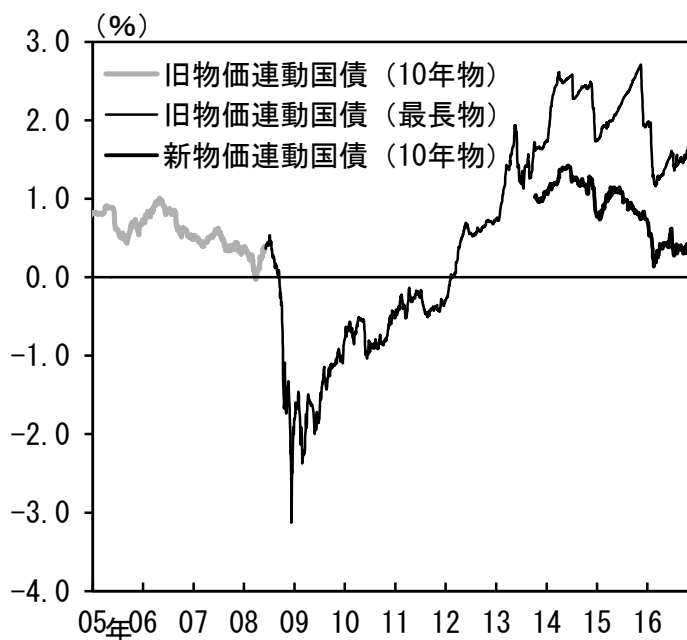


(注) 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

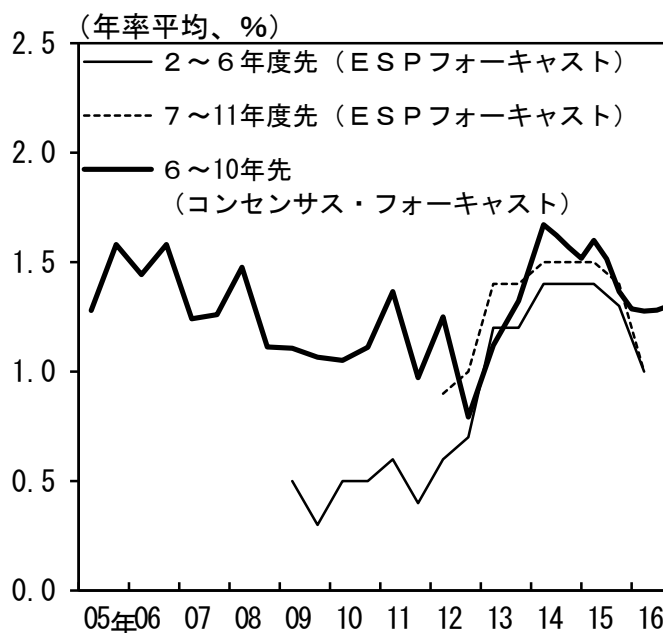
(出所) 総務省、内閣府等

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)



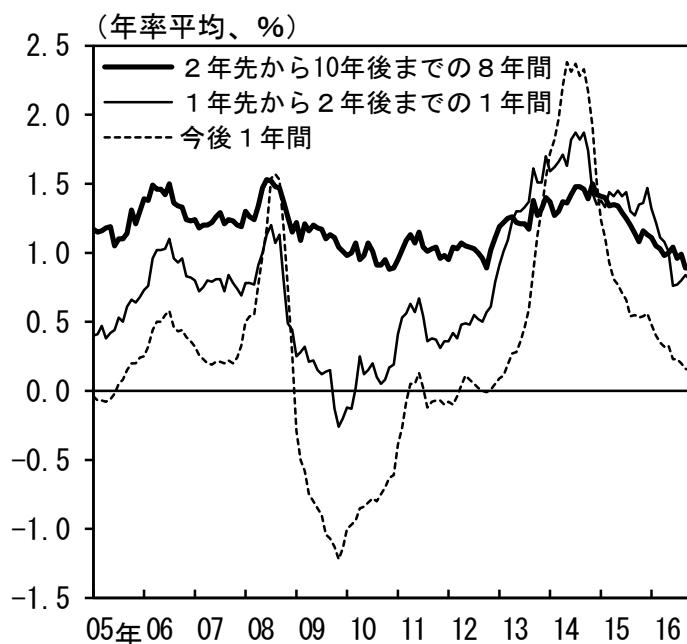
(2) エコノミストの予想物価上昇率



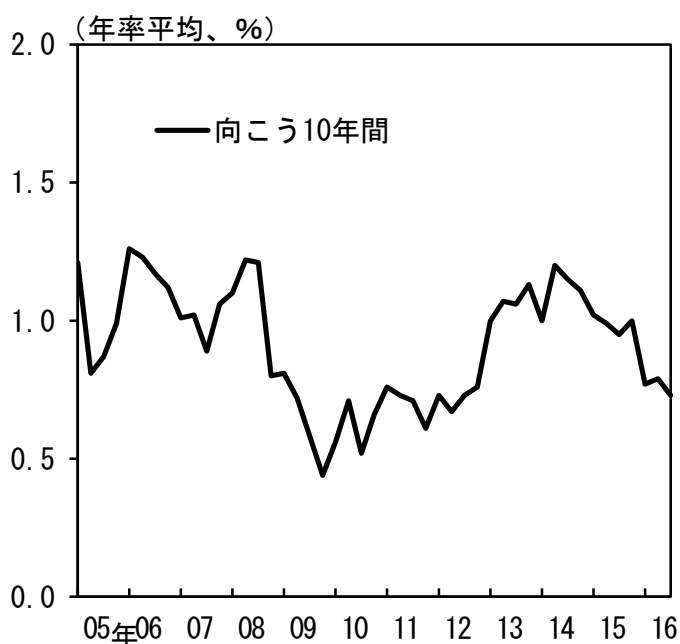
- (注) 1. (1)のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。
- 2. (2)のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
- 3. (2)の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1,4,7,10月(ただし、2014/4月以前は4,10月)。ESPフォーキャストは6,12月。

(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



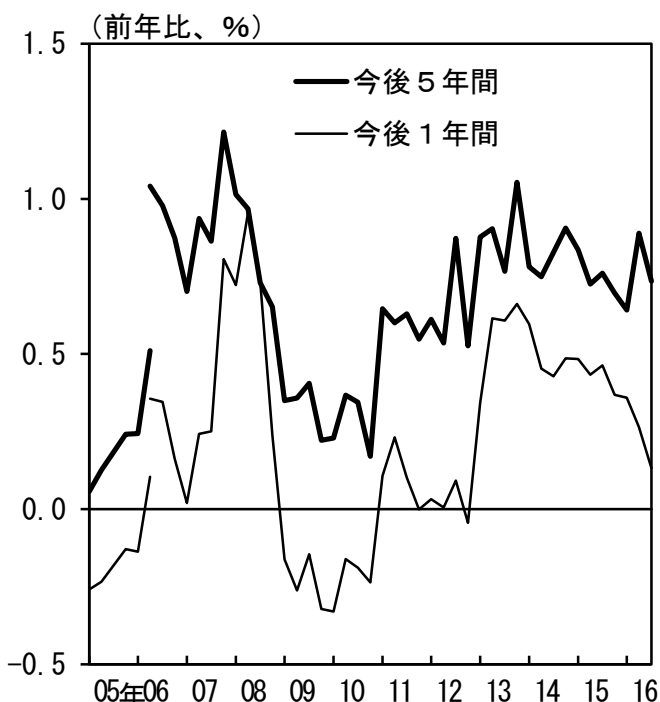
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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

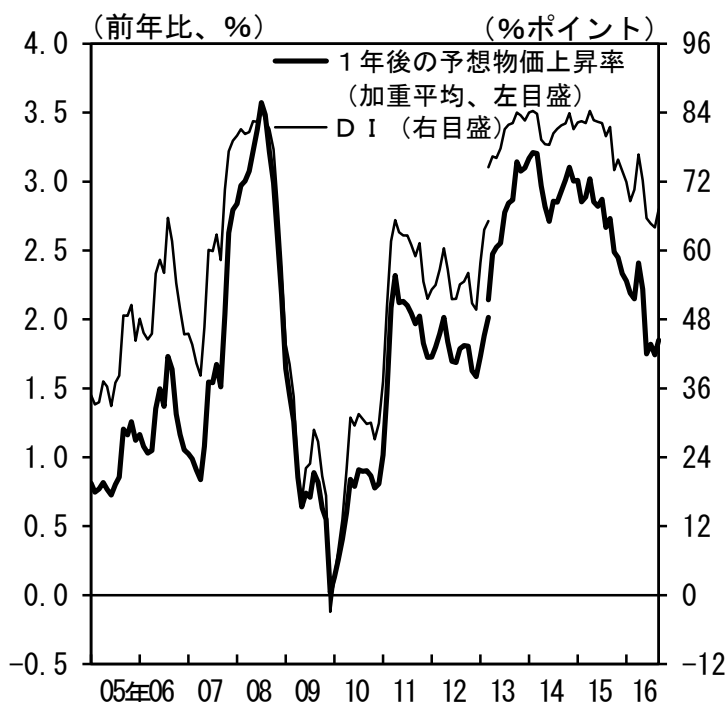
予想物価上昇率 (2)

(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



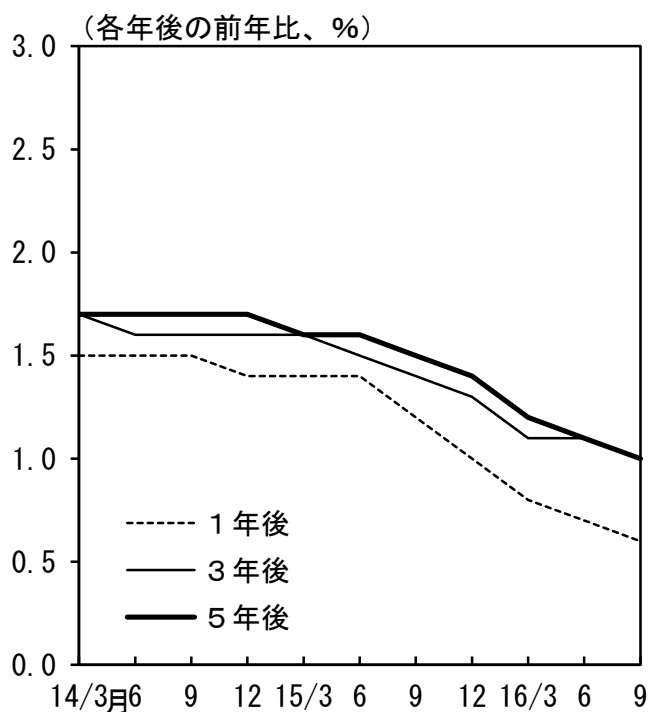
②消費動向調査



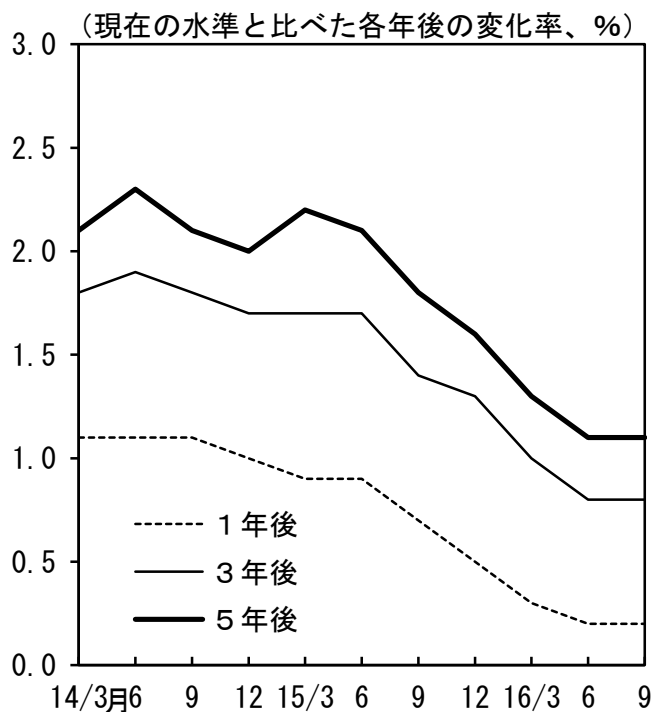
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。DIは、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



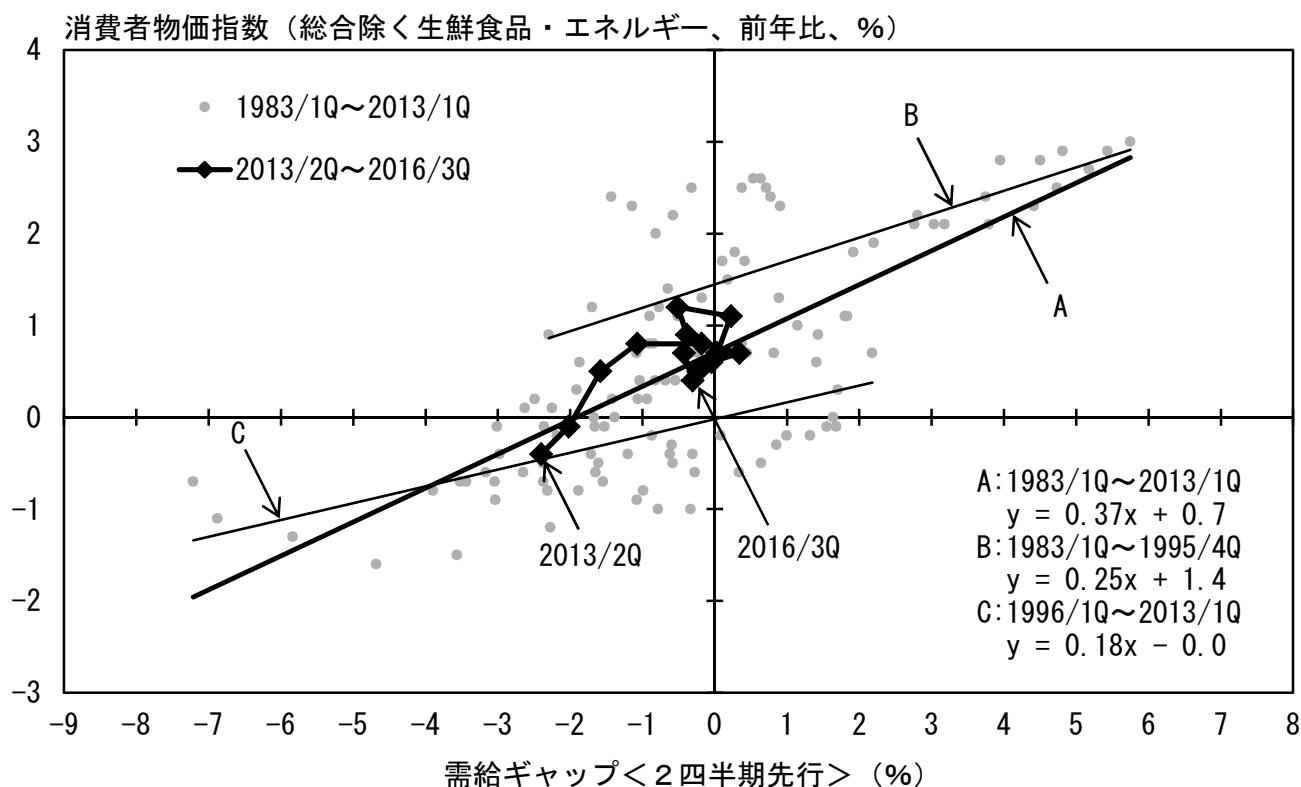
②販売価格の見通し



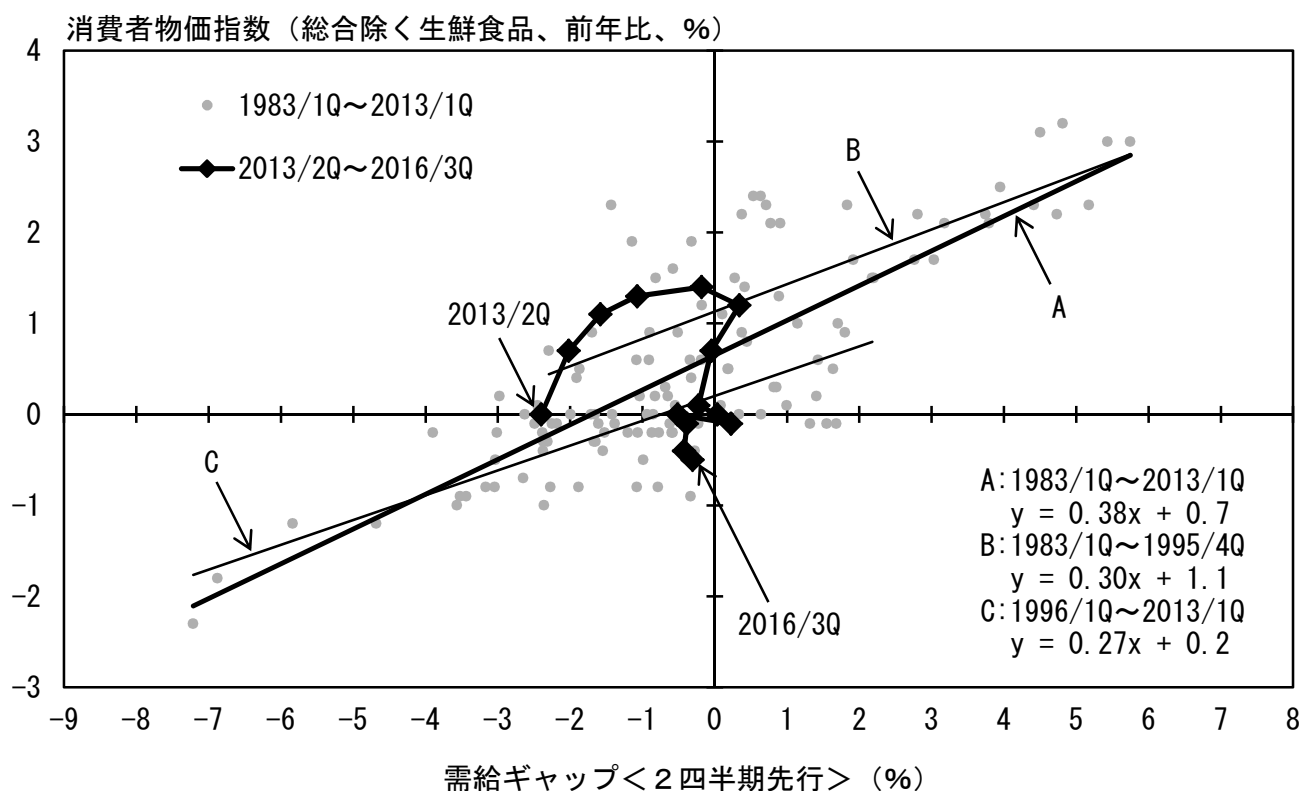
- (注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。
(出所) 日本銀行、内閣府、総務省

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)

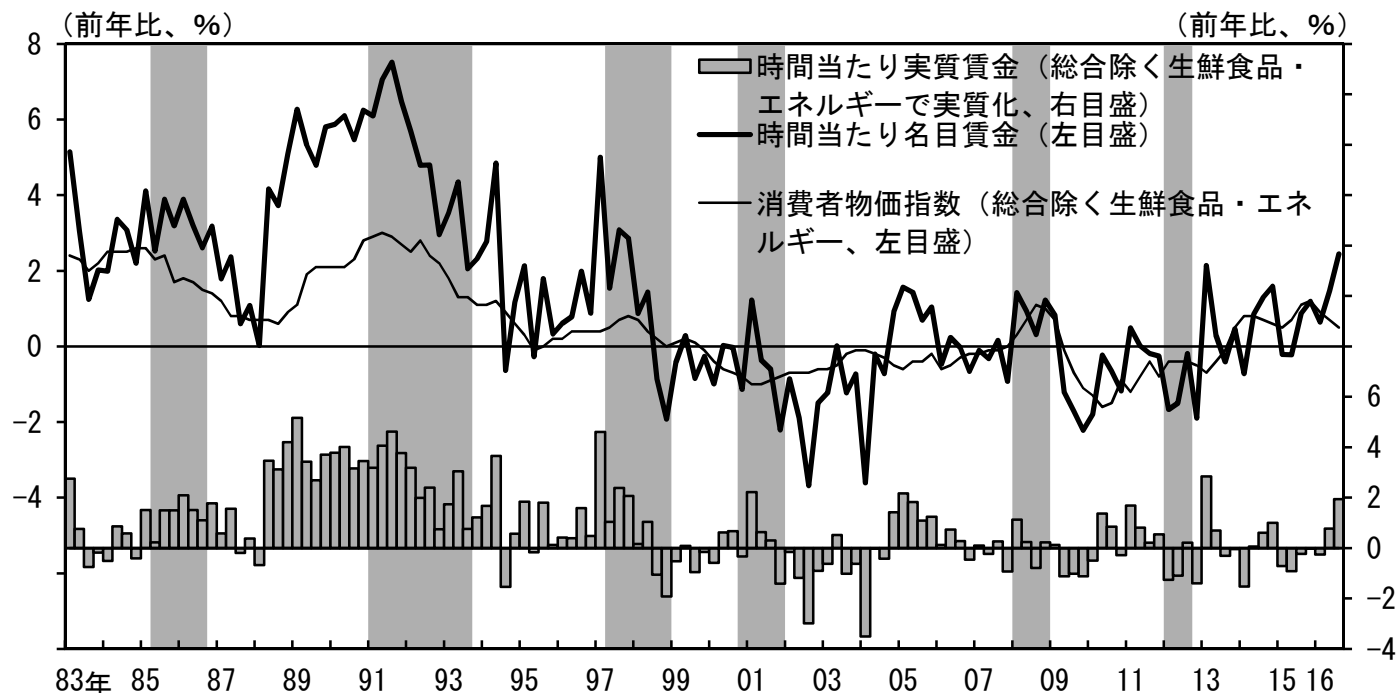


- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(出所) 総務省、内閣府等

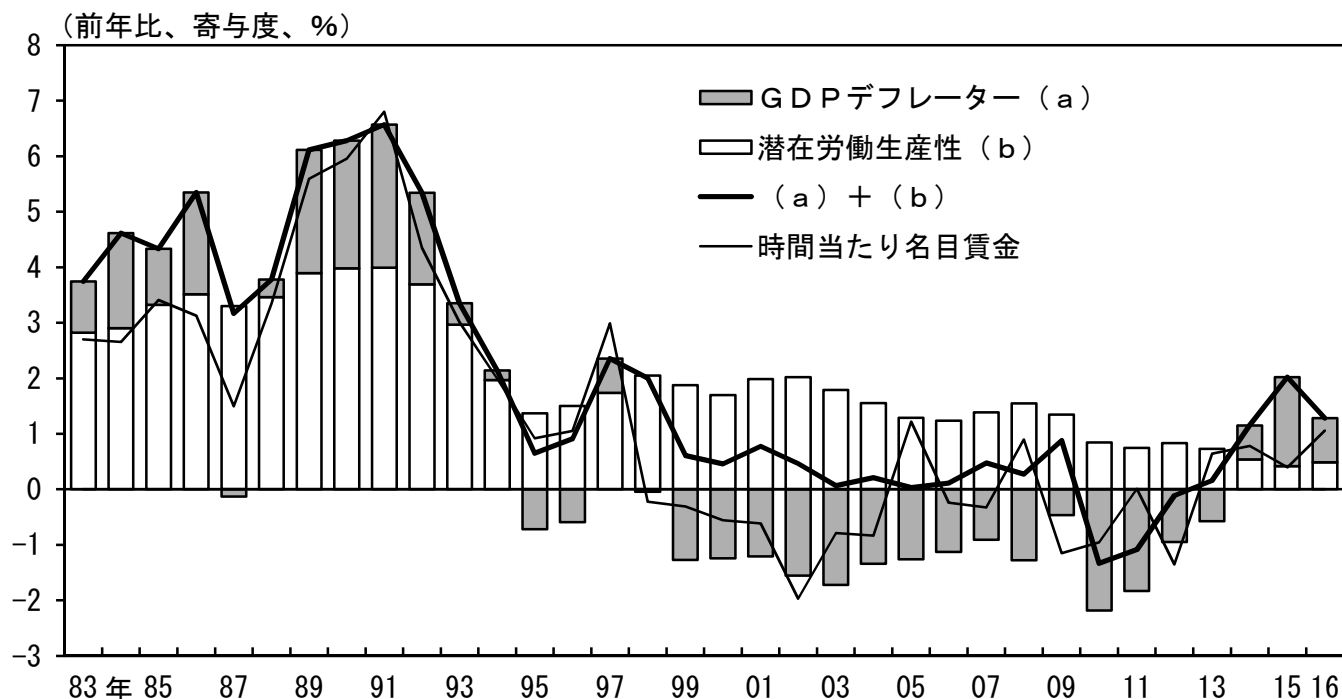
物価と賃金

(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. 2016/3Qは、7~8月の値。

(2) 潜在労働生産性と時間あたり名目賃金

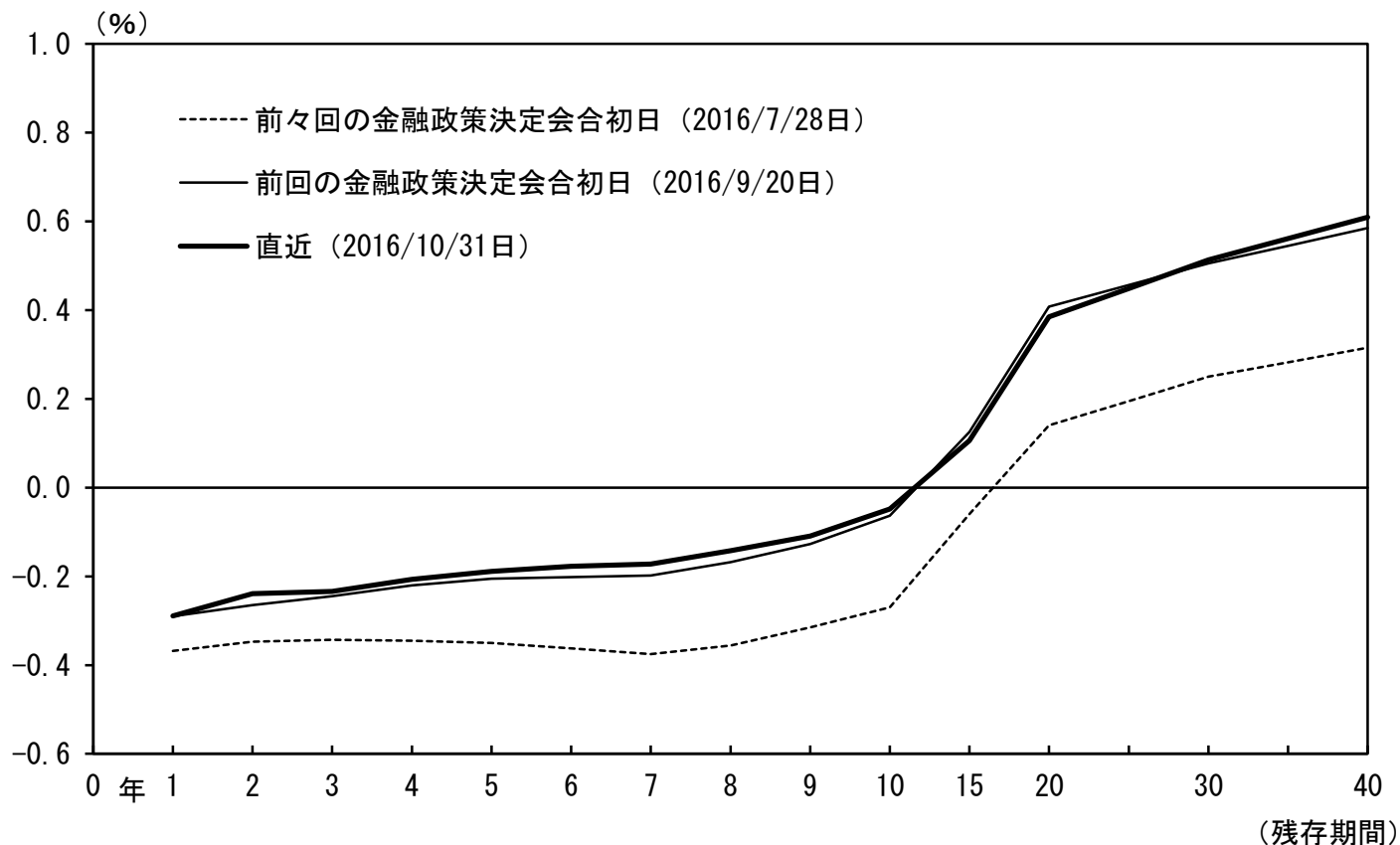


- (注) 1. 潜在労働生産性は、日本銀行調査統計局の試算値。
- 2. GDPデフレーターは、内閣府試算（2016/1月）の計数を用いて、2014年の消費税率引き上げの影響を調整している。
- 3. 2016年は、1~2Qの値。

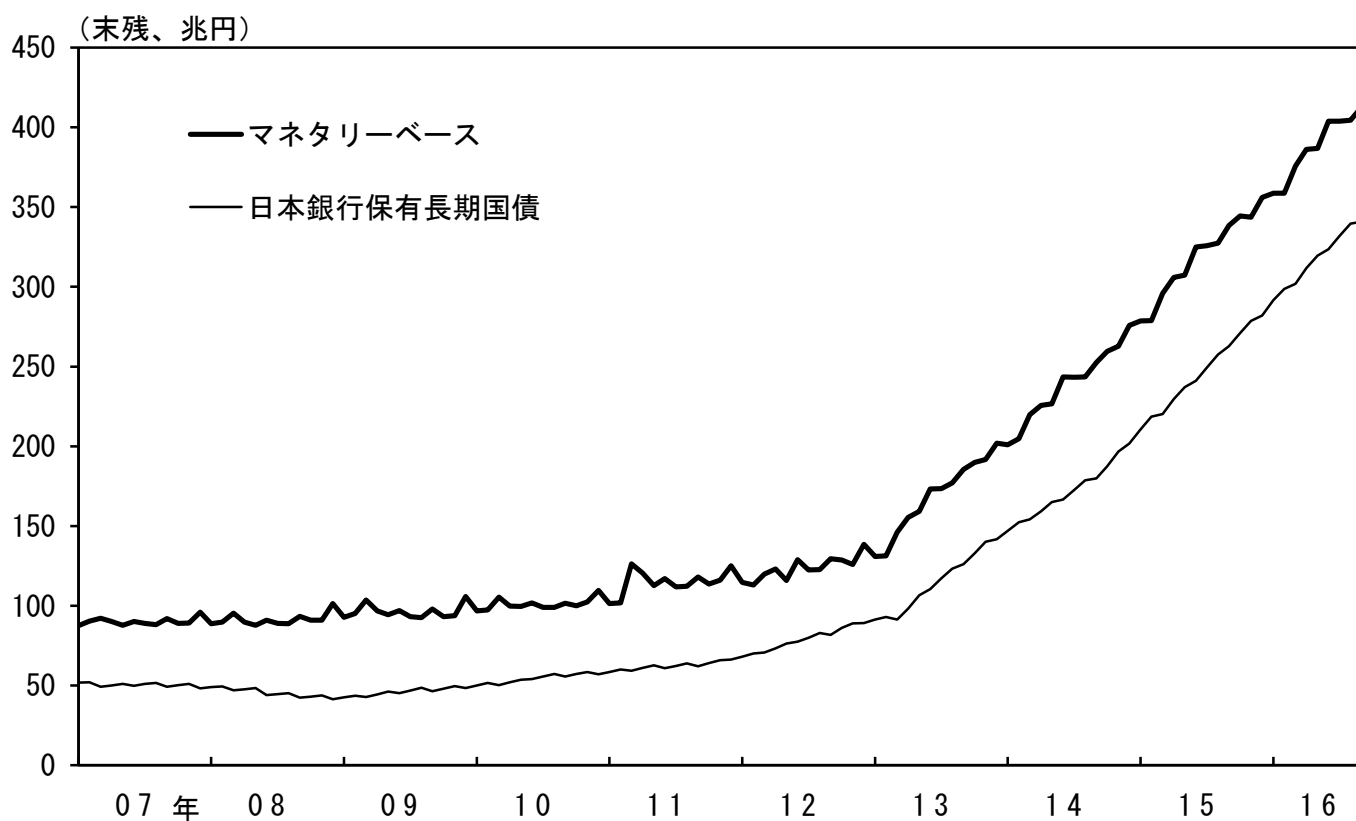
(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府

イールドカーブとマネタリーベース

(1) イールドカーブ



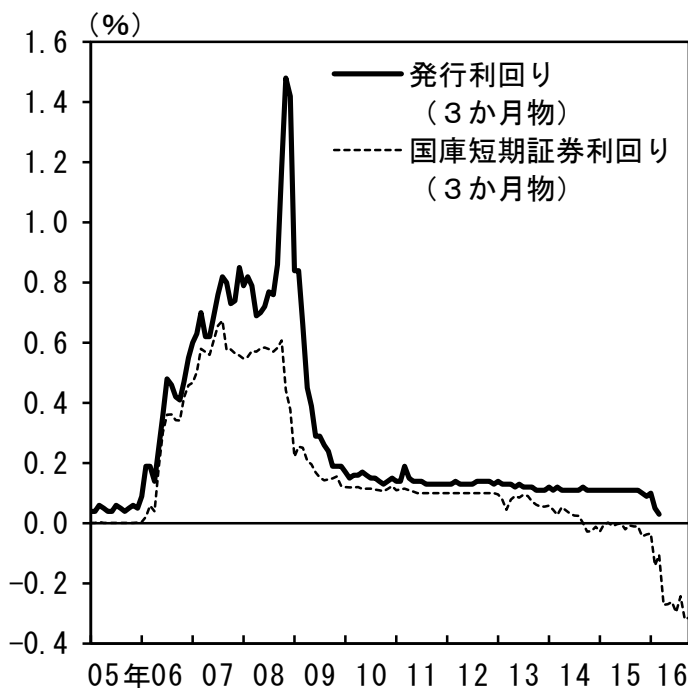
(2) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



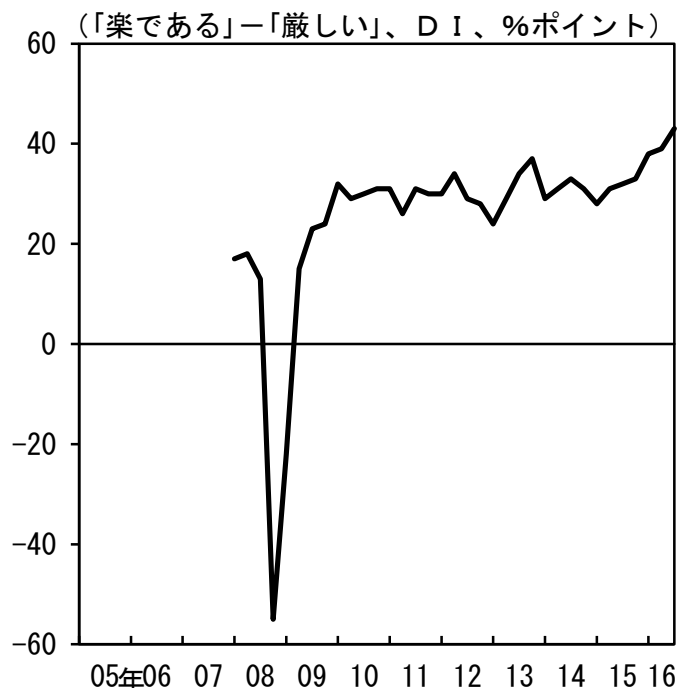
CP・社債発行環境

(1) CPの発行利回りと企業からみた発行環境

①発行利回り



②企業からみた発行環境

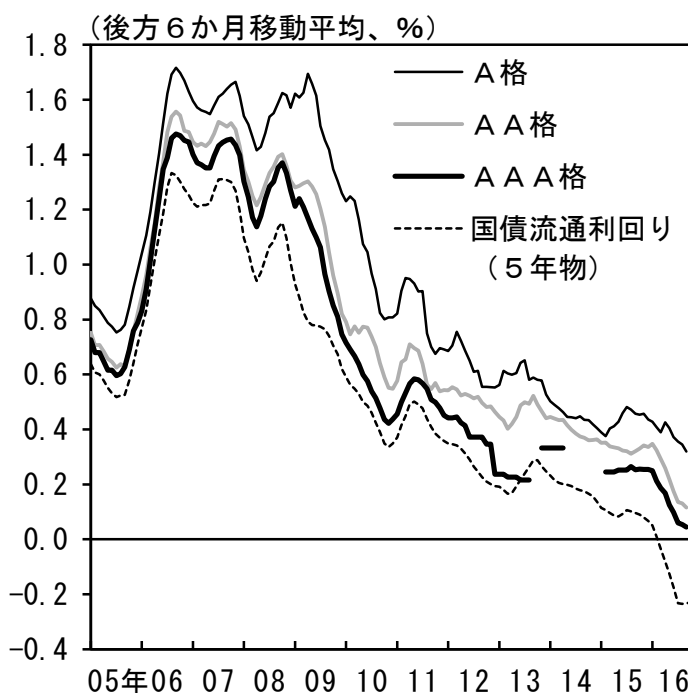


(注) 1. 発行利回りは、2016/3月まで掲載 (2016/3月は第3週までの平均値)。2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

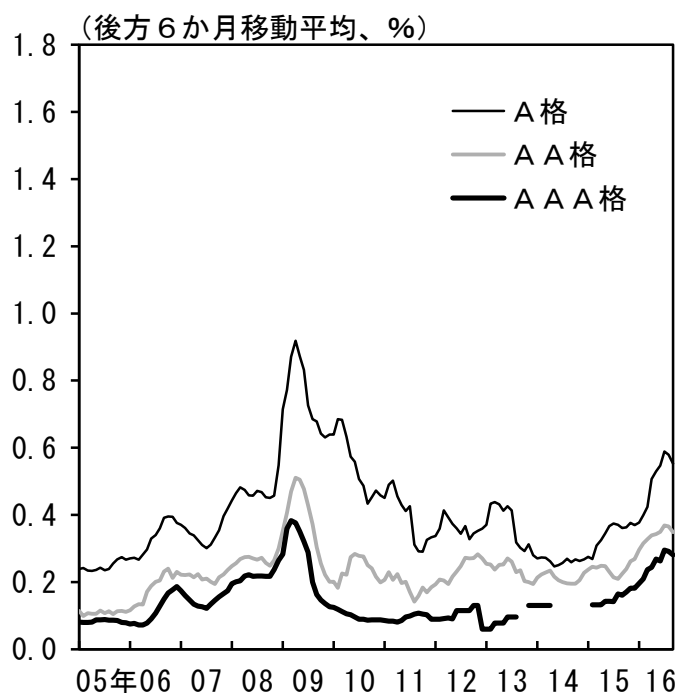
2. 企業からみた発行環境は、短観のCP発行環境判断DI。全産業・大規模、発行企業ベース。

(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

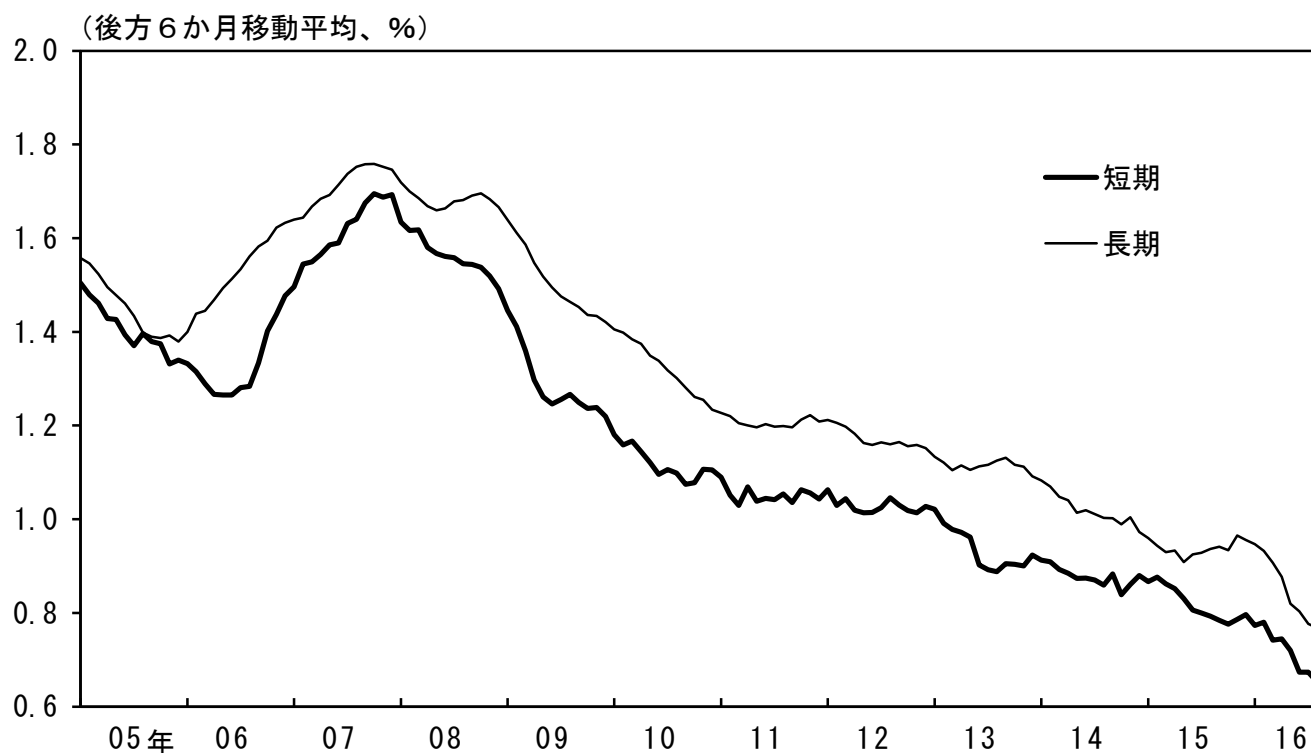
3. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。

4. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

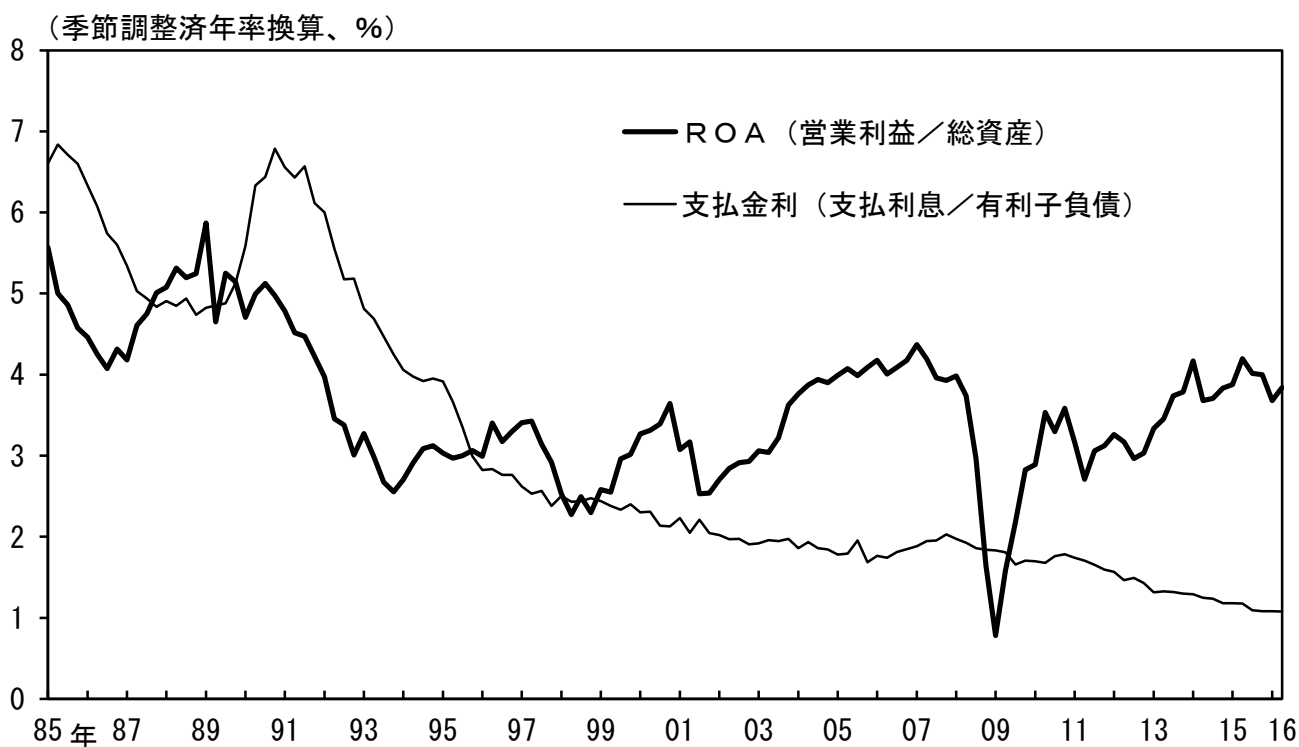
(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



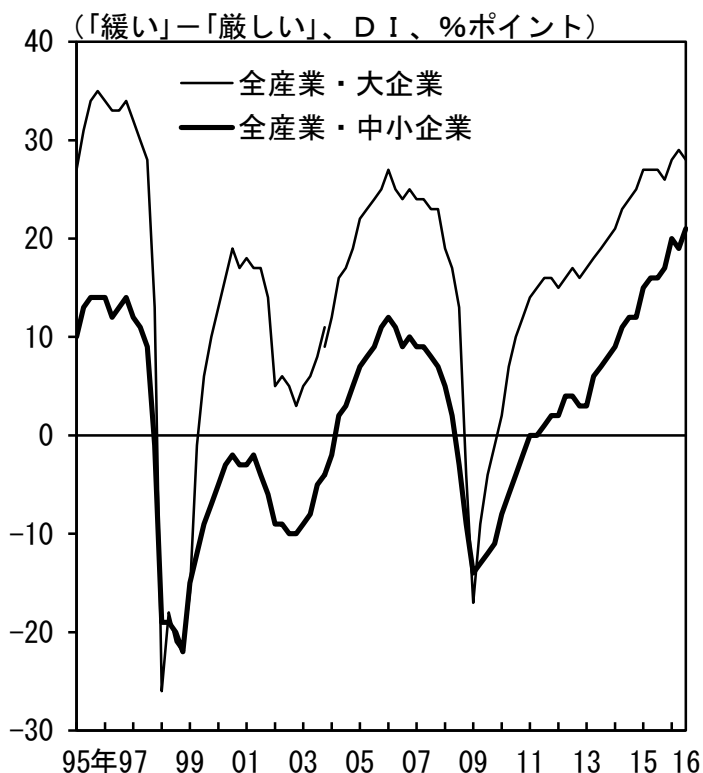
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(出所) 日本銀行、財務省

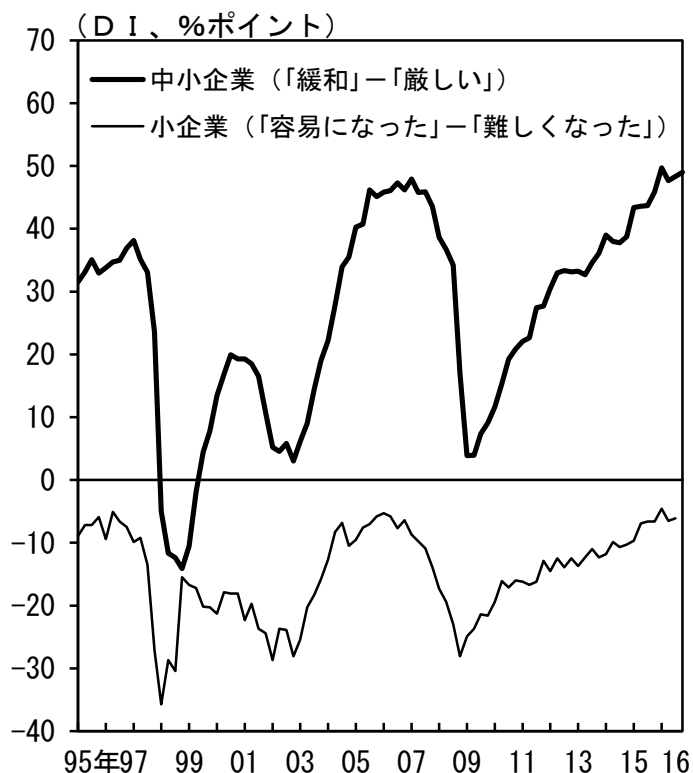
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

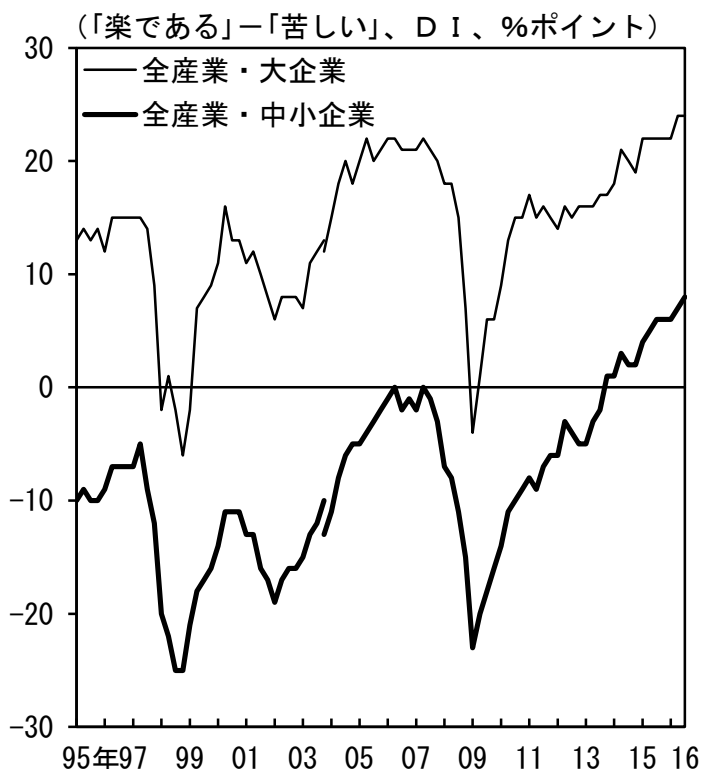


<日本公庫>

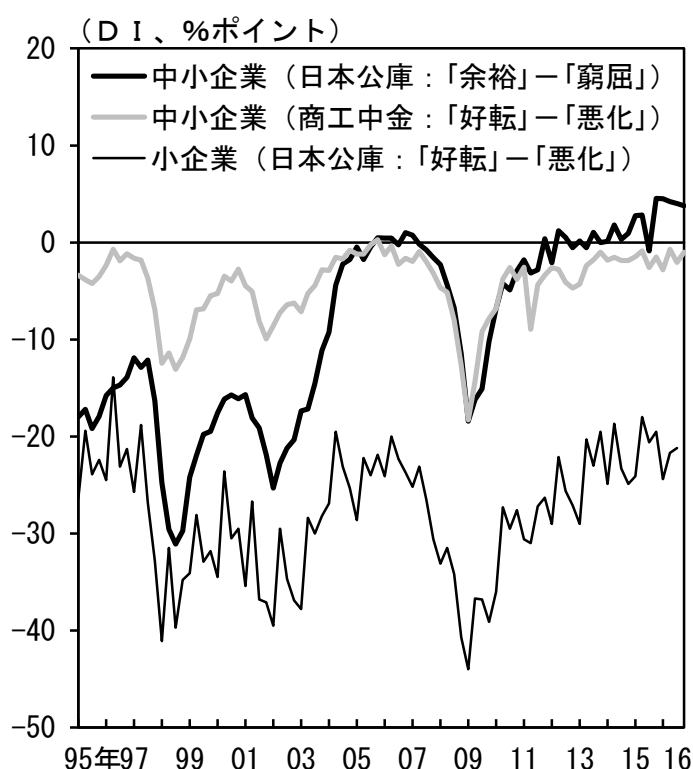


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

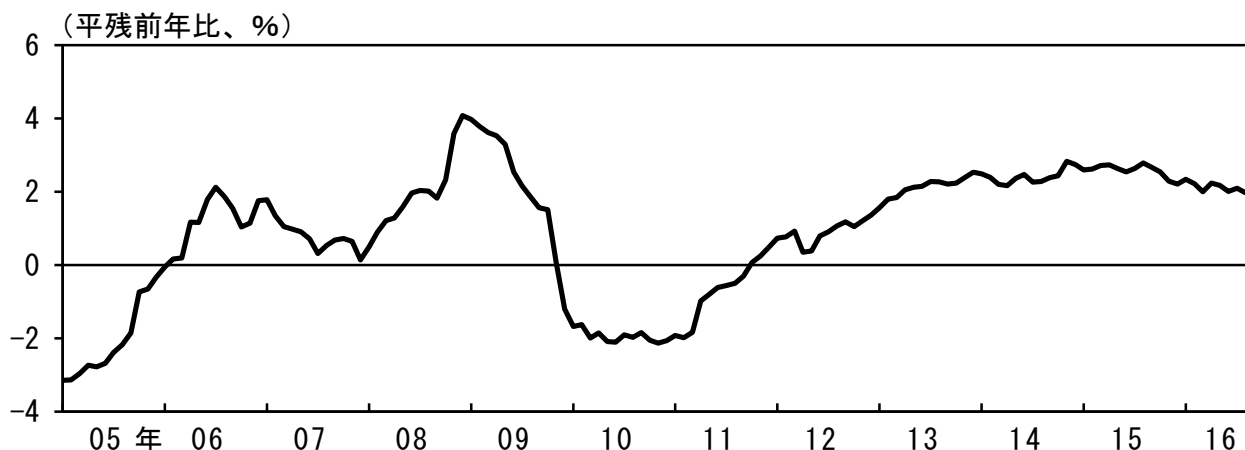


(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 2016/4Qは、10月の値。

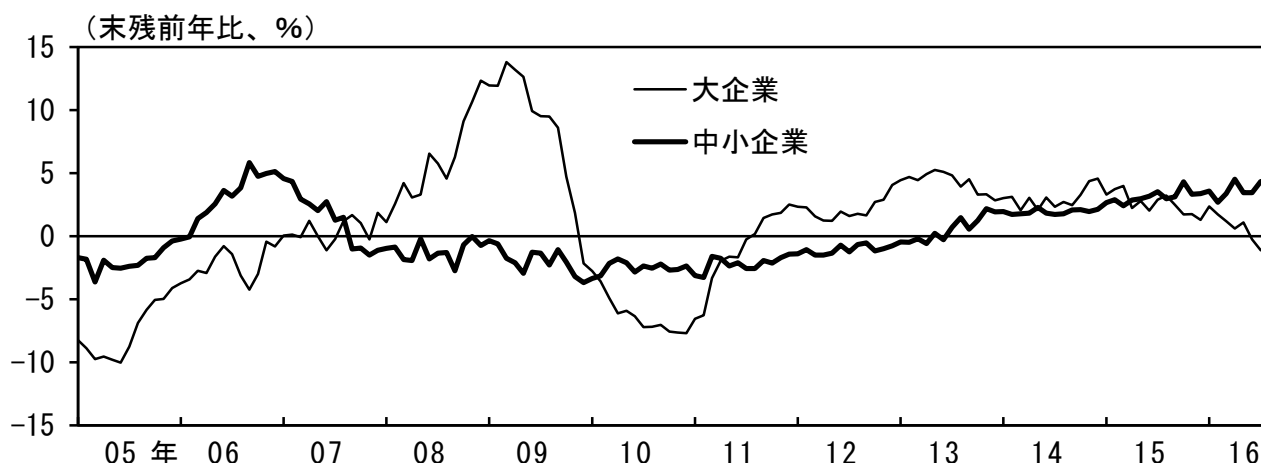
(出所) 日本銀行、商工中金、日本政策金融公庫

貸出残高とCP・社債発行残高

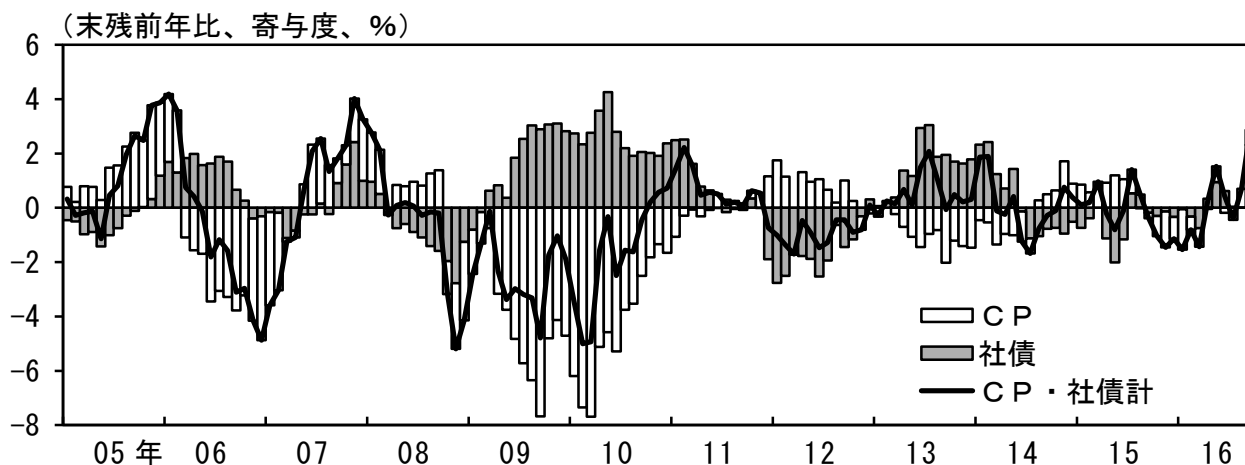
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(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



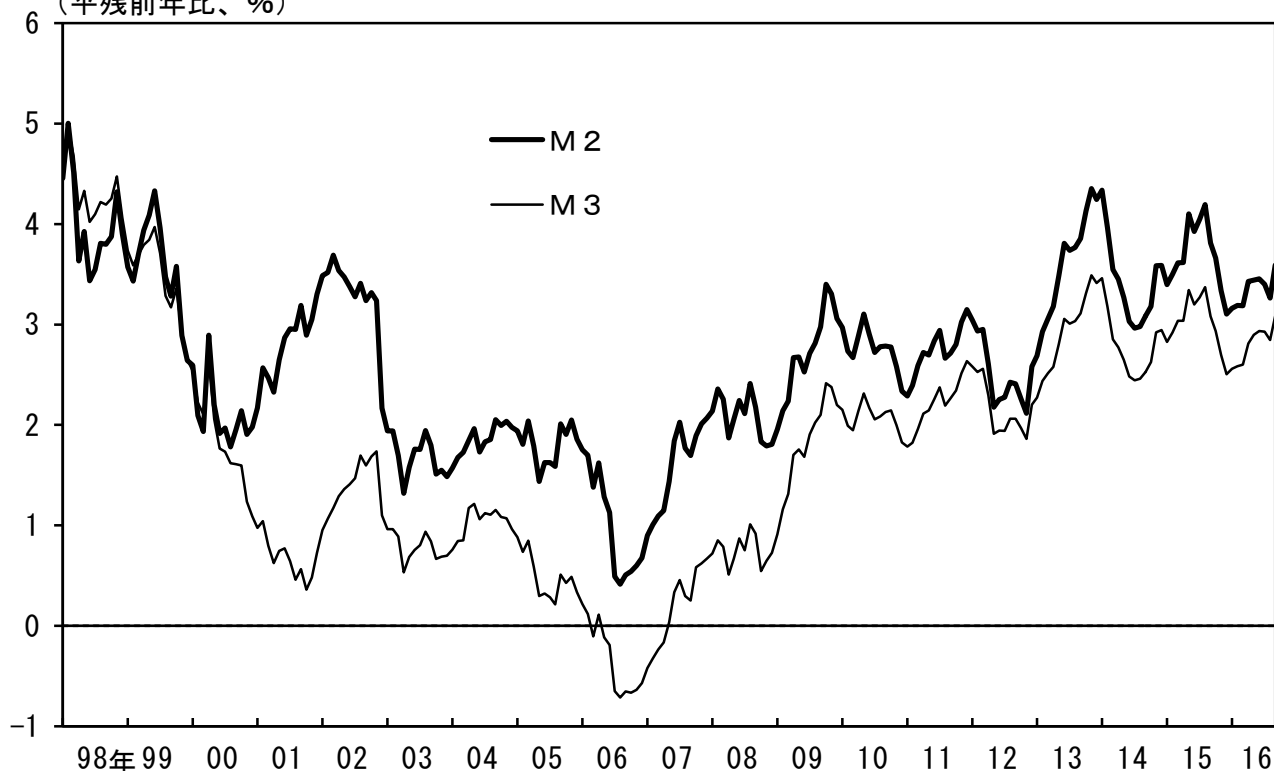
- (注) 1. CPは、短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行、保険会社による発行分を含まない。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(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

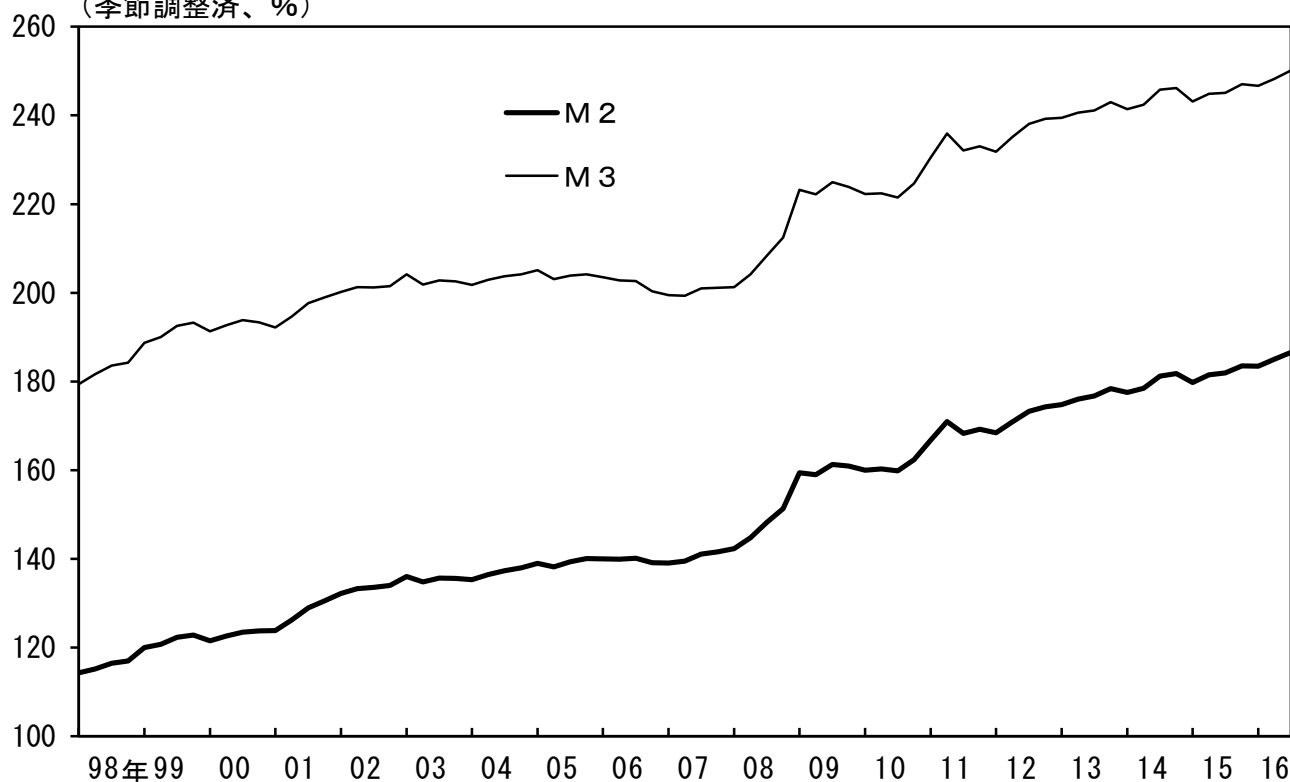
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目GDP比率

(季節調整済、%)

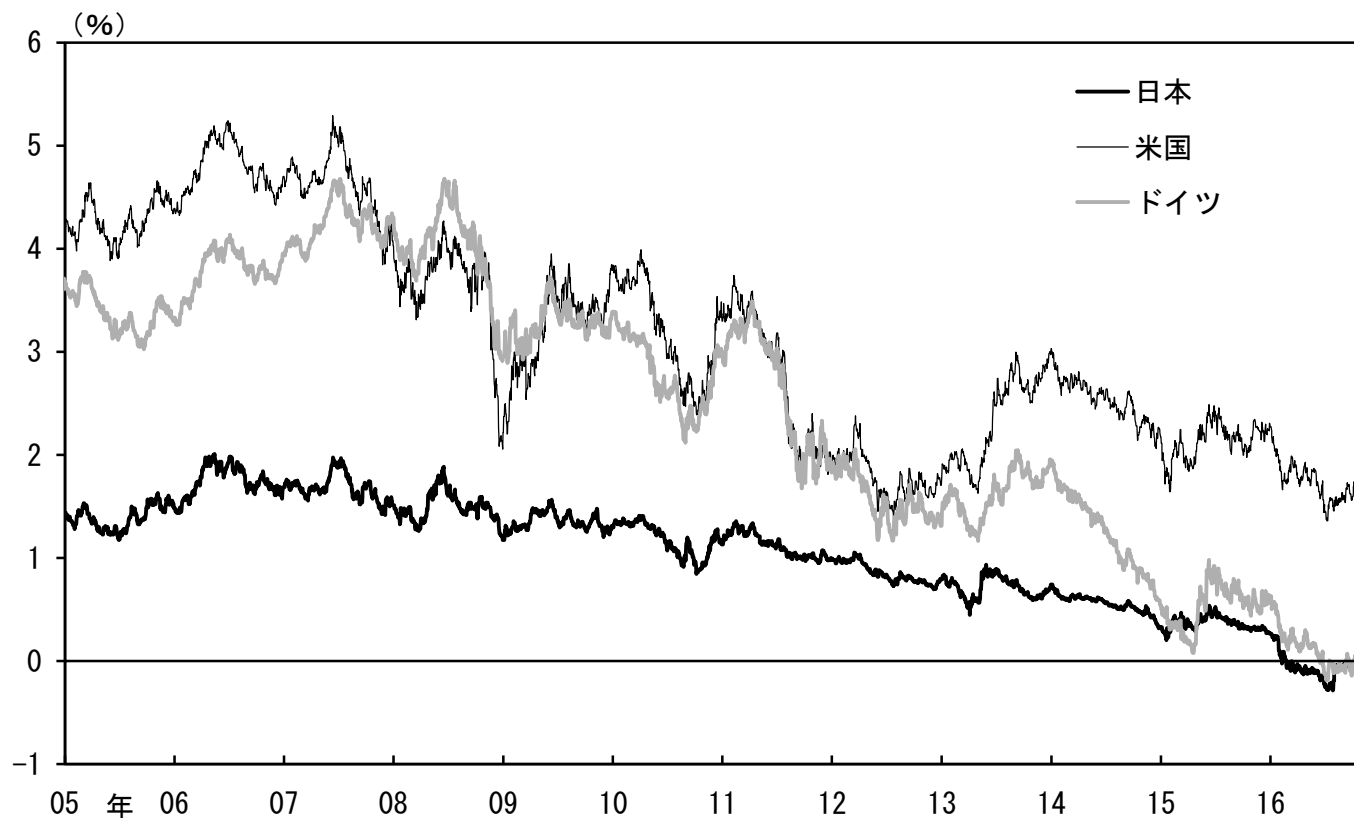


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2016/3Qの名目GDPは、2016/2Qの値。

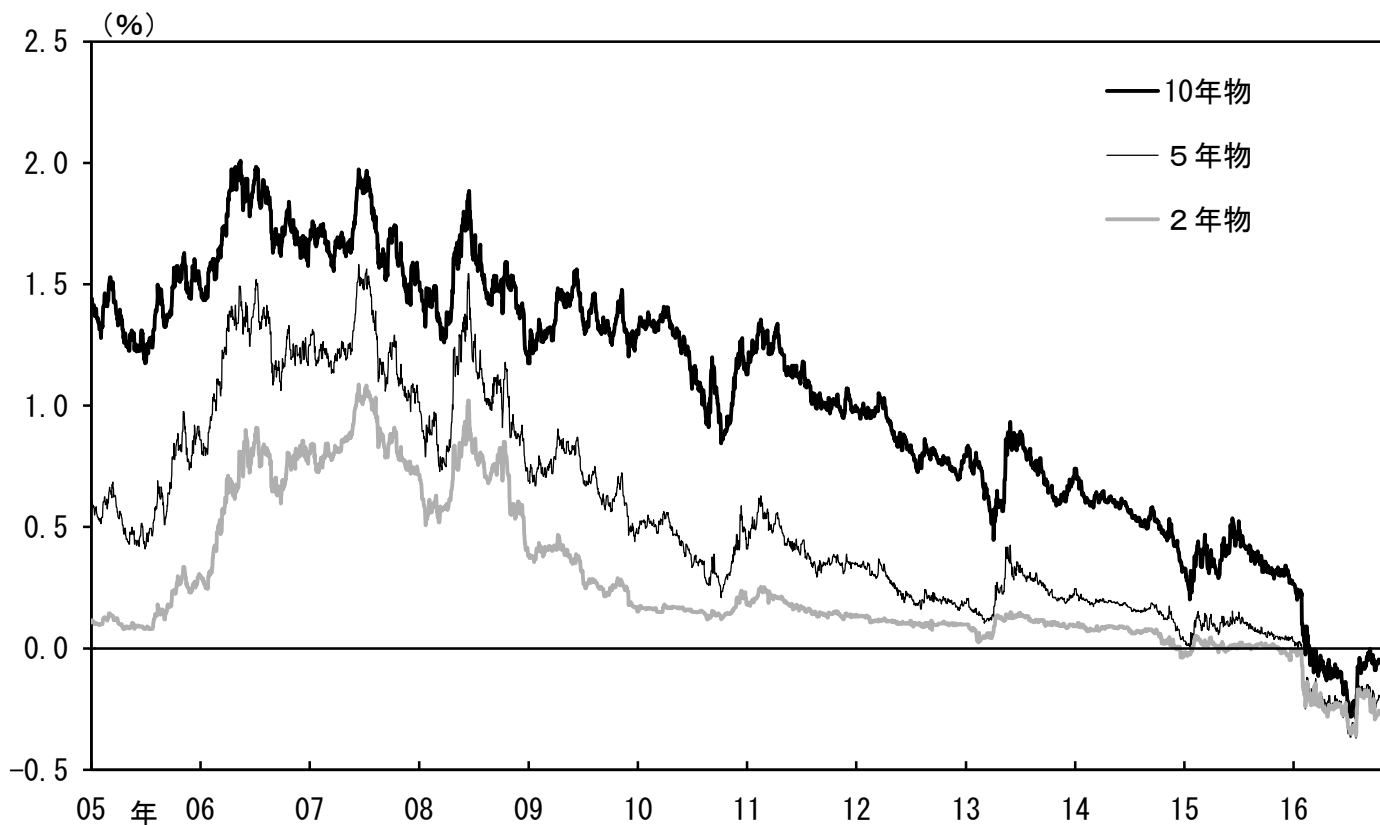
(出所) 日本銀行、内閣府

長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

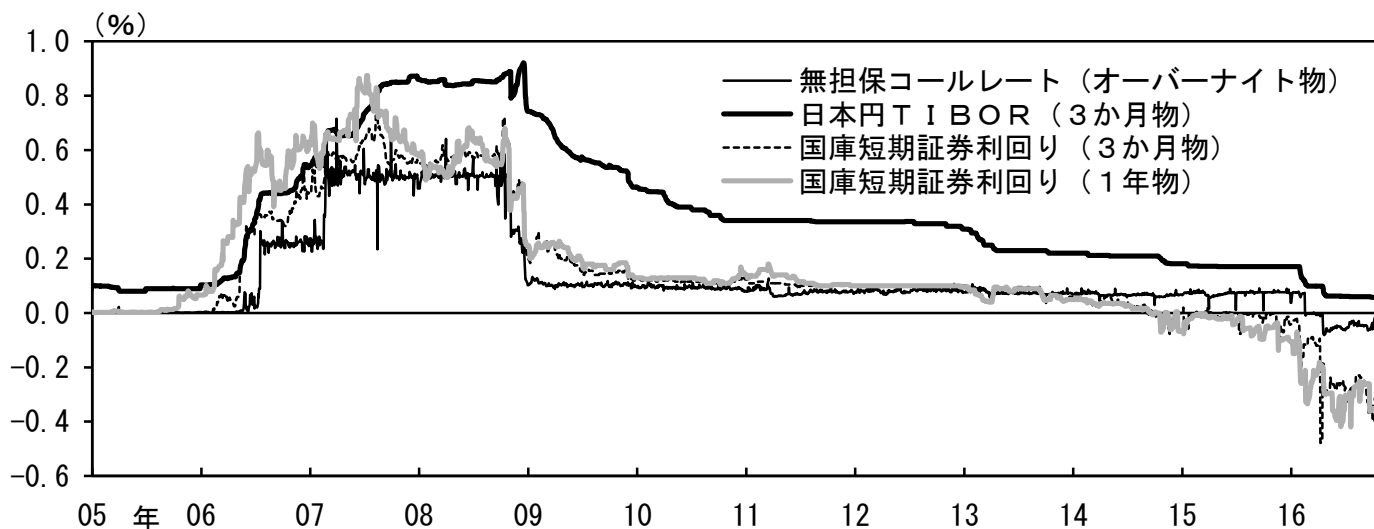


(2) 日本の国債利回り

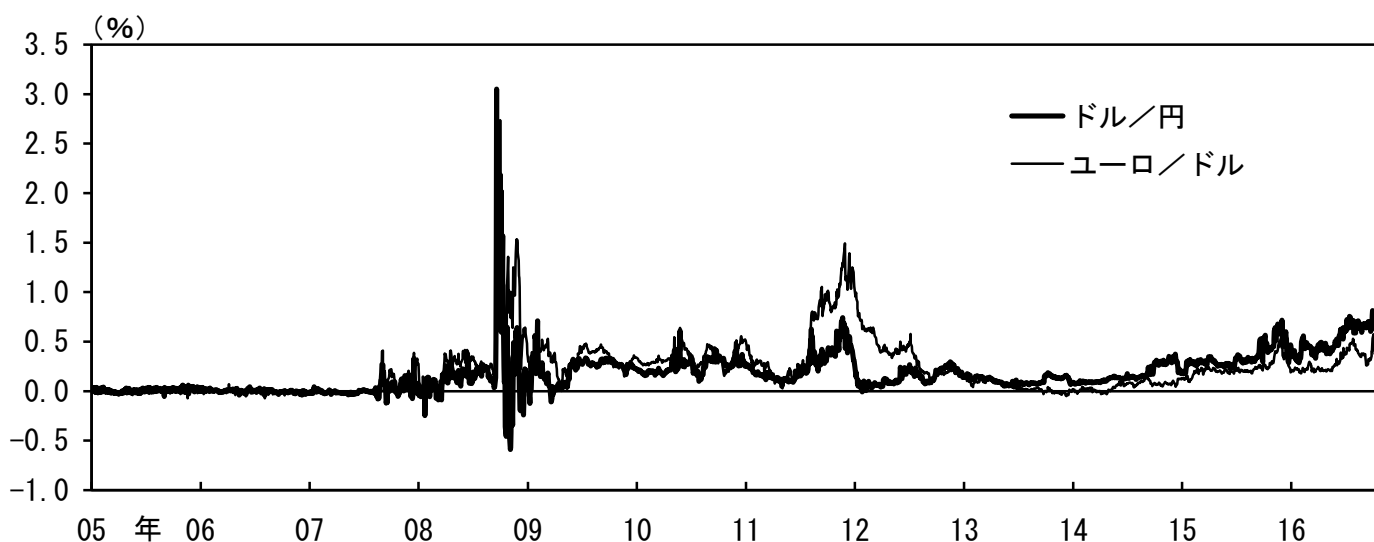


短期金利

(1) 短期金利

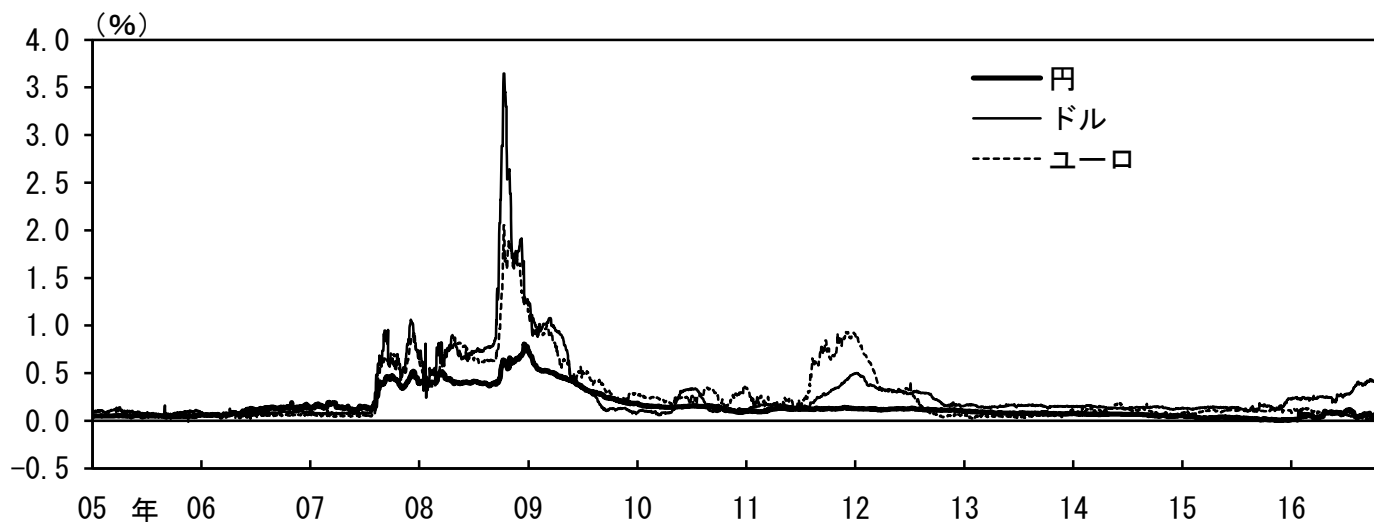


(2) ドル資金調達プレミアム



(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

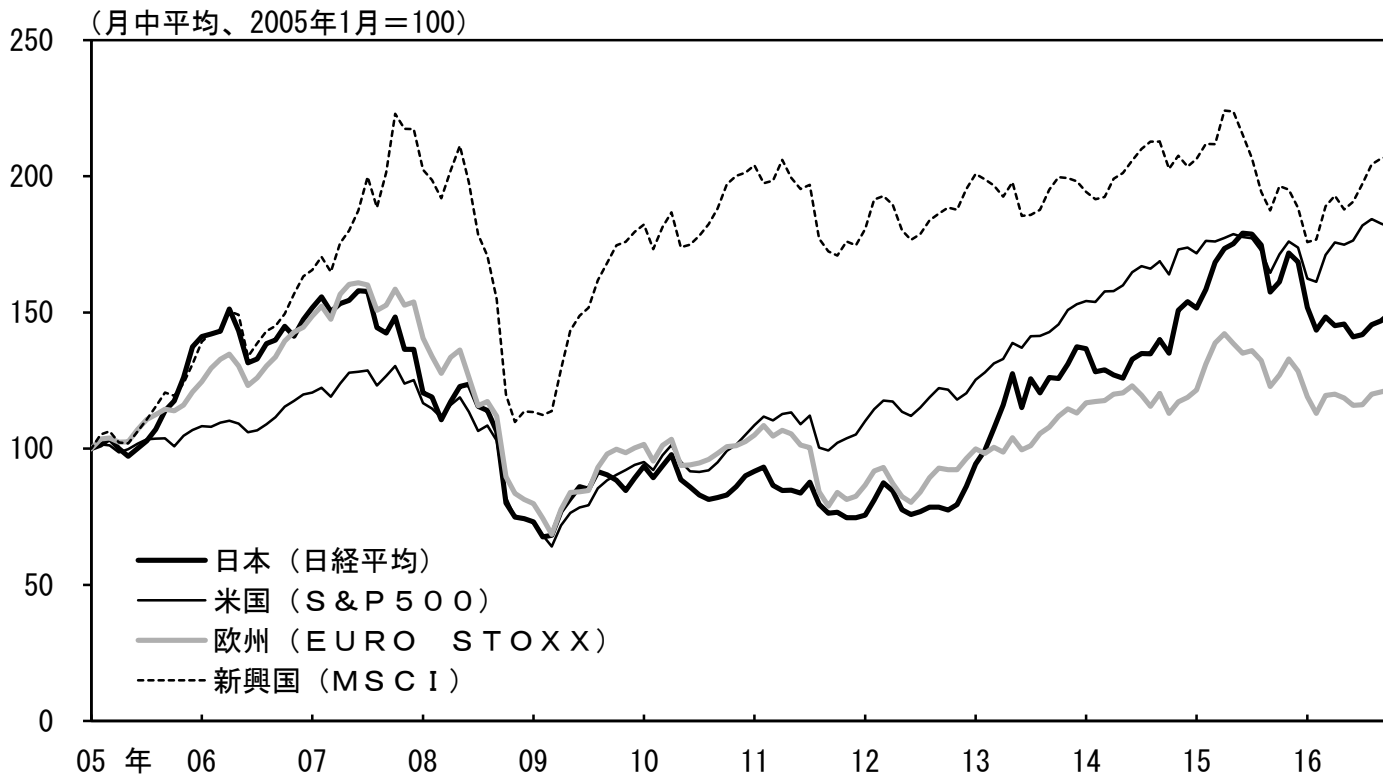


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

(出所) 日本銀行、Bloomberg

株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



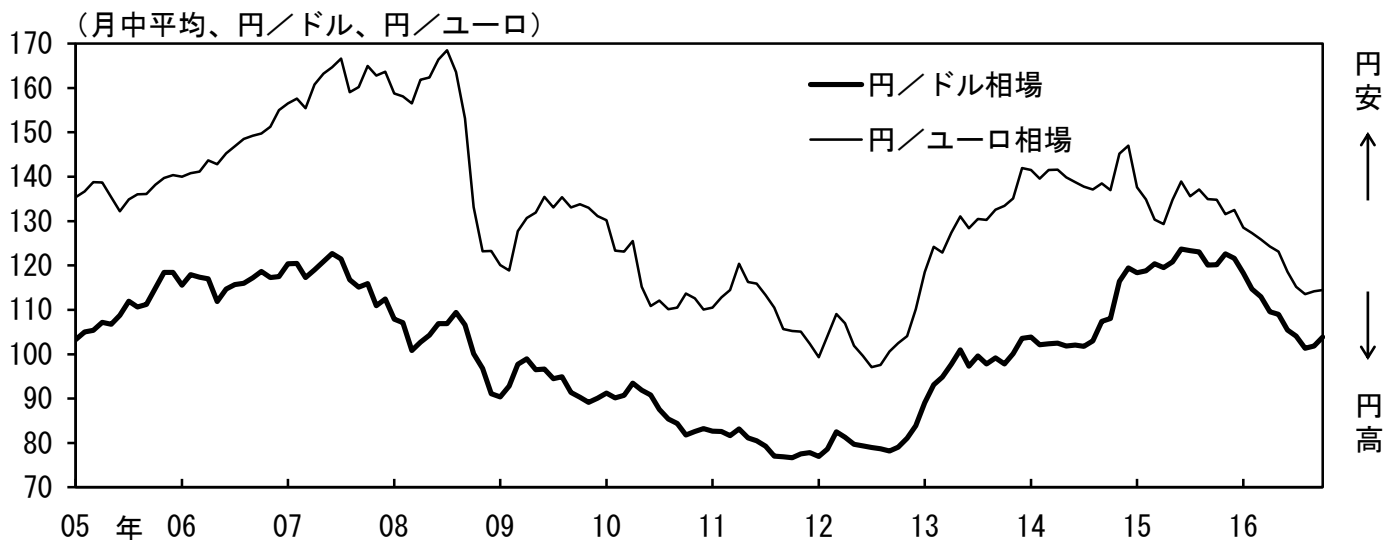
(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 主要REIT指数

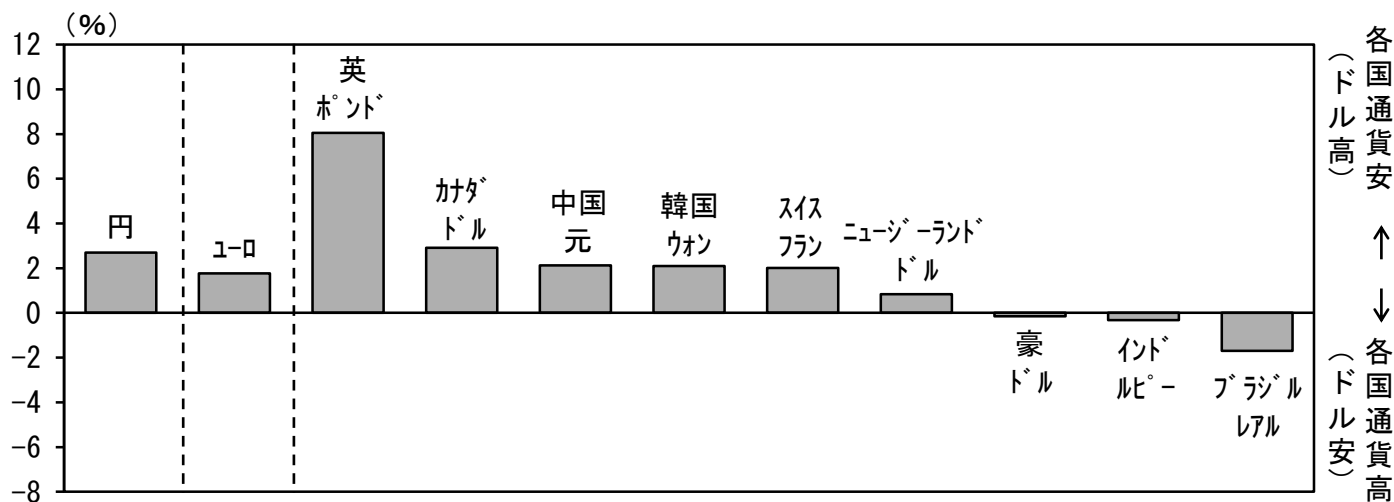


為替相場

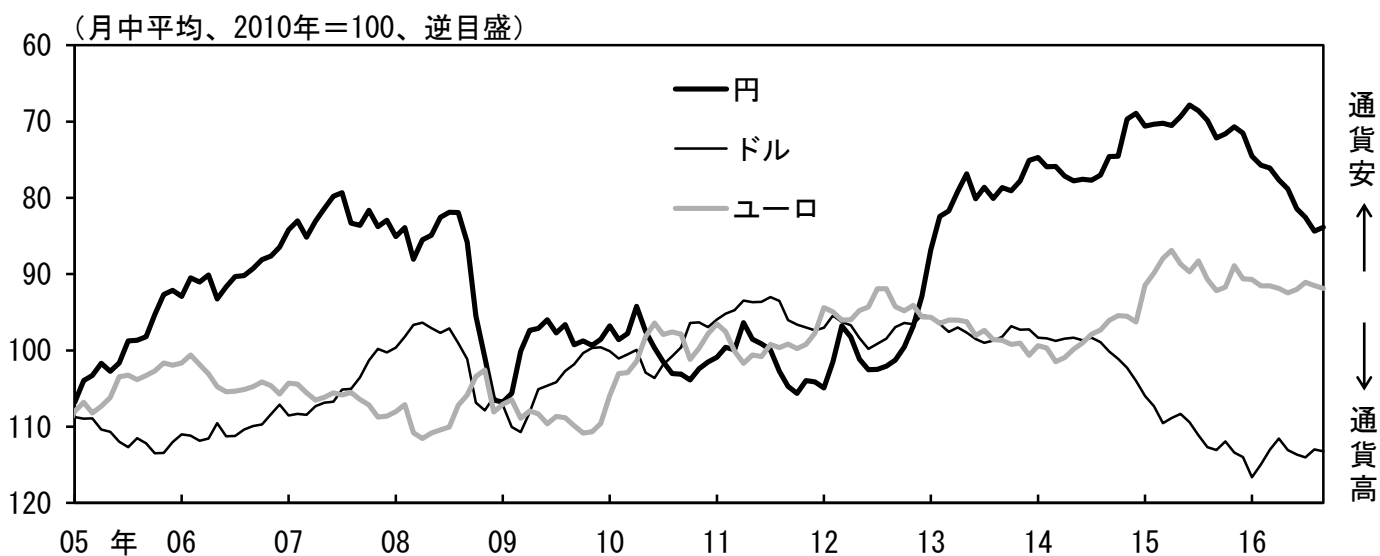
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2016年7月末対比)



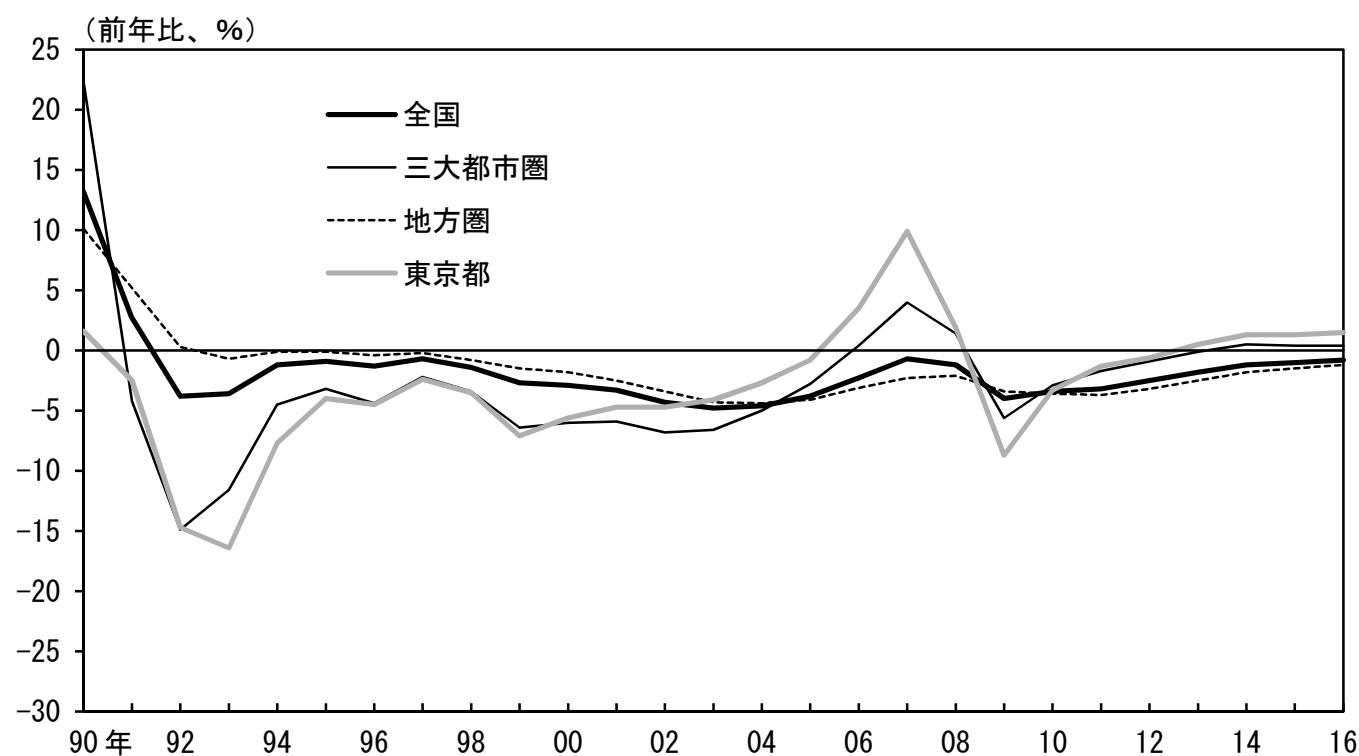
(3) 実質実効為替レート



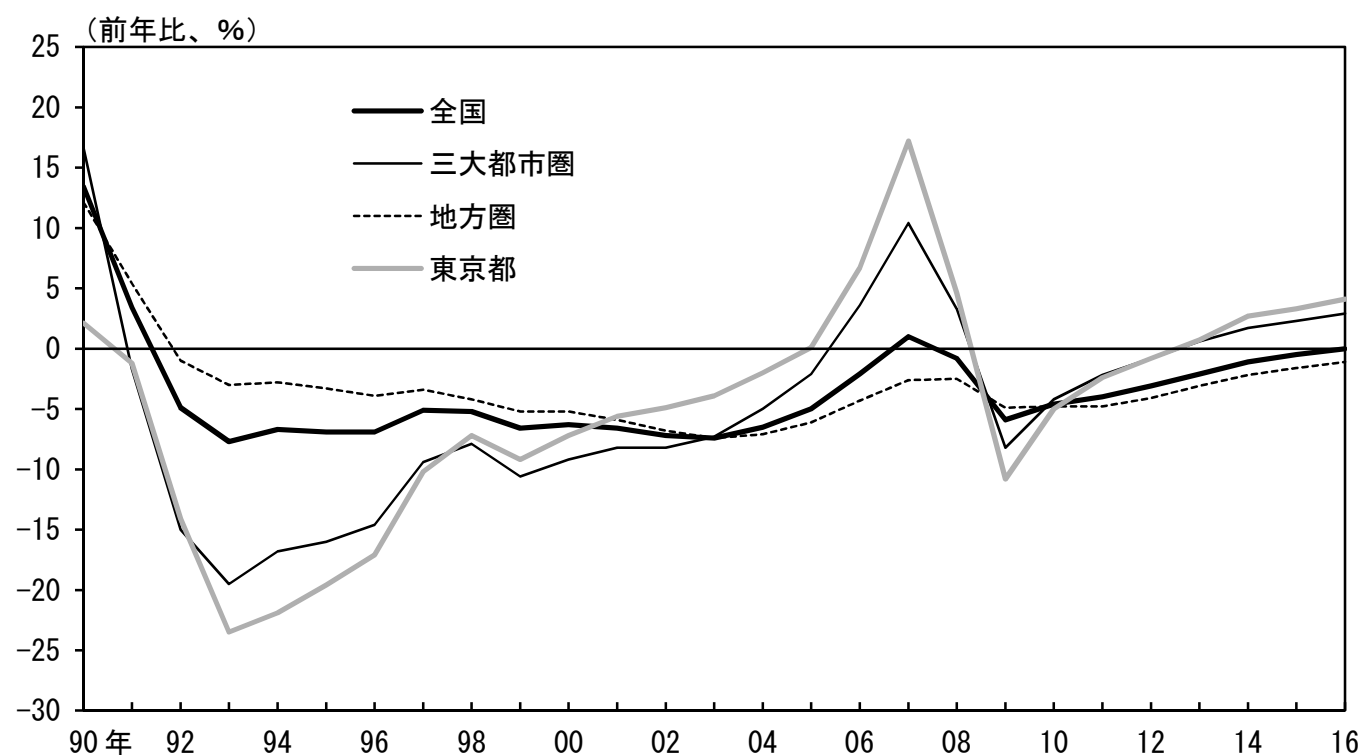
(注) 実質実効為替レートは、B I Sのブロードベース。
(出所) B I S、Bloomberg

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



- (注) 1. 都道府県地価調査ベース (7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

マクロ経済モデルによる公共投資の増加シミュレーション

(シナリオ) 公共投資がベースラインから名目GDP対比1%分、1年間増加したケース

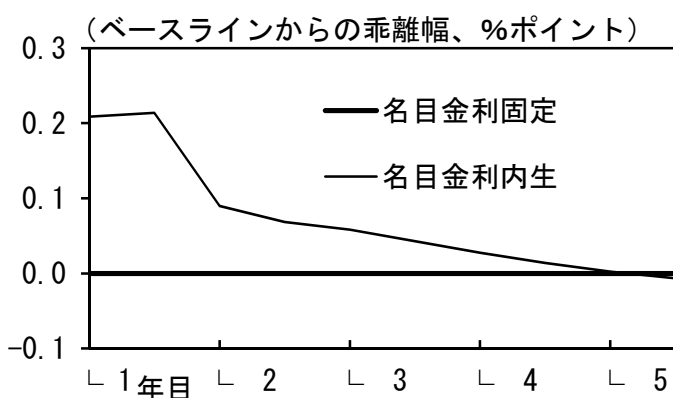
$$\left(\text{財政乗数} = \frac{\text{実質GDPの累積増加額}}{\text{公共投資の1年間の増加額}} \right)$$

	(財政乗数)				
	1年目	2	3	4	5
名目金利固定	1.1	1.4	1.5	1.4	1.3
名目金利内生	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7

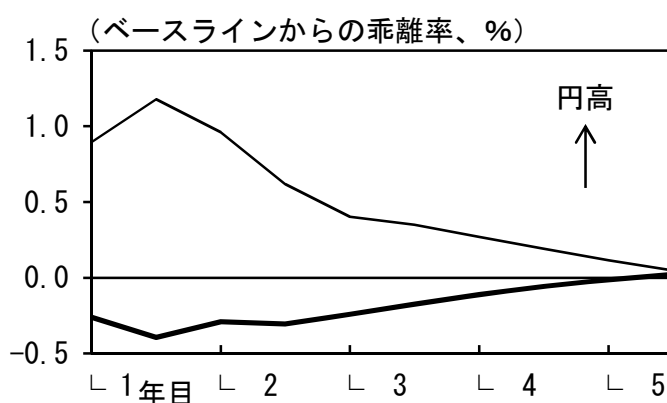
$$\left(\frac{\text{消費者物価 (総合除く生鮮食品)}}{\text{前年比押し上げ幅}} \right)$$

	(%ポイント)				
	1年目	2	3	4	5
名目金利固定	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
名目金利内生	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0

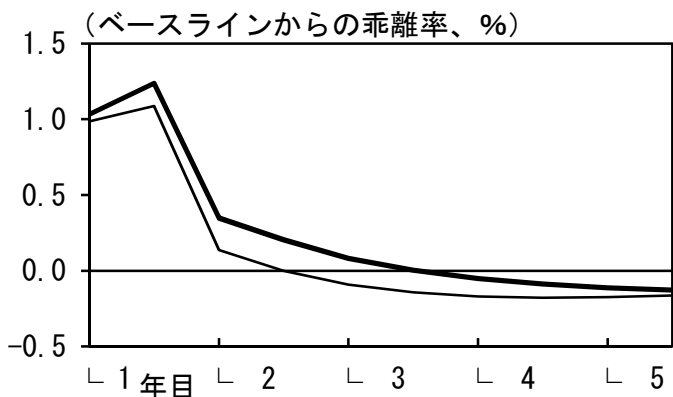
(1) 名目長期金利



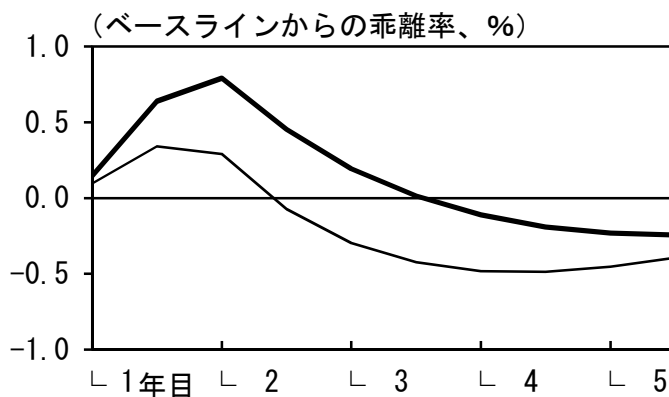
(2) 実質実効為替レート



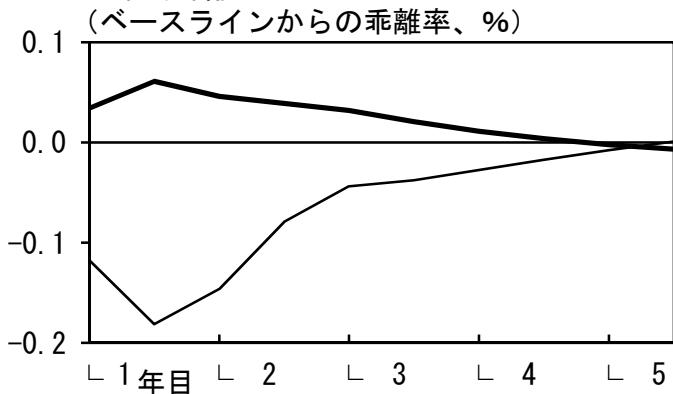
(3) 実質GDP



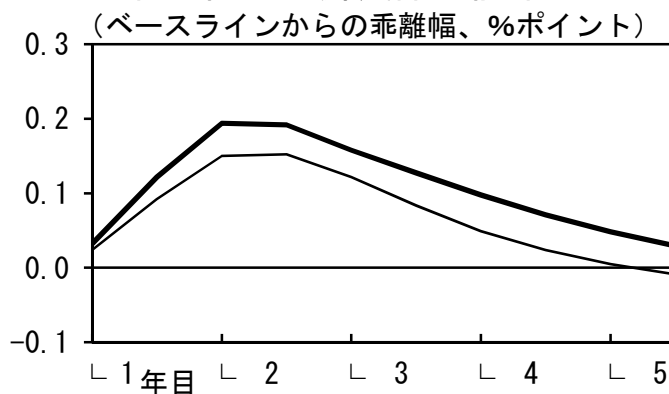
(4) 実質設備投資+実質住宅投資



(5) 実質輸出



(6) 総合除く生鮮食品の前年比

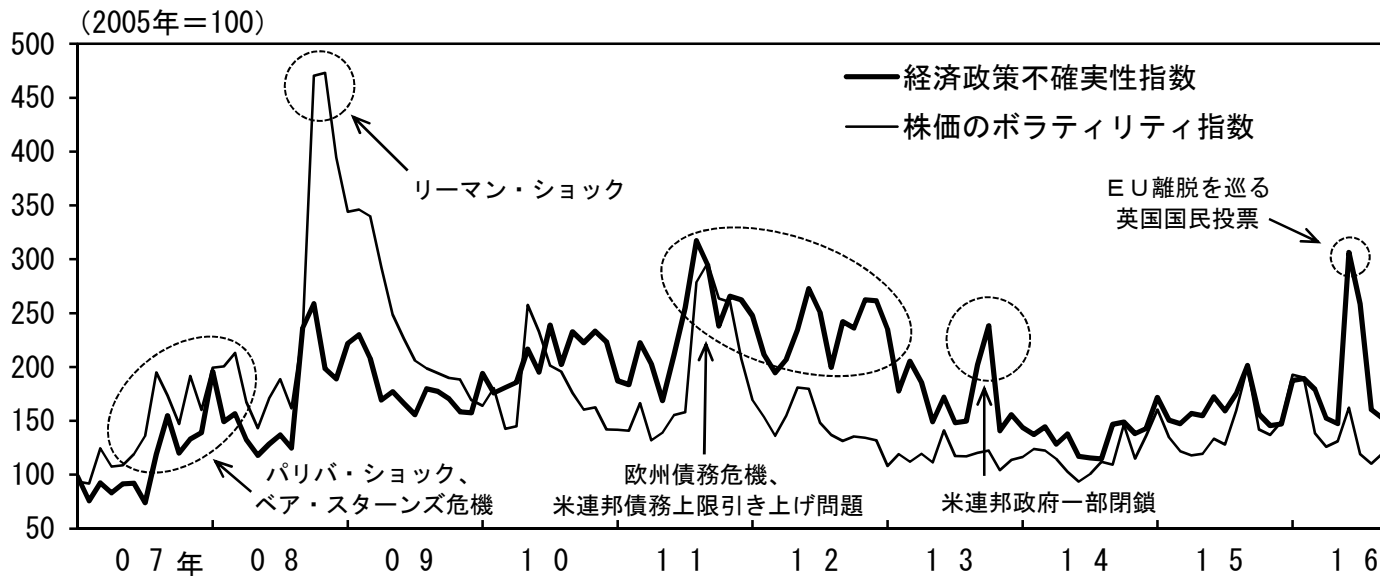


(注) 日本銀行調査統計局スタッフが開発したマクロ経済モデル (Q-JEM) を用いた結果。モデルの詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM) : 2011年バージョン」(2011年11月) 等を参照。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行等

グローバルな不確実性の高まりが貿易活動に及ぼす影響

(1) 米欧における政策不確実性と株価のボラティリティ



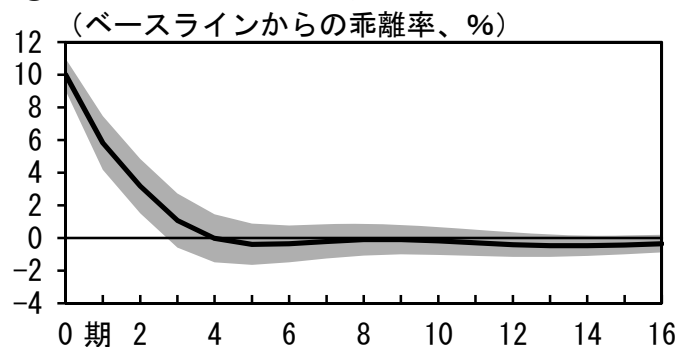
(2) 日本の輸出への影響

▽ 分析の概要

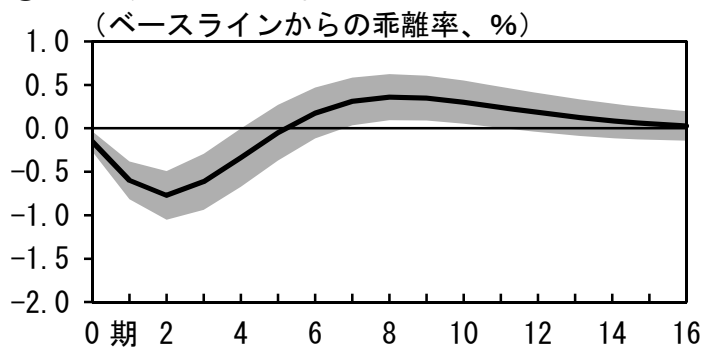
- 経済政策不確実性指数、FCI (Financial Conditions Index)、世界貿易量 (実質輸入)、円の実質実効為替レート、日本の実質輸出からなる5変数VARを推計。変数はFCIを除き、HPフィルターを用いてトレンドを除去。ショックの識別は、上記の順のコレスキー分解による。
- 推計期間：1999/1Q～2016/2Q。

▽ 政策不確実性指数の10%上昇ショックに対する各変数のインパルス応答

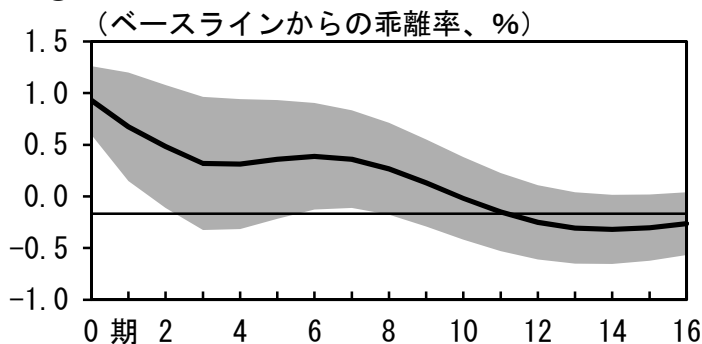
① 経済政策不確実性指数 (自己ショック)



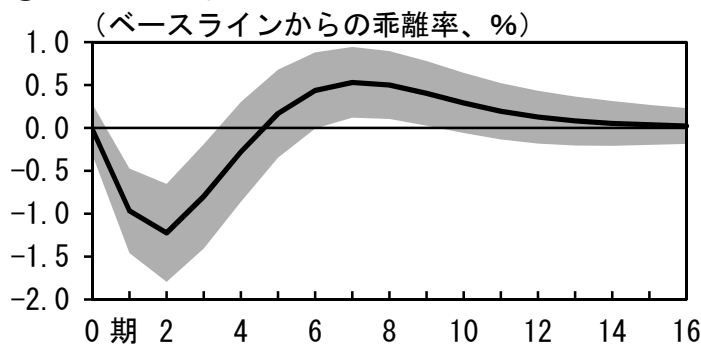
② 世界貿易量 (実質輸入)



③ 円の実質実効為替レート



④ 日本の実質輸出



(注) 1. 経済政策不確実性指数は米国と欧州、ボラティリティ指数は米国 (VIX) とユーロ圏 (VSTOXX)、FCIはBloomberg算出の米国とユーロ圏の値を、わが国の2015年通関輸出ウエイトで加重平均したもの。

2. (2) のシャドーは、75%タイルバンド。

(出所) Economic Policy Uncertainty、Bloomberg、オランダ経済政策分析局、財務省、日本銀行等

限界消費性向

(1) データと推計方法

【データの概要】

- ・大阪大学グローバルCOEによるパネル調査：「くらしの好みと満足度についてのアンケート」
- ・調査期間：2003～2013年
- ・調査対象：満20～80歳の男女
- ・回答者数：4,341人（2013年調査）

【推計方法】

- ・推計式

<世帯支出の前年比>

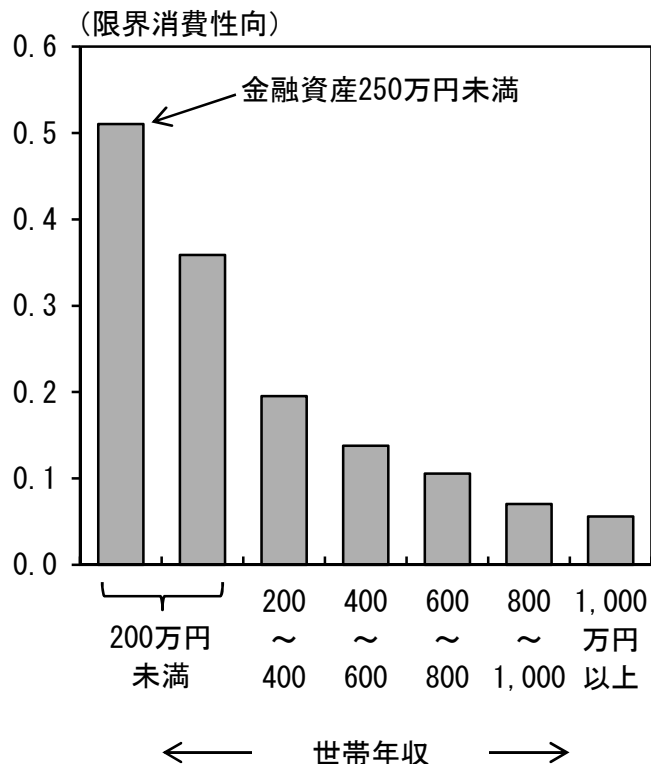
$$= \beta \times \text{世帯収入の前年比} + \text{定数項} + \text{世帯固定効果} + \text{時間効果} + \gamma \times \text{世帯人員の前年差}$$

- ・推計された β （所得弾性値）に平均消費性向を乗じて限界消費性向を算出。

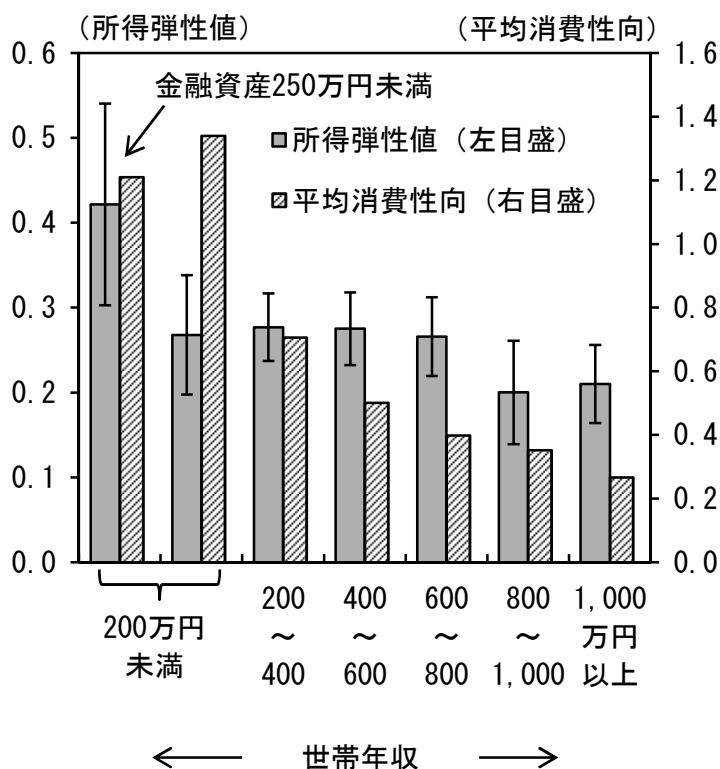
$$\underbrace{\frac{\Delta C}{\Delta Y}}_{\text{限界消費性向}} = \underbrace{\frac{\Delta C/C}{\Delta Y/Y}}_{\text{所得弾性値}} \times \underbrace{\frac{C}{Y}}_{\text{平均消費性向}}$$

限界消費性向 所得弾性値 平均消費性向

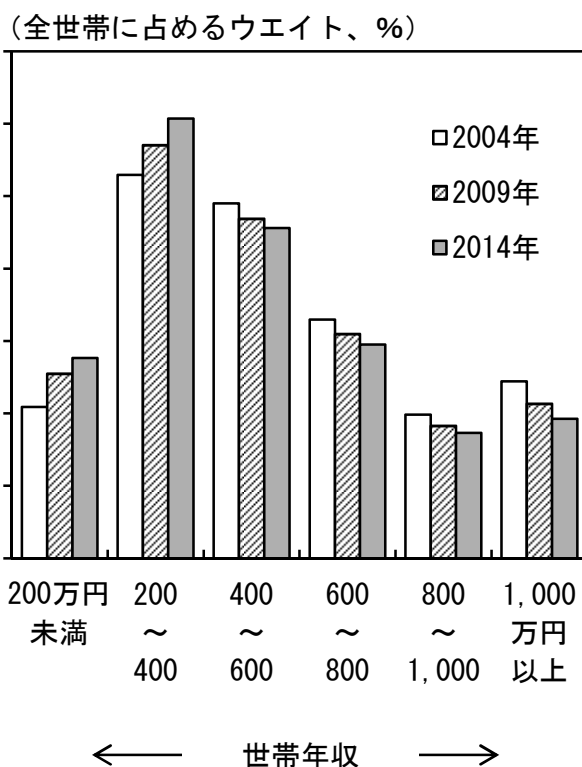
(2) 限界消費性向



(3) 平均消費性向と所得弾性値



(4) 年収階層別の世帯数分布 <全国消費実態調査>



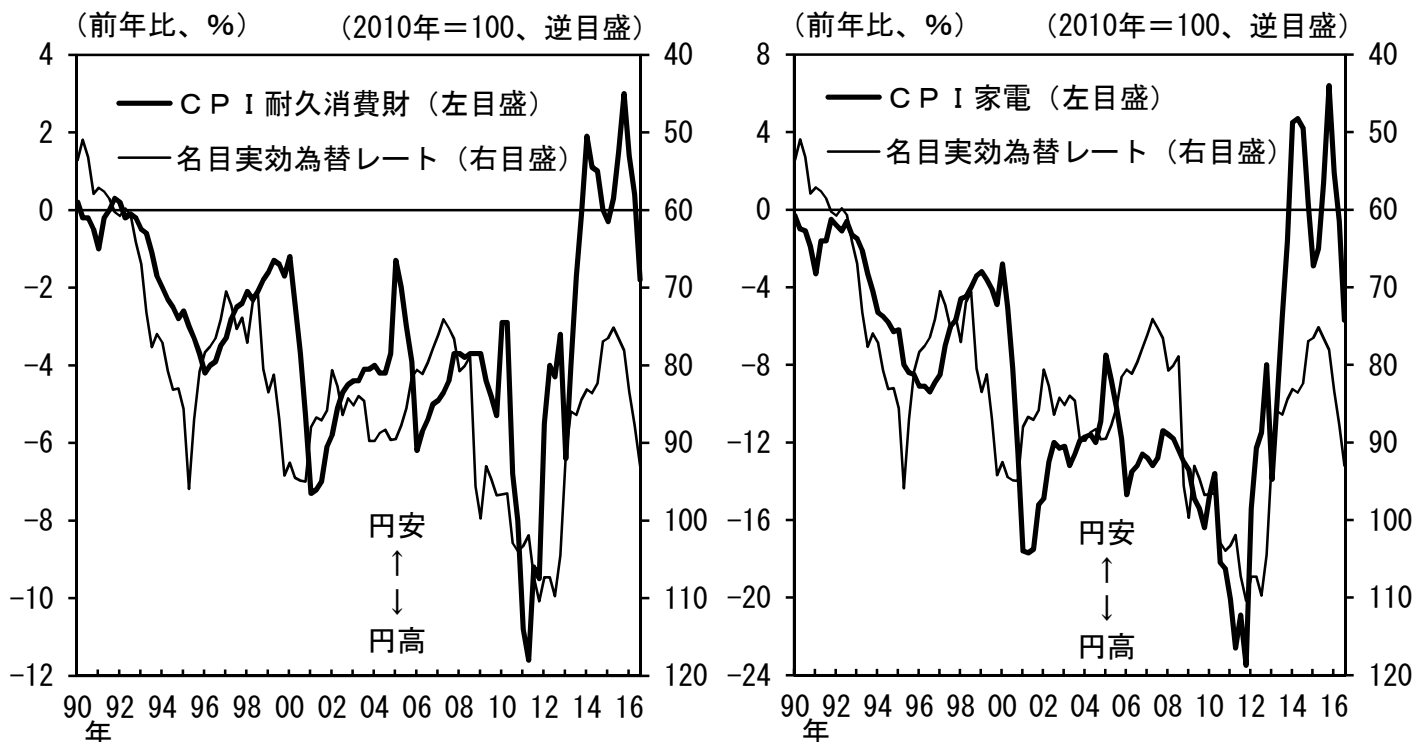
(注) 1. 推計では、自営業者のデータを除いている。
2. (3) のエラーバンドは、95%信頼区間。

為替レートと耐久消費財価格

(1) 耐久消費財価格と為替レート

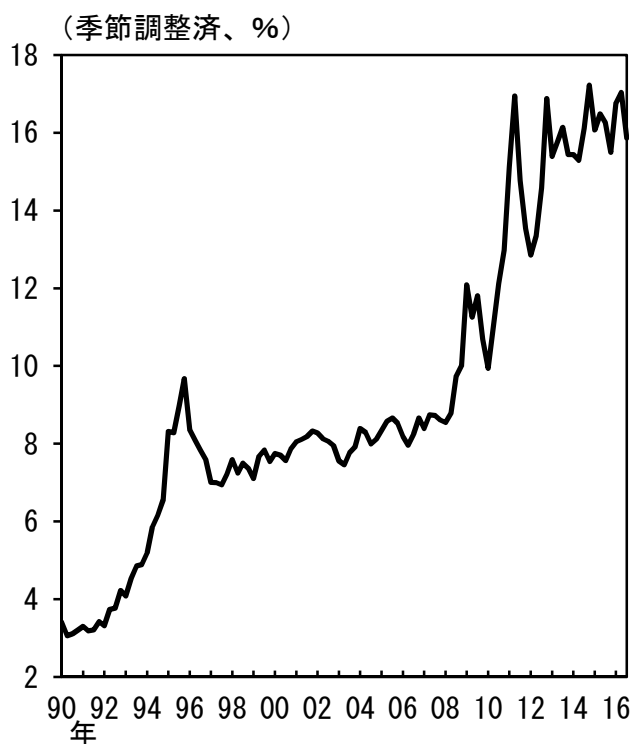


(2) 家電価格と為替レート

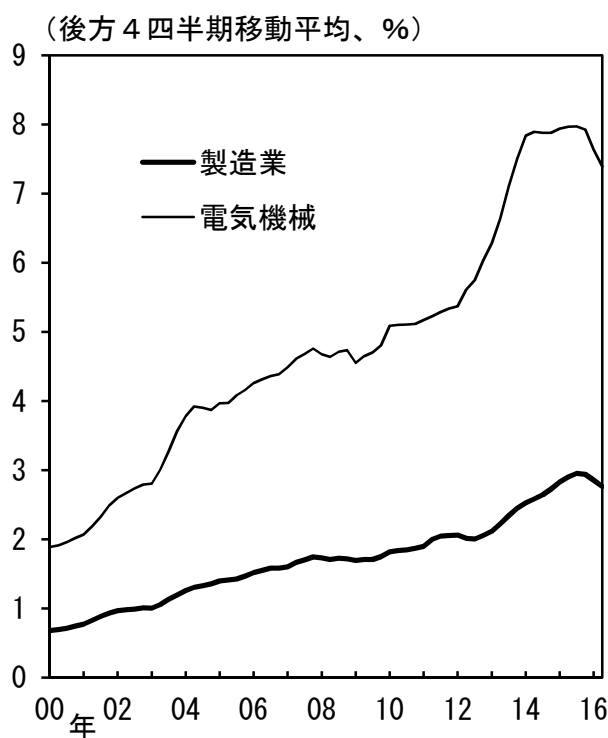


(注) 1. 以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース)。
家電 = 「家事用耐久財」 + 「冷暖房用器具」 + 「教養娯楽用耐久財」 - 「ピアノ」 - 「学習用机」
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(3) 耐久消費財の輸入ペネトレーション比率



(4) 海外生産比率(日本向け)

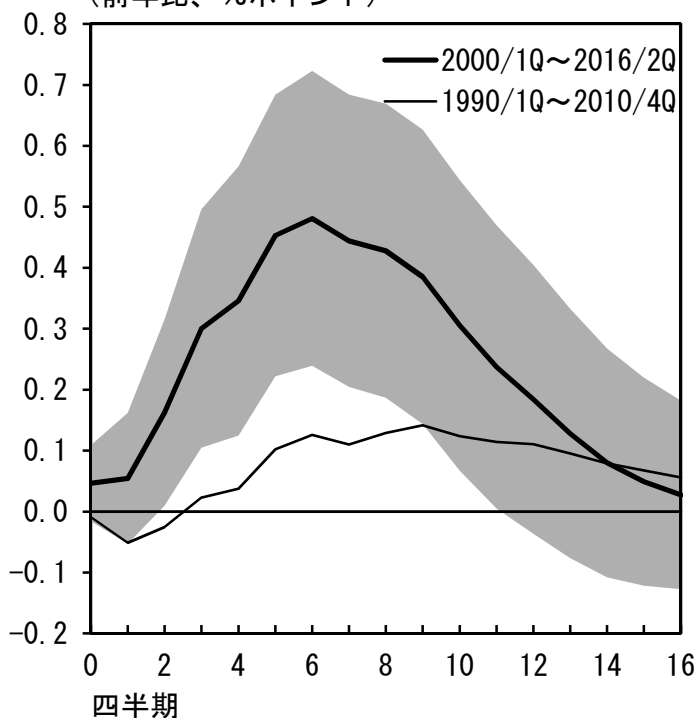


(注) 1. (3) は鉱工業総供給表ベース(2010年基準)。輸入ペネトレーション比率 = 輸入 / 総供給
2016/3Qは、7~8月の値。
2. 海外生産比率 = 現地法人売上高<日本向け> / (現地法人売上高<日本向け> + 国内法人売上高)
(出所) 総務省、経済産業省、財務省、BIS

為替レートが消費者物価に与える影響

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）の10%為替円安ショックに対する反応

(前年比、%ポイント)



以下の4変数からなるVARを推計。

- ①実質原油価格
- ②名目実効為替レート
- ③需給ギャップ
- ④消費者物価

—(1)では総合（除く生鮮食品・エネルギー）、(2)ではこのうち①耐久消費財と②耐久財以外の消費財について、それぞれ推計。

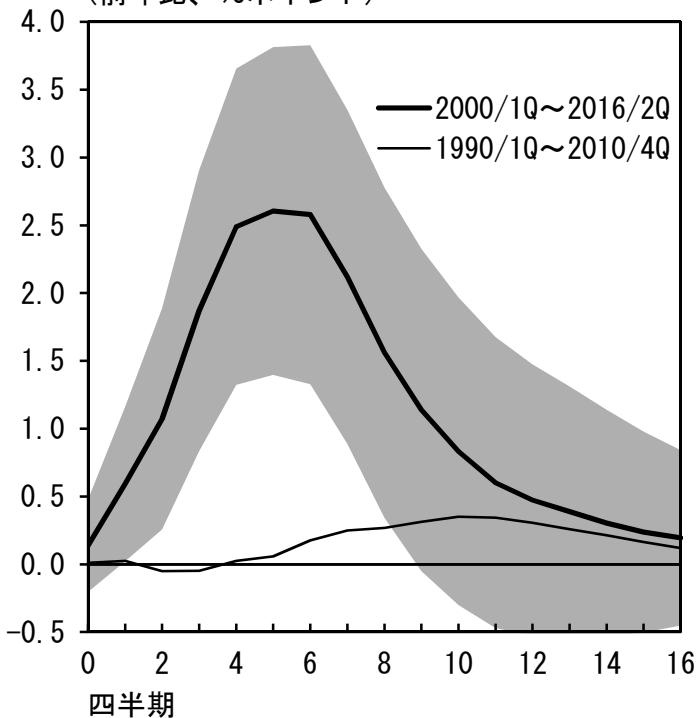
推計期間：1990/1Q~2010/4Qと
2000/1Q~2016/2Q。

需給ギャップ以外は前期比を用いて推計。
ショックの識別は上記の順のコレスキー分解による。

(2) 財（除く生鮮食品・エネルギー）の10%為替円安ショックに対する反応

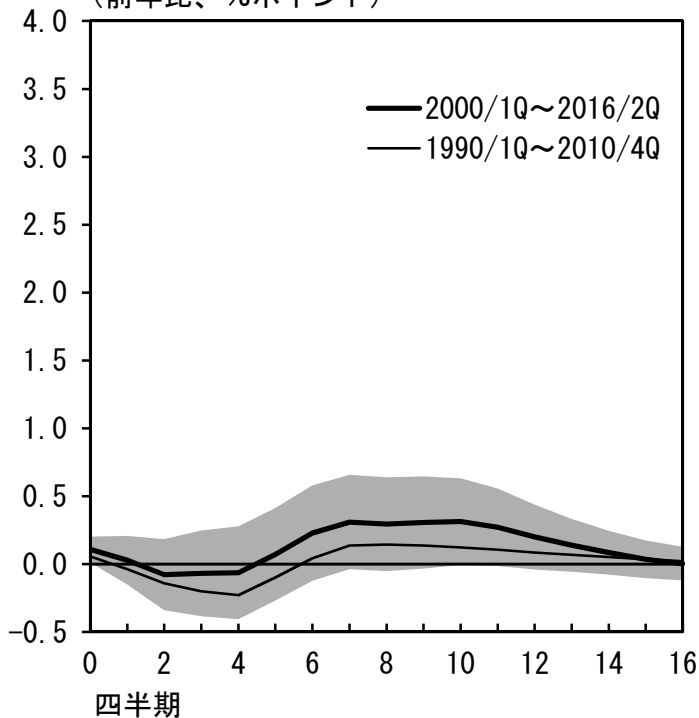
①耐久消費財

(前年比、%ポイント)



②耐久財以外の消費財

(前年比、%ポイント)



- (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）。
3. 実質原油価格は、WTI原油価格を米国の消費者物価（総合）で実質化。
4. シャドーは、75%タイルバンド。

(出所) 総務省、内閣府、BIS等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	2016年7月判断	前回との比較	2016年10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、基調としては緩やかな回復を続けている	⇒	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、基調としては緩やかな回復を続けている
北陸	一部に鈍さがみられるものの、回復を続けている	⇒	一部に鈍さがみられるものの、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	自動車関連での工場事故や熊本地震の影響から輸出・生産面で振れがみられるものの、基調としては緩やかに拡大している	⇩	幾分ペースを鈍化させつつも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	⇒	緩やかに回復している
中国	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかな回復基調を続けている	⇧	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	熊本地震の影響により急速に下押しされた後、観光面などで弱い動きが続いているものの、供給面の制約は和らいできており、緩やかに持ち直している	⇧	熊本地震の影響が和らぐもとで、緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer161017.pdf> を参照。

(出所) 日本銀行