

公表時間  
7月21日(金) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2017年7月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 経済・物価情勢の展望（2017年7月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

- わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる<sup>2</sup>。
- 消費者物価（除く生鮮食品）は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっていることなどを背景に、エネルギー価格上昇の影響を除くと弱めの動きとなっている。これに伴って、中長期的な予想物価上昇率の高まりもやや後ずれしている。もっとも、マクロ的な需給ギャップが改善を続けるもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も上昇するとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率については幾分上振れている。物価については、見通し期間の前半を中心に下振れている。
- 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、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も次第に上昇するとみられるもとで、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が、なお力強さに欠けており、引き続き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。

<sup>1</sup> 7月19日、20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。

<sup>2</sup> 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（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、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。この間、公共投資は増加に転じつつあり、住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。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%台前半となっている。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は、緩やかな拡大を続けるとみられる。2018年度までの期間を展望すると、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で、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、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。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、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっ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。こうした海外経済の改善を背景として、輸出も、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。

2019年度については、内需の減速から成長ペースは鈍化するものの、外需

に支えられて、景気拡大が続くと予想される。すなわち、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、設備投資が減速すると見込まれる。また、家計支出も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じると予想される<sup>3</sup>。もっとも、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えするとみられる。

以上のもとで、わが国経済は、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる<sup>4</sup>。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、幾分上振れている。

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」を推進するもとで、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>5</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。

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、そのもとで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などが続くもとで、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。

---

<sup>3</sup> 2019年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、2019年度の成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまるとみられる。ただし、消費増税のインパクトは、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い点に留意する必要がある。

<sup>4</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに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。

<sup>5</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。

## (2) 物価の中心的な見通し

前回展望レポート以降の消費者物価の前年比の動きをみると、エネルギー価格が押し上げに寄与するもとで、上昇率が高まってきている。しかし、こうした影響を除くと、年度初の価格引き上げの動きが限定的となるなど、弱めの動きとなっている。

この背景としては、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。実際の物価上昇率の影響を強く受けるため、中長期的な予想物価上昇率の高まりもやや後ずれしている。

もっとも、先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。従来に見通しと比べると、見通し期間の前半を中心に下振れるとみられるが、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用すると考えられる。2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い<sup>6</sup>。

好循環が作用していくメカニズムについて、物価上昇率を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは着実に改善している。特に、有効求人倍率がバブル期ピークを上回っているほか、失業率も3%程度まで低下するなど、労働需給の引き締めは一段と明確になっている。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップは2018年度にかけてプラス幅を拡大

---

<sup>6</sup> 2019年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、2019年10月以降の消費者物価前年比(除く生鮮食品)は+1.0%ポイント押し上げられる(2019年度で見れば、影響はその半分の+0.5%ポイントとなる)。

し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、2015年春以降、実際の消費者物価の前年比が0%程度ないし小幅のマイナスで推移してきたことから、弱含みの局面が続いているが、このところ、一部に上昇を示す指標もみられている。先行きについては、①「適合的な期待形成」<sup>7</sup>の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、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昨年春から本年初にかけての持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げると予想される。また、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、既往の為替相場の円安方向への動きが、2017年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

### 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、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、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。いずれも経済の下押し要因となる可能性がある。一方で、市場や経済主体がそうしたリスクをある程度意識していることを踏まえると、展開によっては上振れにつながる可能性もある。

---

<sup>7</sup> 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则认为られる。詳細は、「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。

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恐れがある。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。予想物価上昇率は、先行き上昇傾向をたどるとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合には、予想物価上昇率の高まりがさらに遅れるリスクがある。

第2に、マクロ的な需給ギャップ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、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上昇率の高まり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>8</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、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検してい

---

<sup>8</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。



く必要があるが、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考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、下げ止まりから一部に上昇する指標もみられているもと、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、が背景である。

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、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。

(参考)

## 2017～2019 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
2017 年度	+1.5～+1.8 <+1.8>	+0.5～+1.3 <+1.1>	
4月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.6>	+0.6～+1.6 <+1.4>	
2018 年度	+1.1～+1.5 <+1.4>	+0.8～+1.6 <+1.5>	
4月時点の見通し	+1.1～+1.3 <+1.3>	+0.8～+1.9 <+1.7>	
2019 年度	+0.7～+0.8 <+0.7>	+1.4～+2.5 <+2.3>	+0.9～+2.0 <+1.8>
4月時点の見通し	+0.6～+0.7 <+0.7>	+1.4～+2.5 <+2.4>	+0.9～+2.0 <+1.9>

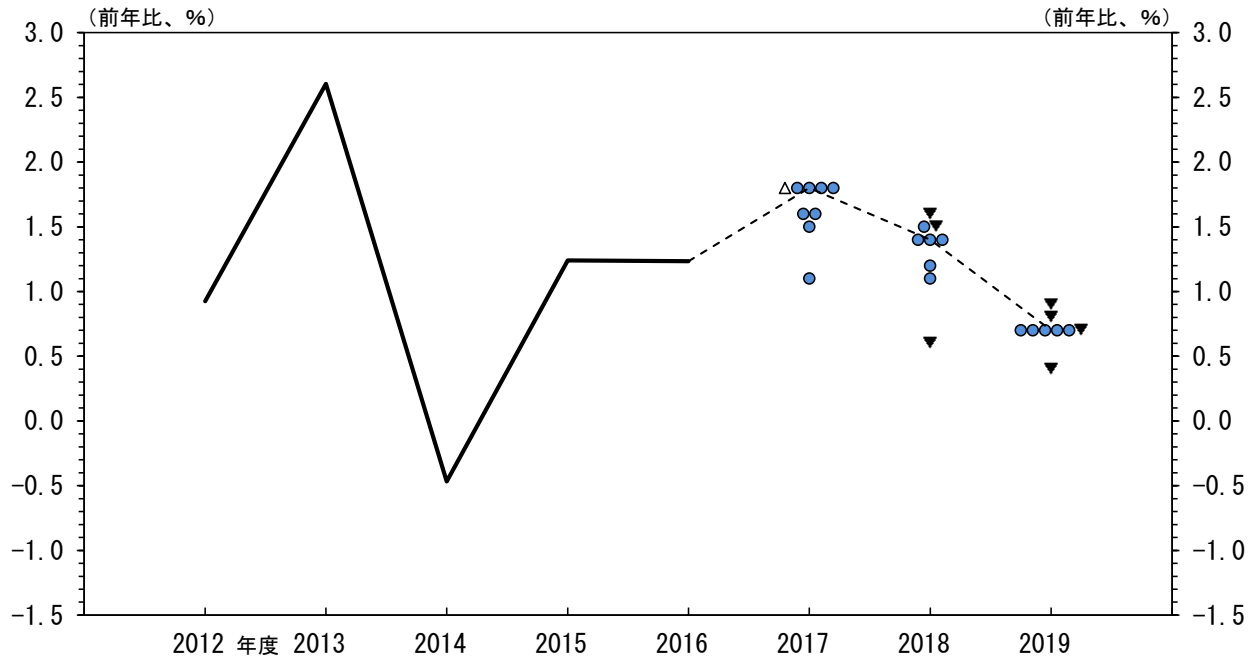
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

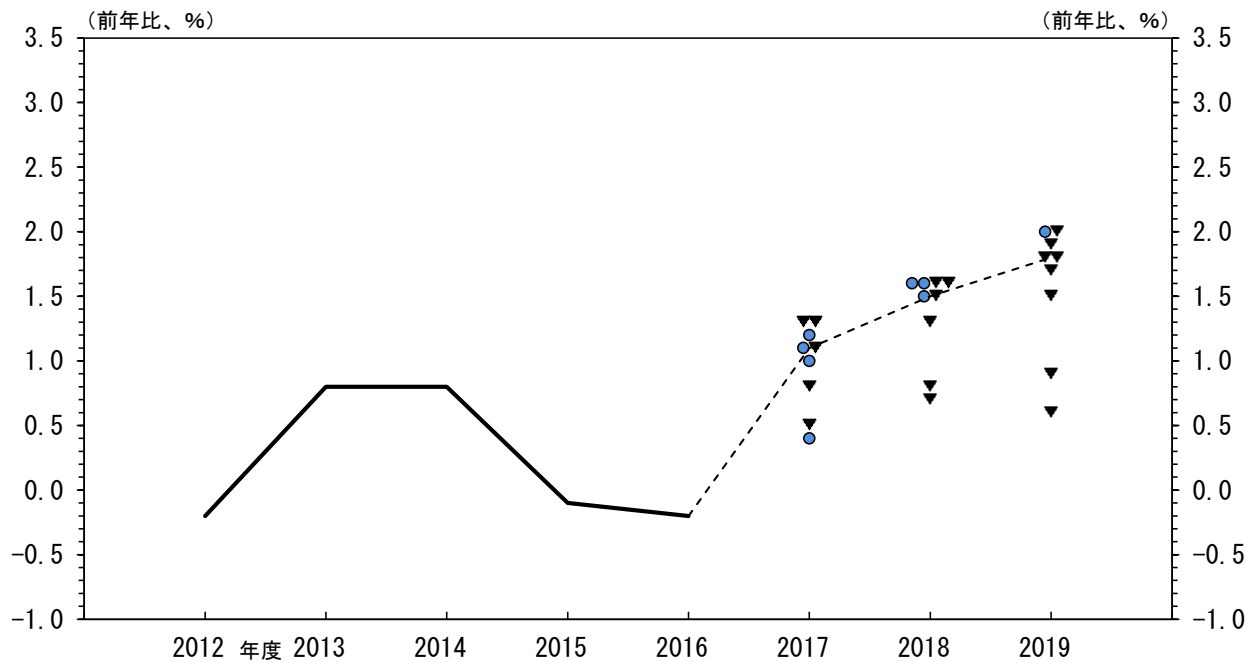
(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)を前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2019年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+0.5%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

## 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

### (1) 実質GDP



### (2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、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】<sup>9</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し

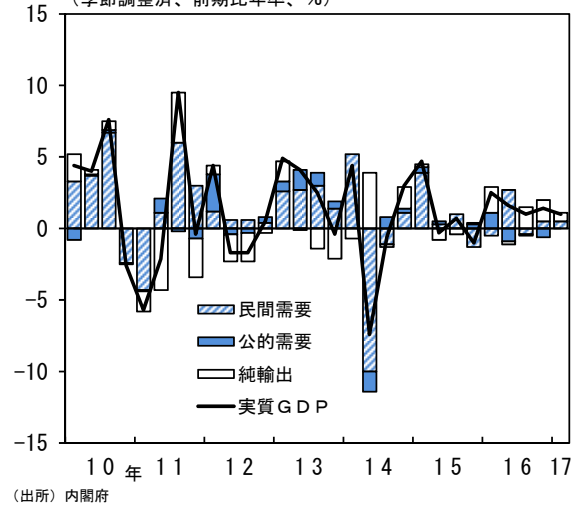
#### 1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、1～3月の実質GDPは、前期比+0.3%（同年率+1.0%）となり、5四半期連続のプラス成長となった（図表1）。外需は、アジア向けの情報関連や資本財を中心に、しっかりと増加した。内需をみても、個人消費と設備投資が増加し、実質GDP全体では、「0%台後半」とみられる潜在成長率をやや上回る成長となった（図表2）。こうした内外需要の増加を反映して、労働需給は着実な引き締まりを続けている（図表3）。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、このところ、着実に改善しており、1～3月は0%台後半のプラスとなっている（図表4）<sup>10</sup>。4月以降の月次指標をみても、個人消費が雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅さを増していることなどから、需給ギャップのプラス基調は定着してきており、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとの、景気は緩やかに拡大している。

わが国経済の先行きを展望すると、2017～2018年度は、①財政・金融政策の景気刺激効果と、②海外経済の成長率の高まりを背景に、潜在成長率をはっきりと上回る成長を続ける、とのこれまでの基本的な考え方は変えていない。2019

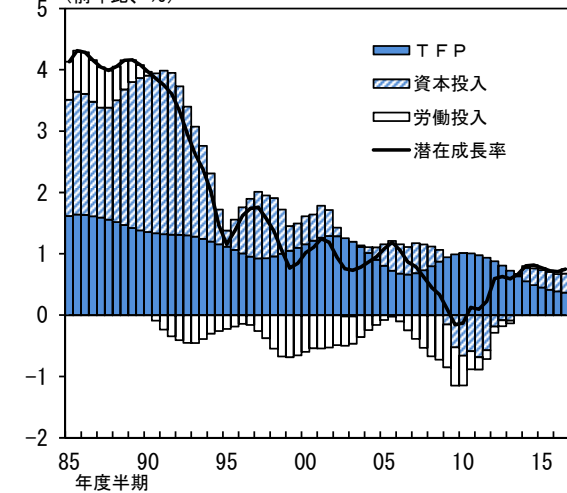
図表1：実質GDP

（季節調整済、前期比年率、%）



図表2：潜在成長率

（前年比、%）



<sup>9</sup> 7月19、20日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

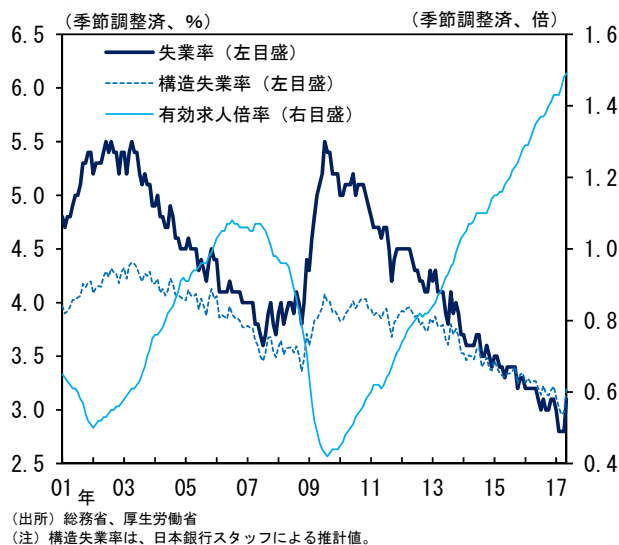
<sup>10</sup> 日本銀行調査統計局では、2017年4月に需給ギャップと潜在成長率について、推計方法の見直しを行った。技術的な面も含む詳細は日本銀行調査論文「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」（2017年4月）を参照。

年度については、かなり不確実性は高いが、①消費税率引き上げによる家計支出の落ち込みと、②資本ストックの蓄積やオリンピック関連投資の一巡による設備投資の減速が重なるため、成長率は前年度から減速するものの、外需に支えられて、景気拡大は続くと考えている<sup>11</sup>。今回の見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、幾分上振れている。

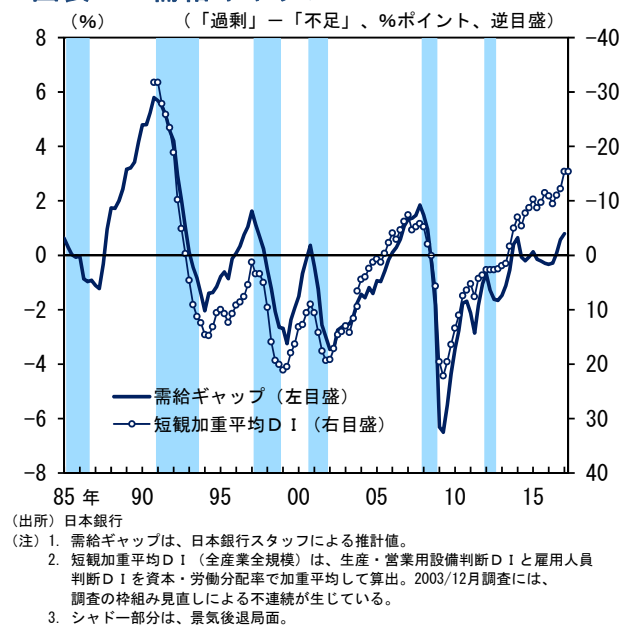
見通し期間の各年度の特徴をみると、2017年度は、海外経済の成長率の高まりと経済対策の効果を背景に、内外需要が増加するもとの、堅調な景気拡大が続くと見込まれる。すなわち、輸出は、世界的な製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するなかで、情報関連や資本財を中心に、緩やかな増加傾向を続けると予想される。そうしたもとの、設備投資は、金融緩和効果に加えて、オリンピック・都市再開開発関連の建設投資や人手不足に対応した省力化投資の増加にも支えられて、これまで鈍さが残っていた製造業も含め、緩やかな増加を続ける可能性が高い。この間、公共投資は、経済対策効果が顕在化するもとの、増加していくと想定している。また、個人消費は、経済対策の影響も受けた可処分所得の増加や、株価上昇の資産効果に加え、耐久財の買い替え需要の増加

<sup>11</sup> 2019年10月の消費税率引き上げは、家計支出を中心に、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果という2つの経路を通じて、成長率に相応の影響を及ぼすとみられるが、現時点では、消費増税による2019年度成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまると考えている。これは、①今回の消費増税のタイミングが年度中となるため、駆け込み需要と反動が年度内で均されるほか、実質所得の減少効果は年度下期にのみ発生するといった技術的な要因に加え、②税率の引き上げ幅は、前回よりも小さく、かつ一部品目には軽減税率も適用されること、③前回は2回目の増税を見据えた駆け込み需要が発生したと考えられること、などによる。ただし、消費税率引き上げのインパクトは、その時々消費者マインドの動向に左右されるなど、不確実性がかなり大きいことに留意する必要がある。

図表3：労働需給



図表4：需給ギャップ



もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。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見込まれる。

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みられる。輸出は、海外経済の改善を反映して緩やかな増加を続けると予想される。設備投資も、緩和的な金融環境やオリンピック関連需要に加え、人手不足に伴う省力化ニーズの強まりを背景として、着実な増加を続けると見込まれる。個人消費は、ベースアップの高まりによる可処分所得の増加に支えられて、増勢を維持する可能性が高い。この間、公共投資は、経済対策効果の減衰により減少に転じるものの、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けると見込まれる。

2019年度は、内需の減速を主因に、成長ペースは鈍化すると考えられる。個人消費は、上期に、消費増税前の駆け込み需要から増勢を強めたあと、下期には、増税後の反動減と実質所得の減少効果が下押しとなり、減少に転じるとみられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴い循環的な減速圧力がかかるもとの、オリンピック関連投資の一巡の影響も加わり、減速する可能性が高い。もっとも、輸出は、海外経済の着実な成長を背景に増加基調を維持し、景気を下支えすると考えられる。以上の動きを反映して、成長率は、前年度からは減速するものの、景気拡大は続けると見込まれる。

## 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、増加に転じつつある(図表5)。先行きについて、2017年度は、経済対策の効果が徐々に本格化するもとの、熊本地震の復旧復興対策や各種インフラ整備事業を中心に、増加していくとみられる。2018年度以降は、経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事が下支えとなり、高水準で幅広い圏内の動きが続くと想定している。

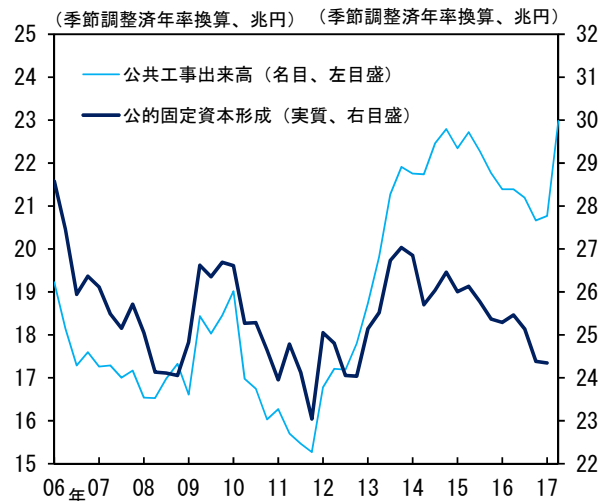
### (海外経済)

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている(図表6)。グローバルな製造業の業況感は改善傾向にあるほか、世界貿易量も回復している(図表7、後掲図表12)。主要地域別にみると、米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けている。欧州経済も、家計部門を中心に緩やかながら着実な回復を続けている。中国経済は、当局による景気下支え策の効果もあって、総じて安定した成長を続けている。中国以外の新興国・資源国経済については、輸出の持ち直しや資源価格の底入れ、各国の景気刺激策の効果などから、全体として持ち直している。

先行きの海外経済については、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっ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。

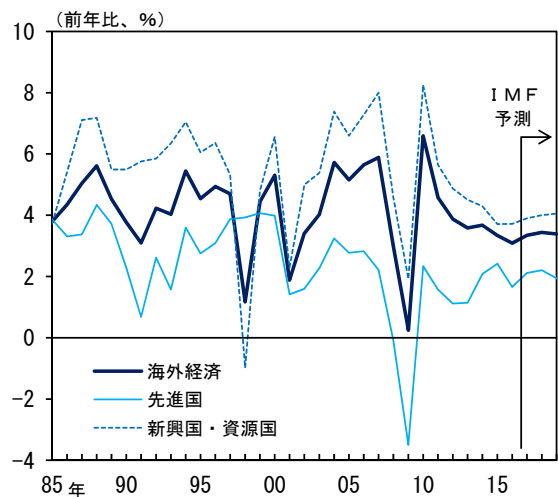
主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、国内民間需要を中心にしっかりした成長が続くと見込まれる。欧州経済については、英国のEU離

図表5：公共投資



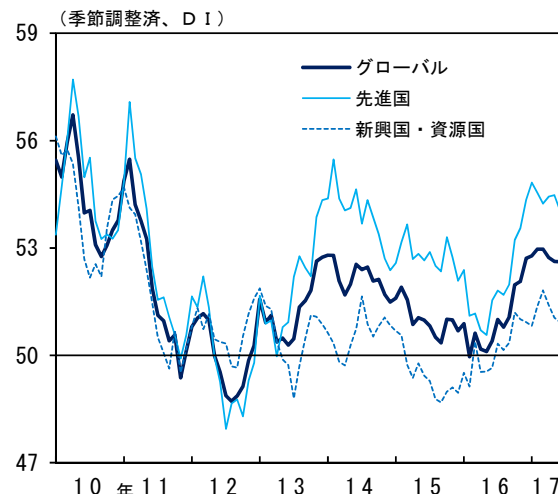
(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2017/2Qは、4~5月の値。

図表6：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省  
(注) IMFによる各国・地域の実質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。2017年以降はIMF予測(2017/4月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

図表7：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2017. All rights reserved.), IMF等

(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。

脱交渉の展開をはじめとする政治情勢や金融セクターを含む債務問題を巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、基調としては緩やかな回復経路をたどる可能性が高い。中国経済は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するも、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。その他の新興国・資源国経済については、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、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にある(図表9)。地域別にみると、先進国向けは、増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や資本財を中心に持ち直している(図表10)。財別にみると、自動車関連は、輸出車の高付加価値化もあって、増加を続けている(図表11)。情報関連は、高い伸び率で増加していたスマートフォン向けの増勢が一服しているものの、データセンターや車載向けの需要はしっかりしており、高水準を維持している。資本財は、世界的な設備投資の回復傾向を反映して、持ち直しが明確となっている。

輸出の先行きを展望すると、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するも、わが国が比較優位を持つ資本財や情報関連が堅調に推移すると見込まれることから、当面は、増加基調を続ける可能性が高い。その後は、情報関連の反動などによる振れは予想されるものの、海外経済の成長に伴って「世界貿易量<sup>12</sup>」が緩やかな増加を続けるとともに、それに占める「日本の輸出シェア」もわが国の競争力の改善を反映してごく緩やかな上昇傾向をたどることから、基調

<sup>12</sup> ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

図表8：実効為替レート



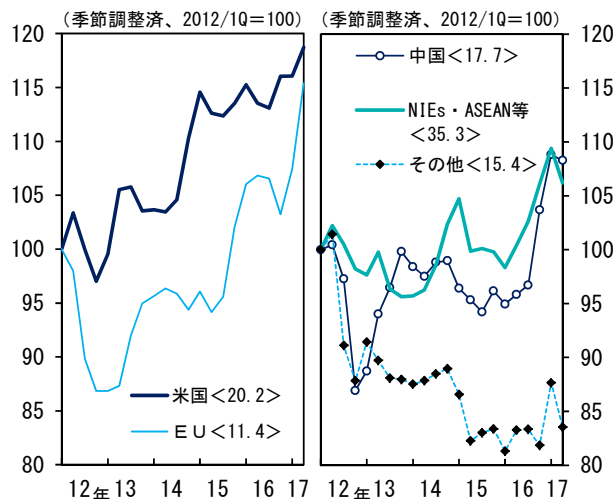
(出所) BIS、日本銀行  
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。  
 2. 2017/6~7月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表9：実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、内閣府  
 (注) 日本銀行スタッフ算出。2017/2Qは、4~5月の値。

図表10：地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省  
 (注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2016年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。2017/2Qは、4~5月の値。



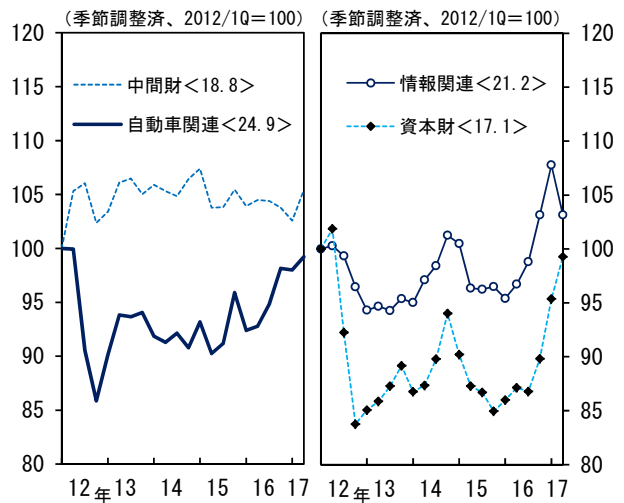
としては緩やかな増加を続ける、と予想している  
(図表 12、13)。

すなわち、「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い伸びを続けてきたが(所謂「スロー・トレード」)、足もとでは、アジアや米国を中心に、伸びが高まっている。先行きの世界貿易量の成長率は、IT サイクルの影響などによる振れを伴いつつも、新興国の回復がしっかりしていくもとの、世界的な製造業の生産・貿易活動の回復は続くともみられることから、世界経済成長率に近接していく——世界貿易量/世界 GDP 比率は基調として下げ止まる——姿を想定している。

他方、「日本の輸出シェア」は、わが国が比較優位を持つ情報関連や資本財への需要増加もあって、このところ上昇傾向にある。先行きも、新興国の回復を背景に、資本財輸出の増加基調が続くことから、ごく緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

輸入は、個人消費の動きを反映して消費財が増加したことなどから、持ち直している(前掲図表 9)。先行きは、国内需要の増加を反映して、緩やかな増加基調をたどるものの、そのペースは、エネルギー効率の改善に伴う素原料輸入の減少トレンドを受けて、緩やかなものにとどまると予想される。

図表 11：財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省  
(注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2016年通関輸出額に占める各財のウエイト。  
2017/2Qは、4~5月の値。

図表 12：世界の貿易量と実質 GDP



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等  
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2017/2Qは、4月の値。  
2. 世界実質 GDP は、IMF公表の GDP ウェイトを用いて日本銀行スタッフ算出。

図表 13：日本の輸出シェア



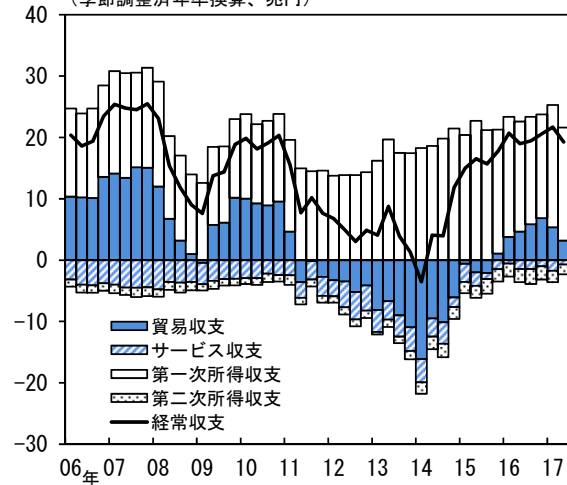
(出所) オランダ経済政策分析局  
(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア(日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準)。2017/2Qは、4月の値。

## (対外収支)

名目経常収支の黒字幅は、第一次所得収支を主因に、高水準で推移している（図表 14）。先行きは、上記の輸出入見通しを反映した貿易収支の改善傾向に加え、海外経済の成長に伴う所得収支の改善を背景に、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していく可能性が高い。

図表 14：経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行  
(注) 2017/2Qは、4~5月の値。

## （鉱工業生産）

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある（図表 15）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、昨年後半以降、海外から国内への生産拠点の移管などを背景に、振れを伴いつつも、しっかりとした増加を続けている。「電子部品・デバイス」は、スマートフォン、データセンター、車載向けの部品を中心に、増加を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」も、半導体製造装置の増勢には一服感がみられるものの高水準を維持するなかで、足もとでは土木建設機械が持ち直しに転じるなど、裾野を拡げながら増加している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、改善した状態にある（図表 16）。

鉱工業生産の先行きを展望すると、当面は、内外需要の増加を反映して、しっかりとした増加を続ける可能性が高い。その後も、ITサイクルの影響などによる振れを伴いつつも、基調としては、新興国経済の回復がしっかりとしたものになっていき、経済対策の効果も顕在化するもとの、緩やかな増加を続けると見込んでいる。

## （企業収益）

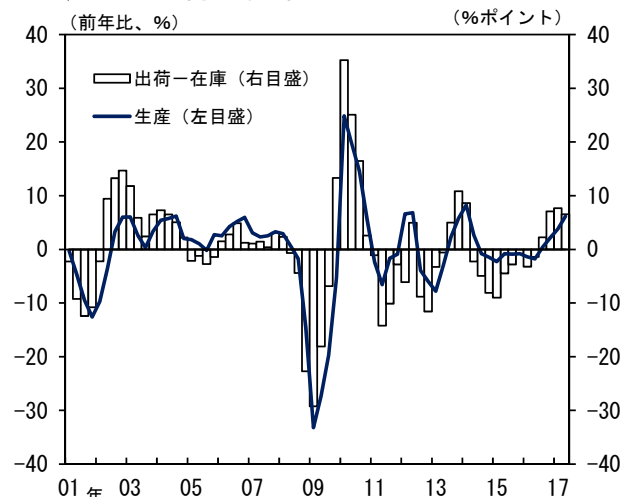
企業収益は、改善している。法人企業統計の売上高経常利益率（全産業全規模ベース）をみると（図表 17）、新興国経済の持ち直しや既往の為替円安に支えられて、このところはっきりと改善しており、昨年 10～12 月、1～3 月と 2 期連続で既往最高水準を更新している。そうしたもとの、企業の業況感は、業種の拡がりを伴いつつ改善している（図表 18）。6 月短観の全産業全規模ベースの業況判断 DI をみると、4 期連続で改善しており、消費増税直前の 2014 年 3 月以来の良好な水

図表 15：鉱工業生産・出荷・在庫



(出所) 経済産業省  
 (注) 1. シェード部分は、景気後退局面。  
 2. 生産の2017/20および3Qは、6、7月の予測指数を用いて算出。  
 出荷の2017/20は、4～5月の値。在庫の2017/20は、5月の値。

図表 16：出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省  
 (注) 生産と出荷の2017/20は、4～5月の値。在庫の2017/20は、5月の値。

図表 17：企業収益



(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. シェード部分は、景気後退局面。

準となっている。

先行きの企業収益は、海外経済の成長や経済対策の効果を背景とした内外需要の増加に支えられて、着実な増益傾向をたどるとみられる。ただし、見通し期間の終盤にかけては、消費増税の影響もあって景気が減速方向に向かうもとの、人件費の増加など家計への分配がより進んでいくため、収益の伸び率は低下していくと考えられる。

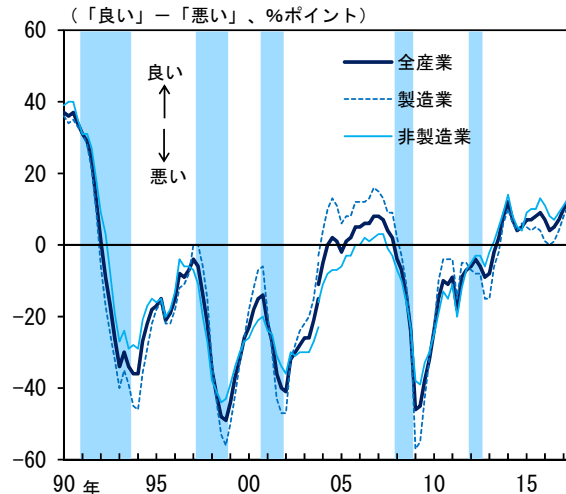
### (設備投資)

設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある(図表19)。機械投資の一致指標である資本財総供給や、建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、着実な増加を続けている。6月短観をみると、2017年度の設備投資計画は、大企業を中心に堅調なスタンスとなっている。例えば、GDPの概念に近い、「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画(除く土地投資)は、2016年度に前年比+0.4%で着地したあと、2017年度は同+5.9%のプラスとなっている(図表20)。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、月々の振れは大きいものの、増加基調を続けている(図表21)。

設備投資の先行きについては、①企業収益の改善<sup>13</sup>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

<sup>13</sup> 足もとの収益改善は、輸出・生産の増加を背景にした数量要因も相応に効いているため、価格要因を主因にした収益改善に比べて、設備投資の押し上げ効果が大きくなると考えられる。この点についての詳細は、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。

図表18：業況判断



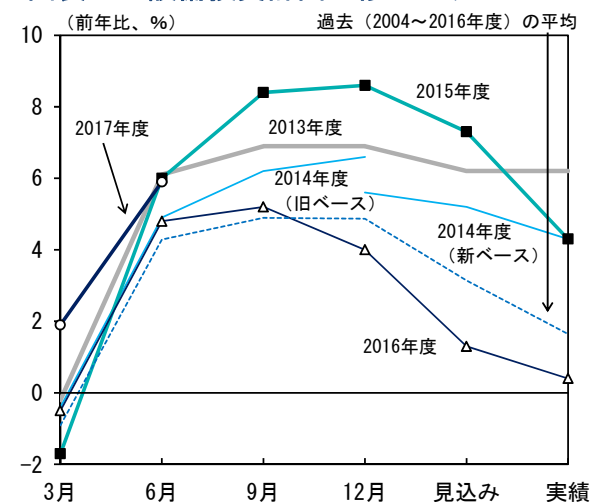
(出所) 日本銀行  
(注) 1. 短観の業況判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
2. シャド一部分は、景気後退局面。

図表19：設備投資一致指標



(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省  
(注) 1. 2017/20は、4~5月の値。  
2. 建設工事出来高(民間非居住用)の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表20：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行  
(注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。  
2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。  
3. 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。

の緩やかな改善などを背景に、緩やかな増加を続けていくとみられる。具体的な案件としては、①オリンピック・都市再開発に関連した投資や、②人手不足等に対応した効率化・省力化投資、③成長分野への研究・開発（R & D）投資などが増加すると見込まれる<sup>14</sup>。

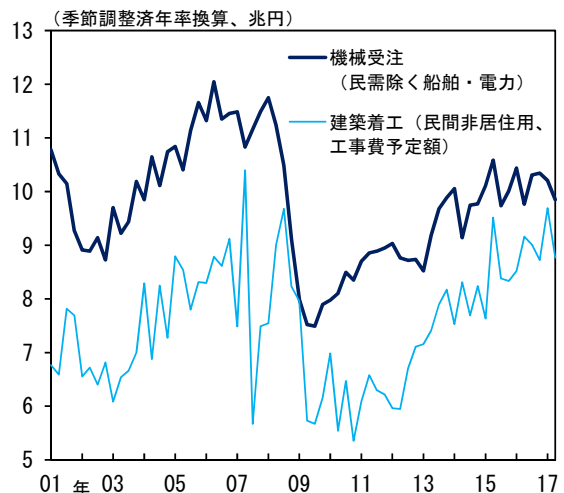
こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資動向を評価する（図表 22）。これによると、2016 年度には、資本ストックは、「0%台後半」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで、緩やかに増加した。2017 年度以降は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとできわめて緩和的な金融環境が続き、オリンピック関連需要も本格化していくことから、資本ストックは、潜在成長率をやや上回る期待成長率と整合的なペースで蓄積されていくとみられる<sup>15</sup>。ただし、見通し期間の終盤には、資本ストックの積み上がりが明確となることから、オリンピック関連投資の一巡とも相俟って<sup>16</sup>、期待成長率が大きく上振れない限り、設備投資には減速圧力が強まってくると考えられる。

<sup>14</sup> 6 月短観の全産業全規模の研究開発投資をみると、2017 年度は前年比+2.7%の増加と、2016 年度（同+1.3%）から加速する計画にある。

<sup>15</sup> 足もとの設備投資・GDP 比率を、過去の景気拡大局面の水準と比較しても、過熱感はさほど窺われず（図表 23）、設備投資の増加余地は、相応に残っていることが示唆される。

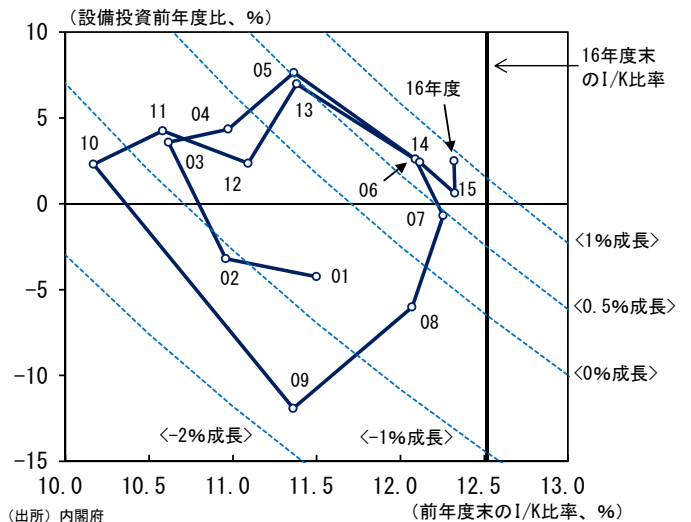
<sup>16</sup> 過去のオリンピック開催国の経験を踏まえると、オリンピック関連の建設投資は、2017~2018 年度にかけて増加したあと、2020 年度にかけてピークアウトしていくとみられる。この点について詳しくは、日本銀行調査論文「2020 年東京オリンピックの経済効果」（2015 年 12 月）を参照。

図表21：設備投資先行指標



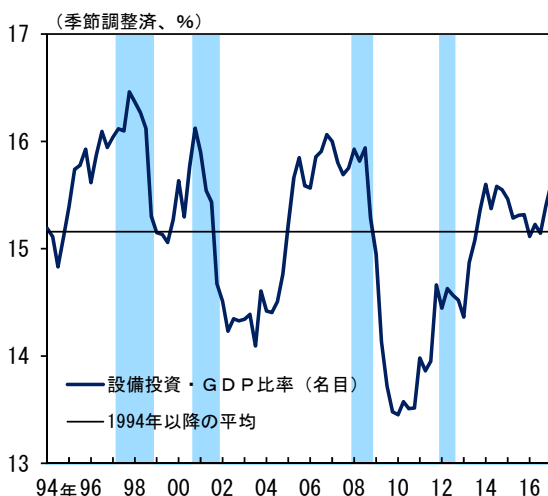
(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2017/20は、4~5月の値。

図表22：資本ストック循環図



(出所) 内閣府  
(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。

図表23：設備投資・GDP比率



(出所) 内閣府  
(注) シャド一部分は、景気後退局面。

## （雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、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、1%程度の伸びを続けている(図表24)。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<sup>17</sup>(前掲図表3)、短観の雇用人員判断D Iでみた人手不足感も強まっている。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<sup>18</sup>。この間、労働力率は、振れを伴いつつも、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25)。先行きも、基調として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。

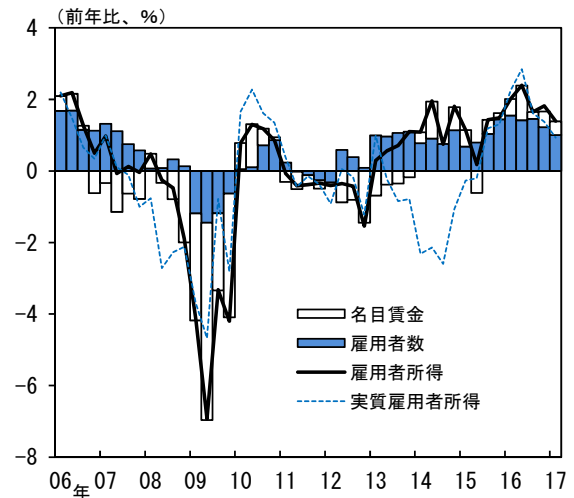
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇している<sup>19</sup>(図表26)。このうち、所定内給与は、一般労働者の賃金が増えるなか、パート労働者比率上昇による押し下げ効果の減衰もあって、緩やかな上昇を続けている(図表27)。時間当たり名目賃金で見ると、振れを伴いつつも、基調としては伸びを高めている(図表28)。このうち、労働需給の状況に感応的

<sup>17</sup> 5月の有効求人倍率は1.49倍と、バブル期のピークである1990年7月(1.46倍)を超えている。

<sup>18</sup> 構造失業率には様々な考え方があるが、前掲図表3では、所謂「ベバリッジ曲線」の考え方に基づき、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。

<sup>19</sup> BOX1では、最近の労働需給と賃金の関係について、バブル期との比較を行っている。

図表24：雇用者所得



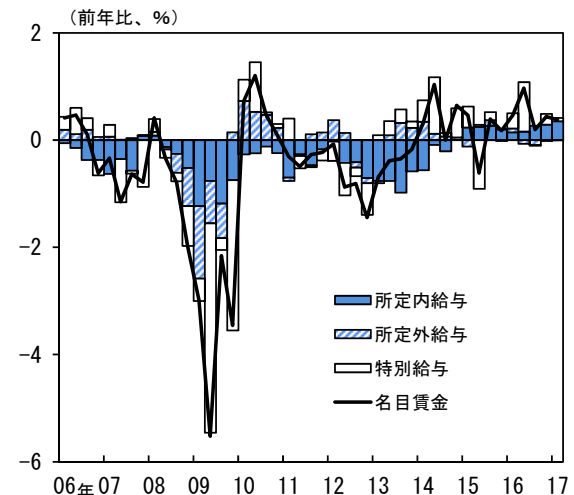
(出所) 厚生労働省、総務省  
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。  
 2. 雇用者所得＝名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査)  
 3. 雇用者所得の実質値は、CPI(除く持家の帰属家賃)を用いて日本銀行スタッフが算出。

図表25：労働力率



(出所) 総務省  
 (注) 2017/20は、4～5月の値。

図表26：名目賃金



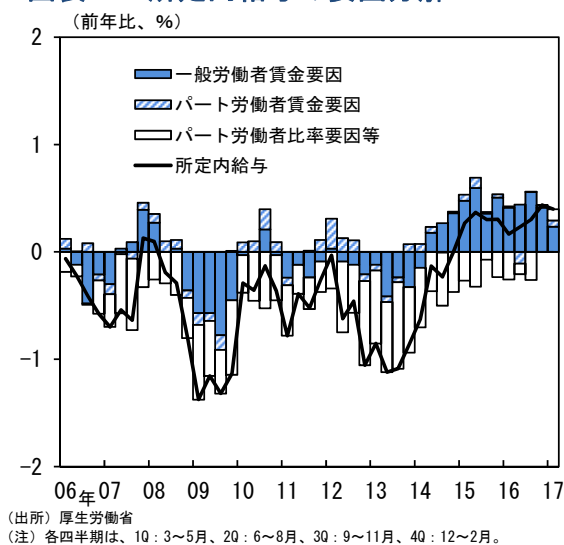
(出所) 厚生労働省  
 (注) 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。

なパートの時間当たり所定内給与は、足もとでは2%台前半と高めの伸びとなっている。この間、実質賃金の前年比は、足もとではエネルギー価格の上昇により下押しされているものの、振れを均せばプラス基調を維持している。

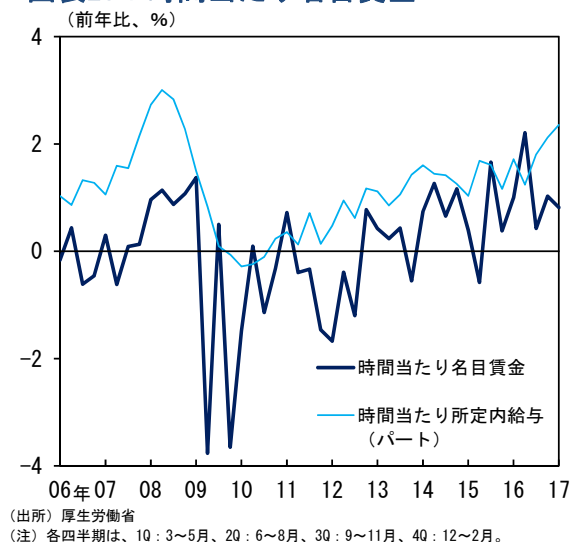
先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、インフレ予想の高まりが明確になるにつれてベースアップが伸びを高めるもとの、緩やかに伸び率を高めていくと予想している。先行きのパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の更なる引き締めや最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる<sup>20</sup>。以上を総合した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上昇したのち、見通し期間後半には、伸び率を高めていくと考えられる。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、振れを伴いつつも、緩やかに増加している（前掲図表 24）。先行きの雇用者所得は、緩やかに増加し、見通し期間後半には、名目GDP成長率を若干上回るペースで増加していくと考えられる。その結果、労働分配率は、過去の長期平均をはっきりと下回る水準で横ばい圏内で推移したあと、上昇していくとみられる（図表 29）。

図表27：所定内給与の要因分解



図表28：時間当たり名目賃金



図表29：労働分配率



<sup>20</sup> わが国の労働市場には、正規（一般労働者）と非正規（パート労働者）とで賃金決定メカニズムが異なるという特徴が存在する。この点については、BOX 2を参照。

## (家計支出)

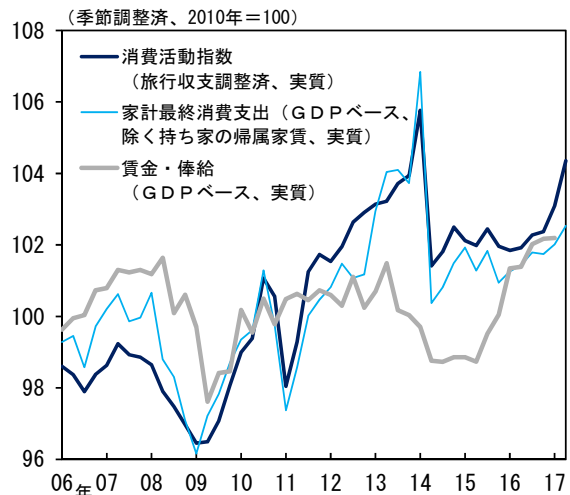
個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（旅行収支調整済）<sup>21</sup>をみると、増加を続けている（図表 30）。形態別にみると、耐久財は、自動車や家電の買い替え需要を主因に、緩やかな増加傾向にある。非耐久財は、衣服を中心に弱めの動きが長引いていたが、足もとでは天候回復を受けた衣服の増加もあり、持ち直しつつある。この間、サービスは、振れを伴いつつも、通信や医療福祉の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加を続けている。

個別の指標をみると（図表 31）、供給側統計である消費財総供給は、耐久財を中心に増加している。各種の販売統計をみると、小売業販売額（実質）は、底堅さを増している。百貨店売上高は、株高による富裕層向け販売の持ち直しや、訪日外国人需要の回復、天候回復による衣料品の増加などを受けて、一頃に比べれば、持ち直している。全国スーパー売上高は、足もと増加に転じており、コンビニエンスストア売上高も、増加基調を続けている。

耐久財消費をみると（図表 32）、乗用車販売は、リーマン・ショック後のエコカー補助金・減税で購入された車の買い替え需要が新車投入効果によって喚起されるもとの、着実な増加傾向をたどっている。家電販売も、白物家電が底堅く推移していることに加えて、テレビやパソコンなどの買い替え需要から、増加傾向にある。

<sup>21</sup> 消費活動指数について詳しくは、日本銀行調査論文「消費活動指数について」（2016年5月）および同「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。

### 図表30：個人消費



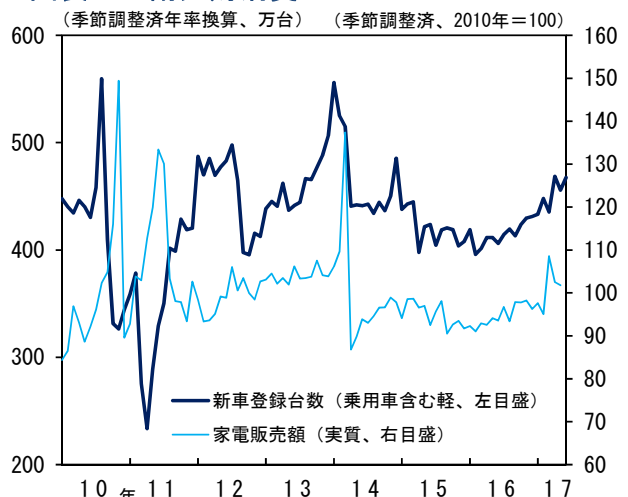
(出所) 日本銀行、内閣府等  
 (注) 1. 消費活動指数（旅行収支調整済）は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費（日本銀行スタッフ算出、7/13日時点の値）。2017/2Qは、4～5月の値。  
 2. 家計最終消費支出の2017/2Qは、消費総合指数（5月までの値）を用いて日本銀行スタッフが試算。  
 3. 賃金・俸給の2016/2Q以降は、雇用者所得（名目賃金×雇用者数）を用いて日本銀行スタッフが試算。

### 図表31：消費関連指標（販売側・供給側）

	(季節調整済、前期比、%)			
	16/3Q	16/4Q	17/1Q	17/2Q
<b>消費活動指数</b>				
実質・旅行収支調整済	0.3	0.1	0.7	1.2
実質	0.5	0.0	0.7	1.2
<b>小売業販売額</b>				
名目	0.5	1.5	-0.2	0.9
実質	0.4	0.0	0.3	1.1
百貨店売上高（既存店）	-0.4	-0.4	1.4	0.1
スーパー売上高（既存店）	-0.6	0.4	-0.3	0.8
コンビニエンスストア売上高	1.0	1.3	0.6	0.5
<b>消費財総供給</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>4.4</b>

(出所) 日本銀行、経済産業省、総務省  
 (注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出（7/13日時点の値）。  
 2. 小売業販売額の実質値は、CPIを用いて日本銀行スタッフが算出。  
 3. 2017/2Qは、4～5月の値。

### 図表32：耐久財消費



(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  
 (注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

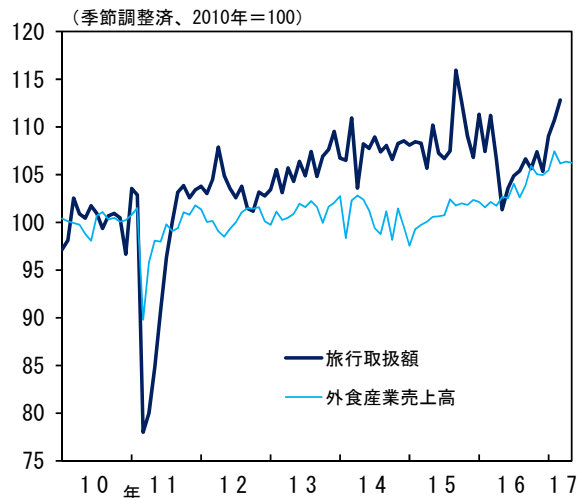


サービス消費をみると（図表 33）、旅行は、海外におけるテロや熊本地震の影響から弱めの動きとなっていたが、足もとでは海外を中心に持ち直しているほか、外食も増加している。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 34）、消費者態度指数は、振れを伴いつつも、株価上昇や良好な雇用環境を背景に、ごく緩やかに持ち直している。景気ウォッチャーは、天候要因（梅雨入り後の降雨量が少なめ）もあって、足もとでは持ち直しつつある。

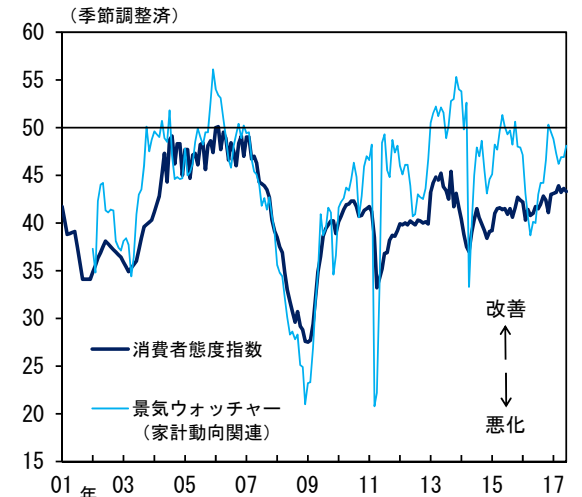
先行きの個人消費は、見通し期間の後半に消費税率引き上げに伴う振れを伴いつつも、基調としては、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。可処分所得ベースでみた消費性向は、消費税率引き上げ以降やや大きめに落ち込んでいたが（図表 35）、先行きは、資産効果の顕在化や耐久財の買い替え需要の本格化などを反映して、下げ止まりからごく緩やかな持ち直しに転じていく姿を想定している。

図表33：サービス消費



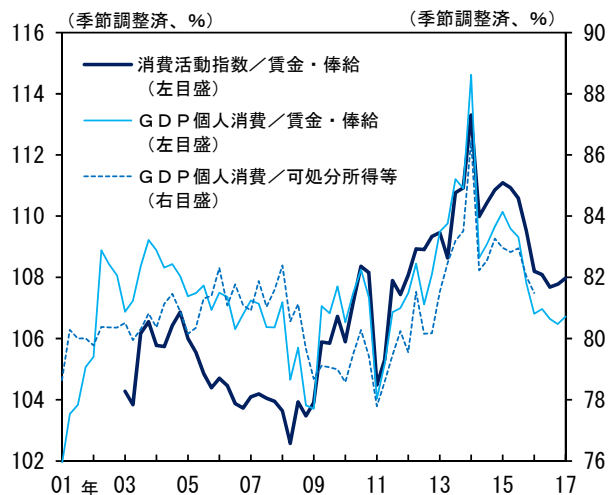
(出所) 観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」  
(注) 旅行取扱額は、外国人旅行を除く。

図表34：個人消費関連のマインド指標



(出所) 内閣府  
(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

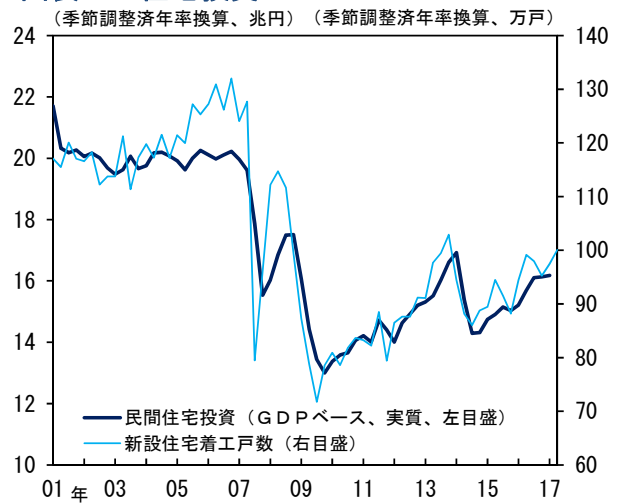
図表35：平均消費性向



(出所) 日本銀行、内閣府等  
(注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフ算出。  
2. 賃金・俸給の2016/20以降は、雇用者所得（名目賃金×雇用者数）を用いて日本銀行スタッフが試算。  
3. GDP個人消費は、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。  
4. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表 36)。先行きについても、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利は下支えとなるものの、貸家の相続税対策需要の一巡もあって、消費増税による振れを均せば、横ばい圏内の動きが続くと考えられる。

**図表36：住宅投資**



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2017/2Qは、4~5月の値。

## 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）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇ペースを鈍化させている（図表 37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）をみると、国内運輸関連や設備投資関連が伸び率を高めるも、前年比で 0% 台後半のプラスとなっている（図表 37）。

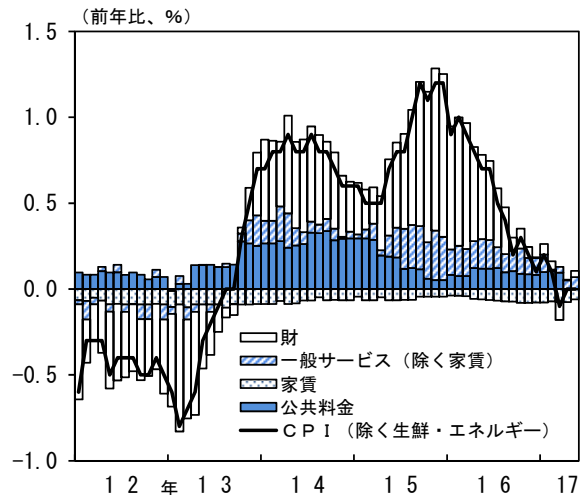
消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、このところ 0% 程度で推移しており、年度初の価格引き上げの動きが限定的となるなど、弱めの動きとなっている（図表 38）。内訳をみると、財については、①携帯電話機の値引き販売の影響は、和らいだとはいえ、なお相応の下押し要因となっているほか、②食料工業製品や生活関連財では、小売企業の慎重な価格設定を背景に、昨年末以降に進行した為替円安のパススルーの動きが弱めとなっている。サービスでも、①家賃が緩やかな下落を続け、②携帯電話通信料の下落が、下落幅を縮小させつつも続くも<sup>22</sup>、③外食や家事関連サービスでは、パート時給や中小企業の賃金の上昇を転嫁する動きが、これまでのところ限定的となっている<sup>23</sup>。こうした足もとの弱さには、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、

図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	16/3Q	16/4Q	17/1Q	17/2Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	-0.5	-0.3	0.2	0.4
除く生鮮・エネルギー	0.4	0.2	0.1	0.0
国内企業物価指数 (前期比)	-0.5	0.6	1.6	0.4
企業向けサービス価格指数	0.4	0.5	0.7	0.8
GDPデフレーター	-0.1	-0.0	-0.8	
内需デフレーター	-0.8	-0.3	0.0	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府  
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。  
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。  
 3. CPIと企業向けサービス価格指数の2017/2Qは、4~5月の値。

図表38：CPI（除く生鮮・エネルギー）



(出所) 総務省  
 (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」  
 2. CPIは、消費税調整済み。

<sup>22</sup> 携帯電話機や携帯電話通信料の下落といった携帯電話市場特有の部門ショックについては、2017年4月展望レポートのBOX 4を参照。

<sup>23</sup> 企業規模別にみた賃金動向については、2017年4月展望レポートのBOX 3を参照。

賃金コストの上昇を吸収しようとしている<sup>24</sup>。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台前半のプラスとなっている（図表39）。足もとの動きをみると、除く生鮮食品・エネルギーが0%程度で推移するなか、エネルギー価格の上昇を反映して、全体では0%台前半のプラスとなっている。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表40）<sup>25</sup>、刈込平均値は、このところ0%台前半となっている<sup>26</sup>。最頻値は、このところ0%台前半で推移している一方、加重中央値は0%程度で推移している<sup>27</sup>。この間、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、+20%ポイント程度となっている（図表41）。

GDPデフレーターの前年比は、既往の国際商品市況の持ち直しに伴う輸入デフレーターの上昇を主因に、0%台後半のマイナスとなっている（前掲図表37）。内需デフレーターの前年比は、昨年はマイナスで推移してきたが、足もとでは0%程

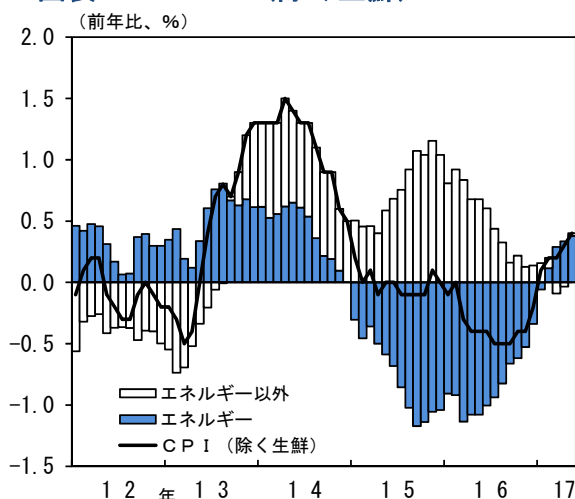
<sup>24</sup> 企業の賃金上昇圧力への対応とその物価との関係については、BOX3を参照。

<sup>25</sup> 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。

<sup>26</sup> 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値。

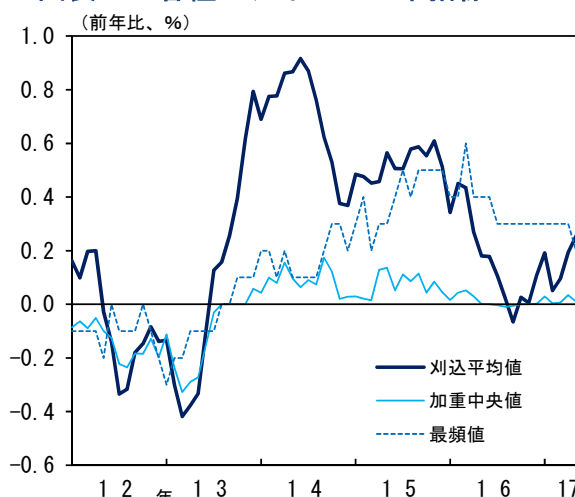
<sup>27</sup> 最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率、加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

図表39：CPI（除く生鮮）



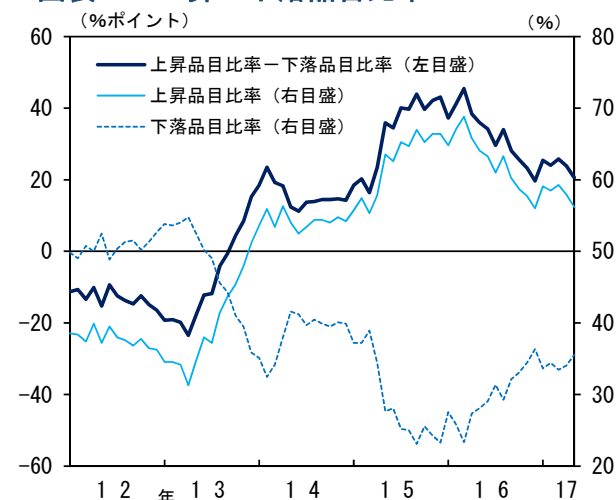
（出所）総務省  
（注）1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。  
2. CPIは、消費税調整済み。

図表40：各種コアインフレ率指標



（出所）日本銀行、総務省  
（注）CPI（消費税調整済み）を用いて日本銀行スタッフ算出。

図表41：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行、総務省  
（注）上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合（CPI除く生鮮、消費税調整済み）。日本銀行スタッフ算出。

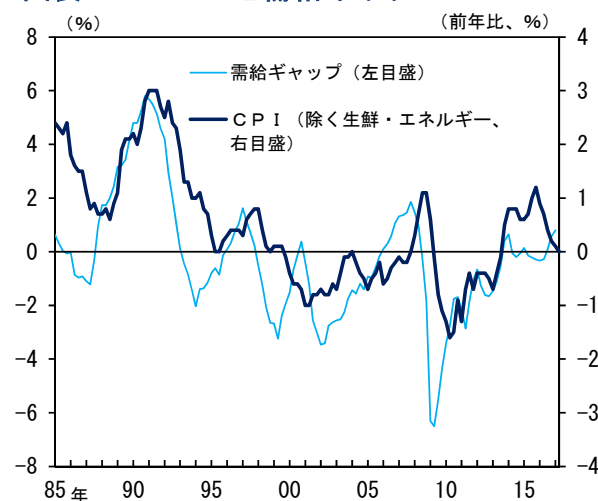
度となっている。

### (物価を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、着実に改善しており、1~3月に0%台後半のプラスとなったあと、4~6月は、短観加重平均D Iや資本や労働の稼働状況を表す各種月次指標の改善を踏まえ、プラス幅を幾分拡大した可能性が高い(前掲図表4、図表42)。先行きも、2017年度は、輸出・生産の増加による資本稼働率の改善が一段と明確になるとともに、経済対策の効果の顕在化に伴って労働需給の引き締まりも強まることから、プラス幅を一段と拡大し、その後も、内外需要の増加を反映して、資本・労働の両面でプラス幅の緩やかな拡大が続くと見込まれる。2019年度下期には、消費増税の影響から、プラス幅の拡大は一服するものの、比較的大幅なプラスを維持すると予想される。

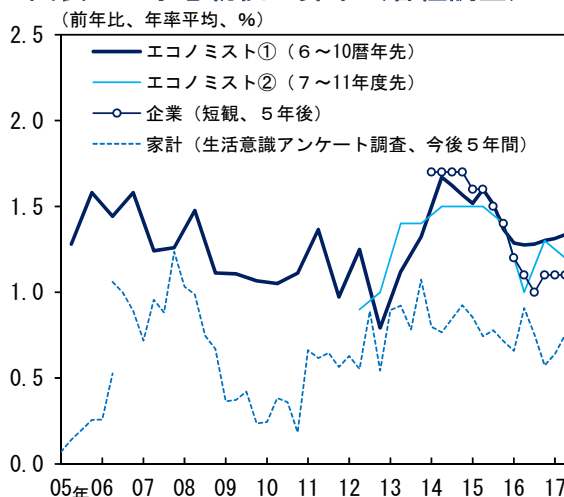
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、2015年春以降、実際の消費者物価の前年比が0%程度ないし小幅のマイナスで推移してきたことから、弱含みの局面が続いているが、このところ、一部に上昇を示す指標もみられている(図表43、44)。先行きについては、①「適格的な期待形成」の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、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

図表42：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行  
 (注) 1. CPIは、消費税調整済み。2017/20は、4~5月の値。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表43：予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JOER「ESPフォーキャスト」  
 (注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。  
 2. 家計は、修正カールソン・パーキン法による。なお、2013年6月以降は、消費税引き上げの影響を除くベース。  
 3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表44：予想物価上昇率(BEI)



(出所) Bloomberg  
 (注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

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（図表45）、昨年春から本年初にかけての原油価格の持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー価格（石油製品・電気代・都市ガス代）の押し上げ要因として作用するが、その影響は次第に減衰すると予想される。為替相場が消費者物価に及ぼす影響についてみると、既往の為替相場の円安方向への動きは、耐久消費財など為替感応的な品目を中心に、当面、価格上昇圧力を高め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、目先、①食料工業製品や生活関連財をはじめとする景気・為替感応的な財は、個人消費が緩やかに増加していくもとで、次第に伸びを高めていくとみられること、②既往の為替円安を反映して、耐久消費財のマイナス幅が縮小基調をたどると予想されること、③一般サービスでも、外食や家事関連サービス等を中心に人件費上昇を転嫁する動きが広がっていくと見込まれることなどから、徐々に持ち直しに転じていくと見込まれる。その後は、需給ギャップが改善するもとで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化するとともに、予想物価上昇率も次第に伸びを高めていくことから、2%程度に向けて上昇率を高めていくと考えられる<sup>28</sup>。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行き

<sup>28</sup> なお、消費者物価指数において相応のウエイトを有する家賃と公共料金は、先行きも、暫く弱めの動きを続ける可能性が高く、このことは、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）全体の上昇を抑制する方向に作用するとみられる（前掲図表38）。この点について詳しくは、2016年7月展望レポートのBOX4を参照。

図表45：国際商品市況



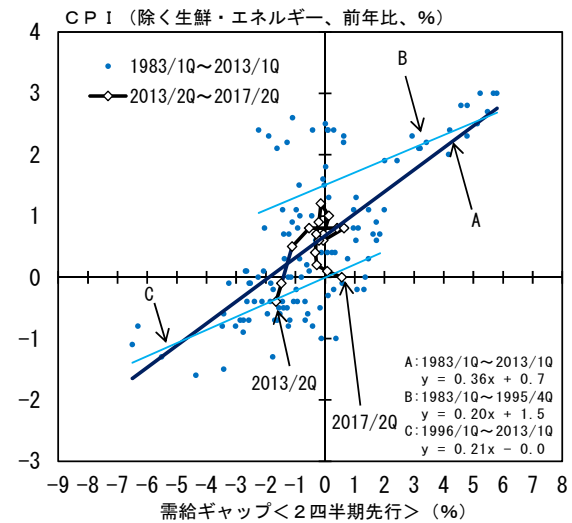
を展望すると、エネルギー価格の押し上げ圧力は次第に減衰するものの、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が伸びを高めていくことから、2019年度頃には、2%程度に達する可能性が高い。

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」、「適格的」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46)。

ただし、4月展望レポート時点と比べると、消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、①足もとエネルギー価格上昇の影響を除くと弱めの動きとなっていること、および②それに伴う適格的な予想物価上昇率の下振れを主因に、見通し期間の前半を中心に下方修正している。

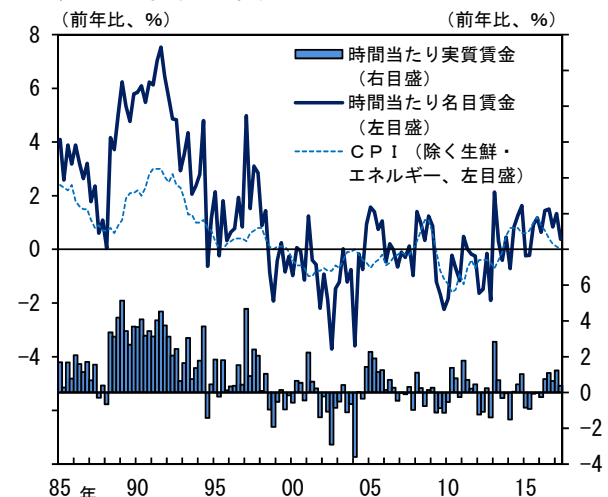
この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく(図表47)、消費者物価と時間当たり名目賃金との間には、長い目でみれば、概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。すなわち、企業は、名目賃金が上昇すると、そのコストを転嫁すべく販売価格を引き上げる一方、家計は、物価が上昇すると、実質購買力を維持すべく賃上げ要求を強めるという相互作用が働く。以上の中心的な見通しでは、時間当たり名目賃金が、労働需給の引き締めりと予想物価上昇率の高まりを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇していくとともに、消費者物価もこれと整合的なかたちで徐々に基調的な上昇率を高めていく姿を見込んでいる。

図表46：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行  
 (注) 1. CPIは、消費税調整済み。2017/2Qは、4~5月の値。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表47：物価と賃金



(出所) 総務省、厚生労働省  
 (注) 1. CPIは、消費税調整済み。  
 2. 時間当たり名目賃金の1990年以前は、事業所規模30人以上の値。  
 3. 2017/2Qは、4~5月の値。

### 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。

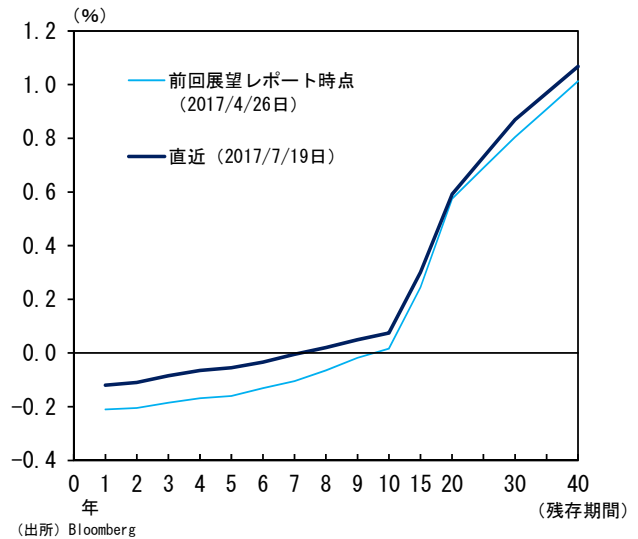
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表48）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍のプラス領域で安定的に推移している。この間、20年物は概ね0%台後半で安定的に推移している。また、マネタリーベースは、前年比で2割程度の高い伸びを続けており、6月末時点の残高は468兆円（対名目GDP比率は87%<sup>29</sup>）となっている。

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（図表49）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。CPの発行環境をみると、短観のDIが、調査が開始された2008年以降の最高値圏で推移するなど、良好である。社債の発行金利も、きわめて低い水準で推移している。この間、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。

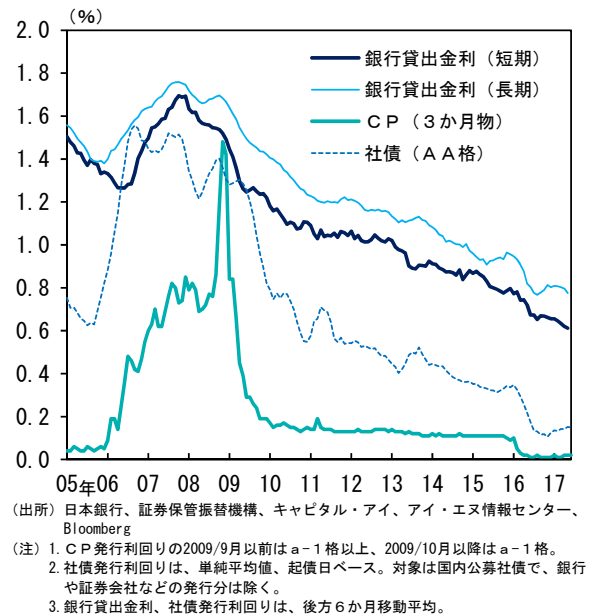
企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業については2000年代半ばのピークと同程度の高水準で推移しているほか、中小企業については1980年代末以来の高水準となっており、大幅に緩和した状態にある（図表50）。また、企業の資金繰りを短観のDIでみると、大企業、中

<sup>29</sup> 名目GDPは、2017年1～3月期の値を用いている。

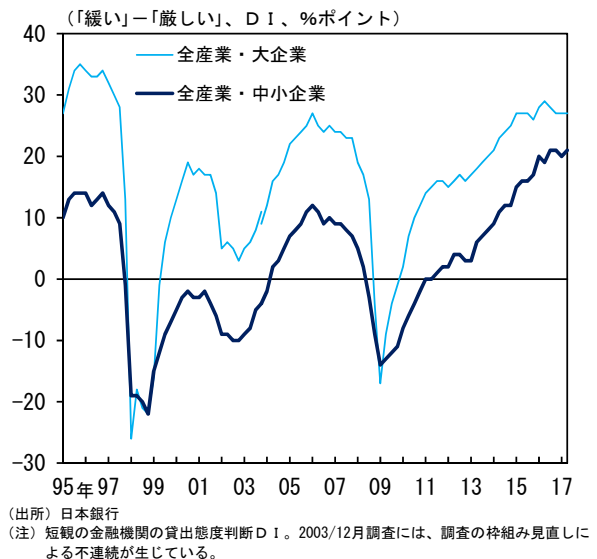
図表48：イールドカーブ



図表49：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表50：企業からみた金融機関の貸出態度



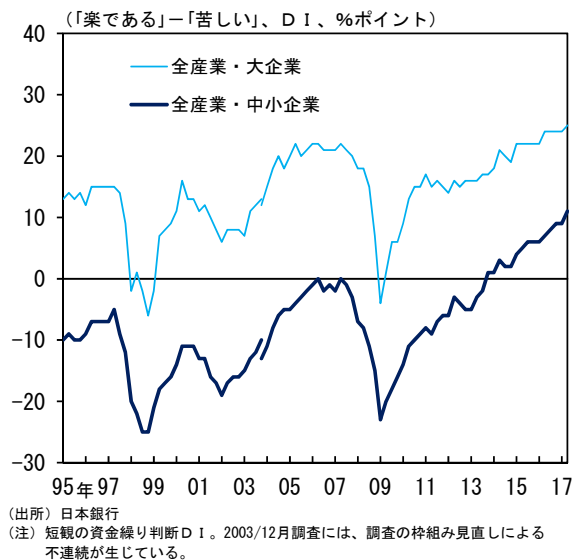


小企業ともに 1990 年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である（図表 51）。

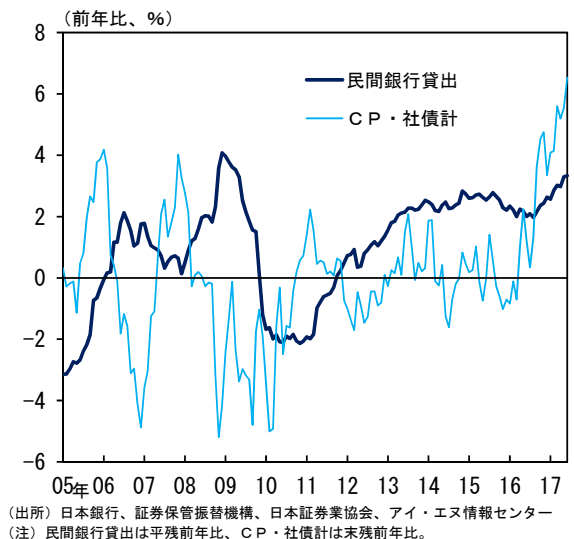
企業の資金需要面をみると、引き続き企業買収関連や、不動産を含む設備投資向けなどの資金需要が増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比はプラス幅が緩やかに拡大しており、3%台前半のプラスとなっている（図表 52）。CP・社債合計の発行残高の前年比プラス幅も、このところ拡大している。

マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、4%程度の伸びとなっている（図表 53）。

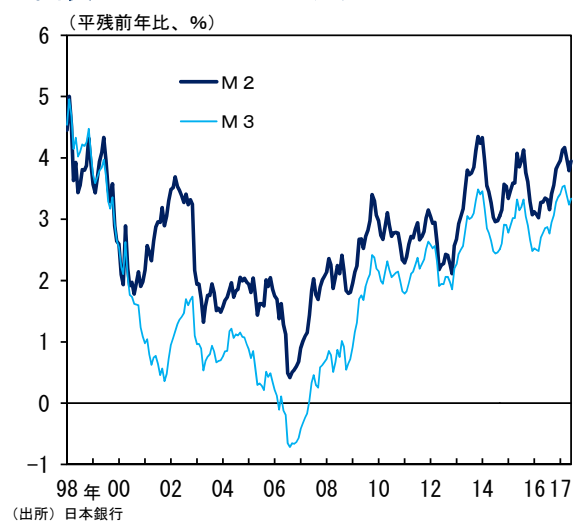
図表51：企業の資金繰り



図表52：貸出残高とCP・社債発行残高



図表53：マネーストック



## (金融市場動向)

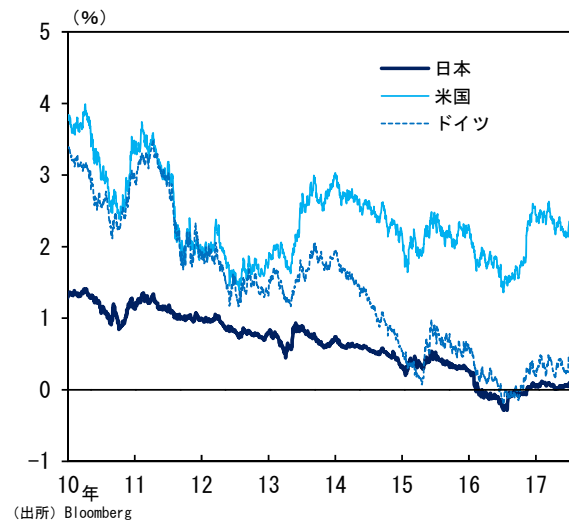
国際金融市場では、米国における弱めの物価指標などを受けて、長期金利は6月中旬にかけて幾分低下したが、その後は、ECBによる金融緩和縮小を巡る思惑から、欧州を中心に上昇圧力がかかっている。この間、株価は、堅調な企業業績に加え、欧州の政治情勢を巡る投資家のリスク回避姿勢が幾分和らいだことなどを背景に、堅調に推移している。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、FRBが政策金利の引き上げを行うなかにあっても、政権の財政拡大に対する期待が後退するなか、弱めの物価指標などを受けて、6月中旬にかけて幾分低下した(図表54)。もともと、その後は、欧州の金利に連れる形で幾分上昇している。ドイツでは、米国の長期金利に連れて幾分低下したあと、ECBによる金融緩和縮小を巡る思惑から、6月下旬以降、上昇している。

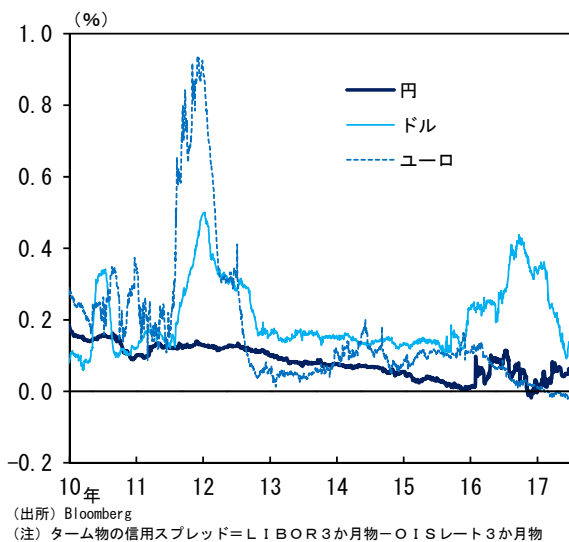
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、米国においてMMF改革が適用されたあとは緩やかな縮小が続いている(図表55)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするとドル調達にかかるプレミアムは、年初以降、低下しており、2015年半ば頃の水準となっている(図表56)。こうしたもとで、現状、邦銀の外貨調達に量的な制約は生じていない。

米欧の株価をみると、米国では、堅調な企業業績に加え、仏大統領選挙の結果などを受けて、欧州の政治情勢を巡る不透明感が幾分後退していることなどから、緩やかに上昇し、史上最高値圏で推移している(図表57)。欧州では、2015年春頃の高値圏で推移している。わが国の株価は、米

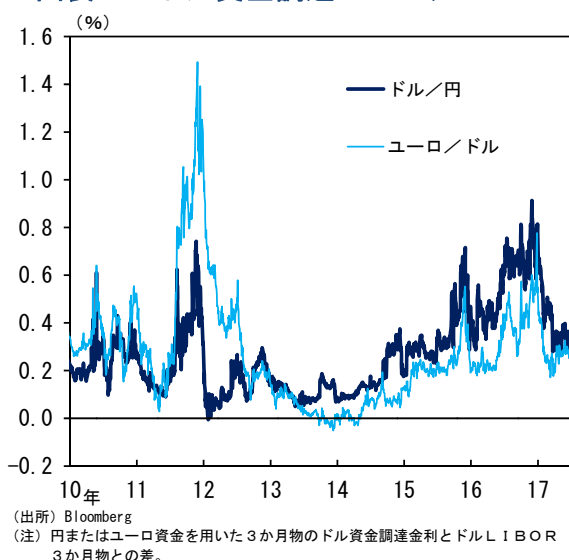
図表54：主要国の長期金利（10年物国債）



図表55：ターム物の信用スプレッド



図表56：ドル資金調達プレミアム

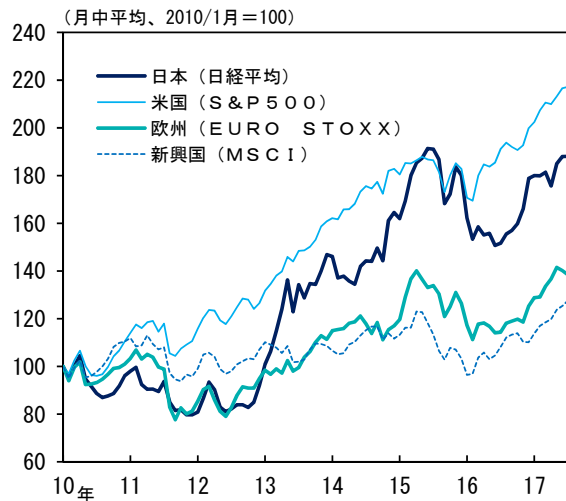


国の株価が緩やかに上昇するなか、堅調な企業業績などを映じて、緩やかに上昇している。わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は下落している（図表58）。

為替市場をみると、円対ドル相場は、米国の長期金利の低下などから、円高ドル安方向に推移する局面もみられたが、均してみれば横ばい圏内で推移している（図表59）。円対ユーロ相場は、欧州政治情勢を巡る不透明感の後退や、ECBによる金融緩和縮小を巡る思惑から、円安ユーロ高方向の動きとなっている。

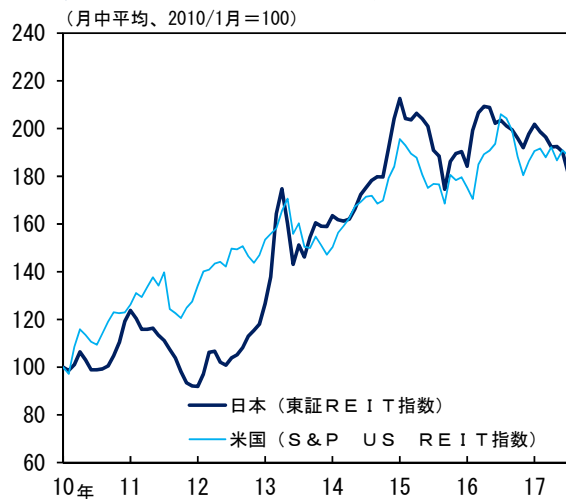
以上

図表57：主要株価指数



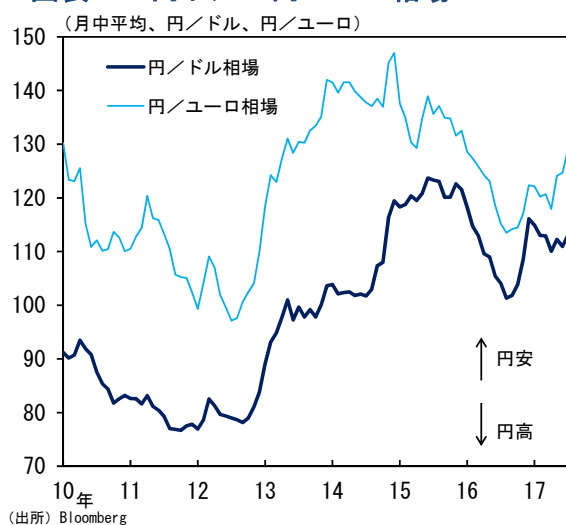
(出所) Bloomberg  
(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

図表58：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表59：円ドル・円ユーロ相場



(出所) Bloomberg

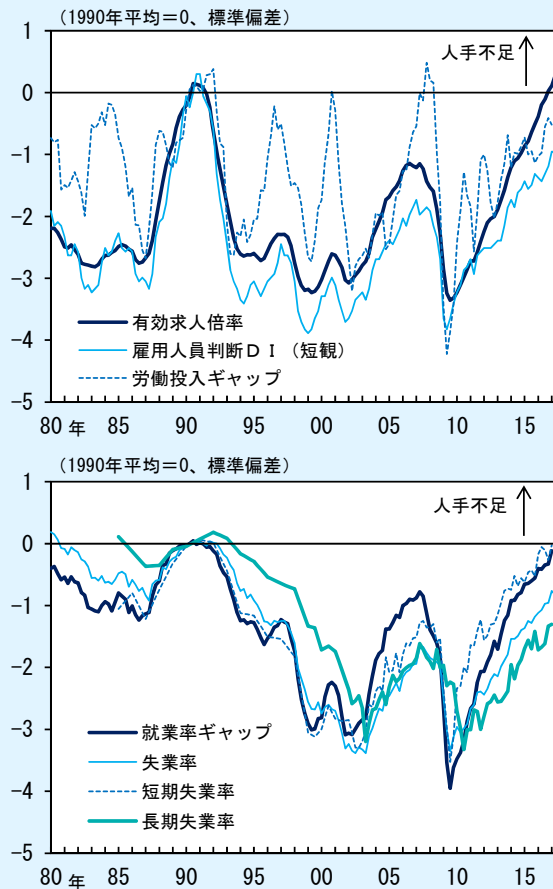
## (BOX 1) 最近の労働需給と賃金の関係

人手不足なのになぜ賃金が上がらないのかという声がこのところよく聞かれる<sup>30</sup>。ここでは、「なぜ」という問題に取り組む前に(後掲 BOX 2 参照)、最近の労働需給と賃金の関係について、事実整理を行いたい。

最近の労働需給の引き締め度合いは、バブル期のピーク並みか、これを若干下回る程度にある。労働需給を示す指標には様々なものがあるため、これらを横並びで比較できるように、それぞれの指標の過去の振れ幅(標準偏差)が同じになるようにグラフ化した(図表 B1-1)。すると、有効求人倍率や短期失業率、就業率ギャップは、バブル期のピーク並みまでタイト化が進んでいることがわかる<sup>31</sup>。一方、短観の雇用人員判断DIや失業率、長期失業率、労働投入ギャップは、バブル期ピークに比べると、なお若干の Slack が残っている<sup>32</sup>。

このように労働需給がバブル期とほぼ同程度に

図表B1-1：労働需給関連指標の比較



(出所) 厚生労働省、日本銀行、総務省等  
 (注) 1. 労働需給関連指標は、1990年以降の標準偏差を用いて標準化。  
 2. 有効求人倍率と失業率の2017/2Qは、4~5月の値。  
 3. 労働投入ギャップと就業率ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。  
 4. 短期失業率と長期失業率の2001年以前は、半期データおよび年次データ(季節調整前の値を使用)。

<sup>30</sup> 例えば、玄田有史編(2017)「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか」、慶應義塾大学出版会。

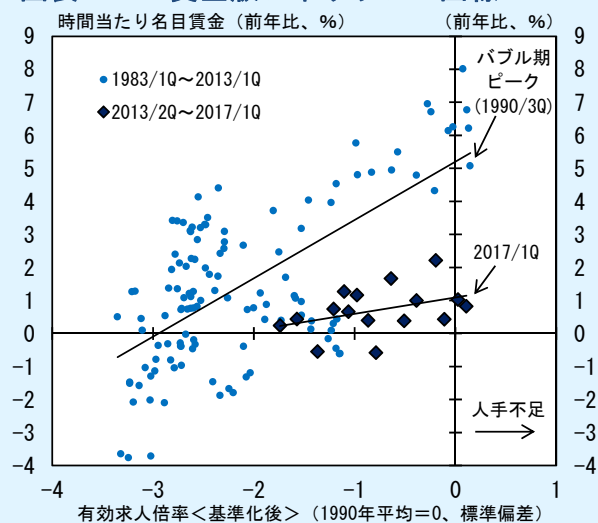
<sup>31</sup> 就業率ギャップとは、失業率と構造失業率(ベバリッジ曲線の考え方にに基づき算出)の乖離から計算したギャップ。労働投入ギャップとは、労働投入量の潜在労働投入量からの乖離で定義され、①就業率ギャップ、②労働力率ギャップ(労働力率のトレンドからの乖離)、③労働時間ギャップ(労働時間のトレンドからの乖離)を合計することによって算出。詳細は日本銀行調査論文「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」(2017年4月)を参照。

<sup>32</sup> 指標間で引き締め度合いに多少の違いが生じるのは、①長期失業をどの程度「構造的」とみなすのか——過去の長期停滞のヒステリシスの結果である長期失業は、景気拡大の持続により、どの程度減少し得るのか——に関する考え方の違いや、②労働時間マージンの有無——労働投入ギャップのみ、労働時間のマージンを考慮——、③調査している企業規模や産業のカバレッジの違い——短観の調査対象は、資本金2千万円以上の民間企業に限定されており、人手不足が深刻な医療・福祉などの準公的セクターは対象外——などが影響しているとみられる。

まで引き締まっているにもかかわらず、最近の賃金上昇率は、バブル期に比べると、弱めである。名目賃金と労働需給の関係を図示すると（図表B1-2）、例えば、労働需給の指標として有効求人倍率を用いたケースでは、両者の間には正の相関がみられる（賃金版フィリップス曲線）。しかし、2013年以降のサンプルに限ると、両者の関係が下方シフトしたうえでフラット化したように見受けられる。この結果、バブル期のピークにあたる1990年頃には、名目賃金は5～6%の上昇率となっていたが、最近では1%前後の上昇率に過ぎない。

こうしてみると、まったく賃金が上昇していないという訳ではないにしろ、労働需給が引き締まっている割には、賃金は上昇していないということになる。

図表B1-2：賃金版フィリップス曲線



(出所) 厚生労働省  
 (注) 1. 時間当たり名目賃金の各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。  
 2. 時間当たり名目賃金の1990年以前は、事業所規模30人以上。  
 3. 実線は、各期間についての回帰分析による近似直線。

## (BOX 2) わが国労働市場の特徴とマクロでみた賃金

BOX 1では、労働需給がバブル期並みまで引き締まっているにもかかわらず、足もとの賃金上昇率は、バブル期に比べると、弱めであることを確認した。ここでは、こうした労働需給と賃金の関係を、正規雇用者と非正規雇用者で賃金決定メカニズムが異なるという、わが国労働市場の特徴を踏まえ、正規（一般労働者）と非正規（パート労働者）に分けて考察する。

まず、パート賃金は、労働需給の引き締まりに応じて、既にかかなり上昇している。パートの時給（時間当たり所定内給与）を被説明変数、図表B1-1でみた各種の労働需給関連指標を説明変数として賃金関数を推計すると、どの労働需給指標も統計的に有意となり、パートの時給は労働需給に感応的であることがわかる（図表B2-1①）。加えて、最近のパート賃金は、同関数で予測される範囲に入っている（図表B2-1②）。こうしたことからすると、パート賃金については、労働需給の引き締まりに応じて上昇してきており、その上昇ペースは過去の労働需給との関係に見合っていることがわかる。

これに対し、正規雇用者の賃金は、労働需給の変動に対し非感応的である。この要因としては、正規雇用者で構成される労働組合は、長期安定雇用を優先する傾向が強く、労働需給が引き締まっても、高い賃上げ率を要求しないことが考えられる。また、企業側からみると、雇用者に対し「若年時には労働生産性対比で低い賃金しか支払わないが、中高年になれば生産性よりも高い賃金を支払う」という年功賃金を長期で約束することで、労働市場が一時的にタイト化しても、転職のインセンティブを抑制しているということになる。

図表B2-1：パート労働者の所定内時給関数

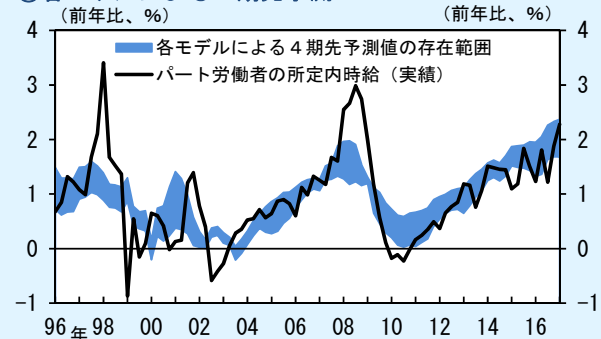
### ①推計式と推計結果

$$\begin{aligned} & \text{パート労働者の所定内時給（前年比、％）} \\ & = \text{定数項} + \rho \times \text{自己ラグ} + \beta \times \text{労働需給関連指標（％）} \\ & \quad + \gamma \times \text{最低賃金（上昇率、％）} \end{aligned}$$

	有効求人倍率	就業率ギャップ	労働投入ギャップ	雇用人員判断DI	失業率	短期失業率
定数項	0.64***	0.65***	0.53***	0.88***	1.03***	0.72***
$\rho$	0.68***	0.67***	0.72***	0.70***	0.70***	0.71***
$\beta$	0.21***	0.23***	0.21***	0.26***	0.30***	0.22***
<s.e.>	<0.07>	<0.05>	<0.05>	<0.08>	<0.10>	<0.07>
$\gamma$	0.08*	0.06	0.04	0.06	-0.07	-0.03
S.E. of regression	0.47	0.46	0.47	0.47	0.47	0.47

推計期間：1995/10～2016/40。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%有意。

### ②各モデルによる4期先予測



(出所) 厚生労働省、日本銀行、総務省等

(注) 1. 4期先予測は、各モデルについて、4期前のパート時給前年比を出発点として、各労働需給関連指標や最低賃金上昇率の予想（完全予見）をもとに計算。  
2. 労働需給関連指標は基準化後。

図表B2-2：一般労働者の所定内給与関数

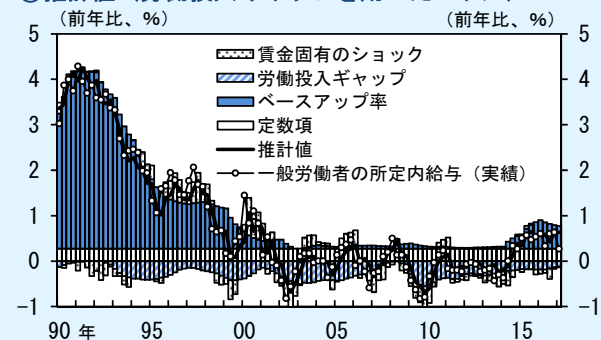
### ①推計式と推計結果

$$\begin{aligned} & \text{一般労働者の所定内給与（前年比、％）} \\ & = \text{定数項} + \rho \times \text{自己ラグ} + \beta \times \text{労働需給関連指標（％）} \\ & \quad + \gamma \times \text{ベースアップ率（％）} \end{aligned}$$

	有効求人倍率	就業率ギャップ	労働投入ギャップ	雇用人員判断DI	失業率	短期失業率
定数項	-0.01	0.05	0.08*	0.02	0.16	0.01
$\rho$	0.71***	0.70***	0.70***	0.71***	0.68***	0.71***
$\beta$	0.00	0.03	0.06**	0.01	0.07	0.01
<s.e.>	<0.03>	<0.04>	<0.03>	<0.04>	<0.05>	<0.04>
$\gamma$	0.32***	0.31***	0.32***	0.31***	0.30***	0.32***
S.E. of regression	0.27	0.27	0.26	0.27	0.27	0.27

推計期間：1988/10～2016/40。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%有意。

### ②推計値（労働投入ギャップを用いたモデル）



(出所) 厚生労働省、日本銀行、総務省、中央労働委員会、日本労働組合総連合会等

(注) 1. 寄与度分解は、逐次代入により、過去からの累積的な影響を計算（歴史分解）。  
2. 労働需給関連指標は基準化後。所定内給与の1993年以前は、事業所規模30人以上のデータを使用。

一方で、正規雇用者の賃金は、インフレ予想の変化に対しては労使の合意を経て変動するものと考えられる。インフレ予想が上昇する場合には、家計は実質購買力を維持するのに必要な分だけの賃上げ（ベースアップ）を求め、企業も名目賃金の上昇を販売価格に転嫁できると予想すれば、組合の要求に応じるはずと考えられるためである。

この点を確認するため、一般労働者の所定内給与を被説明変数、労働需給関連指標とベアを説明変数とする賃金関数を推計すると、労働需給は殆ど有意とならない一方、ベアは有意な説明力を持つことが確認できる（図表 B2-2）。さらに、ベアを被説明変数、インフレ予想<sup>33</sup>と労働生産性（前年比）を説明変数とするベア関数を推計すると（図表 B2-3）、①近年のベアの動きは、インフレ予想や労働生産性の動向で概ね説明可能であること、②バブル期のベアの高さは、当時のインフレ予想と労働生産性の高さに起因すること、がわかる。

以上のように、①パート賃金は、労働需給の引き締まりを反映して、はっきりと上昇しているものの、②労働需給に感応的でない一般労働者の所定内給与が、インフレ予想と生産性の低さを反映して、鈍めの動きを続けている。雇用者所得のうち、労働需給に反応しにくい一般労働者の所定内給与は、雇用者所得全体の7割弱ものウェイトを占める（図表 B2-4）。この結果、マクロでみた時間当たり賃金は、バブル期と比較して弱めの動きになっていると考えられる。

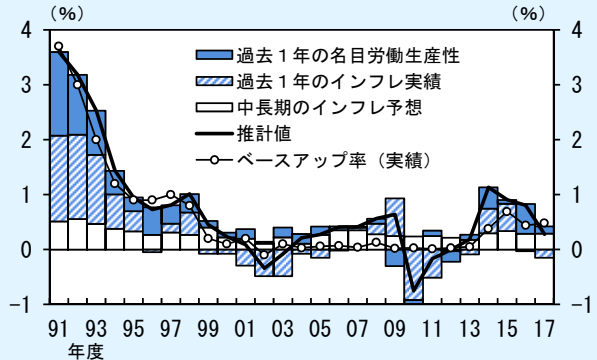
図表B2-3：ベースアップ率関数

①推計式と推計結果

$$\begin{aligned} \text{ベースアップ率 (\%)} &= (1-0.58-0.19)^{***} \times \text{中長期のインフレ予想 (\%)} \\ &+ 0.58^{***} \times \text{過去1年のインフレ実績 (\%)} \\ &+ 0.19^{***} \times \text{過去1年の名目労働生産性変化率 (\%)} \end{aligned}$$

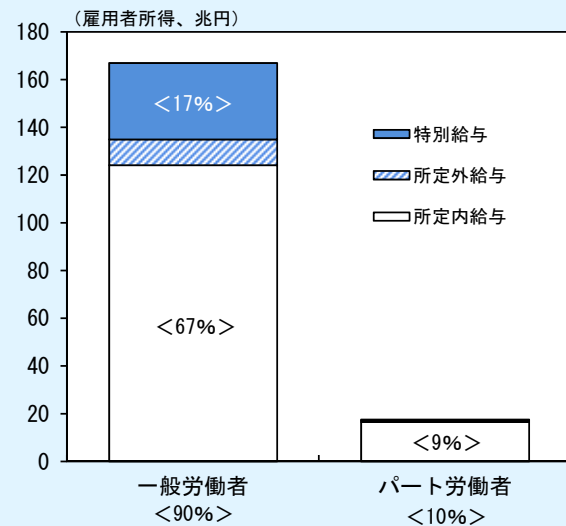
推計期間：1991～2017年度。\*\*\*は1%有意。

②推計値



(出所) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、総務省、内閣府等  
 (注) 1. 中長期のインフレ予想は、コンセンサス・フォーキャストの6～10年先予測。  
 2. 名目労働生産性＝名目GDP÷(就業者数×労働時間)。

図表B2-4：雇用者所得の内訳



(出所) 厚生労働省  
 (注) 1. 2016年の雇用者所得（名目賃金×常用労働者数、毎月勤労統計ベース）。  
 2. < > は全体に占めるウェイト。

<sup>33</sup> 関数上、インフレ予想は、「中長期インフレ予想」（フォワードルッキングなインフレ予想）と「過去1年のインフレ実績」（適切的なインフレ予想）として捕捉されている。

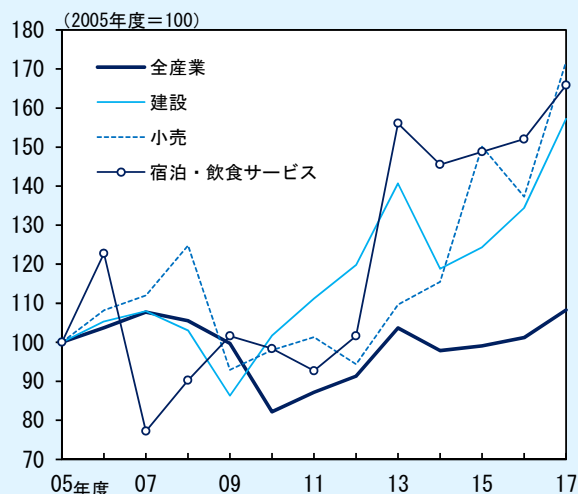
### (BOX 3) 企業による人手不足対応と物価の関係

バブル期以来の人手不足に対して、以下にみるように、企業は、様々な人手不足対応を講じることで、賃金上昇から生じる物価への上押し圧力の吸収を図っているように窺われる<sup>34</sup>。

第一に、労働集約的な業種（小売、宿泊・飲食、建設等）を中心に、人手不足が事業展開の制約になったり、賃金上昇がコスト増に直結したりする事態を回避すべく、企業は、ITを活用した省力化・効率化投資を近年、活発化している（図表B3-1）。これまで、わが国企業は、欧米諸国との対比で、高齢者や女性を中心に、教育水準が高く勤勉な労働者をパート労働者として比較的低い賃金で雇用することが出来た。もっとも、先行きは、人手不足が一段と深刻化し、パート賃金も明確な上昇を続けると見込まれることから、低賃金でのパート雇用は益々困難となり、ITを活用した省力化投資によって資本への代替を促す傾向が強まっていくと予想される。

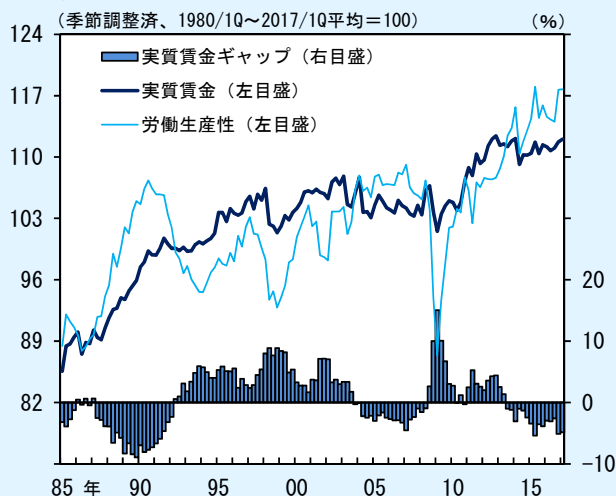
第二に、パート労働からIT資本への代替を進めるだけでなく、企業は、ここに来て、既存のビジネス・プロセスの見直しも図っている。これには、深夜や早朝の営業等、これまで当然のこととして供給していたサービスを、人件費との兼ね合いで採算性を見つめ直し、継続の有無を検討するということが含まれる。こうした見直しの結果、労働投入の減少ほどには売上高が落ちないといったかたちで、労働生産性の向上につながったとする例が散見される。これは、マクロ的には、労働節約的な技術進歩を推し進めたことと同値である。

図表B3-1：ソフトウェア投資額（短観）



(出所) 日本銀行  
(注) 2016年度までは実績、2017年度は2017/6月調査時点の計画。

図表B3-2：実質賃金ギャップ



(出所) 財務省、内閣府  
(注) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。  
2. 実質賃金=人件費÷従業員数÷GDPデフレーター  
3. 労働生産性=(営業利益+人件費+減価償却費)÷従業員数÷GDPデフレーター  
4. 人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。

<sup>34</sup> 人手不足に対する最近の企業の取り組みについては、さくらレポート(別冊・地域の視点)「各地域における女性の活躍推進に向けた企業等の取り組み」(2017年6月)を参照。



実質賃金の上昇は労働需給との対比で抑制気味である一方で（BOX 1、2）、労働生産性が引き上げられているため、両者の差である実質賃金ギャップはこのところ下落している（図表 B3-2）。これは物価下押しに寄与するものと考えられる。

この点を定量的に捉えるため、実質賃金ギャップを明示的に取り入れたフィリップス曲線を推計した（図表 B3-3）<sup>35</sup>。推計結果をみると、実質賃金ギャップは、需給ギャップやインフレ予想に比べ、統計的な有意性はさほど高くないものの、足もとではインフレ率を-0.2%ポイント程度押し下げる方向に寄与している（図表 B3-4）。

ただし、こうした実質賃金ギャップの下落に伴う物価下押しは、一時的な現象にとどまると考えられる。長い目でみれば、実質賃金は労働生産性見合いで決まるため、実質賃金ギャップはゼロに向かうはずである。前掲図表 B2-3 のベア関数でも、労働生産性はベアに対して有意にプラスに効いていた。こうしたことからすると、長期的には、労働生産性の向上が物価を下押しする影響は、限定的なものにとどまると考えられる<sup>36</sup>。

<sup>35</sup> ここでは、インフレ予想に関して、フォワードルッキングおよび適格的な期待形成の両方を勘案したハイブリッド型のフィリップス曲線をベンチマークとして用いている。

<sup>36</sup> 労働生産性の向上は物価上押しにも働かう。労働生産性の向上に伴い、長い目でみた成長率も引き上げられれば、期待収益や恒常所得の増加を通じて、設備投資、個人消費が上押しされ、需給ギャップが改善する。また、同時に、自然利子率も上昇すれば、現行の政策金利が不変のもとでも、金融緩和効果が増すと考えられる。

図表B3-3：フィリップス曲線の定式化

①定式化

【モデル①：実質賃金ギャップを考慮しない場合】

$$\pi_t = \beta_0 + \beta_1 \times \pi_t^e + (1 - \beta_1) \times (\pi_{t-1} + \pi_{t-2}) / 2 + \beta_2 \times \text{ygap}_t + \Omega \times (\text{特殊要因ダミー})$$

【モデル②：実質賃金ギャップを考慮した場合】

$$\pi_t = \beta_0 + \beta_1 \times \pi_t^e + (1 - \beta_1) \times (\pi_{t-1} + \pi_{t-2}) / 2 + \beta_2 \times \text{ygap}_t + \beta_3 \times (\text{wgap}_{t-2} + \text{wgap}_{t-3}) / 2 + \Omega \times (\text{特殊要因ダミー})$$

※ $\pi$ は、CPI（除く生鮮・エネルギー・家賃、季節調整済み前期比<年率換算、%>）。  
 $\pi^e$ は、中長期の予想インフレ率（%）。  
 $\text{ygap}$ は、需給ギャップ（%）。 $\text{wgap}$ は、実質賃金ギャップ（%）。

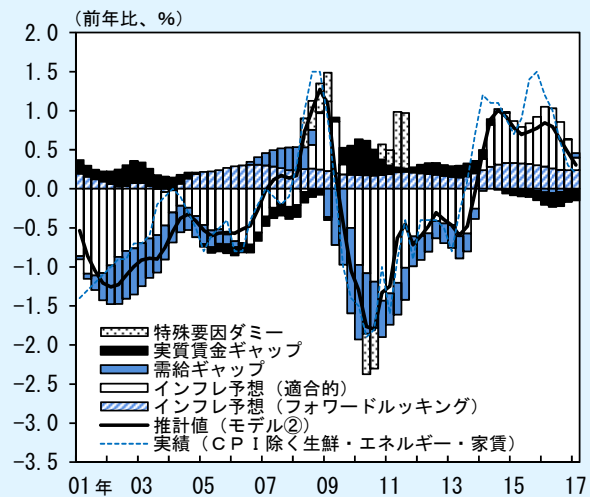
②推計結果

	モデル①	モデル②
$\beta_0$	-0.35 **	-0.30 **
$\beta_1$	0.34 ***	0.30 ***
$\beta_2$	0.12 ***	0.19 ***
$\beta_3$	—	0.05 *
Adj. R <sup>2</sup>	0.60	0.62
S. E.	0.36	0.36

※\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意。S. E.は、前年比推計値の標準誤差。  
 ※推計期間は、1997/10～2017/10。

（出所）総務省、財務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等  
 （注）1. 中長期の予想インフレ率は、コンセンサス・フォーキャストの6～10年先予測。  
 2. 特殊要因ダミーは、高校授業料無償化などの特殊要因を処理。  
 3. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。  
 4. CPIは、消費税調整済み。

図表B3-4：実質賃金ギャップの物価への影響



（出所）総務省、財務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等  
 （注）1. 図表B3-3のモデル②に基づく推計値を寄与度分解したもの。  
 2. 定数項は、インフレ予想（フォワードルッキング、適格的）に振り分けている。  
 3. CPIは、消費税調整済み。

